

MMT(현대통화이론) 설명

MMT의 기본 개념과 적용

- Part I 들어가기에 앞서
- Part II MMT의 기본 개념
- Part III MMT를 통한 경제해석



이베스트투자증권 **최광혁**입니다.

2018년을 지나면서 MMT(현대통화이론)에 대한 이야기가 심심치 않게 등장하고 있습니다. 2020년 미국의 민주당 대선후보들이 MMT를 통한 재정지출을 주장하고 있어 적어도 2020년은 MMT와 관련된 이야기들이 그 어느 때보다 자주 등장할 수 있습니다. 이 자료는 MMT에 대한 기본 개념과 시장의 오해를 설명하기 위한 자료입니다.

Part I. 들어가기에 앞서

MMT는 경제이론이라기 보다는 포퓰리즘을 옹호하기 위한 사상, 혹은 돈을 무한정 찍어내자는 주장으로 받아들여지는 경향이 있습니다. 하지만 일본의 현재 통화정책, 그리고 금융위기 이후 우리가 경험한 QE정책은 MMT에서 주장하는 정책적인 방향성과 일치하는 부분이 많습니다. 우리가 지금은 받아들이고 있는 케인즈의 [고용, 이자 및 화폐의 일반이론]도 대공황을 통해서 받아들여지기 전에는 비주류라고 할만한 위치에 있었습니다.

이 장에서는 MMT의 경제적 배경, MMT의 개념 이해와 오해 방지를 위해 미리 알아두어야 할 것을 설명하려고 노력했습니다.

Part II. MMT의 기본 개념

MMT에서 말하는 화폐란 교환의 매개수단으로 쓰이는 귀금속 등의 상품이 아니라 국가에 조세를 지불하기 위해 국가 스스로가 발행한 차용증서(IOU)입니다. 따라서 조세의 징수를 위해 화폐의 발행이 선행되는 것이지, 조세를 징수해 정부가 화폐를 획득하는 것이 아닙니다.

MMT는 정부화폐의 정의를 바탕으로 정부지출은 조세 수취와 독립된 행위이므로 정부지출이 세수의 크기에 제약될 이유가 없다는 결론에 도달합니다. 정부의 조세는 정부 자원마련이 목적이 아니고, 균형재정이라는 단어를 정부가 신경 쓸 필요도 없습니다. 정부는 경제적 목적을 위해 어떻게 지출해야 하는가를 고민하기만 하면 됩니다.

Part III. MMT를 통한 경제 해석

MMT는 경제적 연구보다 현실경제를 설명하는데 탁월한 능력을 가지고 있습니다. MMT의 설명을 배경으로 미국의 재정지출의 방법과 QE정책에 대한 설명, 유로존의 침체 원인에 대해서 알아보았습니다.

MMT의 정책적인 결론인 완전고용 추구하고 한국 정부의 소득주도성장은 상당히 유사한 개념을 공유하고 있습니다. 하지만 그 과정에 있어서는 상당히 상이한 모습을 보이고 있어, 의구심이 높습니다.

한국 정부에서 추구하는 소득주도성장의 문제점에 대해서도 고민해 봤습니다.

추가로, 저는 주류 경제학을 옹호하고 투자를 위한 재정지출을 지지하지만, 이 글에서는 설명의 편의를 위해 MMT를 중심 사상으로 설명하고자 노력했습니다. 이 점 오해 없으셨으면 좋겠습니다.

감사합니다.

Economist 최광혁

02 3779 8448

kh.choi@ebestsec.co.kr



MMT(현대통화이론) 설명

MMT의 기본 개념과 적용

Contents

Part I	들어가기에 앞서	4
Part II	MMT의 기본 개념	11
Part III	MMT를 통한 경제해석	30

Part I

들어가기에 앞서

MMT에 대한 오해와 알아두어야 할 것들

MMT는 2018년 버니 샌더스 등 미국 민주당 의원들의 자원 조달 수단으로 관심을 받기 시작했습니다. 한국에서는 경제이론이라기 보다는 포퓰리즘을 옹호하기 위한 사상, 혹은 돈을 무한정 찍어내자는 주장으로 받아들여지는 경향이 있습니다.

하지만 일본의 현재 통화정책, 그리고 금융위기 이후 우리가 경험한 QE정책은 MMT에서 주장하는 정책적인 방향성과 일치하는 부분이 많습니다. 우리가 지금은 받아들이고 있는 케인즈의 [고용, 이자 및 화폐의 일반이론]도 대공황을 통해서 받아들여지기 전에는 비주류라고 할만한 위치에 있었습니다.

우리가 통화주의자의 정책이나 케인지언의 정책을 그대로 수용하지 않는 것과 같이 MMT 이론에 대한 모든 것을 받아들일 필요는 없습니다. 하지만 연준의 새로운 정책을 설명할 수 있는 이론을 무조건 비판할 필요도 없습니다. 이번 장에서는 MMT에 대한 오해를 조금 완화시키고, 개념 이해를 위한 전제조건들을 알아보도록 하겠습니다.

비주류가 영타리를 의미하지는 않는다

케인즈와 마르크스의 제자들

가장 먼저 바로잡아야 할 것은 MMT(Modern Monetary Theory, 현대통화이론 이후 MMT로 통일)가 완전히 허황된 경제적 배경을 가지고 있지 않다는 것을 인지하는 것이다. 많은 사람들이 MMT를 주장하는 경제학자들이 생경하다는 이유로 혹은 MMT를 주장하는 정치인들이 극좌적 성향을 가졌다는 이유로 학문적 배경이 없다는 오해를 한다. 마치 정파와 사파의 싸움 사이에 위치한 흑도와 같은 취급을 받는 것이 MMT이다.

하지만 굳이 표현상으로 하자면 MMT는 사파의 거두의 계보를 이어온 학문이다. 케인즈는 일반이론을 통해서 경제학에 대한 많은 사상을 전파했다. 하지만 당시의 경제학자들 사이에 케인즈의 사상은 생각보다 과격한 비주류 학문이었다. 폴 사무엘슨은 케인즈의 일반이론에 대해 이렇게 표현했다.

“일반이론은 어느 군도 원주민들에게 들이닥친 무서운 질병처럼 엄습하여 35세 이하의 대다수 경제학자들을 감염시켰다. 50세가 넘는 경제학자들은 이 질병에 면역이 된 듯 초연한 반응을 보였다.”

사무엘슨이나 토빈, 소로우 심지어 우리에게 매우 친숙한 맨큐나 스티글리츠, 테일러도 케인즈의 계보를 이어왔다는 점에서 단순히 케인즈를 이론의 배경으로 삼았다면 비주류가 될 이유는 없다. MMT는 케인즈와 함께 마르크스와 이를 이어받은 칼레츠키의 이론도 배경으로 하고 있다. 슈페터는 그의 저서 [자본주의, 사회주의, 민주주의]에서 마르크스의 경제적 배경에 대해 이렇게 말하고 있다.

“마르크스의 경제학에 대한 진정한 이해는 그가 리카르도의 제자였다는 점을 파악하는 데서 시작된다. 마르크스의 논증이 리카르도의 명제들로부터 시작된다는 점, 그리고 리카르도로부터 입론의 기술을 배웠다는 점 등으로 미루어보아 마르크스는 리카르도의 제자가 분명하다. ...(중략)... 하지만 리카르도에 대한 자신의 태도는 시키는 것만 하는 그런 제자의 태도는 아니었다. 따라서 마르크스 논쟁의 찬반 양파가 모두 이런 태도에 대해서 혐오감을 느끼는 것은 이해할만한 일이다.”

결론적으로 MMT는 케인즈와 마르크스의 계보를 잇는 경제학 이론이다. 케인즈는 대공황 이후 경제학이 실질 경제에 가지는 오류들을 지적했고, 마르크스는 사회학적인 관점을 경제학에 포함해 설명해 나갔다. 주류 경제학자들이 '경제적 프레임 혹은 모델'이 없다는 비판이 나오는 이유이다. MMT는 현대경제현상을 충실히 설명하고자 하는 이론이고, 모든 것을 가정과 고정의 영역에서 설명하는 주류 모델로는 설명이 불가능한 영역을 다루고 있다.

현대 화폐와 화폐 이론과의 괴리에 대하여

주류경제학에서 화폐에 대한 개념은 '상품화폐론'에서 출발한다¹⁾. 화폐란 귀금속 또는 귀금속으로 태환할 수 있는 지폐 상징물을 말한다. 주류 경제학에서 화폐에 대한 개념의 출발은 아리스토텔레스가 [정치학]에서 언급한 교환 발전의 4가지 단계이다. 아리스토텔레스는 교환의 네 가지 목적 중 물물교환은 '자연적인 것'으로 간주하고 화폐의 팽창과 이자 소득을 위한 화폐의 흐름은 '비자연적'이고 '비윤리적'인 '가짜 부'로 정의했다.

이를 발전시켜 확정시킨 것은 애덤 스미스이다. 애덤 스미스에서 알프레드 마샬로 이어진 화폐의 이론은 피셔가 주장한 '화폐 수량설'의 이론적 근거가 된다. 우리가 화폐에 대해서 가장 잘 아는 수식인,

$$MV = PY (MV + M^1V^1 = \sum pQ = PT)$$

(M: 은행권과 주화, M¹: 수표발행 가능 예금, T: 거래량)

가 나오게 된다. 피셔는 [화폐의 구매력(*The Purchasing Power of Money, 1911*)]에서 케임브리지 교환방정식에서 출발한 수식을 통해서 가격이 원인이 되어서 화폐량이 결정되지 않는다고 주장한다. 반대로 MV가 PT를 결정하는 원인이 된다는 것이다. 우리가 익히 알고 있는 '통화량이 증가하면, 인플레이션이 발생한다'라는 상식의 출발점이 여기에 있다.

1911년의 이론을 우리는 아직도 화폐를 설명할 때 사용한다. 물론 수식이 워낙 심플해서 단순한 설명을 하기에 유용하기는 하다. 1867년 유럽 통화 회의의 금본위제 도입 약정 이후 1931년 영국의 금본위제 폐지까지는 이러한 이론이 맞을 수도 있다. 1944년에서 1971년까지의 브리튼우즈 체제 하에서도 어느 정도는 받아들일 수 있다.

하지만 현대사회에서 이런 이론이 힘을 얻을 수 있는가 하는 질문은 다르다. 1960년 이후 통화량 증가와 소비자물가 상승률을 보면 1970년대를 마지막으로 통화량과 소비자물가 상승률은 전혀 다른 궤적을 보여주고 있다. 특히 MMT가 활발히 자신의 주장을 펼치기 시작한 2014년 이후를 보자. 통화량과 소비자물가지수의 궤적이 완전히 달라지기 시작했다. 이러한 변화의 중심에는 정부 유지준비금의 적극적 활용이 있다. 그렇다. QE의 시작이 전통적인 이론을 무용한 것으로 만들기 시작했다.

1) 화폐의 본질에 대한 설명은 제프리 잉햄의 [돈의 본성]을 읽어보기를 추천한다. MMT가 가지는 화폐의 본질을 다양한 관점에서 잘 설명하고 있다. 여기서는 화폐의 본질에 대한 긴 설명보다는 MMT 경제학자들이 주장하는 화폐의 성격에 대해서 설명하는데 집중할 것이다.

이런 점에서 화폐는 확실히 하나의 베일에 지나지 않는다. 화폐는 경제생활의 그 어떤 본질적 요소도 담고 있지 않다. - 아서 피구(Pigou, 1949: p. 14)

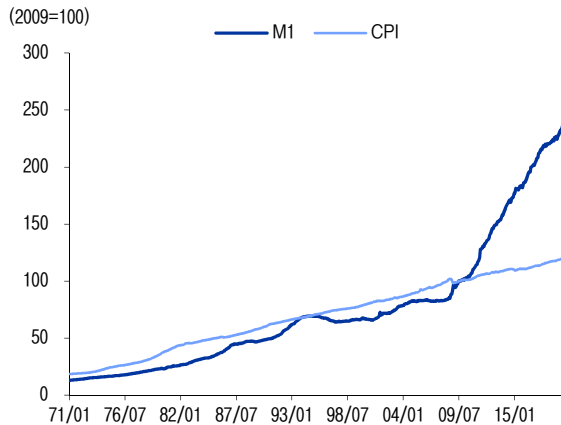
가장 발전된 선진 경제라 하더라도 개인이나 국가 간의 교역이 결국은 대개 물물교환의 문제로 귀착된다는 점을 알게 될 것이다. - 폴 사무얼슨(Samuelson, 1973: p. 55)

표1 고전화폐 모형

구분	교환방정식	현금잔고방정식
화폐의 종류	M1	M1
화폐의 기능	교환의 매개수단	가치의 저장수단
화폐수요함수	$MV=PY$ $[M=(1/V)PY]$	$M_0=kPY$
화폐수요함수의 성격	목시적 설명	명시적 설명
화폐수요의 크기 및 화폐수요의 안정성	유통속도 일정, 화폐수요는 국민소득이 결정	유통속도 일정, 화폐수요는 국민소득이 결정
정책적 함축성	통화량과 물가수준은 정비례	통화량과 물가수준은 정비례

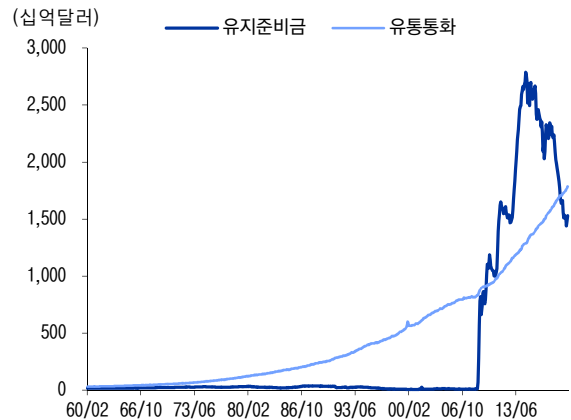
자료: KOCW(대학공개강의), 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 미국 M1 과 CPI 추이



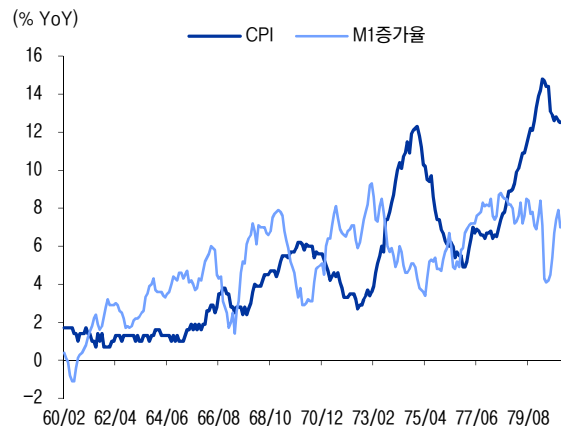
자료: Fred, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 미국 본원통화 구성 요소



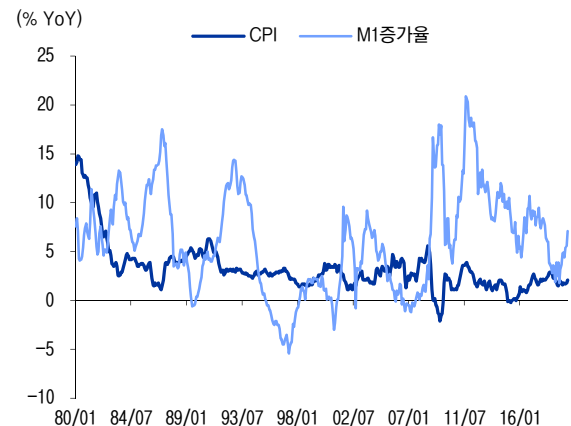
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 CPI와 M1 증가율: 1960년 ~ 1980년



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 CPI와 M1 증가율: 1980년 ~ 현재



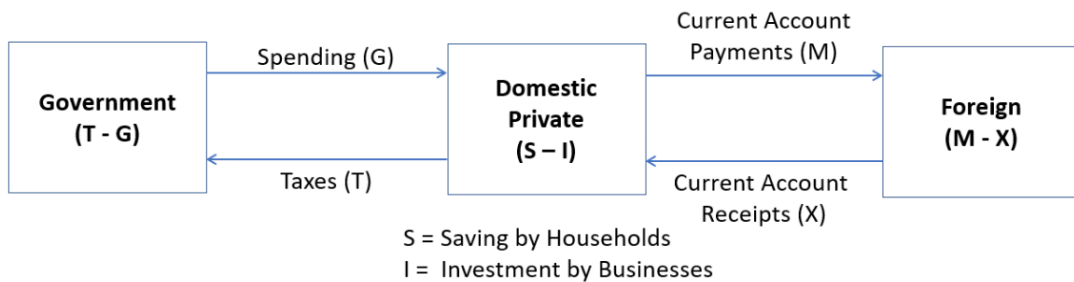
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

MMT의 Sectoral Balance

MMT를 설명하기에 앞서 한 가지 말하고 넘어가야 할 사항은 MMT가 설명하는 항등식이 $Y = C + I + G + (X - M)$ 과는 조금 다르다는 것이다. 뒤에서 보다 자세히 설명하겠지만, MMT의 섹터 밸런스 항등식인 $(T - G) + (S - I) + (M - X) = 0$ 를 기억할 필요가 있다. 정부의 자금이 흑자라면 민간이나 해외부문에서는 적자가 나올 수 밖에 없다라는 사실이 MMT의 정책 주장의 핵심이다.

“인플레이션은 언제 어디서나 화폐적 현상이다”라는 밀튼 프리드만의 유명한 발언에 대해서는 두 가지 의문점을 제시하고자 한다. 주류 경제학에서 말하는 수식, $(Y - C - T) + (T - G) = I$ 과 화폐의 중립성 문제이다. 주류 경제학에 의하면 개인저축과 정부저축은 투자로 연결되기 때문에 정부지출이 높을수록 투자는 줄어들게 된다. 하지만 한가지 질문을 해보자. 수식에서 투자를 늘리기 위해서는 민간소비를 줄이거나 정부지출을 줄여야 한다. 경제성장을 위해 소비나 정부지출을 줄여야 한다? 두 번째로 짚고 넘어갈 것은 장기적으로 완전고용을 가정한 통화의 중립성이다. MMT는 완전고용을 위한 정책을 말하고 있는데? 완전고용이 가능하다면 굳이 MMT를 따를 필요도 없다.

그림7 섹터별 균형식



Identity: Must hold true by definition
 $(T - G) + (S - I) + (M - X) = 0$

자료: Wynne Godley, Levy Institute, 이베스트투자증권 리서치센터

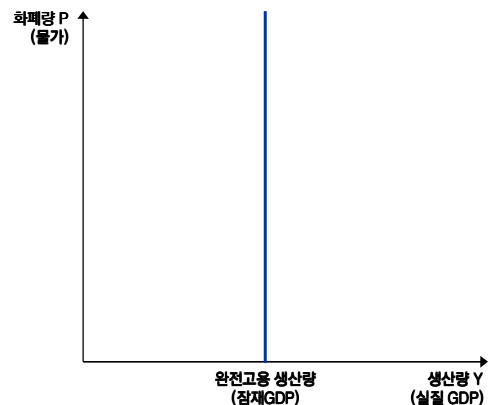
그림8 저축과 투자에 대한 항등식

$$\begin{aligned}
 & Y = C + G + I \\
 \rightarrow & Y - C - G = I \\
 \rightarrow & (Y - C - T) + (T - G) = I \\
 \rightarrow & \text{개인저축} + \text{정부저축} = \text{투자} \\
 \rightarrow & \text{국민저축} = \text{투자} \\
 \rightarrow & S = I
 \end{aligned}$$

Y: 총소득(=총산출량), C: 소비, G: 정부지출, T: 세금
 S: 국민저축, I: 투자

자료: On the other hand, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 통화의 중립성



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

불완전한 삼위일체와 통화 피라미드

재미없는 경제적 배경 설명의 마무리로 두 가지만 더 언급하고자 한다. 하나는 불가능한 삼위일체를 MMT에서도 충분히 인지하고 자주 언급하고 있다는 것이다.

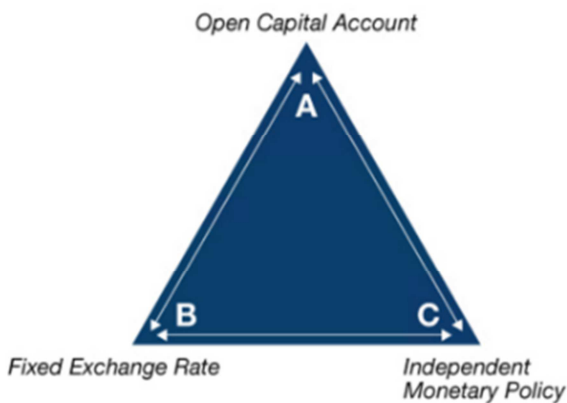
주류경제학파인 로버트 멘델의 대표적인 이론임에도 불구하고 불가능한 삼위일체는 MMT에서도 수용하고 있다. 핵심적인 부분은 고정환율과 독립적 통화정책, 개방적 금융시장은 동시에 성립할 수 없다는 것이다. MMT에서 말하는 대표적인 국가는 미국과 중국이다. 미국은 변동환율제를 채택함으로써 독립적 통화정책과 금융시장 개방을 이룬 국가이다. 주권국가로서 자유로운 통화발행이 전혀 문제될 것이 없고, 이는 해외 부문에서 달러의 가격으로 결정된다는 것이다. 중국은 고정환율제로 인해 통화의 가격결정이 어렵다. 이런 경우 MMT에서 주장하는 것과 같은 무제한적 통화 발행을 지지해 주는 요소는 달러를 언제나 갚을 수 있다는 높은 외환보유량이 지지한다는 것이다. 따라서 이론적으로 미국과 중국 모두 자유로운 통화발행을 통해 재정지출을 확대할 수 있다.

또 다른 하나는 통화 피라미드의 개념이다. MMT에서는 여러 부채들이 형성하는 일종의 피라미드 모형을 이야기한다. 각자의 층은 중앙은행에서 얼마나 떨어져 있느냐에 따라 등급을 부여 받는다.

이 피라미드가 의미하는 것은 두 가지이다. 첫째, 부채는 위계서열이 존재하며 피라미드 위쪽의 부채일수록 일반적으로 더 널리 받아들여진다. 둘째, 각 층의 부채는 위층의 부채를 레버리지하는 모습을 보이게 된다. 피라미드의 비교적 낮은 구간에서 문제가 발생한다면 이는 높은 레버리지와 믿음의 부채를 동시에 겪게 되고 이러한 문제가 현실에 반영된 것이 서브프라임 사태와 같은 금융위기를 만들어 낸다는 것이다.

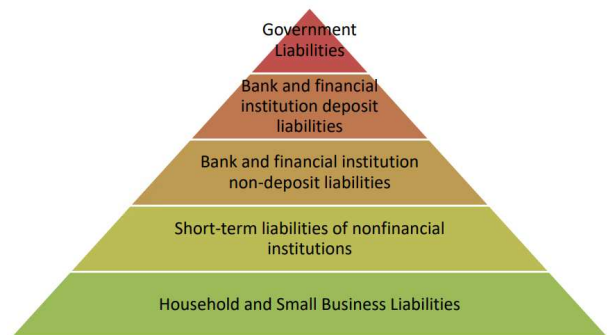
화폐를 일종의 부채로 판단하는 MMT의 입장에서 주권 국가의 통화는 가장 최상위에 존재하는 부채이고, 이를 이용해 한 국가의 경제주체들은 새로운 대출을 생성해 레버리지를 만들어 낸다. 결국, 모든 것의 위에 존재하는 존재는 국가 화폐이다.

그림10 불가능한 삼위일체



자료: 언론 보도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 통화 피라미드



자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

MMT의 기본 개념

화폐의 본질과 거시경제학 패러다임의 전환

MMT에서 말하는 화폐란 교환의 매개수단으로 쓰이는 귀금속 등의 상품이 아니라 국가에 조세를 지불하기 위해 국가 스스로가 발행한 차용증서(IOU)입니다. 따라서 조세의 징수를 위해 화폐의 발행이 선행되는 것이지, 조세를 징수해 정부가 화폐를 획득하는 것이 아닙니다.

이러한 이론 하에서 국가는 화폐경제의 본질적 일부분이며 재정과 금융정책은 원래가 하나의 정책이라는 결론에 도달합니다. 그리고 화폐가 조세 채무의 청산을 위한 차용증서라면, 거시경제 분석은 민간, 정부, 해외 부문의 대차대조표 상 균형식에서 시작하게 됩니다.

MMT는 이러한 이론을 통해, 정부지출은 조세 수취와 독립된 행위이므로 정부 지출이 세수의 크기에 제약될 이유가 없다는 결론에 도달합니다. 정부의 조세는 정부 자원마련이 목적이 아니고, 균형재정이라는 단어를 정부가 신경 쓸 필요도 없습니다. 정부는 경제적 목적을 위해 어떻게 지출해야 하는가를 고민하기만 하면 됩니다.

화폐란 무엇인가?

화폐는 조세 수취의 수단

하이먼 민스키는 “누구나 돈을 만들어내는 것은 가능하다. 문제는 그것을 사람들이 받아들여지게 만드는 것이다.” 라고 말했다. 이 발언이 화폐에 대해 정의하는 시작점이 될 수 있을 것이다.

민간부문에서의 통화발행은 굳이 설명할 필요가 없다고 믿는다. 어린 시절 어머니에게 500원을 종이에 그려보거나, 여자친구에 대한 선물권 혹은 종교가 있다면 달란트 같은 종이를 받은 기억이 있을 것이다. 이러한 행위들이 우리가 개인 단에서 수행하는 통화발행이 될 수 있다. 우리는 그 종이를 통해서 미래에 이러한 금액을 갚겠다는 약속을 하게 되는 것이다. 하지만 귀여운 행위는 될 수 있을지언정 사회에서도 이러한 증서를 발행한다면 결국 그것을 받는 사람이 왜 믿어야 하는가 라는 신뢰성의 문제가 발생하게 된다. 아무도 믿지 않기 때문에 결국 화폐의 발행은 불가능하게 된다.

정부 입장에서 화폐의 발행도 본질은 같다. 왜 정부가 발행한 화폐를 사용해야 하는가가 가장 본질적인 질문일 것이다. 단순히 교환의 매개수단으로서 사용한다라는 설명은 설득력이 없다는 것이 MMT의 설명이다. 브리튼우즈 체제 아래서라면 달러를 받아들여지게 만드는 것은 금으로 교환할 수 있다는 확신이라고 답할 수도 있다. 하지만 금본위제가 폐지된 이후에도 각 국가의 통화(특히, 달러)는 어디서나 받아들여진다.

주류 경제학에서는 화폐가 받아들여지는 이유를 남들이 그것을 받아들일 것이라는 점을 알기 때문이라고 한다. 하지만 이는 화폐는 받아들여지기 때문에 받아들여진다는 논리이다. 적어도 모델이나 프레임이 없다는 점을 비판하는 주류경제학에서 할 말은 아니다.

그렇다면 화폐는 왜 받아들여지는가? 정부에 세금으로 지불할 수 있기 때문이다. 주권 정부가 가질 수 있는 가장 강력한 권력, 그리고 국민이라면 따를 수밖에 없는 것은 조세를 부과하고 징수할 수 있는 권위이다. 조세의 징수과정에서 화폐는 언제나 정부에서 받아들여진다. 당연한 말이지만 국가에서 발행한 화폐가 국가에서 조세로 받아들여지지 않는다는 것이 더 웃기는 일이다.

결국 정부는 민간에게 언제든지 우리가 조세를 징수할 때 받을 것을 약속하고 화폐를 발행하는 것이다. 사람들은 정부에서 언제든지 조세로 화폐를 받을 것임을 100% 확신할 수 있기 때문에 사용한다. 그리고 거래의 수단으로서 사용된다. 신뢰할 수 있기 때문이다. 화폐는 거래의 수단으로서 사용된다. 하지만 거래의 수단으로 사용되기 때문에 화폐를 사용한다는 것은 화폐가 어디서 나오고, 왜 거래의 수단으로 사용하는지에 대한 대답이 결여되어 있다. 결국 개인과는 달리 정부의 화폐가 가지는 신뢰성은 어디서 오는지에 대한 질문이고, 대답은 정부가 조세 징수를 보장하기 때문이라는 것이 대답이다.

영국 파운드화에서 나타나는 화폐의 특성

영국 파운드화에는 여왕의 얼굴 옆에 "I promise to pay the bearer on demand the sum of pounds(나는 파운드를 요구할 때 지불할 것을 약속한다)"라고 적혀있다. 오해의 소지가 있지만, 이러한 문구는 "나는 조세 지불에서 이 지폐를 받아들일 것을 약속한다"라고 받아들일 수 있다. 결국 파운드화에서 이 문구는 정부가 발행한 부채가 화폐임을 인정하는 동시에 조세의 지급수단으로 언제든지 받아들일 것임을 의미한다.

영국 파운드화의 재미있는 특징 중 하나는 법정 발행기관이 하나가 아니라는 점이다. 영국은 बैं크 오브 잉글랜드, बैं크 오브 스코틀랜드, 로얄 बैं크 오브 스코틀랜드, 클라이스데일 बैं크, 단스케 बैं크, 퍼스트 트러스트 बैं크, 울스터 बैं크, बैं크 오브 아일랜드에서 모두 법적으로 화폐를 발행할 수 있다. 하지만 법적인 지위를 유지함에도 불구하고 잉글랜드 가게에서 스코틀랜드 발행 파운드를 받지 않는 모습을 종종 볼 수 있다. 단지 거래의 수단으로서 화폐가 존재한다면 법정 화폐인 스코틀랜드 파운드를 받지 않을 이유는 없다. 무지에서 비롯되었지만 스코틀랜드 화폐에 대한 신뢰가 없기 때문이다.

그림12 영국 파운드화



자료: 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 다양한 영국 파운드화



자료: 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 다양한 영국 파운드화



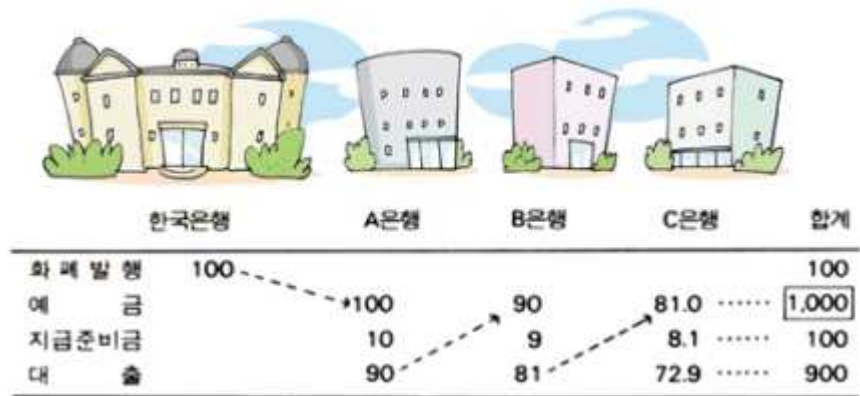
자료: 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

화폐 혹은 통화의 범위를 어디로 둘 것인가?

주류경제학에서 설명하는 화폐의 신용창출 과정은 우리에게 굉장히 익숙하다. 간단히 말해 은행이 100만원을 받으면, 지준율을 제외한 나머지 돈은 다른 은행으로 가는 과정이 무수히 반복된다는 것이다. 중앙은행이 발행한 화폐는 은행간의 이동을 통해서 결국 1/지준율 만큼의 신용창출 과정을 거쳐 1,000만원이 된다는 간단한 설명이다.

하지만 현대 통화시스템을 설명하기에 올바른가 하는 의문이 생긴다. 전통이론에서 화폐는 언제나 우리가 아는 100만원과 같은 통화로 표현된다. 하지만 현대 통화시스템에서 중앙은행이나 정부는 민간은행과 지급준비금을 통해 거래한다. 민간은행을 포함한 금융권 전체가 발행한 금융수단을 화폐로 간주한다면 한국은행이 발행한 현금 유통량은 M2 대비 4.3%에 불과하다. 정부의 금융정책을 고려하기 위해서는 어쩔 수 없이 지급준비금을 화폐에 포함시킬 수 밖에 없다. 그리고 지급준비금은 일반적으로 시장으로 풀리는 신용과 다른 판단과 프로세스를 거친다. 현대 경제에서는 화폐의 개념이 새롭게 형성되고, 당연히 판단의 프레임도 달라져야 한다.

그림15 주류 경제학의 화폐 신용 창출 과정



자료: 한국은행 경제교육 [통화는 누가 어떻게 공급하나?], 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 현대 금융통화 시스템의 구조



자료: 전용복 [금융통화 시스템의 구조], 이베스트투자증권 리서치센터

정부의 돈은 떨어질 수 없다

오바마 대통령이 했던 말 중 가장 재밌는 농담은 미국의 "돈이 떨어졌다" 라는 말이다. 정부는 주권 통화의 발행자이다. 스스로 통화를 공급하는데 있어서 납세자나 금융시장의 법칙에 적용 받지 않는다. 돈을 무한정으로 쓸 수 있다는 의미는 아니지만, 정부는 돈이 떨어지는 경우는 발생하지 않는다. 그것은 주화든 문서이든 아무런 상관도 없다.

연준의 지출에 대한 질문에 대해 버냉키 의장은 이렇게 말한다.

"이는 세금이 아닙니다. 은행에게 돈을 꾸어 주려 한다면 그저 컴퓨터를 사용해서 그들에게 연준이 가지고 있는 계좌의 크기만 불러주면 됩니다. 이는 돈을 빌리는 것보다는 찍어내는 것에 더 가깝습니다.", "우리는 그저 연준이 보유하고 있는 은행시스템의 지급준비금을 더 창출할 뿐입니다. 이 돈은 시중의 일반인들에게 가지 않습니다. 자산 매입을 위해 돈을 찍어내거나 세금을 사용하지 않습니다. 우리는 은행 시스템의 지급준비금을 창출해주고 있을 뿐입니다."

그림17 "돈이 떨어졌다?"



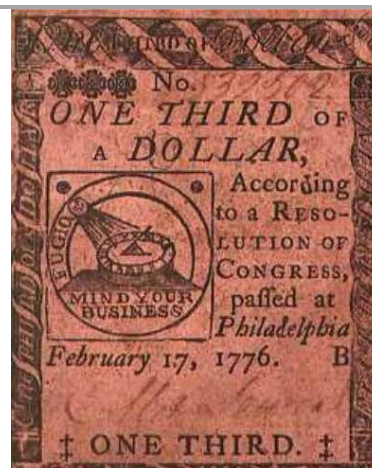
자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 주화



자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 채무보증 문서



자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

주권국가로서의 화폐발행

주권국가의 화폐발행을 통한 재정여력은 무한하다. 이는 주권국가가 가지는 경제학의 가장 본질적인 가치 중에 하나이다. 많은 사람들이 정부의 예산은 대출과 세입에 대해 제약된다고 생각한다.

하지만 정부 화폐는 세금의 수취를 위해서 발행됐다. 닭이 먼저냐 달걀이 먼저냐 같은 질문이지만 조세수취가 먼저인가 통화발행이 먼저인가라는 문제에 대한 답은 무엇인가? 정부의 통화발행이 선행되지 않았다면 국민은 통화로 어떻게 세금을 냈을까? 과거에는 현물로 냈다고 할 수도 있지만 결국 국민이 화폐를 발행해서 세금을 내지 않았다면 화폐의 발행이 선행된다는 것은 당연한 결론이다.

조세수취를 위한 화폐 발행이 선행되었다면, 정부 지출은 세금수입의 제약을 받는가? 아니면 정부 지출이 세금수입을 결정하는가? 답은 당연히 정부의 지출에 의해서 세금이 제약을 받을 수 있지만, 세금의 양으로 정부의 지출이 제약되지는 않는다. 이것이 화폐의 본질이 말해주는 재정정책의 본질이다. 물론 이러한 주장이 정부가 무제한적인 화폐의 발행을 해야 한다는 것을 의미하지는 않는다. 그런 주장을 하는 사람이 있다면 MMT를 비판하기 위한 세력이거나, MMT라는 이름만을 이용해 자신의 목적을 달성하려는 사람일 것이다.

그림20 주권 국가로서의 화폐발행

Fiscal Space with sovereign currency

“[T]he power to issue its own money, to make drafts on its own central bank, is the main thing which defines national independence. If a country gives up or loses this power, it acquires the status of a local authority or colony.”

~Wynne Godley, 1992

MMT를 위한 항등식

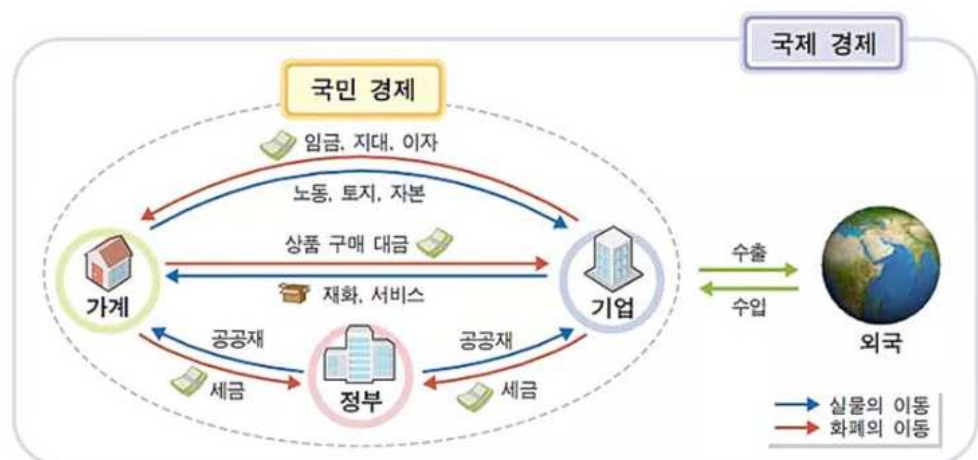
수요부족 구간에서 정부 소비의 역할

화폐의 본질이 조세수취라는 것을 알았고, 정부의 화폐 발행에 제약이 존재하지 않는다는 것을 설명했다. 이제는 왜 정부가 인플레이션의 위험부담을 감수하고 재정지출을 행해야 하는지에 대해서 생각해보자. 이는 정부의 재정흑자가 상당히 안 좋은 정책이 될 수 있다는 주장에 대한 설명과 동일하다.

자본주의에 있어서 왜 정부의 기능이 필요한지에 대해서는 전용복 교수의 [현대화폐이론은 왜 정부의 적극적 재정정책을 요구하는가]라는 칼럼에 훌륭하게 설명되어 있다. 전용복 교수는 자본주의 경제의 가장 큰 어려움을 '수요의 부족'으로 정의하고 있다. 이에 대해 굳이 설명을 할 필요성은 느끼지 않는다. 기업이익과 국가경제를 고민하는 우리의 입장 상 수요부족과 공급과잉의 이야기는 귀에 못이 박히도록 들었으니 넘어가자.

국민경제에서 총 생산물(GDP)은 임금과 이윤으로 분배된다. 분배된 소득은 생산물의 소비에 사용되지만 일부는 소비가 아닌 저축으로 사용되고, 남은 물건은 재고로 쌓이게 된다(잉여의 문제는 자본가 계급과 부의 불평등과도 연결되지만 이는 생략하자). 우리가 잉여생산물을 사용하는 방식은 외국에 수출하거나 정부의 투자를 늘리는 것이다. 민간의 투자는 수요와 공급으로 발생하는 사이클의 형성과 주기를 같이 하는 경향이 있으므로 수요 부족 구간에서 큰 도움이 되기는 어렵다. 하지만 정부 투자의 증가는 결국 공급을 과잉을 다시 가져올 가능성을 배제하기 어렵다. 그렇다면 필요한 방법은 무엇인가? 정부 소비를 늘리는 것이다.

그림21 민간과 정부, 외부 섹터의 자금 순환



자료: 전용복 칼럼 재인용, 이베스트투자증권 리서치센터

어느 한 부문의 적자는 다른 부문의 흑자와 동일하다

회계의 기본원칙은 금융자산에는 그에 상응하는 부채가 존재한다는 것이다. 민간의 예금은 자산으로 표현되지만 은행에서는 부채로 표현되는 식이다. 결국 한 부문의 자산은 다른 말로 다른 부문의 부채와 동일한 의미를 가지게 된다.

일단 해외 부문을 제외하고 국내 경제에 집중해 보자. 국내 경제는 민간부문과 정부부문이라는 두 개의 부문으로 나눌 수 있다. 이것이 의미하는 것은 무엇인가? 정부부문이 흑자를 달성했다는 의미는 민간부문이 적자를 냈다는 것과 동일하다는 것이다. 정부의 적자는 민간의 흑자가 되고, 정부의 흑자는 민간의 적자가 된다. 정부가 균형예산을 이뤘다는 것은 민간 역시 자산의 변화가 없다는 것을 의미한다. 앞서 언급했듯이 민간지출과 부채는 가계수입의 제약을 받고, 정부는 제약이 없다. 그렇다면 어느 부문이 적자를 보는 것이 경제를 성장시키는 방법인가?

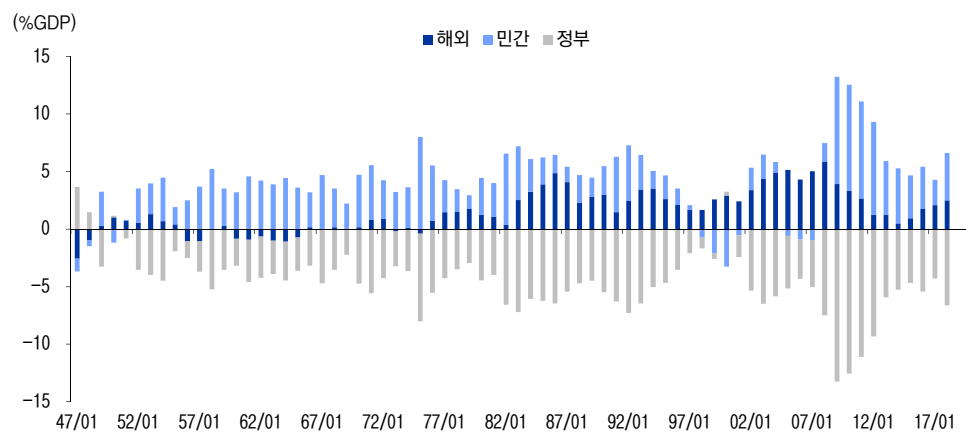
해외부문을 고려해도 이러한 문제는 달라지지 않는다. 결국 민간과 정부, 해외부문은 균형을 이루게 된다. 미국의 부문 균형은 이러한 모습을 잘 보여주고 있다.

그림22 Sectoral Balances Approach (Minsky/Godley)

- Fundamental Principles:
 - A. For every surplus there must be an equal deficit
 - B. Flows accumulate to stocks
- Two sectors:
 - Govt Balance + Private Balance = 0
 - i. Govt Deficit = Private Surplus
 - ii. Govt Surplus = Private Deficit

자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 US Sectoral Balances



자료: Wikipedia, 이베스트투자증권 리서치센터

국내 민간부문 잔고 + 국내 정부부문 잔고 + 해외부문 잔고 = 0

국내 민간부문과 국내 정부부문 그리고 해외부문을 나눴을 때, 세 부문은 일정한 회계 기간 동안 단일의 소득흐름과 지출흐름을 가지는 것으로 가정할 수 있다. 어느 개별 부문이든 매년 소득과 지출이 균형을 이루기는 어렵다. 흑자예산이란 저축과 동일한 흐름이 나타날 것이고, 적자예산은 순 금융자산을 줄이는 방향으로 진행될 것이다.

이런 회계흐름을 판단하면 우리는 하나의 중요한 결론에 도달하게 된다. 하나 혹은 그 이상의 부문에서 나온 적자는 나머지 부문의 흑자와 동일할 수 밖에 없다는 것이다. 결국 국내 민간부문 잔고, 국내 정부부문 잔고, 해외부문 잔고의 합은 0가 된다. 우리는 수식을 좋아하니 잘 아는 수식을 통해서 균형을 증명해 보면,

우리가 잘 아는 GDP 방정식인, $Y = C + I + G + (X - M)$ 과 $Y = C + S + T$

$$C + S + T = Y = C + I + G + (X - M)$$

양쪽의 C를 제외한다면, $S + T = I + G + (X - M)$

이를 재정렬하면, $(S - I) = (G - T) + (X - M)$

결국, $(S - I) + (T - G) + (M - X) = 0$ 이 성립된다.

어느 한 부문이 흑자 예산이라면 다른 부문들 중 최소한 하나는 적자예산을 운영하게끔 되는 것이다. 예를 들어 해외부문이 균형예산을 운영한다고 가정했을 때, 어느 한 해 동안의 국내 민간부문이 1,000억 달러의 소득을 통해 900억 달러의 소비를 했다고 가정해 보자. 국내 민간부문의 흑자가 100억 달러이므로 국내 정부부문은 100억 달러의 부채를 가지게 된다.

실제로 클린턴 정부의 균형예산 기간 동안 민간부문의 균형은 (-)를 기록했다. 1990년대 말 골디락스 기간 동안 민간부문은 오히려 적자를 낸 것이다. 일반적으로 가계는 자신의 소득을 기준으로 지출을 한다. 하지만 소득 이상의 지출을 하기 위해서는 금융자산의 증가나 저축의 증가가 나타나야 한다. 골디락스 때의 상황과 같이 정부가 지출을 하지 않겠다고 결심한다면 가계 역시 자신의 소득을 넘어서는 지출을 할 수 없게 된다. 따라서 민간부문에서의 소비는 감소하게 되고 이러한 현상은 다음 기간에는 민간부문의 소득감소로 이어지게 된다. 결국 가계에 있어서 '소득이 지출을 결정'하는 것은 맞지만 부문별로 따지면 '지출이 소득을 결정'하는 현상이 발행하게 된다.

우리는 이를 통해 두 가지 주장을 제공하고 있다. 첫 번째는 정부의 재정흑자는 항상 다른 부문의 적자라는 결과를 가져온다는 것이고, 두 번째는 어떤 부문의 소득이 증가하기 위해서는 다른 부문의 지출이 증가할 필요가 있다는 것이다.

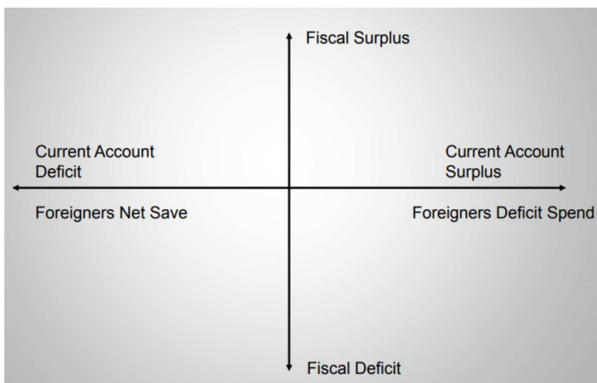
경상수지 적자국의 재정정책

해외부문의 적자가 이어진다고 하더라도 정부부문의 적자가 더 크다면 민간부문이 흑자를 달성하는 것이 가능하다. 이는 곧 경상수지 적자를 겪고 있는 국가에서 민간부문의 흑자를 유지시키기 위해서는 이보다 큰 정부 재정적자를 이어나가야 한다는 의미이다.

정부와 해외부문의 금융균형을 통해 이를 살펴보자. 국내 민간부문이 균형재정(저축과 투자가 일치)을 이룬다면 이는 사선으로 표현되고, 민간부문 수지는 정부의 재정수지와 경상수지를 통해 결정된다.

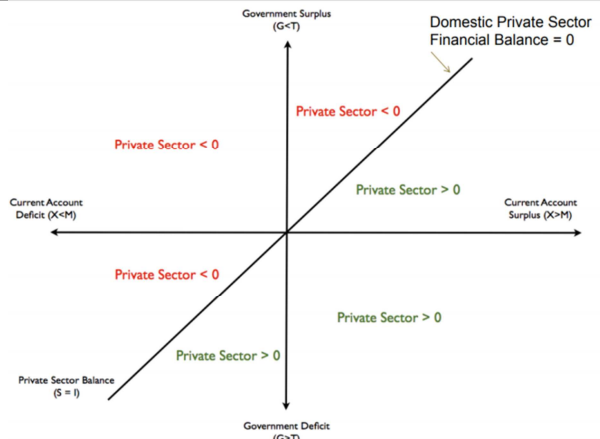
[민간부문 금융균형 = 경상수지 + 재정수지]로 결정되고 경상수지 흑자가 증가하거나 재정적자가 확대되는 구간에서 민간부문의 흑자가 상승하게 된다. 심지어 경상수지 적자와 재정적자가 동시에 발생하는 쌍둥이 적자가 지속되는 기간에도 재정수지 적자가 더 크게 늘어난다면 결론적으로 민간의 흑자를 확대된다고 할 수 있다.

그림24 정부수지와 경상수지 균형



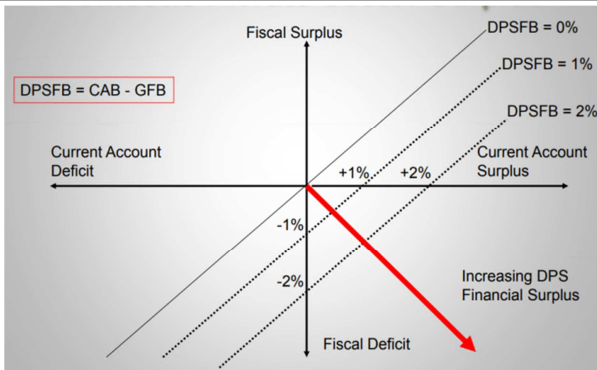
자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 민간섹터에 의한 잉여



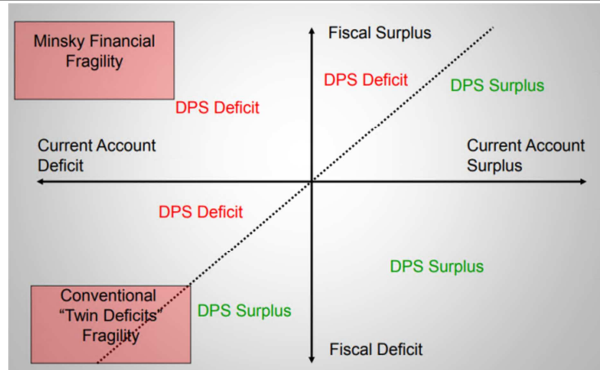
자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 민간의 잉여수익 변화



자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 섹터 밸런스에서의 취약지점



자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

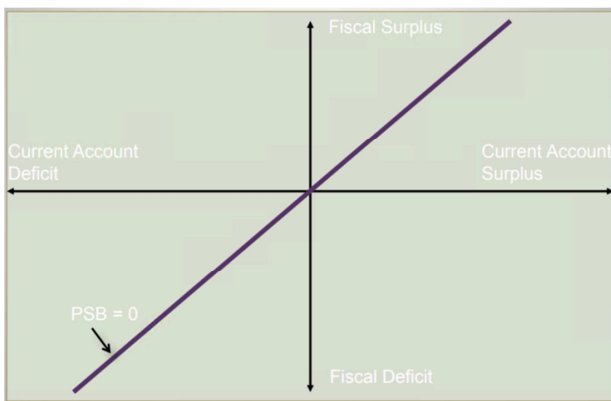
민간부문 흑자를 위한 재정수지

앞에서 언급한 바와 같이 일반적인 주권국가 입장에서 재정지출은 정부의 재량이 된다. 따라서 모든 구간에서 정부의 재정적자를 늘릴 수 있다. 실제로 미국의 연도별 재정 수지와 경상수지를 보면 2005년과 2010년은 경상수지의 적자에도 불구하고 정부 재정수지를 적자로 운영하는 모습을 보이고 있다. 반면 앞서 언급했던 골디락스 시절 미국 정부는 경상수지 적자에도 불구하고 재정흑자를 유지했고, 이는 고스란히 민간부문의 적자로 옮겨갔다.

지속적인 민간부문 흑자를 위한 정부의 재정수지 구간은 투자와 저축이 일치하는 민간부문 균형점의 아래에 위치할 것이다. 하지만 유로존의 경우에는 재정수지에 대한 해석이 미국과 달라질 수 있다. 이는 유로존이 마스트리히트 조약에 의해서 재정적자에 제약을 받기 때문이다.

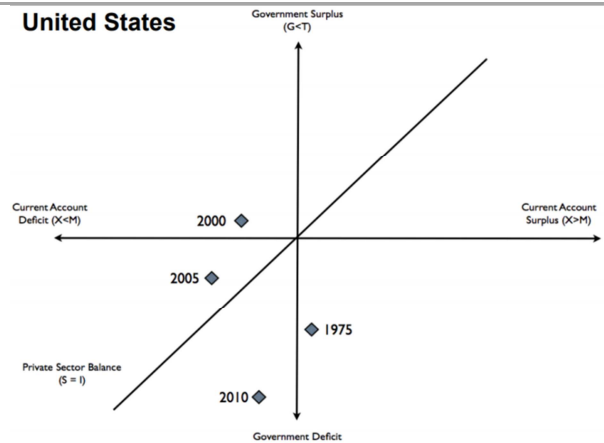
그림에서 보는 것과 같이 미국은 마스트리히트 제약에 의해 재정적자가 GDP의 3% 수준으로 제약된다.

그림28 주권국가에서의 소비린 발행 허용범위



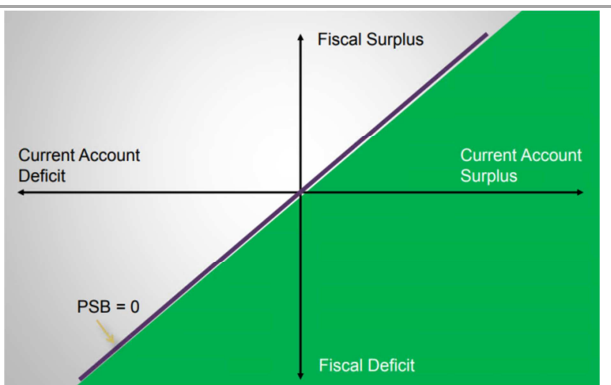
자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 연도에 따른 미국의 위치



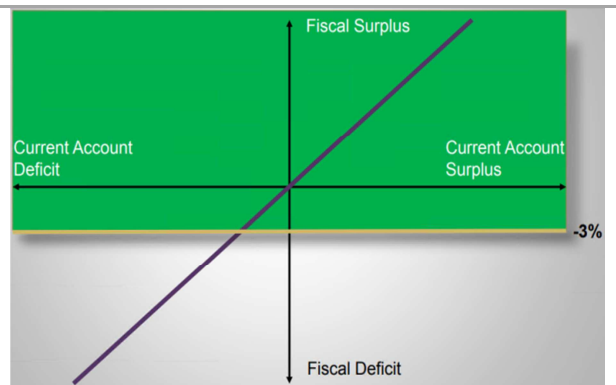
자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 지속가능한 소비린 발행구간



자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 마스트리히트 조약 하의 허용 범위



자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

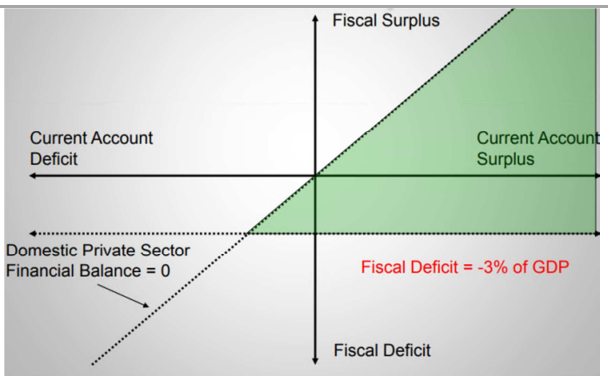
유로존의 정책 제약에 따른 문제

유로존의 재정수지 제약에 의해 일반적인 주권국가가 가능한 재정수지 제약에서 재정적자 3% 이하의 구간은 불가능한 구간이 된다. 만일 유로존이 지속적인 경상수지 흑자를 이룰 수 있다면 이러한 제약은 문제가 되지 않는다.

재정수지가 균형 혹은 재정적자 3% 이상이 되는 수준에서 경상수지의 흑자가 민간부문의 흑자로 옮겨오기 때문이다. 하지만 경상수지가 적자라면 유로존의 정책은 굉장히 제한적인 영역에서 시행될 수 밖에 없다.

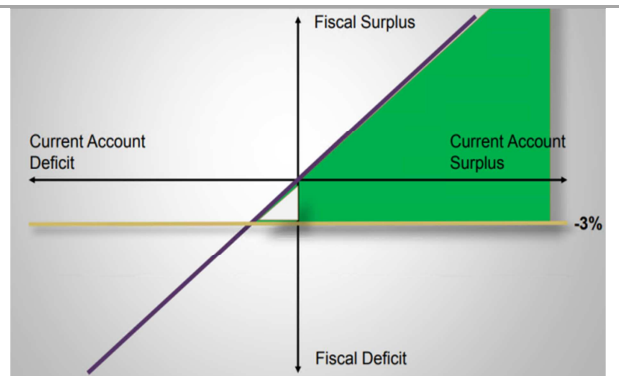
유로존의 재정적자 3%와 경상수지 적자라는 두 가지 제약하에서 민간부문이 흑자를 볼 수 있는 구간은 작아지게 되고 이를 넘어서는 수준의 경상수지 적자에 대해서 유로존이 대응할 수 있는 정책은 없다. 뒤에서 유로존 섹터 균형을 통해 더 언급하겠지만, 유로존이라는 특성과 마스트리히트 조약에 의해 유로존의 민간부문이 고통을 받아왔다는 것은 분명한 사실이다. 독일이 이러한 문제를 깨닫기까지 오래 걸린 이유는 독일은 수출 부진을 경험한 것이 극히 최근이기 때문이다.

그림32 유로존의 지속가능한 발행 구간



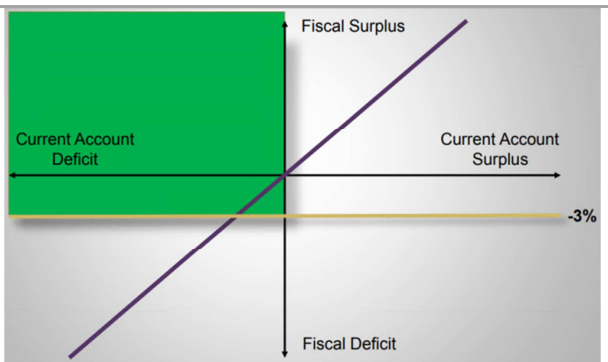
자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 경상수지 흑자 시 유로존의 지속가능한 발행 구간



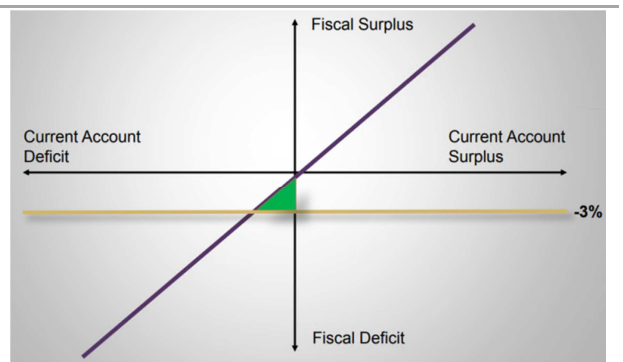
자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 경상수지 적자 시 가능한 구간



자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 경상수지 적자 시 지속 가능 발행 구간



자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

도표로 보는 MMT(By J. D. Alt)

정부의 세원과 지속 불가능한 부채

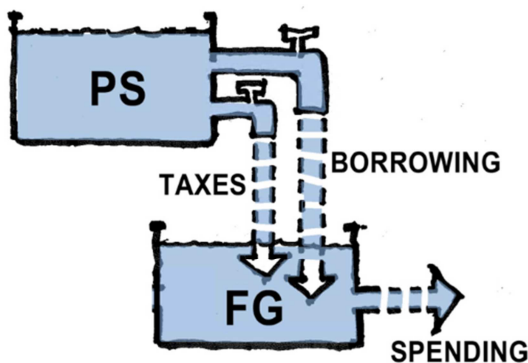
MMT이론의 기본적인 흐름은 J. D. Alt의 정리가 큰 도움이 된다. 이 장에서는 J. D. Alt의 MMT에 대한 접근을 소개하고자 한다.

우리는 일반적으로 달러라는 통화에 대해 두 개의 물이 든 냄비를 가정할 수 있다(언론이나 자료에서 자주 등장하는 두 개의 욕조를 생각해도 된다). 하나의 냄비는 민간부문에서 발생하는 모든 거래를 의미하고 또 다른 냄비는 연방정부이다. 냄비에 든 물은 달러로 정부부문에서는 트럼프의 인프라투자정책, 메디케어 등을 위해 지출된다.

최초의 도표는 연방정부 냄비의 달러가 민간부문의 두 가지 방식을 통해 획득됨을 보여 준다. 하나는 세금이고, 또 다른 하나는 국채를 판매하여 얻는 정부의 부채이다. 이러한 도표는 일반적으로 우리가 생각하는 방식을 잘 보여주고 있다. 정부의 지출을 위해서는 민간의 세금을 걷은 세수를 이용하거나, 아니면 국채발행을 통해 획득한 달러를 이용한다는 개념이다. 정부가 소비를 하기 위해서는 어딘가에서 달러가 와야 하고 그 달러는 민간부문에서 받아들인다는 생각이다. 가끔 우리를 불안하게 하는 부채제한은 두 수도꼭지 중 부채와 관련된 꼭지를 잠그게 된다는 것을 의미한다.

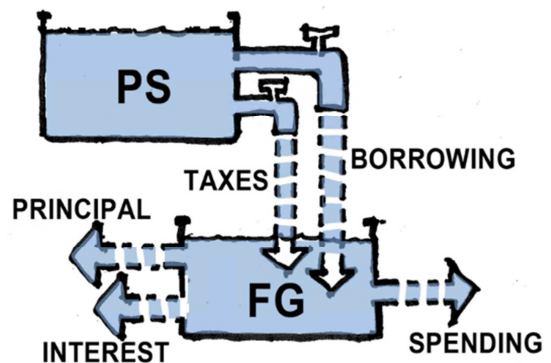
정부는 단순히 소비만을 하지 않는다. 정부가 국채를 발행한다면 이에 대한 만기가 존재하고, 또한 이자비용을 지불해야 한다. 두 번째 도표는 이를 추가한 것이다. 우리가 정부의 지출이 늘어나거나 정부 재정적자가 늘어나면 결국 이를 지속할 수는 없다고 말하는 것은 두 번째 도표에 의한 것이다. 원금상환과 이자의 지불이 한계를 넘어서게 되면 정부라는 냄비에 존재하는 물이라는 달러, 즉 정부의 재원이 고갈될 것이라는 우려이다. 이것이 지속 불가능한 정부부채의 개념이다.

그림36 민간경제를 통한 연방정부의 달러 확보



자료: Modern money illustrated by J. D. Alt, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 정부소비에 원금과 이자 상황 추가



자료: Modern money illustrated by J. D. Alt, 이베스트투자증권 리서치센터

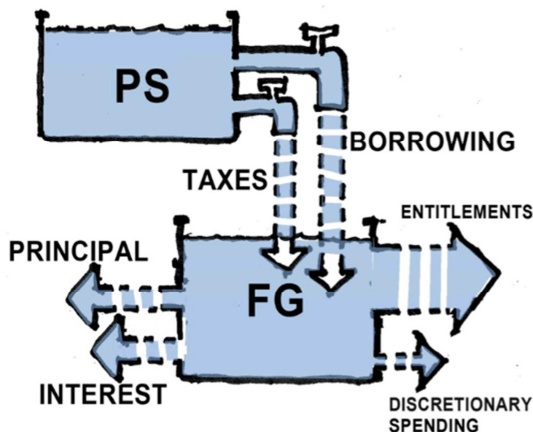
추가적인 요소들

정부의 지출을 보다 자세히 나누자면 재량적 지출과 의무지출로 나누어 진다. 메디케어 등의 복지 지출이 꾸준히 늘어나는 의무지출의 확대도 미국의 예산에 불안감을 주는 요인의 하나라고 할 수 있다.

여기에 해외에서 차입되는 달러를 추가해 보자. 특히 중국은 미국 국채 보유 1등 국으로 많은 사람들이 중국에서 더 많은 달러를 빌려와야 하고, 결국 국가 경제가 파산에 이르거나 중국의 영향력이 높아지게 되는 것을 우려하게 된다. 2020년부터 민간 경제가 부진해 진다면 들어오는 세금이 줄어드는 것도 우려의 한 축이 된다.

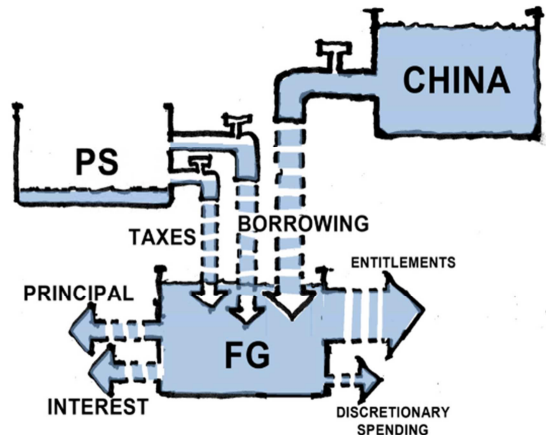
일단 한 가지 부정확한 부분을 짚어 보자. 정부의 원금상환과 이자비용은 결국 민간부문으로 흘러 들어가게 된다. 정부의 지불은 버려지는 물이 아니라 민간으로 순환되는 개념을 추가해야 된다. 여기에 더해 정부의 재량지출과 의무지출 모두 민간부문으로 소비되는 자금이다. 이 또한 순환흐름으로 생각해야 한다. 통화라는 것은 갑자기 증발하는 것이 아닌 만큼 이러한 흐름은 자연스럽게 보인다.

그림38 정부소비의 지출 세분화



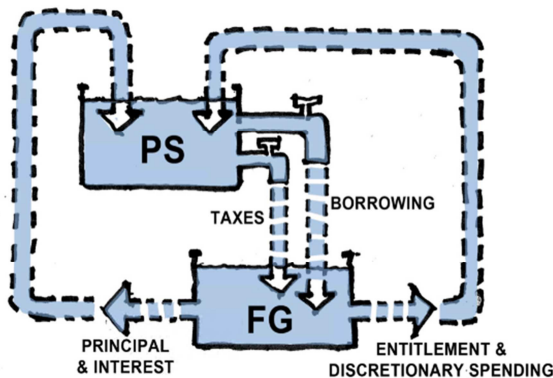
자료: Modern money illustrated by J. D. Alt, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 정부 달러 확보에 외국 차입 추가



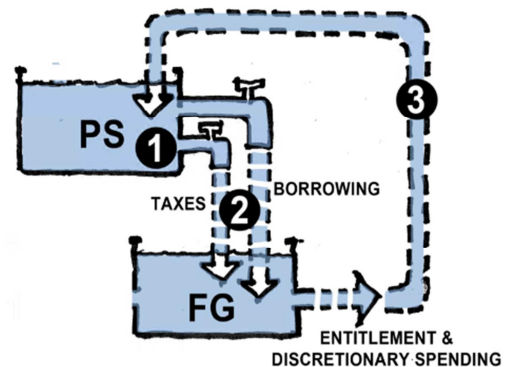
자료: Modern money illustrated by J. D. Alt, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 정부의 지출과 대출상환은 민간경제로 순환



자료: Modern money illustrated by J. D. Alt, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 화폐 흐름 순환을 단순화



자료: Modern money illustrated by J. D. Alt, 이베스트투자증권 리서치센터

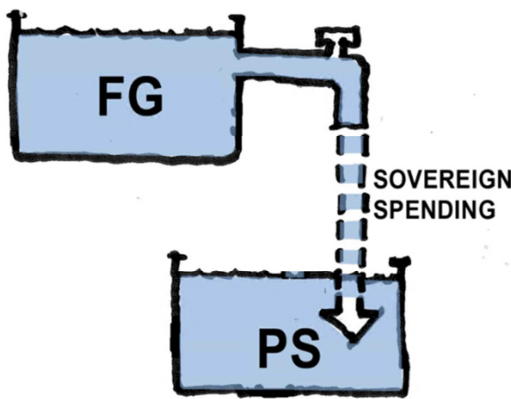
돈의 발행 주체는 정부

앞서 언급한 통화의 흐름에서 고민해야 될 것은 통화를 발행하는 것은 누구냐는 것이다. 민간에서 통화가 정부로 흘러 들어간다면 통화를 발행하는 것은 민간경제가 된다. 그것이 아니라면 적어도 민간에 태초부터 통화가 있었어야 한다.

민간부문과 정부부문의 냄비가 서로 위치를 바꾸어야 한다. 바꾸고 본다면 완전히 새로운 흐름이 보여지게 된다. 정부가 소비함에 따라 민간경제의 달러가 증가하게 된다. 민간에 정부의 돈이 지나치게 유입되면 물가가 상승한다는 문제를 해결하기 위해서는 배수구가 필요하다. 이를 방지하기 위해서 세금을 활용하는 그림을 그릴 수 있다.

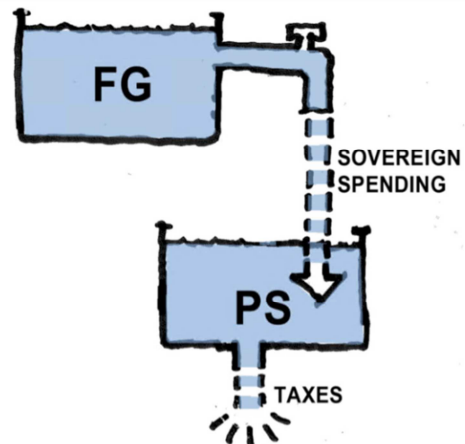
여기서 발생하는 의문은 왜 세금으로 배출된 달러가 다시 정부의 냄비로 순환되지 않는냐는 것이다. 이는 MMT가 가지는 화폐의 본질을 생각할 필요가 있다. 민간이 가지고 있는 1달러는 정부가 조세 수취를 받아줄 것으로 약속한 IOU이다. IOU가 발행된 곳으로 돌아간다면 정부는 세금으로서 이 증서를 받고, 약속은 파기된다. 결국 컴퓨터에 의해서 만들어지는 흐름이기는 하지만 세금으로 낸 증서는 파기된다.

그림42 달러는 정부에서 민간으로 흐른다



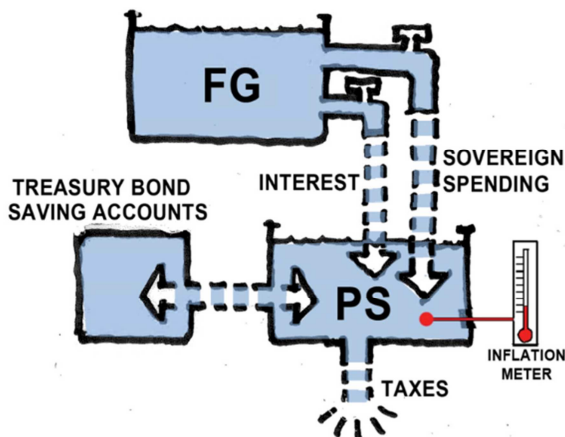
자료: Modern money illustrated by J. D. Alt, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 인플레이션 방지를 위한 세금 추가



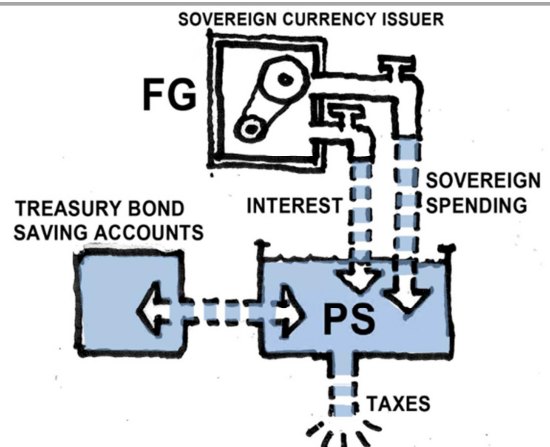
자료: Modern money illustrated by J. D. Alt, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 인플레이션에 따라 국채 저축 계정 추가



자료: Modern money illustrated by J. D. Alt, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 정부는 냄비가 아닌 달러의 발행기관



자료: Modern money illustrated by J. D. Alt, 이베스트투자증권 리서치센터

정부의 부채문제

사실 연방정부는 국채를 판매하는 것이 아니다. 앞서 버냉키의 발언을 통해서 언급했듯이 단순히 화폐를 늘리는 작업을 수행한다. 통화 발행은 이자를 지불하지 않는다. 연방정부가 국채를 판매한 결과, 많은 수의 달러가 제거되는 결과를 발생시킨다.

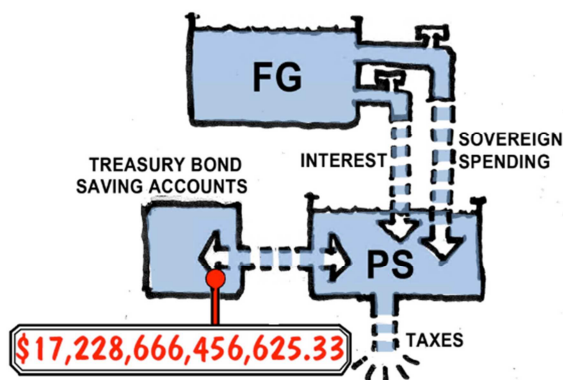
이러한 결론에 의해 우리는 하나의 추가적인 냄비를 만들어 낼 수 있다. 바로 이체된 달러를 일정기간 동안 보관하는 채권채무계정 냄비이다. 중앙은행의 정책과도 관련된 이 냄비는 민간경제에 지나치게 많은 달러가 있다면 이를 흡수하는 또 다른 창고로도 활용된다. 일반적으로 정부의 부채가 지나치게 많다고 말한다고 하더라도 부채는 또 다른 냄비에 보관되어 있을 뿐 큰 의미는 없는 숫자가 된다.

주권 정부에는 통화의 발행 권리가 있다. 그렇다면 정부부문은 민간경제와 같이 냄비의 모양을 가지지 않을 것이다. 정부부문이라는 냄비는 화폐발행자로 대체되게 된다. 결론적으로 정부가 발행한 화폐가 소비를 행한다면 이는 사회적으로 집단적 혜택이 가능한 상품과 서비스를 창출하게 된다. 이는 단순히 민간경제의 측면도 있지만 민간경제를 지탱할 수 있는 기본적인 토대를 형성하게 된다.

도표에서 보여주는 일련의 과정을 통해서 우리는 정부가 가지는 역할과 기능에 대해서 알 수 있다. 정부는 화폐 발행자로서 지출에 있어서 세금을 필요로 하지 않으며, 국채 발행이라는 이름으로 불리지만 실제로 부채가 가계와 같은 대출을 의미하지는 않는다. 정부의 지출을 늘리는 것은 필요한 수준까지 가능하며, 이러한 지출은 민간경제를 지탱하는 역할을 하게 된다. 시장에 풀리는 화폐로 인한 인플레이션은 정부의 세금과 국채 계정을 통해서 조절 가능하다.

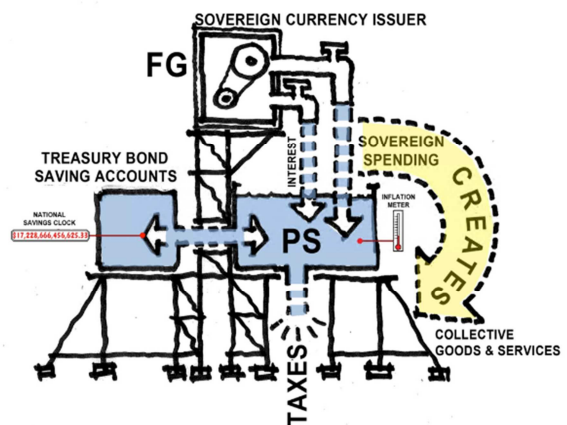
이 도표는 정부의 역할과 재정지출의 본질에 대해서 굉장히 간단히 설명하고 있지만 표면적으로 MMT가 주장하고 있는 핵심적인 사항들을 대부분 포함하고 있다. 결국 정부는 화폐 발행자로서 부채제한을 가질 이유가 없다.

그림46 국가부채는 국채 저축 계정에 저장 중



자료: Modern money illustrated by J. D. Alt, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 정부의 지출 결과가 민간의 경제를 지지

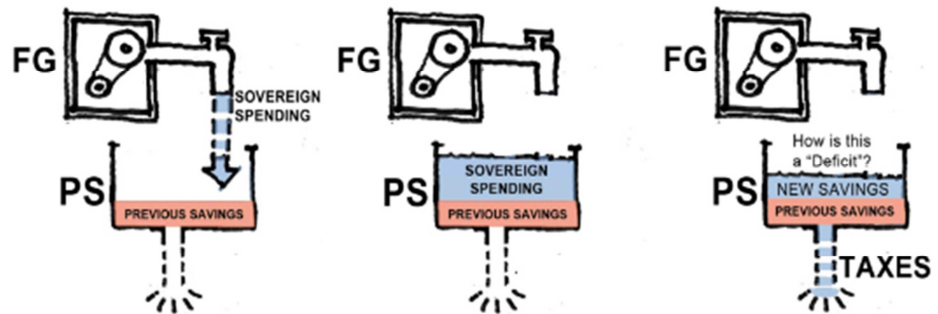


자료: Modern money illustrated by J. D. Alt, 이베스트투자증권 리서치센터

정부 재정수지가 가지는 의미

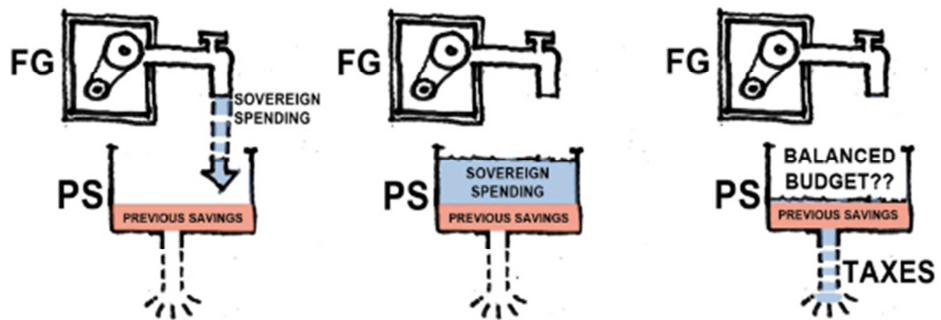
정부의 재정수지가 가지는 의미는 굉장히 명확해 보인다. 적자재정은 우리가 굉장히 두려워하고 비판하는 단어이다. 하지만 도표를 통해서 생각해 본 바와 같이 정부가 적자 재정을 통해 세금보다 많은 지출을 한다는 것은 결국 민간부문에 지출보다 더 많은 달러를 집어넣는 다는 것과 동일하다. 흑자재정은 반대로 생각하면 된다. 정부가 세금으로 증발시키는 세금보다 정부의 지출이 적다는 것은 결국 민간이 가지고 있는 달러를 추가적으로 사용해야 한다는 의미이다.

그림48 정부의 적자재정 결과



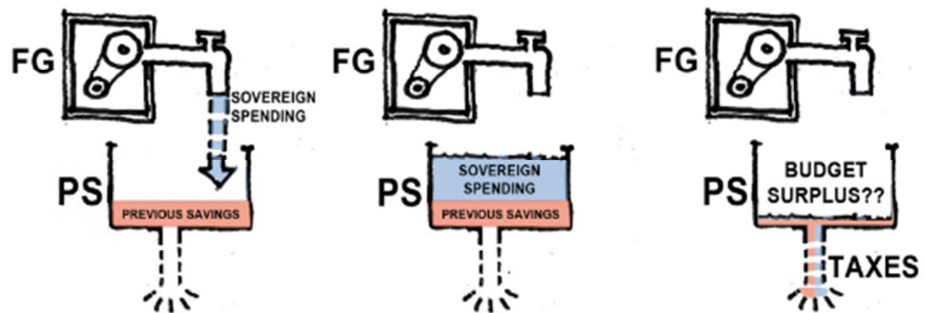
자료: Modern money illustrated by J. D. Alt, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 정부의 균형재정 결과



자료: Modern money illustrated by J. D. Alt, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 정부의 흑자재정 결과



자료: Modern money illustrated by J. D. Alt, 이베스트투자증권 리서치센터

MMT에 대한 우려와 오해

MMT에 대한 우려들

랜달 레이에 의하면 MMT를 주장함에 따라 사람들의 부정적 반응은 다음의 네 가지로 요약할 수 있다.

1. 지속 가능하지 않은 부채: 부채의 이자비용이 정부의 예산을 초과하는 순간 정부의 기능이 마비된다
2. 통화량의 증가에 따른 하이퍼 인플레이션: 짐바브웨와 바이마르 공화국
3. 국민의 욕심에 따른 과도한 재정적자: 각자 원하는 정책을 무한히 시행
4. 유로존과 같은 위기: 부채 위기와 디폴트 리스크 발생

정부의 기능 마비와 관련해서는 이자비용이 정부의 한도를 초과할 수 있다는 개념을 이해하기는 어렵다. 대부분의 지속 가능한 부채의 개념은 경제성장률과 인플레이션을 고정한 상태에서 이자율과 부채가 동일하게 증가할 때 복리의 개념으로 접근한다. 하지만 정부의 재정확대는 경제성장률에 영향을 미치고, 화폐의 발행은 이자율에 영향을 미친다. 정부의 화폐발행 제한이 없다는 논리를 말하지 않더라도 계산상 무한히 긴 시간이 소요될 수 있는 문제이다. 케인즈가 말했듯이 "장기적으로 우리는 모두 죽는다."

통화량 증가에 의한 하이퍼 인플레이션에 대한 MMT의 견해는 "우리도 인플레이션을 두려워하고, 무한한 통화 증가를 말한 적도 없다" 이다.

그림51 MMT에 대한 4가지 반응

- Federal government spends through keystrokes that credit bank accounts so it can afford anything for sale in dollars.
- The reaction typically goes through four stages:
 - 1. Incredulity: That's Crazy!
 - 2. Fear: Zimbabwe! Weimar!
 - 3. Moral Indignation: You'd destroy our economy!
 - 4. Anger: You're a Dirty Pinko Commie Fascist!

자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

MMT의 오해에 대한 대답들

짐바브웨와 바이마르 공화국이라는 두 국가가 하이퍼 인플레이션의 예시로 제시되곤 한다. 얼마나 통화량 증가가 실질적으로 하이퍼 인플레이션으로 이어졌는지에 대한 예시가 없으면 이 두 사례가 지속적으로 언급되는지에 대한 얘기는 논외로 두고, 두 국가가 과연 통화량 증가로 하이퍼 인플레이션을 경험했는가는 이견의 여지가 있다.

바이마르 공화국은 1차 대전의 패전국으로 도저히 갚을 수 없는 거대한 배상금을 금으로 지불해야 한다는 부담을 가지고 있었다. 독일은 수출을 통해서 해외의 금을 벌어들여 이를 다시 배상금으로 지불해야 했다. 하지만 문제는 전쟁을 통한 생산능력 저하로 독일 국내의 수요를 충족시키기에도 모자랐다는 것이다. 한정된 생산량이 내수를 충족시키지 못하게 되면서 독일 정부와 민간 경제가 한정된 자원을 가지고 경쟁하는 모습이 나타났다. 금의 수요는 올라가고, 차입을 통한 수입이 확대되면서 국내 통화의 가치가 지속적으로 하락하는 모습을 보이게 된다. 짐바브웨의 경우는 80%의 실업률과 GDP의 40% 감축에 식량수입과 IMF의 대출까지 겹친 상황으로 일반적인 경제라고 말하기에는 어려운 상황이다. 결국 하이퍼 인플레이션은 생산능력의 극적인 하락 혹은 해외 자금에 대한 급격한 수요 확대가 선제적인 원인으로 작용하는 경우가 대부분이다. 미국도 그럴 수 있지 않느냐는 물음에 그럼 MMT든 뭐든 다 필요 없다고 답하겠다.

세 번째 질문에 앞서 많은 사람들 특히 국내에서는 MMT를 마치 포퓰리즘의 전유물이나 통화를 마구 찍어내서 정부가 하고 싶은 대로 소비하는 정책이라고 생각하는 경향이 있다. 처음부터 언급했지만 MMT도 케인즈에서 이어 온 배울 만큼 배운 경제학 박사들이 주장하는 이론이다. MMT가 주장하는 것은 미국의 상하원을 통해서 결정되는 예산안이 충분히 합리적 예산제약의 역할을 할 수 있을 것이라는 점이다. 이 과정에서 추가적으로 발생하는 부채한도 상향 이슈나 정부의 재정적자에 대해서 걱정할 필요가 없다는 것이 MMT의 주장이다.

추가적으로 만일 정부가 부채한도의 제약 없이 화폐를 발행하고자 한다면 다음의 세 가지 방법을 제시하고 있다. 1) 정부가 공개시장에서의 재무부 증권 판매를 중지하고 은행 시스템 내에 지급준비금을 남겨 두는 것이다. 본질적으로 이러한 방식은 연준이 그동안 시행했던 양적완화와 유사하다. 따라서 현재 정부가 MMT를 사용하지 않는다는 해석도 애매한 부분이 있다. 2) 판매 불능의 증서를 발행하여 연준에 자산으로 보유하도록 하는 것이다. 이러한 증서는 내부적 증서로 존재하므로 부채의 증가를 가져오지 않는다. 3) 재무부가 발행 가능한 백금주화를 높은 명목가치로 발행하는 것이다. 이는 계산상 부채가 아닌 화폐로 취급되므로 부채한도와 같은 문제에 적용되지 않는다.

마지막으로 유로존과 같은 부채문제는 미국에서는 발생하기 어렵다. MMT에서 가장 중점적으로 다루는 문제가 유로존과 같이 통합된 화폐를 사용하면서 각 국가의 화폐발행 권리가 없는 문제이다. MMT는 유로존의 이러한 모순된 문제점에 대해 오랜시간 비판적 시각을 유지해 오고 있으며, 유로존 문제 해결을 위해서 재정과 통화정책의 빠른 통합이 필요하다는 입장이다.

Part III

MMT 를 통한 경제해석

미국과 유로존의 통화정책, 한국 소득주도성장의 문제

미국의 통화정책에서 의구심을 가지는 것은 금융위기 이후 바뀐 미국의 통화정책이 이미 MMT에서 주장하는 바를 상당부분 따라가고 있는 것이 아닌가 라는 이유입니다. 굳이 민주당의 주장이 아니라고 해도 미국의 정책적 방향은 재정정책의 확대가 될 가능성이 높아 보입니다.

유로존은 추가적인 성장을 위해서 변화가 필요한 시점입니다. 유로존의 경제가 안정된다면 재정통합이나 유로본드의 적극적 발행, 재정적자 제약 완화 등 가능한 정책은 상당히 많을 것으로 전망하고 있습니다.

사실 MMT의 정책적인 결론인 완전고용 추구하고 한국 정부의 소득주도성장은 상당히 유사한 개념을 공유하고 있습니다. 하지만 그 과정에 있어서는 상당히 상이한 모습을 보이고 있어, 의구심이 높습니다. 동일한 정책을 시행하고 있는데 나타나는 모순점들이 오늘날 한국 경기침체의 원인으로 작용하고 있다는 판단입니다.

금융위기 이후 연준 정책변화

지급준비금의 비약적 증가

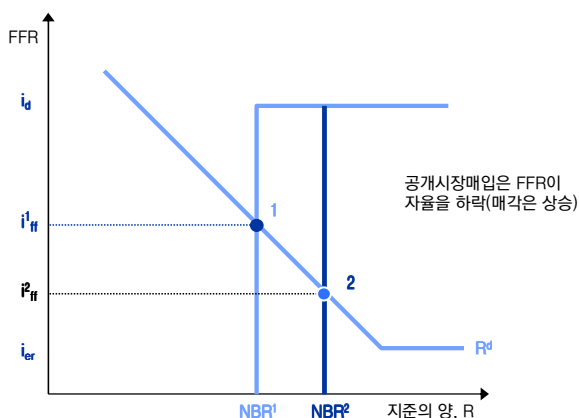
연준은 금융위기 이후 지급준비를 비약적으로 증가시키는 모습을 보여줬다. 일반적으로 우리가 알고 있는 연준의 부채이다. 당연히 반대 포지션으로 연준의 자산도 비약적으로 증가하는 모습을 보였다.

우리가 최근 들어 흔히 접하는 단어들, 금융위기 이후 처음으로 하는 RP매매 등의 단어는 이러한 변화에서 기인한다. 금융위기 이후 처음으로 문제가 발생했다기 보다는 금융위기 이후 처음으로 이전에 사용하던 정책이 사용됐다고 판단하는 것이 맞다.

연준의 기본정책, 즉 우리가 말하는 공개시장 정책은 기본적으로 지급준비의 변화를 통해서 이루어진다. RP를 매수하거나 매도하는 방식을 통해서 이루어지는데 RP를 매수할 경우 시장에 채권이 매입되면서 시장의 지급준비는 늘어나게 된다. 지급준비가 늘어난다면 익일물 시장에서의 현금 수요가 감소하고 그 결과 시장의 이자율은 낮아지게 된다. 만일 지급준비의 양이 충분히 늘어나게 된다면 기준에 대한 수요공급이 고정되는 효과가 발생하면서 공개시장조작을 통한 금리의 조정이 불가능하게 된다.

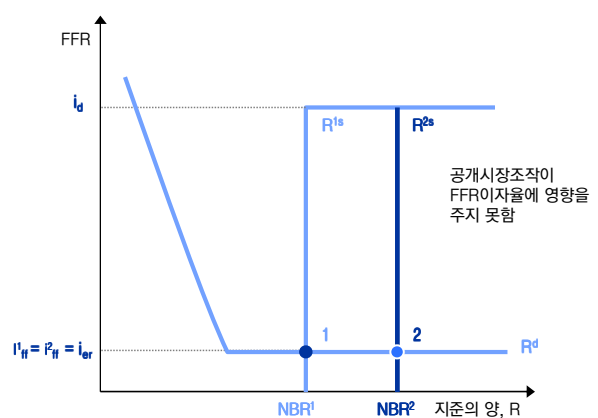
QE시행 이후 RP를 통한 공개시장조작이 없었던 이유는 여기에 기인한다. 시장에 이미 자금이 충분히 풀려있는 상황에서 추가적인 지급준비의 투입이 큰 의미를 가지지 못하기 때문에 할 필요가 없었던 것이다. 이는 MMT에서 얘기하는 지급준비금의 무한정한 증가와 이를 통한 전통적 금융정책의 무용론과 그 맥을 같이 하는 움직임이다. MMT가 버냉키의 연설과 의회 청문회 질답을 자주 인용하는 이유도 자신들이 주장하는 것과 유사한 효과를 보이는 정책이었기 때문이다.

그림52 기준 공급곡선이 수요곡선과 우하향 부분에서 교차



자료: [Money, Banking&Financial Markets], Mishkin, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 기준 공급곡선이 수요곡선과 수평선 부분에서 교차



자료: [Money, Banking&Financial Markets], Mishkin, 이베스트투자증권 리서치센터

연준의 정책 변화

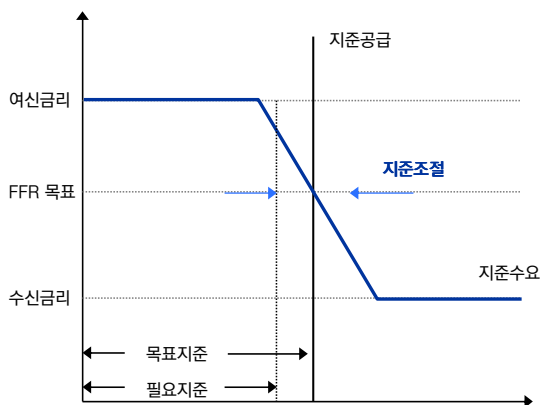
앞서 언급했듯이 연준의 전통적인 통화정책의 방식은 기준금을 조절해서 목표금리에 맞추는 방식이다. 기준의 공급을 통해서 여신금리와 수신금리 사이에서 목표금리 수준을 유지한다는 점에서 Corridor System이라고 부를 수도 있다. 최근에 바뀐 정책은 기준금의 양으로 금리의 수준을 정할 수 없기 때문에 목표금리를 맞추기 위해서 IOER과 RRP를 사용한다. IOER은 초과 기준금에 대해서 지급하는 이자를 의미하고 RRP는 역 RP 즉, RP 매도에 지급하는 이자를 의미한다.

원래는 시장의 금리가 0.4%일 경우 IOER 즉 중앙은행의 예치 이자가 0.5%라면 은행은 시장에서 0.4%에 돈을 빌려 은행에 자금을 예치할 것이다. 따라서 연준의 IOER이 실효연준금리의 하한으로 작용하게 된다. 하지만 익일물 거래에서는 연준에 자금을 예치할 수 없는 비은행회사의 자금이 다수 존재한다. 이 회사들은 0.5%라는 IOER이 아무 의미가 없으므로 시장금리가 IOER 아래로 하락하는 현상이 발생하게 된다.

연준은 IOER이 연준 목표금리의 하단 역할을 수행하지 못해 O/N RRP를 도입하게 된다. 뉴욕은행 거래에서 O/N RRP 대상에는 기준금리 적용대상이 아닌 비예금 취급기관들이 다수 포함되어 있다. 따라서 IOER을 무시하면서 자금을 공급하던 기관들도 RRP 금리에는 제약을 받게 된다.

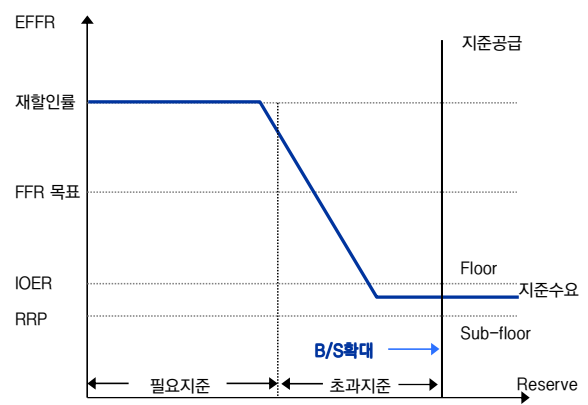
결국 연준의 목표금리는 IOER을 상단으로, O/N RRP를 하단으로 움직이게 된다. 제도 도입 초기에는 이 두 금리의 범위를 25bp로 유지하면서 목표금리의 상하단을 설정했다. 하지만 이러한 움직임이 2016년 트럼프 대통령 당선으로 인한 정부 재정적자 확대로 변화하게 된다. 정부의 T-bill 발행이 급증하면서 담보대출 수요도 급증하게 된다. 일반적으로 국채담보 금리는 Repo금리이다. Repo금리는 일반적으로 무담보 금리인 EFFR을 하회하는데 Repo금리의 상승압력이 EFFR을 올리는 결과로 작용하게 된다. 결국 EFFR은 초과기준 이자인 IOER과 동일한 수준까지 상승하는 흐름을 보이게 된다. 기본적으로 국채금리 특히 미 국채에 대해 Repo금리의 상승만으로 우려를 보일 이유는 없다. 하지만 단기시장 금리 급등은 분명히 시스템 오류고 이를 해결할 필요는 있다.

그림54 전통적 통화정책



자료: [Money, Banking&Financial Markets], Mishkin, 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 비전통적 통화정책



자료: [Money, Banking&Financial Markets], Mishkin, 이베스트투자증권 리서치센터

재무부와 중앙은행의 협조

재무부와 중앙은행은 단일 계좌로 생각하기에는 복잡한 제약을 가지고 있다. 가장 대표적인 제약은 1) 재무부는 중앙은행에 예금계좌를 유지해야 하며 지출할 때는 그 계좌를 사용해야만 하고, 2) 중앙은행은 재무부에서 직접 국채를 구매하거나 재무부에 대부해 주는 것이 금지된다는 것이다.

여기서는 단순한 T계정을 통해서 여러 가지 복잡한 절차를 뒀을 때 어떤 결과가 나타나는지 살펴볼 것이다. 별 재미는 없기 때문에 굳이 궁금하지 않은 사람은 다 읽어 보지 않아도 된다(사실 증명일 뿐 중요한 것도 아니다). 다만, 넘어가기 전에 하나만 기억하자. 어떠한 제약과 절차가 있더라도 결국 결과는 동일하다(각 케이스 최종포지션만 봐도 된다). 정부의 재정적자는 수취자의 은행 예금을 불러주는 결과를 가져온다.

그림56 Case 1a: 정부가 세금을 부과하고 개인은행에 입금

Government			
Asset		Liability	
+ Bomb + Tax Liability		+ Reserves + Net Worth	

Private Bank		Private Nonbank Entity	
Asset	Liability	Asset	Liability
+ Reserves	+ Demand Deposits	- Bomb + Demand Deposits	+ Tax Liability - Net Worth

자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 Case 1a: 세금 지불

Government			
Asset		Liability	
- Tax Liability		- Reserves	

Private Bank		Private Nonbank Entity	
Asset	Liability	Asset	Liability
- Reserves	- Demand Deposits	- Demand Deposits	- Tax Liability

자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 Case 1a: 세금 지불

Government		Private Nonbank Entity	
Asset	Liability	Asset	Liability
+ Bomb	+ Net Worth	- Bomb	- Net Worth

자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 Case 1b: 정부 적자 지출, 개인 순금융자산 생성

Government		Private Bank		Private Nonbank Entity	
Asset	Liability	Asset	Liability	Asset	Liability
+ Bomb	+ Reserves	+ Reserves	+ Demand Deposits	- Bomb	+ Demand Deposits

자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 Case 1b: 정부 지준금 축소를 위해 채권 매각

Government		Private Nonbank Entity	
Asset	Liability	Asset	Liability
	- Reserves + Bond	- Reserves + Bond	

자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 Case 1b: 최종 포지션

Government		Private Bank		Private Nonbank Entity	
Asset	Liability	Asset	Liability	Asset	Liability
+ Bomb	+ Bond	+ Bond	+ Demand Deposits	- Bomb	+ Demand Deposits

자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

정부의 적자지출을 위해서 국채매각이 필요한 경우

적자지출 이전에 국채를 판매한다고 해도 민간은행이 국채를 구입하고 정부가 자기의 예금계좌로 수표를 발행할 수 있다면, 결과에는 아무런 충격을 줄 수 없다. 따라서 국채를 판매하는 과정은 정부가 적자지출을 통해 민간부문의 순 자산을 창출하는 것과 동일한 결과가 된다.

그림62 Case2: 정부 적자 지출 이전 채권을 반드시 팔아야 하는 경우

Government		Private bank	
Asset	Liability	Asset	Liability
+ Demand Deposits	+ Bond	+ Bond	+ DD Government

자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 Case2: 정부 폭탄 구매, 민간 은행에 수표 발행

Government			
Asset		Liability	
- Demand Deposits			
+ Bomb			

Private Bank		Private Nonbank Entity	
Asset	Liability	Asset	Liability
	- DD Government + DD Private	- Bomb	
		+ Demand Deposits	

자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 Case2: 최종 포지션

Government			
Asset		Liability	
+ Bomb		+ Bond	

Private Bank		Private Nonbank Entity	
Asset	Liability	Asset	Liability
+ Bond	+ Demand Deposits	- Bomb	
		+ Demand Deposits	

자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

재무부가 오직 중앙은행에 돈 계좌로만 수표 발행이 가능

재무부가 폭탄을 사기 위해서는 먼저 자신의 예금을 중앙은행으로 옮겨야 한다. Randall Wray는 설명에서 재무부가 예금을 중앙은행으로 옮기려 할 때 은행에 지급준비금이 없어 이를 인출할 수 없는 것으로 가정한다. 따라서 중앙은행이 민간은행에 지급준비금을 대부해 줄 필요가 있다. 재무부가 예금을 중앙은행으로 이전하고 재무부는 그 예금으로 수표를 발행해 폭탄을 구매하게 된다.

재무부가 지출을 하면 수취자의 민간은행에 지급준비금이 입금되고, 중앙은행이 대출한 단기 대출이 상환된다. 민간은행에서는 지급준비금 입금이 민간은행의 자산계정에 나타났다가 동시에 은행의 대출받은 지급준비금과 함께 인출된다. 마지막으로 민간은행은 폭탄 판매자의 계좌에 입금한다.

그림65 Case3: 재무부는 오직 중앙은행에 돈 자신의 계좌로만 수표발행 가능

Treasury		Private Bank	
Asset	Liability	Asset	Liability
+ DD Private bank	+ Bond	+ Bond	+ DD Treasury

자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 Case3: 재무부가 예금을 중앙은행 계정으로 이전

Treasury		Central Bank	
Asset	Liability	Asset	Liability
- DD Private bank + DD CB		+ Loaned Reserves	+ DD Treasury

Private Bank	
Asset	Liability
	- DD Treasury + Borrowed Reserves

자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

결국 결과는 모두 같다

재무부가 중앙은행에 계정을 가져야 하는 세 번째 케이스에서도 결국 결과는 케이스2와 케이스 1b와 완전히 동일하다. 물론 이러한 과정이 현실세계에서 완벽히 동일하게 표현된다고 말하기는 어렵다.

미국에서 재무부는 실제로 민간은행과 중앙은행 모두에 계좌를 가지고 있지만 수표의 발행은 오직 중앙은행 계좌를 통해서만 가능하다. 여기에 더해 연준은 재무부로부터 각종 재무부 증권을 직접 매입하는 것이 금지되어 있다(물론 앞서 언급했듯이 재무부의 백금주화의 직접 발행은 법적으로 가능하다).

재무부는 지출을 하기 위해서 조세로 받은 수익 예금을 민간은행에서 중앙은행으로 옮겨야 하며 조세수입이 적다면 예금을 늘리기 위해 국채를 발행해야 한다.

그림67 Case3: 재무부가 폭탄을 구매

Treasury		Central Bank	
Asset	Liability	Asset	Liability
- Demand Deposits		- Loaned Reserves	- DD Treasury
+ Bomb			

Private Bank		Private Nonbank Entity	
Asset	Liability	Asset	Liability
	+ Demand Deposits	+ Demand Deposits	
	- Borrowed Reserves	- Bomb	

자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 Case3: 최종 포지션

Treasury		Private Bank		Private Nonbank Entity	
Asset	Liability	Asset	Liability	Asset	Liability
+ Bomb	+ Bond	+ Bond	+ Demand Deposits	- Bomb	+ Demand Deposits

자료: L. Randall Wray, 이베스트투자증권 리서치센터

재무부 부채는 어떻게 작용하는가?

연준법에 의해 연준은 오로지 공개시장에서만 재무부 채권을 구입할 수 있다. 그렇기 때문에 재무부는 연준에 있는 계좌에 항상 잔액을 유지하고 있어야 한다. 즉 연준의 부채 계정에는 항상 정부계정이 존재하게 된다.

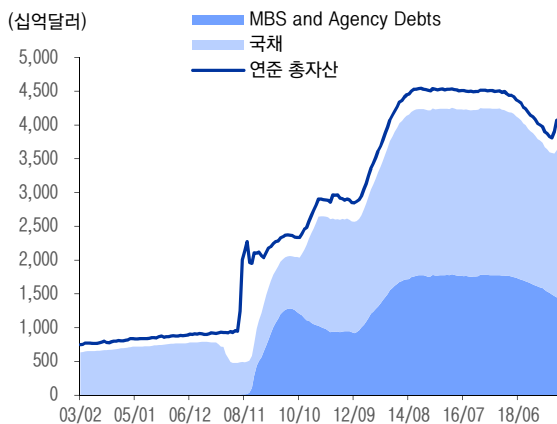
재무부는 조세징수나 공개시장 부채 발행을 통해서 연준 계좌에 자금을 유지할 수 있어야 한다. 정부계정은 연준의 부채계정으로 계산되기 때문에 정부계정의 변화는 결국 지급준비금 계정에 영향을 미치게 된다.

예를 들어, 재무부의 지출이 늘어나면 민간은행 지급준비금 잔액이 늘어나고 재무부가 조세를 수취하면 민간은행 지급준비금 잔액이 줄어든다. 연준의 전통적 통화방식을 생각해보자. 많은 방식들이 복잡하게 있는 것처럼 보이지만 연준의 전통적인 통화방식은 결국 공개시장조작을 통해 시장에 지준금을 조절하는 것으로 귀결된다. 그런데 재무부 계정이 시장의 지준금에 영향을 미친다? 당연히 연준의 목표금리에 재무부의 활동이 영향을 미치게 된다.

그래서 글로벌 금융위기 이전에는 재무부는 영업종료 시점에 재무부 계정을 50억달러로 유지하려는 노력을 지속해왔다. 하지만 연준의 정책이 변화하면서 지준금의 변화가 의미 없어졌다면? 재무부가 50억 달러로 자신의 계정을 유지할 필요가 없어진다. 하물며 경기성장을 위해서 정부의 재정지출이 늘어나야 한다는 입장에서 재무부가 국채 발행을 확대 시키는 움직임이 지속되게 된다.

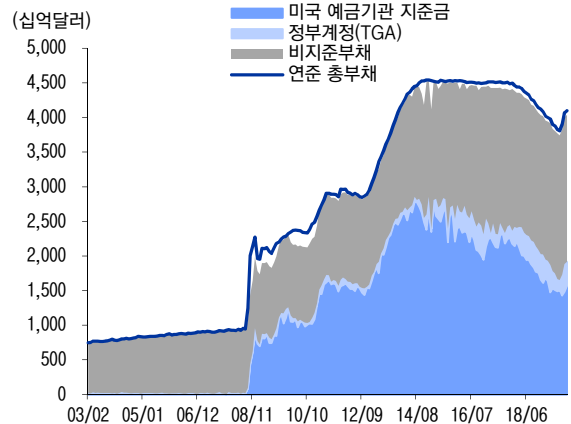
최근 많이 듣는 RP금리의 급등은 이렇게 늘어난 정부계정에 영향을 받는다. RP금리 급등의 원인으로 기업 세금 납부 기간이라거나, 재무부 증서의 발행 확대를 드는 이유는 여기에 있다. 물론 연준의 실수도 여기에 한 요소로 작용한다. 연준은 과거와 달리 지준금을 통해서 목표금리를 설정할 수 없다. 지준금이 이미 충분히 많아 지준금의 움직임이 목표금리에 영향을 미치지 못하기 때문이다. 이 상황에서 연준은 자신들이 자산을 줄였을 때(즉, 민간은행의 지준금 감소) 영향을 과소 평가한 경향이 있다.

그림69 연방준비은행 총 자산



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 연방준비은행 총부채



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

재무부 지출의 6가지 스텝

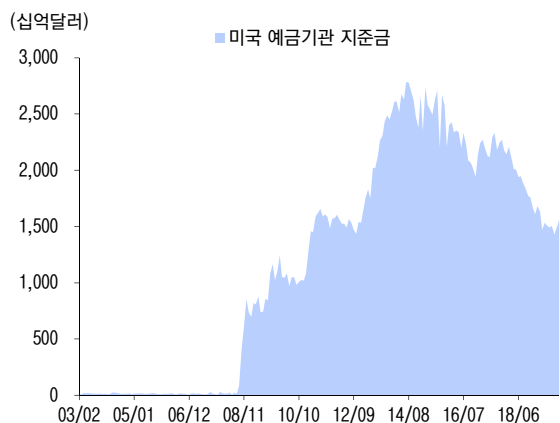
재무부가 연준 계좌를 통한 지출을 용이하게 하기 위해서는 다음의 6가지 과정을 필요로 한다.

- 1) 연준은 국채 전문 프라이머리 딜러들과 환매조건부 조작에 착수. 재무부 신규 발행 채권의 경매가 성사되도록 은행의 지급준비금 잔액을 확보
- 2) 재무부 증권이 은행들의 지급준비금과 교환되면서 재무부 경매 성사
- 3) 재무부는 경매를 통해 자신의 계좌잔고에 입금된 돈을 여러 은행에 두고 있는 조세 및 대부 계좌에 합산
- 4) 연준이 자신이 행한 환매조건부 거래에서 재무부 증권을 매수
- 5) 재무부는 지출에 앞서 자신이 여러 은행에 둔 조세 및 대부계좌의 잔고를 연준의 정부계정으로 이전
- 6) 재무부는 연준에 둔 계좌에 모인 돈을 인출하여 적자지출. 정부가 지출한 돈을 수취한 이들의 은행계좌와 연준에 있는 은행들의 지급준비금 계좌에 돈이 입금

정부의 재정지출은 누군가의 은행계좌 혹은 은행의 지급준비금으로 돈이 입금되는 결과로 이어지며, 이는 다시 과도한 지급준비금을 흡수하기 위한 조작 과정에서 재무부 증권과 교환된다.

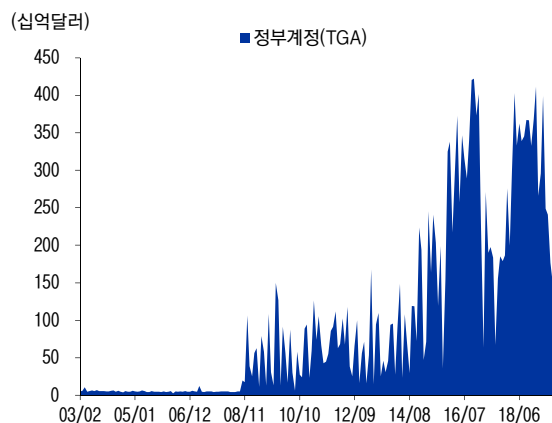
결과적으로 앞서 우리가 살펴본 대차대조표 상의 변화가 일치하게 된다. 정부는 폭탄을 소유하고 민간부문은 재무부 증권을 보유한다. 정부계정이 늘어난다는 것은 위의 과정에서 5번까지의 과정이 이루어 졌다는 것을 의미한다. RP금리의 급등에 대해 재미있는 해결책이 발생한다. 정부가 빨리 지출을 하면 된다.

그림71 연방준비은행 부채 중 지준금



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 연방준비은행 부채 중 정부계정



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

유로화, 예정된 파국?

MMT관점에서는 용납할 수 없는 유로화

MMT의 입장에서 국가가 가지는 가장 강력한 권력이며 경제에 있어 가장 강력한 수단인 화폐를 발행할 수 있다는 것이다. 그런 의미에서 본다면 유로존의 여러 국가들은 스스로 주권국으로서의 권리를 포기한 국가이다.

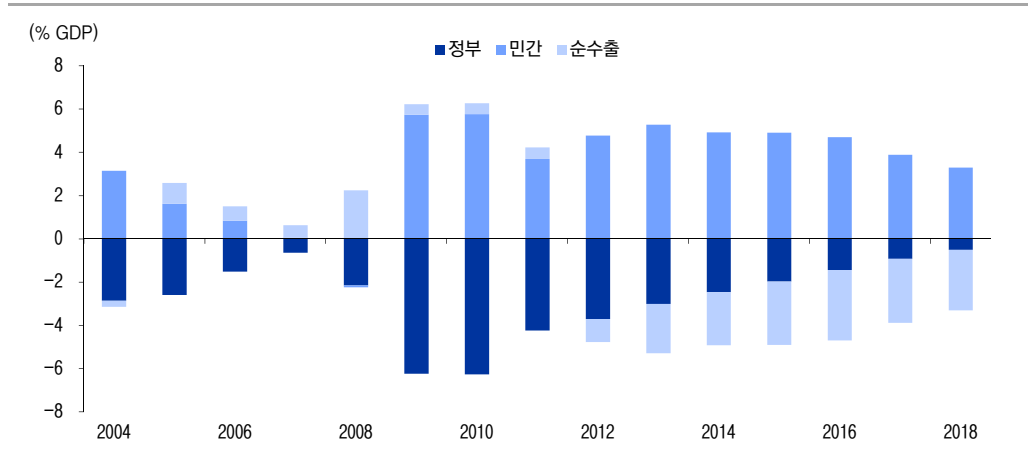
MMT는 유로존이 위기에서 벗어난다고 해도 미래 생존여부가 불투명하다고 주장한다. 즉, 유로화라는 제도는 '실패하도록 설계된' 시스템이라는 것이다. 유로존에 가입한 나라들은 자국통화를 버리고 유로화를 선택했다. 통화정책은 ECB가 정하며 이는 곧 익일 은행간 금리가 유로존 전 지역에서 동일함을 의미한다. 유로존을 하나의 연합으로 본다면 이는 많은 주들로 이루어진 미국의 금리를 중앙은행에서 관리하지만 각 주의 중앙은행이 재정집행을 관할하는 것과 유사하다. 결국 유로존의 각 국가는 통화의 '발행자'가 아닌 '사용자'가 된다.

앞서 언급했던 섹터 밸런스를 유로존의 관점에서 살펴보자. 유로존 전체의 섹터 밸런스를 보면 주기적으로 등락은 있지만 2011년까지 유로존은 정부 부문의 적자가 민간과 순수출로 움직여왔다. 특히, 민간부문의 흑자를 만들어 왔다는 것을 알 수 있다.

PIGGs사태 이후 정부의 재정지출 감축 압력이 지속적으로 작용해 왔고, 이를 경상수지를 통해서 막아왔다. 유로존 전체 경제의 움직임으로 판단하면 이 정도면 괜찮은 결과 아닌가라는 의문이 들 수 있다.

정부의 재정적자가 줄어들면서 건전화되고, 경상수지가 흑자를 보면서 외부의 자금이 유입되는 흐름으로 민간의 금융 자산이 유지되는 모습을 보이고 있으니 말이다.

그림73 유로존 섹터 밸런스



자료: Eurostat, 이베스트투자증권 리서치센터

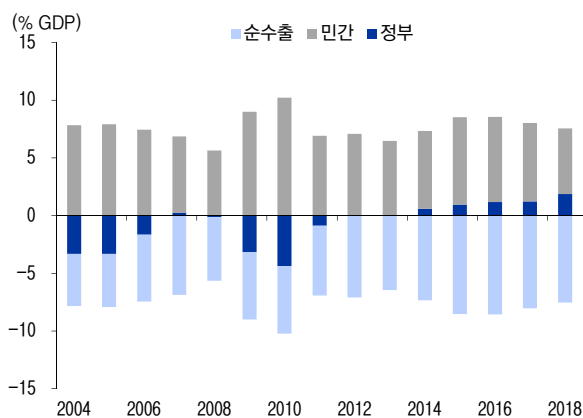
국가별 섹터 밸런스

국가별 섹터밸런스 상으로도 문제 국가들의 모습이 나쁘지만은 않다. 독일은 경상수지 흑자를 지속적으로 누리면서 그 자금이 민간을 지탱하는 모습을 보였다. 정부 역시 재정 흑자를 유지하면서 유로존 내부에서 큰 소리를 낼 수 있었다.

하지만 프랑스는 작은 규모의 경상수지 적자를 보고 있으며 위기 이후 민간부문 흑자가 커졌다가 재정긴축 압박으로 민간부문의 흑자가 꾸준히 줄어들고 있다. 스페인은 금융위기 이전 큰 규모의 민간부문 적자를 보여왔다. 이는 앞서 살펴본 클린턴 시대의 재정 균형시대와 비슷하다. 프랑스와 동일하게 재정긴축 압박을 받으면서 민간부문의 흑자는 감소한다. 다행스러운 것은 그나마 경상수지 흑자가 조금의 도움을 주고 있다는 것이다.

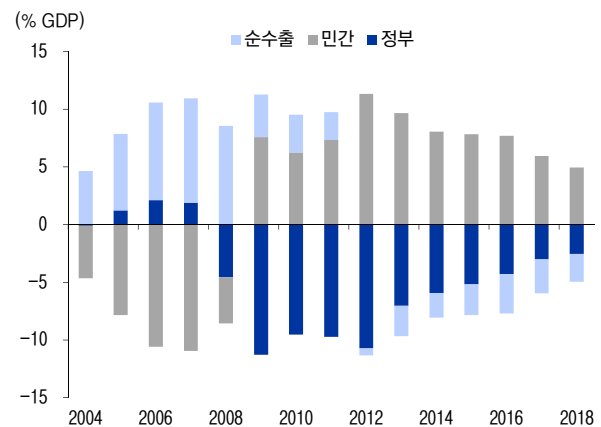
현재 가장 우려스러운 반응을 보이고 있는 이탈리아를 보자. 이탈리아를 방만한 재정국으로 보는 시선이 많지만 사실 타 국가 대비 재정적자가 확연히 높은 국가는 아니다. 섹터 밸런스 상 경상수지 흑자가 작을 뿐 독일이 다른 국가를 욱할만한 입장은 아니다. 금융위기로 인해 독일 국채가 좀 더 매력적이었다는 점이 호재로 작용했을 뿐이다.

그림74 독일 섹터 밸런스



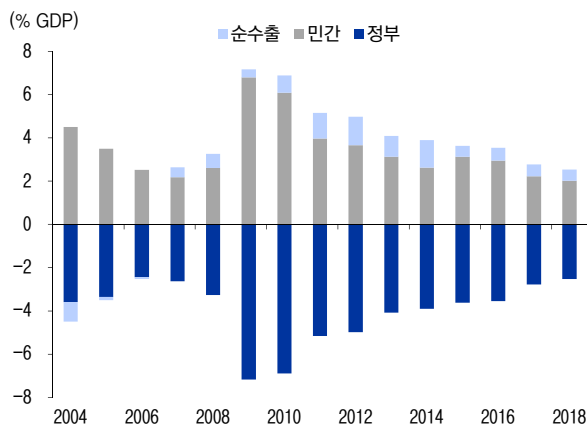
자료: Eurostat, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 스페인 섹터 밸런스



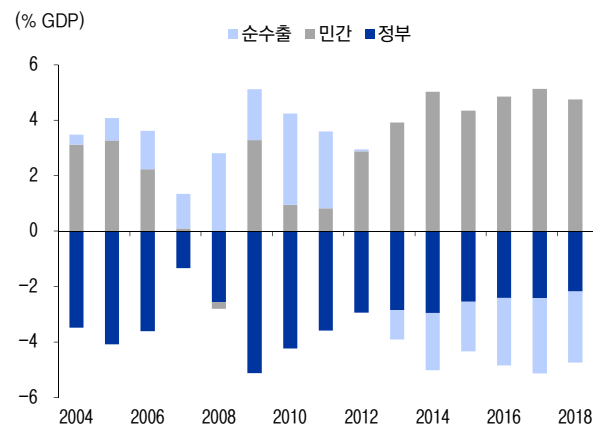
자료: Eurostat, 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 프랑스 섹터 밸런스



자료: Eurostat, 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 이탈리아 섹터 밸런스



자료: Eurostat, 이베스트투자증권 리서치센터

유로존의 문제는 통화의 사용국이라는 것

유로존은 일찍이 부채문제의 확대와 방만한 재정지출을 막기 위해 가이드라인을 정해놨다. 유로존 회원국은 재정적자가 GDP의 3%를 넘기면 안되고 부채수준은 GDP의 60%를 넘기면 안 된다는 것이다.

유로화를 사용하는 국가들은 MMT에서 말하는 주권국가에 해당되지 않는다. 예를 들자면 하나의 외국통화를 공통으로 사용하는 국가들의 집단이다. 물론 한 국가가 위기 상황에 처하면 다른 국가에서 도와줄 수 있기 때문에 안정성 측면에서 조금의 가산점을 줄 수는 있다. 위기 이후 봐왔듯이 ECB가 최종대부자의 역할을 수행할 수 있다는 점도 단일 국가보다는 유리한 상황이다. 하지만 진짜로 유로존 국가들은 안정적인가? 사실 PIGGs 사태에도 유로존 국가들의 재정적자나 부채비율이 다른 국가들 대비 엄청나게 방만한 것은 아니었다. 당시 일본의 부채비율과 적자가 더 높았고, 미국 역시 부채비율은 위기국가들과 유사하거나 높았다.

하지만 유로존 국가들은 결정적인 차이를 가지고 있다. 문제가 발생했을 때 대차대조표상의 화폐를 만들어 낼 수 없다는 것이다. 각 국가는 문제가 발생했을 때 컴퓨터를 통해서 재정적자의 자금을 만드는 것이 불가능하고, 부채에 지불할 비용은 반드시 유로화를 가져와서 내야 한다. 유로화는 자유변동환율제를 따르지만 통화의 발행이 없다면 결국 각 국가에게는 고정환율제도를 도입하는 것과 마찬가지로의 효과가 나타난다. 당연한 이야기다. 각 국가는 유로화를 사용하기 때문에 내부 국가들 사이에 환율은 고정되어 있다. 유로화는 고정환율제도 내의 외환보유고와 같이 벌어와야 하는 통화인 것이다. 경상수지 흑자가 이어지는 독일은 아무런 문제가 없다. 하지만 경상수지 적자로 유로화가 오히려 유출된다면 문제가 발생하게 된다. 최근 드라기 전 유럽은행총재가 MMT 등에 대한 연구가 필요하다고 발언한 것도 이러한 부정적 시스템을 인식했기 때문일 것이다.

그림78 So Draghi Said,

“European Central Bank President Mario Draghi said the Governing Council should be open to ideas such as Modern Monetary Theory, while noting they’re closer to fiscal policy and should be directed by governments.

Draghi was responding to a question from European lawmakers about helicopter money and the best ways to channel funds to the economy in a way that helps inequality. He mentioned MMT and a recent paper by former Federal Reserve Vice Chairman Stanley Fischer -- the adviser on Draghi’s doctorate -- which said central banks should put money “directly in the hands of public and private sector spenders.”

자료: 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

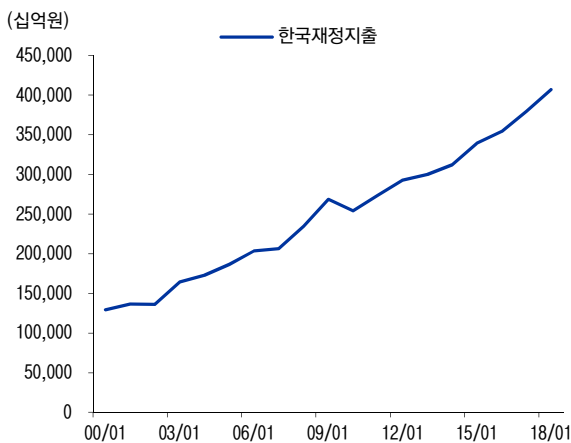
한국, 소득주도성장 이론과 문제점

MMT이론에 따른 소득주도성장

앞서 언급했듯이 MMT이론은 마르크스 경제학도 계승하고 있다. 소득주도성장이라는 개념을 도입한 경제학자는 마르크스 경제학의 영향을 깊게 받은 폴란드 경제학자 칼레츠키이다. 포스트 케인지언학파에 속하는 MMT 역시 정부 재정지출의 최종 목표로 제시하는 것은 완전 고용의 달성이다.

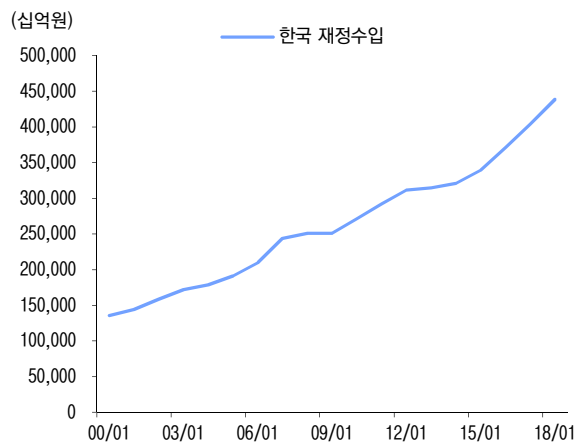
정부의 재정적자를 얼마든지 용인할 수 있으니 성장을 위해서는 정부의 지출을 통해서 완전고용을 달성할 필요가 있다는 것이다. 이 과정에서 일하고 싶은 사람들은 정부에서 일자리를 만들어 줘야 한다는 측면에서 한국 정부의 공공일자리 창출과 유사해 보인다.

그림79 한국 재정지출



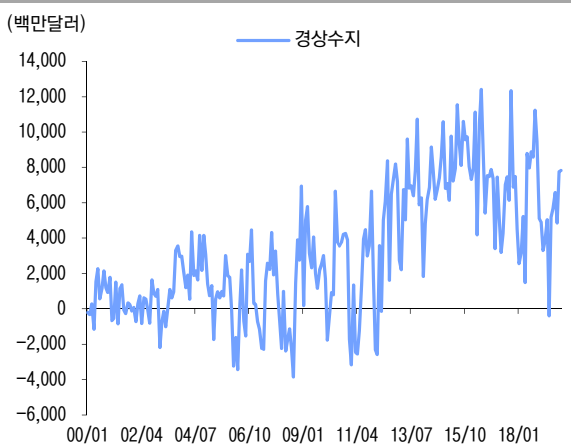
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 한국 재정수입



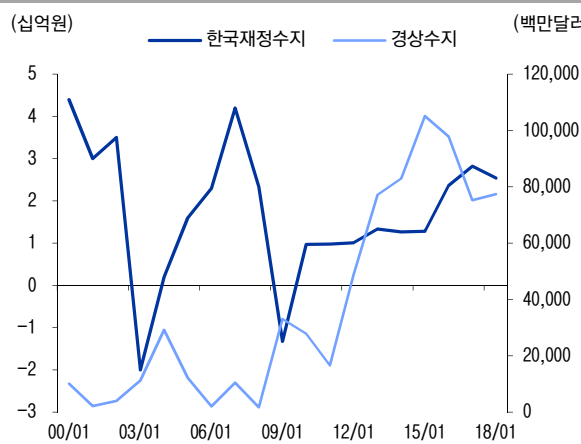
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림81 한국 경상수지



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림82 한국 재정수지와 경상수지



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

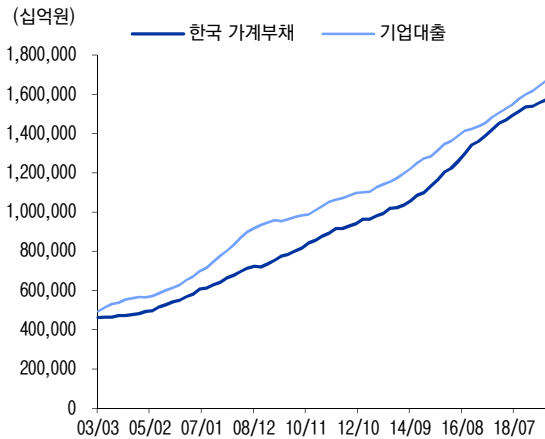
세수가 아니라 재정지출을 확대해야 한다

어떻게 보면 한국 정부는 경제학 이론의 최첨단을 달리고 있다고 생각할 수도 있다. 민주당에서 주장해서 핫해진 경제이론을 정책 초기부터 사용했으니 말이다. 하지만 문제는 추구하는 결과는 동일한 반면, 결과로 향하는 과정이 MMT와 완전히 상반된다는 것에 있다.

MMT는 정부의 완전고용 정책을 이루기 위해서 필요한 것은 정부의 지출이라고 말한다. 즉 세금을 건어서 지출을 행하는 것이 아닌 정부의 재정적자 지출을 통해 일자리 확보와 민간부문 금융자산의 상승을 동시에 유도해야 한다는 것이다.

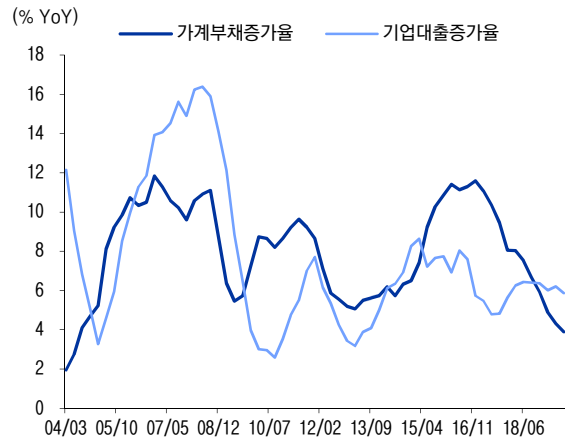
하지만 한국은 2015년 이후 재정수입이 오히려 급격히 증가하는 흐름을 보이고 있다. 세수를 늘려 재정균형을 이룬 것이 마치 자랑인 것처럼 말한다. MMT이론에서 재정 균형은 민간의 부의 감소를 전제로 이루어지는 정책이다. 한국에서 진행되는 소득주도성장은 결국 민간의 성장을 위해 민간의 부를 걷어간다는 결과를 가져오게 된다.

그림83 한국 민간부채



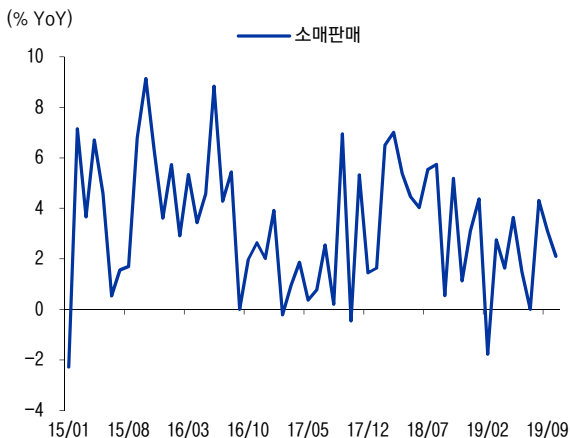
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림84 한국 민간부채 증가율



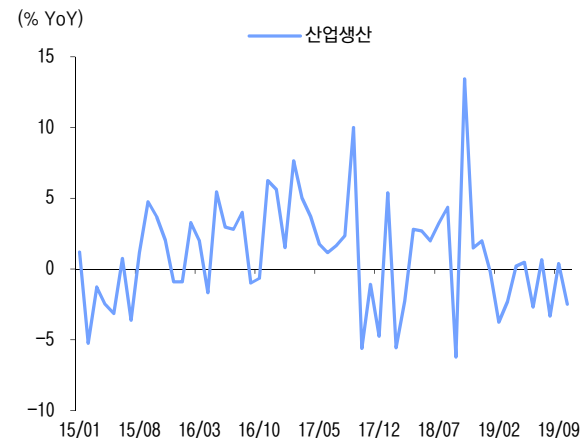
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림85 한국 소매판매 증가율



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 한국 산업생산 증가율



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

재정지출을 통한 민간경제 성장이 필요

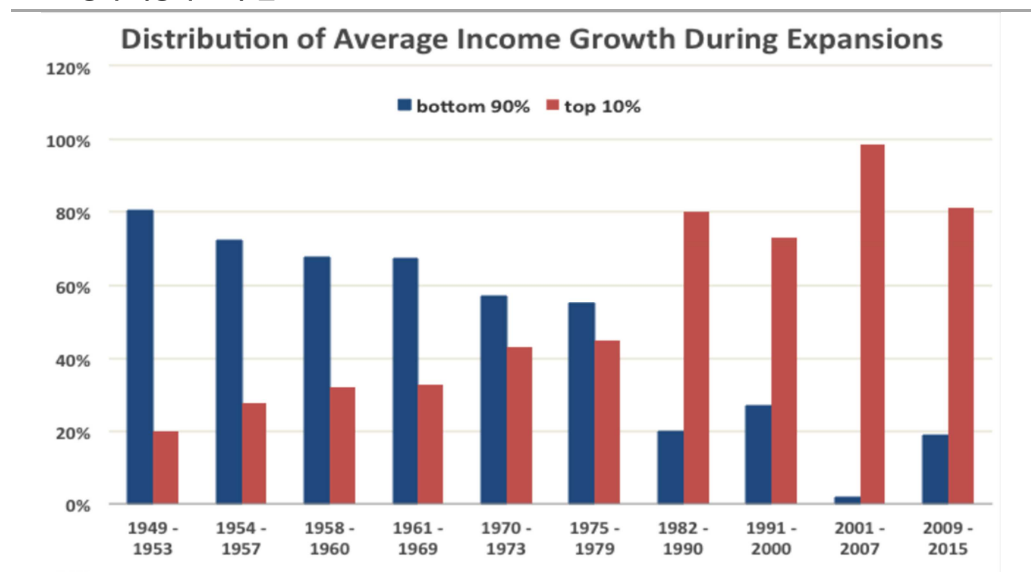
두 번째 문제는 민간경제라는 분야에서 가계부문과 기업부문을 마치 대립하는 존재처럼 판단한다는 것이다. MMT에서 서로 대립되는 항등식은 정부와 민간이다. 기업의 흑자가 줄어들면 가계의 흑자가 늘어나는 개념은 성립하지 않는다는 것이다.

여기에 더해 한국 정부는 가계 부채를 줄이기 위해서 다양한 정책을 펼쳐왔다. 재정흑자로 정부는 민간으로부터 자금을 가져간다. 결국 정부가 가져간 흑자는 민간경제가 떠안는 부채가 되는데 이중 가계부문의 부채는 줄어든다. 그러면 부채는 누가 가져가야 하는가? 경상수지가 흑자라면 열심히 부채를 외국에 떠넘기면 된다. 하지만 2016년 이후 글로벌 무역량 감소의 영향을 가장 크게 받은 국가 중 하나가 한국이다. 그럼 늘어나는 부채를 받아갈 주체는 기업이 된다.

경기의 확장 국면에서 소득분포의 불균형이 발생하니 소득 재분배가 필요하다는 관점도 동의한다. 하지만 소득 재분배가 중간계층의 세금으로 이루어 진다면 우리가 일반적으로 얘기하는 10%의 소득과 중간계층의 소득 격차는 더욱 벌어지는 현상이 발행하게 된다. 여기에 더해 재분배 혹은 복지를 위해 정부의 재정지출이 이루어 졌을 때 여러 자원이 필요한 사람들에게 적절히 분배된다는 확신을 가지기도 어렵다.

MMT에서 이야기하는 정책의 방법은 굉장히 명확하다. 정부의 조세로 인해 창출된 실업문제를 조세로 해결할 생각도 하지 말고, 민간경제에 미루지도 말라는 것이다. 정부는 재정적자를 통해서 '일자리 보장/최종 고용자' 프로그램을 운용해 완전고용을 추구해야 한다. 간혹 일자리의 보장을 위해 업무시간의 단축과 같은 제도를 사용하려는 경우가 있다. 하지만 MMT에서 주장하는 것은 업무시간의 단축을 통해 일자리를 늘리는 것은 샌드위치를 반으로 잘라서 먹는 것과 다를 것이 없다는 것이다. 결국 민간경제는 체자리에 머물게 된다. 단순한 결론이다. 적자재정으로 일자리를 만들어라.

그림87 경기 확장기 소득 분포



주: 자본소득 포함

자료: Pavlina R. Tcherneva analysis based Piketty, L. Randall Wray 자료 재인용, 이베스트투자증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 최광혁).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.