



▲ 경제분석

Analyst 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

이승훈의 경제脈

현대화폐이론(MMT): 개요, 쟁점, 그리고 견해

- ✓ MMT는 정부 발권력으로 재정지출을 늘려 완전고용에 도달하도록 해야 함을 주장하는 이론. 정부/중앙은행을 동일한 주체로 인식하기에 Fed의 추가 완화와 동일시 하는 것은 잘못된 접근
- ✓ 주류경제학과는 재정정책 자원, 징세의 성격, 인플레이션 통제방법 등에서 견해차
- ✓ 미국에서 MMT의 전면적 도입 가능성은 낮다는 판단

현대화폐이론(Modern Monetary Theory; MMT)의 주요 논지

- 1) "정부"의 발권력으로 재정지출을 늘려 경제를 완전고용에 도달하도록 해야 함
- 2) 정부는 예산제약이 없어 재정수입에 따른 재정지출을 결정할 필요가 없음
- 3) 무한정 재정적자가 늘어나도, 국정화폐로 표시된 것이기에 상환에 문제 없음
- 4) 정부부문의 적자(deficit)는 민간부문의 흑자(surplus)
- 5) 경기과열/인플레이션은 세금 인상/국채 발행을 통해 민간 유동성 흡수하여 해결

정부와 중앙은행을 동일한 경제주체로 인식. 따라서 Fed의 추가 완화와 MMT를 동일시하는 것은 잘못된 접근

MMT가 가정하고 있는 것과 주류경제학과의 관점 차이

MMT의 주장에는 화폐수요의 이자율 탄력성이 0이라는 가정이 깔려 있음. 케인즈식 정통경제학에서 화폐수요가 거래적 동기와 투기적 동기에 의해 결정된다는 것과는 완전히 다른 관점

이들에 따르면, 화폐수급은 이자율과 무관한 정부의 재량이기에 LM곡선도 수평임을 주장. 따라서 IS곡선의 이동으로만 경기진작이 가능하다는 극단적 케인지안의 성격을 지님. 정부지출 확대가 이자율 상승을 통한 구축효과를 유발한다고 보지 않음. 주류경제학자들과는 1) 재정정책 자원, 2) 징세와 국채발행의 성격, 3) 인플레이션 통제의 방법 등에서 상당한 견해차이를 보이고 있음

미국에서 MMT의 전면적 도입 가능성이 낮다고 보는 이유

- 1) "무제한" 재정적자 신뢰 우려
- 2) 화폐 공급이 이자율과 무관하다는 시각의 당위성 부족
- 3) 개방경제에서 MMT채택국 통화 가치 절하/수입 인플레이 발생
- 4) 미 달러화 기축 통화 패권 위협
- 5) Average inflation targeting, Standing repo facility 등 정책여력 확보 노력 지속

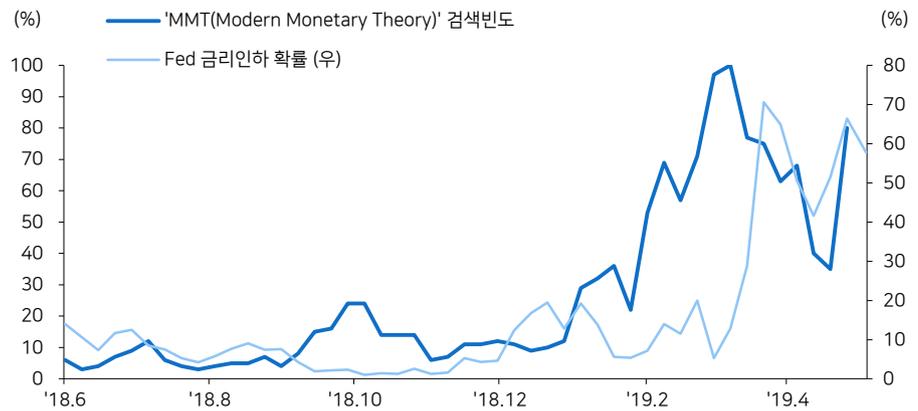
Introduction: 2019년 들어 MMT에 대한 관심이 커지고 있음

최근 들어 현대화폐이론이 무엇인지, 어떻게 해석해야 하는지에 대한 문의가 늘고 있다. 공교롭게도 그 관심은 Fed의 금리인하 기대와 맞물렸다. 올 초 Fed가 그간 높아진 금융스트레스에 대응하는 과정에서 관심이 점차 커지다가, 3월 FOMC 이후 국채 10년물과 3개월물 간의 금리역전 발생으로 Fed의 추가 완화에 대한 기대가 부각되면서 MMT에 대한 관심은 크게 고조되었다.

아래 그림 1은 선물시장이 반영하고 있는 Fed의 연내 금리인하 확률과 Google trends 상의 MMT 검색빈도를 나타낸 것이다. 약간의 시차가 있으나, 두 지표가 대체로 동행하는 경향을 보이고 있다. 이는 일반 경제주체들이 Fed의 완화적 스탠스를 "돈을 푼다"고 인식하는 것과도 무관하지 않다. 하지만 더욱 깊게 들어가면 이 두 가지는 동일시될 수 없다.

본고를 통해서 MMT를 둘러싼 사안들을 정리하고, 필자의 고유한 견해를 제시하고자 한다. 이론에 대한 설명 및 견해 제시이기 때문에 지금까지 써 왔던 방식과는 다른 Pure Economics 영역이다. 1~3장에서는 MMT가 도대체 무엇이고, 어떻게 탄생했는지를 다룬다. 4장에서는 MMT를 둘러싼 쟁점을 정리한다. 마지막 5장에서는 전술한 사항을 바탕으로 MMT가 실제 미국에서 도입이 가능할 지 여부를 점검해 본다. 본론으로 들어가기에 앞서, 복잡한 논문을 읽고, 열정적으로 토론에 임하여 준 황수욱 군에게 진심 어린 감사인사를 전한다.

그림1 MMT 검색빈도와 Fed 연내 금리인하 확률



자료: Google Trends, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

1. MMT란 무엇인가?

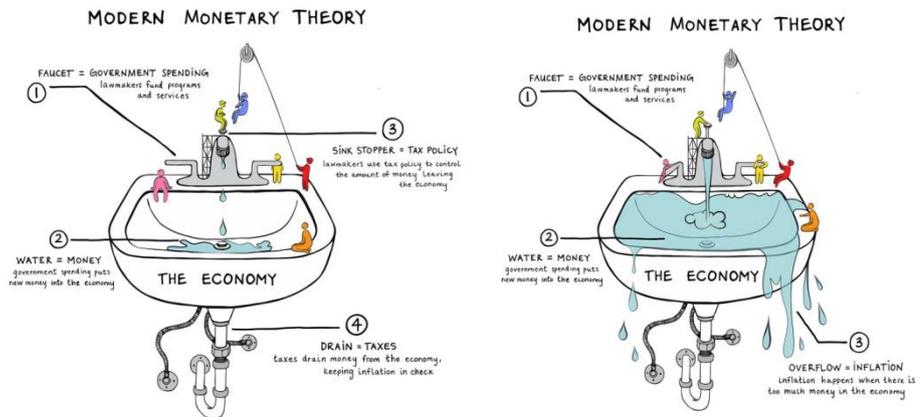
정부의 독자적인 발권력을 인정하는 무한대의 적자재정정책

MMT이론은 1) 총수요 부족한 상태에서 불균형 해소와 완전고용을 달성하기 위한 방법으로, 2) "정부가" 독자적인 발권력을 무한정 발휘하여 재정정책을 활용할 수 있다는 이론이다. 이 때 재정지출은 재정수입과는 "독립적인 변수" 이기에 그 크기가 문제되지 않는다는 주장이다. 이 이론의 특징을 네 가지로 요약하면 다음과 같으며, 아래 그림 2에서 잘 드러난다.

1)정부 발권력 인정 2) 재정수입을 고려하지 않음 3) 무한의 재정적자 용인

첫째, 중앙은행이 아닌 "정부" 가 발권력을 지닌다는 것이다. 둘째, 정부는 민간 경제주체와 같이 예산제약(budget constraint)이 없어 재정수입에 따른 재정지출을 결정할 필요가 없다는 것이다. 셋째, 그 결과물로 무한정 재정적자가 늘어나도 문제가 없다는 것이다. 넷째, 경기과열이나 인플레이션 발생시 세금 징수나 국채 발행을 통해 민간 유동성을 흡수하면 된다는 것이다. 지금까지 우리가 배워 온 거시경제이론과 현격한 차이를 보인다.

그림2 MMT의 개념 도해



주: Illustration by Rose Conlon @ Marketplace

자료: Marketplace (2019. 1. 24), "Ever heard of modern monetary theory?"

도대체 최근에 MMT가 각광을 받는 이유는 무엇일까? 두 가지로 요약된다.

막대한 미국의 재정적자 확대를 정당화할 정치적 명분

■ 첫째, 정치권을 중심으로 늘어만 가는 미국의 재정적자 확대를 정당화할 명분이 될 수 있기 때문이다. 버니 샌더스(민주당) 상원 의원의 경제자문역이었던 Stony Brook University의 Stephanie Kelton 교수가 MMT의 대표 주자이다. 또한, 미국 민주당 Alexandria Ocasio-Cortez 의원이 주창하는 "Green New Deal" 정책의 재원 문제를 논할 때에도 MMT가 근거로 제시된다.

일본의 사례를 인용, 뉴노멀 시대에 효과적인 정책임을 피력

■ 둘째, 필립스 곡선의 평탄화로 대변되는 금융위기 이후의 "뉴노멀" 현상 때문이다. 필립스 곡선이 유효하다는 것은 (생산성에 큰 변화가 없으면) 실업률은 물가 상승률과 역의 관계를 가짐을 의미하는데, 최근에 와서는 금융위기 이후 3차례에 걸친 양적완화의 결과로 미국 실업률이 50년래 가장 낮은 수준까지 하락했음에도 불구하고 임금상승률과 물가상승률이 과거에 비해 미미한 현상을 보이고 있다.

MMT를 지지하는 학자들은 일본의 사례를 자주 인용한다. 일본은 장기간에 걸친 양적완화와 저금리에도 불구하고, 겨우 디플레이션에서 벗어난 수준의 물가상승세를 보이고 있기 때문이다. 따라서 발권력이 정당화될 수 있다고 믿는 것이다.

2. MMT는 어떻게 태동했는가?

MMT가 불과 몇 년 사이 주목을 받기는 했지만, 현대화폐이론이라는 이름으로 체계가 정립된 것은 1990년대 후반이었다. 버니 샌더스의 경제자문위원인 Stephanie Kelton 교수를 비롯, Hyman Minsky의 제자로 "Modern Monetary Theory: 한국어 역주-균형재정론은 틀렸다(2017)"를 집필한 Larry Randall Wray 교수가 이 진영의 대표적인 학자들이다. MMT의 원류를 거슬러 올라가 보면, 두 가지 화폐이론에서 비롯되었다고 볼 수 있다.

MMT 기반 이론: 국정화폐이론과 내생화폐론

이들은 1) "화폐의 기원은 시장이 아닌 국가" 임을 주장하는 국정화폐론(이를 Chartalism, 증표주의라고 함), 그리고 2) 화폐의 본질은 민간에서 발행된 신용 및 부채에 있으며, 신용의 수요가 화폐공급을 결정한다는 내생화폐론이다. 이들 두 이론은 화폐의 본질을 바라보는 시각에는 차이가 있으나, 사회적/제도적 관습으로부터 화폐가 탄생했다는 점에서는 공통분모를 지닌다.

화폐의 가치: 1) 국가로부터 보장, 2) 은행의 신용창조 과정을 거치며 가치 창출, 민간에 보급

사실 이러한 인식은 모두 1930년 발간된 케인스의 『화폐론』에서부터 출발한다. "화폐의 기능 중 가장 으뜸가는 것은 가치의 척도를 지정함으로써 채권과 채무의 가격을 표현하는 것"이라는 문구는 국정화폐론을, "모든 은행이 발맞추어 신규 대출량을 늘린다면 이를 통해 창출될 예금화폐에는 아무런 한계가 없을 것" 이라 논평한 것은 내생화폐론의 관점이다.

이 관점은, 시장경제의 참여자들이 물물교환 곤란을 해소하기 위해 '교환의 매개수단'으로 화폐를 자발적으로 도입했다고 주장하는 "상품화폐론" 과는 다른 접근이다. 그리고 이것은 1) 국가로부터 보장된 가치를 지니며(법정화폐), 2) 동시에 은행의 신용창조 과정을 거치면서 민간에 공급된다(신용화폐)는 특징을 지니는 현대 자본주의 화폐의 성격과 상당 부분 부합하는 내용이다.

표1 상품화폐론, 국정화폐론, 내생화폐론 비교

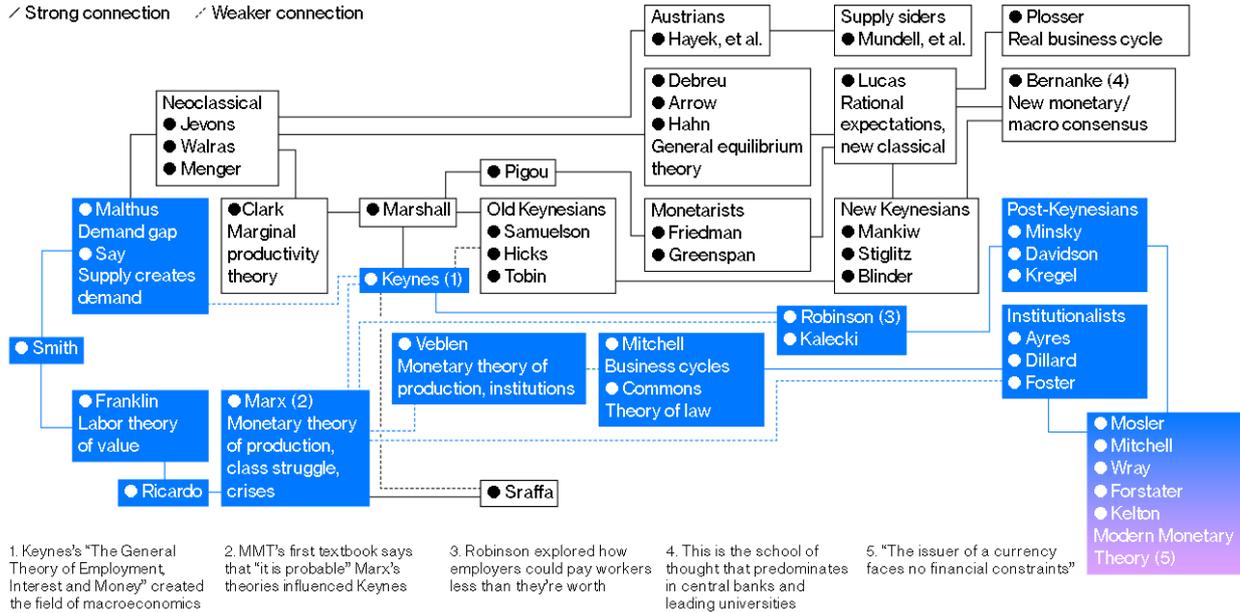
	상품화폐론	국정화폐론	내생화폐론
화폐의 정의	교환경제하에서 교환의 매개	화폐의 본질은 신용, 신용화폐는 사회적 관계와 제도의 산물	
가장 중요한 화폐의 기능	교환의 매개 수단	가치 척도, 회계 기준	결제 및 지불 수단
화폐와 신용	통화와 신용의 분리	법정화폐가 신용화폐 시스템의 중심에 있음	민간 은행 시스템이 신용화폐 시스템의 중심

자료: 민병길 외, 정운찬 저, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 MMT의 원류

Modern Monetary Theory's Lineage

Strong connection / Weaker connection



Adapted by Bloomberg Businessweek from *Macroeconomics*, published by Red Globe Press

자료: Bloomberg (2019년 3월 21일), "Modern Monetary Theory: Beginner's Guide", 메리츠증권증권 리서치센터

정상경제 하, 은행 시스템을 통해 화폐가 유통되어 국가의 역할 최소화. 국가 위기상황에서는 국가 발행의 법정화폐 위력으로 구제

현대 경제에서, 정상적인 상황에서는 1) 은행대출 여력에 한계가 없으며, 2) 대출 규모는 준비금이나 기타 보유 자산에 구애 받지 않는다. 이는 내생화폐론자들의 지적대로 중앙은행이 공급하는 법정화폐의 존재를 이론적으로 상정할 필요조차 없게 됨을 의미한다(은행 시스템의 무제한적인 예금화폐 창출 잠재력).

하지만, 대출 상황에 문제가 생기거나 은행이 보유한 자산이 심각하게 부실화되는 정치/경제적 위기 상황(전쟁 및 금융위기)에는 이를 구제할 별도의 수단이 필요한데, 국가가 발행한 법정화폐가 그 역할을 떠 맡는다고 볼 수 있다.

3. 현대화폐이론의 매커니즘: 극단적 Keynesians

현대화폐론, 화폐가 국가로부터 보장받는 법화(法貨)로서의 가치에 무게를 두며, 발행의 주체가 중앙은행이 아닌 정부임을 강조

현대화폐이론은 상기한 내생화폐론과 국정화폐론을 동시에 차용하고 있지만, 국정화폐론에 상당한 무게를 실어주고 있다. 법정화폐가 금융위기나 전쟁과 같은 비상사태가 아닌 상황에서도 상시적인 효력을 발휘한다고 보기 때문이다. 이들은 본원통화(base money or high-powered money: HPM)의 발행주체가 독립성을 지니는 중앙은행이 아닌, 정부라는 인식을 가지고 있다. 따라서 서론에서 언급한 대로 Fed의 추가 완화와 MMT를 동일시하는 것은 올바른 접근이 아닐 수 있다.

MMT에서의 화폐제도 견해는 다음과 같이 요약된다.

- 정부는 자신이 발행하는 화폐로만 지불할 수 있는 조세를 부과하며, 이 화폐는 조세의무가 부과되는 국가(의 경제주체)가 수용하는 것이기에 가치를 갖는다.
- 국가는 민간에서 생산된 상품을 얼마나 구입할 의향이 있는지를 통해 화폐가치를 결정할 재량이 있으며, 실제 재화와 용역을 구입(재정지출)하기 위해 자신의 화폐를 발행할 수 있다.
- 민간 은행의 신용화폐는 국가가 발행한 화폐(본원통화 or HPM)를 기초로 삼은 레버리지 자산이다. 이들은 정부가 발행한 본원통화가 은행계정에 들어오기 시작하면서 이를 토대로 신용공여 활동이 이루어진다고 믿는다. 은행에 들어오는 민간 예금은 신용공여 활동의 결과물이다.

법화의 가치가 국가로부터 보장받기에, 국가신뢰가 높다면, 화폐발행을 통해 무한정 재정 가치 창출 가능

이러한 배경에서, 위의 이론에 기초한 일부 현대화폐이론 지지자들은 "변동 환율제를 채택하고 세금을 전 국민에게 부과할 행정능력이 있는 현대 선진 자본주의 국가에서 1) 정부가 수요부족으로 인한 경기침체 시 필요한 재정지출을 위해 얼마든지 화폐를 발행할 수 있으며, 2) 국가의 지출 능력은 세입에 구애 받지 않는다"는 주장을 펼친다.

이는 "정부 재정정책 만능주의"로 인식될 수 있겠다. 이는 통화공급을 보는 현대화폐이론 지지자들의 인식 차이에서 비롯된다. 우리는 케인지안 거시경제학에서 다음을 배운 바 있다.

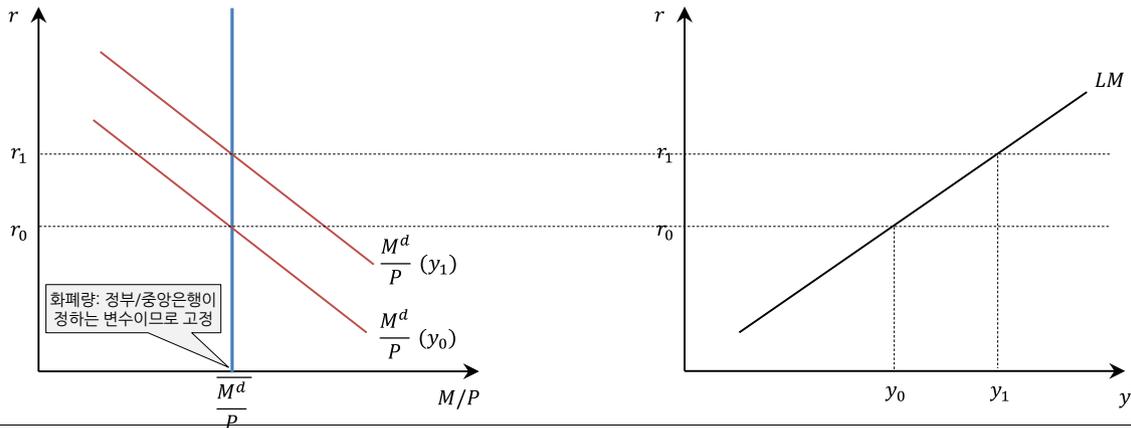
케인즈의 유동성 선호설: 거래적 동기와 투기적 동기의 화폐수요

케인즈에 따르면, 화폐수요에는 1) 거래적(Transaction) 동기와 2) 투기적(Speculative) 동기가 있다. 거래적 동기의 경우 소득이 늘어날수록 (소비성향이 일정하다면) 지출이 동반 증가하기에 거래적 동기의 화폐수요는 소득(y)과 정비례한다. 투기적 동기는 무이자인 화폐와 이자지급부 증권을 대체재로 인식한다. 이에 따라 실질 이자율이 상승할수록 이자를 지급하는 증권수요가 늘고 반대로 화폐수요가 줄 것이기에 실질이자율(r)과 화폐수요는 반비례한다.

통화공급은 편의상 정부와 중앙은행이 일정 수준에서 외생변수로 정하는 것으로 가정한다 (다음 페이지 계속).

이 경우, 화폐의 수요와 공급을 나타낸 그림 4의 왼쪽 그림에서는 소득의 증가($y_0 \rightarrow y_1$)가 거래적 동기에 의한 화폐수요를 증가시켜 새로운 소득조건 하의 화폐수요함수는 우측으로 이동한다. 이를 실질이자율(r)과 소득(y)의 평면으로 이동시켜 화폐수요/공급 균형점 간의 연결선인 LM곡선을 도출해 보면, 우상향 하는 결과를 낳는다.

그림4 화폐수요와 공급, 그리고 우상향하는 LM곡선



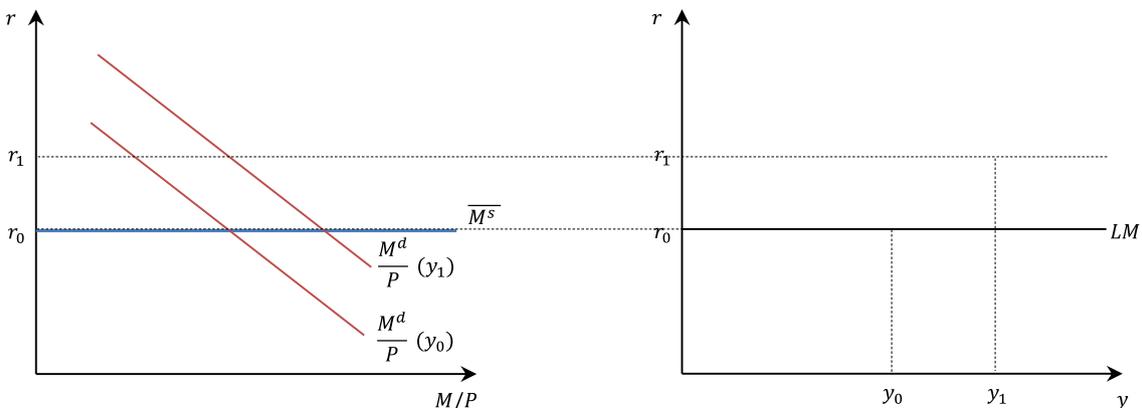
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

현대화폐이론, 화폐공급의 이자율이 완전 비탄력적임을 시사

반면, 현대화폐이론은 화폐의 공급이 이자율에 관계없이 정부의 필요에 따라 임의대로 조정될 수 있다고 믿으며(화폐공급의 이자율탄력성=0), 불태환 화폐의 이자율이 0%에 수렴한다고 본다. 이를 화폐공급곡선의 수평성을 나타낸다는 점에서 수평주의(horizontalist) 입장이라고 한다(그림 5).

이러한 관점 하에서는 정부지출(넓게 보면 재정정책, 즉 IS곡선의 우측 이동)로만 소득을 증가시킬 수 있다. 이는 현대화폐이론이 "정부 개입을 통해 자본주의 경제의 불안정 유발 요인들을 제거해야 한다"는 케인즈주의의 극단론에 있음을 시사해 주는 대목이다.

그림5 현대화폐이론상의 화폐수요/공급과 수평적 LM곡선



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

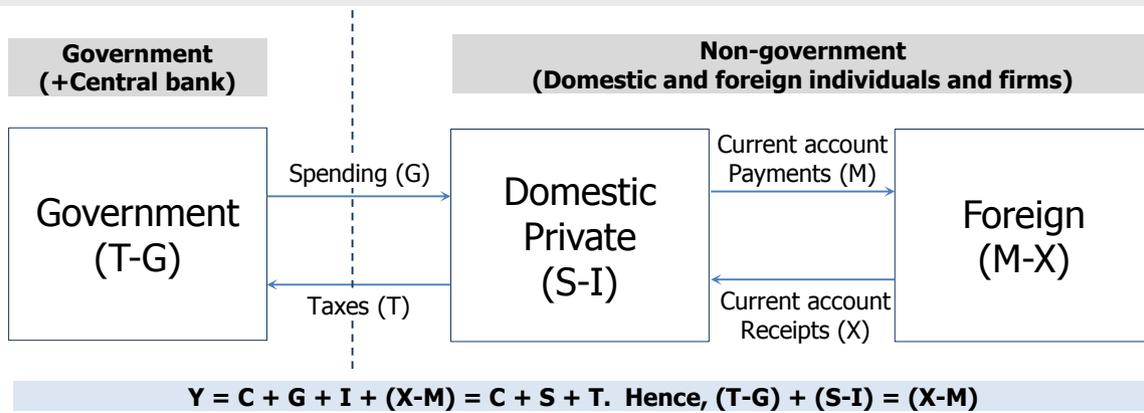
MMT, 재정적자의 확대가 민간부
문 부의 크기의 순증가를 일으킨
다는 믿음

MMT이론은 경제주체간의 거래관계를 "정부" 와 "비정부" 부문으로 나누어 생각
한다. 정부 부문에는 중앙은행이 포함되어 있으며, 비정부 부문은 국내외 가계와
기업부문으로 구성된다. 아래 그림 6과 같으며, 이를 "수직적인 거래관계(vertical
transaction)" 라 명명한다. 여기에 의거하여, 정부지출 증가에 따른 재정적자 확
대(=정부 wealth의 감소)가 민간부문 부(wealth)의 순증을 가져온다고 믿는다
(Government deficit = Private sector surplus).

이자율에 무관하기에 구축효과는
없으며, 증세는 다름아닌 인플레이
션 통제 장치에 불과

정부 재원이 발권력이므로, 이자율에 관계 없이 통화공급이 이루어지기에 정부지
출 확대에서 비롯되는 이자율 상승과 이에 따른 구축효과(crowding-out effect;
민간부문 투자가 이자율과 반비례하기에 정부지출 확대가 민간투자에 부정적이라
는 견해)도 나타나지 않는다고 주장한다. 증세와 국채발행은 민간부문 유동성을
"흡수" 하는 수단임을 주장한다. 이로써 혹여나 발생할 수 있는 경기과열 및 인플
레이션을 통제할 수 있다고 한다.

그림6 MMT: 정부와 비정부부문을 이분법적으로 구분하여 생각



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

한편, 정부와 은행과의 관계는 다음과 같이 설정한다. 스테파니 켈튼이 논문에서
제시한 내용에 필자의 부연설명을 붙인다.

1. 정부의 재정지출은 중앙은행의
부채인 동시에 시중은행의 자산

- 첫째, 정부는 발권력을 동원하여 재정지출을 감행하며, 이 자금은 민간에 분배
된다(money injection). 발권력을 동원한 것이기에 중앙은행의 부채는 늘어나
며, 이 중 (Reserve money 계정 증가를 거쳐) 지급준비금 계정의 증가로 연
결된다. 이 계정은 중앙은행 부채인 동시에 시중은행의 자산이다. 따라서 정부
지출은 시중은행의 자산을 늘리는 방향으로 작용한다(그림 7, 음영 부분 참
고).

2. 민간, 재정지출에 의해 늘어난
부만큼 시중은행에 예치

- 둘째, 민간은 재정지출에 의해 늘어난 부(wealth)만큼을 시중은행에 예치하며,
예금은 시중은행의 부채이다. 따라서 시중은행 입장에서는 자산과 부채가 동시
에 늘어나게 된다.

3. 은행 보유 기준 잔액과 실제 필요 잔액간의 괴리발생시 국채 발행 등으로 잉여 유동성 흡수

- 셋째, 기준에 지급하는 이자(interest on reserve balances)가 없어 은행이 초과기준을 쌓아둘 유인이 없는 경우, 특정 목표금리 수준(정부가 정함: 금리는 정치적 결정이라 믿음. Kelton)에서는 은행 보유기준의 잔액이 은행이 실제 필요로 하는 기준의 규모보다 클 수 있다. 이러한 경우, 은행 잉여유동성 확대 → 은행간 금리 하락 및 목표금리 수준과의 괴리발생이라는 경로가 작동할 수 있다. 이 경우 정부는 국채를 발행하거나 중앙은행이 시중은행들에 대해 정기에 금을 제공하여 잉여 기준/잉여 유동성을 흡수한다.

정부는 본원통화 자체를 창출하기에 지출을 제한할 필요가 없음

정부는 스스로의 능력으로 HPM(본원통화)을 얻기 위해 정부지출을 제한할 필요가 없다. 그 이유는 정부지출이 본원통화 그 자체를 생산해내기 때문이다. 정부의 지출은 과거의 세입과는 무관하다. 반면 과거의 정부지출이나 은행대출이 가계의 세금부담 및 (정부/중앙은행이 발행한) 채권을 인수하기 위한 재원의 역할을 할 뿐이다.

현대화폐이론에서의 채권발행은 정부지출 조달 수단이 아닌 단편적인 목표 금리 유지수단에 불과

세 번째에서 언급한 채권발행은 통상적으로 인식되는 것처럼 정부지출의 자금조달 수단이 아니다. 오히려 유동성 흡수라는 관점에서 통화정책 수단이며, 이를 통해 정부가 정한 목표 금리를 유지할 수 있다고 한다. 한편, 채권발행 없이도 목표 금리는 달성할 수 있다. 앞서는 기준에 대한 이자가 없는 경우를 상정하였지만, 정부가 목표금리로 기준금 이자를 지불하게 된다면 문제는 해결할 수 있다는 것이다.

그림7 중앙은행과 상업은행의 대차대조표 구성항목

Central bank (part of govt in MMT)		Commercial banks	
Assets	Liabilities and capital	Assets	Liabilities and capital
<ul style="list-style-type: none"> Foreign assets Domestic assets (eg. treasuries) Claims on govt and public firms Claims on private sector Claims on domestic money banks Claims on other financial sectors 	<ul style="list-style-type: none"> Reserve money (base money) Currency in circulation (base money) Reserves of commercial banks Other deposits of commercial banks Central bank securities Government deposits Foreign liabilities Other Equity Capital 	<ul style="list-style-type: none"> Reserves with central bank <ul style="list-style-type: none"> - Cash in vaults - Bank's deposit with central bank (settlement and statutory reserves) Securities: Government and other Loans <ul style="list-style-type: none"> - Interbank - Loans to private/government Other assets <ul style="list-style-type: none"> - Real estate and foreign 	<ul style="list-style-type: none"> Deposits <ul style="list-style-type: none"> - Transactional - Savings and time deposits Borrowing <ul style="list-style-type: none"> - Credit from Central bank - Interbank borrowing Other liabilities (ie. foreign) Equity Capital

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

4. MMT와 주류경제학과의 시각 차이

주류경제학, 과도한 재정 지출에 의한 정부신뢰 하락과 법정화폐 불신 우려

MMT 지지자들과 주류경제학자들 사이에는 상당한 시각차가 존재한다. 재정정책의 재원과 관련하여, 주류경제학자들은 지출이 정부 수입과 국채(차입)의 함수이며, 재정적자가 과도해 졌을 경우 정부신뢰의 악화와 법정화폐에 대한 불신으로 연결될 수 있다고 주장한다.

MMT, 무한 재정적자로 우려되는 인플레이션은 세금인상으로 조정 가능

궁극적으로 후자는 (완전고용을 달성한 이후) 막대한 인플레이션을 초래할 수 있다고 주장한다. 반면, MMT는 전술한 대로 1) 정부의 지출은 정부 수입과 국채발행과는 별개의 재원인 발권력에 의해 이루어지며, 2) 세금 인상과 국채발행을 통해 민간부문의 유동성을 흡수함으로써 인플레이션을 통제할 수 있다고 믿는다.

인플레이션 통제의 주된 수단에 대한 시각과 중앙은행의 독립성에 관한 시각차이 존재

완전고용 달성과 인플레이션 통제에 있어서도 주류경제학자들은 통화정책이 주된 수단임을 주장하는 반면, MMT 지지자들은 재정정책이 주된 수단임을 적시한다. 발권력의 주체가 독립적인 중앙은행이나 정부냐에 따라 중앙은행의 독립성을 바라보는 관점도 완전히 다르다. 주류경제학자들은 독립적인 중앙은행을 상정하는 반면, MMT 지지자들의 관점에서는 정부와 중앙은행은 사실상 동일시된다.

주류 경제학의 MMT 비판 근거들

주류경제학자들의 MMT비판, 특히 “발권력을 동원한 재정적자 재원의 마련” 문제에 대한 반론은 미국 시카고대학의 “Booth School of Business Survey(3월 13일)”을 참고하면 되겠다. 이들의 비판 내용 골자는 1) 독립적인 중앙은행이 존재하는 한, 정부 임의로 발권력 동원은 불가능하다, 2) 과거 바이마르공화국이나 중남미 경제위기와 같은 역사적 사례가 다양하다, 3) 무제한적 발권력과 재정적자를 통해 민간이 생산하는 재화와 서비스를 정부가 구매할 수 있다면 결국 전세계 모든 재화와 서비스를 일국의 정부가 사들일 수 있다는 것인데 이는 모순이다. 4) 국채발행의 현재가치는 향후 원리금 상환의 현재가치이므로, 현재 더 많이 빌린다는 것은 향후에 더 많이 갚아야 함을 의미한다¹ 등으로 요약 가능하다.

표2 MMT 관련 논쟁 요약

반대	찬성
인플레이션 관련 논쟁	<ul style="list-style-type: none"> 인플레이션은 과다재정의 증거이므로, 급격한 인플레이션이 발생하기 전까지 재정적자를 활용할 수 있음 (Kelton) 정부의 완전고용은 자원가동률을 유지할 수 있음
중앙은행의 역할	<ul style="list-style-type: none"> 중앙은행의 독립성에 부정적인 영향을 미칠 수 있음(Rogoff) 미 연준이 국회로부터 독립된 기관이라 보기 어려움(Galbraith)
재정적자문제	<ul style="list-style-type: none"> 과도한 재정적자는 정부불신, 디폴트, 법화의 불신으로 이어져 인플레이션을 발생시킴 재정적자는 지나친 지출의 근거가 아님(Kelton)

자료: 메리츠증권증권 리서치센터 정리

¹ 이는 리카르도 대등정리와 동일한 주장. 리카르도는 재정정책과 소비의 관계에 대해 다음과 같이 설명: 일정한 정부지출 수준과 균형재정을 추구하는 정부 하에서, 국민은 예상되는 정부정책의 변화를 종합적으로 고려하여 합리적으로 소비를 결정. 현재시점의 국채는 미래시점에 상환해야 할 부담이기 때문에, 소비자는 현재 소비를 늘리지 않음. 따라서 국채 발행을 통한 정부지출의 재원 조달이나 재정정책은 현재소비를 진작시키지 못하기 때문에 재정정책의 효과가 미미하다고 함

표3 주요 논점에서의 주류경제학과 MMT의 인식 차이

논점	주류경제학	MMT
정부지출 재원의 조달	<ul style="list-style-type: none"> 세금 징수 및 채권(국채) 발행 	<ul style="list-style-type: none"> 발권력 동원. 징세나 국채발행은 재원조달 수단으로서 불필요함을 주장
징세의 목적	<ul style="list-style-type: none"> 정부지출 재원조달 및 불균형 완화 	<ul style="list-style-type: none"> 민간부문에서 유동성을 가져감으로써 인플레이션을 방지 - 동시에 불균형 완화
완전고용 달성	<ul style="list-style-type: none"> 통화정책이 주된 수단임 Fed 완전고용/물가안정 dual mandate는 항상 양립하지 않음(1980년대 초반에는 인플레이션 억제가 우선시) 	<ul style="list-style-type: none"> 재정정책이 주된 수단임 - 충분한 규모의 재정적자를 용인하여 완전고용 달성 크루그만: 통화정책이 Zero-lower bound일 경우 확장 재정이 완전고용에 효과적. 금리인하 여력 존재시 그렇지 않음
인플레이션 통제	<ul style="list-style-type: none"> 통화정책 주도 	<ul style="list-style-type: none"> 재정정책 주도 - 세금 인상이나 국채발행을 통해 민간부문으로부터 유동성 흡수
금리의 설정	<ul style="list-style-type: none"> 완전고용과 물가안정이라는 Dual mandate를 부여 받은 Fed에 의해 결정 	<ul style="list-style-type: none"> 발권력은 은행 기준의 증가로 이어져 금리를 0% 부근으로 낮춤(Kelton). Fiat money (불태환 화폐)의 자연이자율은 0%
재정적자가 금리에 미치는 영향	<ul style="list-style-type: none"> 완전고용 하에서 재정적자 확대시 투자의 구축효과 유발 	<ul style="list-style-type: none"> 발권력 동원은 금리하락으로 연결되어 투자에 우호적 환경 조성 기업은 향후 성장성에 따라 투자결정. Cost of money 함수 아님

자료: Bloomberg (3월 1일, 3월 4일, 3월 21일) 기사 참고, 메리츠증권증권 리서치센터 정리

5. MMT가 실제로 도입될 수 있을까: 5가지 의문점

이상을 기반으로 한 필자의 견해는 다음과 같다.

1) 정부 신뢰에 대한 타당한 근거 마련 필요

첫째, MMT가 정당화되기 위해서는, 재정적자 문제와 관련하여 정부 신뢰 부분에 대한 명쾌한 해답을 내놓을 수 있어야 할 것이다. MMT 지지자들은 미국이 기축 통화국으로서 가장 두터운 신뢰를 얻고 있는 정부이기에 법화로서 해당 통화의 가치가 보장될 수 있다고 주장한다. 따라서 재정적자와 인플레이션 문제로부터 자유로울 수 있다고 본다. 하지만, '무제한'의 발권력으로 인한 '무제한'의 적자재정이, 수십 년간 지속되어 온 균형재정관념에 익숙한 국민들에게 지속적으로 정책에 대한 신뢰를 줄 수 있을지는 의문이다².

통화발행주체의 신뢰가 깨진다면, 법화로서 그 가치를 보장받는 화폐의 가치가 보전된다고 보장할 수 없기 때문이다. 더불어, MMT는 중앙은행의 독립성을 침해하는 다소 모호한 재정정책이기에, 향후 통화정책의 효력이 온전하지 못할 수 있다는 측면에서는 매우 회의적이다.

2) 화폐 공급이 이자율과 무관하다는 시각의 당위성이 부족

둘째, MMT는 화폐공급이 이자율과 무관하다는 견해에서 출발하면서 독립적인 중앙은행 정책의 무용론을 주장한다. 이들은 LM곡선이 수평이라고 보고 확장적 재정정책이 소득(y)을 늘릴 수 있는 유일한 수단인 것으로 인식한다. 그러나 현실에서는 화폐수요와 공급의 균형을 결정하는 가변적인 이자율이 존재하며, 이는 LM곡선의 기울기가 우상향임을 뒷받침한다. 이는 이들의 우려와 달리 재정적자 확대가 어느 시점에서는 구축효과로 연결될 수 있음을 시사한다.

² MMT 지지자들이 이를 정당화하는 사례로 꼽고 있는 일본에서마저도 비판적인 시각에 직면해 있음. 구로다 총재는 1) 무분별한 재정지출에도 불구하고 하이퍼인플레이션이 나타나지 않을 것이라 가정하는 것은 잘못되었으며, 2) 일본의 경우 정부가 재정건전성과 지속가능한 재정정책의 필요성에 기반한 부양책을 사용하고 있다고 지적하면서 일본의 정책이야말로 MMT와 무관함을 강조. 별도로 10 페이지에서 기술한 리카드ريان 대등정리가 성립할 가능성도 고려할 필요.

물론 MMT 지지자들의 주장대로 기업들이 향후 성장 기대에 기반하여 투자 의사 결정을 내릴 수 있다. 그렇다고 투자의 비용인 cost of money는 간과될 수 없다.

3) 개방 경제에서 화폐 발행의 증가는 통화가치 절하 위험 내재

셋째, 일국이 개방경제인 경우 발권력에 의존한 재정지출은 MMT를 채택한 국가의 급격한 통화가치 절하 위험을 내재한다. 통화정책이나 물가변수가 해당국의 환율 결정에서 중요한 변수로 인식되는 이유는, 해당 통화가치의 (상대적인) 희소성과 큰 관련을 지니기 때문이다. 타국에 비해 완화적인 통화정책이나 가파른 물가 상승세는 공히 해당국 통화의 희소성을 저해하는 요인으로 인식되어 해당 통화의 절하를 유발한다. 따라서 미국이 기축통화국이라 하더라도 “무제한 발권력에 기반한” MMT를 도입했을 경우 달러가치 절하가 나타날 수 있으며, 정부 신뢰도 악화까지 가세할 경우 그 폭은 더욱 커질 수 있다.

4) MMT 도입 후 적절한 인플레이션 통제 가능성에 의문

넷째, MMT 도입국의 통화가치 절하 위험은 MMT 정책의 도입 이후 인플레이션이 적절히 통제될 수 있을 것인가의 문제와도 직결된다. 발권력 동원에 따른 해당 통화의 희소성 저하와 통화발행 주체의 신뢰도 하락에 따른 화폐가치 절하는 결국 수입물가 압력을 크게 유발하여 인플레이션을 자극할 수 있다. MMT 지지자들은 뉴노멀 시대에서 통화량의 증가에도 불구하고 인플레이션이 나타나지 않았다고 주장하지만, 다른 한편에서 벌어지는 1) 금융규제, 2) 노동생산성 저하, 3) 노동소득 분배율 하락의 측면을 간과하고 있다고 본다. 한편, 상기한 비용상승형 인플레이션이 발생했을 때, 정부가 단순히 인플레이션을 통제하고자 하는 목적으로 세금을 늘리는 것에 대한 저항이 없을 지 여부도 의문이다. 민간부문 입장에서는 이중고에 직면하는 것이기 때문이다.

5) 미국 이외 국가의 실질부채부담 완화 및 통화절상으로 수입수요 증가. 문제는 미국과의 교역에서 현실화되지 않을 수 있다는 것

다섯째, 달러가치 급락이 나타났을 때 미국 이외 국가에는 어떤 영향이 들어올 수 있을까? 외채 과잉국가인 경우 달러가치의 급락으로 이들의 실질부채부담이 낮아질 수 있다. 또한 미국 이외 통화의 동반 절상으로 이들의 수입수요가 늘어날 수 있다. 그러나 미국과의 교역에 있어 교역조건이 악화되어 이것이 미국산 수입품에 대한 수요확대로 연결될 지 여부는 매우 불확실하다³.

다른 한편에서, 통화가치의 급락으로 유발되는 기축통화 패권지위의 이동도 고려해야 한다. 중앙은행들의 외환보유액에서 달러화 비중이 급격히 낮아질 수 있다. 위안화 패권이 부상할 소지도 남아 있다.

MMT를 미국이 “전면적으로” 채택할 가능성은 낮음

이상을 고려했을 때, 미국 스스로 MMT를 “전면적으로” 채택할 가능성은 낮다는 것이 필자의 결론이다.

³ 미국에서 생산되는 재화가 대부분 기술기반의 고부가가치 재화임을 감안하면 상대적으로 영향이 제한적일 수 있다고 볼 수도 있는 부분임. 그러나 역으로 현재 기술패권과 관련한 중국과의 분쟁을 지속하고 있음을 감안했을 때, 미국만의 재화에 대한 교역조건 악화는 예를 들어 5G 장비에 대한 화웨이의 글로벌 M/S 확대를 조장할 수도 있다는 생각임.

[補論] Ray Dalio의 MP3(Monetary Policy: Round 3)에 대한 견해

글을 마치기 전에, MMT에서 제기하는 아이디어를 부분적으로 차용한 MP3 (Monetary Policy: Round 3)를 주창하는 레이 달리오의 견해와, 이에 대한 필자의 생각을 덧붙이고자 한다.

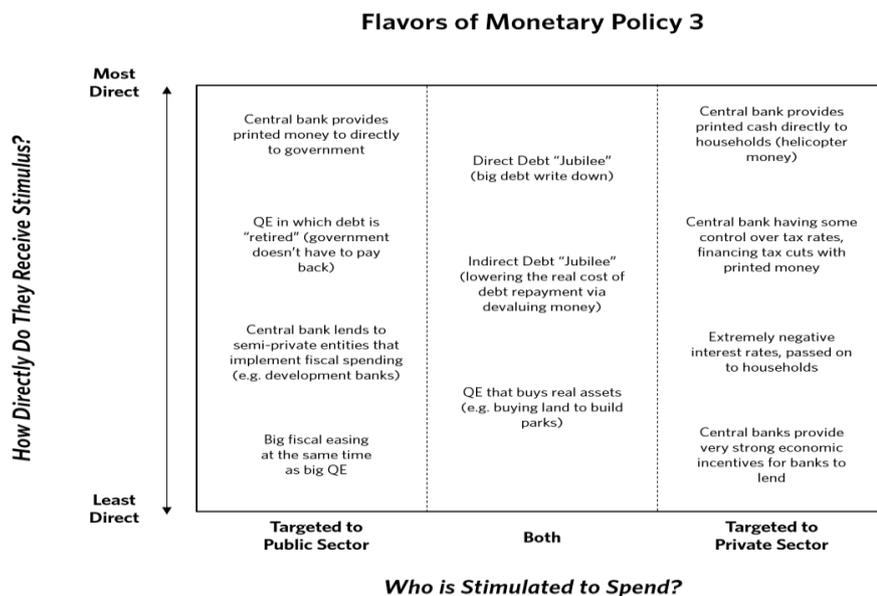
레이 달리오, 경기 하강 국면에서 재정정책과 통화정책의 공조가 수반되는 MP3 이행 주장

레이 달리오는 경제활동을 자극하는 통화정책 수단으로 금리인하(MP1)와 QE(MP2)가 있었지만, 민간 전역으로의 낙수효과(trickle-down effect)가 미미했기에 대다수의 경제주체가 직접 생산성과 후생을 증대시키는 데에는 역부족이었다고 주장한다. 따라서 다음 경기 하강기에서는 재정정책과 통화정책의 공조가 수반되는 MP3로의 이행이 불가피하다고 주장한다.

그는 과거에는 금리가 가변적이었고 재정정책이 경직적이어서 통화정책이 구매력 및 경기순환을 좌우하는 데에 지대한 공헌을 했다면, 미래에는 금리가 경직적으로 0%에 수렴하여, 재정정책의 신축성이 수반될 수 밖에 없고 재정적자가 monetized 될 수 밖에 없다고 주장한다. 물론 기축통화국에 한정된 이야기이다. MMT에서 주장하는 1) 이자율이 0%로 수렴한다는 것, 그리고 2) 정부재정의 monetization과 결을 같이 하는 대목이다.

기존 정책조합과의 차이는 재정/통화정책 공조로 풀린 돈을 누가 받느냐(민간 vs 공공), 그리고 그 돈이 얼마나 직접적으로 전달되느냐(helicopter money vs 정부 지출의 financing)에 달려 있으며, 기존 금리인하/QE보다는 헬리콥터 머니를 통한 민간부문에의 직접 신용공여를 선호한다. 그리고 유사한 정책이 대공황 이후의 미국(1930년대 중반~제2차 세계대전)에서 시행되었음을 강조하고 있다.

그림8 What MP3 looks like?



자료: Ray Dalio, "It's Time To Look More Carefully At 'Monetary Policy 3 (MP3)' And 'Modern Monetary Theory (MMT)', Seeking Alpha (May 6, 2019)

이에 대한 필자의 견해는 다음과 같다.

미국의 노동시장개선은 금리인하와 양적완화가 목표를 달성했음을 보여주는 중요한 증거

레이 달리오는 기존 통화정책 금리인하(MP1)와 QE(MP2)의 낙수효과(trickle-down effect)가 미미했다고 언급하고 있다(중산층의 복원력 미미). 레이 달리오의 프레임에서 이들 정책이 "공공부문"에 타겟팅되었고 "가장 간접적인 방식" 이었다는 점에서 시차가 컸을 수는 있다. 그러나 현재 미국의 상황을 보면, 실업률이 50년래 최저치인 3.6%에 달할 정도로 현격한 노동시장 개선이 이루어져 왔다는 점에서 동의하기 어렵다.

미국 통화정책이 충분히 정상화되지 않은 상황이라면, 시차가 적고 과감한 정책조합 고려할 수 있음

만약, 미국의 통화정책이 충분히 정상화되지 않은 상태에서 다음 경기하강기(침체기)에 돌입한다면 레이 달리오의 주장처럼 빠른 회복을 유도하기 위한(즉, 시차가 적은) 정책조합을 생각해 볼 수 있을 것이다. 그러나 그렇지 않다면 굳이 debt monetization을 상정하지 않더라도 기존에 사용했던 조합으로 충분한 대응이 가능할 수 있다는 입장이다. 여기에 대해서는 최근 미국 통화정책 framework 변경 논의를 연결시켜야 한다.

그러나 그렇지 않다면 기존 framework로 대응 가능

- **Average inflation targeting:** 장기평균 물가목표를 설정하고, 당해년 물가가 여기에 미달해도 향후 기대인플레이션 상승을 유발하여 실질이자율을 낮추는 방법. 금리변동의 임계치를 높이는 정책
- **Standing repo facility:** 민간은행이 유동성 규제에 부합하기 위해 High Quality Liquid Asset의 성격으로 보유하는 지준(reserves)을 국채로 전환하도록 하기 위해 IOER(초과지준부리)보다 높은 채권 Repo 금리를 적용. 이 경우, 중앙은행은 reserves를 줄일 수 있고, 동시에 중앙은행 보유채권을 은행들이 가져가서 repo로 운용하게 되면 높은 수익률 획득 가능함

이들은 1) 추가적인 명목금리 조정의 자제를 통한 향후 금리인하 여력의 확보, 2) Fed 대차대조표 규모의 추가 축소를 통한 향후 경기침체기 하에서의 QE여력 확보라는 차원에서 주목할 필요가 있다. 미국 통화정책 framework 변경에 대한 내용은 5월 21일 발간 예정인 하반기 전망을 통해 자세히 다루기로 한다.

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 5월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 5월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 5월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 이승훈)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다..