

통화량 감소는 결국 금리를 누른다



[Bond Strategy] 김명실(2122-9206) msbond@hi-ib.com

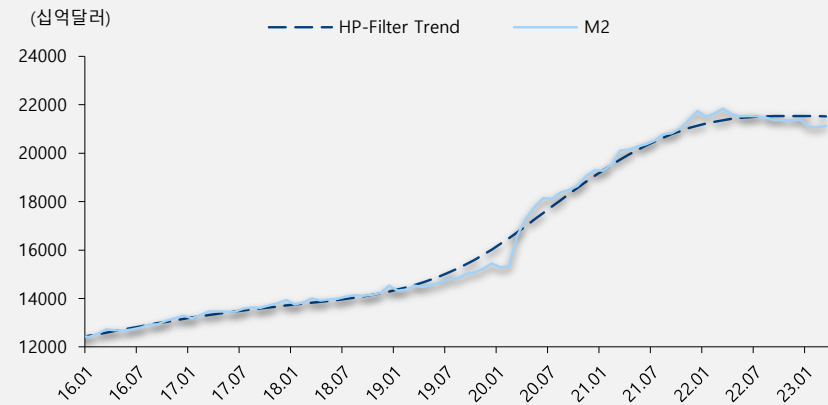
2023-04-18

■ Key takeaways

- ✓ 비주류 경제학이 때로는 탄광 속 카나리아가 될 수 있다
- ✓ M2가 장기추세를 하회했는데, 연준의 금리인상을 계속한다면?
- ✓ 과도한 통화량 감소는 결국 지표와 금리를 누르게 될 것이다

■ Key Chart

미국 M2 및 장기추세(1980년 이후): 22.8월 이후 장기추세를 하회하기 시작한 M2



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

다시 돌아온, 'Mv=PY' 공식

‘인플레이션은 언제, 어떠한 경우라도 화폐적 현상이다’. 대표적인 통화주의자 밀턴 프리드먼(Milton Friedman)의 대표적 주장이다. 그는 인플레이션과 통화 공급 사이에는 밀접하고 안정적인 연관성이 있으며 주로 통화 기반 성장률을 적절히 조절하면 인플레이션을 피할 수 있다고 주장했다.

통화주의가 옹호하고 있는 화폐 수량 이론은 ‘Mv=PY’(M: 화폐공급량, v: 화폐유통속도, P: 가격수준, Y: 산출물의 수량)로 화폐의 유통속도(v)가 일정할 때 산출물의 양(Y)이 일정하다면 화폐 공급량(M)에 의해 가격 수준(P)의 명목가치가 결정되는 것으로 쉽게 말해 물가는 발행되는 화폐(통화)의 양으로 결정된다는 의미다.

과거 미국은 1975년부터 1993년까지 통화량 목표제를 실시해 통화지표(M1, M2 등) 증가율을 명목 기준지표로 하여 물가안정을 도모해 왔다. 다만 목표범위를 넓게 잡은 데다 1980년대 들어 금융혁신이 급속히 진행되면서 통화지표와 물가 간의 관계가 불안정해짐에 따라 시간이 지날수록 중요성과 역할이 감소되기 시작했다. 이후 1987년 앨런 그린스펀이 연준 의장에 공식

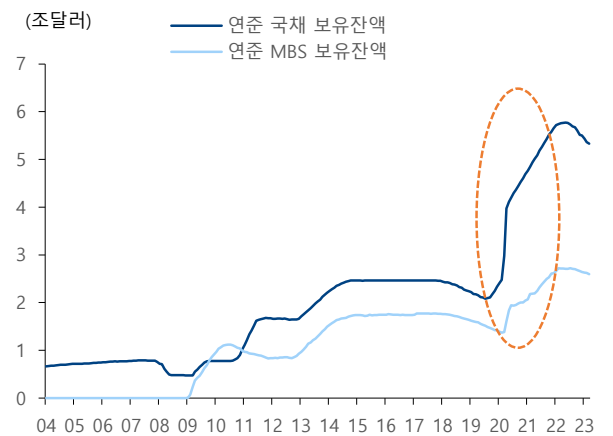
취임하며, 이때부터 연준의 관리목표를 통화와 지급준비금의 증가율에서 연방기금금리로 전환됐다.

이후 현재까지도 통화량은 연준의 정책판단에 주류적 견해로 자리잡지 못하고 있다. 최근의 인플레이션 상황에 대해 연준 등의 주류적 견해는 인플레이션 확대는 팬데믹에 의한 공급 충격, pent-up 수요 등 일시적 요인에 주로 기인하는 것이며 통화량 증대는 그 역할이 크지 않다고 평가되고 있다(파월 연준 의장은 “The growth in the money supply, specifically M2, doesn’t really have important implications, ’21.2 월 의회증언 내용 중).

그러나 팬데믹 이후의 통화량 팽창이 과거와 달리 유동성 공급 방식에서 차별성이 있다는 점을 생각할 필요가 있다. 이전과 달리 유동성 공급이 기업에 대한 credit line 을 직접 제공하는 형태라는 점, 연준의 보유자산이 이례적으로 확대되며 민간 부문에 대한 유동성 공급이 크게 증대됐다는 점, 고전적 통화이론에서 중요시되는 변수(통화유통속도)의 역할이 회복되는 조짐을 보인다는 점에서 근거해 볼 때 통화량이 유의미한 정보는 갖는 지표로서 기능을 회복하였을 소지가 크다고 판단된다.

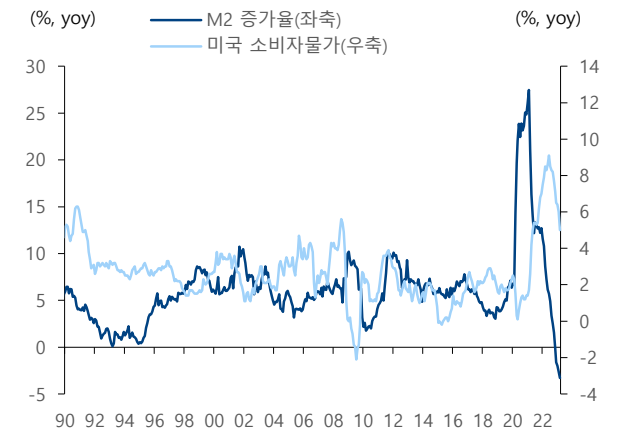
즉 통화량 증감이 인플레이션에 대한 높은 예측력을 가질 수 있고, 이후 파생되어 가계나 기업 등에도 직접적으로 영향을 줄 수 있는 요인이 될 수 있음을 생각해 볼 필요가 있다.

그림1. 연준의 국채 및 MBS 보유 규모



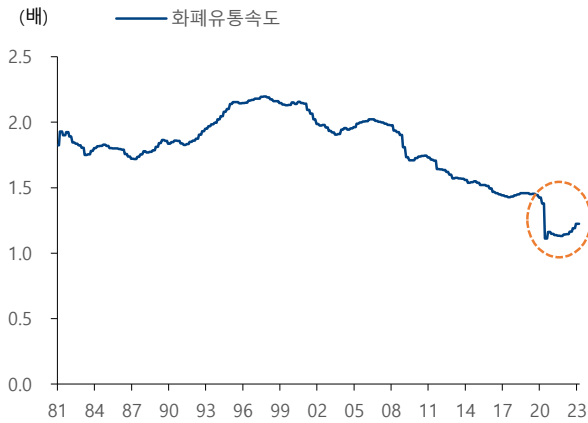
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림2. M2 증가율 및 소비자물가상승률



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 화폐유통속도: 22.1 분기 이후 완만하게 상승



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림4. 화폐수량설 $M\bar{V} = P\bar{Y}$

$$M\bar{V} = P\bar{Y}$$

$$\therefore M \Rightarrow P$$

자료: Google, 하이투자증권 리서치본부

1960년 이후 처음으로 M2 증가율 마이너스 기록

22년 11월 미국 M2 증가율(yoy)이 마이너스(-)로 전환됐다. 기축통화 달러의 M2 증가율은 1960년 이후로 2021년까지 매년 플러스 증가를 유지해왔으며, 2008년 금융위기 이후 2020년까지 M2 통화량은 약 2배 가까이 증가하는 모습을 보여왔다. 2022년부터 연준은 긴축적 통화정책으로 선회한 후 기준금리를 5.0%까지 인상했고, QT 정책을 통해 보유 국채 및 MBS 채권을 매도하며 시중의 통화를 가파르게 흡수했다.

M2가 전년대비 감소하는 모습은 역사적으로 이례적인 상황임은 분명하다. 특히 2년 연속 감소하고 있는 모습은 인플레이션과 통화량 증가율 간에 시차를 두고 상관관계가 있는 것으로 보이는 점에 근거할 때, 단기간 내 고인플레이션 상황이 종료될 수 있음을 의미한다.

그림5. 연도별 미국 M2 잔액 증가율 추이

| 년 | M2 증가율 | 년 | M2 증가율 | 년 | M2 증가율 | 년 | M2 증가율 |
|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|
| 1960 | 4.9 | 1981 | 9.7 | 2002 | 6.2 | 2023 | -2.4 |
| 1961 | 7.4 | 1982 | 8.6 | 2003 | 5.1 | | |
| 1962 | 8.1 | 1983 | 11.4 | 2004 | 5.8 | | |
| 1963 | 8.4 | 1984 | 8.6 | 2005 | 4.1 | | |
| 1964 | 8.0 | 1985 | 8.1 | 2006 | 5.8 | | |
| 1965 | 8.1 | 1986 | 9.5 | 2007 | 5.7 | | |
| 1966 | 4.6 | 1987 | 3.6 | 2008 | 9.6 | | |
| 1967 | 9.3 | 1988 | 5.7 | 2009 | 3.7 | | |
| 1968 | 8.0 | 1989 | 5.5 | 2010 | 3.6 | | |
| 1969 | 3.7 | 1990 | 3.8 | 2011 | 9.8 | | |
| 1970 | 6.6 | 1991 | 3.1 | 2012 | 8.3 | | |
| 1971 | 13.4 | 1992 | 1.6 | 2013 | 5.5 | | |
| 1972 | 13.0 | 1993 | 1.5 | 2014 | 5.9 | | |
| 1973 | 6.6 | 1994 | 0.3 | 2015 | 5.7 | | |
| 1974 | 5.4 | 1995 | 4.1 | 2016 | 7.0 | | |
| 1975 | 12.6 | 1996 | 5.2 | 2017 | 4.9 | | |
| 1976 | 13.4 | 1997 | 5.6 | 2018 | 3.6 | | |
| 1977 | 10.3 | 1998 | 8.5 | 2019 | 6.7 | | |
| 1978 | 7.5 | 1999 | 6.0 | 2020 | 24.8 | | |
| 1979 | 7.9 | 2000 | 6.2 | 2021 | 12.7 | | |
| 1980 | 8.6 | 2001 | 10.3 | 2022 | -1.0 | | |

자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

장기추세도 하회하기 시작한 M2

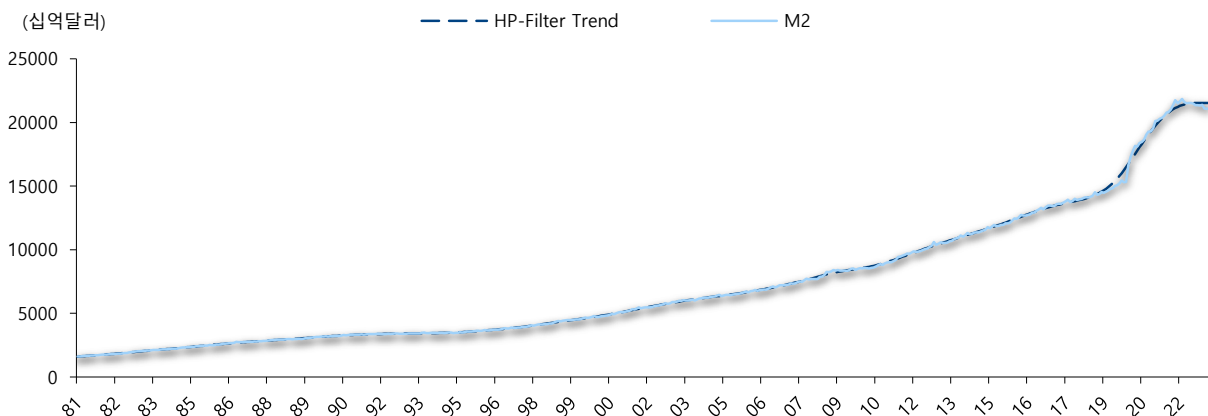
M2 의 장기추세와 비교해도 상황은 크게 다르지 않다. 2020~2021 년 중 M2 잔액은 팬데믹 이전의 증가흐름을 크게 상회하여 늘어나기 시작했다. 2020 년 4 월부터 1980 년 이후 장기 추세선을 상회하기 시작했고, 그 추세는 2022 년 7 월까지 이어졌다. 그리고 물가는 2021 년부터 가파르게 오르기 시작했다.

그리고 그 추세는 2022 년 3 월부터 연준의 금리인상이 시작되고 6 월부터 QT 가 추가로 실시되는 등 통화정책이 강력한 긴축기조로 전환되며 상황이 반전되기 시작한다. 참고로 연준의 정책금리는 2022 년 2 월 0.25%에서 2023 년 3 월 5.0%로 인상, 연준의 보유자산(국채, MBS) 규모는 2022 년 2 월 말 8.45 조달러에서 23 년 3 월말 기준 7.92 조 달러로 감소했다.

2022 년 8 월부터 M2 잔액은 장기추세를 하회하기 시작했고, 하회 폭은 23 년 2 월 정점을 찍었다. 인플레이션 안정에 초점을 맞춘 연준의 통화긴축은 소비자물가 상승률을 9%대에서 5%대로 떨어뜨리며 소정의 목적을 달성하긴 했지만 이와 더불어 의도치 않게 M2 잔액을 역사적 추세선 이하로 떨어뜨리는 결과를 만든 것이다.

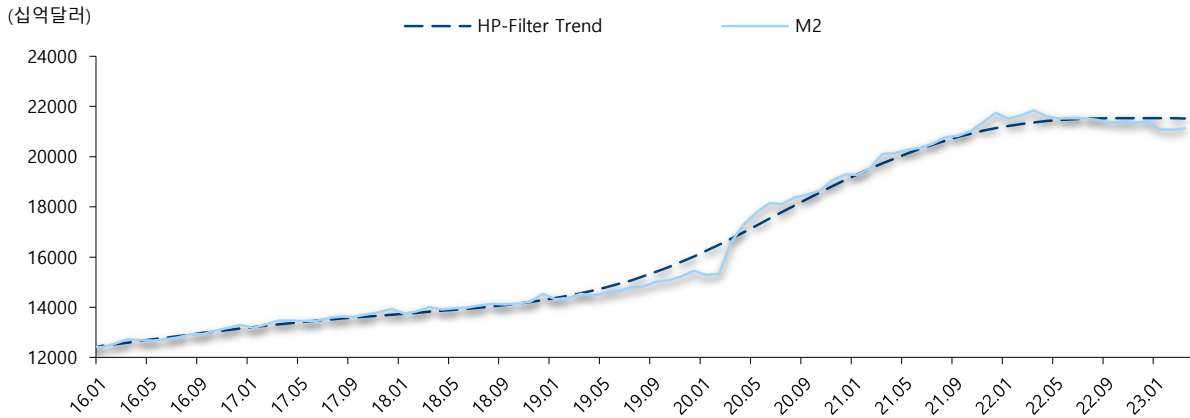
만일 M2 잔액의 장기추세선 하회(8 개월 연속 지속 중)가 연준의 의도가 아니라면 문제는 심각해질 수 있다. 이러한 상황에서 연준의 현재의 강력한 긴축 기조를 유지하거나 또는 추가 긴축(금리인상, QT 가속화)을 강행할 경우 급격한 통화량 감소가 장기간 유지되며 Recession 이 발생할 가능성이 있으며, 이후 통화 정책의 기조가 급변했던 1970 년대 전후의 위험이 반복될 소지도 커 보인다.

그림6. 미국 M2 잔액 및 장기추세 (1981~2023년 3월)



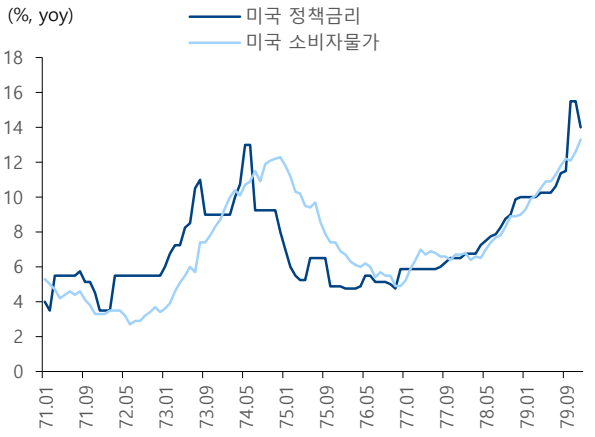
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림7. 미국 M2 잔액 및 장기추세: 20.4 월 장기추세 상향 이탈 → 22.8 월 장기추세 하향 이탈



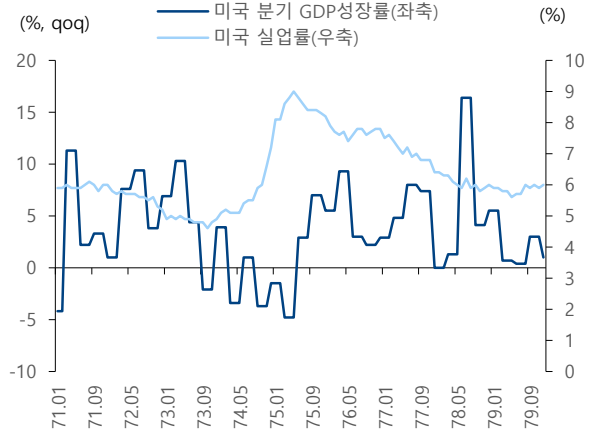
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림8. 1970년대 미국 정책금리 및 소비자물가



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림9. 1970년대 미국 GDP 성장률(분기) 및 실업률 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

과도한 통화량 감소는 결국 지표와 금리를 누르게 될 것이다

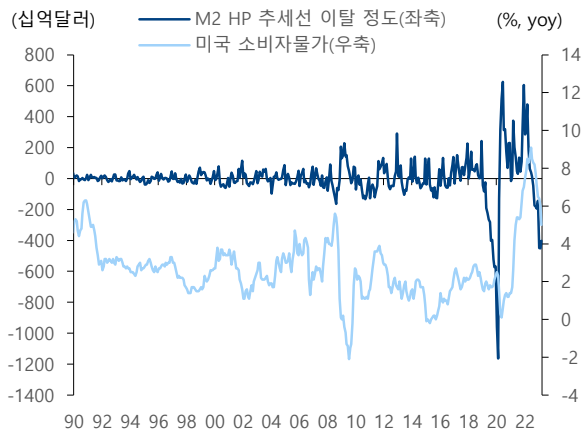
오랜 기간 통화량은 정책목표 지표로서 활용되기에 부적합한 것으로 지적되어 왔기에 다방면에서 취약점을 여전히 갖고 있음을 부정할 수는 없다. 최근의 통화량 감소가 본원통화의 의미 있는 축소 보다는 금리 조정이 금융기관의 대출에 영향을 미침으로써 나타난 결과일 수도 있다.

그럼에도 불구하고 M2의 장기추세선 하향 이탈이 경제지표와 금리에 아무런 영향력을 주지 못한다고 단정할 수는 없을 것 같다. 실제로 M2의 장기추세선 이탈 정도와 주요 경제지표간 추이를 비교해 보면, 하향이탈의 폭과 기간이 길어질수록 물가, 성장률, 실업률, ISM 등 실물지표, 그리고 금리에 하방 압력으로 연결되는 경우가 빈번하게 관측됨을 알 수 있다.

적당한 통화량의 감소는 인플레이션 제어에 효과적으로 작용할 것이다. 그러나 과도한 통화량의 감소는 인플레이션 제어에 효과적일 수 있으나, 그 외 성장률과 실물지표에 부담요인으로 작용할 수 있고 결국 경기침체를 유발할 수 있는 동력으로 작용할 수도 있다. 그리고 현재 미국 통화량은 8개월 연속 장기추세선을 하회하며 과도한 통화량 감소 구간으로 판단된다.

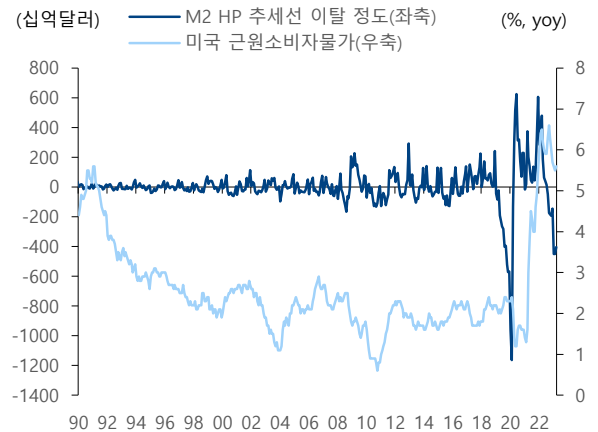
미국 국채 10년물 금리가 다시 3.60%대로 올라섰다. 2년물도 4.18%로 오르며 3월 중순레벨대로 복귀하는 모습이다. 다만 유의미한 상승으로 보기 어렵다는 판단이다. 채권시장은 1)인플레이션이 완화되고 있다는 증거, 2)경기의 하방 위험이 강화되고 있다는 증거를 더 원하고 있고, 단기간 내 그 기대치를 충족할 수 있을 것으로 보인다. 금리 반등은 곧 기회다. 반등 시 매수 트레이딩 전략을 추천한다.

그림10. M2, HP 추세선 이탈 정도 & 미국 소비자물가 상승률



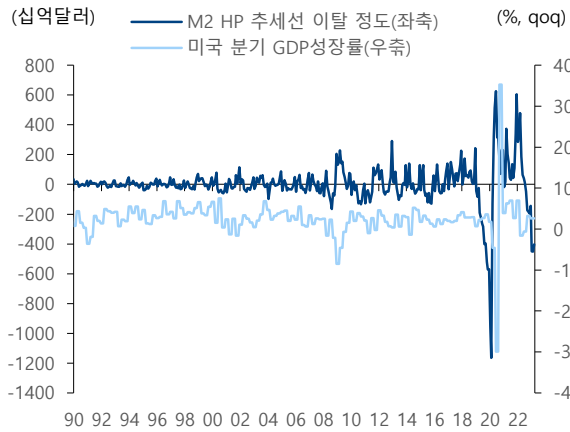
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림11. M2, HP 추세선 이탈 정도 & 미국 근원 소비자물가 상승률



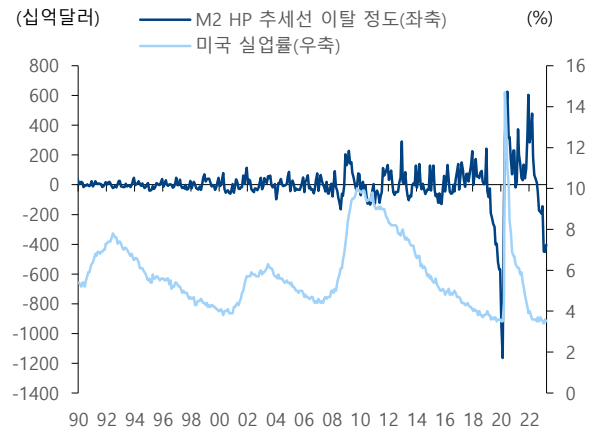
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림12. M2, HP 추세선 이탈 정도 & 미국 분기 GDP 성장률



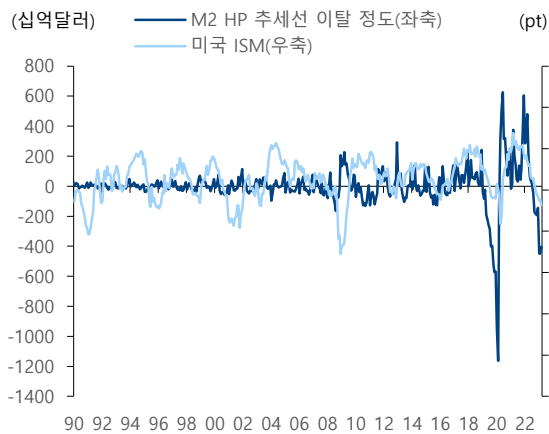
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림13. M2, HP 추세선 이탈 정도 & 미국 실업률



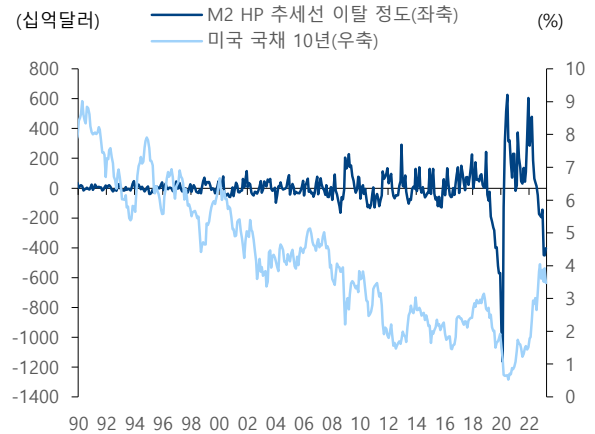
자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림14. M2, HP 추세선 이탈 정도 & 미국 ISM 제조업지수



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

그림15. M2, HP 추세선 이탈 정도 & 미국 국채 10년 금리



자료: Bloomberg, 하이투자증권 리서치본부

Compliance notice

- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
 - ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 김명실)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대어될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.