

국내 유동성, 우려보다는 효과 기다릴 때

신용경색과 경기침체를 극복하기 위한 확장적 통화정책으로 통화량이 크게 증가하면서, 과잉 유동성과 그에 따른 자산가격 상승에 대한 우려도 커지고 있다. 현재의 유동성 상황을 다양한 방법으로 분석한 결과에 따르면 최근의 우려는 다소 과도한 것으로 판단된다.

최문박 연구원 mbchoe@lgeri.com

최근 국내 유동성에 대한 우려가 높다. 지난해 말 이후 이어져 온 확장적 통화정책의 부작용을 걱정하는 것이다. 실제로 본원통화(평잔)의 경우 지난 해 10월부터 올해 3월까지 12.7조원이 증가했으며, 올해 3월의 전년동기비 증가율은 32%를 넘어 1994년 이후 최고치를 기록했다.

이에 따라 일부에서는 비정상적인 시중 유동성 증가로 자산가격이 상승할 수 있기 때문에 경기가 회복되지 못했더라도 유동성 흡수를 고려해야 한다고 주장한다. 그러나 다른 한편에서는 현재의 유동성 상황이 자산가격 상승을 우려할 정도는 아니며, 유동성 흡수 정

책은 경기 회복을 더디게 할 수 있어 시기상조라고 말하고 있다.

결국 현재 유동성 수준에 대한 정확한 판단이 필요하다. 이 글에서는 시중 유동성 상황을 다양한 각도에서 살펴보고, 아울러 유동성이 자산가격에 미치는 영향에 대해서도 알아보려고 한다.

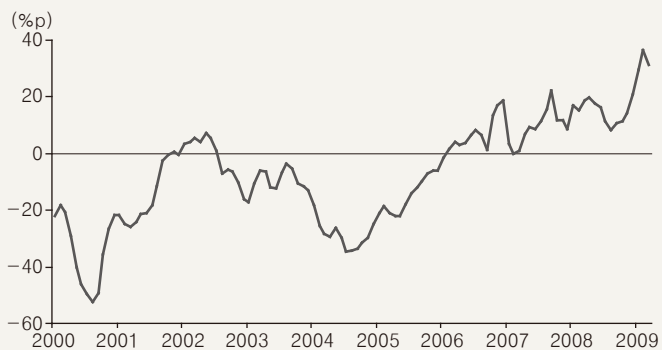
실물경제에 비해 유동성 수준 높아

유동성 수준을 판단하기 위한 방법은 여러 가지가 있으나, 그 중 대표적인 것으로 실물경제 활동과의 비교를 들 수 있다. 시중 유동성은 실물경제 활동과 직접적인 관련이 있으며, 그에 따라 유동성 수준이 실물경제와의 관계를 벗어날 경우 문제가 될 수 있다고 보는 것이다.

먼저 '초과 유동성 증가율'을 살펴보자. 이는 $(\text{통화량} \times \text{화폐의 유통속도}) = (\text{평균 가격} \times \text{거래량})$ 이라는 피셔의 '교환방정식'에 착안한 개념이다. 일정 기간 동안의 통화유통량 증가율이 같은 기간 동안의 실물부문의 총 거래액 증가율보다 높으면 적정 수준을 넘어선 것으로 판단한다. 이 방법을 통해서 유동성의 증가율이 실물경제 활동에 의해 뒷받침될 수 있는지를 가늠해 볼 수 있다.

위의 방법에 의하면, 국내 시중 유동성은

〈그림 1〉 초과유동성 증가율 추이



주 : 초과유동성 증가율 = 통화유통량 증가율 - (산업생산지수 증가율 + 소비자물가 상승률)
통화유통량 = (현금+요구불예금) × 요구불예금회전율 + (저축성예금 × 저축성예금회전율)
그래프는 3개월 이동평균
자료 : 한국은행

실물경제에 비해 시중의 유동성 수준은 높은 편이며, 향후에도 당분간은 이러한 현상이 지속될 것으로 보인다.

2006년 이후 실물경제에 비해 과도하게 증가했으며, 특히 작년 말에는 그 폭이 크게 확대된 것으로 나타났다(〈그림 1〉 참조). 초과유동성 증가율은 2006년 부동산 관련 대출 증가로 0을 넘어선 이후, 작년 말에는 경기침체 및 확장적 통화정책에 따라 급등하는 모습을 보였다.

올해 2월에는 산업생산지수 하락을 둔화 및 소비자물가 상승률 증가로 초과 유동성 증가율이 다소 하락하였다. 이는 작년 말 이후 높은 환율로 인해 수출이 증가하고 수입품 가격이 상승했기 때문인 것으로 판단된다. 그러나 환율이 최근 하락하였고, 향후에도 하락세를 나타낼 것으로 전망됨에 따라 초과 유동성 증가율은 다시 상승할 것으로 보인다.

‘초과 유동성 증가율’이 유동성 ‘증가율’의 적정 여부를 판단하기 위한 것이었다면, 유동성 ‘규모’의 적정 여부를 파악하기 위한 방법으

로는 유동성갭비율(Money Gap Ratio)을 들 수 있다. 유동성갭비율은 명목GDP 대비 유동성 비율(마샬 K)이 장기 추세치로부터 벗어난 정도를 나타낸다. 이 값이 0보다 크면 실물경제에 비해 유동성이 과잉 상태인 것으로 판단한다.

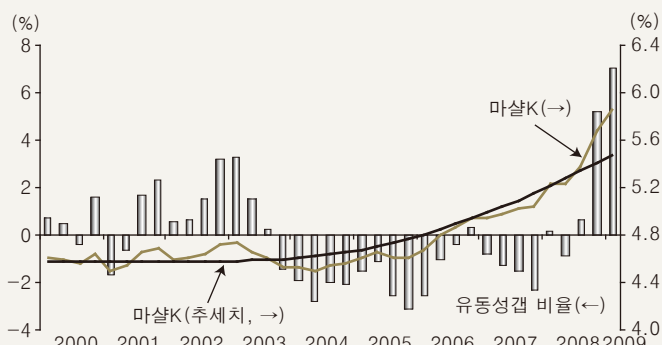
이 방법에 따르면, 2008년 4분기부터 유동성갭비율이 양(+)의 값을 나타내 실물경제에 비해 유동성이 초과공급된 것으로 판단된다(〈그림 2〉 참조). ‘마샬 K’는 개별 경제주체가 보유하고자 하는 유동성의 소득 대비 비율이므로, 최근의 상황은 경제주체들이 유동성을 보유하고자 하는 성향이 높아진 결과라고 볼 수 있다. 이는 금융불안이 지속되면서 유동성을 확보하려는 예비적 동기가 커졌고, 경기가 침체되면서 소비 및 투자 역시 감소했기 때문이다.

통화성을 고려한 유동성 증가세는 그리 높지 않아

유동성 상황을 판단할 수 있는 다른 방법으로 통화성(moneyness)을 고려하여 만들어진 유동성 지표를 살펴볼 수 있다. 통화성이란 금융자산의 유동성을 지칭하는 개념으로, 각 금융자산이 가치의 손실 없이 현금으로 전환될 수 있는 정도를 뜻한다(〈박스기사〉 참조). 유동성이라는 개념의 포괄 범위가 넓기 때문에, 명확한 논의를 위해 금융자산의 유동성은 ‘통화성’이라고 지칭하고 유동성은 ‘시중 유동성 규모’의 의미로 사용하였다.

통화성을 고려하여 시중 유동성을 파악하는 방법으로 가중통화지표(Divisia Index)가

〈그림 2〉 유동성갭비율 추이



주 : 유동성갭비율은 M2/명목GDP (마샬K) 수준이 장기추세치(HP 필터링)를 벗어난 정도를 비율로 계산. 2009년 1분기 명목GDP는 최소자승법으로 GDP 디플레이터를 추정된 뒤 실질GDP 성장률을 이용하여 계산.
자료 : 한국은행

통화성을 기준으로 살펴본 결과 최근 유동성이 크게 증가하였으나, 과거에 비해 크게 높은 수준은 아닌 것으로 나타났다.

있다. 가중통화지표는 통화지표(M2)를 구성하는 세부 항목의 규모에 각 자산의 통화성을 가중치로 곱하여 계산한 지표이다. 이 때 가중치는 투자자가 금융자산을 보유할 때 지불한 기회비용을 의미한다. 예컨대 통화성이 높은 자산을 보유하는 것은 장기 투자의 수익률을 포기한 것이므로 그만큼 높은 가중치를 적용한다. 여기에서는 3년 만기 우량 회사채 금리를 대표적 장기 투자 수익률로 가정하였다.

가중통화지표의 증가율을 통해 살펴본 결과, 2008년 3월 이후 시중 유동성이 높아졌으며 2008년 말 이후 증가 속도가 더욱 커졌음을 알 수 있다(〈그림 3〉 참조). 이는 금융위기 하에서 심화된 투자자의 위험기피 경향에 기인한 것으로 보인다. 그에 따라 투자가 단기화되는 동시에 위험 프리미엄이 증가하여 회사채 금리가 상승하였다.

그러나 현재의 유동성 수준이 이전에 비해 크게 높은 상황은 아닌 것으로 나타났다. 앞서 실물경제와의 비교에서 두 방법 모두 2000년 이후 최고 수준을 나타내던 것과는 다른 결과이다. 이는 최근의 유동성 상황을 실물경제와 비교하는 방법에 문제가 있을 가능성을 의미한다.

대체로 유동성 수준은 당시의 실물경제의 상황에 따라 움직이지만, 현재의 경우 경기를 부양시키기 위해 유동성을 풍부하게 공급한 결과이기 때문에 평소와는 다른 양상을 보이게 된다. 따라서 최근의 유동성 상황을 실물경제와 비교할 경우 과대평가 될 가능성

유동성의 정의

유동성이란 어느 자산이 다른 형태의 자산과 가치 손실(비용) 없이 교환될 수 있는 정도를 말한다. 자산 거래에 따르는 거래비용(transaction cost)을 고려할 때, 자산의 유동성은 그 자산을 거래할 의사가 있고 준비가 되어 있는 수요자 및 공급자가 얼마나 많은지에 따라 결정된다고 볼 수 있다. 이런 관점에서 화폐는 유동성이 가장 큰 자산이라고 할 수 있으며, 다른 자산의 유동성은 '가치의 손실 없이 현금으로 전환될 수 있는 정도'로 정의할 수 있다.

위의 개념이 '거래'의 측면에서 바라본 고전적 정의라면, 이를 '투자'의 관점에서 금융자산에 적용할 수 있다. 금융자산의 유동성은 거래 시장의 형성 여부, 거래의 용이성, 자산 위험의 측정 가능 여부, 만기 및 위험도 등에 따라 결정된다. 각 금융자산이 얼마나 현금에 가까운지의 정도를 나타낸다는 점에서 통화성(moneyness)이라고도 한다.

금융자산의 경우 시장에서 형성되는 이자율(혹은 프리미엄)이 유동성의 척도가 될 수 있으며, 유동성이 높은 자산은 상대적으로 이자율이 낮다는 특징을 가진다.

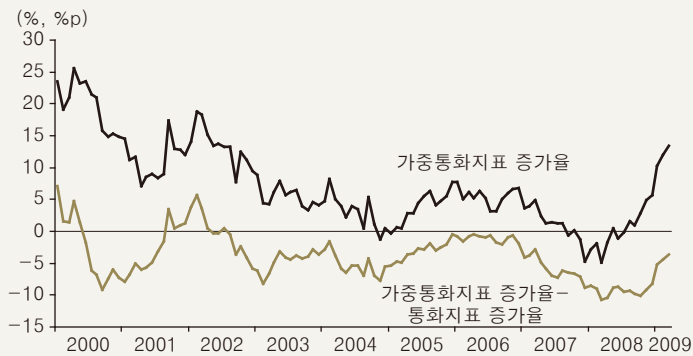
일반적으로 언급되는 '시중 유동성'은 경제 내 금융자산들의 유동성을 모두 더한 것이다. 주로 광의통화(M2)나 금융기관유동성(Lf)과 같은 통화지표를 통해서 유동성을 파악하는 경우가 많으며, 이는 각 금융자산 간의 대체관계가 높다는 가정하에 각 금융자산의 규모를 단순합(simple sum)하는 방식으로 산출된다.

이 크다.

그리고 가중통화지표 증가율과 일반 통화지표 증가율의 차이를 통해 경제주체의 통화성 선호를 파악할 수 있다. 통화성에 대한 선호 경향이 높다는 것은 투자자들이 자산의 현금화를 염두에 두고 있음을 의미하며, 이는 자금의 쏠림 현상이 발생할 가능성을 높일 수 있다.

최근의 유동성 증가는 경제의 불확실성 지속과 경기부양적 통화정책의 결과로 이해할 수 있다.

〈그림 3〉 가중통화지표 및 가중통화지표 증가율-통화지표
증가율 추이



가중통화지표는 금융자산의 규모와 통화성을 함께 고려한 것이기 때문에, 예컨대 활발한 실물경제 활동 등에 따라 시중 유동성 규모가 증가하는 경우에도 지표는 상승하게 된다. 이 때 금융자산의 규모만을 고려하는 일반적인 통화지표의 증가율을 차감하면, 금융자산

규모의 영향을 배제한 경제 주체의 통화성 선호를 파악할 수 있다.

이 수치가 상승한다는 것은 통화지표의 구성자산 중 통화성이 높은 자산으로 자금이 이동하거나, 혹은 장기 투자 수익률의 상승에도 불구하고 통화성이 높은 자산에 자금이 머무르고 있음을 의미한다. 따라서 같은 유동성 수준이라 하더라도 실제로 경제 내의 가격변수 등에 미치는 영향은 더 커지게 된다.

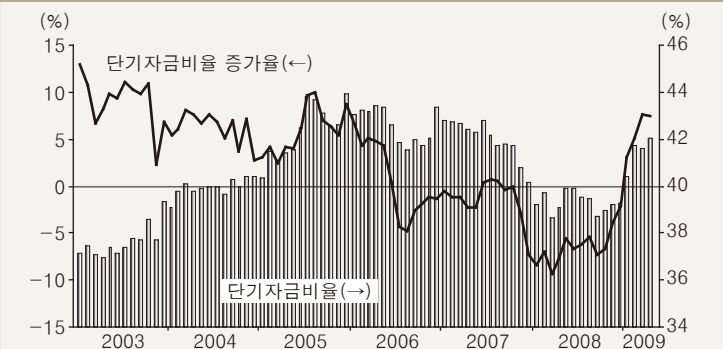
분석 결과, 지난해 말 이후 경제주체의 통화성 선호 경향이 크게 확대된 것으로 나타났다(〈그림 3〉 참조). 그러나 현재의 수준은 2000년 이후의 평균치를 다소 상회하는 정도로서, 최근의 통화성 선호 경향이 과거에 비해 크게 높지는 않은 것으로 확인되었다.

자금의 단기화가 진행되었으나 과거에 비해 심하지는 않은 정도

유동성에 대한 우려를 심화시키는 요인으로 자금의 단기화를 들 수 있다. 단기 자금은 상대적으로 투자처를 옮기기 쉽기 때문에, 단기화가 심화되면 자금의 쏠림 현상에 따른 자산가격의 급등락을 야기할 수 있다. 그리고 금융기관의 단기 수신이 과도하게 증가할 경우 자금 운용 역시 단기화되어, 시중 여유자금이 장기 실물투자에 활용되는 것을 제한할 수 있다.

금융기관의 수신고에서 단기성 수신이 차지하는 비중인 ‘단기자금비율’을 통해 자금의 단기화를 살펴볼 수 있다. 단기자금 자체의 규

〈그림 4〉 단기자금비율 및 단기자금비율 증가율 추이



여러 나라와 비교해도 현재의 유동성 수준이 특별히 높지는 않은 것으로 나타났다.

모나 증가율은 시중 유동성 증가와 비슷한 양상을 보일 수 있기 때문에, 금융기관 수신고에서 단기자금이 차지하는 비율을 변수로 하여 시중 유동성의 단기화 정도를 파악한다. 단기자금에 대한 엄밀한 정의가 존재하지는 않으나, 일반적으로 만기 6개월 미만의 금융기관 수신을 단기자금으로 간주한다.

단기자금비율의 증가율은 2008년 3월 이후 증가하기 시작하여 9월 이후 급증하는 양상을 보이고 있다(〈그림 4〉 참조). 금융불안에 따른 위험회피 경향이 남아있는 상황에서, 저금리 정책으로 인해 장기금리와 단기금리의 격차가 감소하여 장기투자의 유인이 줄어든 것이 그 원인으로 파악된다. 게다가 실질금리가 마이너스에 접어드는 상황 하에서 투자자들의 미래 금리 상승에 대한 기대 역시 단기화를 심화시킨 요인으로 지목될 수 있다.

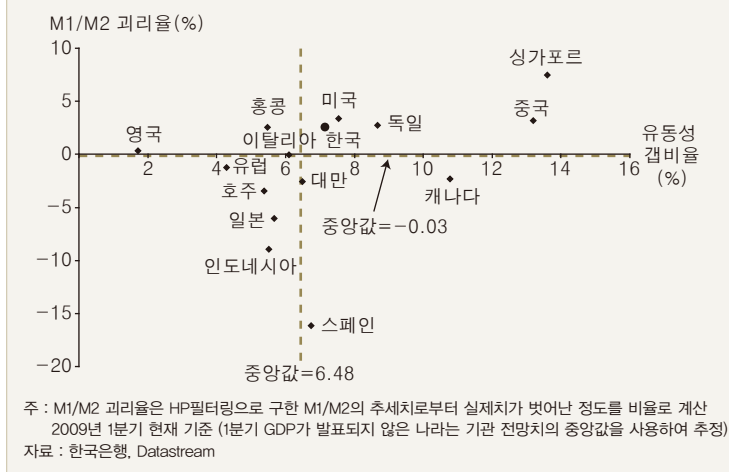
그렇지만 현재 자금의 단기화 정도가 과거에 비해 크게 높은 상황은 아닌 것으로 나타났다. 단기자금의 비율이나 증가율 모두 현재의 수준이 크게 높은 수준은 아닌 것으로 파악되며, 이는 현재의 유동성 상황에 대한 우려가 지나친 것일 가능성을 암시한다.

다른 나라들과 비교해도 그리 높지 않은 수준

금융불안 및 경기침체라는 경제적 여건과 그에 대응하기 위한 확장적 통화정책이 전 세계적으로 공통적이라는 점에서 국가간 비교를 통해 우리나라의 상황을 가늠해볼 수 있다.

여기에서는 유동성갭비율을 이용하여 각

〈그림 5〉 국가간 비교 결과(M1/M2 괴리율, 유동성 갭비율)



국의 유동성 수준과 실물경제 상황을 비교하였고, 자금의 단기화를 나타내는 대용지표인 M1/M2 비율을 사용하여 통화성에 기초한 유동성 상황을 판단하였다.

단, 각국의 금융제도, 금융시장의 발달 양상, 통화지표 편제 방법 등이 차이가 있어 그 수준을 직접 비교하는 것은 무리가 있다. 따라서 국가별 각 변수의 장기추세치에서 현재의 수준이 얼마나 벗어났는지를 비교분석하였다.

〈그림 5〉는 2009년 1분기 현재 미국, 영국, 호주, 싱가포르 등 한국 포함 총 15개국의 유동성갭비율(M2/GDP 괴리율)과 M1/M2 괴리율을 나타낸 것이다. 비교 결과, 우리나라의 유동성갭비율은 7.03%로 15개국 중 6번째로, 15개국의 중앙값인 6.48%에 비해 다소 높은 수준을 기록하였다. M1/M2 괴리율은 3.04%로 15개국 중 4번째로 높은 수준이며

유동성과 자산가격의 관계

유동성 수준에 대한 우려가 제기되는 큰 이유는 경제 내 가격 변수의 변동성을 확대시킬 수 있기 때문이다. 고전적 경제이론과는 달리 화폐의 유통속도나 마셜K의 수준은 여러 경제적 상황에 따라 변화하기 때문에, 유동성 지표를 통해 경제전반의 물가를 예측하는 것은 쉽지 않다. 그러나 유동성이 풍부한 상황에서 자금의 풀림 현상이 발생하는 경우 일부 자산가격이 급등하는 문제를 발생시킬 수 있다

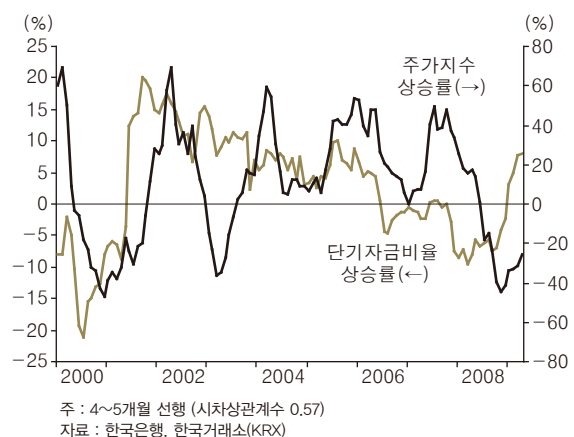
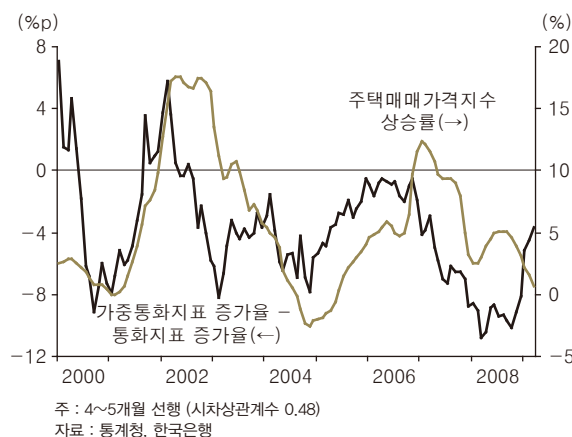
이론적으로도, 유동성 증가에 따른 시중금리 하락은 미래 기대소득의 현재가치를 높이는 효과를 가져와 자산가격은 상승 압력을 받게 된다. 자산가치의 상승이 부(wealth)의 효과를 발생시켜 신규 차입을 증대시키거나, 금융가속도원리(financial accelerator)에 따라 차입자의 담보가치를 상승시켜 외부차입의 증가를 가져올 수 있다. 이는 유동성 증가에 따른 자산가격 변동이 다시 유동성 증가로 이어지는 순환구조의 형성 가능성을 의미하여, 경제에 미치는 파급효과는 더욱 커질 수 있다.

우리나라의 경우, 시중 유동성의 상황이 주택가격 및 주가지수의 움직임에 영향을 주는 것이 확인되고 있다. 특히 주택가격의 경우, 유동성 과잉에 따른 주택가격 상승이 다시 주택담보대출을 증가시키고 그것이 주택가격의 상승폭을 더욱 확대시키는 순환구조가 존재한다고 알려져 있어 주의가 필요한 상황이다.

국내 유동성 수준과 자산가격 간의 관계를 살펴보았다. 분석 결과, 앞서 제시한 접근법들에 따른 결과는 자산가격과 유의한 상관관계를 가지는 것으로 나타났다(그림 6) 참조). 주택매매가격지수 상승률의 경우, 유동성 수준의 증가가 약 5개월 정도 선행하며 주택매매가격지수를 상승시키는 모습을 보였다.

주가지수 상승률의 경우, 실물경제와의 비교 방법에 비해 통화성 선호 및 자금의 단기화 정도와 더욱 밀접한 관계를 보였다. '가중통화지표 증가율-통화지표 증가율'은 주가지수 상승률에 약 2~3개월 선행하는 것으로 나타났다. 단기자금비율의 증가율을 통해 계산할 경우, 주가지수에 약 5개월 선행하는 것으로 분석되었다.

〈그림 6〉 유동성 지표와 자산가격 증가율의 관계



15개국의 중앙값은 -0.03%으로 나타났다.

금융제도 및 통화지표 편제의 차이 등 각국의 특수성을 감안할 때 유동성갭비율로 나타난 국내의 유동성 상황은 평균 정도인 것으

로 판단된다. 다만 M1/M2 비율이 다소 높은 수준을 기록하였으나, 정책시차의 차이 등을 감안할 때 크게 높은 수준은 아닌 것으로 보인다.

통화정책의 선회는 경기회복이 어느 정도 가시화된 이후에 고려해도 될 것으로 보인다.

정책대응은 개별 자산시장에 초점을 맞춰야

최근의 유동성에 관한 문제제기는 대규모로 공급된 유동성이 실물경제로 유입되지 못하고 있다는 인식에서 출발한 측면이 강하다. 그러나 최근의 회사채 발행 증가, 신용 스프레드 감소, 주식시장으로의 자금유입, 중소기업 지원 정책 등을 고려할 때, 실물부문으로 자금이 유입되지 않았다고 판단하기는 어렵다.

오히려 현재는 금융에서 실물로의 자금유입은 어느 정도 진전되었으나, 각 주체가 예비적 목적으로 자금을 보유하고 있는 상황으로 판단된다. MMF의 법인 보유 비중이 증가한 것을 예로 들 수 있다. MMF의 법인 보유 비중은 2008년 상반기 약 50% 수준에서 올해 초 70%까지 상승했으며, 이는 자금 조달난에 대비하기 위한 기업들의 현금확보에 기인하는 측면이 있다. 금융불안이 다소 완화되었다고는 하나 실물경제에 대한 불안감으로 이러한 자금들이 소비 및 투자로 이어지지 못하고 있는 것이다.

이는 경기부양을 위한 확장적 통화정책의 정책시차 및 파급 패턴을 감안할 때 어느 정도 예상할 수 있었던 부분이다. 다만 최근 경제상황이 과거에 비해 심각하다는 점에서, 정책시차가 과거에 비해 다소 확대될 가능성은 고려할 필요가 있다.

이러한 상황에서 실물경제와의 비교를 통해 유동성 흡수의 필요성을 주장하는 것은 다소 무리가 있다. 유동성 상황을 다각적으로 살펴본 결과, 오히려 최근의 우려가 과도할 가능

성이 있다고 판단된다.

통화성을 고려한 유동성 증가율과 자금의 단기화 정도의 경우, 최근의 상황이 과거에 비해 특별히 높은 수준은 아닌 것으로 나타났다. 국가간 비교에서도, 각국의 경제 여건 차이를 감안하면 국내의 유동성이 크게 높은 수준은 아닌 것으로 판단되었다.

물론 현재의 유동성 수준이 자산가격에 영향을 미칠 가능성을 배제할 수는 없다. 실증 분석의 결과에서도 유동성의 증가가 자산가격의 상승에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 어느 정도의 자산가격 상승은 담보가치의 유지, 소비 및 투자의 진작을 위해 필요한 측면이 있으며, 이를 우려하여 통화정책의 선회를 거론하는 것은 시기상조인 것으로 보인다.

국내 부동산 시장이 다른 나라와는 달리 큰 가격 조정을 받지 않았다는 점에서 주의가 요구되는 측면도 있다. 그러나 통화 정책을 통한 대응이 아닌 개별 자산시장에 초점을 맞춘 정책에 힘을 기울여야 할 것으로 보인다.

풍부하게 유동성이 공급된 상황에서 필요한 것은 유동성의 원활한 순환을 통한 정책효과의 제고이다. 탈출전략(Exit Strategy)에 대한 복안은 필요하지만, 정책의 선회는 경기회복이라는 기본 목표가 어느 정도 이루어진 이후가 바람직할 것이다. 확장적 정책이 불가피한 상황이므로, 부작용에 대한 우려는 부작용 자체에 대한 다른 대비책으로 극복하는 것을 모색해야 할 것이다. www.lgeri.com