

코로나19 대응 이후

실물인플레이가 아닌 자산인플레이가 온다

Analyst 박성우 (경제)
Analyst 문흥철 (채권/FX전략)

S U M M A R Y

코로나19 발병으로 세계는 전례 없는 보건/경제의 복합 위기에 빠졌다. 각국은 가용 가능한 모든 자원을 총동원해 위기를 헤쳐 나가는 중이다. 역사적으로 전쟁과 자연재해 같은 큰 사건 이후 패러다임의 전환이 있었다. 코로나 위기 이후 세상은 이전과 많이 달라져 있을 것이다.

상당수 사람들은 인플레이가 도래하는 세상을 상상하고 있다. 명망 있는 구루(Guru)들마저 40년 가까이 이어져 온 구조적인 디플레 기류를 코로나가 영구히 바꿀 수 있다고 말한다. 이유는 두 가지다. 첫째, 각국 정부의 대규모 재정 및 통화정책이 가계와 기업의 소득을 보전해 유효수요를 창출하고 인플레이를 야기할 것이라고 한다. 둘째, 글로벌 제조업 공급사슬이 재편되어 세계화 흐름이 꺾일 것이라는 주장이다. 안보, 보건에 필수적인 재화는 비용이 들더라도 자국 내 생산을 강제할 것이고 이것이 물가 인상으로 이어질 것이라는 해석이다.

우리의 생각은 다르다. 정부가 민간의 소득을 지원해 주고 있으나 개인과 기업은 필수적인 소비와 투자에만 지출하고 초과분을 저축할 것이다. 전례 없는 위기를 겪었기 때문에 불확실성 대처 차원에서 지출보다는 예비적 동기의 저축수요가 늘 것이다. 과거의 유동성 투입이 그랬듯이 향후에도 돈은 실물보다는 투자자산 위주 중심으로 흘러갈 것이다. 실물경제의 성장 잠재력 저하라는 구조적 요인이 변했다고 볼 이유는 전혀 없으며 오히려 코로나 이후 더 악화될 것이다.

공급망 재편은 일부 상품 물가를 제한적으로 올릴 수 있다. 그러나 소비자들의 구매 패턴이 오랜 기간 바뀌어와서 현재는 내구재와 같은 글로벌 공급망(GVC)의 영향을 크게 받는 제품은 물가지수에서 비중이 작다. 반대로 물가 비중이 큰 서비스업은 코로나 이후 교역이 더 활발해져 가격이 더 하락할 것이다. 비대면 기술 가속화로 서비스도 교역재 처럼 세계화에 내몰릴 것이다. 결과적으로 코로나 이후에도 40년 가까이 이어져 온 디플레 기류가 뒤집히기는 어렵다.

실물 인플레이션이 없을수록 반대로 자산시장 인플레이는 나타날 것이다. 화폐 수량방정식에서 말하는 재화는 실물인지 투자자산인지를 가리지 않는다. 무한한 유동성 상황에서 돈의 물꼬가 흘러갈 가장 낮은 곳은 자산시장이다. 늘어난 부채 부담을 상쇄시키기 위한 인위적/자연적 저금리가 이어질 것이고 이는 곧 자산의 할인율이므로 채권 대비 현금흐름 자산의 매력도는 꾸준히 높아질 것이다.

CONTENTS

05
PART

인플레이션이 없다면
자산 전략은?



P. 45

04
PART

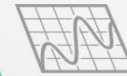
코로나 이후의 환경 변화와
인플레이션



P. 30

03
PART

대규모 경기 부양에도
인플레이션이 오기 어려운 이유



P. 18

02
PART

지난 40년 가까이
인플레이션이 억눌렸던 원인



P. 11

01
PART

코로나 위기 이후
인플레이션 시대의 도래를 예상하는 시각



P. 04



01

코로나 위기 이후 인플레이션 시대의 도래를 예상하는 시각

첫번째. 디플레이션 기류를 완전히 뒤바꿀 수 있다는 시각이 시장의 일부 구루(Guru)들을 중심으로 제기, 크게 두 가지 이유
각국 정부의 전례 없는 대규모 재정 및 통화정책이 가계와 기업의 잃어버린 소득을 보전해 주는 방향으로 진행
전 세계 제조업 공급사슬의 재편으로 대변되는 세계화 기류의 퇴각

코로나 이후 주요 인사들의 인플레이션 주장

코로나19 이후 인플레이션 시대 도래를 예상하는 전 세계 Guru들



Stephen Roach
(예일대 경영대학원 교수)

1970년대식 스태그플레이션이 불가피 할 것

- 코로나19가 기대만큼 진정되지 않고 향후 12~18개월 정도 지속 + 각국의 지속적인 재정정책 → 스태그플레이션이 불가피함
- **수요견인 물가 압력** (정부 지원을 통해 억제되었던 소비의 폭증) + **공급측면 물가 압력** (코로나19로 글로벌 공급망 붕괴)으로 두 자리 수의 인플레이션이 도래할 것
- 공급망의 무기화: 극도로 국제화한 공급망, 즉 원재료 조달부터 소비에 이르는 공급의 전 과정이 코로나를 계기로 각 나라의 국경 안으로 돌아갈 조짐을 보이고 있어 인플레이션 압력을 가중할 것



Charles Goodhart
(LSE 교수)

물가상승률은 2021년 5%를 넘어설 수 있으며, 최대 10%에 달할 수 있음

- 봉쇄가 해제되고 경기 부양 패키지가 효과를 내면서 원자재 가격이 반등하면 인플레이션 압력이 가중됨
- 글로벌 금융위기 당시 양적완화는 은행 시스템에 초과 지준의 형태로 주입되어 인플레이션을 유발할 만큼 넓은 범위로 유동성이 흐르지 못했음. 이번 위기는 적극적인 재정정책으로 가계에 직접적인 현금 흐름이 주입되고 있음
- 세계화의 둔화와 노동 인구 감소로 실질 성장이 둔화되면서 마이너스 실질 이자율이 발생할 것. 다가오는 인플레이션은 제1,2차 세계대전의 여파와 비슷한 결과가 됨

코로나 이후 주요 인사들의 인플레이션 주장

코로나19 이후 인플레이션 시대 도래를 예상하는 전 세계 유수의 투자자들



Paul Tudor Jones
헤지펀드 투자자

비트코인은 코로나인플레이션의 최고의 헤지 수단

- 미국 연준과 연방 정부가 코로나19 사태에 맞춰 내놓은 부양책은 전례 없는 수준임. 의회가 세입보다 크게 지출하고 있는 지금, 구매력 관점에서 현금을 보유하고 있는 것은 별로 도움이 되지 않는 사라지는 자산을 손에 들고 있는 것
- 막대한 유동성은 실물 경제 인플레이션을 유발할 것이며 법정화폐의 가치가 의심받으면서 비트코인은 1970년대 대규모 인플레이션 당시의 금과 비슷한 역할을 할 것



Paul Singer
헤지펀드 엘리엇매니지먼트

인플레이션 시대에 금은 최고의 자산

- 저금리, 금 채굴 부진, 중앙은행의 대규모 유동성 공급은 명목 화폐 가치를 떨어트려 실물 경제에 인플레이션을 불러올 것. 과거 비슷한 사례에서 나타났듯이 이러한 인플레이션 상황에서 금 값은 몇 배나 오를 것
- 현재 다양한 지표로 분석했을 때 금 값은 여전히 저평가된 자산 중 하나

코로나 이후 주요 인사들의 인플레이션 주장

인플레이션 시대 도래를 예상하는 IB들

Morgan Stanley

Morgan Stanley
- Inflation report

2021, 2022년에 인플레이션 압력이 나타날 것

- Great Covid Recession(GCR)은 인플레이션 역학을 변화시켜 이전 3번의 사이클과는 다르게 미국을 중심으로 22년 반기부터 인플레이션이 발생할 것
- GCR 이전에는 낮은 자연금리 때문에 완화적 통화정책만으로는 총수요와 인플레이션을 높일 수 없었음. 불평등 증가에 따른 정치적 요인도 인플레이션을 억제했음
- 그러나 GCR을 기점으로 ① G4 재정적자 합산이 GDP 대비 14.1%에 달하는 막대한 재정정책이 시행되었으며, ② 소득 불평등에 대한 재검토가 대두되어 기존의 디플레이션 압력은 둔화될 것
- 미국은 GCR에 대응하여 가장 공격적으로 통화, 재정 정책을 펼치고 있고, GDP대비 임금 비율과 불평등에 대한 불만이 가장 두드러진 나라이므로 인플레이션 위협에 가장 노출되어 있음

 BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

BNP Paribas Asset Management
- Dominick DeAlto (CIO)

세계화의 후퇴로 장기적으로 구조적 인플레이션 압력이 증폭할 것

- 낮은 유가와 상품 단가 및 임금 하락은 단기적으로 디플레이션 압력을 초래할 것
- 그러나 지금으로부터 18개월 뒤에는 인플레이션 압력이 나타남
 - 1) 중앙은행의 국가 부채 화폐화와 정부의 대규모 재정 지출로 소비자물가 상승
 - 2) 주요 산업의 수익이 본국으로 송환되는 탈세계화로 경쟁이 둔화되고 생산 비용은 증가

분명 과거와는 달리 중앙은행은 물론 정부지출이 크게 늘었다

코로나19 경제 충격을 극복하기 위한 주요국들의 고강도 재정정책

- GDP 대비 재정지출 규모가 미국 13.5%, 일본 10%, 독일 8.1%, 프랑스 4.7%에 달해 유동성 증가에 따른 인플레이션 가능성이 제기되고 있음
- EU는 7,500억유로 규모의 경기회복기금 편성을 추진하고 있으며 독일, 미국 등도 추가 부양책을 논의하는 중

▶ 코로나19 관련 주요국 재정정책

구분	대책	재정정책 규모	GDP대비 비율	주요 내용
미국	1차 긴급예산법 (20.03.06)	83억 달러	13.5%	- 미국 내 대응조치(67억): 백신개발, 코로나19 예방, 대응, 향후 10년간 원격 헬스케어 프로그램 마련 - 국제적 대응조치(16억): 대외원조를 담당하는 국제개발처, 질병통제예방센터, 국무부 배정
	국가비상사태 선포 (20.03.13)	500억 달러		- 주 정부에 500억 달러 지원
	2차 긴급예산법 (20.03.18)	1000억 달러		- 노동자의 고용안정을 위해 유급 휴가, 중소기업, 유급휴가 세제혜택, 유급자녀돌봄 휴가 혜택 - 취약계층 생계지원 프로그램
	추가 긴급 예산 요청 (20.03.18)	458억 달러		- 보건부, 국방부 지원을 위한 추가 긴급예산 요청
	3차 경기부양법 (20.03.27)	2조 2000억 달러		- 중소기업 대출지원, 대기업 지급 보증, 개인 대상 현금 지원, 실직자 실업보험, 헬스케어 지원 프로그램 - 개인소득 보조: 전국민 1인당 1,200달러, 자녀당 500달러 지급, 실업수당 인상(2.5천억) - 기업체 대출 및 보조: 항공업 등 피해 기업, 주정부 대출, 보증, 투자 지원(5천억), 소상공인 고용유지 지원(3.5천억) - 조세지원: 전년대비 매출 50% 감소 기업 세금 감면, 20년 급여세 인하 및 납부 연기 - 의료지원: 병원 및 의료서비스 제공자 지원(1.3천억)
	4차 경기부양법 (20.04.24)	4840억 달러		- 중소기업 노동자 급여 지원 대출인 급여보호프로그램(PPP) (3100억) - 중소기업 운영자금 대출(600억), 병원 지원(750억), 코로나19 검사(250억)
	계	2조 8881억 달러		
독일	추가경정예산안 (20.03.23)	1,560억 유로	8.1%	- 소기업 자영업자 지원(500억), 팬데믹 대응(550억), 의료지원(35억), 실업 및 취약계층 보호(77억), 세수 감수 보전(335억), 금융분야 대응(59억), 기타(4억)
	추가 부양책 (20.06.04)	1,300억 유로		- 부가가치세 인하, 전기차 구입 보조금 확대, 여행 및 숙박업계 지원, 아동수당 지급, 신재생에너지법 분담금 정부지원 등

자료: KIEP, Goldmansachs, DB금융투자

주: 규모는 부양책에서 금융정책을 제외한 재정지출 기준 (20.06.04 기준)

분명 과거와는 달리 중앙은행은 물론 정부지출이 크게 늘었다

코로나19 경제 충격을 극복하기 위한 주요국들의 고강도 재정정책

▶ 코로나19 관련 주요국 재정정책

구분	대책	재정정책 규모	GDP대비 비율	주요 내용
프랑스	추가경정예산안 (20.04.15)	1100억 유로	4.7%	- 임금 보상(240억), 자영업자, 소상공인, 손실 기업 지원(70억), 의료장비 구매(80억), 실업수당 기간연장(5억) - 자영업자 지원을 위한 세금 납부 연기, 소득 공제액 조기 지급, 중소기업 지원 펀드 조성(10억)
영국	재정 지출 확대안 (20.05.14)	1232억 파운드	5.5%	- 취약계층 지원 기금, 중소기업 병가수당 보전(70억), 기업지원대책(200억), 복지급여 상향조정 등(70억)
스페인	재정 지출 확대안 (20.03.17)	170억 유로	1.5%	- 소기업 자영업자 지원, 실업 수당 등
이탈리아	긴급법안 (20.03.16)	400억 유로	2.6%	- 기업, 가계에 대출과 주택용자 상환 유예, 일시해고 종업원 급여 지급 지원, 자영업자·계절노동자에게 월 600유로 긴급지원금 제공 등
한국	1차 추가경정예산안 (20.03.17)	11조 7000억원	3.1%	- 소상공인, 자영업자 지원, 민생 안정 사업, 감염병 대응, 사업, 감염지역 지원
	2차 추가경정예산안 (20.04.30)	12조 2000억원		- 100% 국민재난지원금
	3차 추가경정예산안 (20.06.03)	35조 3000억원		- 경기대응 투자여력 확보(11.4조), 기업·일자리 금융지원(5조), 고용·사회안전망 확충(9.4조), 경기보강패키지(11.3조)
일본	1차 보정예산안 (20.04.20)	25조 6000억엔	10.0%	- 감염확대 방지 및 의료체계 정비, 고용유지와 사업 지속 지원, 민관 협력에 의한 경제활동 회복, 강인한 경제구조 구축 등
	2차 보정예산안 (20.05.27)	31조 9114억 엔		- 자금지원강화대책, 고용조정 조성금 특례조치 확충, 학교 휴교에 따른 보호자의 휴업지원 등
중국	추가부양책 (20.05.22)	6.35조 위안	6.4%	- GDP 대비 재정적자율 3.6%이상으로 확대(1조), 코로나 특별국채(1조) 및 지방정부 특수채 발행(3.75조), 중앙정부 투자예산(6000억)
싱가포르	1차 Unity Budget (20.02.18)	743억 싱가포르 달러	15.4%	- 피해산업 지원(40억), 가계생활비 지원(16억), 코로나19 사태 대응(8억)
	2차 Resilience Budget (20.03.26)			- 근로자 및 기업 일자리 지원, 코로나19 피해 산업 지원 확대
	3차 Solidarity Budget (20.04.06)			- 가계에 일회성 현금 지원금 제공(11억), 근로자 및 기업 지원 확대(40억)

자료: KIEP, Goldmansachs, DB금융투자

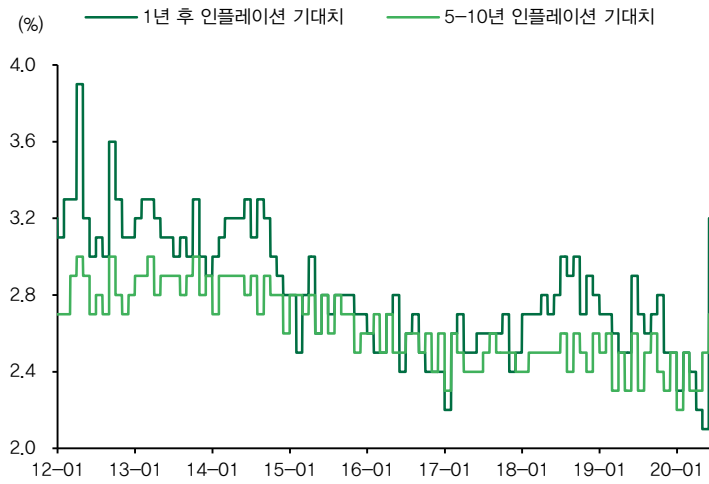
주: 규모는 부양책에서 금융정책을 제외한 재정지출 기준 (20.06.04 기준)

일반인들과 채권시장의 인플레이션 기대심리도 올라가는 중

기대 인플레이션 지표도 주요국 대규모 경기 부양책으로 반등

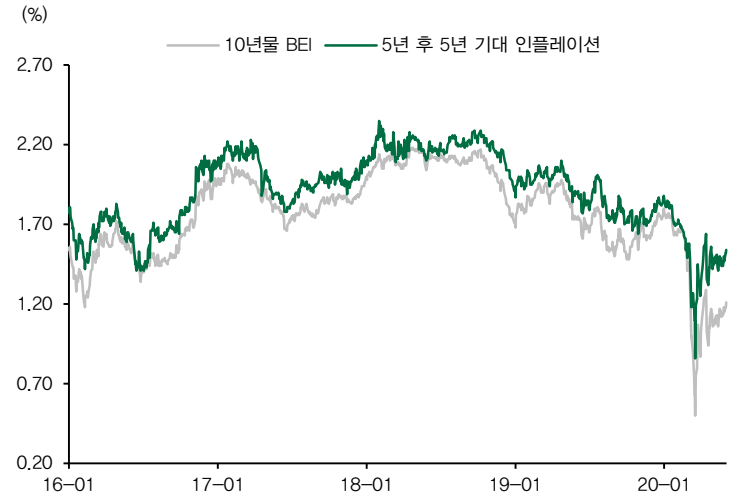
- 미시간 대학교가 발표한 5월 소비자태도지수 조사에서 내년 인플레이션 기대치가 6월 3.25%로 전월 2.1% 대비 1.15%p 급등함
- 미국 채권시장의 10년물 BEI(Breakeven Inflation Rate)와 5년 후 5년 기대 인플레이션 지표도 각국의 대규모 재정 및 금융·통화 정책이 발표된 3월 이후 하락세를 멈추고 반등함
- 코로나19가 진정되고 경제가 정상 수준으로 복귀한 이후 구조적 인플레이션이 올 것이라는 관측이 제기되고 있음

▶ 미시간대학교 기대 인플레이션 지표 급등



자료: Bloomberg, DB금융투자

▶ 미국 금융 시장 기대 인플레이션 지표 변화



자료: FRED, DB금융투자

지난 40년 가까이 인플레이션이 억눌렸던 원인

첫번째. 고령화와 생산가능인구의 감소

두번째. 세계화로 인한 글로벌 경제의 상호 연관성 증가

세번째. 기술의 발달

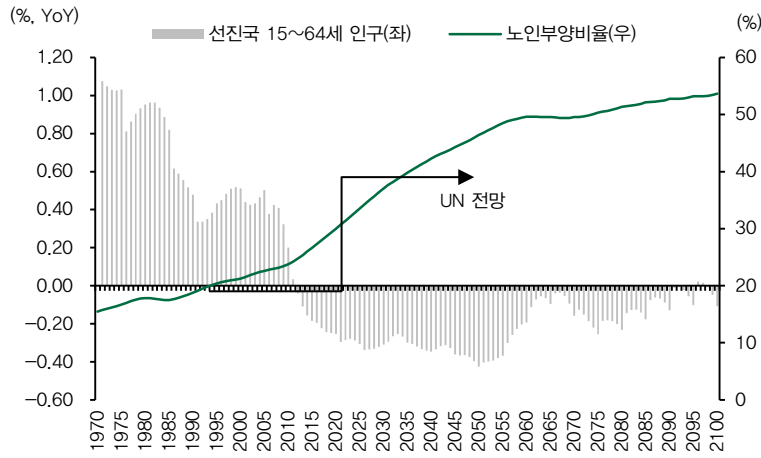
네번째. 임금과 인플레이션의 역학 관계 약화. 세계화 및 기술의 발달에 따른 소득 불평등 심화

인플레이션이 억눌렸던 원인

인구통계학적 요인, 고령화

- 고령화와 인구 증가율의 감소는 인플레이션을 억제시킨 근본 원인
- 미국 생산가능인구 증가율은 1990년대 후반 이후 감소 추세. UN 인구추계에 따르면 2020년대 후반 0%에 근접할 것으로 예상
- 반 세계화 및 반 이민정책은 상대적으로 고령인구가 많은 선진국의 생산가능인구 감소 속도를 높이는 요인. 이는 자국 노동 공급의 감소를 유발

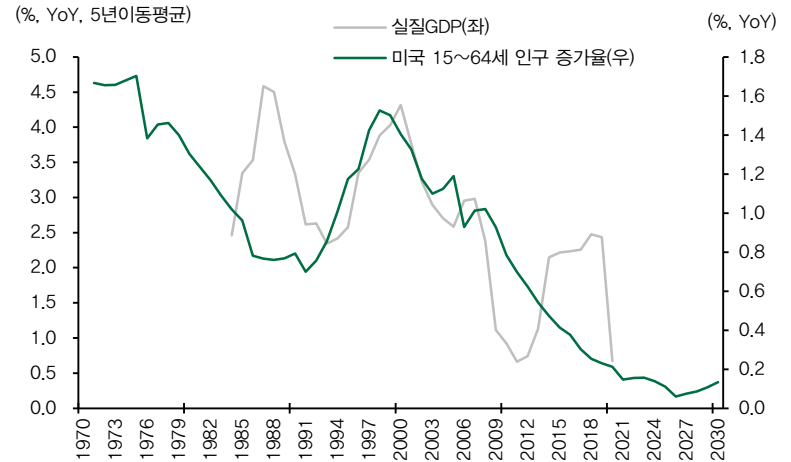
▶ 선진국 인구부양비율 상승



자료: UN, DB금융투자

주: 노인부양비율=65세 이상 인구 / 15~64세 인구 x 100

▶ 미국 생산가능인구 증감과 성장률



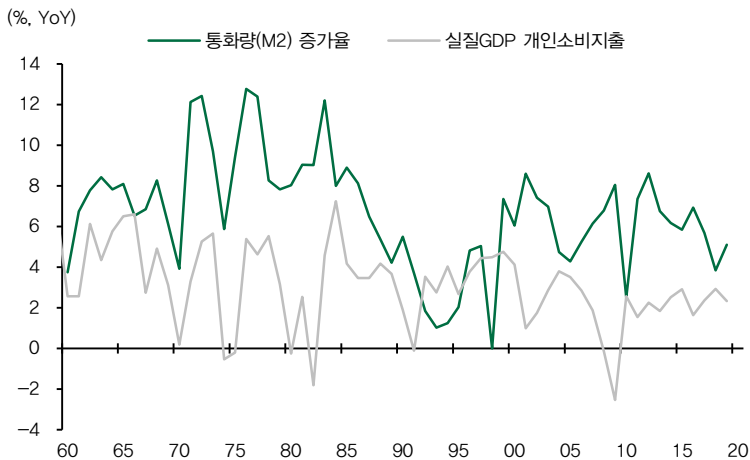
자료: UN, Bloomberg, DB금융투자

인플레이션이 억눌렸던 원인

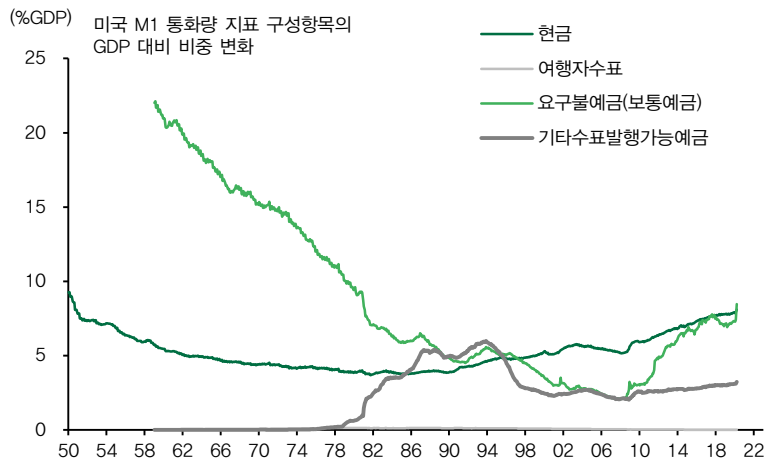
금융혁신이 발생한 1980년 이후 통화량(통화정책)이 실물경제에 미치는 영향력 감소

- 1980년 이전에는 재화/용역 구매 시 가능한 지급수단은 현금 또는 보통예금을 통한 수표발행 뿐. 저축계좌에서 수표 발행 불가능. 투자계좌에서 지급계좌로의 자유로운 자금이체 불가능 → 통화공급 지표와 소비/인플레이션과의 상관관계가 뚜렷
- 1970년대 후반 금리 규제 완화 및 금융혁신 시기 도래. 보통예금 이외 저축계좌에서도 수표 발행 가능. 신용카드 사용 일반화, 자유로운 대출 등 → 금융의 발달은 통화공급과 소비의 관계를 약화시켜
- Fed도 1980년대 이후 통화량이 경제성장이나 인플레이션 압력을 정확하게 나타내 주는 신뢰성 있는 지표로서의 역할을 하지 못했기 때문에 통화량의 정책 중요도를 점차 줄여왔음. “더 이상 통화량 지표를 FOMC 정책 목표로 삼지 않겠다”(1993.07 그린스펀 의장 의회 증언)

▶ 1980년 이전에는 통화 공급과 소비 수요와의 상관관계가 높았다



▶ 1980년대 이후 보통예금 이외 예금통화의 비중이 증가

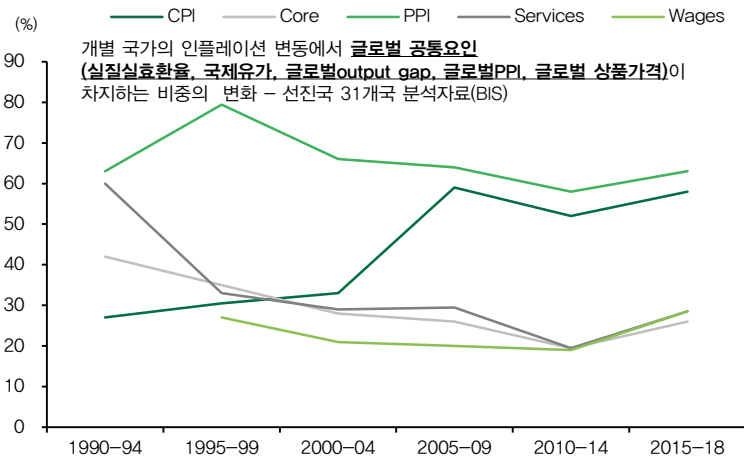


인플레이션이 억눌렸던 원인

세계화(글로벌 경제의 상호 연관성 증가)

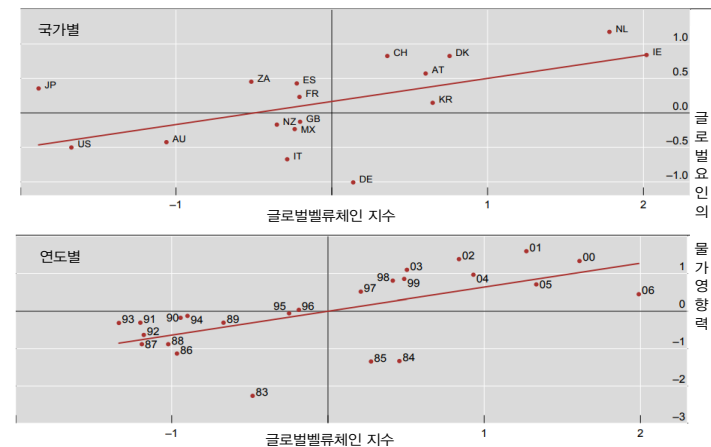
- 최근 수십 년에 걸쳐 글로벌 경제의 상호 연결성이 높아지며 인플레이션 역학도 변화: 무역 노출 증가 → 생산단가하락 → 소비자물가하락
- 인플레이션과 경제활동 사이의 연결고리 약화 요인 중 하나는 국제무역의 증가. 둘 사이의 관계가 시간이 지남에 따라 약화되었는데 그 시점은 1990년대 초부터 진행된 국제무역의 증가와 일치. 중국의 국제무역에 본격 참여(WTO 가입 승인 2001.11) 이후 이러한 현상은 더욱 가속화
- 글로벌화(globalization)의 일환으로 글로벌공급망(GVC)이 크게 확충된 것도 하나의 요인. 글로벌 가치사슬 확대(중간재 및 서비스 교역 증가)가 자국 내 인플레이션에 중대한 영향을 미침. GVC 참여도가 높을수록 인플레이션의 글로벌 영향력은 증가

▶ 글로벌 요인은 각종 물가에 적지 않은 영향을 미치고 있음



자료: BIS, Has globalization changed the inflation process? (2019,07,04), DB금융투자

▶ GVC 참여도가 높을수록 글로벌 요인의 물가 영향력 증가



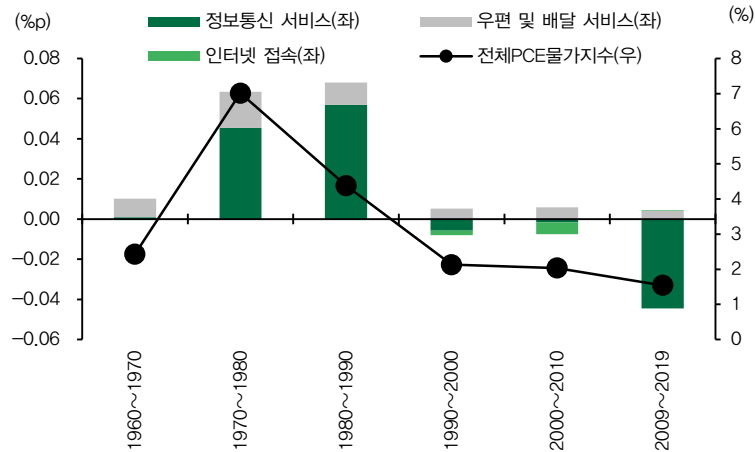
자료: BIS, The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains (2017,01,09), DB금융투자

인플레이션이 억눌렸던 원인

정보통신기술의 발달, 디지털화

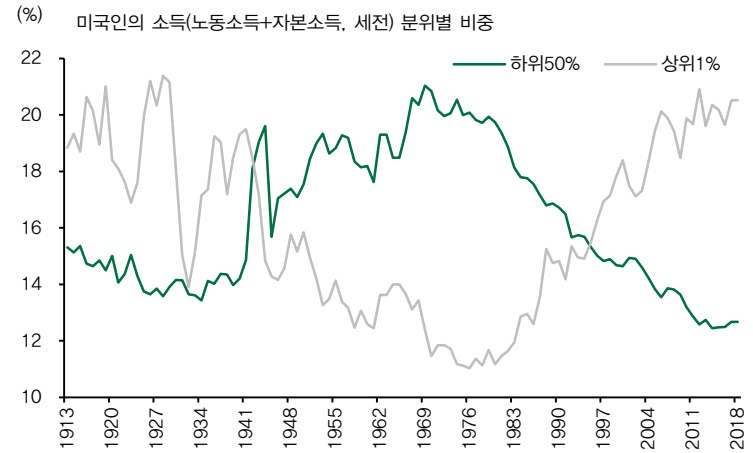
- IT 기술 발전 → 생산단가 하락, 각종 전자제품, 통신서비스 등 가격 하락
- 미국 PCE 물가지수 중 지난 10년 간 연평균으로 물가상승률이 마이너스를 기록한 품목은 통신비
- 근본적으로 기술의 발전은 근로자의 임금 협상력을 낮추는 요인. 1980년 이후 높아진 소득 불평등은 이와 연관. 사회 양극화 심화, 소비성향이 높은 저소득층은 실제로 부가 거의 늘지 않았다 → 인플레이션을 제한

▶ 미국 PCE 통신비 구성 항목의 연평균 상승률 기여도



자료: BEA, DB금융투자

▶ 1980년 이후 미국인의 소득 불평등 확대



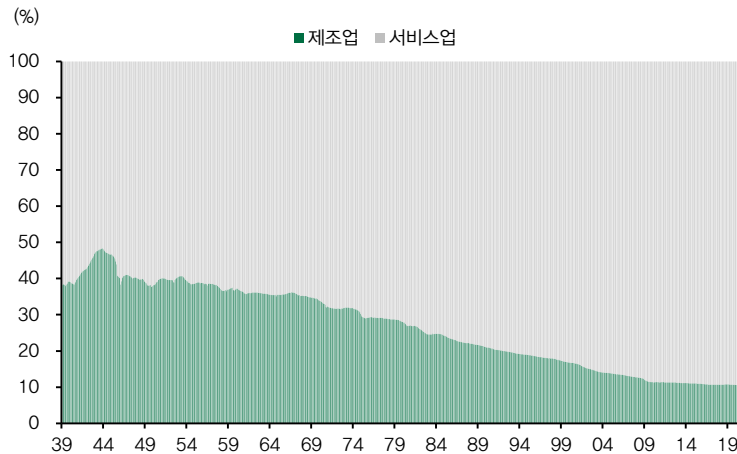
자료: WID, DB금융투자

인플레이션이 억눌렸던 원인

임금과 인플레이션의 관계 약화

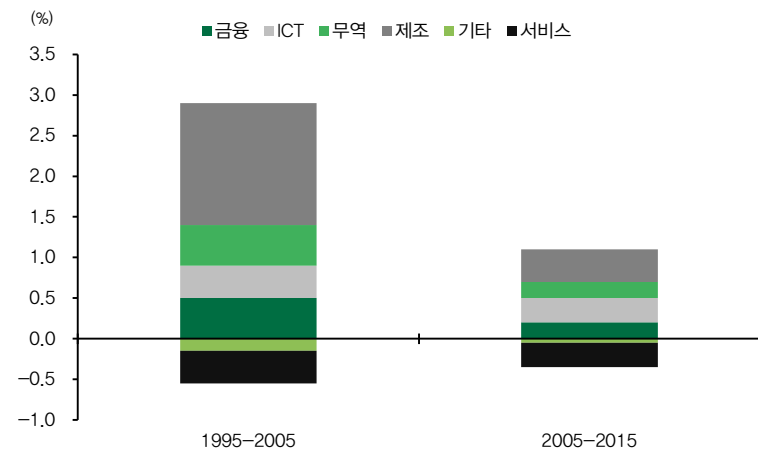
- 생산성 향상 측면에서 서비스업 임금 상승률은 제조업보다 정체를 면할 수 밖에 없음
- 수십 년에 걸쳐 노동인력은 주로 서비스 분야에 치중되어 왔으며 제조업 분야 일자리는 감소. 기술의 발달로 이러한 추세는 지속될 것
- 인플레이션과 연관성이 높은 총 노동소득은 노동인력 증감, 임금, 근로시간의 함수. 임금상승률 한 가지 지표로 판단할 수 없음
- 경제는 갈수록 다양한 저임금 서비스 직종을 양산해 내고 있으며 상대적으로 우량의 제조업 일자리는 줄어. 일자리가 증가를 보이는 유일한 고소득 서비스 직종은 재무, 회계, 보험, 법무 등의 전문직종 뿐으로 이 부문은 비중이 작아서 인플레이션의 향방을 결정하지 못함
- 임금상승을 통한 인플레이션 압력 약화는 이러한 노동시장 구조변화와 기술의 발전, 글로벌 요인의 영향력이 더해졌기 때문

▶ 미국 전체 노동인구에서 제조업 분야의 비중은 지속적으로 감소



자료: BLS, DB금융투자

▶ 서비스는 전체 노동생산성 향상에 오히려 역기여하는 분야



자료: OECD, DB금융투자

참고. Great Inflation 시대(1965~1982)

Great Inflation 시대: 높은 임금과 유가, 그리고 약 달러

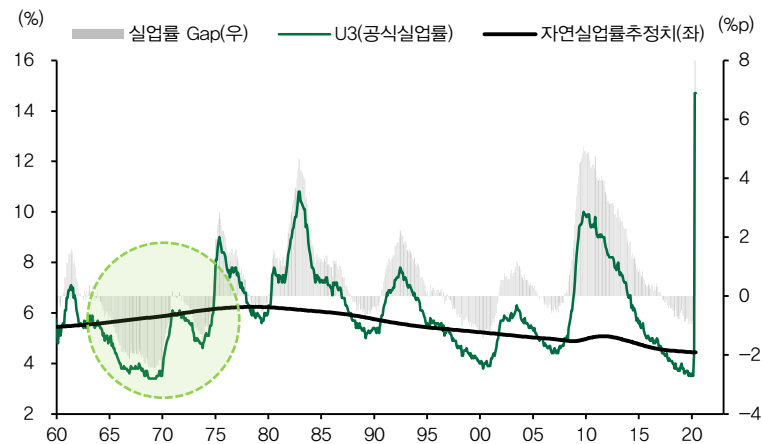
- 연평균 소비자물가(CPI) 상승률 1965년~1970년 5.0%, 1971년~1982년 8.5%
- 1965~1973: 수요견인 인플레이션(실업률이 자연실업률을 크게 하회), 60년대 이후 미국에서 노동조합이 사회적 지지를 얻게 되고 정부 정책 방향도 고용 증대에 초점을 맞추며 명목임금 상승률이 높아지기 시작한 점도 고 인플레이션의 배경. 2차 세계대전 이후 1946년 고용법 제정으로 완전고용이라는 임무가 연준에 부과된 이후 1978년 완전고용 및 균형성장법(Full Employment and Balanced Growth Act) 제정
- 1974~1982: 비용인상 인플레이션(1973 1차, 1979년 2차 석유파동 / 1971년 닉슨 대통령의 금 태환 중단 선언 이후 달러 약세)

▶ 미국의 임금 및 소비자물가 상승률



자료: BLS, Bloomberg, DB금융투자

▶ 미국 실업률과 자연실업률 추정치



자료: CBO, BLS, DB금융투자

대규모 경기 부양에도 인플레이션이 오기 어려운 이유

첫번째. 팬데믹의 흉터와 대규모 부채 증가로 높은 금리를 감당하기 어려워진 거시경제 환경

정부부채 관리를 위해 장기간 저금리 환경 지속. 낮아진 종립금리로 인하여 낮은 시장금리에도 인플레이션 유발 가능성 제한

두번째. 높아진 불확실성으로 민간 경제주체들의 예방적 동기의 저축 성향이 높아질 전망

대규모 부양에도 훼손된 성장 잠재력으로 가계와 기업은 필요 이상의 소비/실물 투자보다는 저축 또는 자산시장 투자 유인이 높을 것

코로나 이후의 세상에서 기존 인플레이션 역학에 변화가 있을까?

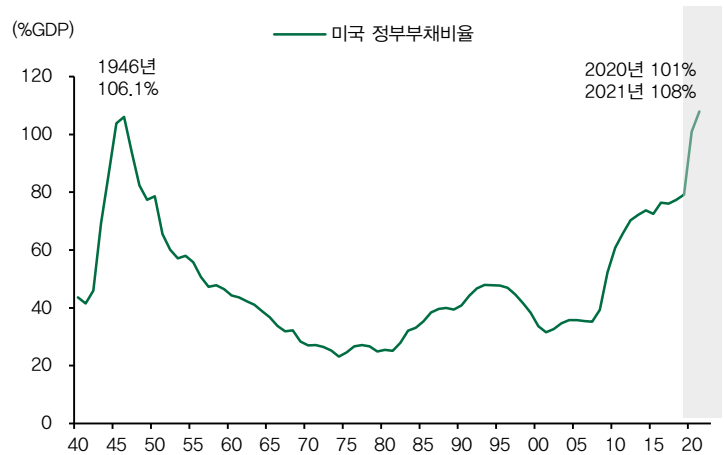
1980년대 이후 인플레이션이 억눌렸던 요인	코로나 이후 세상에서 해당 요인들의 변화 여부
고령화, 생산가능인구 증가율 하락	고령화 현상 심화
세계화	일부 후퇴. 제품물가 상승 요인이 될 수는 있으나 리쇼어링은 이미 진행중이었고 GVC 약화와 물가 상승과의 관계는 불분명. 한편 비 대면 수요 증가 /기술 발전으로 서비스업 교역은 오히려 늘어날 개연성. 교역 가능 서비스가 늘어나게 되면 물가는 하락. 다른 측면에서 세계화 후퇴로 이민이 줄어들었다면 고령화에 직면한 선진국 성장에 역풍. 이는 물가 하락 요인
기술의 발전	가속화로 물가 하락 요인으로 작용
임금 협상력 약화	일부 리쇼어링 섹터에서 협상력 강화. 하지만 고도의 기술화된 시대에서는 대면 서비스업을 중심으로 임금 협상력은 오히려 줄어들 개연성. 자본의 노동력 대체 기조 가속화로 임금 협상력은 지속적으로 낮을 전망
소득 불평등 심화	재정정책 위주의 부양(기본소득 논의 등)은 소득 불평등 완화에 기여. 다만 MMT 이론에서 주장하는 제한 없는 재정적자 확대는 여러 현실적 문제에 봉착. 기본적으로 소득 양극화 기조가 해소되며 인플레이션을 일으키기는 어려움. 오히려 비대면을 지향하는 기술의 발달은 소득 양극화를 더욱 확대시킬 전망

코로나 이후의 거시경제: 업그레이드 된 빚더미

대규모 부채로 높은 금리를 감당하기 어려운 환경

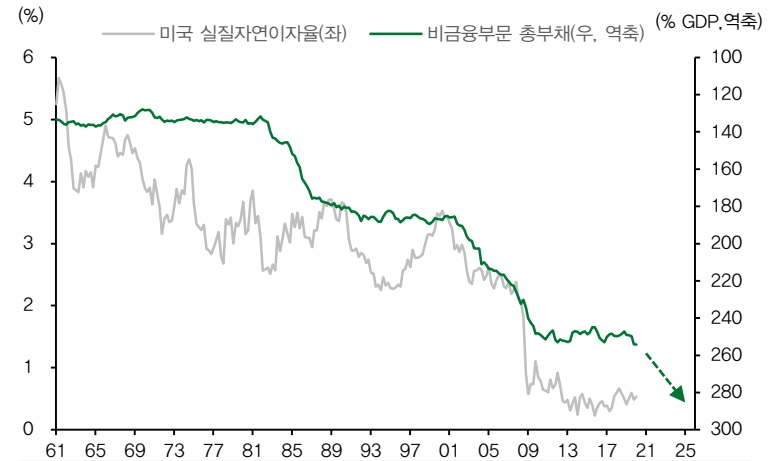
- 미국 정부부채(%GDP) 2020년 말 101%, 2021년 말 108% 예상. 2차 세계대전 직후 직전 최대치를 넘어서는 수준(CBO, 20.04.27)
- 부채 부담으로 인한 잠재성장률 악화로 중립금리는 하락압력을 받을 전망 → 시장금리는 지속적으로 낮은 수준에 머무를 듯

▶ 미 의회예산국의 정부 부채 규모(%GDP) 전망



자료: CBO, DB금융투자

▶ 높은 부채 부담은 실질 중립금리 하락 요인



자료: BIS, NY Fed(Holston-Laubach-Williams (2017) model), DB금융투자

주: 정부, 가계, 비금융기업 부채 합계

대규모 부채 유지를 위해서는 이자율 < 성장률

대규모 정부부채를 안정적으로 가져가기 위해서는 이자율을 성장률보다 낮게 유지시켜야 함

정부부채 역학 방정식 $D = -b + (r-g)D$ D : 정부부채(%GDP), b : 기초재정수지(%GDP), r : 이자율, g : 성장률



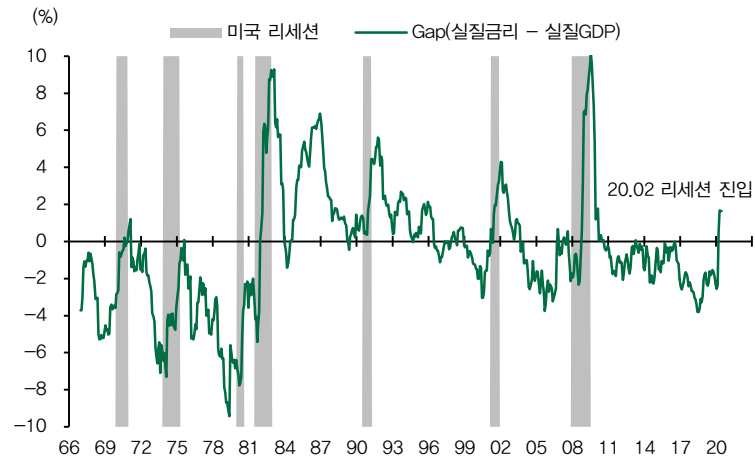
열기구 안의 뜨거운 공기: r (이자율)

- $r(\text{이자율}) > g(\text{성장률})$: GDP 대비 정부부채 비율 ↑
- $r(\text{이자율}) < g(\text{성장률})$: GDP 대비 정부부채 비율 ↓
- $r(\text{이자율}) = g(\text{성장률})$: GDP 대비 정부부채 비율 불변

열기구의 상하 움직임
= GDP 대비 정부부채 비율의 증감

모래주머니: g (GDP성장률)

▶ 성장률 대비 이자율이 낮다면 부채 부담은 크지 않아



자료: Bloomberg, DB금융투자

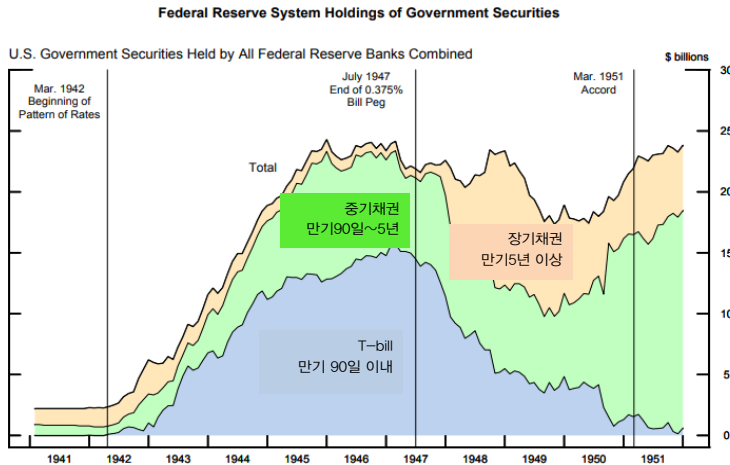
주: 실질금리는 10년 국채금리의 5년 이동평균에서 CPI를 차감

저금리 유지를 위한 완화적 통화정책 계속될 듯

당장 성장을 제고가 어렵다면 낮은 정책금리 상당 기간 지속

- 저금리 유지를 위해 연준의 통화정책은 상당 기간 완화적으로 갈 듯. 6월 FOMC 최소 2022년까지 제로금리 유지 의지
- 정부의 대규모 자금 조달이 불가피한 가운데 조달 비용 절감을 위하여 필요하다면 1942~1951 운영했던 수익률 곡선 통제 도입도 고려
- 장기간 저금리에도 불구하고 낮아진 성장률 및 중립금리로 인플레이션이 유발되기는 쉽지 않은 환경

▶ 1942~1951 중 연준의 만기 별 재무부 증권 누적 보유량 추이



자료: Fed, Targeting the Yield Curve: The Experience of the Federal Reserve, 1942-51

▶ 수익률 곡선 통제(YCC) 도입 관련 연준 위원들의 최근 발언

성명	직책	최근 YCC 도입 관련 발언
리처드 클라리다	부의장	일정에 기반한 가이드언스를 자연스럽게 보충해주는 것이거나 금리를 일정 기간 특정 수준으로 유지하겠다는 약속이 될 수 있음
라엘 브레이너드	연준이사	다음 침체 상황에서는 공격적인 통화정책이 필요. '수익률 곡선 제어' 등이 도입될 수 있어
존 윌리엄스	뉴욕 연준 총재	다른 나라들도 사용하고 있는 이 정책은 포워드 가이드언스나 다른 정책 등을 잠재적으로 보충해줄 수 있는 도구라고 생각
제임스 불라드	세인트루이스 연준총재	향후 고려할 사안임은 맞으나 금리가 오랫동안 낮은 수준을 유지할 것으로 예상되기 때문에 강한 포워드 가이드언스를 채택할 근거 부재

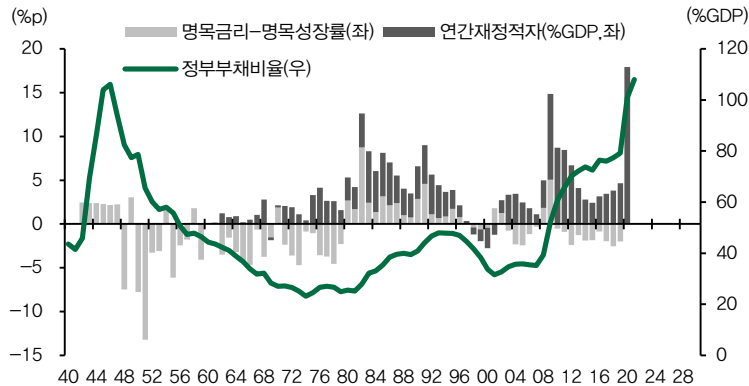
자료: 언론보도 종합, DB금융투자

의도적인 인플레이션 유발은 구시대적 발상?

무조건적인 인플레이션 유발이 정부부채를 줄여줄 수 없다

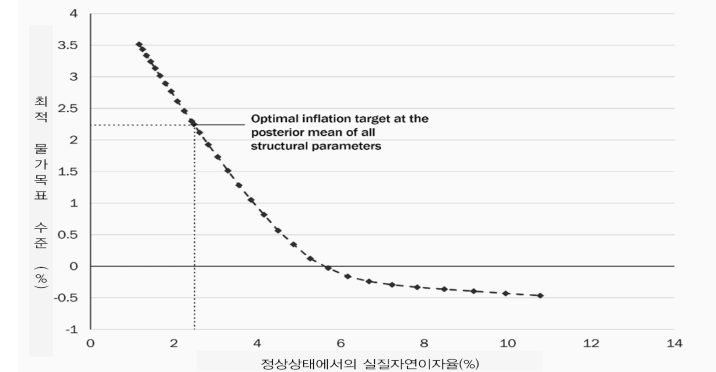
- 부채의 실질가치 감소를 위해 인플레이션을 유발시킬 것이란 시각도 존재. 정부부채 축소를 위한 옵션 중 하나인 것은 분명하지만 무조건적인 인플레이션이 부채 관리에 도움을 주지는 않음. 정부부채 축소에 기여하기 위해서는 정부 지출의 목표가 인플레이션과 상충되지 않아야 함. 하지만 인플레이션은 저소득층을 중심으로 구매력 저하를 불러와 정부 지출의 효과를 그만큼 반감시킴. 게다가 소득 양극화는 더욱 확대
- 2차 세계대전 이후의 정부부채 축소가 인플레이션 유발 때문이었다는 시각도 있으나 근본적으로는 당시 YCC(1942~1951)를 통해 시장금리를 낮게 통제했고 동시에 높은 성장률을 지속적으로 유지했기 때문. 1948~1951 기간 중 성장률과 장기금리의 갭은 평균 6.4%p에 달함
- 낮아진 중립금리 환경에서 일정 부분 인플레이션은 용인할 것. 다만 이는 고압경제 성격이지 부채 축소를 위한 인플레이션 유발은 아님. 일정 수준 이상 경기 과열 시 출구전략에 나설 것. 만약 중앙은행의 독립성이 훼손될 정도로 정부 재정의 역할이 확대된다면 이는 인플레이션 요인
- 중세도 부채 관리 옵션 중 하나. 현재는 적자재정에 대한 거부감이 적으나 향후 중세 가능성도 염두 할 필요. 참고로 빌 클린턴 정부 시절 1990년대 후반에는 사회복지 지출 구조조정(복지개혁법안)과 개인소득세 최고 세율 인상(부자 증세)을 통해 흑자재정을 달성했던 바 있음

▶ 성장률과 이자율의 갭이 정부부채 축소의 핵심이다



자료: CBO, Bloomberg, DB금융투자
 주: 명목금리는 10년 국채수익률 연평균값, 재정적자 데이터는 1962년부터 재정적자인 경우 양의 값, 재정흑자인 경우 음의 값. 2020년 재정적자는 CBO 추정치

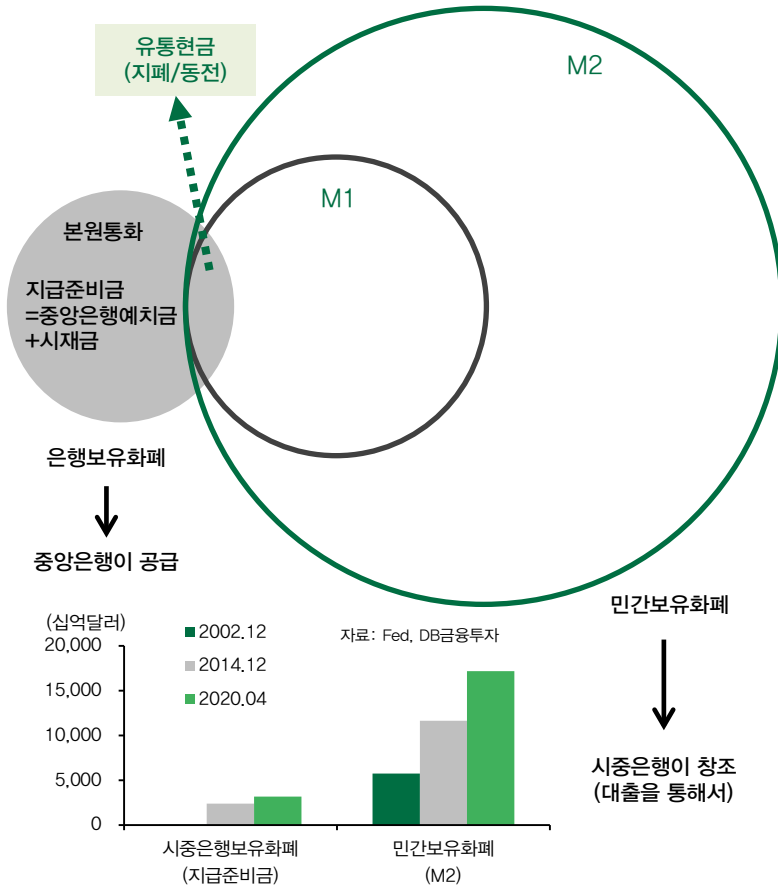
▶ 중립금리(자연이자율)가 낮다면 일부 높은 물가를 용인할 필요



자료: Brookings, The close relationship between the natural rate of interest and optimal inflation target

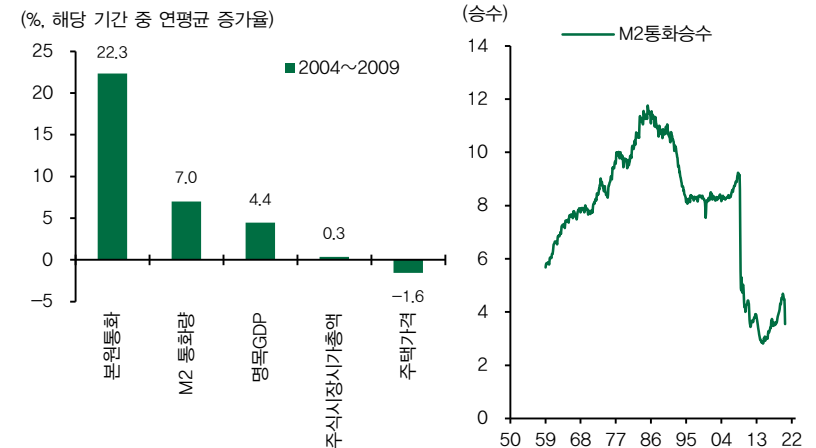
연준의 통화 공급 확대에도 시중 통화량 증가는 제한될 듯

중앙은행이 뿌린 돈(현찰 제외)은 민간 경제주체가 쓸 수 있는 돈이 아님



- 민간보유화폐(시중 통화량)는 중앙은행의 의지로 통제할 수 없음. 시중 통화량의 대부분은 예금은행이 창조한 화폐. 중앙은행 공급 본원화폐의 대부분을 차지하는 지급준비금은 은행과 거래할 때 사용하는 화폐로 민간이 쓰는 화폐가 아님. 민간이 보유한 화폐 중 중앙은행이 공급한 본원화폐는 지폐와 동전과 같은 현금만 해당되고 이는 시중 통화량의 극히 일부. 즉 시중 통화량 증가는 중앙은행이 아닌 시중은행의 의지(대출 인센티브, 국내 수요, 금융규제에 영향 받음). 중앙은행이 아무리 통화공급 늘려도 은행이 예금통화를 많이 창조하지 않으면 시중에 돈은 생각만큼 늘지 않음(=통화승수 하락)

▶ 본원화폐 공급 대비 시중 통화 증가가 미미할 경우 통화승수 하락



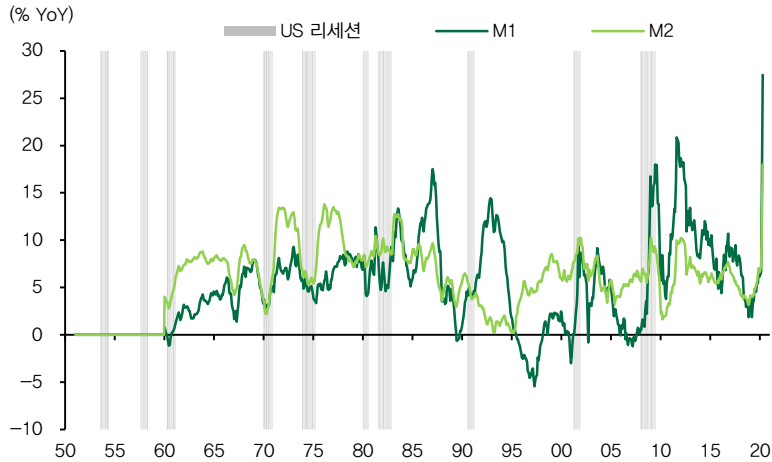
자료: Fed, 전미부동산협회, Bloomberg, DB금융투자

시중 통화량이 실물로 유입되는 정도 제한적

시중은행의 대출로 돈이 민간으로 풀려도 그 돈이 실물 거래에 사용되지 않으면 인플레이션은 발생하지 않음

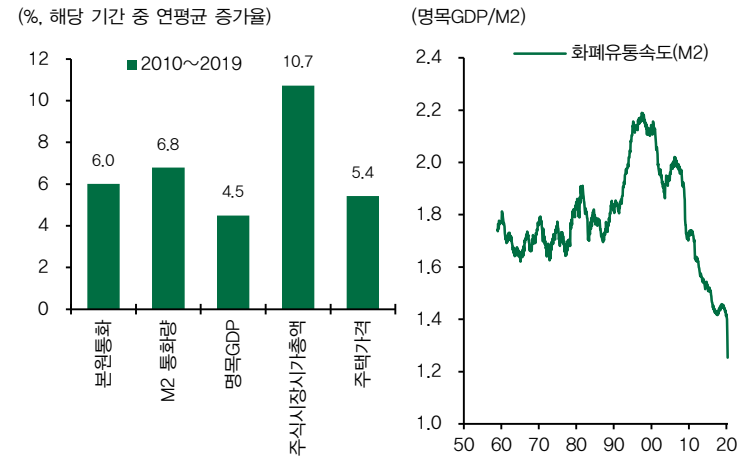
- 연준의 본원화폐 공급 중 상당부분을 시중은행이 연준에 예치시켜 지급준비금으로 남아있으나 시중에 통화가 안 풀린 건 아님. 예금은행이 통화를 창출해도 실제 거래를 통해 부가가치가 창출되지 않으면 GDP에는 영향 없음(=화폐유통속도 하락)
- 명목GDP성장률, 주식시가총액, 주택가격 비교 시 실제로 풀린 돈이 주식시장 및 부동산시장 같은 자산시장으로 대거 유입

▶ 위기 이후에는 항상 통화량이 큰 폭으로 늘었다



자료: Fed, Bloomberg, DB금융투자

▶ 불어난 통화량이 실물보다 자산시장으로 유입 시 성장 제고효과 낮음



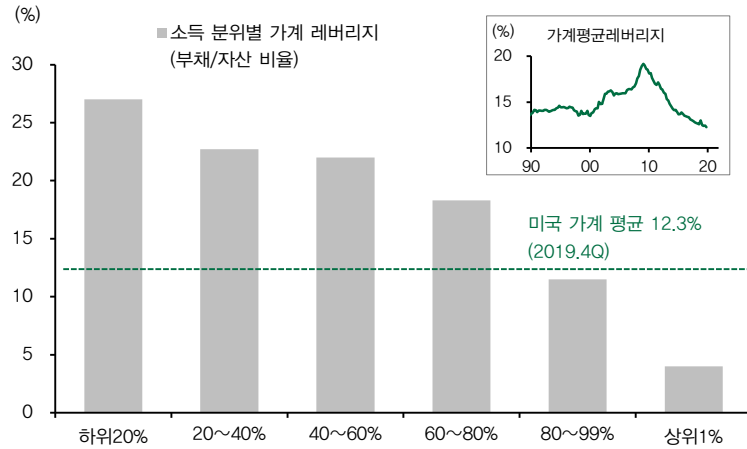
자료: Fed, 전미부동산협회, Bloomberg, DB금융투자

높은 불확실성으로 가계와 기업의 저축 성향 증가

위기 이후에는 불확실성에 대비하기 위한 저축 수요 증가

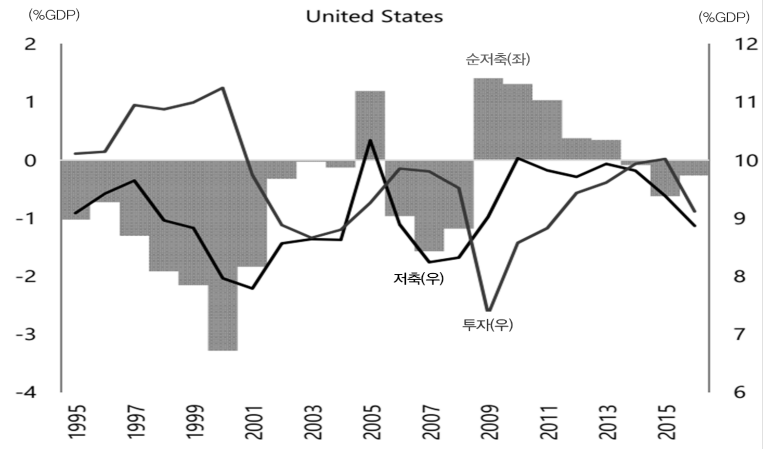
- 코로나19를 겪으며 예측이란 불가능하고 통제도 어렵다는 것을 경험. 높은 불확실성의 세계에서 가계/기업의 예비적 저축 수요는 늘어날 것
- 통상적으로 위기 이후에는 저축 수요가 증가
- 특히 저소득층으로 갈수록 레버리지가 높은 수준. 정부의 정책 지원에도 저소득 가계의 소비수요 증가는 제한적일 것

▶ 미국 저소득 가계의 부채 부담 확대로 저축 성향 커질 듯



자료: Fed, DB금융투자

▶ 금융위기 이후 불확실성으로 기업의 저축 성향 강화되었던 경험



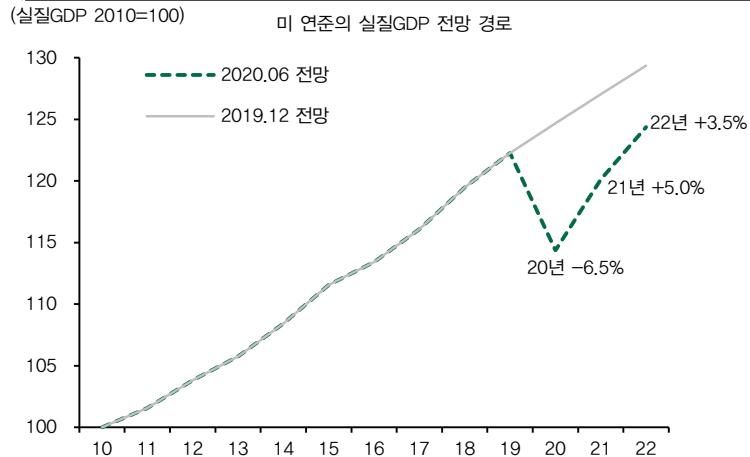
자료: IMF

경제활동 재개에도 팬데믹의 흉터는 깊다

잠재 수준의 성장세와 실업률 회복에 오랜 시간이 소요

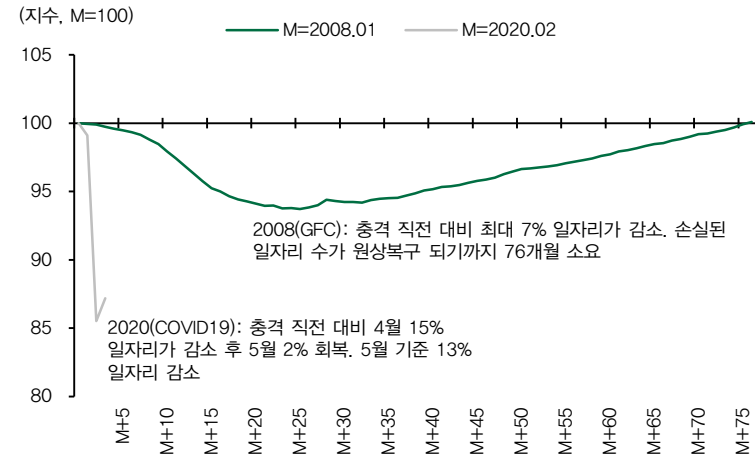
- 대규모 경기 부양과 경제활동 정상화에도 코로나 이전의 성장 경로 회복은 사실상 불가능
- 팬데믹으로 인하여 손실된 일자리는 전체의 13%(5월 기준). 정부의 현금 및 실업수당 지급에도 손실된 구매력을 보전하기에는 부족
- 보통 위기 후 고용이 정상 수준으로 회복되기까지는 오랜 시간이 소요. 08년 위기 때보다 회복 속도는 빠르겠으나 본격 회복을 논하기는 이름

▶ 연준의 미국 성장 경로에 대한 전망, 코로나 이전 수준 복귀 불가



자료: Fed, DB금융투자

▶ 손실된 일자리 회복에도 많은 시간이 필요. 수요 부진 길어질 듯



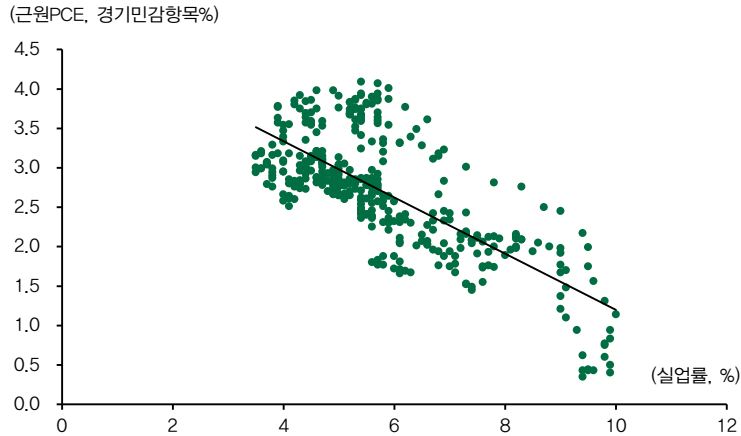
자료: BLS, DB금융투자

수요가 회복된다 해도 물가 상승에는 한계

경기와 무관하게 움직이는 물가 항목의 비중이 전체의 60%

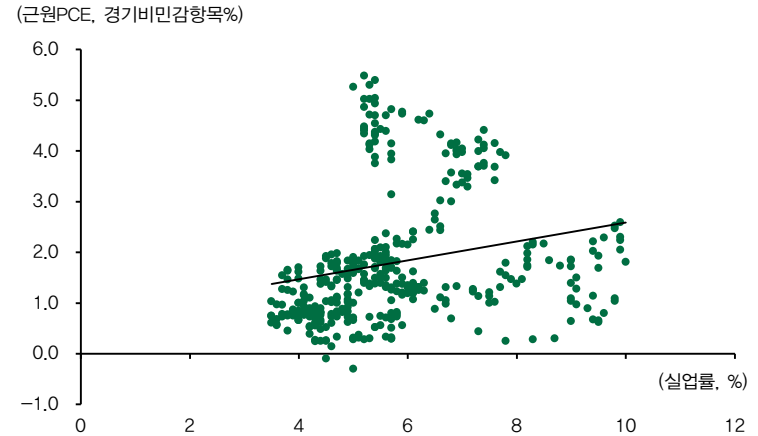
- 근원 PCE 를 구성하는 항목 가운데 경기에 민감하지 않은 항목 비중 60%
- 경기 민감 항목은 주거비, 음식서비스, 여가서비스(항공료, 유람선, 오락/문화)
- 경기 비민감 항목은 주로 헬스케어, 그 외 금융서비스, 의류, 운송, 교육. 주로 정부의 정책, 기술 혁신, 글로벌 무역 등에 의해 결정되는 품목들

▶ 근원PCE 중 경기 민감 항목(40%)의 필립스 곡선



자료: SF Fed, DB금융투자
주: 1988.01 ~ 2020.03 데이터

▶ 근원PCE 중 경기 비 민감 항목(60%)의 필립스 곡선



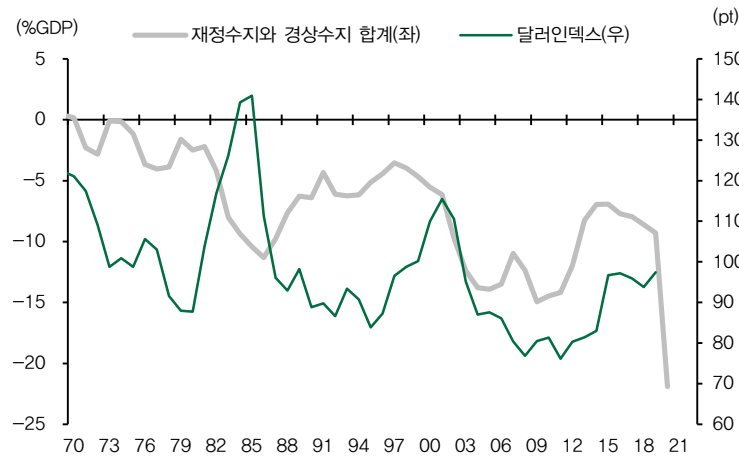
자료: SF Fed, DB금융투자
주: 1988.01 ~ 2020.03 데이터

장기적 달러 약세로 인한 인플레이션 가능성?

대규모 적자 재정에도 주요국 중장기 펀더멘털 우위로 달러 약세 제한적

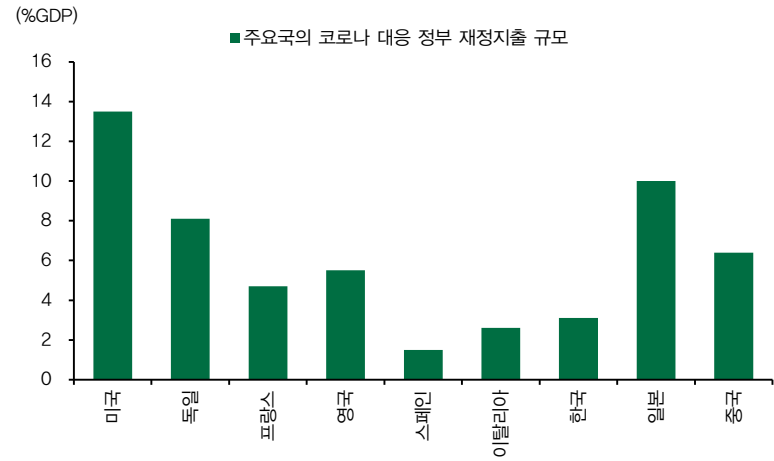
- 정부의 대규모 지출로 올해 재정적자는 17.9%까지 확대될 것으로 전망(CBO, 20.04.27)
- 일반적으로 미국의 쌍둥이 적자 확대는 달러 약세 요인으로 작용
- 하지만 주요국과의 펀더멘털 격차도 달러가치를 설명하는 주요 변수. 향후 언택트 등 4차 산업혁명 분야에서 미국의 기술이 앞서 있고 대규모 재정지출로 경기 회복력은 달러 인덱스 구성 상위 비중 국가의 통화인 유로, 엔 대비 우위 → 대규모 재정적자에도 장기적 달러 약세 압력 제한

▶ 미국의 쌍둥이 적자와 달러인덱스



자료: CBO, Bloomberg, DB금융투자

▶ 역설적으로 대규모 정부지출이 빠른 경기 회복력으로 연결될 듯



자료: 각국 정부, IMF, DB금융투자

코로나 이후의 환경 변화와 인플레이션

첫번째. 글로벌 제조업 공급망 다변화 및 자국으로의 생산기지 우선 확보 움직임

글로벌 공급망(GVC)은 2010년을 정점으로 이미 추세적으로 약화되는 중
일부 내구 소비재를 중심으로 가격 인상 요인이 될 수 있으나 낮은 상품의 물가지수 내 비중으로 영향력은 제한적

두번째. 비대면 기술 지향으로의 전환은 서비스업 물가 하락 요인

언택트 기술은 서비스업 교역 확대의 Key. 코로나를 계기로 비 대면 기술 개발 활성화. 향후 서비스업 교역 늘어날 개연성 충분
코로나 이후 시대의 생활패턴 변화(오프라인 서비스의 온라인화, 홈코노미 등)도 서비스 물가를 낮출 것으로 예상

세번째. 예외적으로 인플레이션을 불러올 수 있는 변수

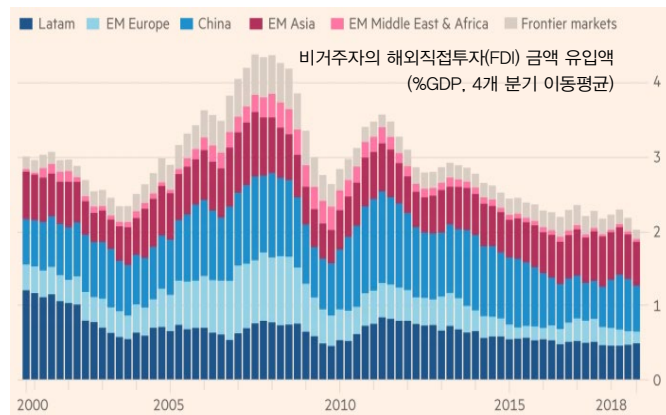
MMT(현대화폐이론)의 현실화 시 인플레이션 유발 가능. 하지만 몇 가지 제약조건이 존재하여 실제 적용 가능성은 낮음
그 외 원자재 가격 급등, 생산가능인구 급증, 물리적 전쟁, 지급자족에 준하는 폐쇄경제로의 복귀 등과 같은 비현실적 조건 충족 시 인플레 가능

GVC 약화가 전체 소비자물가를 끌어올리는 데에는 한계

GVC는 이미 2010년을 정점으로 느슨해지는 추세. 상품이 소비자물가에서 차지하는 비중도 점차 줄어들어

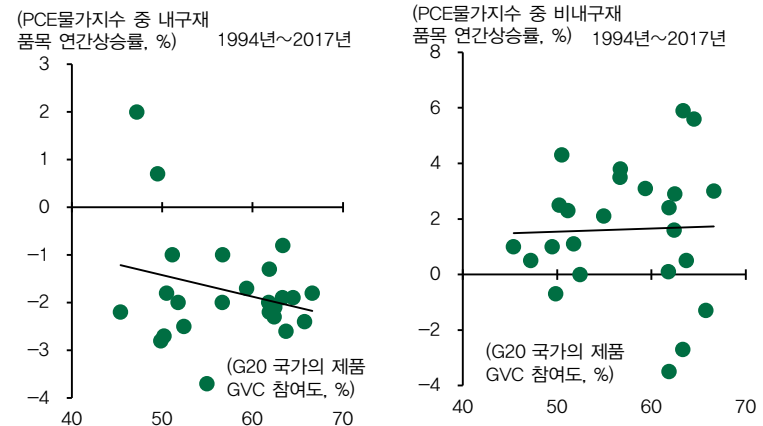
- 신흥국의 인건비 증가로 노동 집약적 산업을 중심으로 이미 리쇼어링이 진행 중에 있음. 이머징 시장에서의 외국인 직접투자 금액(GDP 대비)은 2007년 4.4%에서 2% 이하로 감소. 선진국과 신흥국 간 기술 및 생산비용 격차가 줄어들면서 GVC참여도는 2010년을 정점으로 감소하는 추세
- GVC 약화가 소비자물가를 끌어올리는 지 여부에 대해서는 생산비용의 증가를 일부 제품가격에 전가할 수 있겠으나 양자 간 관계가 명확하지 않음. 최근 2년 간 미/중 관세 분쟁에도 소비자물가가 유의미하게 상승하지 않음. 다만 중간재 투입 비중이 높은 내구재 품목의 경우 소비자물가와 일부 연관성을 보이며 향후 GVC가 추가 약화될 경우 일부 물가 상승요인으로 작용할 수는 있음. 하지만 전체 PCE물가 중 내구재 상품 비중은 10%에 불과
- 한편 최근에는 제조업과 ICT서비스가 연계된 스마트 팩토리가 늘어나는 등 비대면 기술 발전 시 GVC는 서비스를 중심으로 강화되는 분야도 존재. 무차별적 탈 세계화 가능성은 제한적일 전망

▶ 저렴한 인건비 국가로의 생산설비 집중은 이미 느슨해지는 추세



자료: FT, DB금융투자

▶ 내구재 품목은 GVC와 연관성이 일부 존재함



자료: UNCTAD, WITS, DB금융투자

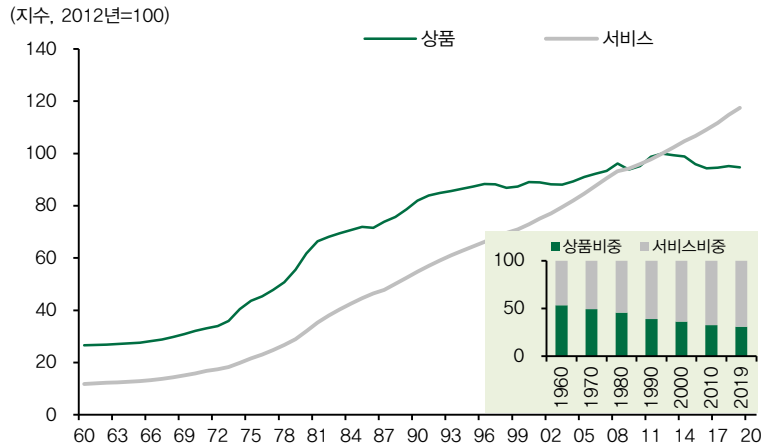
주: GVC는 전체 수출금액 중 해외부가가치(FVA)와 국내부가가치(DVX) 비중의 합계로 계산

밸류체인과 관련이 적은 서비스 물가가 전체 물가 수준을 좌우한다

미국 PCE물가지수에서 서비스가 차지하는 비중은 70%

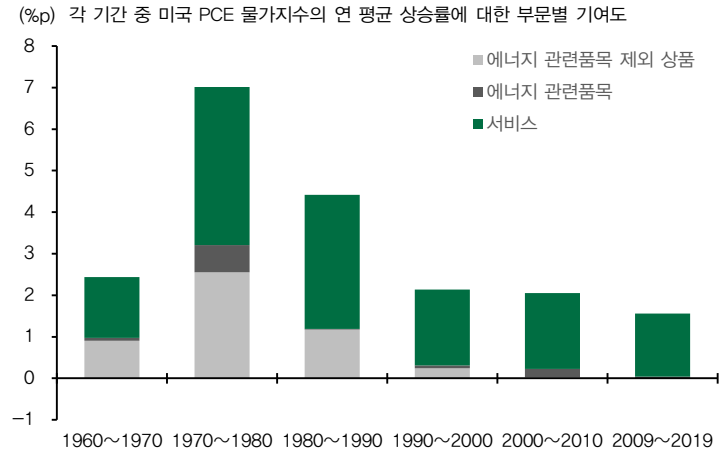
- PCE물가는 실제 매월 지출 금액을 기준으로 가중치를 산정. 서비스 지출의 비중이 점차 높아짐
- PCE물가지수 구성 항목 중 상품/서비스의 비중: 1960년 상품 54%, 서비스 46% → 2019년 상품 31%, 서비스 69%
- 1990년 이후 상품물가는 물가상승에 전혀 기여하지 못함. 서비스물가가 전체 물가지수를 좌우
- 글로벌 공급망(GVC) 재편으로 일부 상품가격이 오르더라도 전체 물가에 미치는 영향은 제한적일 것

▶ PCE 물가지수에서 상품 vs 서비스의 비중 추이



자료: BEA, DB금융투자

▶ 1990년 이후 상품물가는 전체 물가상승에 전혀 기여하지 못했다



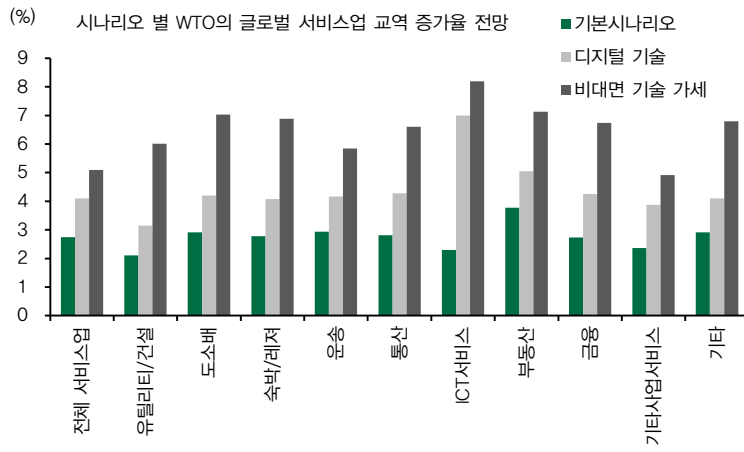
자료: BEA, DB금융투자

코로나가 촉발시킨 비대면 기술 발달로 서비스 교역 확대 전망

비대면 기술은 서비스업 교역 확대를 위한 Key Factor, 코로나로 인한 언택트 기술 지향 → 글로벌 서비스 교역 확대시킬 것

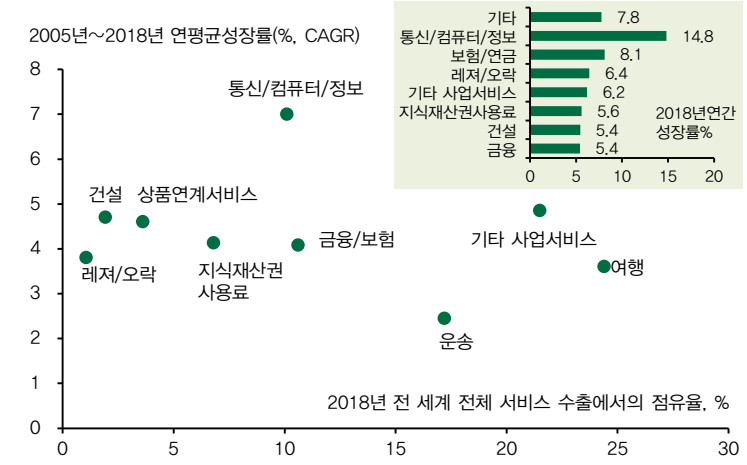
- 서비스업은 전 세계 GDP의 70%를 차지하고 글로벌 교역도 빠르게 증가하는 추세. 하지만 상대적으로 높은 거래비용과 국가별 정책 제약으로 상품 대비 교역 비중이 낮으며 비교역재로 인식되어 왔음. 높은 거래비용의 원인은 서비스의 대면 속성 때문
- WTO는 IT 기술의 발전, 특히 비대면 기술이 더해질 시 국가 간 서비스 거래비용 감소로 교역량이 크게 늘어날 수 있다고 전망. 2018년 21%인 서비스 교역 비중은 비대면 기술 발전 시 2040년 30%까지 증가할 수 있을 것으로 전망(정책 제약 장벽 완화 시 50%까지 상승)
- 코로나 촉발 이전부터 서비스 교역의 핵심 과제였던 언택트 기술 발전이 코로나를 계기로 가속화될 개연성이 높음. 서비스업의 비대면화가 이루어질 경우 제품과는 달리 GVC 약화 위험에서 상대적으로 자유로움
- 당장은 아니겠으나 장기적으로 기술 발전과 결부되어 서비스 교역이 증가할 경우 이는 경쟁 심화 → 서비스 물가 안정 요인으로 작용할 수 있음

▶ 비대면 기술이 더해질 시 글로벌 서비스업 교역은 크게 증가



자료: WTO(The future of services trade, 2019), DB금융투자

▶ 서비스업종별 점유율과 성장률. 최근 정보/통신 성장세 가파름



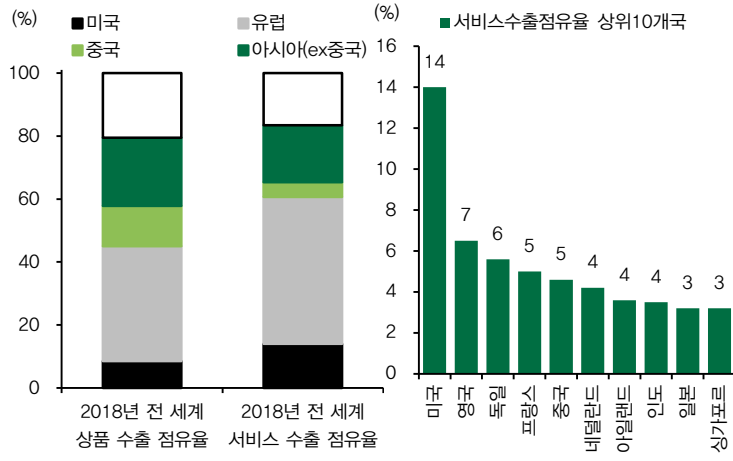
자료: WTO(World Trade Statistical Review 2019), PwC, DB금융투자

서비스업 교역 확대 및 생활패턴 변화는 서비스 물가 하락 요인

글로벌 서비스업 내 미국의 위상과 오프라인 서비스의 온라인화/홈코노미 성장

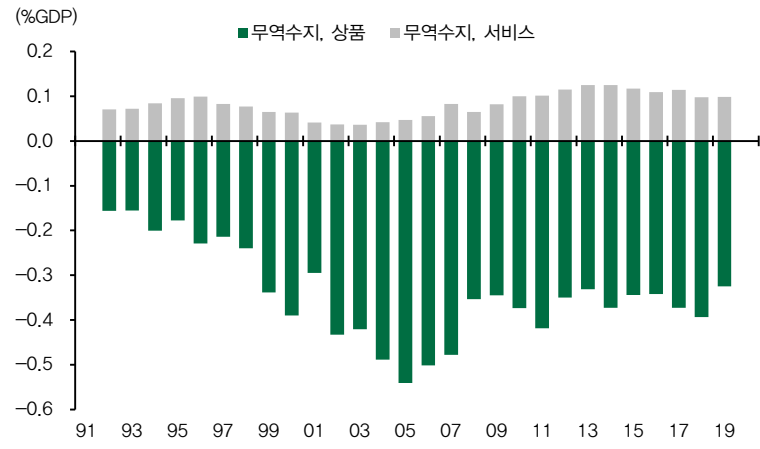
- 미국은 최대 서비스 수출국이며 서비스 수지 흑자를 지속적으로 유지 중. 앞선 4차 산업혁명 기술로 향후에도 미국은 글로벌 서비스업을 선도할 것. 보호무역주의를 지향하더라도 완전한 탈 세계화가 이루어질 가능성은 제한적인데다가 서비스업 교역은 오히려 활성화될 전망
- 코로나 이후의 생활패턴 변화도 기술의 발달과 결부되어 장기적으로는 서비스 물가 하락에 기여할 것으로 예상. 비대면/나홀로 문화의 확산은 오프라인 음식점과 문화 서비스 공간에 대한 수요를 줄이고 온라인/홈코노미 등으로 대체. 홈코노미는 코로나로 인한 일시적 소비현상이라기 보다 이미 자리잡은 트렌드고 코로나가 이를 가속화, 향후 높은 성장이 예상되는 분야임 → 오프라인 공간 임차료가 원가에서 제외되고 IT기술과 결합되어 자본의 서비스 노동인력 일부 대체 시 서비스 가격 인하 요인으로 작용할 수 있음

▶ 미국은 서비스 최대 수출국



자료: WTO(World Trade Statistical Review 2019), DB금융투자

▶ 미국은 서비스 수지 흑자국, 서비스업의 탈 세계화 가능성 제한



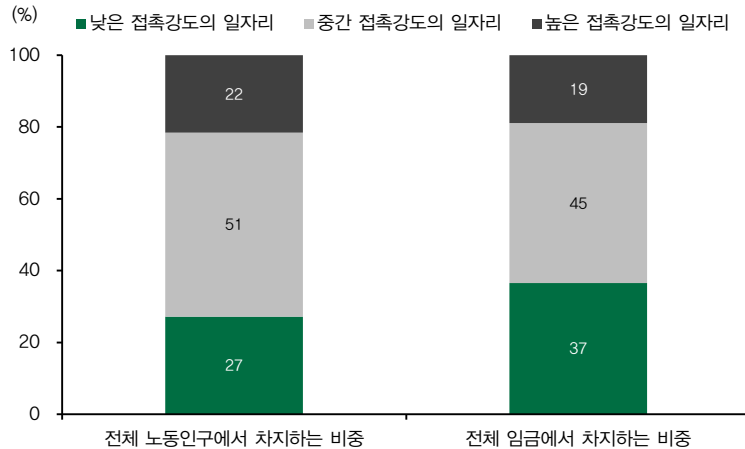
자료: Bloomberg, DB금융투자

비대면(Untact) 기술은 근로소득 불평등을 확대

대면 접촉 강도가 낮은(높은) 분야에 고(저)임금 일자리가 많다

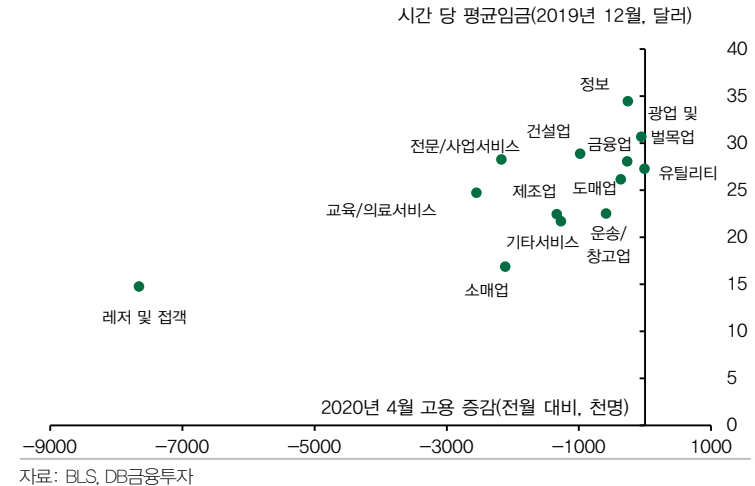
- 업종마다 차이가 있으나 평균적으로 대면 접촉 강도가 높을수록 저임금 일자리일 가능성이 높음
- 낮은 접촉강도의 일자리(언택트 시대에 구조조정 가능성이 상대적으로 낮음): 미국 전체 노동인구 중 27%. 전체 노동소득의 37%
- 중간~높은 접촉강도의 일자리(언택트 시대에 구조조정 가능성이 상대적으로 높음): 미국 전체 노동인구 중 73%. 전체 노동소득의 63%
- 대면접촉 강도가 높은 직업 중 일부 원격/비대면 대체가 가능한 분야도 상대적으로 고임금 일자리(의료서비스, 교육서비스 등)
- 코로나19를 계기로 앞당겨진 언택트 시대는 노동소득 불평등이 더욱 확대되는 환경일 것

▶ 대면 접촉강도에 따른 일자리 분류 (세인트루이스 연은 보고서)



자료: St. Louis Fed (Social Distancing and Contact-Intensive Occupations, 2020.03.24), DB금융투자

▶ 실제로 코로나19로 인한 일자리 상실은 저임금 업종에 집중



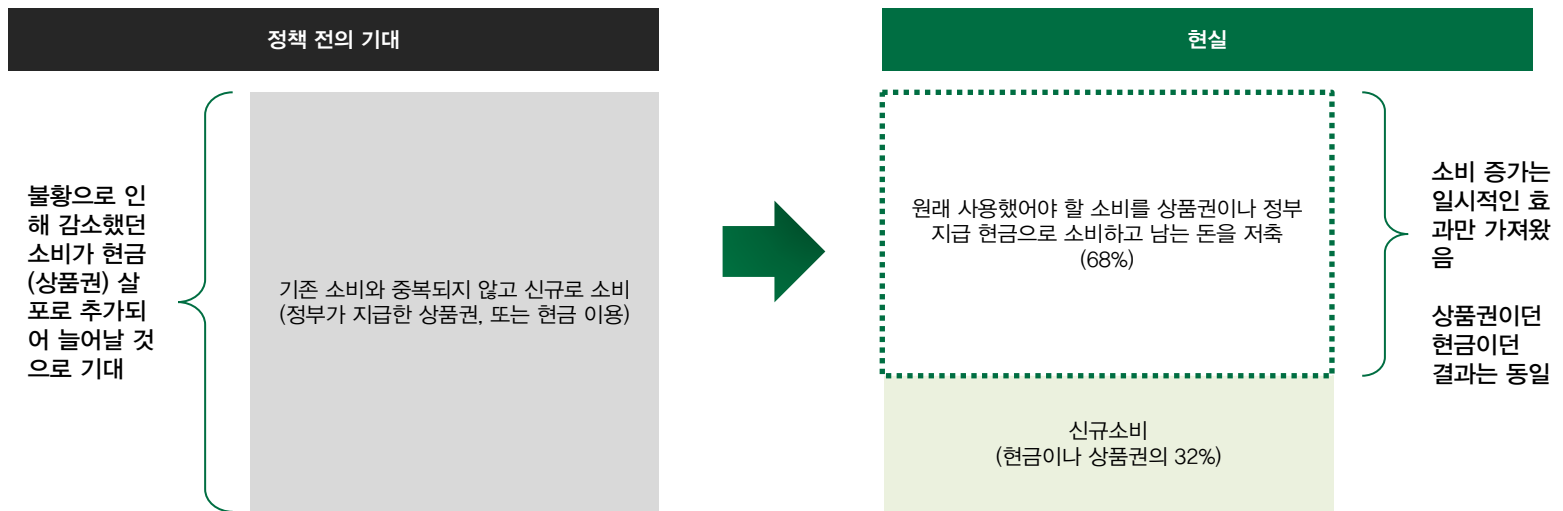
자료: BLS, DB금융투자

대규모 정부 지출 중 민간으로의 소득 이전이 소비에 미치는 효과는 작다

일본의 현금 살포 사례를 살펴보면 민간으로의 소득이전(=현금살포)이 소비를 구조적으로 늘린다는 증거는 부족

- 일본은 과거 1999, 2009년 두 차례에 걸쳐 상품권과 현금을 살포했던 사례가 있었음
- 일본에서 이루어진 후속 연구들에 따르면, 상품권이나 현금이나 돈이 축장되는 정도는 마찬가지로였음
- 대략 살포한 자금의 68%가 저축, 32%만 소비에 쓰였으며 상품권도 할인강이나 기존 소비에 쓸 돈을 대신할 뿐이므로 소비 증진 효과는 제한적이었음

▶ 일본 사례로 본 상품권과 현금 살포시의 효과(기대와 현실)

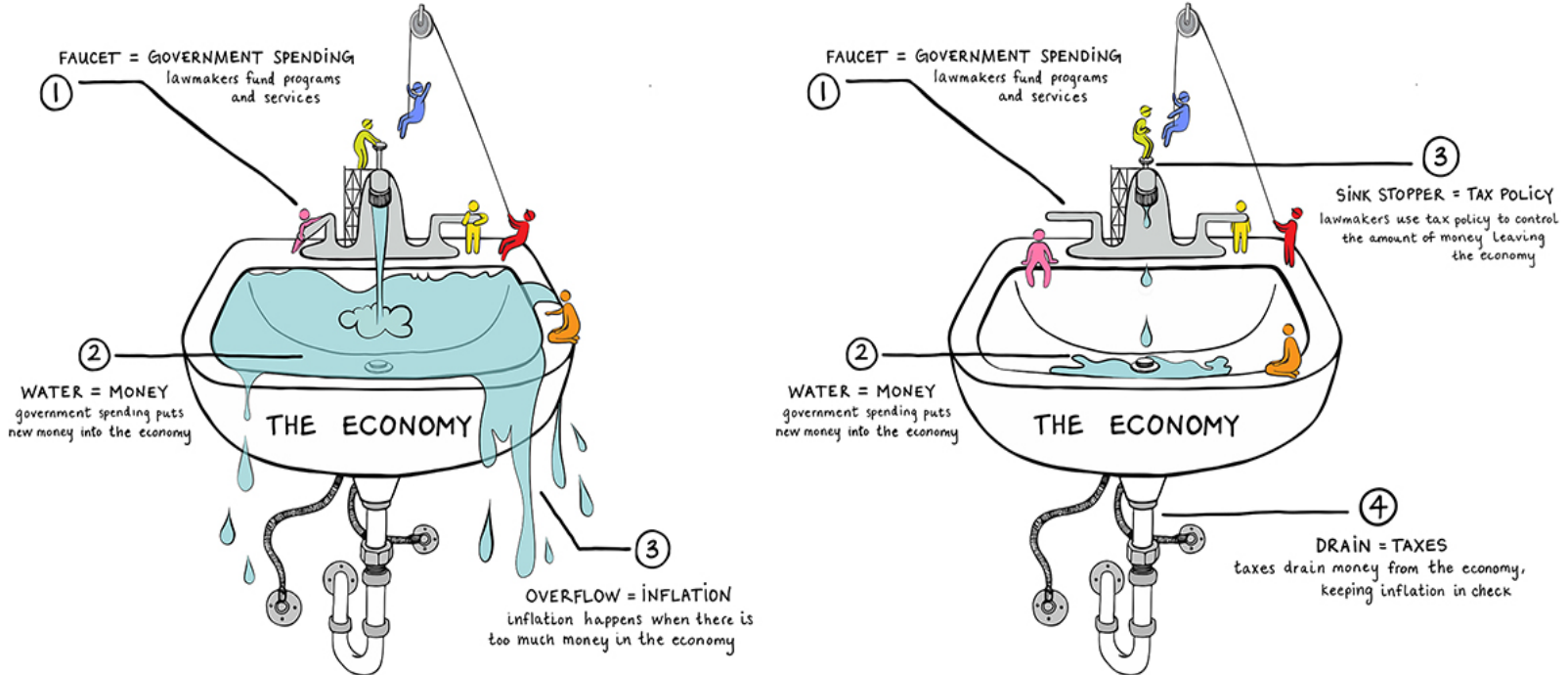


자료: 일본 내각부 지방 창생 추진실(内閣府地方創生推進室) 보고서, DB금융투자

예외적으로 인플레가 올 수 있는 환경: MMT(현대화폐이론)의 현실화

MMT는 많은 오해를 받고 있지만 쓰레기까지는 아니다

- MMT는 중앙은행을 인정하지 않으며 화폐는 국가의 과세 목적에 따른 수단으로서 발명된 것으로 간주(화폐국정설: The State Theory of Money)
 - 대폭적인 인플레이션이 오지 않는 한 대규모 정부 부채는 문제가 없으며 정부 지출이 고용을 보장하도록 함. 인플레나 통화량은 조세정책으로 조절
- MMT이론에서는 정부와 중앙은행이 하나임. 정부는 빚을 내도 부도날 수 없으며 조세정책으로 통화량을 조절



MMT를 오해 없이 제대로 이해하기

MMT는 제대로 이해하기 어렵지만 쓰레기까지는 아니다

- MMT를 단순히 정부가 부채를 늘리고 이를 중앙은행이 매입하면서 재정지출을 늘리는 것으로 이해하는 사람들이 많음

1) 이 과정에서 MMT가 인플레이션을 신경 쓰지 않는 것은 아님. 인플레가 나타날 경우 MMT는 이를 저지하기 위해 재정지출을 중단하고 세금을 통해 초과 유동성을 흡수해야 한다고 주장

- 현재 이미 시행하고 있는 코로나로 인한 정부의 재정지출 확대와 양적완화는 진정한 의미의 MMT라고 보기 어려움

1) MMT는 정부가 부채를 통해 재정지출을 늘리고 늘어난 부채를 중앙은행이 매입하는 것이 다가 아님

2) 그보다는 전통 경제학의 금과옥조인 균형 재정론, 중앙은행의 독립성 등을 전면 부정한다는 점이 중요

3) 이는 결과적으로 화폐에 대한 관점이 다르기 때문. MMT는 화폐를 국가가 경제활동과 과세의 편의를 위해 만들어낸 교환권일 뿐이라고 주장

- 진정한 MMT란 정부와 의회, 국민들이 모두 다음의 관념에 동의하는 것. 즉, 자국화폐로 발행된 국가부채가 절대로 부도날 수 없으며 인플레가 심해지지 않는 한 재정적자는 아무런 문제가 없다는 것
- 가령 기본소득을 주장하면서 재정적자를 걱정하는 것은 MMT가 아님. 반면 기본소득을 주장하면서 인플레이션이 온다면 세금을 통해 통제하지는 것은 MMT라고 할 수 있음

▶ 화폐에 대한 관점, 재정건전성, 중앙은행 독립성 등에 대한 기존 이론의 생각을 모두 바꿔야 MMT라고 할 수 있음



자료: Kingdom Economics

MMT가 효과를 보기 위해서는 몇 가지 전제조건이 필요

MMT가 이론이 되기 어려운 이유는 특정한 조건에서만 성립하기 때문

- MMT는 비기축통화국에서 작동 여부가 불확실

1) 대규모 재정적자와 화폐 발행시 신흥국은 환율 경로를 통해 인플레이션 압력이 커져서 지속 불가능할 수 있음

- 기축통화국이라도 완전고용 상태에서는 MMT가 작동하기 어렵고 인플레 부작용 커져

1) MMT의 기본 의도는 인플레 제약하에서 정부 지출을 파격적으로 늘림으로써 국민의 고용복지를 실현하는 것

2) 그러나 만약 고용갭이 0에 가까운 완전고용 상태라면 MMT를 시행하더라도 추가적인 고용 증진은 없는 채 인플레 압력만 발생시킴

3) 현재 미국이나 유럽의 실업률은 코로나 이전에 사실상 완전고용에 가까웠던 상태. 따라서 MMT를 실시하면 효과는 제한적인 반면 부작용은 커짐

- MMT에서 가정하는 세율의 탄력적인 조정은 현실적으로 불가능

1) MMT는 정부와 중앙은행을 분리해서 생각하지 않음. 결과적으로 세수는 통화량을 조절하기 위한 수단이 될 수 있음

2) 만약 인플레가 발생할 경우 중앙은행이 금리를 올리거나 시중 통화량을 조절하듯이 MMT에서는 세수를 늘릴 수 있는 수단이 필요. 그러나 현실적으로 조세저항과 정치인들의 지지율 관리 때문에 세율을 탄력적으로 높이거나 세수 기반을 넓히기가 어려움. 이는 결과적으로 MMT가 작동하지 않을 수 있음을 암시

- MMT의 원활한 시행을 위해서는 충분히 낮은 이자율이 필요

1) 정부지출이 크게 늘어야 하는데 정부의 조달 비용이 커진다면 결과적으로 금리가 낮을 때 보다 부채가 걸잡을 수 없이 커지고 통화량 증가 속도가 매우 가팔라짐. 이는 MMT시행의 안정성을 해칠 수 있음

2) 현재 선진국을 제외한 대부분의 국가들은 MMT를 실시할 만큼 이자율이 충분히 낮지 않음

예외적으로 인플레가 올 수 있는 환경: 기본소득제 도입 정치권 움직임

기본소득제 도입 시 인플레이션이 올 수 있으나 현실적인 한계 존재

- 최근 국내 정치권에서 기본소득제 도입이 차기 대선 어젠다로 부상함. 코로나19발 경기 침체를 계기로 스페인, 이탈리아, 포르투갈 3개국은 범EU 기본소득제 도입을 EU에 제안
- 기본소득제는 모든 사회구성원 개인에게, 자산 심사와 노동 요구 없이, 매달 지속적으로, 기본적 생활이 가능할 정도의 충분한 현금을 지급하는 제도
- 노동과 무관하게 소득이 지급될 경우 노동시간 당 통화가치가 감소해 경제활동 참가율과 산출량이 감소하고 세율이 인상되어 인플레이션이 발생할 수 있음. 생필품 및 서비스 수요 증가로 수요견인 인플레이션 압력도 발생
- 재원 마련을 위해 소득 상위 1% 세금 인상, 고가 소비재에 대한 누진세 인상, 이자, 배당 등에 대한 중과세 부과 등 조세개혁 방안이 제안됨. 지속 가능한 실천 방안에 대한 사회적 합의가 필요하다는 점에서 현실적인 한계 존재

▶ 기본소득제 도입을 찬성·반대하는 이유



자료: 마크로밀엠브레인, DB금융투자
주: 전국 만 15-59세 1000명 대상, 복수응답

▶ 기본소득제 시행 해외 주요 사례

국가	기간	내용
미국 알래스카주	1982~	- 1982년부터 원유 수입으로 조성한 알래스카영구기금으로 모든 주민들 대상 연 1,200달러 지급
핀란드	2017.01~2019.01	- 2년 간 실업자 중 무작위로 2천 명을 선발해 월 560유로(약 70만 원)씩 지급하는 실험을 진행 - 수급자들의 노동시장 참여 효과가 없어 정부가 '실패' 인정
캐나다 온타리오주	2017.07~2018.08	- 저소득층 4000명에게 매달 1320캐나다달러(약 119만원)를 지급하는 실험을 3년간 계획했으나 재원 부족으로 1년 만에 중단
스위스	2016.06	- 18세 이상 모든 성인에게 월 2500스위스프랑(약 300만원), 어린이와 청소년에게도 650스위스프랑(78만원)을 주는 기본소득안을 국민투표에 부침 - 세금인상, 이민자 대거 유입 가능성 등으로 투표자의 76.7%가 반대해 부결

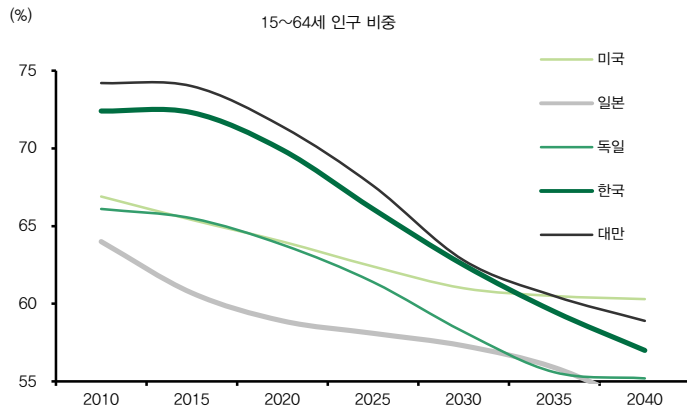
자료: 언론자료, DB금융투자

예외적으로 인플레가 올 수 있는 환경: 그 외 조건들

MMT외에 인플레이션이 가능한 조건들은 다음과 같은 비현실적인 상황들 뿐

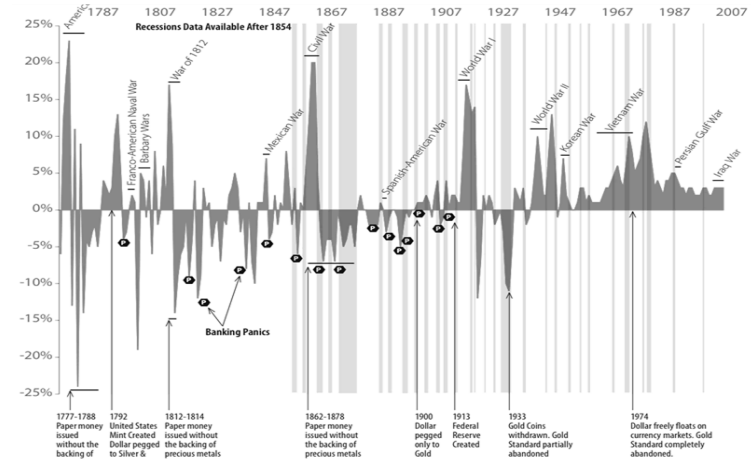
- 원자재 가격이 급등하는 상황, 즉, 2000년대 중반처럼 중국과 같은 원자재 블랙홀이 세계 어딘가에서 나타나는 것
- 전세계의 생산가능 인구가 갑자기 급증하는 증가세로 돌아서는 것
- 글로벌 과잉 생산시설의 물리적 파괴(전쟁?)
- 중세시대 흑사병과 같은 대규모 인구 감소에 따른 노동력 부족 발생
- 세계 각국이 단순히 보호무역의 차원을 넘어서 자급자족 경제에 준하는 폐쇄 경제로 복귀하는 경우

▶ 전세계 생산 가능 인구는 중장기적으로 감소세



자료: UN, DB금융투자

▶ 전쟁은 모든 시대, 특히 19세기까지 인플레이션의 주요 원인



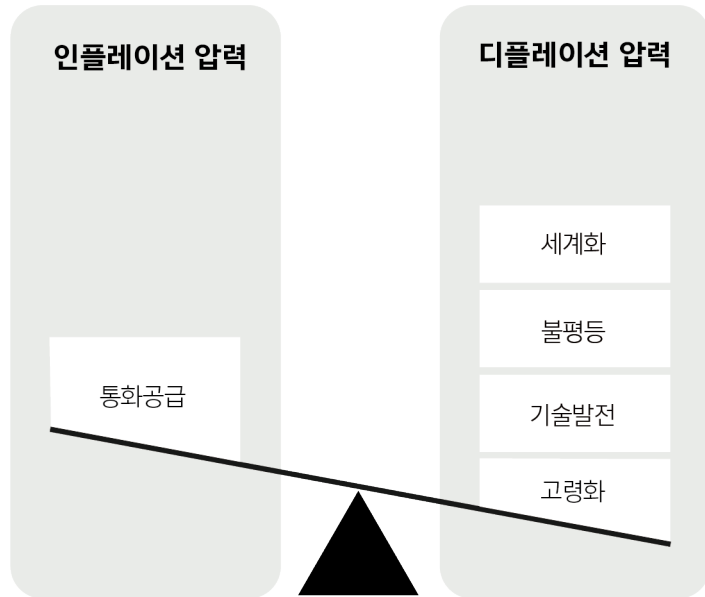
자료: <http://www.visualizingeconomics.com>, DB금융투자

코로나 이후 시대에서 인플레이션을 전망하는 시각 vs 우리의 반론

	인플레이션을 전망하는 시각	우리의 반론
위기 대응 정책의 결과	정부의 전례 없는 대규모 재정 지출	대규모 재정 투입이 거시경제 내 실질 중립금리를 올리는 방향으로 작용할 것이다. 하지만 대규모 실업이 길어질 것으로 예상되는 등 팬데믹의 흉터로 인한 경제의 영구적 잠재력 손상과 대규모 부채 누적은 다른 한편으로 중립금리를 낮추는 요인. 따라서 재정 투입의 효과가 반감될 것
	특히 재정 투입이 개인의 소득을 보전해주는 방향으로 진행되기 때문에 가계 소비로 이어질 개연성이 큼. 이는 소득 불평등 해소에 일부 기여하며 인플레이션을 일으킬 것	전례 없는 위기 이후 민간 경제주체는 적극적 지출보다는 예방적 동기의 저축수요가 늘어날 것. 또한 정부의 지원은 저소득층의 상실된 소득 보전에 그칠 것으로 보여 초과 수요를 일으키는 데에는 한계. 저소득층의 높은 부채비율도 저축 동기를 높이는 요인
	연준의 자산매입 속도도 GFC 때보다 빠르게 진행. 연준 총자산이 10조 달러까지 늘어날 것으로 예상. 대규모 유동성 공급으로 인플레이션 압력이 누적될 것	글로벌 금융위기 때와는 달리 국제 매입 뿐 아니라 신용시장의 지원을 통한 저리의 대출 성격의 통화정책이 진행. 08년 GFC 때는 연준이 공급한 분원통화 중 상당 부분이 지급준비금으로 재 예치되며 시중유동성 증가 효과는 제한적이었으나 금년에는 시중 대출이 크게 늘어 공급된 통화가 인플레이션을 발생시킬 여지가 생김. 하지만 시중 통화량이 늘어도 민간경제주체가 소비/투자하지 않으면 물가상승으로 이어질 수 없음. 높은 불확실성으로 소비/투자보다는 저축 유인이 더 클 것. 또한 극단적 저금리 하에서 여전히 위험자산의 매력도가 높아 대규모로 풀린 통화량은 실물보다는 자산시장으로 유입될 가능성이 큼
	장기적으로 대규모 정부부채 감축을 위해 인플레이션을 유도할 것	인플레이션 유발이 정부부채 축소의 여러 옵션 중 하나지만 인플레이션이 저소득층의 구매력 저하로 연결될 수 있어 정부 지출의 목표와 상충됨. 근본적으로는 성장을 대비 낮은 금리를 유지하면서 세입을 늘리는 것이(때로는 중세도 고려) 합당한 방법. 중립금리 환경에서 일정 부분 인플레이션은 용인할 것. 다만 이는 고압경제 성격이지 부채 축소를 위한 인플레이션 유발은 아님. 경기가 일정 수준 이상으로 과열 될 시에는 출구전략에 나설 것
정치/이념의 변화	세계화의 퇴각으로 인한 글로벌 공급망(GVC) 재편으로 제품가격이 전반적으로 상승할 것	생산비용이 다소 늘더라도 제조업 해외 공급망의 다변화 및 자국으로의 구축 수요는 분명 증가할 것. 다만 동 흐름은 2010년 전후로 이미 진행되던 상황이고 GVC 약화와 소비자물가 상승 간의 관계가 뚜렷하지는 않음. 그럼에도 내구 소비재를 중심으로 가격 인상 압박은 분명 존재. 하지만 내구 소비재가 전체 물가지수에서 차지하는 비중은 크지 않음
	리쇼어링의 수혜를 받을 일부 제조업 노동자들의 임금 인상이 가능할 것. 또한 반 세계화로 인한 이민 제한도 자국 시장의 노동공급 감소 요인. 세계화로 그간 저숙련 노동자들을 중심으로 받았던 임금 압박이 일부 해소될 것으로 보임. 이는 사회 불평등 해소와도 연결	일부 제조업 근로자의 임금상승 효과 있을 수 있음. 하지만 언택트 지향의 4차 산업혁명 시대는 여전히 자본의 힘이 노동자의 임금 교섭력보다 우위일 것. 특히 일부 오프라인 서비스업의 위축, 단순 서비스 업무가 기계로 대체될 수 있는 점 등은 단순 서비스 분야 임금을 더욱 압박할 수 있는 요인. 전반적인 노동소득 양극화는 더욱 커질 수 있음
금융시장 측면	미국의 쌍둥이적자 심화로 장기적으로 달러약세 가능성이 높음. 달러 약세로 인한 인플레이션 압력 증가	주요국과의 펀더멘탈 차이도 달러가치를 설명할 수 있는 주요 변수. 언택트를 주도할 4차 산업혁명에서 미국 기술이 앞서 있고 대규모 재정지출로 미국의 경기 회복력은 달러인덱스 비중 상위 통화 국가인 유럽이나 일본 대비 우위에 있음. 대규모 재정적자에도 장기적 달러 약세 압력은 제한적일 것

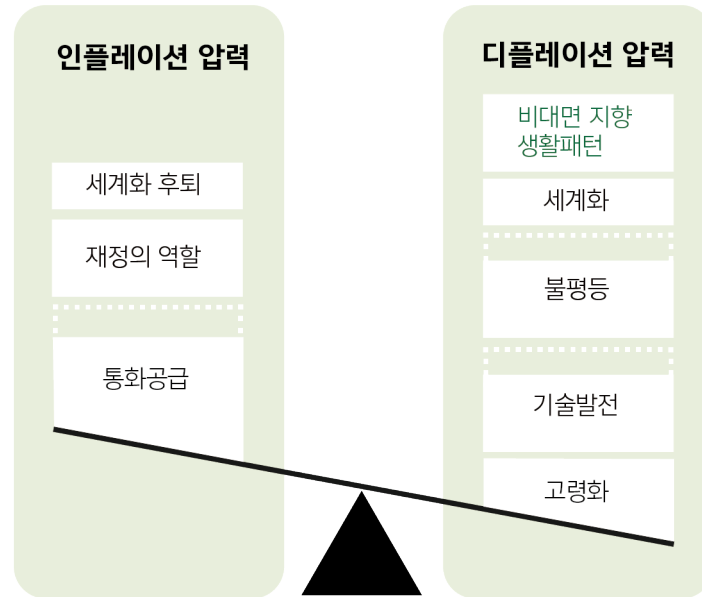
코로나19 이후 변화될 인플레이션 역학

1980s~현재



- 고령화와 생산가능 인구 감소
- 세계화로 및 기술의 발전
- 불평등 심화 (세계화 및 기술 발전의 영향)
- 40년 가까이 디플레이션 압력 우위

POST COVID-19



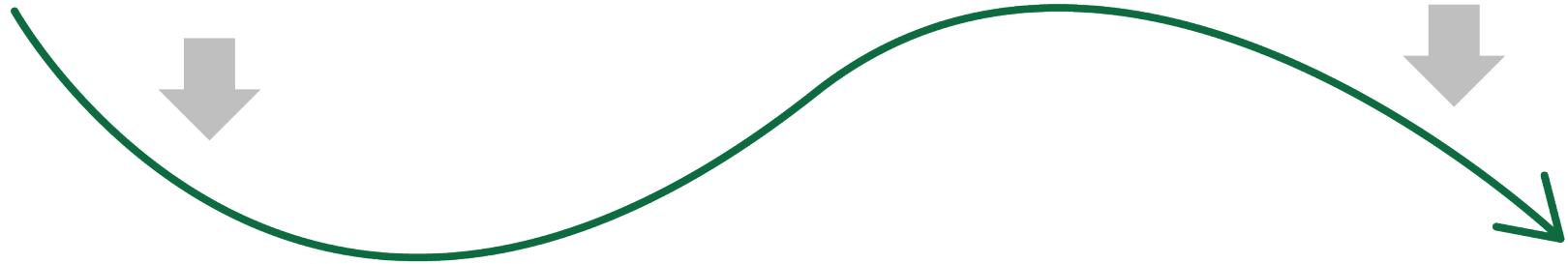
- 세계화 후퇴/재정의 역할 증가는 인플레이션 요인
- 비대면 지향 기술 진보 가속화는 디플레이션 요인
- 구조적인 고령화 및 생산가능인구 감소 추세 지속
- POST 코로나, 여전히 디플레이션 시대

물가상승률 예상 경로

팬데믹 후유증/구조적 요인/디지털 전환 가속화: 저물가 기조 지속

- 팬데믹 충격과 급증한 부채 부담으로 인한 잠재성장률 및 중립금리 하락
- 구조적 디플레이션 압박 지속(고령화, 기술의 발전)
- 비 대면 지향의 디지털 전환 가속화 → 서비스 물가 하락압력
- 정부부채 관리(저금리 장기간 유지, 증세 가능성)

팬데믹 경기 침체. 디플레이션 압력



2~3년 후 경기 회복 국면에서의 리플레이션

- 대규모 통화/재정 부양의 효과
- 글로벌 공급망(GVC) 재편으로 인한 일부 제품 가격 상승 효과

인플레이션이 없다면 자산 전략은?

첫번째. 돈은 '될 놈'에게 몰리는 특성이 있다

코로나는 물론, 이미 금융 위기 이후 대규모로 돈이 풀렸지만 자산시장 가격만 상승
과거 흐름을 보면 중앙은행의 유동성 공급은 시차를 두고 자산시장에 유입되는 움직임이 있었음

두번째. 낮은 금리가 중요. 재정 적자에도 불구하고 금리가 오를 가능성은 제한적

금리는 모든 자산의 할인율이기 때문에 금리가 낮을수록 다른 자산의 가격도 상승, 반대는 반대
대규모 재정적자에도 불구하고 중앙은행의 매입이 이를 상회하고 있어 금리가 의미 있게 오를 가능성은 낮아짐

세번째. 결국 실물 인플레가 아닌 자산가격 인플레가 온다

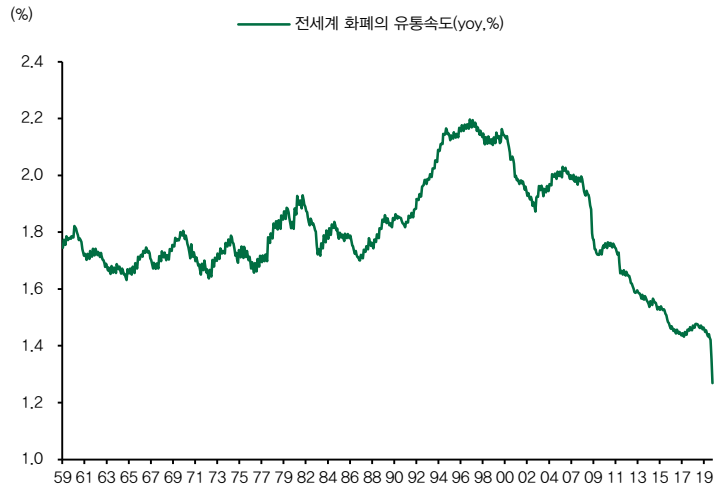
화폐 수량 방정식이 틀렸다고 볼 수 없음. 다만 그 안의 인플레 대상에는 투자자산도 넣어야 함
넘치는 유동성은 고 수익이 기대되는 곳으로 몰릴 것. 이는 자산가격의 상승을 가져올 것이며 동일 자산 내에서도 옥석 가리기가 활발할 것

돈이 풀린 것은 사실인데 실물 인플레이션이 없다? → 돈은 자산시장으로

돈의 속성은 '될 놈에게 몰빵' 한다는 것

- 화폐 수량 방정식(MV=PY)은 지극히 상식적인 것으로 돈의 양과 그 유통속도가 물가를 결정한다는 것. (M:통화량, V:통화 유통속도, P:물가, Y:국민소득)
- 현재 대규모의 양적완화나 정부 지출에도 불구하고 물가가 오르지 않는데 화폐수량 방정식의 문제라기보다는 저성장 국면에서 화폐의 유통속도V가 감소하는 점과 P로 대변되는 물가의 대상의 문제일 수 있음
- 즉, P의 대상에는 단순히 재화와 서비스 뿐 아니라 자산가격도 포함시킬 필요가 있음

▶ 돈을 풀었지만 전세계 화폐의 유통속도는 빠른 속도로 둔화



자료: DB금융투자

▶ 양적완화는 위험자산가격에 자금 흐름을 유발(1년 후행)



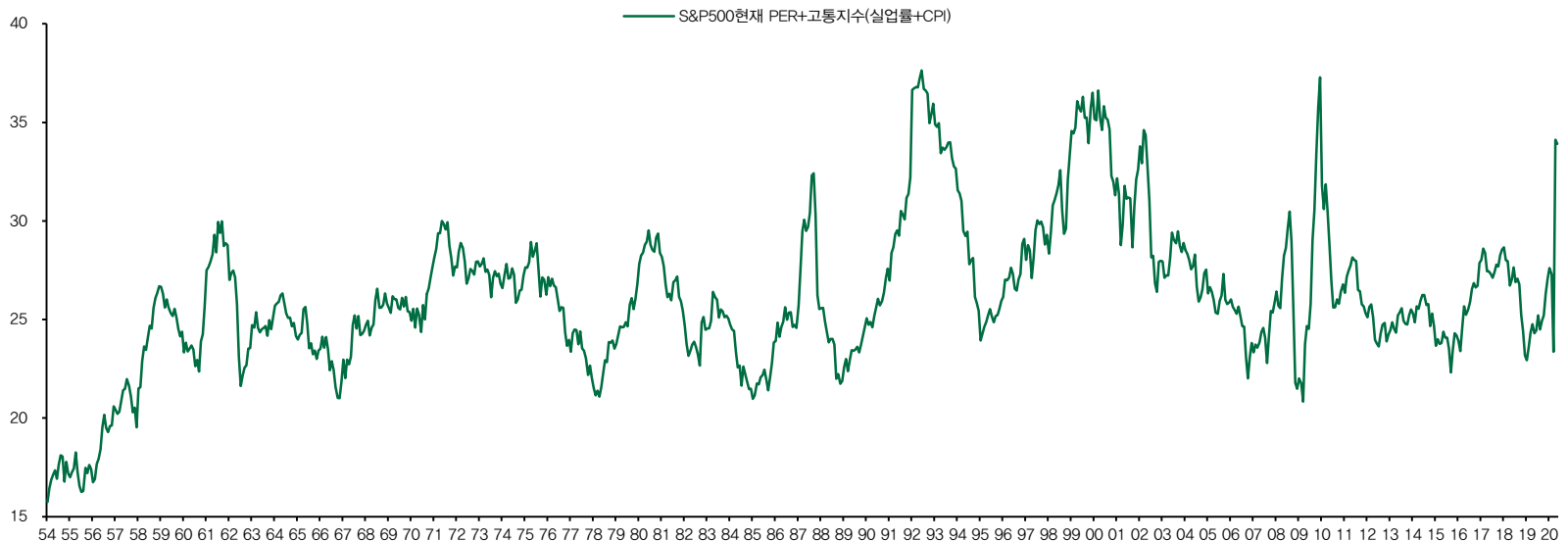
자료: Bloomberg, ICI, DB금융투자

자산의 가치를 평가할 때 금리를 같이 생각해야

과거와 비교해 현재 글로벌 자산가격이 비싸다고는 하지만 물가 수준을 고려하면 그렇지 않을 수 있어

- ‘고통지수 = 실업률 + 물가’ 는 인간의 낙관과 비관을 측정할 수 있는 지표로서 과거 자산가격의 밸류에이션 수준을 측정할 수 있었던 지표
- 특정 자산의 가격이 수익 대비 얼마나 비싼가를 나타내는 지표(PER)와 위의 고통지표를 더해서 클수록 버블이라고 말할 수 있음[아래 도표]
- 과거와 비교했을 때 최근 수년간 등 지표는 역사적으로 낮은 수준을 보임

▶ 자산가격의 밸류에이션은 금리 수준(≒물가)와 같이 볼 필요

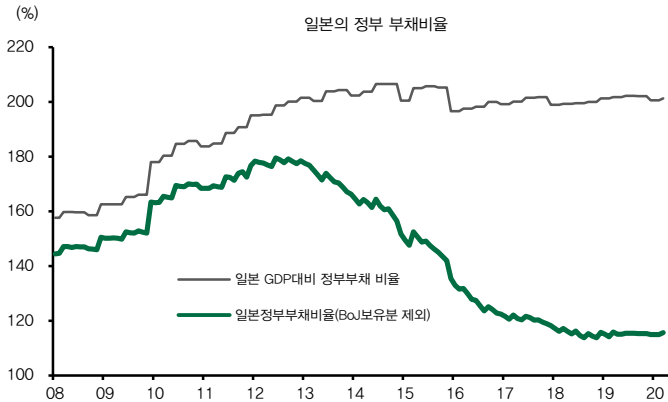


대규모 적자 재정에서 금리 상승 가능성은 제한적

중앙은행이 매입한 국채는 정부부채라고 볼 수 있는가?

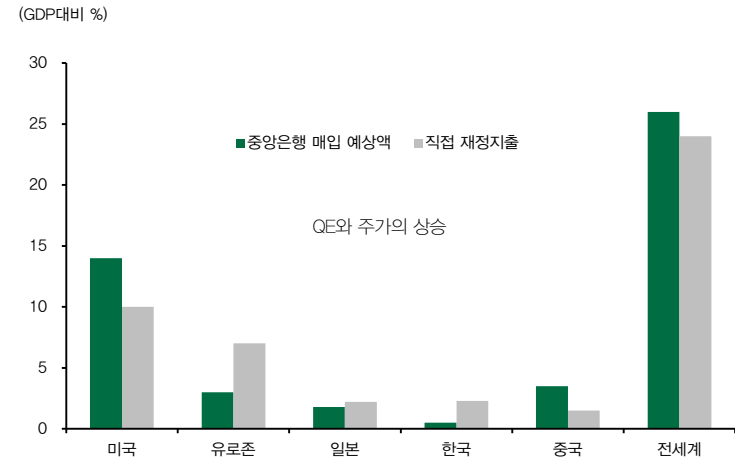
- 인플레이션에 따른 금리 상승 가능성이 낮아도 대규모 적자 재정정책에 따라 금리가 오를 가능성에 대한 우려는 존재
- 근본적으로 금리란 성장률과 물가의 함수. 다른 면에서 생각해보면 정부 지출이 증가하는 상황은 근본적으로 경제의 현재 상황이 저성장, 저물가임 의미하므로 펀더멘탈상 금리가 크게 오른다고 보기는 어려움. 여기에 통화정책이 조합되면 금리 상승을 막을 수 있음. 만약 중앙은행 보유 국채를 정부 부채에서 제외한다면 결과적으로 재정부담은 크지 않거나 오히려 줄어들 수도 있음
- 결과적으로 국채금리는 중장기적으로 낮은 수준을 유지할 것이며 채권자산에 대한 비중은 꾸준히 확대해 갈 필요가 있음

▶ BoJ 양적완화 이후 일본은 실질 국가부채 비율이 개선



자료: BoJ, 일본 재무성, DB금융투자

▶ 코로나19에서 각국 중앙은행 자산매입은 재정적자를 커버



자료: DB금융투자 주: 모든 수치는 5월말 기준
 주: 연준 매입량은 한도가 무한대, 위의 표시는 현재까지의 매입량만 표시한 것
 한국의 중앙은행 매입량은 DB금융투자 추정치

중앙은행의 정책은 금리를 강제로 낮게 유지

여러가지 연구에 따르면 QE는 장기국채 금리를 낮추어 높은 자산가격에 도움을 주었음

- 중앙은행의 양적완화 정책의 목적에는 정부의 대규모 적자재정을 뒷받침하기 위함도 포함되어 있음
- 중앙은행이 채권을 매입하겠다는 시그널을 줌으로써 채권시장에서는 금리를 낮게 거래하는 유인이 발생
- 양적완화 이외에도 포워드 가이드런스, 수익률 곡선 통제, 마이너스 금리 등은 모두 장기금리의 기간 프리미엄을 낮게 유지시키는 데 도움을 줌

▶ 과거 미국의 연구결과에 따르면 양적완화는 매입대상 채권들의 금리 수준을 상당폭 하락시킴 (단위 : bp)

연구자	측정대상	QE1	QE2	OT	QE3
Gagnon, Raskin, Remache&Sack	UST10Y T-premium Agency MBS	-38 -156 -113			
Krishnamurthy, Vissing-Jorgenson	UST10Y Agency MBS	-107 -200 -88	-30 -29 -13		
Ehlers	UST10Y		-54	-73	
Bauerm Neely	UST10Y	-123	-23		-14
Amico, English, Lopez	UST10Y T-premium	-35	-45		
Ihrig, Klee, Li, Wei	UST10Y T-premium	-40	-40	-17	-50
Hammltin&Wu	UST10Y T-premium			-27	

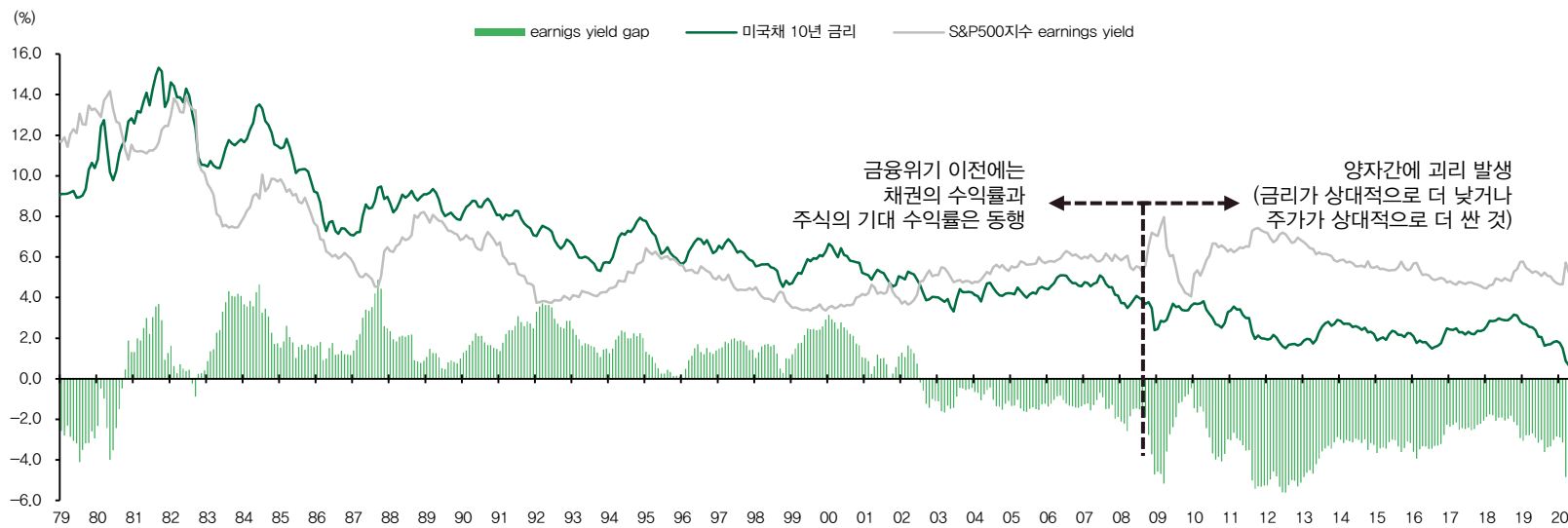
자료: 각 연구, DB금융투자 주: OT는 operation twist, UST10Y T-premium은 미국채 장기물 금리에 포함되어 있는 장단기 스프레드를 결정하는 요소

저금리와 유동성 공급이 가지는 자산가격 전방위 부양 효과

저금리가 극단적으로 진행되어 제로 금리 이하, 유동성 잉여 상황에서 모든 자산가격은 비슷한 방향으로 움직임

- 저금리와 양적완화는 채권금리를 낮은 수준으로 유지. 이는 현금흐름 자산(주식, 부동산 등)의 밸류에이션 매력을 높였음
- 위험 자산 가격의 꾸준한 상승에도 불구하고 채권 금리 대비한 상대 수익률은 여전히 매력적인 상황
- 결과적으로 (인플레이션 등의 원인으로) 금리가 오르는 것은 위험자산에 상당한 리스크로 작용

▶ 금융위기 이후 초저금리와 양적완화가 시작된 이후 낮아진 금리 대비 위험자산의 기대수익은 오히려 높아지는 현상이 발생



자료: DB금융투자

주: Earnings yield = 1 / PER : 주식의 예상 연 환산 수익률, earnings yield가 국채 금리 대비 높을 수록 상대 가치가 큼

결론: 실물 인플레이가 아닌 자산 인플레이가 온다

인플레이션은 화폐적 현상이란 명제가 틀린 것은 아니다

- 전통의 화폐 수량 방정식이 틀린 것은 아님. 그렇지만 방정식에서 말하는 가격 P가 꼭 재화의 가격만 의미하지는 않는다
- 화폐는 스스로 존재할 수 없으며 자산을 경유하여 축장됨. 재화와 서비스의 공급이 증가하는 추세인 반면에 수요 증가는 제한적이어서 물가가 오르는데 한계가 있음. 즉, 크게 늘어난 화폐는 결국 자산가격을 올릴 수 있음
- 현재 위험 자산(주식, 부동산, 대체투자 등)의 고밸류에이션은 낮은 금리와 같이 이야기 할 필요가 있음. 위험 자산 가격의 할인율인 금리가 낮기 때문에 위험자산의 높은 가격이 합리화되는 것. 즉 마주 보고 있는 거울처럼 순환하는 것으로 저금리와 자산가격 밸류에이션은 따로 말할 수 없음
- 따라서 금리가 오르면 위험자산 가격도 그만큼 조정 받아야 함
- 현재로서는 금리가 기초적으로 대폭 오르게 하는 거의 유일한 원인은 강력한 인플레이션. 그러나 우리는 지금까지 그러한 인플레이가 쉽지 않음을 보였음
- 결과적으로 낮은 금리는 위험자산의 고 밸류에이션을 합리화. 결국 저 인플레이는 위험자산 가격의 꾸준한 상승을 의미
- 즉, 안전자산, 위험자산 구분이 불필요하게 모든 자산 가격은 저 인플레이 환경하에서 높은 가격을 보일 것
- 결국 낮은 실물 인플레이 환경에서 자산가격 인플레이는 불가피

$$\text{자산의 가격}P = \frac{\text{미래현금흐름}}{\text{할인율(금리)}}$$



본 사

본사 영업부 02) 369-3200 서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (DB금융투자빌딩 1~2층)

서울지역

강남금융센터 02) 3474-9000 서울특별시 서초구 강남대로 341 (삼원빌딩 3층)
 DB금융센터 02) 3011-5000 서울특별시 강남구 테헤란로 432 (DB금융센터빌딩 3층)
 청담금융센터 02) 514-1414 서울특별시 강남구 영동대로 644 (원일빌딩 2층)
 목동금융센터 02) 2636-6000 서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)
 을지로금융센터 02) 753-9000 서울특별시 중구 남대문로 113 (DB다동빌딩 3층)
 잠실 02) 419-6200 서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 42 (루터회관 1층)

대전 · 충청지역

대전 042) 522-6600 대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손빌딩 2층)
 청주 043) 253-9400 충청북도 청주시 흥덕구 풍년로 205번길 57 (WM타워 5층)

부산 · 경상지역

남포 051) 242-6000 부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
 부산 051) 515-6200 부산광역시 동래구 총렬대로 353 (BNK부산은행 2층)
 센텀 051) 741-7200 부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트림프스퀘어 2층)
 양산 055) 388-0900 경상남도 양산시 양산역6길 9 (BYC빌딩 204호)
 창원 055) 600-5500 경상남도 창원시 의창구 원이대로 320 (더시티세븐 3층)
 대구금융센터 053) 476-4000 대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)

경기지역

분당 031) 718-7000 경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
 인천 032) 518-3434 인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
 평촌 031) 382-6200 경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (하나은행빌딩 4층)
 진접 031) 572-4020 경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 (광장빌딩 3층)
 화성향남 031) 366-0900 경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 (중앙빌딩 3층)

광주 · 전라지역

광주 062) 225-3400 광주광역시 남구 봉선로 164 (삼환빌딩 4층)
 전주 063) 229-2211 전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (코트빌딩 6층)

강원지역

원주 033) 765-9400 강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.