

포스트 코로나19 이후 글로벌 금융불균형 전망

Global Financial Imbalance In Post-COVID-19

김권식*

[국문요약]

지난 2020년 코로나19 바이러스가 전 세계로 확산되면서 글로벌 팬데믹 위기로 확산되자 각국의 정책당국자들은 금리인하 조치와 양적완화, 그리고 헬리콥터 머니를 살포하면서 유동성을 펴부었다 그 결과 주요국 중앙은행들은 2008년 글로벌 금융위기 당시보다 4배나 많은 10조 달러를, 각국 정부들은 전세계적으로 GDP의 13.5%에 해당하는 13.9조 달러를 공급했다. 풀린 자금이 주로 자산시장으로 유입되면서 금융-실물간 불균형을 심화시키고 자산시장내 성장주와 가치주의 불균형 등을 초래하였다. 현재 금융불균형이 누적되면서 과열 징후가 나타나 테이퍼링 및 금리인상 논의와 맞물려 조정 압력을 받을 가능성이 있으므로 관련 동향을 면밀히 점검하면서 연쇄적 리스크 확산으로 이어지지 않도록 철저한 분석과 대비태세를 갖출 필요가 있다.

핵심주제어: 금융불균형, 포스트 코로나19, 국면전환모형

I. 서론

지난 2020년 코로나19 바이러스가 전 세계로 확산되면서 글로벌 팬데믹 위기로 확산되자 각국의 정책당국자들은 금리인하 조치와 양적완화에 더해 헬리콥터 머니(helicopter money)를 살포하면서 유동성을 펴부었다. 헬리콥터 머니는 중앙은행이 화폐를 새로이 발행해 정부로부터 국채를 직매입하고 정부는 국채 매각 대금으로 필요한 곳에 돈을 직접 지원하는 대규모 자금을 말한다. 동 자금 집행으로 소비 진작 등을 유발함으로써 심각하게 침체된 경제를 살리려는 조치다. 뿐만 아니라 양적완화도 단순 국채매입에서 머물지 않고 이례적으로 위험자산인 회사채와 상장지수펀드(ETF)까지 매입을 확대하면서 금융불안 진화에 나섰다.

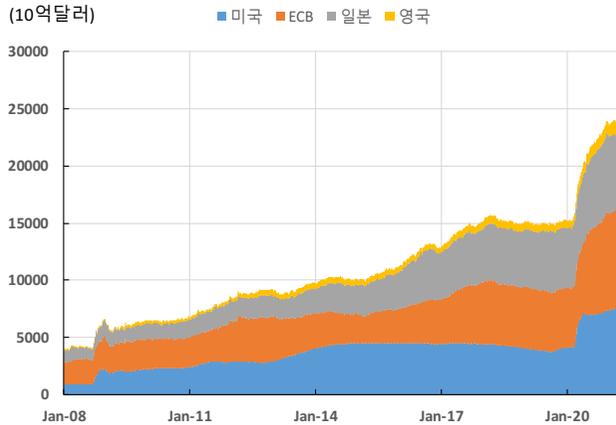
이렇게 해서 풀린 시중 자금은 어마어마하다. 먼저 미국 연준, 유럽중앙은행, 일본은

* 국제금융센터 조기경보부 부장/전문위원, Tel: +82-2-3705-6222, E-mail: kskim@kcif.or.kr

행, 영란은행 등 주요 4개국 중앙은행이 코로나19 팬데믹 대응으로 푸른 양적완화 규모는 10조 달러(지난해 1월 팬데믹 직전 15조 달러 → 금년 5월말 25조 달러)에 달한다(그림 1). 이는 2008년 글로벌 금융위기 극복 과정에서 푸른 양적완화 자금(2.5조 달러)의 4배나 많은 수준이다. 또한 현재 미국 연준은 사상 처음으로 52억 1,000만 달러 상당의 회사채와 ETF를 보유하게 되었다.

다음으로 재정정책으로 풀린 자금도 상당하다. IMF에 따르면 코로나19 팬데믹에 대응한 재정정책 규모(우발채무 등 유동성 지원 포함)는 전세계적으로 13.9조달러에 달한다. 지난 1년 사이에 전세계 GDP의 13.5%를 재정지원으로 사용하였다는 의미다. 이를 선진국과 신흥국으로 나눠서 보면 재정지원은 신흥국보다 선진국이 훨씬 많다. G20 중에서 선진국에 해당하는 국가들은 재정정책을 통해 GDP의 25.4%를 공급했고 G20중에서 신흥국에 해당하는 국가들은 불과 6.7%만 공급했다(그림 2).

<그림 1> 주요 중앙은행들의 자산매입(완적완화) 규모



자료: Bloomberg

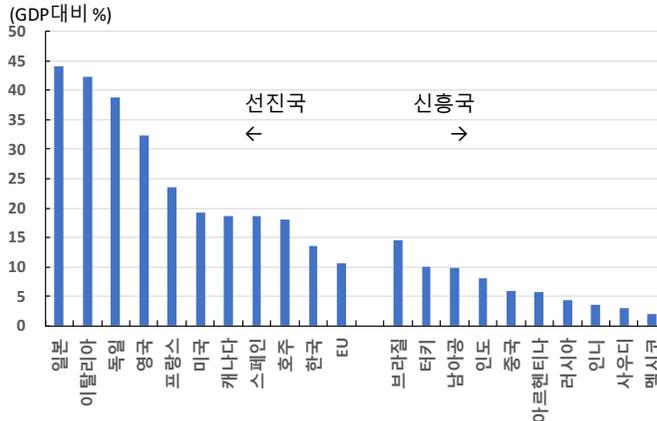
중앙은행이 채권 유통시장과 발행시장에서 국채를 매입하고 화폐를 공급하는 양적완화와 더불어 회사채 및 ETF까지 매입하고 경제주체에 직접 지원하는 헬리콥터 머니까지 뿌린 이유는 2008년 글로벌 금융위기 당시의 교훈이 있었기 때문이다. 글로벌 금융위기 당시 실시한 양적완화는 중앙은행이 금융기관에서 국채와 주택저당증권(MBS) 등을 매입해 금융기관으로 자금이 들어가면 금융기관이 가계와 기업에 대출하여 시중에 자금이 돌게 하는 간접 방식이었다. 문제는 양적완화를 통해 금융기관으로 흘러간 자금이 실물경제로 흘러가지 못하고 다시 중앙은행으로 환류하면서 실물경제 회복이 지연되는 저성장 고착화 문제가 발생하였다는 점이다. 또한 양적완화 자금이 자산시장으로 쏠리면서 자산 가격이 상승하며 빈익빈 부익부를 만드는 소득과 자산의 불평등을 심화시

<그림 2> 코로나19 대응으로 사용된 G20 국가의 재정정책 규모

(a) 재정정책 규모(금액기준)



(b) 재정정책 규모(GDP대비 기준)



자료: IMF

켰다. 이러한 사회적 문제가 있는 상황에서 코로나19 팬데믹 위기가 터지자 각국의 정책 당국자들은 헬리콥터 머니를 선택한 것이다. 성인에게 현금을 직접 지급하고 일자리를 유도하는 기업에게 보조금을 주는 정책을 선택함으로써 자금을 직접적으로 돌게 하는 방식을 취한 것이다. 코로나19로 어려움을 겪는 가계와 기업의 피해를 줄이는 데 정부의 지원을 집중하였던 것이다. 이러한 정책은 미국, 독일, 영국, 일본 등 선진국뿐만 아니라 중국, 인도, 브라질 등 신흥국에서도 소비 진작을 위해 적극적으로 추진하였다.

이에 본고에서는 코로나19 팬데믹 위기 극복 과정에서 풀린 대규모의 양적완화와 헬리콥터 머니가 흘러들어가 쌓인 금융불균형 누증 현황을 점검해 보고 향후 코로나19 팬데믹 이후 금융불균형이 조정되는 과정에서 발생 가능한 잠재리스크 등을 살펴본다.

II. 코로나19 팬데믹 기간 중에 쌓인 금융불균형

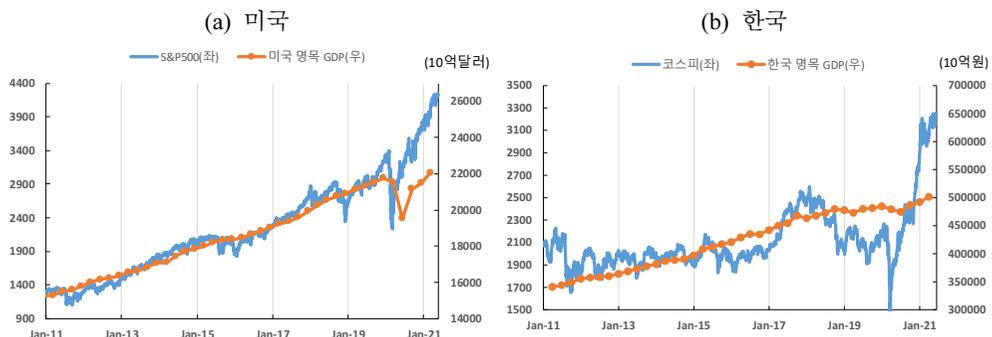
정책당국의 적극적인 양적완화와 헬리콥터 머니로 현재 경제는 2008년 글로벌 금융 위기 당시보다 빠른 회복세를 보이면서 저성장 저금리 장기화 우려도 사라졌다. 그러나 단기간내에 대규모 유동성 공급으로 보이지 않는 곳에서 금융불균형이 누적되고 있다. 현재 금융불균형에 대해 합의된 명확한 정의는 없지만 일반적으로 유동성이 풍부한 상황에서 각 경제주체들의 위험 선호 현상이 강해지면서 나타나는 과도한 레버리지 확대와 자산가격 고평가, 자본의 과도한 유입 등을 의미하는 것으로 받아들여지고 있다. 또는 실물경제활동과 괴리된 신용증가나 자산가격 급등으로 보기도 한다(한국은행 2020).

1. 금융-실물 불균형 심화

일반적으로 화폐에는 꼬리표가 없으므로 자금 흐름을 추적하기 어렵지만 가격 변화 등을 기초하여 간접적으로 추적이 가능하다. 대규모 양적완화와 헬리콥터 머니도 꼬리표가 없으므로 이들 유동성이 어디로 흘러갔는지 알 수 없지만 자산가격 상승폭과 실물경제 회복속도를 비교해 볼 때 상당수 자금이 자산시장으로 흘러들어갔을 가능성이 높다. 현재 미국 S&P500 주가지수는 코로나19 팬데믹 위기 기간의 저점에 비해 90% 상승한 반면 미국의 명목GDP는 13% 성장에 그쳤다(그림 3a). 주가 상승률이 성장률보다 무려 7배나 폭등한 상태다. 한국의 경우도 마찬가지다. 코스피 주가는 코로나19 팬데믹 위기 기간의 저점에 비해 123% 상승한 반면 한국의 명목GDP는 5.6% 성장에 그쳤다(그림 3b).

이와 같은 금융-실물 불균형 현상은 미국과 한국에 국한하는 것이 아니라 전 세계적으로 나타난 특징이다. <그림 4>와 <그림 5>에서 보듯이 선진국 주가 및 신흥국 주가는 코로나19 팬데믹 직전 수준보다 각각 128%와 124% 급등하여 미국의 S&P500 주가지수

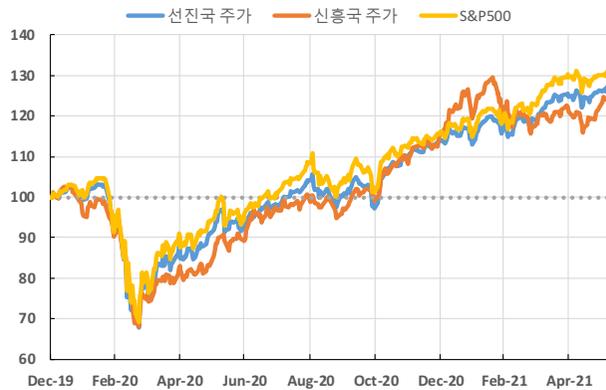
<그림 3> 금융-실물 불균형



자료: Bloomberg

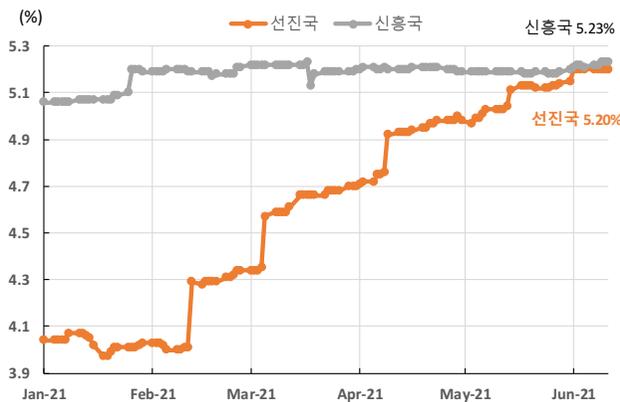
상승 폭(131%)과 유사하다. 반면 금년도 선진국과 신흥국의 성장률 전망치는 5.2%에 불과해 충분히 미루어 짐작할 수 있다. <그림 5>에서 보듯이 선진국 경기회복세가 신흥국보다 가파르게 나타나면서 동반 성장보다 격차 성장 또는 차별 성장이 예상된다. 금년도 선진국-신흥국간 성장 불균형도 있다는 얘기다. 선진국 백신 접종이 신흥국을 크게 앞지르고 있는데서 주로 기인한 결과이지만 금융-실물 불균형 측면에서 보면 회복이 정체되어 있는 신흥국에서 금융-실물 불균형이 성장세가 가파른 선진국보다 심화될 가능성이 있다.

<그림 4> 선진국과 신흥국의 주가



자료: Bloomberg

<그림 5> 선진국과 신흥국의 금년 경제성장률 전망치 변화



자료: Bloomberg

2. 자산시장내 불균형 심화

대규모 양적완화와 헬리콥터 머니가 자산시장으로 유입되었다는 것은 부인하기 어려운 사실이지만 그렇다고 모든 주식이 상승한 것은 아니다. 글로벌 주식시장의 지형이 4차 산업혁명 주도주 중심으로 빠르게 재편되면서 신성장 동력을 갖춘 성장주 중심으로 쏠림현상이 나타났다. 즉 동일 자산시장 내에서도 또 다른 불균형이 발생한 것이다. 성장주가 가치주를 크게 앞서는 양극화가 증시에 나타났다. MSCI 글로벌 주가를 성장주와 가치주로 구분하였을 때 성장주는 코로나19 직전에 비해 140% 이상 상승한 반면 가치주는 115% 상승에 그쳤다. 미국의 S&P500 주가지수가 131% 상승한 점을 고려한다면 MSCI 글로벌 성장주 주가지수는 엄청나게 상승한 것이다. 반면 전통적인 가치주는 상대적으로 성과가 낮다(그림 6). 미국의 대표적인 가치주인 러셀1000 가치주도 코로나19 직전에 비해 120% 상승에 그쳤지만 러셀1000 성장주는 144% 넘게 상승하였다.

특히 성장주 중에서도 주도주 역할을 하는 페이스북, 아마존, 애플, 넷플릭스, 구글 등 초대형 성장주인 팡(FAANG)주는 사상 최고치를 경신하면서 코로나19 이후 성과가 가장 좋다. 미국의 팡주는 코로나19 직전에 비해 무려 191%나 상승하면서 자산과열 우려를 낳았다(그림 7).

한국의 경우도 마찬가지로 성장주 중심으로 양극화 현상이 나타났다. MSCI의 한국 성장주는 코로나19 직전에 비해 153% 이상 상승한 반면 가치주는 141% 상승에 그쳐 MSCI 한국 주가 상승률 148%을 하회하였다(그림 9).

대규모 양적완화와 헬리콥터 머니가 주식시장으로만 흘러들어간 것은 아니다. 가상화폐시장으로 상당한 자금이 유입된 것으로 추정된다. 가장 대표적인 가상화폐인 비트코인의 가격은 코로나19 직전에 비해 396%나 급등하였다. 최근 인플레이션발 리스크와 테이터링 위험 등이 겹치면서 고점대비 -42% 급락한 상황이지만 코로나19 발생 직전과

<그림 6> S&P500 주가지수의 성과를 뛰어넘는 글로벌 성장주 쏠림현상



자료: Bloomberg

비교하면 여전히 여타자산보다 가장 많이 상승한 자산이다. 동종 자산시장간 불균형 뿐만 아니라 이종 자산시장간에도 불균형이 상당히 발생한 것이다(그림 8).

<그림 7> 글로벌 성장주의 성과를 뛰어넘는 미국의 팡(FAANG)주 쏠림현상



자료: Bloomberg

<그림 8> 미국의 팡(FANG)주의 성과를 뛰어넘는 비트코인 쏠림현상



자료: Bloomberg

<그림 9> MSCI 한국주가의 성과를 뛰어넘는 성장주 쏠림현상



자료: Bloomberg

3. 자본유출입 불균형 조짐

대규모 양적완화와 헬리콥터 머니가 신흥국 자산시장으로도 상당히 유입된 것으로 보인다. 코로나19 팬데믹이 금융불안을 초래한 2020년 3월에 901억 달러 순유출을 기록한 이후 금년 5월까지 14개월 동안 6,349억 달러가 신흥국 주식시장과 채권시장으로 유입되었다(표 1, 그림 10).

일반적으로 자본은 경제성장 혹은 회복세가 빠른 국가로 유입되는 경향이 있는데, 금년 신흥국 성장률이 미국 등 선진국에 비해 상당히 약할 것이란 전망 속에서 유입된 것이라 이례적 현상으로 볼 수 있다. 특히 유입 규모를 과거 금융위기 시기나 금융불안 시기 직후와 비교해 보면 더욱 놀랍다. 금융위기나 금융불안 직후 시장이 안정화되면서 자본이 유입되기 시작한 14개월간의 누적 유입액을 비교해 본 결과 팬데믹 이후 유입된 자본 규모가 여타 위기 직후에 유입된 양의 2배가 넘는다. 2015년 신흥국 금융불안 직후 3,156억 달러 유입, 2003년 긴축발작 이후 3,637억 달러 유입에 불과하고 2008년 글로벌 금융위기 직후에는 4,074억 달러에 그쳤다(표 1).

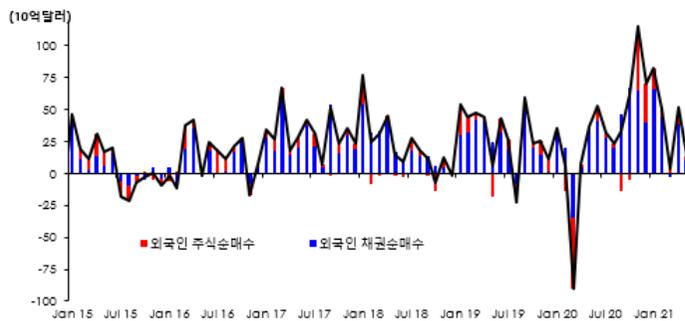
다만 한국의 경우는 신흥국 자본유출입과 조금 다른 모습을 보여 자본유출입 불균형이 크지 않은 것으로 판단된다. 코로나19 충격에서 벗어나 외국인 증권(주식+채권)자본이 유입되기 시작한 지난해 4월 이후부터 금년 4월까지 13개월 동안 누적 유입액은 425억 달러다. 이 중에서 외국인 주식투자는 229억 달러 순유출이 일어났다. 과거 금융위기나 금융불안 직후 유입된 자본흐름과 비교하면 지난 2015년 신흥국 금융불안 직후 189

<표 1> 금융불안 및 위기 직후 신흥국의 자본유입 규모 비교

	2008년 글로벌금융위기 직후	2013년 긴축발작 직후	2015년 신흥국금융불안 직후	2020년 코로나19 팬데믹 위기 직후
자본유입액 (억달러)	4,074	3,637	3,156	6,349

자료: IIF

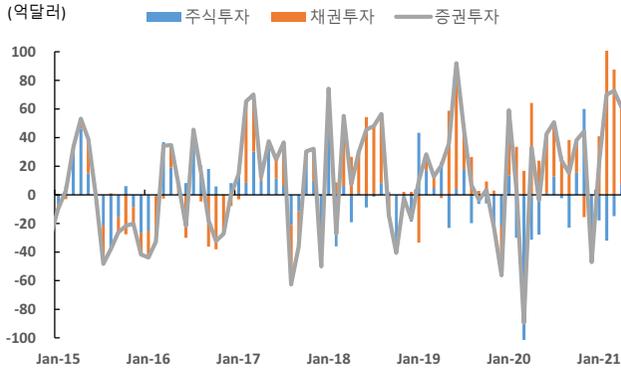
<그림 10> 신흥국의 자본유출입 추이



자료: IIF

억 달러 유입, 지난 2003년 긴축발작 이후 252억 달러 유입보다 2배 이상 많이 유입되었지만 지난 2008년 글로벌 금융위기 직후 679억 달러 유입에 비하면 상당히 작은 규모이다 (그림 11).

<그림 11> 한국의 자본유출입 추이



자료: 한국은행

III. 금융불균형 평가

시장에서 널리 이용되는 방법들과 학계에서 각광받고 있는 국면전환모형을 통해 금융불균형 누증 상황을 진단해 보았다. 주가수익비율을 나타내는 PER를 먼저 살펴보면 현재 S&P500지수의 PER는 21.3배로 장기평균(16.3배)을 넘어섰고 코로나19 직전 수준(19.1배)도 크게 상회하고 있다. 뿐만 아니라 닷컴버블 당시의 수준(24.5배)에 근접해 있

<그림 12> 주가수익비율(PER)



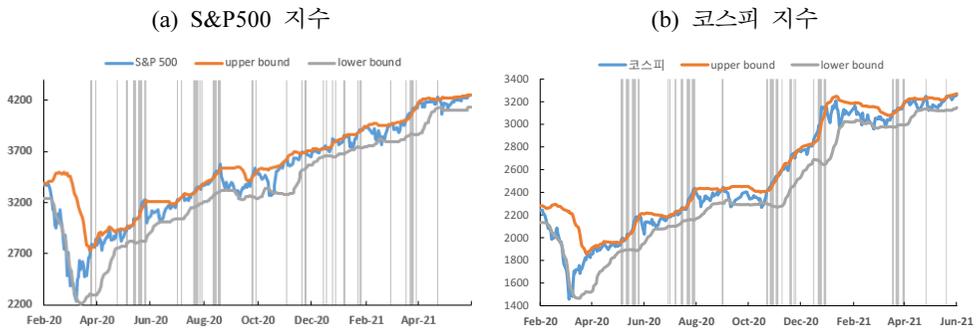
자료: 국제금융센터(2021) 재인용, 통계청

어 과열 징후가 관측되고 있다(그림 12a). 코스피 지수의 PER도 현재 32.6배로 2004년 이래 최고 수준이다(그림 12b). 이는 가격기준으로 볼 때 금융불균형 정도가 상당히 심각할 수 있다는 의미를 내포한다.

다음은 단순이동평균의 표준편차를 상하 신뢰구간으로 이용하여 가격의 고평가 여부를 평가하는 Bollinger 밴드이다. 여기서는 90% 신뢰구간을 가정하고 상하 구간을 산출하였는데 자세한 내용은 김권식(2015)의 ‘Eviews로 즐기는’ 시리즈 교재를 참고하기 바란다.

분석결과에 따르면 S&P 500 지수와 코스피 지수 모두가 지난해 코로나19 저점 이후 Bollinger 밴드의 상단 신뢰구간에 근접해 있어 과열 조짐이 보인다. 특히 <그림 13>의 음영 표시는 주가가 상단 신뢰구간을 넘어 고평가 되어 있는 시기를 가리킨다.

<그림 13> Bollinger 밴드



주: 음영 표시는 상단(upper bound) 신뢰구간을 넘어 과열로 인식되는 시기
 자료: Bloomberg

마지막으로 국면전환모형을 이용하여 과열 여부를 진단해 보았다. 일반적으로 주가가 상승과 하락을 하면서 순환하므로 상승 국면과 하락 국면이 있는 것으로 설정하였다. 또한 금융위기나 금융불안 시기에 큰 폭으로 급락하거나 큰 폭으로 급등하는 과열 시기가 있으므로 과냉 국면과 과열 국면이 추가적으로 있다고 가정하였다. 즉 주가는 상승, 하락, 과냉, 과열 등 4국면을 순환하면서 움직이는 것으로 설정하였다. 이와 같은 4상태 국면전환모형을 수리적으로 표현하면 아래와 같다.

$$\Delta y_t = \mu_{s_t} + e_{s_t}, \quad e_{s_t} \sim N(0, \sigma_{s_t}^2)$$

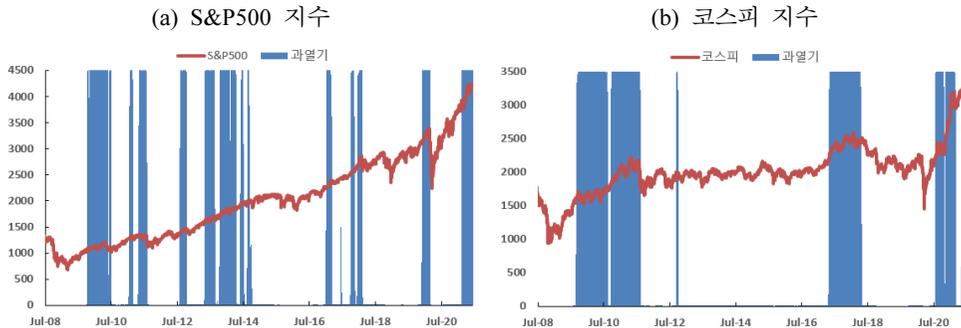
$$\mu_{s_t} = \mu_1 S_{1t} + \mu_2 S_{2t} + \mu_3 S_{3t} + \mu_4 S_{4t}$$

$$\sigma_{s_t}^2 = \sigma_1^2 S_{1t} + \sigma_2^2 S_{2t} + \sigma_3^2 S_{3t} + \sigma_4^2 S_{4t}$$

여기서 Δy_t 는 S&P 500 수익률과 코스피 수익률을, μ_1 과 μ_2 은 상승기와 하락기의 평균수익률을, μ_3 과 μ_4 은 과열기와 과냉기의 평균수익률을 의미한다. 또한 σ_1^2 과 σ_2^2 은 상승기와 하락기의 변동성을, σ_3^2 과 σ_4^2 은 과열기와 과냉기의 변동성을 의미한다. 자세한 추정 방법은 김권식(2011), 김권식(2017), 방만기·김권식(2020) 등을 참고하기 바람과 자세한 추정치 결과를 원하는 경우 저자에게 문의하기 바란다.

분석결과에 따르면 미국 주가는 금년 2월 10일부터 6월 현재까지 과열 국면에 진입해 있는 것으로 분석되었다. 최근 미국 연준의 자산시장 과열 경고와 일맥상통하는 결과이다. 코스피의 경우는 금년 5월 12일부터 6월 현재까지 과열 국면에 재진입한 것으로 나타났다(그림 14).

<그림 14> 국면전환모형을 이용한 주식시장 과열 시기 판단



IV. 포스트 코로나19 이후 금융불균형 조정 전망

금리 인하, 양적완화, 헬리콥터 머니 등 풍부한 유동성 공급으로 금융불균형이 누증되고 있고 그 결과 미국과 국내 증시에는 과열 징후가 있는 것으로 보인다.

이러한 상황에서 최근 인플레이션 우려 및 시장 금리 상승 압력, 그리고 테이퍼링 리스크가 겹치면서 그간 금융불균형을 누적시켰던 정책당국의 유동성 공급이 줄어들 가능성이 높아졌다. 그럼 자연스럽게 금융불균형 누증이 조정될 수밖에 없다.

최근 주가 고점이 과잉유동성 뿐만 아니라 기업실적이 반영된 것이라면 실물경제가 예상보다 빠르게 회복한다면 과열 조짐이 있다하더라도 그간의 주가 상승이 정당화되면서 소프트랜딩할 가능성이 있다.

하지만 과열 징후가 급격하게 조정되면 금융시스템이 흔들릴 수도 있다. 과거 금융 불안이나 테이퍼링 이후 주가 조정 등 금융발작을 경험한 만큼 인플레이션 리스크가 기

저효과가 사라진 이후에도 예상보다 지속될 경우 2013년 발생한 테이퍼 탠트럼(긴축 발작)이 재현될 수도 있다(표 2). 특히 신흥국의 자본유입 규모가 과거에 비해 많아 테이퍼링에 따른 신흥국의 자산가격 조정압력이 그 어느 때보다 클 수 있다.

보다 중기적 관점에서 보면 2008년 글로벌 금융위기 이후 곧바로 2009년 유로존 재정위기를 맞았듯이 글로벌 대형 위기 발발 이후 대응 과정에서 나타난 과잉 조치들이나 그 여파로 또 다른 잠재위험을 키워 위기가 연이어 발생하는 경우를 경험해 왔다. 이번에도 적절한 테이퍼링 시기와 금리 인상 시기를 놓치면 과잉 유동성 공급으로 인한 금융불균형 현상이 가계부채 및 부동산 불균형 조정으로 이어지면서 시스템 리스크로 확대될 수도 있다. 따라서 관련 동향을 면밀히 점검하면서 연쇄적 리스크 확산으로 이어지지 않도록 평상시 철저한 분석과 대비 태세를 갖춰야 할 것이다.

<표 2> 금융발작 없는 테이퍼링 가능한가?

사례	주가하락 기간	다우지수	신흥국 추가	KOSPI	중첩된 악재
'10년 QE1 종료	2개월	-13%	-9%	-4%	그리스 재정위기
'11년 QE2종료	3개월	-14%	-21%	-20%	유럽 재정위기
'13년 Taper Tantrum	1개월	-4%	-12%	-10%	None
'14년 QE3종료	1개월	-7%	-9%	-8%	글로벌 경기둔화
'15년 금리인상	3개월	-12%	-16%	-10%	중국 금융불안 유가 급락

자료: 국제금융센터(2021) 재인용

참고문헌

- 김권식(2011), “국제유가 충격이 경기불황을 심화시키는가?,” 한국은행 『경제분석』, 17(2), 90-123.
- _____ (2015a), 『Eviews로 즐기는 구조형 VAR모형과 경제예측』, 서울, 지앤김 파인테크.
- _____ (2015b), 『Eviews로 즐기는 상태공간모형과 비관측요인분석』, 서울, 지앤김 파인테크.
- _____ (2015c), 『Eviews로 즐기는 리스크 관리를 위한 금융시장 변동성 분석』, 서울, 지앤김 파인테크.
- 김권식 · 오승환(2017), “시변파라미터 일반화해밀터-plucking 모형을 이용한 전력소비의 선제적 경기국면 판단 활용 연구,” 『에너지경제연구』, 16(1), 163-190.
- 국제금융센터(2021), “2021년 하반기 글로벌 경제 · 금융시장 전망 및 주요 이슈”.
- 나성오 · 이현창 · 남명훈(2020), “금융 · 실물 연계를 고려한 금융불균형 수준 평가,” BOK 이슈노트 2020-2. 한국은행.
- 방만기 · 김권식(2020), “국면전환모형을 이용한 한국과 일본의 부동산시장 연구,” 『한국무역통상학회』, 20(6), 153-172.
- 한국은행(2020), “금융안정보고서”.
- Goldman Sachs(2021a), “Bubble Puzzle,” *Global Strategy Paper*, 47.
- _____ (2021b), “Why the Economy Won’t Overheat”.
- IIF, “Capital Flows Tracker,” <https://www.iif.com/Research/Capital-Flows-and-Debt/Capital-Flows-Tracker>, (검색일: 2021. 6. 1.)
- IMF, “Database of Fiscal Policy Responses to COVID-19,” <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Fiscal-Policies-Database-in-Response-to-COVID-19>, (검색일: 2021. 6. 10.)