

발행인 : 김 주 현  
편집인 : 김 주 현  
편집주간 : 유 병 규  
편집위원 : 이부형, 홍순직, 주원, 허만울  
발행처 : 현대경제연구원  
서울시 종로구 계동 140-2  
Tel (02)3669-4030 Fax (02)3669-4332  
Homepage. <http://www.hri.co.kr>  
인쇄 : 서울컴퓨터인쇄사 Tel (02)2636-0555

- 본 자료는 기업의 최고 경영진 및 실무진을 위한 업무 참고 자료입니다.
- 본 자료에 나타난 견해는 현대경제연구원의 공식 견해가 아니며 작성자 개인의 견해임을 밝혀 둡니다.
- 본 자료의 내용에 관한 문의 또는 인용이 필요한 경우, 현대경제연구원 산업전략본부(02-3669-4011)로 연락해 주시기 바랍니다.

# 목 차

---

## ■ 최근 물가 안정의 원인 분석과 시사점

Executive Summary ..... i

1. 국제원자재 가격 및 국내물가 동향 ..... 1

2. 산업연관분석표를 사용한 해외부문 물가 파급 영향 ..... 4

3. 물가방정식 모형에 의한 물가파급효과 추정 ..... 7

4. 정책적 시사점 ..... 16

■ HRI 경제 지표 ..... 20

## 1. 국제원자재 가격 및 국내물가 동향

최근 중국을 위시한 아시아 개도국의 경제성장과 글로벌 과잉 유동성, 국제적인 저금리 기조로 인한 국제 원자재 시장에서의 투기적 가수요 증대로 국제원자재 가격이 상승추세를 나타내고 있다. 반면, 국제원자재 가격 상승에도 불구하고 국내 물가는 최근 들어 안정적인 움직임을 나타내고 있어 이러한 국내물가 안정을 주도해가고 있는 주된 요인에 대한 관심이 증대되고 있는 실정이다.

이하에서는 국내물가변동요인과 관련하여 미시적인 측면에서 한국은행의 산업연관분석 결과를 간략히 소개한 다음 거시적인 측면에서의 물가방정식 모형을 추정하여 국내물가 안정을 주도해가고 있는 요인을 살펴보고자 하였다.

## 2. 산업연관분석표를 사용한 해외부문 물가 파급 영향

한국은행의 산업연관분석 자료(2003년 기준)에 의하면 환율 10% 변동 시 국내 소비자 물가 및 생산자 물가에 미치는 파급효과는 각각 1.75%, 2.80%의 높은 수준에 달하는 것으로 나타났다. 그리고 주요 수입상품 개별 가격의 10% 변동이 소비자 물가에 미치는 영향에 있어서도 원유(0.36%), 천연가스(0.17%), 도축육(0.05%) 등의 순으로 파급효과가 높게 나타났다.

한국은행의 2003년 산업연관분석 자료를 이용하여 2003년 1분기 ~ 2007년 2분기 기간 중 원유가격 상승과 대미달러 환율의 하락이 국내 소비자 물가에 미친 분기별 파급효과를 살펴보면 원유가격 상승이 0.89%의 소비자 물가 상승압력으로 작용한 반면, 환율 하락은 1.06%의 소비자 물가 하락압력으로 작용하여 환율하락이 원유가격 상승효과를 상쇄시킨 것으로 나타났다.

## 3. 물가방정식 모형에 의한 물가파급효과 추정

**(물가방정식 모형)** 이하에서는 국내 소비자 물가에 영향을 미치는 주요 요인들의 최근 동향을 살펴보고 이들 요인들의 국내 소비자 물가에 대한 파급효과를 물가방정식 행태모형을 통하여 살펴보고자 하였다. 본 물가 방정식 모형에서는 해외 공급요인 측면에서 최근 이슈가 되고 있는 국제원자재 가격의 상승과 원화환율 하락문제를 다루기 위하여 타 모형에서 일반적으로 원화표시 수입물가지수(KDIQ92 모형, 한국은행 부분균형모형)로 통합되어 다루어지고 있는 해외요인을 달러화표시 수입물가지수와 대미달러 원화환율로 분리하여 다루었다.

외환위기 이후 한국경제의 저성장 국면의 지속과 더불어 GDP갭률([실제 GDP-잠재 GDP]/잠재 GDP)을 백분율로 전환한 것으로 GDP 갭률이 정(+)의 부호를 가질 경우 실제 GDP가 잠재 GDP를 초과한 상태이므로 물가상승압력이 있는 것으로 해석됨)도 점차적으로 축소되는 모습을

보여 왔는데, 이러한 GDP갭률의 축소는 경기회복의 모멘텀 약화를 초래한 한편 국내 소비자 물가를 안정시키는 방향으로도 작용하였다. 달러화 표시 수입물가지수는 국제 원자재 가격의 상승추이를 반영하여 2002년 1분기 이후로 지속적인 상승추세를 나타내어 국내물가 상승압력으로 작용하고 있다. 반면, 대미달러환율의 하락은 원화표시 수입물가를 하락시키는 방향으로 작용하여 최근 들어 국제원자재 가격의 상승에도 불구하고 국내물가가 안정국면을 나타내고 있는 주요인으로 거론되고 있다. 한편 외환위기 이후 임금상승률이 노동생산성 증가율을 상회함으로써 단위노동비용지수는 완만한 증가추세를 이어왔으나 최근 들어서는 다시 안정되는 모습을 보이고 있다.

**(모형추정 결과의 종합)** 모형 추정결과를 종합해 보면 첫째, 국내물가의 비용요인으로 작용하고 있는 단위노동비용의 안정은 일정 정도 소비자 물가의 안정에 기여한 것으로 평가된다.

둘째, 수요측면에서의 GDP갭률이 소비자물가에 미치는 영향은 통계적으로 유의하게 나타나 최근 몇 년간 국내수요의 둔화가 물가를 안정시키는 방향으로 작용한 것으로 보인다.

셋째, 달러화 표시 수입단가의 상승으로 인한 국내물가 상승압력에도 불구하고 국내물가가 안정적일 수 있었던 것은 결정적으로 대미달러 환율이 하락추세를 지속해 온 점을 들 수 있다.

한편 물가방정식 모형에 의하면 2003년 1분기~2007년 2분기 기간 중 달러화 표시 수입물가의 상승이 0.46%p의 분기별 소비자 물가 상승압력으로 작용한 반면 환율하락은 0.36%p의 분기별 소비자 물가 하락압력으로 작용하여 환율하락이 원자재 가격 상승으로 인한 수입물가 상승효과를 상쇄시킨 것으로 나타났다.

#### 4. 정책적 시사점

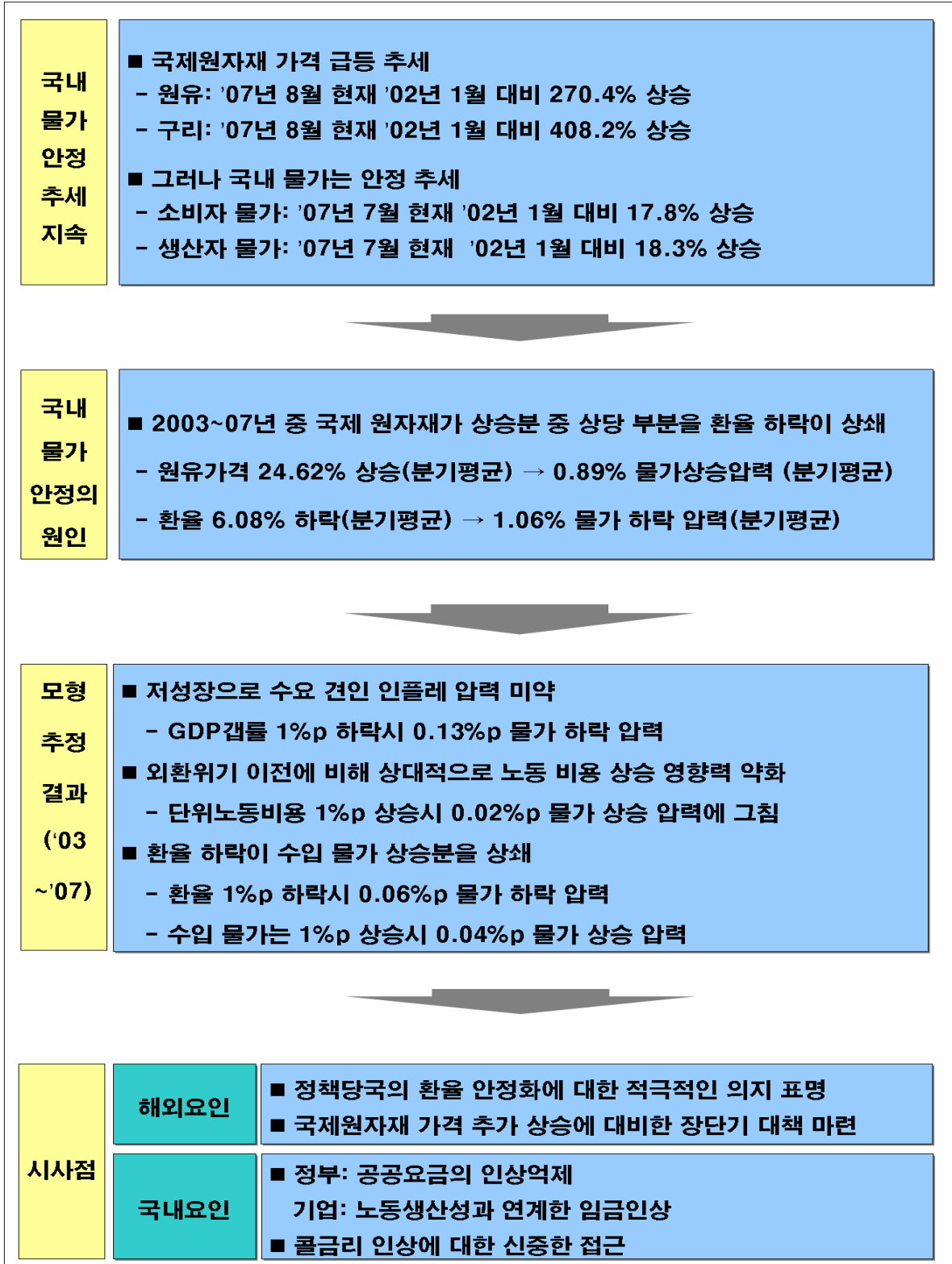
첫째, 물가안정목표제의 효율적 운용을 위해 금융통화위원회에서 매월 통화정책 운용 방향 발표 시 환율안정에 대한 적극적인 의지 표명을 통하여 외환시장을 안정화 시키려는 노력을 기울여야 한다.

둘째, 국제 원자재 가격의 추가적인 상승 가능성에 대비하여 가격변동 예측을 위한 가격정보시스템을 구축하고 비축물량 확보계획을 탄력적으로 운용하는 등 대책 마련에 나서야 한다.

셋째, 단위노동비용의 안정을 위하여 정부는 공공요금의 인상 억제를 통한 근로자 실질임금의 안정에 주력하여야 하며, 기업에서는 노동생산성 증대와 임금인상을 연계시키는 방안을 강구하여야 한다.

다만, 현 상황에서 콜금리 인상이 유동성 축소를 통하여 물가에 미치는 영향은 다소 작은 반면 국내경기 회복에 부담요인으로 작용할 가능성이 크므로 콜금리 인상조치에는 다소 신중히 접근해야 할 필요성이 있다.

## &lt; 최근 물가안정의 원인 분석과 시사점 &gt;

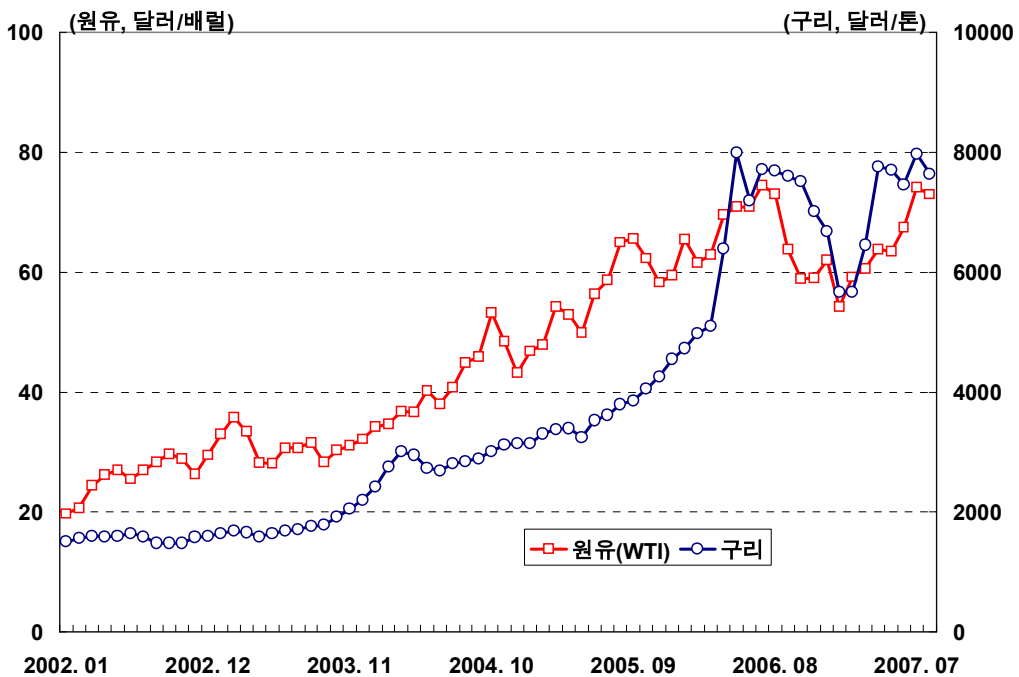


# 최근 물가 안정의 원인 분석과 시사점

## 1. 국제원자재 가격 및 국내물가 동향

- 최근 중국을 위시한 아시아 개도국의 경제성장과 글로벌 과잉 유동성, 국제적인 저금리 기조로 인한 국제 원자재 시장에서의 투기적 수요 증대로 국제원자재 가격이 상승추세를 나타내고 있음
  - 국제 원유가격은 2002년 이후 꾸준한 상승세를 지속하여 2007년 8월 현재 서부 텍사스 중질유(WTI) 기준 배럴당 72.96달러(월평균)를 기록하고 있음
  - 비철금속가격도 아시아 국가들의 수요증대에 힘입어 최근에 이르기까지 지속적인 상승세를 보여 왔는데, 구리의 경우 2007년 8월 현재 2002년 초반에 비해 5배 이상 상승한 톤당 7,642달러(월평균)를 기록하고 있음

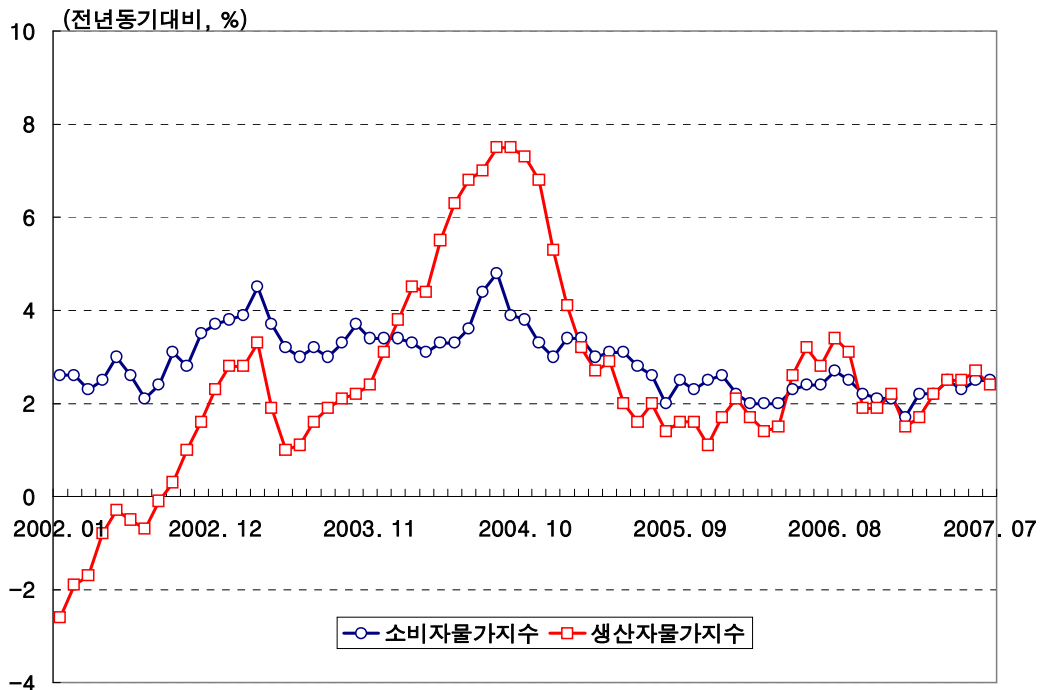
< 국제원자재 가격 추이 >



자료: 한국석유공사, 한국자원정보서비스

- 반면 국제원자재 가격 상승에도 불구하고 국내 물가는 최근 들어 안정적인 움직임을 나타내고 있어 이러한 국내물가 안정을 주도해가고 있는 주요인에 대한 관심이 증대되고 있음
  - 국내 소비자 물가와 생산자 물가는 국제원자재 가격의 상승에도 불구하고 안정추세를 지속하여 2007년 7월 현재 전년동기대비 각각 2.5%, 2.4% 증가하는데 그침
  - 한편, 국내 생산자물가는 2004년 9월 7.5%의 높은 증가율을 나타낸 바 있는데 이는 당시의 높은 원유가격으로 인한 공산품가격의 상승에 기인한 바가 컸음
  - 그러나 이후에도 원유가격은 급등세를 지속해 온 반면 생산자물가 상승률은 하향안정 국면을 보여 국제원자재 가격의 상승→국내 수입물가의 상승→국내 물가의 상승이라는 기존 파급경로의 변화 가능성을 암시

< 국내 소비자 및 생산자 물가 추이 >



자료 : 한국은행

- 이하에서는 국내물가변동요인과 관련하여 미시적인 측면에서 한국은행의 산업연관분석 결과를 간략히 소개한 다음 거시적인 측면에서의 물가방정식 모형을 추정하였음
  - 산업연관표를 이용한 분석은 각종 비용요인의 변동이 국내물가에 미치는 직·간접 파급효과를 미시적인 측면에서 정교하게 파악할 수 있는 장점이 있는 반면
  - 특정연도 산업연관표 상의 투입구조를 전제로 하기 때문에 거시경제 환경의 변화와 관련하여 거시동태적인 측면에서의 물가파급효과 분석에는 일정한 한계를 지니고 있음



## 2. 산업연관분석표<sup>1)</sup>를 사용한 해외부문 물가 파급 영향

### ○ 산업연관표상 물가파급효과

- 환율 10% 변동 시 국내 소비자물가 및 생산자물가에 미치는 파급효과는 2003년을 기준으로 할 때 각각 1.75%, 2.80%에 달하는 것으로 조사됨
  - 환율변동의 직접적인 영향을 받는 생산자물가에 대한 파급효과가 소비자물가에 대한 파급효과에 비해 높은 것으로 조사되었는데
  - 이는 수입의존도(중간재수입액/총투입액)가 높은 공산품의 가중치가 소비자 물가보다 2배 정도 큰 데 기인한 것으로 분석됨
  - 또한 외환위기 직후 국내물가에 대한 파급효과가 급등한 것은 과도하게 상승하였던 환율이 다시 큰 폭으로 하락하면서 수입업체들이 가격조정을 단행할 수 밖에 없었던 데에 기인한 것으로 보임

#### < 환율 10% 변동 시 파급효과 >

(%)

	1990	1995	2000	2003
소비자물가	1.80	1.70	1.82	1.75
생산자물가	3.30 <sup>1)</sup>	2.60	2.86	2.80

자료 : 한국은행, 「2003년 산업연관표를 이용한 물가파급효과 분석」, 2007.4.

주 : 1) 1990년 생산자물가에는 서비스가 포함되어 있지 않음.

- 주요 수입상품의 개별 가격이 10% 변동하는 경우의 물가파급효과 분석에서는 원유와 천연가스가 가장 높게 나타남
  - 소비자물가의 경우 원유(0.36%), 천연가스(0.17%), 도축육(0.05%) 등의 순으

1) 한국은행, 경제통계국 물가통계팀, 「2003년 산업연관표를 이용한 물가파급효과 분석」, 2007.4. 한국은행의 산업연관분석 자료는 국내물가에 대한 파급요인으로 환율변동, 임금변동, 주요 수입상품가격, 주요 국내상품가격 등 크게 4가지로 분류하고 요인별 국내물가에 대한 파급효과를 분석하고 있음.

로 파급효과가 높았으며

- 생산자물가는 원유(0.57%), 반도체(0.18%), 천연가스(0.13%) 등의 순이었음
- 참고로 모든 수입상품 가격이 10% 변동하는 경우와 환율이 10% 변동하는 경우의 파급효과는 동일함

< 원유 및 천연가스 가격 10% 변동 시 파급효과 >

(%)

		1990 <sup>1)</sup>	1995	2000	2003
원유	소비자물가	0.31	0.27	0.37	0.36
	생산자물가	0.64	0.40	0.61	0.57
천연가스	소비자물가	0.03	0.07	0.18	0.17
	생산자물가	0.04	0.06	0.17	0.13

자료 : 한국은행, 「2003년 산업연관표를 이용한 물가파급효과 분석」, 2007.4

주 : 1) 1990년 생산자물가에는 서비스가 포함되어 있지 않음

○ 해외요인의 국내 물가 파급효과 추정

- 한국은행의 2003년 산업연관분석 자료를 이용하여 2003년 1분기 ~ 2007년 2분기 기간 중 원유가격 상승과 대미달러 환율의 하락이 국내 소비자 물가에 미친 파급효과를 살펴보면 다음과 같음

- 동 기간 중 원유가격은 전년동기대비(분기평균) 24.62% 상승한 것으로 나타난 반면 환율은 6.08% 하락하였음
- 산업연관분석 자료를 이용하여 원유가격 상승과 환율 하락이 소비자 물가에 미치는 파급효과의 규모를 추정해보면
- 원유가격 상승이 0.89%의 소비자 물가 상승압력으로 작용한 반면 환율 하락은 1.06%의 소비자 물가 하락압력으로 작용하여 환율하락이 원유가격 상승효과를 상쇄시킨 것으로 나타남<sup>2)</sup>

< 원유 및 환율 변동의 국내 소비자 물가(분기별) 파급효과 >

(%)

	10% 증가 시 소비자 물가 파급효과	전년동기대비 증가율 평균 (2003.1분기~2007.2분기)	소비자 물가 파급효과(분기별)
원유가격 <sup>1)</sup>	0.36	24.62	0.89
환율 <sup>2)</sup>	1.75 <sup>3)</sup>	-6.08	-1.06

자료 : 한국은행, 한국석유공사

주 : 1) 원유는 국제원유시장에서의 두바이유 현물가격(달러/배럴).

2) 환율은 원/달러 증가 기준.

3) 한국은행의 산업연관분석 자료에서는 원화환율이 모든 외국통화에 대하여 10% 변동하는 경우를 상정하고 있으나 우리나라 수출입 관련 결제통화의 비중이 80~85% 정도 이르는 점과 분석 상의 편의를 고려하여 원화의 대달러화 환율만 분석대상에 포함시킴

2) 추정결과와 2003년 산업연관표에 기초하고 있어 2003~2007년 기간 중 경제구조가 바뀐 측면은 반영되지 않았음.

### 3. 물가방정식 모형에 의한 물가파급효과 추정<sup>3)</sup>

#### ○ 개관

- 국내 소비자 물가에 영향을 미치는 요인은 GDP갭률<sup>4)</sup>로 대표되는 수요측 요인과 단위노동비용, 수입물가지수, 환율 등의 공급측 요인으로 대별해 볼 수 있음
  - 수요측면에서 GDP갭률의 확대는 소비자 물가와 정(+)의 상관관계를 가지며 소비자 물가의 변동성을 증가시킬 것으로 예상되며
  - 공급측면에서 단위노동비용, 환율, 달러화 표시 수입물가 등도 소비자 물가와 정(+)의 상관관계를 나타낼 것으로 예상됨

#### < 국내 소비자 물가 변동요인별 예상 파급효과 >

	수요 측면	공급 측면			기타
		국내	해외		
물가 변동요인	GDP갭률	단위노동비용	환율	수입물가(달러화)	대중수입
회귀계수 예상 부호	+	+	+	+	-

- 이하에서는 국내 소비자 물가에 영향을 미치는 주요 요인들의 최근 동향을 살펴보고 이들 요인들의 국내 소비자 물가에 대한 파급효과를 물가방정식 행태모형을 통하여 살펴보고자 하였음

3) 물가방정식의 상세한 추정결과에 대해서는 별첨 참조

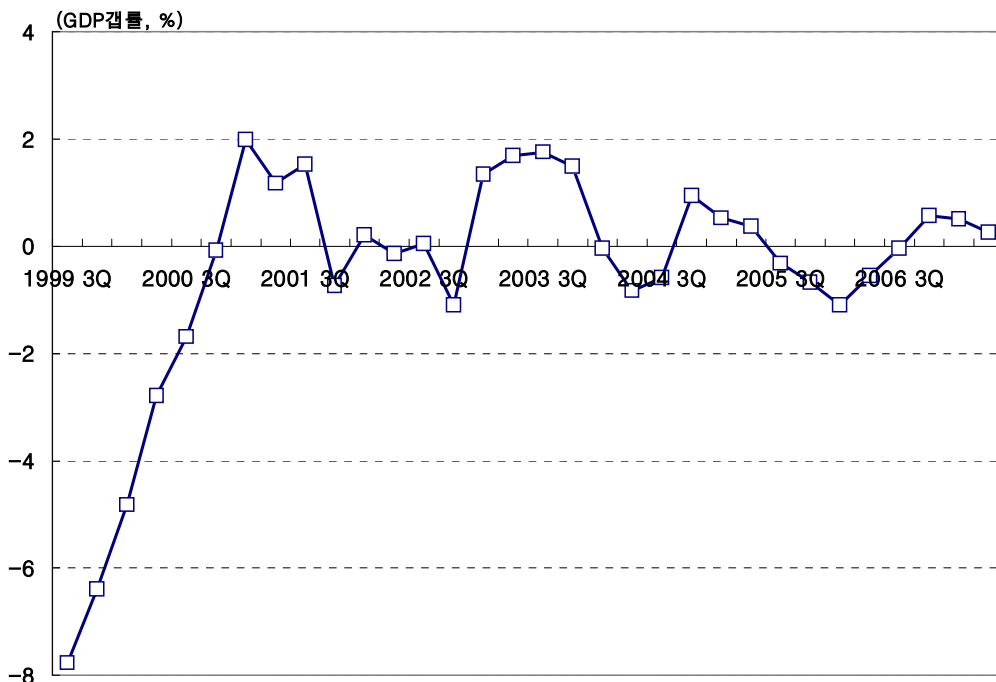
4) 경기변동요인만을 추출하기 위하여 원래의 GDP계열의 추세치를 Hodrick-Prescott 필터를 사용하여 추정 후 원래의 GDP와 추세치와의 차이를 구한 것을 GDP갭이라고 하며, 이를 다시 추세치로 나누어 백분율로 전환한 것을 GDP갭률로 정의하였음

○ GDP갭률

- 외환위기 이후 한국경제의 저성장 국면의 지속과 더불어 GDP갭률도 점차적으로 축소되는 모습을 보여 왔으며 이는 국내 소비자 물가를 안정시키는 방향으로 작용하였음

- 외환위기 직후 큰 폭으로 확대되었던 GDP갭률은 2000년대 들어 감소되기 시작하여 2007년 2분기 현재 0.3%까지 축소되었음
- GDP갭률의 축소는 경기가 확장국면에 접어들더라도 상승의 모멘텀이 부족하여 국내물가도 하향 안정화되는 현상을 발생시키게 됨
- 물가방정식의 추정식에서 GDP갭률의 회귀계수는 0.13으로 GDP갭률 1%p 감소에 따라 소비자 물가는 0.13%p 하락압력을 받는 것으로 나타남

< GDP갭률 >

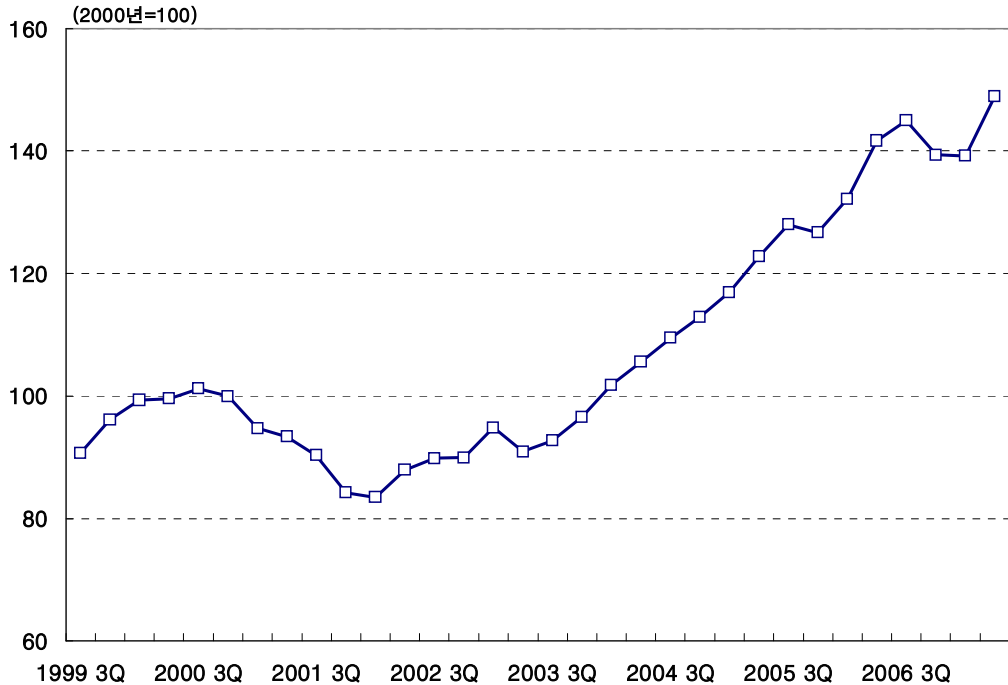


자료 : 한국은행

○ 달러화표시 수입물가

- 달러화 표시 수입물가지수는 국제원자재 가격의 상승추이를 반영하여 2002년 1분기 이후로 지속적인 상승추세를 나타내어 국내물가 상승압력으로 작용하고 있음
  - 2003년 이후 5년 간 수입물가지수의 분기평균 증가율은 11.6%에 달하여 외환위기 직후 5년 간 평균 증가율 -1.2%에 비해 크게 대조되는 모습을 띄고 있음
  - 달러화 표시 수입물가의 상승은 기업들의 생산비용 증가를 통하여 국내물가 상승압력으로 작용하게 됨
  - 물가방정식에서 달러화 표시 수입물가 증가율의 회귀계수는 0.04로 수입물가가 1%p 증가함에 따라 소비자 물가는 0.04%p 상승압력을 받음

< 달러화 표시 수입물가지수 >

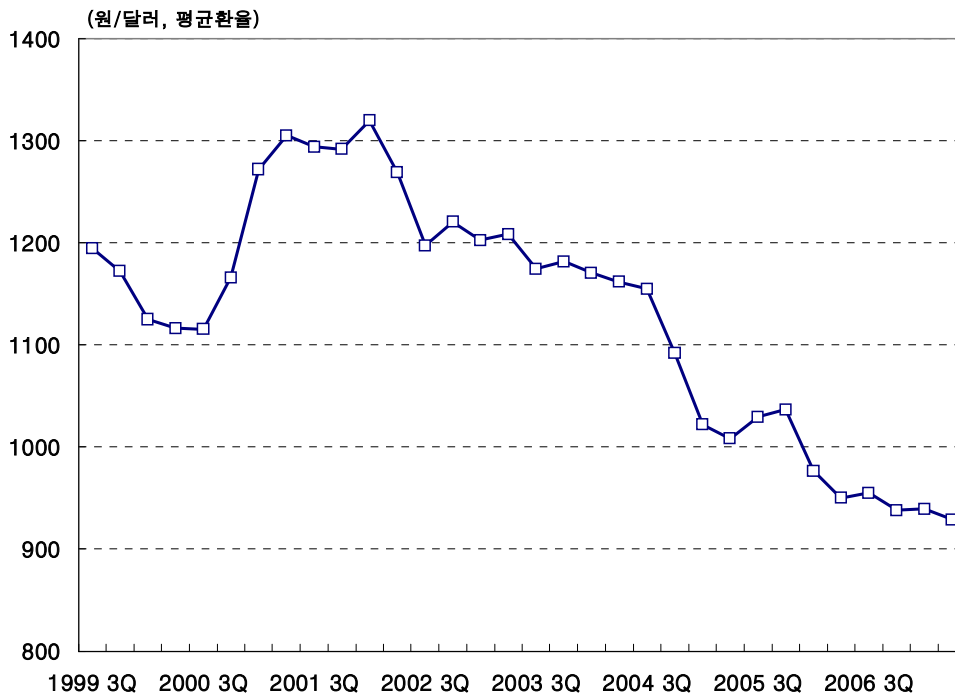


자료 : 한국은행

○ 대미달러 환율

- 대미달러환율의 하락은 원화표시 수입물가를 하락시키는 방향으로 작용하게 되며 최근 들어 국제원자재 가격의 상승에도 불구하고 국내물가가 안정국면을 나타내고 있는 주요인으로 거론되고 있음
  - 대미달러환율은 미국의 경상수지 적자확대에 기인한 달러화의 글로벌 약세와 국내 경상수지 및 자본수지 흑자의 확대에 인하여 2000년대 들어 지속적인 하락추세를 보이고 있음
  - 대미달러환율의 하락은 원화 표시 수입물가를 떨어뜨려 국내물가를 하락시키게 됨
  - 물가방정식에서 대미달러환율의 회귀계수는 0.06으로 대미달러 환율이 1%p 감소함에 따라 소비자 물가는 0.06%p 하락압력을 받게 됨

< 대미달러환율 >

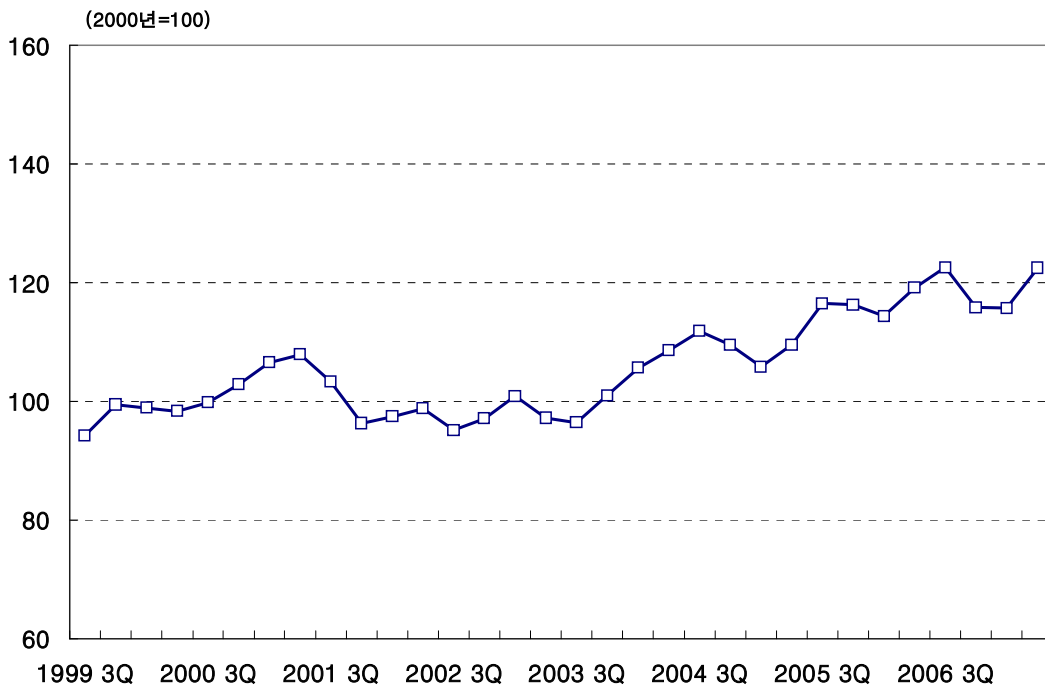


자료 : 한국은행

○ 원화표시 수입물가

- 한편, 원화표시 수입물가지수는 국제원자재 가격 급등으로 인한 달러화 표시 수입물가지수의 급격한 상승에도 불구하고 대미달러 환율의 하락으로 인하여 완만한 증가세를 보임
  - 2002년 1분기<sup>5)</sup> 이후 달러화 표시 수입물가지수는 급등세를 보여 2007년 2분기 현재 2002년 1분기 대비 78.5% 증가한 반면 원화표시 수입물가지수는 완만히 상승하여 25.7% 증가하는 데에 그침

< 원화표시 수입물가지수 >



자료 : 한국은행

5) 2001년 1분기 이후로 대미달러환율은 절상추세를 나타내기 시작하였으며, 달러화 표시 수입물가 (2000년=100)도 이후 상승추세로 돌아섬

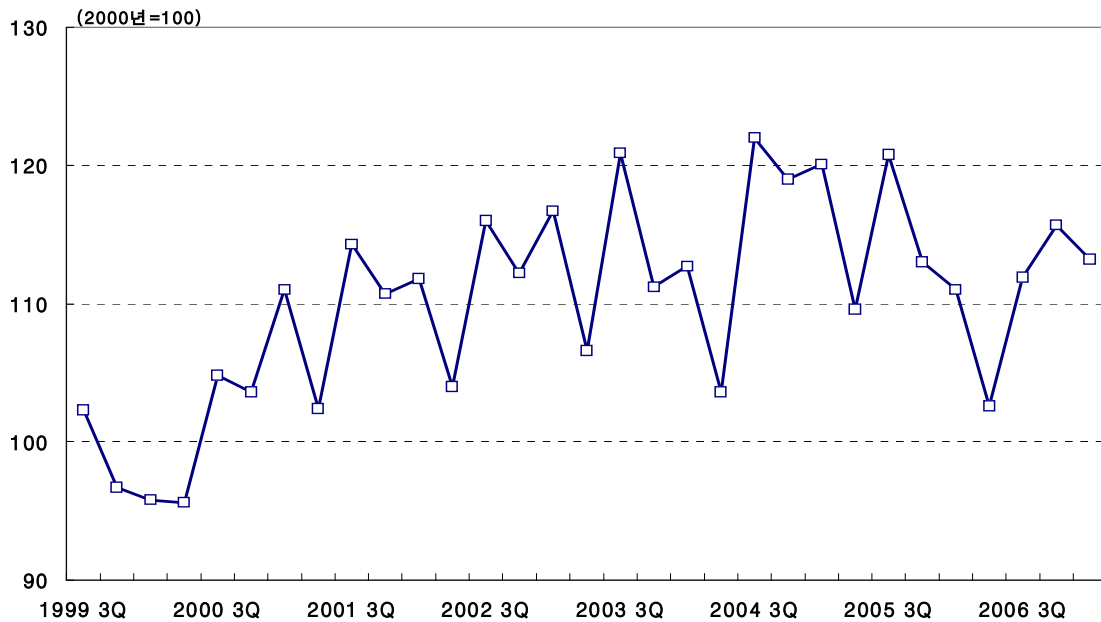


○ 단위노동비용

- 외환위기 이후 임금상승률이 노동생산성 증가율을 상회함으로써 단위노동비용지수<sup>6)</sup>는 완만한 증가추세를 이어왔으나 최근 들어서는 다시 안정되는 모습을 보이고 있음

- 2000~2005년 기간 중 분기평균 임금상승률은 8.4%에 달한 반면 노동생산성 증가율은 6.7%에 그쳐 기업의 원가부담이 가중되었음
- 최근 들어서는 노동생산성 증가율(2006년 12.8%)이 명목임금상승률(7.6%)를 앞질러 단위노동비용의 증가율(-4.7%)이 2000년대 초반에 비해 다소 둔화되는 모습을 보이고 있음
- 단위노동비용의 상승은 기업의 원가부담을 증대시킴으로써 궁극적으로 국내물가를 상승시키는 방향으로 작용하게 됨
- 물가방정식에서 단위노동비용의 회귀계수는 0.02로 단위노동비용이 1%p 증가함에 따라 소비자 물가는 0.02%p 상승압력을 받게 됨

< 단위노동비용지수 >



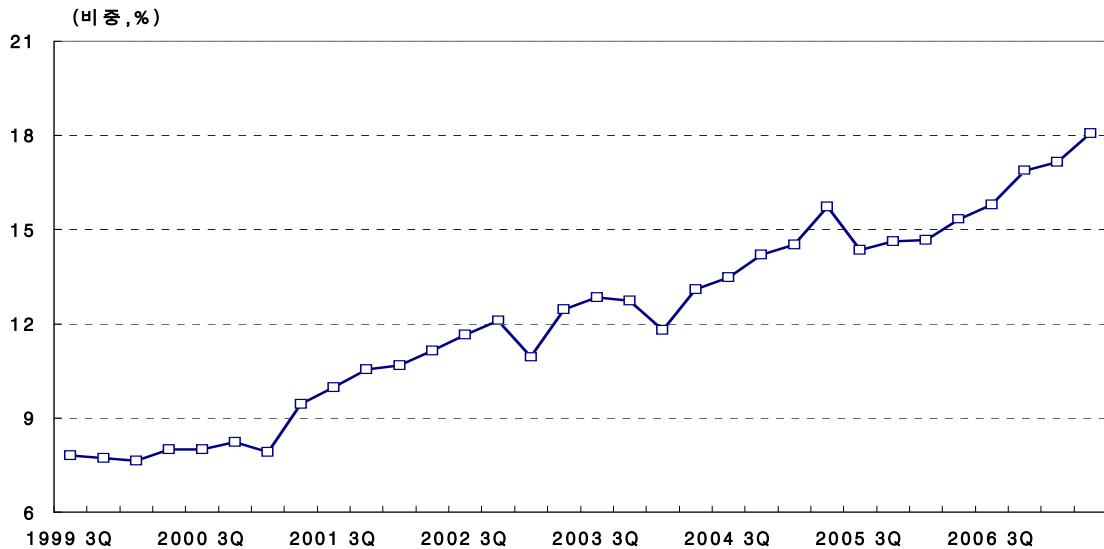
자료 : 한국생산성본부

6) 단위노동비용지수는 실질 산출물 한 단위 생산에 투입되는 명목노동비용을 의미하는 것으로 노동투입 한 단위당 비용(노동비용/노동투입량)을 노동생산성(산출량/노동투입량)으로 나눈 값과 동일함

○ 대중 수입

- 외환위기 이후 대외개방 확대로 중국으로부터의 수입이 급격히 증가하기 시작하였으며, 생필품을 중심으로 국내물가에 하락압력으로 작용하고 있음
  - 한국은행의 자료에 의하면 기업들에 의한 비용 상승분의 물가 전가율이 1993~2001년 중 평균 107%였던 반면 중국으로부터의 수입이 급증한 2002년 이후에는 81%로 낮아진 것으로 조사됨<sup>7)</sup>
  - 중국으로부터의 생필품을 중심으로 한 수입증대는 해당 부문 소비재 산업의 경쟁을 심화시키는 효과가 있으므로 국내물가를 하락시키는 방향으로 작용하게 됨
  - 물가방정식에서 대중수입비중의 회귀계수는 -0.01로 대중수입비중이 1%p 증가함에 따라 소비자 물가는 0.01%p 하락압력을 받게 됨<sup>8)</sup>

< 대중 수입 비중 >



자료 : 통계청

7) 한국은행, 「소비재 수입확대가 물가변동에 미치는 영향」, 2006.6 참조할 것

8) 물가방정식 모형 추정결과 대중수입 비중 증가율의 p-값은 0.69로 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났음. 대중수입이 국내 소비자물가에 미치는 영향의 보다 정확한 분석을 위해서는 가계부문의 소비지출에서 중국산 수입소비재의 비중을 사용하는 것이 바람직하나 통계자료 획득 상 어려움으로 대중수입이 전체수입에서 차지하는 비중으로 대체하여 대중수입의 물가안정 효과를 살펴보고자 하였음 (이에 관련한 분석으로는 한국은행, 「소비재 수입확대가 물가변동에 미치는 영향」, 조사통계월보, 2006.5. 참조)

○ 모형추정 결과의 종합

- 국제원자재 가격의 상승에도 불구하고 국내 물가는 원화 강세, 단위노동비용의 안정, GDP갭률의 축소 등의 영향으로 안정적인 국면을 나타내었음
  - 2002년 이후로 지속되어 온 저성장추세로 인한 GDP갭률(절대치)의 축소, 구조조정 여파로 인한 단위노동비용의 안정, 해외요인으로서의 원화강세 등이 국내 소비자 물가를 안정시키는 방향으로 작용한 반면
  - 국제원자재 가격 급등에 따른 달러화 표시 수입물가의 상승은 국내 물가의 상승을 부추기는 요인으로 작용하였음
  - 한편, 2001년 이후로 급증하기 시작한 중국으로부터의 수입비중 증대는 국내 생필품 가격을 안정시킴으로써 국내물가의 하락요인으로 등장함
  
- (단위노동비용) 국내물가의 비용요인으로 작용하고 있는 단위노동비용의 안정은 일정 정도 소비자 물가의 안정에 기여한 것으로 평가됨
  - 표본기간 중 단위노동비용은 완만한 증가추세를 나타내어 국내물가에 별다른 영향을 미치지 못한 것으로 보임
  - 그러나 단위노동비용의 회귀계수가 유의적이지 못해 최근의 물가안정의 주요 요인이었다고 판단하기에는 다소 무리가 있음

< 단위노동비용 지수 >

(2000년=100)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006 <sup>P</sup>
단위노동비용지수	99.2	100.0	109.6	111.0	113.7	114.3	115.7	110.3

자료 : 한국생산성본부

주 : P는 잠정치임

- (GDP갭률) 수요측면에서의 GDP갭률이 소비자물가에 미치는 영향은 5% 유의수준에서 한계적으로 유의하게 나타나 최근 몇 년간 국내수요의 둔화

가 물가를 안정시키는 방향으로 작용한 것으로 보임

- GDP갭률도 변동성이 줄어든 상태로 소폭의 등락을 거듭하여 국내 소비자 물가의 안정에 기여한 것으로 판단됨
- 통계적으로 유의하지 않은 중국으로부터의 수입을 회귀식에서 제외할 경우에는 GDP갭률이 소비자물가에 미치는 영향은 5% 유의수준에서 유의하게 나타났음

- (해외 요인) 달러화 표시 수입단가의 상승으로 인한 국내물가 상승압력에도 불구하고 국내물가가 안정적일 수 있었던 것은 결정적으로 대미달러 환율이 하락추세를 지속해 온 점을 들 수 있음

- 따라서 국제원자재 가격 상승으로 인한 해외 측면에서의 비용상승 압력의 상당부분이 원화강세에 의해 상쇄된 측면이 크며 이는 국제원자재 가격의 급등에도 불구하고 국내물가가 안정추세를 보인 주요인으로 평가됨

- 물가방정식 모형을 이용하여 2003년 1분기 ~ 2007년 2분기 기간 중 대미 달러 환율의 하락이 국내 소비자 물가에 미친 파급효과를 살펴보면

- 동 기간 중 달러화 표시 수입물가는 전년동기대비(분기평균) 11.60% 증가하여 국내물가 상승압력으로 작용하였으나 환율은 6.08% 하락하여 물가를 안정시키는 데 기여하였던 것으로 나타남
- 수입물가 상승이 0.46%p의 소비자 물가 상승압력으로 작용한 반면 환율하락은 0.36%p의 소비자 물가 하락압력으로 작용하여 환율하락이 원자재 가격 상승으로 인한 수입물가 상승효과를 상쇄시킨 것으로 나타남

< 수입물가 및 환율 변동의 국내 소비자 물가(분기별) 파급효과 >

(%p)

	10%p 증가 시 소비자 물가 파급효과	전년동기대비 증가율 평균 (2003.1분기~2007.2분기)	소비자 물가 파급효과(분기별)
수입물가 (달러화 기준)	0.4	11.60	0.46
환율 <sup>1)</sup>	0.6	-6.08	-0.36

자료 : 한국은행.

주 : 1) 환율은 원/달러 분기평균 환율.

## 4. 정책적 시사점

### ○ 해외 공급요인

- 현재 국내물가의 안정은 대미달러 환율의 안정에 기인한 바가 크므로 물가안정목표제의 효율적 운용을 위해 금융통화위원회에서 환율안정에 대한 적극적인 의지 표명을 통하여 환율변동의 불확실성을 최소화시켜야 함
  - 미국의 서브프라임 모기지 사태의 여파로 그동안 하락추세를 보이던 원화의 대미달러환율이 다시 상승 움직임을 나타내어 향후 국내물가의 잠재적인 불안요인으로 대두할 가능성이 있음
  - 환율상승은 원화표시 수입물가를 상승시킴으로써 비용측면에서 국내물가의 상승압력으로 작용하므로 물가안정목표제의 원활한 운용을 위해서는 환율을 안정적으로 관리할 필요성이 있음
  - 현 환율수준이 엔캐리 트레이드 자금의 국내유입 등 자본수지 흑자에 기인하여 고평가된 측면이 강하므로 일정 정도의 평가절하는 불가피한 면이 있다고 여겨지나 그 과정에서 급격한 환율변동은 피하도록 하여야 함
  - 이를 위해서는 매월 통화정책 운용방향 발표 시 환율정책에 대한 적극적인 의지 표명을 통하여 외환시장을 안정화 시키려는 노력을 기울여야 함
  
- 국제 원자재 가격의 추가적인 상승 가능성에 대비하여 가격변동 예측을 위한 가격정보시스템을 구축하고 비축물량 확보계획을 단력적으로 운용하는 등 대책 마련에 나서야 함
  - 경상수지 흑자폭의 축소 등으로 실물부문에서의 원화 약세요인이 잠재해 있는 상황 하에서 국제원자재 가격의 추가적인 상승은 국내 물가에 커다란 부담이 될 수도 있음
  - 따라서 이러한 가능성을 선제적으로 차단한다는 의미에서 국제원자재 시장

에 대한 모니터링을 강화하고 가격변동을 예측할 수 있는 가격정보 시스템을 구축하여야 함

- 또한 국제원자재 시장의 불안정성이 증대될 우려가 있을 때 현재 2개월 분의 비축물량 확보계획<sup>9)</sup>을 탄력적으로 운용하는 방안(가격상승이 예견될 시 비축물량을 4개월로 확대)도 검토해 보아야 함
- 국제원자재 가격 급등 시 비축물량의 신속한 방출을 통하여 물가불안 우려를 제거하고 주요 원자재 수입관세를 한시적으로 경감조치하는 것도 검토해 보아야 함
- 장기적으로는 해외자원 개발투자의 확대를 통한 안정적인 자원확보 루트를 확보하고 자원순환 경제구조를 조성하여 자원 효율성을 제고해가는 것도 중요함


#### ○ 국내 공급요인

- 단위노동비용의 안정을 위하여 정부는 공공요금의 인상억제를 통한 근로자 실질임금의 안정에 주력하여야 하며 기업에서는 노동생산성 증대와 임금인상을 연계시키는 방안을 강구하여야 함
  - 단위노동비용은 구조조정 및 고용조정의 영향으로 물가에 미치는 영향이 비록 통계적으로 유의미하지 않게 나타났으나 국내물가의 안정과 국내기업의 국제경쟁력 유지를 위해서는 안정적으로 관리되어야 함
  - 특히 임금상승이 국내 물가에 미치는 파급효과가 여타 요인에 비해 상대적으로 크다는 점을 고려하면 단위노동비용을 안정적으로 유지하는 것은 국내물가 안정을 위해 필요 불가결하다고 할 수 있음

9) 조달청, 「2006년도 재경위 국정감사 시정·처리 요구사항 처리결과 보고서」, 2007.1

○ 국내 수요요인

- 현 상황에서 콜금리 인상이 유동성 축소를 통하여 물가에 미치는 영향은 다소 작은 반면 국내경기 회복에 부담요인으로 작용할 가능성이 크므로 콜금리 인상조치에는 다소 신중히 접근해야 할 필요성이 있음
  - GDP갭 등 수요측면에서의 물가상승 요인이 국내물가에 미치는 영향이 여전히 유효하므로 장기적인 관점에서의 물가안정 기조 정착을 위해 콜금리 인상을 통한 유동성 관리 등 유효수요 관리정책은 여전히 필요하나
  - 국내 주택담보대출의 부실 우려와 국내경기의 본격적 회복을 위해 그리고 GDP갭률의 축소 등으로 수요측면에서의 물가상승 압력이 크지 않은 현 상황을 고려해 볼 때 추가적인 콜금리 인상조치는 다소 신중히 접근해야 함
  - 또한 한국은행의 금리인상에도 불구하고 금융기관 간 유동성이 전년동기대비 10%를 넘는 증가율을 보이는 등 금융기관 유동성(Lf)이 줄어들고 있지 않는 점도 현 상황에서의 콜금리 인상의 정책효과와 관련하여 신중히 검토해 보아야 함

한상곤 연구위원 (sghan49@hri.co.kr, 3669-4120) 

## 별첨 : 물가방정식 모형

### ○ 모형의 개요

- 물가방정식 모형은 일반적으로 거시계량모형의 일부로서 연립방정식의 행태로 추정되는 것이 일반적이거나 여기서는 논의의 편의를 위해 단일방정식 행태로 추정하였음
  - 본 물가방정식 모형의 주된 특징으로는 해외 공급요인 측면에서 최근 이슈가 되고 있는 국제원자재 가격의 상승과 원화 환율하락 문제를 다루기 위하여
  - 다른 모형에서 원화표시 수입물가지수(KDIQ92 모형, 한국은행 부분균형모형<sup>10</sup>)로 통합되어 다루어지고 있는 해외요인을 달러화표시 수입물가지수와 대미달러 원화환율로 분리하여 다루고 있다는 데에 있음
  - 이를 통하여 국제원자재 가격의 상승에도 불구하고 국내물가가 안정적인 원인을 정량적인 분석을 통하여 밝혀낼 수 있었음
  
- 거시경제 측면에서 물가변동에 영향을 미치는 요인을 살펴보기 위하여 물가방정식 모형에 수요 및 공급요인을 고려하였음
  - 먼저 수요요인으로는 계절조정 된 분기별 GDP를 사용하였으며 경기변동요인만을 추출하기 위하여 GDP의 추세를 Hodrick-Prescott 필터를 사용하여 추정하였음
  - 공급요인으로 해외비용요인인 달러화 표시 수입물가지수와 대미달러 환율을 사용하였으며 국내비용요인으로는 단위노동비용지수를 고려하였음
  - 한편, 중국으로부터의 소비재 수입이 국내물가에 미치는 효과를 고려하기 위해 대중수입이 전체수입에서 차지하는 비중을 설명변수로 추가하였음

10) 여기서 한국은행의 부분균형모형이라 함은 엄밀한 의미에서의 한국은행의 공식모형이 아니고 2006년 5월 한국은행의 조사통계월보에 수록된 「소비재 수입확대가 물가변동에 미친 영향」의 물가방정식 모형을 지칭함을 밝혀둠



○ 모형 추정결과

- 물가모형으로는 간단한 선형회귀모형을 고려하였으며 회귀변수들이 불안정시계열이라는 점을 고려하여 전년동기대비 증가율로 변환한 시계열을 사용하였음
  - 표본구간은 외환위기 이후 기간인 1999년 3분기~2007년 2분기로 한정하였음
  - 회귀모형으로는 독립변수들을 로그차분한 형태로 전환한 시계열을 사용하는 것이 표준적인 접근법이나 모형 적합도가 낮은 것으로 나타났음
  - 회귀모형식으로는  $CPIR = \beta_0 + \beta_1 \times ULCR + \beta_2 \times MPDR + \beta_3 \times DWXR + \beta_4 \times GDPG + \beta_5 \times CHMR + \beta_6 \times CPIR(-1) + \varepsilon$  를 고려하였으며
  - 표본구간 내의 CPIR이 AR(1) 행태를 나타내어 CPIR의 1계 시차변수를 도입하였음

< 회귀모형식의 변수일람표 >

변수명	변수 설명
CPIR	소비자물가지수의 전년동기대비 증가율
ULCR	단위노동비용의 전년동기대비 증가율
MPDR	달러화표시 수입물가지수의 전년동기대비 증가율
DWXR	대미달러 원화환율의 전년동기대비 증가율
GDPG	GDP갭률
CHMR	대중수입 비중의 전년동기대비 증가율

- 모형추정 결과 단위노동비용, 달러화 표시 수입단가, 대미달러 환율, GDP갭 등은 소비자물가와 정(+)의 상관관계를 나타내어 이론적인 예상부호와 일치하는 모습을 보임
  - 해외요인으로서 수입물가의 1%p 증가는 국내물가에 0.04%p 상승압력으로 작용한 반면 대미달러환율 1%p 하락은 국내물가에 0.06%p 하락요인으로 작용함

- 단위노동비용의 증대는 비용측면에서의 물가상승요인으로 작용하나 최근 국내물가의 움직임과 관련하여서는 유의미한 관계를 보이지 않고 있음
- 수요측면에서의 물가하락요인인 GDP갭률의 축소는 수요 감소를 통하여 국내물가에 하락압력으로 작용하고 있음
- 한편, 대중 수입비중의 증대는 국내물가의 하락요인으로 작용하는 것으로 나타나고 있으나 통계적으로 유의미한 결과를 얻지는 못했음

< 물가모형의 추정결과 >

	회귀계수	표준오차	t-통계치	p-값
상수항	1.73*	0.48	3.61	< 0.01
단위노동비용	0.02	0.02	1.39	0.18
수입물가(달러화 기준)	0.04*	0.02	2.08	0.05
대미달러 환율	0.06*	0.02	3.01	0.01
GDP갭률	0.13	0.07	1.94	0.06
대중수입비중	-0.01	0.02	-0.41	0.69
소비자물가(1계 시차)	0.40*	0.17	2.42	0.02

- 주 : 1) 상수항과 GDP갭률을 제외한 나머지 회귀변수들은 전년동기대비 증가율 수치임.  
 2) \* 는 5%수준에서 통계적으로 유의함.  
 3) 모형식: 자유도 조정  $R^2 = 0.72$ , F 통계량의 p-값 < 0.01