

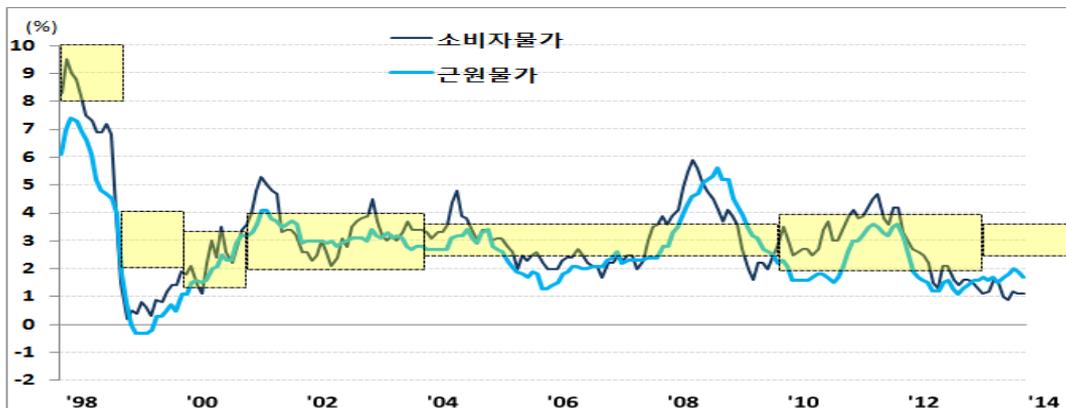
# 현안과 과제

최근 저물가 지속의 배경과 향후 전망  
- 신속적인 통화정책 필요

## 1. 국내 저물가 우려

- 국내 물가 상승률이 정부의 물가목표치를 15개월 연속 하회함에 따라 저물가 우려가 커지고 있음
  - 국내 소비자물가 상승률은 2012년부터 둔화되어 1%대 초반의 상승률이 지속
    - 소비자물가는 2012년 11월(1.6%)부터 올해 1월(1.1%)까지 15개월 연속 1%대를 기록하며 역대 최장 기록
    - 소비자물가는 정부의 물가 목표하한<sup>1)</sup> 역시 2012년 11월부터 현재까지 15개월 연속 하회하고 있음
  - 저물가 현상이 심화될 경우 실질금리 및 실질임금 상승, 채무부담 증가 등을 통하여 경제에 영향을 미침
    - 기대 인플레이션 하락에 따른 실질금리의 상승으로 기업과 소비자 등 경제 주체들이 투자 및 소비를 줄여 생산이 감소
    - 명목임금의 하방경직성 때문에 실질임금이 상승할 경우, 기업들은 수익성이 악화되어 고용을 줄임
    - 주택 담보 대출 등 부채를 많이 지닌 사람들은 화폐 가치 상승으로 인해 과거보다 부채를 갚는데 어려움을 겪음
  - 한국은행이 2.5~3.5%로 물가목표 상한과 하한을 정하는 것 역시 고물가뿐만 아니라 저물가도 우려하기 때문
- 본 보고서에서는 국내 저물가가 지속되는 배경을 살펴보고 향후 물가를 전망
  - 물가에 영향을 미치는 요소인 GDP갭률 등 수요측 요인과 통화량, 물가갭 등 통화측 요인 그리고 유가 및 원자재 가격, 환율 등 공급측 요인을 나누어 분석

< 소비자물가 및 근원물가 상승률 >



자료 : 통계청, 한국은행

주 : 물가안정 목표 대상은 2000~2006년은 근원인플레이션, 나머지 기간은 소비자물가.

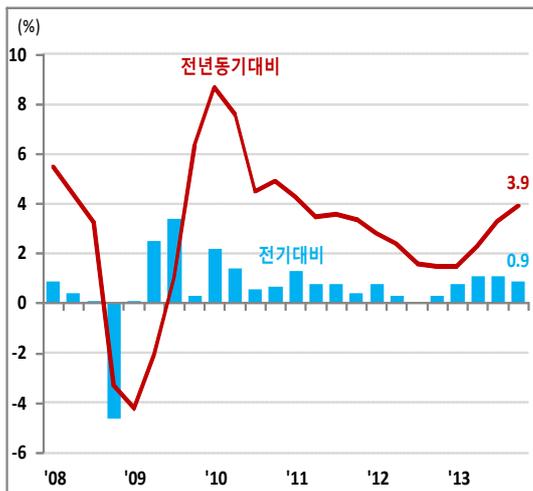
1) 정부의 물가목표치는 2010~2012년 3.0±1%, 2013~2015년 2.5~3.5%임.

## 2. 저물가 지속의 배경과 향후 전망

### 1) 저물가 배경

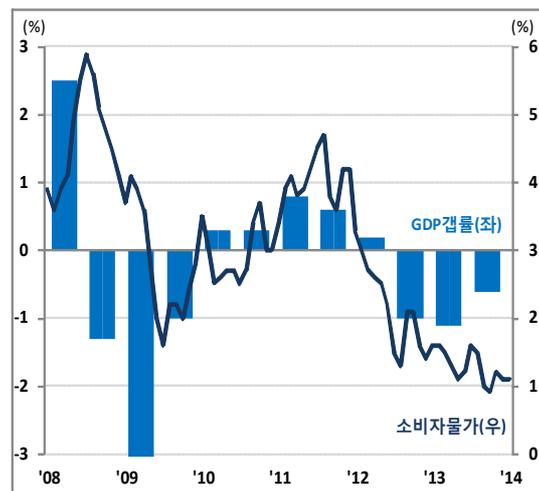
- (수요측 요인 : GDP갭률) 실제GDP가 잠재GDP를 밑도는 디플레이션갭이 지속되면서 수요측 물가상승압력이 낮은 상황
  - 국내경제는 2012년 중반에 저점을 기록한 이후 완만한 회복세를 보이고 있지만 과거에 비해 반등의 힘은 약함
    - 전년동기대비 성장률은 2013년 2/4분기에 2.3%를 기록한 이후 3/4분기와 4/4분기에 각각 3.3%, 3.9% 성장하여 서서히 회복 국면에 진입
  - 국내경제는 GDP갭률<sup>2)</sup>이 디플레이션갭을 나타내고 있어 수요측 물가상승압력이 낮은 상황
    - 디플레이션갭이란 실제GDP가 잠재GDP<sup>3)</sup>에 미치지 못하는 상태를 의미하며, 경제가 디플레이션갭 상태일 경우 물가는 하락압력이 높음
    - GDP갭률은 2012년 하반기에 -1.0%로 마이너스로 전환된 이후 2013년 상반기 -1.1%, 하반기 -0.6%로 낮은 수준 유지

< 경제성장률 추이 >



자료 : 한국은행.

< GDP갭률 및 소비자물가 추이 >



자료 : 현대경제연구원 추정치.

주 : GDP갭률=(실제GDP-잠재GDP)/잠재GDP.

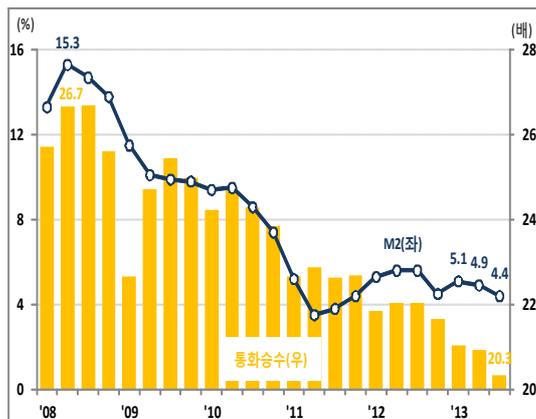
2) GDP갭률=(실제GDP-잠재GDP)/잠재GDP.

3) 잠재GDP란 한 나라가 갖고 있는 모든 생산요소를 사용해 인플레이션 없이 달성할 수 있는 생산수준.

○ (통화측 요인 : 통화량 및 물가갭) 통화증가율이 크게 떨어지면서 통화측 물가상승압력이 낮은 상황

- 한국의 통화 증가 속도는 2010년까지 비교적 높은 수준을 기록하였으나 2011년 이후부터 통화증가율이 급격히 낮아짐
  - 국내의 M2<sup>4)</sup> 증가율은 2010년 이전에 약 10%대를 기록하였으나 2011년에 4.2%, 2012년 5.2%까지 하락
  - 2013년에 M2 증가율은 8월에 전년동기대비 3.9%를 기록한 이후 9월 4.6%, 10월 4.7%, 11월 5.1%로 증가율이 다소 늘었으나 과거에 비해 크게 낮은 수준
  - 본원통화<sup>5)</sup>의 증가율은 과거와 비슷한 수준을 유지하고 있지만 경제 주체들이 미래를 불확실하게 보고 소비를 꺼려 통화증가 속도가 둔화된 것으로 판단
- 물가갭 역시 국내는 실물경제활동에 비해 유동성이 낮은 수준을 보이고 있음
  - P-star<sup>6)</sup>모형을 이용하여 국내의 물가갭을 추정한 결과 물가갭은 2011년 2/4분기에 0.997로 기준치인 1을 하회한 이후 현재까지 과소 유동성 상태를 보이고 있음
  - 물가갭이 기준치(=1.0)를 하회할 경우 통화량이 장기균형에 비해 적게 공급되어 통화 측면에서 물가상승 압력이 낮음을 시사

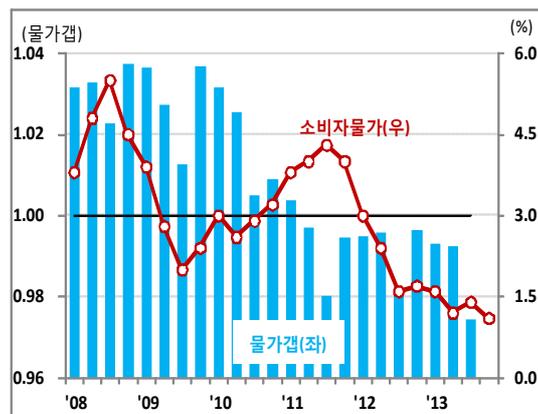
< M2 증가율 및 통화승수 추이 >



자료 : 한국은행, 현대경제연구원 추정치.

- 주 : 1) 전년대비 증가율.
- 2) 통화승수=M2/본원통화.

< 물가갭 및 소비자물가 추이 >



자료 : 현대경제연구원 추정치.

- 주 : 1) 물가갭은 잠재물가와 실제물가 차이.
- 2) 물가갭이 1보다 작으면 실질 통화량이 장기균형에 비해 적게 공급되어 물가 상승 압력이 낮아지는 상태.

4) M2(광의통화)=현금통화+ 요구불예금+ 수시입출식예금+ 정기예적금+ 시장금융상품+ 실적배당형금융상품+ 기타 예금·금융채.

5) 본원통화=화폐발행액+ 금융기관의 대한은 원화예치금.

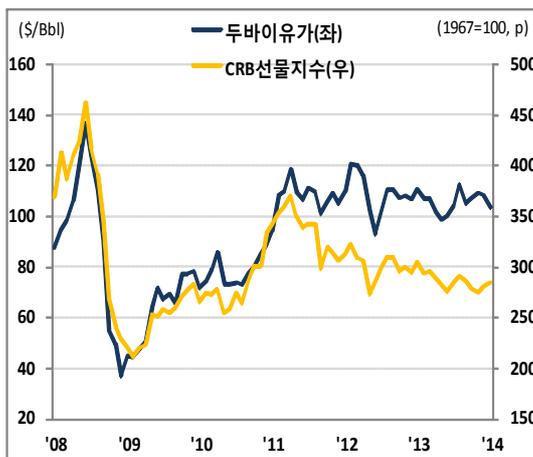
6) Hallman-Porter-Small(1991)이 체계화한 아래의 식은 통화의 초과공급 정도를 통해 물가 상승 압력을 나타냄.

$$P_t^* = M_t \cdot V_t^* / Y_t^* \quad (\text{단 } P_t^* : \text{장기균형물가, } M_t : \text{통화량, } V_t^* : \text{장기균형 통화유동속도, } Y_t^* : \text{장기균형 실질GDP.})$$

$$\text{물가갭} = \text{장기균형물가} / \text{실제물가.}$$

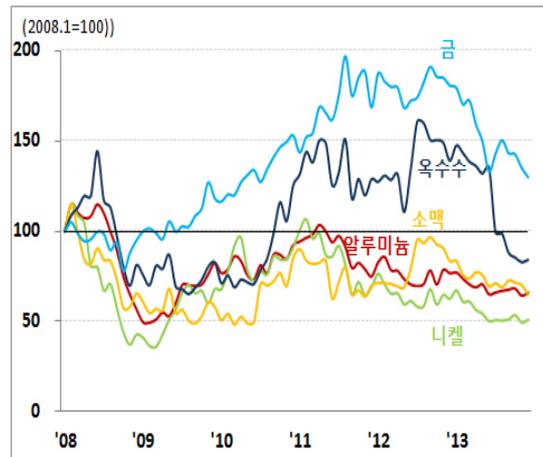
- (공급측 요인 : 유가 및 원자재 가격) 유가 및 원자재 가격이 하향 안정되면서 물가 하락 요인으로 작용
  - 우리나라는 유가 및 수입원자재의 대외의존도가 높은 소규모 개방경제이기 때문에 국제 원자재 가격 변동에 의해 국내 물가가 영향을 받는 정도가 큼
  - 우리나라는 GDP대비 수입비중이 50%를 상회하고 특히 수입중 원자재 비중은 60%를 넘음
  - 국제유가는 신흥국 수요 둔화 및 비전통석유 생산 확대 등으로 하락세
    - 국제유가는 두바이유가 기준으로 2012년 연평균 109.0달러에서 2013년 105.3달러로 전년대비 3.4% 하락
  - 원자재 가격은 2012년 중반 이후 하락세를 나타내고 있음
    - 글로벌 원자재 시세를 나타내는 CRB<sup>7)</sup>선물지수는 2011년 연평균 334p에서 2012년 301p 2013년 287p로 각각 전년대비 9.8%, 4.6% 하락
    - 비철금속(금, 알루미늄, 니켈) 및 곡물(옥수수, 소맥) 등 주요 국제원자재 가격 역시 2013년에 가격이 하향 안정

< CRB선물지수 및 유가 추이 >



자료 : Reuters, 한국석유공사.

<주요 원자재 가격 추이>



자료 : LME, CBOT.

주 : 2008년 1월을 100으로 기준.

7) CRB지수는 국제 원자재 및 선물 조사회사인 CRB(Commodity Research Bureau)사가 발표하는 지수로서 19개 원자재 선물가격을 평균하여 산출. 19개 원자재는 농산물이 설탕, 면, 코코아, 커피, 옥수수, 대두, 생우, 소맥, 생돈, 오렌지주스, 에너지가 WTI유, 난방유, 무연휘발유, 천연가스, 비철금속이 금, 알루미늄, 구리, 니켈, 은인.

○ (공급측 요인 : 환율) 달러화 대비 원화 가치가 절상되면서 물가를 낮추는 요인으로 작용

- 최근 달러화 대비 원화 환율이 강세 흐름을 보이며 소비자물가 상승률을 낮추는 요인으로 작용
  - 원/달러 환율은 2013년에 연평균 1,095.0원을 기록하여 2012년 1,126.8원 대비하여 2.9% 절상되었음
  - 국내 경제 펀더멘털 강화 및 경상수지 흑자폭 확대, 외국인 자금 유입 등 국내 달러화 공급 확대 등이 원화 강세의 주된 요인
  - 2014년에도 원/달러 환율은 1,050.3원으로 출발하며 원화 강세 기조가 유지. 단 최근에는 미국 양적완화 축소와 신흥국 금융위기 등으로 원/달러 환율의 변동성이 확대되는 모습
- 달러화 대비 원화 가치 절상은 수입물가를 거쳐 국내 소비자물가를 낮추는 요인으로 작용
  - 환율이 물가에 미치는 직접적인 효과로는 수입원자재 가격 하락 및 최종수입재 가격 하락 등을 통하여 국내 소비자물가 상승률을 낮춤
  - 간접적인 경로는 국내생산품의 해외통화표시 가격을 하락시킴에 따라 수출과 총수요 등을 감소시켜 국내 물가수준을 하락시킴

< 원/달러 환율 추이 >



자료 : 한국은행.

< 수입물가 및 소비자물가 추이 >

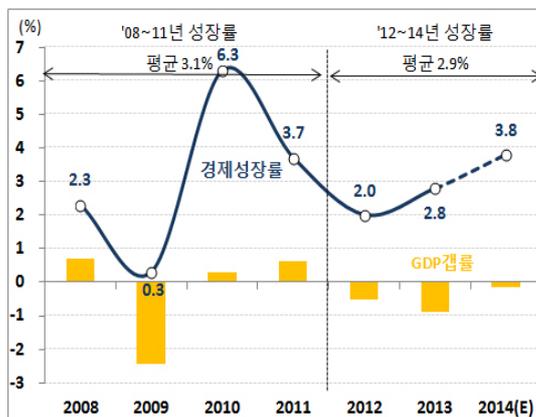


자료 : 한국은행, 통계청.

## 2) 향후 물가 전망

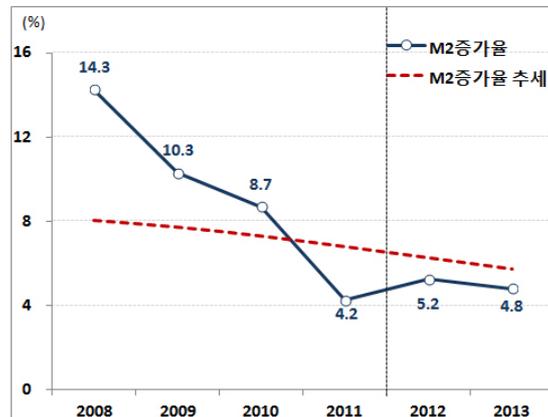
- 국내는 향후에도 물가상승률이 한은 목표치를 하회하는 저물가가 상당기간 지속될 것으로 보임
  - 2012년부터 저물가에 진입한 국내 경제는 2014년에도 정부의 물가목표치 하단인 2.5%보다 낮을 것으로 보임
    - 향후에도 디플레이션갭 지속과 통화 증가속도 둔화, 수입원자재 가격 하향 안정 및 원화 절상 흐름 등으로 저물가는 상당기간 이어질 전망
  - **GDP갭률** : 경제성장률은 회복세를 보이겠지만 반등의 힘은 과거보다 약하고 디플레이션갭이 지속되어 수요측 물가압력은 2014년에도 낮을 것으로 보임
    - 2014년 경제성장률은 잠재성장률 수준을 기록하며 2012~2013년보다는 높겠지만 과거에 비해 회복의 힘은 약할 것으로 보임
    - 2012년부터 지속된 국내의 디플레이션갭은 2014년에도 지속되어 수요측 물가상승압력이 크지 않을 것으로 보임
  - **통화량** : 금융위기 이후 급격히 하락한 통화 증가 속도는 2014년에도 과거에 비해 크게 낮은 수준을 유지할 것으로 보임
    - 금융위기 이전 약 25배 내외였던 통화승수(M2/본원통화)가 최근에 약 20배 까지 하락하였고 M2 증가율의 장기 추세치는 2008년 8% 수준에서 최근 5%대까지 하락
    - M2증가율은 금융위기 이전에 비해 크게 낮아진 수준에서 2014년에도 하락과 반등을 반복할 것으로 보임

< 경제성장률, GDP갭률 추이 및 전망 >



자료 : 한국은행, 현대경제연구원 추정치.  
주 : 2014년 성장률은 현대경제연구원 전망치.

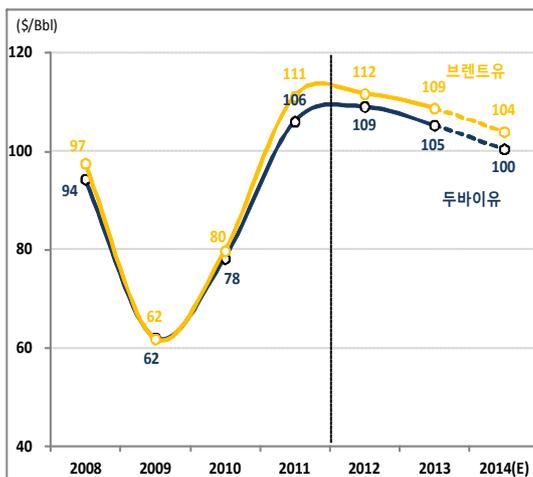
< 통화량 추이 및 장기추세 >



자료 : 한국은행, 현대경제연구원 추정치.  
주 : 1) 2013년은 1~11월 기간평균.  
2) 장기추세는 HP filtering을 이용하여 추정

- **유가 및 원자재 가격** : 2014년에 국제 유가 및 원자재 가격은 하향 안정화될 것으로 전망
  - 타이트오일, 셰일가스<sup>8)</sup> 등 비전통석유 생산 증가로 수급여건이 안정되어 국제유가는 하향 안정세를 보일 것으로 전망
  - 국제 유가가 10% 하락할 경우 국내 소비자물가상승률을 약 0.33%p 하락시키는 요인으로 작용<sup>9)</sup>
  - 주요 원자재 가격 역시 미국의 양적완화 축소로 인한 달러화 강세, 양호한 수급여건 등에 힘입어 약세를 지속할 것으로 예상
- **환율** : 2014년에 달러화 대비 원화 환율은 국내 경제 펀더멘털과 통화 수급 요인 등을 고려할 때 2013년 연평균 1,095원보다 절상될 것으로 보임<sup>10)</sup>
  - 최근 경기사이클이 수축기에서 회복기에 접어들고 있으며 국내 거시경제 건전성 강화, 한-미 금리차 확대 등으로 원화 절상 압력이 높은 상황
  - 대규모의 경상수지 흑자, 외국인 직접투자 유입 등 국내로 달러화 공급이 지속되고 있음

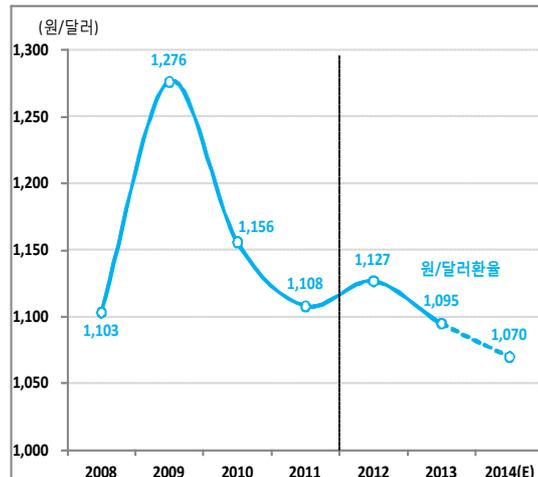
< 국제유가 전망 >



자료 : 한국석유공사.

주 : 2014년 유가는 CERA(2013.12) 전망치.

< 원/달러 환율 전망 >



자료 : 한국은행.

주 : 2014년 환율은 현대경제연구원 전망치.

8) 타이트오일(Tight oil)이란 모래와 진흙이 굳어진 셰일층에 존재하는 원유. 셰일가스(Shale gas)는 진흙이 수평으로 퇴적하여 굳어진 암석층(혈암, shale)에 함유된 천연 가스.

9) "게스민 혁명으로 인한 유가 급등이 국내 경제에 미치는 영향(2011.3, 현대경제연구원)" 인용.

10) "원화 강세 당분간 지속 가능성 높다(2013. 12, 현대경제연구원)" 인용.

#### 4. 시사점

- 정부는 저물가 장기화가 디플레이션으로 악화되지 않도록 종합적이고 다각적인 대책 마련이 필요
  - 정부는 수요부진이 장기화되지 않도록 기업의 투자 확대, 가계의 소비여력 확충 등 유효수요 창출 대책을 마련
    - 투자여건을 제약하는 각종 규제를 적극적으로 완화하고, 세제 지원 등을 통해 투자 인센티브를 제공하여 기업들의 투자 확대 유도
    - 양질의 시간선택제 일자리를 확대함은 물론 적극적 일자리 매칭 서비스 등 고용서비스의 혁신과 질적 제고에도 주력
    - 부동산시장 침체 장기화, 전세 가격 폭등 등으로 가계의 소비가 위축되지 않도록 주택시장 안정화 대책 시행
  - 통화당국은 국내 통화정책의 효과를 점검하고, 향후 경기 회복세를 고려하면서 경기상황에 맞는 신축적인 통화정책을 운용
    - 기준금리에서 단기금리, 장기시장금리, 은행 예금 및 대출 금리로 이어지는 금리 파급경로의 효과 증대 방안 마련
    - 수요부진이 장기화될 경우 중앙은행은 시장상황에 선제적이고 지속적인 대응을 통해 경제주체들의 미래에 대한 기대를 긍정적인 방향으로 유도
  - 정부는 국내 경제에 긍정적으로 작용하는 유가 및 원자재 가격 하락 등 공급측 물가 하락 요인이 가계의 소비 활성화에 도움이 되도록 활용
    - 유가 및 원자재 가격 하락으로 인한 기업들의 원가절감이 상품 가격 인하로 이어지도록 공산품 등 경쟁촉진, 시장 독과점 구조 개선 등을 지속적으로 추진
  - 정부 및 통화당국은 환율의 급격한 절상을 방지하기 위한 대응책 마련
    - 외환시장의 불확실성을 줄이고 국내 경제의 안정화를 도모하기 위해 외환시장에 대한 미세조정 및 안정화 대책을 통해 환율의 급격한 절상을 방지할 필요가 있음
  - 냉해, 폭설 등 기후변화로 생활물가가 급등할 우려가 상존하므로 이에 대한 대비책 마련
    - 기상재해에 강한 농산물을 개발하고 배수시설 등에 대한 투자를 확대
    - 신선식품에 대한 저장 및 보관 기술에 대한 투자 확대를 통해 공급량 변화에 탄력적으로 대응할 수 있는 기반을 마련

경제연구본부 김천구 선임연구원 (2072-6211, ck1009@hri.co.kr)