

현안과 과제

■ 통화정책의 방향성 점검과 시사점

목 차

■ 통화정책의 방향성 점검과 시사점

Executive Summary	i
1. 개요	1
2. 통화정책 결정의 주요변수 점검 및 적정금리 수준	2
3. 시사점	11

본 보고서에 있는 내용을 인용 또는 전재하시기 위해서는 본 연구원의 허락을 얻어야 하며, 보고서 내용에 대한 문의는 아래와 같이 하여 주시기 바랍니다.

총 관 : 주 원 이 사 대 우 (2072-6235, juwon@hri.co.kr)

동 향 분 석 팀 : 김 천 구 연 구 위 원 (2072-6211, ck1009@hri.co.kr)

Executive Summary

□ 통화정책의 방향성 점검과 시사점

■ 개 요

국내 경제의 수출 부진, 내수 부진 장기화로 경기활성화를 위한 중앙은행의 통화정책 방향과 경기 상황에 맞는 적정 금리 수준에 관심이 모아지고 있다. 본 보고서에서는 총량지표, 분석·평가지표 그리고 모형에 기반을 둔 해석 등을 종합적으로 고려하여 향후 통화정책 방향을 살펴보았다.

■ 통화정책 결정의 주요변수 점검 및 적정금리 수준

(국내경기) 국내 경제는 내수와 외수의 동반 부진이 예상보다 길어지며 장기 저성장 국면에 진입하였다. 경기순환 측면에서 국내 경제는 실질GDP가 잠재GDP를 밑도는 마이너스갭이 지속되고 있다.

(경제주체 심리) 가계의 소비자심리지수는 2013년 말에 상승세를 보였으나 이후 추세적으로 하락하며 기준점(100p)을 하회하고 있다. 기업가들의 경제심리를 나타내는 기업경기실사지수 역시 중국 및 신흥국의 경제리스크 등으로 수출이 급감하고 내수 부진 등이 영향을 미쳐 제조업과 비제조업 모두 급격히 악화되는 모습이다.

(유휴생산력) 제조업 부문의 평균가동율이 떨어지고 노동시장의 경제활동참가가 악화되는 등 유휴생산력이 늘어나고 있다. 설비투자조정압력은 지속적으로 낮은 수준을 유지하고 있으며 재고율 역시 높아 향후에도 투자 부진이 이어질 가능성이 높다.

(물가) 마이너스갭 지속 등 수요측 물가하락 요인과 저유가로 인한 공급측 물가하락 요인이 결합하여 소비자물가는 물가안정목표치를 크게 하회하고 있다. 물가의 장기적인 추세를 나타내는 근원물가 상승률 역시 2016년 들어 크게 둔화되었다.

(금융시장) 미국과 한국의 통화정책 차별화 가능성, 대외 불확실성 확대 등으로 금융시장의 변동성이 높아지는 모습이다. 미국의 기준금리 인상 가능성 및 투자자의 위험회피성향 변화 등으로 환율의 변동성이 증대되었다.

(적정금리) 테일러준칙으로 추정된 적정금리는 2016년 1/4분기 기준 1%대 초반(1.21~1.35%)으로 현재 기준금리 수준인 1.50%보다 낮았다. 최근 기준금리는 실물경기과 물가 상승 압력을 고려한 적정금리 수준보다 다소 높은 것으로 추정되어 금리 인하 여력이 상존한다.

■ 시사점

최근 국내 경제에 나타나고 있는 소비, 투자 위축과 수출 부진, 저물가 장기화 등에 적절하게 대처하기 위해 정책 당국은 종합적이고 다각적인 대책 마련이 필요하다. 이를 위해서는 첫째, 국내 경제가 디플레이션갭에서 조속히 벗어나기 위해 정부 차원의 기업 투자 확대, 가계 소비여력 확충 등 유효수요 창출 대책이 필요하다. 둘째, 물가갭이 마이너스를 지속하고 있는 상황에서 소비자물가 상승률이 중기적 시계에서 물가안정목표 범위 내로 유지되도록 유의해야 한다. 셋째, 정책당국은 경제주체들의 미래에 대한 기대심리가 더욱 악화되는 것을 방지하기 위해 시장상황에 선제적이고 지속적인 대응이 필요하다. 넷째, 적정금리가 여전히 낮은 수준을 유지하고 있으므로 통화당국은 통화완화정책을 지속하고 국내 통화정책의 효과를 점검해야 한다.

1. 개요

- 국내 경제의 수출 부진, 내수 부진 장기화로 경기활성화를 위한 중앙은행의 통화정책 방향과 경기 상황에 맞는 적정 금리 수준에 관심이 모아지고 있음
 - 국내 경제는 수출 부진이 장기화되고 체감경기 악화, 저물가 지속 등으로 경기부양에 대한 필요성이 제기되고 있는 상황
 - 올해 수출(2016년 1~5월)은 저유가에 따른 단가 하락, 주요국 수입 수요 감소, 선박수출 감소 등의 영향으로 전년동월대비 11.5% 급감
 - 소비자심리지수는 지난해 메르스 사태 당시 수준으로 하락하였으며 제조업 가동률은 금융위기 수준으로 하락
 - 점차 상승세를 보이던 물가상승률은 2016년 들어 담뱃값 인상효과 소멸, 저유가 지속 등의 영향으로 상승세가 꺾였으며 현재 0%대를 유지
 - 최근 경기 둔화세를 방지하기 위해 중앙은행의 통화정책이 관심을 끌고 있음
 - 통화정책이란 한국은행이 기준금리 등을 이용하여 시중에 유통되는 통화량에 변화를 주어 총수요에 영향을 주는 정책
 - 기준금리 인하는 가계 소비와 기업 투자 촉진, 원화환율 상승으로 수출 증대 등에 도움을 줄 것이라는 의견과 부동산가격 급등, 가계부채 증가 우려, 외국인자금 유출 등 부작용이 더 클 것이라는 의견이 존재
 - 통화 완화정책은 기업이나 가계가 낮은 금리로 돈을 빌려 투자나 소비를 더 많이 할 유인을 가지며 자산 가격을 높이고 원화 가치 하락으로 수출 증대에 도움
 - 다만 낮은 기준금리는 부동산가격의 급등, 가계부채 증가, 외국인자금 유출을 유발할 수 있다는 점 등이 부작용으로 꼽힘
- 본 보고서에서는 GDP, 소비자물가 등 총량지표, GDP갭, 실업률갭 등 분석·평가지표 그리고 테일러룰 등 모형에 기반을 둔 해석 등을 종합적으로 고려하여 향후 통화정책 방향을 살펴봄

2. 통화정책 결정의 주요변수 점검 및 적정금리 수준

1) 통화정책 결정의 주요변수 점검

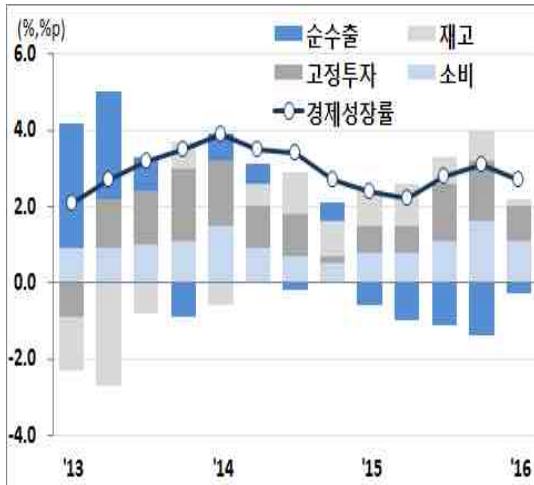
○ (국내경기) 국내 경제는 수출 부진이 심화되며 부진한 흐름이 지속되고 있음

- 국내 경제는 내수와 외수의 동반 부진이 예상보다 길어지며 장기 저성장 국면에 진입
 - 전년동기대비 경제성장률은 2014년 1분기 3.9%에서 2015년 2/4분기에 2.2%로 급격한 둔화세를 기록한 이후 소폭 반등하다 최근 다시 주춤
 - 전기대비 경제성장률은 2016년 1/4분기 0.5% 상승에 그치며 2015년 4/4분기 0.7% 상승에 이어 2분기 연속 0%대 성장을 기록
- 특히 과거 우리나라 경제의 버팀목으로 꼽히는 수출이 큰 폭의 감소세
 - 지난해 12월(-14.3%)부터 올해 2월(-13.0%)까지 3개월 연속 두 자릿수 수출 감소세를 지속하였으며, 지난 2015년 1월부터 올해 5월까지 역대 최장기간(17개월) 수출 감소세가 이어지고 있음
 - 다만 국내 5월 수출입동향(잠정)에 따르면, 5월 수출액은 398억 달러로 전년 동월대비 6.0% 감소를 기록하여 감소폭은 다소 축소
- 경기순환 측면에서 국내 경제는 실질GDP가 잠재GDP를 밑도는 마이너스갭이 지속
 - 디플레이션갭이란 실질GDP가 잠재GDP¹⁾에 미치지 못하는 상태를 의미하며, 경제가 디플레이션갭 상태일 경우 수요측 물가 상승 압력이 낮음²⁾
 - GDP갭률은 2012년 3/4분기에 디플레이션갭에 진입하였으며 2014년에 점차 디플레이션갭이 축소
 - 하지만 2015년에 경기부진이 심화되며 디플레이션갭이 2016년 1/4분기에 -0.28%를 기록

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

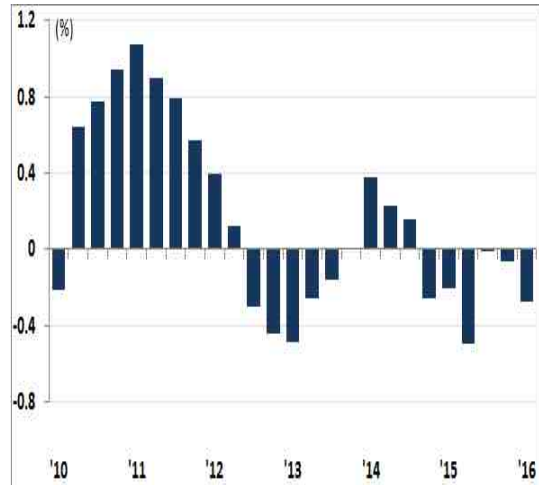
2) GDP갭률=(실질GDP-잠재GDP)/잠재GDP, GDP갭률에서 사용된 잠재GDP는 시계열적 접근법인 H-P 필터링을 이용하여 추정.

< 경제성장률 및 부문별 기여도 >



자료 : 한국은행.

< GDP갭률 추이 >



자료 : 현대경제연구원 추정치.

○ (경제주체 심리) 기업과 소비자 등 경제주체들이 경제를 보는 시각을 나타내는 경제심리지수가 최근 급격히 악화

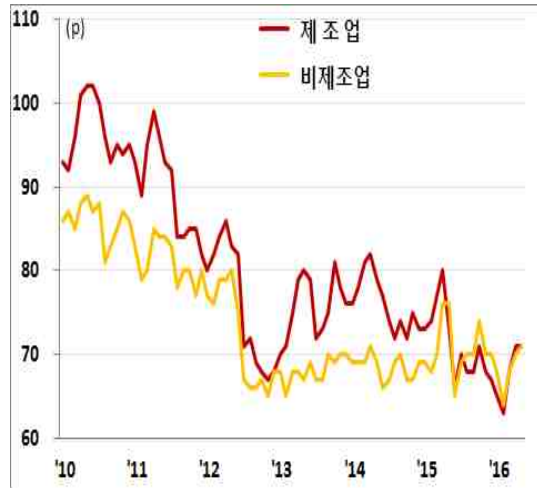
- 가계의 소비자심리지수는 2013년 말에 상승세를 보였으나 이후 추세적으로 하락하며 기준점(100p)을 하회
 - 2012년 12월 98p로 기준치를 하회하던 소비자심리지수는 2014년 1월 109p까지 꾸준히 상승하였음
 - 메르스 여파, 경기회복 속도 미진 등으로 2015년 6월 98p, 7월 100p로 낮아진 이후 2015년 하반기 반등
 - 하지만 2016년 5월 소비자심리지수가 지난해 메르스가 발생했던 6월과 유사한 수준인 99p로 하락
- 기업가들의 경제심리를 나타내는 기업경기실사지수 역시 중국 및 신흥국의 경제리스크 등으로 수출이 급감하고 내수 부진 등이 영향을 미쳐 제조업과 비제조업 모두 급격히 악화되는 모습
 - 제조업의 업황BSI는 2016년 2월에 63p로 금융위기 기간인 2009년 3월 (56p) 이후 최저치를 기록하였으며 비제조업의 업황BSI 역시 2016년 2월 64p로 2009년 3월 (60p)이후 최저치를 기록하였음
 - 최근 제조업, 비제조업의 업황BSI는 각각 71p로 다소 상승하는 모습을 나타내고 있으나 여전히 기준치(100p)를 크게 하회하는 모습

< 가계 소비심리지수 동향 >



자료 : 한국은행.

< 기업경기실사지수 동향 >

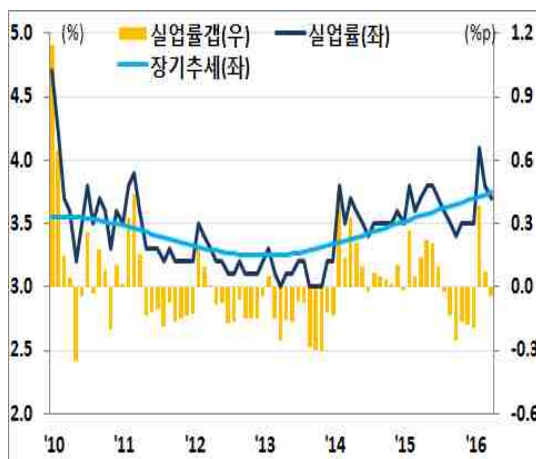


자료 : 한국은행.

○ (유휴생산력) 제조업 부문의 평균가동율이 떨어지고 노동시장의 경제활동 참가가 악화되는 등 유휴생산력이 늘어남

- 노동 시장 내 유휴생산력을 나타내는 실업갭은 다소 축소된 반면 참가갭은 크게 악화
- 2016년 4월 실업률갭은 0%p 수준으로 최근 노동 시장 내에 존재하던 유휴 생산 노동력이 다소 줄어들고 있는 것으로 보임
- 반면 경제활동참가율은 금융위기 이후 상승 추세를 나타내고 있으나 최근 양(+)의 경제활동참가율갭은 큰 폭의 마이너스로 전환

< 실업률갭 >



자료 : 통계청, 현대경제연구원 추정치.

< 경제활동참가율갭 >



자료 : 통계청, 현대경제연구원 추정치.

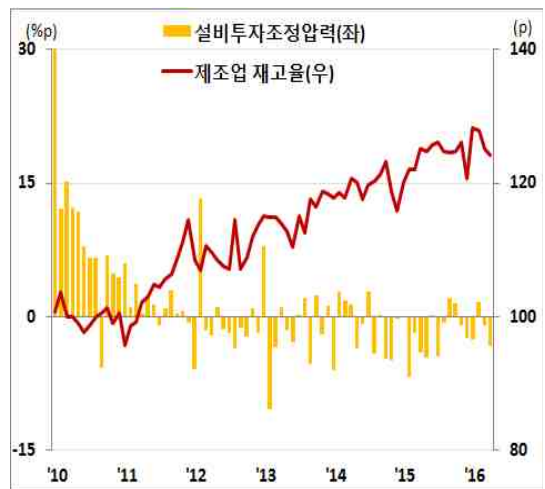
- 평균가동률이 금융 위기 이후 최저 수준으로 하락
 - 80%대를 상회하던 평균가동률은 현재 70%대 초반까지 하락하는 등 금융위기 이후 최저수준으로 하락하고 있음
 - 평균가동률갭 역시 마이너스 폭이 점차 커지며 제조업 부문의 유희생산능력이 늘어나고 있음을 보임
- 설비투자조정압력³⁾이 지속적으로 낮은 수준을 유지하고 있으며 재고율 역시 높아 향후에도 투자 부진이 이어질 가능성이 높음
 - 경기 부진에 따른 생산 위축 등으로 설비투자조정압력은 마이너스를 나타내고 있어 향후에도 투자 부진이 지속될 가능성
 - 제조업 재고율은 2011년 이후부터 점차 높아지기 시작하여 현재 120p대를 상회
 - 최근 재고율이 다소 낮아지고 있는 원인은 기업들이 수요 감소를 예측하고 생산을 줄임으로 재고와 출하 증가율이 동반 감소하고 있기 때문

< 제조업 평균가동률 및 평균가동률갭 >



자료 : 통계청, 현대경제연구원 추정치.

< 설비투자조정압력 및 제조업 재고율 >



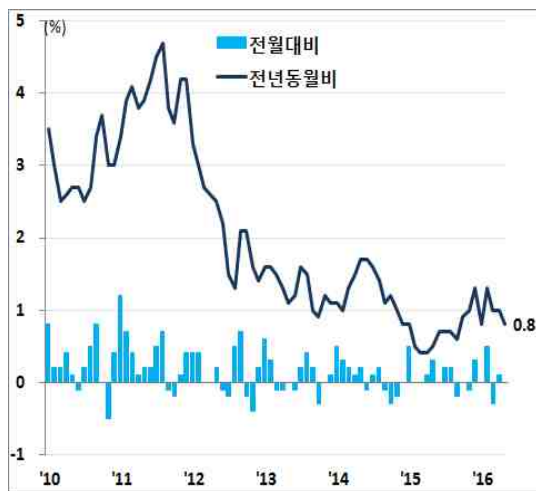
자료 : 통계청, 현대경제연구원 추정치.

○ (물가) 마이너스갭 지속으로 인한 수요측 물가 하락 압력, 저유가 장기화, 낮아지는 기대인플레이션 등 물가의 하락 압력이 여전히 높음

3) 설비투자 조정압력이란 통계청에서 발표하는 제조업생산 증가율에서 제조업생산능력 증가율을 차감한 수치(%p)로 생산설비 등을 총체적으로 나타내는 생산능력의 증가세를 실제적인 생산 증가세가 지속적으로 상회하게 되면 가동률의 상승에 따른 생산설비의 부족으로 신규 설비투자가 집행될 가능성이 커진다는 원리에 착안해서 고안된 통계지표.

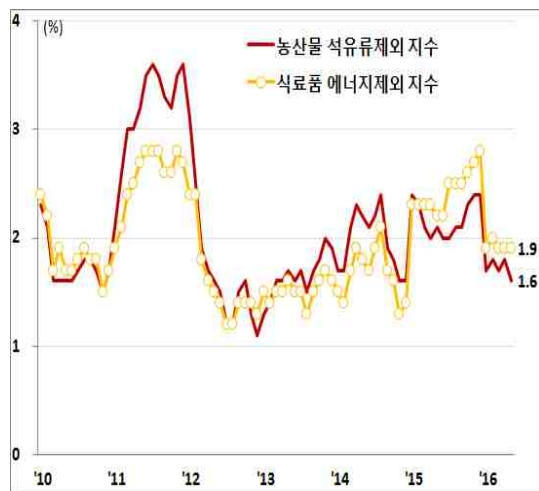
- 마이너스갭 지속 등 수요측 물가하락 요인과 저유가로 인한 공급측 물가하락 요인이 결합하여 소비자물가는 물가안정목표치를 크게 하회
 - 소비자물가는 2012년 11월(1.6%)부터 올해 5월(0.8%)까지 연속적으로 2%대 미만을 기록
 - 정부의 물가 목표하한⁴⁾ 역시 2012년 11월부터 현재까지 지속적으로 하회하고 있음
- 물가의 장기적인 추세를 나타내는 근원물가 상승률은 2016년 들어 담배값 인상효과 소멸의 영향 등으로 큰 폭으로 하락
 - 최근 저물가의 장기화는 국내 총수요 부진, 가계소비여력 제약, 글로벌 물가동조화, 저유가 장기화 등 수요와 공급측 요인이 종합적으로 영향
 - 향후에도 국제유가의 하향세, 수출부진 등에 따른 마이너스 GDP갭 지속 등으로 근원물가 상승률이 낮은 수준을 유지할 것으로 보임

< 소비자물가 동향 >



자료 : 통계청.

< 근원인플레이션 추이 >



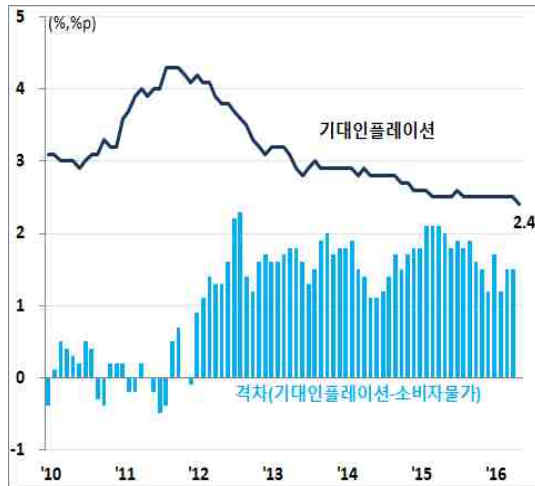
자료 : 통계청.

- 기대인플레이션율은 점차 낮아지는 추세
 - 기대인플레이션율은 2015년 3월 이후 2015년 7월을 제외하고 2.5%를 최근까지 유지하고 있었으나 2016년 5월 2.4%로 하락
 - 기대인플레이션율과 실제 소비자물가 사이의 격차는 2012년 이후부터 현재 1%p대 후반을 유지

4) 정부의 물가목표치는 2010~2012년 3.0±1%, 2013~2015년 2.5~3.5%임, 2016~2018년 2%임.

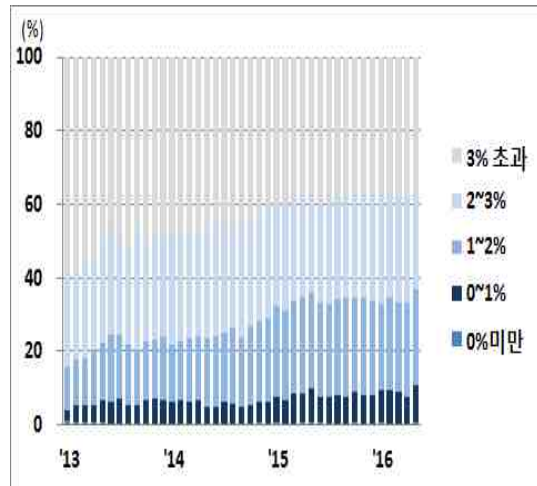
- 기대인플레이션의 응답 분포는 정부의 물가목표치보다 낮은 2%대 이하를 예상하는 응답자가 점차 늘어가고 있음
 - 향후 1년간 소비자물가가 3% 이상 상승할 것이라고 예상하는 응답비율은 낮아지는 반면 2% 이하로 상승할 것이라는 응답비율이 높아지고 있음

< 기대인플레이션을 추이 >



자료 : 한국은행.

< 기대인플레이션을 구성비 >



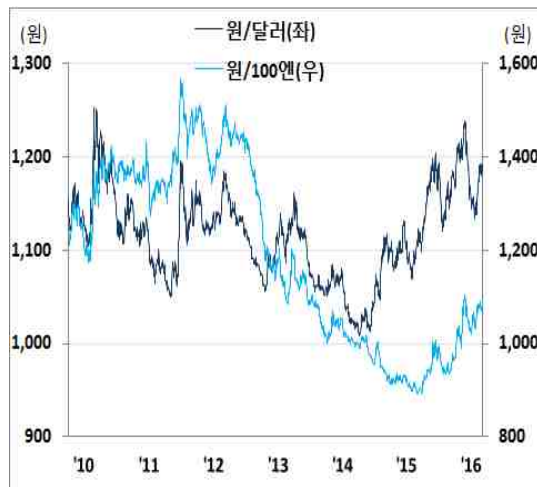
자료 : 한국은행.

○ (금융시장) 미국과 한국의 통화정책 차별화 가능성 및 대외 불확실성 확대 등으로 금융시장의 불안이 커지는 모습

- 미국의 기준금리 인상 가능성 증가, 투자자의 위험회피성향 변화 등으로 환율의 변동성 증대
 - 달러화 대비 원화 환율은 경상수지 흑자 지속과 외국인투자자금의 유입 등으로 2014년 1월 1,100원대에서 2014년 8월 1,010원대로 절상
 - 미국 금리 인상 가능성 증가, 중국의 부채문제와 연동된 금융시스템 리스크, 저유가 지속 등으로 달러화 대비 원화가 절하되며 원/달러환율은 1,100원대 후반까지 상승
 - 일본의 경우 소비세 인상 도입을 연기하는 등 경기부양에 나서고 있는데 최근 엔화 가치가 강세를 보이며 원/100엔 환율은 1,000원대 후반으로 상승

- 종합주가지수는 대외 불확실성 확대에 따른 투자심리 악화 및 주요 기업들의 부진 등에 기인하여 2000p대에서 등락을 거듭
 - 코스피 지수는 주요 기업들을 중심으로 부진한 모습이 이어지며 횡보세를 이어가고 있음
 - 코스닥 지수는 2015년 이후 정부의 중소기업 성장촉진 정책 및 바이오 핀테크 산업 육성방안 시행 등으로 급등하는 모습을 보였으나 8월 이후 코스피 약세 지속과 더불어 반락

< 원/달러, 원/100엔 환율 추이 >



자료 : 한국은행.

< 코스피 및 코스닥지수 추이 >



자료 : 한국거래소.

- 국고채 3년물 금리는 역대 최저수준을 유지하는 등 금리가 낮은 수준
 - 국고채 금리는 외국인의 국채선물 순매수, 유럽 및 일본의 완화적 통화정책 기조로 1%대의 저금리 지속
 - 회사채 금리는 국고채 금리와 비슷한 움직임을 보이며 AA- 기준 2%대를 하회하는 모습
 - 단기시장금리인 CD(91일)금리 역시 1%대 중반 수준의 낮은 수준을 유지
- 가계부채는 최근 1,200조원을 넘어섬
 - 가계부채는 대출금리 하락, 주택 매매거래 확대 및 아파트 분양 호조 등의 영향으로 최근 급증하는 추세
 - 가계부채 증가율은 2016년 1/4분기 기준 전년동월대비 11.4%를 기록하였으며 금액 기준으로는 1,224조원을 기록

< 주요 금리 추이 >



자료 : 한국은행.

< 가계부채 추이 >



자료 : 한국은행.

2) 테일러준칙 모형을 이용한 적정 금리수준

○ (적정금리) 최근 기준금리는 실물경기와 물가 상승 압력을 고려한 적정금리 수준보다 다소 높은 것으로 추정되어 금리인하 여력이 상존

- 테일러준칙으로 적정금리를 추정하여 실제 기준금리 수준과 비교 및 현재 통화정책 평가

- 테일러준칙이란 실물경기상황과 물가 상승 압력을 감안하여 현재 적정 기준금리를 추정하는 방식
- 테일러준칙에 따르면 중앙은행은 경제성장률이 잠재성장률을 상회(하회)하거나 소비자물가 상승률이 목표물가 상승률을 상회(하회)하면 기준금리를 인상(인하)하여 경기를 조절
- 테일러준칙은 경기와 물가에 동일한 가중치를 주는 테일러준칙(1993년)⁵⁾과 실물경기에 좀 더 가중치를 주는 테일러준칙(1999년)⁶⁾ 방식이 있음

- 최근 기준금리는 적정금리 보다 높은 수준을 유지

- 2000년대 중반 주택가격 급등과 가계부채 누증 등으로 실제 기준금리를 적

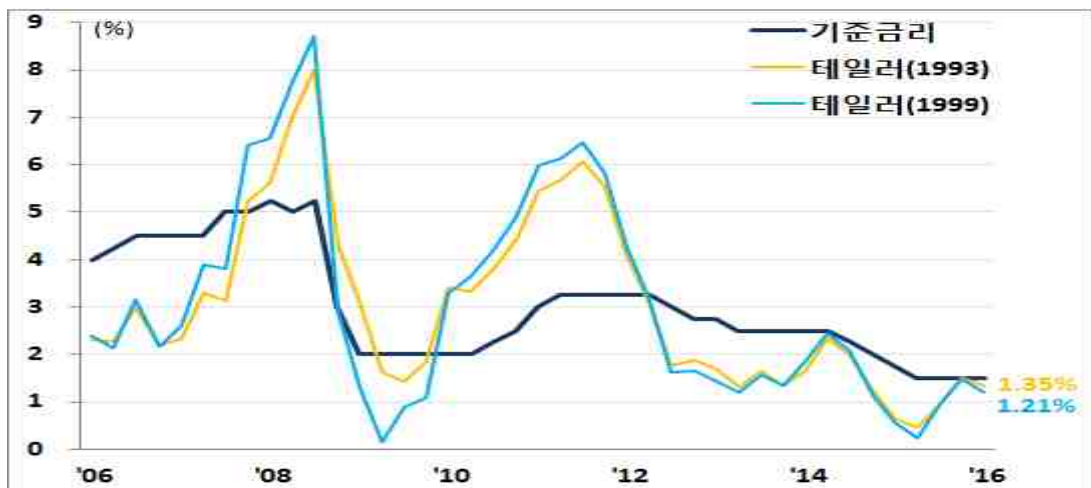
5) Taylor, John B. (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice,"Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy 39, 195-14.

6) Taylor, John B. (1999), "An Historical Analysis of Monetary Policy Rules,"in Monetary Policy Rules, University of Chicago Press, 319-348.

정 수준보다 높게 유지

- 금융위기 이후 국내 경제의 높은 물가상승압력으로 적정금리가 크게 상승한 이후 수요측 물가 상승 압력이 낮아지고 경기부진이 심화되며 적정금리가 점차 낮아짐
- 최근에 저물가 현상 지속과 실질GDP가 잠재GDP를 지속적으로 하회하며 적정금리 수준이 크게 하락

< 기준금리와 적정금리 추이 >



자료 : 현대경제연구원 추정치.

- 테일러준칙으로 적정금리를 추산해 본 결과 2016년 1/4분기 적정금리는 1.21~1.35% 수준으로 추정됨
 - 경기와 물가에 동일한 가중치를 주는 테일러준칙(1993년)으로 추정할 경우 최근 적정금리는 1.35%였음
 - 물가 보다 경기에 조금 더 가중치를 주는 테일러준칙(1999년)으로 추정할 경우 2016년 1/4분기 적정 금리 수준은 1.21%임
- 다만 테일러준칙에 의한 적정금리는 금리결정의 절대적인 기준은 아님
 - 주요국 경제상황, 국내 내부의 경제 여건 그리고 앞서 살펴본 GDP, 소비자물가 등 총량지표, GDP갭, 실업률갭 등 분석·평가지표 등을 종합적으로 고려하여 기준금리를 결정

7) 테일러준칙으로 추정한 적정금리는 실질균형금리, GDP갭, 가중치 등에 따라 상이한 값을 가진.

3. 시사점

○ 최근 국내 경제에 나타나고 있는 소비, 투자 위축과 수출 부진, 저물가 장기화 등에 적절하게 대처하기 위해 통화 완화정책의 필요성이 높음

- 국내 경기의 부진이 지속될 경우 정부의 정책금리 추가 인하의 필요성이 있음
 · 최근 국내 수출 부진, 산업활동동향의 전산업 생산 추세 등을 고려해 볼 때 국내 경기 부진의 장기화 가능성이 상존

- 기준금리 인하 시 소비·투자 확대 효과는 예상보다 크지 않을 가능성이 있지만 현재 소비자물가 상승률이 지나치게 낮아 통화 완화정책의 필요성 증대
 · 통화승수 하락 추세가 지속되는 등 중앙은행이 돈을 풀어도 실물경기가 살아나지 않는 유동성 함정 가능성이 상존
 · 다만 소비자물가 상승률이 0%대를 기록하는 등 지나치게 낮아 당분간 통화 완화정책을 유지할 필요

- 금리인하로 인한 가계부채 확대 가능성은 다른 미시적인 경제 수단으로 대처
 · 통화완화정책으로 가계부채가 급증할 가능성이 상존하므로 정부가 시행하고 있는 가계부채 관리방안을 통해 가계부채를 통제 가능한 수준으로 유지

○ 국내 경제의 저성장 고착화를 방지하기 위해 정책 당국은 종합적이고 다각적인 대책 마련이 필요

첫째, 국내 경제가 디플레이션궤에서 조속히 벗어나기 위해 정부 차원의 기업 투자 확대, 가계 소비여력 확충 등 유효수요 창출 대책이 필요하다.

- 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

- 전세 가격 폭등으로 가계의 소비가 위축되지 않도록 전·월세 안정화 대책의

실효성 제고를 통해 주택 및 전·월세 가격 안정화를 유도하는 등 주거비 안정화를 위해 노력

- 주택 공급 확대 및 임대 주택의 활성화 등을 통한 전월세 가격 안정, 이자 비용 부담 축소 등으로 주거유지비 부담을 완화
- 주거비 부담이 상대적으로 높은 저소득층에 대해 임차인 보조금 확대, 저리 용자 자금 확대 등을 고려해 볼 필요

둘째, 물가값이 마이너스를 지속하고 있는 상황에서 소비자물가 상승률이 중기적 시계에서 물가안정목표 범위 내로 유지되도록 유의해야 한다

- 중앙은행은 장기적으로 인플레이션 관리 못지않게 경제가 디플레이션에 빠지지 않기 위한 대응책 마련에도 관심을 가질 필요

셋째, 정책당국은 경제주체들의 미래에 대한 기대심리가 더욱 악화되는 것을 방지하기 위해 시장상황에 선제적이고 지속적인 대응이 필요하다.

- 수요부진이 장기화될 경우 중앙은행은 시장상황에 선제적이고 지속적인 대응을 통해 경제주체들이 미래 경제에 대한 낙관적 기대를 가질 수 있도록 정책 신뢰 확보

넷째, 적정금리가 여전히 낮은 수준을 유지하고 있으므로 통화당국은 통화완화 정책을 지속하고 국내 통화정책의 효과를 점검해야 한다.

- 기준금리에서 단기금리, 장기시장금리, 은행 예금 및 대출 금리로 이어지는 금리 파급경로의 효과 증대 방안 마련
- 효과에 대해 이견이 존재하지만 팽창적 통화정책이 없었다면 불황의 강도는 지금보다 더 컸을 것으로 판단되므로 향후 경기 부진이 심화되고 디플레이션 가능성이 증대된다면 통화당국은 선제적인 금리인하 정책을 펼칠 필요

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

< 부록 > 테일러준칙

- 테일러준칙이란 미국 경제학자 John. Taylor 교수가 제시한 통화정책 반응함수로 실물경기상황과 물가 상승 압력을 감안하여 현재 적정 기준금리를 추정
- 테일러준칙에 따르면 중앙은행은 경제성장률이 잠재성장률을 웃돌거나 물가 상승률이 중앙은행의 물가 목표치를 상회하면 기준금리를 올려 지나친 경기 과열을 방지
 - 이에 반해 경제성장률이 잠재성장률 수준을 하회하고 물가상승률이 중앙은행의 목표치보다 내려가면 기준금리를 낮추어서 경기를 진작 시킴
- 테일러준칙에 의한 적정금리(i_t)는 경기 변화와 물가변화에 적절한 가중치를 주어 산출
 - 경기변화는 실질GDP(Y)와 잠재GDP(Y^*) 차이인 GDP갭 물가 변화는 소비자 상승률(π_t)과 목표물가상승률(π_t^*) 차이인 물가갭으로 구성되며 이외에 r_t 는 실질 균형금리, α 와 β 는 각각 경기와 물가 변화의 가중치를 의미
 - 경기와 물가에 동일한 가중치($\alpha, \beta=0.5$)를 주는 테일러준칙(1993년⁸⁾과 실물 경기에 좀 더 가중치($\alpha=1.0, \beta=0.5$)를 주는 테일러준칙(1999년⁹⁾ 방식이 있음
 - 물가갭 산출시 사용되는 목표물가상승률은 기본적으로 H-P필터링을 이용한 장기추세치를 이용

< 테일러 준칙 추정식 >

$$i_t = r_t + \pi_t + \alpha(100(Y - Y^*)/Y^*) + \beta(\pi_t - \pi_t^*)$$

(적정금리) (균형 명목기준금리) (GDP갭률) (물가갭)

8) Taylor, John B. (1993), "Discretion versus Policy Rules in Practice."Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy 39, 195-14.
 9) Taylor, John B. (1999), "An Historical Analysis of Monetary Policy Rules,"in Monetary Policy Rules, University of Chicago Press, 319-348.