

## 주요 내용

### ■ 금리가 물가에 미치는 영향과 통화정책 방향 ■

#### □ 금리의 물가 파급 경로

- (중요성) 한국은행이 도입한 물가안정 목표 제도는 단기금리를 운용하여 중기 물가안정 목표를 달성하려는 것임. 따라서 단기금리와 물가간의 연계성을 나타내는 금리의 물가파급 경로가 중요한 의미를 가짐

#### □ 콜금리 변동이 물가에 미치는 영향

- (금리의 물가 파급 경로 미약) 단순 VAR 분석 결과, 정부의 콜금리 인상은 약 4~5개월의 시차를 두고 소비자물가를 하락시키지만, 그 효과는 그다지 크지 않은 것으로 나타남
- (원인) 이는 그동안 통화목표 관리방식을 위주로 통화정책을 운용해온 데다 외환위기와 금융 불안 심화로 인해 금리체계가 왜곡되었기 때문인 것으로 판단됨

#### □ 인플레이션 변동요인과 통화정책의 효과

- 수요 요인에 의한 물가 상승 압력의 경우 통화당국은 긴축적인 통화정책을 통해 효과적으로 대응할 수 있는 반면, 공급 요인에 의한 물가 상승 압력의 경우 긴축적인 통화정책은 생산 및 고용 위축을 초래하는 부작용을 수반하게 됨. 따라서 최악의 경우 물가상승과 생산 위축이라는 스태그플레이션 현상을 유발함

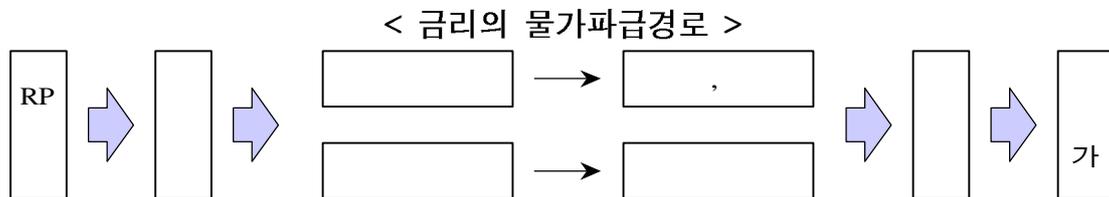
#### □ 시사점

- (통화정책 방향) 2000년 물가 여건이 안정세를 유지하되 주로 공급측 요인에 의한 물가 상승이 예상되는 상황에서 긴축통화기조로의 성급한 전환은 경기 위축을 초래할 가능성이 있음
  - 특히 금리의 물가파급 경로가 아직 작아 콜금리 인상이 물가를 하락시키는 힘이 미약함. 따라서 정책의 유효성이 약화될 것으로 판단됨
- (과제) 하반기 이후 금리정책의 유효성을 제고시키기 위해서는 적정 물가안정 목표의 설정, 금리결정체계의 왜곡 시정, 통화정책의 신뢰성 제고 등이 이루어져야 함

## 금리가 물가에 미치는 영향과 통화정책 방향

### 물가안정목표제도와 금리의 물가파급경로

- 물가안정목표제도는 중기 물가안정목표를 설정하고 단기금리를 운용목표로 하여 이를 달성하고자하는 통화정책 운용방식임<sup>1)</sup>
- 물가안정목표제도는 운용목표인 단기금리와 최종목표인 물가간의 강한 연계성을 전제로 하며, 금리의 물가파급경로가 중요한 역할을 함
- 우리나라의 경우 정부가 공개시장조작(RP 금리 조정)을 통해 콜금리를 변화시키면 “콜금리→장기금리→총수요→물가”의 파급경로를 거쳐서 물가에 영향을 미침
- 즉 통화당국이 공개시장조작(RP 금리 변동)을 통해 콜금리를 변동시키면 장기금리와 환율이 변동하게 됨. 그런데 단기에는 가격이 경직적이므로 실질금리와 실질 환율이 변하게 되어 총수요에 영향을 미치므로 물가가 변동하게 됨



### 콜금리 변동이 물가에 미치는 영향

#### - 분석방법

- 분석자료 : 93년 1월~99년 12월까지 콜금리, 회사채수익률, 환율, 산업생산지수, 소비자물가지수 등 5변수(월별자료)로 구성된 단순 VAR 모형 추정<sup>2)</sup>

- 1) 우리나라에서는 97년말 한국은행법 개정으로 종래 통화목표관리방식(monetary targeting)에서 물가안정목표제도(inflation targeting)로 전환함
- 2) 변수의 선택과 배열순서는 금리의 물가파급경로를 고려하여 콜금리, 회사채수익률, 환율,(이상 수변수) 산업생산지수, 소비자물가지수(이상 대수화한 후 차분)를 사용함

- 인과관계 검정(Granger Causality Test)

- 검정 결과, 콜금리는 소비자물가에 대해 영향을 미치지만, 소비자물가는 콜금리에 영향을 미치지 않는 것으로 나타남
- 한편 콜금리와 장기금리는 상호간 인과관계가 약한 것으로 나타남

< 콜금리와 소비자물가간의 인과관계 검정 >

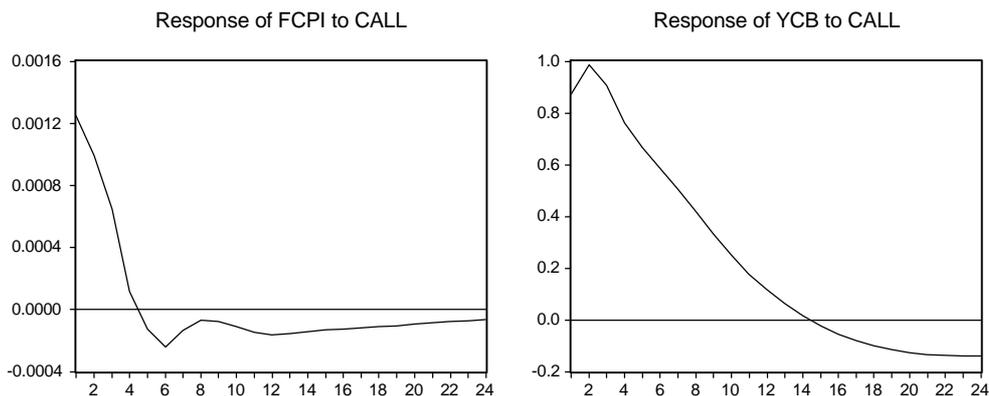
인과관계	F-통계량	유의수준
콜금리 ⇒ 소비자물가	4.06	0.02
소비자물가 ⇏ 콜금리	0.99	0.38
콜금리 ⇏ 회사채수익률	0.61	0.55
회사채수익률 ⇏ 콜금리	1.75	0.18

- 충격반응(Impulse Response)과 분산분해(Variance Decomposition) 분석 결과

- 충격반응분석 결과, 콜금리 상승에 의한 물가 하락효과는 약 4~5개월 이후부터 나타나기 시작하여 장기간 지속되지만, 그 효과는 별로 크지 않은 것으로 나타남
- 반면 콜금리 상승에 따른 장기금리 상승효과는 처음 1~6개월 사이에 크게 나타나고, 시간이 지나면서 약화되다가 약 14개월 이후 소멸되는 것으로 나타남

< 콜금리 상승에 따른 소비자물가 상승률과 회사채수익률의 반응 >

Response to One S.D. Innovations



- 한편 소비자물가의 분산분해 분석결과에서는 콜금리와 장기금리의 영향이 가장 크지만, 그 비중은 상대적으로 작으며 장기적으로도 별로 증가하지 않는 것으로 나타남

**< 소비자물가의 분산분해 분석 결과 >**

개월	콜금리	회사채수익률	환율	산업생산지수	소비자물가
1	15.9	2.3	2.3	0.4	79.1
6	19.8	16.4	10.1	2.1	51.6
12	19.8	17.3	10.3	2.0	50.6
24	20.2	17.2	11.1	2.1	49.5

**인플레이션 변동요인과 통화정책의 효과**

**- 인플레이션 변동요인별 특징**

- 총수요 변동에 영향을 미치는 초과수요압력은 통상 파급경로가 길고 인플레이션으로 현재화하는 데 비교적 긴 시간이 소요되고, 생산 증가와 수요 확대가 상승작용을 일으켜 물가의 지속적인 상승을 유발함
- 반면 유가 상승 등 생산비용의 변동을 통해 총공급에 영향을 미치는 공급측 요인은 파급효과가 짧고 단기간에 물가 상승으로 나타나며, 생산 및 소득 감소를 통해 디플레이션압력을 발생시키므로 물가를 지속적으로 상승시키기 어려움

**- 인플레이션 변동요인별 통화정책의 효과**

- 수요요인에 의한 물가 상승압력의 경우 통화당국은 긴축적인 통화정책을 통해 효과적으로 대응할 수 있는 반면 공급요인에 의한 물가 상승압력의 경우 긴축적인 통화정책은 생산 및 고용 위축을 초래하는 부작용을 수반하게 됨. 따라서 최악의 경우 물가상승과 생산 위축이라는 스태그플레이션 현상을 유발함

**시사점**

- 올해 소비자물가는 지난해에 비해 상승세를 나타낼 것이나, 전반적으로는 정부의 목표치(3%)에 근접하는 안정세를 유지할 것으로 전망됨
- 수요측 물가 상승압력이 점차 증가 추세를 보이며 올해 중에 경제의 디플레이션 갭이 거의 해소될 것으로 예상됨. 그러나 환율 절상 및 유통 혁신에 따른 가격 안정효과 등에 힘입어 전반적인 안정세를 유지할 전망

- 
- 반면 국제유가, 임금, 공공요금 등의 상승세를 고려할 때, 올해 물가 상승세는 공급측 요인에 의해 주도될 것으로 예상됨
  - 물가 상승압력이 아직 높지 않은 상황에서 성급한 통화정책 전환은 경기위축을 초래할 가능성이 있으므로 긴축통화기조로의 전환은 단계적으로 이루어져야 함
    - 올해 물가 상승압력이 공급측 요인에 의해 주도될 것으로 예상되는 상황에서 성급한 긴축통화기조로의 전환은 오히려 경기 위축을 초래할 가능성이 있음
    - 특히 금리의 물가과급경로가 제대로 작동하지 않는 상황에서 정부가 물가 상승압력 완화를 위해 콜금리를 인상하더라도 정책의 유효성 약화로 인해 그 효과가 약화되어 나타날 가능성이 높음
    - 따라서 통화정책기조의 전환에 앞서 금리정책의 유효성을 제고시키는 정책 환경을 개선하는 데 주력해야 할 필요가 있음
    - 내년 이후 수요측 물가 상승압력이 본격화될 가능성이 있으나, 콜금리 인상이 물가 하락에 미치는 과급효과의 시차가 대체로 4~5개월인 점을 감안하면, 하반기 이후 단계적인 콜금리 인상을 통해 대응하는 것이 바람직한 것으로 판단됨
  - 하반기 이후 선제적 금리정책의 유효성을 제고시키고 장기적으로 물가안정목표제를 정착시키기 위해서는 적정 물가안정목표의 설정, 금리결정체계의 왜곡시정, 통화정책의 신뢰성 제고 등이 이루어져야 함
    - 우선 실물경제 및 금융시장의 여건과 물가 변동요인에 대한 객관적인 예측을 통해 적정 물가안정목표를 설정하는 능력을 배양해야 할 것임
    - 또한 채권시장의 기능 회복과 활성화를 적극적으로 추진하여 금리결정체계의 왜곡을 시정하고 금리의 지표 기능을 강화함으로써 금리의 물가과급경로를 복원시키고 금리정책의 유효성을 제고시켜야 할 것임
    - 아울러 통화정책의 일관성과 투명성 제고를 통해 정책의 신뢰성을 증진시킴으로써 시장의 자율적인 조정을 유도하여 통화정책 기조의 전환과 관련한 시장의 혼란이나 부작용을 최소화하도록 노력해야 함

(김범구 주임연구원 [bkdam@hri.co.kr](mailto:bkdam@hri.co.kr) ☎ 3669-4029)