

## ■ 주요 내용 ■

### □ 논의 배경

- 저물가-저금리 기조가 유지되는 가운데 빠른 성장세가 지속되면서 경기 과열 우려와 감속 성장 정책의 필요성에 대한 논란이 재연되고 있음
- 정부는 빠른 경기 회복세에도 불구하고, 여전히 디플레이션갭이 존재하고 있어 수요측 물가 상승압력이 그다지 높지 않다고 판단하고 있음
- 그러나 일부에서는 올해 고성장세 지속으로 정부의 선제적 금리정책이 없을 경우 인플레이션 발생이 우려된다는 주장을 제기함
- 따라서 국내외 경제 환경을 고려한 향후 물가 여건을 평가해 보고 바람직한 통화정책 방향을 모색하고자 함

### □ 2000년 물가 여건 평가

- (99년 물가 동향 평가) 소비자물가가 사상최저치인 0.8% 기록. 이는 환율 안정과 수입물가 하락, 정부의 물가안정책, 유통구조 혁신과 경쟁심화 등에 힘입은 것임
- 그러나 이러한 물가 안정세는 대체로 98년의 물가 급등에 따른 반사효과와 일시적인 대외환경 호전에 기인하는 것이며, 97년 대비로는 8.4%(연 4.2%) 상승하여 저물가 기조의 정착을 낙관하기 어려운 것으로 판단됨
- (2000년 물가 여건 전망) 수요측 요인은 비교적 안정세를 유지할 것이나, 유가·임금 상승 등 공급측 요인이 물가 상승을 주도할 전망
- (수요측 요인) 빠른 경기 회복세에도 불구하고 경제 전체의 총공급여력(480.7조 원)에 비해 총수요 수준(471.1조 원)은 여전히 낮은 수준을 유지할 전망
- (공급측 요인) 환율 하락세에도 불구하고 국제유가·임금·금리 등의 상승 등이 물가 불안요인으로 작용할 가능성이 높음
- (2000년 소비자물가 전망) 유가·임금 상승 등 공급측 요인의 불안을 수요측 요인의 안정과 정부의 저물가 유지 정책이 상당부분 상쇄하여 당초 정부의 물가안정목표(3% 이내)에 근접한 3.0~3.5% 수준을 기록할 전망

## □ 물가와 통화정책

- (물가안정목표제도와 금리의 물가파급경로) 물가안정목표제도는 단기금리를 운용목표로 하여 중기 물가안정목표를 달성하고자 하는 통화정책 운용방식임
  - 따라서 이 제도하에서는 단기금리와 최종목표인 물가간의 강한 연계성을 전제로 하며, 금리의 물가파급경로가 중요한 역할을 함
- (콜금리 변동이 물가에 미치는 영향) 단순 VAR 분석 결과, 정부의 콜금리 인상은 약 4~5개월의 시차를 두고 소비자물가를 하락시키지만, 그 효과는 그다지 크지 않은 것으로 나타남
  - 이는 그동안 통화목표 관리방식 위주의 통화정책 운용으로 인해 금리의 시장결정메커니즘과 금리의 지표기능이 약화된 데다 외환위기와 금융 불안 심화로 인해 금리체계가 왜곡되었기 때문인 것으로 판단됨
- (물가 변동요인과 통화정책의 효과) 수요측 물가 상승압력은 긴축통화정책을 통해 효과적으로 대응할 수 있는 반면, 공급측 물가 상승압력의 경우 긴축통화정책은 생산 및 고용 위축 등 스태그플레이션을 초래할 가능성이 있음

## □ 시사점

- 올해 물가 여건의 안정세를 유지하고 주로 공급측 요인에 의한 물가 상승이 예상되는 상황에서 긴축통화기조로의 성급한 전환은 경기위축을 초래할 가능성이 있음
  - 특히 금리의 물가파급경로가 아직 미약한 상황에서 콜금리 인상의 물가 하락 효과가 미약하여 정책의 유효성이 약화될 것으로 판단됨
  - 내년 이후 본격화될 것으로 예상되는 수요측 물가 상승압력에 대해서는, 콜금리가 물가 하락에 미치는 파급시차(4~5개월)를 감안하여 하반기 이후 단계적인 콜금리 인상을 통해 대응하는 것이 바람직함
- 따라서 하반기 이후 금리정책의 유효성을 제고시키기 위해서는 적정 물가안정목표의 설정, 금리결정체계의 왜곡 시정, 통화정책의 신뢰성 제고 등이 이루어져야 함

## 1. 논의의 배경

### ○ 정부의 정책방향과 인플레이션 논쟁

- 정부의 저물가-저금리 유지 방침 속에 1월중 산업활동이 빠른 성장세를 지속하면서 경기과열 우려와 감속 성장 정책의 필요성에 대한 논란이 재연되고 있음

#### < 정부의 통화정책방향 >

- 빠른 경기 회복세에도 불구하고 여전히 디플레이션갭(실질GDP-잠재GDP)이 존재하고 있어 수요측면에서의 물가 상승압력이 그다지 높지 않다고 판단하고 있음
- 따라서 물가안정목표를 연평균 소비자물가상승률 기준  $2.5 \pm 1\%$ 로 설정하고 2001년 이후에도 매년 2.5% 수준을 유지하겠다고 결정함
- 특히 경제성장 기반 강화와 구조조정 완료를 위해서는 저물가-저금리 기조가 필수적이라는 판단 하에 올해 물가 수준을 3% 이내로 안정시킨다는 방침임

#### < 경기 과열 논쟁 재연 >

- 일부에서는 지난해 10%에 달하는 고성장으로 이미 디플레이션갭이 해소되었고, 올해도 6~7%의 성장 지속으로 수요측 물가 상승압력이 현재화될 가능성이 높아 정부의 선제적인 정책이 없을 경우 인플레이션 발생이 우려된다는 주장을 제기함
- 또한 최근 국제 유가가 배럴당 30달러(WTI 기준)에 육박하고, 임금도 상승세가 지속될 것으로 예상되는 등 공급측면의 물가 상승압력도 가중될 전망이다
- 한은의 콜금리 인상 조치(2월 10일)는 인상 폭과 시기상으로 볼 때 물가 상승압력에 대한 대처라기 보다는 장단기 금리차 축소를 통한 통화정책의 유효성을 제고시키기 위한 것으로 평가됨

### ○ 핵심 논점

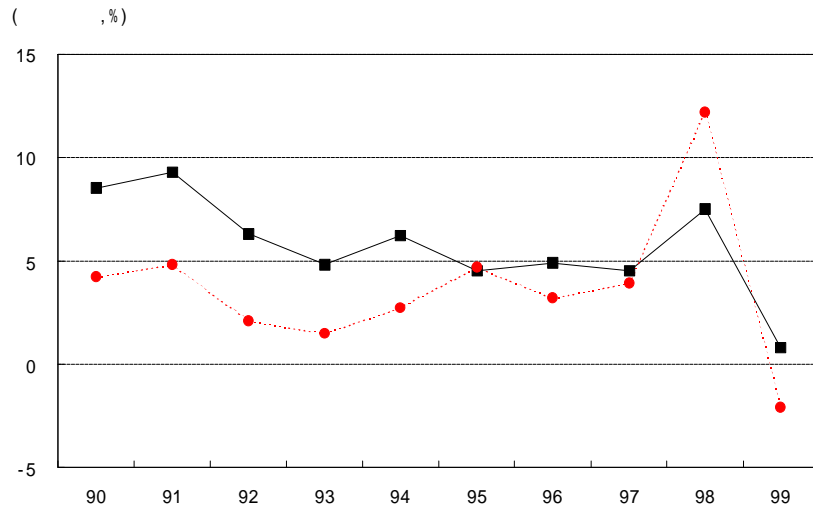
- 국내외 경제 환경을 고려한 향후 물가 여건은 어떠한가?
- 올해 물가 여건을 평가해 볼 때 정부의 올해 물가 목표치(3% 이내)는 달성 가능한가?
- 현재의 국내경제 여건과 향후 물가 상승압력을 고려할 때 정부의 바람직한 통화정책 방향은 무엇인가?

## II. 2000년 물가 여건 평가

### ○ 1999년 물가 동향 평가

- 99년 소비자물가는 전년대비 0.8% 상승하는 데 그쳤으며, 생산자물가도 전년대비 2.1% 하락하여 전반적으로 커다란 안정세를 나타냈음
- 이에 따라 99년 소비자물가 상승률은 65년 물가 조사 이후 사상 최저치를 기록하였으며, 생산자물가 상승률은 86년(-1.5%) 이후 처음으로 하락세를 나타냄

< 연도별 물가상승률 추이 >



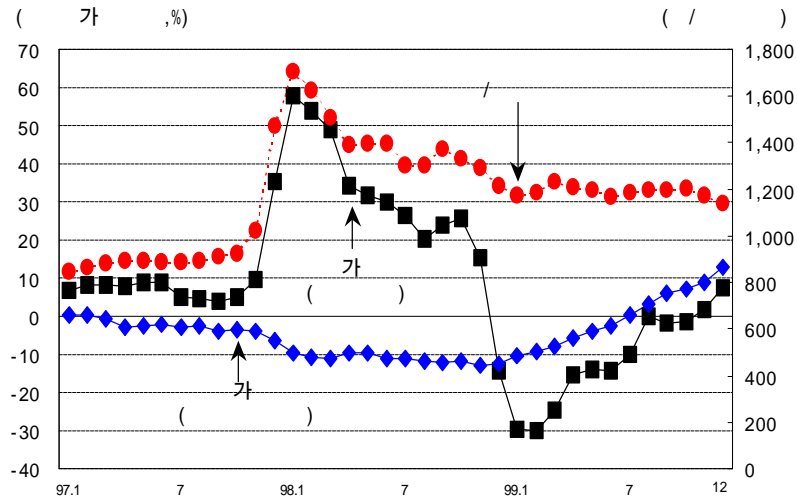
### < 물가 안정세의 배경 >

#### - 환율 안정세와 수입물가 하락

- 97년말 한때 달러당 1,900원대까지 급등하였던 원화환율은 외환위기 해소와 외국 자금 유입 등에 힘입어 98년 1,403원, 99년 1,189원(평균)등으로 하락세를 지속함
- 환율 하락과 함께 공급과잉 등에 따른 수입재의 가격 하락에 따라 계약통화기준 수입물가가 전년대비 0.1% 하락함에 따라 전체적으로 원화기준 수입물가는 전년대비 12.1% 하락함(98년 수입물가 증가율 : 계약통화기준 -11.2%, 원화기준 28.2%)
- 특히 지난해 하반기 이후 유가 상승과 아시아 경제 회복세에 따른 국제원자재가

격 상승이 환율 하락에 의해 상쇄되면서 하반기 물가 안정세에 크게 기여함

< 월별 원화환율 및 수입물가 추이 >



- 정부의 강력한 물가 안정 정책

- 정부 비축자금(총 2.2조 원 지원) 및 할당관세(원자재 등 58개 품목에 적용) 등을 활용하여 유가 상승과 수해에 따른 농산물 가격 불안 등에 적극적으로 대응함
- 이에 힘입어 농산물과 석유류를 제외한 소비자물가는 98년의 5.9%에서 99년 0.3%로 크게 하락함

- 유통구조 변화 및 시장경쟁 심화

- 대형할인점/홈쇼핑 부상, 유통단계 축소, 유통업체의 가격결정권 확대 등 유통구조 변화에 따라 가격 파괴 현상이 크게 확산됨. 특히 할인점의 저가 전략에 대응하여 백화점, 대형 슈퍼마켓 등도 마진 축소를 통해 가격 인하 경쟁에 동참함
- 한국은행에 따르면, 96년 할인점 등장 이후 할인점 및 경쟁업체의 가격 인하로 인한 소비자물가 하락 효과는 총 -1.79%(연 평균 -0.45%p)로 추정됨

- (평가) 99년의 물가 안정세는 주로 98년 물가 급등에 대한 반사효과, 환율 하락, 와 상반기중 유가 하락 등 일시적인 요인에 주로 기인한 것으로 판단되며, 구조적으로 저물가기조가 정착된 것으로 낙관하기는 어려움

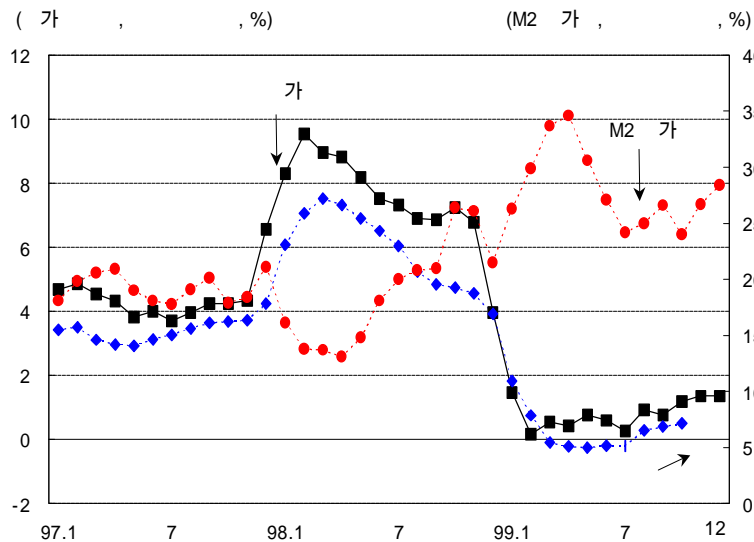
- 99년 소비자물가 상승률이 0.8%에 그쳤으나, 이는 98년 물가 급등세에 따른 반사효과와 이로 인한 지표상의 왜곡에 주로 기인함. 실제로 97년 대비 소비자물가 상승률은 8.4%로 연평균 4.2%의 높은 수준을 나타내고 있음

## ○ 2000년 물가 여건 전망

### < 수요측 요인 >

- 2000년 GDP 증가율(7.5%, HRI 전망치)이 잠재성장률(5.5~6%)을 상회하면서 생산gap(실제 GDP-잠재GDP)이 크게 축소되고 있고, 98년말 이후의 확장적 통화정책의 파급효과가 점차 가시화되는 등 수요측 물가 상승압력이 증대되고 있음
- 한국은행에 따르면, 1) 생산gap률<sup>2)</sup>이 외환위기 이후의 극심한 불황으로 98년 2/4분기에 -9%대에 달하였으나 99년 이후 빠른 경제 회복세에 힘입어 (-)폭이 빠른 속도로 줄어들고 있는 것으로 나타남
- 특히 통화공급이 인플레이션에 미치는 파급효과가 2'5분기의 시차를 두고 나타나는 점을 고려할 때 98년 하반기 이후 지속된 확장적인 통화정책의 파급효과가 99년말부터 점차 가시화되고 있는 것으로 추정됨

### < 월별 물가상승률 및 총통화 증가율 추이 >



1) 「잠재 GDP 및 인플레이션 압력 측정 결과」(한국은행, 금융경제연구 96호, 1999.10)

2) 생산gap률 = [ ( 실제 GDP - 잠재 GDP ) / 잠재 GDP ] × 100

**< 인플레이션 파급시차 분석 >**

- 분석자료 : 80년 1분기~97년 4분기의 소비자물가지수, 총통화, 수입물가지수(원화기준)의 분기별 자료
  - 분석방법 : 각 시계열의 계절조정치를 Hodrick-Prescott Filter로 장기추세치를 추출한 후 시차별 상관관계를 분석함
  - 분석 결과
    - 통화공급 변동에 따른 인플레이션 압력은 2~5분기에 걸쳐 물가 상승으로 현재화되는 것으로 나타났으며, 특히 4분기 이후에 상관계수가 가장 높은 수치를 기록
    - 반면에 수입물가 변동에 따른 인플레이션 압력은 1~3분기에 걸쳐 물가 상승으로 현재화되는 것으로 나타났으며, 2분기 이후에 상관계수가 가장 높은 수치를 기록
- [자세한 내용은 「최근 물가 상승압력의 평가와 전망」 (VIP Report 99-36, 1999.10) 참고]

- 그러나 빠른 경기 회복세의 지속에도 불구하고 경제 전체의 총공급 여력에 비해 총수요 수준은 여전히 낮은 수준을 유지할 것으로 예상됨
  - 99년 경제성장률은 10% 내외를 기록한 것으로 추정되나 전년도(-5.8%)의 급속한 침체에 따른 반등의 성격이 강하며, 이러한 기술적 반등요인을 제외할 경우 97년 대비 2~3%대 상승에 그치고 있음

**< 총수요 및 총공급여력 추정 결과 >**

	경제성장률(%)	총수요*(조 원)	총공급 여력(조 원)	총공급 여력-총수요(조 원)
1998	-5.8	425.9	437.9	12.0(2.7)
1999	9.9	450.7	459.3	8.6(1.9)
2000	7.5	471.1	480.7	9.6(2.0)

- 주: 1) 총공급 여력은 제조업 평균가동률이 80%일 때의 GDP 수준으로 가정하고 추정.  
 2) ( )는 총공급 여력에 대한 비중임.  
 3) 총수요는 국민계정상의 “최종소비+총고정자본형성+수출-수입”으로 산출.  
 4) 1999년과 2000년의 경제성장률 및 총수요 전망은 현대경제연구원 전망치를 사용.

---

## < 공급측 요인 >

### - 국제유가의 상승세

- OPEC의 감산 합의 지속과 아시아 경제의 회복세에 따른 수요 증가로 올해 전세 계적으로 원유 수요가 공급을 초과<sup>3)</sup>할 것으로 전망되어 국제 유가의 상승세는 지속될 전망
- 최근 선진국의 원유 재고량 감소와 겨울철 수요 증가, 투기적 수요 증가 등에 따라 9년 만에 처음으로 배럴당 30달러선(WTI 기준)을 상회하는 급등세를 보임
- 현재로서는 30달러 이상의 고유가의 장기 지속가능성은 낮은 상황이나, 전반적으로 지난해(평균 18~19달러)보다 10~20% 상승한 평균 20~25달러선을 유지할 전망

### - 환율 하락세 지속

- 정부의 원화 절상 방어 노력에도 불구하고 외국인의 주식투자자금 유입 등 달러화 공급 우위 추세가 지속됨에 따라 원화 환율의 하락세도 지속되면서 지난해(평균 달러당 1,189.6원)보다 7~8% 하락한 연평균 1,090~1,100원선을 기록할 전망
- 이와 같은 원화 환율 하락은 국제 유가 상승에 따른 수입물가의 상승세를 상쇄하면서 물가 안정요인으로 작용할 전망 [99년의 경우 전체 수입물가의 하락(-12.1%) 중 환율이 미친 기여도가 무려 -12.0%p에 달함]

### - 임금, 금리, 부동산가격 등 국내 비용요인의 상승세 예상

- 경기 회복세에 따라 명목임금이 지난해 2월부터 이미 97년 수준을 이미 상회하였으며(99년 임금상승률은 전년 대비 12.1% 상승), 올해도 5~10% 내외의 상승세를 지속할 것으로 전망됨
- 금리의 경우 콜금리의 상승에도 불구하고 금융 불안 완화에 따른 매수세 유입에 힘입어 한자리 수로 복귀하였으나, 경기 회복세와 자금수요 증가 등을 감안할 때 두자리 수의 금리 수준은 불가피할 전망
- 또한 올해 부동산 경기도 서서히 회복세를 보이면서 지가, 전월세가 등이 상승세를 나타낼 것으로 예상됨

---

3) 국제에너지기구(IEA)는 올해 세계 하루 평균 원유수요는 지난해보다 180만 배럴 늘어난 7,730만 배럴에 달하는 반면 원유공급량은 7,400만 배럴에 그칠 것으로 예상함



---

## < 기타 요인 >

### - 공공요금의 인상 가능성

- 저금리 기조 유지의 정책 환경 마련을 위해 당초 99년 인상 예정이었던 공공요금 (99년 2.2%) 중 상당부분이 내년으로 연기된 만큼 내년도에는 공공요금의 인상이 물가 불안 요인으로 작용할 가능성이 있음
- 공공요금의 인상은 통상 개인서비스요금(99년 -1.0%)의 인상을 수반하는 데다 경기회복세에 따른 물가 상승세와 맞물려 경제주체들의 인플레이션 기대심리가 높아질 가능성이 있음

### - 경쟁 심화와 할인점 확산에 따른 가격 안정요인

- 시장 개방에 따른 경쟁 심화와 할인점 확산 추세는 올해도 더욱 가속화되면서 물가 상승요인을 상쇄시키는 안정요인으로 작용할 것으로 기대됨

## ○ 2000년 소비자물가 전망

### - 전반적으로 수요측 물가 상승압력은 매우 완만한 증가 추세를 보이면서 올해 중에는 안정세를 유지할 것으로 예상됨

- 확장적 통화정책의 과급시차와 최근의 경기 회복세에 따라 총수요 증대가 예상되는 반면 제조업 평균가동률이 81%에 달하는 등 총공급 여력은 한계에 달하여 올해 중에 경제의 디플레이션갭이 거의 해소될 것으로 판단됨
- 그러나 환율 절상 및 유통 혁신에 따른 가격 안정효과와 구조조정 미완료에 따른 신용경색 잔존(통화유통속도 둔화) 등에 힘입어 수요측 물가 상승압력은 매우 완만한 증가 추세를 보이면서 안정세를 유지할 전망
- 그러나 현재와 같은 경제 성장세가 지속될 경우 내년 이후 수요측 물가 상승압력이 본격화되면서 물가 불안요인으로 작용할 가능성이 높음

### - 반면 국제유가, 임금, 공공요금 등의 상승세를 고려할 때, 올해 물가 상승세는 공급측 요인에 의해 주도될 것으로 예상됨

- 산유국 감산과 세계 경제 회복에 따른 수요 증가 등으로 인해 유가 등 국제원자재가격의 상승세가 환율 절상 속도보다 더욱 빠르게 나타날 가능성이 높아 수입

- 물가는 지난해에 비해 상승세를 보일 것으로 예상됨
- 또한 빠른 경기회복세가 지속되면서 임금, 금리, 지가 등의 상승세가 예상되는 가운데 공공·개인서비스요금 등도 올해보다 상승폭이 클 것으로 전망됨
  - 이에 따라 올해 연간 물가상승률은 근원인플레이션을 기준으로 2.0~2.5%, 소비자물가 상승률은 3.0~3.5% 수준을 기록할 것으로 예상됨

< 2000년 소비자물가 전망 >

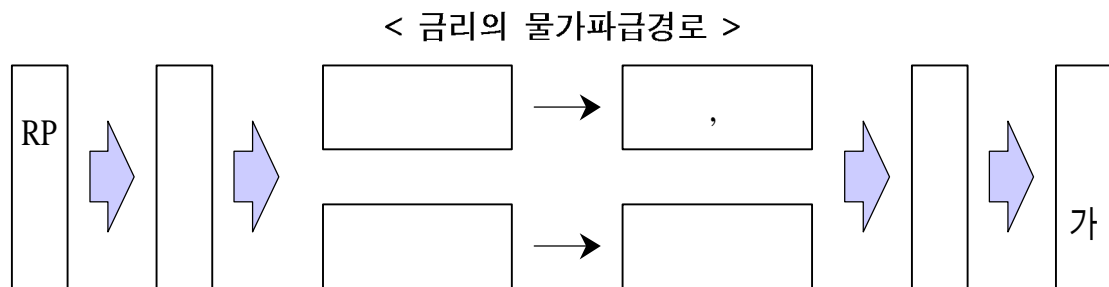
(전년동기대비, %)

	97년	98년	99년			2000년
			상반기	하반기	연간	
소비자물가	4.5	7.5	0.6	1.0	0.8	3.0~3.5%

### III. 물가와 통화정책

#### ○ 물가안정목표제도와 금리의 물가파급경로

- 물가안정목표제도는 중기 물가안정목표를 설정하고 단기금리를 운용목표로 하여 이를 달성하고자 하는 통화정책 운용방식<sup>4)</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 장기금리와 환율이 변동하게 됨. 그런데 단기에는 가격이 경직적이므로 명목금리나 명목환율이 아닌 실질금리와 실질환율이 변화하여 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>5)</sup>
- 인과관계 검정(Granger Causality Test)

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

- 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 >

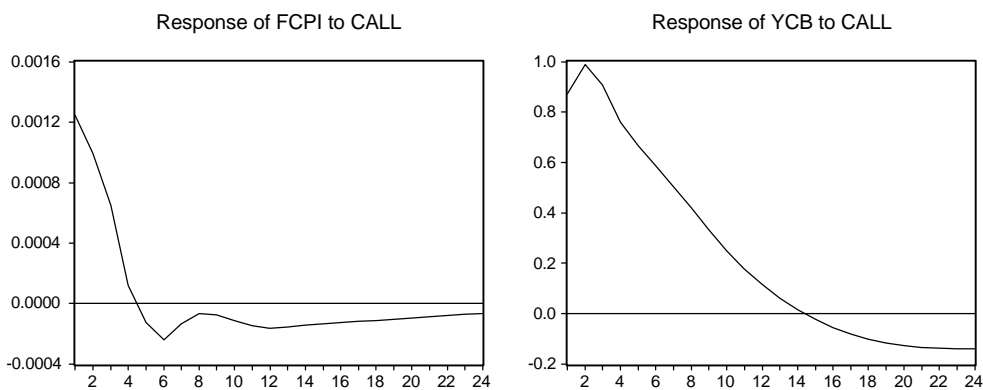
인과관계	F-통계량	유의수준
콜금리 ⇒ 소비자물가	4.06	0.02
소비자물가 ⇏ 콜금리	0.99	0.38
콜금리 ⇏ 회사채수익률	0.61	0.55
회사채수익률 ⇏ 콜금리	1.75	0.18

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

- 충격반응 분석 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 분석 결과에서는 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

#### - 평가

- 정부의 통화정책에 따른 콜금리의 인상은 약 4~5개월의 시차를 두고 소비자물가를 하락시키지만, 그 효과는 그다지 크지 않은 것으로 나타남
- 이는 그동안 통화목표 관리방식 위주의 통화정책 운용에 따라 금리의 시장결정메커니즘과 금리의 지표 기능이 약화된 데다 외환위기 이후 금융시장의 불안 심화에 따른 금리체계 왜곡으로 인해 금리의 물가과급경로가 제대로 형성되지 않고 있기 때문인 것으로 판단됨
- 분석 결과에서도 콜금리의 인상은 장기금리인 회사채수익률을 상승시키기는 하지만, 상호간의 인과관계는 미약한 것으로 나타남

## ○ 물가 변동요인과 통화정책의 효과

#### - 물가 변동요인별 특징

##### < 수요측 변동요인 >

- 총수요 변동에 영향을 미치는 통화·재정정책, 민간부문의 소비·투자 변동 등에 따라 경제내 총공급능력을 상회하는 초과수요 압력의 형태로 나타남
- 통상 과급경로가 길고 인플레이션으로 현재화하는 데 비교적 긴 시간이 소요되고, 생산 증가와 수요 확대가 상승작용을 일으켜 물가의 지속적인 상승을 유발함

##### < 공급측 변동요인 >

- 공공요금 및 간접세율 인상, 식료품가격 상승, 에너지·수입원자재 가격 급등 등 생산비용의 변동을 통해 총공급의 변동을 초래함
- 통상 과급효과가 짧고 단기간에 물가 상승으로 나타나며, 생산 및 소득 감소를 통

해 디플레이션 압력을 발생시키므로 물가를 지속적으로 상승시키기 어려움

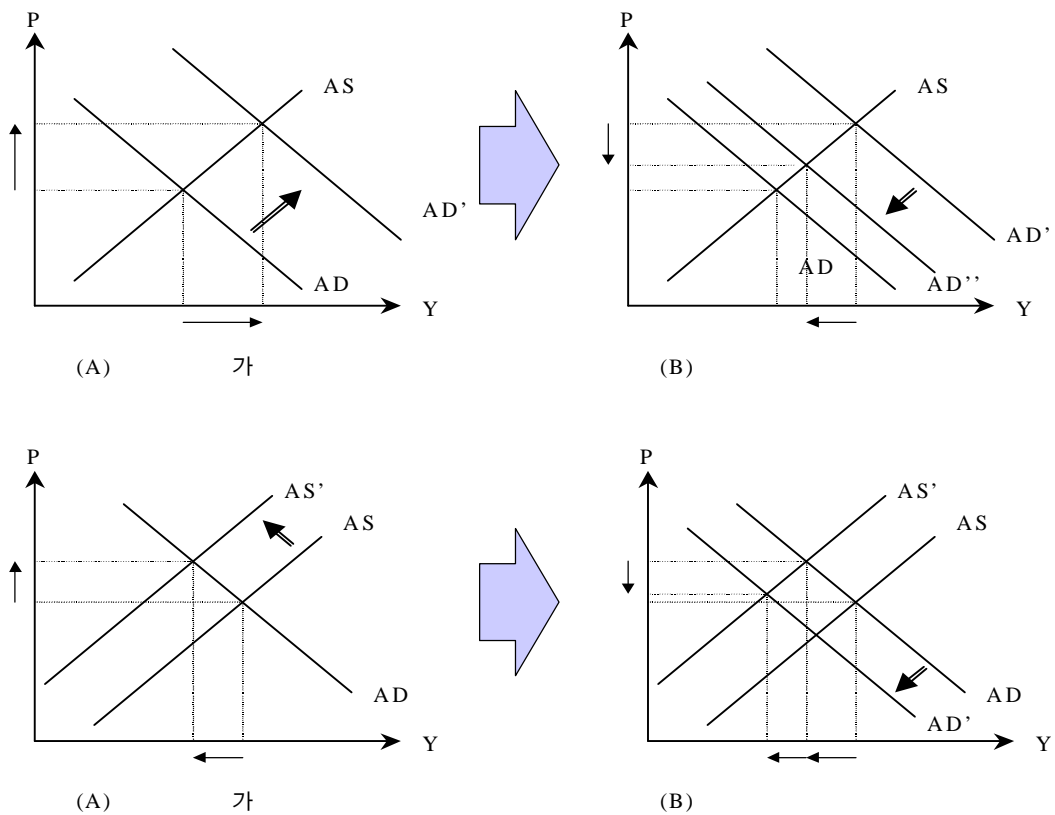
- 물가 변동요인별 통화정책의 효과

- 수요요인에 의한 물가 상승압력의 경우 통화당국은 긴축적인 통화정책을 통해 효과적으로 대응할 수 있음
- 공급요인에 의한 물가 상승압력의 경우 긴축적인 통화정책은 생산 및 고용 위축을 초래하는 부작용을 수반하게 됨

< 물가 변동요인별 특징 및 파급효과 비교 >

	수요측 요인	공급측 요인
파급경로	총수요 변동	총공급 변동
파급시차	길다	짧다
파급효과	생산 증가, 수요 확대	생산 및 소득 감소
긴축통화정책의 영향	물가의 지속적인 상승 유발	단기간의 물가 상승 초래

< 물가 변동요인별 통화정책의 효과 >



---

## IV. 시사점

### ○ 종합 평가

- (2000년 물가 여건) 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 gap이 거의 해소될 것으로 예상됨. 그러나 환율 절상 및 유통 혁신에 따른 가격 안정효과 등에 힘입어 전반적인 안정세는 유지될 것으로 판단됨
  - 반면 국제유가, 임금, 공공요금 등의 상승세를 고려할 때, 올해 물가 상승세는 공급측 요인에 의해 주도될 것으로 예상됨
- (금리의 물가과급효과) 정부의 콜금리의 인상은 약 4~5개월의 시차를 두고 소비자물가를 하락시키지만, 그 효과는 그다지 크지 않은 것으로 나타남
  - 이는 그동안 통화목표 관리방식 위주의 통화정책 운용에 따라 금리의 시장결정매커니즘과 금리의 지표 기능이 약화된 데다 외환위기와 금융 불안 심화로 인해 금리체계가 왜곡되어 있기 때문인 것으로 판단됨
  - 특히 채권시장의 급속한 위축으로 인해 콜금리와 회사채수익률간의 연계성이 약화되고 장단기 금리차가 5~6%p에 육박하는 등 금리결정체계가 크게 왜곡됨에 따라 금리의 물가과급경로가 제대로 형성되지 못한 것으로 평가됨

### ○ 시사점

- 물가 상승압력이 아직 높지 않은 상황에서 성급한 통화정책 전환은 경기위축을 초래할 가능성이 있으므로 긴축통화기조로의 전환은 단계적으로 이루어져야 함
  - 올해 물가 상승압력이 수요측 요인보다는 공급측 요인에 의해 주도될 것으로 예상되는 상황에서 성급한 긴축통화기조로의 전환은 오히려 경기의 위축을 초래할 가능성이 있음
  - 내년 이후 수요측 물가 상승압력이 본격화될 가능성이 있으나, 콜금리 인상이 물

- 
- 가 하락에 미치는 파급효과의 시차가 대체로 4~5개월인 점을 감안하면, 하반기 이후 단계적인 콜금리 인상을 통해 대응하는 것이 바람직할 것으로 판단됨
- 특히 금리의 물가파급경로가 제대로 작동하지 않는 상황에서는 정부가 물가 상승 압력 완화를 위해 콜금리를 인상하더라도 그 효과가 약화되어 나타날 가능성이 높으므로 통화정책기조의 전환에 앞서 금리정책의 유효성을 제고시키는 정책 환경을 개선하는 데 주력해야 할 필요가 있음
  - 하반기 이후 선제적 금리정책의 유효성을 제고시키고 장기적으로 물가안정목표제를 정착시키기 위해서는 적정 물가안정목표의 설정, 금리결정체계의 왜곡 시정, 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 물가파급경로를 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 [bkkim@hri.co.kr](mailto:bkkim@hri.co.kr) ☎ 3669-4029)