Ⅰ-2. 수요주도 물가압력이 근원물가에 미치는 영향

(조사국 물가동향팀)

※ 자세한 내용은 8.27일 발간된 「경제전망보고서」를 참조해주시기 바랍니다.

서론

1. 최근 반도체 수출 호조의 영향이 내수로 파급되면서 향후 물가경로에 있어 수요측 압력이 점차 커질 가능성이 있다. 상반기 물가상승을 주도했던 고유가 등 공급측 압력은 점차 완화되는 반면, 반도체 수출 호조로 경기 개선세가 지속되면서 수요측 압력은 점차 확대될 것으로 예상된다. 특히 최근 국내 경제는 반도체 경기 호조에 따른 교역조건 개선으로 실질 GDI실질국내총소득 증가율이 GDP 성장률을 크게 상회하고 있어, 가계와 기업의 실질구매력 확대가 수요측 압력을 높이는 요인으로 작용할 가능성도 커지고 있다.

2. 이에 따라 본고에서는 (1) 수요측 압력이 높으면서 근원물가도 높은 상승세를 보였던 시기이하 '수요주도 高근원물가기'의 특징을 살펴보고, (2) 수요측 압력의 확대가 근원물가에 미치는 영향을 정량적으로 평가하였다. 이는 공급측 충격이나 일시적 요인의 영향을 크게 받는 소비자물가headline CPI보다 이들 요인의 영향을 상대적으로 덜 받는 근원물가가 수요측 압력을 평가하는 데 보다 적합하기 때문이다. 구체적으로 (1) 과거 수요주도 高근원물가기의 수요여건과 물가변동의 특징을 살펴보고, 최근 국내 물가상황에 주는 시사점을 점검하였다. 다음으로 (2) 비대칭 필립스곡선, 국소투영Local Projection 모형 등을 활용한 계량분석을 통해 수요측 압력의 변화가 근원물가에 미치는 영향을 정량적으로 분석하였다.

수요주도 高근원물가기의 특징stylized facts

3. 본고에서는 수요측 압력을 나타내는 지표로 GDP갭률[1]을 사용하였다. GDP갭률은 한 경제의 수요실제GDP가 공급 능력잠재GDP을 얼마나 상회 또는 하회하는지를 나타내는 지표로, 양(+)의 값이 클수록 경제 내 수요측 압력이 높은 것으로 해석할 수 있다. 이에 따라 학계와 주요국 중앙은행에서도 수요측 압력을 측정하는 지표로 널리 활용[2] 하고 있다. 본고에서는 실질GDP에 HP필터를 적용하여 잠재GDP를 추정한 후 GDP갭률을 산출하였다. 아울러 GDP갭률이 양(+)의 값을 나타내는 시기를 '高수요압력 국면', 음(-)의 값을 나타내는 시기를 '低수요압력 국면'으로 구분하였다.[3]

---

1) 이 GDP갭률은 한국은행 공식 GDP갭률과는 차이가 날 수 있다. 이 보고서에서 사용된 GDP갭률은 HP필터를 이용하여 저자가 시산한 값이다.

2) 뉴케인지안 이론(Gali and Gertler, 1999; Woodford, 2003)에서는 GDP갭률이 확대될수록 생산요소의 한계비용이 상승하고, 이는 기업의 가격인상으로 이어져 인플레이션을 높이는 것으로 설명하고 있다.

3) 다만 본고의 실증분석에서 국소투영모형 등 동태적 분석을 강조하는 일부 모형에서는 국면의 빈번한 전환과 측

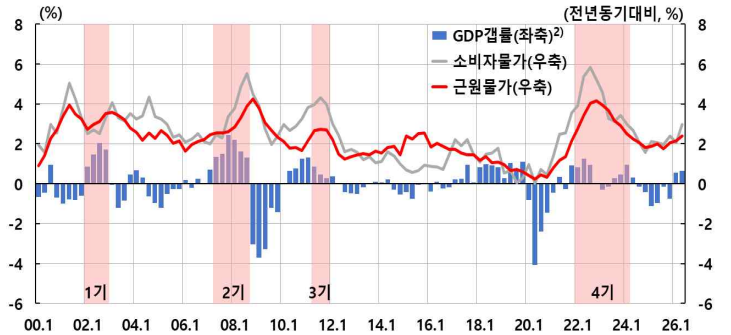
4. 2000년 이후 수요주도 高근원물가기는 네 차례[그림 1]가 있었다. 본고에서는 GDP갭률이 양(+)의 값을 유지하면서수요측 압력 확대, 高수요압력 국면 근원물가 상승률이 2분기 이상 2.5%를 지속적으로 상회하는근원물가 높은 상승세, 高근원물가 국면 시기를 '수요주도 高근원물가기'로 정의[표 1]하였다. 이에 따르면 2000년 이후 수요주도 高근원물가기는 ①카드사태 이전02.1/4~02.4/4분기, ②글로벌 금융위기 직전07.2/4~08.3/4분기, ③금융위기 회복기11.2/4~11.4/4분기, ④팬데믹 충격 회복기22.1/4~24.1/4분기의 네 차례로 구분된다. 4기의 경우 공급망 차질과 에너지 가격 급등의 영향도 받았으나 팬데믹 이후 강한 펜트업 수요가 발생했다는 점에서 수요주도 高근원물가기로 분류할 수 있다.

2000년 이후 수요주도 高근원물가기는 네 차례

[표 1] 물가 국면의 구분

	低수요국면 (㊀GDP갭률)	高수요국면 (㊉GDP갭률)
高근원물가기 (2분기 이상 근원물가 상승률 2.5% 상회)	—	수요주도 高근원물가기
低근원물가기 (나머지 기간)	—	—

[그림 1] 수요주도 高근원물가기[1)]



주: 1) 빨간색 음영은 수요주도 高근원물가기. 4기의 경우 물가상승의 성격이 유사한 일부 마이너스갭률 구간도 포함
2) GDP갭은 HP필터로 추출
자료: 한국은행, 국가데이터처, 저자 추정

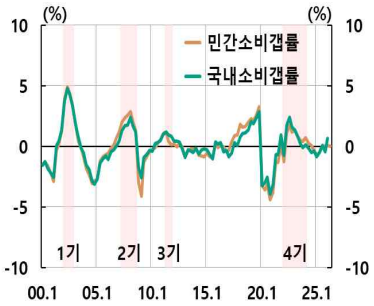
5. 네 차례의 수요주도 高근원물가기 동안 다음과 같은 네 가지 특징을 확인할 수 있다.

6. (특징 ①) 가계의 소비여력이 확충되면서 소비가 호조를 나타냈다. 이들 시기에는 공통적으로 민간소비와 국내소비 등 주요 소비지표가 양호한 흐름을 보였다.[그림 2] 이는 근원물가 상승기에 앞서 임금과 자산가격이 크게 오르면서[그림 3] 가계의 소비여력이 개선된 데 주로 기인하는 것으로 평가된다. 이에 따라 장기평균을 상회하는 실질구매력 증가[그림 4]가 시차를 두고 소비확대로 이어지면서 근원물가 상승압력으로 작용한 것으로 보인다. 특히 팬데믹 충격 회복기④기에는 이와 더불어 사회적 거리두기 등으로 누적된 대규모 초과저축이 이후 펜트업 수요로 실현되면서 소비 호조를 뒷받침한 것으로 판단된다.

정오차 문제를 완화하기 위해 4분기 이동평균 GDP갭률이 양(+)인 경우를 高수요압력 국면으로 정의하였다.

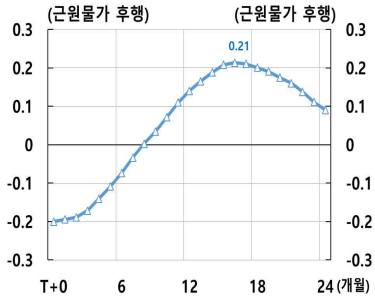
수요주도 高근원물가기에는 임금 및 자산가격이 상승한 이후 소비가 개선되는 모습

[그림 2] GDP 소비갭[1)]



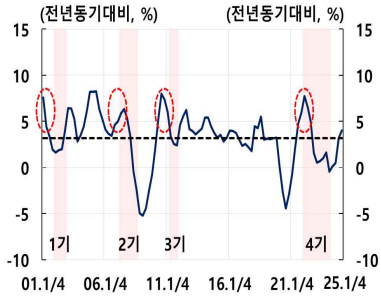
주: 1) 추세는 HP필터로 추출
자료: 한국은행, 저자 추정

[그림 3] 주가-근원물가 간 시차상관계수[1)]



주: 1) 전년동기대비 상승률 간 상관계수, 근원물가 후행
자료: 저자 추정

[그림 4] 1인당 실질구매력[1)]



주: 1) 1인당 명목구매력(=임금총액×취업자수÷총인구)을 CPI로 실질화. 점선은 장기평균(01~25년) 상승률
자료: 저자 추정, 고용노동부, 행정안전부

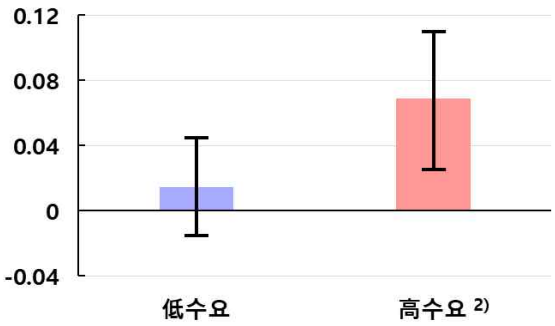
7. (특징 2) 수요측 압력이 높아지면서 비용인상분이 가격에 상대적으로 용이하게 전가되는 모습이 나타났다. 공급충격[4)]이 수요측 압력보다 먼저 발생했던 **팬데믹 충격 회복기**④기의 경우, 수요가 빠르게 회복되면서 그간 누적된 비용압력이 가격에 반영되기 쉬운 여건이 형성되었고 이에 따라 근원물가 상승폭도 더욱 크게 나타났다.[그림 5] 기업들은 경기가 부진한 시기에는 가격인상을 유보하다가 수요측 압력이 높아지면 비용상승분의 가격전가를 확대하면서 그간의 손실을 보전하는 경향이 있다. 오차수정모형 추정 결과에서도 低수요압력 국면에서 가격에 반영되지 못한 비용측 압력이 高수요압력 국면에 전가[그림 6]되는 것으로 나타났다.

수요측 압력이 높은 국면에서는 비용상승 충격의 가격전가가 확대되는 경향

[그림 5] 수입물가[1)] 및 근원물가 상승률

주: 1) 원화 기준
자료: 한국은행, 국가데이터처

[그림 6] 국면별 미반영 비용압력 전가율[1)]



주: 1) 근원물가에 반영되지 않은 비용압력의 근원물가에 대한 단기 계수. 세로 막대선은 90% 신뢰구간
2) 低수요압력 국면 전가율과 高수요압력 국면 전가율 계수의 합
자료: 저자 추정

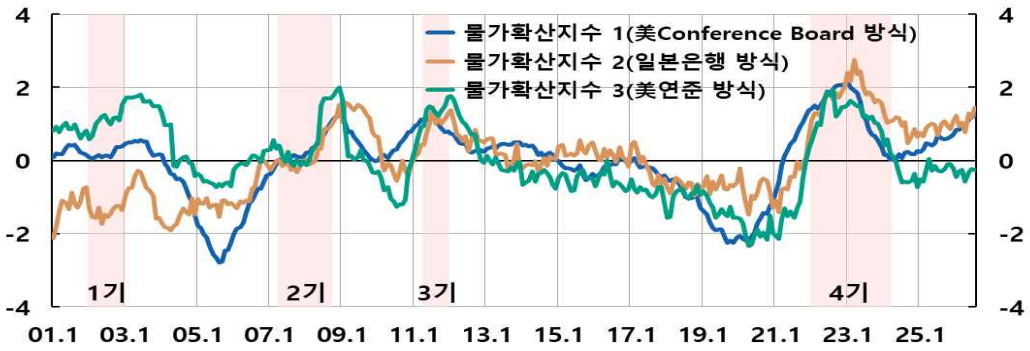
8. (특징 3) 수요측 압력을 바탕으로 가격조정이 보다 광범위한 품목으로 확산되는 경향이 나타났다. 일반적으로 高수요압력 국면에서는 기업들이 상대적으로 용이하게 가격을 인상할 수 있으며, 이에 따라 물가상승도 일부 품목에 국한되지 않고 다양한 품목으로 확산되는 경향을 보인다. 실제 과거 우리나라의 물가상승률을 대상으로 다양

4) 팬데믹 이후 국경봉쇄 등으로 글로벌 공급망 병목이 발생하면서 수입물가가 크게 상승하였다.

한 방식의 물가확산지수를 시산한 결과, 수요주도 高근원물가기에 대체로 높은 수준을 보였다.[그림 7]

수요주도 高근원물가기에 물가확산지수들이 높아지는 경향

[그림 7] 다양한 근원물가 확산지수 추이[1)]



주: 1) 비교를 위해 지수들을 표준화
자료: 저자 시산

9. 이는 高근원물가기에 진입하면, 즉, 근원물가 상승률이 2%대 중반 수준을 넘어서면 개별품목들의 가격 움직임에서 동조성이 심화되기 때문이다. 과거 우리나라 근원물가 자료를 이용하여 개별 구성품목 간 가격 움직임의 동조성[5)]을 살펴본 결과, 근원물가 상승률이 1%대 초중반에서 동조성이 한 차례 높아진 데 이어 2.5% 내외에서 다시 크게 강화되는 모습[그림 8]이 나타났다[6)]. 특히 개인서비스 품목에서는 이러한 특징이 더욱 뚜렷하였다. 즉, 근원물가 상승률이 2.5% 내외를 넘어서면 개인서비스 품목 간 가격 동조성이 가파르게 높아지는 모습이 관찰되었다.[그림 9] 주목할 점은 **[그림 8,9]**의 붉은 음영부분에서 관측치가 거의 나타나지 않는다는 것이다. 이는 근원물가 상승률이 2.5%를 상회하는 국면에서는 다른 품목과 동조하지 않고 개별적으로 움직이는 근원물가 품목은 거의 존재하지 않음을 시사한다. 이러한 비선형적 관계는 임계수준에 대한 통계적 검정을 통해서도 확인되었다. 근원물가 상승률을 기준으로 앞서 시산했던 동조성 지수 변화를 추정한 결과, 근원물가 상승률이 2%대 중후반을 넘어서면 품목 간 동조성이 유의하게 높아지는 것으로 나타났다.[7)] 이는 근원물가 상승률이 일정 수준을 넘어서는 경우 물가상승이 개별 품목에 국한되지 않고 보다 광범위하게 확산되는 경향이 강화될 수 있음을 의미한다.

---

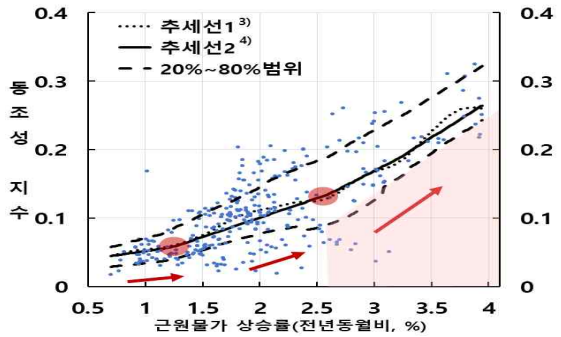
5) 동조성 지수 산출에 사용한 기준 물가는 공식 근원물가가 아닌 근원물가 품목별 상승률의 중위값(median)이다. 이는 BIS(2022)에서도 동일하게 활용하는 방법이다. 또한 공식 근원물가는 기준연도 개편 및 품목 분류 변경 등으로 시계열의 연속성에 제약이 있어, 산포도 비교(그림8, 9의 x축)에는 품목들의 가중평균을 활용하였다. 실제 공식 근원물가 상승률과 품목들의 가중평균 간 상관계수는 0.84로 매우 높은 편으로 나타났다. x축을 공식적인 근원물가 상승률과 개인서비스 물가 상승률로 각각 설정해도 전반적인 추이는 유사하게 나타나 강건한 결과로 판단된다.

6) 高근원물가기에 품목 간 동조성이 심화되는 현상은 수요측 압력뿐 아니라 공급측 압력으로 물가가 높아지는 시기에도 나타날 수 있다는 점에 유의할 필요가 있다.

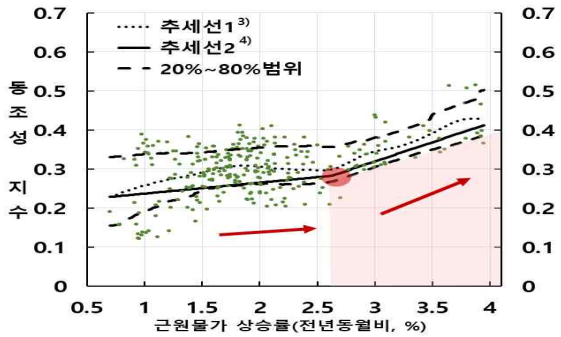
7) 회귀식 $y_t = \alpha + \beta_1 x_t + \beta_2 \max(x_t - \gamma, 0) + \epsilon_t$($y_t$: 동조성 지수, x_t:근원물가 상승률, γ:임계치)에서 임계치를 2.5%로 설정하여 β_2값의 유의성을 검정한 결과 1% 수준에서 통계적으로 유의하게 나타났다. 또한 Hansen(2000) 방법론에 따라 임계치를 사전에 설정하지 않고 Grid search를 통해 추정한 결과 2.8%에서 F값이 가장 높게 나타나 임계수준은 대체로 2.5~2.8% 구간에 위치하는 것으로 분석되었다.

근원물가 상승률이 2.5% 근방을 상회하면 물가의 품목 간 동조성이 급격히 상승

[그림 8] 근원물가와 전체 근원물가 구성 품목 간 동조성[1)2)]



[그림 9] 근원물가와 개인서비스 품목 간 동조성[1)2)]



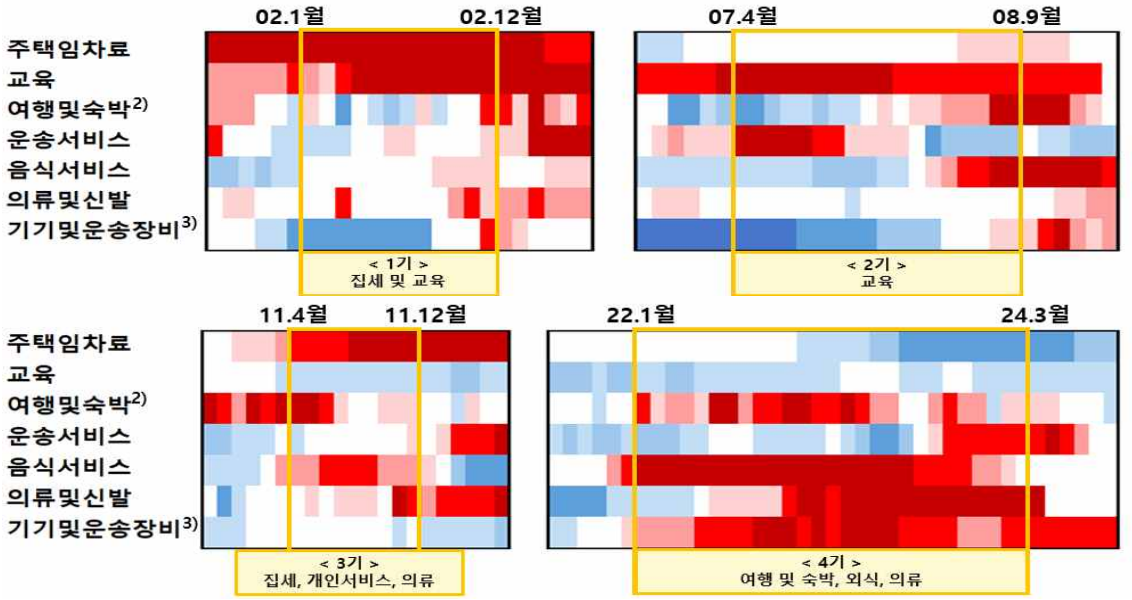
주: 1) 커널회귀 잔차 기반으로 표준화한 뒤, 그 값이 1.8이상(10개 내외 제외)은 이상치로 판별하여 제외
2) 붉은 원은 추세선의 기울기가 바뀌는 지점
3) '추세선 1'은 커널회귀를 통해 산출, 4) '추세선 2'는 추세선 1에서 볼록성 제약을 추가
자료: 저자 추정

10. (특징 4) 근원물가 상승을 주도하는 품목의 경우, 팬데믹 회복기④기 이후에는 이전과 달리 경기상황에 민감한 개인서비스의 비중이 크게 확대되었다. 글로벌 금융위기 이전에는 집세와 교육서비스 등 정부정책이나 제도적 요인의 영향을 상대적으로 크게 받는 품목들이 근원물가 상승을 주도한 반면, 이후에는 여행·숙박·음식 서비스 등 개인서비스의 기여도가 높아지는 모습을 보였다.[그림 10] 구체적으로 **카드사태 이전①기**에는 사교육 시장 급성장 및 대학 등록금 상승[8)], 주택시장 호황 등의 영향으로 교육비와 집세가 크게 올랐다. **글로벌 금융위기 직전②기**에는 경기 확장에 따른 소득여건 개선이 사교육을 중심으로 한 교육비 지출 증가로 이어지면서 교육서비스가 근원물가 상승에 크게 기여하였다. **금융위기 회복기③기**에는 전세가격 상승이 근원물가에 주된 영향을 미친 가운데 음식 등 일부 개인서비스의 기여도도 확대되었다. 반면 **팬데믹 회복기④기**에는 팬데믹 충격 이후 소비 회복이 보다 광범위하게 나타났다. 초기에는 전자기기 등 일부 내구재를 중심으로 펜트업 소비가 나타나면서 관련 품목의 가격이 큰 폭으로 상승하였으며, 이후 사회적 거리두기가 해제되면서 여행·숙박·음식 서비스 등 개인서비스에 대한 수요도 빠르게 확대되었다. 이에 따라 근원물가 상승세가 재화에서 서비스로 확산되는 모습이 나타났다.

8) 사교육비 규모가 11조원(2001년)에서 13.6조원(2003년)으로 22.8% 상승하였고(한국교육개발원), 대학등록금 상승률은 2002년 7%로 장기평균 2.4%(2001~2025년 평균)을 크게 상회하였다.

팬데믹 이후에는 여행·숙박·음식 등 개인서비스가 근원물가 상승을 주도

[그림 10] 지출목적별 근원물가 상승률 히트맵[1)]



주: 1) 01.1월~26.7월중 평균 및 표준편차로 표준화, 빨간색이 진할수록 상승률이 높으며, 파란색이 진할수록 상승률이 낮음
2) 숙박서비스, 단체여행
3) 가정용 기기, 운송장비, 전화 및 팩스장비, 음향, 영상, 사진 및 정보처리장비
자료: 국가데이터처, 저자 시산

11. 종합하면, 수요주도 高근원물가기에는 가계의 소비여력 확충에 따른 소비 호조와 함께 비용상승분의 가격 전가가 확대되고, 가격 인상이 보다 광범위한 품목으로 확산되는 특징이 나타났다. 최근에는 여행·숙박·음식 등 경기상황에 민감하고 동조성이 높은 개인서비스가 근원물가 상승을 주도하고 있어, 과거에 비해 물가상승이 광범위하게 확산될 가능성이 있다.

수요주도 물가압력이 근원물가에 미치는 영향

추정방법

12. 수요주도 물가압력이 근원물가에 미치는 영향은 GDP갭률과 물가상승률 간의 관계를 나타내는 필립스곡선을 이용하여 추정하였다. 다만 전체 근원물가는 시기별로 가격상승을 주도하는 품목의 구성이 달라질 수 있어 단순히 GDP갭률과의 관계를 살펴보는 것만으로는 수요압력의 영향을 식별하는 데 한계가 있다. 이에 본고에서는 경기변동에 민감하게 반응하는 '경기민감물가'를 산출하고, 이를 통해 수요압력과 물가 간의 관계를 보다 명확하게 살펴보았다.[9)]

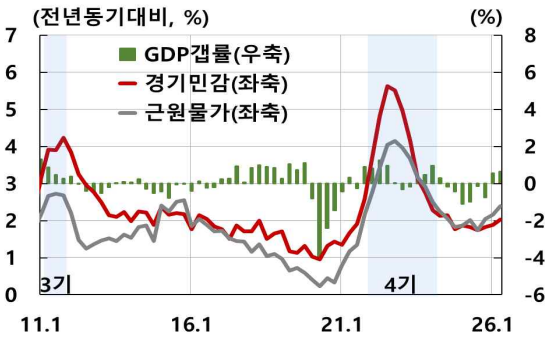
13. 경기민감물가는 경기상황의 변화가 가격에 상대적으로 뚜렷하게 반영되는 품목으로 구성되며 수요압력이 물가에 미치는 영향을 보다 직접적으로 포착할 수 있다. 본고에서는 Fröhling and Lommatzsch(2011), Ehrmann et al.(2018) 등의 방법론을 참고

9) GDP갭률과 근원물가의 관계도 직접적인 추정으로써 분석의 강건성을 점검하였다.

하여 경기민감물가를 산출하였다. 구체적으로 관리제외 근원물가 구성품목 가운데 경기변수를 모형에 포함할 경우 해당 품목의 물가 예측력이 유의하게 개선되는 품목을 경기민감품목으로 식별하고[표 2], 이들 품목의 물가지수를 가중평균하여 경기민감물가를 구성하였다. 이러한 방식은 시기별 근원물가 상승품목 구성 변화의 영향을 줄이는 한편, 경기변동에 따른 수요압력에 민감하게 반응하는 가격 움직임을 선별해 볼 수 있다는 장점이 있다. 실제로 경기민감물가는 전체 근원물가보다 GDP갭률과 더 밀접한 관계를 보였다.[그림 11] 경기민감물가와 GDP갭률 간 상관관계는 근원물가와 GDP갭률 간 상관관계보다 높게 나타났으며, 특히 수요압력이 높은 국면에서는 두 변수 간 양(+)의 관계가 전체 기간에 비해 더욱 강화되는 모습이 확인되었다.[그림 12]

GDP갭률과의 상관관계는 경기민감물가가 근원물가를 상회

[그림 11] 경기민감물가 및 근원물가 상승률[1)2)]



주: 1) 음영은 수요주도 高근원물가기
2) GDP갭률은 HP필터로 추출
자료: 한국은행, 국가데이터처, 저자 추정

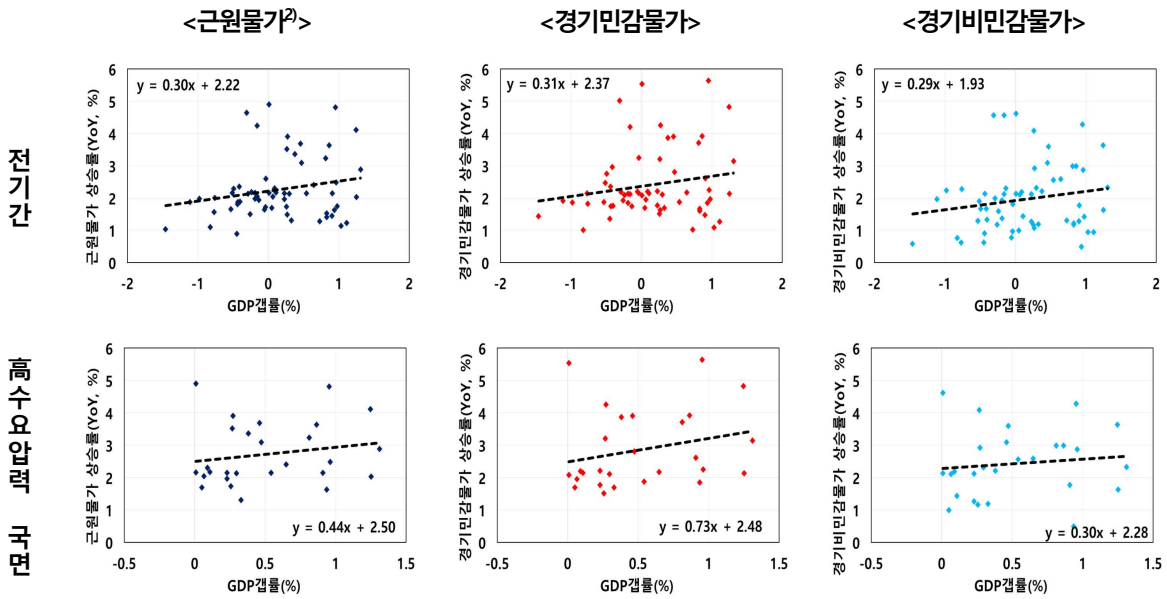
[표 2] 주요 경기민감 품목[1)2)]

외식	외식제외	내구재	섬유제품	기타 공업제품
9개, [50.3]	34개, [95.6]	18개, [25.5]	5개, [9.8]	28개, [29.0]
구내식당 식사비	공동주택 관리비	휴대전화기	티셔츠	주택수선재료
생선회	학원비	침대	침구	반려동물용품
커피	운동학원비	싱크대	원피스	가방
쇠고기	승용차임차료	보일러		세탁세제
	호텔숙박료	장롱		레저용품

주: 1) 10년 이상 경기민감품목으로 분류된 품목
2) [ ]는 천분비 가중치
자료: 한국은행, 국가데이터처, 저자 추정

수요압력이 높은 시기에는 경기민감물가와 GDP갭률의 상관관계가 전체기간을 상회

[그림 12] GDP갭률[1)]과 물가상승률



주: 1) GDP갭률은 HP필터로 추출, 2) 관리제외 근원물가
자료: 저자 추정

14. 이러한 결과를 바탕으로 수요압력이 근원물가에 미치는 영향을 두 가지 방식으로 정량화하였다. 먼저 경기민감물가를 종속변수로 하는 필립스곡선을 추정하여 GDP갭률 변화가 경기민감품목의 가격상승률에 미치는 영향을 측정하였다. 이어 경기민감품목이 전체 근원물가에서 차지하는 비중과 상승기여도를 고려하여, 수요압력이 전체 근원물가 상승률에 미치는 영향을 간접적으로 평가하였다. 이와 함께 국소투영법Local Projection을 활용하여 수요충격이 근원물가에 미치는 동태적 효과를 추정하였다. 국소투영법 분석에서는 경기민감물가를 중간 단계로 사용하지 않고 전체 근원물가를 종속변수로 설정하여, 수요충격이 근원물가에 미치는 직접적인 효과를 추정하였다.

수요측 물가압력이 근원물가에 미치는 영향

15. 경기민감물가를 활용하여 비대칭 필립스곡선을 추정한 결과, 수요압력이 높은 시기에는 물가의 반응이 크게 확대되는 것으로 나타났다. 수요압력이 높은 시기에는 GDP갭률이 1%p 확대될 때 경기민감물가 상승률이 0.42%p 높아진 반면, 전체기간 대상으로는 그 효과가 0.11%p에 그쳤다.[그림 13] 경기민감물가가 근원물가에서 차지하는 비중이 60~90% 수준임을 감안하면 GDP갭률 1%p 확대가 근원물가 상승률에 미치는 영향은 약 0.2~0.4%p 범위인 것으로 추정된다. 반면 수요압력이 낮은 시기에는 GDP갭률 확대에 따른 경기민감물가 반응이 통계적으로 유의하지 않았다. 전체 근원물가를 대상으로 동일한 분석을 실시한 결과에서도, 수요압력에 따른 물가반응의 비대칭성이 확인[10]되었으나 그 정도는 경기민감물가에 비해 다소 약한 0.14%p로 추정되었다.[그림 14] 이는 수요압력의 영향이 크게 나타나는 경기민감품목뿐 아니라 상대적으로 경기 반응도가 낮은 품목까지 포함하여 근원물가 전체를 대상으로 분석할 경우, 수요압력에 대한 평균적인 물가 반응이 완화되기 때문인 것으로 판단된다. 종합적으로 보면 경기민감물가를 통한 간접 추정은 약 0.2~0.4%p로 추정되고, 직접 추정은 0.1%p로 추정되어 GDP갭률이 1%p 확대될 경우 근원물가 상승률이 약 0.1~0.4%p 높아질 수 있다.

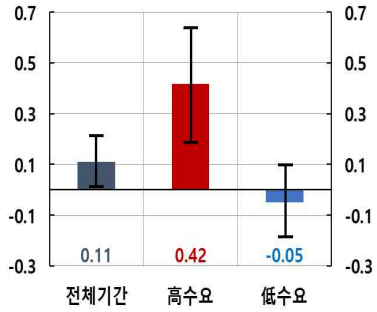
16. 근원물가의 동태적 반응을 분석한 결과에서도, 수요압력이 높은 국면에서 물가반응이 더 크고 오래 지속되는 것으로 나타났다. 수요충격에 대한 근원물가의 동태적 반응을 상태의존적state-dependent 국소투영모형을 이용해 분석한 결과, 동일한 수요충격이라도 高수요압력 국면에서는 低수요압력 국면에 비해 근원물가의 상승폭이 크고 그 영향도 더 오래 지속되었다. 한단위$_{1표준편차}$ 수요충격[11]이 발생할 경우, 수요압력이 높은 국면에서는 근원물가 상승폭이 점차 확대되어 6분기 후 약 0.6%p에 이른 반면, 수요압력이 낮은 국면에서는 3분기 후 약 0.2%p 상승하는 데 그쳤다.[그림 15]

10) 기조적 물가를 나타내는 지표로는 근원물가 이외에도, 관리제외 근원물가, 관리제외 경직물가, 가중중위수, Underlying Inflation Gauge(UIG), 조정평균 등 다양한 지표가 있다. 이들 지표의 평균 및 중위수를 활용해 동일한 분석을 실시한 결과, 수요압력에 따른 물가반응의 비대칭성이 동일하게 확인되었다. 또한 개별 기조적 물가지표를 활용한 경우에도 비대칭성이 나타나, 분석 결과가 지표의 선택에 관계없이 강건한 것으로 판단된다.

11) 모형에서 추정된 한단위 수요충격의 1표준편차 크기는 약 1.0~1.1로 정규화된 구조충격 한단위에 해당된다.

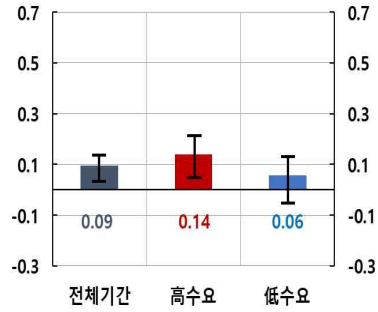
수요압력이 경기민감물가와 근원물가에 미치는 영향은 비대칭적

[그림 13] 수요압력의 경기민감물가 영향[1)]



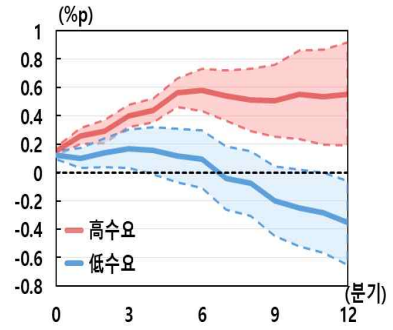
주: 1) 세로 막대선은 90% 신뢰구간을 의미
자료: 저자 추정

[그림 14] 수요압력의 근원물가 영향[1)]



주: 1) 세로 막대선은 90% 신뢰구간을 의미
자료: 저자 추정

[그림 15] 수요충격[1)]이 근원물가에 미치는 누적 영향[2)]



주: 1) 부호제약 BVAR로 식별한 한단위 수요충격
2) 음영은 68% 신뢰구간을 의미
자료: 저자 추정

GDI 개선이 근원물가에 미치는 영향

17. 교역조건 개선을 통한 GDI 기반 수요충격은 GDP 기반 충격보다 근원물가에 더 큰 상승압력으로 작용하는 것으로 나타났다. 교역조건 변화가 실질소득과 구매력 증대를 통해 수요에 영향을 미치는 소득경로만을 고려[12)]하여 상태의존적 국소투영모형으로 분석한 결과, 수요압력이 높은 국면에서 GDI 기반 수요충격 한단위$_{1표준편차}$는 근원물가 상승률을 최대 약 0.7%p 높이는 것으로 분석되었다.[그림 16] 이는 교역조건 개선이 생산활동뿐 아니라 실질소득$_{GDI}$과 구매력 증가를 통해 소비를 확대함으로써, GDP갭만으로는 충분히 포착되지 않는 추가적인 수요압력을 발생시킬 수 있음을 시사한다.

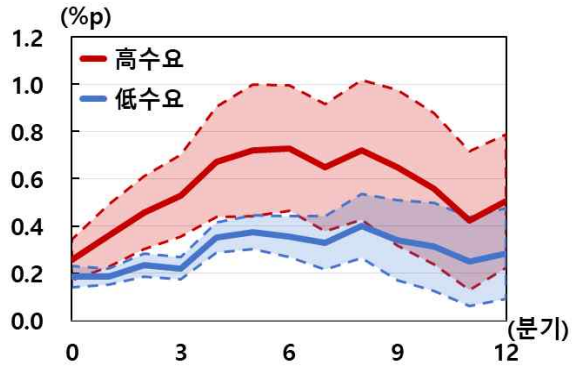
18. 교역조건 개선의 요인별 영향을 수출가격 상승과 수입가격 하락으로 구분해 보면, 수입가격 하락보다 수출가격 상승에 따른 소득 증대가 근원물가에 더 큰 상승압력으로 작용하였다. 수출가격 상승에 따른 교역조건 개선 충격은 수입가격 하락에 따른 충격에 비해 근원물가에 미치는 영향이 전체기간에 걸쳐 더 크게 나타났으며 통계적으로도 유의하였다.[그림 17] 이는 수출가격 상승이 교역조건 개선을 주도한 시기에 수입가격 하락이 이를 주도한 시기보다 소비가 유의하게 증가하였다는 이종웅 외(2026)의 분석 결과와도 일관된다. 이를 종합하면, 교역조건 개선으로 GDI 충격이 한단위 발생하여 주로 수요를 높이는 방향으로 작용할 경우 근원물가에는 약 0.05~0.2%p의 추가적인 상방압력이 발생할 수 있는 것으로 추정된다.[13)]

12) 일반적으로 교역조건 개선은 소득 증가를 통해 수요압력을 높여 물가의 상방요인으로 작용할 수 있으나, 환율·비용 경로 등을 통해 물가의 하방압력으로도 작용하는 등 물가영향은 상·하방요인이 혼재하고 있다. 다만 금번 교역조건 개선기는 수출가격 상승에 의해 주도되고 있어 높은 환율 수준, 큰 폭의 소득 증가 등을 고려할 때 소득경로가 중요하게 작용할 가능성이 높다(이종웅 외, 2026 참조).

13) 이러한 판단은 高수요압력 국면에서 GDI 충격에 따른 근원물가 영향의 최대 수준(0.7%p)이 GDP 충격에 따른 영향(0.6%p)에 비해 1.2배 가량 큰 점, 최근 교역개선이 수출가격 상승에 주로 기인하는 점 등을 종합적으로 고려한 것이다.

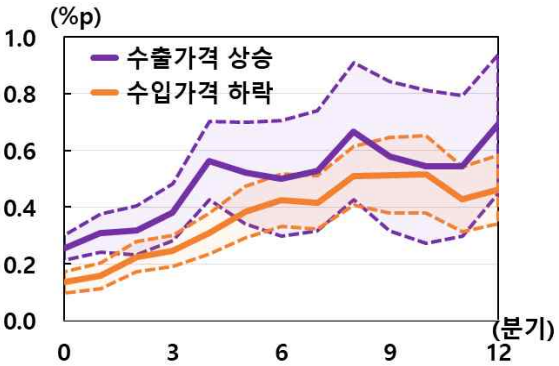
GDP 수요충격보다 GDI 수요충격이, 수입가격 하락보다 수출가격 상승 충격이 근원물가에 미치는 영향이 큼

[그림 16] GDI 수요충격[1]이 근원물가에 미치는 누적 영향[2]



주: 1) 부호제약 BVAR로 식별한 한단위 수요충격
2) 음영은 68% 신뢰구간을 의미
자료: 저자 추정

[그림 17] 수출가격 상승 충격 vs 수입가격 하락 충격[1]이 근원물가에 미치는 누적 영향

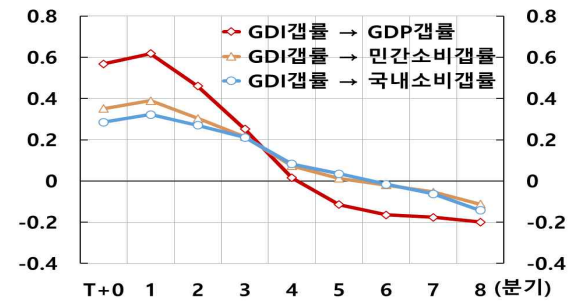


주: 1) 부호제약 BVAR로 식별한 한단위 수요충격
2) 음영은 68% 신뢰구간을 의미
자료: 저자 추정

19. 다만 교역조건 개선에 따른 GDI 증가가 실제 물가압력으로 이어지는 정도는 늘어난 소득이 국내 소비를 얼마나 증대시키느냐에 달려있다. 가계와 기업이 교역조건 개선에 따른 소득 증가를 일시적인 것으로 인식해 저축 및 자산취득을 늘리거나 수입소비를 증대시키는 경우, 국내생산과 물가에 미치는 영향은 제한적일 수 있다. 이러한 특성으로 인해 GDI는 GDP에 비해 근원물가와의 동행성이 다소 낮게 나타나는 반면, 일정한 시차를 두고 소비와 투자 확대로 이어지는 경향이 있다.[그림 18] 실제로 GDI가 크게 증가한 시기에는 당기에 초과저축기업유보 등이 확대된 뒤 1~2분기의 시차를 두고 소비가 증가하는 모습[그림 19]이 관찰된다.

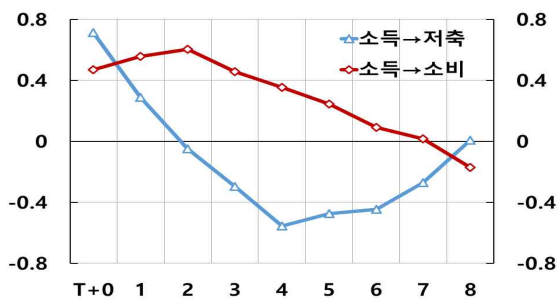
GDI 개선은 당기 저축 확대 후 1~2분기 시차를 두고 소비를 늘려 물가상방 압력으로 작용

[그림 18] GDI갭률과 수요갭 간 시차상관관계



자료: 저자 추정

[그림 19] 소득[1]과 저축, 소비 간 시차상관관계



주: 1) 명목국민총가처분소득(GNDI) 기준
자료: 저자 추정

종합 평가

20. 과거 수요주도 高근원물가기의 경험과 최근 여건을 종합하면, 향후 국내 근원물가는 수요측 물가압력이 점차 확대되면서 2% 중후반의 높은 오름세가 상당기간 이어질 가능성이 있다. 과거 수요주도 高근원물가기에는 소비여력 개선에 따른 소비 호조와 함께 비용상승의 가격전가가 보다 용이해지면서 가격상승이 일부 품목에 그치지 않고 여타 품목으로 빠르게 확산되는 모습이 나타났다. 최근에도 여행·숙박·음식 등 개인서비스 품목이 근원물가 상승을 주도하고 있어, 물가상승의 확산 정도와 지속성이 함께 커질 가능성이 높은 것으로 판단된다.

21. 특히 근원물가 상승률이 일정 수준을 넘어설 경우 품목 간 가격상승의 동조성이 높아지면서 물가압력이 더욱 확대될 가능성이 있다. 과거 사례를 보면 근원물가 상승률이 2.5% 내외를 상회하는 시점부터 개인서비스를 중심으로 가격상승의 동조성이 빠르게 강화되는 경향이 나타났다. 최근 근원물가 상승률이 이미 2%대 중반 수준에서 오름세를 보이고 있는 만큼, 향후 가격 상승세가 다른 품목으로 확산되면서 전반적인 근원물가의 상방압력이 더욱 강화될 가능성에 유의할 필요가 있다.

22. 앞선 분석에 따르면 GDP갭률이 1%p 확대될 경우 근원물가 상승률은 약 0.1~0.4%p 높아질 수 있으며, 교역조건 개선에 따른 GDI 증가가 소비 확대로 이어질 경우 약 0.05~0.2%p의 추가적인 상방압력이 더해질 가능성이 있다. 다만 GDI 증가가 실제 물가에 미치는 영향은 늘어난 소득이 저축이나 자산취득 등에 머무르지 않고 국내 민간소비로 얼마나 빠르게, 또 어느 정도 규모로 파급되는지에 따라 달라질 것으로 판단된다.

23. 따라서 향후 물가 흐름을 판단함에 있어 경기회복 자체뿐 아니라 수출 호조와 교역조건 개선에 따른 소득 증가가 국내 소비로 파급되는 속도와 강도를 함께 면밀히 점검하는 한편, 수요측 압력으로 인한 근원물가 상승이 광범위하게 확산되어 고착화되지 않도록 유의해야 할 것이다.