
II

통화신용정책 운영

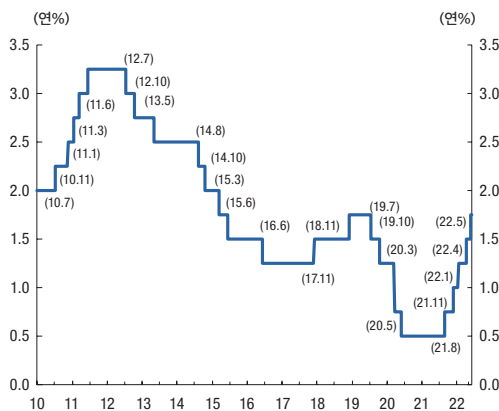
1. 기준금리	49
2. 금융중개지원대출	51
3. 시장안정화 대책	53
4. 여타 통화신용정책	54

1. 기준금리

연 1.25%에서 1.75%로 인상

한국은행은 성장세 회복이 이어지고 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준(2%)에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용하였다. 이 과정에서 성장과 물가흐름, 금융불균형 누적 위험, 주요국의 인플레이션 움직임과 통화정책 변화, 지정학적 리스크를 포함한 해외경제 상황 등을 면밀히 점검하였다. 이러한 정책기조 아래 한국은행은 2022년 4월과 5월 기준금리를 각각 0.25% 포인트씩 인상(1.25% → 1.50% → 1.75%)하여 통화정책의 완화정도를 축소 조정하였다.

그림 II-1. 한국은행 기준금리¹⁾



주: 1) () 내는 기준금리 조정월
자료: 한국은행

이 기간 중 기준금리 결정 배경을 자세히 살펴보면 다음과 같다.

먼저 4월 회의⁶⁶⁾에서는 국내경제가 대외여건의 불확실성 증대에도 불구하고 회복세를 지속하는 가운데 높은 물가 오름세가 상당기간 이어지고 금융불균형 위험에도 계속 유의해 나갈 필요성이 있는 점을 고려하여 기준금리를 연 1.25%에서 1.50%로 인상하였다.

국내경제는 글로벌 공급차질에 영향받아 설비투자가 조정되었지만 수출 호조가 이어지고 방역조치 완화 등의 영향으로 민간소비가 다소 개선되면서 회복세를 지속하였다. 향후에도 국내경제는 우크라이나 사태 등에 일부 영향받겠지만 수출이 여전히 견실한 증가세를 이어가고 민간소비도 개선되면서 회복세를 지속할 것으로 예상되었다. 소비자물가 상승률은 석유류 가격의 큰 폭 상승과 공업제품 및 개인서비스 가격의 오름세 확대 등으로 4%대 초반으로 크게 높아졌으며 앞으로도 당분간 4%대의 높은 오름세를 이어갈 것으로 예상되었다. 금융안정 측면에서는 가계대출이 신용대출의 순상환 규모 확대 등으로 소폭 감소하고 주택가격은 수도권을 중심으로 소폭 하락하였으나 기업대출을 중심으로 시장유동성의 높은 증가세가 이어질 것으로 전망되었다.

5월 회의⁶⁷⁾에서는 국내경제가 대외리스크 요인 증대에도 불구하고 연중 2%대 후반의 성장흐름을 이어가고 물가상승압력은 당초 예상보다 크게 높아질 것으로 전망되는 점과 금융불균형 위험을 기초적으로 줄여나갈 필요가 있는 점을 고려하여 4월에 이어 기준금리를 0.25% 포인트 인상하기로 결정하였다.

66) 총 6인의 출석위원 모두가 기준금리를 0.25% 포인트 인상하는 것에 찬성하였다.

67) 총 6인의 출석위원 모두가 기준금리를 0.25% 포인트 인상하는 것에 찬성하였다.

국내경제를 보면 설비투자가 글로벌 공급차질에 영향받아 조정을 지속하고 수출이 둔화되었지만, 민간소비가 사회적 거리두기 해제의 영향으로 빠르게 회복되었다. 앞으로 국내경제는 글로벌 성장세 둔화로 수출 증가세가 낮아지겠지만 민간소비 개선에 힘입어 회복세를 이어갈 것으로 보인다. 금년 중 GDP 성장률은 지난 2월 전망치(3.0%)를 다소 하회하는 2.7%로 전망되었다. 소비자물가 상승률은 석유류 및 공업제품 가격의 상승폭 확대, 개인서비스 가격의 높은 오름세 지속, 전기·가스 요금 인상 등으로 4%대 후반으로 크게 높아졌다. 앞으로도 소비자물가는 당분간 5%대의 높은 오름세를 이어갈 것으로 보이며, 금년 중 상승률도 2월 전망치(3.1%)를 크게 상회하는 4.5%로 전망되었다. 금융안정 측면에서는 가계대출이 소폭 증가하였으며 주택가격은 보합세를 나타내었지만, 금융불균형 누적 위험에 유의할 필요성은 여전히 높은 것으로 판단되었다.

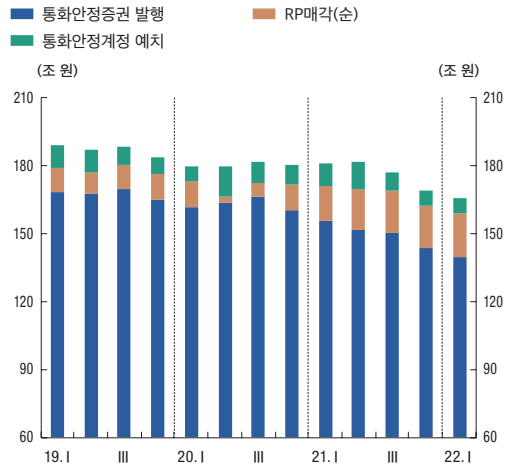
공개시장운동을 통한 유동성 조절

한국은행은 초단기금리인 콜금리가 한국은행 기준금리 수준에서 유지되도록 하기 위하여 통화안정증권, 환매조건부증권(RP) 매매, 통화안정계정 등의 공개시장운영 수단을 활용하여 시중 유동성을 조절하고 있다.

2022년 1/4분기 유동성조절 필요규모(평잔 기준)는 민간의 화폐수요 증가⁶⁸⁾ 등으로 전분기대비 감소한 데 이어 4월에도 감소세를 지속하였다. 이에 따라 한국은행은 통화안정증권 발행⁶⁹⁾

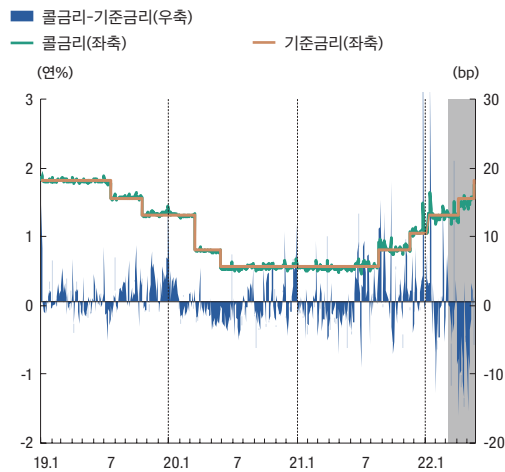
과 통화안정계정 예치⁷⁰⁾를 축소하는 한편 RP매매⁷¹⁾는 단기자금 수급여건을 감안하여 탄력적으로 조정하였다. 이에 따라 콜금리는 기준금리를 중심으로 대체로 안정된 모습을 보였다.

그림 II-2. 공개시장운영 수단별 유동성 조절규모¹⁾



주: 1) 평잔 기준
자료: 한국은행

그림 II-3. 기준금리 및 콜금리



자료: 한국은행

68) 1월 설 연휴 화폐발행액 확대(설 연휴 직전 10영업일 간 5.1조 원)의 영향 등으로 1/4분기 중 화폐발행잔액(평잔 기준)은 전분기대비 6.6조 원 증가하였다.

69) 통화안정증권 발행 잔액(평잔 기준)은 1/4분기에는 전분기대비 3.9조 원, 4월에는 전월대비 7.2조 원 감소하였다.

70) 통화안정계정 예치(평잔 기준)는 1/4분기에는 전분기대비 0.2조 원, 4월에는 전월대비 1.1조 원 감소하였다.

71) RP순매각(평잔 기준)은 1/4분기에는 전분기대비 0.7조 원, 4월에는 전월대비 4.6조 원 증가하였다.

2. 금융중개지원대출

코로나19 피해기업 및 소상공인 등에 대한 지원 지속

한국은행은 은행이 중소기업대출을 적극적으로 취급하도록 기준금리보다 낮은 금리로 은행에 자금을 지원하는 금융중개지원대출제도를 운용하고 있다. 금융중개지원대출의 총 한도와 프로그램별 한도 및 한도 유보분은 금융통화위원회가 금융·경제상황 및 중소기업의 자금사정 등을 감안하여 필요시 조정하고 있다.

한국은행은 2022년 3월 24일 코로나19 변이 바이러스 확산 등으로 소상공인·중소기업의 어려움이 지속되고 있는 점을 감안하여 이들 피해업체에 대한 금융지원 기한을 6개월 연장⁷²⁾하고 지원 업종·비율 등 운용방식을 변경⁷³⁾하였다.

아울러 상시 프로그램 중 지원 목적을 달성한 일부 프로그램의 운용을 종료⁷⁴⁾하고 이를 반영하여 「중소기업대출안정화 프로그램」 한도 및 총 한도를 3.2조 원 감액하였다.

2022년 4월 14일 및 5월 26일에는 기준금리 인상을 반영하여 금융중개지원대출 프로그램의 대출금리를 각각 0.25% 포인트씩 인상하기로 결정하였다. 다만, 코로나19 피해 중소기업 및 소상공인 지원 프로그램의 경우 지원대상의 어려움이 지속되고 있는 점을 고려하여 대출금리

를 연 0.25%에서 유지하기로 결정하였다.

한국은행의 금융지원에 따른 은행의 코로나19 관련 대출취급 실적은 꾸준히 증가하여 2022년 4월 말 현재 「코로나19 피해기업 지원」 및 「소상공인 지원」과 관련하여 국내은행이 취급한 대출액은 각각 31.7조 원 및 6.5조 원에 달하였다.

한편, 2022년 3월에는 동해안 지역 산불로 피해를 입은 중소기업을 지원하기 위해 금융중개지원대출 한도 유보분 중 600억 원을 활용하여 산불 피해지역을 관할하는 강릉 및 포항본부에 각각 300억 원씩 긴급 배정하였다.

2022년 5월 말 현재 금융중개지원대출의 프로그램별 한도는 무역금융지원 1.5조 원, 신성장·일자리지원 13조 원, 중소기업대출안정화 0.3조 원, 지방중소기업지원 5.9조 원, 코로나19 피해기업 지원 13조 원, 소상공인 지원 6조 원이며, 한도 유보분 0.1조 원을 포함한 총 한도는 39.8조 원이다. 금융중개지원대출의 프로그램별 지원금리는 연 0.25%~0.75%이다.

72) 「코로나19 피해기업 지원」 및 「소상공인 지원」 프로그램의 지원 기한(은행 대출취급 기준)을 종전 2022년 3월 말에서 2022년 9월 말까지로 연장하였다.

73) 「코로나19 피해기업 지원」 및 「소상공인 지원」 프로그램의 지원 제외업종을 추가하였다. 이에 더해 「소상공인 지원」의 경우 기존 서비스업 지원 외에 제조업 지원을 예외적으로 허용하는 한편, 고신용 차주에 대한 지원비율을 축소하였다.

74) 「신성장·일자리지원」 프로그램의 지원부문 중 소재·부품·장비기업에 대한 신규지원 및 「중소기업대출안정화」 프로그램의 안정화부문 운용을 2022년 4월 1일부터 종료하였다.

표 II-1. 금융증개지원대출의 프로그램별 한도 및 금리

(조 원, 연%)

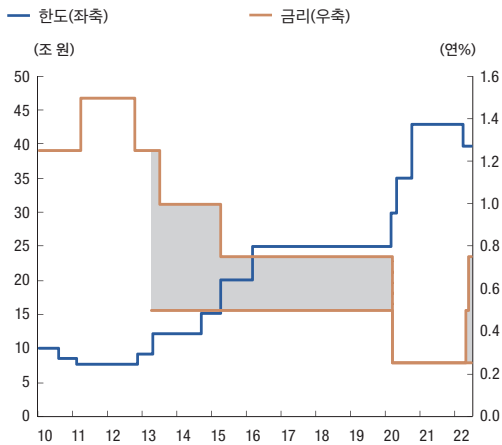
프로그램	한도		금리			
	조정전	조정후 ¹⁾	조정전	1차조정 ²⁾	2차조정 ³⁾	
무역금융지원	1.5	1.5	0.25	0.5	0.75	
신성장·일자리지원	13.0	13.0	0.25	0.5	0.75	
중소기업대출안정화	3.5	0.3	0.25	0.5	0.75	
지방중소기업지원	5.9	5.9	0.25	0.5	0.75	
한도 유보 분	코로나19 피해 기업 지원	13.0	13.0	0.25	0.25	0.25
	소상공인 지원	6.0	6.0	0.25	0.25	0.25
	기타	0.1	0.1	0.25	0.5	0.75
합계	43.0	39.8	-	-	-	

주: 1) 2022년 4월 1일부터 적용

2) 2022년 5월 2일부터 적용

3) 2022년 5월 26일부터 적용

자료: 한국은행

그림 II-4. 한국은행 금융증개지원대출의 한도 및 금리¹⁾

주: 1) 음영은 프로그램별로 대출금리가 상이하았던 시기의 상·하한 구간을 의미

자료: 한국은행

3. 시장안정화 대책

국고채 단순매입 실시 및 통화안정증권 발행규모 축소

금년 들어 글로벌 인플레이션 확산, 주요국 중앙은행의 통화정책 정상화 가속 움직임 등으로 채권시장에서 국고채 금리가 빠르게 상승하고 시장금리 변동성도 크게 확대되었다. 이에 한국은행은 금리 변동성 확대에 대응한 시장 안정화 조치 차원에서 2조 원 규모로 국고채 단순매입을 실시(4월 5일)하였다. 또한 3월 및 4월 중 통화안정증권 발행규모를 축소하는 방안을 발표(2월 25일, 3월 30일)하였다. 구체적으로는 3월 중 통화안정증권 발행예정액을 2월 계획 대비 1.3조 원(10.7조 원 → 9.4조 원), 4월 중 발행예정액을 3월 계획 대비 2.2조 원(9.4조 원 → 7.2조 원) 축소하였다.

표 II-2. 국고채 단순매입 실적

(조 원)

	시기	규모
2020년	3월·4월·7월·8월	각 1.5
	9월	2.0
	10월·11월	각 1.5
2021년	3월	2.0
	4월	1.0
	6월	3.0
2022년	2월·4월	각 2.0

자료: 한국은행

4. 여타 통화신용정책

금융·외환시장 상황 점검 지속

한국은행은 국내외 금융·외환시장의 움직임을 상시 모니터링하는 한편 시장변동성 확대시 비상점검체제를 가동하여 대내외 리스크 요인의 전개 상황과 금융·외환시장에 미칠 영향을 면밀히 점검하였다. 특히 미 연방공개시장위원회(FOMC) 회의 결과에 따른 국내외 금융시장의 반응과 영향에 대해 논의하기 위해 「상황점검회의」를 개최(3월 17일, 5월 5일)하였다. 또한 우크라이나를 둘러싼 지정학적 리스크가 지속됨에 따라 24시간 모니터링 체제를 가동하여 동 사태의 진행 상황과 국내외 금융·경제에 미치는 영향을 면밀히 점검하고 있다.

금융시스템 위험요인에 대한 점검 강화

한국은행은 금융불균형이 축적된 상황에서 지정학적 리스크 및 대내외 인플레이션 압력 확대, 주요국 통화정책 정상화 가속 등 금융·경제 여건의 불확실성 증대가 초래할 수 있는 리스크 요인에 대한 점검을 강화하였다.

3월 「금융안정회의」⁷⁵⁾에서는 대내외 여건 변화에 따른 부문별 취약성을 집중 점검하였다. 주요국 중앙은행의 통화정책 정상화 흐름과 지정학적 리스크 확산 등 대외 충격이 국내 금융기관에 미치는 영향과 취약요인을 분석하고, 스트레스 테스트를 통해 금융기관의 복원력을 점검하였다. 아울러 가계 취약차주, 자영업자 등을 중심으로 가계 및 기업 부문의 취약성을 분석하

는 한편 대출금리, 대출규제 및 기업 금융지원과 관련된 정책 변화가 금융안정에 미치는 영향을 면밀히 살펴보았다.

한편 한국은행은 「거시경제금융회의」를 비롯한 여러 협의체 등을 통해 국내 금융·경제 상황과 잠재리스크 요인에 대한 인식을 유관기관과 공유하고 대응방안을 도출하는 데 노력하였다.

금융기관 경영실태 및 금융현안 점검

한국은행은 금융시스템 내 누적된 잠재위험 요인 등을 점검하기 위해 취약부문에 대한 상시 모니터링을 지속하였다.

은행 및 은행지주회사의 자산건전성, 수익성, 경영상의 특기사항 등 경영실태와 코로나19 이후 기업대출 리스크 요인, 인터넷전문은행의 대출취급 현황 등을 점검하였다. 또한 최근 대외 불안요인 확대에 따른 영향, 주요 취약 부문에 대한 리스크 현황 등 경제여건 변화가 금융기관 경영건전성에 미치는 영향에 대한 점검활동을 강화하였다.

이 외에도 금융기관 검사담당 부서장회의 등을 통해 검사업무에 대한 피드백을 강화하고 금융기관과의 원활한 소통을 위한 노력을 지속하였다. 또한 주요국 감독당국이 주최하는 감독자협의회(Supervisory College)에 참석하여 국내에서 활동하는 외국계 대형은행의 글로벌 경영상황 및 리스크 관리 실태 등을 파악하고 주요 글로벌 금융감독 관련 현안에 대한 정보를 교류하였다.

75) 보다 자세한 내용은 한국은행 「금융안정 상황」(2022년 3월)을 참고하기 바란다.

글로벌 교류 및 금융협력 강화

한국은행은 BIS, G20, IMF 등 주요 국제기구 및 협의체가 개최하는 회의에 참석하여 우크라이나 사태가 세계경제에 미치는 영향 및 리스크 요인, 글로벌 금융안정 및 금융부문 복원력 제고, 기후변화 대응을 위한 정책과제 등에 대해 논의하는 등 글로벌 정책공조를 강화하였다.

아울러 대내외 불확실성에 대비하기 위하여 통화스왑 계약을 통한 중층적 금융안정망 확충 노력을 지속하였다. 동 노력의 일환으로 4월에는 아랍에미리트연합(UAE)과의 통화스왑을 연장⁷⁶⁾하면서 계약기간을 기존 3년에서 5년으로 확대하였다.

한편 역내 다자간 통화스왑 협정인 CMIM (Chiang Mai Initiative Multilateralization)의 실효성을 제고하기 위한 노력도 지속되었다. 5월 ASEAN+3 재무장관·중앙은행총재 회의⁷⁷⁾에서는 CMIM의 접근성을 제고하기 위한 방안을 논의하였다. 2021년 중 미 달러화 외에 자국 역내통화(위안화, 엔화 등)로 지원하는 제도를 마련한 데 이어 올해는 제3국이 발행하는 역내통화로도 지원할 수 있도록 제도를 확대하는 방안을 검토하였다. 또한 위기가 발생한 회원국에 자금지원 시 적용하는 금리와 관련된 논의가 진

행 중이다. CMIM 자금지원 금리는 국제금융시장 상황에 따라 변동되는데 그 기준이 되는 금리인 참조금리를 2021년에 변경⁷⁸⁾하였으며, 올해는 그 후속조치로 자금지원 기간에 따라 참조금리에 가산되는 고정금리(마진)의 적정성에 대해 검토하고 있다.

지급결제제도의 안전성·효율성 제고 및 CBDC 관련 연구 지속

한국은행은 「금융시장인프라에 관한 원칙」(Principles for Financial Market Infrastructures, 이하 「PFMI」⁷⁹⁾) 등 지급결제 분야 국제기준이 국내에서 원활히 이행될 수 있도록 점검하는 등 지급결제제도의 안전성과 효율성을 제고하기 위한 노력을 지속하였다. 5월에는 한국거래소의 청산·결제시스템에 대해 PFMI 준수 여부와 종합적인 리스크 관리체계, 사이버복원력 및 운영리스크 대응 역량을 중심으로 평가하였다. 평가 결과 한국거래소의 청산·결제시스템은 국제기준을 충족하며 안정적인 것으로 운영되고 있는 것으로 나타났으며, 일부 개선이 필요한 사항에 대해서는 보완을 권고하였다. 또한 한국예탁결제원이 운영하는 중요지급결제시스템에 대한 정기평가를 진행하고 있다.

한국은행은 디지털 경제로의 빠른 진전에 효

76) 스왑계약의 규모는 기존과 같은 200억 디르함/6.1조 원(약 54억 달러 상당)으로 유지하였다.

77) 동 회의는 매년 ASEAN 10개국 중 1개국과 한·중·일 3개국 중 1개국이 순차적으로 공동의장국을 구성하여 진행하고 있으며, 올해는 중국과 캄보디아가 공동의장 역할을 수행중이다.

78) 기존 참조금리인 LIBOR의 공표 중단에 대비해 미 국제담보 익일물 RP 금리 파생상품을 기초로 산출한 사전적 기간물 금리인 SOFR term rate를 새로운 참조금리로 결정하였다.

79) 글로벌 금융위기 이후 장외파생상품시장의 인프라 확충과 금융시장인프라의 운영에 관한 국제기준 정비 필요성 등이 주요 과제로 제기됨에 따라 BIS 지급 및 시장인프라 위원회(CPMI)가 국제증권감독기구(IOSCO)와 공동으로 2012년 4월에 제정·발표한 지급결제분야의 국제기준이다. CPMI-IOSCO는 PFMI 준수를 위한 보충적 지침으로서 「FMI 사이버복원력 지침」(2016년 6월), 「FMI 손실복구 지침」(2017년 7월), 「CCP(Central Counterparty) 복원력 추가지침」(2017년 7월) 등 추가적인 국제기준을 제정하였다.

과적으로 대응하기 위해 중앙은행 디지털화폐(Central Bank Digital Currency, 이하 「CBDC」) 관련 연구를 지속하였다. 특히 금년 6월 말까지 진행될 CBDC 2단계 모의실험 연구에서는 오프라인 결제⁸⁰⁾, 디지털자산 거래, 국가 간 송금 등 확장기능을 구현하고, 개인정보보호 강화기술과 같은 새로운 IT기술의 적용 가능성을 점검하고 있다.⁸¹⁾ 아울러 학계 등과 CBDC 도입이 통화정책, 금융안정 등 한국은행의 주요 책무 및 역할에 미치는 영향에 대한 연구를 강화하였다. 이 외에도 주요국 및 국제기구와 CBDC 관련 연구 진행상황을 공유하고 CBDC를 이용한 국가 간 지급서비스 개선 논의 등에 참여하는 등 정보 교류 및 협력을 이어가고 있다. 앞으로도 우리 금융·경제 환경에 적합한 최적 설계모델 및 제도 탐색을 위해 기술적·제도적 측면의 연구를 지속해 나갈 예정이다.

아울러 한국은행은 은행 간 결제시 신용리스크를 축소⁸²⁾하고 국가 간 지급결제시스템 연계⁸³⁾ 가능성에 대비하기 위하여 실시간총액결제(Real Time Gross Settlement, 이하 「RTGS」) 방식의 신속자금이체시스템 구축방안을 검토하고 있다. 동 과정에서 주요국의 신속자금이체시스템 도입 동향 및 국가 간 지급결제시스템 연계 논의 등을

면밀히 모니터링하는 가운데 시스템 구축과 관련한 대외 유관기관과의 소통도 추진해 나갈 계획이다.

한편 한국은행은 「G20 국가간 지급서비스 개선 로드맵」⁸⁴⁾ 이행 논의에 지속 참여하는 등 글로벌 차원의 지급결제제도 개선을 위해 노력하였다.

80) 송금인과 수취인의 전산기기(모바일기기, IC카드 등)가 모두 인터넷 통신망에 연결되지 않은 상황에서 CBDC를 이용하여 송금 및 대금결제를 할 수 있는 기능을 의미한다.

81) 자세한 내용은 한국은행 보도자료 「CBDC 모의실험 연구사업 1단계 결과 및 향후 계획」(2022년 1월)을 참고하기 바란다.

82) 우리나라는 2001년 세계 최초로 이연차액결제(DNS, Deferred Net Settlement) 방식의 신속자금이체시스템(전자금융공동망)을 구축하여 운영하고 있다. 그러나 은행 간 결제 이전에 수취인(고객)에게 자금을 선지급함에 따라 수취인의 거래은행은 결제시점(익영업일 오전 11시)까지 신용리스크에 노출되는 문제점이 있다. 반면, RTGS 방식의 경우 고객 자금이체 지급지시 건별로 은행 간 결제를 실시간으로 완료함에 따라 신용리스크를 원천적으로 제거할 수 있다.

83) 국외 송금의 처리속도 향상, 수수료 경감 등을 위한 제도개선 방안 중 하나로, 현재 50개 지급결제시스템이 타국의 지급결제시스템과 연계(36개)하였거나 연계를 추진(14개)할 계획(2021년 BIS CPMI 설문조사)이다. 최근 들어 미국, 유로지역 등 주요국을 중심으로 RTGS 방식 신속자금이체시스템 도입이 확산됨에 따라 국가 간 신속자금이체시스템 연계도 점진적으로 RTGS 방식으로 추진될 것으로 예상된다.

84) 국가 간 지급서비스의 고비용·저효율 구조를 개선하여 국가 간 거래 활성화를 지원하고 해외 노동자 가족의 삶의 질을 향상하는데 목적을 두고 있다.

참고 II-1.

최근 국내 기대인플레이션 상승에 대한 평가

최근 물가 오름세가 확대되는 가운데 경제주체들의 기대인플레이션도 빠르게 상승하고 있다. 단기 기대인플레이션이 한국은행의 물가안정목표(2%)를 상당폭 상회하고 있으며 장기 기대인플레이션도 목표 수준으로 높아졌다. 기대인플레이션은 경제주체들의 임금 및 가격 설정, 소비 및 투자 등에 영향을 미쳐 실제 물가로 파급된다는 점에서 최근의 높은 물가 오름세가 기대인플레이션을 매개로 더욱 장기화될 수 있다는 우려가 커지고 있다.

이러한 상황을 고려하여 기대인플레이션과 물가 간 관계, 기대인플레이션의 물가 파급경로, 장기 기대인플레이션의 목표안착 정도 등을 살펴보고 높아진 기대인플레이션이 향후 물가흐름에 미칠 영향을 점검해 보았다.¹⁾

단기 기대인플레이션



자료: 한국은행, 통계청

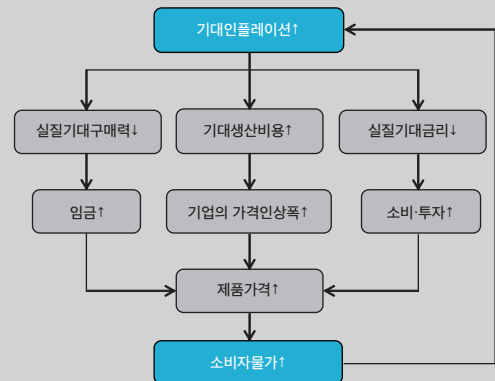
장기 기대인플레이션



주: 1) 명목 국고채와 물가연동 국고채 간 수익률 스프레드

자료: Consensus Economics社, 인포맥스

기대인플레이션의 물가 파급경로



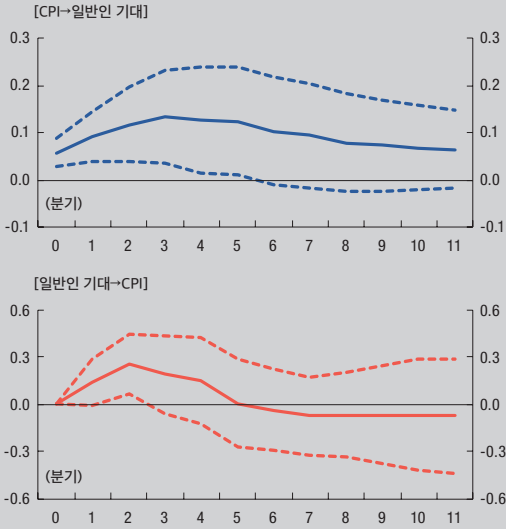
기대인플레이션과 물가 간 관계

국내 단기 기대인플레이션은 현재 또는 과거 물가의 흐름에 주로 영향을 받아 형성된 후 다시 물가로 파급되는 것으로 분석되었다. 벡터자기회귀모형(이하 VAR) 및 Granger Causality 검정을 이용한 분석 결과 단기 기대인플레이션은 1~4분기 전의 소비자물가에 영향을 받는 한편 3~4분기 후의 물가에 다

1) 이하에서는 서베이 시 표본 수가 많은 한국은행의 일반인 및 전문가 기대인플레이션 지표를 중심으로 분석하였다.

시 영향을 미치는 것으로 나타났다.²⁾ 또한 필립스곡선 추정 시 단기 기대인플레이션 변수를 포함할 경우 물가 예측력이 제고되는 것으로 나타났다.³⁾

소비자물가 및 단기 기대인플레이션¹⁾ 상승의 충격반응²⁾³⁾



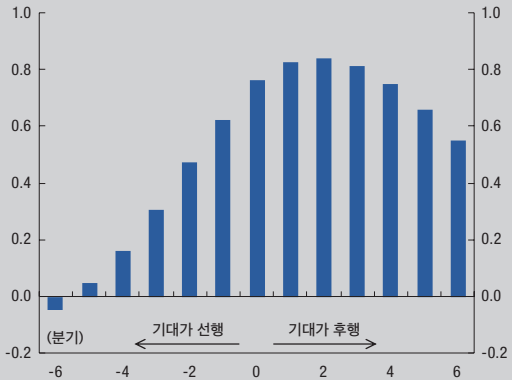
주: 1) 일반인 향후 1년 기준
 2) 점선은 95% 확률구간
 3) 5변수(CPI, 일반인기대, GDP갭, 정책금리, 환율) VAR 모형 및 1표준편차 충격 기준(대상기간: 2010년 1/4분기~2021년 4/4분기)
 자료: 한국은행

Granger Causality 검정¹⁾²⁾

시차 (월)	귀무가설	
	CPI → 일반인 기대	일반인 기대 → CPI
1	23.1***	0.2
2	13.0***	0.0
3	9.0***	1.3
4	6.2***	1.8
⋮	⋮	⋮
9	2.7***	1.0
10	2.9***	1.8*
11	2.4***	1.9**
12	2.5***	2.1**

주: 1) F 통계량 기준(대상기간: 2010년 1월~2021년 12월)
 2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 귀무가설을 기각함을 의미
 자료: 한국은행

소비자물가와 기대인플레이션¹⁾ 간 시차상관함수



주: 1) 소비자물가 상승률과 일반인 기대인플레이션(향후 1년) 기준
 (대상기간: 2010년 1/4분기~2021년 4/4분기)
 자료: 한국은행

- 2) 다만 장기 기대인플레이션의 경우 물가안정목표 수준에 대체로 안착해 변동성이 크지 않다는 점에서 단기 물가흐름과의 상호작용이 상대적으로 약한 것으로 평가된다.
- 3) GMM(Generalized Method of Moments)을 이용하여 필립스곡선을 추정(대상기간: 2002년 1/4분기~2021년 4/4분기)한 결과는 아래와 같다.

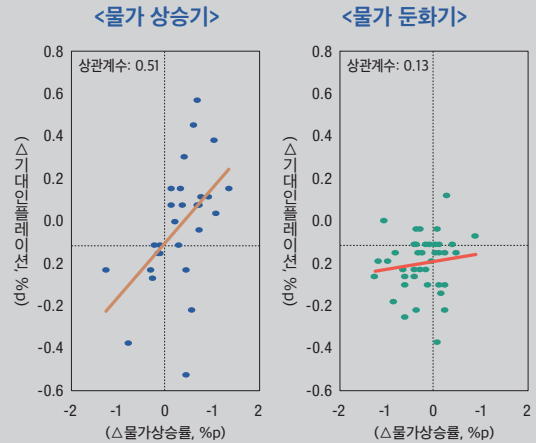
	단기 기대인플레이션, (일반인 향후 1년)	CPI상승률 _{t-1}	GDP갭 _t	에너지가격 상승률 _t	원/달러 환율 _{t-2}	RMSE	Adjusted-R ²
종속변수: CPI상승률 _t	0.44***	0.52***	0.17***	0.01***	0.01**	0.55	0.894
	-	0.77***	0.22***	0.01***	0.02***	0.73	0.885

주: 1) 추정시 상수항을 미포함
 2) ***, **는 각각 1%, 5% 유의수준에서 추정계수가 통계적으로 유의함을 의미

특히 최근과 같이 물가 오름세가 가파른 시기에는 경제주체들이 새로운 정보를 기대에 빠르게 반영하면서 기대인플레이션과 실제 물가 간 상호작용이 강화되는 경향이 있다. 이는 물가 상승기에 언론 기사 등을 통해 물가와 관련한 더 많은 정보가 제공되고 실질소득 감소로 인해 경제주체들의 물가 정보에 대한 민감도가 더 커지기 때문이다.

실제로 물가 오름세가 확대되는 시기에는 그렇지 않은 시기에 비해 기대인플레이션과 물가 변화 간 상관계수가 높아지고 경제주체들이 기대 형성 시 신규 정보를 더 적극적으로 반영하는 것으로 분석⁴⁾되었다.

물가 상승·둔화기 중 기대인플레이션¹⁾과 물가 간 상관계수



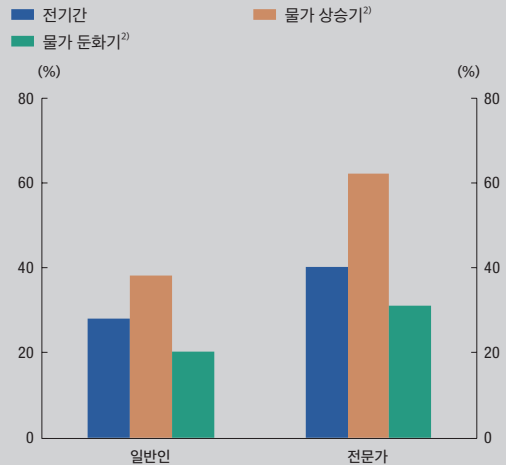
주: 1) 일반인(향후 1년) 기준(대상기간: 2005년 1월~2021년 12월)
2) Δ는 t-t-1기를 의미
자료: 한국은행, 통계청

단기 기대인플레이션 및 소비자물가 상승률¹⁾



주: 1) 음영은 물가 상승기, 여타기간은 물가 둔화기
자료: 한국은행, 통계청

기대 형성 시 신규 정보 반영비율 추정 결과¹⁾



주: 1) Coibion & Gorodnichenko(2015)의 방법론 준용(대상기간: 2010년 1/4분기~2021년 4/4분기)
2) 상승률의 고·저점을 기준으로 구분
자료: 한국은행

4) Coibion and Gorodnichenko(2015)('Information Rigidity and the Expectations Formation Process: A Simple Framework and New Facts', American Economic Review 105, 2644-2678)를 준용하여 경제주체들이 기대 형성 시 새로운 정보를 일정 비율(λ)로 반영한다고 가정할 경우 아래의 (1), (2)와 같은 식으로 나타낼 수 있다. 동 식에서 $\overline{E}_t(\pi_{t+h})$ 는 t기에 전망한 t+h기의 인플레이션을 전체 대상자에 대해 평균한 값으로, 서베이 결과로 나타난 기대인플레이션율을 의미한다. 이를 토대로 식 (3)을 도출한 후 일반인과 전문가의 단기(향후 1년 기준) 기대인플레이션에 대해 추정한 결과 기대 형성 시 새로운 정보 반영비율은 물가 상승기와 둔화기에 일반인은 각각 38%와 20%, 전문가는 각각 62%와 31%로 추정하여 물가 상승기의 신규 정보 반영비율이 둔화기의 약 2배인 것으로 분석되었다.

$$\begin{aligned} \overline{E}_t(\pi_{t+h}) &= \lambda E_t(\pi_{t+h}) + (1-\lambda)\overline{E}_{t-1}(\pi_{t+h}) & (1) \\ \pi_{t+h} &= E_t(\pi_{t+h}) + e_{t+h,t} & (2) \\ \pi_{t+h} - \overline{E}_t(\pi_{t+h}) &= c + \beta[\overline{E}_t(\pi_{t+h}) - \overline{E}_{t-1}(\pi_{t+h-1})] + e_{t+h,t} \quad \text{where } \beta = \frac{1-\lambda}{\lambda} & (3) \end{aligned}$$

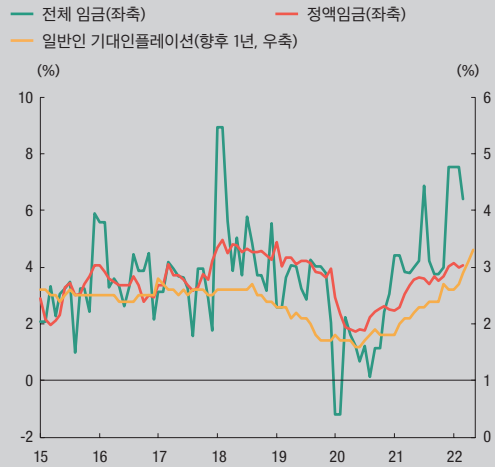
물가에 대한 기대인플레이션의 파급시차, 물가 상승기에 기대인플레이션의 영향이 확대되는 경향 등을 고려할 때 최근 기대인플레이션 상승이 이미 물가 상승 압력으로 일부 작용하고 있는 것으로 보이며 앞으로 그 압력이 더 확대될 가능성도 있는 것으로 판단된다.

기대인플레이션의 물가 파급경로

최근 기대인플레이션 상승에 따른 물가 파급은 임금 및 기업 가격 설정 경로를 통해 주로 나타나고 있는 것으로 분석되었다.

먼저 임금 경로를 살펴보면, 물가 요인의 영향⁵⁾을 상대적으로 크게 받는 정액급여의 오름세가 꾸준히 확대되고 있다. VAR 모델을 이용한 분석 결과 기대인플레이션 충격은 정액급여에 3분기 후 가장 큰 영향을 미치는 것으로 나타났는데⁶⁾, 이러한 기대인플레이션의 임금 반영 시차 등을 고려하면 임금 경로를 통한 물가상승 압력은 앞으로 점차 커질 가능성이 있는 것으로 판단된다.

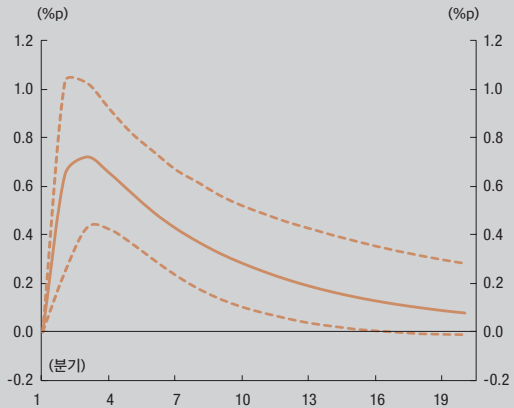
임금 상승률¹⁾



주: 1) 상용근로자 1인 이상 사업체 기준으로 1~2월 및 9~10월은 기간 중 평균

자료: 고용노동부, 한국은행

기대인플레이션 1%p 상승 충격의 정액급여 반응¹⁾



주: 1) 5변수(GDP갭, CPI상승률, 일반인 기대인플레이션, 콜금리, 정액급여 상승률) VAR 모델을 이용하여 추정(대상기간: 2010년 1/4분기~2021년 3/4분기)

자료: 한국은행

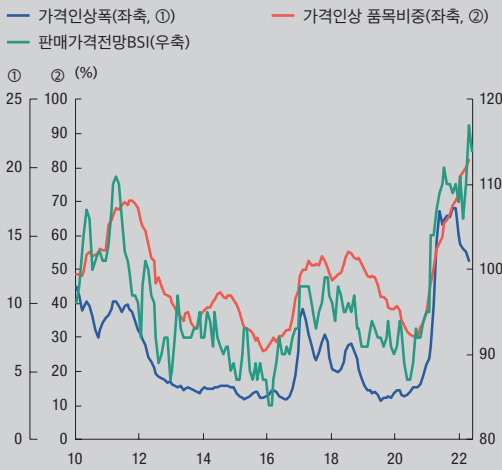
5) 정액급여는 기대인플레이션 및 경제 성장률과 높은 양의 상관관계를 보인 반면 특별·초과 급여는 기대인플레이션과의 상관관계가 크지 않은 것으로 나타났다.

(상관계수, 대상기간: 2000~2021년)	기대인플레이션	GDP성장률
▶ 정액급여	0.59	0.66
▶ 특별·초과급여	0.08	0.50

6) 한편 동 모델을 이용한 분석 결과에 따르면 명목임금 상승률이 1%p 높아질 경우 국내 소비자물가 상승률이 1차 연도 및 2차 연도에 각각 0.09%p, 0.10%p 높아지는 것으로 추정되었다.

다음으로 기업 가격설정 경로를 보면, 최근 판매가격BSI가 큰 폭 상승한 가운데 생산자물가의 인상품목 비중이 크게 확대되고 인상폭도 예년에 비해 높은 수준을 이어가고 있다. 최근 기업들의 판매가격 인상폭은 원자재가격 등 높아진 비용압력을 감안하더라도 과거보다 높은 수준인 만큼 향후 물가 상승 기대를 일정 부분 반영하고 있는 것으로 보인다.⁷⁾

판매가격전망BSI, 생산자물가 인상품목¹⁾³⁾ 비중 및 인상폭²⁾³⁾

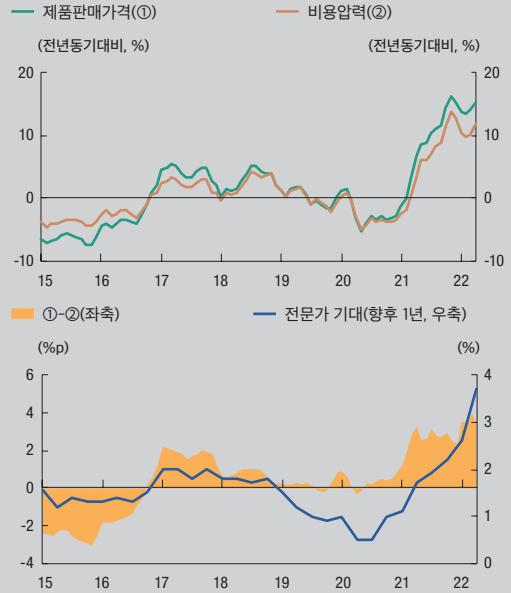


주: 1) 820개 생산자물가 품목 기준(광산품 및 농수산물 제외)
 2) 인상품목의 평균 인상폭(이하 동일)
 3) 전년동월대비 기준

자료: 한국은행

높은 기대인플레이션 수준, 원재료 가격 오름세 지속 등을 고려할 때 당분간 기업의 가격인상 유인인 상존하면서 물가상승압력을 높이는 요인으로 작용할 것으로 판단된다. 지난 2007~2009년 사례에서 처럼 최근과 같은 원자재 가격 급등기에는 원재료 가격의 오름세가 둔화되더라도 반영 시차 등으로 인해 최종재 가격 오름세는 상당기간 지속될 가능성이 있다.

비용압력¹⁾ 대비 제품판매가격²⁾ 인상폭

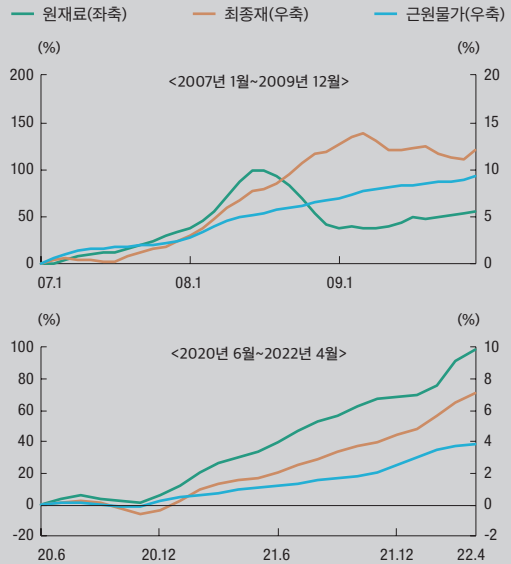


주: 1) 원자재-중간재 가격(국내공급물가 기준) 변화에 산업연관표 투입계수를 적용하여 산출

2) 국내공급물가 기준

자료: 한국은행

원재료, 최종재¹⁾²⁾ 및 근원물가²⁾



주: 1) 국내공급물가 기준

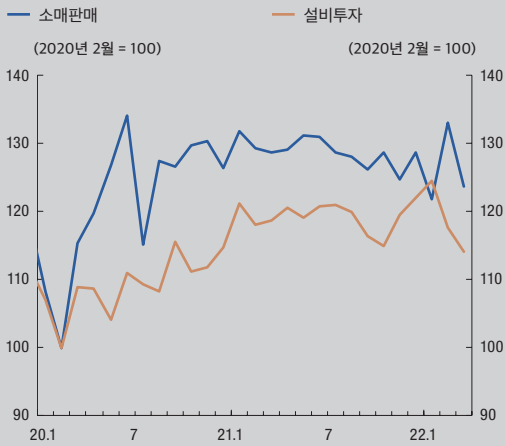
2) 기준시점 대비 누적 상승률(3개월 중심화 이동평균 기준)

자료: 한국은행

7) GDP 성장률, CPI 상승률, 일반인 기대인플레이션(향후 1년), 콜금리 및 정액임금 상승률로 구성된 VAR 모형 분석(대상기간: 2010~2021년) 결과 기대인플레이션 1%p 상승은 생산자물가 인상 품목 비중 및 동 품목의 인상폭을 각각 6.1%p, 1.6%p 높이는 것으로 추정되었다.

한편 소비 및 투자 경로를 통한 기대인플레이션의 물가 파급은 뚜렷하지 않은 모습이다. 지난해 하반기부터 기대인플레이션이 오름세를 보였으나 내구재 등 재화소비와 설비투자는 아직 뚜렷한 증가 흐름을 보이지 않고 있으며, 기대인플레이션 충격이 소비와 투자에 미치는 영향도 유의하지 않은 것으로 분석되었다.⁸⁾

소매판매¹⁾ 및 설비투자

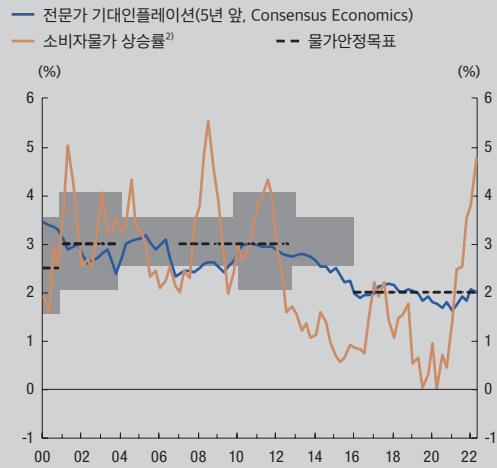


주: 1) 내구재 기준
자료: 통계청

장기 기대인플레이션의 목표안착 정도

최근 국내 장기 기대인플레이션이 한국은행의 물가안정목표 수준에서 크게 벗어나지 않은 수준인 데다, 2000년 이후의 움직임과 물가목표 안착식 추정 결과 등을 고려할 때 장기 기대인플레이션은 목표 수준에 대체로 안착되어 있는 것으로 평가된다.⁹⁾

장기 기대인플레이션¹⁾



주: 1) 음영은 물가안정목표 범위
2) 2022년 2/4분기는 4월 기준
자료: 한국은행, 통계청, Consensus Economics社

8) 4변수 VAR모형을 이용⁸⁾하여 기대인플레이션이 소비와 투자에 미치는 영향을 분석(대상기간: 2010년 1월~2021년 10월)한 결과 기대인플레이션 상승 충격이 소비 및 투자 증가에 미치는 영향은 95% 신뢰 수준에서 통계적으로 유의하지 않은 것으로 추정되었다. 이론적 예상과 다른 이러한 결과는 우리나라뿐 아니라 주요국을 대상으로 한 선행연구들에서도 종종 확인되는데, 기대인플레이션 상승에 따른 불확실성 증대와 경제주체들의 통화정책 긴축 전환 예상 등이 소비와 투자 제약요인으로 작용하기 때문인 것으로 보인다.

소비는 단기 기대인플레이션(일반인 향후 1년), 콜금리, 소매판매 및 저축전망CSI를, 투자는 단기 기대인플레이션(일반인 향후 1년), 콜금리, 설비투자 및 채산성전망BSI를 변수로 활용

9) 기대인플레이션의 물가 안착 정도는 일반적으로 단기적인 물가흐름에 따라 변동하는 단기 기대인플레이션보다는 장기 기대인플레이션을 통해 판단하는데, 장기 기대인플레이션이 단기적인 물가 변동에 작게 반응하면서 중앙은행의 물가목표 수준을 따라 변동할 경우 기대인플레이션의 물가 안착 정도가 높은 것으로 평가할 수 있다. 이를 고려한 물가안착식 추정 결과, 국내 장기 기대인플레이션은 소비자물가 상승률보다 물가안정목표 변화에 주로 반응하는 것으로 추정되었다.

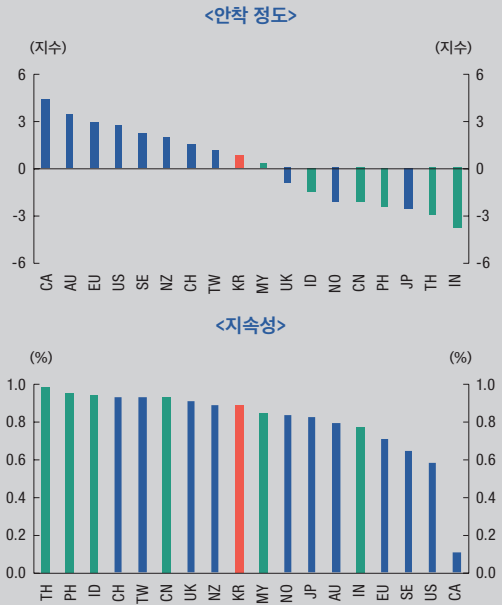
장기 기대인플레이션의 물가목표 안착식 추정 결과¹⁾

종속변수	설명변수		
	물가목표	전기 CPI	상수항
컨센서스(5년 앞)	0.87***	0.07**	-
	0.61***	0.10***	0.65***

주: 1) ***, **, *은 각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미. (대상기간: 2010~2021년 기준)

자료: 한국은행

하지만 주요국과 비교한 장기 기대인플레이션의 상대적인 안착 정도¹⁰⁾와 지속성¹¹⁾은 중간 수준으로 분석되고 최근 장기 기대인플레이션 수준도 소폭이지만 물가목표를 상회하는 움직임을 보이고 있어 장기 기대인플레이션이 불안해질 가능성에 유의할 필요가 있다. 장기 기대인플레이션의 안착 정도가 낮고 지속성이 높을수록 장기 기대가 물가목표 수준에서 이탈하게 되면 재안착에 오랜 기간이 소요되고 많은 사회적 비용도 발생하면서 대내외 인플레이션 충격의 영향이 장기화될 수 있기 때문¹²⁾이다.

주요국¹⁾ 장기 기대인플레이션의 안착 정도²⁾ 및 지속성

주: 1) 선진국(11개국, 파란색), 신흥국(6개국, 초록색)

2) Bems et al.(2018) 방법론 이용(대상기간: 2010~2021년 기준)

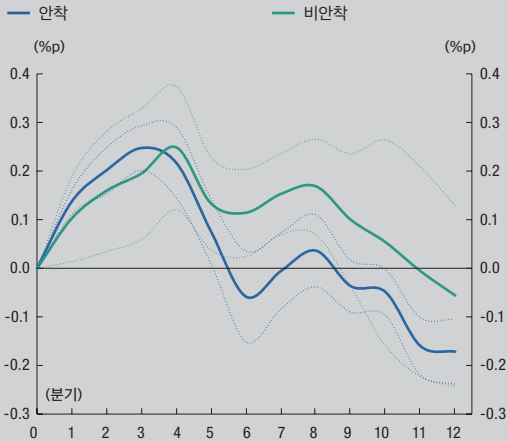
자료: 한국은행

10) Bems et al.(2018) ('Expectations' Anchoring and Inflation Persistence', IMF Working Paper, 18/280)의 방법론을 준용하여 ① 목표 수준과의 괴리, ② 장기 기대인플레이션의 변동성, ③ 서베이 응답 분포, ④ 장기 기대인플레이션의 단기 기대인플레이션 변화에 대한 민감도를 정규화(평균 0, 표준편차 1)한 뒤 이를 합산하여 각국의 장기 기대인플레이션 안착수준을 평가하였다. 이때 장기 기대인플레이션 지표로는 국가간 비교를 위해 Consensus Economics社의 5년 앞 전문가 기대인플레이션을 이용하였다.

11) 장기 기대인플레이션의 지속성은 $\pi_t^e = \alpha + \sum_{i=1}^L \beta_i \pi_{t-i}^e + \epsilon_t$ 를 추정하여 시차 계수들의 합인 $\sum_{i=1}^L \beta_i$ 로 분석하였으며, 시차는 AIC 기준 최적 시차로 결정하였다.

12) 주요 18개국을 대상으로 장기 기대인플레이션의 안착 정도에 따라 안착과 비안착 국가로 나누어 국제유가 상승 충격에 대한 물가의 영향을 Local Projection으로 분석(대상기간: 2010~2021년)한 결과 비안착 국가에서 그 영향이 더 오래 지속되는 것으로 나타났다.

주요국의 기대인플레이션 안착¹⁾ 여부에 따른 국제유가 충격의 소비자물가에 대한 영향²⁾



주: 1) 주요 18개국의 평균을 기준으로 상회 시 안착, 하회 시 비안착
 2) 국제유가 10% 상승 충격에 대한 반응. 주요 18개국의 Panel Local Projection으로 추정(대상기간: 2010~2021년 기준). 점선은 95% 유의수준
 자료: 한국은행

종합평가

큰 폭의 명목임금 오름세, 기업의 판매가격 인상폭 확대 움직임 등을 고려할 때 최근의 단기 기대인플레이션 상승은 이미 물가상승 압력으로 일부 작용하고 있으며 향후 동 압력이 추가 확대될 가능성도 높은 것으로 판단된다. 장기 기대인플레이션의 경우 물가안정목표에 대체로 안착되어 있는 것으로 평가되나, 최근 들어 목표 수준을 상회하는 움직임을 보이는 데다 주요 선진국과 비교한 상대적 안착 정도도 크지 않은 것으로 분석되었다. 따라서 인플레이션 충격의 영향이 장기화되지 않도록 기대인플레이션 안정화를 위한 정책대응의 필요성이 커진 것으로 판단된다.