
Ⅲ

향후 통화신용정책 방향

| | |
|---------------|----|
| 1. 성장 및 물가 전망 | 67 |
| 2. 주요 고려사항 | 69 |
| 3. 향후 정책운영 방향 | 77 |

1. 성장 및 물가 전망⁸⁵⁾

국내경제는 회복흐름을 이어갈 전망

앞으로 국내경제는 중국 봉쇄조치, 우크라이나 사태 등 대외여건 악화가 하방요인으로 작용하겠으나 방역조치 완화, 추경효과 등에 힘입어 회복세를 지속할 것으로 예상된다. 이에 따라 GDP 성장률은 올해 2.7%, 내년 2.4% 수준을 나타낼 것으로 전망된다.⁸⁶⁾⁸⁷⁾

부문별로 보면 민간소비는 최근 방역조치 완화 등의 영향으로 빠르게 회복되는 모습이며 앞으로도 사회적 거리두기 해제, 소득여건 개선 등에 힘입어 회복세를 이어갈 전망이다. 특히 그간 방역조치의 영향을 크게 받았던 숙박·음식, 예술·스포츠·여가 등을 중심으로 대면서비스 소비가 빠르게 개선될 전망이며, 국외소비도 해외 여행 수요가 늘어나는 여름 휴가철을 기점으로 점차 확대될 것으로 예상된다. 재화소비는 서비스소비로의 전환이 제약요인으로 작용하겠으나 외부활동 관련 품목과 승용차를 중심으로 증가 흐름을 이어갈 전망이다. 앞으로 물가 및 금리 상승에 따른 가계 부담이 점차 늘어나겠으나 추경 등 정부 지원정책과 코로나19 위기 이후 축적된 가계의 구매력이 소비 회복을 뒷받침할 것으로 보인다.

설비투자는 최근 글로벌 공급차질의 영향으로 조정을 지속하였으나 향후 반도체 산업을 중심으로 완전한 회복흐름을 나타낼 전망이다. 다만

비IT부문 투자는 원자재가격 상승, 중국 수요 둔화 등으로 대체로 부진할 것으로 예상된다. 지식재산생산물투자의 경우 양호한 증가세를 이어갈 것으로 전망된다. R&D투자는 양호한 기업 실적, 정부지원 등으로 확대될 것으로 예상되며 기타지식재산생산물투자도 디지털 전환 지속으로 소프트웨어 관련 투자를 중심으로 증가할 전망이다. 건설투자는 당분간 부진하겠으나 하반기에는 점차 개선세를 나타낼 전망이다. 주거용 건물건설의 경우 그간 지연되었던 신규 분양이 하반기 이후 점차 실행되면서 공사물량이 늘어날 것으로 전망된다. 비주거용 건물건설도 서비스업 업황 개선에 따라 상업용 건물건설을 중심으로 완전한 증가세를 보일 것으로 예상된다. 다만 토목부문은 정부의 SOC투자 감소로 부진할 전망이다.

수출은 최근 중국 봉쇄조치에 따른 수입수요 위축 등으로 증가 흐름이 다소 주춤한 가운데, 향후 주요국의 성장세 약화로 증가세가 점차 둔화될 것으로 전망된다. 다만 IT부문에 대한 구조적 수요확대는 수출 둔화 흐름을 일부 완충할 것으로 예상된다. 경상수지는 상품 및 서비스수지를 중심으로 흑자규모가 전년대비 축소될 전망이다. 상품수지는 원자재가격 급등으로 수입이 크게 늘어나면서 흑자폭이 줄어들고 본원소득수지도 글로벌 경기회복세 둔화에 따른 투자 수익 감소로 흑자폭이 축소될 전망이다. 서비스수지의 경우 운송서비스 호조가 지속되겠으나 방역조치 완화로 내국인의 해외여행 회복이 본격화되면서 적자폭이 확대될 전망이다.

85) 보다 자세한 내용은 한국은행 「경제전망보고서」(2022년 5월)를 참고하기 바란다.

86) 2022년 및 2023년 GDP 성장률 전망치(2.7% 및 2.4%)는 지난 2월 전망(3.0% 및 2.5%)에 비해 각각 0.3%p 및 0.1%p 낮은 수준이다.

87) 금년 경제전망에서는 우크라이나 사태와 관련하여 금년 하반기까지 군사적 긴장과 경제제재가 지속되다가 연말 이후 점차 완화될 것으로 전제하였다. 중국 방역정책과 관련해서는 제로 코로나 정책이 하반기까지 이어지면서 간헐적으로 봉쇄조치가 시행될 것으로 전제하였다.

향후 성장경로 상에는 소비 회복세 강화, 신성장 부문 투자 확대, 중국 경기부양책 확대 등의 상방 리스크와 중국 봉쇄조치 지속, 우크라이나 사태 장기화, 글로벌 금융여건 악화 등의 하방 리스크가 혼재하고 있어 불확실성이 높은 상황이다.

표 III-1. 경제성장률 전망¹⁾

(전년동기대비, %)

| | 2021 ²⁾ | | 2022 ^e | | 2023 ^e | | |
|---------------|--------------------|------|-------------------|------|-------------------|------|-----|
| | 연간 | 상반 | 하반 | 연간 | 상반 | 하반 | 연간 |
| GDP | 4.1 | 2.8 | 2.5 | 2.7 | 2.3 | 2.5 | 2.4 |
| 민간소비 | 3.7 | 3.9 | 3.5 | 3.7 | 3.1 | 2.3 | 2.7 |
| 설비투자 | 9.0 | -5.4 | 2.6 | -1.5 | 6.4 | -2.1 | 2.1 |
| 지식재산 생산물투자 | 4.4 | 4.7 | 3.3 | 4.0 | 3.4 | 3.9 | 3.7 |
| 건설투자 | -1.6 | -3.4 | 2.2 | -0.5 | 3.9 | 1.5 | 2.6 |
| 상품수출 | 10.5 | 5.8 | 1.1 | 3.3 | 0.6 | 3.6 | 2.1 |
| 상품수입 | 12.8 | 5.3 | 1.5 | 3.4 | 2.4 | 2.4 | 2.4 |

주: 1) 2022년 5월 전망 기준

2) 잠정치 기준

자료: 한국은행

소비자물가 상승률은 오름세가 크게 확대될 전망

금년 중 소비자물가 상승률은 원유, 곡물 등 원자재가격 상승, 공급차질 심화 등으로 오름세가 크게 확대되면서 4.5%를 나타낼 것으로 전망된다. 식료품 및 에너지 가격을 제외한 근원물가 상승률도 내수회복에 따른 수요측 압력 증대와 공급측 요인의 2차 파급효과 등으로 상당폭 상승하면서 3%를 웃도는 수준으로 높아질 것으로 예상된다. 한편 내년 중 소비자물가 상승률은 2%대 후반, 근원물가 상승률은 2%대 중반을 나타낼 전망이다.

물가여건을 보면, 대외적으로는 국제유가가 우

크라이나 사태 및 러시아에 대한 경제제재에 따른 공급차질 우려 등으로 100달러를 웃도는 높은 수준으로 크게 상승한 가운데, 곡물가격도 우크라이나 사태, 작황 부진 우려, 주요 생산국 수출규제 등으로 큰 폭 상승하고 있다. 원/달러 환율은 미 연준의 금리인상 가속화 기대 등의 영향으로 상승세를 지속하였다. 대내적으로는 금년 상반기 중 GDP 갭률이 플러스로 전환하면서 수요측면에서의 물가상승압력을 높일 것으로 전망된다. 일반인 기대인플레이션(향후 1년)이 4월 이후 3%대로 상승한 가운데 명목임금도 오름폭이 확대되고 있다. 정부정책 측면에서는 최근 전기료·도시가스요금 인상이 물가상승요인으로, 여타 공공요금 동결 및 인상지연은 하방압력으로 각각 작용할 전망이다. 한편 최근 전·월세(신규계약 기준) 가격의 오름폭 축소는 집세 오름세를 다소 낮추는 요인으로 작용할 것으로 보인다.

향후 물가 전망경로 상에는 불확실성이 다소 높은 가운데 상방 리스크가 우세한 것으로 보인다. 상방 리스크로는 유가, 곡물, 천연가스 등 원자재가격의 높은 오름세 지속, 공급망 차질 심화, 사회적 거리두기 해제에 따른 소비 회복세 강화, 미 달러 강세 지속 등이 있으며 하방 리스크로는 국내외 경기회복세 둔화, 원자재 수급여건 개선, 공공요금 인상 억제 등이 있다.

표 III-2. 물가상승률 전망¹⁾

(전년동기대비, %)

| | 2021 | | 2022 ^e | | 2023 ^e | | | |
|----------|----------------|-----|-------------------|-----|-------------------|-----|-----|-----|
| | 연간 | 상반 | 하반 | 연간 | 상반 | 하반 | 연간 | |
| 소비자물가 | 2.5 | 4.4 | 4.6 | 4.5 | 3.3 | 2.5 | 2.9 | |
| 근원 물가 | 식료품 및 에너지제외 | 1.4 | 3.0 | 3.3 | 3.2 | 2.8 | 2.3 | 2.6 |
| | 농산물 및 석유류제외 | 1.8 | 3.5 | 3.8 | 3.6 | 3.4 | 2.8 | 3.1 |

주: 1) 2022년 5월 전망 기준

자료: 한국은행

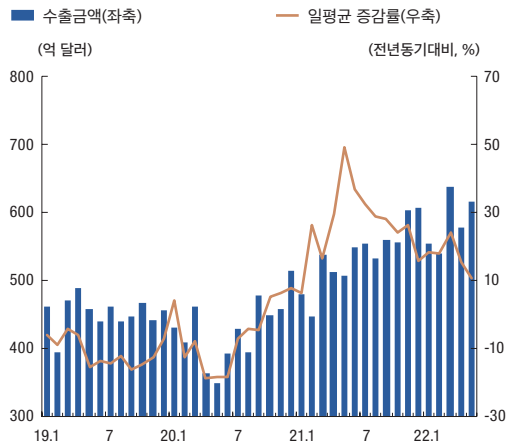
2. 주요 고려사항

우크라이나 사태 장기화, 중국 봉쇄조치 등 대외 불확실성 증대

우리나라 수출은 코로나19 이후 글로벌 재화수요의 양호한 회복흐름에 힘입어 견조한 증가세를 유지하여 왔다. 그러나 우크라이나 사태 장기화, 중국의 봉쇄조치 등으로 대외여건의 불확실성이 높아짐에 따라 향후 생산 및 수출 측면에서 부정적 영향이 커질 것으로 예상된다.⁸⁸⁾

금년 들어 우리나라 수출은 러시아의 우크라이나 침공(2월 24일) 등에도 불구하고 1/4분기까지 호조를 지속하였으나 4월 이후 중국 봉쇄조치 등의 영향으로 증가세가 둔화되고 있다.⁸⁹⁾ 특히 5월 기준으로 미국(29.2%), EU(23.5%), 아세안(23.0%) 등 주요 수출시장에서 호조를 이어갔으나 러시아 및 우크라이나를 포함한 CIS⁹⁰⁾(-37.9%) 및 중국(1.2%) 수출은 크게 부진한 모습을 나타내었다.

그림 III-1. 수출금액 및 증감률



자료: 관세청

우크라이나 사태가 장기화되는 가운데 서방국가들의 러시아에 대한 경제제재 강도⁹¹⁾가 높아짐에 따라 유가 등 국제원자재 가격이 큰 폭으로 상승하고 글로벌 공급차질이 지속되고 있다. 이는 특히 러시아에 대한 에너지 의존도가 높은 유로지역을 중심으로 세계경제의 회복흐름을 약화시키는 요인으로 작용할 전망이다. 우리나라의 경우 러시아 및 우크라이나에 대한 수출 비중이 높지 않아 전체 수출에 미치는 직접적인 영향은 제한적일 수 있으나 EU 내수 둔화에 따른 대EU 수출 감소, EU의 자동차 생산 차질로 인한 우리나라 자동차 부품, 배터리 수출 감소 등의 간접적 영향은 적지 않을 것으로 예상된다. 한편 동 사태가 장기화되어 반도체 제조장비, 자동차·선박 부품 등 고품질의 EU산 중간재 공급에도 차질이 발생할 경우 국내산업 전반의 손실로 이어질 가능성도 있다.

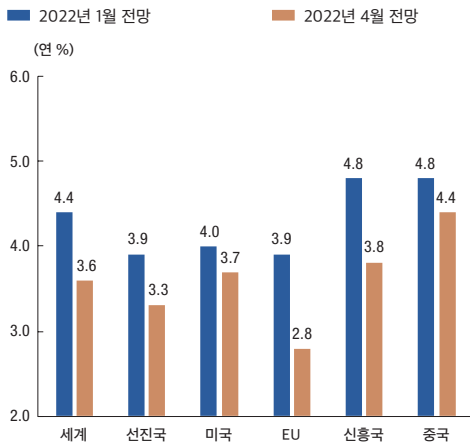
88) 물가 측면에 대한 영향은 「III-1. 성장 및 물가 전망」을 참고하기 바란다.

89) 일평균 수출 증가율(전년동월대비, %): (2022년 2월) 17.8 → (3월) 24.0 → (4월) 15.3 → (5월) 10.7

90) 독립국가연합(Commonwealth of Independent States)은 1991년까지 소련 연방의 일원이었던 러시아, 우즈베키스탄, 카자흐스탄, 우크라이나 등 12개 국가들을 의미한다.

91) 대러시아 SWIFT망 배제, 외화자산 동결, 전략물자 수출제한 등의 제재가 부과되었으며 이에 더해 미국과 영국은 러시아산 에너지 수입제한 조치를 발표(3월 8일)하였다. 아울러 영국은 아에로플로트 등 러시아 항공사들의 영국 공항내 착륙 슬롯 판매를 금지하는 신규 제재(5월 19일)를 부과하였다.

그림 III-2. 2022년도 경제성장률 전망치



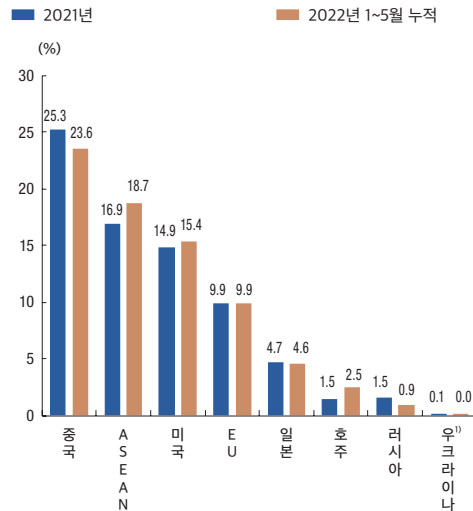
자료: IMF

한편 중국은 3월 이후 코로나19 신규 확진자수가 큰 폭으로 증가⁹²⁾함에 따라 상하이, 정저우 등 경제적 비중이 높은 40여 개 도시에서 전면적 또는 부분적 봉쇄조치를 시행하고 있다. 이 같은 중국 정부의 강력한 제로 코로나 정책의 영향으로 최근 중국경제의 성장세는 뚜렷한 둔화 흐름을 보이는 가운데 금년 중 5%대 성장률을 달성하기가 쉽지 않을 것으로 전망되고 있다.⁹³⁾ 아울러 중국 내 정치 상황, 의료 역량 등을 고려할 때 제로 코로나 정책은 당분간 유지될 가능성이 높은 것으로 판단된다.

중국 봉쇄조치는 중국 내 수요둔화, 생산차질 등을 통해 우리나라의 대중수출에 상당한 부정적 영향을 미칠 것으로 예상된다. 도시봉쇄로 중국의 소비·투자를 위한 수입수요가 위축되면

서 대중 수출비중이 높은 우리나라에 대한 부정적 영향이 상대적으로 크게 나타날 수 있다. 또한 중국 내 주요 제조업체의 생산차질이 당분간 정상화되기 어려움에 따라 중간재 수출 측면에서도 상당한 어려움이 예상된다.⁹⁴⁾

그림 III-3. 우리나라의 지역별 수출 비중



주: 1) 금년 5월은 미반영

자료: 관세청

이 같은 대외 교역 관련 불확실성 증대를 반영하여 최근 국내 수출기업들의 체감 심리지표들도 부진한 모습을 보이고 있다. 코로나19 이후 빠르게 회복하던 국내 수출기업들의 체감경기⁹⁵⁾는 금년 2/4분기 들어 악화되었으며 수출애로요인을 묻는 설문조사에서도 원재료 가격(27.3%) 및 물류비 상승(25.2%)이 각각 1, 2위로 조사되면서 국제원자재 가격 급등 및 해상운

92) 중국의 신규 확진자수는 금년 초 200명 내외에서 4월 중순에는 2만 명을 상회하였다가 최근 들어 1천 명 대로 하락하였다.

93) 주요 국제기구 및 중국 학계 등에서는 최근 도시봉쇄로 인해 금년 중 중국경제 성장률이 0.6~1.0%p 하락할 것으로 예상하였다.

94) 2021년 기준 대중 수출은 소비재(5.4%)보다 중간재(75.9%) 비중이 높아 현지 생산차질의 영향을 크게 받을 가능성이 높다.

95) 수출산업경기전망조사(EBSI, 한국무역협회)는 다음 분기 수출경기에 대한 국내 수출기업들의 전망을 나타내는 지표로, 수출여건이 전분기 수준으로 기대되면 100, 전분기에 비해 개선(악화)될 것으로 예상되는 경우 100보다 큰(작은)값을 가진다. 수출산업경기전망조사는 최근 7분기 연속 100 이상을 기록하였으나 우크라이나 사태 등 글로벌 불확실성 확대의 영향으로 2022년 2/4분기에는 8분기 만에 기준선 100을 하회(2022년 1/4분기: 115.7 → 2/4분기: 96.1)하였다.

임 인상 등에 상당한 영향을 받고 있는 것으로 조사되었다.⁹⁶⁾

향후 우리나라 수출은 우크라이나 사태 장기화, 중국의 봉쇄조치 등의 영향으로 그간의 높았던 증가세가 점차 둔화될 전망이다. 코로나19 이후 경기회복 과정에서 수출의 성장기여도가 상당했던 만큼 향후 수출 관련 동향을 면밀히 살피면서 부정적 영향을 최소화해 나갈 필요가 있다.

미 연준의 통화정책 정상화 가속에 따른 국내외 금융시장 영향

미 연준은 높은 인플레이션 압력에 대응하기 위해 지난 3월 정책금리를 인상(25bp)한 데 이어 5월에는 2000년 5월 이후 처음으로 인상폭을 50bp로 확대하고 대차대조표를 축소하기로 결정하였다. 이 같은 미 연준의 빅스텝과 이후 추가 금리인상 가능성 등을 반영하여 국내외 금융시장에서는 장단기금리가 급등하고 주가는 큰 폭 하락하는 등 가격변수의 변동성이 크게 확대되는 불안정한 모습을 나타내었다.

미 연준은 5월 FOMC 회의에서 정책금리 목표를 50bp(0.25~0.5%→0.75~1.0%) 인상하였으며 대차대조표를 축소⁹⁷⁾하는 양적긴축(QT)을 6

월부터 시행할 것이라고 발표하였다. 아울러 기자설명회를 통해 파월 의장은 향후 경제와 금융여건이 연준의 기대와 일치하는 방향으로 전개된다면 향후 몇 차례 회의시 50bp씩 정책금리를 추가 인상하는 것에 대한 광범위한 공감대가 있으며 중립금리 수준(2~3%)까지 신속히 인상할 수 있다고 발언하였다. 이를 반영하여 최근에는 금융시장 가격변수에 내재된 금년 말 기준 미 연준의 정책금리 기대가 2.5%를 상회하는 수준까지 빠르게 상향 조정되었다.⁹⁸⁾

미 연준의 가파른 금리인상 가능성에 대한 우려로 국제금융시장에서는 금리와 주가의 변동성이 확대되는 가운데 장단기금리가 상승하고 주가는 큰 폭 하락하였다. 신흥국의 경우에는 위험회피심리도 강화되었다.⁹⁹⁾ 이러한 국제금융시장의 움직임에는 미 연준의 ‘정책대응실기(behind the curve)’¹⁰⁰⁾와 이후 공격적인 금리인상이 스태그플레이션을 유발할 수 있다는 우려¹⁰¹⁾도 일부 작용하고 있다.

96) 2022년 2/4분기 수출산업경기전망조사에서 응답자들은 수출 애로요인을 원자재 가격 상승(27.3%), 물류비용 상승(25.2%), 수출대상국의 경기부진(10.3%), 바이어의 가격인하 요구(9.7%), 원화환율 변동성 확대(7.5%), 인력부족(4.8%) 순으로 꼽았다.

97) 보다 자세한 내용은 「참고 III-1. 주요국 통화정책 운영 현황」을 참고하기 바란다.

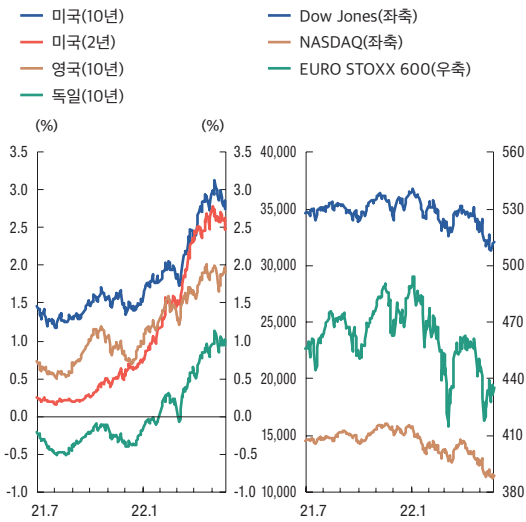
98) 보다 자세한 내용은 「참고 III-1. 주요국 통화정책 운영 현황」을 참고하기 바란다.

99) 신흥국의 신용위험을 나타내는 수치인 EMBI+ 국제채스프레드는 3월 8일 631.2bp까지 상승한 후 4월 5일 357.9bp까지 하락하였다가 5월 25일 현재 404.6bp로 다시 상승하였다.

100) 다만 Waller 연준이사와 Bullard 세인트루이스 지역연준 총재는 연준의 통화정책이 포워드가이던스로 상당 부분 이루어지고 있으므로 정책금리 변경시점으로부터 통화정책의 실기(behind the curve) 정도를 판단할 수 없으며, 포워드가이던스를 통한 통화정책기조 변화 등을 고려할 경우 실기 정도가 크지 않을 수 있다고 평가하였다. (5월 8일, 「2022 Hoover Institution Monetary Conference」)

101) 당초 미 연준은 가계기업의 양호한 재정상태, 초과저축, 수요우위의 노동시장 고려시 경기연착륙(soft landing)이 가능하다는 입장이었으나, 파월 의장은 최근 물가안정을 회복하는 과정에서 일부 고통이 있을 수 있지만 경기연착륙(soft landing)은 가능할 것이라는 발언을 통해 경기침체는 아니지만 다소의 경기둔화 가능성을 시사하였다.(5월 17일, WSJ 주최 행사)

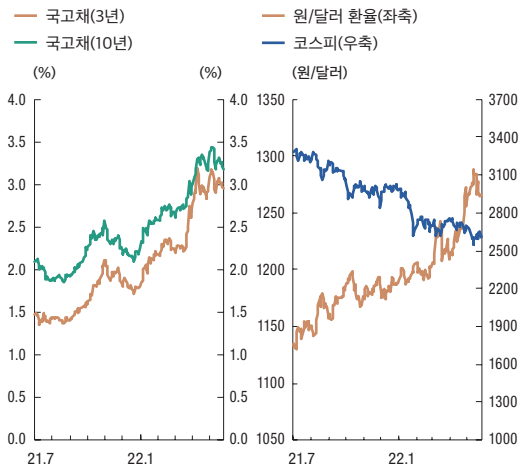
그림 III-4. 주요국 장단기국채금리 및 주가



자료: 한국은행, Bloomberg

국내금융시장에서도 미 연준의 예상보다 빠른 통화정책 정상화 속도에 대한 국제금융시장에서의 우려 등을 반영하여 국고채금리와 원/달러 환율이 상승하고 주가는 상당폭 조정되었다.

그림 III-5. 국고채금리, 원/달러 환율 및 주가



자료: 한국은행, 금융투자협회, 코스콤

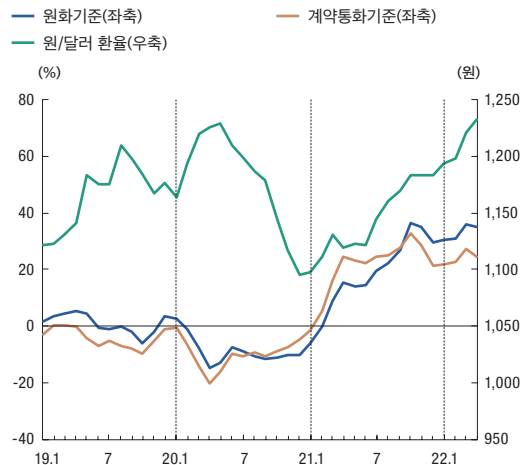
앞으로도 미 연준의 정책금리 인상속도와 이에

대한 시장참가자들의 기대 변화가 국내외 금융 시장에 상당한 영향을 미칠 것으로 예상된다. 미 연준의 예상을 상회하는 급격한 금리인상시 금융시장 변동성이 재차 크게 확대될 가능성도 배제할 수 없다. 특히 신흥국의 경우 아직 대규모 자본유출 조짐은 나타나고 있지 않으나 향후 세계경제의 예기치 못한 충격으로 위험회피심리가 크게 확대될 경우 자본유출 압력이 증대될 수 있다. 이에 따라 당분간 미 연준의 통화정책 정상화 가속에 따른 리스크 요인을 주의깊게 점검해 나가야 할 것이다.

미 달러화 강세에 따른 물가상승압력 심화

최근 지정학적 리스크 부각, 미 연준의 통화정책 정상화 가속 등으로 달러화 강세 흐름이 지속됨에 따라 환율 상승이 인플레이션 압력을 추가로 높일 수 있다는 우려가 제기되고 있다. 특히 지난해 10월 이후부터는 원화 기준 수입물가 상승률이 계약통화 기준 수입물가 상승률을 지속적으로 웃도는 등 달러화 강세에 따른 물가상방압력 현상이 본격화 되는 양상이다.

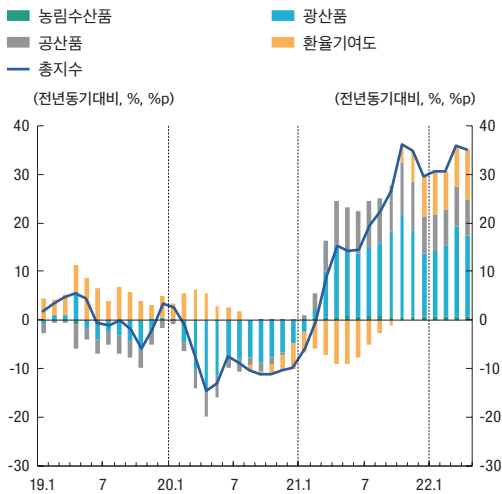
그림 III-6. 원/달러 환율 및 수입물가 변동률



자료: 한국은행

최근 원/달러 환율은 오름세가 가팔라지면서 금융위기 이후 가장 높은 수준(1,288.6원, 5월 12일)으로 상승하였다. 이를 반영하여 팬데믹 이후 대체로 마이너스를 나타내었던 환율의 수입물가에 대한 기여도는 환율 상승이 본격화된 지난해 10월 이후 플러스로 전환되면서 광산품(원유, 천연가스, 금속 등)과 함께 수입물가 상승을 주도하는 모습이다.

그림 III-7. 수입물가 상승률 및 품목·환율 기여도¹⁾

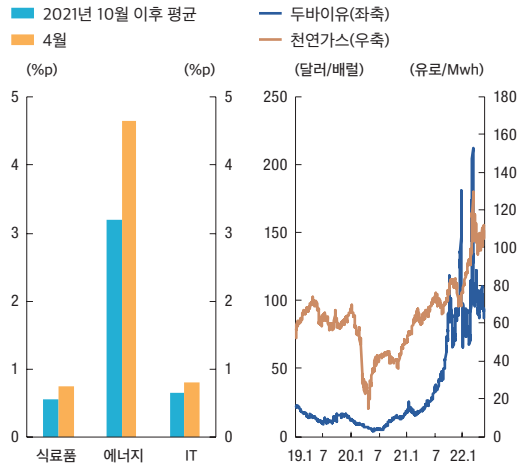


주: 1) 원화기준 수입물가상승률-계약통화 기준 세부 품목별 기여도합
자료: 한국은행

주요 품목별로 살펴보면 특히 에너지 부문에서 환율 효과가 두드러지고 있는데 이는 원유·천연가스 등 에너지 부문 주요 품목에 대한 결제가 대부분 달러화로 이루어지고 있는 데¹⁰²⁾ 기인한다. 이는 향후 지정학적 리스크 고조 등으로 에너지 가격이 추가 상승할 경우 달러화 강

세 효과와 맞물려 물가상승 압력을 높이는 요인으로 작용할 수 있음을 시사한다.

그림 III-8. 상품별 환율기여도¹⁾ 및 에너지 품목 가격



주: 1) 2021년 10월~2022년 4월 중 환율의 해당품목 수입물가 기여도 평균
2) 네덜란드 TTF거래소 기준
자료: 한국은행, Bloomberg

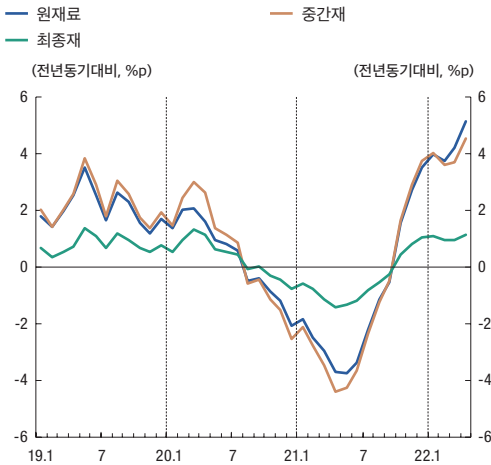
가공단계별¹⁰³⁾로 살펴보면 원재료·중간재 부문에 대한 환율 효과는 큰 반면, 비교적 빠르게 소비자물가에 영향을 미치는 수입 최종 소비재¹⁰⁴⁾에 대한 환율 효과는 크지 않은 것으로 나타났다. 이는 환율 상승이 가공단계별 생산자물가에 영향을 미친 후 어느 정도의 시차¹⁰⁵⁾를 두고 인플레이션 압력으로 작용할 수 있음을 의미한다.

102) 2021년 결제통화별 수입비중(통관 기준)을 살펴보면 미 달러화 80.1%, 원화 6.5%, 유로화 5.9%, 엔화 5.1%이다.

103) 일반적으로 해외물가 및 환율의 국내물가 전가 경로는 수입물가(외화 기준) → 수입물가(원화 기준) → (가공단계별) 생산자물가 → 소비자물가로 요약될 수 있다. 특히 수입 원자재, 중간재의 경우 생산활동에 직접적으로 투입되어 그 효과가 가공단계를 거쳐 시차를 두고 소비자물가에 영향을 주게 된다.

104) 수입 최종재의 경우 생산단계를 거치지 않고 직접 소비자 판매로 이어짐에 따라 긴 시차 없이 비교적 빠르게 소비자물가에 반영된다.

그림 III-9. 가공단계별 환율 기여도¹⁾



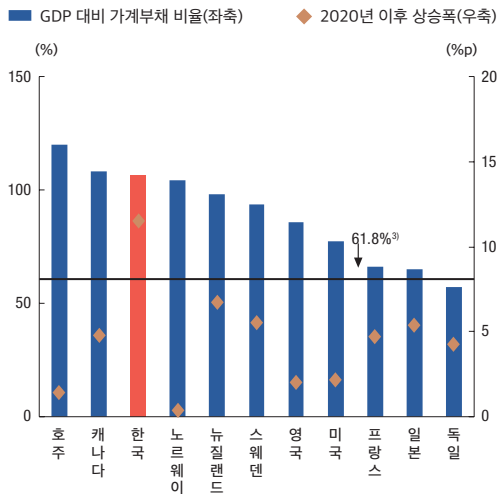
주: 1) 원화기준 품목별 기여도-계약통화기준 품목별 기여도
자료: 한국은행

최근 물가 오름세 확대와 관련하여 환율 상승의 영향이 부각되는 가운데 과거 환율 상승기와 달리 금번에는 환율, 수요 및 공급 측면이 모두 물가상승압력으로 작용하고 있다는 점을 고려할 필요가 있다. 특히 국제정세 불안 등으로 에너지 가격이 높은 수준을 이어가는 가운데 미 연준의 통화정책 정상화 가속 등으로 환율 상승 압력이 상당한 만큼 향후 에너지-환율이 상호 작용하면서 물가상승압력을 가중시킬 가능성에 유의하여야 한다.

금융불균형 상황

지난해 하반기 이후 정부 및 금융권의 대출관리 강화, 대출금리 상승 등의 영향으로 그간의 가팔랐던 주택가격 오름세와 가계대출 증가세가 다소 진정되는 모습을 나타내었다. 하지만 경제 규모에 비해 가계부채 수준이 여전히 높은 데다 최근 들어서는 주택가격이 소폭 오름세로 전환하고 가계대출도 다시 증가하고 있어 금융불균형 위험을 기초적으로 줄여나갈 필요성은 여전히 있다고 평가된다.

그림 III-10. GDP 대비 가계부채비율¹⁾ 및 상승폭²⁾ 비교



주: 1) 2021년 4/4분기 기준
2) 2019년 4/4분기 대비 상승폭
3) OECD 36개국 GDP 대비 가계부채비율 평균(단순 평균)
자료: 한국은행, IIF, CEIC

105) 시차상관계수 분석 결과, 수입물가는 대략 1개월가량의 시차를 두고 소비자물가에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면 생산자물가는 수입물가 변화에 시차없이 비교적 빠르게 반응하는 모습이다.

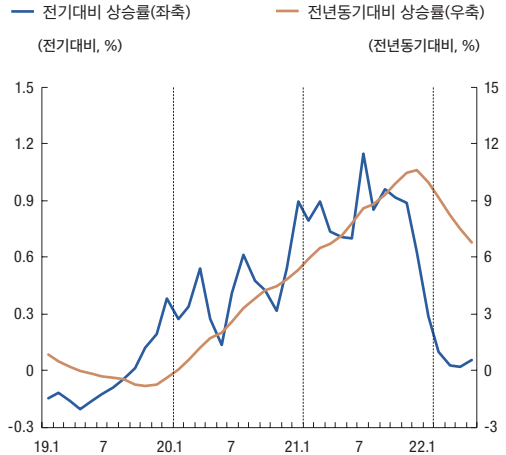
| 시차상관계수 | 수입물가 ¹⁾ | | | | | |
|---------------------|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 0 | -1 | -2 | -3 | -4 | -5 |
| 소비자물가 ¹⁾ | 0.7248 | 0.7359 | 0.7090 | 0.6648 | 0.6231 | 0.5879 |
| 생산자물가 ¹⁾ | 0.9689 | 0.9636 | 0.9162 | 0.8535 | 0.7956 | 0.7408 |

주: 1) 전년동월대비 증가율 기준
2) 분석대상: 2010년 1월~2022년 4월
자료: 한국은행

주택시장에서는 대출금리 상승, 정부의 대출 규제 강화 등의 영향으로 매수심리가 위축되면서 매매가격의 오름세가 크게 둔화된 가운데 거래량¹⁰⁶⁾도 낮은 수준에 머물렀다. 그러나 최근에는 신정부의 부동산 및 대출 관련 규제 완화¹⁰⁷⁾에 대한 기대감 등으로 가격상승 기대¹⁰⁸⁾가 빠르게 반등하면서 2월 이후 보합세를 지속하던 주택매매가격도 소폭 오름세로 전환되었다.

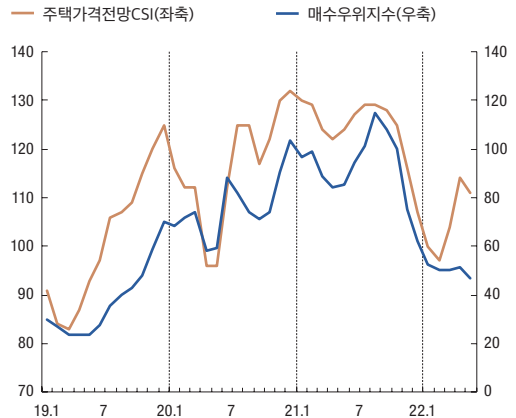
향후 주택매매가격은 자금조달 여건, 세제 변화¹⁰⁹⁾, 정부정책¹¹⁰⁾ 등 다양한 요인들이 수급 측면에 영향을 미칠 것으로 예상되는 가운데 동 요인들의 전개상황에 불확실성이 높다는 점에서 시간을 두고 주택시장 상황을 평가할 필요가 있다. 특히 그간 주택가격 상승의 주요 요인으로 지목된 공급 부족은 건설 원자재 가격 급등에 따른 신규분양 지연¹¹¹⁾ 등으로 상당 기간 주택가격 흐름의 불안요인으로 남아 있을 수 있다. 다만 높은 대출금리, 주택가격에 대한 고평가 인식 등은 주택가격 상승을 제약하는 요인으로 작용할 전망이다.

그림 III-11 주택매매가격¹⁾ 상승률



주: 1) 전국 매매가격지수 기준
자료: 한국부동산원

그림 III-12. 주택가격전망CSI 및 매수우위지수



자료: 한국은행, KB국민은행

106) 1/4분기 전국 주택매매 거래량(월평균)은 4.6만 호로 전년동기(9.3만 호) 대비 큰 폭 감소하였다.

107) 신정부는 국정과제를 통해 생애최초 주택구입 가구 등 실수요자를 중심으로 LTV 규제를 완화할 계획을 밝혔다.

108) 주택가격전망CSI: 2월 97 → 3월 104 → 4월 114 → 5월 111

109) 정부는 다주택자 양도소득세 중과를 1년간 한시 배제하는 법안을 시행(5월 10일)하였다.

110) 국토교통부는 정부 출범 100일 이내에 주택공급계획의 세부안을 발표할 계획이다.

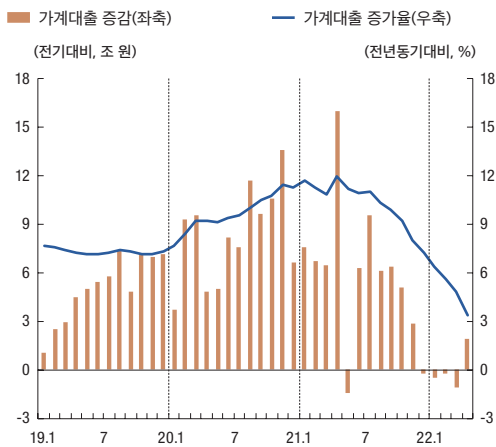
111) 서울의 상반기 아파트 분양계획 물량은 지난 1월 말 기준 9,734가구였으나, 5월 20일 현재 2,350가구로 75.9% 감소하였다.

가계대출도 지난해 하반기 이후 정부 및 금융권의 대출관리 강화, 대출금리 상승, 주택매매거래 부진 등이 복합적으로 작용하면서 증가규모가 상당폭 축소되는 모습을 나타내었다. 그러나 4월 들어서는 전세자금 및 집단 대출 수요가 꾸준히 이어지는 가운데 은행권의 신용대출 관리 강도 완화로 기타대출의 감소세가 줄어들면서 증가 전환하였다.

향후 가계대출은 대출금리 상승 등의 영향을 받게지만, 주택관련대출이 견조하게 이어지는 가운데 금융기관들이 충분한 대출공급 여력¹¹²⁾을 바탕으로 가계대출에 대한 영업을 강화¹¹³⁾¹¹⁴⁾하고 있는 만큼 증가규모가 재차 확대될 가능성도 상존한다.

이처럼 전반적으로 진정되는 모습을 보였던 주택가격 오름세와 가계대출 증가세가 추세적으로 지속될 지 여부에 대한 불확실성이 상당한 만큼 관련 금융불균형 누적 위험에 계속 유의할 필요가 있다고 판단된다.

그림 III-13. 예금은행 가계대출¹⁾ 증감 및 증가율



주: 1) 주택금융공사 앞 정책모기지론 양도분 포함

자료: 한국은행

- 112) 4월 말 현재 은행 및 비은행 모두 가계대출 증가율이 연간 관리목표를 크게 하회하고 있어 대출 취급여력이 큰 상황이다.
- 113) 최근 은행들은 가계대출 취급실적 부진에 대응하여 신용대출에 대한 최장 만기확대, 한도 증액, 가산금리 인하 등을 통해 가계대출 영업을 강화하고 있다.
- 114) 중·저신용자 대상 포용금융 확대를 취지로 도입된 인터넷은행이 고신용자 대상 영업에 치중하고 있다는 금융당국의 지적에 따라, 인터넷은행들은 중·저신용자 대출 비중을 연내 목표치(카카오뱅크: 25%, 케이뱅크: 25%, 토스뱅크: 42%) 수준으로 높이기 위해 대출공급을 확대할 것으로 보인다.

3. 향후 정책운영 방향

기준금리 운용

한국은행은 앞으로 성장세 회복이 이어지고 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준(2%)에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다.

대내외 여건의 불확실성이 상존하고 있으나 국내경제가 회복세를 지속하고 물가가 상당기간 목표수준을 상회할 것으로 예상되므로, 앞으로 당분간 물가에 보다 중점을 두고 통화정책을 운용할 필요가 있는 것으로 판단된다. 이 과정에서 완화 정도의 추가 조정시기는 성장·물가 흐름, 금융불균형 누적 위험, 주요국 통화정책 변화, 지정학적 리스크를 포함한 해외경제 상황 등을 면밀히 점검하면서 결정해 나갈 것이다.

통화정책 유효성 제고

통화신용정책의 유효성을 제고하기 위한 노력을 지속해 나갈 것이다. 우선 통화정책의 투명성과 예측가능성이 제고될 수 있도록 정책 커뮤니케이션을 강화하는 데 계속 노력해 나갈 것이다. 물가안정목표 수준을 상당폭 웃도는 높은 물가 오름세에 대응하여 통화정책의 완화 정도를 축소 조정해 나가는 과정에서 거시경제와 금융안정 상황에 대한 판단, 향후 통화정책방향 결정에 중요한 사항 등에 대해 시장과 원활히 소통함으로써 경제주체들의 기대가 한국은행의 정책의도에 부합하는 방향으로 형성되도록 힘쓸 것이다. 또한 최근 경제주체들의 인플레이션 기대도 높아진 상황인 만큼 물가안정목표 수

행상황을 면밀히 점검하고 이를 일반국민, 시장 참가자들과 충실히 소통해 나갈 것이다. 아울러 금융중개지원대출, 공개시장운영 등 통화정책 수단의 효과적 운영방안을 계속 강구할 것이다. 한편 경제환경의 급속한 변화에 따른 통화정책 운영여건 변화, 중앙은행의 역할 확대 기대 등을 감안하여 중장기적인 시계에서 통화정책 운영체계 등을 점검하고 개선하기 위한 노력도 지속해 나갈 방침이다. 이와 함께 포스트코로나 시대 경제·산업·고용구조, 기술·환경 변화 등을 분석하고 이의 통화정책적 시사점에 대한 연구도 강화해 나갈 것이다.

금융·외환시장 안정 도모

대외 여건의 불확실성이 높은 만큼 금융·외환시장에 대한 안정 노력을 지속할 것이다. 우크라이나 사태 관련 지정학적 리스크의 전개 상황, 주요국 중앙은행의 통화정책 정상화 속도 등에 따라 국내외 금융시장이 민감하게 반응할 수 있는 만큼 주요 가격변수와 시중자금 흐름 등을 면밀히 점검해 나갈 것이다. 특히 미 연준 등 주요국 통화정책의 완화정도 축소 움직임에 따라 위험선호가 급격히 조정되고 투자자금 흐름이 빠르게 전환될 가능성에도 유의할 것이다. 국내외 금융·경제 상황 변화로 시장불안이 우려되는 경우에는 적기에 시장안정화 조치를 실시할 것이다.

금융시스템 안정성 유지

향후 지정학적 리스크의 전개 상황 등을 비롯한 대내외 여건 변화가 금융시스템 안정 상황에 미치는 영향을 점검하고 잠재 리스크에 대한 조기경보 활동을 강화해 나갈 것이다. 특히 국내외

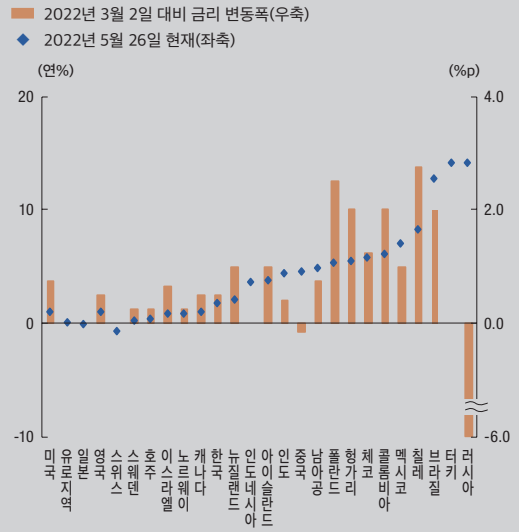
인플레이션 압력 증대로 통화정책 정상화 속도가 빨라질 경우 국내 금융시스템에 미치는 부정적 영향이 예상보다 커질 가능성에 유의하면서 가계 및 기업의 취약부문과 금융기관의 자금조달·운용 상황에 대한 분석을 강화할 계획이다. 아울러 기후변화, 디지털 금융혁신 진전 등 금융·경제 환경이 빠르게 변화하는 과정에서 새로운 형태의 리스크가 발생할 가능성에 대해서도 주의 깊게 살펴볼 것이다.

참고 III-1.

주요국 통화정책 운영 현황

2022년 3월 이후 주요국에서는 물가 오름세가 가팔라지고 인플레이션 압력이 광범위하게 확산됨에 따라 금리인상, 보유자산 축소 등을 통해 금융완화 기조를 축소하는 중앙은행들이 더욱 증가하였다. 주요 선진국 중에는 미 연준과 영란은행이 두 차례 연속으로 금리를 인상하고 보유자산 규모를 축소하기로 하였으며, ECB는 3/4분기 중 자산매입프로그램(APP)의 중단 및 이후 점진적인 금리인상 가능성을 시사하였다. 또한 다수의 신흥국 중앙은행들은 높은 물가 오름세와 기대인플레이션 불안, 선진국의 금리 인상 등을 고려하여 정책금리를 큰 폭으로 인상하였다.

주요국의 정책금리¹⁾



주: 1) 중국은 대출우대금리 5년물 기준
자료: 각국 중앙은행

구체적으로 살펴보면, 미 연준은 3월과 5월 FOMC 회의에서 정책금리 목표범위를 두 차례에 걸쳐 각각 25bp 및 50bp 인상²⁾하였다. 연준은 최근 미국 경제가 가계소비와 기업투자를 중심으로 강한 회복세를 지속하는 가운데 고용 증가세는 더욱 견조해진 것으로 평가하였다. 물가에 대해서는 공급병목 지속, 에너지가격 상승 등으로 인플레이션 압력이 증대되었다고 판단하였다.²⁾ 자산매입정책과 관련해서는 5월 회의에서 「연준 대차대조표 규모 축소 계획」³⁾을 발표하여 6월부터 보유자산규모를 축소하기로 결정하였다. 한편 파월의장은 최근 언론

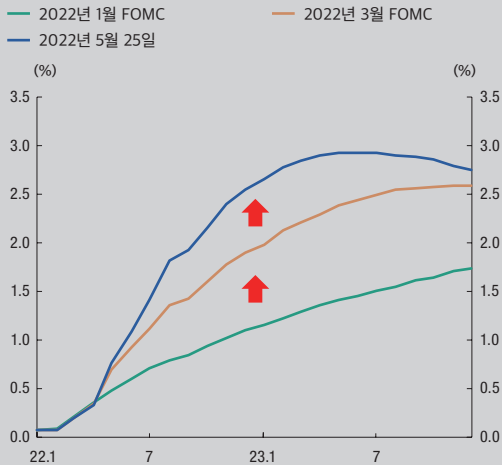
1) 미 연준 정책금리 목표범위: (2022년 3월 회의) 0~0.25%→0.25~0.50%, (2022년 5월 회의) 0.25~0.50%→0.75~1.00%

2) "Job gains have been robust in recent months, and the unemployment rate has declined substantially. Inflation remains elevated, reflecting supply and demand imbalances related to the pandemic, higher energy prices, and broader price pressures."(2022년 5월 의결문)

3) 동 계획에서는 금년 1월 발표한 「연준 대차대조표 규모 축소 원칙」하에 연준이 보유중인 증권규모를 큰 폭으로 축소해 나갈 방침임을 밝히고 있다. 연준은 6월 1일부터 보유 중인 증권의 원금 채투자 규모를 단계적으로 축소할 계획인데, 최초 축소규모는 국채 300억 달러, 정부기관채권 및 정부기관 모기지증권 175억 달러로 설정하고 3개월 후부터는 축소규모를 2배(국채 600억 달러, 정부기관채권 및 정부기관 모기지증권 350억 달러)로 증액할 예정이다. 연준은 향후 효율적인 통화정책 운영을 위해 필요한 만큼의 증권만을 보유할 방침이며, 대차대조표 축소와 관련된 세부 사항은 앞으로의 금융·경제상황 변화를 고려하여 조정해 나갈 것이라고 밝혔다.

인터뷰 등을 통해 연준이 6월과 7월에 연속하여 50bp 추가 금리인상이 가능할 수 있음을 시사하였고, 금년 4/4분기경에는 정책금리가 중립수준을 상회할 가능성이 있다고 언급하였다.⁴⁾ 이에 따라 최근 금융시장에서는 연준의 금리인상 가속화 기대가 더욱 증대되었다.

금융시장의 미 연준 정책금리 인상기대 변화⁵⁾



주: 1) 페더럴펀드금리 선물 내재금리 기준
자료: Bloomberg

ECB는 3월 및 4월 정책위원회 회의에서 정책금리⁵⁾를 동결하고 완화적 포워드가이던스⁶⁾를 유지하였다. 유로지역 경제상황에 대해서는 에너지가격 급등과 공급병목 현상 등이 경제성장의 둔화요인으로 작용할 것으로 평가하면서도 정부 재정지원, 가계의 초과저축, 방역규제 완화 등에 따른 경제활동 재개, 고용여건 개선 등으로 경기의 회복 흐름이 이어질 것으로 전망하였다.⁷⁾ ECB는 이 같은 경제여건을 고려하여 3월 회의에서 2/4분기 중 자산매입프로그램(APP)의 순매입 규모를 축소⁸⁾하기로 결정하고, 4월 회의에서는 3/4분기 중 APP를 통한 자산 순매입이 중단될 가능성이 높아진 것으로 평가하면서 정책금리 인상은 자산매입정책 종료 이후 점진적으로 이루어질 것임을 시사하였다.⁹⁾ 최근 라가르드 총재도 7월 중 자산매입을 종료하고 정책금리를 인상할 수 있음을 언급하였다.¹⁰⁾

영란은행은 3월 및 5월 통화정책회의에서 두 차례 연속 정책금리를 각각 25bp씩 인상(0.50%→0.75%→1.00%)하였다. 보유자산 매각에 대해서는 회사채 매각을 9월 중 개시¹¹⁾하고 국채 매각 계획은 8월에 발표할 예정임을 밝혔다. 영국경제와 관련해

- 4) "... if the economy performs about as expected, that it would be appropriate for there to be additional 50-basis point increases at the next two meetings, ..." (5월 12일 Marketplace와의 인터뷰)
"... we are raising rates expeditiously to what we have been saying, to a more normal level, which is something that we will reach maybe in the fourth quarter." (5월 17일 WSJ Future of Everything Festival 발언)
- 5) 기준금리: 0.0%, 대기성 수신금리: -0.5%, 대기성 여신금리: 0.25%
- 6) "전망시계(약 3년) 내에서 소비자물가 상승률이 2%에 도달한 이후 동 수준을 지속하는 가운데 근원 인플레이션율도 이에 부합하는 모습을 보일 것으로 전망될 때까지 정책금리를 현 수준으로 유지할 것이다."
- 7) 2022년 물가상승률 전망치: (2021년 12월) 3.2% → (2022년 3월) 5.1%
경제성장률 전망치: (2021년 12월) 4.2% → (2022년 3월) 3.7%
- 8) 자산매입프로그램(APP)의 자산 순매입 규모를 4월 400억 유로, 5월 300억 유로, 6월 200억 유로로 축소할 예정이다.
- 9) "Any adjustments to the key ECB interest rates will take place some time after the end of the Governing Council's net purchases under the APP and will be gradual." (2022년 4월 의결문)
- 10) "... we will end net purchases under the asset purchase programme. (...) early in the third quarter. The first rate hike, (...) will take place some time after the end of net asset purchases. We have not yet precisely defined the notion of "some time", but I have been very clear that this could mean a period of only a few weeks." (5월 11일 연설, "Challenges along Europe's road")
- 11) 영란은행은 회사채를 2023년 말 또는 2024년 초까지 전량 매각할 예정이며, 보다 자세한 사항은 8월 중 공표할 예정이다.(5월 5일, "Asset Purchase Facility: Corporate Bond Purchase Scheme sales programme")

서는, 금년 4/4분기 중 물가상승률이 10%를 상회할 것으로 예상하면서 이에 따른 가계의 실질구매력 약화 등으로 내년 중 성장의 하방압력이 상당폭 확대될 것으로 전망하였다.¹²⁾ 또한 영란은행은 5월 회의에서 물가안정을 도모하기 위해 수 개월 이내 통화정책의 추가 긴축이 필요할 수 있음을 시사하였다.¹³⁾

일본은행은 3월 및 4월 통화정책회의에서 단기정책금리(-0.1%) 및 10년물 국채금리 목표(0.0%)를 동결하고 장단기 정책금리를 당분간 현재 또는 더 낮은 수준에서 운용할 것이라는 종전의 포워드가이던스를 유지하였다. 일본경제에 대해서는 완화적 금융상황, 정부정책 등으로 회복세를 지속하겠으나 코로나19 재확산 등으로 회복 속도는 다소 둔화될 것으로 전망하고, 물가는 에너지 가격 상승 등으로 오름폭이 확대될 것으로 전망하였다.¹⁴⁾ 구로다 총재는 4월 통화정책회의 개최 이후 기자회견담회에서 이 같은 일본경제 상황을 고려하여 앞으로도 금융완화 기조를 지속할 필요가 있음을 밝혔다.

중국인민은행은 경기둔화 우려, 위안화 약세 등을 고려하여 4월 중 지급준비율¹⁵⁾과 외화지급준비율¹⁶⁾을 인하한 데 이어 5월에는 5년물 대출우대금리를

15bp 인하(4.60% → 4.45%)하였다.

여타 선진국 중에서는 뉴질랜드 중앙은행이 높은 물가 오름세 지속에 대응하여 4월과 5월 회의에서 정책금리를 각각 50bp씩 인상(1.0%→1.5%→2.0%)하였다. 호주 중앙은행은 5월 회의에서 높은 물가상승압력에 대응하여 2010년 11월 이후 최초로 정책금리를 25bp 인상(0.10%→0.35%)한 가운데 보유자산 축소를 개시하는 한편 향후 물가안정 도모를 위해 추가 금리인상 가능성을 시사하였다.¹⁷⁾ 스웨덴 중앙은행은 4월 회의에서 물가상승압력이 광범위하게 확산되고 있는 것으로 평가하면서 코로나19 발생 이후 최초로 정책금리를 인상(0% → 0.25%)하고 하반기 중 보유자산 축소를 개시하기로 결정하였으며, 금년 중 2~3회의 추가 금리인상 뿐만 아니라 필요시에는 인상 속도를 높일 수도 있음을 시사하였다.¹⁸⁾ 이외에도 캐나다·아이슬란드·체코 등 5개국 중앙은행이 정책금리를 인상하고 향후 추가 금리인상 가능성을 시사하였다.

한편 다수의 신흥국 중앙은행들도 물가불안심리 확산에 따른 2차 파급효과 우려에 대응하여 정책금리를 인상하였는데, 금리인상 속도가 빠르고 인상 폭도 큰 편이다.¹⁹⁾ 3월 이후 현재(5월 26일 기준)까지

12) 2023년 경제성장률 전망치: (2022년 2월) 1.25% → (2022년 5월) -0.25%

13) "Based on their updated assessment of the economic outlook, most members of the Committee judge that some degree of further tightening in monetary policy might still be appropriate in the coming months." (2022년 5월 의결문)

14) 2022년 물가상승률 전망치: (2022년 1월) 1.1% → (2022년 4월) 1.9%

경제성장률 전망치: (2022년 1월) 3.8% → (2022년 4월) 2.9%

15) 금융기관 가중평균 지급준비율 : 8.4% → 8.1%(4월 25일 시행)

16) 외화예금준비금비율 : 9% → 8%(5월 15일 시행)

17) "The Board is committed to doing what is necessary to ensure that inflation in Australia returns to target over time. This will require a further lift in interest rates over the period ahead." (2022년 5월 의결문)

18) "The forecast is that the repo rate will be raised a further two to three times this year and will be somewhat below 2 percent at the end of the three-year forecast period. (...) The Riksbank adapts its monetary policy to the developments in the economy and is prepared to raise the repo rate faster if needed to ensure that inflation returns to the target." (2022년 4월 의결문)

19) 다음 페이지의 <표> '2022년 3월~5월 중 주요국 중앙은행의 정책금리 조정 현황'을 참고하기 바란다.

폴란드 중앙은행이 세 차례, 헝가리·콜롬비아·칠레 등 6개국 중앙은행이 두 차례, 인도 중앙은행이 한 차례 금리를 인상하였다. 한편 인도네시아 중앙은행은 5월 회의에서 대내외 경제여건의 불확실성 증대 등으로 정책금리는 동결하였으나, 시중의 풍부한 유동성 상황을 고려하여 금년 중 지급준비율 인상폭을 상향조정하기로 결정하였다.²⁰⁾

반면 우크라이나 사태 발생 직후 정책금리를 큰 폭으로 인상하였던 러시아 중앙은행은 금융·외환 시장 불안이 점차 완화²¹⁾되면서 4월 중 정책금리를 두 차례에 걸쳐 각각 300bp씩 인하(20.0%→17.0%→14.0%)하였다.

앞으로도 주요국에서 높은 물가 오름세가 이어질 것으로 전망됨에 따라 글로벌 금융완화기조 축소 흐름이 강화될 것으로 예상된다.

2021년 이후 주요국 중앙은행의 자산매입 중단(또는 보유자산 축소) 현황¹⁾

| 국가 | 내용 | 발표월 |
|------|---|--------|
| 캐나다 | 주당 매입 규모 축소 (40억 → 30억 캐나다 달러) | 21.4월 |
| | 주당 매입 규모 축소 (30억 → 20억 캐나다 달러) | 7월 |
| | 신규 자산매입 중단 | 10월 |
| | 보유자산 축소 | 22.4월 |
| 호주 | 주당 매입 규모 축소 (50억 → 40억 호주 달러) | 21.7월 |
| | 수익률곡선(YCC) 관리정책 ²⁾ 중단 | 11월 |
| | 신규 자산매입 중단 | 22.2월 |
| 뉴질랜드 | 보유자산 축소 | 5월 |
| | 신규 자산매입 중단 | 21.7월 |
| | 보유자산 축소 | 22.2월 |
| 미국 | 자산매입 규모 축소 (매월 국채 100억 달러, MBS 50억 달러) | 21.11월 |
| | 자산매입 규모 축소 확대(22.1월 시행) (매월 국채 200억 달러, MBS 100억 달러) | 12월 |
| | 신규 자산매입 중단(22.3월 시행) | 22.1월 |
| | 보유자산 축소(22.6월 시행) | 5월 |
| 이스라엘 | 신규 자산매입 중단(21.12월 시행) | 21.11월 |
| 스웨덴 | 신규 자산매입 중단(21.12월 시행) | 21.11월 |
| | 보유자산 축소(22년 하반기 시행) | 22.4월 |
| 헝가리 | 신규 자산매입 중단 | 21.12월 |
| 일본 | 회사채 및 CP 보유한다 축소(22.4월 시행) | 21.12월 |
| ECB | 팬데믹 긴급매입프로그램(PEPP) 중단 (22.3월 시행) | 21.12월 |
| | 자산매입프로그램(APP) 순매입 규모 축소 (22.2/4분기 시행) | 22.3월 |
| | 보유자산 축소 | 22.2월 |
| 영국 | · 회사채 매각 (22.9월 시행, 23년 말 완료 예정) | 5월 |
| | · 국채 매각 (구체적인 시행계획은 22.8월 발표 예정) | |

주: 1) 2022년 5월 26일 기준

2) 국채 3년물 금리를 정책금리 수준에서 관리

자료: 각국 중앙은행

20) 인도네시아 중앙은행은 지난 1월 회의에서 금년 중 세 차례(3월, 6월, 9월)에 걸쳐 지급준비율을 총 300bp 인상하기로 기결정(3.5%→3월 5.0%→6월 6.0%→9월 6.5%)하였는데, 5월 회의에서는 이를 변경하여 총 550bp 인상하기로 하였다.(3.5%→3월 5.0%→6월 6.0%→7월 7.5%→9월 9.0%)

21) 루블/달러 환율은 금년 1월 말 77.31에서 러시아의 국제은행간통신협회(SWIFT) 결제망 퇴출 다음 날인 2월 말 105.29까지 상승하였다가 4월 말 현재 71.73으로 하락하였다.

2022년 3월~5월 중¹⁾ 주요국 중앙은행의
정책금리 조정 현황

| | 국가 ²⁾ | 정책금리 조정 |
|------------------------|------------------|--|
| | <선진국> | |
| | 미국 | 0~0.25% → 0.75~1% (22.3·5월, +75bp) |
| | 영국 | 0.50% → 1.00% (22.3·5월, +50bp) |
| | 체코 | 4.50% → 5.75% (22.3·5월, +125bp) |
| | 뉴질랜드 | 1.00% → 2.00% (22.4·5월, +100bp) |
| | 이스라엘 | 0.10% → 0.75% (22.4·5월, +65bp) |
| | 노르웨이 | 0.50% → 0.75% (22.3월, +25bp) |
| | 캐나다 | 0.50% → 1.00% (22.4월, +50bp) |
| | 스웨덴 | 0.00% → 0.25% (22.4월, +25bp) |
| 금리 인상 | 호주 | 0.10% → 0.35% (22.5월, +25bp) |
| | 아이슬란드 | 2.75% → 3.75% (22.5월, +100bp) |
| | <신흥국> | |
| | 폴란드 | 2.75% → 5.25% (22.3·4·5월, +250bp) |
| | 헝가리 | 3.40% → 5.40% (22.3·4월, +200bp) |
| | 콜롬비아 | 4.00% → 6.00% (22.3·4월, +200bp) |
| | 칠레 | 5.50% → 8.25% (22.3·5월, +275bp) |
| | 브라질 | 10.75% → 12.75% (22.3·5월, +200bp) |
| | 멕시코 | 6.00% → 7.00% (22.3·5월, +100bp) |
| | 남아공 | 4.00% → 4.75% (22.3·5월, +75bp) |
| | 인도 | 4.00% → 4.40% (22.5월, +40bp) |
| | <신흥국> | |
| 금리 인하 | 러시아 | 20.00% → 14.00% (22.4월 ⁴⁾ , -600bp) |
| | 중국 ⁵⁾ | 4.60% → 4.45% (22.5월, -15bp) |
| | <선진국> | |
| 금리 동결 ³⁾ | ECB(0.00%) | 일본(-0.1%/0% 내외 ⁶⁾) |
| | 스위스(-0.75%) | |
| | <신흥국> | |
| | 터키(14.0%) | 인도네시아(3.50%) |

주: 1) 2022년 3월 3일~5월 26일 기준

2) 선진국과 신흥국은 IMF 분류 기준을 준용

3) 괄호 내는 정책금리 수준

4) 러시아 중앙은행은 4월에 두차례(4월 8일, 4월 29일) 회의를 개최하여
각각 정책금리를 300bp 인하

5) 대출우대금리 5년물 기준

6) 단기금리/10년물 국채금리 기준

자료: 각국 중앙은행

참고 III-2.

비용요인에 의한 인플레이션과 통화 정책¹⁾

최근의 높은 물가 오름세에는 코로나19 이후 경기 회복 등 수요측 요인과 함께 공급망 병목, 우크라이나 사태 이후 국제원자재 및 곡물가격 상승 등 공급측 요인이 복합적으로 작용하고 있다. 여기에 더해 최근 방역조치 완화로 국내소비가 회복될 것으로 전망되면서 인플레이션 확산세가 장기화될 가능성도 배제할 수 없는 상황이다.

이에 대해 일각에서는 최근 물가 오름세는 주로 공급애로 등 비용요인에 기인하고 있기 때문에 기준금리 인상 등 통화정책 대응에 신중해야 한다는 견해를 보이고 있다. 이러한 상황에서 통화정책적으로 어떻게 대응하는 것이 바람직한지를 살펴보기 위해 과거 비용요인에 의해 고인플레이션이 발생했던 1970년대 석유파동 당시 미국과 독일의 대응 사례를 살펴보고 그 정책성과를 비교·분석하였다. 또한 우리나라 경제 여건을 반영한 모형을 구축하고 정책모의실험을 시행하여 경제주체들의 물가불안 심리가 증대되고 인플레이션이 심화되는 상황에서 중앙은행의 통화정책 대응 정도에 따른 거시경제 안정화 효과를 분석해 보았다.

1970년대 석유파동 발생시 미국은 인플레이션이 유가상승 등 주로 비용측 요인에 기인한다는 인식 하에 물가상승에 대해서는 임금인상 억제²⁾ 등 주로 가격통제정책으로 대응하고 경기부양을 위해 통화·재정정책을 모두 확장적으로 운영하였다. 이후 가파른 물가 오름세가 계속되자 연준은 1973년부터 재할인 금리를 인상하였으나, 인플레이션을 안정화시킬 수 있을 만큼 충분히 인상하지 못함에 따라 실질금리는 상당폭 하락하였고 높은 물가 상승세가 지속되었다.

미국의 재할인금리, 물가상승률 및 실질금리

(%)

| 구분 | 72년 말 | 73년 말 | 74년 말 |
|-----------|-------|-------|-------|
| 재할인금리(A) | 4.5 | 7.5 | 7.8 |
| CPI상승률(B) | 3.4 | 8.9 | 12.1 |
| 실질금리(A-B) | 1.1 | -1.4 | -4.3 |

자료: FRED

제1차 석유파동이 끝난 1975년 이후 연준은 경기부양을 위해 금리를 큰 폭 인하하는 등 통화정책을 완화기조로 전환하였으며, 정부는 세율인하, 지출확대 등 확장적 재정기조를 강화하였다. 이에 따른 통화팽창, 재정적자 누증 등으로 1977년 이후 물가상승압력이 다시 크게 증대된 가운데 1978년 제2차 석유파동 발생으로 소비자물가는 1979년 말 13%를 상회하는 상승률을 기록하는 등 높은 오름세가 장기간 지속되었다.

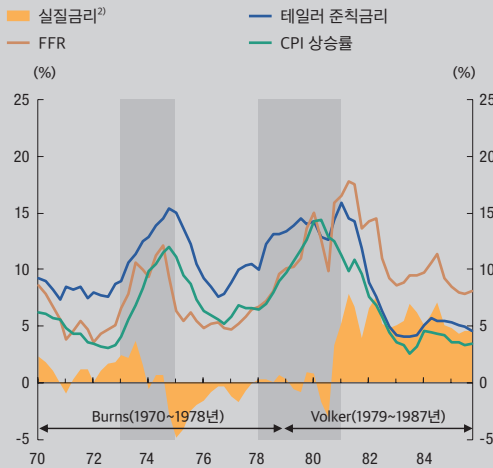
미국의 높은 물가 상승세는 1979년 8월 볼커(Volcker) 연준 의장이 부임한 이후 강력한 통화긴

1) 이하 내용은 2022년 4월 발간된 「高인플레이션에 대응한 통화정책 운용」(「BOK 이슈노트 제2022-16호」)을 요약한 것으로 보다 자세한 내용은 동 보고서를 참고하기 바란다.

2) 당시 미국의 닉슨 행정부는 1971년 8월 임금인상 상한을 연 5.5% 이내로 설정하는 정책을 도입하였다.

축이 시행된 이후에야 점차 안정화되기 시작하였다. 볼커 의장 재임 당시 미국의 통화정책은 물가안정을 도모하기 위해 긴축 정도를 상당폭 강화한 것으로 평가된다.³⁾

석유파동기¹⁾ 중 미국의 통화정책



주: 1) 음영 부분은 각각 1차 및 2차 석유파동기를 의미

2) 실질금리는 FFR-CPI상승률

자료: FRED

반면 독일은 인플레이션 장기화는 통화적 현상이라는 인식하에 독일 연방은행이 1970년대 초반부터 금리인상 등 선제적 조치를 통해 물가불안 심리를 조기에 차단하였다. 당시 독일 연방은행은 유가 상승 등에 의해 일시적 물가상승이 발생할 수는 있으나, 물가상승이 장기간 지속되는 인플레이션은 결국 완화적 통화정책에 의해 뒷받침될 때 발생한다는 인식⁴⁾을 갖고 있었다. 한편 정부의 재정정책은 경기둔화에 대응하여 확장적으로 운영하였다.

독일 연방은행은 제1차 석유파동 이전인 1972년 하반기 중 물가상승압력이 증대되자 이에 대응하여 1972년 10월부터 12월까지 재할인율을 3.5%에서 7.0%로 인상하였다. 한편 제1차 석유파동 기간 중 경기부양 및 취약부문 지원을 위해 재정적자 확대가 불가피해졌는데, 이에 따른 추가적인 물가상승을 완화하기 위해 독일 연방정부는 통화정책을 더욱 긴축적으로 운용해줄 것을 연방은행에 요청하였다.

제2차 석유파동 발생 이후 독일 연방은행은 통화증가율을 목표범위 이내에서 더욱 엄격히 관리하고 1979년 3월부터 1980년 5월까지 재할인율을 3.0%에서 7.5%로 인상하는 등 인플레이션 압력에 선제적으로 대응하였다.

석유파동기¹⁾ 중 독일의 통화정책



주: 1) 음영 부분은 각각 1차 및 2차 석유파동기를 의미

2) 실질금리는 재할인금리-CPI상승률

자료: 독일연방은행, 독일 통계청

3) 미국의 준칙금리(St.Louis 연준 추정 기준)와 FFR금리 수준을 비교해 보면, 볼커 의장 부임 이후 FFR금리가 테일러 준칙금리를 상회하고 마이너스(-) 수준이었던 실질 정책금리도 플러스(+)로 전환된 것으로 나타났다.

4) "Whatever the initial causes of a particular price inflation - they may be entirely exogenous like bad harvests, the oil price increase, etc. - in the longer run price inflation can continue only if it is accommodated by permissive monetary policies. Inflation is a monetary phenomenon. Thus the responsibility of the central banker is always involved."(1975년 12월 19일, Bundesbank)

이와 같이 독일은 비용측 물가상승에 대해 중앙은행은 통화정책으로 인플레이션 기대심리 안정을 적극 도모하고, 정부는 경기둔화에 대응하여 재정지출을 확장적으로 운용한 결과 물가와 경기가 모두 안정적인 흐름을 유지하였다.

반면 미국은 석유파동 기간 중 급격한 물가상승 뿐만 아니라 볼커 연준 의장 부임 이후 물가안정을 뒤늦게 도모하는 과정에서 급격한 금리인상 등으로 경제불안이 지속되었다.⁵⁾

미국 및 독일의 1970년대 주요 경제지표¹⁾

(%)

| 국가 | 주요 경제지표 | 1971~1972년 | 1차 석유파동 ²⁾ | 1976~1977년 | 2차 석유파동 ²⁾ |
|----|---------|------------|-----------------------|------------|-----------------------|
| 미국 | 경제성장률 | 4.3 | 1.6 | 5.0 | 2.8 |
| | 물가상승률 | 3.8 | 8.8 | 6.1 | 10.8 |
| | 실업률 | 5.8 | 6.3 | 7.4 | 6.4 |
| 독일 | 경제성장률 | 3.7 | 1.6 | 4.1 | 2.9 |
| | 물가상승률 | 5.4 | 6.6 | 4.0 | 4.1 |
| | 실업률 | 0.6 | 1.9 | 3.0 | 2.6 |

주: 1) 붉은색 및 파란색 음영은 각각 고물가 국면(CPI상승률 8% 초과), 고실업 국면(실업률 5% 초과)을 의미

2) 1차 석유파동은 1973~1975년, 2차 석유파동은 1978~1980년

자료: OECD

이 같은 주요국의 정책대응 사례는 유가상승 등 비용충격 발생시에도 중앙은행이 인플레이션 기대심리 안정을 도모하는 데 주안점을 두고 정책을 운용하는 것이 중장기적 시계에서 거시경제 안정에 긴요하다는 점을 시사한다.

인플레이션에 대한 정책대응 효과: 정책모의실험

한편 우리나라 거시경제 여건을 반영한 경제모형⁶⁾을 활용하여 유가상승 등 비용충격이 발생하는 경우만을 가정하여 물가상승압력이 증대되는 상황에서 기대인플레이션 안정 여부에 따른 물가 지속성 정도, 높은 물가 오름세에 대응한 통화정책 대응 정도에 따라 거시경제 파급효과가 어떻게 차별화되는지 분석해 보았다.

정책모의실험 I

이 실험은 ① 경제주체들의 기대인플레이션이 불안정하여 물가 지속성이 높은 경우와, ② 기대인플레이션이 안정적이어서 물가 지속성이 낮은 경우로 구분하여 진행하였다.⁷⁾

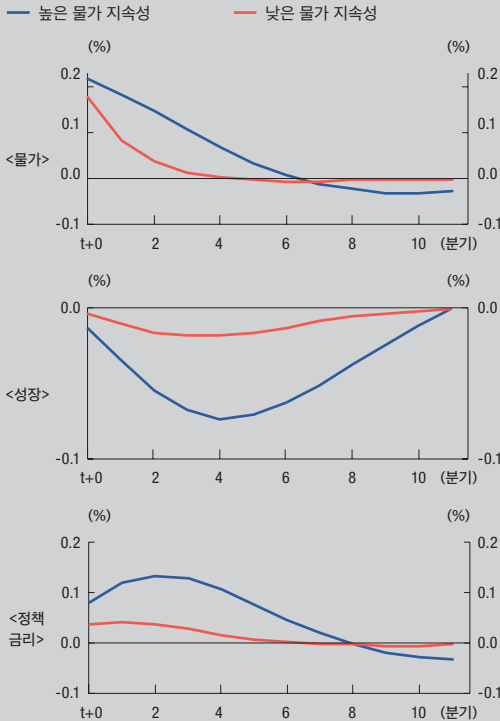
분석결과, 물가 지속성이 높아질수록 비용충격 발생 시 높은 물가상승압력이 상당기간(6분기 이상) 계속되는 것으로 추정되었다. 이와는 반대로 기대인플레이션이 안정적이고 물가 지속성이 낮을 경우, 비용충격이 발생하더라도 물가는 비교적 빠른 속도로 균형(목표) 수준에 수렴하고, 경기에 미치는 부정적 영향도 크지 않은 것으로 분석되었다. 이 같은 결과는 기대인플레이션의 안정이 중기적 시계에서 거시경제 안정화를 위한 핵심 요인임을 시사한다.

5) 미국에서는 제2차 석유파동이 끝난 이후에도 실업률이 1982년 말 11%대까지 크게 상승하는 등 경기체제가 장기화되었다.

6) Altissimo et al.(2006)('Inflation persistence and price-setting behaviour in the Euro Area', ECB)을 참고하여 모형을 구축하였다.

7) 구체적으로는 경제모형 내 필립스곡선에서 물가 지속성을 나타내는 모수에 각각 0.6(① 지속성이 높은 경우)과 0.4(② 지속성이 낮은 경우)를 부여하였다.

인플레이션 지속성 정도별 물가상승 충격¹⁾ 발생 시 파급영향



주: 1) 필립스곡선의 1표준편차 상승 충격 발생시 기준
자료: 한국은행

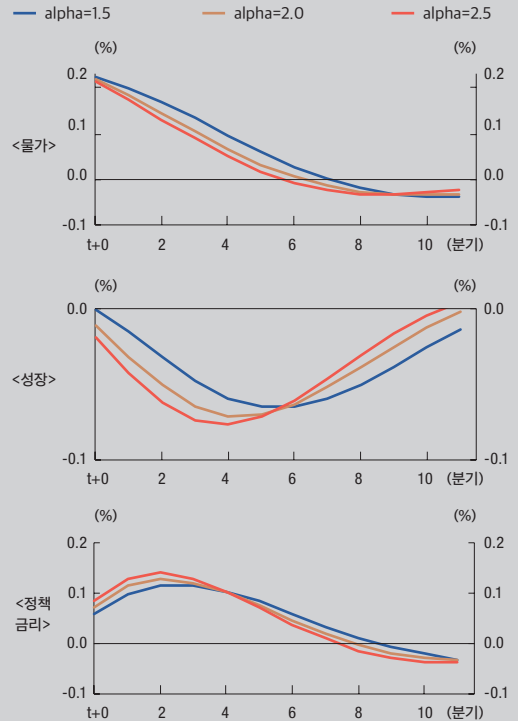
정책모의실험 II

다음으로는 높은 물가 오름세에 대응한 통화정책 대응 정도⁸⁾의 차이가 거시경제에 미치는 파급영향을 분석하였다.

추정결과, 중앙은행이 물가상승에 적극 대응할수록 물가는 균형(목표) 수준으로 빠르게 수렴하였다. 경기는 단기시계(t+0~5분기)에서 여타 시나리오에 비해 둔화압력이 일부 증대되는 것으로 나타났으나, 중장기 시계(t+6~11분기)에서는 물가가 조기에

안정됨에 따라 경제주체들의 실질 구매력 약화가 완화되고 정책금리 인상 필요폭이 축소되면서 경기 둔화 압력이 여타 시나리오에 비해 빠르게 약화되는 것으로 분석되었다.

통화정책의 인플레이션 대응 정도별 물가상승 충격¹⁾ 발생 시 파급영향



주: 1) 필립스곡선의 1표준편차 상승 충격 발생시 기준
자료: 한국은행

한편, 중장기 시계에 있어 거시경제 안정화 도모를 위한 최적 전략을 선별하기 위해 물가상승압력에 대응한 통화정책 시나리오별 손실함수(loss function) 분석을 실시하였다.⁹⁾ 손실함수는 중앙은행의 통화정책 운영시 경기에 대한 고려 정도를 차별화할 수 있도록 설계하였다.¹⁰⁾ 해당 정책 시나리오의 손실함

8) 경제모형 내 정책반응함수에서 물가갭에 대한 정책금리 반응계수를 1.5, 2.0, 2.5 등으로 차별화하였다. 이는 정책반응함수 분석결과(1999년 1/4분기~2021년 3/4분기)에 따른 물가갭에 대한 반응계수 추정결과($\alpha=1.97$)를 고려한 것이다(1.97 ± 0.5). 여기서 정책금리 반응계수에 높은 값을 부여할수록, 중앙은행이 통화정책 운영시 물가상승압력에 적극 대응함을 의미한다.

9) Woodford, M. (2003)『Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy』. Princeton University Press 등의 방법론을 활용하였다.

수값이 작을수록 중장기 시계에서 거시경제 안정화를 도모하는 데 우월한 것으로 평가된다.

분석 결과, 중앙은행이 물가안정을 적극 도모하는 방향으로 통화정책을 운영할수록 손실함수값이 작아지는 것으로 추정되었다.

통화정책의 인플레이션 대응 정도별, 산출갭 가중치별 손실함수¹⁾

| 산출갭 가중치 | 인플레이션 대응 정도 | | |
|---------|-------------|-------|-------|
| | α=1.5 | α=2.0 | α=2.5 |
| δ=0.5 | 0.16 | 0.13 | 0.12 |
| δ=1.0 | 0.17 | 0.14 | 0.13 |
| δ=1.5 | 0.18 | 0.16 | 0.15 |

주: 1) 물가갭(π)과 산출갭(y) 제곱의 합으로 구성(β는 시간할인인자, δ는 산출갭 가중치를 의미)

$$\mathcal{L} = E_0 \sum_{t=0}^{12} \beta^t (\pi_t^2 + \delta y_t^2), \beta = 0.98$$

자료: 한국은행

시사점

1970년대 고인플레이션 시기의 주요국 정책운용 성과 및 우리 경제를 반영한 모형분석 결과 등을 고려할 때 물가상승압력이 전방위로 빠르게 확산되고 기대인플레이션도 상승세를 지속하는 상황에서는 중앙은행이 물가안정을 도모하여 경제주체들의 물가불안심리를 완화하는 방향으로 통화정책을 선제적으로 운영하는 것이 중기적 시계에서의 거시경제 안정화 도모 측면에서 바람직한 것으로 평가된다.

10) 손실함수 구성시 물가갭에 대한 가중치는 1로 표준화하였으며, 산출갭에 대한 가중치(δ)를 0.5, 1.0, 1.5로 차별화하였다.