

보도자료

보도일시	2019년 10월 29일(화) 조간
담당자	정규철 KDI 경제전망실 전망총괄 (044-550-4155, kcjung@kdi.re.kr)
배포일시	2019년 10월 28일(월) 09:00
배포부서	KDI 홍보팀(044-550-4030, press@kdi.re.kr)

최근 물가상승률 하락에 대한 평가와 시사점

정규철 경제전망실 전망총괄

본고는 2019년 하반기 『KDI 경제전망』에 수록될 예정입니다.

최근 물가상승률 하락에 대한 평가와 시사점

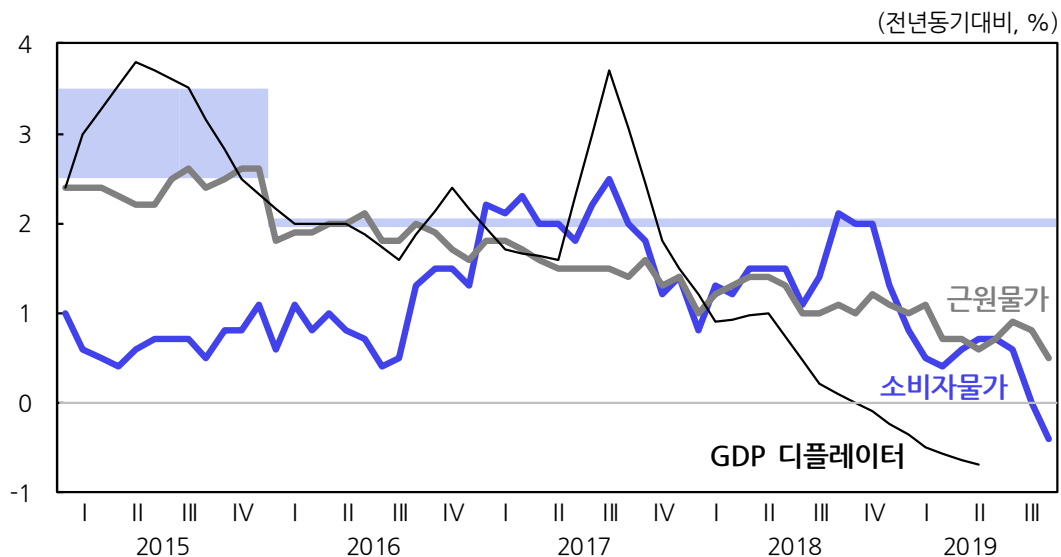
연구위원 정규철

1. 문제제기

■ 금년 들어 물가상승률이 낮아지면서 디플레이션 발생 가능성에 대한 논쟁이 촉발되고 있어, 본고에서는 최근의 물가상승률 하락을 평가하고 시사점을 제시하고자 함.

- 8월과 9월에 소비자물가가 하락하였으며, 물가의 기초적 흐름을 나타내는 근원물가 상승률도 낮아지는 추세를 보임.
- 우리 경제에서 생산한 모든 상품과 서비스의 물가인 GDP 디플레이터를 기준으로 하면 작년 4/4분기에 이미 물가가 하락하기 시작하였으며, 최근 하락폭이 확대됨.
- 물가 하락 현상이 관측되면서 일각에서는 저물가 추세가 장기화될 수 있으며, 디플레이션이 발생할 가능성이 높아졌다는 주장이 제기됨.

소비자물가, 근원물가 및 GDP 디플레이터의 상승률



주: 근원물가는 식료품과 에너지를 제외한 소비자물가 기준이며, 음영은 물가안정목표임.
자료: 통계청; 한국은행.

Box. 디플레이션의 경제적 함의

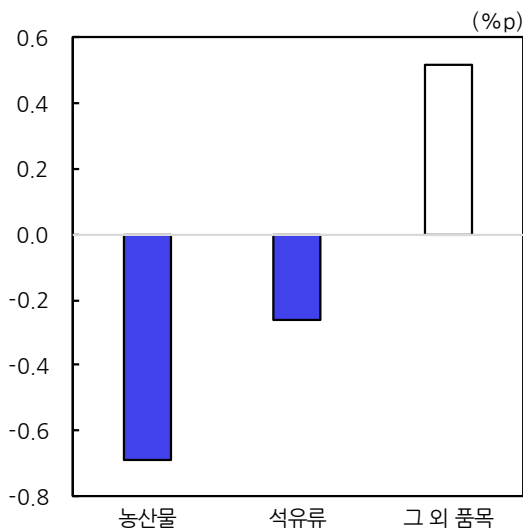
- 디플레이션은 소비자물가, GDP 디플레이터 등 종합적인 물가 수준의 하락이 지속되는 현상을 뜻함.
- 물가 하락은 긍정적 공급 충격과 부정적 수요 충격이 주요 원인임.
 - 양호한 날씨나 국제유가 하락에 따른 생산비용 감소는 공급 측면의 가격 하락 요인임.
 - 공급 충격이 미치는 영향은 통상 일시적이며, 단시일 내에 사라지는 경향이 있음.
 - 수요 위축에 따른 판매 부진은 생산자가 가격을 내리는 요인으로 작용함.
 - 이와 함께 기대인플레이션 하락도 가격을 내리는 요인임.
- 경기침체를 동반한 디플레이션이 발생하는 경우, 경기 회복이 상당 기간 지체 될 수 있음.
 - 경기침체가 발생하면 수요 측 물가 상승 압력이 축소되어 물가상승률이 하락하고, 그 정도가 심할 경우 디플레이션이 발생함.
 - 디플레이션의 발생으로 기대인플레이션이 하락하면 실질금리(명목금리 - 기대인플레이션)가 상승하여, 가계소비와 기업투자가 위축되고 경기침체가 심화됨.
 - 명목금리는 0%보다 낮아지기 어렵기 때문에, 기대인플레이션이 낮은 상황에서는 통화정책을 통한 실질금리 하향 조정이 제약됨.
 - '경기침체 → 물가상승률 하락 → 기대인플레이션 하락 → 실질금리 상승 → 경기침체'의 악순환(deflationary spiral)이 발생하면서 경기침체가 장기화됨.
- 위 경로는 디플레이션 여부보다는 물가상승률이 낮은 정도에 따라 그 영향이 달라지므로, 디플레이션뿐 아니라 지나치게 낮은 물가상승률도 경계할 필요
 - 통상 물가상승률은 경제 상황을 반영하는 지표로 해석되나, 물가상승률이 지나치게 낮아지면서 발생할 부정적 영향에 대해서는 적극적인 대응이 요구됨.

2. 최근 발생한 물가 하락에 대한 평가

■ 금년 9월에 발생한 물가 하락에는 일시적인 공급 충격이 상당 부분 기여하고 있어, 물가 하락이 지속될 가능성이 높지 않다는 점에서 **현 상황을 디플레이션이라고 단정하기 어려움.**

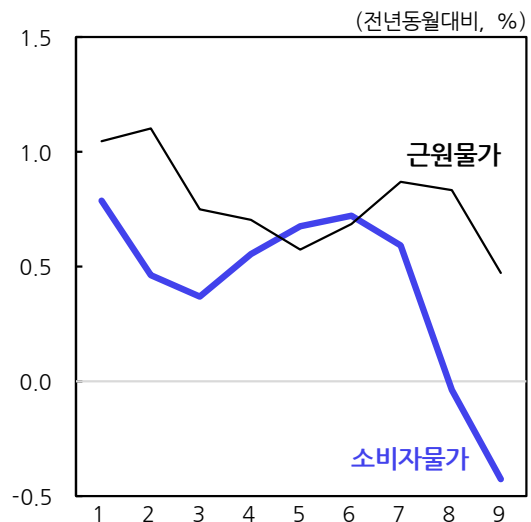
- 수요 측면에서 보면 대내외 수요가 위축됨에 따라 우리 경제는 경기수축 국면에 있음.
- 공급 측면에서는 농산물과 석유류 가격이 전년동월에 비해 큰 폭으로 하락하며 물가상승률을 낮추는 요인으로 작용
 - 농산물과 석유류 가격은 작년 9월에 급등(14.9%, 10.7%)한 데 따른 기저효과로 인해 금년 9월에는 급락(-13.8%, -5.6%)하면서 물가상승률에 -0.69%p, -0.26%p 기여
- 9월의 물가 하락은 수요 측과 공급 측의 물가 상승 압력이 동시에 축소되면서 발생한 현상으로 볼 수 있음.
- 다만, 공급 측의 주요 단기적 영향이 배제된 근원물가(식료품 및 에너지 제외)는 0%대 중반의 상승률을 유지하고 있어, 일시적 요인이 사라지면 물가가 반등할 수 있을 것으로 예상됨.

품목별 물가상승률에 대한 기여도



자료: 통계청.

2019년 소비자물가와 근원물가 상승률



3. 금년 물가상승률 하락에 대한 평가

■ 본 절에서는 금년 1~9월의 소비자물가 상승률(0.4%)이 물가안정목표(2.0%)보다 큰 폭으로 낮아진 다양한 요인에 대해 평가하고자 함.

● 물가 하락(디플레이션)뿐 아니라 지나치게 낮은 물가상승률 자체가 경제에 악영향을 미친다는 점에서 금년에 발생한 물가상승률 하락에 중점을 두고 논의하고자 함.

■ 금년의 물가상승률 하락은 정부 복지정책이나 특정 품목에 의해 주도되었다기보다는 다수의 품목에서 물가상승률이 낮아지며 나타난 현상으로 판단됨.

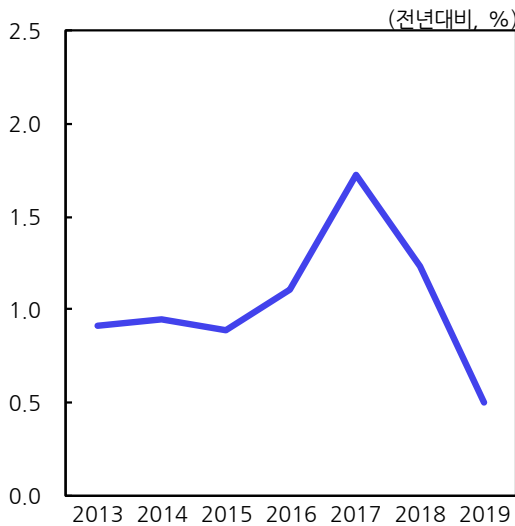
● 정부 복지정책의 직접적인 영향이 배제된 민간소비 디플레이터 상승률(2019년 상반기)은 0.5%로 축소되었으며, 생산자물가 상승률(2019년 1~9월)도 0.0%에 그침.

- 소비자물가와 달리 국민계정의 민간소비에는 정부 복지정책 관련 사회보장현물수혜 등이 정부소비로 계상되면서 포함되지 않음.

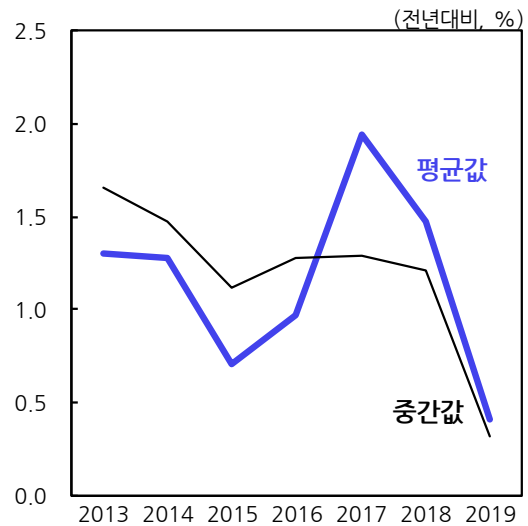
● 소비자물가 상승률의 평균값(0.4%)과 함께 중간값(0.3%)도 낮은 수준으로 하락하고 있어, 물가상승률 하락이 특정 품목의 극단치에 의해 발생했다고 보기 어려움.

- 금년(1~9월) 물가상승률이 작년에 비해 낮아진 품목의 비중은 63.7%로 나타남.

민간소비 디플레이터 상승률



소비자물가 상승률의 평균값과 중간값



주: 소비자물가 상승률의 평균값과 중간값에는 품목별 가중치가 반영되었으며, 2019년 민간소비 디플레이터와 소비자물가 상승률은 각각 상반기와 1~9월 기준임.
자료: 한국은행; 통계청.

■ 금년의 낮은 물가상승률에 일시적인 공급 측 요인뿐 아니라 수요 측 요인도 주요하게 작용한 것으로 나타남.

- 금년(1~9월) 물가상승률은 2013~18년 평균인 1.3%에 비해 0.9%p 낮은 수준임.
- 주요 공급 충격인 날씨나 유가 등이 직·간접적으로 영향을 주는 식료품과 에너지는 물가상승률 하락에 -0.2%p 기여하였으며, 식료품과 에너지를 제외한 상품(-0.3%p)과 서비스(-0.4%p)도 물가상승률 하락에 상당 부분을 기여한 것으로 나타남.
- 금년에 물가상승률과 경제성장률이 모두 하락한 것은 공급 충격보다는 수요 충격이 더 주요하게 작용하고 있음을 시사함(그림 참조).
 - 공급 충격이 주도한 경우에는 물가상승률과 경제성장률이 반대 방향으로, 수요 충격이 주도한 경우에는 같은 방향으로 각각 변동함.

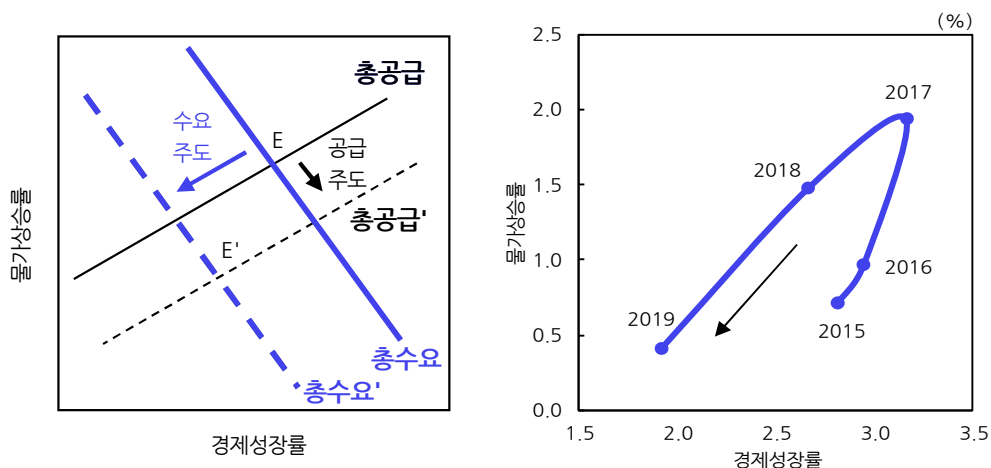
품목별 물가상승률과 소비자물가 상승률에 대한 기여도

(%, %p)

	소비자물가	식료품 및 에너지	상품 (식료품 및 에너지 제외)	서비스
가중치	1,000.0	214.1	234.4	551.5
2013~18년(A)	1.3	-0.1(0.0)	1.6(0.3)	1.8(1.0)
2019년 1~9월(B)	0.4	-0.9(-0.2)	0.4(0.1)	1.0(0.6)
차이(B-A)	-0.9	-0.9(-0.2)	-1.2(-0.3)	-0.8(-0.4)

주: () 안은 소비자물가 상승률에 대한 기여도와 기여도 차를 나타냄.
 자료: 통계청 자료를 이용하여 계산함.

충격 요인에 따른 물가상승률과 경제성장률의 관계

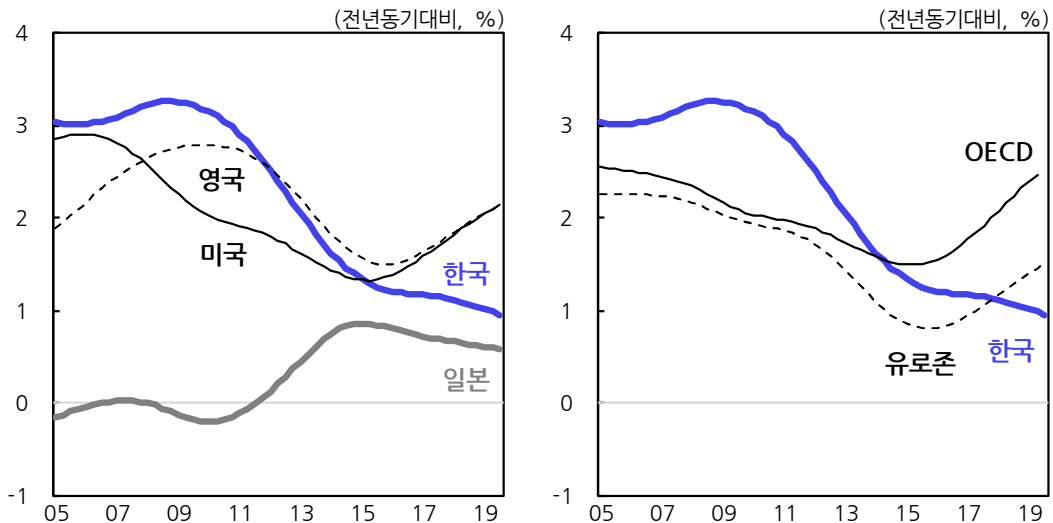


주: 2019년은 1/4~3/4분기 기준임.
 자료: 통계청; 한국은행.

■ 글로벌 금융위기 이후 낮아졌던 물가상승률 추세가 주요국에서는 반등했다는 점에서 **한국의 낮은 물가상승률을 전 세계적인 저물가 현상의 반영으로 해석하기는 어려움.**

- 글로벌 금융위기, 유럽 재정위기 등으로 경기가 급락하면서 미국, 영국 등 대부분의 주요국에서 물가상승률 추세가 하락하였으나, 경기 회복과 함께 물가상승률 추세도 점진적으로 반등하여 각국의 물가안정목표 수준을 회복함.
- 만성적인 디플레이션을 겪었던 일본에서도 2013년부터 이른바 아베노믹스의 주요 정책인 적극적인 통화정책 운용에 따라 물가상승률이 일부 반등함.
- 그러나 한국의 물가상승률 추세는 지속적으로 하락하여 1% 내외까지 축소되면서, 주요국과 대비되는 모습을 나타냄.

주요국과 경제권역 소비자물가 상승률의 중장기적 추세



주: 1991년 1/4분기~2019년 3/4분기(단, OECD는 2019년 2/4분기까지)의 물가상승률에 HP필터를 적용하여 단기적 변동을 제거한 중장기적 추세를 추정함.
 자료: 통계청, OECD 자료를 이용하여 계산함.

■ 이상의 논의는 **한국의 물가상승률 하락이 공급 충격, 수요 위축 등 단기적인 요인에 더하여 물가상승률의 중장기적 추세가 하락하며 나타난 현상임을 시사**

- 물가상승률의 중장기적 추세가 1% 내외로 축소된 것은 통상적으로 발생할 수 있는 정도의 공급 및 수요 충격에도 물가가 일시적으로 하락하는 현상이 관측될 가능성이 높아졌음을 뜻함.

4. 물가상승률과 통화정책

- 본 절에서는 한국의 통화정책 운용을 살펴보고 물가상승률의 중장기적 추세가 하락한 구조적 요인 중 하나로 평가되는 통화정책 운용체계에 대해 논의하고자 함.
- 중기적 관점의 물가안정을 통화당국의 책무로 요구한 것은 물가상승률의 장기적 추세가 통화정책 운용을 통해 결정될 수 있기 때문임.
 - 화폐 대비 상품과 서비스의 가치인 물가는 통화당국이 통화량 조절을 통해 장기적인 상승세를 결정할 수 있는 변수임.
 - 세계화, 인구구조, 산업구조 등 경제구조가 변하더라도, 이에 대응하여 통화정책을 수행한다면 장기적인 물가상승률은 안정될 수 있음.
 - 다만, 기준금리가 명목금리 하한에 근접하며 통화정책 여력이 소멸한 경우에는 장기적인 물가상승률 조절이 제한될 수 있음.
- 2013년 이후 물가상승률이 통화정책의 물가안정목표를 지속적으로 하회한바, 우리 경제의 물가안정이 충분히 달성되지는 못한 것으로 판단됨.
 - 2007~09년과 2010~12년에는 글로벌 금융위기, 유럽 재정위기 등 비교적 큰 외부 충격이 있었음에도 불구하고, 물가상승률은 물가안정목표에 부합하였음.
 - 반면, 실물경기에 큰 충격이 없었던 2013~15년에는 물가상승률이 물가안정목표를 큰 폭으로 하회하였으며, 2016~18년에도 목표 수준까지 반등하지 못함.
 - 예상치 못한 경제충격에 따라 물가상승률이 물가안정목표와 일시적인 격차를 보일 수는 있겠으나, 한 방향으로 괴리되는 현상이 지속된 점은 통화정책이 물가변동에 충분히 대응하여 수행되지 못했을 가능성을 시사함.

통화정책목표 적용기간별 소비자물가 상승률의 목표 수준과 실제치

(%, %p)

	2007~09년	2010~12년	2013~15년	2016~18년	2019년 이후
목표 수준(A)	2.5~3.5	2~4	2.5~3.5	2.0	2.0
실제치(B)	3.3	3.1	1.1	1.5	0.4
격차(B-A)	0.3	0.1	-1.9	-0.5	-1.6

주: 격차는 목표 수준의 중심치를 기준으로 계산함.

■ 한국의 통화정책 운용체계에는 통화정책이 물가안정에 주력하여 수행되기 어려운 구조적 제약이 있는 것으로 사료됨.

● 현재의 통화정책 운용체계는 물가상승률이 물가안정목표를 지속적으로 하회하더라도, 금융안정이 충분히 확보되지 않으면 물가안정을 적극적으로 추구하기 어려운 것으로 해석될 수도 있음.

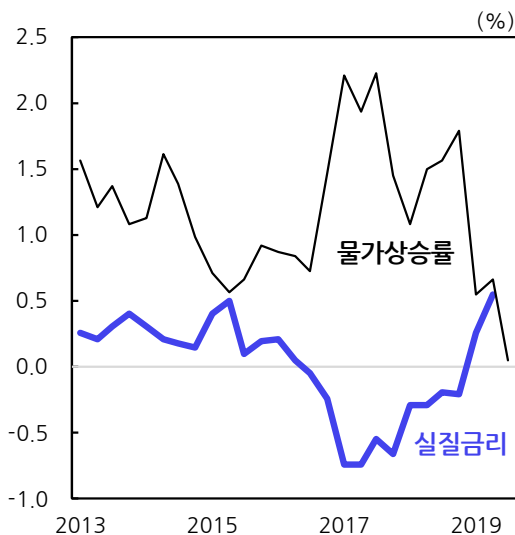
- 2011년 말에 시행된 「한국은행법」 제1조 제2항(한국은행은 통화신용정책을 수행할 때에는 금융안정에 유의하여야 한다.)은 상황에 따라 기존의 제6조 제3항(한국은행은 ... 물가안정목표를 달성하기 위하여 최선을 다하여야 한다.)과 상충할 소지가 높음.

● 사후적으로 보았을 때에도, 통화정책이 물가안정이나 경기안정을 일차적 목표로 삼아 수행되었다고 보기 어려운 측면이 있음.

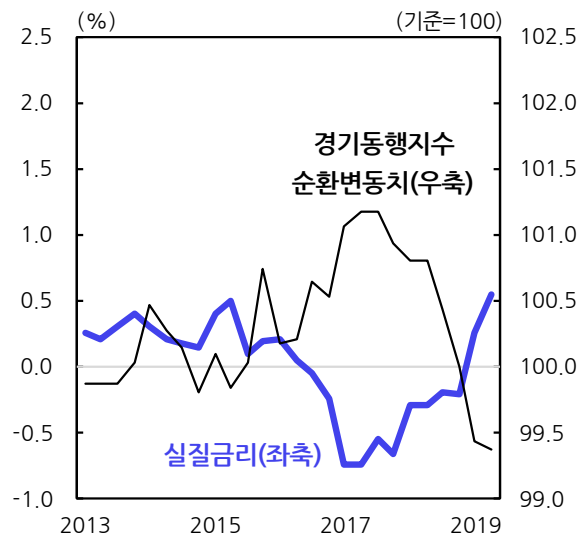
- 실질금리가 소비자물가 상승률 및 경기동행지수 순환변동치와 반대 방향으로 조정된 것은 통화정책이 물가와 경기 안정을 중심으로 수행되지 않았음을 시사함(그림 참조).

- 일례로, 물가의 기초적 흐름을 나타내는 근원물가의 상승률이 상당 기간 물가안정목표를 하회하는 1% 내외에 정체되고 경기가 둔화하는 모습을 보였으나, 통화당국은 가계부채 급증에 대응하여 2018년 11월 말에 기준금리를 0.25%p 인상함.

실질금리와 소비자물가 상승률



실질금리와 경기동행지수 순환변동치



주: 실질금리는 (기준금리 - 기대인플레이션)을 뜻하며, 기대인플레이션은 전문가 기대인플레이션에 대한 한국은행의 설문조사 결과를 이용함.
 자료: 통계청; 한국은행 통화신용정책보고서.

5. 요약과 시사점

- 금년 9월의 물가 하락에 일시적인 공급 충격이 상당 부분 기여하였으며 근원물가가 0%대 중반의 상승률을 유지하고 있어, 물가 하락이 지속될 가능성이 높지 않다는 점에서 현 상황을 디플레이션이라고 단정하기 어려움.
- 공급 충격, 경기 수축 등 단기적인 변동과 함께 중장기적 물가상승률 추세가 지속적으로 하락하며 금년 1~9월 물가상승률은 물가안정목표를 큰 폭으로 하회함.
 - 단기적인 공급 충격과 수요 위축이 동시에 발생하여 물가상승률이 낮아지는 모습
 - 주요국과 달리, 한국에서는 물가상승률의 중장기적인 추세 하락이 지속되면서 낮은 물가상승률을 보이고 있다는 점에 주목할 필요
- 금융안정을 명시적 목표로 삼고 있는 현재의 통화정책 운용체계는 물가상승률 하락을 기준금리 인하로 대처하는 것을 제약할 수 있으므로, 통화정책이 본연의 책무인 물가안정을 중심으로 수행될 수 있도록 운용체계를 재검토할 필요
 - 물가안정은 통화정책 이외의 정책으로는 달성하기 어렵다는 점에서 통화정책이 물가안정을 중심으로 수행될 수 있도록 전반적인 체계를 재검토할 필요
 - 물가상승률 추세가 장기간 하락하고 이에 따라 기대인플레이션도 낮아지고 있는 현 상황에서는 물가안정이 더욱 중시될 필요
 - 현재의 통화정책 운용체계는 물가상승률이 물가안정목표를 지속적으로 하회하더라도, 금융안정이 충분히 확보되지 않으면 통화정책이 물가안정에 중점을 두고 수행되기 어려운 구조적 문제를 내포하고 있음.
 - 현재 통화정책 운용체계에서 물가안정과 금융안정의 필요성이 동시에 발생할 경우에 추구해야 할 목표와 방향에 대한 해석이 불명확함.
 - 금융안정을 통화정책의 일차적 목표 중 하나로 삼기보다는 거시경제 안정이라는 큰 틀에서 이해하고 추구할 필요
 - 거시경제 차원의 금융안정을 위해서는 거시건전성 규제를 비롯한 금융정책을 우선적으로 검토해야 하며, 물가안정이 금융안정의 전제조건임을 상기할 필요
 - 향후 통화정책이 물가안정을 최우선의 목표로 삼아 수행된다면, 디플레이션 발생 가능성은 낮을 것으로 예상됨.