

한국 통화정책의 최근 기조 평가 및 쟁점*

신 인 석** · 강 현 주***

논문 초록

한국은행 기준금리가 2021년 8월 인상된 데 이어 추가 인상 가능성이 제기되는 가운데, 본 연구는 국내 통화정책의 최근 기조를 평가하고 관련 쟁점을 논의한다. 한국은행의 성장 및 물가 전망을 바탕으로 표준적인 준구조 모형을 추정한 결과 GDP 갭이 향후 양(+)으로 전환되고 실질정책금리가 실질중립금리를 하회하는 등 한국은행의 정책기조 변경 논거와 일치하는 것으로 나타났다. 다만, 잠재성장률의 하락세가 지속됨에 따라 GDP갭을 통해 경기상황을 해석하고 정책방향을 도출하는 것은 오류의 위험을 내포하고 있다. 또한, 명목중립금리 하락으로 정책여력 축소가 우려되는 만큼 추세인플레이션 관점의 정책 운용은 통화 당국이 추구해야 할 핵심과제이나 주요국에 비해 그 필요성이 제대로 인식되지 못하고 있다. 끝으로, 금융안정이 통화 당국의 시급한 정책과제로 부상하였으나, 공적 보증공급 확대와 같은 부채 증가의 정책적 동인 및 주택가격 안정에 대한 금리 조정의 비용·편익을 감안할 때 주택가격 및 가계부채 안정화 수단으로서 금리 조정의 적정성에 대해 조심스럽게 접근할 필요가 있음을 지적한다.

핵심 주제어: 통화정책, 인플레이션, 실질중립금리

경제학문헌목록 주제분류: E3, E5

투고 일자: 2021. 11. 16. 심사 및 수정 일자: 2021. 12. 17. 게재 확정 일자: 2021. 12. 24.

* 본 논문은 『한국경제포럼』 정책세미나 (2021년 11월 12일) 발표 목적으로 작성된 자료이다. 세미나에서 유익한 토론을 해 주신 김소영, 신관호, 조동철, 하준경 교수님에게 감사드린다.

** 제1저자, 중앙대학교 경영경제대학 교수, e-mail: ishin@cau.ac.kr

*** 교신저자, 자본시장연구원 거시금융실 연구위원, e-mail: hjkang326@kcmi.re.kr

I. 머리말

한국은행 금융통화위원회(이하 ‘금통위’)는 2021년 8월을 기준금리를 25bp 인상하였다. 11월에도 추가로 인상한 데 이어 기준금리의 인상기조가 당분간 지속될 것이라는 정책신호를 제공하고 있다. 이 논문의 목적은 이를 배경으로 최근 우리나라 통화정책 기조변경을 평가하고 관련 쟁점을 논의하는데 있다.

이를 위해 이 논문은 먼저 주요국의 물가동향과 통화정책 동향을 살펴보았다. 2021년 8월을 기준으로 정책금리 인상 기조를 명확히 한 우리나라 통화정책 당국의 선택은 주요국 중앙은행의 정책태도와는 거리가 있다. 최근 들어 에너지 가격 급등 등으로 물가상승률이 상당 폭 높아지며 세계 주요국에서 ‘인플레이션 위험’의 복귀에 대한 우려가 점증하고 있다. 그럼에도 주요국 중앙은행은 기준금리 인상에 대하여 조심스러운 태도를 보이고 있다. 예를 들어 미국의 최근 3분기 소비자물가상승률은 1990년 걸프전 기간 유가급등이 초래한 일시적 고(高)인플레이션 이후 가장 높은 수준인 5.3%로서 주요국 중 가장 높은 수준을 기록하였다. 이로 인해 향후 미국 통화당국의 정책기조 변경 시점에 대해 논란이 커져 왔지만, 11월 초 현재에도 미국 통화당국은 물가상승률이 목표치인 2%를 넘는 상황을 한 동안 용인할 것이며 당분간 금리인상 계획은 없다는 ‘사전 정책예고(forward guidance)’를 유지하고 있다.¹⁾ 비슷한 태도는 유럽중앙은행, 캐나다 및 호주 중앙은행에서도 발견된다. 우리나라에 비해 물가상승률 가속현상이 보다 확연함에도, 금리인상에 대해 보수적인 태도를 취하고 있는 이들 중앙은행의 행보는 뒤에 다룰 쟁점 논의의 배경으로서 주목될 필요가 있다.

주요국 물가동향과 통화당국의 정책동향을 살펴 본 뒤, 최근 우리나라의 통화정책 기조 변경을 모형을 통해 평가해 보았다. 인플레이션 목표제를 채택하고 있는 대부분의 통화정책 당국이 그러하듯이 우리나라 금통위도 정책결정의 논리를 테일러 준칙(Taylor rule)의 관점에서 설명하고 있다. 8월 통화정책 결정문은 기조변경의 이유를 “... 코로나19 관련 불확실성이 이어지고 있으나 국내경제가 양호한 성장세를 지속하고 물가가 당분간 2%를 상회하는 오름세를 나타낼 것으로 예상되므로, 앞으로 통화정책의 완화 정도를 점진적으로 조정해 나갈 것이다...”²⁾라고 말하고 있다. 테일러 준칙의 관점에서 해석하면 향후 GDP갭과 물가갭이 모두 양(+) 또는 0에 근접한 수

1) 2021년 11월 3일 FOMC의결문,

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/monetary20211103a1.pdf>

2) 한국은행 금통위 8월 통화정책 결정문. 볼드체는 저자 추가.

준으로 예상되며 현재 기준금리의 수준은 중립금리를 하회한다는 의미로 읽힌다. 추정모형으로는 주요국 중앙은행에서 널리 사용되고 있는 Laubach and Williams (2003) 유형의 준구조 모형을 사용하였다. 추정결과 한국은행이 8월 전망에서 제시한 성장 및 물가경로를 전제한다면, GDP갭이 내년도 양(+)으로 전환되고 8월 기준금리 인상 후에도 실질기준금리는 추정된 실질중립금리를 하회하였다. 일견 금통위의 통화정책 기조변경의 논거와 일치하는 결과로 볼 수 있겠다.

마지막으로 쟁점이다. 이 논문은 세 가지 쟁점을 제안하였다. 먼저 ‘잠재성장률 지속 하락에 의한 GDP갭 변동의 의미’이다. 내년도 GDP갭이 양(+)의 방향으로 변동하는 것으로 추정되는 주된 이유는 GDP 잠재성장률이 하락하였기 때문이다. 우리 경제에서 잠재성장률 하락은 지속적인 현상이다. GDP갭 변동의 주요 요인이 경기순환이 아니라 잠재성장률 하락에 있는 것으로 나타날 때 통화정책의 관점에서 이를 어떻게 해석하여야 하는 문제가 제기된다.

두 번째 쟁점은 ‘명목중립금리의 제로하한(下限) 근접과 추세인플레이션 관점의 정책 운용 필요성’이다. 잠재성장률 하락은 실질중립금리의 하락을 의미한다. 실제로 추정결과를 보면 우리나라 실질중립금리는 이제 0% 내외이고 향후 이 수준에서 상승할 가능성은 적어 보인다. 추세인플레이션으로 기대인플레이션을 추정할 때 우리나라의 명목중립금리는 제로하한에 근접한다. 명목중립금리의 제로하한 근접은 금리정책의 여력이 사라지는 결과를 가져오므로 추세인플레이션 제고가 현재 통화정책 당국이 추구해야 할 핵심과제라는 것이 주요국 학계와 중앙은행의 상황인식이다. 사실 미국 등 주요국 중앙은행이 최근 인플레이션 급등이라는 물가동향에도 불구하고 금리인상을 미루는 ‘사전 정책예고’를 거듭하는 주요 배경이다. 이에 대한 우리나라 통화당국의 인식과 대응은 어떠해야 하는가라는 쟁점이 있다.

세 번째 쟁점은 ‘가계부채 증가구조와 적정 대응방향’이다. 최근 통화정책 기조 변경에 대한 일반적인 해석은 가계부채 안정, 즉 금융안정을 시급한 정책과제로 통화당국이 설정하였기 때문인 것으로 보인다. 더불어 주택가격 안정도 부차적인 목표로 작용하였다는 시각도 있어 보인다. 주택가격 안정의 경우 과연 기준금리 조정이 비용-편익, 즉 ‘희생비율(sacrifice ratio)’ 관점에서 적절한 정책수단인지의 문제가 있다. 가계부채 문제의 경우, 현재 가계부채 수준이 과도하여 조정이 필요하다고 판단한다면, 가계부채 증가의 정책적 동인이 무엇인지에 대한 정확한 진단이 시급해 보인다. 최근 5년 가계부채 증가에 있어서는 전세자금대출이 중요한 원인이었고, 그 근저에는 다시 공적 보증공급의 확대가 작용한 것으로 보인다. 따라서 주택가격 및 가계부채

증가의 안정화 수단으로서 금리의 적정성에 대해서는 논란의 여지가 작지 않다.

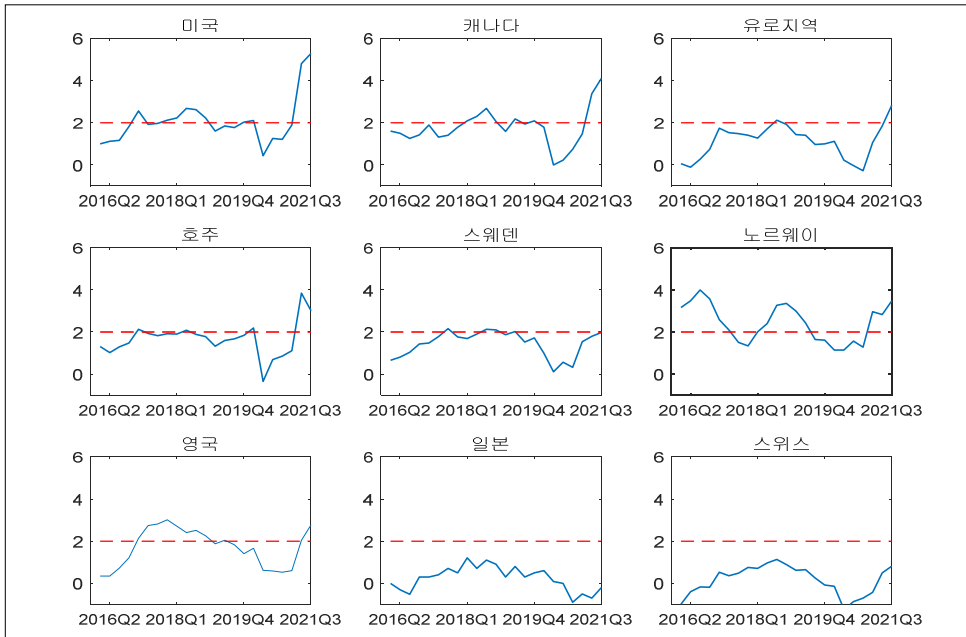
이하 논문구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서 주요국 통화정책 동향을 살펴보고, 제Ⅲ장에서 최근 통화정책 기조를 평가한다. 제Ⅳ장에서는 쟁점에 대해 논의한다.

Ⅱ. 주요국의 통화정책 동향

1. 주요국의 물가상승률

최근 코로나19 충격으로부터 벗어나 글로벌 경기 회복세가 확대되면서 감염확산으로 급격히 위축되었던 선진국의 소비가 빠르게 반등하고 있다. 이와 동시에 반도체 공급 부족 및 해상물류 차질 등으로 공급 병목현상(supply bottleneck)이 심화되고 원유를 비롯한 주요 원자재 가격이 급등하였다. 이에 따라 팬데믹 직후 크게 둔화되었던 주요국의 인플레이션이 최근에는 상승세를 나타내고 있다. 〈그림 1〉은 미국, 유로지역 등 9개 선진국의 2016년 이후 소비자물가상승률(CPI 기준)을 제시하고 있는데 주요한 특징을 살펴보면 다음과 같다.

〈그림 1〉 주요국의 소비자물가상승률 추이

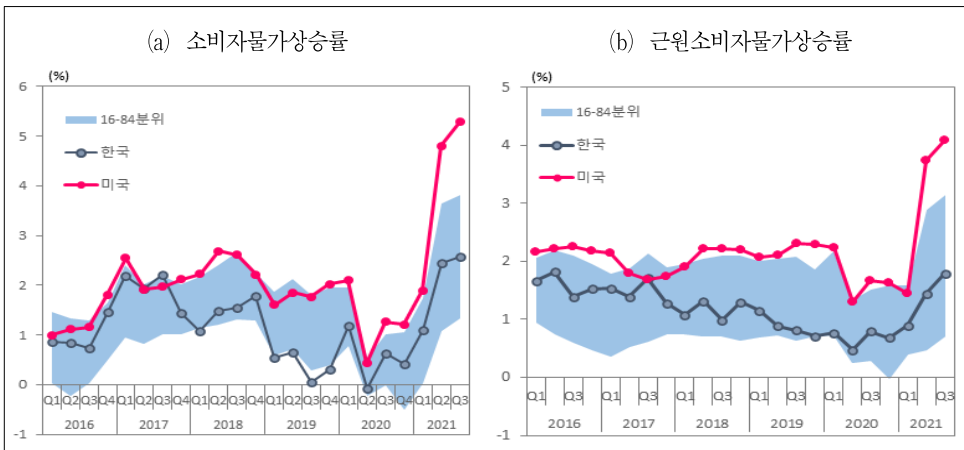


자료: Datastream.

첫째, 글로벌 금융위기 이후 중앙은행의 목표 인플레이션 수준을 장기간 하회하던 물가상승률이 최근 들어 일부 국가에서 목표 수준을 상회하고 있다. 대체로 2020년 2분기를 저점으로 반등하기 시작하여 2021년 3분기 기준 미국, 캐나다, 영국, 호주, 유로지역 등에서 물가상승률이 2%를 넘어섰으며 스웨덴의 경우는 2%에 근접한 모습이다. 장기간 저물가가 지속되어 온 일본과 스위스 또한 미약하나마 물가상승률이 반등하는 조짐을 나타내고 있다.

둘째, 다수의 국가에서 물가상승률이 상승하고 있는 가운데 미국의 물가 상승세가 유독 두드러진다. 2021년 3분기 미국의 소비자물가상승률은 5.3%로 비교 대상국중 가장 높은 뿐만 아니라 걸프전 발발로 유가가 단기간에 급등했던 1990년 4분기의 6.3% 이후 최대 수준이다. <그림 2>에서 나타나듯 미국의 물가상승률은 코로나19 감염확산 이전부터 주요 선진국에 비해 높은 수준을 유지하였으며 최근에는 그 격차가 크게 확대되었다. 국제금융시장에서 글로벌 인플레이션에 대한 경계감이 점증하고 있으나, 이러한 우려는 대체로 미국의 높은 물가상승세 및 그에 따른 미 연준의 조기 긴축 가능성에 기인하고 있으며 미국 및 캐나다를 제외한 나머지 국가들의 인플레이션의 강도는 미국과 크게 상이하다.

〈그림 2〉 한국과 주요 선진국들의 물가상승률 비교

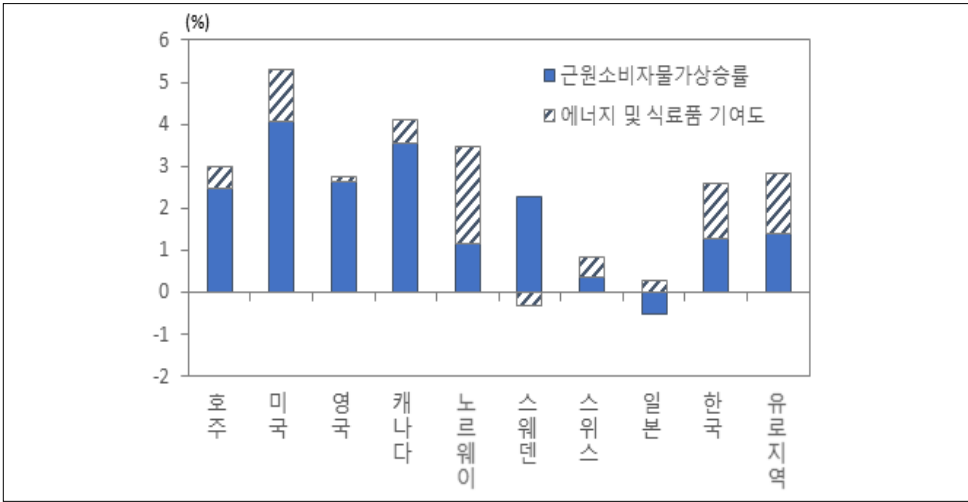


주 : 한국, 미국, 유로지역, 스위스, 캐나다, 호주, 스웨덴, 일본, 영국, 노르웨이 등 10개국 대상.
자료: Datastream.

셋째, 주요국과 한국의 인플레이션 상황을 비교해 보면 한국은 코로나19 감염확산 이전인 2018년부터 2020년 상반기까지 주요 선진국들에 비해 물가상승률이 매우 낮

았으며 2021년 들어 인플레이션이 상승하고 있으나 중위 수준인 것으로 나타났다. 특히, 소비자물가지수와 변동성이 큰 품목들인 에너지·식료품을 제외한 근원 소비자물가지수를 비교한 <그림 3>에 따르면 국별로 소비자물가지수의 품목별 가중치가 다소 상이하나 한국은 일시적 성격의 공급요인들인 에너지·식료품이 전체 소비자물가 상승률에 미치는 기여율이 유로지역, 노르웨이 등과 함께 높아 수요 부문에 의한 기조적 물가압력은 상대적으로 낮다.

<그림 3> 국별 에너지·식료품의 소비자물가지수에 대한 기여도



주 : 2021년 3분기 기준.

자료: Datastream.

2. 주요국 중앙은행의 인플레이션 상황에 대한 인식과 통화정책 방향

그렇다면, 현재의 인플레이션 상황에 대해 주요국 중앙은행들은 어떻게 평가하고 있는가? <표 1>은 주요국 중앙은행의 최근 통화정책 결정문중 물가상황 평가 및 정책 금리 전망에 대해 언급한 부분을 발췌한 것이다. 우선, 각국 중앙은행들은 백신접종에 따른 경제활동 재개로 2021~2022년중 성장세가 잠재성장률을 상회함에 따라 GDP 갭이 축소되면서 수요부문 물가압력이 점증할 것으로 예상하고 있다(<그림 4> 참조). 그러나 중앙은행들은 최근의 인플레이션이 수요 요인보다는 공급망 교란, 에너지 가격 상승 및 기저효과 등에서 비롯된 것으로 평가하고 있는 만큼, 공급요인의 예상 밖 장기화 가능성에 대한 우려에도 불구하고 현재의 물가상승세를 일시적이라고 판단하

고 있다. 이에 따라 미국, 호주, 캐나다 등과 같이 자산매입 규모 축소를 시작하며 양적완화(quantitative easing) 정책의 강도를 점진적으로 조절하려는 움직임을 보이면서도, 정책금리에 대해서는 노르웨이중앙은행³⁾ 등을 제외하면 다수의 중앙은행들이 보수적인 입장을 견지하는 ‘사전 정책예고(forward guidance)’를 제시하고 있다.

〈표 1〉 주요국 중앙은행의 최근 통화정책 결정문

호주중앙은행

The Board remains committed to maintaining highly accommodative monetary conditions to support a return to full employment in Australia and inflation consistent with the 2-3 per cent target. It **will not raise the cash rate until inflation is sustainably within the target range**. Meeting this condition will require the labour market to be tight enough to generate wages growth that is materially higher than current levels. **Under the current central scenario for the economy this will not be until 2024**

유럽중앙은행

In support of its symmetric two per cent inflation target and in line with its monetary policy strategy, **the Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at their present or lower levels until it sees inflation reaching two per cent well ahead of the end of its projection horizon** and durably for the rest of the projection horizon, and it judges that realised progress in underlying inflation is sufficiently advanced to be consistent with inflation stabilising at two per cent over the medium term. This may also imply a transitory period in which inflation is moderately above target.

노르웨이중앙은행

underlying inflation is lower than the inflation target. ... **global supply chain disruptions** could dampen the economic upturn and also contribute to higher inflation in Norway. Based on the Committee's assessment, a normalising economy suggests that it will be appropriate to raise the policy rate further from today's level.

스위스중앙은행

The new conditional inflation forecast for 2021 and 2022 is slightly higher than in June. This is again **primarily due to somewhat higher prices for oil products as well as for goods affected by supply bottlenecks**. In the longer term, the inflation forecast is **virtually unchanged** compared with June. The new forecast stands at 0.5% for 2021, 0.7% for 2022, and 0.6% for 2023. **The conditional inflation forecast is based on the assumption that the SNB policy rate remains at -0.75% over the entire forecast horizon.**

3) 노르웨이중앙은행은 근원 인플레이션이 점차 둔화되면서 목표수준(2%)을 2024년 말까지 하회할 것으로 예측하고 있으나 경제활동 재개에 따른 유흥소비 축소 및 고용사정의 개선세를 감안하여 2021년 9월 기준금리를 25bp 인상한 바 있다.

영란은행

Current elevated global cost pressures were still most likely to prove **transitory**, leading to a one-off increase in consumer prices rather than persistently higher inflation rates. ... The Committee judges that, provided the incoming data, particularly on the labour market, are broadly in line with the central projections in the November Monetary Policy Report, it will be **necessary over coming months to increase Bank Rate in order to return CPI inflation sustainably to the 2% target.**

연방준비제도 이사회

Inflation is elevated, largely reflecting factors that are expected to be transitory. ... the Committee will aim to achieve inflation moderately above 2 percent for some time so that inflation averages 2 percent over time and longer term inflation expectations remain well anchored at 2 percent. **The Committee expects to maintain an accommodative stance of monetary policy until these outcomes are achieved.**

일본은행

The year-on-year rate of change in the CPI (all items less fresh food) is likely to turn slightly positive, **mainly reflecting the rise in energy prices.** Thereafter, it is expected to increase gradually, mainly on the back of continued improvement in economic activity and a dissipation of the effects of the reduction in mobile phone charges

스웨덴중앙은행

Swedish inflation, which has been fairly close to the inflation target in recent months, is expected to be higher than 2 per cent in the coming year. However, **the upturn is assessed as temporary** and primarily due to electricity prices having risen substantially. Core (trend) inflation is lower and it will take a couple more years before CPIF inflation is more lastingly close to 2 per cent. ... **It is expected to remain at zero per cent for the entire forecast period, which stretches until the third quarter of 2024.**

캐나다중앙은행

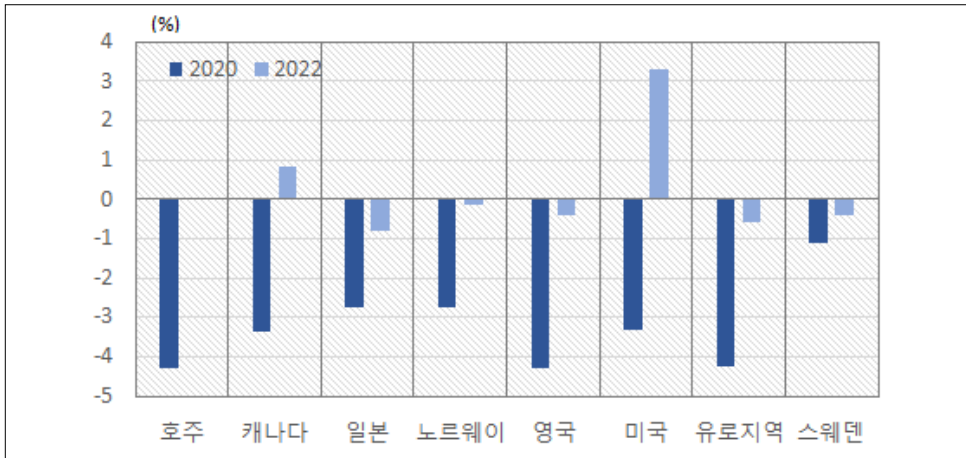
CPI inflation remains above 3 percent as expected, boosted by **base-year effects, gasoline prices, and pandemic-related supply bottlenecks.** These factors pushing up inflation **are expected to be transitory**, but their persistence and magnitude are uncertain and will be monitored closely. ... **We remain committed to holding the policy interest rate at the effective lower bound** until economic slack is absorbed so that the 2 percent inflation target is sustainably achieved. In the Bank's July projection, this happens **in the second half of 2022.**

주: 1) 노르웨이 중앙은행, 영란은행, 연방준비제도 이사회는 2021. 11월, 나머지는 2021. 9월 결정문.

2) 볼드체는 저자 추가.

자료: 각국 중앙은행.

〈그림 4〉 주요국의 GDP갭: 2020년 vs. 2022년



자료: IMF WEO (2021년 10월).

Ⅲ. 최근 한국은행의 통화정책 기조 평가

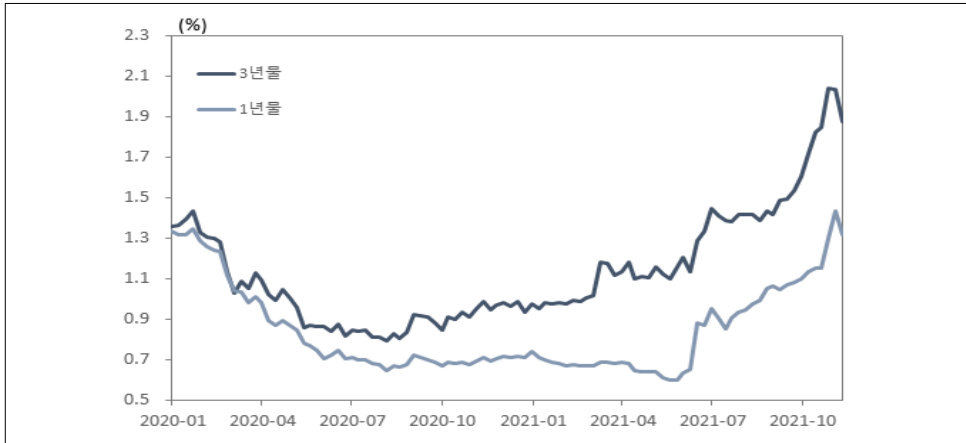
1. 최근 통화정책 동향 및 금융시장의 평가

한국은행 금통위는 2021년 8월 코로나19 감염확산 이후 처음으로 기준금리를 25bp 인상하였다. 2021년 8월 통화정책방향에서 국내 경기에 대해 수출 호조 및 설비투자의 견조한 흐름에 힘입어 “양호한 회복세”가 지속되는 것으로 평가하였다. 물가에 대해서는 석유류 및 농축수산물 가격 오름세가 지속되고 서비스 가격의 상승폭이 확대됨에 따라 당분간 한은의 목표수준인 “2%를 상회하는 오름세”를 나타낼 것으로 판단하였다. 경기 및 물가에 대한 상향된 인식을 바탕으로 기준금리를 인상하는 한편 향후 통화정책 경로에 대해 “앞으로 통화정책의 완화 정도를 점진적으로 조정해 나갈 것”이라고 밝혔다. 이러한 경기 판단 및 통화정책에 대한 사전 예고는 2021년 10월 및 11월 금통위에서도 동일하게 유지된 가운데, 금통위 직후 기자회견이나 국회 국정감사, 외부 강연 등을 통해 추가 금리인상을 시사하는 한국은행 고위 관계자들의 발언이 뒤따랐다.

이에 따라 금융시장 또한 기준금리 인상 사이클이 시작된 것으로 받아들이고 있다. 2021년 5월 경제전망을 통해 한은의 2021년 성장률 전망이 1%p 상향 조정된 데다 금통위 직후 기자간담회에서 금융불균형에 대한 한은의 정책대응 의지가 드러남에 따라

하반기 기준금리 인상 기대감이 확대되면서 6월중 국채금리가 가파르게 상승하였다. 또한 8월 기준금리 인상 이후에도 추가 인상 가능성을 반영하여 오름세를 지속하고 있다(〈그림 5〉 참조).

〈그림 5〉 국채금리 추이



자료: Datastream.

그렇다면 금융시장 참가자들은 금변 금리인상 사이클에서 중기적으로 지속가능한 기준금리 수준을 얼마나 평가하고 있을까? 금융시장에서는 일시적 충격들이 해소된 안정 상태의 금리 수준으로 통상 ‘5년 후 5년간 유지될 것으로 기대되는 단기금리의 평균’을 주로 활용한다(Christensen and Rudebusch, 2019). 다만, 금리결정이론에 따르면 장기금리는 현재 시점에서 기대되는 미래의 단기 금리 평균과 미래의 금리 예상에 갖는 불확실성에 대한 보상인 기간 프리미엄(term premium)의 합으로 구성되는 만큼 온전한 단기금리 예상치를 구하기 위해서는 장기 금리로부터 기간 프리미엄을 제외한 위험조정금리를 사용해야 한다. 따라서 시장에서 평가하는 ‘중기 기준금리’ 수준을 추정하기 위해 Joslin, Singleton and Zhu(2011)의 방법론을 블룸버그(Bloomberg)의 무이표채(zero coupon) 국채금리 데이터에 적용하여 5년 후 5년 위험조정금리를 추정하였으며 그 결과는 〈그림 6〉에 제시되어 있다. 시장에서 예상하는 ‘중기 기준금리’는 2017~2018년중 1.7% 수준에서 등락하다 미중 무역분쟁의 격화 및 코로나19 감염확산 충격으로 0.8%까지 하락하였다가 최근에는 1% 초반 수준으로 반등하였다. 이러한 결과는 국채시장 참가자들은 현재의 기준금리 수준이 완화적이며 향후 통화정책 기조가 점차 긴축적으로 조정될 것으로 예상하고 있음을 시사한다.

〈그림 6〉 시장 예상 중기 기준금리 추이



주: 시장 예상 중기 기준금리는 Joslin, Singleton and Zhu (2011)의 방법론을 블룸버그(Bloomberg)의 무이표채(zero coupon) 국채금리 데이터에 적용하여 추정한 5년 후 5년 위험조정금리.

2. 준구조모형을 통한 통화정책 기초의 평가

본 절에서는 한국은행의 최근 통화정책 기초를 평가하기 위해 거시경제 데이터를 바탕으로 한 준구조모형(semi-structural model)을 통해 실질중립금리를 추정하여 실질정책금리와 비교하고자 한다. 실질중립금리에 관한 기존 문헌에서 지적된 바와 같이 중립금리는 관측되지 않는 변수들에 기초하여 추정되는 만큼 추정치의 불확실성이 큰 데다 중립금리 추정모형이나 표본기간에 따라 추정치의 수준이 매우 상이하다⁴⁾. 따라서 중립금리 추정치와 기준금리에 대한 단순 비교를 통해 일의적으로 통화정책 기초를 선불리 판단하는 데에는 신중한 접근이 요구된다. 이러한 난점에도 불구하고 중립금리 추정치를 통해 통화정책 기초를 평가하려는 이유는 한국은행 또한 통화정책 커뮤니케이션 과정에서 중립금리를 빈번하게 언급⁵⁾하고 있을 뿐만 아니라 아

4) 본고에서는 실물부문만으로 구성된 폐쇄경제를 상정하고 있으나, 소규모 개방경제의 특성을 반영하여 대외부문을 추가하거나 민간부채 확대를 감안하여 금융부문을 포함하느냐에 따라 추정치는 달라질 수 있다. 또한 모형 추정을 위해 1991년부터의 데이터를 사용함에 따라 1997년 외환위기로 인한 구조단절에 따른 편이(bias)의 가능성 또한 배제하기 어렵다.

5) 일례로 이주열 한국은행 총재는 2021년 10월 금통위 직후 기자회견담회에서 “저희들이 중립금리를 대부적으로 추정해 보면 현 기준금리 수준은 우리가 추정한 중립금리보다도 상당히 낮은 수준에 있는 그런 상황입니다”라고 밝힌 바 있다.

래와 같은 표준적인 뉴케인지언 모형(New-Keynesian model)에 기반한 준구조모형이 한국은행을 포함한 주요국 중앙은행에서 널리 활용되는 분석 틀이기 때문이다.

(1) 분석모형

Laubach and Williams (2003), Brand and Mazelis (2019) 등을 바탕으로 다음과 같은 모형을 설정한다.

$$\text{(IS곡선)} \quad \tilde{y}_t = a_1 \tilde{y}_{t-1} + (a_2 - a_1) \tilde{y}_{t-2} + a_r \sum_{i=0}^1 (r_{t-i} - r_{t-i}^*) + \epsilon_t^{IS}$$

$$\text{(필립스곡선)} \quad \pi_t = (1 - b_1) \pi_t^c + \frac{b_1}{2} (\pi_{t-1} + \pi_{t-2}) + b_y \tilde{y}_{t-1} + b_m (\pi_t^{IM} - \pi_t) + \epsilon_t^{PC}$$

$$\text{(오쿤의 관계식)} \quad \tilde{u}_t = -(\beta_1 \tilde{y}_t + \beta_2 \tilde{y}_{t-1}) + \beta_3 \tilde{u}_{t-1} + \epsilon_t^u$$

$$\text{(테일러 준칙)} \quad i_t = \rho i_{t-1} + (1 - \rho)(r_t^* + \pi_t^c + \alpha(\pi_t - \pi_t^c) + \delta \tilde{y}_t) + \epsilon_t^R$$

$$\text{(피셔 등식)} \quad i_t = r_t + E_t(\pi_{t+1})$$

$$\text{(실질중립금리식)} \quad r_t^* = g_t^* + z_t$$

잠재GDP의 자연 로그값 y_t^* 와 실제GDP의 자연 로그값 y_t 의 차이인 GDP갭은 $\tilde{y}_t \equiv 100 \times (y_t - y_t^*)$ 으로 정의되고 잠재 성장률 g_t^* 는 임의보행(random walk)한다고 가정한다. 모형의 IS곡선은 현재의 GDP갭이 과거의 GDP갭과 함께 통화정책의 실물 경제에 대한 시차를 감안하여 실질금리갭의 현재와 과거 값에 의존한다고 가정한다. 또한, 필립스 곡선에서 인플레이션은 중앙은행의 인플레이션 목표 π_t^c 및 과거 인플레이션과 더불어 수요 요인인 GDP갭과 공급 요인인 수입물가 상승률 π_t^{IM} 에 의존한다. Laubach and Williams (2003)에서 단위근(unit root)이 있는 인플레이션을 가정한 것과 달리 본고에서는 통화당국의 물가안정목표에 대한 신뢰를 감안하여 인플레이션이 목표 수준에서 안정적인(stationary) 것으로 모형화했다.

한편, 생산과 고용의 관계인 오쿤의 관계식(Okun's law)에서는 실업률 u_t 와 자연 실업률 u_t^n 의 차이인 실업률갭 $\tilde{u}_t \equiv u_t - u_t^n$ 이 현재와 과거의 GDP갭 및 과거의 실업률갭에 의존하는 것으로 가정한다. 명목 정책금리 i_t 는 실질중립금리 r_t^* , 인플레이션

목표 π_t^e 및 GDP갭과 인플레이션 상황을 감안한 테일러 준칙을 따르는 것으로 상정하며 명목금리와 실질금리 간에는 피셔 등식(Fisher equation)이 성립한다. 끝으로 실질중립금리 r_t^* 는 잠재성장률 g_t^* 에 의한 성장요인과 그 밖의 기타요인 z_t 에 의해 결정된다. 다만, Clark and Kozicki(2005), Pescatori and Turunen(2016)에서 지적된 바와 같이 r_t^* 와 g_t^* 간의 관계를 나타내는 계수를 데이터로부터 추정하는 데 어려움⁶⁾이 따르는 만큼 Holston, Laubach and Williams(2017) 및 Rachel and Summers(2019) 등과 같이 계수를 1로 가정한다.

모형의 추정을 위해 1991년 1분기부터 2022년 4분기까지의 GDP, 소비자물가 및 수입물가 상승률, 콜금리 및 실업률 데이터를 사용하였다. 특히, 최근 실적치(end point)가 바뀌면 추정치가 크게 영향을 받게 되는 점과 함께 한국은행의 성장 및 물가예상을 감안하기 위해 2021년 3분기부터 2022년 4분기까지의 데이터에 대해서는 한국은행의 2021년 8월 경제전망을 바탕으로 추정하였으며 한은의 경제전망에서 제공하지 않는 콜금리 및 수입물가 상승률은 각각 한국은행 기준금리 및 국제유가의 컨센서스 전망치를 사용하여 추정하였다. 한국은행의 1998년 물가안정목표제 도입 이전의 목표 물가상승률은 경제기획원의 『경제운용계획』에서 제시된 연간 물가억제목표를 사용하였다. 한편, 추정방법은 Pescatori and Turunen(2016)과 같이 베이지언(Bayesian) 기법을 사용하였으며 사전분포(prior distribution)는 김민수·박양수(2013), 오형석(2014) 등 국내 선행연구 결과를 감안하여 설정하였다. 추정을 위해 총 50만번의 시뮬레이션을 하되 처음 20만 번의 시뮬레이션은 초기값에서 사후 분포(posterior distribution)로 수렴하는 목적으로 사용하였다.

(2) 추정결과

모형내 계수 및 충격의 표준편차를 추정한 결과는 <표 2>에 정리되어 있다. 추정치가 대체로 선행 연구결과와 유사한 가운데 한 가지 특기할 만한 것은 인플레이션의 지속성을 나타내는 b_1 의 값이 Powell(2018), Brand and Mazelis(2019)의 미국 및 유로지역에 대한 추정치보다 커 중앙은행의 목표 인플레이션에 대한 안착(anchoring)정도가 상대적으로 약한 것으로 나타났다.

6) 김민수·박양수(2013)에서도 r_t^* 와 g_t^* 간의 관계를 나타내는 계수의 추정치가 모형에 따라 상이하다.

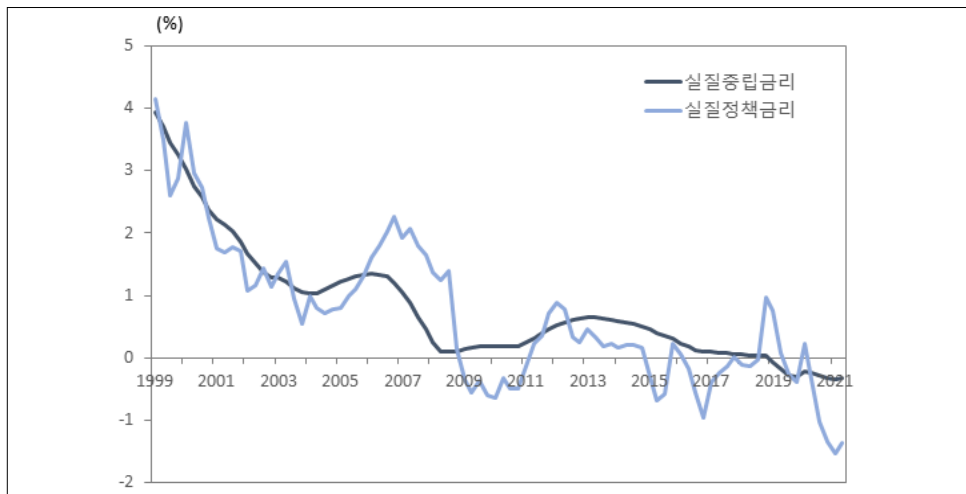
〈표 2〉 추정결과

계수	사전분포			사후분포		
	분포	평균값	S. D.	평균값	90% HPD	
a_1	Gamma	1.20	0.10	1.1822	1.0474	1.3119
a_2	Beta	0.90	0.05	0.8576	0.7941	0.9215
a_r	Gamma	0.10	0.05	0.0642	0.0266	0.1008
b_y	Beta	0.25	0.10	0.2331	0.1199	0.3426
b_1	Beta	0.50	0.10	0.3346	0.2230	0.4453
β_1	Gamma	0.40	0.10	0.2162	0.1487	0.2789
β_2	Gamma	0.40	0.10	0.1629	0.1049	0.2185
β_3	Gamma	0.40	0.10	0.2703	0.1752	0.3624
ρ	Beta	0.85	0.05	0.8110	0.7657	0.8569
α	Gamma	1.50	0.25	1.6596	1.2909	2.0286
δ	Gamma	0.50	0.25	0.4422	0.1434	0.7322
b_m	Beta	0.10	0.05	0.0830	0.0686	0.0977
σ_n	Inv Gamma	0.75	inf	0.7552	0.5890	0.9209
σ_{IS}	Inv Gamma	1.00	inf	0.7483	0.5718	0.9246
σ_{PC}	Inv Gamma	2.00	inf	1.7691	1.5784	1.9568
σ_R	Inv Gamma	1.50	inf	1.0392	0.9214	1.1520
σ_z	Inv Gamma	1.00	inf	0.4506	0.2500	0.6449
σ_{un}	Inv Gamma	0.25	inf	0.1169	0.0643	0.1706
σ_{uc}	Inv Gamma	0.25	inf	0.1350	0.0986	0.1722
σ_g	Inv Gamma	0.25	inf	0.2448	0.1257	0.3577

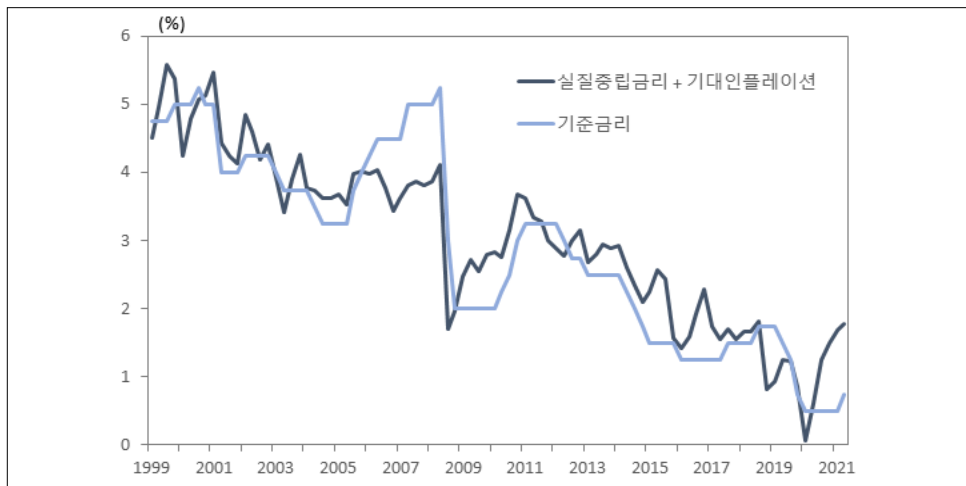
분석 결과 〈그림 7〉에서 제시된 바와 같이 2021년 8월 기준금리 인상에도 불구하고 실질정책금리는 여전히 실질중립금리를 하회하는 것으로 나타났다. 2020~2021년중 실질중립금리는 -0.3% 수준을 유지한 가운데 실질정책금리가 2020년중 코로나19 감염확산에 따른 기준금리 0.75%p 인하 및 2021년중 기대 인플레이션 확대에 -1% 중반 수준까지 하락하면서 실질금리갭의 음(-)의 정도가 확대된 것으로 나타났다. 〈그림 8〉은 실질중립금리와 모형 내 피셔 등식으로부터 추정된 기대인플레이션을 합산한 명목중립금리와 기준금리의 추이를 비교하고 있다. 2022년까지의 성장 및 물가경로를 감안할 경우 명목중립금리는 1% 중반 수준으로 추정되어 실질금리갭이 시사하는 바처럼 통화정책의 완화 정도를 축소할 여지가 있는 것으로 나타났다. 한편, 〈그림 9〉는 모형에서 추정된 GDP갭으로 코로나19 감염확산에 따른 충격으로부터 빠르게 회복하여 2021년 4분기에는 GDP갭이 0에 근접한 수준이 될 것으로 추정된다.⁷⁾ 종합적으로 한은이 판단하는 성장 및 물가경로를 감안할 때 GDP갭이 점차 양(+)으로

전환되고 금년중 물가상승률도 한은의 목표수준을 상회할 것으로 예상되는 데다 현재의 기준금리 수준이 표준적인 모형을 통해 평가해 본 기초적인 수준에 비해 완화적인 만큼 금통위가 통화정책의 완화 정도를 축소할 타당성이 존재하는 것으로 평가할 수 있다.

〈그림 7〉 실질중립금리 및 실질정책금리 추이

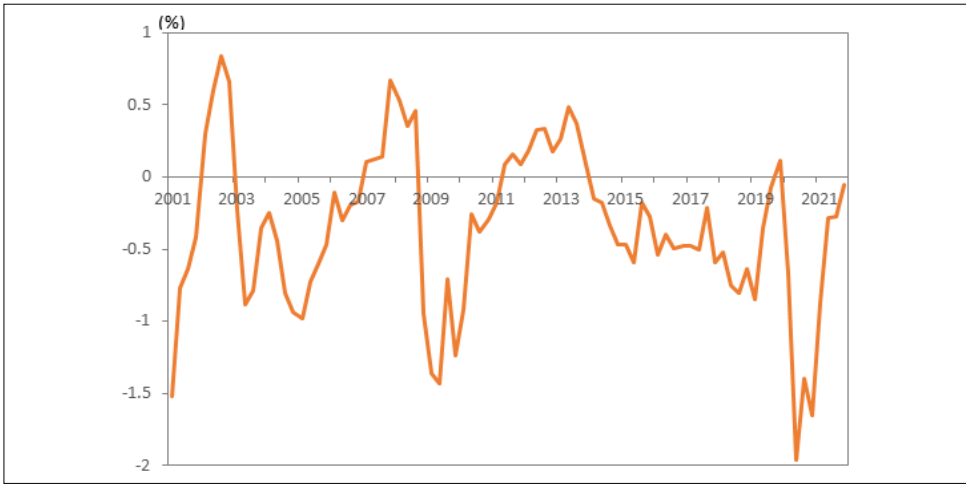


〈그림 8〉 명목중립금리 추이



- 7) 코로나19 감염확산에 따른 GDP갭의 급등락은 감염확산에 따른 사회적 거리두기 시행으로 잠재 GDP가 크게 하락한 것을 모형에서 충분히 포착하지 못한 데 일부 기인하는 것으로 추정된다.

〈그림 9〉 GDP갭 추이



IV. 쟁 점

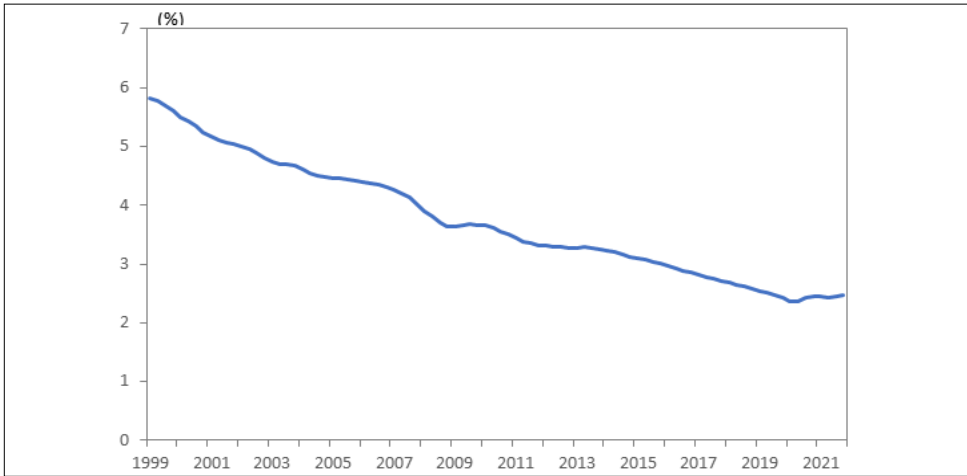
1. 잠재성장률 지속 하락에 의한 GDP갭 변동의 의미

주지하듯 GDP갭은 ‘실제GDP-잠재GDP’로 정의된다. 제Ⅲ장의 준구조 모형에서 GDP갭이 2022년 양(+)의 방향으로 변동하는 것으로 추정된 데에는 잠재GDP경로의 하락이 중요한 역할을 하고 있다. 아래의 〈그림 10〉에서 나타나듯 준구조 모형으로 추정된 우리나라의 잠재성장률은 지속적으로 하락하였으며 이러한 잠재성장률 하락이 2022년중 GDP갭이 양(+)의 방향으로 변동한 주된 이유이다. 이에 두 가지 쟁점이 제기된다. 먼저 방법론상의 쟁점으로서, 준구조 모형의 추정결과를 어느 정도 신뢰할 수 있는가라는 의문이다. 다른 하나는 잠재성장률 지속 하락으로 GDP갭이 변동한다고 할 때, 통화정책 관점에서 그 의미는 무엇인가 하는 점이다.

(1) 잠재성장률의 추세적 하락 현상

먼저 잠재성장률 하락이라는 추정결과에 대한 신뢰성의 문제이다. 준구조 모형에서 잠재성장률은 2020-2021년중 2.3% 수준으로 하락한 것으로 추정되었는데, 모형 설정 등 실증분석 방법론의 오류 가능성이다. 우선, 그 가능성은 적어 보인다. 최소한 지난 30년 우리나라 GDP성장률의 시계열 자료는 ‘일정한 하락 추세’를 보여 왔기

〈그림 10〉 잠재성장률 추이



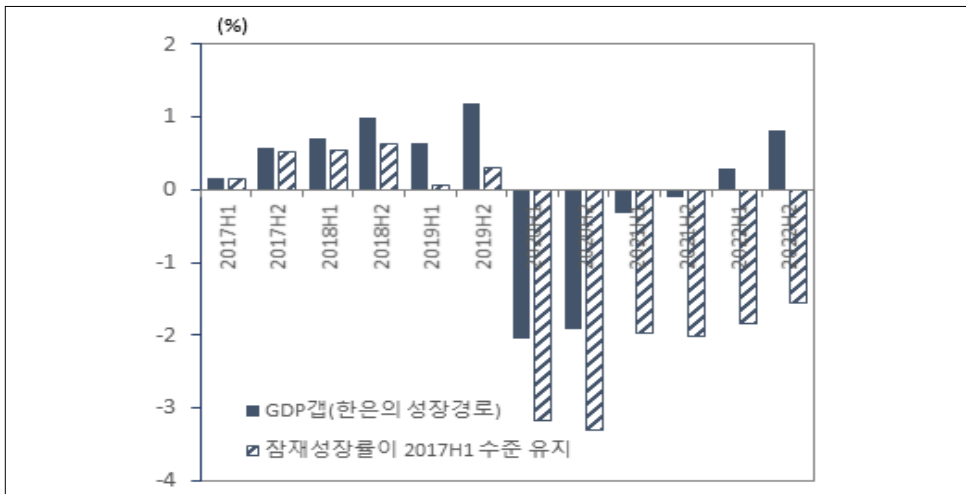
때문이다. 김세직(2016)이 ‘매 5년 평균 성장률 1% 하락법칙’으로 명명한 장기성장률 하락 패턴현상이다. 어떤 방법론을 사용하든 잠재성장률의 추정은 결국 통계적인 추세를 추정하는 문제이다. 확률변수로서 GDP 시계열의 강한 추세특성으로 인해 우리나라의 추정 잠재성장률은 실증모형의 특성이 아니라, GDP 시계열 자체의 특성에 주도되는 현상을 보인다. 성장률이 일정하게 하락하므로, 최근 실적치가 반영될수록 추정모형과 관계없이 추정된 잠재성장률도 지속적으로 하락하는 현상, 즉 ‘잠재성장률의 추세적 하락’이 반복되어 관찰된다.

간단히 이를 확인할 수 있는 방법으로서 GDP시계열 자료의 통계적 특성에 의해서만 잠재성장률을 추정하는 Hodrick-Prescott 필터링 (이하 HP 필터링) 추세성장률을 추정하여 〈그림 11〉에 그 결과를 도시하였다. 〈그림 11〉은 두 개의 GDP갭을 비교하고 있다. 2022년까지 한은의 성장경로를 따를 것으로 예상한 경우 추정된 GDP갭과 2017년 상반기의 잠재성장률(2.6%)이 지속될 경우의 GDP갭이다. 후자의 기준으로 추정하면 GDP갭은 2020년 이후 음(-)의 상태가 지속된다. 반면 한국은행 전망대로 2022년 성장률이 실현되면 2021년중 잠재성장률이 2.1%가 되고 이 경로를 가정할 때 GDP갭은 양(+)으로 전환되어 준구조 모형의 추정결과와 정성적으로 동일한 결과를 보여준다.

여기서 언급해 둘 점은 2% 초반 수준으로 잠재성장률이 하락한 현상은 코로나19 사태로 2020년의 성장률이 급락하면서 발생한 현상이 아니라는 것이다. 우리나라 GDP성장률은 코로나19사태 이전인 2019년 2.2%로 하락하였는데, 2019년 11월 한

국은행의 2020년과 2021년 경제성장률 전망치는 각각 2.3%, 2.4%이었다.⁸⁾ 당시 다소 낙관적 전망치로 평가되었지만, 이 경로가 실현되었다고 하여도 우리나라의 잠재성장률은 2021년 기준 2.4%로 하락한 것이 된다. 코로나19 사태로 2020년의 실제 성장률은 -0.9%로 하락하였지만, 한국은행은 2021년과 2022년 성장률을 4.0%, 3.0%의 회복세로 전망하였다. 이 전망치를 기준으로 하면 코로나19의 잠재성장률에 대한 영향은 2021년 기준 0.2%p 내외가 된다. 하락폭은 작아지지만 잠재성장률의 추세적 하락 현상은 코로나19 사태와는 별개로 온존한다.

〈그림 11〉 잠재성장률 차이에 의한 GDP갭 비교



주 : 한국은행의 2021년 8월 경제전망을 바탕으로 HP 필터를 통해 추정.

(2) GDP갭의 해석

잠재성장률의 추세적 하락이 최근 GDP갭 변동의 주요 요인이라는 점은 보다 중요한 쟁점을 낳는다. GDP갭의 변동을 통화정책 관점에서 어떻게 해석해야 할 것이라는 문제이다. 통화정책 논의에서 GDP갭이 한 축을 차지하는 배경에는 두 가지 암묵적 전제가 있다. 첫째 전제는 단기적인 경기순환에서 관찰되는 GDP갭 변동은 대부분 잠재GDP가 아니라 순환변동이 원인이며, 이 순환변동 요인은 필립스 곡선 관계에 의하여 물가상승압력을 가져온다는 명제이다. 두 번째 전제는 통화정책은 잠재성

8) 한국은행 경제전망보고서 (2019년 11월).

장률을 결정하는 장기성장요인에 대해서는 영향력이 없지만, 순환변동 요인에 의한 경기변동에 대해서는 안정화 효과가 있다는 것이다.

그런데 잠재성장률의 추세적 하락이 추정된 GDP갭 변동의 주요 원인이라고 할 때, 그 경우에도 GDP갭과 물가상승률의 관계가 전통적인 필립스 곡선이 예측하는 양(+)의 관계인지는 실증적으로 연구된 바가 없다. 최근 10년 우리나라의 경험은 이 문제가 간단치 않음을 시사한다. 위의 〈그림 11〉을 보면, 2018년-19년의 경우 GDP갭은 양(+)이었다. 그러나 당시 우리나라 소비자물가상승률은 1% 미만으로 하락하면서 역사상 최저 수준으로 하락하였다. 잠재성장률의 지속적인 하락을 야기하는 경제의 근저 환경요인이 경제주체의 기대인플레이션에 미치는 영향에 대해서도 알려진 바가 없다.

보다 근본적으로는 학계에서 GDP갭에 대한 두 번째 전제가 흔들리고 있다는 점이다. 세계금융위기 이후 미국 등 선진국에서도 장기 침체로 잠재성장률의 하락 현상이 나타나자 뉴 케인지언 연구자들은 경기변동 요인이 이력효과(hysteresis effect)⁹⁾, 이탈효과(plucking effect)¹⁰⁾ 등으로 장기 성장경로에 영향을 미칠 가능성에 대해 이론화를 시도하고 있다. 이러한 관점에서는 GDP갭의 정의 자체가 불분명해지거니와, 통화정책의 장단기효과에 대한 기존 이해가 달라진다. 그 결과 Blanchard, Cerutti and Summers(2015)가 지적하듯이 GDP갭이 지시하는 정책방향이 모호해진다.

결국 잠재성장률이 추세적으로 하락하고 있는 우리나라의 경우, 경기상황에 대한 GDP갭 관점의 해석과 그에 따른 통화정책 대응방향의 도출은 오류 위험이 크다. 물가목표제로 운영되는 통화정책 운영체계에서 정책방향 논의는 GDP갭보다는 물가동향 자체에 초점을 두는 것이 바람직해 보인다.

2. 명목중립금리의 제로하한(下限) 근접과 추세인플레이션 관점의 정책운용 필요성

우리나라 잠재성장률의 지속 하락현상은 통화정책의 중요한 또 다른 쟁점으로 연결된다. 명목중립금리의 제로(0) 하한 근접과 그로부터 제기되는 추세인플레이션 제고의 필요성이다.

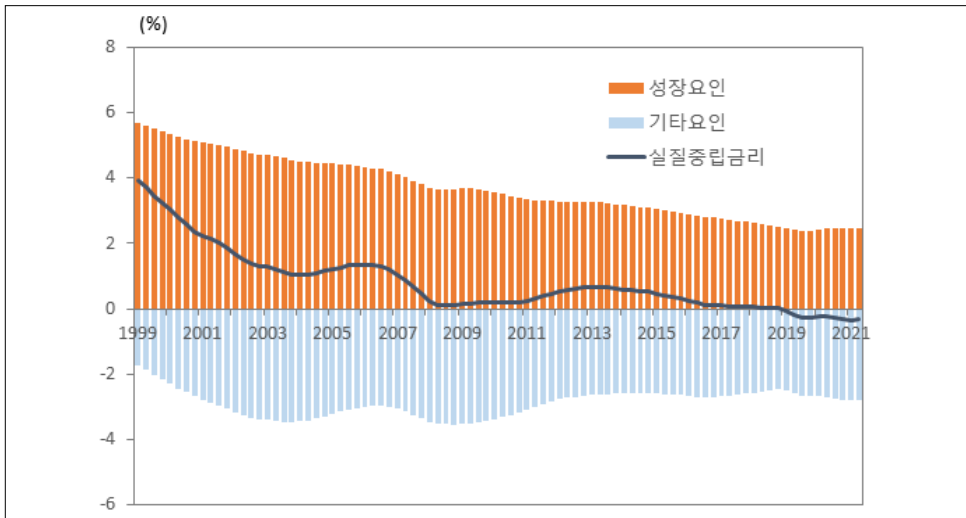
9) Blanchard(2018), Blanchard, Cerutti and Summers(2015).

10) Dupraz, Nakamura and Steinsson(2021).

(1) 명목중립금리의 제로화한 근접

준구조 모형에서 실질중립금리는 잠재성장률(g^*)과 알 수 없는 기타 요인(z)으로 구성된다. 〈그림 12〉는 준구조 모형에서 추정된 실질중립금리를 성장요인과 기타요인으로 분해한 것이다. 이를 보면 우리나라 실질중립금리는 2021년 현재 소폭의 음(-)의 수준이다. 지난 10여년의 시계로 살펴보면 세계금융위기 후 0% 수준으로 크게 하락하였고, 2013~2015년중 0% 중반 수준으로 일시 상승한 뒤 최근 다시 하락한 것으로 추정된다. 두 요인의 추이를 보면 2010년 전후의 하락은 기타 요인이 큰 음(-)의 값을 취하면서 주도하였다. 최근에는 기타 요인은 절대값이 작아지며 실질중립금리 하락에 대한 기여도가 축소되었다가 2019년 이후 다시 확대되는 모습이다.

〈그림 12〉 실질중립금리의 요인 분해



기타요인의 향배를 이론적으로 예측하기는 어렵다. 표준적인 경제 모형에서 소비의 최적화 문제로부터 균형상태에서 $r^* = \gamma g^* - \ln \beta$ (γ 는 상대적 위험회피도, β 는 할인인자)가 성립하므로 기타요인은 경제이론에서 음(-)의 할인인자에 해당한다. 1997년 외환위기 및 2008년 글로벌 금융위기를 거치면서 고용불안, 노후부담 확대, 거시경제의 불확실성 증대 등으로 가계의 현재와 미래간 시간선호(time preference)가 달라졌다(배병호·손민규·정원석, 2014). 이에 따라 할인인자가 확대(기타요인이 하락)되면서 경제주체가 소비를 미래로 이연시키고 저축을 늘림에 따라 균형금리

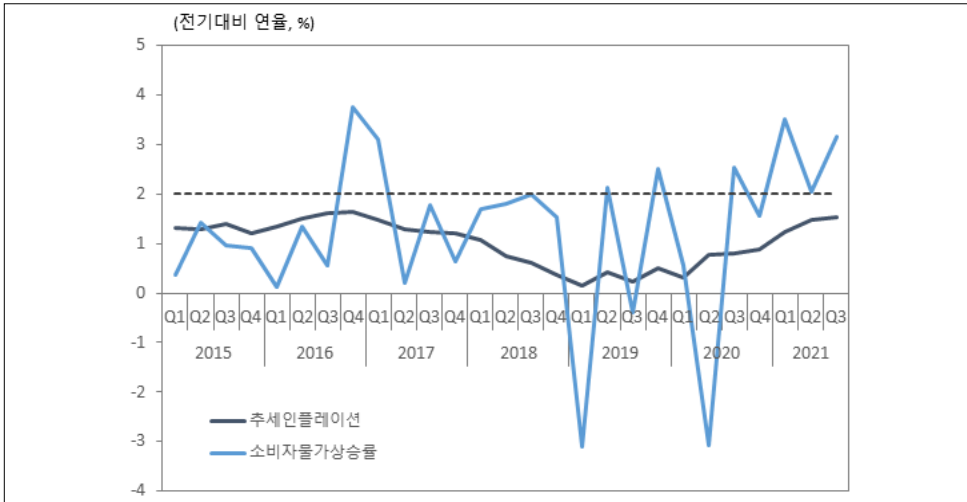
가 하락했다. 모형의 추정결과 기타요인이 지난 20년간 음(-)의 값을 취하였다는 점, 그리고 기타요인의 하락세가 우리나라에 국한된 것이 아니라 세계 선진경제 전체의 구조적 요인에 의한, 공통된 일종의 정형화된 사실(Holston, Laubach and Williams, 2017)이라는 점을 고려하면 앞으로 실질중립금리를 의미 있게 상승시킬 요인으로 기대되지는 않는다. 이를 전제로 하면, 잠재성장률의 지속적 하락추세로 인하여 실질중립금리는 향후에도 0% 내외에 머무를 것으로 판단된다.

실질중립금리가 하락한 지난 10년 동안 우리나라의 물가상승률도 추세적으로 하락하였다.¹¹⁾ 그 결과 III장에서 제시한 바와 같이 명목중립금리도 꾸준히 하락하여 최근 1% 중반 수준인 것으로 분석되었으며 모형에서 추정된 기대인플레이션을 대신하여 추세인플레이션을 사용하여도 유사한 결과를 얻게 된다. 미국 등 선진국에서 2000년대 초반부터 통화정책 논의의 최대 쟁점으로 주목받고 있는 ‘명목중립금리의 체로 하한 근접현상’¹²⁾이 우리나라에도 등장한 것이다. 한국은행은 2021년과 2022년 소비자물가상승률을 각각 2.1%, 1.5%로 전망하였다. 향후 물가전망이 상향 조정될 수 있겠으나, 이 전망치를 바탕으로 Stock and Watson(2007)을 통해 추정한 추세 인플레이션(〈그림 13〉 참조)은 1% 중반 수준에서 머물 것으로 분석된다. 실질중립금리가 상승할 가능성이 없고, 추세인플레이션도 변동이 없으므로 명목중립금리의 체로 하한 근접은 향후에도 지속될 것으로 예상되는 셈이다.

11) 선행연구 결과들에 따르면 인구 고령화, 글로벌 저물가, 유통구조 혁신(Amazon effect) 등과 같은 통화정책으로 통제할 수 없는 외생 요인들이 일정 부분 국내 물가하락에 영향을 미친 것으로 나타났다(한국은행, 2015; 김병국·노경주, 2019). 그런데 이들 요인의 존재가 과연 통화정책 운용전략에 어떤 영향을 미치는 것인지는 의문이다. 이들 요인이 통화정책과 물가의 관계를 무력화한다는 주장을 하지 않는 한, 조동철(2020)이 지적한 바와 같이 결국 통화당국은 인플레이션에 대한 충격요인이 무엇이든 인플레이션이 목표수준으로 수렴하도록 금리수준을 조정하여야 할 것이기 때문이다. 아마도 외생적인 물가상승률 하락요인의 존재를 고려할 때 통화정책 운용전략에 무언가 변화가 있어야 한다는 논설은 통화정책이 물가목표를 달성하기 위해 감수해야 하는 위험(금융안정 등)이 증대하였다는 주장을 하기 위함으로 보인다. 이렇게 보면 결국 통화정책 운용에서 금융안정의 고려 문제로 귀착되는 셈이다.

12) Bernanke, Reinhart and Sack(2004).

〈그림 13〉 추세인플레이션



(2) 추세 인플레이션 제고 필요성

미국 등 선진국 중앙은행이 명목중립금리의 제로 하한 근접을 우려하는 이유는 금리정책의 여력이 사라지기 때문이다. 명목중립금리가 0% 부근이라고 하면 기준금리의 인하 필요성이 있어도 마이너스 금리 정책을 택하지 않는 한, 인하 여력이 없는 것이기 때문이다. 실질중립금리는 경제의 장기균형상태에서의 실질변수이므로 정책당국의 입장에서는 주어진 외생변수에 해당한다. 정책적으로 명목중립금리를 충분히 제로 하한에서 멀어지게 하는 유일한 방법은 기대인플레이션, 즉 추세인플레이션을 충분히 높이는 것이다. 이러한 맥락에서 Ball (2014), Blanchard, Dell’Ariccia, and Mauro (2010) 는 물가상승률 목표를 2%에서 4%로 인상할 것을 제안한 바 있고, Summers (2018) 는 ‘명목GDP 목표’제도로 통화정책 운영체계를 대체할 것을 제안하였다.

학계의 제안이 아직 실제 정책으로 실현되지는 않았지만, 추세인플레이션 제고가 현재 통화정책 당국이 추구해야 할 핵심과제라는 인식은 주요 중앙은행이 공유하고 있는 것으로 보인다. 그 증거가 제Ⅱ장에서 살펴 본 주요국 통화정책 당국의 정책기조이다. Fed (2020)¹³⁾ 와 ECB (2021)¹⁴⁾ 는 2% 물가상승률 목표를 추구하는 데 있어

13) 연준이 2020년 8월 공표한 새로운 장기목표 및 통화정책전략(Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy)에 따르면 장기 인플레이션 목표는 2%로 유지하면서 이를 달성

서 목표 달성 여부를 ‘중기 평균 물가상승률’을 기준으로 하겠다고 공표하였다. 세계 금융위기 이후 선진국에서는 공통적으로 물가상승률이 장기간 목표수준인 2%를 하회하는 현상이 지속되어 왔다. 이로 인해 기대인플레이션이 하락하였을 가능성과 명목중립금리의 제로하한 고착에 대한 우려가 점증하였다. 이러한 점을 감안하여 향후 물가상승률이 2%를 상회할 경우에도 그 목표 상회기간이 충분히 지속되도록 하겠다는 의지를 천명하여 경제주체의 기대인플레이션을 제고하겠다는 것이 정책의 취지였다. 2021년 미국 등에서 물가상승률이 크게 높아졌음에도 이들 국가의 통화정책 당국이 “물가상승률을 당분간 2%보다 높은 수준에서 유지해서 중기평균이 2%에 달하고 장기 기대인플레이션이 2% 안착될 때까지”¹⁵⁾ 금리인상이 없다고 명시하고 있는 이유는 이 정책프레임에 근거한 것이다.

이러한 주요국 학계 연구결과와 중앙은행의 정책동향에 비추어 볼 때, 우리나라의 경우 명목중립금리의 제로 하한 근접과 그로 인해 제기되는 추세인플레이션 제고 문제가 제대로 주목되고 있는지 우려된다. 2021년 8월의 기준금리 인상에 있어서도 통화정책 결정문에는 관련된 언급이 보이지 않는다. <그림 13>에서 나타나듯 우리나라의 물가상승률은 장기간 한은의 목표수준을 하회하였다. 또한 한국은행의 2022년 소비자물가상승률 1.5% 전망이 금통위의 판단과 같다고 할 때, 물가상승률이 목표치 2%를 상회하고 있는 2021년 하반기의 물가동향은 일시적 현상이라는 것이 금통위의 상황인식이라 하겠다. 그렇다면 물가상승률이 지속적인 목표치 하회 문제가 주요국에 비해 우리나라에서 경시되어도 좋을 이유는 없어 보인다. 분석적으로는 명목중립금리 제로 하한 근접으로 금리정책이 제약되는 문제점이 우리나라의 경우 어떠한지에 대한 논의, 정책적으로는 ‘사전 정책예고’, ‘2% 물가상승률 목표의 중기평균 추구’ 등 이미 주요국 정책당국이 시행하고 있는 수단들의 도입 필요성에 대한 논의 등이 활발해질 필요가 있다.

하는 전략은 기존의 대칭적 물가목표제(symmetric inflation targeting)에서 일정기간에 걸쳐 목표수준을 달성하는 평균물가목표제(flexible average inflation targeting)로 변경하였다. 즉, 인플레이션이 지속적으로 2% 목표를 하회하였을 경우 이후 상당기간동안 인플레이션이 완만하게(moderately) 2% 이상 달성되도록 정책을 수행하는 전략이라고 밝힌 바 있다.

14) ECB는 기존 통화정책전략(Monetary Policy Strategy)에 대한 재검토를 통해 2021년 7월 수정 전략을 공표하였다. 이에 따르면 물가안정목표를 중기기준 2% 근접 하회(below, but close to, 2%)에서 중기기준 2%로 변경하고 정책대응의 상하 허용범위를 대칭적으로 설정(symmetric 2% over the medium term)하였다.

15) 제Ⅱ장의 <표 1>에서 연준의 통화정책 결정문 참조.

3. 가계부채 증가구조의 이해와 적정 대응방안

2021년 하반기 통화정책 기초의 변경은 금융안정, 정확하게는 가계부채 증가와 주택가격의 급등에 주로 기인한다는 것이 시장의 일반적인 평가이다. 자산가격 상승에 대해 통화정책으로 대응(leaning against the wind)하는 것이 적절한지에 대해서는 많은 논란이 있다(Greenspan, 1996; Bernanke and Gertler, 2001; Kohn, 2006; Dudley, 2010; Evanoff, Kaufman, Malliaris, 2012; Yellen, 2014; Svensson, 2018; Benati, 2021). 국내에서도 2011년 한국은행법 개정으로 물가안정 외에 금융안정이 통화정책의 보조적 목표로 추가되었으나, 이러한 통화정책의 목표 확대가 한은의 실제 통화정책 운영에 미친 영향에 대한 평가는 아직까지 진지하게 이루어지지 못하고 있다. 자산가격에 대한 대응 여부를 포함하여 금융안정을 고려한 최적 통화정책은 이미 논란의 대상으로 쟁점화 되어 있는 사안일 뿐만 아니라 최근 한은의 통화정책의 스탠스를 평가하고 관련 쟁점을 지적하고자 하는 본고의 연구 범위를 크게 넘어서는 만큼 여기서 이 주제에 대한 직접적인 언급은 피하고자 한다. 다만, 지적하고 싶은 점은 현재 주택가격 안정수단으로서 금리의 비용과 편익이다. 최근 한국은행(2021)에 따르면 기준금리 25bp 인상이 GDP 성장률을 0.1%p 하락시키는 한편 주택가격 상승률은 0.25%p 둔화시키는 것으로 나타났다.¹⁶⁾ 통화정책 대응에 따른 GDP 성장률 둔화 대비 주택가격 하락 비율이 2.5인 것으로 나타나 Benati(2021)가 추정한 미국, 영국, 캐나다 등의 3.1~5.4에 비해 상대적으로 주택가격 안정을 위한 실물경제 위축이라는 희생비율이 큰 것으로 나타났다. 코로나19 감염확산 직전인 2019년 말 대비 2021년 9월 전국주택매매가격지수(KB)가 21.3% 상승한 가운데 한국은행이 코로나19 위기를 감안하여 이러한 주택가격 인상을 대부분 버블로 판단하고 통화정책을 통해 전체 주택가격 상승률의 1/3 수준인 7%p를 낮추려고 한다고 가정해보자. 주택가격과 실물경제간 희생비율을 단순 대입해보면 한국은행이 2.8%p의 GDP 성장률 하락을 수용해야 함을 의미하는데 이러한 수치는 코로나19에 따른 2020년 중 우리 경제의 GDP 추정 손실 3.2%p¹⁷⁾에 근접한 수준이다.

16) 통화정책이 주택가격에 미치는 영향을 추정하는 데에는 기대 경로나 비대칭성 등에 따른 불확실성이 존재한다. Benati(2021)은 중앙은행의 주택가격 상승에 대한 대응이 경제주체의 향후 주택가격에 대한 기대에 영향을 미쳐 VAR을 통한 추정치 보다 실제 안정효과가 더 클 수 있다는 점을 지적하고 있다. 한편, 이근영(2020)은 국내 주택가격이 금리인하에 비해 금리인상에는 크게 반응하지 않는다는 결과를 제시하고 있다.

17) 2020년 실제 GDP 성장률 -0.9%에 코로나19 위기 직전 한은의 2020년 GDP 성장률 전망치

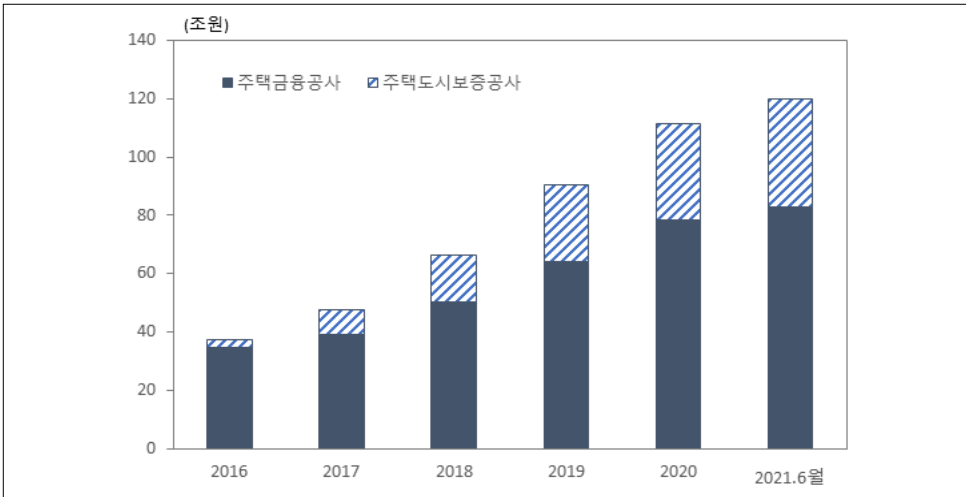
한편, 가계부채 증가문제의 경우 과연 가계부채 증가의 정책적 동인이 무엇인지에 대한 정확한 진단이 시급해 보인다. 한국은행이 집계하여 발표하는 ‘가계신용’ 통계는 우리나라 가계부채를 주택담보대출과 기타대출의 두 가지로 분류한다. 후자는 주로 신용대출이다. 주택담보대출은 주택이 담보인 진정한 주택담보대출만이 아니라 ‘전세자금대출’을 포함하고 있다. ‘전세자금대출’은 주택담보대출에 포함되어 있지만 은행이 부담하는 신용위험은 주택과는 아무런 관련이 없다. 주택금융공사, 주택도시보증공사, 서울보증보험 등 3개 기관이 전세자금목적 대출에 대해 보증을 제공하고, 은행은 이들 기관의 보증서를 근거로 대출을 실행한다. 정확하게는 ‘보증서 대출’이다. 은행의 입장에서 공적 보증이 있으므로 사실상 신용위험은 0이다. 신용위험이 없으므로 주택담보대출이나 신용대출 대비 금리가 가장 낮은 저금리 대출이다. 대출수요자인 가계의 입장에서는 가장 선호되는 자금조달 경로가 된다. 대출공급자인 은행의 입장에서 신용위험이 낮아 자본금 부담이 작으므로 우선적인 자금운용 경로가 된다. 총부채 원리금 상환비율(Debt Service Ratio) 등 건전성규제의 대상도 아니므로 은행과 가계 모두 규제비용도 작다. 그러므로 전세자금대출의 증가는 가계부채 중 금리에 대한 민감도는 가장 낮을 가능성이 높다. 이러한 전세보증 증가의 동인은 최종 신용위험을 부담하는 보증기관의 보증공급 태도에 있다고 보아야 할 것이다. 이들 보증기관이 보다 공격적인 태도로 보증공급을 늘리면 그에 따라 부채규모는 비례하여 증가하는 구조가 나타난다.

전세자금대출이 금리보다는 보증기관의 보증공급 확대에 따라 증가하였을 것이라는 가설의 실증검증은 현재로서는 쉽지 않다. 위에 언급하였듯이 전세자금대출 통계가 정리되어 발표되고 있지 않기 때문이다. 그럼에도 대략적인 추정을 위해 주택금융공사와 주택도시보증공사의 전세자금대출 보증액을 살펴보면 2017년 47.5조원에서 2021년 6월 119.9조원으로 증가한 것으로 나타났다(〈그림 14〉 참조) 이러한 규모는 같은 기간중 가계신용 통계 기준 주택담보대출 증가액의 40.6%의 규모이다. 가계신용에 ‘전세자금대출’이 별도 항목으로 분류되어 있지 않은 것은 2015년 이전에는 전체 가계부채에서 차지하는 비중이 미미했기 때문인 것으로 짐작된다. 현재 전세자금대출 보증의 한 축인 주택도시보증공사가 본격적인 영업을 시작한 것이 2016년이었던다는 점과도 연관된다. 이후 공공기관 보증이 활성화되면서 전세자금대출이 급증하고, 이것이 가계부채의 새로운 증가요인으로 작용한 것이 지난 5년 가계부채 동학의 새로운

2.3%를 차감한 수치이다.

구조로 추측된다.

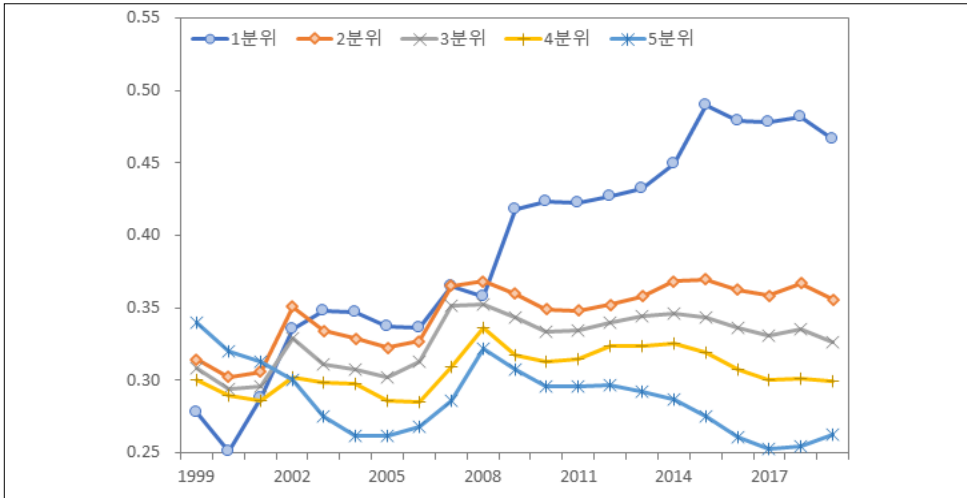
〈그림 14〉 주택금융공사 및 주택도시보증공사의 전세대출 보증잔액



자료: 주택금융공사, 주택도시보증공사.

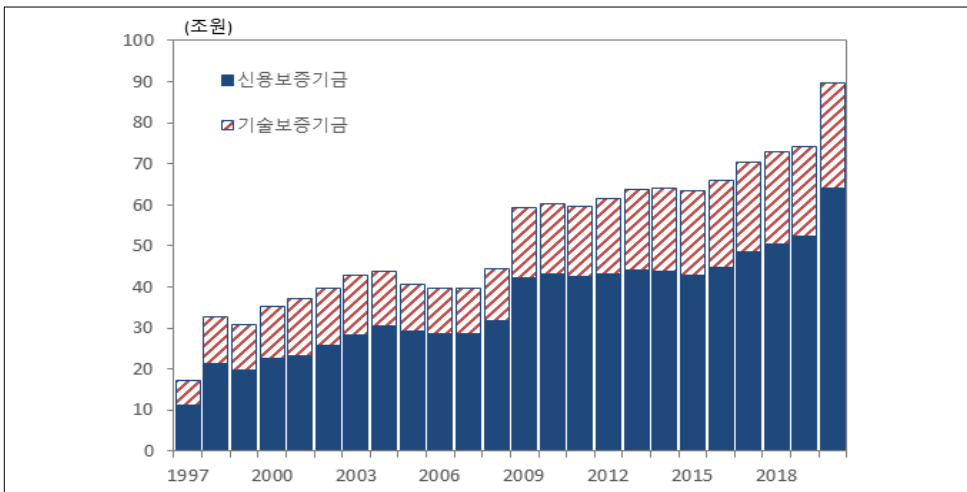
공공기관 보증이 부채증가의 동인으로 작용하는 구조는 비단 가계부채에 국한되지 않는다. 70~80년대 개발국가의 전통을 갖고 있는 우리나라는 공공보증기구를 정책 목적에 활용하는 정책체계를 갖고 있다. 시대변화를 반영하여 경제개발에서 중소기업 지원, 서민생활 지원 등으로 정책목표가 전환되었지만, 이 정책체계는 변형되면서 온존되고 있다. 공공기관 보증이 가계대출에 본격 제공되며 대출증가를 이끈 현상은 최근의 일이지만, 공적 보증을 바탕으로 기업의 부채가 증가하는 동학구조는 오랜 역사가 있다. 〈그림 15〉는 외감법인의 차입금의존도 추이를 보여준다. 자산규모 기준 5분위를 나누었는데, 세계금융위기 직후인 2009년 이후 가장 소규모인 1분위 기업의 차입금 의존도가 급상승하였음을 볼 수 있다. 그런데 이들 소기업이 파산위험이 높아지는 시점에 부채를 늘릴 수 있었던 배경은 공적 보증이었던 것으로 추측된다. 〈그림 16〉는 기업에 보증을 제공하는 대표적인 공공보증기금인 신용보증기금과 기술보증기금의 보증잔액 추이를 나타낸다. 기업에 대한 공적 보증의 확대가 소기업의 차입금의 존도 추이와 궤를 같이 한다는 것이 쉽게 확인된다.

〈그림 15〉 외감법인의 차입금 의존도 추이



자료: Data Guide.

〈그림 16〉 신용보증기금 및 기술보증기금 보증잔액



자료: 금융위원회.

〈그림 16〉이 보여주는 공적 보증과 기업부채의 20여년 역사는 최근 전세자금 대출을 중심으로 증가한 가계부채 문제에 의미 있는 시사점을 제공한다. 어떤 계기로 증가한 공적 보증과 부채는 증가한 수준에서 유지되는 경향이 있다는 점이다. 기업대출에 대한 공적 보증은 과거 1997년 외환위기, 2008년 세계금융위기를 계기로 크게 증가하였다. 1998년에는 무려 98% 증가하였고, 2008년과 2009년에는 각각 11%와

34% 증가하였다. 경제위기라는 특수사건에 대응한 이례적인 급증이었지만, 보증잔액과 기업의 차입금의존도는 위기 후에도 변하지 않는 모습이다. 이 현상은 공적 보증과 그에 기반한 부채는 기업의 재무상황, 금리 등 시장변수가 아니라 공공부문의 지배구조와 유인체계에 의해 결정되고 있을 가능성을 시사한다. 이 추론이 타당하다면, 가계부채 증가의 안정화 수단으로서 금리의 유용성에 대해서는 조심스러운 시각이 필요하다. 먼저 공적 보증의 지속 증가를 가져온 정책체계, 결과적으로는 전세자금대출이 은행과 가계의 선호 자산운용수단 및 자금조달수단이 되도록 유도한 건전성규제체계의 왜곡 등을 시정하는 것이 순서라고 생각된다.

■ 참 고 문 헌

1. 김병국·노현주, “글로벌 요인의 인플레이션에 대한 영향 - 추세 인플레이션 분석을 중심으로,” 『조사통계월보』, 2019년 9월호, 한국은행, 2019, pp. 16-36.
2. 김세직, “한국경제: 성장 위기와 구조 개혁,” 『경제논집』, 제55권 제1호, 2016, pp. 3-27.
3. 김민수·박양수, “소규모 개방경제의 특성을 고려한 중립적 실질금리 추정 및 변동요인 분석,” 『경제분석』, 제19권 제4호, 2013, pp. 47-86.
4. 배병호·손민규·정원석, “최근 소비부진과 가계의 시간선택 변화,” BOK 경제리뷰 2014-1호, 2014.
5. 오형석, “칼만필터를 이용한 우리나라의 중립금리 추정,” 『금융연구』, 제28권 제1호, 2014, pp. 1-26.
6. 이근영, “정책금리가 주택가격에 미치는 영향,” 『국제경제연구』, 제26권 제2호, 2020, pp. 35-61.
7. 조동철, “통화정책 목적으로서의 물가안정과 금융안정,” 『한국경제포럼』, 제13권 제2호, 2020, pp. 1-18.
8. 한국은행, 『인플레이션보고서』, 2015년 7월.
9. ———, 『통화신용정책보고서』, 2021년 9월.
10. Ball, L., “The Case for a Long-Run Inflation Target of Four Percent,” IMF working paper WP/14/92, 2014.
11. Benati, L., “Leaning Against House Prices: A Structural VAR Investigation,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 118, 2021, pp. 399-412.
12. Bernanke, B., and M. Gertler, “Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?” *American Economic Review*, Vol. 91, No. 2, 2001, pp. 253-257.
13. Bernanke, B. S., V. R. Reinhart, and B. P. Sack, “Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 2, 2004, pp. 1-100.
14. Blanchard, O., “Should We Reject the Natural Rate Hypothesis?” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 32, No. 1, 2018.
15. Blanchard, O., E. Cerutti, and L. Summers, “Inflation and Activity - Two Explorations and

- their Monetary Policy Implications,” NBER Working Papers 21726, 2015.
16. Blanchard, O., G. Dell’Ariccia, and P. Mauro, “Rethinking Macroeconomic Policy,” IMF Staff Position Note SPN/10/03, 2010.
 17. Brand, C., and F. Mazelis, “Taylor-rule Consistent Estimates of the Natural Rate of Interest,” ECB working paper No. 2257, 2019.
 18. Christensen, J. H. E., and G. D. Rudebusch, “A New Normal for Interest Rates? Evidence from Inflation-Indexed Debt,” *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 101, No. 5, 2019, pp. 933-949.
 19. Clark, T. E., and S. Kozicki, “Estimating Equilibrium Real Interest Rates in Real Time,” *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 16, No. 3, 2005, pp. 395-413.
 20. Dudley, W., “Asset Bubbles and the Implications for Central Bank Policy,” Remarks at The Economic Club of New York, New York City, April 7, 2010.
 21. Dupraz, S., E. Nakamura, and J. Steinsson, “A Plucking Model of Business Cycles,” manuscript, UC Berkeley, 2021.
 22. Evanoff, D., G. Kaufman, and A. G. Malliaris, “New Perspectives on Asset Price Bubbles: Theory, Evidence and Policy,” New York: Oxford University Press, 2012.
 23. European Central Bank, “The ECB’s Monetary Policy Strategy Statement,” July 8, 2021, available at <https://www.ecb.europa.eu>.
 24. Federal Reserve Board, “2020 Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy,” August 27, 2020, available at <https://www.federalreserve.gov>.
 25. Greenspan, A., “The Challenge of Central Banking in a Democratic Society,” Remarks delivered at the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of the American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, DC, December, 1996.
 26. Holston, K., T. Laubach, and J. Williams, “Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants,” *Journal of International Economics*, Vol. 108, 2017, pp. S59-S75.
 27. Joslin, S., K. J. Singleton, and H. Zhu, “A New Perspective on Gaussian Dynamic Term Structure Models,” *Review of Financial Studies* 2011, Vol. 24, Issue 3, 2011, pp. 926-970.
 28. Kohn, D. L., “Monetary Policy and Asset Prices, Speech Given at Monetary Policy: A Journey from Theory to Practice,” in European Central Bank Colloquium Held in Honor of Otmar Issing, Frankfurt, Germany, 2006.
 29. Laubach, T., and J. C. Williams, “Measuring the Natural Rate of Interest,” *Review of Economics and Statistics*, Vol. 85, No. 4, 2003, pp. 1063-1070.
 30. Mishkin, F. S., “How Should we Respond to Asset Price Bubbles?” in The Wharton Financial Institutions Center and Oliver Wyman Institute’s Annual Financial Risk Roundtable, Philadelphia, Pennsylvania, May 15, 2008.
 31. Pescatori, A., and J. Turunen, “Lower for Longer: Neutral Rate in the U.S.,” *IMF Economic Review*, Vol. 64, 2016, pp. 708-731.
 32. Powell, J. H., “Monetary Policy and Risk Management at a Time of Low Inflation and Low Unemployment,” Speech at the “Revolution or Evolution? Reexamining Economic Paradigms” 60th Annual Meeting of the National Association for Business Economics, Boston,

- Massachusetts, 2018.
33. Rachel, L., and L. H. Summers, "On Secular Stagnation in the Industrialized World," *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, 2019, pp.1-54.
 34. Stock, J., and M. W. Watson, "Why has U.S. Inflation become Harder to Forecast," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 39, No. 1, 2007, pp.3-33.
 35. Summers, L., 2018, "Why the Fed Needs a New Monetary Policy Framework," *Rethinking the Fed's 2 Percent Inflation Target*, Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy at Brookings, pp.1-9.
 36. Svensson, "Cost-benefit Analysis of Leaning Against the Wind," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 90, 2017, pp.193-213.
 37. Yellen, J., "Monetary Policy and Financial Stability," at the 2014 Michel Camdessus Central Banking Lecture, International Monetary Fund, Washington, DC, 2014.

Evaluation of Recent Policy Stance and Issues in Korea's Monetary Policy

Inseok Shin* · Hyunju Kang**

Abstract

Amid the possibility of further hikes following the Bank of Korea's Base Rate hike in August 2021, this study evaluates Korea's monetary policy stance and discusses related issues. Estimating a canonical quasi-structure model based on the Bank of Korea's growth and price outlook, it is found to be consistent with the rationale for changing the policy stance of the Bank of Korea, with the GDP gap converted to positive in the future and real policy rate below the real neutral interest rate. However, as the potential growth rate continues to decline, interpreting the economic situation through the GDP gap and deriving policy directions involves the risk of error. In addition, as there are concerns about reducing policy capacity due to falling nominal neutral interest rates, raising trend inflation is a key task for monetary authorities but its necessity is not properly recognized. Finally, although financial stability has emerged as an urgent policy task for monetary authorities, it is necessary to take a careful approach to the adequacy of interest rate adjustments as a means of stabilizing housing prices and household debt.

Key Words: monetary policy, inflation, neutral interest rate

JEL Classification: E3, E5

Received: Nov. 16, 2021. Revised: Dec. 17, 2021. Accepted: Dec. 24, 2021.

* First Author, Professor, College of Business and Economics, Chung-Ang University, 84, Heukseok-ro, Dongjak-gu, Seoul 06974, Phone: +82-2-820-5581, e-mail: ishin@cau.ac.kr

** Corresponding Author, Research Fellow, Korea Capital Market Institute, 143 Uisadang-daero, Yeongdeungpo-gu, Seoul 07332, Phone: +82-2-3771-0850, e-mail: hjkang326@kcmi.re.kr