

디플레이션 우려와 정책대응방향

박 종 규

2015. 9

목 차

I. 서 론	1
II. 디플레이션 우려의 배경과 경과(經過)	4
II.1 최근 저물가의 현황과 원인	4
II.2 디플레이션 우려	17
III. 디플레이션 발생 가능성 검토	26
III.1 근원 인플레이션을 추이와 해석	27
III.2 중심(中心) 인플레이션을 측정과 해석	34
III.3 유가(油價) 전망과 디플레이션 가능성	42
IV. 디플레이션의 성격 구분	46
IV.1 디플레이션의 해(害)로운 측면	47
IV.2 디플레이션의 긍정적 측면	57
IV.3 악성(惡性) 디플레이션 발생 가능성 평가	62
V. 디플레이션 방지를 위한 정책대응	68
V.1 금리인하의 파급시차와 디플레이션 방지 효과	68
V.2 금리인하의 내수부양 효과 검토	70
V.3 디플레이션 방지를 위한 공공요금 인하시기 조절	74
V.4 명목임금 경직성 강화	75
VI. 요약 및 맺음말	76
참고문헌	80
Abstract	87

표 목 차

〈표 1〉 우리나라의 물가안정목표 및 소비자 물가 상승률	6
〈표 2〉 원화기준 수입물가 3개월 이상 하락 사례(전년동월대비)	14
〈표 3〉 저물가 기간 중 CPI 상승률 및 근원 인플레이션을 평균값	28
〈표 4〉 표준편차로 본 지표별 물가 상승률의 변동성	35
〈표 5〉 표준편차로 본 지표별 물가 상승률의 변동성	41
〈표 6〉 재정패널(3~5차 : 2009~2011) 소비함수 추정 결과	72

그 림 목 차

〈그림 1〉 소비자물가지수 전년동월대비 상승률 추이와 물가목표 밴드	5
〈그림 2〉 1972년 이후 주요 실물지표(계절조정)의 경기 저점 이후 추이	8
〈그림 3〉 통관기준 상품 수출의 전년동월대비 증가율 추이	10
〈그림 4〉 통관기준 상품 수출입 전년동월대비 증가율 추이	11
〈그림 5〉 소비자물가, 생산자 물가 및 원화기준 수입물가 월별 상승률 추이	13
〈그림 6〉 국제유가(브렌트油) 및 국내 석유류 가격지수 추이	14
〈그림 7〉 국제 농산물 가격 및 국내 농산물 가격지수 추이	16
〈그림 7-1〉 국내 농산물 가격지수 전년동월대비 상승률 추이	16
〈그림 8〉 국제 원자재 가격 추이	19
〈그림 9〉 캐나다, 뉴질랜드, 우리나라의 소비자물가 상승률 추이	29
〈그림 10〉 전년동기대비 소비자물가 상승률과 근원 인플레이션을	32
〈그림 11〉 中心 인플레이션을 측정치와 물가 상승률 지표 추이	39
〈그림 11-1〉 中心 인플레이션을 측정치와 물가상승률(2010년 이후)	40
〈그림 12〉 브렌트油 배럴당 가격 전망	44
〈그림 13〉 미국 소비자물가지수 전년동기대비 증가율 추이	53
〈그림 14〉 종합주가지수 및 전국 아파트 가격지수 월별 추이	66
〈그림 15〉 가계의 처분가능소득 증가율 및 민간소비 증가율	70
〈그림 16〉 예금은행 가계대출 잔액 및 증감률 추이	73
〈그림 17〉 우리나라와 미국의 장기금리(국고채 10년) 추이	78

I. 서론

우리나라 사람들 가운데 디플레이션의 기억을 가진 사람은 아마 거의 없을 것이다. 그만큼 우리경제에서 디플레이션은 매우 생소(生疎)한 현상이었다. 크고 작은 인플레이션이야 끊임없이 발생해 왔었지만, 적어도 정부수립 이후 지금까지 디플레이션은 단 한 번도 일어나지 않았었다(한국은행 2005).¹⁾ 늘 인플레이션을 걱정해야 했을 뿐, 디플레이션에 대한 우려는 전혀 할 필요가 없었다.

그러던 우리경제에 돌연(突然) 디플레이션 우려가 대두되었던 것은 2014년 들어서부터였다. 한국은행 제24대 총재의 임기만료를 앞둔 2014년 2월, 차기 총재가 이 끝 한국은행의 역할에 대해 전성인(2014)은 ‘인플레이션 소방수(inflation fighter)’에서 ‘디플레이션 치유자’로 변모할 것을 주문한 바 있었다. 이제까지의 인플레이션 시대가 저물고 앞으로 우리경제에도 디플레이션 시대가 찾아올 수 있음을 처음으로 시사(示唆)했던 연구였다. 그 뒤 2014년 8월 말이 되자, 당시 신임 경제부총리는 “한국이 디플레이션 초기에 와 있다”고 진단함으로써 디플레이션 우려를 공식화²⁾하였다. 이 진단의 근거는 “물가안정목표 범위가 2.5~3.5%로 돼 있는데 (실제 물가는) 3년째 하한선으로 가고 있다”는 점이었다.

이에 앞서 2014년 1월, 라가르드 IMF 총재는 다보스 포럼 연설에서 유럽 국가들의 경제 전망이 아직 상당한 위험요인을 안고 있다면서, “많은 선진국의 인플레이션율이 중앙은행의 목표범위를 밑돌고 있는데, 이는 디플레이션의 위험이 증가하고 있는

1) 1870년 이후 2013년까지 140여 년에 걸쳐 38개국의 디플레이션 경험을 정리한 BIS의 연구(Borio *et al.*, 2015)는 1920년에서 1930년대 중반까지 약 15년 동안, 대공황 때문에 당시 많은 나라에서 그랬던 것처럼, 우리나라에도 ‘지속적’인 디플레이션이 있었다고 보고(報告)하고 있다. 그러나 1920년대 및 1930년대라는, 우리로서는 먼 과거의 물가에 대해서는 지수형태의 정보, 즉 소비자물가지수나 GNP 디플레이터 통계를 찾기 어렵다. 그러므로 당시에 정말로 디플레이션이 일어났었는지를 확인하기란 쉽지 않은 상황이다. 게다가 BIS의 연구도 그다지 신뢰가 가지 않는 부분이 없지 않다. 예를 들어 우리나라는 1959년에도 디플레이션을 겪었다고 서술되어 있지만, 한국은행(2005)의 공식통계에 따르면, 1959년의 소비자물가는 전년대비 3.2%, 생산자물가는 2.6% 상승한 것으로 기록되어 있다. 그러므로 우리나라가 1959년에 디플레이션을 겪었다는 BIS의 주장은 인정하기 어렵다.

2) 연합뉴스, 『최경환 “한국, 디플레이션 초기 단계에 와 있다”(종합 3보)』, 2014.8.28.
<http://www.yonhapnews.co.kr/bulletin/2014/08/28/0200000000AKR20140828052853002.HTM?input=1179m>

것으로서, (만약 실현된다면) 경기회복에 재앙적일 것이다. 인플레이션이 지니(Ginie)라면 디플레이션은 단호하게 싸워야 할 괴물(Ogre)이다”라고 말했다(Largarde 2014). 동화 속의 지니와 오거는 둘 다 무서운 존재들이지만, 지니는 나의 소원을 들어주도록 통제가 가능한 반면, 오거는 애초부터 통제가 불가능한, 그야말로 하나의 괴물에 불과하다. 이런 차이를 감안하면서 라가르드 총재의 말을 해석해 보면, 인플레이션과 디플레이션이란 둘 다 기본적으로 바람직하지 않지만, 인플레이션은 어느 정도 통제가 가능하고 적절한 인플레이션은 오히려 경제를 위해 좋은 것일 수 있는 반면, 디플레이션은 통제할 방법도 없고, 그로부터는 아무런 긍정적인 역할도 기대할 수 없다는 의미가 아니었을까, 디플레이션이 발생하면 그때 가서 싸울 생각을 하지 말고, 처음부터 디플레이션이 발생하지 않도록 사전에 방지하는 게 상책(上策)이라는 의미가 아니었을까 짐작된다.³⁾

유럽 국가들에 대한 라가르드 총재의 진단, 즉 “목표범위를 밑도는 인플레이션율은 디플레이션 위험의 증가를 의미 한다”는 가설을 우리나라에 적용할 경우, 우리나라도 이미 디플레이션 위험이 상당히 증가한 상태로 보아야 한다. 소비자물가지수 상승률이 약 3년 동안이나 연속하여 목표범위를 하회(下廻)⁴⁾하고 있기 때문이다. 앞에서 인용한 2014년 8월 경제 부총리의 언급도 소비자 물가상승률의 목표밴드 하한선 이탈에 근거하고 있었다.

만약 우리경제에 정말로 디플레이션의 발생 가능성이 있다면, 그리고 디플레이션의 경제적 비용이 매우 크다면, 정책당국이 가장 먼저 시도해야 할 일은 충분하고 선제적인 금리인하다. 실제로 디플레이션 우려가 대두되자 디플레이션을 막기 위해서는 정책금리를 낮추어야 한다는 주장이 강하게 제기된 바 있었다. 디플레이션 탈출, 또는 디플레이션 방지를 위해 노력해왔던 일본과 유럽 국가들도 양적완화(量的緩和 : Quantitative Easing) 및 양적·질적 완화(量的質的緩和 : Quantitative and Qualitative Easing) 같은 비전통적 수단을 동원하기에 앞서 가장 먼저 시행했던

3) 그러나 디플레이션이 무조건 단호하게 싸워야 할 오거(Ogre)라는 말은 디플레이션에 대한 지나친 도식화(圖式化)일 수 있다. 자세한 설명은 제Ⅲ장을 참조.

4) 물가상승률이 목표밴드를 지속적으로 장기간 하회(下廻)하고 있는 데에는 목표밴드 자체가 우리경제의 기본 여건에 비해 지나치게 높게 설정되었기 때문일 가능성이 높다. 이 경우 물가상승률이 목표밴드를 지속적으로 하회하는 것은 디플레이션 가능성을 시사하는 게 아니라 목표밴드의 하향조정 필요성이 높아졌음을 의미한다.

정책도 제로 금리였다. 실물경제가 매우 부진한 우리경제의 입장에서 물가마저 디플레이션을 우려해야 할 정도로 안정되어 있다면, 충분하고 선제적인 금리인하는 당연한 대응일지 모른다.

그러나 거시경제학 교과서의 IS-LM 연습 문제에서부터 한 걸음만 더 깊이 들어가 경제정책 환경을 둘러보면, 금리를 선불리 인하하기에는 가계부채라는 위험요인이 너무 커져 있다는 사실을 금방 발견하게 된다. 실효성 있는 가계부채 안정화 대책을 병행(並行)하지 않은 채 금리만 자꾸 낮추는 것은 매우 위험한 선택일 수 있다. 지금 상태에서의 금리인하는 디플레이션 방지효과가 미처 가시화(可視化)되기도 전에, 그렇지 않아도 너무 많아진 가계부채를 더더욱 증가시킬 것이기 때문이다.

경제전체를 지금보다 더 위험하게 만들 가능성이 매우 높아 보임에도 불구하고, 일각(一角)의 주장대로 금리를 더 인하해야 하겠다면, 우리경제에서의 디플레이션 가능성은 어느 정도인지, 디플레이션이 발생했을 경우 그로 인한 비용은 얼마나 클지에 대해 먼저 판단을 내려 보아야 한다. 발생원인과 성격을 불문하고 디플레이션이란 무조건 피해야 할 현상인지, 지금 당장 금리를 인하하지 않으면 정말로 디플레이션이 도래(到來)하는 것인지 등을 따져 봐야 한다. 본 연구는 바로 이 문제, 즉, 금리를 인하하지 않으면 정말로 디플레이션을 겪게 되는지, 그것은 무슨 수를 써서라도 반드시 피해야 할, 엄청난 비용을 수반하는 것인지에 대해 분석함으로써, 정책당국으로 하여금 적절한 결정을 내리는 데에 도움이 되고자 한다.

본 보고서의 차례는 다음과 같다. 다음의 제Ⅱ장에서는 우리경제에 디플레이션 우려가 제기되었던 경과(經過)를 정리한 뒤, 제Ⅲ장에서는 과거 한 세기(世紀) 이상의 장기간에 걸친 디플레이션 역사에 비추어 지금의 디플레이션 우려의 타당성을 평가하고 있다. 제Ⅳ장에서는 디플레이션 가능성이 얼마 정도일지를 분석해 보고, 제Ⅴ장에서는 디플레이션 우려에 대해 정책당국이 어떻게 대처하는 것이 바람직하겠는지를 논의하였다. 제Ⅵ장에서는 요약 및 맺음말을 써 놓았다.

II. 디플레이션 우려의 배경과 경과(經過)

디플레이션은 “전반적 물가수준(general price level)이 하락하는 현상”이다. 여기서의 ‘물가수준’은 경제전반의 물가여건을 충분히 반영할 수 있는 GDP 디플레이터나 소비자물가지수로 측정한다. 이 중 GDP 디플레이터가 소비자물가지수보다 더 광범위한 물가 지표임은 두 말할 필요도 없지만, 디플레이션 연구와 정책 논의에 있어서는 GDP 디플레이터보다는 소비자물가지수가 더 널리 사용되고 있다.⁵⁾ 예를 들어 디플레이션은 GDP 디플레이터가 아닌 소비자물가지수의 하락으로 정의(定義)되는 게 보통이며, 최근 IMF는 보다 구체적으로 “소비자물가지수가 2개 분기를 연속하여 하락하는 것”을 디플레이션으로 정의⁶⁾하기도 했다(IMF 2014, p.14). 본 연구에서도 소비자물가지수를 대상으로 논의를 해나가기로 하겠다.

II.1 최근 저물가의 현황과 원인

본격적인 논의에 앞서, 최근 우리경제의 물가상승률 추이를 먼저 정리해 볼 필요가 있겠다. 이를 통해 디플레이션 우려와 관련하여 우리가 현 시점에서 짚고 넘어가야 할 요점들이 자연스럽게 파악될 수 있기 때문이다.

우리경제에 역사상 처음으로, 그것도 매우 갑작스럽게, 디플레이션의 가능성이 제기된 배경에는 저물가 현상이 자리 잡고 있었다. 2012년 하반기 들어서부터 소비자 물가상승률이 물가목표 하한선(2.5%)을 지속적으로 하회하기 시작했고, 2014년 말부터는 아예 0%대(帶)로 떨어졌던, 유례없는 극도의 물가안정세가 그것이다. 그

5) GDP 디플레이터(또는 GNP 디플레이터)는 소비자물가지수와 더불어 보조적으로 사용되거나, 소비자물가지수 데이터를 얻을 수 없는 먼 과거, 예를 들어 100년 전의 상황을 설명할 때 주로 사용되고 있다. 반면, 소비자물가가 가용(可用)한 기간에서는 GDP(또는 GNP) 디플레이터가 아닌 소비자물가지수가 판별기준 또는 분석 대상이 되고 있다. 그 이유는 아마도 소비자물가지수가 개별품목에 관한 다양한 물가정보를 포함하고 있을 뿐 아니라 속보성(速報性)에 있어서도 GDP 디플레이터보다 훨씬 우월하기 때문이라고 짐작된다. 속보성이 떨어지는 지표를 디플레이션 판별 기준이나 분석지표로 삼을 경우 적절한 정책 대응에 실기(失機)할 가능성이 높을 것이다.

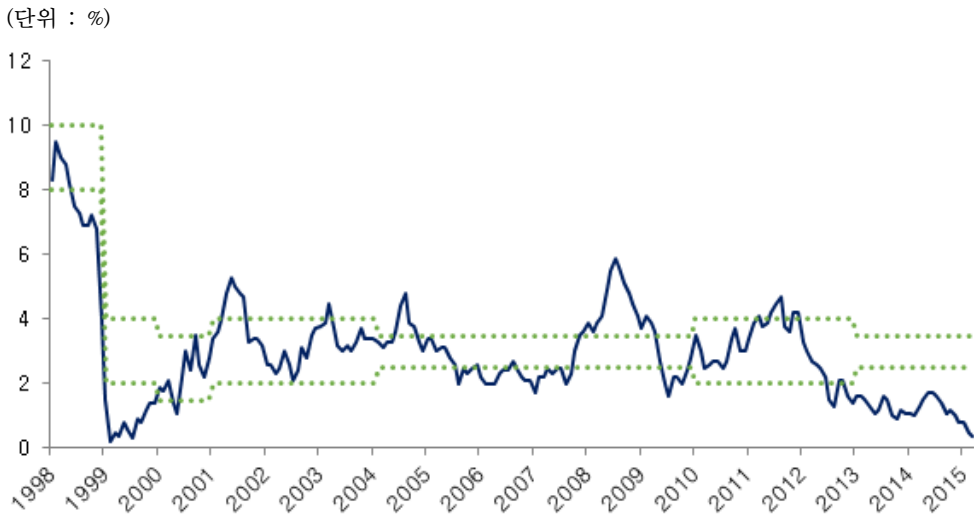
6) IMF는 물가수준이 적어도 2년 이상 연속하여 하락하는 것을 디플레이션으로 정의하기도 했다(IMF 1988, p.106). 이는 BIS의 정의를 그대로 차용한 것이었다.

리고 디플레이션 우려가 나온 원인에는 내수부진이라는 수요측면의 요인과 함께 국제 원유가 폭락과 농산물 가격 하락으로 요약되는 공급측면의 요인이 혼재(混在)하여 있는 것이다. 본 장에서는 이들 두 가지, 즉 수요측면 및 공급측면의 물가하락 요인에 대해 차례로 짚어보기로 한다.

Ⅱ.1.1 2012년 이후 저물가의 경과

소비자물가 상승률이 물가목표 범위(3.5%~2.5%)를 지속적으로 밑돌기 시작했던 것은 2012년 6월부터였다. 그로부터 37개월째인 2015년 6월까지도 소비자물가 상승률은 한 번도 목표범위 안으로 들어오지 못했고, 앞으로도 상당 기간 동안은 그렇게 될 기미(機微)조차 보이지 않고 있다(<그림 1> 참조).

〈그림 1〉 소비자물가지수 전년동월대비 상승률 추이와 물가목표 밴드



자료 : 한국은행

“미국발(發)” 금융위기 직전, 그러니까 리만 브라더스社(Lehman Brothers Inc.)의 파산 한 달 전이던 2008년 8월만 하더라도 소비자물가지수는 전년동월대비 5.6%였다. 그러다가 금융위기와 함께 전세계적 불황이 찾아왔고, 우리경제도 그에 따라

상당한 경기침체를 겪어야 했으며, 국내 물가도 그와 더불어 눈에 띄게 둔화되었다. 2009년 우리경제는 마이너스 성장을 간신히 모면(謀免)할 정도(연간 0.7% 성장)로 심각한 경제위축을 겪었는데, 소비자물가 상승률도 2009년에는 전년(前年)의 4.7%에서 크게 하락한 2.8%로 내려왔다. 그러나 2.8%는 물가목표 범위(3.5%~2.5%) 안의 숫자였고, 따라서 디플레이션에 대한 우려도 전혀 필요가 없었다. 오히려 목표범위 상한선을 초과했던 2008년의 소비자물가가 2009년에 목표범위 안쪽으로 들어왔다는 의미가 강했다.

〈표 1〉 우리나라의 물가안정목표 및 소비자 물가 상승률

기 간		대상지표	목 표	CPI 상승률(%)		근원 인플레이션(%) ²⁾	
1998		CPI	9.0±1%	7.5		5.9	
1999			3.0±1%	0.8		0.3	
2000		근원 인플레이션	2.5±1%	2.3		1.9	
2001			3.0±1%	4.1		3.6	
2002			3.0±1%	2.8		3.0	
2003			3.0±1%	3.5		3.1	
2004~06	2004		2.5~3.5%	3.6		2.3 ¹⁾	2.9
	2005			2.8			2.3
	2006			2.2			1.8
2007~09	2007	CPI	3.0±0.5%	3.3 ¹⁾	2.5	2.3	
	2008				4.7	4.3	
	2009				2.8	3.6	
2010~12	2010		3.0±1%	3.1 ¹⁾	3.0	1.8	
	2011				4.0	3.2	
	2012				2.2	1.6	
2013~15 ³⁾	2013		2.5~3.5%	1.0 ¹⁾	1.3	1.6	
	2014				1.3	2.0	
	2015 ³⁾				0.5 ³⁾	2.2 ³⁾	

주 : 1) 기간 중 평균

2) 농산물 및 석유류 제외 지수 기준

3) 2015.1~6월 중 실적

4) 굵은 글씨는 대상지표

자료 : 한국은행

2010년에는 2009년의 침체에 대한 기저(基底)효과(base effect)로 경기가 급반등했다가 2011년에는 실질 성장률이 다시 3.7%로 내려왔다. 이러한 동안 소비자물가 상승률은 2011년 연평균 4.0%까지 올라가, 물가안정 목표범위의 상한선을 다시 넘어 버렸다(〈그림 1〉 참조). 경기가 그다지 활발하지 않았음에도 불구하고 2011년의 소비자 물가 상승률이 목표범위를 벗어날 정도로 빠르게 올라갔던 데에는 통화당국이 조절할 수 없는 외부적 인플레이션 요인이 중요한 역할을 했었다. 2011년 초 들어 국제원자재 가격이 급등했고, 구제역(口蹄疫) 파문에 따른 축산물 가격이 급등하여 물가를 크게 올린 것이다.⁷⁾

2012년 들어 실물경제는 불황으로 접어들었고, 소비자물가 상승률은 2012년 6월부터 물가목표 범위 하한선인 2.5%를 밑돌기 시작했다. 2012년 6월, 전년대비 2.2%였던 소비자물가 상승률은 한 달 뒤 7월에는 1.5%까지 내려갔고, 9월(2.1%)과 10월(2.1%)의 두 달을 제외하면 2014년 11월까지 줄곧 1%대에 머물렀다. 그리고 2014년 12월부터는 아예 0%대로 내려가, 2015년의 여섯 달 동안에는 각각 0.8%, 0.5%, 0.4%, 0.4%, 0.5%, 0.7%를 기록했다. 소비자물가 통계작성 이래 이렇게까지 오랫동안 물가가 0%대를 맴돌았던 적은 한 번도 없었다.

II.1.2 수요측면 : 내수부진

2012년 하반기 이후의 저물가에는 심각한 내수부진이라는 수요측면의 요인이 핵심 원인 중 하나로 자리잡고 있다. 2012년 실질 GDP 성장률은 2.3%였는데, 이는 우리나라 연간 성장률 가운데, 경제위기⁸⁾가 아닌 평상시의 성장률로는 가장 작은 값이었다. 다음 해인 2013년 성장률도 3.0%에 그치는, 매우 무기력한 모습을 보였으며, 2014년에도 실질 성장률은 3.3% 밖에 되지 않아, 이렇다 할 회복세는 거의 체감되지 못했다. 2015년 들어서에는 한동안 실질 성장률이 3.0%를 넘기느냐가 초미(焦眉)의 관심사였다가, 7월 현재의 시점에서는 아마도 다시 2%대에 그치리라는 전망이

7) 여기에 대한 대책으로 정부는 가격이 크게 올랐던 돼지고기, 분유, 알루미늄 등에 대해 수입 관세를 인하하기도 했다(기획재정부 2011).

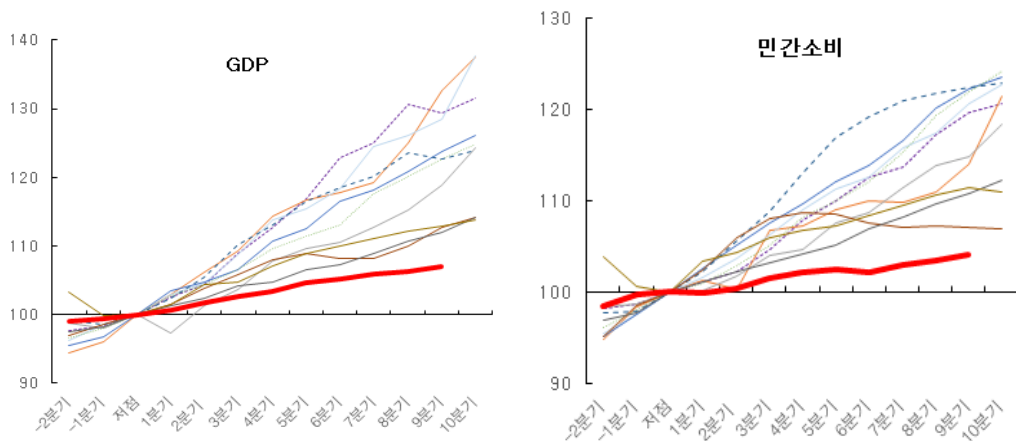
8) 제2차 오일쇼크 직후이던 1980년, 1998년 IMF 경제위기, 2003년 카드사태, 2009년 글로벌 금융 위기를 말한다.

우세해졌을 정도로, 우리경제의 왕년(往年)의 역동성은 흔적도 찾아보기 어려워진 상황이다.

2012년 이후의 회복세가 매우 부진하다는 사실은 과거 사례와 비교해 볼 때 더욱 분명하게 드러난다. 현재의 경기 국면은 확장국면으로 판단되는데, 지난 번 경기 저점은 아직 공식적으로 확정되지 않았으나 대략 2012년 4/4분기로 상정⁹⁾할 경우, 지금은 1972년 1/4분기 이후 11번째의 확장국면에 해당한다. 아래의 <그림 2>는 현재의 회복세가 역대 경기확장 국면과 비교하여 어떻게 특징지을 수 있겠는지를 잘 보여 주고 있다.¹⁰⁾ 실질 GDP 및 민간소비, 설비투자, 건설투자, 정부소비 및 수출, 수입, 그리고 순수출 등 주요 거시경제 지표들이 경기저점을 통과한 이후 어떻게 움직여 왔었으며 지금은 그에 비해 어떤 특징이 있는지를 볼 수 있다.

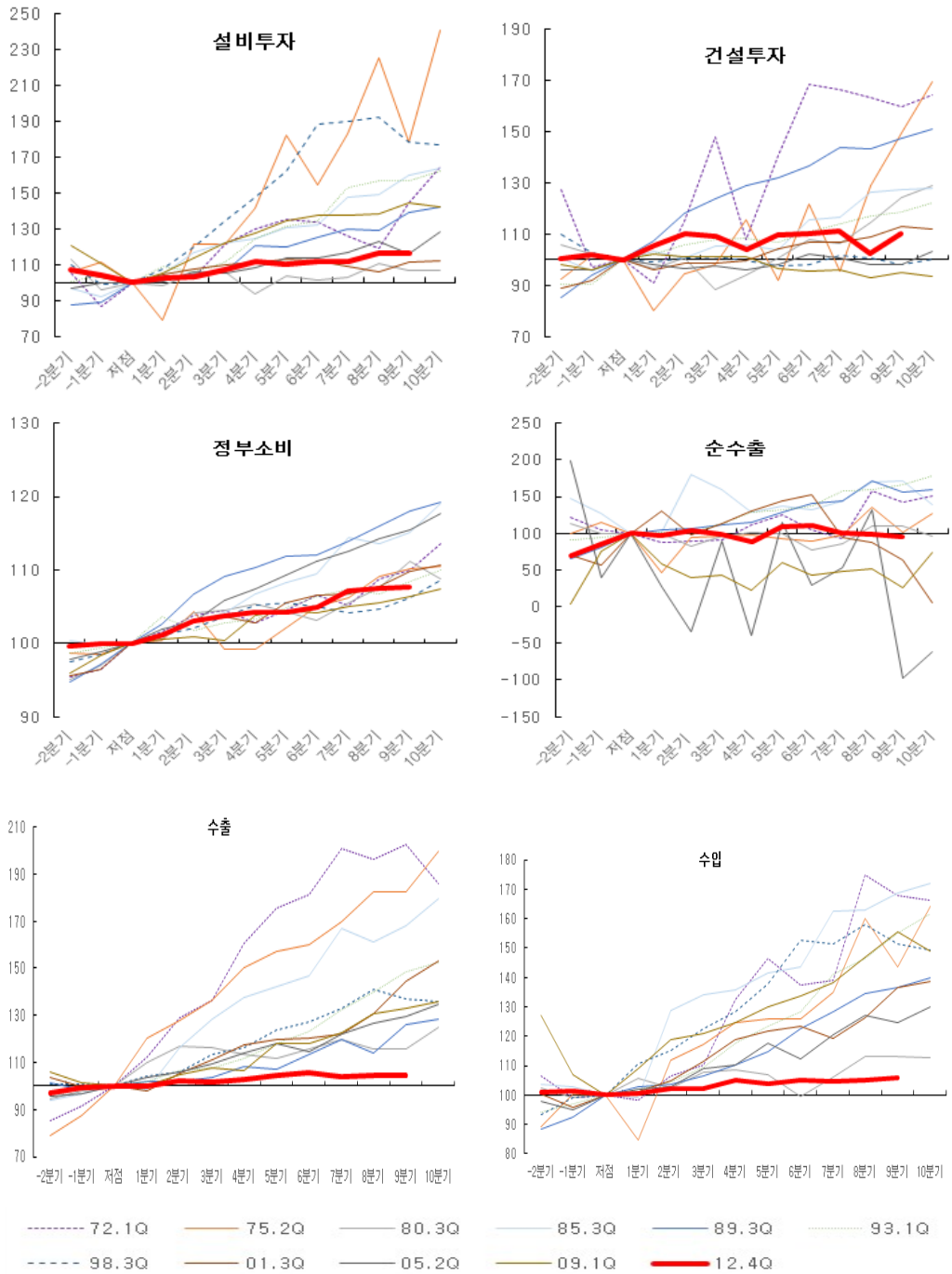
먼저, <그림 2>의 왼쪽 최상단의 실질 GDP 그림을 보면, 이번 경기 확장국면이 1972년 이후 지금까지 44년 동안에 있었던 11번의 경기확장 국면 가운데 회복세가 가장 미약(微弱)하며, 과거에 비해 매우 두드러지게 미약하다는 사실을 알 수 있다. 이러한 미약한 경기 회복세는 대외부문보다는 극심한 내수부진에 기인하고 있다.

<그림 2> 1972년 이후 주요 실물지표(계절조정)의 경기 저점 이후 추이



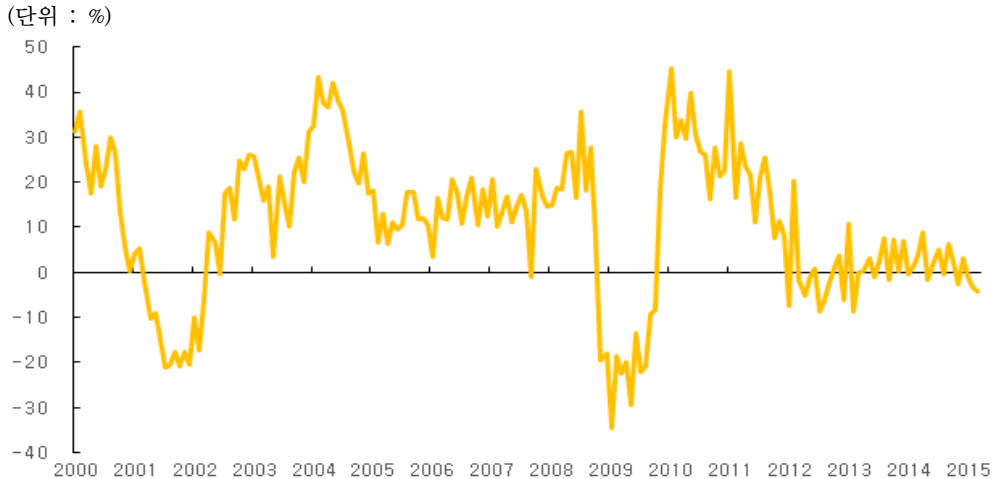
9) 통계청의 공식적인 경기저점과 경기정점은 각각 2009년 2월과 2011년 8월이 마지막(통계청 2014)으로서 그 이후의 경기저점과 정점은 아직 확정되지 않은 상태다.

10) 이들 6개 지표들을 계절조정된 뒤, 각각의 경기저점에서의 값을 100으로 놓았을 때, 각 지표들이 경기 저점을 통과한 이후 어떻게 움직였는지를 그려 본 것이다.



자료 : 한국은행

〈그림 3〉 통관기준 상품 수출의 전년동월대비 증가율 추이



자료 : 무역협회

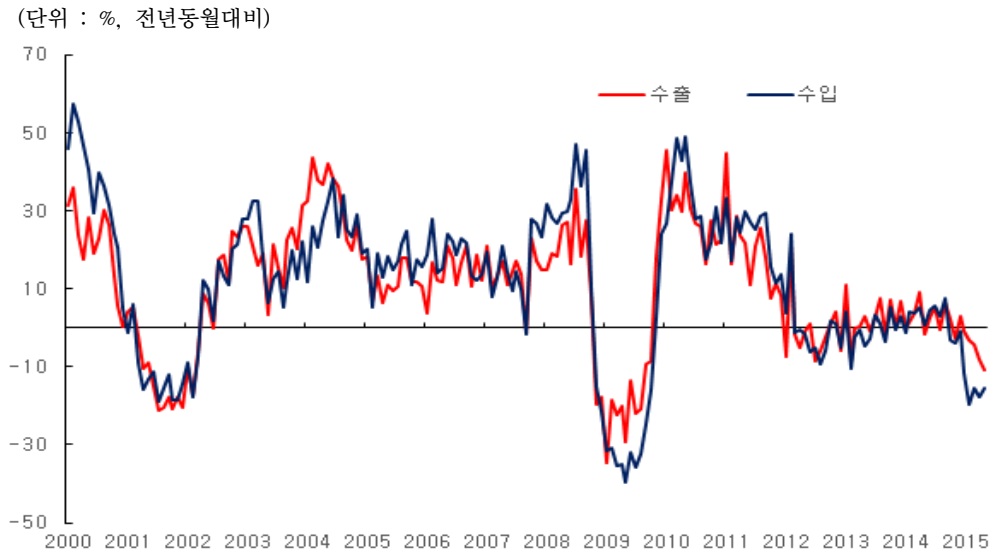
물론, 지금의 수출이 과거에 비해 매우 부진해졌다는 것은 두 말할 필요도 없는 사실이다. 통관기준 수출뿐 아니라 원화로 환산한 불변가격 상품 및 서비스 수출도 2012년 4/4분기 이후가 역대 경기회복기 가운데 가장 부진하다(〈그림 2〉의 네 번째 단 왼쪽 그림). 최근의 수출은 거의 정체상태로, 과거와 달리 성장에 하나도 기여를 하지 못하고 있는 것으로 나타난다.

그런데 통관기준 수출부진은 요즘 들어서가 아닌, 2012년부터 시작된 것이었다(〈그림 3〉 참조). 핵심원인은 교역상대국들의 경기침체였다. 2015년 현재에도 미국을 제외한 거의 모든 교역상대국들의 경기회복세가 지지부진(遲遲不進)하며, 심지어 미국조차도 예고했던 금리인상을 자꾸 지연시켜야 할 만큼 자신의 경기 회복세에 대해 스스로 확신을 갖지 못하고 있는 실정이다.

글로벌 금융위기 직후 미국과 유럽을 대신하여 세계경제를 이끌어 주리라고 한 동안 기대를 모았던 개도국, 특히 BRICs 국가들마저도 인도를 제외하면 작년보다 경기전망이 좋지 않다. 그 가운데 중국은 성장률이 7.0% 이하로 점차 하락하는 과정을 겪고 있을 뿐 아니라, 수입에 의존하던 품목을 자국 생산으로 대체해 나가는 움직임이 가시화(可視化)되는 등, 대중(對中)수출에 불리한 환경이 이중(二重) 삼중

(三重)으로 조성되는 중이다. 게다가 2014년 하반기에는 원화가치가 엔화 및 유로화에 비해 상대적으로 갑자기 절상되어, 전체 수출을 제약하는 또 다른 요인으로 떠오르고 있다.

〈그림 4〉 통관기준 상품 수출입 전년동월대비 증가율 추이



자료 : 무역협회

한편, 수입을 보면, 극심한 내수침체로 인해 수입 증가율이 크게 둔화되었다. 〈그림 4〉는 2015년 들어 통관기준 상품 수입이 수출보다 훨씬 더 빨리 줄어들고 있는 중임을 보여주고 있다. 국민계정상의 원화기준 불변가격으로 환산한 재화와 서비스 수입의 증가세 역시 과거 11번의 경기회복기 가운데 지금이 가장 부진하다(〈그림 2〉 네 번째 단 오른쪽 그림 참조). 수입이 부진하다보니 수출의 극심한 부진에도 불구하고 국민계정상 순수출의 증가세는 역대 경제회복기 가운데 중간 정도의 순위를 차지하고 있다(〈그림 2〉의 세 번째 열 오른쪽 그림). 즉, 대외부문은 이번 경기회복에 이렇다 할 도움을 주지 못하고 있는 게 사실이지만, 눈에 띄는 만큼 경기회복에 장애가 되고 있는 것도 아니다. 이번 경기 회복세를 역대 회복기 중 미약하게 만든 핵심요인은 대외부문이 아니라 어디까지나 내수부진이다.

〈그림 2〉 두 번째 단 왼쪽 그림에서 볼 수 있듯이 2012년 4/4분기 이후 설비투자 증가세는 역대 11차례 경기확장기 가운데 세 번째로 부진하다. 특히 민간소비의 증가세(〈그림 2〉 첫 번째 단 오른쪽 그림)는 과거 어떤 경우보다도 가장 부진할 뿐 아니라 과거의 경기 회복기와 “현격한 차이”가 있다고 해도 좋을 만큼 매우 부진한 상태다. 설비투자와 소비의 부진이 지금의 경기회복세를 크게 제약하고 있는 것이다.¹¹⁾ 내수가 부진하다보니 수입이 부진할 수밖에 없었고, 그 결과, 2015년 경상수지 흑자 전망은 2014년 GDP의 1조 4,100억 달러의 7.5% 수준인 1,055억 달러(한국 금융연구원 2015)에 달할 정도로 과도(過度)하게 커지고 있다.¹²⁾

II.1.3 공급측면 : 수입물가 내지 유가 및 1차 상품의 국제시세 하락

2012년 이후의 저물가에는 내수부진뿐 아니라 해외로부터의 물가안정 요인도 매우 중요한 기여를 했다. 전세계적 경기침체가 상품 및 원자재의 국제시세를 크게 안정 내지 하락시켰고, 이것이 국내 수입물가 하락의 형태로 수입(輸入)되어 소비자물가 안정으로 이어진 것이다. 2008년 원화기준 수입물가 상승률¹³⁾은 2007년의 연 4.5%에 비해 엄청나게 증가한 연 36.1%까지 올라갔다가 2009년에는 △3.1%로 내려왔었다. 그 뒤 2010년과 2011년에 각각 5.4% 및 11.7%를 나타냈지만, 2012년 하반기부터는 아예 마이너스 값을 연속적으로 기록하고 있다(〈그림 5〉 참조).

수입물가 하락세를 좀 더 살펴보자면, 2012년 상반기 원화기준 수입물가 상승률은 전년대비 평균 3.0%였다가 6월부터 감소세로 전환되어 하반기 평균으로는 전년

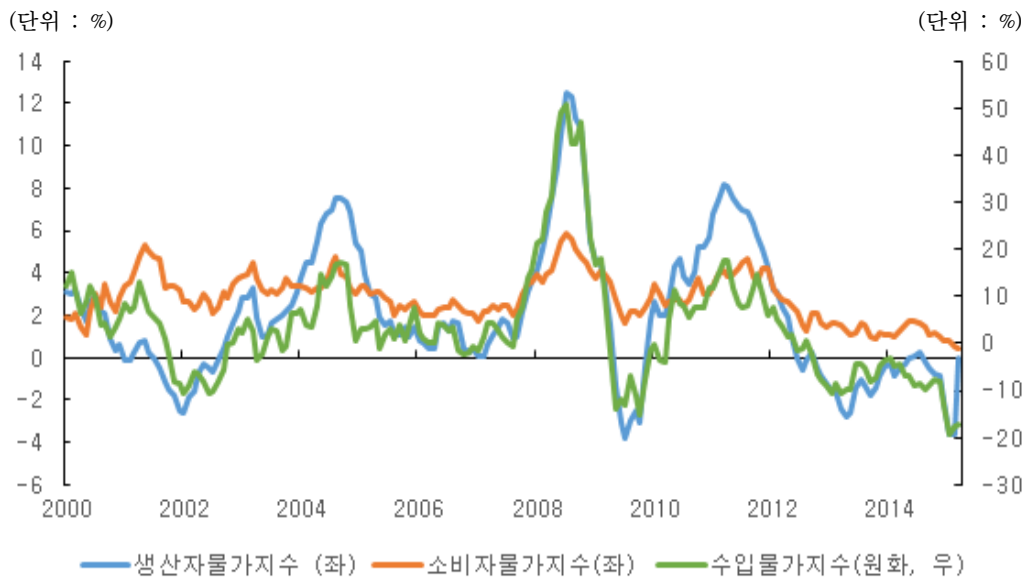
11) 건설투자만큼은 2012년 4/4분기 저점 통과 직후 약 2년 동안 역대 경기확장기에 비해 성장에 대한 기여도가 상당히 높은 편이었다(〈그림 3〉 두 번째 단 오른쪽 그림). 이번 경기확장기에서 그나마 건설투자가 어느 정도 경기를 뒷받침해왔음을 알 수 있다.

12) 과거 1980년대 이후 매년 막대한 경상수지 흑자로 많은 국가들을 놀라게 했던 일본도 경상수지 흑자 규모는 GDP의 2~3% 정도였을 뿐이었다.

13) 여기에는 해당상품의 수출국의 물가와 함께 달러화에 대한 원화환율의 움직임이 반영되어 있다. 우리경제가 국제시장에서 가격 결정자(price setter)가 아니라 가격 수용자(price taker)의 입장임을 감안하면, 달러기준 수입물가는 국내의 총수요와는 직접적인 관련이 없는 요인이라 할 수 있다. 달러화 또한 국내 총수요 외에 다른 여러 가지 요인들, 예를 들어 엔화나 유로화를 비롯한 다른 나라의 환율이나 자본의 이동, 국내수출산업의 경쟁력 등에 의해서도 결정적인 영향을 받기 때문에 달러화 환율의 움직임이 반영된 원화기준 수입물가도 국내요인과 별 상관없이 외생적인 물가요인으로 보아야 할 것이다.

대비 $\triangle 4.3\%$ 의 마이너스 값을 나타냈었다. 그 뒤 수입물가는 지속적으로 하락하여, 2012년 6월부터 2015년 6월까지 2012년 8월 한 달을 제외하면 무려 37개월 동안이나 연달아 하락세를 지속하고 있는 중이다. 이처럼 지속적인 수입물가 하락세는 원화기준 수입물가의 통계 작성 이후 처음 있는 일이었다(〈표 2〉 참조).

〈그림 5〉 소비자물가, 생산자 물가 및 원화기준 수입물가 월별 상승률 추이



자료 : 한국은행

2013~2014년 원화기준 수입물가 연평균 상승률은 각각 $\triangle 7.3\%$ 및 $\triangle 7.6\%$ 로서 비교적 큰 폭의 하락을 거듭했고, 특히, 2015년 들어서는 상반기 중 전년동기대비 평균 $\triangle 16.7\%$ 라는 매우 큰 폭의 하락세를 나타냈다. 2012년 하반기 이후의 이례적인 저물가에는 경기부진이라는 수요측면의 물가안정 요인도 중요했지만 수입물가의 하락도 상당한 기여를 하고 있다.

〈표 2〉 원화기준 수입물가 3개월 이상 하락 사례(전년동월대비)

기 간	'76.1~'76.3	'77.8~'78.1	'83.4~'83.6	'86.3~'87.2
개월수	3개월	6개월	3개월	12개월
평균 증가율	△4.1%	△1.6%	△1.6%	△4.9%
기 간	'89.5~'90.8	'91.9~'92.3	'95.11~'96.6	'98.12~'99.10
개월수	16개월	7개월	8개월	11개월
평균 증가율	△6.0%	△5.9%	△2.1%	△14.2%
기 간	'01.10~'02.10	'06.9~'07.1	'09.4~'10.3	'12.6~'15.6
개월수	13개월	5개월	12개월	37개월 ¹⁾
평균 증가율	△7.3%	△1.5%	△7.5%	△8.5%

주 : 1) 2012년 8월 제외

〈그림 6〉 국제유가(브렌트油) 및 국내 석유류 가격지수 추이



자료 : 한국은행, Bloomberg

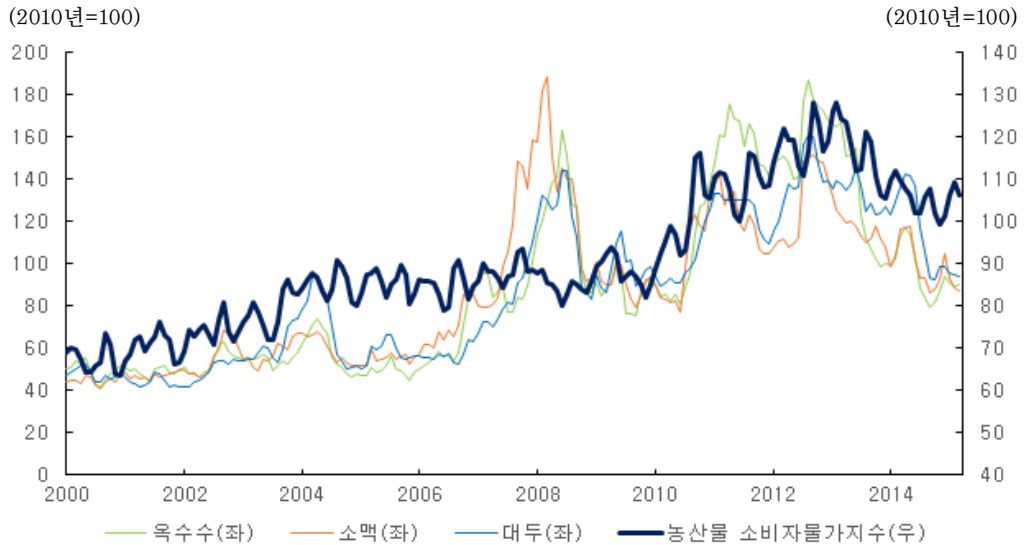
이러한 수입물가 하락의 이면(裏面)에는 원유가 및 수입 농산물 가격, 그리고 수입 원자재 가격의 하락이 있다. <그림 6>은 국제유가의 기준인 북해산(北海産) 브렌트유(油) 배럴당 가격의 월별 추이(推移)다. 국제유가는 2011년부터 약 3년 남짓한 기간 동안 배럴당 100달러를 넘는 고유가(高油價)를 지속하다가, 2014년 7월부터 갑작스런 급락세를 보이기 시작했다. 브렌트油 가격은 2014년 6월만 하더라도 배럴당 111.9달러였으나 2015년 1월에는 배럴당 48.1달러까지 내려가 불과 반 년 만에 정점 대비 43%나 하락했고, 2월에는 다시 반등하여 3~6월 평균으로 배럴당 60.52달러 수준에 머물러 있다. 2014년 하반기 중의 원유가격 하락은 폭락이라고 해도 좋을 만큼 하락세가 매우 가팔랐고 하락폭 또한 매우 컸다. 국제 원유가격의 폭락은 세계 각국의 물가에도 굉장히 중요한 영향을 끼쳤고, 우리나라도 예외는 아니었다.

소비자물가지수 상승률이 0.4%밖에 되지 않았던 2015년 3월을 예로 들어보면, 소비자물가지수의 개별 품목 지수의 하나인 석유류 가격은 일 년 전에 비해 $\Delta 21.4\%$ 하락하여, 전체 소비자물가 상승률을 1.13%p만큼 끌어 내리고 있었다. 만약 석유류 가격이 1년 전과 같았다면 전체 소비자물가 상승률은 실적치(0.4%)보다 1.13%p 높은 1.53%였을 것이다.

뿐만 아니라 유가와 직간접적으로 관련이 많은 전기·가스·수도의 가격도 일년 전 같은 달에 비해 $\Delta 6.0\%$ 하락하여 소비자물가 상승률에 대한 기여도가 $\Delta 0.31\text{p}$ 에 달했다. 만약 석유류 및 에너지 가격이 1년 전과 같고, 전기·가스·수도 요금도 1년 전과 같았다면 전체 소비자물가 상승률은 실적치(0.4%)보다 $1.44\text{p}(=1.13\text{p}+0.31\text{p})$ 높은 $1.84\%(=0.4\%+1.44\%)$ 였을 것이다.

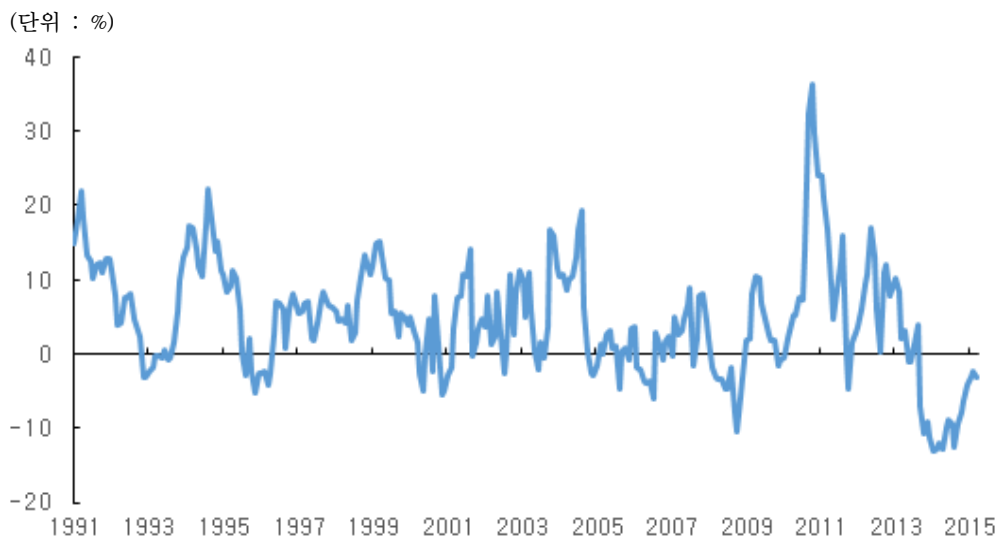
석유류 외에도 소비자물가 상승률을 끌어 내리고 있는 공급측면의 요인으로 농산물 가격을 꼽지 않을 수 없다. <그림 7>은 옥수수, 소맥, 대두 등 농작물의 국제가격과 국내 소비자물가지수 중 농산물 가격지수의 수준을 그린 것이다. 이에 따르면, 농작물 국제시세와 국내 농산물 가격지수는 대략 2013년 무렵에 정점에 도달한 뒤 지금까지 지속적인 하락세를 보이고 있다. 보다 정확히 말하자면, 2013년 9월 이후 농산물 가격지수는 전년동월대비로 감소하기 시작하여 국내 소비자물가에도 하락 압력을 주기 시작했는데, 그 감소폭은 상당한 크기에 달했고, 감소 기간 또한 이례적이라 할 수 있을 만큼 상당히 오랫동안 계속되고 있다(<그림 7-1>참조).

〈그림 7〉 국제 농산물 가격 및 국내 농산물 가격지수 추이



자료 : 한국은행, Bloomberg

〈그림 7-1〉 국내 농산물 가격지수 전년동월대비 상승률 추이



자료 : 한국은행

앞서 살펴본 2015년 3월을 다시 예로 들어보면, 농산물 가격지수는 1년 전 같은 달에 비해 $\Delta 3.0\%$ 하락하여 전체 소비자물가지수를 $0.12\%p$ 만큼 끌어내리는 효과를 나타냈다. 만약 농산물 가격이 전년과 동일했다면, 그리고 석유류가격과 에너지 관련 요금도 변하지 않았다면, 2015년 3월의 소비자물가지수 상승률은 실제 값인 0.4% 보다 $1.56\%p(=1.13\%p(\text{석유류})+0.31\%p(\text{전기} \cdot \text{가스} \cdot \text{수도})+0.12\%p(\text{농산물}))$ 더 높아진 1.96% 를 기록했을 것이다.

석유류와 전기·가스·수도, 그리고 농산물은 원유가(原油價) 및 작황(作況) 내지 해외농산물 가격에 영향을 받는 개별품목들 중 일부일 뿐이다. 석유류와 전기·가스·수도가 아니더라도 수많은 상품과 서비스의 가격이 유가(油價)에 의해 직간접적으로 영향을 받는다. 농산물 가격 또한 식료품 및 외식비 같은 품목들에게 광범위한 영향을 준다. 만약 원유 및 농산물 가격 하락이 소비자물가에 미치는 영향을 간접적인 영향도 포함하여 좀 더 정확히 추적·계산했다면, 앞에서 2015년 3월 유가 및 농산물 가격 하락이 소비자물가지수를 끌어내린 효과는 위에서 계산한 $1.56\%p$ 보다 더 크게 추산(推算)되었을 것이다. 다시 말하여, 유가하락과 농산물 가격이 변하지 않았다면 2015년 3월 소비자물가 상승률은 전년동월대비로 2.0% 가 넘었을 것($\approx 0.4\%+1.56\%p+\alpha\%$)이라는 의미다.

유가나 농산물 가격처럼 소비자물가지수에 미치는 영향을 직접 측정하기는 어렵지만 일차상품의 국제시세도 저물가에 틀림없이 기여하고 있다. <그림 8>이 보여주는 바처럼 2011년 이후부터 구리, 아연, 니켈, 알루미늄 등의 광산물의 국제시세가 전세계적 경기침체의 지속에 따라 추세적인 하락세를 보이기 시작했다. 이들 품목들은 소비재가 아닌 원자재로서 그 국제시세 하락은 수입물가의 하락을 통해 국내 생산자물가를 끌어 내리고, 나아가 소비자물가를 하락시키는 공급측면의 요인들이다.

Ⅱ.2 디플레이션 우려

2015년 6월 현재 소비자물가 상승률은 0.7% 로서, 여차하면 마이너스 영역으로 내려 갈 가능성에 노출되어 있다. 이를테면 향후 원유 가격이 2014년 하반기처럼 또 다시 폭락¹⁴⁾한다거나 농산물 가격이 지금보다 더 내려가 또 다시 물가를 끌어

내린다면 소비자물가 상승률은 얼마든지 제로 또는 마이너스 영역으로 하락할 수 있다.

II.2.1 일차상품 가격급락과 디플레이션 우려

소비자물가지수가 제로를 향해 가까워지고 있는 핵심 원인 중 하나는 석유류와 농산물 가격 등 소위 “공급측면”의 요인들이 물가를 큰 폭으로 끌어 내리고 있기 때문이다. 이러한 국제유가 폭락 및 농산물 가격 급락은 디플레이션의 도래(到來) 가능성이 알리는 전조(前兆)일지 모른다는 우려를 하게 한다. 1929년 대공황의 발생 직전에도 농산물 가격은 극적(劇的)으로 하락하여 많은 사람을 ‘놀라게’ 한 바 있었는데(Hamilton 1992), 지금의 상황이 대공황 직전의 상황과 적어도 겉모양은 상당히 유사해 보이기 때문이다.

1914년 제1차 세계대전이 발발(勃發)하자 유럽은 격전장(激戰場)이 되어버렸고, 동유럽과 러시아 지역의 곡물수출도 중단되었다. 그러자 그 공백을 메우기 위해 미국과 캐나다의 곡물 생산 및 수출이 크게 늘어났다. 아르헨티나, 뉴질랜드 등도 육류와 낙농제품 생산을 큰 폭으로 증대시켰다. 이를 위해 이들 국가의 농민과 축산업자들은 은행대출을 재원(財源)으로 농지(農地) 및 시설에 대한 투자를 대폭 증가해 놓았었다. 그런데 전쟁이 끝나고 동유럽의 곡물공급이 재개되자 전세계적으로 공급 과잉 상황이 빚어졌다. 그에 따라 곡물가격은 폭락했으며 농지가격 또한 급락했다. 이와 같은 1차 상품의 가격폭락은 비단 미국뿐 아니라 농축산물 수출국들에게도 엄청난 타격이었다(양동휴 2000).

원유와 농산물을 비롯한 일차상품의 가격하락과 그에 따른 자원수출국의 경기침체라는 일련(一連)의 과정은 지금도 벌어지고 있는 현상들로서, 자못 대공황 직전의 상황을 연상(聯想)케 한다. 글로벌 금융위기가 지나간 뒤, 세계경기가 충분한 회복을 하지 못하자, 대략 2012년부터 아연, 구리, 니켈, 알루미늄 등 광산물의 국제시세 그리고 2013년부터 대두, 옥수수, 소맥 등 농산물의 국제시세가 일제히 하락하기

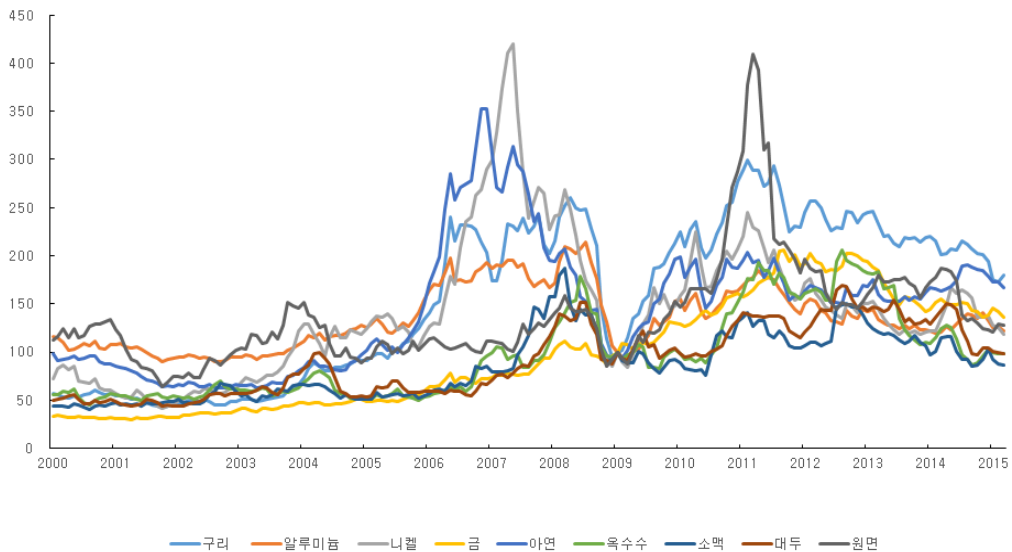
14) 예를 들어, 석유수출 제재가 풀린 이란이 석유수출을 활발하게 재개할 경우 국제원유가는 한 차례 더 내려갈 가능성이 거론되고 있다.

시작했던 것이다(〈그림 8〉 참조).

유가 폭락은 전세계적 경기침체의 지속이라는 수요측면의 요인도 물론 중요했지만 공급측면의 요인, 즉 미국을 중심으로 한 셰일 가스 개발로 지난 수년 동안 산유량이 구조적으로 크게 증가¹⁵⁾했던 것이 결정적이었다. 이것 역시 대공황 직전에 벌어졌던 공급확대에 따른 농산물가격 폭락 과정과 구조적으로 유사하다고 하겠다. 그리고 유가폭락과 농산물 가격하락이 이들을 수출하는 농업 및 자원 수출국들의 경기를 한꺼번에 침체시키고 있는 것도 대공황 당시 농축산물 국가들이 동시다발적으로 경기침체를 겪었던 것과 비슷한 모양새를 연출하고 있다.

〈그림 8〉 국제 원자재 가격 추이

(2009년 1월=100)



자료 : Bloomberg

15) 셰일 가스를 생산할 때 가스에 따라 나오는 석유가 있는데, 셰일 가스가 “셰일 혁명”이라고 부를 만큼 대량으로 개발되는 과정에서 셰일 오일의 생산도 크게 늘어났다. 미국만 하더라도 셰일 오일 생산에 힘입어 2014년 현재 원유생산 능력이 2008년 대비 하루에 900만 배럴이나 더 확대되었다고 한다. 2013년 우리나라 원유소비량이 연간 9억 배럴 정도였음에 비추어 “셰일 혁명”에 따른 미국의 원유 생산 확대규모는 우리나라 정도 되는 경제를 3개 이상 더 감당할 수 있게 된 것이다. 사우디아라비아에 버금가는 산유국이 하나 더 생긴 셈이다. 또한 미국은 셰일 오일의 생산이 늘어나자 미국 의회는 그동안 전략적 이유로 금지해 오던 석유수출을 승인하였고, 이에 따라 전통적으로 원유수입국이던 미국은 원유수출국이 되었고 원유시장에서의 공급이 구조적으로 대폭 늘어나게 된 것이다.

그런데 양동휴(2000)는 대공황 직전의 농산물가격 하락이 대공황을 유발시켰다는 주장에 대하여, 당시의 농산물 가격하락이 농업 생산국들의 지출과 총수요를 감소시킨 역할을 한 게 사실이지만 이를 대공황의 시작과 연결시키기는 무리가 있다고 지적했다. 농산물 가격 하락으로 농민들이 극심한 피해를 보긴 했어도 소비자들은 오히려 생활비를 절약할 수 있었는데, 농민들과 소비자들의 손익을 종합적으로 고려할 때 순효과는 긍정적이었다는 것이다.¹⁶⁾

이와 마찬가지로 최근의 일차상품의 가격하락을 우리나라 디플레이션의 전조(前兆)로 믿는 것도 무리가 있다고 보여진다. 농산물 및 알루미늄, 구리, 철강 등 원자재의 국제시세 하락 자체가 우리나라의 경기침체를 초래할 가능성은 거의 없기 때문이다. 이들 중 거의 대부분은 수입 품목들이어서 이들의 국제시세 하락은 우리경제의 생산비를 낮추는 것이지 국내 생산자들의 소득을 감소시켜 불황이 초래되고 그것이 다시 디플레이션을 부른다고 보기는 어려운 것이다.

이상에서 살펴본 바와 같이 2012년 이후의 광산물 국제시세 하락추세, 2013년 이후의 농산물 가격 하락, 그리고 2014년 하반기 이후의 원유가 폭락 등은 국내 소비자 물가를 2014년 하반기 이후 제로에 가깝게 끌어내린 공급측면의 요인들이다.

II.2.2 저물가와 디플레이션 우려

2014년 말 하반기 이후 디플레이션 우려가 나왔던 것은 유가와 농산물 가격의 급격한 하락 때문이기도 했지만, 소비자물가 상승률 자체가 이미 상당히 낮은 수준까지 내려와 있었기 때문이기도 했다. 만약 유가폭락이나 농산물 가격하락이 디플레이션을 우려하는 근거의 전부라면 유가 하락폭이 2014년 하반기보다 더 컸고 일차상품의 가격하락도 더 가파르거나 그에 못지않았던 2008년 하반기에는 지금보다 더 심각한 디플레이션 우려가 나왔어야 했다. 그러나 2008년 하반기는 물론 그 이후의 기간에서도 디플레이션은 정책관심의 대상이 아니었고, 그 누구도 디플레이션을 심각하게 우려하지 않았으며 우려할 필요도 없었다.

16) 다만 양동휴(2000)는 농업 생산 증대를 위해 끌어 썼던 산적(山積)한 농가부채가 농산물 가격폭락 이후 부실대출이 되면서 농촌지역 은행들의 파산으로 이어졌고, 이것이 대공황의 악화에 기여했을 가능성은 있다고 보았다.

〈그림 6〉으로 돌아가 보면, 미국발 금융위기로 인해 2008년 하반기 중에도 국제 유가는 폭락했었다. 2008년 7월 브렌트유는 배럴당 133.9달러였지만 8월부터 하락세가 시작되어 2008년 12월에는 41.6달러로 5개월 만에 정점대비 31% 수준으로 폭락했었다. 이때의 유가 하락률은 $\Delta 68.9\%$ 로서 2014년 7월에서 2015년 1월까지의 7개월 동안의 하락률인 $\Delta 57.0\%$ 보다 훨씬 더 컸었다. 또한 〈그림 8〉의 원자재의 국제시세 추이를 보아도 2007~2009년 중 일차상품의 가격 하락세는 2011~2014년 중의 그것보다 더 가팔랐으면 가팔랐지 완만하지는 않았다.

그럼에도 불구하고 2008년 하반기에서 2009년의 기간 중 우리경제에 대해 디플레이션 우려가 전혀 나오지 않았던 이유는 당시의 소비자물가 상승률 자체가 상당히 높은 수준이었기 때문이다. 유가폭락의 시작 직전이던 2008년 6월 소비자물가 상승률은 전년동월대비 5.9%에 달하여 웬만한 유가하락이 아니면 소비자물가 상승률이 제로 또는 마이너스까지 내려갈 가능성이 사실상 없었던 것이다.

반면, 2014년의 유가폭락이 시작되기 직전이던 2014년 6월의 소비자물가 상승률은 전년동월대비 1.7%에 불과했었다. 이런 상황에서 전년동월대비 1%p 이상의 물가 하락을 의미하는 유가폭락이라면, 그리고 다른 공급측면 물가하락요인들이 조금이라도 거기에 가세(加勢)한다면, 소비자물가 상승률은 제로 또는 마이너스 영역으로 내려갈 가능성이 얼마든지 있었던 것이다.

II.2.3 ‘사실상의 디플레이션’ 우려 : 소비자물가지수의 測定偏倚

소비자물가 상승률이 전년동월대비 0.4%~0.7%에서 맴돌고 있는 2015년 상반기의 물가는 비록 디플레이션¹⁷⁾으로 명명(命名)할 수는 없다하더라도 ‘사실상의 디플레이션’일 가능성마저 배제할 수는 없는 상황이다. 숫자상으로는 디플레이션이 아니지만 체감적(體感的)으로는 디플레이션일 가능성이 없지 않다는 것이다. 이는 소비자물가지수의 측정편의(測定偏倚 : measurement bias) 때문이다. 즉, 소비자물가지수가 아래의 식(1)과 같이 Laspeyres 지수, 즉 “주어진” 개별품목 바스켓에 “주어진”

17) 앞서 소개한 바와 같이 IMF(2014)는 소비자물가 상승률이 2개 분기 연속 마이너스 값을 나타내는 것을 디플레이션으로 정의하고 있다.

가중치를 적용하여 개별품목 가격 상승률의 가중 평균치로 정의되다보니 실제의 인플레이션을 과장하는 경향이 생긴다는 것이다(Boskin *et al.* 1996).

$$P_t = \sum_{i=1}^N w_i P_t^i, \quad \sum_{i=1}^N w_i = 1, \quad \pi_t \equiv \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} = \sum_{i=1}^N w_i \cdot \frac{P_{t-1}^i}{P_{t-1}} \cdot \pi_t^i \quad (1)$$

이 식에서 P_t 는 전체 소비자물가지수, P_t^i 는 i 번째 개별품목의 가격지수, w^i 는 i 번째 품목의 가중치, π_t 는 소비자물가 상승률, 그리고 π_t^i 는 i 번째 개별품목의 가격 상승률을 표시한다. 이러한 Laspeyres 지수에서 개별품목의 바스켓 구성과 각각의 가중치 $\{w_i\}_{i=1, \dots, N}$ 는 고정되어 있다. 매년 측정을 할 때마다 달라지는 것은 각 품목의 가격 상승률 $\{\pi_t^i\}_{i=1, \dots, N}$ 뿐이다. 이런 방식의 소비자물가지수는 상대가격이 아무리 변화해도 개별 품목의 선택 및 구입량은 조금도 변하지 않는다는 가정을 암묵적인 전제로 하고 있다.

거꾸로 말하자면, Laspeyres 방식의 물가지수가 소비자들이 느끼는 생활물가를 정확히 반영하려면, 개별품목들의 가격이 아무리 변하더라도 품목 선택 및 각 품목의 구매량이 바뀌지 않아야 한다. 또한 아무리 새로운 상품이 등장하거나 소멸되더라도 새로이 등장한 상품을 구입하지 말아야 하고 소멸된 상품도 이전과 동일한 양을 계속 구입해야 한다. 그런 소비자들로 구성된 경제라야 Laspeyres 방식의 소비자물가지수가 소비자들의 체감 생활물가를 비로소 정확히 측정할 수 있다.

이러한 가정의 비현실성에 대해 윤성민(1996, p.6)은 다음과 같이 지적한다. “(소비자물가지수는) 시장에서 구매·지출하는 상품들의 상대가격이 아무리 변화하여도 모든 소비자들이 5년(당시 소비자 물가지수 바스켓이 고정되어 있던 기간을 말함) 동안 자신의 소비지출비율을 변경하지 않을 경우에만 진정한 생계비지수(true cost-of-living index)와 일치한다. 따라서 모든 소비자가 매우 비합리적이거나 혹은 매우 어리석거나 아니면 매우 둔감한 경우가 아니라면 현행 계측 방법은 이론적으로 정당화되기 어렵다”.

Laspeyres 방식의 소비자물가지수의 문제점은 비단 그것이 비현실적인 가정을 전제로 하고 있다는 데에 그치지 않고, 그것으로 측정한 인플레이션율이 실제 소비

자들이 체감하는 것보다 인플레이션율을 더 높게 측정하는 경향을 보인다는 데에 있다.

현실 세계에서 소비자들은 개별품목의 가격변화에 대해 각각에 대한 구입량을 얼마든지 늘이거나 줄일 수 있다. 만약 품목 i 의 가격 P_t^i 가 $\alpha\%$ 올랐을 경우 그것을 대신할 수 있는 품목 가운데 $\alpha\%$ 만큼 가격이 오르지 않은 대체 품목 j 가 있다면 소비자는 품목 i 대신 상대적으로 가격이 덜 오른 대체품목 j 를 구입할 수 있다. 예를 들어 음식점 쇠고기 가격이 올랐다면 음식점에 가서 쇠고기 요리를 먹는 대신, 직접 쇠고기를 구입하여 가정에서 조리해 먹을 수도 있고, 한우 쇠고기 값이 많이 올랐다면 한우 대신 수입산 쇠고기를 선택할 수도 있다.¹⁸⁾ 이와 같이 대체품목을 적절히 조정하여 선택을 하는 소비자들은 소비자물가지수가 측정하는 물가 상승률보다 자기가 체감하는 물가가 덜 올랐다고 느낄 것이다.

뿐만 아니라 물가지수에 포함되는 개별품목 각각은 소비자들이 시장에서 구입이 가능한 수많은 제품들의 가격을 망라하고 있지 않다. 예를 들어 음식점에서 먹는 쇠고기 요리의 경우 요리의 가지 수도 여러 가지일 뿐 아니라 쇠고기 요리를 사 먹을 수 있는 음식점의 숫자도 사실상 엄청나게 많다. 즉, 소비자들이 선택할 수 있는 쇠고기(외식) 항목의 가격은 하나의 값이 아니라 엄청나게 많다. 이 가운데 제한된 숫자의 표본 가격들이 관찰되어 소비자물가지수의 쇠고기(외식) 항목으로 집계될 뿐이다. 쇠고기(외식) 가격이 $\alpha\%$ 올랐다 하더라도 소비자들의 입장에서는, 발품을 팔 용의와 의지만 있다면, 그보다 가격이 덜 오른 음식점을 찾아 갈 수 있다. 이 경우에도 소비자들은 쇠고기(외식) 가격이 소비자물가지수가 파악한 상승률보다 덜 올랐다고 느낄 수 있다.

또한 소비자물가지수는 개별 품목의 품질과 성능이 얼마나 개선되었는지를 충분히 반영하지 못한다. 예를 들어 같은 스마트폰(가중치 2.5/1000) 가격이 일 년 전에 비해 $\beta\%$ 상승했을 때 스마트폰의 성능이 일 년 전에 비해 크게 개선되어 소비자들이 느끼는 만족도가 더 높아졌다면 실제 소비자들이 느끼는 핸드폰의 가격 상승률은 $\beta\%$ 보다 낮을 수 있다.

이런 이유들 때문에 소비자물가지수는 실제의 인플레이션을 어느 정도 과장하는

18) 쇠고기(외식)의 가중치는 4/1000, 구입용 쇠고기의 가중치는 국산이 7/1000, 수입산이 2.5/1000이다.

경향이 있다고 말한다. 이러한 소비자물가지수의 측정편의(測定偏倚 : measurement bias) 문제에 대해 미국 상원의원의 의뢰를 받아 최초로 연구를 수행했던 보스킨 위원회(Boskin Committee)는 미국의 소비자물가 상승률의 측정편의가 1.1%p에 달하며, 과거에는 1.3%p 정도였다고 추정한 바 있었다. 다시 말하여, 미국 소비자물가 상승률이 인플레이션을 실제보다 1.1%p~1.3%p 정도 높게 측정한다(Boskin *et al.* 1996)는 것이다.

그 이후 다른 나라에 대한 연구에서도 주요 선진국들의 소비자물가지수 측정편의는 대략 1% 내외에 달하는 것으로 추정되었다. 다만, 일본 소비자물가 상승률의 측정편의는 그보다 약간 낮은 0.4%p 정도로 측정(Ariga · Matsui 2003)되었다. 우리나라 소비자물가지수도 예외가 아니어서 상당한 측정편의가 있다고 분석되었다. 정철 외(2007)는 2000~2005년의 경우 연평균 0.7%p 정도의 측정편의가 있었다고 추정했으며, 이은석 · 이문희(2009)는 주요 선진국과 비슷한 수준인 0.71%p~1.16%p 정도의 측정편의를 추정한 바 있었다.

이렇게 보았을 때, 2015년 3월의 경우처럼 소비자물가 상승률이 0.4% 밖에 안 될 경우, 우리나라 소비자들이 실제로 느끼는 인플레이션율은 마이너스였을 가능성이 높다. 적어도 이론적으로는 현재 우리나라 소비자들이 제로 인플레이션 내지 소폭의 디플레이션을 “체감”하고 있을 가능성이 높다는 얘기다. 아닌 게 아니라 IMF에서도 비록 소비자물가 상승률이 플러스라 하더라도 그 값이 매우 낮을 경우, 예를 들어 0.5%보다 낮을 경우, 디플레이션에 대한 경고의 신호(worrying sign)로 받아들여야 한다는 입장을 내놓았던 바 있었다(Burton *et al* 2003). 이런 의미에서 현재의 디플레이션 우려는 전혀 무의미한 것은 아니라고 하겠다.

소비자 물가상승률이 제로나 아니냐를 따지는 것은 그다지 중요하지 않을 수 있다. 이를테면 0.1%의 인플레이션과 Δ 0.1%의 디플레이션은 실제로는 뚜렷한 차이가 없는 것이다. 그렇지만 소비자들을 비롯한 경제주체들의 입장에서는 플러스냐, 제로냐, 아니면 마이너스냐 하는 문제는 물가에 대한 기대형성에 중요한 의미를 가질 수 있다. 디플레이션 기대가 형성되면, 즉, 물가가 계속 하락할 것으로 예상하기 시작하면, 가격이 더 낮아질 때까지 구매를 미루게 되고 그 결과, 경기는 부진해지고 물가는 더욱 하락하여 디플레이션 기대가 더욱 강해지는 악순환에 빠질 수 있기 때

문이다. 디플레이션 기대는 한번 형성되기만 하면 자기실현적 예언(self-fulfilling prophecy)이 될 가능성이 높다는 의미다.

II.2.4 ‘완만한 디플레이션’이라면 두려워 할 필요가 있는가?

현재 우리나라 소비자물가지수의 측정편의를 정철 外(2007)의 연구처럼 0.7%p 또는 이은석·이문희(2009)의 연구처럼 0.7~1.2%p 정도로 상정한다면, 우리나라 소비자들은 2015년 들어 반년 째, 사실상의 제로 인플레이션 내지 $\Delta 0.5\%$ 정도의 완만한 디플레이션을 겪고 있는 셈이다. 라가르드(2014)가 “재앙적인 괴물”이라고 표현한 디플레이션 속에서 우리나라 소비자들은 사실상 반년을 살아오고 있는 것이다. 그럼에도 불구하고 라가르드의 말과 달리 우리경제에는 디플레이션 또는 디플레이션 기대로 인한 재앙이 아직은 닥치지 않고 있다.¹⁹⁾ 이는 다행스러운 일일 뿐 아니라, 한편으로는 완만한 디플레이션이 “실제로” 발생한다 해도 별로 두려워할 필요가 없을지 모른다는 일말(一抹)의 희망을 가지게 한다. 디플레이션은 무조건 피해야 할 괴물(Ogre)이라는 라가르드의 표현은 지나치게 단순화된 도식(圖式)일 가능성이 있다. 그리고 그것은 정책 결정자들로 하여금 작지 않은 오류를 범하도록 할 가능성이 있다.

19) 물론 금년 상반기 중 일어났던 일들 가운데는 메르스(MERS) 발생, 그리스의 유로탈퇴 가능성, 중국 주식시장 폭락처럼 재앙적이라 할 만한 일들이 없지는 않았지만, 우리나라 물가상승률이 사실상 제로 또는 마이너스라는 느낌 때문에 우리경제에 재앙적인 문제가 초래되지는 않았다는 의미다. 소비자들의 체감적 디플레이션이 소비자들의 디플레이션 기대를 형성하고, 그러한 디플레이션 기대가 자기실현적 예언이 되어 실제 디플레이션으로 나타나, 우리경제에 모든 해악(害惡)을 다 끼치려면 좀 더 시간이 필요한 것인지는 알 수 없는 일이다.

Ⅲ. 디플레이션 발생 가능성 검토

디플레이션은 무조건 피해야 한다고 주장하는 사람들은 ‘디플레이션이란 원인과 성격을 불문하고, 매우 큰 비용을 치르게 하는 위험한 것’이라는 선입견(先入見)을 갖고 있다. “디플레이션은 매우 나쁘다”는 견해는 특히 IMF, 세계은행 등 국제기구 관계자, 각국의 경제정책 담당자 및 중앙은행 당국자들이, 그리고 국내외 언론매체 관계자들이 일관되게 반복하여 표명해 온 명제(命題)다. 이들 정책 당국자들이 디플레이션에 대해 좋지 않게 생각하는 기본적 이유는 그들이 디플레이션을 직접 겪어본 경험이 없기 때문이다. 그리고 시장(市場)의 입장에서는 정부나 중앙은행 사람들이 직접 다루어본 적이 없는 위험에 당면해 있다는 이유만으로도 불안감이 앞서는 것이다.

실제로 제2차 세계대전 이후 수 십 년 동안, 세계 여러 나라에서 디플레이션이 주요 경제정책 아젠다로 부각된 적은 별로 없었다. 1997년 말 아시아 외환위기 직후 일본과 중국, 홍콩 등에서 디플레이션이 나타나자 제2차 세계대전 이후 반세기만에 처음으로 디플레이션이 정책이슈로 관심을 모았다. 그 뒤 2000년대로 접어들자마자 글로벌 IT 버블의 붕괴로 전세계 주식시장이 큰 폭으로 동반 하락했고, 과잉 생산 능력이 누적되어 생산과 수요의 갭이 확대되었다. 동시에 이라크 전쟁에 따른 유가(油價) 불안으로 경제활동에 부정적인 영향²⁰⁾이 예상되고 있었다.

그러던 와중에 각국의 초저금리 및 재정확대 등의 정책노력에도 불구하고 세계 경기의 회복이 생각보다 거둬 좌절되자 2002년 무렵 또 한 차례 디플레이션 우려가 나왔다. ‘디플레이션은 두려워해야 할 만한 것’이라는 주장이 미국을 비롯한 주요 국가들의 정책담당자의 입을 통해 불거져 나왔었다. 특히 2002년 11월과 12월에는 당시 미국 연준의 의장 그린스팬(Greenspan 2002)²¹⁾과 연준 이사였던 버냉키(Bernanke 2002)가 한 달 간격으로 연달아 디플레이션은 무조건 피해야 할 현상이라고 설파

20) 유가(油價)는 올라가도 디플레이션 우려를 자아냈고, 2014년 하반기처럼 대폭 내려가도 디플레이션 우려를 자아냈다.

21) 디플레이션 우려가 제기되자 당시 연준 의장이던 그린스팬은 주식시장의 ‘비이성적 과열’(irrational exuberance)을 경고했던 포럼과 동일한 포럼에 참석하여 “어떠한 잠재적인 디플레이션 압력이라도, 문제가 되기 한참 전에 적절히 다루어지도록 확실히 하는 것이 매우 중요하다”고 역설했다.

(說破)한 바 있었다. 이 과정에서 디플레이션이 오면 어떻게 하겠다는 점을 확실하게 밝혀두고 있었다. 디플레이션에 대한 논의가 활발해지면서 학계에서도 디플레이션에 대한 많은 연구물들이 발표되었다.

그 뒤 디플레이션 이슈는 한동안 잠잠해졌다가 글로벌 금융위기 이후 최근에 들어 다시 수면 밖으로 나왔다. 제2차 세계대전 이후 세 번째의 “글로벌 디플레이션 우려”라고 할만하다. 서론에서 언급한 라가르드 IMF 총재(Lagarde 2014)의 발언과 우리나라 경제부총리의 발언, 그리고 일본은행의 구로다 총재(Kuroda 2013)의 발언도 거기에 속한다. 각국의 주요 경제관련 신문에서도 디플레이션은 매우 커다란 비용을 수반한다는 주장들이 사설이나 칼럼 등을 통해 여러 번 게재(掲載)되었다(Wolf 2014).

2014년의 경우, 일본과 유럽, 그리고 우리나라를 포함하여 여러 나라에서 마치 전염처럼 디플레이션이 발생하거나 발생할 우려가 나왔다. 과거 금본위제에서는 디플레이션이 다른 나라로 전염되는 것은 흔히 있는 일이었다. 그러나 지금은 대다수 주요국들이 변동 환율제를 채택하고 있고, 각자 독립적인 정책과 제도를 갖고 있음에도 불구하고 디플레이션이 여러 나라로 확산되는 듯한 모습이 보이는 이유는 많은 나라들이 공통적으로 사용하는 에너지 가격이 전년에 비해 폭락했기 때문이다. 유가 폭락으로 모든 나라가 공통적으로 물가하락 압력을 받고 있는 것이다, 또 한 가지 공통적인 사항은 미국을 제외하면 전 세계가 불황이라는 점이다. 이런 이유들 때문에 많은 나라들 사이에서 디플레이션이 전염되는 것처럼 보이는 것이다.

우리경제 역사상 처음으로 부각된 디플레이션 우려에 당면하여, 디플레이션에 대한 막연한 공포감을 가지기보다, 발생 가능성이 정말로 있는지, 과연 정말로 위험한 것일지에 대해 냉정하게 판단할 필요가 있다. 디플레이션의 가능성이 매우 낮거나, 그로부터의 비용이 인플레이션의 비용과 크게 다르지 않을 경우에는 두려워할 필요가 별로 없는 것이다.

Ⅲ.1 근원 인플레이션을 추이와 해석

2015년 들어 6월까지 반년 동안 소비자물가의 전년동월대비 상승률은 평균 0.5%를 기록했다. 이는 전례(前例) 없이 낮은 수준이다(〈표 3〉 참조). 국제유가가 하락하

기 시작했던 2014년 7월 이후를 보아도 그로부터 12개월 동안의 소비자물가 상승률은 평균 0.86%였는데, 이것 역시 IMF 경제위기 직후 1999년 1월에서 2000년 5월까지의 17개월 평균 1.1%보다 낮은 값이다.

〈표 3〉 저물가 기간²²⁾ 중 CPI 상승률 및 근원 인플레이션을 평균값

기 간	83.7~85.12	86.10~87.3	99.1~00.5	12.7~15.6
기간(개월)	30	6	17	33
CPI 상승률 평균(%)	2.4	1.2	1.1	1.3
근원 인플레이션을 평균(%)	2.3	3.3	0.6	1.8

주 : 근원 물가상승률은 농산물 및 석유류 제외지수의 상승률임.

〈표 3〉은 최근의 근원 인플레이션율도 전례없이 매우 낮은 수준임을 말해 주고 있다. 과거 저물가 사례들 가운데 근원 인플레이션율이 지금보다 낮았던 적은 외환위기 직후이던 1999년 1월에서 2000년 5월까지의 6개월 동안밖에 없었다.²³⁾

III.1.1 근원 인플레이션율의 의미

2012년 하반기 이후 지금까지의 1.8%라는 낮은 근원 인플레이션율은 매우 이례적인 물가 안정세라고 할 수 있다. 그러나 이 수준은 “과도하게” 낮은 수준, 즉, 신속한 정책대응이 요구될 정도로 낮은 수준이라고 하기는 어렵다. ‘2%에 약간 못 미치는’ 코어(core) 인플레이션율은 곧 미국 연준(FRB), 유럽 중앙은행(ECB), 일본은행(BoJ)을 비롯한 많은 중앙은행들이 공식적 내지 비공식적으로 상정하고 있는 인플레이션 목표치이기도 하다.²⁴⁾

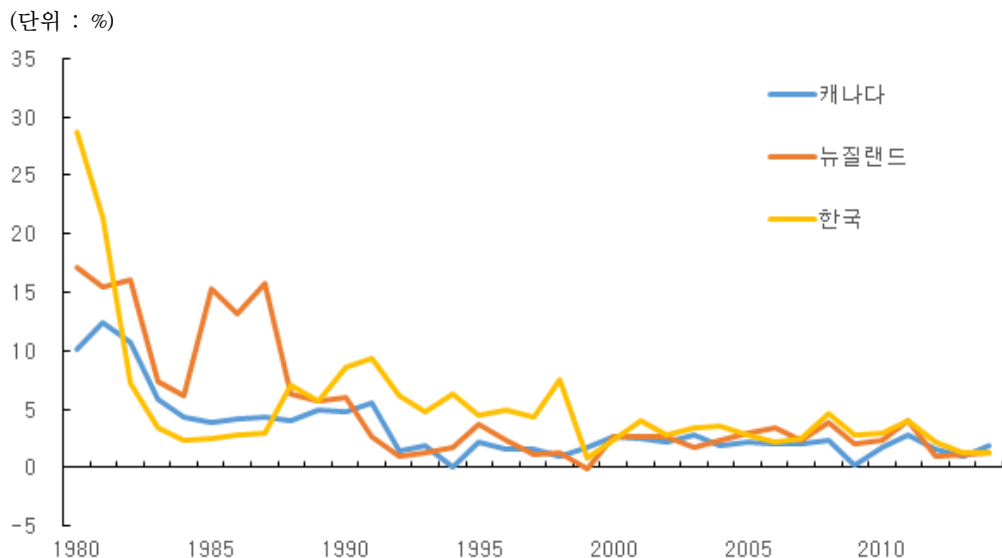
22) 이 표에서의 저물가 기간은 저자가 임의적으로 설정한 것임.

23) 이 기간은 외환 및 금융위기로 인해 1998년 우리경제가 6·25 사변 이후 최악의 경기침체를 겪고 난 직후였던 매우 이례적인 기간이었음을 감안해야 한다.

24) Bernanke(2003)는 코어 인플레이션이 1~2%의 범위에 안정적으로 놓여있는 것은 (인플레이션이라

인플레이션 목표제가 국내 학계에서 처음 논의되던 1990년대 중반의 기억을 더듬어 보면, “2%에 약간 못 미치는” 물가 상승률이란 그야말로 “바라마지 않던” 숫자였다. 소비자물가가 매년 의례적(依禮的)으로 5~6%씩은 올랐던 1990년대 중반의 우리에게 캐나다와 뉴질랜드 같은 나라들이 물가안정목표제를 도입해 성공을 거두고 있다는 소식은 놀라운 뉴스였고, 이들이 기록하고 있던 1~2%의 인플레이션을 (<그림 9> 참조)은 그야말로 선망(羨望)의 대상이었던 것이다. 더구나 1980년대 후반만 하더라도 우리보다 인플레이션이 훨씬 심했던 뉴질랜드(<그림 9> 참조)가 1991년부터 물가상승률을 뚝 떨어뜨릴 수 있었던 것은 제로 인플레이션을 목표로 삼았기 때문이라면서, 우리도 뉴질랜드처럼 아예 “제로 인플레이션”을 목표로 삼아야 한다는 목소리도 나왔었다.

〈그림 9〉 캐나다, 뉴질랜드, 우리나라의 소비자물가 상승률 추이



자료 : 한국은행, Bloomberg

기보다는) 물가안정과 사실상 동일한 것으로서 1970년대 인플레이션 위기 이후 지속적으로 물가안정을 추구해오던 연준에게는 목표 성취라는 멋진 일(something remarkable)이 일어난 셈이라고 말한 바 있다. 한편 일본은행도 일본경제가 디플레이션에 빠져 들고 있던 무렵, ‘2%보다 약간 낮은 정도의 인플레이션율’을 목표로 하는 것이 바람직하다는 입장을 공식적으로 밝힌 적이 있었다.

앞 장에서 계산했던 바와 같이, 석유류 가격과 전기·가스·수도 요금, 그리고 농산물 가격지수의 하락세가 없었다면 2015년 3월의 소비자물가 상승률은 0.4%가 아닌 1.96%였을 것이다. 그러므로 소비자물가 상승률 자체가 아닌 공급요인을 차감한 인플레이션율을 기준으로 판단했을 때 지금의 물가 상황은 우리가 정책을 동원해서라도 반드시 피해야 할 정도로 낮은 인플레이션은 아닌 것이다. 오히려 인플레이션 체질에서 벗어나지 못했었던 시절, 우리가 진정으로 바라마지 않던 환상적(幻想的)인 인플레이션율이라는 점을 기억해 둘 필요가 있다. 즉, 국제유가의 폭락과 농산물 가격하락이라는 공급측면의 외부요인만 없었다면, 지금 우리경제는 오래 전부터 달성하고 싶어 했던 물가 목표치를 달성하고 있는 중이라는 얘기다. 다시 말하여 국제유가의 폭락과 농산물 가격하락이 없었다면 인플레이션율을 높이려는 정책은 전혀 필요 없었다는 뜻이다. 국제유가나 농산물 가격이 향후 더 폭락하지 않는다면 인플레이션율은 조만간 2% 내외로 돌아온다는 의미도 된다.

Ⅲ.1.2 근원 인플레이션율의 한계

만약 소비자 물가지수 자체만을 보면, 지금 우리경제에 디플레이션이 임박(臨迫)해 있다고 할 수 있지만, 근원 인플레이션을 기준으로 생각해 보면, 지금의 인플레이션 상황은 오히려 매우 적절한 수준이라고 평가할 수 있다. 이로써 알 수 있듯이, 최근 처럼 외부적 공급측면의 요인들이 물가에 커다란 영향을 미치는 시기에는, 소비자 물가지수 하나만을 정책판단의 기준으로 삼기보다는 다양한 형태의 코어(Core) 인플레이션을 지표도 참고해 가며 정책판단을 하는 것이 바람직하다.

그러한 보조지표들은 유가(油價)나 작황(作況), 원재자의 국제시세처럼 통화정책의 영역 밖의 일들로서 통화당국이 조절하기도 어렵고, 자체로서 매우 불규칙적인 움직임을 나타내는 부분을 제거한 것이다. 통계청이 작성하여 발표하는 근원 인플레이션율(fundamental rate of inflation)도 그런 목적으로 만들어진 보조지표 중 하나다. 근원 인플레이션율은 소비자 물가지수 상승률에서부터 유가(油價)나 작황(作況)처럼 통화당국이 조절할 수 없는 요인들로 유발되는 인플레이션을 제거한 나머지다. 구체적으로는 소비자 물가지수의 481개 개별품목 가운데 석유류와 농산물

가격, 또는 에너지와 신선식품 가격지수를 제외시킨 뒤 나머지를 가지고 물가상승률을 계산한다. 그러나 근원 인플레이션도 완벽한 지표가 아니며 적지 않은, 경우에 따라 매우 중요할 수 있는, 한계를 가지고 있다.

담배 소비세 부과와 근원 인플레이션율의 한계

먼저, 근원 인플레이션율은 석유류나 농산물이 ‘아닌’ 모든 품목의 가격변동을 근원 인플레이션율의 변화로 간주한다. 그러므로 통화정책 영역 밖의 요인들임이 명백한 간접세, 도로 통행료, 교통요금, 스마트폰 이용료 수신료, 납입금, 각종 수수료, 대입 전형료, 시험응시료 등등의 다양한 품목들의 가격이 석유류와 식료품 가격이 아니라는 이유로 모두 근원 인플레이션에 포함되고 있다. 이러한 작성방식은 근원 인플레이션을 통한 물가상향 파악을 부정확하게 만들 수 있다.

가장 비근(卑近)한 사례로 담배 소비세 인상에 따른 담배가격 상승 문제를 들 수 있다. 2014년 말에 개정된 세법에 따라 담배 소비세가 신설되었는데, 이 세율이 크게 올라 담배 값은 2015년부터 한 갑 당 2000원씩 전년에 비해 비싸졌다. 이로써 담배 가격지수의 전년동월대비 상승률은 2015년 1월부터 국내산 담배(가중치 : 4.8/1000)는 83.7%, 수입산 담배(가중치 2.9/1000)는 66.7%만큼 상승했다. 그 결과, 국내산 담배와 수입산 담배는 2015년 1월 중 전체 소비자 물가지수 상승률을 전년동월대비로 각각 0.370%p 및 0.193%p씩,²⁵⁾ 도합 0.563%p만큼 증가시켰다.

소비자물가를 전년동월대비 0.563%p 상승시킨 담배가격 인상은 통화정책과 무관한 일로서, 그로 인한 물가상승은 총수요나 통화량의 변화 때문도 아니요, 일반 국민들의 인플레이션 기대가 높아져서 생겨난 일도 아니었다. 그것은 어디까지나 간접세 인상의 결과로서 코어 인플레이션 내지 근원 인플레이션율의 측정에서 당연히 제외되었어야 했던 부분이었다. 그럼에도 불구하고 석유류 및 농산물 가격지수만을 제외시킨다는 작성 방법상의 한계 때문에 담배 소비세로 인한 물가상승분은 근원 인플레이션 지수에 그대로 포함되었고, 그 결과, 2015년 1월을 기하여 약

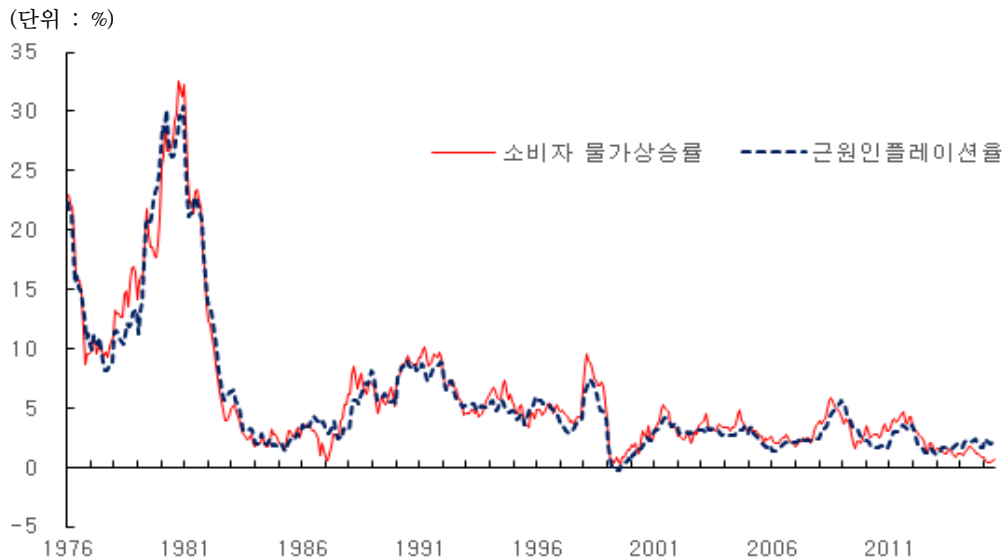
25) $0.0048 \times (100/108.5) \times 0.837 = 0.003703$ 및 $0.0029 \times (107.99/108.5) \times 0.667 = 0.001925$ 으로 계산된다.

계산식은 식(1)을 참조

1년²⁶⁾ 동안 우리나라 근원 인플레이션율은 매월 전년 대비 0.5%p 정도씩 상승하게 된 것이다.

2015년 2월 소비자물가 상승률이 전년동월대비 0.5%로 내려가자 언론에서는 “담배 값 인상이 없었다면 디플레이션”이라는 제목의 기사들이 쏟아져 나왔다. 아닌 게 아니라 만약 2014년 말 담배 값을 인상하지 않았다면 2015년 2월 소비자물가는 전국 이후 처음으로 전년동월대비 마이너스 값을 기록했을 가능성이 높다. 그리고 3월 (실제 물가상승률 0.4%)에는 소비자 물가지수 작성 이후 처음으로 △0.2%의 마이너스 물가를 기록하였을 것이다. 재정당국이 담배세를 부과해 준 덕분에, 통화당국은 아무 하는 일 없이, 운 좋게도 마이너스 물가를 모면할 수 있었다. 그런 행운이 없었다면 한국은행은 지금쯤 디플레이션 내지 제로 인플레이션이라는 초유(初有)의 상황에 직면해 있었을 것이다.

〈그림 10〉 전년동기대비 소비자물가 상승률과 근원 인플레이션율



자료 : 한국은행

26) 근원 인플레이션율은 전년동월대비 상승률이기 때문에 한 차례의 가격상승은 그로부터 약 1년 동안 계속하여 인플레이션율을 끌어올리게 된다.

담배 소비세 인상에 따른 0.56%p의 근원 인플레이션을 상승은 비록 물가상황을 헛갈리게 만들었음에도 불구하고, 다행히도 잘못된 정책대응을 유발(誘發)하지는 않았다. 만약 총수요가 과열되어 근원 인플레이션율이 매우 높은 상황이었다면 담배 소비세 인상은 근원 인플레이션율을 더 높임으로써, 통화 긴축을 유발했을 수도 있다. 그러나 지금의 담배 소비세 인상에 따른 근원 인플레이션율 상승은 오히려 금리인하가 필요 없다고 말할 이유가 되었다.

근원 인플레이션율이 잘못된 정책대응을 유발시켰을 가능성이 매우 높았던 사례는 무엇보다 외환위기 당시를 꼽지 않을 수 없다. 외환위기 직후이던 1998년에는 환율급등에 따른 수입물가의 급등으로 소비자물가 상승률이 매우 높은 수준(7.5%)까지 올랐었다. 1997년 7월 달러당 890.6원에서 반년 뒤인 1998년 1월 달러당 1,701.5원으로 환율이 급등하자 석유류와 수입 농산물은 물론 수입상품 가격 및 서비스 수입 가격들도 한꺼번에 동반하여 급등했다.

당시의 환율급등은 통화정책과 완전히 무관하지는 않았고, 어떤 의미에서는 반도체 호황이 시작되었던 1994년 이후의 통화정책 실패가 외환위기 내지 환율급등을 초래했던 원인(遠因) 중 하나였다.²⁷⁾ 그러나 이에 따른 인플레이션은 적어도 국내 총수요가 급증했거나 통화량이 급증했기 때문에 발생한 수요측면의 인플레이션이 분명 아니었다.

환율 급등에 따라 근원 인플레이션율이 가장 높이 올랐던 1998년 2/4분기는 불변가격 민간소비, 설비투자, 건설투자, 그리고 재화와 서비스 수입의 전년동기대비 증가율이 각각 $\triangle 13.7\%$, $\triangle 47.2\%$, $\triangle 10.6\%$, $\triangle 26.7\%$ 로서, 내수가 문자 그대로 “무너지다시피” 하던 때였다. 실질 경제성장률도 $\triangle 7.3\%$ 로 폭락했으며 연쇄 도산(倒産)에 따라 바야흐로 대량의 실업이 쏟아지려 하던 시기로서 경제주체들의 심리는 그야말로 공황상태였다. 초보적인 경제상식을 가지고 있는 사람이라면 누구라도, 당시 우리경제가 총수요 과열 때문에 물가가 급등하는 상황이라고는 절대로 말 할 수 없었다.

27) 통화정책이 선제적으로 경기과열을 진정시키지 못한 결과, 반도체 호황이 끝난 1996년 이후의 경상수지 적자는 급격하게 악화되었고, 그와 같은 경상수지의 악화는 외환보유고를 급속도(急速度)로 잠식하여 결국 외환위기의 중요한 원인이 되었던 것이다. 보다 자세한 논의는 박종규(2014) 참조.

그럼에도 불구하고 <그림 10>에서 보는 바처럼 1998년의 근원 인플레이션율은 갑자기 큰 폭으로 상승했다. 소비자물가 상승률과 거의 비슷한 궤적을 따라 움직인 것이다. 그러다보니 1998년의 근원 인플레이션율은 1992~1996년의 값보다 월등하게 높게 나왔다. 1992~1996년의 기간은 강성노조로 인해 임금 상승률이 노동 생산성을 초월하여 물가를 자극하고, 물가는 임금상승을 자극하는 임금-물가의 연쇄반응(wage-inflation spiral)이 나타나던 때였다. 물가 상승률은 만성적으로 높았으며 그와 같은 고물가(高物價) 현상은 우리경제의 경쟁력을 잠식하는 고비용구조(高費用構造)의 하나로 지목(指目)되고 있었다. 1998년의 근원 물가가 1992~1996년에 비해 수요측면의 인플레이션율이 대폭 높아졌다는 경고음과 함께, 통화정책 당국자들로 하여금 긴축이 필요하다는 진단, 또는 통화팽창은 불가(不可)하다는 진단을 내리게 했을 것이다. 근원 인플레이션율이 1998년 당시 통화정책의 공식적인 보조지표로 사용되지 않았던 것²⁸⁾이 오히려 커다란 다행이었던 것이다.

석유류와 농산물 가격을 물가지수에서 제외하는 근원 인플레이션은 오래 전부터 여러 나라에서 공통적으로 사용되어 온 표준적(standard)인 방식이었다. 뿐만 아니라, 총수요에 의한 인플레이션율을 측정하는 데에 있어서 근원 인플레이션은 적어도 소비자물가 상승률보다는 더 개선된 방법임에는 틀림이 없다. 그러나 정확한 인플레이션 현황을 파악하는 데에 있어서는 근원 인플레이션율 역시 분명한 한계를 가지고 있는 만큼, 코어(core) 인플레이션율 작성의 취지에 좀 더 적합한 지표를 꾸준히 개발하여, 소비자 물가지수의 보조지표로 활용할 필요가 있다고 생각한다.

Ⅲ.2 중심(中心) 인플레이션율 측정과 해석

근원 인플레이션율을 작성하는 목적은 인플레이션 가운데 총수요나 통화량, 그리고 인플레이션 기대에 의해 유발된 부분, 즉 통화당국이 조절할 수 있고 조절해야

28) 근원 인플레이션율은 1999년 11월 이후 작성·발표되기 시작했으므로 1998년의 통화정책과는 공식적으로는 무관하다고 할 수 있다. 그러나 만약 당시의 통화정책 결정자들이 상당히 높은 소비자물가 상승률을 보면서 그 가운데 수요측면의 물가는 어느 정도인지 궁금해 했다면 당시로서는 이를 측정하는 가장 표준적인 방법이 근원 인플레이션의 방법이었기 때문에 수요측면의 물가가 매우 높다는 결론, 극심한 경기침체에도 불구하고 금리 인상 내지 금리 동결이 불가결하다는 결론에 도달했을 가능성은 배제할 수 없다.

할 부분을 따로 구분해 보기 위해서다. 근원 인플레이션율은 이를 위해 제외시키는 석유류 가격과 농산물 가격은 대체로 변화가 일시적이고 변동 폭이 비교적 크다는 특징을 가지고 있다. 그 결과, 이들을 제외시킨 근원 인플레이션율은 소비자 물가지수 상승률보다 변화가 더 완만해진다.

실제로 <표 4>와 같이 소비자물가지수와 근원 인플레이션율, 농산물 가격지수 및 석유류 가격지수 상승률의 표준편차를 계산해 보면, 기간을 어떻게 정하건, 농산물 가격지수와 석유류 가격지수의 표준편차는 소비자물가지수 표준편차에 비해 월등히 크며, 소비자물가지수에서 농산물 및 석유류 가격지수를 제외시킨 근원인플레이션율의 표준편차는 소비자물가지수 상승률의 그것보다 상당히 작게 나타난다.

<표 4> 표준편차로 본 지표별 물가 상승률의 변동성

	소비자 물가지수 상승률	근원 인플레이션율	농산물 가격지수 상승률	석유류 가격지수 상승률
1986년 이후	2.27	2.04	7.86	11.17
1990년 이후	2.27	2.07	7.61	11.72
2000년 이후	1.14	0.92	8.07	10.09
2010년 이후	1.18	0.65	11.17	10.10

주 : 표준편차 계산의 마지막 시점은 2015년 6월임.

결국, 근원 인플레이션율의 핵심은 소비자 물가지수 가운데 변동이 일시적이고 변동 폭도 큰 품목을 제외시키는 것이다. 그런데 이런 방식은 수요측면의 인플레이션과 공급측면의 인플레이션을 정확히 구분하는 방식이 될 수 없다. 왜냐 하면 석유류나 농산물 가격에도 수요변화에 의해 움직이는 부분이 있을 텐데, 지수 자체를 제거해 버린다면 그와 같은 수요변화에 따른 부분도 제외시켜 버리는 결과가 되기 때문이다.

게다가, 소비자물가에 영향을 미치는 공급측면의 요인들은 석유류나 농산물 가격

이 전부가 아니다. 석유류나 농산물 가격이 아니더라도 수요와 관계없는 공급측면의 원인 때문에 개별 품목의 가격이 영향을 받을 가능성은 얼마든지 있다. 간접세 내지 공과금 변화 때문에 가격이 변하는 경우가 대표적인 예(例)다. 그러므로 근원 인플레이션처럼 석유류나 농산물 가격지수를 제외시켜 버리는 것만으로는 공급측면 가격충격을 정확하게 제거할 수 없다.

근원 인플레이션율은 결국 소비자 물가지수에서부터 “일시적으로 변동성이 큰” 일부 품목지수들(즉 석유류 및 농산물 가격지수)을 제거하는 방법이다. 그렇게 함으로써, 소비자 물가지수 가운데 변동성이 크지 않은 부분만을 남기려는 것이다. 그러나 특정 개별지수들을 처음부터 아예 제거해버리기보다는, 모든 개별지수를 대상으로 하되, 움직임이 급격한(high frequency) 경우들을 추려냄으로써, 움직임이 완만한(low frequency) 부분만을 남기는 것이 더 포괄적인 방법이다. 석유류나 농산물이라도 급격하지 않은 가격변화라면 수요측면의 인플레이션 충격으로 간주하는 한편, 석유류나 농산물이 아니더라도 급격한 가격변화는 공급측면의 인플레이션 충격으로 간주하는 것이다. 이렇게 하여 추출된 움직임이 완만한(low frequency) 부분, 즉 수요측면의 충격을 사용하여 추정해 낸 코어(core) 인플레이션율을 중심(中心) 인플레이션율이라고 부르기로 한다.²⁹⁾

인플레이션율 가운데 움직임이 완만한 부분을 총수요나 통화량, 그리고 인플레이션 기대에 의한 인플레이션 충격으로 간주할 수 있는 이유는 가격상승률이 모두 동일한 형태(homogeneous)의 확률분포를 가지는 게 아니라 이질적(異質的: heterogeneous)인 분포를 가진다는 전제 때문이다. 즉, 수요측면의 요인에 의한 가격 변화는 일상적으로 일어나는 변화이므로 변동 폭이 크지 않은 반면, 공급측면의 요인에 따른 가격변화는, 석유파동이나 홍작에 따른 곡물가격 급등을 생각하면 쉽게 연상할 수 있듯이, 가격 변동 폭이 비교적 크고, 발생주기 또한 일상적이 아니라 가끔씩 도래(到來)하는 그런 성격을 가지고 있다.

29) 중심(中心) 인플레이션율도 코어(core) 인플레이션율의 하나다. 현재 국내에서는 “코어 인플레이션율”을 “근원 인플레이션율”로 번역하고 있다. 따라서 본 보고서에서 측정하는 코어 인플레이션율도 근원 인플레이션율로 번역할 수 있지만 본 보고서의 코어 인플레이션율은 근원 인플레이션율과는 전혀 다른 방식으로 측정되고 있기 때문에 “근원 인플레이션율”로 부르기 곤란하다. 이런 이유 때문에 본 보고서의 코어 인플레이션율은 그것을 중심으로 인플레이션율이 형성된다는 의미에서 “중심” 인플레이션율이라고 번역하게 되었다.

물가변화의 이와 같은 이질적 특성을 상정한 뒤 독점적 경쟁(monopolistic competition)기업의 모형을 설정하여 최적화 문제를 풀면 그 경제의 인플레이션을 Z 는 식(2)처럼 베르누이 확률분포 $B(\alpha)$ 를 따르는 확률변수 λ 에 의해 두 개의 이질적(異質的)인 변수가 결합된 형태로 정리된다. 여기서 α 는 공급충격이 도래할 확률을 나타내는데, Z_0 과 Z_1 를 각각 평균과 분산이 m_0 및 σ_0^2 그리고 m_1 및 σ_1^2 인 정규분포를 따른다고 가정하면, 인플레이션을 Z 의 확률밀도함수는 식(3)과 같은 정규-정규 혼합분포(normal-normal mixture distribution)의 형태를 가지게 된다(박종규 2001, 2015).

$$Z = (1 - \lambda)Z_0 + \lambda Z_1 \quad (2)$$

$$p(z) = (1 - \alpha)N(z; m_0, \sigma_0^2) + \alpha N(z; m_1, \sigma_1^2) \quad (3)$$

여기서 공급충격 도래확률인 α 는 0.5보다 뚜렷하게 작아, 평소에는 잘 일어나지 않는 상황임을 나타내며, σ_1^2 는 σ_0^2 보다 월등하게 커서($\sigma_0^2 < \sigma_1^2$) 공급충격에 의한 물가변동의 폭은 수요충격에 의한 물가변동의 폭보다 월등하게 크다는 전제를 표현한다. 이렇게 모형을 설정한 뒤 독점적 경쟁 기업의 가격결정모형을 풀면 최적화 결과로 얻어지는 중심(中心) 인플레이션율은 식(4)로 주어진다.

$$\text{중심(中心) 인플레이션율} \equiv (1 - h_0)m_0 \quad (4)$$

식(4)에 등장하는 h_0 는 481개 개별 소비자 물가지수들 가운데 전년동월에 비해 값이 변하지 않은 지수들의 가중치를 합한 것이다. 1년 전에 비해 가격이 우연히도 똑 같게 나오는 경우도 더러 있지만, 대부분은 공공요금처럼 성격상 가격변화가 드물게 일어나는 경우들이다. 1년 전과 지수 값이 똑같은 경우는 혼합분포의 추정을 시작하기 전에 미리 제거해야 하는데, 그렇지 않을 경우 혼합분포의 파라미터 추정치를 심각하게 왜곡할 수 있기 때문이다.

모든 파라미터들을 최우추정법으로 추정한 뒤, 최종적으로 중심(中心) 인플레이션율을 구하는 단계에서는 수요충격 $N(z: m_0, \sigma_0^2)$ 의 평균 값 m_0 를 중심(中心) 인플레이션으로 보는 게 아니라 식(4)에서처럼 저기에다가 $(1-h_0)$ 를 곱하여 구한다.³⁰⁾ 이렇게 하는 이유는 일 년 전에 비해 가격변동이 없는 경우가 많을수록(h_0 가 클수록) 수요충격의 크기(m_0)에 비해 중심(中心) 인플레이션율은 작게 나와야 하기 때문이다.

이해를 돕기 위해, 극단적인 두 가지 상황을 생각해 보기로 한다. 첫 번째 상황은 481개 개별지수들 모두가 일 년 전에 비해 가격이 달라진 경우(h_0 는 0)로서, 481개의 개별지수 모두를 사용하여 측정한 수요충격이 m_0 인 경우다. 이 때 중심(中心) 인플레이션율은 식(4)에 따라 $(1-h_0)m_0=m_0$ 이 된다.

두 번째 경우는 481개 개별지수들 가운데 단 한 개(이 지수의 가중치를 10/1000으로 가정하자)를 제외한 480개의 개별지수가 일 년 전과 값이 동일한 경우다. 이 때 가격변동이 없는 개별지수들의 가중치의 합(h_0)은 $1-10/1000=0.99$ 다. 그리고 일 년 전과 값이 달라진 지수의 값이 m_0 이었다고 가정하자. 이와 같이 관측치가 한 개인 경우를 최우추정법(MLE)으로 추정하면 관측치를 생성하는 분포의 평균은 관측치였던 m_0 자신으로 수렴할 것이다.³¹⁾

중심(中心) 인플레이션율은 식(4)에 따라 $(1-h_0)m_0=(1-0.99)m_0=0.01 \times m_0$ 가 된다. 즉, 첫 번째와 두 번째 경우 모두 수요충격 크기 자체는 m_0 으로 동일했지만, 첫 번째 경우는 481개 개별지수 모두가 그런 크기의 충격을 받은 상황인 반면, 두 번째 경우는 단 한 개의 개별지수(가중치 10/1000)만이 그러한 크기의 충격을 받은 것이므로, 양자(兩者)의 수요측면 인플레이션율, 즉 중심(中心) 인플레이션율은 서로 같을 수가 없는 것이다.

한편, 공급측면의 인플레이션 충격은 하나가 아닌 여러 개일 수가 있다. 예를 들어 이례적인 풍작으로 농산물 가격이 급락하는 동시에 환율 급등으로 수입물가가

30) 여기에 대한 도출과정은 상당히 복잡하다. 자세한 과정은 박종규(2011, 2015)를 참조하기 바란다. 본문에서는 식(4)의 구체적 도출과정보다 이 식의 직관과 의미에 대해서만 설명하기로 한다.

31) 이 경우 이 분포의 분산은 제로로 무한히 가까워지면서 우도(likelihood) 값이 무한히 커질 뿐, 유한한 값으로 최대화되지 못할 것이다. 그럼에도 불구하고 이해를 돕기 위해 극단적인 경우를 생각해 보는 것이다.

크게 오를 경우, 물가를 끌어올리는 공급충격과 물가를 끌어 내리는 공급충격이 한꺼번에 도래하게 되는 것이다. 이 경우, 공급측면의 인플레이션 충격을 분산(分散 : variance)이 매우 커다란 하나의 정규분포로 표현할 수도 있지만, 그보다는 평균이 음수($m_1 < 0$)인 정규분포 $N(z : m_1, \sigma_1^2)$ 와 평균이 양수($m_2 > 0$)인 정규분포 $N(z : m_2, \sigma_2^2)$ 가 결합한 형태로 표현하는 것이 더욱 바람직한 설정이라 하겠다. 다시 말하여, 인플레이션 충격을 수요측면과 공급측면의 두 가지로 구분하는 게 아니라 수요측면과 양(陽)의 공급측면 및 음(陰)의 공급측면 등 세 가지로 구분하는 것이다.

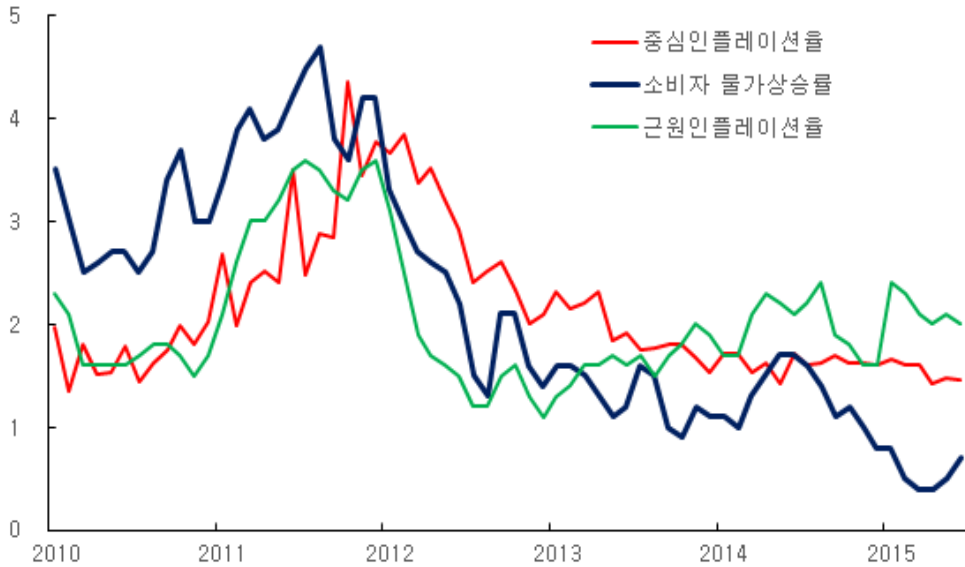
양의 공급충격과 음의 공급충격을 각각 서로 독립적인 i.i.d.의 베르누이 분포 $B(\alpha)$ 와 $B(\beta)$ 를 따르는 확률변수라고 하면, 인플레이션율의 확률밀도함수는 아래의 식(5)와 같은 세 개의 정규분포가 결합한 형태로 표현된다.

$$\begin{aligned} p(z) &= (1-\alpha)N(z : m_0, \sigma_0^2) + \alpha[\beta N(z : m_1, \sigma_1^2) + (1-\beta)N(z : m_2, \sigma_2^2)] \quad (5) \\ &= (1-\alpha)N(z : m_0, \sigma_0^2) + \alpha\beta N(z : m_1, \sigma_1^2) + \alpha(1-\beta)N(z : m_2, \sigma_2^2) \end{aligned}$$

〈그림 11〉 中心 인플레이션율 측정치와 물가 상승률 지표 추이



〈그림 11-1〉 中心 인플레이션율 측정치와 물가상승률(2010년 이후)



이와 같이 공급충격을 서로 독립적인 두 가지 확률변수의 결합으로 상정했을 경우에도 중심(中心) 인플레이션율은 α 와 β 에 상관없이 식(4)의 형태로 정리된다. 일반적으로 말하여, 중심(中心) 인플레이션율은 공급충격을 몇 개로 상정한건 상관없이 식(4)로 정리된다. 다만, 공급충격을 하나로 상정하여 식(4)를 최우추정하였을 때와 공급충격을 세 개로 상정하여 식(5)를 최우추정했을 때의 중심(中心) 인플레이션율은 m_0 의 추정 값이 서로 조금 달라지는 차이가 있을 뿐이다.

〈그림 11〉은 공급충격을 양의 충격과 음의 충격의 두 가지로 상정했을 때 얻어지는 중심(中心) 인플레이션율의 추정치며, 〈그림 11-1〉은 2010년 이후의 부분을 좀 더 확대해 보여주는 그림이다. 〈표 5〉에서 보는 바와 같이 중심(中心) 인플레이션율은 대부분의 기간에 걸쳐 소비자물가 상승률보다 움직임이 완만하며, 근원 인플레이션율에 비해서도 대체로 움직임이 완만한 것으로 나타난다. 애초부터 중심(中心) 인플레이션율은 소비자 물가지수에서 움직임이 완만한 부분을 추출하려 했던 것이었기 때문에 〈표 5〉에서와 같은 특성은 어쩌면 당연하다고 할 수 있다.

그러나 지표의 움직임이 얼마나 완만한가 하는 것 자체는 그 지표가 통화정책 당국의 정책수행에 얼마나 도움이 될 수 있는지를 평가하는 기준의 전부가 될 수 없

다.³²⁾ 본 연구에서는 다만, 과거 근원 인플레이션율이 중대한 한계를 드러냈던 시기에 중심(中心) 인플레이션율은 과연 어떤 값을 나타냈는지를 설명함으로써 통화정책 당국의 인플레이션 판단에 중심(中心) 인플레이션율이 매우 유용하게 활용될 수 있음을 주장하는 데에서 그치고자 한다.

〈표 5〉 표준편차로 본 지표별 물가 상승률의 변동성

(단위 : %)

	소비자 물가지수 상승률	근원 인플레이션율	중심(中心) 인플레이션율
1976.1월~1980.12월	6.76	7.14	5.31
1981.1월~1985.12월	7.66	7.34	6.12
1986.1월~1990.12월	2.48	2.06	1.62
1991.1월~1995.12월	1.83	1.42	2.59
1996.1월~2000.12월	2.44	2.15	2.18
2001.1월~2005.12월	0.73	0.51	0.69
2006.1월~2010.12월	1.03	1.19	0.57
2011.1월~2015.6월	1.23	0.69	0.74

앞서 근원 인플레이션율의 한계가 드러났던 사례로서 2015년 담배가격 상승과 1998년 외환위기 당시 환율급등에 따른 근원 인플레이션율 상승을 예(例)로 들었었다. 이들 각각의 경우에 대해 중심(中心) 인플레이션율은 근원 인플레이션율과 매우 다른 모습을 나타내고 있다.

먼저, 담배가격 상승으로, 근원 인플레이션율이 2015년 1월 들어 갑자기 소폭 급등한 것에 비해, 중심(中心) 인플레이션율은 이 기간 중 1.4%~1.7%의 범위 내에서 매우 안정적으로 움직여 좋은 대조(對照)를 이루고 있다. 이는 근원 인플레이션과

32) 통화정책의 기준지표로서 중심(中心) 인플레이션율에 관한 통계적 특성 및 평가에 대해서는 박종규 (2015)를 참조하기 바람.

달리 중심(中心) 인플레이션율이 담배가격 인상이라는 공급측면의 요인에 의해 영향을 전혀 받지 않았음을 의미한다. 또한 석유류 가격지수를 처음부터 제외시키지 않았음에도 불구하고 중심(中心) 인플레이션율은 2014년 하반기 중의 유가폭락에 의해 전혀 영향을 받지 않고 있다(〈그림 11-1〉 참조).³³⁾

다음으로, 1998년의 근원 인플레이션율 값이 1990년대 초중반보다 오히려 높았다는, 직관에 반(反)하는(counter intuitive) 모습을 보인 것에 비해, 중심(中心) 인플레이션율은 1998년 중 전무후무한 마이너스를 기록하여 6·25 사변 이래 최악의 경제위기로 극도로 위축되었던 당시의 총수요 상황을 잘 반영하고 있다(〈그림 11〉 참조).

한편, 〈그림 11-1〉에서 보는 바와 같이 2012년 이후 중심(中心) 인플레이션율은 하락하기 시작했고, 하락추세가 완만해진 2013년 하반기 이후 현재까지도 아주 천천히 하락하고 있는데, 이것 역시 2012년 이후 성장세가 매우 미약해진(Ⅱ장 1.2절의 〈그림 2〉 참조) 우리경제의 상황과 부합하는 모습이라고 생각된다. 여기에 비해 근원 인플레이션율은 2012년 하반기 이후 완만하게나마 올라가는 추세(〈그림 11-1〉 참조)로 나타나 우리경제의 총수요측면의 물가 압력이 조금씩이나마 높아지고 있음을 의미한다. 과연 근원 인플레이션율이 시사(示唆)하는 바처럼 2012년 하반기 이후 우리경제에 총수요 물가압력이 높아지고 있는지, 아니면 중심(中心) 인플레이션율이 시사하는 바처럼 총수요 물가압력이 조금씩 낮아지고 있는지를 판단하기 위해서는 추가적인 계량분석이 필요하다.

Ⅲ.3 유가(油價) 전망과 디플레이션 가능성

본 절에서는 우리경제에 디플레이션이 현실화될 가능성이 어느 정도인지에 대해 논의해 보기로 한다. 먼저, 앞에서 측정한 중심(中心) 인플레이션율이 유가폭락과 농산물 가격 하락, 그리고 담배 값 인상에도 불구하고 2015년 6월 현재에도 1.4%를

33) 유가 폭락으로 소비자물가 상승률이 빠르게 하락하던 2014년 하반기 중, 근원 인플레이션율은 소비자물가 상승률의 하락세를 거의 그대로 따라가고 있었다(〈그림 11-1〉 참조). 석유류 관련지수들을 아예 처음부터 배제했음에도 불구하고 근원 인플레이션율이 소비자 물가지수만큼이나 유가에 영향을 받는 듯한 모습이 관찰되는 것은 흥미로운 일이다.

기록하고 있는데, 앞서 지적한 바³⁴⁾와 같이 수요측면의 코어 인플레이션율이 이 정도 수준이라면 그것은 사실상의 물가안정이라고 할 수는 있어도 제로 인플레이션이거나 디플레이션과는 거리가 멀기 때문이다.

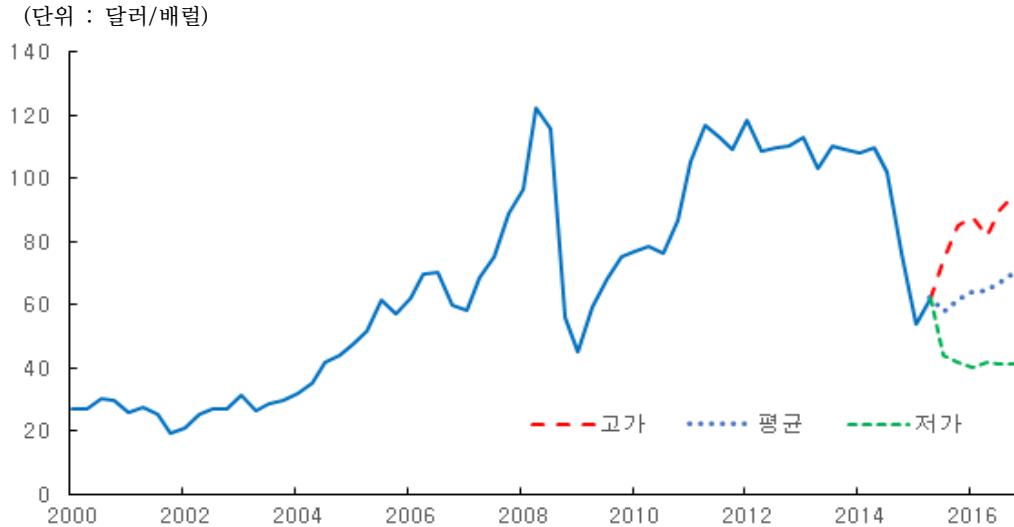
이런 모습은, 적어도 예측가능한 미래에까지, 우리경제의 디플레이션 발생 가능성은 별로 없음을, 아직까지 우리나라 수요측면의 물가는 디플레이션과는 거리가 멀다는 점을 시사하고 있다. 그러나 불규칙한 공급측면의 요인까지를 모두 포함한 소비자물가 상승률 자체가 앞으로 마이너스를 기록할 가능성은 누구도 배제할 수 없을 것이다. 그러나 소비자물가 상승률이 마이너스가 될 가능성은 2015년 상반기가 가장 높았으며, 상반기가 지난 이후에는 시간이 갈수록 마이너스가 될 가능성은 점차 줄어들 것으로 판단된다.

2015년 상반기에 디플레이션 가능성이 가장 높았다고 보는 이유는 공급측면의 물가하락 압력이 그 때가 가장 컸기 때문이다. 2014년 하반기의 유가하락이 소비자물가 상승률을 0%대로 끌어 내렸던 가장 중요한 요인이었다는 점은 앞서 살펴본 바와 같다. 유가가 급락하기 시작했던 시점이 2014년 7월부터였기 때문에, 석유류 가격은 2015년 6월까지 전년동월대비로 계속 대폭의 감소를 지속하면서 소비자물가 상승률을 계속 큰 폭으로 끌어내리는 역할을 한다는 것이다. 그러나 하반기로 접어들면, 전년동월대비 증가율의 베이스인 작년 하반기 석유류 가격이 폭락의 궤적을 그리기 시작하므로, 그에 대비한 석유류 가격의 전년동월대비 감소율도 점점 작아질 수밖에 없다.

물론 여기에는 2015년 하반기 이후 유가가 또 다시 폭락하지 않는다는 전제가 필요하다. <그림 12>는 2015년 7월 현재 투자은행에서 제시하는 배럴당 브렌트油 분기별 가격전망의 최대치 및 최소치를 함께 보여주고 있다. 이에 따르면, 전망의 평균치는 향후 꾸준히 상승하여 2016년 4/4분기에는 배럴당 69.95달러로 올라갈 전망이다. 그리고 전망의 최대치는 이보다 훨씬 빠르게 상승하여 2016년 4/4분기 중 배럴당 95달러가 예상되고 있다. 물론 전망의 최소치는 2016년 4/4분기 중 지금보다 다소 하락한 배럴당 41.32달러로 되어 있다.

34) 제Ⅲ장 Ⅲ.1.1절의 내용과 각주 24)를 참조하기 바람.

〈그림 12〉 브렌트油 배럴당 가격 전망



주 : 2015년 8월 26일 기준

자료 : Bloomberg

만약 국제유가가 하반기와 내년까지도 현재의 수준을 유지하거나 지금보다 소폭 상승한다면, 유가하락으로부터의 디플레이션 압력은 하반기부터 점점 완화되다가 내년 2월이 되면 완전히 사라지게 된다. 이제까지 소비자물가 상승률을 1.1%p~1.3%p 가량 끌어 내리던 유가하락은 하반기부터는 디플레이션 압력을 점점 잃기 시작하며, 2016년 2월이 되면 더 이상 물가를 끌어 내리지 못하게 된다는 의미다. 국제유가가 지금보다 하락한다 하더라도 〈그림 12〉의 최소전망 정도의 궤적을 따른다면 물가를 끌어내리는 효과가 별로 크지 않을 것으로, 다시 말하여 소비자물가 상승률을 마이너스까지 끌어내리지는 못할 것으로 예상된다. 다행히도 2015년 상반기 소비자물가지수는 작지만 플러스 값을 유지하였다. 디플레이션의 가능성이 가장 높았던 기간 동안 실제 소비자물가 상승률이 플러스를 유지했었던 만큼 앞으로도 디플레이션이 발생할 가능성은 갈수록 낮아진다고 할 수 있다.

뿐만 아니라, 상반기 중 소비자물가 상승률이 마이너스로 전환되었다 하더라도 우리경제에 디플레이션이 찾아왔다고 말하기는 어려웠을 것이다. 왜냐하면 소비자물가지수나 GDP 디플레이터가 2개 분기 이상 지속적으로 하락할 때를 가리켜 기술

적(technical) 디플레이션으로 보기 때문이다. 이를 뒤집어 말하면, 2개 분기 미만의 단기적 물가하락은 디플레이션으로 부르지 않는다는 의미다. 그러므로 2015년 하반기로 접어들고 있는 현 시점에서 우리경제에 디플레이션이 찾아올 가능성은 이미 상당 부분 사라졌다고 할 수 있다.

그럼에도 불구하고 혹시라도 우려되는 부분이 남아 있다면 그것은 소비자들 사이에 디플레이션 기대가 형성되어, “자기실현적 예언”에 따라 정말로 디플레이션이 시작될 가능성이다. 소비자물가지수 상승률이 제로에 가까운 플러스 영역에 머물러 있을 경우 물가지수의 측정편의(測定偏倚)에 따라 소비자들이 ‘사실상’의 디플레이션을 체감함으로써 소비자들 사이에 사실상의 디플레이션 기대가 형성될 가능성이 있다는 얘기다.

그러므로 현재의 시점에서 중요한 점은 “디플레이션이 발생하기 이전(以前)”에도 디플레이션 기대가 형성되면 정말로 디플레이션이 유발될 것인가 하는 문제다. 일본에 대한 거시적 계량 연구에 따르면, 일본 소비자들의 디플레이션 기대형성은 디플레이션 유발에 거의 아무런 역할을 하지 않았던 것으로 분석된 바 있다(Nishizaki *et al.*, 2013). 즉 일본의 디플레이션은 소비자들의 디플레이션 기대가 자기실현적으로 현실화되었기 때문이라고 보기 어렵다는 말이다. 디플레이션이 시작되기 직전까지도 일본 소비자들은 디플레이션 기대가 아니라 인플레이션 기대를 가지고 있었던 것으로 분석된다. 자기실현적 디플레이션 기대의 가장 전형적인 사례라 할 수 있던 일본에서조차도 디플레이션 기대가 실제 디플레이션을 불렀다고 볼 증거는 뚜렷하지 않았다. 이런 연구결과에 비추어 볼 때 지금 같은 상황에서 우리나라 소비자들이 디플레이션을 예상하고, 그 예상이 자기실현되어, 정말로 디플레이션을 유발시킬 것으로 믿을 이유는 별로 없을 것 같다.

이상에서 살펴본 것처럼 현재까지의 여건으로 미루어 본다면, 향후 디플레이션의 발생 가능성은 별로 크지 않으며, 작년 하반기 이후의 디플레이션 우려는 과민반응의 성격이 짙다고 판단된다.

Ⅳ. 디플레이션의 성격 구분

앞에서는 우리경제에 디플레이션의 발생 가능성이 매우 작다는 결론을 내렸지만 가능성이 아무리 작다할지라도 그 비용이 매우 크다면 무슨 수를 써서라도 디플레이션은 사전에 방지되어야 할 것이다. 그러므로 만약 디플레이션 우려가 현실화된다면 그 디플레이션이란 어떤 성격의 디플레이션일지에 대해서도 충분히 검토해 볼 필요가 있다.

인플레이션이 상당히 낮은 수준에서 안정되어 있을 때, 유가나 농산물 가격 등 일부 품목이 급격히 하락하는 충격이 오면, 전체 물가상승률은 그로 인해 얼마든지 마이너스가 될 수 있다. 이 경우, 물가 상승률이 음(陰)이 되었다는 의미에서 기술적으로 (technically) 그것을 디플레이션이라 말할 수는 있을 것이다. 그러나 이는 어디까지나 물가지수의 구성항목 중 일부 품목들의 가격이 큰 폭으로 하락하는, 상대가격(相對價格 relative price) 체계의 급격한 변화일 뿐, 전반적 물가수준(general price level)이 하락하는 것으로 보기는 어렵다. 그러므로 디플레이션은 물가수준의 일회적 하락이 아닌 “지속적인 하락”으로 정의되기도 한다(정운찬·김영식 2010).³⁵⁾ 앞으로 1~2개 분기 정도 지속되는 일시적 디플레이션이라면, 그리고 그 하락폭이 상당히 완만하다면, 그런 물가하락을 반드시 심각한 재앙으로 볼 이유는 별로 없을 것이다.

디플레이션이 얼마나 해로운가는 하나의 경험적 문제(empirical question)로서, 원인이 무엇이고 경로가 어떻게 구성되었는가에 달려있다. 인플레이션이라고 해서 모든 인플레이션이 무조건 다 해(害)로운 게 아니듯이 모든 디플레이션이라고 해서 무조건 해로운 것은 아니다. 디플레이션이 해로울 수도 있고 그렇지 않을 수도 있다면, 디플레이션을 피해야 한다고 경고하는 사람들이 말하는 디플레이션이란 어떤 성격의 것인지를 짐작해 보아야 한다. 그리고 이를 위해서는 디플레이션이란 어떤 경우에 해롭고 어떤 경우에 그렇지 않은지 좀 더 자세히 살펴보는 것이 필요하다.

35) IMF는 전반적인 물가수준이 적어도 2년 이상 연속하여 하락하는 것을 디플레이션으로 정의(IMF 1988, p.106)한 바 있었으며, BIS는 연간 소비자물가지수 수준이 적어도 5년 이상에 걸쳐 누적적으로 하락하는 것을 디플레이션이라고 정의하고 있다(Borio *et al.*, 2015).

역사적으로 보면, 해로운 디플레이션이 있었던 반면, 비용이 그다지 크지 않은 디플레이션도 많았다. 심지어 경제전체를 위해 유익했으면 유익했지 해롭지 않았던 디플레이션도 있었다. 본 장에서는 이와 같은 디플레이션의 성격에 대해 정리해 보도록 하겠다.

IV.1 디플레이션의 해(害)로운 측면

디플레이션은 무조건 피해야 한다는 생각은 우리 정부뿐 아니라 미국, 유럽 및 일본 등의 통화정책 당국자들, 그리고 IMF 등 국제기구, 그리고 우리나라를 포함한 많은 나라의 경제관련 언론 매체들이 공통적으로 가지고 있는 인식인 것으로 보인다 (smith 2006).³⁶⁾ 1개 분기 또는 2개 분기 정도의 물가감소라면 기술적으로(technically)는 디플레이션으로 분류된다 할지라도 사실상 그다지 걱정할 필요가 없는 반면, 완만한 디플레이션이라도 그것이 오래 지속된다면 걱정을 해야 할 필요가 있다(Burton *et al.* 2005). 왜냐하면 지속적인 디플레이션은 불확실성을 증가시키고, 자원배분을 왜곡시키며, 채무자에서 채권자로 소득을 재분배하여 경제적 성과를 위축시키기 때문이다.

IV.1.1 불황(마이너스 성장) 유발

피부로 느껴지는 악영향을 가장 심대(甚大)하게 남겼던 디플레이션은 1929~1933년 미국의 대공황이었다. 디플레이션에 대해 부정적인 선입견이 생긴 이유도 바로 대공황 당시의 경험 때문이었다(Burton *et al.* 2005).³⁷⁾ 이를 거꾸로 말하자면, 1929~1933년 대공황 때 말고는 디플레이션으로 심각한 경제적 피해가 초래된 경우

36) 여기에 비해 한국은행은 무조건적으로 디플레이션을 피해야 한다고 말하지는 않는다. 다른 나라 중앙은행에 비해 한국은행은 비교적 균형 잡힌 시각을 잃지 않고 있기 때문인 것 같다.

37) 당시 미국뿐 아니라 많은 나라들이 동시에 디플레이션과 경제공황을 겪었지만 미국의 경기침체 및 물가하락 정도가 가장 심각했다. 1929년 정점이었던 미국의 산업생산지수는 1932년에 이르러 정점 대비 62%나 하락했는데, 거기에 비해 캐나다, 독일의 정점 대비 저점의 산업생산지수는 50% 정도 감소했고, 영국은 10% 정도밖에 감소하지 않았다가 1935년이 되면서 위기 이전수준을 초월할 정도였다. 스웨덴, 일본 등 몇몇 주요 공업국들 역시 비교적 완만한 하락세를 겪었을 뿐이었다(양동휴 2000).

를 사실상 찾기 어렵다는 의미도 된다.

Borio *et. al.*(2015)도 1870년부터 2013년까지 140년에 걸친 기간 중 38개 경제³⁸⁾의 물가 역사(歷史)를 분석해 보았는데, 그 결과, 1929~1933년 미국의 경제 대공황을 제외하면, 경제에 지속적이고 커다란 피해를 남겼던 악성(惡性) 디플레이션(ugly deflation)은 거의 찾아볼 수 없었다.

Atkeson · Kehoe(2004)의 연구 또한 대공황 기간 동안에서만 미국과 캐나다, 아르헨티나 같은 일부 나라에서 디플레이션과 불황(즉, 마이너스 성장) 사이에 양의 상관관계가 나왔을 뿐, 그 기간을 제외하면 디플레이션과 불황 사이에 사실상의 연결고리가 존재하지 않았다는 결론을 내리고 있다. 역사적으로 대부분의 디플레이션은 심각한 불황을 동반하지 않았던 것이다. 심지어 영국이나 일본 같은 나라들은 대공황 기간 동안 디플레이션이 발생했음에도 불구하고 생산량이 감소하지 않았었다.

대공황 이외의 디플레이션 가운데 디플레이션에 대한 부정적인 인식을 심어준 대표적 사례로는 1990년대 말 이후 지금까지 이어지고 있는 일본의 디플레이션을 꼽아야 할 것이다. 일본의 디플레이션이 장기화되는 것을 직접 목격(目擊)하면서 수많은 이코노미스트들은 일본 장기불황을 초래한 원인 내지 일본경제가 장기 불황에서 빠져나오지 못하게 가로막는 결정적인 요인이 바로 디플레이션이라고 믿게 된 것이다. 특히 우리나라의 디플레이션 우려를 경고하는 이코노미스트들에게 일본의 디플레이션 경험은 우리가 따라가서는 안 될 매우 중요한 반면교사(反面教師)로 상정되어 있다(이재준 2014).³⁹⁾

우리경제에 대공황 같은 재앙이 닥칠 가능성은 거의 없다고 하더라도, 여러 모로 일본의 “잃어버린 20년”을 닮아가고 있는 우리경제로서는 일본 식(式)의 완만한 장기 디플레이션을 겪을 가능성은 배제하기 어려운 게 사실이다. 그렇기 때문에 일본의 디플레이션을 겪게 될 것이라는 경고는, 타당성 여부를 불문하고, 많은 사람들의 이목(耳目)을 쉽게 끌어 왔다.

디플레이션이 처음 발생했던 1998년⁴⁰⁾부터 지금까지 거의 20년 가까운 세월이

38) 여기에는 우리나라도 포함되어 있다.

39) 예를 들어, ‘우리도 일본처럼 헤어 나오기 어려운 디플레이션에 빠지지 않으려면, 금리를 선제적·공격적으로, 일관되게 내려야 한다’는 식이다.

흐르는 동안 일본 경제는 디플레이션과 장기불황을 함께 겪어 오고 있다. 이처럼 오랜 세월 동안 장기침체와 디플레이션이 함께 진행되다보니, 마치 닭과 달걀처럼 둘 사이의 인과관계는 어느새 모호해진 채, 많은 이코노미스트들은, 특히 디플레이션 방지를 위한 금리인하를 주장하는 우리나라의 이코노미스트들은, 그 둘을 서로 떼려야 뗄 수 없는 관계쯤으로 인식하는 것 같다.

여기에 대해 일본은행의 Baba *et al.* (2005)은 1990년대 일본 디플레이션의 여러 측면에 대해 상당히 심도 있는 분석을 했는데, 그 결과의 하나로서 그들은 물가-디플레이션(Price-Deflation), 즉 물가지수 하락 자체는 장기침체의 주요 요인(major factor)이 “전혀 아니었음”을 밝히고 있다. 물건의 가격이 매년 전년대비 1~2% 정도 하락하는 것 자체는 사실 경제 전체에 그다지 부정적인 영향을 미치지 않았다는 것이다.

반면, 자산가격-디플레이션(Asset-Deflation), 즉 주가 및 부동산 가격이 폭락했던 것이 1990년대 이후의 경제적 어려움과 밀접하게 관련되었다고 그들은 주장한다. 장기침체 진입 직전의 자산가격 폭락이 일본 금융 시스템을 악화시켰고, 이는 금융사들 사이의 상호작용을 통해 파급되고 더욱 증폭되었는데, 바로 이 점이 일본 경제를 침체에서 벗어나지 못하게 만든 주범(主犯)이었다는 것이다.

자산가격-디플레이션의 과정을 좀 더 설명하면, 디플레이션과 동반하여(또는 디플레이션에 앞서) 자산가격이 폭락하는 경우 자산가격의 추가하락을 예상한 소비자와 기업들이 일제히 자산을 매각하려 나섬에 따라 자산가격의 하락은 더욱 가속화된다. 자산가격의 하락으로 대차대조표상의 담보가치가 하락한 가계와 기업들은 파산이 불가피해지는데, 파산이 빠르게 확산되면 은행들은 good project와 bad project를 구분하기도 어려워진다. 이 경우 은행은 금융비용을 높게 부과하든지 아니면 대출을 줄여버려, 결과적으로 총수요가 감소하게 된다. 이러한 일이 벌어지는 상황에서는 중앙은행이 디플레이션 탈출을 위해 통화정책을 아무리 팽창적으로 운영하더라도 그 유효성이 나타나기가 어려워지기 때문에 파산의 확산을 막기가 어려워지고 침체는 장기화된다.

40) 소비자물가 상승률을 기준으로 보면, 일본의 디플레이션은 1998년에 시작된 것이고, GDP 디플레이터를 기준으로 보면, 1995년부터 일본경제는 디플레이션을 겪기 시작했다.

많은 이코노미스트들이 믿고 있는 것과 달리, 일본경제에 심각한 악영향을 끼쳤던 것은 물가지수의 하락 그 자체가 아니라, 디플레이션 과정에서(또는 그에 앞서) 나타났던 자산가격-디플레이션, 즉 자산가격의 폭락이었다는 Baba *et. al.* (2005)의 연구는 지금의 우리경제에게 매우 중요한 시사점을 던지고 있다. 물가-디플레이션은 병의 증상이었을 뿐 중병(重病) 자체는 아니었던 것이다. 일본 디플레이션 기간 동안 일본경제에 치명적인 해(害)를 끼쳤던 괴물(Ogre)은 라가르드 IMF 총재가 “단호하게 싸워야”한다고 지목(指目)했던 물가-디플레이션이 아니라 자산가격-디플레이션이었다. 이와 마찬가지로, 우리경제가 정말로 두려워해야 할 것은 소비자 물가지수 상승률이 마이너스가 되는 게 아니라 자산가격-디플레이션일지 모른다는 점에 유의해야 한다.

Ⅳ.1.2 지출지연(支出遅延 : Deferred Spending)에 따른 불황 가속화 및 디플레이션의 장기화

디플레이션이 발생하면 소비자 및 기업들은 가격이 더 내려갈 때까지 지출을 지연(Deferred Spending)시켜 불황이 가속화되고 디플레이션도 장기화된다. 역사상 최장기간의 디플레이션과 싸우고 있는 일본은행 총재 구로다氏는 디플레이션의 이러한 측면의 인과관계의 과정을 자세히 설명하고 있다. 즉, 디플레이션이 발생하면 기업들은 가격을 올릴 수 없기 때문에 매출과 수익이 증가하지 못한다. 이 경우 기업들은 노동비용을 줄이고 투자도 가능한 한 미루려 한다. 가계의 입장에서는 임금이 올라가지 않아 구매여력이 줄어들고 동시에 물가가 계속 내려갈 거라는 기대 때문에 가격 하락을 기다리면서 소비를 미룬다. 결국 디플레이션이 발생하면 기업의 매출과 수익이 감소하고 투자가 부진해지며, 그것은 다시 임금억제로 이어져 소비 부진, 나아가 내수부진을 낳고, 이는 다시 가격하락을 압박하는 악순환이 계속된다 (Kuroda 2013).⁴¹⁾

이러한 구로다氏의 설명처럼 일단 디플레이션이 발생하면 디플레이션 기대가 형

41) 이러한 일련(一連)의 현상은 일본사회가 1998년 이후 지금까지 디플레이션으로부터 벗어나지 못하던 약 20년 동안 일본사회에서 벌어진 현상들을 구로다氏 자신이 직접 관찰하여 내린 결론이 아닐까 생각된다.

성되어 소비자와 기업 모두가 가격이 더 낮아질 때를 기다리느라 지출을 미룰 가능성이 높다. 그 경우 수요 감소와 가격하락이 연쇄 반응을 일으키면서 실물경제에 심각한 타격을 줄 것이다.⁴²⁾ 이 시나리오를 언론을 통해 일반인들에게 가장 많이 알려진 디플레이션의 부정적 영향이다.

서론에서 언급했던 것처럼 디플레이션은 우리경제에게 매우 생소(生疎)한 현상이므로 실제로 디플레이션이 벌어지면 우리나라 소비자와 기업들이 어떤 반응을 보일지는 정확한 예측이 쉽지 않다. 그러나 2009년 이후 최근까지 나타났던 우리나라 부동산 가격 하락에 대해 소비자들이 어떻게 반응했었는지를 돌아보면, 물가-디플레이션이 발생할 때 소비자들이 어떻게 반응할지도 대략 짐작해 볼 수 있다고 생각한다.

2009년 이후 부동산 가격이 하락하면서 소위 “부동산 불패(不敗)신화”가 드디어 깨어지자 소비자들은 부동산의 구입을 지연시키면서 부동산 가격 하락과 부동산 매입 지연 사이에 악순환이 나타났다. 부동산 가격이 하락하면서 소비자들은 매입을 미루었고, 매입이 미루어지면서 부동산 가격은 더 하락하였다. 부동산 가격은 오르지 않을 것이라는 기대 때문에 소비자들은 부동산 매입 대신 전세를 선호하면서 반면 전세가격은 급등했다.

이런 사례로 미루어 볼 때, 만약 물가-디플레이션이 발생한다면 거기에 대해서도 우리나라 소비자들은 상품의 구입을 미루는 행동을 할 가능성이 충분하고, 그로 인해 수요가 줄어들면서 상품가격이 추가적으로 하락하는 악순환이 발생하여 디플레이션 탈출을 어렵게 할 가능성이 적지 않음을 짐작해 볼 수 있다.

IV.1.3 실질임금 상승으로 인한 실업 증가 및 불황의 장기화

디플레이션이 경제에 미칠 수 있는 부정적인 영향은 구로다氏가 언급한 것 외에도 몇 가지가 더 있다. 대표적으로, 명목임금이 경직적인 상황에서 디플레이션이 일

42) 이런 패턴은 일본 디플레이션 당시 일본 소비자들 사이에서 실제로 나타났을 가능성이 높지만 이론적으로는 소비가 줄어들어 저축이 증가하면 실질금리가 낮아질 것이고, 이로 인해 투자가 늘어날 것이기 때문에 소비를 미루어 저축을 많이 하는 것이 왜 불황을 초래한다는 것인지 이론적으로는 납득하기 어렵다는 반론도 있다(smith 2006).

어나면 실질임금이 증가하여 실업이 늘어난다는 것이다. 실제로 대공황 기간 중 미국과 캐나다에서는 실질임금이 급등하는 동시에 실업도 급증하는 현상이 나타난 바 있었다.

이 중 미국의 사례를 좀 더 자세히 살펴보면, 미국에서는 1921년 큰 폭의 디플레이션이 발생(〈그림 13〉 참조)했었는데, 당시에는 임금의 신축성이 매우 강하여, 불황과 함께 근로자들의 명목임금이 크게 하락했던 것이다. 그러다보니 임금하락으로 가계소득이 줄어들면서 총수요가 감소하였고, 그 결과 기업에게도 임금하락은 궁극적인 도움이 되지 못했다. 이런 뼈아픈 경험을 기억하던 미국의 대기업들(Business groups)은 대공황을 맞아 다시금 디플레이션이 찾아오자 1920년대의 잘못을 반복하지 않기 위해 명목임금을 깎지 않을 것임을 공개적으로, 그리고 자발적으로 결의했다(O'Brien 1989, Akerlof · Dickens · Perry 1996). 취임(1929년 3월) 이후 불과 반년 남짓 만에 '검은 금요일'을 만났던 후버(H. Hoover) 대통령이 고용주들에게 그렇게 하도록 압력을 넣었다는 분석(양동휴 2000)도 있지만, 어쨌든 기업들의 이러한 공언(commitment)을 했던 목적은 연쇄적인 경기위축을 피하고 소비자들의 구매력을 유지하는 데에 있었다. 그 결과, 엄청나게 심각했던 대침체의 와중에서도 대공황의 처음 2년 동안 취업자들의 명목임금은 하락하지 않았다.⁴³⁾ 그러나 이와 같은 임금 경직성의 강화 때문에 불황에 대한 조정은 지연되었고, 대공황의 지속기간도 1920년대 초의 불황기보다 훨씬 더 길어졌다.⁴⁴⁾

1931~1936년의 기간 중 22개국의 실질임금과 산업생산 데이터를 분석했던 Bernanke · Carey(1996)는 대공황 당시 실질임금의 상승이 실제로 생산둔화를 유발시켰음을 시사하고 있다. 금본위제를 포기하여 물가를 올렸던(reflate) 나라들은 실질임금이 낮은 가운데 산업생산이 증가했던 반면, 금본위제를 유지했던 경우는

43) 그러다가 1931년부터는 명목임금도 큰 폭으로 하락하기 시작했다. 그러나 이것 역시 평균적인 명목임금이 하락한 것이었을 뿐, 개별임금 수준은 1931년 이후에도 상당히 sticky했다(O'Brien 1989). 다시 말하여, 개별 일자리의 임금은 1931년 이후에도 상당히 경직적이었지만, 실업의 급증과 더불어 저임금 일자리가 많아지다 보니 근로자 전체의 평균 임금이 크게 하락한 것이고 임금의 신축성이 높아진 듯한 모습이 나타난 것이다.

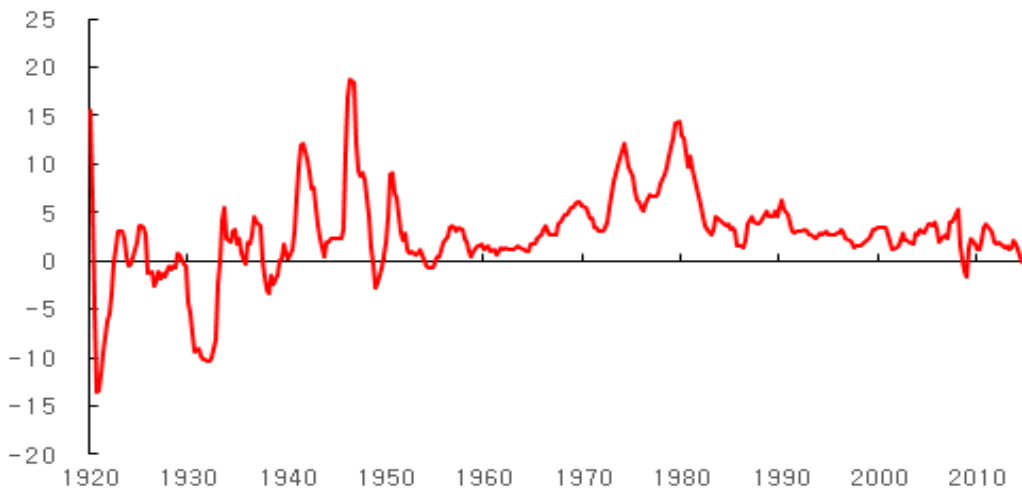
44) 대공황으로 대량실업이 발생하는 가운데서도 직장을 잃지 않았던 근로자들에게 실질임금의 상승은 커다란 행운이었지만 경제 전체적으로 보았을 때 대량실업과 위기극복 지연의 원인이 되었을 뿐 아니라, 임금이 변하지 않았던 근로자들과 대량 실업으로 대폭 늘어난 저임금 근로자들 사이에 양극화(polarization)가 만들어졌다.

실질임금이 높았고 산업생산은 적었는데, 이러한 정반대의 양상(樣相)은 주로 실질임금이 증가했느냐 아니냐에 달려있었던 것으로 보인다는 결론이다.

반면, Cole · Ohanian · Leung(2005)은 1929~33년 동안에 걸친 17개국의 사례를 분석해 본 결과, 명목임금 경직성 하에서 디플레이션이 실질임금 상승으로 이어졌던 것이 대공황의 주요 원인은 아니었다. 만약 디플레이션이 명목임금의 경직성으로 인해 실질임금을 증가시켜 대공황을 초래했던 것이라면 인플레이션과 경제성장 사이에는 플러스 상관관계가, 실질임금과 경제성장 사이에는 마이너스 상관관계가 동시에 나타났어야 했을 텐데, 이 두 가지 상관관계를 실제로 구해보면, 모두 제로에 가까웠다는 것이 그들의 주장의 근거였다.⁴⁵⁾ 디플레이션이 심했던 나라가 반드시 심각한 불황을 겪었던 게 아니었다는 의미다. 미국만 보더라도 1920년대 초에도 1930년대만큼의 디플레이션이 있었지만(〈그림 13〉 참조) 대공황은 없었다(Cole · Ohanian 2001). 디플레이션이 발생한다고 해서 무조건 심각한 성장률 감소가 동반되는 것은 아니라는 의미다.

〈그림 13〉 미국 소비자물가지수 전년동기대비 증가율 추이

(단위 : %, 전년동기대비)



자료 : 미국 노동부

45) 이들은 불황이 심한 나라가 노동생산성이 가장 크게 하락했다는 점으로 미루어 대공황의 주요 원인은 노동 생산성의 하락 때문인 것 같다는 결론을 내리고 있다.

Ⅳ.1.4 부채(負債) 디플레이션(Debt-Deflation)의 가능성

디플레이션을 피해야 할 또 다른 이유는 공공 및 민간이 보유한 부채(負債)의 실질가치를 증가시키기 때문이다. 즉, 디플레이션은 공공 및 민간 대출자의 대차대조표⁴⁶⁾를 악화시켜, 빚이 있는 소비자들의 소비지출과 빚이 있는 기업의 투자지출을 억제함으로써 생산과 고용이 감소하는 불황을 초래한다. 이처럼 실질 부채(負債)의 상환 부담 증가로 파산과 불황이 촉발되는 디플레이션을 부채-디플레이션(Debt-deflation)이라고 부른다. 이는 상당히 악성(惡性)인 디플레이션으로서, 이 개념을 처음 제시했던 Fisher(1933)는 경제 대공황이 바로 이 부채-디플레이션 때문이었다고 주장했다.

Fisher(1933)의 이론은 발표 당시에는 별로 인용되지도 알려지지도 못했는데, 이는 대단했던 경제학자로서의 명성에도 불구하고 불과 몇 달 뒤에 닥칠 대공황을 전혀 예기(豫期)치 못했던 그의 전력(前歷) 때문이었다. 그가 부채-디플레이션의 이론을 발표하던 1933년에는 이미 학자로서의 신뢰를 완전히 상실해버린 상태였다는 것이다.

그 뒤 Friedman · Schwartz(1963)가 “대공황이 길어졌고 가혹했던 것은 긴축적인 통화정책, 그에 따른 통화공급 감소 때문이었다”면서 대공황의 원인에 대한 학문적 논쟁을 활발하게 재점화(再點火)했던 1960년대에도 그의 이론은 별다른 주목을 끌지 못했다. 왜냐 하면 그의 이론은 통화정책과는 관계가 없는 것이었기 때문에, 대공황의 원인으로서는 통화정책이 어떤 역할을 했는지에 대해 벌여졌던 치열했던 논쟁과정에서 그의 이론이 거론(舉論)될 이유는 별로 없었기 때문이었다.

이처럼 그의 이론은 그동안 별로 주목을 받지 못했었는지는 몰라도, 가계의 처분가능소득의 164%를 넘는 막대한 규모의 가계부채를 가지고 있는 현재의 우리경제의 입장에서는 그의 주장을 세심하게 들여다 볼 필요가 있다. 우리가 정말로 두려워해야 할 디플레이션은 소비자물가지수의 디플레이션이 아니라 그가 말하는 부채-디플레이션이라고 생각한다.⁴⁷⁾ Fisher(1933)의 이론은 부채가 많을수록 부채-디플레

46) Mishkin(1978) 또한 대공황이 어떻게 가계의 대차대조표에 영향을 주어 불황이 확산(propagate)시켰는지를 논의하고 있다.

47) Fisher(1933)의 부채 디플레이션은 상당히 그럴 듯해 보이는(plausible) 이론이지만 실제 대공황 당시

이션의 가능성이 높아진다는 함의를 가지므로 우리경제의 높은 부채비율이 과연 미래의 부채-디플레이션의 선행지표가 될 것인지도 흥미로운 주제가 아닐 수 없다.⁴⁸⁾

IV.1.5 제로금리 이후 부양적 통화정책 수단의 고갈

한편, 디플레이션은 통화정책의 운신(運身)의 폭을 좁힌다는 단점도 있다. 디플레이션 상황에서 통화당국은 경기부양을 위해 금리를 낮추려 하지만 명목금리는 마이너스가 될 수 없기 때문에 통화정책은 제로 금리 이후 한계에 부딪힌다. 통화당국의 전통적인 방법, 즉 단기금리의 조정만으로는, 경기부양을 유도할 수단이 더 이상 남아있지 않는다는 의미다. 금리를 내리다가 제로에서 멈추고 나면 그 다음부터 실질금리는 디플레이션 때문에 플러스가 된다. 디플레이션 상황에서 경기는 대부분 침체되어 있는 것이 보통인데, 실질금리마저 플러스가 된다면 실물경제의 회복은 커다란 장애를 만나는 것이다.

‘명목금리를 마이너스로 내릴 수는 없지 않느냐’라는 소위 금리의 하방제약(zero bound)은 중앙은행으로서도 굉장한 관심을 가질 수밖에 없는 문제다. 일반적으로 중앙은행 관계자들이 알레르기 반응만큼이나 디플레이션을 두려워하는 이유 중 하나도 디플레이션이 왔을 때 금리를 내리다가 제로에 도달한 다음부터는 할 수 있는 일이 없다는 관념 때문이었다.

그러나 마이너스 금리는 사실상 불가능한 게 아니다. 중앙은행은 은행들이 맡긴 지준(reserve)에 대해 비용을 지불하게 하면 마이너스 단기금리를 만들어 낼 수 있다. 은행이 맡긴 예금에 대해 마이너스 금리에 해당하는 부분만큼 원금을 깎아버리는 것이다. 실제로 중앙은행이 마이너스 단기금리를 만들어 낸 사례는 없지 않았다.⁴⁹⁾

2002~2004년 무렵 디플레이션 논의가 불거졌을 때, 제로 금리 상황에서도 중앙은행이 경기부양을 위해 또는 디플레이션 탈출을 위해 동원할 수 있는 단기 명목

부채 디플레이션이 일어났는지에 대한 경험적 연구들은 결과가 엇갈리고 있는 것이 사실이다.

48) 그러나 이 관련성을 경험적으로 검증하는 연구는 별로 없다(smith 2006).

49) 독일과 스위스는 1970년대에 명목금리(Bank Euro-CD 금리)가 마이너스였던 기간을 경험했던 바 있었다(Saunders 2000).

금리의 조절 이외의 많은 방법에 관해 연구가 있었다(Bernanke 2002, Benhabib · Schmitt-Grohé · Uribe 2002, Svensson 2003, Orphanides 2003 Bernanke and Reinhart 2004). 디플레이션 탈출을 위해 제시되었던 정책방향은 다음의 세 가지 정도로 요약해 볼 수 있다. 첫째, 중앙은행은 미래의 “물가수준⁵⁰⁾”에 대해 명시적인 공언(公言 : commitment)을 할 것, 둘째, 그러한 공언을 뒷받침할 구체적인 행동을 할 것, 셋째, 목표달성 이후 언제 어떻게 정상으로 복귀할지를 구체적으로 밝힌 출구전략을 제시할 것 등이다(Svensson 2003). 여기에다가 crawling peg를 채택하여 의도적인 환율절하⁵¹⁾를 유도하여 인플레이션 기대를 만들어 낼 것도 권고되었다. 뿐만 아니라 양적완화(QE), 양적 · 질적 완화(QQE) 내지 장기채권 매입(Operational Switch), 환율절하를 동시에 유도하기 위한 해외 증권 매입 등, 글로벌 금융위기 이후 미국 연준이나 일본은행, 그리고 유럽중앙은행 등이 디플레이션 방지 또는 경기부양을 위해 동원했던 소위 “비전통적(non-traditional) 방법”들에 대해서도 이때에 이미 광범위한(extensive) 논의가 있었다.

IV.1.6 자원(財源)의 비효율적 배분

디플레이션은 차입자로부터 대출자에게 소득을 이전하는데, 이것 자체가 비효율적이라는 주장도 있다. 고전경제학자 알프레드 마샬(A. Marshall)은 디플레이션이 제조업자들로부터 가계로 이익을 이전시키기 때문에 교역과 산업에 피해를 준다고 생각했었다.⁵²⁾ 보통 한 경제 내에서 기업은 가계가 저축한 돈을 빌려 가장 효율적인 곳을 찾아내 투자를 하며, 생산과 고용으로 경제를 이끌어 간다. 반면 가계는 저축한 돈을 기업에게 빌려주고 원리금을 받는데, 가계는 기업이 창출한 소득을 분배받아 소비를 할 뿐이다. 이런 상태에서 디플레이션이 발생하면 기업이 빌려간 대출금과 원리금의 실질가치가 상승하므로 기업으로부터 가계로 실질소득이 이전되는

50) 인플레이션율이 아닌 물가수준을 목표로 할 것을 권고하는 데에 유의할 필요가 있다.

51) 환율상승은 미래의 높은 물가수준에 대한 기대를 직접 반영한 결과이기도 하며 그런 기대를 측정하는 좋은 지표이기도 하다.

52) 그러나 알프레드 마샬이 이런 주장을 하던 19세기 말에 있었던 디플레이션 기간 동안에는 주목할 만한 불황이 왔었다는 증거를 찾기는 어렵다고 한다.

결과가 된다. 가장 생산적인 활동을 하는 기업들로부터 소비를 하는 가계로 소득이 이전되는 것 자체가 비효율적이라는 얘기다.⁵³⁾

IV.2 디플레이션의 긍정적 측면

디플레이션은 무조건 나쁜 것은 아니라는 주장도 없지 않다. 금본위제 당시 고전 경제학자들은 디플레이션이란 특별한 게 아니라 인플레이션이 해소(解消)되는 현상일 뿐이라고 생각했었다. 따라서 디플레이션 자체를 반드시 나쁘게 볼 필요는 없다는 얘기다.

IV.2.1 인플레이션의 반작용(反作用)

디플레이션은 (가끔씩의 전쟁 때문에) 부풀려졌던 물가수준이 (전쟁) 인플레이션 이전의 안정된 수준으로 복귀하는 과정에 불과한 것이다.⁵⁴⁾ 전쟁으로 인한 대폭의 인플레이션이 아닌 작은 인플레이션에 대해서 리카르도(Ricardo)는 작고 점진적인 디플레이션으로 상쇄되어야 한다고 생각했다.

한편, Fisher(1896)는 인플레이션이건 디플레이션이건 예측가능하기만 하다면 모두 명목금리에 반영될 것이므로 경제에 부정적인 재분배를 초래하지 않는다고 보았다. 그는 또한 “예측하지 못했던 대폭의 디플레이션은 없었기 때문에” 디플레이션 때문에 기업이 커다란 손실을 본 바도 없었다고 주장하기도 했다.

53) 그런데 지금의 우리경제는 가계가 저축을 하고 그 돈을 기업이 빌려가 투자와 고용을 하는 게 아니라, 기업이 저축을 하고 가계가 그 돈을 빌려 부동산을 매입하고 전세를 얻는 구조다. 이런 구조에서 디플레이션이 발생한다면 실질 소득은 부채가 많은 가계에서 저축이 많은 기업으로 이전될 것이다. 실질 소득이 기업에서 가계로 이전되는 것 자체가 비효율적이라는 알프레드 마샬의 논리를 우리의 이러한 상황에 그대로 적용할 경우, 디플레이션 때문에 실질 소득이 가계에서 기업으로 이전되는 것 자체는 오히려 효율적일 수 있다는 해석도 가능하다.

54) 그러나 고전경제학자들도 디플레이션이 불황과 관련되어 있다는 점은 대체로 인식하고 있었다. 디플레이션이 인플레이션의 원상복구일 뿐이긴 했지만, 리카르도는 경기위축의 위험을 감수해서라도 반드시 과거의 물가수준으로 돌아가야 한다고 보지는 않았다. 경기위축을 겪는 것보다는 물가수준이 과거수준으로 돌아가지 않아도 내버려 두자(drift)는 입장이었다. 이는 과거의 물가수준이 아닌 과거의 인플레이션율을 회복하자는 의미도 된다.

제1차 세계대전이 끝난 뒤 1920년대에 디플레이션이 일어나자 디플레이션을 통해 전쟁 이전의 물가수준으로 되돌아가야 할 것인가 아니면 당시의 물가수준에서부터 더 이상의 인플레이션이 일어나지 않도록 안정시킬 것인가에 대한 논쟁이 있었다. 여기에 대해 케인즈(Keynes)는 인위적으로 디플레이션을 만들기보다는 앞으로의 물가를 안정시키면 된다는 입장이었던 반면, 빅셀(Wicksell)은 완벽하게 예측된 디플레이션이라면 경기 중립적(neutral)이라면서 점진적인 디플레이션을 통해 전전(戰前)의 물가수준을 회복할 것을 주장했다고 한다. 20세기 전반부의 로버츨(Robertson), 하이에크, 폰 미제스, 로빈스 등의 자유주의 경제학자들은 빅셀의 입장에서부터 한 걸음 더 나아가 아예 “천천한 디플레이션이 통화정책의 목표가 되어야 한다”고 적극적으로 장려(positively encouraged)했다(smith 2006).

디플레이션이란 인플레이션의 반작용일 뿐이라는 것은 오래 전 고전경제학자들의 낡은 생각으로 흘러들기에는 우리경제의 물가상황에 대해 시사하는 바가 적지 않다고 생각된다. 현재 우리나라의 인플레이션율이 과거에 비해 극히 낮다는 점은 분명하지만 물가수준을 놓고 보면 다른 나라에 비해 우리나라 물가는 이미 매우 높은 상황이기 때문이다. 영국의 이코노미스트誌에 따르면, 서울은 전세계 주요 도시 가운데 10번째로 물가가 비싼 도시로 조사되었다. 특히 식료품 및 의류(衣類)의 가격은 전세계 도시들 가운데 서울이 가장 비싼 것으로 나타났다(The Economist Intelligence Unit 2015).

서울의 물가순위가 이 정도로 높았던 적은 없었는데, 10여 년 전만 하더라도 “살인적”인 물가로 악명이 높았던 일본 도쿄나 오사카는 2014년에 드디어 10위권 밖으로 내려와 서울보다 물가가 싼 도시가 되었다. 일본의 디플레이션이 계속 진행되는 가운데 2012년 말 아베 신조(安倍晋三) 총리 취임 이후 엔화가 급격히 절하됨에 따라 달러화로 평가한 물가수준이 급격히 하락한 결과였다. 서울보다 물가가 비쌌던 유럽의 많은 도시들도 2014년 하반기부터 시작된 유로화의 급격한 절하로 달러화로 평가한 물가수준이 서울보다 낮아지게 되었다. 이 조사는 도시들을 대상으로 생활물가를 살펴본 것으로서 각국의 경제전체적인 가격 경쟁력을 직접 의미하지는 않지만 서울의 생활물가가 이처럼 높은 순위를 차지한 것은 우리경제의 장래를 위해 예사롭게 넘길 일은 아니라고 생각한다.

IV.2.2 최적 통화 정책으로서의 프리드만 준칙(Friedman Rule)

전달만한 수준을 넘어가는 고율(高率)의 인플레이션(run-away inflation)이 해로운 것이지, 이를 테면 2% 내외의 완만한 인플레이션이라면 경제의 안정적이고 지속적인 성장을 위해 오히려 바람직한 것으로 받아들여지고 있다. 이와 마찬가지로, 디플레이션도 1929~1933년 대공황 때처럼 물가 하락폭이 매우 크거나, 1990년대 말 이후의 일본처럼 장기간 지속되는 디플레이션이 두려운 것이지, 일시적이고 완만한 디플레이션이라면 오히려 경제전체를 위해 바람직하다는 이론도 있다. 어떤 조건이 충족될 경우 인플레이션보다는 오히려 $\Delta 1\% \sim \Delta 2\%$ 정도의 완만한 디플레이션이 경제전체의 후생을 위해 최적(最適)이라는 소위 “프리드만 준칙”(Friedman-rule)이 그 중 하나다(Friedman 1969, Ireland 2003).

프리드만 준칙(Friedman Rule)은 인플레이션이 만연하던 1960년대 후반 이후 수 십 년 동안 통화정책의 벤치마크였는데, 디플레이션의 긍정적 측면을 부각시키는 대표적인 이론이다. 이에 따르면, 화폐발행의 비용은 제로이므로 화폐보유의 기회비용인 명목금리 또한 제로에 맞추는 것이 바람직한데, 명목금리를 제로로 맞추기 위해서는 실질금리의 크기만큼의 디플레이션이 불가피하다는 것이다. Lucas(2000)는 약 100년(1900~1994년)에 걸친 미국 데이터를 사용하여 프리드만 준칙을 검증해 본 바 있었다. 그의 연구결과에 따르면, 약간의 디플레이션은 고율의 인플레이션(runaway inflation)을 진정시키는 것과 맞먹는 크기의 후생증진 효과⁵⁵⁾를 가지는 것으로 나타났다. (완만한) 디플레이션에 대한 공포란 실체가 없는 하나의 유령(spectre) 같은 것에 불과하므로, 두려워할 필요가 없다(Smith 2006)는 얘기다.

55) 좀 더 구체적으로 그의 연구내용을 소개하자면, 명목금리가 14%에 달하는 고삐 풀린(runaway) 인플레이션 상황에서부터 명목금리가 3%인 제로 인플레이션 상황으로 전환시킬 때 실질 소득은 0.8% 증가했었다. 한편, 명목금리가 3%인 제로 인플레이션 상황에서부터 명목금리가 0%인 완만한 디플레이션 상황으로 전환할 경우에는 실질 소득이 0.9% 증가했다. 즉 제로 인플레이션에서 완만한 디플레이션으로 옮겨 갈 때 고삐 풀린 인플레이션을 제로 인플레이션으로 만들 때보다 약간 더 후생이 증가한다는 것이다. Lucas(2000)는 이런 측정결과를 제시하면서도, 후생을 측정하는 방법에 따라 측정결과가 민감하게 달라질 수 있다는 disclaimer를 달아 주의(注意)를 요망(要望)하였다.

Ⅳ.2.3 부(富)의 실질가치 증가와 수출 경쟁력 강화

한편, 디플레이션은 기본적으로 채무자로부터 채권자에게 소득을 이전시키는 것으로서, 결국은 근로자들의 실질임금과 경제주체들이 보유한 富의 실질가치를 증가시킨다. 그러므로 디플레이션은 기본적으로 일자리를 잃지 않은 가계 내지 소비자들에게는 당연히 유리한 것이다. 또한, 국내물가의 하락에 따라 수출품의 가격도 하락하면 수출상품이 더 강한 경쟁력을 가지게 되고, 그 결과 장기적으로는 생산이 더 촉진될 수 있다.

Ⅳ.2.4 좋은 디플레이션 : 생산비 하락에 의한 디플레이션

디플레이션의 원인이 수요침체 때문이 아니라 생산비 하락이나 생산성 향상이라면 그다지 나쁠 게 없다. 기술 진보가 일어나 생산성이 높아지고 생산비가 낮아지며 플러스 성장이 나타나는 디플레이션은 “좋은 디플레이션(good deflation)”으로서 역사적으로 별로 고통스럽지도 않았고 별로 두려워할 필요도 없었다(Bordo · Landon-Lane · Redish 2004, Bordo · Filardo 2005).

“좋은 디플레이션”의 예를 들자면, 기술발전, 무역자유화, 농산물 풍작, 교역상대국의 교역조건 악화에 따른 자국 수입물가의 하락, 생산비 감소 등의 요인에 의해 발생한다. 1921~1922년 미국의 디플레이션이 전형적인 사례이다. 당시 미국경제에는 라디오 산업이 신생산업으로 등장하고 있었으며, 포드 자동차 회사는 콘베이어 벨트를 이용한 대량생산을 선보이고 있었다. 또한 철도망이 대폭 확대되어 물류비가 크게 절약되고 있었다.

이런 상황에서 기술진보와 생산비 절감으로 물가가 하락하여 디플레이션이 나타나긴 했으나 경제성장은 플러스를 유지할 수 있었고 실업이 늘어나지도 않았다. 그러는 가운데 물가가 하락했으니 소비자들의 입장에서는 실질소득⁵⁶⁾과 구매력이 증가하는 결과가 되었다. 이렇게 볼 때 유가폭락과 농산물가격 하락이 주도하고 있는

56) 지금 벌어지고 있는 식료품, 휘발유, 전기, 가스 등 품목들의 가격하락은 누구보다도 저소득층에게 상대적으로 더 도움이 되었을 것이다.

지금의 물가 안정세는 워낙 물가상승률이 낮다보니 자칫 마이너스 물가로 돌아설 가능성이 우려될 뿐이지, 기본적으로는 “좋은 디플레이션”에 해당한다고 보아야 할 것이다. 게다가 물가상승률은 아직 마이너스로 돌아서지도 않고 있다.

IV.2.5 디플레이션 탈출 vs 인플레이션 탈출

디플레이션은 한번 빠지면 벗어나기 힘든 만큼 디플레이션에 빠지지 않도록 하는 것이 중요하다는 주장도 있다. 디플레이션에 한번 빠지면 벗어나기 힘들다는 인식은 현재에도 비교적 널리 공유되고 있는 것 같다. 이런 인식은 경제 대공황과 특히 1990년대 말 이후의 일본의 디플레이션의 경험 때문에 생겼다고 할 수 있다. 일본은 디플레이션에서 벗어나기 위해 1990년대 말 이후 지금까지 거의 20년 가까이 갖은 노력을 다 해보았지만 아직도 완전한 성공은 거두지 못하고 있는 실정이다. 경제 대공황 당시 4년 동안의 미국의 디플레이션도 일본의 1990년대 디플레이션에 비해 지속기간이 훨씬 짧았지만 그 이전의 디플레이션에 비해서는 상당히 길었던 디플레이션이었다. 대공황 당시 디플레이션과 함께 진행되었던 경제적 고통의 심각성은 1990년대 이후의 일본에 비해 훨씬 더 컸었다. 그런 대공황의 난국(難局)이 4년 만에 끝날 수 있었던 것은 저절로 손쉽게 된 것이 아니라 은행구조조정, 금본위제의 포기를 비롯한 경제 시스템의 과감하고도 근본적 변화가 있는 뒤에야 비로소 가능했다. 디플레이션이 발생하자 즉각적으로 단기금리는 제로까지 내려갔지만, 제로금리만으로는 디플레이션에서 벗어나기에 역부족이었다. 이러한 사례들을 보면서 ‘한번 디플레이션에 빠지면 벗어나기 어렵다’는 인식을 자연스럽게 갖게 되었던 것이다.

그러나 한번 빠진 뒤 벗어나기 어렵기는 인플레이션도 마찬가지라고 생각한다. 제2차 세계대전 이후 인플레이션이 하나의 인스티튜션(institution)으로 자리 잡기 시작하면서 1960년대 후반에서 1980년대 초에 걸쳐 미국을 비롯한 세계경제는 만성적인 인플레이션에 시달렸고 우리나라도 예외가 아니었다.

브레튼 우즈 협정을 무력화시켰던 1971년 미국의 달러화 금태환(金兌換) 정지로 인해 재량적(裁量的)인 통화량 조절이 가능해졌고, 그에 따라 인플레이션이 일어

나기 쉬운 인스티튜션이 만들어졌다. 즉, 1971년 달러화의 금태환 정지는 인플레이션 시대를 여는 계기가 된 것이다(Feldstein 2013). 뿐만 아니라 베트남 전쟁의 여파까지 가세하여 1960년대 말부터 인플레이션은 더욱 가속화되었고, 1973년 및 1979년 두 차례에 걸친 오일 쇼크로 인하여 고율(高率)의 인플레이션은 전세계에 만연(蔓延)하게 되었다. 그러다가 인플레이션이 고삐를 잡힌 것은 1980년대 중반 또는 1990년대로 들어와서였다.

결국 인플레이션에 대한 통제는 별다른 비용을 치르지 않고도 가능했던 게 아니었다. 1980년대로 접어들자마자 미국을 필두로 통화정책기조를 매우 보수적으로 가져가면서 인플레이션에 단호하게 그리고 지속적으로 대응했던 결과였다. 통화를 긴축하여 경기를 위축시키고 실업을 만들어낸 뒤에야 그 대가(代價)로서 인플레이션 통제가 비로소 가능해졌던 것이다.

디플레이션도 자원배분의 왜곡을 초래할 수 있겠지만 인플레이션도 너무 심해지면 자원 배분에 있어서 심각한 왜곡을 초래했었음을 기억할 필요가 있다. 다시 말하여, 디플레이션에 빠지지 않기 위해 주의해야 한다는 점에서는 이론의 여지가 없지만, 디플레이션을 피하는 것도 인플레이션을 피하는 것과 다를 바 없고, 완만한 인플레이션은 두려워하지 않듯이 완만한 디플레이션에 대해서도 무조건적인 공포감을 가질 필요는 없다는 의미다.

IV.3 악성(惡性) 디플레이션 발생 가능성 평가

디플레이션이 두려운 것인지 아닌지에 대해서는 서로 엇갈린 주장이 있고, 우리 경제는 디플레이션을 한 번도 경험해 본 적이 없었기 때문에 과연 어떤 견해가 옳은지에 대해 우리 자신의 경험으로 말하기는 어렵다. 다만, 디플레이션의 호불호(好不好)를 논의했던 많은 문헌으로부터 한 가지 유념(留念)해 둘 필요가 있는 부분은, 디플레이션이라고 해서 무조건 나쁘다는 법은 없고, 그 원인과 성격에 따라 치러야 할 비용이 달라진다는 사실이다.

디플레이션의 부정적 측면을 강조하는 문헌에 따르면, 수요충격에 의한 것이든 공급충격에 의한 것이든 순탄한(benign) 디플레이션은 없다(Burton *et. al.* 2005).

그렇지만 이론과 경험을 떠나 상식적으로 판단해 볼 때, 수요감소가 아닌 생산비 하락 때문에 생기는, 완만하고 일시적인, 치러야 할 비용도 크지 않은 디플레이션이라면 굳이 무리를 해가면서까지 피하려 할 필요는 없다고 생각한다. 예를 들어 디플레이션 방지를 위한 금리인하라는 정책을 시행할 경우 디플레이션 방지에 조금이나마 도움이 되겠지만 금리인하가 다른 곳에서 초래할 수 있는 비용이 있다면 그 크기도 함께 비교해 가면서 신중하게 판단해야 할 것이다.

앞서 우리경제에 디플레이션이 발생할 가능성은 별로 없음을 살펴본 바 있지만 본 절에서는 디플레이션 가운데 악성(惡性) 디플레이션이 발생할 가능성이 얼마나 되는지를 살펴보고자 한다.

정작 우리가 수단과 방법을 가리지 않고 반드시 피해야 할 디플레이션이 있다면 그것은 1930년대의 대공황이나 1990년대 말 이후의 일본 디플레이션 같은 디플레이션이다.

그런데 일본의 디플레이션에 대해서는 그것이 과연 惡性 디플레이션이었는지에 대해 반론(Baba *et. al.* 2005)이 있다. 취업자 1인당 GDP 증가율을 미국과 비교한 것을 보면, 일본의 디플레이션 기간 중 일본의 1인당 GDP는 같은 기간 중 미국의 1인당 GDP보다도 더 많이 증가했다는 것이다. 1990년대 이후 일본 장기침체는 남들이 보기에 심각해 보이는 것일 뿐, 정작 일본 국민들 자신은 그다지 고통스러웠던 게 아닐 수 있다는 의미다. 이런 주장은 일본경제에 대해 많은 사람들이 가지고 있는 통념(通念)에 반(反)하는, 아직은 상당히 도발적(provocative)인 문제제기이지만 우리경제의 입장에서는 꼼꼼히 따져볼 이유가 충분한 반론이라고 생각된다.

어쨌든, 일본의 디플레이션을 악성 디플레이션으로 인정한다 해도, 인플레이션 역사상 경제에 악영향을 미쳤던 디플레이션은 1929~1933년 미국의 디플레이션과 1998년 이후의 일본 디플레이션 두 차례에 불과했다. 악성 디플레이션은 아무 때나 발생하는 게 아닌 것이다. 이와 같이 악성 디플레이션은 역사적으로 사례가 극히 드문 만큼, 그 전형적인 요인을 추려내어 우리의 반면교사로 삼고자 하는 일은 생각만큼 간단하지가 않다. 다만, 경제 대공황 당시 미국 디플레이션과 1990년대 일본의 디플레이션을 자세히 살펴보면 몇 가지 공통점을 발견할 수는 있다.

Ⅳ.3.1 악성(惡性) 디플레이션의 발생 조건

먼저, 악성(惡性) 디플레이션의 시작에 앞서, 또는 그와 거의 동시에, 주식 및 부동산 등 자산가격의 대폭락이 있었다. 그리고 이러한 자산가격의 급락은 금융기관이 보유한 담보의 가치 하락으로 이어져 금융의 자금중개 기능에 문제를 유발시켰다. 주가폭락도 은행이 보유한 주식의 가치하락을 의미하는 것으로서 이 또한 은행의 자금중개 기능에 악영향을 끼치는 일이었다.

자산가격의 폭락과 함께 개인과 기업의 보유자산 가치가 갑자기 줄어들면서 음(陰)의 부(富)의 효과로서 소비와 투자, 나아가 내수가 침체에 빠져 대출환경이 악화되었고, 여기에 더하여 금융기관 자체의 자금중개기능이 악화되면서 경기침체는 더욱 가속화되는 악순환이 발생했던 것이다.

금융기관의 민간대출은 상당히 오랜 시간이 흐른 뒤에도 좀처럼 회복을 하지 못했다. 대공황 당시 금융시장의 혼란은 금융의 자금중개 기능을 약화시켜 대출 규모를 작아지게 만들었으며, 침체의 깊이와 지속기간⁵⁷⁾이 이례적(異例的)으로 깊고도 오래가도록 만들었다(Bernanke 1983).⁵⁸⁾ 또한 대공황의 침체가 지속되는 동안에는 디플레이션도 사라지지 않았다. 일본경제가 밟았던 과정, 즉 1989년의 주가폭락, 그리고 1991년부터 시작된 부동산 가격하락과 1997년말의 은행위기와 더불어 1998년 디플레이션이 찾아왔던 일련(一連)의 과정도 동일한 설명이 가능하다.

이 점은 본 연구의 결론을 위하여 매우 중요한 부분이기 때문에 대공황 당시의 미국과 1990년대 일본에서 금융중개의 위기가 경기침체를 악화시키고 회복을 지연시켰던 경험에 대해 좀 더 정리를 해 둘 필요가 있다.

앞서 잠깐 설명한 것처럼 제1차 세계대전의 종전 이후 미국에서는 세계적 농산물 공급과잉으로 농산물 가격과 농업지역 토지가격이 급락했다. 이 영향으로 1930년

57) 생산규모가 공황 이전 수준을 회복하는 시점은 일본은 1933년, 덴마크와 스웨덴은 1934년, 노르웨이와 영국은 1935년, 독일은 1936년, 캐나다와 이탈리아가 1937년이었던 데에 비해 미국과 프랑스, 그리고 네덜란드는 제2차 세계대전이 발발하는 시점까지도 완전한 회복이 이루어지지 않고 있었다(양동휴 2000).

58) Bernanke(1983)의 설명은 Fisher(1933)처럼 가계와 기업의 부채에 주목하기보다는 은행부문에 초점을 맞추어 은행의 자본구조가 경기에 미치는 영향을 연구했던 것이다. 그는 파산은행의 예금잔고가 생산 감소의 선행지표였으며, 이것이 대공황 확산의 원인이었다고 주장한다.

11월 농업지역을 중심으로 은행파산이 급증했다. 이 은행 위기는 비단 농업지역의 소규모 은행들에게만 국한되었던 것이 아니었다. 같은 해 12월에 파산한 Bank of United States은 뉴욕시에 위치한 연방준비제도 가맹은행으로서, 규모와 명성이라는 측면에서는 농촌지역의 소규모 은행과는 차원이 달랐다. Bank of United States의 파산은 은행파산에 대한 공포감이 지역적 경계를 넘어 확산되었음을 의미하는 것이었다. 그리고 1931년 초여름으로 접어들자, 시카고 지역 은행들과 미네아폴리스 연방준비지역의 소규모 은행들의 파산이 급증하면서 은행파산 사태는 바야흐로 전국적으로 확산되었다. 1933년 3월, 루즈벨트 대통령의 취임과 더불어 일 주일에 걸친 Bank Holiday의 기간 동안, 부실은행을 추려내어 전국 은행의 1/6을 문 닫는 대수술을 단행한 뒤에야 자금중개기능이 되살아날 수 있었다. 그리고 자금 중개기능 정상화와 함께 디플레이션 탈출도 비로소 가능해졌다(박경로 2000).

한편, 일본 금융의 자금중개기능에 문제가 생겼던 시기는 1991년 4월 부동산 버블 붕괴로 부동산 모기지론 판매 회사인 주전(住專)이 파산하면서부터였다. 이를 계기로 일부 소규모 금융회사들의 연쇄적 파산이 시작됐다. 그 과정에서 금융회사들의 부실화 원인과 그 배경에 있던 정치권과 관료사회의 정경유착(政經癒着) 혐의가 드러났으며, 이를 알게 된 일본 국민들은 정치권과 행정부에 대해 큰 실망을 하게 되었다. 국민들의 신뢰를 완전히 잃어버린 정부는 금융의 정상화를 위해 반드시 투입했어야 할 공적자금조차 제대로 조성하지 못했다. 그 결과, 일본의 금융구조조정은 지지부진했고, 훼손된 자금중개기능이 미처 회복되지 못한 상태에서 1997년 말 일본판 금융위기가 발생했으며, 그와 더불어 디플레이션이 시작되었다(김동환 2002, 박종규 2007).

IV.3.2 우리경제의 현황과 악성(惡性) 디플레이션 발생 조건

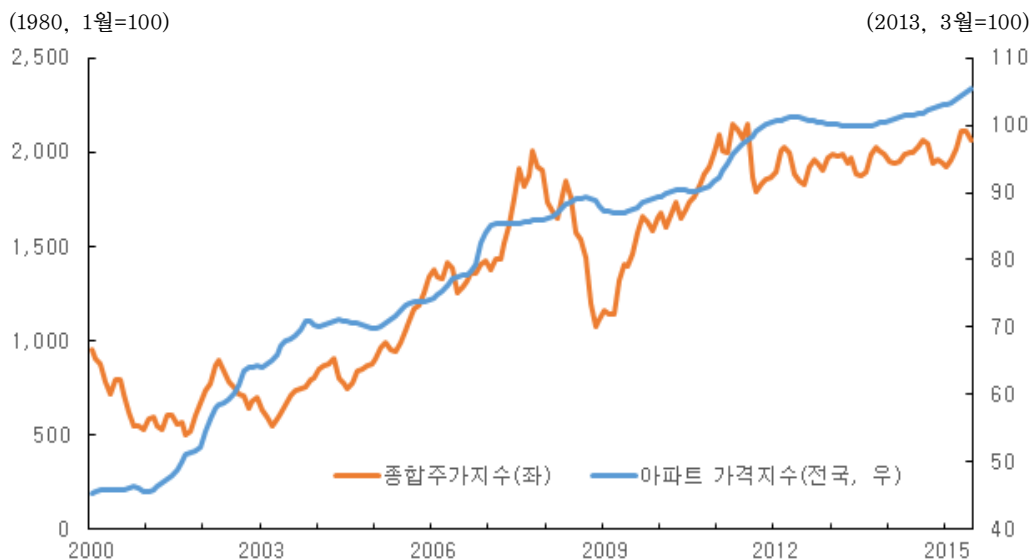
이렇게 보았을 때, 현재 우리경제에 조만간 악성 디플레이션이 발생할 가능성은 사실상 없다고 보아도 좋을 것이다. 주가와 부동산 가격 폭락이 아직 일어난 바 없기 때문이다. 주가와 부동산 가격은 아직은 조금씩이나마 상승하고 있다(<그림 14> 참조). 뿐만 아니라, 은행을 비롯한 금융기관들의 경영상태가 작년에 비해 매우 어

려워진 것이 사실이기는 하지만, 아직은 위기라 할 만큼 자금중개기능이 손상되지도 않았다.

지금까지의 논의로 미루어 보았을 때, 자산가격이 어느 정도 유지되는 동시에 금융의 자금 중개기능이 살아있는 한, 소비자 물가지수가 소폭으로 그리고 일시적으로 하락한다 하더라도 우리경제에 재앙적인 사태가 초래될 것이라며 두려워할 이유는 없다고 생각된다.

물론, 이러한 예상은 “당분간”의 미래에 적용되는 것으로서, 앞으로 영원히 우리경제에 디플레이션 가능성이 없다는 의미는 전혀 아니다. 만약 우리경제에 가계부채 버블이 붕괴된다면 얘기는 완전히 달라질 수 있다. 가계부채 버블 붕괴가 부동산 가격하락과 맞물리면서 연쇄적으로 부동산 가격이 하락하고 주가폭락이 동반되면서 금융기관의 자금중개기능이 손상된다면 우리경제에도 악성 디플레이션이 찾아올 가능성은 얼마든지 있다. 따라서 지금 우리경제의 입장에서는 소비자물가 상승률이 0%를 넘기느냐 넘기지 못하느냐보다는 가계부채 버블이 터지느냐 터지지 않느냐가 더 중요하게 생각해야 할 문제라고 판단된다. 가계부채를 통제하기 위한 장치가 아직 충분히 마련되지 못한 상태에서 디플레이션 방지를 이유로 금리를 인하한다면

〈그림 14〉 종합주가지수 및 전국 아파트 가격지수 월별 추이



그렇지 않아도 너무 커져 있는 가계부채를 더욱 더 키울 가능성이 높지 않느냐는 것이다. 우리경제에 가계부채 문제가 존재하지 않는다면 디플레이션 우려에 당면하여 금리를 내리지 않을 이유가 없겠지만 가계부채 문제가 가장 중요한 위험요인으로 이미 부각되어 있는 현 상황에서는 “디플레이션 방지를 이유로” 금리를 인하하는 것은 우리경제에 도움이 되지 않을 것이라는 판단이다.

V. 디플레이션 방지를 위한 정책대응

이상에서 살펴본 바와 같이, 우리경제에서 완만한 디플레이션이건 악성(惡性) 디플레이션이건, 디플레이션이 발생할 가능성은 당분간 없어 보이는 것으로 판단된다. 그러나 우리경제는 어떤 형태의 디플레이션도 겪어 본 적이 아직 한 번도 없기 때문에, 디플레이션에 직면할 경우 어떤 반응을 하게 될지 알 수가 없는 상황이다. 그러므로 좋은 디플레이션이건, 나쁜 디플레이션이건, 물가 상승률이 마이너스로 돌아서는 일은 이런 의미에서 일단 피하러 노력하는 것도 일리 있는 대응이라고 생각한다.

V.1 금리인하의 파급시차와 디플레이션 방지 효과

“물가는 언제나 어디서나 통화적 현상이다”라는 가설을 받아들인다면 인플레이션 방지를 위해 통화긴축이 필요한 것과 마찬가지로 디플레이션 방지(防止)를 위해서는 통화를 팽창시켜야 한다. 실제로 디플레이션의 가능성을 사전에 방지하려면 물가안정목표를 준수를 하겠다는 통화당국의 적극적 의지 표명과 함께 신속한 통화완화 정책, 즉 금리인하가 필요하다는 주장이 연이어 나왔다.⁵⁹⁾ 우리경제는 지금 경기가 이례적으로 미약할 뿐 아니라 물가도 극히 안정되어 있기 때문에, 성장과 물가 두 가지만 볼 경우 금리 인하를 하지 않을 이유는 없는 게 사실이다.

그러나 금리인하가 물가로 이어지기까지에 필요한 시차를 감안하면, 금리인하 내지 통화팽창은 최근의 디플레이션 우려에 대한 효과 있는 대책이 되기 어렵다고 판단된다. 앞서 설명하였듯이, 현재의 0%대 물가를 주도하고 있는 유가하락이 하반기 들어서는 점차 약화되다가 내년부터는 사라질 것이므로 디플레이션 가능성이 가장 높은 시기는 2015년 상반기까지였다고 판단된다. 그러므로 디플레이션 방지를 위한

59) 본 보고서에 일일이 거명하지는 않고 있으나, 2014년 8월 경제부총리가 디플레이션 우려를 공식적으로 제기한 이후 여러 신문사의 사설이나 칼럼 등에서 여러 명의 이코노미스트들이 디플레이션 방지를 위한 금리인하를 강하게 주장했었다.

대책도 2015년 상반기 중에 효과를 낼 수 있는 것이라야 했다.

그러나 한국은행이 정책금리를 인하했을 때 조절할 수 있는 물가는 통화정책의 물가에 대한 파급시차로 인해 지금 당장이 아닌, 그보다 훨씬 뒤에 나타난다. 한국은행의 김현의(2000)는 콜금리⁶⁰⁾ 인하가 실물생산에 미치는 효과는 두 번째 분기부터 파급되기 시작하여 그 효과가 4~6분기 중에 최고 수준에 도달하며, 인플레이션에 대한 효과는 그보다 더 오래 걸려, 세 번째 분기부터 파급되기 시작하고 그 효과가 최고수준에 달하는 시점도 8~9분기 뒤인 것으로 분석한 바 있었다.

통화정책의 최적시차를 추정했던 김양우(2001)도 통화정책은 적어도 1년에서 1년 반 정도의 중기적 관점에서 선제적으로 운영할 필요가 있음을 강조했다. 즉 디플레이션을 예방하기 위해 금리를 인하해야 한다면, 그를 통해 달라지는 물가상승률은 당장이 아닌 8~9개 분기 뒤의 물가상승률이며, 그렇게 1년 반 정도의 앞을 내다보 가며 정책을 펴는 것이 최적이라는 얘기다.

물론 김현의(2000)와 김양우(2001)의 연구가 발표된 이후 지금까지 적지 않은 시간이 흘렀으므로, 이들의 연구에서 추정한 파급시차가 현재에는 적용되지 못할 수도 있다. 그러나 추정치의 정확성을 뒤로 미루더라도 한국은행이 금리를 내렸을 때 실물경제에 영향을 미치기까지는 상당한 시간이 필요하고, 물가에 영향을 미치기에는 그보다 더 오랜 시간이 걸릴 것이라는 점은 지금도 크게 달라지지는 않았을 것으로 생각한다. 정책금리의 인하가 장기금리에 영향을 주고 그것이 실물경제를 부양하며, 그 결과 총수요가 총공급을 초과하여 물가를 올리기까지는 상당히 긴 시간이 필요할 것이기 때문이다.

이 점을 감안할 때 2014년 디플레이션 우려가 나오자마자 즉시 금리를 인하했더라도 2015년 상반기 중의 디플레이션 가능성을 의미 있게 줄이기는 어려웠을 것으로 보인다. 따라서 금리 인하는 상반기에 집중되어 있던 디플레이션 위험을 해소할 효과적인 대책이 처음부터 될 수 없었다고 생각된다. “물가는 언제나 어디서나 통화적 현상이다”라고 했을 때의 물가도 당장의 물가가 아닌 장기 물가를 말하는 것이었다.

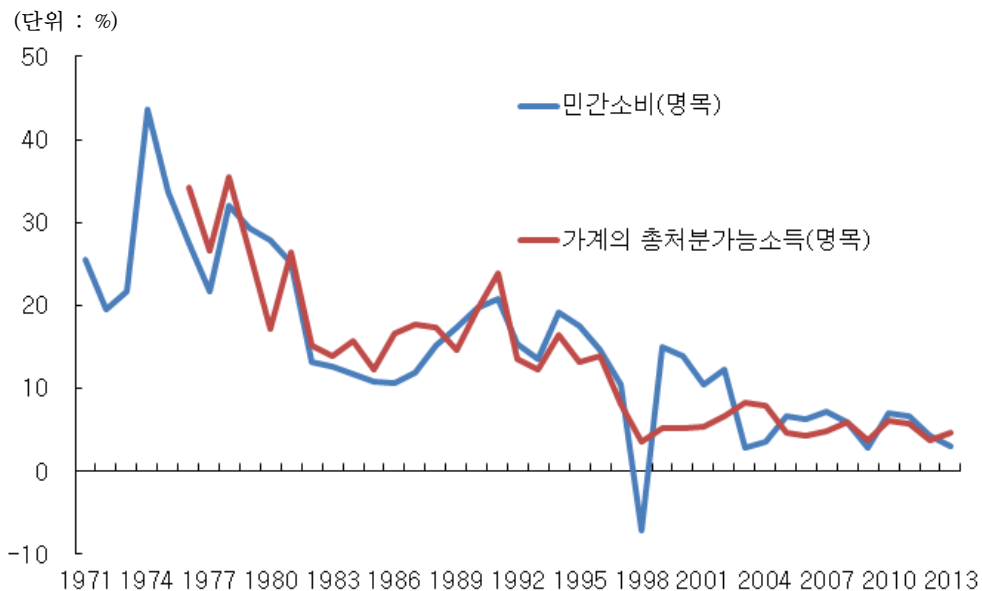
60) 2000년 당시의 정책금리는 콜금리였다.

V.2 금리인하의 내수부양 효과 검토

금리 인하가 인플레이션에 미치는 파급시차를 감안하지 않는다 하더라도 지금의 우리경제는 금리인하로 내수부양을 기대하기는 어려운 상황이라고 판단된다. 그리고 금리인하의 내수부양 효과를 기대할 수 없다면 인플레이션율을 높여 디플레이션을 방지하는 효과 또한 기대하기 어려울 것이다.

먼저, 설비투자가 부진한 이유는 여러 가지가 있겠지만 적어도 금리가 너무 높기 때문에 설비투자가 부진한 것은 아니라고 판단된다. 물론 기업의 자금사정은 개별 기업들마다, 그리고 산업별로 천차만별이겠지만, 이들 전체를 묶어서 보았을 때 지금의 기업부문은 그 어느 때보다도 자금사정이 풍부하기 때문이다(박종규 2013).

〈그림 15〉 가계의 처분가능소득 증가율 및 민간소비 증가율



자료 : 한국은행

뿐만 아니라 금리인하가 민간소비를 부양할 수 있는 여지도 거의 기대할 수 없는 상태라고 판단된다. 〈그림 15〉에서 볼 수 있듯이 가계의 총처분가능소득과 경상가격

민간소비의 전년대비 증가율은 대략 2008년 이후 거의 같이 움직이고 있다.⁶¹⁾ 이는 2008년 이후 민간소비가 거의 처분가능 소득에 의해서만 결정될 뿐, 소득 이외의 요인, 즉 부채증가나 저축감소로 소비를 조달할 여력이 남아 있지 않음을 시사하고 있다. 과거에는 민간소비와 처분가능소득의 증가율이 서로 일치하지 않으면서 금리 인하가 부채증가나 가계 저축감소를 통해 소비의 재원(財源)으로 사용될 여지가 충분히 있었다. 그러나 2008년 이후부터는 그와 같은 “소비여력”, 즉 소득 이외의 소비재원이 거의 남아있지 않게 된 것이다.

한편, 금리인하는 가계부채 증가를 통하여 부동산 자산이 증가하고, 그에 따른 자산효과로 민간소비가 늘어날 것을 기대하는 정책이었다. 가계부채 증가의 상당부분이 부동산 자산의 취득에 사용되었음은 널리 알려진 바와 같으며 부동산자산의 증가는 양(陽)의 부(富)의 효과를 통해 소비를 증가시키는 역할을 할 수 있다. 그러나 대략 2008~2009년 이후 이와 같은 부(富)의 효과를 통한 가계부채의 소비증가 효과가 완전히 사라졌으며, 가계부채 증가에 따른 원리금 상환부담이 소비를 오히려 감소시키는 역할을 하는 것으로 나타난다.

〈표 6〉은 제3차에서 제5차까지의 재정패널을 사용하여 2009년에서 2011년까지 우리나라 소비함수를 추정한 결과다.⁶²⁾ 이 표에 따르면, 전체가구의 경우, 자산의 증가와 부채의 증가 모두 소비의 증가 요인이지만 자산을 금융자산과 부동산 자산으로 구분했을 때 부동산 자산의 증가는 유의하지 않은 소비감소요인으로 나타났다. 부채보유 가구를 대상으로 동일한 분석을 해보면, 부채의 증가와 금융자산의 증가는 여전히 소비증가 요인이지만, 부동산 자산의 증가는 유의한 소비감소요인으로 추정되고 있다. 그리고 전체가구와 부채가구 모두 원리금 상환액은 가계소비에 대해 감소요인의 역할을 한다. 그러므로, 적어도 부채보유 가구의 경우, 금리를 인하하면 가계부채가 늘어나고 부동산 자산이 증가하며 그러한 자산효과가 민간소비를 증가시켰던 과거의 패턴은 더 이상 찾아볼 수 없게 되었다고 할 수 있다.

61) 2008년 이후 양자의 상관관계는 0.9를 넘는다.

62) 아쉽게도 재정패널은 2009년분을 조사한 2010년 판(版)부터 시작했기 때문에, 재정패널을 이용한 2008년 이전의 소비함수를 구하여 〈표 6〉의 결과와 비교하기는 불가능하다.

2014년 8월과 10월, 그리고 2015년 3월과 6월에 걸쳐 네 차례 인하된 정책금리가 어느 정도의 소비부양 효과를 나타냈을지를 추정하기에는 앞으로도 좀 더 많은 시간이 필요할 것이다. 그러나 위에서 본 거시적, 그리고 미시적 분석결과를 감안할 때 그러한 금리인하로부터 의미 있는 소비부양 효과를 기대할 수는 없다고 생각한다. 별다른 부양효과, 나아가 디플레이션 방지효과도 없는 금리인하를 불필요하게 거듭할 경우 내수부양도 되지 않을 뿐 아니라, 자칫 “유동성 함정”에 제 발로 걸어들어가는 결과가 초래되지 않을까 우려된다. 더구나 2015년 하반기 이후로 예고된 미국의 금리인상 일정을 고려할 때 지금은 오히려 금리 정상화를 위한 점검과 준비

〈표 6〉 재정패널(3~5차 : 2009~2011) 소비함수 추정 결과

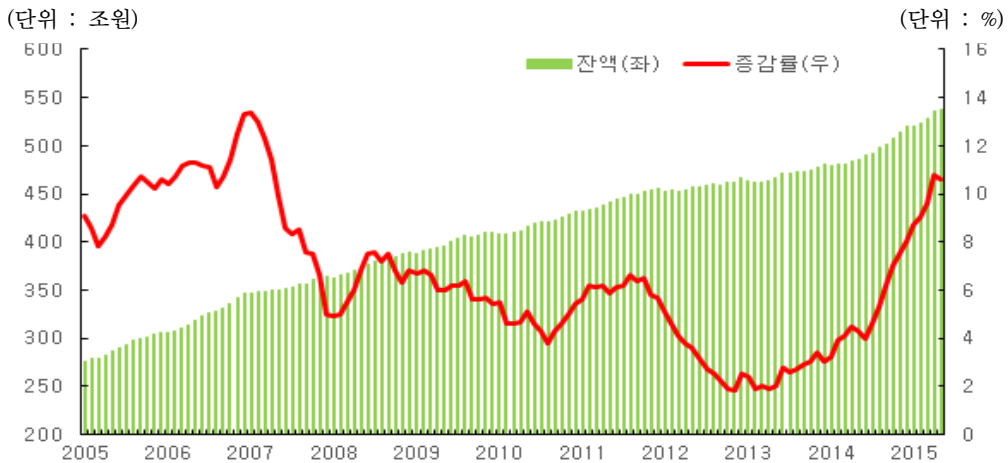
	전체 가구		부채보유 가구	
전년도 소비	0.3028 *** (34.92)	0.3019 *** (34.84)	0.2350 *** (16.97)	0.2331 *** (16.86)
연간 소득	0.5214 *** (66.81)	0.5173 *** (64.99)	0.5147 *** (39.27)	0.4949 *** (37.49)
총자산	0.0057 *** (3.68)		0.0000 (0.02)	
금융자산		0.0075 *** (4.94)		0.0065 *** (2.88)
부동산자산		-0.0011(-1.19)		-0.0033 ** (-2.38)
부 채	0.0109 *** (8.81)	0.0120 *** (9.48)	0.0405 *** (7.09)	0.0434 *** (7.54)
원리금상환액	-0.0070 *** (-3.30)	-0.0077 *** (-3.64)	-0.0062 *** (-3.03)	-0.0070 *** (-3.39)
연도 터미	0.0562 *** (7.57)	0.0562 *** (7.57)	0.0831 *** (7.75)	0.0821 *** (7.67)
상수항	0.9845 *** (20.62)	1.0265 *** (20.89)	1.4267 *** (15.30)	1.4811 *** (15.58)
R-sq	0.7796	0.7797	0.6659	0.6668

주 : () 안은 z-value이며, *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미함.

를 해야 할 때지 금리를 인하할 때는 아니라고 생각한다.⁶³⁾

2014년 8월 이후 네 차례의 금리인하가 있었으나 이렇다 할 물가상승 효과는 물론 실물경제 부양효과도 아직 뚜렷하게 나타나지 않고 있는 가운데 가계부채 증가만 눈에 띄게 부각되고 있는 실정(<그림 16> 참조)이다. 가계부채를 확실하게 통제할 수 있는 구체적이고 신뢰할 만한 정책을 동시에 병행(並行)한다는 전제 없이 금리만 자꾸 인하한다면 그것은 향후의 금융안정을 위해 불안하고 위험한 결정이 될 것이라고 판단된다.

〈그림 16〉 예금은행 가계대출 잔액 및 증감률 추이



자료 : 한국은행

금리의 영향은 물가와 성장에만 미치는 게 아니므로, 거시경제학 교과서에 나오는 실질금리와 성장 및 인플레이션과의 관계에서부터 시야를 넓혀 장기적으로 우리

63) 금리와 관련하여 본 연구가 주장하는 바는 “디플레이션 방지를 위한 금리인하”는 바람직하지 않다는 것일 뿐이다. 금리 결정에 있어서 고려해야 할 사항들은 본 연구가 살펴보고 있는 디플레이션 가능성 여부나 국내 경기부양 효과, 그리고 가계부채에 미치는 영향에 국한되지 않는다. 예를 들어, 미국 금리 인상 여부를 비롯하여 원화 환율 및 주요 통화의 환율수준, 글로벌 유동성의 추이 및 전망, 세계경제의 흐름 등 매우 다양한 요인들을 종합적으로 감안하여 결정되어야 한다. 최근 들어 불거진 갑작스런 위안화 환율절하 및 중국 증시폭락과 세계증시의 동반하락 그리고 각국 환율의 급변동 또한 우리나라 금리결정에 충분히 감안되어야 할 중요한 요인들이다. 이러한 모든 요인들을 종합적으로 고려하여 금리의 방향을 결정하는 것은 우리경제의 장래를 위해 매우 중요한, 難易度가 매우 높은 정책과제가 아닐 수 없다. 이런 요인들을 모두 감안하여 금리방향을 제시하는 것은 본 보고서의 범위를 넘는 작업으로서, 조만간 다른 연구에서 다루도록 하겠다.

경제를 위험에 빠뜨릴 만한 요소가 자라고 있지 않은지, 금리 인하가 그러한 요소를 키우고 있지는 않은지를 잘 살펴보는 것이 필요하다.

V.3 디플레이션 방지를 위한 공공요금 인하시기 조절

디플레이션 방지를 위해서라면, 즉 소비자물가 상승률이 마이너스로 내려가는 상황을 굳이 피해야 하겠다면, 금리 인하 대신 에너지 관련 공공요금의 인하시기를 조절하는 방안을 검토해 볼 필요가 있다.

유가가 크게 하락하자 정부는 유가하락의 혜택을 소비자에게 돌리기 위해 가급적 빠른 시일 내에 에너지 관련 공공요금을 인하하겠다는 방침을 발표한 바 있었다. 그러나 에너지 관련 공공요금의 인하를 디플레이션 압력이 사라지고 난 이후로 미루는 것이 소비자물가지수의 하락을 방지하고, 소비자들의 디플레이션 기대를 불식(拂拭)시키는 데에도 유용할 것으로 판단된다. 뿐만 아니라 공공요금이 인하되면 그만큼 소비자들의 가처분소득이 증가하여 소비회복 내지 내수 부양에도 일정부분 기여를 할 수 있을 것임은 물론이다.

그러나 에너지 관련 공공요금은 소비자물가지수에 포함되어 있어 정부의 방침대로 공공요금을 인하하면 소비자 물가지수는 그 즉시 하락한다. 국제유가 하락에 맞추어 소비자들의 에너지 비용을 덜어주자는 취지는 물론 환영할 만하다. 그러나 현 시점에서 공공요금 인하는 소비자물가를 제로를 향해 더 끌어내리는 공급측면의 추가 요인이 되고 만다.

공공요금 인하 연기(延期)는 에너지 관련 공기업의 적자 내지 누적부채를 해소하는 데에도 도움이 될 것이다. 물론 공기업 부채 해소는 공공요금 조절이 아닌 해당 기업의 자체 노력이 중심이 되어야 한다. 공공요금 조절에만 의존하는 공기업 부채해소는 지지를 얻을 수 없다. 유가 하락에도 불구하고 에너지 관련 공공요금의 인하시기가 지연된다면 소비자들의 불만도 당연히 커질 것이다. 그러나 이제는 소비자들도 과거 10년여에 걸친 고유가 기간 중 올렸어야 했던 에너지관련 공공요금을 제대로 올리지 않았었음을 기억해 줄 필요가 있다.

V.4 명목임금 경직성 강화

명목임금의 하방 경직성을 강화하거나 유지하는 것도 디플레이션 기대형성을 억제하는 데에 유용한 방법이다. 앞서 대공황 당시 명목임금의 경직성 때문에 실업이 증가하고 경기회복이 지연되었음을 살펴본 바 있었다. 대공황 당시에는 수요 감소에 따라 “지속적인 디플레이션”이 나타나던 시기였다. 그런 상황에서 명목임금의 하방 경직성은 기업이윤을 감소시켜 고용을 감소시키고, 이는 다시 수요를 감소시켜 물가가 더욱 하락하는 연쇄반응이 촉발되었었다. 그러므로 “지속적인 디플레이션”이 우려되는 상황에서는 명목임금의 하방경직성을 강화하는 것은 오히려 경제에 부정적인 영향을 끼칠 것이다.

그렇지만 지금과 같은 “일시적인 디플레이션 압력” 하에서 명목임금의 하방경직성은 오히려 생산을 안정시키며 디플레이션 기대 형성을 방지하는 효과가 있다. 왜냐 하면 첫째, 본인의 임금이 줄어들지 않으면 소비 수준이 동일하게 유지될 수 있을 뿐 아니라 둘째, 임금이 줄어들지 않으면 임금이 감소한 경우에 비해 물가하락 기대가 완화되고 셋째, 물가하락 기대가 전정될수록 사전적(事前的:ex ante) 실질금리가 상승하지 않을 것이며 넷째, 사전적 실질금리가 상승하지 않으면 투자가 줄어들지 않을 수 있기 때문이다(Tobin 1975).

다시 말하여, “지속적인” 총수요 충격이 있을 때 경직적 임금은 경제를 불안정하게 만드는 역할을 하지만 충격이 “일시적”일 경우에는 디플레이션적인 악순환(deflationary spiral)의 형성을 방지함으로써 생산을 안정시키는 역할을 한다는 얘기다. 따라서 지금과 같은 상황에서는 명목임금의 경직성을 유지 또는 강화시킬 수 있는 최저임금의 인상, 실업급여의 확충, 그리고 저소득층 지원 확대 등은 모두 디플레이션 “기대형성”을 방지하기 위해 시도해 볼만한 유익한 방법들인 것이다(Keynes 1936, DeLong and Summers 1986).

VI. 요약 및 맺음말

소비자물가지수 상승률이 물가안정 목표범위를 하회하기 시작한지 3년이 되자 2014년부터 우리경제에도 디플레이션 우려가 공식적으로 제기되었다. 소비자물가지수가 아예 0%대로 하락한 2015년에는 디플레이션 방지를 위한 금리인하 내지 통화팽창이 시급하다는 목소리가 높아졌었다.

제로에 가까운 소비자물가 상승률은 심각한 내수부진이라는 수요측면의 요인은 물론 국내외 농산물 가격 하락, 그리고 결정적으로는 2014년 하반기 중의 유가(油價) 폭락이라는 공급측면의 요인들이 가세(加勢)한 결과였다. 이러한 공급측면의 요인들을 제거하고 나면 2015년 6월 현재에도 우리나라 물가는 아직 디플레이션과는 상당한 거리를 유지하고 있는 것으로 평가된다.

농산물, 석유류, 전기·가스·수도 가격지수를 제외했을 때의 물가상승률은 2015년 상반기 중 2% 내외였다. 원유와 곡물을 비롯한 1차 상품의 국제가격이 하락을 멈출 경우 국내 소비자물가는 여러 나라 중앙은행들이 목표로 채택하고 있는 2% 정도의 인플레이션을 달성하게 됨을 의미한다. 뿐만 아니라 소비자물가 상승률에서 총수요 내지 통화량, 그리고 인플레이션 기대에 의한 부분을 분리하여 추정한 중심(中心) 인플레이션율도 2015년 6월 현재 1%대 중반에서 안정적으로 움직이고 있어, 디플레이션은 물론 제로 인플레이션에서부터도 충분히 떨어져 있는 상황이다.

2% 정도로 낮아진 물가를 0%대로 끌어내린 공급측면의 요인들은 기본적으로 일시적인 성격을 가지고 있어서 소비자물가를 “지속적으로” 끌어내리지는 못할 것으로 보인다. 특히 원유가(原油價)가 또 다시 큰 폭으로 하락하지 않는다면, 유가하락이 소비자물가 상승률에 대한 하락압력도 2016년부터는 거의 소멸될 것으로 예상된다. 또한 현재와 같은 0%대의 낮은 물가는 공급측면의 요인, 특히 유가 하락에 의한 것으로서, 우리경제 전체적으로는 생산비의 하락을 의미하는 Good News로 보아야 할 것이다.

이와 같이 지금의 0%대 물가를 만들어낸 디플레이션 압력은 일시적일 뿐만 아니라 생산비 하락이라는 긍정적인 성격을 가지고 있는 것이다. 따라서 일각에서 주장

하는 것처럼 현 시점에서 금리 인하를 동원해서라도 소비자물가 상승률을 다시 끌어올리려는 노력이 반드시 필요할지는 의문이라 하겠다.

물론, 디플레이션을 피해야 한다는 주장이 일리가 없는 것은 아니다. 왜냐 하면 디플레이션은 우리경제가 한 번도 겪어본 일이 없는 생소한 현상이어서, 만에 하나 디플레이션이 발생할 경우 경제주체들이 어떤 반응을 보일지 정확히 짐작할 수 없다는 불확실성 때문이다. 그럼에도 불구하고 현 상황에서 금리인하는 디플레이션 방지를 위한 적절한 정책대응이 될 수 없다고 판단된다. 그 이유는 가계부채의 붕괴 위험 증가, 상당히 긴 정책 파급시차(波及時差), 미국 금리인상 및 미미한 정책효과 때문이다.

여기에 대해 차례로 부연설명(敷衍說明)을 덧붙이자면, 첫째 금리인하는 가계부채의 붕괴위험을 증가시킬 가능성이 높다. 2014년 8월 이후 지금까지 모두 네 차례에 걸쳐 1.0%p만큼 정책금리가 인하되었는데, 금리가 인하될 때마다 가계부채가 즉각적으로 대폭 늘어나곤 했었다. 가계부채는 아직 위험한 수준은 아니라는 견해도 있지만, 모든 버블의 생성 및 붕괴 과정과 마찬가지로 대출버블(lending bubble)의 생성 및 붕괴 과정 역시 수많은 참여자들의 무리행동(herd behavior)이기 때문에, 최종적인 귀결에 대해 지나친 자신감을 갖는 것은 현명한 자세가 아니라고 생각한다. 가계부채의 위험을 줄이는 확고하고도 신뢰할만한 대책이 병행(並行)된다면 모를까, 그렇지 않은 상태에서 금리만 인하한다면 가계대출이 즉각적으로 폭증하면서 경제전체적 위험을 더 키울 가능성이 높다.

둘째, 금리인하가 물가상승으로 이어지기까지의 긴 시차(時差 : time-lag)가 걸리기 때문에 금리인하로는 당장의 디플레이션 압력을 해소할 방법이 없다. 경험적 연구에 따르면, 금리인하의 인플레이션에 대한 영향은 3분기가 지나야 나타나기 시작하며 약 1년 반이 지나서야 효과가 극대화된다. 그런데 우리경제에서 디플레이션 압력 완화가 가장 절실한 시기는 2015년 상반기이며, 다음으로는 2015년 하반기이고, 2016년이 되면 공급측면의 물가하락요인이 사라져 디플레이션 압력완화의 필요성은 더 이상 남아있지 않을 전망이다.

셋째, 미국이 금리를 인상하면 국내 장기 시장금리도 오래지 않아 미국 장기금리와 동조하여 움직일 수밖에 없을 것(〈그림 17〉 참조)인데, 이런 상황에서 금리를 내

린다면 미국 금리인상 뒤 조정되어야 할 국내 장기금리 상승 폭이 그만큼 커질 것이다. 금리 상승의 폭이 크고 급격할수록 실물경제는 더욱 커다란 부담을 안을 수밖에 없을 것이다.

〈그림 17〉 우리나라와 미국의 장기금리(국고채 10년) 추이



자료 : 한국은행, Bloomberg

넷째, 물가를 끌어 올리려면 총수요를 총공급 이상으로 증가시킬 수 있어야 할 텐데, 우리경제의 여건상 금리인하로 총수요, 특히 내수를 활성화시킬 여지는 그리 많지 않아 보인다. 금리인하로 투자활성화를 기대하기 어려워진지는 이미 오랜 세월이 흘렀을 뿐 아니라, 과도한 가계부채가 소비지출의 증가를 억제하고 있는 상황이기 때문에 금리인하를 통한 소비증가도 기대하기 어려워졌다.

2015년 7월 현재, 우리경제가 디플레이션에 빠질 가능성은 크지 않지만, 혹시라도 소비자들에게 디플레이션 기대를 형성할 가능성을 불식시키기 위해서라면, 소비자 물가 상승률이 마이너스가 되는 것을 방지할 필요는 있어 보인다. 이를 위해서는 에너지 관련 공공요금의 인하시기를 공급측면의 디플레이션 압력이 사라지는 내년 이

후로 미루는 것이 금리 인하보다 더 즉각적이고 더 뚜렷한 효과를 거두는 방법일 것이다.

끝으로 지금 같은 일시적인 디플레이션 압력에 대해서는 최저임금 인상, 실업급여의 확충, 그리고 저소득층 지원 확대 등으로 임금의 명목 경직성을 유지 또는 강화시켜 디플레이션 기대를 불식시키는 것도 바람직한 대처방안일 수 있다.

참고문헌

- 김동환, 「일본경제의 위기와 시사점」, 『정책조사보고서』 2002-1, 한국금융연구원, 2002.
- 김양우, 「物價安定目標制下에서 通貨政策의 最適時差」, 韓國銀行 特別研究室 『經濟分析』 제7권 제3호, (2001.Ⅲ), 한국은행, 2001, pp.1~25.
- 김현의, 「通貨政策의 波及時差」, 『조사통계월보』 2000.1, 한국은행, 2000.
- 박경로, 「1930년 미국 은행위기의 원인과 귀결」, 양동휴 편저, 『1930년대 대공황 연구』, 서울대학교 출판부, 2000.
- 박종규, 「중심(core) 인플레이션율의 새로운 측정방법과 근원 인플레이션율」, 『한국경제의 분석』 7권 1호, 한국금융연구원·한국경제의 분석패널, 2001, pp.57~124.
- _____, 「일본의 장기침체와 회생과정 : 한국경제에 대한 시사점」, 『연구보고서』, 한국금융연구원, 2007.
- _____, 「한국경제의 구조적 문제점 : 임금(賃金) 없는 성장과 기업저축의 역설」, 『KIF 연구보고서』, 한국금융연구원, 2013.
- _____, 「지난 20년간 통화정책의 역사가 한국은행에 주는 교훈」, 『주간금융브리프』 23권 16호, 한국금융연구원, 2014.
- _____, 「근원 인플레이션율의 한계와 개선방안」(진행중), 한국금융연구원, 2015.
- 양동휴, 「총설 : 세계 대공황의 원인·경과·회복과정」, 양동휴 편저 『1930년대 대공황 연구』, 서울대학교 출판부, 2000.
- 윤성민, 「소비자물가지수 계측방법의 문제점과 개선방안에 대한 연구 : 상대 가격 효과와 가구특성효과」, 『경제학연구』 제43집 제4호, 1996, pp.3~31.
- 이은석·이문희, 「소비자물가지수의 상향편의」, 『Monthly Bulletin』, 한국은행, 2009.8, pp.23~48.
- 이재준, 「일본의 90년대 통화정책과 시사점」, 보도자료, 한국개발연구원. 2014.11.24.
- 전성인, 「디플레이션 치유자로 변모해야 한다」. 박원석 의원 정책토론회 자료, 2014. 2.21.

- 정운찬·김영식, 『거시경제론』 9판, 율곡출판사, 2010.
- 정 철·김봉근·박명호, 「한국의 소비자물가지수 편의 추정과 국제물가비교에 대한 시사점」, 『對外經濟研究』 제11권 제2호, 2007.12, pp.261~284.
- 기획재정부, 「구제역 및 국제 원자재 가격 상승에 대응하여 분유, 돼지고기 알루미늄
과 등에 관세 인하확대」, 보도자료, 2011.2.28.
- 통계청, 「최근 경기순환기(제9/10순환)의 기준순환일 설정」, 보도참고자료, 2014.6.27.
- 한국금융연구원, 『2015년 경제전망(수정)』, 2015.6.
- 한국은행, 『숫자로 보는 광복 60년』, 2005.8.
- _____, 『인플레이션 보고서』, 2013.7.
- _____, 『인플레이션 보고서』, 2015.1.
- Akerlof, G., W. Dickens, G. Perry, “The Macroeconomics of Low Inflation,”
Brookings Papers on Economic Activity 1, 1996, pp.1~59.
- Ariga, Kenn and Kenji Matsui, “Mismeasurement of The CPI,” *NBER Working
Paper Series*, WP 9436, NBER, Cambridge, MA 02138, January 2003.
- Atkeson, Andrew and Patrick J. Kehoe, “Deflation and Depression: Is There
An Empirical Link?,” *AER Papers and Proceedings* Vol.94 No.2, May
2004, pp.99~103.
- Baba, Naohiko, Shinichi Nishioka, Nobuyuki Oda, Masaaki Shirakawa, Kazuo
Ueda, and Hiroshi Ugai, “Japan’s Deflation, Problems in The Financial
System, and Monetary Policy,” *Monetary and Economic Studies*,
February 2005, pp.47~111.
- Benhabib, Jess, Stephanie Schmitt-Grohé and Martin Uribe, “Avoiding Liquidity
Traps,” *Journal of Political Economy* Vol.110 No.3, 2002, pp.535~563.
- Bernanke, Ben S., “Nonmonetary Effects of The Financial Crisis in The Propa-
gation of The Great Depression,” *The American Economic Review* Vol.73
No.3, 1983, pp.257~276.
- _____, “Japanese Monetary Policy: A Case of Self-Induced Paralysis?,”
ASSA meetings Boston MA, January 9, 2000.

- _____, “Deflation: Making Sure ‘It’ Doesn’t Happen Here,” Before the National Economists Club, Washington, D. C., November 21, 2002.
- _____, “An Unwelcome Fall in Inflation?,” the Economics Roundtable, University of California, San Diego, La Jolla, California, July 23, 2003.
- _____, Ben S and Kevin Carey, “Nominal Wage Stickiness and Aggregate Supply in the Great Depression,” *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.111(3), MIT Press, August 1996, pp.853~83.
- _____, Ben S. and Vincent R. Reinhart, “Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates,” *AER Papers and Proceedings* Vol.94 No.2, May 2004, pp.85~90.
- Bordo, Michael, Michael J. Deuker, and David C. Wheelock, “Aggregate Price Shocks and Financial Instability: A Historical Analysis,” *Economic Inquiry* Vol.40 No.4, October 2002, pp.521~538.
- _____ and Andrew Filardo, “Deflation and Monetary Policy in A Historical Perspective: Remembering The Past or Being Condemned to Repeat It?,” *Economic Policy* Vol.20 No.44, Oct. 2005, pp.801~844.
- Bordo, M., J. Landon-Lane and A. Redish, “Good versus Bad Deflation: Lessons from The Gold Standard Era,” *NBER Working Paper* No.10392, February, 2004.
- Borio, Claudio, Magdalena Erdem, Andrew Filardo, and Boris Hofmann, “The Costs of Deflations: A Historical Perspective,” *BIS Quarterly Review*, March 2015, pp.31~54.
- Borio C, “The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?,” *BIS Working Papers* No.395, December 2012.
- Boskin, Michael, Ellen R. Dulberger, Robert J. Gordon, Zvi Griliches, Dale Jorgenson, *Toward A More Accurate Measure of The Cost of Living: Final Report*, Advisory Commission to Study of the Consumer Price

- Index, United States Congress Senate, June 1996.
- Burton, David, Michael Deppler and Anoop Singh, "Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options—Findings of An Interdepartmental Task Forces, *International Monetary Fund*, April 30, 2003.
- Cecchetti, Stephen G., "Prices During The Great Depression: Was The Deflation of 1930–1932 Really Unanticipated?," *The American Economic Review* Vol.82 No.1, March 1992, pp.141~156.
- Cole, Harold L. and Ohanian, Lee E., "New Deal Policies and The Persistence of The Great Depression: A General Equilibrium Analysis," *Working Papers* 597, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 2001.
- _____ and Leung, Ron, "Deflation and The International Great Depression: A Productivity Puzzle," *NBER Working Papers* 11237, National Bureau of Economic Research, Inc., 2005.
- Delong, Bradford J., "Should We Fear Deflation?," *Brookings Papers on Economic Activity* 1:1999, 1999, p.225~252.
- Drehmann, M., C. Borio and K. Tsatsaronis, "Anchoring Countercyclical Capital Buffers: The Role of Credit Aggregates," *BIS Working Papers* No.355, November 2011.
- Eichengreen, B. and K. Mitchener, "The Great Depression as A Credit Boom Gone Wrong," *BIS Working Papers* No.137, September 2003.
- Feldstein, Martin, "Capital Income Tax and The Benefit of Price Stability," in M. Feldstein (ed) *The Costs and Benefits of Price Stability*, University of Chicago Press, Chicago, 1999, pp.9~40.
- _____, "An Interview with Paul Volker," *Journal of Economic Perspective* Vol.27 No.4, Fall 2013, pp.105~120.
- _____, "The Debt–Deflation Theory of Great Depression," *Econometrica* 1, 1933, pp.139~211.
- Fisher, Irving, "The Debt–Deflation Theory of Great Depression," *Econometrica*

- 1(4), 1933, pp.337~353.
- Friedman, Milton, and Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, A Study by the National Bureau of Economic Research, Princeton University Press, 1963.
- Greenspan, Alan, "Issues for Monetary Policy," Before the Economic Club of New York, New York City, December 19, 2002.
- Guttman, Robert, "Asset Bubbles, Debt Deflation, and Global Imbalances," *International Journal of Political Economy* Vol.38 No.2, Summer 2009, pp.45~68.
- Hamilton, James D., "Was The Deflation During the Great Depression Anticipated? Evidence from The Commodity Futures Market," *The American Economic Review* Vol.82 No.1, Mar. 1992, pp.157~178.
- Ireland, Peter N., "Implementing The Friedman Rule," *Review of Economic Dynamics* 6, 2003, pp.120~134.
- Keynes, John Maynard, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, 1936.
- Kiyotaki, Nobuhiro. and John Moore, "Credit Cycles," *Journal of Political Economy* Vol.105 No.2, 1997, pp.211~248.
- Kugler, Peter and Georg Rich, "Monetary Policy Under Low Interest Rates: The Experience of Switzerland in The Late 1970s," *Swiss Journal of Economics and Statistics* Vol.138(3), 2002, pp.241~269.
- Kumar, Manmohan S., Taimur Baig, Jörg Decressin, Chris Faulkner-MacDonagh, and Tarhan Feyziogulu, "Deflation: Determinants, Risks, and Policy Options," *Occasional Paper* # 221, IMF, June 30, 2003.
- Kuroda, Haruhiko, "Overcoming Deflation and After," Speech at the Meeting of Councillors of Nippon Keidanren(*Japanese Business Federation*) in Tokyo, Bank of Japan, December 25, 2013.
- Lagarde, Christine, "The Global Economy in 2014," National Press Club,

- Washington D.C., January 15, 2014. <http://www.imf.org/external/np/speeches/2014/011514.htm>
- Lucas, Robert, "Inflation and welfare," *Econometrica* Vol.68 No.2, March 2000, pp.247~274.
- Mishkin, Frederick, ...1978.
- Nishizaki, Kenji, Toshitaka Sekine, Yuichi Ueno and Yuko Kawa, "Chronic Deflation in Japan," *BIS Papers* No.70, 2013.
- Orphanides, Athanasios, "Monetary Policy in Deflation: The Liquidity Trap in History and Practice," Board of Governors of the Federal Reserve System, December 2003.
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff, "The Aftermath of Financial Crises," *NBER Working Paper* No.14656, January 2009.
- Saunders, Anthony, "Low Inflation: The Behavior of Financial Markets and Institutions," *Journal of Money, Credit, and Banking* Vol.32 No.4, November 2000, pp.1058~1087.
- Smith, Gregor W., "The Spectre of Deflation: A Review of Empirical Evidence," *Canadian Journal of Economics* Vol.39 No.4, November 2006, pp.1041~1071.
- Svensson, Lars E.O., "Escaping from A Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others," *NBER Working Paper* No.10195, December 2003.
- Tcherneva, Pavlina R., "Bernanke's Paradox: Can He Reconcile His Position on The Federal Budget With His Recent Charge to Prevent Deflation?," *Journal of Post Keynesian Economics* Vol.33 No.3, Spring 2011, pp.411~433.
- Temin, Peter, "The Great Depression," *NBER Working Paper Series on Historical Factors in Long Run Growth*, Historical Paper No.62, Natinal Bureau of Economic Research, Novermber 1994.

Tobin, James, "Keynesian Models of Recession and Depression," *American Economic Association*, May 1975, pp.195~202.

Wolf, Martin, "Warnings from Japan for The Eurozone," *Financial Times*, November 4, 2014.

International Monetary Fund, *IMF World Economic Outlook, October 1998: Financial Turbulence and the World Economy*, 1998.

_____, *IMF World Economic Outlook, October 2014: Legacies, Clouds, Uncertainties*, 2014.

The Economist Intelligence Unit, *Worldwide Cost of Living 2015, Which City is The Most Expensive to Live In? Which City is The Cheapest?*, www.eiu.com, March 2015.

Abstract

Deflation Possibility in Korea and Options for Policy Response

Park, Jongkyu

In Korea, concerns over a deflation arose for the first time in the summer of 2014, following three straight years of CPI falling below the target rate. Particularly, prices of agricultural crops continued to show an unusual downward trend, and the CPI fell below 1% amid stumbling oil prices in the latter half of 2014, fueling anxiety over a possible deflation. Some strongly advocated the idea of slashing the policy rate to prevent a deflation. However, according to the analysis of this report, the current deflationary concerns are overrated, and even if CPI falls below 0% for one or two quarters due to falling oil prices and agricultural crop prices, it would be a “good deflation” that lowers production costs as well, not a “bad deflation” that should be avoided at all costs by lowering the interest rates. While an interest rate cut takes substantial time to buoy the price level and the effect remains dubious, it clearly has an adverse effect of worsening household debt problems that have become the greatest threat to the Korean economy. Given this, cutting the interest rate to dispel “deflationary concerns” would not be a viable option at this moment. A more direct and immediate policy response would be to lower energy-related utility prices to keep CPI in the positive territory.

한국금융연구원(KIF) 발간물 현황

1. 정기 간행물

■ 주 간

- 주간 금융브리프

■ 계 간

- 금융연구
- 금융동향 : 분석과 전망
- Korean Economic and Financial Review

■ 연 3회간

- 한국경제의 분석
- 경제전망시리즈

2. 연구 발간물

■ KIF 연구총서

- 2014-01 우리나라의 매크로레버리지 : 분석과 전망, 2014.7./구본성 · 김동환 · 박해식 · 이명환 · 박성욱 · 김영도 · 임 진 · 박종상 · 김석기 · 송민기

■ KIF 연구보고서

- 2015-04 평균 수명 증가가 연령별 소비성향에 미치는 영향 : 고령층을 중심으로, 2015.9./김석기 · 임 진
- 2015-03 최근 기업부문 건전성 분석을 통한 금융 안정성 평가와 시사점, 2015.3./이지언
- 2015-02 기술력평가정보를 활용한 기술 중소기업 부도예측과 정책적 활용방안, 2015.2./박창균 · 임형준
- 2015-01 저성장 · 고령화가 보험산업에 미치는 영향과 대응과제, 2015.1./이석호
- 2014-05 국내 지역금융의 변화 추이와 관계형금융 활성화 방안, 2014.12./손상호 · 이재연
- 2014-04 국내은행의 경쟁력 제고방안 : 해외사례를 중심으로, 2014.11./김우진
- 2014-03 국내은행의 대손비용 분석 및 시사점, 2014.9./서병호
- 2014-02 인구구조의 고령화가 은행의 수익성에 미치는 영향 및 대응방안, 2014.9./노형식 · 임 진
- 2014-01 금융소비자보호 효과제고를 위한 실천과제 : 규제, 사후관리, 역량강화, 2014.7./노형식 · 송민규 · 연태훈 · 임형준
- 2013-08 한국경제의 구조적 과제 : 임금(賃金) 없는 성장과 기업저축의 역설, 2013.12./박종규
- 2013-07 방카슈랑스제도 시행에 따른 생명보험사의 비용절감(가격인하) 효과 : DEA 비효율성 분석을 중심으로, 2013.12./이석호
- 2013-06 금융업권간 자금이동의 결정요인 분석과 시사점, 2013.12./김영도 · 서병호
- 2013-05 장외파생상품시장 규제환경 변화와 국내시장의 영향, 2013.10./김영도
- 2013-04 인구구조변화에 따른 국내 및 해외 포트폴리오투자 행태변화 및 시사점, 2013.9./ 박성욱 · 이규복

- 2013-03 정보기술의 발전과 주식시장 정보전달 속도, 2013.5./박재윤 · 이충열 · 강임호 · 이선호
- 2013-02 주가지수 편입의 효과 : KOSPI 200을 중심으로, 2013.2./연태훈
- 2013-01 증권시장 수익률 및 변동성의 전이현상에 관한 연구, 2013.1./강종만
- 2012-05 우리나라 은행의 자금조달 구조가 은행수익성 및 경영안정성에 미치는 영향, 2012.8./한상섭 · 이병윤
- 2012-04 한국 금융시스템의 비교제도분석 : 은행 vs 시장, 2012.7./김동환
- 2012-03 최초공모주식의 저평가 여부와 장기성과의 변화 : 기업공개제도 개선효과에 주는 시사점, 2012.6./강종만
- 2012-02 회사채 유동성 프리미엄 분석 및 시사점, 2012.3./이규복 · 임형준
- 2012-01 중소기업 신용지원제도의 효과에 관한 연구 : 신용보증과 신용보험의 역할 비교분석, 2012.2. /김자봉 · 이석호
- 2011-05 우리나라 은행의 외화자금 조달방식과 외화유동성 위험, 2011.12./이병윤 · 이윤석
- 2011-04 캐리거래와 우리나라 외환시장, 2011.12./박해식 · 송민규
- 2011-03 스트레스테스트에 기초한 국내 금융시스템 안정성 분석, 2011.8./신용상
- 2011-02 국내은행 업무 다변화의 성과분석, 2011.6./서병호 · 강종만
- 2011-01 해외주식투자 환헤지에 대한 연구, 2011.1./임형준
- 2010-07 시스템 리스크를 감안한 추가 규제자본금의 추정에 관한 연구, 2010.12./김자봉 · 김병덕
- 2010-06 콜시장의 지준시장화에 따른 콜금리 움직임 분석, 2010.11./임형석
- 2010-05 금융불안에 대응한 물가안정목표제 개선방안 연구, 2010.10./장 민 · 이규복
- 2010-04 기업부문 부실 분석과 구조조정예의 시사점, 2010.10./이지연
- 2010-03 외국인 국내채권 투자의 결정요인 분석, 2010.10./김정환 · 이대기
- 2010-02 은행업 위험변화가 자금증개기능에 미치는 영향, 2010.10./강종만 · 김영도
- 2010-01 국내의 은행의 CDS프리미엄 결정요인 분석 및 시사점, 2010.10./서병호 · 이윤석

■ KIF 정책보고서

- 2015-05 디플레이션 우려와 정책대응방향, 2015.9./박종규
- 2015-04 국내 '금융회사 정리체계' 평가와 향후 정책과제, 2015.9./임형석 · 고영호
- 2015-03 국내 주택시장의 수도권-비수도권 간 탈동조화 현상과 정책시사점, 2015.4./신용상
- 2015-02 국내 중소기업 정책금융 제도와 효과 분석, 2015.3./구정한 · 김영도 · 이시연
- 2015-01 협동조합은행의 재무적 성과에 대한 실증분석과 시사점-상업은행과의 비교분석을 중심으로, 2015.2./김자봉
- 2014-05 인구고령화 및 금리가 증권시장에 미치는 영향에 관한 연구, 2014.9./강종만
- 2014-04 낙수효과(落水效果) 복원을 위한 정책과제- 「가계소득 증대 3대 패키지」의 쟁점과 대안, 2014.9./박종규
- 2014-03 금융회사 회생 · 정리계획 국제논의와 시사점, 2014.8./임형석
- 2014-02 은행의 금융증개기능과 금융통제(Financial Restraint)에 관한 연구, 2014.7./김동환
- 2014-01 국내 금융투자업의 발전방향 및 과제, 2014.6./손상호 · 김영도
- 2013-06 한국 정책금융의 평가와 분석 및 미래비전, 2013.12./손상호
- 2013-05 서민금융기관의 건전한 발전방안, 2013.11./이재연 · 이시연
- 2013-04 부실채권정리기금의 운용 성과 및 부실채권시장의 향후 발전 과제, 2013.6./KIF
- 2013-03 방카슈랑스제도 시행 평가 및 과제, 2013.6./이석호
- 2013-02 해외자본 유출입 변동성 확대, 이대로 괜찮은가?, 2013.4./KIF
- 2013-01 서민금융의 발전방향, 2013.3./손상호 · 이재연

2011-03 금융회사의 지배구조 리스크 완화 방안, 2011.9./이시연 · 구본성
 2011-02 금융그룹의 통합리스크 관리, 2011.7./이명환
 2011-01 금융회사의 바람직한 리스크 지배구조에 관한 연구, 2011.1./구정환 · 이시연
 2010-01 보험사의 녹색경영 현황 및 발전 과제, 2010.10./이석호 · 구정환

■ KIF 금융리포트

- 우리나라 은행산업의 구조평가와 시사점, 2015.6./김우진
- 2014 국제금융시장의 동향과 구조변화: 주간금융브리프(국제금융이슈컬렉션) 2014, 2015.01./KIF
- 북한 은행시스템의 변화와 체제전환에 관한 연구 : 통일금융에의 시사점을 중심으로, 2014.12./안형익 · 박해식
- 한국금융산업발전사(1990~2010년을 중심으로), 2014.12./KIF
- 한국 통화정책의 유효성 연구, 2014.6./강명헌 · 이혜란
- 금융지주회사의 CEO 리스크와 지배구조 개선방안, 2013.11./김동원 · 노형식
- 금융기법에 대한 특허권 인정제도의 현황과 과제, 2013.8./이순호
- 중소기업금융의 발전과제, 2013.6./손상호 · 김동환
- 국내 단기금융시장의 발전과 향후 과제-단기 지표금리 개선과제를 중심으로, 2013.3./김영도
- 가계부채 백서, 2013.3./KIF
- 글로벌 금융위기 이후 CCP에 대한 국제논의동향과 시사점, 2012.10./김인섭
- 은행의 대출확대전략이 자산건전성 및 수익성에 미치는 영향, 2012.9./서정호
- 중국자본의 해외 실물 및 금융투자 현황과 전망, 2012.7./이 근 · 지만수 · 서봉교
- Regulatory Reforms and the Future of Finance, 2012.6./KIF
- 우리나라 금융부티크 현황 및 과제, 2012.5./길재욱 · 이준행
- 국제통화시스템 : 개혁과 과제(International Monetary System : Reforms & Agendas), 2011.12.
- 은행의 국경간 인수 · 합병 사례분석 및 시사점 , 2011.12./서병호
- 금융 · 통신 · 유통의 바람직한 컨버전스 전략, 2011.11./강임호 · 서정호
- 정보기술의 발전과 금융 안정성, 2011.11./박재윤 · 이충열
- 한국 금융의 과거, 현재 그리고 미래, 2011.9.
- 퇴직연금시장의 발전을 위한 제도개선 방안연구, 2011.5./김병덕
- 보험사의 시스템리스크 관련성 검토, 2011.5./이석호
- 국내기업의 해외 은행업 진출에 대한 검토, 2011.4./서병호
- IFRS와 금융상품의 공정가치 평가, 2011.3./송인만 · 노형식
- 국내은행의 해외진출 현황 및 과제, 2011.2./서병호
- 국내 기업 신용평가산업의 환경변화와 향후 활성화 방안, 2011.2./오세경
- 금융그룹의 매트릭스 조직에 관한 연구, 2010.12./김자봉 · 김동환
- 서민금융과 금융시스템 : 서민금융 공급시스템의 증장기 정책과제, 2010.12./이건호
- 지급결제기능과 금융시스템의 안정, 2010.12./김자봉
- 금융개혁에 대한 신흥국의 시각 - “민간부문과의 대화”, 2010.12.
- 미국 금융개혁법의 주요 내용 및 시사점, 2010.9./서병호
- 단기금융시장 발전을 위한 주요 과제, 2010.7./강종만 · 김영도
- 글로벌 금융위기 이후의 금융회사의 건전성 감독 논의와 전망, 2010.7./김병덕 · 함준호
- 외국인 투자자가 본 국제금융중심지 홍콩의 일곱 가지 매력, 2010.2./최광해 외
- 한국금융회사의 최근 중국진출동향과 향후 과제, 2009.12./유광열
- 한국의 G-20 리더십 : 2010년 정상회의의 주요 이슈, 2009.12.

- 글로벌 금융위기 이후 금융환경의 변화, 2009.4.
- 국내 금융회사의 투자은행업무 활성화 방안, 2008.2./임병철 · 구정한 · 서병호 · 강종만
- 방카슈랑스 발전 방향, 2007.11./이석호
- 동아시아 통화통합과 ACU의 역할, 2007.9./강삼모
- 서브프라임 모기지 사태의 분석과 전망, 2007.9./신용상 · 구본성 · 하준경 · 이규복 · 송재은 · 이윤석
- 국내 금융회사의 모기지 활성화 방안, 2007.7./고성수
- 국내 금융회사의 해외진출 전략, 2007.7.
- 은행의 성과지속을 위한 인사관리체계, 2007.3.
- 지속적 경제발전을 위한 금융의 역할, 2007.3.
- 4개 시중은행의 바젤 II 추진 현황과 향후 과제, 2007.2./송연수
- 지급결제제도의 이해, 2006.9./지급결제연구회
- 사모투자펀드(PEF) 활성화 : 현황 평가와 향후 과제, 2006.6./임병철 · 김자봉
- 증권사의 소액결제시스템 참여에 대한 평가와 과제, 2006.6./지동현 · 구본성 · 김자봉
- 금융투자업의 이해상충 문제와 시사점, 2006.6./구본성 · 구정한 · 이명환
- 한국경제 어떻게 보고, 어떻게 대응할 것인가, 2006.6./조윤제
- 해외 대안금융기관의 현황과 시사점, 2006.4./정찬우
- 주요국의 퇴직연금 현황과 시사점, 2005.8./남재현
- 신용카드시장의 현황과 과제, 2005.3./정찬우
- 디지털 금융의 이해, 2003.9./강임호 외
- 유럽 자본시장 및 결제시스템의 주요 변화, 2003.5./곽선희 · 이경형
- 금융상품의 법률관계, 2003.2./함귀용
- 아르헨티나 공기업의 민영화와 시사점, 2002.12./강종만
- IMF자금 조기상환의 의미와 향후과제, 2001.12./최홍식 · 박해식 · 박종규
- 자본이동과 환율변동 : 분석 및 예측, 2001.12./김정한 · 박해식 · 장원창 · 차백인
- 한국 금융산업의 과거 · 현재 · 미래, 2001.11.
- 은행 자산관리 및 은행 경영전략, 2001.9.
- 금융소비자보호제도의 실태조사결과 및 개선 방향, 2001.9./김우진 외
- 미 · 일 자본시장의 구조 및 변화, 2001.7./이경형 외
- 은행구조조정 및 사이버뱅킹, 2000.9.
- 동남아 주요국의 금융제도, 1999.12./이광상 외
- 금융기관의 내부통제 제도, 1999.12.
- 자산건전성 분류 사례집, 1999.11./손상호 · 김동환 외
- 은행산업 연봉제 도입방안, 1999.11./김병연 외
- 가치경영을 통한 은행의 경영혁신, 1998.7./지동현 · 함유근
- Financial Liberalization and Opening in East Asia, 1998.3.
- 금융정보화의 추진방안, 1998.3./지동현 · 함유근
- 국제화 환경에서의 금융개혁, 1998.2.
- 금융지주회사제도에 관한 연구, 1998.2./박경서 · 김선호
- 스웨덴의 금융위기와 정부의 지원정책, 1997.12./이장영 · 박해식 외
- 경제자유화와 자본자유화, 1997.12./이천표
- 개방시대의 금융산업 경쟁력 제고방안, 1997.6.
- 전자기술의 발달과 은행산업의 미래(CD Rom 포함), 1997.3.
- 외국의 은행합병현황, 1996.9./김병연 · 박경서 외

- 남미 주요국의 금융제도, 1996.8./이경형 · 정승원 외
- 우리나라 사금융시장에 관한 연구, 1996.8./박영철 · 양원근 외
- 체제전환국의 금융제도, 1995.4.
- 외환제도개혁연구, 1994.11.
- 금융제도개편연구, 1993.12.
- 외환시장 하부구조 구축을 위한 연구, 1993.9.
- 외국환관리법 공청회, 1991.10.

■ KIF VIP 시리즈

- 2015-01 글로벌 100대 은행의 성과분석 및 시사점, 2015.4/김우진 · 이수진
- 2014-13 중국 은행시장의 지역별 특성과 진출환경, 2014.12/지만수
- 2014-12 영국 서민지원 주택금융제도의 변화와 시사점, 2014.9/강종만
- 2014-11 비트코인 거래 메커니즘의 분석과 시사점, 2014.9/김자봉
- 2014-10 위안화 직거래 체제 구축방안, 2014.8/박성욱 · 지만수 · 송민기
- 2014-09 벤처금융 활성화 방안, 2014.8/김우진
- 2014-08 G-SIBs 규제 영향과 시사점, 2014.7/임형석
- 2014-07 RP 시장 선진화를 통한 단기자금시장 구조개선 지원방안, 2014.6/김영도
- 2014-06 거시경제적 효과를 감안한 해외채권투자의 활성화, 2014.5/구본성 · 임형준
- 2014-05 금융포용의 개념과 전략과제, 2014.4/노형식 · 이순호
- 2014-04 창조경제구현을 위한 지식재산금융의 역할, 2014.4/이지언 · 최공필
- 2014-03 비전통적 통화정책에 대한 고찰, 2014.3/박성욱 · 박종상
- 2014-02 최근 신흥국 금융불안의 배경과 전망, 2014.2./박성욱 · 송민기
- 2014-01 퇴직금의 퇴직연금으로의 통합필요성 및 유인부합적 시행방안, 2014.1./김병덕
- 2013-10 일본의 고령화 대책, 2013.11./김동환
- 2013-09 금융거래세의 해외사례와 시사점, 2013.7./김정환 · 박성욱 · 박종상
- 2013-08 최근 양적완화 정책의 역사적 고찰 : 대공황기 주요국 평가절하 사례를 중심으로, 2013.7./이명활
- 2013-07 노르딕 모델이 갖는 금융산업에의 시사점, 2013.5./서정호 · 구본성
- 2013-06 베이비붐 세대의 고용 · 소득 · 자산 구조와 시사점, 2013.5./박해식 · 임 진
- 2013-05 국내 금융시장에서 금융소비자보호기금과 투자자 보호 강화, 2013.4./송민규 · 임형준
- 2013-04 ETF 관련 주요 이슈 및 발전 방향, 2013.4./김영도 · 송민규 · 연태훈 · 임형준
- 2013-03 주택가격 하락 등 충격이 금융권에 미치는 영향 : 2012년 가계금융 · 복지조사 자료 기반, 2013.3./김영도 · 임 진
- 2013-02 유럽 재정위기의 향후 전망과 정책과제, 2013.1./구본성 · 김정환 · 이명활 · 노형식 · 임 진
- 2013-01 외국인 채권투자 확대의 부작용 점검 : 동아시아 주요국을 대상으로, 2013.1./박해식 · 박성욱
- 2012-09 국내은행의 PB 비즈니스 발전방안, 2012.12./서병호 · 김우진
- 2012-08 학자금대출제도의 효율성 제고방안, 2012.7./강종만
- 2012-07 국내은행의 외화예금 확충 방안에 대한 연구, 2012.7./박해식 · 박성욱
- 2012-06 위안화 국제화 현황과 향후 전망, 2012.5./이윤석
- 2012-05 신용상당기능의 활성화방안, 2012.3./서정호
- 2012-04 우리나라의 해외 M&A 활성화를 위한 정책지원 방안, 2012.3./김우진 · 서병호
- 2012-03 치앙마이이니셔티브 다자화(CMIM) 역할 강화방안, 2012.2./박성욱 · 박재하

2012-02 국내 파생상품시장 공시제도 개선방안, 2012.1./김영도
 2012-01 외국인 채권 매수·매도의 비대칭적 결정 요인, 2012.1./김영도·임형준
 2011-26 ATS 도입에 따른 관련 제도 정비방향, 2011.12./송민규·연태훈
 2011-25 연기금 자산운용관련 개선방안, 2011.12./김병덕
 2011-24 최근 인플레이션의 특징 및 시사점-지속성 및 변동성을 중심으로, 2011.12./이규복·임형석
 2011-23 가계부채의 증가원인 분석 : 미국 서브프라임발 위기와의 비교, 2011.12./이명환 외
 2011-22 서민지원 주택금융의 현황 및 개선방안, 2011.11./강종만
 2011-21 주택담보대출 구조 변화와 연계한 커버드본드 활성화 방안, 2011.11./김영도
 2011-20 신성장동력산업 육성을 위한 금융지원 방안, 2011.10./김동환
 2011-19 한국·호주의 은행산업 비교분석 및 정책적 시사점, 2011.10./서병호
 2011-18 우리나라 외환시장 변동성 요인 분석, 2011.9./박성욱·장 민
 2011-17 투자는행 활성화를 위한 정책방향, 2011.8./이지언·연태훈·김영도·송민규·임형준
 2011-16 최근 장기금리 하락요인 분석과 정책적 시사점, 2011.8./김정환·장 민·이규복
 2011-15 외환규제의 상호관계에 대한 검토, 2011.7./김정환·박성욱
 2011-14 비우량회사채 시장 활성화 방안, 2011.7./이지언·임형준
 2011-13 한국은행 통화안정계정(기간부예금) 평가 및 개선방안, 2011.7./임형석
 2011-12 비은행 금융회사 금리 결정요인 분석 : 저축은행 및 캐피탈사를 중심으로, 2011.7./이규복·이순호
 2011-11 주택금융제도의 국제간 비교 및 정책 제언, 2011.7./이재연
 2011-10 국내은행의 외환부문 리스크 연계구조에 대한 분석, 2011.7./박성욱·송민규
 2011-09 금융회사 지배구조 개선을 위한 기관투자자의 역할 강화 방안, 2011.7./이시연
 2011-08 해외주식투자 활성화 방안, 2011.6./이지언 외
 2011-07 증권대차시장의 발전방안, 2011.6./김영도
 2011-06 금융위기 이후 은행의 외환업무 관련 효율화 방안, 2011.5./노형식 외
 2011-05 개정 신탁법(안)이 은행 신탁영업에 미치는 영향과 시사점, 2011.4./김병연·서정호
 2011-04 금융상품판매시장의 발전방안, 2011.4./강종만
 2011-03 금융소비자에 대한 금융상품 정보제공의 개선방향 : 비교공시를 중심으로, 2011.4./ 송민규
 2011-02 고령화 진전에 따른 정책과제, 2011.3./김병덕 외
 2011-01 금융안정분담금(은행세) 도입과 정책방향, 2011.3./박성욱 외
 2010-16 국내은행의 스트레스테스트 활용 현황과 개선방안, 2010.12./서정호
 2010-15 서민금융정책의 방향, 2010.11./정찬우
 2010-14 우리나라 신용카드 거래구조의 문제점 및 개선 방안, 2010.10./이재연
 2010-13 금융전문인력 양성을 위한 직군별 인사관리시스템의 개선 : 우리나라 은행을 중심으로, 2010.10./노형식
 2010-12 최근 달러 캐리거래의 동향과 시사점, 2010.9./김정환·이윤석
 2010-11 기준금리 인상이 가계 건정성에 미치는 영향, 2010.8./장민·이규복
 2010-10 향후 지속적 성장을 위한 바람직한 정책방향, 2010.8./장민·이규복·임형석
 2010-09 최근 랩어카운트의 현황과 대응방안, 2010.8./이지언·임형준
 2010-08 시스템리스크와 거시건전성 감독방안, 2010.8./손상호·이상재
 2010-07 외국인 채권투자 확대에 따른 국내금융시장의 영향과 정책대응, 2010.6./김정환·임형준·이지언
 2010-06 볼커룰(Volcker Rule)의 주요 내용과 시사점, 2010.5./서병호
 2010-05 서민금융체계 선진화를 위한 정책금융의 역할, 2010.5./김동환·정찬우·이재연

2010-04 가계부채의 연착륙 방안, 2010.4./장민 · 이규복
 2010-03 외화표시 국내채권 CDS시장의 문제점과 정책적 시사점, 2010.4./서병호 · 이윤석
 2010-02 예대율 규제가 금융시장에 미치는 영향 분석, 2010.4./이지언 · 김영도
 2010-01 녹색금융의 현황과 향후 과제, 2010.2./구정환
 2009-06 기업부실 분석과 구조조정예의 시사점, 2009.12./이지언
 2009-05 외환보유액 관리비용과 필요외환보유액 추정, 2009.12./김정환 · 이윤석 · 임형준
 2009-04 금융소비자보호강화를 위한 새로운 소비자보호체제의 구축 방안, 2009.12./김병연
 2009-03 출구전략의 시기 및 조건, 2009.12./장민 · 이규복 · 임형석
 2009-02 최근의 부동산시장 상황과 향후 금융정책 방향, 2009.11./장민 · 이규복 · 임형준
 2009-01 개인채무자 구제제도 개선방안, 2009.10./김동환

■ Finance VIP Series

2012-03 Evaluation on the Monetary Stabilization Account(Term Deposit Facility), 2012.5./임형석
 2012-02 The Establishment of Alternative Trading System in Korea: Issues & Considerations, 2012.5./송민규 · 연태훈
 2012-01 Recent Inflation: Stylized Facts and Implication-Persistency and Volatility-, 2012.2./임형석 · 이규복
 2011-09 Securities Lending Market and Its Policy Implications, 2011.12./김영도
 2011-08 Promotion Measures for International Equity Investment, 2011.11./이지언 · 임형준
 2011-07 Improving Financial Product Disclosure, Centered on Comparative Disclosure, 2011.7./송민규
 2011-06 Introduction of a Financial Stability Contribution(Bank Levy) & its Policy Implications, 2011.6./박성욱 · 김영도
 2011-05 Financial Policy Tasks for Korea amid an Aging Society, 2011.5./김병덕 외
 2011-04 Korean Banks' Job Field HRM Systems for Developing Financial Professionals, 2011.3./노형식
 2011-03 Community Finance in Korea: Policy Directions, 2011.2./정찬우
 2011-02 Systemic Risk & Macroprudential Supervision, 2011.2./손상호 외
 2011-01 Korea's Credit Card System: Issues & Potential Measures, 2011.1./이재연
 2010-13 Wrap Accounts in Korea: Status & Policy Approaches, 2010.10./이지언 · 임형준
 2010-12 Policies for the Sustainable Growth of the Korean Economy, 2010.10./장민 · 이규복 · 임형석
 2010-11 Impact of Increases in the Base Rate on Household Soundness, 2010.10./장민 · 이규복
 2010-10 Volcker Rule: Overview & Implications, 2010.7./서병호
 2010-09 CDS Market for Korean Bonds: Issues & Policy Implications, 2010.6./서병호 · 이윤석
 2010-08 Impact of Loan-Deposit Ratio Caps on Korea's Financial Markets, 2010.5./이지언 · 김영도
 2010-07 Housing Market in Korea: Recent Trends & Future Financial Policy Directions, 2010.4./장민 · 이규복 · 임형준
 2010-06 Exit Strategy: Timing & Considerations, 2010.4./장민 · 이규복 · 임형석
 2010-05 Reforming the Personal Debt Relief System, 2010.4./김동환
 2010-04 Constructing a More Robust Financial Consumer Protection Framework, 2010.3./김병연
 2010-03 Green Finance: Status & Issues, 2010.3./구정환

2010-02 Costs of Maintaining Foreign Reserves & Estimation of Required Foreign Reserves, 2010.3./김정환

2010-01 Corporate Distress in Korea: Analysis & Implications for Restructuring, 2010.3./ 이지언

■ KIF 정책토론총서

2014-01 바람직한 우리은행 민영화 방안, 2014.6./김우진

■ KIF Working Paper

15-14 시장개방과 외국인증권투자, 2015.9./장원장

15-13 금융소비자의 금융투자 패턴에 영향을 미치는 내재적 심리 변인과 외재적 정보의 인지 처리 과정에 관한 연구, 2015.9./변상호

15-12 세계금융위기이후 금융부문에 대한 시각 및 금융감독규제의 변화, 2015.9./조윤제

15-11 한국투자자 관점의 국제분산투자, 2015.8./정재만

15-10 한국자본시장의 차익거래특성과 차익거래시장 활성화방안 : 증권거래세 과세사례를 중심으로, 2015.8./박중원 · 이우백

15-09 한국의 기술혁신 지원 금융정책과 벤처금융산업, 2015.8./이인호

15-08 Real-financial Linkages and income Redistribution Effects before and after the Global Financial Crisis: A Financial Social Accounting Approach, 2015.6./표학길 · 송새랑

15-07 유형별 자본이동과 경제성장 간의 관계에 대한 실증분석, 2015.6./김홍기

15-06 종가단일가에 기초한 파생상품 정산과 시세조종 유인에 대한 고찰, 2015.6./윤선중

15-05 금융발전과 소득불평등에 관한 연구, 2015.5./한재명

15-04 원-위안화 직거래시대의 한-중 금융협력방안, 2015.4./서봉교 · 정영록

15-03 스톡옵션 행사시 내부자는 내부정보를 이용하는가?, 2015.4./김선호

15-02 글로벌 금융위기 전후의 소득계층별 가계금융자산 포트폴리오의 차이 분석, 2015.3./임병인

15-01 On the Determinants of Surges and Stops in Foreign Loans: An Empirical Investigation, 2015.1./백승관 · 송치영

14-16 A Regional Repo Market Initiative for Global Financial Stability, 2014.12./최공필

14-15 융합적 사회적경제와 SHC : 사회적경제와 주류경제의 융합, 2014.10./김대영 · 심상달 · 장원석

14-14 Competitive Search Equilibrium in the Credit Market under Asymmetric Information and Limited Commitment, 2014.10./송재은

14-13 연기금투자폴 액티브 주식형펀드의 성과와 그 결정요인 : 공모 액티브 주식형펀드와의 비교 분석, 2014.9./이성호

14-12 기업내부의 사적이득 편취유인에 관한 실험적 연구, 2014.9./위경우 · 이재현 · 정현재

14-11 기업 지배구조 및 투자유형이 기업의 시장가치에 미치는 영향에 관한 연구, 2014.7./이장우 · 노희진

14-10 자본이득 과세에 관한 연구 - 주식양도차익 과세를 중심으로, 2014.6./김정식

14-09 고령화가 가계부문 금융행태에 미치는 영향: OECD 국가패널을 이용한 분석, 2014.6./김경수 · 유경원

14-08 은행 예대금리의 결정요인 : 시장금리의 은행금리 전가에 관한 실증분석, 2014.6./김상환 · 노형식

14-07 글로벌금융위기 및 유럽재정위기가 유럽 및 신흥국 국제시장에 미친 영향과 한국 국제에 대한 외국인투자, 2014.6./김동순

14-06 고객 신용도와 금융회사의 가계신용 공급 연구, 2014.5./이진범 · 김우진

- 14-05 펀드 이용료와 쌍방외부성, 2014.5./민세진 · 이경원
- 14-04 신 글로벌 통화전쟁의 가능성과 정책대응 방향, 2014.4./오정근
- 14-03 금융권간 융합과 경쟁에 대한 연구, 2014.4./강경훈 · 여은정
- 14-02 독일 금융시스템의 특징과 시사점, 2014.3./채희율
- 14-01 Growing Global Needs for ACU-Dominated Reserve Assets, 2014.3./최공필
- 13-15 IT기술발전에 대한 금융산업의 대응전략, 2013.12./김준호
- 13-14 공통화폐단위(CCU) 활용을 통한 역내화폐의 국제화 전략, 2013.12./최공필 · 김정환
- 13-13 발행수익률 자료를 이용한 한국이자율 기간구조 추정, 2013.10./김성민 · 김동석
- 13-12 북한금융시스템의 구축을 위한 단계적 접근방안, 2013.10./윤덕룡
- 13-11 가계부채의 확대에 따른 리스크요인 점검, 2013.10./유경원
- 13-10 ELW시장의 투자자 매매패턴 및 성과분석, 2013.9./최영수
- 13-09 The Effect of IFRS on Loan Loss Provision and Loan Origination Pro-cyclicality: Evidence from European Banks, 2013.9./Lee Seok Hwang · Young Jun Kim
- 13-08 Korean Financial Sector in the Post-Crisis Era: Vision and Policy Issues, 2013.8./Suk Heun Yoon
- 13-07 우리나라 신용평가산업의 등급인플레이션 문제와 정책과제, 2013.8./강경훈 · 한재준
- 13-06 은행업 분야의 전문규제와 경쟁정책의 조화에 관한 연구, 2013.6./정호열 · 송석은 · 안현중
- 13-05 신규규모시장에서 수요예측제도의 역할에 대한 연구, 2013.4./신인석 · 이관영
- 13-04 새로운 금융환경하의 은행의 구조와 행위에 대한 법적 고찰, 2013.4./송옥렬
- 13-03 부동산 관련 금융위기의 특징과 정책 대응, 2013.4./박원암
- 13-02 고령화시대에 대비한 역모기지 활용에 관한 연구, 2013.4./함상문 · 고성수
- 13-01 은행산업의 생산성 결정요인 분석, 2013.1./이기영 · 남재현
- 12-14 저성장시대의 일자리 창출방안에 관한 소고, 2012.12./이철환
- 12-13 우리나라 금융권 수신의 단기화 요인 및 개선방안, 2012.9./최창규
- 12-12 장내 파생상품거래의 규율체계 정비 및 방향, 2012.8./정기웅
- 12-11 Governance and the Eurozone Crisis: What lessons to East Asian Integration?, 2012.7./Seung-Gwan Baek · Yonghyup Oh
- 12-10 Cross-Border Bond investment, Capital Flow Management Measures, and Foreign Exchange Market Stability, 2012.6./Park, Daekeun
- 12-09 보험소비자 가용정보 현황과 과제, 2012.6./지범하 · 이경주 · 최현자
- 12-08 금융지주그룹의 시너지효과에 관한 연구 : Chop-shop 접근법을 중심으로, 2012.6./박정수 · 서정호
- 12-07 한국경제의 통화수요, 통화정책 및 환율결정 : 공적분 VAR모형에 의한 분석, 2012.6./주한광
- 12-06 고령화의 진전과 금융산업의 구조적 변화 : 주요국의 대응사례와 시사점, 2012.5./이인호 외
- 12-05 글로벌금융위기 이후 국제자본흐름의 특징과 전망 : 신흥국관련 자본이동을 중심으로, 2012.5./강삼모
- 12-04 유럽재정위기의 요인과 대응방안, 2012.5./문우식
- 12-03 헤지펀드의 도입 및 규제방안, 2012.4./이호진
- 12-02 경제양극화 완화를 위한 경제정책 방향, 2012.3./백웅기
- 12-01 Regulation for CB-IB Co-evolution-Establishing Sound Ownership and Governance Structure in the context of vertical/horizontal integration theory-, 2012.1./Dong-Hwan Kim

- 11-18 외국인 자본유출입 특징과 국내 금융시장의 파급효과, 2011.12./정재식
- 11-17 The Impact of Mandatory IFRS Adoption on the Cost of Equity Capital: An Empirical Analysis of European Banks, 2011.12./Lee-Seok Hwang et al.
- 11-16 가계대출과 주택가격의 동태적 연관성, 2011.12./한상섭
- 11-15 내수 진작을 위한 중소기업 금융지원 방안 : 대·중소기업간 위험공유를 중심으로, 2011. 12./하준경 외
- 11-14 리스크를 고려한 국내 은행산업의 효율성 분석, 2011.12./함준호
- 11-13 외국인 투자자의 은행주식 소유에 따르는 법률적 문제점에 관한 연구, 2011.10./전성인
- 11-12 산은 민영화 관련 주요 이슈, 2011.10./윤석현
- 11-11 고령화시대에 대비한 국민연금기금 운용방향, 2011.9./남재현
- 11-10 고령화사회 진입이 금융시장 및 산업에 미치는 영향, 2011.9./장동구
- 11-09 국내 부동산가격변동이 은행권에 미치는 영향분석, 2011.5./고성수
- 11-08 동아시아 국가들의 실질환율, 순수출 및 경제성장간의 상호관계 비교연구 : 시계열 및 패널자료 인과관계 분석, 2011.5./송유철 · 원용걸
- 11-07 중소기업 정책금융 지원체계의 평가 및 개선방안, 2011.5./이기영
- 11-06 The Roles of Financial and Monetary Stabilities for Fiscal Soundness, 2011.5. /Man-Woo Lee · Junggun Oh · Dong Heon Kim
- 11-05 이슬람 금융의 도입 사례 분석 및 시사점, 2011.5./김중관 · 이승영
- 11-04 On the Determinants of Aggregate Currency Mismatch, 2011.5./Seung-Gwan Baek
- 11-03 원/달러 변동성 증대의 결정요인 분석, 2011.4./성태운
- 11-02 녹색금융의 자본조달론-녹색성장 달성을 위한 녹색금융의 활성화, 2011.3./전용일 외
- 11-01 최근 EMU의 체제위기 분석과 향후 전망, 2011.3./박성훈
- 10-14 금융위기와 금융시스템의 안정성을 위한 통화신용정책, 2010.12./하준경
- 10-13 Constructing an Enhanced Global Financial Safety Net: IMF as a Global Central Bank, 2010.11./Gongpil Choi
- 10-12 글로벌 금융위기가 각국의 주식시장에 미치는 영향분석 : 금융중심지에 대한 함의, 2010.9./송치영 · 박해식
- 10-11 The Dollar and the International Monetary System: Crisis and Reforms, 2010.9./Jai-won Ryou, Shinji Tokagi
- 10-10 금융그룹에서 법인격과 자기자본규제의 의미, 2010.9./송옥렬
- 10-09 최근 시스템 리스크에 관한 논의, 2010.8./박영석
- 10-08 차이나머니의 해외투자 향방과 시사점, 2010.7./김경엽
- 10-07 국내 투자은행(IB)의 리스크관리 방안 연구, 2010.7./김진호
- 10-06 경기변동성과 중소기업 금융지원의 개선과제, 2010.7./이종욱
- 10-05 자본이동의 반전과 외화유동성 확보 방안, 2010.7./김정식
- 10-04 금융투자업 종사자 보수체계의 비대칭성과 투자쏠림현상, 2010.6./강경훈 외
- 10-03 재정정책의 변화가 채권시장 및 주식시장 가격에 미치는 영향 : 아시아 개도국에 대한 패널분석, 2010.6./박완규 외
- 10-02 시스템리스크와 금융정책과제, 2010.5./채희을
- 10-01 가격경직성과 금융시장마찰이 존재하는 소규모 개방경제에서의 통화정책 효과 분석, 2010.4./정용승
- 09-03 은행산업의 시장집중도 변화가 은행의 위험추구와 효율성에 미친 영향, 2009.12./정형권 · 조성욱

- 09-02 금융 산업에서의 경쟁과 건전성, 2009.12./이인호
09-01 금융규제와 시장원리에 관한 연구, 2009.11./김종민 · 정순섭

※ 홈페이지(www.kif.re.kr)를 참조하시면, 한국금융연구원의 모든 발간물을 보다 상세하게 이용하실 수 있습니다.

한국금융연구원 자료판매 코너

총판 : 정부간행물 판매센터(02-394-0337)

지 역	서 점 명	전화번호	위 치
서울	본사 직영서점	734 - 6818	한국언론재단빌딩
	교보문고(본점)	397 - 3628	광화문 사거리
	영풍문고(본점)	399 - 5632	종각
	(여의도점)	6137 - 5254	국제금융로
	반디 앤 루니스 (종로타워점)	2198-3000	종각역
	(교역스점)	6002 - 6071	삼성역
부산	영 광 도 서	(051) 816 - 9500	서면 로타리
인터넷서점	예스이십사	www.yes24.com	
	알라딘	www.aladin.co.kr	
	인터파크	www.interpark.com	
	반디 앤 루니스	www.bandinlunis.com	

※ 위 코너 외에 교보문고 및 영풍문고는 각 지방 분점에서도 판매 중입니다.

박종규(朴宗奎)

■ 약력

- 서울대학교 사회과학대학 경제학과
- University of North Carolina at Chapel Hill(통계학 석사)
- Princeton University(경제학 박사)
- 한국 조세연구원 연구위원
- Stanford University Asia Pacific Research Center(Visiting Fellow)
- 한국금융연구원 연구총괄위원장
- 국회 예산정책처 경제분석실장
- 한국재정학회 이사
- 한국국제경제학회 이사
- 한국금융학회 공동편집위원장
- 현) 한국은행 국민계정 자문위원
- 현) 한국경제학회 이사
- 현) 한국금융학회 부회장
- 현) 한국금융연구원 선임연구위원

■ 주요 논저

- 일본의 장기침체와 회생과정(금융조사보고서 2007-04, 2007.9.)
- 소비지출 구성비의 변화와 정책 시사점(금융조사보고서 2009-05, 2009.3.)
- 2011~2060 장기재정 전망과 분석(국회예산정책처(대표집필), 2012.6.)
- 한국경제의 구조적 과제 : 임금(賃金) 없는 성장과 기업저축의 역설(KIF 연구보고서 2013-08, 2013.12.)
- 낙수효과(落水效果) 복원을 위한 정책과제-「가계소득 증대 3대 패키지」의 쟁점과 대안(KIF 정책보고서 2014-04, 2014.9.)

KIF 정책보고서 2015-05

디플레이션 우려와 정책대응방향

2015년 9월 16일 인 쇄

2015년 9월 21일 발 행

발 행 인 신 성 환

발 행 처 한 국 금 융 연 구 원

서울시 중구 명동 11길 19 은행회관 5·6·7·8층

전 화 : 3705-6300 FAX : 3705-6309

<http://www.kif.re.kr> : wmaster@kif.re.kr

등록 제1-1838(1995. 1. 28)

