

## 2011년 물가상승 전망과 통화 환율정책 방향 : 토론\*

윤 덕 룡 (대외경제정책연구원 선임연구위원)

### 1. 논문의 주요내용

상기 논문은 다음과 같은 논리적 구조를 갖추고 있다. 먼저 2011년 물가상승률을 거시경제모형을 이용하여 제시하고 있다. 그리고 이 추정을 기초로 물가상승의 원인을 그 비중과 함께 분석하여 제시하고 있다. 다음은 물가상승의 가능한 대책을 모형에 적용하여 그 효과를 추정한 후 적절한 정책방안을 제시하였다.

이 논문이 제시하고 있는 주요내용을 요약하면 다음과 같다.

첫째, 2011년 연평균 물가상승률이 4.9%로 추정되었다. 분기별로는 1분기에 4.2%, 2분기 4.9%, 3분기 5.4%, 4분기 5.25%로 추정되어 3분기에 정점을 찍은 뒤 다시 하락하게 될 것으로 추정하였다.

둘째, 물가상승의 원인을 비중별로 보면 92%가 공급 및 비용요인으로 분석되었고 6%가 수요요인, 2%가 기대인플레이션이 원인인 것으로 분석하였다.

셋째, 두가지 시나리오 - 고금리(3.50%) 저환율정책(4분기 950원)과 저금리(3.25%) 고환율(1060원) 정책 - 을 적용하여 물가상승 대책의 유효성을 검증하였다. 고금리 저환율정책의 채택 시 물가인상률은 4.9%에서 4.6%로 하락하게 된다. 그러나 성장률 하락과 경상수지 악화를 가져오며 이러한 부정적 효과가 지속적인 영향을 미치게 된다. 그 결과 고금리 저환율 정책은 해외발 공급 및 비용요인에 의한 물가상승의 대책으로는 적절치 못한 것으로 분석했다.

넷째, 물가상승에 대한 대책을 제시하였다. 단기대책으로는 수입증가, 관세율인하, 세율조정, 생

---

\* 본 원고는 2011년도 한국경제학회 주최 제1차 정책세미나(2011. 3. 10(목), 예금보험공사 19층 대강당), 「오르는 물가, 향후 전망과 대책」에서 토론한 내용을 정리한 것임.

산성제고, 유통혁신 등을 제안하고 있다. 중장기 대책으로는 자원개발과 주요 자원의 비축시스템 확보, 농축수산물 생산구조 혁신을 통한 생산성 제고 등을 제시하였다.

## 2. 주요 주장에 대한 논평

### 모형분석에 대하여

논문이 제시하고 있는 모형추정 결과들과 주요 주장들에 대하여 다음과 같은 사항들에 관한 고려가 필요하다.

첫째, 물가상승률에 대한 추정결과의 정확성에 대한 검토가 필요하다. 논문의 추정에 의하면 금년도 물가상승률의 1사분기 추정치가 4.2%로 제시되었으나 금년 1월과 2월의 물가상승이 이미 4.1%, 4.5%였으며 3월에는 더 상승할 것으로 예상되므로 이미 1사분기 추정치를 추월할 것으로 예상된다.<sup>1)</sup> 또한 2사분기 이후의 추정치도 상향 조절되어야 할 가능성이 높다.

둘째, 물가추정을 위한 모형에서 상당수의 변수를 외생변수로 가정하고 있어서 이러한 가정이 추정결과에 결정적인 영향을 미칠 수 있다. 가정한 외생변수가 압도적인 영향을 미쳐서 추정치의 대부분을 결정한다면 이를 근거로 물가상승의 원인을 분석하는 것은 객관성을 결여할 수 있다. 따라서 이를 근거로 한 대책의 적절성을 분석하고 정책대안을 제시하는 것은 왜곡될 여지가 존재한다.

셋째, 모형에서 정책대안의 유효성을 분석하기 위해 채택한 시나리오에서 고금리 저환율 정책과 저금리 고환율 정책간 금리차이가 0.5%에 불과하다. 그 결과 정책대안의 영향력 차이는 금리 차이 보다는 주로 환율의 차이가 결정한 측면이 있다. 또한 금리와 환율은 상호 영향을 미치는데도 불구하고 시나리오에서는 금리와 환율의 조합을 임의로 결정하여 제시하고 있다. 따라서 더 정확한 분석을 위해서는 기존의 데이터를 이용하여 금리수준과 환율수준간의 관계를 추정하여 적용하는 것이 바람직 할 것으로 사료된다. 예를 들면 금리상승이 일정수준까지는 환율하락을 가져오겠지만 환율이 일정수준이하로 하락하면 경상수지의 악화를 초래할 수도 있다. 이 경우 환율하락은 중단되거나 상승국면으로 전환될 수 있으므로 금리와 환율이 움직이는 구간에 대한 확인이 필요하다.

### 물가정책 수단으로서의 환율정책에 대하여

기본적으로 고금리 저환율 정책으로 물가에 대응하는 것은 근본적인 한계를 가지고 있다는 저자의 주장에 동의한다. 그 이유를 구체적으로 설명할 필요가 있을 것으로 판단되며 대표적인 근거

---

1) 논평당시에는 2월까지의 물가상승률만 알려졌으나 원고 수정을 한 시점에는 3월 물가상승률이 4.7%로 알려졌다.

를 소개하면 아래와 같다.

- 첫째, 환율은 시장에서 결정되는 가격변수이므로 물가정책의 수단으로 사용하기 위해서는 정도에 따라 인위적으로 왜곡을 야기하게 되는 문제가 존재한다. 지금까지 한국정부의 환율정책은 시장에 의한 자유변동환율제도를 선택하되 급격한 변동의 발생을 조절하는 smoothing operation 중심의 개입만을 시행했다. 그러나 환율을 물가조절 수단으로 사용하기 위해서는 환율을 적극적으로 하락시키는 방향으로의 개입이 요구될 수 있다.
- 둘째, 환율하락에 의한 물가정책은 국제수지가 적자를 보일 경우 지속하기에 한계가 발생한다. 환율하락이 가격경쟁력을 약화시켜서 경상수지의 악화를 가져오기 때문이다.<sup>2)</sup> 따라서 환율을 이용한 물가대책은 단기적 처방에 그칠 수 있으며 효과가 제한적인 범위에 머무를 가능성이 높다. 특히 정부의 개입을 통한 저환율정책은 외환보유액의 감소와 경상수지 악화를 동시에 초래하게 되므로 지속가능한 정책이 될 수 없다.
- 셋째, 금리인상의 결과 해외자본이 유입하여 하락하는 경우 물가하락을 가져올 수 있지만, 금리인상으로 유입되는 자금은 채권시장을 중심으로 유입되므로 외화유동성관리와 만기관리에 대한 각별한 주의를 필요로 한다. 특히 외화표시 해외채권의 경우 만기시 대규모 외화자금의 이탈 가능성도 배제할 수 없으므로 만기불일치와 통화불일치의 문제가 발생하지 않도록 관리해야하는 문제가 존재한다.
- 넷째, 저환율 정책이 경상수지 악화를 초래하여 오히려 고환율을 초래하고 물가를 더 자극하게 될 우려도 있다. 한국정부가 금년도 평균유가를 80달러로 가정하였으나 불안정한 국제정세로 인해 최근에는 110달러를 넘어서고 있다. 평균유가가 120달러를 넘어설 경우 금년도 경상수지가 적자로 전환될 가능성이 높다. 경상수지 적자가 환율상승 기조를 가져오는 경우 물가는 오히려 더 큰 폭으로 상승하게 되는 문제를 야기할 수 있다. 따라서 인위적인 저환율 정책이 초래할 수 있는 환율역전에 관한 리스크에 주의해야 할 필요가 있다.
- 다섯째, 고환율 정책이 급격한 경기하락을 초래하지 않도록 유의해야한다. 저자의 추정에서도 나타나는 바와 같이 고금리 저환율정책은 성장을 저하시키는 효과를 가진다. 또한 유가도 10%상승시 성장률을 0.2%하락시키는 것으로 분석되고 있다. 이러한 경기위축 효과들이 중첩되어 나타나는 경우 경기하락이 가속화되는 현상이 발생할 가능성을 배제할 수 없다. 현재의 물가상승 압력은 글로벌 금융위기로 인한 경기침체를 극복하는 과정에서 시행된 확장적 경제정책의 산물이다. 물가대책으로 다시 경기침체를 유발한다면 지금까지의 노력을 허사로 만들게 될 것이기 때문이다.

기본적으로 환율의 고유역할은 대외거래의 안정이다. 환율은 물가조절을 위한 수단으로보다는

---

2) 경상수지는 우리나라 국제수지변동과정에서 다른 수지의 방향까지 결정하는 선도적인 역할을 수행하므로 경상수지의 악화는 자본수지의 악화를 유발할 수 있음. 참조 윤덕룡, 오승환, 김소영(2010). 「우리나라 환율변동 요인분석과 안정을 위한 정책방향」, 대외경제정책연구원, 98~100.

대외거래의 안정을 보장하는 역할에 충실하도록 관리하는 것이 바람직한 정책방향이다.

## 물가대책에 대하여

전반적으로 저자가 제시하고 있는 물가안정을 위한 단기대책과 중장기 정책에 동의하며 추가적으로 필요한 정책방향을 다음과 같이 제시한다.

- 첫째, 근원물가의 상승률을 낮추기 위한 노력이 필요하다. 한국은 근원물가의 상승률이 선진국보다 더 높을 뿐만 아니라 고속성장을 하고 있는 중국보다도 더 높은 수준을 보이고 있다. 한국의 근원소비자물가는 1월에는 2.6%, 2월에는 3.1%를 기록하였다(<표 1> 참조). 지난해 연평균치인 1.8%를 크게 넘어서는 수준이다. 일반적으로 근원물가는 물가 상승의 수요요인을 측정하는 지표로도 사용되고 있다. 즉, 현재의 고물가가 공급요인만의 문제가 아니라는 것이다. 경험적 연구에 의하면 한국은 선진국들에 비하여 유가나 일차산품의 충격이 근원소비자물가에 훨씬 더 높게 반영되는 특징을 보이고 있다. 그리고 근원소비자 물가가 소비자물가에 전이되는 비중도 높다(<그림 1> 참조). 이는 외부의 공급충격에 대하여 수요의 탄력성이 낮다는 것을 시사한다. 즉, 수입물가가 올라도 다른 나라에 비하여 소비를 줄이지 못하거나 줄이지 않는다는 것을 의미한다. 따라서 기업이나 소비자 모두가 충격을 흡수할 수 있도록 주요 수입물품의 대체가능성을 높이는 등 대안을 모색할 뿐 아니라 절약의 지혜도 찾을 필요가 있다.
- 둘째, 에너지정책을 근본적으로 관리하는 부처의 설립이 필요하다. 유가에 의해 좌우되는 물가정책의 근본적인 대책으로서, 그리고 우리경제의 미래를 결정할 수 있는 에너지정책의 안정을 위해서도 전담부처가 필요하기 때문이다. 외부의 공급요인 가운데 우리나라 물가에 가장 큰 영향을 미치는 것이 유가이다. 한국의 수입물품 가운데 가장 중요한 비중을 차지하고 있는 물품도 원유다. 여러 차례의 크고 작은 에너지 파동에도 불구하고 한국은 여전히 에너지 고소비형 경제의 틀을 변화시키지 못하고 있다. 근래에는 중국, 인도와 같은 거대경제권이 고도성장 시대를 맞으면서 세계 에너지 가격의 불안정성이 더욱 높아지고 있다. 따라서 우리 경제를 에너지 절약형 경제로 전환하고 대체에너지를 개발해야할 필요성은 더욱 높아지고 있다. 이러한 과제를 책임지고 수행하기 위해서는 전담부처(예컨대, 에너지처)를 설립하여 지속적이고 장기적인 정책적 노력을 기울일 수 있어야 한다. 지금의 구조로는 에너지 가격이 오를 때마다 국가경제가 엄청난 리스크에 노출되는 것을 피할 수 없다. 일본도 70년대 에너지 위기이후 전담부처를 설립하여 에너지 관리에 성공하였다. 뿐만 아니라 미래 산업의 명운이 걸려있다고 해도 과언이 아닌 대체에너지 개발은 향후 경제성장을 좌우할 가장 중요한 프로젝트이다. 민간기업에만 맡기지 말고 정부의 적극적인 노력이 병행되어야 한다. 미국, 중국, 러시아 일본 등이 에너지청을 운영하는 것은 에너지 정책이 국가경제에 미치는 중요성 때문임을 돌아볼 필요가 있다.

〈표 1〉 각국의 물가상승률 (%)

	소비자물가상승률			근원물가상승률		
	2009	2010	2011.1*	2009	2010	2011.1*
한국	2.8	2.9	4.5	3.6	1.8	3.1
미국	-0.4	1.7	1.6	1.7	1.0	1.0
일본	-1.4	-0.7	0.0	-0.7	-1.3	-0.6
유로지역	0.3	1.6	2.3	1.4	1.0	1.1
중국	-6.2	4.0	4.9	-1.4	1.4	2.6

\* 한국은 2011년 2월 수치.

〈그림 1〉 한국과 미국의 근원물가와 물가의 관계

