

---

한국경제학회 2015년도 통화정책 심포지엄  
『금융위기 이후 경제구조 변화와 통화정책』

---

# 2013~15년중 물가안정목표제 운영 평가 및 시사점

2015년 7월 21일

조사국장 장 민

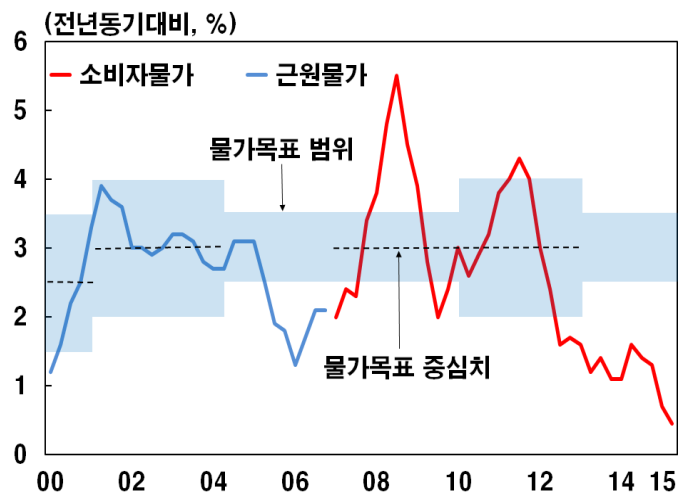


한국은행

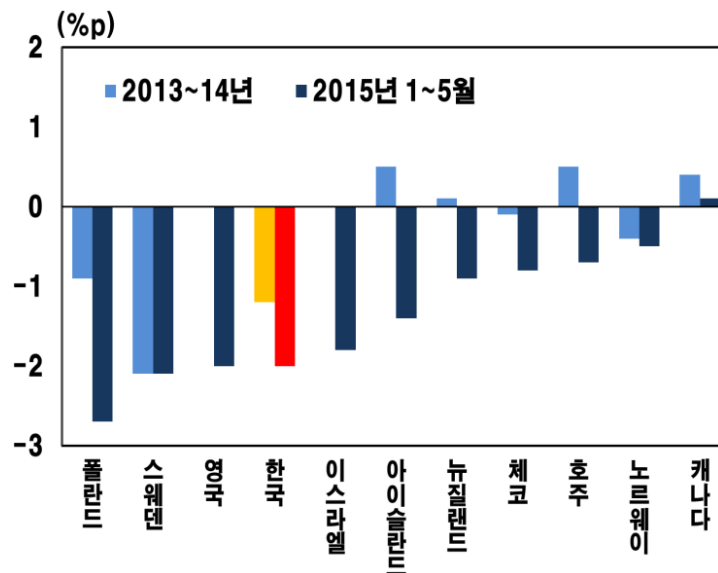
# 도입

## ◆ 2013~15년중 소비자물가 상승률 물가안정목표 하한(2.5%) 하회 지속

물가목표와 대상지표 상승률



주요국의 목표하한 이탈 정도<sup>1)</sup>



주: 1) 실제 소비자물가 상승률 - 물가목표 하한

## ◆ 이를 세 가지 측면에서 평가하고 새로운 물가안정목표 설정에 대한 시사점을 도출

- ① 통화정책의 경기 및 금융안정 고려
- ② 공급충격의 영향 확대
- ③ 인플레이션 동학의 구조 변화

# ① 통화정책의 경기 및 금융안정 고려

## ◆ 테일러 준칙 추정(실제 인플레이션 이용)

- 경기대응, 금융안정 고려 등으로 인해 물가 대응에 미흡

	전체기간 (01~14)	위기이전 (01~07)	위기이후 (08~14)
주택가격 제외			
. 실제인플레이션	-0.77	0.26**	0.02
. GDP갭	2.27***	0.43***	1.70***
주택가격 포함			
. 실제 인플레이션	0.20	0.23*	-0.13
. GDP갭	1.71***	0.39***	1.70***
. 주택가격	-0.07	0.02	-0.10*

## ◆ 테일러 준칙 추정(추세 인플레이션 이용)

- 경기 및 물가에 모두 대응
- 다만 위기 이후 물가대응 정도는 약화

	전체기간 (01~14)	위기이전 (01~07)	위기이후 (08~14)
주택가격 제외			
. 추세인플레이션 <sup>1)</sup>	0.54***	1.15**	0.30**
. GDP갭	1.33***	1.18***	1.59***
주택가격 포함			
. 추세인플레이션 <sup>1)</sup>	0.60***	5.50**	0.53***
. GDP갭	1.42***	2.80***	1.25***
. 주택가격	-0.01	0.42**	-0.21***

주 : 1) 일방향 지수적 평탄화(one-sided exponential smoothing) 방법

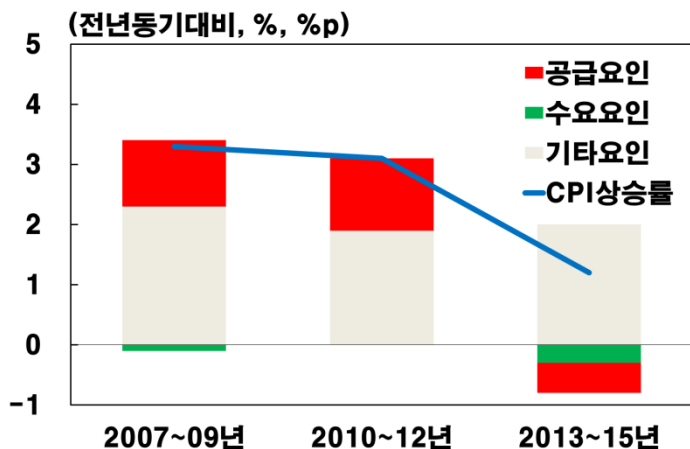
## ◆ 시사점

- 복수의 정책목표와 하나의 정책수단의 본질적 한계 노출
- 물가안정은 통화정책, 금융안정은 거시건전성정책으로 도모(IMF, Svensson 등)
  - 금융안정 정책체계 정비 → 통화정책과 거시건전성정책의 조화
- 필요시 통화정책을 금융안정 위해 사용(BIS 등)
  - 통화정책의 물가효과, 거시건전성정책의 금융효과가 제한된 경우 단기 물가안정만을 위한 금리정책이 금융순환을 증폭시켜 장기 물가불안 초래 가능
  - 정책시계 연장 등 운영의 신축성 확보 필요

## ② 공급충격의 영향 확대

### ◆ 공급충격 및 글로벌 요인 등 외적 요인의 영향 확대

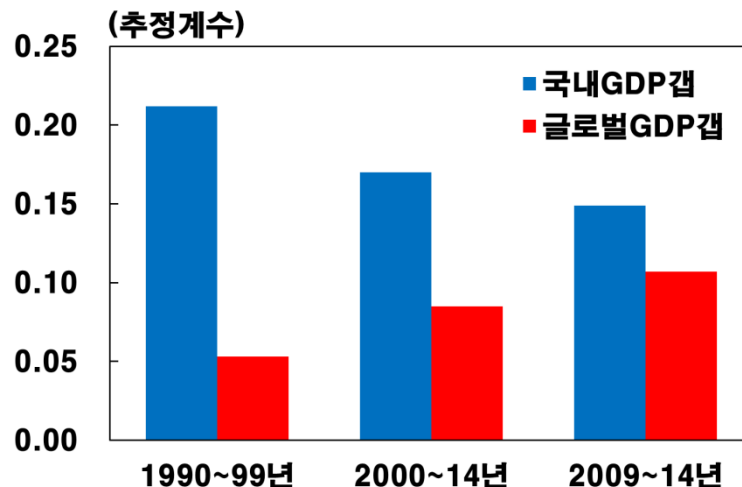
요인별 소비자물가 상승률 기여도<sup>1)</sup>



모형:  $\pi_t = C + \beta\pi_{t-1} + \kappa y_{t-1} + \gamma s_t + \varepsilon_t$   
 단,  $y$ : 수요요인(GDP갭률),  
 $s$ : 공급요인(농산물, 에너지 가격 등)

주: 1) 각 요인의 누적효과 기준

국내 및 글로벌 GDP갭의 국내 인플레이션 영향력



모형:  $\pi_t = C + \beta\pi_{t-1} + \kappa y_{t-1}^d + \gamma y_{t-1}^g + \varepsilon_t$   
 단,  $y^d$ : 국내GDP갭률,  $y^g$ : 글로벌GDP갭률

## ◆ 최적 물가변동폭 시산

- 중앙은행\*이 최적 통화정책 수행시 유발되는 물가상승률의 표준편차

\* 인플레이션갭, 생산갭, 금리갭(금융안정 고려시)으로 구성된 손실함수를 최소화

- 위기 이후 최적 물가변동폭 확대(0.5~0.9%p → 0.6~1.2%p)
- 금융안정 고려시 변동폭 추가 확대(0.5~1.1%p → 0.7~1.4%p)

	(%p)	
	위기이전 (2000~07)	위기이후 (2009~15)
최적 물가변동폭(금융안정 미고려)	0.5~0.9	0.6~1.2
금융안정 고려시	0.5~1.1	0.7~1.4



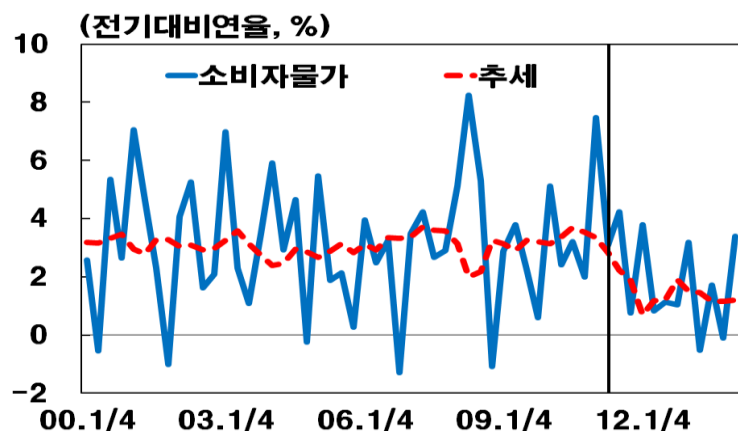
## ◆ 시사점

- 공급충격, 글로벌 영향 등에 따른 인플레이션 변동성 확대를 감안
  - 물가안정목표의 변동허용폭 확대 등 제도의 신축성 확보를 통한 통화정책의 유연성 제고
- 통화정책의 유연성 제고에 상응하는 책임성 강화를 통한 신뢰성 제고

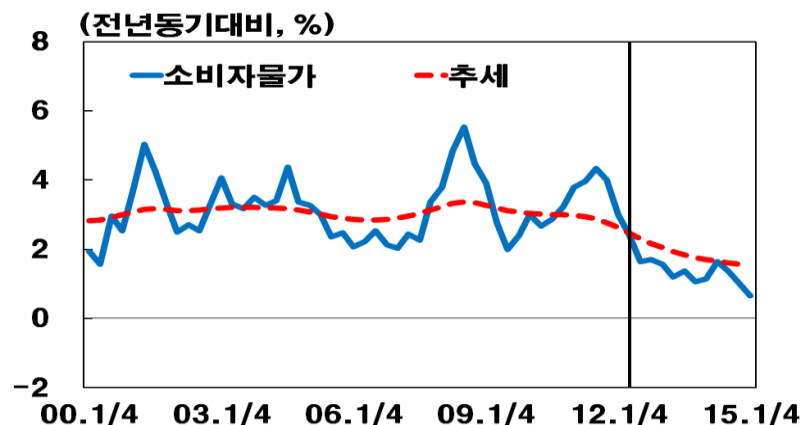
# ③ 인플레이션 동학 구조 변화

## ◆ 경제구조 변화로 인한 추세 인플레이션 하락

CS 추세 인플레이션 추이



UCM 추세 인플레이션 추이



DFM 추세 인플레이션 추이



- 주: 1) CS - Cogley-Sbordone 모형, UCM - 은닉인자모형,  
DFM - 동태요인모형  
2) 검은색 수직선은 구조변화 시점을 의미

## ◆ 시사점

- 추세 인플레이션 하락 및 이를 초래한 경제구조 변화를 반영하여 적정 물가목표 수준을 설정
- 우리경제의 안정, 성장, 효율성을 감안하는 모형을 통한 추정, 달성 가능성, 향후 정책여건 등을 종합적으로 감안

# 결론

- ◆ 통화정책 목표 다원화, 공급충격 영향 확대, 인플레이션 동학 구조의 변화 등으로 인해 물가안정목표제 유효성에 대한 논의가 확산
- ◆ 물가안정목표제에 대한 신뢰성 및 통화정책의 유효성 제고를 위해 그동안 평가와 분석 등을 바탕으로 차기 물가안정목표 설정에 대한 심도있는 논의가 전개될 필요
  - 물가목표수준
  - 변동허용폭
  - 점검주기
  - 책임성

**감사합니다.**



**한국은행**