

2011년 물가상승 전망과 통화 환율정책 방향 : 토론*

전 성 인 (홍익대학교 경제학과 교수)

오정근 교수의 “2011년 물가상승 전망과 통화 환율정책 방향”이라는 논문은 우리나라 물가상승의 현황을 분석하고, 의미있는 소규모 거시경제 모형의 추정을 통해 여러 가지 통화 환율정책의 조합들의 경제적 효과를 분석하고 있어 정책 당국자의 정책 결정에 큰 참고자료가 될 것으로 보인다. 이하에서는 몇 가지 점에서 개선될 여지를 언급하고자 한다. 우선 저자의 논문에 대해 두 가지의 구체적 논평을 하고 다음으로 경제 안정화 정책과 관련한 논평자의 견해를 두 가지 정도로 제시하고자 한다.

1. 미래 변수에 대한 추정

저자의 중앙은행 정책반응함수에는 두 개의 미래 변수가 등장한다. 하나는 2기 후의 인플레이션($\pi(2)$)이고, 다른 하나는 1기후의 GDP gap ratio($gdpgapr(1)$)이다. 두 미래 변수의 정책적 시계(policy horizon)가 다른 부분이나, 물가안정목표제를 추구하는 우리나라의 경우 과연 이런 형태의 반응함수가 적법한 것인가에 대한 논란은 차치하더라도 미래 변수가 포함된 방정식의 추정에는 보다 세심한 주의와 상세한 설명이 필요하다. 주지하듯이 미래변수가 설명변수로 사용되는 경우 미래변수는 오차항과 상관관계를 야기하기 때문에 통상 최소자승법을 사용할 수 없다. 따라서 그 정교함에는 기법에 따라 차이가 있을 수 있으나 기본적으로 도구변수 추정법의 방법을 사용해야 한다. 논평자는 저자가 아마도 이 기법을 사용했으리라고 추정하지만, 만일 그렇지 않았다면 새롭게 추정해야 일치 추정치를 얻을 수 있을 것이다. 만일 도구변수 추정법을 사용했다면 독자들

* 본 원고는 2011년도 한국경제학회 주최 제1차 정책세미나(2011. 3. 10(목), 예금보험공사 19층 대강당), 「오르는 물가, 향후 전망과 대책」에서 토론한 내용을 정리한 것임. 논평자는 이 정책세미나에서 좋은 토론을 해주신 오 교수님과 다른 토론자께 감사드린다.

을 위해 그 사실을 적시하고 아울러 도구변수로 사용된 설명변수들을 밝히는 것이 좋을 것이다.

2. 정책 조합 분석시 pure form 추가 사용

저자는 각종 정책 조합의 효과를 분석하기 위해 시나리오별 분석을 실시했다. 이 분석은 매우 시사점이 크기는 하지만 당연히 모든 정책 조합의 가능성을 다 커버하지는 못한다. 모든 정책 조합의 효과를 개별적으로 분석하는 것은 가능하지 않다. 그러나 몇 가지의 제약적인 시나리오 역시 그 시사점은 제한적일 수 밖에 없다. 이런 긴장관계를 해소하는 한 가지 방법은 pure form에 해당하는 시나리오를 먼저 분석하는 것이다. 몇 가지 독립변수를 조합하여 변화시키는 효과는 각 독립변수를 개별적으로 변화시킨 결과의 조합과 거의 일치할 것이기 때문이다. 따라서 논평자는 저자가 이자율 변화 정책의 효과와 환율 변화 정책의 효과를 먼저 제시할 것을 제안한다. 이런 결과가 있으면 보다 다양한 정책 조합의 효과에 대해 비록 근사적일지라도 상당한 정밀도의 예측이 가능하기 때문이다.

이제까지는 저자의 논문에 대한 직접적인 논평이었다. 이하에서는 경제안정화 정책에 대한 논평자의 개인적 견해를 밝히고자 한다.

3. 환율정책¹⁾과 중상주의적 사고

우리나라의 환율정책은 전통적으로 중상주의적 사고(mercantilist idea)의 지배를 받아 왔다. 전통적인 중상주의적 사고를 대외교역에서의 흑자를 통한 국부의 축적이라고 요약할 수 있다면, 우리나라의 경제정책은 수출확대와 경상수지 흑자를 통한 외환의 확보와 축적을 강조해 왔기 때문이다. 원유를 비롯한 대부분의 원자재를 수입해야 하고, 북한의 위협과 같은 지정학적 요인을 감안하면 이런 정책적 강조가 전혀 이해되지 않는 바는 아니다. 그러나 이런 경향은 경제 전체의 안정과 균형을 도모해야 하는 소국 개방 경제의 상황하에서는 자칫 대외적 불균형을 유발하거나, 지속시키는 원인이 될 수 있다. 상품시장과 자본시장이 완전히 개방된 소국 개방 경제에서 대내 균형과 대외 균형을 달성하고 물가를 안정시키는 것은 결코 간단한 작업이 아니다. 이런 상황에서 만일 정책 당국이 중상주의적 사고만을 고집할 경우 경제 전체의 안정과 균형은 크게 훼손될 수도 있다.

이런 경향은 이번 이명박 정부 들어 특히 심화된 것으로 보인다. 이 정부 출범 초기부터 심심치

1) 본 토론문에서 지칭하는 환율정책은 우리나라 경제정책 당국이 환율을 직접적, 의도적으로 통제한다는 의미에서의 정책은 아니다. 우리나라는 공식적으로 변동환율제를 채택하고 있는 국가이기 때문에 환율은 시장에서 외환에 대한 수요와 외환의 공급에 의해서 결정될 뿐이다. 본 토론문에서 사용하는 환율정책이라는 표현은 환율의 수준이나 변화 방향 또는 변동 폭에 대한 정책 당국과 사회 일각에 존재하는 통념을 손쉽게 지칭하는 것으로 이해하는 것이 더 적절하다.

않게 운위 되었던 “환율 주권론”이나, 환율을 물가안정이나 대내외 균형을 위해 필요한 변수로 보기 보다는 수출 촉진과 경상수지 흑자를 달성하기 위한 불가침의 영역으로 포장하는 시각들이 그 대표적 예이다. 구체적으로 외환위기 이전에 900원대 초반의 대미 달러 환율에서도 경상수지가 흑자를 이루었던 국가에서 외환위기가 극복된 이후에도 대미 달러 환율이 900원대 초반은커녕 1,000대 초반에도 근접하지 못하는 현실은 과거의 시각이 아직도 현재 정책의 발목을 붙들고 있다는 우려를 야기한다.

현재 물가상승은 많은 전문가가 지적했듯이 일차적으로 공급 측면의 충격에 기인한 것이고 그 중 상당 부분은 해외 요인이다. 따라서 이에 대해 금리정책으로만 대응하는 것은 신속하지도 않고 부작용도 상당하다. 이에 비해 원화의 절상을 용인하는 태도는 훨씬 신속하게 해외요인으로부터의 물가상승 압력을 통제할 수 있다. 흑자는 이렇게 되면 수출이 감소할 것을 걱정하지만 2008년의 위기 이전을 회고할 때 우리 수출 기업은 상당한 원화 절상에도 불구하고 대외 수출 경쟁력을 유지할 수 있을 것으로 보인다. 수출 부진을 걱정하는 반론에 대한 또 다른 대답은 원화 절상 대신 금리 인상을 추구할 경우 더 큰 부작용이 예상된다는 점이다. 현재 우리나라는 수출은 큰 활황인 반면 내수는 아직도 침체상태를 벗어나지 못하고 있다. 이 때 원화 절상을 통해 수출에 주는 보조금을 감축하고 내수에 부과하는 (사실상의) 세부담을 경감하는 것이 좋은지, 아니면 금리인상을 통해 모든 기업에 (사실상의) 세부담을 가중시키는 것이 좋은지에 대한 대답은 상당히 자명하다.

4. 기대인플레이션율과 개인서비스 요금 동향의 중요성

물가안정 목표제하에서 통화 정책이 통제해야 할 가장 핵심적인 변수는 기대 인플레이션율이다. 물론 현상적인 의미에서 물가안정 목표제하 통화 정책의 유일한 목표는 실제 물가의 안정이다. 그러나 앞서서도 지적되었듯이 중앙은행이 금리정책을 통해 물가를 안정시킬 수 있는 여지는 상황에 따라 다르다. 총수요가 과열될 경우에는 중앙은행의 긴축적인 통화정책이 좋은 대응 수단이지만 지금처럼 해외 원자재 가격의 상승이라는 외생적인 공급충격이 도래할 경우 현실 물가 그 자체를 안정시키기 위한 뾰족한 대응수단이 없는 것이 사실이다. 그렇다면 중앙은행은 공급 충격이 도래했을 경우 물가 안정 노력을 완전히 포기해야 하는가? 물론 그렇지 않다. 그렇다면 중앙은행은 현실 물가를 제대로 통제하지 못하는 상황에서 무슨 변수를 정책 대상으로 삼아서 통화정책을 시행해야 하는가? 그것은 기대 인플레이션율이다. 당초에 물가안정 목표제를 도입해서 중앙은행에 물가안정의 단일한 책무를 부여한 논거가 바로 이런 제도적 틀을 통해 일반 경제주체가 형성할 기대 인플레이션율을 안정시키고 그를 통해 기대부 필립스 곡선을 하향 안정시켜 유리한 정책 환경을 조성하기 위함이었다.

그런데 기대 인플레이션율은 정책당국의 눈에 쉽게 포착되지 않는다. 물론 물가연동 국채의 금

리를 분석하거나 보다 본격적인 실증분석을 통해 추계할 수 있지만 추계의 방법이 추상화될수록 그 수치에 대한 현실적, 사회적 설득력은 감소할 수밖에 없다. 이런 의미에서 시중에 존재하는 기대 인플레이션율을 손쉽게 파악할 수 있는 대리변수가 필요하게 된다. 논평자는 전통적으로 개인 서비스 요금이 그 역할을 해 왔다고 생각한다. 물가지수내 다른 구성요소의 가격지수들은 외부의 영향에 좌지우지 되거나 또는 독과점 구조에 따른 독과점 공급자 혹은 규제당국의 인위적 가격설정에 의해 경제내의 고유한 물가상승 압력과 단기적으로는 괴리 되기 쉽다. 그러나 개인서비스 요금은 해외 요인에 직접적으로 반응하지도 않고 정부가 정책적으로 왜곡하기도 쉽지 않은 가격지수이다. 따라서 논평자는 정책당국자들이 개인 서비스 요금의 추이에 보다 많은 관심을 기울일 것을 제안한다.