

팬데믹 이후 고물가에 대한 한국은행의 정책대응*

박 영 환** · 이 창 용***

논문 초록 주요국과 마찬가지로 한국에도 팬데믹 이후 예상치 못한 높은 인플레이션이 찾아왔다. 이에 한국은행은 인플레이션을 목표 수준으로 안정시키기 위해 정책금리를 0.5%에서 3.5%까지 역사적으로 가장 빠르고 큰 폭으로 인상하는 등 긴축적 통화정책 운용을 지속하였다. 이 과정에서 환율급등, 금융불안 등이 발생하면서 여러 가지 정책적 어려움을 경험하였고 이를 통해 중앙은행과 정부 간 정책 공조, 노동시장 여건, 환율 상승 대응, 금융안정을 위한 정책 대응 및 제도 개선, 정책 커뮤니케이션 등의 측면에서 여러 교훈도 얻었다.

핵심 주제어: 통화정책, 인플레이션, 거시정책

경제학문헌목록 주제분류: E52, E31, E63

투고 일자: 2024. 3. 5. 심사 및 수정 일자: 2024. 4. 12. 게재 확정 일자: 2024. 4. 19.

* 자료 작성에 많은 도움을 준 한국은행 박민철 차장과 김수지 조사역께 감사를 표합니다. 본 논고는 2023년 10월까지의 상황을 반영하고 있으며, 집필자 개인 의견으로 저자 소속기관의 견해와는 무관하다는 점을 밝힙니다. 아울러 동 논고는 「Monetary Policy Responses to the Post-Pandemic Inflation」(CEPR, Centre for Economic Policy Research, 2024. 2. 14)에 영문으로 게재되었습니다.

** 제1저자, 한국은행 통화정책국 정책총괄팀장, e-mail: younghwan.park@bok.or.kr

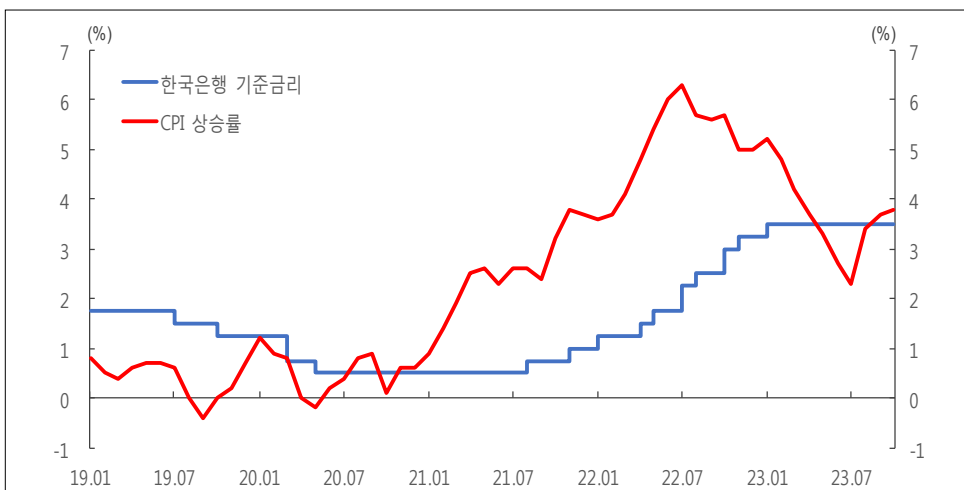
*** 제1저자, 한국은행 총재, e-mail: crhee@bok.or.kr

I. 도 입

주요국과 마찬가지로 한국에도 팬데믹 이후 예상치 못한 높은 인플레이션이 찾아왔다. 이에 한국은행도 인플레이션을 목표 수준으로 안정시키기 위해 정책금리를 0.5%에서 3.5%까지 역사적으로 가장 빠르고 큰 폭으로 인상¹⁾하는 등 긴축적 통화정책 운용을 지속하였다. 이 과정에서 환율급등, 금융불안 등이 발생하면서 여러 가지 정책적 어려움을 경험하였고 이를 통해 몇 가지 교훈도 얻게 되었다.

이하에서는 이번 높은 인플레이션 기간 중 한국은행의 통화긴축 과정을 설명한 후 그 과정에서 얻은 교훈을 기술하도록 하겠다.

〈그림 1〉 한국의 물가 상승률 및 정책금리



자료: 한국은행.

- 1) 한국은행이 금리 중심 통화정책 운용체제로 전환한 1998년 이후 금번까지 포함해서 총 4차례의 정책금리 인상기가 있었는데 금번 ④ 인상기의 인상 폭이 가장 크고 속도도 가장 빨랐다. 특히, 직전 인상기 ③와 비교해볼 때 인상 속도와 폭이 더욱 두드러진다. 다만 ③번 인상기의 경우 소비자물가 상승률이 목표 수준(2%)에서 등락하고 잠재 수준의 성장세가 이어지는 상황에서 높은 가계부채 증가 등 금융불균형 위험 누증에 대응한 금리 인상이었던 점을 고려할 필요가 있다.

| 정책금리 인상기 | ① 2005.10-2008.8 | ② 2010.7-2011.6 | ③ 2017.11-2018.11 | ④ 2021.8-2023.1 |
|----------|--------------------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|
| 인상 폭 | 200bp (3.25% → 5.25%) | 125bp (2.0% → 3.25%) | 50bp (1.25% → 1.75%) | 300bp (0.5% → 3.5%) |
| 인상 기간 | 2년 10개월 | 11개월 | 1년 | 1년 5개월 |

II. 한국은행의 정책 대응

1. 조기에 금리인상 시작

한국은행은 여타 주요국 중앙은행보다 다소 이른 시점인 2021년 8월부터 금리를 인상하기 시작하여 2022년 초까지 세 차례에 걸쳐 0.5%에서 1.25%까지 총 75bp를 인상하였다.

2021년 중반에는 근원물가 상승률이 1%대 초반을 나타내는 등 물가에 대한 우려가 크지 않았던 상황이었지만 소비자물가 상승률은 2%대 중반으로 높아진 가운데 앞으로 물가목표를 상회하는 오름세가 이어질 것으로 전망된 데다 초저금리 환경에서 높은 주택가격 오름세와 큰 폭의 가계부채 증가세가 지속²⁾됨에 따라 코로나19 위기에 대응하여 이례적으로 완화하였던 통화정책의 정상화를 좀더 이른 시점에 시작하는 것이 바람직하다고 판단했기 때문이었다.

가계부채를 고려해 다른 중앙은행보다 먼저 금리인상을 시작한 것이 결과적으로는 인플레이션 관리에 도움이 되었고 2022년 이후 주요국의 가파른 금리인상 국면에서 한국은행은 주요국보다는 점진적으로 인상할 수 있는 여지를 만들어 주었다.

2. 물가안정을 위한 정책대응 강화

2022년 2월 이후에는 공급충격의 영향으로 물가 상승률이 빠른 속도로 높아짐에 따라 한국은행도 물가안정을 위한 정책 대응을 강화하였다.

러시아·우크라이나 전쟁이 발발한 2022년 2월 이후 국제유가가 급등하고 주요국의 인플레이션이 8~10% 수준까지 높아졌으며 이에 영향받아 한국의 물가 상승률도 6%대까지 빠른 속도로 높아졌다. 근원인플레이션과 단기 기대인플레이션도 4%대로 상승함에 따라 물가에 대한 우려가 커졌으며 고물가 고착을 막기 위한 보다 강한 정책 대응이 요구되었다. 이에 따라 한국은행은 2022년 7월 사상 처음³⁾으로 소위 빅스

2) 주택가격은 한국부동산원의 공동주택 실거래가 기준으로 2020년 14.5% 상승한 데 이어 2021년에는 16.3%로 상승폭이 확대되었으며 가계대출도 2020년 128.7조 원(GDP대비 6.6%) 늘어난 데 이어 2021년 123.5조 원 증가(GDP대비 5.9%)하는 등 큰 폭의 증가세를 지속하였다.

3) 과거 한국은행이 정책금리를 50bp 이상 인하한 사례는 6차례가 있지만, 50bp 이상 인상한 것은 2022년 7월이 처음이었다.

텟, 즉 정책금리를 50bp 인상하는 등 2022년 4월에서 8월까지 총 125bp, 수준으로는 2.5%까지 인상하였다.

3. 환율 상승에 대응한 두 번째 빅스텝

2022년 10월에는 예상 밖 환율 상승에 대응하여 7월에 이어 두 번째로 빅스텝 인상(+50bp)을 결정하였다.

5%대의 물가 오름세가 지속되는 가운데 8월말 잭슨홀 미팅과 9월 FOMC 회의를 거치면서 미 연준의 긴축기조가 당초 예상보다 크게 강화되었고 이로 인해 원/달러 환율이 가파르게 상승하였다. 환율 상승은 이미 높은 물가 상승 압력을 추가로 높이고 자본유출 압력을 증대시키는 요인으로도 작용하기 때문에 정책 대응 강도를 높일 필요가 있다고 판단하였다. 이에 따라 외환시장 개입 등을 통해 환율 변동성을 완화하는 한편 정책금리도 25bp가 아닌 50bp 인상하여 3.0%까지 높였다.

4. 물가와 금융불안에 분리 대응

2022년말에는 외환시장 불안이 다소 완화되었지만 부동산 프로젝트 파이낸싱(이하 PF)을 중심으로 단기금융시장 불안이 발생함에 따라 단기 유동성 공급을 통해 시장 불안에 대응하는 가운데 물가안정을 위한 정책금리 인상을 지속하였다.

당시 금융불안은 빠른 금리인상과 주택경기 위축으로 부동산 관련 자금시장의 신용경계감이 높아진 상황에서 지역개발사업에 대한 지자체의 채무불이행 사태⁴⁾가 발생하면서 부동산 PF 시장의 불안이 촉발되었고 이에 따른 불안심리가 기업어음(이하 CP) 및 회사채 시장으로 빠르게 전이되면서 나타났다.

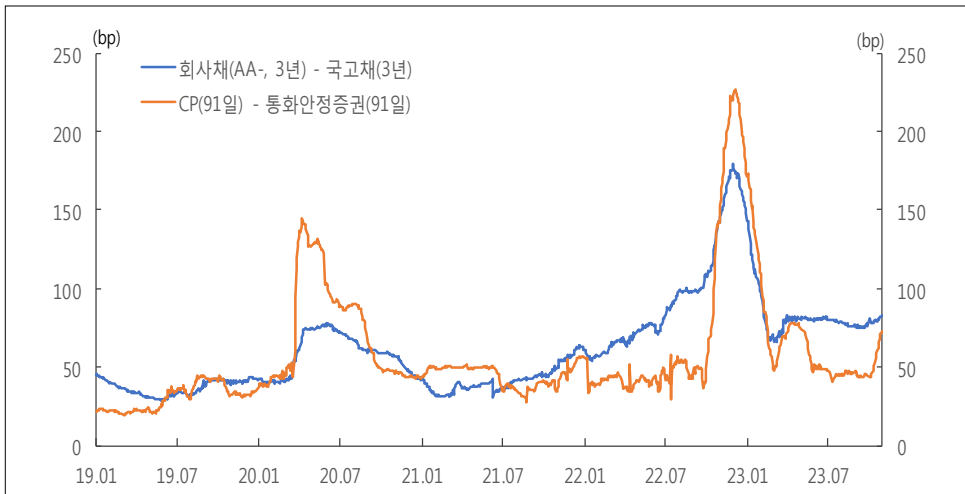
한국은행은 시장금리가 정책 의도보다 크게 높아지고 채권발행도 위축됨에 따라 통화정책 파급경로의 원활한 작동을 위해서는 리스크 프리미엄을 낮출 필요가 있다고 판단하였고, 이에 따라 대출 적격담보 및 공개시장운용 대상증권 확대, 환매조건부채권(이하 RP) 매입 등의 유동성 공급 조치를 실시⁵⁾하였다. 이러한 안정화 조치에 영

4) 2022년 9월 28일 강원도가 강원중도개발공사의 기업회생 신청을 결정함에 따라 동 공사의 대출채권을 기초로 발행된 A1 등급의 레고랜드 PF-ABCP 2,050억원이 9월 29일 미상환되었다. 강원도는 동 사태의 파장이 커짐에 따라 10월 11일 보증채무 이행을 약속하였고 12월 15일 2,050억원을 최종 상환하였다.

향받아 금융시장 불안은 점차 안정되었다.

한국은행은 금융불안에 시장안정화 조치로 대응하는 가운데 정책금리는 2022년 11월과 2023년 1월에 25bp씩 추가 인상하는 등 높은 물가 오름세에 대응한 통화긴축도 지속하였다. 이에 따라 정책금리는 중립금리 추정 범위⁶⁾에 비추어볼 때 긴축적인 수준인 3.5%로 높아졌다.

〈그림 2〉 한국의 신용스프레드



자료: 한국은행, 금융투자협회.

5. 추가 인상 필요성을 점검하면서 긴축기조를 지속

2023년 2월 이후에는 변화된 대내외 여건을 고려하여 정책금리를 3.5%에서 유지하여 운용하면서 추가 인상 필요성을 판단해 나가고 있다.

우선 대내적으로는 정책금리가 긴축적인 수준으로 높아진 가운데 2023년 7월까지만 해도 물가 상승률이 한국은행이 예상한 대로 기초적인 둔화 흐름을 이어갔다. 경기는 상반기까지 부진한 흐름을 나타내었고 금융안정 측면에서는 금융시장 불안이 완화되고 있었지만 부동산 시장에 대한 경착륙 우려가 해소된 상황은 아니었다. 대외적

5) 정부도 시장 안정을 위해 채권시장안정펀드 가동, 정책금융기관 회사채·CP 매입프로그램 운영, 부동산 PF사업장 보증 지원 등을 실시하였다.

6) 신인석·강현주(2022), 이동진·함준호(2021), 최순영 등(2021), 조성훈(2020) 등 한국의 중립금리 관련 주요 실증연구 결과들을 살펴보면 대체로 2~3% 수준으로 추정하고 있다.

으로는 미 연준이 금리인상 속도를 조절하면서 외환부문의 변동성이 완화되었고 국제 유가도 상반기까지는 안정적인 흐름을 보이고 있었다. 이러한 정책 여건을 고려할 때 그간의 300bp 인상의 파급효과를 점검하면서 정책금리 추가 인상 필요성을 결정해 나가는 것이 적절하다고 판단하였다.

다만 2023년 8월 이후에는 정책 여건의 불확실성이 다시 확대되면서 향후 통화정책 운용과 관련한 고민도 깊어졌다. 우선 7월중 2.3%까지 낮아졌던 소비자물가 상승률이 9~10월에는 국제유가 상승과 기상여건 악화 등에 영향받아 당초 예상을 상회하는 3%대 후반으로 높아졌다. 게다가 최근에는 미 연준이 고금리 장기화를 시사하고 이스라엘·하마스 사태도 발생하면서 향후 물가와 성장 전망경로, 외환부문 리스크 등과 관련한 불확실성이 다시 높아지기 시작했다.

금융안정 측면에서는 큰 폭의 정책금리 인상에도 불구하고 2022년말과 2023년초에 시행된 부동산 시장 안정화 대책의 영향으로 주택가격 하락 폭이 15% 정도에 그치고 PF 시장의 리스크도 완화된 등 부동산 시장의 연착륙 가능성이 높아졌다. 하지만 다른 한편으로는 정책금리가 3.5% 수준에서 유지되는 가운데 거시건전성 규제들이 일부 완화되면서 3/4분기 들어 가계대출이 다시 증가하기 시작했고 수도권을 중심으로 주택가격 상승 기대도 높아지는 부작용이 나타났다. 이에 정부는 거시건전성 규제 강화를 추진하고 있으며 앞으로의 통화정책 운용에 있어서도 가계부채 문제가 중요한 고려요인으로 부각되고 있는 상황이다.

Ⅲ. 정책 대응 과정에서의 시사점

이러한 정책 대응 과정에서 한국은행이 얻은 교훈도 적지 않다. 특히, 이 중에서 주요국과 차별화되는 특징인 중앙은행과 정부 간 정책 공조, 노동시장 여건, 환율 상승 대응, 금융안정을 위한 정책 대응 및 제도 개선, 정책 커뮤니케이션 등의 측면에서 얻은 교훈을 여섯 가지로 정리해 보았다.

1. 중앙은행과 정부 간 정책 공조의 중요성

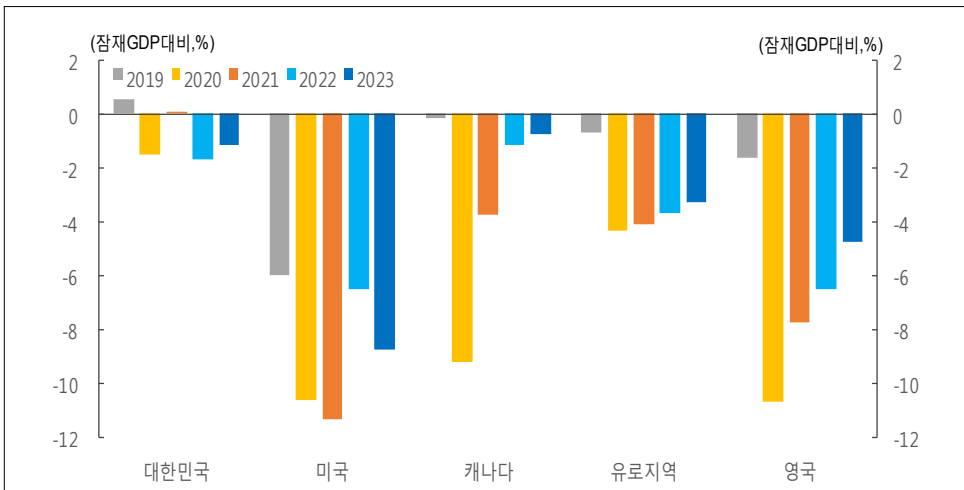
첫 번째는 중앙은행과 정부 간 정책 공조의 중요성이다.

금번 높은 인플레이션의 특징중 하나는 국제유가 충격에 환율 상승이 더해지면서 국내 인플레이션 압력이 가중되었다는 점이다. 과거에는 통상 국제유가와 미 달러화

가 역의 관계를 보이면서 국내 물가 영향을 상쇄시켰는데, 이번에는 두 변수가 모두 강세를 나타내었기 때문에 물가 상승 압력이 더 커졌다.

이에 따라 물가 대응에 있어 통화뿐 아니라 재정의 역할도 중요했는데 한국은 주요 선진국과 달리 정부가 건전재정 기조하에 재정을 긴축적으로 운용하면서 물가안정을 위한 통화·재정 간 정책공조가 잘 이뤄졌다. 미국과 한국의 2023년 재정 상황을 비교해보면, 우선 재정지출 증가율이 미국은 전년 대비 +6% 수준인 반면 한국은 -6% 수준이며, 경기조정 재정수지 적자의 경우 미국은 GDP대비 -8~9%로 여전히 적자 폭이 큰 반면 한국은 -1% 수준으로 추정되고 있다.

〈그림 3〉 주요국의 재정수지¹⁾



주: 1) 경기조정 재정수지 기준.

자료: IMF.

이처럼 정부는 재정 총량을 긴축적으로 운용하는 가운데 미시적으로는 세제지원 등⁷⁾을 통해 국제유가·환율 충격의 국내 에너지 물가 파급 영향을 완화시켰다. 이로 인해 한국의 2021~22년중 CPI 에너지가격 상승률은 26.5%로 미국(51.4%), 유로지역(54.5%) 등보다 크게 낮았다. 이러한 원활한 정책 공조가 한국의 물가 상승률이 주요국보다 정점이 낮고 상대적으로 이른 시점에 정점에서 내려오는데(peak-out) 상

7) 정부의 유류세를 인하('21. 11~'22. 4월 △20% → '22. 5~6월 △30% → '22. 7~12월 △37%), 커피 생두에 대한 수입부가가치세 및 가공 양념류에 대한 부가가치세 한시적 면제('22. 7~12월, 10% → 0%) 등의 정책이 이에 해당된다.

당히 기여한 것으로 판단된다.

참고로 한국은 정부 주도하에 기획재정부, 한국은행, 금융위원회, 금융감독원 등 4개 기관이 일주일에 한 번씩 만나 경제·금융 상황에 대한 정보를 공유하고 있는데, 이러한 정기적인 소통 채널은 각 기관이 고유의 정책을 독립적으로 운용하는 가운데 금융안정 등 필요한 부문에 대한 정책 공조가 신속하고 효과적으로 이뤄질 수 있도록 하는 데 중요한 역할을 하고 있다.

2. 노동시장도 한국의 물가 상승률이 주요국보다 낮았던 한 요인⁸⁾

두 번째는 노동시장의 차이도 한국의 물가 상승률이 주요국에 비해 낮았던 주요 요인 중 하나였다는 점이다.

노동수요는 팬데믹 이후 경제활동이 정상화되면서 한국과 주요국에서 모두 공통되게 빠르게 회복되었지만 노동공급은 차별화되는 모습을 보였다. 미국은 대퇴사(great resignation), 이민 감소 등 구조적 요인이 영향을 미치면서 노동공급이 매우 더디게 회복된 반면 한국은 성공적인 방역조치로 팬데믹 기간중의 노동공급 감소가 상대적으로 적었던 데다 방역조치 완화 이후에는 고령층과 여성의 경제활동이 늘어나면서 노동공급이 빠르게 회복되었다.

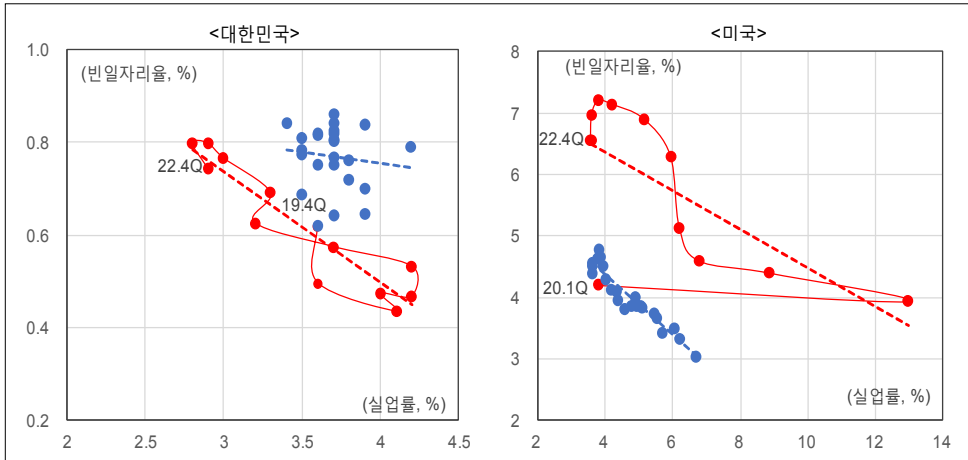
이러한 차이는 두 국가의 베버리지 곡선을 비교해보면 더 뚜렷하게 관찰되는데, 미국의 경우 팬데믹 이후 빈일자리율이 크게 높아지면서 베버리지 곡선이 상향 이동한 반면 한국은 오히려 하향 이동하였다. 노동시장의 긴장도(tightness) 차이는 두 국가 간의 임금상승률과 서비스물가 상승률 차이로 이어졌다. 시간당 임금상승률을 보면 한국은 2022년중 4.7%에서 2023년 상반기에는 1.9%로 크게 낮아진 반면 미국은 각각 6.4% 및 5.0%로 높은 수준이 지속되었고, 임금에 크게 영향받는 개인서비스물가 상승률을 보더라도 한국은 2022년 10월 6.4%까지 높아졌다가 최근에는 4.2%까지 낮아진 반면 미국은 2023년 2월 10.1%까지 높아졌으며 9월에도 7%를 상회하고 있다.

현재 한국의 노동시장은 수요에 비해 공급이 부족하지 않은 상황이지만 중장기적으로는 빠른 고령화에 따른 공급감소 우려가 존재한다. 따라서 앞으로 고용 수준, 경제

8) 동 부분은 한국 노동시장의 특징을 서술하고 있지만 국내 노동시장의 특징이 팬데믹 기간중 국내 물가 상승률이 주요국보다 낮았던 주요 요인 중 하나로 작용했고 앞으로 비슷한 상황이 발생할 경우에 있어 정책 운용에 시사점을 제공할 수 있기 때문에 III장에서 함께 서술하였다.

활동참가율 등 노동시장 관련 지표를 토대로 경기 상황을 판단할 때는 인구구조 변화와 같은 구조적 요인과 경기적 요인을 잘 구분하여 분석해야 할 필요가 생겼다.

〈그림 4〉 한국 및 미국의 베버리지 곡선¹⁾



주: 1) 파란색 점은 팬데믹 이전 (2014~2019년), 빨간점은 팬데믹 이후를 나타냄.

자료: 통계청, 고용노동부, BLS.

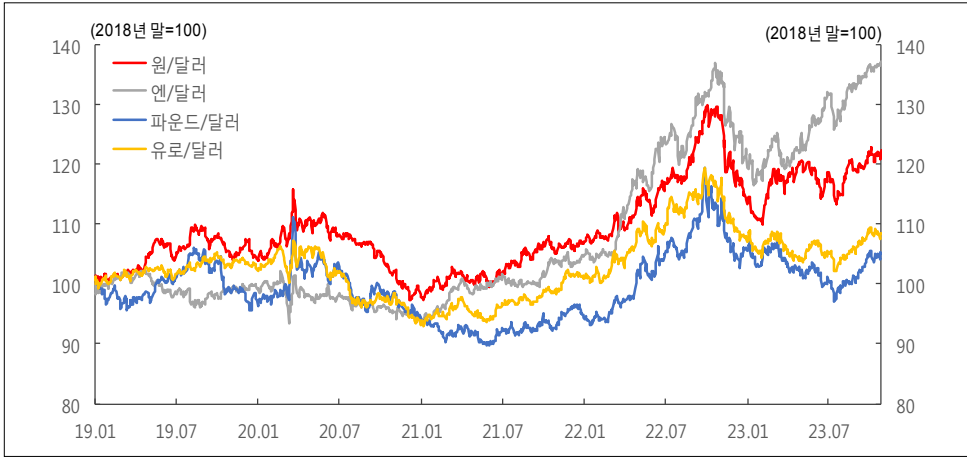
3. 환율 상승에 과거보다 유연하게 대응

세 번째는 금변 인플레이션 대응 과정에서는 한국은행과 정부가 환율 상승에 대해 과거보다 유연하게 대응할 수 있었다는 점이다.

이는 통화가치 절하가 주요국 대부분에서 나타난 공통적인 현상이었던 데다 4천억 달러를 상회하는 외환보유액 수준과 국내 외환시장의 구조적 변화로 환율 상승을 용인할 수 있는 여지가 과거보다 커졌기 때문이다. 한국의 외환시장은 글로벌 금융위기 이후 자본 흐름을 주도하는 상품 구성과 주체가 크게 변화했는데, 상품 구성은 차입에서 증권투자 중심으로 바뀌었고, 거래 주체는 비거주자에서 거주자 중심으로 변화했다. 특히 증권투자를 포함한 거주자의 해외투자가 크게 늘어나면서 한국은 순대외채권국이 되었고⁹⁾ 그 결과 환율 상승 충격에 대한 국내 금융기관의 흡수 능력도 개선되었다.

9) 한국의 해외 증권투자 규모는 2000년 55.3억 달러에서 2022년 7,399.2억 달러로 증가하였으며 순대외금융자산은 2000년 △364.5억 달러에서 2022년 7,713.4억 달러로 증가하였다.

〈그림 5〉 주요국 환율



자료: Bloomberg.

다만 외환시장의 변동성이 크게 확대되는 경우에는 경제 전반의 불확실성이 커질 수 있기 때문에 외환시장 개입, 금리인상 등의 적절한 정책조합을 통해 변동성을 완화시켰다. 한국은 미국뿐 아니라 세계 경제의 또 다른 큰 축인 중국과 일본과 지리적으로 인접해 있고 교역 비중도 높아 원화가 미 달러화와 함께 위안화와 엔화 움직임에도 크게 영향받는 특징이 있다. 또한 한국의 외환파생상품 시장은 규모가 작고 단기상품 거래 비중이 높기 때문에 환율 상승 속도가 빨라질 경우 파생상품과 헷징 거래의 마진콜을 촉발하고 이로 인해 환율 상승압력이 더욱 확대되는 악순환이 발생할 수 있는 구조적 문제가 있다.

2022년 9~10월에는 이러한 요인들이 중첩되어 영향을 미치면서 원화가 빠르게 절하되었고, 이에 한국은행은 외환시장 개입, 정책금리의 빅스텝(+50bp) 인상 등을 통해 환율의 상승 속도를 조절하였다. 이러한 정책 대응의 배경에는 1997년 외환위기 트라우마로 인해 빠른 환율 상승이 경제 전반의 심리 위축으로 이어질 수 있다는 우려도 작용했다.

4. 금융안정을 고려한 통화정책 운용

네 번째는 급격한 금리 인상기에는 예상치 못한 금융불안이 발생할 수 있기 때문에 금융안정을 고려하면서 통화정책을 운용할 필요가 있다는 점이다.

미국에서는 실리콘밸리은행(이하 SVB) 파산으로 중소형은행 불안이 나타났었는

데, 한국에서는 2022년말 부동산 PF 시장을 중심으로 불안이 발생했다. 당시 한국은 초저금리 하에서 누증된 레버리지 투자로 인해 금리 인상에 따른 금융안정 리스크가 높아지고 있었고, 특히 80% 정도에 이르는 가계부채의 높은 변동금리 비중으로 인해 정책금리 300bp 인상의 금융안정 영향도 미 연준의 500bp 인상에 못지 않은 상황이었다. 이러한 상황에서 한 지자체가 부동산 PF에 대한 채무불이행을 선언함에 따라 부동산 관련 자금시장의 불안이 촉발되었고 불안심리가 CP와 회사채 시장으로도 전이되었다.

한국은행은 인플레이션에 대응한 통화긴축을 지속하고 있던 상황이었지만 물가안정뿐 아니라 금융안정에도 유의해야 하는 중앙은행으로서 이에 대한 유동성 지원 조치가 불가피했다.¹⁰⁾ 대출적격담보 및 공개시장운용 대상증권 확대, RP매입 등의 조치를 시행했는데, 거시적인 통화긴축 기조와 배치되지 않는 한시적이고 부분적인 조치들이었으며 증권사와의 RP거래는 적격담보 하에 시장보다 높은 금리로 지원했다는 점에서 배젓의 원칙(Bagehot's dictum)에도 부합하는 조치였다.

〈표 1〉 한국은행의 단기금융시장 안정화 조치

| 조치 | 주요 내용 |
|--|---|
| 대출 적격담보 및 RP매매 대상증권 (기존) 국고채 · 통안증권 · 정부보증채 · 주금공MBS · 확대 (22. 11월-23. 7월) | 특수은행채 → (추가) 은행채, 9개 공공기관 발행채권 |
| 차액결제이행용 담보증권 제공비율 인상 유보 | 70%에서 80%로의 인상 계획을 2차례 연기 (2023. 2월 → 2023. 5월 → 2023. 8월) |
| 한시적 RP매입 실시 (22. 11월-23. 6월) | 증권사, 증권금융 등에 대해 총 8회 및 13.2조원 규모 매입 실시 |
| 채권시장안정펀드 출자기관 대상 RP매입 (22. 12월-23. 7월) | 총 3회 2.2천억 규모 매입 실시 |

자료: 한국은행.

이 과정에서 한국은행은 물가에 대응한 금리인상도 지속하였는데 이러한 분리 대응을 사후적으로 보면 물가 상승률은 기초적인 둔화 흐름을 이어가고 있고 부동산 시장의 연착륙 가능성도 높아진 만큼 물가안정과 금융안정 측면에서 모두 소기의 성과를

10) 2023년 3월 파월 의장은 FOMC 회의 직후 통화정책은 거시경제에 초점을 맞추고 있으며 (focused on) 은행 상황에 대해서는 대출제도 등 금융안정 수단으로 대응하고 있다고 발언하였고, 라가드 총재도 정책결정회의 기자간담회에서 물가안정과 금융안정은 상충(trade-off) 되지 않으며 양자를 달성하기 위해서는 서로 다른 수단을 사용해야 한다고 언급하였다.

나타내고 있다고 평가할 수 있다.

다만 최근 부동산 시장 연착륙 과정에서 다시 주택가격 상승 기대가 형성되고 가계 부채 증가세가 확대된 점은 우려되는 부분이다. 한국의 GDP대비 가계부채비율은 이미 크게 높은 수준이고 부동산 시장과도 밀접하게 연계되어 있기 때문에 앞으로 더 높아진다면 한국 경제에 큰 불안요인으로 작용할 수 있다. 따라서 한국은행과 정부는 가계부채비율이 지금부터 중장기에 걸쳐 꾸준히 낮아질 수 있도록 일관성 있게 정책을 추진해나갈 예정이다.

5. 금융안정 기능 강화를 위한 대출제도 개선 필요성

다섯 번째는 미국 SVB 사태로 인해 금융안정 기능 강화를 위한 대출제도의 개선 필요성이 증대되었다는 점이다.

SVB 사태를 보면 과거보다 예금인출이 상당히 빠른 속도로 진행되었는데, 디지털 뱅킹이 발달한 한국에서는 그 속도가 더 빨라질 수 있기 때문에 한국은행도 이에 대해 상당한 경각심을 갖게 되었다. 또한 미 연준이 재할인창구(discount window)를 적극적으로 활용해 유동성을 신속하고 풍부하게 제공함으로써 SVB 사태가 중소형은행 전반으로 전이되는 것을 억제한 것도 한국은행에게 중요한 교훈이었다.

사실 한국은행도 미 연준의 재할인창구에 해당하는 자금조정대출이 있지만 금융기관의 활용도는 크게 낮았다. 이는 가산금리가 높고 적격담보도 국채와 같은 고유동성 증권으로 한정되어 있었던 데다, 낮은 활용도가 낙인효과에 대한 우려를 키우면서 은행들이 이용을 더 꺼리게 만들었기 때문이었다. 이러한 가운데 발생한 미국의 SVB 사태는 유사 시에 유동성이 신속하고 충분히 공급될 수 있도록 대출제도를 개선할 필요가 있다는 점을 재확인시켜 주었다.

이러한 점을 고려하여 한국은행은 2023년 7월 자금조정대출제도를 개편하였다. 가산금리를 1%p에서 0.5%p로 낮추었고 적격담보를 국채 중심에서 은행채와 우량 회사채까지 확대하였으며 기본 만기도 최대 3개월까지 늘렸다. 이러한 개편은 상시대출제도의 은행 접근성을 크게 높임으로써 동 제도의 금융안정기능 강화에 기여할 것으로 기대된다. 또한 적격담보와 관련해서 주요국 사례를 참고하여 대출채권도 추가하는 방안을 추진하고 있다. 한국 금융기관은 자산의 70~80%를 대출로 운용하고 있기 때문에 대출채권이 적격담보로 포함될 경우에는 유사 시에 유동성을 적기에 충분히 공급받을 수 있고 유가증권 투매에 따른 금융시장 불안도 방지할 수 있을 것으로 생

각된다. 아울러 비은행부문의 비중과 역할이 과거보다 크게 증대된 만큼 비상상황 발생 시에 중앙은행이 비은행부문에 유동성을 적절히 공급할 수 있는 방안에도 대해서도 중장기적으로 검토해나갈 것이다.

〈표 2〉 한국은행의 대출제도 개편

| 대출제도 | 주요 내용 |
|---------------------|--|
| 상시대출제도 | 대출금리 인하 (기준금리+100bp → 기준금리+50bp) |
| | 적격담보 범위 확대 ¹⁾ (은행채, 지방채, 우량 회사채 등 포함) |
| | 대출만기 연장 가능 기간 확대 (최대 1개월 → 최대 3개월) |
| 적격담보에 은행 대출채권 포함 추진 | 법적·실무적 이슈 검토, 제도 개선, 전산시스템 구축 등을 추진중 |

주: 1) 확대된 적격담보 범위는 일중당좌대출, 금융중개지원대출 및 차액결제이행용 적격담보에도 동일하게 적용.

자료: 한국은행.

6. 커뮤니케이션 강화를 통한 기대 관리의 중요성

마지막으로 여섯 번째는 정책 커뮤니케이션 강화를 통한 기대인플레이션 관리의 중요성이다.

과거에 한국은행은 향후 정책 방향에 대해서는 전략적 모호성을 유지해왔었다. 하지만 2022년에는 5~6% 수준의 높은 물가 오름세가 이어지고 고물가 고착에 대한 우려도 커짐에 따라 전략적 모호성을 유지하기보다는 정책 운용의 투명성 제고와 커뮤니케이션 강화를 통한 기대인플레이션 관리의 중요성이 커졌다.

이에 따라 한국은행도 2022년 10월부터 금통위원들의 ‘향후 3개월내 정책금리 전망’¹¹⁾을 제시함으로써 향후 통화정책 운용방향에 대한 커뮤니케이션을 강화하였다.

11) 통화정책방향 결정회의 후 개최되는 기자간담회에서 총 7명의 금통위원중 총재를 제외한 6명의 견해를 제시하고 있다.

향후 3개월내 정책금리 수준 전망

| | 2022. 10월 | 11월 | 2023. 1월 ¹⁾ | 2월 ¹⁾ | 4월 ¹⁾ | 5·7·8월 ¹⁾ | 10월 |
|---------------------|-----------|-----|------------------------|------------------|------------------|----------------------|-----------------|
| 3.25% | 2 | 1 | — | — | — | — | 1 ²⁾ |
| 3.50% | 4 | 3 | 3 | 1 | 1 | 0 | |
| 3.75% ¹⁾ | — | 2 | 3 | 5 | 5 | 6 | |

주: 1) ‘3.75%로 인상할 가능성을 열어둘 필요가 있다’는 의견.

2) 올릴 수도 있고 내릴 수도 있는 정책의 유연성을 가져야한다는 의견.

대내외 정책 여건의 불확실성이 높은 상황이긴 했지만 전제조건과 그에 따른 정책 방향을 제시해 주는 것이 금융시장의 변동성을 줄이고 정책 효과도 제고함으로써 기대 인플레이션 안정에 도움이 될 것이라고 판단했기 때문이다. 시장에서도 대체로 과거와 달리 정책 방향이 정량적으로 전달되면서 정책금리 및 인플레이션 기대 관리에 도움이 된 것으로 평가하고 있다.

이런 점을 감안하면 중장기적으로 향후 정책 방향에 대한 커뮤니케이션을 계속 강화해 나갈 필요가 있다고 판단된다. 다만 한국은 대외요인을 통제하기 어려운 소규모 개방경제적 특성이 존재하기 때문에 이러한 현실적 제약을 감안하면서 시장과 경제주체들에게 과거보다 좀더 구체적인 정보를 어떤 수단과 방법을 통해 전달해 나갈지에 대해 많은 논의를 하고 있는 중이다.

IV. 마무리

한국은행은 그간의 정책 운용을 통해 많은 교훈을 얻었으며 물가안정과 금융안정 측면에서 모두 소기의 성과도 나타내고 있다.

한국은행의 통화긴축 정도가 주요 선진국에 비해 약하다는 의견도 일부 있는데, 명목 정책금리는 주요 선진국보다 낮지만 물가 상승률을 고려한 실질정책금리를 보면 한국의 통화긴축 강도가 결코 약한 것이 아니다.¹²⁾ 한국은행은 국내 물가 여건에 맞추어 금리를 최대한 빠르게 인상하였으며 이러한 통화긴축에 힘입어 물가 상승률도 기조적인 둔화 흐름을 이어가고 있다.

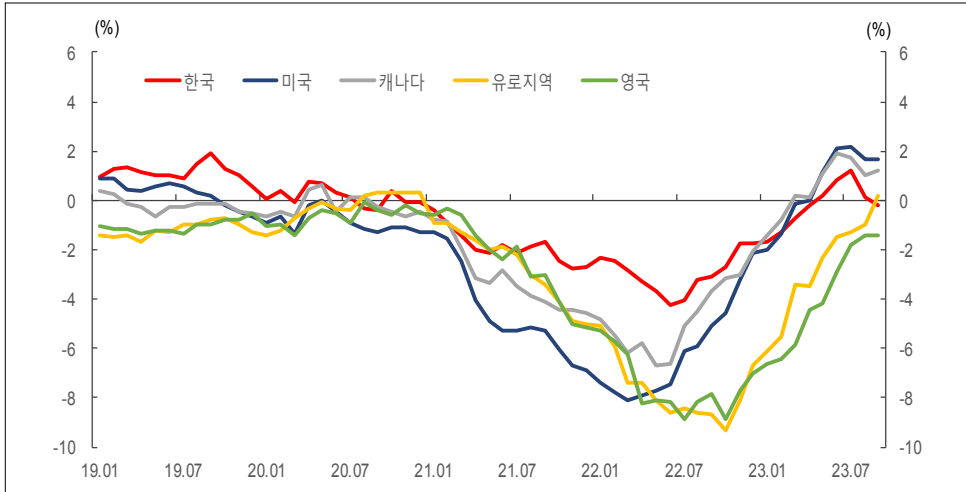
금융안정 측면에서도 한시적이고 선별적인 유동성 공급 조치를 통해 빠른 통화긴축 과정에서 나타나는 부분적인 금융불안이 금융시스템 전체로 전이되지 않도록 관리하였다. 2022년 말에는 PF 시장이 크게 위축되고 부동산 시장 경착륙에 대한 우려도

12) 주요국의 실질정책금리 수준을 비교해보면 2022년 하반기 기준으로는 주요국중 한국이 가장 높으며, 2023년 1-9월 기준으로 보더라도 미국, 캐나다 등을 제외한 주요국 대부분보다 한국이 높은 편이다. 한편 한국은 실질정책금리의 마이너스(-) 폭이 주요국보다 작았기 때문에 플러스(+)로 인상되는 속도도 주요국에 비해서는 완만하였다. 하지만 실질정책금리가 플러스(+) 수준으로 전환되는 시기는 한국(23.5월)이 캐나다(23.3월), 미국(23.5월) 등과 함께 가장 빠른 편이었다.

| 실질정책금리(%) | 한국 | 미국 | 캐나다 | 유로지역 | 영국 | 호주 | 뉴질랜드 |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|
| 2022년 하반기 | -2.8 | -4.5 | -3.6 | -8.3 | -8.1 | -5.1 | -3.8 |
| 2023년 1-9월중 | -0.2 | 0.6 | 0.6 | -2.7 | -3.9 | -1.6 | -0.9 |

켰었는데 지금은 부동산 시장의 연착륙 가능성이 높아졌으며 이에 따라 PF 시장의 질서있는 조정을 도모할 수 있게 되었다.

〈그림 6〉 주요국의 실질정책금리¹⁾



주: 1) 실질정책금리는 명목정책금리에서 소비자물가 상승률을 차감.

자료: 각국 중앙은행 및 통계청.

하지만 아직 가야 할 길이 먼 것도 사실이다. 2023년 8월 이후 국제유가가 큰 폭으로 상승하면서 국내 소비자물가 상승률의 둔화 속도가 당초 예상했던 것보다 완만해질 가능성이 커졌고, 10월 들어 발생한 이스라엘·하마스 사태로 인해 물가 전망경로의 불확실성도 크게 증대되었다. 이에 따라 향후 통화정책 운용방향을 판단해 나가는 데 있어서도 최근의 물가 여건 변화가 기대인플레이션이나 기조적인 물가 흐름에 어떤 영향을 미칠지가 중요해졌다.

다만 2022년에는 정책 변수들간의 상충이 크지 않아서 물가안정에만 집중해서 정책금리를 긴축적인 수준으로 빠르게 인상해 나갈 수 있었지만, 지금은 정책금리가 긴축적인 수준으로 높아져 있고 정책 변수들간의 상충도 상당히 커져 있기 때문에, 이러한 점들을 잘 고려하면서 통화정책을 정교하게 운용해 나가야 하는 어려운 과제가 앞에 놓여 있는 상황이다.

〈표 3〉 포스트 팬데믹 통화정책 운용 현황

| 정책 | 주요 내용 |
|--|--|
| 정책금리 인상 | 2021년 8월부터 2023년 1월까지 총 10 차례*에 걸쳐 0.5% → 3.5%로 300bp 인상 * 2021년 8·11월, 2022년 1·4·5·7·8·10·11월 및 2023년 1월, 이 중 2022년 7·10월에는 50bp 인상 |
| 금융중개지원대출 ¹⁾ 금리 인상 및 금액 축소 | 대출금리를 2022년 4월부터 2023년 1월까지 총 7 차례*에 걸쳐 0.25% → 2.0%**로 175bp 인상 * 2022년 4·5·7·8·10·11월 및 2023년 1월 ** 코로나19 피해기업, 소상공인 지원 프로그램 대출금리는 0.25%에서 유지 대출금액 39.6조원 → 26.5조원으로 축소* * 코로나19 피해기업, 소상공인 지원 종료(23.10월)에 주로 기인 |
| 시장안정화 조치 및 특별대출제도 순차적 종료 | 2020년 7월 전액공급방식 RP 매입 종료 2021년 2월 금융안정특별대출제도 운용 종료 2021년 3월 대출 적격담보 및 공개시장운영 대상증권 확대 조치 종료 2021년 7월 「회사채·CP 매입기구(SPV)」에 대한 추가 대출 종료 |

주: 1) 한국은행이 일정 한도 내에서 금융기관에 중소기업 대출 실적 등에 따라 저리 자금을 지원하는 대출 제도.

자료: 한국은행.

■ 참 고 문 헌

1. 김혜림·홍준유·지성민·김현옥·송은영·최성우, “최근 단기금융·채권 시장 불안의 파급과 정 및 현 상황 평가,” 『통화신용정책보고서(2022.12)』, 한국은행, 2022, pp.27-32.
2. 도경탁·이승훈, “현 통화정책 기조 평가 및 주요 리스크 점검,” 『통화신용정책보고서(2023.6)』, 한국은행, 2023, pp.47-57.
3. 신인석·강현주, “한국 통화정책의 최근 기조 평가 및 쟁점,” 『한국경제포럼』, 제14권, 제4호, 2022, pp.25-55.
4. 오삼일·이종하·배기원, “베버리지 곡선을 통한 노동시장 평가: 미국과의 비교를 중심으로,” 한국은행 이슈노트, 제2022-32호, 2022.
5. 이동진·함준호, “대내외 금융순환과 중기시계의 경기변동 위험: 통화정책 운영에 대한 시사점,” 『한국경제분석』, 제27권, 제1호, 2021, pp.1-64.
6. 이종원·이연하, “한국은행 대출제도 개편 내용 및 향후 계획,” 『통화신용정책보고서(2023.9)』, 한국은행, 2023, pp.42-45.
7. 정동재·김승갑, “우리나라 및 주요국 중앙은행의 빅스텝 인상 배경,” 『통화신용정책보고서(2022.9)』, 한국은행, 2022, pp.57-61.
8. 조성훈, “자연이자율, 잠재성장률과 장기 통화정책기조,” 『계량경제학보』, 제31권 제2호, 2020, pp.50-69.

9. 최순영 · 김종민 · 장근혁 · 강현주, “저금리 시대 전망 및 금융투자업 대응전략,” 자본시장연구원 연구보고서, 제2021-04호, 2021.
10. Laxton, D., and C. Rhee, “Lessons from Unconventional Monetary Policy for Small Open Economics and Emerging Markets,” Speech Delivered “Reassessing Constraints on the Economy and Policy,” A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, 27 August, 2022.
11. Rhee, C., “Korea’s Monetary Policy Amid an Accelerated Global Monetary Tightening,” Speech Delivered at the Peterson Institute for International Economics, Washington, 15 October, 2022.

The Bank of Korea's Policy Response during the High Inflation after COVID-19*

Young Hwan Park** · Chang Yong Rhee***

Abstract

Like other major economies, Korea was faced with unexpected high inflation after the pandemic. In response, the Bank of Korea continued its tightening stance in order to stabilize inflation, including the most rapid and substantial series of policy rate hikes in history, moving from 0.5% to 3.5%. Throughout this process, the BOK encountered various policy challenges, such as a sharp currency depreciation and financial stress, from which the bank gained many valuable insights including policy cooperation with the government, labor market conditions, responses to currency depreciation, policy measures for financial stability, institutional improvements for financial stability, and policy communication.

Key Words: monetary policy, inflation, macroeconomic policy

JEL Classification: E52, E31, E63

Received: March 5, 2024. Revised: April 12, 2024. Accepted: April 19, 2024.

* We are grateful to Mr. Mincheol Park and to Ms. Sooji Kim at the Bank of Korea for their contributions and assistance in preparing this paper. The descriptions and discussion here are confined to October 2023. The views expressed in this paper do not necessarily represent the official views of the Bank of Korea or its Monetary Policy Board. In addition, this paper was published in English in the "Monetary Policy Responses to the Post-Pandemic Inflation (CEPR, 2024. 2)"

** First Author, Head, Monetary Policy Affairs Team, The Bank of Korea, 39 Namdaemun-ro, Jung-gu, Seoul, 04531, Korea, Phone: +82-2-759-4461, e-mail: younghwan.park@bok.or.kr

*** First Author, Governor, The Bank of Korea, 39 Namdaemun-ro, Jung-gu, Seoul, 04531, Korea, Phone: +82-2-759-4001, e-mail: crhee@bok.or.kr