

2011년 물가상승 전망과 통화 환율정책 방향¹

2011. 3. 10

오정근²

¹ 본 논문은 한국경제학회 "상승하는 물가: 향후 전망과 대책" 정책세미나 2011년 3월 10일 (예금
보험공사 대강당) 주제발표 논문으로성된 것임

² 고려대 교수 e-mail: ojunggun@korea.ac.kr, Blog: <http://kr.blog.yahoo.com/joh0929/> Tel: 010-9802-3670

I. 서론

2008년 글로벌 금융위기로 2009년 중반 소비자물가상승률이 2% 초반으로 낮아지면서 한 때는 디플레이션을 우려하던 물가상승률이 다시 4% 수준까지 급등하면서 인플레이션에 대한 우려가 커지고 있다. 정부는 연이어 물가안정대책회의를 열고 대책들을 발표하고는 있지만 이번 물가상승이 주로 이상한파 구제역 등으로 인한 농축수산물 공급부족과 국제원유가격 상승으로 인한 수입원유가격 상승 등 공급과 비용요인에 따른 부분이 커서 별달리 유효한 대책들을 마련하지 못하고 있는 실정이다. 이런 가운데 최근 중동의 지정학적 위험 증대로 국제원유가격이 급등하면서 연초부터 물가상승이 우리경제에 커다란 부담으로 다가오고 있다.

이하에서는 최근의 물가상승 동향을 살펴보고 2011년의 물가는 어떻게 될 것인지 그리고 그 원인은 무엇인지를 실증분석을 통하여 살펴본 다음 이에 대응하기 위한 통화정책과 환율정책은 어떻게 운용하는 것이 바람직할 것인지를 실증분석을 통하여 검토해 보고자 한다.

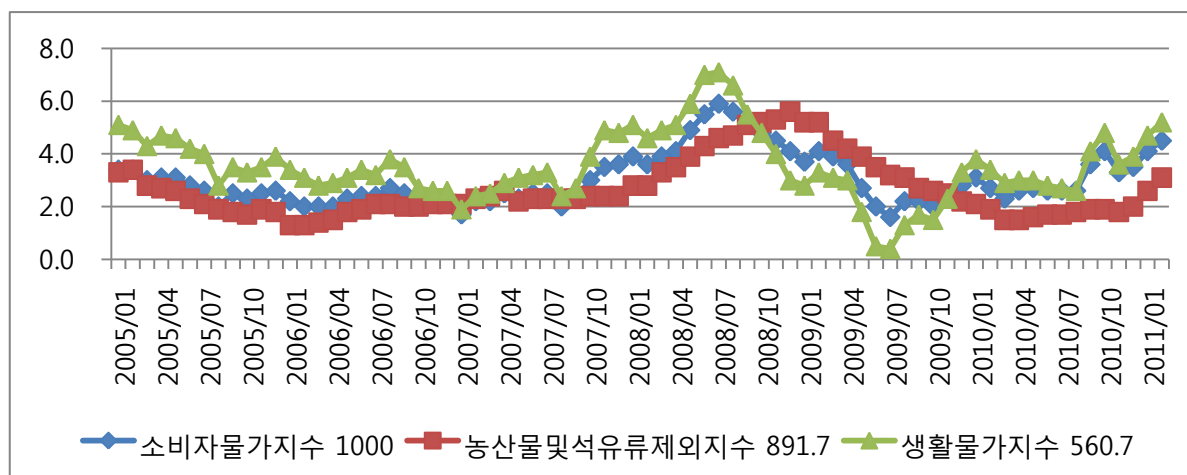
II. 최근 물가상승 동향

2011년 2월 소비자물가 상승률 (전년동월비)이 4.5%, 생활물가상승률은 5.2%를 기록하였다. 소비자물가 중에서는 가중치 14.0%를 차지하고 있는 식료품·비주류음료가격 상승률이 12.2%를 기록하여 전체적인 물가상승을 주도하였다 (기여도: $0.14 \times 12.2 = 1.71\%$). 따라서 식료품·비주류음료가격 상승부분을 제외하면 소비자물가는 2.8% 상승한 것이다. 다음으로는 가중치 10.9%를 차지하고 있는 교통비가 6.5% 상승하여 물가상승에 가세하였다 (기여도: $0.109 \times 6.6 = 0.72\%$). 이 두 항목의 상승기여도 합이 2.43%로서 이를 제외한 소비자물가상승률은 2.07%에 그치고 있다.

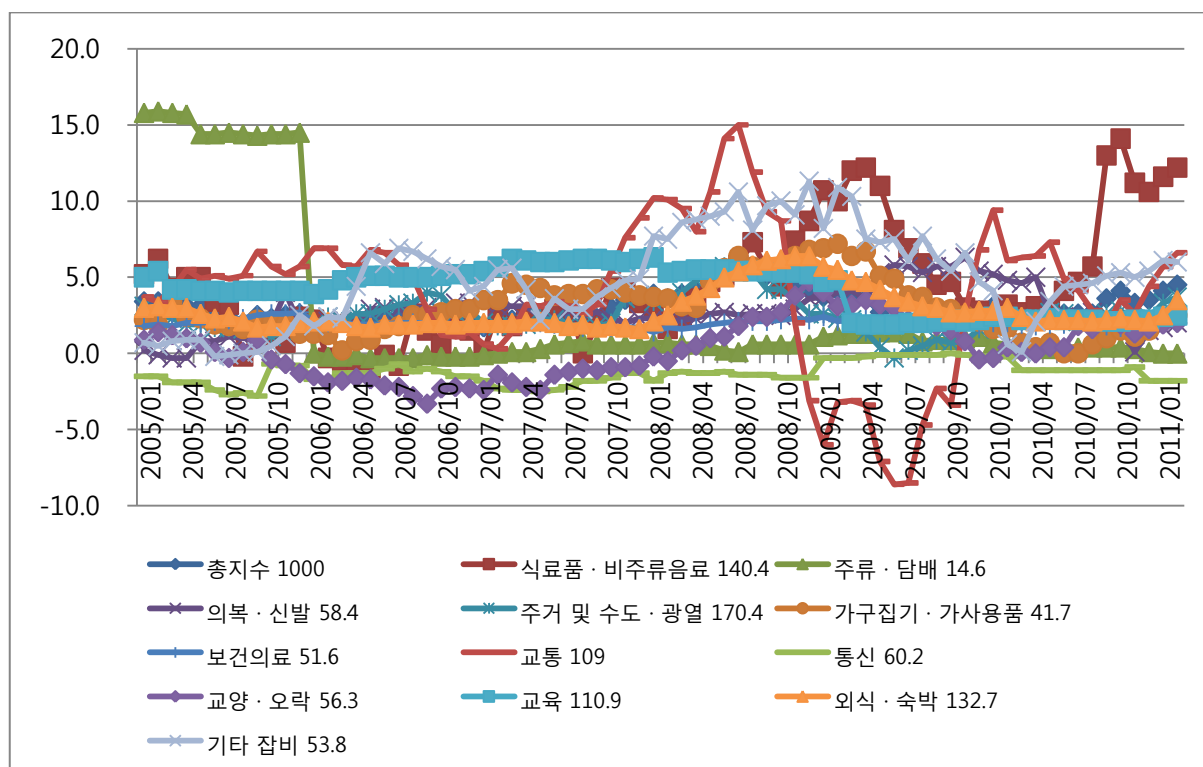
비주류음료 중에서는 과일 (기여도 $0.0173 \times 30.1 = 0.521\%$) 채소해조류 (기여도 $0.0192 \times 21.6 = 0.415\%$) 어패류 (기여도: $0.0166 \times 11.6 = 0.193\%$) 조미료기타식품 (기여도 $0.0109 \times 19.6 = 0.214\%$) 가격이 크게 상승하였다. 따라서 최근 시장에서 문제가 되고 있는 과일과 채소해조류 가격상승률이 제로인 경우 소비자물가상승률은 3.6%가 된다. 과일 중에서는 수박 딸기 참외 굴 감 복숭아 배 사과 가격이 크게 상승하였고 채소 중에서는 양배추 무 배추 파 토마도 가지 열무 가격이 크게

상승하였다. 이 밖에 고등어 오징어 마늘 가격이 크게 상승하였다. 결국 이번 물가파동의 큰 원인은 과실 채소해조류 고등어 오징어 마늘 가격의 폭등에 따른 전형적인 작황부진에 따른 가격상승이라고 할 수 있다.

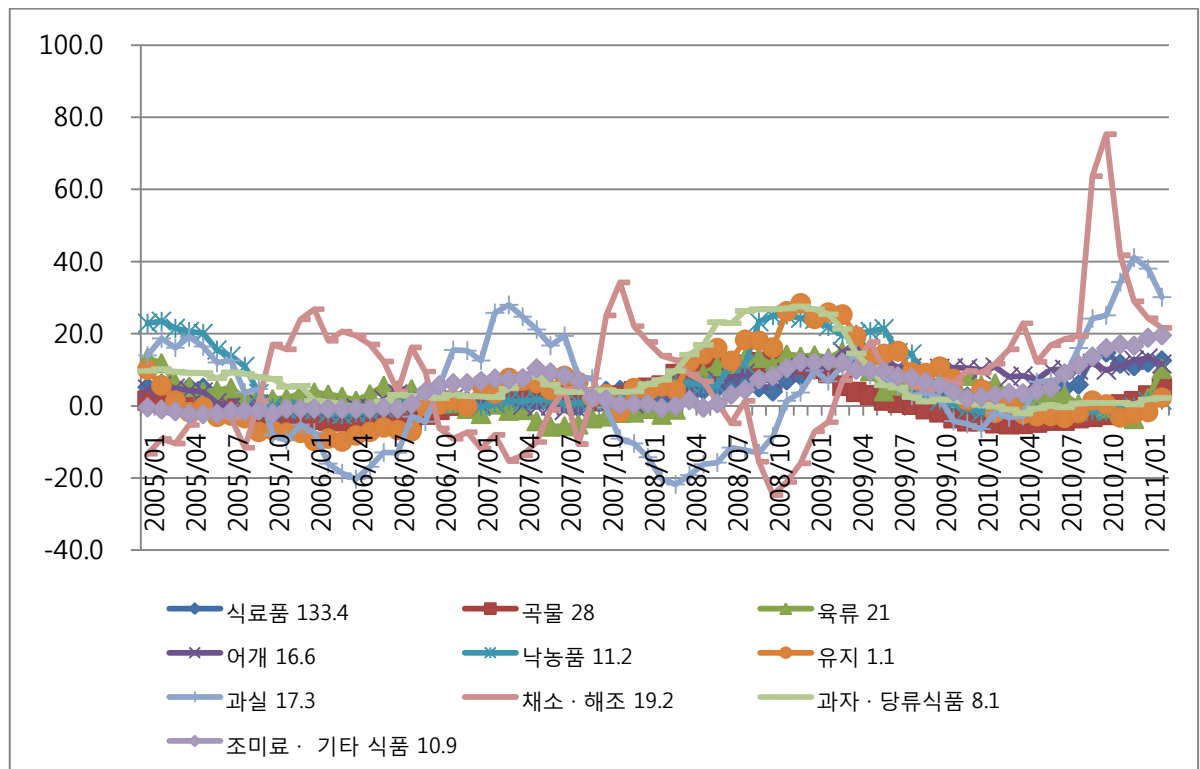
<그림 1> 물가상승률 동향



<그림 2> 기본분류별 소비자물가상승률 동향



<그림 3> 식료품가격 상승률 동향

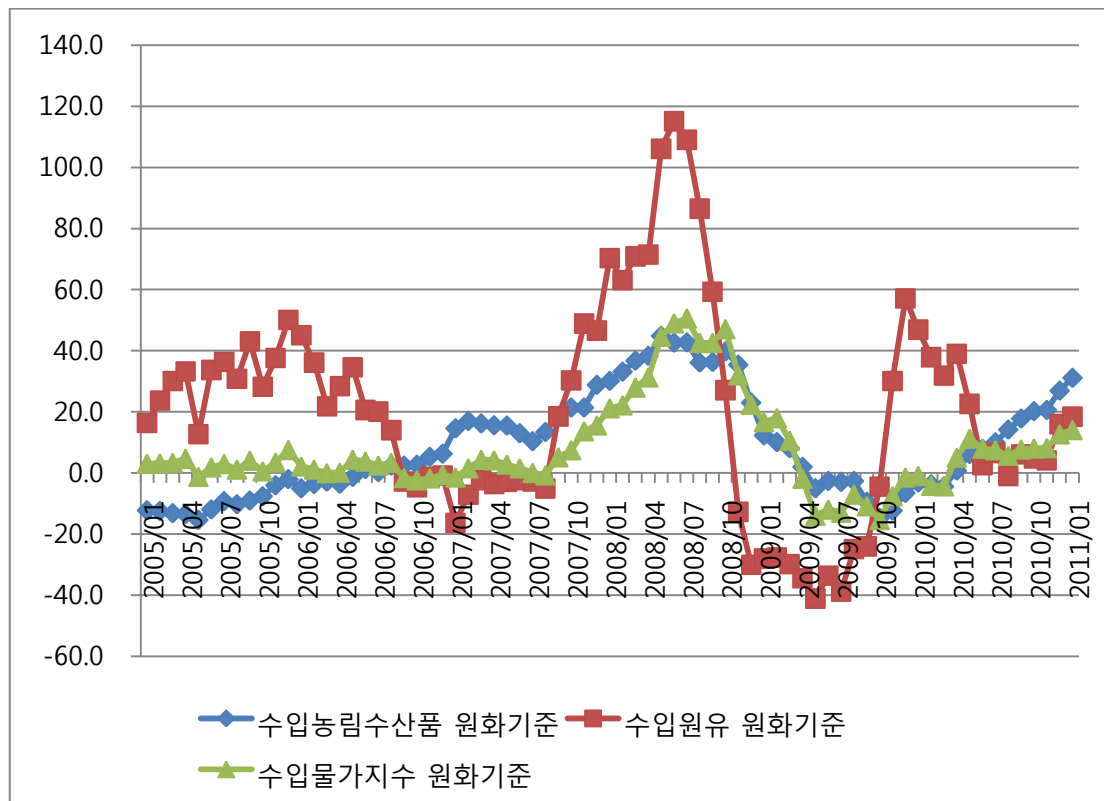


한편 수입물가상승률도 2011년 1월말 현재 14.1% 상승하여 소비자물가 상승을 견인하였다. 이 가운데 수입농림수산물가격 상승률이 31.1%, 수입원유가격 상승률이 18.42%를 기록하면서 수입물가 상승을 주도하였다. 특히 수입원자재와 중간재 수입가격이 크게 상승하여 국내 생산비용증가를 통하여 물가상승 원인으로 작용하였다.

따라서 농산물과 석유류를 제외한 근원인플레이션율은 2011년 1월 현재 3.1% (전년말동기비 기준)에 머물고 있어 소비자물가상승율 4.5%와 큰 괴리를 보이고 있는 점이 이번 물가상승의 중요한 특징 중 하나이다.

종합적으로 볼 때 이번 물가파동은 작황부진에 따른 과실 채소해조류 고등어 오징어 마늘 가격의 폭등에다 수입에너지 가격상승이 가세하면서 물가상승을 더욱 심화시켰다. 또한 한국의 과실 채소류가 에너지다소비형 하우스생산에 주로 의존하고 있는 점과 어업도 에너지의존도가 높은 점을 고려해 볼 때 수입에너지 가격 상승이 이들 생산비용상승의 원인이 되었을 것으로도 보인다.

<그림 4> 수입물가 상승률 동향



III. 2011년 물가상승 전망

1. 모형

물가는 수요 공급요인과 비용요인은 물론 기대인플레이션율에 의해서도 영향을 받기 때문에 물가상승을 전망하기 위해서는 분석모형이 필요하다. 본 연구에서 2011년 물가상승을 전망하기 위하여 간단한 모형을 하나 설계하여 이용하였다. 모형은 오정근(2006, 2010a, 2010b)이 사용한 분기 신케인지언 모형 (New Keynesian Model)을 보완하여 사용하였다. 신케인지언 모형은 기본적으로 중앙은행 정책반응함수, 필립스곡선, IS곡선으로 구성되어 있는데 여기에 최근의 유가와 농축수산물가격 상승을 반영하여 물가부분을 보완하고 환율변동의 효과를 보기 위하여 경상수지 방정식을 포함하였다.

동 확장 신케인지언 모형에서는 우선 중앙은행의 정책반응함수인 금리방정식에는 신케인지언 모형에서 전통적으로 포함되는 인플레이션갭과 GDP갭률 변수외

에 한국의 높은 대외의존도를 반영하여 원/달러 환율 변수를 추가하였다. 필립스 곡선인 소비자물가 방정식에는 전통적인 신케인지언 모형에서와 같이 수요요인을 고려하여 GDP갭 변수를 포함하고 비용요인을 고려하여 석유류가격 농축수산물가격 단위노동비용 변수를 포함하였다. 석유류가격은 수입원유가격에 의해 결정되는 것으로 하였다. 환율도 수입물가에 영향을 미치므로 원/달러 환율 변수를 추가하였다. 이 밖에 기대인플레이션을 고려하여 전기의 소비자물가를 포함하였다.

IS곡선 방정식에는 전통적인 실질금리 외에 환율과 한국의 가장 큰 시장인 미국과 중국의 GDP 변수를 추가하였다. 경상수지 방정식은 원/달러 환율과 한국 GDP 외에도 한국의 가장 큰 교역대상국인 미국과 중국의 GDP를 포함하였다.

<모형의 개요>

<중앙은행 정책 반응함수>

$$\text{int} = c(1) + c(2) * (\text{inf}(2) - \text{inflat}) + c(3) * \text{gdpgapr}(1) + c(4) * \text{lex} + c(5) * \text{int}(-1)$$

<필립스곡선>

$$\text{lcpioil} = c(6) + c(7) * \text{limpoil}$$

$$\text{lcpi} = c(8) + c(9) * \text{gdpgap}(-3) + c(10) * \text{lex} + c(11) * \text{lcpioil} + c(12) * \text{lcpiagri} + c(13) * \text{lulc}(-2) + c(14) * \text{lcpi}(-1)$$

$$\text{inf} = (\text{lcpi} - \text{lcpi}(-4)) * 100$$

<IS 곡선>

$$\text{lgdp} = c(15) + c(16) * \text{intr}(-4) + c(17) * \text{intr}(-5) + 86 * \text{lex}(-2) + c(19) * \text{lgdpus} + c(20) * \text{lgdpcn} + c(21) * \text{lgdp}(-1)$$

$$\text{gdp} = \exp(\text{lgdp})$$

$$\text{growth} = ((\text{lgdp} - \text{lgdp}(-4)) * 100)$$

$$\text{gdpgap} = \text{gdp} - \text{gdphp}$$

$$\text{gdpgapr} = (\text{lgdp} - \text{lgdphp}) * 100$$

$$\text{intr} = \text{int} - \text{inf}(1)$$

<경상수지>

$$\text{ca} = c(51) + c(52) * \text{lex}(-2) + c(53) * \text{lgdp}(-1) + c(54) * \text{lgdpus}(-1) + c(55) * \text{lgdpcn}(-1)$$

<부호설명>

int: 콜금리 intr: 실질콜금리 inf: 소비자물가상승률 inft: 물가안정목표 gdp: 한국GDP gdpus: 미국GDP gdpcn: 중국GDP gdpgap: GDP 갭 gdpgapr: GDP 갭율 ca: 경상수지 ex: 원/달러 환율 cpi: 소비자물가지수 cpiagri:농축산물가격지수 cpioil: 석유류가격지수 impoil: 수입원유가격지수 ulc:단위노동비용 | :자연대수

2. 추정

모형의 표본기간을 2000년 1분기부터 2010년 4분기까지로 하여 모형을 추정하였다. 추정결과는 일부 유의하지 않은 추정계수가 있었으나 그 경우에도 부호는 예상대로 나타나는 등 대체로 양호한 모습을 보였다. (부록 모형추정결과 참조). 추정결과를 토대로 위 모형의 외생변수에 대한 2011년 중의 예상치를 주요 전제로 가정하여 2011년 물가상승률을 전망하였다.

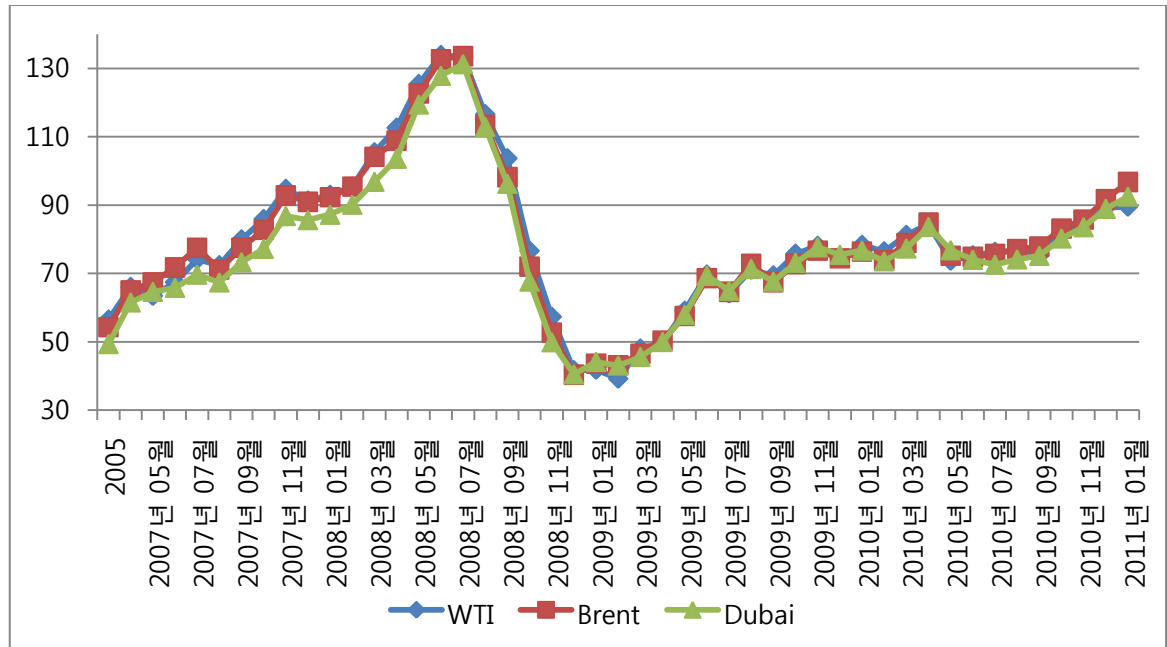
3. 물가상승 전망

위에서 설계하여 추정한 모형을 이용하여 2011년의 물가상승률을 전망하기 위하여 다음 <표1>과 같은 전제를 가정하였다.

<표 1> 전망을 위한 주요 전제

	두바이유(달러/배럴)	미국경제성장률(%)*	중국경제성장률(%)**	농축산물가격상승률(%)	노동생산성증가율(%)	제조업임금상승률(%)
2011Q1	100	3.2	9.3	19.36	7	7
2011Q2	110	3.4	9.5	14.16	7	7
2011Q3	120	3.4	9.7	6.30	7	7
2011Q4	130	3.6	9.9	0.00	7	7
년평균	115	3.4	9.6	9.96	7	7

<그림 5> 국제원유가격 변동추이

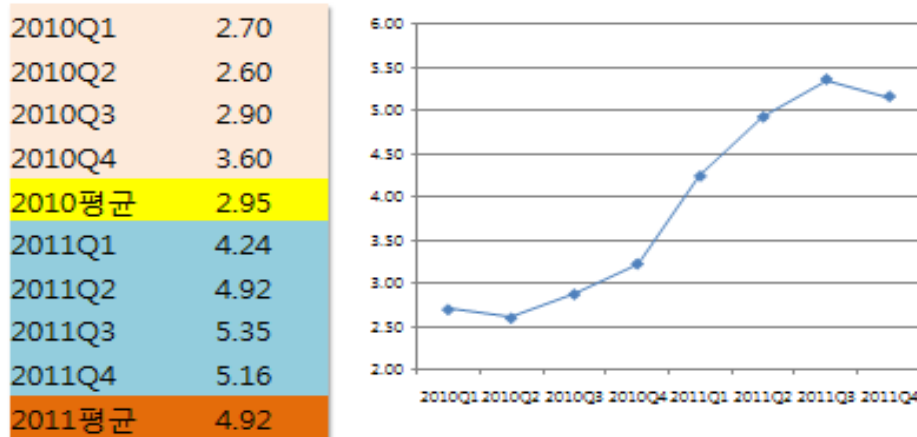


가장 중요한 변수 중의 하나인 국제원유가 (두바이유가격 기준)는 2011년 1분기 중 배럴당 100달러에서 4분기 중에는 130달러로 점진적으로 상승하여 연평균 115달러에 이를 것으로 전제하였다. 미국 경제성장률은 2011년 2월 FRB가 전망한 3.4%, 중국 경제성장률은 2011년 1월 IMF가 전망한 9.6%를 전제로 하였다. 이 밖에 농축수산물 가격 상승률은 연평균 10%, 노동생산성과 임금상승률은 각각 7%로 가정하였다.

이상과 같은 주요전제를 토대로 위에서 추정된 모형의 동태적 시뮬레이션을 통하여 2011년의 물가상승률은 전망해 본 결과 소비자물가상승률은 1분기 중 4.2%, 2분기 중 4.9%, 3분기 중 5.4%, 4분 중 5.2% 상승하여 연평균 4.9% 상승할 것으로 전망되었다. 물론 국제유가가 이보다 낮거나 높으면 전망치도 낮거나 높아질 수 있다.

<표2> 와 <그림 6> 2011년 물가상승 전망

2011년 물가상승 전망 (주요전제를 고려한 추정모형에 의한 예측)



국제유가가 예측을 위해 가정한 수준보다 안정되면 예측치보다 낮을 수도 있을 것임

2011-03-08

고려대 오정근

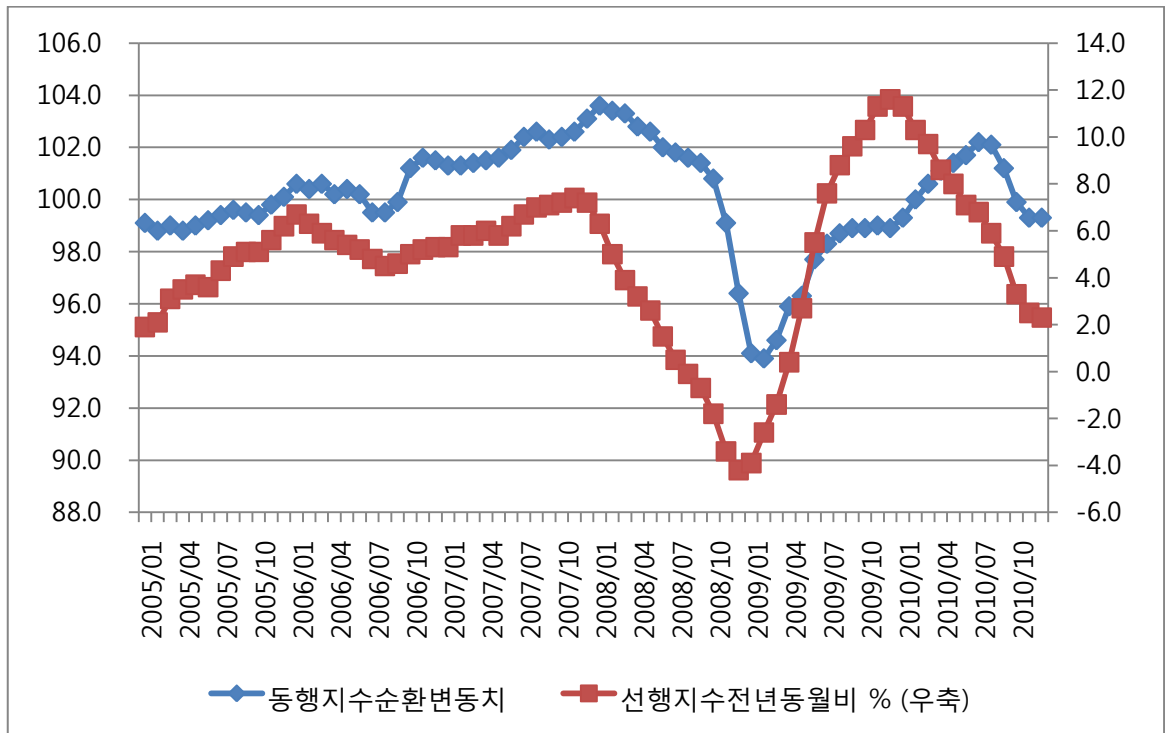
12

IV. 2011년 물가상승 원인

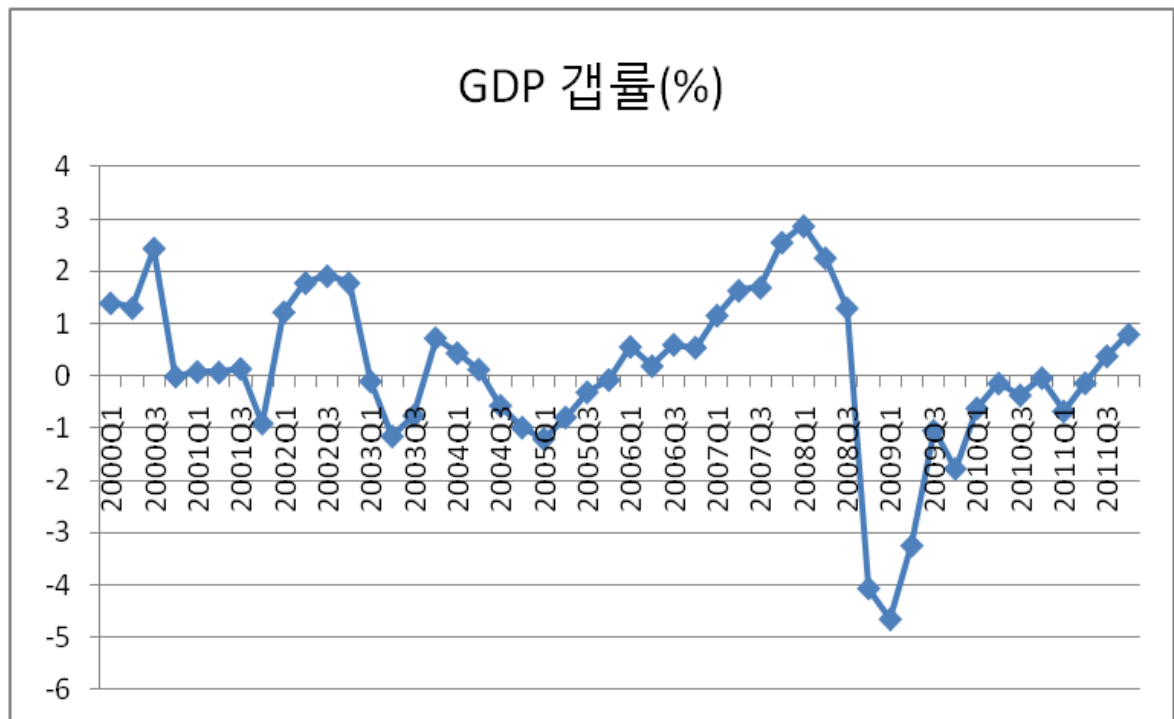
이와 같이 상승할 것으로 전망되는 2011년의 물가상승의 원인은 무엇인가를 분석해 보았다. 원인에 따라 처방도 달라야 하기 때문에 원인을 규명하는 일이 중요하다고 생각하였다. 물가상승의 원인으로는 크게 수요 요인, 공급 및 비용요인 그리고 기대인플레이션으로 나누어 볼 수 있다.

이 가운데 수요 요인을 보는 지표로는 소비 투자 수출 등 수요를 구성하는 각 개별 수요지표를 살펴보는 방법도 있고 경기종합지수, GDP갭률 등 종합적인 지표를 검토해 보는 방법이 있다. 경기종합지수를 보면 경기종합 동행지수 순환 변동치는 2010년 7월을 정점으로 하락을 지속하여 저점에 근접하고 있고 경기종합 후행지수 전년동월비도 2009년 12월을 정점으로 하락을 지속하여 저점에 근접하고 있음을 보여주고 있다. GDP갭률은 현재 제로수준 근처에서 플러스로 회복될 것으로 전망되고 있다. 이렇게 볼 때 수요압력은 아직까지는 그리 커지는 않으나 2011년 중 점진적으로 높아질 것으로 예상된다.

<그림 7> 경기종합지수 변동 추이

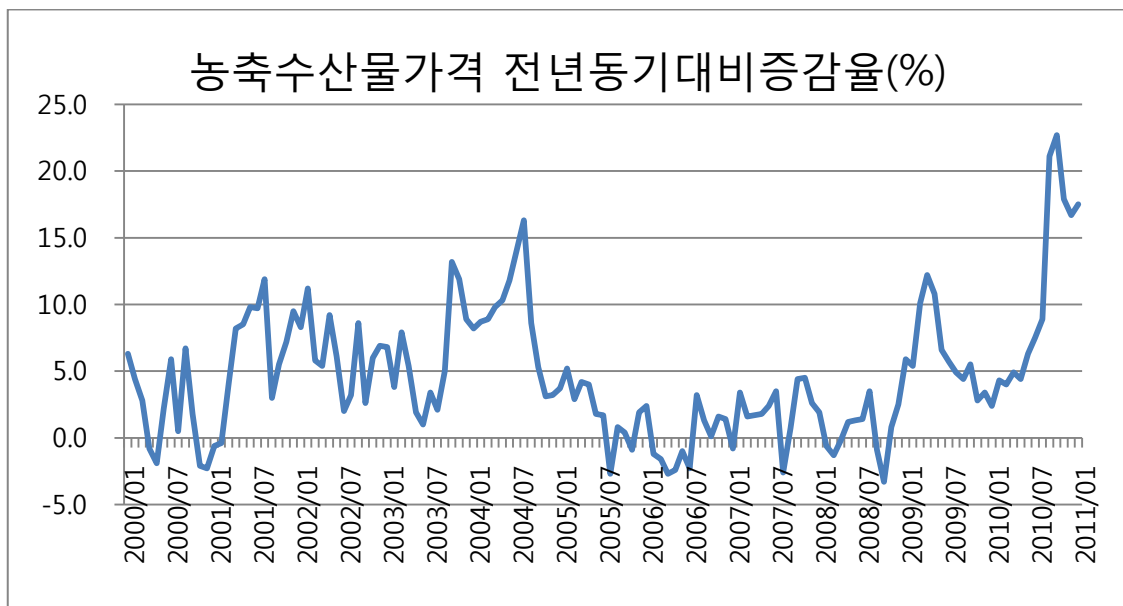


<그림 8> GDP 갭률 변동 추이

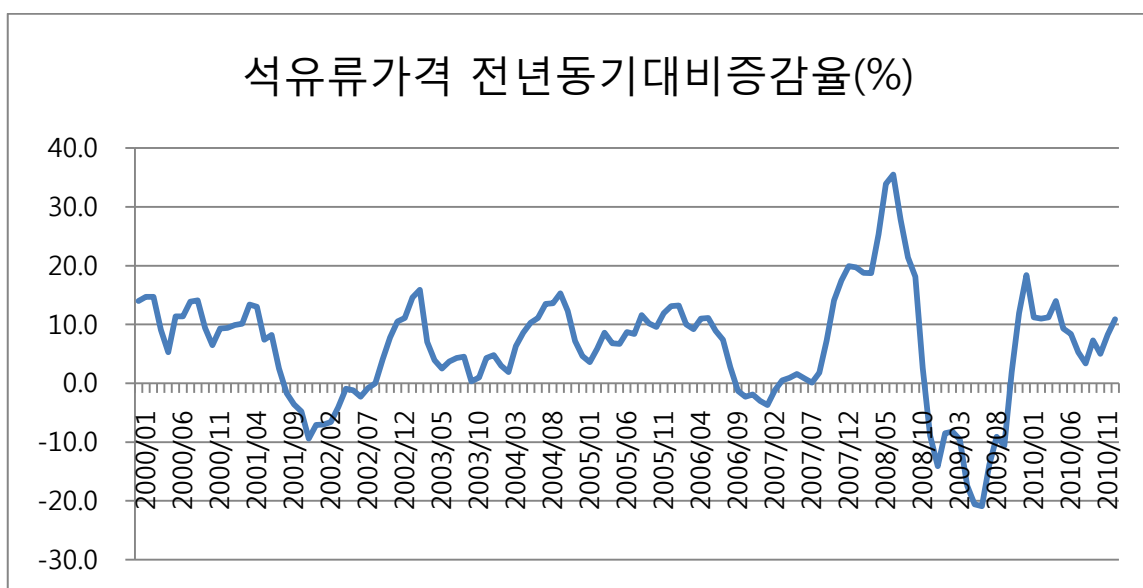


한편 주요 공급 및 비용 요인으로는 농축산물가격, 석유류가격, 단위노동비용(임금/생산성)을 들 수 있다. 이 가운데 농축수산물 가격은 크게 상승하고 있고 석유류가격도 상승하고 있는 반면 단위노동비용은 안정적인 수준을 유지하고 있는 것으로 보인다.

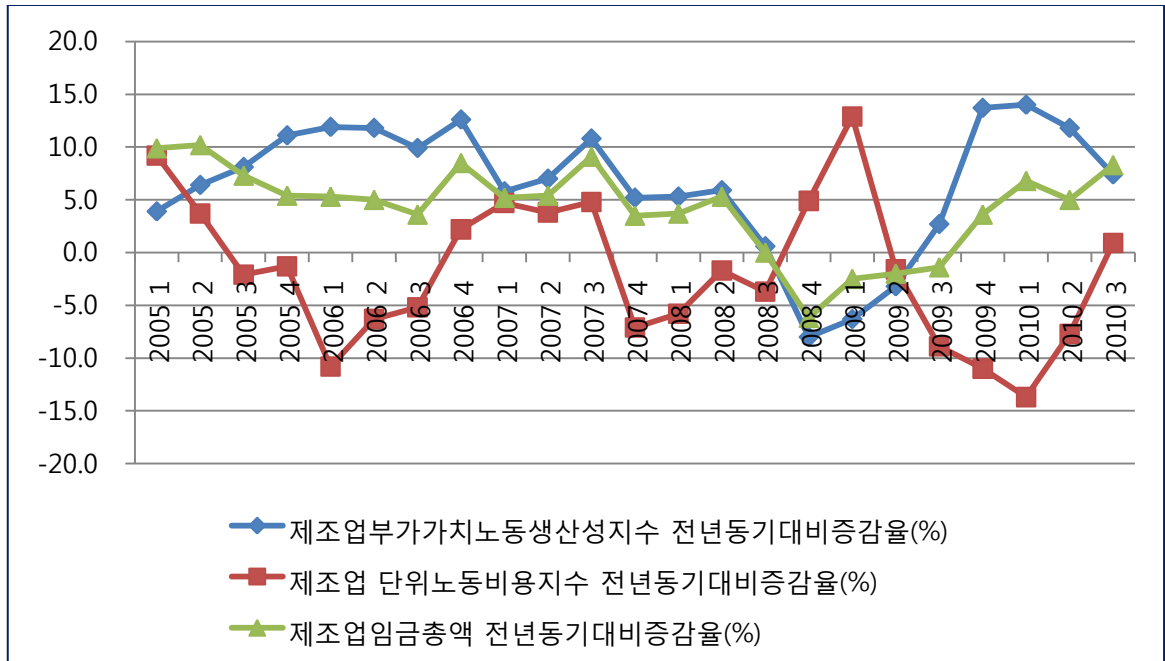
<그림 9> 농축수산물 가격 변동률 추이



<그림 10> 석유류 가격 변동률 추이



<그림 11> 단위노동비용 변동률 추이



이상과 같은 수요요인과 공급 및 비용요인, 기대인플레이션 요인별 2011년 물가상승 기여도와 기여율을 추정된 모형을 위하여 분석해 본 결과 2011년 예상 물가상승률 4.9%의 92%가 공급 및 비용요인에 의하여 초래되고 6%는 수요요인, 2%는 기대인플레이션요인에 의해서 유발되는 것으로 분석되었다.

<표 3> 2011년 물가상승 요인별 기여도와 기여율

	인플레이션 기여도(%)	인플레이션 기여율(%)
수요 요인	0.28	5.65
공급 및 비용 요인	4.54	92.28
기대인플레이션 요인	0.10	2.07
전체	4.92	100

V. 통화 환율정책 방향

이상과 같이 2011년 물가상승이 중요한 과제로 대두되고 있는 가운데 정부와 한국은행은 물가안정 대책에 부심하고 있다. 정부는 연이어 물가안정대책을 발표하고 한국은행은 1월 13일 기준금리를 2.75%로 0.25% 포인트 인상하기도 하였다. 여기서 2011년 물가안정을 위하여 통화정책과 환율정책이 어떻게 영향을 미칠 것인가를 알아보기 위하여 두 가지 시나리오를 가정하여 위에서 추정된 모형의 동태적 시뮬레이션을 실시하여 보았다.

시나리오1은 한국은행 기준금리는 1분기의 2.75%에서 4분기에 3.25%로 다소 완만하게 인상하는 반면 원/달러 환율은 1분기의 1110원에서 4분기의 1060원으로 비교적 완만하게 낮아지는 경우를 가정하였다. 즉 상대적으로 저금리 고환율의 시나리오이다.

시나리오2는 한국은행 기준금리는 1분기의 2.75%에서 4분기에 3.50%로 다소 빠르게 인상하는 반면 원/달러 환율은 1분기의 1050원에서 4분기의 950원으로 비교적 빠르게 낮아지는 경우를 가정하였다. 즉 상대적으로 고금리 저환율의 시나리오이다.

<표4> 통화 환율정책 시나리오

통화 환율정책 방향 (모형의 시나리오별 동태적 모의실험)

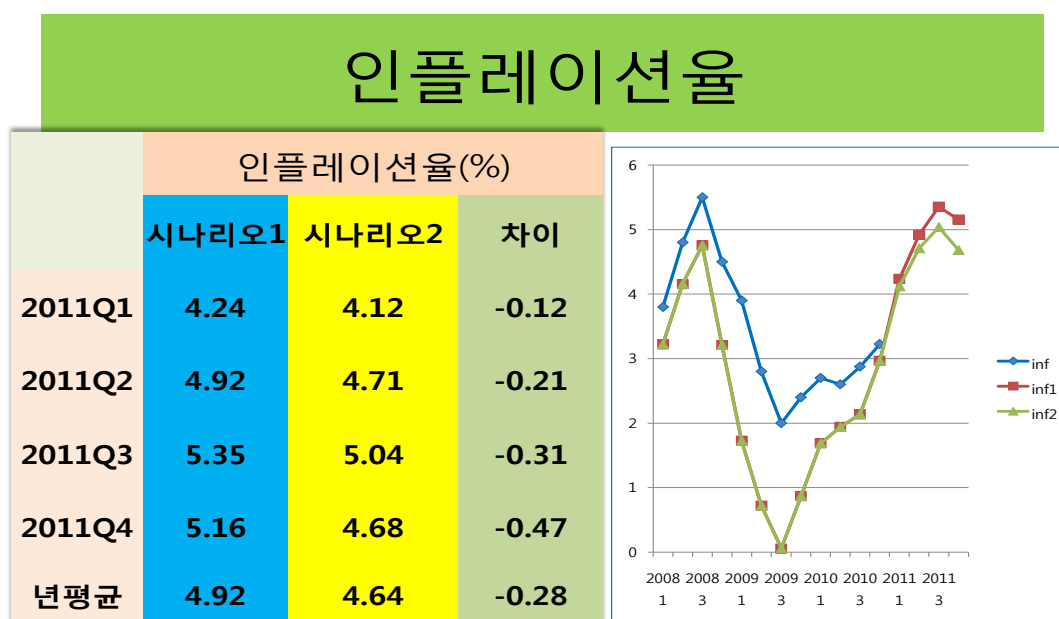
통화 환율 정책 시나리오

	시나리오1 (저금리 고환율)		시나리오2 (고금리 저환율)	
	기준금리	원/달러 환율	기준금리	원/달러 환율
2011Q1	2.75	1,110.00	2.75	1,050.00
2011Q2	2.75	1,090.00	3.00	1,030.00
2011Q3	3.00	1,075.00	3.25	1,000.00
2011Q4	3.25	1,060.00	3.50	950.00

위 두 시나리오별로 동태적 시뮬레이션을 하여 본 결과가 <표4>~<표7>이다. 시나리오1에 비하여 시나리오2의 경우 우선 인플레이션은 4.9%에서 4.6%로 소폭 낮아지는 것으로 나타났다. GDP성장률도 4.6%에서 4.3%로 낮아지고 경상수지도 7억달러 정도 악화되는 것으로 분석되었다.

그러나 여기서 중요한 것은 정책의 파급시차로 인하여 성장률은 3분기부터, 경상수지는 4분기부터 영향이 나타난다는 점이다. 따라서 모두 4분기에 걸쳐 영향이 같은 수준으로 나타난다고 가정하면 성장률은 3.9% 수준으로 약 0.7% 포인트 낮아지고 경상수지는 26억 달러 정도 악화되는 것으로 추정해 볼 수 있을 것으로 생각된다.

<표4> 시나리오별 인플레이션율 전망

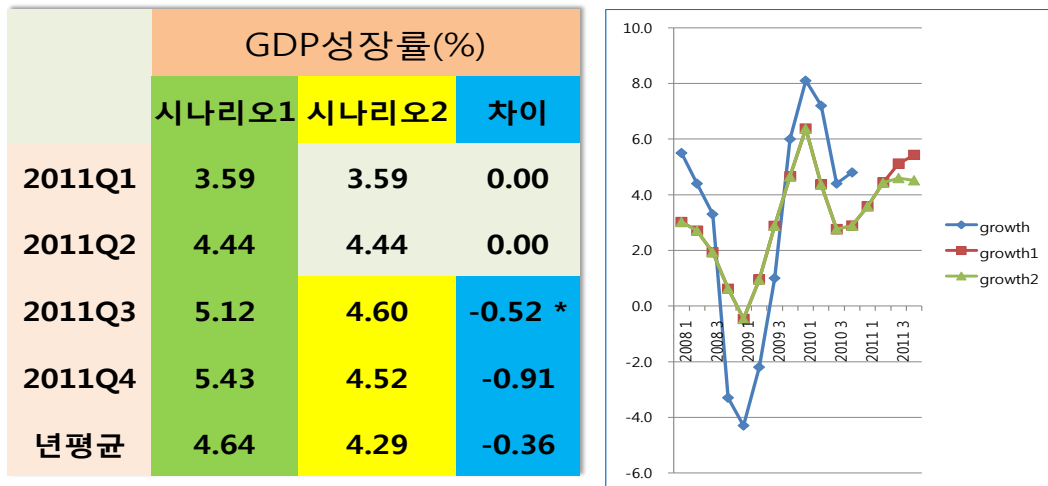


2011-03-01 * 시나리오2: 인플레이션율 소폭 하락

18

<표5> 시나리오별 성장률 전망

성장률

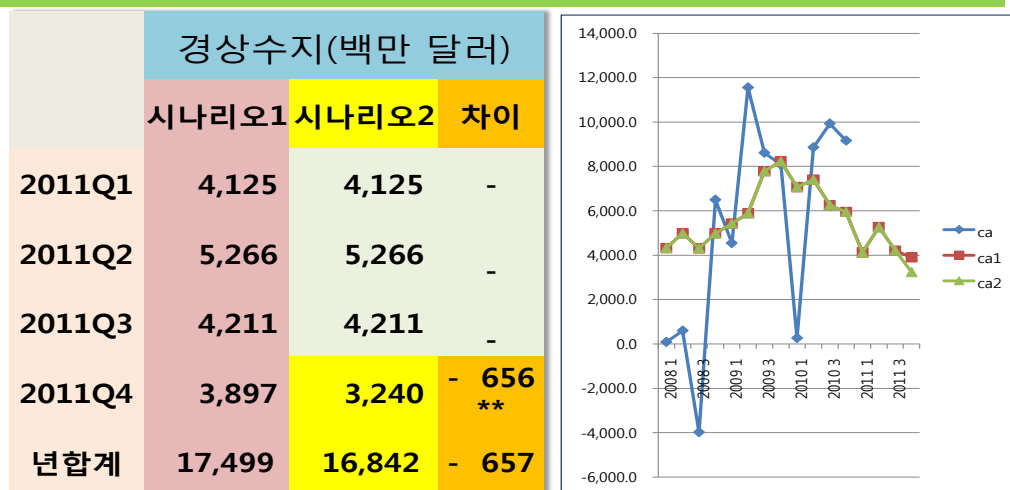


* 시나리오2: 3분기부터 성장둔화 시작

19

<표6> 시나리오별 경상수지 전망

경상수지



** 시나리오2: 4분기부터 경상수지 악화 시작 2012년에도 악화지속

20

이러한 시뮬레이션 결과를 종합해 보면 금리상승 환율하락의 정책조합은 인플레이션률은 소폭 하락시키는 효과가 있는 반면 성장률과 경상수지를 상당 부분 악화시키는 부작용이 뒤따를 것으로 예상된다. 특히 물가상승률을 통화 환율정책으로 목표수준 정도로 크게 낮추고자 할 경우에는 성장률과 경상수지가 악화되는 희생률이 크게 뒤따를 것으로 우려된다.

이는 앞서 분석해 본 대로 2011년 인플레이션의 92%가 공급 및 비용 요인으로 통화정책과 환율정책이라는 수요조절이 중심인 거시정책으로는 그 성과에 한계가 있는데 따른 것으로 해석할 수 있을 것이다. 이 경우에는 특히 정책의 파급시차를 고려하여 2012년의 경제상황 까지를 예측하여 신중한 정책선택이 필요하다³.

<표7> 시나리오별 경제전망 종합

시나리오별 모의실험결과 종합									
물가안정과 성장 경상수지 간에 상충관계 존재									
	인플레이션율(%)			GDP성장률(%)			경상수지(백만달러)		
	시나리오 1	시나리오 2	차이	시나리오 1	시나리오 2	차이	시나리오 1	시나리오 2	차이
2011Q1	4.24	4.12	-0.12	3.59	3.59	0.00	4,125	4,125	-
2011Q2	4.92	4.71	-0.21	4.44	4.44	0.00	5,266	5,266	-
2011Q3	5.35	5.04	-0.31	5.12	4.60*	-0.52	4,211	4,211	-
2011Q4	5.16	4.68	-0.47	5.43	4.52	-0.91	3,897	3,240**	- 656
년간	4.92	4.64	-0.28	4.64	4.29	-0.36	17,499	16,842	- 657

* 3분기부터 성장둔화 시작 ** 4분기부터 경상수지 악화 시작 2012년에도 악화 지속

결국 농축수산물가격 석유류가격 등 공급 및 비용요인이 이번 물가상승의 핵심적인 문제이므로 수입증가 관세율인하 등 공급애로 품목의 선제적 확보로 공급애로를 타개하거나 세율조정 생산성제고 유통혁신 등으로 비용요인을 흡수하는

³ 이번 경우처럼 소비자물가상승률과 근원인플레이션율의 차이가 클 경우를 고려하여 통화정책의 명목지표 (nominal anchor)로 과거 사용하던 근원인플레이션율로 다시 돌아가는 방안도 신중히 검토할 필요가 있을 것으로 생각된다.

미시적 정책을 병행해야 할 필요가 있다고 하겠다. 예를 들어 이번에 문제가 된 과실 채소류 어개류 등은 이미 지난 해 여름부터 상승의 기미가 보였으므로 작황과 가격동향에 대한 면밀한 모니터링으로 선제적인 대응이 필요한 부분이었다.

수입원유나 수입농축산물도 자원개발과 비축시스템 확보 등 중장기적인 대책을 지금부터라도 강화해 나가야 한다. 아울러 생활물가와 연관이 큰 농축수산물 부문의 고비용 저생산성 생산구조도 획기적인 혁신이 필요한 부문이다. 이제 이러한 부문을 그대로 두고서는 한국경제의 한 단계 높은 발전이 어려운 상황이 되고 있다는 점을 이번 물가파동이 보여주고 있다고 하겠다.

<참고문헌>

김화년, "2008년 원자재가격 급등 재현되나?", 「SERI 경제포커스」 324호, 삼성경제연구소, 2011. 1. 25

김현의 2000, "통화정책의 파급시차", 『금융환경의 변화와 통화정책』 함정호 외 지음, 지식산업사, 서울.

오정근, "2011년 6대 거시경제 현안과제와 금리 환율정책 방향", 2011년 경제학공동학술대회, 중앙대 대학원, 2011. 2. 11.

오정근, "글로벌 통화전쟁과 통화 환율정책의 과제" 국제거시금융연구회 세미나, 대외경제정책연구원 회의실, 2010. 10. 20 a

오정근, "글로벌 통화전쟁과 통화정책 과제" 한국통화정책패널 토론회, 전국은행연합회 회의실, 2010. 10. 11 b

오정근, "현 경제상황에 대한 이해와 통화정책 과제", 한국통화정책패널 토론회, 한국금융연구원 회의실, 2010. 9. 3 c

오정근, "환율동향과 정책과제: 균형환율추정과 환율예측을 중심으로", 한국국제금융학회 춘계정책포럼, 은행회관 국제회의장, 2010. 3. 17 d

오정근, "금융위기 이후 국제금융환경의 변화와 환율정책 방향", 한국국제경제학회 동계학술대회 전체회의, 서울대 호암교수회관, 2009. 12. 11 a.

오정근, "한국 외환시장의 평가와 발전방향", 국회정무위원회 세미나, 2009. 11. 20 b.

오정근, 김정식, 『글로벌 통화전쟁과 동아시아의 선택』, NEAR 재단 동아시아통화협력연구회, 서울, 2009 c.

오정근, 『경제정책의 유효성』(공저), 한국은행, 서울, 2001.

오정근, 『금융위기와 금융통화정책』, 다산출판사, 서울, 2000a.

- 오정근, "주식시장이 채권시장보다 활황인 개방경제에서 금리·주가·환율·경상수지간의 상관관계" 「금융경제연구」104, 한국은행 특별연구실, 2000. 5. B.
- 오정근, "통화정책의 파급효과", 『금융위기와 금융통화정책』 오정근 저, 다산출판사, 서울, 2000c.
- 오정근, "근원인플레이션율은 물가안정목표 대상지표로서 얼마나 유용한가?", 「금융경제연구」94, 한국은행 특별연구실, 1999. 10
- 오정근, "물가안정목표제도와 통화정책의 파급경로", 「경제분석」제 4 권 제 4 호, 한국은행 조사부, 1998. 12, pp. 52-91.
- 오정근, "자본자유화와 국제수지: 동아시아의 경험", 「금융경제연구」89, 한국은행 금융경제연구소, 1997. 7
- 정진영, " 최근 물가불안의 원인과 대응책", *Issue Paper*, 삼성경제연구소, 2011. 1. 21
- 최호 황현정, "최근 원자재가격 반등의 배경과 전망", 「국제경제이슈」, 산은경제연구소, 2010. 5
- 현대경제연구원, "연초 물가상승 배경과 대책", 「현안과 과제」, 11-1, 2011. 1. 10.
- Ho, Corrinne, and Robert McCauley, "Living with Flexible Exchange Rates: Issue and Recent Experience in Inflation Targeting Emerging Market Economies", *BIS Working Paper* No. 130, February 2003.
- IMF, World Economic Outlook update, January 2011
- Oh, Junggun, "Experiences of Exchange Rate Managements and Desirable Exchange Rate Policies to Escape the Recurrence of the Financial Crisis in Korea", 한국국제금융학회 창립기념 학술대회, 서울, 2009. 10
- Oh, Junggun, "Inflation Targeting in a Stable Growth Economy: The Korean Experience", *Seoul Journal of Economics*, Vol. 19 No. 1, March 2006a, pp. 1-27.
- Oh, Junggun, Overinflows, Fear of Misalignments and Reserve Accumulation: The East Asian Perspective, presented at Korea International Economic Association Conference, Hanyang University, Seoul, 8 December, 2006b.
- Oh, Junggun, "Weak Dollar: Cure or Disaster? - Causes and Consequences of Recent Weak Dollar-", *BOK Institute Discussion Paper* No. 05-1, May 2005
- Oh, Junggun, "Exchange Rate Policies in a Small Open Emerging Economy: Lessons from the East Asian Currency Crisis", *BOK Institute Working Paper* No. 212, December 2004a
- Oh, Junggun, *The Korean Economy: Post-Crisis Policies, Issues and Prospects*, co-edited with Charles Harvie, Hyun-Hoon Lee, Edward Elgar, Cheltenham, UK, 2004b.

<부록>

1. 모형 추정결과 (표본기간: 2000Q1~2010Q4)

<중앙은행 정책반응함수>

$$\begin{aligned} \text{int} = & 9.9018 + 0.1152 * (\text{inf}(2) - \text{inf}t) + 0.0768 * \text{gdpgapr}(1) - 1.3506\text{lex} + 0.8759 * \text{int}(-1) \\ & (3.258) \quad (2.036) \quad (2.305) \quad (-3.131) \quad (18.607) \\ R^2 & 0.9311 \quad \text{D.W. } 1.5144 \end{aligned}$$

<필립스곡선>

$$\begin{aligned} \text{lcpioil} = & 3.0364 + 0.23481 * \text{limpoil} \\ & (45.690) \quad (23.598) \\ R^2 & 0.9299 \quad \text{D.W. } 0.4323 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{lcpi} = & 0.1285 + 0.0005 * \text{gdpgap}(-3) + 0.0210 * \text{lex} + 0.0780 * \text{lcpioil} + 0.0701 * \text{lcpiagri} + \\ & (1.677) \quad (0.262) \quad (3.304) \quad (5.746) \quad (3.825) \\ & 0.0223 * \text{lulc}(-2) + 0.7719 * \text{lcpi}(-1) \\ & (2.481) \quad (19.541) \\ R^2 & 0.9986 \quad \text{D.W. } 1.5881 \end{aligned}$$

<IS곡선>

$$\begin{aligned} \text{lgdp} = & -3.0403 + 0.7467 * \text{lgdp}(-1) + 0.0003 * \text{intr}(-4) - 0.0007 * \text{intr}(-5) + 0.0928 * \text{lex}(-2) \\ & (-2.379) \quad (9.223) \quad (0.103) \quad (-0.2882) \quad (3.118) \\ & + 0.5818 * \text{lgdpus} + 0.0027 * \text{lgdpcn}(-1) \\ & (3.477) \quad (0.1999) \\ R^2 & 0.9912 \quad \text{D.W. } 1.6810 \end{aligned}$$

<경상수지>

$$\begin{aligned} \text{ca} = & -34737 + 14994 * \text{lex}(-2) - 58064 * \text{lgdp}(-1) + 58351 * \text{lgdpus} + 11467 * \text{lgdpcn} \\ & (-0.130) \quad (2.390) \quad (-2.702) \quad (1.427) \quad (3.256) \\ R^2 & 0.3765 \quad \text{D.W. } 1.3406 \end{aligned}$$

()는 t 값

<항등식>

$$\begin{aligned} \text{Inf} &= (\text{lcpi} - \text{lcpi}(-4)) * 100 \\ \text{gdp} &= \exp(\text{lgdp}) \end{aligned}$$

$growthr = ((lgdp - lgdp(-4)) * 100)$
 $gdpgap = gdp - gdphp$
 $gdpgapr = (lgdp - lgdphp) * 100$
 $Intr = int - inf(-1)$

<부호설명>

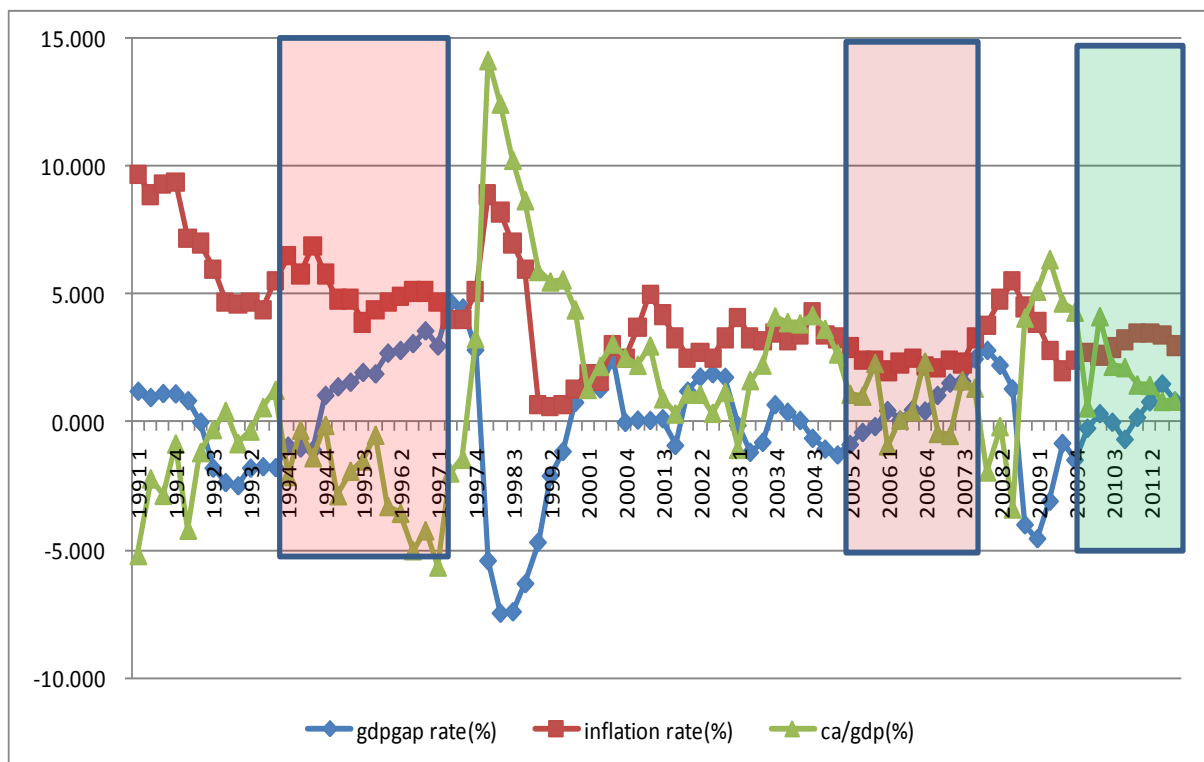
Int: 콜금리 (%)	inf: 소비자물가상승률(%)	inft: 한국은행 물가안정목표(%)
gdpgapr: GDP갭률(%)	ex: 원/달러 환율	imp: 수입물가지수(달러기준)
ca: 경상수지(백만 달러)	ka: 자본수지(백만 달러)	mbus: 미국 본원통화(10억 달러)
gdp: 한국 GDP(백만 달러)	gdpus: 미국 GDP(10억 달러)	gdpcn: 중국 GDP (10억 위안)
cpi: 소비자물가지수	cpiagri: 농축산물가격지수	cpioil: 석유류가격지수
ulc: 단위노동비용	impoil: 수입원유가격지수	

| : 자연대수

2. 1997년과 2008년 위기시 한국의 대내외 경제상황과 금리 환율의 정책조합 선택과 교훈⁴

한국에서 두 위기 이전 공통점은 인플레이션율은 안정적인 모습을 보이는 가운데 경기는 회복 중이었으며 경상수지는 악화되고 있었다는 점이다.

한국의 대내외 경제상황

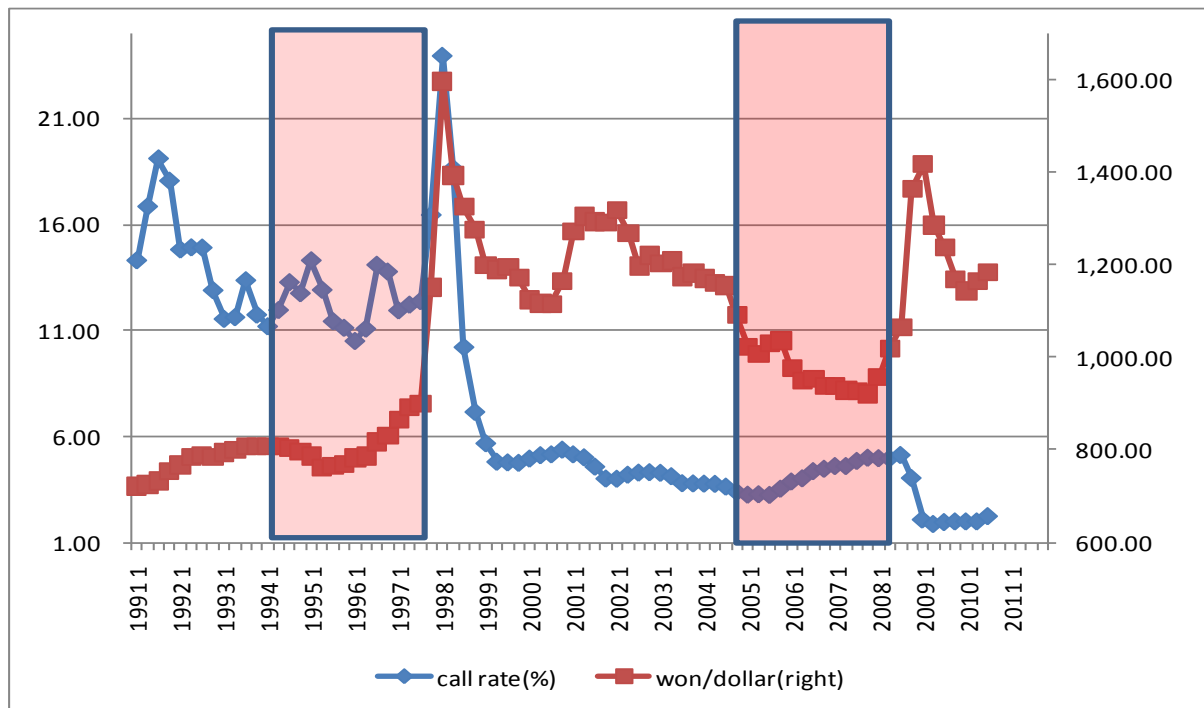


경기회복에 따른 인플레이션율 상승에 대한 우려로 금리가 인상되고 그 결과 자본이 유입되면서 환율이 균형수준보다 고평가되는 결과를 초래하였다. 특히 2008년 위기

⁴ 한국국제금융학회 대외경제정책연구원 주최 “글로벌 통화전쟁의 전망과 정책과제” 정책세미나에서 발표한 논문 “글로벌 통화전쟁과 한국의 정책과제와 G20의 역할” 중 일부분이다. 두 위기 이전의 경제상황이 경기가 회복 중이었고 경상수지는 악화되고 인플레이션을 우려하던 분위기였고 따라서 금리인상과 원/달러 환율하락의 정책조합을 선택하여 경상수지가 크게 악화되어 경제의 대외강건성이 취약해진 가운데 태국외환위기 (1997년)와 미국 금융위기 (2008년)이라는 외부 충격이 주어지자 곧바로 외환위기가 초래되었다. 2011년의 경제상황이 많은 요인과 현상들이 다름에도 불구하고 경기회복과 경상수지 악화가 예상되는 가운데 인플레이션 우려로 금리상승과 원/달러 환율하락이 전망되는 등 두 위기 이전과 너무 유사한 상황과 정책조합이 예상된다는 점에서 우려를 금할 수 없다.

전에는 환율이 하락하였다. 그 결과 경상수지는 악화되었다.

한국의 금리 환율 정책조합



한 소규모개방경제에서 대내외경제상황이 주어진다면 그 상황에 맞는 정책조합을 선택하는 것이 중요하다. 특히 여기서 정책의 파급시차를 고려하여 6개월 내지 1년 정도(오정근 1998 2000c, 김현의 2000) 후의 경제상황을 전망하고 그 전망을 토대로 정책조합을 선택하는 것이 중요하다.

대내외경제상황과 정책조합

		대외경제상황	
		경상수지 개선	경상수지 악화
대내경제상황	GDP갭을 증가 인플레이션을 상승	금리인상 환율하락	금리인상 환율상승
	GDP갭을 하락 인플레이션을 하락	금리인하 환율하락	금리인하 환율상승

그런데 정책조합 선택은 여기서 끝나는 것이 아니다. 자본시장이 개방된 경제에서는

그 나라 자본시장 중 주식시장이 발달되었는지 채권시장이 발달되었는지와 외국인투자가 주식시장 중심으로 이루어지고 있는지 채권시장중심으로 이루어지고 있는지를 파악하는 일이 추가적으로 중요하다. 왜냐하면 외국인투자가 채권시장 중심으로 이루어지고 있거나 은행차입이 주로 일어나는 경우에는 금리를 인상하면 자본이 유입되어 환율이 하락하게 되는 반면, 외국인투자가 주식시장 중심으로 이루어지고 있는 경우에는 금리를 인상하면 오히려 주식가격 하락을 우려한 주식투자가 감소하여 환율이 오히려 상승하게 되기 때문이다 (오정근 2000b).

채권투자와 주식투자 및 금리와 환율 정책조합의 난이도

		환율	
		환율하락	환율상승
금리	금리인하	<ul style="list-style-type: none"> · 채권투자 중심 경우 상대적으로 어려움 · 주식투자 중심 경우 가능 · 경상수지 악화 우려 	<ul style="list-style-type: none"> · 채권투자 중심 경우 상대적으로 용이 · 주식투자 중심 경우 상대적으로 어려움 · 인플레이션 우려
	금리인상	<ul style="list-style-type: none"> · 채권투자 중심 경우 상대적으로 용이 · 주식투자 중심 경우 상대적으로 어려움 · 경상수지 악화 우려 	<ul style="list-style-type: none"> · 채권투자 중심 경우 상대적으로 어려움 · 주식투자 중심 경우 가능

참고문헌: 오정근(2000a, 2000b, 2001)

더욱 큰 어려움은 시기에 따라 채권투자나 은행차입이 많이 이루어지기도 하고 주식투자가 많이 이루어지기도 하는 등 외국인투자 동향이 변한다는 점이다. 금리와 환율의 관계가 그 만큼 불확실하고 파악이 어려운 것이다. 따라서 정책을 시행하고자 하는 시기에 어떤 투자가 많이 이루어지고 있는지를 면밀히 파악하여야 한다. 여기서는 파급시차를 고려할 필요가 없다. 왜냐하면 금융시장은 즉각적으로 반응하기 때문이다.

그러나 통화정책을 수립할 때는 통화정책의 파급시차를 고려하여 최소한 6개월 내지 1년 정도의 경제상황을 미리 전망하고 그 전망을 토대로 정책을 수립하고 집행해야 하는데 불확실성이 큰 대내외경제여건상 그 전망이 쉽지가 않다는 데 문제가 있다. 따라서 적지 않은 경우 통화정책이 선제적(preemptive)이 되기 보다는 추수적이 되고 그 결과 경기를 안정화시키기 보다는 반대로 경기진폭을 키우기도 하기 점도 바로 이 때문이다. 특히 1997년 금융위기가 2008년 금융위기와 같은 위기를 미리 전망하는 것은

지난한 일임이 틀림없다.

또한 미래지향적인 전망이 이루어졌다고 하더라도 외국인투자동향을 파악하여 금리와 환율의 관계를 고려하여 적절한 금리와 환율의 정책조합을 선택한다는 것은 쉬운 일이 아니다. 한국에서는 1997년 금융위기 이전 금리는 소폭 상승하는 가운데 비교적인 안정된 수준을 유지해 온 반면 2008년 글로벌 금융위기 이전에는 금리를 인상해 왔다.

대외부문에서는 국내경기회복세에 힘입어 주가도 상승하고 금리도 상승하는가운데 자본시장도 개방되어 있었으므로 외국자본이 유입되면서 환율은 절상되었다. 그러나 경상수지 악화에도 불구하고 환율하락이 지속된 것이 문제였다. 균형환율추정결과와 실제 환율을 비교해 보면 두 차례의 금융위기 이전 실제환율은 균형환율보다 고평가되었던 것으로 나타났다(오정근 2010).

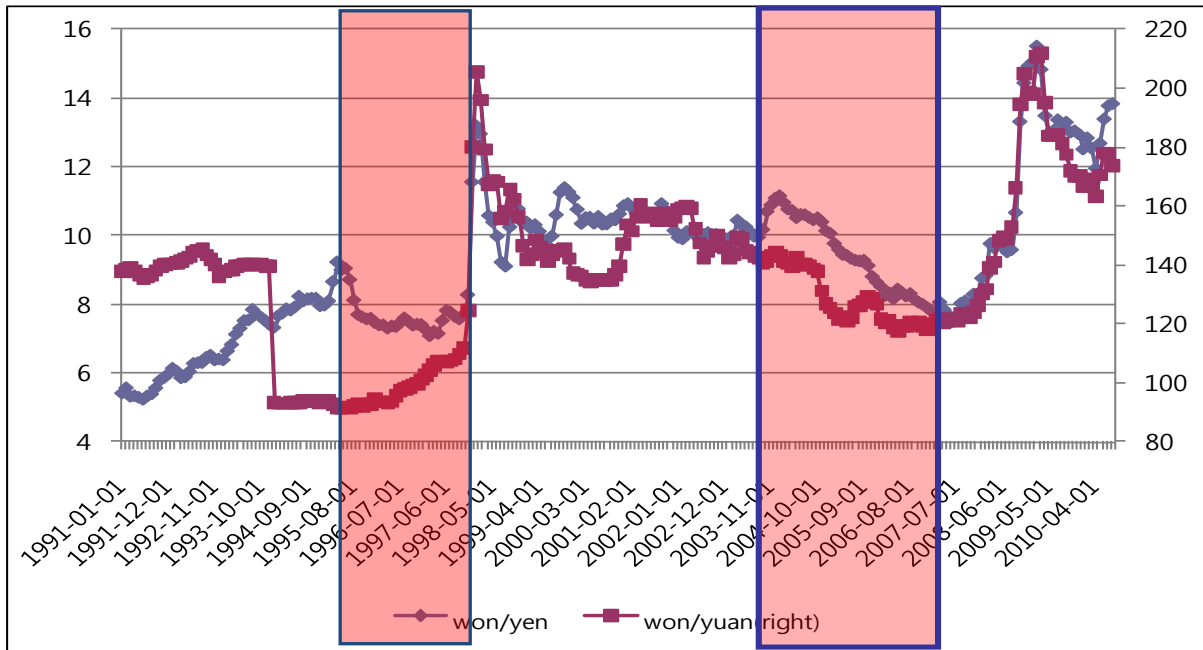
한국의 균형환율과 실제환율 비교



자료: 오정근 (2010d)

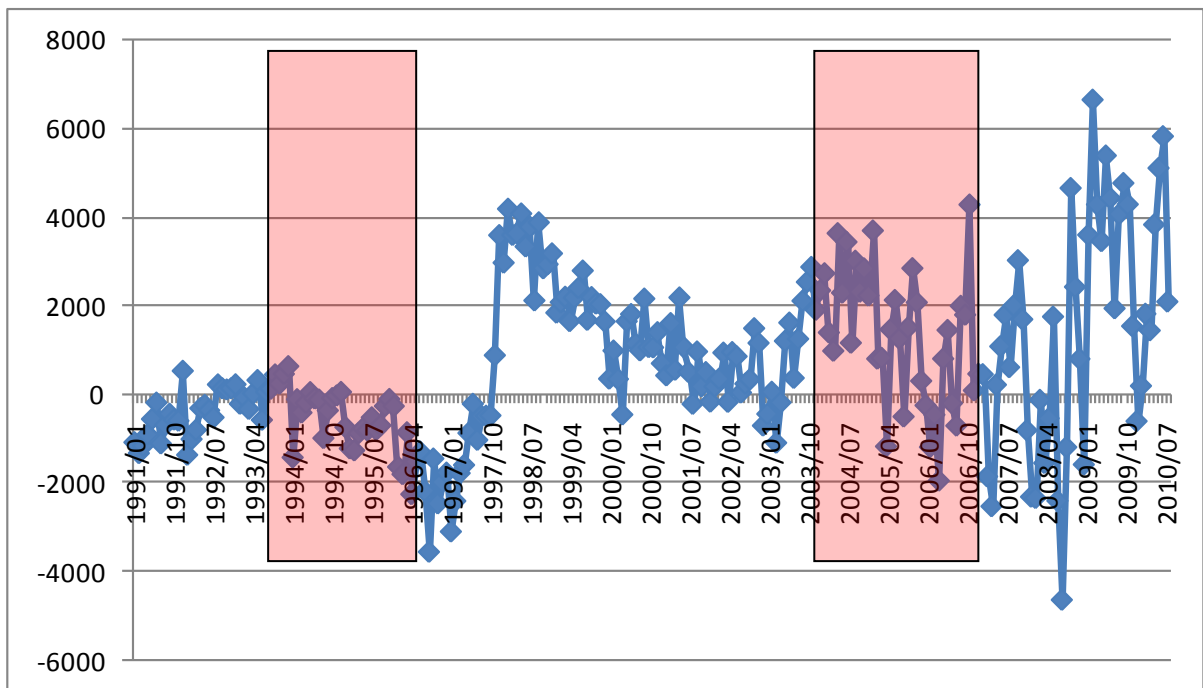
특히 원화환율은 1997-8년 동아시아금융위기 이전에는 엔화에 대해, 2008년 글로벌 금융위기 이전에는 엔화와 위안화에 대해 각각 절상된 모습을 보였다.

원/엔 원/위안 환율 변동추이



그 결과 경상수지는 악화되고 전체적으로 볼 때 자본수지와 경상수지는 최근을 제외하고는 대부분 반대방향으로 움직이고 있음을 보여주고 있다.

한국의 경상수지 변동추이(백만 달러)



한국의 경상수지 자본수지 변동추이(백만 달러)

