

# 인플레이션은 끝났는가 - 합리적 태만 시대의 종료

< Executive Summary >

- **최근 인플레이션이 진정되는 모습이나, 그 함의나 향방에 대한 논란 지속**
  - 선진국은 1970년대 오일쇼크 이후 처음, 우리나라 역시 외환위기 이후 처음으로 직면한 인플레이션은 그간의 경제나 금융시장 환경에 큰 도전을 제기
  - 향후 인플레이션 혹은 디스인플레이션의 전개 방향을 가늠하고 대응하기 위해 그간 인플레이션 충격 과정에서 논의되던 이슈들을 재점검하는 것이 중요한 시점
  
- **(논쟁 ①) 인플레이션 원인과 성격: 공급 기반 일시적 對 수요 기반 항구적**
  - 인플레이션이 처음 부각된 2021년 중반만 해도 주로 코로나發 공급차질 및 수급 불균형에 따른 ‘일시적’ 현상으로 평가(향후 공급 개선으로 물가안정 기대)
  - 하지만 코로나 위기에 맞서 전후 사상 최대 규모의 부양책이 동원되면서, 점차 그로 인한 수요 측면의 인플레이션 압력 부상 속 ‘항구적’ 인플레이션 전망이 확산
  - 특히, 그동안 익숙했던 저물가 체제가 막을 내리고 이제 고물가 체제로 이행하고 있다는 ‘물가체제 전환’ 위험이 부각되면서 이에 맞선 공세적 통화긴축이 본격화
  
- **(논쟁 ②) 디스인플레이션 동력과 함의: 무결점 물가안정 對 라스트마일 위험**
  - 공급차질에 힘입어 2002년 중반 이후 인플레이션이 둔화되면서, 경기침체 없이 물가가 안정되는 연착륙, 특히 ‘무결점(immaculate) 디스인플레이션’ 진단이 부상
  - 반면 항구적 인플레이션 시각에서는 이러한 디스인플레이션에 공급차질 개선 이상으로 공세적 통화긴축에 따른 인플레이션 기대의 역제가 미친 영향력에 주목
  - 다만, 과거 물가안정에 3년 이상 소요된 데다 성급한 완화시 물가 불안이 재현된 사례 등을 감안하여 물가안정의 ‘ラスト마일’(last-miles) 위험에 주의를 촉구
  
- **(논쟁 ③) 통화정책의 역할과 向方: 테이블山 접근 對 마테호른山 접근**
  - 이제 물가가 다소 안정됨에 따라 그동안 중앙은행의 공세적 통화긴축이 수행한 역할, 나아가 통화정책과 물가안정 간의 관계를 두고도 논쟁이 확산
  - 공급 중시론자는 대체로 인플레이션 대응 과정에서 과잉 통화긴축의 후유증에 주목하며 적극적 통화완화를 요구(금리를 신속하게 인하하는 ‘마테호른山 접근’)

- 수요 중시론자는 통화긴축을 통한 인플레이션 기대 억제에 주목하며 물가체제 전환 위험에 맞선 통화긴축 지속을 요구(장기간 고금리를 이어가는 ‘테이블산 접근’)
- (시사점) 합리적 태만 시대의 종료: 수요 안정화 넘어 구조개혁으로
- 저물가에서 고물가로 물가체제 전환 여부는 아직 불확실하지만, 그간의 물가 향방에 대한 ‘합리적 태만’(rational neglect)은 더 이상 유효하지 못한 모습
  - 특히 구조적 차원에서 공급 순풍이 역풍으로 반전된 상황에서, 2% 물가목표를 고집하기보다는 완만한 인플레이션을 수용하는 것이 정책운신 여력 확대가 가능
  - 2000년대식 금융불균형과 1970년대식 물가불안 위험이 결합된 지금, 더 이상 성장 환영에 의존한 수요 안정화보다는 공급 측면의 구조개혁 향방에 보다 주목할 필요

표 | 인플레이션 논쟁의 진화

구분		공급 중시	수요 중시	구조적 접근
인플레이션	원인	코로나궤, 지정학궤 공급 차질	대규모 부양책궤 수요 압력	물가체제의 전환 ↓
	성격	일시적 (transitory)	항구적 (permanent)	합리적 태만의 종료
디스 인플레이션	동력	유가 반락, 공급차질 개선 등	인플레이션 기대 안정화	임금 주도 물가변동 ↓
	합의	무결점(immaculate) 디스인플레이션	라스트마일(last mile) 위험	이윤 주도 물가변동
통화정책	역할	정책 실기 혹은 과잉긴축궤 후폭풍	물가안정의 일등공신 (수요경로 & 신호경로)	수요 안정화 ↓
	향방	신속한 금리인하 (Matterhorn山 접근)	상대적 高금리 유지 (Table山 접근)	구조개혁(공급혁신)

자료 : 하나금융경영연구소

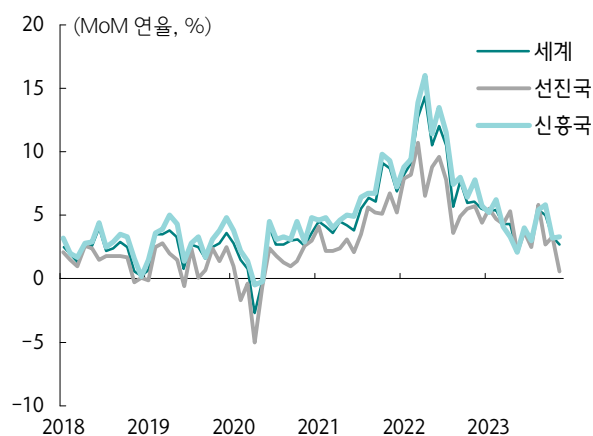
선임 연구위원 장 보 형 jangbo@hanafn.com

Key Words : 인플레이션, 디스인플레이션, 통화정책

## I. 인플레이션은 끝났는가?

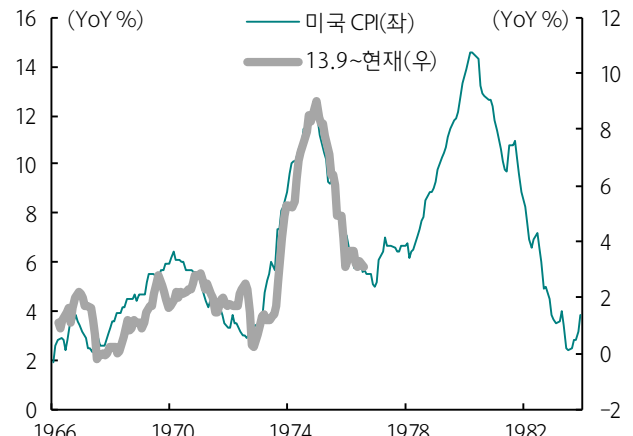
- 최근 인플레이션 충격이 진정되는 모습이나, 그 향방에 대한 논란 지속
  - 코로나 충격 이후 미국 등 선진국을 필두로 인플레이션이 1970년대 오일쇼크 이후 최고치로 급등하면서 물가불안이 전면화되고 경제회복 향방에 대한 우려가 확산
  - 이후 글로벌 차원에서 고강도 통화긴축이 본격화되고 공급차질 우려가 완화되는 가운데 인플레이션이 둔화되고 있으나, 여전히 그 지속 여부는 불확실
  - 과연 코로나 충격과 맞물린 일시적 인플레이션 우려를 딛고 예전처럼 디스인플레이션 기조가 이어질 것인지, 아니면 오히려 지금의 인플레이션 둔화가 일시적인 조정일 뿐 앞으로 고물가 추세가 본격화될 것인지 논란이 이어지는 상황
  
- 그간의 인플레이션 논쟁들을 되짚어보며 향후 과제나 시사점을 고민할 필요
  - 선진국 기준으로 오일쇼크 이후 50여년 만에, 우리나라 역시 외환위기 이후 처음으로 직면한 인플레이션은 그간의 경제나 금융시장 환경에 큰 도전을 제기
  - 따라서 향후 인플레이션 혹은 디스인플레이션의 전개 방향을 가늠하기 위해 그동안 인플레이션 충격 과정에서 논의되던 이슈, 즉 인플레이션의 발생 원인과 성격, 또 지금의 물가 반락 추세의 동력이나 지속 여부 등을 검토하는 것이 중요
  - 특히 이번 충격을 계기로 물가에 대한 이른바 ‘합리적 태만’(rational neglect)의 시대가 막을 내리면서, 이를 극복해 나갈 정책 및 경제체제의 재정비에 대한 고민도 필요

그림1 | 글로벌 소비자물가(CPI) 상승률 추이



자료: IMF

그림2 | 1970년대 오일쇼크와 유사한 美 인플레이션 흐름

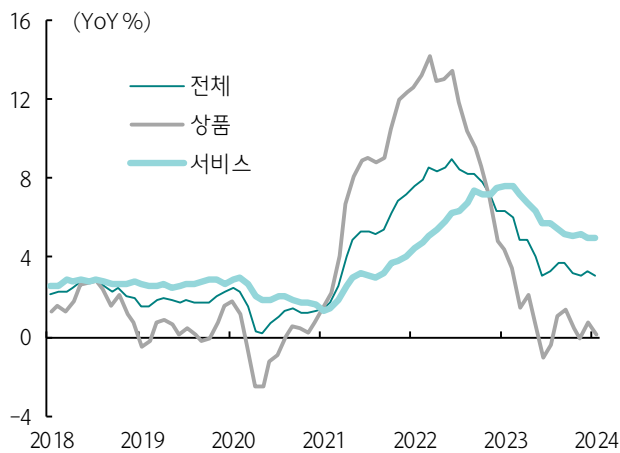


자료: Fred

## II. 인플레이션의 원인과 성격

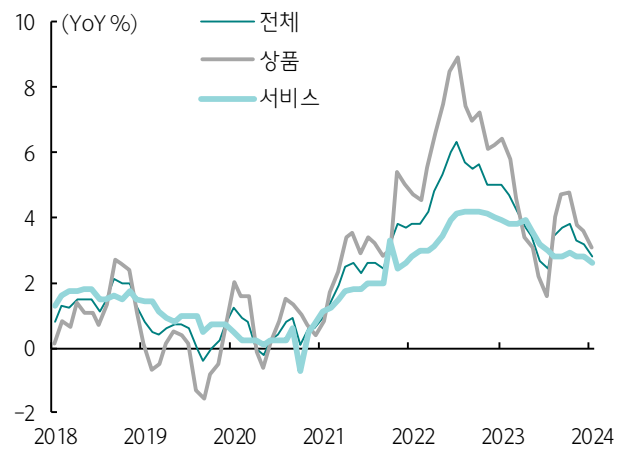
- 인플레이션이 부각된 2021년 중반까지는 주로 코로나發 ‘일시적’ 현상으로 평가
  - 코로나 충격이 다소 진정되던 2021년 초반부터 물가가 오르기 시작했는데, 코로나와 관련된 공급차질, 또 재택 위주 생활에 따른 공산품 소비 급증이 이를 주도
  - 이러한 공급차질 문제는 일시적 성격이 강한 만큼, 향후 사태가 진정되며 공급망이 복구되고 수급 왜곡도 해소됨에 따라 물가도 진정될 것이라는 관측이 지배적
    - 통상적으로 공급 충격이 해당 부문의 상대가격 변화에 국한되고 타부문으로 물가 전가가 제한될 경우에는 단발성 공급교란이 일단락되면서 물가가 빠르게 진정되는 패턴
  - 따라서 美 연준을 비롯해 주요국 중앙은행들도 초반에는 대부분 사태를 관망. 단, 일부 신흥시장에서는 원자재 및 환율 불안으로 물가폭등 속 금리인상에 착수
  
- 하지만 대규모 경기부양책 등과 맞물려 수요 측면의 인플레이션 압력 부상
  - 글로벌 금융위기의 교훈에 힘입어 코로나 위기에 대응하여 전후 사상 최대 규모의 통화 및 재정부양책이 동원되면서, 그로 인한 수요 측면의 인플레이션 압력이 부상
  - 특히 초반에는 주로 공급 차질 및 수요 전환(서비스→재화)에 따라 재화(상품) 물가가 상승세를 주도했으나, 점차 사회적 거리두기 완화 속에 서비스 부문으로 전이
    - 이후 경기부양책 효과가 퇴조하고 2022년 초 우크라이나 전쟁과 같은 대형 공급충격이 겹치면서 경기는 다시 둔화되었지만, 전체 물가는 더욱 급등(‘스태그플레이션’ 양상)

그림3 | 미국 소비자물가 상승률의 부문별 추이



자료: Fred

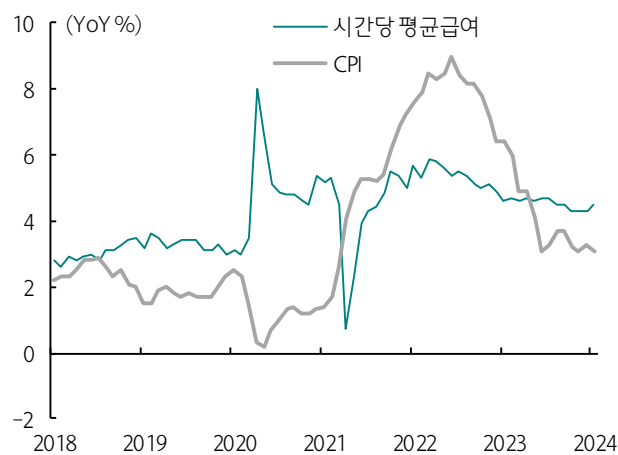
그림4 | 한국 소비자물가 상승률의 부문별 추이



자료: 한국은행

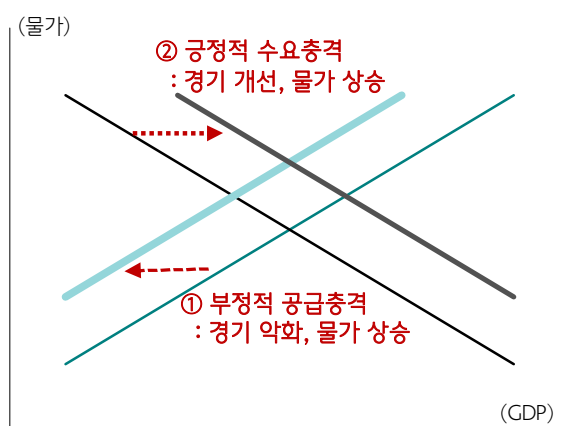
- 또한 미국을 필두로 코로나 충격이 완화된 이후 노동시장 수급 불균형에 따른 실업률 하락 및 임금 상승 압력이 확산되면서 ‘임금-물가 악순환’ 우려도 대두
- 인플레이션의 성격에 대해 ‘항구적’ 시각이 확산되며 공세적 통화긴축 본격화
- 2021년 중반까지는 인플레이션이 주로 공급 차질이나 수급 불균형에 기반한 ‘일시적’(transitory) 현상으로 평가되면서 주요국의 통화긴축도 보류하는 분위기
  - 하지만 이후 인플레이션이 더욱 강화되면서 대규모 경기부양책과 수요압력에 결부된 ‘항구적’(permanent) 인플레이션 시각이 득세하면서 공세적 통화긴축에 착수
    - 특히, 항구적 인플레이션의 대표론자 Lawrence Summers(2021)는 미국 정부의 대규모 경기부양책에 주목, “글로벌 금융위기 이후의 부양책은 GDP갭을 절반 정도 메웠을 뿐이지만, 이번에는 GDP갭의 3배에 이를 정도”라고 지적, 인플레이션 위험을 경고
    - 반면, 일시적 인플레이션 시각의 Paul Krugman(2021)은 “인플레이션은 통화완화나 재정 정책 영향이 아니라 주로 공급차질 장기화 영향”이라며, 통화긴축 전환에 신중한 태도
- 1970년대 이후 최악의 인플레이션에 직면해 물가체제의 전환 가능성도 환기
- 인플레이션이 예상과 달리 장기화되면서, 그간의 ‘저물가 체제’가 점차 ‘고물가 체제’로 전환(“regime shift”)하고 있다는 관측이 확산(BIS 2023a, 韓銀 2024)
  - 사실 1970년대 인플레이션 충격 이후의 디스인플레이션 양상은 글로벌 금융위기 이후 아예 디플레이션 경사를 보일 정도로 극도의 저물가(물가안정) 체제로 진행

그림5 | 미국 소비자물가와 시간당평균급여 상승률



자료: Fred

그림6 | 공급충격과 결부된 수요압력의 효과



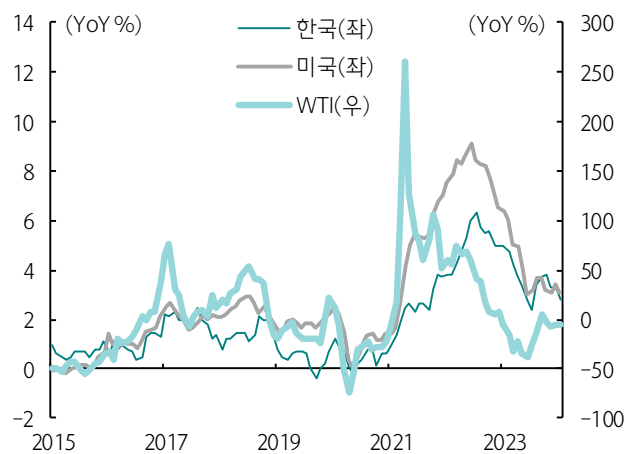
자료: 하나금융경영연구소

- 하지만 이제 공급 충격은 물론 수요 압력까지 가세하며 인플레이션이 본격화됨에 따라 1970년대식 물가체제 전환 가능성에 대비한 공세적인 통화긴축 요구가 확대
  - 저물가 체제에서는 특정 물가충격이 상대가격 변화에 국한되면서 타 부문 물가로의 전염 효과가 제한되지만, 고물가 체제에서는 물가간 상관성이 높아지며 극심한 물가 변동을 야기
  - 따라서 저물가 체제에서는 물가가 목표치에서 벗어나더라도 통화정책의 용인 여지가 큰 반면, 고물가 체제에서는 물가 안정을 위한 통화정책의 선제적 대응이 중요

### III. 디스인플레이션의 동력과 지속 여부

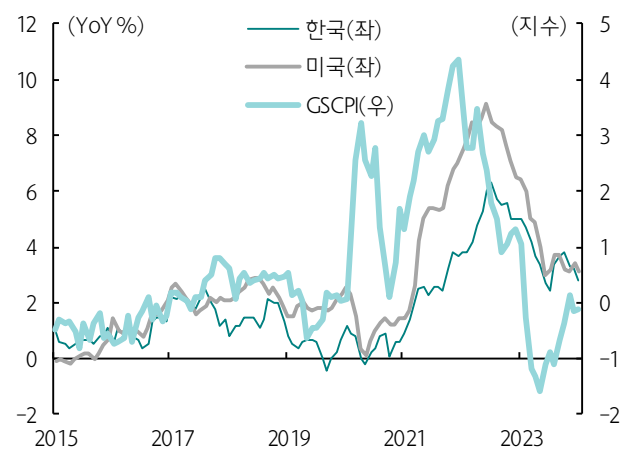
- 기저효과와 공급차질 개선 등에 힘입어 2022년 중반 이후 물가 상승세 둔화
  - 1970년대 인플레이션 충격을 방불케 할 정도로 치솟던 물가가 2022년 중반 이후에는 세계적으로 둔화되기 시작했고, 최근에는 2~3%대로 복귀하는 양상
  - 이러한 인플레이션 둔화(disinflation)는 무엇보다 그동안 높았던 물가로 인한 역기저효과가 작동한 데다 단계적으로 유가 등 공급차질이 완화된 영향으로 평가
  - 물론 아직도 중앙은행의 물가목표를 상회하고 있는 데다 최근 디스인플레이션 흐름이 다소 약화되고 있긴 하지만, 연내 물가가 추가 둔화되리라는 전망이 주류
    - 전망: 연준(23.12월) PCE물가 24.4Q YoY +2.4%, 韓銀(24.2월) CPI물가 24.2H +2.3%

그림7 | 소비자물가와 WTI 유가 상승률



자료: 한국은행, Fred

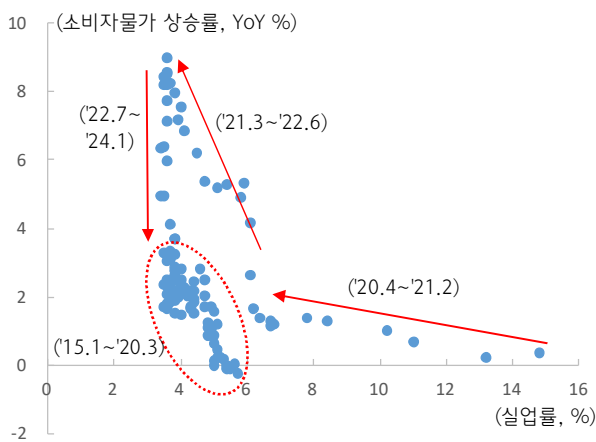
그림8 | 소비자물가와 글로벌 공급망압력 지수(GSCPI)



자료: 한국은행, Fred, NY Fed

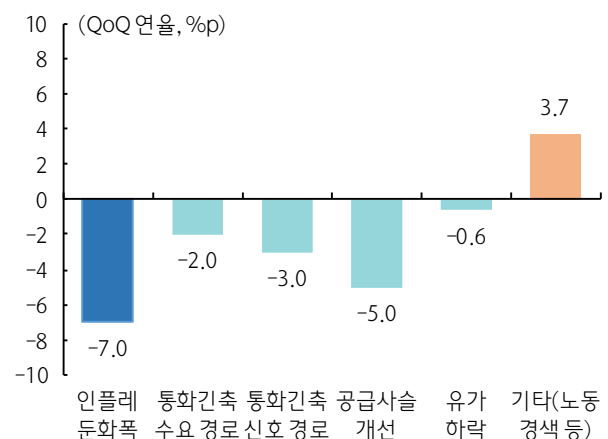
- 이에 공급차질 영향에 초점을 맞추었던 일시적인 인플레이션 시각이 재부상
  - 사실 공급 악화는 물가 상승과 경기침체를 동시에 설명하며, 반면 공급 개선은 물가 하락과 경기회복을 견인함으로써 이른바 ‘연착륙’(soft-landing)을 유도
  - 특히 항구적 인플레이션 시각이 주목하던 임금-물가 악순환이 부재한 가운데, 필립스 곡선도 상향이동 및 경사화의 흐름을 접고 기존 행태로 복귀하는 모습
    - 인플레이션과 실업률의 역관계를 나타내는 필립스 곡선(Philips Curve)은 코로나 초기 낮은 수준에서 완만한(flattening) 우하향 패턴 시현(실업률 하락에도 물가 상승 제한)
    - 그러다 이후 경사화(steeptening) 및 상향이동의 흐름을 보이면서 항구적 인플레이션의 위험을 야기했으나, 최근 급속히 하향안정되며 코로나 이전 경로로 복귀하는 추세
  - 이처럼 인플레이션의 구조적 행태에 뚜렷한 변화가 없는 가운데, 공급차질 개선에 힘입어 물가둔화 기조가 지속될 것으로 관측(Galeone and Gros 2023)
    - 특히 transitory(‘경과적’)이 temporary(‘임시적’)로 오해되었다는 평가(Economist 2023)
  
- 그러나 항구적 인플레이션 시각에서는 인플레이션 기대 안정의 중요성에 주목
  - 최근의 디스인플레이션에 유가 하락이나 공급차질 개선이 큰 영향을 미치긴 했지만 통화긴축을 통한 수요 및 인플레이션 기대 억제 영향도 중요(IMF 2023b)
    - Allianz(2023)는 '22년 2Q~23년 2Q 중 美 인플레이션 안정에 유가 하락 및 공급차질 개선 효과가 55%, 연준의 수요 억제 및 인플레이션 기대 억제 효과가 45%로 추정

그림9 | 미국의 필립스 곡선 추이(기간별)



자료: Fred

그림10 | 美 인플레 둔화 폭과 그 원인(22.2Q~23.2Q)



자료: Allianz



- 특히 저물가 체제에서 고물가 체제로의 전환 가능성과 관련해 중요한 것은 인플레이션 기대인데, 실제로 단기 인플레이션 기대가 급등하면서 물가 불안을 자극
- 다행히 중앙은행의 단호한 반인플레이션 전쟁으로 장기 인플레이션 기대가 억제된 가운데 단기 인플레이션 기대도 다시 안정화되고 있지만, 임금 및 서비스 부문 위주로 ‘끈적한’(sticky) 물가압력이 이어지면서 물가체제의 전환 위험이 지속
  - 과거 인플레이션 경험을 보면, 인플레이션 안정화 성공에 평균 3.2년 소요(IMF 2023a)

■ 한편, 이번 인플레이션 변동의 원인으로 임금보다는 이윤 행태에 보다 관심

- 인플레이션(디스인플레이션) 동력과 관련해 수요와 공급 등의 거시적 측면 외에도 미시적, 구조적 차원에서 임금과 이윤의 역학관계도 주요 이슈로 부상
- 그동안 물가 변동에서 임금의 영향력이 컸다는 점에서 주로 임금에 관심이 집중되었지만, 이번에는 임금 못지않게 이윤도 크게 기여했다는 평가(Storm 2023)
  - 가령, 비금융기업의 실질총부가가치 단위당 물가에서 노동비용과 이윤이 차지하는 비중은 1979~2019년 각각 56.0%, 13.1%에서 2020~22.2Q 44.6%, 40.1%로 반전
  - 특히, 산업 집중 및 경쟁 약화로 기업 가격결정력이 상승한 가운데 물가 상승을 폭리(profitteering) 기회로 활용하는 ‘탐욕 인플레이션’(greedflation) 쟁점화(Weber 2023). 이런 시각에서는 최근 이윤 급증에 대한 견제가 강화되면서 물가가 둔화되고 있는 셈
- 특히 1970년대 인플레이션에서는 노동비용이 주요 동력이었던 반면, 지금은 ‘이윤 주도’(profit-driven) 인플레이션으로서 이번 속성의 차별성 주목(BIS 2024b)

그림11 | 단위노동비용의 물가 견인력 약화

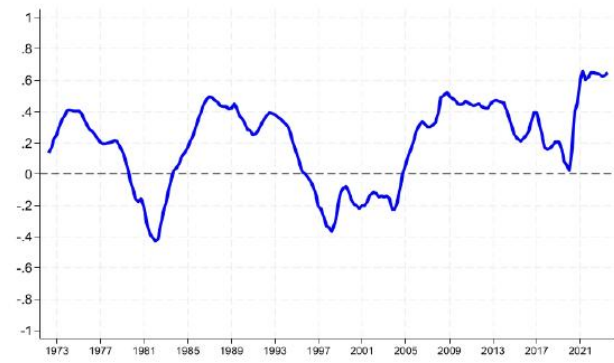
\* 단위노동비용(ULC)과 1년 뒤 인플레이(GDP 디플레이터) 간의 상관성



자료: BIS 2024b

그림12 | 단위이윤의 물가 견인력 증대

\* 단위이윤(Unit Profit)과 1년 뒤 인플레이(GDP 디플레이터) 간의 상관성

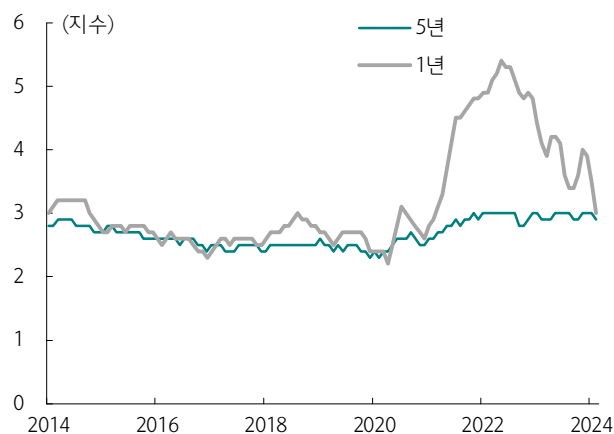


자료: BIS 2024b

## IV. 통화정책의 역할과 과제

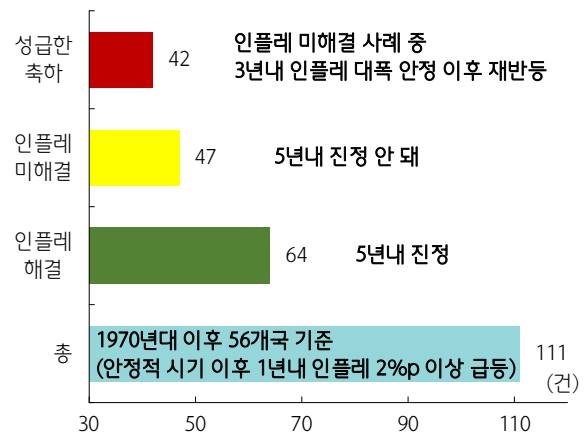
- 디스인플레이션 과정에서 통화정책의 역할과 향후 과제를 두고도 논쟁 확산
  - 초반에는 인플레이션에 대해 다소 신중하게 관망하는 자세를 취했지만, 2021년 중반 이후 인플레이션이 전면화되면서 통화정책도 공세적 긴축에 돌입
  - 특히, 1970년대 인플레이션 쇼크에 대한 교훈이 부각되면서 세계적으로 이례적 수준의 동조화된 고강도 통화긴축이 본격화 되면서 인플레이션도 점차 진정
  - 하지만 디스인플레이션 과정에서 통화정책이 과연 어떤 역할을 수행했는지, 그리고 앞으로 어떻게 대응해 가야 할지 여전히 논란이 큰 상황(Eichengreen 2024)
  
- 인플레이션 기대 억제를 위한 통화긴축 불가피성에 대한 긍정적 평가 증론
  - 통화긴축으로 수요 측면의 물가압력을 억제하는 한편, 反인플레이션 의지를 각인 하여 인플레이션 기대를 안정시킨 것으로 평가(Bernanke and Blanchard 2024)
    - 일반적으로 통화긴축은 수요 억제를 통해 물가를 끌어내리는 것(‘수요 경로’)은 물론 인플레이션 기대 억제를 통해 물가 불안을 억제하는 역할(‘신호 경로’)도 수행
  - 이처럼 인플레이션 기대 안정화를 통해 물가-임금의 악순환이 제어되고, 실물 경제에 대한 큰 충격 없이 경제를 연착륙시키는 데도 성공할 수 있었다고 자평
  - 단, 아직 물가안정 향방은 물론 통화긴축의 파급효과(수요에 미칠 시차효과나 금융 시장 영향 등)를 두고 불확실성이 큰 상황에서 통화정책 정상화는 신중할 필요

그림13 | 미국의 인플레이션 기대 추이



자료: University of Michigan

그림14 | 1970년대 이후 세계 인플레이션 사례와 결과



자료: IMF

- 과거에도 인플레이션 안정에 실패했던 경우 대부분 “성급한 축하”(premature celebration), 즉 서둘러 금리인하에 나선 결과였다는 점을 고려할 필요(IMF 2023a)

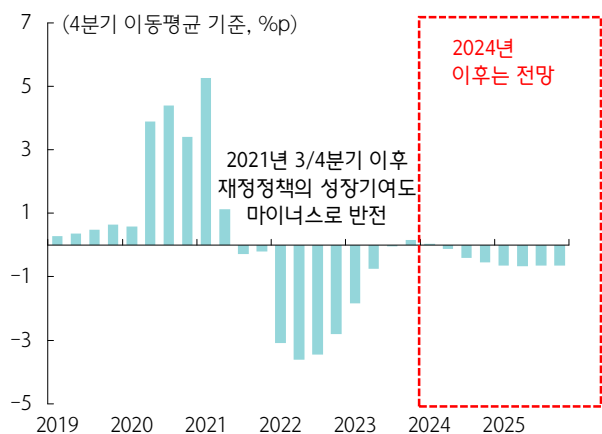
■ 그러나 통화정책의 실기 혹은 과잉 긴축에 따른 후폭풍에 대한 불만도 지속

- 항구적 인플레이션 시각은 대체로 정부의 과도한 재정부양책을 비판하지만 일시적 인플레이션 시각은 중앙은행의 과도한 통화완화를 정책 실패로 규정
  - 실제로 실물경기 영향과 관련해 재정부양책 효력은 이미 2021년 후반부터 해소된 반면, 통화완화는 비교적 장기간에 걸친 시차(6개월~2년 내외) 문제로 영향이 지속
- 특히, 일각에서는 코로나 위기 대응 과정에서 과도한 통화완화가 결국 인플레이션의 잠재적 원흉이었다며, 초기 인플레이션에 적극 대응하지 않은 점을 비판
  - 통화급증이 인플레이션으로 이어졌다는 통화주의적 시각 외에도, 자산가격 상승에 따른 불평등한 부효과로 부유층 위주의 과잉수요에 주목(Ferguson and Storm 2023)
- 또한 공급여건 개선으로 물가가 완화될 수 있음에도, 물가안정에만 치중한 중앙은행의 무리한 통화긴축으로 결국 불필요한 후폭풍(경기침체)을 유발한다고 비판
  - 이런 맥락에서 “경제의 피인 돈을 줄이면 경제 체온계인 물가가 떨어진다.”는 인식에 기반한 통화정책을 중세시대의 ‘사혈요법’(瀉血療法)에 비유(Galbraith 2023)하기도 함

■ ‘라스트마일’의 긴축 지속인가? ‘무결점 물가안정’을 위한 신속한 완화인가?

- 대체로 불확실성이 상존한 상황에서 물가안정의 ‘라스트마일’(last-miles: 장거리 경주의 막바지가 가장 힘들다) 위험에 따른 신중론 제기(ECB 2023, BIS 2024a)

그림15 | 미국 재정정책의 성장기여도(분기별)



자료: Hutchins Center Fiscal Impact Measure

그림16 | 마테호른산 對 테이블산



자료: Huw Pill(2023), 하나금융경영연구소

- 이런 맥락에서 일각에서는 물가체제 전환을 제어하기 위해 통화긴축 기조를 장기간 지속하는 ‘테이블산 접근’(Table Mountain approach)을 요구(Pill 2023, Guardian 2023)
- 반면에 과잉 긴축 여파로 신용 리스크가 확산되는 상황에서 오히려 경기 연착륙 혹은 ‘무결점(immaculate) 디스인플레이션’을 위해 적극적 금리인하 요구도 확산
- 이런 시각에서는 고강도 통화긴축에 따른 경기침체 위험을 상쇄하고 연착륙을 보장하기 위해 급속한 금리인하로 대응하는 ‘마테호른산 접근’(Matterhorn approach) 선호

## V. 인플레이션 전망과 시사점

### ■ 고물가 체제로의 전환보다는 물가에 대한 ‘합리적 태만’의 종료

- ‘물가안정기’는 인플레이션이 경제주체의 일상적 경제활동에 중대한 영향을 미치지 않는 상태로서, 물가에 대한 ‘합리적 태만’(rational neglect)의 시기
  - ‘합리적 태만’은 물가 향방을 의사결정에 적극적으로 반영할 필요가 없다는 의미
- 이는 대체로 ‘저물가 체제’와 부합되지만, 다른 한편으로 코로나 이전이나 대공황 처럼 ‘디플레이션’으로의 경사 경향으로 이어질 때는 문제. 따라서 고물가 혹은 인플레이션 체제와 마찬가지로 디플레이션 체제도 ‘물가불안기’로 규정
- 지금 공급차질 개선에 힘입어 디스인플레이션 양상이 이어지고 있지만, 아직은 물가 안정의 지속 여부를 자신하기는 어려운 상황에서 물가에 대한 경계심이 지속
  - 한편, 여기서 물가에 대한 경계는 ‘양방향’임에 유의. 즉 인플레이션 지속 여부 못지 않게 코로나 이전과 같은 디플레이션 위험의 재개 여부에 대해서도 경계할 필요

### ■ 수요와 공급의 상호작용에 기반한 인플레이션 동학의 변화에 주의

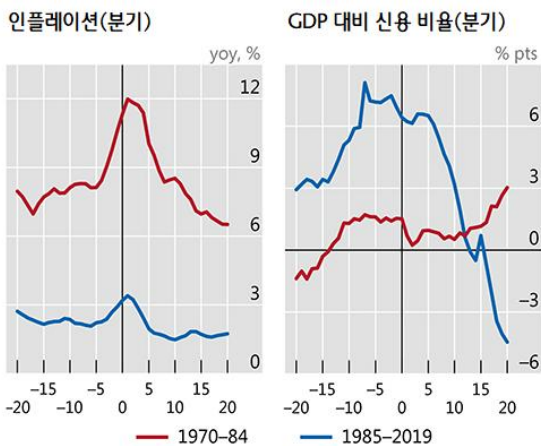
- 향후 물가 향방을 가늠하는데 있어 단기적인 공급 여건이나 수요 및 경기 향방도 중요하지만, 그 이상으로 구조적 측면의 물가 불안요인에 주의할 필요
- 특히 그간 세계화와 기술혁신, 양호한 인구구성 등에 기반한 ‘공급순풍’이 점차 지정학 갈등과 고령화, 에너지 전환 등과 맞물려 ‘공급역풍’으로 반전(BIS 2022)
  - 사실 공급순풍에 기반한 공급여력의 대대적인 확대가 일상적인 수요변동에 효과적인 대응을 가능하게 함으로써 2000년대 중반까지 물가 억제 하에 견실한 성장세를 견인

- 앞으로 수요 측면의 물가압력 완화로 추가 물가불안은 억제될 수 있지만, 구조적 공급역풍을 감안할 때 기존 물가목표(2% 내외)로 복귀하기는 쉽지 않은 상황
  - 이처럼 공급 유연성이 저하된 상황에서는 물가목표 준수를 위해 무리하게 통화긴축에 나서기보다는 3% 내외의 물가를 용인할 때 정책 운용의 여지가 확대(EI-Erian 2024)

■ 수요 안정화보다는 공급혁신을 위한 구조개혁에 주력해야 할 때

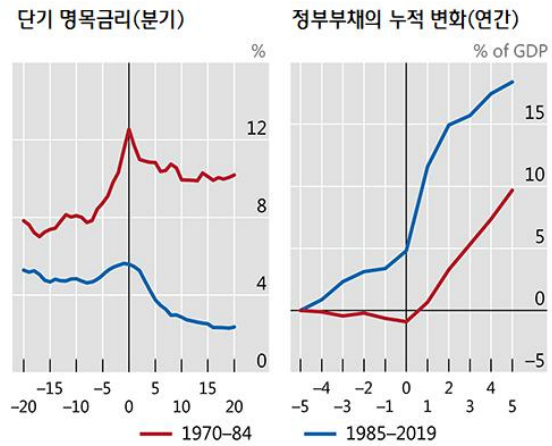
- 사실 지금은 인플레이션 위험 못지않게, 그동안 과도한 통화 및 재정 부양책으로 누적된 금융불균형이 통화긴축 과정에서 시스템 취약성의 고리로 재부상
- 이처럼 물가불안과 금융취약성의 병존에 대해 점차 경제관리에 있어 수요 안정화에 치중하던 재량적 통화-재정정책이 한계에 직면했다는 반성 확산(BIS 2023b-c)
- 실제로 1970년대는 이른바 ‘정책혼합’(policy mix)을 통한 수요 관리가 결국 인플레이션으로 귀착되었고, 이후에는 통화정책에 편중된 ‘미세조정’(fine-tuning)이 신용과잉에 기반한 금융불안 반복(부채 누증)으로 귀결(특히, 글로벌 금융위기)
  - 70년대식 인플레이션은 실물불균형, 이후의 금융불안은 금융불균형을 반영. 한편 대신에 1970년대까지는 금융 억압이, 2000년대에는 디플레이션으로의 경사가 지배적
- 따라서 ‘성장 환영’(growth illusion)에 기반한 수요 안정화 정책 일변도에서 벗어나, 공급 혁신에 초점을 맞춘 구조개혁, 즉 공급개혁에 보다 박차를 가할 필요

그림17 | 1970년대와 이후의 주요 불균형 비교



자료: BIS 2023c(경기침체 시점=0 전후의 분기, 선진 16개국 기준)

그림18 | 1970년대와 이후의 정책 대응 추이



자료: BIS 2023c(경기침체 시점=0 전후의 분기, 선진 16개국 기준)

■ 통화정책의 건전화보다는 재정 및 공급정책의 효율적 활용에 주목

- 물가불안과 금융취약성의 부상에 맞서 주로 통화정책 체제전환, 즉 상당 기간에 걸쳐 과거에 비해 높은 금리 기조를 이어가야 한다는 주장이 부상(Davos 2024)
  - 가령, ‘공짜의 쉬운 돈’(free, easy money) 대신에 ‘공정한 돈’(fair money)이 필요
- 하지만 코로나 충격은 물론 그 이전의 이른바 ‘장기정체’(secular stagnation) 압력을 겨우 벗어나고 있는 상황에서 이러한 태도는 ‘오버킬’(overkill) 위험을 내포
- 오히려 인플레이션 악순환이 억제된 상황에서 상대가격 조정에 기반한 물가 변동은 효율성을 제고하고 혁신을 자극할 ‘생산적 기회’로 역할 가능(하나 2023)
- 따라서 긴축 부담을 완화하면서 생산능력을 끌어올리기 위한 재정·공급정책이 관건이며, 시장실패 위험이 큰 규제완화 위주보다 능동적 공공투자의 역할에 주목
  - 이런 맥락에서 최근 미국의 ‘현대 공급중시 경제학(Modern Supply-side Economics)’ 혹은 ‘현대 산업정책’(Modern Industrial Policy)의 시도에 주목할 필요

표1 | 인플레이션 논쟁의 진화

구분		공급 중시	수요 중시	구조적 접근
인플레이션	원인	코로나궤, 지정학궤 공급 차질	대규모 부양책궤 수요 압력	물가체제의 전환 ↓ 합리적 태만의 종료
	성격	일시적 (transitory)	항구적 (permanent)	
디스 인플레이션	동력	유가 반락, 공급차질 개선 등	인플레이션 기대 안정화	임금 주도 물가변동 ↓ 이윤 주도 물가변동
	함의	무결점(immaculate) 디스인플레이션	라스트마일(last mile) 위험	
통화정책	역할	정책 실기 혹은 과잉긴축궤 후폭풍	물가안정의 일등공신 (수요경로 & 신호경로)	수요 안정화 ↓ 구조개혁(공급혁신)
	방향	신속한 금리인하 (Matterhorn山 접근)	상대적 고금리 유지 (Table山 접근)	

자료 : 하나금융경영연구소

## [주요 참고문헌]

- 하나금융경영연구소(2023), “수요위기를 넘어 공급위기로” [하나 2023]
- 한국은행(2024), “물가안정기로의 전환사례 분석 및 시사점” [韓銀 2024]
- Agustin Carstens(2022), “A story of tailwinds and headwinds : aggregate supply and macroeconomic stabilisation”, Bank for International Settlements [BIS 2022]
- Agustin Carstens(2023), “Monetary and fiscal policy as anchors of trust and stability”, Bank for International Settlements [BIS 2023b]
- Agustín Carstens(2024), “Where are we on the journey towards price stability?”, Bank for International Settlements [BIS 2024a]
- Alianz(2023), “US immaculate disinflation: How much should we thank the Fed for?” [Alianz 2023]
- Anil Ari, Carlos Mulas-Granados, Victor Mylonas, Lev Ratnovski and Wei Zhao(2023), “One Hundred Inflation Shocks: Seven Stylized Facts”, IMF Working Papers [IMF 2023a]
- Barry Eichengreen(2024), “The Middle Truth in the Inflation Muddle”, The Project Syndicate [Eichengreen 2024]
- Ben Bernanke and Olivier Blanchard(2024), “Analysing the inflation burst in eleven economies”, Monetary Policy Responses to the Post-Pandemic Inflation, CEPR [Bernanke and Blanchard 2024]
- Claudio Borio, Marco Jacopo Lombardi, James Yetman and Egon Zakrajsek(2023), “The two-regime view of inflation”, BIS Papers [BIS 2023a]
- Claudio Borio(2023), “Monetary and fiscal policy: safeguarding stability and trust”, Bank for International Settlements [BIS 2023c]
- Economist(2024), “Has Team Transitory really won America’s inflation debate?” Jan 10th 2024 [Economist 2024]
- Enisse Kharroubi and Frank Smets(2024), “Monetary policy with profit-driven inflation”, BIS Working Papers [BIS 2024b]
- Guardian(2023), “Mountain view: Bank top economist offers two routes to beating inflation” 31 aug. 2023 [Guardian 2023]
- Hew Pill(2023), “Recent developments in UK monetary policy”, Bank of England [Pill 2023]

- IMF(2023), “Managing Expectations: Inflation and Monetary Policy”, World Economic Outlook, Oct. 2023 [IMF 2023b]
- Isabella M. Weber and Evan Wasner(2023), “Sellers’ Inflation, Profits and Conflict: Why can Large Firms Hike Prices in an Emergency?”, Economics Department Working Paper Series. 343 [Weber and Wasner 2023]
- Isabella Schnabel(2023), “the last mile”, ECB [ECB 2023]
- James K. Galbraith(2023), “Mainstream Economics’ Medieval Inflation Medicine”, Project Syndicate [Galbraith 2023]
- Pietro Galeone and Daniel Gros(2023), “Regime shifts and the last mile of disinflation”, VoxEU [Galeone and Gros 2023]
- Servaas Storm(2023), “Profit Inflation Is Real”, Article for the Institute for New Economic Thinking [Storm 2023]
- Thomas Ferguson and Servaas Storm(2023), “Myth and Reality in the Great Inflation Debate: Supply Shocks and Wealth Effects in a Multipolar World Economy.” International Journal of Political Economy 52 (1): 1–44. [Ferguson and Storm 2023]
- World Economic Forum(2024), “Are interest rate cuts coming? Here’s what the IMF and other global leaders are saying at Davos 2024” [Davos 2024]





04538 서울특별시 중구 을지로 66 (을지로 2가, 하나금융그룹 명동사옥 8층)  
TEL 02-2002-2200  
e-mail hanaif@hanafn.com  
<http://www.hanaif.re.kr>



하나금융경영연구소



카카오톡 채널 추가하는 방법  
카톡 상단 검색창 클릭 → QR코드 스캔 → 채널 추가

