

최근의 인플레이션 문제와 통화정책의 구조적 문제

안재욱

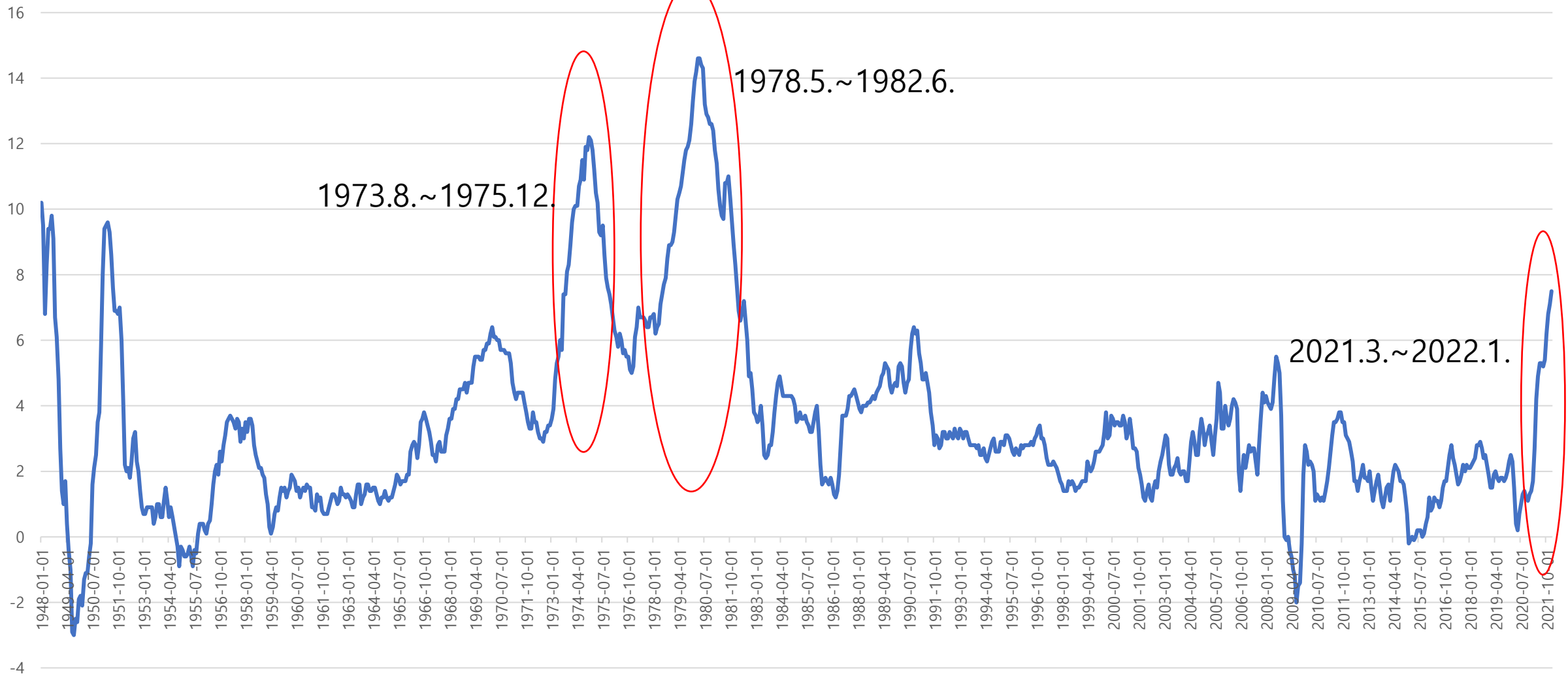
경희대학교 경제학과 명예교수

2022년 2월 16일

바른사회시민회의 Meet콘서트

최근의 인플레이션

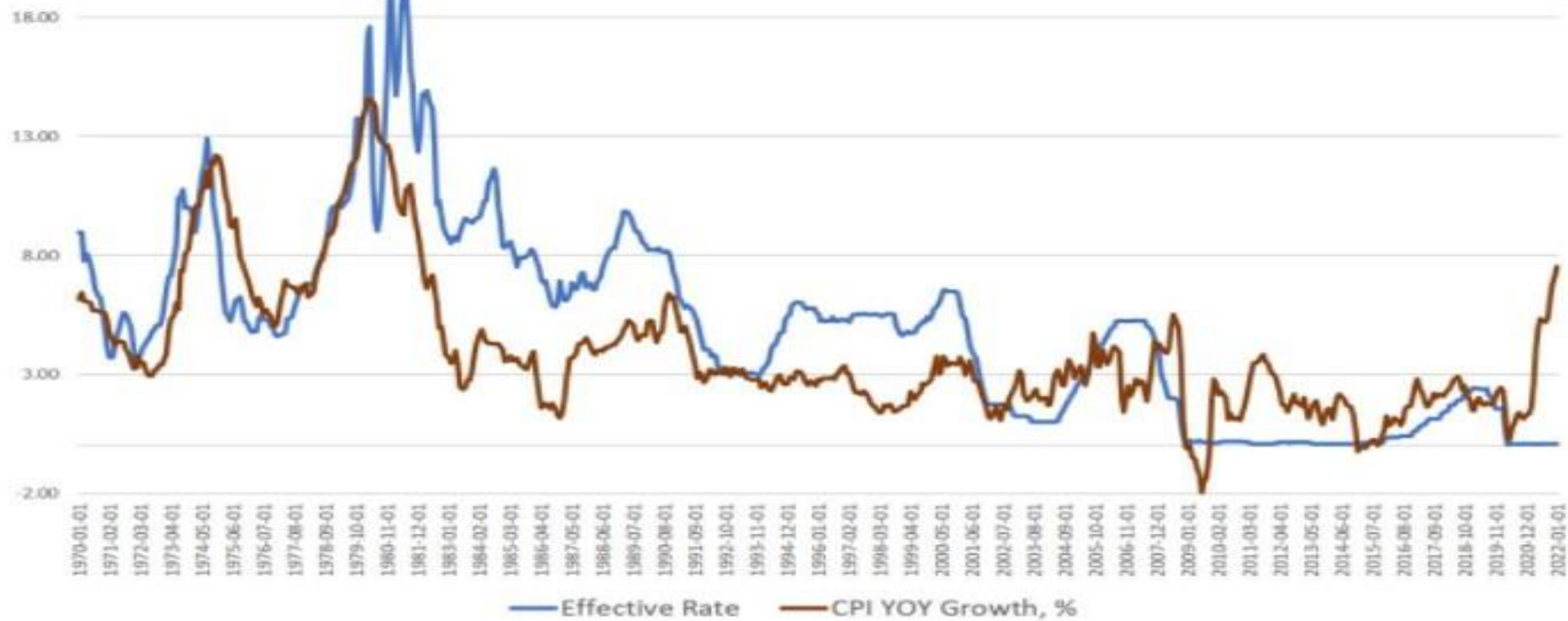
U.S. Inflation Rate



자료: Fed St. Louis

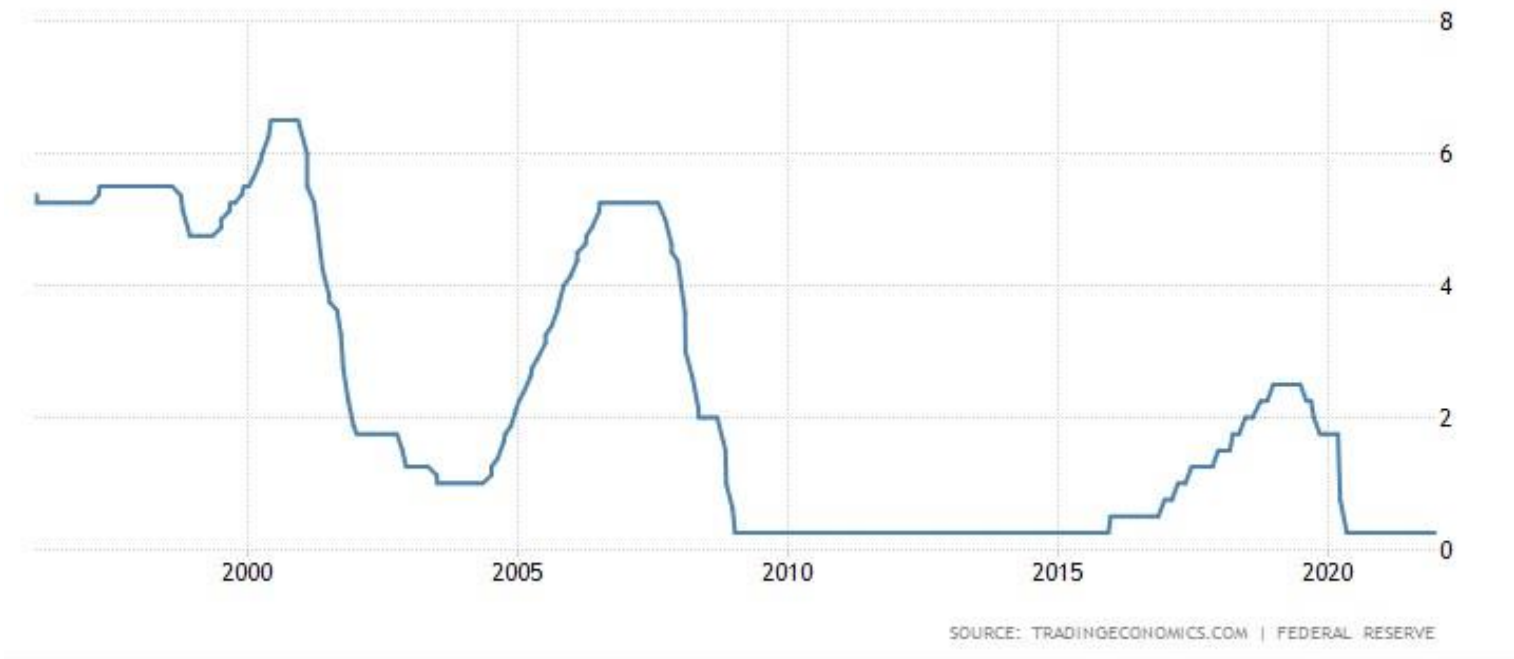
<https://fred.stlouisfed.org/tags/series?t=inflation%3Busa>

CPI Inflation versus Effective Fed Funds Rate



• 미국 기준금리

- 2020. 3. 3. 1.75%에서 1.25%로 인하
- 2020. 3. 15. 1.25%에서 0.25%로 전격 인하
- 계속 0.25%로 동결



미국의 테이퍼링(자산매입 축소)

- 팬데믹 이후 자산 매입 약 4조 달러 증가
- Fed의 자산매입 축소
 - 2021년 11월: 월 매입액을 1,200억 달러에서 1,050억 달러로 축소: 매입액 150억 달러 감소
 - 2021년 12월 300억 달러 감소

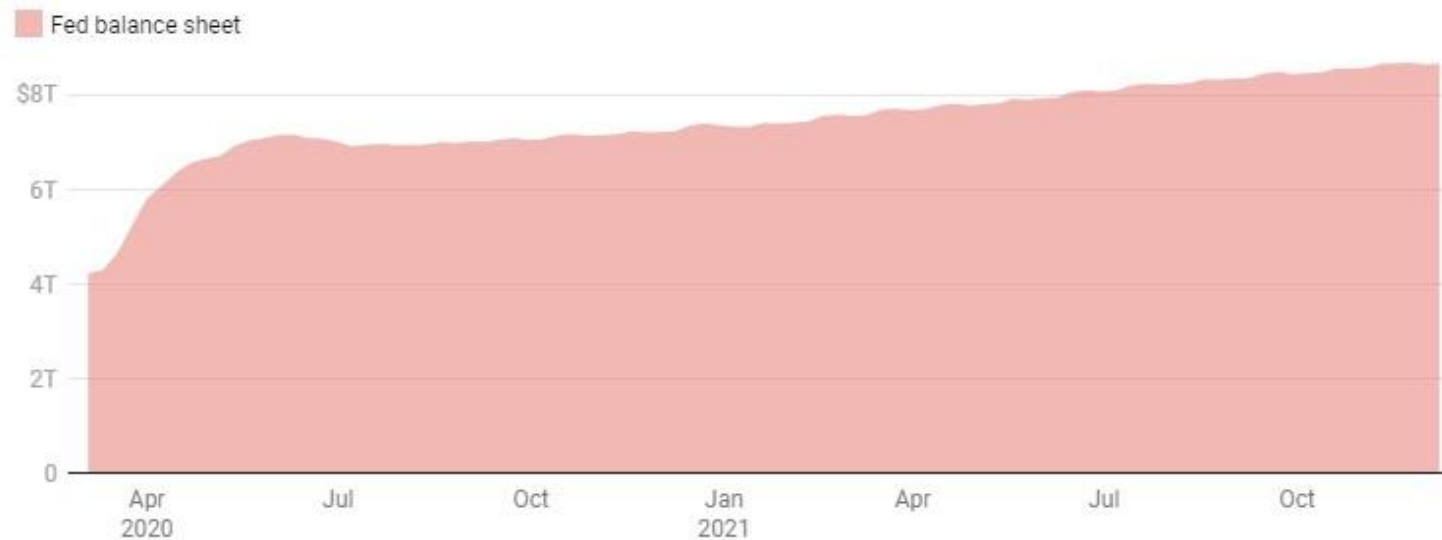
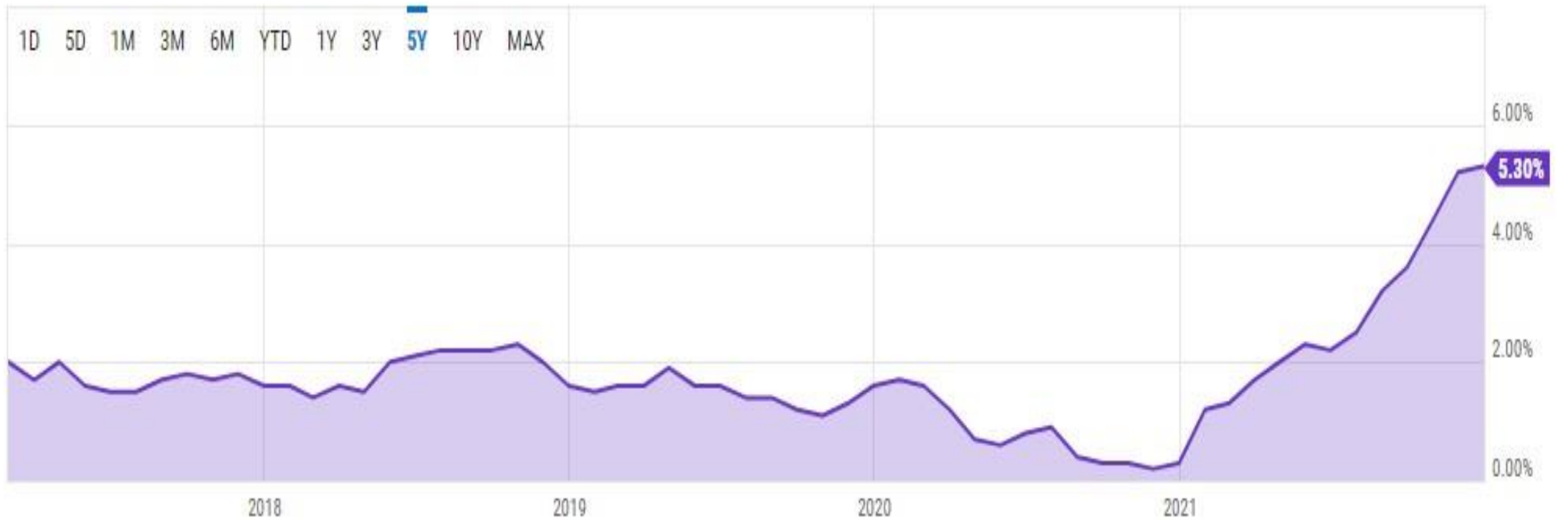


Chart: The Conversation, CC-BY-ND • Source: [FRED](#) • [Get the data](#)

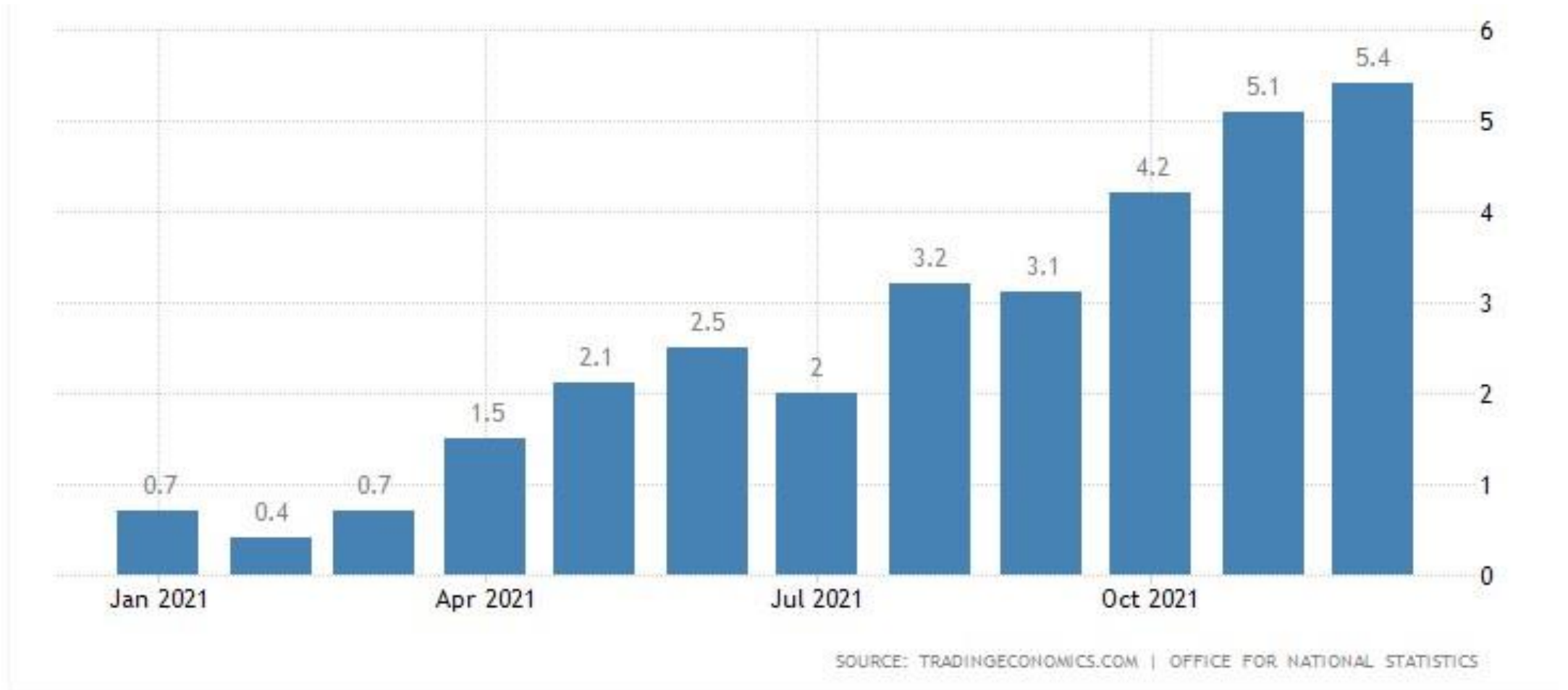
출처: <https://theconversation.com/what-is-the-fed-taper-an-economist-explains-how-the-federal-reserve-withdraws-stimulus-from-the-economy-173792>

EU Inflation Rate



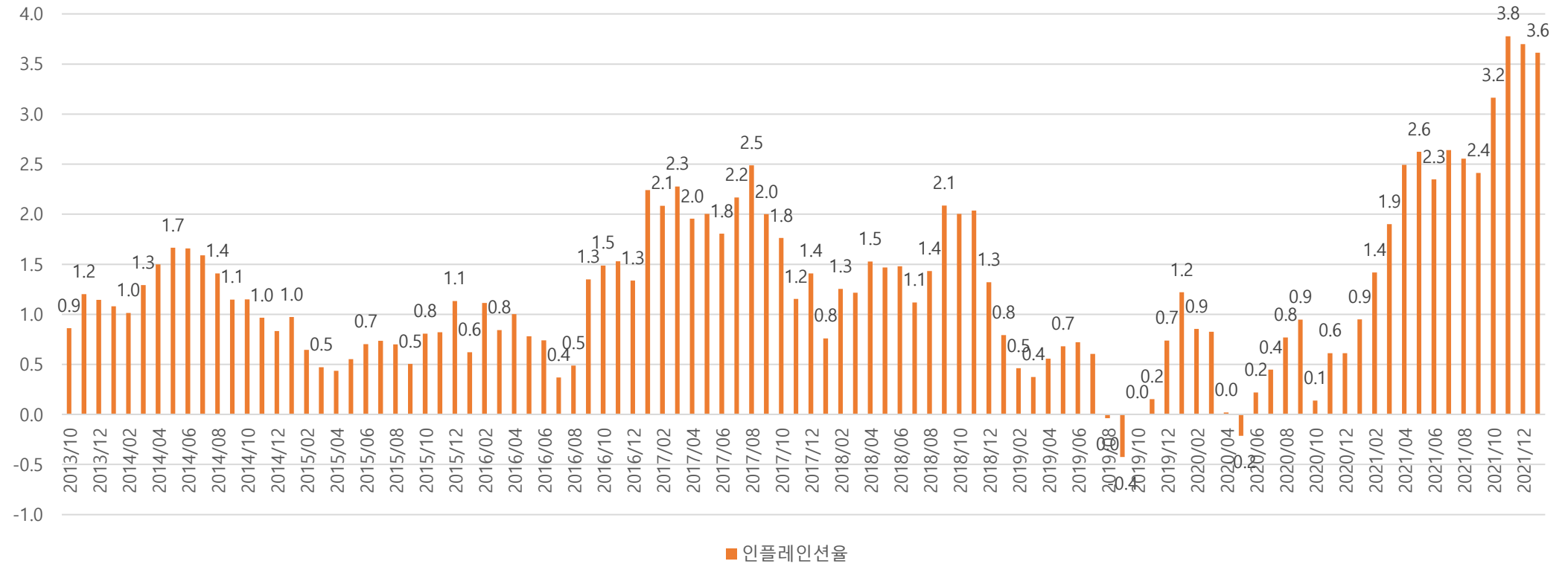
https://ycharts.com/indicators/europe_inflation_rate

UK Inflation Rate



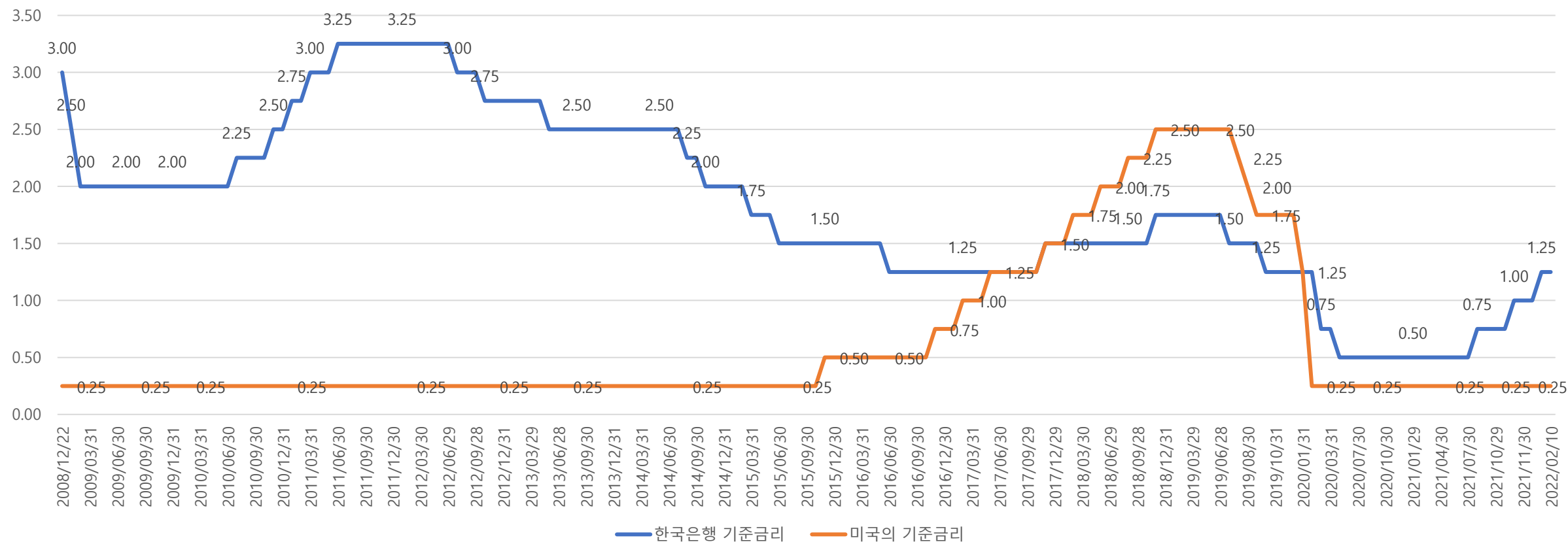
출처: <https://tradingeconomics.com/united-kingdom/inflation-cpi>

한국 인플레이션율



자료: 한국은행

한국과 미국의 기준금리



통화정책의 구조적 문제

통화정책 운영체계



최종목표

- 최우선책무(hierarchical mandate)
 - 물가안정을 최우선 목표로 규정하고 물가안정을 저해하지 않는 범위 내에서 고용, 성장 등의 거시경제 목적을 고려할 수 있도록 규정
 - 유럽중앙은행(ECB), 잉글랜드은행, 일본은행, 한국은행 등
- 양대책무(dual mandate)
 - 물가안정과 고용, 성장 등 거시경제 목적을 나란히 나열하여 규정
 - 미국의 연방준제도(Federal reserve System)

중간목표(명목지표)

- 통화량 목표제
 - 과거 1970년대와 1980년대
- 인플레이션목표제: 연 2%; 디플레이션을 우려해서
 - 1990년 뉴질랜드가 시작
 - 한국 1998년부터 운용

운용목표

- 미국의 기준금리: 연방기금금리(federal fund rates)
- 한국의 기준금리
 - 한국은행이 금융기관과 환매조건부증권(RP) 매매, 자금조정 예금 및 대출 등의 거래를 할 때 기준이 되는 금리

현 통화정책의 문제점

(1) 구조적인 문제

- **좋은 디플레이션(성장 디플레이션)과 나쁜 디플레이션(불황 디플레이션)을 구분하지 못함**
 - 연 2% 물가 상승은 필연적
 - Atkenson and Kehoe(2004, AER): 불황 디플레이션은 1930년대 대공황이 유일
- 소비자물가지수만을 대상으로 함
 - CPI의 안정성을 추구한 신용확장
 - 자산가격 버블: 서브프라임모기지 사태, 현재의 자산가격버블
- 인플레이션만을 고려하는 것이 아님
 - CPI 상승률이 2%를 초과하지 않는 한 고용, 경제안정 등을 고려하여 금리인하
 - 양적완화

(2) 필연적인 통화팽창

- <표1> 전세계적인 통화팽창(2002~2019)

	2002~2008(증가율 %)	2009~2019(증가율 %)
중국	168.5	219.9
일본	2.4	31.9
러시아	470.1	237.3
한국	63.5	86.0
미국	57.2	51.4
전세계	3.8	14.3

- 코로나 이후 2020년 3월부터 2021년 9월까지(19개월 동안) 미국의 M1 360%, M2 31% 증가; 한국 M1 30.4%, M2 16.8% 증가

통화팽창과 인플레이션의 관계

- 화폐인플레이션(Monetary Inflation)
- 가격인플레이션(Price Inflation)
 - 재화가격 인플레이션(Goods Price Inflation): CPI
 - 자산가격인플레이션(Asset Price Inflation)
- 재화가격 인플레이션은 낮지만, 자산가격인플레이션은 높음
- 통화팽창이 자산가격 버블 형성

높은 자산 인플레이션

미국의 S&P500



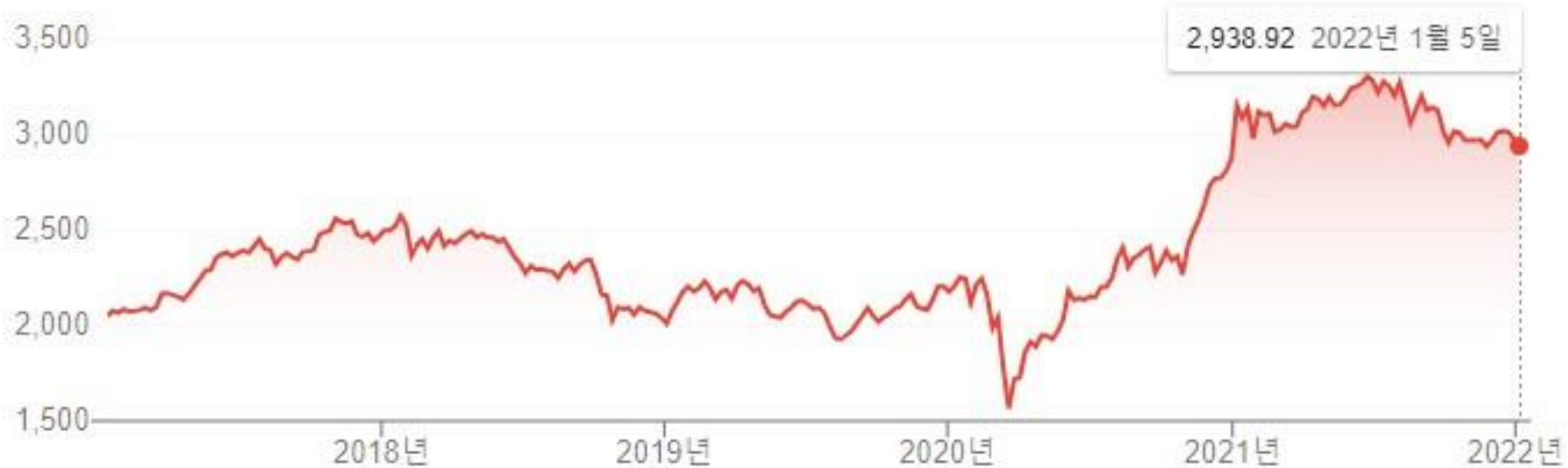
- 팬데믹 이후 S&P500
2,304.92(2020. 3. 15) → 4,793.54(2022. 1. 5): 108% 상승



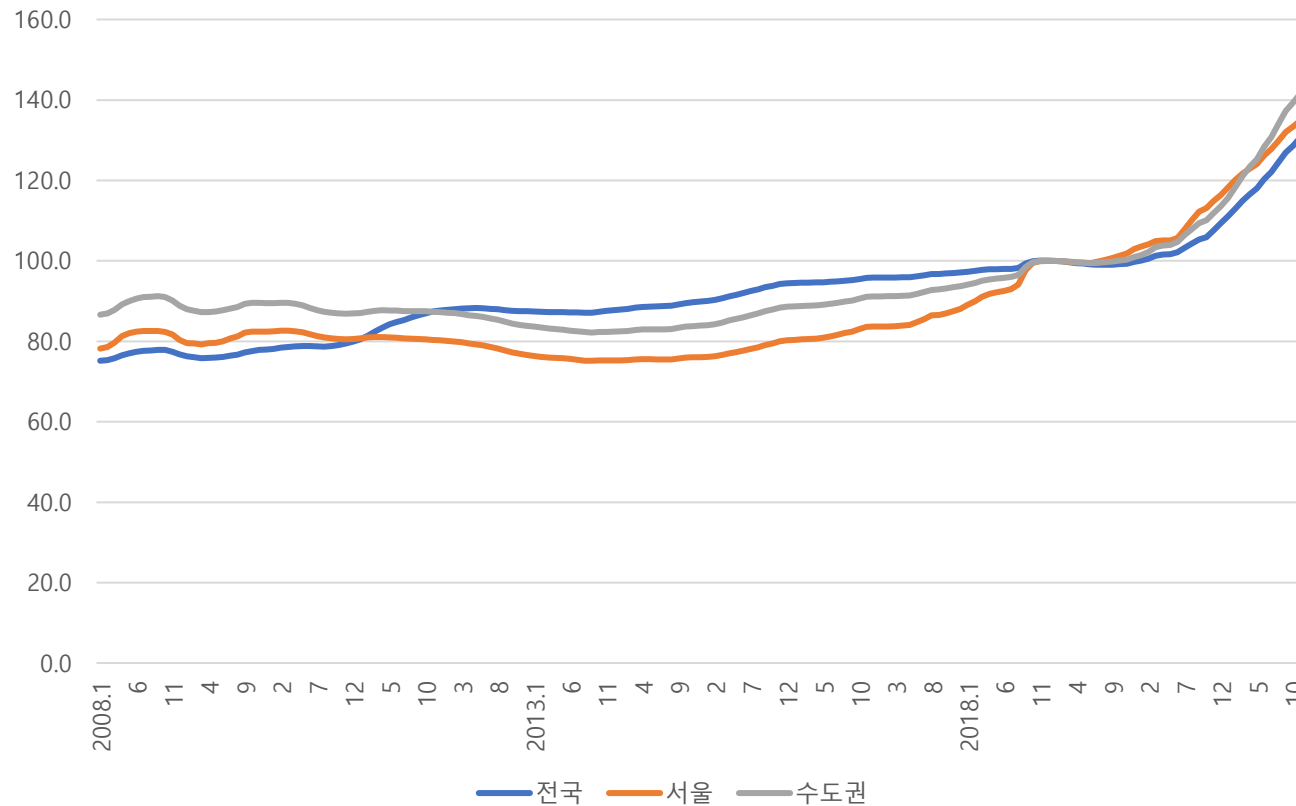
출처: <https://finance.yahoo.com/chart>

한국 KOSPI 지수 추이

- 2020년 3월 19일 1,457.64(최저점) → 2021년 7월 22일 3,250.21: 123.0% 상승
- 2022. 1. 5: 2,938.92: 102% 상승

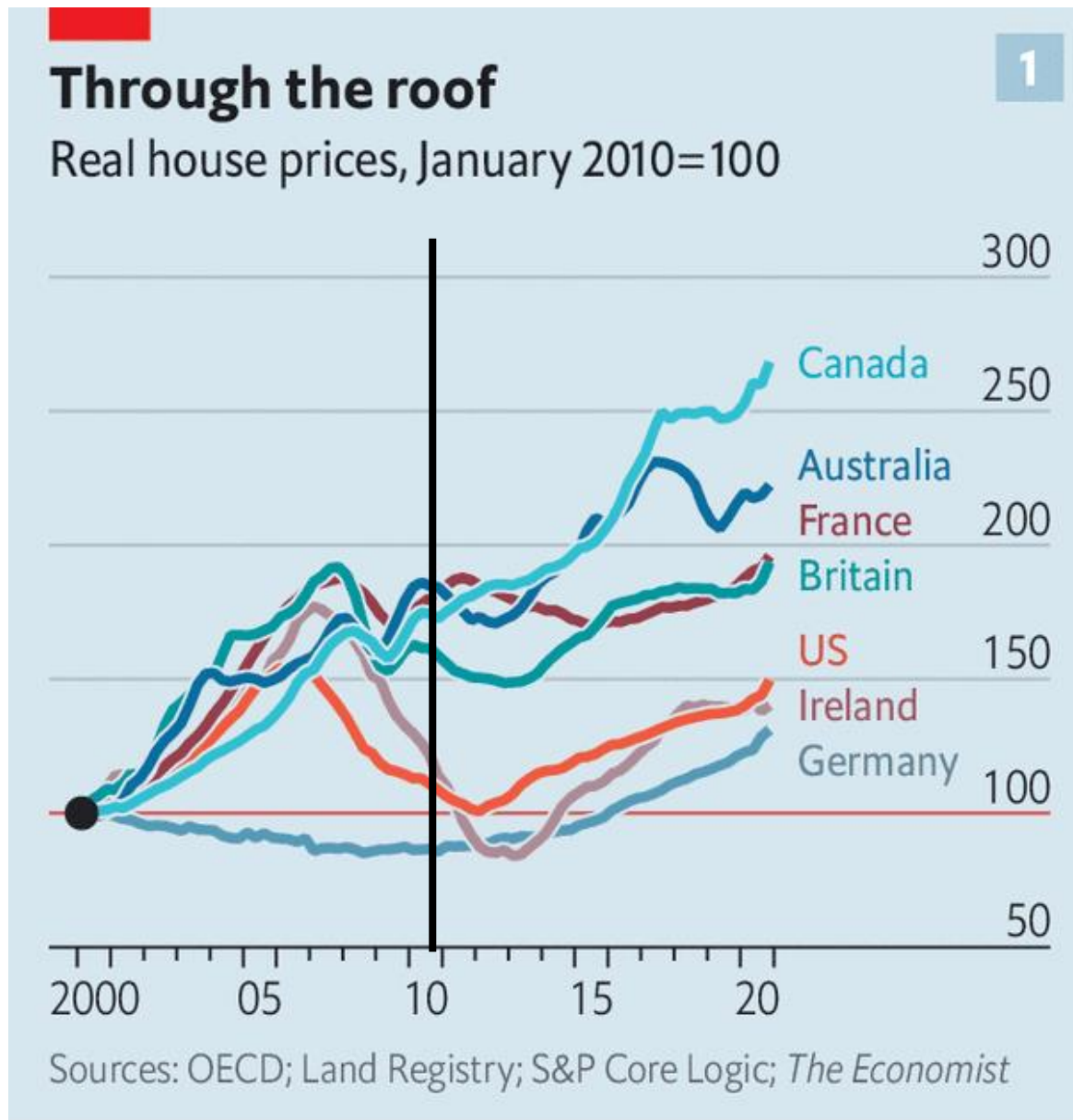


한국 아파트 가격 상승(KB부동산 지수)



	전국	서울	수도권
2009.1 ~2017.5 (8년4개월)	26.0%	5.7%	2.9%
2017.5 ~2021.12 (4년7개월)	36.9%	61.0%	55.8%
2009.1 ~2021.12 (12년11개월)	72.4%	70.1%	60.4%

출처: <https://onland.kbstar.com/quics?page=C059743>



The Economist

2010년 이후 전세계적으로 집값 상승

- 캐나다: 약 57% 상승
- 호주: 약 25% 상승
- 프랑스: 약 9% 상승
- 영국: 약 20% 상승
- 미국: 약 40% 상승
- 아일랜드: 변동 거의 없음 (하락하다가 최근 상승)
- 독일: 약 45% 상승

<https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/04/03/house-prices-in-the-rich-world-are-booming>

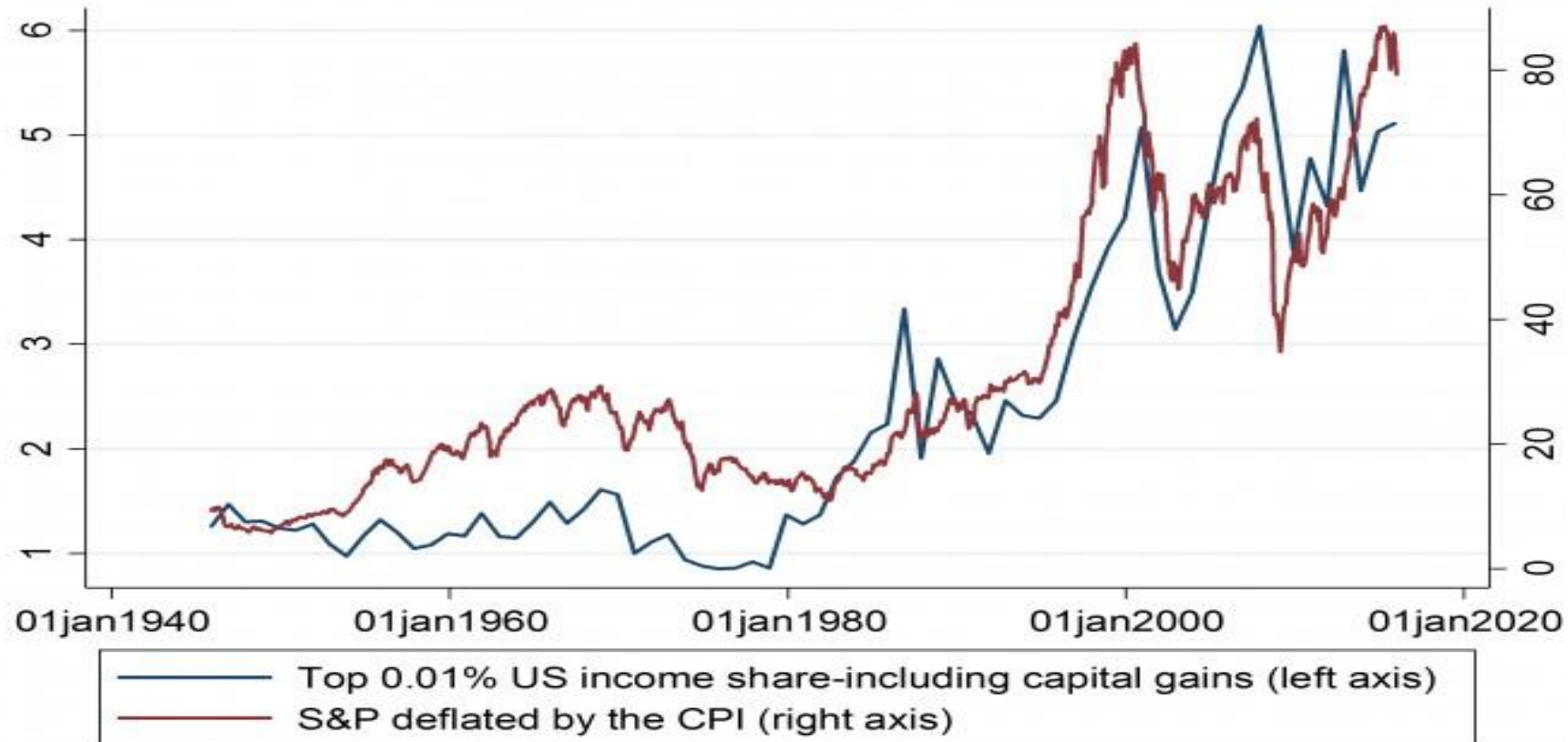
통화정책의 효과

(1) 상대가격 변화에 따른 경제적 계산 왜곡

- 통화량이 추가로 경제 내로 유입될 경우 모든 재화와 서비스의 가격들이 동시에 동일한 비율로 오르는 것이 아님; 불균형적으로 시차를 두고 오름
- 상대가격 변화 → 경제계산 왜곡

(2) 상대가격 변화에 따른 소득재분배와 소득불평등

<그림2> 미국 최상위(0.01%)의 소득 점유율과 S&P 간의 관계



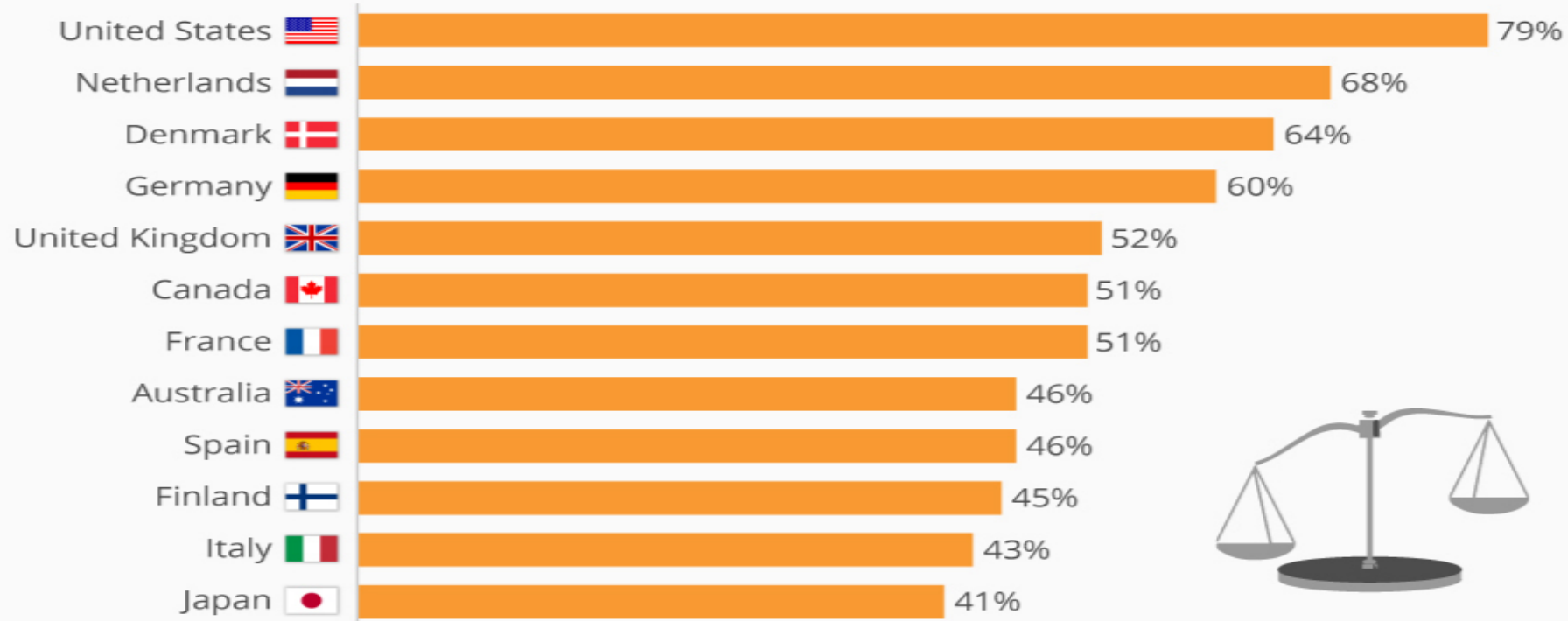
Source: World Wealth and Income Database, Robert Shiller (2016).

<표2> 부문별 부 및 억만장자 수의 증가 (1996-2014, %)

	부의 증가			억만장자 수의 증가		
	미국	유럽	기타 선진국	미국	유럽	기타 선진국
자원 부문 (Resource related)	2.8	2.6	8.0	4.2	5.2	5.8
새로운 부문 (New sectors)	22.1	7.8	33.5	19.0	12.7	31.9
비무역부문(Nontraded sectors)	23.0	21.7	42.9	15.7	20.2	33.3
금융부문(Financial sectors)	35.0	10.2	-1.3	41.6	13.5	11.6
무역부문(Traded sector)	14.9	52.4	13.2	14.7	43.4	13.0
기타 부문(Other sectors)	2.1	5.3	3.6	4.7	4.9	4.3

Where Financial Inequality Is Rampant

Share of wealth held by the richest 10% of households*



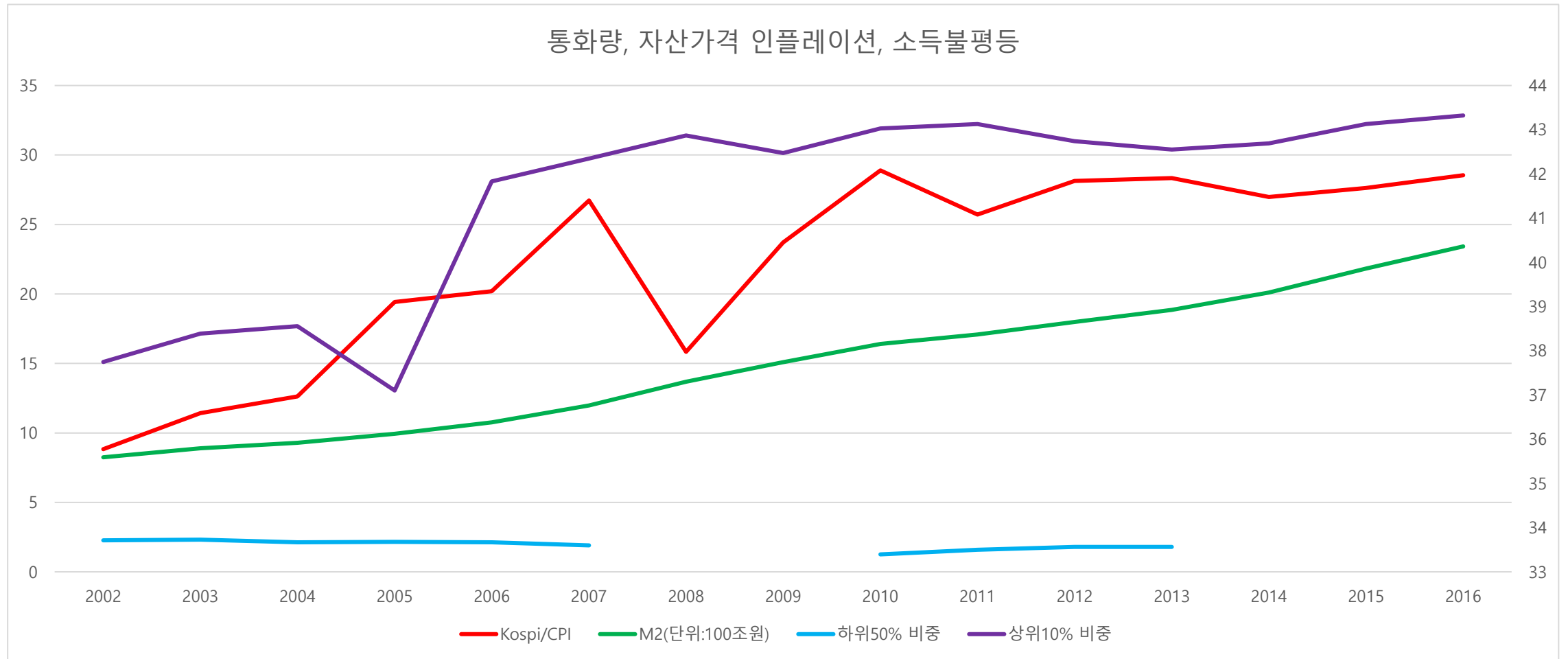
* Selected OECD countries (2015 or latest year)

Source: OECD

statista

<https://www.statista.com/chart/14581/where-financial-inequality-is-rampant/>
July 6, 2018.

<그림3> 한국의 통화 공급량(M2), 자산가격 인플레이션, 소득불평등(2002-2016)



*소득비중 데이터 출처: World Inequality database <https://wid.world/data/>

- Schnabl(2016): G4(미국, 일본, 유로존, 영국)에서 저금리정책과 양적완화정책으로 인해 금융자산의 가격 상승과 소득불평등이 악화
- Balac(2008)은 미국의 데이터를 이용하여 확대통화정책이 소득불평등을 악화.
- 최제민 외(2018): 한국이 글로벌 금융위기 이후 OECD 35개 국가 중에서 8번째로 소득불평등이 심각한 국가
- 코로나 19 이후
 - 2020년 3월 23일 2237.40이었던 미국의 S&P500가 2021년 10월 22일 4544.90으로 103% 상승
 - 한국의 KOSPI 역시 106.2% 상승
 - 통화팽창에 따른 주가 상승으로 인해 소득 및 부의 불평등이 더욱 심해졌을 것

(3) 붐-버스트 사이클 발생

- 확대통화정책

- 신용 팽창 → 이자율 하락 → 수익성이 없었던 투자 프로젝트가 갑자기 이익을 낼 수 있는 것처럼 보임 → 기업들로 하여금 장기 프로젝트를 실행하도록 유인 → 투자 증가
- 낮은 금리 → 저축 감소 (소비 증가)
- 투자와 소비 증가로 붐(호황)을 이룸

- 지속가능하지 않음

- 저축 감소와 투자 증가로 미래 시점에 재화의 공급이 소비자들의 원하는 수요보다 많음: 과잉생산(잘못된 생산)
- 장기 프로젝트를 완수하려는 기업은 노동과 원자재 등이 필요한 만큼 충분하지 않음 → 원자재 및 생산요소 가격 상승 → 투자프로젝트 중단
- 버스트 발생

- 대표적인 사례
 - 2008년 글로벌 금융위기
 - 일본의 잃어버린 30년
 - 1930년대 대공황

결론

- 현재의 통화정책은 통화가 팽창될 수밖에 없는 구조
 - 2% 인플레이션은 기본
 - 소비자물가지수 상승률이 2% 미만이면 계속 통화를 팽창; 자산가격 인플레이션이 발생해도 신경을 쓰지 않음
 - 그로 인해 현재와 같은 인플레이션 문제에 봉착
- 통화팽창으로 인해 발생할 수 있는 문제
 - 경제계산을 왜곡시킴으로써 시장의 불안정성이 초래
 - 소득재분배와 소득 및 부의 불평등을 악화시키면서 구성원 간의 갈등을 조장시키는 원인
 - 붐과 버스를 일으키면서 경제전체의 불안정성을 높임
- 1970년 대와 같은 스태그플레이션 발생이 매우 높음
- 통화가 팽창되도록 구조화되어 있는 통화정책을 개선해야 함.