

# 현안과 과제

- 스티커 쇼크(sticker shock)와 과잉 대응(overkill)
  - 최근 소비자물가 상승률 급등의 의미와 전망

# 목 차

## ■ 스티커 쇼크(sticker shock)와 과잉 대응(overkill)

- 최근 소비자물가 상승률 급등의 의미와 전망

Executive Summary .....	i
1. 개 요 .....	1
2. 소비자물가 상승률 급등의 의미 .....	2
3. 시사점 .....	8

비상업 목적으로 본 보고서에 있는 내용을 인용 또는 전재할 경우 내용의 출처를 명시하면 자유롭게 인용할 수 있으며, 보고서 내용에 대한 문의는 아래와 같이 하여 주시기 바랍니다.

경 제 연 구 실 : 주 원 경제연구실장 (2072-6235, juwon@hri.co.kr)

## Executive Summary

### □ 스티커 쇼크(sticker shock)와 과잉 대응(overkill)

- 최근 소비자물가 상승률 급등의 의미와 전망

#### ■ 개 요

최근 소비자물가 상승률의 급등은 경제 주체들의 의사 결정에 불확실성을 높이면 서, 한국 경제가 안정적인 성장 경로에서 이탈하게 만드는 충격을 줄 수 있다고 판단된다. 국내 경제의 가장 큰 불안 요인은 고물가(인플레이션의 심화)와 이에 따 르는 경기 침체 가능성이다. 특히, 인플레이션이 심화되고 장기화될 때, 가장 우려 되는 점은 거시경제적인 불확실성 증폭이다. 가계, 기업, 정부 각각의 경제활동(소 비, 투자, 정책)에 대한 의사결정에 합리성이 결여되어 경제 내 비효율성이 증폭되 기 때문이다. 특히 인플레이션의 만성화는 시장에 과도한 비관론을 확산시키고 화 폐적 현상인 인플레이션이 실물 경제에 영향을 미쳐 경기 침체를 유발할 수 있다. 이에 최근 소비자물가 상승률의 급등이 가지는 다섯 가지의 의미와 그것이 한국 경제에 미치는 부정적 영향을 살피고 합리적인 대응 방안을 모색해 보았다.

#### ■ 소비자물가 상승률 급등의 의미

##### ① 외환위기 수준의 인플레이션 근접

6월 소비자물가 상승률은 전년동월대비 5%대 후반에서 6%대 초반으로 예상되며, 만약 6%대일 경우 23년 7개월 만에 가장 높은 수준을 기록한다. 이번 6월 소비자 물가 상승률이 6%대 초반이면 1998년 11월(6.8%) 이후 23년 7개월 만에 최고치이 다. 지난 5월 소비자물가 상승률은 전년동월대비 5.4%로 2008년 8월(5.6%) 이후 13 년 9개월 만에 최고치로 이번 6%대로의 진입은 그 기록을 갱신하는 의미를 가진 다. 특히, 급격한 소비자물가 상승이 진행 중인 것이 우려된다. 소비자물가 상승률 은 2021년 1월 전년동월대비 0.9%에서 불과 2022년 6월에 6% 내외로 급증하였다.

< 월별 소비자물가지수 상승률 추이 >



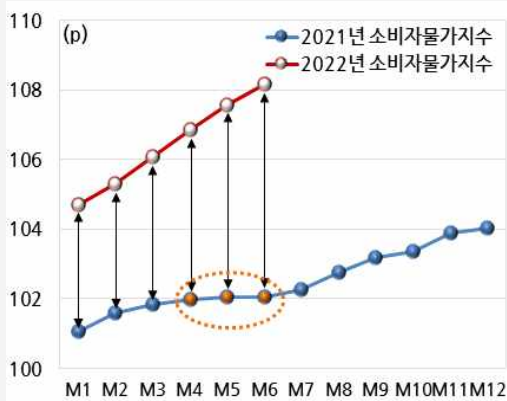
자료: KOSIS 통계를 이용한 현대경제연구원 작성.

② 물가 상승률 사이클 상 정점 접근

기저효과를 감안할 때, 물가 상승률 정점은 6~8월 중일 가능성이 높으나, 이후 수요측 물가 상승 압력이 가세할 경우 정점 형성이 지연될 가능성도 있다. 최근 4~6월의 물가 상승률 급증은 기저효과 영향이 크게 작용했다. 2021년 4~6월까지 전월대비 소비자물가 상승률은 월평균 0.1%에 불과하였으나, 2022년 4~6월까지의 전월대비 소비자물가 상승률은 월평균 0.7%에 달할 것으로 추정된다. 이에 따라 전년동월대비 소비자물가 상승률이 4월 4.8%, 5월 5.4%, 6월 6% 내외로 가속되었다. 반대로 하반기에 들어 기저효과에 따른 상승률 증가 압력이 약화되는 역(逆)기저효과 영향으로 물가 상승률이 점차 하락할 가능성이 높은 것으로 판단된다. 즉, 2021년 7~12월까지 전월대비 소비자물가 상승률은 월평균 0.3%로 2021년 하반기에 들어 소비자물가가 본격적으로 상승하였기 때문이다. 다만, 2022년 상반기의 물가 상승률 속도(전월대비 0.7%)가 하반기에도 이어질 경우 물가 상승률이 예상치를 상회하면서 인플레이션 정점 형성이 지연될 가능성도 있다.

한편, 역사상 사례를 기준으로 해도 이번 물가 급등기의 소비자물가 상승률 정점은 6~8월 중 형성되거나 늦어도 하반기 중에는 나타날 것으로 보인다. 과거 물가 급등기(물가 상승률이 증가)의 지속 기간이 7~27개월인데, 이번 물가 급등기의 지속 기간이 이미 20개월을 넘어서고 있으며 그 상승 폭도 1997년 이후 가장 크기 때문에 하반기 중 정점이 나타날 가능성이 높다고 판단된다.

< 2021년 및 2022년 월별 소비자물가지수 추이 >



자료: KOSIS 통계를 이용한 현대경제연구원 작성.

< 과거 물가 급등기의 상승 기간과 상승 폭 비교 >

구 분	상승 기간	상승 폭
1차 급등기	7개월 (97.7~98.2)	5.8%p (3.7%→9.5%)
2차 급등기	27개월 (99.2~01.5)	5.1%p (0.2%→5.3%)
3차 급등기	18개월 (07.1~08.7)	4.2%p (1.7%→5.9%)
4차 급등기	25개월 (09.7~11.8)	3.1%p (1.6%→4.7%)
5차 급등기	20개월 이상 (20.10~)	6%p 이상 (0.1%~6% 이상)

자료: 현대경제연구원.

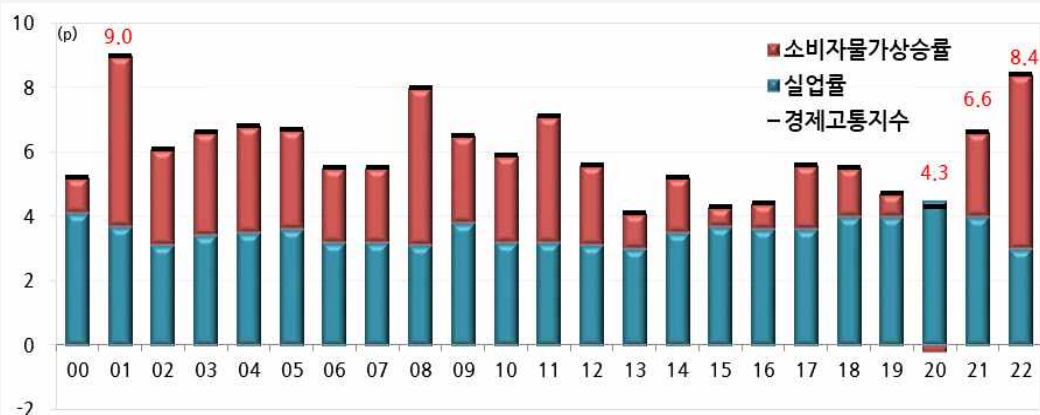
③ 서민 체감 경기의 급락

인플레이션이 경제고통지수의 급등을 유발하면서, 서민 삶의 질을 악화시키고 있

는 것으로 판단된다. 5월 기준 경제고통지수는 2022년 8.4p로 2001년 5월(9.0p) 이후 가장 높은 수준을 기록하고 있다. 경제고통지수는 소비자물가 상승률과 실업률의 합으로, 2022년 5월 경제고통지수는 5월 실업률(3.0%)과 5월 소비자물가 상승률(5.4%)의 합인 8.4p이다. 이는 2001년 5월 경제고통지수(9.0p) 이후 5월 기준으로 21년 만의 최고치에 해당된다. 특히, 2020년 5월 4.3p에서 2021년 5월 6.6p, 2022년 5월에 8.4p로 급격한 상승세를 보이면서, 코로나 위기 이후 서민 체감경기가 빠르게 악화 중인 것으로 분석된다.

한편, 6월 이후에도 물가 급등의 영향으로 경제고통지수가 높은 수준을 장기간 지속할 것으로 전망된다. 실업률이 크게 변동하지 않는 지표라는 점을 감안할 때, 이번 6월 소비자물가 상승률이 크게 높아질 것으로 예측되기 때문에 경제고통지수의 최고치 기록은 당분간 이어질 것으로 판단된다.

< 경제고통지수 5월 기준 연도별 추이 >



자료: KOSIS 통계를 이용한 현대경제연구원 작성.

주: 경제고통지수는 소비자물가 상승률과 실업률의 합.

#### ④ 스티커 쇼크(sticker shock)에 따른 소비 절벽 진행

고물가에 따른 소비심리 위축으로 '스티커 쇼크'가 '보복 소비' 심리를 압도하고 있는 것으로 판단된다. 인플레이션이 장기화되고 물가 상승이 급격한 속도를 가지면서 고물가에 따른 소비심리 냉각이 진행 중이다. 소비자동향지수 중 물가수준 CSI의 값은 2021년 140p대에서 2021년 11월 150p대로 올라섰으며, 2022년 6월에는 163p로 크게 상승하였다. 반대로 가계의 종합적 소비심리를 나타내 주는 소비자심리지수(CCSI, Composite Consumer Sentiment Index) 값은 2021년 11월 107.6p를 정점으로 점차 낮아지다가 2022년 6월 96.4로 전월(102.6p)대비 6.2p 급락하였다.

실물소비 지표에서도 엔데믹과 위드코로나 정책으로 보복 소비를 기대하였으나, 최근 인플레이션이 장기화되고 물가 상승이 급격한 속도를 가지면서 고물가에 따른 소비 침체(스티커 쇼크, sticker shock)가 진행 중이다. 4월 중 정부 방역 정책

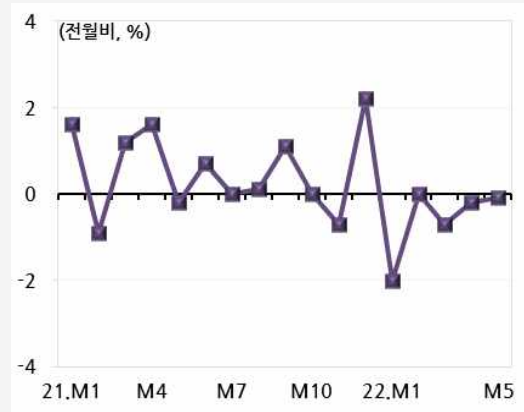
이 '위드 코로나'로 전환되면서 보복 소비 동기에 의한 소비 회복이 기대되었다. 그러나, 인플레이션이 심화되면서 소매판매액지수 증가율은 2022년 1월 이후 5개월 연속 감소세를 지속 중(5월 전월대비  $\Delta 0.1\%$ )이다.

< 소비자심리지수(CCSI) 및  
물가전망CSI 추이 >



자료: ECOS 통계를 이용한 현대경제연구원 작성.

< 소매판매액지수 증가율 추이 >



자료: KOSIS 통계를 이용한 현대경제연구원 작성.

#### ⑤ 통화정책의 과잉 대응(overkill)에 따른 스태그플레이션 우려

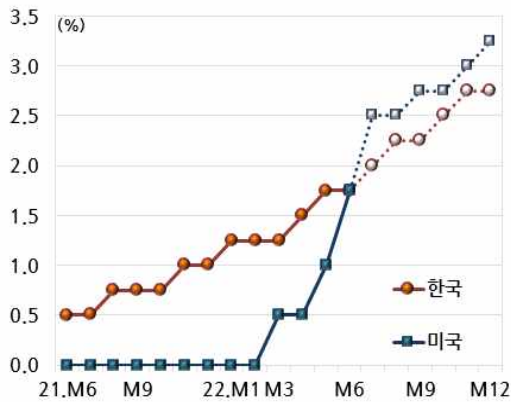
미 FED의 정책금리 인상이 가속화 중인 가운데, 국내에서도 예측치를 크게 상회하는 물가 상승률이 지속되면서 우리 통화정책이 인플레이션에 과잉 대응할 우려가 존재한다. 미국의 빠른 금리 인상 속도와 최근 국내 소비자물가 상승률의 급등 현상에 직면하여, 한국은행 금융통화위원회도 7월이나 8월 중 빅스텝(0.5%p 인상)을 단행할 가능성을 배제하기 어렵다. 6월 미 연준 자료에 따르면 미국 정책금리는 현재 수준(1.5%~1.75%)에서 연말 3.4%(중간값)로 급격한 인상이 예상된다. 따라서 현재 한·미 정책금리가 동일한 수준(한국 기준금리와 미국 연방기금금리 상단인 1.75%)이나, 7월 이후에 미국 금리가 한국 금리보다 높은 '금리 역전'이 발생할 것이 확실시 된다. 이에 따라 최근 급격한 국내 물가 상승률에 직면하여 한국은행의 역할론이 강조되는 상황임을 감안할 때, 7월과 8월의 금융통화위원회에서 빅스텝이 단행될 가능성이 제기되고 있다.

한편, 한은이 급격한 금리 인상에 나설 경우 가계부채 문제가 경착륙하면서 통화정책이 실물 경제 침체를 유발하는 '과잉 대응(overkill)'과 그에 따르는 스태그플레이션 국면으로의 진입이 우려된다. 1분기 경제성장률(전기대비)이 0.6%로 그나마 선방했던 것은 내수 침체(소비 기여도  $\Delta 0.2\%p$ , 투자 기여도  $\Delta 0.8\%p$ )에도 불구하고 외수(순수출 1.7%p) 부문이 높은 성장 견인력을 보였기 때문이다. 그러나 하반기에 들어 우크라이나 사태, 공급망 불안 등으로 대부분 기관들이 수출 경기 하강



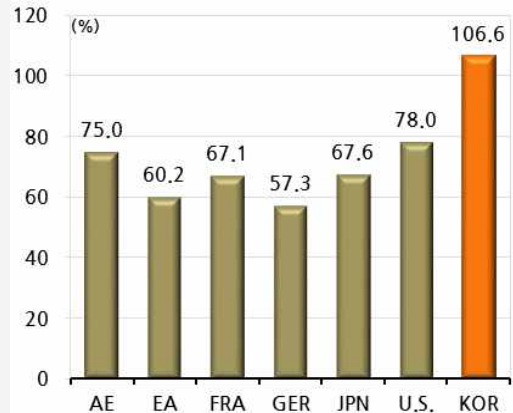
을 예상하고 있기 때문에, 경기 침체를 방어하기 위해서는 내수 특히 소비 부문의 강한 회복세가 필요한 상황이다. 여기에 국내 가계 부채는 주요국보다 상대적으로 취약하여 만약 기준금리가 급격하게 높아질 경우, 원리금 상환 부담으로 취약 차주의 디폴트는 물론 가계 부문 전반의 구매력이 약화되면서 한국 경제가 소비 침체 국면에 진입할 것으로 전망된다. 이 경우 한국 경제는 고물가가 지속되는 가운데, 수출과 내수의 복합 불황이 가세하면서 일각에서 우려하는 ‘스태그플레이션’ 국면으로 진입할 가능성이 우려된다.

< 한국 및 미국 정책금리 추이 및 전망 >



자료: FED, 한은, 현대경제연구원(전망).

< 주요국 가계부채/GDP 비율(2021년 4분기) >



자료: BIS.

주: Total credit to households (core debt).

### ■ 시사점

한국 경제가 인플레이션 쇼크를 극복하고 스태그플레이션 국면으로 진입하는 것을 차단하기 위해서는, 첫째, 인플레 기대심리 확산에 따른 고물가 고착화 방지 목적의 금리 인상은 불가피하나, 통화정책의 ‘과잉 대응(overkill)’에 따른 가계부채 경착륙 가능성도 고려되어야 한다. 둘째, ‘물가 안정’과 ‘경기 진작’이라는 상충되는 정책 목표를 달성하기 위해서는 경제 부처 간 긴밀한 ‘정책 공조’가 요구된다. 셋째, 포워드가이던스(금통위원들의 기준금리에 대한 점도표 또는 중간값 제시 등) 도입을 통해 금융·통화당국과 시장(민간)의 소통을 확대하여 금융·통화정책의 예측 가능성 제고와 금융 시장 안정을 도모해야 한다. 넷째, 서민 생활 안정을 위해 불필요한 물가 상승 요인의 억제와 물가 급등 품목에 대한 시장 수급 상황 개선에 주력해야 한다. 다섯째, 삼중고(고원자재가, 高환율, 高금리)에 따른 생산 부문의 활력 약화를 방지하기 위해, 대응 여력이 취약한 중소·중견 기업에 대한 적극적인 지원이 필요하다.

## 1. 개 요

- 최근 소비자물가 상승률의 급등은 경제 주체들의 의사 결정에 불확실성을 높 이면서, 한국 경제가 안정적인 성장 경로에서 이탈하게 만드는 충격을 줄 수 있다고 판단
- 국내 경제의 가장 큰 불안 요인은 고물가(인플레이션의 심화)와 이에 따르는 경기 침체 우려
  - 인플레이션이 심화되고 장기화되면서 큰 불확실성을 유발하여, 가계, 기업, 정부 각각의 경제활동(소비, 투자, 정책)에 대한 의사결정에 합리성이 결여 되고 있음
  - 과도한 인플레이션에 따른 급격하고 잦은 상대가격의 변화에 경제 주체들 이 적응하지 못하면서, 경제 내 불확실성이 높아지고 비효율성이 증폭됨
  - 이에 따라 경제 내 과도한 비관론이 확산되면서 고물가 속 경기 침체가 진 행될 우려가 높아지는 상황임
- 이에 최근 소비자물가 상승률의 급등이 가지는 다섯 가지의 의미와 그것이 한국 경제에 미치는 부정적 영향을 살피고 합리적인 대응 방안을 모색해 보 고자 함

### < 소비자물가 상승률 급등의 의미 >

인플레이션 키워드	내 용
① 외환위기 수준 인플레이션	CPI상승률 6%대이면, '98년 11월 이후 23년 7개월 만 최고치
② 물가상승률 정점 접근	역 기저효과로 하반기 물가 상승률의 완만한 하락 예상
③ 서민 체감 경기 급락	경제고통지수 21년 만에 최고, 서민 삶의 질 악화
④ 스티커 쇼크(sticker shock)	고물가에 따른 절약 심리가 엔데믹에 따른 보복소비 심리를 압도
⑤ 통화정책 과잉 대응(overkill)	인플레이션 대응을 위한 빠른 금리 인상이 경기 침체를 유발



## 2. 소비자물가 상승률 급등의 의미

### ① 외환위기 수준의 인플레이션 근접

○ 6월 소비자물가 상승률은 전년동월대비 5%대 후반에서 6%대 초반으로 예상되며, 만약 6%대 초반일 경우 23년 7개월 만에 가장 높은 수준을 기록

- 이번 6월 소비자물가 상승률이 6%대 초반이면 1998년 11월(6.8%) 이후 23년 7개월 만에 최고치

· 5월 소비자물가 상승률은 전년동월대비 5.4%로 2008년 8월(5.6%) 이후 13년 9개월 만에 최고치였음

· 여기에 다시 6월 소비자물가 상승률이 6%대 초반을 기록할 경우 1998년 11월(6.8%) 이후 23년 7개월 만에 최고치로 변경됨

- 소비자물가 상승률은 1년 6개월 만에 0%대에서 6% 내외로 단기간 내 급증

· 소비자물가 상승률은 2021년 1월 전년동월대비 0.9%에서 2022년 6월 6% 내외까지 약 5%p 급증

· 단기간에 소비자물가 상승률이 급증한 사례는 이례적이며, 이에 따라 경제 주체들이 새로운 시장가격에 적응할 수 있는 시간적 여유가 부족한 상황임

< 월별 소비자물가지수 상승률 추이 >

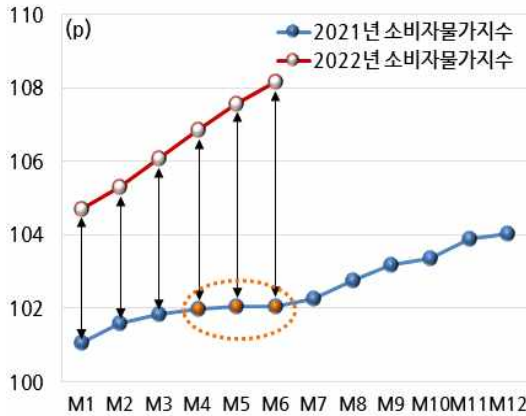


자료: KOSIS 통계를 이용한 현대경제연구원 작성.

## ② 물가 상승률 사이클 상 정점 접근

- 기저효과를 감안할 때, 물가 상승률 정점은 6~8월 중일 가능성이 높으나, 향후 수요측 물가 상승 압력이 가세할 경우 정점 형성이 지연될 우려도 존재
  - 소비자물가 상승률 급등의 원인은 수입물가 급등에 있으나, 최근 3개월 사이 상승률 증가 상당 부분 기저효과의 영향 때문인 것으로 판단
    - 기저효과(2021년 4~6월 소비자물가지수의 회복)의 영향으로 6~8월 중 상승률 기준으로 정점이 형성될 가능성이 높은 것으로 생각됨
    - 2021년 4~6월까지 전월대비 소비자물가 상승률은 월평균 0.1%, 2022년 4~6월까지의 전월대비 소비자물가 상승률은 월평균 0.7%에 달함
  - 반대로 하반기에 들어 기저효과에 따른 상승률 증가 압력이 약화되는 역(逆) 기저효과의 영향으로 물가 상승률이 점차 하락할 가능성이 높은 것으로 판단
    - 2021년 7~12월까지 전월대비 소비자물가 상승률은 월평균 0.3%로 2021년 하반기에 들어 소비자물가가 본격적으로 상승하는 모습임
    - 다만, 2022년 상반기의 물가 상승률 속도(전월대비 0.7%)가 하반기에도 이어질 경우 물가 상승률이 더 높아지면서 정점 형성이 지연될 가능성도 있음
  - 역사상 사례를 참고할 경우 이번 물가 급등기의 소비자물가 상승률 정점은 6~8월 중 형성되거나 늦어도 하반기 중에는 나타날 것으로 예상
    - 과거 물가 급등(물가 상승률 증가)기 지속 기간이 7~27개월인데, 이번 물가 급등기의 기간이 이미 20개월을 넘어서고 있으며 그 상승 폭도 1997년 이후 가장 크기 때문에 하반기 정점 형성의 가능성이 높다고 판단됨
    - 참고로 1차 급등기(97.7~98.2)의 물가 급등 원인은 외환위기에 따른 환율 상승이 원인임
    - 2차 급등기(99.2~01.5), 3차 급등기(07.1~08.7), 4차 급등기(09.7~11.8)는 국제 유가의 급등이 주된 원인임
    - 한편, 최근 5차 급등기(20.10~)의 물가 상승은 국제 유가(원자재가) 급등과 환율 상승이 동시에 작용하고 있음

< 2021년 및 2022년 월별 소비자물가지수 추이 >



자료: KOSIS 통계를 이용한 현대경제연구원 작성.

< 과거 물가 급등기의 상승 기간과 상승 폭 비교 >

구 분	상승 기간	상승 폭
1차 급등기	7개월 (97.7~98.2)	5.8%p (3.7%→9.5%)
2차 급등기	27개월 (99.2~01.5)	5.1%p (0.2%→5.3%)
3차 급등기	18개월 (07.1~08.7)	4.2%p (1.7%→5.9%)
4차 급등기	25개월 (09.7~11.8)	3.1%p (1.6%→4.7%)
5차 급등기	20개월 이상 (20.10~)	6%p 이상 (0.1%~6% 이상)

자료: 현대경제연구원.

### ③ 서민 체감 경기의 급락

○ 인플레이션이 경제고통지수의 급등을 유발하면서, 서민 삶의 질을 악화시키고 있는 것으로 판단

- 5월 기준 경제고통지수는 2022년 8.4p로 2001년 5월(9.0p) 이후 가장 높은 수준을 기록

- 경제고통지수는 소비자물가 상승률과 실업률의 합으로 2022년 5월 경제고통지수는 5월 실업률(3.0%)과 5월 소비자물가 상승률(5.4%)의 합인 8.4p를 기록함
- 이는 2001년 5월 경제고통지수(9.0p) 이후 5월 기준으로 21년 만의 최고치에 해당됨
- 특히, 2020년 5월 4.3p에서 2021년 5월 6.6p, 2022년 5월에 8.4p로 급격한 상승세를 보이면서, 코로나 위기 이후 서민 체감경기가 빠르게 악화 중인 것으로 분석됨

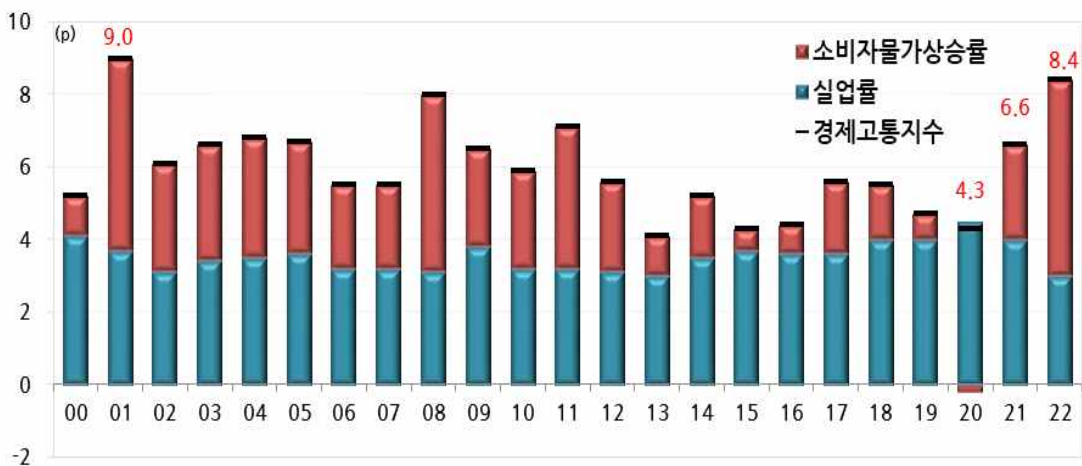
- 6월 이후에도 물가 급등의 영향으로 경제고통지수가 높은 수준을 장기간 지속할 것으로 전망

- 2001년, 2008년, 2022년 경제고통지수가 높았던 시기의 원인은 인플레이

선에 있음

- 2022년 5월 경제고통지수에 대한 소비자물가 상승률 기여율(소비자물가 상승률/경제고통지수)은 64%로, 2001년 5월(59%)과 2008년 5월(61%)보다 높음
- 6월 이후에도 소비자물가 상승률이 높은 수준을 기록할 것으로 예상되기 때문에, 경제고통지수의 최고치 기록은 당분간 이어질 것으로 예상됨

< 경제고통지수 5월 기준 연도별 추이 >



자료: KOSIS 통계를 이용한 현대경제연구원 작성.  
 주: 경제고통지수는 소비자물가 상승률과 실업률의 합.

#### ④ 스티커 쇼크(sticker shock)<sup>1)</sup>에 따른 소비 절벽 진행

○ 고물가에 따른 소비심리 위축으로 '스티커 쇼크'가 '보복 소비' 심리를 압도하고 있는 것으로 판단

- 인플레이션이 장기화되고 물가 상승이 급격한 속도를 가지면서 고물가에 따른 소비심리 냉각이 진행

- 소비자동향지수 중 물가수준CSI의 값은 2021년 140p대에서 2021년 11월에 150p대로 올라섰으며, 2022년 6월에는 163p를 기록함
- 이와 반대로 가계의 종합적 소비심리를 나타내 주는 소비자심리지수(CCSI, Composite Consumer Sentiment Index)<sup>2)</sup> 값은 2021년 11월

1) 최근 미국에서 소비자들이 예상을 넘어서는 상품과 서비스 가격 급등으로 받는 충격을 의미하는 용어로 사용됨. 스티커(sticker)란 매장 내 제품 가격을 표시하는데 스티커를 사용하였던 데에서 유래된 것임.

107.6p를 정점으로 낮아지다가 2022년 6월 96.4로 전월(102.6p)대비 6.2p 급락함

- 물가전망CSI의 값이 100보다 큰 경우 향후 물가가 증가 또는 상승할 것으로 응답한 가구 수가, 향후 감소 또는 하락할 것으로 응답한 가구 수보다 많음을 의미함
- 물가전망CSI = 
$$\frac{(\text{매우긍정} \times 1.0 + \text{다소긍정} \times 0.5 + \text{비슷} \times 0.0) - (\text{다소부정} \times 0.5 + \text{매우부정} \times 1.0)}{\text{전체 응답가구 수}} \times 100 + 100$$

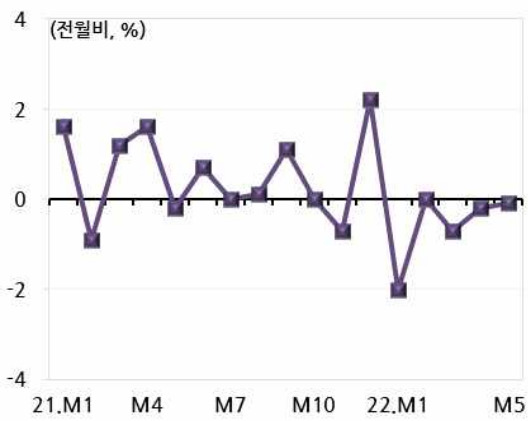
- 엔데믹과 위드코로나 정책으로 회복 소비를 기대하였으나, 최근 인플레이션이 장기화되고 물가 상승이 급격한 속도를 가지면서 고물가에 따른 실물 소비 침체(스티커 쇼크, sticker shock)가 진행
  - 4월 중 정부 방역 정책이 '위드 코로나'로 전환되면서 회복 소비 동기에 의한 소비 회복이 기대되었음
  - 그러나, 인플레이션이 심화되면서 소매판매액지수 증가율은 2022년 1월 이후 5개월 연속 감소세를 지속 중임
    - ※ 소매판매액지수 증가율(MoM): 1월 △2.0%, 2월 0.0%, 3월 △0.7%, 4월 △0.2%, 5월 △0.1%

< 소비자심리지수(CCSI) 및 물가전망CSI 추이 >



자료: ECOS 통계를 이용한 현대경제연구원 작성.

< 소매판매액지수 증가율 추이 >



자료: KOSIS 통계를 이용한 현대경제연구원 작성.

2) 소비자동향지수(CSI, Consumer Survey Index) 중 6개 주요 지수를 이용하여 산출한 심리지표로서 장기평균치(2003년 1월 ~ 2021년 12월)를 기준값 100으로 하여 100보다 크면 장기평균보다 낙관적임을, 100보다 작으면 비관적임을 의미함(출처: 한국은행).

⑤ 통화정책의 과잉 대응(overkill)에 따른 스태그플레이션 우려

○ 미 FED의 정책금리 인상이 가속화 중인 가운데, 국내에서도 예측치를 크게 상회하는 물가 상승률이 지속되면서 우리 통화정책이 인플레이션에 과잉 대응할 우려가 존재

- 미국의 빠른 금리 인상 속도와 최근 국내 소비자물가 상승률의 급등 현상에 직면하여, 한국은행 금융통화위원회도 7월이나 8월 중 빅스텝(0.5%p 인상)을 단행할 가능성을 배제하기 어려움

- 6월 미 연준 자료<sup>3)</sup>에 따르면 미국 정책금리는 현재 수준(1.5%~1.75%)에서 연말 3.4%(중간값)로 급격한 인상이 예상됨
- 따라서 현재 동일한 정책금리(한국 기준금리와 미국 연방기금금리 상단인 1.75%)가 7월 이후에는 금리 역전(미국 금리가 한국 금리보다 높은 현상)이 확실시됨
- 또한 최근의 급격한 국내 물가 상승률에 직면하여 한국은행의 역할론이 강조되는 상황임을 감안할 때, 7월과 8월의 금융통화위원회에서 빅스텝이 단행될 가능성이 제기됨

- 그러나, 국내 급격한 금리 인상으로 가계부채 문제가 경착륙하면, 통화정책이 실물 경제 침체를 유발하는 'overkill'과 그에 따르는 스태그플레이션 국면으로의 진입이 우려

- 1분기 경제성장률(전기대비)이 0.6%로 그나마 선방했던 것은 내수 침체(소비 기여도  $\Delta 0.2\%$ p, 투자 기여도  $\Delta 0.8\%$ p)에도 불구하고 외수(순수출 1.7%p) 부문이 높은 성장 견인력을 보였기 때문임
- 그러나 하반기에 들어 우크라이나 사태, 공급망 불안 등으로 대부분 기관들이 수출 경기 하강을 예상하고 있기 때문에, 경기 침체를 방어하기 위해서는 내수 특히 소비 부문의 강한 회복세가 필요한 상황임
- 현재, 가계의 부채 상황은 주요국보다 상대적으로 건전하지 못하여 만약 기준금리가 급격하게 높아질 경우, 원리금 상환 부담으로 취약 차주의 디폴트는 물론 가계 부문 전반의 구매력이 약화되어 소비 침체가 나타날

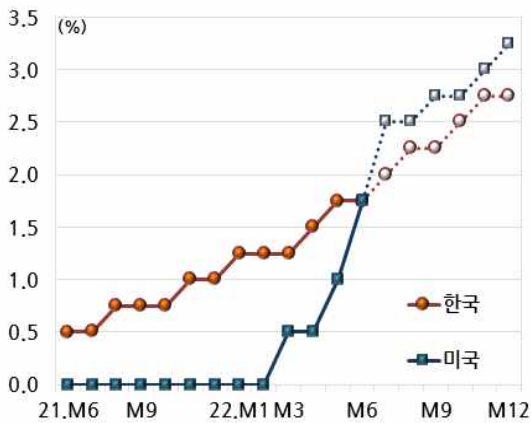
3) FOMC Meeting, Projection Materials(June 15, 2022).



것으로 전망됨

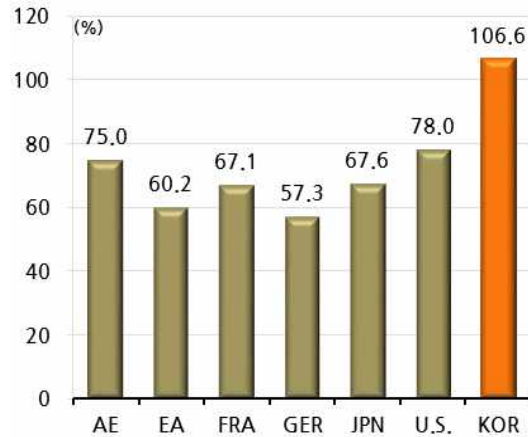
- 이 경우 한국 경제는 고물가가 지속되는 가운데, 수출과 내수의 복합 불황이 가세하면서 일각에서 우려하는 ‘스태그플레이션’ 국면으로 진입할 가능성이 높다고 보임

< 한국 및 미국 정책금리 추이 및 전망 >



자료: FED, 한국은행, 현대경제연구원(전망).

< 주요국 가계부채/GDP 비율(2021년 4분기) >



자료: BIS.

주: Total credit to households (core debt).

### 3. 시사점

첫째, 인플레이션 기대심리 확산에 따른 고물가 고착화 방지 목적의 금리 인상은 불가피하나, 통화정책의 ‘과잉 대응(overkill)’에 따른 가계부채 경착륙 가능성도 고려되어야 한다.

- 국내 인플레이션 기대 심리를 안정화시키고 미국과의 금리 역전에 따른 외환 시장 불안정성을 완화하기 위해서, 기준금리 인상은 불가피하다고 생각됨
- 그러나, 다른 국가에 비해 가계부채 문제가 심각하기 때문에 시장의 예상을 넘어서는 과도한 금리 인상은 가계의 구매력 고갈을 유발하여 내수 침체로 이어질 가능성을 우려하지 않을 수 없음

- 이에 기준금리 인상 속도의 완급 조절이 필요하며, 금융당국의 가계부채 현황에 대한 파악과 금리 인상 시 예상치 못한 충격에 대한 대응 전략이 마련되어야 할 것임

둘째, '물가 안정'과 '경기 진작'이라는 상충되는 정책 목표를 달성하기 위해서는 경제 부처 간 긴밀한 '정책 공조'가 요구된다.

- 고물가와 경기 침체가 동시에 발생할 가능성이 점증되는 상황에서, '물가 안정'과 '경기 진작'이라는 정책 목표를 동시에 추구하기 어려운 상황임
- 따라서 재정 정책과 통화 정책에 공조 노력이 없을 경우, 실물 경기 변동 폭이 확대되거나 고물가가 상당 기간 지속되는 최악의 시나리오가 현실화될 수 있음
- 이에 경제 부처 간 정책의 기간 구조와 정책 수단의 강도 조절 등의 긴밀한 '정책 공조'가 요구됨
  - 인플레이 압력이 가장 높을 것으로 예상되는 3분기에는 수축적 통화정책(금리 인상)을 지속하면서, 재정정책에서는 재정승수효과가 낮아 시장수요 물가상승압력이 작은 이전지출(자영업자 손실 보상 등)에 집중하는 것이 바람직함
  - 반면, 4분기에는 예상 시나리오대로 인플레이션 압력이 완화된다면, 금리 인상 속도를 낮추고 경기 진작(시장 수요 확대)을 도모할 수 있는 재정지출 분야에 집중해야 할 것임

셋째, 포워드가이던스(금통위원들의 기준금리에 대한 점도표 또는 중간값 제시 등) 도입을 통해 금융·통화당국과 시장(민간)의 소통을 확대하여 금융·통화정책의 예측 가능성 제고와 금융 시장 안정을 도모해야 한다.

- 대내외 경제 여건에 불확실성이 중첩되는 상황에서 통화정책마저 불확실성이 높을 경우 금융시장의 변동성이 증폭될 우려가 있음

- 따라서 통화정책의 예측 가능성이 확보될 필요가 있으며, 이를 위해서는 금융·통화 당국과 시장의 소통 채널이 확대되고 가계 및 기업 부채의 연착륙을 위한 민관의 공동 대응 노력이 요구됨
- 한편, 대략적으로라도 중앙은행이 금리 변경에 대한 포워드가이던스(forward guidance)<sup>4)</sup>를 제시함으로써, 통화정책의 수축과 팽창 시기에 대한 민간의 예측 가능성을 높여주는 것도 필요하다고 생각됨
  - 예를 들어 미국의 경우처럼 3개월에 한 번 정도 금융통화위원회 참석 위원들의 기준금리에 대한 점도표 또는 중간값을 제시하거나, 연간 경제성장률과 소비자물가 상승률을 제시하는 방안을 생각해 볼 수 있음

**넷째, 서민 생활 안정을 위해 불필요한 물가 상승 요인의 억제와 물가 급등 품목에 대한 시장 수급 상황 개선에 주력해야 한다.**

- 가격 급등 원자재에 대한 시장 실수요의 움직임을 파악하고 수급 차질이 예상될 경우 수입 관세 인하나 수입 물량 쿼터 폐지 등을 통해 국내 시장가격의 안정화를 도모해야 할 것임
- 또한, 투기적 수요의 시장 진입을 막고 독과점 시장의 담합 가능성을 차단하기 위한 공정거래 정책이 지속되어야 할 것임
- 나아가 최근 폭염 및 풍수해로 애그플레이션이 가속화되는 것을 막기 위하여, 가격 불안 품목에 대한 선제적 비축 물량 공급 등의 가격 안정화 노력이 이루어져야 할 것임
- 특히, 인플레이션으로 사회 양극화가 심화될 가능성이 우려되기 때문에, 취약 계층에 대한 핀셋 재정집행 강화 및 사회 안전망 확충에 주력해야 할 것임

4) 미 연준 의장은 제로금리가 지속되던 2020년에 포워드가이던스(forward guidance) 조건(CPI 2% 이상 및 완전 고용 실업률)이 충족되면 금리를 인상하겠다는 언급을 한 바 있음. 포워드가이던스가 반드시 이러한 조건부로 통화정책 방향을 제시하는 방법을 취할 필요는 없으며, 단순히 정책금리를 결정하는 위원회(FOMC, 금융통화위원회) 자체의 연말 정책금리 수준에 대한 중간값이나 평균값, 경제성장률과 물가상승률 전망치 등을 제시하는 방법도 포함됨.

다섯째, 三重苦(高원자재가, 高환율, 高금리)에 따른 생산 부문의 활력 약화를 방지하기 위해, 대응 여력이 취약한 중소·중견 기업에 대한 적극적인 지원이 필요하다.

- 최근과 같이 대내외 경제 불확실성이 높은 시기에 정부의 산업·기업 정책은 대기업에 비해 상대적으로 대응 여력이 취약한 중소·중견 기업에 집중할 필요가 있음
- 우선 우크라이나-러시아 전쟁 등으로 인한 GVC 교란에 따른 원자재·소재·부품·장비 공급망 불안정성에 대응하여, 민간과 정책 당국 간 소통 확대와 긴밀한 협력이 필요함
- 또한, 정부가 계획하고 있는 규제 완화 로드맵이 차질 없이 추진되어야 할 것이며, 특히 기업 투자 활성화를 위해 투자세액 공제제도의 대상과 수혜 폭의 확대가 이루어져야 할 것임
- 나아가, 대기업에 비해 대응 여력이 취약한 중소·중견 기업의 경영 안정화를 위해, 공공 부문의 기업 신용 공여 시스템을 활성화시키고, 중소·중견기업 특화 저금리 투자 상품의 개발, 잠재력 있는 기술 기업에 대한 정부 보증 제도의 확대 등이 필요함
- 한편, 최근 원부자재 가격 상승, 물류 비용 증가 등으로 B2B 시장의 자체 가격 조정 기능이 작동하지 않는 점과 관련하여, 정책 당국의 적극적인 중재 노력을 통해 생산 활동이 지체되는 문제를 완화시켜야 할 것임 **HRI**

주 원 경제연구실장(이사대우) (2072-6235, juwon@hri.co.kr)