

[세미나]

코로나 팬데믹에 이은 인플레이션 시대가 올 것인가?

□ 일시: 2021년 1월 29일 (금) 오후 2시

□ 장소: 산림비전센터 7층 열림홀

□ 주최: 자유기업원

사회: 최승노 자유기업원 원장

발표: 조장옥 서강대학교 명예교수

토론: 김동헌 고려대학교 교수

인플레이션 시대는 올 것인가?

조장욱 서강대학교 명예교수



인플레이션 시대는 올 것인가?

들어가면서...

SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU

- 거시경제에서 가장 해로운 두 가지 현상 ⇒ 실업, 인플레이션
 - 실업
 - 일하고 싶은 사람들이 일자리를 얻을 수 없다는 것
 - 소득의 원천이 봉쇄된다는 점
 - 심리적인(사기) 문제
 - 만연한 경우 큰 사회적인 문제
 - 인플레이션
 - 생계비 상승
 - 변동성이 심한 경우: 불확실성의 증가
 - 실업과 인플레이션은 매우 밀접하게 관련되어 있음
 - 필립스 곡선(Phillips curve)

인플레이션의 단기 원인

SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU

- **수요견인** 인플레이션(demand-pull inflation)
 - 총수요의 증가가 일으키는 인플레이션
 - 투자, 소비, 정부소비, 외국의 수요(수출) 등
 - 통화의 과잉공급
- **비용증가** 인플레이션(cost-push inflation)
 - 생산비용의 증가가 일으키는 인플레이션
 - 원유가격의 폭등(1970년대의 유가파동)
 - 노동자들의 파업에 따른 생산차질
 - 수해, 한해 등에 따른 농작물 피해

SOGANG UNIVERSITY | 3

인플레이션의 단기 원인

SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU

- 미래 물가상승에 대한 **기대(예상)**
 - 물가상승을 기대
 - ⇒ 수요증가(사재기)
 - ⇒ (수요, 공급에 변화가 없이) 인플레이션 발생
 - ⇒ **자기실현적 예언**(self-fulfilling prophecy)
 - ⇒ 이와 같은 **자기실현적 예언은 자산시장에서** 가장 두드러진 현상임
 - ⇒ 최근의 주가, 부동산가격 상승은 대표적임

SOGANG UNIVERSITY | 4

인플레이션의 장기 원인

SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU

- 오랜 기간 인플레이션이 이어진다면 그 원인은 반드시 통화증발임
- Milton Friedman (1963)
 - “Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon.”
 - 단기에?
 - 장기에는 성립하는 정리

SOGANG UNIVERSITY | 5

화폐시장의 장기균형과 인플레이션

SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU

화폐시장의 장기균형

– 교환방정식

$$MV = PY$$

- M, V, P, Y 는 각각 통화량(공급), 유통속도, 물가수준, 실질소득을 나타냄
- 위 식의 양변에 로그를 취하면 다음을 얻을 수 있음

$$\log(M) + \log(V) = \log(P) + \log(Y)$$

SOGANG UNIVERSITY | 6

화폐시장의 장기균형과 인플레이션

SOGANG UNIVERSITY

BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU

화폐시장의 장기균형

$$\log(M) + \log(V) = \log(P) + \log(Y)$$

- 위 식을 시간에 관하여 미분하면 다음을 얻음

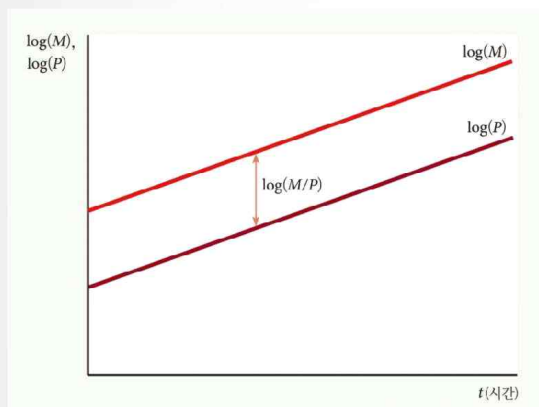
$$\pi = g_M + g_V - g_Y$$

- π, g_M, g_V, g_Y 는 각각 물가상승률(인플레이션), 통화증가율, 화폐 유통속도 변화율, 실질소득 증가율(GDP 성장율)
- g_V, g_Y 가 일정하다면(당분간은 그렇게 가정) 물가는 통화증가율과 같은 속도로 증가
 - g_V 는 화폐, 금융제도 의해 결정
 - g_Y 장기에 잠재성장률로 결정

SOGANG UNIVERSITY 7

통화증가율과 물가상승률

SOGANG UNIVERSITY

BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU

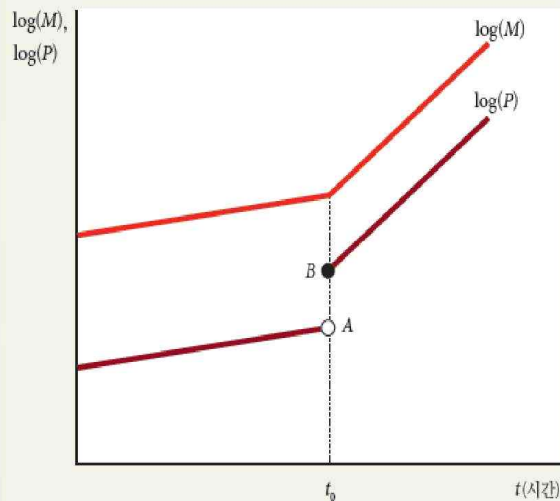
수평축에 시간 t , 수직축에 로그를 취한 변수를 놓으면 시간경로의 기울기가 로그를 취한 변수의 증가율이 된다.

- $\log(M)$ 의 기울기: 통화증가율
 $\log(P)$ 의 기울기: 물가상승률
- 두 직선의 차이는 로그로 나타낸 실질통화량(실질화폐잔고, real money balance) $\log(M/P)$ 이며 통화증가율이 일정한 경우 실질통화량은 장기에 일정하다.

SOGANG UNIVERSITY 8

기대하지 못한 통화 증가율 증가

SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU

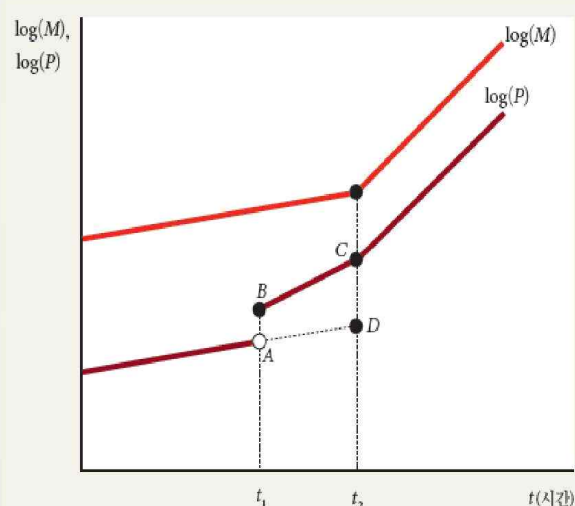


- 통화증가율이 기대하지 못한 가운데 증가하면 통화량의 시간 기울기가 더 급한 직선으로 바뀐다
- 사람들이 통화증가율 증가를 인식하는 순간 기대물가 상승률이 증가하고, 보유하고 있는 화폐 가치를 보전하기 위하여 화폐로 재화를 구입함으로써 물가는 통화증가율이 증가한 시점에서 위로 뛴 다음 통화량은 증가함

SOGANG UNIVERSITY 9

기대(예상)된 통화증가율 증가

SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU

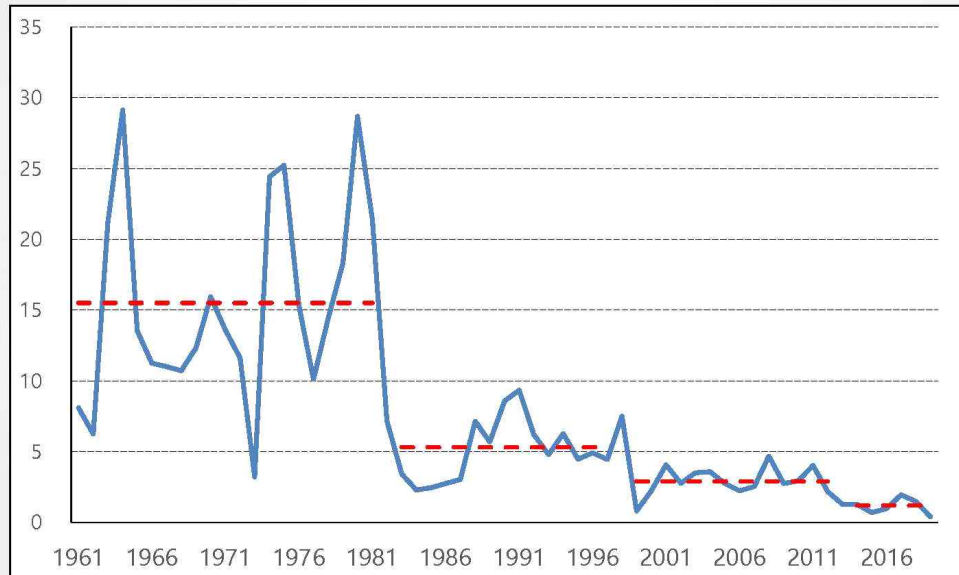


- 중앙은행이 미래의 통화증가율을 증가시킨다고 선언하는 경우가 있다.
- 이와 같이 미래에 통화증가율의 증가가 기대되면 아직 통화증가율이 변화하지 않았음에도 불구하고 기대물가 상승률이 증가한다. 따라서 통화 증가율 상승이 기대된 시점에서 물가의 시간 경로가 위로 뛴다.
- 이 때 물가가 뛰는 정도의 크기는 일반대중이 중앙은행의 선언을 얼마나 신뢰하는가에 달려있다. 신뢰가 클수록 뛰는 폭도 커진다.

SOGANG UNIVERSITY 10

한국의 인플레이션(연간)

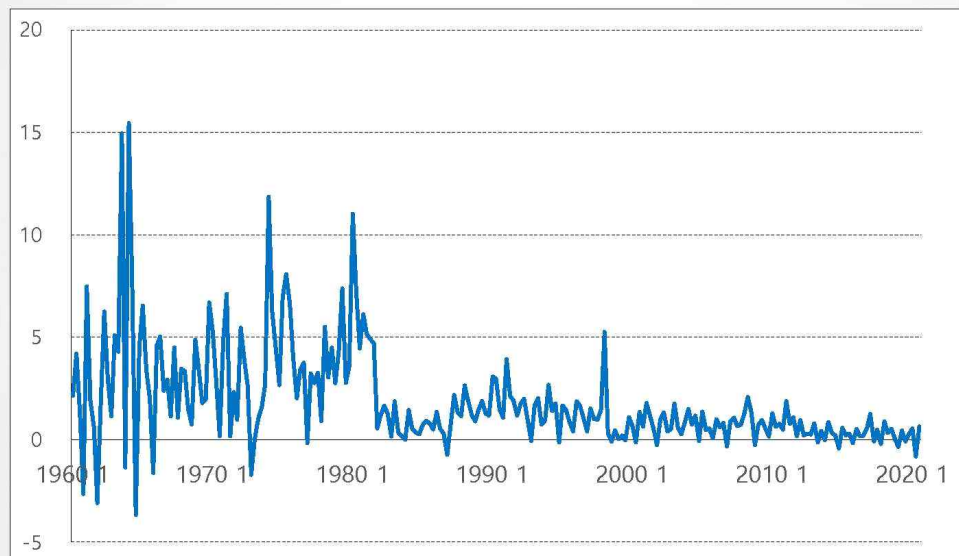
SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU



SOGANG UNIVERSITY 11

한국의 인플레이션(분기)

SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU



SOGANG UNIVERSITY 12

한국의 인플레이션

SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU

- 4번의 국면전환 ① 1980년 이전
 - 고도성장기
 - 정책의 비중을 인플레이션에 둘 수 없는 상황
 - 높은 평균증가율 (15.5%)
 - 큰 변동성 (분산=51.17)
 - ⇒ 불확실성의 확대

SOGANG UNIVERSITY | 13

한국의 인플레이션

SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU

- 4번의 국면전환 ② 1980~1998년(외환위기)
 - 안정화기
 - 안정화에 초점
 - » 평균: 5.3% (1980 이전에서 65% 이상 감소)
 - » 분산: 4.68 (1980 이전에서 90% 이상 감소)
 - 1980년대는 우리 경제가 크게 변화한 시기
 - 경제 안정화
 - 산업구조의 변화 (농업국가 ⇒ 산업국가)
 - 중화학의 국제경쟁력 획득 (1985경부터)
 - 의미 있는 국제수지의 흑자 (1986~1989)
 - 외환위기 이전 1990년대
 - 빠른 개방화의 시기
 - 과도한 투자와 기업부채의 증가 ⇒ 외환위기

SOGANG UNIVERSITY | 14

한국의 인플레이션

SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU

- 4번의 국면전환 ③ 1999~2012년(외환위기, 세계금융위기)
 - 위기극복과 새로운 패러다임을 위한 진통
 - 평균: 2.9%, 분산: 0.96
 - 외환위기의 빠른 극복
 - 위기의 원인이 내부적인 문제가 아니라 **경제운용의 실패**였음을 입증
 - 2007년~2012년 미국 발 **세계금융위기**
 - 금융자유화, 세계화, 개방화의 진통
 - ⇒ **보호무역주의**의 재등장

SOGANG UNIVERSITY | 15

한국의 인플레이션

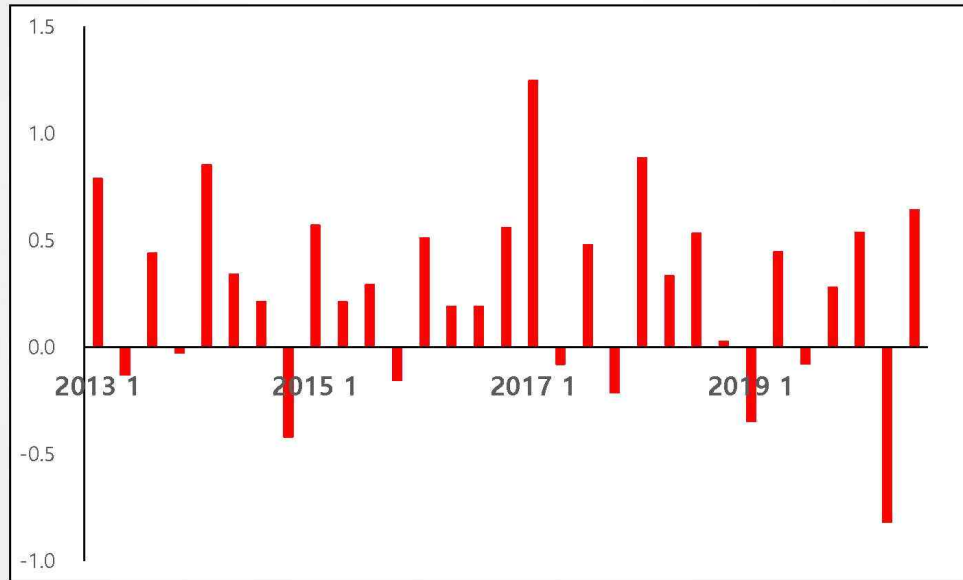
SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU

- 4번의 국면전환 ④ 2013~현재
 - 세계금융위기의 극복과 **COVID19 pandemic**
 - 평균: 1.2%, 분산: 0.27
 - 낮은 평균증가율
 - 낮은 변동성
 - **디플레이션**을 걱정해야 하는 시대

SOGANG UNIVERSITY | 16

한국의 인플레이션[분기. 2013/1~2020/3]

SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU



SOGANG UNIVERSITY 17

한국의 인플레이션

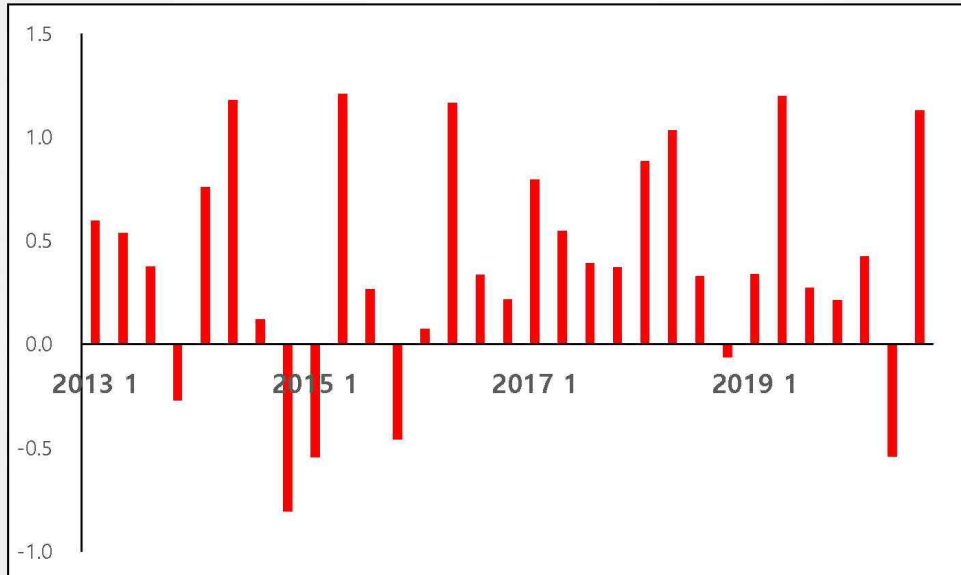
SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU

- 2013년 1분기 이후 2020년 3분기까지
 - 9번 마이너스 증가율
 - 전체 31개 분기 가운데 29% 이상에서 마이너스 증가율을 나타냄

SOGANG UNIVERSITY 18

미국의 인플레이션(분기. 2013/1~2020/3)

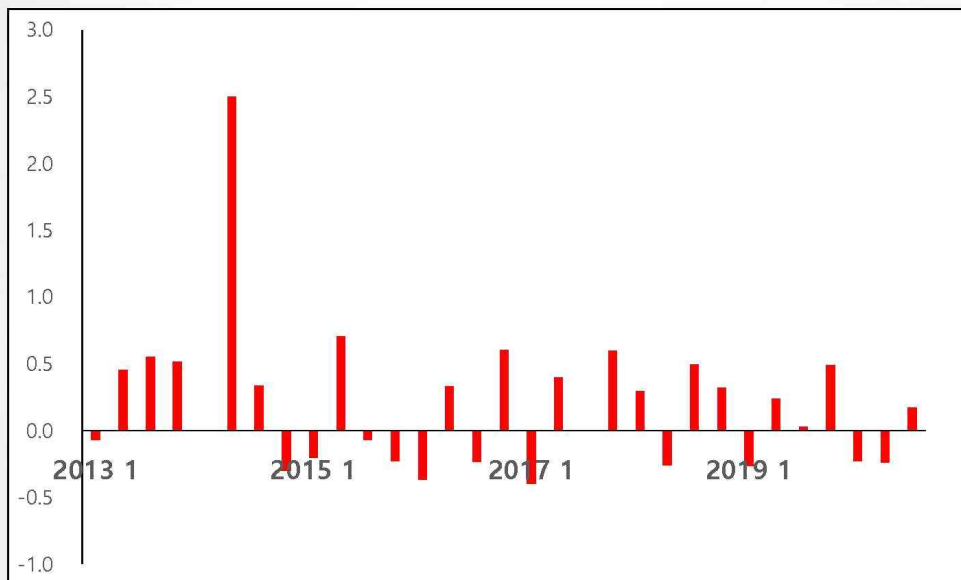
SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU



SOGANG UNIVERSITY 19

일본의 인플레이션(분기. 2013/1~2020/3)

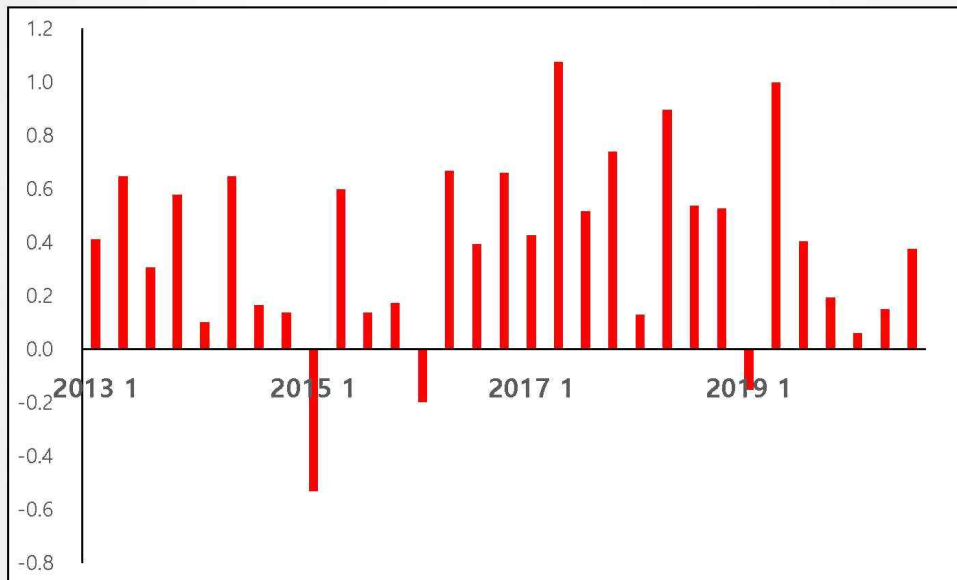
SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU



SOGANG UNIVERSITY 20

영국의 인플레이션[분기. 2013/1~2020/3]

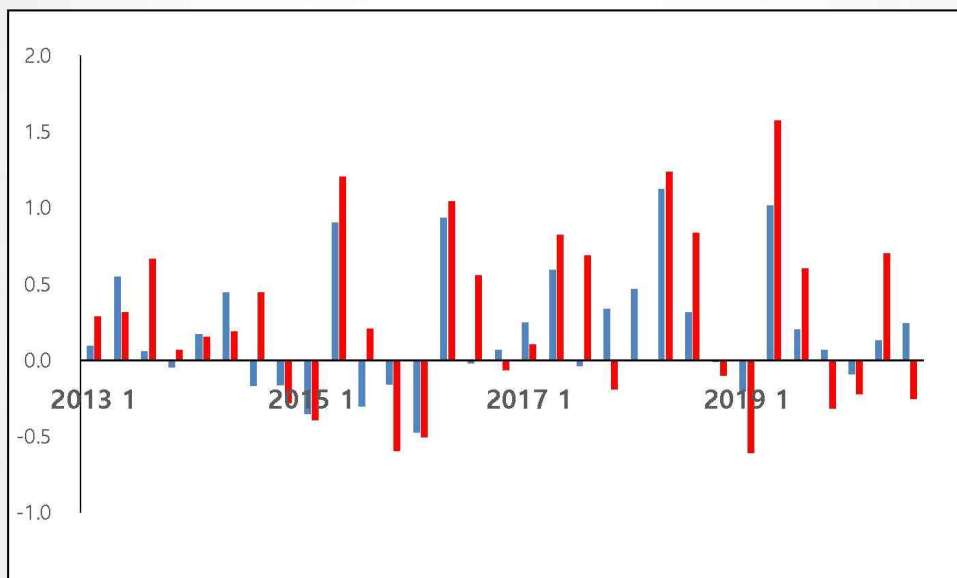
SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU



SOGANG UNIVERSITY 21

프랑스(청).독일(적)[분기. 2013/1~2020/3]

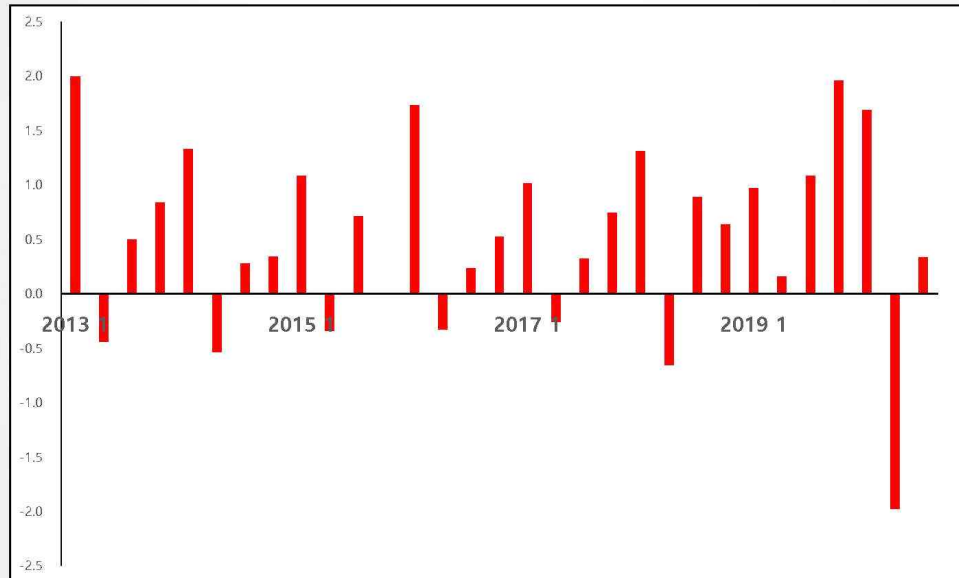
SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU



SOGANG UNIVERSITY 22

중국의 인플레이션[분기. 2013/1~2020/3]

SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU



SOGANG UNIVERSITY | 23

최근의 인플레이션

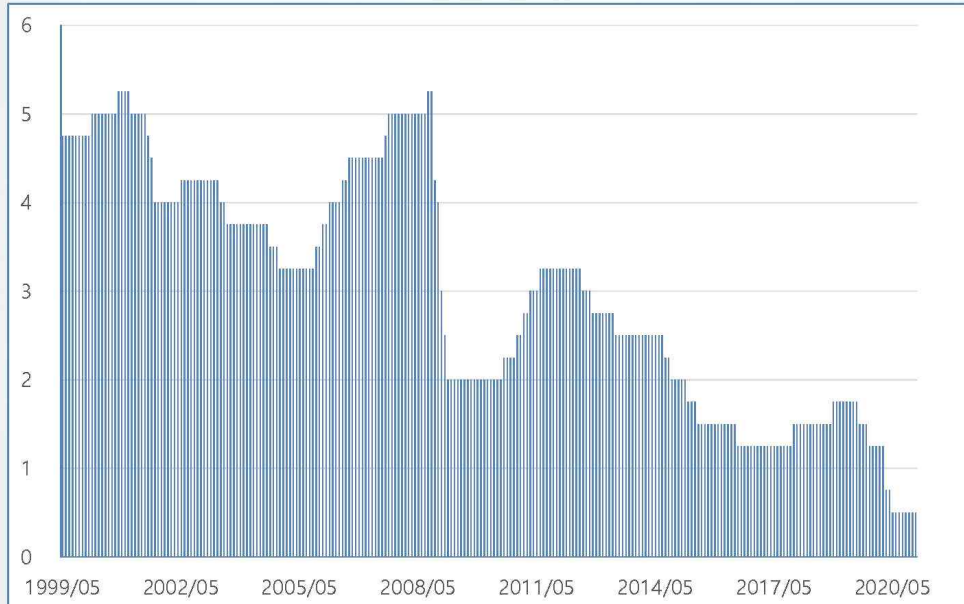
SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU

- 세계 대부분의 나라에서 통화팽창이 일어났으나
 - ⇒ 인플레이션은 일어나지 않음
 - ⇒ 오히려 디플레이션을 걱정해야 하는 상황
 - ⇒ 이론의 실패?

SOGANG UNIVERSITY | 24

한국은행 기준(정책)금리

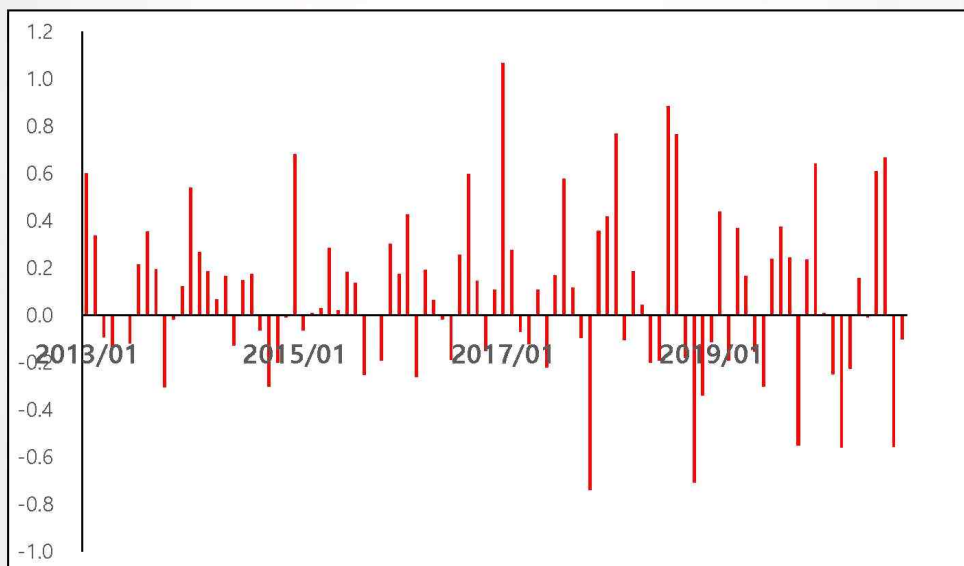
SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU



SOGANG UNIVERSITY 25

한국의 인플레이션(월, 2013/1~2020/11)

SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU



SOGANG UNIVERSITY 26

한국의 인플레이션

SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU

- 2013년 1월 이후 2020년 11월까지
 - 39번 마이너스 증가율
 - 전체 95개 월 가운데 41% 이상에서 마이너스 증가율을 나타냄

SOGANG UNIVERSITY | 27

이론의 실패?

SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU

인플레이션의 결정방정식

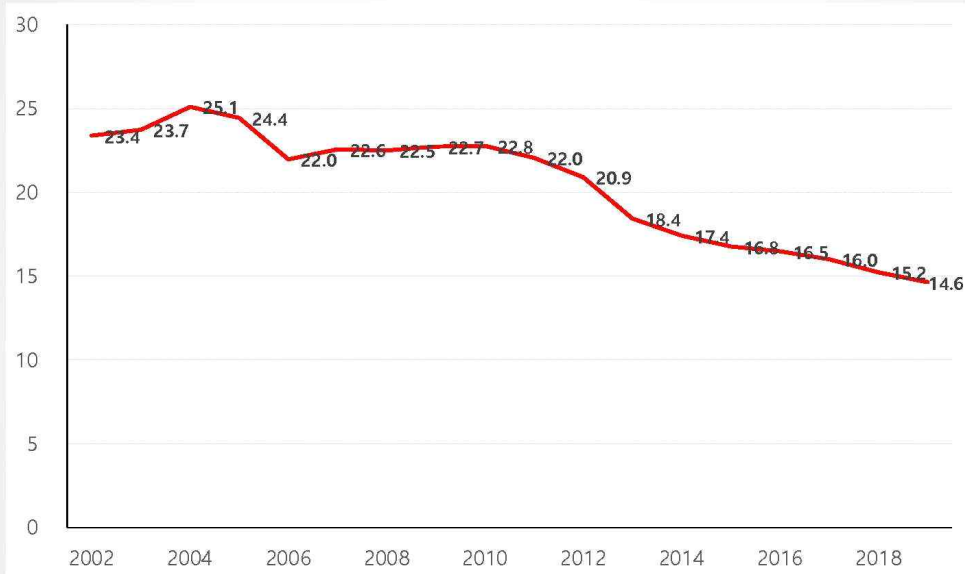
$$\pi = g_M + g_V - g_Y$$

- π, g_M, g_V, g_Y 는 각각 물가상승률(인플레이션), 통화증가율, 화폐 유통속도 변화율, 실질소득 증가율(GDP 성장율)
- g_V, g_Y 가 일정하다면(당분간은 그렇게 가정) 물가는 통화증가율과 같은 속도로 증가
 - g_V 는 화폐, 금융제도 의해 결정
 - g_Y 장기에 잠재성장률로 결정
- 21세기에 들어서면서 세계금융위기, COVID19를 지나면서 g_V 가 크게 감소
- 통화증가율도 정책당국이 의도한 바와 같이 크게 증가하지 않음

SOGANG UNIVERSITY | 28

통화승수(M2)의 현저한 감소

SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU



SOGANG UNIVERSITY | 29

통화승수(M2)의 현저한 감소

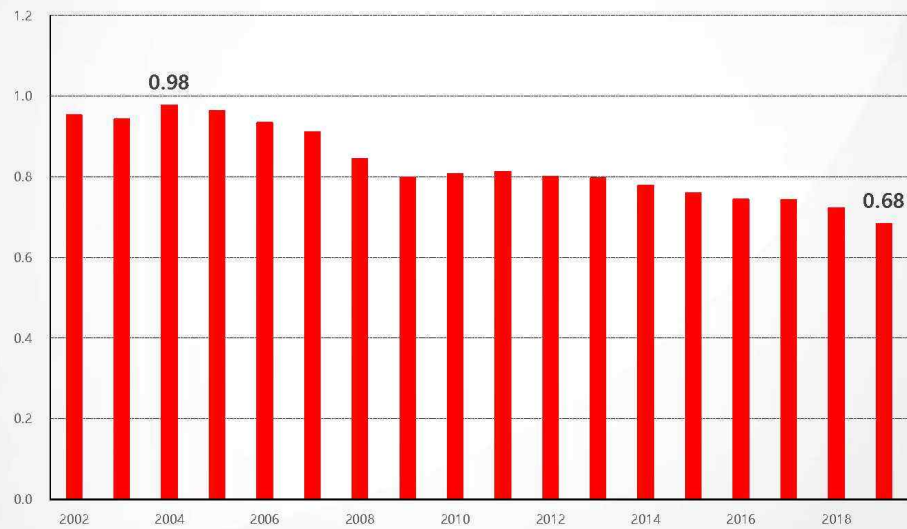
SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU

- 2004(25.1)년에 비해 2019(14.6)년 약 42% 감소
 - 이와 같은 감소는 모든 통화량의 정의(M1, Lf, L)에서 공통적인 현상

SOGANG UNIVERSITY | 30

화폐(M2) 유통속도의 현저한 감소

SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU



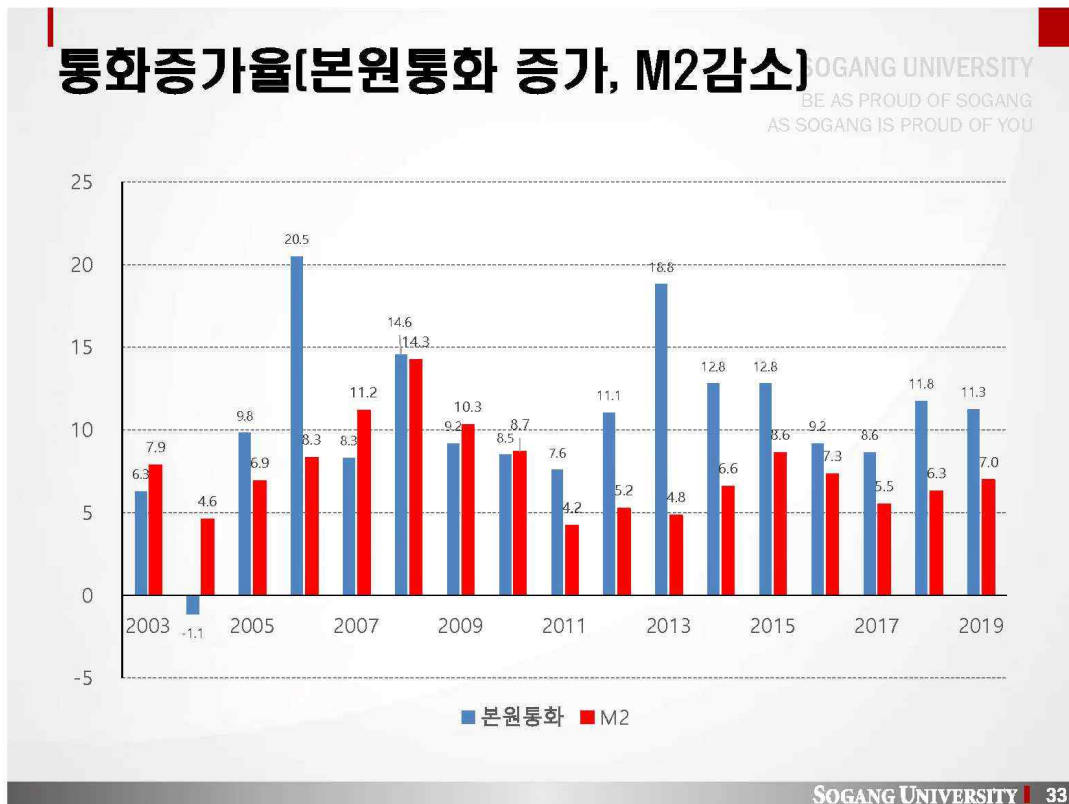
SOGANG UNIVERSITY | 31

화폐(M2) 유통속도의 현저한 감소

SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU

- 2004(0.98)년에 비해 2019(0.68)년 약 31% 감소
 - 이와 같은 감소는 역시 모든 통화량의 정의(M1, Lf, L)에서 공통적인 현상

SOGANG UNIVERSITY | 32



통화증가율(본원통화 증가, M2감소)

SO GANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SO GANG
AS SO GANG IS PROUD OF YOU

- 2013년 이후 본원통화증가율은 증가, M2 증가율은 감소

SO GANG UNIVERSITY 33

왜?

SOGANG UNIVERSITY
BE AS PROUD OF SOGANG
AS SOGANG IS PROUD OF YOU

- 이론의 실패?
 - 경제주체들이 미래를 비관적으로 보는 경우의 전형적인 현상
 - 당분간은 인플레이션이 일어나지 않을 가능성이 큼
 - 그러나 이와 같은 현상은 위기의 시대에 나타나는 현상
 - 상황이 개선되면 인플레이션은 우리가 인식하기도 전에 이미 도달해 있을 가능성
- 최근 화폐를 찍어 소상공인을 지원하자는 법안이 제출됨
 - 재정과 통화를 혼동하는 것은 망국의 시초임
 - 먼 과거는 차치하고라도 짐바브웨, 베네쥬엘라를 타산지석 삼아야

코로나 팬데믹에 이은 인플레이션 시대가 올 것인가?

김동헌 고려대학교 교수

□ 조장옥 교수의 발제문 “인플레이션 시대는 올 것인가?” 요약

- 한국 인플레이션 역사를 살펴 볼 때 4번의 국면전환이 관찰되고 특히 글로벌 금융위기 이후 인플레이션율이 낮고 변동성도 감소하면서 디플레이션을 걱정하는 시대까지 논의되어 왔음.
- 인플레이션 이론(화폐수량설)에 따르면 인플레이션의 주요인은 통화증가율인데 최근 통화증가율이 높지 않았던 반면 화폐유통속도가 크게 감소하고 통화승수도 감소한 것 등이 최근 전 세계적으로 낮은 인플레이션을 초래하는 요인으로 작용하였음.
- 글로벌 금융위기 및 코로나19 팬데믹 사태로 경제 주체들이 미래 경제에 대해 비관적인 상황임으로 당분간 인플레이션이 크지 않을 전망이다. 그러나 이는 인플레이션 이론의 실패가 아니고 경제는 상황이 개선되면 언제든지 인플레이션이 도래할 가능성이 있음을 인지할 필요가 있음.

□ 인플레이션 현황

- 미국경제 인플레이션 현황: 미국경제의 2017년~2019년 3년간 인플레이션 현황을 살펴보면 각각 2.13%, 2.44%, 1.81%로 연평균 2.13% 물가 상승률을 기록해 왔으며 2020년 물가상승률은 코로나19 팬데믹에 따른 경기 위축으로 1.4%를 기록하였음.
- 한국경제 인플레이션 현황: 최근 2017년~2019년 최근 3년간 한국경제의 인플레이션 현황을 살펴보면 각각 1.9%, 1.5%, 0.4%로 연평균 1.27%의 낮은 물가상승률을 기록했고 최근 3년간 인플레이션이 지속적으로 하락함에 따라 디플레이션 우려도 제기되고 있음. 2020년 코로나19 팬데믹 사태로 소비활동은 더욱 위축되어 물가상승률은 0.5%로 더욱 낮았음.

□ 주요 자산가격 현황

- 한국경제 주요 자산가격 현황을 살펴보면 2020년 전국 집값 상승률은 8.35%(매매), 서울 집값 상승률은 10.7%, 서울 아파트값 상승률은 13.06%였음. 종합주가 지수(KOSPI)를 기준으로 2020년 주가상승률은 24.1%(20.11 기준)로 매우 높았음. 이러한 자산가격의 급등은 코로나19 팬데믹 사태로 실물경제 위축을 막기 위한 막대한 유동성 공급, 재정확대, 저금리 등이 주요한 요인으로 판단됨. 2020

년 통화량 증가율(M2 평잔 기준)도 2019년 7%에서 9.7%로 상승하였음.

□ 시장의 중론(consensus)

- 2021년 2분기 기저효과로 일시적 물가상승이 나타나더라도 높은 실업 등 경제 내 상당한 'slack'을 감안 시 지속적인 인플레 상승 위험은 낮은 것으로 평가하고 있음.
- 팬데믹 이후 수요 급증으로 일부 서비스 섹터(항공, 호텔, 여행 등) 공급에 병목현상이 있더라도 이것은 일시적인 현상일 가능성이 큰 만큼 공급자들은 가격인상보다는 수요를 분산 또는 지연하는(demand rationing)방법으로 대응할 가능성을 제기하고 있음.
- 결국 지속적인 인플레 압력이 나타나기 위해서는 노동시장 회복이 전제되어야 하지만, 코로나 이전 수준으로 회복하기까지는 상당한 시간이 필요한 것으로 인지하고 있음.

□ 인플레이션 이론의 위기?

- 최근 3년간 인플레이션은 연 평균 1.27%로 과거보다 낮은 수준을 유지해왔고 2020년도 코로나19 사태로 민간소비가 위축되어 인플레이션율은 더 낮았음. 인플레이션율이 낮게 유지된 배경에는 인구고령화 및 저출산에 따른 경제 역동성의 저하, 노후대비를 위한 저축 증가 및 민간 소비하락, 성장동력 상실에 따른 투자의 하락 등으로 경제성장률이 지속적으로 하락하고 이는 총수요의 저하를 가져오면서 물가상승률이 낮아졌고 화폐유통속도 하락 등도 작용한 것으로 판단됨.
- 그러나 이를 인플레이션 이론의 위기라고 판단할 수 없음. 조장욱 교수가 발제문에서 언급한 것과 같이 경제의 구조적 변화로 인해 인플레이션의 다이내믹스(또는 지속성)가 바뀔 수는 있겠으나 전통적인 화폐수량설에 따른 인플레이션 이론은 여전히 유효할 것임. 즉, 돈을 풀어도 인플레이션이 없다는 주장에 대해서 동의하기는 어려움.
- 이러한 판단의 배경에는 2020년 코로나19 사태로 엄청난 유동성이 풀렸지만 현재 정부방역지침에 따라 경제활동이 제한을 받고 있기 때문에 총수요가 위축되어 있어서 물가상승은 그리 높지 않은 상황임. 그러나 백신효과가 가시화되기 시작하면 경제활동이 급속히 재개되고 그동안 억눌려 있던 대면 소비활동들이 <보복소비심리>와 함께 되살아나기 시작하고 이러한 수요 급등에 경제주체들의 기대심리가 편승하여 공급자들도 그동안 감소했던 매출을 보전하기 위해 가격을 올리면서 대응해 갈 경우, 인플레이션은 급속히 진행될 가능성이 있음.

□ 글로벌 인플레이션의 신호?

- 최근 미 국채시장에서 기대인플레이션(BEI: Breakeven inflation 10 years)이 2%를 넘으면서 물가상승 가능성이 제기되고 있으며 미국 장기국채 금리도 연초 1%를 돌파 후 1.1%대까지 상승하고 있는 상황이며 인플레이션 우려가 꾸준히 제기되고 있음.
- 미국 경제에서 최근 제기되고 있는 인플레이션 우려의 논거는 코로나19 팬데믹으로 급증한 유동성이 소비 확대로 이어질 가능성이 있고, 저금리 및 블루웨이브 하 적자재정 확대로 빠른 고용 회복 및 인플레이션 유발 가능성이 있으며, 관측된 인플레이션 지표 자체가 저평가되었을 가능성이 있고, 인플레이션 오버슈팅을 허용하는 미 연준의 평균물가목표제(FAIT) 도입에 따른 경제주체들의 인플레이션 기대가 높아질 가능성이 있으며 인구고령화 및 탈세계화 등 구조적 영향으로 노동자들의 협상력 상승 등이 인플레이션 상방 압력의 요인들임.

□ 현실의 데이터는 앞으로 인플레이션이 어떻게 나타날지?

- 미국경제의 2021년 인플레이션은 2.2%로 전망되고 한국은행은 소비자물가 상승률이 2020년 0.5%에서 2021년 1.0%, 2022년 1.5%로 점진적 상승을 전망하였음. 이러한 전망은 국내경제의 회복세가 완만할 것으로 예상되는 가운데 수요측면에서의 물가상승압력도 낮은 수준에 머무를 것으로 전망하기 때문임. 그러나 코로나19 백신 효과 가시화에 따른 경기개선세 강화, 국제유가 등 국제원자재가격 오름세 확대, 경제주체들의 기대인플레이션 등이 커지면 물가상승률은 다소 높아질 수도 있음.
- 백신효과가 가시화되면 보복소비 심리 등이 가세하면서 수요급증을 불러 일으킬 가능성이 높고 만약 공급자들이 가격인상보다 수요를 분산 또는 이연하는 방법으로 대응하게 되면 인플레이션은 완만하게 진행될 것으로 전망됨.
- 그러나 수요급증에 따라 만약 공급자들이 그동안 매출액 감소 등에 대한 보상으로 가격인상을 시도해간다면 막대한 유동성과 함께 급속한 인플레이션이 가속화될 가능성도 있음.