

금융불안에 대응한 물가안정목표제 개선방안 연구

장 민 · 이규복

2010. 10

머 리 말

2007년 미국의 서브프라임 모기지 부실에서 촉발된 글로벌 금융위기는 극심한 신용경색현상과 함께 글로벌 금융시스템을 위협하는 한편, 글로벌 실물경제를 침체로 몰고 갔다. 대공황 이후 최악이라는 금융위기에 대응하여 각국 중앙은행들은 정책금리 인하 등 전통적인 통화정책뿐만 아니라, 필요시 특정 금융시장이나 금융기관에 대한 직접적인 유동성 공급 등 비전통적인 통화정책을 적극적으로 활용함으로써 이번 금융위기를 진정시키는 데 커다란 역할을 수행하였다. 이처럼 이번 글로벌 금융위기를 계기로 중앙은행의 중요성이 다시 한번 확인되자 향후 금융위기가 재발할 경우 중앙은행이 보다 효율적으로 대응할 수 있는 여건을 마련하여 주기 위한 논의가 전 세계적으로 진행되고 있다.

1990년대 이후 우리나라를 포함한 많은 국가들의 중앙은행이 채택한 물가안정목표제는 각국 물가안정에 상당한 기여를 해 온 것으로 평가받아왔다. 그러나 2000년대 이후 전 세계적으로 저물가 및 저금리기조가 정착되는 반면, 자산가격 급등 등으로 금융불안이 나타나자 물가안정목표제의 유효성에 대한 논란이 대두되었다. 이러한 가운데 이번 글로벌 금융위기의 발생은 각국의 위기대응정책을 비교함으로써 통화정책체계별 정책유효성을 비교해 볼 수 있는 좋은 기회를 제공해 주었다. 만약 글로벌 금융위기에 대응하는 과정에서 물가안정목표제를 채택하고 있는 중앙은행들의 정책 유효성이 비물가안정목표제 중앙은행들보다 낮은 것으로 평가된다면 이는 향후 또 다른 금융위기 발생에 대비해 물가안정목표제의 개선이 필요하다는 점을 시사해 준다 할 것이다.

본 보고서는 이러한 문제의식에서 출발해 이번 글로벌 금융위기 기간 중 물가안정목표제를 채택하고 있는 중앙은행들과 그렇지 않은 중앙은행들의 통화신용정책의 위기대응 정도 및 유효성을 분석하고 있다. 또한 한국은행의 물가안정목표

제와 여타 주요 국가의 물가안정목표제를 세밀하게 비교분석하였다. 이런 분석들을 토대로 보고서는 향후 한국은행의 물가안정목표제의 개선방안들을 제시하고 있다. 아무쪼록 본 보고서가 향후 금융위기에 대응한 한국은행의 기능이나 역할을 제고하는 데 유용한 지침서로 활용될 수 있기를 기대한다.

본 보고서는 한국금융연구원 국제·거시금융연구실의 장민·이규복 박사가 작성하였으며 익명의 심사위원들의 논평이 이 보고서를 개선하는 데 크게 기여하였다. 또한 보고서 작성 과정에서 민혜숙·이현애 연구원과 김상미·이승은 연구비서가 많은 수고를 아끼지 않았다. 끝으로 본 보고서의 내용은 필자 개인의 의견으로 한국금융연구원의 공식 견해가 아님을 밝혀둔다.

2010년 10월

한국금융연구원
원장 김 태 준

목 차

요 약

I. 머리말	1
II. 물가안정목표제 개요 및 성과 분석	5
1. 물가안정목표제 개요	5
2. 물가안정목표제의 운용 사례 및 성과 분석	15
3. 소결	30
III. 금융위기 기간 중 주요국 중앙은행들의 통화정책 분석	33
1. 2000년대 이후 주요국의 통화정책 분석	34
2. 위기기간 중 주요국의 중앙은행 정책대응 평가	44
IV. 우리나라와 각국의 물가안정목표제 비교	61
1. 물가안정목표 대상지표	62
2. 물가안정목표 수준 및 설정방식	62
3. 대상기간	67
4. 통화정책 평가	69
V. 향후 우리나라의 바람직한 통화정책체계	71
VI. 결 론	79
〈붙 임〉	83
참고문헌	85
Abstract	90

표 목 차

〈표 1〉 중간목표관리제와 물가안정목표제 비교	8
〈표 2〉 물가안정목표제 도입 국가	16
〈표 3〉 국가들의 물가안정목표제 도입 전후 CPI 평균 및 변동성	32
〈표 4〉 변수의 정의	38
〈표 5〉 분석에서 이용된 국가별 단기금리	40
〈표 6〉 실증분석에 사용된 국가의 특성별 분류	41
〈표 7〉 실증분석 결과	43
〈표 8〉 미국의 주요 금융시장 안정조치	51
〈표 9〉 영국의 주요 금융시장 안정조치	52
〈표 10〉 최근 주요국 경기 및 물가	53
〈표 11〉 2007년 1/4분기 대비 2008년 3/4분기 단기금리 변화 폭 비교 ...	55
〈표 12〉 추가 변수의 정의	56
〈표 13〉 실증분석 결과	60
〈표 14〉 주요국의 물가안정목표 제시 현황	66

그림 목 차

〈그림 1〉 뉴질랜드 물가안정목표제 도입 전후 인플레이션 비교	17
〈그림 2〉 뉴질랜드 물가안정목표제 범위 추이	17
〈그림 3〉 캐나다 물가안정목표제 도입 전후 인플레이션 비교	18
〈그림 4〉 캐나다 물가안정목표제 범위 추이	18
〈그림 5〉 영국 물가안정목표제 도입 전후 인플레이션 비교	20

〈그림 6〉 영국 물가안정목표제 범위 추이	20
〈그림 7〉 스웨덴 물가안정목표제 도입 전후 인플레이션 비교	21
〈그림 8〉 스웨덴 물가안정목표제 범위 추이	21
〈그림 9〉 호주 물가안정목표제 도입 전후 인플레이션 비교	22
〈그림 10〉 호주 물가안정목표제 범위 추이	22
〈그림 11〉 칠레 물가안정목표제 도입 전후 인플레이션 비교	24
〈그림 12〉 칠레 물가안정목표제 범위 추이	24
〈그림 13〉 한국 물가안정목표제 도입 전후 인플레이션 비교	26
〈그림 14〉 한국 물가안정목표제 범위 추이	26
〈그림 15〉 태국 물가안정목표제 도입 전후 인플레이션 비교	27
〈그림 16〉 태국 물가안정목표제 범위 추이	27
〈그림 17〉 필리핀 물가안정목표제 도입 전후 인플레이션 비교	28
〈그림 18〉 필리핀 물가안정목표제 범위 추이	28
〈그림 19〉 헝가리 물가안정목표제 도입 전후 인플레이션 비교	29
〈그림 20〉 헝가리 물가안정목표제 범위 추이	29
〈그림 21〉 남아공 물가안정목표제 도입 전후 인플레이션 비교	30
〈그림 22〉 남아공 물가안정목표제 범위 추이	30
〈그림 23〉 주요국 물가 추이	46
〈그림 24〉 주요국 실질GDP 성장률 추이	48
〈그림 25〉 주요 중앙은행의 금융기관 유동성 공급 현황	49
〈그림 26〉 주요국 기준금리 추이	50
〈그림 27〉 주요국 단기금리 추이	54
〈그림 28〉 주요 선진국 물가갭 및 금리갭 추이	58

요 약

I. 머리말

- 최근 글로벌 금융위기의 대응과정에서 중앙은행 통화정책의 역할의 중요성이 부각되면서 위기 이후 새로운 금융질서 구축과 관련하여 중앙은행의 기능 및 역할을 재정립할 필요가 있다는 인식이 확산
 - 특히 금번 글로벌 금융위기가 저물가체제가 구축된 가운데 자산가격 버블의 형성 및 붕괴과정에서 촉발됨에 따라 향후 중앙은행의 금융 위기에 대한 사전적 억제 및 사후적 대응 역할이 보다 효과적으로 수행될 수 있도록 통화정책체계를 개선할 필요성이 대두
 - 우리나라도 금융위기 이후 한국은행의 역할 재정립을 위한 한국은행법 개정 논의가 국회를 중심으로 진행중에 있음.

- 이에 따라 본고는 금융불안 발생 시 우리나라가 채택하고 있는 물가안정 목표제의 위기대응 능력의 유효성 등을 분석하여 보고 그 결과를 토대로 향후 바람직한 통화정책체계의 개선방안을 제시하고자 함.
 - 이번 금융위기를 계기로 우리나라의 통화정책체계인 물가안정목표제의 유효성을 살펴본 후 향후 보완 및 개선 필요성을 검토
 - 이를 위해 금번 글로벌 금융위기 중 물가안정목표제 국가들과 여타 국가들 간의 위기 대응력을 비교함으로써 금융불안 발생 시 물가안정 목표제의 유효성을 분석

- 또한 우리나라와 주요 물가안정목표제 국가들이 채택하고 있는 물가안정목표제의 특징 등을 비교·분석함으로써 우리나라 물가안정목표제의 바람직한 개선방안을 모색

II. 물가안정목표제 개요 및 성과 분석

- 물가안정목표제란 일정기간 동안 달성해야 할 물가상승률 목표치를 미리 제시하고 이에 맞추어 통화정책을 운용하는 통화정책 운영체계를 지칭
 - 통화당국이 물가상승률 목표치를 사전에 설정·공표하고 통화량, 금리, 환율, 자산가격 등 다양한 정보변수를 활용하여 미래의 물가상승률을 예측한 후 예측치가 목표치에 수렴하도록 운용목표인 정책금리를 조정해 나가는 방식
- 물가안정목표제는 1990년 뉴질랜드를 선두로 캐나다, 영국, 스웨덴 등 선진국을 중심으로 도입되기 시작한 후, 1990년대말 동아시아 경제위기 이후 통화정책체계 개편과 맞물려 아시아 신흥국으로도 빠르게 확산
 - 대부분의 선진국은 1980년대 지속된 고물가 문제에 대응하여 중앙은행이 물가안정에 전념할 수 있는 제도적 장치의 일환으로 1990년대초 물가안정목표제를 도입
 - 반면, 대부분의 신흥국은 고물가, 외환위기, 시장경제체제로의 전환 등을 경험하며 통화정책 유효성 제고를 목적으로 물가안정목표제를 도입

- 국가별 물가안정목표제 도입 전후의 물가추이를 비교분석한 결과, 물가안정목표제는 특히 선진국에서 물가안정을 달성하는 데 많은 기여를 한 것으로 평가
 - 신흥국의 경우에는 2000년대 전후 도입한 국가들이 많아 물가안정이 전 세계적인 저물가체제의 정착에서 비롯된 것인지, 물가안정목표제의 도입에 따른 것인지 정확하게 평가하기가 어려운 측면이 존재
 - 다만 신흥국 역시 동 제도의 도입 전후를 비교해 보면, 물가수준이 상당히 하락한 모습을 보이고 있다는 점에서 물가안정목표제가 이들 국가에서도 물가를 안정시키는 데 어느 정도 기여를 했다고 평가

III. 금융위기 기간 중 주요국 중앙은행들의 통화정책 분석

- 물가안정목표제 중앙은행들의 금융위기 기간 중 물가와 성장에 대한 통화정책 반응도를 살펴봄으로써 물가안정목표제가 금융위기에 대응한 중앙은행의 정책 유연성을 제약하였을 가능성을 탐색
 - 또한 전 세계적인 저물가·저금리 기조가 정착된 2000년대 이후 물가안정목표제 국가와 여타 국가들 간 통화정책함수의 상이점을 분석

1. 2000년대 이후 주요국의 통화정책 분석

- 저물가 기조가 정착된 2000년대 이후를 대상기간으로 중앙은행 반응함수(Central bank reaction function)를 이용하여 물가안정목표제 국가들과 그렇지 않은 국가들 간의 통화정책대응에 어떠한 차이가 있는지를 분석

■ 실증분석 결과, 물가안정목표제를 채택한 선진국의 경우 향후 물가 변화 보다는 경기 움직임에 상대적으로 더 민감하게 반응하며 선제적으로 금리를 변경시킨 것으로 나타남.

- 이는 중앙은행들이 물가 움직임에 대응을 하지 않았다기보다는 물가가 지속적으로 목표범위 내에서 안정된 모습을 보이고 있음에 따라 목표범위 내에서의 물가 움직임에 통화정책으로 대응할 유인이 미미하였음에 따른 결과로 해석
- 따라서 이들 국가의 통화정책은 물가안정이 확보된 상황에서 미세한 물가의 변화에 반응하기보다는 경기변동성의 축소를 도모한 것으로 판단

■ 반면 물가안정목표제를 채택하지 않은 선진국에서는 2000년대 이후 정책금리가 향후 물가 변화에 통계적으로 유의하게 선제적으로 반응한 것으로 나타남.

- 이는 평상시 선진국 비물가안정목표제 국가들은 일정한 물가목표가 설정되어 있지 않음에 따라 그때 그때의 물가 움직임에 재량적으로 대응하였음을 시사

■ 한편 물가안정목표제를 채택한 신흥국의 경우에도 정책금리가 향후 물가 변화에 통계적으로 유의하게 선제적으로 반응

- 이는 신흥국의 경우 선진국보다 상대적으로 늦게 물가안정목표제를 채택한 데다 현실적으로 물가도 상당히 불안정한 모습을 보이고 있음에 따라 조속한 물가안정을 통하여 통화정책의 신뢰성을 쌓으려는 동기가 컸기 때문인 것으로 판단

2. 위기기간 중 주요국의 중앙은행 정책대응 평가

- 이번 금융위기 기간 중 중앙은행들의 정책적 대응을 살펴보면, 2008년 상반기에는 주로 유동성 공급확대 등을 통한 금융시장 안정정책이 시행된 반면, 리먼 브라더스 파산 이후에는 대폭적인 정책금리 인하 및 금융기관에 대한 공적자금 투입 등 보다 적극적인 정책대응을 채택
 - 2008년 상반기까지는 금융시장 불안과 실물경기 하락 우려에도 불구하고 유가급등 등에 따른 물가불안 우려로 각국 중앙은행들은 정책선택에 있어서 상당한 딜레마에 직면했던 것으로 평가
 - 이에 따라 2008년 3/4분기 이전에는 인플레이션 압력 증대에 따라 금융위기 진원지인 미국을 제외한 대부분의 중앙은행들이 정책금리를 동결하거나 또는 소폭 인상하는 가운데 유동성 공급정책을 통하여 금융시장의 신용 및 유동성 경색을 해소하려 노력
 - 반면 리먼 브라더스 파산 이후에는 인플레이션 압력이 완화됨에 따라 유동성 공급뿐만 아니라 대폭적인 금리인하, 금융기관에 대한 직·간접적인 공적자금 투입 등 적극적인 정책대응을 통해 금융기관 부실을 억제하고 금융시장을 안정시키고자 노력

- 주요국의 단기금리 변화폭을 살펴보면, 2008년 3/4분기 이전에는 물가안정목표제를 채택하지 않고 있는 중앙은행들이 물가불안 우려에도 불구하고 보다 적극적으로 금융불안 발생 가능성에 대응한 정책을 시행한 것으로 나타남.
 - 금융위기의 직접적 피해를 겪은 미국과 영국의 경우 물가안정목표제를 시행하지 않고 있는 미국의 단기금리 하락폭이 물가안정목표제를 시행하고 있는 영국의 하락폭보다 더 컸던 것으로 조사

- 유로지역의 경우에도 물가안정목표제를 시행하지 않고 있는 독일, 프랑스의 단기금리 하락폭이 물가안정목표제를 시행하고 있는 스웨덴의 하락폭보다 더 크게 나타남.

■ 중앙은행의 통화정책 반응함수를 이용한 실증분석에서도 동일한 결과를 도출

- 물가안정목표제를 채택한 선진국의 경우 금융위기 더미변수와의 교차항이 모두 통계적으로 유의하지 않은 것으로 분석
- 반면 물가안정목표제를 채택하지 않은 선진국의 경우 평상시와는 달리 금융위기 기간 중 물가변화에 대한 정책대응 정도가 통계적으로 유의하게 축소
- 한편 물가안정목표제를 채택한 신흥국 역시 금융위기 기간 중 정책반응을 통계적으로 유의하게 변경시킨 부분은 없는 것으로 분석
 - * 다만, 이는 신흥국의 경우 선진국보다 상대적으로 금융위기의 영향을 작게 받음에 따라 나타난 결과일 수도 있음에 유의

■ 이러한 분석결과는 금번 금융위기가 본격적으로 확산되기 전에는 금융불안 가능성에도 불구하고 물가안정목표제 채택 중앙은행은 인플레이션 우려로 통화정책 운용이 제약된 반면, 비물가안정목표제 중앙은행은 더욱 유연하게 대처할 수 있었기 때문인 것으로 추정

- 이는 일부에서 제기되고 있는 글로벌 금융위기 시 한국은행의 선제적 대응 미흡이 물가안정목표제라는 제도적 특징에도 일부 원인이 있음을 시사해 주는 것이라고 판단

IV. 우리나라와 각국의 물가안정목표제 비교

- 우리나라의 통화정책체계에 대한 개선방안을 제시하기에 앞서 우리나라와 주요국의 물가안정목표제간 비교 분석을 통해 우리나라 물가안정목표제의 특징을 찾아보고 향후 통화정책체계 개선에 필요한 시사점을 도출
- 분석결과, 우리나라의 물가안정목표제는 목표대상 지표나 목표수준, 설정방식 등의 경우 여타 국가들과 차별성이 없었으나 목표대상 기간을 3년으로 특정지어 놓았다는 데서 주요국의 물가안정목표제와 구별
 - 또한 2010년 들어 물가안정목표 평가방식을 수정하였음에도 불구하고 3년으로 특정된 목표기간의 제약에서 완전히 자유로울 수 없는데다 근본적으로 평가기간을 중기로 설정하여 운영하는 것이 아니라는 점에서 통화정책의 신축성이 여전히 제약되는 형태

V. 향후 우리나라의 바람직한 통화정책체계

- 상기 분석결과는 물가불안과 금융불안이 동시에 나타나는 상황에서는 물가안정목표제가 통화정책의 유효성을 제약시키는 방향으로 작용할 가능성이 높음을 시사
 - 이는 향후 경제여건이 물가불안보다는 금융불안 발생 여지가 더 큰 방향으로 변화할 것이라는 전망 등을 감안해 볼 때 물가안정목표제를 개선하거나 통화정책체계를 전면적으로 개편할 필요성을 뒷받침

- 특히 2000년대 이후 저물가체제가 정착된 이후에는 물가안정목표제 자체의 유효성도 저하된 것으로 평가
- 또한 앞으로 중앙은행의 역할은 금융위기에 대한 사후적 대응뿐만 아니라 금융위기 발생방지를 위한 사전적 대응 기능도 중요해질 것으로 평가
 - 특히 물가안정이 저금리의 장기간 유지를 합리화시켜 자산가격 상승을 통한 금융시장 불균형을 유발시킬 수 있음에 유의해야 할 필요
- 우리나라의 경우 물가안정목표제가 정착단계에 있음을 고려하여 새로운 통화정책체제로 이행하기보다는 현행 제도하에서 필요한 부분의 보완을 통하여 중앙은행의 정책탄력성을 제고시킴으로써 한국은행이 사전적·사후적으로 금융위기에 효과적으로 대응할 수 있는 여건을 마련하여 줄 필요
 - 우리나라의 경우 통화정책의 독립성과 물가안정 의지에 대한 시장의 신뢰성이 선진국에 비해 약함에 따라 통화정책의 준거가 없는 재량적인 통화정책체계를 채택할 경우 한국은행의 물가안정 의지에 대한 시장의 신뢰성이 급속히 약화될 가능성이 잠재
- 먼저 물가안정목표제도 운용의 효율성 및 내적 정합성을 위하여 물가 목표를 대상기간을 특정하지 않고 중장기적인 관점에서 설정하여 평가하는 것으로 변경할 필요
 - 주요국 물가안정목표제와의 비교 결과, 우리나라 물가안정목표제의 가장 큰 제약점은 물가목표의 대상기간이 단기인 3년으로 명시됨에 따른 통화정책 신축성의 부족인 것으로 판단

- 이에 따라 향후 우리나라의 물가안정목표제를 한국은행이 중기적인 관점에서 선언적으로 명시된 물가목표를 추구하는 형태로 변경하는 것이 바람직

- 한편 장기적으로는 최근 IMF에서도 주장한 바와 같이 물가안정목표의 중심치를 상향조정하거나 목표범위를 확대함으로써 한국은행의 통화정책 운신편을 넓혀주는 방법도 고려

- 다만, 일시에 목표치를 높게 상향조정할 경우 우리 경제의 기대인플레이션 수준이 급격히 상승하면서 상당기간 경제활동의 교란요인으로 작용할 가능성이 있으므로 당분간은 현 수준을 유지하는 것이 더 바람직

VI. 결 론

- 물가안정목표제는 1990년대 도입된 이후 물가안정기조 정착에 많은 기여를 한 것으로 평가되나 최근 금융위기 발생 및 대응과정에서는 상대적으로 통화정책의 유연성을 제약하는 측면이 있었던 것으로 분석

- 이에 따라 금융위기의 사전적 및 사후적 대응 기능을 강화하기 위한 물가안정목표제의 제도적 보완 등이 필요한 것으로 판단

- 우리나라 통화정책체계의 유효성을 제고하기 위해서는 우선적으로 물가안정목표제의 신축성을 제고할 수 있는 제도적 개선을 추진하는 것이 바람직

- 물가목표를 중기적인 관점에서 선언적 의미의 단일 수치로 제시하는 한편, 통화정책의 평가기간도 중기적인 시계로 변경함으로써 통화정책의 신축성을 제고시킬 필요

■ 한편 금번 글로벌 금융위기 이후 국제기구 등을 중심으로 중앙은행의 정책목표 및 통화정책체계 전반에 걸친 개편 논의가 진행 중임을 감안할 때 장기적인 관점에서 우리나라에 가장 바람직한 중앙은행 제도에 대한 심도 있는 연구 및 논의를 진행시킬 필요

- 향후 중앙은행의 권한 및 정책수단, 지배구조 등 중앙은행 제도 및 통화정책 체계 전반에 관한 분석이 수행될 필요
- 특히 정부, 한국은행, 학계 및 금융계 등 모든 이해관계자들이 치밀한 논리전개를 통해서 우리나라에 알맞은 중앙은행 제도 및 통화정책 체계에 대한 합의를 이루어 나가기 위한 지속적 노력이 중요

I. 머리말

2007년 미국 서브프라임 모기지 부실에서 비롯된 미국발 금융위기는 2008년 하반기 리먼 브라더스 파산을 정점으로 전 세계 금융시장으로 확산되었다. 미국의 주택시장 거품 붕괴에 따른 담보가치 급락은 대형 금융기관의 연쇄 도산을 유발하는 한편 금융시장에서의 신용위험을 크게 증대시키는 역할을 하였다. 이에 따라 금융시장에서는 회사채 등 위험자산의 가치가 폭락하는 가운데 자금흐름이 극도로 경색되면서 실물경제도 빠르게 침체되는 모습이 나타났다. 1930년대 대공황 이후 최악의 경기침체가 이어질 것이라는 우려 속에서 각국 정부는 금융위기의 조기 수습과 더불어 실물경제에 대한 부작용을 최소화하기 위하여 가능한 한 모든 정책수단을 활용하여 적극적으로 대응하였다.

이 과정에서 각국 중앙은행은 대폭적인 금리인하, 금융시장에 대한 직간접적 자금 공급 등 전통적 통화정책은 물론 신규제도 도입 등을 통하여 금융기관 자본 확충 지원, 부실채권 매입 등 비전통적 통화정책도 과감하게 실시하였다. 이와 같이 주요국 중앙은행이 금융위기 수습의 선봉에서 최종대부자로서의 역할을 적극적으로 수행한 데 힘입어 글로벌 금융위기는 점차 진정국면으로 진입하게 되었다. 이에 따라 최근 향후 금융위기 재발 시 이에 대응한 중앙은행의 역할, 사전적으로 금융위기를 억제하기 위한 중앙은행의 역할 등을 강화하려는 논의가 활발히 이루어지고 있다.

역사적으로 볼 때 중앙은행의 목적이나 이를 효과적으로 달성하기 위하여 고안된 통화정책 운영체계는 영구적으로 고정되지 않고 당시의 사회경제적 여건에 따라 변화하는 특성을 지녀 왔다. 실제 중앙은행의 역할 정립과 더불어 통화정책이 뚜렷한 목표를 세우고 체계적인 정책시스템을 구축한 것은 1970년대 들어

1,2차 석유파동으로 세계적인 인플레이션이 발생했던 때라고 볼 수 있다. 1970년대의 세계적인 인플레이션에 대응하여 각국은 물가안정을 중앙은행의 최우선 임무로 설정한 후 이를 달성하기 위한 통화정책 체제의 정립에 노력하였다. 이에 따라 통화량이나 환율을 중간목표로 설정하고, 이의 달성을 통해 최종목표인 물가안정의 달성을 도모하는 중간목표제가 세계적으로 확산되었다. 그러나 1980년대 이후 금융자유화 등의 영향으로 통화량 및 환율 등 중간변수와 물가 및 경제성장 등 통화정책의 최종목표와의 관계가 불안정해지는 상황이 나타났다. 이에 따라 주요국 중앙은행들은 중간목표제를 폐기하고 금리조정을 통해 직접 최종목표의 달성을 도모하는 금리중시 통화정책체제로 이행하였다. 이러한 과정에서 통화정책의 투명성 및 신뢰성 제고를 통해 중앙은행의 자의성을 최대한 줄이는 재량적인 정책으로 물가안정을 달성코자 하는 통화정책체제로 대두된 것이 물가안정목표제이다. 물가안정목표제 도입 국가들이 물가안정을 성공적으로 달성한 것으로 나타나면서 물가안정목표제는 1990년대 이후 선진국뿐만 아니라 신흥국으로 널리 확산되기 시작하였다. 우리나라는 1997년 외환위기 이후 중앙은행 및 금융감독 제도의 개편과정에서 물가안정을 중앙은행의 최우선목표로 하는 물가안정목표제를 도입하였다. 동 제도는 다른 국가의 사례와 같이 우리나라에서도 물가안정을 확립하는 데 상당한 기여를 한 것으로 평가받고 있다.

그런데 2000년대 들어 세계경제 환경이 변화하면서 물가안정목표제의 유효성도 약화되는 현상이 나타나기 시작하였다. 무엇보다도 중국 등 신흥국 저가공산품의 확산 등에 힘입어 저물가체제가 정착되면서 인플레이션 우려가 크게 해소되었다. 또한 이들 국가의 막대한 경상수지 흑자 누적과 더불어 이들 자금이 미국 등 선진국 국채시장으로 유입되면서 경제활동수준에 비해 시장금리가 매우 낮은 수준을 유지하는 현상이 지속되었다. 그러나 저금리 및 과잉유동성의 장기간 지속은 자산가격 버블을 유발하였는데, 이는 중국적으로 버블 붕괴에 따른

글로벌 금융위기의 발생을 초래한 주요한 근본 원인 중 하나로 인식되고 있다.

이처럼 저물가체제가 지속되는 가운데 나타난 금융위기와 대응과정에서의 중앙은행의 기여는 향후 전반적인 중앙은행의 역할 재정립과 함께 통화정책의 체제 개편 논의를 확산시키는 역할을 하였다. 한편 통화정책체제 개편 논의의 진행과 더불어 세계적인 금융위기에도 불구하고 한국은행이 물가안정에만 얽매임에 따라 금융위기의 대응이 지연되었다는 비판이 일부에서 제기되고 있다. 한국은행의 대응 지연 여부에 대한 사실 판단을 떠나 만일 한국은행의 대응이 지연되었다는 주장을 받아들인다면 그러한 현상을 초래한 원인을 제도적 측면에서 찾아보려 한 것이 본고의 출발점이다. 왜냐하면 리먼 브라더스 사태가 발생하기 직전만 하더라도 국내에서는 국제유가의 급등에 따른 물가상승 우려가 증대하고 있었음을 고려해 볼 때 한국은행의 대응 행태는 물가안정목표제 운용에 따라 수반된 결과일 수도 있다고 생각했기 때문이다.

만일 물가안정목표제가 금융위기 대응을 지연시킨 요인이라면, 이는 물가안정목표제를 채택하고 있는 다른 국가들도 예외일 수는 없을 것이다. 금융위기 발생 시 모든 중앙은행이 지니고 있는 고유한 기능인 발권력을 바탕으로 하는 최종대부자 역할의 수행이 최후의 보루임은 부인할 수 없는 사실이다. 그런데 중앙은행 제도나 통화운용체계 등의 특성에 따라 금융위기 발생 시 중앙은행의 정책대응 능력에 차이가 발생한다면 향후 중앙은행의 역할 재정립과 관련하여 이를 수정·보완해 나갈 필요가 있을 것으로 생각된다. 본고는 이와 같은 문제의식에서 출발하여 우리나라가 채택하고 있는 물가안정목표제가 저물가 체제에서 유효성이 저하되었는지 그리고 금융위기의 대응과정에서 적극적인 통화정책을 제약시키는 역할을 하였을 가능성이 있었는지를 탐색해 보고, 그에 따른 통화정책체제의 개선방안을 제시하는 데 목적이 있다.

본고의 구성은 다음과 같다. 먼저 II장에서는 우리나라가 채택하고 있는 물가

4 금융불안에 대응한 물가안정목표제 개선방안 연구

안정목표제의 개요와 더불어 동 제도를 운용하고 있는 주요국에서 동 제도의 도입 전후의 인플레이션 움직임 등을 비교 분석하였다. Ⅲ장에서는 저물가 체제가 지속된 2000년대 이후 물가안정목표제 국가와 그렇지 않은 국가 간 통화정책반응에 어떠한 차이가 있었는지, 그리고 금융위기 기간 중 중앙은행의 대응과정에서는 어떠한 차이가 있었는지를 실증 분석하였다. Ⅳ장은 보다 더 우리나라의 물가안정목표제에 초점을 두고 다른 국가의 물가안정목표제와의 비교를 통해 우리나라가 채택하고 있는 물가안정목표제의 특징 및 문제점 등을 분석하였다. 끝으로 Ⅴ장에서는 앞장에서의 분석들을 토대로 향후 우리나라 통화정책체계의 개선방향을 제시하였다.

II. 물가안정목표제 개요 및 성과 분석

1. 물가안정목표제 개요

물가안정목표제란 일정기간 동안 달성해야 할 물가상승률 목표치를 미리 제시하고, 이에 맞추어 통화정책을 운용하는 통화정책 운영체계(policy regime)를 지칭한다. 즉 통화당국이 물가상승률 목표치를 사전에 설정·공표하고 통화량, 금리, 환율, 자산가격 등 다양한 정보변수를 활용하여 미래의 물가상승률을 예측한 후 예측치가 목표치에 수렴하도록 운용목표인 정책금리를 조정해 나가는 방식이다. Mishikin(2000)에 의하면, 통화정책 운용체계가 물가안정목표제로 규정되는 데 필요한 제도적 또는 법규적 조건은 대체로 다음과 같은 기본요소를 지니고 있어야 한다. 첫째, 물가안정이 통화정책의 최우선목표이며, 둘째, 통화당국이 일정기간에 걸친 물가목표를 설정하고 이를 일반에 공표하며, 셋째, 정책수단을 운용하는 데 있어서 통화량, 환율 등 여러 가지 정보변수를 집약적으로 활용하며, 넷째, 통화정책 목표 및 운용계획, 의사결정과정 등을 시장참가자 및 일반 경제주체에게 투명하게 알려야 하며 다섯째, 물가목표달성에 최선을 다한다는 책임을 져야 한다는 것이다.

물가안정목표제는 제도 측면과 운영 측면으로 구분하여 살펴볼 수 있다. 먼저 제도 측면은 물가목표 설정과 관련된 사항으로 목표대상지표, 물가수준, 적용기간, 이탈 점검 및 통화정책 평가방식 등을 포괄한다. 정책운영적인 측면은 실제 물가안정목표제를 운용하는 과정에서 나타나는 통화정책 운영 행태를 지칭한다.

먼저 제도적인 측면에서 물가안정목표제는 적절한 목표대상지수 즉 “물가지수”의 선정이 필요하다. 주지하다시피 목표대상지표는 중앙은행의 통화정책 운영준거(nominal anchor)로서의 요건을 구비하고 있어야 하는데, 이는 인플레이션

을 정확하고 용이하게 측정함으로써 중앙은행의 통화정책 운영을 위한 준거를 제공함을 의미한다. 다음으로 물가안정목표제 운영시 투명성 제고와 중앙은행의 신뢰성 향상을 위해 대상지표는 중앙은행과 경제주체 간 의사소통 수단으로 활용됨으로써 경제주체의 향후 기대인플레이션의 형성 및 수렴과 관련된 준거지표가 되어야 한다. 이는 목표대상 지표가 적합성(relevance), 신뢰성(credibility), 적시성(computable in real time)을 가져야 할뿐만 아니라 다양한 경제주체들의 용이한 이해가능성(understandability), 인지도(familiarity), 새로운 실적치가 추가되더라도 과거 측정치에 큰 영향이 없는 측정의 비가역성(not to be subject to revision) 등의 특성을 구비하고 있어야 함을 의미한다.

둘째, 선택된 물가지수의 적정 목표치가 설정되어야 하는데, 물가목표는 물가안정목표제 운영에 있어서 명확한 준거의 역할을 하게 된다. 특히 물가목표는 통화정책의 결정 기준이 되는데, 중앙은행은 물가가 목표를 벗어날 경우 그 원인 및 향후 예상되는 경로를 분석한 후 향후 정책방향을 결정하게 된다. 이와 더불어 물가목표는 경제주체들에게 앞으로의 중앙은행 통화정책 방향을 제시하는 역할도 수행한다. 경제주체들은 실제 물가가 목표를 상회할 경우 향후 중앙은행이 긴축정책을 실시할 것으로 예상할 수 있다. 다만, 중앙은행의 정책금리 조정은 물가목표의 이탈 요인 및 향후 예상경로 분석과 더불어 금리조정이 실물 및 금융시장에 미칠 영향 등을 전반적으로 고려해서 결정됨에 따라 경제주체가 기대하는 정책방향과 항상 일치하지는 않는다. 또한 물가목표는 물가안정을 정책 목표로 설정한 중앙은행의 정책운영에 대한 평가기준이 된다. 이는 중앙은행의 신뢰성 및 책임과도 직접적인 관련을 지닌다.

한편 물가목표는 단일목표치(a single point) 또는 목표범위(range)의 형태로 제시된다. 중앙은행이 단일목표치를 통해 분명한 목표를 제시하는 경우에는 넓은 범위를 제시하는 것보다 통화정책의 투명성 및 신뢰성을 높일 수 있다는 장점이

있으나, 만약 대상기간 내 평균 실적치가 정해진 특정 목표치를 빈번히 이탈하게 된다면 오히려 통화정책의 신뢰성에 손상을 줄 수 있다는 단점이 있다. 또한 단일 목표치를 제시하는 경우에는 예상치 못한 충격 발생 시 중앙은행의 신축적 대응에 제약을 주는 요인으로 작용할 가능성도 있다. 반면 목표물가상승률을 일정 범위로 공표하는 경우에는 단일목표치를 공표한 경우보다 통화정책 시행의 신축성이 높아질 수 있을 것이다. 그러나 통화정책의 투명성이 상대적으로 약화될 뿐만 아니라 목표범위 달성 실패 시에는 단일목표치 이탈 시에 비해 통화정책의 신뢰성이 크게 훼손될 수 있다는 단점이 있다. 그러므로 각국 중앙은행들은 통화정책 신뢰성에 대한 상충관계의 고려와 함께 경제적 환경이나 정책효과에 대한 불확실성 등의 크기에 따라 단일목표치를 제시하거나 일정 목표범위를 제시하기도 한다.

셋째로는 물가안정목표제를 시행할 목표기간이 설정되어야 한다. 적정 기간의 길이에 따라 투명성과 신축성 간에는 상충관계가 나타나게 되는데, 목표기간을 짧게 정할수록 정책의 투명성과 신뢰성은 높아지지만 중앙은행은 행동의 자유, 즉 정책운용의 신축성에 제약받게 된다. 단기간으로 설정된 물가목표를 달성하기 위하여 금리를 움직일 경우에는 물가목표의 달성은 어느 정도 보장될지 모르나 생산의 변동성은 증대되는 부작용이 초래될 가능성이 높다.

마지막으로 통화정책에 대한 평가기준이 필요하다. 대부분의 중앙은행은 통화정책의 평가기간을 적어도 2년 이상인 중기적인 관점에서 설정하고 있다. 이는 무엇보다도 통화정책의 시차 등을 고려할 때 1년과 같은 단기간에 통화정책을 통해 물가나 성장률 등 실물경제에 영향을 주기는 어렵다는 현실을 감안한 것이다. 여기에서 단기간 평가로 인하여 중앙은행이 단기적으로 물가안정에만 초점을 맞추어 정책을 운영할 경우 물가 이외의 거시경제 전반의 변동성이 커지는 것은 물론 중장기적으로 오히려 물가안정을 저해할 수도 있다는 점도 반영된

것이라고 볼 수 있다.

한편 통화정책 운용행태를 살펴보면, 물가안정목표제는 과거 통화량 목표제 등 중간목표에 기반을 두고 있는 통화정책들과는 달리 중간목표를 설정하지 않고 금리조정을 통해 직접적으로 물가안정이라는 최종 목표를 달성하고자 하는 형태를 지니고 있다. 즉, 물가안정목표제는 사전에 정해진 엄격한 중간목표대신 정보변수를 종합적으로 분석한 후 경제상황에 맞게 통화정책을 신축적으로 운영하는 정보변수전략(information variables)을 채택하고 있다. 이에 따라 물가안정목표제하에서는 중앙은행이 실물경제 및 금융시장과 관련된 다양한 정보변수를 해석하여 현 경제상황을 평가한 후 이를 기반으로 정책금리를 조정하게 된다. 그러므로 통화정책이 준칙보다는 중앙은행의 재량적인 판단에 더욱 의존할 수밖에 없는 특징을 지니고 있다.

〈표 1〉 중간목표관리제와 물가안정목표제 비교

운영방식	운 영 체 계						
중간목표관리제	정책수단	→	운용목표	→	중간목표	→	최종목표
	공개시장조작 재할인정책		단기금리 본원통화		통화량 환율		물가안정 경제성장 완전고용 국제수지균형
물가안정목표제	정책수단	→	운용목표	→		최종목표	
	공개시장조작 재할인정책		단기금리 본원통화	↑ 정보변수(information variables)		통화량 환율 등	물가안정

자료 : 함정호 외(2000)

이와 같은 정책의 재량성을 보완하기 위해 물가안정목표제에서는 중앙은행 정책결정과정의 투명성과 신뢰성 확보가 무엇보다 중요한 문제로 제기되어져 왔다. 물가안정목표제를 시행하고 있는 국가들은 여러 가지 방법으로 경제주체들과 의사소통을 하기 위한 방안을 모색해 왔다. 예를 들면, 중앙은행은 정부와 물가목표의 설정이나 수정을 위한 상호협의 등 법에 정해진 바에 따라, 혹은 비공식 요청에 따라 자주 대화를 한다. 또한 현재의 통화정책, 경제동향 및 전망, 인플레이션 지표의 분석, 최근의 정책 결정내용 및 앞으로의 대응방향 등의 정보를 포함하는 인플레이션 보고서(inflation report)를 작성하여 전체 경제주체들에게 발행한다.

이 밖에도 중앙은행은 연설, 보도자료, 공표 등의 의사소통을 통해서 경제주체들에게 물가안정목표제의 논거를 비롯한 통화정책의 목표와 한계, 인플레이션 목표치와 결정방법, 인플레이션 목표의 달성방법, 현재의 물가상승률 목표치를 이탈하는 경우 그 이유, 필요한 정책적 대응조치 등을 설명하고 설득하고자 노력하기도 한다. 이와 동시에 통화정책의 재량성은 중앙은행의 독립성을 강화시켜야 하는 논거를 제공하는 역할도 하고 있다. 왜냐하면 명확한 지표로 나타나는 중간목표가 존재하지 않는 만큼 정치적인 개입 등이 발생할 여지가 많기 때문이다.

〈참고 1〉 물가안정목표제 도입과정 및 여타 운영체계와의 비교

통화정책이 뚜렷한 목표를 세우고 체계적인 정책시스템을 구축한 것은 1970년대 들어 1, 2차 석유과동으로 세계적인 인플레이션이 발생했던 때부터이다. 선진국 중앙은행을 중심으로 1970년대 세계적인 인플레이션에 대응하여 통화정책의 목표를 물가안정에 높은 비중을 두고 수립하는 한편, 이를 효과적으로 달성

하기 위한 통화정책체계의 정립에 많은 노력을 기울여 왔다. 이때 나타난 통화정책 체계가 중간목표제이다. 이는 통화량증가율이나 환율수준을 중간목표로 설정하고, 이를 달성함으로써 간접적으로 중앙은행의 최종목표인 물가안정과 경제성장을 원하는 방향으로 유도하는 방식이다. 특히 1970년대 후반에는 통화량을 중간목표로 설정하는 통화량목표제가 가장 널리 채택되었다. 통화량 목표제는 통화주의(monetarism) 시각에서 인플레이션에 결정적인 영향을 미치는 통화량 증가율을 관리함으로써 최종목표인 물가안정을 달성하고자 하는 것이었다. 통화량 목표제는 각국의 통화당국이 가능한 한 절제된 통화정책을 운용하도록 유도함으로써 1980년대 초반 인플레이션이 전반적으로 하락할 수 있는 기반을 마련한 것으로 평가된다.

이처럼 중간목표제는 통화정책 운영 시 정책수단과 최종목표 사이에 중간목표를 개입시키는 전략으로 2단계(two-stage)의 관리전략을 가지고 운영된다. 제1단계는 전략단계(strategy stage)로 통화정책의 최종목표 수준을 정하고 이를 달성하기 위한 중간목표변수와 목표치를 결정하는 단계인데, 이때 중간목표변수는 통화량, 환율 등을 기준으로 설정하게 된다. 그리고 기준에 따라 통화량을 중간목표로 하는 경우에는 통화량 목표제(monetary targeting), 환율을 중간목표로 하는 경우에는 환율 목표제(exchange rate targeting), 명목 GDP를 중간목표로 하는 경우에는 명목 GDP 목표제(nominal GDP targeting)가 된다. 제2단계에서는 설정된 중간목표를 실행하기 위해 단기운용지침인 운용목표(예를 들면 단기금리, 본원통화 등)를 설정하고 여러 가지 이용 가능한 정책수단을 이용하여 운용목표를 적절하게 조정하게 된다. 중간목표와 최종목표 간 안정적인 관계가 유지되고 있는 한 중앙은행은 적절한 수준으로 중간목표를 통제함으로써 물가안정이나 경제성장, 완전고용 등 통화정책의 최종목표를 간접적으로 달성할 수 있게 된다.

중간목표를 활용하는 통화정책은 다음과 같은 이점을 가지고 있다고 알려져 있다. 첫째, 정책수단의 변화가 최종목표에 효과를 미치는 파급경로가 길고 불확실한 경우 중간목표가 정책수단과 최종목표를 연결시켜 주는 연결고리의 역할을 한다는 점이다. 둘째로, 중간목표는 경제주체들에게 정책당국의 정책의도를 전달하는 유용한 지표가 되어 준다는 점이다. 셋째는, 명확한 중간목표가 있기 때문에 통화당국이 통화정책 수행에 대하여 정치적으로 책임을 지게 됨과 동시에 정치권 등 외부적인 압력이 행사되는 것을 방지해 주는 제도적인 장치가 될 수 있다는 점이다.

반면, 이러한 중간목표관리제는 외생적 충격 등에 의해 기준지표가 변동하는 가운데 기준지표와 최종목표 간 관계가 약화되면 통화정책을 효율적으로 운용하기 어렵다는 문제점도 내포하고 있었다. 이런 문제점들이 1980년대 들어 부각되기 시작하면서 통화정책 운용체계에도 변화가 초래되었다. 1980년대 들어 금융혁신과 금융 자유화 등으로 인하여 통화수요가 불안정한 가운데 통화와 인플레이션에 대한 관계가 약화되자 통화량 목표제의 유효성은 점차 저하되었다. 한편 당시 일부 국가들이 채택하였던 환율목표제 역시 금융시장의 개방에 따라 독자적인 통화정책 운용이 어려워지고 투기적 공격에 대한 취약점이 드러났다. 특히 환율목표제를 시행했던 상당수 국가들이 외환위기를 경험하는 등 목표관리제도에 대한 한계점이 제기되기 시작하였다.

이에 따라 1990년대로 들어오면서 대다수 선진국 중앙은행들은 종전의 통화량목표제 또는 환율목표제를 폐기하고 단기금리를 운용목표로 설정하는 금리중시 통화정책체계로 이행하였다. 금융시장의 변화가 지속적으로 일어나는 상황에서 중간목표와 같이 사전에 정해진 준칙에만 의존하는 통화정책은 성공하기 어렵다는 점에서 정보변수(information variables)를 종합적으로 관찰·분석하고 판단하여 경제상황에 맞게 통화정책을 재량적·신축적으로 운용하는

방향으로 이행한 것이다. 정보변수에 의한 통화정책의 운용은 중간목표를 개입시키지 않고 최종목표와 긴밀한 관계를 가지고 있는 통화량, 환율, 장기금리, 자산가치 등의 여러 가지 변수들을 분석하여 정책의 변화가 필요하다고 판단될 경우 정책수단을 조작하여 직접 최종 목표를 달성하고자 하는 것이다. 이런 점에서 중간목표를 둔 2단계 운용체계와는 차별화된 1단계(one-stage) 통화정책 운용체계라고 할 수 있다. 또한 어느 하나의 내생변수에 의존하여 정책대응을 하는 것이 아니라 이용 가능한 여러 변수를 정보변수로 사용한다는 점에서 모든 것을 다 보는 전략(look at everything approach)이라고 불리기도 하였다.

다만, 명시적인 목표없이 중앙은행이 정보변수를 기초로 상황에 맞게 자의적으로 통화정책을 운용할 경우 중앙은행의 재량이 지나치게 확대되는 등의 문제가 있으므로 중앙은행은 금융시장이나 경제참가자들에게 중앙은행이 추구하는 명확한 최종목표를 제시할 필요가 있었다. 물론 물가안정목표제라고 하여 환율이나 통화량과 같은 중간목표를 설정하여 이를 공표하는 것이 불가능한 것은 아니다. 하지만 물가안정목표제를 통화정책으로 운용하는 데 있어 통화당국이 물가안정을 최우선 목표로 규정하고, 연간 물가 목표를 설정·공표하게 되면 물가목표의 달성이 가장 중요한 목표가 되기 때문에 나머지 목표들은 부차적인 성격을 갖게 된다. 예를 들어 환율 또는 통화량을 중간목표로 설정하더라도, 환율이나 통화량은 최종목표인 물가목표에 비해 부차적인 성격을 갖게 될 수밖에 없다. 그러므로 만약 중장기적으로 이러한 중간목표와 최종목표 간에 갈등이 발생하였을 경우에는 당연히 최종목표가 우선하게 되어 중간목표들은 반드시 달성해야 하는 목표가 아닌 부차적인 성격만 갖게 되는 것이다. 즉 중간목표의 역할과 중요성은 자연스레 감소되어 그 성격이 정보변수로 변환되는 것으로 해석할 수 있다.

〈참고 2〉

재량과 준칙에 관한 논쟁

경제정책을 준칙(rules)에 입각하여 운용할 것인지, 재량(discretion)으로 운용할 것인지에 대한 논의는 오래된 논쟁 중의 하나다. 특히 통화정책 운용에 있어 준칙(rules)과 재량(discretion)에 대한 논의는 1970년대말 이후 합리적 기대이론에 입각한 거시경제분석이 보편화되면서 새고전학파를 중심으로 활발히 진행되었다. Kydland와 Prescott(1977), Barro와 Gordon(1983) 등에 의하면, 재량에 의한 통화정책은 정책당국의 동태적 비일관성¹⁾문제로 장기적 생산 확대에는 기여하지 못하고 물가상승만 초래하게 된다. 이에 따라 이들은 통화당국이 준칙에 의거하여 물가안정 내지 제로 인플레이션을 달성할 때 사회후생이 극대화될 수 있다고 주장하였다. 반면 Judd와 Motley(1991)는 준칙에 의한 통화정책운용이 물가안정에 기여할 수도 있으나 단기적으로 생산 변동성을 확대시킴으로써 경제안정화를 저해할 수 있다고 주장하였다.

통화정책 준칙의 가장 기본적인 형태는 중앙은행이 통화공급 증가율을 일정하게 유지시키는 것²⁾일 것이다. 즉, 교환방정식

$$\Delta m + \Delta v = \pi + \Delta q \quad (1)$$

에서³⁾ 일정한 통화증가율 k 를 유지하기 위한 목표인플레이션을 π^* , 잠재성장률

- 1) 중앙은행이 민간의 기대인플레이션 수준을 낮추기 위해 낮은 인플레이션 목표치를 발표하지만, 시간이 지남에 따라 실업률을 감소시키기 위해 처음 의도한 통화정책을 번복하게 되는 것을 의미하며 민간은 결국 이러한 정책변경을 알게 되고 기대 인플레이션 수준을 수정하게 되므로 물가상승의 대가로 얻을 수 있는 것은 일시적 생산증대에 불과하게 된다.
- 2) Milton Friedman's k-percent rule
- 3) 여기서 $\pi \equiv \Delta p$ 로 인플레이션율을, p , m , v , q 는 물가, 통화량, 화폐유통속도, 실질GDP 각각의 로그값을 의미한다.

을 Δq^* , 장기추세하의 화폐유통속도 증가율을 Δv^* 라 지칭한 후 통화증가율에 관하여 정리하면 식(2)처럼 나타낼 수 있다.

$$\Delta m = \pi^* + \Delta q^* - \Delta v^* \quad (2)$$

그러므로 식(2)에서 통화증가율이 일정한 가운데 화폐유통속도가 안정적으로 유지된다면 경제의 안정성 또한 높게 유지될 수 있게 된다.⁴⁾ 프리드먼은 1960~70년대 미국의 잠재경제성장률이 4%라는 가정하에 통화증가율을 4% 정도로 유지하는 것이 적정하다고 주장한 바 있다.

준칙에 따른 통화정책은 사전에 정해진 일정한 원칙에 따라 통화정책을 수행하는 것으로 규율과 신뢰성을 확보할 수 있는 장점이 있으나 근본적인 경제구조변화나 예상치 못한 경제변화에 신속적으로 대응할 수 없다는 단점이 있다. 반면 재량에 따른 통화정책은 통화당국이 사전공약 없이 새로운 정보나 예상치 못한 경제변화에 따라 신속적으로 대응할 수 있으나 통화당국의 신뢰성을 저하시켜 불확실성과 인플레이션 편익(inflation bias)를 가져올 수 있는 문제를 지니고 있다.

이런 인식을 기반으로 물가안정목표제는 재량을 기초로 하되 명확한 기준제시 등을 통한 통화정책의 신뢰성과 투명성 향상으로 재량적인 정책의 한계를 극복하고자 하였다. 우선 물가안정목표제는 (1) 중앙은행이 물가목표를 달성하기 위해 다양한 정보변수를 관찰하여 경제상황을 판단하고, 그에 대응하여 정책 조치를 취하여야 하기 때문에 다른 준칙과는 달리 단순·기계적인 운용지침을 제시하지 않는다는 점, (2) 중앙은행이 중·장기에 걸친 인플레이션 목표하에서 실업률, 환율변동, 기타 예상하지 못하는 단기적 상황에 대응할 수 있는 상당

4) Orphanides(2007)

한 재량을 발휘할 수 있는 여지가 있다는 점 등에서 재량적인 정책으로 인식되어지고 있다.

반면, 물가안정목표제는 통화정책에 대한 명목지표를 제공하며, 통화당국의 목적과 의도를 경제주체에게 명확하게 알려 투명성을 높이는 한편, 통화정책의 규율과 책임성을 부여하여 동태적 비일관성(dynamic inconsistency)문제를 최소화하려는 측면에서 절제된 재량(constrained discretion)정책이라고 평가된다.

2. 물가안정목표제의 운용 사례 및 성과 분석

물가안정목표제는 1990년 뉴질랜드를 선두로 캐나다, 영국, 스웨덴 등 선진국을 중심으로 도입되기 시작하였다. 특히 초기 도입국가들에서 물가안정목표제가 물가안정을 성공적으로 달성한 것으로 나타난 데 힘입어 1990년대말 동아시아 경제위기 이후 통화정책체계 개편과 맞물려 아시아 신흥국을 중심으로 빠르게 확산되었다.

물가안정을 통화정책의 유일하거나 가장 중요한 정책목표로 설정한 가운데 중앙은행은 사전에 공표한 물가목표 준수를 위해 가용한 모든 정책수단을 활용한다는 점은 물가안정목표제를 도입한 모든 국가에서 나타나는 공통된 사실이다. 그러나, 보다 세부적인 물가안정목표제의 운용절차 등은 각국의 경제여건 및 인플레이션 경험, 정치·사회적 여건 등에 따라 상당한 차이를 보이고 있다. 이에 따라 본 절에서는 현재 물가안정목표제를 시행하고 있는 26개국 중 자료가 분석에 필요한 조건을 충족시키는 주요 10개국(선진국 5, 신흥국 5)에 대하여 각 나라별 도입 사례와 특징, 도입 전후의 경제적 효과 등을 분석하여 보았다.

〈표 2〉 물가안정목표제 도입 국가

분 류	국 가(도입년도)
선 진 국	뉴질랜드(1990), 캐나다(1991), 이스라엘(1992), 영국(1992), 스웨덴(1993), 호주(1993), 아이슬란드(2001), 노르웨이(2001)
신 흥 시 장 국	칠레(1991), 과테말라(1991), 체코(1998), 한국(1998), 폴란드(1998), 브라질(1999), 멕시코(1999), 콜롬비아(1999), 남아공(2000), 가나(2008), 태국(2000), 헝가리(2001), 페루(2002), 필리핀(2002), 루마니아(2005), 인도네시아(2005), 터키(2006), 세르비아(2009)

1) 선진국의 물가안정목표제

물가안정목표제를 시행하고 있는 선진국으로는 뉴질랜드(1990), 캐나다(1991), 영국(1992), 스웨덴(1993) 등이 있다. 이들 국가들은 대부분 1980년대 지속된 고물가 문제에 대응하여 중앙은행이 물가안정에 전념할 수 있는 제도적 장치를 마련코자 1990년대 초반 들어 물가안정목표제를 도입하였다.

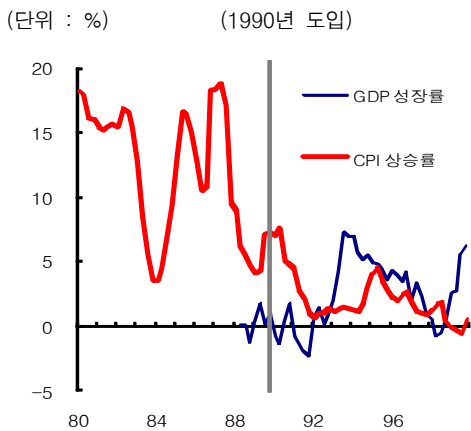
가. 뉴질랜드

뉴질랜드는 1980년대 들어 OECD 국가 중에서 경제성장률은 낮은 반면, 물가 상승률은 가장 높은 국가 중 하나였다. 고물가-저성장 구조가 지속되면서 향후 경제운용에 대한 위기의식이 고조되자, 뉴질랜드는 1989년 중앙은행법(The Reserve Bank of New Zealand Act, 1990.2.1 발효) 개정을 통해 물가안정 달성 및 유지를 통화정책의 유일한 목적으로 규정하였다. 1990년 4월에는 중앙은행 총재와 재무부장관 간의 '정책목표협약(Policy Targets Agreement: PTA)'을 통해 물가안정을 설정·공표하도록 하여 물가안정목표제를 공식적으로 도입하였다. 물가목표는 CPI 상승률을 기준으로 하고 예외적으로 중앙은행이 통제할 수 없는 공급

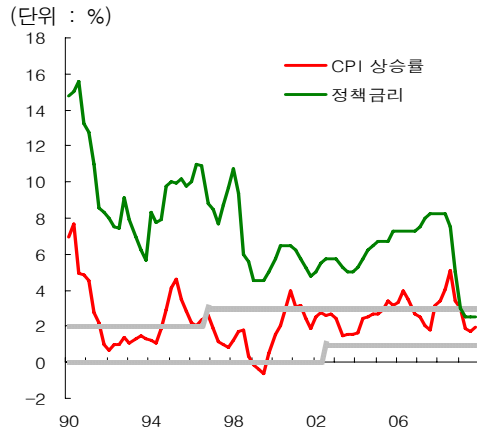
충격(간접세, 주택저당금리, 교역조건 변화, 자연재해 등)으로 인한 범위 이탈을 일시적으로 허용하였다. 통화정책의 신축성 제고를 위해 PTA가 발표한 물가안정목표제 범위는 소비자물가의 중기 평균상승률 기준⁵⁾으로 1990년 3월 0~2%, 1996년 12월 0~3%, 2002년 9월 1~3%로 조정되어 왔다.

뉴질랜드의 물가안정목표제 운용성과는 아래 그림에서 확연하게 알 수 있다. <그림 1>에서와 같이 뉴질랜드에 물가안정목표제가 도입된 1990년 이전 물가(CPI) 상승률은 전년동기대비 20%에 근접하는 수준을 유지하였으며, 도입 이전 10년간 평균 물가상승률도 11.90%로 매우 높은 수준을 보였다. 그러나 1990년 물가안정목표제를 도입한 이후 10년간 평균 물가상승률이 2.12%로 급감하여 PTA가 제시하는 범위 안에서 유지됨으로써 물가안정목표제가 뉴질랜드의 물가 수준을 낮추는 데 상당한 기여를 한 것으로 평가된다.

<그림 1> 뉴질랜드 물가안정목표제 도입 이후 인플레이션 비교



<그림 2> 뉴질랜드 물가안정목표제 범위 추이



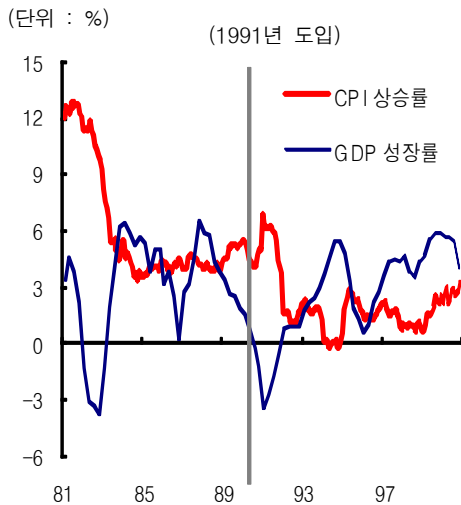
자료 : Bloomberg

5) 중기실적 평균이 의미하는 것은 일시적으로 물가상승률이 기준 범위를 벗어날 수는 있지만 중기 평균치는 반드시 범위 내에 유지되어야 함을 의미한다.

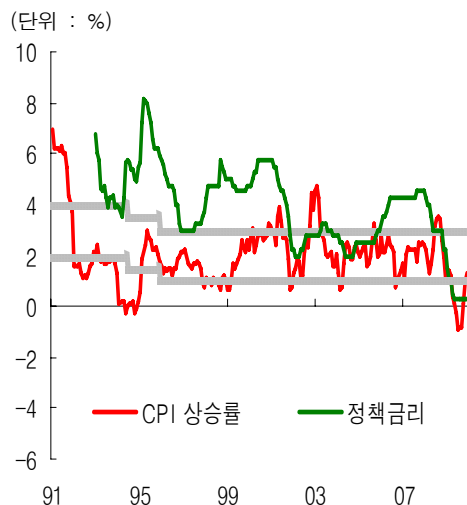
나. 캐나다

캐나다는 1970년대 이후 M1을 통화중심지표로 하는 통화량 중간목표제를 운용하였다. 그러나 1970년대 후반 들어 금융개혁 추진과 함께 새로운 금융상품이 도입되면서 M1에 포함되어 있던 기존 금융상품에서 신설 금융상품으로 자금이 빠르게 이동함에 따라 인플레이션과 M1 간의 연계가 크게 약화되었다. 이러한 통화량 중간목표제의 유효성 약화에 대응하여 캐나다는 1991년 2월 중앙은행 총재와 재무부 장관이 물가안정목표제의 채택을 공식적으로 발표하였다. 제도 도입 시 물가상승률 목표는 중앙값 대비 $\pm 1\%p$ 의 이탈 허용범위를 지니도록 하였으며 중앙값은 1992년말 3%, 1994년중 2.5%, 1995년말 2%로 점차 낮추어 오며 현재에 이르고 있다.

〈그림 3〉 캐나다 물가안정목표제 도입 이후 인플레이션 비교



〈그림 4〉 캐나다 물가안정목표제 범위 추이



자료 : Bloomberg

캐나다에서도 물가안정목표제가 도입된 이후 인플레이션이 빠르게 하락하는 성과를 나타내었다. 물가안정목표제 도입 이전 10년간 물가상승률 평균은 5.98%였으나 물가안정목표제 도입 이후 10년간 평균은 2.00%에 불과하였다. 또한 1995년 이후 현재까지의 물가상승률 평균은 1.94%로 인플레이션 목표의 중앙값에서 안정된 모습을 보이고 있어 물가안정목표제가 성공적으로 운용되고 있는 것으로 평가된다.

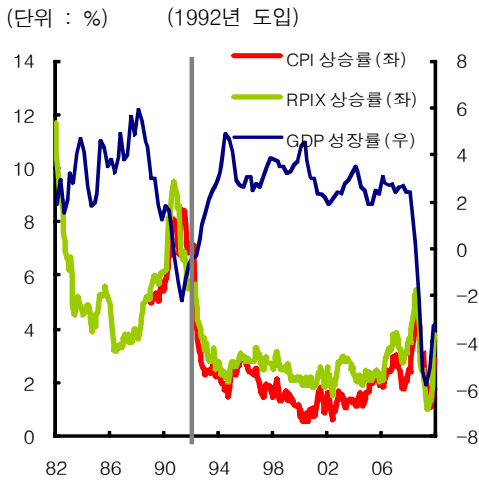
다. 영국

영국은 1970년대 이후 통화정책의 운영체계를 여러 번에 걸쳐 변경하였다. 1970년대에는 다른 주요국가와 마찬가지로 통화량 목표제를 사용하였다. 그러나 중간목표로 사용되는 협의의 통화는 유통속도의 변화가 크고 예측하기가 어려운 데다 금융혁신의 영향이 가세하면서 중간목표를 활용한 통화정책의 유효성이 저하되는 현상이 나타났다. 이에 따라 1990년 환율 조정메커니즘(ERM)에 가입한 것을 계기로 환율을 중간목표로 채택하였으나 국내외 통화정책에 대한 견해 차이로 1992년 ERM을 탈퇴하면서 환율 중간목표제도를 폐기하기에 이르렀다. 그리고 이와 함께 물가안정목표제를 새로운 통화정책체계로서 도입하였다.

제도도입 초기 목표 물가지수는 모기지 금리를 제외한 소매물가지수(Retail Price Index: RPIX)였으나, 2003년에 ECB의 소비자물가지수인 HICP 기준에 맞추기 위하여 소비자 물가로 변경하였다. 물가목표는 1992년 10월 이후 소매물가지수 기준으로 1~4%였으며 1995년 6월 이후에는 2.5%의 상한선을 제시하여 운용하였다. 2003년 들어 소비자물가상승률로 목표 물가를 변경한 이후에는 목표 물가수준을 2%로 설정하고 매년 예산서(Budget statement)를 통해 재무부 장관이 발표하고 있다.

영국의 물가안정목표제의 운용성과를 살펴보면 RPIX을 명목지표로 사용하였던 2003년까지의 물가는 목표치에 근접하였다고 할 수 있다. 또한 최근의 물가 상승을 제외하면 2003년 이후 소비자물가지수도 비교적 목표치에 근접하여 안정적인 통화정책이 운용되었음을 알 수 있다. 이런 성과에 힘입어 물가안정목표제 도입 이전 10년간의 RPIX 상승률 평균은 5.61%였으나 제도 도입 이후 10년간은 2.78%로 하락한 것으로 나타났다.

〈그림 5〉 영국 물가안정목표제 도입 전후 인플레이션 비교



자료 : Bloomberg

〈그림 6〉 영국 물가안정목표제 범위 추이



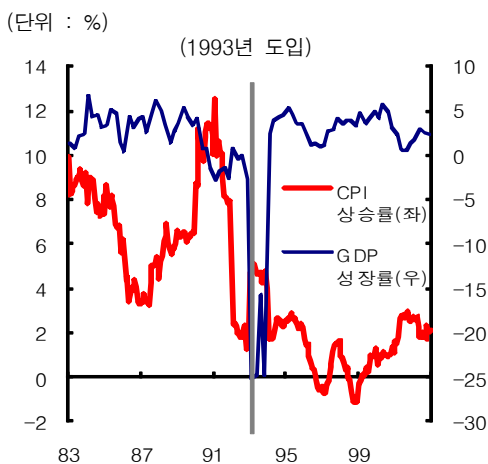
라. 스웨덴

스웨덴은 1970년 이후 경기가 장기간 침체되는 가운데 물가는 지속적으로 상승하는 스태그플레이션을 경험하였다. 이에 따라 스웨덴 정부는 1991년 5월부터

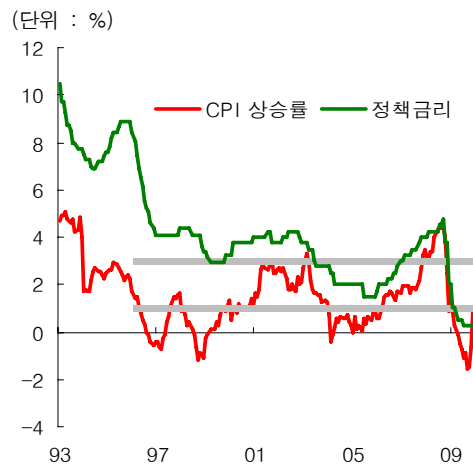
자국통화를 유럽통화단위(ECU)에 연동시키는 등 물가안정에 최우선 순위를 두고 경제개혁 조치를 추진하였다. 그러나 1992년 9월 ERM의 위기로 인해 환율절하의 압력이 계속되자 1992년 11월 ECU 연동정책을 포기하고 변동환율제도로 이행하는 한편, 높아진 인플레이션 기대심리를 억제하기 위해 1993년 1월 물가안정목표제를 도입하였다. 도입 초기에는 통화정책의 시차를 감안하여 명시적인 인플레이션 목표를 제시하지는 않고 근원인플레이션을 2% 수준에서 진정시키고자 노력하였다. 이어 1995년부터 본격적으로 인플레이션 타겟을 2±1% 범위로 정하고 현재까지 유지하고 있다.

물가안정목표제를 도입하기 이전인 1983년부터 도입까지 10년간의 물가상승률은 평균 6.71%였으나 도입이후 10년간 평균은 1.63%까지 낮아졌다. 다만 스웨덴의 경우에는 물가가 급등하는 경우보다 물가가 크게 하락하며 경제가 불안해지는 모습이 간헐적으로 나타났다. 예를 들면 1996년 및 1999년에 중앙은행의 긴축적

〈그림 7〉 스웨덴 물가안정목표제 도입 전후 인플레이션 비교



〈그림 8〉 스웨덴 물가안정목표제 범위 추이



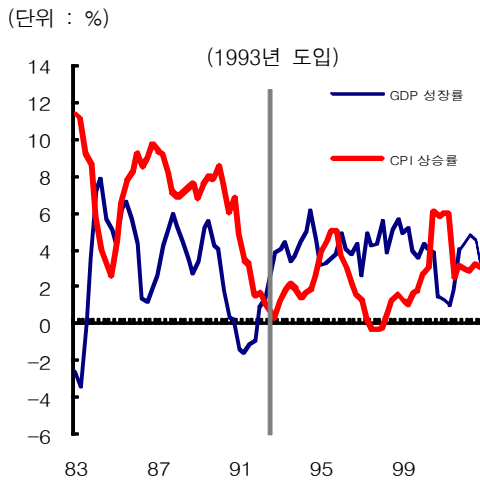
자료 : Bloomberg

통화정책, 환율절상 등으로 인하여 물가가 크게 하락하여 디플레이션이 나타나는 등 경제여건이 불안한 모습을 보인 경험이 있다.

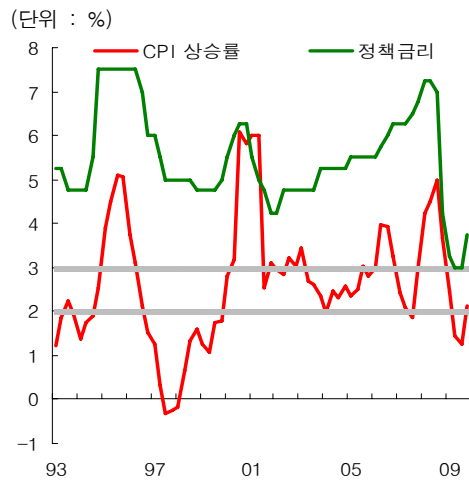
마. 호주

호주도 종래 통화량 목표정책을 운용하였으나 1980년대 들어 정책의 유효성에 대한 문제가 제기되자 1986년 이후 각종 통화지표, 금리, 환율, 국제수지, 인플레이션을 등이 포함된 점검표 방식에 의한 통화정책으로 전환하였다. 이후 물가가 안정적인 수준에서 유지되자 1992년 호주 준비은행이 인플레이션 목표범위를 발표한 데 이어 1993년 정부가 물가안정목표제를 공식적으로 승인하면서 물가안정목표제를 도입하였다.

〈그림 9〉 호주 물가안정목표제 도입 이후 인플레이션 비교



〈그림 10〉 호주 물가안정목표제 범위 추이



자료 : Bloomberg

호주는 다른 물가안정목표제의 도입국가와는 달리 <그림 9>에서 보는 바와 같이 물가안정목표제가 도입되기 이전부터 물가가 안정된 상태였다. 따라서 다른 국가들에 비하여 상대적으로 빠르게 목표범위에 진입할 수 있었다. 그러나 1995년 중반 이후 임금상승 등에 의하여 목표범위를 이탈하는 등 인플레이션 타겟의 범위를 크게 벗어나는 불안정한 움직임을 보이기도 했다. 제도 도입 전후 10년간의 평균은 6.47%에서 2.54%로 나타나 물가안정목표제 도입 이후 전반적으로 물가가 안정되었다고 평가할 수 있다.

2) 신흥국

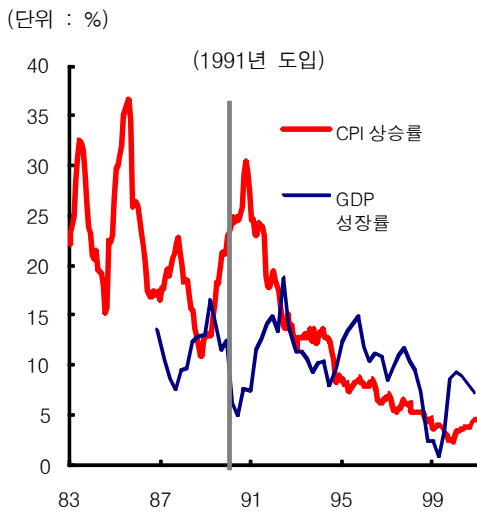
신흥국의 경우에는 대부분의 국가들이 선진국보다는 상당히 늦은 시기인 1990년대 말 또는 2000년대 초에 물가안정목표제를 도입하였다. 특히 남미나 아시아 국가들은 1990년대 말 자본시장 개방과 함께 외환위기 등 경제위기를 겪으면서 금융시장의 혼란과 급격한 물가상승 등을 경험하였는데, 이러한 경험이 통화정책 유효성 제고를 목적으로 물가안정목표제를 도입하게 된 계기로 작용하였다. 반면 동유럽 국가들의 경우는 시장경제 체제로의 전환과 함께 물가안정목표제를 도입하였다. 1998년 체코가 경제체제를 전환한 나라 중 처음으로 물가안정목표제를 도입한 이후 폴란드, 헝가리 등이 도입하였고 최근에는 루마니아(2005년), 터키(2006년), 세르비아(2009년) 등도 도입하였다. 한편 아프리카 국가 중 물가안정목표제를 시행하는 국가는 가나와 남아프리카공화국 등이 있다. 신흥국 중 주요국들의 도입사례 및 효과를 보면 다음과 같다.

가. 칠레

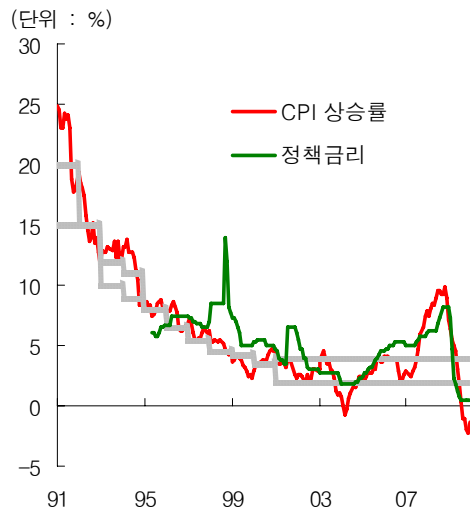
칠레는 1970년대 후반 수출 확대에 힘입어 급속한 성장을 이루며 호황기를 맞

았다. 그러나 인플레이션 억제를 위하여 도입한 고정환율제와 고금리가 수출업계의 몰락을 가져온 데다 금융시장 자유화가 무분별한 해외차입과 함께 부동산 및 금융 투자를 초래하면서 1982년 외채위기에 직면하였다. 이에 따라 물가의 안정과 경제성장을 이루기 위한 경제안정화 정책이 다양하게 시행되었는데, 이러한 정책의 연장선상에서 도입된 제도가 물가안정목표제이다. <그림 11>에서와 같이 물가안정목표제 도입 직전인 1990년 10월 소비자물가 상승률은 전년동기 대비 30.4%에 달하였다. 이를 반영하여 물가안정목표제도 도입 초기인 1991년 도에는 물가목표를 15~20%로 높게 설정하였다가 1992년에는 15%, 1993년에는 10~12%로 점차 목표수준을 하향 조정하였다. 이처럼 칠레는 도입 초기에는 비교적 높은 수준에서 넓은 범위의 목표를 제시하여 통화정책의 신뢰성을 확보하는 한편, 점차 물가목표 수준을 낮춤으로써 물가 안정을 점진적으로 유인하는 정책

<그림 11> 칠레 물가안정목표제 도입 이후 인플레이션 비교



<그림 12> 칠레 물가안정목표제 범위 추이



자료 : Bloomberg

을 실시하였다. 2001년 이후 현재까지는 $3\pm 1\%$ 의 물가목표 범위를 적용하고 있는 중이다.

칠레의 물가안정목표제 도입 이전 8년과 도입 이후 8년간의 물가상승률 평균을 비교해 본 결과 21.9%에서 11.1%로 크게 감소한 것으로 나타났다. 또한 2003년 이후 현재까지 이번 글로벌 금융위기 기간을 제외하면 $3\pm 1\%$ 의 범위 내에서 안정적으로 움직여 온 것으로 평가되고 있다.

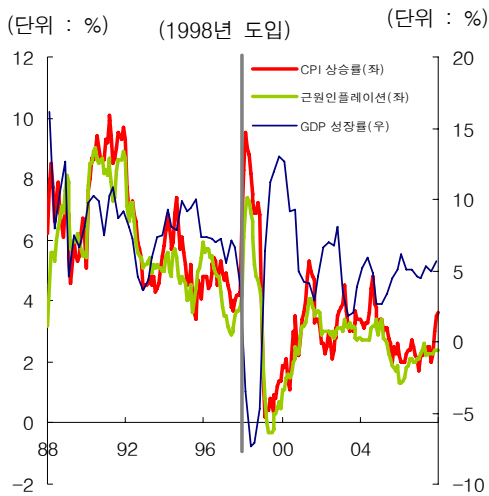
나. 한국

우리나라 역시 1979년 이후 M2를 중간목표로 하는 통화량 중간목표제를 운용하였으나 1990년대 이후 금리자유화의 진전 및 금융제도의 개편으로 동 제도의 실효성이 크게 약화되었다. 통화정책의 유효성이 약화된 가운데 발생한 아시아 외환위기는 중앙은행 제도의 개편과 함께 물가안정목표제를 도입하게 한 계기로 작용하였다. 우리나라는 도입 첫해인 1998년에는 외환위기 이후의 환율급등에 따른 영향을 반영하여 연평균 기준을 $9\pm 1\%$ 로 설정하였다. 이후 점차 하향조정하였는데 1999년에는 $3\pm 1\%$, 2000년에는 $2.5\pm 1\%$, 2001년부터 2003년까지는 매년 $3\pm 1\%$ 로 설정하였다.

통화정책의 파급시차를 고려하여 3년간 평균목표치를 제시하는 중기목표체제로 전환된 2004년부터는 2.5%~3.5%로 목표치를 낮추었다. 최근에는 통화정책의 신축성을 제고하기 위하여 2010년~2012년 3년간 물가목표치를 $3\pm 1\%$ 로 다소 상향조정하였다. 또한 도입 초기에는 CPI를 목표대상 지표로 채택하였으나, 2000년 이후 통화정책으로 통제 불가능한 요인을 제거하기 위하여 근원인플레이션으로 변경하였다. 하지만 2007년 이후 물가수준이 안정적으로 유지되자 목표물가지수를 다시 CPI로 전환하였다.

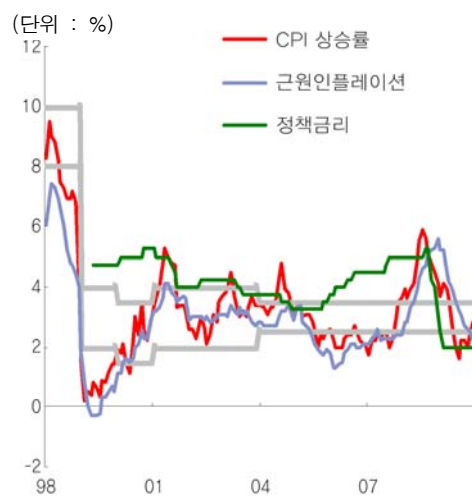
도입 전후의 물가상승률을 비교해 보면, 도입 전 10년 동안의 평균은 6.19%였으나 도입 이후 10년 동안 3.21%의 평균을 기록한 것으로 나타나고 있다. 물가안정목표제가 성공적으로 운용되면서 경제주체들이 중앙은행의 물가목표치를 경제활동의 준거로 활용하는 등 기대 인플레이션도 안정적인 수준에서 제어하고 있는 것으로 평가된다. 이런 점에 비추어 우리나라는 물가안정목표제를 성공적으로 정착시킨 국가로 분류될 수 있을 것이다.

〈그림 13〉 한국 물가안정목표제 도입 이후 인플레이션 비교



자료 : Bloomberg

〈그림 14〉 한국 물가안정목표제 범위 추이



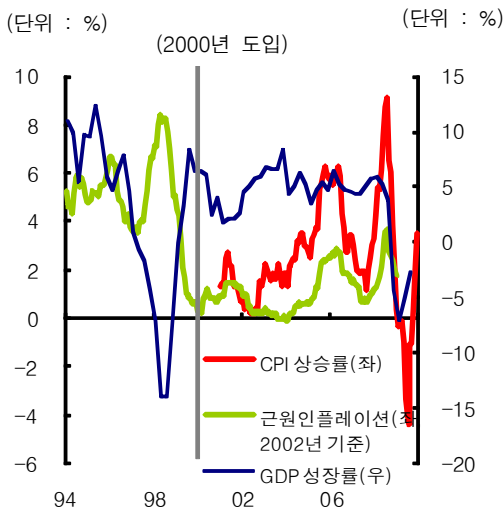
다. 태국

태국은 물가안정목표제 도입 이전에는 인플레이션뿐만 아니라 금융시장 안정 및 경제발전을 모두 고려하는 유연한 통화정책 방식을 채택하고 있었다. 그러나

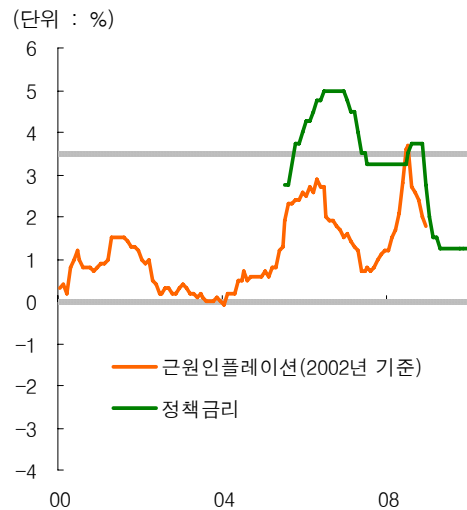
1990년대말 아시아 외환위기로 높은 인플레이션이 유발되며 경제불안정성이 증대됨에 따라 2000년 들어 중앙은행을 물가안정에만 매진토록 하는 물가안정목표제를 도입하였다. 태국은 도입 직후부터 현재까지 목표대상 물가지수로 단기 변동성이 큰 농수산물 및 석유류 등을 제외한 근원인플레이션을 사용하고 있다.

한편 물가목표는 도입 당시 0~3.5%의 범위로 설정한 이후 한 차례의 변경도 없이 지금까지 그대로 유지하고 있지만 2010년 이후 디플레이션을 억제하기 위하여 하한을 0.5%p 인상하여 0.5~3.5%로 설정할 계획이 2009년 의회를 통과하였다. 도입 이후 근원인플레이션율은 목표 범위 내에서 대체로 안정적인 움직임을 보이고 있다. 다만, 근원인플레이션을 목표지수로 설정하고 있어서인지, 소비자물가지수는 상대적으로 높은 변동성을 보이고 있으며 기간에 따라 상당히 높은 상승률을 기록하기도 한다.

〈그림 15〉 태국 물가안정목표제 도입 이후 인플레이션 비교



〈그림 16〉 태국 물가안정목표제 범위 추이

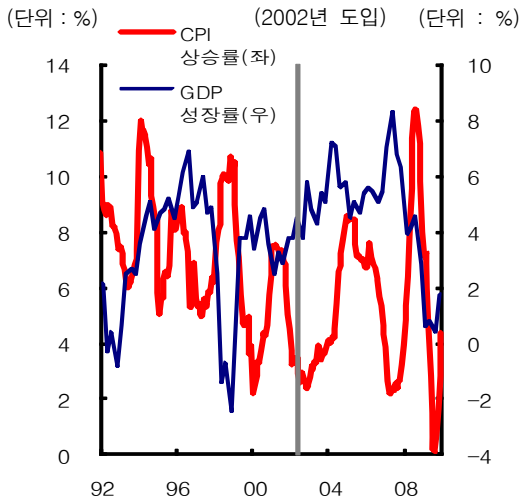


자료 : Bloomberg

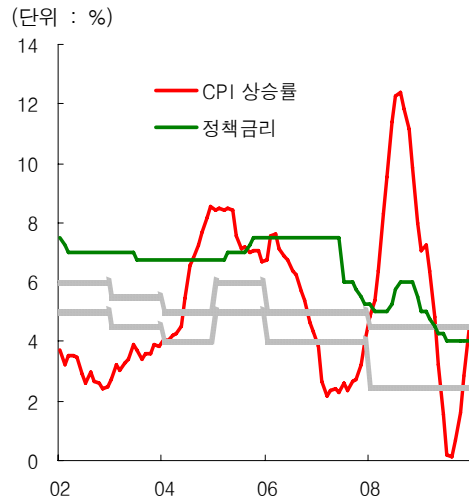
라. 필리핀

필리핀 중앙은행은 2002년 물가안정목표제를 도입하였으며 최초의 목표범위는 5~6%로 제시하였다. 이후 2003년 4.5~5.5%, 2004년 4~5%, 2005년 5~6%, 2006년 4~5% 등 목표치를 계속 범위로 발표하였으나, 2008년 이후 3.5%의 단일목표치를 설정하고 \pm 의 허용범위를 두고 있다. 하지만 <그림 18>에서 알 수 있듯이 아직까지 실제 인플레이션은 목표범위와 상당한 불일치를 보이고 있는 상태이다.

<그림 17> 필리핀 물가안정목표제 도입 전후 인플레이션 비교



<그림 18> 필리핀 물가안정목표제 범위 추이

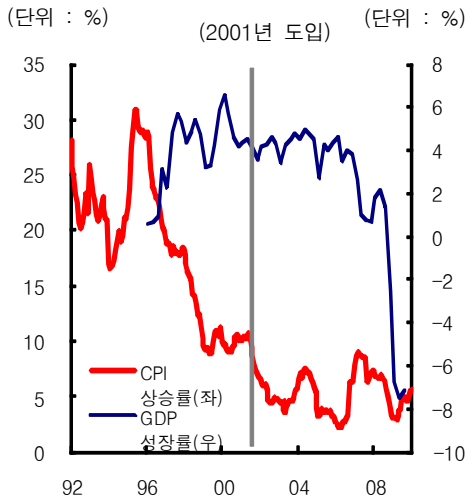


자료 : Bloomberg

마. 헝가리

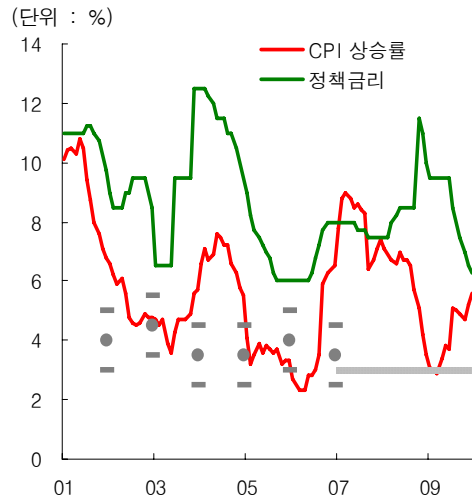
헝가리는 2001년 물가안정목표제를 도입하였으며 1년 후의 단일 목표치를 설정하는 방식으로 운용하였다. 2007년부터는 2년을 목표기간으로 설정하고 물가목표를 3%로 제시하였다. 물가안정목표제 도입 이후 인플레이션이 이전에 비해 크게 하락한 모습을 보이고 있긴 하나 여전히 인플레이션이 목표치로까지 수렴되지 않고 상당폭 벗어나 움직이고 있다.

〈그림 19〉 헝가리 물가안정목표제 도입 전후 인플레이션 비교



자료 : Bloomberg

〈그림 20〉 헝가리 물가안정목표제 범위 추이

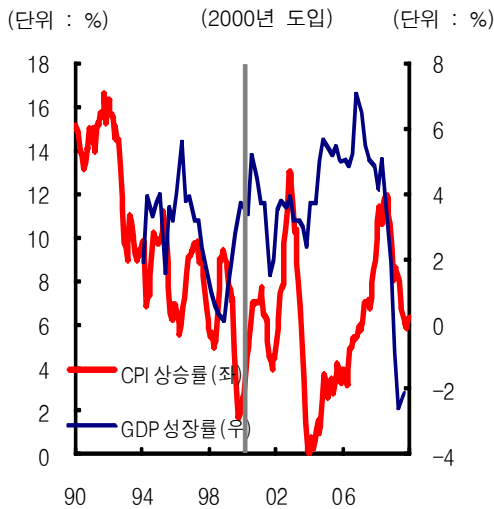


바. 남아프리카공화국

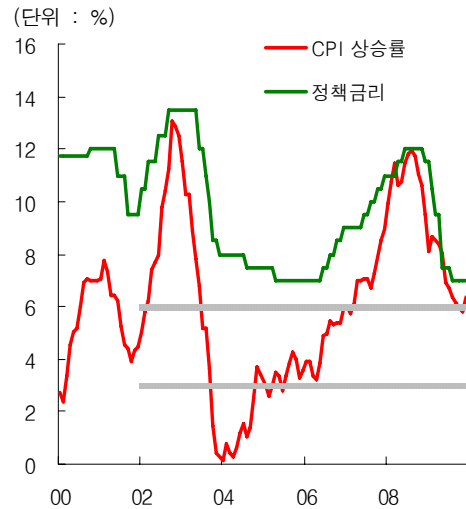
기타 아프리카 국가 중 물가안정목표제를 시행하는 국가는 가나와 남아프리카공화국이 있다. 남아공은 2000년에 동 제도를 도입하였다. 초기 인플레이션 목표

는, CPIX(CPI excluding interest on mortgages)기준이었으며 2003년까지 3~6%의 목표범위를 운용하였다. 하지만 2001년 자국통화가치가 크게 약화되면서 2002년에는 물가가 급등하는 모습을 보였다. 2004년 이후 3~5%로 목표범위를 좁혔으나 후에 재설정되어 실제로는 초기에 설정한 3~6%의 목표범위를 현재까지 유지하고 있다.

〈그림 21〉 남아공 물가안정목표제 도입 이후 인플레이션 비교



〈그림 22〉 남아공 물가안정목표제 범위 추이



자료 : Bloomberg

3. 소결

물가안정목표제는 1980년대 이후 진행된 금융혁신 등으로 과거 중간목표제 방식의 통화정책 유효성이 크게 약화되었다는 현실적인 문제점과 더불어 인플레이션과 실업 간 장기적인 상충관계가 존재하지 않는다는 이론적·실증적 논거에

기반을 두고 있다. 여기에서 물가안정의 중요성에 대한 인식변화 등이 나타나면서 중앙은행의 제한적인 재량위주 통화정책체제로 빠르게 확산되었다.

선진국은 1990년대 초기에 물가안정목표제 제도를 도입하였는데, 이들 국가들의 경우 물가안정목표제가 물가안정을 달성하는 데 많은 기여를 한 것으로 평가되고 있다. 그러나 신흥국의 경우에는 외환위기 등 금융위기를 겪은 이후 2000년대 전후 도입한 국가들이 많아 물가안정이 전 세계적인 저물가체제의 정착에서 비롯된 것인지, 물가안정목표제의 도입에 따른 것인지 정확하게 평가하기가 어려운 측면이 있다. 그럼에도 불구하고 동 제도의 도입 전후를 비교해 보면, 물가수준이 상당폭 하락한 모습을 보이고 있다는 점에서 물가안정목표제가 이들 국가에서도 물가를 안정시키는 데 상당한 기여를 했다고 평가할 수 있을 것이다.⁶⁾ 한편 물가변동성을 살펴보면, 선진국이나 신흥시장국의 물가안정목표제 채택 국가들의 물가 변동성이 현저히 하락하여 단순히 상승률뿐만 아니라 변동성에도 긍정적인 영향을 미친 것으로 평가된다.

6) 물가안정목표제도의 도입이 해당국 물가안정에 상당한 기여를 한 것으로 평가(Bernanke *et al.*, 2000 등 참조)되고 있긴 하지만, 물가안정목표제를 채택하지 않은 국가들 역시 비슷한 시기에 물가가 안정되는 모습을 보인 것도 사실이다. 따라서 물가안정목표제를 채택한 중앙은행들이 동 제도를 채택하지 않은 국가들보다 물가안정에 더 많은 기여를 한 것으로 평가하기는 어렵다는 점에 유의할 필요가 있다. 예를 들면, 물가안정목표제를 도입하지 않고 있는 미국, 일본, 독일, 프랑스 등의 선진국은 물론 대만과 중국 같은 나라들의 물가도 1990년대 들어 현저하게 낮아졌기 때문이다. 1980년~1989년과 1990년~1999년, 2000년~2009년의 10년 평균 소비자물가 상승률의 추이를 보면, 미국은 5.6% → 3.0% → 2.6%, 일본은 2.5% → 1.2% → △0.3%, 독일은 2.9% → 2.4% → 1.6%, 프랑스는 7.4% → 1.9% → 1.7%, 중국은 2.1% → △1.6% → 0.1%, 대만은 4.7% → 2.9% → 1.0% 등으로서, 시간이 지나면서 물가상승률이 크게 낮아지는 모습을 보였다. 또한 Dueker and Fischer(2006)는 계량경제학적인 분석을 통해 물가안정목표가 더 나은 성과를 가져왔다는 결론을 얻지 못하였다고 보고하였다. 두 제도를 도입한 국가의 성과 비교 논의에 대한 의문 및 물가안정목표제국가들의 물가추이 통계 등을 제시해 준 익명의 논평자에게 감사한다.

〈표 3〉 국가들의 물가안정목표제 도입 전후 CPI 평균 및 변동성

(단위 : %)

국 가	도입연도	평 균		변 동 성 ²⁾	
		이전 10년	이후 10년	이전 10년	이후 10년
뉴 질 랜 드	1990	11.90	2.12	5.14	1.83
캐 나 다	1991	5.98	2.00	2.97	1.46
영 국 ¹⁾	1992	5.60	2.78	1.83	0.79
스 웨 덴	1993	6.71	1.63	2.61	1.47
호 주	1993	6.47	2.54	2.90	1.73

주 : 1) 영국은 소매물가지수(Retail Price Index : RPIX)
 2) 물가상승률의 표준편차

(단위 : %)

국 가	도입연도	평 균		변 동 성 ¹⁾	
		이전 10년 ²⁾	이후 10년 ²⁾	이전 10년 ²⁾	이후 10년 ²⁾
칠 레	1991	21.90	11.1	6.02	5.51
한 국	1998	6.19	3.21	1.74	1.80
남 아 공	2000	9.9	6.1	3.62	3.15
형 가 리	2001	18.7	5.7	6.29	2.09
필 리 핀	2002	7.0	5.2	2.30	2.74

주 : 1) 물가상승률의 표준편차
 2) 헝가리, 필리핀은 도입전후 각각 9년, 8년 평균 및 표준편차임.

Ⅲ. 금융위기 기간 중 주요국 중앙은행들의 통화정책 분석

2000년대 들어 물가안정목표제가 확산되는 가운데 중국 등 신흥국의 저임금에 기반을 둔 저가 공산품이 세계 수출시장을 주도하는 현상이 가세하면서 전 세계적으로 저물가 기조가 정착되었다. 이와 더불어 이들 신흥국의 막대한 무역흑자로 인한 잉여자금이 선진국 국채시장으로 유입되면서 주요국은 경제활동에 비해 매우 낮은 금리기조를 유지할 수 있게 되었다. 전 세계적인 저물가·저금리 기조의 유지에 힘입어 금융시장에는 과잉유동성이 누적되는 가운데 주요국의 부동산가격 등 자산가격이 급등하는 현상이 초래되었다. 수년간 지속된 자산가격의 급등은 경기둔화와 함께 붕괴되기 시작하면서 글로벌 금융위기로 발전되었으며 이는 결국 전 세계 경기침체로 이어지는 최악의 결과를 초래하였다. 이러한 금융위기의 발생은 앞서 언급한 바와 같이 중앙은행의 기능과 역할에 대해 다시 생각해 보게 하는 계기로도 작용하였다.

한편 우리나라에서는 한국은행이 금융위기에도 불구하고 초기 대응이 지연되면서 금융시장 불안이 증대되었다는 비판이 일부에서 제기되었다. 한국은행이 리먼 브라더스 사태가 발생하기 직전달인 2008년 8월에도 기준금리를 인상하였다는 사실이 이러한 비판의 근거로 제시되기도 한다. 그런데 당시에는 국제금융시장에서 금융불안 움직임이 나타나고 있었으나 국내 금융부문의 충격은 미미했던 반면 국제유가 급등으로 인한 인플레이션 우려가 크게 증대되었던 시기였다. 따라서 한은법에서 물가안정을 한국은행의 유일한 임무로 규정하고 물가안정목표제를 실시할 것을 규정하고 있는 현실을 감안해 볼 때 한국은행은 일차적으로 물가불안에 대응하지 않을 수 없을 것이다. 이는 만일 한국은행이 금융위기에 상대적으로 늦게 대응하였다면 현행 통화정책체계인 물가안정목표제에도 일

부 원인이 있을 수 있는 가능성을 시사하는 것이라 하겠다.

그런데 물가안정목표제의 제도적 한계가 한국은행의 통화정책 신축성을 제약하는 요인으로 작용하였다면 이는 물가안정목표제를 채택하고 있는 다른 국가에서도 동일한 현상이 발견될 수 있어야 할 것이다. 이에 따라 본 장은 물가안정목표제가 금융위기 기간 중 물가와 성장에 어떻게 반응했는지를 살펴봄으로써 물가안정목표제가 금융위기에 대응한 중앙은행의 통화신용정책의 유연성을 제약하였을 가능성을 살펴보는 데 목적이 있다. 이를 위해 1절에서는 2000년대 이후 물가안정목표제 국가와 비물가안정목표제 국가들의 통화정책을 비교해 보았다. 2절에서는 금융위기 기간중의 통화정책을 분석한 후 이를 2000년대 이후의 통화정책 운용과 비교함으로써 시사점을 도출하고자 하였다.

1. 2000년대 이후 주요국의 통화정책 분석

선진국을 중심으로 저물가 기조가 정착된 것으로 평가받는 2000년대 이후를 대상기간으로 중앙은행 반응함수(Central bank reaction function)를 이용하여 물가안정목표제 국가들과 그렇지 않은 국가들 간의 통화정책대응에 어떠한 차이를 보이고 있는지를 살펴보았다. 또한 물가안정목표제 국가를 선진국과 신흥국으로 구분하여 살펴봄으로써 물가안정목표제의 실질적 운영상에서 나타날 수 있는 선진국과 신흥국 간의 법적·제도적 관습의 차이를 반영하였다.

1) 테일러 준칙(Taylor rules)

중앙은행 반응함수로 가장 대표적인 모델은 테일러 준칙을 들 수 있다. 테일러 준칙이란 인플레이션과 경제성장률의 변화에 따라 통화정책이 반응한다는 준칙

(rules)을 의미한다. 미국 FRB의 경우 일정한 준칙을 제시하고 있진 않으나 테일러는 일반적으로 분석가능한 통화정책의 반응함수를 제시한 후 이를 실증분석하여 봄으로써 미국 FRB 통화정책의 반응이 일정한 패턴을 가지고 있다고 주장하였는데 상당히 신뢰성이 높은 것으로 평가받았다. 그래서 미국 FRB뿐만 아니라 각국 중앙은행들의 통화정책 반응을 평가하거나, 통화정책을 예측하는 경우에 널리 사용되어지고 있다.

우선 테일러 준칙을 좀더 자세히 살펴보자. 테일러 준칙은 적정금리 수준에서의 실제단기금리의 편차(deviations)가 중앙은행 운용목표변수들의 편차에 비례하도록 준칙을 설정하는 것이다.

$$i - i^* = \theta(z - z^*), \quad (1)$$

여기서 i 는 실제단기금리, i^* 는 적정단기금리, z 는 실제 중앙은행의 운용목표 변수 수준, z^* 는 목표변수들의 목표수준을 의미한다.

경제정책의 성과로 나타나는 운용목표로 적합한 변수에 가장 대표적인 것이 인플레이션(π : inflation)과 실질 산출량(q : real output)을 들 수 있다. 그러므로 식(1)은 다음과 같이 변형될 수 있다.

$$i - i^* = \theta_\pi(\pi - \pi^*) + \theta_q(q - q^*) \quad (2)$$

여기서 π 는 인플레이션, π^* 는 목표 인플레이션, $(q - q^*)$ 는 GDP갭으로 실질 GDP와 잠재GDP의 차이를 의미한다.

그리고 이 식을 이용하여 1980년대 후반부터 1990년대 초반까지의 미국 Fed의 움직임을 가장 잘 나타내는 파라미터⁷⁾로 테일러는 “hypothetical but represen-

tative policy rule”이라는 표현하에 적정실질금리 2%, 인플레이션과 실질산출량에 대한 반응파라미터(θ_π, θ_q)를 각각 0.5로 제시하였다. 즉, 테일러 준칙은 인플레이션이 목표 인플레이션 수준보다 높은 경우 중앙은행이 금리를 올려야 하고, 경제산출량이 잠재산출량보다 낮을 경우 금리를 낮추어야 한다고 제시한 것이다. 예를 들면 인플레이션이 목표수준보다 1%p 높을 경우 실제 중앙은행⁸⁾은 금리를 균형수준보다 50bp 인상시킴을 의미한다.

$$i_t = \pi_t + 2 + 0.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5(q_t - q_t^*) \quad (3)$$

이러한 테일러 준칙은 적정 금리수준을 판단하고 향후 금리정책 수립시 가이드라인으로 활용되고 있으며, 단순하지만 정책 체제의 주요 요소를 충분히 반영할 수 있는 것으로 평가받고 있다.

예를 들어 Judd와 Rudebusch(1998)의 분석에 따르면, 기간을 FRB의장에 따라 1970년 1/4분기~1978년 1/4분기(의장 Arthur Burns), 1979년 3/4분기~1987년 2/4분기(의장 Paul Volcker), 1987년 3/4분기~1997년(의장 Alan Greenspan)으로 나눠 federal fund rate와 GDP갭, 인플레이션의 움직임을 살펴본 결과, GDP갭과 인플레이션이 모두 높았던 기간 중에는 테일러 준칙에 따른 적정금리가 실제 금리보다 높았던 것으로 평가한 바 있다. 이들은 또한 Greenspan이 FRB 의장으로 재임하던 기간 중에는 GDP갭은 상승하고 인플레이션은 하락세를 나타내고 있는데, 테일러 준칙에 따른 적정금리수준과 실제금리수준은 비슷한 추이를 나타냈고 금리변동폭도 크지 않았음을 발견하였다. Burns가 재임하던 기간 중에는 실제 금리가 테일러 준칙에 따른 적정금리와 양상은 비슷하나 더

7) 실제 잠재GDP로 1984년 1/4분기부터 1992년 3/4분기까지 실질GDP의 로그선형추세선(log linear trend)을 사용하였다.

8) 여기서는 Federal reserve banks를 의미한다.

낮은 것으로 나타나고 있는데, 이는 동 기간 중 인플레이션이 전반적으로 높게 유지되고 있는 것과 일치하는 결과로 당시 인플레이션을 낮출 수 있는 여지가 있었음을 의미하는 것으로 해석하였다. 반면 Volcker의 재임기간을 살펴보면, Fed가 인플레이션을 크게 낮췄을 때 실제 금리는 적정금리보다 높게 나타나고 있는데, 이는 Fed가 공격적으로 인플레이션을 낮췄음을 의미하는 것으로 보았다.⁹⁾

한편 최근 Woodford(2003), Giannoni(2010) 등은 테일러룰보다 빅셀리안룰을 더 우월한 것으로 평가하고 있다. 빅셀리안룰은 테일러룰에서 인플레이션갭 대신 물가수준갭을 활용하는 준칙인데, 빅셀리안룰은 일회적인 물가상승 발생에 대한 긴축통화정책을 반영할 수 있다는 장점이 있다.

2) 실증분석

본고에서는 위기기간 중 주요국 중앙은행들의 정책반응에 대하여 분석하기 위하여 다음과 같은 중앙은행 반응함수를 이용하였다.

$$I_{z,t} = \alpha + \beta_1 Q_{z,t+1} + \beta_2 \Pi_{z,t+1} + \gamma X_{z,t} \quad (4)$$

여기서 $I_{z,t}$ 는 z 국가에 대한 t 시점에서의 단기금리갭, $Q_{z,t+1}$ 는 z 국가에 대한 $t+1$ 시점에서의 GDP갭, $\Pi_{z,t+1}$ 은 물가갭을 의미하며 $X_{z,t}$ 에는 기타 금리에 영향을 줄 수 있는 통제변수들을 적용하였다. Hall과 Mankiw(1994), Svensson(1997)은 인플레이션보다 기대 인플레이션을 선택하여 통화정책을 수행하는 것이 더 바람직하기 하다고 주장하는 등¹⁰⁾ 최근 중앙은행의 통화정책이 인플레이션 등에

9) Judd and Rudebusch(1998)

시차를 두고 영향을 미치며 이러한 점을 고려하여 중앙은행들도 선제적인 대응에 중점을 두고 있다는 점을 감안하여 GDP갭이나 물가갭에는 t+1기의 시차를 두고 분석하였다. 사실 기본적으로 물가안정목표제는 중기적 관점에서 물가안정목표가 정해지고 미래의 물가 예측이 필요한 체제이므로 미래의 GDP, 물가 등의 변화에 대하여 t기에 금리가 선제적으로 반응하였는가를 살펴보는 것이 중요할 것으로 판단되었다.

한편 통제변수로는 또다른 중앙은행의 운영목표가 될 수 있는 실질실효환율 변수($e_{z,t}$), 그리고 전반적으로 비정상적인 통화정책이 시행되었던 글로벌 금융위기 기간을 위한 더미변수를 추가시켰다. 마지막으로 v_z 로 고정효과를 통제하였다.

$$I_{z,t} = \alpha + \beta_1 Q_{z,t+1} + \beta_2 \Pi_{z,t+1} + \gamma_1 e_{z,t} + \gamma_2 crisis_t + v_z + \epsilon_{z,t} \quad (5)$$

〈표 4〉 변수의 정의

변수명	설 명
I_t	t기의 단기금리갭(금리-HP필터링 금리)
Q_{t+1}	t+1기의 실질GDP갭(실질 GDP-HP필터링 실질GDP)
Π_{t+1}	t+1기의 물가갭(소비자물가-HP필터링 소비자물가)
e_t	t기의 실질실효환율
$crisis$	금융위기 이전=0, 금융위기 이후=1

10) 송옥현(1999)

실증분석 자료는 2000년 1/4분기부터 2009년 2/4분기까지의 단기금리, 실질 GDP, 소비자물가, 실질실효환율¹¹⁾ 등을 이용하였으며, 모형에서는 HP필터링을 이용하여 단기금리, 실질GDP, 소비자물가 각각의 갭¹²⁾을 이용하였고, 실질실효 환율은 지수 자체를 사용하였다. 여기서 금리 갭은 정부 금리인상의 대용변수(proxy)로, 보통 중앙은행에서 금리를 인상 또는 인하하면 이는 시장에서 단기 금리에 반영되는 점을 이용한 것이다. 한편 금융위기를 더미변수로 이용하였는데, 위기기간으로는 BNP 파리바 산하 헤지펀드들의 환매 중단사태와 함께 금융 위기가 크게 촉발된 2007년 3/4분기 이후로 설정하였다.

11) JPMorgan effective exchange rate로 값이 커질수록 통화가치가 상승하는 것으로 해석

12) 본고에서 사용한 모든 갭은 “갭=(지수-HP필터링한 지수)”로 정의된다. 사실 Taylor 준칙을 이용한 대부분의 기존 실증분석들은 HP 필터링보다는 물가목표치를 직접 이용하여 갭을 구하는 방법을 사용하고 있다. 그러나 본 논문에서는 물가안정목표제 국가들과 비물가안정목표제 국가들 중앙은행의 반응에 차이가 있었는지를 보는 것에 목적이 있기 때문에 빅셀리안의 관점에서 HP 필터링을 이용하여 추정된 물가 갭을 사용하였다. 이는 물가목표치가 있는 통화정책체제와 없는 통화정책체제를 비교하는 데는 물가목표치보다 기대인플레이션의 대용변수로 물가 갭을 측정하여 동일하게 이용하는 것이 더 적절하다고 판단하였기 때문이다. 과거 Bernanke *et al.* (1999) 등도 물가안정목표제를 평가하는 데 있어서 2~5분기 정도의 기대인플레이션과 실제치를 비교하는 방법을 사용하였다. 이와 더불어 대부분의 물가안정목표제 국가들이 물가상승률 목표를 중간치를 중심으로 변동허용폭을 두는 형태로 운용하고 있는 상황에서 물가상승률 목표를 직접 이용할 경우 금융위기와 같은 비정상적인 경제상황이 발생한 경우에도 물가상승률이 목표 중간치를 상회할 것으로 예상될 때 금리를 인상한다는 가정을 하는 것임에 따라 현실과 괴리가 있다고 판단하였다. 실제로도 경제 및 금융상황에 따라 물가목표의 상한이 실제 목표치로 운용된 사례가 상당수 발견되고 있다. 또한 본 논문은 선진국뿐만 아니라 신흥시장국에 대해서도 물가안정목표제 국가들과 비물가안정목표제 국가들의 성과를 비교하고자 하였는데 비물가안정목표제를 채택한 국가들의 암묵적인 목표 물가상승률을 찾기가 어렵다는 기술적인 문제도 있으므로 HP 필터링의 방법을 택하게 되었다. 다만, 물가 갭의 사용이 물가안정목표제를 채택한 선진국의 물가 갭 추정계수의 유의성을 낮추는 요인으로 작용할 가능성이 있다. 이러한 우려에 대응하여 물가안정목표제를 채택한 선진국의 실증분석에 물가목표치를 이용해 보았지만 결과에는 큰 차이가 발견되지 않았다.

〈표 5〉 분석에서 이용된 국가별 단기금리

국 가	금 리
캐나다	overnight money market financing rate
영 국	interbank offer rate for overnight deposits
호 주	weighted average short-term rate of outstanding loans
미 국	weighted average rate at which banks borrow funds through New York brokers.
일본, 프랑스, 독일, 한국	call money rate
태 국	commercial banks' overnight rate for interbank lending
필리핀	weighted average rate on overnight loans between commercial banks, thrift banks, savings banks, nonbank financial institutions with quasi-banking function
칠 레	weighted average overnight rate on loans between other depository corporations in national currency
말레이시아, 아일랜드, 대만, 헝가리	interbank overnight rate
아르헨티나	average rate on loans denominated in national currency of up to 15 days between domestic financial institutions

자료 : Datastream(캐나다, 프랑스, 독일, 아일랜드), 한국은행(한국), Bloomberg(헝가리, 대만), IFS(영국, 호주, 미국, 일본, 태국, 필리핀, 칠레, 말레이시아, 아르헨티나)

한편, 물가안정목표제의 실효성을 보다 정확하게 비교분석하기 위하여 물가안정목표제를 채택한 국가와 채택하지 않은 국가로 구분하고, 이를 다시 선진국과 신흥국으로 구분하여 각각의 경우에 대하여 균형패널자료(balanced panel data)를 구성하였다. 즉, 환율의 영향 정도, 물가안정목표제 도입시기 등이 상대적으로 다를 수 있기 때문에 선진국과 신흥국 간을 각각 구분하여 분석을 시도하였다.¹³⁾ 다만, 물가안정목표제를 시행하지 않고 있는 신흥국의 경우에는 통화정책이

13) Freedman and Laxton(2009)에서는 물가안정목표제를 선택한 나라들을 비교할 때 선진국의

일정한 목표하에 체계적으로 시행되고 있기보다는 정부 또는 정치여건에 상당부분 의존하며 상황에 따라 달리 시행될 가능성이 높아 체계적인 분석결과를 얻기가 힘들다고 판단하였다. 이에 따라 신흥국은 물가안정목표제를 채택하고 있는 국가만을 분석대상으로 선정하였다.¹⁴⁾

이에 따라 물가안정목표제를 채택한 선진국으로 캐나다, 영국, 호주를, 물가안정목표제를 채택하지 않은 선진국으로 미국, 일본, 프랑스, 독일 등으로 구분하였으며, 물가안정목표제를 채택한 신흥국으로 한국, 태국, 필리핀, 칠레, 헝가리를 구분하였다.

<표 6> 실증분석에 사용된 국가의 특성별 분류

	선진국	신흥국
inflation targeting	캐나다, 영국, 호주	한국, 태국, 필리핀, 칠레, 헝가리
non-inflation targeting	미국, 일본, 프랑스, 독일	-

분석은 그룹별 패널자료 이용시 발생하는 내생성 및 이질성 문제를 통제하고, t+1시점에 대한 t기의 선제적 반응에 대한 연구이므로 “expectation”이 반영되도록 일반화적률방법(GMM : Generalized Methods of Moments)을 이용하였다. 일반적으로 이용되는 통상최소자승법(OLS : Ordinary Least Square Method)은 설명변수와 오차항 간의 상관관계가 없음을 가정하기 때문에 일치추정량을 얻을 수 없다. 패널 일반화적률방법을 이용하여 추정할 때에 가장 중요한 것은

경우 전적으로 동 정책을 이용하고 있지만 신흥국의 경우 물가안정목표제와 환율 타겟팅을 함께 사용하는 측면이 있다고 평가하기도 하였다.

14) 실제 말레이시아, 대만, 아르헨티나, 아일랜드 등을 대상으로 실시한 실증분석결과 전혀 합리적인 결과가 도출되지 않았다.

도구변수의 선택으로, 도구변수는 설명변수와의 상관관계가 높고 오차항과는 상관관계가 없어야 한다. 횡단면 자료에서 이러한 변수를 찾는 일은 쉬운 일이 아니나, 패널자료에서는 시차변수를 사용하고 적률조건(moment of condition)¹⁵⁾이 성립되는 것을 보여줌으로써 도구변수 문제를 해결할 수 있다. 시차변수를 사용하는 것은 특정변수와 특정변수의 시차변수 간에는 높은 상관관계가 존재하기 때문이다. 특정 적률조건하에서 패널 일반화적률방법을 수행한 후에는 사용한 도구변수와 오차항 간에 상관관계가 존재하는지에 대한 검정이 이루어져야 하는데, 이는 over-identification test(J-test)¹⁶⁾를 통해 모형이 유효한지를 판단하게 된다.

실증분석 결과, 물가안정목표제를 채택한 선진국의 경우 향후 물가의 변화에 대해 반응하기보다는 향후 경기에 대하여 선제적으로 금리를 변경시킨 것으로 나타났다. 그러나 이를 선진국의 물가안정목표제 채택 중앙은행들이 물가의 움직임에 대응을 하지 않았다는 의미로 해석하는 것은 상당한 오류를 지닐 수 있다. 왜냐하면 앞에서 살펴보았듯이 이들 선진국에서는 이미 물가안정목표제가 상당기간 시행되면서 물가가 목표범위 내에서 성공적으로 통제되고 있었다. 따라서 이러한 분석결과는 이들 국가의 중앙은행들이 목표범위 내에서의 물가 움직임에 통화정책으로 대응할 유인이 미미하였음에 따른 자연스러운 결과라고 판단된다. 반면 이들 국가의 통화정책은 경기변동성에 대하여는 상당히 유의한 반응을 보인 것으로 나타났다.

이는 향후 경기와 물가, 환율에만 반응하는 정책반응함수를 설정한 상황에서 물가가 목표범위 내에서 안정적인 움직임을 지속함에 따라 나타난 단순한 통계적 현상일 가능성이 있다. 그러나 뒤에서 살펴볼 이들 국가의 단기금리 움직임

15) 보다 자세한 적률조건에 관하여서는 전승훈·강성호·임병인(2004) 등을 참고

16) 전승훈·강성호·임병인(2004)

분석 결과와 연계해 볼 때 이들 국가의 중앙은행은 물가안정이 확보되어 있음에 따라 미세한 물가의 변화에 대한 반응 필요성이 크게 줄어든 상황에서 경기변동성을 축소하는 데 더 많은 비중을 두고 통화정책을 운용함에 따른 결과인 것으로 판단된다. 이런 점에서 만일 이들 국가에서 물가가 불안정한 움직임을 보였다면 물가에 대한 반응도가 크게 나타났을 것으로 생각된다. 이는 뒤에 살펴볼 물가안정목표제를 채택한 신흥국의 사례에서 확인할 수 있다.

〈표 7〉 실증분석 결과

종속변수	금 리 겅		
분석 도구	Panel GMM		
분석 기간 (조정 후)	2000년 1/4분기~2009년 2/4분기 (2000년 2/4분기~2009년 1/4분기)		
	Inflation targeting		Non-inflation targeting
	선진국	신흥국	선진국
상 수	△0.063 (△0.114)	△0.335 (△1.663)*	0.300 (1.324)
G D P 겅	0.127 (4.632)***	△0.002 (△0.519)	△0.175 (△0.893)
물 가 겅	△0.273 (△1.005)	0.475 (2.098)**	1.185 (3.680)***
실질실효환율	△0.007 (△0.183)	0.051 (2.840)***	△0.014 (△0.642)
금 융 위 기	1.506 (1.358)	△0.900 (△1.507)	△0.592 (△1.024)
R^2	0.333	0.181	0.055
J-statistic	0.000	0.000	0.000
관측치(observations)	108	180	144

주 : 1) 잔차항의 자기상관조정을 위해 AR(1)을 고려하였으며, () 안은 t값.

2) *는 10%, **는 5%, ***는 1% 범위에서 유의함을 의미

반면, 물가안정목표제를 채택하지 않은 선진국에서는 2000년대 이후 정책금리가 향후 물가 변화에 통계적으로 유의하게 선제적으로 반응한 것으로 분석되었다. 이는 평상시 선진국 비물가안정목표제 국가들은 물가 등의 움직임에 재량적으로 대응하였음을 시사해 준다. 반면 GDP갭에 대해서는 유의한 반응이 나타나지 않았다.

한편, 물가안정목표제를 채택한 신흥국의 경우 $t+1$ 기의 물가 갭 1단위 상승에 대비해 t 기에 금리를 0.48%p 인상한 것으로 나타났다. 이는 신흥국의 경우 선진국보다 상대적으로 늦게 물가안정목표제를 채택한 데다 현실적으로 물가도 상당히 불안정한 모습을 보이고 있음에 따라 조속히 물가안정을 이루어 물가안정목표제하에서의 통화정책의 신뢰성을 쌓으려는 동기가 컸기 때문인 것으로 생각된다. 한편 환율과 금리는 매우 밀접한 관계를 지니고 움직인 것으로 나타났다.

2. 위기기간 중 주요국의 중앙은행 정책대응 평가

본 절은 앞서의 계량분석을 금융위기 기간에 특정하여 위기기간 중 물가, 성장, 환율 등의 경제변수의 움직임에 대한 통화정책의 반응도가 변화하였는지를 살펴보는 데 목적이 있다. 금융위기 기간 중 물가안정목표제 국가와 비물가안정목표제 국가 간 대응방식이나 반응도 등에서 차이를 발견할 수 있고 물가안정목표제 국가의 통화정책이 위기대응에 유연하지 못했던 것으로 나타난다면, 이는 물가안정목표제가 금융위기 중 통화정책의 유효성을 부분적으로 저하시키는 제도적 제약요인으로 작용하였다고 볼 수 있을 것이다.

분석을 위한 대상기간은 금융위기가 본격적으로 확산되기 이전인 2007~2008년 중반기로 선정하였다. 이는 2008년 10월 리먼 브라더스 사태가 발생한 이후에는 전 세계 금융시장 및 실물경제가 심각한 타격을 받게 됨에 따라 각국이 적극적

으로 금리인하 및 유동성 공급 등을 통하여 위기대응에 나섬으로써 통화정책 체계의 차이에 따른 정책의 차이를 찾을 수 없다는 점을 감안한 것이다. 반면 2007년부터 2008년 중반기까지는 국제금융시장에서 금융불안 발생 가능성에 대한 우려가 확산되는 가운데서도 투기자금의 유입 등으로 유가가 최고치를 갱신하며 인플레이션 우려도 크게 증대하고 있었던 시기였다. 이에 따라 각국 중앙은행들은 정책선택에 많은 어려움을 겪고 있었는데 물가안정과 금융위기대응 중 어디에 더 많은 비중을 두느냐에 따라 정책결정이 달라졌을 것으로 보인다. 이는 한국은행이 리먼 브라더스 사태가 발생하기 직전월에 물가불안 우려로 금리를 인상한 데서도 알 수 있다. 따라서 이하에서는 금융위기가 본격 발생하기 직전 기간 중의 딜레마적인 상황에서 물가안정목표제를 시행하고 있는 국가와 그렇지 않은 국가 간 정책적 효과의 차이가 있었는지를 분석하고자 한다.

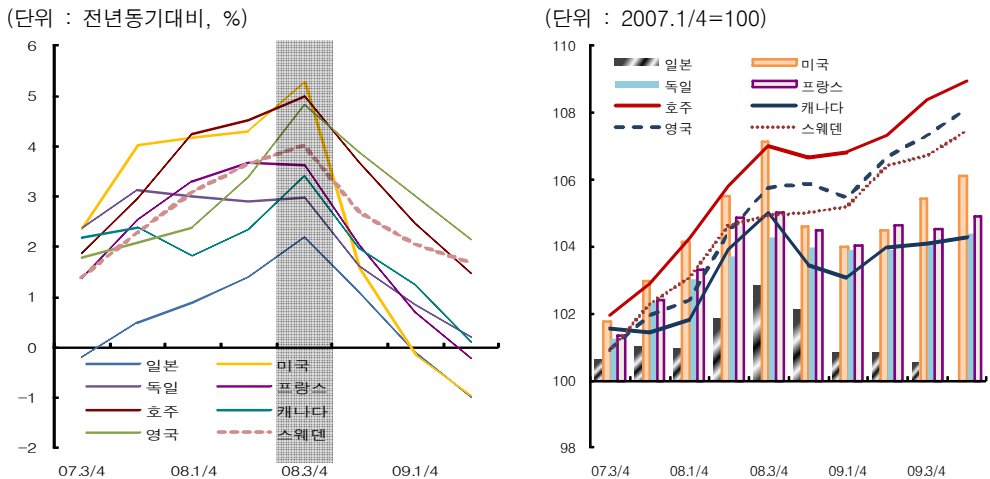
1) 위기기간 중 주요국의 정책대응

이번 글로벌 금융위기는 2007년 3월 미국의 New Century Financial이 신규 대출 및 환매 중단을 발표한 이후 국제금융시장 불안현상이 나타나며 시작되었다. 물론 초기에는 그 파급영향이 제한적일 것이라는 견해가 대두되며 전체 금융시장은 일시적으로 안정되는 모습을 보였으나 점차 서브프라임 모기지 부실은 단순히 모기지업체들의 부실 확대뿐만 아니라 여타 금융기관의 부실로 확산되어져 갔다. 특히 레버리지 비율이 높은 투자금융기관들을 중심으로 손실이 급증하며 금융부실이 현실화되자 금융시장에서 유동성 및 신용리스크가 증대하면서 금융불안이 확대 재생산되는 악순환을 나타내었다. 또한 금융불안에 따른 유동성 경색으로 금융자금의 실물부문으로의 공급이 제약되는 가운데 자산가격 하락 등으로 인한 소비 및 투자여력의 위축으로 실물경제도 빠르게 하락하는 모습을 보였다.

글로벌 금융위기가 2008년 9월 리먼 브라더스 파산과 함께 정점에 달하면서 글로벌 경기침체도 더욱 심화되었다.

이후 각국 정부 및 중앙은행의 적극적인 정책대응이 잇달아 시행되는 가운데 국제적인 정책공조 노력이 강화된 데 힘입어 2009년 상반기 들어 국제금융시장이 점차 안정세를 회복하는 모습을 보였다. 실물경기도 중앙은행의 대규모 유동성 공급 및 정부의 적극적인 경기부양책 등이 시행되면서 최악의 상황에서 벗어나 완만한 회복세를 나타내기 시작하였다. 본 장에서는 통화정책체계의 차이에 따른 정책대응 및 효과의 차이를 분석하기에 앞서 금융위기의 근원지였던 선진국들을 중심으로 위기기간 중 정부와 중앙은행이 실시한 위기대응 정책에 대하여 살펴보고자 한다. 먼저 통화정책과 가장 밀접한 관련이 있는 인플레이션 추이를 살펴보면 2008년 3/4분기를 기준으로 인플레이션 양상이 크게 변화하였음을 볼 수 있다.

<그림 23> 주요국 물가 추이



자료 : Bloomberg

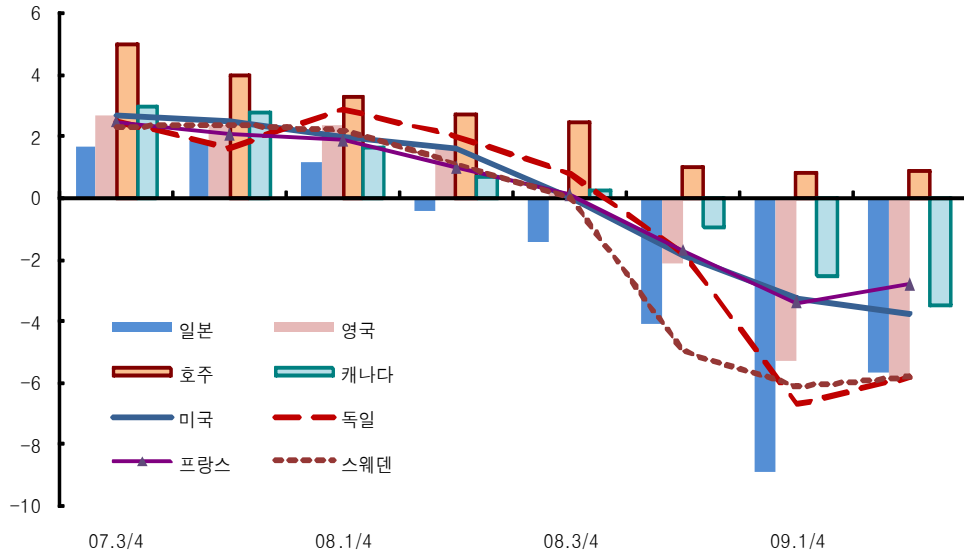
신흥국의 성장기대 등과 함께 OPEC의 산유량 조절과 시설 낙후 등에 따른 공급부진, 지정학적 리스크 상승 등으로 원유의 공급불안이 나타나는 가운데 2007년 들어 미국경제가 부진한 모습을 보이기 시작하였다. 이에 따라 향후 달러화 약세에 대한 기대감이 형성되면서 투기자금이 원유시장으로 급격히 유입되자 유가가 급등하였고 이와 함께 원자재 가격도 급등세를 나타내었다. 이와 같은 유가 및 원자재 가격 급등은 주요국의 소비자물가 등 물가지표들을 빠르게 상승시키는 결과를 초래하였다.

유가는 2008년 7월 141달러(두바이유 기준)를 정점으로 급격히 하락하기 시작하였는데, 이는 금융시장 불안 심화에 따른 안전자산 선호현상이 나타나면서 달러화가 강세로 전환된 데 따른 것이다. 이와 함께 글로벌 실물경기 침체로 인하여 향후 원유의 수요 감소 전망 등도 강하게 작용하였던 것으로 보인다. 유가의 하락 및 실물경기의 침체국면 전환에 따라 2009년 들어 대부분 국가들의 물가수준은 금융위기 이전 평균치를 하회하였다.

한편, 금융위기 기간 중 금융시장의 불안에 따른 마이너스 자산효과, 금융중개 기능 약화 등은 실물경제의 하락을 촉진시키는 역할을 하였다. 특히 리먼 브라더스 파산 이후 금융중개 기능이 마비되는 등 금융불안이 정점에 달한 이후 실물 수요 하락도 심화되면서 대부분 국가들은 2008년 4/4분기 또는 2009년 1/4분기 중 상당히 큰 폭의 마이너스(-) 경제성장률을 기록하였다. 다만, 각국들의 적극적인 정책대응 등에 힘입어 2009년 2/4분기 이후에는 금융시장이 점차 안정화되는 가운데 경기도 완만하나마 회복세를 보이기 시작하였다. 경기의 하락 폭은 해외수요 저하로 수출이 큰 폭의 감소세를 보였던 일본, 독일 등이 상대적으로 가장 컸던 것으로 나타났다. 또한 이들 국가와 함께 이번 금융위기의 진원지이자 금융위기의 영향을 가장 크게 받은 미국이나 영국, 유로 등도 경기침체폭이 컸던 것으로 나타났다. 반면 호주의 경우에는 금융기관들의 상대적으로 작은 부실 등으로 위기기간 중에도 플러스(+) 성장세를 유지하였던 것으로 나타났다.

〈그림 24〉 주요국 실질GDP 성장률 추이

(단위 : 전년동기대비, %)



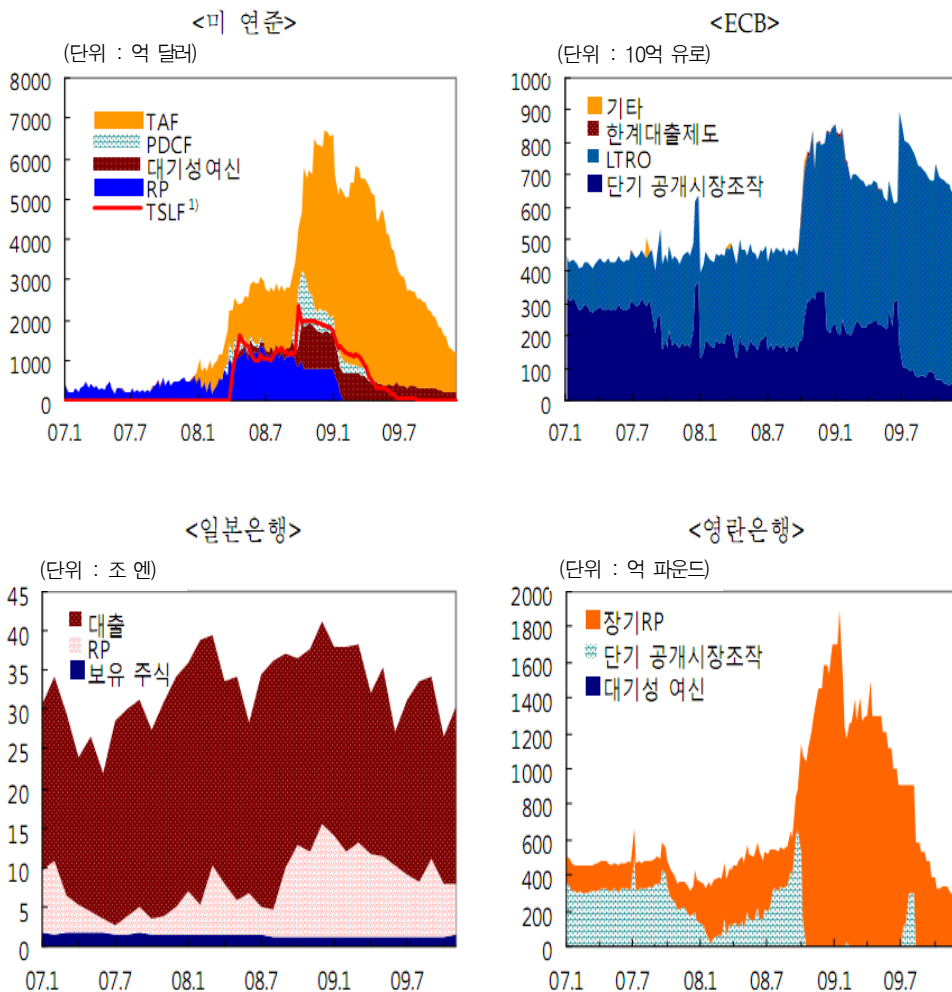
자료 : Bloomberg

이번 금융위기 기간 중 중앙은행들의 정책적 대응을 살펴보면, 2008년 3/4분기 이전까지는 주로 유동성 공급확대 등을 통한 금융시장 안정정책이 주로 시행된 반면, 리먼 브라더스 파산 이후에는 적극적인 정책금리 인하와 금융기관에 대한 공적자금 투입이 추가로 이루어진 것으로 평가되고 있다.

2008년 3/4분기 이전에는 높은 인플레이션 압력에 대한 우려가 확산되면서 금융불안 조짐에도 불구하고 미국을 제외한 대부분의 중앙은행들은 정책금리 인하를 최대한 자제하거나 오히려 소폭의 금리인상을 실시하면서 금리정책을 통한 대응을 최소화하였다. 이를 보완하기 위하여 중앙은행들은 대폭적인 유동성 공급을 통하여 금융시장 내 신용 및 유동성 경색을 해소하려 노력하였다. 특히 원활한 유동성 공급을 위하여 여러 가지 다양한 비전통적인 방식이 동원되었다. 미국 FRB의 경우에는 필요한 부문에 유동성이 직접적으로 공급되도록 유도하는 방안으로

공개시장 조작 대상 채권이나 기관 등의 확대 등 신규 유동성 공급수단을 마련하여 시행하였다. 또한 AIG 등 부실금융기관에 대한 직접적인 공적자금 지원, 베어스튼스 매각 지원 등도 실시하였다. 한편 ECB의 경우는 리먼 브라더스 파산

<그림 25> 주요 중앙은행의 금융기관 유동성 공급 현황



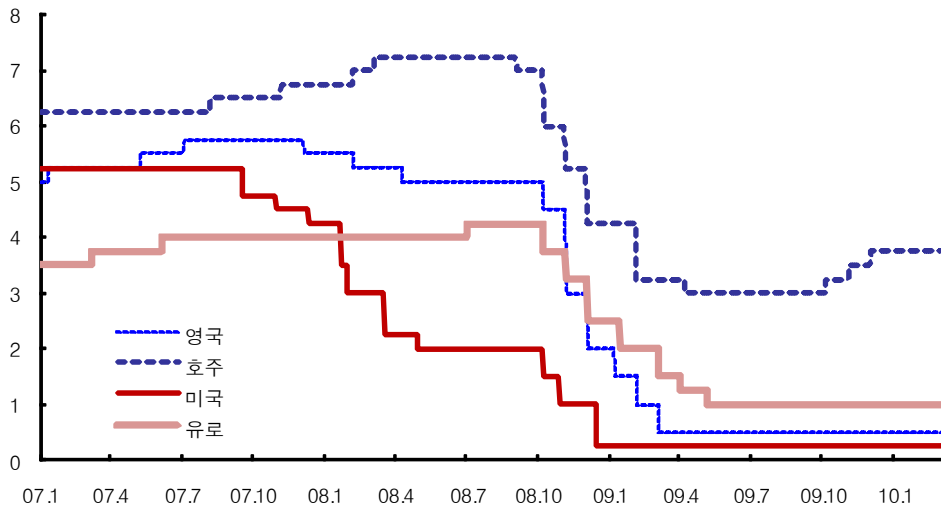
주 : TSLF는 금융기관 유동성 공급을 직접 확대시키지 않아 별도로 표시
 자료 : FRB, 일본은행, 영란은행, ECB, Bloomberg(한국은행 재인용)

사태 이전에는 금리인하나 유동성 공급규모 확대는 자제하였지만 장기 유동성 공급 비중을 크게 확대함으로써 단기유동성 경색 문제를 해결하고자 하였다. 영국의 영란은행도 2007년 하반기부터 장기 유동성 공급, 공개시장조작 대상 채권 확대 등을 실시하였고, Northern Rock 등 부실금융기관에 대한 국유화 작업이 진행되기도 하였다.

한편, 리먼 브라더스 파산 이후에는 금융시장의 불안이 극도로 심각해지고 금융시스템의 불안정성이 심화되는 모습을 보였다. 경기침체 등으로 인플레이션 우려도 해소됨에 따라 각국 중앙은행들은 유동성 공급뿐만 아니라 적극적인 금리인하와 함께 금융기관에 대한 직간접적인 공적자금 투입을 통하여 금융기관 부실에 대응하면서 금융시장을 안정시키고자 노력하였다.

〈그림 26〉 주요국 기준금리 추이

(단위 : %)



자료 : Bloomberg

〈표 8〉 미국의 주요 금융시장 안정조치

	도입시기	내 용
금융기관 유동성 공급제도		
기존 Primary Credit 확대 - 적격담보기준 완화 - 만기 확대	2007.8.17	주택모기지증권 추가 1일 → 30일
	2008.3.16	30일 → 90일
TAF (Term Auction Facility)	2007.12.12	예금은행에 입찰을 통해 28일 및 84일 만기 자금 대출
TSLF (Term Securities Lending Facility)	2008.3.11	회사채 등을 담보로 프라이머리 딜러에 연준 보유 국채 대여
PDCF (Primary Dealer Credit Facility)	2008.3.16	프라이머리 딜러 대상 익일물 대기성여신 제도 ¹⁾ 신설
신용시장 지원제도		
AMLF (ABCP MMMF Liquidity Facility)	2008.9.19	ABCP시장 지원(예금은행에 MMMF 보유 ABCP 매입자금 대출)
CPFF (CP Funding Facility)	2008.10.27	CP, ABCP시장 지원(SPV에 CP, ABCP 매입 자금 대출)
MMIFF (Money Market Investor Funding Facility)	2008.11.24	만기 90일 이내 CD, 은행채, CP시장 지원 (SPV에 MMMF 보유 CD·은행채·CP 매입자금 대출)
TALF (Term ABS Loan Facility)	2008.11.25	학자금·자동차·신용카드·소기업대출 ABS 및 CMBS시장 지원(ABS·CMBS 보유자에게 동 증권을 담보로 대출)
GSEs 관련 채권 매입제도	2008.11.25	MBS시장 등 지원(GSEs 발행채권, 보증 MBS 직매입)
국채 직매입제도	2009.3.18	매입한도 : 3,000억 달러

주 : 1) 당초 대기성여신제도는 예금은행만 해당
 자료 : 한국은행(2009)

〈표 9〉 영국의 주요 금융시장 안정조치

	도입시기	내 용
금융기관 유동성 공급제도		
장기 RP거래 확대	2007.12.12	대상증권 및 월별 매입규모 확대
SLS (Special Liquidity Scheme)	2008.4.21	유동성 낮은 MBS 등을 국채로 교환(DWF로 흡수 폐지)
DWF (Discount Window Facility)	2008.10.20 2009.2.2	SLS보다 넓은 범위의 증권을 국채로 교환 가능 364일물 추가 도입(종전 30일물)
신용시장 지원제도		
APF (Asset Purchase Facility)	2009.3.5	기업금융 및 은행간 대출시장 지원(CP, 회사채, 정부보증 은행채무증서 등 매입 ¹⁾)
국채 직매입제도	2009.3.5	매입한도 : 2,000억 파운드(APF 전체 한도)

주 : 1) 국채 직매입 포함
자료 : 한국은행(2009)

한편, 이번 금융위기의 시발국인 미국이나 금융중심지인 영국 등의 금융시장이 상대적으로 크게 불안한 모습을 보인 것으로 평가되고 있다. 그러나 2008년 3/4분기 이전에는 모든 국가들의 물가가 급등하던 시기이고, 이후에는 모든 국가들의 경제성장률이 급락하는 등 세계경제가 강한 동조화 현상을 보이며 큰 폭으로 변동하던 시기였다. 이런 이유로 동 기간 중 어느 국가의 물가상승압력이 더 강하였는지, 경기가 급락하였는지를 평가하기는 매우 어렵다는 현실적 제약이 있다.

그러므로 전체적으로 볼 때 선진 주요국 모두에서 2008년 3/4분기까지는 금융시장 불안과 실물경기 하락을 경험하면서도 높은 인플레이션이 나타나고 있음에 따라 각국 중앙은행들이 통화 및 금융정책 등을 시행하는 데 상당한 딜레마를

지니고 있었던 것으로 평가된다. 반면 2008년 3/4분기 이후에는 인플레이션이 빠르게 완화되는 가운데 경기도 침체국면으로 접어들면서 모든 중앙은행들이 매우 적극적으로 금융위기에 대응할 수 있는 여건이 조성된 것으로 보인다.

〈표 10〉 최근 주요국 경기 및 물가

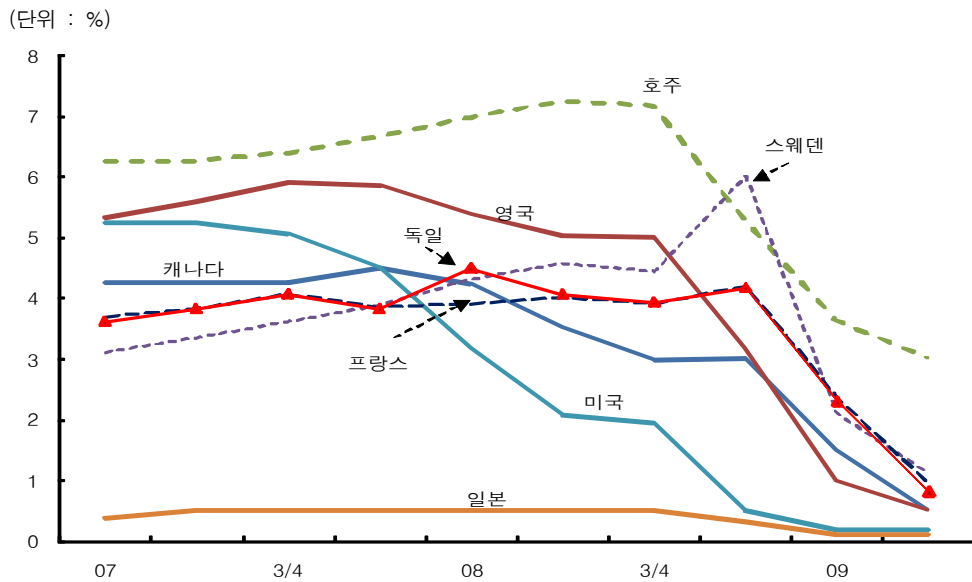
(단위 : 전년동기대비, %)

		'08,3/4	'08,4/4	'09,1/4	'09,2/4	'09,3/4	'09,4/4
일 본	물 가 상 승 률	2.2	1.1	△0.1	△1.0	△2.2	△2.1
	실질GDP성장률	△1.4	△4.1	△8.9	△5.7	△5.2	△1.0
미 국	물 가 상 승 률	5.3	1.6	△0.2	△1.0	△1.6	1.5
	실질GDP성장률	0.0	△1.9	△3.3	△3.8	△2.6	0.1
독 일	물 가 상 승 률	3.0	1.6	0.8	0.2	△0.2	0.4
	실질GDP성장률	0.8	△1.8	△6.7	△5.8	△4.8	△2.4
프랑스	물 가 상 승 률	3.6	2.0	0.7	△0.2	△0.5	0.4
	실질GDP성장률	0.1	△1.7	△3.4	△2.8	△2.3	△0.3
호 주	물 가 상 승 률	5.0	3.7	2.5	1.5	1.3	2.1
	실질GDP성장률	2.5	1.0	0.8	0.9	0.9	2.7
캐나다	물 가 상 승 률	3.4	2.0	1.2	0.1	△0.9	0.8
	실질GDP성장률	0.3	△1.0	△2.5	△3.5	△3.3	△1.2
영 국	물 가 상 승 률	4.8	3.9	3.0	2.1	1.5	2.1
	실질GDP성장률	0.2	△2.1	△5.3	△5.9	△5.3	△3.1
스웨덴	물 가 상 승 률	4.0	2.7	2.1	1.7	1.7	2.3
	실질GDP성장률	0.0	△5.0	△6.1	△5.8	△5.4	△1.5

자료 : Bloomberg

이러한 사실은 주요국 단기금리 추이를 통해 쉽게 추정해 볼 수 있다. 정책금리 변화 등 중앙은행의 정책대응 영향을 가장 크게 받는 단기금리 추이를 살펴보면, 2008년 3/4분기까지는 단기금리가 상승하거나 하락폭이 크지 않았지만 이후에는 상당히 큰 폭으로 단기금리가 하락하고 있다. 이후 2008년 3/4분기 이후에는 모든 국가에서 매우 가파르게 단기금리가 하락하였음을 확인할 수 있다.

〈그림 27〉 주요국 단기금리 추이



자료 : Bloomberg, Datastream, IFS

이와 같은 단기금리의 변화폭을 비교하여 보면, 중앙은행들의 대응면에서의 차이를 어느 정도 살펴볼 수 있다. 특히 2008년 3/4분기 이전까지 인플레이션 압력 때문에 중앙은행의 정책시행이 상당히 제한적일 수밖에 없었던 기간의 단기금리 변화폭을 비교하여 보면, 물가안정목표제 시행국가들과 그렇지 않은 국가들 사이에 단기금리의 변화폭이 조금 다르게 나타나고 있다. 예를 들면, 2007년

1/4분기 대비 2008년 3/4분기의 단기금리 하락폭을 비교하여 보자. 금융위기를 심하게 겪은 미국과 영국의 경우 물가안정목표제를 시행하지 않고 있는 미국의 단기금리 하락폭이 물가안정목표제를 시행하고 있는 영국의 하락폭보다 더 크게 나타나고 있다. 유로지역의 경우에도 물가안정목표제를 시행하지 않고 있는 독일, 프랑스의 단기금리 하락폭이 물가안정목표제를 시행하고 있는 스웨덴의 하락폭보다 더 크게 나타나고 있다.

〈표 11〉 2007년 1/4분기 대비 2008년 3/4분기 단기금리 변화 폭 비교

(단위 : %, %p)

	물가안정목표제 국가			
	영 국	캐나 다	스웨 덴	호 주
① 2007년 1/4분기 평 균	5.32 (100)	4.25 (100)	3.11 (100)	6.25 (100)
② 2008년 3/4분기 평 균	5.00 (93.98)	2.99 (70.36)	4.43 (142.63)	7.17 (114.72)
② - ①	△0.32 (△6.02)	△1.26 (△29.64)	1.33 (42.63)	0.92 (14.72)
	비물가안정목표제 국가			
	미 국	일 본	프랑 스	독 일
① 2007년 1/4분기 평 균	5.26 (100)	0.38 (100)	3.69 (100)	3.62 (100)
② 2008년 3/4분기 평 균	1.94 (36.88)	0.50 (131.58)	3.92 (106.12)	3.94 (108.85)
② - ①	△3.32 (△63.12)	0.12 (31.58)	0.23 (6.12)	0.32 (8.85)

주 : () 안은 2007년 1/4분기를 100%로 환산하여 계산한 수치임.

즉 분석대상 국가 중 물가안정목표제 국가들은 2008년 3/4분기 단기금리가 2007년 1/4분기에 비해 평균 0.17%p 정도 상승한 반면, 물가안정목표제를 시행하지 않는 국가들은 같은 기간 동안 단기금리가 평균 0.66%p 하락한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 물가안정목표제를 시행하지 않고 있는 중앙은행들이 보다 적극적으로 금융위기 발생 가능성에 대응한 정책을 시행하였을 개연성을 보여준다고 할 수 있다.

2) 위기기간 중 주요국의 중앙은행 정책대응 평가에 대한 실증분석

위기기간 중 주요국 중앙은행의 정책반응에 유효한 변화가 나타났는지를 살펴보기 위하여 식(5)의 통제변수에 위기기간 더미와 GDP갭, 위기기간 더미와 물가갭, 위기기간 더미와 환율갭 간 교차항을 포함시켜 분석하였다.

$$I_{z,t} = \alpha + \beta_1 Q_{z,t+1} + \beta_2 \Pi_{z,t+1} + \gamma_1 e_{z,t} + \gamma_2 crisis_t + \gamma_3 (crisis_Q)_t + \gamma_4 (crisis_\Pi)_t + \gamma_5 (crisis_e)_t + v_z + \epsilon_{z,t} \quad (5')$$

〈표 12〉 추가 변수의 정의

변수명	설 명
$crisis_Q$	금융위기와 t+1기의 GDP갭 간 교차항
$crisis_\Pi$	금융위기와 t+1기의 물가갭 간 교차항
$crisis_e$	금융위기와 t기의 e 간 교차항

실증분석 결과, 물가안정목표제를 채택한 선진국의 경우 금융위기 더미변수와 의 교차항이 모두 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이는 이들 국가들이 금번 글로벌 금융위기가 본격적으로 확산되기 이전인 2007~2008년 중반만 하더라도 금융불안이 증대되는 가운데 고유가에 따른 물가상승이 동시에 진행되는 딜레마 상황에 직면하고 있었음에 따라 어느 한 변수의 움직임에 뚜렷한 반응을 보이기 힘든 상황에 따른 결과로 추정된다.

반면 물가안정목표제를 채택하지 않은 선진국의 경우 평상시와는 달리 금융위기기간 중 $t+1$ 기의 물가값 1단위 상승에 대하여 t 기에 금리갭은 1.71%p 통계적으로 유의하게 하락한 것으로 분석되었다. 이 결과는 <표 12>에서 얻은 결과를 뒷받침해 주는 것으로 금융위기가 본격적으로 확산된 2008년 10월 이전에는 인플레이션 압력이 존재하였음에도 불구하고 이들 중앙은행은 상대적으로 물가 상황에 유연하게 대처할 수 있었기 때문인 것으로 보인다. 즉 이들 중앙은행들은 물가안정목표제를 채택한 국가들에 비해 통화정책이 물가안정에만 얽매일 필요가 없어 물가상승에도 불구하고 금리를 인하하면서 금융불안에 선제적으로 대응했다고 할 수 있다.¹⁷⁾ 이와 같은 결과는 물가안정목표제를 채택하고 있는 국가들의 경우에는 물가불안과 금융불안이 동시에 진행되는 상황에 직면한 경우 물가불안 우려로 인하여 금리인하 및 유동성 공급 등 금융불안에 대응한 정책을 선제적으로 실시하는 데 상당한 어려움이 있었음을 보여주는 것이기도 하다. 따라서 이는 한국은행이 금융불안에 선제적으로 대응하지 못했다면 부분적으로나마 물가안정목표제라는 제도적 특징에도 원인이 있음을 시사해 주는 분석결과라고 판단된다.

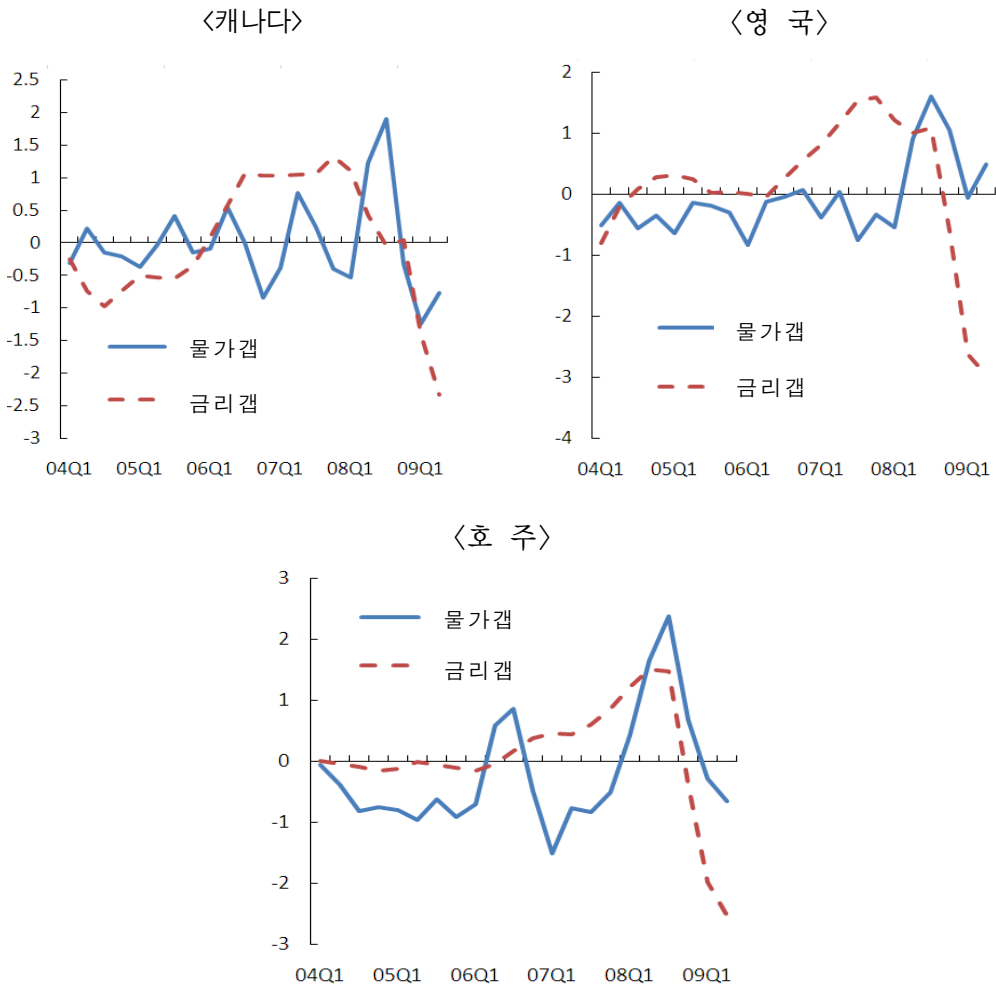
이러한 결과는 앞서 실제 단기금리 데이터 추이를 통해 살펴본 결과와 대략적으로 일치하고 있다. 즉, 오일가격 상승 등으로 인하여 대부분 국가들에서 인플

17) 한편 이들 국가들의 환율은 금리와 부의 관계를 나타냈다. 이는 미국 등에서 안전자산 선호경향 강화 등으로 인하여 환율은 강세를 나타낸 반면 단기 금리는 하락하였기 때문인 것으로 평가된다.

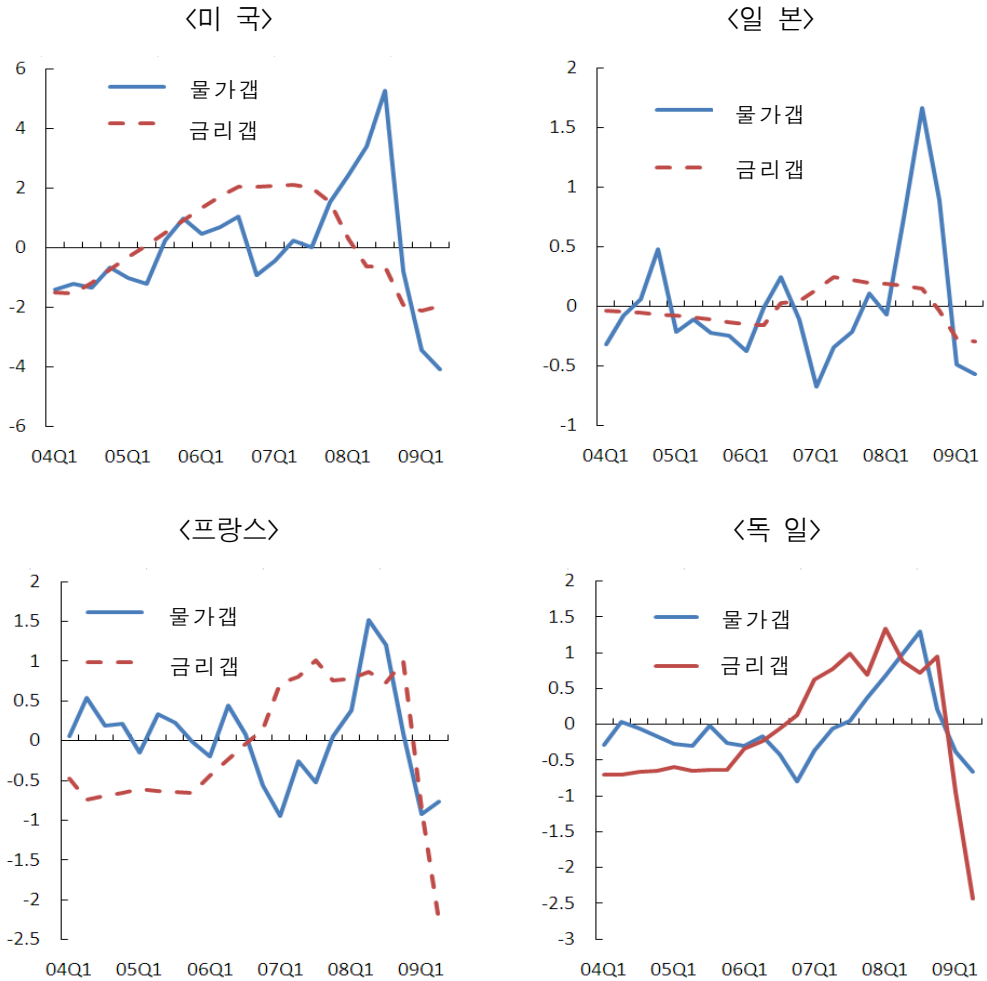
레이션 상승압력이 2008년 3/4분기까지는 동일하게 진행되었는데, 단기금리갭은 물가안정목표제를 하지 않은 국가들에서 대략 1~2분기 정도 빨리 하락하기 시작한 것으로 나타나고 있는 것이다.

〈그림 28〉 주요 선진국 물가갭 및 금리갭 추이

물가안정목표제 채택 국가



물가안정목표제를 채택하지 않은 국가



자료 : Bloomberg, IFS

한편, 물가안정목표제를 채택한 신흥국 역시 금융위기 기간 중 정책반응을 통계적으로 유의하게 변경시킨 부분은 없는 것으로 나타났다. 다만, 이는 신흥국의 경우 선진국보다 상대적으로 금융위기의 영향을 작게 받음에 따라 나타난 결과일 가능성도 있음에는 유의할 필요가 있을 것이다.

〈표 13〉

실증분석 결과

종속변수	금리 갭		
분석 도구	Panel GMM		
분석 기간 (조정 후)	2000년 1/4분기~2009년 2/4분기 (2000년 2/4분기~2009년 1/4분기)		
	Inflation targeting		Non-inflation targeting
	선진국	신흥국	선진국
상 수	△0.005 (△0.010)	△0.411 (△1.981)**	0.401 (2.055)**
GDP 갭	0.200 (1.965)*	△0.005 (△1.024)	△0.158 (△0.568)
물가 갭	△0.478 (△1.651)	0.382 (2.016)**	2.118 (3.119)***
실질실효환율	△0.018 (△0.546)	0.062 (3.190)***	△0.038 (△1.884)*
금융위기×GDP갭	△0.101 (△1.106)	△0.018 (△1.156)	0.223 (0.767)
금융위기×물가갭	0.693 (1.287)	0.639 (0.737)	△1.706 (△1.832)*
금융위기×실질실효환율	△0.018 (△0.713)	△0.047 (△1.183)	0.028 (1.965)*
금융위기	0.988 (0.939)	△1.363 (△1.244)	△0.462 (△1.179)
R^2	0.091	0.091	0.152
J-statistic	1,672	1,231	0.791
관측치(observations)	108	180	144

주 : 1) 잔차항의 자기상관조정을 위해 AR(1)을 고려하였으며, () 안은 t-값.

2) *는 10%, **는 5%, ***는 1% 범위에서 유의함을 의미

IV. 우리나라와 각국의 물가안정목표제 비교

지금까지의 분석결과는 물가안정목표제가 물가불안과 금융불안이 동시에 나타나는 상황에서는 통화정책의 금융불안 대응력을 제약시키는 방향으로 작용할 가능성이 높음을 보여준다. 이에 따라 향후 경제여건이 물가불안보다는 금융불안의 발생 여지가 더 큰 방향으로 변화할 것이라는 전망 등을 감안해 볼 때 물가안정목표제를 개선하거나 통화정책체계를 전면적으로 개편할 필요성이 있다고 할 수 있다. 이런 문제의식을 기반으로 본 장은 우리나라의 통화정책체계에 대한 개선방안을 제시하기에 앞서 우리나라의 물가안정목표제를 보다 자세히 살펴보는 데 목적이 있다. 이를 위해 우리나라의 물가안정목표제와 주요국들의 물가안정목표제를 비교·분석함으로써 우리나라 물가안정목표제의 특징을 찾아보았다. 또한 이러한 비교분석을 토대로 현행 물가안정목표제를 보완함으로써 보다 더 유연한 통화정책체제로 이행할 수 있는 가능성을 탐색해 보았다.

물가안정목표제는 물가안정 및 실물경제·금융시장의 안정에 대한 상대적 중요도에 따라 다시 구분할 수 있다. 일반적으로 물가안정에만 초점을 맞춘 경우를 엄격한 물가안정목표제(Strict Inflation Targeting)로, 실물경제·금융시장 안정도 감안할 경우를 신축적 물가안정목표제(FIT: Flexible Inflation Targeting)로 지칭¹⁸⁾하고 있다. 한편 실제 정책운영 행태는 각국의 경제 상황 및 구조, 경제주체의 중앙은행에 대한 신뢰도 및 물가안정에 대한 인식 등에 따라 다를 수밖에 없고 이를 반영해 제도도 설정되는 경향이 있다. 이하에서는 이러한 인식하에 물가안정목표제를 도입한 주요 국가들의 실제 제도 운영방식 및 통화정책 운영 형태를 우리나라와 비교하여 보았다.

18) 엄격한 물가안정목표제와 신축적 물가안정목표제는 1990년대 Svensson이 사용하기 시작한 후 현재 보편적으로 통용되고 있다.

1. 물가안정목표 대상지표

현재 II장에서 제시한 적정 목표대상지수의 조건들에 가장 적합한 물가지수는 소비자물가지수(CPI)인 것으로 받아들여지고 있다.¹⁹⁾ 소비자물가지수는 경제주체에 가장 친밀할 뿐 아니라 이해하기 용이하여 기대인플레이션 수렴 준거로서의 유용성이 GDP디플레이터나 근원물가지수 등 여타 물가지표에 비해 우월하다는 장점을 지니고 있다. 더욱이 소비자물가지수가 가계의 소비지출활동과 밀접히 연관되어 있다는 점도 간과할 수 없는 장점이다.

이런 점에서 현재 물가안정목표제 도입 국가 중 태국을 제외하고는 모든 중앙은행이 소비자물가지수를 목표대상지표로 활용하고 있는 점은 예상되는 결과이다. 물론 과거에 뉴질랜드, 호주 및 영국과 더불어 우리나라도 대상지표로 근원인플레이션을 활용한 바 있다. 이는 소비자물가지수를 활용할 경우 날씨 등에 민감한 농산물이나 통화정책으로 대응하기 어려운 유가 등 기타원자재가격변화 등에 노출되는 단점을 보완하기 위한 목적이었으나 경제주체와의 의사소통 어려움, 통화정책의 책임회피 논란 등을 이유로 모두 소비자물가지수로 변경하였다. 따라서 대상지표 측면에서 우리나라는 여타 물가안정목표제 국가들과 차별성을 보이지 않는다.

2. 물가안정목표 수준 및 설정방식

물가목표는 해당 물가안정목표제 국가의 물가수준 및 단계에 따라 다르다. 일반적으로 물가안정목표제를 도입하는 시점에서 국가들은 상대적으로 높은 물가수준을 경험하고 있는 경우가 상당하다. 따라서 도입 초기의 정책목표는 현재의

19) IMF(2000) 참조

고물가를 점진적으로 낮추어 장기적으로 적정 물가수준으로 수렴하게 하는 디스인플레이션으로의 이행이라고 할 수 있다. 이 경우 물가목표는 경제의 안정적인 성장을 지속시킬 수 있는 정도의 적정 인플레이션 수준, 주요 물가여건과 더불어 단기적인 물가전망을 감안하여 설정되어진다. 특히 이 단계에서의 정책방향은 물가목표를 단기적인 물가전망을 감안해 점진적으로 하향시키면서 중장기적으로 적정 수준으로 수렴하게 하는 것이 바람직한 것으로 인식되고 있다. 왜냐하면 통화정책은 인플레이션은 물론 실물경제 및 금융시장 등에 각각 상이한 시차를 두고 파급되므로 물가안정에만 초점을 맞추어 정책을 운영할 경우 실물경제 및 금융시장 안정과 상충관계(variability trade-off)를 초래할 가능성이 있기 때문이다. Svensson(1997)은 특히 이 단계에서 실제 인플레이션이 목표를 이탈한 경우에도 조급하게 물가목표에 복귀하려 애쓰기보다는 단기 물가전망을 반영하여 점진적으로 목표에 수렴시키는 것이 중요하다고 제안하고 있다.

반면, 인플레이션이 적정 수준에서 안정된 모습을 지속하고 있는 단계에서는 물가목표를 인플레이션의 적정 수준과 주요 물가여건 등을 감안하되 완충영역을 두어 정(+)의 값으로 설정하는 것이 바람직한 것으로 논의된다. 왜냐하면 소비자물가지수는 일정 기간 품목의 가중치를 고정해 편제되는 등 실제 물가에 비해 상향편의(overestimated bias)²⁰⁾를 갖는 데다 목표가 낮게 설정될 경우 초래될 디플레이션을 사전에 방지할 필요가 있기 때문이다. 디플레이션이 초래될 경우 경제 전반에 심각한 부작용을 유발하는 가운데 중앙은행의 금리조정 여력도 상당 정도 제약할 수 있음을 고려해야 한다. 분석대상 시기 및 국가, 분석방법 등에 따라 실증연구들이 다양한 결론들을 내리고 있어 적정 인플레이션 수준에 대한

20) 소비자물가지수의 품목별 가중치가 일정기간(일반적으로 5년) 동안 고정되어 있는 현실에서는 소비자물가지수가 상향편의(upward)하는 경향을 지니고 있다. 왜냐하면 가격 상승에 따른 구매단, 더 낮은 가격에 있는 제품으로의 대체 구매 등 구매행태 변화가 물가지수에 적절히 반영되지 못할 뿐만 아니라 제품의 품질향상에 의한 실질가격상승도 일정기간 동안에는 그대로 물가상승으로 반영되기도 하기 때문이다.

학문적 합의가 이루어지지 않고 있으나 경험적으로 선진국의 경우 경제성장을 저해하지 않는 인플레이션은 대체로 2%이며, 여기에 상하 완충영역을 둘 경우 1~3%인 것으로 받아들여지고 있다(Reserve Bank of New Zealand, 2002).

신흥국의 경우에는 물가목표를 선진국의 목표치보다 다소 높게 하는 동시에 목표범위도 더 넓게 설정하는 것이 바람직한 것으로 논의된다(Ito, 1999). 그 이유는 먼저 선진국과 마찬가지로 소비자물가지수 산정에 상향편의적인 측정 오류가 있을 수 있는데다 신흥국 경제는 일반적으로 빠른 성장추세를 보이는 가운데 상대가격도 빠르게 변화하는 경향을 보인다는 점이 거론된다. 특히 신흥국의 경우 재화의 질은 물론 생활수준이 상대적으로 빠르게 개선됨에 따라 소비바스켓이 선진국에 비해 더 빠르게 변화하면서 인플레이션 상향편의를 악화시킬 가능성이 더 크다는 사실이 지적되고 있다. 또한 교역재와 비교역재 간 생산성 격차로 인하여 상대가격 격차가 선진국에 비하여 더 확대될 가능성이 있다는 점도 고려요인으로 지적된다. 여기에다 명목임금 등의 하방경직성으로 물가목표가 지나치게 낮으면 중앙은행의 거시경제 조절능력이 크게 제약될 수 있다는 점도 거론된다. 이와 관련하여 최근 중앙은행 위기대응 기능의 중요성이 부각되면서 그동안 선진국 등에 대해서는 2%대의 물가목표가 적정하다고 주장해 온 IMF가 4%대의 물가목표 설정 필요성을 제기²¹⁾하고 나선 것은 상당한 시사점을 제공해 준다 할 것이다.

한편, 대부분의 물가안정목표제 국가는 물가목표를 단일 목표수치(point) 또는 범위(range)로 설정하여 제시하고 있다. 뉴질랜드, 태국 등은 물가목표를 특정 범위로 설정하고 있는데, 이는 실증분석 결과²²⁾를 토대로 일정한 정(+)²¹⁾의 영역(positive range) 내에서는 인플레이션의 성장에 대한 영향이 무차별하므로 통화

21) Blanchard *et al.*(2010)

22) Brook, Karagedikli and Scrimgeour(2002)

정책도 무차별하게 운영하는 것이 적절하다는 논리에 근거하고 있다. 또한 중앙은행은 예기치 못한 공급충격 등으로 인한 변동 가능성, 경제여건에 따른 정책시차의 가변성, 물가전망의 오차 등을 수용할 여지를 마련할 필요가 있다는 점도 범위설정의 타당성 근거로 논의되고 있다. 이를 통해 불가피한 물가의 변동성을 수용함으로써 중앙은행은 실물경제 및 금융시장 상황 등을 정책적으로 고려할 여력을 확보할 수 있다는 것이다. 반면 영국, 호주 등은 경제주체가 중앙은행의 정책 의도를 쉽게 인지할 수 있고 기대인플레이션 수렴에도 용이하다는 점을 들어 물가목표를 단일수치로 제시하고 있다. 실증분석 결과, 단일수치로 제시한 경우의 물가 변동성이 범위로 설정한 경우보다 상대적으로 작게 나타난 점²³⁾도 단일수치 물가목표 설정의 논리로 활용되고 있다.

실제 대부분의 중앙은행들은 중심치(mid-point)에 상하로 변동 허용폭(tolerance margin)을 설정하는 방식으로 물가목표를 제시함으로써 양 방식의 장점을 포괄하는 형태를 취하고 있다. 즉 기대인플레이션이 단일점으로 수렴하도록 중심치를 제시하면서도 불가피한 물가 변동을 어느 정도 수용하는 것이다. 이 경우 중앙은행은 인플레이션이 중심치에 근접하도록 정책을 운영하면서 변동 허용폭만큼 실물경제 및 금융시장 상황 등을 고려할 수 있다는 장점을 활용할 수 있다.

한편, 변동 허용폭은 목표대상지표의 변동성, 통화정책 운영여건 등을 종합적으로 고려하여 결정된다. 중앙은행들은 경제구조가 크게 변동하지 않는 기간을 대상으로 인플레이션의 변동성(표준편차)을 측정한 뒤 이를 토대로 특정 폭을 설정한다. 여기에 정책운영 여건을 고려하는 데 기대인플레이션이 안정(anchored)된 경우에는 변동폭을 상대적으로 넓게 설정하여 통화정책 운영의 신축성을 제고하는 것이 바람직한 것으로 논의된다. 반면 기대인플레이션이 불안정한 경우는 중앙은행의 물가안정에 대한 의지가 인식될 수 있도록 상대적으로 좁게 설정하는

23) Hargreaves(2002)

것이 효과적이라고 인식되고 있다. 그러나 너무 엄격한 설정은 빈번한 목표 이탈 및 이로 인한 정책의 신뢰도 저하로 이어질 수 있다. 이런 점을 고려하여 대다수 중앙은행은 물가목표의 범위 또는 변동 허용폭을 대체로 1%포인트로 설정하는 경향을 보이고 있다.

〈표 14〉 주요국의 물가안정목표 제시 현황¹⁾

제시 형태	국 가	목 표 수 준
단일수치(point)	영 국 ²⁾	2.0%
	노 르 웨 이 ²⁾	2.5%
	호 주	2.0~3.0%
중심치 ± 변동허용폭	캐 나 다	2.0 ± 1.0%
	스 웨 덴	2.0 ± 1.0%
	칠 레	3.0 ± 1.0%
	체 코	3.0 ± 1.0%
	멕 시 코	3.0 ± 1.0%
	한 국	3.0 ± 1.0%
범 위(range)	뉴 질 랜 드	1.0~3.0%
	태 국 ³⁾	0.0~3.5%
	남아프리카공화국	3.0~6.0%

- 주 : 1) 2008년말 기준, 우리나라는 2010~2012년 중 물가안정목표치
 2) 목표 이탈시 설명책임 수행 기준은 중심치 기준 상하 1%포인트
 3) 근원인플레이션 기준

이런 점에 비추어 볼 때 우리나라의 물가목표는 여타 국가의 물가목표와 비교하여 특별한 차이점을 찾을 수 없다. 우리나라는 현재 소비자물가상승률 3%를

중심치로 상하 1%포인트의 완충영역을 두고 있다. 선진국의 일반적인 물가목표 중심치인 2%보다는 높으나 앞서 언급한 신흥국의 특성을 고려하면 현재의 물가목표는 물가안정목표제의 일반적인 기준이라 할 것이다. 다만, 최근 IMF 주장 등을 감안할 때 우리나라 역시 금융위기 발생을 억제하고 통화정책의 유효성을 확보하기 위하여 현재 3%로 설정된 목표중심치를 상향 조정하거나 변동허용폭을 $\pm 1.0\%$ 포인트에서 $\pm 1.5\%$ 포인트로 확대하는 방안을 검토해 볼 수 있을 것이다.

3. 대상기간

대상기간은 물가안정목표제가 변경 없이 적용되는 기간을 지칭하는데, 특정 연도가 기간으로 지정되기도 하지만 기간에 대한 명시적 언급이 없는 경우도 있다. 기간이 특정된 경우에는 동 기간 종료 후 경제의 구조 변화 및 여건 등을 반영하여 제도부문의 전부 또는 일부를 변경하는 것이 일반적이다. 이런 이유로 대상기간은 각 국의 경제 구조 및 여건, 제도적 관행 등을 반영하여 다양한데, 대체로 다음과 같은 네 가지 형태로 구분될 수 있다.

첫 번째는 우리나라(3년), 캐나다(5년)와 같이 기간을 특정하는 형태이다. 이는 기간 만료 후 물가행태 및 여건 변동 등을 점검하여 새로운 물가목표를 설정할 수 있는 장점이 있으나 기간 중 설정된 목표의 준수 의무로 통화정책이 상황에 따라 요구되는 역할을 못하고 물가목표에만 매달리는 경직성을 지닐 수 있는 단점이 있다. 두 번째 형태는 중앙은행 총재 임기와 동일하게 설정하는 형태인데, 이는 중앙은행 총재 취임시 정부와의 협정(Policy Target Agreement)을 체결하고 있어 총재 임기가 자연히 대상기간으로 작동하는 뉴질랜드의 경우에 해당된다. 세 번째는 기간이 특정되어 있지 않은 형태이다. 경제활동이 지속적으로 이루어진다

는 점을 고려해 스웨덴, 노르웨이, 칠레 등 다수의 중앙은행들이 이러한 형태를 취하고 있다. 마지막 형태는 총재 또는 재무장관 변경시 공동성명(Statement On the Conduct of Monetary Policy)을 발표하는 호주나 재무부가 매년 물가목표를 제시하는 영국의 형태가 있으나 호주는 물가목표제 도입(1993년) 이후, 영국은 2004년 이후 동일한 목표를 유지하고 있는 점에 비추어 형식적으로는 기간이 특정되어 있으나 내용상으로는 두 나라 모두 기간을 정하지 않은 세 번째 형태와 동일하다고 할 수 있다.

이상에서 살펴본 것처럼 우리나라의 물가안정목표제는 대상기간을 3년으로 특정지어 놓았다는 데서 다른 나라의 물가안정목표제와 구별되는 특징을 지니고 있다. 그런데 앞서 지적했듯이 기간을 특정하여 물가목표치를 제시하는 나라는 소수에 불과한데다 우리나라는 기간을 특정하고 있는 다른 국가들과 비교할 때도 3년²⁴⁾이라는 비교적 단기간 중의 물가목표를 설정하고 있어 통화정책의 유연성에 상당한 제약을 받을 수 있는 단점이 있다. 물론 매 3년마다 물가목표치를 설정하더라도 매번 동일한 목표치와 범위를 제시한다면 실제적으로는 기간이 특정되지 않은 효과를 지닐 수 있다. 그러나 최근 한국은행과 정부는 2010~12년 중 물가목표치를 제시하면서 중심치(3%)는 그대로 유지하였으나 변동허용폭을 $\pm 0.5\%$ 포인트에서 $\pm 1.0\%$ 포인트로 확대하였다. 이처럼 3년마다 물가목표범위가 변경되는 가능성에 노출되어 있는 점을 고려한다면 중앙은행의 통화정책은 유연성이 상당히 제약될 수밖에 없을 것이다. 특히 최근의 글로벌 금융위기와 같은 상황에서 중앙은행의 대응능력을 제한하는 요인으로 작용할 가능성이 높은 것으로 생각된다.

24) 체코는 4년, 캐나다는 5년을 채택하고 있으며 높은 인플레이션을 경험한 태국, 멕시코의 경우는 매년 물가목표를 설정하고 있다.

4. 통화정책 평가

평가기간은 물가 및 경기전망 등에 의거해 통화정책을 선제적으로 운영하였을 경우 필요한 정책시차, 예기치 못한 충격으로 목표를 이탈한 물가가 다시 목표로 수렴되는 데 소요되는 기간 등을 감안하여 결정한다. 단기간 평가에 따른 부작용 등으로 물가목표의 대상기간을 특정하지 않은 중앙은행은 물론, 그밖의 중앙은행들도 대부분 실제 운영에 있어서 통화정책 성과에 대한 평가기간을 특정하지 않고 있다. 이에 따라 대부분의 국가에서는 평가시점에서 대체로 최적 정책시차를 기준으로 하여, 평가 대상기간 중 물가변동을 유발한 충격의 종류, 물가 순환주기 등을 감안하여 평가기간을 신축적으로 설정한다. 이렇게 신축적으로 설정된 평가기간을 대상으로 평균 인플레이션율이 물가목표 범위 근방에 있으면 통화정책은 적절히 운영된 것으로 평가된다.

이처럼 물가안정목표제를 채택하고 있는 대부분의 국가에서는 통화정책의 평가기간을 특정하지 않고 중기로 설정하고 있음에 따라 실제 운영에 있어서 물가목표는 특정기간의 평균치 개념이 아닌 중기적으로 중앙은행이 지향하는 준거치의 개념으로 활용된다.

그런데 우리나라의 경우는 물가목표 대상기간을 3년으로 설정하고 있을 뿐만 아니라 최근까지 통화정책 운용에 대한 평가도 목표 대상기간에 맞추어 실시하였다. 매년 물가목표치를 설정하는 태국이나 멕시코의 경우도 통화정책 평가기간을 특정하지 않고 중기로 설정함으로써 통화정책이 유연성을 확보하고 있음을 고려할 때 평가기간을 3년으로 설정한 우리나라의 물가안정목표제는 지나치게 경직적²⁵⁾이었다 할 것이다. 더욱이 단기간 평가의 경우는 중앙은행의 노력에도

25) 우리나라 이외에 평가기간을 설정하는 나라는 체코(4~6분기)가 유일한 것으로 파악되고 있다 (Claes Berg(2005) 참조).

불구하고 물가가 목표치를 이탈할 가능성이 높은 만큼 중앙은행이 물가목표 미준수에 대한 설명 등을 해야 할 개연성이 높아 통화정책의 신뢰성 손상으로 이어질 수 있다는 문제점을 지니고 있다.

이런 문제점은 한국은행이 2010년 들어 물가안정목표의 평가방식을 수정하게 하는 역할을 하였다. 한국은행은 물가안정목표 적용기간이 종료되고 나서야 정책 운영에 대한 평가가 이루어짐에 따라 「시행 → 평가 → 시행」으로 이어지는 통화정책의 연속성이 단절된다는 문제점과 더불어 목표 적용기간이 끝나는 시점으로 갈수록 정책의 시계(time horizon)가 짧아지게 되어 중기적 관점에서의 미래지향적 통화정책 운영이 곤란하다는 점을 평가방식의 수정 논거로 들고 있다. 이에 따라 2010년부터는 물가목표 적용기간 종료 후 목표달성 여부를 판단하는 대신 중기적 시각에서 물가흐름을 정기적으로 점검하는 방식으로 개편한다고 발표하였다. 또한 연 단위 운영상황 점검·설명은 매년 12월 '물가안정목표 운영상황 점검(예시 : 2010년 12월)'을 발표하는 형식으로 이루어질 예정이라고 밝히고 있다.

그러나 한국은행이 밝힌 평가방식의 개편안은 3년으로 특정된 목표기간의 제약 하에서 매년 평가시 과거의 실적을 포함하여 하는 것이 아니라 당해 연도에 대해서만 평가하고 향후 물가전망을 밝히는 것이다. 그러나 이는 3년의 대상기간이 종료되는 시점에서는 동 기간 전체에 대한 평가가 있어야 하는데다 평가대상기간을 중기로 설정하여 운영하는 것이 아니라는 점에서 통화정책의 신축성이 여전히 제약되는 형태라고 할 수 있다. 특히 물가목표 대상기간은 3년으로 설정한 상황에서 평가방식을 연 단위로 운영하는 형태는 경제주체들에게 상당한 혼신을 줄 우려가 있다. 이에 따라 향후 물가목표 대상기간의 변경과 더불어 다시 검토되어야 할 사항이다.

V. 향후 우리나라의 바람직한 통화정책체계

앞서 각 국가들의 물가안정목표제 사례분석을 통하여 동 제도를 도입한 대부분의 국가들에서 제도도입 이후 물가상승률이 물가목표 범위 내에서 유지되는 등 물가안정이 성공적으로 달성된 것으로 나타났다. 그러나 2000년대 들어서는 전 세계적인 저물가체제의 정착으로 물가안정목표제의 의의가 점차 약화된 것도 사실이다. 특히 저물가·저금리 체제하에서 발생한 최근의 글로벌 금융위기로 인하여 위기에 대응하기 위한 중앙은행의 역할을 제고하려는 논의가 확산되고 있다. 이와 관련하여 앞서의 실증분석 결과, 금융위기 발생시 물가안정목표제 중앙은행의 대응력이 상대적으로 취약한 것으로 나타난 점은 향후 중앙은행의 금융위기 대응능력을 제고시키기 위해 물가안정목표제의 개선이 필요함을 시사한다. 이는 동 제도를 채택하고 있는 우리나라도 예외가 아님은 물론이다.

중앙은행의 금융위기 관련 대응은 금융위기 발생방지를 위한 사전적 대응과 금융위기 발생 이후 금융안정을 위한 사후적 대응으로 구분할 수 있다. 사실 앞서의 실증분석은 금융위기 이후 중앙은행들의 정책함수 반응이 평상시와 비교하여 차이가 있었는지를 분석한 것이라는 점에서 중앙은행의 사후적 대응정도를 살펴본 것이라고 할 수 있다. 그런데 중앙은행의 금융위기 대응은 발생이후 사태처리를 위한 사후적 대응보다도 금융위기 발생방지를 위한 사전적 대응이 보다 중요할 수 있다. 이는 특히 물가안정이 역설적으로 자산가격 상승을 유발시킬 수 있는 요소를 지니고 있다는 점과도 관련이 있다.

물가안정이 지속되면 물가상승 기대심리가 안정되고 저금리기조가 지속될 수 있는 토대가 마련된다. 여기에 자산가격 상승기대가 형성되면 경제주체들이 금융부채를 증대시키면서 빠르게 팽창한 시중유동성이 부동산 등 자산시장으로 유입

되는 금융시장의 불균형이 초래된다. 자산가격 상승은 곧 담보가치의 상승을 의미하게 되고, 이는 다시 경제주체들의 자금유입 여력을 증대시키게 됨에 따라 자산가격 거품 형성의 악순환이 발생하게 된다. 1990년대 들어 물가안정목표제가 확산되고 세계적인 저물가체제가 지속되는 상황에서도 금융불균형이 발생하고 있음은 이를 반증한다 하겠다. 이처럼 물가안정이 지속되는 상황에서도 자산가격 버블 붕괴에 따른 금융위기 발생이 가능하기 때문에 통화정책은 중장기적인 시계에서 물가안정을 추구해 나가되 상황에 따라 유연하게 운영될 필요가 있는 것이다.

다만, 물가안정목표제하에서의 중앙은행의 통화정책이 신용팽창에 따른 자산가격 변동에 선제적으로 대응하여야 하는가에 대해서는 다양한 의견이 존재한다. 전통적 견해는 중앙은행은 자산가격 변동에 선제적으로 대응하지 않는 것이 바람직하다는 것이 일반적이었다. 왜냐하면 자산가격에 거품이 형성되었는지를 판단하는 것은 어려울 뿐만 아니라 설령 자산가격에 거품이 있다고 하더라도 금리정책으로 대응할 경우 자산가격뿐만 아니라 경제 전반에 영향을 미치게 된다는 것이 중요한 논거이다. 다만, 자산가격 변동이 소비자물가로 전이되거나 경기변동을 유발할 수 있으므로 자산가격 변동에 따른 물가 및 경기변동의 최소화에 노력해야 한다는 입장을 취하고 있다.

그러나 2000년대 들어 물가안정목표제하에서도 중앙은행이 물가·경기 안정을 달성하기 위해서는 자산가격의 통상적인 변동은 물론 거품 발생 가능성에 대해서도 통화정책으로 대응해야 한다는 견해가 대두하기 시작하였다. 자산가격에 대한 대응론은 정책대응 방식에 따라 간접대응론과 직접대응론으로 나뉘어진다. 먼저 간접대응론은 자산가격 변동이 물가·경기에 미치는 파급영향에 국한해 대응해야 한다는 견해이다. 이에 반해 직접대응론은 자산가격 거품 발생 가능성을 포함하여 자산가격 변동에 직접 대응해야 한다는 견해이다.

간접대응론은 Bernanke and Gertler(1999, 2001) 등이 주장하고 있다. 이들은 주식이나 부동산 등 자산가격 변동이 물가에 미치는 파급영향에 한정하여 금리 정책으로 대응하는 것이 바람직하다는 견해를 제시하고 있다. 자산가격을 중앙은행의 정책반응함수의 변수로 포함하지 않고 자산가격 변동의 영향을 반영한 물가 및 경기전망 변수에 간접적으로 대응할 수 있다는 것이다. 간접대응론은 통화정책으로 자산가격 변동에 대응하지 않은 것이 바람직하다는 전통적 견해와 동일한 문제의식에서 출발한다. 즉 자산가격의 경우 예상 경로가 불투명한 데다 금리조정을 통한 통제 가능 여부도 불확실함(Marvin Goodfriend, 2003)에 따라 자산가격 변동에서 경제의 기초여건을 반영한 부분과 비정상적 기대로 유발된 거품을 추정하기는 매우 어렵다는 문제의식에 기반을 두고 있다(ECB, 2005).

반면, Cecchetti 등은 자산가격 변동에 직접 대응함으로써 물가 및 경기의 안정을 중장기적인 시계에서 효과적으로 달성할 수 있다고 주장하고 있다(Cecchetti *et al*, 2001, 2003). 물가안정목표제하에서 자산가격에 대한 직접대응은 자산가격 변동이 중장기적으로 물가 및 경기에 미칠 파급영향을 정책반응함수에 명시적으로 고려해야 한다는 것이다. 이처럼 직접대응은 정책반응함수에 자산가격이 변수로 포함됨을 의미하며 자산가격 자체를 타겟팅하는 것을 의미하는 것은 아니다. 직접대응론은 자산가격 거품이 우려될 경우에는 향후 물가 등 경제 전반의 안정을 크게 저해하는 금융위기로 발전될 수 있다는 점에 유의하여 적극적으로 대응할 필요가 있다는 논리에 근거하고 있다. 특히 최근의 자산가격 거품 붕괴에 따른 글로벌 금융위기로 중앙은행이 자산가격에 적극 대응하는 것이 바람직하다는 견해가 설득력을 얻고 있다. 무엇보다도 그동안 직접 대응에 부정적이던 Bernanke 연준 의장도 최근 주택가격의 버블 붕괴, 신용위기를 경험하면서 자신의 견해를 일부 바꾸고 있는 것으로 해석되고 있다.

한국은행의 사전적·사후적 금융위기 대응능력을 제고시키기 위해 통화정책

운용체계를 개선할 경우 두 가지 대안을 생각할 수 있다. 첫 번째 대안으로 물가안정목표제를 폐기하고 통화정책을 한국은행의 판단에 전적으로 맡기는 형태를 생각해 볼 수 있다. 이는 물가안정과 고용증대라는 경제의 양대 목표를 동시에 추구하면서 경제상황에 따라 재량적으로 통화정책을 운용하는 미국의 사례와 유사할 것이다. 그러나 이러한 방식은 중앙은행과 통화정책에 대한 시장의 신뢰성이 형성되어 가는 단계에 있는 우리나라에서 시도하기에는 아직까지는 시기상조라고 생각한다. 미 연준과 같이 오랜 기간 인플레이션 파이터(Inflation Fighter)로서의 역할을 충실히 수행해 온 역사로 인하여 금융시장에서 미 연준의 물가안정 의지에 대해 전적인 신뢰를 지니는 경우에는 재량적인 통화정책이 가장 좋은 대안이 될 수 있을 것이다. 그러나 우리나라의 경우에는 한국은행의 독립성과 물가안정 의지에 대한 시장의 신뢰성이 상대적으로 약함에 따라 통화정책의 준거가 없는 재량적인 통화정책체계를 채택할 경우 한국은행의 물가안정 의지에 대한 시장의 신뢰성이 급속히 약화될 가능성이 높다. 이는 곧 통화정책의 전반적인 신뢰성 약화로 이어져 통화정책의 유효성만 크게 저하시킬 가능성이 높다. 따라서 우리나라의 경우에는 물가안정목표제의 폐기보다는 동 제도가 현재 정착 단계에 있음을 고려하여 필요한 부분을 보완해줌으로써 금융불안시 중앙은행이 적기에 대응할 수 있도록 제도를 정비하는 것이 바람직하다고 생각된다. 이를 위해 물가안정목표제를 도입한 후 신축성을 꾸준히 보완해 온 뉴질랜드의 사례를 참고할 수 있을 것이다.

뉴질랜드 준비은행은 1990년에 물가안정목표제를 세계 최초로 도입한 후 1998년까지 물가목표 달성에 집중하여 정책을 운영하였다. 이 시기는 실제 인플레이션이 물가목표의 상한 및 하한에 접근할 수는 있어도 이를 이탈하는 것은 적극적으로 차단하는 것을 목표로 엄격한 정책운영이 이루어졌다. 그러나 엄격한 물가안정목표제의 단점이 지적되자 1999년 정부와의 정책목표협정(Policy Targets

Agreement)에서 통화정책이 경기, 금리 및 환율에 불필요한 변동을 초래하지 않도록 운영되어야 한다고 규정함으로써 물가안정목표제를 신축적으로 운영하는 방향으로 전환하였다. 2002년에는 물가목표를 종전의 0~3%에서 1~3%로 변경함으로써 물가목표 하한이 너무 낮게 설정될 경우 경제여건의 변동이 디플레이션 상황을 유발함으로써 물가 및 경기간의 상충관계를 악화시킬 가능성을 예방하였다. 이와 함께 물가목표의 달성 기준도 분기별 인플레이션에서 특정하지 않은 중기의 실적치로 변경하여 물가목표가 단기적으로 이탈될 가능성을 허용함으로써 경기, 금리 및 환율의 안정을 이전보다 중시하는 방향으로 물가안정목표제를 개선하였다.

이와 같은 사례와 최근의 연구결과 등을 감안하여 우리나라의 물가안정목표제를 보완하는 방향으로 통화정책체계를 개선한다면 다음과 같은 두 가지의 대안을 생각해 볼 수 있다. 첫째는 최근 IMF에서도 주장한 바와 같이 물가안정목표의 중심치를 상향조정하거나 목표범위를 확대함으로써 한국은행의 통화정책 운신펙을 넓혀주는 방법이다. 현재 물가목표는 중심치인 3%에서 $\pm 1\%$ 의 변동 허용폭을 두어 실제 2~4%로 설정되어 있다. 변동허용폭의 존재에도 불구하고 중심치가 3%로 오랫동안 설정되어 있음에 따라 한국은행은 실제 운용상에 있어서 소비자물가상승률이 중심치인 3%를 상회하게 될 경우 물가상승 우려 확산 등으로 통상적으로 금리를 조정하였다. 따라서 이런 점을 고려할 때 한국은행이 물가안정뿐만 아니라 금융위기에도 적극적으로 대응하도록 하기 위해서는 현재의 물가안정목표제의 중심치를 IMF의 최근 논문에서 선진국의 경우 4%로 상향조정할 것을 주장한 점을 참조하여 예컨대 4% 이상 수준으로 상향조정하는 방안을 생각해 볼 수 있다. 그러나 일시에 목표치를 높게 상향조정할 경우 우리 경제의 기대인플레이션 수준이 급격히 상승하면서 상당기간 경제활동의 교란요인으로 작용할 가능성이 크다.

이와 관련하여 물가안정목표 중심치를 제시하지 않고 2~4%와 같이 범위만을 설정하는 방안을 생각해 볼 수 있다. 이를 통해 중심치의 존재에 따른 정책의 제약가능성을 완화시키는 효과를 기대할 수 있을 것이다. 그러나 그동안 누적된 경험에 따른 경제주체들의 정책기대, 정책운용상의 신뢰성 및 일관성 유지 등의 이유로 현실적으로 중심치 효과가 지속될 가능성이 높을 것으로 보인다.

다음으로 생각해 볼 수 있는 방안은 목표범위의 확대이다. 예를 들어 현재 $\pm 1\%$ 로 설정된 변동허용폭을 $\pm 1.5\%$ 또는 $\pm 2\%$ 로 설정하여 물가목표의 상한을 올리는 방안이다. 이는 통화정책의 신축성을 제고시킴으로써 물가상승률이 4%대에 있더라도 중앙은행이 금융위기 발생시 적극적으로 나설 수 있다는 이점을 기대할 수 있다. 그러나 이 방안은 앞서 논의한 바와 같이 중심치가 3%로 설정되어 있을 경우 중심치를 상회하는 물가상승률을 경제주체나 중앙은행이 목표범위 내에 있다는 이유만으로 수용할 수 있을 것인지가 현실적인 운용면에서 제약요인으로 작용할 가능성이 높다. 또한 과도하게 넓은 물가안정목표 범위는 향후 물가움직임의 불확실성을 증대시키는 한편, 중앙은행의 물가안정의지에 대한 경제주체들의 신뢰성을 크게 약화시킴으로써 당초 물가안정목표제의 도입으로 의도한 경제적 효과를 기대하기 어렵게 되는 단점이 있다. 물가안정목표제의 목표수준이 그 국가의 경제여건 및 경제발전단계에 비하여 지나치게 높거나 목표범위가 인플레이션 변동폭을 제어하지 못할 만큼 넓다면, 이는 개념상 또는 현실적인 정책 운용상 물가안정목표제로 볼 수 없다는 점에서도 목표치의 상향조정과 목표범위의 확대는 바람직한 방안은 아닌 것으로 판단된다.

물가목표의 상향조정이나 물가변동폭의 확대가 여러 가지 부작용이나 어려움을 수반한다면 통화정책의 신축성을 제고시키기 위해 두 번째로 생각해 볼 수 있는 방안은 물가안정목표를 영국이나 노르웨이 등의 사례와 같이 중장기적인 준거목표로서 제시하는 방안이다. 이때 물가목표는 목표범위를 두지 않고 중앙은행이

항상 추구하는 단일 수치로 제시되어야 할 것이다. 이 방안은 물가안정 목표기간 및 통화정책 평가대상 기간의 폐지라는 제도적 보완을 반드시 수반해야 한다. 목표기간을 명시하지 않으면서 중장기적인 시계에서 준거목표로서의 단일목표치를 제시할 경우 앞서 살펴본 다른 방안들의 단점을 보완하는 한편, 통화정책도 특정기간이나 특정범위에 얽매이지 않고 운용할 수 있게 되어 신축성이 크게 증대되는 효과를 기대할 수 있다.

다만 이를 실제 적용하기 위해서는 고려해야 할 점들도 상당하다. 무엇보다도 먼저 중장기적인 준거물가목표를 얼마로 설정하는 것이 우리 경제에 가장 합리적이며 모든 경제주체들이 수용할 수 있느냐의 문제이다. 이를 위해서는 앞으로 상당한 연구가 필요할 것이나 필자들은 실제 운용경험과 연구들이 축적될 때까지 당분간은 현재 중심치로 설정되어 있는 3%를 그대로 적용하는 것이 시행착오에 따른 부작용을 최소화시킬 수 있는 방안이라고 생각한다. 또한 목표대상기간을 폐기함으로써 중앙은행의 물가안정에 대한 신뢰성이 약화되는 부작용도 발생할 우려가 있다. 그러나 이는 현실적으로 중앙은행이 실제 정책을 통해 정책의 신뢰성을 축적해 나가는 방법으로 해결해야 할 것이다.

한편 앞서 언급한 대로 동 방안의 적용 시 제도운용의 효율성 및 내적 정합성을 위하여 통화정책의 평가대상 기간은 특정하지 않고 중장기적인 관점에서 평가하는 것으로 변경하여야 한다. 앞서 주요국 물가안정목표제와의 비교에서도 지적된 바와 같이 우리나라 물가안정목표제의 가장 큰 제약점은 물가목표의 대상기간이 단기인 3년으로 명시되어 있다는 점이다. 또한 평가방식도 대상기간의 3년 설정에 따른 문제점들을 보완하기 위하여 앞서 설명한 바와 같이 개선노력이 이어지고 있으나 여전히 통화정책의 유효성을 제약하는 요인으로 작용하고 있다. 중앙은행이 3년이라는 기간에 얽매어 통화정책을 운용하게 될 경우 신축성에 큰 제약을 받게 되어 금융불안 시 중앙은행의 대응능력이 크게 약화된다.

이런 이유로 물가안정목표제를 채택하고 있는 대부분의 국가들은 명시적인 목표기간을 설정하지 않고 중기시계에서 목표를 추구하도록 규정하고 있다.

이런 점에 비추어볼 때도 우리나라의 물가안정목표제 대상기간을 중기로 규정하여 한국은행이 중기적인 관점에서 선언적으로 명시된 물가목표를 추구하는 형태로 변경하는 것이 바람직하다고 판단된다. 이러한 방향으로 물가안정목표제를 개선한다면 향후 중앙은행의 재량이 상대적으로 확대되어 물가뿐만 아니라 여타 거시경제적 상황 변화에 보다 신속적으로 대응할 수 있을 것으로 기대된다. 그러나 물가안정목표제를 개선하는 것만으로는 통화당국의 재량을 확대시켜 줌으로써 물가 이외에 경제상황에 대한 대응력을 제고시켜 주는 정책 유연성의 확대일 뿐 통화정책 체계에 대한 전반적인 개편의 의미를 부여하기는 힘들다. 이에 따라 장기적 관점에서 중앙은행제도와 통화정책체계의 개선방향에 대한 면밀한 연구와 논의를 통하여 경제주체들이 모두 공감할 수 있는 제도를 정립하기 위한 노력이 지속적으로 필요할 것이다.

VI. 결 론

물가안정목표제는 1990년대 선진국과 신흥국을 포함한 많은 국가들에서 도입된 이후 물가를 안정시키는 데 많은 기여를 한 것으로 평가받고 있다. 우리나라에서도 물가안정목표제는 외환위기 이후 중앙은행 및 금융감독제도 개편과정에서 도입되어 물가안정기조를 성공적으로 정착시키는 데 일조하였다. 그런데 금번 글로벌 금융위기의 근본원인이 저물가기조 정착에 힘입어 지속된 저금리가 자산 버블을 형성시킨 데 따른 것으로 나타나자 물가안정의 유지가 경제안정을 보장하는 것은 아니라는 인식이 확산되었다. 이와 같은 상황에서 금번 금융위기 기간 중 물가불안 우려에도 불구하고 중앙은행들이 금리인하 및 유동성 공급 등 위기 대응정책을 적극적으로 시행하면서 금융위기가 빠르게 진정되었다는 평가가 이어지면서 향후 중앙은행의 정책목표 및 통화정책체계의 재정립이 필요하다는 공감대가 형성되었다.

한편, 우리나라의 경우에는 통화 및 재정정책의 적극적 대응에 힘입어 실물경제 및 금융여건이 주요국에 비해 빠른 회복세를 보였다는 평가가 일반화되고 있는 반면, 세계적인 금융위기에도 불구하고 한국은행이 물가안정에만 얽매임에 따라 금융위기에의 대응이 지연되었다는 비판도 일부에서 제기되고 있다. 한국은행의 대응 지연 여부에 대한 사실 판단을 떠나 만일 한국은행의 대응이 지연되었다는 주장을 받아들인다면 그러한 현상이 나타난 근본적인 문제가 무엇인지를 찾아보려 한 것이 본고를 시작할 당시 필자들이 지녔던 문제의식이다. 즉 리먼 브라더스 사태가 발생하기 직전만 하더라도 국내에서는 국제유가의 급등에 따른 물가상승 우려가 증대하고 있었음을 고려해 볼 때 한국은행의 대응 행태는 물가안정목표제 운용에도 일부 기인할 수 있다고 판단하였다. 만일 물가안정목표

제가 금융위기 대응을 지연시킨 요인으로 작용하였다면, 이는 물가안정목표제를 채택하고 있는 다른 국가들도 예외일 수는 없다는 논리로 귀결되었다.

이에 따라 본고에서는 2000년대 이후 물가안정목표제 채택국가와 그렇지 않은 국가 간 통화정책반응에 어떠한 차이가 있었는지, 그리고 금번 글로벌 금융위기 기간 중 주요국 중앙은행들의 대응 현황을 살펴보고, 물가안정목표제 국가와 비물가안정목표제 국가 간 정책반응에 차이가 있었는지를 알아보기 위해 실증분석을 시도하였다. 실증분석 결과, 물가안정목표제를 채택한 국가들의 물가에 대한 통화정책 반응이 2000년대 이후 통계적으로 유의하게 나타나지 않았을 뿐만 아니라, 물가안정목표제를 채택하지 않은 국가들이 물가안정목표제 국가들에 비하여 금융위기에 보다 적극적으로 대응했음을 알 수 있었다. 또한 우리나라와 주요국 간의 물가안정목표제 비교를 통해 우리나라가 채택하고 있는 물가안정목표제가 다른 국가에 비해 제도운용상 상대적으로 경직적인 측면이 있다고 결론 내릴 수 있었다.

이런 분석을 기반으로 우리나라 통화정책 체계의 유효성을 제고하기 위한 방안을 결론으로 제시하였는데, 본고에서 필자들은 물가안정목표제를 폐기할 경우에는 상당한 부작용이 예상됨에 따라 물가안정목표제의 신축성을 제고할 수 있는 제도적 개선방안이 우선적으로 필요하다고 판단하였다. 구체적으로 필자들은 물가목표를 대상기간을 없애고 중기적인 관점에서 단일수치로 제시하는 선언적 형태로 이행함으로써 통화정책의 신축성을 제고시킬 필요가 있다고 생각한다.

그러나 물가안정목표제를 개선하는 것은 통화당국의 재량을 확대시켜 줌으로써 물가 이외에 경제상황에 대한 대응력을 제고시켜 주는 정책 유연성의 확대일 뿐 통화정책 체계에 대한 전반적인 개편의 의미를 지니는 것은 아니다. 이런 점에서 물가안정목표제로 논의의 대상을 한정함에 따라 중앙은행 제도 전반에 대한 분석을 하지 못한 것은 본고가 지닌 한계이다. 이에 따라 앞으로 중앙은행의 권한

및 정책수단, 지배구조 등 중앙은행 제도 및 통화정책 체계 전반에 관한 분석이 수행되어야 할 것으로 생각된다. 이를 위해서는 정부, 한국은행, 학계 및 금융계 등 모든 이해관계자들이 치밀한 논리전개를 통해서 우리나라에 가장 알맞은 중앙은행 제도 및 통화정책 체계에 대한 합의를 이루어나가기 위한 지속적 노력이 필요할 것이다.

〈붙임〉 주요국 중앙은행의 물가안정목표제도 개요

국가명	도입 시기	물가목표			대상지표	대상기간	목표달성 점검 및 정책평가	이탈시 목표수렴 기간
		설정시점	목표수준	적용기간				
영국	'92.10	'92.10	1~4%	'92.10 ~ '97.5	RPIX	의회 임기말	점검 : 월상승률 평가 : 중기	목표이탈후 결정
		'95.6 ¹⁾	2.5%이하					
		'97.6	2.5%	'97.6 ~ '03.12	CPI	1년(실질적으로 불특정)		
		'03.12	2%					
노르웨이	'01.3	'01.3	2.5%내외	'01.3~ 현재	CPI	불특정	점검 : 월상승률 평가 : 중기	4~12분기
캐나다	'91.2	'91.2	3±1%	'92.12	CPI	5년	점검 : 월상승률 평가 : 중기	6~8분기
			2.5±1%	'94.6				
			2±1%	'95.12				
		'93.12	2±1%	~'98.12				
		'98.2	2±1%	~'01.12				
		'01.5	2±1%	~'06.12				
'07.1	2±1%	~'11.12						
스웨덴	'93.1	'93.1	2±1%	'95.1~ 현재	CPI	불특정	점검 : 월상승률 평가 : 중기(2년)	4~8분기
칠레	'91.1	'90.9	15~20%	'91.12	CPI	1년	점검 : 월상승률 평가 : 중기	8분기
		'91.9	15%	'92.12				
		'92.9	10~12%	'93.12				
		'93.9	9~11%	'94.12				
		'94.9	8.0%	'95.12				
		'95.9	6.5%	'96.12				
		'96.9	5.5%	'97.12				
		'97.9	4.5%	'98.12				
		'98.9	4.3%	'99.12				
		'99.9	3.5%	'00.12				
	3.0±1%	'01.1~ 현재	불특정					
체코	'98.1	'97.12	5.5~6.5%	'98.12	net inflation	단기(1년) 중기(3년) 장기(6년)	점검 : 월상승률 평가 : 4~6분기	없음
			3.5~5.5%	'00.12				
			'98.11	4~5%				
		'99.4	1~3%	'05.12				
		'00.4	2~4%	'01.12				
		'01.4 ¹⁾	3~5% → 2~4% ²⁾	'02.1~ '05.12 ²⁾	CPI	4년		
		'04.3	3±1%	'06.1 ~ '09.12				
'07.3	2±1%	'10.1~	불특정					

84 금융불안에 대응한 물가안정목표제 개선방안 연구

국가명	도입 시기	물가목표			대상지표	대상기간	목표달성 점검 및 정책평가	이탈시 목표수렴 기간
		설정시점	목표수준	적용기간				
멕시코	'99.1	'98.11	13%	'99년	CPI	1년	점검: 월상승률 평가: 중기	없음
		'99.9	10%	'00년				
		'00.10	6.5%	'01년				
		'02.1	4.5%	'02년				
		'02.7	3±1%	'03년 이후				
뉴질랜드	'90.3	'90.3	0~2%	'92.12	underlying inflation ('90~'96)	총재입기	점검: 분기상승률 평가: 적용기간중 평균	6~8분기
		'90.12	0~2%	'92.12				
		'92.12	0~2%	~'98.8	CPIX ('97~'98)			
		'96.12	0~3%	~'98.8				
		'97.12	0~3%	~'03.8	CPI ('99~현재)			
		'99.12	0~3%	~'03.8				
		'02.9	1~3%	~'07.8				
'07.5	"	~'12.8		점검: 상동 평가: 중기평균				
호주	'93.3	'93년	2~3%	'93년~현재	underlying inflation ('93~'98) CPI('99~현재)	총재, 장관입기 (실질적으로 불특정)	점검: 분기상승률 평가: 중기평균 (경기순환기)	없음
태국	'00.4	'00.5	0~3.5%	'00년~현재	core inflation	1년	점검: 분기상승률 평가: 중기평균	없음
남아공	'00.2	'00.2	3~6%	'02년	CPIX	1년	점검: 월상승률 평가: 중기평균	없음
			3~6%	'03년				
		'01.10	3~5%	'04~'05년				
		'02.10 ¹⁾	3~6%	'04년				
		'03.2 ¹⁾	3~6%	'05년				
		'03.11	3~6%	'06년~현재	CPI	불특정		
'08.10	3~6%	'09.3~						

주 : 1) 재설정

2) 2002.1월의 3~5%에서 2005.12월의 2~4%로 연속적으로 균일하게 하락하는 목표범위

참고문헌

- 강성대·김병국, 「2007~2009년중 중기 물가안정목표의 주요 내용」, 『조사통계월보』 2006.11월호, 한국은행, 2006.11., pp.49~57.
- 권성태·배성중, 「인플레이션 목표 관리정책과 주요국의 사례」, 『조사통계월보』 1997.3월호, 한국은행, 1997.3., pp.3~30.
- 박대근·왕윤중, 「신흥시장국가의 물가안정목표제도 도입 배경과 주요 이슈」, 『세계경제 Focus』 통권 45호, 대외경제정책연구원, 2002.6., pp.6~15.
- 백응기, 「물가안정목표제 운영 10년의 성과와 과제」, 한국경제학회 한국경제포럼, 2008.7.
- 송옥현, 「물가안정목표제하의 통화정책 운용방식」, 『경제분석』 제5권 제1호, 한국은행, 1999.4.
- 신 윤, 「제로금리하에서의 통화정책」, 『한은조사연구』 2003-9, 한국은행, 2003.1.
- 전승훈·강성호·임병인, 「선형패널자료 분석방법에 관한 비교연구」, 『통계연구』 제9권 제2호, 통계청, 2004.10., pp.1~24.
- 정지만·신관호·박창균, 「금융안정을 위한 중앙은행의 역할」, 『한국경제의 분석』 제15권 제3호, 2009.12.
- 함정호·김현의·홍승제·장민·임철재·오정근·최원형·박종석, 「금융환경 변화와 통화정책」, 지식산업사, 2000.1.
- 한국은행, 「주요국 통화정책 출구전략 이행 현황」, 『해외경제 포커스』 제2009-49호, 2009.12, pp.17~33.
- _____ 런던사무소, 「스웨덴의 물가안정목표제의 통화정책」, 『국외사무소 조사자료』 2000-4, 2000.4.

- Barro, Robert J., Gordon, David B., "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy," *Journal of Monetary Economic* Vol.12 No.1, 1983, pp.101~121.
- Bean, C., "The New U.K. Monetary Arrangements : A View from the Literature," *Economic Journal* Vol.108 No.451, 1998.11., pp.1795~1809.
- Berg, Claes, "Experience of Inflation Targeting in 20 Countries," *Economic Review* Vol.1, 2005, pp.20~47.
- Bernanke, B. S. and Laubach Thomas and Mishkin, F. S and Posen, A. S, "Inflation Targeting: Lessons from the International Experience," Princeton University Press, 1999.
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell' Ariccia, and Paolo Mauro, "Rethinking Macroeconomic Policy," *IMF Staff Position Note* SPN/10/03, 2010.2.
- Bordo, M., M. Deuker and D. Wheelock, "Aggregate Price Shocks and Financial Instability : A Historical Analysis," *NBER Working Papers Series* No.7652, 2000.4.
- Brook, A.M., Özer Karagedikli and Dean Scrimgeour, "An Optimal Inflation Target for New Zealand: Lessons from the Literature," *Reserve Bank of New Zealand Bulletin* Vol.65 No.3, 2002.9.
- Cullen, M. and Alan Bollard, "New Policy Targets Agreement," Joint Press Statement by Finance Minister and Reserve Bank Governor, Reserve Bank of New Zealand, 2002.9.

- Dueker, M. J. and Fischer Andreas M, "Do Inflation Targeters Outperform Non-targeters?" *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 2006.9-10., pp.431~450.
- Frederic S. Mishikin, "Inflation Targeting in Emerging Market Countries," *American Economic Review* Vol.90 No.2, 2000, pp.105~109.
- Freedman, C. and Douglas Laxton, "Why Inflation Targeting?" *IMF Working Papers* No.09/86, IMF, 2009.4.
- Genberg, H., John Lipsky, Sushil Wadhvani and Stephen G Cecchetti, "Asset Prices and Central Bank Policy," *Geneva Report on the World Economy* No.2, ICMB, 2001.
- Giannoni, M. P. "Optimal Interest-Rate Rules in a Forward-Looking Model, and Inflation Stabilization Versus Price-Level Stabilization," *NBER Working Paper* 15986, 2010.
- Goodfriend, Marvin, "Inflation Targeting in the United States," *NBER Working Paper* No.9981, 2003.
- Hargreaves, D., "The Implications of Modified Inflation Targets for the Behaviour of Inflation," *Reserve Bank Briefing Note and Related Papers*, Reserve Bank of New Zealand, 2002.9., pp.57~59.
- Judd, John P., and Glenn D. Rudebusch, "Taylor's Rule and the Fed: 1970-1997," *Economic Review*, 1998, pp.3~16.
- _____, Motley, Brian, "Nominal Feedback Rules for Monetary Policy," *Economic Review*, 1991, pp.3~17.
- Kydland, Finn E., Prescott Edward C., "Rules Rather than Discretion:

The Inconsistency of Optimal Plans,” *The Journal of Political Economy* Vol.85 No.3, 1977, pp.473~492.

Leyva, G., “Evaluating Inflation Targeting in Latin America,” Unpublished Paper, Universidad Nacional Agraria La Molina, Lima-Perú, 2004.4.

M.F. Bryan, S.G. Cecchetti, R. O'Sullivan, “Asset Prices in the Measurement of Inflation,” *DNB Staff Report* No.62, Netherland Central Bank, 2001.

Orphanides, A., “Taylor Rules,” *Finance and Economics Discussion Series*, 2007-18, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2007.1.

S.G. Cecchetti, Junhan Kim, “Inflation Targeting, Price-Path Targeting Output Variability,” *NBER Working Papers* No.9672, 2003.

Schaechter, A. and Marc Zelmer, “Adopting Inflation Targeting: Practical Issues for Emerging Market Countries,” *IMF Occasional Paper*, No.202, IMF, 2000.12.

Srejber, E., “What Role Do Asset Prices and Credit Play in Monetary Policy,” Speech at the Adam Smith Seminars, Riksbank, 2004.6.

Svensson, L. E. O., “Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets,” *European Economic Review* Vol. 41, 1997.10., pp.1111~1146.

_____ and Leiderman Leonardo, “Inflation Targets,” Centre for Economic Policy Research, 1995.7.

- Woodford, M., "The Taylor Rule and Optimal Monetary Policy," *American Economic Review* Vol.91-2, 2001.5., pp.232~237.
- _____, "Interest and Prices – Foundations of a Theory of Monetary Policy," Princeton Univ. Press, 2003.
- Bank of Israel, "Inflation Targeting Revisited," 2007.8.
- Bank of New Zealand, "2002 PTA Briefing Note," 2002.9.
- ECB, "Forecasting the Central Bank's Inflation Objective is a Good Rule of Thumb," *Working Paper* No.564, 2005.
- HM Treasury "Reforming Financial Markets," London, 2009.7.
<http://www.rbnz.govt.nz/monpol/pta/0124760.html>
- IMF, "Practical Issues in the Adoption of Inflation Targeting by Emerging Market Countries," 2000.8.
- US Treasury, "Financial Regulatory Reform: A New Foundation," Washington, 2009.6.

Abstract

A Study on Improving Korea's Inflation Targeting to Respond to Financial Crises More Effectively

In this paper, we examine how to improve Korea's inflation targeting to respond to financial crises more effectively. The global financial crisis also featured high inflation, which made it difficult for many central banks to implement desired monetary policies. Using a panel analysis, we find that non-inflation targeting countries' monetary policy reactions changed to a statistically significant degree during the crisis, while those of inflation targeting countries did not. We conjecture from these findings that inflation targeting can be a barrier to monetary policy flexibility by elevating inflationary pressure. Given that low inflation and interest rate conditions, which can also create asset bubbles, are expected to persist for the foreseeable future, central banks must hold more discretionary power to enhance their ability to respond to crises. Further, the Bank of Korea's inflation targeting regimes has strict evaluative criteria relative to most other developed economies. To better respond to crises going forward, these criteria should be modified so that target inflation is set only from a medium- to long-term perspective.

한국금융연구원 자료판매 코너

총판 : 정부간행물 판매센터(02-394-0337)

지 역	서 점 명	전 화 번 호	위 치
서 울	본사 직영서점	(02) 734 - 6818	한국언론재단빌딩 www.gpcbooks.co.kr
	교보문고(본점)	(02) 397 - 3628	광화문 사거리 www.kyobobook.co.kr
	영풍문고(본점)	(02) 399 - 5632	종각 www.ypbooks.co.kr
	(강남점)	(02) 6282 - 1353	강남고속버스터미널
	리브로 올지	(02) 757 - 8991	을지로 입구 www.libro.co.kr
	서울문고 (반디앤루디스)	(02) 6002 - 6071	삼성역(무역센터 내)
부 산	영광도서	(051) 816 - 9500	서면로타리
	동보서적	(051) 803 - 8000	태화백화점 옆
광 주	삼복서점(운남점)	(062) 956 - 3888	신사 사거리
인터넷서점	yes 24	www.yes24.com	
	알라딘	www.aladdin.co.kr	

※ 위 코너 외에 교보문고 및 영풍문고는 각 지방 분점에서도 판매 중입니다.

장 민(張 珉)

■ 약력

- 서울대학교(경제학 학사)
- 미시간주립대학교 대학원(경제학 박사)
- 한국은행 조사역, 과장, 차장
- BIS 이코노미스트
- 현) 한국금융연구원 국제·거시금융연구실장

■ 주요 논저

- 금융환경 변화와 통화정책(공저, 지식산업사, 2000.)
- 우리나라 은행산업의 진로(공저, 지식산업사, 1999.)
- 불확실성하에서의 통화정책 : 한국의 사례(경제분석 제8권 제2호, 2002.6.)

이 규 복(李 圭 馥)

■ 약력

- 서강대학교(경영학 및 사학 학사)
- 듀크대학교 대학원(경제학 박사)
- 현) 한국금융연구원 국제·거시금융연구실 연구위원

■ 주요 논저

- 서브프라임 모기지 부실사태의 향후 전망과 국내 경제에 미치는 영향 분석(공저, 기타보고서, 한국금융연구원, 2007.9.)
- 대·중소기업간 수익성 양극화와 경제 성장 : 기업간 협상력(bargaining power) 변화를 중심으로(금융조사 보고서, 2009.3.)

KIF연구보고서 2010-05

금융불안에 대응한 물가안정목표제 개선방안 연구

2010년 10월 일 인쇄

2010년 10월 일 발행

발행인 김 태 준

발행처 한국금융연구원

서울시 중구 명동1가 41 은행회관 5·6·7·8층

전화 : 3705-6300 FAX : 3705-6309

<http://www.kif.re.kr> ; wmaster@kif.re.kr

등록 제1-1838(1995. 1. 28)

