



소비자물가와 기대 인플레이션의 특성 차이 및 시사점

윤성훈 선임연구위원, 전용식 선임연구위원

요약

- 기대 인플레이션은 소비자의 수요(소비·저축)뿐만 아니라 통화정책 결정에 중요한 정보로 활용되는데, 기대 인플레이션과 소비자물가의 특성이 유사해질수록 이러한 결정이 보다 합리적으로 이루어지고 오류도 줄어 들 수 있음
- 본고는 특수 분류 개별 소비자물가가 기대 인플레이션과 소비자물가에 미치는 영향을 검토하고 기대 인플레이션과 소비자물가의 특성을 비교함
 - 특수 분류 개별 소비자물가의 경우 크게 상품과 서비스로 구분되고, 상품은 다시 농축산물, 공업제품 및 전기·가스·도로, 서비스는 다시 집세, 공공서비스 및 개인서비스로 세분화됨
- 2011년 1월~2022년 7월 기간 중 개별 소비자물가가 기대 인플레이션에 미치는 영향을 추정하고 소비자물가와 기대 인플레이션에 대한 개별 소비자물가의 기여도를 비교하면 다음과 같음
 - 소비자물가에 대한 개별 소비자물가의 기여도를 보면 전기·가스·수도과 공공서비스가 낮고, 대부분 농축산물, 공업제품 및 개인서비스에서 발생하며, 집세의 경우 기간에 따라 다르나 전반적으로 공업제품과 개인서비스에 비해 작음
 - 이에 반해 기대 인플레이션에 대한 개별 소비자물가의 기여도를 보면 농축산물이 낮고, 집세와 개인서비스가 높으며, 코로나19 이후 들어 공업제품이 커지고 있음
 - 코로나19 이후 소비자물가 상승세를 촉발한 것은 농축산물이었고, 개인서비스와 공업제품으로 확산되었으나, 같은 기간 기대 인플레이션을 높인 것은 농축산물과 집세가 먼저였고, 이후 개인서비스와 공업제품으로 이어짐
 - 2022년 이후로 한정하면 소비자물가에 대한 공업제품의 기여도가 가장 크게 높아지고 있으나, 기대 인플레이션의 경우 공업제품, 개인서비스, 집세의 기여도가 유사하게 커지고 있음
 - 이러한 결과가 나타난 것은 소비자물가의 구성 항목인 개별 소비자물가의 가중치가 선형회귀식에서 추정된 계수값과 특히 집세에서 큰 차이를 보이기 때문이며, 이는 소비자물가와 기대 인플레이션의 세부적 특성이 유사하지 않을 수 있다는 점을 제시함
- 이로부터 얻을 수 있는 가장 큰 시사점은 소비자물가의 구성 항목인 집세의 경우, 가중치가 확대되는 방향으로 조정될 필요가 있다는 점임
 - 미국 및 EU(2026년 자가주거비 포함 예정)와 같이 집세에 자가주거비(자가 주택에서 예상되는 임대료 등)를 포함시키는 것이 바람직해 보임



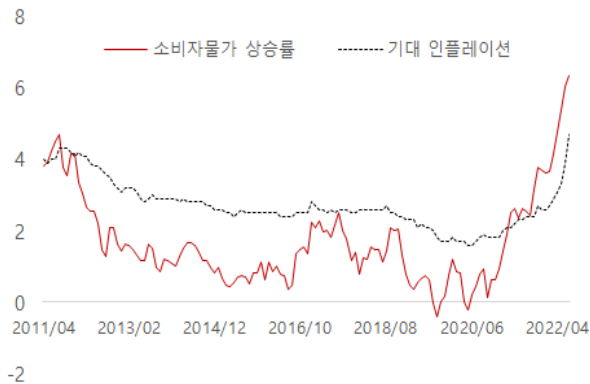
1. 서론

○ 2021년 상반기 이후 소비자물가 상승세가 확대되고 있는 가운데 기대 인플레이션¹⁾ 역시 빠르게 높아지고 있음
(〈그림 1〉 참조)

- 코로나19 발생에 따른 경제 활동 위축으로 2020년 0%대였던 소비자물가 상승률(전년 동월 대비)은 2021년 2월 1%를 초과한 이후 상승세가 확대되어 2022년 7월 6.4%를 기록함
- 기대 인플레이션도 코로나19 발생으로 하향세를 보였으나, 2020년 6월(1.6%) 이후 상승세로 전환되어 2022년 4월 3%를 초과하였으며 2022년 7월 4.7%에 달함

〈그림 1〉 소비자물가 상승률과 기대 인플레이션

(단위: %)

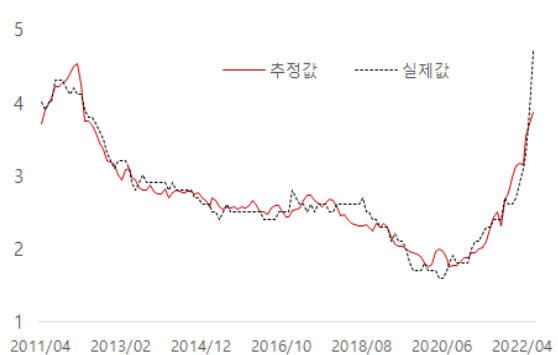


주: 소비자물가 상승률은 전년 동월 대비임

자료: 한국은행, 경제통계시스템

〈그림 2〉 기대 인플레이션 추정값과 실제값

(단위: %)



자료: 한국은행, 경제통계시스템

○ 기대 인플레이션과 소비자물가는 한쪽 방향이 아니라 상호 영향을 미침

〈표 1〉 Granger-Causality Test 결과

귀무가설	시차 2	시차 3	시차 4	시차 5
소비자물가 상승률이 기대 인플레이션에 영향을 미치지 않음	F 통계량: 20.9 기각함*	F 통계량: 10.9 기각함*	F 통계량: 7.5 기각함*	F 통계량: 5.3 기각함*
기대 인플레이션이 소비자물가 상승률에 영향을 미치지 않음	F 통계량: 1.2 기각하지 못함	F 통계량: 2.3 기각하지 못함	F 통계량: 3.6 기각함*	F 통계량: 3.1 기각함**

주: 1) 분석기간은 2011년 1월~2022년 7월임

2) 소비자물가 상승률의 경우 전년 동월 대비임

3) * 유의수준 1%, ** 유의수준 5%임

자료: 한국은행, 경제통계시스템

1) 기대 인플레이션은 일반인들이 전망하는 향후 1년 후 소비자물가 상승률을 의미하는데 설문조사를 통하여 측정함

- Granger-Causality 테스트(변수 간의 인과관계 분석) 결과 소비자물가 상승률이 기대 인플레이션에 영향을 미치지 않는다는 귀무가설이 기각되는 한편, 기대 인플레이션 역시 시차를 늘릴 경우 소비자물가 상승률에 영향을 미치지 않는다는 귀무가설이 기각됨(표 1) 참조)
 - 이러한 결과는 소비자물가 상승률이 높아지면 기대 인플레이션이 높아지고, 높아진 기대 인플레이션이 시차를 두고 소비자물가 상승률에 반영(실현)된다는 것으로 해석됨
- 기대 인플레이션과 소비자물가 간에 상호 인과관계가 존재하기 때문에 기대 인플레이션은 소비자의 수요(소비·저축)뿐만 아니라 통화정책 결정에 중요한 정보로 활용되는데, 기대 인플레이션과 소비자물가의 특성이 유사해 질수록 이러한 결정이 보다 합리적으로 이루어지고 오류도 줄어들 것임
- 예를 들어, 기대 인플레이션과 소비자물가 상승률의 전반적인 추세가 유사하더라도 세부적으로 유가나 외식비 등에 대한 반응 정도가 다르다면 기대 인플레이션은 향후 소비자물가에 대한 제한적 정보만 제공하게 됨
- 이러한 시각에서 본고는 세부적으로 분류된 개별 소비자물가(특수 분류 소비자물가)가 기대 인플레이션과 소비자물가에 미치는 영향을 비교하고 시사점을 찾고자 함



2. 분석 모형 및 결과

- 기대 인플레이션을 종속변수로 하고, 농축산물, 공업제품, 전기·가스·수도, 집세, 공공서비스, 개인서비스 등 개별 소비자물가(전년 동월 대비 상승률²⁾)를 독립변수에 포함하는 선형회귀식을 추정함
- 특수 분류 개별 소비자물가의 경우 크게 상품과 서비스로 구분되고, 상품은 다시 농축산물, 공업제품 및 전기·가스·수도로, 서비스는 다시 집세, 공공서비스 및 개인서비스로 세분화됨
 - 분석기간은 2011년 1월부터 2022년 7월까지이며 한국은행 경제통계시스템의 월별 자료를 이용함³⁾
- 추정된 선형회귀식은 아래와 같음
- 기대 인플레이션_t = $1.824 + 0.013 \times \text{농축산물}_{t-6} + 0.084 \times \text{공업제품}_{t-3} + 0.013 \times \text{전기·가스·수도}_{t-3} + 0.321 \times \text{집세}_{t-2} + 0.073 \times \text{공공서비스}_{t-16} + 0.137 \times \text{개인서비스}_{t-1} - 0.061 \times \text{경기선행지수}_{t-2}$
 - 독립변수의 시차는 기대 인플레이션과 시차 상관계수값이 큰 시차 중 선형회귀식 추정 결과 통계적으로 가장 유의한 시차를 선정함⁴⁾

- 2) 소비자물가 상승률은 소비자물가지수의 전년 동월 대비 변동률로 단위근으로 인한 불안정성에서 자유로울 수 있으며, 기대 인플레이션도 단위근이 존재하지 않음
- 3) 전기·가스·수도 소비자물가지수는 2010년 1월부터 발표됨
- 4) 경기선행지수(변동률)의 경우 기대 인플레이션과의 시차 상관관계수가 과거 9개월까지 음수이고 10개월부터 양수로 전환되는데, 향후 소비자물가를 전망하는데 있어서 10개월 이전의 경기선행지수를 고려한다는 것이 설득력이 떨어지기 때문에 시차 상관계수가 음수임에도 불구하고

- 선형회귀식의 Adjusted R^2 는 0.8980이며, 추정된 모든 계수값은 통계적으로 유의함(유의수준 1%)
 - 이는 기대 인플레이션의 실제값과 추정값이 평균 90% 유사하다는 것이며, 실제값과 추정값의 추이는 <그림 2>와 같음
 - 2022년 7월을 제외하면 실제값과 추정값이 거의 근사한 것으로 나타나는 등 선형회귀식의 설명력이 매우 높기 때문에 모형 설정에 무리가 없어 보임

○ 선형회귀식에서 추정된 계수값은 소비자물가에서 차지하는 개별 소비자물가의 가중치와 다소 차이를 보임

<표 2> 특수 분류 개별 소비자물가의 가중치와 추정 계수값

구분	농축산물	공업제품	전기·가스·수도	집세	공공서비스	개인서비스
가중치(1,000 기준)	83.8	348.4	34.4	98.3	127.3	307.8
추정 계수값	0.013	0.084	0.013	0.321	0.073	0.137

자료: 한국은행, 경제통계시스템

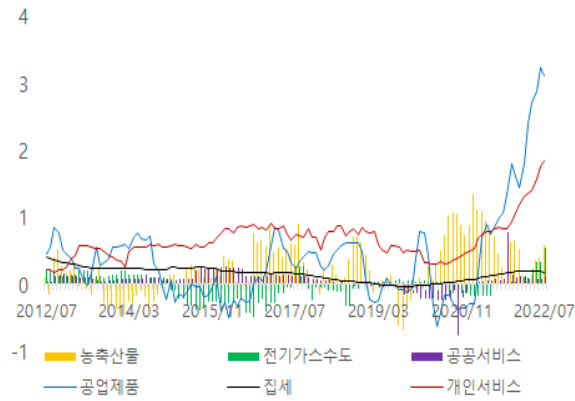
- 개별 소비자물가의 가중치를 보면 공업제품(348.4)과 개인서비스(307.8)가 가장 높고 그 다음으로 집세(98.3)임
- 이에 반해 기대 인플레이션의 추정 계수값은 집세(0.321)가 가장 크며, 그 다음으로 개인서비스(0.137), 공업제품(0.084)임

○ 개별 소비자물가는 소비자물가에 시차 없이 영향을 미치지만, 기대 인플레이션에는 각기 다른 시차를 두고 영향을 미치기 때문에 이를 고려하여 개별 소비자물가의 실제 기여도를 비교해 보면 다음과 같음

- 첫째, 소비자물가에 대한 개별 소비자물가의 기여도를 보면 전기·가스·수도(초록색)와 공공서비스(보라색)는 크지 않고, 대부분이 농축산물(노란색), 공업제품(파란색) 및 개인서비스(붉은색)에서 발생하며, 집세(검정색)의 경우 기간에 따라 다르나 전반적으로 공업제품이나 개인서비스에 비해 작음(<그림 3> 참조)

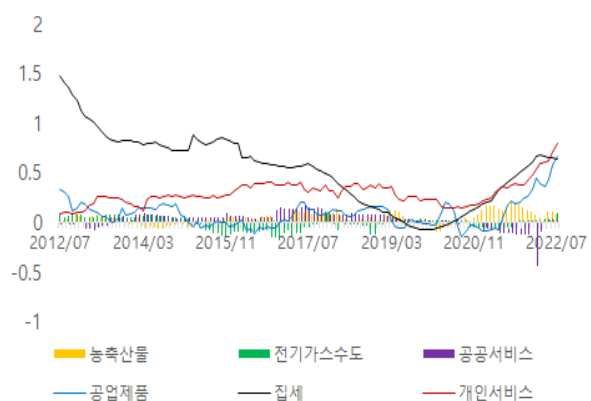
하고 시차를 2개월로 설정하였음. 추정된 계수가 통계적으로 유의하고 Adjusted R^2 도 개선됨(경기가 개선될 것으로 예상되면 생산이 증가하는 한편, 금리가 높아져 소비자물가 상승률이 둔화될 것으로 기대한다는 해석도 가능함). 경기선행지수를 선형회귀식에 포함시키지 않더라도 다른 독립변수의 추정 결과는 크게 달라지지 않음

〈그림 3〉 소비자물가 상승률에 대한 기여도
(단위: %p)



주: 소비자물가 상승률은 전년 동월 대비임
자료: 한국은행, 경제통계시스템

〈그림 4〉 기대 인플레이션에 대한 기여도
(단위: %p)



주: 상수항의 기여도는 제외함

- 이에 반해 기대 인플레이션에 대한 개별 소비자물가의 기여도를 보면 농축산물(노란색)은 크지 않고, 공업제품(파란색)은 코로나19 이후 높아지고 있으며, 전반적으로 집세(검정색)와 개인서비스(붉은색)의 기여도가 높은 것으로 나타남(〈그림 4〉 참조)
 - 둘째, 코로나19 발생 이후 소비자물가 상승세를 촉발한 것은 농축산물이었다고 개인서비스와 공업제품으로 확산됨
 - 같은 기간 기대 인플레이션 상승세를 유발한 것은 농축산물과 집세가 먼저였고, 개인서비스와 공업제품으로 이어지는 모습을 보임
 - 2022년 이후로 한정하면 소비자물가에 대한 공업제품의 기여도가 가장 크게 확대되고 있으나, 기대 인플레이션의 경우 공업제품과 개인서비스 그리고 집세의 기여도가 유사하게 커짐
- 이러한 결과가 나타난 가장 큰 이유는 개별 소비자물가의 가중치가 추정된 계수값과 특히 집세에서 큰 차이를 보이기 때문이고, 그 다음으로 기대 인플레이션에 미치는 개별 소비자물가의 시차가 다르기 때문인데, 이는 소비자물가와 기대 인플레이션의 세부적 특성이 같지 않을 수 있다는 점을 시사함



3. 시사점

- 위의 결과로부터 얻을 수 있는 가장 큰 시사점은 소비자물가를 구성하는 항목인 집세의 경우 가중치가 확대되는 방향으로 조정될 필요가 있다는 점임
- 집세의 경우 소비자물가에 대한 기여도보다 기대 인플레이션에 대한 기여도가 상대적으로 크다는 점에서 발표되는 소비자물가의 경우 경제 주체들이 느끼는 소비자물가와 적지 않은 괴리가 있을 것으로 보임

- 자가 주택 가격도 기대 인플레이션에 영향을 미칠 것으로 보이는데, 우리나라의 경우 소비자물가 구성 항목에 자가주거비(자가 주택에서 예상되는 임대료 등)가 포함되어 있지 않기 때문에 기대 인플레이션에 비해 소비자물가가 집세에 영향을 상대적으로 적게 받는다는 결과가 나타난 것으로 보임
- 일례로 미국의 소비자물가를 구성하는 집세의 가중치는 우리나라보다 3.4배 높은데, 그 이유는 자가주거비도 포함되어 있기 때문임
 - 미국 소비자물가의 경우 집세의 가중치는 특수 분류 시 32.563(전체 100 기준), 일반 분류 시 32.946이며, 일반 분류 시 32.946에는 자가주거비의 가중치 24.251이 포함되어 있음⁵⁾
 - 우리나라 소비자물가의 경우 집세의 가중치는 특수 분류 시 98.3(전체 1,000 기준), 일반 분류 시에도 98.3이며, 일반 분류 시 98.3에는 전세 54.0, 월세 44.3이 포함되어 있고 자가주거비는 포함되지 않음
 - 자가주거비를 제외하면 집세의 가중치는 미국과 우리나라가 비슷함
- 통화정책의 유효성을 높이고 그리고 소비자의 소비, 저축 등 수요 결정이 합리적으로 이루어지기 위해서는 기대 인플레이션과 소비자물가의 세부적인 특성이 유사해야 하며, 우리나라도 자가주거비를 소비자물가 구성 항목에 포함시켜 집세⁶⁾의 가중치를 확대⁷⁾할 필요가 있다고 생각됨
 - 이 경우 암묵적으로 고려되던 주택 가격 움직임도 기준금리 결정에 명시적으로 반영될 수 있음

○ 이에 더해 최근의 개별 소비자물가 움직임을 고려할 때, 소비자물가와 기대 인플레이션이 다소 차별화된 모습을 보일 것으로 예상됨

- 최근 들어 유가 및 곡물 가격 등이 안정되어 가고 있으나, 현재 높은 기대 인플레이션의 주된 요인이 공업제품, 집세 및 개인서비스이기 때문에 이에 따른 기대 인플레이션 하락은 제한적일 것으로 보임
- 이에 반해 집세의 상승세는 둔화되고 있는데, 기대 인플레이션과 소비자물가에 대한 집세의 차별화된 영향력을 생각해보면, 이에 따른 소비자물가 상승률 하락은 제한적일 것임

○ 집세의 가중치가 확대되기 이전에도 소비자물가에 대한 집세의 영향력이 실제 체감(또는 기대) 수준보다 작다는 점을 고려하고 소비자의 수요(소비·저축)나 통화정책 결정 시 이러한 특성 차이를 반영해야 할 것임

5) U.S. Bureau of Labor Statistics, <https://www.bls.gov/cpi/tables/relative-importance/2021.htm>

6) 직접 관측되지 않는 자가주거비는 임대료 상당액 접근법, 사용자비용 접근법, 순취득 접근법 등 다양한 방식으로 추정되는데(이정익·강재운(2021), 「자가주거비와 소비자물가」, 『한국은행 이슈노트』) 자가주거비를 소비자물가에 포함하고 있는 국가들마다 방식이 다름. 본고는 추정 방식에 대해서는 다루지 않음

7) 이정익·강재운(2021)은 자가주거비의 소비자물가지수 반영 여부에 대한 폭넓은 관점의 검토·논의가 필요하나 소비자물가 상승률의 변동성이 확대될 것이라는 우려를 제시함. 한국은행 금융통화위원회(2021. 10)는 소비자물가지수에 자가주거비를 포함시키면 소비자물가 상승률이 크게 높아질 가능성을 제기함(<https://vip.mk.co.kr/news/view/21/21/3473238.html>). 한국일보(2022. 8)는 통계청이 자가주거비를 소비자물가지수에 포함시킬지 여부를 검토 중(<https://www.hankookilbo.com/News/Read/A2022082115220002426?did=NA>)이라고 보도함. 한편, 유럽중앙은행은 2026년부터 유로지역의 소비자물가지수에 자가주거비를 반영할 예정임(이정익·강재운 2021)