

# 왜 글로벌 인플레이션은 금융시장의 기대만큼 빠르게 진정되지 않는가

- 데이터로 살펴본 글로벌 인플레이션 추이 및 향방 -

김영삼 수석연구원, 리서치센터(youngsamkim@posri.re.kr)

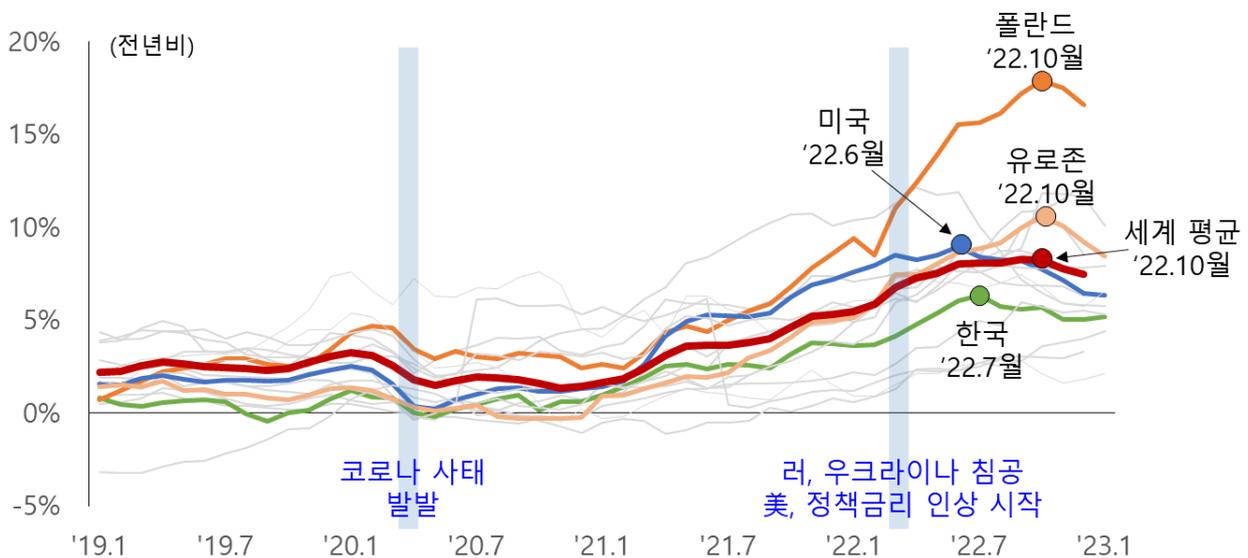
## Summary

- 최근 국제 에너지 가격의 초강세 진정에도 불구하고 미국 등 주요국 인플레이션은 금융시장의 예상보다 더디게 둔화되고 있음
- 이에 이 보고서는 주요 국가들의 요인별 인플레이션 추이를 살펴보고 인플레이션 둔화 속도가 금융시장의 기대보다 더딘 이유에 대해 통계적 기법을 활용하여 파악하는 것을 목적으로 함
- 주요국의 인플레이션 초기에는 에너지, 식료품 가격 등 대외 요인이 물가 상승을 주도하였으나, 최근에는 서비스 등 내수 부문이 물가 상승을 견인
- 주요국 인플레이션과 요인별 영향 시차를 분석한 결과 '21~'22년 빠른 경기 회복세가 올해 인플레이션 향방에 많은 영향을 줄 것으로 판단
- 경기 변동과 물가 변동의 시차 등을 고려할 때 '23년 中 글로벌 물가 수준은 장기 평균(또는 정책 목표) 대비 높은 수준이 지속될 것으로 예상

## 1. (현황) 최근 에너지 가격 초강세 진정 불구, 주요국 인플레이션은 금융시장의 예상보다 느리게 둔화

- 세계 및 주요 15개국 소비자물가 변동률(전년비)은 지난해 3~4분기에 고점을 통과했으며 이후 하락세로 돌아섰음
  - 주요국 소비자물가 변동률 고점을 비교하면 지난해 1분기 선제적으로 정책 금리 인상을 실시한 미국에서 단기 고점이 '22년 6월로 가장 빠른 것으로 나타남

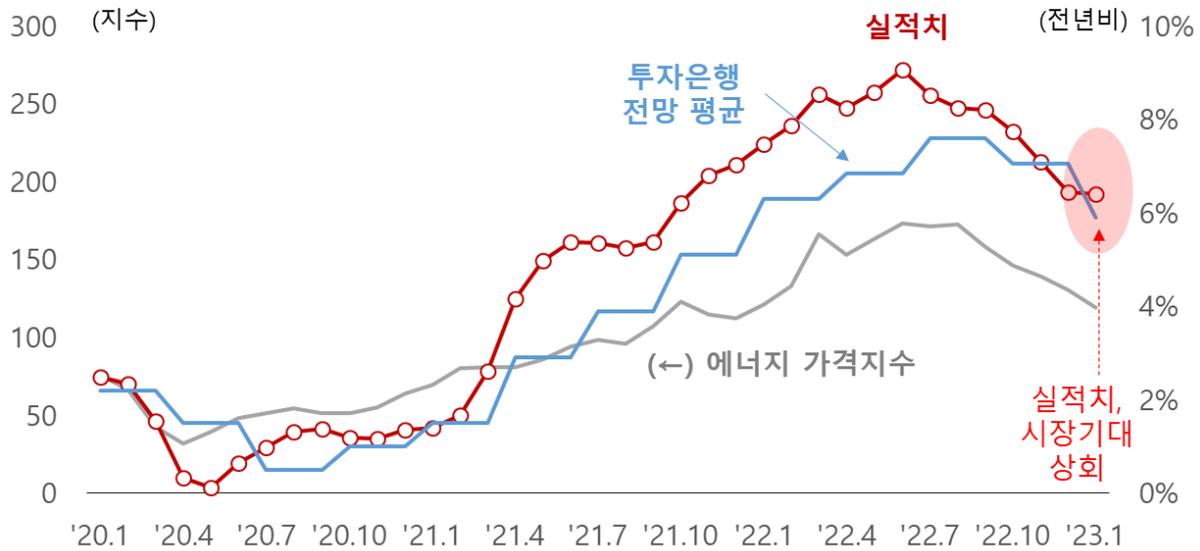
[ 세계 주요국 소비자물가지수 변동률 추이 ]



출처 : OECD, BLS, 中 국가통계국, Eurostat, CEIC, 세계 평균은 POSRI 추정

- 그러나 여전히 대부분의 국가에서 현재 인플레이션 수준은 코로나 사태 이전에 비해 매우 높으며, 둔화 속도도 매우 더딘 상황
  - 특히 최근 미국의 소비자물가지수 및 PCE가 금융시장의 기대보다 높게 나오자 미 정책 금리 인상 우려로 금융 변동성이 확대되기도 하였음
    - 이와 같은 인플레이션 장기화로 미국을 비롯한 각국이 통화 정책에 어려움을 겪고 있으며, 금융시장의 변동성이 확대되고 있는 실정임
- 이에 따라 다음에서 글로벌 주요 국가들의 인플레이션 추이를 살펴보고, 인플레이션 둔화 속도가 금융시장 기대보다 느린 원인에 대해 통계적 기법을 활용하여 파악해보고자 함

[ 미국의 소비자물가지수 변동률의 투자은행 전망과 실적치 추이 ]



주 : 1) 투자은행 소비자물가지수 전망 평균은 해당 분기 이전 최종 전망치

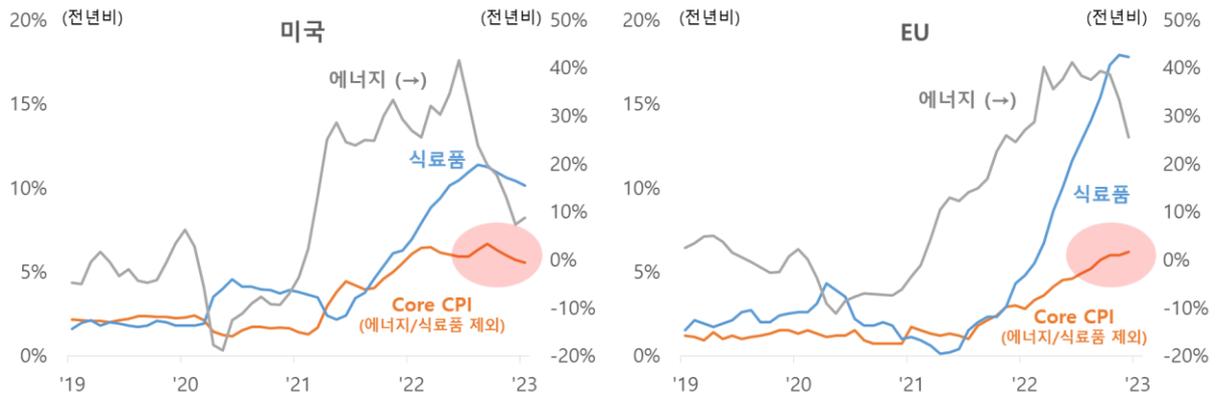
2) 에너지 가격지수는 World Bank Commodity Markets의 Energy Price Index 참조

출처 : BLS, World Bank, 투자은행 전망 평균은 POSRI가 투자은행 보고서를 활용하여 집계

## 2. (요인) 인플레이션 초기 대외 요인이 물가 상승을 주도. 최근에는 서비스 등 내수 부문이 물가 상승을 견인

- 미국, EU 등 주요국 소비자물가를 살펴보면 에너지 제품은 '21년부터 상승 시작. 식료품은 '22년부터 상승하기 시작 (비용 인상 인플레이션)
  - OPEC+의 원유 감산('20.4월) 효과가 '21년 초부터 본격적으로 나타나자 에너지 제품 물가가 동반 상승하기 시작하였으며, 이후 러시아의 우크라이나 침공 1~2분기 후인 '22년 2~3분기 절정에 도달
  - 식료품 물가는 러-우 전쟁에 따른 곡물 공급 불안으로 상승세가 시작되었으며, 이후에는 라니냐에 따른 남아메리카 곡창지대 가뭄 등의 영향으로 강세 지속
- 최근 에너지/식료품 제외 물가의 상승세가 높아지고 있음. 이는 내수 부문의 물가 압력이 높아지고 있다는 것을 의미 (수요 견인 인플레이션)
  - 가격 변동성이 큰 에너지/식료품을 제외한 소비자물가를 Core CPI라고 하며, 주요 중앙은행들은 Core CPI를 인플레이션의 주요 모니터링 지표로 활용

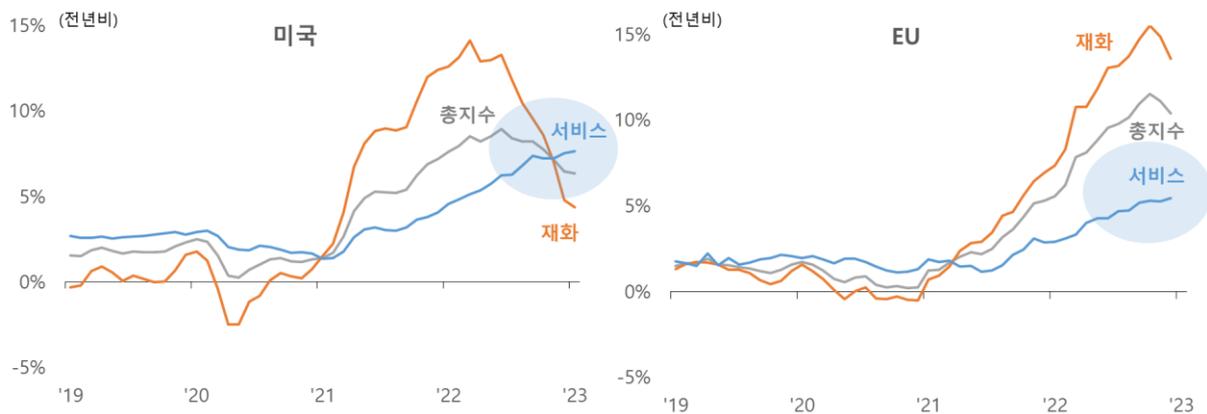
[ 미국과 EU의 품목 부문별 소비자물가 변동률 추이 ]



출처 : BLS, Eurostat

- 내수 인플레이션 압력을 다시 재화와 서비스로 나눠보면 최근 재화 부문의 물가 증가율이 둔화되고 있는 반면에 서비스 부문은 상승세를 확대하고 있음
  - 재화 부문 물가는 에너지 등 원자재 가격의 영향을 많이 받는 특징이 있으며, 그에 따라 에너지 가격 흐름과 유사한 추이를 보여줌
  - 특히 코로나 발생 이후 각국 소비자들은 여행 등의 활동이 제약된 가운데 자동차, 가전 등 내구재 수요를 증대시켰음
  - 그런데 글로벌 코로나 사망자 수가 감소하는 등 확산세가 완화되자 서비스 활동이 재개되기 시작하였으며, 이에 최근 서비스 부문의 물가 압력이 높아지고 있는 것으로 판단

[ 미국과 EU의 재화·서비스 소비자물가 변동률 추이 ]



출처 : BLS, Eurostat

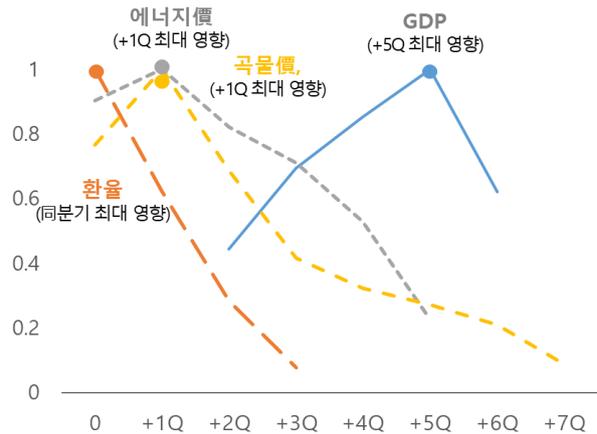
### 3. (분석) 물가와 요인별 관계를 분석한 결과 '21~'22년의 빠른 경기 회복세가 향후 인플레 향방을 결정할 가능성

- 각국의 소비자물가 변동에 대해 GDP(경제성장률), 환율 변동, 국제 에너지 가격, 곡물 가격을 설명 변수로 회귀분석을 시행
  - 분기별 데이터를 활용하여 설명 변수의 해당 분기에서 10분기까지의 시차를 두고 반복적으로 회귀분석을 하였으며, 해당 설명 변수의 계수를 비교하여 시차 판단
- 분석 결과 **환율 변동**은 해당 분기에 물가 변동에 가장 큰 영향을 주고 이후 3분기에 걸쳐 영향을 주는 것으로 평가
  - 환율 경로는 미국 정책 금리 인상으로 달러화가 강세일 때 역으로 미국 외 지역의 통화는 약세로 연결되며, 이는 결국 수입 제품의 가격이 인상되는 것으로 해석
- **에너지와 곡물**은 해당 분기 및 다음 분기에 영향력이 가장 크고 이후 국가별로 +5분기 또는 +7분기에 걸쳐 장기간 영향을 주는 것으로 분석
  - 국가별로 대외 에너지 및 곡물 가격과 자국의 전력, 곡물 가격이 정책적 요인 등으로 시차 존재. 실제 중국, 인도, 인니 등 신흥국들은 물가 변동에 상대적으로 느리게 반영되는 것으로 나타남
- **경제성장률(GDP) 변동**은 해당 분기 및 다음(+1Q) 분기에는 물가 변동에 영향을 주지 못하나, +2분기 이후부터 영향을 주기 시작하여 +5~6분기 이후 최대로 높아지는 것으로 분석
  - 세계 대부분 주요국의 전년비 경제성장률은 '22년 3분기까지는 장기 평균('00~'22년) 또는 코로나 이전('19년) 대비 높은 것으로 나타났음
  - 통계적 분석 시차를 고려할 때 결국 주요국 내수에 의한 인플레이션 압력은 올해 중 지속될 가능성이 높은 것으로 판단

[ 국가별 요인의 물가 영향 최대 시차(+분기) ] [ 요인별 세계 물가 변동의 시차별 영향도 ]

국가	GDP	환율변동	에너지가격	곡물가격
캐나다	4	0	1	0
브라질	3	2	1	3
독일	6	0	2	1
이탈리아	4	0	2	1
일본	6	3	2	4
한국	6	0	1	1
멕시코	6	0	0	4
폴란드	4	0	1	1
스웨덴	0	0	2	1
미국	4	0	1	0
중국	3	2	6	0
인도	0	0	8	1
인도네시아	6	2	3	1
사우디	8	0	0	1
남아공	2	1	1	2
유로존	4	0	2	1
세계	5	0	1	1

주 : 1) 회귀분석을 활용하여 시차 영향 분석  
2) 황색 바탕은 P 값이 0.05 이하 표시  
출처 : POSRI 분석

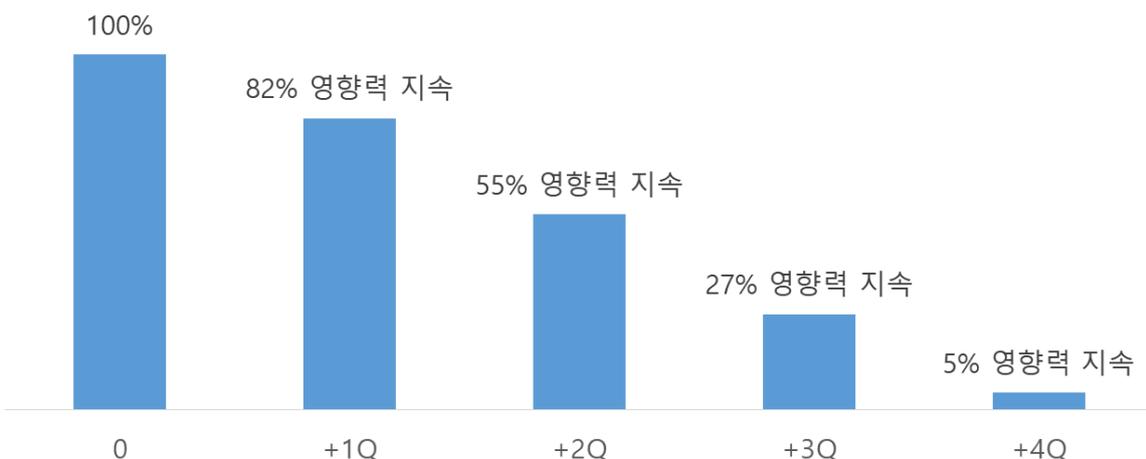


주 : 1) 회귀분석을 활용하여 시차별 영향력 분석  
2) 최대 효과 시점을 1로 하여 표시  
출처 : POSRI 분석

○ 한편 물가는 한번 상승하면 이후에도 다른 부분으로 확산되며 상승세가 지속되는 특성이 있으며, 이 또한 물가 안정의 저해 요인으로 작용할 전망

- 소비자물가 변동의 시계열분석 결과 시차상관성(autocorrelation)이 매우 큰 것으로 나타남
  - +1분기 82%, +2분기 55%, +3분기 27%, +4분기 5%의 영향력이 잔존

[ 세계 소비자물가 충격 발생 시 지속 영향도 ]



주 : 1) 세계 평균 인플레이션의 시차상관관계(autocorrelation)를 통해 분석  
2) 현재 분기에 1 크기의 인플레이션 발생 시 향후 분기의 영향도 의미

출처 : POSRI 분석

#### 4. (향방) 경기 변동과 물가 변동의 시차 등 고려 時 '23년 中 물가 수준은 장기 평균 대비 높게 유지될 것으로 예상

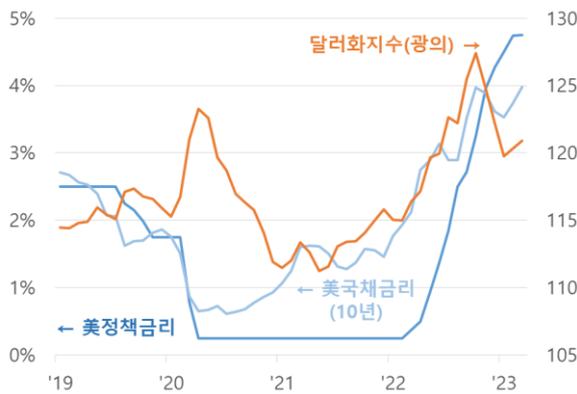
- '21년과 '22년 글로벌 물가가 상승하기 시작했을 때는 에너지 가격 상승 등으로 비용 인상 인플레이션이 주로 나타났으나, 최근에는 서비스를 중심으로 대내 수요 견인 인플레이션 압력이 높아지고 있음
- 에너지 등 국제 원자재 가격이 현재 수준을 유지한다고 가정할 경우 대내 수요 압력에 따라 올해 중에는 각국 중앙은행의 정책 목표 물가 수준보다는 높게 유지될 가능성이 높음
  - 대부분의 국가에서 물가 상승률은 지난해 하반기 고점에서 점차 낮아질 것으로 예상. 특히 금리 인상을 주도하고 있는 미국에서 먼저 하락 신호가 나타날 가능성
  - 다만 지난해 제로 코로나 정책의 여파가 컸던 중국 등은 물가 둔화가 상대적으로 지연될 가능성 상존
- 또한 최근 에너지, 곡물 등 국제 원자재 가격의 초강세가 진정되었으나, 러우 전쟁 등 지정학적 리스크 향방에 따라 재급등 가능성도 배제할 수 없음
- 한편, 미국 등 주요 국가의 물가 수준이 중앙은행의 물가 목표 대비 높게 나타날 경우, 중앙은행들은 정책 금리를 추가로 인상하거나 고금리를 장기간 유지할 가능성이 높음
  - 실제 파월 미 연준 의장은 3.7. 상원에서 2% 인플레이션 목표 달성을 위해 추가 금리 인상 가능성을 언급
  - 특히 미국의 정책 금리 인상은 달러화의 시장 금리 상승 및 달러화 강세로 연결될 수 있으며, 이 경우 미국 외부 he지역 통화의 외환 변동성을 확대시킬 가능성 상존

[ 미국과 유로존의 소비자물가/물가목표, 중앙은행 정책 금리 추이 ]



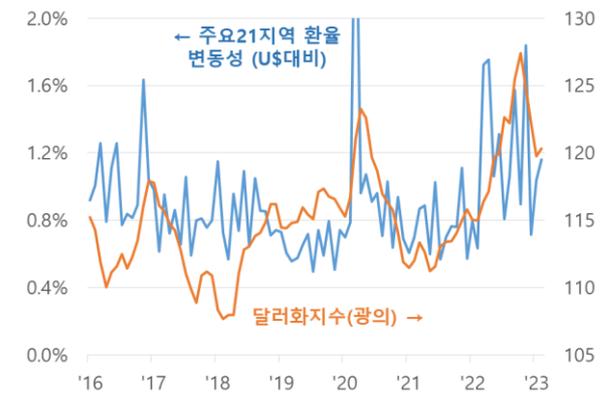
출처 : BLS, BEA, ECB, FED

[ 달러화 지수와 미국 장단기 금리 ]



출처 : FED

[ 달러화 지수와 주요 통화의 환율 변동성 ]



- 주 : 1. 주요 21개 통화는 유로화 등 광의 달러화 지수 산정 국가 대상 환율
- 2. 변동성은 주요 21개 환율의 평균 변동계수(=표준편차/평균)

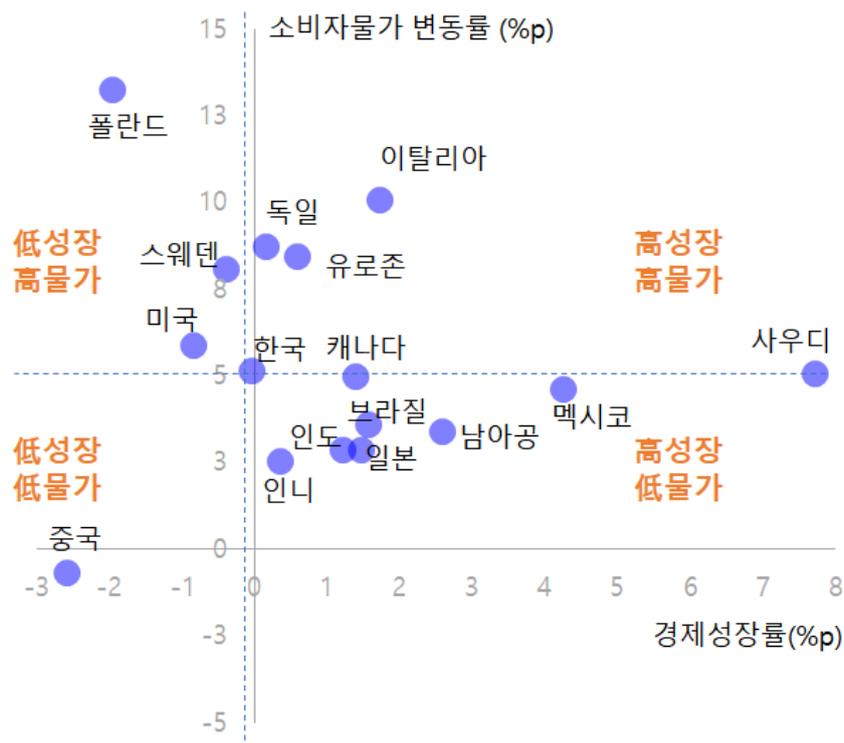
자료 : FED, POSRI 분석

### 최근 인플레이션과 경기 둔화로 어느 국가가 어려움을 겪고 있나?

미국의 정책 금리 인상, 러-우 전쟁에 따른 원자재 공급 리스크 등으로 주요 국가들이 인플레이션과 경기 둔화 상황에 동시에 처하고 있으나, 영향의 강도는 차이가 있음. 국가별 상황을 비교하기 위해 '22년 하반기와 코로나 이전('19년)의 경제성장률과 인플레이션 차이를 비교함으로써 영향 정도를 평가해보고자 함

코로나 이전 대비 최근 시기를 비교할 때 경제성장률은 낮은 반면 물가 상승률이 높아 경제적 고통을 크게 겪는 지역은 폴란드 등 동유럽 지역으로 나타났으며, 독일/스웨덴 등 북서유럽은 성장세 정체 속 高물가 현상을 겪고 있음. 한편 사우디, 멕시코, 남아공 등 원자재 수출 국가는 물가 상승이 제한되는 가운데 高성장을 향유하고 있는 것으로 나타났음. 중국의 경우는 '22년 하반기 강도 높은 제로 코로나 정책의 영향으로 물가 변동과 경제성장률 변동 폭이 모두 다른 국가 대비 매우 낮은 특징이 있음

[ 국가별 경제성장률과 소비자물가 상승률 변동 ('22.下 - '19년 차이) 비교 ]



주 : 1) 인플레이션이 최고조였던 2022년 하반기와 코로나 사태 이전인 2019년 상황 비교

2) 경제성장률과 소비자물가 상승률은 전년비 증가율 차이 (%p)

출처 : POSRI 분석

이 자료에 나타난 내용은 포스코경영연구원의 공식 견해와는 다를 수 있습니다.

## [관련 기사]

- Bloomberg, '23.2.15, "The Inflation Boogeyman Now Hides in Services"
- The Economist, '23.2.18, "Why Inflation will be hard to bring down"