

2017년도 제22차

금융통화위원회(정기) 의사록

한 국 은 행

1. 일 자 2017년 11월 30일(목)
2. 장 소 금융통화위원회 회의실
3. 출석위원 이 주 열 의 장 (총재)  
함 준 호 위 원  
이 일 형 위 원  
조 동 철 위 원  
고 승 범 위 원  
신 인 석 위 원  
윤 면 식 위 원 (부총재)

4. 결석위원 없 음

5. 참 여 자
 

하 성 감 사	김 민 호 부총재보
임 형 준 부총재보	허 진 호 부총재보
신 호 순 부총재보	서 봉 국 외자운용원장
장 민 조사국장	손 욱 경제연구원장
신 윤 금융안정국장	박 종 석 통화정책국장
이 환 석 금융시장국장	이 승 헌 국제국장
성 병 희 공보관	장 정 석 금융통화위원회실장
이 동 원 의사팀장	

## 6. 회의경과

### 가. 의결안건

#### <의안 제37호 — 통화정책방향>

(1) 전일 개최된 동향보고회의에서 조사국장이 보고 제80호 - 「국내외 경제 동향 및 평가」, 국제국장이 보고 제81호 - 「외환·국제금융 동향」, 그리고 금융시장국장이 보고 제82호 - 「금융시장 동향」에 대하여 보고하였음.(보고내용 : 별첨)

(2) 본회의에서는 의장이 전일 보고내용을 접수하고 「한국은행법」 제28조에 따라 의안 제37호 - 「통화정책방향」을 상정하였음.

### (3) 위원 토의내용

전일 개최된 동향보고회의에서는 다음과 같은 토의가 있었음.

#### (가) 국내외 경제동향 및 평가

일부 위원은 9~10월 실물경제 지표를 묶어서 보면 서비스업 생산이 늘어나는 가운데 소매판매도 비교적 양호한 모습을 나타낸 것으로 보인다고 언급하고, 수출 호조에 따른 영향이 점차 소비로 파급되고 있다고 해석할 수 있는지 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 9~10월 소매판매의 증가는 수출 호조 이외에 연휴 효과와 정부 정책에도 일정부분 기인한 측면이 있는 데다 최근 들어 고용시장의 여건도 개선세가 다소 주춤한 모습을 보이고 있어 수출 증가에 따른 영향이 본격적으로 소비로 파급되고 있다고 보기는 어려울 것으로 판단된다고 답변하였음. 다만 수출의 높은 증가세가 기업의 수익성 개선, 경제지표의 호전 등을 통해 소비심리에도 긍정적으로 작용하고 있으므로 적어도 간접적으로는 소비에 영향을 미치고 있다고 해석할 수 있다고 덧붙였음.

이어서 동 위원은 중국과의 사드(THAAD) 관련 해빙 분위기 등을 반영하여 내년 가계소득이나 고용시장의 여건을 다소 낙관적으로 전망하고 있는 것은 아닌지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 최근 한·중 관계의 변화를 고려하면 중국인 관광객 등의 회복속도가 지난 10월 전망시 예상보다 좀 더 빨라질 가능성이 있다고 답변하였음.

또한 동 위원은 최근 관련지표의 흐름에 비추어 앞으로 반도체를 제외한 산업에서도 설비투자가 점점 늘어날 것으로 보이는지 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 조선 등 일부 업종은 여전히 부진하겠지만 자동차, 화학 등은 신기술 분야를 중심으로 설비투자가 계속 늘어날 것으로 보인다고 답변하였음.

아울러 동 위원은 최근 주요국 통화에 비해 원화의 절상폭이 커지고 있다고 언급하고, 수출의 환율 민감도가 글로벌 분업관계(global value chain) 심화 등으로

과거보다 작아진 가운데 실질실효환율의 절상폭도 아직은 제한적인 것으로 보여 그 영향이 크지는 않을 것으로 판단되지만, 이로 인해 환위험에 취약한 일부 수출기업이 부정적 영향을 받을 수도 있다는 지적이 있다고 설명하였음. 앞으로도 원화가 추가 절상된다면 우리경제 전반에는 어떠한 영향을 미칠 것으로 보이는지 관련부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 환율의 수출에 대한 영향이 해외생산 확대, 글로벌 분업관계 심화, 반도체 등의 비가격경쟁력 제고 등으로 과거에 비해 약화된 데다 원화의 강세가 소비 등 내수에 도움이 되는 측면도 있기 때문에 앞으로 원화가 추가 절상된다 하더라도 우리경제 전반에 미치는 부정적 영향은 제한적일 것으로 판단된다고 답변하였음. 다만 이러한 움직임이 장기간 지속될 경우에는 수출기업의 원화환산 수익성이 저하되면서 고용여건의 개선세 등을 제약할 가능성도 있을 것으로 보인다고 덧붙였음.

이어서 동 위원은 내년에는 아파트 입주물량이 늘어나고 주택시장 및 가계부채 관련 규제도 순차적으로 시행되면서 부동산경기가 예상 외로 빠르게 위축될 가능성이 있다는 우려가 제기되고 있다고 언급하고, 지난 10월 건설투자 전망에 대해서는 어떻게 평가하고 있는지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 내년 아파트 입주물량의 확대, 주택거래의 감소 우려 등은 지난 10월 전망에 상당부분 반영하였으므로 이를 조정할 필요는 없을 것으로 보인다고 답변하였음.

또한 동 위원은 최저임금 인상 등의 조치로 기업의 노동비용이 상승하면서 상품이나 서비스 물가의 상승압력이 점차 높아질 것이라는 시각이 있는 반면 기업이 높은 노동비용에 대응하여 인력 감축, 자본의 노동 대체 및 생산기지의 해외이전에 나서게 되면 노동수요가 줄어들면서 임금상승 압력이 제한될 것이라는 주장도 있다고 설명하고, 이에 대한 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 최저임금이 인상되면 한계소비성향이 상대적으로 높은 저임금 근로자의 소비가 증대되고 이에 따라 기업의 매출이 늘어나면서 노동수요가 오히려 확대되는 측면도 있으며, 설령 이로 인해 기업이 인력 감축에 나선다 하더라도 정부의 정책적 지원 등을 고려하면 당장의 고용 감소폭은 크지 않을 것으로 보인다고 언급하였음. 또한 자본의 노동 대체와 생산기지의 해외이전은 중장기적 관점에서 추진되기 때문에 단기적으로는 노동수요에 영향을 미치지 않을 것으로 생각된다고 설명하였음. 이러한 점을 감안할 때 최저임금 인상이 적어도 내년 명목임금에는 긍정적으로 작용할 가능성이 있는 것으로 판단된다고

답변하였음.

아울러 동 위원은 금년 10월에는 식료품·에너지 제외 지수, 규제가격 제외 근원물가, 내수물가압력지표 등 근원물가지표의 오름세가 확대되었다고 언급하고, 수요측면의 물가상승 압력이 점차 개선되고 있는 것으로 보아도 되는지 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 마이너스(-) GDP갭의 해소 시기가 당초 예상보다 앞당겨지는 등 수요측면의 물가상승 압력이 점차 높아지고 있는 것으로 판단된다고 답변하였음.

다른 일부 위원은 최근 글로벌 투자 및 수출의 증가세 확대 현상을 좀 더 면밀히 살펴볼 필요가 있다고 언급하면서, 2000년대 중반에는 생산기지의 해외이전, 글로벌 분업관계의 활성화, 중국의 투자수요 확대 등으로 설명되었지만, 최근에는 IT경기의 호황을 제외하면 이를 뒷받침할 만한 명확한 근거가 보이지 않는다고 첨언하였음.

이어서 동 위원은 부동산시장에는 재건축·재개발 수요, 고령화에 대비한 투자유인, 지역별 인구의 변화, 통화정책의 완화기조 등 다양한 요인이 영향을 미치므로 거시경제적인 측면에서 부동산시장의 상황을 심도 있게 분석해 볼 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

또한 동 위원은 자영업자의 영업환경 변화, 대중 교역여건의 개선 가능성, 정부의 소득주도 성장정책 등이 가계소득이나 고용시장의 여건에 어떠한 영향을 미칠지 좀 더 심층적으로 연구해 보면 좋겠다고 당부하였음.

아울러 동 위원은 우리나라의 물가상승률이 OECD국가의 평균수준과 동조화되어 왔다는 점, 최근 내수품목의 물가상승률이 2%대 중반을 나타내고 있다는 점 등에 비추어 향후 물가흐름이 지난 10월 전망경로에 부합할 것으로 판단된다는 의견을 제시하였음.

또 다른 일부 위원은 우리나라의 낮은 인플레이션 문제가 필립스곡선(Phillips curve)의 평탄화보다 동 곡선의 하방 이동, 즉 기대인플레이션의 하락에 주로 기

인한 것으로 보인다는 견해를 밝혔음. 한 번 형성된 기대인플레이션을 변경하기 위해서는 볼커 리세션(Volcker recession)이나 아베노믹스(Abenomics)와 같은 힘겨운 노력이 수반되어야 하므로 이를 안착(anchoring)시키는 것이 인플레이션 타게팅(inflation targeting)의 핵심이라고 언급하였음. 기대인플레이션 지표로는 공식적으로 서베이(survey) 방식의 일반인 기대인플레이션이 활용되고 있지만 명목국채와 물가연동국채 간 금리격차로 계산되는 손익분기 인플레이션(break-even inflation)에도 좀 더 주목할 필요가 있다고 발언하였음. 손익분기 인플레이션은 비록 대표성의 한계, 과소평가의 문제 등이 있긴 하지만 투자자의 이익추구 결과인 시장가격으로부터 산출되기 때문에 좀 더 의미 있는 정보를 포함하고 있으며 일반인 기대인플레이션과는 달리 실제 인플레이션에도 선행하는 경향이 있다고 설명하였음.

이러한 배경 하에서 동 위원은 손익분기 인플레이션에 대한 분석내용을 다음과 같이 소개하였음.

그간 안정된 모습을 보였던 손익분기 인플레이션이 2013~14년중 빠르게 하락하면서 최근에는 낮은 수준을 유지하고 있는 것으로 나타났음. 비록 동 지표가 물가연동국채 금리에 내재된 유동성 프리미엄(liquidity premium) 등으로 기대인플레이션을 과소평가할 여지도 있겠지만 만일 이전에도 이 같은 문제가 상존한 것이라면 기대인플레이션이 하락한 것으로 해석할 수 있음. 손익분기 인플레이션을 주요국과 비교해 보면 우리나라가 상대적으로 급격한 하락과정을 겪으면서 현재로서는 영국, 미국, 캐나다 및 독일보다 낮은 수준에 있는 것으로 분석되었음. 이는 최근 이들 국가의 통화정책과도 어느 정도 일맥상통한 부분이 있음. 우리나라의 기대인플레이션 하락은 선진국의 디스인플레이션(disinflation)뿐만 아니라 통화당국의 인플레이션 둔화에 대한 소극적 대응에도 그 원인이 있었을 것으로 생각됨. 부연하면 2013~14년에는 물가의 낮은 오름세에도 불구하고 자본유출에 대한 우려, 정책여력의 소진 논란 등으로 기준금리가 이에 즉각적으로 반응하지 못하면서 손익분기 인플레이션이 크게 하락한 것으로 보임. 이와는 대조적으로 2008~09년에는 기준금리를 적기에 하향 조정함으로써 기대인플레이션이 복원되고 이를 통해 차후의 정책여력을 확보할 수 있었던 것으로 추정됨. 표준적인 경제이론에 따르면 기대인플레이션을 목표수준에 잘 안착시키기 위해서는 금리정책이 인플레이션에 충분히 반응하여야 하는데, 글로벌 금융위기 당시의 통화정책 운영은 이와 같은 원칙에 대체로 부합할 뿐만 아니라 주요 국제기구의 연구에서도 바람직한 것으로 평가되고 있으나, 2013~14년의 통화정책은 그렇지 못하였던 것으로 보임.

위와 같은 분석내용을 바탕으로 동 위원은 다음과 같은 견해를 제시하였음.

첫째, 기대인플레이션의 하방위험에 대해서도 최소한 대칭적으로 경계할 필요가 있음.

둘째, 정책 조정은 기대인플레이션의 하락을 야기하지 않는 범위 내에서 시장과 충분히 소통하면서 신중하게 진행될 필요가 있음.

셋째, 그 소통과정에서는 물가안정이 통화정책의 일차목적이라는 점이 강조될 필요가 있음. 비록 물가안정이 금융안정을 담보하는 충분조건은 아니지만 자산가격을 포함한 광의의 물가안정은 금융안정을 위해 요구되는 필요조건인 것으로 생각됨.

이에 대해 관련부서에서는 비록 손익분기 인플레이션이 나름대로의 장점을 가지고 있다 하더라도 통화정책을 운영함에 있어서는 특정 소수에 해당하는 투자자의 기대보다 절대 다수를 차지하는 일반인의 기대를 좀 더 고려하는 것이 바람직해 보인다는 의견을 나타내었음. 한편 2013~14년중 손익분기 인플레이션의 하락은 당시 테이퍼 탠트럼(taper tantrum) 발생, 물가연동국채에 대한 비과세 혜택 폐지로 시장규모가 작은 물가연동국채의 금리가 상대적으로 더 크게 상승한 데에도 그 원인이 있으므로 실제로는 기대인플레이션이 그렇게 크게 하락하지는 않았을 것으로 추정된다고 답변하였음.

이에 동 위원은 물론 손익분기 인플레이션이 통화정책 운영의 핵심 판단지표가 될 수는 없겠지만 이를 무시할 수도 없을 것으로 생각된다는 의견을 나타내었음. 또한 그 당시 테이퍼 탠트럼이 손익분기 인플레이션에 기초적으로 영향을 미치지 않았을 것으로 보이며 물가연동국채에 대한 비과세 혜택도 그 크기가 동 지표의 하락폭에 비해서는 미미한 것으로 추산된다고 언급하였음.

한편 일부 위원은 향후 성장경로에는 상방 리스크가 지난 10월 전망에 비해 더 커진 것으로 보인다는 의견을 나타내고, 금년과 내년의 경제성장률이 IMF나 OECD의 전망수준으로 높아질 가능성도 있는지 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 금년과 내년의 경제성장률은 IMF나 OECD의 전망수준을 나타낼 수도 있을 것으로 보인다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 내년에는 가계소득 증가율이 소폭 확대되고 고용시장의 여건도 완만히 개선되는 가운데 기초적 물가흐름이 점차 높아질 것으로 분석되었는데, 소득주도 성장정책의 영향에 대해서는 어떻게 평가하고 있는지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 내년에는 소득주도 성장정책이 가계소득이나 고용

시장의 여건 개선에 어느 정도 도움이 될 것으로 보인다고 답변하고, 다만 최저임금 인상에 따른 영향에 대해서는 좀 더 시간을 두고 지켜봐야 할 것으로 생각된다고 덧붙였음.

또한 동 위원은 마이너스 GDP갭의 해소 시기가 지난 10월 전망에 비해 빨라질 것으로 보고 있는 이유는 무엇인지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 금년 3/4분기 경제성장률이 예상치를 상회한 데다 향후 성장경로에도 상방 리스크가 좀 더 커졌기 때문이라고 답변하였음.

이에 동 위원은 단기적으로 실물경제의 회복세가 둔화될 가능성은 없는지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 비록 금년 4/4분기에는 전기대비 경제성장률이 낮아질 수밖에 없겠지만 세계교역 등의 여건을 고려하면 실물경제의 회복세가 기초적으로 둔화될 가능성은 크지 않아 보인다고 답변하였음.

아울러 동 위원은 내후년 대외여건에 대해 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 내후년에는 세계교역 및 세계경제의 회복세가 다소 둔화되긴 하겠지만 그 수준을 비관적으로 평가하는 예측기관은 많지 않다고 답변하였음.

이에 동 위원은 그렇다면 우리수출은 어떠한 것으로 보이는지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 내후년에는 우리수출도 증가세가 소폭 축소되긴 하겠지만 급격하게 악화되지는 않을 것으로 예상된다고 답변하였음.

이에 동 위원은 내후년으로 갈수록 GDP갭의 플러스 폭이 점점 확대될 것으로 보이는지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 내후년 경제성장률이 잠재성장률 수준을 나타낸다면 GDP갭의 플러스 폭이 빠르게 확대되지는 않을 것으로 보인다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 서울지역의 주택가격이 계속 상승하는 이유는 무엇인지 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 서울지역의 경우 주로 입주예정물량이 상대적으로 많지 않은 데다 재건축아파트의 높은 투자수익률 등으로 투자유인도 크기 때문인 것으로 보인다고 답변하였음.

이에 동 위원은 주택시장 및 가계부채 관련 대책의 발표에도 불구하고 일부 지역의 주택가격이 계속 상승하고 있는 가운데 일각에서는 그 원인 중의 하나로



저금리를 배경으로 한 풍부한 유동성을 거론하고 있다고 언급하고, 국내경제가 견실한 성장세를 지속하고 있음을 감안하면 금융안정 측면이 좀 더 고려되어야 할 것으로 보인다는 의견을 나타내었음.

다른 일부 위원은 가계소득의 흐름을 평가할 때에는 가계동향조사, 국민계정 등 이용 자료에 따라 해석상 차이가 발생할 수 있다고 발언하였음. 아울러 최근 경기회복에도 불구하고 명목소득이 홍보하는 현상은 명목임금의 오름세 정체에 기인할 가능성이 높다고 지적하면서, 그 원인이 임금의 물가에 대한 후행 경향이 나 고용탄성치가 높은 서비스업의 부진 등에 기인한 것은 아닌지 좀 더 심도 있게 연구할 필요가 있다고 당부하였음.

이어서 동 위원은 미 뉴욕 연준의 방식을 원용하여 산출한 근원물가지표에 대해 다음과 같은 의견을 나타내었음.

첫째, 소비자물가에 대한 장기시계 예측은 식료품·에너지 제외 지수가 우월한 반면, 단기시계에서는 유가관련 품목이 포함되어 있는 동 지표의 예측력이 높은 것으로 평가됨.

둘째, 동 지표와 GDP갭 간의 시차상관관계를 분석함에 있어서는 추정방식별 GDP갭을 두루 적용해 볼 필요가 있음.

셋째, 이 같은 연구를 통계학적 고찰과정을 거쳐 더욱 발전시켜 나가는 한편 정성적 방법뿐만 아니라 정량적 방법에 의한 물가전망 내용에 대해서도 좀 더 활발하게 의견을 교환할 수 있으면 좋겠음.

또한 동 위원은 지난 10년간 우리나라의 평균적인 물가상승률이 그 전에 비해 하락하여 왔음에 비추어 기대인플레이션의 변화 여부에 더욱 주목할 필요가 있다고 발언하였음.

또 다른 일부 위원은 관련부서에서는 향후 성장경로가 지난 10월 전망에 비해 소폭 높아질 것으로 예상하였으며, 최근 IMF와 OECD도 우리경제의 성장률을 상향 조정한 바 있다고 언급하였음. 금년과 내년의 경제성장률이 잠재성장률 수준을 다소 웃돌면서 당초 내년 하반기로 예상되었던 마이너스 GDP갭의 해소 시기가 앞당겨질 것으로 보인다는 의견을 나타내었음.

한편 단기적으로 소비자물가가 도시가스요금 인하 등 일시적 요인의 영향을

받긴 하겠지만 중기적으로는 소비자물가와 근원인플레이션 모두 점차 목표수준에 근접하는 오름세를 보일 것이라는 관련부서의 분석에 대해 이는 최근 원/달러 환율의 하락에도 불구하고 국제유가의 상승, GDP갭의 변화 등을 고려한 것으로 해석된다고 첨언하였음. 특히 GDP갭은 마이너스인 경우보다 플러스인 경우에, 그리고 플러스의 폭이 커질수록 물가에 대한 영향력이 비선형적으로 높아질 것으로 보인다는 견해를 밝히면서, 미 뉴욕 연준의 방식을 원용하여 산출한 근원물가지표를 보더라도 향후 물가상승 압력이 점차 커질 수 있음을 시사하고 있다고 덧붙였음. 이러한 점에 비추어 금년과 내년 우리경제는 비록 불확실성이 상존하고 있지만 성장과 물가만을 놓고 보면 대체로 안정된 모습을 나타낼 것으로 보인다고 평가하였음.

#### (나) 외환·국제금융 및 금융시장 동향

일부 위원은 최근 미국의 금융·경제상황을 보면 금년 12월 미 연준이 금리를 인상할 것으로 예견되고 실물경기도 견조한 회복세를 지속하고 있음에도 불구하고 수익률곡선은 계속 평탄화되고 있다고 지적하였음. 일각에서는 미국의 장기실질균형금리 및 기대인플레이션의 하락을 그 원인으로 거론하고 있지만 이 같은 요인은 이미 이전부터 장기금리에 반영되어 왔으므로 최근의 수익률곡선 변화를 설명하는 데에 한계가 있는 것으로 보인다고 언급하였음. 한편 이러한 현상을 향후 실물경기의 침체 우려와 글로벌 장기채권 수요의 유입에 따른 결과로 해석하는 시각도 있다고 소개하고, 이에 대한 관련부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 수익률곡선의 평탄화나 장단기금리차의 역전이 장기금리의 하락에 의해 주도되는 경우에는 향후 실물경기의 침체를 예고하는 신호(signal)로 받아들여질 수 있겠지만, 최근 미국의 수익률곡선 평탄화는 주로 재무부의 단기채권 발행 확대 방침, 미 연준의 금리인상 기대 등으로 단기금리가 크게 상승한 데에 따른 것으로 보인다고 답변하였음.

이에 동 위원은 미국의 세제개편안이 의회를 통과한다면 수익률곡선이나 정책금리 경로가 가팔라질 가능성은 없는지 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 이번 세제개편안이 법인세율 인하 등 대규모 감세안을 골자로 하고 있는 만큼 미 금융시장 지표가 동 법안의 처리 관측에 따라 등락하는 양상을 보이고 있다고 설명하였음. 비록 일부 선반영된 측면도 있겠지만 미 의회에서 세제개편안을 가결한다면 재정적자 보전을 위한 장기국채의 발행 전망이 부각되면서 수익률곡선이 가팔라질 가능성도 있을 것으로 생각된다고 답변

하였음.

이와 관련하여 동 위원은 한·미 간 장기금리의 동조화 경향에도 불구하고 우리나라의 수익률곡선이 미국과 달리 가팔라지고 있는 이유는 무엇인지 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 과거 장기금리의 움직임을 보면 우리나라처럼 정책금리가 인상국면으로 전환되는 시기에는 선반영하여 상승하였다가 현재의 미국과 같이 정책금리가 수차례 인상된 다음에 하락하였다고 설명하고, 이러한 측면이 반영되어 양국 간 수익률곡선이 차별화되고 있는 것으로 풀이된다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 원/달러 환율과의 마이너스 상관관계가 높아지면서 거주자 외화예금이 환율 변동성의 완화요인으로 작용하고 있는 것으로 평가되었는데, 이들 지표가 플러스의 상관관계를 나타낸 적은 없는지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 금융위기 당시 거주자 외화예금과 원/달러 환율이 플러스의 상관관계를 나타낸 적이 있다고 답변하였음.

이에 동 위원은 이들 지표 간의 마이너스 상관관계가 강화된 것은 외환시장의 복원력 제고를 반영한 결과로 해석된다는 견해를 밝혔음.

또한 동 위원은 이번 가계부채 종합대책을 보면 주로 다주택자와 분양시장에 초점을 두고 있고 신DTI(Debt to Income), DSR(Debt Service Ratio) 등도 시간을 두고 순차적으로 시행될 예정이어서 가처분소득대비 가계부채비율이 계속 높아질 것으로 보인다는 의견을 나타내었음.

이에 대해 관련부서에서는 신DTI, DSR 등의 단계적 시행에는 시장 충격을 완화하기 위한 측면도 있는 것으로 생각된다고 언급하였음.

이에 동 위원은 금년 3/4분기 부동산임대업대출이 큰 폭으로 늘어났다고 지적하면서, 부동산 익스포저(exposure)가 계속 확대되고 있는지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 비록 둔화되긴 하였지만 주택담보대출의 증가세가 여전히 높은 수준에 있고 최근 들어 부동산임대업대출도 크게 늘어나고 있어 부동산 익스포저가 계속 확대되고 있는 것으로 추정된다고 답변하였음.

아울러 동 위원은 일각에서는 은행이 대출 증가속도 관리, 수익성 확보 등을 위해 가계대출의 가산금리를 인상하고 있다는 주장이 제기되고 있다고 소개하고, 이에 대한 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 가계대출 가산금리의 상승은 그간 고정금리·분할상

환 목표비율 도입으로 크게 낮아졌던 가산금리가 일부 정상화되는 과정으로도 해석될 수 있다고 답변하였음.

이에 동 위원은 가계대출에 대한 리스크 관리가 강화되면서 은행이 가산금리의 인하를 통해 개인사업자대출을 확대할 가능성도 있다는 분석이 있는데, 이번에 발표된 여신심사 가이드라인의 영향에 대해서는 어떻게 평가하고 있는지 관련 부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 개인사업자대출에 대한 여신심사 가이드라인이 시행되면 업종별 여신한도 설정, 업황 등을 고려한 여신심사 등으로 동 대출의 부동산임대업 쏠림현상이 일정부분 완화될 것으로 기대되지만, 부동산임대업의 투자수익률이 상대적으로 높은 데다 은행의 대출취급 유인도 크기 때문에 동 업종의 대출 증가세가 어느 정도로 둔화될지는 좀 더 지켜봐야 할 것으로 보인다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 주택담보대출과 관련하여 고LTV·고DTI 대출 비중이 낮아지고는 있지만 금리상승에 취약한 변동금리대출 비중은 장단기금리차 확대와 더불어 높아질 조짐을 보이고 있다고 언급하였음. 아울러 고정금리대출 중에서 혼합형금리대출이 상당한 비중을 차지하고 있는 것으로 보인다고 지적하고, 앞으로 금리상승과 더불어 동 대출이 변동금리로 전환되면 가계의 이자부담이 늘어나면서 부채상환 위험이 높아질 가능성은 없을지 우려된다는 견해를 밝혔음.

이에 대해 관련부서에서는 지난 몇 년 전부터 늘어나기 시작한 혼합형금리대출이 내년부터 고정금리에서 변동금리로 순차적으로 전환될 예정이지만 현 변동금리가 그 당시 고정금리보다 낮은 수준에 있음을 감안하면 일부 가계의 경우 이자부담이 오히려 줄어든 것으로 예상된다고 답변하였음.

다른 일부 위원은 최근 각종 규제 강화 등으로 기분양주택의 잔금대출 수요가 유입되면서 신용대출이 일부 늘어난 측면은 없는지 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 분양대금 중에서 잔금이 차지하는 비중이 상당하기 때문에 기존주택의 매도나 신규주택의 임대 등이 여의치 않은 경우에는 잔금대출 외에도 신용대출 등을 활용하고 있는 것으로 알고 있다고 답변하였음.

이에 동 위원은 최근 인터넷전문은행의 신용대출 증가가 이 같은 대출수요의 유입에 따른 것인지, 자체적인 신규수요 발생에 기인한 것인지 점검해 볼 필요가 있다고 당부하였음.

또 다른 일부 위원은 가계부채 문제가 금융시스템 전반의 리스크로 이어질 가능성은 여전히 제한적인 것으로 보고 있는지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 금년에 가계부채 증가율이 축소되긴 하였지만 그 절대 수준은 여전히 높은 것으로 평가되고 있다고 답변하였음.

이에 동 위원은 내년에는 가계부채의 증가세가 어떠한 것으로 예상되는지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 내년에도 가계부채 관리대책 등의 영향으로 가계부채의 증가세가 둔화될 것으로 보인다고 답변하였음.

이에 동 위원은 가처분소득대비 가계부채비율이 이미 높은 수준에 있음을 감안하면 가계부채 증가율이 가처분소득 증가율에 비추어 좀 더 낮아져야 할 것으로 보인다는 의견을 나타내었음.

이에 대해 일부 위원도 거시건전성 측면이나 통화정책 측면에서도 중장기적으로 가계부채 증가율이 가처분소득 증가율을 하회하면서 가처분소득대비 가계부채비율이 낮아져야 할 것으로 판단된다는 견해를 밝혔음.

한편 일부 위원은 이번에 발표된 금융회사 여신심사 선진화 방안에 따르면 내년부터 신DTI, RTI(Rent to Interest), DSR 등이 순차적으로 도입될 예정이라고 언급하면서, 이러한 조치들이 가계부채에는 어떠한 영향을 미칠 것으로 보이는지 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 신DTI 등이 시차를 두고 시행되는 만큼 가계부채에 미치는 영향도 서서히 나타날 것으로 예상된다고 답변하였음. 이와 관련하여 그간의 대책들은 주로 대출공급 측면에 초점을 맞추어 왔지만 대출수요 측면도 좀 더 고려될 필요가 있을 것으로 보인다고 덧붙였다.

이에 동 위원은 작년에 은행권의 여신심사 강화 등에도 불구하고 가계부채가 큰 폭으로 늘어난 사례에 비추어 보면 가계부채에는 다양한 요인들이 복합적으로 영향을 미치고 있는 것으로 보인다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 최근의 회사채 순상환 등을 감안할 때 회사채시장이 크게 위축될 우려는 없는지 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 회사채 순상환이 주로 연말 북클로징(book closing) 등 계절적 요인에 기인하므로 회사채시장이 크게 위축되지는 않을 것으로 보인다

고 답변하였음.

또한 동 위원은 미국의 금리인상이 신흥국에 미칠 부정적 영향에 대해서는 어떻게 평가하고 있는지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 이번에 미국이 금리를 인상하게 되면 이로 인해 일부 취약신흥국이 어려움을 겪을 가능성도 있지만 그렇다 하더라도 이것이 신흥국 전반의 리스크로 확대되지는 않을 것으로 보인다고 답변하였음.

아울러 동 위원은 국내 보험사가 해외증권투자를 확대하는 과정에서 외은지점·해외은행 위주의 스왑자금 공급구조나 외화자금 조달·운용 간 만기불일치 문제가 외환부문의 리스크 요인으로 작용할 가능성은 없을지 면밀히 모니터링할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

이에 대해 관련부서에서는 선물환포지션한도 규제, 외환건전성부담금 제도 등이 운영되고 있는 데다 스왑자금을 중개하는 국내은행의 외화유동성 사정도 상당히 양호한 것으로 평가되고 있어 그 같은 요인이 외환부문의 리스크 요인으로 현재화될 가능성은 크지 않아 보인다고 답변하였음.

다른 일부 위원은 LCR(Liquidity Coverage Ratio) 산정에 유리한 영업적 예금의 인정요건이 강화되면서 은행들이 동 비율 제고를 위해 CD나 금융채 등 시장성 수신을 늘리고 있다고 지적하고, 이에 따른 위험성에 대해서는 어떻게 평가하고 있는지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 주로 예대율에 여유가 있는 일부 은행들이 시장성 수신을 늘리고 있는 데다 이렇게 조달된 자금도 국고채 등 고유동성자산을 매입하는 데에 활용되고 있어 시장성 수신의 증가를 크게 우려해야 할 상황은 아닌 것으로 판단된다고 답변하였음. 다만 앞으로 이들 자금이 또 다시 시장성 수신을 통해 차환(roll over)될 경우에는 단기금리의 변동성이 일부 확대될 여지는 있을 것으로 보인다고 덧붙였음.

이어서 동 위원은 통화정책의 금리경로와 관련하여 채권시장의 미시구조, 수익률곡선의 효율성 등에 대해 좀 더 심도 있게 연구해 달라고 당부하였음.

또 다른 일부 위원은 글로벌 주식시장의 과열을 우려하는 견해가 제기되고

있는 가운데 국내 주식시장에서도 그간 상승세를 지속하던 주가가 일부 투자은행의 반도체 업황에 대한 부정적 전망으로 인해 일시에 반락한 적도 있다고 언급하면서, 국내 주식시장의 안정성을 어떻게 평가하고 있는지 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 기업의 실적 개선, 시장의 수급여건 호전 및 변동성 축소 등에 비추어 국내 주식시장의 안정성이 과거에 비해 상당히 개선된 것으로 보인다고 답변하였음.

#### (다) 「통화정책방향」에 관한 토론

이상과 같은 의견 교환을 바탕으로 「통화정책방향」에 관한 다음과 같은 토론이 있었음.

먼저 경기회복기의 특징에 대한 다음과 같은 관련부서의 의견 제시가 있었음.

최근 국내 경기와 글로벌 경기가 동반 상승하고 이를 배경으로 우리나라의 수출과 투자도 과거 회복기 평균 수준의 증가세를 보이고 있는 점, 과거와는 달리 주요국 정책금리 인상이 점진적으로 실행되고 국내 재정정책도 확장적으로 운영될 것으로 예상되는 점 등을 고려할 때 향후 우리나라의 실물경제는 견조한 회복흐름을 이어갈 가능성이 높은 것으로 보임. 다만 소비의 경우 과거보다 낮아진 실질임금 상승률, 원리금 상환부담 증가 등으로 회복세가 상대적으로 더딜 소지가 있음. 한편 주택 및 가계부채 관련 정부 대책의 영향으로 가계신용 증가세와 주택가격 상승세가 둔화되었지만 향후 경기회복세 지속에 따른 신용 증가 및 주택가격 상승 압력은 상존하고 있는 것으로 보임.

일부 위원은 수출 증가세가 높더라도 가계부채 등 구조적 요인으로 인해 민간소비가 파급되는 인과관계가 약화되면서 근원물가에 미치는 영향이 생각보다 크지 않을 가능성은 없는지 면밀히 점검해 볼 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 필립스곡선의 하방 이동과 관련한 앞서의 논의에 대해 인플레이션의 하방 이동은 기술진보에 의한 유통구조의 혁신 등 구조적 요인에 기인하는 측면도 있으므로 이를 기대인플레이션의 변화만으로 설명하는 것은 한계가 있는 것으로 보인다는 견해를 밝혔음. 기대인플레이션 지표와 관련하여서도

시장가격에서 추출되는 손익분기 인플레이션이 향후 인플레이션 예측에 상대적으로 우월한 것으로 평가되지만 가계나 기업 등의 보편적 기대와는 다소 거리가 있는 것으로 판단되며, 일반인 기대인플레이션도 궁극적으로는 실제 인플레이션의 흐름을 추수할 수밖에 없다는 점에서 구조적 요인을 감안한 합리적 기대가 반영된 결과로 볼 수도 있을 것이라고 언급하였음. 한편 2013~14년에는 물가안정과 금융안정 간의 단기 상충성을 실제 통화정책 운영에 녹여내야 하는 정책적 고민도 있었을 것으로 생각된다고 발언하였음.

다른 일부 위원은 앞선 일부 위원의 견해와 관련하여 물가안정과 금융안정이 상충되는 상황에서는 단기적 시계에서 인플레이션갭을 축소하고 금융불균형을 용인하거나 중기적 시계에서 인플레이션갭과 금융불균형을 안정적으로 관리하는 등 정책시계의 문제도 고려되어야 할 것으로 판단된다는 의견을 나타내었음. 아울러 물가연동국채의 발행방식, 미미한 거래물량 등을 감안할 때 손익분기 인플레이션 보다는 서베이 지표의 유용성이 상대적으로 더 높아 보인다는 견해를 제시하였음.

또 다른 일부 위원은 경기회복기의 특징에 대한 관련부서의 견해와 관련하여 이번에는 국내경기가 세계경기에 뒤이어 회복되기 시작한 데다 국내 유흥생산능력의 해소도 아직은 미흡한 것으로 보여 세계경기 회복에 따른 긍정적 영향이 과거에 비해 크지 않을 가능성이 있으며, 특히 국내경제의 대외의존도가 높아졌다 하더라도 생산이 국가 간에 수직적으로 통합되고 있음을 감안하면 우리나라 수출의 생산·고용 유발효과와 이를 통한 내수 파급효과도 예전보다 약화되었을 여지가 있다는 견해를 밝혔음.

이어서 동 위원은 최근 주택가격의 움직임을 보면 수도권은 서울지역 재건축 아파트를 중심으로 오름세를 지속하는 반면 비수도권은 오히려 내려가고 있다고 언급하면서, 이를 어떻게 평가하고 있는지 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 비수도권 전반적으로는 주택가격이 하락하고 있지만 일부 지역은 매수세 유입 등으로 계속 상승하는 등 비수도권 내에서도 주택가격이 점점 차별화되고 있다고 답변하였음.

이에 동 위원은 주택가격의 흐름은 수도권뿐만 아니라 전국 기준으로도 평가해 볼 필요가 있다고 언급하고, 예를 들어 가계부채에 기업부채를 포함해 보면



신용 사이클이 과열국면에 있다고 보기는 어려울 수도 있다고 덧붙였음.

한편 일부 위원은 불과 1년 전만 하더라도 기준금리가 계속 낮아질 것이라는 관측들이 제기되었음을 상기해 보면 그간 우리경제의 상황이나 경제주체들의 심리 등 통화정책의 운영 여건이 많이 바뀐 것으로 보인다고 언급하였음. 이러한 맥락에서 앞으로도 대내외 경제여건의 변화, 금융·외환시장의 동향, 가계부채의 추이 등을 계속하여 면밀히 점검할 필요가 있다고 당부하였음.

다른 일부 위원은 경기회복기의 특징을 분석함에 있어서는 글로벌 금융위기 이후 주요국의 잠재성장률이 낮아지고 경기회복 속도도 더디지는 등 세계경제의 회복양상이 이전과는 다른 모습을 보이고 있음에 유의할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 지난 수십 년간 우리나라의 물가상승률이 추세적으로 하락하여 왔음을 감안하여 커뮤니케이션을 통한 기대인플레이션 관리에 좀 더 관심을 기울일 필요가 있다는 견해를 제시하였음.

또 다른 일부 위원은 여러 가지 기대인플레이션 지표들이 나름대로의 장·단점을 가지고 있지만 통화정책을 운영함에 있어서는 소비, 투자 등 경제활동과 밀접한 관련이 있는 일반인 기대인플레이션을 참고지표로 활용하는 것이 좀 더 바람직해 보인다는 의견을 나타내었음. 또한 일반인 기대인플레이션이 물가목표를 상회하는 반면 손익분기 인플레이션은 이를 하회하는 등 지표상 괴리가 매우 크기 때문에 그 정책적 의미도 각기 다를 수밖에 없을 것으로 생각된다고 언급하였음.

이어서 동 위원은 최근 시장참가자들의 기준금리 인상 기대는 그간의 국내외 금융·경제상황 개선, 주요 예측기관들의 성장전망 상향조정, 통화정책에 관한 언론보도에 주로 기인하겠지만 당행이 이러한 상황 변화를 바탕으로 통화정책 완화 정도의 조정 필요성을 계속 커뮤니케이션한 결과로도 해석할 수 있을 것이라고 언급하였음. 물론 금융시장에서는 당행이 향후 통화정책방향에 대해 좀 더 구체적이고 분명하게 커뮤니케이션해주기를 바라겠지만 향후 정책여건의 불확실성, 금융시장에 미칠 영향 등을 고려할 때 당행도 여타 중앙은행들과 마찬가지로 이

를 명확하게 전달하기는 어려운 입장이라고 발언하였음. 이러한 맥락에서 통화정책의 투명성과 예측가능성을 제고하면서도 유연성과 신뢰성을 확보해야 하는 상충관계 하에서 당행이 의도하는 바를 균형 있게 달성할 수 있는 합리적 커뮤니케이션 방법은 무엇일지를 관련부서에서는 앞으로도 지속적으로 고민해 볼 필요가 있다고 당부하였음.

#### (4) 한국은행 기준금리 결정에 관한 위원별 의견 개선

당일 개최된 본회의에서는 한국은행 기준금리 결정에 관한 위원별 의견 개선이 있었음.

일부 위원은 지난 금통위에서 언급하였던 금리인상의 요인들이 경제흐름에 의해 확인되는 모습이므로 기준금리를 1.50%로 상향 조정하는 것이 적절하다는 견해를 나타내었음.

3분기 우리경제는 예상과 같이 수출 및 설비투자의 호조, 소비의 완만한 회복세 지속을 배경으로 전기대비 GDP증가율이 1%를 상당폭 상회하며 성장세가 확대되었음. 추석관련 수출의 선발주, 소비의 선수요 등으로 9월 실적에는 기저 성장세를 넘어선 반등이 있었다고 보이나, 10월 이후에도 실물경제는 견조한 성장흐름을 이어가고 있다고 평가됨.

무엇보다도 미국, 유럽, 일본 등 주요 경제의 3분기 성장률이 예상치를 모두 상회하여 세계경제의 경기개선 흐름이 강화되는 모습임. 이와 관련하여 세계교역량 증가율도 매분기 가속되며 세계교역의 회복세가 확대되고 있다는 점이 최근 긍정적인 우리 실물경제 흐름을 주도하고 있는 최대 요인임. 최근 중국인 관광객 재유입 가능성 상승 등 대중 교역여건 개선 조짐이 있어 대외적인 실물경제 환경은 좀 더 개선될 가능성도 없지 않다 하겠음.

대내적으로는 소비가 예상과 같이 완만한 회복세를 이어가고 있음. 8, 9월 반락하였던 소비심리 지표가 10월 이후 다시 회복되고 있어 향후 소비 회복세의 확대 여부를 기대할 수도 있겠으나, 아직은 수출호조의 내수파급은 제한적인 모습임.

이미 3분기 성장률이 높게 주어진 상태에서 올해 경제성장률이 한국은행 조사국의 10월 전망치인 3.0%를 넘어설 가능성은 매우 높다고 하겠음.

한편 실물경제의 성장세가 꾸준히 확대되고 있음에도 불구하고 물가상승 압력의 생성은 여전히 뚜렷하지 않은 상황이 계속되고 있음. 10월 소비자물가 상승률은 1.8%, 근원물가 상승률은 1.6%에 머무른 가운데 당초 전망경로에서 벗어나지 않는 모습임.

실물경제 흐름에 대한 물가경로의 반응도가 낮은 현상, 이른바 저인플레이션 현상은 우리나라만이 아니라 최근 주요 선진국의 공통된 문제로서 통화당국의 우려와 논의가 집중되고 있는 주제임. 성장세 확대에도 불구하고 GDP갭이 아직은 영(0)에 가까워 물가상승 압력이 작을 가능성, 글로벌 경쟁심화 및 이커머스(e-commerce) 성장으로 물가인상 조정이 억제될 가능성, 장기간의 낮은 인플레이션 지속으로 기대인플레이션이 낮아졌을 가능성 등 다양한 원인이 거론되고 있음. 이들 원인은 모두 우리나라에 대해서도 어느 정도 적용되고 있다고 보이며, 공통된 향후 물가경로에 대한 시사점은 인플레이션율의 상승은 점진적일 가능성이 높다는 것이 되겠음.

이 같은 거시경제의 흐름은 지난 금통위에서 언급하였듯이 정책금리 결정과 관련하여 다음과 같은 점을 시사함.

먼저 실물경제의 흐름은 세계 금융위기 후 실질중립금리의 하락을 야기하였던 요인들이 점차 해소되고 있음을 의미함. 실질중립금리 하락을 가져온 원인이 대외적으로는 선진국의 금융위기 후 조정과정이 초래한 세계교역의 침체, 대내적으로는 가계 소비성향 하락에 기인한 소비정체라고 할 때, 적어도 전자의 요인은 해소기조에 접어들었다고 보아야 하겠음. 따라서 현재의 기준금리를 유지할 때 통화정책의 완화정도는 자동적으로 확대될 가능성이 높으며, 이를 반영한 기준금리 인상은 일단 적절함.

반면 물가상승 압력의 생성이 뚜렷하지 않다는 점은 통화정책의 전환속도는 물가경로의 흐름을 확인해 가며 완만하여야 함을 시사함. 구체적으로는 소비자물가 상승률이 목표 수준인 2%에 당장 미치지 못하는 못하여도 완만한 속도로 근접해가고 있는지의 여부, 즉 물가상승률의 목표수준으로의 안정적 접근 여부를 꾸준히 확인하는 것이 필요함.

이상을 종합하면 지난 금통위에서 언급하였던 금리인상의 요인들이 경제흐름에 의해 확인되는 모습이므로 기준금리를 1.50%로 상향조정하는 것이 적절하다고 판단함. 현재의 성장흐름과 그 기저요인을 반영한 실질중립금리의 정상화가 당분간 지속될 가능성이 높아 보이므로 향후 기준금리의 추가 인상을 염두에 두어야 하겠으나, 추가 인상 시점 선택에 있어서는 실물경제의 흐름보다는 물가 경로에 보다 주안이 두어져야 하겠음.

다른 일부 위원은 기준금리를 현 수준으로 유지하고 최근의 상황 변화가 우리경제 내부에 어느 정도 긍정적으로 파급되는지를 확인해 나가는 것이 바람직할 것으로 판단한다는 견해를 밝혔음.

최근의 거시경제 흐름이, 지난 수년간 지속되어 온 완화적 통화정책을 반추하고 향후 통화정책방향을 고민해야 할 시점에 다가가고 있다는 인식에 일정부분 동의함. 그동안의 완화적 통화정책은 2012년 이후 대내외 경제 환경이 어려웠던 시기에 국내경기가 더욱 악화될 가능성을 제어함으로써, 물가상승률이 목표 범위를 이탈하여 급속히 하락하면서 발생했던 디플레이션 우려를 완충시키는 데에 크게 기여한 것으로 평가함. 물론 완화적 통화정책이 가계부채 증가세를 확대시키는 한 요인으로 작용하여 금융안정에 부담을 준 것이 사실이나, 물가안정이라는 통화정책 본연의 목적을 달성하기 위해 기준금리 인하는 반드시 필요했던 정책기조였던 것으로 판단함.

이제 작년 하반기 이후 가시화되기 시작한 세계경제의 회복추세가 공고화됨에 따라 우리나라의 수출회복도 점차 견실해지고 있음. 향후에도 세계경제의 회복세는 지속될 가능성이 높아 보이며, 따라서 수출 전망은 긍정적인 것으로 사료됨. 북한과 관련된 지정학적 위험에 대한 경계감이 일단 가라앉고 있는 가운데, 그동안 관련 서비스업에 큰 부담으로 작용하였던 중국과의 갈등이 완화될 조짐을 보이고 있으며, 정부도 확장적 재정정책을 계획하고 있어, 내수에도 긍정적 요인들이 발생하고 있음. 즉, 전반적으로 우리 거시경제의 하방위험은 어느 정도 축소되고 있는 것으로 보임.

이처럼 향후 경제 환경이 비교적 우호적일 것으로 예상되기는 하나, 현재 우리경제가 완화적 통화정책 기조를 당장 축소해야 할 정도로 견실한 상태에 이르렀는지는 불확실함. 대다수 선진국들과는 달리 우리나라 노동시장에는 여전히 상당한 규모의 유희생산능력이 존재하고 있는 것으로 평가되고 있으며, 근원물가 등 기초적인 물가상승률과 채권시장에서 평가하는 향후 인플레이션도 2% 목표 수준을 상당폭 하회하고 있어 총수요가 여전히 충분하지 못한 상태임을 시사함. 서울 등 일부 지역의 주택 가격이 상승하고 있으나, 비수도권 가격은 하락세를 보이고 있어 전국적인 자산 가격 상승이 진행되고 있다고 보기도 어려우며, 건설 투자는 조정국면에 진입하고 있는 것으로 사료됨. 작금의 수출회복이 반도체 등 일부 자본집약적 산업에 편중되어 있어, 향후 내수·고용·물가에 미치는 파급효과가 상대적으로 크지 않을 것이라는 점도 부담임. 즉, 최근 우리경제의 긍정적 모습은 대부분 대외여건의 우호적 변화에 의존하고 있는 것으로 보이며, 우리 내부

의 자생적이고 광범위한 회복조짐은 아직 충분히 감지되고 있지 않은 상태임.

이와 같은 상황에서 완화적 통화정책이 지나치게 빠른 속도로 축소될 경우에는 유희노동력 등 생산능력 활용이 지체되어 기초적 물가상승률을 목표수준으로 수렴시키기 어려울 위험이 있으며, 이는 여전히 미약한 인플레이션 기대를 더욱 위축시킴으로써 향후 신축적 금리정책의 여지를 축소시키는 요인으로 작용할 가능성도 있음. 물론 완화적 통화정책이 지나치게 장기화될 경우에는 경기가 과열되는 부작용이 나타날 수도 있겠으나, 현재 상황에서 그 가능성은 희박해 보임. 오히려 잠재성장률을 다소 상회하는 정도의 경기상승세는 노동수요를 확충하고 물가상승률을 목표수준에 안착시키기 위해 거쳐야 할 바람직한 거시경제 조정과정으로 해석될 필요가 있음.

아마도 현 시점에서 완화적 통화정책 지속의 가장 큰 부담은 가계부채 급증으로 대변되는 이른바 금융불균형의 누적일 것임. 이미 우리나라의 가계부채가 우려할 만한 수준에 이르렀다는 점에는 대부분 동의하고 있지만, 동시에 현재의 가계부채 구성이 주요 금융기관의 건전성 훼손을 통해 금융시장 전반을 위협할 가능성이 높지는 않은 것으로 평가되고 있음. 아울러 8·2 대책 이후 주택거래 및 신규 주택분양 계획이 위축되는 가운데 가계부채 급증세가 다소나마 완화되는 추세에 있어, 향후 추이를 지켜 볼 필요도 있음. 그리고 보다 근본적인 관점에서 볼 때, 거시건전성 정책으로 우선 대응해야 할 금융안정을 위해 통화정책의 일차적 목적인 물가안정이 훼손될 가능성은 가급적 축소되어야 한다고 판단함. 물가안정이 금융안정을 담보하는 충분조건은 아니지만, 자산 가격을 포함한 광의의 물가안정은 여전히 금융안정의 핵심 필요조건이라고 사료됨.

이상의 논의를 종합할 때, 기준금리를 현 수준으로 유지하고 최근의 상황 변화가 우리경제 내부에 어느 정도 긍정적으로 파급되는지를 확인해 나가는 것이 바람직할 것으로 판단함. 현재 상황에서는 통화정책 기조 변화에 대해 조심스럽게 접근하는 데에 수반되는 위험이 빠른 기조 변화에 따른 위험에 비해 상대적으로 작을 것으로 보이기 때문임. 그리고 향후에도 통화정책 완화정도의 조정은, 여전히 낮은 수준에 머물러 있는 기초적 물가상승률이 목표수준으로 수렴해 가는 것을 저해하지 않는 범위 내에서 신중히 결정해 나가야 할 것으로 생각함. 최근의 세계경제 회복추세는, 위축되어 있는 우리경제를 회복시키고 이를 통해 물가상승률을 목표수준으로 복원시킬 수 있는 좋은 기회를 제공하고 있는 것으로 인식되며, 따라서 지나치게 제어하기보다는 적절히 활용될 필요가 있는 환경 변화인 것으로 사료됨.

또 다른 일부 위원은 금번 회의에서는 기준금리를 1.50%로 0.25%포인트 인상하는 것이 바람직하다는 견해를 표명하였음.

글로벌 경제는 10월 전망과 크게 다르지 않은 가운데 경기적 회복기조를 유지하고 있음. 다만 주요 선진국의 경우 금번 회복은 투자와 수출에 의해 견인되는 것으로 보임. 소비는 상대적으로 견조한 성장률을 유지하고 있으나 더 이상 개선되지 못하고 있는데, 이는 취업률 증가에도 불구하고 노동의 질과 생산성 저조에 따른 낮은 임금상승에 기인한 것으로 판단됨. 이외에도 여러 근본적인 구조적 문제들이 상존하는 가운데 이번 회복세가 언제까지 지속될지 불확실하다고 생각됨.

우리경제는 추석효과를 감안하여 9~10월 지표를 살펴볼 때 전망경로에 부합하는 성장을 지속하고 있음. 수출과 투자가 주도적 역할을 하면서 점진적으로 소비를 견인해 주고 있는 것으로 보임. 글로벌 성장세가 뒷받침해주고 있는 현 시점이 우리의 거시정책완화 기조의 적정성과 그 효과를 재평가할 수 있는 적절한 시기라고 판단함. 특히 금융불균형의 확대와 인플레이션갭의 축소 속도 간의 상충관계를 살펴볼 필요가 있다고 생각됨. 상기 목표를 가지고 성장률갭, 금융불균형, 그리고 물가갭을 잠시 살펴보겠음.

첫째는 성장률갭임. 우리의 잠재성장률이 하향 조정되고 있지만 그 정도에 대한 불확실성이 높아 일반적 측정방식에 더하여 소비와 소득의 두 가지 측면에서 잠재성장률을 추가적으로 가늠해 볼 수 있을 것임. 먼저 소비측면에서 볼 때 지난 몇 년간 지속가능한 소비증가율과 노동생산성이 증가하지 않는다는 가정 하에서 이를 뒷받침해 줄 수 있는 투자로 잠재성장률을 추정해 보았음. 소득측면에서는 고령화, 숙련도 불일치 및 자동화 등에 의하여 지속적으로 하락하고 있는 임금상승률, 자영업자들의 소득과 폐업 추이 등에 비추어 지속가능한 소득의 수준을 확인해 보았음. 이런 소득-소비의 양 측면에 비추어 볼 때 최근의 성장률은 잠재성장률을 소폭 상회하고 있는 것으로 보여 성장률갭이 이미 플러스로 전환한 것으로 판단됨.

둘째는 금융불균형임. 우리 성장률갭이 플러스로 전환되기까지는 통화정책의 완화적 기조가 중추적인 역할을 했다고 봄. 다만 그 과정에서 금융부채가 빠르게 증가하였음. 우리나라 비금융부문의 금융부채는 GDP대비 230%를 상회하여 여타 국가에 비하여 그 수준과 상승속도가 동시에 우려됨. 가계부채는 가계의 원리금 상환부담으로 경기를 위축시킬 수 있으며, 빠른 증가속도는 레버리지(leverage)가 지속적으로 활용 가능한 생산 자본으로 전환되는 것을 저해할 수 있음. 이러한 모습은 주택의 과잉공급뿐만 아니라 2014년부터 급증한 신규 사업체수와 시차를

두고 더 빠르게 늘어나는 폐업 사업체수 등에서 확인할 수 있음. 경제구조가 최적으로 활용할 수 있는 그 이상의 거시경제의 완화적 기조는 결국 자원배분의 비효율성을 자아내고 이는 곧 금융불균형의 확대를 의미함.

셋째는 인플레이션갭임. 플러스 성장률갭이 반영된 듯이 대내적인 수요압력에 의해 영향을 받는 품목들의 물가상승률은 이미 2~2.5%를 유지하고 있음. 다만 외부적 요인에 의해 결정되는 공업제품, 농축수산물, 그리고 규제가격의 변동에 의해 소비자물가는 목표치인 2%를 등락하고 있음. 우리 인플레이션의 이런 움직임은 OECD 국가들의 평균과 거의 일치하고 있는데 이는 우리나라가 다른 회원국들과 마찬가지로 글로벌 공통요인에 의해 영향을 받고 있기 때문임. 이러한 모습은 직접적으로 교역재 가격 이외에도 시그널 경로를 통해 비교역재 및 서비스 가격에도 나타나는 것으로 보임.

글로벌 원자재가격 상승 등으로 내년 OECD 평균 인플레이션이 2%를 다소 상회할 것으로 전망되고 있음. 여기에 더하여 우리의 경우 이런 외부적 요소와 더불어 내수압력이 지속적으로 확대될 것으로 전망되어 물가는 목표수준인 2%에서 계속 등락할 것으로 예상됨. 또한 우리 경제주체들도 기대인플레이션 서베이 결과에서 보여주듯이 이미 2%의 인플레이션 목표를 상당히 인식하고 있는 것으로 보임.

결론적으로 물가안정이 어느 정도 확보되어 가는 가운데 완화적 기조를 다소 축소시켜 금융불균형의 확대를 억제하고 앞으로 집행될 좀 더 타게팅(targeting)된 정부 재정정책과 조화를 이루는 것이 유익하다고 판단됨. 이런 정책조화를 통해 구조적인 제약들에 의해 낮아진 잠재성장률에 우리의 경제를 더 잘 안착시켜 중기적 물가안정을 도모할 수 있을 것이라 생각됨. 그러므로 금번 회의에서는 기준금리를 1.50%로 0.25%포인트 인상하는 것이 바람직하다고 생각함.

한편 일부 위원은 한국은행 기준금리를 현재의 1.25%에서 1.50%로 상향 조정하여 통화정책을 운영하는 것이 바람직하다는 견해를 나타내었음.

먼저 지난 10월 19일 통화정책방향 결정회의 이후의 여건변화를 감안하여 최근의 경제상황을 보면, 국내경제는 글로벌 회복세에 힘입어 견실한 성장세를 이어가고 있다는 판단임. 지난 10월 경제전망 당시와 비교해 볼 때 3분기 GDP성장률이 예상보다도 더 높게 나온 데다 주요 하방위험 요인이었던 북한 관련 지정학적 리스크에 대한 우려, 그리고 중국과의 교역관계 악화 지속 가능성이 일정부분 완화된 것으로 보임. 또한 소비자와 기업 등 민간경제주체의 심리지표도 호전되

고 있음. 이러한 점 등을 반영하여 최근 IMF, OECD와 같은 국제기구를 포함한 여러 기관들이 우리나라의 금년과 내년 성장률 전망을 높이고 있음. 이러한 경기 상황에도 불구하고 물가는 Yellen 미 연준 의장이 미스테리(mystery)라고 표현하였 듯이, 경기 외적인, 즉 구조적 요인에 의한 전 세계적인 저인플레이션 현상, 통상 적인 경기와 물가간의 파급시차, 그리고 현재의 GDP갭이 거의 제로 수준에 가까 이 있는 것으로 추정되는 점 등을 고려할 때 아직까지는 상승압력이 나타나고 있 지는 않음. 그러나 물가안정목표 대상지표인 소비자물가 상승률과 기초적 수요압 력을 나타내는 근원인플레이션을 모두 월별로는 등락이 있겠으나 금년과 내년중 평균적으로는 대체로 목표수준인 2%에서 크게 벗어나지 않을 것으로 예상됨.

금융시장에서는 견실한 성장세를 보이고 있는 경제상황 등을 반영하여 시장 금리와 주가가 상승하고 원화가 강세를 나타내고 있음. 가계대출은 증가규모 둔 화세가 이어지고 있지만 이미 그 수준이 매우 높아 지난 10월말과 11월초에 걸쳐 실시된 금년 하반기 시스템 리스크(systemic risk) 서베이 결과에서 나타났듯이 여 전히 우리경제의 가장 큰 위험요인으로 인식되고 있음.

다음으로 이에 대응한 통화정책방향에 대해 말하자면, 한국은행 기준금리를 현재의 1.25%에서 1.50%로 상향 조정하여 통화정책을 운영하는 것이 바람직하다 는 의견임. 이는 국내경제가 GDP갭이 거의 제로수준에서 잠재성장률, 또는 이를 소폭 상회하는 수준의 견실한 성장세를 이어가고 물가는 대체로 목표수준에서 크 게 벗어나지 않을 것으로 전망되므로 그동안 저성장·저물가 기조에 대응하여 장 기간 지속해 온 현재의 통화정책 완화정도를 축소 조정할 필요가 있다는 판단에 근거함. 또한 현재의 견실한 성장세 하에서 통화정책의 완화정도가 과도할 경우 신용 증가와 자산가격 상승을 부추겨 금융안정 측면에서 부담을 줄 우려도 있음. 이러한 점에서 기준금리를 0.25%포인트 소폭 상향 조정할 필요가 있겠음.

다른 일부 위원은 통화정책의 완화정도를 조정하여 기준금리를 현재의 1.25% 에서 1.50%로 인상할 필요성이 있다고 판단되며, 금리인상 시기는 연말 금융시장 상황과 외환시장 움직임 등을 모니터링하면서 내년 경제전망이 구체화되는 내년 초가 더 바람직하다고 생각하지만 그 시기를 한두 달 앞당겨 이번에 인상하는 방 안에도 동의한다는 견해를 밝혔음.

지난 10월 금통위 회의 이후 경제동향을 살펴보면, 세계경제의 개선흐름이 지 속되는 가운데, 국내적으로도 수출 중심의 회복세가 이어지면서 민간소비도 완만 하게 회복되고 있는 것으로 보임. 이와 같이 최근 경기상황이 호전되면서 통화정



책 기조에 대해 많은 생각을 하게 됨. 향후 경기에 대한 판단, 물가 상황, 연말을 앞둔 국제금융시장과 국내금융시장 여건, 가계부채 및 부동산시장 상황 등 고려할 요인이 많음.

우선 경기회복세와 관련하여, 금년 경제성장률은 10월 전망한 3.0%에 비해 상방 리스크 요인이 존재하며, 내년 여건도 긍정적일 것으로 전망됨. IMF와 OECD가 발표한 전망도 유사함. 그러나 일부 업종 위주의 수출과 설비투자에 의존한 경기회복세라 민간소비 등으로 회복체감 속도는 더딘 상황이며, 고용여건도 최근 개선세가 약한 상황임. 다만, 내년까지의 상황을 전망해 본다면, 조사국 보고대로 가계소득 여건이 개선되어 민간소비 회복세가 견고해지고, 고용여건도 서비스업을 중심으로 완만한 개선세를 보일 수 있을 것으로 판단됨.

소비자물가는 올해 2.0% 목표수준에서 움직이고 있으나, 아직까지 근원인플레이션이 2.0%에 못 미치는 상황임. 다만, 최근의 경기회복세가 내년에도 지속될 경우 구조적인 물가흐름도 점차 높아질 수 있을 것임.

통화정책의 파급시차를 생각할 때, 이와 같은 내년의 경기 및 물가 상황뿐만 아니라 내후년인 2019년 상황에 대한 전망도 중요함. 2019년의 상황을 현재시점에서 정확히 예측하기는 어렵겠으나, GDP는 잠재성장률 수준의 성장이 예상되고, 소비자물가 상승률도 물가안정목표 수준에서 움직일 것으로 예측됨.

이상의 실물경제 상황과 전망을 요약하자면, 최근 예상을 상회하는 GDP 성장세에 힘입어 당초 내년 하반기로 예상했던 마이너스 GDP갭 해소시점이 빨라지고, 2018~19년 기간중 소비자물가와 근원인플레이션도 물가안정목표에 근접한 수준까지 이르러 인플레이션갭도 축소될 것으로 판단됨. 물론 아직까지 경기회복을 충분히 체감하기 어렵고, 물가수준도 물가안정목표를 구조적으로 상회하는 수준이 아니라는 점을 고려한다면, 지금이 통화정책방향을 시급히 전환하여야 할 시기라고 할 수는 없으나, 통화정책의 완화정도를 축소할 수 있는 수준에는 다다른 것이 아닌가 여겨짐.

금융안정 측면에서 살펴보면, 그동안의 완화적 통화정책으로 인한 금융불균형 누적 문제에 대응해 나가는 것이 중요한 시점에 이르렀다고 생각함. 금융안정 이슈에 통화정책으로 대응이 가능한 것인지, 대응한다면 어느 정도로 대응해야 하는지에 대한 여러 이론적 견해가 있지만, 경기와 물가 측면에서 완화적 정책을 지속해야할 부담이 다소 줄어들었다면, 가계부채 등 금융불균형 누적 문제 해소에 더 유의해야 한다고 봄. 통화정책의 완화정도를 축소할 경우 취약차주의 가계부채 부담 증대 문제가 우려됨. 정부가 지난 10월 24일 발표한 가계부채 대책에서 취약계층 문제에 대한 적극적인 대응책을 밝힌 바 있는데, 이러한 대책이 효과적으로 추진되기를 기대함.

마지막으로, 금융·외환시장의 최근 움직임을 보면, 국내금융시장에서는 주식시장의 강세가 지속되는 반면, 시장금리는 큰 폭의 상승세를 보여 왔고, 주택담보대출 등 가계대출 금리도 그 영향으로 크게 상승하였음. 외환시장에서는 북한 리스크 요인에도 불구하고 수출 호조에 따른 경상수지 흑자 등의 영향으로 환율이 큰 폭 절상되었음. 이는 우리 대외건전성에 대한 확신 등에 기인하고 있어 다행스럽기도 하지만, 원화 강세의 속도가 빨라 수출 등 실물경제에 부정적 영향이 있을 것이라는 우려도 있음. 앞으로 외환시장 동향은 계속해서 면밀히 모니터링 해야 하겠음.

이와 같은 경기 및 물가, 금융안정, 금융·외환시장 동향 등을 종합적으로 고려할 때, 통화정책의 완화정도를 조정하여 기준금리를 현재의 1.25%에서 1.50%로 인상할 필요성이 있다고 판단함. 금리인상 시기는 연말 금융시장 상황과 외환시장 움직임 등을 모니터링하면서, 내년 경제전망이 구체화되는 내년 초가 더 바람직하다고 생각하지만, 그 시기를 한두 달 앞당겨 이번에 인상하는 방안에도 동의함. 금리인상 후에는 앞으로의 경기 및 물가 동향과 가계부채 등 금융안정 상황에 대해 시간을 가지고 면밀히 점검해 나갈 필요가 있다고 봄.

또 다른 일부 위원은 다음 통화정책방향 결정 시까지 기준금리를 현 1.25%에서 0.25%포인트 인상하여 1.50%로 운영하는 것이 바람직하다는 견해를 표명하였음.

지난 통화정책방향 회의 이후 대내외 경제상황 변화를 살펴보면, 먼저 국내 실물경기는 견조한 대외수요가 수출과 설비투자를 견인하고, 추경 효과와 경제심리 개선 등으로 민간소비도 완만한 회복세를 보이면서 성장 모멘텀이 점차 강화되는 모습임. 10월 전망보다 높았던 3분기 성장세로 성장경로가 소폭 상방이동하면서 수년간 지속되어 온 마이너스 GDP갭이 해소되고 있는 것으로 추정됨. 내년에는 선진국의 성장률이 소폭 둔화되겠으나 여전히 잠재성장률을 상회하는 흐름이 지속되면서 신흥국과의 동반 경기개선을 견인할 것으로 예상되며, 이러한 우호적 대외여건은 국내경제의 회복 모멘텀을 유지시켜 주는 토대가 될 것으로 생각됨. 일부 산업에 편중된 수출과 설비투자 호조세가 여타 업종과 내수경기 전반으로 확산되는 과정을 신중히 지켜볼 필요가 있으나, 제조업과 비제조업 업황 실적이 모두 장기평균을 넘어서는 등 개선세가 뚜렷하며 확장적 재정정책으로 내수도 완만한 회복세를 지속할 것으로 보여, 건설투자 조정에도 불구하고 중기 성장경로는 잠재성장 속도에 부합하는 흐름이 될 것으로 판단됨.

다음으로 물가측면을 보면, 소비자물가 상승률은 전기로 기저효과의 소멸, 채소류 가격 하락 등 주로 일시적인 공급측 요인들로 인해 오름세가 둔화되어 목표 수준 밑으로 하락하였으나, 근원물가상승률은 그간의 완만한 하락세에서 벗어나 반등하면서 대체로 지난 10월의 전망경로에 부합하는 흐름을 보이고 있음. 향후 소비자물가는 에너지요금 인하, 농축수산물 기저효과 등 공급측 요인에 의해 당분간 물가목표 수준을 다소 하회하는 흐름이 지속될 것으로 예상되지만, 근원물가는 최저임금 인상 효과와 더불어 확장적 재정기조, 내수회복 등에 힘입어 점차 상승압력이 높아지면서 물가목표에 근접해 갈 것으로 전망됨.

유희생산력 측면에서는 수출호조에 따른 생산 증가세가 일부 산업에 편중됨에 따라 제조업 평균가동률이 하락세를 이어가면서 경기회복에도 불구하고 전반적인 유희생산력이 유의하게 개선되지 못하고 있음. 고용시장에서도 전년동월대비 실업갭의 축소에도 불구하고 참여갭과 시간갭이 증가하면서 유희노동력이 확대되었으나 증가폭은 2개월 연속 축소되는 모습임. 이처럼 청년층의 일자리 미스매치(mismatch) 심화, 은퇴연령층의 잔류 등으로 잠재구직자가 증가하면서 상당규모의 유희노동력이 상존하는 상황은 경기적 요인 외에도 구조적 요인에 크게 기인하고 있어 앞으로도 임금상승 압력을 지속적으로 제약하는 요인이 될 것으로 생각됨.

다음으로 금융안정 여건을 살펴보면, 북한 리스크가 소강 국면을 보이면서 외국인 주식자금 유입 등으로 주가가 상승하고, 원화도 주요국 통화 대비 강세를 보였음. 기준금리 인상 기대와 더불어 장단기금리차가 확대되었으나 회사채 신용스프레드는 안정된 모습이며 은행의 외화유동성 사정도 양호한 상황임. 신용시장에서는 가계대출이 정부대책 시행에도 불구하고 기분양 집단대출, 전세자금대출, 신용대출 등이 꾸준히 증가하면서 예년에 비해 높은 증가세를 이어갔음. 은행의 위험관리 강화와 더불어 주택가격 및 소득 충격에 취약한 고LTV, 고DTI 대출 비중은 점차 축소되고 있으나 금리 상승에 취약한 변동금리부 가계대출이 다시 늘고 있으며, 기업대출도 개인사업자대출과 부동산 관련 업종을 중심으로 늘면서 민간신용의 부동산 익스포저 확대 추세가 지속되고 있음.

이상의 실물경기 및 물가흐름, 금융안정 상황에 대한 점검을 바탕으로 다음과 같은 논거에 기초하여 다음 통화정책방향 결정 시까지 기준금리를 현 1.25%에서 0.25%포인트 인상하여 1.50%로 운영하는 것이 바람직한 것으로 판단함.

첫째, 성장경로의 상방이동을 통한 마이너스 GDP갭의 조기 해소와 근원물가의 반등은 중립금리 대비 통화완화 정도의 소폭 조정이 적정함을 의미하며, 이번 조정에도 불구하고 실질금리는 여전히 우리경제의 중립금리 및 금융중립적 자연금리 수준을 하회하여 완화적 금융여건의 유지가 가능한 상황으로 생각됨. 마이

너스 GDP갭의 해소가 내수보다는 주로 외수에 의해 주도되어 기초적 물가흐름이 아직 충분히 견조한 것은 아니지만, 최근 규제가격 제외 근원소비자물가, 내수물가압력 지수, 개인서비스 물가, 근원 PCEPI 등이 모두 반등하여 수요측면의 물가 상승 압력도 점진적으로 개선되고 있는 것으로 추정됨. 일반인 기대인플레이션은 안정된 모습이며 전문가 및 채권시장의 기대인플레이션도 점차 상승하는 움직임을 보이고 있어, 소폭의 완화 정도 축소가 기대인플레이션의 불안정화를 초래하여 기초적 물가상승 압력을 훼손하는 상황에는 이르지 않을 것으로 생각됨. 아울러 이번 기준금리 조정으로 외국인 증권자금 유입이 확대되면서 원화 환율의 절상압력이 높아지고 수출 경쟁력이 저상될 수 있다는 일부 우려가 있으나, 금융시장과 자본흐름은 이미 이번 금리조정 효과를 선반영하고 있으며 실질실효환율의 절상폭도 제한적인 것으로 추정됨.

둘째, 가계부채 종합대책이 발표되었으나 다주택자, 분양시장 등에 초점을 두고 있으며 신DTI, DSR 등도 순차적으로 도입될 예정으로 금번 거시건전성 규제 강화 조치의 영향은 시차를 두고 점진적으로 시현될 것으로 보임. 이에 따라 이미 소비를 제약하는 수준에 이르고 있는 소득대비 가계부채비율은 앞으로도 상당 기간 상승세를 이어갈 것으로 전망되며, 기업대출을 포함한 전체 민간신용의 부동산 관련 편중위험도 높은 수준을 지속할 것으로 보임. 이러한 점을 고려할 때 부채 레버리지의 증가가 통화완화의 정도와 일정수준 연계되어 있는 상황에서, 통화정책 운영에 있어서도 금융불균형의 누적이 중장기적으로 적정 소비경로를 제약하고 비효율적 자원배분과 금융중개기능의 훼손을 통해 미래 경제후생에 부정적 영향을 미치게 될 가능성을 사전에 고려할 필요성이 더욱 높아지고 있음. 더욱이 가계부채비율이 임계수준을 지나 증가세를 지속하는 경우 금융안정 리스크의 현실화 가능성이 비선형적으로 높아질 수 있음을 감안하면, 실물경제 회복이 진전되고 있는 현 시점에서 통화완화 정도를 소폭 축소 조정함은 신축적 물가안정목표제의 미래지향적 운영을 통한 중장기 경제후생 극대화의 목적과도 합치되는 정책방향이라 사료됨.

금번 기준금리 조정으로 혹여 중기 기대인플레이션의 안정성이 저해되지 않도록 당행의 물가목표 달성과 관련한 신뢰 확보와 커뮤니케이션 강화에 더욱 힘쓰는 한편, 시장금리 상승과 더불어 신용여건의 점진적 긴축화가 예상되는 만큼 이에 대응한 경제주체의 위험선호 및 행태 변화와 이에 수반하는 리스크의 파급경로를 한층 면밀히 점검해 갈 필요가 있음. 향후 통화정책방향은 인플레이션 기조가 안정적으로 정착되어 물가목표 수렴에 대한 전망이 더욱 견조해질 때까지 완화적 통화 기조를 유지해 갈 필요성이 있으며, 추가 금리조정 여부와 속도는 근원 인플레이션의 변화와 민간소비의 회복 상황, 글로벌 금융순환의 변화가 실

질중립금리에 미치는 영향 등에 기초하여 신중히 결정되어야 할 것으로 생각함.

#### (5) 토의결론

위와 같은 위원별 의견 개진 내용을 종합, 위원들은 다수결로 한국은행 기준금리를 0.25%포인트 인상하기로 결정하였음.

#### (6) 심의결과

앞서의 토의결과를 반영하여 위원들은 다수 의견이 반영된 구체적인 의결문안을 작성하였음.

##### 의결문 작성·가결

(다만, 조동철 위원은 한국은행 기준금리를 0.25%포인트 인상하는 것에 대해 명백히 반대의사를 표시하고 현 수준에서 유지할 것을 주장하였음.)

##### 의결사항

「통화정책방향」을 다음과 같이 결정한다.

- ☐ 금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현재의 1.25%에서 1.50%로 상향 조정하여 통화정책을 운용하기로 하였다.
- ☐ 세계경제는 회복세가 확대되는 움직임을 지속하였다. 국제금융시장은 주가가 완만한 오름세를 나타내는 등 안정된 모습을 보였다. 앞으로 세계경제의 회복세는 주요국 통화정책 정상화 속도, 미국 정부 정책방향, 보호무역주의 확산 움직임 등에 영향받을 것으로 보인다.
- ☐ 국내경제는 수출이 높은 증가세를 지속하는 가운데 소비가 완만하게 개선되고 투자도 양호한 흐름을 보이면서 견실한 성장세를 이어간 것으로 판단된다. 고용 상황은 서비스업을 중심으로 취업자수 증가폭이 둔화되는 등 개선세가 다소 주춤하고 있는 것으로 보인다. 앞으로 국내경제의 성장흐름은 소비, 설비투

자 등 내수가 완만한 개선세를 이어가고 수출도 글로벌 경기회복세 확대, 대중 교역여건 개선 등으로 호조를 지속하면서 지난 10월 전망경로를 소폭 상회할 것으로 예상된다.

- 소비자물가는 농축수산물 가격의 상승폭 축소, 지난해 전기료 인하에 따른 저효과의 소멸 등으로 1%대 후반으로 오름세가 둔화되었다. 근원인플레이션율(식료품 및 에너지 제외 지수)은 1%대 중반 수준에서 소폭 상승하였으며 일반인 기대인플레이션율은 2%대 중반을 유지하였다. 소비자물가 상승률은 당분간 1%대 중반 수준을 보이다가 점차 목표수준에 근접할 것으로 전망된다. 근원인플레이션율도 완만하게 상승할 것으로 보인다.
- 금융시장은 장기시장금리가 통화정책에 대한 기대 변화로 상승하였으나, 주가는 기업실적 개선으로 오름세를 이어가는 등 대체로 안정된 모습을 나타냈다. 원/달러 환율은 국내경기 회복세 강화 등으로 하락하였다. 가계대출의 증가세는 다소 둔화되고 있으나 예년에 비해 여전히 높은 수준을 지속하고 있다. 주택가격은 수도권 일부 지역에서 상승세가 확대되었으나 전반적으로는 정부의 주택시장 안정화 방안 발표 이후 오름세가 둔화되었다.
- 금융통화위원회는 앞으로 성장세 회복이 이어지고 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제가 견실한 성장세를 지속하는 가운데 당분간 수요 측면에서의 물가상승압력은 크지 않을 것으로 전망되므로 통화정책의 완화기조를 유지해 나갈 것이다. 이 과정에서 향후 성장과 물가의 흐름을 면밀히 점검하면서 완화정도의 추가 조정 여부를 신중히 판단해 나갈 것이다. 아울러 주요국 중앙은행의 통화정책 변화, 주요국과의 교역여건, 가계부채 증가세, 지정학적 리스크 등도 주의깊게 살펴볼 것이다.

(별첨)

## 「통화정책방향」 관련 보고내용

### I. 국내외 경제동향 및 평가

#### 1. 국외경제동향

##### 가. 세계경제

미국은 기업투자를 중심으로 견조한 성장세를 지속하였으며, 유로지역은 고용여건 개선 등에 힘입어 내수를 중심으로 양호한 회복세를 이어갔음.

중국은 소비와 수출을 중심으로 안정적 성장세를 유지하였으며, 일본은 수출 및 투자 호조 등에 힘입어 완만한 성장세를 지속하였음.

##### 나. 주요 상품가격

최근 국제유가는 주요 산유국의 감산기간 연장 기대, 중동지역 정정 불안 등으로 60달러 내외로 상승하였음.

기타원자재의 경우 곡물가격(월평균, S&P GSCI곡물지수 기준)이 미국의 수요 확대 등으로 전월대비 0.6% 상승하였으나, 비철금속가격(월평균, LMEX비철금속지수 기준)은 전월대비 0.1% 하락하였음.

#### 2. 국내경제동향

##### 가. 내수 및 대외거래

10월중 소매판매는 전월중 큰 폭 증가에 따른 기저효과 등으로 내구재, 준내구재 및 비내구재가 줄면서 전월대비 2.9% 감소하였음.

설비투자는 기계류 및 운송장비 투자가 모두 줄면서 전월대비 14.4% 감소하였으며, 건설투자의 경우 건물건설이 줄었으나 토목건설이 SOC예산 집행액 확

대 등으로 크게 늘면서 전월대비 0.8% 증가하였음.

10월중 수출(450억달러, 통관기준)은 반도체, 선박, 석유화학 등을 중심으로 전년동월대비 7.1% 증가하였음.

9월중 경상수지는 상품수지를 중심으로 흑자폭이 확대되었음.

#### 나. 생산활동 및 고용

10월중 제조업 생산은 조업일수 축소 등의 영향으로 자동차, 금속가공 등을 중심으로 전월대비 1.5% 감소하였음.

서비스업 생산은 출판·영상·방송통신·정보 등이 늘었으나 부동산·임대·도소매 등이 줄면서 전월대비 1.7% 감소하였음.

10월중 취업자수는 전년동월대비 27만 9천명 늘어나 증가폭이 축소되었으며, 실업률(계절조정)은 3.6%로 전월대비 0.1%포인트 하락하였음.

#### 다. 물가 및 부동산가격

10월중 소비자물가는 전년동월대비 1.8% 상승하여 전월(2.1%)보다 오름세가 둔화되었음. 전월대비로는 석유류 가격 상승에도 불구하고 출하량 증가 등의 영향으로 농산물 가격이 낮아짐에 따라 0.2% 하락하였음. 근원인플레이션(식료품 및 에너지 제외지수)은 전년동월대비 1.6% 상승하였음.

10월중 아파트 매매가격은 전월대비 0.1% 상승하였으며 전세가격은 전월수준을 유지하였음.

### 3. 평가

국내경제는 견실한 성장흐름이 이어진 것으로 판단됨.

10월 중에는 추석연휴 전 선수요, 조업일수 축소 등으로 국내경기가 일시 조정되는 모습을 보였으나, 기조적으로는 수출이 높은 증가세를 이어가는 가운데



소비가 완만하게 개선되고 설비투자도 양호한 흐름을 지속하였음.

앞으로 국내경제의 성장흐름은 소비 및 설비투자가 완만한 개선세를 이어가고 수출도 세계경제 회복세 확대 등으로 호조를 보이면서 지난 10월 전망경로를 소폭 상회할 것으로 예상됨.

세계경제 회복세 강화, 대중 교역여건 개선세 확대 등은 상방 리스크로, 세이프가드 등 미국의 보호무역주의 정책 구체화, 북한관련 지정학적 리스크 증대 등은 하방 리스크로 잠재하고 있음.

소비자물가 상승률은 당분간 도시가스요금 인하 등으로 낮은 수준을 보이겠으나, 수요측 물가압력 증대 등의 영향으로 점차 목표수준에 근접해 나갈 것으로 예상됨.

경상수지는 흑자기조를 이어갈 전망이다.

## II. 외환·국제금융 동향

### 1. 국제금융시장

국제금융시장은 글로벌 성장세 확대에 대한 기대 등으로 투자심리 호조가 이어지고 있음. 다만, 자산가격 고평가 및 일부 신흥국 등의 정치·경제 불안이 리스크 요인으로 잠재되어 있는 상황임.

선진국 국채금리(10년물 기준)는 주요국 통화정책 기대 변화, 미국 정부의 정책 불확실성 등으로 등락하며 대체로 하락하였으나 신흥국은 중남미·중동지역의 정치·경제 불안 등으로 상승하였음.

주가는 경기 회복세, 기업실적 호조, 유가 반등 등으로 상승세가 이어졌으나, 11월 들어 일부 조정 받는 모습을 보였음.

미 달러화는 미 연준의 12월 추가 금리인상 가능성으로 강세를 보이다가, 11월 들어 미 의회의 세제개편안 관련 불확실성 등으로 약세로 전환되었음.

국제유가(WTI 기준)는 OPEC의 감산 합의 연장 기대, 사우디아라비아의 정정 불안 등으로 큰 폭 상승하여 60달러대에 근접하였음.

글로벌 펀드자금은 투자심리 호조가 이어지며 증가세를 지속하였으나 11월 들어 증가폭이 줄어드는 모습을 보였음.

중국의 경우 국채금리는 공산당 전국대표대회 이후 유동성 긴축 우려 등으로 상당폭 상승하였으며, 주가는 금융기관에 대한 외국인 투자한도의 단계적 폐지, 인민은행의 자산관리상품 규제 발표 등으로 등락하였음.

## 2. 외환시장

원/달러 환율은 국내 성장세 확대, 지정학적 우려 완화 등의 영향으로 큰 폭 하락하였으며, 원/엔 및 원/위안 환율도 원화의 상대적 강세로 하락하였음.

## 3. 외화자금시장

국내은행의 대외 외화차입여건은 외평채 CDS 프리미엄(5년물) 및 단기 외화차입 가산금리가 하락하는 등 개선되는 모습을 보였음.

외환 스왑레이트(3개월물)는 국내금리 상승, 해외증권 투자 둔화에 따른 외화자금수요 감소 등으로 상승하였음.

국내은행의 외화유동성 사정은 외화 LCR이 규제비율을 크게 상회하는 등 양호한 상태를 지속하였음.

## 4. 외환 유출입

10월중 경상 및 자본거래를 통한 외환은 경상 흑자 축소에도 불구하고 거주자의 해외 직접·증권투자 등이 크게 줄어들어 큰 폭 순유입으로 전환되었음. 금융거래는 국내은행의 해외예치 및 외은지점의 대외부채 상환 등으로 유출되었음.

## 5. 외국인 증권투자자금

외국인의 국내 증권투자는 주식자금이 기업실적 개선 기대, 글로벌 주식시장 호조 등으로 유입되었으며, 채권자금은 10월에는 소폭 유입되었으나 11월에는 차익거래성 자금을 중심으로 순유출을 보였음.

## 6. 외환보유액

10월말 현재 외환보유액은 전월말대비 2.1억달러 감소한 3,844.6억달러를 기록하였음.

# III. 금융시장 동향

## 1. 자본시장

### 가. 시장금리

국고채 금리는 10월 금통위 회의 이후 국내 경제지표 호조 등으로 큰 폭 상승하였다가 11월 들어 변동성이 축소되었음.

회사채(3년) 금리의 국고채(3년) 금리 대비 신용스프레드는 모든 신용등급에서 소폭 확대되었음.

통안증권(91일) 금리, 은행채(3개월) 금리 등 단기시장금리도 장기시장금리 상승, 은행의 자금조달수요 등에 기인하여 큰 폭 상승하였음.

### 나. 주가

코스피는 10월 금통위 회의 이후 대내외 여건 개선 등에 힘입어 큰 폭의 오름세를 이어가다 11월 들어 소폭 조정되었음.

### 다. 외국인 국내증권 투자

외국인의 국내 증권투자는 채권자금이 감소하였으나 주식자금이 상당폭 늘어나면서 순유입되었음. 주식투자는 10월 이후 북한 리스크 완화, 기업실적 호조에 따른 저평가 인식 등으로 큰 폭 순매수 전환되었음. 채권투자는 10월중 증가로 돌아섰다가 11월 들어 만기도래자금의 재투자 부진 등으로 감소로 전환되었음.

## 2. 신용시장

### 가. 여수신금리

은행 여신금리(신규취급액 기준)는 10월까지 보험세를 보이다 11월 들어 상승하였음. 기업대출 금리는 일부 은행의 저리 정책자금 대출로 10월중 소폭 하락하였으나 11월 들어 주요 지표금리의 오름세가 반영되면서 상승하였음. 가계대출 금리는 시장금리 상승의 영향으로 10월 중순 이후 오름세가 확대되었음.

수신금리는 시장금리 상승, 유동성 및 예대율 관리를 위한 은행의 수신확보 노력 등으로 상승세를 지속하였으며, 여수신금리차는 수신금리 상승폭이 여신금리 상승폭을 상회하면서 축소되었음.

### 나. 여신

10월중 은행 가계대출은 증가규모가 전월보다 확대되었음. 주택담보대출은 8월 이후 예년(2010~14년) 수준의 증가규모를 지속하였음. 기타대출은 신용대출을 중심으로 큰 폭 증가하였으며 11월 들어서도 전월보다는 소폭 둔화되었지만 예년보다는 높은 증가폭을 시현하였음.

은행 기업대출은 증가폭이 소폭 확대되었음. 대기업대출이 분기말 일시상환분 재취급, 단기 운전자금 수요 등으로 증가로 전환되었으며 중소기업대출은 부가가치세 납부 수요에도 불구하고 영업일수 감소, 전월중 대출 선취급 영향 등으로 증가폭이 축소되었음. 11월 들어서도 연말을 앞두고 대기업과 중소기업의 운전자금 수요가 증가하고 은행의 대출태도도 완화되면서 기업대출 증가세가 지속되었음.

기업의 직접금융을 통한 자금조달의 경우 회사채는 10월중 영업일수 감소 등으로 발행이 줄어든 가운데 만기도래 물량이 크게 늘어나면서 순상환으로 전환

되었음. CP는 기업의 분기말 일시상환분 재취급 등으로 순발행 전환되었음.

은행의 가계 및 기업대출 연체율(9월말 기준)은 분기말 대출채권 매상각, 일부 연체채권 정상화 등으로 모두 전월에 비해 하락하였음.

### 3. 유동성 및 자금흐름

#### 가. 통화

10월중 M2증가율(전년동월대비, 평잔 기준)은 경상수지 흑자폭 축소 등으로 전월보다 하락하였음.

#### 나. 수신

10월중 은행 수신은 정기에금 및 은행채의 증가에도 수시입출식예금이 큰 폭으로 줄면서 감소하였음. 수시입출식예금은 최장기 추석연휴, 부가가치세 납부 효과 등으로 가계 및 기업 자금이 모두 줄면서 큰 폭 감소하였음. 정기에금은 시중은행들의 예금유치 노력이 강화되면서 증가폭이 확대되었으며 시장성 수신은 연말 유동성부족 대비 선발행 수요, LCR 제고 노력 등으로 은행채를 중심으로 증가세가 지속되었음.

비은행 수신은 대부분 업권에서 증가하였음. 신용협동기구 등 예금취급기관 수신이 농산물 판매대금 유입에 따른 수시입출식예금 수신 호조, 저축은행의 금리 메리트 등으로 증가세를 지속하였으며 자산운영사와 금전신탁은 부가세 관련 국고여유자금 유입, 자기자본비율 관리에 여유가 생긴 은행들의 여유자금 재예치 등으로 MMF·MMT를 중심으로 큰 폭 증가하였음.