

## 金融通貨委員會 議事錄

### 2005년도 제12차 회의

1. 일 시 2005년 6월 9일 (목)
2. 장 소 금융통화위원회 회의실
3. 출석위원 박 승 의 장 (총 재)  
김 태 동 위 원  
이 성 태 위 원 (부총재)  
김 종 창 위 원  
강 문 수 위 원  
이 덕 훈 위 원  
이 성 남 위 원
4. 결석위원 없 음
5. 참 여 자 이 상 용 감사 정 규 영 부총재보  
박 재 환 부총재보 김 수 명 부총재보  
이 영 균 부총재보 정 해 왕 금융경제연구원장  
김 재 천 조사국장 이 주 열 정책기획국장  
김 수 호 금융시장국장 김 두 경 발권국장  
이 광 주 국제국장 정 이 모 금융통화위원회실장  
이 광 준 공보실장
6. 회의경과

#### <의안 제21호 — 통화정책방향>

(1) 전일 개최된 동향보고회의에서 조사국장이 보고 제68호 - 「국내외 경제 동향」, 국제국장이 보고 제69호 - 「외환·국제금융 동향」, 그리고 금융시장국장이 보고 제70호 - 「금융시장 동향」에 대하여 보고하였음(보고내용 : 별첨)

(2) 본회의에서는 의장이 「한국은행법」 제28조에 의거하여 의안 제21호 - 「통화정책방향」을 상정하였음

### (3) 위원 토의내용

「국내외 경제동향」과 관련하여, 일부 위원은 최근 소비재판매액 증가세가 다소 둔화되고 있으나 GDP 상의 소비와 소비재판매액 간에는 다소 괴리가 있을 수 있는 데다 소비와 밀접한 관련이 있는 서비스업활동지수 증가세가 확대되고 있는 점을 감안할 때 소비회복이 진행중인 것으로 보이며, 기계류 내수출하의 부진에도 불구하고 내수용 기계류수입이 호조를 보이고 있어 설비투자도 비관적으로 볼 상황은 아닌 것으로 생각된다는 견해를 나타내었음

동 위원은 서울 강남에서 시작된 부동산가격 상승이 다른 지역으로 확산될 기미가 있는 것으로 보인다고 아파트 거래량이 늘어나는 것은 추가적인 가격상승의 가능성이 높음을 시사하는 것이 아닌지 물었으며, 이에 대해 관련부서에서는 서울 강남과 판교 주변지역 등 일부 개발호재가 있는 지역을 중심으로 가격상승이 나타나고 있으나 서울 강북 등 여타 지역은 현재까지 별다른 영향을 받지 않고 있는 것으로 보이며 거래량도 계절성을 감안할 때 2002년이나 2003년에 비해 많은 수준은 아니라고 설명하였음

또한 동 위원은 정부가 여러 차례에 걸쳐 부동산시장 안정대책을 내놓았음에도 불구하고 오히려 정책의 대상이 되는 지역을 중심으로 가격상승이 지속되고 있어 규제위주의 부동산정책이 실효성이 없음을 보여주는 것으로 생각된다는 견해를 밝혔으며, 이에 대해 관련부서에서는 외부기관의 분석결과를 참조하는 한편 내부적으로 과거사례 등을 통해 분석해 본 결과 시장의 내성이 커지고 있는 상황에서 규제위주의 부동산대책에는 한계가 있으며 공급을 늘려 수급을 안정시키는 방향의 대책이 바람직한 것으로 생각된다고 답변하였음

한편 동 위원은 부동산문제에 대해서는 미시적 정책이 우선이라고 하면서 즉각적인 영향력을 발휘하는 미시적 정책과 달리 금리정책의 경우 어느 정도의 시차를 두고 부동산시장에 영향을 미칠 것으로 보는지 물었으며, 이에 대해 관련부서에서는 금리를 변경하면 곧바로 주택담보대출 등 비용 측면에 영향을 미치므로 금리정책이 부동산시장에 미치는 영향은 투자나 소비에 미치는 영향에 비해서

는 시차가 짧을 가능성이 있으며 일부 개발호재가 있는 지역을 중심으로 부동산 가격 상승이 나타나고 있는 현 단계에서 무차별적인 효과를 가진 금리정책으로 대응할 경우 상당한 무리가 따를 수 있는 것으로 생각된다고 답변하였음

다른 일부 위원은 최근의 부동산가격 상승이 주로 국지적인 특수성에 기인한 측면이 있으나 대전, 대구 등 지방 대도시에서도 가격상승이 나타나고 있다는 점에서 전국적인 확산 가능성을 배제할 수 없다고 언급하고, 토지공사가 집계한 아파트 거래량이 3월 이후 크게 늘어난 반면 일부 민간기관이 조사하여 발표한 거래량지수는 하락하는 모습을 보이고 있는 이유를 물었음

이에 대해 관련부서에서는 토지공사의 거래량 통계는 거래가 일어난 시점에 비해 한두 달 늦은 등기시점에 집계되는 실제 거래량 통계인 반면 민간기관의 거래량지수는 부동산중개업소를 대상으로 3개월 이후 시장상황에 대한 주관적인 전망을 조사한 결과라는 점에서 차이가 나타나는 것으로 보인다고 설명하였음

동 위원은 외부기관의 조사결과 최근 고유가로 인해 소비를 줄였거나 줄이겠다고 응답한 가구수가 상당 비중을 차지했다는 점을 인용하면서 통계 숫자만으로는 확인이 어려운 민간의 소비행태 등에 대해 좀더 면밀한 분석이 필요한 것으로 생각된다는 의견을 개진하였으며, 이에 대해 관련부서에서는 고유가가 실물경제에 미치는 영향을 소비 등 각각의 부문별로 살펴보는 것은 부문간 상호작용이 일어나는 측면을 간과할 수 있다는 점에서 정확성 면에서 본다면 연립방정식 체계인 거시계량경제모형을 통해 파악하는 것이 바람직할 것으로 생각된다고 설명하였음

또한 동 위원은 미국경제의 회복세와 중국경제의 고성장 이면에 양국의 부동산시장 상황이 버블 붕괴의 위험을 보이고 있다는 점을 언급하면서 이것이 현실화될 경우 우리나라 경제에 미치는 영향은 어떠한 것으로 보는지 물었음

이에 대해 관련부서에서는 미국이나 중국의 부동산 버블 붕괴는 미국이나 중국 경제에 악영향을 주어 우리 경제에도 간접적인 영향을 미친다고 볼 수 있겠으나, 버블 형성 여부에 대한 의견이 분분한 가운데 일부 지역을 중심으로 급등한 부동산가격이 하락하더라도 미국이나 중국 경제에 큰 충격을 미칠 정도는 아니라는 것이 일반적인 관측이라고 설명하였음

또 다른 일부 위원은 현행 동향보고회의에서는 실물경제와 금융 부문으로 나뉘어 보고가 이루어지고 있으나 통화총량과 소비, 투자 등 총수요 사이의 관계에 대한 분석도 심도 있게 다루어질 필요가 있다는 의견을 개진하였으며, 이에 대해 관련부서에서는 거시계량경제모형 내에 통화·금융 부문이 포함되어 있어 소비, 투자 등 실물변수에 미치는 영향이 적절히 감안되고 있다며 다만, 단기적으로는 뚜렷한 관계가 나타나지 않는 경우가 많아 월중 보고시에는 생략되는 경우가 많다고 설명하였음

일부 위원은 미국의 경우 경상수지적자와 재정적자가 동시에 나타나는 쌍둥이적자 상황을 계속 이어가기는 어려울 것이라는 전망이 지배적이며 중국의 경우 금융기관 부실채권, 고정환율제 등 시스템 측면의 불안정성으로 인해 고도성장의 지속 가능성 여부에 대한 의문이 제기되고 있다면서, 이처럼 미국과 중국 경제에 내재되어 있는 취약성이 우리 경제에 미칠 영향에 대해 철저히 검토해야 할 단계에 와 있는 것으로 생각된다는 견해를 피력하였음

동 위원은 경제의 자유도와 개방도가 높아질수록 안정성(stability)과 안전성(safety)이 위협받는 상황에서 보다 적극적인 대응이 필요한 것으로 생각되며 이러한 관점에서 최근 우리 경제의 안정성과 안전성에 지장을 초래할 수 있는 환율문제, 금융산업의 건전성 문제에 대해서도 심각하게 검토해 볼 필요가 있다는 의견을 나타내었음

또한 동 위원은 장기시장금리가 낮은 수준을 유지하고 있는 것은 경기부진이 지속될 것이라는 시장의 기대를 반영한 것으로 보이며 경기부진 속에 기업활동을 통한 수익 획득이 어려워지면서 기업의 자금수요가 줄고 시중 여유자금이 부동산시장으로 몰려 투기 행태가 나타나고 있다면서 물가안정을 목표로 하는 중앙은행으로서 부동산가격이 심상치 않게 움직이는 데 대해서는 각별히 유의하여야 할 것으로 생각된다는 견해를 제시하였음

다른 일부 위원은 4월중 소비재 판매액과 서비스업활동지수, 설비투자추계지수 등의 실적을 감안할 때 5~6월중 큰 폭의 호전 양상이 나타나지 않는 이상 2/4분기중 민간소비와 설비투자가 당초 예상만큼 회복되기는 어려울 것으로 생각된다는 의견을 제기하였음

동 위원은 1/4분기 경제성장률이 예상에 못 미치는 실적을 나타낸 원인을 지출 측면에서 찾는다면 수출의 디플레이터가 예상보다 크게 높아졌기 때문이라는 관련부서의 분석자료와 관련하여 과거에도 디플레이터 전망치와 실적치 간에 큰 폭의 괴리가 나타난 적이 있었는지, 향후에도 이와 같은 괴리가 계속 발생할 것인지 면밀히 점검해 볼 필요가 있다는 의견을 제시하였음

또한 동 위원은 수출·수입 디플레이터가 예상보다 높아지는 데 기여한 주요 수출·수입 품목을 살펴볼 필요가 있으며 지역별 수출에 있어 최근 홍콩, 동남아시아에 대한 수출 증가세가 급격히 둔화되고 품목 면에서는 미국 등 선진국시장을 중심으로 반도체, 무선통신기기, 컴퓨터, 자동차 등의 수출이 부진한 이유를 분석해 볼 필요가 있다는 견해를 개진하였음

동 위원은 관련부서의 여러 기법을 이용한 현 경기국면 판단에 기초할 때 2/4분기 경기회복이 당초 예상대로 이루어지기가 쉽지 않을 것으로 생각된다는 견해를 밝혔음

한편 동 위원은 작년 8월과 11월 두 차례의 정책금리 인하 이후 나타나고 있는 주가 및 부동산가격 상승, 대출 증가 등은 자산가격경로 및 신용경로를 통해 금리정책의 파급효과가 분명히 나타나고 있음을 보여주는 것으로 생각된다면서, 그럼에도 불구하고 부동산가격 상승이 신규주택 공급이나 신도시의 토지 공급 증대로 이어지지 못하는 문제가 발생하고 있는 데 대해 그 실태를 파악해 볼 필요가 있다는 의견을 나타내었음

「외환·국제금융 동향」과 관련하여, 일부 위원은 우리나라 경제가 일본경제에 비해 더 나아질 특별한 요인이 없음에도 불구하고 최근 원/엔 환율이 지속적으로 하락하는 이유를 물었으며, 이에 대해 관련부서에서는 위안화 절상시 동아시아권 통화의 절상폭이 클 것이라는 기대로 원화나 대만달러가 엔/달러 환율의 상승을 추수하지 못하고 국내 외환수급 면에서 공급우위 상태가 지속되고 있는 데다 국제 투자은행들이 엔/달러 환율 전망을 상향조정하고 있음에도 불구하고 원/달러 환율에 대한 조정은 아직 이루어지지 않고 있어 기업 등 시장참가자들의 기대도 원화 절상 쪽으로 편향되어 있는 데 기인한다고 설명하였음

동 위원은 환율이 중장기적으로 각국의 기초경제여건(fundamental)을 반영하여 움직인다는 점을 감안할 때 현재의 원/엔 환율 하락은 일시적인 현상이며 장기적으로 반전될 가능성이 있는 것으로 보인다는 견해를 밝혔으며, 이에 대해 관련 부서에서는 동 견해에 동의하면서 우리나라의 경우 시장규모가 작아 일시적인 외부 충격에 의한 영향을 쉽게 받는다는 점을 설명하는 한편, 향후 우리나라와 미국 간 내외금리 역전이 나타나고 작년과 같은 대규모 외환 유입은 일어나지 않을 것임을 감안할 때 원/엔 환율이 추가 하락할 여지는 점차 축소될 것으로 생각된다고 답변하였음

다른 일부 위원은 최근 유로지역의 경제성장 실적이 예상보다 저조한 가운데 일각에서는 정책금리 인하론까지 대두되면서 유로화가 크게 절하되고 있다면서 유로화의 달러화에 대한 흐름이 중장기적으로 변화하는 것으로 볼 수 있는지 물었으며, 이에 대해 관련부서에서는 국제 투자은행들이 달러화 대비 유로화 전망을 기존의 강세에서 약세로 바꾸고 있으며 장기적으로 다시 강세로 반전되지는 않을 것이라는 의견이 지배적이라고 설명하였음

동 위원은 국내 금리가 현 수준에서 유지되고 미국 금리가 상승하는 가운데 달러화 보유에 따른 환차익 기대가 형성될 경우 원화 강세에 대한 시장의 기대가 약세로 반전되면서 자본유출이 확대될 가능성도 배제할 수 없다며 이에 대한 정책당국의 철저한 대비가 필요하다는 견해를 밝혔음

「금융시장 동향」과 관련하여, 일부 위원은 M1이 실물경제와 어느 정도의 시차를 두고 밀접한 연관성을 지니는지, 통화총량 외에 통화 유통속도는 어떤 추세를 보이고 있는지에 대해서도 살펴 볼 필요가 있다는 의견을 개진하였음

다른 일부 위원은 최근 가계대출의 월평균 증가액이 2003년과 지난해 실적을 크게 넘어서고 있어 주택담보대출 증가가 주택가격 급등에 크게 기여하였던 2002년의 상황이 재현될 가능성은 없는지 점검해 볼 필요가 있다는 견해를 제시하였음

이와 관련하여 또 다른 일부 위원은 일부 시중은행들이 저축은행들과 연계하여 주택담보인정비율을 높이는 방법으로 대출을 늘리는 행태를 보이고 있음을 지적하고 이러한 방식에 의한 대출규모가 어느 정도나 되는지 파악해 볼 필요가 있다는 견해를 나타내었음

일부 위원은 최근 금융시장 상황은 경기회복과 관련하여 두 가지 상반된 측면을 동시에 보여주고 있다며, 4~5월중 대출의 큰 폭 증가는 총수요에 긍정적인 영향을 주어 경기회복을 뒷받침하는 측면으로 볼 수 있겠으나 외국인이 공격적으로 국채선물을 매수하고 외은지점이 국채현물을 순매수하여 시장금리 하락에 베팅(betting)하는 행태는 향후 우리나라 경기에 대한 비관적인 시각을 반영한 것으로 생각된다는 의견을 밝혔음

동 위원은 최근 은행 금융중개기능의 활성화가 실제 투자 또는 소비 관련 자금공급으로 이어지고 있는지를 확인하거나 뒷받침할 수 있는 근거나 통계자료가 부족하다는 점을 지적하면서 서베이나 적절한 통계 발굴 등을 통해 금리정책의 실물경제 전달경로상 파악이 어려운 부분에 대한 분석을 보완할 필요가 있다는 견해를 제시하였음

이상과 같은 의견교환을 바탕으로 「통화정책방향」에 관해 다음과 같은 토론이 있었음

일부 위원은 금년 상반기 재정 조기집행에 따른 반사효과로 하반기에는 재정기조가 긴축으로 전환될 수 있다고 언급하면서 재정 긴축을 상쇄할 수 있는 추경 규모가 어느 정도인지 추산해 볼 필요가 있다는 견해를 개진하였음

동 위원은 영국의 사례를 참고하여 7~8년 정도의 중기적인 시각에서 우리나라의 토지가격이나 주택가격이 어떻게 변동해 왔는지 살펴볼 필요가 있으며 부동산시장 문제에 대한 정책적 대응과 관련하여, 보다 정확한 정책판단을 위해 자산가격결정 접근법(asset pricing approach) 및 구조적 모형을 이용하여 주택가격과 집세 또는 가계가처분소득 간 비율이 어떻게 변화해 왔는지, 부동산가격이 과거의 평균치에 비해 과도한 수준인지, 아닌지 등을 심도 있게 분석해 볼 필요가 있다는 견해를 나타내었음

다른 일부 위원은 부동산시장이 경제 전체의 안정성을 저해할 우려가 있을 경우 「한국은행법」 제28조 제16호(극심한 통화팽창기 등 국민경제상 긴절한 경우 일정한 기간 내의 금융기관의 대출과 투자의 최고한도 또는 분야별 최고한도의 제한)에 의거하여 금융통화위원회가 금융기관의 주택담보대출 총액을 제한할 수 있는지 여부를 검토함과 아울러 동 제15호(금융기관이 행하는 대출의 최장

기한 및 담보의 종류에 대한 제한)에 의거하여 금융기관의 LTV 비율을 직접 제한할 수 있는지에 대해서도 검토하여 이를 정책금리 조정 이외의 선별적 부동산대책 수단으로 활용하는 방안을 강구할 필요가 있다는 견해를 밝혔음

또 다른 일부 위원은 주택담보대출 LTV 비율이 제한되어 있어 주택가격이 하락하더라도 금융기관의 부실화 가능성은 낮다는 분석내용과 관련하여, 우리나라의 경우 평균소득 대비 평균 주택가격의 비율이 다른 나라에 비해 높기 때문에 LTV 비율이 동일하더라도 리스크는 상대적으로 더 높을 것이라는 의견을 나타내는 한편, 주택, 도시용 토지 등의 공급 예상물량과 실현 가능성 등에 대한 충분한 검토가 이루어질 필요가 있다는 견해를 제시하였음

동 위원은 부동산시장 문제에 대한 통화정책적 대응에 앞서 정부 관련부처에 중앙은행이 생각하는 미시적 부동산대책을 반영하도록 요청하고 정책협의를 하는 과정이 필요하다는 의견을 나타내었음

일부 위원은 부동산시장 문제에 대한 통화정책 면에서의 대응과 관련하여 각 대응방안의 장단점 및 효과 등에 대한 구체적인 검토가 이루어질 필요하다는 견해를 밝혔음

이상과 같은 토론에 이어 콜금리 목표 조정여부 및 조정폭에 관한 위원별 의견개진이 있었음

일부 위원은 다음과 같은 점을 종합적으로 고려할 때 콜금리 목표를 현 수준에서 유지하는 것이 바람직해 보인다는 의견을 표명하였음

첫째, 미국과 중국의 경제정책이 다소 긴축적인 방향으로 가고 있음에도 불구하고 경제가 활황세를 유지하고 있고 일본, EU 경제도 당초 전망에서 크게 벗어나지 않고 있으며 세계 반도체경기도 점차 살아날 것으로 기대되고 있는 등 대외 경제여건은 크게 불리하지 않은 것으로 판단됨; 둘째, 상반기중 재정의 조기 집행으로 하반기에는 상대적으로 긴축으로 전환될 가능성이 있으나 추경이 검토될 수 있고 대규모 투자계획도 예정되어 있어 경기회복에 큰 지장을 초래하지는 않을 것으로 보임; 셋째, 실물경제 면에서는 소비가 완만한 회복세를 보이고 있는 가운데 건설투자도 다소 개선되는 기미를 보이고 있고 설비투자는 회복세가 뚜렷하지는 않으나 악화되는 것으로 볼 정도는 아닌 것으로 생각됨; 넷째, 물가는 고유가 등 불안요인이 상존하고 있음에도 불구하고 수요압력이 미약하여 당초 전망



치보다 다소 낮아질 것으로 예상됨; 다섯째, 저금리기조 지속으로 과잉유동성이 집중되고 금융자산보다 실물자산을 선호하는 경향이 심화되면서 부동산시장이 불안한 양상을 보이고 있으며 이는 물가안정을 저해하고 근로의욕을 저하시켜 성장잠재력을 훼손함은 물론 통화정책의 유효성을 약화시키는 방향으로 작용할 위험이 있어 이에 대한 시그널링이 필요한 것으로 생각됨

다른 일부 위원은 다음과 같은 여러 가지 점을 감안할 때 실물경기가 방향성을 확실히 잡지 못한 채 경기저점에서 횡보하고 있고 고유가, 부동산가격 불안 등으로 중장기 물가안정기조가 위협받을 가능성도 상존해 있는 것으로 판단되므로 다음 금리 결정시까지 콜금리 목표를 현 수준에서 유지하면서 상황변화를 면밀히 점검하는 것이 바람직한 것으로 생각된다는 의견을 밝혔음

첫째, 실물경제 면에서 수출이 견실한 증가세를 이어가고 민간소비도 미약하나마 개선 조짐을 나타내고 있으나 설비투자의 회복세가 더디고 건설투자도 재건축, 재개발, 공공부문 토목공사 등에 대한 의존도가 높아지고 있는 등 각 수요부문이 보여주는 모습이 상이하며 경기지표는 물론 모형을 이용한 경기판단도 서로 엇갈리는 모습을 보이고 있음; 둘째, 기업대출이 증가세를 보이고 있으나 이러한 증가세가 기초적으로 정착되었는지 여부를 확인하기에는 다소 이른 감이 있음. 다만, 대출연체율이 하향 안정화되고 대출기간도 장기화되는 등 안정성이 공고해지고 있음을 감안할 때 금융 측면이 경기회복을 앞당기는 선순환 역할을 할 것으로 기대됨; 셋째, 최근 일부지역을 중심으로 나타나고 있는 부동산가격 상승은 전국적으로 확산될 수 있는 위험을 안고 있으며 정부가 이에 대해 강경한 입장을 취하고 있음에도 불구하고 지역개발에 중점을 두는 지방자치단체가 토지문제 등에 대해 다소 느슨한 입장을 취하고 있는 데다 시중자금의 단기화현상이 지속되고 주택담보대출이 급속히 늘고 있어 부동산시장의 불안이 심화되고 중장기적으로 물가불안을 가중시키지 않을까 염려됨; 넷째, 국제유가가 배럴당 50달러 수준에서 낮아지지 않고 있으며 미국, 중국 등 주요 교역대상국의 환율동향이 불확실하고 자산 버블에 대한 우려가 제기되고 있는 등 해외부문의 불안요인이 상존하고 있음

또 다른 일부 위원은 다음과 같은 여러 가지 점을 종합해볼 때 콜금리 목표를 현 수준에서 유지하면서 인내심을 가지고 상황변화를 예의주시하는 것이 바람직해 보인다는 의견을 나타내었음

경기 측면에서는 소비, 설비투자, 건설투자가 매우 미약한 증가세에 머물

러 있는 가운데 5월 들어 철강·금속제품의 수출이 호조를 보였음에도 불구하고 전체 수출실적은 양호하지 못한 것으로 생각됨; 금융 측면을 볼 때 연초에 상당 폭 상승하였던 시장금리가 다시 하락한 것은 현재 및 장래 경기에 대한 시장의 기대가 그다지 밝지 못하다는 의미로 해석되며 환율은 과거의 저평가가 시정되어 실물 쪽에 큰 영향을 주지 않고 중립적인 움직임을 보일 것으로 생각됨; 한편 4~5월중 금융기관 여신의 증가는 내용 면에서 볼 때 부동산과 관련된 주택담보 대출, 집단대출이 크게 늘어난 데 기인하였다는 점에서 긍정적으로만 평가할 수는 없는 것으로 보임

한편 일부 위원은 아직까지는 우리 경제가 회복되고 있다는 가시적인 증거를 찾기 어려워 이번에는 콜금리 목표를 현 수준에서 유지하는 것이 바람직한 것으로 생각되나, 향후 우리 경제 내외에 상존하고 있는 다음과 같은 불확실성 문제에 대한 철저한 대비가 이루어질 필요가 있으며 일부 희생을 감수하더라도 우리 경제를 건실하게 하는 방향으로 통화정책의 중점이 옮겨가야 될 것으로 생각된다는 의견을 표명하였음

미국경제가 안고 있는 쌍둥이적자의 지속 가능여부, 중국경제가 현재의 고정환율제도를 유지하면서 고도성장을 이어 나갈 수 있을지 여부에 대한 의문이 제기되고 있어 세계경제가 내년에도 견조한 성장을 지속하리라는 낙관적인 전망이 어려운 시기에 접어든 것으로 생각됨; 우리나라의 경상수지 흑자가 지난해에 이어 금년에도 지속되고 있으나 이는 저축이 정상수준을 유지하고 있는 가운데 투자가 매우 미약한 데 기인한 것으로 해석될 수 있어 자칫 성장잠재력 저하로 이어지지 않을까 우려됨; 내년에는 대선을 앞둔 정치적인 여건 등과 연관되어 정책의 유효성이 강하게 나타나기를 기대하기가 어려운 상황에 처하게 될 수도 있지 않을까 우려됨; 시중자금의 단기부동화 및 과잉유동성의 투기자금화 조짐, 이에 따른 부동산가격 불안문제 등이 금융시장의 불확실성을 증대시키는 요인으로 작용하고 있음

다른 일부 위원은 다음과 같은 점을 종합적으로 고려할 때 콜금리 목표를 현 수준에서 유지하는 것이 바람직해 보인다는 의견을 밝혔음

실물경제 면에서는 수출증가세가 둔화되고 민간소비도 아직 미약한 회복에 그치고 있으며 설비투자의 부진이 지속되고 있어 당초 예상보다 경기부진의 정도가 심하고 경기저점에서 횡보가 이어질 가능성이 있음; 물가 면에서는 근원인플레이션율이 목표범위의 하한에 도달해 있으며 소비자물가상승률도 안정세를

유지하고 있어 금년도 물가안정목표 달성에는 무리가 없을 것으로 보임. 다만, 저금리 하에 시중자금이 생산부문보다는 토지 및 주택시장으로 집중되면서 가격불안을 야기하고 있어 물가안정목표제를 견지하는 중앙은행으로서 국민의 신뢰를 잃지 않기 위해서는 중장기적인 시각에서 부동산가격의 거품여부를 신중히 판단하여 정책을 운영해 나갈 필요가 있음; 재정정책은 상반기중 조기집행으로 확장적 기조를 유지한 반면, 하반기에는 추경 편성이 없는 한 긴축으로 전환될 가능성이 있음에 따라 통화정책 쪽에서 현재의 정책기조를 계속 유지해 나가야 하는 어려운 상황에 처할 수도 있음

또 다른 일부 위원은 다음과 같은 점을 종합적으로 감안하여 콜금리 목표를 현 수준에서 유지하는 것이 바람직해 보인다는 의견을 표명하였음

첫째, 근원인플레이션율이 목표범위 하한에 도달해 있고 앞으로도 수개월간은 현 수준에서 안정될 것으로 보여 지난해 두 차례의 콜금리 인하가 적어도 물가에는 부담을 주지 않은 것으로 평가됨; 둘째, 경기 측면에서는 4월 실적으로 미루어 볼 때 소비회복세가 미약한 데다 설비투자가 감소하였고 5월 이후 설비투자가 플러스로 반전된다 하더라도 내용 면에서 대부분 내수용 기계류수입에 의존한 과거 패턴이 변화하지 않는 한 GDP에 대한 기여는 크지 않을 것으로 보이며, 수출은 지역별로 볼 때 중국에 대한 의존도가 지나치고 미국과 동남아에 대해서는 수개월간 마이너스가 지속되는 문제가 나타나고 있음; 셋째, 작년 금리인하의 파급효과로 대출이 늘어나고 있는 것으로 보이나 소비, 투자 등에 미치는 영향에 대한 파악이 어려운 상태에서 부동산시장 불안 등 국민경제에 부정적인 측면이 나타나면서 정부가 대응조치를 취함에 따라 금리인하의 효과가 일부 차단되는 결과가 빚어지고 있는 것으로 보임; 넷째, 일부지역에서 나타난 주택가격 상승이 주변지역으로 확산되고 있는 반면, 집세는 안정되어 있어 주택가격의 상당부분이 거품일 가능성이 높음. 한편, 아파트나 토지에서 발생하고 있는 막대한 개발이익이 대부분 민간부문에 남아 투기자금화하는 문제를 해결하기 위해 개발이익의 상당부분을 공공부문에 환수시켜 공공부문이 주택 공급을 추가로 확대시켜 나가는 선순환구조로 흐름을 바꾸는 정책이 필요함; 다섯째, 중도금대출 대상을 1가구 1주택자 또는 무주택자로 한정하고 집단대출을 한시적으로 억제 또는 금지하는 등의 제한조치가 현행 법제상 가능한지 여부를 다각적으로 검토할 필요가 있음; 여섯째, 정책조합(policy-mix) 면에서 추경 논의가 있고 그 당위성에 대해서는 인정하나 재정의 효율성이 낮기 때문에 추경의 효과는 그만큼 제약될 것으로 보임

이와 같은 위원들간의 견해 표명에 따라 위원들은 콜금리 목표를 현 수준

에서 유지하는 방향으로 구체적인 의결문안을 작성하였으며, 이에 대해 위원들이 모두 동의하였음

#### (4) 심의결과

의결문 작성·가결

##### 의결사항

「통화정책방향」을 다음과 같이 결정한다.

- ☐ 실물경제는 수출이 증가세를 유지하는 가운데 민간소비의 회복 움직임이 이어지고 건설투자의 부진도 다소 완화되는 기미를 보이고 있으나 설비투자의 개선은 뚜렷하지 않음

경상수지는 상품수지를 중심으로 흑자기조를 이어가고 있음

- ☐ 물가는 고유가 지속에도 불구하고 수요압력이 미약하여 소비자물가와 근원인플레이션이 모두 안정세를 유지하고 있으나 부동산가격의 오름세가 지속되고 있음

- ☐ 금융시장에서는 유동성사정이 전반적으로 원활하고 중소기업대출과 가계대출 등 금융기관의 여신규모도 늘어나고 있음

- ☐ 이와 같은 점을 종합적으로 감안하여 다음 통화정책방향 결정시까지 콜금리(무담보 익일물 기준) 목표를 현 수준(연 3.25%)에서 유지하는 방향으로 통화정책을 운용함

(별 첨)

## 「통화정책방향」 관련 보고내용

### I. 국내외 경제동향

#### 1. 해외경제동향

##### 가. 주요국경제

미국경제는 견실한 성장세를 회복하였음. 3월중의 경기 둔화 조짐에도 불구하고 1·4분기 GDP 성장률은 당초 추정치 3.1%에서 상향 수정되어 3.5%를 기록하였음. 4월에는 산업생산은 감소하였으나 소매판매 및 자본재수주(비국방부문)가 상당폭 증가하고 주택경기도 호조를 지속하는 등 견실한 성장세를 나타내었음

중국경제는 고성장을 지속하였음. 4월중 수출 호조로 산업생산 증가세가 확대되고 소매판매도 견조한 증가세를 유지하였음

유로지역 경제는 회복세가 둔화되었음. 1·4분기 GDP 성장률이 전기대비로는 확대(04.4/4 0.2% → 05.1/4 0.5%)되었으나 전년동기대비로는 둔화(1.5% → 1.3%)되었음. 4월중 소매판매가 감소하고 4~5월중 경기체감지수도 하락세를 지속하였음

일본경제는 회복 조짐을 나타내었음. 2~3월중 감소하였던 산업생산 및 가계소비지출이 4월중 증가로 반전하였음

##### 나. 국제금융시장

주요국 주가는 5월중 상승하였음. 미국 주가는 유가안정과 경기둔화(soft patch) 우려 완화 등으로 반등하였음. 유로지역 주가는 경기회복세 둔화에도 불구하고 IT경기 호전 기대, 일부기업 실적호조 등으로 크게 상승하였고 일본 주가도 엔화약세에 따른 수출증가 기대, 4월중 산업생산 호조 등으로 상승하였음

미 국채금리(10년 만기 국채수익률)는 5월중 헤지펀드의 손실 소식에 따른 국채선호 증대, 인플레이션 안정기조 유지 등으로 하락세를 지속하였음

미달러화는 5월중 큰 폭의 강세를 나타내었음. 유로화에 대해서는 미 무역 수지적자 축소 및 유로지역에 비해 상대적으로 양호한 경제상황 등으로 큰 폭의 강세를 시현하였으며 엔화에 대해서도 중국 위안화 절상기대 약화, 일본의 경상수지 흑자규모 축소 등으로 강세를 나타내었음

#### 다. 국제유가 및 원자재가격

5월중 국제유가는 미 원유재고 큰 폭 증가, 세계 원유수요 둔화전망 등으로 종순까지는 하락하였으나 하순 이후 하절기 휘발유 수요증대 예상 등으로 상승 전환하였음

원자재·곡물 가격은 5월중 하락세를 지속하였음. 동, 알루미늄 등 비철금속 가격은 생산능력 증대와 세계수요 부진 전망 등으로 하락하였음. 다만 소맥, 옥수수 등 곡물 가격은 기상여건 악화에 따른 수확부진 우려 등으로 상승하였음

### 2. 국내경제동향

#### 가. 국내수요, 산업활동, 고용

소비는 4월중 소비재 판매가 전월대비(계절조정후), 전년동월대비 모두 3개월 연속 증가하는 등 완만한 회복세를 지속하였음. 5월중 백화점·할인점 매출 및 신용카드 사용액도 증가세를 지속하였으며 승용차 내수판매는 소폭 증가로 전환하였음

설비투자는 4월중 설비투자추계지수가 기계류투자 둔화 등의 영향으로 전년동월대비 소폭 감소로 전환(3월 +1.4% → 4월 -0.3%)하는 등 회복세가 약화되었음. 선행지표인 국내기계수주는 전년동월대비 3개월 연속 감소하였음

건설투자는 4월중 건설기성액이 전년동월대비 증가세가 확대(3월 5.3% → 4월 8.3%)되는 등 부진이 완화되었음. 선행지표인 건설수주는 재개발·재건축 등 주택건축을 중심으로 높은 증가세를 지속하였음

4월중 제조업 생산은 수출 둔화 등으로 전년동월대비 증가율이 3.6%로 둔화되었으며 전월대비(계절조정후)로는 1.5% 감소하였음. 제조업 평균가동률도 전월보다 하락하였으며 출하가 전월대비 감소로 전환하고 재고는 0.9% 증가하였음

서비스업 활동은 4월중 서비스업 활동지수의 증가세가 확대(3월 1.6% → 4월 1.8%)되는 등 회복세를 지속하였음. 업종별로는 교육서비스업, 오락·문화 및 운동서비스업이 증가로 전환하고 운수업, 부동산 및 임대업, 공공·수리·개인서비스업이 호조를 보이는 등 금융·보험업을 제외한 모든 업종이 증가하였음

고용사정은 4월중 취업자수가 전월대비(계절조정후) 2.0만명 감소(3월 +11.8만명)하는 등 개선이 미흡하였음. 다만 전년동월대비로는 농림어업 부문의 이례적 증가로 증가폭이 확대되었음. 실업률(계절조정후)은 0.1%p 상승하였음(3월 3.5% → 4월 3.6%)

1~2월중 전산업 임금상승률(전년동월대비)은 7.1%로 전년동기(3.0%)보다 큰 폭 상승하였음. 이는 정액급여 및 초과급여 오름세가 소폭 확대된 가운데 특별급여(상여금)가 큰 폭 상승한데 기인하였음. 한편 1~4월중 임금교섭이 타결된 사업체의 협약임금 인상률은 4.6%로 전년동기(5.3%)에 비해 소폭 하락하였음

#### 나. 물가 및 부동산가격

5월중 소비자물가는 농산물 가격이 계절적 출하증가로 내림세로 돌아서고 석유류 가격도 국제유가 오름세가 진정되면서 하락하여 전월대비 0.2% 하락하였음. 전년동월대비 상승률은 3.1%로 3개월 연속 동일한 수준을 유지하였음

근원인플레이션율은 전월대비로는 보합세를 지속하였으며 전년동월대비로는 2.5% 상승하여 전월(2.7%)보다 둔화되었음

아파트 매매가격은 5월중 강남지역의 오름세는 소폭 둔화되었으나 분당 및 용인지역의 오름세가 크게 확대되면서 4개월 연속 오름세를 나타내었으며 아파트 전세가격도 4개월 연속 상승하였음. 아파트 거래량은 소폭 증가하였으며 주택가격전망지수는 5월중 정부의 부동산세제 강화 발표(5.4일) 이후 하락세를 지속하다가 판교분양계획 구체화(5.20일) 등으로 소폭 상승하였음

#### 다. 대외거래

5월중 수출은 233억달러로 전년동월대비 11.8% 증가(4월 6.9%)하여 두자릿수 증가율을 회복하였음. 일평균 수출액도 4개월 연속 10억달러대를 기록하였음. 품목별로는 철강, 기계류, 자동차, 화공품 등 비IT 품목이 비교적 높은 증가세를 나타내었음

수입은 212억달러로 전년동월대비 18.4% 증가(4월 12.5%)하는 등 수출증가율을 상회하였음. 품목별로는 원유, 화공품 등의 원자재가 높은 증가세를 지속하고 자본재와 소비재(금 제외)도 증가세가 확대되었음

4월중 경상수지는 소득수지가 배당금 해외송금(24.4억달러) 등으로 큰 폭의 적자를 기록하여 적자로 전환하였음. 그러나 5월중 경상수지는 배당금 송금 요인이 사라지면서 다시 흑자를 기록할 것으로 전망되었음

## II. 외환 · 국제금융 동향

### 1. 환율

2005. 5월말 원/달러 환율은 1,007.7원으로 전월말대비 10.6원 상승(월중 1.1% 절하, 전년말대비 2.7% 절상)하였으나 5월중 평균환율은 1,002.4원으로 전월보다 7.3원 하락하였음. 월초순 수출기업의 외환선매도 및 중국의 노동절 연휴 이후 위안화 평가절상기대감 약화로 1,000원을 중심으로 등락하다가 미 달러화 강세로 5.16일에는 1,009.0원까지 상승하였음. 그 후 비거주자의 역외선물환(NDF) 매도 증가, 홍콩의 환율변동 밴드제 도입 등으로 하락압력이 증대되었으나 당국의 시장안정화 노력에 힘입어 1,000~1,005원 범위내에서 등락하다가 월말일에 미 달러화 강세폭이 확대되면서 상승으로 전환되어 1,007.7원으로 마감하였음

5월말 원/엔 환율(100엔당)은 930.2원으로 전월말보다 15.5원 하락(월중 1.7% 절상, 전년말대비 8.5% 절상)하였음

주요 10개 교역상대국의 환율변동을 고려하여 산출한 5월중 원화의 명목실효환율(월평균 기준)은 전월대비 0.8% 절상하였고 아시아 5대 수출경쟁국(중국, 일본, 홍콩, 대만, 싱가포르) 통화만을 대상으로 산출한 원화의 명목실효환율도 전월대비 0.5% 절상하였음

5월중 외국환은행은 선물환 매입초과포지션(11억달러) 커버 등을 위해 현물환을 12억달러 순매도하였음

### 2. 외환수급

2005. 5월중 경상거래는 전월의 적자(-3억달러)에서 큰 폭 흑자(23억달러)



로 반전되었음. 무역거래는 전월(28억달러)보다 흑자규모(33억달러)가 확대되었으며 무역외거래는 여행수지 등 서비스거래의 적자가 확대되었으나 외국인투자 배당금 송금이 대폭 줄어들어 적자규모가 전월(-31억달러)보다 크게 축소(-11억달러)되었음

5월중 자본거래는 전월의 순유입(8억달러)에서 순유출(-20억달러)로 반전되었음. 장기자본거래는 외국인증권투자자금의 순유출이 지속되는 가운데 외국인 직접투자가 크게 감소한 데다 거주자의 해외증권투자는 크게 증가하여 전월의 순유입(7억달러)에서 큰 폭 순유출(-22억달러)로 전환되었으며 단기자본거래는 무역 신용 도입 등으로 순유입 규모(2억달러)가 증가하였음

5월중 금융거래는 전월(6억달러)보다 순유입 규모가 크게 증가(18억달러)하였음. 국내은행은 소폭 순유입에 그쳤으나 외은지점은 Buy & Sell 스왑의 만기 결제를 위한 해외본지점 대여금 회수 등에 따라 큰 폭 순유입 되었음

### 3. 외환보유액 및 외채

2005. 5월말 외환보유액은 2,061억달러로 월중 3억달러 줄어들어 2년만에 처음 감소(월중 기준)를 기록하였음. 미 국채 이자수입에 따른 운용수익 증가 등에도 불구하고 미 달러화 강세로 유로화 등 기타통화 표시자산의 미 달러화 환산액이 크게 감소하였기 때문임

5월말 총외채(추정치)는 1,913억달러로 월중 44억달러 증가하여 전월(7억달러)보다 증가폭이 크게 확대되었음. 장기외채는 국내기업의 해외외화증권 발행 등으로 10억달러 증가하였고 단기외채는 은행차입을 중심으로 34억달러 증가하였음

한편 5월말 순대외채권은 1,051억달러로 전월말대비 24억달러 감소하여 전월(-5억달러)보다 감소폭이 크게 확대되었음. 국내은행의 단기외화대출 및 매입외환을 중심으로 총대외채권이 크게(20억달러) 증가하였으나 총외채가 더 큰 폭(44억달러)으로 증가하였기 때문임

### 4. 국내은행 외화자금사정

국제금융시장에서의 안전자산 선호경향으로 지난 3월 중순이후 어려움이 지속되었던 국내은행의 외화차입여건은 5월 하순부터 다소 나아지는 모습을 보였

음. 외평채(2013년 만기) 가산금리는 헤지펀드의 대규모 손실발생설 등으로 80bp(5.17일)까지 상승하였다가 월말에는 70bp로 하락하였음. 국내은행의 장기차입가산금리는 차입기간 장기화 등으로 상승하였으며 단기차입 가산금리는 전월 수준을 유지하였음

5월중 국내은행의 외화자금사정은 단기자금을 중심으로 호전되었음. 단기 여유자금사정을 나타내는 외화콜론은 전월보다 17억달러 증가하였음. 외화대출은 7억달러 증가하였으며 거주자외화예금은 소폭 감소로 반전되었음

## 5. 국제금융시장

2005. 5월중 미국 주가는 상승하였음. Dow Jones 지수는 미국의 1/4분기 GDP성장률 상향수정(5.26일, 3.5% ← 3.1%) 등 경제지표 호조 발표로 상승(2.7%)하였음. Nasdaq 지수도 경제지표 호조 발표 및 반도체 매출증가 전망 등으로 대폭 상승(7.6%)하였음

5월중 유럽과 일본 주가도 상승하였음. 독일 및 프랑스 주가는 미국 주가 상승, 유로화 약세에 따른 수출 증가 기대 등으로 큰 폭 상승(독일 6.6%, 프랑스 5.3%)하였으며 일본 주가도 GM사 및 Ford사의 신용등급 하락에 따른 자동차업체 반사이익 수혜 기대, 은행들의 당기순익 증가 등으로 상승(2.4%)하였음

5월중 미 달러화는 주요국 통화에 대해 강세를 나타내었음. 유로화는 유로지역과 미국간 경제성장률 격차 확대 예상, 프랑스 국민투표에서의 EU헌법안 부결 등으로 상당폭 약세(4.4% 절하)를 보였음. 일본 엔화도 미국의 경제지표 호조 발표, 중국 위안화 평가절상 기대감 약화 등으로 약세(2.7% 절하)를 나타내었음

5월중 미국의 단기금리는 연준의 정책금리 인상(5.3일, +25bp)으로 상승하였으나 유로지역과 일본의 단기금리는 중앙은행의 현 통화정책기조 유지 결정(5.4일 및 5.20일)으로 전월말 수준을 유지하였음. 미국의 장기금리는 GM사 및 Ford사 채권의 신용등급 하락 영향으로 안전자산인 미 국채에 대한 수요가 증가하면서 상당폭 하락하여 4%선을 하회하였음. 독일의 장기금리도 4월중 소비자물가상승률 둔화(5.11일, 1.6% ← 전월 1.8%)로 하락하였으나, 일본의 장기금리는 경기회복세 기대로 소폭 상승하였음

5월중 미 연준 등 3개국 중앙은행이 정책금리를 인상한 반면, 터키 중앙은행은 정책금리를 인하하였음

### III. 금융시장 동향

#### 1. 금리 및 주가

5월중 국고채(3년) 유통수익률은 지난 금통위 회의(5.12일) 이후 경기회복지연에 따른 저금리 기조 유지 전망, 외국인의 대규모 국채선물 순매수 등에 기인하여 큰 폭 하락하였음. 다만 5월 하순에는 콜금리목표 대비 스프레드 축소에 따른 경계감 등으로 일시 반등하였으나 실물지표 부진의 영향으로 다시 하락하였음

CD(3개월) 유통수익률은 은행이 주택담보대출 취급을 늘리면서 동 대출재원 조달을 위해 CD발행을 확대함에 따라 상승하였음

수익률곡선은 시장금리의 하향안정 기대로 5년이상 장기채 수익률이 더 큰 폭으로 하락하면서 더욱 평탄화 되었음

은행 수신금리는 고금리에금 특판 종료, 우대금리 적용 등을 통한 고객유치 경쟁완화 등으로 금년 2월 이후의 상승세가 꺾이면서 소폭 하락하였으며 여신금리는 시장금리 하락 등으로 하락폭이 확대되었음

가계대출금리는 은행의 경쟁적인 주택담보대출금리 인하 등으로 큰 폭 하락하였으며, 중소기업대출금리도 우량업체에 대한 적극적인 마케팅 등의 영향으로 하락세를 지속하였음

종합주가지수는 금등락을 거듭하다가 5월 하순 들어 IT업황 개선기대 등에 힘입어 970대로 상승하였음

한편 투자자의 불안심리를 나타내는 주가변동성지수(VIX)는 전월대비 큰 폭 하락하여 투자심리가 다소 개선되고 있는 것으로 나타났으나, 거래대금은 전월 수준에 머물러 투자자들은 아직 보수적 태도를 견지하는 모습을 보였음

#### 2. 통화총량

5월중 M3증가율은 해외부문을 통한 통화공급이 축소된 반면 민간신용이 견실한 증가를 지속한 데 기인하여 전월과 비슷한 5%중반 수준으로 추정됨

M1증가율은 전년동월중 증권금융의 투신안정기금 청산으로 MMF가 큰 폭으로 감소한 데 따른 반사효과로 전월보다 소폭 상승한 9%내외로 추정됨

### 3. 자금흐름

5월중 은행 수신은 일부 은행의 주택담보대출과 연계한 CD 발행 확대로 전월에 이어 증가하였으나 법인세 납부 및 정기에금 증가폭 축소 등으로 인하여 증가폭은 크게 둔화되었음

투신사 수신은 주식형 수익증권을 중심으로 늘어났으나 증가규모는 계절적 요인으로 둔화되었으며, 채권형 수익증권은 시장금리가 하향안정세를 보이면서 4월 이후 감소폭이 크게 축소되었음

### 4. 기업자금

5월중 은행의 기업대출은 견조한 증가세를 지속하였음. 중소기업의 경우 일부 은행의 적극적인 대출확대에 따라 전월에 이어 비교적 큰 폭으로 늘어났으나 대기업 대출은 증가폭이 축소되었음

기업자금사정은 어음부도율이 낮은 수준을 유지하는 등 대체로 무난하였으나 개인사업자를 중심으로 중소기업대출 연체율이 상승세를 지속하고 중소기업 자금사정 BSI도 악화된 점에 비추어 신용도가 낮은 중소기업 자금사정은 전월보다 다소 나빠진 것으로 판단됨

### 5. 가계신용

5월중 은행의 가계대출은 전월(+3.1조원) 수준을 크게 상회하는 4.2조원 늘어났음. 주택담보대출의 경우 재건축 단지에 대한 집단대출 취급, 대출확대 경쟁 등으로 전월과 비슷한 2.1조원 증가하였으며, 마이너스통장대출 등도 전월 실적을 크게 웃도는 2.1조원 증가하였음

은행 가계대출 연체율은 5.20일 현재 전월(1.9%)과 비슷한 2.0%를 유지하였음. 4월말 전업카드사 연체율은 전월과 비슷한 수준을 유지하였으나 대환대출 포함 연체율은 하락세를 지속하였음

신용카드사 자금조달 여건은 카드채 발행이 활발한 가운데 카드채 프리미엄도 전월보다 낮은 수준을 유지하는 등 양호한 모습을 보였음