

2023년 도 제4차

금융통화위원회(정기) 의사록

한 국 은 행

1. 일 자 2023년 2월 23일(목)
2. 장 소 금융통화위원회 회의실
3. 출석위원 이 창 용 의 장 (총재)
조 윤 제 위 원
서 영 경 위 원
주 상 영 위 원
이 승 헌 위 원 (부총재)
박 기 영 위 원
신 성 환 위 원
4. 결석위원 없 음
5. 참 여 자 강 승 준 감 사 이 환 석 부총재보
배 준 석 부총재보 이 상 형 부총재보
이 종 렬 부총재보 양 석 준 외자운용원장
김 웅 조사국장 김 인 구 금융안정국장
홍 경 식 통화정책국장 박 종 우 금융시장국장
오 금 화 국제국장 박 양 수 경제연구원장
민 준 규 법규제도실장 최 용 훈 금융통화위원회실장
김 용 식 공보관 최 문 성 의사팀장

6. 회의결과

가. 의결안건

〈의안 제9호 — 통화정책방향〉

(1) 전일 개최된 동향보고회의에서는 조사국장이 보고 제16호 - 「경제전망 (2023.2월)」을, 국제국장이 보고 제17호 - 「외환·국제금융 동향」을, 그리고 금융시장국장이 보고 제18호 - 「금융시장 동향」을 보고하였음. (보고내용 : 별첨 1)

(2) 본회의에서는 의장이 전일 보고내용을 접수하고 「한국은행법」 제28조에 따라 의안 제9호 - 「통화정책방향」을 상정하였음.

(3) 위원 토의내용

전일 개최된 동향보고회의에서는 다음과 같은 토의가 있었음.

(가) 경제전망(2023.2월)

일부 위원은 관련 부서가 올해 중국 경제성장률을 5%로 전제한 것과 관련하여 외부 전망기관이 중국경제를 어떻게 전망하고 있는지 물었음.

이에 대해 관련 부서는 지난 11월 전망 당시 중국 경제성장률을 4.5%로 예상했는데 이번에는 조기 리오프닝에 따른 성장률 제고 효과를 반영해 5%로 상향조정했다고 언급하면서, 대부분의 전망기관에서 올해 중국 경제성장률을 5% 내외로 전망하고 있다고 답변하였음. 다만 최근 들어 중국 리오프닝의 성장제고 효과가 당초 예상보다 크지 않을 수 있다는 분석도 제기된다고 첨언하였음.

이어서 동 위원은 최근 국내 경기둔화 흐름이 상당 부분 대외요인에 기인하는 것으로 보이며, 특히 수출의 경우 작년 초반까지 단가 상승 등의 영향으로 예상보다 호조를 보였던 것이 최근 자연스럽게 조정을 받는 것으로 볼 수 있다고 언급하면서, 이러한 경기순환적 요인 이외에 구조적 요인은 없는지 관련 부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련 부서는 동 위원이 언급한 대로 2021년 이후 석유류 제품과 반도체 가격이 올랐다가 하락하면서 수출이 최근 조정받는 측면이 있다고 답변하였음. 또한 구조적인 측면에서는 중국의 중간재 자급도가 상승하면서 우리나라의 대중 수출이 둔화되고 있는 점도 최근의 수출 부진에 기여한 것으로 보인다고 첨언하였음.

또한 동 위원은 우리나라의 초과저축이 지속적으로 늘어나는데도 대출원리금 상환 부담 증가 등으로 소비가 주춤한 모습을 보인다는 관련 부서의 평가와 관련하여, 우리나라와 미국 가계의 대출원리금 상환 부담, 그리고 양국의 주택담보대출 잔액에 대한 평균금리 추이에 대해 물었음.

이에 대해 관련 부서는 미국과 우리나라의 소득대비 총부채원리금상환비율(DSR)을 비교해 보면, 우리나라 가계의 부채 수준이 높고 변동금리대출 비중이 크다는 점에서 금리상승에 따른 가계의 원리금 상환 부담이 미국 등에 비해 더 크게 증가하였다고 답변하였음.

아울러 동 위원은 최근 경상수지 흑자규모가 상당폭 축소되었는데, 이를 국민 소득 계정의 항등식 측면에서 보면 저축에 비해 상대적으로 투자가 많이 늘었다고 있다는 의미라고 언급하면서, 구체적으로 어느 부문에서 투자가 늘어나고 있는지 관련 부서에 물었음.

이에 대해 관련 부서는 수출 둔화 등으로 인한 가계와 기업의 소득 감소로 저축이 줄어든 반면 IT부문에 대한 대규모 설비투자가 이어진 점, 정부지출이 세입보다 많아 정부저축이 감소한 점 등이 경상수지 악화요인으로 작용한 것으로 보인다고 답변하였음.

다른 일부 위원은 지난해 경제성장률이 순수출을 중심으로 낮아진 반면 올해는 내수를 중심으로 성장흐름이 약화되고, 이로 인해 물가 상승률도 낮아질 것이라는 관련 부서의 전망에 동의하였음. 다만 하반기에 중국의 리오프닝, 반도체 부진 완화 등으로 대외여건이 나아지면서 국내 경기가 점차 개선될 것이라는 전망에 대해서는 불확실성이 여전히 크다는 의견을 제시하였음. 물가의 경우 기초적인 물가의 흐름을 보여주는 다양한 근원인플레이션 지표의 오름세가 점진적으로 둔화되고 있는 흐름이라고 언급하면서, 특히 3개월 이동평균 근원서비스물가 상승률이 소폭 하락하는 추세를 보인 점에 주목할 필요가 있으며, 근원상품물가도 국제 에너지 가격 하락세가 시차를 두고 영향을 미치면서 상승세가 둔화될 것으로 보인다고 평가하였음.

이어서 동 위원은 미국의 경우 정부의 이전지출로 늘어난 가계 초과저축이 소비로 이어지고 있는 반면 우리나라는 초과저축이 계속 늘어남에도 불구하고 소비가 부진한데, 미국의 초과저축은 재정지출 증가로 인한 비자발적 저축인 반면 우리나라는 고령화, 원리금상환 부담 등 예비적 동기에 의한 자발적 저축이라는 차이점이 상당하다고 언급하면서, 이에 대한 관련 부서의 의견을 물었음.

이에 대해 관련 부서는 우리나라의 경우 예비적 동기의 저축뿐만 아니라 대내외의 경기둔화가 소비심리 위축으로 이어지면서 초과저축이 늘어난 부분도 있다고 답변하였음. 한편 미시자료에서 관찰되는 수입차에 대한 구매력이나 해외여행에 대한 펜트업 수요 증가 등으로 미루어 볼 때 우리나라에서도 초과저축이 소비에 실질적으로 영향을 미치는 것으로 보인다고 첨언하였음.

또한 동 위원은 향후 주택경기에는 공급 축소와 정부규제 완화 등의 상방요인과 전세가격 하락, 금리상승과 같은 하방요인이 혼재되어 있는 것으로 판단되는데,

금년 1월중 주택관련대출이 10년 만에 감소로 전환한 것을 감안하면 가계의 디레버리징(deleveraging) 진전이 주택시장 부진으로 이어지면서 소비를 제약하는 요인으로 작용할 수 있다고 발언하였음.

아울러 동 위원은 한국과 미국의 노동시장을 비교해보면 양국 모두 타이트한 노동시장 상황이 이어지고 있지만, 그 이면을 보면 미국은 노동공급이 축소된 반면, 한국은 노동공급이 확대되었다고 언급하면서, 이로 인해 물가상승 압력에 차이를 보이고 있다고 평가하였음. 구체적으로 미국의 경우 팬데믹에 따른 고령층의 자발적 퇴직 등으로 노동공급이 부족해지면서 빈일자리가 증가한 반면, 우리나라는 여성과 고령층, 특히 베이비부머(baby boomer)의 비자발적 하향 취업으로 노동공급이 증가하면서 실업률이 하락하였다고 첨언하였음. 한편 팬데믹 이후 미국은 제조업과 서비스업에서 모두 빈일자리율이 상승하였으나 우리나라의 경우 빈일자리율이 미국에 비해 전반적으로 낮으며, 특히 제조업보다는 서비스업의 빈일자리율이 낮은 모습을 보이는 이유를 관련 부서에 물었음.

이에 대해 관련 부서는 지난해 수출 호황으로 제조업 부문의 노동수요가 크게 늘면서 빈일자리율이 상승한 반면, 서비스업에서는 고령층과 여성의 노동공급이 늘어나면서 상대적으로 빈일자리율이 낮은 모습을 보이고 있다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 국제유가 재반등, 환율 상승, 중국 리오프닝 등이 물가의 상방리스크로 작용하겠지만, 에너지가격 하락이 시차를 두고 상품물가에 반영되는 가운데 소비 모멘텀 둔화, 주거비 하락, 노동공급 확대 등으로 인해 수요와 공급 측면에서의 물가 압력이 다소 둔화된 것으로 판단된다고 언급하였음.

한편 동 위원은 최근 우리나라의 실업률이 팬데믹 이전 수준을 크게 하회하고 있다고 언급하면서, 이와 관련하여 고령층 중에서 실업률이 낮은 65세 이상 인구의 비중이 늘어나는 한편 상대적으로 실업률이 높은 60~64세 인구에서 하향 취업이 증가하면서 경제 전체의 자연실업률도 하락하고 있는 것으로 추정된다면서 관련 부서에 최근 동향을 살펴볼 것을 당부하였음.

또 다른 일부 위원은 현재와 같이 15세이상 인구가 증가하는 상황에서는 경제활동참가율 상승이 노동공급 확대로 이어지겠으나, 향후 15세이상 인구가 줄어들게 되면 경제활동참가율 상승이 노동공급 증대로 직결되지 않을 수 있기 때문에 향후 노동공급 분석시에는 경제활동참가율 추이뿐만 아니라 경제활동인구 자체의 변화

도 함께 살펴볼 필요가 있다고 당부하였음. 아울러 인구 고령화를 감안하여 15~64세 경제활동인구의 변화도 함께 살펴볼 필요가 있다고 덧붙였음.

이어서 동 위원은 고용 둔화와 임금 상승률 하락으로 올해 가게 실질구매력이 크게 개선되지 않을 것으로 예상된다면서, 이 경우 초과저축이 소비로 이어지지 않는다면 민간소비가 관련 부서의 전망보다 더 부진할 수 있다는 우려를 표명하였음.

이에 대해 관련 부서는 지난해 2분기 사회적 거리두기 해제 이후 3분기 들어 저축률이 하락하였는데, 올해에도 이러한 추세가 이어진다면 실질소득 증가율보다 실질소비 증가율이 높을 것으로 예상하고 있다고 답변하였음.

또한 동 위원은 비근원물가가 시차를 두고 근원물가에 영향을 미치는 이차 파급효과를 감안하면 지금처럼 비근원물가 상승률이 높은 상황에서는 근원물가 상승률도 시차를 두고 높아질 수 있으므로, 근원물가를 수요압력과 연관지어 평가할 때 신중할 필요가 있다는 견해를 나타내었음.

아울러 동 위원은 우리나라도 미국과 같이 물가와 노동시장의 타이트니스 간에 밀접한 양(+)의 관계가 관찰되는데, 최근에는 미국과 달리 우리나라 물가상승률이 물가와 노동시장 간의 평균적인 관계에서 다소 벗어나는 높은 수준을 기록하였다면서, 이러한 차이는 우리 물가에서 수입품이 차지하는 비중이 상대적으로 큰 가운데 최근 수입물가 상승률이 높았던 데 기인할 수 있다는 견해를 나타내었음.

이어서 동 위원은 다른 조건이 일정한 경우 올해 3월에는 지난해 국제유가 급등에 따른 기저효과가 크게 작용하면서 소비자물가 상승률이 전년동월대비 4%대로 하락할 것으로 예상되는데, 이 경우 실제 인플레이션과 밀접한 상관성을 보이는 기대인플레이션도 낮아질 가능성이 있는지 관련 부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련 부서는 우리나라에서 인플레이션과 기대인플레이션이 유사한 움직임을 보이는 것은 사실이나, 체감도가 높아 기대인플레이션에 즉각적으로 영향을 미치는 공공요금의 최근 상당폭 인상된 점을 감안하면 향후 기대인플레이션 추이를 지켜볼 필요가 있다고 답변하였음.

한편 일부 위원들은 중국이 예상보다 빨리 리오프닝을 시행하고 소비쿠폰 발행, 부동산 규제완화 등의 강한 경기부양책을 시행하고 있으나 이로 인한 성장제고 효과가 제약적일 것이라는 평가가 많은 가운데, 중국의 성장이 제고되더라도 서비

스업 중심으로 수요가 회복될 경우에는 글로벌 경제와 우리 경제에 미치는 긍정적인 영향이 그리 크지 않을 수 있다고 평가하였음. 한편 미국의 경우에도 시장의 예상보다 고용상황과 경기가 견조한 가운데 물가 오름세 둔화 속도도 더딘 모습을 보이고 금융시장이 이에 반응하면서 불확실성이 야기되고 있다고 평가하였음. 이와 함께 고인플레이션에 대응하는 주요국 중앙은행 통화정책의 효과가 경기나 물가에 반영되는 경로가 상당히 불확실하고 변칙적이라는 점 역시 글로벌 경제의 불확실성을 높이고 있다고 언급하였음.

이어서 동 위원은 당행이 300bp의 기준금리를 인상한 이후 나타난 M2 증가율의 큰 폭 둔화, 주택가격 하락 및 가계대출 감소 등의 모습은 통화정책의 파급력이 생각보다 크다는 것을 보여주고 있다고 언급하면서, 이러한 통화정책의 영향이 앞서 언급한 글로벌 경제여건의 불확실성과 혼류되는 양상을 보이면서 향후 경제 전망에 대한 불확실성이 높아지고 있다는 견해를 나타내었음.

또한 동 위원은 향후 물가 향방에 있어 지난해 국제유가 급등과 같은 공급충격의 기저효과가 물가상승률 하락 요인으로 작용하겠으나, 수요압력을 상쇄하기 위한 통화정책의 효과가 지속성이 높은 개인서비스와 같은 근원물가에 실제로 얼마나 영향을 미칠 지에 대한 불확실성이 높은 상황이라고 평가하면서, 이에 더해 공공요금 인상과 이로 인한 이차파급 효과가 물가상승률을 높이고 인플레이션 기대를 자극할 수 있으므로 향후 물가 추이를 잘 살펴볼 필요가 있다는 견해를 나타내었음.

다른 일부 위원은 당행의 전망경로대로 물가흐름이 이어질 경우 2%의 물가목표를 달성하는 데 상당한 시간이 걸릴 것으로 보이는 데다, 팬데믹 이후의 구조변화와 글로벌경제 분절화로 인해 물가상승률이 더 높아질 가능성이 있다고 평가하면서, 당행의 전망경로와 중기 시계에서의 물가 목표, 그리고 팬데믹 이후의 구조변화를 종합적으로 고려하여 현재 디스인플레이션(disinflation)의 속도에 대해 분석해 볼 필요가 있다는 의견을 밝혔음.

이어서 동 위원은 물가 흐름이 안정적인 경우에는 전년동기대비 상승률로 최근의 물가흐름을 잘 파악할 수 있지만 동 지표를 통해 물가의 국면 전환 여부를 확인하기는 어렵다고 언급하면서, 「월별 가중치를 달리하여 계산하는 물가지표(instantaneous inflation)」와 「조정평균(trimmed mean) 물가 구성품목의 증가율 분포」와 같이 물가의 국면 전환을 확인하는데 적합한 지표로 평가해 보면 미국의

경우 물가둔화 흐름이 보이는 반면, 우리나라의 경우 소비자물가의 오름세는 둔화되는 흐름을 보이고 있지만 근원물가는 높은 수준의 상승률을 지속하는 모습을 보인다고 평가하였음.

또한 동 위원은 국제유가와 원자재가격이 낮은 수준을 기록했던 2015~16년에는 유가와 같은 비근원물가가 소비자물가 상승률을 낮추는 요인으로 작용하였으나, 지정학적 분쟁과 같은 최근 여건을 감안하면 향후 국제유가 등이 2015~16년 수준으로 하락하기는 어려우므로 비근원물가가 전체 물가상승률을 낮출 여지가 별로 없다고 언급하면서, 이러한 점을 감안하여 향후 근원물가의 움직임을 면밀히 주시할 필요가 있다는 견해를 나타내었음. 관련하여 앞서 소개한 조정평균 물가 구성품목의 증가율(3개월 및 6개월 연율 기준) 분포로 평가해 보면 최근 근원물가 상승흐름이 쉽게 꺾이지 않을 기미를 보이고 있는데 이러한 흐름을 추세적인 변화로 봐야 할지, 그리고 근원물가 상승률을 높이는 데 기여한 품목에 어떤 공통요인이 있는지 등을 면밀히 살펴봐 줄 것을 관련 부서에 당부하였음.

이에 대해 관련 부서는 근원물가 오름세의 둔화 정도가 다소 더딘 것은 사실이나 상승률이 하락한 시점이 지난 12월 이후 두 달 밖에 지나지 않아 앞으로의 흐름을 지켜볼 필요가 있으며, 수입물가 상승이 시차를 두고 나타나면서 금년 1월 현재 오름폭 축소 흐름이 뚜렷하지 않은 근원 상품물가와 달리 근원 서비스물가는 오름폭이 축소되고 있다는 점에 착안하여 상품과 서비스로 구분하여 추세변화를 살펴보겠다고 답변하였음. 한편 조정평균 물가의 품목별 분포에서는 상·하위 품목의 절사 비율이 중요한데 지금까지 일시적으로 상승률이 높은 항목이 많은 상황에서는 이를 감안하여 상·하위 품목의 절사 비율을 달리하여 살펴볼 필요가 있다고 첨언하였음.

이에 또 다른 일부 위원은 우리나라 물가 오름세 둔화가 미국보다 더딘 편이나, 미국은 우리보다 훨씬 높은 상승률을 기록한 후 하락하고 있어 초반에는 하락폭이 크겠으나 점차 그 속도가 둔화될 것이라는 점에서 우리가 미국보다 오름세 둔화가 더딘 것은 자연스러운 현상으로 보인다는 견해를 밝혔음. 다만 공공요금 인상의 이차 파급효과로 인해 근원물가 상승폭 둔화가 더디게 진행될 가능성이 있으며, 이로 인해 지금 추가 금리인상을 통해 물가압력을 빠르게 낮출지, 아니면 현재 금리수준을 더 오랜 기간 유지할지가 향후 통화정책 운용의 쟁점이 될 수 있다고 언급하였음.

이에 다른 일부 위원은 일부 위원이 소개한 방법론을 상품과 서비스로 나누어 분석해볼 필요가 있다고 언급하면서, 우리나라의 근원물가에서 서비스의 비중이 더 큰 점을 고려할 때 서비스물가의 향방이 앞으로의 물가흐름을 결정할 것이라는 의견을 표명하였음.

한편 일부 위원은 미국의 경우 노동공급 부족이 서비스물가에 상승압력으로 작용하는 반면 우리나라에서는 노동공급이 빠르게 회복되면서 서비스 부문의 물가상승 압력이 낮은 편이라고 언급하면서, 금년 1월 고용통계를 보면 서비스업 취업자 증가가 전월보다 확대되었는데, 이러한 흐름이 향후 물가압력에 어떤 영향을 줄 것으로 예상하는지 관련 부서에 질의하였음.

이에 대해 관련 부서는 노동시장의 물가상승 압력은 취업자수 증가 자체보다는 수급불균형을 나타내는 타이트니스 지표와 연관성이 큰 데, 1월 중 취업자수 증가의 상당 부분이 고령층 정부일자리 확대에 기인한다는 측면에서 서비스업 취업자수와 노동시장의 타이트니스 간의 연결 관계가 크지 않은 것으로 평가할 수 있다고 답변하였음. 한편 도소매업의 취업자 증가세가 이어지고 있지만, 이와 관련해서도 상품에서 서비스 부문으로의 소비 리밸런싱이 마무리되는 가운데 경기가 둔화되는 측면도 있어 동 부문의 고용 증가세도 완만하게 둔화될 것으로 보인다고 첨언하였음.

또 다른 일부 위원은 소비자물가 상승률(계절조정 기준, 전월대비)이 지난해 12월까지 하락세를 보이다가 금년 1월 들어 반등하였는데, 관련 부서는 이를 일시적인 요인에 기인한 것으로 평가하는지 물었음.

이에 대해 관련 부서는 1월의 상승은 전기료 인상 등 일시적 요인에 주로 기인한다고 언급하면서, 금년 2월 이후에는 전년동월대비 물가상승률이 둔화되겠으며, 전월대비로도 1월의 전기료 인상 효과가 사라지고 석유류가격이 하락하면서 모멘텀이 약화될 것으로 보인다고 답변하였음. 한편 전월대비 물가상승률은 원계열을 기준으로 증가율을 계산하는지 아니면 계절조정계열을 이용하는지에 따라 그 흐름이 다를 수 있으며, 원계열을 계절조정하더라도 계절성을 완전히 통제하지 못하는 측면이 있다고 첨언하였음.

이어서 동 위원은 IMF에서 그간의 금리인상을 감안하여 미국 경제성장률이 올해보다 내년에 더 낮아질 것으로 전망하였으나 관련 부서는 우리 경제가 올해 하반기에 반등할 것으로 예상하고 있다고 언급하면서, 우리나라 금리인상의 파급

영향이 어느 시점에 가장 크다고 보는지, 그리고 하반기에 경기가 반등한다는 전망은 주로 대외요인에 기인하는 것인지 관련 부서에 물었음.

이에 대해 관련 부서는 금리인상은 각각 1년 및 2년 정도 시차를 두고 성장률과 물가에 영향을 미친다면서, 계량모형 분석에 따르면 2021년 8월부터 300bp 금리를 인상한 효과는 금년 상반기에 가장 크게 나타난 이후 점차 줄어들 것으로 예상되어, 금년 하반기 중 전기대비로는 금리인상의 효과가 줄어든다고 답변하였음. 다만 금리인상 효과의 추정결과는 과거 평균치를 기반으로 한 숫자이므로 최근의 주택시장 부진 등을 감안하면 실제 효과는 추정치와 다르게 나타날 가능성도 있다고 첨언하였음. 한편 리오프닝에 힘입어 중국경기가 금년 2분기부터 회복되고 반도체경기가 하반기부터 점차 개선된다는 가정을 전망의 기본 전제로 설정하였으며, 이에 따라 하반기 경기반등 전망의 상당 부분이 대외요인에 기여한다고 답변하였음. 이에 더해 미국 경제성장률 전망치는 기관별로 차이가 큰 편이며, 해외 주요 투자은행 전망의 중간값 기준으로 금년보다 내년 성장률이 높다고 덧붙였음.

이에 동 위원은 중국의 경제 향방과 글로벌 반도체경기 등 대외여건과 관련된 불확실성이 큰 상황이어서 경제전망에 대한 리스크가 예년보다 크다는 견해를 나타내었음.

한편 일부 위원은 기준금리 인상의 정책효과를 분석하는 거시계량 모형에 회사채 금리 등이 설명변수로 포함되어 있는지 관련 부서에 물었음.

이에 대해 관련 부서는 핵심(core) 모형의 경우 전망의 여러 전제에 기반하여 성장과 물가가 결정되고 금리는 이러한 경기흐름에 따라 내생적으로 결정된다고 답변하였음.

이에 동 위원은 금리인상이 향후 성장경로에 미치는 영향을 따져보면 기준금리도 역할을 하겠지만 시중금리나 프록시 레이트(proxy rate)의 움직임이 더 중요하다고 언급하면서, 기준금리 300bp 인상의 효과를 분석할 때 과거 프록시 레이트의 변화 추이를 감안할 경우 현실에 더 부합한 결과를 도출할 수 있다는 견해를 나타내었음.

이에 대해 관련 부서는 동 위원의 언급에 동의하면서 그러한 점을 감안하여 핵심 모형과 함께 보완적으로 사용하는 여러 전망(projection) 모형에서 회사채 금리 등을 변수로 포함하여 전망하고 있으며, 다양한 모형을 통해 추정된 결과를 종합적으로 고려하여 전망경로를 결정하고 있다고 답변하였음.

(나) 외환·국제금융 및 금융시장 동향

일부 위원은 우리나라 국민연금 자산 규모에 비해 자본시장의 규모가 작은 점을 감안하면 향후 국민연금이 해외투자를 지속해 나갈 것으로 보이는데, 금년에도 국민연금의 해외투자 규모가 작년보다 증가할 것으로 예상하는지 관련 부서에 물었음.

이에 대해 관련 부서는 올해에도 국민연금의 해외투자가 이어지겠지만, 국민연금 자체 투자계획에 의한 조정과 함께, 그동안 빠르게 늘려온 해외투자 비중이 목표수준에 근접함에 따라 증가속도가 점진적으로 낮아지는 부분으로 인해 해외투자 규모는 줄어든 것으로 예상된다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 최근 M2 증가율이 민간과 해외부문을 중심으로 하락하고 있는데 그 요인이 구체적으로 무엇인지, 그리고 앞으로도 당분간 M2 증가율이 낮은 수준을 지속할 것으로 예상하는지 관련 부서에 질의하였음.

이에 대해 관련 부서는 해외부문을 통한 통화공급은 외국인 증권투자자금 유입 둔화, 경상수지 흑자규모 축소 등으로 줄었으며, 민간부문에서는 금리상승으로 가계대출이 상당폭 축소된 데다 지난해 직접금융 조달여건 악화로 크게 늘었던 기업대출이 최근 회사채 발행 등으로 대체되면서 통화공급이 감소했다고 답변하였음. 앞으로 그동안 M2 증가율이 높았던 데 따른 기저효과와 주택시장 부진 등에 따른 가계대출 위축이 지속되면서 당분간 M2 증가율이 낮은 수준을 지속할 것으로 보인다고 답변하였음.

다른 일부 위원은 최근 연체율 상승세 등을 볼 때 국내금융시장 내 불안감이 잠재하고 있으므로 이에 유의할 필요가 있다고 발언하였음. 또한 최근 원/달러 환율 변동성이 여타 통화보다 확대되고 명목실효환율 면에서도 원화가 대부분의 교역상대국 통화에 대해 약세를 보이는 이유에 대해 관련 부서에 질의하였음.

이에 대해 관련 부서는 우리나라 주식시장과 채권시장의 높은 개방도에 비해 상대적으로 외환시장 규모가 작기 때문에 환율이 자금흐름이나 시장기대에 민감하게 반응하면서 변동성을 키우는 것으로 보인다고 답변하였음.

이에 동 위원은 우리나라의 환율 변동성이 커진 요인이 대외 개방도 확대에 있는 것인지, 아니면 외국인 투자자들이 원화를 일부 국가 통화의 대리통화(proxy currency)로 활용하는 과정에서 발생한 것인지 살펴볼 것을 당부하였음.

이어서 동 위원은 외국인 채권투자자금이 해외 공공기관을 중심으로 순유출되고 있으며, 이러한 배경에는 일부 국가가 환율절하 압력에 대응하기 위해 외환보유액을 상당규모 사용함에 따라 투자여력이 약화되면서, 일부 해외 공공기관들이 해외투자자금을 회수한 데 기인한 측면이 있다고 언급하였음. 앞으로도 이와 관련한 외국인 채권투자자금의 유출이 지속될 것으로 보는지 관련 부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련 부서는 최근 달러화가 다시 강세를 보임에 따라 당분간 해외 공공기관을 중심으로 한 외국인 채권투자자금 유출 흐름이 이어질 가능성을 배제하지 못한다고 언급하면서, 일부 해외 공공기관의 투자운용 전략에 변화가 생긴 부분은 없는지 살펴보겠다고 첨언하였음.

이에 동 위원은 최근 외환시장 변동성이 커진 만큼 해외 기관들과의 긴밀한 협조를 통해 외환시장 변동성을 완화할 여지는 없는지 살펴보도록 관련 부서에 당부하였음.

또 다른 일부 위원은 앞서 관련 부서가 우리나라 외환시장의 변동성이 유난히 큰 이유가 경제 규모나 자본시장의 성숙도에 비해 외환시장의 규모가 상대적으로 작기 때문이라고 평가하였으나, 이는 환율의 움직임이 지금보다 안정적이었던 2010년대에도 마찬가지였다고 언급하였음.

이에 대해 관련 부서는 최근 들어 외환시장 변동성이 확대된 요인에 대해 보다 면밀히 살펴보겠다고 답변하면서, 최근 발표한 ‘외환시장 구조 개선방안’을 통해 다양한 거래동기를 가진 역외 시장참가자들의 국내 외환시장에 대한 접근성이 제고된다면 환율의 변동성이 좀 더 낮아질 수 있을 것으로 기대한다고 첨언하였음.

이어서 동 위원은 올해 1월 중 은행의 가계대출이 크게 감소하였는데, 2월에는 특례보금자리론 시행이 영향을 미치면서 증가로 전환될 여지가 있는지 관련 부서에 물었음.

이에 대해 관련 부서는 특례보금자리론은 대환대출의 비중이 높아 전체 가계대출 순증 규모에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 보인다고 답변하면서, 가계대출 증가 여부는 주택구입 등을 위한 신규 대출수요와 연계되어 있는데 현 주택시장 상황을 감안할 때 그 영향이 단기간 내 확대되지는 않을 것으로 보인다고 첨언하였음.

또한 동 위원회는 최근 주택담보대출 이외의 가계 기타대출과 신탁기구의 부동산 관련 대출을 중심으로 연체율이 상승하고 있어 이러한 부분에 대한 모니터링을 지속할 필요가 있으며, 자영업자 대출의 취약성 여부에 대해서도 계속해서 관심을 두어야 할 것이라고 언급하였음.

아울러 동 위원회는 금년초 크게 확대되었던 장단기금리 역전이 2월 중순에 해소되었지만, 우리나라와 여타국의 과거 사례분석 등을 통해 장단기금리 역전시 발생할 수 있는 시중자금 단기화, 신용공급 축소 등의 부정적 영향에 대해 면밀히 살펴볼 것을 관련 부서에 당부하였음.

이에 대해 관련 부서는 아직까지는 장단기금리 역전의 부정적 영향을 우려할 상황은 아니라고 언급하면서, 미 연준의 금리인하에 대한 시장기대가 커지고 이에 따라 우리 시장금리도 미국 시장금리에 연동되면서 장단기금리 역전이 재차 심화된다면 부정적 영향이 발현될 수 있다는 점을 경계하면서 상황을 계속 모니터링해 나가겠다고 답변하였음.

한편 일부 위원회는 과거 통화량목표제 운영체계 하에서 주지표로 사용되던 통화지표(M2 등)가 최근 인플레이션과 유동성의 전반적인 흐름에 대한 유용한 정보를 준다는 측면에서 다시 주목받고 있다고 언급하면서, 그동안 M2 증가율이 높았던 데 따른 기저효과가 이어지는 가운데 주택시장 부진으로 가계대출이 늘어나기 어려운 점, 지난해 회사채 조달여건 악화로 이례적으로 증가하였던 기업대출이 줄어들고 있는 점 등을 감안할 때, 앞으로 M2 증가율이 상당기간 낮은 수준을 지속할 가능성이 있다는 견해를 나타내었음. 아울러 유동성 증가율이 낮은 수준을 오랜기간 지속하는 현상이 우리 경제에 어떤 시사점을 주는지에 대해 고민해 볼 필요가 있다고 덧붙였다.

이어서 동 위원회는 주요국의 금리인상 및 양적긴축 지속으로 글로벌 유동성이 축소되고 있다는 점을 감안하면 최근 외국인 채권투자자금의 유입흐름 약화 추세가 이어질 가능성도 있다고 지적하면서 주의깊게 모니터링할 필요가 있다고 언급하였음. 또한 지난해 원/달러 환율의 변동성 확대는 주로 미 연준의 금리인상에 기인하였으나, 글로벌 유동성이 줄어들고 있는 현 상황에서는 유동성 및 신용 리스크가 환율 변동성을 키울 수 있으므로 이러한 부분에도 유의할 필요가 있다고 첨언하였음.

다른 일부 위원은 관련 부서 등의 분석자료를 통해 판단해 보면, 최근 발생했던 장단기금리 역전 현상은 국내 요인은 물론 미 연준의 통화정책 완화(pivot)에 대한 기대 등으로 형성된 우리나라 기준금리 인하 기대가 국고채 금리에 일시적으로 과도하게 반영되었던 것으로 보인다면서, 이처럼 정책당국의 의도와 달리 금리인하 기대가 과도하게 반영되어 장단기금리 역전이 발생한 경우에는 시장과 적극적으로 커뮤니케이션해 나갈 필요가 있을 것이라는 견해를 밝혔음.

이어서 동 위원은 최근 외국인 채권투자자금 유출을 외국인 주식투자자금 유입이 보충해 온 측면이 있는데, 글로벌 유동성 축소가 주식시장에 하방압력으로 작용하는 상황에서도 외국인 주식투자자금이 우리나라로 유입될 수 있을지 의문이라고 언급하면서, 향후 외국인 주식투자자금 유입 가능성에 대해 관련 부서에 물었음. 또한 외국인 투자자금이 순유출로 전환될 경우 경상수지 적자와 맞물려 시장의 기대가 조정될 가능성이 있는 만큼, 올해 1~2월 중 자금이 계속 유입된 액티브 펀드(active fund)와 달리 패시브 펀드(passive fund)는 자금 유입이 2월 들어 감소한 배경을 확인할 필요가 있다고 덧붙였음.

이에 대해 관련 부서는 글로벌 주식시장의 하방 리스크가 큰 상황에서 향후 외국인 주식투자자금의 유입 여건이 녹록지 않아 보인다고 답변하였음. 한편 전반적인 주식시장 여건이 좋지 않아 패시브 펀드보다는 액티브 펀드를 통해 차별화된 시장을 공략하는 전략이 최근 시장의 흐름이라고 평가하면서, 금년 1월 중 아시아 주식시장 전체로는 외국인 자금이 유출되었지만 세계 반도체 산업에서 큰 비중을 차지하고 있는 우리나라와 대만에는 외국인 자금이 유입되었다고 첨언하였음. 다만 액티브 펀드로의 자금유입에 저점 매수와 같은 기술적 요인도 작용했을 가능성이 있어 향후 외국인 주식투자자금 유입 규모가 축소될 수도 있다고 덧붙였음.

또 다른 일부 위원은 우리나라와 경기 여건이 비슷하면서 환율 변동의 상관성이 높은 국가의 이자율이 우리보다 높다면 동 국가는 글로벌 투자자들에게 우리나라보다 더 매력적인 투자대상이 될 것이라고 언급하면서, 이러한 국가와의 금리 차이가 미국과의 금리 차이보다 더 중요할 수 있다는 점을 감안해 미국뿐 아니라 다양한 국가와의 내외금리차와 자본유출입간 관계를 검토해 볼 필요가 있다고 덧붙였음.

이어서 동 위원은 최근 일본 국채시장 불안으로 투기적 거래가 상당하다는 점 등을 감안할 때 일본 중앙은행이 수익률곡선관리(yield curve control) 정책에서 긴축적 통화정책으로 점진적으로 이행할 것이라는 시장의 예상이 적지 않다고 언급하면서, 일본의 QE 규모가 전세계 유동성에서 상당히 큰 비중을 차지하는 만큼 일본의 통화정책 변경이 국제금융시장에 미칠 수 있는 파급효과를 살펴볼 필요가 있다고 밝혔다.

또한 동 위원은 새마을금고나 저축은행 등 비은행 금융기관의 안전성이 금융 안정 관점에서 중요해 보이므로 이에 대해 모니터링을 강화할 것을 당부하였음.

아울러 동 위원은 시장금리는 기대 단기금리와 리스크프리미엄으로 분해할 수 있는데 통화정책의 의도대로 시장의 기대 단기금리가 형성되었는지, 그리고 기준금리가 시장금리로 파급될 수 있을 정도로 리스크프리미엄이 형성되었는지를 살펴보는 것이 모두 중요하다고 언급하였음. 이와 관련하여 특히, 시장과의 소통에 있어 리스크프리미엄의 추이에 대한 정보가 중요하므로 다양한 분석모형을 통해 리스크프리미엄을 추정해 볼 것을 관련 부서에 제안하였음.

(다) 「통화정책방향」에 관한 토론

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

먼저 관련부서에서 기준금리 인상의 파급효과 점검에 대한 평가와 관련하여 다음과 같은 의견제시가 있었음.

그간의 기준금리 인상이 금융·외환시장에 원활히 파급되면서 금융 여건의 긴축 정도가 과거 인상기보다 큰 편이며, 환율 상승압력을 완화시키는 효과도 일부 있었던 것으로 분석됨. 한편 지난해 말부터 금년 1월말까지 시장금리가 상당폭 하락한 데에는 중장기적인 관점에서의 정책 기조 전환 기대와 함께 지난해 말 이후의 시장불안 완화, 주요국의 국채금리 하락, 국내 채권 수급 개선 등이 복합적으로 영향을 미친 것으로 보임.

실물경제 영향을 살펴보면, 기준금리 인상이 지난해 하반기부터 성장과 물가

에 하방 압력으로 작용하고 있고 정책 시차 등을 고려할 때 그 영향이 금년에 보다 크게 나타날 것으로 예상되나, 높은 가계부채 수준, 긴축적인 기준금리 수준 등 금리 인상의 파급영향을 확대시킬 수 있는 요인과 공공요금 인상, 인플레이션 기대심리 등 파급영향을 약화시킬 수 있는 요인이 모두 존재하는 상황임.

또한 금리인상으로 자금조달비용이 상승하면서 자산가격 고평가, 과도한 레버리지 등의 금융불균형을 완화시키는 효과가 뚜렷하게 나타나고 있다면서, 우리나라의 높은 가계부채 수준 등을 고려할 때 단기적으로는 긴축기조 지속 과정에서 나타날 수 있는 부동산 관련 자금시장 불안에 유의하면서도 장기적으로는 완만한 디레버리징이 지속될 수 있는 정책조합을 모색해 나갈 필요가 있음.

위원들은 금번 인상기에 금융시장 파급 정도가 과거 인상기보다 크게 나타난 배경으로 주택시장 침체, 주요국의 정책금리 동반 인상 등이 작용하였을 수 있다는 견해와 인상기 중 신용사건 발생 여부가 시장금리 파급에 영향을 미쳤을 수 있다는 견해를 제시하였음

이어서 일부 위원은 최근 시장금리가 하락하는 가운데 CP 및 회사채 발행과 기업대출이 늘어나고 있는데, 금융 여건이 기준금리 인상을 통해 의도했던 수준에 비해 완화적인 것은 아닌지 다양한 유동성 지표를 종합적으로 살펴볼 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

이와 관련하여 다른 일부 위원은 과거에 미국과 우리나라에서 통화정책 기대가 선반영되면서 시장금리가 기준금리를 장기간 하회한 사례가 있었는지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서는 미국의 경우 2000년대 중반 금리 인상기에 신흥국의 미 국채 매입수요 지속 등으로 시장금리가 상당 기간 정책금리를 하회한 적이 있는데 반해, 우리나라의 경우 통상 시장금리가 기준금리를 하회하다가 시장 기대가 조정되면서 단기간내 다시 상승하는 경향을 보인다고 답변하였음.

또 다른 일부 위원들은 기준금리 인상이 수요측 상승압력 완화를 통해 물가 오름세를 얼마나 둔화시키고 있는지 모형 분석 결과만으로는 확신하기 어려우며, 물가 하위 품목별로 세분화하여 공급 및 수요 요인의 기여도를 분석해 보거나 실제 소비와 물가 움직임 등을 살펴봄으로써 통화정책의 파급 메커니즘(mechanism)을 점검해 본다면 더욱 유의한 정보를 얻을 수 있을 것이라고 제안하였음.

이와 관련하여 다른 일부 위원은 금리인상이 성장에 미치는 영향을 소비와

투자 등 부문별로 나누어 살펴볼 필요가 있다는 의견도 제시하였음.

한편 일부 위원은 글로벌 금융위기 이후 포워드 가이드스(forward guidance) 도입 등으로 인해 미 연준의 통화정책 파급시차가 짧아졌다는 해외 연구 결과를 언급하면서, 통화정책의 실물경제로의 파급시차를 재점검해볼 필요가 있다고 언급하였음.

이에 대해 관련부서는 글로벌 금융위기 이후 각국 중앙은행들이 통화정책전략, 점도표 등을 체계적으로 도입하는 등 커뮤니케이션을 강화한 만큼 정책 파급시차에 구조적인 변화가 발생했을 수 있다면서, 정책효과 분석모형 개선 등을 통해 정책 파급시차 변화 가능성을 점검해 보겠다고 답변하였음.

또 다른 일부 위원은 통화정책 운영 여건과 관련하여, 제조업 평균가동률값이 지난해를 제외하고는 지속적으로 마이너스 수준을 기록하고 있다는 점을 지적하면서, 유휴생산능력을 판단하는 데 유용성이 제고될 수 있도록 동 지표를 개선할 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

(4) 한국은행 기준금리 결정에 관한 위원별 의견 개진

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

일부 위원은 금번 회의에서 기준금리를 동결하여 3.50% 수준을 유지하는 것이 적절하다는 의견을 제시하였음.

세계경제는 가파른 금리인상과 인플레이션의 영향으로 지난해 하반기 이후 수요부진이 이어지고 있으나 미국의 고용호조, 유럽의 에너지위기 완화, 중국의 리오프닝 등 최근의 긍정적 변화에 힘입어 1/4분기를 저점으로 점차 회복할 전망이다. 우리 경제도 대외여건 개선과 함께 수출이 점차 나아질 것으로 보이나 부채 부담 증가에 따른 소비 및 투자 여력 감소, 부동산 경기부진의 장기화 등으로 내수의 흐름이 부진하면서 금년도 성장률은 지난 전망보다 낮아진 1%대 중반 수준에 머물 전망이다. 이에 따라 우리나라 GDP갭률은 금년 상반기중 마이너스폭이 다

시 확대되었다가 내년중에야 플러스로 돌아설 것으로 예상됨.

물가는 공공요금 인상 등의 영향으로 1월중 5.2%로 상승률이 다시 높아졌으나 국제유가 하락과 내수부진의 영향으로 금년도 상승률은 지난 전망보다 다소 낮아질 전망이다. 앞으로 물가는 수요측 물가압력 완화와 공급측 기저효과가 작용하면서 금년 상반기 4%, 하반기 3% 내외로 상승세가 꾸준히 약화될 것으로 예상됨. 근원물가 상승률도 현재의 4%대 초반에서 점차 둔화되어 연말에는 2%대 초반으로 낮아질 전망이다. 근원 상품물가가 수입가격 하락이 시차를 두고 반영되면서 둔화되는 데다, 근원 서비스물가 상승압력도 금리인상에 따른 가계부채 상환 부담과 주택시장 부진 등의 영향으로 더욱 약화될 전망이다. 또한 노동 공급 축소로 인해 서비스부문을 중심으로 임금과 물가 상승압력이 높아진 미국과 달리, 우리나라의 경우 고령층의 비자발적 노동 공급 증가가 이어지면서 서비스물가의 구조적인 하방요인으로 작용하고 있다는 점을 주목할 필요가 있음.

금융시장에서는 미국의 고용호조와 디스인플레이션 약화로 최종금리 예상수준이 높아지면서 미 국채금리가 상승하고 미 달러화가 강세로 돌아섬에 따라 장기시장금리가 다시 상승하고 원/달러 환율이 재차 약세를 보이고 있음. 시중자금사정과 외화유동성은 비교적 양호한 상황을 유지하고 있으나 부동산 대출을 중심으로 금융기관 연체율이 상승하고 있고 비우량채권의 신용스프레드가 높은 수준을 지속하는 등 잠재리스크는 적지 않은 상황임. 주택가격의 하락세가 이어지는 가운데 금융권 주택관련대출이 10년만에 감소로 돌아서고 기타대출이 통계작성 이후 최대규모로 감소하는 등 가계부채의 디레버리징이 진행되고 있음.

이와 같은 경제상황 변화에 비추어 볼 때 그간의 금리인상 효과가 성장, 물가, 금융 등 경제전반에 걸쳐 나타나고 있는 것으로 판단되며, 금리정책의 파급시차가 수분기에 이르는 점을 감안할 때 그 효과는 향후 증폭될 수 있다고 보임. 특히 금년 하반기로 갈수록 국내 성장회복세와 물가상승 둔화세가 강화될 것으로 전망되므로 금번에는 기준금리를 동결하고 그동안 금리인상의 효과와 추후 국내외 경제여건의 전개상황을 점검해 나갈 필요가 있다고 판단함.

다만 금번의 기준금리 동결이 통화정책의 긴축기조 완화를 의미하는 것은 아니며 향후 기준금리 운영에 있어 물가안정에 최우선순위를 두고 추가인상 여부를 결정해 나갈 것임. 물가는 완만한 둔화흐름을 이어갈 것으로 전망되나 인플레이션 기대심리의 확산, 공공요금 인상의 2차 파급효과, 국제유가와 환율의 재차 상승 가능성 등을 감안하면 여전히 경계심을 늦출 수 없는 상황임. 또한 미 연준의 추가 금리인상으로 내외금리차가 예상보다 확대될 경우 원화절하 압력이 커지면서 국내 물가와 성장에 대한 부정적 요인으로 작용할 수 있으므로 이에 대한 적극적 대응도 필요함. 따라서 앞으로 물가를 중심으로 국내외 경제여건의 전개상

황을 점검해 나가면서 추가인상 가능성을 열어두어야 할 것임.

다른 일부 위원은 금번 회의에서 기준금리를 동결하여 3.50% 수준을 유지하는 것이 적절하다는 의견을 제시하였음.

국내경제는 성장세가 약화되고 있지만, 우려했던 것보다는 양호한 성장흐름을 보이고 있음. 수출이 글로벌 경기둔화의 영향으로 부진한 가운데 그간 견실한 증가세를 지속해 온 민간소비도 최근 들어 모멘텀이 다소 약화되었지만 설비투자는 개선흐름을 이어갔음. 고용상황의 경우에도 취업자수 증가폭이 예년에 비해 높은 수준을 보이고 있고, 노동시장 수급이タイト한 가운데 임금이 높은 오름세를 지속하고 있음.

향후 국내경제는 당분간 둔화흐름을 이어가겠지만, 하반기에 들어서는 점차 회복세를 나타낼 것으로 전망됨. 중국의 조기 리오프닝 및 경기부양 조치, 예상보다 양호한 미국과 유럽 경제상황 등을 감안할 때 대외 경제여건이 지난 회의 때 보았던 것보다는 개선될 것으로 예상됨. 이러한 점을 반영하여 조사국에서는 금년 상반기중 성장률 전망치를 소폭 하향 조정하였으나, 하반기 이후에는 국내경제가 잠재수준에 부합하는 성장세를 나타낼 것으로 전망함. 다만 향후 성장경로에는 중국경제의 회복양상, 주요국 통화긴축 속도, 국내 주택경기의 위축 정도와 관련하여 높은 불확실성이 내재되어 있어 하방 리스크를 경계할 필요가 있음.

물가의 경우, 1월 소비자물가 상승률이 5%대 초반으로 높아지면서 지난 7월 이후 진행되어 온 인플레이션 하락세가 주춤한 모습을 보였음. 석유류 가격의 오름세가 축소되었으나, 가공식품과 개인서비스 가격의 높은 상승세가 지속되는 가운데 전기요금 인상의 영향이 상승압력으로 작용하였음.

향후 소비자물가는 지난해 상반기 가파른 상승에 따른 기저효과를 고려할 때 당분간은 오름세가 낮아지는 모습을 보일 전망이다. 그러나 지속성이 높은 개인서비스 가격을 중심으로 근원물가가 높은 상승세를 이어가고 있는 가운데 기대인플레이션도 재차 불안한 움직임을 나타내고 있고, 중국 경제활동 재개에 따른 국제원자재 가격의 상승과 공공요금 인상 및 그 이차 파급이 향후 물가에 불안 요인으로 작용할 가능성도 작지 않아 보임. 이와 같은 점들을 감안할 때, 물가 오름세의 구조적 하향 안정을 자신하기 어려운 상황이라고 판단함.

금융 상황을 보면, 지난해 말 이후 미 연준의 통화긴축 조기 종료 기대가 확산되면서 국내외 금융시장에서는 금리가 크게 하락하고 주가가 큰 폭 상승하였으며 미 달러화도 상당폭 약세를 보였음. 이와 같은 금융시장의 호조는 지난해 하

반기중 미 연준의 긴축속도 가속에 따른 과도한 스트레스 상황이 해소된 측면이 있으나 국내외 통화정책의 긴축기조에서 크게 괴리된 것으로서 지속될 경우 인플레이션 하향 안정을 저해할 우려가 있음. 2월 들어 주요국 경제지표가 호조를 보이면서 투자심리와 함께 주요 가격변수의 흐름이 일부 되돌려지기는 하였으나 전반적인 금융여건은 여전히 완화된 것으로 평가됨.

금융안정 측면에서는, 단기 자금시장과 채권시장에서의 유동성 사정 악화는 진정되었으나, 주택가격 하락세가 이어지는 가운데 가계대출이 줄어들면서 M2 등 유동성 지표의 위축이 지속되고 있음. 부동산 부문과 비우량 기업에 대한 신용경계감이 지속되는 상황에서 금융기관의 대출태도도 신중해지면서 앞으로도 신용공급의 축소 흐름이 지속될 것으로 보임. 이는 그동안 누증된 과도한 레버리지의 조정과정으로서 불가피한 측면이 있으나 그 속도가 지나치게 빠를 경우 금융시장 전반의 불안정을 야기할 수 있으므로 그 추이를 주의 깊게 살필 필요가 있음.

이와 같은 점들을 종합적으로 고려할 때, 지금처럼 불확실성이 높은 상황에서는 그간의 금리인상이 성장과 물가에 미치는 영향을 확인해 가면서 신중하게 판단할 필요가 있다는 점에서 이번 회의에서는 기준금리를 현재의 3.50%로 유지하는 것이 적절하다는 의견임. 향후 통화정책은, 물가안정에 중점을 두고 물가상승률이 목표 수준에 수렴할 것이라는 확신이 들 때까지 긴축 기조를 확고히 해 나가야 함. 따라서 향후 물가상승률의 하향 안정세가 가시화되지 않을 경우 추가 금리 인상을 통해 적극 대응해 나가야 하겠음.

또 다른 일부 위원은 금번 회의에서 기준금리를 동결하여 3.50% 수준을 유지하는 것이 적절하다는 의견을 제시하였음.

지난해 4/4분기 이후 IT경기 위축, 주요국의 긴축적 통화정책 기조 등에 의해 글로벌 경기 둔화가 본격화되었으며, 이러한 흐름은 적어도 올 상반기까지 이어질 것임. 다만, 하반기로 갈수록 중국의 리오프닝, IT경기 회복, 공급측 인플레이션의 둔화 등으로 경기가 점진적으로 회복될 것으로 보임. 서비스교역은 중국의 해외여행 재개 등으로 회복 시기가 앞당겨질 수 있겠지만, 상품교역은 전반적 경기부진의 영향을 받으면서 당분간 둔화 흐름이 이어질 전망이다.

국내경기 역시 글로벌 교역 둔화의 영향을 받으면서 지난해 4/4분기 이후 부진한 흐름을 이어가고 있음. 최근 반도체 생산 및 수출이 크게 감소한 가운데 반도체 제외 제조업의 업황도 대외수요 둔화의 영향으로 부진한 모습임. 대외 불확실성으로 설비투자가 위축되고 건설투자는 주택경기 둔화 및 SOC 예산 감소로

부진한 흐름을 이어갈 것임. 민간소비는 원리금 상환 부담 증가, 주택경기 둔화 등의 영향으로 성장세가 약화되고 있음. 팬데믹 이후 초과저축의 누적에도 불구하고 경기 불확실성에 따른 예비적 저축 동기가 소비 증가를 제약할 가능성이 높고, 전반적으로 레버리지(leverage) 조정과정이 진행 중이어서 민간소비가 성장을 이끌 것으로 기대하기 어려움.

소비자물가의 경우, 향후 둔화 속도와 관련하여 여전히 불확실성이 존재하지만, 현재의 부진한 실물경제 흐름과 긴축적 금융여건 하에서 수요 측면에서의 압력이 둔화 속도를 더디게 할 것이라는 근거를 찾기 어려움. 다른 조건이 일정한 경우 올 3월에는 지난해 국제유가 급등에 따른 기저효과가 크게 작용하면서 (전년동기대비) 소비자물가 상승률이 4%대로 하락할 것이며, 이는 기대인플레이션 하락을 유발하는 요인으로 작용할 수 있음. 약해진 수요측 물가압력과 기대인플레이션의 하락은 실제 인플레이션의 하락으로 이어질 것임.

주택가격의 지속적인 하락, 가계신용 증가세의 둔화, 실물투자 부진, 고용 및 임금 증가세 둔화 등으로 보아, 긴축적 통화정책의 효과가 본격화되고 있다고 판단함. 인플레이션을 목표 수준으로 빠르게 안정시키기 위한 추가 긴축을 고려할 수 있겠으나, 지난 1년 반에 걸쳐 기준금리를 300bp 인상하였으므로 현 단계에서 얻을 수 있는 추가적 편익은 매우 작거나 불확실하며, 그보다는 경제회복력을 과도하게 위축시키거나 금융안정 측면에서의 리스크를 높일 가능성에 더 주목할 필요가 있겠음. 아울러 과거 외환위기와 글로벌 금융위기의 극복 과정에서 분배지표가 악화했던 경험도 상기할 필요가 있음. 이번 회의에서는 기준금리를 동결하여 3.5% 수준을 유지하는 것이 적절하다고 생각함.

한편 일부 위원은 금번 회의에서 기준금리를 현 3.50% 수준에서 동결하는 것이 적절하다는 입장을 표명하였음.

세계경제는 성장세가 다소 약화되고 있으나 그 정도는 당초 예상보다 완만한 모습임. 미국의 경우 고용상황은 견조한 모습을 이어갔으며 여타 실물지표의 둔화 정도도 크지 않은 가운데 물가상승률이 낮아지기 시작했지만 그 진행속도가 예상보다 더디지는 것으로 보임. 이에 따라 미 연준의 금리인상 사이클이 길어지고 최종 금리수준도 기존 전망을 상회할 가능성이 높아짐. 유로지역도 에너지 수급 차질 완화 등의 영향으로 실물경제 둔화 정도가 다소 완만해질 것으로 예상함. 중국은 성장세가 부진하였으나 감염병 상황이 안정되면서 경제활동이 재개됨에 따라 경제가 완만하게 회복되기 시작할 것으로 예상되지만 그 정도에 대해서

는 불확실성이 높은 상황임.

국내경제도 이러한 대외여건과 금리 인상의 영향으로 성장세 둔화가 추세적으로 지속되고는 있지만 금년 들어 일부 지표가 소폭 반등하는 모습을 보이고 있음. 수출과 소매판매가 크게 부진한 상황이지만 제조업·서비스업 생산, 투자 등은 전년말의 큰 폭 하락에서 소폭이나마 반등한 것으로 추정됨. 금년 상반기중 국내 경제는 글로벌 경기부진, 금리 상승 등 대내외여건의 영향을 받아 부진하겠으나 하반기 이후에는 수출 부진이 완화되면서 서서히 회복될 것으로 보고 있으며 이에 따라 조사국에서는 금년도 성장률을 1.6%로 전년 11월 예상치(1.7%)를 소폭 하회할 것으로 전망하였음. 다만 반도체 경기 회복 경로, 중국 리오프닝의 영향 정도에 따라 회복 시기나 속도에는 불확실성이 큰 것으로 평가함.

물가의 경우 소비자물가와 근원물가 모두 상승률이 높은 수준을 이어가고 있는 가운데 경기 하방압력에 따라 완만히 하락할 것으로 전망하고는 있으나 1월중 전월대비 상승폭이 확대된 것으로 나타나고 있어 향후 경로상의 불확실성이 커진 것으로 보임. 이에 더해 중국 리오프닝에 따른 국제유가 추이, 공공요금 인상 등이 물가상승률 하향안정화의 제약요인으로 작용할 가능성이 있어 안심할 상황은 아닌 것으로 평가함. 고용과 관련해서는 취업자수 증가폭이 축소되고 있는 가운데 정책급여 상승률은 높은 수준을 지속하고 있으며 하락 움직임이 아직 확인되지 않은 상황임.

금융시장의 경우 단기금리가 하락하고 회사채 신용스프레드가 축소되는 등 위험회피심리가 완화되면서 안정적인 모습이 이어지고 있음. 가계대출은 지난해 이후 감소세가 이어지면서 그간 과도했던 레버리지가 조정되기 시작한 것으로 보임. 다만 부동산 관련 업종 대출의 연체가 늘고 있는 가운데 주택가격의 급격한 조정이 가세하는 경우 신용리스크가 확대되면서 금융시장이 불안정해질 가능성도 있어 주의가 필요한 상황임. 특히 부동산 시장에서 전세가격이 매매가격에 비해 빠르게 하락하고 있는 점, 부동산 시장 부진시 매매가 대비 전세가 비율이 상승하는 경향이 있는 점 등을 감안하면 매매가격이 추가로 하락할 가능성을 배제하기 어려움. 외환시장에서 원/달러 환율의 변동성은 주요국의 통화정책 기조나 실물지표 흐름 등 대외요인에 영향받아 다소 확대되었으나 아직까지 국내 외화자금 시장은 대체로 안정적인 상황임.

이상의 국내외 경제 상황을 고려할 때 금년에는 기준금리를 현 3.50% 수준에서 동결하고 그동안의 긴축이 실물경제 및 물가에 주는 영향을 지켜보는 것이 적절하다고 판단하였음. 주요국의 추가적 긴축에 따른 내외금리차 확대가 원/달러 환율에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상함. 향후 물가와 성장 추이, 금융시장 상황 등을 지켜보면서 추가 긴축 여부를 결정하는 것이 적절해 보임.

다른 일부 위원은 금번 회의에서 기준금리를 현 3.50% 수준에서 동결하는 것이 적절하다는 입장을 표명하였음.

한국은행 금융통화위원회는 2021년 8월부터 2023년 1월 사이 10차례에 걸쳐 기준금리를 300bp 인상했음. 이에 따라 글로벌 금융위기 이후 처음으로 기준금리가 명목 중립금리 추정 범위를 상회하는 긴축적인 수준까지 상승했음. 현 단계에서 통화정책의 파급시차를 고려해서 그동안의 정책 파급효과를 점검한 뒤 인플레이션과 대내외적 불확실성 요인들의 전개 양상을 보고 추가 인상을 고려할 시점이라 판단함.

기준금리 인상의 효과는 금융시장에서 뚜렷하게 나타나고 있음. 실물경제에도 그 효과가 파급되고 있는 것으로 판단함. 금융시장은 지난 해 10월 우발적 사건으로 인해 신용 및 유동성 리스크가 급격히 올라갔다가 감소한 여파로 지표 해석에 다소 어려움이 있었으나 2021년 8월 인상기조 시작 때부터 대체로 정책 의도에 따라 움직여 왔다고 생각함. 시중 유동성이 축소되면서 주택시장 버블(bubble), 과도한 레버리지 등으로 대표되는 금융불균형 현상도 완화되고 있음.

다만 2000년대 이후 금리 인상기와 비교해 봤을 때 이번 인상기에 금융상황 지수가 가장 높았던 만큼 긴축 과정에서 실물경제 하락 및 금융불안정에 유의해야 할 상황들도 드러나고 있음. 유흥생산능력을 나타내는 제조업 평균가동률값은 2022년 중반 마이너스로 전환한 뒤 확대되고 있으며 취업자 수도 작년 상반기를 기점으로 증가폭이 축소되기 시작했음.

축적된 초과저축이라는 완충 요인이 있긴 하지만 가계의 원리금 상환 부담 증대, 실질 구매력 둔화로 인해 민간소비 회복세가 완만해지고 있으며 물가도 함께 둔화되는 모습임. 이처럼 기준금리 인상이 성장과 물가에 미치는 영향은 작년 하반기부터 점차 나타나고 있으며 올해 상반기에 확대될 것으로 예상함.

금융불안정의 경우 작년 10월 정부와 한국은행의 정책적 개입에 힘입어 시장의 교란 요인이 많이 진정되었으나 신용도에 따른 차별화가 진행 중인 것으로 보임. 연초까지 자금난을 겪었던 CP 시장의 경우 안전자산 선호현상(flight to quality)을 나타내는 신용 스프레드, 단기화(flight from maturity)를 의미하는 기간 스프레드가 작년 10월 수준을 회복했음. 반면 문제의 진원지였던 PF-ABCP 시장에서 고신용 차주의 신용 스프레드는 원래 수준을 회복했으나 저신용 차주는 아직 자금조달에 어려움을 겪고 있는 것으로 파악됨. 은행 및 비은행의 연체율도 상당폭 상승했는데 역시 지방, 부동산, 중·저신용자를 중심으로 연체가 발생하고 있

음. 향후 신용도와 익스포저(exposure)에 따라 차별화되는 금융여건 및 국지적 요인이 시스템 리스크로 이어질 수 있는 경로를 파악하면서 금융안정 상황을 지켜볼 필요가 있음.

위와 같이 금리 인상의 파급경로 및 영향을 확인함과 동시에 최근의 금융경제 여건이 과거 평균적인 수준보다 긴축적 통화정책의 효과를 확대 또는 축소시킬 여지가 있음을 고려해야 함. 현재의 높은 가계부채 비율과 변동금리 대출 비중은 긴축적 기준금리 수준과 맞물려 실물경제에 대한 긴축 강도를 높이고 금융 불안정성을 확대시킬 수 있음. 반면 공공요금 인상 등에 따른 기대 인플레이션의 상향 조정은 통화정책의 물가 둔화 효과를 약화시킬 수도 있음.

향후 기준금리의 추가적 인상 여부와 관련지어 중요한 변수는 물가임. 1월 물가가 전월보다 높아져서 5.2%가 나왔지만 2월은 석유류 가격 하락으로 1월 수준을 하회하고, 3월에는 작년 같은 시기 국제유가 급등에 따른 기저효과가 작동하면서 상당폭 낮아질 가능성이 높음. 금년 중 소비자물가 상승률과 식료품, 에너지를 제외한 근원인플레이션율은 각각 3.5%, 3.0%로 예상함. 그러나 국내외 경기회복 정도, 국제유가, 환율 등의 측면에서 물가 경로상 불확실성이 매우 높은 상황임. 소비자물가 상승률이 한국은행의 목표 변수임에도 당분간 근원인플레이션의 추이에 주목할 필요가 있음.

첫 번째 이유로 향후 소비자물가 상승률이 하락하려면 근원물가의 역할이 중요하다는 점을 꼽을 수 있음. 한국은행은 중기적 시계에서 소비자물가 상승률 2%를 목표로 하고 있는데 소비자물가 상승률은 에너지, 식료품 등 비근원 품목과 근원 품목으로 나누어져 있음. 2015년, 2016년에는 이례적으로 낮은 유가, 원자재 가격이 소비자물가 상승률을 근원 인플레이션율보다 낮게 견인했던 적이 있었음. 그러나 현 시점 지정학적 분쟁, 글로벌 수요 회복, 분절화로 인한 생산 비용 상승 가능성 등을 고려하면 향후 에너지 가격을 중심으로 한 비근원 품목 가격이 과거 사례와 같이 크게 하락할 가능성은 높지 않으므로 근원 인플레이션율이 낮아져야만 중기 물가 목표를 달성할 가능성이 높아짐.

둘째, 비근원 물가의 근원물가로의 이차 파급효과임. 예를 들어, 국제유가 및 공공요금 상승이 여타 상품 및 서비스 가격에 반영되고 근원물가로 전이될 가능성이 있음. 최근 개인서비스 물가상승률이 노동시장 타이트니스(빈일자리/실업자)에 비해 상당폭 높게 나타나는 것도 이차 파급이 시작된 것으로 해석할 여지가 있음. 근원 품목의 확산지수와 조정평균 물가상승률 등 최근 통계에서도 근원물가가 올라가거나 또는 예상보다 지속성이 높을 수 있다는 징후가 나타나고 있음. 수요 측면을 주로 반영하는 근원 인플레이션율이 이차 파급효과 등으로 인해 방향성이 돌아서지 않거나 지속성이 높다고 판단될 경우 통화정책으로 대응할 필요

가 있다고 생각함.

추가적으로 미 연준의 통화정책 등 여건 변화에 따른 환율 변화를 주목해서 살펴볼 필요가 있음. 대내외 금리차는 기계적으로 작동하지는 않지만 외국인 투자자금 유출입, 경상수지 추이와 맞물려 시장 기대의 급격한 변화를 유발할 수 있음. 우리나라의 여건상 환율 변동성 확대는 물가와 금융안정 모두에 영향을 미칠 수 있음에 유의해야 함.

또 다른 일부 위원은 금번 회의에서 기준금리를 3.50%에서 3.75%로 25bp 인상하는 것이 적절하다는 의견을 나타내었음.

세계경제는 성장세 둔화가 지속되었으나 당초 예상보다는 경기 흐름이 양호한 것으로 보임. 미국의 고용, 소비 관련 지표들이 시장 예상을 상회하는 견조한 수준을 보이고 있으며, 유럽지역도 겨울철 온화한 날씨로 에너지 수급위기를 피해 금년 성장률이 당초 예상보다 높을 것으로 예상됨. 중국경제도 리오프닝 이후 고빈도 경제활동 지수가 크게 반등하며 빠르게 개선되는 모습을 보이고 있음.

국내경제는 수출부진이 이어지고, 소비회복세도 주춤한 모습이나 최근 미국, 중국, 유럽 등의 경제상황 개선에 따라 금년도 성장률이 지난 1월 통방 당시 전망한 수준보다 다소 높아진 1.6%로 예측하고 있음. 부동산시장은 집값 하락세가 이어졌으나 규제완화와 시중 대출금리 하락 등으로 하락세는 완화되는 모습을 보이고 있음.

물가의 경우 1월 소비자물가 상승률이 5.2%를 기록하고 2월 상승률도 5%내외가 될 것으로 예상되나, 3월 이후부터는 지난해 러시아-우크라이나 전쟁발 충격으로 급등했던 흐름의 기저효과로 이보다 상당폭 낮아진 흐름이 이어질 것으로 보임. 그러나 하반기로 갈수록 공공요금 인상과 그 파급효과, 개인서비스 품목의 가격 하방경직성 등으로 하락속도는 점진적일 것으로 예상됨. 동시에 이러한 예측 경로상에는 중국의 수요반등에 의한 유가 및 여타 수입물가에 대한 영향 등 상당한 불확실성이 존재하는 것으로 보임. 일반인 기대인플레이션율도 4.0%로 소폭 상승하는 등 여전히 높은 수준에 머물러 있음.

미국의 견조한 실물지표 발표에 따라 미 연준의 최종금리 수준과 이의 지속기간에 대한 시장 예상이 최근 조정되는 모습을 보이면서 시장금리의 변동성이 확대되고 있으나, 현재 금융시장 상황은 그동안 한국은행이 지속적 금리인상을 통해 의도해온 긴축기조에 비해서 완화적 상황에 있는 것으로 보임. 정책금리 수준에 시장금리, 대출금리 등 가격변수 움직임을 통해 전반적 금융시장 상황을 반

영한 프록시 레이트를 추정해보면 최근 미국의 프록시 레이트는 6% 정도로 정책 금리 수준을 크게 상회하고 있는 반면 유사한 방법으로 추정한 우리의 프록시 레이트는 지난해 11월 이후 빠르게 하락하여 현 기준금리 수준을 하회하는 수준에 와 있음. 가계부채는 신용대출을 중심으로 감소세를 보여왔으나 기업부채는 금융기관의 대출 증가, 채권시장 수요회복 등으로 높은 증가세를 이어가고 있음. 원/달러 환율은 향후 미국의 통화정책에 대한 기대수준이 조정됨에 따라 최근 빠르게 상승했음.

한국은행은 지난해 크게 높아진 물가상승률에 대응하기 위해 기준금리를 중립금리 추정범위를 소폭 상회하는 수준까지 인상해왔음. 이번 통방회의에서 고려해야 할 점은 첫째, 금융시장이 한은의 정책의도보다 완화적 기대를 형성해 실제 이것이 현재 금융시장상황으로 반영되어 있는 점, 둘째, 물가상승률이 점진적으로 하락되어 갈 것으로 예상되고 있으나 중국 경기회복의 영향 등에 따른 경로의 불확실성이 크며, 이에 대해 중앙은행으로서 보수적으로 대처해야 할 필요성, 다시 말해 현재 거시모형에서 금년 말까지 3%대 초반, 내년 중 2%대로 하락할 것으로 예상되는 소비자물가경로와 상응하는 기준금리의 추정수준보다 기준금리를 다소 높게 인상해 현재 인플레이션 경로에 부수되어있는 불확실성이 물가경로를 교란해 고인플레이션이 지속될 가능성을 낮추고 물가가 조기에 물가안정목표수준으로 정착되도록 할 필요성, 셋째, 미국의 최종금리수준과 긴축강도의 지속성에 대한 최근 시장의 기대조정이 향후 외환유출입과 환율의 안정성에 미칠 수 있는 영향에 대비할 필요성 등이라고 생각함.

이상의 점들을 고려하여 이번 통방회의에서는 기준금리를 3.5%에서 3.75%로 25bp 인상하는 것이 바람직하다고 생각함. 25bp 인상이 경기에 다소 위축적 효과를 가져올 수 있겠으나 대외여건이 호전되어 감내할 수 있는 수준이라고 생각하며, 그동안 진행되어온 부동산시장의 위축 속도도 최근 완화되는 움직임을 보여 연착륙에 크게 지장을 주지 않을 것으로 예상함. 나아가 가계부채의 디레버리징이 원활히 지속될 수 있도록 지원하는 역할을 할 수 있을 것이며, 무엇보다 한국은행으로서 최우선시해야 할 물가안정의 진행 경로에 부수되어 있는 현재의 불확실성에 대해 적극적으로 대처하여 궁극적으로 인플레이의 장기 지속가능성을 낮추고, 이에 따른 추후 정책대응 비용을 줄일 수 있을 것이라 생각됨.

향후 통화정책은 그간의 금리인상의 파급영향, 물가경로, 경기와 금융안정 측면의 리스크, 주요국의 통화정책 변화 등을 점검하면서 금리의 추가 조정이 필요한지 결정해 나가야 할 것임.

(5) 토의결론

위와 같은 위원별 의견 개진 내용을 종합, 위원들은 다수결로 한국은행 기준금리를 현 수준에서 유지하기로 결정하였음.

(6) 심의결과

앞서의 토의결과를 반영하여 위원들은 다수 의견이 반영된 구체적인 의결문안을 작성하였음.

의결문 작성·가결

(다만, 조운제 위원은 한국은행 기준금리를 현 수준에서 유지하는 것에 대해 명백히 반대의사를 표시하고 0.25%포인트 인상할 것을 주장하였음.)

의결사항

「통화정책방향」을 다음과 같이 결정한다.

- ☐ 금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현 수준(3.50%)에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다. 물가상승률이 점차 낮아지겠지만 목표수준을 상회하는 오름세가 연중 이어질 것으로 전망되고 정책여건의 불확실성도 높은 만큼 인플레이션 둔화 속도와 불확실성 요인들의 전개 상황을 점검하면서 추가 인상 필요성을 판단해 나가는 것이 적절하다고 보았다.
- ☐ 세계경제는 성장과 인플레이션의 둔화 흐름이 이어졌지만, 양호한 고용 상황 지속, 에너지 수급 우려 완화 등으로 주요국의 경기침체 우려가 다소 완화되었으며, 미국 등에서는 인플레이션 둔화 속도가 완만해졌다. 국제금융시장에서는 시장 기대를 상회하는 미국 고용 및 물가 지표 발표 이후 미 연준의 최종금리가 당초 예상보다 높아질 것으로 전망되면서, 약세 흐름을 이어오던 미 달러화가 빠르게 강세로 전환되었고 장기시장금리도 상당폭 반등하는 등 주요 가격변수의 변동성이 확대되었다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 글로벌 인플레이션의 둔화 속도, 주요국의 통화정책 변화 및 미 달러화 움직임, 방역정책 완화 이후 중국경제의 회복 상황, 지정학적 리스크 등에 영향받을 것으로 보인다.

- 국내경제는 주요국의 경기침체 우려가 완화되었지만 IT 경기부진 심화로 수출 감소세가 이어지고 소비 회복 흐름도 약화되면서 성장세 둔화가 지속되었다. 고용은 전반적으로 양호한 상황이지만 경기 둔화로 취업자수 증가폭 축소가 이어졌다. 앞으로 국내경제는 글로벌 경기 둔화, 금리 상승 등의 영향으로 부진한 성장 흐름을 이어갈 것으로 예상된다. 하반기 이후에는 중국 및 IT 경기 회복 등으로 국내 성장세도 점차 나아질 것으로 예상되지만 전망의 불확실성이 높은 상황이다. 금년 성장률은 지난해 11월 전망치(1.7%)를 소폭 하회하는 1.6%로 전망된다.
- 소비자물가는 석유류 가격 오름세가 둔화되었지만 전기요금 인상, 가공식품 가격 등의 높은 오름세 등으로 1월중 상승률이 5.2%로 전월 5.0%보다 높아졌다. 근원인플레이션율(식료품 및 에너지 제외 지수)은 1월중 4.1%, 단기 기대인플레이션율은 2월중 4.0%를 나타내었다. 앞으로 소비자물가 상승률은 2월중 5% 내외를 나타내다가 지난해 국제유가 급등에 따른 기저효과, 수요압력 약화 등으로 점차 둔화되겠지만, 공공요금 인상의 영향 등으로 주요 선진국에 비해서는 둔화 속도가 완만할 것으로 예상된다. 금년중 소비자물가 상승률은 지난해 11월 전망치(3.6%)를 소폭 하회하는 3.5%로 전망된다. 향후 물가 전망에는 국제유가 및 환율 움직임, 국내외 경기 둔화 정도, 공공요금 인상폭과 파급영향 등과 관련한 불확실성이 큰 것으로 판단된다.
- 금융·외환시장은 2월 들어 미 연준의 긴축 기조 강화 가능성이 제기되면서 지난해 11월 이후 하락세를 보이던 원/달러 환율과 시장금리가 큰 폭으로 반등하는 등 변동성이 증대되었다. 가계대출은 감소폭이 확대되었으며 주택가격은 수도권과 지방 모두에서 하락세를 지속하였다.
- 금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제의 성장률이 낮아지겠지만 물가가 목표수준을 상회하는 높은 오름세를 지속할 것으로 전망되고 정책 여건의 불확실성도 높은 만큼 물가안정에 중점을 두고 긴축 기조를 상당기간 이어가면서 추가 인상 필요성을 판단해 나갈 필요가 있다. 이 과정에서 인플레이션 둔화 속도, 성장의 하방위험과 금융안정 측면의 리스크, 그간의 금리인상 파급효과, 주요국의 통화정책 변화 등을 면밀히 점검해 나갈 것이다.

(별첨)

「통화정책방향」 관련 보고내용

I. 경제전망(2023.2월)

1. 대외 여건 점검

가. 세계경제

금년 세계성장률은 지난해보다 둔화되겠으나 당초 예상보다는 다소 높은 수준을 나타낼 것으로 전망됨. 글로벌 경기는 4/4분기중 주요국 금리인상, 중국 코로나 확산 등으로 약화흐름이 지속되었으나 예상보다는 그 정도가 완만하였음. 금년에도 둔화흐름이 이어지겠으나 중국 리오프닝, 미국·유럽의 경기연착륙 기대 등으로 하반기로 갈수록 점차 개선될 것으로 예상됨.

세계교역은 상품교역을 중심으로 둔화흐름이 지속될 전망이다. 향후 상품교역은 글로벌 경기부진으로 당분간 둔화 흐름을 나타내겠으나 서비스교역은 중국의 해외여행 재개 등으로 완만하게 회복될 것으로 예상됨.

국가별로 보면 미국은 금리상승 영향으로 성장세가 둔화되겠으나 양호한 고용상황 등으로 둔화 정도는 완만할 것으로 전망됨. 미국 경제는 작년 4/4분기 성장률이 예상을 웃돌고 1월 고용·소매판매도 큰 폭 증가하였음. 올 들어서도 견조한 고용상황이 이어지는 가운데 물가오름세가 더디게 둔화되면서 최근 미 연준의 최종금리수준 기대가 상승하였음.

유로지역은 경기둔화 흐름이 이어지겠으나 에너지 수급차질 완화 등으로 경기침체 가능성은 다소 축소되었음. 유로지역 경제는 작년 4/4분기중 실질구매력저하 등에도 겨울철 온화한 날씨로 에너지 수급우려가 완화되면서 예상과 달리 플러스 성장을 기록하였음. 향후 통화긴축의 영향과 에너지 수급 관련 불확실성이 지속되면서 둔화흐름이 이어질 것으로 전망됨.

일본은 회복세가 완만할 것으로 전망됨. 일본 경제는 작년 4/4분기중 소비개선 등으로 성장세를 이어갔으나 글로벌 경기둔화의 영향으로 모멘텀이 약화되었음. 향후 외국인 관광객 증가, 설비투자 확대 등으로 경기가 완만히 회복될 전망이다. 통화정책과 관련한 불확실성은 높은 상황임.

중국은 펜트업 수요에 힘입어 내수를 중심으로 회복세가 강화될 것으로 전망됨. 중국 경제는 작년 4/4분기중 코로나 확산 등으로 부진하였으나 금년 들어 이동성 지표가 반등하고 기업심리도 큰 폭 개선되었음. 방역조치 해제와 정부 정책 지원 등에 힘입어 향후 소비가 회복되면서 경기회복세가 점차 뚜렷해질 것으로 예상됨. 다만 부동산경기 부진, 대외수요 둔화 등이 성장의 제약요인으로 잠재해 있어 회복속도의 불확실성은 큰 상황임.

기타 신흥국은 성장세가 둔화될 전망이다. 아세안 5개국은 대외수요 둔화로 수출을 중심으로 성장세가 약화될 것으로 전망됨. 인도는 수출증가율이 다소 둔화되었으나 내수를 중심으로 양호한 성장세를 이어갈 것으로 예상됨. 브라질은 원자재가격 하락 등으로 성장세가 둔화되었으며, 러시아는 EU 등의 경제제재가 지속되면서 부진한 흐름이 이어질 것으로 예상됨.

나. 국제원자재가격

국제유가는 두바이유를 기준으로 배럴당 80달러 초반 수준에서 등락하고 있음. 글로벌 경기둔화 우려로 하락하였으나 중국 수요회복 기대 등이 하락세를 제한하였음. 향후 국제유가는 공급측 불확실성이 상존하는 가운데 중국 리오프닝 등으로 높은 수준을 지속할 것으로 전망됨. 다만 對러 추가제재 및 러시아 감산, 산유국의 공급 변화 등에 따라 변동성이 확대될 가능성이 있음.

기타원자재가격의 경우 천연가스 가격은 유럽의 온화한 날씨 등으로 큰 폭 하락한 반면 비철금속은 중국 수요회복 기대 등으로 상승하였음. 곡물 가격은 지난 4/4분기 이후 대체로 횡보하는 모습임. 주요 기관은 천연가스 가격이 안정세를 이어가고 비철금속은 공급여건에 따라 상품별로 차별화될 것으로 전망하고 있음.

다. 주요 전망 전제치

향후 중국경제는 조기 리오프닝으로 본격 회복이 당초 예상(하반기 이후)보다 빠른 2/4분기부터 진행되는 것으로 전제하였음. 글로벌 통화긴축 기조는 금년중 지속되다가 내년 이후 완화되는 것으로 가정하였음. IT경기와 관련해서는 중국 리오프닝, 전방산업 재고조정 등으로 금년 중반경 저점을 지나 하반기 이후 점차 회복되는 것으로 전제하였음. 우크라이나 사태와 관련하여 對러 제재 등 공급제한 요인이 이어지면서 에너지 수급불안 우려가 지속되는 것으로 가정하였음. 이러한 여건 하에서 세계경제 성장률은 금년과 내년 중 각각 2.4%, 2.9%로 전제하였음. 세계교역 신장률은 금년과 내년 중 각각 2.5%, 3.6%로, 국제유가는 두바이

유 기준으로 금년과 내년 중 배럴당 84달러, 81달러로 전제하였음.

2. 거시경제 전망

가. 경제성장

민간소비는 실질구매력 둔화, 원리금 상환부담 증대 등으로 회복세가 완만할 것으로 예상됨. 부문별로는 국외소비의 펜트업 효과가 본격화되겠으나, 국내소비는 완만한 증가에 그칠 것으로 전망됨. 주택경기 부진 심화 등은 하방리스크로 작용하고 있음.

설비투자는 글로벌 경기둔화와 금융비용 증대 등의 영향으로 부진할 전망이다. 제조업은 IT부문이 반도체를 중심으로 크게 감소하고, 비IT부문도 부진을 이어갈 것으로 예상됨. 서비스업은 IT서비스, 항공운수를 중심으로 증가할 것으로 전망됨.

지식재산생산물투자는 증가세가 둔화될 것으로 전망됨. R&D투자는 글로벌 경기위축에 따른 기업실적 악화로 민간 R&D투자 증가세가 둔화될 것으로 예상됨. 반면 정부 R&D투자는 핵심전략기술을 중심으로 견조한 증가세가 예상됨. 기타지식재산생산물투자는 디지털 전환을 위한 소프트웨어 투자를 중심으로 양호한 증가세가 이어질 전망이다.

건설투자는 주택경기 둔화, SOC예산 감소 등이 하방요인으로 작용할 것으로 예상됨. 주거용 건물건설은 그간의 수주 호조세에도 불구하고 신규 분양 위축으로 공사물량이 소폭 증가에 그칠 것으로 전망됨. 비주거용 건물건설은 경기둔화의 영향으로 부진할 것으로 예상되며, 토목건설 투자는 정부의 SOC예산이 줄면서 감소할 것으로 전망됨.

상품수출은 글로벌 경기부진으로 당분간 둔화흐름이 이어지다가 하반기 이후 중국·IT경기 회복 등에 힘입어 점차 개선될 전망이다. 통관수출의 경우 IT, 비IT 모두 단가하락 등으로 금년중 감소할 것으로 예상됨.

이에 따라 경제성장률은 금년과 내년중 각각 1.6%, 2.4% 수준을 나타낼 것으로 전망됨. 향후 국내경제는 글로벌 경기둔화, 금리상승 등의 영향으로 상반기중 부진한 성장흐름을 이어갈 것으로 예상되며 하반기 이후에는 중국 및 IT경기 회복 등으로 점차 나아질 것으로 예상되지만 전망의 불확실성은 높은 상황임.

향후 성장경로에는 불확실성이 높은 상황임. 중국경제의 강한 회복, IT경기의

빠른 반등, 우크라이나 사태 등의 지정학적 불안 조기 완화 등은 상방리스크로, 높은 인플레이션 지속에 대응한 주요국 통화긴축 강화, 분절화(fragmentation) 심화, 국내 주택시장 부진 심화 등은 하방리스크로 잠재되어 있음.

나. 고 용

취업자수는 지난해 리오프닝에 따른 효과가 축소되고 경기둔화의 영향이 나타나면서 소폭 증가에 그칠 전망이다. 서비스업 고용은 대면업종의 일자리 회복흐름이 이어지겠으나, 경기둔화로 비대면 업종을 중심으로 증가폭이 축소될 것으로 예상됨. 제조업은 수출 부진 등으로 소폭 감소할 것으로 전망됨. 이에 따라 취업자수는 금년과 내년중 각각 13만명, 15만명 증가할 것으로 전망됨.

다. 물 가

금년중 소비자물가 상승률은 3.5%로 지난 11월 전망치(3.6%)를 소폭 하회할 것으로 예상됨. 2월 상승률은 식유류가격 하락 등으로 1월 수준(5.2%)을 하회할 것으로 보이며, 3월에는 지난해 국제유가 급등에 따른 기저효과가 크게 작용하면서 상당폭 낮아질 가능성이 있음. 근원인플레이션율(식료품·에너지 제외)은 3.0%로 지난 전망 수준(2.9%)을 소폭 상회할 것으로 예상됨. 경기둔화가 하방요인으로 작용하겠으나 그간 누적된 비용인상압력이 공공요금 등에 점차 반영되고 이차 파급영향도 나타날 가능성이 있음. 내년중 소비자물가 상승률은 2.6%, 근원물가 상승률은 2.0% 수준을 나타낼 것으로 전망됨.

라. 경상수지

금년중 경상수지는 해외여행 재개 등으로 서비스 적자가 확대되면서 흑자폭이 축소될 것으로 전망됨. 상품수지는 수출감소 등으로 당분간 부진하겠으나, 하반기 이후 중국·IT경기 반등 등으로 점차 개선될 것으로 보임. 서비스수지는 그간의 팬데믹 호조요인이 약화되면서 여행·운송을 중심으로 적자폭이 확대될 것으로 예상됨. 이에 따라 경상수지 흑자규모는 금년과 내년중 각각 260억달러, 480억달러로 전망됨.

II. 외환 국제금융 동향

1. 국제금융시장

가. 선진국

지난 금통위(1.13일) 이후 국제금융시장에서는 위험회피심리의 완화 흐름이 이어지다가 2월 들어 주춤하였음. 물가 상승세 둔화, 중국의 경제활동 재개, 유럽의 에너지 수급 안정 등으로 투자심리 개선세가 이어지다가 미 고용지표 발표 이후 연준의 긴축 장기화 우려가 부각되었음. 시장에서 미 연준의 금리인상에 대한 기대가 강화되었음. 금년말 정책금리 예상치는 FOMC에 대한 dovish한 해석 등으로 낮게 유지되다가 고용지표의 예상 외 호조, CPI 상승률의 예상치 상회 등으로 상당폭 상승하였음.

선진국 장기 국채금리(10년)는 미 국채금리 움직임에 영향을 받으며 대체로 상승하였음. 미국은 연준의 금리 인상 기대 강화 등으로, 독일은 경기둔화 우려 완화 등으로 상승하였음. 선진국 주가는 글로벌 경기둔화 우려 완화 등으로 상승하였음. 미국은 경기 연착륙 기대, 기업 실적악화 우려 완화 등으로 상승하였고, 유럽은 에너지 수급 안정 등으로, 일본은 엔화 약세에 따른 수출여건 개선 기대 등으로 상승하였음. 한편 미 달러화는 약세를 보이다가, 1월 고용지표 발표 이후 연준의 긴축 기대가 재차 강화되며 강세로 전환하였음. 엔화는 일본은행의 완화 정책 지속 기대 등으로 약세를 보였음.

미 금융시장 상황은 완화 흐름을 이어갔음. 단기금융시장에서 TED 및 Libor-OIS 스프레드가 하락하였으며 회사채 스프레드도 하락세를 지속하였음.

나. 신흥국

중국 금융시장에서는 경제활동 재개 및 경기부양책에 대한 기대감 등으로 투자심리가 개선되다가 2월 들어 개선세가 다소 주춤하였음. 국채금리(10년)는 경기회복 기대 등으로 소폭 상승하다가 완화적 통화정책 등으로 상승폭이 축소되었음. 회사채 금리(투기등급)는 인민은행의 유동성 공급 확대 등으로 하락하다가 부동산 시장 우려 부각 등으로 소폭 상승하였음. 주가는 코로나 확산세 진정, 정부의 경기부양책에 대한 기대 등으로 외국인 주식자금 유입세가 확대되며 상승하였고, 위안화는 리오프닝 기대에도 불구하고 미 달러화 강세, 지정학적 리스크 등으로 약세를 보였음. 여타 신흥국은 2월 들어 국채스프레드가 반등하고 주가는 하락하였으나, 아시아 신흥국의 주가는 상대적으로 견조한 모습을 보였음.

다. 글로벌 펀드

글로벌 펀드는 선진국은 채권펀드를 중심으로, 신흥국은 주식펀드를 중심으

로 모두 순유입을 보였음. 주식펀드는 신흥국 펀드를 중심으로 유입이 컸으나 2월 들어서는 연준의 금리 인상 기대가 강화되면서 유출로 전환되었음. 채권펀드는 북미 채권펀드를 중심으로 순유입폭이 확대되었음.

2. 국내 외환부문

가. 외환시장

원/달러 환율은 미 달러화 약세, 외국인의 국내주식 매입 등으로 하락하다가 미국 고용지표 발표 이후 상승 전환하였음. 원/달러 환율의 전일대비 변동률은 2월 들어 확대되었음.

나. 외화자금시장

대외차입여건을 보면 국내은행 차입 가산금리, KP 스프레드, CDS프리미엄은 모두 하락세를 이어가는 등 대체로 양호한 모습을 나타내었음. 차익거래유인은 스왑시장의 주요 달러공급 주체인 외국인 채권자금 유출 등으로 스왑레이트가 하락하면서 플러스(+)로 전환하였음. 한편 1월중 거주자 외화예금은 기업의 수입결제대금 지급 및 해외직접투자 자금 인출 등으로 감소하였음.

다. 외환 유출입

1월중 외환 유출입은 순유출 규모가 축소되었음. 경상거래는 국내기업 해외현지법인의 배당금 국내 유입 등으로 순유입 규모가 확대되었음. 투자거래는 거주자의 해외 직접 및 증권투자 확대 등으로 전월과 비슷한 규모의 순유출을 지속하였음.

라. 외국인 증권투자자금

1월중 외국인의 국내 증권투자자금은 채권자금은 유출을 지속하였으나, 주식자금이 유입되면서 순유출 규모가 축소되었음. 채권자금은 공공자금 순유출이 상당 규모 확대된 가운데 민간자금의 순유출 전환으로 순유출 규모가 크게 증가하였음. 주식자금은 중국 경기회복 기대 등에 따른 투자심리 개선으로 순유입폭이 크게 확대되었음.

마. 외환보유액

1월말 외환보유액은 전월말 대비 68.0억달러 증가한 4,299.7억달러를 기록하였음.

III. 금융시장 동향

1. 가격변수

가. 시장금리

국고채금리는 지난 금통위(1.13일) 이후 국내외 통화긴축 완화 기대 등으로 하락하였다가 2월초 미 고용지표 발표 이후 통화긴축 장기화 우려가 부각되며 큰 폭 반등하였음.

통안증권 91일물 등 단기금리는 기준금리 인상(1.13일)에도 연초 기관의 자금 운용 재개, 금리메리트에 따른 MMF로의 대규모 자금유입 등으로 상승폭이 제한되거나 큰 폭 하락하였음. 회사채 신용스프레드는 연초 기관들의 투자 재개, 국고채금리 하락에 따른 금리메리트 부각, 신용경계감 완화 등으로 우량물 중심으로 큰 폭 축소되었음.

1월중 외국인의 국내 채권투자는 큰 폭 감소하였음.

나. 여수신금리

1월중 은행 여신금리(신규취급액 기준)는 가계 및 기업 대출금리 모두 하락하였음. 기업대출금리는 지표금리 하락 등으로 중소기업대출을 중심으로 하락하였음. 가계대출금리의 경우 장단기 시장금리 하락, 은행의 가산금리 인하 등으로 하락하였음.

은행 수신금리는 시장금리 하락, 은행간 수신경쟁 완화 등으로 큰 폭 하락하였음.

다. 주가

코스피는 주요국의 통화긴축 속도조절 기대, 중국 리오프닝에 따른 경기둔화 우려 완화 등으로 투자심리가 회복되며 상승하였음.

1월중 외국인 국내 주식투자는 순매수 전환하였음.

2. 신용공급

가. 가계대출

1월중 은행 가계대출은 주택경기 부진, 높아진 금리 수준 등의 영향으로 큰 폭 감소하였음. 주택관련대출은 개별대출 증가규모가 축소되고 전세자금대출의 감소폭이 확대되면서 전월 수준을 유지하였음. 기타대출은 금리부담, 대출규제 지속, 명절 상여금 유입 등으로 신용대출 중심으로 상당폭 감소하였음.

나. 기업 자금조달

1월중 은행 기업대출은 계절요인, 운전자금 수요 등으로 상당폭 증가하였음. 중소기업대출은 부가가치세 납부 수요 등으로 중소기업대출을 중심으로 증가하였음. 대기업대출은 연말 일시상환되었던 운전자금이 재취급되면서 증가하였음.

기업의 직접금융시장을 통한 자금조달은 큰 폭 증가하였음. 회사채는 신용경계감 완화, 연초 기관의 자금운용 재개 등으로 상당폭 증가하였으며, CP·단기사채도 우량기업을 중심으로 증가 전환하였음.

다. 연체율

1월말 은행 연체율은 가계대출 및 기업대출 모두 전월대비 상당폭 상승하였음.

3. 금융권 자금흐름 및 유동성

가. 금융기관 수신

1월중 은행 수신은 수시입출식예금을 중심으로 감소폭이 크게 확대되었음. 수시입출식예금은 연말 재무비율 관리 목적의 일시 유입 자금 인출, 부가세 납부 등 계절요인에 은행의 자금조달 유인 약화의 영향이 가세하면서 큰 폭 감소하였음. 정기예금은 예금금리 하락 영향 등으로 감소하였음.

자산운용사 수신은 큰 폭 증가하였음. MMF는 은행자금 재예치, 국고 여유자금

운용, 금리메리트 등에 따른 법인자금 유입 등으로 큰 폭 증가하였음. 주식형펀드, 채권형펀드, 기타펀드도 모두 증가하였음.

나. 통화

1월중 M2증가율(평잔 기준, 전년동월대비)은 가계신용을 중심으로 민간부문의 통화공급이 둔화되면서 상당폭 하락한 것으로 추정됨.