

2013년 도 제3차

금융통화위원회(정기) 의사록

한 국 은 행

1. 일 자 2013년 2월 14일 (목)

2. 장 소 금융통화위원회 회의실

3. 출석위원 김 중 수 의 장 (총재)  
임 승 태 위 원  
박 원 식 위 원 (부총재)  
하 성 근 위 원  
정 해 방 위 원  
정 순 원 위 원  
문 우 식 위 원

4. 결석위원 없 음

5. 참 여 자	신 제 윤 기획재정부 제1차관	송 재 정 감 사
	장 세 근 부총재보	강 준 오 부총재보
	강 태 수 부총재보	김 종 화 부총재보
	추 흥 식 외자운용원장	최 운 규 경제연구원장
	신 윤 조사국장	성 병 희 거시건전성분석국장
	김 민 호 통화정책국장	유 상 대 국제국장
	김 윤 철 금융통화위원회실장	김 태 석 공보실장
	서 영 경 금융시장부장	문 한 근 의사관리팀장

## 6. 회의경과

### 가. 의결안건

#### 〈의안 제4호 — 통화정책방향〉

(1) 전일 개최된 동향보고회의에서 조사국장이 보고 제17호 - 「국내외 경제 동향」, 국제국장이 보고 제18호 - 「외환·국제금융 동향」, 그리고 금융시장부장이 보고 제19호 - 「금융시장 동향」에 대하여 보고하였음.(보고내용 : 별첨)

(2) 본회의에서는 의장이 「한국은행법」 제28조에 의거하여 의안 제4호 - 「통화정책방향」을 상정하고 전일 보고내용을 접수하였음.

### (3) 위원 토의내용

「국내외 경제동향」과 관련하여 일부 위원은 향후 세계경제는 주요국의 정책 대응이 효과를 보이는 가운데 금융시장 불안이 어느 정도 완화됨에 따라 점차 회복될 것이라는 평가가 많이 나타나고 있다면서, 이러한 낙관적인 전망의 기저에는 미국경제가 주택시장 회복 및 고용개선에 힘입어 소비를 중심으로 회복세를 이어갈 것이라는 기대가 깔려있다고 지적한 후, 특히 미국은 2006년 서브프라임 사태를 맞으면서 주요국 중 가장 먼저 주택시장 하락이 시작되었고, 조정폭이 매우 큰 만큼 가계부채의 구조조정도 그만큼 확실하게 이루어졌다고 볼 수 있는데, 2012년 상반기부터 시작된 미국 주택시장의 회복세는 이러한 가계부문의 디레버리징(deleveraging)이 어느 정도 마무리된 이후 나타난 현상이며, 영국 또한 비슷한 과정을 통해 주택시장이 회복세로 돌아서기 시작했다는 점에 주목할 필요가 있다고 언급하였음.

이와 관련하여 동 위원은 우리나라는 미국, 영국 등 주요국과 달리 아직까지 가계부문의 디레버리징 과정이 없었다는 점에서 향후 주택시장이나 민간소비의 구조적인 반등이 쉽지만은 않은 상황이라고 지적한 후, 우리나라에서 가계의 디레버리징이 진행되지 않은 이유에 대해 관련부서의 의견을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 미국이나 영국의 경우에는 주택가격이 고점에 이르기 전에 매우 큰 폭으로 상승하였기 때문에 이후의 가격하락 폭도 컸었고, 그 과정에서 급격한 디레버리징이 일어났던 반면, 우리나라는 주택가격 상승폭이 이들 국가들에 비해서는 상대적으로 작았으며, 리먼사태 이후에도 본격적인 가격조정이 이루어지지 않음에 따라 급격한 디레버리징이 나타나지 않았다고 언급한 후, 우리나라의 주택가격은 수도권을 중심으로 완만한 하락세가 이어지고 있는데, 이러한 추세대로라면 가계부문의 디레버리징도 점진적으로 이루어질 것으로 보인다고 답변하였음.

이와 같은 관련부서의 답변에 대해 동 위원은 관련부서의 언급처럼 주택가격 상승폭이 주요국에 비해 상대적으로 낮았던 데에도 일부 원인이 있겠으나, 보다 근본적으로는 우리나라 금융기관들의 LTV비율이 50% 미만으로 억제됨으로써 금융기관들이 가계부채를 감축할 유인이 적었던 데다, 가계 입장에서 저금리로 인해 채무부담이 크지 않았다는 점이 그 주된 원인으로 작용한 것으로 보이며, 미국은 이와 달리 LTV비율이 80%를 상회했던 데다 모기지비소구 부채(non-recourse debt)이기 때문에 주택가격 하락시 소유자가 주택을 포기하는 상황이 전개되면 디레버리징 과정이 금융기관을 중심으로 강제적으로 작동할 수밖에 없는 시스템이었다는 점에서 큰 차이를 보인다고 지적하였음.

또한, 동 위원은 우리나라에서 가계부문의 급격한 디레버리징이 나타나지 않았다는 점은 경제의 안정성 측면에서 바람직하다고도 볼 수 있으나, 향후 수년 내 세계경제의 뚜렷한 회복이나 우리경제의 새로운 성장동력 확충이 불투명하다는 점을 감안하면 가계부채 문제를 디레버리징 없이 계속 완화적인 방법으로만 대응할 경우 구조조정 지연 등으로 자칫 경제의 활력을 저해할 가능성이 있다고 지적하면서, 앞으로의 통화정책은 경제 각 부문에 적당한 긴장감을 부여하여 한정된 자원이 보다 효율적인 부문으로 흘러들어가도록 유도함으로써 경제 각 주체의 활력을 높이는 방향으로 운영할 필요가 있다는 의견을 밝힌 후, 이러한 관점에서 금리인하가 민간소비 및 기업활동에 미치는 영향을 점검해 보면 다음과 같다고 언급하였음.

먼저, 통상적인 상황에서는 금리인하가 경기를 부양함으로써 고용과 임금을 개선시키고, 가계소득 확대를 통해 소비를 증가시키는 경로가 작동하겠지만, 최근의 가계채무구조의 특성을 감안하면, 금융측면에서는 금리하락이 오히려 가계의 소비여력 확충에 실질적으로 도움이 되지 않을 가능성이 높으며, 특히 취약계층의 생활여건을 더욱 어렵게 하는 요소로 작용할 수도 있음에 유의할 필요가 있음. 이는 첫째, 가계부문 전체로는 금융자산이 금융부채보다 많기 때문에 금리하락시 가계 전체의 이자수지가 악화된다는 점, 둘째, 저소득층일수록 순금융자산 가구의 비중이 높기 때문에 금리가 인하되면 저소득층에서는 가계수지가 악화되는 가구의 비중이 더 높아질 수 있다는 점, 셋째, 가계부채가 증가하는 초기에는 소비여력이 늘어나지만, 어느 시점부터는 원리금상환 부담으로 인해 가계의 소비를 제약하는 요인으로 전환된다는 점 등에 기인함.

다음으로 현 시점에서는 금리하락이 기업부문에 미치는 영향도 투자촉진, 재무구조 개선 등의 긍정적인 효과보다는 구조조정 지연 등과 같은 부작용이 더 크게 나타날 수도 있음. 이는 자금조달 비용 감소, 신용공급 확대 등 금리하락에 따른 혜택이 순금융부채 비율이 높은 한계기업이나 자영업에 더 크게 돌아가고 있다는 최근의 분석과도 부합된다고 할 것임. 특히, 그동안 우량기업으로 인식되어 왔던 상위신용등급 기업부문 내에서도 수익성, 성장성, 리스크 등에서 양극화가 심화되고 있는 상황을 감안하면, 금리가 인하되더라도 일부 대기업이나 수출 중소기업들은 업황 호조에 힘입어 이미 현금자산을 많이 비축하고 있기 때문에 추가적인 대출수요가 많지 않은 반면, 업황부진 기업들은 낮은 신용으로 인해 정책금리 수준과는 상관없이 높은 자금조달비용을 감내해야 하는 상황이라는 점에서 금리인하의 투자촉진 효과는 매우 제한적인 것으로 판단됨.

이처럼 추가적인 금리인하의 파급효과가 제한적일 수 있다는 점을 감안한다면, 현 상황에서 거시경제정책을 운영함에 있어 금리정책보다는 총액한도대출, 재정정책 등과 같이 그 효과가 직접적이면서, 맞춤형 대응이 가능한 정책수단들을 적극 활용할 필요가 있음. 구체적으로 대기업에 대해서는 경제 여타 부문에 미치는 파급효과 및 미래의 성장동력으로서의 작동 가능성을 기준으로 하여, 성장잠재력이 낮은 기업은 시장원리에 의해 구조조정이 되도록 유도하고, 반면 당장은 업황이 어렵더라도 장기적으로 경제의 동력산업이 될 수 있다고 판단되는 기업에 대해서는 금리정책보다는 신용정책을 통해 선제적으로 지원하는 한편, 중소기업 지원제도와 관련하여서도 업종과 업력, 성장성 및 재무구조 등을 종합적으로 고려해서 선택과 집중이 가능한 맞춤형 제도로 혁신하는 것이 필요함. 아울러, 자영업 부문이나 가계의 경우에는 경제원리를 적용해야 할 분야와 사회복지 정책영역의 대상이 될 분야를 명확히 구분하는 것이 긴요함. 이는 사회경제적 약자인 저소득층, 저신용계층, 내수 중소기업, 영세자영업자 등을 지원함에 있어 복지정책으로 접근해야 할 부분을 거시정책수단으로 대응할 경우 경제정책이 장기간에 걸쳐 과도하게 완화적으로 운용될 가능성이 매우 크다는 점에서 중장기적으로 성장잠재력을 약화시키고, 경제활력을 저하시키는 요인으로 작용할 수 있기 때문임.

아울러, 동 위원은 우리 경제가 처한 특수한 상황을 감안하여 금리인하가 가계부채, 기업투자, 민간소비 및 성장잠재력에 미치는 영향을 정성적·논리적·구조적 측면에서 분석하되, 특히 소비에 대해서는 금융측면을 감안하여 그 효과를 평가하는 한편, 정책금리 조정에 따른 기업대출 증감 효과를 업종별·업력별·규모별로 세분화하여 측정할 수 있는 방법을 검토해 줄 것을 관련부서에 요청하였음.

다른 일부 위원은 최근 일본경제는 아베노믹스(Abenomics)가 제기되면서 상당한 변화를 겪고 있고, 그 영향이 세계경제에도 파급되고 있다고 지적한 후, 이러한 일본경제의 움직임에 많은 관심을 가지는 한편, 엔화 약세가 우리 실물경제에 미치는 영향 등을 종합적으로 검토해 볼 필요가 있다는 의견을 개진하였음

또한, 동 위원은 최근 일부 경제지표들이 개선되는 모습을 보이고는 있으나, 일시적 특이요인을 제거할 경우 소비, 설비투자, 건설투자 등의 개선정도가 미미한 수준에 그치거나 부진한 모습이 계속 이어지고 있어 이를 근거로 국내경기가 회복되고 있다고 판단하는 것은 지나치게 낙관적인 시각일 수 있다고 지적한 후, 특히 소비부문은 가계부채 상환부담 및 부동산시장 부진 등의 제약요인으로 인해 향후에도 뚜렷한 회복세를 기대하기 어려울 것이라는 의견을 표명하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 월별 지표는 그 속성상 등락이 심하기 때문에 이

를 기준으로 경기의 방향성을 예측하기는 어려우나, 최근 소비와 투자 등 주요 실물지표들이 연말·연초 효과, 자동차소비세 감면 종료, TV송출방식 변경 등 특이요인을 제외하더라도 전반적으로 개선되는 흐름을 보이는 점, CSI, BSI, ESI 등 심리지표들이 소폭이지만 호전되고 있는 점, 종합경기지표 및 여타 경기판단 지표들도 점차 나아지고 있는 점 등에 비추어 국내경기가 완만하게나마 개선되고 있다고 판단한 것이라고 답변한 후, 다만, 동 위원의 지적대로 가계부채 문제, 부동산시장 부진 등의 제약요인으로 인해 경기가 회복되더라도 소비가 빠른 속도로 늘어나기는 힘들 것으로 보인다고 첨언하였음.

아울러, 동 위원은 실제GDP와 잠재GDP간의 차이인 GDP갭에 대한 전망치가 매 전망 시마다 바뀌고 있는데, GDP 전망이 바뀌게 되면 GDP갭의 조정도 불가피한 측면이 있으나 그 조정폭이 매우 큰 것은 바람직하다고 볼 수 없다고 지적한 후, 정책당국으로서 GDP갭을 어떻게 다룰지 종합적으로 검토해 볼 필요가 있다는 견해를 밝혔음.

이에 대해 관련부서에서는 GDP갭은 특히 인플레이션 전망에 있어 매우 중요한 요소이기 때문에 앞으로도 계속 발표할 예정이며, 동 지표의 정의와 의미에 대해서 언론이나 시장에서 혼동을 일으키지 않도록 지속적으로 설명하는 기회를 갖겠다고 답변하였음.

또 다른 일부 위원은 최근 심리지표라든가 일부 경기지표들이 개선되는 모습을 보이고 있다고 언급한 후, 지난 1월 전망 시에는 유로지역의 재정위기 및 미국의 재정긴축 등과 관련된 불확실성을 감안하여 성장의 하방리스크가 우세한 것으로 평가했는데, 지금 시점에서 이러한 하방리스크가 다소 완화되었다고 볼 수 있는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 최근 유로지역 및 미국의 경제상황이 개선된 측면이 있지만, 지난 1월 전망시 예상한 수준보다 낮다고 보기 어려우며, 다만 정책당국의 적극적인 대응 등에 힘입어 테일리스크(tail risk)는 완화된 측면이 있는데, 아직 근본적인 문제가 완전히 해결되지 않은 상태이기 때문에 전반적인 상황은 여전히 하방리스크가 상방리스크에 비해 우세한 것으로 보고 있다고 답변하였음

또한, 동 위원은 최근 물가는 국제유가 및 곡물가가 조금 불안한 움직임을 보이고 있지만, 전체적으로는 상·하방 리스크가 중립적인 것으로 관련부서에서는 판단하고 있는데, 이와 관련하여 1월중 일반인 기대인플레이션율이 소폭 상승한 것이 어떤 의미를 가지는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 금년 1월부터 일반인 기대인플레이션율에 대한 설

문시 지난 1년간의 평균 소비자물가 상승률을 제시하지 않는 방식으로 변경하였기 때문에 지난해 12월 수치와 직접 비교하기는 곤란한 측면이 있다고 설명한 후, 전반적인 물가상황으로 보서는 기대인플레이션이 반등하는 상황은 아닌 것으로 판단된다고 답변하였음.

일부 위원은 OECD에 따르면 금융위기가 잠재GDP 수준은 낮추었지만 잠재성장률 자체의 영속적인 저하는 초래하지 않는다고 평가하고 있으나, 최근 FRB의 연구결과(Haltmaier, 2012)에 따르면 경기침체는 위기여부와 관계없이 잠재성장률을 낮추는 방향으로 작용하며, 특히 선진국의 경우에는 침체정도가, 신흥시장국은 침체기간이 각각 잠재성장률 하락의 주요 요인으로 작용하는 것으로 나타났다고 소개한 후, 우리나라의 경우 그동안의 경기부진의 정도 및 지속기간을 감안할 경우 우려된다고 언급하였음.

이와 관련하여 동 위원은 현 시점에서는 향후 국내 경기흐름이 지난 1월의 전망 궤적을 따르느냐의 여부가 정책적 판단에 있어 중요한 요소가 될 것이라고 지적한 후, 이러한 관점에서 지난 1월 전망 이후의 여건변화를 투자 및 환율을 중심으로 점검해 보면 다음과 같다고 언급하였음.

먼저, 투자와 관련하여서는 한국정책금융공사 등에 따르면 전국 3,000여개 사업장에 대한 최근의 조사에서 금년 중 설비투자가 지난해에 비해 1.4% 감소하는 것으로 나타났는데, 이는 지난해 설비투자조정 압력지수가 대체로 마이너스를 지속하고, 제조업평균 가동률도 줄곧 80%를 하회하고 있다는 점과도 부합하는 결과라고 할 것임. 더욱이 세계경제 부진의 동조화로 각국이 잠재성장 수준을 회복하더라도 높은 성장률을 기대하기 힘든 상황이라는 점을 감안한다면, 하반기 이후 수출 주도의 우리 경제가 내수가 부진한 가운데서도 성장모멘텀을 유지할 수 있을지 우려된다 할 것임.

다음으로, 환율의 경우 관련부서에 따르면 엔화 약세가 수출에 미치는 영향이 크지 않은 것으로 분석되었으나, 이러한 시각은 향후 수출이 증가해도 가격경쟁력 약화로 채산성에 악영향을 미칠 수 있으며, 특히 비교열위 품목을 중심으로 고전이 예상된다는 점, 실질실효환율 측면에서 보면 원화 강세 효과는 시차를 두고 나타난다는 점 등을 간과한 측면이 있음.

특히 일본과의 경합이 예상되는 업종을 보면, 상대적으로 수출비중이 높고 수입비중이 낮은 자동차, 기계, 영상음향통신, 가전, 전기 등의 업종을 중심으로 채산성 악화가 우려된다는 점에서 앞으로 이에 대한 지속적인 모니터링이 필요하다고 할 것임.

이에 대해 관련부서에서는 하반기 이후 글로벌 여건이 점차 개선될 것으로 보고 있으며, 이와 함께 금융시장 불안 등과 관련한 불확실성도 완화되면서 수출 뿐만 아니라 소비나 투자 등 내수부문도 어느 정도 회복될 것으로 예상하고 있다고 답변하였으며,

아울러, 엔화 약세의 영향이 크지 않다는 분석과 관련하여, 이는 관련업체 모니터링 결과 현 시점에서 수출에 대한 직접적인 효과가 크지 않은 것으로 조사되었다는 의미라고 설명한 후, 앞으로 엔화 약세가 지금과 같은 속도로 지속된다면 동 위원의 지적대로 상당한 영향이 있을 것으로 본다고 답변하였음.

또한, 동 위원은 최근 소비자물가 상승률이 중기물가안정목표의 하한을 3개월째 하회하고 있고, 식료품 및 에너지가격을 제외한 근원인플레이션율도 3분기 이상 1%대를 유지하고 있는데, 이러한 저물가 상황을 반영하여 우리나라의 장·단기 실질금리(명목금리-소비자물가 상승률 기준) 모두 꾸준히 상승하고 있다고 지적한 후, 가계부채에 따른 원리금상환 부담으로 저축은 늘어나지 않고, 경기부진이나 주택가격 하락 등으로 소비여건도 개선되지 못하는 상황에서 이와 같은 실질금리 상승이 향후 투자나 소비에 어떤 영향을 미칠지에 대해 심도 있는 분석이 필요하다는 의견을 나타내었음.

이에 대해 관련부서에는 실질금리를 산출하는 방법이 여러 가지가 있겠으나, 명목금리에서 기대인플레이션율을 차감하는 방법을 이용할 경우 우리나라의 실질금리 수준은 최근에 큰 변동이 없는 것으로 나타나기도 한다고 설명한 후, 다만, 주요 선진국과 비교해서 높은 수준인 것은 사실인데, 실질금리가 실물자본의 수익률이라는 관점에서 봤을 때 경기상황이 상대적으로 양호한 우리나라의 실질금리가 높게 나타나는 것이 일면 자연스러울 수 있다고 답변하는 한편, 앞으로 보다 다양한 방식을 이용해 실질금리를 산출하고, 그 함의를 살펴보겠다고 첨언하였음.

한편, 동 위원은 고용상황과 관련하여 최근 실업률이 보합이라고는 하지만, 우리나라의 경우 경기 침체시 취업자가 실업자를 거치지 않고 바로 비경제활동인구로 전환됨으로써 실업률 지표가 고용상황을 즉시에 포착하는 데 다소 한계가 있다는 학계의 연구결과에 유의할 필요가 있다고 지적한 후, 최근 경제활동참가율 및 고용률 등의 움직임이나 정부의 올해 신규 일자리 전망 수준 등을 감안할 때 금년 중 고용사정이 지난해에 비해 악화될 가능성이 있으며, 이로 인해 고용사정과 연관성이 높은 소비 등 내수의 안정적 흐름도 기대하기 어려운 것이 아닌지 우려된다는 견해를 피력하였으며,



이에 대해 관련부서에서는 금년 중 취업자수가 30만명 내외로 증가할 것으로 보고 있는데, 이는 지난해에 비해 큰 폭으로 줄어든 수치인 것은 사실이나, 지난해 취업자수 증가폭이 경기상황에 맞지 않게 이례적으로 매우 컸다는 점에서 이를 고용사정 악화로 해석하기는 어렵다고 설명한 후, 금년 중 30만명 수준의 취업자수 증가폭은 평상시 장기추세 수준에 해당되기 때문에 동 요인이 소비에 영향을 주지는 않을 것으로 본다고 답변하였음.

다른 일부 위원은 하반기 중 경기가 회복되면 부동산가격도 영향을 받을 것으로 보는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 그동안 우리나라의 부동산가격이 경기와는 큰 관계없이 부동산 나름대로의 사이클을 가지고 움직인 측면이 있기 때문에 상·하반기 경기상황이 큰 영향을 미치는 것은 어려울 것으로 본다고 답변하였음.

「외환·국제금융 동향」과 관련하여 일부 위원은 2000년 이후 엔화에 대한 유로화와 원화의 환율 추이를 비교해 보면 전자는 장기추세선 근처에서 등락한 반면 후자는 글로벌 금융위기 때 상대적으로 많이 절하되어 있다가 최근에는 유로화와 원화 모두 절상 추세가 서로 비슷한 점에 비추어 엔화 절하에 대해 유로지역이 더 크게 문제 제기를 해야 할 상황이라고 생각된다고 지적하는 한편, 국내에서도 엔저에 대해 금리정책적 대응을 요구하는 측과 냉정한 자세로 산업 경쟁력을 강화하는 계기로 삼아야 한다는 주장이 맞서면서 논란이 되고 있는 상황이라는 의견을 개진하였음.

한편, 동 위원은 2000년 이후 엔화의 추세를 살펴보면 지금까지 두 번의 강세기와 세 번의 약세기가 있었으며, 최근의 세 번째 약세기는 2000년 초 일본 정책당국이 경기 침체에서 벗어나기 위해 의도적으로 엔화 약세를 유도했던 때와 비슷하다고 설명하였음. 이어서, 동 위원은 흥미롭게도 우리의 수출증가율이 엔화 약세기에 오히려 더 높았다고 지적하면서, 이의 원인으로 동 시기에 중국과 아세안 등 신흥시장국으로의 수출비중이 확대된 점, 국내 기업의 해외생산이 확대된 점, 국내 기업들의 비가격 경쟁력이 강화된 점, 세계경제가 성장 추세에 있었던 점, 일본으로부터의 자본재 도입단가가 하락해 기계류를 중심으로 수출경쟁력이 제고된 점, 그리고 외국인 자금 유입 등으로 자산가격이 상승하고 내수가 자극되어 성장이 확대된 점 등 여러 요인이 거론되고 있다고 설명하였음.

그러나 동 위원은 최근 엔화 약세의 영향에 대해 과거의 경험을 토대로 낙관적으로 판단하는 것에는 조심할 필요가 있다고 지적한 후, 지금은 세계경제가 장

기간 저성장 기조를 이어갈 가능성이 높고, 이에 따라 세계의 수입수요 자체가 위축되어 있기 때문에, 수출시장에서의 한·일 간 경합 상황이 과거와 달리 제로섬 게임의 양상을 보이면서 제품의 가격경쟁력이 수출 증감에 결정적 영향을 미치는 요소로 작용할 수 있다고 언급하였음. 특히, 동 위원은 원/엔 환율 문제와 관련하여 단기적인 환율의 등락뿐 아니라 기저의 근본적인 문제에 대해 정부 측과 심층적인 논의를 하면서 대응해 나갈 것을 당부하였음.

다른 일부 위원은 최근 외환수급 상황을 보면 민간부문을 중심으로 거주자의 해외증권투자가 크게 늘어나고 있는데 이러한 추세의 지속 가능성과 외환시장에 미치는 영향에 대해 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 최근 거주자의 해외증권투자 확대는 저금리 기조의 지속과 금융종합과세 기준의 하향 조정 등으로 증권사들이 절세형의 신흥시장국 채권투자에 대한 마케팅을 적극 실시한 데 기인한 측면이 있으며, 다만 투자 관련 환해지로 외환시장에 직접적인 영향은 크지 않은 상황이라고 답변하였음.

또 다른 일부 위원은 북핵문제에 대한 불확실성, 환차익 기대 등으로 외국인의 투자자금 유출입이 빈번해지면서 환율의 변동성이 확대되고 있다고 지적한 후, 실물부문이 부진한 상황에서 이러한 환율의 변동성 확대가 경제에 좋지 않은 영향을 줄 수 있으므로 변동성을 완화하기 위한 방안을 강구할 필요가 있다는 의견을 개진하였음.

이와 관련하여 다른 일부 위원은 환율의 변동성 확대가 북핵문제, 외환부문 거시건전성 조치의 강화 논의 중 어떤 요인에 주로 영향 받았는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 그동안 하락 추세를 보이던 원/달러 환율이 국제금융시장의 불안 등으로 좁은 범위에서 등락하다가 북핵문제 등 지정학적 위험과 경제외적 요인에 따른 엔화 약세 등이 복합적으로 겹치면서 변동성이 확대되었다고 답변하였음.

일부 위원은 환율 변동성과 관련하여 먼저 두 가지 해외 연구사례 - 헤리코드와 폰체(Héricourt & Poncet, 2012)가 중국기업을 대상으로 조사 분석한 바에 따르면 신용열위기업의 경우 2%포인트 실질환율 변동성이 수출가격과 수출품의 종류를 각각 3% 및 0.85% 하락시키는 결과를 초래하게 되고, 또한 에시옹 등(Aghion et al., 2009)의 연구 결과 금융산업의 발전이 미흡한 상태에서 환율의 변동성이 확대되면 수출기업이 환리스크 헤지를 못해 악영향이 심화됨 - 를 소개한 데 이어, 정책당국이 환율 변동성의 완화 노력을 지속하는 한편 KIKO 사태 이

후 수출 기업들의 환위험 관리가 많이 약화된 측면이 있고 앞으로 국제금융시장의 여건상 환율 변동성이 커질 위험이 있으므로 수출 기업들의 환위험 관리 실태를 심층적으로 조사하여 정책적 시사점을 도출해 볼 필요가 있다는 견해를 표명하였음.

또한, 동 위원은 외부충격으로 자본이 일시에 과도하게 유출되면서 자산가치가 하락하는 경우와 같이 금융적인 외부효과(pecuniary externality)가 발생하는 상황에서는 자본통제(capital control)가 사전적인 거시건전성 정책수단으로서 해당국의 후생 증대에 도움이 된다는 IMF의 연구결과(Korinek, 2011)를 소개한 후, 해외 자본거래와 관련하여 유량(flow)에 대한 규제 외에 국가 전체의 위험도를 축소한다는 측면에서 일정규모 이상 대외채무와 같은 저량(stock)에 대해 규제하는 방안도 검토해 볼 수 있다는 의견을 나타내었음.

한편, 동 위원은 최근 정부에서 고려중인 외화자금 유출입에 대한 규제는 환율 변동 완화, 급격한 자본 유출입에 따른 외환·자본시장의 교란 방지, 선진국의 통화정책 기조 전환(exit strategy)에 따른 혼란 방지 등을 다각도로 고려하고 있겠지만, 수시 규제와 과도한 규제는 시장을 위축시키고 제도 도입시 변동성을 증폭시키는 부작용을 초래할 수도 있으므로 관련 규제조치를 실시할 때는 다른 정책과 연계하여 신중하고 전략적인 접근방법을 취할 필요가 있다는 의견을 표명하였음.

아울러, 동 위원은 통화정책의 파급경로 중 하나인 환율경로의 유효성을 제고하는 측면에서 유위험금리평가이론(UIP) 등을 활용하여 최근 우리나라의 실질금리 변화가 환율에 유의한 영향을 주는지 분석해 볼 필요가 있다고 지적하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 우리나라의 경우도 다른 나라와 마찬가지로 실질금리의 평가(parity)는 장기적인 시계에서는 성립하지만 단기적인 시계에서는 환율 변동과 자본유출입 간 연동관계의 불확실 등으로 잘 성립하지 않은 경우가 많다고 설명하는 한편, 추가적으로 분석을 해 나가겠다고 답변하였음.

다른 일부 위원은 최근 엔화의 약세는 일본의 양적완화정책 외에 일본 기업들과 금융기관들이 종전부터 아시아에 대한 투자를 늘리고 있는 현상과도 연관되어 있다고 언급하면서, 최근 중국과의 스왑자금을 활용하여 무역 거래시 위안화 결제를 확대한 사례를 참고하여 좀 더 장기적인 시각에서 일본과도 엔화 표시 수출입 거래를 활성화하여 환율 변동에 따른 충격을 완화할 필요가 있다는 의견을 표명하였음.

「금융시장 동향」과 관련하여 일부 위원은 신용협동기구의 수신이 계속 증가 추세를 보이면서 전체 금융기관에서 차지하는 수신 비중이 상승하였다고 지적한 후, 이들 기관들이 자금 운용에 어려움을 겪을 수 있으므로 면밀하게 모니터링 하여 특이사항이 발생할 경우 보고해 줄 것을 요청하였음.

다른 일부 위원은 가계대출이 지난해 말 크게 증가하였다가 1월에는 감소로 전환되었는데 향후 전망은 어떤지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 지난해 말 종료된 취득세 감면조치가 연장되더라도 주택거래가 크게 늘어날 가능성이 높지 않으므로 가계대출이 작년 말과 같이 큰 폭 증가하지는 않을 것으로 예상된다고 답변하였음.

또한, 동 위원은 최근 장단기 금리의 역전 현상이 재현된 배경과 우리나라 외에 어떤 국가들이 이러한 역전 현상을 겪고 있는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 장단기 금리 역전은 지난해에는 선진국 금리의 하락과 함께 국내금리가 동반 하락하면서 발생했던 데 반해, 최근에는 선진국 금리가 상승하는 가운데 엔화 약세에 대한 우려와 성장률이 세계평균을 하회하면서 국내 경제의 저성장 장기화에 대한 우려가 부각된 점이 그 배경으로 작용하고 있다고 답변하였음.

또 다른 일부 위원은 저금리의 지속으로 자금이 비은행 금융기관 쪽으로 쏠리면서 자금운용에 애로가 발생하고 자금순환이 원활하지 않은 문제점이 제기되고 있는데 그 현황과 대응방안에 대해 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 저금리와 금융종합과세 기준 변경 등으로 일부 자금흐름의 변화가 있는 것은 사실이지만 금융기관의 자금운용 측면에서 보면 기업대출이 크게 위축되지 않고 있고 직접금융시장을 통한 자금조달비용도 지난해에 비해 하락하는 모습을 보이고 있어 전체적으로는 돈이 돌지 않거나 수요에 비해 공급이 부족한 상황은 아니지만, 신용차별화 등으로 취약업종, 저신용등급 기업의 자금사정에 일부 애로가 있는 것으로 파악된다고 답변하였음.

일부 위원은 저금리와 경기침체에 더해서 거시건전성 규제 등 제도요인이 가세하면서 금융권 간, 금융상품 간 및 신용등급 간에 자금쏠림 현상이 반복될 우려가 있고 이러한 쏠림현상이 시스템적 리스크로 이어지지 않도록 거시건전성 조치와 개별 금융기관에 대한 미시건전성 조치를 조화롭게 운용할 필요가 있다는

의견을 표명하였음. 이어서, 동 위원은 금융권의 자금 쓸림현상이 심화되면 금융의 중개기능이 약화될 우려가 있으므로 은행과 자본시장의 양자 균형 발전, 자금차입자의 자금조달 편의 증진 및 금융기관의 수익성 제고 사이에 최적의 조합을 모색해 나가야 할 것이라는 견해를 밝혔음.

또한, 동 위원은 채권프리미엄(bond premium)의 증가는 금융부문의 효과적인 위험수용능력(risk-bearing capacity)의 위축을 초래하여 신용공급을 축소시킬 수 있다는 학계의 연구결과(Gilchrist & Zakrajšek, 2011)를 소개한 후, 신용차별화가 기업들에게 외부 차입비용을 증가시키고 이것이 생산에 영향을 미침으로써 새로운 경기사이클(business cycle)을 발생시킬 가능성이 있으므로 이에 대한 대응방안을 검토해 볼 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

한편, 동 위원은 현재 기업자금사정은 무난한 것으로 평가되지만 2011~12년과 비교하면 여전히 개선 여지가 있으므로 최근의 민간신용 수준을 평가해 보고 기업 대출 확대 및 자금사정 개선을 위한 방안을 검토해 볼 필요가 있다는 견해를 밝혔음. 특히 동 위원은 평상시에는 심리지수(confidence indicators)가 경제변수 예측에 크게 기여하지 못하지만 불확실성이 증대되는 상황에서는 경제심리 악화가 경기회복에 제약요인이 될 수 있다는 심리지수의 비선형성(non-linearity)과 관련한 ECB의 분석 자료(2013년 1월)를 소개한 후, 우리 금융·경제도 신뢰를 회복하고 낙관적인 분위기가 형성되도록 노력할 필요가 있다고 첨언하였음.

다른 일부 위원은 금리정책이 장단기 금리, 여수신 금리 등 다양한 금리에 영향을 미쳐서 실물경제에 영향을 주게 되는데, 기준금리 변경 이후 정책의 파급경로와 효과를 판단하기 위한 중간목표 성격의 금리지표가 불명확하므로 보완이 필요한 것으로 생각된다는 견해를 표명하였음. 이어서 동 위원은 금리나 대출이 경기와 순응성을 보이는 문제, 정책 시차로 효과가 나타나지 않는 문제 등을 평가하기 위해서는 표본조사 등을 활용하여 소득, 신용등급, 직업 등 차주별 특성에 대한 미시적인 분석이 충분히 이루어질 필요가 있다고 주장하였음.

이와 관련, 또 다른 일부 위원은 표본조사(sampling)를 실시할 때에는 가계 및 기업의 특성 파악뿐만 아니라 은행들이 경기 상황에 따라 어떤 영업행태를 보이는지 함께 조사해 볼 필요가 있다고 덧붙였다.

이상과 같은 의견교환을 바탕으로 「통화정책 방향」에 관해 다음과 같은 토론이 있었음.

먼저, 일부 위원은 터키 중앙은행이 지난해 12월 정책금리를 내린데 이어 금년 1월에는 기준율을 인상하면서 일종의 정책조합(policy mix)을 시도한 것으로 생각되는데 이에 대한 평가가 어떤지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 터키는 과거에도 이와 같은 정책조합을 실시한 적이 있는데, 금리인하는 해외자본의 유입을 억제하기 위한 것이고 기준율 인상은 국내신용의 팽창을 막기 위한 것이지만, 일부에서는 전자는 어느 정도 효과를 보았으나 후자는 기대만큼 성공하지 못한 것으로 평가하고 있다고 답변하였음.

또한, 동 위원은 신정부가 추진하고 있는 가계부채 대응정책과 관련하여 다음과 같은 점에 유의하여 대비할 것을 당부하였음. 먼저 정책의 방향성과 관련하여 동 정책이 사회복지정책인지 금융·경제정책인지 그 기본입장을 명확히 해야 하며, 만일 금융·경제정책의 영역이라면 가급적 금융중개기능과 시장원리에 충실하고 경제주체의 도덕적 해이를 방지하는 한편 재정과 중앙은행의 부담을 최소화하는 원칙하에 설계되어야 할 것임.

이어서 동 위원은 신용등급에 따른 원칙의 사례를 다음과 같이 제시하였음. 시장원리가 작동될 수 있는 4~6등급 차입자에 대해서는 직접적인 자금지원 대신 금융기관을 통한 채무재조정을 추진하되 정부는 금융기관을 지원하는 방식이 바람직하고, 이들에 대한 원금 감면은 연체를 조장하고 도덕적 해이를 초래할 수 있으므로 가급적 최소화해야 함. 아울러, 지원자금 조성 측면에서도 은행들이 이들에 대한 대출채권을 기초자산으로 하여 채권을 발행하되 동 채권을 선순위, 메자닌, 후순위 등의 3개 트란슈(tranche)로 나누어 시장에서 발행하도록 함으로써 재정부담을 최소화하는 방안을 검토할 수 있을 것임. 다만, 시장원리의 작동이 사실상 어려운 7등급 이하 금융 소외계층에 대해서는 복지정책 차원에서 정부지원 대책이 마련되어야 함.

다른 일부 위원은 주요 선진국의 양적완화와 세계적인 저금리 하에서 각국의 경제성장률과 소비자물가 상승률 전망을 비교해 보면 대만, 이스라엘, 캐나다, 호주 등이 우리나라와 비슷한 경제환경을 가진 것으로 생각된다고 지적한 후, 이들 나라에 비해 우리나라의 정책금리 수준이 다소 높은 이유를 분석해 볼 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

이에 대해 관련부서에서는 각국의 정책금리는 경제여건 외에 중앙은행 제도, 정책목표의 중요도, 중앙은행의 반응함수 등에 따라 다르게 결정되므로 일률적인 기준에 의해 정책금리 수준을 비교하기는 어렵다고 답변한 후, 일례로 위원이 거

론한 국가들은 금융위기 전에도 정책금리를 우리나라보다 낮은 수준에서 운용하였었다고 설명하였음. 또한, 관련 부총재보는 통화정책 운용에 있어 국제 상황은 매우 중요한 변수이며, 특히 우리나라와의 금융 및 실물 거래 관계를 감안할 때 미국, 중국, 일본, 유로지역은 물론 동남아 국가의 경제상황도 중요한 고려요인이 되어야 할 것으로 본다고 첨언하였음.

또한, 동 위원은 미국, 일본 등 주요국의 추가 양적완화가 금융시장에 미치는 영향과 실물경제에 미치는 효과는 물론 우리나라를 포함한 신흥시장국의 정책대응방안에 대해서도 심도 있는 분석을 해 볼 필요가 있다고 지적하였으며,

이에 대해 관련부서에는 선진국의 양적완화정책이 국제금융시장 불안 완화, 세계경기 회복 촉진 등 긍정적인 효과를 가져올 수 있는 반면 신흥시장국 수출 감소 등 부작용도 초래할 가능성이 있으므로 이에 대한 종합적인 연구를 경제전망이나 시나리오 분석 등을 통해 계속해 나가겠다고 답변하였음.

또 다른 일부 위원은 그동안 논의되어 왔던 선진국 양적완화정책의 파장보다는 향후 발생할 수 있는 정책기조 전환 시의 파장에 더 유의하여 통화정책과 거시건전성 정책의 조화로운 조합을 사전에 준비할 필요가 있다고 지적하였음. 아울러, 동 위원은 이 과정에서 경제주체들의 환위험 관리능력을 향상시키는 노력을 통해 정책비용을 축소하고 민간부문의 저축률 제고를 통해 국내 경제의 면역력을 높여나갈 수 있는 방안을 강구해야 할 것이라고 주장하였음.

한편, 동 위원은 최근 BIS(BIS CGFS, 2012년 12월)가 거시경제상황과 금융사이클을 활용하여 작성한 거시건전성 정책수단(MPIs; Macroprudential Policy Instruments)의 활용방안에 대한 5가지 시나리오 - 시나리오 1(거시경제 양호, 금융사이클 붐), 시나리오 2(거시경제 취약, 금융사이클 붐), 시나리오 3(거시경제 취약, 금융사이클 위기), 시나리오 4(거시경제 양호, 금융사이클 위기 없는 버스트), 시나리오 5(거시경제 취약, 금융사이클 위기 없는 버스트) - 를 소개한 후, 현재 우리나라가 동 분석틀에 따라 시나리오 5에 해당되는 상태라고 가정한다면 완전적인 거시건전성 정책을 실시할 필요가 있게 된다고 설명하였음. 이어서, 동 위원은 BIS의 동 시나리오 분석방법이 다소 단순화된 측면이 있지만 우리 경제의 흐름을 파악하고 당행이 경기상황과 금융사이클을 감안해서 통화정책의 적정 시점을 찾는 데 참고기준으로 활용할 수 있을 것으로 생각된다는 견해를 밝혔음.

아울러, 동 위원은 주요국의 통화정책 여건을 살펴보면 선진국 및 신흥시장국

모두 인플레이션이 안정될 것으로 예상되는 가운데 경제성장에 더 큰 비중을 두는 분위기인 것으로 생각된다고 설명한 후, 국별로 자산시장의 성격, 물가에 대한 반응도 등이 각각 다른 상황에서 통화정책 운용의 국제적 협력(global cooperation)을 어느 정도까지 고려해야 하는지는 매우 어려운 문제가 될 수 있다고 지적하였음.

일부 위원은 미 연준과 일본은행의 GDP 대비 양적완화 비율 추이를 보면 2010년에 상당한 차이를 보이던 동 비율이 2012년 이후에는 일본은행의 비율이 연준의 비율을 추월하면서 엔화도 약세를 보이는 모습을 보이고 있다고 분석하고, 연준의 출구전략 시행 및 일본은행의 추가 양적완화, 엔 캐리 트레이드의 재개와 일본 금융기관의 해외투자 등은 엔화의 약세 요인으로 작용할 가능성이 있다고 지적하였음.

다른 일부 위원은 국제금융시장의 엔저 현상을 바라봄에 있어 엔화 약세가 일본만의 정책에 따른 결과는 아니므로 G4를 중심으로 한 주요 선진국의 정책을 모두 이해하는 것이 중요하다는 견해를 밝혔음. 이어서, 동 위원은 환율문제는 실물부문과 자본시장, 정책적 측면과 제도적 측면 등 보는 시각에 따라 설명이 달라질 수 있는 매우 복잡한 문제이므로 균형 잡힌 시각에서 엔저가 국내 경제에 미치는 영향을 종합적으로 분석할 필요가 있음을 언급하였음.

#### (4) 정부측 열석자 발언

기준금리 결정에 앞서 의장은 정부측 열석자인 기획재정부 차관에게 발언권을 부여하였으며, 이에 차관은 최근 경제상황, 물가, 고용 및 대외거래 동향에 대한 정부의 입장과 대책을 다음과 같이 설명한 후 퇴석하였음.

최근 우리 경제는 물가 안정세가 지속되는 가운데, 생산·투자·수출 등 주요 실물지표가 개선되었으나 고용 증가세가 둔화되고 소비는 다소 부진한 모습임. 대외적으로는 미 재정지출 자동 삭감 협상·유럽경제 회복 지연 등으로, 또 대내적으로는 소비 부진·환율 변동·투자 개선세 지속여부 등으로 경제여건의 불확실성이 상존해 있는 상황임. 정부는 대내외 경제동향을 면밀히 점검하면서 금융·외환시장 등에 대한 모니터링을 강화하고 경제활력 제고를 위한 정책대응 노력을 지속해 나갈 계획임. 아울러 생활물가 안정과 일자리 창출 등 서민생활의 안정에 주력하면서 경제체질 개선을 위한 정책노력도 지속해 나가겠음.



물가 상황을 보면, 1월의 소비자물가는 전년동월비 1.5%, 전월비로는 0.5% 상승해서 상승률이 3개월 연속 1%대의 안정세를 유지하고 있음. 생활물가와 근원물가도 상승률이 각각 0.8%, 1.2%로 안정적인 모습임. 폭설과 한파로 농산물 가격이 상승했지만 석유류 가격이 하락하면서 상승폭이 둔화되어 1%대의 안정세를 유지한 것으로 분석됨. 향후 물가는 당분간 안정세를 지속할 전망이지만 동절기 농산물 수급 불안이라든지 가공식품·서비스요금 상승, 국내외 유가상승 압력 등의 불안요인도 상존해 있음. 정부는 그간의 물가안정세가 올해도 지속될 수 있도록 불안요인에 대한 선제적 대응, 구조개선 노력 등을 강화해 나갈 계획임. 농산물 계약재배나 비축 등을 통해서 수급안정을 도모하고 가공식품·서비스요금·공공요금 등은 원가분석 등을 토대로 안정적으로 관리해 나가겠음. 농축산물의 유통구조 개선, 석유시장 경쟁 촉진, 그리고 정보 공개 등의 선진형 물가시스템 구축을 위한 구조개선 과제도 차질 없이 추진해 나가겠음.

수출입과 경상수지 동향을 보면, 1월 수출은 460.9억달러로 전년동월비 11.8% 증가하였는데, 조업일수 증가 등으로 11개월 만에 두 자릿수 수출증가율을 시현하였음. 선박을 제외한 휴대폰·반도체·LCD 등 IT 품목과 석유제품, 자동차 등의 주력품목들이 대부분 호조를 보이면서 수출 증가를 주도하였음. 지역별로는 대중국 수출이 5개월 연속 증가세를 지속하고, 대아세안, 대미국 수출은 호조를 보였지만 대EU 수출은 소폭 감소하였음. 1월 수입은 452.1억달러로 전년동월비 3.9% 증가하였음. 1월 무역수지와 지난해 12월 경상수지는 각각 8.7억달러 및 22.5억달러의 흑자를 기록하였음.

마지막으로 최근 발표된 고용 동향을 보면, 1월 취업자수는 전년동월비 32.2만명 증가하였음. 지난달 취업자 증가를 제약했던 강수나 한파 등의 일시적 요인이 해소되면서 취업자 증가폭이 30만명대로 다시 회복되었음. 계절조정 전월비도 4개월 만에 증가세로 전환되었음. 부문별로는 건설업과 일부 서비스업에서 취업자가 감소했지만, 제조업과 상용직 중심의 취업자 증가세가 이어지는 모습을 보이고 있음. 하지만, 최근 취업자 증가폭이 추세적으로 둔화되고 있어 향후 고용동향에 대한 모니터링을 강화할 필요가 있겠음. 특히, 주 취업 연령대인 20대와 자영업자 등 취약계층을 중심으로 고용여건이 빠르게 둔화되고 있음. 전체적으로 보면 향후에도 현 수준의 고용 증가세가 이어질 것으로 예상되지만, 지난해 양호했던 데 따른 기저효과, 신규채용 감소 등이 취업자 증가를 제약할 가능성이 있음. 정부는 어렵지만 내수 진작과 서민생활 안정을 위해서 양질의 일자리 창출을 위한 정책노력을 지속해 나갈 계획임.

#### (5) 한국은행 기준금리 결정에 관한 위원별 의견 개진

이상과 같은 토론에 이어 한국은행 기준금리 결정에 관한 위원별 의견 개진이 있었음.

일부 위원은 다음과 같은 점을 종합적으로 고려하여 이번 달은 기준금리를 현 수준 2.75%에서 유지하고 해외 위험요인 및 지정학적 위험의 전개와 국내외 금융·경제상황의 변화를 좀 더 지켜보는 것이 좋겠다는 의견을 개진하였음.

지난 1월 금통위 이후 국내외 경제여건을 보면 다소 변화가 있었지만 향후 경제상황에 대한 판단에 큰 영향을 주지는 않았다고 할 수 있음. 먼저, 세계경제는 주요국의 정책대응 효과가 나타나면서 완만한 회복세를 보이고 있음. 미국에서는 고용 및 주택시장이 꾸준히 개선되고 제조업생산과 소비가 늘어나는 등 완만한 경기회복세를 유지하고 있으며 중국에서도 수출, 생산, 소비 등 주요 경제지표의 개선추세가 이어지고 있음. 유로지역에서는 경제활동이 계속 부진하나 심리지표는 다소 개선되는 모습임. 앞으로도 세계경제는 이러한 추세를 이어갈 것으로 예상됨. 다만, 미국의 경우 재정감축 및 정부 부채한도 증액 등과 관련한 불확실성이 상존하고 있으며 유로지역도 스페인과 이탈리아의 정치적 불확실성 등이 세계경제 성장의 하방위험으로 잠재해 있는 상황임.

국제금융시장은 세계경제 상황 개선과 선진국 양적완화정책 확대 등에 힘입어 양호한 흐름을 지속하고 있음. 글로벌 주가와 금리가 상승하고 VIX 등 변동성 지표도 글로벌 금융위기 이후 최저 수준으로 낮아졌으며 신흥시장국으로의 투자자금 유입이 확대되었음. 특히 유동성 사정이 개선된 유로지역 은행들은 1차 LTRO를 통해 지원받은 자금을 조기상환하기도 하였음. 한편, 일본 엔화는 적극적인 통화완화정책 실시 기대 등으로 주요국 통화대비 큰 폭의 약세를 지속하였음.

국내 금융시장은 국제금융시장에서의 가격변수 및 투자자금 흐름과 달리 엔화 약세의 영향이 상대적으로 크게 부각되면서 외국인 투자자금이 유출되는 가운데 주가가 하락하고 환율이 상승하는 모습을 보였음. 회사채시장은 비우량기업에 대한 신용위험 경계감이 지속되고 있으나 작년 하반기 두 차례에 걸친 기준금리 인하의 영향 등으로 시중금리가 크게 낮은 수준을 유지하는 가운데 전반적인 유동성사정은 비교적 원활한 것으로 판단됨. 한편, 지난 12일 북한이 제3차 핵실험을 강행하였으나 당장은 금융시장에 미치는 영향이 제한적인 것으로 나타났음. 그러나 향후 국제사회의 대응과 북한의 반응에 따라 우리 경제의 리스크 요인으로 작용할 가능성을 배제하기 어려운 만큼 관련 동향을 면밀히 모니터링하고 시

장불안심리 확산을 미연에 차단해 나가야 할 것임.

다음으로 국내 실물경제를 보면 세계경제 상황 개선과 국내외 금융시장 안정을 바탕으로 국내 경제주체의 심리지표가 호전되고 있으나 최근 발표된 주요 실물경제지표를 점검해 보면 여전히 성장세는 미약한 수준을 지속하고 있음. 주요 지표가 월별로 개선과 악화를 반복하는 가운데 수출이 증가하고 투자부진이 완화되었으나 소비는 감소하는 모습을 보였음. 앞으로 국내경기는 세계경제 회복에 따라 개선될 것으로 보이지만 그 속도는 더딜 것으로 예상됨. 대외적으로는 유로지역 경제가 아직은 부진하고 일본의 확장적 경제정책의 파급 영향이 불확실성 요인으로 작용할 수 있는 데다 우리 경제 내부의 성장모멘텀도 약화되어 있는 상황이기 때문임. 물가는 한파 등의 영향으로 농산물가격이 높은 오름세를 지속하고 전기료와 일부 공공요금이 인상되었으나 국내 석유류가격 안정 등에 힘입어 1월 중에도 소비자물가가 1%대의 낮은 상승률을 유지하고 있음. 앞으로 물가상승률은 국제유가 상승, 농산물의 수급 불균형 우려 등에도 불구하고 수요압력 완화 등으로 당분간 낮은 수준에 머물 것으로 예상됨.

이와 같은 상황을 종합해 보면, 물가가 안정된 가운데 성장세는 여전히 미약한 수준을 보이고 있음. 앞으로도 성장속도가 더더 우리 경제가 장기추세 수준으로 복귀하기까지는 상당한 시일이 소요될 것으로 예상되며 성장경로의 불확실성 요인도 남아 있다고 생각함. 그러나 세계경제가 조금씩 나아지고 있고 이에 힘입어 우리 경제도 미약하나마 개선되는 방향으로 움직이고 있는 만큼 국내외 경기 흐름을 좀 더 지켜볼 필요가 있다고 생각함. 따라서 이번 달은 기준금리를 현 수준 2.75%에서 유지하고 해외 위험요인 및 지정학적 위험의 전개와 국내외 금융·경제상황의 변화를 좀 더 지켜보는 것이 좋겠다고 생각함.

다른 일부 위원은 국내 실물경제의 기초적인 흐름에 큰 변화가 없는 가운데 새로이 부각된 대내외 불안요인의 추이를 좀 더 지켜볼 필요성이 큰 점을 감안하여 이번 달 기준금리는 현 수준 2.75%를 유지해야 한다는 의견을 개진하였음.

우선 지난 한 달 동안의 대외 경제여건 변화를 살펴보면 세계경제는 유로지역의 경기부진이 더 이상 악화되지 않는 가운데 미국 및 중국을 중심으로 한 신흥국 경기가 꾸준한 회복세를 보여 글로벌 경기회복에 대한 기대가 다소 커졌음. 국제금융시장은 일부 유럽국가의 정치적 불안과 미국의 재정관련 불확실성이 남아있지만 주요국의 양적완화정책 확대 등의 영향으로 대체로 양호한 흐름을 이어가고 있음. 다만, 글로벌 포트폴리오 자금의 국제이동 증대, 일본의 공격적인 엔화 약세 정책 추진, 한반도의 지정학적 위험 고조 등은 향후 우리나라의 실물경

제 회복과 금융시장 안정에 부정적인 영향을 미칠 것으로 우려됨.

다음으로 국내 실물경제 상황을 점검해 보면, 우리 경제는 계절적 요인과 특이요인 등으로 인해 지난해 12월과 금년 1월 실물지표의 움직임이 엇갈리는 모습을 보였으나 구조적인 경기흐름은 지난달에 전망했던 성장경로를 유지하고 있는 것으로 판단됨. 향후 국내경기는 세계경기의 회복세, 소비와 투자의 심리지표 개선, 일방적인 원화 강세 기대 약화 등에 힘입어 하방리스크가 축소될 여지가 있으나 이들 요인들이 실물경제에 파급되는 과정은 좀 더 지켜볼 필요가 있음. 물가상승률의 경우 당분간 물가안정목표의 하한을 하회하는 낮은 수준을 유지하겠으나 최근 불안한 모습을 보이고 있는 국제유가와 곡물가격이 잠재적인 물가불안 요인으로 작용할 가능성이 높다는 점에는 항상 유념하여야 하겠음. 아울러 일반인의 물가 기대심리를 보다 정확하게 파악하기 위하여 최근 조사방법을 개편한 기대인플레이션율에 대해서는 의미 있는 변화가 있는지 계속 예의주시할 필요가 있음.

마지막으로, 국내 외환 및 금융시장 여건을 살펴보면 외국인 투자자금과 국내 주가 및 금리가 국제금융시장의 전반적인 동향과 상이한 움직임을 보이고 있고 그동안 안정적인 모습을 보이던 환율 변동성도 크게 확대되었음. 또한, 금리에 대한 민감도가 높아지면서 비은행권의 일부 금융기관으로 자금 쏠림현상이 심화되고 시중자금의 흐름도 일부 원활하지 못한 모습을 보이고 있음. 따라서 앞으로 경제주체들의 안정적인 경제활동과 국내경기의 회복세를 지원하기 위해서는 환율 등 가격지표의 변동성을 축소시키고 시중자금의 원활한 흐름을 유도하는 정책적 노력을 더욱 강화해야 하겠음.

이와 같이 국내 실물경제의 구조적인 흐름에 큰 변화가 없는 가운데 새로이 부각된 대내외 불안요인의 추이를 좀 더 지켜볼 필요성이 큰 점을 감안하여 이번 달 기준금리는 현 수준 2.75%를 유지해야 한다고 생각함.

또 다른 일부 위원은 국내외 경제상황을 종합적으로 고려해 볼 때 이번 달의 기준금리는 현 수준인 2.75%를 유지하면서 향후 대내외 여건변화 및 경기회복 속도를 면밀히 주시하는 것이 바람직하다고 판단된다는 의견을 밝혔음.

우선 세계경제 상황을 보면 완만한 회복세가 지속되고 있는 것으로 판단됨. 미국은 고용 및 주택시장이 꾸준히 개선되는 가운데 소비·투자 및 내수를 중심으로 회복세를 유지하고 있으며, 중국은 생산과 소비의 증가세가 확대되고 투자도 높은 신장세를 보이며 뚜렷이 개선되는 흐름을 보이고 있음. 유로지역의 경우 부진이 이어지고 있으나 심리지표가 소폭 개선되는 가운데 제조업생산 감소폭이 줄

어들과 있으며, 일본은 수출이 확대되면서 경기둔화세가 완화되는 모습임. 향후 세계경제는 유로지역 및 미국의 재정관련 리스크가 일부 남아있으나 주요국의 적극적인 정책대응 등에 힘입어 완만한 회복세를 지속할 것으로 예상됨.

국내경제를 살펴보면 수출이 호조를 보이는 가운데 소비·투자 등 내수지표들이 월별로 증감을 반복하면서 더딘 회복속도를 보이고 있음. 경기동행지수 및 경기선행지수의 순환변동치가 모두 상승세를 나타내고 주요 심리지표들이 호전되는 모습을 보이고 있어 추세적으로는 지난 4/4분기 이후의 개선흐름이 이어지고 있는 것으로 판단됨. 앞으로도 국내경제는 소비 및 투자심리가 호전되는 가운데 글로벌 경기개선 등에 힘입어 완만하나마 회복세를 보일 것으로 예상됨. 한편 1월 중 소비자물가 상승률은 농산물가격 불안에도 불구하고 국내 석유류가격 안정 등에 힘입어 1% 중반의 낮은 수준을 유지하였음. 향후 소비자물가 상승률은 농산물 가격 및 국제유가 상승, 무상보육·급식의 기저효과 소멸 등으로 높아지겠으나 상당기간 2% 이내의 안정적인 수준을 보일 것으로 예상됨.

국제금융시장에서는 유로지역 금융시장 불안 진정, 미국, 중국 등 주요국 경제지표 개선 등으로 위험자산 선호가 강화되면서 글로벌 주가 및 금리가 상승한 반면, 국내금융시장에서는 엔화 약세에 따른 기업실적 악화 우려, 외국인 증권투자자금 순유출 등으로 주가와 금리가 하락하였음. 원/달러 환율은 변동성이 확대되는 가운데 상승·전환하였음.

이러한 국내 경제 상황을 종합적으로 고려해 볼 때 2013년 2월의 기준금리는 현 수준인 2.75%를 유지하면서 향후 대내외 여건변화 및 경기회복 속도를 면밀히 주시하는 것이 바람직하다고 판단됨.

한편, 통화정책의 효과성을 높이기 위해 정책수단의 파급경로와 파급효과를 점검하고 개선방안을 강구해 둘 필요가 있겠음. 특히 금리정책의 주된 전달경로인 금융기관 대출과 관련하여 경기대응 목적의 기준금리 변경이 대출금리 및 대출규모에 미치는 파급효과에 대해 보다 세밀한 모니터링 및 분석이 필요하다고 생각함. 글로벌 금융위기 이후 저성장기조가 계속되면서 위기 이전의 데이터에 기반을 둔 시계열 분석의 설명력과 효용성이 약화되고 있는 것으로 보임. 신용등급, 소득, 직업 등 차주별 특성에 따른 데이터베이스 축적을 강화하고 미시적 데이터를 이용한 분석을 통해 금융기관의 가산금리 설정이나 대출행태에 대한 정책효과를 새롭게 점검하는 한편, 금리정책의 경기대응성을 제고하기 위한 개선방안도 계속 모색하여야 하겠음.

또한 최근 확대되고 있는 환율변동성과 관련하여 외환·금융시장 및 기업 경제활동의 안정성을 위해서는 환율변동성이 지나치게 확대되지 않도록 유의하는 동시에 이를 완충할 수 있는 제도를 마련할 필요가 있다고 판단됨. 중장기적으로는

중국과 통화스왑 자금을 한·중 무역결제에 활용하고 있는 것과 같이 양자 간 정책협력은 물론, G20 협의를 통한 다자간 정책공조 등 여러 형태의 국제적 정책수단도 적극 개발하고 활용하여 대응할 필요가 있다고 생각함.

일부 위원은 지난 통화정책방향 결정 이후 국내외 금융·경제 상황의 변화를 종합적으로 고려한 결과 다음 통화정책방향 결정 시까지 기준금리를 2.75%로 현 수준에서 유지하는 것이 바람직할 것으로 판단된다는 견해를 표명하였음.

중기적 시계에서 물가안정 기조를 확고하게 유지하기 위해 통화정책은 글로벌 협력(global cooperation)을 고려하되 신중하게 전략적으로 접근할 필요가 있으며, 국내외 위험요인이 금융·경제에 미치는 부정적인 효과를 최소화하기 위해 거시건전성정책과 미시건전성정책을 조화롭게 운용하여야 할 것임.

미국은 주택시장 및 고용사정 개선 등에 힘입어 완만한 회복세를 지속하였고 중국도 수출확대 등의 영향으로 증가세를 보이고 있지만 유럽지역은 생산 및 소비 감소 등 경제활동이 부진한 모습임. 앞으로 세계경제는 미국, 일본 등 주요 선진국의 완화적 정책대응에 따른 금융시장 안정 등에 힘입어 미약한 회복세를 이어가겠지만 유로지역의 재정위기, 미국의 재정 감축관련 불확실성 등 성장의 하방위험은 상존하고 있음.

국내경제는 수출이 영업일수 증가 등의 영향으로 확대되었지만 소비 부진, 투자 회복이 엇갈리면서 내수가 미약한 개선세를 보이며 횡보하는 모습임. 앞으로 수출이 일부 업종을 중심으로 원화가치 변동성 확대에 따른 부정적 영향을 받을 가능성이 있고 대내외 불확실성, 저물가에 따른 실질금리 상승 등으로 소비·투자 개선이 크지 않아 경기회복 속도는 매우 완만할 것으로 예상됨. 소비자물가 상승률은 석유류가격 하락, 수요 부진 등으로 3개월 연속 1%대의 오름세를 보였고 근원인플레이션율도 1%대의 상승률을 상당기간 지속해 오고 있음. 앞으로 소비자물가 상승률은 수요압력 완화 등으로 낮은 수준의 안정된 모습을 보일 것으로 예상됨. 다만 기대인플레이션 추이를 면밀히 지켜보는 가운데 농산물 수급 불균형, 국제유가 상승 등 불안요인에 유의해야 할 것임.

국제금융시장은 주요국의 완화적 통화정책 확대, 미국의 재정절벽 우려 완화 등에 힘입어 대체로 안정된 반면, 국내 금융시장에서는 북한관련 지정학적 리스크가 부각된 가운데 엔화 약세 등에 따른 일부 수출기업의 실적 악화 우려 등으로 주가가 하락하고 원/달러 환율은 상승하였음. 이처럼 국내금융시장에서는 변동성이 확대된 가운데 회사채시장의 신용차별화, 자금흐름의 양극화 등 금융의 쏠림현상 등으로 열위부문이 자금사정 문제에서 벗어나지 못하는 모습임. 한편 외

환시장에서는 외국인 주식순매도 등으로 원/달러 환율이 등락하며 전월에 비해 변동성이 확대되는 등 교란요인이 잠재해 있음.

금융·경제상황을 종합해 보면 국내경제는 소비자물가 오름세가 낮은 수준을 이어가고 있는 가운데 성장세는 미약하나마 지속되는 모습임. 국내 금융·외환시장에서는 신용스프레드에 의한 경기순응성 확대 가능성이 있고 직·간접 금융의 양극화 등으로 신용열위 부문의 자금사정이 여전히 취약한 상황인 데다가 경상수지 흑자 지속에도 불구하고 외국인 증권투자자금 유출입 등으로 주가, 환율 등 주요 가격변수의 변동성이 확대된 상황임.

지난 통화정책방향 결정 이후 국내외 금융·경제 상황의 변화를 종합적으로 고려한 결과 다음 통화정책방향 결정 시까지 기준금리를 2.75%로 현 수준에서 유지하되, 당분간 수출을 중심으로 실물경제 회복의 지속성을 면밀히 점검하는 가운데 가계부채 상황, 신용 열위부문의 자금사정 악화 등 금융시스템 교란요인을 완화하기 위한 거시건전성정책과 개별 금융기관에 대한 미시건전성정책 간의 조화로운 운용에 유의하면서, 시중자금의 쏠림, 신용차별화 심화, 급격한 외화자금 유출입 등에 대한 모니터링을 더욱 강화해야 할 것임.

향후 통화정책은 중기적 시계에서 소비자물가 상승률이 물가안정목표 범위 내에서 안정되도록 하는 가운데 성장경로에 있어 지난 1월 경제전망대로 성장속도(forecasting slope)를 유지하도록 실질금리 움직임과 소비·투자 부진, 환율 변동에 따른 수출여건 악화 등 다운사이드 리스크를 면밀히 점검하고 마이너스 GDP 갭 지속에 따른 성장잠재력 훼손을 제어하기 위한 투자활성화와 고용시장의 안정성 유지에 힘써야 할 것임.

동시에 금융시장의 변동성을 완화하기 위한 긍정적 시그널링 전달 등 커뮤니케이션을 강화할 필요가 있음. 또한 은행과 자본시장의 양자 균형 발전, 자금차입자의 자금조달 편의 증진과 금융기관 수익성 제고 사이의 최적 조합 등에 정책적 관심을 집중하고 향후 예상되는 선진국의 출구전략에 대비하여 장기적 관점에서 적절한 대응책을 강구하는 가운데, 경기상황과 금융사이클을 고려한 신중한 정책조합과 시점의 선택으로 이 같은 노력들에 대한 정책비용을 최소화할 수 있는 운용의 틀을 마련할 필요가 있음. 한편 경제주체들의 환위험 관리능력을 배양하고 자본유출입 파장에 대한 면역력 증진을 위한 저축률 제고, 성장잠재력 확충을 위한 혁신 등을 유도할 시점이라고 판단됨.

다른 일부 위원은 다음과 같은 관점에 근거하여 이번 달 당행의 기준금리를 다음 통화정책방향 결정 시까지 현재의 2.75%에서 2.50%로 하향 조정하여 금융완화를 추가적으로 확대하는 것이 바람직할 것이라는 의견을 개진하였음.

최근의 경제상황을 살펴보면, 세계경제는 미국, 중국 등 주요 교역대상국은 완만한 회복세를 이어갔으나 유로지역은 경기부진이 지속되는 모습임. 미국 경제는 중장기 재정건전성 확보를 위한 재정긴축에도 불구하고 고용 및 주택시장 여건 개선에 따른 민간부문의 경기회복 모멘텀에 힘입어 완만한 회복세가 지속되고 있음. 유로지역은 금년 들어 금융시장 불안이 완화되고 심리지표도 다소 개선되는 등 일부 긍정적인 조짐이 나타나고 있지만 전반적으로 실물지표의 부진이 계속되고 있을 뿐 아니라 스페인, 이탈리아의 정치적 불확실성에 따른 위험요인이 상존하고 있는 것으로 평가됨. 중국의 경우, 정부의 적극적인 내수강화 정책 집행과 이와 연관된 생산과 소비의 호전으로 회복세가 개선되고 있는 모습임. 일본경제는 최근 신정부의 공격적 양적완화에 따른 엔화 약세에 힘입어 수출 증가세가 확대되고 소비 및 투자심리가 상당히 나아지고 있음.

다만, 세계경제의 최근 개선 조짐에도 불구하고 미국의 재정감축 관련 불확실성, 엔화 약세로 인한 주요국 간 갈등 고조 가능성, 그리고 스페인, 이탈리아의 정치상황에 따른 불안 재현 우려 등 글로벌 경제의 하방위험은 여전히 남아있는 상황임.

그리고 최근에 전개되고 있는 주요 글로벌 현상 중 특히 주목해야 할 사항은 미국, 일본 등 세계 주요국 그리고 인도, 콜롬비아, 터키 등 상당수 신흥시장국들이 추가적인 금융완화정책을 시행하고 있다는 사실임.

국내경제의 주요 동향을 보면 소비나 투자 등 내수 지표는 개선과 악화를 반복하면서 부진한 모습을 이어가고 있음. 다만 수출은 그간의 흐름을 양호하게 유지하고 있음. 그러나 수출도 향후 원화 절상과 엔화 약세 기조, 그리고 글로벌 경제의 상존하는 불확실성 등으로 지난해 수준의 신장세를 기대하기는 어려울 것으로 보임.

앞으로 민간소비는 신정부의 세제감면 등 각종 소비 진작책으로 미약하게나마 개선될 여지는 있지만, 수출 증가가 내수로 이어지는 연결고리가 미약한 가운데 과다한 가계부채 누적, 부동산 경기의 하강 추세 등과 같은 구조적 제약요인으로 단기간에 뚜렷한 회복세를 기대하기는 어려울 것으로 평가됨. 설비투자의 경우, 새로운 정부 출범에 따른 낙관적 기대 형성을 기대해 볼 수 있으나 엔화 약세에 따른 수출 부진 및 채산성 악화 우려, 그리고 최근 다시 부각되고 있는 지정학적 리스크 등은 본격적인 투자심리 회복에 상당한 억압요인으로 작용할 것임.

한편, 물가동향을 보면 지난 달 소비자물가 상승률이 당행의 물가목표범위를 상당히 하회하는 1.5%에 머물러 지난 해 11월 이후 3개월 연속 1%대의 낮은 상



승률에 머물렀음. 소비자물가는 앞으로도 낮은 수요측 물가상승 압력과 원화 강세 기대 등에 따른 수입물가 안정에 힘입어 비교적 안정된 수준에서 유지될 것으로 보임. 주택시장은 계속되는 경기 불확실성과 주택가격 하락심리 확산 등으로 주택매매가격의 하락세가 이어지고 있고, 전세가격의 경우 수도권과 지방에서 모두 오름세를 지속하고 있음.

그리고 국내금융시장은 엔화 약세에 따른 수출여건 악화 우려와 북핵 리스크 등의 영향으로 주가, 환율, 금리 등 가격변수의 변동성이 크게 확대되고 있음. 특히 지난 10월 이후 해소되었던 장기시장금리의 기준금리 하회 현상이 시장의 국내경기 둔화 우려 및 향후 기준금리 인하 기대 등에 기인하여 다시 나타나고 있음.

이상과 같은 최근의 대내외 경제동향의 전개 중에서 향후 수요측 물가압력 약화, 수입물가 안정 등으로 물가불안 우려가 계속 낮아지고 있다는 측면, 민간부문의 자생적 회복력이 취약하고 앞으로 계속 저성장 국면이 상당 기간에 걸쳐 지속될 가능성이 높다는 측면, 그리고 보다 최근 미국, 일본 등 주요국과 다수의 신흥시장국 중앙은행이 양적완화 확대 및 기준금리 인하 등 금융완화 정책을 더욱 강화하고 있다는 측면 등을 특히 유의하였음.

세계적인 금융완화 조치의 확대가 다시 전개되고 있는 가운데 현 시점에서 정책당국의 기준금리 인하 조치는 위축되고 취약해지고 있는 국내 경제의 활력 회복에 필요한 정책적 선택이라고 생각함.

특히 앞으로 현재와 같은 경기침체가 장기화될 경우, 이력현상 등에 의해 우리 경제의 성장 잠재력 자체가 훼손될 수 있다는 점에서 현 상황에서 선제적인 경기부양의 필요성을 인식하였음. 물론 현 시점에서 기준금리의 추가 인하가 인플레이션 기대심리 자극, 향후 경기과열 초래, 가계부채 문제 악화 등 부정적인 효과를 초래할 수 있다는 측면도 검토하였음. 그러나 내년까지 GDP갭이 마이너스로 유지될 것으로 전망되고 있는 현 상황에서 적절한 수준의 기준금리 인하가 앞으로 물가상승목표를 초과하는 높은 물가상승을 초래하거나 경기과열을 유발할 가능성은 낮을 것으로 평가됨. 또한 최근 금융권의 신용관리 강화와 부동산 경기 침체 지속 등으로 가계부채의 증가세가 둔화되고 있는 모습을 보이고 있다는 점에서 그로 인한 추가적 위험 역시 낮은 것으로 추정됨.

이상과 같은 관점에 근거하여 이번 달 당행의 기준금리를 다음 통화정책방향 결정 시까지 현재의 2.75%에서 2.50%로 하향 조정하여 금융완화를 추가적으로 확대하는 것이 바람직할 것이라고 결정하였음. 이러한 통화정책 운영과 관련하여 정부당국은 다음 사항에 대해서도 보다 적극적인 관심과 노력을 기울여야 할 것으로 생각함.

최근 우리 경제에 전개되고 있는 낮은 성장세는 상당 부분 구조적인 측면에

기인한다는 점을 유의하고 총수요 관리정책을 통한 경기활성화 효과는 제한적일 뿐 아니라 한시적이라는 사실을 다시 한 번 상기할 필요가 있음. 따라서 정부는 단기적 경기대책 시행과 병행하여 앞으로 우리 경제의 성장 기반과 경기회복력을 보강하고 주요 경제부문의 심각한 불균형 구조나 억압요인을 해소할 수 있도록 다각적인 구조개선 노력을 적극 경주해야 할 것임.

또 다른 일부 위원은 국내경기가 미약하지만 점차 개선되는 모습을 보이고 있는 상황인 데다 금리조정을 통한 단기대응보다는 경제의 성장잠재력 확충 측면에서 가계부문의 체질개선과 기업부문의 구조개혁이 바람직한 시점이라고 보기 때문에 다음 통화정책방향 결정 시까지는 기준금리를 현 수준에서 유지하여 운용하는 것이 좋다는 의견을 표명하였음.

세계경제는 회복세가 미약한 가운데 하방위험이 상존하고 있지만 성장경로의 방향성에 있어서는 긍정적인 평가가 가능한 상황으로 판단됨. 미국경제가 소비·투자 등의 내수를 중심으로 회복되는 움직임을 보이고 있고 중국경제 또한 생산과 소비관련 지표가 호조를 보이면서 경기개선세가 보다 강화된 것으로 평가되기 때문임. 한편 유로지역에서도 경제활동의 부진이 지속되고는 있지만 상황이 추가적으로 악화되지는 않는 모습임. 국제금융시장은 주요국의 추가적 완화정책 등에 힘입어 양호한 흐름을 지속하고 있음. 그러나 실물경제 회복에 의해 뒷받침된 시장안정이라고 할 수는 없는 만큼 불안이 재연될 소지는 여전히 크다고 하겠음. 특히 최근에는 유로지역과 미국의 재정문제에 더하여 엔화 환율을 둘러싼 불확실성이 새로운 불안요인으로 부각되고 있음.

국내 외환부분은 원/달러 환율의 기초적 절상압력이 지속되는 가운데 원/엔 환율 급락, 외국인 주식매도, 지정학적 리스크 부각 등으로 변동성이 확대되고 있는 모습임. 특히 엔화 약세에 대해서는 엔화 환율의 장기적 추세나 일본의 경제전망치 등을 감안할 때 정상화되는 과정으로 해석할 수도 있겠지만 과거의 엔저진입 시기 때와는 달리 글로벌 수요가 미약한 상황에서 그 진행속도가 매우 빠르다는 점에서 일본 제품과의 경합도가 높은 업종을 중심으로 우리 기업의 수출경쟁력이 약화되지 않을까 우려됨. 엔화의 추세적인 약세가 원화 강세 기조와 맞물릴 경우 외환시장은 물론 실물경제에서도 상당한 부담이 될 수 있기 때문에 적절한 시장안정화 조치를 검토할 필요도 있다고 봄.

국내경제는 수출이 대체로 회복세를 보이는 반면, 소비·투자 등의 내수지표는 월별로 개선과 악화를 반복하고 있는 모습임. 앞으로 국내경기는 개선 흐름을 보일 것으로 예상되고는 있지만 회복의 속도는 외환위기 이후 가장 더딘 수준에 그

칠 가능성이 높다고 판단됨. 그러나 주요국과 달리 가계부채의 디레버리징 및 기업부문의 체질개선이 미흡한 우리 경제의 현실을 감안할 때 단기적인 경기방어를 목적으로 한 금리인하가 과연 의도한 대로 경제 활력을 제고하는 방향으로 이어질지에 대해서는 자신하기 어렵다고 봄. 우선 전체적으로 금융자산이 금융부채보다 많은 가계 재무구조의 특성과 저소득층일수록 순채무가구의 비중이 작다는 사실을 고려하면 금융측면에서는 금리하락이 저소득층의 소비여력 확충에 실질적으로 도움이 되지 않을 가능성도 있다는 점에 유의해야 할 것임. 또한 동태적인 관점에서 볼 때 일정기간이 지나면 가계부채의 채무부담경로가 유동성경로를 압도하면서 소비제약 요인으로 작용하게 된다는 점도 지적하고자 함. 다음으로 기업부 부문에서 진행되고 있는 수익성, 성장성, 리스크 등의 격차 심화 현상을 감안하면 무차별적인 영향을 특징으로 하는 금리조정이 당초 의도한 대로 기업부문의 생산성을 향상시킬 수 있는지에 대해서도 의문이 있다고 하겠음. 내부 보유자금이 풍부한 업황 호조 기업들에 대해서 추가자금 수요를 일으키기 어려운 반면에, 유동성에 어려움을 겪고 있는 기업의 경우에는 정책금리를 낮추더라도 자금조달비용의 감소효과가 제한적일 수밖에 없기 때문임. 이러한 방향의 정책이 장기적으로 진행된다면 오히려 경제활력을 떨어뜨릴 뿐만 아니라 한계기업의 구조개혁 지연에 따른 자원배분의 왜곡으로 인해 경제의 성장잠재력이 잠식되는 부작용이 있을 수 있다고도 봄.

정책대응 측면에서는 유동성 어려움을 겪고 있는 대기업에 대해서는 이들이 우리 경제의 미래 동력산업이 될 수 있는지 여부를 기준으로 구조조정 또는 정책지원 여부를 결정하는 것이 바람직하다고 봄. 즉 성장성이 낮은 기업은 시장원리에 의해 구조조정이 이루어지도록 하는 한편, 지원이 필요한 부분에 대해서는 금리정책보다는 신용정책을 통해 접근해야 함. 중소기업 및 가계부문에 대해서는 경제원리를 적용해야 할 부문과 사회복지의 대상이 될 분야를 명확히 구분하는 것이 긴요하다고 봄. 복지정책이 적용돼야 할 취약부문을 지원하기 위해 거시정책 수단을 일률적으로 운용한다면 경제정책의 완화방향으로의 편의를 보이기 쉽고, 이에 따라 여타 부문에 의도하지 않은 부작용을 일으킬 수 있기 때문임. 이상적인 거시정책방향은 경제 각 부문에 적절한 긴장감을 주고 한정된 자원이 보다 효율적으로 활용될 수 있는 분야로 흐르게 함으로써 경제의 활력과 성장잠재력을 확충하는 것이라는 것을 강조하고 싶음. 같은 관점에서 금융시장에서 최근 부각되고 있는 가계채무 완화 정책의 경우에도 금융 소외계층을 대상으로 하는 경우에는 정부의 직접적인 지원이 불가피하겠지만 시장원리에 의한 접근이 가능한 차입계층에 대해서는 정부의 직접 지원보다 금융기관을 통한 자금중개기능을 최대한 활용하는 것이 바람직할 것임. 시장에서 조달한 자금을 통해 지원이 이루어지

면 재정부담을 최소화할 수 있는 데다 차입가계의 도덕적 해이도 효과적으로 방지할 수 있기 때문이다.

결론적으로 다음 통화정책방향 결정 시까지는 기준금리를 현 수준에서 유지하여 운용하는 것이 좋다는 의견임. 국내경기가 미약하지만 점차 개선되는 모습을 보이고 있는 상황인 데다 금리조정을 통한 단기대응보다는 경제의 성장잠재력 확충 측면에서 가계부문의 체질개선과 기업부문의 구조개혁이 바람직한 시점이라고 보기 때문이다. 특히 중소기업에 대한 지원 측면에서는 무차별적인 금리조정보다는 복잡다기하게 흩어져 있는 각종 중소기업 지원제도를 선택과 집중이 가능한 맞춤형 제도로 혁신해 나가는 것이 한층 실효성 있는 방안이라고 봄. 이를 위해 중앙은행으로서도 우선 총액한도대출 등의 신용정책을 보다 적극적으로 활용하는 방안을 검토하는 것이 필요하다는 점을 첨언함.

#### (6) 토의결론

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

#### (7) 심의결과

앞서의 토의결과를 반영하여 위원들은 다수 의견이 반영된 구체적인 의결문안을 작성하였음.

##### 의결문 작성·가결

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

##### 의결사항

「통화정책방향」을 다음과 같이 결정한다.

☐ 금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현 수준(2.75%)에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다.

☐ 세계경제를 보면, 미국에서는 완만한 경기회복세가 이어졌으나 유로지역에

서는 경제활동이 부진에서 벗어나지 못하였으며 신흥시장국에서는 경제지표의 개선추세가 지속되는 모습을 나타내었다. 앞으로 세계경제는 완만한 회복세를 보일 것으로 예상되나 유로지역의 재정위기, 미국의 재정긴축 등과 관련한 불확실성이 사라지지 않고 성장의 하방위험으로 남아있다.

- 국내경제를 보면, 수출이 대체로 양호한 가운데 투자는 증가하였으나 소비가 감소하여 성장세가 미약한 수준을 지속하였다. 고용 면에서는 취업자수가 고령층 및 서비스업 중심의 증가세를 이어가는 가운데 제조업에서도 증가폭이 확대되었다. 앞으로 국내경제는 유로지역의 경제활동 부진 등에 따른 세계경제의 더딘 회복세 등으로 마이너스의 GDP갭이 상당기간 지속될 것으로 예상된다.
- 1월중 소비자물가 상승률과 농산물 및 석유류 제외 근원인플레이션율은 각각 1.5% 및 1.2%로 전월과 유사하게 낮은 수준을 지속하였다. 앞으로 물가상승률은 수요압력 약화 등으로 당분간 낮게 유지될 것으로 전망된다. 주택매매가격은 수도권에서는 하락세를, 지방에서는 상승세를 이어갔다.
- 금융시장에서는 외국인 증권투자자금 유출 등으로 주가가 하락하고 환율이 상승하였다. 장기시장금리는 낮은 수준에서 비교적 좁은 폭의 등락을 보였다.
- 금융통화위원회는 앞으로 해외 위험요인 및 우리나라의 지정학적 위험과 이에 따른 금융·경제상황 변화를 면밀하게 점검하고 인플레이션 기대심리를 낮추도록 계속 노력하는 한편, 저성장 지속으로 성장잠재력이 훼손되지 않도록 하는 가운데 중기적 시계에서 소비자물가 상승률이 물가안정목표 범위 내에서 유지되도록 통화정책을 운용해 나갈 것이다.

(별 첨)

## 「통화정책방향」 관련 보고내용

### I. 국내외 경제동향

#### 1. 국외경제동향

##### 가. 주요국 경제

미국은 지난해 12월중 제조업 생산 및 소매 판매가 늘어나고, 고용 및 주택시장도 개선 추세를 유지하는 등 회복세를 지속하였음.

유로지역은 지난해 12월중 소매 판매가 감소하였으나 11월중 수출이 증가로 반전하는 등 경기상황이 추가적으로 악화되지는 않은 모습을 보였음.

중국을 지난해 12월중 생산과 소비가 호조를 보이면서 회복세가 보다 강화되었음.

일본은 지난해 12월중 광공업생산이 증가로 전환하는 등 부진이 다소 완화되었음.

##### 나. 주요 상품가격

1월중 국제유가는 일부 산유국의 생산감축, 수요 회복에 대한 기대 등으로 소폭 상승하였음.

기타원자재가격(로이터상품가격지수 기준)은 인도의 금 수입관세 인상 등으로 금 가격이 하락했으나 세계 생산·재고 전망치 하향 조정 등으로 곡물 가격이 오르며 상승(전월말대비 12.11월말 0.6% → 12월말 -3.5% → 13.1월말 1.1%)하였음.

#### 2. 국내경제동향

##### 가. 내수 및 대외거래

지난해 12월중 소매 판매는 승용차 등 내구재가 증가하였으나 의복 등 준내구

재 및 차량연료 등 비내구재가 감소하며 하락(소매판매액: 전월대비 12.11월 2.5% → 12월 - 1.1%)하였음.

설비투자는 전기·전자 및 운송장비 등을 중심으로 증가로 전환(설비투자지수: 전월대비 -0.7% → 9.9%)하였음.

건설투자의 경우 건축이 공공기관 청사 착공 확대 등으로 늘어나고 토목도 정부 SOC재정집행액 확대 등으로 증가(건설기성액: 전월대비 2.2% → 5.8%)하였음.

1월중 수출(461억달러)은 중국·동남아 등의 수요회복, 영업일수 증가(12.1월 22일 → 13.1월 24일) 등으로 증가로 전환(전년동월대비 -5.7% → 11.8%)하였음. 지난해 12월중 경상수지는 흑자폭이 축소(12.11월 69.1억달러 → 12월 22.5억달러) 되었으나 연간기준으로는 432.5억달러로 사상 최대치를 기록하였음.

#### 나. 생산활동 및 고용

지난해 12월중 제조업 생산은 영상음향통신 및 반도체·부품 등을 중심으로 전월대비 1.4% 증가하였음.

서비스업 생산은 예술·스포츠·여가, 출판·영상·방송통신·정보 등에서 감소하였으나 교육, 운수 등에 힘입어 소폭 증가하였음.

1월중 취업자수(계절조정)는 전월대비 4.6만명 늘어나고(12.12월 -0.5만명) 전년동기대비로는 32.2만명 증가(12.12월 27.7만명)하여 양호한 흐름을 유지하였음. 실업률(계절조정)은 3.2%로 전월에 비해 소폭 상승하였음.

#### 다. 물가 및 부동산가격

1월중 소비자물가(전년동월대비)는 1.5% 상승하여 전월(12.12월 1.4%)과 비슷한 오름세를 보였음. 전월대비로는 채소류를 중심으로 한 농산물(12.12월 1.5% → 13.1월 5.6%), 전기료(0.0% → 2.0%) 등이 오르면서 0.6% 상승하였음. 근원인플레이션(농산물 및 석유류 제외지수)은 전년동월대비 1.2% 상승(전년동월대비 1.2% → 1.2%, 전월대비 0.2% → 0.4%)하였음.

아파트 매매가격은 수도권 주택시장 부진이 이어지면서 하락세를 지속(전월대비, 12.12월 -0.1% → 13.1월 -0.1%)하였음. 전세가격은 부동산 경기 불확실성에

따른 전세선호 현상으로 높은 오름세가 지속(전월대비, 0.3% → 0.3%)되었음.

## II. 외환 · 국제금융 동향

### 1. 국제금융

1월중 국제금융시장은 미국 재정절벽 우려 완화, 선진국 양적완화 정책 확대 등으로 전월에 이어 양호한 흐름을 지속하였음.

글로벌 주가(MSCI)는 미국 재정 관련 우려가 완화된 데다 일본의 적극적인 정책대응, 미국 · 중국의 경제지표 개선 등으로 3개월 연속 상승하였음.

미국 단기금리(Libor 3개월물)은 전월 수준을 유지하였으나 유로지역 단기금리(Euribor 3개월물)는 LTRO자금 조기상환 영향으로 소폭 상승하였음.

미국 및 독일 장기금리(국채 10년물)는 안전자산 선호 약화 등으로 상당폭 상승하였음.

미달러화지수는 주요 6개국 통화(유로화, 엔화, 파운드화, 캐나다달러화, 스웨덴크로나화, 스위스프랑화)에 대해 소폭 약세를 보였음. 유로화는 유럽위기 완화 등으로 강세를 보인 반면 엔화는 일본은행의 적극적 통화완화정책 실시 기대 등으로 4개월 연속 큰 폭의 약세를 지속하였음.

### 2. 외환수급

1월중 경상거래는 무역거래 흑자 축소로 흑자 규모가 크게 축소되었음.

자본거래는 외국인 증권투자자금의 순유출 전환 및 거주자의 해외증권투자 확대 등으로 큰 폭의 순유출로 전환되었음.

금융거래는 국내은행의 대외 운용자산 회수 등으로 소폭 순유입으로 전환되었음.

### 3. 외환보유액

1월말 현재 외환보유액은 3,289억달러로 전월말보다 19억달러 증가하였음. 이



는 유로화 강세 등에 따른 이들 통화표시자산의 미 달러화 환산액 증가 및 외화 자산 운용수익 등에 기인하였음.

#### 4. 외환시장

1월말 원/달러 환율은 지정학적 리스크 부각, 외국인의 주식 매도, 규제강화 우려 등으로 상승하여 1,089.0원을 기록하였으며 전월말 대비 1.7% 절하되었음.

원/엔 환율(100엔당)은 원화 약세에도 불구하고 엔화가 더 크게 약세를 보이면서 전월말 대비 40.8원 하락한 1,197.5원을 기록하였음.

외환 스왑레이트(3개월물)는 미 연준의 양적완화 정책 확대의 영향으로 상승한 반면 통화스왑 금리(3년물)는 조선·중공업체의 선물환 매도 등으로 하락하였음.

#### 5. 국내은행 외화자금사정

1월중 국내은행의 대외 외화차입여건은 단기 및 중장기 외화차입 가산금리가 하락하는 등 양호한 상황을 지속하였음.

국내은행의 외화자금사정은 단기자금의 순상환 규모가 줄어들고 중장기자금이 순차입으로 전환된 가운데 차환율도 크게 상승하는 등 양호한 상황을 보였음.

### III. 금융시장 동향

#### 1. 금리

국고채(3년)금리는 하락하였음. 금통위 전일 사상최저치(2.70%)까지 하락했다가 월후반 원/달러 환율 상승 등에 따른 기준금리 인하기대 약화, 미국채(10년)금리 상승 등의 영향으로 소폭 반등하였음. 수급면에서는 외국인의 대규모 국채선물 순매수가 하락압력으로 작용하였음.

회사채금리는 신용경계감 지속에도 불구하고 고금리 채권 선호 등으로 큰 폭 하락하였음. 이에 따라 지난해말 확대되었던 국고채와 회사채간 신용스프레드는 우량물을 중심으로 축소되었음.

통안증권(91일) 및 은행채(3개월) 금리는 기준금리 인하기대 변화에 연동되어

상당폭 하락하였다가 소폭 반등하였음. CD(91일)금리는 은행채 금리와의 스프레드 확대에 따른 저가 매수세, CP(91일)금리는 MMF 자금유입에 따른 수요증가 등으로 꾸준히 하락하였음.

장단기금리 축소 내지 역전 현상이 심화되었음.

국고채금리가 대부분 만기에서 비슷하게 하락하였으나 30년 만기의 경우 고평가 인식 등으로 하락폭이 제한되었음.

외국인의 국내채권 보유규모는 감소하였음. 이는 만기도래 규모가 크게 줄었으나 재정거래 유인 축소 등으로 단기성 투자가 감소한 데 기인함. 투자주체별로는 은행을 중심으로 감소하였음. 아시아계 중앙은행은 지난해 7월 이후 감소세를 지속했으나 감소폭은 축소되었음. 채권종류별로는 통안증권은 줄었으나 일부 공적자금의 장기국고채 투자로 국고채는 소폭 확대되었음.

은행 여신금리는 지난해 4월 이후의 하락세를 멈추고 상승한 것으로 추정됨. 기업대출금리는 계절요인 소멸 등으로 전년 11월 수준으로 반등하였음. 가계대출금리는 저금리 집단대출 비중이 예년 수준으로 하락한 데다 COFIX 상승 영향이 가세하여 큰 폭 상승하였음.

수신금리는 시장금리 하락 등에 맞추어 하락한 것으로 추정됨.

이에 따라 여수신금리차(신규취급액 기준)는 계절요인을 감안하더라도 다소 확대된 것으로 추정됨.

## 2. 주가

종합주가지수(KOSPI)는 연초 2,031(1.2일, 전년고점 2,049)까지 상승한 후 엔화 약세 등에 따른 국내 수출기업 실적악화 우려, 외국인 순매도 등으로 상당폭 하락하였음. 업종별로는 자동차, 철강, 전기전자 등 수출업종이 큰 폭 하락하였음. 주식거래규모는 전월에 비해 소폭 증가하였으며, 주가변동성은 상당폭 확대되었음.

1월중 글로벌 주가(MSCI 기준)는 선진국 및 신흥국 모두 상승하였으나 선진국이 상대적으로 큰 폭 상승하였음.

외국인은 국내주식을 순매도하였음. 이는, ① 국내 수출기업의 실적악화 전망, ② 연말 배당 목적으로 유입된 현선물 연계 포지션 청산, ③ Vanguard(세계최대 인덱스펀드 운용사)의 벤치마크지수 변경에 따른 국내주식 처분 등에 기인함.

한국을 제외한 대부분의 아시아 국가에서는 순매수를 기록하였음. 한편 글로벌 주식형펀드는 선진국 대상과 신흥국 대상 모두 자금유입이 큰 폭 확대되었음.

기관은 순매수를 확대하였으며, 개인은 순매수로 전환하였음.

### 3. 금융기관 수신

은행 수신은 주로 계절적 요인으로 감소 전환하였음. 수시입출식예금은 기업 자금이 부가세납부 등으로 유출되면서 감소하였으며, 정기예금은 지자체·기업자금이 재유입 되었으나 저금리에 금융소득 종합과세 기준 변경의 영향이 일부 가세하여 가계자금 유입은 부진을 지속하였음. CD는 수급여건 개선으로 순발행되었고, 은행채는 바젤Ⅲ 도입 연기에 따른 후순위채 발행 축소로 감소를 지속하였음.

자산운용사 수신은 큰 폭 증가하였음. MMF는 전년말 일시 인출되었던 자금이 재유입 된 데다 시장금리 하락으로 금리메리트가 부각되면서 큰 폭 증가하였음. 신종펀드는 절세형 금융상품에 대한 선호 등으로 증가폭이 확대되었음.

신용협동기구 수신은 비과세혜택 추가 연장 등으로 증가폭이 확대되었으며, 금전신탁은 전년말 인출되었던 법인자금이 재유입 되면서 큰 폭 증가하였음.

### 4. 가계대출

은행 가계대출(모기지론 양도 포함)은 10월 이후 높은 증가세를 보이다가 주택관련 세제혜택 종료 등으로 감소 전환하였음. 주택담보대출(모기지론 양도 포함)은 세제 감면혜택 종료에 따른 주택거래량 급감 등으로 증가규모가 큰 폭 축소되었음. 마이너스통장대출 등은 성과상여금 지급 등으로 감소폭이 확대되었으며, 모기지론양도를 제외한 은행 가계대출은 큰 폭 감소하였음.

비은행 가계대출(모기지론 양도 포함)도 주택거래량 급감 등으로 감소하였음.

### 5. 기업의 자금조달

은행의 기업대출은 연말 일시상환분 재취급 등으로 증가 전환하였음. 중소기업대출은 설시기 이연 등에도 불구하고 부가가치세 납부수요 및 신정부의 중소기업관련 정책 방향 등의 영향으로 상대적으로 큰 폭 증가하였으며, 개인사업자(SOHO)대출은 전월과 비슷한 수준으로 증가하였음. 한편, 대기업대출은 우량기업

자금수요 둔화 등으로 증가규모가 예년에 비해 축소되었음.

회사채는 신용경계감 지속, 우량기업의 자금수요 둔화 등으로 소폭 순상환되었음. 회사채 발행시장에서 A등급 이하 회사채의 발행 부진이 지속되었으며, CP는 연말 일시상환분 재취급, 일부 기업의 단기자금수요 등으로 순발행되었음.

주식발행은 유상증자가 줄어들면서 발행규모가 축소되었음.

## 6. 통화총량

1월중 M2증가율(평잔기준 전년동월대비)은 전월과 비슷한 4%대 중반으로 추정됨. 이는, 정부부문 통화공급이 연초 재정지출 증가로 확대되었으나 국외부문 통화공급이 외국인 증권투자자금 유출로 감소 전환한 데 주로 기인함.

M1증가율은 전월보다 하락한 5%대 중반으로 추정됨. 이는 현금통화 증가폭이 설시기 차이 등으로 축소된 데 주로 기인함.

## 7. 기업·가계 자금사정

기업대출 연체율은 지난해말 은행의 연말 부실채권 상각·매각 등의 영향으로 큰 폭 하락한 후 반등하였음. 중소기업대출 연체율은 경기둔화에도 불구하고 1월중 반등폭이 예년 수준에 그치면서 크게 악화되지 않는 모습임. 반면 대기업대출 연체율은 웅진사태 이후의 신용경계감 등으로 다소 높은 수준을 지속하였음.

은행 가계대출 연체율도 일시 하락 후 지난해 수준으로 상승하였음. 지난해말 상호금융, 새마을금고 등의 가계대출 연체율도 부실채권 매각·상각 등으로 하락하였음.