

2014년도 제11차

금융통화위원회(정기) 의사록

한 국 은 행

1. 일 시 2014년 6월 12일(목)

2. 장 소 금융통화위원회 회의실

3. 출석위원 이 주 열 의 장 (총재)  
하 성 근 위 원  
정 해 방 위 원  
정 순 원 위 원  
문 우 식 위 원  
함 준 호 위 원

4. 결석위원 없 음

5. 참 여 자	송 재 정 감 사	김 준 일 부총재보
	강 준 오 부총재보	허 재 성 부총재보
	서 영 경 부총재보	채 선 병 외자운용원장
	최 운 규 경제연구원장	신 운 조사국장
	성 병 희 거시건전성분석국장	김 민 호 통화정책국장
	유 상 대 국제국장	전 승 철 금융통화위원회실장
	김 태 석 공보실장	김 남 영 금융시장부장
	문 한 근 의사관리팀장	

## 6. 회의경과

### 가. 의결안건

#### <의안 제20호 — 통화정책방향>

(1) 전일 개최된 동향보고회의에서 조사국장이 보고 제55호 - 「국내외 경제 동향」, 국제국장이 보고 제56호 - 「외환·국제금융 동향」, 그리고 금융시장부장이 보고 제57호 - 「금융시장 동향」에 대하여 보고하였음.(보고내용 : 별첨)

(2) 본회의에서는 의장이 「한국은행법」 제28조에 따라 의안 제20호 - 「통화정책방향」을 상정하고 전일 보고내용을 접수하였음.

### (3) 위원 토의내용

「국내외 경제동향」과 관련하여 일부 위원은 금년 2월 이후 경기동행지수 및 경기선행지수의 순환변동치를 보면 경기(景氣)가 전반적으로 횡보하고 있는 것으로 보인다고 평가하고, 특히 5월중 소비자심리지수가 크게 하락하고 생산자의 완제품 재고 상황을 반영하는 재고/출하비율도 4월중에 2010년 이후 최고수준인 120.8%를 나타낸 배경에는 세월호 참사의 영향이 있는 것으로 보인다는 의견을 나타낸 후, 세월호 참사 여파가 우리 사회의 시스템 변화를 야기할 만큼 영향력이 크기 때문에 서비스업이나 수입(輸入) 등에 미치는 영향이 한시적으로 끝나지 않을 것이라는 일부의 시각에 대해 관련부서의 의견을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 과거 대형사고 발생시에는 대체로 한두 달 내에 그 여파가 마무리되는 모습을 보였지만 이번에도 그렇게 될 것이라고 확신하기는 어려우며, 결국 경제주체들의 심리가 언제 회복될 것이냐가 관건인데 이 부분에 대해서는 아직까지 속단하기 이르다고 답변하고, 다만 모니터링 결과를 보면 5월 들어 4월 중순 이후의 부진상황이 심화되지는 않고 있으며 6월중 월드컵 등을 계기로 소비심리가 회복될 수 있을지 여부를 주시할 필요가 있다고 첨언하였음.

이와 관련하여 동 위원은 관련부서에서 소비 및 투자심리 위축의 장기화 가능성 등이 경기흐름의 하방리스크로 작용하고 있다고 평가하였는데, 이것이 향후 경기전망의 상·하방 리스크에 대한 기존의 중립적 입장에 변화가 있음을 의미하는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 경기전망의 상·하방 리스크에 대한 평가를 바꿨다기보다는 최근 새로이 부각된 하방 리스크 요인에 대해 추가로 설명한 것이라고 답변하였음.

이어서 동 위원은 금년 1~5월중 우리나라의 대중국 수출이 부진한 모습을 보이고 있는 것이 ‘세계교역규모가 글로벌 금융위기 이전의 추세 수준을 크게 하회(2013년 기준 - 17%, 2014년 기준 - 19%)하고 있는 상황, 소위 세계교역의 쇠퇴 현상(great trade collapse)’(WTO, 「World Trade 2013, Prospects for 2014」, 2014년 4월)의 영향으로 중국의 수출이 부진해지고 있는 구조적 변화의 결과일 가능성이 있다고 지적하고, 그간 대중국 수출이 글로벌 가치사슬(global value chain)에 의해 영향받아 온 점을 감안하여 대중국 수출의 구조적 변화 가능성을 점검해 볼 필요가 있다는 견해를 피력하였음.

이에 대해 관련부서에서는 금년 들어 우리나라의 중국에 대한 수출증가세가 둔화된 데에는 중국의 수출 부진이 가장 큰 요인이지만, 금년 1~4월중 중국의

수출부진이 전년 동 기간중 대홍콩 수출의 큰 폭 증가에 따른 기저효과에 상당히 큰 영향을 받았다는 점과 5월중 중국의 수출이 다시 반등하는 모습을 보였다는 점을 함께 고려해 보면, 지금 현재로서는 우리나라의 대중국 수출부진이 구조적인 문제라기보다는 일시적인 현상으로 이해하고 있다고 답변하고, 다만 현재 대중국 수출 주력품목이 중국의 수출과 연계되어 있는 자본재 및 중간재 위주라는 점에서 중장기적으로 중국경제가 내수 및 소비위주로 전환될 경우 우리 수출에 부정적 영향이 있을 수 있다는 점에 유의할 필요가 있다고 첨언하였음.

또한 동 위원은 내수시장과 관련하여 교역재 부문인 제조업 대비 비교역재 부문인 서비스업의 노동생산성 비율이 크게 하락(2005년 58.6% → 2012년 43%)하여 선진국에 비해 매우 낮은 수준이라는 사례를 들어 내수산업의 부진이 구조적 요인에 기인한 것으로 보인다고 평가하고, 최근 원화 절상이 진행되면서 투자 활성화, 원자재 수입비용 감소 등의 경로를 통해 내수가 활성화될 것이라는 기대가 있으나, 중견·중소기업이 전체 수출에서 차지하는 비중(2012년 32.1% → 2013.1~11월 32.9%)이 계속 높아지고 있는 데서 알 수 있는 바와 같이 수출 중심 기업경영이 기존의 대기업에서 중소기업으로 확산되고 있다고 언급하였음.

이어 동 위원은 이러한 점을 고려할 때 환율이 절상되더라도 기업 채산성 악화로 고용감소, 임금하락 등 부정적 영향이 확대되면서 수출의 낙수효과가 제한될 수 있다는 견해를 제시하였음.

이와 관련하여 동 위원은 우리 경제가 장기 저성장에 빠지지 않도록 하기 위해서는 경제운용과 정책우선순위의 선택에 있어서 인식의 전환이 필요하다는 점에서 앞서 여러 문제에 대해 질의하였다고 그 취지를 설명한 후, 이러한 맥락에서 내수산업의 경우에도 회복을 막연하게 기대하기 보다는 내수부문의 세부산업별 수요·공급 현황(예: 공급초과, 유효수요 부족)에 대한 심층분석을 통하여 수출산업의 향후 여건을 고려하면서도 내수산업을 육성할 수 있는 거시경제안정차원의 정책과제를 발굴하려는 노력이 필요하다는 의견을 제시하였음.

이에 대해 관련부서에서는 내수부문의 세부산업별로 공급과잉인지 수요부족인지 정확히 구분하기 어려운 점이 있으나 글로벌 금융위기 이후 장기간 투자가 부진했던 점을 보면 소비 부진, 즉 수요 측면의 영향이 있는 것으로 보이며 도소매업이나 음식숙박업 같은 경우에는 위기 이후 베이비부머(baby boomer) 세대들의 창업이 많이 늘어나면서 일정부분 공급과잉 측면이 있는 것으로 보고 있다고 답변하고, 내수부문의 업종별 상황은 추후 점검하겠다고 첨언하였음.

아울러 동 위원은 미국 경기의 견조한 회복세가 확산되면서 글로벌 성장세가

재도래할 것이라는 시각과 중기적으로 글로벌 경제가 저성장 기조에 머무는 가운데 주요국 정책금리도 낮은 수준을 유지할 것이라는 시각이 병존하는 가운데 최근 ECB가 저인플레이션 탈피를 위해 마이너스 예금금리를 채택한 반면 미국은 실업률이 6.3%까지 내려가서 통화정책의 정상화를 서두를 수밖에 없는 상황이라고 언급하고, 다른 측면에서 보면 유럽, 중국, 일본이 환율절하를 통해 저물가 수출을 꾀하고 있는 가운데 세계경제는 당분간 잠재성장률을 하회하는 낮은 성장을 보일 상황이기 때문에 하반기에 엘니뇨(El Nino)현상에 의한 농산물가격 상승 외에는 물가상승의 별다른 동인(動因)을 찾아보기 어려운 여건이라는 의견을 나타낸 후, 글로벌 저인플레이션(global disinflation)의 지속여부에 대해 관련부서의 판단을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 위원이 언급한 것과 같이 유로지역에서는 저인플레이션에 대한 우려가 강하지만 미국은 경기가 개선되고 있고, 일본은 소비세율 인상, 아베노믹스(Abenomics) 등의 영향으로 물가상승률이 높아지고 있는 등 국별로 상황에 차이가 있다고 설명하고, IMF 등 국제기구에서는 선진국을 중심으로 마이너스 산출갭이 2015년까지 해소되지 않을 것이라는 점을 고려하여 수요측면에서의 글로벌 물가상승 압력이 낮을 것으로 보고 있다고 답변하고, 당행도 이러한 점을 고려하여 경제전망시에 글로벌 인플레이션에 대해서는 낮은 수준을 전제하고 있다고 첨언하였음.

끝으로 동 위원은 상반기중 소비자물가상승률이 최근 원화환율 절상 및 이에 따른 수입물가 하락과 수요 측면의 물가상승 압력이 미약하다는 점을 고려해 보면 하반기 전망치(2.7%)를 계속 유지하기 쉽지 않을 것으로 보이며, 이 경우 물가안정목표 하한인 2.5%를 하회할 가능성이 있다는 견해를 피력하였음.

이에 대해 관련부서에서는 금년 1~5월중 소비자물가가 전년동기대비 1.3% 상승한 점과 6월 모니터링 결과를 함께 고려해 보면 상반기중 소비자물가상승률은 당초 전망치(1.5%)에 근접한 수준을 보일 것으로 예상되나 하반기의 경우 농산물가격과 원/달러 환율의 움직임이 변수라고 답변한 후, 특히 원화환율의 일시적인 강세가 물가에 미치는 영향은 제한적이지만 그 기조가 고착되거나 앞으로 강세 추이가 강화될 경우에는 물가에도 영향을 미칠 것으로 보고 있다고 첨언하였음.

다른 일부 위원은 당행이 지난 4월 경제전망시 금년 하반기에 GDP갭이 축소되어 금년말 또는 내년에 영(zero)에 도달하는 것으로 예상하였으나 다음과 같은

점을 고려할 때 전망의 불확실성이 높아진 것으로 보인다고 평가한 후, 경제성장의 내용에 있어서 구조적인 문제로 내수와 수출간의 불균형이 지속된다면 당행이 GDP갭의 추이뿐만 아니라 GDP갭의 구조적인 내용의 변화도 함께 유의해야 한다는 의견을 나타내었음.

첫째, 최근 외부기관들이 소비위축에 주목하여 금년도 경제성장률을 3%대 후반으로 하향조정하였다고 언급하고, 만일 우리 경제가 금년도에 3%대 후반의 성장을 보일 경우 잠재성장률과 비슷하거나 하회하는 수준이라는 점을 고려할 때 GDP갭의 축소가 매우 더디거나 축소 추세 자체가 정체될 가능성이 있음.

둘째, 세월호 여파에 따른 소비심리 위축은 일시적일 것으로 판단되나 현재의 내수 침체, 특히 소비부문의 부진은 경기순환적인 요인보다는 구조적인 요인에 크게 영향을 받고 있는 것으로 보임. 즉, 고령화 등 인구구조의 변화, 소비자의 시간선호(time preference) 변화, 노후대비 저축을 위한 전 연령층의 평균소비성향 감소 등 구조적인 요인의 영향으로 우리 경제가 새로운 장기균형으로 이행하는 기간(transition period)중에는 소비부문의 구조적인 침체가 나타날 가능성이 있음.

셋째, 투자를 보더라도 국내시장에서 구매력 확대 측면에서 한계에 봉착한 기업들이 해외 직접투자를 계속 늘리고 있어 결국 국내투자가 해외 직접투자로 대체되고 있으며 이것은 경상수지 흑자의 구조적 요인으로 작용하고 있음.

넷째, 소비 및 투자 등 내수가 부진한 가운데 수출을 중심으로 경제가 성장할 경우 GDP갭이 축소되더라도 GDP갭의 구조적인 내용에는 변화가 생김.

이에 대해 관련부서에서는 위원이 지적한대로 현재 경제상황에는 경기순환적 요인, 글로벌 금융위기의 여파 이외에도 소비자의 시간선호 변화, 가계부채, 소득 분배 등의 소비제약 문제와 같은 구조적 요인의 영향도 있다는 점을 경제전망에 반영하기 위해 노력하고 있다고 답변한 후, 구체적으로는 현재 진행되고 있는 구조변화(parameter shift)를 전망모형에 직접 반영하는 데에는 상당한 어려움이 있으나 지난 경제전망시에도 소비의 경우 구조적인 문제를 감안해서 경제성장률보다 낮은 수준으로 예상하였고 투자의 경우에도 통상적인 경기회복 국면에 비해 상당히 낮은 수준으로 전망하였다고 설명하고, 앞으로 자료가 축적되면 현재의 구조변화가 전망모형의 모수(parameter)에 직접 반영될 수 있으며 수출과 내수부문의 불균형이 심화되어 내수부문이 부진해지면 결국 잠재GDP가 하락하는 문제가 있다는 점에 항시 유념하겠다고 첨언하였음.

이어서 동 위원은 수출부문이 물가에 미치는 영향이 내수부문보다 훨씬 작다는 점을 고려해 보면 하반기중 내수회복이 미진한 가운데 수출 주도로 경제성장이 이루어진다면 설령 GDP갭이 축소되더라도 물가는 다소 완만한 상승세에 그칠

가능성, 즉 GDP갭과 물가간의 관계가 과거 경험에 비해 약화될 가능성이 있다는 견해를 피력하였음.

이에 대해 관련부서에서는 GDP갭을 수출갭과 내수갭으로 분해해서 살펴보면 내수갭이 인플레이션에 미치는 영향이 수출갭에 비해 크며, 이에 따라 만일 내수 회복이 지연된다면 GDP갭 축소가 물가에 미치는 영향도 작아질 개연성은 충분히 있다고 답변하고, 다만 최근의 물가 움직임은 농산물가격, 석유류가격 등 공급측 요인에 의해 크게 영향받아 왔으며 GDP갭이 물가에 영향을 미치는 데에는 2분기 정도의 시차가 있다는 점을 7월 수정전망시에 반영하겠다고 첨언하였음.

이와 관련하여 다른 일부 위원은 농산물가격이 공급요인에 의해 큰 폭의 하락세를 지속하고 있다는 점에서 현재 농산물부문은 초과공급 상태로 보인다고 언급하고, 이와 같이 초과공급 상태이면서 수출산업으로 전환하기 어려운 내수 업종을 파악하여 물적·인적자원의 재분배를 산업정책 측면에서 지원할 필요가 있다는 관점에서 앞서 언급한 바와 같이 내수부문의 세부업종별 수급상황을 점검해 볼 필요가 있다고 재차 강조하였음.

또한 동 위원은 인플레이션의 변동요인을 분석하기 위해 수요 및 공급요인 이외에 인플레이션의 시차변수(인플레이션의 지속성을 반영하는 변수)를 모형에 포함하여 추정하기도 하는데, 이 경우 과거의 수요 및 공급요인에 의해서 누적되어 발생하는 물가상승효과를 명확하게 파악할 수 없는 한계가 있다고 지적하고, 그 대안으로 구조적 벡터자기회귀모형(structural vector autoregression)을 이용하여 요인별 기여도를 분해(decomposition)하여 분석하는 방안을 제시하였음.

또 다른 일부 위원은 최근 환율절상이 큰 이슈가 되고 있다고 언급하고 환율 문제가 우리 경제에 미치는 긍정적, 부정적 영향과 이에 따른 대응방안을 과거 사례, 당시 논의내용, 사후 평가 등을 포함하여 종합적으로 분석할 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

이어서 동 위원은 7월 수정전망시 세월호 관련 문제 등이 반영되겠지만 현 시점에서 경제성장률 전망이 수정될 가능성이 있는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 현재 실물 자료가 4월까지만 나와 있기 때문에 5월 자료를 지켜보고 6월 동향을 모니터링하여야 윤곽이 잡힐 것 같다고 답변하였음.

한편, 일부 위원은 앞서 관련부서에서 언급한 수출갭과 내수갭이 인플레이션에 미치는 영향 분석과 관련하여 최근 내수와 수출간 괴리현상이 심화되고 있는 만큼 최근 자료를 이용해 수출갭과 내수갭이 인플레이션에 미치는 영향을 다시 분석할 필요가 있다는 견해를 제시하였음.

이에 대해 관련부서에서는 GDP갭과 인플레이션간의 관계를 볼 때 통상 이용되는 필립스곡선(Phillips curve) 모형에서 GDP갭을 수출갭과 내수갭으로 구분하여 추정하면 통상적인 예상대로 내수갭이 국내 인플레이션에 미치는 영향이 더 큰 것으로 나타난다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 환율변동에 대한 염려가 굉장히 커진 상황이라는 점을 고려할 때 원화가치의 변동성이 경제 전반에 미치는 득과 실에 대해 종합적으로 점검할 시점이라는 다른 위원들의 견해에 동의를 표시하고, 아울러 세월호 여파, 국가적인 불확실성 등에 유념하여 소비·투자심리 위축의 장기화 가능성을 내수문제 등과 연결시켜 다각도로 분석할 필요가 있다는 견해를 피력하였음.

「외환·국제금융 동향」과 관련하여 일부 위원은 최근 ECB의 추가적인 완화정책 시행이 우리나라의 자본 유출입에 미치는 영향을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 ECB가 완화정책을 시행했던 2012년과 2013년의 사례를 살펴보면 2012년에는 우리나라에 외국인 증권자금이 유입되었으나 2013년에는 미 연준의 양적완화 축소 문제와 맞물리면서 외국인 증권자금이 유출되었다고 설명하고, 현재 국제금융시장의 분위기가 위험선호경향(risk on)이 강해졌기 때문에 우리나라에도 글로벌 자금이 유입될 가능성이 높은 것으로 보고 있으며, 다만 우리나라의 경우 환율이 상당히 절상된 상황이고 채권, 주식의 가격도 높은 수준으로 평가되고 있기 때문에 글로벌 자금의 유입규모는 그리 크지 않을 것으로 보고 있다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 최근 원화환율이 절상한 데에는 경상수지 흑자 이외에도 외국인 단기투자자금의 유입이 상당한 영향을 미치고 있다고 언급하고, 우리나라의 경우 외국인 자금이 유입될 때나 유출될 때나 항상 상당한 우려가 있는 만큼 국내투자자의 국외투자를 통해 보다 능동적으로 대응하는 방안이 필요하다는 의견을 나타내고, 이러한 점에서 과거 국내투자자의 국외투자 지원을 위해 취한 정



책조치 및 그 효과, 국외투자 여건 및 현황, 관련 세제 등 전반적인 내용을 정리할 필요가 있다는 견해를 피력하였음.

이에 대해 관련부서에서는 현재 거주자의 해외증권투자 및 해외직접투자를 통해 상당한 규모의 자금이 나가고 있으나 대부분 환헤지(hedge)를 하고 있어 거주자의 해외투자가 외환시장의 환율하락 압력을 크게 완화하지는 못하고 있다고 설명하였음.

다른 일부 위원은 주식시장의 VIX지수, 채권시장의 스프레드(spread) 등을 보면 우리나라 금융시장의 변동성이 상당히 하향 안정화되어 있다고 평가한 후 최근 Fed도 금융시장의 소위 ‘평온기(tranquility) 지속’에 대해 우려를 보이고 있다고 언급하고 우리나라의 경우 평온기 지속 과정에서 축적되고 있는 리스크가 있다면 어떤 것이 있을지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 국제금융시장에는 미연준의 양적완화 축소와 관련된 통화정책 정상화 과정의 불확실성, 신흥국의 경기둔화 가능성, 지정학적 위험 등 잠재리스크가 상존하고 있어 이러한 잠재리스크가 부각될 경우 신흥국에 유입된 자금이 급격히 유출될 가능성이 있다고 설명하고, 우리나라 입장에서는 하반기에 미 연준의 통화정책 정상화 과정에서 글로벌 금리가 조금 빠르게 상승한다면 국내 채권시장 등에서 외국인 투자자금이 유출될 소지가 있는 것이 가장 큰 리스크 요인으로 보고 있다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 최근 글로벌 정크 본드(global junk bond) 시장 규모가 글로벌 금융위기 이전보다 두 배 커졌다고 소개하면서 현재 우리 경제가 경상수지의 대규모 흑자를 지속하는 가운데 환율이 하락하고 있는 상황에서 단기외채는 늘어나고 있는 모습을 보이고 있다는 점이 평온기 현상으로 인한 리스크 축적을 반영하고 있는 것일 수 있다고 언급한 후, 당행이 비금융기업의 달러화 부채현황을 계속 파악하고 있는지와 스왑금리가 향후 정책금리 운용에 제약요인이 될 소지가 없는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 위원의 질의에 대해 다음과 같이 답변하였음.

첫째, 경상수지 흑자 지속에도 불구하고 단기외채가 늘어나고 있는 것은 현재 국제금융시장의 변동성이 크게 축소되면서 양호한 조건으로 외자를 조달할 수 있게 된 영향이 일부 있다고 생각함. 경상수지 흑자로 유입된 자금이 외화대출 또는 해외투자를 위한 자금수요로 이어지지 않고 있는 것은 거주자가 해외투자시에 대부분 환헤지를 하고 있기 때문임. 이에 따라 경상수지 흑자로 들어온 자금은

외환시장에서 흡수되고, 외화대출을 하거나 해외에 투자하는 수요처에서는 외화를 차입하고 있기 때문에 단기외채가 늘고 있음.

둘째, 최근 해외채권 발행여건이 개선되면서 비금융기관의 외채가 늘어나고 있으며 세부내역을 보면 민간기업보다는 공기업의 해외채권 발행이 많이 늘고 있음. 앞으로도 비금융기관의 외채현황에 대해 계속 점검할 예정임.

셋째, 기본적으로 스왑금리는 내외금리차에 의해 부수적으로 결정되는 금리이고 상호 연계되어 있는 금융시장간 금리차익거래의 영향으로 스왑레이트가 내외금리차를 크게 벗어날 수는 없음. 다만 우리나라의 경우에는 과거 조선업체 선물환 매도, 자산운용회사의 해외투자시 환헤지 등으로 스왑시장의 구조적 불균형이 심화되거나 장기간 지속되는 사례가 발생하여 간혹 당행의 정책금리 운용에 애로가 있기도 하였음.

또한 동 위원은 최근 미국, 독일 및 유로지역 주변국의 장기금리가 하락세를 보이고 있는 것은 경제성장률 저하 및 이에 따른 마이너스 산출갭, 저물가의 장기화 등 구조적인 요인과 통화완화, 시장수급, 트레이딩 전략 등의 기술적인 요인이 복합적으로 작용한 결과라고 평가하고, 만일 장기금리 하락이 주로 구조적인 요인 때문이라면 저금리가 장기화되는 모습을 보이겠지만 기술적인 요인의 영향이 클 경우에는 장기금리가 금년 하반기에 큰 폭으로 반등할 가능성이 있다는 우려를 표명하고, 특히 미국 경제의 고용사정이 글로벌 금융위기 이전 수준으로 회복되는 조짐이 있는 가운데 소비자물가 상승 자체가 시장의 힘에 의해서 이루어지는 징후도 보인다는 점을 고려해 보면 미 연준이 6월 회의에서도 양적완화 축소 지속을 결정할 여건은 충분히 성숙되어 있으며 그 시점이 문제이지 결국 미국의 장기금리는 언젠가는 상승할 것이라는 의견을 나타내었음.

이에 대해 관련부서에서는 미국경제의 회복 가능성이 높아 금융시장에서는 대체로 미 연준이 10월경에는 양적완화 축소를 마무리한 후 내년에는 정책금리를 인상한다고 예상하고 있어 금년 하반기에는 미국의 장기금리를 중심으로 글로벌 금리가 오를 가능성이 상당히 있는 것으로 보고 있다고 답변하고, 특히 현재 기간프리미엄(term structure)이 역사상 최저 수준이고 심지어 마이너스 수준으로 보는 견해가 많은 만큼 위원이 언급한대로 하반기에 장기금리가 선제적으로 다소 빠르게 오를 가능성에 대해 유념하고 있다고 첨언하였음.

아울러 동 위원은 국제금리가 지금까지 강조되어 왔던 미국의 금융여건 이외에도 유로지역이나 영국의 금융여건에 크게 영향을 받고 있다는 실증분석 결과(Eugenio Cerutti, Stijn Claessens, Lev Ratnovski, 「Global liquidity and drivers of

cross-border bank flows」, 2014년 4월)를 소개한 후, 현재 ECB와 미 연준의 통화 정책방향이 서로 상충되다보니 ECB가 상당히 강한 정책적인 조치를 취했음에도 불구하고 유로화가 강세를 보이고 있는 등 글로벌 금융시장의 향방을 가늠하기 쉽지 않은 상황이라고 평가한 후, 유럽과 미국의 경제상황 및 이에 따른 정책방향의 차이가 글로벌 금융시장에 어떤 시사점을 주는지 관련부서의 의견을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 위원이 언급한대로 미국과 유럽의 경제상황과 통화정책방향에 차이는 있으나, ECB의 완화정책 강화가 현재 글로벌 금융시장에 긍정적인 방향으로 영향을 미치고 있는 것은 ECB의 추가 완화정책이 미 연준의 통화정책 정상화 과정에서 발생할 수 있는 글로벌 유동성 축소 충격을 완화시킬 수 있을 것으로 국제금융시장에서 보고 있기 때문이라고 답변하고, 특히 ECB의 적극적인 정책으로 유로 경제가 회복되면 세계경제 회복이나 국제금융시장에 도움이 될 것으로 보고 있다고 첨언하였음.

한편 동 위원은 관련부서에서 미국의 통화정책 정상화시 자본유출 가능성을 분석한 것과 관련하여 다음과 같은 의견을 제시한 후, 국제금융시장의 이벤트(event)가 우리나라의 자본유출에 미치는 영향이 과거에 비해 낮아진 배경을 물었음.

첫째, 현재 이슈가 되고 있는 미국 통화정책 정상화의 시기와 속도를 예상해 보기 위해서는 미국 통화정책 정상화의 전제가 되는 미국의 인플레이션 진행 속도, 장기 성장기대 등에 대한 분석이 보완될 필요가 있음.

둘째, 외국인 자금유출입에는 미국의 정책금리 보다 장기시장금리의 영향이 더 크다는 점을 고려하여 장기시장금리에 영향을 미칠 수 있는 글로벌 유동성의 향방을 보다 세밀히 짚어볼 필요가 있음.

셋째, 향후 장기시장금리 상승시 우리나라와 신흥국간 차별화 여부를 판단하기 위해서는 단순히 과거 사례에 비추어 판단하기 보다는 향후 1년 이내에 우리 경제가 거시적 측면에서 여타 신흥국에 비해 비교우위를 유지할 가능성이 있는지를 먼저 점검해 보아야 함.

넷째, 2007년과 2013년중 외국인의 국내 증권투자 잔액을 단순 비교하기 보다는 우리 경제규모가 커진 점을 고려하여 상호 비교하는 것이 타당함.

이에 대해 관련부서에서는 과거에 비해 우리 경제의 자본유출 민감도가 낮아진 것으로 분석된 것은 경제의 기초여건이 양호해지고, 외국인 투자자가 상당히 다양화된 데다가 금융시장 저변이 다른 신흥국에 비해 확대된 때문으로 이해하고 있다고 답변하였음.

또 다른 일부 위원은 거주자 외화예금제도 도입 초기에는 개인들이 여유 외화자금을 예치하면서 자본유출에 대한 완충(buffer) 역할을 상당히 담당해 왔으나 거주자 외화예금이 작년 7월~금년 5월중 258억달러 증가하여 현재 잔액이 596억 달러에 달하는 점을 고려해 보면 현 시점에서 거주자 외화예금이 환율에 미치는 안정화 및 불안정화 효과를 면밀히 점검해 볼 필요가 있다는 견해를 피력하면서 다음과 같은 착안사항을 제시하였음.

먼저, 거주자 외화예금이 대부분 장기적인 자금으로 구성되고 주로 개인이 보유하고 있는 상황이라면 환율변동에 대한 완충역할이라는 순기능이 상당히 있을 수 있음. 반면 투기적 목적으로 단기로 예치되는 외화예금이 많다면 환율절상 기대가 형성될 경우 외화예금의 인출이 발생하면서 외환시장과 환율의 불안정 요인으로 작용할 수 있음. 예를 들어 거주자 외화예금의 만기 기간구조를 세밀히 살펴본 결과 수시입출금 외화예금 비중이 상당히 크다면 환율시장의 불안정 요인으로 작용할 가능성이 큰 것으로 볼 수 있음.

만일 거주자 외화예금이 환율에 불안정 요인으로 작용하는 측면이 더 크다고 판단된다면 거주자 외화예금의 만기구조가 보다 장기화되도록 유도하기 위한 제도적인 보완이 필요한 시점임.

한편 일부 위원은 글로벌 유동성 사이클(global liquidity cycle)이 언제 다시 바뀔 것이냐가 굉장히 중요한 이슈라는 다른 위원들의 의견에 동감을 표시한 후, 미국의 출구전략과 관련해서 기준금리의 인상과 재투자 종료의 순서를 두고 논란은 있으나, 만일 미 연준이 기준금리를 올리기 전에 재투자를 종료하게 되면 금융시장에서 자금조달 수요가 늘어나면서 장기시장금리가 먼저 상승할 가능성이 있다는 점에 유의하여 관련논의를 계속 파악하고 시장금리의 추이를 주시할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 그간 1%대 수준을 지속하던 미국의 인플레이션율이 금년 4월 들어 2.0%로 높아진 것이 일부의 시각처럼 미국의 잠재성장률 하락에 따라 산출갭이 예상보다 큰 폭으로 줄어든 결과, 즉 실제 인플레이션 압력의 슬랙(slack)이 크지 않은 결과라면 향후 인플레이션 압력이 생각보다 빨리 현실화되고 이에 따라 장기시장금리가 먼저 올라갈 수 있다는 점에 유의할 필요가 있다는 의견을 덧붙였음.

또한 동 위원은 관련부서에서 미국의 통화정책 기조변화시 외국인 증권투자잔액의 유출규모를 추정하였는데, 분석대상 기간이 글로벌 유동성의 확대기에 국한되어 있어 글로벌 유동성의 수축기가 제외되어 있다는 점을 고려해 보면 향후 장기금리의 상승, 즉 글로벌 유동성 수축에 따른 자본유출 규모가 과소 추정되었을 가능성이 있다고 평가한 후, 과거 미국의 금리상승의 영향으로 글로벌 유동성이 수축된 시기에 신흥국으로부터 유출된 자금규모를 분석하면 보완이 가능할 것이라는 의견을 제시하였음.

아울러 동 위원은 우리나라 기업의 해외 현지법인이 국외에서 상당한 규모의 자금을 차입하고 있다는 국내 연구결과를 인용하고, 동 차입자금은 외채로 분류되지는 않지만 금융시장에서 차환이 어려워질 경우 결국 국내시장의 유동성 문제로 귀결될 수 있기 때문에 이에 대한 현황을 파악할 필요가 있다는 견해를 밝혔음.

이에 대해 관련부서에서는 먼저 미국의 시장금리가 정책금리보다 먼저 상승할 가능성은 위원이 언급한대로 상당히 높은 것으로 보고 있다고 답변하고, 다음으로 미국의 통화정책 기조변화시 외국인 증권투자자금의 유출규모 추정시 과거 미국의 금리 인상기가 제외된 것은 과거에는 우리나라에 채권자금이 유입되지 않았기 때문에 이러한 부분을 모형에 반영하기가 상당히 힘들었다는 점과 2008년까지 외국인의 증권투자자금은 대부분 환헤지된 금리차익거래였던 반면 최근에는 상당 부분이 금리차익거래를 하지 않은 거래, 즉 환헤지를 하지 않은 거래라는 투자구조의 변화를 반영한 결과라는 점을 설명하고, 다만 위원이 지적한대로 외국인 증권투자자금 유출규모가 과소평가되었을 가능성이 있는 만큼 이를 보완하는 방안을 강구하겠다고 답변한 후, 현재 국내기업의 현지법인이 현지에서 차입한 자금규모는 그리 크지 않은 것으로 파악하고 있으나 그 증가속도에 유의하여 계속 면밀히 모니터링하겠다고 첨언하였음.

다른 일부 위원은 관련부서에서 미국의 통화정책 정상화시 자본유출 가능성을 분석한 것과 관련하여 자본유출 쏠림현상도 사전에 연구하여 대비할 필요가 있지만 현 상황에서 우려되는 것은 자본유입 쏠림현상이라는 점에서 이에 대한 보다 많은 관심을 당부하고, 현재 금융시장에 원화 절상기대가 높다 보니 투기적인 단기차익거래 유인이 높아지면서 환율이 실제 하락하는 악순환이 있는 만큼 현 상황에 대한 다각도의 분석이 필요하다는 의견을 나타내고, 특히 원화강세 기

대, 내외금리차 등을 배경으로 외국인의 국내채권투자 유인(incentive)이 상당히 크다는 점에 유의할 필요가 있다는 의견을 덧붙였음.

이어서 동 위원은 특히 단기 자본이동의 쏠림현상을 분석할 때 우리나라의 대규모 경상수지 흑자를 보다 명시적으로 감안할 필요가 있다는 견해를 피력하고 지금처럼 경상수지 흑자세가 지속된다면 신흥국으로부터 자본유출 현상이 발생하더라도 우리나라의 경우에는 차별화되어 자본유출이 일어나지 않고 환율의 절상 기조가 이어질 수도 있다는 견해를 피력하였음.

이와 관련하여 다른 일부 위원은 OECD 국가중에는 경상수지 흑자규모가 우리나라(GDP 대비 5%)보다 큰 국가들이 있지만, 이들 국가에서는 환율문제가 제기되지 않고 있는 것으로 알고 있다고 언급하고, 그 배경을 조사해 볼 필요가 있다는 의견을 덧붙였음.

「금융시장 동향」과 관련하여 일부 위원은 10년물 국채선물예에 대한 외국인 순매수 규모가 커지고 있는 배경을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 3년물 국채선물시장의 가격변동 폭이 좁고 해당 현물시장의 금리 움직임도 상당히 정체된 반면 장기금리는 하락하는 모습을 보이고 있는 점을 감안하여 외국인이 가격변동을 기대하고 10년물 국채선물시장에서 매수규모를 늘린 결과라고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 국채선물거래의 증거금 수준이 너무 낮게 책정되어 있어 외국인의 투기적 거래를 조장하고 있다는 일부의 견해에 대해 관련부서의 의견을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 현물거래와 달리 선물거래의 경우 증거금만 납입하면 거래를 할 수 있기 때문에 외국인이 이러한 레버리지(leverage) 효과를 통해 매수 또는 매도 포지션(position)을 확대할 경우 간혹 투기적 거래로 보는 시각이 있다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 투기적 거래에 대한 관리수단이 있는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 투기적 거래로 인해 선물시장에 교란이 발생한다면 규제 필요성도 있지만 선물시장이 나름대로 긍정적 기능이 있는 데다 파생상품시장이 위축되면 현물시장에 부정적인 영향을 줄 수도 있다는 양면(兩面)을 모두 고려할 필요가 있다고 답변하고, 현재 선물시장의 모습이 2012~2013년 중 당행이 정책금리를 인하할 때와 같이 외국인의 포지션에 큰 규모의 급격한 변화가 있는 상황은 아닌 것으로 보고 있다고 설명하고, 다만 투기적 거래의 발생 가

능성에 유의하여 선물시장에 대한 모니터링을 하고 있다고 첨언하였음.

이와 관련하여 동 위원은 큰 폭의 경상수지 흑자가 지속되고 이에 따라 환율 절상 기대가 상당히 높은 가운데 외국인의 단기성 투자자금이 많이 유입될 수 있는 유인(incentive)이 있는 현재의 거시경제 여건을 고려해 보면 필요할 경우 과도한 쏠림현상 및 기대심리를 미세조정하여 속도를 조절할 수 있는 방안을 강구하는 데 보다 더 많은 관심을 가져야 할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

다른 일부 위원은 회사채가 2012년과 2013년중 매년 순발행을 기록하였으나 금년 들어 순상환으로 돌아섰다는 점에서 회사채시장이 정상적인 상황은 아닌 것으로 보인다는 견해를 피력하고 직접금융시장에 문제가 없는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 먼저 회사채시장을 보면 2012년 이전에는 대기업들이 회사채시장에서 조달한 자금규모가 상당히 컸지만 2012년 하반기 이후에는 웅진그룹 사태 등으로 금융시장에 신용경계감이 강화되면서 과거 우량기업으로 간주되던 신용등급 A 기업을 포함한 비우량기업들이 회사채시장에서 자금을 조달하기 힘들어진 가운데 만기도래 회사채는 상환하여야하기 때문에 회사채 발행 규모가 순상환을 보이고 있으며, CP시장의 경우에도 그 정도는 덜하지만 신용경계감 강화의 영향으로 전반적으로 CP 발행이 원활치 않은 데다 부채구조 조정차원에서 공기업이 순상환규모를 늘리고 있는 상황이라고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 우려되는 점이 있는 만큼 전체적인 추세 등을 잘 점검할 것을 당부하였음.

또 다른 일부 위원은 일반적으로 환율 하락시에는 기대경로를 통해 수출이 감소하고 수입이 증가해서 경제성장이 둔화되는 가운데 수입물가가 하락해서 물가상승 압력이 약화되는 경향이 있고, 다른 한편으로는 수급경로를 통해 환차익을 겨냥한 외국인 자금이 채권시장에 유입되면서 채권수익률이 하락하고 주가는 통상 채권가격과 반대로 움직이는 경향이 있다고 언급한 후, 최근의 원화환율 하락이 채권금리에 미치는 영향을 물가상승 압력의 약화라는 기대경로와 채권수요 증가라는 수급경로로 나누어 보면 어떤 경로의 효과가 더 클 것으로 보는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 10년물 채권금리가 크게 하락하고 3년물 채권금리는 정체된 모습이라고 설명하고, 이러한 금리의 움직임에 환율이 얼마나 영향을 주었는지 세밀히 파악하기 위해서는 깊이 있는 분석이 필요하다고 답변하고, 다

만 외국인 채권투자자금의 성격, 투자대상 채권의 만기 등을 고려해 보면 수급경로의 효과는 상당히 제한적일 것으로 생각된다는 점에서 직관적으로는 기대경로의 영향이 다소 강해 보인다고 첨언하였음.

이와 관련하여 동 위원은 원화환율, 채권, 주식의 동반 강세현상을 분석하여 정책적 함의(implication)를 도출해 보는 것이 좋겠다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 최근 원화·주가·채권가격의 이례적 동반상승 현상을 두고 두 가지 견해, 즉 우리나라 경상수지의 흑자지속, 글로벌 저금리 지속 기대, 글로벌 유동성의 안전자산 선호 등이 함께 빚어낸 결과로 보는 견해와 국내 경기회복을 가늠하기 어려운 시점에서 채권가격과 원화가치가 동반상승하는 것은 경기회복에 대한 비관적인 신호(signal)로 보인다는 견해가 있다고 소개한 후, 예상치 못한 요인에 의해 채권가격의 변동성이 커질 경우 금융시장에 상당한 영향이 있을 수 있다는 우려를 표명하면서 원화·주가·채권가격의 동반강세 지속 여부와 이러한 현상이 국내경제에 미치는 영향에 대해 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 채권 및 주식가격의 동반 강세 현상은 소위 ‘선진국 중앙은행의 풋(put) 현상’의 영향 - 선진국 중앙은행의 정책금리 조정이 늦춰질 수 있다는 기대가 금융시장에 있는 가운데 실제 ECB가 추가적인 완화정책을 취함에 따라, 향후 유동성 상황이 더욱 개선될 것이라는 금융시장의 기대가 강화된 영향 - 과 경기회복세가 약한 가운데 물가가 상당히 안정되어 있는 우리 경제 상황의 영향을 받고 있는 것으로 보고 있으며, 앞으로 글로벌 경기의 회복세가 강해지면 주가는 강세를 지속하겠지만 채권가격은 약세로 돌아설 가능성이 클 것으로 보고 있다고 답변한 후, 원화·주가·채권가격의 동반강세 현상이 국내경제에 미치는 영향은 더 점검해 보겠다고 첨언하였음.

아울러 동 위원은 국제금융시장 뿐만 아니라 국내 금융시장에서도 평온기 지속으로 장기채권금리가 사상 최저 수준으로 하락하고 있다고 언급하고, 평온기가 장기간 지속되면 리스크 축적에 둔감해질 수 있다는 점을 강조하면서 ‘생리적으로 인간의 리스크 감수(risk taking) 성향은 상황에 따라 변한다, 예컨대 짧은 순간 출현하는 변동성에 대해서는 사람들이 리스크 감수 성향이 높아지지만 불확실성이 장기화되는 경우에는 리스크 감수 성향이 오히려 약화된다’는 뉴욕타임즈 칼럼(John Coates, 「The Biology of Risk」, 2014년 6월 7일)을 소개한 후, 이러한 관점에서 국내 금융시장에서 잠재리스크가 축적되고 있을 가능성에 유의할 필요가 있다고 언급하였음.



한편 동 위원회는 최근 은행간 상호연계성은 축소되고 있으나 비은행간 혹은 은행과 비은행간 상호연계성은 확대되고 있다는 점과 금융기관간 상호연계성은 글로벌 금융위기 등 국내 금융시장이 불안정한 시기에 더 심화되는 경향을 보였다는 국내 연구결과를 연결해 생각해 보면 최근 저금리가 지속되는 상황을 배경으로 상대적으로 규제가 느슨한 비은행금융기관의 수익추구 행태가 시스템적 리스크로 이어질 가능성에 대한 우려를 표명한 후, 시스템적 리스크 축적에 대한 당행의 모니터링 상황, 문제발생시 예상 취약부문, SAMP 모형 확장 현황에 대해 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 1/4분기중 비은행금융기관에 대한 모니터링 결과를 보면 비은행금융기관의 성장세가 다소 둔화된 가운데 수익성은 악화되었지만 전반적인 자산건전성은 조금 개선되고 있으며 자본적정성도 전 권역에서 대체로 양호한 것으로 나타났다고 설명하고, 증권회사의 경우 실적 악화로 자본적정성이 다소 낮아지고 있다는 점에 유의하여 모니터링하고 있으며 여신전문금융회사의 경우에는 대부분의 건전성지표가 전년 말 수준을 유지하고 있다고 답변한 후, 1/4분기 자금순환통계가 나오면 금융권역간 상호연계성을 분석할 예정이라고 첨언하였음.

또한 관련부서에서는 카드사 정보유출 등 비은행금융기관의 운용리스크 발생시 수시로 스트레스 테스트(stress test)를 실시하고 있으며 현재 비은행부문의 충격흡수 능력도 금융감독기관에서 정하고 있는 수준을 두 배 이상 상회하고 있다는 점을 고려해 보면 금리상승이나 운영리스크가 발생하더라도 시스템적 리스크로 발전할 가능성은 높지 않은 것으로 평가하고 있다고 답변하고, 위원회 언급한 대로 현재 은행부문 중심의 스트레스 테스트 모형을 비은행부문으로 확대하는 작업을 진행 중인데 우선 금년 중에는 상호저축은행, 새마을금고, 신용협동조합 등 비은행 예금취급기관을, 내년중에는 여신전문금융회사, 증권사, 보험사 등을 동 모형에 포함시킬 계획이라고 덧붙였음.

끝으로 동 위원회는 최근 여수신 금리차 축소에 따른 은행의 수익성 악화에도 불구하고 전체적으로 은행의 건전성지표가 국제규범을 상회한다면 선진국 사례를 보더라도 감내할 수 있는 상황으로 볼 수 있다고 평가하고, 다만 은행의 가계부문에 대한 이자수입 감소가 중소기업에 대한 대출금리 인하를 제약하고 있다는 점, 가계대출 금리하락이 가계부채 문제를 심화시킬 우려가 있다는 점, 은행의 고정금리부 대출확대가 향후 금리상승시 가계신용에 제약요인으로 작용할 소지가 있다는 점 등을 사례로 들면서 비록 미시건전성 측면에서는 타당한 정책이더라도 거시건전성 측면에서는 오히려 리스크 축적요인으로 작용할 수 있다는 우려를 표

명하고 이에 대한 관련부서의 관심을 당부하였음.

한편 일부 위원은 5월 들어서 장기금리가 하락하여 수익률곡선이 평탄화되었다고 언급하고, 향후 미국의 통화정책 정상화 과정에서 장기금리 상승으로 장단기 금리차가 확대되면서 금융시장이 불안해질 시나리오에 대비할 필요가 있다는 의견을 나타낸 후, 지난해 4~5월에도 장기물 금리가 큰 폭 하락하여 수익률곡선이 지금보다 훨씬 더 평탄화되었다가 미국의 양적완화 축소의 영향으로 대폭 상승하면서 금융시장이 크게 불안했던 경험이 있다고 언급하면서 통화정책의 유효성을 높이고 위기를 극복하기 위한 다양한 정책수단을 개발할 필요가 있다는 견해를 밝혔음.

다른 일부 위원은 당행의 최상위 정책목표인 물가안정목표를 달성하면서 금융안정에도 유의하는 방향으로 통화정책을 수행하기 위한 구체적인 방안으로 가장 쉽게 생각해 볼 수 있는 것은 물가안정목표를 달성하기 위하여 통화정책의 강도와 속도를 결정할 때에 금융불안정의 변화 추이를 제약조건으로 고려하는 것이라는 의견을 제시하고, 다만 금융불균형 또는 금융불안정 정도가 단순히 외생적으로 주어지는 것이 아니라 통화정책의 결과에 영향을 받는 내생성이 있다는 점에 유의해야한다는 견해를 밝혔음.

이어서 동 위원은 우리나라의 금융불균형 상황을 신용측면의 스톡(stock) 자료와 신용사이클 자료를 중심으로 다음과 같이 살펴본 후 현재 우리나라의 기업 및 가계부채의 수준(스톡)은 디레버리지 위험이 상당히 높은 상황이지만 신용사이클 측면에서는 과도하게 위험이 확대되고 있는 상황은 아닌 것으로 보인다는 의견을 제시하였음.

첫째, 금융불균형의 정도를 자산측면에서 보면 현재 자산가격이 상당히 안정되어 있고 경제기초여건과는 큰 괴리가 있는 모습은 아닌 것으로 보임.

둘째, 국제적으로 자산가격에 통화정책적으로 대응해야 하느냐에 대한 논란이 있다는 점을 고려해 보면 금융불균형의 정도는 자산측면보다는 신용측면, 특히 실물부문과 연계가 많은 신용시장에서의 금융불균형을 중심으로 파악하는 것이 타당함.

셋째, 명목GDP대비 부채수준이 기업의 경우 90%, 가계의 경우 85%를 넘어서면 성장을 저해하는 부정적 효과가 더 크다는 BIS 연구결과를 기준으로 살펴보면

우리나라의 가계 및 기업부채 수준은 이에 근접하거나 이미 넘어선 수준으로 평가됨. OECD 국가들과 비교해 보더라도 이미 부채수준은 과도한 수준에 도달한 것으로 생각됨.

넷째, 현재 신용사이클 국면이 이러한 신용의 레버리지 문제들이 확대되고 있는 과열국면인지 아니면 감소하고 있는 수축국면인지를 판단해서 통화정책을 결정하는 것이 중요함. 신용사이클 측면을 BIS 등에서 이용하고 있는 GDP대비 신용의 증가율을 통해 보면 조금 늘어나고 있는 모습이지만 예금취급기관의 비핵심부채(non-core liabilities) 비율을 통해 살펴보면 1997년 이전에 늘어났다가 이후에 감소하고, 2008년 이전에도 늘어났다가 다시 낮아진 모습을 보이고 있음. 예금취급기관의 비핵심부채 또는 M2 대비 비핵심부채 비율을 살펴보면 신용사이클을 보다 명확히 파악할 수 있음. 현재 신용사이클은 2008년 11월에 정점을 기록한 이후 조정국면에 있는 상황으로 보임.

또한 동 위원은 현재 가계 및 기업부채 문제의 경우 양적인 확대 문제보다는 질적인 측면에서의 신용위험의 확대문제가 더 우려되는 상황이라는 견해를 밝히고, 예컨대 금융권역별 가계대출이 은행부문에서 비은행부문으로 확대되면서 현재 은행외 금융기관의 가계대출 비중이 50%를 넘어서고 비은행금융기관에서 빌린 차주들은 원리금상환부담액 비율(Debt Service Ratio)이 높기 때문에 부실화의 위험은 더 높아진 상황으로 보인다는 의견을 제시하고, 은행과 비은행금융기관의 가계대출 모두에서 저신용등급 차주의 비중이 축소된 것을 가계부채 전체의 질(quality)이 좋아져서 가계부채의 위험구조가 신용이나 소득 측면에서 개선된 것으로 해석하기 보다는 은행에서 소외된 차주들이 비은행금융기관을 이용하면서 나타난 현상으로 해석하는 것이 더 타당하다는 의견을 나타내었음.

이에 대해 관련부서에서는 먼저 가계대출의 증가세가 상당히 억제되어 있고 기업대출의 경우 중소기업 대출은 다소 활발한 편이지만 대기업 대출은 상당히 어려운 상황이라는 점을 고려해 보면 가계 및 기업대출 모두 대출규모 자체는 높은 수준이지만 전체적인 증가세가 강한 상황은 아니라는 점에서 금융안정을 해칠 정도로 신용의 양이 과도하게 확장되고 있는 국면은 아닌 것으로 보고 있다고 답변하고, 은행 및 비은행금융기관 모두에서 고소득·고신용 차주의 비중이 높아지고 있는 데에는 위원이 언급한 내용 이외에도 보험사, 신용협동기구와 같은 비은행금융기관이 은행과 수신 경쟁을 통해 조달한 자금을 적극적으로 운용하고 있다는 점과 개인회생(workout) 절차를 통해 저신용 차주들의 신용이 회복되고 있다는 점도 영향이 일부 있는 것으로 보고 있다고 보충 설명하고, 비은행금융기관의 가계대출 확대에 대해서는 위원이 언급한 관점에서 계속 모니터링하고 있다고 첨언

하였음.

아울러 동 위원은 최근 가계부문의 여수신 금리차가 상당히 축소된 반면 기업부문은 그렇지 않은 비대칭적 상황을 배경으로 그간 가계대출에 치중해 온 은행들이 수익성 개선차원에서 가계대출을 억제하고 중소기업대출에 주력하는 방향으로 포트폴리오(portfolio)를 재조정하고 있는 상황으로 보인다는 의견을 나타내고, 여수신 금리차가 가계부문에서 줄어 들고 있는 것은 - 비록 정상적인 수요·공급을 반영하는 측면도 있겠지만 - 금융시장에 정책금융이 공급된 영향이 있기 때문이라고 평가한 후, 만일 현재의 상황이 자원배분의 비효율을 초래하는 국면으로 전개된다면 그 자체도 상당한 문제가 될 뿐만 아니라 통화신용정책의 전달 경로에 장애요인이 될 수 있다는 점에 유의할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

이에 대해 관련부서에서는 위원이 지적한대로 지금 가계부문의 여수신금리차가 상당히 축소된 상황에서 은행들이 중소기업 대출에서 수익을 보전하는 측면이 이 있으며 현재와 같이 비대칭적인 금리구조가 지속되면 가계부문에 과도한 대출이 발생하여 국민경제 전체적으로 자금배분의 효율성이 떨어질 수 있다고 설명하고, 현재 중소기업대출이 증가하고 있는 것은 기본적으로 해당 중소기업들의 운전자금 수요가 크다는 점과 은퇴자들의 생계형 부동산임대업 영위를 위한 주택·건물·상가매입 자금수요가 있다는 점 등 수요요인과 위원이 지적한 은행의 포트폴리오 조정차원의 중소기업대출 확대노력 등 공급요인이 함께 작용한 때문으로 보고 있다고 답변하였음.

이와 관련하여 다른 일부 위원은 앞서 일부 위원이 통화정책과 거시금융안정 정책과 관련하여 신용부문에 대해 언급한 내용은 여러 가지 생각해 볼 점이 있는 것 같다고 언급한 후, 기본적으로 금융불안 또는 금융위기는 결국 금융시장간의 리스크 프리미엄(risk premium)이 확대되거나 만기(maturity)와 관련해서 유동성 프리미엄(liquidity premium)이 확대되는 모습으로 나타난다는 점에 주목해 보면, 당행이 금융시장간 금리차이 등에 유의하는 가운데 통화신용정책 측면에서 정책금리 조정을 해 나가면 현재 당행의 제도적 여건하에서 통화신용정책과 거시금융안정정책간의 조화를 도모할 수 있다는 견해를 밝히고, 앞서 일부 위원이 언급한 대로 신용 등 양적 측면까지 고려하기 위해서는 장기적으로 일종의 규제권을 확보할 필요가 있다는 점을 고려해 보면 현 상황에서는 금융시장의 가격에 영향을 미칠 수 있는 정책수단의 발굴에 우선 노력할 필요가 있다는 의견을 덧붙였음.

이상과 같은 의견교환을 바탕으로 「통화정책 방향」에 관해 다음과 같은 토론

이 있었음.

일부 위원은 ECB의 추가적인 완화정책 시행이 신흥시장국 중앙은행의 통화 정책에 어떤 영향을 미칠 수 있는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 신흥시장국 중앙은행이 ECB의 추가 완화정책에 어떻게 대응할 것인지는 당분간 지켜봐야 하겠으나, 과거 취약 5개국(Fragile 5) 중앙은행이 미 연준 테이퍼링의 영향을 받았던 경우와는 상황이 다른 것 같다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 유관부서와의 협조를 통해 여타 중앙은행의 정책 대응 현황을 정리하여 보고해 줄 것을 요청하였음.

또한 동 위원은 당행의 금융상황지수(FCI : Financial Conditions Index)와 테일러룰(Taylor rule)에 의한 준칙금리 등을 통해 볼 때 현재 기준금리가 적정 수준으로 유지되고 있는 것으로 해석될 수 있으나, 각각은 한계가 있으므로 이러한 지표를 통해 현재의 금리정책 기초를 판단하는 데는 신중할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 당행에서 환율절상 및 대규모 경상수지 흑자, 내수침체 등 부문간 불균형, 가계대출 문제, 신용차별화 현상, 금융부문의 불균형 문제 등에 보다 관심을 가지고 고민할 필요가 있다는 견해를 제시한 후, 관련부서에서도 총량지표에 의한 금융상황 평가보다는 이러한 과제에 대해 검토하는 데 노력해 줄 것을 당부하였음.

이에 대해 관련부서에서는 위원이 제시한 당행의 당면과제도 충분히 검토하도록 노력하겠다고 답변하였음.

다른 일부 위원은 글로벌 금융위기가 거시적인 문제보다는 테일 리스크(tail risk)에서 비롯되었다는 점 등을 감안할 때 금융상황 점검시 미시적인 취약부문의 변화도 점검해 볼 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

이어서 동 위원은 최근과 같이 환율이 일방향으로 빠르게 움직이는 상황에서는 통화정책 수행시 금리와 환율의 움직임을 함께 고려할 필요가 있으며, 이러한 상황에서는 금리, 환율, 주가, 신용지표 등 50개 금융변수를 활용하여 작성한 FCI보다 금리와 환율 등 핵심변수만을 활용하여 작성하는 통화상황지수(MCI : Monetary Conditions Index) 등이 정책판단에 더 도움이 될 것으로 생각한다는 의

견을 제시하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 환율변동은 MCI 뿐만 아니라 여타 금융변수의 변화를 통해 FCI에도 영향을 미친다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 FCI의 경우 환율변동이 여타변수에 영향을 미쳐 지수에 반영되기까지는 시차가 존재하기 때문에 이를 토대로 금융상황을 판단하는 것은 늦을 수 있다는 의견을 나타내었음.

한편, 동 위원은 최근의 환율변동에는 경상수지 흑자누적 효과와 자본유출입 요인 등이 동시에 작용하는 것으로 보이나, 환율이 점진적으로 하락하기(step by step)보다는 순간적으로 급락(stop and go)하는 행태를 보이고 있고, 최근 자본유입 규모도 순액기준으로는 급증하지 않고 있는 점을 감안하면 심리적인 요인의 영향도 있는 것으로 보이며, 통화정책의 방향성에 대해 신중하고 기술적으로 커뮤니케이션한다면 이러한 심리적인 요인을 어느 정도 제어할 수 있을 것으로 생각된다는 의견을 나타낸 후, 현 시점에서 시장과 커뮤니케이션할 경우 어떤 점을 강조하는 것이 좋을지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 통화정책 결정시 환율문제를 반영하는 것과 관련하여, 외환시장에서 쏠림현상으로 인해 환율이 급격하게 변동할 경우 시장안정을 위해 노력하겠다는 당행의 기존 입장을 유지하는 것이 좋겠다고 답변하였음.

또한, 동 위원은 2011년 7월 이후 기대인플레이션율과 소비자물가 상승률간 괴리가 커지고 있는 것과 관련하여 이러한 현상이 가계의 체감 실질부채부담과 기대 소득수준간 격차를 확대시켜 가계의 소비를 제약하는 요인으로 작용할 가능성이 있는 만큼 양 지표간 간극을 해소할 방안에 대해 고민할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

아울러, 동 위원은 가계부채 문제와 관련하여 OECD 한국경제보고서에서 가처분소득대비 높은 가계부채비율, 금융기관의 저소득·저신용가계에 대한 대출기피 현상, 연체가계 수 증가 등의 문제를 지적하고 있는 것에서 볼 수 있듯이 가계부채 문제가 향후 핵심적인 금융불균형 문제로 부상할 가능성이 있으며, 여타 국가의 사례를 통해 볼 때 이에 대한 중앙은행의 대응책은 인플레이션을 통해 부채의 실질가치를 줄이는 방안, 기준금리를 적정금리보다 다소 높게 유지하여 부채감축을 유도하는 방안, 금융불균형 위험에 대해 관련기관이나 일반 경제주체들에게 경고하는 방안 등 세 가지로 나누어 볼 수 있다는 의견을 제시한 후, 당행에서는 이 중 어떠한 방안을 시행할 수 있는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 금융불균형 위험과 관련하여 경고 기능을 충실히 수행하는 방안이 적절해 보인다고 답변하였음.

또 다른 일부 위원은 현재와 같은 상황에서 통화정책은 내수부진과 수요측 물가변동 요인을 더 신중하게 볼 필요가 있기 때문에, GDP갭은 수출갭과 내수갭으로, 물가갭은 수요측 요인과 공급측 요인으로 분해(decompose)해서 볼 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

이어서 동 위원은 적정 금리수준 판단에 있어 실질중립금리가 중요한 준거가 되는데, 금융위기를 거치면서 여러 국가에서 그 가능성이 제기된 바와 같이 잠재성장률이 하락하면서 실질중립금리 수준이 하락하였을 가능성이 있으며, 또한 우리나라의 경우 자본시장이 개방된 상태이므로 미국 등 선진국의 금리 수준의 영향을 받을 가능성이 있다는 점, 경상수지 흑자 기조가 지속되고 있다는 점을 감안하면 실질중립금리 수준이 폐쇄경제모형에서 제시하는 것에 비해 낮을 수 있다는 점을 지적한 후, 따라서 적정 금리수준 판단시 이러한 부분도 신중하게 검토해 볼 필요가 있다는 의견을 제시하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 위원의 의견은 유관부서와 협의하여 모형에 반영하도록 하겠다고 답변하였음.

한편, 일부 위원은 최근 헝가리 중앙은행과 ECB가 정책금리를 10bp 인하한 것과 관련하여, 당행에서도 현재와 같이 기준금리 수준이 낮은 상황에서는 기준금리를 기존의 관행대로 25bp씩 조정(Greenspan's babystep)하기보다는 기준금리를 10bp씩 조정하는 것도 고려해 볼 필요가 있다는 의견을 제시하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 헝가리 중앙은행은 2012년 이후 이어진 장기적인 금리인하 기조의 종료가 가까워졌다는 시그널을 주기 위해 최근 정책금리 조정 폭을 축소하였으며, ECB는 정책금리를 0.25%에서 곧바로 0%로 조정하기 부담스럽고 정책금리와 같은 폭으로 조정되는 대기성 수신금리를 큰 폭의 마이너스로 가져가는 것도 부담스럽기 때문에 10bp만 조정한 것으로 생각된다고 설명한 후, 우리의 경우에도 기준금리를 10bp씩 조정할 수는 있겠으나, 이 경우 시장금리에 영향을 주지 못할 가능성이 있다고 답변하였음.

#### (4) 한국은행 기준금리 결정에 관한 위원별 의견 개진

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

일부 위원은 다음과 같은 최근의 대내외 실물경제 및 금융시장 여건과 향후 전망 등을 종합적으로 감안해 볼 때 이번 달 기준금리는 다음 통화정책방향 결정 시까지 현 수준 2.50%로 유지해야 한다는 생각을 밝혔음

우선 지난 한달 동안의 대외경제여건 변화를 살펴보면, 세계경제는 미국 등 주요 선진국의 경기개선 등에 힘입어 완만한 회복세를 지속하였음. 유로지역은 물가상승률이 더욱 낮아진 가운데 경기부진은 완화추세를 지속하였으며, 중국은 수출 증가폭이 확대되는 등 경기둔화가 다소 완화되었음. 그러나 일부 신흥국의 경우 정정불안 등으로 경제활동이 약화되는 모습을 보였음. 이러한 경기상황을 반영하여 ECB는 저인플레이션의 장기화 방지, 민간대출 확대 등을 위해 정책금리를 인하하고 유동성을 추가 공급하기로 하는 등 완화조치를 시행하였음. 여타 중앙은행의 경우 대체로 기존의 정책기조를 유지하였으나, 일부 중앙은행은 자국의 경제상황에 따라 정책금리를 조정하기도 하였음.

국제금융시장은 미 연준의 저금리 지속에 대한 기대, ECB의 추가완화 등의 영향으로 안정된 모습을 보였음. 선진국 금리가 하락세를 지속하는 가운데 신흥국 금리도 동유럽 지정학적 리스크 완화 등으로 하락하였음. 글로벌 주가는 신흥국을 중심으로 지난달에 비해 상승폭이 확대되었으며, 미국의 경우 경기회복 기대 등으로 주가지수가 사상 최고치를 경신하기도 하였음. 다만 이러한 금융시장 안정은 주요국 중앙은행의 완화적 통화정책 유지에 대한 기대를 배경으로 하고 있어 미국의 통화정책 변화에 따라서 국제금융시장의 변동성이 확대될 가능성은 잠재해 있다고 할 수 있으며, 이와 함께 신흥국의 정정불안, 중국 및 일부 신흥국의 경기둔화 우려 등도 불안요인으로 여전히 남아있다고 하겠음.

다음으로 국내 실물경제 상황을 점검해 보면, 국내 경기는 세월호 사고의 여파로 소비와 서비스업 관련 지표가 둔화되면서 개선흐름이 다소 주춤하는 모습임. 그러나 수출이 양호한 모습을 지속하고 있고 설비 및 건설투자가 증가하고 있으며, 소비도 연휴효과 등에 힘입어 5월 들어서는 다소 개선될 것으로 보여 경기회복세는 유지되고 있는 것으로 판단됨. 앞으로도 국내 경기는 글로벌 경기 회



복, 가계 소득여건 개선 등에 힘입어 회복세를 이어갈 것으로 전망됨. 다만 경제 주체들의 소비 및 투자심리 위축이 장기화될 경우 나타날 수 있는 내수 개선의 약화 가능성과 원화가치 절상이 수출에 미칠 부정적 영향에는 유의할 필요가 있겠음. 아울러 중국 및 신흥국의 성장세 둔화 등의 대외요인도 하방리스크로 상존하고 있다고 하겠음.

물가는 농축수산물 및 석유류 가격의 하락폭이 축소되면서 5월 소비자물가 상승률이 1.7%를 기록하여 3개월 연속 상승하는 모습을 보였음. 근원 및 기대인플레이션율은 전월에 비해 소폭 하락하였음. 앞으로 소비자물가 상승률은 농산물 가격 안정 등으로 당분간 물가안정목표를 하회하는 낮은 수준의 오름세를 지속할 것으로 보이나, 공산품가격 및 개인서비스요금 상승과 지난해 낮은 상승률에 대한 기저효과가 작용하면서 오름세가 점차 확대될 것으로 전망됨.

마지막으로, 국내 외환 및 금융시장 여건을 살펴보면 채권과 주식시장은 주요 선진국의 완화적 통화정책기조 유지 기대, 동유럽 지정학적 리스크 완화 등으로 외국인 증권투자자금 유입이 지속되면서 안정세를 유지하였음. 다만 원/달러 환율의 지속적인 하락에 대해서는 계속해서 경계감을 가져야 하겠으며, 금년 들어 회사채가 순상환되고 있는데 이는 전반적인 기업의 직접금융 조달여건이 나빠지고 있는 것을 나타내는 신호일 수 있으므로 유의하여 살펴볼 필요가 있겠음.

이와 같은 최근의 대내외 실물경제 및 금융시장 여건과 향후 전망 등을 종합적으로 감안해 보면, 물가는 기저효과 등으로 오름세가 완만하게 확대되는 가운데 경기는 개선추세가 다소 주춤하긴 하였으나 회복세는 유지되고 있는 것으로 판단됨. 다만 세월호 사고에 따른 소비 및 투자심리 위축의 장기화, 원화가치 절상 등의 하방리스크가 향후 성장경로에 어느 정도 영향을 미칠 것인지에 대해서는 현시점에서 예단하기 어려울 것으로 판단되므로 좀 더 지켜볼 필요가 있을 것으로 생각됨. 따라서 이번 달 기준금리는 다음 통화정책방향 결정시까지 현 수준 2.50%로 유지해야 한다고 생각함.

다른 일부 위원은 다음과 같은 국내외 경제상황을 종합적으로 고려할 때 2014년 6월의 기준금리는 현 수준인 2.5%를 유지하는 것이 바람직하다고 판단된다는 견해를 제시하였음.

우선 세계경제 상황을 보면 회복세가 지속되고 있는 것으로 판단됨. 미국경제는 고용상황이 개선되고 소비심리가 개선되는 등 1/4분기의 부진에서 회복되는 모습을 보였으며, 유로지역도 1/4분기 성장률이 0.2%를 기록한 가운데 심리지표

가 개선되고 실업률이 하락하는 등 완만한 회복세를 지속하였음. 다만 ECB는 경기회복 속도가 예상보다 더딘 가운데 저물가가 지속되고 대출부진이 장기화되는 점을 고려하여 정책금리 인하, 마이너스 수신금리 등 추가 완화조치를 시행하기로 결정하였음. 일본도 1/4분기 1.6%의 높은 성장률을 기록하였음. 그러나 소비세율 인상의 영향으로 4월 중에는 생산과 소비가 크게 감소했음. 3/4분기부터는 견조한 성장세를 나타낼 것으로 전망됨. 한편 신흥국 가운데 중국은 소규모 경기활성화 대책 등의 영향으로 기업활동이 다소 개선되면서 1/4분기 수준의 성장세가 이어지는 모습을 보였음.

국내경제를 살펴보면 4월 중에는 수출 및 투자의 증가에도 불구하고 세월호 사건의 영향으로 소비 및 서비스업이 부진한 모습을 보였음. 5월 중에는 수출이 호조를 지속하는 가운데 소비가 회복되었으나 서비스업 및 제조업생산이 부진할 것으로 모니터링되고 있음. 그러나 6월에는 재정지출 확대 등의 영향으로 성장세가 확대되면서 국내경기의 개선흐름이 기존 전망한 경로대로 회복될 것으로 예상됨.

한편 5월 중 소비자물가상승률은 농산물 및 석유류가격의 하락폭 축소 등으로 전월보다 높은 1.7%를 기록하였으나 농산물 및 석유류를 제외한 근원인플레이션은 전월보다 소폭 낮은 2.2%를 기록하였음. 앞으로 소비자물가 상승률은 지난해 낮은 상승률에 따른 기저효과, 경기회복세 지속의 영향 등으로 오름세가 점차 확대될 것으로 전망됨.

국제금융시장에서는 미국 정책금리의 인상시점이 2015년 상반기에서 하반기로 이연될 것이라는 기대, 주요국의 완화적 통화정책 지속 기대, 신흥국에 대한 투자심리 개선 등으로 글로벌 금리가 하락하였으며 변동성은 낮은 수준에서 유지되었음. 국내금융시장에서도 국제금융시장의 영향 등으로 금리가 하락하였으며 주가는 상승하였음. 특히 금리의 경우 만기가 길수록 하락폭이 커지면서 수익률 곡선이 평탄화되었음. 한편 원/달러 환율은 경상수지 흑자 지속, 외국인 증권투자자금 유입 등의 영향으로 1,010원대까지 하락하였음.

이러한 국내외 경제상황을 종합적으로 고려할 때 2014년 6월의 기준금리는 현 수준인 2.5%를 유지하는 것이 바람직하다고 판단됨.

통화정책의 유효성을 제고하고 금융안정이라는 정책목표를 달성하기 위해 다양한 정책수단을 확보할 필요가 높아지고 있음. 한국은행의 경우 특히 장기금리 및 만기별 스프레드의 변동을 안정시킬 수 있는 정책이 시급하다고 생각함. 지난해 금리인하 기대로 크게 하락했던 장기금리가 미국의 테이퍼링 관련 우려가 부각되면서 빠르게 상승하여 금융불안을 초래했다는 점을 상기할 필요가 있음. 최근에도 작년처럼 시장금리가 장기물 중심으로 큰 폭 하락하면서 장단기금리차가

상당히 축소되었음. 특히 선물시장에서 외국인이 10년물 국채선물을 집중 매수한 것이 장기금리 하락압력을 가중시켰음. 이와 같은 상황에서 미연준의 통화정책 정상화 등으로 국제금리 상승이 시작된다면 국내 장기금리도 단기간 내에 급등하면서 금융불안 요인으로 작용할 수 있기 때문에 시장금리의 급변동을 완화시킬 수 있도록 필요한 정책수단을 적극적으로 도입해야 할 것으로 생각함. 지난 6월 5일 ECB는 기준금리 인하와 더불어 초단기수신금리를 0%에서 -0.1%로 인하하였음. 마이너스 금리는 덴마크 등 일부 유럽국가에서 통화가치의 방어를 위해 도입된 적은 있지만 주요국 중앙은행으로는 ECB가 처음임. 동시에 기업의 대출지원을 위해 타게티트(targeted)된 LTRO를 도입하였음. 동 제도는 주택담보대출을 제외하고 민간기업 중심으로 대출지원을 타겟했다는 점에서 한국은행의 금융중개 지원대출과 유사하다고 할 수 있음. 2008년 글로벌금융위기 이후 세계 각국의 중앙은행들은 통화정책의 유효성을 높이고 위기를 극복하기 위한 혁신적인 정책수단들을 개발하고 있음. 과거의 놈(norm)은 더 이상 현재의 놈이 아님. 한국은행도 정책기관으로서의 역할에 유념해 적극적으로 다양한 정책수단을 개발할 필요가 있다고 생각함.

또 다른 일부 위원은 다음 통화정책 결정 시까지 기준금리를 현 2.5% 수준에서 유지하면서 향후 전망 경로의 상하방 위험에 균형 있게 대응할 수 있도록 정책운용 입지와 유연성을 확보함이 바람직하다고 생각을 표명하였음.

먼저 대외경제 여건을 살펴보면, 선진국 경기는 미국을 중심으로 비교적 양호한 회복세가 지속되고 있으며, 신흥국 경기는 중국의 성장둔화 위험이 상존하는 가운데 국별 기초여건에 따라 성장세가 차별화되는 모습을 보이고 있음. 미국은 부진했던 산업생산이 회복세를 보이고 있으며 고용시장도 꾸준히 개선되어 소비여력이 높아지고 있음. 유로경제는 회복세가 여전히 미약하여 고용증가로 연계되지 못하고 있으며 디플레이션 압력이 지속되고 있음. ECB가 양적완화 확대 조치를 발표하였지만 실물부문의 수요확대로 이어질 수 있을지는 여전히 불확실한 상황임. 일본은 기업실적 개선이 설비투자 확대, 고용증가, 임금상승으로 이어지는 등 회복세가 지속되고 있음. 소비세율 인상으로 2분기 마이너스 성장이 예상되나 3분기부터는 다시 성장세가 회복될 전망이다. 중국은 지난 1분기에 이어 최근까지 산업생산, 소매판매, 고정자산투자 등 실물경기가 뚜렷한 회복세를 보이지 못하고 있음. 내수중심으로의 성장전환이 원활치 못한 가운데, 1분기 마이너스를 기록했던 수출 증가율이 5월 7%로 회복되었으나 견조한 경기 회복세로 이어질 것인지

여부는 좀 더 지켜봐야 되는 상황임.

국내경제 동향을 살펴보면, 1분기 중 내수는 민간소비와 설비투자 부진을 건설투자가 상쇄하면서 내수와 수출의 성장기여도가 비슷하였으나, 2분기에는 내수 회복 둔화로 성장의 수출의존도가 높아진 상황임. 세월호 여파에 따른 비내구재 소비 및 서비스업생산 감소세가 5월 들어 멈춘 상태이긴 하나 이를 상쇄하였던 투자부문이 다시 약화되는 등 내수 회복의 불확실성이 높아졌음. 특히 민간소비는 1분기에 이어 2분기에도 둔화 국면을 벗어나기 힘들 것으로 보여 올해 성장의 하방위험 요인이 될 것으로 생각됨. 세월호 사건에 따른 소비심리 위축은 일시적일 것으로 판단되나 가계부채 부담, 고령화와 노후대비 저축유인 등으로 소비성향이 전반적으로 하락하는 등 우리 경제가 새로운 장기균형으로 이행하는 과정에서 구조적인 소비둔화 추세가 지속되고 있는 것으로 보임. 고용시장은 개선되는 추세이지만 서비스업, 50대 이상 장년층을 중심으로 취업자가 늘어나고 있으며 동 부문의 임금도 상대적으로 낮아 고용 확대가 가계의 실질소득 증가로 원활히 연계되지 못하고 있음. 수출은 일평균 수출액으로 볼 때 양호한 실적이 지속되고 있으나, 향후 원화절상 효과의 점진적인 실현이 예상되는 가운데 일본, 중국, 기타 신흥국에 대한 최근의 수출 감소 추세를 신중히 지켜볼 필요가 있음. 원화절상에 따른 수출기업의 채산성 악화로 고용, 투자 등 수출의 내수에 대한 낙수효과도 약해질 것으로 생각됨. 최근의 경상수지는 기업의 해외직접투자 등 구조적인 내수기반 약화 요인도 일부 반영하고 있으며 원화절상 기조에도 불구하고 당분간 흑자 추세가 지속될 것으로 판단됨.

물가는 5월 CPI 상승률이 1.7%로 높아지는 등 공업제품을 중심으로 점진적인 오름세를 보이고 있으나 총수요 압력이 마이너스인 상황이 지속되고 있으며 원화절상, 국제원자재가격 하락 등 공급측면의 하방압력이 당분간 지속될 전망이다. 재고와 수출중심의 성장 등으로 수요갭의 변화가 물가에 미치는 영향도 약화되고 있어 향후 GDP갭이 축소되더라도 내수회복이 미진한 경우 물가상승률은 완만한 상승세에 그칠 가능성도 점검해 볼 필요가 있음.

대내외 금융여건을 살펴보면 주요 선진국의 장기금리와 신흥국 가산금리가 동반 하락하는 가운데 금리, 주가, 환율의 변동성이 낮아지는 등 국제금융시장의 위험선호도가 다시 높아지고 있음. 총외채대비 단기외채 비율, 외환보유액대비 유동외채 비율은 안정적이며 CDS 프리미엄과 외화차입금 가산금리도 하락하는 등 외화유동성도 양호한 상황임. 다만 최근 3개월물 금리차익거래 유인이 높아지면서 외은지점을 중심으로 단기외채가 늘어난 상황을 지속적으로 모니터링 할 필요가 있음. 아울러 향후 국제금리 상승 시 국제자본 흐름이 반전되면서 발생할 수 있는 유동성위험에 대해 거시건전성 차원의 선제적 관리가 필요한 상황임.

국내 금융시장에서는 글로벌 장기금리의 하락으로 장단기 금리차가 축소되는 가운데 우량-비우량 회사채간 스프레드가 확대되는 등 신용 양극화 현상이 나타나고 있음. 간접금융시장에서는 여수신 금리가 하락세를 보이고 있으며 연체율도 전반적으로 안정된 상황임. 최근 가계대출의 증가세는 완만한 반면 중소기업대출이 상대적으로 빠르게 늘고 있는 현상은 가계대출 금리가 큰 폭으로 하락함에 따라 이에 대응하여 수익을 확보하기 위한 은행의 포트폴리오 조정 노력도 반영하고 있는 것으로 생각됨. 여수신 금리차 하락에 따른 은행 수익성 악화가 자본적정성과 자금중개기능 위축을 초래하여 통화신용정책 전달경로의 효율성을 저해할 가능성에 대해 점검해 볼 필요가 있음.

금융부문의 불안정성은 자산시장과 신용시장을 구분하여 살펴볼 필요가 있음. 자산시장은 주가, 금리, 부동산 등 자산가격이 기초여건과 크게 괴리되어 불안정성이 확대되는 상황은 아닌 것으로 보임. 통화정책이 보다 선제적으로 대응해야 할 신용시장을 보면, 먼저 양적인 측면에서 가계와 기업의 소득대비 부채스톡이 원활한 성장을 제약하는 수준에 근접하고 있을 가능성이 있어 지속적인 수준 관리가 요구되는 상황임. 그러나 신용사이클의 측면에서 보면 GDP대비 민간신용이나 예금취급기관의 비핵심부채 비율 추이로 볼 때 불균형이 계속 확대되는 팽창국면은 아닌 것으로 판단됨. 현 시점에서 보다 유의할 부분은 질적 측면에서의 금융 불안정성 확대임. 신용시장 내부를 보면 가계 및 기업부채의 구조가 개선되지 못하고 있어 부분적으로 국지적 위험이 높아지고 있음. 가계대출은 고정-변동 금리차가 커지면서 변동금리부 대출비중이 다시 상승했으며 실질 만기의 단기화와 더불어 금리변동에 따른 상환위험이 높아지고 있음. 금융권역별로도 은행 외 금융회사의 비중이 50%를 상회하고 있으며, 비은행 차주의 DTI는 은행 차주에 비해 높기 때문에 향후 금리상승에 따른 부실화 위험도 높아지고 있음. 기업부문도 글로벌 위기 이후 규모별, 산업별 부채비율의 양극화가 고착화되고 있으며, 이자보상배율 3년 연속 1 미만인 한계기업의 비중도 계속 증가하고 있음. IMF도 최근 강조한 바와 같이 향후 금리상승기가 도래하면 신흥국은 자본이동에 따른 유동성위험보다는 자금조달비용의 상승으로 인해 디레버리징 압력에 직면하게 될 것임. 국내에서도 금리상승이 가계 및 기업의 취약부문에 상대적으로 더 큰 영향을 미치면서 동 부문으로부터 금융 불안정성이 확대될 소지가 있으므로 이에 대한 미시적 분석과 대응책 마련이 긴요함.

통화정책 방향과 관련하여 이상의 논의를 종합하여 보면, 첫째, 하반기 내수 회복과 GDP갭 전망 경로에 불확실성이 높아진 상황으로 다음 달 전망의 수정 여부를 지켜 볼 필요가 있다고 판단됨. 민간소비와 국내투자 둔화 추세가 고령화 등 구조적 요인에 의해 당분간 지속될 가능성이 있으므로 향후 GDP갭의 축소 속

도뿐만 아니라 성장의 내용, 즉 내수와 수출간 불균형의 지속 여부에도 정책적 관심을 가져야 할 것으로 생각됨. 아울러 위기 이후 잠재성장률 하락과 자본시장 개방에 따른 실질 균형금리의 변화 여부도 점검해 볼 필요가 있음. 둘째, 물가 또한 수요측면의 상승압력 둔화 가능성과 더불어 공급측면에서 원화절상, 국제원자재가격 하락 등 하락압력의 지속 여부를 좀 더 지켜볼 필요성이 있다고 판단됨. 셋째, 금융안정 측면에서 가계와 기업의 높은 레버리지 수준, 신용시장의 양극화와 부채구조의 취약성에 따른 잠재적 불안정 요인을 균형 있게 고려하면서 가계의 실질소득 증가, 중소기업의 수익성 개선 등 실질 부채상환부담의 개선 추이를 지켜볼 필요가 있음. 결론적으로 다음 통화정책 결정 시까지 기준금리를 현 2.5% 수준에서 유지하면서 향후 전망 경로의 상하방 위험에 균형 있게 대응할 수 있도록 정책운용 입지와 유연성을 확보함이 바람직하다고 생각함.

한편 일부 위원은 지난 통화정책방향 결정 이후 국내외 금융·경제 상황의 변화를 종합적으로 고려한 결과 다음 통화정책방향 결정시까지 기준금리를 2.50%로 현 수준에서 유지하되, 소비개선 등 내수회복의 가시화, 수출경기의 지속성, 글로벌 가치사슬의 변화 등에 따른 중장기 수출구조 변화, 글로벌 저성장·저물가 탈피 등의 여부를 살피고 선진국간 상반된 통화정책 방향과 그에 따른 국내외 금융·외환시장 동향 등에 주의를 기울이는 가운데, 저성장·저물가 기조를 벗어날 수 있도록 통화신용정책의 효과를 점검해 가야 하겠다는 의견을 개진하였음.

먼저 국내외 경제의 회복세가 견고하지 않은 만큼 경제주체들의 기대를 안정적으로 관리하면서 금융·실물부문의 성장제약 및 불균형 요인들의 영향이 최소화 되도록 통화신용정책을 운영해 나가야 하겠음.

미국경제는 고용개선이 이어지는 가운데 일부 심리지표가 호전되고 주택거래가 증가하는 등 1/4분기의 일시적 부진에서 벗어나는 조짐을 보이고 있으며 2/4분기 이후 회복세가 빨라질 것으로 전망되고 있음. 유로지역은 최근 ECB가 성장전망을 소폭 하향 조정한 가운데 저인플레이션 극복을 위해 금융완화정책을 시행하였음. 일본은 소비세율 인상의 영향으로 4월 들어 소비와 생산이 감소하였음. 중국은 소규모 경기활성화 대책 등의 영향으로 5월 들어 기업활동이 다소 개선되는 등 1/4분기 수준의 성장세를 이어가는 모습임.

국내경제는 수출이 견조한 모습을 보이고 투자가 증가하였으나 세월호 사고의 영향으로 소비와 서비스업생산이 감소하였음. 경기동행지수가 4월에 이어 5월에도 소폭 하락한 것으로 추정되고 경기선행지수도 보합세를 보이는 등 경제적

제약조건의 개선이 순탄치 않은 것으로 보임.

5월 소비자물가 상승률은 농산물가격이 하락하였으나 축산물가격이 상승하고 가공식품 및 섬유제품을 중심으로 공업제품 가격이 오르면서 전월의 1.5%에서 1.7%로 올라섰으며 농산물 및 석유류 제외 근원인플레이션율은 2.2%를 기록하였음. 원화절상에 따른 수입물가 하락과 내수부진에 따른 수요측 상승압력 저수준 지속 등이 물가에 미치는 영향에 촉각을 기울여야 할 것임.

국제금융시장은 우크라이나의 지정학적 리스크 완화, 주요국의 완화적 통화정책 지속 기대, 신흥국에 대한 투자심리 개선 등으로 대체로 양호한 모습을 보였음. 선진국, 신흥국 모두 금리는 하락하고 주가는 상승하였으며 환율은 미달러화가 유로화에 대해 강세를 보였음.

국내 금융·외환시장에서는 주요 선진국의 완화적 통화정책 기조 상당기간 유지 또는 강화 기대, 동유럽 지정학적 리스크 완화 등으로 외국인 증권투자자금 유입이 지속되는 가운데 금리는 완만한 속도로 하락해 연중 최저치에 이른 후 소폭 반등하였으며 주가는 연중 최고치까지 상승한 후 조정을 받으면서 등락하는 모습을 보였음. 특히 환율은 경상수지 흑자 지속, 외국인 증권투자자금 유입 등으로 4월에 이어 하락세를 지속한 가운데 6월 11일 현재 달러당 1,015원 70전으로 4월말 대비 1.7% 가량 절상되었음.

금융·경제 상황을 종합해 보면, 실물경제는 수출 견조세가 지속되고 투자도 전월의 마이너스에서 플러스로 전환되는 등의 일부 긍정적인 신호에도 불구하고 소비 및 서비스업생산, 물가 등에서 여전히 개선 여부에 대한 확신이 불충분하여 심리지표나 경기종합지수가 미약해 보임. 금융시장 지표들이 안정되어 있지만 국내외 금융시장에서 평온기(tranquility)가 지속되는 이면에 잠재되어 있을 수 있는 리스크에 대해 계속해서 유념해야 할 상황임.

지난 통화정책방향 결정 이후 국내외 금융·경제 상황의 변화를 종합적으로 고려한 결과 다음 통화정책방향 결정시까지 기준금리를 2.50%로 현 수준에서 유지하되, 소비개선 등 내수회복의 가시화, 수출경기의 지속성, 글로벌 가치사슬의 변화 등에 따른 중장기 수출구조 변화, 글로벌 저성장·저물가 탈피 등의 여부를 살피고 선진국간 상반된 통화정책 방향과 그에 따른 국내외 금융·외환시장 동향 등에 주의를 기울이는 가운데, 저성장·저물가 기조를 벗어날 수 있도록 통화신용정책의 효과를 점검해 가야 하겠음.

향후 통화정책은 CPI 인플레이션율이 중기 물가안정목표를 지속해서 하회함에 따라 발생할 수 있는 부작용에 유의할 필요가 있고, 통화정책 운용에 있어 금리와 환율의 움직임이 중요해졌으므로 정보변수로서 금융상황지수 FCI 외에 금리와 환율만을 고려한 통화상황지수 MCI도 함께 살펴 금융시장 방향성도 살펴볼

필요가 있음. 수출중심 산업구조가 확장되고 내수기반이 구조적으로 약화되어 우리 경제의 불균형 성장이 심화될 수도 있는 만큼 내수산업의 정확한 실태 파악과 관련 투자의 촉진이나 수요의 창출을 거시경제 안정의 중요한 목표로 삼아야 할 것임. 최근 경기개선 여건이 불확실한 가운데 실물경제를 지지하는 데 중심적인 역할을 수행하고 있는 수출을 둘러싼 불확실한 거시경제 여건에 주의할 필요가 있으며, 이런 측면에서 시장심리 안정 등을 통해 외국인 증권투자자금 유출입에 따르는 가격변동성의 축소나 단기외채 증가세 완화 등에 적절한 여건이 조성될 수 있도록 커뮤니케이션을 효과적으로 하거나 신호 수단으로 활용할 수 있는 방안으로서 통안증권 만기별 발행물량 조절 등 여러 가지 정책수단들을 검토해 볼 수 있을 것임. 국내외 금융시장에 정책적 불확실성이 줄어들에 따른 평온기의 장기 지속으로 인해 새로운 리스크가 축적되지 않는지 예의 주시하는 가운데, 글로벌금리 하향 추세 역전에 대비해 금융기관간 상호연계성 증대 속에서 시스템리스크가 축적될 소지 등 여러 가지 가능성에 대해서도 다양한 측면에서 모니터링을 강화해야 하겠음. 금융안정 측면에서 미시적으로 적합해 보이는 정책이 거시적으로 새로운 리스크를 축적할 위험에도 주의를 기울여야 할 것임. 예컨대 금융기관의 가계 고정금리대출 확대 과정에서 이루어진 대출금리 하락이 가계부채의 증가로 귀결되어 향후 금리상승시 가계신용을 제약할 확률을 높이는 요인으로 작용하는 사례 등을 잘 살펴볼 필요가 있음. 실질금리 수준에 대해 일반인이 기대인플레이션율로 평가한 것과 실제 소비자물가 상승률로 평가한 것에 차이가 있어 정책판단의 기준이 되는 이론적 실질금리가 일반인의 가계부채 원리금 분할상환 부담을 정확히 반영하지 못하는 데서 발생할 수 있는 인식의 간극으로 인한 가계부채 조절 애로나 소비제약 등을 완화하는 방안도 유념해야 할 것임.

우리나라에서 금융불균형 문제의 핵심에 있는 가계부채를 고려한 통화정책 스탠스와 관련하여 외국 중앙은행이 택해 온 정책에는, 첫째, 부채의 가치를 절하하거나, 둘째, 기준금리를 소폭 높게 유지하여 부채증가를 억제하거나, 셋째, 금융불균형이 위험 요인화 될 가능성을 관계기관간 전화기 역할과 일반 경제주체들을 대상으로 한 마이크 역할을 통해 경고하는 방안 등이 있는데 이러한 타국의 사례를 참고하여 우리에게 적합한 대안이 무엇일지 고민해야 할 시점임.

다른 일부 위원은 최근의 국내외 경제상황 전개를 종합적으로 감안하여 이번 달 당행의 기준금리는 다음 결정시까지 현재의 2.5%로 유지하여 운용하는 것이 바람직하다고 판단된다는 견해를 표명하였음.

우선 지난 달 기준금리 결정 이후 전개된 대외적 흐름을 개관해 보면 세계경



제는 미국 등 일부 선진국을 중심으로 점진적인 경기 회복세가 유지되고 있음. 그러나 유로지역 및 일부 신흥국을 중심으로 성장세가 다소 약화되고 있음. 이러한 성장세 약화는 글로벌 경제의 하방위험이 다소 확대되었다는 것을 시사한다고 볼 수 있음. 또한 글로벌 장기금리는 하락세를 지속하고 있는데 이는 향후 상당 기간 동안 주요국 정책금리가 낮은 수준을 유지하고 세계경제 성장세도 그리 강하지 않을 것이라는 시장의 기대를 보여준다고 하겠음. 미국경제의 경우 4월 제조업생산이 일시 둔화되었으나 소매판매가 증가추세를 지속하고 있으며 고용시장 및 주택시장도 비교적 견실하게 회복되고 있음. 유로지역의 경우 높은 실업률과 낮은 물가상승률이 지속되고 있는 가운데 1/4분기 실질 경제성장률이 당초 예상을 하회하였고 2/4분기에도 회복세가 강하지 않을 것으로 모니터링 되면서 일부 시장참가자들을 중심으로 디플레이션 우려가 제기되기도 하였음. 이에 대해 ECB는 예상대로 정책금리 인하, 대기성 수신에 대한 마이너스 금리 적용, 유동성 추가 공급 등을 주요 내용으로 하는 새로운 금융완화정책을 발표하였음. 일본경제의 경우 소비세율 인상의 영향으로 4월 중 생산 및 소비지표가 크게 감소하였음. 앞으로도 성장세 자체는 유지될 것이라는 것이 시장참가자들의 주된 의견임. 다만 아직 향후 성장경로에 대한 상당한 불확실성이 남아 있는 것으로 보임. 중국경제의 경우 4월 중 수출이 소폭 증가로 전환되고 일부 생산관련 지표가 소폭 상승하면서 경기둔화가 다소 제한되는 모습을 보이고 있음. 그렇지만 다수의 시장참가자들이 부동산 버블 및 금융부문 부실화 가능성을 제기하고 있는 등 경기의 하방리스크가 여전히 존재하는 것으로 평가됨.

다음으로 주요 국내경제 동향을 보면, 먼저 소비자물가가 5월 중 전년동월대비 1.7% 상승하여 전월에 비해 상승폭이 확대되었음. 이와 같은 상승의 배경이 되고 있는 전년 동월의 낮은 물가에 따른 기저효과를 감안할 때 소비자물가 상승률이 그간의 흐름에서 크게 벗어났다고 보기는 어려운 상황임. 그간 금년 하반기로 갈수록 기저효과 및 경기회복세 등으로 물가가 점차 상승할 것으로 전망되어 왔으나, 최근의 내수 위축 추이, 원화절상 압력 등을 고려할 때 물가상승률이 여전히 낮은 수준을 이어갈 가능성도 적지 않다고 하겠음. 소비는 4월 소매판매가 세월호 사고의 영향을 받아 전월에 비해 상당폭 감소하였고 소비자심리지수도 크게 하락하였음. 한편 5월 이후에는 소비심리 위축이 다소 진정되고 연휴 효과 등에 힘입어 전월에 비해 소비가 개선되는 것으로 모니터링되고 있음. 다만 향후에도 소비 개선이 계속 이어질지 현재로서는 가늠하기가 어려운 상태임. 특히 인구 및 노동시장 변화 등 구조적 요인으로 인하여 우리 경제의 소비 회복력이 약화된 상태에서 세월호 사고에 의한 소비 위축이 예상보다 클 가능성을 배제할 수 없음. 설비투자는 4월 중 기계류와 운송장비 투자가 호조를 보이면서 전월 대비 증

가하였고 건설투자도 일부 지역의 아파트단지 및 산업단지 조성 등에 따라 확대되었음. 반면 5월에는 설비투자 증가가 둔화되고 건설투자도 감소할 것으로 모니터링되면서 월별로 개선과 악화가 교차되는 모습을 보이고 있음. 생산은 4월 중 제조업생산이 전월 수준을 유지하였으나, 서비스업생산이 세월호 사고 피해 업종을 중심으로 감소하면서 산업 전체로는 전월에 비해 생산이 감소되었음. 한편 6월 업황전망BSI가 상당폭 감소한 점, 최근 생산동향에 대한 모니터링 내역 등을 감안할 때 단기적인 생산 감소는 계속될 가능성이 상당함. 수출의 경우 5월 중에는 영업일수 감소 등으로 전년동월에 비해 수출이 감소하였으나 선박, 석유제품 등의 호조에 힘입어 일평균으로는 예년 수준을 크게 상회하면서 GDP 증가세를 계속해서 이끌고 있음.

한편 국내 금융시장에서는 선진국 통화정책 완화기조 유지 기대 등에 힘입어 장기금리가 연중 최저수준으로 큰 폭 하락한 후 소폭 반등하였으며 주가는 5월 하순 연중 최고치까지 상승한 후 소폭 하락하였음. 외국인투자자는 중장기성 공공자금을 중심으로 채권 및 주식시장 모두에서 순매수를 보여 글로벌 투자자금의 순유입이 지속되었음. 수출 호조에 힘입은 대규모 경상수지 흑자가 실현되고 있는 가운데 이와 같은 외국인 증권투자자금의 유입은 최근의 원화절상 및 그 기대 심리 상승의 주된 배경이 되고 있음.

이상과 같은 최근의 국내외 경제상황 전개를 종합적으로 감안하여 이번 달 당행의 기준금리는 다음 결정시까지 현재의 2.5%로 유지하여 운용하는 것이 바람직하다고 판단됨.

금융통화위원회는 향후 주요 대내외 경제상황 흐름을 특별한 주의를 기울여 점검해야 할 것으로 생각됨. 특히 앞으로의 소비 및 투자 행태를 예의주시하는 가운데 그동안 지속되어 온 낮은 물가상승률 추이가 앞으로는 어떤 방향으로 전개될지 그리고 그간의 경상수지 흑자기조와 외국인 투자자금의 유입행태는 어떤 방향으로 전개되는지를 집중적으로 분석하고 평가할 필요가 있음. 이러한 변수들에 대한 정책당국의 집중적인 관심은 향후 통화정책 운용에 긴요한 판단자료를 제공할 것으로 생각함.

한편 정책 당국은 시의적절하게 단기적인 경기 대응책을 강구하고 실행하는 것과 병행하여 우리 경제의 기초를 튼튼히 하고 외부 충격에 대한 회복력을 높이기 위하여 구조개선 노력을 계속해 나가야 할 것임. 특히 당국은 우선적으로 내수회복을 저해하는 가장 큰 리스크 요인인 가계부채 문제의 개선을 계속 도모하면서 수출과 내수간, 대기업과 중소기업간 불균형, 일부 업종에의 과다한 의존 등 우리 경제의 각종 불균형을 완화하는 한편, 노동시장을 선진화시키는 노력을 더욱 강화해야 할 것임.

## (5) 토의결론

위와 같은 위원별 의견개진 내용을 종합, 위원들은 만장일치로 한국은행 기준금리를 현 수준에서 유지하기로 결정함.

## (6) 심의결과

앞서의 토의결과를 반영하여 다음과 같이 통화정책방향에 대한 의결문을 작성, 위원 전원 찬성으로 가결하였음.

### 의결사항

「통화정책방향」을 다음과 같이 결정한다.

- ☐ 금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현 수준(2.50%)에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다.
- ☐ 세계경제를 보면, 미국에서는 경기회복세가 지속되었고 유로지역에서는 경기부진이 완화된 모습을 이어갔으며 신흥시장국에서는 일부 국가의 성장세가 다소 약화되었다. 앞으로 세계경제는 선진국을 중심으로 완만한 회복세를 지속할 것으로 전망되나, 미 연준의 통화정책 기조 변화에 따른 글로벌 금융시장 여건 변화, 일부 신흥시장국의 성장세 약화 등에 영향받을 가능성이 상존하고 있다.
- ☐ 국내경제를 보면, 수출이 호조를 보였으나 세월호 사고의 영향 등으로 소비가 다소 위축되면서 회복세가 주춤하는 모습을 나타내었다. 고용 면에서는 취업자수가 50세 이상 연령층과 서비스업을 중심으로 예년 수준의 증가세를 나타내었다. 앞으로 GDP갭은 당분간 마이너스 상태를 유지하겠으나 그 폭은 점차 축소될 것으로 예상된다.
- ☐ 5월중 소비자물가 상승률은 농산물 및 석유류 가격의 하락폭 축소 등으로

전월의 1.5%에서 1.7%로 높아졌으며, 농산물 및 석유류 제외 근원인플레이션율은 전월의 2.3%에서 2.2%로 소폭 하락하였다. 앞으로 물가상승률은 당분간 낮은 수준을 나타내겠으나 점차 높아질 것으로 전망된다. 주택매매가격과 전세가격은 수도권과 지방에서 모두 오름세가 둔화되었다.

- ☐ 금융시장에서는 주요국의 완화적 통화정책 지속 기대, 외국인의 증권투자자금 유입 등의 영향으로 주가가 상승하였으며 장기시장금리와 환율은 하락하였다.
- ☐ 금융통화위원회는 앞으로 주요국의 통화정책 변화 등 해외 위험요인에 유의하고 세월호 사고 이후의 내수 움직임을 면밀히 점검하면서, 성장세 회복이 지속되도록 지원하는 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 취업자수가 늘어나고 소비심리가 개선되는 등 1/4분기의 부진에서 회복되는 모습을 나타내었음.

유로지역은 1/4분기 GDP성장률(전기대비)이 0.2%를 기록하면서 완만하나마 회복세를 지속하였음.

중국은 소규모 경기활성화 대책 등의 영향으로 기업활동이 다소 개선되는 등 1/4분기 수준의 성장세가 이어지는 모습을 보였음.

일본은 소비세율 인상의 영향으로 4월 들어 소비와 생산이 크게 감소하였음.

##### 나. 국제유가 및 기타원자재가격

5월중 국제유가(Dubai 기준)는 미국의 원유재고 감소, 리비아의 석유생산 차질 등으로 상승하였음. 한편 EIA는 OPEC 국가의 생산 감축 등을 반영하여 금년 국제유가 전망치를 상향 조정하였음.

기타원자재가격(로이터상품가격지수 기준)의 경우 재고 증가 전망 등에 따라 곡물가격을 중심으로 하락(전월말대비 3월말 1.5% → 4월말 -0.3% → 5월말 -2.8%)하였음.

#### 2. 국내경제동향

##### 가. 내수 및 대외거래

4월중 소매판매는 차량연료 등 비내구재를 중심으로 전월대비 1.7% 감소(소매 판매액: 전월대비 3월 1.8% → 4월 -1.7%)하였음.

설비투자는 디스플레이 제조장비 등 기계류와 자동차 등 운송장비 투자가 호조를 보이면서 2.6% 증가(설비투자지수: 전월대비 1.2% → 2.6%)하였음.

건설투자는 건축이 주거용 건물을 중심으로 늘어나고 토목도 일부 산업단지 조성공사 등으로 늘어나면서 6.9% 증가(건설기성액: 전월대비 -3.8% → 6.9%)하였음.

5월중 수출(479억달러)은 영업일수 감소의 영향으로 전년동월대비 0.9% 감소하였음. IT제품 수출이 휴대폰과 디스플레이패널 등을 중심으로 감소하였으나 비 IT제품 수출은 선박 등을 중심으로 증가하였음. 4월중 경상수지는 상품수지 흑자 규모의 큰 폭 확대에도 불구하고 본원소득수지 적자 전환 등으로 전월과 비슷한 규모의 흑자를 유지(3월 72.9억달러 → 4월 71.2억달러)하였음.

#### 나. 생산활동 및 고용

4월중 제조업 생산은 전월수준을 유지(전월대비 3월 1.0% → 4월 0.0%)하였음. 금속가공, 자동차 등 생산이 감소하였으나 선박 등의 기타운송장비와 화학제품 등 생산이 증가하였음.

서비스업 생산은 부동산·임대업 등에서 증가하였으나 도소매업, 예술·스포츠·여가관련 서비스업, 숙박·음식점업 등에서 줄어들면서 전월대비 1.0% 감소(전월대비 0.5% → -1.0%)하였음.

5월중 취업자수는 도소매, 숙박·음식, 금융보험업 등 서비스업을 중심으로 전월대비 18.6만명 감소(전월대비 4월 2.5만명 → 5월 -18.6만명, 전년동월대비 58.1만명 → 41.3만명)하였음. 실업률(계절조정)은 3.7%로 전월과 같은 수준(3.7% → 3.7%)을 나타내었음.

#### 다. 물가 및 부동산가격

5월중 소비자물가(전년동월대비)는 1.7% 상승하여 전월(1.5%)에 비해 오름폭이 확대되었음. 전월대비로는 농산물가격(-1.3%)이 하락하였으나 돼지고기 등 축산물가격(0.8%)이 상승하고 가공식품 및 섬유제품을 중심으로 공업제품가격(0.3%)이 오르면서 0.2% 상승하였음. 근원인플레이션(농산물 및 석유류 제외지수)은 전

년동월대비 2.2% 상승(전년동월대비 4월 2.3% → 5월 2.2%, 전월대비 0.2% → 0.3%)하였음.

아파트 매매가격은 비수도권에서는 공공기관 이전지역을 중심으로 상승세를 이어갔으나 수도권에서는 매수심리 위축, 입주물량 확대 등으로 보합세를 나타내면서 전월대비 0.1% 상승(전월대비 4월 0.3% → 5월 0.1%)하였음. 전세가격은 계절적 비수기에 접어들면서 오름세가 둔화(전월대비 0.4% → 0.1%)되었음.

## II. 외환 · 국제금융 동향

### 1. 국제금융

5월중 국제금융시장은 우크라이나의 지정학적 리스크 완화, 주요국의 완화적 통화정책 지속 기대, 신흥국에 대한 투자심리 개선 등으로 대체로 양호한 모습을 보였음.

미국 국채금리(10년물)는 경제지표가 혼조를 보인 가운데 미 연준의 완화기조 지속 및 ECB의 완화적 통화정책 추가 실시 기대 등으로 하락하였고 일본 국채금리는 주요국 국채금리 하락의 영향, 일본은행의 국채매입 등으로 하락하였음.

글로벌 주가(MSCI)는 주요국의 완화적 통화정책 지속 기대, 우크라이나 우려 완화 등으로 상승하였음.

미 달러화는 유로화에 대해 강세를 보인 가운데 여타 주요국 통화에 대해서는 국별로 엇갈렸음.

### 2. 외환수급

5월중 경상거래는 무역거래 흑자가 감소하였으나 무역외거래 적자가 크게 줄어들면서 흑자 규모가 확대되었음.

자본거래는 거주자의 해외투자가 감소하였으나 외국인 국내증권투자자금 순유입 축소, 기업의 해외증권 순상환 등으로 순유출 규모가 확대되었음.

금융거래는 국내은행의 대외자산 회수가 크게 늘어나면서 순유입으로 전환되었음.

### 3. 외환보유액

5월말 외환보유액은 3,609억달러로 외화자산 운용수익 등에 힘입어 전월대비 51억달러 증가하였음.

### 4. 외환시장

5월중 원/달러 환율은 월 초반 외국인 증권투자자금 유입 등으로 하락한 후 월 중반에는 1,020원 근접에 따른 레벨 부담 등으로 좁은 범위에서 등락하다가 월말 들어서는 4월 경상수지 흑자 발표를 계기로 수출업체 및 역외의 달러화 매도가 확대되면서 추가 하락하여 전월말 대비 1.3% 절상된 1,020.1원으로 마감되었음.

원/엔 환율(100엔당)도 원화가 엔화에 비해 더 큰 폭의 강세를 보인 데 기인하여 하락하였음.

외환 스왑레이트(3개월물, 월평균)는 전월의 배당금 역송금 등 일시적 하락요인이 해소된 가운데 외은지점의 차익거래 목적의 외화자금 공급 등으로 상승하였음.

### 5. 국내은행 외화자금사정

국내은행의 대외차입여건 및 외화자금사정은 양호한 상황이 지속되었음.

## III. 금융시장 동향

### 1. 채권·주식

#### 가. 시장금리

국고채(3년)금리는 완만한 속도로 하락해 5.29일 2.81%에 이른 후 소폭 반등하였음. 금리하락은 미 국채금리 등 글로벌 금리 하락, 국내 경기 회복세 약화 우려 등에 기인함. 아울러 장기물 국고채금리가 더 크게 하락함에 따라 수익률곡선이 평탄해졌음.



회사채(3년)금리는 국고채금리 하락에 따른 가격메리트 부각 등으로 국고채(3년)금리보다 더 크게 하락하였음.

#### 나. 주가

코스피는 5.23일 2,009(연중 최고치)까지 상승한 이후 반락하여 2,000선 내외에서 등락하였음. 5월 초중순에는 연준의 완화적 통화정책 지속 기대, ECB의 추가완화정책 시행 전망, 우크라이나 지정학적 리스크 완화 등으로 상승하였음. 하순 이후에는 가격 부담에 따른 차익매물 출회 등으로 반락하였음.

#### 다. 외국인 국내증권 투자

5월중 외국인의 국내채권투자는 만기도래분 축소, 해외중앙은행 자금 유입 등으로 3개월 연속 유입세를 지속하였음. 한편 외국인은 국채선물시장에서 월초반 순매수 이후 소폭의 순매도·매수를 반복하였음.

외국인의 국내주식투자도 5월중 순유입을 지속하였음. 이는 주요국 중앙은행의 완화적 통화정책 지속 기대, 동유럽 지정학적 리스크 완화, 신흥국 주가 호조 등에 기인함.

## 2. 여수신

#### 가. 여수신금리

5월중 은행 여신금리(신규취급액 기준)는 전월보다 상당폭 하락한 것으로 추정됨. 기업대출금리는 저금리 대출 취급 등으로 하락하였으며 가계대출금리도 고정금리대출 확대 노력 등으로 하락하였음.

은행 수신금리(신규취급액 기준)는 예대율 관리 영향 등으로 전월 수준을 유지한 것으로 추정됨.

#### 나. 여신

5월중 은행 가계대출(모기지론 양도 포함)은 전월대비 증가폭이 축소되었음. 주택담보대출(모기지론 양도 포함)은 주택거래 둔화 등으로 증가규모가 축소되었으며 마이너스통장대출 등도 소비심리 위축 등의 영향으로 예년과 달리 소폭 감

소 전환하였음.

비은행 가계대출(모기지론 양도 포함, 5.20일 기준)은 전월동기대비 증가폭이 소폭 확대되었음.

은행 기업대출은 증가폭이 축소되었으나 견조한 증가세를 지속하였음. 대기업대출은 계절요인(분기말 일시상환분 재취급 등) 소멸 등으로 증가규모가 축소된 반면 중소기업대출은 은행의 완화적 대출태도 등으로 전월 수준의 증가세를 유지하였음.

직접금융은 순상환으로 돌아섰음. 회사채의 경우 비우량기업에 대한 신용경계감 지속 등으로 순상환되었으며 CP도 부채감축을 위한 공기업의 상환이 확대되면서 순상환되었음.

은행의 기업대출 및 가계대출 연체율(5.20일 기준)은 전월동기대비 소폭 상승하였으나 안정세를 유지하고 있음.

#### 다. 수신

5월중 은행 수신은 큰 폭 증가로 전환하였음. 수시입출식예금이 법인 결제성자금의 대거 유입, 5월말 휴일에 따른 대출상환 수요의 익월초 이연 등으로 큰 폭 증가하였으며 정기예금도 일부 은행의 예대율 관리를 위한 자금유치 노력 등으로 증가하였음.

제2금융권 수신도 대체로 증가하였음. 자산운용사 수신은 MMF를 중심으로 큰 폭 증가하였으며 금전신탁 및 증권사RP도 법인자금 유입 등으로 증가폭이 확대되었음. 신용협동기구는 상호금융을 중심으로 견조한 증가세를 지속하였음.

### 3. 통화

5월중 M2증가율(평잔기준 전년동월대비)은 전월과 비슷한 5%대 중반으로 추정됨. 이는 국외부문 통화공급이 전년동월에 비해 줄어들었으나 민간신용이 확대된 데 기인함.

M1증가율은 전월보다 상승한 10% 내외로 추정됨.