

2020년 도 제 15차

금융통화위원회(정기) 의사록

한 국 은 행

1. 일 자 2020년 7월 16일(목)
2. 장 소 금융통화위원회 회의실
3. 출석위원 이 주 열 의 장 (총재)  
고 승 범 위 원  
윤 면 식 위 원 (부총재)  
임 지 원 위 원  
조 윤 제 위 원  
서 영 경 위 원  
주 상 영 위 원
4. 결석위원 없 음
5. 참 여 자 장 호 현 감사 유 상 대 부총재보  
정 규 일 부총재보 이 승 현 부총재보  
박 종 석 부총재보 이 환 석 부총재보  
양 석 준 외자운용원장 민 좌 홍 금융안정국장  
이 상 형 통화정책국장 김 현 기 금융시장국장  
신 운 경제연구원장 박 영 출 공보관  
채 병 득 금융통화위원회실장 성 광 진 의사팀장

## 6. 회의경과

### 가. 의결안건

#### <의안 제30호 — 통화정책방향>

(1) 전일 개최된 동향보고회의에서는 조사국에서 보고 제42호 - 「국내외 경제동향 및 평가」를, 국제국에서 보고 제43호 - 「외환·국제금융 동향」을, 그리고 금융시장국에서 보고 제44호 - 「금융시장 동향」을 보고하였음.(보고내용 : 별첨)

(2) 본회의에서는 의장이 전일 보고내용을 접수하고 「한국은행법」 제28조에 따라 의안 제30호 - 「통화정책방향」을 상정하였음.

### (3) 위원 토의내용

전일 개최된 동향보고회의에서는 다음과 같은 토의가 있었음.

(가) 국내외 경제동향 및 평가

일부 위원은 지난 경제전망 이후 민간소비의 회복 속도가 예상보다 더딘 데다 수출도 부진한 모습을 보이면서 우리 경제의 성장경로를 둘러싼 하방위험이 확대되었다고 평가하면서, 혹시라도 금년 성장률이 국제통화기금(IMF)이 지난 6월 제시한 전망치인 -2.1%에 근접할 가능성도 있는지 물었음. 또한 반도체 부문이 활황을 보였던 수년 전처럼 국내경제가 반도체 부문에 기대는 양상이 재현됨에 따라 반도체경기의 회복 지연 가능성이 도리어 성장경로의 하방위험으로 꼽히고 있다고 언급하면서, 올해 반도체 부문의 성장기여도를 어느 정도로 예상하고 있는지 덧붙여 질의하였음.

이에 대해 관련부서에서는 비록 성장경로의 하방위험이 확대되기는 하였으나, 우리나라의 금년 성장률이 IMF의 6월 전망치 수준까지 하락할 가능성은 낮다고 답변하였음. 또한 반도체 부문만 분리하여 성장기여도를 정확히 계산하기는 어려우나, 올해 경제성장에 기여하는 정도가 반도체 경기가 유례없는 호황을 보이며 성장을 견인하였던 2018년 수준에는 미치지 못할 것으로 예상된다고 첨언하였음. 그렇다고 하더라도 비대면 산업의 활성화에 따른 반도체 수요 증가는 여타 부문의 부진을 일부 완충하고 있으며 우리나라가 여타 국가들에 비해 상대적으로 양호한 경기흐름을 보이는 데도 기여하고 있다고 덧붙였다.

이어서 동 위원은 근원물가의 오름세 둔화가 지속되는 가운데 하방위험도 커진 것으로 보인다고 평가하면서, 2015년경부터 이어져 온 근원물가 상승률의 하락 추세가 앞으로도 지속될 것으로 보는지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 올해 근원물가 상승률은 정부정책 등의 영향으로 지난 전망치에 비해 다소 낮아질 것으로 예상되나, 내년 이후에는 정부 정책의 영향이 줄어들고 경기도 점진적으로 개선되면서 오름세가 점차 확대될 것으로 전망된다고 답변하였음.

또한 동 위원은 고용상황에 대한 전망이 지난 5월에 비해 달라졌는지 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 최근까지의 고용동향을 토대로 판단해보면 고용의 회복 속도가 당초 예상보다 다소 더딜 것으로 보인다고 답변하였음.

아울러 동 위원회는 지난 수년간 통화정책을 결정하는 과정에서 실물경제 여건과 더불어 가계부채, 부동산시장 등 금융안정 상황을 어느 정도로, 어떻게 고려해야 하는지에 대해 내부적으로 많은 논의가 이어져 왔다고 상기하였음. 올 들어 코로나19 확산에 따른 경기위축에 대응하여 당행이 통화정책의 완화정도를 확대한 가운데 최근 일부 지역에서 부동산가격이 재차 상승하고 통화증가율이 높은 수준을 기록하는 등 부동산 이슈가 중요한 변수로 다시금 부각되고 있다고 평가하였음. 따라서 통화정책과 부동산가격, 가계부채 간 관계에 대해 보다 종합적이고 심층적으로 분석할 필요가 있다는 견해를 나타내었음. 구체적으로는 가계소득이 크게 늘지 않은 상황에서 정부와 당행이 코로나19 사태에 대응하여 실시한 각종 지원책들의 영향은 어떠했는지, 그리고 주택가격이 상승하는 과정에서 주택시장의 수급 전망과 거시경제 상황에 대한 경제주체들의 기대, 완화적인 금융상황, 정부의 거시건전성 정책 등 여러 요인들이 어떠한 영향을 미쳤는지도 세밀하게 점검해 나가야 한다고 언급하였음. 이를 위해 부동산시장에 대한 분석 역량을 확충하는 한편 필요시 외부전문가들과의 협업도 적극적으로 추진할 필요가 있다고 강조하였음.

한편 동 위원회는 중기적 관점에서 저금리 환경하에서 발생할 수 있는 여타 금융·경제 이슈들에 대해서도 철저히 분석해 나가야 한다고 언급하였음. 즉 비단 부동산 이슈뿐 아니라 위험자산으로의 자금쏠림이나 해외 투자자산의 건전성 이슈 등을 점검하는 한편 저금리가 우리 금융시장과 금융산업에 미칠 영향 등도 다각적으로 살펴줄 것을 당부하였음.

다른 일부 위원회는 관련부서에서 지난 5월 경제전망시 코로나19의 향후 전개 상황에 대한 불확실성이 높은 점을 감안하여 감염병 확산모형을 이용한 시나리오 분석을 실시하였는데, 이에 따르면 코로나19의 확산이 2/4분기 중 정점에 도달하는 기본 시나리오와 달리 3/4분기까지 확산세가 이어지는 비관 시나리오 하에서는 올해 우리 성장률이 -1.8%까지도 낮아질 수 있다고 전망한 바 있다고 언급하였음. 그런데 최근 전세계적인 코로나19의 전개상황을 보면 기본 시나리오와 달리 확산세가 진정되지 않는 모습이고, IMF는 지난 6월 세계 성장전망을 하향조정하면서 우리나라의 성장률 전망치도 -2.1%로 낮춘 바 있다고 덧붙였다. 이러한 상황에서 기본 시나리오 하에서의 성장률 전망치 -0.2%에 하방위험이 있다고만 대외에 커뮤니케이션할 경우, 자칫 당행이 비관 시나리오 하에서의 성장률

전망치인 - 1.8%나 IMF의 전망치인 - 2.1% 수준까지 내다보는 것으로 오해될 소지가 있어 보인다고 지적하였음. 이러한 맥락에서 지난 전망 당시의 코로나19 전개상황에 대한 시나리오와 현재 상황의 차이점은 무엇인지, 그리고 IMF 전망에서 상정하고 있는 우리나라의 하반기 성장경로와 당행이 보고 있는 전망경로 간 차이점은 무엇인지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 최근 미국과 일부 신흥국을 중심으로 코로나19의 확산세가 심화되고 있다는 점에서 지난 경제전망시 제시한 비관 시나리오에 가까워지고 있다는 우려가 제기될 수 있겠으나, 국내외의 경제활동이 점차 재개되고 봉쇄조치도 완화되는 추세를 보이고 있는 점을 고려할 때 아직까지는 성장경로가 비관 시나리오보다는 기본 시나리오에 가까운 흐름을 이어가고 있는 것으로 이해하는 것이 타당하다고 답변하였음. 또한 IMF가 제시한 올해 우리나라의 성장률 전망치는 2/4분기 이후 매분기 큰 폭으로 역성장하는 경로를 가정하고 있는 것으로 보이는데, 경제활동 재개 등에 힘입어 국내외 경제가 3/4분기 중 반등할 것으로 예상되는 점을 감안하면 올해 우리 성장경로의 하방위험이 커졌다고 하더라도 성장률이 IMF의 전망치 수준까지 낮아지지는 않을 것으로 보고 있다고 첨언하였음. 부문별로 보면 정부지원 등으로 어느 정도 부진이 완화될 것으로 예상되는 내수보다는 수출이 향후 우리나라의 성장경로를 크게 좌우할 것으로 보인다고 덧붙였음.

이에 동 위원은 관련부서의 견해에 대체로 동의한다는 입장을 밝히면서, 지난 경제전망 당시에는 코로나19의 확산이 곧바로 경제봉쇄로 이어져 경제활동의 위축을 초래하는 것으로 상정하였으나, 최근 각국의 상황을 보면 코로나19의 전개상황과 경제활동 간 관계가 당초 예상과 다소 다른 일종의 디커플링(decoupling) 현상이 나타나고 있다고 평가하였음. 이러한 점에서 코로나19가 계속 확산된다고 해서 경제전망도 그에 비례하여 나빠질 것이라고 보는 시각은 경계할 필요가 있다는 견해를 밝히면서, 전세계적으로 계속되고 있는 코로나19 확산으로 향후 성장경로에 대한 일반 경제주체들의 인식이 지나치게 비관적으로 흐르지 않도록 대외 커뮤니케이션에 만전을 기할 필요가 있다고 강조하였음. 또한 향후 세계경제가 일정 부분 반등할 것으로 예상되는 만큼 우리 수출 여건도 시차를 두고 개선될 것으로 내다보았음.

또 다른 일부 위원은 관련부서에서 최근 세계경제에 대해 부진이 다소 완화된 것으로 평가한 반면 국내경제에 대해서는 부진이 심화되었다고 평가하였는데, 우리나라의 코로나19 확산세가 주요국에 비해 완만한 데다 경제충격도 상대적으

로 크지 않은 점을 감안할 때 이 같은 평가가 다소 의외인 것으로 비칠 수 있어 보인다고 언급하였음.

이에 대해 관련부서에서는 위원이 언급한 대로 우리나라의 경기상황이 주요국에 비해 양호한 편이지만, 최근의 흐름에 초점을 맞추어 그와 같이 평가한 것이라고 답변하였음. 즉 세계경제가 심각한 부진을 겪고 있지만 주요 선진국의 경제활동 재개로 그 정도가 완화되는 조짐을 보이고 있는 반면 국내경제는 미국, 유럽 등 우리나라의 주요 수출대상국에서 시행되었던 봉쇄조치의 여파가 시차를 두고 나타나면서 수출을 중심으로 2/4분기 중 전분기에 비해 부진이 심화되었다고 첨언하였음.

이어서 동 위원은 수출 등 경제지표의 흐름을 평가함에 있어 전년동월대비 증가율뿐 아니라 계절조정 계열의 전월비 증가율을 함께 고려할 필요가 있다고 강조하였음. 최근과 같이 수출이 크게 위축된 후 회복되는 상황에서 전년동월대비 증가율만 볼 경우에는 자칫 수출 동향에 대한 판단이 후행적이거나 왜곡될 소지가 있다는 견해를 나타내었음. 일례로 통계 프로그램 등에서 널리 활용되는 계절조정 기법을 활용하여 살펴보면 6월 중 우리나라의 수출이 전월보다 개선된 것으로 나타난다고 소개하였음. 또한 기업들이 월 또는 분기 단위로 수출목표를 설정하는 점을 고려할 때 일평균수출 증가율을 바탕으로 수출 흐름을 판단하는 것도 주의할 필요가 있다고 언급하였음. 한편 우리나라의 월별 수출동향은 글로벌 경기흐름을 반영하는 속보성 있는 지표로 인식되어 전세계적으로 그 활용도가 크다고 소개하면서, 이러한 점을 고려하여 수출지표의 흐름을 보다 다각적으로 분석하여 정책을 수립하고 커뮤니케이션하는 데 활용할 필요가 있다고 덧붙였다.

이에 대해 관련부서에서는 최근과 같이 경제상황이 빠르게 변하는 국면에서는 계절조정 계열의 유용성이 크다는 위원의 평가에 동의하면서, 다만 수출의 경우 다른 경제지표와 달리 계절조정이 쉽지 않은 측면이 있다고 답변하였음. 현재 수출의 흐름을 다각도로 파악하기 위해 전년동월대비 증가율과 함께 수출물량 지표, 일평균 지표 등을 종합적으로 활용하고 있는데, 앞으로도 계절조정을 포함하여 수출동향을 보다 정확히 판단하기 위한 노력을 계속해 나가겠다고 답변하였음.

또한 동 위원은 반도체 현물가격의 하락세가 향후 고정가격의 하락으로 이어질 수 있다고 언급하면서, 이 같은 반도체가격의 약세가 반도체 업황에 대한 부정적 시각을 반영하고 있는 것은 아닌지 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 반도체 현물가격이 4월부터 내림세를 보이고 있어

7월 이후 고정가격이 하락할 가능성은 있으나, 현 가격 수준이 과거 고점보다 크게 낮은 점을 감안할 때 하락폭이 크지는 않을 것으로 예상된다고 답변하였음. 이에 따라 3/4분기 중 반도체 수출이 증가 전환할 것이라는 기존 전망이 여전히 유효하며, 다만 최근 코로나19 확산세 등을 감안하면 업황 개선세가 예상보다 다소 약해질 수 있다고 부연하였음.

아울러 동 위원은 4월 이후 수도권 아파트의 실거래가격 오름세가 가팔라진 배경이 무엇이라고 보는지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 수도권 주택시장에 공급 부족에 대한 우려가 여전히 한 데다 완화적인 금융여건이 지속되는 가운데 코로나19가 진정되고 정부의 12.16 대책과 2.20 대책의 효과가 일부 제약되는 모습을 보이면서 가격상승 기대가 빠르게 확산된 것으로 보인다고 답변하였음.

이에 동 위원은 교과서적으로 보면 부동산가격의 상승이 완화적 통화정책의 파급경로 중 하나지만 현실적으로는 이에 유의하지 않을 수 없는 상황이라고 언급하면서, 이러한 관점에서 부동산가격 상승의 비용과 편익이 무엇인지 심도 있게 분석해볼 필요가 있다는 견해를 나타내었음. 일반적으로 부동산가격 상승의 부정적 영향으로 가계부채 확대를 통한 금융불균형 심화가 자주 거론되는데, 우리나라의 경우 여타 국가들과 달리 가계부채가 디레버리징(deleveraging) 없이 계속 확대되어 왔다는 점에서 우려할 만하다고 평가하였음. 반면 부동산가격 상승이 실물경제에 미치는 긍정적 효과와 관련해서는 일부 연구에서 다른 나라보다 효과가 덜하다고 분석한 바 있지만 전반적으로 연구가 부족한 상황이라고 언급하면서, 부동산가격 상승이 경기와 물가에 미치는 영향을 종합적으로 분석해 나가야 한다고 강조하였음.

이에 대해 관련부서에서는 자산가격의 변화가 소비와 물가에 미치는 영향을 다각도로 살펴보고 있으나 활용 모형 등에 따라 결과치의 편차가 큰 상황이라고 언급하면서, 위원이 지적한 사항들을 유념하여 연구를 계속 강화해 나가겠다고 첨언하였음.

이에 동 위원은 모형마다 가정과 전제가 서로 상이한 만큼 도출된 결과도 다를 수밖에 없다고 언급하면서, 당행이 연구내용을 외부에 보다 적극적으로 공개함으로써 피드백을 통한 연구의 질 향상을 도모할 필요가 있다는 견해를 제시하였음. 한편 주택가격 상승이 물가에 미치는 영향과 관련하여, 현재 소비자물가는 주택가격의 변화를 신속하고 충분하게 반영하지 못하는 측면이 있으므로, 실거래가격을 반영한 물가의 흐름을 분석함으로써 주택가격 변화가 중기적 물가에 미치는 영향을 살펴볼 필요가 있다고 제안하였음.

한편 일부 위원은 최근 제조업 부문의 금융비용은 소폭 축소되었을 수 있으나, 인건비 부담이 여전한 가운데 가동률이 크게 떨어지고 수출은 계속 부진하기 때문에 기업의 수익성이 전반적으로 악화되는 흐름을 이어가고 있는 것으로 진단하였음. 향후 회사채시장의 안정을 위한 정책을 효과적으로 수립·집행하고, 제조업 업황의 악화가 고용과 물가 등에 미치는 추가적인 영향을 정도 있게 가늠하기 위해서는 다양한 자료들을 통해 기업의 수익성 흐름을 면밀히 파악할 필요가 있다는 견해를 나타내었음.

이어서 동 위원은 관련부서에서 건설투자의 조정 흐름이 이어지고 있다고 보는 이유와 앞으로의 건설투자 전망에 대해 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 지난 2015년부터 2017년까지 아파트가 대규모로 건립되면서 2017년 하반기에 건설투자가 정점을 나타냈으며, 그 이후 아파트의 완공과 함께 건설투자가 둔화되어 왔다고 답변하였음. 비록 지난해 4/4분기와 올해 1/4분기 중 정부의 SOC투자 확대에 건설투자가 일시적으로 증가하는 모습을 보였으나, 2/4분기 들어 재차 감소 전환되었기 때문에 건설투자는 기초적인 조정 흐름의 연장선 상에 있다고 보는 것이 타당하다고 첨언하였음. 아울러 향후 건설투자는 정부의 SOC투자 확대에도 불구하고 건설투자 내 비중이 큰 민간 부문의 주거용·비주거용 건설이 부진하면서 당분간 조정 흐름을 이어갈 것으로 보인다고 덧붙였다.

또한 동 위원은 최근의 국내외 경기상황뿐만 아니라 우리 경제의 구조적 변화 추세를 고려할 때 앞으로 상당 기간 완화적 통화정책을 이어갈 수밖에 없어 보인다고 진단하면서, 이러한 완화기조가 자산시장에 미칠 영향에 대해 우려하지 않을 수 없다는 견해를 나타내었음. 따라서 지난 80년대 후반에서 90년대 초반까지 일본의 자산시장 버블 형성 및 붕괴 사례를 포함하여 완화적 통화정책이 자산시장에 미치는 영향을 다각적으로 조사연구하고 통화정책적 시사점을 도출할 필요가 있다는 견해를 나타내었음.

다른 일부 위원은 올해 2/4분기 중 코로나19의 확산세가 정점에 달할 것이라는 당초 예상과 달리 사태가 장기화되면서 국내외 성장경로의 하방위험이 높아졌다고 진단하면서, 우리 경제의 성장기반 약화가 내년까지 이어질 수 있어 보인다는



는 견해를 나타내었음. 뿐만 아니라 민간부문의 성장동력이 약화되고 산업별, 소득계층별 양극화가 심화되고 있어 성장의 내용도 우려되는 상황이라고 덧붙였음. 최근 관련부서에서 발간한 보고서에서 코로나19 사태를 계기로 탈세계화와 디지털경제의 확산 등 구조적 변화가 일어나는 가운데 고용과 자본투입의 감소로 잠재성장률에 대한 하방압력이 증대될 것으로 내다보았는데, 잠재성장률 하락에 대응하기 위해 어떤 정책적 노력이 시급하다고 보는지 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 원론적이기는 하지만 생산성을 높이고 노동공급의 둔화 속도를 늦출 수 있는 정책이 필요하다고 답변하였음. 먼저 생산성을 높이기 위해서는 신산업 발굴, 규제개혁 등 정부의 정책적 뒷받침 속에 민간부문이 경쟁력을 강화하는 것이 중요하며, 노동공급을 늘리기 위해서는 여성 등의 경제활동 참여를 유도하는 한편 인력수요가 급증하고 있는 첨단산업 등에 필요한 교육을 강화함으로써 인력 수급을 매칭시키는 정책적 노력이 필요하다고 첨언하였음.

이에 동 위원은 통화정책이 경기적 측면뿐 아니라 경제의 구조적인 흐름을 정확히 파악하면서 수립·집행되어야 함을 강조하면서, 현재의 상황은 과거 금융위기와 달리 실물경제의 충격에서 비롯된 만큼 실물경제의 구조적 개선 없이는 통화정책 부담이 장기화될 것으로 평가하였음. 이러한 상황 인식을 바탕으로 이번 보고서와 같이 실물경제의 구조적 현안에 대한 연구를 강화하고 당행의 의견을 적극 개진해 나갈 필요가 있다고 당부하였음.

이어서 동 위원은 6월 취업자수 감소폭이 전월보다 다소 축소되었지만 고용의 질적 악화는 계속되고 있는 것으로 보인다고 진단하였음. 이는 일시휴직자 규모가 점차 감소하고는 있으나 여전히 과거 평균치를 크게 상회하는 데다 불완전취업을 나타내는 고용보조지표가 매우 높은 수준을 기록하고 있는 점을 통해 알 수 있다고 설명하였음. 우리나라의 실업률은 주요국에 비해 절대수준이 낮고 악화 정도도 제한적이나, 근로시간이 36시간 미만인면서 추가취업 의사가 있는 불완전취업자를 포함한 실업률은 주요국에 비해 낮지 않은 수준이라고 평가하였음. 이는 우리 기업들이 업황악화에 대응하여 고용 조정보다는 근무시간 조정에 나서고 있는 데 기인하는 것으로 보인다고 언급하면서, 전반적으로 볼 때 현재 고용시장은 양과 질 모두 우려할 만한 상황이라고 덧붙였음.

또한 동 위원은 최근의 낮은 물가 오름세는 무상교육 확대 등의 제도적 요인과 코로나19 사태 이후 소비상품의 구성 변화를 빠르게 반영하지 못하고 있는 구조적 측면에 기인한 것일 수 있겠으나, 보다 근본적으로는 경기부진 속에 서비스를 중심으로 수요가 둔화된 데 따른 것이라는 견해를 나타내었음. 이러한 관점에

서 수요갭과 인플레이션 간의 관계를 나타내는 필립스곡선(Phillips curve)의 변화를 계속 점검해 나갈 필요가 있다고 언급하였음. 한편 필립스곡선 추정시 수요갭의 측정지표로 노동시장의 유휴 정도를 나타내는 다양한 확장실업률을 활용할 경우 모형의 예측력이 높아진다는 연구결과를 소개하면서, 이를 참고하여 고용갭과 인플레이션 간의 관계를 점검해볼 필요가 있다고 제안하였음.

또 다른 일부 위원은 수도권과 비수도권의 각종 지표의 움직임을 비교해보면, 경기는 물론 주택가격, 나아가 물가의 흐름도 서로 차별화되는 모습이라고 평가하였음. 구체적으로 살펴보면 비수도권의 주택가격은 수도권과 달리 2018년과 2019년 중 하락하는 모습을 보이다가 최근 상승하고 있으나 수도권에 비해서는 여전히 낮은 오름폭을 보이고 있고, 최근의 물가상승률을 보더라도 수도권이 일시적으로 마이너스를 나타낸 후 플러스로 반등한 반면 비수도권은 4월에서 6월까지 마이너스에 머물렀다고 지적하였음. 이는 인구구조 변화 등으로 그간 누적되고 잠재되어 있던 지역 간 불균형 문제가 코로나19 사태를 계기로 심화된 데 따른 것일 수 있다고 우려하면서, 앞으로 국내경제를 분석할 때 지역별 동향을 보다 자세히 살펴볼 필요가 있다는 견해를 나타내었음. 또한 최근 수도권 인구가 비수도권 인구를 앞질렀는데, 인구 증가의 정체 속에 상대적으로 일자리가 많고 인프라가 잘 갖추어진 수도권으로의 인구유입이 심화될 경우 지역별 자산가격의 차별화가 지속될 가능성을 배제하기 어려운 점에도 유념해야 한다고 덧붙였음. 한편 수도권, 비수도권 가릴 것 없이 전반적으로 낮은 물가상승률이 지속되고 있으나 그 배경은 서로 다소 상이할 수 있다는 견해를 밝혔음. 즉 비수도권에서는 수요의 부진이 물가 상승을 제약하는 반면, 수도권의 경우 수요가 상대적으로 덜 부진한 가운데 재화와 서비스의 공급망이 보다 효율적으로 작동함에 따라 물가상승이 어느 정도 제어되는 측면이 있는 것으로 보인다고 언급하면서, 앞으로 이런 구조적인 부분에 대해서도 많은 관심을 가져줄 것을 당부하였음.

이어서 동 위원은 부동산시장을 분석하고 연구하는 역량을 강화할 필요가 있다는 앞서 일부 위원의 언급에 동의를 표하면서, 비록 쉽지는 않겠지만 독립적이고 객관적인 시각에서 부동산가격을 전망할 수 있는 모형을 개발할 필요가 있다는 견해를 밝혔음. 또한 저성장·저물가 기조로 금리가 낮은 수준을 이어가는 환경 하에서 우리만의 독특한 주거문화인 전세제도가 유지될 수 있을지 점검해볼 필요가 있다고 언급하였음. 지금은 저금리에도 불구하고 부동산가격이 오르고 있어 전세제도가 유지되고 있지만, 장기적으로 인구가 감소하고 주택가격의 상승이

제약될 경우 동 제도가 존속하기 어려워질 수 있다고 덧붙였음.

또한 동 위원은 기준금리 인하시 소비자물가와 자산가격의 반응 정도는 어느 정도로 추정하고 있는지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 당행 전망모형에 따르면 기준금리 25bp 인하가 소비자물가를 0.02~0.03%p 내외 상승시키는 것으로 추정된다고 답변하였음. 또한 부동산가격의 경우 정부정책의 효과 등이 혼재되어 있어 추정의 불확실성이 크다고 첨언하였음.

아울러 동 위원은 적어도 교과서적으로 생각하면 기준금리 인하로 주가와 부동산가격이 상승하는 것은 완화적 통화정책이 경기회복으로 이어지는 자연스러운 파급경로의 일환으로 볼 수도 있다고 언급하면서, 이에 대한 관련부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 코로나19 사태에 대한 각국의 적극적인 정책대응 이후 글로벌 주식시장이 급격히 반등하였는데, 이러한 주가 수준이 실물경제 상황에 부합하는 것인지에 대해서는 논란이 이어지고 있으며, 부동산가격의 상승률이나 수준에 대해서도 다양한 평가들이 제시되고 있다고 답변하였음. 이러한 자산가격의 상승이 실물경제에 긍정적인 영향을 미치기 위해서는 부의 효과(wealth effect)를 통해 소비가 늘어야 하는데, 최근 주요 연구결과들을 보면 가계부채의 큰 폭 증가로 주택가격 상승에 따른 부의 효과가 과거보다 제약되는 것으로 분석되었으며, 주가의 경우에도 변동성이 확대되면서 실물경제에 미치는 영향이 과거보다 제한적일 가능성이 높다고 첨언하였음.

#### (나) 외환·국제금융 및 금융시장 동향

일부 위원은 최근 외국인의 국내채권 투자를 투자자 형태별로 살펴보면 공공부문이 단기물에 주로 투자하는 반면 민간부문은 중장기물에 관심을 보이고 있다고 언급하면서, 이들이 이처럼 통상적인 투자 패턴과 다른 모습을 보이는 배경은 무엇인지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 코로나19 재확산에 따른 경계감이 지속되는 상황에서 일부 공공부문 투자자들이 만기도래분을 주로 단기채권으로 운용하였으며, 민간부문 투자자들의 경우 중장기채권에 대한 투자를 늘렸지만 그 규모가 크지 않아, 큰 틀에서 볼 때 투자자들의 행태에 유의미한 변화가 나타났다고 평가하기

는 어렵다고 답변하였음. 다만 최근 시장에 대한 모니터링 결과, 국내 채권시장에 새로 진입하는 공공부문 투자자들을 중심으로 환위험을 헤지한 후 단기물에 투자하는 모습이 종종 관측되고 있어 향후 움직임을 지켜볼 필요가 있다고 첨언하였음.

이어서 동 위원은 유럽계 외은지점들이 대외차입을 통해 스왑시장에 외화자금을 공급하고 조달한 원화자금으로 국내채권에 투자하고 있다고 소개하면서, 여타 외은지점들에서도 이러한 모습이 관찰되는지 질의하였음.

이에 대해 관련부서에서는 ECB가 취하고 있는 마이너스금리 정책의 영향 등으로 유럽계 은행들이 수익률 확보에 주력하는 과정에서 유럽계 외은지점을 중심으로 이 같은 영업 행태가 나타나고 있지만, 미국 은행들의 경우 순이자마진이 상대적으로 높아 동 유인이 작다고 답변하였음. 또한 일본계 외은지점들의 경우 스왑자금을 일부 공급하고 있으나 비중이 큰 편은 아니라고 첨언하였음.

이에 동 위원은 과거 유럽 재정위기 당시 유럽계 외은지점의 대외차입이 크게 감소하면서 국내 스왑시장에 큰 부담을 준 바 있다고 상기하면서, 비록 그러한 상황이 재연될 가능성은 낮다고 하더라도 최근 여러 여건이 불확실한 만큼 관련 동향을 면밀히 모니터링해줄 것을 당부하였음.

이에 관련부서에서는 ECB와 EU 차원의 적극적 대응 노력으로 단기적으로 재정취약국의 재정부담이 경감될 수 있겠지만, 장기적으로는 코로나19의 불확실성, 유럽 경기부진의 장기화 등으로 재정부담이 확대될 수 있으므로 유럽의 경제상황과 유럽 은행의 건전성 추이 등을 면밀히 살펴나가겠다고 첨언하였음.

또한 동 위원은 회사채 신용스프레드나 회사채 발행여건을 통해 볼 때 비우량 회사채시장의 회복세가 아직 충분치 않다는 시장의 평가가 많다고 언급하면서, 비우량물을 대상으로 하는 여러 시장안정화 대책의 집행실적이 저조한 이유가 무엇인지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 정책 대응이 한정된 재원을 우량물에 우선적으로 투입하는 방향으로 이루어지는 데 주로 기인한 것으로 보인다고 답변하였음. 또한 비우량물을 대상으로 하는 코로나19 P-CBO, 회사채 신속인수제 등의 지원방식(월 1회 지원 등)이나 조건 등이 상대적으로 불리함에 따라 기업들의 지원신청이 저조하다는 평가가 많다고 첨언하였음.

아울러 동 위원은 금년 상반기 중 금융권의 가계대출이 생각보다 많이 늘었다고 평가하면서, 앞으로 어떨 것으로 보는지 관련부서에 질의하였음.

이에 대해 관련부서에서는 지난해 발표된 12.16대책의 강도가 높은 것으로 평가되었던 데다 가계대출 취급에 불이익을 주는 신예대출 규제가 연초 시행되는 점 등을 감안하여 금년 가계부채 증가율이 지난해 수준을 밑돌 것으로 내다보았으나, 신예대출 규제가 완화되고 주택시장에서 소위 규제의 풍선효과와 학습효과가 두드러지게 나타나면서 가계부채가 예상과 다른 흐름을 보이고 있다고 답변하였음. 주택거래의 증가, 전세가격의 상승 등 최근의 여건을 감안할 때 당분간 가계부채 증가율이 비교적 높은 수준을 이어갈 것으로 예상된다고 첨언하였음.

이에 동 위원회는 최근 통화증가율이 빠르게 상승하고 있는데 이것이 가계대출이나 부동산 이슈와 얼마나 연관되는지, 즉 풍부한 유동성이 경제 내 어떤 부분으로 흘러가는지 면밀히 분석해나가는 것이 중요하다고 강조하였음.

다른 일부 위원회는 관련부서의 보고를 종합해 보면, 다음과 같은 점에서 금융·실물 간 괴리나 금융불균형 누증의 위험이 지난 통화정책방향 결정회의 때보다 커진 것으로 보인다고 평가하였음. 우선 금융권 여수신금리의 추가 하락 속에 가계대출과 기업대출이 큰 폭 늘어나면서 M2증가율이 10%에 근접하는 수준까지 높아졌음. 또한 주택시장에서는 실물경제의 부진이 지속됨에도 불구하고 매매가격과 전세가격이 큰 폭으로 상승함으로써 경제적 문제를 넘어 사회적 문제로 대두되고 있으며, 급기야 정부가 6월과 7월 연이어 시장안정대책을 발표하기에 이르렀음.

코로나19 확산에 대응한 완화적 통화정책이 다양한 경로를 통해 금융시장에 비교적 빨리 파급되는 반면 실물경제로 파급되기까지는 상당한 시차가 필요한 점을 감안할 때, 금융시장과 실물경제 간의 괴리 현상이 어느 정도 불가피하다고 언급하였음. 그렇지만 실물경제로의 파급이 장기간 제약될 경우 명목GDP 대비 민간부채비율이 계속 상승함으로써 부채과잉 문제가 심화되는 데다 경제 펀더멘털 대비 자산가격의 고평가 내지 버블 형성에 대한 우려가 커질 수 있다는 견해를 나타내었음. 나아가 높아진 부채수준과 자산가격이 갑작스럽게 재조정될 경우에는 실물경제에 미치는 부정적 영향이 매우 심대하다는 사실을 글로벌 금융위기의 교훈으로 잘 알고 있다고 첨언하였음. 따라서 실물경제의 전개상황과 비교해서 금융상황을 계속 평가하고 금융불균형 위험이 누증되고 있는지에 대해 계속 면밀히 점검해나가야 한다고 강조하였음.

이어서 동 위원회는 금융상황을 평가함에 있어, 가격변수인 시장금리와 금융기관 여수신금리가 이미 매우 낮은 수준에 있어 변동성이 제약될 수 있다는 점에서

양적변수인 유동성을 계측하는 통화지표와 자금흐름에 보다 많은 관심을 기울일 필요가 있다는 견해를 나타내었음. 비록 성장, 물가 등 거시경제 변수와 통화지표 간의 관계가 예전보다 약화된 것은 사실이지만, 통화지표에는 경제주체들의 유동성 선호, 시중자금의 단기화 정도, 자산시장의 움직임 등에 대한 유용한 정보가 내포되어 있다고 평가하였음. 특히 지금처럼 통화 변동성이 크게 확대된 경우에는 통화분석을 통해 금융시장의 거래행태 변화와 자금흐름 등을 빠르게 포착할 수 있는 만큼, 관련부서에서는 앞으로 통화분석에 보다 많은 관심을 가지고 살펴봐줄 것을 당부하였음.

또 다른 일부 위원은 최근 증권사의 외화조달 규모가 큰 폭 확대되는 과정에서 1일물 외환스왑을 통한 조달이 크게 늘어난 것으로 알려져 있다고 언급하면서, 관련부서에서는 이러한 현상에 대해 어떻게 평가하고 있는지 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 최근 수년 동안 환율변동성의 축소와 함께 증권사의 스왑시장을 통한 외화자금 조달이 계속 줄어왔으나, 금년 3월 해외거래소 등으로부터의 마진콜(margin call)에 대응하는 과정에서 초단기물을 중심으로 외화자금 조달이 크게 확대되었으며 4월과 5월에도 평상시보다는 높은 수준을 유지하고 있다고 답변하였음. 이처럼 증권사들이 주로 1일물 외환스왑거래를 활용하는 이유는 긴급한 때 외화자금을 조달하기가 용이하기 때문이며, 이외에도 단기매매를 통한 수익확보 유인도 작용하는 것으로 보고 있다고 첨언하였음.

이에 동 위원은 지난해부터 증권사들이 단기 자금조달에 지나치게 의존하여 우려를 자아냈음을 상기하면서, 글로벌 금융위기 이후 증권사들의 스왑시장 참여와 만기별 자금조달 추이를 면밀히 점검해볼 필요가 있다는 견해를 제시하였음.

이어서 동 위원은 당초 6월말 종료될 예정이었던 당행의 전액공급방식 환매 조건부채권(RP) 매입 조치가 1개월 연장된 데 대해 시장에서는 어떤 반응을 보이고 있는지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 시장의 반응은 대체로 긍정적이라고 답변하면서, 다만 연장 이후 실시된 두 차례의 입찰에서 금융기관의 참여가 많지 않았다는 점에서 금융기관의 자금사정은 크게 개선된 상태인 것으로 판단된다고 첨언하였음.

이에 동 위원은 코로나19 이후 당행이 취한 여러 시장안정화조치들의 종료시한이 다가오는 만큼 종료 여부를 둘러싼 시장의 기대나 예정대로 종료할 경우의 영향 등을 주의 깊게 살펴봐줄 것을 당부하였음.

또한 동 위원회는 지난 통화정책방향 결정회의 이후 수익률곡선이 가팔라졌다고 언급하면서, 이처럼 동 곡선이 가팔라질 경우 금융시장이나 실물경제에 관해 우려할 부분이 있는지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 비록 장기물의 수급부담으로 수익률곡선의 기울기가 가팔라졌지만, 기준금리 인하를 반영하여 수익률곡선 자체가 하방이동을 해왔다는 점에서 큰 문제는 없어 보인다고 답변하였음. 다만 수익률곡선이 가팔라짐에 따라 장기채 발행을 통한 정부의 재정자금 조달에 일부 원활치 않은 부분이 있을 수 있는 점, 그리고 시장의 수요가 단기자금 조달 쪽으로 몰리면서 단기금리의 상승압력이 초래될 가능성이 있는 점에는 유의할 필요가 있다고 첨언하였음.

이에 동 위원회는 만일 정부부문의 비용을 제외한다면 수익률곡선이 가팔라지는 모습이 어떤 정책적 함의를 가지는지에 대해 미국 등 다른 나라와는 다소 다른 시각에서 평가해볼 수 있을 것이라는 견해를 제시하였음. 즉 미국에서는 일반적으로 10년물 국채금리가 준거(benchmark)로 기능하고 회사채의 만기도 대체로 길기 때문에 수익률곡선을 평탄화시킬 필요성이 커 보이는 반면, 우리나라의 경우 3년물 국고채금리가 준거금리이고 기업의 자금조달 만기도 대개 1~3년 정도여서 미국의 상황과는 다소 다르다고 평가하였음. 비록 주담대금리가 장기금리의 영향을 일부 받을 수 있겠지만, 현재 국내 가계부채 수준이 높다는 점에서 매우 신중한 접근이 필요하다는 것은 주지의 사실이라고 덧붙였음. 따라서 정부의 비용부담을 줄여주는 측면 이외에는 당행이 종전보다 만기가 긴 국고채를 직매입할 필요성이 크지 않아 보인다는 견해를 나타내었음.

이에 대해 관련부서에서는 국고채의 발행만기가 점차 장기화됨에 따라 결과적으로 당행 보유분의 평균 듀레이션이 다소 길어진 것이 사실이나, 당행의 국고채 매입은 시장의 안정을 도모하고 RP매각 대상증권을 확충하기 위함이지 특정 만기의 금리를 인위적으로 낮추기 위한 것은 아니라고 답변하였음. 위원이 언급한 대로 우리나라의 상황이 다른 나라와 다른 점에 유념하여 시장에서 부작용이 나타나지 않도록 유의하겠다고 첨언하였음.

이에 동 위원회는 적어도 이론적으로는 수익률곡선의 평탄화가 실물경제에 도움이 되겠지만, 나라마다 금융시장 구조나 금융안정 상황이 서로 다른 만큼 면밀한 분석을 바탕으로 이 문제에 접근할 필요가 있다는 견해를 제시하였음. 아울러 국고채 직매입의 목적 등에 관해 시장과 원활히 커뮤니케이션하는 등 정책의 효과를 높이기 위한 노력을 지속할 필요가 있다고 덧붙였음.

한편 일부 위원은 지난 3개월 동안 우리 외환보유액이 100억달러가량 늘었는데, 그 주된 원인이 무엇인지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 3월 중 국내 외환부문의 변동성 확대에 대응하여 시장안정화조치를 실시한 바 있는데 이 자금이 회수되면서 외환보유액이 증가하였고, 이 외에 운용수익도 외환보유액 증가요인으로 작용하였다고 답변하였음.

이에 동 위원은 3월 이후 원화유동성 공급이 계속 확대되는 가운데 경상수지 흑자 기조의 지속, 외국인의 국내 채권투자 증가 등 해외부문을 통한 통화공급 요인도 상존하는 만큼 유동성 조절에 만전을 기할 필요가 있다고 당부하였음.

이어서 동 위원은 요즘 소위 갭투자가 성행하고 임대사업자도 많은데, 임대인의 부채인 전세보증금은 가계부채 통계에서 어떤 식으로 포착되며 그 규모가 어느 정도인지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 가계부채가 경제주체별로 집계되기 때문에 개인간의 거래에 수반되는 전세보증금은 임대인의 부채와 임차인의 자산이 서로 상계되는 것으로 보아 공식 통계에 집계되지 않는다고 답변하였음. 다만 가계금융복지조사 등 서베이에서 전세보증금의 일부가 포착되고 있고, 연구자들이 전세보증금까지 포함한 부채 규모를 추산하는 경우가 있는데 해당 연구들에서 추정된 전세보증금의 규모는 상당한 수준이라고 첨언하였음.

이에 동 위원은 비록 전세보증금이 금융권에서 나간 대출은 아니지만 임대인의 입장에서는 분명히 부채며, 전세가격의 큰 폭 상승, 주택거래의 증가 등 최근의 주택시장 상황을 감안할 때 추후 상환 문제 등이 부각될 수 있다는 견해를 나타내었음. 이러한 맥락에서 전세보증금의 규모를 정도 있게 추정함과 아울러 동 보증금이 그동안 어떤 추세를 보여왔는지 점검해볼 필요가 있다고 첨언하였음.

또한 동 위원은 지난 2015년과 2017년 사이에 M1증가율이 매우 높았는데, 이는 동 기간 중 주택가격의 양등과 관련이 있어 보인다고 언급하였음. 최근 들어 M1을 중심으로 시중유동성이 큰 폭으로 증가하는 가운데 주식시장과 주택시장에서의 거래금액도 급증하고 있다고 지적하면서, 관련부서에서는 이처럼 크게 늘어난 통화량이 얼마만큼 자산시장에 유입되는 것으로 추정하고 있는지 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 위원이 언급한 사항을 추정하는 데 현실적으로 어려움이 있다고 답변하였음. 다만 주식시장으로 유입되는 자금의 원천은 대개 신용대출일 것으로 보이는데, 6월 하순 일부 바이오 기업의 기업공개(IPO)를 전후한 기간 중 신용대출과 고객예탁금 등의 흐름을 통해 볼 때 증가한 신용대출 중 일부 자금이 주식시장에 유입된 것으로 추정된다고 첨언하였음.



다른 일부 위원은 최근 3차 추경이 국회를 통과함으로써 올해 국고채 순발행 규모가 100조원을 상회할 것이라는 전망이 많은데, 이는 현 국고채시장 규모를 감안할 때 매우 큰 규모라고 평가하였음. 이러한 수급부담으로 인해 수익률곡선이 가팔라질 가능성을 우려하지 않을 수 없다고 언급하면서, 1년 이하 만기구간에서는 수익률곡선의 형태가 어떤지 관련부서에 질의하였음.

이에 대해 관련부서에서는 기준금리 인하의 영향 등으로 단기금리가 크게 떨어졌기 때문에 1년 이하 구간에서도 수익률곡선이 우상향하는 일반적인 형태가 나타나고 있다고 답변하였음.

이에 동 위원은 외국인의 견조한 국고채 수요 지속이 수급부담을 일부 덜어주고 있는 것으로 평가하면서, 최근의 외국인 국채선물거래 동향에 비추어볼 때 코로나19 재확산과 이로 인한 경기회복 지연에 대한 우려가 장기금리 상승을 상당폭 제약하고 있는 상황인 만큼 관련 동향을 면밀히 모니터링해줄 것을 당부하였음.

이어서 동 위원은 관련부서의 보고에 따르면 최근 은행의 기업대출이 중소기업대출을 중심으로 크게 줄었다고 지적하면서, 이는 중소기업 자금사정의 어려움이 일부 완화된 데 따른 결과일 수 있겠지만 중소기업대출금리가 거의 하락하지 않은 점에 비추어 중소기업에 대한 은행의 신용경계감은 여전히 유지되고 있는 것으로 보인다고 평가하면서 관련부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 비록 은행의 중소기업대출이 전월에 비해 큰 폭 줄었지만 반기말 은행의 부실채권 정리가 집중되는 계절적 특수성을 감안할 때 예년에 비해서는 여전히 큰 규모라고 답변하였음. 아울러 일부 은행들의 초저금리 정책금융이 축소된 영향도 있다고 첨언하였음. 한편 은행의 기업대출태도는 현재까지 강화되지는 않았다고 덧붙였다.

이에 동 위원은 향후 코로나19의 재확산 이슈와 결부되어 중소기업의 자금사정 문제가 상당히 우려된다고 밝히면서, 중소기업에 대한 각종 지원대책의 종료시한이 다가오는 만큼 중소기업의 자금사정에 대해 주의 깊게 모니터링해줄 것을 당부하였음.

이에 관련부서에서는 최근 서베이 결과에 따르면 3/4분기 중 금융기관의 중소기업에 대한 대출태도가 강화될 조짐을 보이는 만큼 저신용 취약기업을 중심으로 자금사정을 면밀히 살피겠다고 답변하였음.

또 다른 일부 위원은 앞서 여러 위원이 언급한 수익률곡선 기울기의 변화와 관련하여, 큰 폭의 기준금리 인하에도 불구하고 10년물 국고채금리의 하락폭이 제한적이라고 언급하면서, 이는 기준금리 인하를 통해 유동성을 원활히 공급하는 소기의 목적은 달성했지만 장기금리의 움직임으로까지 파급시키고자 하는 부분에서는 성과가 충분치 못했다고 볼 수 있는 것은 아닌지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 금년 들어 10년물 국고채금리의 하락폭은 약 28bp로 기준금리 인하폭 75bp에 못 미치는 것이 사실이나, 통안증권금리 등 단기금리의 경우 하락폭이 오히려 기준금리보다 크고 여수신금리는 사상 최저 수준으로 하락한 점 등을 감안할 필요가 있어 보인다고 답변하였음. 비록 장기금리의 경우 국고채 수급부담 등으로 하락폭이 다소 제한적이었지만, 금융기관의 기업에 대한 대출금리를 중심으로 기준금리 인하의 파급경로가 원활히 작동한 것으로 판단된다고 첨언하였음.

이에 동 위원은 현재 당행이 통화정책의 완화 기조 속에 다양한 유동성 공급 대책을 시행하고 있는 상황에서, 확장적인 재정정책을 구사하고 있는 정부도 가계나 기업과 마찬가지로 자금이 필요한 만큼 정부의 자금조달 부담을 덜어주는 차원에서 당행이 국고채 직매입 규모를 늘릴 필요가 있어 보인다는 견해를 나타내었음. 일반적으로 선진국 중앙은행들은 우선 정책금리를 낮추고 다음 수순으로 장기국채를 매입하며, 그 이후에 기업 등 민간부문에 대한 유동성을 공급하는 경향이 있다고 언급하였음. 이를 감안하면 정부에 대한 당행의 지원이 상대적으로 제한적이고 소극적인 것으로 비춰질 수 있다는 의견을 제시하면서, 관련부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 국고채에 대한 외국인투자자와 국내 장기투자자들의 수요가 여전히 견조한 점을 감안할 때 당행이 금융시장의 안정을 도모하고 RP매각 대상증권을 확충하는 목적을 넘어 국고채 매입 규모를 대거 늘리기는 현실적으로 어려워 보인다고 답변하였음. 즉 국고채 수급부담에 대한 우려가 상존함에도 불구하고 시장이 대체로 안정세를 보이는 상황에서 당행이 대규모로 국고채를 매입함으로써 인위적으로 금리를 낮추면 시장의 가격발견 기능을 해칠 뿐 아니라 자칫 재정의 화폐화 논란을 촉발시킬 소지가 있는 점을 감안할 필요가 있다고 첨언하였음.

이에 동 위원은 당행이 가계부채 문제를 우려하는 것만큼 정부부채 문제에 대해서도 주의를 기울일 필요가 있다는 견해를 나타내었음. 즉 과거에는 경제성장률보다 국고채금리가 낮아 정부부채비율이 크게 늘지 않도록 하는 자동조절 기능이 작동하였으나, 지금은 오히려 정반대의 현상이 나타나고 있는 점에 주목하

지 않을 수 없다고 언급하였음. 아울러 국고채에 대한 외국인의 투자가 이어지는 현상은 우리나라의 신용등급에 비해 현재 국내금리가 높은 수준임을 시사하는 것일 수 있다고 덧붙였음.

이어서 동 위원은 최근 M2증가율이 10%에 육박하는 가운데 경제주체별로 보면 기업의 M2 보유 증가율이 가계를 크게 웃돌고 있다고 지적하면서, 지나치게 풍부한 유동성 때문에 주택가격이 상승한다는 일각의 주장에 선뜻 동의하기는 어려운 면이 있다는 견해를 제시하였음. 또한 주택가격이 급등했던 지난 2017~2018년 당시 가계의 M2 보유 증가율이 어떤 움직임을 보였는지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 주택가격 상승에는 단순히 저금리에 따른 풍부한 유동성만이 아니라 수급의 문제, 일부 지역의 개발호재, 부동산정책에 대한 평가 등이 복합적으로 작용하는 것으로 판단된다고 답변하였음. 아울러 2017~2018년 당시뿐만 아니라 수도권을 중심으로 아파트 매매가격이 상승세를 보였던 때에는 가계의 M2 보유 증가율도 같이 올라가는 모습을 보였는데, 통상 아파트가격 상승기에는 주택거래 증가로 인해 가계대출이 늘어남에 따라 결과적으로 가계의 M2 보유 증가율이 올라가는 현상이 나타난다고 첨언하였음.

이에 동 위원은 가계의 M2 보유와 주식시장, 주택시장 등 자산시장 간의 관계에 대해 심도 있게 분석해볼 필요가 있다고 당부하였음.

#### (다) 「통화정책방향」에 관한 토론

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

먼저 관련부서에서 최근 금융상황에 대한 평가와 관련하여 다음과 같은 의견 제시가 있었음.

다양한 지표를 종합하여 볼 때 최근의 전반적인 금융상황은 실물경제 회복을 지원하는 완화적인 수준인 것으로 판단됨. 장단기금리가 크게 낮아지고 시중유동성이 실물경제 활동에 비해 상당히 여유있게 공급된 것으로 평가되며 주가 등이 코로나19 충격에서 회복되면서 금융시장 가격지표를 중심으로 작성한 금융상황지수(FCI)도 상당폭의 일시적 긴축에서 다시 중립 수준에 근접하였음.

이 같은 금융상황의 개선은 기준금리 인하, 유동성 확대 등 그간의 통화정책

완화가 금융시장으로 원활히 파급되고 있음을 시사하고 있으며, 실물경제가 과도하게 위축되지 않도록 하는 데 기여하고 있는 것으로 평가됨. 다만 완화적 금융 상황 하에서 주택가격 오름세 및 가계부채 증가세가 재차 확대되고 있는 데는 유의할 필요가 있겠음.

일부 위원은 통화정책 기조의 평가를 위해 실질기준금리를 산출할 때 변동성이 높은 소비자물가보다는 근원인플레이션율의 연간 전망치 등을 활용하는 것이 바람직해 보인다는 견해를 나타내었음.

이에 대해 관련부서에서는 실질금리 수준은 기초적인 물가의 흐름이나 전망에 비추어 판단하는 것이 적절하다는 점에서 월별 소비자물가보다 근원인플레이션 연간 전망치를 활용하는 것이 바람직하며, 최근과 같이 정부의 복지정책이 물가에 미치는 영향이 커지는 상황에서는 관리물가를 제외한 근원인플레이션율로도 평가해볼 수 있을 것이라고 답변하였음.

이에 다른 일부 위원은 실질금리 산출시 기대인플레이션을 사용하는 것이 이론에 부합한다고 언급하면서, 중립금리 추정에 있어서도 기대인플레이션 활용을 고려해볼 수 있을 것이라는 의견을 제시하였음.

이어서 앞의 일부 위원은 코로나19 충격에도 최근 주택가격 상승세가 확대되고 가계대출이 증가하면서 금융안정 이슈가 부각되고 있다고 언급하면서, 저금리 및 풍부한 시중유동성이 주택가격 상승에 어느 정도 기여하고 있는지 거시적 측면뿐만 아니라 미시적 측면에서도 분석해볼 필요가 있다는 견해를 나타내었음.

이에 대해 관련부서에서는 이론적 측면에서 보면 저금리 등 금융완화 정책이 주택수요 증가의 한 요인이 되며, 이러한 점에서 코로나19 대응과정에서 통화정책 기조가 완화된 것이 최근 주택가격 상승에 일정 부분 영향을 주었을 가능성을 배제하기는 어렵지만, 주택가격에는 금리 외에도 주택수급, 일부지역 개발계획 발표 등에 따른 가격상승 기대, 비규제지역으로의 풍선효과 등이 복합적으로 영향을 미치고 있는 것으로 판단된다고 답변하였음.

또한 동 위원은 앞서 일부 위원이 언급한 대로 지금은 커뮤니케이션이 매우 중요한 때라고 강조하면서, 특히 통화정책의 여러 파급경로 가운데 자산가격경로나 기대경로는 부동산 문제와도 연결되는 만큼 관련 커뮤니케이션에 유의할 필요가 있다고 덧붙였다.

다른 일부 위원은 앞으로도 금리, 신용 및 유동성 등 금융상황 변화가 실물경제에 미치는 파급영향에 대해 계속 살펴봐 달라고 당부하였음.

또 다른 일부 위원은 코로나19 발생 이후 금융상황 변화가 실물경제에 미친 효과를 분석함에 있어 금년 4월을 전후로 대상기간을 구분한 배경에 대해 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 일시 긴축되었던 금융상황지수가 지난 5월 이후 반등하여 최근 중립 수준을 회복한 점을 고려하여 금융상황지수의 하락과 상승시기를 구분하여 실물경제에 미친 효과를 추정했다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 완화적 금융여건 하에서 주택시장으로의 자금쏠림에 유의해야 한다고 언급하면서, 이를 위해 주택관련 대출이나 부동산 익스포저 등 기존의 통계 외에 자산시장으로 유입되는 자금의 흐름을 보다 자세히 파악할 수 있는 지표들을 개발할 필요가 있다고 당부하였음.

한편 일부 위원은 지난 3월 하순 이후 우리나라 주가가 여타 국가에 비해 빠르게 상승한 것으로 나타났는데, 이는 국내 주가의 하락폭이 컸던 데도 일부 기인한 것인 만큼 최근 국내주가가 고평가된 것인지에 대해서는 판단하기 쉽지 않다는 견해를 나타내었음.

이어서 동 위원은 가계의 자산이 부동산에 편중된 점을 고려해 보면 최근 개인들의 주식 순매수 증가는 가계의 금융자산 비중을 확대하는 순기능 역할을 할 수도 있다는 의견을 밝혔음.

또한 동 위원은 최근 모든 부동산가격이 상승하는 것은 아니며 상업용 부동산의 경우 거래량이 줄고 투자수익률이 하락하는 등 주택시장과는 온도 차가 크다는 점도 유의해서 살펴볼 필요가 있다는 견해를 제시하였음.

아울러 동 위원은 2000년 이후 중기적 시계에서 금리와 주택가격 간의 관계가 뚜렷하지는 않으나 최근 들어 양자 간의 상관관계가 상당히 높아졌고, 단기기간 내 주택가격 급등은 물론 경계해야겠지만 자산가격 급등에 통화정책으로 즉각 대

응(leaning against the wind)하는 경우 부작용이 더 클 수 있다고 언급하였음. 현재 경제상황에서 금리정책은 일부 부작용이 있더라도 실물부문을 우선해서 운영할 수밖에 없는 만큼 지금은 주택정책, 수급정책 그리고 거시건전성정책이 다른 어느 때보다 중요하다는 견해를 나타내었음. 이러한 맥락에서 당행이 우리나라 거시건전성정책 수립에 어떤 식으로 참여하고 있는지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 최근 들어 거시건전성 관련 이슈에 대해 정부와의 의견을 교환하는 자리인 거시경제금융회의가 빈번하게 개최되고 있는데, 이 자리를 포함하여 다양한 경로를 통해 관계당국과 소통하고 당행의 의견을 전달하고 있다고 답변하였음.

이에 동 위원은 앞으로도 적극적으로 정부와의 커뮤니케이션에 힘써줄 것을 당부하였음.

다른 일부 위원은 신용을 고려한 중립금리의 의미에 대해 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 금융위기 이후 금융안정의 중요성이 증대됨에 따라 중립금리 수준을 판단할 때 거시경제안정뿐만 아니라 금융안정도 함께 고려하는 개념으로, BIS 등에서 논의되고 있는 방법론이라고 답변하였음.

이에 대해 동 위원은 금융안정 고려시 신용을 고려한 중립금리뿐만 아니라 주택가격 결정모형 등을 통해 균형주택가격을 추정해보거나 가계의 부채상환 부담 등을 분석하여 참고하는 것이 좋겠다는 견해를 제시하였음.

이어서 동 위원은 현재 양적완화를 실시하고 있는 주요국 중앙은행들을 대상으로 국채매입 규모와 민간에 대한 유동성 지원 규모가 각각 어느 정도의 비중인지 살펴볼 필요가 있다는 견해를 제시하였음.

이에 관련부서에서는 통상적으로 국채매입 규모가 회사채·CP매입 규모보다 크지만, 각국의 금융구조나 금융·경제 상황에 따라 상당한 차이가 있다고 답변하였음.

#### (4) 한국은행 기준금리 결정에 관한 위원별 의견 개진

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

일부 위원은 기준금리를 현 수준인 0.50%로 유지하는 것이 적절하다는 견해를 표명하였음.

이번 회의에서는 기준금리를 현 수준인 0.50%로 유지하는 것이 적절하다고 판단함. 이러한 판단의 근거는 다음과 같음.

먼저 세계경제는 봉쇄조치 완화에도 불구하고 코로나19 확산세가 빨라지면서 경기 저점에 대한 전망이 여전히 불투명한 상황임. 우리 경제는 정부지출 확대에도 불구하고 민간수요가 부진한 모습이며, 특히 수출의 큰 폭 감소로 성장의 마이너스 폭이 예상보다 커질 전망이다. 글로벌 교역에 대한 코로나19 충격이 당초 전망보다 컸던 데다 지정학적 갈등이 가세함에 따라 우리나라 수출이 상당한 타격을 입은 것으로 보임. 고용의 경우 취업자수 감소폭이 소폭 축소되었으나 일시 휴직자수가 여전히 73만명에 이르고 불완전취업자를 포함한 확장실업률(고용보조 지표3)이 14%에 이르는 등 심각한 상황이 지속되고 있음. 소비자물가 상승률은 0% 내외에 머물고 관리물가제외 근원물가와 경기민감물가 등 다양한 기초적 물가지표가 모두 0%대의 이례적으로 낮은 수준을 보이고 있음.

이와 같이 실물경기가 예상보다 부진한 반면 주가와 주택가격 등 자산가격의 상승세가 확대되면서 자산가격 과열에 대한 경제적, 사회적 우려가 커졌음. 늘어난 유동성이 생산유발효과가 낮은 부동산, 임대업 등의 부문으로 배분되면서 금융의 생산성 저하에 대한 우려도 제기되고 있음. 민간 유동성이 증가하면서 자산가격 상승세가 빨라졌으나 기업대출시장과 회사채시장에서의 신용경계감은 여전히 하여 기업의 재무상황과 신용위험에 따른 차별화 현상도 지속되고 있음.

금융시스템 충격에서 촉발된 과거 위기들과 달리 최근 코로나19로 인한 경제 상황은 실물위기의 성격을 가지고 있어 통화정책을 완화적으로 운영하더라도 실물경기가 상당한 회복시차를 보일 수밖에 없고, 이 과정에서 금융자금의 쓸림현상, 부채규모의 증가 등 금융불균형도 어느 정도 불가피해 보임.

상황을 종합해 보면, 예상을 넘어서 코로나19 확산세와 국내외 경기부진에 대응하여 통화정책은 성장, 물가, 고용 등 거시지표 개선을 우선시하여 현재의 완화적인 기조를 유지할 필요가 있음. 동시에 금융중개기능이 보다 원활히 작동하도록 보완적 통화정책수단을 활용하는 한편 자산가격 관련 거시건전성정책의 활용도를 높일 필요가 있다고 보임.

다른 일부 위원은 기준금리를 현 0.50% 수준에서 동결하는 것이 바람직하다는 견해를 나타내었음.

최근 우리 경제는 코로나19로 인한 실물경제 부진이 이어지는 가운데, 금융시장은 점차 안정세를 회복하는 모습을 보이고 있음. 3/4분기부터 미국을 비롯한 주요국에서의 코로나19 진정과 실물경제 회복을 기대하였으나, 전세계 신규확진자수가 사상 최고치에 이르고 봉쇄조치의 해제도 주춤하고 있음. 현재 낮은 수준에 머무르고 있는 세계교역 증가율 등을 고려할 때 세계경제의 빠른 회복은 기대하기 어려워 보이며, 이는 우리 경제에 부정적 영향을 미칠 것으로 우려됨.

하반기 이후 민간소비와 수출의 개선속도는 더딜 것으로 생각됨. 특히 향후의 수출개선 기대는 주로 반도체 등 IT부문에 의존하고 있어 과거 지나치게 반도체 부문 성장에 기대었던 우리 경제 모습이 재연되는 듯함. 증가 흐름을 보이는 설비투자 역시 IT부문의 투자에 주로 의존하고 있음. 이에 더해 건설투자도 그동안 지속해 온 조정 흐름을 당분간 이어갈 전망이어서, 국내 실물경제는 수출과 내수 부문 모두 5월 전망보다 하방리스크가 커졌음. 고용의 경우 코로나19의 부정적 영향이 일부 완화되기는 했지만, 여전히 부진에서 벗어나지 못하고 있음. 실물경제의 회복을 위하여 정부와 당행이 다양한 대책을 추진하고 있으나, 기업부문에서의 유동성(liquidity) 문제에 적절히 그리고 신속히 대응하지 못하면 보다 심각한 지급불능(solvency) 문제로 이어질 가능성이 있으므로 이에 대처하기 위한 정책적 노력은 앞으로도 지속되어야 함.

그동안의 실물경제 부진은 물가의 하방압력을 높이고 있음. 지난 5월 전망에서 소비자물가와 근원물가 상승률을 0%대 초반으로 대폭 낮춘 바 있으나, 마이너스 GDP갭의 지속으로 인한 수요 측면에서의 낮은 물가상승압력이 인플레이션 갭의 마이너스 폭 확대로 이어지고 있는 상황임. 이와 같은 수요 측면에서의 물가상승압력 약화는 앞으로 상당 기간 물가안정목표에 크게 미달하는 물가흐름으로 이어질 가능성이 있음.

국내외 금융 및 외환시장은 점차 안정세를 회복하고 있는 모습임. 그러나 실물경제와 괴리되어 움직이는 금융시장 동향은 실물경제에 대한 시장의 낙관적 기대가 급격히 조정될 경우 오히려 향후 불안요인으로 작용할 수 있음에 유의해야 할 것임. 최근 주식 및 부동산 시장 등 자산시장의 가격 상승세에 완화적인 금융 상황도 영향을 미치고 있을 것임. 이는 비단 우리만의 문제는 아니어서 주요국들에서도 유사한 문제가 제기되고 있음.

다만 향후 상당 기간 부진한 모습을 이어갈 실물경제 상황을 고려하면, 완화적 통화정책 기조의 지속이 불가피하다는 의견임. 현 시점에서 일부 자산시장에서의 문제는 정부의 적극적인 정책대응으로 해결해 나가는 것이 필요하다고 할 것임. 이와 함께 금융·외환시장 안정을 위한 대응의 지속 등 정부와 머리를 맞대고



함께 고민해야 할 부문이 많이 남아 있다고 봄.

이상을 종합하여 이번에는 기준금리를 현 0.50% 수준에서 동결하는 것이 바람직하다고 판단함.

또 다른 일부 위원은 기준금리를 현 0.50% 수준에서 유지하는 것이 바람직하다는 입장을 밝혔음.

최근 국내경제 상황을 보면 민간소비가 반등하고 있으나 수출의 큰 폭 감소세가 이어지면서 코로나19의 부정적 영향을 반영하여 성장률을 하향조정 한 지난 5월의 전망보다도 부진한 모습임. 다만 하반기에는 국내외의 코로나19 전개상황 등 불확실성이 여전히 높지만 세계경제의 회복에 따라 수출의 감소세가 완화되다가 증가로 전환되어 성장흐름이 점차 개선될 것으로 예상됨. 물론 코로나19의 영향에 따른 구조적 성장세 둔화 위험과 미·중 갈등 재점화와 같은 여러 지정학적 위험이 성장흐름의 개선을 제약할 소지가 있음.

물가는 앞서 언급한 경기부진과 무상교육 확대 등 공공 서비스가격의 하락세가 이어지면서 0% 내외의 수준을 지속하고 있으며 당분간 0%대 초반 수준에 머물 것으로 전망됨.

당행은 코로나19 확산 직후부터 이러한 실물경제 부진과 금융시장 불안에 대응하여 기준금리를 큰 폭 인하하고 유동성 공급을 늘리는 등 통화정책의 완화 기조를 적극적으로 확대해 왔음. 그 결과 시장금리와 금융권 여수신금리가 사상 최저 수준으로 낮아지고 민간신용과 시중유동성 증가세가 큰 폭 확대되었으며 주가도 코로나19 발생 이전 수준을 회복하는 등 금융상황이 크게 개선되었음. 이 같은 통화정책의 금융시장 파급은 시차를 두고 실물경제에도 긍정적 효과를 나타낼 것으로 기대됨. 다만 최근 주택가격이 빠르게 상승하고 가계대출 증가세도 다시 확대되는 등 금융불균형 우려가 증대되고 있음. 경기부진이 이어지는 상황에서 경제 펀더멘털과 부합되지 않게 자산가격이 고평가되거나 부채가 과도하게 늘어날 경우 급작스러운 조정의 위험이 그만큼 커지게 됨.

이와 같은 경제·금융 여건을 고려하여 이번 회의에서는 기준금리를 현 수준 0.50%에서 유지하는 것이 좋겠다는 의견임. 실물경제의 회복이 기대되나 불확실성이 여전히 높고 하방위험도 상존하고 있는 만큼 통화정책은 계속 완화적으로 운영할 필요가 있다고 보지만, 향후 완화기조의 추가 확대에는 좀 더 신중할 필요가 있다고 봄. 이는 저금리와 풍부한 유동성으로 대표되는 최근의 금융상황이 실물경제 회복을 뒷받침하기에 그다지 부족하지는 않을 것으로 보이고, 최근의

주택가격 오름세와 가계부채 증가세에 비추어 이전보다는 통화정책 운영에 있어 금융안정의 고려 비중을 높일 필요가 있겠다는 생각 때문임.

한편 통화정책의 완화기조 유지가 불가피한 상황에서 시중유동성이 생산적인 부문으로 유입되어 실물경제의 회복을 보다 효과적으로 뒷받침하기 위해서는 정부와 감독당국의 역할도 매우 중요하다는 의견임.

한편 일부 위원은 이번 회의에서 기준금리를 현 수준인 0.50%로 동결하는 것이 바람직하다는 견해를 제시하였음.

지난 3월 이후 두 차례에 걸친 기준금리 인하와 다수의 유동성 공급 확대 조치 등을 취한 결과 현재 시중에 충분한 유동성이 공급되고 있는 것으로 보임. 코로나19로 인한 국내외 수요 위축이 지속됨에 따라 기업수익성의 지속적인 악화가 우려되고 비우량기업들의 자금조달 상황의 개선이 지연되고 있으나, 금융시장은 현재 대체로 안정세를 회복하였다고 판단됨. 외환의 수급 상황을 포함하여 국제 금융시장도 대체로 안정세를 되찾은 것으로 보임.

다른 한편으로는 최근 들어 가계신용을 비롯한 민간신용이 빠르게 증가해 왔으며, 자산시장에 유동자금 유입의 확대가 지속되고 있어 미래 금융안정을 저해할 잠재적 요인이 증가하고 있는 것으로 추정되어 주의를 기울일 필요가 있음.

주요국들에서 코로나19의 확산세가 다시 증가함으로써 글로벌 경기는 여전히 높은 불확실성에 놓여 있으며, 이와 관련한 수출 부진과 국내 실물경제의 불확실성도 당분간 이어질 것으로 보임. 소비와 설비투자는 최근 들어 서서히 회복세를 보이고 있으나 지속되는 수출 부진과 낮은 제조업 가동률은 여전히 회복되지 않고 있으며, 고용상황 역시 아직 뚜렷한 회복세를 보이지 않고 있음. 이러한 요인들이 합쳐져 금년도 예상 경제성장률은 지난 5월 전망치보다 하락할 가능성이 크다고 봄. 소비자물가도 지난 약 3개월간 목표치보다 크게 낮은 0% 수준에 머물러 있으며 당분간 뚜렷한 물가상승압력 요인이 발생할 것으로 예상되지 않음.

이러한 상황을 종합적으로 고려해볼 때 이번 회의에서는 기준금리를 현 수준인 0.50%로 동결하여 완화적 통화정책 기조를 유지하고, 그간 취해 온 정책대응의 파급효과를 면밀히 점검하면서 금융시장 상황 및 실물경제의 추이를 지켜볼 필요가 있다고 판단됨.

다른 일부 위원은 기준금리를 0.50%의 현 수준에서 동결하는 것이 적절하다

는 입장을 표명하였음.

지난 통화정책방향 결정회의 이후의 대내외 경제상황을 살펴보면, 코로나19로 인한 경제충격은 어느 정도 정점을 지난 것으로 판단되지만 향후 회복경로에 대한 불확실성은 여전히 높아 보임. 중국에서의 산업생산이 빠르게 증가하고 미국과 유로지역의 소비지출도 2/4분기 중반 이후 반등하는 등 실물경제의 부진은 일부 완화되고 있음. 그러나 이는 경제활동의 단계적 재개에 따른 기술적 반등, 억눌렸던 수요(pent-up demand)의 회복, 다양한 정책적 지원 등이 함께 작용한 데 크게 힘입은 것으로 하반기 중 의미 있는 회복으로 이어질 것인가에 대한 확신이 높지 않은 상황임. 무엇보다 이번 글로벌 경기침체의 주요 원인이 되었던 코로나19 사태가 진정되는 시점이 당초 예상보다 지체되고 있음을 주의하고 있음. 강력한 봉쇄조치가 반복될 가능성은 높지 않지만, 감염병으로 인한 불확실성과 사회적 거리두기가 지속되면서 소비 회복의 정도가 상당폭 제한될 수 있고 감염병 대유행에 따른 구조적 변화가 고착화되면서 일부 기업이 영구적으로 폐업할 가능성도 있는 등 향후 성장경로에 대한 불확실성이 상당히 높아 보임.

국내경제는 2/4분기 중 제조업 생산이 크게 하락하면서 실질GDP의 역성장 정도가 확대된 것으로 추정되는 반면 민간소비와 설비투자 등의 수요측 여건은 점진적으로 개선되고 있어 하반기 경기회복에 대한 기대는 비교적 잘 지지되고 있음. 그러나 긴급재난지원금으로 인한 소득효과의 소진, 코로나19 재확산으로 인한 방역조치 강화 가능성, 반도체가격 하락세 등을 고려해볼 때 하반기 경기회복의 강도가 지난 5월 전망에 미치지 못할 가능성이 높아지고 있는 것으로 보임. 이는 수요측 물가압력을 약화시켜 물가경로의 하방위험을 높이는 요인으로 작용할 수 있음. 다만 기저물가 추이를 추정함에 있어 코로나19 사태 이후 소비지출 패턴이 변화하면서 물가상승률 측정에 일부 편의(bias)가 있을 수 있고 국제유가 변동성의 영향도 커진 상황이라는 점에 유의해야 할 것임.

반면 금융여건은 정책금리 인하와 다양한 시장안정화 조치 등에 힘입어 크게 개선되었음. 위험회피심리가 완화되면서 가격변수의 변동성이 축소되었고, 기업부문에 대한 대출이 지속적으로 증가하는 가운데 자본시장에서의 신용경계감도 점진적으로 완화되고 있음. 그러나 비우량회사채에 대한 수요와 중소기업체로의 여신 공급은 여전히 저조한 상황이고 추경을 위한 국채발행 과정에서 구축효과가 나타날 수 있기에 시장금리가 다시 상승하거나 변동성이 확대될 가능성을 배제할 수 없음.

이러한 가운데 대내외 저금리 기조 지속을 배경으로 경제주체들의 수익추구 행태(yield seeking behavior)가 강화되고 있어, 실물경제 지원을 위한 유동성 공급

이 금융불균형 누적 위험을 높이는 방향으로 작용할 가능성을 경계하고 있음. 특히 중위험 금융상품이 많지 않은 국내 금융환경 하에서는 시중유동성이 주식과 같은 고위험 금융자산이나 부동산에 과도하게 유입될 수 있어 주의가 필요함. 주가나 주택가격 상승은 자산효과(wealth effect)를 통해 실물경제와의 선순환을 이룰 수 있는 반면 자산가격과 실물경제 간 괴리가 지나치게 커지거나 가계부채 증가세 확대를 자극할 경우 금융취약성 정도를 높이면서 중장기 성장경로를 제약하는 경향이 있음을 유의해야 할 것임.

이상을 종합해 보면, 실물경제의 부진이 다소 개선되고 있으나 향후 성장경로의 불확실성은 여전히 높은 상황이므로 완화적인 통화정책을 통해 실물경제를 지원하고 인플레이션 기대를 안정시켜야 할 것으로 보임. 그러나 시중유동성이 비교적 풍부한 가운데 단기화되는 모습도 보이고 있어, 통화정책의 완화정도를 더 확대하기보다는 현재 수준을 유지하면서 금융시장 내 유동성이 실물경제에 보다 효과적으로 파급되도록 다양한 정책수단을 활용할 필요가 있음. 또한 코로나19 확산이 예상보다 장기화될 가능성에 대해서 미리 대비하는 한편, 위기 대응과정에서 확대된 유동성 공급이 금융취약성 요인으로 작용할 가능성은 없는지 주의하면서 정책 선택의 유연성과 균형을 유지해야 할 것임. 이에 금번 회의에서는 기준금리를 0.50%의 현 수준에서 동결하는 것이 적절하다고 판단됨.

또 다른 일부 위원은 기준금리를 동결하는 것이 적절하다는 견해를 나타내었음.

세계 각국 정부와 중앙은행이 코로나19 사태에 적극적으로 대응하면서 금융시장이 안정을 찾고 고용과 소비 등의 경제지표도 최악을 벗어나는 모습을 보이지만, 감염병 재확산 및 장기화의 가능성이 높아짐에 따라 세계경제의 회복경로는 여전히 불투명한 상황임. IMF, 세계은행, OECD 등의 국제경제기구도 올해의 세계경제 성장률을 최초의 예측에서 2%p 정도 낮추어 -5% 내외로 전망하고 있음. 세계교역의 회복세가 지연되고 있는 만큼 우리 경제에 미치는 부정적 효과도 사태발생 초기에 예상했던 것보다 오래 지속될 것으로 보임.

국내경제의 경우 경기선행지수 순환변동치와 각종 심리지표가 회복의 신호를 보여주고 있지만, 감염병 재확산의 우려 속에 사회적 거리두기가 여전히 강조되고 있어 회복의 속도는 매우 완만할 것으로 전망됨. 따라서 실물경기의 회복세가 충분히 확인될 때까지 현재의 저금리 기조를 유지하는 것이 필요함.

한편 물가안정목표제를 견지하고 있는 당행의 입장에서는 이번 사태가 물가

에 미치는 영향에 예의주시하지 않을 수 없음. 6월의 소비자물가 상승률(전년동월 대비)은 0.0%로 낮은 수준을 지속하고 있으며 근원인플레이션율도 0.2%에 불과함. 그런데 물가상승률의 둔화가 수도권보다 비수도권에서 더욱 뚜렷하게 나타나는 현상에 주목해야 함. 이는 코로나19 사태의 충격이 지역별로 차별화되고 있음을 말해줌. 수도권의 물가상승률(전년동월대비)은 5월에 한차례 마이너스를 기록한 뒤 6월에 바로 플러스로 전환하였지만, 비수도권의 경우에는 4월부터 6월까지 3개월 연속 마이너스 영역에서 벗어나지 못하고 있음. 비수도권의 성장 저하와 고용부진의 문제는 오래전부터 누적되었지만, 이번 코로나19 사태로 문제의 심각성이 여실히 드러나고 있음. 한동안 주춤하였던 지방 인구유출과 수도권으로의 인구유입 추세가 이번 사태를 계기로 강화될 조짐을 보이는 점도 우려할 만함.

또한 재화와 서비스의 일반물가와 주택가격의 괴리 현상에도 유의할 필요가 있음. 물론 이러한 괴리 현상의 기저에는 저금리 기조가 고착화될 것이라는 경제주체들의 기대가 놓여 있지만, 이 역시 지역불균형 문제와 무관하지 않음. 최근 아파트 매매가격과 전세가격의 상승폭 확대 현상도 비수도권보다 수도권에서 두드러지는데, 이는 경기와 물가뿐만 아니라 주택가격의 지역간 차별화 현상이 동시에 진행되고 있음을 말해줌.

인구구조 변화에 따라 경제가 서서히 저성장 기조로 전환하는 과정 중에 발생한 코로나19 사태가 수도권 인구 집중을 강화하는 계기로 작동할 가능성이 높음. 따라서 앞으로 거시경제정책의 방향과 정책의 우선순위를 설정함에 있어 지역불균형의 심화 가능성을 염두에 두어야 하며, 당행을 포함한 금융당국은 지역경제 활성화를 위한 금융지원 방안에 대해 고민해야 함.

지난 3월 16일 임시 금통위 이후 두 차례에 걸친 기준금리 인하, 외화유동성의 공급, 금융중개지원대출의 한도 확대, 회사채·CP 매입을 위한 특수목적기구의 신설 등 완화적인 통화정책 여건에서 국내 금융시장과 외환시장은 어느 정도 안정을 찾은 모습을 보여주고 있음. 시장의 기대에 부합하도록 당분간 완화적인 통화정책 기조를 유지하는 동시에 정부가 추진하고 있는 확장적 재정정책의 효과를 지켜볼 필요가 있음. 기준금리를 동결하는 가운데 필요시 국고채 매입 규모를 확대하면서 시장 전반의 금리안정을 도모해야 함.

#### (5) 토의결론

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

## (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(0.50%)에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다.
- ☐ 세계경제는 코로나19 확산세 지속에도 불구하고 경제활동이 점차 재개되면서 경기위축이 다소 완화되는 움직임을 나타내었다. 국제금융시장에서는 경기회복 기대 등으로 위험회피심리가 완화되면서 주요국 주가가 상승하고 미 달러화가 약세를 나타내었으며, 국채금리는 소폭 등락하였다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 코로나19의 전개 상황, 각국 정책대응의 파급효과 등에 영향을 받을 것으로 보인다.
- ☐ 국내경제는 민간소비가 경제활동 제약 완화, 정부 지원책 등에 힘입어 반등하였으나 수출 감소세와 건설투자 조정이 이어진 가운데 설비투자 회복이 제약되면서 부진한 흐름을 지속하였다. 고용 상황은 큰 폭의 취업자수 감소세가 이어지는 등 계속 부진하였다. 앞으로 설비투자와 건설투자가 완만한 개선 흐름을 나타내겠지만 소비와 수출의 회복이 당초 전망보다 다소 더딜 것으로 예상된다. 금년중 GDP성장률은 지난 5월 전망치(-0.2%)를 하회할 것으로 보인다.
- ☐ 소비자물가 상승률은 석유류 및 공공서비스 가격 하락 등으로 0% 내외의 낮은 수준을 나타내었다. 근원인플레이션율(식료품 및 에너지 제외 지수)도 0%대 초반을 지속하였으며, 일반인 기대인플레이션율은 1%대 중반 수준을 유지하였다. 앞으로 소비자물가 상승률과 근원인플레이션율은 국제유가 하락의 영향 지속, 수요측면에서의 낮은 물가상승압력 등으로 0%대 초반 수준에 머무를 것으로 보인다.

- 금융시장은 국제금융시장의 변동성 축소 등에 힘입어 안정된 모습을 나타내었다. 주가가 상승하고 원/달러 환율이 상당폭 하락하였으며 장기시장금리는 좁은 범위에서 등락하였다. 가계대출은 증가규모가 전월에 비해 크게 확대되었으며 주택가격은 수도권과 지방 모두에서 오름세가 확대되었다.
- 금융통화위원회는 앞으로 성장세 회복을 지원하고 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 코로나19 확산의 영향으로 국내경제의 성장세가 부진할 것으로 예상되는 가운데 수요측면에서의 물가상승압력도 낮은 수준에 머무를 것으로 전망되므로 통화정책의 완화기조를 유지해 나갈 것이다. 이 과정에서 코로나19의 전개 상황과 국내외 금융·경제에 미치는 영향, 금융안정상황의 변화, 그간 정책대응의 파급효과 등을 면밀히 점검할 것이다.

(별첨)

## 「통화정책방향」 관련 보고내용

### I. 국내외 경제동향 및 평가

#### 1. 국외경제동향

##### 가. 세계경제

미국은 소비와 고용이 점차 회복되면서 완만하게 개선되었음.

유로지역은 경제활동이 점차 재개되면서 소비를 중심으로 부진이 다소 완화되었음.

중국은 생산활동이 상대적으로 빠르게 회복되는 모습을 보였음.

일본은 산업생산의 감소세가 지속되는 등 경기회복이 지연되었음.

##### 나. 국제유가

국제유가(두바이유 기준)는 글로벌 석유수요가 회복세를 보이는 가운데 주요 산유국의 감산 연장 합의, 미 셰일오일 생산 감소에 힘입어 배럴당 40달러대 초반 수준으로 상승하였음.

#### 2. 국내경제동향

##### 가. 내수 및 대외거래

5월 중 소매 판매는 승용차 등 내구재, 준내구재 및 비내구재가 모두 늘면서 전월대비 4.6% 증가하였음.

5월 중 설비투자는 기계류와 운송장비가 모두 줄어 전월대비 5.9% 감소하였



으며, 건설기성은 토목과 건물이 모두 줄면서 4.3% 감소하였음.

6월 중 수출(392억달러, 통관기준)은 자동차와 석유제품을 중심으로 전년동월 대비 10.9% 감소하였음(일평균 -18.4%).

5월 중 경상수지(22.9억달러)는 전년동월(51.8억달러)에 비해 흑자규모가 축소되었음.

#### 나. 생산활동 및 고용

5월 중 제조업 생산은 반도체가 증가하였으나 자동차, 기계장비 등이 줄어 전월대비 6.9% 감소하였으며, 서비스업 생산은 도·소매업, 숙박·음식점업 등을 중심으로 2.3% 증가하였음.

6월 중 취업자수는 전년동월대비 35.2만명 줄어 전월(-39.2만명)에 비해 감소폭이 축소되었으며, 실업률(계절조정)은 4.3%로 전월(4.5%)에 비해 소폭 하락하였음.

#### 다. 물가 및 부동산가격

6월 중 소비자물가 상승률은 전년동월대비 0.0%로 전월(-0.3%)에 비해 0.3%p 상승하였음. 서비스물가의 낮은 오름세가 이어졌으나 축산물 중 농축수산물가격 상승률이 높아지고 최근 국제유가 상승으로 석유류가격 하락폭이 축소되었음. 근원인플레이션율(식료품 및 에너지 제외)은 전월(0.1%)보다 소폭 높은 0.2%를 기록하였음.

6월 중 전국 아파트 매매가격은 수도권을 중심으로 전월대비 0.6% 상승하였으며, 아파트 전세가격은 0.4% 상승하였음.

### 3. 평가

국내경제는 부진한 흐름이 이어졌음.

민간소비 부진이 다소 완화되었으나 코로나19의 글로벌 확산에 따라 비IT부문

을 중심으로 수출 감소폭이 크게 확대되었음.

금년 중 경제성장률은 5월 전망치를 하회할 가능성이 있음. 향후 성장흐름은 국내외 코로나19의 전개양상에 크게 좌우될 전망이다. 중국경제의 빠른 정상화, 국내외 정책대응 강화 등은 상방 리스크로, 코로나19 사태 장기화, 미·중 간 무역갈등 심화, 반도체경기 회복 지연 등은 하방 리스크로 잠재하고 있음.

소비자물가 상승률은 수요측 물가압력이 약한 가운데 국제유가도 지난해보다 낮은 수준을 보이면서 당분간 0%대 초반 수준에 머무를 것으로 예상됨.

경상수지는 흑자기조를 이어갈 전망이다.

## II. 외환·국제금융 동향

### 1. 국제금융시장

#### 가. 주요 금융시장

국제금융시장에서는 주요국의 경제활동 재개 및 이에 따른 경기회복 기대, 코로나19 재확산 추이 등에 따라 주요 가격변수가 등락하였음. 중국의 홍콩 보안법 제정과 미국의 홍콩 자치법 추진 등 미·중 갈등도 주요 이슈로 부각되었음.

선진국 국채금리(10년물)는 투자심리 변화에 따라 등락하였음. 미국 국채금리는 6월초 경제지표 개선 등으로 상승한 이후 연준의 통화정책 지속 기대, 미국 내 코로나19 확산 가속화 등으로 반락하였음. 선진국 주가도 6월초 큰 폭 상승하였다가 코로나19 재확산, 글로벌 경기 부진 전망 등으로 상승폭을 축소하였음. 미 달러화 환율(DXY)은 글로벌 위험회피심리 완화 등의 영향으로 하락하였음.

금융여건은 Libor-OIS 및 회사채 스프레드가 축소되는 등 개선 흐름이 지속되었음. 한편 미 연준의 유동성 공급 규모는 금융여건이 개선되면서 주요국 중앙은행 통화스왑자금, RP매입 등을 중심으로 축소되었음.

#### 나. 신흥국

중국 금융시장은 미국과의 갈등 심화에도 불구하고 경기회복 기대 등으로 대체로 안정적인 모습을 보였음. 위안화는 경제활동 재개에 따른 경기회복 기대 등으로 강세를 보였으며 주가도 상당폭 상승하였음. 여타 신흥국도 투자심리 개선에 힘입어 주가가 상당폭 상승하였으나 금리 및 통화가치는 국별로 상이한 모습을 보였음.

#### 다. 글로벌 펀드

글로벌 펀드는 채권펀드가 주요국의 회사채시장 유동성 지원에 따른 투자심리 개선 등으로 큰 폭 순유입되었음. 주식펀드는 6월 중순 이후 코로나 재확산 우려 등으로 유출되다 7월 들어 소폭 유입되었음. MMF는 6월중 순유출로 전환되었음.

## 2. 국내 외환부문

### 가. 외환시장

원/달러 환율은 코로나19 재확산 우려에도 불구하고 글로벌 투자심리 개선, 미 달러화 약세 등으로 상당폭 하락하였음.

### 나. 외화자금시장

6월중 국내은행의 대외 외화차입여건은 대체로 안정된 모습을 보였음. 단기차입 가산금리가 낮은 수준을 지속한 가운데 중장기차입 가산금리도 상당폭 하락하였음. KP스프레드가 축소되고 CDS프리미엄도 낮은 수준을 유지하였음.

거주자 외화예금은 환율하락 등에 따른 일부 기업의 결제대금 예치 등의 영향으로 달러화예금을 중심으로 증가세가 지속되었음. 스왑레이트(3개월물)는 기관투자자의 해외투자목적 외화자금 수요 지속 등으로 상당폭 하락하였다가 역외투자자의 차익거래 목적 외화자금 공급, 경쟁입찰 외화대출 만기상환에 따른 자금수요 증가 우려 해소 등으로 하락폭이 축소되었음.

### 다. 외환 유출입

6월중 경상 및 자본거래를 통한 외환 순유입 규모는 전월에 비해 확대되었음. 경상거래는 무역거래 흑자 규모 확대, 무역외거래 적자 축소 등으로 순유입 규모가 증가하였으며 자본거래는 거주자의 해외투자 지속에도 불구하고 외국인 증권자금 유입 등으로 순유입 전환하였음.

#### 라. 외국인 증권투자자금

주식자금은 글로벌 투자심리 개선 등으로 유출 규모가 축소되었음. 채권자금은 대규모 만기상환에도 불구하고 공공자금을 중심으로 유입세를 지속하였음.

#### 마. 외환보유액

6월말 외환보유액은 전월말 대비 34.4억달러 증가한 4,107.5억달러를 기록하였음.

### III. 금융시장 동향

#### 1. 자본시장

##### 가. 시장금리

국고채금리는 지난 5월 회의(5.28일) 이후 주요국 경제지표 개선, 국고채 수급 부담 등으로 상승하였다가 6월 중순 이후에는 코로나19 재확산 우려 및 경제활동 재개 지연에 대한 경계감의 영향으로 반락하는 등 좁은 범위 내에서 등락하였음.

통안증권(91일) 및 은행채(3개월) 금리 등 단기시장금리는 기준금리 인하 등의 영향으로 큰 폭 하락하였음. CP(91일)금리는 기준금리 인하 영향에다 단기금융시장 안정세 및 신용경계감 완화 등이 가세하며 큰 폭 하락하였으나 여타 단기금리에 비해서는 여전히 높은 수준을 나타내었음.

회사채 신용스프레드는 우량물이 투자 심리 개선 등으로 축소된 반면 비우량물은 대체로 횡보하였음.

## 나. 주가

코스피는 지난 5월 회의 이후 글로벌 경제활동 재개 움직임, 주요국 경제지표 호조 등에 따른 경기회복 기대 강화에 기인하여 빠르게 상승하였으나 6월 중순 이후에는 코로나19 재확산 우려 등으로 주요국 주가와 함께 조정받는 모습을 나타내었음.

## 다. 외국인 국내증권 투자

외국인의 국내 채권투자는 증가세를 지속하였음. 주식투자는 순매도 흐름을 이어갔으나 6월 이후 매도세는 크게 약화되었음.

# 2. 신용시장

## 가. 여수신금리

6월중 은행 여신금리(신규취급액 기준)는 기준금리 인하에 따른 단기지표금리 움직임 등의 영향으로 하락하였음. 기업대출금리는 대기업대출금리를 중심으로 하락하였으며, 가계대출금리는 신용대출금리를 중심으로 하락하였음.

은행 수신금리는 시장금리 하락을 반영하여 정기에금을 중심으로 하락하였음.

## 나. 여신

6월중 은행 가계대출은 전월보다 증가규모가 크게 확대되었음. 주택담보대출은 전세자금 수요 및 집단대출 취급이 늘면서 증가규모가 확대되었음. 기타대출도 주택거래 관련 자금 수요에 주식투자자금 수요가 일부 가세하면서 증가폭이 확대되었음.

은행 기업대출은 전월보다 증가규모가 크게 축소되었음. 대기업대출은 회사채 발행여건 개선에 따른 대출수요 감소 및 분기말 일시상환 등으로 감소로 전환하였으며, 중소기업대출은 초저금리 정책금융 취급 축소, 분기말 부실채권 매·상각, 개인사업자 매출부진 완화 등의 영향으로 증가규모가 축소되었음.

6월중 기업의 직접금융을 통한 자금조달은 증가규모가 확대되었음. 회사채는 발행여건이 개선되면서 우량물을 중심으로 순발행 규모가 확대되었음. 다만 CP·단기사채는 분기말 부채비율 관리를 위한 일시상환으로 순상환되었음.

5월말 은행 연체율은 가계대출 및 기업대출 모두 전월과 같은 낮은 수준을 지속하였음.

### 3. 유동성 및 자금흐름

#### 가. 통화

5월 M2증가율(전년동월대비, 평잔 기준)은 10%에 근접한 수준으로 추정됨.

#### 나. 수신

6월중 은행 수신은 전월에 비해 증가폭이 축소되었음. 수시입출식예금은 기업 및 가계 자금을 중심으로 큰 폭 증가한 반면 정기예금은 지방정부 자금 유출 및 예금금리 하락 등의 영향으로 감소폭이 확대되었음.

자산운용사 수신은 감소로 전환하였음. MMF가 분기말 요인으로 큰 폭 감소하였으며, 채권형펀드 및 주식형펀드도 감소를 나타내었음.