

2015년 도 제7차

금융통화위원회(정기) 의사록

한 국 은 행

1. 일 자 2015년 4월 9일(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  
장 병 화 위 원 (부총재)

4. 결석위원 없 음

5. 참 여 자 송 재 정 감 사 허 재 성 부총재보  
서 영 경 부총재보 이 흥 모 부총재보  
김 민 호 부총재보 윤 면 식 부총재보  
채 선 병 외자운용원장 최 운 규 경제연구원장  
장 민 조사국장 조 정 환 금융안정국장  
허 진 호 통화정책국장 신 호 순 금융시장국장  
홍 승 제 국제국장 이 환 석 금융통화위원회실장  
박 성 준 공보관 박 철 원 의사팀장

## 6. 회의경과

### 가. 의결안건

#### <의안 제20호 — 통화정책방향>

(1) 전일 개최된 동향보고회의에서 조사국장이 보고 제35호 - 「국내외 경제 동향」, 국제국장이 보고 제36호 - 「외환·국제금융 동향」, 그리고 금융시장국장이 보고 제37호 - 「금융시장 동향」에 대하여 보고하였음.(보고내용 : 별첨)

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

### (3) 위원 토의내용

「국내외 경제동향」과 관련하여 일부 위원은 지난 3월 통화정책방향 결정회의 이후 통화정책관련 주요 거시변수의 흐름에 대해 관련부서의 판단을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 3월중 내수는 민간소비 등을 중심으로 개선된 것으로 모니터링 되었다고 답변하고, 다만 민간소비가 개선된 데에는 해외여행, 수입 자동차 구매 등의 영향이 있었다는 점도 고려할 필요가 있다고 첨언하였음. 이어 수출은 금액기준으로 보면 부진한 모습을 이어가고 있지만 물량기준으로는 지난해 4/4분기에 비해 일평균 증가율이 개선되었다고 설명하였음. 또한 물가는 유가의 영향으로 낮은 수준을 지속하고 있으며 환율의 움직임에는 큰 변화가 없는 상황이라고 답변하였음.

이어서 동 위원은 기준금리가 1%대로 조정되는 등 당행의 정책여력이 상당히 줄어들고 있다는 점, 소규모 개방경제인 우리 경제의 특성상 대외 교란요인에 많이 노출되어 있다는 점, 우리 경제가 장기 불황에 처하지 않도록 유의해야 할 중요한 시점이라는 점 등을 강조한 후, 이러한 점을 고려할 때 통화정책 판단자료로서 경제전망의 의미가 크게 높아진 상황이라는 점에 유의하여 앞으로도 경제전망의 정도를 높이기 위해 더욱 노력할 것을 당부하였음.

다른 일부 위원은 Greenspan의 발언을 인용하여 중앙은행의 경제전망은 통화정책 결정에 직접적인 영향을 미친다는 점을 강조하고, 이러한 맥락에서 전망의 분산(dispersion of forecasts)을 불확실성(uncertainty) 측정지표로 삼은 연구결과(N. Bloom, 「The Impact of Uncertainty Shock」, 2009년 5월)와 설비투자의 둔화는 경제의 불확실성에 좌우된다는 BIS 자료(2015년 3월)가 시사하는 바에 유의할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 2015년도에 대한 당행의 경제전망 추이를 보면 소비자물가 상승률은 계속 하향 조정되어 온 반면 경상수지 흑자규모는 계속 상향 조정되어 왔다고 지적하면서, 이와 같이 경제전망의 편의(bias)가 발생한 배경이 무엇인지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 유가 급락 등 대외 요인의 불확실성이 높았기 때문에 이를 전망에 즉시 반영하기 어려운 점이 있었던 데다 물가, 소비, 국제교역

등에서 이루어진 구조적인 변화가 전망모형 등에 충분히 반영되지 못한 점도 일부 작용하였다고 답변하였음.

또한 동 위원은 경제성장의 순환적 변동과 추세적 전환을 구분하는 것이 통화정책 운용 측면에서 중요한 시점이라는 견해를 제시하면서, 현재 우리 경제가 성장의 본 궤도에 진입하는 데 필요한 이륙속도(take-off speed)에 도달했다고 확신하기 어려운 상황인데 언제쯤이면 경기 회복세가 견조해질 것으로 예상하고 있는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 금년 하반기 이후 유가 하락 등으로 가계부문의 실질구매력이 증가하면서 우리 경제가 잠재성장률에 가까운 수준으로 성장할 것으로 전망하고 있다고 답변하였음.

아울러 동 위원은 정부 정책의 직접적인 영향을 받는 건설 등은 다소 개선되는 조짐이 있지만 소비, 투자 등 여타 부문으로 정책효과가 확산되지는 않고 있다고 평가하고, 수출 주도의 경제성장도 기대하기 어려운 여건이라는 견해를 제시하였음.

한편, 동 위원은 최근 부동산 경기회복 및 이에 따른 전이효과, 기업의 설비투자 계획을 보면 긍정적인 측면은 있으나 여전히 내수경기의 회복을 견인하기에는 충분치 않아 보인다는 의견을 제시하고 가계의 시간선택 변화에 따라 가계의 소비 증가세가 소득 증가세를 하회하고 있고 그 결과 내수회복이 제약받고 있을 가능성이 있다는 취지의 발언을 덧붙였음.

이어서 동 위원은 국내 경기의 변동 폭이 크지 않고 잠재성장률 수준에서 등락하는 모습을 보이고 있는 상황에서 통화정책 등 경기대응적 정책의 효과가 제한될 수 있으므로 잠재성장률 제고를 위한 구조개선 노력을 병행하는 것이 필요하다는 견해를 제시하였음.

또한 동 위원은 이번에 2015년도 소비자물가 상승률 전망이 하향 조정됨에 따라 저물가의 장기화 내지 디플레이션에 대한 우려가 확산될 수 있는 만큼 2000년대 초반 미 연준이 강연 등을 통해 디플레이션 우려에 적극 대응한 사례를 참고할 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

아울러 동 위원은 디플레이션에 대한 새로운 시각 - 첫째, 일반적인 디플레

이션이 부채디플레이션 악순환과 연계되어 있다는 증거는 많지 않고, 둘째, 상품 디플레이션 보다는 자산 디플레이션이 경제에 더 해로운 결과를 초래할 수 있으며, 셋째, 일본의 ‘잃어버린 20년’ 중 근로인력 1인당 성장률이 미국에 비해 높았음 - 을 제시한 Borio 등의 논문(「The costs of deflations: A historical perspective」, 2015년 3월)을 소개한 후, 우리나라의 경우에도 디플레이션이 실현될 가능성이 낮은 만큼 경제주체들의 불필요한 디플레이션에 대한 우려를 불식시킬 필요가 있다는 의견을 나타내고, 디플레이션 논란이 초래할 수 있는 경제적 비용에 대한 전문가 세미나를 개최하여 객관적 사실에 입각한 정보를 경제주체와 공유할 것을 제안하였음.

또 다른 일부 위원은 2015년 경제성장률 전망치가 지난 1월(3.4%)에 비해 0.3%포인트 하락한 3.1%로 하향조정 되었으나 이것은 2014년 GDP 개정에 따른 기저효과, 금년 1/4분기 실적치의 소폭 감소, 하반기 재정지출의 당초 계획대비 부진 예상 등이 새롭게 반영된 데 주로 기인하는 것으로 향후 성장경로는 지난 전망과 큰 차이가 없는 것으로 판단된다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 금년 4월이 되면 일본은행이 양적·질적 완화정책을 시행한 지 2년이 되는 시점이라고 언급한 후, 일본의 소비자물가 상승률이 소비세 인상 효과를 제외할 경우 다시 0%로 하락하였고 금년 중에도 0% 중반에 머무를 것으로 예상된다는 점을 고려해 보면 엔화의 큰 폭 약세에도 불구하고 일본은행이 물가목표(2%)를 달성하지 못한 것으로 볼 수 있다고 평가하였음. 이어 일본경제가 잠재성장률을 웃도는 성장세를 보일 것으로 전망된다는 점, 2000년대 이후 생산 인구 1인당 실질GDP 성장률 기준으로 보면 일본의 경제성장률이 미국을 상회하였다는 점 등을 감안해 보면 디플레이션이 경제에 미치는 부정적인 영향에 대한 Krugman 등 많은 경제학자들의 견해가 과장되었을 수 있다는 의견을 나타내었음. 또한 일본의 통화 및 재정정책의 초점이 디플레이션 해소에 집중되어 있어서 향후 상당한 부작용이 초래될 가능성이 있다는 의견을 덧붙였음.

또한 동 위원은 일본의 사례, 글로벌 금융위기 이후 필립스 커브(Phillips curve) 관계가 약해졌다는 점, 앞서 일부 위원이 언급한 Borio 등의 연구결과를 보더라도 역사적으로 디플레이션이 반드시 경제성장률에 부정적인 영향을 미친 것은 아니라는 점 등을 고려해 볼 때 유가 하락에 따라 낮은 소비자물가 상승률이 이어지고 있는 우리 경제의 경우 설사 약간의 디플레이션이 발생한다고 하더라도

경제성장을 저해시키지 않는다면 특별히 우려할 이유는 별로 없을 것이라는 견해를 피력하였음.

이에 대해 일부 위원은 디플레이션이 발생할 경우 정부 및 민간 부문의 실질 부채부담이 증가할 수 있다는 점, 부채가 많은 경제주체의 대차대조표 경로를 통해 불황이 초래될 수 있다는 점 등을 지적하면서 디플레이션이 경제성장에 미치는 영향에 대한 입장을 정립하기 위해서는 이에 대한 보다 객관적인 분석이 필요하다는 견해를 덧붙였다.

한편, 일부 위원은 3월중 소비자물가는 0.4% 상승에 그쳤다고 지적하면서, 유가 하락, 담배값 요인 등을 감안하더라도 현재 물가가 우리 경제의 적정 인플레이션 수준을 다소 하회하고 있는 것으로 보인다고 평가하고, 수요측면의 지표를 보더라도 마이너스 인플레이션갭이 유의하게 축소되는 징후를 확인하기 어려운 상황이라는 의견을 나타낸 후, 이번 경제전망에서 내년도에 소비자물가가 2.2% 오르는 것으로 전망한 배경이 무엇인지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 금년 하반기 이후 수도·교통요금 등 공공요금이 인상될 가능성이 있다는 점, 명목임금의 상승 및 실질소득의 증가에 따라 공업제품 및 개인서비스요금이 오를 것으로 예상된다는 점 등을 감안하였다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 일반인 기대인플레이션이 계속 하락하고 있다는 점, 동 서베이의 응답분포에서도 2% 미만 예측 비중이 전월에 비해 높아졌다는 점, 일반인 기대인플레이션이 실제 인플레이션의 영향을 받아 하락하는 모습을 보이고 있다는 점 등을 감안할 때 기대인플레이션의 불안정성이 다시 높아지는 모습이며 전문가 기대인플레이션 및 물가연동채 기반 BEI 기대인플레이션도 상당히 낮은 수준이라고 평가하였음.

또한 동 위원은 신축적 물가안정목표제를 운영하고 있는 국가들에서 소위 인플레이션 전망 목표제(inflation forecast targeting) - 중앙은행의 중기 인플레이션 전망치를 통화정책의 중간 운용목표로 설정하여 통화정책을 운영하는 제도 - 를 채택하는 사례들이 있다는 점을 강조한 후, 당행도 인플레이션 전망 목표제를 도입하는 방안을 검토할 시점이라는 견해를 제시하였음.

아울러 동 위원은 담배값 요인을 제외할 경우 소비자물가 상승률 전망의 팬 차트가 마이너스 구간을 포함할 것이라고 지적한 후, 비록 전망의 상하방 리스크

가 중립적이라고 하더라도 전망 팬차트의 아래 부분이 마이너스 구간을 포함하고 있다면 - 예를 들어 물가상승률이 마이너스 밑으로 떨어질 가능성이 있다면 - 실물경제에 미치는 부정적인 영향이 인플레이션(상방 리스크) 보다 디플레이션(하방 리스크) 발생시 더 크다는 점을 감안하여 통화정책은 중립적인 수준에 비해서 더 완화적으로 결정되는 것이 바람직하다는 미 연준의 보고서 내용을 참고할 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

끝으로 동 위원은 디플레이션이 유효 수요의 부족을 반영한 결과(mirror image)라면 여전히 이에 대해 유의할 필요가 있으며, 특히 디플레이션 상황이 아니더라도 물가가 낮아져 명목금리가 영(zero)의 수준까지 떨어지게 되면 통화정책의 유효성이 상당히 제약받기 때문에 이러한 상황이 예상된다면 중앙은행이 선제적으로 대응할 필요가 있다는 견해들이 제기되고 있다고 발언하였음.

다른 일부 위원은 인구구조와 정책적 요인에 의해 베이비 부머(baby boomer) 및 60세 이상 노년층을 중심으로 취업자 수가 늘어나고 있기 때문에 취업자 수 분석만으로는 내수 회복 여부를 가늠하기 어려운 상황, 즉 통화정책적 시사점을 얻기에 한계가 있는 상황이라고 지적하고, 이러한 점을 감안할 때 관련부서에서 고용시장 분석시 실업급여 신청자수 통계를 신규로 활용 - 고용보험 가입률이 50%를 하회하고 낙인효과(stigma effect)를 우려하여 실업보험금을 신청하지 않는 사례가 상당하다는 한계가 있지만 - 한 것은 바람직한 시도라고 평가하면서 앞으로도 고용시장을 보다 면밀히 분석하기 위한 노력을 지속할 것을 당부하였음.

이어서 동 위원은 금년에도 정부부문에서 세수부족이 발생할 가능성이 상당하다고 언급하면서, 이러한 점이 이번 경제전망에 어떻게 반영되었는지 물었으며, 이에 대해 관련부서에서는 금년중에 정부부문의 세수부족이 약 6조원 발생할 것으로 이번 전망시에 전제하였다고 답변하였음.

「외환·국제금융 동향」과 관련하여 일부 위원은 국별 외국인 채권투자 비중을 보면 중국이 미국 다음으로 높은 수준이며 지금과 같은 추세라면 우리나라 채권에 대한 최대 투자국이 될 가능성이 있다는 점에 주목하여 금융시장 등에 미치는 영향을 점검할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

다른 일부 위원은 외국인의 증권투자자금 유입이 확대되는 가운데 증권투자 및 단기에금 등을 중심으로 거주자의 국외 투자도 크게 늘어나고 있다고 지적하면서, 만일 국제금융시장의 여건이 급변할 경우 자본 유출입의 흐름이 큰 영향을 받으면서 환율에 상당한 교란요인으로 작용할 가능성이 있다는 견해를 제시하였음.

이어서 동 위원은 달러화 강세가 중국 경제에 부담으로 작용할 수 있다는 일부의 시각이 있다는 점, 미국 이외 국가에서 비은행기관에 대한 달러화 표시 대출이 상당한 규모에 달한다는 점 등을 지적하면서 달러화 강세 기조가 국제금융 시장에 미칠 영향을 면밀히 모니터링할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

또한 동 위원은 최근의 국제금리 추이와 미국과 유로지역의 경기지표를 보면 국제유동성의 방향성 및 글로벌 거시경제 여건에 대한 판단에 어려움이 있다고 지적하면서 IMF Lagarde 총재의 ‘최근 주요국 통화정책의 비동조화(asynchronous monetary policy)는 글로벌 금융시장의 과잉 변동성을 촉발할 우려가 있는 데다 달러화 강세를 초래하여 그간 달러 차입을 늘린 신흥국 은행과 기업들의 취약성을 높일 위험이 있다’는 발언에 유의하여 미국의 금리 인상이 초래할 수 있는 국제금융시장의 리스크 요인에 철저히 대비할 필요가 있다는 취지로 발언하였음.

또 다른 일부 위원은 국제금융시장의 불안요인으로 미국의 달러화 강세에 따른 미국 이외 국가의 달러부채 상환 위험, 유가하락에 따른 원유관련 부문의 디레버리징 위험 등이 지적되고 있다고 언급하면서, 이러한 대외 불안요인이 실현될 경우 우리 기업들이 환리스크에 노출되어 실물경제가 부정적인 영향을 받을 수 있다는 점, 중동 등 산유국의 경기 하락으로 인해 우리나라의 수출이 부진해질 가능성이 있다는 점 등에 유의하여 대외 충격이 우리 경제에 미칠 영향을 점검할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 국제금융시장의 자금이 단기화되고 있다는 점에 주목하여 국내에 유입되고 있는 외국인 증권투자자금의 성격을 보다 면밀히 파악할 것을 당부하였음.

또한 동 위원은 중국의 지방정부 발행 채권 등의 디폴트(default) 발생 가능성



이 높다는 시장의 견해를 소개하면서 이러한 중국 금융부문의 위험이 미국의 금리인상과 맞물리면서 중국 금융시스템의 불안으로 나타날 가능성이 있는지 물은 후, 향후 중국인민은행의 통화정책 및 위안화 환율의 추이를 면밀히 점검할 필요가 있다는 취지로 발언하였음.

이에 대해 관련부서에서는 중국 중앙정부가 지방정부 부채에 대한 관리를 강화하고 있는 가운데 지방정부의 부채규모가 충분히 통제 가능한 수준이라는 입장을 대외에 공표하고 있다고 답변하고, 중국의 금융 및 실물부문에서 초래될 수 있는 리스크 요인에 대해서는 계속 모니터링해 나가겠다고 첨언하였음.

한편, 일부 위원은 외국인 주식 및 채권투자자금 유입이 지속되는 가운데 다른 한편으로는 국내투자자들의 해외증권 투자와 해외예금이 꾸준히 늘어나고 있다고 언급한 후, 경상수지 흑자 지속, 외국인의 국내증권투자 확대 등으로 외화자금이 계속 유입되고 있는 상황에서 내국인의 해외투자가 증가하는 것은 외환수급 불균형 완화, 국내투자자의 수익증대, 국내 기관투자자의 해외영업기반 확충 등 긍정적 영향이 기대되지만 글로벌 금융위기 이전의 사례 등을 보면 외채 급증, 해외투자 채권가격 급락에 따른 거액의 투자손실, 과도한 환헤지 관행으로 인한 외화자금시장의 불안정 등 부정적 영향도 있을 수 있다는 점에 유의할 필요가 있다는 견해를 제시하고, 앞으로 저금리 기조가 상당기간 지속되고 이에 따라 거주자의 해외투자가 확대될 가능성이 높은 만큼 거주자의 해외투자 동향 및 이에 내재되어 있는 리스크 요인을 면밀히 점검하고 필요시 대응방안을 강구할 것을 당부하였음.

「금융시장 동향」과 관련하여 일부 위원은 지난달에 당행이 기준금리를 사상 최저 수준으로 인하한데 이어 금융중개지원대출 한도도 확대함에 따라 금융시장과 경제주체들의 행태(예: 위험선호 경향)에 상당한 변화가 예상된다고 언급하고, 이러한 점을 고려할 때 가계대출 문제 등 금융시장 상황변화에 대해 종합적인 서베이를 실시해 볼 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

다른 일부 위원은 저금리 기조가 이어짐에 따라 최근 시중자금의 단기 부동화에 대한 우려가 제기되고 있다고 언급한 후, 시중자금 단기화로 금융권 내에 잉여유동성이 증가하면서 금융권역간 상호거래가 확대되고, 그 결과 RP시장에서

도 당초 계획 - RP시장 활성화를 통해 기일물 지표금리를 형성한다는 계획 - 과 달리 익일물 위주로 거래가 이루어지고 있다고 지적하였음.

이어서 동 위원은 정책당국의 정책결정을 지원한다는 차원에서 시중자금의 단기 부동화나 우리경제가 유동성 함정에 빠지는 것을 사전에 예방하기 위한 방안들, 즉 경제주체들의 금융저축 동기 약화 문제 개선, 주식시장 육성을 통한 기업자금 조달의 원활화 도모, 국고채·MBS 등 채권의 만기구조 장기화 등에 대한 연구를 당행이 수행할 필요가 있다는 견해를 나타내었음.

또한 동 위원은 우리나라가 주요 선진국에 비해 총자산대비 금융자산 비중이 낮고 고연령층에서 동 현상이 심화되고 있는 점을 지적하면서 가계부채 문제의 연착륙(soft landing)을 도모하고 실물자산의 비중이 높은 가계(예: 고령층)의 유동성 제약과 소비생활의 어려움을 완화하기 위하여 부동산금융에 대한 연구를 강화할 필요가 있다는 견해를 밝혔음.

끝으로 동 위원은 금융위기 이후 안전자산 선호로 현금 및 단기성 예금자산 등 저수익성 금융자산의 비중이 높아지고 채권 및 주식 비중이 축소되면서 소비성향이 하락하고 있다는 점을 지적하고 가계자산의 포트폴리오를 선진국 수준으로 가져가기 위한 장기적인 정책대안 - NPL시장 효율성 제고, 부동산신탁 활성화 방안 등 -에 대한 연구가 필요하다는 의견을 나타내었음.

또 다른 일부 위원은 작년의 경우 주가 상승시 주식형펀드의 환매가 늘어나면서 주가가 박스권에서 움직였으나 최근에는 주식형펀드 환매로 인한 상승 제약이 완화되어 주가의 추가 상승에 대한 기대가 높아지고 있는데 이에 대한 의견을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 주식형 펀드의 경우 주가상승기에는 차익실현을 위한 환매가 늘고 하락기에는 신규 유입이 늘어나는 패턴을 보이는 경향이 있는데, 향후 환매 규모는 대외여건 변화, 국내경기 회복 기대에 따라 달라질 수 있다고 답변하였음.

한편, 일부 위원은 저물가와 완화적 통화정책 기대로 장기금리가 크게 낮아진 상황이라고 평가하고 국내 장기금리가 외국인 투자자나 국제금리 변동에 민감하

게 반응하는 특성을 고려할 때 하반기 미국의 정책금리가 인상될 경우 수익률곡선이 우상향할 가능성이 있다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 투기적 목적의 외국인 국채선물 순매수 포지션 청산, 안심 전환대출 관련 MBS발행 확대 등으로 인한 채권금리 상승 압력으로 현재 평탄화된 중장기 채권금리가 급격히 상승할 가능성과 이에 따른 금융시장이나 실물경제 면에서 부작용이 무엇인지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 국내 국채금리의 수익률곡선이 미국의 기준금리 인상 지연 등으로 평탄화되었으며 앞으로도 국내 금융경제 상황에 따라 변동될 것으로 전망하고, 향후 안심전환 대출과 관련된 MBS 발행이 늘어날 경우 금융시장에 영향을 미칠 수 있으므로 정책당국과 주택금융공사가 시장 충격을 최소화하는 방안을 강구하고 있다고 답변하였음.

또한 동 위원은 미국과 비교하여 우리나라의 주택담보대출 금리가 국고채 금리에 비해서 상당히 낮은 수준이고 이러한 낮은 대출 금리는 가계대출을 증가시켜 주택시장의 과열로도 이어질 수 있는데, 국내 주택담보대출관련 위험이 과도하게 낮게 평가된 것은 아닌지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 우리나라는 금융위기 이전부터 LTV규제를 시행하여 주택담보대출의 신용리스크 프리미엄이 미국보다 낮고, 미국은 금융위기시 주택담보대출기관(Freddie Mac, Fannie Mae)이 어려움을 겪으면서 조달금리가 높아진 데에 기인하는 것으로 판단된다고 답변하였음.

이와 관련하여 일부 위원은 소구권 등 대출관련 제반 조건 등에 대한 비교를 통해 우리나라의 주택담보대출 금리가 미국보다 낮은 이유에 대해 면밀히 검토할 필요가 있다는 의견을 덧붙였음.

아울러 동 위원은 1990년대 일본의 사례를 통해 화폐의 기회비용 하락으로 본원통화와 광의통화 증가율 간에 격차가 벌어지는 현상이 유동성 함정의 초기 징후일 수 있다는 일부의 견해를 소개하며, 우리나라도 본원통화 증가율이 M2증가율의 두 배 수준이고, M1증가율과 M2증가율의 차이도 두 배에 가까운 수준인데 이러한 통화승수의 정체가 5만원권에 기인한 것인지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 5만원권의 효과가 크다고 언급하며, 또한 금융위기 이후 예대율 규제 도입으로 인한 은행의 신용창출능력 약화, 낮은 성장률에 따른 가계의 소비성향 감소, 저금리로 인한 화폐보유의 기회비용 감소, 금융위기 이후 은행들의 리스크 회피성향 강화 등도 통화승수를 정체시키는 요인으로 작용하였

다고 답변하였음.

끝으로 동 위원은 시중자금이 ELS 등 대체자산에 몰려 시중 자금흐름의 부동화 현상이 나타날 경우 통화정책의 유효성을 약화시킬 수 있다는 의견을 첨언하였음.

다른 일부 위원은 최근 출시된 안심전환대출이 은행수지에 부정적인 영향을 미칠 가능성을 우려하면서 MBS 의무보유기간과 매매금리, 향후 시장금리 수준, 주택신용보증기금 출연료 감면 혜택의 적용기간 등에 따라 수지가 달라질 것으로 예상되는 만큼 이들 요인의 추이를 예의주시할 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

또한 동 위원은 앞으로 단기간내 상당 규모의 MBS가 공급될 것으로 보이는데 동 채권의 소화 여부, 여타 채권금리의 왜곡 가능성, 일정기간 후 매각시 수급 불균형 발생 가능성 등에 대해 우려를 표명하며 관련부서는 관계당국과 협조하여 MBS발행이 채권시장에 미치는 영향을 최소화할 수 있도록 노력해달라고 당부하였음.

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

일부 위원은 이번 경제전망시 금년도 경제성장률이 지난 3월 관련부서에서 예상한 수준으로 하향 조정된 반면 물가상승률은 예상보다 낮은 수준으로 조정되었다고 지적한 후, 이러한 점이 통화정책 관련 분석시 충분히 반영될 필요가 있다는 의견을 나타내면서 경제전망의 편익은 테일러(Taylor rule)에 따른 정책금리 경로 등 통화정책 참고지표에도 직접 영향을 미치는 만큼 이에 유의할 것을 당부하였음.

다른 일부 위원은 가계부채 비율이 높은 다른 나라의 상황과 비교했을 때 우리나라의 가계부채 비율이 어느 정도 수준에 있는지, 또 그러한 나라들이 가계부채의 건전성 제고를 위해 금리정책으로 대응한 사례가 있는지 물었으며,

이에 대해 관련 부서에서는 우리나라의 처분가능소득 대비 가계부채 비율을

보면 북구의 여러 나라들에 비해서는 낮지만 OECD 주요국에 비해서는 높은 측면도 있다고 설명하고, 가계부채 비율이 높은 나라들의 사례를 보면 거시건전성(macro prudential) 측면의 여러 정책수단들을 활용하여 가계부채 문제 등에 대응하였던 것으로 파악된다고 답변하였음.

또 다른 일부 위원은 예측 가능한 최소한의 통화정책 룰(rule)을 확립하여 대외적으로 공유하고 소통하는 노력이 필요하다는 견해를 제시하였음.

이어서 동 위원은 중앙은행이 그동안 물가목표의 상방이탈에 비해 하방이탈에 대하여 관용적인 태도를 보인 것으로 외부에 비춰졌을 가능성이 있다고 언급한 후, 글로벌 경제를 예측하기 어려운 시점임을 감안하여 물가안정목표 설정 방식을 매년 향후 3년 단위의 물가목표를 설정하여 운용하는 방식, 또는 목표를 현재와 같이 범위(range)로 설정하지 않고 포인트(point)로 설정하여 통화정책의 유연성을 높이는 방식 등으로 변경하는 방안을 검토해 볼 시점이라는 의견을 나타내었음.

한편, 일부 위원은 주택 임대차 시장의 구조 변화(전세의 매매 또는 월세 전환)가 가계부채 부채 증가에 미치는 영향을 엄밀히 분석하기 위해서는 무주택가구의 거주 실태 등이 충실히 반영되어야 한다는 취지로 발언하였음.

다른 일부 위원은 최근 미 연준이 포워드 가이드스(forward guidance)를 수정하면서 금리인상의 조건으로 노동시장의 추가 개선을 확인하겠다고 한 것과 관련하여 미 연준이 장기실업률 전망을 5.0~5.2%로 하향조정한 것은 실업률이 5.2%로 내려가기 전에는 노동시장에 슬랙(slack)이 존재한다고 본 것인데 금년 9월까지 실업률이 5.2% 수준으로 내려갈 가능성은 크지 않을 수 있다고 언급하였음. 아울러 인플레이션이 2% 중기 목표에 도달할 것이라는 확신(reasonably confident)이 있어야 한다는 미 연준의 또 다른 금리인상 조건도 단기간내에 달성되기 어려울 수 있다는 점을 함께 감안해 보면 결국 미국 금리인상이 예상보다 더 늦어질 가능성이 있다는 견해를 밝혔음.

이에 대해 관련부서에서는 미 연준의 금리인상 시기로 금년 9월을 전망하는 시각이 많으나 그보다 늦춰지거나 앞당겨질 가능성도 배제할 수 없으며 현 시점

에서 미 연준의 금리인상 시점을 정확히 특정하기 어려운 상황이라고 답변하였음.

이어서 동 위원은 우리나라의 가계저축률(사회보장기금 포함 기준) 및 기업저축률이 상당히 높은 수준이라고 언급한 후, 최근 GDP 대비 경상수지 흑자 비율이 높아지고 있고 총 투자가 총 저축보다 작아 저축이 해외로 유출되는 상황에서 자본시장이 개방되어 있고 외국의 균형 실질금리 수준이 우리나라보다 낮다는 점을 고려해보면 우리나라의 저축과 투자를 일치시켜주는 균형 실질금리 수준은 생각보다 낮을 가능성이 있다는 견해를 밝혔음.

또한 동 위원은 이러한 대외 개방을 감안한 균형 실질금리 수준의 하락 가능성, 최근 기대인플레이션의 하락 추세 등을 감안할 때, 우리나라의 금리 수준이 완화적이라는 판단은 좀 더 신중할 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

또 다른 일부 위원은 당행의 기준금리 기대 서베이 결과나 최근의 언론보도를 보면 시장참가자들이 대부분 4월 금통위에서 기준금리가 동결될 것으로 예상하고 있는 것으로 나타났으며, 이는 과거 당행이 기준금리를 두 달 연속 인하한 사례가 IT 버블 붕괴 등으로 경기침체가 우려되었던 2001년 7월과 8월, 그리고 글로벌 금융위기 직후인 2008년 10월과 11월뿐이었기 때문에 현재 우리 경제상황이 기준금리를 두 달 연속 인하할 정도로 심각한 것은 아니라는 인식을 반영한 것으로 보인다는 견해를 밝혔음.

이어서 동 위원은 금년 5월 이후 시장참가자들의 기준금리 기대를 보면 추가 인하에 대한 기대가 늘어나고 있는 것으로 나타나는데, 이는 당행 경제전망에 따르면 향후 경기가 완만하나마 회복세를 보이고 물가상승률도 기저효과 등으로 점차 오름세를 나타낼 것이라는 점과 미 연준의 정책금리 인상 시기가 다가오고 있어 시간이 갈수록 기준금리 추가 인하의 여지가 줄어든다는 점을 감안하면 선뜻 납득하기 어려운 결과라고 언급하였음. 이어 서베이 결과 중 기준금리 인하 기대가 금융기관 종사자 외에 기업체 자금담당자, 경제연구소 연구원, 대학교수 등이 포함된 경제주체 전반에서는 상대적으로 낮게 나타나고 채권시장 참가자는 훨씬 높게 나타나는 것을 볼 때 채권시장 참가자의 응답에는 금리 인하에 대한 주관적인 희망도 반영된 것으로 보인다고 언급한 후, 기준금리에 대한 시장의 기대를 어떻게 해석할 것인지, 또 시장의 기대가 보다 합리적으로 형성되도록 유도하기

위해서는 어떤 노력을 해야 하는지 면밀히 검토해 나갈 필요가 있다는 의견을 덧붙였음.

#### (4) 한국은행 기준금리 결정에 관한 위원별 의견 개진

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

일부 위원은 지난 한달 동안의 국내외 금융·경제상황 변화를 종합적으로 감안해 볼 때, 물가는 수요측면에서의 하방압력 지속, 저유가의 영향 등으로 1%를 하회하는 낮은 수준의 상승률이 당분간 지속될 것으로 보이는 가운데, 경기는 성장경로가 다소 하방이동 하였으나 회복모멘텀은 여전히 유지되고 있는 것으로 판단되며, 이와 같은 성장 및 물가경로의 하방이동이 고려되어 지난 달 기준금리 인하가 이루어진 만큼 그 효과를 지켜볼 필요가 있으므로 이번 달 기준금리는 다음 통화정책방향 결정시까지 현 수준 1.75%로 유지해야 한다고 생각한다는 견해를 밝혔음.

먼저 대외 경제여건을 살펴보면, 미국경제는 한파, 달러화 강세 등의 영향으로 회복 속도가 다소 둔화되는 모습을 보였음. 유로지역은 미약하나마 개선 조짐을 보이고 있으며, 중국은 성장세 약화가 이어지는 모습임. 앞으로 세계경제는 미국 등 선진국을 중심으로 완만한 회복세를 지속할 것으로 전망되나 자원수출국 등 신흥시장국의 성장세 둔화, 국제금융시장 변동성 증대 등이 영향을 미칠 것으로 보임. 이러한 경제상황을 반영하여 미 연준은 의결문 문구 변경을 통해 통화정책 정상화로 한 단계 더 나아갔지만, 경제지표 부진으로 금리인상 시점에 대한 불확실성은 다소 확대되었음. 한편 ECB가 양적완화정책을 계획대로 진행하고, 여타 중앙은행들도 금리인하에 나서면서 전 세계적으로는 통화정책의 완화 정도가 더욱 확대되는 모습임.

국제금융시장은 변동성이 일시 확대되기도 하였으나 주요국의 완화적 통화정책 기조가 지속되는 가운데 미 연준의 금리인상 시기가 지연될 것이라는 기대가 부각되면서 대체로 안정된 모습을 보였음.

다음으로 국내경제 상황을 보면, 국내 경기는 경제주체들의 심리 회복이 여전히 미진한 가운데 수출이 감소세를 지속하고 소비, 투자 등 내수도 기대에 미치

지 못하면서 1/4분기 성장률이 1월 전망에 비해 다소 하락할 것으로 보임. 고용면에서는 취업자 수가 증가하고는 있으나 청년층 취업난이 지속되고 있는 등 질적으로는 양호하다고 평가하기 어려운 상황이라 미시자료를 활용하여 좀 더 면밀히 분석해 보아야 하겠음. 앞으로 국내 경기는 국제유가 하락 등으로 실질구매력이 증가하고, 기준금리 인하의 효과가 가시화되면서 점차 개선될 것으로 보임. 다만 투자 및 소비심리 회복 지연, 국제금융시장 변동성 확대 가능성 등은 여전히 불안요인으로 남아 있음.

물가는 국제유가 급락세가 다소 진정되었으나 기상여건 호조로 농축수산물 가격이 하락하면서 소비자물가 상승률이 전월보다 낮은 0.4%를 기록하였음. 최근의 저물가 지속은 공급측 요인에 주로 기인하고 있지만 고령화, 소비패턴 및 교역구조 변화 등 구조적 요인도 함께 영향을 미치고 있으므로 금년중 정부와 협의 예정인 중기 물가목표 설정 시 유의하여야 할 것으로 생각됨.

국내금융시장은 기준금리 인하와 미 연준 등 주요국의 통화정책 변화에 따라 변동성이 다소 확대되기는 하였으나, 외국인 증권투자자금의 순유입이 지속되는 등 대체로 안정적인 모습을 유지하였음. 한편 안심전환대출 출시로 가계부채의 구조는 다소 개선될 것으로 보이지만, 최근 주택매매 및 전세가격이 상승세를 보이고 있고 주택시장의 구조변화도 가계대출 증가에 큰 영향을 미칠 수 있어 이에 대해서는 면밀한 점검이 필요해 보임.

이상과 같은 지난 한달 동안의 국내외 금융·경제상황 변화를 종합적으로 감안해 볼 때, 물가는 수요측면에서의 하방압력 지속, 저유가의 영향 등으로 1%를 하회하는 낮은 수준의 상승률이 당분간 지속될 것으로 보이는 가운데, 경기는 성장경로가 다소 하방이동 하였으나 회복모멘텀은 여전히 유지되고 있는 것으로 판단됨. 이와 같은 성장 및 물가경로의 하방이동이 고려되어 지난 달 기준금리 인하가 이루어진 만큼 그 효과를 지켜볼 필요가 있을 것으로 판단됨. 따라서 이번 달 기준금리는 다음 통화정책방향 결정시까지 현 수준 1.75%로 유지해야 한다고 생각함.

다른 일부 위원은 다음과 같은 국내외 경제상황을 종합적으로 고려해 볼 때 2015년 4월의 기준금리는 현 수준인 1.75%를 유지해 나가는 것이 바람직하다고 판단된다는 의견을 개진하였음.

우선 세계경제 상황을 보면 주요국의 완화적 통화정책, 저유가 지속 등에 힘입어 선진국을 중심으로 완만한 회복세를 이어갈 것으로 전망됨. 미국경제는 달



러화 강세에 의한 수출여건 악화 등으로 회복속도가 당초 예상보다는 둔화되었으나 가계소비를 중심으로 성장세를 지속할 것으로 전망됨. 유로지역도 ECB의 양적완화조치 시행, 유로화 절하 등에 힘입어 완만한 회복세를 지속할 것으로 예상됨. 일본경제는 기업의 수익 증가, 투자심리 개선 등에 힘입어 회복세를 보이겠지만 가계소비 부진 등이 성장을 제약하는 요인으로 작용할 것으로 예상됨. 신흥국가운데 중국은 부동산경기 부진, 과잉설비 조정 등으로 성장세가 약화되고 있으나 중국정부의 성장 목표치 달성의지 등을 고려할 때 7% 내외의 성장은 가능할 것으로 예상됨.

국내경제를 살펴보면 수출이 감소세를 지속하는 가운데 2월중 호조를 보였던 투자, 소비, 생산 등이 3월에는 부진한 것으로 모니터링되었음. 한편 이번 전망에서 2015년 경제성장률 전망치가 지난 1월의 전망치인 3.4%에서 0.3%포인트 하락한 3.1%로 하향조정 되었음. 그러나 이것은 2014년 GDP 개정에 따른 기저효과, 1/4분기 실적치의 소폭 감소, 하반기 재정지출의 당초 계획대비 부진 예상 등이 새롭게 반영된 데 주로 기인하는 것으로 향후 성장경로는 지난 전망과 큰 차이가 없는 것으로 판단됨.

한편 3월중 소비자물가 상승률은 도시가스가격이 인하되고 농축수산물 가격이 하락하면서 전월보다 낮은 0.4%를 기록했으며 농산물 및 석유류제외 근원인플레이션도 전월보다 소폭 하락한 2.1%를 기록하였음. 금년 소비자물가 상승률은 국제유가 전제치 하락, 가스요금 인하 등이 새롭게 반영되면서 지난 전망치보다 낮은 0.9%를 기록할 것으로 전망됨. 최근 낮은 소비자물가 상승률과 관련해 디플레이션 우려가 계속 제기되고 있으나 하반기 이후 물가상승률이 다시 높아질 것으로 전망되어 경제성장을 제약할 위험은 없는 것으로 보임. 더욱이 물가하락의 원인이 유가하락에 기인한다는 점, 글로벌 금융위기 이후 물가와 성장의 관계를 나타내는 필립스커브의 관계가 약해진 점 등을 고려할 때 설사 약간의 디플레이션이 있다고 해도 경제성장을 저해시키지 않는다면 특별히 우려할 이유는 없다고 판단됨.

국제금융시장에서는 ECB의 채권매입 개시, 미 연준의 금리인상 시기 지연 기대 등으로 금리가 대체로 하락하였으나, 주가는 국가별 여건에 따라 상이한 모습을 보였음. 국내금융시장에서는 장기금리가 기준금리 인하 이후 추가 완화정책에 대한 기대 등으로 큰 폭 하락했으며, 주가는 국내기업 실적 개선 기대 등으로 상승하였음. 원/달러 환율은 글로벌 달러강세 등의 영향으로 1,130원대까지 상승하였다가 이후 달러화 강세 조정, 외환의 공급우위 등의 영향으로 하락 전환하였음.

한편 주택시장 호조 등으로 주택담보대출이 3월 기준으로 최대치를 기록하는 등 가계대출은 증가세를 이어갔음. 최근 주택시장에서는 전세의 가격상승 및 공

금부족 등으로 전세가 매매 또는 월세로 전환되는 거래가 확산되고 있는데 이와 같은 현상도 주택매입인의 주택구입 필요자금 조달 및 임대인의 보증금 반환을 위한 대출수요 등을 통해 가계부채를 증가시킬 것으로 예상됨. 특히 2014년 현재 무주택 전세가가 318만 가구에 달한 점과 향후 전세제도가 점차 사라질 것으로 예상되는 점을 고려할 때 전세가의 매매 및 월세로의 전환은 가계부채를 지속적으로 큰 폭 증가시키는 요인으로 작용할 가능성이 있다고 판단됨.

이러한 국내외 경제상황을 종합적으로 고려해 볼 때 2015년 4월의 기준금리는 현 수준인 1.75%를 유지해 나가는 것이 바람직하다고 판단됨.

금년 경제전망에서 금년 경제성장률과 물가상승률은 1월의 전망치보다 각각 0.3%포인트, 1.0%포인트 낮아진 3.1%와 0.9%를 기록할 것으로 전망되었음. 그런데 경제전망이 전망시점에서 향후 국내외 경제여건 등에 대한 전제와 가정에 근거해 이루어지는 점을 고려할 때 전망치가 수정되는 것은 일상적이고 자연스러운 현상이라고 생각함. 예기치 않은 정책변화의 효과는 반영할 수가 없음. 또한 국제유가나 세계교역 신장률 등의 전제치는 공신력 있는 국제기관의 전망치를 참고할 수밖에 없는 상황에서 이들 기관의 전망치가 수정되면 한국은행의 경제전망도 수정될 수밖에 없음. 그리고 경제전망이 실제 성장률을 맞추는 것도 중요하지만, 국내외 경제여건에 관한 일정한 전제조건과 가정 하에서 우리경제가 어떤 방향으로 나아갈 것인가에 대한 기준선(baseline)을 제시하는 것도 중요한 기능이라고 생각함. 그러므로 각 경제주체들도 한국은행이 제시하는 경제전망 수치가 향후 그대로 실현된다고 생각하기 보다는 향후 경제를 전망하기 위한 기준(reference)으로 생각하면서 전망을 위한 전제나 가정이 바뀌는 경우 경제전망 수치도 수정될 수 있다는 점을 유의할 필요가 있음.

한편 올해 4월로 일본은행이 2년 정도의 기간 중에 소비자물가를 2%까지 올리겠다는 물가목표를 설정하고 본원통화를 2년간 2배로 확대하는 등 이른바 양적·질적 완화정책을 시행한 이후 2년이 되어 이를 종합적으로 평가해 볼 필요가 있다고 판단됨. 현재 일본의 소비자물가 상승률을 살펴보면 소비세 인상의 효과를 제외할 경우 다시 0%로 하락하였고 올해 중으로도 0% 중반에 머무를 것으로 보여 엔화의 대폭 약세에도 불구하고 물가목표가 달성되지 못했으며 이에 따라 Kuroda 총재도 지난 1월 '2015년을 중심으로 하는 기간에 물가목표 2%에 도달할 것'이라고 발언하면서 양적·질적 완화정책의 시행기간을 연장하였음. 일본의 재정상황을 보면 국가채무 잔액이 GDP의 200%를 초과한 상황임에도 국가부채가 계속 늘어날 것으로 예상됨. 이와 같은 상황에서 양적·질적 완화정책이 지속된다면 정부가 발행한 국채를 일본은행이 보유하게 되는 정부채권의 화폐화 정도가 심화될 것으로 예상되며 그 정도가 임계점을 넘어서서 일본의 국채금리 및 엔화 환율

이 급격히 변동할 가능성도 배제할 수 없음. 따라서 향후 일본경제 상황에 대해 보다 면밀히 모니터링하면서 필요한 경우 우리나라에 미치는 부정적인 스펠오버(spillover) 효과를 최소화할 수 있는 적절한 대응책도 강구해 둘 필요가 있다고 생각함.

또 다른 일부 위원은 이번 달에는 기준금리를 현 수준 1.75%에서 유지하면서 추가로 입수되는 경제지표 등을 바탕으로 성장 및 물가경로의 상·하방 리스크와 금융안정 리스크의 변화를 면밀히 점검해 나가는 것이 좋겠다는 견해를 밝혔음.

지난달 기준금리를 25bp 인하한 이후의 대외 여건 변화를 살펴보면 미국경제는 소비와 고용이 예상보다 부진한 모습을 보였으나 이는 기상악화 등 일시적 요인에 크게 기인한 것이며, 기조적으로는 회복세가 지속되고 있는 것으로 보임. 유로지역과 일본에서는 소비가 완만하게나마 증가하는 등 경기의 개선 움직임이 이어졌음. 하지만 중국의 경우는 부동산경기 부진, 과잉설비 조정 등으로 경제성장세 둔화가 지속되었음.

국제금융시장은 주요국의 완화적 통화정책 기조 등에 힘입어 대체로 안정세를 유지하였음. 특히 3월 18일 FOMC회의 이후에는 미국의 정책금리 조기인상에 대한 우려가 완화되면서 주요국 시장금리가 하락하고 주가가 상승하였으며 미 달러화의 강세기조가 조정을 받았음.

국내경제를 보면 경기회복 모멘텀이 여전히 미흡하지만 지난달 평가할 때에 비해서는 다소 개선된 것으로 판단됨. 수출은 석유제품 등의 단가하락에 주로 기인하여 3개월 연속 감소하였으나 소매판매와 설비투자가 반등하였고 설비투자도 아파트분양 호조, SOC 재정집행 확대 등에 힘입어 증가세를 지속하였음. 주요 심리지표는 경제주체별로 엇갈린 움직임을 나타내었음.

한편 이번에 새로 한 경제전망에서 금년 경제성장률이 3.1%로 하향조정되었지만 이는 지난해 GDP 및 금년 1/4분기 GDP 실적치가 종전 추계치 또는 전망치보다 낮아진 데 주로 기인한 것이며, 2/4분기 이후에는 선진국의 경기개선, 국제유가 하락의 긍정적 영향, 세 차례 기준금리 인하의 효과 등에 힘입어 국내경제가 완만한 개선 흐름을 이어갈 것으로 보임.

3월중 소비자물가는 석유류가격과 농산물가격의 하락세가 이어지면서 0.4%의 낮은 오름세를 나타내었으며 농산물과 석유류를 제외한 근원인플레이션율도 2.1%로 소폭 낮아졌음. 앞으로도 소비자물가 상승률은 낮은 수준을 이어가 연간으로 0.9%에 머물 것으로 예상되지만 하반기 이후에는 지난해 유가급락의 기저

효과 등으로 오름세가 점차 확대될 것으로 보임. 농산물 및 석유류를 제외한 근원인플레이션율은 소비자물가 상승률보다 높은 2%대를 유지할 전망이다.

금융시장에서는 전월 기준금리 인하의 효과로 시장금리와 은행 여신금리가 더욱 낮아진 가운데 은행대출의 증가세가 확대되고 직접금융시장에서의 자금조달 여건도 개선조짐을 보였으며 주가도 상승했음. 원/달러 환율은 글로벌 미 달러화 강세의 영향 등으로 상승했다가 FOMC회의 이후 반락하였음. 부동산시장에서는 매수심리 회복, 전세의 매매 및 월세전환 등으로 주택거래가 활발해지고 매매가격과 전세가격 모두 오름세가 확대되었으며 그 과정에서 은행의 가계대출은 예전보다 훨씬 큰 폭의 증가를 지속하였음.

이번 달 기준금리를 결정함에 있어서는 지금까지 살펴본 국내외 금융·경제상황과 함께 다음과 같은 점들을 고려할 필요가 있다고 생각함. 첫째, 이번에 성장 및 물가전망치가 상당폭 하향조정되었지만 지난 3월 통화정책방향 결정시 이를 예상하여 기준금리를 25bp 낮추고 금융중개지원대출 한도를 큰 폭으로 증액하는 등 선제적으로 대응한 바 있음. 둘째, 금년 2/4분기 이후에는 국내경제가 잠재수준의 성장세를 이어갈 것으로 전망되는 만큼 기준금리를 추가 인하하기보다는 그동안 취해진 완화조치들의 성장지원 효과를 좀 더 지켜보는 것이 정책여력 확보, 정책대응 강도의 적정성, 통화정책의 신뢰성 등 여러 측면에서 바람직할 것임. 셋째, 가계대출이 높은 증가세를 지속하고 있는 만큼 금융안정에 한층 더 유의하면서 정책을 운용할 필요가 있을 것임.

따라서 이번 달에는 기준금리를 현 수준 1.75%에서 유지하면서 추가로 입수되는 경제지표 등을 바탕으로 성장 및 물가경로의 상하방 리스크와 금융안정 리스크의 변화를 면밀히 점검해 나가는 것이 좋겠음.

한편, 일부 위원은 다음과 같은 성장 및 물가 상황은 기준금리의 조정 필요성을 나타내는 것으로 볼 수 있겠으나 이러한 요인들은 상당부분 지난 3월의 기준금리 인하 시 선 반영된 측면이 있으며, 지난 세 차례의 기준금리 인하효과와 더불어 유가하락의 긍정적 파급영향도 조금 더 지켜볼 필요가 있으므로 기준금리를 현 1.75%에서 유지하여 운용하면서 다음 통화정책방향 결정 시까지 실물경제 및 금융시장 상황을 신중히 점검해 갈 필요가 있겠다는 견해를 밝혔음.

지난 통화정책 방향회의 이후 대내외 경제여건 변화를 살펴보면, 먼저 세계경제는 미국의 성장모멘텀이 달러화 강세 등으로 다소 약화된 가운데 유럽과 일본 경제의 점진적인 회복기조가 지속되었음. 중국의 성장세 둔화와 더불어 신흥국

경제는 자원수출국 등을 중심으로 성장세가 약화되는 모습임. 국제금융시장에서는 미 연준의 금리인상 시점 지연기대 등으로 선진국금리가 하락하였으나, 신흥국의 금리 스프레드(spread)와 주요 환율의 변동성이 높아지는 모습임. 글로벌 투자자금은 선진국 채권시장 유입이 지속된 가운데 신흥국에서는 유출로 전환되었음.

국내 실물경제를 보면 1월에는 소비, 설비투자, 생산지표가 모두 감소하였으나 2월에는 증가로 반전되어 경기흐름이 개선되는 모습임. 그러나 1~2월을 묶어 보면 건설투자와 서비스업 생산을 제외하고는 회복세가 미약한 수준이며, 수출도 감소세를 지속하고 있음. 건설과 서비스도 상당부분 SOC 재정집행과 아파트분양 호조, 금융보험업, 부동산임대업 업황 개선 등 재정지출과 금융완화 효과에 크게 기인하고 있음. 경기동행지수가 소폭 상승하였으나 세월호 이전 수준에 그치고 있으며, 경기선행지수가 상승세를 보이고 있으나 원자재가격 하락 등에 기인하여 실제 경기개선으로 이어질지 여부는 아직 불확실한 상황임.

3월중 소비자물가는 서비스요금을 제외하고 농축수산물, 공업제품, 전기·수도·가스 등 대부분 하락하여 0.4% 상승에 그쳤으며, 담배값 요인을 제외할 경우 -0.2%로 전월에 비해 하락폭이 커졌음. 담배값 요인을 제외한 근원물가도 농산물·석유류 제외 1.5%, 식료품·에너지 제외 1.5%로 전월에 비해 소폭 하락하였음. 기대인플레이션은 전문가가 1%대 중반 수준인 가운데, 일반인은 2.5%로 소폭 하락하였으며, 물가연동채 BEI도 0.7%로 하락하였음. 주택매매 및 전세가격은 수도권과 지방 모두 오름세가 확대되었으며, 월세가격은 보합세를 보였음.

금융시장에서는 글로벌 통화완화 확산, 추가 금리인하 기대 등으로 국고채 수익률곡선이 큰 폭 하향이동하였으며, 회사채 스프레드와 우·비우량 등급간 스프레드는 전월수준을 유지하였음. 간접금융시장에서는 여수신금리와 여수신금리차가 최저수준으로 하락한 가운데 가계대출은 은행 주택담보대출을 중심으로, 기업대출은 중소기업대출을 중심으로 증가세가 지속되었음. 직접금융시장에서는 회사채와 주식발행 호조로 기업자금조달이 확대되었으며, 외국인 투자자금 흐름은 주식과 채권의 순유입이 확대되는 등 안정세를 보였음. CDS프리미엄, 가산금리 등 대외차입 여건은 전반적으로 양호한 상황이며, 명목실효환율과 실질실효환율의 절상추세는 잠시 주춤하는 모습임.

이상의 대내외 실물경제 및 금융시장 여건 변화에 기초하여, 적정 통화정책 운용을 위한 주요 고려사항을 살펴보면, 첫째, 지난 4분기의 성장률 충격으로 우리 경제의 마이너스 GDP갭이 확대되었으며 올 1분기 성장률은 이러한 마이너스 GDP갭을 유의하게 축소시켜 가기에는 다소 미흡한 성장세로 판단됨. 물가도 석유류와 담배값 요인을 제외한 근원물가, 근원 PCEPI, 개인서비스 물가 등 수요측

면의 지표들에 기초할 때, 마이너스 인플레이션갭이 유의하게 축소되는 징후를 아직 확인하기 어려움. 둘째, 가계의 물가인식 변화추이를 보면 3월 물가수준전망 CSI와 일반인 기대인플레이션이 소폭 하락하였으며, 응답분포도 2%미만 예측비중이 33.6%로 높아져 기대인플레이션의 불안정성이 다시 높아지는 모습임. 셋째, 2월 제조업가동률이 소폭 높아졌지만 여전히 평균대비 낮은 수준에 머물고 있으며, 시간관련 추가취업 가능자와 잠재경제활동인구를 포함하는 광의의 고용보조 지표 실업률도 12.5%로 상승하는 등, 우리 경제의 생산과 고용부문에 상당규모의 유휴생산력이 상존하는 것으로 판단됨.

이상의 성장 및 물가 상황은 기준금리의 조정 필요성을 나타내는 것으로 볼 수 있겠음. 그러나 이러한 요인들은 상당부분 지난 3월의 기준금리 인하 시 선 반영된 측면이 있으며, 지난 세 차례의 기준금리 인하효과와 더불어 유가하락의 긍정적 파급영향도 조금 더 지켜볼 필요가 있음. 따라서 기준금리를 현 1.75%에서 유지하여 운용하면서 다음 통화정책방향 결정 시까지 다음과 같은 요인에 더욱 유념하여 실물경제 및 금융시장 상황을 신중히 점검해 갈 필요가 있겠음.

첫째, 이번 전망은 그간 점진적인 하락세를 보여 온 성장률과 근원 인플레이션이 2분기를 기점으로 다시 상승세로 반전할 것임을 상정한 것으로, 향후 통화정책적 대응을 고려함에 있어 이러한 회복경로의 실현 여부를 좀 더 확인할 필요가 있음.

둘째, 다양한 기대인플레이션 지표와 큰 규모의 총저축-총투자 갭을 고려할 때 현 실질금리 수준이 우리 경제의 중립적 실질금리와 비교하여 유의하게 낮은 것으로 단언하기 어려움. 향후 기대인플레이션이 추가 하락하는 경우 실질금리 수준을 잠재성장률 회복경로를 뒷받침할 수 있는 수준으로 유연하게 조정해 갈 필요가 있겠음.

셋째, 그간 지속되었던 실질실효환율의 절상 추세는 3월 들어 다소 주춤하는 모습이지만, 중국, 일본 등 주요 교역국의 완화적 통화기조가 강화될 경우 절상 추세가 균형수준을 넘어 지속될 가능성이 있으므로 향후 추이를 신중히 모니터링할 필요성이 있음. 아울러 미 연준의 통화정책 정상화를 앞두고 국제투자자금의 조정 및 재배분이 점차 가속화될 것으로 예견되므로 국내시장에 유입되는 자금의 주체별·만기별 특성 변화를 면밀하게 점검해 갈 필요가 있겠음.

넷째, 주택거래 및 주택가격의 회복세와 더불어 저금리 기조로 예년에 비해 매우 높은 가계대출 증가세가 이어지고 있으며, 이러한 증가세는 향후 전세가격 상승 등으로 더욱 가속화될 가능성을 배제할 수 없음. 통화정책이 물가와 실물경기 안정에 주력할 수 있기 위해서는 금융감독과 거시건전성 정책이 금융안정의 일차적인 방어기제가 되는 것이 바람직함. 특히 실물사이클과 금융사이클의 괴리

가 심화되는 경우 실물경기 회복을 위한 통화완화가 금융사이클 확장과 이에 따른 금융 불안정성으로 이어지지 않도록 거시건전성 차원의 정책적 대비가 필요할 것임.

다른 일부 위원은 지난 통화정책방향 결정 이후 국내외 금융·경제 상황의 변화를 종합적으로 고려한 결과, 다음 통화정책방향 결정시까지 기준금리를 현재의 1.75%에서 유지하여 통화정책을 운영하되, 글로벌 금융·경제 여건변화에 유의하면서 성장 및 물가 측면의 거시경제 리스크와 금융안정 리스크를 균형있게 고려하여 거시경제를 관리함으로써 조기에 안정적인 성장경로로 복귀할 수 있도록 노력해야 하겠다는 견해를 표명하였음.

주요국들이 완화적 통화정책을 이어가는 가운데 선진국을 중심으로 글로벌 경기회복 조짐이 있지만 아직은 불투명하며, 국내적으로는 경기가 회복하는 가운데 내수 회복력이 강하지 않아 성장경로의 취약성이 노정되고 있는 만큼 경제주체들의 심리와 기대를 안정적으로 관리해 나가야 하겠음.

미국경제는 전반적으로는 성장이 견조하지만 소매판매, 산업생산 등에서 둔화 현상이 부분적으로 드러나고 있고 물가기조도 여전히 약한 상태임. 유로지역은 경제심리가 호전되면서 소비를 중심으로 완만한 회복세를 보였음. 일본경제는 회복 과정에 있으나 소비 회복이 더디고 수출도 감소하는 등 추가 부양 필요성이 제기되고 있는 상황이고, 중국경제는 내수를 중심으로 성장세 약화가 지속되어 경기 지지를 위한 정책이 강화될 것으로 보임.

지난 2~3월중 국내 실물경제 활동은 건설부문이 부동산 경기를 반영하여 호조를 나타내고 있으나, 소비·투자는 회복을 하고 있고, 수출은 약화되고 있음. 2월 제조업과 서비스업 생산은 일부 업종을 중심으로 개선되었지만 투자 회복으로 이어지지 않고 있고 이를 반영하여 2월중 경가지표 및 3월중 심리지표는 개선 정도가 약해 경기회복에 대한 경제주체들의 신뢰가 견고하지 않은 상태임.

3월 소비자물가 상승률은 석유류 가격 하락폭이 축소되었으나 도시가스 가격 인하 및 농축수산물 가격 하락 등으로 전년동월대비 0.4%로 낮아져 4개월 연속 1%대 아래에 머물렀고, 기대인플레이션율도 소폭 하락하였음. 근원인플레이션율도 전월 2.3%에서 2.1%로 낮아졌음. 앞으로도 소비자물가 상승률은 저유가의 영향 등으로 당분간 낮은 수준을 이어갈 것으로 예상됨.

국제금융시장은 주요국의 완화적 통화정책 기조 지속 등으로 대체로 안정적인 모습을 나타냈음. 특히 미국 통화정책 정상화가 지연될 것으로 보여 글로벌

주가는 3월 중반까지 하락세를 보이다가 이후 상승 반전하였고, 글로벌 금리는 선진국을 중심으로 하락하였음. 미 달러화는 미국경제의 견조함과 금리상승 기대를 배경으로 대체로 강세 기조를 유지하였음. 주식 및 채권의 글로벌 투자자금은 서유럽을 중심으로 선진국에 유입되고 있고 신흥국은 유출 또는 소폭 유입에 그치는 흐름임. 국내금융시장에서는 장기시장금리가 국내 및 미국의 통화정책 완화 기조 지속에 대한 시장 기대 등으로 큰 폭 하락하였으며, 주식시장은 기업실적 개선 기대 등으로 3월 중반 이후 상승세를 나타냈음. 외국인 채권 및 주식투자자금 순유입이 확대되는 가운데 외환시장에서 원/달러 환율은 3월 중반까지 상승하다가 이후 하락 전환하였음.

국내외 금융·경제 상황을 종합해 보면, 대외적으로는 미국의 회복세가 지속되고 유로지역에서도 개선 움직임이 있으나 중국 등 신흥시장국에서는 성장세가 약화되는 등 긍정과 부정 요소가 혼재하고, 대내적으로는 경기 개선세가 지속적 성장 추세 진입에 필요한 속도를 얻지 못하고 있음. 이에 따라 GDP갭의 마이너스 기간이 예상보다 길어질 것으로 전망됨. 대외 여건의 불확실성 속에서 기업들의 예정된 설비투자 실행과 부동산시장 활성화가 소비 등 타 부문으로 전이되는 것이 향후 경기회복의 중요한 동력으로서 관심을 모으고 있음.

지난 통화정책방향 결정 이후 국내외 금융·경제 상황의 변화를 종합적으로 고려한 결과, 다음 통화정책방향 결정시까지 기준금리를 현재의 1.75%에서 유지하여 통화정책을 운영하되, 글로벌 금융·경제 여건변화에 유의하면서 성장 및 물가 측면의 거시경제 리스크와 금융안정 리스크를 균형있게 고려하여 거시경제를 관리함으로써 조기에 안정적인 성장경로로 복귀할 수 있도록 노력해야 하겠음. 한국은행의 4월 경제전망은 우리 경제가 지난해 4/4분기에 소순환기의 낮은 변곡점을 통과하고 금년 하반기 이후 완만한 회복을 예상하고 있지만, 뚜렷한 경기 선도 분야가 드러나지 않고 개선 속도가 충분치 않아 하방 리스크에 대한 경계를 늦출 수 없는 상황임. 가계의 시간선호 변화로 가계소비가 소득보다 낮은 증가세를 지속해 내수회복을 제약하는 상황이 장기화될 가능성과 경제의 불확실성이 설비투자에 미치는 영향을 점검하여 현 거시정책의 효과가 경제 전반으로 원활하게 전이될 수 있는 방안을 강구해야 함. 특히 경기변동 폭이 크지 않고 횡보하는 상황에서는 경기대응 정책의 효과가 제한될 수 있으므로 잠재성장률 제고를 위한 구조개선을 병행하는 것이 중요함.

이 같은 상황에서 정책의 바람직한 방향성은 경제성장의 순환적 변동과 추세 전환간 구분 및 정책의 타이밍, 경제전망에 대한 신뢰 제고, 불필요한 디플레이션 심리 진정을 위한 객관적이고 투명한 정보공유 등이 뒷받침되어야 할 것임. 외국인 증권투자자금 유입이 확대되는 가운데 해외증권투자 및 예금 등의 형태로 외



화자금 유출도 지속되고 있는 추세 등에 내포된 외환시장의 잠재적 불안 요인도 면밀히 점검해야 함. 달러화 강세의 지속성 여부 및 달러화 자금조달이 많은 신흥시장국 기업 등에 미치는 부정적 영향 등에 유의하면서 글로벌 유동성 흐름 변화 등을 지속적으로 모니터링하여야 함. 금년 하반기에 예상되는 미국의 금리인상 이후 글로벌 금융시장에 내재된 위험의 돌출 가능성 등에 적시 대응할 수 있도록 준비를 갖추어 나가야 함.

저금리 지속으로 시중자금의 단기 부동화에 대한 우려가 있는 만큼 금융중개기능의 약화를 방지하기 위한 방안도 고민할 필요가 있음. 구체적으로 경제주체들의 금융저축 동기 약화 방지, 주식시장 등을 통한 기업자금 조달의 원활화 도모, 국고채, MBS 등 채권의 만기구조 장기화 등을 통해 풍부한 시중 유동성을 장기 투자로 유도하는 방안 등을 고려해 볼 수 있을 것임.

가계의 자산구성이 부동산 위주로 되어 있고 금융자산도 저수익성 안전자산 비중이 높아 부동산경기에 따라 가계 유동성에 영향을 주고 가계부채를 증가시키는 동인이 되고 있으며, 저금리 시 소비제약 요인이 되므로 선진국 수준의 가계 자산 포트폴리오 다변화를 장기과제로 실천해 나가야 함. 주택금융을 활성화시켜 가계와 금융권의 유동성 제약을 완화하고 고령층 소비증대와 가계부채 개선에 도움이 되도록 해야 함.

성장 전망의 하향과 저물가 장기화로 중앙은행의 정책적 대응에 대한 주문이 많아질 것으로 예상되므로 예측 가능한 최소한의 정책결정 룰(rule)이나 시계(time horizon) 등을 확립하여 대내외에 공유하고 소통함으로써 정책의 효과성을 높이고 정책비용을 합리화해 나가야 함. 현 금리 수준이 유효금리 하한에 근접해 있는 만큼 경제주체들의 저금리 및 저인플레이션에 대한 반응 등을 면밀히 살펴보고 정책효과를 확인할 필요가 있음. 경기회복 지체와 금융불안정 우려가 공존하는 상황에서는 통화정책과 금융안정정책이 서로 조화를 이루어 나가기 어려우므로 궁극적으로는 성장 모드(mode)로의 방향성 정립을 위한 논리를 담아내기 위한 방안을 마련해야 함. 향후 물가안정목표 설정에 있어서 글로벌 경제여건을 고려하고 통화정책의 유연성을 높일 수 있는 방안 등에 대한 고민도 필요함.

또 다른 일부 위원은 다음과 같은 통화정책 결정의 주요 여건과 관련된 최근의 물가, 내수, 수출, 외환시장 그리고 가계대출의 변화 등은 가계대출 변화 추이를 제외하고 모두 추가적인 통화 완화정책의 필요성을 나타내고 있다고 평가되므로 이번 달 당행의 기준금리를 다음 달 기준금리 결정 시까지 현재의 1.75% 수준에서 소폭 하향조정하는 것이 바람직하다고 생각한다는 의견을 개진하였음.

지난달 통화정책 결정회의 이후 전개된 대내외 경제상황 변화를 요약해 살펴보면, 대외적으로는 연초 이후 EU, 일본 등 주요국의 과감한 통화완화정책이 지속되고 있으며 지난달에는 스웨덴, 러시아, 헝가리 등이 정책금리를 인하하였음. 글로벌 경제는 큰 흐름에 있어서는 미약하나마 회복기미가 유지되고 있으나 중국 경제는 경기회복 지연이 확인되는 등 각국별로는 경기 회복세에 상당한 차이가 있으며 최근 들어 글로벌 경제의 불확실성은 더 증가한 것으로 평가되고 있음. 세계경제 중 비교적 뚜렷한 회복세를 보여 왔던 미국경제는 수출 둔화가 지속되는 가운데 소비가 하락세로 전환되었고 노동시장 회복세도 시장 예상을 하회하는 수준으로 둔화되는 등 경기회복 흐름이 다소 주춤한 모습을 보였음. 이에 따라 미 연준의 정책금리 조기 인상 가능성이 낮아졌고 그간의 미 달러화 강세 추세도 다소 약화되고 있음.

대내적으로는 내수 지표들의 개선세가 부진한 가운데 수출 둔화세가 점차 나타나고 있으며 물가상승률은 예상보다 더 하락하는 추이를 보이고 있음. 보다 구체적으로 국내경제는 2월중 소매판매가 전년동월에 비해 상당폭 증가하였으며 1, 2월 전체로도 전년동월대비 소폭 증가한 것으로 나타났음. 그러나 3월에는 소비가 다시 감소한 것으로 모니터링되었고 가계 소비지출전망 서베이 결과도 소폭 둔화되는 것으로 나타나고 있음.

한편 설비투자는 2월중 자동차 및 운송장비 투자의 증가에 힘입어 반등하였으며 1, 2월 전체로도 전년동월에 비해 상당폭 증가하였음. 그러나 3월에는 항공기, 선박 및 기계류의 수입 감소 등에 따라서 상당 폭 둔화될 것으로 모니터링되고 있음. 생산의 경우 2월중 양호한 반도체 생산, 일부 정보통신기계의 신제품 출시, 금융보험업의 호조 등으로 인해 증가세를 보였음. 1, 2월 전체로는 제조업 생산이 저조하였으나 서비스업 생산이 증가하여, 전산업 생산은 전년동기대비 0.6% 증가하였음. 그러나 그 전산업 생산 증가율은 전년도 1, 2월의 증가율에 비해 반 이상 줄어든 수준임. 한편 수출은 1/4분기중 통관기준으로 전년동기대비 2.8% 감소하였음. 수출 감소는 작년 4/4분기 이후의 국제유가 급락이 가장 큰 요인인 것은 사실임. 그러나 석유 및 석유화학 제품을 제외하더라도 3월중 수출이 전년동월대비 0.2% 증가에 그쳐 수출 둔화에 대한 우려가 점증하고 있음. 특히 엔화약세의 영향을 직접 받은 대(對)일본 수출은 물론 대중국 및 대EU 수출도 감소세가 지속되고 있으며, 전기·전자제품, 승용차 등 주력 수출품목의 둔화세도 현저함. 주요 교역상대국의 경기회복 속도, 무역구조 변화 등을 감안할 때 향후 우리 수출 전망과 관련된 하방 리스크는 점차 커지고 있다고 볼 수 있음. 한편 수출 감소를 상회하는 수입 감소가 지속되면서 대규모 경상수지 흑자가 지속되고 있으

며, 앞으로도 그 경상수지 흑자폭은 더 늘어날 것으로 보임.

3월중 소비자물가 상승률은 2월에 비해 소폭 하락하였음. 담뱃값 상승효과를 제외할 경우 소비자물가는 두 달 연속으로 전년동월대비 하락하였으며 그 하락폭도 소폭 늘고 있음. 근원인플레이션율도 금년 들어 계속적으로 낮아지고 있어 수요측면에서의 물가상승 압력도 점차 줄어들고 있는 것으로 평가됨. 일반인 기대인플레이션율은 지난 12월에 이어 3월에도 재차 하락하여 2.5%로 집계되었음. 이는 당행 물가목표의 하단에 접한 수준으로서 일반인의 물가상승 기대가 체계적으로 하락하는 것은 아닌지 유의해야 할 것임. 한편 이와 같은 물가와 관련하여 늘어난 하방 리스크를 감안하여, 한국은행 조사국은 금년중 소비자물가 상승률 전망치를 기존 1.9%에서 0.9%로 예상을 뛰어넘는 수준으로 대폭 하향 조정하였음.

한편 국내 금융시장에서는 금리인하 기대가 형성되면서 장기 국고채 금리가 기준금리를 하회하는 수준으로 빠르게 하락하였으며 주가는 상당 폭 상승하였음. 3월중 외국인 증권투자자들은 채권 및 주식시장에서 순매입 규모를 더욱 확대하였음. 가계대출은 주택거래 증가, 주택가격의 완만한 오름세, 저금리에 따른 이자부담의 완화 및 전세의 매매 전환 등으로 인해 큰 폭의 상승세를 이어갔음.

3월중 원화 환율은 기준금리 인하 직후 일시적으로 상승하였다가 보다 최근에는 미국 경제지표의 부진 등에 따른 달러화 강세의 둔화에 맞추어 소폭 하락하였음. 작년 하반기 이후 원화는 엔화 등 여타 통화와 비교하여 상대적으로 강세를 보였고 이에 따라 실질실효환율은 전반적인 절상 추세를 보이고 있음. 앞으로도 원화의 실질실효환율은 그 절상 추세를 지속할 가능성이 높다고 생각됨.

요약컨대, 금년 들어 소비, 투자 등 내수의 개선은 미흡한 흐름을 보이고 있으며 소비 및 투자심리 회복 지연, 저물가 장기화에 따른 이력효과, 연말 세수부족 가능성 등을 감안할 때 향후 내수의 흐름이 가까운 미래에 견조하게 개선될 것으로 기대하기는 어려운 상태에 있다고 볼 수 있음. 또한 수출도 원화의 수출경합국 통화대비 절상 추이, 주요 수출 상대국의 경기회복 지연 등을 감안할 때 중기적으로 상당한 하방리스크가 부각되고 있음. 더욱이 물가의 하방리스크는 최근 보다 확대되는 것이 확인되고 있음. 한편 최근 미국의 조기 금리인상 가능성이 낮아지면서 글로벌 강달러 추세가 다소 약화된 데다가 지난 달 기준금리 인하 이후에 나타나고 있는 외국인 포트폴리오 투자자금의 유입 확대, 수출 감소폭을 상회하는 수입의 감소로 인한 경상수지 흑자 증대 등을 감안할 때 향후 국내 외환시장에서의 원화 절상압력은 더욱 커질 가능성이 높아졌음.

이상과 같은 통화정책 결정의 주요 여건과 관련된 최근의 물가, 내수, 수출, 외환시장 그리고 가계대출의 변화 등은 가계대출 변화 추이를 제외하고 모두 추가적인 통화 완화정책의 필요성을 나타내고 있다고 평가됨. 따라서 이번 달 당행

의 기준금리를 다음 달 기준금리 결정 시까지 현재의 1.75% 수준에서 소폭 하향 조정하는 것이 바람직하다고 생각함.

지난달에 이은 추가적인 기준금리 인하는 특히 2년 반 이상 지속된 저물가 추이가 현저하게 악화될 가능성에 대응하는 적극적인 선제조치로서 그 기능을 다 할 것으로 기대함. 그리고 이러한 조치는 우리 경제 활성화를 위한 통화당국의 적극적인 정책의지를 보다 분명히 표명하는 데에도 기여할 것으로 기대됨. 또한 현 시점에서 향후 경기회복이 견고해지고 저물가 위험이 현저하게 감소될 때까지 금융완화 정책을 흔들림 없이 집행할 것이라는 통화당국의 명시적인 의사표명은 금리인하 정책의 효과를 높이는 데 중요한 역할을 할 것으로 생각됨. 물론 금융완화 확대에는 잠재리스크가 부수될 수 있는 것도 사실임. 일반적으로 금리인하는 인플레이션 심리를 자극하고 급격한 자본유출을 초래할 수도 있으며 또한 가계대출의 과도한 증가를 야기할 수도 있을 것임. 그렇지만 현 상황에서는 급격한 인플레이션 및 자본유출 가능성은 크지 않은 것으로 평가됨.

최근 가계대출은 가파른 증가세를 보이고 있는 것이 사실임. 이러한 상황의 배경은 금리인하 조치에서도 찾아볼 수 있지만 더 중요한 배경은 그간 이연되어 온 가계의 주택구매 실현, 전세의 매매전환 등에 있다는 점을 고려할 필요가 있을 것임. 다만 가계부채의 과다한 증가가 민간 소비를 제약함으로써 우리 경제의 자생적인 활력을 저해할 수 있다는 측면에 유의하여, 관련 정책당국은 부채의 질적·양적 개선을 도모할 건전성 정책수단을 준비하고 집행하는 데 결코 소홀해서는 안 될 것임. 그리고 통화당국도 가계부채 문제의 개선을 위해 활용 가능한 자체 정책수단을 사전에 점검해 두어야 할 것으로 생각됨.

한편 정부는 국내 금융시장의 높은 대외 개방도를 유념하여 향후 원화 환율 및 외국자본의 변동 행태를 보다 면밀하게 점검하고, 환율이 우리 경제의 펀더멘털(fundamental)로부터 지나치게 괴리되거나 그 변동성이 과도하게 높아질 경우 이를 적절히 안정시킬 방안을 다각적으로 강구해 두어야 할 것임. 특히 1%대의 초저금리 하에서는 주요국의 통화정책 변경 등과 같은 대외 요인들이 우리 금융시장에 미칠 파장이 더 커질 수 있다는 점을 명심하여, 대외충격에 대한 대비를 더욱 철저하게 해야 할 것임.

끝으로 정책당국은 단기적으로 금융 및 재정 완화정책을 통해 경제의 활력 회복을 도모하는 노력에 병행하여 우리 경제의 자체 복원력을 강화하고 일자리와 성장기반을 확충할 근본적인 체질 개선을 위해 국민경제의 주요 부문에 있어서 구조혁신을 적극 추진하고 새로운 성장엔진을 구축해 나가야 한다는 것을 다시 한 번 강조함.

#### (5) 토의결론

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

#### (6) 심의결과

앞서의 토의결과를 반영하여 위원들은 다수 의견이 반영된 구체적인 의결문안을 작성하였음.

##### 의결문 작성·가결

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

##### 의결사항

「통화정책방향」을 다음과 같이 결정한다.

- ☐ 금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현 수준(1.75%)에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다.
- ☐ 세계경제를 보면, 미국에서는 회복세가 지속되고 유로지역에서도 개선 움직임이 이어졌으나 중국 등 신흥시장국의 성장세는 둔화되었다. 앞으로 세계경제는 미국 등 선진국을 중심으로 완만한 회복세를 지속할 것으로 전망되나 주요국의 통화정책 변화, 신흥시장국의 성장세 약화, 지정학적 리스크 등에 영향받을 가능성이 상존하고 있다.
- ☐ 국내경제를 보면, 경제주체들의 심리가 뚜렷이 회복되지 못한 가운데 수출이 석유제품 등의 단가하락 등에 기인하여 감소세를 지속하였으나 소비, 투자 등 내수는 개선되는 모습을 나타내었다. 고용 면에서는 실업률이 구직활동 증가 등으로 다소 높아졌으나 고용률은 취업자수가 꾸준히 증가하면서 상승하였다. 앞으로 국내경제는 완만한 회복세를 나타낼 것이나 GDP갭의 마이너스 상태는

상당기간 지속될 것으로 판단된다.

- 3월중 소비자물가 상승률은 석유류가격의 하락폭 축소에도 불구하고 농축수산물가격 하락 등으로 전월의 0.5%에서 0.4%로 낮아졌다. 농산물 및 석유류 제외 근원인플레이션율은 공업제품가격의 오름세 둔화 등으로 전월의 2.3%에서 2.1%로 낮아졌다. 앞으로 물가상승률은 저유가의 영향 등으로 낮은 수준을 이어갈 것으로 보인다. 주택매매가격과 전세가격은 수도권과 지방 모두에서 오름세가 확대되었다.
- 금융시장에서는 기준금리 인하, 미 연준의 정책금리 조기인상 우려 완화, 외국인 증권투자자금 유입 등으로 장기시장금리가 하락하였으며 주가는 상승하였다. 원/달러 환율은 미 연준 통화정책에 대한 기대 변화 등에 따라 상승하였다가 반락하였으며 원/엔 환율도 상승 후 하락하였다. 은행 가계대출은 주택담보대출을 중심으로 예년 수준을 상회하는 증가세를 이어갔다.
- 금융통화위원회는 앞으로 성장세 회복을 지원하는 가운데 중기적 시계에서 물가안정기조가 유지되도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 이 과정에서 국제유가 및 주요국의 통화정책 변화 등 해외 위험요인, 경제 내의 유휴생산능력 추이, 가계부채 및 자본유출입 동향 등을 면밀히 점검해 나갈 것이다.

(별첨)

## 「통화정책방향」 관련 보고내용

### I. 국내외 경제동향

#### 1. 국외경제동향

##### 가. 주요국 경제

미국은 동북부지역 한파, 서부해안 항만 파업 등의 영향으로 전월에 이어 생산 및 소비가 다소 주춤한 모습을 보임.

유로지역은 경제주체의 심리가 호전되면서 소비를 중심으로 완만한 회복세를 시현하였음.

중국은 소비, 투자 등 내수 중심으로 성장세 약화가 지속되는 모습을 보임.

일본은 소비회복이 더딘 가운데 중국의 춘절 효과 등으로 수출이 일시적으로 감소하였음.

##### 나. 국제유가 및 기타원자재가격

3월중 국제유가(Dubai 기준)는 이란 핵협상 타결 기대, ECB의 양적완화 개시로 인한 미 달러화 강세, 세계원유 공급과잉 심화 전망 등으로 전월말대비 9.4% 하락하였음.

기타원자재가격의 경우 곡물가격은 중국의 수입 감소 등으로 하락(S&P GSCI곡물지수: 1월말 -9.7% → 2월말 4.8% → 3월말 -2.9%)하였으며, 비철금속가격은 주요 광산의 조업 중단에도 불구하고 중국의 성장 둔화 우려 등으로 전월과 비슷한 수준을 기록(LMEX비철금속지수: 전월말대비 1월말 -6.8% → 2월말 1.4% → 3월말 -0.1%)하였음.

## 2. 국내경제동향

### 가. 내수 및 대외거래

2월중 소매판매는 음식료품, 담배 등 비내구재와 의복 등 준내구재를 중심으로 전월대비 2.8% 증가(소매판매액: 전월대비 1월 - 2.8% → 2월 2.8%)하였음.

설비투자는 운송장비 투자를 중심으로 전월대비 3.6% 증가하였음.

건설투자는 SOC재정집행 확대로 토목이, 아파트 분양 호조로 건축이 각각 호조를 보이며 전월대비 4.5% 증가하였음.

3월중 수출(470억달러)은 IT제품과 비IT제품이 모두 부진을 보이며 전년동월 대비 4.2% 감소하였음. 2월중 경상수지(64.4억달러)는 상품수지 흑자규모는 확대되었으나 본원소득수지 흑자폭이 축소되면서 전월과 비슷한 수준의 흑자를 지속하였음.

### 나. 생산활동 및 고용

2월중 제조업 생산은 화학제품, 기타운송장비의 감소에도 불구하고 자동차, 반도체 등을 중심으로 전월대비 2.8% 증가하였음.

서비스업 생산은 도소매업, 금융·보험업, 부동산·임대업 등 대부분 업종에서 늘어나 전월대비 1.6% 증가하였음.

2월중 취업자수는 제조업과 서비스업 모두에서 증가폭이 확대되어 전월대비 12만 7천명, 전년동월대비로는 37만 6천명 증가하였음. 실업률(계절조정)은 3.9%로 전월에 비해 0.5%p 상승하였음.

### 다. 물가 및 부동산가격

3월중 소비자물가(전년동월대비)는 0.4% 상승하여 전월(0.5%)에 비해 오름세가 둔화되었음. 전월대비로는 양호한 기상여건에 따른 출하량 증가로 농산물가격이 내리고 전기·수도·가스 요금도 하락하였으나 석유류가격이 상승 전환하면서 보합을 기록하였음. 근원인플레이션(농산물 및 석유류 제외지수)은 전년동월대비 2.1% 상승(전년동월대비 2월 2.3% → 3월 2.1%, 전월대비 0.1% → 0.2%)하였음.



아파트 매매가격은 수도권 및 비수도권 모두 오름세가 확대됨에 따라 전월 대비 0.5% 상승(전월대비 2월 0.3% → 3월 0.5%)하였음. 전세가격도 오름세가 확대(전월대비 0.4% → 0.6%)되었음.

## II. 외환·국제금융 동향

### 1. 국제금융

‘15.3월 이후 국제금융시장은 FOMC 회의(3.17~18일) 전후 변동성이 일시 확대되기도 하였으나, 주요국의 완화적 통화정책 기조 지속, 미 연준의 조기 금리 인상 우려 완화, 중국의 경기부양조치 기대 부각 등으로 글로벌 투자 심리가 유지되며 대체로 안정적인 모습을 보임.

금리는 미 연준의 완만한 통화정책 정상화 기대, ECB의 국채매입 실시 등으로 선진국을 중심으로 하락하였음. 주가는 유럽, 일본을 제외하고 3월 들어 대체로 하락세를 보이다가, FOMC 회의 이후 반등하였음. 미 달러화는 미국과 여타 선진국간 통화정책 기조 차이 등으로 강세를 보이다가, 연준의 조기 금리인상 기대 약화 등으로 강세폭을 축소하였음.

글로벌 투자자금은 선진국 채권시장 및 서유럽 주식시장으로 유입이 지속된 가운데, 신흥국은 유출로 전환되었음.

### 2. 외환수급

‘15.3월중 외환수급은 경상거래 흑자가 증가하고 자본거래 순유출은 감소함에 따라 전체 외환은 순유입이 확대되었음.

이에 따라 금융거래에 의한 외환의 움직임은 순유출을 지속하였음.

### 3. 외환보유액

‘15.3월말 외환보유액은 외화자산 운용수익 등으로 전월대비 4억달러 증가한 3,628억달러를 기록하였음.

#### 4. 외환시장

원/달러 환율은 기준금리 인하, 연준의 조기 금리인상 가능성 등으로 3월 중반 1,130원대로 상승했다가, FOMC 회의 이후 미 달러화 강세 조정 등의 영향으로 하락 전환하였음.

원/엔 환율(100엔당)은 기준금리 인하 등의 영향으로 상승(3.16일, 933.7원)하다가, 글로벌 달러화 강세 조정 과정에서 원화가 엔화에 비해 상대적인 강세를 시현하며 하락으로 전환되었음.

외환 스왑레이트(3개월물)는 기관투자자의 해외예금 및 해외증권 투자 증가, 기준금리 인하 등의 영향으로 상당폭 하락하였음.

#### 5. 국내은행 외화자금사정

국내은행의 대외차입여건 및 외화자금사정은 대체로 양호한 상태를 유지하였음.

### III. 금융시장 동향

#### 1. 채권·주식

##### 가. 시장금리

3월중 국고채(3년)금리는 기준금리 인하, 미 연준의 금리인상 시점 지연 전망, 외국인의 국채선물 큰 폭 순매수 등의 영향으로 큰 폭 하락하였음.

회사채(3년)금리는 우량물·비우량물 모두 국고채 금리와 비슷한 폭으로 하락하였음.

통안증권(91일)금리, 은행채(3개월)금리 등 주요 단기시장금리는 기준금리 인하, 단기수신 증가 등으로 하락하였음.

## 나. 주가

코스피는 3월 중반 소폭 하락하였다가 미 연준의 금리인상 시점 지연 전망, 국내기업의 실적 개선 기대 등으로 상당폭 반등하였음.

## 다. 외국인 국내증권 투자

외국인의 국내 채권투자자금은 금년 들어 3개월 연속 순유입된 가운데 그 규모가 확대되었음. 아시아계뿐만 아니라 남미계 중앙은행의 신규투자가 늘어나며 중앙은행자금 순유입이 크게 증가하였음. 한편 외국인은 국채선물(3년) 시장에서 2월중 큰 폭 순매도하였으나 기준금리 추가인하 기대 등으로 3월중 큰 폭 순매수로 전환하였음.

외국인의 국내 주식투자는 ECB 양적완화 시행에 따른 글로벌 유동성 확대, 미 연준의 금리인상 시점 지연 전망 등으로 전월보다 순매수 규모가 큰 폭 확대되었음.

## 2. 여수신

### 가. 여수신금리

3월중 은행 여신금리(신규취급액 기준)는 기준금리 인하의 영향으로 큰 폭 하락한 것으로 추정됨. 기업대출금리는 기준금리 인하에 따른 CD 등 지표금리 하락에 일부 대기업에 대한 저금리대출 취급의 영향이 가세하여 큰 폭 하락하였음. 가계대출금리는 COFIX의 조정시차에도 불구하고 안심전환대출 취급의 영향으로 전월보다 큰 폭 하락하였음.

은행 수신금리(신규취급액 기준)가 여신금리에 비해 소폭 하락함에 따라 여수신금리차는 축소된 것으로 추정됨.

### 나. 여신

3월중 은행 가계대출(모기지론 양도 포함)은 전월보다 증가규모가 확대되었음. 주택담보대출(모기지론 양도 포함)은 봄 이사철 수요로 주택거래량이 늘어나

고 정책모기지론 취급이 가세하면서 증가규모가 확대되었음. 마이너스통장대출 등은 소폭 감소하였음.

비은행 가계대출(모기지론 양도 포함, 3.20일 기준)은 전월동기대비 소폭 증가하였음.

은행 기업대출은 전월에 이어 증가하였음. 대기업대출은 분기말 기업부채비율 관리에 따른 일시상환, 일부 은행의 중소기업기본법령 개정에 따른 변경된 기업구분 기준 반영으로 인한 일부 대기업의 중소기업으로의 재분류 등으로 감소하였으나 중소기업대출은 법인세 납부수요, 은행의 개인사업자대출 및 기술신용대출 확대 노력, 일부 기업구분 변경 등으로 큰 폭 증가하였음.

기업의 직접금융 조달은 회사채 및 주식의 발행 호조로 순발행 전환되었음. CP는 분기말 부채비율 관리를 위한 기업의 일시상환 등에 따라 순상환되었으나 회사채는 저금리 등 양호한 발행여건과 투자수요 등으로 순발행되었으며 주식도 일부 기업의 유상증자 등으로 발행규모가 확대되었음.

은행의 기업대출 및 가계대출 연체율(3.20일 기준)은 대체로 안정세를 지속하였음.

#### 다. 수신

3월중 은행 수신은 증가폭이 축소되었음. 수시입출식예금은 분기말 법인세 납부수요의 영향으로 증가폭이 크게 축소되었으며 정기에금은 예대율이 높아진 일부 은행의 자금 유치 영향으로 증가로 전환되었음.

비은행 수신은 증가폭이 축소되었음. MMF는 법인세 납부수요에도 불구하고 단기시장금리 하락에 따른 수신경쟁력에 힘입어 전월에 이어 증가하였음. 주식형펀드는 주가상승으로 차익실현을 위한 환매규모가 확대되어 감소하였음. 금전신탁은 중위험·중수익 추구자금 유입으로 증가하였으며 신용협동기구 수신도 견조한 증가세를 지속하였음.

### 3. 통화

3월중 M2증가율(평잔기준 전년동월대비)은 전월보다 상승한 8%대 중반으로 추정됨. 민간신용이 예금취급기관의 유가증권 투자 확대 및 은행대출 증가로 크게 늘어난 데다 국외부문 통화공급도 경상수지 흑자 지속 및 외국인 증권투자자금 유입 증가로 확대된 데 주로 기인함.

M1증가율은 전월보다 상승한 15%대 초반으로 추정됨.