

2018년 도 제22차

금융통화위원회(정기) 의사록

한 국 은 행

1. 일 자 2018년 11월 30일(금)

2. 장 소 금융통화위원회 회의실

3. 출석위원 이 주 열 의 장 (총재)  
이 일 형 위 원  
조 동 철 위 원  
고 승 범 위 원  
신 인 석 위 원  
윤 면 식 위 원 (부총재)  
임 지 원 위 원

4. 결석위원 없 음

5. 참 여 자	장 호 현 감사	임 형 준 부총재보
	신 호 순 부총재보	유 상 대 부총재보
	서 봉 국 외자운용원장	이 환 석 조사국장
	손 욱 경제연구원장	박 종 석 통화정책국장
	이 상 형 금융시장국장	이 승 현 국제국장
	김 현 기 공보관	장 정 석 금융통화위원회실장
	성 광 진 의사팀장	

6. 회의경과

가. 의결안건

#### 〈의안 제36호 — 통화정책방향〉

(1) 전일 개최된 동향보고회의에서 조사국장이 보고 제73호 - 「국내외 경제 동향 및 평가」, 국제국장이 보고 제74호 - 「외환·국제금융 동향」, 그리고 금융시장국장이 보고 제75호 - 「금융시장 동향」에 대하여 보고하였음.(보고내용 : 별첨)

(2) 본회의에서는 의장이 전일 보고내용을 접수하고 「한국은행법」 제28조에 따라 의안 제36호 - 「통화정책방향」을 상정하였음.

### (3) 위원 토의내용

전일 개최된 동향보고회의에서는 다음과 같은 토의가 있었음.

#### (가) 국내외 경제동향 및 평가

일부 위원은 관련부서에서 지난 3/4분기 중 유로지역 경제성장 부진을 자동차 관련 규제 등 일시적 요인에 의한 것으로 평가한 것과 관련하여, 동 요인만으로는 성장률 둔화 설명에 충분하지 않아 보인다고 언급하였음. 또한, 브렉시트(Brexit), 이탈리아 재정 이슈 등은 중기적인 문제로 판단되며, 최근 유로지역의 교역 둔화 등에 비추어 단기간 내 경기 반등을 기대하기는 어려워 보인다고 첨언하면서, 이에 대한 관련부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 유로지역의 성장률이 낮아지고 있기는 하나, 4/4분기에는 일시적 요인이 해소되면서 소폭 반등할 것으로 보인다고 언급하였음.

이어서 동 위원은 최근 중국과 유로지역의 경기 상황을 고려할 때, 이들 국가의 영향을 많이 받는 아세안(ASEAN) 주요국들이 향후 안정적 성장세를 유지할 수 있을지에 대한 불확실성이 커 보인다고 언급하면서, 관련부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 금년 들어서도 아세안 주요 5개국의 성장률은 2010년 이후 평균인 5% 초중반 수준을 나타내고 있으며, 앞으로 중국경제의 향방 등에 영향을 받겠지만 현재로서는 동 수준의 성장세를 유지할 수 있을 것으로 예상된다고 답변하였음.

다음으로 동 위원은 최근 취업자수 증가규모의 소폭 확대에도 불구하고 고용 상황은 여전히 부진하다는 관련부서의 평가에 동의하면서, 이러한 고용 부진이 고령화 등 인구구조적인 변화에 상당 부분 기인한 것으로 보인다고 언급하였음. 일례로 15~59세 생산가능인구가 감소하는 반면 60세 이상 인구가 증가하는 구조적 변화 속에서 노동수요의 변화가 없을 경우 정규직 대신 비정규직 또는 임시일용직 취업자가 늘어나는 현상을 자연스러운 결과로 볼 수도 있다면서, 앞으로 고용상황을 평가하거나 분석할 때 이러한 고령화 현상을 염두에 둘 필요가 있다는 견해를 제시하였음. 아울러 고령화 문제가 소비를 통해 잠재성장률에 상당한 영향을 미칠 수 있는 만큼 향후 잠재성장률에 관한 분석 시 이러한 측면을 감안하여 살펴봐 줄 것을 당부하였음.

다른 일부 위원은 세계 산업생산과 교역량, 제조업심리지수, OECD 경기선행 지수 등의 추이를 볼 때 세계경제가 정점을 지난 것으로 보인다고 언급하였음. 또한 주요국의 GDP갭률에 대한 IMF의 추정치를 살펴보면, 독일은 2014년 이후, 미국의 경우 2016년 이후 상당 기간 플러스(+)를 지속하고 있어 이를 감안하면 내년 중 세계경제 성장세가 점차 둔화되는 것을 정상화 과정으로 평가할 수도 있다는 의견을 나타내었음.

한편 IMF가 추정한 우리나라의 GDP갭률은 금년에도 소폭의 마이너스(-)를 지속하고 있는데, 잠재성장률 추정의 불확실성을 감안하더라도 최근의 고용상황, 제조업가동률, 물가상승률 등에 비추어 볼 때 동 추정치가 어느 정도 타당성이 있어 보인다고 언급하면서 관련부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 큰 흐름에서는 IMF와 당행의 GDP갭률 추정치가 서로 비슷한 모습을 보이고 있으며, 추정의 불확실성이 크다는 한계를 감안할 필요가 있다고 답변하였음.

이에 동 위원은 특정 잠재성장률 및 GDP갭률 추정치가 반드시 절대적인 기준을 제공하는 것은 아니므로, 대외 커뮤니케이션 시 잠재성장률 추정의 불확실성을 염두에 둔 유연한 접근이 필요하다는 의견을 제시하였음.

이어서 동 위원은 향후 1년 간 세계경제가 지난 1년보다 나을 것으로 보이지 않는다고 언급하였음. 이와 관련하여 최근 IMF에서 내년도 세계경제 성장률 전망치를 하향 조정하고 하방 리스크를 강조한 점을 상기하면서, 과거 사례를 보면 IMF가 전망치를 특정한 방향으로 수정하기 시작하면 한동안 같은 방향으로 수정하는 경향이 있었던 점에 비추어 향후 동 전망치가 추가로 하향 조정될 가능성이 있다는 의견을 덧붙였음.

또한 동 위원은 민간소비 증가세가 완만하게 둔화되고 있다는 일부의 평가에 대해 관련부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 최근 소매판매 실적이 예상을 하회하였으나 이것이 소비흐름의 변화 조짐인지 시간을 두고 확인할 필요가 있으며, 4/4분기에는 정부정책 효과 등으로 민간소비가 개선될 여지가 있으므로 현 시점에서 민간소비가 둔화되고 있다고 평가하기는 이르다고 답변하였음.

한편 동 위원은 최근 발표된 가계동향조사를 살펴보면 비소비지출이 전체 소득에 비해 작지 않은 규모인 데다 그 증가세도 무척 빠른 것으로 나타나, 민간소

비의 증가 여력이 제한적일 수 있다는 견해를 제시하였음. 한편 최근 소비자심리지수가 상당 폭 하락하였는데, 동 지수가 민간소비에 대해 선행성을 갖는 것으로 볼 수 있는지 질의하였음.

이에 관련부서에서는 소비자심리지수가 경제 뉴스, 주가 등에 따라 높은 변동성을 보이는 경향이 있어, 최근과 같은 상황에서는 민간소비에 대한 선행성 여부를 명확히 판단하기 쉽지 않다고 답변하였음.

다음으로 동 위원은 현재의 물가상황에 대해 물가목표에 도달한 것으로 평가할 수 있는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 10월 중 소비자물가가 2%의 오름세를 보였으나 목표수준에 안착하였다고 평가하기는 조심스럽다고 답변하였음.

이에 동 위원은 식료품·에너지 가격의 경우 변동성이 매우 크고 수요 측면과 무관한 요인에 영향을 받기 때문에 기초적 물가를 파악함에 있어 이를 제외하는 것이 바람직하다는 데 별다른 이견이 없으나, 최근 주목받고 있는 관리물가의 경우 이를 제외할지 여부에 대한 일반적인 기준이 없다고 언급하였음. 다만 식료품·에너지 가격에서와 같이 변동성과 변동요인의 두 측면에서 판단해 볼 때, 관리물가는 비록 변동성이 낮으나 정부정책 등 비시장적 요인에 영향을 받는 점을 제외의 근거로 볼 수 있다는 견해를 제시하였음. 이를 종합하면 기초적 물가를 파악하기 위해서 일부 품목을 제외해야 한다면 우선 식료품·에너지 가격을, 그리고 다음으로 관리물가를 제외하는 것이 합리적으로 보인다고 언급하였음.

이어서 동 위원은 전체 취업자수 증가규모에서 공공행정, 국방, 사회보장행정, 보건·사회서비스 등 정부정책의 영향을 받는 부문과 농림어업을 제외할 경우 취업자수가 감소한 것으로 나타난다고 언급하면서, 이는 민간부문의 고용창출력이 저하되고 있음을 의미하는 것으로 보인다는 견해를 나타내었음.

아울러 동 위원은 향후 성장경로 상에는 앞서 일부 위원이 언급한 바와 같이 고령화 등에 따른 잠재성장률 저하의 하방 리스크와 함께 경기적 측면에서도 하방 리스크가 조금 더 커 보인다고 언급하면서, 보다 면밀한 점검을 당부하였음.

또 다른 일부 위원은 최근의 경기상황과 관련하여 금리인상이 바람직하지 않다는 일부의 시각이 있는 만큼 우리 경제가 지난 10월 경제전망의 경로를 유지하고 있는지, 그리고 향후에도 동 경로를 이탈하지 않을지 여부를 확인하는 것이 중요하다고 언급하였음. 민간소비의 경우 앞서 일부 위원이 언급한 바와 같이 하

방 리스크가 작지 않으나, 최근 발표되었거나 연내 발표할 것으로 예상되는 정부 정책의 효과를 감안하면 상방 리스크도 있어 보인다고 언급하면서, 지난 전망에 이러한 정부정책의 효과를 반영하였는지 질의하였음.

이에 대해 관련부서에서는 향후 발표될 정부정책은 그 구체적인 내용을 알 수 없으므로 전망에는 반영하지 않고 상방 리스크로 인식하고 있다고 답변하였음.

이에 동 위원은 일부에서 내년도 수출증가율이 금년보다 크게 하락할 것으로 전망하고 있고, 반도체가격 하락 가능성을 우려하는 시각도 적지 않다고 언급하면서, 투자의 조정국면이 지속되는 상황에서 민간소비와 수출이 전망경로와 부합하는지 면밀히 살펴볼 필요가 있다고 당부하였음.

이어서 동 위원은 최근 OECD가 내년도 세계경제 성장률을 종전보다 하향 조정한 반면 우리나라에 대해서는 2019~20년 성장률을 금년 성장률보다 소폭 높게 전망하였다고 언급하면서, 이에 대한 관련부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 글로벌 경기사이클이나 대내외 여건을 감안할 때 OECD 전망이 다소 낙관적으로 보인다고 답변하였음.

또한 동 위원은 최근 유가가 급락하는 과정에서 수급요인 외에 투기적 요인도 작용한 것인지 관련부서에 질의하였으며,

관련부서에서는 유가가 단기간에 큰 폭 하락한 점에 비추어 투기적 요인도 일부 영향을 미친 것으로 보인다고 답변하였음.

이에 동 위원은 내년도 유가 향방에 불확실성이 커진 만큼 유가 동향과 함께 우리 물가에 미치는 영향에 대해 면밀히 점검해 줄 것을 당부하였음.

한편 동 위원은 물가의 움직임을 가늠하기 위해 다양한 지표를 참고할 필요성은 있으나, 기초적 물가지표의 경우 그 추정방법에 따라 편차가 심하여 물가 움직임에 대한 판단을 오히려 어렵게 하는 측면이 있다는 의견을 나타내었음. 결국 물가의 추세적 움직임을 파악하는 지표로서 소비자물가지수와 근원인플레이션에 주목해야 할 것으로 보인다는 견해를 밝혔음.

이에 대해 관련부서에서는 소비자물가지수와 근원인플레이션에 중점을 두어야 한다는 위원의 견해에 동의하면서, 다만 동 지표들도 일시적, 불규칙 요인에 영향을 받는 만큼 다양한 보조지표를 참고하고 있다고 설명하였음.

다음으로 동 위원은 최근 부동산 거래가 크게 줄고 있다고 언급하면서, 일부에서 제기되고 있는 부동산가격의 급락 가능성에 대한 관련부서의 견해를 물었

음.

이에 대해 관련부서에서는 과거 주택가격 움직임이나 최근의 주택 실수요 등을 감안할 때 거래 둔화가 부동산가격 급락으로 이어진다고 보기 어렵다고 답변하였음.

이에 동 위원은 최근 건설업 고용이 입주물량 증가 등으로 개선되는 모습이나, 내년에도 건설투자의 조정국면이 지속될 것으로 전망되는 데다 각종 부동산 대책들이 건설업에 부정적 영향을 미칠 수 있으므로 주의 깊게 살펴볼 필요가 있다고 당부하였음.

아울러 동 위원은 주택자산 보유의 세대별 격차가 소비에 미치는 영향에 대한 관련부서의 분석이 유익했다고 평가하면서, 자산효과에 국한하면 주택가격 하락이 소비에 미치는 영향은 제한적이겠지만 경우에 따라서는 대출 부실화 등을 통해 소비에 부정적 영향을 초래할 가능성도 배제할 수 없다는 견해를 표명하였음.

한편 일부 위원은 금년 들어 대외 여건의 불확실성이 높아졌으며, 특히 지난 1~2개월 사이에 불확실성 정도가 크게 심화된 것으로 보인다는 의견을 제시하였음. 단적으로 미·중 무역분쟁을 둘러싼 우려감 고조 속에 독일의 3/4분기 GDP성장률 마이너스 전환 등 유로지역 경제지표 부진이 가시화되면서 세계금융시장 지표에서도 민감한 반응이 나타나는 모습이라고 평가하였음. 일부 선진국과 신흥국을 중심으로 세계경제가 둔화 조짐을 보이고 있음에도 불구하고 우리 수출은 전반적으로 양호한 흐름을 지속하고 있다고 언급하였음. 다만 지역별로 살펴보면 신흥국에 대한 수출의 경우 이들 국가의 실물동향에 부합하여 둔화되는 모습을 보이고 있는 반면, 선진국에 대한 수출은 상당히 높은 증가율을 나타내는 등 다소 설명하기 어려운 흐름을 보이고 있다고 평가하였음. 이에 대해 일부에서는 미·중 무역분쟁 심화에 대비한 선수출, 공급망별 재고 확보 노력 등에 기인하는 것으로 분석하고 있는 만큼 내년에는 우리나라의 수출증가율이 반락할 가능성을 배제할 수 없어 보인다는 견해를 표명하였음.

이어서 동 위원은 민간소비가 지난해 4/4분기 이후 회복되는 모습을 보였으나, 가계의 소비성향이 더욱 높아지지 않는 한 금년 4/4분기 이후에는 소비증가세가 약화될 가능성이 있어 보인다는 의견을 밝혔음. 지난 2012년 이후 상당 폭 하락하였던 소비성향이 하락세를 멈추고 올라오고는 있으나 하락 이전 수준을 회복하지 못하는 모습인데, 그 이면에 일시적 요인이 아니라 고령화 등 구조적 요인이 자리하고 있을 가능성이 있다는 점에서 민간소비 전망에 다소 하방위험이 있

어 보인다는 견해를 덧붙였다.

또한 동 위원은 통화정책을 통해 화폐가치의 안정을 추구하는 중앙은행의 입장에서 특정 물가를 통해 중장기적인 화폐가치를 간접적으로 측정할 수밖에 없는데, 궁극적으로는 일반인들이 생활하면서 평균적으로 사용하는 상품과 서비스의 조합(basket)인 소비자물가를 통해 화폐가치를 측정하는 것이 이론적으로나 실제적으로 바람직하다는 의견을 표명하였음. 다만 소비자물가지수에 중장기적인 예측이 곤란한 교란요인들이 포함되어 있어, 단기 시계에서는 근원물가를 보거나 관리물가를 제외한 물가지수를 기초적 물가흐름의 참고지표로 사용하고 있는 것으로 보인다는 의견을 나타내었음. 이처럼 단기 시계에서 기저물가의 흐름을 포착하는 데 있어서는 여러 물가지표 가운데 경기민감물가지수가 가장 유용해 보인다고 첨언하였음. 한편 물가목표 달성 여부에 대한 평가와 관련하여, 목표수준으로 명시되어 있는 2%가 중기 평균의 개념임에도 불구하고 일부에서는 이를 상한(ceiling) 개념으로 해석하고 있다고 지적하면서, 대외 커뮤니케이션 시 물가목표를 중기 평균으로 관리한다는 점을 잘 설명할 필요가 있다는 견해를 밝혔음.

다음으로 동 위원은 최근 우리 경제의 성장경로에 불확실성이 더 높아진 것으로 보이는지 관련부서에 질의하였음.

이에 대해 관련부서에서는 가장 큰 하방 리스크로 평가되는 미·중 무역분쟁의 경우 연초 예상보다 그 정도가 심화된 데다 경제 외적인 요인도 작용하고 있어 향후 방향성을 예단하기도 어렵다는 점을 감안할 때, 우리 경제의 불확실성은 보다 확대된 것으로 보인다고 첨언하였음.

이에 동 위원은 주요국 금융시장의 움직임을 통해 볼 때, 미·중 무역분쟁 등에 대한 민감도가 점점 높아지고 있는 점에 유의할 필요가 있다고 당부하였음.

다른 일부 위원은 관련부서에서 민간소비는 완만하나마 증가세를 이어가는 모습이고 동 흐름이 4/4분기에도 이어질 것으로 예상하고 있다고 언급하면서, 이는 지난 10월 금년과 내년 민간소비 증가율을 2.7%로 전망한 것과 부합하는 것으로 보이며, GDP성장률이 3.1%로 높아졌던 지난해 민간소비 증가율이 2.6%였다는 점을 감안하면 금년과 내년 민간소비 전망치는 상당히 양호한 수준으로 보인다는 견해를 나타내었음.

앞서 일부 위원이 언급한 소비자심리지수의 경우 지난해 하반기 이후 계속 낮아져 최근에는 기준치 100을 하회하고 있어 민간소비와 다소 괴리된 모습을 보이고 있다고 언급하였음. 이는 전반적인 소비자심리가 최근의 주가 하락, 고용 부



진, 영세자영업자 불황, 양극화 심화, 미·중 무역분쟁 등과 같은 대내외 불확실성에 크게 좌우되고 있고, 실제 가계의 소비지출은 아동수당 지급, 기초연금 인상, 개별소비세와 유류세 인하 등 여러 정부대책들에 의해 뒷받침되고 있는 점 등에 기인한 것으로 보인다는 의견을 나타내었음. 다만 소비자심리 위축이 더욱 장기화되거나 심화될 경우 자기실현적 과정 등을 통해서 실제 민간소비에 부정적 영향을 미칠 가능성을 배제하기 어렵다고 첨언하였음.

민간소비는 전체 GDP의 절반 정도를 차지하고 있으며 여타 수요항목에 비해서 상당히 안정적인 흐름을 보이는 경향이 있어 경기변동을 완충하는 역할을 하고 있고, 최근에는 설비·건설 투자의 부진이 지속됨에도 불구하고 수출과 함께 잠재성장률 수준의 성장세를 지탱하고 있다고 평가하였음. 고령화 진전, 고용 부진, 가계부채 누증 등이 향후 민간소비에 하방 리스크로 작용할 수 있으나, 최근 명목임금 증가세가 확대되고 정부로부터 가계로의 이전소득이 증가하는 등 상방 리스크도 있으므로, 이러한 여러 요인을 고려하여 관련부서에서는 앞으로 민간소비 흐름에 대해 보다 면밀하게 점검하는 한편 소비자심리지수와 실제 민간소비와의 관계에 대해서도 관심을 가지고 살펴볼 필요가 있다고 당부하였음.

이어서 동 위원은 최근 경기 동행지수, 선행지수 등이 상당 폭 하락하고 있지만, GDP성장률 흐름을 살펴보면 과거의 경기하강기에 비해 안정적인 모습을 보이고 있다고 언급하였음. 비록 금년 들어 동 흐름이 낮아지는 모습을 보이고 있으나, 경기국면의 전환을 시사할 정도는 아닌 것으로 판단된다고 평가하였음. 물론 선행지수가 가지는 선행성을 감안하면 향후 GDP성장률 흐름이 나빠질 가능성을 배제할 수는 없으나, 현 시점에서 경기국면이 전환되었다고 예단하기는 이르다는 견해를 제시하였음.

한편 동 위원은 최근 기초적 물가흐름이 대체로 낮아지는 모습을 보이고 있으나, 전체적으로는 1.5%에서 2.0% 사이에 있는 것으로 보인다고 언급하였음. 이와 같이 기초적 물가흐름이 1% 중후반 수준이라면 디플레이션을 크게 우려할 필요가 없고 수요압력을 걱정해야 하는 것도 아닌, 즉 다소 시간을 두고 지켜볼 수 있는 상황이라고 평가할 수 있어 보인다는 의견을 나타내었음.

또 다른 일부 위원은 세계경제가 지난 2년 이상 잠재성장률을 상당 폭 웃도는 성장률을 지속하여 왔는데, 이를 주도해 왔던 미국의 경기가 성숙국면에 진입하면서 경기상황에 대한 논쟁이 최근 많이 제기되고 있다고 언급하였음. 과거 30~40년의 경기순환 사례를 돌이켜 볼 때, 경제가 잠재성장률을 상회하는 성장세

를 보이다가 성숙국면에 진입하면서 성장률이 잠재성장률 수준으로 완만히 낮아지는 것은 매우 자연스러운 현상으로 평가할 수 있겠으나, 최근에는 미·중 무역분쟁, 브렉시트, 이탈리아 재정문제 등 여러 리스크 요인들이 중첩적으로 나타남에 따라 성장률이 잠재성장률 수준으로 완만해지는 것이 아니라 본격적인 경기둔화가 시작되는 것이 아닌가 하는 우려가 일부에서 제기되는 것으로 보인다고 언급하였음. 그러나 앞서 언급한 불확실성 요인들을 제외하고 경제적 요인에 국한하여 볼 경우에는 과거 세계 또는 우리나라 경기가 본격적인 둔화국면에 진입할 때 일반적으로 나타났던 현상, 즉 글로벌 유동성의 급격한 축소, 생산성을 웃도는 임금상승률에 따른 기업부담의 가중, 제조업 부문의 재고누증 등이 아직 가시화되지 않고 있는 것으로 보인다고 언급하면서, 이에 대한 관련부서의 견해를 물었음.

관련부서에서는 최근 세계경제는 경제 외적인 요인들로 인해 불확실성이 매우 높아졌으며, 그 결과 연초에 전망하였던 것보다는 성장세가 약화된 것으로 보인다고 답변하였음. 다만 현재의 글로벌 경기상황에 대해 둔화 또는 침체로 진입하는 국면으로 평가하기보다는 그간 높았던 성장세가 조정되는 과정으로 이해하는 것이 타당해 보인다고 첨언하였음.

이에 동 위원은 미·중 무역분쟁과 브렉시트 문제가 예상 외의 방향으로 전개될 경우 글로벌 공급 구조에 영향을 미침으로써 궁극적으로 우리나라의 잠재성장률에도 부정적인 영향이 초래될 수 있는 점에 유의할 필요가 있다고 당부하였음.

이어서 동 위원은 그동안 우리나라의 잠재성장률이나 경기 진폭이 꾸준히 축소된 만큼 경기지표를 볼 때 전년동기대비보다는 전기대비 수치를 보다 많이 활용할 필요가 있다고 언급하였음. 경기 진폭이 축소된 상황에서 전년동기대비 지표를 사용할 경우 경기 판단이 어려워질 수 있는 데다 어떤 충격이 왔을 때 기저효과가 크게 나타나 지표 해석에 왜곡이 초래될 소지도 있다는 의견을 나타내었음. 또한 경기상황에 대한 커뮤니케이션 시 시장참가자들의 과도한 우려나 낙관이 나타나지 않도록 하기 위해서는 GDP성장률 등 경기지표의 수준과 흐름에 대한 판단과 평가가 보다 정확히 전달될 수 있는 방안을 지속적으로 모색해 나가야 한다는 견해를 밝혔음.

또한 동 위원은 물가동향 판단을 위해 다양한 기초적 물가지표를 활용하고 있는데 동 지표의 상·하한 범위가 확대될 경우 물가흐름에 대한 판단이 어려워질 수 있다는 점을 언급하면서, 동 지표들을 해석하고 활용하는 방안에 대해 고민해 본다면 통화정책 수행에 도움이 될 것이라는 의견을 나타내었음.

#### (나) 외환·국제금융 및 금융시장 동향

일부 위원은 그동안 글로벌펀드와 패시브펀드의 규모가 크게 확대되어 우리나라 자본유출입의 중요한 변수로 자리잡은 것으로 보인다고 언급하면서, 동 펀드 자금의 유출입을 촉발하는 요인들을 사전에 면밀히 파악해 두는 것이 중요하다고 당부하였음.

이어서 동 위원은 글로벌 금융위기 이후 은행권에 대한 규제가 강화되면서 비은행금융기관을 중심으로 금융불균형에 대한 우려가 커지고 있다고 지적하였음. 이러한 가운데 미국의 경우 레버리지론이 빠르게 증가하면서 이를 유동화한 CLO(collateralized loan obligation) 잔액도 가파르게 늘어나고 있다고 언급하면서, 우리나라 금융기관들이 이러한 CLO 상품에 어느 정도 투자하고 있는 것으로 보는지 질의하였음.

이에 관련부서에서는 정확히 파악하기가 쉽지 않으나 아직까지는 그 규모가 그리 크지 않은 것으로 보인다고 답변하였음.

이에 동 위원은 해외 대체투자펀드의 경우 대출채권이나 메자닌 트랜치(mezzanine tranche) 등 상대적으로 신용위험이 높은 상품에 투자하는 것으로 알려져 있는데, 이에 대해 어떻게 평가하는지 관련부서의 견해를 물었음.

이에 관련부서에서는 아직 우려되는 상황은 아닌 것으로 보이나, 최근 발표된 미국 금융안정보고서에서 드러난 바와 같이 미국 주택가격이 장기추세보다 높은 수준에 있는 만큼 경계심을 가지고 살펴보겠다고 답변하였음.

또한 동 위원은 최근 글로벌 펀드자금 흐름의 특징 중 하나로 MMF 증가를 들 수 있는데, 과거 금융위기 당시 MMF가 위기 파급의 주요 채널이었던 점을 상기하면 향후 동 펀드의 흐름에 대해 관심을 가지고 살펴볼 필요가 있다는 견해를 제시하였음. 이와 관련하여 금년 1~9월 중 국내 금융권의 자금흐름을 살펴보면 은행에서 비은행금융기관으로 자금이 많이 흘러갔는데, 전반적으로 단기 조달이 확대됨으로써 리스크가 누적되지 않도록 총체적인 자금흐름을 면밀히 모니터링하는 것이 중요하다고 당부하였음.

이에 관련부서에서는 최근 MMF가 늘어난 것은 연말 효과와 함께 단기 조달 확대에도 일부 기인한 것으로 보인다고 답변하였음. 다만 MMF의 규모 확대에도 불구하고 과거 금융위기 시와 달리 CLO 등 구조화상품에 대한 익스포저는 제한적이어서 우려할 상황은 아닌 것으로 보인다고 첨언하였음.

다음으로 동 위원은 3/4분기 중 건설업의 매출액이 전년동기대비 감소한 반면 영업이익은 증가하였다고 언급하면서, 이러한 현상이 나타난 원인에 대해 질의하였음.

이에 대해 관련부서에서는 아파트 분양을 중심으로 주택사업이 호조를 보임에 따라 수익성은 좋아졌으나 주택사업 이외의 부문은 부진하여 매출액이 감소한 것으로 보인다고 답변하였음.

다른 일부 위원은 그동안 둔화추세를 보여 온 가계대출이 10월 들어 증가세가 일시적으로 확대되었으나 앞으로 이러한 증가세가 지속될 것으로는 보이지 않는다고 언급하고, 내년에는 5%대로 증가세가 더욱 둔화될 것으로 보인다면 관련부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 연말로 갈수록 가계대출 증가세가 둔화되겠지만 그 속도는 완만하고 여전히 가계대출 증가율이 소득증가율을 웃돌 것으로 보인다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 최근 언론보도에 따르면 감독당국에서 주택담보대출금리가 낮아지는 효과가 나타날 수 있는 방향으로 COFIX 산정체계를 개편하려는 움직임을 보이고 있으므로 관련 동향을 주의 깊게 살펴볼 필요가 있다고 언급하였음.

또 다른 일부 위원은 중국의 부채 리스크에 대한 관련부서의 분석이 유익했다고 평가하면서, 중국의 실물경제가 나빠지게 되면 그동안 많이 회자되었던 부채 리스크가 크게 부각될 가능성이 높아 보이는데, 중국 정부당국과 중앙은행은 동 리스크에 대해 어떻게 인식하고 있는지 질의하였음.

이에 대해 관련부서에서는 2012년경부터 중국 정부당국에서 부채 리스크에 대한 논의와 함께 대응을 계속하여 왔고, 특히 지난해 하반기 이후에는 디레버리징 정책을 강화하였다고 답변하였음.

이에 동 위원은 중국경기가 둔화되면서 중국 당국이 기존의 디레버리징 정책을 어떤 식으로 조정할지 숙고하고 있는 것으로 보인다고 언급하였음. 또한 이러한 중국의 사례에 비추어 보면, 우리 경제가 둔화되고 기초경제여건에 대한 신뢰가 약화될 경우 그동안 관리가능하다고 평가되어 왔던 가계부채 문제가 크게 부각될 가능성이 있으므로, 이러한 상황이 발생하기 전에 미리 대응해 나가는 것이 중요하다는 견해를 표명하였음.

이어서 동 위원은 미·중 양국 정상회담이 곧 열리는데 앞으로 미·중 무역분쟁이 어떻게 진행될 것으로 보는지 관련부서의 견해를 물었음.

이에 관련부서에서는 이번 무역분쟁에 무역 이외에도 여러 복잡한 문제들이 결부되어 있어 쉽게 해결되기 어려우며 장기화될 가능성이 높다고 보는 시각이 중론이라고 답변하였음.

다음으로 동 위원은 최근 Powell 미연준 의장의 발언이 금리인상 기대와 연결되면서 일부 시장이 민감하게 반응한 바 있는데, 향후 연준의 금리인상 행보에 대해 관련부서의 견해를 물었음.

관련부서에서는 연준 의장의 발언은 지표의존적(data dependent)으로 리스크를 관리하면서 정책을 운영하겠다는 기존 입장을 견지한 것으로 보이며, 시장에서는 이에 다소 민감하게 반응한 것으로 보인다고 답변하였음.

한편 동 위원은 미 통화정책 정상화, 미·중 무역분쟁 등의 리스크 요인과 비교할 때 이탈리아 재정문제 등 유로지역의 정치적 불확실성은 국제금융시장에 미치는 영향 측면에서 얼마나 큰 리스크로 보이는지 관련부서에 질의하였음.

관련부서에서는 유로지역 경제에서 이탈리아가 차지하는 비중이 상당히 높고, 이탈리아의 국채발행 규모가 역대 세 번째로 클 뿐만 아니라 동 국채에 대한 유로지역 금융기관의 익스포저도 상당하기 때문에, 가능성은 낮지만 만일 이탈리아 재정문제가 과거 그리스 사태와 같은 식으로 비화될 경우 그 충격은 상당할 것으로 보인다고 답변하였음.

또한 동 위원은 최근 가계부채 증가규모가 크게 줄지 않고 있지만 전반적인 증가속도는 둔화되고 있는 것으로 보인다고 언급하였음. 가계부채 문제가 중요한 만큼 정부당국이 취약차주와 고위험가구 등을 위한 여러 가지 대책을 시행하고 추가적으로 검토하는 것은 당연하고 불가피한 측면이 있지만, 기본적으로 대출이 용이하게 이루어질 수 있음에 따라 레버리지가 증가하고, 그 결과 정부대책이 다시 마련되는 일련의 과정이 반복되는 것은 바람직하지 않다는 의견을 나타내었음. 따라서 가계의 레버리지가 쉽게 확대되지 않도록 하는 환경을 조성하는 것이 우리 경제 전체적으로 중요하다고 덧붙였음.

이어서 동 위원은 국내 금융권의 상업용 부동산 익스포저가 크게 증가한 상황에서, 만일 상업용 부동산가격이 하락할 경우 관련 대출의 부실화와 투자상품의 유동성 리스크 증가 가능성을 배제할 수 없으므로 시장 동향을 면밀히 살펴볼 필요가 있다고 당부하였음. 이러한 맥락에서 내년중 상업용 부동산의 수익률 전

망이 어떠한지 관련부서에 질의하였음.

이에 대해 관련부서에서는 상업용 부동산 공급이 증가할 것으로 보여 투자수익률이 다소 낮아질 가능성이 있지만, 은행 예금금리와의 격차는 상당한 수준으로 유지될 것으로 보인다고 답변하였음.

다음으로 동 위원은 금년 들어 은행과 비은행의 수신이 동시에 증가한 가운데 특히 기업을 중심으로 은행 정기에금이 큰 폭 늘었는데, 그 이유가 무엇인지 질의하였음.

관련부서에서는 기업의 실적이 양호한 반면 투자수요는 크지 않아 여유자금이 증가한 데다 수시입출식예금에서 정기에금으로의 자금 이동 움직임도 있었기 때문으로 보인다고 답변하였음.

한편 일부 위원은 금년 8월 이후 홍콩 은행 간 시장금리(Hibor)와 상하이 은행 간 시장금리(Shibor) 간 격차가 확대되었는데, 그 이면에 어떤 요인이 작용하고 있는지 면밀히 살펴볼 필요가 있다고 언급하였음.

이어서 동 위원은 금년 중 은행의 주택담보대출 증가율을 대출종류별로 살펴보면, 집단대출이 지난해보다 증가세가 둔화되었고, 전세자금대출을 제외한 개별 주택담보대출은 오히려 마이너스(-) 증가율을 보인 반면 전세자금대출 증가율은 지난해보다 큰 폭 확대되었다고 언급하였음. 이처럼 전세자금대출이 은행의 주택담보대출 증가세를 주도하고 있는 최근 상황은, 지난 2014~16년 중 가계대출이 급증할 당시 신규분양시장 활황에 기인한 집단대출과 전세자금대출을 제외한 개별 주택담보대출이 대출증가세를 주도했던 것과는 확연히 다른, 새로운 국면으로 보인다는 의견을 나타내었음. 은행의 집단대출은 최근의 신규분양 흐름을 감안하면 향후 그 증가율이 보다 축소될 가능성이 있고, 전세자금대출을 제외한 개별 주택담보대출의 경우에도 감소세가 확대될 수 있을 것으로 보인다고 언급하였음. 이에 반해 전세자금대출의 경우 DSR 규제가 완화 적용되는 가운데 은행들이 신용대출과 더불어 적극적으로 영업에 나서며 따라 소득증가율을 크게 웃도는 증가세를 보이고 있으므로, 현재의 규제 수준이 적절한지 점검해 볼 필요가 있다는 의견을 덧붙였다.

다른 일부 위원은 10월 이후 글로벌 금융시장에서 위험회피 성향이 증대되면서 신용위험에 대한 경계감이 높아지고 있는 것으로 보인다고 언급하였음.

Libor-OIS 스프레드와 미국 및 유럽계 은행 CDS 프리미엄이 상승하고, 미국 회사채시장에서는 비우량물과 우량물의 신용스프레드가 높아지고 레버리지론에 대한 우려도 커지고 있으며, 중국에서도 이와 비슷한 현상이 나타나고 있는 가운데 주요 외신이나 글로벌 투자은행 보고서에서도 글로벌 신용시장에 대한 우려의 목소리가 커지고 있다고 첨언하였음. 이러한 현상은 저금리 기조가 장기간 지속되고 경기확장 과정에서 기업부문의 신용위험이 낮게 평가되어 오다가 미 연준의 통화정책 정상화, 미·중 무역분쟁에 따른 기업실적 둔화 우려 등을 계기로 기업 신용위험에 대한 인식에 변화가 나타나고 있음을 시사하는 것으로 보인다는 견해를 표명하였음. 특히 글로벌 금융위기 이후 비우량 회사채 비중이 크게 확대된 점, 일부 신흥국 기업의 외화표시 회사채 발행이 늘어나면서 통화불일치 현상이 심화된 점 등을 근거로 향후 글로벌 회사채시장에서의 조정 폭이 작지 않을 수 있다는 우려가 제기되고 있으며, 최근 미 연준이 처음으로 발표한 금융안정보고서에서도 비우량 기업부채에 대한 위험을 적시하고 있다고 소개하였음.

우리나라의 상황을 살펴보면 회사채시장이나 CP, 전자단기사채 시장이 대체로 양호한 모습을 지속하고 있고, 금융기관의 기업대출도 꾸준히 증가하고 있어 글로벌 신용시장과는 다소 다른 모습을 나타내고 있다고 언급하면서, 국내 금융시장이 글로벌 금융시장과 차별화된 모습을 보이는 이유에 대해 관련부서에 질의하였음.

이에 대해 관련부서에서는 국내 금융시장의 차별화 현상이 우리나라의 대외건전성이나 재정건전성이 견실하다는 점, 기업의 재무건전성이 꾸준히 개선되어온 가운데 기업실적도 우려했던 것보다 양호하다는 점, 그리고 시중 유동성이 풍부하다는 점 등에 주로 기인한 것으로 보인다고 답변하였음. 특히 최근 채권시장에서는 국고채 발행물량 축소 등으로 수요 우위의 수급상황이 이어지고 있고, 국고채 금리가 하락하면서 상대적으로 금리 메리트가 높은 회사채에 대한 투자수요가 견조한 상황이라고 첨언하였음. 아울러 그동안 국내 일반기업의 외화채권 발행규모가 크지 않았고 장기시계에서 국내 회사채시장이 과열되지 않았던 점 등도 긍정적 영향을 미친 것으로 보인다고 덧붙였다.

이에 동 위원은 향후 국내 금융시장에서 신용위험에 대한 경계감이 글로벌 추세를 따라서 높아질 가능성을 배제할 수 없으므로, 이 점에 유의하여 세심히 모니터링할 필요가 있다고 당부하였음.

이에 관련부서에서는 미 연준의 금리인상 속도, 주요국 보호무역주의의 전개양상 등에 따라 국내외 유동성사정이나 기업실적 등이 크게 영향받을 수 있는 점에 유념하겠다고 답변하였음.

또 다른 일부 위원은 금년 1~4월에 이어 10월 이후 글로벌 금융시장의 변동성이 재차 큰 폭 확대되었는데, 달러인덱스(DXY)와 신용스프레드의 움직임이 지난번 변동성 확대 시기와 다소 차이가 있고, 글로벌 경기 둔화 우려도 이번에 더 크게 작용하는 것으로 보인다는 의견을 제시하면서 관련부서의 견해를 물었음. 아울러 금년 초에는 주가가 급락하였다가 단기간에 회복한 바 있는데 이번에는 어떻게 진행될 것으로 보는지 질의하였음.

관련부서에서는 연초와 최근 상황 모두 미 연준의 금리인상이라고 하는 큰 흐름이 주요 동인으로 작용하였으나 주가변동성지수(VIX)의 움직임이 대변하듯이 조정의 폭과 기간에서 차이가 있다고 답변하였음. 구체적으로 2017년 중 매우 낮은 수준을 보이던 VIX가 2월 초 미 국채금리의 3% 상회와 함께 일시 급등하였다가 급락하였던 데 비해, 10월 이후에는 VIX 상승 폭은 상대적으로 크지 않지만 높아진 수준이 지속되고 있다고 설명하였음. 이는 동 위원이 언급한 글로벌 경기 둔화 우려, 중국경제의 불안 등이 반영되면서 리스크 회피가 이어지고 있었기 때문이며, 시장에서는 현재와 같은 상황이 장기화될 가능성이 제기되고 있다고 첨언하였음.

이어서 동 위원은 국제금융시장에서 글로벌 유동성의 축소 가능성에 대한 경계감이 지속되고 있다는 관련부서의 평가와 관련하여, 글로벌 유동성 축소의 정확한 의미가 무엇인지 물었음. 예를 들면 주요국 통화정책 정상화에 따라 중앙은행이 공급하는 유동성이 단순히 줄어드는 것을 뜻하는지, 아니면 글로벌 금융시장 전반의 신용여건이 경색되는 측면까지 포함하는 것인지 구분이 필요해 보인다고 언급하였음.

이에 대해 관련부서에서는 유동성을 중앙은행 및 금융기관의 통화성 부채를 포함한 넓은 개념으로 사용하였으며, 미 연준의 금리인상이라는 큰 흐름 속에서 금융기관들이 디레버리징을 위한 위험자산 축소를 저울질하는 최근 상황을 의미한 것이라고 답변하였음.

한편 동 위원은 DSR 규제가 현재 은행의 가계대출에만 적용되고 있고 비은행 금융기관의 경우에는 내년 상반기 중 업권별로 순차적으로 시행될 예정인 가운데 기업대출로 분류되는 개인사업자대출의 경우 DSR 규제 적용대상이 아니어서 일부 풍선효과가 나타날 수 있어 보인다고 언급하면서, 이에 대한 관련부서의 견해를 물었음.

이에 관련부서에서는 최근 개인사업자대출에 대해서도 LTV 규제가 도입된 데다 임대업이자상환비율(RTI) 규제가 추가로 강화된 부분도 있어 대출수요 이전효



과가 종전보다는 크지 않을 것으로 보인다고 답변하였음.

또한 동 위원은 최근 회사채 신용스프레드가 확대되고 대기업 대출금리도 여타 금리보다 더 상승하였는데, 이 과정에서 신용위험에 대한 인식 변화 등이 작용한 것은 아닌지 질의하였음.

관련부서에서는 금리가 전반적으로 하락하는 과정에서 국고채 금리가 상대적으로 큰 폭 하락함에 따라 우량물 회사채를 중심으로 스프레드가 소폭 확대되었다고 답변하였음. 또한 대기업 대출금리의 상승은 기준금리 인상 기대로 지표금리인 단기시장금리가 올라간 데 영향을 받은 측면이 강하며, 신용위험과는 관련이 없는 것으로 보인다고 첨언하였음.

이에 동 위원은 하반기 중 대기업의 회사채 순발행규모가 전년동기보다 소폭 늘어났는데, 이러한 모습도 금리인상 기대를 반영한 것인지 물었음.

이에 관련부서에서는 금리인상에 대비한 선차환 및 운전자금 조달 목적의 발행이 많은 것으로 보인다고 답변하였음.

#### (다) 「통화정책방향」에 관한 토론

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

먼저 최근 우리나라의 매크로 레버리지 현황에 대한 관련부서의 다음과 같은 의견 제시가 있었음.

우리나라의 매크로 레버리지는 주요국에 비해 낮은 수준이며 금융위기 이후 상승 폭도 축소되었는데, 부문별로 살펴보면 정부부문은 레버리지가 OECD 평균의 절반, 기업부문은 평균 수준이지만 가계부문의 경우 OECD 평균을 큰 폭 상회하고 있음. 민간부문 레버리지가 가계를 중심으로 상승해 온 가운데 정부부문 레버리지는 최근 하락하면서 민간과 정부 부문 간 레버리지 격차가 확대되었는데, 앞으로도 레버리지 격차가 크게 완화되기는 어려울 것으로 예상됨. 아울러 민간부문의 레버리지가 과도하게 상승할 경우 중장기적인 금융불안 요인으로 작용할 수 있으므로 이를 안정시키기 위한 정책조합이 필요한 것으로 판단됨. 예를 들어, 통화정책과 거시건전성정책은 민간부문 레버리지가 지속 가능한 수준에서 억제될 수 있도록 운용하되 재정의 경기대응 역할은 확대해 나갈 수 있겠음.

일부 위원은 최근 경기상황과 금융불균형 등을 고려할 때 확장적 재정정책의 필요성에는 공감하지만 민간과 정부 부문 간 레버리지 차이가 확장적 재정정책의 충분조건이 되기는 어려워 보인다고 언급하면서, 이에 관해서는 재정과 통화 정책의 최적조합 측면에서도 접근해 볼 필요가 있어 보인다는 견해를 나타내었음.

이에 대해 관련부서에서는 민간부문에 비해 정부부문의 레버리지가 낮은 점만이 확장적 재정정책 필요성의 충분한 근거라고 할 수는 없지만, 민간부문 레버리지를 안정시키고자 하는 경우 정부부문 레버리지가 높지 않은 점을 고려하면 재정정책의 경기대응 역할을 확대할 수 있는 여력이 있는 것으로 보인다고 답변하였음.

다른 일부 위원은 매크로 레버리지의 구성과 총량 중 어느 쪽이 더 문제인지, 그리고 민간부문 레버리지의 지속가능성은 어느 정도이며 그렇게 평가할 수 있는 근거는 무엇인지에 대해 먼저 명확히 분석한 후에 정책대응 방식을 논의하는 것이 적절해 보인다는 의견을 제시하였음.

이어서 동 위원은 최근의 가계부문 레버리지 상승이 어느 정도로 위험한 것인지 가늠해 보려면 과거 주택가격이 상승하였다가 하락한 시기의 레버리지 변화와 충격에 따른 영향 등을 살펴보면서 최근 상황과 비교·분석해 볼 필요가 있다는 견해를 표명하였음.

또 다른 일부 위원은 현재 가계부채가 관리 가능한 수준이지만 동시에 관리가 필요한 시점이라고 언급하면서, 사전적으로 금융감독 등을 통해 가계부채 증가를 억제하는 데는 한계가 있을 수 있으므로 통화정책을 통해 가계부채가 억제될 수 있는 환경을 조성하는 것이 필요하다는 의견을 피력하였음.

아울러 동 위원은 기업부문 레버리지가 정부의 혁신성장, 중소기업정책 등의 영향으로 상승할 가능성이 있는지에 대해 분석해 볼 필요가 있으며, 재정정책의 경우 확장적인 방향으로 운용되는 것이 바람직하겠지만 복지지출 확대 등이 장기적으로 재정건전성에 미치는 영향에 대해서도 살펴볼 필요가 있다고 당부하였음.

한편 일부 위원은 가계부채 결정요인을 모형으로 분석함에 있어 금리의 내생성, 주택가격과의 인과관계, 금리와 가계부채 간의 시차 등을 주의 깊게 고려할 필요가 있으며, 부동산 관련 규제를 나타내는 변수도 좀 더 포괄적으로 반영해야 할 것이라는 의견을 나타내었음.

다른 일부 위원은 기존 연구들이 제시하는 레버리지의 임계치는 시장에 의해 강제적으로 디레버리징이 시작되는 단계의 레버리지 수준이라기보다는 경제성장을 제약하는 수준으로 해석하는 것이 타당해 보인다고 언급하였음.

또한 동 위원은 과거 여러 국가의 사례를 살펴보면 민간부문 디레버리징이 통상 정부부채의 증가를 수반하였다는 점에서 민간부문 레버리지를 안정시켜 나가는 과정에서 나타날 수 있는 소비제약 등의 부작용에 정부의 지출여력을 활용하여 대응하는 것은 적절한 것으로 보인다고 덧붙였음.

또 다른 일부 위원은 기업부문 레버리지 분석 시 중소기업과 대기업을 나누어 접근해 볼 수 있으며, 임계치 분석 등에 국가별 산업구조가 상이한 점 등을 감안할 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

#### (4) 한국은행 기준금리 결정에 관한 위원별 의견 개진

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

일부 위원은 최근 실물경제 성장경로의 하방위험이 다소 커진 것으로 보이고 물가도 상승률의 확대속도가 여전히 완만한 가운데 내년도 경로의 하방위험이 미세하게 커진 모습이므로, 이에 금번 기준금리는 현 수준에서 동결하는 것이 적절하다는 견해를 표명하였음.

최근 우리 경제의 실물 측면을 살펴보면 대외환경의 불확실성이 한층 높아지는 가운데 민간소비의 기저 회복세에 둔화 조짐이 있어 내년도 성장의 하방위험

이 다소 증가한 모습임. 대외적으로는 선진국의 경우 미국경제는 견조한 성장세를 유지하고 있으나 일본, 유로 경제는 성장흐름이 약화된 모습임. 미국 이외 선진국의 3/4분기 성장률 둔화에는 독일의 자동차관련 인증절차 지연으로 인한 마이너스 성장 등 일시적 요인의 영향도 있었음. 그러나 전반적으로는 올해 중반 이후 전산업 PMI 등 투자관련 지표가 꾸준히 둔화추세를 보여온 것이 성장률에 실현되는 것으로 보이며, 이에 기초적인 향후 성장전망이 약화되는 모습임. 한편 중국경제도 올해 2/4분기 이후 투자가 정체된 흐름을 지속하여 온 것에 더하여 10월 소비지표가 상당 폭 둔화되어 성장세 약화가 뚜렷해지는 모습임.

세계 주요금융시장과 원자재 시장의 가격동향에서는 내년 및 중기 세계경제 전망과 관련한 불확실성이 최근 크게 높아지고 있음이 관찰됨. 그 중심에는 미국의 호황 지속에 대한 의문과 더불어 보다 중요하게는 중국의 성장세 둔화 정도, 그리고 이와 상호작용하고 있는 중국과 미국의 무역분쟁 전개방향을 둘러싼 불확실성 상승이 있다고 보임. 두 요인 모두 현재로서는 향후 전개양상에 대한 예측의 불확실성이 매우 높지만, 그 만큼 내년도 세계경제의 성장과 교역증가율에 하방위험이 다소 커진 상황이라 판단됨. 이러한 대외환경의 전개가 우리나라 수출에 미칠 수 있는 부정적인 영향은 아직 지표에서는 나타나지 않고 있음. 9~10월 수출은 올해 중의 양호한 흐름을 지속하고 있으며 11월에도 비슷한 흐름인 것으로 보임. 지역별로 보면 신흥국 수출의 증가세는 둔화되었으나 미국 등 선진국으로의 수출이 2/4분기 대비 오히려 반등하며 전체적으로 양호한 증가세를 이끄는 모습임. 선진국으로의 수출호조는 최근 선진국 실물경기의 흐름과는 상응하지 않는 특이한 현상임. 최근 수출호조는 교역분쟁의 당사국인 중국에서도 발견되는 현상인데, 무역분쟁 악화를 대비한 수입 의존 선진국 기업들의 선수입이 원인이라는 해석도 제기되고 있음. 이 가능성을 배제할 수 없으므로 최근 수출호조는 내년 중 반락으로 상쇄될 위험이 있음에도 유의하여야 하겠음.

내수를 보면 소매판매가 9월 이후 감소세에서 회복되지 못한 것으로 추정되고 서비스업 추이도 보합세로 보여 최근 실적지표는 민간소비의 회복세 둔화를 시사하고 있음. 민간소비는 작년도 하반기 장기간의 침체에서 회복세로 전환하였고 올해 상반기까지 전년대비 GDP성장률을 상회하였음. 가계부분의 저축률이 여전히 높게 유지되고 있는 것으로 보여 지난 1년 높았던 민간소비 증가세가 향후에도 유지될 수 있을 것인지에는 상당한 불확실성이 있음. 최근 지표는 일단 가계소비성향의 회복이 충분하지 않음을 시사하는 방향이며, 이런 의미에서 민간소비의 기초적 회복세는 둔화위험이 커졌다 하겠음. 향후 실제 소비증가율이 어느 정도 수준에서 실현될지의 여부는 승용차 개별소비세 인하, 정부소비 증가 등 정부의 소비진작정책이 가져올 효과에 의존할 것으로 보임. 내수의 다른 항목인 투

자는 건설투자의 기초적인 하락조정을 배경으로 전반적으로 조정추세가 계속되는 모습임.

한편 물가는 소비자물가 상승률의 경우 농산물가격 급등 등에 기인해 9월 1.9%에 이어 10월 2.0%를 기록하였음. 반면 최근 상승요인이 모두 공급측 요인이었음에 따라 근원물가 상승률은 9월 1.0%, 10월 0.9%로 유례없이 낮은 수준을 지속하고 있음. 올해 중 임금상승세가 상당히 높게 유지되고 있어 물가상승률의 확대를 기대하여 왔으나, 현실의 물가흐름에서는 여전히 상승률의 확대기조는 나타나지 않는 모습임. 오히려 경기민감품목의 물가상승률이 10월 다소 하락하였고, 올해 자주 거론되었던 관리물가품목을 제외한 근원물가 흐름도 10월 소폭 둔화되었음. 모두 수요측 물가상승압력은 미세하게 약화됨을 시사하며 최근 실물경기의 경로와도 부합됨. 조사국은 지난 10월 전망에서 내년도 근원물가 상승률을 1.6%, 내년도 소비자물가 상승률을 1.7%로 예상한 바 있음. 지난 금통위 회의에서 동전망치는 하방위험이 있다는 의견을 피력하였는데, 이후 이 평가의견을 수정하여야 할 상황 변화는 없었다는 판단임.

이상 실물경제와 물가의 흐름에 의하는 한 통화정책 금리의 인상을 거론하는 것은 쉽지 않다는 판단임. 그럼에도 금리인상의 논거를 찾고자 한다면 금융안정에 대한 고려일 수밖에 없을 것으로 보임. 최근 적지 않은 사회적 공감을 얻고 있는 견해는 가계부채의 증가속도가 과다하므로 이에 대한 통화정책적 대응이 필요하다는 것으로 보임. 우리나라 가계부채 증가율은 2008년 세계 금융위기 이후 10년의 장기간 꾸준히 소득증가율을 상회하여 왔고 특히 2015년, 2016년은 두 자리수로 증가하였음. 이 추세는 우려되며 증가속도를 제어할 정책대응이 필요하다는 데 동의함. 그러나 그 대응수단이 학계와 주요 중앙은행에서 중론으로 되어 있는 건전성정책이 아니라 통화정책이어야 하는 것인지는 의문임. 특히 우리나라의 경우 다음의 이유로 금융안정은 건전성정책으로 대응하고 통화정책은 인플레이션 타게팅에 충실하게 거시상황에 초점을 두어 운용하는 것이 바람직하다는 의견임. 최근 가계부채의 추이를 보면 작년에 비해 증가세가 둔화되었음. 그럼에도 여전히 부채증가 속도는 소득증가 속도를 넘어선 상태에 머무르고 있는데, 최근 부채증가를 주도하고 있는 것은 은행의 전세자금대출과 신용대출임. 2014~16년 가계부채 급등기에 집단대출, 전세대출을 제외한 순수한 개별 주택담보대출이 두 자리수 증가율을 기록하며 급증을 주도하였던 것과는 크게 다른 양상임. 신규분양시장과 연계된 은행 집단대출은 증가율이 작년 이후 둔화세로 전환되었고 신규분양흐름을 볼 때 향후 하락폭이 커질 전망이다. 은행의 전세대출을 제외한 개별 주택담보대출은 증가율 하락세가 한층 빠르게 진행되어 올해 10월 기준 전년동기 대비 잔액 증가율은 마이너스, 즉 감소세로 전환되었음. 신규분양 또는 주택매매

와 관련된 대출 증가율이 안정화되는 반면 전세대출과 신용대출이 크게 증가하는 최근 현상은 주목되어야 함. 보증, DSR규제 등 건전성 규제의 적용이 전세대출 등에 대해 완화 적용되고 있고, 이를 은행이 적극적으로 대출세일즈에 활용하고 있음이 주된 원인이라고 생각됨. 그렇다면 이에 대한 1차 대응은 미시 건전성정책에 의함이 적당함. 관련 정책당국도 이 점을 인식하여 지난 9.13대책에는 전세대출에 대한 보증요건 강화가 포함되었으며 이 방안이 10월 15일부터 시행되고 있음. 이 정책의 효과를 지켜보되 효과가 제한적인 경우 전세대출과 신용대출에 의한 DSR규제 등의 강화방안 검토를 신중히 제안함.

이상을 종합하면 최근 선진국경제와 중국경제의 성장세 둔화와 무역분쟁의 지속으로 대외환경의 불확실성이 한층 높아지고, 내수의 둔화 조짐도 나타나면서 실물경제 성장경로의 하방위험이 다소 커진 것으로 보임. 물가도 상승률의 확대 속도가 여전히 완만한 가운데 내년도 경로의 하방위험이 미세하게 커진 모습임. 이에 금번 기준금리는 현 수준에서 동결하는 것이 적절하다는 판단임.

다른 일부 위원은 경기와 물가 등 실물경제를 고려하여 통화정책의 완화기조는 유지하되, 이번에는 좀 더 금융안정에 중점을 두어 기준금리를 현 1.50%에서 1.75%로 상향 조정하는 것이 바람직하다는 견해를 밝혔음.

지난 통화정책방향 회의 이후 경제동향을 살펴보면, 세계경제는 미국경제가 견조한 성장흐름을 보였지만, 중국, 유로지역, 일본의 경우 성장세가 주춤한 모습임. 국제유가가 큰 폭의 하락세를 보인 가운데 글로벌 교역증가세도 소폭 둔화되는 듯 하나, 이러한 세계 성장 및 교역 둔화는 일시적 요인에 기인하는 바도 있어 전체적으로는 아직까지 지난 10월 전망경로를 크게 이탈하지 않고 있는 것으로 보임. 국제금융시장에서는 미국 등 선진국의 주식, 외환시장 변동성이 확대되었으나, 신흥국 금융불안은 일부 안정세를 시현하였음.

국내경제는 민간소비가 고용 부진에도 불구하고 10월 전망 수준에서 크게 벗어나지 않는 증가세를 이어가고, 수출은 반도체수요 호조 등으로 높은 증가세를 나타내었음. 최근 반도체 가격이 조정되는 움직임을 나타내는 등 전기전자업종 중심의 우리 수출에 대한 우려도 꾸준히 제기되고 있어 향후 동향을 면밀히 분석해야 하겠음. 설비 및 건설투자의 경우 조정양상을 이어가고 있음. 우리의 주요산업은 내년에도 전망이 밝지 않고 주요국대비 경쟁력 약화가 우려된다는 지적이 꾸준히 제기되고 있음. 중장기적인 성장잠재력 확충을 위해서는 산업의 구조적 문제에 대한 검토가 있어야 할 것임. 특히 자동차, 조선 등 구조조정 과정에 있는

산업들의 전망과 부동산시장 안정화 정책 등이 건설업과 투자에 미칠 영향에 대해서도 점검해야 한다고 봄. 고용은 10월 중 취업자수 증가규모가 소폭 확대되는 등 다소 호전되었으나, 내년에도 크게 개선되기는 어려운 상황임. 고용이 일부 개선된 것은 주로 정부의 일자리지원정책 등에 기인한 보건복지업, 그리고 아파트 입주물량 증가에 따른 건설업의 고용 증가에 힘입은 바 크고, 제조업과 도소매, 음식숙박업 등에서의 부진은 지속되고 있기 때문임.

이와 같이 경기와 고용상황이 10월 전망한 수준에서 크게 벗어나지 않고 있는 것으로 보이나, 경기지표와 심리지표의 하락세 지속에서 보듯 성장의 하방위험에 대한 우려도 커지고 있다 하겠음. 금년과 내년의 물가도 대체로 10월 전망 수준과 부합할 것으로 예상됨. 소비자물가 상승률은 2% 물가목표에 더 근접하였으나, 근원인플레이션율은 1% 내외 수준에 머무르고 있음. 앞으로는 급등 후 급락세를 보이고 있는 국제유가와 일부 공공요금 인상 추이 등을 면밀히 지켜보며 기초적 물가흐름을 판단해 나가야 하겠음. 이와 함께 지난 8월 이후 하락추세를 보이고 있는 기대인플레이션율에 대한 모니터링도 필요할 것임.

실물경제 상황을 고려하면 GDP갭이 소폭이나마 마이너스일 가능성이 있는 것으로 추정되고, 수요 측면에서의 물가상승압력도 크지 않을 것으로 보여 완화적 통화정책기조는 앞으로도 당분간 유지해야 할 것으로 판단됨. 다만, 그동안 지적해온 대로 지금은 금융안정에 보다 유의해야 할 시점이라고 생각함. 금융불균형 누적문제에 대한 대응과 관련, 가계부채는 정부정책 등의 영향으로 안정세를 보일 것으로 예상하지만, 여전히 증가속도가 소득증가율을 웃돌고 있음. 금리가 인상될 경우 취약차주 등의 이자상환부담이 더 커질 우려가 있으나 스트레스 테스트 결과에 비추어 볼 때 감내가능한 수준으로 추정됨. 정부의 적극적인 서민금융과 취약차주 대책 등도 이와 같은 취약차주 부담완화에 기여할 것으로 기대함.

마지막으로, 대외부분 금융안정과 관련해서는 건실한 거시경제상황, 높은 대외신인도 등을 감안할 때, 한·미 간 금리역전이 당장 대규모 자본유출로 이어지는 않을 것으로 여겨짐. 다만 미 연준의 금리인상에 따라 경제여건이 취약하고 대외부채가 많은 일부 신흥국들의 불안이 이어질 수 있고, 미·중 무역분쟁의 진행과정에서 중국관련 리스크가 부각될 우려도 있음. 주요국 통화정책 정상화, 미·중 무역분쟁 등과 관련한 다양한 시나리오에 대해 검토해야 할 것임.

이상의 상황을 종합해보면 경기와 물가 등 실물경제를 고려하여 통화정책의 완화기조는 유지하되, 이번에는 좀 더 금융안정에 중점을 두어 기준금리를 현 1.50%에서 1.75%로 상향 조정하는 것이 바람직하다고 판단함.

또 다른 일부 위원은 금번 회의에서는 기준금리를 1.50%에서 1.75%로 인상하는 것이 바람직하다는 견해를 나타내었음.

글로벌 시장환경이 지속적으로 급변하고 국내적으로는 고령화가 빠르게 진행되고 있어서 우리 경제에 대한 근본적 구조적 대응이 요구되는 상황임. 이런 새로운 국면을 접하며 우리 경제는 지난 수년 간 저성장 기조 하에 낮은 수준의 경기변동성을 유지하며 회복하고 있음. 또한 이와 연관되어 경기적 선순환이 원활하지 않아 완화적 통화정책이 내수는 진작하지만 비효율적 자원배분을 수반하는 경향이 있어 금융불균형을 확대시키고 있는 것으로 판단됨. 그러므로 물가의 수요압력이 미약하나마 유지되고 있는 현 상황에서 저축과 투자유인을 중립적 금리수준 방향으로 조정하여 금융불균형을 억제하는 것이 바람직하다고 생각됨. 아울러 취약계층에 대한 재정지출이 확대되는 시기와 맞물리기 때문에 총수요 압력에는 큰 변화가 없을 것으로 예상됨.

물가를 보면 관리물가를 제외한 물가지수는 상승 움직임을 나타내고 있어서 물가의 수요압력은 유지되고 있는 것으로 평가됨. 10월 인플레이션은 석유류제품과 농축수산물의 상승에 힘입어 물가목표치 2.0%에 도달하였음. 근원물가와 개인서비스물가의 상승률이 둔화되었지만 이는 관리품목인 학교급식비, 병원검사료 등의 하락에 주로 기인함. 동 품목들을 제외할 경우 개인서비스물가의 상승률은 2.2%에서 2.7%로, 그리고 근원물가 상승률은 0.9%에서 1.4%로 각각 상향 조정됨.

반면 금융불균형은 계속 누증되고 있는 것으로 판단됨. 금융불균형은 내수 증대에 소요된 자원이 시간을 두고 지속가능한 부가가치 창출로 이어지지 않은 만큼 낭비된 부분이라고도 정의할 수 있겠음. 금융시장에서의 금융불균형은 실물경제의 펀더멘탈 이상의 수익추구(search for yield)에 따른 위험에 대한 미스프라이싱(mispricing)에서 출발하며, 결국 금융기관의 대차대조표에 축적됨. 하지만 그 정도를 측정하는 데에는 현실적으로 어려움이 있음. 이는 미시데이터의 부족뿐만 아니라 과도한 담보활용 관행, 풍부한 유동성 상황에서 공정가액 측정의 애로, 그리고 금융상품 간의 복잡한 연계성 확대에 의한 거래상대방 위험 추적의 어려움 등에 기인함. 한편 실물경제 측면에서는 소득대비 부채의 과도한 확대에 금융불균형을 상대적으로 용이하게 가늠할 수 있음. 최근 우리 경제의 불균형은 부동산 시장으로의 쏠림현상에서 잘 드러남. 고령화에 대비한 저축 부족이 부각되면서 임대수익이나 자산가격 차익 추구를 목적으로 레버리지를 통한 부동산투자가 중장년층을 중심으로 확대되었음. 여기에 차입제약이 완화되면서 주택마련이나 업그레이드의 기회를 노리는 유인들이 합세하며, 지역별로 큰 편차가 있어 공급이 제한된 일부 수도권지역에서는 가파른 가격상승도 있었지만, 전국적으로는 주택



의 과잉공급이 발생하였음. 이로 말미암아 미분양이 확대되고 전세 및 월세 가격이 하락하고 있음.

아울러 주거용 부동산에 대한 규제가 강화된 2017년 이후에는 상업용 부동산 시장에 대한 금융기관의 대출이 빠르게 증가하고, 자산가격 상승에 대한 기대로 수익률이 예금금리를 크게 상회하며 투자유인으로 작용하였음. 그 결과, 주택시장과 유사하게 과잉공급이 나타났고, 전년도에 잠시 하락하였던 오피스 공실률이 다시 상승세로 전환되었음. 특히 상업용 부동산의 임차인이 자영업자 중심으로 증가하고 있어서 향후 업황이 침체될 경우 관련 대출의 부실화가 우려됨. 일부 실증분석에서 중·고위 기술 제조업에서만 지속적인 순고용확대 효과가 발생하는 것으로 나타나듯이, 기술적 배경없이 단기적 투자유인만을 통한 창업 활성화는 중기적으로 더 큰 사회적 비용을 초래할 수 있음에 유의해야 함.

정부의 다양한 규제정책으로 인하여 주택시장은 다소 안정을 찾고 있는 것으로 판단됨. 다만 누적된 금융불균형이 근본적으로 해소되기 위해서는 부채확대에 따른 이자부담을 실질소득 증가로 상환할 수 있는 역량이 형성되어야 함. 현재로서는 우리 경제의 구조적 상태와 상기 언급한 부동산의 과잉공급 상황으로 보아 부채증가가 잠재성장률 확대를 견인하지 못하고 있는 것으로 보임. 이는 결국 상대적 가격조정, 즉 인플레이션 확대나 부실채권 증가로 이어질 가능성이 크다는 것임.

결론적으로 물가압력이 미약하나마 유지되고 있는 가운데 금융불균형의 누적이 지속되는 현 상황에서는 근본적 구조조정과 더불어 투자유인을 중립금리 방향으로 조정해 나가야 한다고 생각됨. 이를 통해 효율성을 증대하고 풍선효과를 선제적으로 차단하여 중장기적 경제손실을 축소할 수 있을 것으로 생각함.

그러므로 본 회의에서는 기준금리를 1.50%에서 1.75%로 인상하는 것이 바람직하다고 판단함.

한편 일부 위원은 기준금리를 현 수준에서 유지하는 것이 바람직하다는 견해를 밝혔음.

우리 경제의 성장세는 2/4분기 이후 전분기 대비 0.6%, 즉, 연율 2%대 중반 수준으로 서서히 둔화되어 왔음. 성장의 내용도 반도체 수출과 재정지출에 의존하는 다소 불안한 모습이며, 민간부문에 의한 고용은 매우 저조한 상태임. 향후 경기도 낙관하기 어려움. 호조세를 유지해 온 세계경제의 산업생산과 교역량 증가율, 제조업심리지수와 경기선행지수 등 대부분의 경기지표들이 일제히 정점을

지나 둔화추세로 전환되고 있음. 특히 중국의 경기 둔화가 무역분쟁 및 부채조정 과정에서 심화될 위험이 있어, 중국과의 관계가 밀접한 우리 경제에 부정적인 요인으로 작용할 가능성도 배제할 수 없음. 내수의 경우에도 설비투자과 건설투자의 조정이 지속되는 가운데, 상대적으로 양호한 모습을 보여 왔던 민간소비의 증가세도 완만해지는 모습임. 임금상승률의 확대에도 불구하고 고용 부진과 자영업 사업소득 감소, 그리고 비소비지출 급증 등이 처분가능소득의 증가와 민간소비를 제약하는 상황에서, 정부소비만 높은 증가세를 유지하는 불균형적 상황이 지속되고 있음.

내수 부진을 반영하여 기초적 물가상승률은 낮은 수준에 머물러 있음. 근원물가 상승률은 1% 내외까지 하락하였으며, 여기에서 관리물가를 제외해도 1%대 중반의 상승률에 머물러 있음. 특히 근원물가 상승의 주된 기여항목인 개인서비스 가격의 경우에도 노동집약적 품목의 가격이 상대적으로 많이 오른 것으로 나타나고 있어, 수요 측면의 압력보다는 노동비용 상승 충격에 상당한 영향을 받고 있음을 시사함. 향후에도 경기여건이 낙관적이지 않다는 점을 감안할 때, 기초적인 물가가 빠르게 상승할 가능성은 높지 않은 것으로 판단됨. 전체 소비자물가 상승률의 경우에는 전년동기대비 유가상승과 기저효과 등에 의해 당분간 2% 내외를 기록할 것으로 보이나, 일시적 요인들이 해소되면서 점차 하락하여 근원물가 상승률에 수렴해 갈 것으로 예상됨.

금년 중반 이후 큰 폭으로 하락한 국채금리는 이와 같은 거시경제 하방위험에 대한 시장의 우려를 반영하고 있는 것으로 보임. 최근 우리나라의 금리는 기준금리뿐만 아니라 모든 만기의 국채금리가 동일한 만기의 미국금리를 상당 폭 하회함. 장단기 금리의 격차도 경기 둔화 신호여부 논란을 촉발하고 있는 미국의 장단기 금리격차와 비슷한 수준까지 축소되고 있음. 미국과의 금리 역전에도 불구하고 환율 및 외환시장이 안정적인 모습을 유지하고 있는 것은 금융시장이 우리 경제의 대외건전성보다 내부적인 거시경제 위축 가능성을 더욱 우려하고 있음을 나타내는 것으로 해석됨.

한편, 지난 수년 간 큰 폭으로 증가한 가계부채가 여전히 소득보다 빠른 속도로 증가하고 있어 대표적인 금융불균형 문제로 지적되고 있음. 다만 다양한 스트레스 테스트들은 현재의 가계부채가 주요 금융기관의 건전성 훼손을 통해 금융시장 전반을 위협할 가능성은 높지 않은 것으로 평가하고 있음. 아울러 단기적 등락은 있으나 작년 이후 가계부채 증가세는 둔화되는 추세에 있으며, 동 추세가 지속된다면 내년에는 소득증가율을 크게 상회하지 않는 수준까지 둔화될 가능성이 있는 것으로 보임. 특히 부동산 관련 대출을 적극적으로 제한한 9.13 대책과 DSR 규제 전면 시행이 효과적으로 정착된다면, 그 가능성은 커질 것임.

이와 같은 여건들을 감안할 때, 기준금리를 현 수준에서 유지하는 것이 바람직하다고 생각함. 최근 시행된 강력한 거시건전성 대책이 가계부채 증가세를 둔화시킬 것으로 예상되고 있는 현 시점에, 그 둔화추세를 가속화시키기 위한 금리인상의 필요성 혹은 경제·사회적 편익에 대해서는 논란의 여지가 있는 반면, 거시경제의 하방위험 확대라는 금리인상의 비용은 명확해 보임. 아울러 금융자원의 쏠림현상과 같은 미시적 자원배분의 비효율성보다 높은 실업률과 낮은 가동률로 대표되는 총량적 차원의 유향 실물자원에 의해 초래되는 비용을 축소시키는 것이, 그리고 이를 통해 궁극적으로 경기 및 물가를 안정시키는 것이, 거시경제 정책으로서 통화정책에 기대되는 본연의 역할인 것으로 이해하고 있음. 따라서 기조적 물가상승률이 목표수준을 지속적으로 하회하고 경기 둔화에 대한 우려가 점증하는 현 시점에서의 통화정책은 금융불균형 완화보다 거시경제의 하방위험 완충에 초점을 두고 수행되는 것이 바람직하다고 판단함.

다른 일부 위원은 금번 회의에서는 기준금리를 현재의 1.50%에서 1.75%로 상향 조정하는 것이 바람직하다는 견해를 나타내었음.

지난 통화정책방향 결정회의 이후 경제여건 변화를 살펴보면, 대내외 금융시장의 변동성이 크게 확대되었으나 실물경제의 움직임은 비교적 안정적이어서 10월 조사국 전망경로에서 크게 벗어나지 않고 있음. 세계경제의 경우 미국을 중심으로 잠재성장률을 웃도는 성장세를 지속하고 있는 것으로 추정됨. 유로지역 성장세가 예상을 하회하고 있지만, 일본경제는 일시적 부진에서 회복되고 아시아 신흥국의 제조업 관련 지표들도 개선되는 모습임. 국내경제는 잠재성장률 수준의 성장세를 유지하고 있으나 성장의 동인이 주로 수출에 집중되어 있는 가운데 투자의 조정국면이 장기화되고 있음. 최근 발표된 경제지표를 기초로 판단해 볼 때, 건설투자의 부진은 앞으로도 한동안 계속될 것이지만 설비투자의 하락세가 진정되는 가운데 소비는 완만한 상승세를 지속할 것으로 보임. 이에 따라 수출과 내수의 격차는 다소 축소될 것으로 예상됨.

금융안정 상황을 보면 가계부채 증가세가 둔화되고 있으나 소득증가율을 상회하고 있고 10월에는 규제 강화를 앞둔 선수요가 더해지면서 증가율이 다소 높아졌음. 부동산 및 가계대출 규제가 지속적으로 강화되고 있어 주택담보대출 증가율이 크게 확대될 가능성은 높지 않은 것으로 보이나, 다른 부문으로의 풍선효과 가능성은 배제할 수 없음. 실제 규제의 영향력이 상대적으로 크지 않은 가계의 신용대출이나 개인사업자대출의 증가세는 최근까지도 높은 수준을 유지하고

있는 것으로 보임. 수 차례의 미시적 규제에도 불구하고 민간부문의 레버리지가 계속 상승해 오고 있다는 것은 어느 정도는 완화적 금융상황을 배경으로 작지 않은 대출수요가 잠재해 있음을 시사하는 것으로 판단됨. 이에 따라 성장과 물가 흐름이 크게 미흡하지 않다면 통화정책 완화기조의 적절성을 판단함에 있어 금융 불균형 누적 가능성에 대한 보다 비중 있는 고려가 필요하다고 생각됨.

물론 향후 국내외 경제의 성장경로 상에 있어 불확실성은 여전히 높은 상황임. 미·중 무역갈등, 주요국 통화정책 정상화, 유로지역 정치상황 등의 불안요인이 상존하는 가운데 최근 금융시장에서는 글로벌 경기국면의 전환 가능성에 대한 우려가 관심을 받고 있음. 지난 수년간 세계경제 성장의 버팀목이 되었던 미국 경기가 이미 성숙국면에 진입했고 중국경제의 성장세도 구조적으로 둔화되고 있다는 것이 많이 인용되고 있는 논거임. 반면 세계경제의 성장세가 완만해지는 것은 지난 2년 동안 잠재성장률을 큰 폭으로 상회했던 성장세가 보다 지속 가능한 수준으로 정착하기 위한 자연스러운 조정이라고 보는 견해도 상당함. 과거 사례를 볼 때, 세계경제가 본격적인 둔화국면으로 진입하게 될 가능성을 제한하는 여러 완충 요소들이 아직 유효함을 주목할 필요가 있음. 무엇보다 글로벌 유동성이 실물경기에 여전히 우호적인 상황임. 주요국 통화정책 정상화가 꾸준히 지속되고 일부 신흥국의 금융상황이 긴축적으로 돌아서고는 있지만, 세계경제 전체적으로 본다면 글로벌 통화정책과 금융상황은 여전히 완화적인 것으로 추정됨. 또한 주요국 노동시장 상황이 빠르게 개선되면서 실업률이 크게 낮아졌지만 아직은 임금 상승 정도가 생산성 증가를 추월하지 않고 있어 기업수익 전망을 크게 악화시키지 않고 있음. 그 외에도 제조업 재고수준이 크게 부담스럽지 않다는 점이나 대외건전성이 양호한 국가들 위주로 내수 부양정책이 나오고 있다는 점 등을 고려한다면 세계경제 성장률이 어느 정도의 조정과정을 거칠 수는 있겠으나 내년에도 양호한 수준을 지속할 것이라는 전망이 여전히 지지되고 있는 것으로 판단됨. 국내경제의 경우 여러 구조적 제약과 미시적 정책 변동으로 인해 경기전망의 시계를 길게 갖고 가기가 쉽지 않으나, 세계경제 호조에 힘입은 수출 증가세 지속과 확장적 재정정책 운용으로 조사국 전망치에 부합하는 2%대 중후반의 성장세가 유지될 것으로 보임. 다만 지난 10월 이후 금융시장의 변동성이 재차 확대되고 있다는 점에서 경기 판단 및 전망에 있어 계속적 주의가 필요함. 금융시장의 높은 변동성이 장기화될 경우 경제주체들의 불안심리를 자극할 수 있고 이는 다시 자기실현적 과정을 통해 실물경제에 부정적으로 작용하는 경향이 있기 때문임.

물가상황을 보면 소비자물가 상승률은 3/4분기 중 1.6%에서 10월에 2.0%로 상승한 반면 근원인플레이션율은 3/4분기 1.0%에서 10월 0.9%로 소폭 하락하였음. 최근 소비자물가 상승세 확대는 농산물가격에 따른 상방압력이, 근원인플레이

선율 둔화는 한시적 자동차세 인하 등과 같은 정책적 요인에 의한 하방압력이 작용하였던 것으로 판단됨. 이와 같이 여러 불규칙 요인들이 상반된 방향으로 영향을 미치고 있어 기저물가 추이를 판단하는 것이 쉽지는 않으나, 중장기적 측면에서 보면 지난 수년 간 물가상승 흐름을 제한해 왔던 요인들이 대체적으로 후퇴해 오고 있음을 주목하고 있음. 최근의 국제유가 하락과 한시적 유류세 인하 등으로 소비자물가 오름세가 당분간 조정될 것으로 보이나, 일시적·정책적 요인들의 영향이 상대적으로 적은 품목들의 가격 움직임을 참고해 볼 때 소비자물가는 중기적으로 물가목표에 다시 근접해갈 것으로 예상됨.

상기 요소들을 종합적으로 고려할 때 통화정책의 완화적 기조를 다소 축소하는 것이 적절하다고 생각함. 대내외 경제환경이 유동적이긴 하지만 국내경제의 성장률 추이가 전망경로에서 크게 이탈하지는 않을 것으로 판단되며, 물가상승률도 여러 불규칙 요인들로 인해 단기적으로는 변동성이 확대될 수 있지만 중장기적으로는 점차 목표치에 근접한 수준에 정착할 것으로 전망되고 있음. 또한 통화정책 완화 정도를 점진적으로 조정하는 것은 금융불균형 확대에 대한 우려를 제한함과 동시에 보다 장기적인 시계에서 통화정책 여력을 확보하는 데에도 도움이 될 것으로 기대하고 있음. 이에 따라 이번에는 기준금리를 현 1.50%에서 1.75%로 인상하는 것이 바람직하다고 판단함.

또 다른 일부 위원은 금번 회의에서는 기준금리를 현재의 1.50%에서 1.75%로 상향 조정하는 것이 바람직하다는 견해를 표명하였음.

먼저 지난 10월 18일 통화정책방향 결정회의 이후의 여건 변화를 감안하여 최근의 경제상황을 살펴보면, 경기상황은 월별 데이터의 기록은 있지만 큰 흐름은 투자의 큰 폭 조정에도 불구하고 수출이 호조를 지속하고 소비도 꾸준한 증가세를 이어가면서 대체로 잠재수준에서 크게 벗어나지 않는 성장세가 유지되고 있는 것으로 판단됨. 다만 대외적으로 미·중 무역분쟁과 중국의 성장세 둔화에 대한 우려, 국내적으로 일부 업종 불안과 고용 부진 지속 등 경제여건의 불확실성이 높아진 상황임. 물가상황을 보면 소비자물가 상승률이 목표수준의 오름세를 나타내고 있음. 최근의 기초적 물가흐름과 유가하락 등을 감안할 때 향후 소비자물가 상승률은 다소 낮아지겠지만 목표수준에서 크게 벗어나지 않는 1%대 중후반 수준에서 등락할 것으로 예상됨.

국내 금융시장은 10월 중 대외 리스크 증대 등으로 주식시장을 중심으로 변동성이 크게 높아졌다가 11월 들어 다소 진정되는 모습임. 기업의 자금조달 여건

도 양호한 상황이 지속되고 있음. 다만 주요 대내외 리스크 요인이 상존하고 있고 이에 따라 신용위험에 대한 경계감도 높아질 가능성에 유의해야 하겠음.

금융안정 측면에서는 최근 정부대책 등으로 주택가격 상승 기대가 크게 약화되었음에도 불구하고 10월 중 은행과 비은행 가계대출이 금년 들어 가장 큰 규모로 증가하였음. 물론 향후 가계대출은 그동안의 증가 폭 둔화추세를 이어갈 것으로 보이나 여전히 소득증가율을 상회할 것으로 예상되는 만큼, 금융불균형 누적 위험은 쉽게 가시지 않을 것으로 보임.

다음은 이에 대응한 통화정책방향에 대해 살펴보면, 그동안의 통화정책방향 커뮤니케이션은 성장과 물가상황이 각각 잠재수준과 목표수준에서 크게 벗어나지 않는다면 금융안정 상황에 보다 유의하여 완화기조를 축소 조정하는 것이 바람직하다는 것임. 앞서 언급한 바와 같이 최근의 경제·금융상황은 이러한 조건에 부합된다고 판단됨. 또한 기준금리가 인상되더라도 이는 시장의 기대와 부합할 뿐 아니라 완화기조 범위 내에서 소폭 조정이라는 점에서 금융시장과 실물경제에 대한 부정적 영향이 제한적일 것으로 보임. 반면 금융안정 측면에서는 그동안의 각종 거시건전성 정책 대응과 보완적으로 작용하면서 가계부채 누증 등 금융불균형 위험을 완화시키는 긍정적 효과가 상당히 있을 것으로 기대됨.

따라서 이번 금통위 회의에서는 기준금리를 현재의 1.50%에서 1.75%로 상향 조정하는 것이 좋겠다는 의견임. 이는 보다 먼 시계에서의 통화정책 여력 확보, 그리고 미 연준 정책금리와의 격차 확대에 따른 일반의 불안심리 완화 차원에서도 바람직하다고 생각함.

## (5) 토의결론

위와 같은 위원별 의견 개진 내용을 종합, 위원들은 다수결로 한국은행 기준금리를 0.25%포인트 인상하기로 결정하였음.

## (6) 심의결과

앞서의 토의결과를 반영하여 위원들은 다수 의견이 반영된 구체적인 의결문안을 작성하였음.

## 의결문 작성·가결

(다만, 조동철·신인석 위원은 한국은행 기준금리를 0.25%포인트 인상하는 것에 대해 명백히 반대의사를 표시하고 현 수준에서 유지할 것을 주장하였음.)

### 의결사항

「통화정책방향」을 다음과 같이 결정한다.

- ☐ 금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현재의 1.50%에서 1.75%로 상향 조정하여 통화정책을 운용하기로 하였다.
- ☐ 세계경제는 3/4분기중 성장세가 다소 약화되는 모습을 보였으나 대체로 양호한 성장흐름을 이어가고 있는 것으로 보인다. 국제금융시장에서는 주요국 주가가 하락하는 등 높은 변동성이 지속되었으나 일부 취약 신흥국의 금융불안은 다소 완화되었다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 보호무역주의 확산 움직임, 주요국 통화정책 정상화 속도, 유로지역 정치적 불확실성 등에 영향받을 것으로 보인다.
- ☐ 국내경제는 설비 및 건설투자의 조정이 지속되었으나 소비가 완만한 증가세를 이어가고 수출도 양호한 흐름을 지속하면서 대체로 잠재성장률 수준의 성장세를 이어간 것으로 판단된다. 고용 상황은 취업자수 증가규모가 소폭 늘어나는 등 부진이 다소 완화되는 모습을 보였다. 앞으로 국내경제의 성장흐름은 지난 10월 전망경로와 대체로 부합하여 잠재성장률 수준에서 크게 벗어나지 않는 성장세가 유지될 것으로 예상된다. 투자가 둔화되겠으나 소비는 꾸준한 증가세를 이어가고 수출도 세계경제의 호조에 힘입어 양호한 흐름을 지속할 것으로 예상된다.
- ☐ 소비자물가는 농산물 및 석유류 가격의 상승폭이 확대되면서 2% 수준을 나타내었다. 근원인플레이션율(식료품 및 에너지 제외 지수)은 1% 내외 수준을, 일반인 기대인플레이션율은 2%대 중반 수준을 나타내었다. 앞으로 소비자물가 상승률은 당분간 목표수준 내외를 보이다가 다소 낮아져 1%대 중후반에서 등락할 것으로 전망된다. 근원인플레이션율은 완만하게 상승할 것으로 보인다.
- ☐ 금융시장에서는 주요 가격변수의 변동성이 확대되었다가 11월 들어 다소 축소되었다. 주가는 주요국 주가 하락, 미·중 무역분쟁 완화 기대 등에 따라 상당

폭 하락 후 반등하였으며, 장기시장금리는 하락하였다. 원/달러 환율은 소폭 하락하였다. 가계대출은 10월 들어 증가규모가 확대되었으며, 주택가격은 정부의 주택시장 안정대책의 영향으로 오름세가 둔화되었다.

- 금융통화위원회는 앞으로 성장세 회복이 이어지고 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제가 잠재성장률 수준에서 크게 벗어나지 않는 성장세를 지속하는 가운데 당분간 수요 측면에서의 물가상승압력은 크지 않을 것으로 전망되므로 통화정책의 완화기조를 유지해 나갈 것이다. 이 과정에서 향후 성장과 물가의 흐름을 면밀히 점검하면서 완화정도의 추가 조정 여부를 판단해 나갈 것이다. 아울러 주요국과의 교역여건, 주요국 중앙은행의 통화정책 변화, 신흥시장국 금융·경제상황, 가계부채 증가세, 지정학적 리스크 등도 주의깊게 살펴볼 것이다.



(별첨)

## 「통화정책방향」 관련 보고내용

### I. 국내외 경제동향 및 평가

#### 1. 국외경제동향

##### 가. 세계경제

미국은 고용여건 호조에 힘입어 소비를 중심으로 견실한 성장 흐름을 유지하였으나, 유로지역은 자동차 관련 규제 등 일시적 요인에 의한 생산 차질 등으로 성장세가 다소 약화되었음.

중국은 투자 및 소비 증가율이 낮아지면서 성장세가 다소 둔화되었으며, 일본은 자연재해 등 일시적 요인으로 투자 및 수출이 감소하면서 성장세가 주춤하였음.

##### 나. 주요 상품가격

국제유가는 공급물량 증대, 글로벌 수요 둔화 우려 등으로 11월 하순 들어 60달러 내외까지 하락하였음.

기타원자재의 경우 11월 중 곡물가격(월평균, S&P GSCI곡물지수 기준)은 기상여건 악화에 따른 주요 곡물의 공급차질 우려 등으로 전월대비 상승하였으나, 비철금속가격(월평균, LME비철금속지수 기준)은 중국의 경제지표 둔화 영향 등으로 전월대비 하락하였음.

#### 2. 국내경제동향

##### 가. 내수 및 대외거래

10월 중 소매판매는 비내구재가 줄었으나 승용차 등 내구재와 준내구재가 늘어나면서 전월대비 0.2% 증가하였음.

설비투자는 운송장비 투자를 중심으로 전월대비 1.9% 증가하였으며, 건설투자는 건물건설 및 토목건설이 모두 줄어들면서 전월대비 2.2% 감소하였음.

10월 중 수출(549억달러, 통관기준)은 반도체·석유제품·기계류를 중심으로 전년동월대비 22.7% 증가하였음.

9월 중 경상수지는 108.3억달러로 흑자폭이 전년동월(122.9억달러)대비 축소되었음.

#### 나. 생산활동 및 고용

10월 중 제조업 생산은 기타운송장비, 금속가공 등이 늘어나면서 전월대비 0.8% 증가하였음.

서비스업 생산은 보건·사회복지서비스업, 숙박·음식점업 등이 감소하였으나 금융·보험업, 도소매업 등이 늘어나면서 전월대비 0.3% 증가하였음.

10월 중 취업자수는 전년동월대비 6만 4천명 증가하였으며, 실업률(계절조정)은 3.9%로 전월대비 0.1%p 하락하였음.

#### 다. 물가 및 부동산가격

10월 중 소비자물가는 전년동월대비 2.0% 상승하여 전월(1.9%)보다 오름세가 확대되었음. 전월대비로는 농산물가격을 중심으로 0.2% 하락하였음. 근원인플레이션(식료품 및 에너지 제외지수)은 0.9%(전년동월대비)로 전월(1.0%)에 이어 1% 내외의 오름세를 지속하였음.

10월 중 전국 아파트 매매가격은 전월대비 0.1% 상승하여 전월(0.3%)보다 상승세가 둔화되었으며 전세가격은 전월대비 0.1% 하락하였음.

### 3. 평가

국내경제는 대체로 잠재성장률 수준의 성장세를 이어간 것으로 판단됨.

수출이 세계경제의 성장세 지속으로 양호한 증가세를 이어가고 민간소비도 완만한 증가세를 유지하였음. 다만 설비 및 건설 투자는 조정 양상을 지속하였음.

앞으로 국내경제는 지난 10월 전망경로와 대체로 부합하여 잠재성장률 수준에서 크게 벗어나지 않는 성장흐름을 이어갈 전망이다.

정부의 내수활성화 정책, 주요 기업의 투자지출 확대 등은 상방 리스크로, 글로벌 무역분쟁 심화, 주요국 통화정책 변화에 따른 국제금융시장 변동성 확대, 고용여건 개선 지연 및 소비심리 둔화 등은 하방 리스크로 잠재해 있음.

소비자물가 상승률은 당분간 목표수준 내외를 보이다가 다소 낮아져 1%대 중후반에서 등락할 것으로 전망됨.

경상수지는 흑자기조를 이어갈 전망이다.

## II. 외환·국제금융 동향

### 1. 국제금융시장

국제금융시장은 10월 이후 글로벌 주가 및 유가 급락, 미·중 무역협상 기대 등에 영향 받으며 변동성이 크게 확대되었음.

선진국 국채금리(10년물 기준)는 미국은 주가 급락에 따른 투자심리 위축, 19년 중 미 연준 금리인상 기대 약화 등으로, 독일 및 일본은 경제지표 부진 등으로 하락하였음.

글로벌 주가는 기술주 고평가, 글로벌 경기 둔화 등에 대한 우려로 하락하였으며, 주가 변동성(VIX) 지수도 상당폭 상승 후 높은 수준을 지속하였음.

미달러화는 유로지역 경제지표 부진, 이탈리아 및 Brexit 관련 정치적 불확실성 등으로 유로화 및 파운드화 대비 강세를 보였으나, 신흥국 통화는 대체로 안정세를 유지하였음.

국제유가(WTI 기준)는 미국 원유 재고가 증가하는 가운데 이란 수출 예외 허용, 수요 둔화 우려 등으로 급락하였음.

글로벌 펀드자금은 선진국의 경우 10월 이후 미국 금리 및 주가 급등락 등의 영향으로 채권과 주식 모두 유출되었으나, 신흥국은 중국 경기부양책 기대 및 저가매수세 등으로 주식을 중심으로 완만한 유입세를 보였음.

중국 주가는 10월 초 급락 후 정부 부양책, 미·중 무역협상 기대 변화 등에 따라 등락을 반복하였음. 위안화는 달러당 7위안 근접에 대한 경계감이 지속되었음.

## 2. 외환시장

원/달러 환율은 글로벌 주가 급등락, 미·중 무역협상 기대 등에 영향 받으며 등락하는 가운데, 원/달러 환율의 변동성은 소폭 확대되었음.

## 3. 외화자금시장

국내은행의 대외 외화차입여건은 국제금융시장 변동성 확대에도 불구하고 대체로 양호하며 KP스프레드와 외평채 CDS 프리미엄(5년물)이 안정된 수준에서 소폭 상승하였음. 국내은행의 10월 중 외화 LCR은 일부 대형은행의 외화 유동성 선조달 및 고유동성 자산 운용의 영향으로 상승하였음.

거주자 외화예금은 10월 중 환율 상승에 따른 기업의 달러화 매도로 감소하였다가 11월 들어 환율 하락과 함께 증가로 전환하였음. 외환스왑레이트(3개월물)는 내외금리차 역전폭 확대, 연말 대비 외화유동성 수요 등으로 상당폭 하락하였음.

## 4. 외환 유출입

10월 중 외환은 자본거래 유출폭이 전월과 비슷한 가운데 경상거래 흑자폭이 축소되며 순유출로 전환하였음.

## 5. 외국인 증권투자자금

외국인의 주식투자자금은 글로벌 투자심리 위축 등의 영향으로 10월 중 상당 폭 유출되었다가 11월 들어 미·중 무역협상 기대감 등으로 유출폭이 축소되었음. 채권투자자금은 연말 북클로징을 대비하여 거래량이 줄어든 가운데 공공자금의 매수세 등으로 소폭 유입되었음.

#### 6. 외환보유액

10월 말 외환보유액은 전월말 대비 2.5억달러 감소한 4,027.5억달러를 기록하였음.

### III. 금융시장 동향

#### 1. 자본시장

##### 가. 시장금리

국고채금리는 10월 하순 글로벌 주가 급락 등에 따른 위험회피 심리 강화, 국내 경제지표 둔화 등으로 하락한 후 미·중 무역분쟁 전개양상 등에 따라 등락하였음.

회사채 신용스프레드는 모든 등급에서 소폭 확대되었음.

통안증권(91일) 및 은행채(3개월) 금리 등 단기시장금리는 기준금리 인상 기대의 영향으로 상승하였음.

##### 나. 주가

코스피는 10월 중 미·중 무역분쟁 심화 우려, 글로벌 주가 급락 등으로 큰 폭 하락하였다가 11월 중 무역분쟁 완화 기대 등으로 반등하였음.

##### 다. 외국인 국내 증권투자

외국인의 국내증권 투자는 10월 중 주식자금을 중심으로 큰 폭 감소하였다가 11월 중 증가로 전환하였음.

## 2. 신용시장

### 가. 여수신금리

10월 중 은행 여신금리(신규취급액 기준)는 상승하였음. 가계대출 금리가 단기표금리 상승 영향 등으로 신용대출 금리를 중심으로 소폭 상승하였으며, 기업대출 금리도 대기업대출 금리가 큰 폭 오르면서 소폭 상승하였음.

수신금리는 정기에금 금리를 중심으로 큰 폭 상승하였음. 이에 따라 여수신금리차는 상당폭 축소되었음.

### 나. 여신

10월 중 은행 가계대출은 금년 들어 가장 큰 폭으로 증가하였음. 주택담보대출이 전세거래 증가의 영향으로 전세자금대출을 중심으로 꾸준히 증가하였으며, 기타대출은 계절적 자금수요, 주택자금 수요, DSR 규제 전 선수요 등으로 신용대출을 중심으로 큰 폭 증가하였음.

은행 기업대출은 대기업대출이 분기말 일시상환분 재취급 등으로 증가 전환하면서 증가규모가 소폭 확대되었음. 다만 중소기업대출은 전월 말 휴일에 따른 대출 상환 지연 등 전월 특이요인이 소멸되면서 증가폭이 축소되었음.

기업의 직접금융을 통한 자금조달도 증가폭이 확대되었음. CP가 분기말 일시상환분 재발행 등으로 순발행 전환하였으며, 회사채는 시장금리 상승에 대비한 선발행 수요 등으로 전월에 이어 순발행을 이어갔음.

은행의 가계대출 연체율(18.9월 말 기준)은 전월과 같은 낮은 수준을 유지하였음. 기업대출 연체율은 분기말 상각 등으로 전월보다 소폭 하락하였음.

## 3. 유동성 및 자금흐름

#### 가. 통화

10월 중 M2증가율(전년동월대비, 평잔 기준)은 전월에 비해 소폭 상승한 것으로 추정되었음.

#### 나. 수신

10월 중 은행 수신은 정기에금을 중심으로 증가하였음. 정기에금은 LCR 규제비율 관리, 연말 자금유출에 대비한 선 조달 등으로 증가폭이 크게 확대되었음.

비은행 수신은 모든 업권에서 증가하였음. 자산운용사는 부가세 관련 국고 여유자금 유입, 분기말 유출자금 재유입 등 계절적 요인으로 MMF를 중심으로 큰 폭 증가로 전환하였으며, 금전신탁도 정부 여유자금 유입 등으로 증가로 돌아섰음. 신용협동기구 및 저축은행은 금리 메리트 등으로 증가세를 지속하였음.