

2019년도 제16차

금융통화위원회(정기) 의사록

한 국 은 행

1. 일 자 2019년 8월 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	신 호 순 부총재보
유 상 대 부총재보	이 승 현 부총재보
박 종 석 부총재보	서 봉 국 외자운용원장
이 환 석 조사국장	신 윤 경제연구원장
민 좌 홍 금융안정국장	이 상 형 통화정책국장
김 현 기 금융시장국장	양 석 준 국제국장
박 영 출 공보관	채 병 득 금융통화위원회실장
성 광 진 의사팀장	

## 6. 회의경과

### 가. 의결안건

#### <의안 제26호 — 통화정책방향>

(1) 전일 개최된 동향보고회의에서 조사국장이 보고 제60호 - 「국내외 경제 동향 및 평가」, 국제국장이 보고 제61호 - 「외환·국제금융 동향」, 그리고 금융시장국장이 보고 제62호 - 「금융시장 동향」에 대하여 보고하였음.(보고내용 : 별첨)

(2) 본회의에서는 의장이 전일 보고내용을 접수하고 「한국은행법」 제28조에 따라 의안 제26호 - 「통화정책방향」을 상정하였음.

### (3) 위원 토의내용

전일 개최된 동향보고회의에서는 다음과 같은 토의가 있었음.

(가) 국내외 경제동향 및 평가

일부 위원은 관련부서에서 최근 아파트 전세가격의 하락폭 축소요인으로 수도권 일부 지역의 재건축 이주, 청약 대기 등을 들었는데, 전세가격 흐름을 변화시킬 수 있는 다른 요인으로 어떤 것을 들 수 있는지 질의하였음.

이에 대해 관련부서에서는 지난 2년여 동안 하락세를 지속하였던 매매가격대비 전세가격비율이 더 낮아지기는 어려울 수 있다는 관측도 전세가격의 하락폭을 축소시키는 요인으로 보인다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 일본의 수출규제는 일종의 공급충격으로 우리 경제에 부정적 영향이 불가피하며, 다만 궁극적으로 경제전망과 관련해서는 수출규제품목을 대체하는 것이 가능한지, 만일 그렇다면 시간과 비용은 어느 정도 소요되는지가 관건인 만큼 이러한 부분을 중심으로 살펴줄 것을 당부하였음.

이에 관련부서에서는 상당히 전문적인 분야이기는 하나 위원이 언급한 내용이 경제전망에서 중요한 요소이므로 면밀히 파악해 보겠다고 답변하였음.

이에 동 위원은 비슷한 맥락에서 관련 산업에 대한 정부의 R&D투자 지원책의 효과에 대해서도 같이 살펴보면 유용할 것이라고 첨언하였음.

다음으로 동 위원은 반도체부문이 우리 경제에 미치는 영향을 파악함에 있어 GDP, 고용 등 통계적으로 드러나는 부분 못지않게 반도체경기의 변동성이 민간 소비 등에 미치는 파급효과(ripple effect)가 어떤 식으로 변해 왔는지 살펴보는 것도 중요하다는 의견을 나타내었음. 일부의 분석에 따르면 2012년 이후 GDP성장률과 컴퓨터·전자 및 광학기기 제조업의 성장기여도 간의 동조화가 낮아지고 있는데, 이러한 점에 비추어 반도체경기의 파급효과가 점점 약해졌을 개연성이 있다고 언급하였음. 한편 경제가 구조적으로 복잡해지면서 거시정책의 영향이 다양하게 나타날 수 있으므로 다각적인 분석이 중요하다고 언급하면서, 이러한 관점에서 관련부서의 다양한 분석자료가 매우 유익하다고 평가하였음.

다른 일부 위원은 당행이 지난 전망에서 금년도 경제성장률 전망을 2.2%로 하향 조정하였는데, 최근 진행되는 상황을 보면 성장률이 크게 낮아질 가능성까

지 염두에 두고 정책을 수행해야할 것으로 보인다고 언급하였음. 또한 여러 하방 리스크요인을 감안할 때 내년 중 우리 경제가 의미 있게 개선될 것으로 기대하기도 쉽지 않아 보인다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 지난해 8~11월 중 농축수산물가격이 급등했던 기저효과 때문에 소비자물가는 일시적으로 매우 낮은 오름세를 보이다가 1% 전후로 오르고, 근원물가나 여타 추세지표들의 상승률은 대체로 1% 근처일 것으로 내다보았음.

또한 동 위원은 원화가 지난 3~4개월 사이에 실효환율 기준으로 4~5% 절하되었다고 언급하면서, 비록 예전보다는 덜하겠지만 환율절하가 거시경제에 미치는 긍정적 효과는 여전한 것으로 보인다는 견해를 나타내었음. 현재 우리 경제의 성장세가 둔화되고 물가오름세는 낮아지고 있으며 경상수지 흑자는 줄어드는 상황에서 그간의 환율절하가 거시경제의 안정 차원에서 충격을 완화시키는 효과를 나타낼 수 있을 것이라고 평가하였음.

또 다른 일부 위원은 최근 들어 일본 수출규제, 미·중 무역분쟁, 브렉시트(Brexit), 지정학적 리스크 등 대외여건이 빠르게 악화되고 있는 데 대해 우려를 나타내었음. 돌이켜 보면 우리 경제는 2010년 이후 꽤 오랫동안 잠재성장률 수준의 성장세를 보였으며, 지난해 성장률이 소폭 낮아진 데 이어 금년의 경우에는 지난 7월 전망치 2.2%의 달성이 불투명해지고 있다고 진단하였음. 다만 이와 같이 우리 경제가 갑자기 어려워진 원인이 미·중 무역분쟁, 일본 수출규제 등 대외여건 변화 때문만이라고 보기는 어려워 보인다는 견해를 나타내었음. 어떤 면에서는 미·중 무역분쟁이나 일본 수출규제의 부정적 영향은 지금까지보다 앞으로 더 크게 나타날 수 있다고 언급하면서, 지금 우리 경제의 어려움은 대외요인은 물론이고 반도체경기의 이례적 호황에 따른 착시현상과 함께 국내의 구조적 요인 등이 복합적으로 영향을 미친 결과로 보인다고 평가하였음. 따라서 관련부서에서는 이러한 여러 요인들이 우리 경제에 어떤 영향을 미쳤는지에 대해 요인별로 구분하여 살펴볼 필요가 있다고 당부하였음.

이에 관련부서에서는 우리 성장률이 급락하게 된 것은 최근의 대외여건 변화의 직접적인 영향은 물론이고 그 이전부터 진행되어 왔던 요인들도 같이 영향을 미치고 있는 것으로 보인다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 산업별 현안에 관한 단기적 분석이 물론 중요하지만 이제

는 중장기적 관점에서 우리 경제가 어떤 방향으로 가고 있는지, 어려움을 해결하기 위해 어떤 정책적 노력이 필요한지, 구조개혁은 어떤 방향으로 진행되어야 하는지 등 보다 큰 주제들에 대해 당행이 깊이 있는 연구·분석을 주도해나가는 것이 긴요하다는 견해를 나타내었음. 아울러 필요하다면 관계당국에 정책 건의를 하고 국민들과 소통하는 데도 적극 나서야 한다고 당부하였음.

한편 일부 위원은 지난 전망시 금년도 세계교역 전제치를 큰 폭 하향 조정하였는데, 지금 진행되는 상황을 감안하면 그 수치에도 하방 리스크가 있어 보인다고 언급하면서, 관련부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 미·중 무역분쟁이 당초 예상보다 더 악화되고 있는데다 이 같은 상황이 지속될 경우 글로벌 가치사슬(global value chain) 훼손을 통해 장기적으로 부정적 영향이 초래될 수 있다는 점에서 세계교역이 빠르게 회복될 것으로 기대하기는 어려워 보인다고 답변하였음. 다만 장기시계열로 살펴보면 최근 세계교역량 수준은 글로벌 금융위기 이후의 추세에서 크게 벗어나지 않은 상황이며, 앞으로 더 낮아질지, 아니면 현 수준에서 안정화될지는 좀 더 지켜볼 필요가 있다고 첨언하였음.

이에 동 위원은 그동안 추세를 상회하였던 세계교역 증가율이 세계경제가 문제였던 예전의 낮은 수준으로 돌아간다는 사실 자체가 글로벌 금융시장의 불안요인으로 작용하고 있는 것으로 보인다고 언급하였음. 과거 세계교역 증가율이 지금처럼 부진했던 때의 상황을 돌이켜 보면 중국이 부채증가를 통해 투자를 확대하면서 세계경제의 버팀목 역할을 하였으나, 최근 지표를 보면 이 같은 역할을 다시 기대하기는 어려워 보인다는 견해를 제시하였음. 또한 한동안 선진국의 고용지표가 양호하게 나오면서 민간소비를 중심으로 세계경제에 보탬이 될 것으로 기대되었으나, 독일경제의 둔화와 함께 이러한 기대감도 약화되는 모습이라고 덧붙였음.

이어서 동 위원은 미·중 무역분쟁의 전개양상이 당초 예상했던 것보다 좋지 않은 것으로 보인다고 평가하였음. 미·중 무역분쟁이 1년여 전 시작된 후 금년 초까지도 대부분의 전망기관들은 세계교역에 일부 부정적 영향이 불가피하더라도 생산활동이나 투자에 미치는 영향은 그리 크지 않을 것이라는 낙관적인 전망을 유지하였다고 언급하였음. 그러나 결과적으로 보면 지난해 3/4분기부터 유로지역을 중심으로 투자에 미치는 영향이 나타나기 시작하였고, 금년 들어서는 이러한 영향이 보다 광범위한 지역에서 확연히 드러나는 모습이라고 평가하였음.

또한 동 위원회는 일부 연구분석에 따르면 우리 노동시장에서 2014년부터 장기 실업자가 크게 증가하는 것으로 나타났는데, 당시 세계교역이 크게 부진했고 우리나라에서는 민간소비가 부진했던 점을 고려해 보면 세계교역 충격과 우리 내수 충격의 연결고리가 노동시장이었을 가능성도 있어 보인다는 견해를 나타내었음.

다음으로 동 위원회는 명목임금 상승률이 비록 최근에 조금 낮아지긴 했지만 경기상황에 비해 견조한 오름세를 지속하고 있다고 언급하면서, 어떤 특이요인이 작용하고 있는 것인지, 아니면 경기에 후행하여 점차 낮아지는 과정으로 보아야 하는지 관련부서에 질의하였음.

이에 대해 관련부서에서는 정액급여가 과거 평균을 소폭 상회하는 수준을 나타내고 있는데, 동 수준이 이어질 수 있을지는 좀 더 지켜볼 필요가 있다고 답변하였음. 다만 위원회가 언급한 대로 임금과 경기와의 관계를 감안하면 앞으로 임금 상승률이 점차 떨어질 가능성이 있어 보인다고 첨언하였음.

이어서 동 위원회는 일본 수출규제와 관련하여 단기적으로는 기업들이 그동안 자사 입장에서 최적수준으로 재고를 관리하던 방식에서 이제는 허가에 소요되는 기간을 감안하여 재고를 관리하는 방식으로 변경해야 하는 문제가 있는데, 이는 아직까지 뚜렷이 드러나지 않고 있는 것으로 보인다고 언급하였음. 다만 최근 일부 규제품목의 수입이 감소한 점 등을 감안하여 기업 재고관리 측면의 문제가 부각될 수 있는 품목들에 대한 면밀한 모니터링이 필요하다는 견해를 나타내었음. 다음으로 화이트 리스트(white list) 배제로 어떠한 부정적 영향이 나타날지 현재로서는 알 수 없으므로, 화이트 리스트에 포함되지 않은 반도체 생산국가에 대해 그동안 일본이 어떤 식으로 제도를 운용해 왔는지, 즉 허가율, 허가소요 기간 등이 어떠했는지에 대한 정보를 축적할 필요가 있다는 견해를 제시하였음.

이에 관련부서에서는 현재 이슈가 되는 일부 품목의 경우 보관기간이 길지 않고 고순도 제품의 대체가 쉽지 않은 애로점이 있는 것으로 알고 있다고 언급하면서, 여타 품목에 대해서도 동향을 면밀히 살펴보겠다고 덧붙였다.

다른 일부 위원회는 지난 7월 경제성장률 전망을 하향 조정하고 기준금리를 인하한 이후 대내외 여건이 개선되기보다는 미·중 무역분쟁 심화, 일본 수출규제 시행, 홍콩 시위 격화, 노딜 브렉시트 우려 증가 등 추가적으로 악화되는 방향으로 흘러가면서 우리 경제를 둘러싼 불확실성이 한층 커졌으며, 이에 따라 향후 성장경로의 하방 리스크가 높아진 것으로 보인다는 의견을 표명하였음. 이러한 불확실성 확대와 함께 금융·실물 지표가 악화되고, 그 결과 기업과 가계의 경제

심리도 위축되면서 실제 소비와 투자 등 경제활동이 부진해지는 현상이 나타나는 것으로 보이며, 이런 현상이 비단 국내뿐만 아니라 전세계적으로 나타나면서 글로벌 경기침체에 대한 우려도 커지고 있다고 평가하였음.

국내 물가상황을 살펴보면 7월 중 소비자물가 상승률이 0.6%로 낮아진 데 이어 당분간 공급측 물가 하방압력이 지속되는 가운데 전년동월 기저효과도 나타나면서 소비자물가 상승률이 더 낮아지고, 경우에 따라서는 일시적으로 마이너스를 나타낼 가능성도 전혀 배제할 수 없는 상황이라고 언급하였음. 이 경우 최근의 경제상황 부진과 맞물려 물가상황에 대해서도 부정적 평가, 즉 디플레이션 우려가 제기될 가능성이 있으며, 이는 심리위축을 통한 부정적 순환고리를 작동시킬 수 있다고 우려하였음. 이러한 측면에서 만일 디플레이션 우려가 제기된다면 당행이 커뮤니케이션에 적극 나서야 한다는 견해를 밝히면서, 실제로 디플레이션이 발생할 우려가 있는지 관련부서에 물었음.

이에 관련부서에서는 최근 물가상승률이 크게 낮아진 것은 농축수산물가격, 석유류가격 등 공급 측면에서의 일시적 요인과 복지정책 강화 등 정부정책 요인이 복합적으로 작용했기 때문이며, 이러한 요인들의 영향은 일시적인 데 그쳐 향후 소비자물가 상승률은 재차 오름세를 보이면서 내년 초에는 1%대를 회복할 것으로 보인다고 답변하였음. 따라서 지금은 디플레이션을 우려할 상황은 아니라고 첨언하였음.

이에 동 위원은 관련부서의 견해대로 일시적 기저효과가 소멸되면 물가상승률이 소폭이나마 다시 높아질 것으로 내다보았음. 아울러 기초적 물가상승률의 움직임이나 기대인플레이션의 절대수준을 보더라도 디플레이션과는 거리가 있어 보인다고 덧붙였음. 그렇지만 혹시라도 디플레이션 논란이 자기실현적 과정을 통해서 더 나쁜 경제상황을 초래하지 않도록 물가상황에 대해 일반경제주체들과의 커뮤니케이션에 만전을 기해줄 것을 당부하였음.

또 다른 일부 위원은 최근 미·중 무역분쟁이 더욱 악화되면서 지난해 이맘때와 비교해 보면 최악의 시나리오로 진행되는 것은 아닌지 우려하였음. 이와 관련하여 우선 앞서 일부 위원이 언급한 일본 수출규제품목의 대체 가능성 여부가 매우 중요한 이슈인데, 만일 대체 가능하다면 내년 우리 경제전망에 중요한 고려사항이 될 수 있다는 견해를 나타내었음. 다음으로 미·중 무역분쟁과 관련해서는 지난해부터 우리 기업들이 동 이슈에 충분히 대응해 왔다는 점을 감안할 때 중국 경제 부진이 우리 경제에 미치는 부정적 영향의 크기가 과거와 다소 다를 수 있어 보인다고 언급하였음. 또한 미·중 무역분쟁의 영향으로 우리나라 수출구조가 어떻게 변했는지도 전망시 고려할 만한 점이라고 덧붙였음. 한편 그간 기업의 투

자와 고용에 긍정적이지 못할 가능성이 있었던 일부 정부정책이 일본 수출규제 이슈의 부각을 계기로 점차 전환되는 조짐을 보이고 있는데, 내년도 경제전망시 정부의 정책방향이 중요한 요소인 만큼 앞으로의 움직임을 면밀히 파악할 필요가 있다고 당부하였음.

이어서 동 위원은 홍콩 시위사태가 악화될 경우 우리 경제에는 무역경로, 금융경로, 불확실성경로 등 다양한 채널을 통해 영향이 파급될 수 있다고 언급하였음. 이 가운데 무역경로의 경우 비록 우리 수출규모가 많기는 하나 대부분이 중간재 수출이고 홍콩이 경유지로서의 기능을 주로 수행하고 있기 때문에 실제 부정적 영향은 그리 크지 않을 수 있는 반면 금융경로 측면에서 보면 홍콩이 아시아지역의 금융허브 역할을 수행하고 있는 데다 홍콩달러 페그제가 흔들리면 글로벌 리스크로 비화될 소지가 있다는 점에서 우리 경제에의 영향이 커질 수 있다는 견해를 나타내었음.

이에 관련부서에서는 위원이 언급한 대로 무역경로를 통한 영향이 제한될 수 있는 반면 금융경로나 불확실성경로를 통한 영향은 그보다 훨씬 클 수 있는 점에 유의하여 면밀히 점검하겠다고 답변하였음.

또한 동 위원은 7월 취업자수 증가규모가 전월에 비해 소폭 확대되었으나, 이는 지난해 7월 실적이 크게 부진했던 기저효과가 반영된 것이므로 전반적인 고용 상황이 최근에 더 나아졌다고 평가하기는 어려워 보인다는 의견을 나타내었음.

#### (나) 외환·국제금융 및 금융시장 동향

일부 위원은 최근 미·중 무역분쟁의 심화와 함께 미달러화에 대한 위안화의 환율이 7위안을 넘어섰는데, 이에 대해 금융시장 등에서는 어떻게 보고 있는지 질의하였음.

이에 대해 관련부서는 시장에서는 위안화 고시환율 산정 공식에 따라 예상한 환율과 실제 중국인민은행의 고시환율을 비교하여 위안화 환율에 관한 중국당국의 의지를 유추하는 경우가 많은데, 그동안 줄곧 달러당 7위안 선을 밀돌던 위안화 환율이 최근 이를 넘어서는 과정에서 일각에서는 위안화 환율 상승을 용인하겠다는 중국당국의 의지가 어느 정도 반영된 것으로 보는 견해도 제기되고 있다고 답변하였음.

이에 동 위원은 위안화 고시환율 산정 공식에 약간의 재량적 요소가 포함되



어 있기는 하지만 중국당국이 특정한 의지를 갖고 환율 문제에 대응한다고 보기는 무리가 있어 보인다고 언급하였음.

이어서 동 위원은 외환시장의 과도한 변동성에 대응해야 한다는 데 대해서는 전적으로 동의하지만, 최근의 원화 약세가 우리 기초경제여건에 대한 우려를 반영하는 것일 수 있는 점에 유의할 필요가 있다고 언급하였음. 또한 최근 위안화 포지션(position)을 가진 해외투자자 등이 헤지 목적으로 원/달러 차액결제선물환(NDF) 거래를 활용하고 있다는 시장의 평가를 소개하면서, 외환당국으로서 시장 움직임에 대응할 때 이러한 점을 염두에 두고 신중하게 접근할 필요가 있다고 당부하였음.

이에 관련부서에서는 그동안 외환당국은 시장의 전체적인 흐름은 수용해 나가되, 다만 대외여건의 급변에 따른 시장심리 불안과 그에 따른 쏠림현상을 완화하기 위해 시장안정화 노력을 기울인다는 원칙을 고수해 왔다고 언급하였음. 앞으로도 이러한 큰 틀 안에서 위원이 언급한 외환시장의 역학관계 변화 등에도 유의하면서 적절히 대응해 나가겠다고 덧붙였다.

다음으로 동 위원은 중국의 부채리스크와 관련하여, 외화 부채보다는 위안화 부채가 많고 위안화 부채 자체도 공기업과 지방정부가 주로 보유하고 있기 때문에 일반적인 시장경제에서의 부채리스크와는 다소 다른 관점에서 이를 바라볼 필요가 있어 보인다는 견해를 나타내었음.

또한 동 위원은 지난 수년 동안 건설사 대출의 디레버리징(deleveraging)이 상당폭 진행되었는데, 최근의 가계대출 흐름 등을 고려할 때 앞으로 건설사 대출이 확대될 가능성이 있어 보인다는 견해를 밝혔다.

이어서 동 위원은 지난 10년 동안 우리나라 대기업대출의 디레버리징이 꾸준히 진행된 반면 중소기업대출은 계속 확대되는 가운데 업체별 양극화가 나타나고 있다고 평가하였음. 따라서 기업의 자금조달에 대해 분석할 때 대기업과 중소기업을 구분하여 살펴보는 것이 중요하다고 첨언하였음.

이에 관련부서에서는 지난 수년 간 회사채시장이 대기업 우량물 위주로 꾸준히 채편되는 가운데 중소기업은 자금조달원으로 간접금융시장을 주로 이용하고 있다고 언급하면서, 위원의 당부대로 기업, 특히 중소기업의 자금조달 측면에 대해 눈여겨보겠다고 덧붙였다.

다른 일부 위원은 최근 원/달러 환율이 상당폭 상승하였고 일부에서는 추가 상승까지 기대하고 있는 것으로 보이는데, 이러한 현상이 우리 기초경제여건의 악화에 기인한 것인지, 아니면 현재의 환율수준과 시장참가자들이 생각하는 적정 수준 간에 괴리가 있기 때문인지 등에 대해 면밀히 살피면서 적절히 대응해 나갈 필요가 있어 보인다고 언급하였음.

이어서 동 위원은 금년 들어 단기외채가 다소 늘었지만 우리 외환시장을 크게 교란할 정도는 아닌 것으로 보인다고 평가하면서, 다만 앞으로 외화표시 단기 외채의 움직임에 대해 주의깊게 모니터링할 필요가 있다고 당부하였음.

다음으로 동 위원은 외국은행 국내지점의 총자산 가운데 중국계가 꽤 큰 비중을 차지하고 있고, 우리나라 단기외채에서 중국계 외은지점이 차지하는 비중도 작지 않다고 언급하였음. 따라서 향후 중국경제가 불안해질 경우 무역경로뿐만 아니라 금융경로를 통해서도 우리나라가 상당한 영향을 받을 가능성을 배제할 수 없다는 견해를 나타내었음. 특히 최근 들어 중국과 홍콩을 둘러싼 불확실성이 크게 높아지고 있는 만큼 중국계 외은지점의 외화 조달 및 운용에 대해 더욱 관심을 갖고 분석해줄 것을 당부하였음.

이에 대해 관련부서에서는 중국계 외은지점의 자산·부채 확대가 통계상으로 단기외채 증가로 나타나고 있으나, 이처럼 늘어난 자산·부채 가운데 상당부분은 이들이 역외(offshore)에서 자행 본지점과의 거래를 늘린 데 따른 것으로 국내 외환부문과의 연계성이 매우 제한적이라고 답변하였음. 다만 외국환은행의 역외계정과 일반계정 간의 연결고리가 완전히 차단되어 있지는 않은 만큼 위원이 당부한 대로 중국계 외은지점의 외화 조달 및 운용에 대해 면밀히 살펴보겠다고 덧붙였다.

또한 동 위원은 가계부채가 연 10% 넘게 늘었던 수년 전과 달리 지금은 가계부채 증가율이 4%대로 낮아졌으며, 그 결과 기업부채가 가계부채보다 빠르게 증가하고 있다고 언급하였음. 그런데 이처럼 기업부채가 가계부채보다 빠르게 증가하는 현상이 반드시 금융안정의 관점에서 긍정적인 모습인지 생각해볼 필요가 있다는 견해를 나타내었음. 즉 기업의 과다부채가 문제가 되었던 외환위기 이후 20여 년간 가계부채가 꾸준히 늘어난 결과 현재 은행의 대차대조표에서 기업부채와 가계부채가 비슷한 비중을 차지하게 되었는데, 현재 상태는 가계부채뿐만 아니라 기업부채도 많은 상황이라고 평가하였음. 따라서 가계부채 증가속도를 억제함에

따라 기업부채 증가속도가 빨라지는 것이 바람직한지, 아니면 가게 및 기업 신용 전체를 포괄하는 민간신용 혹은 은행 자산 전반의 증가속도를 현재의 5~6%에서 더 낮은 수준으로 둔화시키는 것이 바람직한지에 대해 진지하게 고민할 필요가 있다고 언급하였음. 이러한 맥락에서 지속적으로 민간신용 증가를 초래하는 구조적 원인이 무엇인지에 대해 살펴볼 필요가 있으며, 한 예로 대규모로 공급되고 있는 공공기관의 보증도 민간신용을 증가시키는 주요 원인일 수 있다는 견해를 표명하였음.

또 다른 일부 위원은 최근의 대내외 여건이나 과거 위기시의 경험을 감안한다면 외환시장의 변동성 확대 리스크에 대한 외환당국의 대응은 불가피하다는 견해를 나타내었음. 일반적으로 우리나라의 외환위기를 거론할 때 1997~1998년 당시를 떠올리지만, 이 외에도 과거 1960년대와 1970년대에 걸쳐 경상수지 적자를 배경으로 한 수차례의 외환위기가 있었다고 소개하였음. 비록 지금은 경상수지 흑자가 이어지고 외환보유액이 대규모로 축적되어 있는 등 당시와는 상황이 크게 다르기는 하나, 경상수지 흑자인 상황 하에서 외환시장의 불안이 나타났던 사례도 여러 차례 있었다고 언급하였음. 즉 2008년 글로벌 금융위기나 2011년 유로존 재정위기, 그리고 2015~2016년 중국발 금융불안 당시 대외불안 심화와 더불어 환율이 큰 폭으로 절하되었고 대외여건의 악화 속에 우리 경제의 어려움이 컸다고 설명하였음. 따라서 현재의 우리 경제상황을 감안하면 환율상승이 거시경제에 다소 도움을 줄 것으로 기대할 수 있겠으나, 최근 여러 가지 대내외 여건이 불안해지는 상황에서 외환시장의 변동성이 지나치게 확대되지 않도록 외환당국이 보다 신경을 쓸 필요가 있어 보인다고 덧붙였다.

이어서 동 위원은 저금리추세가 지속되면서 금융시장과 금융회사의 행태에 많은 변화가 초래되고 있으며, 최근의 파생결합증권(DLS) 사태는 이러한 변화가 단적으로 드러난 사례로 보인다고 언급하였음. 이처럼 당행의 통화정책이 금융시장과 금융회사의 행태에 큰 영향을 미치고 있고 향후 저금리추세가 이어질 가능성이 높은 만큼 저금리가 금융시장과 금융산업에 미칠 영향에 대해 심도있게 분석하고 외부와 커뮤니케이션하는 역할을 당행이 주도적으로 수행할 필요가 있다고 당부하였음.

이에 관련부서에서는 이번 파생결합증권 사태에서 볼 수 있듯이 중위험 중수익 투자의 경우에도 상황에 따라서는 리스크가 현실화되면서 시장에 부정적 영향을 초래할 수 있으므로, 위원이 언급한 부분에 유념하면서 모니터링과 분석을 강

화하겠다고 답변하였음.

한편 일부 위원은 지난 글로벌 금융위기 경험을 돌이켜보면 우리나라의 건전성에 문제가 없더라도 국제금융시장의 여건 악화에 따라 금융회사들이 외화유동성을 확보하는 데 커다란 어려움을 겪고 그 결과 환율이 급등한 바 있다고 언급하면서, 이 같은 일종의 테일리스크(tail risk)를 항상 경계하고 취약한 부분은 없는지 주의를 기울여야 한다는 데 대해서는 이견이 없다는 의견을 나타내었음. 다만 인플레이션 타게팅을 하는 중앙은행의 관점에서는 환율변동성 확대에 대한 경계심뿐만 아니라 환율상승의 거시경제적 효과도 같이 감안하는 균형 감각이 필요해 보인다는 견해를 제시하였음.

이어서 동 위원은 최근 1년 동안 가계대출 증가율이 4%대에서 계속 유지되고 추가로 낮아지지 않는 모습을 보이는 것은 전세자금대출 보증, 금리 경감조치 등과 같은 공공부문의 역할과 관련이 있어 보인다는 견해를 제시하였음. 이처럼 통화정책이 아닌 다른 정책의 방향이나 목표에 따라 앞으로도 4% 내외의 가계대출 증가율이 유지될 가능성이 높다고 전제할 때, 이러한 가계대출 움직임에 대해 금융안정의 관점에서 통화정책적 대응의 의미는 무엇인지와 함께 정책공조나 협조차원에서 접근해야 할 필요성이 있는지에 대해서도 면밀히 살펴보고 입장을 정리할 필요가 있다고 언급하였음.

다른 일부 위원은 국내외 성장세 둔화와 함께 기업의 영업실적이 악화되고 있는 것으로 보인다고 평가하였음. 즉 금년 2/4분기 중 상장기업의 영업이익이 전년동기대비 크게 감소하였고, 수익성 지표는 3분기 연속 나빠지고 있다고 설명하였음. 그러나 이러한 실적 부진에도 불구하고 기업의 자금사정은 양호하며, 이는 최근 발표된 8월 중 기업경기실사지수에서 제조기업의 업황BSI가 상당폭 하락한 데 반해 자금사정BSI는 미미한 하락에 그친 데서 확인할 수 있다고 언급하였음. 이처럼 기업들의 자금사정이 상대적으로 양호한 모습을 유지하고 있는 것은 전반적인 금리수준의 하락과 함께 중소기업대출이 은행들의 완화적인 대출태도와 정부의 적극적인 금융지원 노력에 힘입어 꾸준히 늘어나고 있는 데다 회사채 발행이 견조한 투자 수요를 바탕으로 호조세를 보이는 등 금융 측면에서 기업의 자금조달이 비교적 원활한 데 기인한다고 평가하였음.

그러나 앞으로도 기업의 자금사정이 이처럼 양호한 모습을 이어갈 수 있을지

에 대해서는 다소 우려스러운 부분이 있다는 견해를 나타내었음. 우선 기업의 업황부진이 이어질 가능성이 높고, 대내외 여건의 높은 불확실성으로 인해 금융시장의 위험회피성향이 점차 높아지고 있다고 언급하였음. 또한 경제여건에 따라서는 은행의 대출태도가 강화되거나 회사채 투자수요가 위축되면서 금융여건이 긴축적으로 바뀔 소지도 있다고 덧붙였음.

만일 금융여건이 긴축으로 전환되면서 기업들의 자금조달이 어려워질 경우 이는 실물경기의 부진을 더욱 심화시키는 요인으로 작용할 수 있다고 우려하였음. 따라서 향후에도 기업신용이 계속 원활하게 공급되는 것이 중요하다는 견해를 나타내었음. 이러한 관점에서 관련부서에서는 금융 접근성이 상대적으로 떨어지는 중소기업을 중심으로 기업의 자금사정에 어떤 변화가 있는지 계속 면밀히 살펴줄 것을 당부하였음.

또 다른 일부 위원은 최근 들어 통화스왑시장의 CRS금리가 가파르게 하락하고 있는데, 통화스왑시장을 포함한 스왑시장 전반의 수급 상황에 대해 관련부서에서는 어떻게 보고 있는지 질의하였음.

이에 대해 관련부서에서는 외환스왑시장의 경우 외국인의 단기 원화채권 투자와 연계된 외화자금의 공급되면서 대체로 안정적인 모습을 유지하고 있는 데 반해 통화스왑시장에서는 해외채권투자 등을 위한 외화자금 수요의 증가에 비해 부채스왑 등을 통한 외화자금 공급이 충분치 않음에 따라 CRS금리가 하락 압력을 받고 있다고 답변하였음. 다만 대외여건 악화로 국제금융시장의 유동성 공급이 크게 위축될 경우에는 상대적으로 안정적인 외환스왑시장을 포함해 스왑시장 전반이 부정적 영향을 받을 소지가 있다고 덧붙였음.

이에 동 위원은 과거 사례를 놓고 보면 국제금융시장의 유동성 공급이 위축되거나 경기침체 우려가 확산될 경우 외화자금 공급위축과 더불어 국내 기관투자자의 해외증권투자가 축소되면서 스왑시장의 외화자금 수요가 동시에 줄어드는 상황도 상정해볼 수 있다고 언급하였음. 물론 외국인들의 외화자금 공급위축으로 이미 해외증권에 투자된 포지션의 환헤지 연장 목적의 외화자금 수요가 충족되지 못할 가능성을 배제할 수 없으나, 글로벌 금융위기 이후 정책당국이 기관투자자의 환헤지 만기를 장기화하기 위해 꾸준히 노력해 왔기 때문에 과거와는 상황이 다소 다르게 나타날 수 있다는 점을 감안할 필요가 있다고 덧붙였음.

이어서 동 위원은 전세계적으로 유통되는 채권의 1/3가량이 마이너스금리 상태인 것으로 발표된 바 있는데, 공공부문과 민간부문이 이러한 마이너스금리 채

권을 각각 어느 정도 보유하고 있는지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 최근 통계자료는 아직 파악되지 않고 있으나, 지난해 6월 말 국채보유 규모를 통해 파악해 보면 중앙은행, 상업은행, 공적기금, 보험회사 등 다양한 주체들이 마이너스금리 채권을 보유하고 있는 것으로 추정된다고 답변하였음. 즉 벤치마크(benchmark)대비로 수익을 추구하는 투자자들, 마이너스 예금금리를 회피하려는 투자자들, 건전성 규제를 충족해야 하는 투자자들, 환헤지 수익을 포함한 총수익률을 고려하는 투자자들 등 마이너스금리 채권 투자자 저변이 좁지 않아 보인다고 덧붙였음.

이에 동 위원은 마이너스금리 채권규모가 유지·확대되는 현상이 지속가능할 것인지에 대해 진지하게 생각해볼 필요가 있다는 견해를 나타내었음. 최근 서유럽국가에서는 상대적으로 고금리인 다른 나라의 채권에 투자하기 위해 자금이 유출되는 반면 서유럽국가의 채권시장에는 마이너스금리임에도 불구하고 환헤지를 통한 재정거래차익을 좇아 외국인들의 투자가 유입되고 있다고 언급하였음. 이처럼 시장의 불완전성에 기인한 재정거래유인의 지속이 전세계적으로 마이너스금리 채권규모가 유지·확대되는 주요한 원인으로 작용하는 것으로 보인다고 평가하면서, 장기적으로 이러한 모습이 지속될 수 있을지, 그리고 그 과정에서 전세계 금융부문의 불안정성이 크게 확대되는 것은 아닌지 진지하게 고민해볼 필요가 있다고 덧붙였음.

#### (다) 「통화정책방향」에 관한 토론

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

먼저 관련부서에서 미 연준의 통화정책기조 변화와 관련하여 다음과 같은 의견 제시가 있었음.

미 연준은 지난 7월 FOMC 회의에서 세계경제 성장세 둔화 및 미·중 무역분쟁에 따른 성장전망의 불확실성 등을 고려하여 정책금리를 인하하는 등 통화정책기조를 전환하였는데, 양호한 실물경제지표 및 과거의 정책운용 사례 등을 고려할 때 연준이 통화정책의 완화정도를 크게 확대할 가능성은 현재로서는 크지 않다는 평가가 우세함.

다만 일부에서는 미국의 경기둔화 가능성에 대한 우려가 높아지는 가운데 미·중 무역분쟁 장기화 등 글로벌 위험요인이 상존하고 있는 점 등을 들어 이번 금

리 조정이 장기 인플레이션으로 이어질 가능성도 배제하지 않고 있음.

한편 연준의 통화정책기조 전환은 세계경제 성장세 둔화를 완화하는 효과가 있겠지만 글로벌 경제여건의 불확실성이 매우 높아 세계경제의 성장모멘텀을 전환시키는 데는 한계가 있어 보이며, 연준의 정책결정을 전후하여 금융시장 가격 변수의 변동성이 확대될 가능성도 배제하기 어려움. 따라서 세계경제 주요 리스크요인의 전개상황과 미국과 글로벌 경기의 흐름 변화, 그리고 이에 대응한 연준의 정책결정 등을 면밀히 점검할 필요가 있겠음.

일부 위원은 정책금리에 대한 경제주체들 간의 전망 차이는 향후 발표되는 경제지표에 의해 좁혀지겠지만 경제지표가 부진할 경우 연준이 정책대응을 할 것이라는 점에는 모두 동의하고 있는 것으로 보인다는 견해를 밝혔음.

이에 대해 관련부서에서는 금융시장 참가자들의 경우 글로벌 불확실성 요인에 더 주목하면서 좀 더 완화된 기대를 형성하고 있는 것으로 보이며, 연준 내에서도 다양한 견해가 제시되고 있는 만큼 이를 균형있게 살펴보겠다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 일부 국가의 일반인 기대인플레이션 발표치가 실제 물가상승률과 크게 괴리되어 있으며 이에 따라 주요국에서는 통화정책방향 의결문에서 일반인 기대인플레이션의 수준을 언급하는 경우가 드물다고 소개하면서, 당행도 기대인플레이션의 수준보다는 변화나 방향성을 의결문에 담는 방안을 검토해볼 필요가 있다고 제안하였음.

이에 대해 관련부서에서는 여러 기대인플레이션 지표 중 어떤 것이 우월한지 판단하기는 쉽지 않은데 앞으로 동 지표들의 특성 등을 좀 더 살펴보고, 필요시 의결문에 기술하는 방식을 변경하는 방안도 검토하겠다고 답변하였음.

다음으로 동 위원은 일반인 기대인플레이션과 실제 물가상승률 간에는 평균적으로 1%p 정도 차이가 난다고 언급하면서, 최근 기대인플레이션이 2%선으로 낮아진 것을 두고 물가안정목표와 연계하여 해석하는 것은 적절치 않아 보인다는 견해를 나타내었음.

또한 동 위원은 수개월 내에 물가상승률이 일시적으로 마이너스를 기록하면서 디플레이션 논란이 제기되더라도 당행이 이에 대해 충분히 커뮤니케이션할 수 있을 것이라고 언급하였음. 다만 당행이 디플레이션이 아니라는 사실을 강조하는

데만 치중할 경우 자칫 물가목표 수준을 달성하는 데는 상대적으로 신경을 덜 쓴다는 오해를 불러일으킬 소지가 있다고 언급하면서, 시장참가자들은 특정 월의 절대수준보다는 물가상승률이 계속 낮아지고 목표수준과의 괴리도 커지고 있는 추세를 우려하고 있는 만큼 이러한 물가흐름에 대해 당행도 유의하고 있다는 메시지를 전달하는 것이 중요하다고 덧붙였음.

이에 대해 관련부서에서는 만일 일각에서 디플레이션 우려를 제기할 경우 인플레이션 기대 형성에 부정적 영향을 미칠 수 있는 만큼 적극적으로 대응할 필요가 있어 보인다고 언급하면서, 중기적으로 소비자물가 상승률이 목표수준과 비교하여 어떤 흐름을 나타낼지 등에 대해서도 지속적으로 커뮤니케이션해 나가겠다고 첨언하였음.

이어서 동 위원은 최근 기준금리의 실효하한(effective lower bound)이 많이 언급되고 있는데 실효하한의 개념과 논거에 대해 시장과 소통할 필요가 있어 보인다는 견해를 제시하였음.

다른 일부 위원은 경제주체들 간에 연준의 정책금리 전망치에 대한 차이가 작지 않은 점에 비추어 보험성 인하라는 연준의 입장이 앞으로의 경제상황 변화에 따라 바뀔 수도 있는 만큼 향후 추이를 예의주시할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 과거 연준의 보험성 인하는 신흥국 위기와 관련된 것으로 보이는데 지금 상황은 어떻게 평가하고 있는지 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 과거 보험성 인하는 긴축정도의 완화 내지 대외여건 악화에 따른 파급영향 축소 등에 그 목적이 있었는데, 지금 상황은 대외여건 측면을 고려한 선제적 인하라는 점은 비슷하지만, 1995년에 비해서는 직전 금리 인상 사이클에서의 긴축 정도가 강하지 않았으며 1998년에 비해서는 신용시장 상황이 양호하다는 점 등에서 차이가 있어 보인다고 답변하였음.

다음으로 동 위원은 요즘 시장에서는 기준금리의 실효하한이 구체적인 수치로 언급되고 있어, 상황에 따라서는 금리정책의 한계에 대한 우려나 금리 이외의 통화정책 수단에 대한 기대가 의외로 빨리 부각될 가능성이 있다는 견해를 나타내었음. 이러한 측면에서 당행이 통화정책을 효과적으로 수행하기 위한 추가적인 수단과 방법 등을 검토하는 작업에 속도를 낼 필요가 있다고 당부하였음.



또 다른 일부 위원은 향후 연준 정책방향의 관건은 구조적 장기침체(secular stagnation)의 발생 여부에 있는 것으로 보이며, 연준이 그에 따른 명목중립금리 하락 가능성을 고려하여 정책금리를 인하하였고, 채권시장에서도 이를 반영하여 상당폭의 인하 기대가 형성되었을 수 있다는 의견을 표명하였음.

이어서 동 위원은 최근 일부 중앙은행 고위관계자가 향후 여건이 더욱 악화되고 정책금리가 특정 수준에 도달하면 비전통적 정책(unconventional policy)을 검토할 예정이라는 일종의 포워드 가이드스(forward guidance)를 내놓았다고 소개하였음. 최근 실효하한에 대한 이야기가 많은 것은 향후 당행 통화정책이 나아갈 방향에 대한 높아진 관심을 반영하는 것으로 보이며, 불확실성을 제거한다는 차원에서라도 이에 대해 보다 많은 관심을 기울이고 입장을 정리할 필요가 있어 보인다는 견해를 나타내었음.

다음으로 동 위원은 물가상승률이 마이너스를 기록할 경우 이에 적극적으로 대응해야 한다는 논리는 마이너스 물가가 일반경제주체들의 기대인플레이션에 큰 영향을 미칠 수 있다는 우려에 근거하는 것으로 보인다고 언급하였음. 그러나 디플레이션을 경험한 몇몇 국가의 사례를 살펴보면 기대인플레이션이 급격히 낮아지지는 않았다고 소개하였음. 또한 향후 물가상승률이 일시적으로 마이너스를 나타낼 경우 디플레이션 우려에 대응해야 하는 상황이 발생할 수도 있겠지만 물가상승률이 마이너스로 가기 이전에 저물가상황이 먼저였음을 상기할 필요가 있다고 언급하면서, 비록 플러스이긴 해도 물가상승률이 목표수준을 하회하는 현 상황에 대해서도 엄중히 생각할 필요가 있다는 견해를 나타내었음.

한편 일부 위원은 기준금리의 실효하한은 추정방식에 따라, 그리고 위원들의 주관적 견해에 따라서도 달라질 수 있다는 견해를 표명하였음. 이러한 점에서 동 수준에 대해 내부에서 활발히 논의하고 연구하는 것은 바람직하겠으나, 이를 외부에 소통하는 것은 의도하지 않은 부작용을 초래할 수 있다는 의견을 나타내었음.

이에 관련부서에서는 우리나라가 비기축통화국으로서 자본유출 리스크를 우려하지 않을 수 없다는 점 등을 고려하면 기준금리의 실효하한이 주요 선진국에 비해 높은 수준일 것으로 보인다고 언급하였음. 또한 실효하한은 금융·경제상황

에 따라 가변적일 뿐만 아니라 위원이 언급한 대로 추정모형, 대상기간, 전제조건 등에 따라서도 추정치가 달라질 수 있다고 첨언하였음. 아울러 이를 공개하는 문제에 대해서는 추정치가 불확실하다는 점, 그리고 시장의 기대형성에 상당히 큰 영향을 미칠 수 있다는 점에서 신중히 접근할 필요가 있다고 덧붙였음.

다른 일부 위원은 연준 금리인하의 글로벌 파급영향에 대한 연구결과와 관련하여 연준 통화정책의 우리 경제에 대한 파급효과가 작지 않은 것으로 보이며, 우리나라 통화정책 파급효과와 비교해볼 필요가 있다는 의견을 제시하였음. 또한 보고내용에 수록된 다양한 지표들이 실제 미국 통화정책 운영에 반영되고 있다는 점에서 당행도 중·장기적으로 다양한 관련 지표를 개발하여 통화정책 운영시 활용할 필요가 있다고 제안하였음.

이어서 동 위원은 최근 많은 중앙은행들이 통화정책을 운영함에 있어 환율경로를 통한 파급효과에 대해 주목하고 있는 것으로 보인다는 견해를 밝혔음.

다음으로 동 위원은 기준금리의 실효하한에 대한 충분한 연구와 내부 논의가 중요하다고 강조하면서, 다만 실효하한 수준을 밝히는 문제에 대해 신중히 접근할 필요가 있다는 의견을 나타내었음. 또한 앞서 일부 위원이 언급한 기대인플레이션 지표와 관련하여 주요국의 기대인플레이션과 실제 물가상승률을 비교해 보면 양자 간 차이가 꽤 큰 상태로 지속되는 경우가 있다고 언급하면서, 기대인플레이션의 주요 결정요인이 무엇인지를 국가별로 비교·분석해 보는 것이 매우 유익할 것이라고 첨언하였음.

#### (4) 한국은행 기준금리 결정에 관한 위원별 의견 개진

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

일부 위원은 이번 회의에서는 1.50%인 현 기준금리를 유지하는 것이 바람직하다는 견해를 나타내었음.

지난 통화정책방향 결정회의 이후 글로벌경제는 무역분쟁이 심화되고 정치적

불확실성이 확대되면서 금융시장 변동성이 커지고 저성장 기조가 더욱 고착되는 모습임. IT업황 부진과 제조업생산 축소가 지속되면서 그동안 주요국에서 고용과 소비를 견인해온 것으로 보이는 서비스업을 둘러싼 불확실성도 확대된 것으로 보임. 이에 대해 주요국들은 완화적 통화정책으로 대응하고 있음. 물론 인플레이션 타게팅 프레임워크(IT framework)의 관점에서는 이러한 정책대응이 불가피하다고 판단됨. 그렇기에 제로금리의 필요성이나 총수요부진이 경제활동 위축의 원인이라는 것이 여러 논쟁에 중요한 공통분모로 받아들여지고 있음. 그러나 최근 일부 중앙은행 인사들까지도 이런 대응이 현재 직면한 문제들의 근본적 해결책이 될 수 있는지 의문을 제기하고 있음. 주로 정치적 불확실성과 경기적 요인보다는 구조적 소득-투자 선순환 약화가 수요부진의 원인이라는 것을 고려할 때 거시경제 정책으로 어디까지 대응해야 하는지, 또 그로 인해 파생될 비용이 어느 정도인지 불확실함. 특히 자원배분에 가장 중요한 역할을 해야 하는 금리가 장기간 낮은 수준을 유지하여 이미 금융불균형 누적이 확대된 상태일 수 있기 때문임.

우리나라도 자체의 구조적 문제들과 글로벌 현안들이 맞물리면서 성장세가 약화되고 있음. 이에 더하여 부동산시장의 재조정과 IT산업 경기의 회복 지연으로 잠재수준 이하의 성장을 보이고 있음. 이러한 국내외 상황을 반영하듯이 물가는 낮은 수준에 머물러 있으며 수요압력을 보여주는 물가지표들은 1%대 후반에서 횡보하고 있음. 기대인플레이션이 지난달에 이어 소폭 하락하였지만 최근의 금리 인하와 확장적 재정정책이 앞으로 어떤 영향을 미칠지 일단 지켜볼 필요가 있음.

현재 재정정책 중심의 확장적 거시경제정책 조합이 다음과 같은 이유에서 우리 경제에 적절하다고 생각함.

첫째, 수요부진이 구조적 원인에 기인하고 있다고 판단되기 때문임. 자원배분이 여러 구조적 문제로 유연하지 못하거나 상기 언급한 바와 같이 저금리기조가 장기간 지속되어 많은 기업들의 부채비율이 이미 높아진 상황에서는 재정정책으로 취약계층과 구조적 및 마찰적 실업자 등을 선별적으로 지원하는 수요진작이 더 효율적일 수 있기 때문임.

둘째, 부동산시장으로의 쏠림 가능성이 여전히 높기 때문임. 금융불균형을 억제하며 수요를 진작하기에는 재정정책이 상대적으로 더 효과적임. 생산자본을 기계/설비와 주택을 포함한 건설물로 구분하여 살펴보면, 지난 20년간 건설물 스톡(stock)이 기계/설비대비 2배에서 4배로 확대된 반면 같은 기간 건설물의 자본수익률은 기계/설비 수익률을 처음에는 소폭 상회하다가 지금은 큰 폭 하회하는 것으로 나타남. 이는 그간 누적된 자원배분의 비효율성을 간접적으로나마 확인해볼 수 있는 지표임.

셋째, 통화정책보다 재정정책을 통한 수요진작이 환율변동성 축소에 더 기여

할 수 있음. 원화는 우리 경제의 잠재성장률 저하, 일본 수출규제, 그리고 중국경제의 리스크 확대 등에 의해 다소 절하된 새로운 균형점을 찾고 있음. 이와 병행하여 원화가 중국 위안(yuan)에 대한 헤지 수단으로 일부 활용되면서 환율변동성까지도 확대되는 것으로 보임. 이런 가운데 재정정책은 외환시장과는 상대적으로 무관하게 수요를 진작할 수 있음.

주요 OECD국가들의 올해 재정충격(fiscal stimulus) 규모와 최근 정책금리 변화를 합쳐 GDP성장률에 미치는 기여도를 단순 비교해 보면 현재 우리나라가 OECD 국가 중 가장 확장적인 거시경제정책을 펼치고 있는 것으로 보임. 이러한 우리의 정책기조는 현 시점에서는 적절하다고 판단되지만 미·중 무역분쟁과 일본 수출규제가 장기화되거나 앞으로 더 확대될 가능성에는 유념할 필요가 있음.

그러므로 본 회의에서는 1.50%인 현 기준금리를 유지하는 것이 바람직하다고 생각함. 물론 이러한 정책조합의 효율성은 재정정책의 총체적 규모뿐 아니라 효과적인 타게팅(targeting)이 담보되어야 함. 또한 거시경제정책은 일시적일 뿐더러 정책여력도 제한적이므로 보다 근본적인 구조적 문제들에 대한 중장기적 개혁을 강력히 추진하여 국가 경쟁력을 확보하고 새로운 분야에서의 부가가치 창출을 도모하는 것이 시급하다고 생각함.

다른 일부 위원은 기준금리를 현재의 1.50%에서 1.25%로 인하하여 민간부문의 수요 둔화추세를 완충하는 것이 바람직하다는 견해를 나타내었음.

우리 경제는 상당히 부진한 상태에 있음. 반도체경기의 조정과 미·중 무역분쟁에 따른 국제교역 위축으로 수출이 큰 폭의 감소세를 지속하고 있으며, 이는 제조업 침체를 통해 설비투자를 축소시키는 요인으로 작용하고 있음. 건설투자도 조정국면에서 벗어날 조짐이 나타나지 않고 있으며, 최근에는 민간소비 증가세의 둔화도 가시화되고 있음. 이처럼 전반적으로 민간부문의 수요가 정체된 가운데 확장적 재정정책에 의존한 미약한 성장세만 이어지는 모습임.

총수요 위축을 반영하여 물가상승률도 하락하고 있음. 전체 소비자물가 상승률은 상반기에 0.6%에 머무른 데 이어, 전년동기의 농산물가격 급등이라는 기저효과를 반영하여 하반기에는 일시적으로나마 0% 내외까지 하락할 가능성이 있음. 일시적 요인을 제외한 기초적 물가상승률도 지난 2~3년 간 점진적으로 하락하여 최근에는 목표수준 2%를 크게 밑도는 1% 내외에 머물러 있으며, 작금의 경제상황을 고려할 때 당분간 추세적인 상승동력이 나타나기는 어려워 보임.

특히 지난번 통화정책방향 결정회의 이후 대내외 경제환경 변화는 더욱 부정

적인 방향으로 진행되고 있음. 미·중 무역갈등 및 일본과의 긴장이 고조되고 있을 뿐 아니라, 견실한 성장세를 이어 온 미국경제에 대한 우려도 나타나고 있어 우리 경제의 하방위험은 더욱 확대되고 있음. 아울러 경기하락에 따라 세수 증가세가 정체되고 있어, 중기적으로 민간부문의 수요회복 없이 재정정책만으로 성장을 지탱해 나가는 데에도 한계가 있음을 시사하고 있음. 이와 같은 최근의 경제 상황을 고려할 때 금년도 성장률이 2%를 밑돌 가능성이 있으며, 내년 경기가 회복될 것으로 낙관하기도 어려움.

따라서 기준금리를 현재의 1.50%에서 1.25%로 인하하여 민간부문의 수요 둔화추세를 완충하는 것이 바람직하다고 판단함. 최근 거시경제상황을 통화정책 기조판단의 표준적인 방법론의 관점에서 볼 때 1.25%의 기준금리가 낮은 수준이라고 평가할 수는 없으며, 필요한 정책조정을 이연시킴으로써 기대되는 편익도 파악하기 어려움. 한편 통화·재정 등의 단기적인 거시경제정책뿐 아니라 민간부문의 경쟁력 확보를 위한 정책 노력이 강화되어야 중장기적으로 경제회복이 담보될 수 있을 것이라는 인식도 공유하고자 함.

또 다른 일부 위원은 지난 회의에서 이미 기준금리를 인하한 점과 금융안정 측면에서의 부담도 균형있게 고려할 필요가 있다고 판단되는 점을 감안하여 기준금리를 현 수준에서 유지하는 것이 바람직하다는 견해를 표명하였음.

최근 경제상황을 보면 세계경제의 성장세 둔화가 지속되고 이에 따라 일각에서는 글로벌 리세션(global recession)에 대한 우려까지도 제기되고 있음. 국내경제도 이러한 세계경제의 상황에 동조하여 성장세가 약화되는 모습임. 우리 경제의 높은 대외개방도와 수출의존도를 감안할 때 대외여건 악화의 영향이 상대적으로 크게 나타날 수 있고, 이를 반영하여 최근에 주가 하락폭과 통화 약세폭이 주요국에 비해 큰 것으로 보임. 이러한 전세계적 성장세 둔화현상은 미·중 무역분쟁으로 대표되는 보호무역주의 확산, 노딜 브렉시트 우려 증대, 국가 간 경제제재 및 수출규제 등으로 세계화가 퇴조되어 가는 소위 슬로벌라이제이션(slowbalization) 현상에 주로 기인하는 것으로 이해됨.

지난 수십년 간의 세계화 진전은 그 과정에서 불평등과 양극화와 같은 적지 않은 부작용을 야기하기도 하였으나, 비교우위에 입각한 글로벌 분업 생산체계와 상품, 서비스, 자본, 기술, 노동의 자유로운 이동을 바탕으로 세계경제가 지속적으로 성장하는 데 크게 기여한 것은 부정할 수 없는 사실임. 다만 최근 들어 세계화가 퇴조하는 현상을 보이면서 국제교역과 시장개방 확대에 힘입은 경제적 번영

도 되돌려질 수 있다는 우려도 높아지고 있음. 교역과 투자의 위축으로 당분간 세계경제의 성장세 둔화는 불가피할 것으로 보이며, 이 과정에서 국내 금융·실물 지표가 나빠지고 가계와 기업의 심리가 위축되어 소비와 투자 같은 실제 경제활동도 영향을 받는 부정적 순환고리가 작동할 수 있는 것은 아닌지 우려됨.

이와 같은 상황에서 통화정책과 재정정책은 대외충격의 부정적 영향을 완화하기 위해 확장적으로 운용되어야 할 것임. 다만 앞으로 글로벌 공급망이 더욱 약화되고 재화와 생산요소의 이동이 더욱 제약되는 경우, 즉 구조적 공급충격이 발생하는 경우에는 통화, 재정과 같은 총수요 조절정책이 근본적 해결방안이 될 수 없을 것임. 이는 지난 잭슨홀(Jackson Hole) 회의에서 전세계 경제학자들과 중앙은행 관계자들이 고민한 내용이기도 함.

다음은 이번 회의의 통화정책방향과 관련하여, 앞서 언급한 바와 같이 통화정책이 근본적 해결방안이 되지는 않겠지만 그래도 성장세 둔화에 대응하여 정책기조를 완화적으로 운용하여 소비와 투자 심리의 위축에 대응할 필요가 있다고 생각함. 이러한 면에서 지난 회의에서 기준금리를 인하한 바 있음. 이번 회의에서는 지난 회의에서 이미 기준금리를 인하한 점과 최근의 은행 가계대출의 증가세 확대, 서울지역 중심의 아파트가격 상승세 전환과 상승기대 확산, 글로벌 자금흐름의 변동성 증대와 같은 금융안정 측면에서의 부담도 균형있게 고려할 필요가 있다고 판단되어 기준금리를 현 수준에서 유지하는 것이 바람직하다고 생각함.

한편 일부 위원은 이번 회의에서는 기준금리를 1.50%에서 유지하는 것이 적절하다는 견해를 제시하였음.

지난 통화정책방향 결정회의 이후 대내외 여건 변화를 살펴보면, 주요국 무역갈등과 지정학적 리스크가 확대되는 가운데 글로벌 성장모멘텀 약화가 지속되고 있는 것으로 보임. 성장률 둔화는 비교적 완만한 속도로 진행되고 있지만, 국가별·산업별 경기 흐름이 크게 차별화되면서 성장률 하락이 대부분 세계교역과 우리나라 경제와 관련이 깊은 제조업과 투자 부문에 집중되었음. 향후 전망과 관련, 일부 경제지표에서 글로벌 제조업과 투자의 부진 정도가 다소 진정되는 조짐을 보이고는 있으나, 하반기 중 의미 있는 개선으로 이어질 가능성은 높아 보이지 않음. 무엇보다 미·중 간 관세 추가 인상이 발표되는 등 교역재 경기흐름에 영향을 미치게 될 정책환경이 지극히 불안정한 가운데 기업심리가 상당히 위축되어 있음을 주목하고 있음. 미국을 비롯하여 대외건전성이 양호한 국가들을 중심으로 통화정책이 완화되고 재정정책도 선별적이거나 확장적 기조로 움직이고 있지만,

최근 금융시장에서의 안전자산 선호심리가 확산되면서 그 파급경로를 제한하고 있어 향후 성장경로상의 불확실성은 여전히 높은 상황임.

국내경제는 경기적 요인과 구조적 요인이 맞물리며 미약한 성장세가 지속되고 있는 것으로 보임. 물론 2/4분기 실질GDP 성장률은 큰 폭 반등하였으나, 대부분이 정부지출 확대에 기인하고 민간부문의 기여도는 오히려 낮아지는 등 하반기 성장전망에 대한 시사점이 전혀 고무적이지 않았음. 월별 지표를 통해 최근의 동향을 살펴보다라도 기업과 소비자 심리가 악화되고 있는 가운데 투자 조정이 계속되고 민간소비 증가세도 다소 약해진 것으로 보임. 수출의 경우 3/4분기 들어 물량 감소가 완만해지고는 있지만, 대외여건의 불확실성이 보다 커지고 있어 당분간 월별 변동성이 크게 확대되는 가운데 부진한 모습을 지속할 것으로 예상됨. 특히 그간 미·중 간 무역분쟁이 더욱 격화되었고 일본의 수출규제도 강화됨에 따라 향후 성장경로가 지난 7월 전망치를 하회할 가능성이 상당히 높아지고 있는 것으로 판단됨. 이는 수요측 물가압력의 약화를 통해 소비자물가가 목표수준에 근접하는 시기를 좀 더 늦추는 요인으로 작용할 수 있음.

한편 글로벌 위험회피심리의 확산으로 인해 금융시장의 변동성이 크게 확대되었음. 이 중 원/달러 환율상승이 갖는 정책적인 함의는 다각적으로 고려될 수 있음. 이론적으로나 실증적으로 통화가치의 하락이 해당 국가의 수출경쟁력과 물가상승에 유의미한 영향을 미치는 것으로 알려져 있음을 고려하면, 경기둔화 국면에서의 환율 절하는 경기와 물가에 대한 하방 리스크를 일정 부분 완충하는 역할을 할 수 있을 것임. 반면 대외건전성이 확보되지 않았을 경우에는 대외 충격 발생시 통화가치의 하락이 급격하게 진행되면서 금융불안과 경제의 후생손실로 귀결되는 사례가 많았음. 현재의 경상수지 규모, 외채 구성, 민간과 공공부문의 해외자산 보유 규모 등을 기초로 판단해볼 때 우리나라의 대외건전성은 상당히 양호한 수준인 것으로 보임. 그러나 경상수지 흑자가 점진적으로 감소하는 추세이고 외채비율 또한 완만한 상승세를 지속하고 있음을 고려해볼 때, 대외건전성과 관련된 여러 지표들에 대해 지속적인 경각심을 갖고 모니터링해 나가야 할 것임.

이상을 종합해 보면 대내외 경제환경의 불확실성과 금융시장 변동성이 확대되면서 지난 7월 전망시 우려했던 성장과 물가에 대한 하방 리스크의 실현가능성이 상당히 높아진 것으로 판단됨. 그러나 어느 정도의 하방 위험은 지난 7월의 선제적 금리인하 결정에서 이미 고려되었던 요인임. 또한 금리인하 효과가 일정 시차를 두고 파급된다는 점, 경기 대응을 위해 재정정책이 함께 확장적으로 운용되고 있다는 점, 성장률 둔화는 일부 구조적인 요인에도 기인한다는 점 등을 고려할 때, 이번에는 기준금리를 변경하지 않고 1.50%에서 유지하면서 현재의 정책

조합이 중기적 성장과 물가 경로에 대한 하방 리스크를 효과적으로 완충하게 될 것인지에 대해 좀 더 시간을 두고 점검하는 것이 적절하다고 생각함.

다른 일부 위원은 변화된 경제상황에 맞추어 기준금리 정책의 조정이 필요하며, 이에 기준금리를 1.25%로 인하하는 것이 적절하다는 입장을 표명하였음.

최근 우리 경제의 실물 측면을 살펴보면 전반적으로 7월 회의 이후 대내외 환경요인이 보다 부정적인 방향으로 전개되는 모습임.

대외적으로는 세계교역의 둔화세가 지속되고 있음. 특히 미·중 무역분쟁, 브렉시트 등 기존 위험요인은 불확실성이 커지고 있고, 일본의 수출규제, 홍콩 사태 등 새로운 지정학적 위험 요인이 발생하고 있어 당초 예상되었던 올해 하반기 중의 회복이 아니라 둔화의 지속 내지는 추가 침체 가능성이 대두되고 있음. 더불어 작년 하반기 시작된 세계교역 둔화가 지속되면서 주요국의 투자와 제조업 생산이 침체되며 실물 성장세에 부정적인 영향이 파급되는 모습임. 대표적으로 독일의 2/4분기 성장률이 마이너스로 하락하였고, 중국의 7월 산업생산 증가율이 2009년 이후 가장 낮은 수준인 4.8%를 기록하였음. 예상을 넘어선 세계교역 둔화의 장기화와 이로 인해 촉발된 세계경제의 둔화는 지정학적 위험과 상호작용하며 최근 들어 경제주체의 심리에 부정적 영향을 미치고 있음. 선진국에서는 주식시장에서 자금이 이탈하여 국채로 이동하며 국채 장기금리가 상당 폭 하락하였으며, 국제투자자금은 신흥국에서 전반적으로 이탈하며 이들 국가의 금융자산 가격을 하락시키고 환율변동폭을 높였음. 세계경기의 부정적 전개와 불확실성 상승으로 실물경제의 심리는 위축되고 국제금융시장의 안전자산 보유심리가 높아지고 있음을 시사함.

세계경제 환경이 예상보다 부정적인 전개를 지속하면서 국내경제도 수출의 부진이 다소 심화되고 있음. 상반기 금액기준 -8%대로 감소하였던 수출은 7월 이후 -11% 내외로 하락폭이 확대되었음. 내수 측면에서는 수출과 밀접히 연관된 설비투자의 부진이 지속되고 있음. 또한 상반기 완만하였던 민간소비의 증가세가 최근 소매판매액 수치의 추이, 소비심리 악화 등을 기준으로 볼 때, 하반기 예상보다 위축될 조짐을 보이고 있어 우려됨. 명목임금 상승률이 2018년에 이어 올해 중에도 4%대의 견실한 상승세를 유지하고 있는 점은 긍정적인 요인이거나, 가계 전체의 소득여건과 소비심리 개선에 미치는 영향은 제한적인 것으로 보임. 이상 우리나라를 둘러싸고 있는 경제환경의 최근 추이, 국내경제의 최근 흐름을 전체적으로 평가할 때, 7월 조사국의 올해 2.2% 성장률 전망의 하방위험이 커졌



다고 판단됨.

물가는 소비자물가 상승률이 1/4분기 0.5%, 2/4분기 0.7%에 이어 7월 중 0.6%로 0%대 중후반 수준을 지속하였으며, 근원물가 상승률은 1/4분기, 2/4분기 각각 1.0%, 0.6%에 이어 7월 중 0.9%를 기록하였음. 관리물가를 제외한 내수물가압력 지표의 상승률, 경기민감품목의 물가상승률도 1% 중반 내지는 중후반을 지속하였음. 길게 보면 우리 경제는 실제 물가상승률이 목표인 2%에 미치지 못하는 상황이 2013년 이후 계속되어 왔음. 이런 가운데 올해 들어서는 소비자물가 상승률과 더불어 근원물가 상승률이 0%대에 머무르면서, 새로운 국면의 물가부진 상황이 전개되고 있음. 지난 7월 조사국이 올해 소비자물가 상승률을 0.7%로 전망하였듯이 이미 우리나라의 물가흐름은 올해 중 0%대에 머무르며 물가부진을 지속할 것이 예상된 바 있음. 그러나 최근 우리나라 성장전망 경로의 하방위험이 커지고 있고, 나아가 경제의 부진이 장기화될 위험이 높아지고 있다는 점이 우려됨. 물가부진 상황이 올해를 넘어 내년 중에도 이어질 가능성이 높아지고 있음. 낮은 물가상승률의 지속은 결국 경제주체의 기대인플레이션 하락을 초래할 위험이 있다는 점을 상기할 때, 기대인플레이션 관리를 위한 적극적 대응이 필요함. 구체적으로 직접적인 통화정책의 수단인 기준금리 변경만이 아니라 유사한 문제에 봉착한 주요 중앙은행이 활용하고 있는 포워드 가이드스(forward guidance) 등 보다 적극적인 커뮤니케이션 정책수단의 발굴과 사용의 검토도 필요하다고 생각됨.

한편 최근 국제금융시장의 불안심리 확대에도 불구하고 CDS프리미엄, KP(Korean paper)스프레드는 낮게 유지되고 있어 우리나라의 대외신인도는 견실한 모습임. 원화가치의 하락이 있었으나, 대내외 거시여건의 변화를 반영한 가격변동을 넘어서 그 자체가 대외신인도의 하락을 초래할 위험이 있다고는 평가되지 않음. 대외신인도와 건전성 관리와는 별도로, 인플레이션 타게팅에 의해 금리정책을 운용하는 경제에서 환율의 신축적인 변동은 거시 명목변수의 정상수준 회복을 위해 필수적인 요소라는 점도 상기하고자 함.

다른 한편으로는 우리나라 소비자물가의 상당부분을 구성하는 관리물가의 결정에 있어서 누적된 물가상승요인이 있는 품목은 이를 해소하는 방향의 정책운용을 적극 고려하는 것이 거시경제의 안정관리 차원에서 바람직하다는 것이 통화정책 담당자로서의 의견임.

이상을 종합하면 세계교역의 둔화를 중심으로 한 경제여건의 악화로 경기부진과 물가부진이 지속되고 있으며, 7월 전망경로대비 하방위험이 다소 확대되었음. 변화된 경제상황에 맞추어 기준금리 정책의 조정이 필요하며, 이에 기준금리를 1.25%로 인하하는 것이 적절하다는 판단임.

또 다른 일부 위원은 이번에는 기준금리를 1.50%인 현 수준에서 동결하고 실물경제 상황과 국내외 금융시장 동향에 대해 좀 더 모니터링하는 것이 바람직하다는 견해를 밝혔다.

지난 통화정책방향 결정회의 이후 경제동향을 살펴보면, 세계경제는 미·중 무역분쟁 등의 여파로 불확실성이 확대되고 있는 모습임. 미국의 경우 소비와 고용 지표가 양호한 흐름을 보이고 있으나, 중국경제는 성장세 둔화가 가시적으로 나타나고 있음. 최근 양국 간 무역분쟁은 해결의 실마리를 찾기보다는 오히려 대치국면이 장기화되고 있어 세계경제 및 우리 경제에 미칠 부정적 파급효과가 우려됨. 특히 브렉시트 문제, 이탈리아 정정불안, 홍콩 시위사태, 아르헨티나 등 일부 신흥국 위기와 같은 여러 불안요인들이 동시다발적으로 확산하고 있어 이에 대한 면밀한 모니터링이 필요할 것임. 글로벌 보호무역주의 영향으로 세계교역도 부진을 이어가고 있음.

세계경제 부진에 영향받아 최근 국내경제도 수출뿐만 아니라 설비 및 건설투자의 조정이 지속되고 있음. 완만하게나마 증가세를 보이던 민간소비도 6월 이후 상황이 나빠지고 있음. 소매판매가 2개월 연속 감소세를 보이고 있어 금년 중 민간소비가 당행 전망을 하회할 가능성이 크다고 하겠음. 이와 함께 반도체 수출과 대중 수출부진에 따른 수출 감소세가 지속되고 당초 하반기 이후 반등을 기대했던 설비투자의 부진이 연말까지 지속될 수 있다는 지적이 제기되고 있음. 미·중 무역분쟁 이슈에 더해 한·일 간 분쟁이슈도 악화되고 있어 성장의 하방 리스크가 더욱 커질 전망이다. 고용은 기저효과 등으로 개선추세를 보이고 있으나 제조업 고용악화가 지속되는 등 아직 낙관하기는 이르다고 봄. 하반기 중 물가는 7월 전망보다도 낮은 수준을 보일 가능성이 있음. 이에선 지난해대비 농축수산물 가격 안정, 최근 국제유가의 하락 등이 영향을 미치고 있으나, 근원인플레이션율도 0%대 수준을 보이고 있어 우려됨. 세계경제의 불안에 따라 국내경기에 대한 불확실성이 확대되는 가운데 소비자물가 전망에도 하방 리스크가 커지고 있는 점을 고려하면 완화적 통화정책을 지속할 필요가 있다고 생각함.

국내금융시장은 경기둔화 기대 등을 반영하여 장기시장금리가 큰 폭으로 하락하였으며 주식시장도 부진한 모습임. 가계부채는 정부의 강력한 대책 등으로 금년 상반기 중 증가율이 크게 둔화되었음. 하반기에는 예년의 경우에 비추어 볼 때 상반기보다 가계부채 증가규모가 커지는 경향을 보여왔는 바, 최근 일부지역 부동산 가격 상승에 따라 거래량이 늘며 가계부채도 증가하는 모습을 보이고 있는 점 등에 대해서는 점검을 지속할 필요가 있겠음.

국제금융시장에서는 미 연준의 추가 금리인하 가능성에 대해 여러 가지 견해가 제시되고 있음. 미 국채 장단기금리 역전 등과 관련, 연준의 경기판단과 통화정책방향에 대한 관심이 매우 높아져 있는 상황임. 연준의 통화정책이 우리 금융시장에도 큰 영향을 미치고 있다는 점을 감안하여, 관련 동향을 예의주시하면서 외환시장의 변동성이 지나치게 확대되지 않도록 하는 데도 주의를 기울여야 할 것임.

이와 같은 대내외 경제여건을 종합적으로 고려할 때, 이번에는 기준금리를 1.50%인 현 수준에서 동결하고 실물경제 상황과 국내외 금융시장 동향에 대해 좀 더 모니터링하는 것이 바람직하다고 판단함.

#### (5) 토의결론

위와 같은 위원별 의견 개진 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, 조동철, 신인석 위원은 한국은행 기준금리를 현 수준에서 유지하는 것에 대해 명백히 반대의사를 표시하고 0.25%포인트 인하할 것을 주장하였음.)

#### 의결사항

「통화정책방향」을 다음과 같이 결정한다.

- ☐ 금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현 수준(1.50%)에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다.
- ☐ 세계경제는 교역이 위축되면서 성장세가 둔화되었다. 국제금융시장에서는 미·중 무역분쟁 및 이에 따른 글로벌 경기 둔화 우려 등으로 주요국 국채금리와 주가가 큰 폭 하락하는 등 가격변수의 변동성이 확대되었다. 앞으로 세계경제

와 국제금융시장은 보호무역주의 확산 정도, 주요국의 통화정책 변화, 지정학적 리스크 등에 영향받을 것으로 보인다.

- 국내경제는 건설투자 조정과 수출 및 설비투자 부진이 지속된 가운데 소비 증가세가 약화되면서 성장세 둔화 흐름을 이어간 것으로 판단된다. 고용 상황은 취업자수 증가폭이 확대되는 등 일부 개선되는 모습을 보였다. 앞으로 국내경제는 미·중 무역분쟁 심화, 지정학적 리스크 증대 등으로 성장 전망경로의 불확실성이 한층 커진 것으로 판단된다.
- 소비자물가는 석유류와 농축수산물 가격 하락 등으로 오름세가 0%대 중반으로 낮아졌다. 근원인플레이션율(식료품 및 에너지 제외 지수)은 0%대 후반을, 일반인 기대인플레이션율은 2% 수준을 나타내었다. 앞으로 소비자물가 상승률은 7월 전망경로에 비해 하방위험이 높아져 당분간 0%대 초반에서 등락하다가 내년 이후 1%대 초중반을 나타낼 것으로 예상된다. 근원인플레이션율도 완만하게 상승할 것으로 보인다.
- 금융시장에서는 미·중 무역분쟁과 지정학적 리스크 등에 따른 국내외 경기둔화 우려로 가격변수의 높은 변동성이 지속되었다. 장기시장금리와 주가가 크게 하락하고 원/달러 환율도 큰 폭 상승하였다. 가계대출은 증가세 둔화가 다소 주춤한 모습을 보였다. 주택가격은 하락세를 지속하였으나 수도권 일부 지역에서는 오름세를 나타내었다.
- 금융통화위원회는 앞으로 성장세 회복이 이어지고 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제의 성장세가 완만할 것으로 예상되는 가운데 수요 측면에서의 물가상승압력이 낮은 수준에 머무를 것으로 전망되므로 통화정책의 완화기조를 유지해 나갈 것이다. 이 과정에서 향후 거시경제와 금융안정 상황의 변화를 면밀히 점검하면서 완화정도의 조정 여부를 판단해 나갈 것이다. 아울러 미·중 무역분쟁, 주요국의 경기와 통화정책 변화, 가계부채 증가세, 지정학적 리스크 등도 주의깊게 살펴볼 것이다.

#### 〈의안 제27호 — 「한국은행의 금융기관대출규정」 개정(안)〉

(1) 담당 부총재보가 「한국은행법」 제28조 제3호 및 제64조에 의거 금융중개

지원대출제도 지원대상 조정 등의 근거를 마련하기 위해 「한국은행의 금융기관대출규정」을 개정하고자 한다는 취지의 제안설명을 하였음.

이어서 본 안건의 내용은 대외여건의 악화로 어려움이 증대될 우려가 있는 소재부품장비기업에 대한 지원을 강화하기 위해 금융중개지원대출 한도배정 대상 대출실적 중 ‘창업기업·일자리창출기업대출’을 ‘창업기업·소재부품장비기업·일자리창출기업대출’로 변경하는 한편 「영세자영업자지원 프로그램」의 지원대상인 전환대출의 신규공급이 중단됨에 따라 동 프로그램의 신규지원을 종료하고 관련 경과조치를 마련하는 것이라는 설명과 함께, 본 안건에 대한 자세한 내용은 두 차례의 위원협의회의에서 이미 논의되었으며 주요내용은 관련부서에서 다음 의안과 관련하여 별도 보고하겠다는 설명을 덧붙였음.

## (2) 심의결과

원안대로 가결

## 의결사항

「한국은행의 금융기관대출규정」을 붙임과 같이 개정한다.

<붙임> 「한국은행의 금융기관대출규정」 개정(안)(생략)

## <의안 제28호 — 한국은행 금융중개지원대출 한도 결정>

(1) 관련부서는 「한국은행의 금융기관대출규정」 제9조에 의거 금융중개지원대출의 한도는 금융통화위원회가 설정하며 이에 따라 지난 2017년 8월 10일 금융중개지원대출의 총 한도를 25조원으로, 프로그램별 한도는 무역금융지원 프로그램 1.5조원, 영세자영업자지원 프로그램 0.5조원, 신성장·일자리지원 프로그램 6조원, 중소기업대출안정화 프로그램 11조원, 지방중소기업지원 프로그램 5.9조원, 한도 유보분 0.1조원으로 정하였다고 설명하였음.

한편 최근 우리 경제는 수출 및 투자 부진 등으로 성장세가 둔화되고 향후 성장전망 경로의 불확실성이 한층 높아진 것으로 판단되며, 이러한 상황에서 미·중 무역분쟁 심화 등으로 앞으로 국내 기업들의 어려움이 더욱 증대될 가능성이 있어, 기업활동을 촉진하고 경제주체의 심리를 개선하는 데 기여할 수 있도록 금리정책을 보완하는 정책수단인 금융중개지원대출을 활용하여 중소기업 지원을 강

화할 필요가 있으며, 아울러 성장잠재력 확충을 위해 신성장 영위기업 등에 대한 지원을 강화하는 방향으로 금융중개지원대출의 현행 총 한도 내에서 프로그램별 한도를 효율적으로 배분할 필요가 있다는 설명을 덧붙였음.

## (2) 위원 토의내용

관련부서는 본 안건과 관련하여 두 차례의 위원협의회에서 논의된 내용을 다음과 같이 보고하였음.

우선 위원들은 금융중개지원대출제도가 우리 경제의 성장잠재력 확충에 기여하는 방향으로 운용될 필요가 있다고 강조하면서, 최근 설비투자가 크게 부진한 점을 감안하여 설비투자 지원이 가능하도록 금융중개지원대출제도를 변경할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

다만 일부 위원은 설비투자지원 프로그램의 신규도입보다는 신성장·일자리지원 프로그램을 통해 지원하는 것이 좋겠다는 견해를 밝혔음.

이에 대해 관련부서에서는 소재·부품·장비기업을 신성장·일자리지원 프로그램 지원대상에 포함하고, 동 프로그램 내의 창업기업 등 신성장 영위기업, 일자리 창출기업 및 소재·부품·장비기업에 대해 설비투자자금을 신규로 지원함으로써 미래 성장동력 확충에 기여할 수 있을 것이라고 설명하였음.

이어서 관련부서에서는 이러한 논의결과를 종합해볼 때 2019년 10월 1일부터 적용할 금융중개지원대출의 총 한도는 25조원으로 하고, 프로그램별로는 무역금융지원 프로그램 한도는 현재의 1.5조원에서 1조원 증액한 2.5조원으로 하고, 신성장·일자리지원 프로그램 한도는 현재의 6조원에서 4조원 증액한 10조원으로 하고, 중소기업대출안정화 프로그램 한도는 현재의 11조원에서 5조원 감액한 6조원으로 하고, 영세자영업자지원 프로그램 한도는 현재의 0.5조원을 유지하되 2019년 11월 13일부터는 0.5조원을 전액 감액하고 동 금액만큼 중소기업대출안정화 프로그램 한도를 6조원에서 6.5조원으로 증액하고, 지방중소기업지원 프로그램 한도 및 한도 유보분은 현재의 규모로 유지하는 것이 좋겠다는 의견을 제시하였음.

## (3) 심의결과

의결문 작성·가결

## 의결사항

2019년 10월 1일부터 적용할 한국은행의 금융기관에 대한 금융중개지원대출의 총 한도는 25조원으로 하고 프로그램별 한도는 다음과 같이 정한다.

무역금융지원 프로그램 한도는 현재의 1.5조원에서 1조원 증액한 2.5조원으로 한다.

신성장·일자리지원 프로그램 한도는 현재의 6조원에서 4조원 증액한 10조원으로 한다.

중소기업대출안정화 프로그램 한도는 현재의 11조원에서 5조원 감액한 6조원으로 한다.

영세자영업자지원 프로그램 한도는 현재의 0.5조원을 유지하되 2019년 11월 13일부터는 0.5조원을 전액 감액하고, 동 금액만큼 중소기업대출안정화 프로그램 한도를 6조원에서 6.5조원으로 증액한다.

지방중소기업지원 프로그램 한도 및 한도 유보분은 현재의 규모를 유지한다.

(별첨)

## 「통화정책방향」 관련 보고내용

### I. 국내외 경제동향 및 평가

#### 1. 국외경제동향

##### 가. 세계경제

미국은 고용상황 호조 등에 힘입어 소비를 중심으로 양호한 성장세를 유지하였음.

유로지역은 수출 감소, 제조업 부진 등으로 성장률이 둔화되었음.

중국은 수출과 투자 부진 등으로 성장세 둔화흐름이 지속되었으며, 일본은 수출부진 등으로 성장률이 둔화되었음.

##### 나. 국제유가

국제유가(두바이유 기준)는 글로벌 경기부진에 따른 수요둔화 우려 등으로 8월 들어 50달러대 후반 수준으로 하락하였음.

#### 2. 국내경제동향

##### 가. 내수 및 대외거래

7월 중 소매판매는 가전제품 등 내구재와 의복 등 준내구재가 줄면서 전월대비 0.9% 감소하였음.

설비투자는 운송장비를 중심으로 전월대비 2.1% 증가하였으며, 건설기성은 건물과 토목이 모두 줄면서 2.3% 감소하였음.

7월 중 수출(461억달러, 통관기준)은 반도체 및 석유류제품 단가 하락 등으로 전년동월대비 11.0% 감소하였음.



6월 중 경상수지는 63.8억달러로 흑자규모가 전년동월(74.6억달러)에 비해 축소되었음.

#### 나. 생산활동 및 고용

7월 중 제조업 생산은 자동차, 화학제품 등 비IT부문을 중심으로 전월대비 2.6% 증가하였음.

서비스업 생산은 숙박·음식점업이 줄었으나, 금융·보험업, 정보통신업 등이 늘면서 전월대비 1.0% 증가하였음.

7월 중 취업자수는 전년동월대비 29.9만명 늘어 전월(+28.1만명)보다 증가규모가 소폭 확대되었으며, 실업률(계절조정)은 4.0%로 전월 수준을 유지하였음.

#### 다. 물가 및 부동산가격

7월 중 소비자물가는 전년동월대비 0.6% 상승하여 전월(0.7%)에 비해 소폭 하락하였음. 전월대비로는 농산물 및 전기료를 중심으로 0.3% 하락하였음. 근원인플레이션율(식료품 및 에너지 제외)은 0.9%로 전월(0.7%)보다 소폭 상승하였음.

7월 중 전국 아파트 매매가격은 비수도권을 중심으로 전월대비 0.2% 하락하였으며, 아파트 전세가격도 전월대비 0.3% 하락하였음.

### 3. 평가

국내경제는 수출과 투자 부진으로 성장세 둔화흐름을 지속하였음.

투자 부진이 이어지는 가운데 민간소비 증가세도 다소 약화되었음. 수출도 반도체와 석유류제품의 단가 하락세 확대 등으로 부진을 지속하였음.

국내경제는 대외 여건 변화 등으로 향후 성장흐름의 불확실성이 한층 커진 것으로 평가됨.

향후 성장경로에는 정부의 정책대응 강화에 따른 내수여건 개선 등이 상방 리스크로, 미·중 무역분쟁 심화, 지정학적 위험 증대 등이 하방 리스크로 잠재하

고 있음.

소비자물가 상승률은 지난해 농축수산물가격 급등에 따른 기저효과 등으로 일시적으로 크게 낮아지겠으나, 공급측면에서의 하방압력이 점차 완화되면서 내년에는 1%대 초중반 수준을 나타낼 것으로 예상됨.

경상수지는 흑자기조를 이어갈 전망이다.

## II. 외환·국제금융 동향

### 1. 국제금융시장

#### 가. 주요 금융시장

미·중 무역분쟁 심화 및 세계경기 둔화 우려가 높아진 가운데 홍콩시위 격화 가능성 등으로 투자심리가 상당폭 위축되었음.

미국, 독일 등 선진국 국채금리가 통화정책 완화 기대 등으로 큰 폭 하락하였으며 주가도 미·중 무역분쟁 우려로 하락하였음. 미달러화는 미·중 무역분쟁 심화에도 유럽의 정치적 불확실성 증대 등으로 강세를 보였으며, 엔화는 안전자산 선호 심리로 강세를 보였음.

미 연준의 추가 금리인하 기대가 7월 FOMC 이후 확대된 가운데 미국채 10년물 및 2년물 금리 간 역전이 발생하였음. 국제금융시장 금융여건은 미 연준의 금리인하에도 불구하고 위험회피 심리로 인해 회사채 스프레드가 확대되는 등 악화되었음.

#### 나. 신흥국

중국은 미·중 무역분쟁 심화로 위안화 환율이 달러당 7위안을 상회하는 등 약세를 보이고 주가도 상당폭 하락하였음. 여타 신흥국은 중앙은행의 기준금리 인하 영향 등으로 국채금리가 대체로 하락한 가운데 투자심리 위축으로 주가 및 통화가치도 하락하였음.

## 다. 글로벌 펀드

선진국 펀드는 채권자금의 유입세가 지속되었으나 주식자금이 큰 폭으로 유출되었음. 신흥국 펀드는 주식자금 유출이 확대되고 채권자금도 유출 전환하였음.

## 2. 국내 외환부문

### 가. 외환시장

원/달러 환율은 미·중 무역분쟁 심화, 예상보다 덜 완화적인 7월 FOMC 결과, 홍콩 시위 등 지정학적 리스크 등의 영향을 받으며 상당폭 상승하였음. 명목실효 환율 지수는 하락하였음.

### 나. 외화자금시장

국내은행의 대외 외화차입여건은 외화차입 가산금리가 선제적 자금조달 수요 등으로 소폭 상승한 가운데, KP스프레드 및 CDS프리미엄도 글로벌 투자심리 위축 등으로 상승하였음.

거주자 외화예금은 8월 중 기업의 해외증권 발행자금 예치 등으로 증가하였음. 외환스왑레이트(3개월물)는 기관투자자 외화자금수요와 비거주자의 NDF 매입이 엇갈리면서 등락하였음.

### 다. 외환 유출입

7월 중 외환은 경상거래 순유입 증가에도 불구하고 자본거래 순유출 규모가 확대(외국인 증권투자 유입 축소 및 거주자 해외증권투자 증가)되면서 유입 규모가 축소되었음.

### 라. 외국인 증권투자자금

주식자금은 미·중 무역분쟁에 따른 투자심리 위축 등으로 유출되었으며 채권자금은 안전자산 선호 등으로 소폭 유입되었음.

#### 마. 외환보유액

7월 말 외환보유액은 전월말대비 0.4억달러 증가한 4,031.1억달러를 기록하였음.

### III. 금융시장 동향

#### 1. 자본시장

##### 가. 시장금리

국고채금리는 7월 회의 이후 글로벌 경기둔화 우려, 미·중 무역분쟁 및 일본 수출규제 관련 불확실성 증대 등으로 주요국 금리와 함께 큰 폭 하락하였음.

통안증권(91일) 및 은행채(3개월) 금리 등 단기시장금리는 기준금리 인하 및 장기금리 하락, MMF 수신 증가 등의 영향으로 하락하였음.

회사채 신용스프레드는 비교적 좁은 범위에서 변동하며 낮은 수준을 지속하였음.

##### 나. 주가

코스피는 미·중 무역갈등 심화 및 일본 수출규제 불확실성 등으로 1,900대 초반까지 하락한 이후 홍콩사태 악화 등으로 주가 상승이 제약되었음.

##### 다. 외국인 국내증권 투자

외국인의 국내 채권투자는 7월 중 소폭 감소하였으나 8월 중 증가로 전환하였음. 주식투자는 7월중 순매수를 나타내었다가 8월에는 대외 불확실성 증대에 따른 글로벌 주식형 펀드자금 유출 확대 등으로 순매도로 전환하였음.

#### 2. 신용시장

##### 가. 여수신금리

7월 중 은행 여신금리(신규취급액 기준)는 기준금리 인하 등에 따른 지표금리 움직임의 영향을 받아 하락하였음. 가계대출 금리의 경우 신용대출 금리가 단기 지표금리 하락에 우량차주 취급비중 확대 등 특이요인이 가세하면서 전월에 이어 큰 폭 하락하였으며, 주택담보대출 금리도 장기시장금리 하락에 연동하여 상당폭 하락하였음. 기업대출 금리는 대기업과 중소기업 모두 하락하였음.

수신금리도 여신금리와 같은 폭 하락하면서 여수신금리차는 전월수준을 유지하였음.

#### 나. 여신

7월 중 은행 가계대출은 전월보다 증가규모가 확대되었음. 주택담보대출은 전세자금대출 수요가 늘었으나 입주 관련 자금수요가 둔화되면서 증가규모가 축소되었음. 기타대출은 주택 관련 자금수요 등으로 증가폭이 확대되었음.

은행 기업대출은 전월보다 증가규모가 축소되었음. 대기업대출은 직접금융시장을 통한 자금조달 확대에 감소하였으며, 중소기업대출은 전월말 휴일에 따른 대출상환 지연으로 증가폭이 축소되었음.

기업의 직접금융을 통한 자금조달은 회사채를 중심으로 증가폭이 확대되었음. 회사채는 양호한 발행여건이 지속되는 가운데 부채구조개선, 영업자금조달 등을 목적으로 순발행 규모가 확대되었으며, CP·전자단기사채도 분기 말 일시상환분의 재취급으로 증가로 전환하였음.

은행의 가계대출 연체율(2019.6월 말 기준)은 전월과 같은 낮은 수준을 유지하였음. 기업대출 연체율은 분기말 부실채권 매·상각 등의 영향으로 전월보다 하락하였음.

### 3. 유동성 및 자금흐름

#### 가. 통화

7월 M2증가율(전년동월대비, 평잔 기준)은 전월과 비슷한 수준을 유지한 것으

로 추정되었음.

#### 나. 수신

7월 중 은행 수신은 감소로 전환하였음. 정기에금은 지방정부 자금 유입, 일부 은행의 예대율 관리를 위한 기업예금 유치 등으로 증가하였으나, 수시입출식 예금이 부가가치세 납부에 따른 기업자금 인출로 큰 폭 감소하였음.

자산운용사 수신은 증가세를 지속하였음. MMF가 전월말 BIS비율 관리를 위해 인출되었던 은행자금이 재유입되면서 증가하였으며, 채권형펀드 및 기타펀드도 증가세를 지속하였음.