

2016년 도 제 1차

금융통화위원회(정기) 의사록

한 국 은 행

1. 일 자 2016년 1월 14일(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
 

하 성 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	장 민 조사국장
조 정 환 금융안정국장	허 진 호 통화정책국장
신 호 순 금융시장국장	홍 승 제 국제국장
서 봉 국 공보관	이 환 석 금융통화위원회실장
박 철 원 의사팀장	

## 6. 회의경과

### 가. 의결안건

#### <의안 제1호 — 통화정책방향>

(1) 전일 개최된 동향보고회의에서 조사국장이 보고 제1호 - 「국내외 경제동향」, 국제국장이 보고 제2호 - 「외환·국제금융 동향」, 그리고 금융시장국장이 보고 제3호 - 「금융시장 동향」에 대하여 보고하였음.(보고내용 : 별첨 1)

(2) 본회의에서는 의장이 전일 보고내용을 접수하고 「한국은행법」 제28조에 따라 의안 제1호 - 「통화정책방향」을 상정하였음.

### (3) 위원 토의내용

「국내외 경제동향」과 관련하여 일부 위원은 이번 경제전망에서 재정부문, 주택시장 등 국내외 여건을 충실히 점검한 것 같다고 평가한 후, 앞으로도 대국(大局)을 본다는 차원에서 관련 변수들의 흐름을 보다 깊이 있게 정리하고 이를 토대로 전망하는 것이 좋겠다는 의견을 제시하였음.

이어서 동 위원은 관련부서에서 향후 수출여건을 구조적 요인과 경기적 요인으로 구분하여 점검한 것을 언급하면서, 소비·투자 등 여타 실물부문과 물가도 이러한 방식으로 분석하면 분석결과의 내적 정합성과 외적 설명력이 제고될 수 있을 것이라는 의견을 나타내었음.

다른 일부 위원은 이번 성장 전망은 지난번과 큰 차이가 없으나 물가는 국제유가 때문에 조금 더 조정된 것으로 보인다고 발언한 후, 관련부서에서 재정지출의 성장기여도를 추정하면서 가계이전의 성장기여도가 2011년 이후 일정한 것으로 분석하였는데, 최근 재정부문의 복지관련 지출 증가율이 경상GDP 성장률보다 높았을 것으로 추정되는 만큼 동 분석의 적정성을 재점검해 볼 필요가 있다는 견해를 제시하였음.

또 다른 일부 위원은 세계은행(World Bank) 등 국제기구의 금년 세계경제성장을 전망 하향조정, 최근 국제금융시장의 동요, 주요국 수익률 곡선(yield curve)의 평탄화, 유럽경제의 순항 전망에 대한 회의론 제기, 중국 기업구조조정 과정에 대한 우려 등을 고려해 보면 글로벌 경기의 추세가 꺾일 수 있다는 관측도 있다고 발언하였음.

이어서 동 위원은 미국과 여타 선진국 간, 선진국과 신흥국 간 경기의 비동조화가 진행되는 상황에서 미국 경제의 ‘나홀로 회복’이 향후에도 지속 가능할지 여부를 관련부서에 물은 후, 미 달러화 강세 현상이 글로벌 경기회복에 미칠 영향에 대한 상반된 견해 - 미국의 수입수요를 유발하여 글로벌 경기회복에 도움이 된다는 시각과 국제유가 하락, 신흥국의 채무상환부담 증대 및 이와 연계된 글로벌 은행의 대출여력 감소 등을 초래하여 글로벌 경기회복에 도움이 되지 않는다는 시각 - 를 소개하였음.

이에 대해 관련부서에서는 소비 등 내수부문이 GDP에서 차지하는 비중, 최근 고용 및 주택 시장여건 등에 비추어 미국 경제는 향후 성장세를 지속할 것으로 예상되며, 중장기적으로는 다른 국가들도 미국의 수입수요 확대 등의 영향을 받아 동반성장할 것으로 전망하고 있다고 답변하였음. 이어 미 달러화 강세현상은 미국 수입수요 확대를 통해 글로벌 경기회복에 기여할 것으로 예상된다고 설명하였음.

또한 동 위원은 관련부서에서는 향후 우리경제의 성장경로에 상·하방리스크가 혼재되어 있는 것으로 판단하고 있으나 경제부문별 여건을 들여다보면 우리 경제에 대한 긍정론에 비해 비관론으로 끌어갈 소재 - 소비의 경우 소비여력 감소 및 미래 불확실성 증대, 수출의 경우 해외수요 부진 지속, 투자의 경우 투자환경 개선 미흡 및 투자심리 부진 등 - 가 더 많아 보이며, 특히 구조적인 문제 때문에 소비 위축세가 향후에도 지속된다면 본격적인 경기상승 국면으로의 전환이 쉽지 않을 가능성이 높다는 견해를 피력하였음.

아울러 동 위원은 관련부서에서는 금년과 내년에 국내경제가 잠재성장률에 근접한 성장세를 보일 것으로 전망하고 있으나 중기시계에서 성장 모멘텀과 동력(growth driver)이 확보되었는지에 대한 의문이 있다고 발언한 후, 가계의 소비활력 저하가 통화정책의 효과를 제약하고 있는 만큼 당행이 다양한 경기회복 시나리오를 작성하여 경제주체들에게 충분히 알림 - 즉 경제주체와의 소통방식을 기존의 전망치 중심의 정량적 접근에서 정성적 접근으로 전환함 - 으로서 소비심리 회복을 뒷받침할 필요가 있다는 취지로 발언하였음.

한편 동 위원은 최근 설비투자가 자본생산성 하락, 수입의존도 상승 등으로 생산에 미치는 영향이 작아진 데다 저성장이 지속되면서 투자행태가 보수화되어 설비투자의 경기선행성이 상당히 약화된 것으로 보인다고 평가한 후, BSI조사에서 거의 70%에 달하는 기업들이 금리나 환율 같은 비용변수가 적정한 수준이라고 응답하고 있지만 지난해 하반기 이후 설비투자 실적과 향후 전망을 고려해 보면 중기적 시계에서 설비투자 증가세가 약화된 것으로 보인다는 의견을 제시하였음.

이어서 동 위원은 지난 달 회의에서 제기한 바와 같이 최근의 설비투자 부진이 잠재성장률 하락과 고용 잠재력 약화로 이어지고 있을 우려가 있다고 지적하고, 우리 경제의 저성장 지속이 수요부족뿐만 아니라 공급측면의 애로에서 비롯

된 부분도 있을 수 있는 만큼 향후 경기회복 지원을 위한 정책을 강구할 때에는 경제의 생산능력 확충을 위한 투자 확대와 이를 통한 성장 및 고용 잠재력 복원 문제에 초점을 둘 필요가 있다는 견해를 나타내었음.

또한 동 위원은 글로벌 금융위기 이후 세계수입수요 감소 등 경기적 요인뿐만 아니라 국제분업 확대 등 구조적 요인으로 우리나라 수출의 환율 민감도가 낮아지고 그 결과 환율의 거시경제 자동조절기능(automatic stabilizer)이 약화된 것으로 평가된다는 관련부서의 연구결과를 언급한 후, 대외의존도가 높은 국내경제의 경우 환율의 거시경제 자동조절기능의 약화는 통화정책의 부담 요인으로 작용할 가능성이 있다는 의견을 제시하였음.

아울러 동 위원은 우리 경제가 디플레이션(deflation) 문제에 직면할 가능성은 점차 낮아지고 있지만 금년에 저인플레이션 상황에서 벗어날 수 있을지 여부가 여전히 불확실한 상황이라고 발언한 후, 국제유가의 향방은 결국 공급과잉 여부에 좌우될 가능성이 높은 점, 중국의 경기 부진과 위안화 절하 등으로 중국 수출을 통해 저물가가 여타 국가로 전파될 가능성이 있는 점, 선진국의 미흡한 경기회복세가 국제원자재가격 상승을 제약할 가능성이 있는 점, 지난해 12월 미 연준의 회의록을 보면 향후 물가에 대한 신뢰감이 부족해 보인다는 점 등을 종합해 보면 글로벌 저인플레이션이 장기화될 가능성이 높다는 의견을 나타내었음. 이어 국내경제도 GDP갭률이 마이너스를 지속하고 내수 경기의 회복세가 강하지 않은 가운데 최근 주택매매 및 전세가격 상승세가 주춤해지는 모습이라는 점을 함께 감안해 보면 당행이 이번 경제전망에서 향후 물가경로의 상·하방 리스크를 중립적으로 평가한 것은 다소 낙관적인 면이 있어 보인다는 견해를 밝혔음.

이에 대해 관련부서에서는 물가경로의 하방리스크 요인들 중에서 그간 현재화된 부분을 반영하여 이번에 물가전망치를 하향조정하였으며, 수정된 물가전망치를 기준으로 할 때는 향후 물가경로의 상·하방 리스크가 중립적인 것으로 예상하고 있다고 답변하였음.

한편 일부 위원은 물가와 관련해서 제일 중요한 품목 중의 하나가 집세인데, 2015년중 아파트 전세가격이 6% 가까이 올랐으나 소비자물가지수(CPI)의 하위항목인 집세 기준으로는 연중 2.5% 상승에 그쳤다고 지적한 후, 집세의 소비자물가상승률 기여도(0.24%포인트)가 담배값(기여도 0.6%포인트)에 비해 낮다는 것은 집세항목이 가구의 실제 주거비상승률을 충분히 반영하지 못하고 있다는 점을 시사

한다는 의견을 제시한 후, 이러한 맥락에서 CPI 상승률과 새로운 중기 물가안정 목표(2.0%)를 비교하여 현재 우리 경제가 저물가 상황이라고 인식하는 데에는 동의하기 어려운 점이 있다는 견해를 밝혔음.

이어서 동 위원은 우리나라 고유의 전세제도로 인해서 금리 하락이 주거비를 통해 물가에 미치는 영향이 실제로는 상당히 클 것으로 생각되나 지표상으로는 이것이 적절하게 반영되지 못하고 있다는 의견을 ‘금리하락이 전세보증금에 미치는 영향 사례’, ‘전세가구의 월세 및 자가 전환 사례’ 등을 들어 설명하고 실제 주거비가 CPI에 충분히 반영되지 못하고 있는 것은 우리나라의 주거비가 CPI에서 차지하는 비중이 주요국에 비해 낮은 데 일부 기인할 수도 있다고 첨언하였음.

또한 동 위원은 우리나라의 경우 전세제도의 특성을 반영할 필요가 있다는 점, 물가안정목표제 운용과 관련하여 CPI가 실제 주거비를 과소 반영하고 있다는 것을 정부와 인식을 공유할 필요가 있다는 점, 주택시장의 구조변화에 영향을 받지 않도록 집세지수를 개선하는 등 CPI의 현실 설명력을 제고하는 방안을 강구할 필요가 있다는 점 등을 강조하였음.

이와 관련하여 다른 일부 위원은 자가거주비가 CPI에는 반영되지 않지만 PCEPI에는 귀속주거서비스 항목으로 반영되는 등 PCEPI가 CPI보다 포괄범위가 넓은 장점이 있다는 의견을 덧붙였음.

아울러 동 위원은 경제전망에 대해 외부에 상당한 오해가 있는 것 같다고 언급한 후, 경제전망은 전망시점에서 이용 가능한 정보를 최대한 활용하여 미래의 경제상황을 예측하는 것이기 때문에 시간이 지남에 따라 새롭게 입수되는 정보를 반영하여 경제전망을 수정하는 것은 마치 시간에 따른 유권자들의 선호 변화 등으로 여론조사 결과가 변하는 것처럼 당연하다는 의견을 제시한 후, 일각에서 당행의 경제전망 수정을 전망 오류의 증거로 인식하고 있는 데에는 이러한 전망 절차에 대한 이해부족도 작용하고 있는 것으로 보이는 만큼 경제전망의 의미에 대한 커뮤니케이션을 강화할 필요가 있다는 견해를 제시하였음.

한편 동 위원은 2007년 이후 당행의 전망시점별 경제성장률 전망오차 추이를 도표로 제시하면서 2010년 이후 전망오차가 줄어들었다는 점, 전망시계가 짧을수록 전망오차가 축소되는 경향이 있다는 점, 연도에 따라 전망오차가 양의 값뿐만 아니라 음의 값을 보였다는 점에서 당행의 성장전망에 상향 편향(bias)이 있는 것은 아니라는 점 등을 발언한 후, 경제전망이 본질적으로 최초 전망에서 크게 수

정되기 어려운 점에 비추어 볼 때 최초 전망의 정확도를 높이기 위한 절차(process)를 강구할 필요가 있다는 견해를 나타내면서, 전망의 정확도를 객관적으로 평가하기 위해 비교기준(benchmark)을 설정하거나 최초 전망시 다양한 시각을 고려하는 방안 등을 예로 들었음.

다른 일부 위원은 관련부서에서는 금년 경제성장률이 지난해보다 소폭 높아지고 향후 성장경로에는 상·하방리스크가 혼재되어 있는 것으로 전망하고 있으나 제반여건을 고려해 보면 하방리스크가 더 커 보인다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 가계의 평균소비성향이 계속 낮아진 점이 소비의 기초적인 회복을 어렵게 하고 있다는 관련부서의 분석결과를 언급한 후, 만일 소비성향의 하락이 경제구조 변화의 영향을 받은 것이라면 앞으로도 소비성향 하락에 따른 저소비 현상이 지속될 가능성이 있는 것이 아닌지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 고령화, 가계부채 등 구조적 요인의 영향으로 소비성향이 하락해 왔으며, 이러한 추세가 당분간 이어질 것으로 보고 있다고 설명한 후, 다만 임금 및 고용여건 개선 가능성과 국제유가 하락, 교역조건 개선 등에 따른 실질구매력 증대효과 등을 고려하여 금년중 민간소비가 다소 나아질 것으로 예상하고 있다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 작년 하반기 이후 가계실질소득 증가율이 크게 낮아지고 고용이 둔화세를 보이고 있다는 점에서 금년에 임금 및 고용여건이 개선될 수 있을지 우려가 있다는 의견을 제시하였음.

이에 대해 관련부서에서는 금년중 임금이 완만한 증가세를 보일 것으로 예상하고 있으며 고용도 소비에 하방요인으로 작용하지는 않을 것으로 보고 있다고 설명하였음.

또한 동 위원은 정부예산안 기준으로 2016년 총지출이 지난해 추경예산 대비 0.4% 증가에 그칠 것으로 예상된다는 점, 재정의 성장기여도가 낮을 것으로 추정된다는 점, 금년에도 재정지출이 상반기에 집중될 예정인데 만일 내수 및 수출이 예상을 하회할 경우 2014년 4/4분기와 같은 세수부족으로 인한 재정절벽 문제가 발생할 가능성을 배제할 수 없다는 점 등에 비추어 볼 때 관련부서의 금년 4/4분기 경제성장률 전망은 다소 낙관적인 것으로 보인다는 견해를 나타내었음.

이에 대해 관련부서에서는 정부가 금년 경상GDP 성장률 전망치를 2014년에 비해 보수적으로 잡고 있기 때문에 설령 세수부족이 발생하더라도 2014년 4/4분

기와 같은 일이 발생할 가능성은 낮다는 점, 하반기에 세계경제성장률과 세계교역신장률이 상반기에 비해 높아질 것으로 예상된다는 점 등을 설명하였음.

아울러 동 위원은 관련부서에서는 지난해 우리나라의 수출금액이 감소했지만 세계시장 점유율에는 큰 변화가 없었다는 점에서 우리나라의 수출 부진이 주로 글로벌 요인에 의해 영향받은 것으로 평가한 바 있으나, 글로벌 교역 둔화가 전 세계적인 제조업 둔화로 이어지고 있다는 점, 글로벌 공급체인이 변하고 있다는 점, 세계생산가능인구 비율이 감소하기 시작했다는 점 등 구조적 요인이 향후 수출을 제약할 가능성에 유의할 필요가 있다는 견해를 밝혔음.

한편 동 위원은 당행이 잠재성장률 추정치를 하향조정 한 이후 상당수 외국계 투자은행들이 2017년에 GDP갭이 해소될 것으로 전망하고 있으나, GDP갭이 해소되기 위해서는 국내경제가 잠재성장률을 상회하는 수준으로 일정기간 성장해야 한다는 점에서 관련부서에서 국내경제가 2017년에도 마이너스 GDP갭을 보일 것으로 전망한 것은 타당해 보인다는 견해를 제시한 후, GDP갭 해소 시점을 언제로 보고 있는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 우리 경제가 잠재성장률을 상회하는 수준으로 2~3년 계속 성장해야 GDP갭이 해소될 것으로 판단하고 있다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 근원 PCEPI 등 다양한 근원물가 보조지표가 기초적인 오름세를 지속하고 있어서 중기시계에서 새로운 물가안정목표를 달성하는 것이 가능해 보인다는 의견을 나타낸 후, 향후 국제유가가 추가로 하락하게 될 경우 근원물가가 이번 전망경로를 크게 하회할 가능성이 있는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 국제유가 인하에 따른 2차 효과가 크게 나타나지 않고 있으며 기대인플레이션율도 크게 낮아진 것은 아니라는 점에서 국제유가 하락이 근원물가에 미칠 영향이 제한적일 것으로 생각한다고 답변하였음.

또한 동 위원은 주택가격이 지난 연말에 뚜렷이 둔화되는 모습을 보인 점, 주택가격전망 CSI가 상당폭 하락한 점 등을 언급하면서, 주택가격이 예상보다 빠르게 조정받을 가능성은 없는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 지역별이나 주택규모별로 어느 정도 영향이 나타날 수 있겠지만 기초적인 여건을 고려해 보면 주택가격이 빠르게 하락할 가능성은 높지 않은 것으로 판단하고 있다고 답변하였음.



끝으로 동 위원은 경제전망은 통화정책 결정에 영향을 미칠 수 있다는 점에 유념하여 중립적인 전망이 가능하도록 계속 노력해 줄 것을 당부하였음.

또 다른 일부 위원은 최근 들어 우리 경제의 대외여건이 빠르게 변하면서 당행이 내일 발표할 새 경제전망에 대한 경제주체들의 관심이 매우 높다고 언급한 후, 경제전망은 기본적으로 단기와 중기 시계에서 대내외 여건을 가정하고 주요 경제변수들의 미래 흐름을 예측하는 일이기 때문에 항상 어느 정도의 불확실성을 가질 수밖에 없지만, 특히 이번 경제전망의 경우는 대외여건, 즉 전망의 전제가 되는 대외변수들의 불확실성이 과거 어느 때보다 높다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 이번 전망시 금년도 연평균 원유도입단가를 배럴당 44달러로 전제했는데 최근의 국제유가는 이를 큰 폭으로 하회하고 있고 추가 하락의 여지도 있는 것으로 평가된다는 점, 세계경제의 성장모멘텀이 중국 등 신흥국에서 미국 등 선진국으로 옮겨가면서 세계교역신장률 등 전제변수들의 불확실성이 커지고 있다는 점 등을 언급하면서 대외여건의 불확실성이 높으면 경제전망의 오차가 클 가능성이 있다는 점에 유의하여 향후 대외여건의 변화방향과 우리 경제에 미치는 영향을 더욱 면밀하게 점검·분석해 줄 것을 당부하였음.

또한 동 위원은 경제전망은 예측오차의 발생 여부 또는 그 크기보다 경제상황을 얼마나 잘 설명하는지 여부, 즉 논리의 설득력이 더 중요하다는 의견을 제시한 후, 이러한 점에서 향후 거시경제변수의 흐름이 전망경로를 이탈할 가능성이 있는지, 이탈한다면 그 정도가 어느 정도인지 등에 대하여 적절히 커뮤니케이션해 나갈 필요가 있다는 견해를 제시하였음.

아울러 동 위원은 관련부서에서는 이번 경제전망시 2015년의 가계실질구매력 개선이 시차를 두고 소비증가 요인으로 작용할 것이라는 점, 정부의 사회보장성 예산 확충 및 재정 조기집행 등이 소비증대에 기여할 것이라는 점 등을 고려하여 금년 소비증가세가 지난해(2.1%)보다 확대될 것으로 전망하고 민간소비증가율 전망치를 지난 10월 전망시에 비해 상향조정(2.2% → 2.4%)하였으나 경제주체들 중에는 지난해 하반기에 시행되었던 개별소비세 인하와 대규모 할인 판매행사 등과 같은 소비활성화 대책의 효과가 소멸되는 점, 가계부채 관리가 강화되는 점, 기업 구조조정이 추진되는 점 등에 비추어 금년중 소비가 크게 위축되는 이른바 소비절벽 가능성을 우려하는 사람들도 적지 않다고 발언한 후, 경제주체들의 과도한

불안심리는 자기실현적 예언을 통해 경제에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 만큼 관련부서에서 민간소비 증가세가 확대될 것으로 전망하는 근거를 국민들에게 잘 설명하도록 노력하는 한편 앞으로 대내외 여건이 변화하는 과정에서 민간소비가 예상보다 부진할 가능성은 없는지 주의 깊게 살펴볼 것을 당부하였음.

한편 동 위원은 CPI가 제대로 편제되지 않을 경우 경제주체들의 체감물가와 지표물가간의 괴리가 줄어들지 않을 뿐만 아니라 기초적인 물가흐름을 판단하는데 애로가 생긴다는 점에서 앞서 제기된 집세의 소비자물가지수 반영 문제는 매우 중요한 과제라는 의견을 제시하고, 집세의 소비자물가지수 가중치가 2012년 이후 고정되어 있다는 점, 자가 거주용의 경우 집세에 반영되지 않고 있다는 점, 이번 물가안정목표 설정시 설명책임이 상당히 강화된 점 등에 유의하여 전세 및 월세 등 집세가 CPI에 합리적으로 반영되어 있는지 여부를 면밀히 점검하고 필요시 개선방안을 강구할 필요가 있다는 견해를 밝혔음.

「외환·국제금융 동향」과 관련하여 일부 위원은 우리 경제와 밀접한 관계를 맺고 있는 중국 경제의 불확실성이 상당기간 지속될 것으로 보이는 만큼 중국 경제발 리스크가 우리 경제에 미치는 영향을 보다 종합적으로 점검할 필요가 있다는 견해를 제시하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 우리나라와 중국의 자본유출 상황을 신흥국 전체 자금 흐름 속에서 점검하고 있으며, 외국인 투자자별·지역별 민감도도 분석하고 있다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 중국발 리스크가 국내금융시장뿐만 아니라 실물경제에도 상당한 영향을 초래할 수 있는 만큼 중국발 리스크가 국내경제에 파급되는 실물부문의 연결고리 - 예를 들어 대중국 중간재 수출 - 가 무엇인지를 파악하고 이를 관리하는 방안을 강구해야 한다는 의견을 덧붙였음.

이어서 동 위원은 우리나라의 GDP대비 외환보유액 비율이 대만, 중국, 일본 등에 비해 낮다는 언론보도를 언급하면서, 이에 대한 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 우리나라의 GDP대비 외환보유액 비율이 그들 국가에 비해 낮은 것은 사실이지만 현재 외환보유액 규모는 Greenspan-Guidotti 규칙(rule)이나 IMF 기준 등 각종 국제기준을 충족하는 수준이라고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 우리나라의 GDP대비 외환보유액 비율이 일본보다

낮다고 지적하고, 원화가 엔화와 달리 기축통화가 아니라는 점, 우리 경제의 개방도가 사실상 일본보다 높다는 점, 우리나라의 경우 외국인 투자자금에서 단기 포트폴리오 자금이 차지하는 비중이 높다는 점 등 우리경제의 특수성과 향후 대외여건의 상황전개 등을 고려할 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

또한 동 위원은 중국 위안화가 실질실효환율 면에서 다른 통화에 비해 상당히 고평가된 상황이기 때문에 최근 위안화 가치가 하락하였고 향후에도 추가적으로 조정받을 가능성이 상당히 높아 보인다는 점, 미 달러화의 실질실효환율은 미국 경제의 회복과 금리인상 등으로 상승세를 이어가고 있다는 점, 대체로 횡보하거나 하락하는 모습을 보인 대만 달러화나 유로화와는 달리 원화의 실질실효환율은 중기시계에서 보면 중국 위안화와 비슷하게 오름세를 보였다는 점 등을 언급한 후, 이러한 점에 유의하여 향후 외환시장 안정 등을 위해 노력해 줄 것을 당부하였음.

다른 일부 위원은 ‘현재 외환보유액 규모는 적절한 수준이다’라는 것이 그간 정부와 당행의 일관된 입장이었다고 발언한 후, 현 시점에서 외환보유액 규모의 적정성에 관한 논의가 더 확산될 가능성이 있는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 확산가능성은 높지 않으며, 외환보유액 규모의 적정성에 관한 논의시에는 과거와 달리 민간부문의 대외채권 규모가 상당하다는 점, 외환보유액 보유에 따르는 편익과 비용을 함께 고려할 필요가 있다는 점, 경상거래 및 자본거래 등 대외부문이 외환시장에 미치는 부담이 상황에 따라 다를 수 있다는 점 등을 종합적으로 고려할 필요가 있다고 답변하였음.

이와 관련하여 일부 위원은 과거와 같이 중앙은행이 보유하고 있는 외환보유액만으로 대외 충격에 대비할 필요는 없다고 강조하고, 민간부문이 보유하고 있는 외화자산이 적절하게 운용되어 외국인 투자자금의 유출시에 안정판으로 작용할 수 있도록 유도해 나가는 것이 긴요하다는 견해를 덧붙였음.

한편 다른 일부 위원은 중국 증시가 연초에 폭락한 데에는 기본적으로 중국 경제의 성장 둔화에 대한 우려가 있는 가운데 주가 하락과 위안화 약세가 상호작용하면서 금융시장의 변동성이 확대된 영향이 있지만 중국의 공식 통계에 대한 신뢰도가 낮은 점도 작용한 것으로 보인다는 의견을 제시한 후, 당분간 중국관련 이슈가 글로벌 경제를 좌우할 것으로 보이며 그 과정에서 위안화의 SDR 편입 이

후 이어지고 있는 중국의 시장지향형 정책이 시험받을 가능성이 있다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 중국의 외환보유액이 2014년 6월 이후 상당폭 감소하였는데, 향후 중국의 외환보유액이 최적 외환보유액 수준으로 빠르게 줄어든 경우 중국 당국의 정책 유연성에 대한 상당한 의문이 제기될 수 있다는 외부 시각을 소개하고, 아직은 중국 경제의 경착륙 시나리오에 대한 우려가 높지 않지만 만약 중국시장의 불확실성이 계속 진정되지 않을 경우 신흥국의 통화 절하를 촉발하고 위험회피 성향이 확산되면서 이것이 주요국 통화정책에도 영향을 미칠 가능성이 있다는 의견을 제시하였음. 이어 특히 중국의 민간부채 문제가 해결되지 않고 있는 가운데 최근 금융시장 불안 요인이 가세하면서 향후 중국경제가 신용 위축과 실물경제 부진에 직면할 가능성이 있다는 우려가 제기되고 있다고 발언하였음.

또한 동 위원은 기존 시장의 일반적인 예상과 달리 최근 미국 시장금리가 하향안정세를 보이고 있는 배경을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 연초 중국 리스크 부각 등으로 안전자산에 대한 선호가 강해지면서 글로벌 자금이 미국으로 유입되고 그 과정에서 미 연준이 추가 금리인상 결정 시점을 늦출 것이라는 시장기대가 형성된 점, 글로벌 경기둔화로 기대인플레이션이 낮아진 점 등이 미국 시장금리의 상승을 제약하고 있다고 답변하였음.

아울러 동 위원은 개별 FOMC 참석자들의 금년말 정책금리 전망치를 기준으로 보면 금년중 4차례의 금리인상을 예상해 볼 수 있는데 금융시장에서는 이보다 완만한 2차례 인상을 전망하고 있는 배경을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 단기간 내에 시장의 큰 변화를 초래하지 않으면서 안정적인 수익흐름을 얻고자 하는 채권시장의 기대, 물가가 연준의 예상만큼 오르지 않을 수 있다는 시장의 시각 등이 그 배경으로 보인다고 답변하였음.

한편 동 위원은 향후 중국 관련 리스크가 완화될 경우 미국의 금리사이클과 선진국간 통화정책 기조 차별화가 주목받게 되면서 미 달러화의 강세 지속 여부가 중요한 변수가 될 것이라고 언급한 후, 미 연준의 정책금리 인상이 시장에 이미 반영되어 있어서 추가적인 금리 인상 없이는 환율에 큰 변화를 기대하기 어렵다는 인식이 시장에서 보편적이라는 점, 최근 중국증시 급변동시 엔화가 미 달러화 대비 강세를 보인 점 등을 언급하면서 금년중 엔화 환율에 대한 예상을 물었

으며,

이에 대해 관련부서에서는 최근 중국 리스크 등으로 안전통화에 대한 수요가 늘면서 연초에 엔화가 강세를 보이고 있으나 일본 정책당국의 완화적 정책기조 등을 고려할 때 엔/달러 환율이 현 수준보다 다소 오를 것이라는 것이 시장의 일반적인 시각이라고 답변하였음.

이어서 동 위원회는 최근 미국의 통화정책 기조 변화, 중국의 금융불안 지속, 신흥국의 통화 절하, 저유가 지속 등이 신흥국 자본유출에 미치는 영향에 관심이 모아지고 있다고 언급하면서, 미 연준의 금리인상이 신흥국 금융시장에 미치는 영향에 관한 국제기구의 상반된 분석결과 - 신흥국 금융시장이 2013년 테이퍼 탠트럼(taper tantrum) 당시에 비해 금융여건이 불안하고, 미국 금리에 대한 신흥국 금리의 민감도가 과거에 비해 높아지고 있는 점 등에 비추어 볼 때 미국의 통화정책 정상화가 신흥국 경제에 미치는 부정적 위험이 더 커질 수 있다는 BIS의 분석결과와 미 연준의 금리인상 이전에 신흥국으로부터 자본유출이 상당부분 진행되었기 때문에 일부 신흥국의 경우에는 자금이 오히려 환류될 수도 있다는 IMF 등의 분석결과 - 를 소개하면서 이에 대한 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 BIS 자료는 신흥국의 글로벌 금융연계성이 강화되면서 초래되는 금융불균형 확대에 대한 우려를 반영한 것으로 이해하고 있으며, 현재 신흥국 문제가 해소되는 데에는 구조개혁 등으로 상당한 시일이 소요될 수 있다는 점에서 신흥국간 차별화는 있겠지만 글로벌 자금이 신흥국으로 환류될 가능성은 당분간 높지 않아 보인다고 답변하였음.

또한 동 위원회는 지난해 12월중 외국인들은 아시아 신흥 7개국 주식시장에서 2개월 연속 순매도를 이어가는 가운데 국별로는 우리나라와 태국에서 시가총액 대비 순매도 비율이 높았고, 특히 우리나라의 경우 지난해 하반기 이후 주식자금을 중심으로 한 자본유출 규모가 채권자금을 중심으로 한 테이퍼 탠트럼 당시 자본유출 규모를 상회하였다고 발언한 후, 첫째, 최근 외국인의 국내주식 매도세가 지속되는 것은 미국의 금리인상에 따른 글로벌 유동성 축소를 반영한 현상인지 아니면 국내 요인 때문인지, 둘째, 최근의 원화 약세 흐름이 외국인의 국내증권 순매도세에 어떤 영향을 미칠 것으로 보는지, 셋째, 한·미간 금리차 축소가 채권자금 유출입에 어느 정도 영향을 미치고 있는지, 넷째, 최근 IMF 자료에 따르면 미 연준 통화정책과의 비동조성과 재정건전성이 높을수록, 변동환율제 시행 국가일수록 자본유출 규모가 작다고 분석 - 반면 정책금리 인상을 통한 내외금리차 변경이 자본유출을 억제한다거나 자본시장의 개방도가 높을수록 자본유출이 심화

된다는 주장의 통계적 근거는 약한 것으로 분석 - 되었는데, 이것이 최근 우리나라의 자본유출 현상에 어떤 시사점을 주는지 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서 외국인 주식자금의 흐름은 주로 글로벌 요인에 의해 영향받고 있다는 점, 일부 산유국의 채권투자자금이 유출된 것은 해당 국가의 내부 사정 때문이라는 점, 내외금리차 축소 및 이에 따른 환율기대 변화는 외국인 투자자금의 유출 압력으로 작용하고 있다는 점, 높은 대외 개방도 등 국내 자본 시장의 장점으로 인해 향후 우리나라가 차별화되는 모습을 보일 것이라는 점 등을 설명하였음.

한편 일부 위원은 중국 리스크 문제는 작년 회의시에도 여러 차례 논의되었으나 마땅한 대책을 찾기 어렵다는 점에서 소위 그레이 스완(gray swan)과 비슷한 문제라고 발언한 후, 위안화의 실질실효환율 고평가를 고려하여 중국인민은행이 위안화 환율을 점진적으로 절하할 가능성이 그간 꾸준히 제기되어 왔음에도 불구하고 위안화 가치가 급격히 떨어질 경우 중국의 자본유출 압력이 높아질 것이라는 점을 중국인민은행이 우려하여 위안화 가치를 쉽게 낮추지 못할 것으로 시장에서는 기대해 왔으나 이번에 그 신뢰가 일시에 무너진 것 같다는 견해를 제시하였음.

이어서 동 위원은 현재 중국 내부적으로 기업 등 거주자의 달러화 환전수요가 상당하다는 점, 글로벌 양적완화 과정에서 글로벌 유동성이 상당부분 중국에 유입되었다는 점, 최근 중국의 외환보유액이 6,600억달러 이상 줄어들었다는 점, 중국의 외환보유액 중에서 실제 가용 가능한 규모에 대한 논란이 제기되고 있다는 점, 중국당국의 외환시장 개입 결과 외환보유액이 감소하게 되면 이것이 다시 경제주체의 부정적 기대형성을 통해 시장에 반영되는 악순환의 고리가 형성되면서 중국이 외화유동성 위기에 처할 가능성도 있다는 시각이 있다는 점 등을 언급한 후, 이러한 꼬리위험(tail risk)에도 유의하여 비상계획(contingency plan)을 더 강화할 필요가 있다는 견해를 밝혔음.

다른 일부 위원은 최근 국제금융시장 상황을 보면 새해 첫 거래일부터 발생한 중국의 주가급락과 위안화 절하 그리고 유가 추가하락 등으로 가격변수들의 변동성이 크게 확대되고 이것이 신흥국 경제에 상당한 부담을 주고 있지만, 우리나라의 경우에는 국제금융시장의 변동성이 커진 데다 북한 핵 실험이라는 지정학

적 리스크가 겹친 데에도 불구하고 금융·외환시장이 비교적 잘 버텨내고 있는 것 같다는 의견을 제시하면서, 외국인 국내 증권투자자금이 상당금액 유출되고 환율도 올랐지만 금리, 주가의 변동폭 등으로 본 금융시장의 불안정도는 다른 신흥국보다 덜한 편이고 실물경제에 미치는 영향도 아직은 제한적인 것으로 판단된다고 발언하였음.

이어서 동 위원은 이처럼 우리나라의 금융·외환시장이 여타 신흥국과 어느 정도 차별적인 모습을 보여 온 것은 우리경제의 기초여건과 대외부문 건전성이 양호한 데 근본적으로 기인하지만 우리경제의 대외여건, 특히 향후 예상되는 다음과 같은 중국과 미국의 경제금융 상황에 비추어 볼 때 그 경계심을 늦추어서는 안 될 것이라는 견해를 나타냈음.

먼저 중국의 경우를 보면 경제성장세가 약화되는 가운데 중국 당국이 내다보는 중국 경제 전망과 이들의 시장관리 능력에 대한 시장의 의구심이 갈수록 커지고 있는 상황이기 때문에 중국으로부터의 국제 투자자금 유출과 위안화 절하 현상이 계속 이어지고 우리 금융시장이 그 영향을 점차 크게 받을 소지가 있다고 보아야 할 것임.

다음으로 미국의 경우를 보면 고용사정 등 경제지표의 개선이 이어지면서 미 연준이 정책금리를 추가 인상해 나가는 반면에 우리 경제는 대미 수출비중 축소 등으로 미국 경기회복의 긍정적 영향을 예전만큼 받지 못할 가능성이 있음. 만약 이러한 가능성이 현실화된다면 최근 10년물 국채에서 나타나고 있는 한·미간 금리역전현상이 중기물인 3~5년 국채까지 확대될 수 있으며, 이 경우 외국인 투자자금 유출과 원/달러 환율 상승이 가속화될 우려가 있음.

이에 따라 관련부서에서는 중국과 미국의 경제상황 변화, 국내 금융·외환시장의 움직임 등을 면밀히 점검하는 가운데 그동안 준비해 온 위기시의 대응계획(contingency plan)을 지속적으로 점검해야 한다는 의견을 제시하였음.

또한 동 위원은 우리나라에 대한 중국의 영향이 계속 커지고 있음에도 불구하고 우리의 중국경제 분석 능력은 아직도 미흡하다는 의견을 제시하고, 중국의 경제상황을 반영하는 통계가 부족하고 공식통계의 신뢰성도 낮아서 중국 경제를 잘 분석하기가 어렵기는 하지만 당행 스스로 분석능력을 강화하는 노력을 기울일 필요가 있다는 견해를 덧붙였다.

「금융시장 동향」과 관련하여 일부 위원은 금융시장 전망이 복합적인 요인에 의해 실물경제 전망보다 변동폭이 클 수 있어 전망이 쉽지 않은데 금년 금융시장

전망을 잘 정리했다고 평가한 후, 향후에는 전반적인 경제흐름 파악을 위해 금융 시장 전망과 조사국의 실물경제에 대한 전망을 종합하여 보고해줄 것을 요청하였음.

이어서 동 위원은 최근 회사채시장이 상당히 위축되고, 대외적인 요인 등으로 주식시장의 변동성이 커지면서 기업의 투자심리가 악화되고 기업 구조조정에 대한 압력도 커지고 있다고 지적한 후, 향후 신용스프레드 확대, 대출 가산금리 상승 등으로 기업활동이 어려워지는 상황이 올 수 있으므로 중앙은행이 선제적으로 대응방안을 강구할 필요가 있다는 의견을 제시하였음. 또한 실물부문, 금융시장과 외환시장의 변화 등을 종합적으로 파악하여 다양한 정책대응수단을 적극 개발할 필요가 있다는 의견을 덧붙였음.

다른 일부 위원은 최근에 금융중개기능이 원활하게 작동되고 있는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 작년 하반기에는 회사채시장 위축에도 불구하고 기업들이 은행대출 등의 대체수단을 통해 자금을 확보하였지만, 금년 들어서는 금융기관의 대출태도가 강화되고 기업 구조조정도 추진되고 있는 상황이므로 기업 자금사정에 대한 모니터링을 전반적으로 강화하고 있다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 스프레드 확대로 회사채시장 거래량이 급감하는 상황을 지적하면서 이러한 상황의 원인이 제도 또는 시장참가자들의 행태에 있는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 과거보다 회사채 투자자들이 다변화되긴 했지만 아직은 선진국만큼 하이일드시장이 발달되지 못하여 저신용등급 회사채의 수요기반이 취약한 데에 원인이 있다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 관련부서가 회사채시장의 위축 원인을 면밀히 파악하는 한편 동 시장을 정상적으로 발전시킬 수 있는 대책을 마련해줄 것을 당부하였음.

또 다른 일부 위원은 성장잠재력 하향 조정, 가계부문 재무건전성 악화, 기업 매출 감소 및 한계기업 증가, 글로벌 금융시장의 불확실성 증대 등에 대한 우려가 향후 경제회복에 부담을 줄 가능성이 높다고 언급하고, 특히 가계부채 구조개



선과 기업구조조정 추진 과정에서 시장기능에 의해 옥석이 가려질 수 있도록 하는 것에 정책 포인트를 두는 것이 타당하다는 견해를 피력하였음.

이에 대해 관련부서에서는 한계기업에 대한 구조조정은 중장기적으로 신용공급의 효율성과 안정성을 높이는 효과가 있지만 단기·마찰적으로는 금융시장의 리스크를 확대시키는 측면도 있으므로 신중하게 대처할 필요가 있다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 안정적인 경상수지 흑자 등으로 대외건전성은 양호할 것으로 예상되지만, 대내건전성 측면에서는 한계상황에 처한 가계와 기업들의 재무건전성 악화가 꼬리위험으로 이어질 수 있다는 견해를 제시하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 대외건전성이 비교적 양호한 것으로 평가되고 있지만 급격한 자본유출과 환율변동 위험이 상존하여 해외충격이 국내로 전달될 수도 있으므로 대외건전성 유지에 유의할 필요가 있으며, 한계기업 등 국내 취약부문이 해외충격의 전달경로로도 작용할 수 있으므로 대내 취약부문의 관리에도 관심을 기울여나가겠다고 답변하였음. 다만 국내은행들의 충격흡수력 등을 감안하면 가계와 기업의 부실 위험이 단기간에 시스템리스크로 전이될 가능성은 낮다고 첨언하였음.

또한 동 위원은 글로벌 금융시장의 변동성 확대로 국내 주식시장과 외환시장이 급격한 악세로 전환되고 채권시장은 소폭의 강세를 보였는데, 이러한 국내금융시장의 차별적인 반응에 대한 배경은 무엇인지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 이는 위험회피 심리와 안전자산 선호 현상에 기인하며 주식과 외환이 채권보다 투자시계가 짧은 점도 영향을 미쳤다고 답변하였음.

한편 동 위원은 최근 IMF분석에 따르면 글로벌 투자펀드별로 투자자 기반, 투자상품, 지역 등의 차이가 있고 이에 따라 자금유출 반응이나 수익추구 행태가 다르게 나타나고 있다고 언급하면서 급격한 자금유출을 예방하는 차원에서 국내에 유입되는 증권투자자금의 다원화 방안을 연구할 필요가 있다는 의견을 제시하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 자본유출입의 변동성 완화를 위해 투자자 저변 확대 및 다양성 제고 방안을 연구할 필요성에 공감한다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 가계부채와 관련하여 처분가능소득 대비 가계부채 비율이 지속적으로 상승하는 상황은 향후 관리가 쉽지 않아 바람직하지 않다는 견해와

앞으로 부동산 가격 하락 가능성이 낮아 은행건전성 악화 등의 문제가 현실화될 가능성은 낮다는 상반된 주장에 대해 관련부서의 의견을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 가계 전체의 채무상환 능력이나 은행의 손실흡수력 등에 대해 다양한 시나리오로 스트레스 테스트를 실시해본 결과 가계의 채무상환 능력, 은행의 자본적정성 등이 급속하게 악화될 가능성은 낮다고 판단하지만, 금융안정이 훼손될 경우 경제적·사회적 비용이 매우 크다는 점을 감안하여 가계부채 문제가 소비 및 성장을 포함한 경제 전반에 미치는 영향을 점검하고 대응방안 마련에 노력해 나가겠다고 답변하였음.

또한 동 위원회는 그동안 정부가 추진한 가계부채 구조개선이 가계의 이자상환 부담을 완화하는데 도움이 될 것으로 보는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 작년 안심전환대출이 시행된 가운데, 금년 상반기 여신심사 선진화 가이드라인 등이 본격적으로 도입되면 중장기적으로 가계의 이자상환 부담이 감소되고 가계부채 총량의 증가세도 둔화될 것이라고 답변하였음.

한편 일부 위원회는 최근 회사채시장 위축은 신용경계감 확산에 따른 투자수요 위축에 기인하고 이에 대응하여 기업들이 자체자금, 은행대출, 사모사채 발행 등으로 자금을 조달하고 있는 것으로 보인다고 언급하며, 최근 은행대출이 회사채시장 경색을 대체하는 배경이 은행간 경쟁심화에 따른 단기수익 확대를 위해 리스크테이킹하는 것은 아닌지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 기본적으로 회사채시장은 무담보 신용공여 측면이 강한 반면 은행대출은 담보대출 비중이 높다는 점을 감안할 필요가 있으며 특히 비우량기업의 경우에도 담보가 있으면 대출이 가능하다는 점에서 은행이 대체자금 조달 수단으로서 회사채시장을 보완하는 역할을 하고 있다고 답변하였음.

이어서 동 위원회는 사모사채 시장의 주요 투자자가 누구인지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 사모사채의 경우 하이일드펀드, 개인, 법인 등이 주요 투자자인 것으로 파악하고 있다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원회는 하이일드 채권시장의 경우 스프레드의 위험 반영도가 충분치 못하여 리스크가 커지면 작동을 멈추는 행태가 반복되고 있다고 지적하면서 우리 경제의 성숙도 등을 고려할 때, 동 시장을 조속히 육성하여 효율적으로 운영되도록 하는 것이 경제안정성을 위해 중요한 과제인 만큼 관련부서에서 이에 대해 심도있게 연구해 줄 것을 요청하였음.

또한 동 위원회는 금리상승, 가계대출 위험지수 상승, 경기대응 완충자본 도입 등으로 은행의 부담이 커지고 있는 상황에서 은행의 자본규모와 총당금 적립비율이 일부 한계 기업 및 가계의 구조조정 등을 실효성 있게 추진할 수 있을 만큼 충분한지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 자본규모 및 총당금 적립비율의 적정여부는 관련된 여러 가지 지표를 비교하여 판단할 수밖에 없는데, 현재 국내은행의 대손충당금 적립비율이 상당히 높은 수준을 유지하고 있고, 연체율이나 부도율도 지표상으로는 양호하므로 자본규모는 적정하다고 판단하고 있다고 답변하였음. 이어 만일 기업구조조정의 폭이나 대내외 여건변화가 예상하지 못한 수준으로 발생한다면 자본을 추가적으로 쌓아야 하지만, 최근 시산 결과로는 부실우려가 높은 한계기업과 취약한 가계차주 여신이 모두 부실화된다고 가정해도 국내은행의 이익규모 등을 감안한다면 감내 가능한 수준으로 보인다고 첨언하였음. 다만 총격이 복합적으로 발생할 경우 일부 은행들은 바젤Ⅲ 규제기준도 달성하지 못하는 상황이 발생할 수 있어 자본 확충 필요성이 있으며, 바젤Ⅲ 규제의 이행일정에 따라 자본보전 완충자본, 경기대응 완충자본, 시스템적 중요은행 추가자본 부과 등에 대비한다는 차원에서도 추가적인 자본 확충의 필요성은 있다고 설명하였음.

아울러 동 위원회는 당행이 금융안정을 담당하는 한 축인 만큼 필요시에는 유관기관에 시의적절한 평가를 전달할 뿐만 아니라 선제적인 대비 차원에서 은행자본의 적정성을 평가하고, 은행들의 수익성을 감안한 수수료 현실화 등에 대해서도 논의를 제기할 필요가 있다는 의견을 덧붙였음.

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

일부 위원회는 최근 회사채 신용스프레드가 상승하고 대출 가산금리도 은행의 대출태도 강화로 높아진 상황에서 미국 금리인상과 함께 이러한 변화가 기업부문에 어느 정도 부담으로 작용하는지 구체적으로 분석해볼 것을 당부하였음.

다른 일부 위원회는 최근 경기흐름을 보면 소비 부진과 저축 증가로 내수가 위축된 가운데 여러 구조적 제약요인으로 인해 안정성장 경로 이탈 혹은 하방 과잉

반응이 장기화될 우려가 있으며, 금융 측면에서는 대외적으로 내외금리차 축소, 산유국의 오일머니 회수, 중국 금융불안 및 위안화 절하 움직임 등으로 원화절하 지속과 함께 증권투자자금 유출 흐름이 이어지고 있다고 지적하였음. 아울러 국내에서는 가계부채 및 기업부채 누증, 금융중개에서의 정보 비대칭성 문제 등으로 금융불안정 이슈가 잠재되어 있다고 언급한 후, 이러한 불안정한 경제·금융여건 지속이 글로벌 요인 이외에도 통화정책이 충분히 완화적이지 않다거나, 시중 유동성이 풍부함에도 불구하고 일부 금융마찰적 요인으로 신용흐름 상 애로가 있다거나, 아니면 구조적 문제에 기인한 저성장 덩에 갇힌 데 따른 것은 아닌지 질의하였음. 또한 금년도 및 내년도 우리 경제의 성장률 전망치가 각각 3.0%, 3.2%로 잠재성장률 수준에 있어 사실상 추가적인 정책처방이 필요 없다는 인식과 현재 정책포지션이 저성장, 저인플레이션 탈피와 금융안정 유지라는 과제를 동시에 달성하기에는 미흡하다는 견해에 대한 관련부서의 의견을 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 최근의 불안정한 경제·금융여건 지속이 상당 부분 글로벌 요인에 기인하였지만 국내적으로도 그동안 해소되지 못한 구조적인 문제점들의 영향이 있다고 답변한 후, 회사채시장을 비롯한 직접금융시장에서의 신용경계감 강화 등으로 자금흐름에 일부 애로가 있긴 하지만 현재의 통화정책 기초 자체는 실질금리 수준과 유동성 사정, 전반적인 금융상황을 종합적으로 볼 때 성장세를 지속해나가는 데 크게 부족하지는 않은 수준으로 본다는 의견을 밝혔음. 또한 저성장·저물가는 비단 우리나라에만 국한된 것이 아닌 글로벌 수요부진, 국제유가 하락, 경제구조 변화 등에 기인한 현상으로 통화정책만으로는 대응하는데 한계가 있으므로 생산성 향상과 성장잠재력 확충을 도모할 수 있는 구조개혁을 꾸준히 추진하는 것이 당면한 과제로 판단된다고 덧붙였음.

이어서 동 위원은 환율의 경기 자동조절기능이 약화됨에 따라 통화정책의 환율경로를 통한 파급효과가 제약되는 문제를 관련부서에서 연구해 줄 것을 당부하였음.

또한 동 위원은 정부가 2016년 경제정책방향에서 경상GDP성장률을 관리하겠다고 발표하였고 당행도 새로운 중기 물가안정목표 2%를 발표하였는데 저인플레이션 탈피를 위해 정부는 물가규제를 완화하고 임금상승을 유도하는 코스트 푸시 인플레이션(cost push inflation)을, 중앙은행은 완화적인 통화정책으로 수요 견인 인플레이션(demand pull inflation)을 유도하게 되므로 서로 역할이 조금 다른데 미시·거시 물가당국 간에 상충이 발생할 수 있다는 일각의 우려에 대해 관련부서의 의견을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 이번 중기 물가안정목표 설정은 정부와 오랜 기간 긴밀한 협의를 거쳐 도출한 것이므로 이를 취지에 맞게 잘 운용해 나간다면 정부 정책과의 상충 문제는 우려하지 않아도 될 것이라고 답변하였음.

아울러 동 위원은 잠재성장률 하락 등을 반영하여 새로운 중기 물가안정목표를 기존 목표보다 낮추어 설정하였으므로 금년 중 통화정책 완화 여지는 확대되었다는 일부 시각에 대해 관련부서의 의견을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 새로운 중기 물가안정목표를 기존 목표보다 낮추어 설정하기는 했지만 통화정책방향은 여러 가지 리스크를 함께 고려하여 결정하는 것이므로 정책기조를 일부 요인의 변화에 따라 기계적으로 수정한다고 생각하는 것은 적절하지 않다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 시장에서 불필요한 기대가 형성되지 않도록 커뮤니케이션을 강화할 필요가 있다고 당부하였음.

또 다른 일부 위원은 최근 금융시장이 매우 혼란스러운 상황으로 보이기 때문에 이에 대한 사전적인 대책을 많이 논의하고 있지만 어떤 경우에는 당행이 금융시장의 변동성 확대를 받아들일 필요도 있다고 지적하면서, 최근 회사채시장에서의 리스크 증대 역시 신용차별화 과정에서 일부 필연적인 부분이 있을 수 있으므로 사전적으로 예방하는 것만 고려하기 보다는 사후적으로 할 수 있는 조치도 함께 검토할 필요가 있다는 견해를 밝혔음.

이어서 동 위원은 강력한 시장개입이 가능한 중국의 경제시스템을 감안해볼 때 중국 금융시장의 불안이 실물에 미치는 영향은 생각보다 크지 않을 수 있다고 언급한 후, 중국 금융시장을 연구함에 있어 특히 제도적인 측면들을 유의하여 살펴볼 것을 당부하였음.

한편 일부 위원은 당행이 작성한 여러 지표들을 살펴보면 금융상황판단지표는 완화 정도가 소폭 축소되는 반면 실질머니갭률은 완화 정도가 확대되는 것으로 나타나고 있고, 유흥생산능력 측면에서는 제조업 평균가동률갭이 확대되는 반면 실업률갭은 축소되는 가운데 실질중립금리는 최근에 오히려 상승하는 것으로 나타나는 등 지표들의 방향이 상반되게 나타나고 있어 종합적인 판단이 쉽지 않다고 언급하였음.

이어서 동 위원은 실질머니갭률의 경우 추정에 사용된 통계치들의 시차(lag)로 인해 업데이트(update)에 많은 시간이 소요되므로 다소간의 불확실성에도 불구하고 추정치를 사용하여 보다 최신의 지표를 작성해주면 좋겠다는 의견을 제시하였음. 한편 유희생산능력 지표의 경우 고용시장을 제외하면 제조업 평균가동률갭만이 유일하게 보고되고 있으므로 향후 다양한 지표를 통해 유희생산능력을 파악할 수 있도록 개선해줄 것을 당부하였음.

아울러 동 위원은 외국 중앙은행 및 국제기구의 실질중립금리에 대한 연구를 보면 선진국, 신흥국을 막론하고 글로벌 실질중립금리가 구조적인 요인에 의해 기조적으로 하락하고 있는 것으로 분석되고 있고, 이러한 하락세의 배경으로는 고령화와 생산가능인구의 감소 등 인구구조 변화와 이에 따른 저축 증대, 소득불평등의 확대, 자본재의 상대가격 하락 등 소위 경기의 장기정체(secular stagnation)와 연관된 원인들이 많이 지적되고 있다고 언급한 후, 우리나라도 고령화 및 저축성향 증대, 투자 감소 등 이와 유사한 모습들이 많이 나타나고 있어 국내 실질중립금리가 중장기적으로 하락 추세에 있을 가능성이 높음에도 불구하고 당행이 추정한 실질중립금리는 점진적이거나 상승하는 모습을 보이고 있는데 이는 현실과 부합되지 않은 것으로 보이며, 최근 당행이 잠재성장률을 하향조정하였음에도 실질중립금리가 같이 하락하지 않는 점도 일반적인 모형에서의 결과와 상반된다고 지적하였음.

이에 대해 관련부서에서는 당행이 실질중립금리 추정에 쓰는 세 가지 모형 중 GDP갭 모형이 잠재성장률과 실질중립금리가 함께 낮아지는 장기시계가 아닌 중기적 시계에서 구축되어 있다고 설명하고 이로 인해 잠재성장률 하락으로 모형의 변수인 GDP갭률의 마이너스 폭이 축소되고 결국은 실질중립금리 추정치가 상승하는 것으로 나타났다고 답변하였음.

다른 일부 위원은 당행이 2016년 이후 적용할 새로운 중기 물가안정목표는 소비자물가 상승률 기준 2%로 설정하고 물가상승률이 일정범위 및 기간을 초과하여 이탈할 경우 별도의 설명책임을 이행하기로 하였다고 언급한 후, 이번 물가안정목표제의 또 다른 큰 특징은 물가목표를 범위가 아닌 단일수치로 설정함으로써 경제주체들의 기대인플레이션을 효과적으로 안정시키고 경기, 금융상황 등을 물가와 함께 종합적으로 고려하여 통화정책을 신축적으로 운용할 수 있게 하는 등 여러 가지 장점이 있으며 이는 주요 선진국들이 채택하고 있는 진일보한 방식

이라고 평가할 수 있다는 의견을 밝혔음.

이어서 동 위원은 새 물가안정목표 2%는 단기간 내에 반드시 달성해야 하는 목표가 아니라 당행이 중장기적 시계에서 지향해 나가는 목표이고 당행에 목표달성 책임보다는 목표 이탈 시에 별도 설명책임이 부여되어 있다는 점에 유의해야 한다고 강조하였음.

한편 동 위원은 그동안 언론보도 등을 보면 일부 경제주체들이 강화된 설명 책임을 강화된 목표달성 책임으로 잘못 이해함으로써 당행이 종전보다 물가상황을 훨씬 중시하면서 통화정책을 운용할 것이라고 생각하는 경우가 있는 것 같은데 이러한 생각이 확산된다면 기준금리 조정과 관련한 시장의 기대가 바람직하지 못한 방향으로 형성될 가능성이 있다는 의견을 제시하였음. 이어 특히 당행이 금번 새 물가안정목표를 발표한 후 처음 제시하는 경제전망에서 나타난 물가상승률 전망치가 종전 전망치보다 하향조정된 데다 향후 물가흐름이 물가목표를 상당 기간, 상당 폭 하회하는 것으로 되어 있는데 새로운 물가안정목표에 대한 이해가 충분하지 못할 경우 이러한 물가전망이 기준금리 인하 기대를 과도하게 높일 수 있으므로 관련 부서에서 새 물가안정목표의 특징과 기본적인 운용방향 등에 대한 커뮤니케이션 노력을 한층 더 강화해 나가야 한다는 견해를 피력하였음.

이어서 동 위원은 일반인 기대인플레이션이 새로 변경된 물가목표 수준으로 잘 조정되도록 ECB, 미 연준 등과 같이 통화정책 의결문이나 총재 기자회견담회 등을 통해 커뮤니케이션을 확대하는 방안을 검토할 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

#### (4) 한국은행 기준금리 결정에 관한 위원별 의견 개진

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

일부 위원은 지난 통화정책방향 결정 이후 국내외 금융·경제 상황의 변화를 종합적으로 고려한 결과, 다음 통화정책방향 결정시까지 기준금리를 현재의 1.50%에서 유지하여 통화정책을 운영하되 미국 등 선진국 통화정책 방향, 글로벌 경기흐름 및 중국 등 일부 신흥국 리스크에 유의하면서 경기개선 모멘텀을 찾기

위한 노력을 강화해야 하겠다는 견해를 밝혔음.

선진국과 신흥국간 경기 비동조화 속에 중국 및 신흥국 경제·금융의 불확실성에 대한 우려가 커지고 있는 만큼 국내 금융·외환시장에 미치는 영향 등에 유의하면서 건실한 거시경제 운영과 금융안정 유지 속에 경제주체들의 경기개선 기대감을 살려가야 하겠음.

세계경제는 선진국의 경우 경기 회복세가 완만하고 신흥국 경제는 중국경제 부진과 유가 등 원자재가 하락으로 성장 부진에 직면해 있음. 미국은 민간소비, 주택투자 등을 중심으로 성장세를 지속하고 있는 가운데 향후 노동시장과 인플레이션 추이에 관심이 모아지고 있음. 유로지역은 민간소비 등 내수를 중심으로 완만한 회복세를 보이고 있지만 인플레이션은 낮은 수준에 머물러 있음. 일본은 생산, 투자 및 소비부진으로 회복 모멘텀이 약하여 지난 12월 금융완화정책 보강안이 발표되었음. 중국은 수출, 투자 등의 부진으로 성장세가 둔화되는 가운데 연초부터 증시와 외환시장의 변동성이 높아져 불안정한 모습을 드러내고 있음.

국내경제는 수출 부진이 지속되는 가운데 소비, 투자 등 내수에 있어서도 개선 모멘텀이 약한 모습임. 소비는 정책효과 등으로 한시적으로 개선되는 모습을 보였지만 지속 가능성을 확신하기 어려움. 12월 투자의 경우 건설투자는 SOC 투자 호조로 전월에 비해 증가한 것으로 추정되지만 설비투자는 3개월 연속 감소세를 나타낸 것으로 보임. 수출은 선박 및 반도체 부진과 석유제품 단가 하락 등으로 큰 폭의 감소세를 이어갔음. 고용은 2015년중 월평균 33.7만명 증가 수준에서 12월에는 49.5만명의 큰 폭 증가세를 보였는데, 이는 정책효과와 농림어업 호조 등에 기인하는 한시적 현상으로 보임.

12월 소비자물가는 전년동월대비 1.3% 상승하였음. 여기에는 농산물가격 상승폭 확대, 석유류가격 하락폭 축소, 서비스요금 상승세 지속 등의 영향이 있었음. 한편 근원인플레이션율과 일반인 기대인플레이션율은 전월수준을 유지하였음. 향후 물가는 유가 및 농산물가격 동향과 내수경기 회복 정도 등에 영향을 받으면서 낮은 범위 내에서 변동할 것으로 보임.

12월 이후 국제금융시장은 미 금리 정상화 효과보다는 유가하락, 중국 증시 급락 및 위안화 절하, 지정학적 리스크 발생 등에 주로 영향을 받았음. 이런 맥락에서 글로벌 외환시장에서는 안전통화로서 엔화가 강세를 보인 반면 미 달러화는 선진국 통화대비 소폭 약세를 시현하였고, 신흥국 통화는 자본유출 우려, 국제유가 및 중국 증시불안 등의 영향으로 약세를 지속하였음. 이에 따라 글로벌 주가도 큰 폭 하락하였음. 글로벌 금리는 국가간 차별화되었음. 유로지역 금리는 상승한 반면 미국과 일본 금리는 대체로 하락한 가운데 신흥국 국채 가산금리는 국제



유가 하락과 위험선호 심리 악화로 상승하였음.

국내 금융·외환시장도 중국과 신흥국 및 유가 변수의 영향을 받아 변동성이 확대되었음. 장기시장금리는 안전자산 선호 심리가 강화되면서 하락하였으며 단기시장금리의 경우 다소간 금융마찰은 있었지만 여유있는 유동성 관리로 통안증권 및 은행채 금리가 하락하였음. 주식시장에서는 대외 리스크가 부각되면서 외국인 투자자금의 전월대비 감소폭이 커지고 주가도 큰 폭 하락하였음. 원/달러 환율은 중국 금융시장 불안, 국내외 지정학적 리스크 등으로 달러당 1,200원대를 돌파하는 등 큰 폭 약세를 나타냈음.

국내외 금융·경제 상황을 종합해 보면 대외적으로는 글로벌 경기 및 통화정책의 비동조화 속에 중국 및 신흥국 경제·금융 리스크가 부각되면서 불확실성이 커졌으며, 국내적으로는 정책효과에 기대 건설투자 외에 소비, 설비투자 등의 개선흐름이 미약하다는 점이 재차 확인되고 있음. 경기개선 기대감은 살아 있지만 금년도 경제성장률이 지난 전망보다 소폭 하락할 것으로 예상되는 가운데 수출부진, 소비제약, 구조조정 진행 등의 하방리스크가 잔존하는 불안정한 국면이 지속되고 있는 것으로 판단됨.

지난 통화정책방향 결정 이후 국내외 금융·경제 상황의 변화를 종합적으로 고려한 결과, 다음 통화정책방향 결정시까지 기준금리를 현재의 1.50%에서 유지하여 통화정책을 운영하되, 미국 등 선진국 통화정책 방향, 글로벌 경기흐름 및 중국 등 일부 신흥국 리스크에 유의하면서 경기개선 모멘텀을 찾기 위한 노력을 강화해야 하겠음. 외국인 투자행태, 주택시장 및 가계부채 동향 등을 면밀히 모니터링하여 금융불안정 발생 가능성에 대비하는 한편, 경제주체들의 기대나 행태가 경기회복에 도움이 되는 방향으로 형성되도록 커뮤니케이션에도 유의해야 하겠음.

올해 세계경제는 성장 전망이 밝지 않은 가운데 연초부터 글로벌 금융시장이 동요하는 모습을 보였음. 우리 경제도 3.0% 성장 전망에도 불구하고 비관론에 비해 긍정론을 이끌어갈 소재는 많지 않은 것 같음. 따라서 소비활력 제고를 위한 경제주체들과의 정성적이고 보다 적극적인 소통, 설비투자 촉진을 위한 투자환경 개선, 그리고 이를 통한 성장 및 고용 잠재력 복원 등 성장 모멘텀과 동력을 찾는 노력이 꾸준히 이루어져야 함.

최근 불확실성이 높아진 대외여건 변화를 면밀히 모니터링하여 필요시 적절히 대응할 준비를 갖추어야 함. 향후 미국의 추가 금리인상 속도가 글로벌 금융·외환시장에 여전히 중요한 변수로 상존하는 가운데 앞으로도 중국관련 이슈는 간헐적으로 우리나라를 포함한 신흥국의 환율 및 외국인 자금유출 등에 영향을 줄 것으로 예상됨. 신흥국의 자본유출과 관련해서는 신흥국의 자산 매도가 이미 상

당부분 진행되었다고 볼 수도 있지만 신흥국의 금융여건이 2013년 테이퍼 탠트럼 당시에 비해 더 불안정해진 점 등에서 부정적 전염효과가 더 클 수 있다는 견해가 있는 만큼 더욱 면밀히 살펴야 할 것임. 우리나라도 증권투자자금 유출세가 이어지고 있는데 글로벌 유동성 축소 외에 원화환율 변동, 내외금리차 축소 등 자금이동에 영향을 주는 요인들의 변화에 주의를 기울여야 함. 글로벌 투자펀드의 성격에 따라 글로벌 충격에 대한 자금유출 반응 등이 다를 수 있으므로 거시경제 펀더멘털을 건전하게 유지하는 외에 유입되는 증권투자자금이 다원화되도록 하는 방안을 연구해볼 필요도 있음.

국내적으로는 성장잠재력의 하향이 염려되는 여건에서 금융부문의 취약성이 경제 향방에 부담을 줄 수 있는 점에 유의해야 함. 특히 가계부채 구조개선과 기업 구조조정 추진 과정에서의 선별적인 신용 및 유동성 위험이 부상될 수 있는 점을 경계해야 함. 따라서 금년도 금융시장 안정화를 위한 정책 포인트는 구조조정 방향을 분명히 해서 기업이나 가계의 옥석을 가려서 신용거래를 원활화하고 한계가구 및 한계기업이 취약해져 꼬리위험(tail risk)으로 접어드는 것을 제어하는 대내 건전성 유지에 더욱 관심을 가지는 것임. 국내외 금리 상승시 가계의 이자 부담 증대 및 주택시장 위축, 가계 및 은행 건전성 악화 등에 대한 우려가 있는 만큼 처분가능소득 대비 가계부채 비율의 관리와 함께 가계부채 구조개선을 꾸준히 추진하는 한편 새로운 금융안정 유지 대책을 세울 필요성도 있음.

우리 경제는 내수부진과 구조적 제약 등으로 인해 안정성장 경로 이탈과 하방 과잉반응(undershooting)이 장기화될 우려가 있음. 경상수지 흑자가 유지되는 등 경제 펀더멘털이 건실하지만 원화절상과 철하압력이 혼재하고 증권투자자금 유출이 멈추지 않고 있음. 국내금융 면에서는 가계부채 및 기업부채 누증과 금융중개에 있어 정보 비대칭성 문제 등으로 인한 금융불안정이 잠재되어 있음. 따라서 이러한 불안정한 경제·금융여건 지속의 원인이 해외 요인 외에 국내 통화정책 완화기조의 불충분성, 일부 금융마찰적 요인 등에 의한 신용흐름상의 애로, 구조적 문제에 기인한 저성장 덩(LOW growth trap) 중 어디에 있는지 잘 분석하여 대처할 필요가 있음. 새로운 물가안정목표가 설정된 첫 해로서 저인플레이션 탈피에 대한 관심이 높은 만큼 물가변동에 대한 설명방식의 과학화를 꾀하고 일관성을 유지해 나가는 노력이 필요하며, 필요시 관련 당국과의 정책조화를 추구하는 것도 중요함. 저인플레이션 장기화 요인이 많은 여건에서 향후 인플레이션에 대한 균형잡힌 기대 형성을 위한 노력도 필요해 보임.

다른 일부 위원은 이번 달 기준금리는 다음 달 기준금리 결정시까지 현재의

1.5% 수준에서 유지하면서 주요 대내외 여건의 전개와 관련 리스크를 면밀히 지켜보고 평가하면서 최선의 정책적 대응을 모색해 나가는 것이 바람직하다는 견해를 표명하였음.

보다 최근 다시 확인되고 있는 중국경제의 침체 심화 및 불안정성 확대, 국제 유가의 추가적인 하락, 북핵 관련 지정학적 리스크 부각 등을 고려할 때 우리 경제의 대외적 불확실성은 전월에 비해 상당히 높아졌다고 볼 수 있음. 중국경제에 있어서 투자 및 생산의 과잉 등으로 인한 구조적 경기침체가 장기화될 것이라는 우려가 상존하는 가운데 최근 전개된 위안화 절하는 대규모 자본유출 가능성을 촉발함으로써 주가가 크게 급락하였음. 이와 같은 중국경제 관련 불확실성은 원자재가격 하락에 따른 자원수출국의 경기침체 우려와 함께 신흥국 경제 전반에 대한 비관론으로 확산되면서 글로벌 경제의 상당한 하방리스크로 작용하고 있음. 일본경제에 있어서는 수출기업의 실적개선이 투자나 소비로 이어지지 못하면서 미약한 경기회복세를 보이고 있음. 보다 최근에는 글로벌 안전자산 선호에 따른 엔화강세로 인해 그간 나타났던 기업실적의 개선세와 관련해서도 불확실성이 높아지고 있음. 반면 미국경제는 민간소비와 주택투자의 견조한 증가세 등에 힘입어 경기 및 고용 회복세를 지켜가고 있음. 한편 최근의 국제금융시장 변동성 확대, 신흥국 경기둔화 우려, 그리고 미국의 낮은 소비자물가 상승률 등으로 인하여 향후 미 연준의 추가적인 금리인상 경로에 대한 불확실성은 높아지고 있음. IMF 등 주요 예측기관들은 2016년 세계경제는 성장동력이 뚜렷하지 않은 가운데 2015년에 비해 성장률이 소폭 개선될 것으로 보고 있으나, 그 성장세 자체는 추세수준을 하회하는 낮은 수준일 것으로 전망하고 있음.

다음으로 국내경제 및 금융·외환 시장의 주요 흐름을 살펴보면 11월중 소비가 10월의 큰 폭 상승에 대한 반사효과로 일시 감소하였음. 12월에는 정부의 내수 활성화 정책 등에 힘입어 소비가 소폭 증가한 것으로 모니터링되어 약하지만 그 개선세는 유지되고 있는 것으로 평가됨. 그러나 우리 경제의 빠른 인구 고령화 진행과 고용시장 여건 개선의 지체, 가계부채 관련 원리금 상환부담 증대, 그리고 향후 부동산경기의 둔화 가능성 등을 고려하면 그간의 소비 개선세가 앞으로도 지속될 것인지에 대한 불확실성은 상당하다고 보아야 할 것임.

11월중 설비 및 건설투자는 두 달째 하락하였음. 설비투자는 기계류 및 운송장비 투자 등을 중심으로 감소세를 보였으며 12월에도 투자 감소세는 이어질 것으로 모니터링됨. 12월중 수출 감소폭은 다시금 확대되었음. 2015년 전체로도 수출은 전년대비 7.9% 하락하여 글로벌 금융위기의 타격을 직접적으로 받았던 2009년 이후 가장 큰 폭의 감소를 기록하였음. 글로벌 교역량의 기초적 둔화세,

중국의 경기침체, 국내 수출기업들의 글로벌 경쟁력 약화 등과 같은 다양한 구조적 요인들이 그간의 수출 감소의 주된 배경이 되고 있다는 점을 고려할 때 수출 하락세는 앞으로도 지속될 가능성이 높다고 볼 수 있음. 한편 수출 부진은 우리 경제의 생산과 내수에도 부정적인 영향을 미칠 수밖에 없음. 이에 따라 제조업생산은 10월에 이어 11월에도 감소세를 지속하였음. 제조업 재고율도 전월에 비해 상승하였고 평균 가동률도 전월대비 하락하였음.

12월 소비자물가 상승률은 유가 하락의 기저효과 감소 등에 힘입어 11월에 비해 소폭 상승한 1.3%를 기록하였음. 근원인플레이션율은 11월과 동일한 2.4%의 상승률을 기록하였지만 담배값 인상요인을 제외하면 근원물가 상승률은 1.8% 수준임. 한편 2016년 물가상승률은 유가하락의 기저효과가 줄어들면서 2015년에 비해 소폭 높아질 것으로 보임. 그러나 국제유가의 추가적인 하락가능성, 미약한 수요측 압력 등은 물론 담배값 인상효과 소멸, 도시가스요금 인하 등 기술적 요인들까지 감안하면 우리 경제는 여전히 상당한 저물가 위험에 직면하고 있다고 하겠음.

한편 연초부터 중국경기 침체 우려, 중동지역 긴장, 대북 지정학적 리스크 등으로 인해 시장금리와 주가가 급락하고 환율이 급등하는 등 국내 금융·외환시장이 급격한 변동장세를 보였음. 그리고 지난해 12월 이후 국내금융시장에서 외국인 증권투자자금의 유출 규모가 상당폭 늘어나고 있음. 특히 최근 원화가치 절하가 단기간에 가파르게 진행됨에 따라서 우리 외환시장 내에서의 과도한 쏠림현상 촉발 우려도 제기되고 있음. 지난달 은행 가계대출은 집단대출 수요 및 주택담보대출 심사 강화를 앞둔 선수요 등으로 인해 높은 증가세를 지속하였음. 한편 그동안 꾸준히 상승해 온 기업부문 부채의 경우 12월중 은행 기업대출이 연말효과, 신용경계감 증가 등으로 감소하였고 회사채 및 CP 발행 등 기업의 직접금융 조달 규모도 줄어들고 있음. 그리고 신용스프레드의 확대 흐름은 지속되었고 기업대출 금리도 상승하였음.

다시 우리 경제의 성장과 물가상황 변화를 종합해 볼 때 약한 내수 회복세 속에 수출 감소세의 확대 그리고 유가의 추가 하락과 약한 수요측 압력 등으로 인해 향후 성장과 물가의 하방리스크는 다 같이 상당 수준 확대된 것으로 평가됨. 그러나 최근 전개되고 있는 중국 경제관련 리스크의 확산, 미국 정책금리 인상 파장 및 향후 경로에 대한 불확실성, 국내 금융·외환시장의 변동성 확대 및 이와 연관된 외국인 투자자금의 유출 행태, 그리고 가계 및 기업부채의 변동 행태 등과 같은 상황은 우리 통화당국에게 보다 신중하고 정치한 정책적 대응을 요구하고 있다 하겠음.

따라서 이번 달 기준금리는 다음 달 기준금리 결정시까지 현재의 1.5% 수준

에서 유지하면서 주요 대내외 여건의 전개와 관련 리스크를 면밀히 지켜보고 평가하면서 최선의 정책적 대응을 모색해 나가는 것이 바람직하다고 생각함.

특히 최근 대내적으로 계획된 구조조정이 지체되고 있는 가운데 중국의 금융·경제 불안 확대, 북한의 핵실험 등과 같은 부정적인 충격이 우리 경제에 미치는 영향이 크게 증폭되면서 그간 미약하나마 회복기미를 보여 왔던 민간소비 및 기업 투자심리가 다시 크게 위축되고 있음. 따라서 관련 정책당국들은 우선적으로 각 경제주체들의 소비 및 투자심리 안정화를 위해서 보다 적극적으로 나서야 하겠음.

한편 관련 정책당국들은 최근 높은 증가세를 유지하고 있는 가계부채 문제와 관련하여 우리 경제가 새롭게 직면하게 되는 여건과 하방위험을 새로운 바탕으로 하여 그간 제시된 가계부채의 질적·양적 개선대책을 보완하고 강화해 나가야 할 것임. 한편 최근 나타나고 있는 회사채시장의 큰 폭 위축, 신용스프레드 및 기업 대출 금리의 상승폭 확대, 신용공여 금융기관들의 대출태도 강화 등과 같은 여건 전개는 시장기능에 입각한 한계기업의 구조조정 및 퇴출 촉진이라는 긍정적인 효과를 초래함. 물론 한계기업에 대한 신속하고 효율적인 구조조정은 우리 경제의 가장 중요한 정책현안의 하나로서 결코 지체되어서는 안 될 것임. 그러나 기업 구조조정 진행과정에서 나타나는 금융경색 및 자금조달 애로의 확산이 정상기업에까지 영향을 미치지 않도록 유의하고 관리해야 할 것임.

앞서 지적한 바와 같이 최근 우리 기업들은 수출 및 내수 부진, 이에 따른 영업이익 감소 등과 같은 전례 없이 어려운 환경에 처하고 있음. 이러한 기업 환경에서 금융경색이나 자금조달 비용의 상승은 기업들의 국제경쟁력과 활력을 더욱 위축시킬 수 있을 것임. 따라서 정부는 경제의 체질개선을 위한 구조조정을 차질 없이 추진해 나가는 동시에 우리 기업부문 전체의 하방위험 확대를 관리하고 미약한 성장 및 고용의 활력을 제고할 수 있는 다각적인 정책지원 방안을 모색해야 할 것임. 특히 통화당국은 기업 투자 및 고용 증대를 통해 미약해지고 있는 우리 경제의 활력회복에 기여하고 여타 분야로의 파급효과도 상대적으로 큰 중소 성장기업에 대한 적절한 기업대출 지원방안을 적극 강구하여 시행할 필요가 있다고 하겠음.

또 다른 일부 위원은 다음 통화정책방향 결정 시까지 기준금리를 현 1.50%에서 유지하여 운용하면서 위험요인의 현실화 여부와 국내경제에 미치는 파급영향을 면밀히 모니터링하고 이에 대응한 유연한 정책입지를 확보함이 바람직한 것으로 판단된다는 견해를 나타내었음.

지난 통화정책 방향회의 이후 대내외 경제여건 변화를 살펴보면, 세계경제는 미국이 고용과 민간소비를 중심으로 회복세를 지속하였으며, 유로지역도 생산과 심리지표 개선에 힘입어 완만한 경기회복 흐름을 이어갔음. 일본은 생산, 소비 등의 부진으로 회복세가 약화되었음. 중국은 성장둔화 우려로 주식 및 외환시장의 불안정성이 심화되었음. 여타 신흥경제도 원자재가격 하락 등으로 성장세가 둔화되어 세계경제의 성장모멘텀이 전반적으로 약화되는 모습임. 미국의 정책금리 인상에도 불구하고 속도는 점진적일 것으로 예상되면서 주요국 국제금리는 대체로 하락하였으며, 미 달러화도 주요 선진국 통화대비 소폭 약세를 보였음. 글로벌 주가가 중국 증시 및 유가불안 등으로 큰 폭 하락하고, 신흥국 통화도 약세를 보이면서 국제금융시장의 변동성이 확대되는 모습임.

국내 실물경제를 보면 4분기 중 내수는 건설 및 설비투자의 감소에도 불구하고 소비 증가세에 힘입어 개선흐름이 이어졌으나, 수출이 세계교역 둔화, 단가하락 등으로 부진이 심화되면서 경기회복세가 제약되는 모습임. 서비스업생산은 완만한 회복기조를 이어갔으나, 제조업생산은 수출감소, 재고조정 등으로 평균가동률이 글로벌 위기 이후 최저수준으로 하락하는 등 전반적인 부진이 지속되고 있음. 전월에 이어 경제심리가 위축되면서 경기동행 및 선행지수도 하락하였음.

소비자물가 상승률과 근원인플레이션은 서비스요금 등을 중심으로 오름폭이 확대되었으며, 일반인 기대인플레이션은 안정된 모습이나 물가연동채 BEI는 소폭 하락하였음. 주택매매 및 전세가격은 수도권과 지방 모두 오름세가 둔화되었음.

국내금융시장에서는 장단기금리의 큰 폭 하락으로 국고채 수익률곡선이 하방 이동하였으며, 회사채시장에서는 신용위험 경계감 지속으로 스프레드 확대흐름이 이어지면서 시장위축 현상이 지속되었음. 간접금융시장에서는 지표금리 급등으로 여수신금리가 상승한 가운데 은행 가계대출은 주택담보대출을 중심으로 높은 증가세를 지속하였으나 기업대출은 연말요인 등으로 큰 폭 감소하였음. 국외부문 통화공급이 자본거래 유출 등으로 축소되면서 총통화 증가율은 전월 수준에 그쳤음. 외국인 증권투자자금이 미국 금리인상, 유가하락, 중국 증시불안 등으로 순유출을 지속하였으나 외화조달 여건과 은행 외화유동성은 대체로 양호한 상황임. 명목 및 실질실효환율은 주요국 통화대비 원화가 약세를 보임에 따라 하락하였음.

이상의 대내외 실물경제 및 금융시장 여건 변화에 기초하여 적정 통화정책 운용을 위한 주요 고려사항을 살펴보면, 첫째, 성장흐름은 민간소비가 완만하나 내수회복세를 견인하고 있으나 수출부진이 지속되면서 전반적인 성장모멘텀이 다소 약화되는 모습임. 향후 성장경로에는 중국 및 신흥경제의 성장 감속, 원자재가

격의 추가 하락, 부양정책 효과 소멸에 따른 민간소비 및 정부지출 둔화, 한계기업 구조조정 등 다양한 하방위험 요인이 상존하고 있어 이에 따른 성장경로의 변화 여부를 면밀히 점검해 나갈 필요가 있음.

둘째, 물가흐름은 저유가 지속 등으로 소비자물가의 전망경로가 하향조정 되었으나 다양한 근원물가 보조지표에 기초할 때 기초적 오름세는 지속되고 있어 향후 공급측 요인이 점차 소멸되면 중기적 시계에서 물가목표 근접이 가능할 것으로 생각됨. 다만 국제유가의 추가 하락과 수출부진 등에 따른 마이너스 GDP갭 지속이 향후 근원물가 상승세를 약화시킬 위험을 신중히 모니터링할 필요가 있음.

셋째, 제조업 재고조정이 이어지면서 평균가동률이 위기 이후 최저수준으로 하락하고, 설비투자 수요압력도 다시 하락하는 등 제조업부문의 유휴생산력이 확대되는 모습임. 12월 고용시장에서는 전년동월대비 시간관련 추가취업가능자가 늘면서 평균시간갭이 소폭 확대되었으나 실업자와 잠재경제활동인구가 감소하면서 실업갭과 참여갭이 축소되어 전반적인 유휴노동력 상황은 다소 개선되는 모습임.

이상의 실물경기 및 물가, 유휴생산력 점검 결과에 기초할 때 기초적인 성장흐름은 다소 약화되었으나 구조적 요인에 의한 잠재성장률 하락의 영향을 일부 반영하는 것으로 보이며, 물가흐름도 유가 등 공급충격의 지속에도 불구하고 완만하나마 기초적인 오름세를 유지하고 있는 것으로 판단됨. 다만 미국의 금리인상이 중국 등 신흥국과 원자재시장에 미치는 영향 등으로 올해 전망경로의 불확실성과 잠재적 위험은 한층 더 높아진 상황임.

따라서 다음 통화정책방향 결정 시까지 기준금리를 현 1.50%에서 유지하여 운용하면서 이러한 위험요인의 현실화 여부와 국내경제에 미치는 파급영향을 면밀히 모니터링하고 이에 대응한 유연한 정책입지를 확보함이 바람직한 것으로 판단함.

주지하다시피 우리 경제가 현재 직면하고 있는 성장동력 둔화와 저성장 고착화 문제는 비단 경기적 요인뿐만 아니라 구조적 요인에 상당부분 기인하고 있음. 주요국에 비해 높은 투자율과 낮은 실업률을 유지하고 있지만 규제와 불확실성의 증대로 기업투자는 대체투자에 그치고 있으며, 고용도 저생산성 부문, 비정규직 중심으로 증가하여 노동생산성이 현저히 저하되고, 실직과 노후불안에 대비한 예비적 저축증가가 구조적 소비부진의 원인이 되고 있음. 당분간 기업구조조정, 생산기지 해외이전 등으로 고정자본투자의 추가 확대가 여의치 않고 생산가능인구 또한 감소를 목전에 둔 상황에서 잠재성장률 수준의 성장을 달성하려면 총요소생산성의 증가가 필수적이나 이를 뒷받침할 구조개혁은 가시적인 성과를 거두지 못

하고 있음.

이러한 경제 현실은 글로벌 요인에 의한 대외수요 부진이 지속되는 상황에서 생산요소 가격의 조정을 통한 투입량 확충이나 일시적인 총수요 진작책만으로는 작금의 저성장 문제를 해결할 수 없음을 의미함. 잠재성장률의 추가하락을 방지하기 위해서는 자본 및 노동시장의 효율성 제고를 위한 잠재부실의 인식과 정리, 이에 따른 손실의 합리적 배분, 관련 시장과 제도의 지속적 개혁 등 지난한 경제 사회적 과정이 요구됨. 그러나 현실에 대한 정확한 인식의 공유를 기반으로 우리 경제가 당면한 구조개혁의 시급성과 불가피성에 대한 사회적 합의를 확대해 감으로써 이에 수반되는 사회적 비용을 최소화해 가야할 것임. 이 과정에서 통화정책 등 경기안정화 정책은 보다 중기적인 시계에서 구조개혁 추진에 수반되는 일시적인 총수요 및 물가의 하방압력을 완화하고 이력효과 등에 따른 성장잠재력의 훼손을 방지하며 대내외 충격요인으로부터 금융시스템의 안정성을 유지하는 데 초점이 두어져야 할 것으로 생각함.

한편 다른 일부 위원은 다음과 같은 국내외 경제상황을 종합적으로 고려해 볼 때 2016년 1월의 기준금리는 현 수준인 1.50%를 유지해 나가는 것이 바람직하다고 판단된다는 의견을 밝혔음.

우선 세계경제 상황을 보면 선진국은 완만한 회복세를 보이겠으나 신흥국은 성장 모멘텀이 약화되면서 전반적으로는 낮은 성장세를 이어갈 것으로 예상됨. 미국경제는 대외여건 악화에도 불구하고 민간소비와 주택투자의 견조한 증가세 등에 힘입어 꾸준한 성장세를 보일 것으로 예상됨. 유로지역 경제도 내수를 중심으로 완만한 회복세를 지속할 것으로 전망됨. 다만 일본경제는 낮은 임금상승률, 고용개선 미흡 등의 영향으로 성장세가 미약할 것으로 예상됨. 한편 신흥국 가운데 중국은 투자 및 수출부진 등으로 성장세 둔화가 계속될 것으로 전망되고 있음.

국내경제를 살펴보면 4/4분기중 소비가 호조를 보였으나 투자가 당초 전망보다 줄어들면서 회복세가 다소 약해졌음. 이에 따라 지난해 4/4분기중 성장률이 지난 10월의 전망치인 0.9%보다 낮은 0.6% 정도를 기록할 것으로 예상되며 이에 따라 2016년 성장률도 지난 10월 전망보다 소폭 낮은 3.0%로 하향조정되었음. 또한 최근 주택시장에서 시장심리가 위축되고 거래량이 축소되는 모습을 보이면서 주택가격 조정으로 인한 소비 및 투자위축 등의 하방리스크가 높아진 것으로 판단됨. 결론적으로 올해는 성장률이 작년보다는 소폭 높아지겠지만 성장 모멘텀은



작년보다 다소 낮아질 것으로 예상됨.

한편 12월중 소비자물가 상승률은 농산물가격 상승폭 확대 및 석유류가격 하락폭 축소 등으로 전월보다 상당폭 높은 1.3%를 기록했으며, 농산물 및 석유류제외 근원인플레이션은 전월과 같은 2.4%를 기록했음. 2015년중 소비자물가 상승률은 역대 최저수준인 0.7%를 기록하였으며, 2016년 중에도 국제유가가 예상보다 더 오랫동안 낮은 상태를 유지하면서 소비자물가 상승률은 지난 10월 전망보다 낮은 1.4%에 그칠 것으로 예상됨.

국제금융시장에서는 중국의 경기부진, 지정학적 리스크 부각 등의 영향으로 금리는 대체로 하락하였으며, 주가도 큰 폭 하락하였음. 특히 최근 중국의 위안화 절화와 더불어 주가급락 등으로 금융불안에 대한 우려가 높아지고 있지만 실물부문에 대한 위협전이 가능성은 낮아 우리 경제에 미치는 영향은 제약될 것으로 예상됨. 국내금융시장에서도 국제금융시장의 영향을 받으면서 금리와 주가가 모두 상당폭 하락하였으며, 외국인의 국내증권 투자자금도 3.6조원 유출되었음.

원/달러 환율은 중국 금융불안, 외국인 증권자금유출 등의 영향으로 1월 들어 1,200원 이상으로 큰 폭 상승하였음. 한편 은행의 가계대출은 6.9조원 증가하면서 높은 증가세를 지속하였음.

이러한 국내외 경제상황을 종합적으로 고려해 볼 때 2016년 1월의 기준금리는 현 수준인 1.50%를 유지해 나가는 것이 바람직하다고 판단됨. 금번 경제전망에서 2016년 경제성장률 전망치가 소폭 하향조정되었음. 경제전망은 가용한 정보를 최대한 반영해 경제상황을 예측하는 절차임. 따라서 시간이 지나면서 늘어난 새로운 정보를 활용해 수정하는 것은 경제전망의 당연한 프로세스임. 그럼에도 불구하고 일각에서는 새로운 정보를 반영하는 경제전망의 수정과정을 전망오류의 증거로 인식하는 경우가 있어 경제전망의 의미를 국민들에게 적극적으로 알릴 필요가 있음. 동시에 경제전망의 정도를 제고하기 위해 가용정보를 확충하고 늘어나는 가용정보를 활용해 오차를 줄여가는 피드백 절차를 개선해야 함. 특히 경제전망이 본질적으로 최초 전망에서 크게 수정되기 어려운 점을 고려할 때 최초 전망의 정확도를 높이기 위한 개선이 중요하고 이와 관련하여 다양한 외부시각을 반영하려는 시도도 필요하다고 판단됨.

한편 2015년 소비자물가 상승률이 0.7%, 담배값 제외시 0.1%에 그치면서 2016년 이후 새로운 중기 물가안정목표 2.0%에 비추어 현재 우리 경제의 상황을 지나치게 저물가 상황으로 인식하는 경향이 있음. 이와 관련해서 소비자물가지수가 현실 상황을 제대로 반영하고 있는지 평가해 볼 필요가 있음. 특히 2015년중 아파트 전세가격은 저금리가 지속되면서 급등하였으나 CPI중 집세의 경우 2.5%만을 기록하여 실제 가구의 주거비상승률을 저평가하고 있을 가능성이 높은 것으

로 보임. 실제 주거비상승률이 높게 나타나더라도 현재 우리나라 소비자물가지수에서 주거비 비중이 다른 선진국에 비해 지나치게 작게 반영되어 있어 최종적으로 소비자물가 상승률도 작게 나타나는 점도 고려할 필요가 있을 것임. 소비자물가지수의 해석에 유의하는 한편 당분간 전세의 월세 및 자가전환이 지속될 것으로 보이므로 주택시장의 구조변화에 영향을 받지 않도록 집세지수를 개선하고 보완하는 등 개선방안을 강구할 필요가 있다고 생각함.

또 다른 일부 위원은 이번 달 기준금리는 다음 통화정책방향 결정시까지 현 수준으로 유지하는 것이 바람직할 것으로 생각된다는 의견을 밝혔음.

먼저 대외 경제여건을 살펴보면 미국경제는 민간소비, 주택투자 등을 중심으로 성장세를 지속하고 있으며, 유로지역 경제는 내수를 중심으로 완만한 경기개선 움직임을 이어가고 있음. 반면 중국경제는 성장세 감속이 지속되면서 연초 주가가 급락하는 등 다소 불안한 모습을 보였으며, 여타 신흥시장국의 경우도 자원수출국을 중심으로 경제활동 부진이 장기화되고 있음. 앞으로 세계경제는 미국 등 선진국 경기개선에 힘입어 완만하나마 회복세를 이어갈 것으로 전망됨. 다만, 미 연준의 금리인상 속도 및 중국 금융 불안 등에 따른 국제금융시장의 변동성 확대 가능성, 글로벌 교역부진, 저유가 심화, 신흥시장국 성장모멘텀 약화 등이 하방리스크로 상존하고 있다 하겠음.

다음으로 국내경제 상황을 보면 국내경기는 여전히 수출이 부진한 모습이나, 소비가 회복기조를 이어가면서 개선흐름을 유지하고 있는 것으로 판단됨. 다만, 이러한 소비 회복세는 개별소비세 인하 등 정부의 소비활성화 정책에 기인한 바가 크므로 향후 개선추세의 지속 여부를 주의 깊게 살펴보아야 하겠음. 고용 면에서는 2013년 이후 실업자 수가 증가하고 실업률이 상승세를 보이고 있는 가운데, 2015년에는 청년실업률이 2000년 이후 최고치를 기록하는 등 청년층의 취업난이 더욱 심화되고 있는 것은 아닌지 우려됨.

앞으로 국내경기는 내수를 중심으로 작년 10월 전망에 비해서는 약화되었지만 완만하나마 회복세를 지속할 것으로 전망됨. 다만 대내외 리스크 요인이 산재해 있어 성장경로의 불확실성은 더욱 높아진 것으로 판단됨.

물가는 농산물가격 상승폭이 확대되고 서비스요금이 꾸준히 상승하면서 소비자물가 상승률의 오름세가 12월 들어 상당폭 확대되었음. 앞으로 소비자물가 상승률은 기초적으로는 오름세가 이어질 것으로 보이나, 작년 초 시행된 담배값 인상의 효과가 소멸되면서 수준 자체는 한 단계 하락하여 1% 초반 대를 당분간 지

속할 것으로 보임.

금융시장 상황을 살펴보면 국제금융시장은 지난 12월 미 연준의 금리인상에도 불구하고 중동지역의 종파 갈등, 중국의 금융·외환시장 불안 등으로 안전자산 선호경향이 증대되는 모습을 보였음. 글로벌 금리는 대체로 하락하였으며 신흥시장국 통화도 약세를 시현하였음. 한편, 국내금융시장은 연초 중국 금융불안에 따른 영향을 크게 받은 데 더해 북한의 핵실험이라는 돌발 악재까지 겹치면서 환율이 급등하는 등 가격변수의 변동성이 다소 확대되는 모습을 보였음.

이상과 같은 지난 한 달 동안의 국내외 금융·경제상황 변화와 조사국에서 작성한 1월 경제전망을 토대로 하여 판단해 보면 성장경로는 2015년 4/4분기 실적치 부진, 세계성장률 및 교역신장률 하향조정 등에 기인하여 10월 전망에 비해 소폭 하방 이동하고, 물가경로는 최근 국제유가 추가하락 등이 하방압력으로 작용하면서 상당폭 하방 이동한 것으로 판단됨. 다만 이러한 성장 및 물가경로의 하방 이동은 예상치 못한 대외적 요인의 변화에 주로 기인하고 있으며, 하향조정된 전망에 비추어 보더라도 현재의 금리수준은 여전히 완화적인 것으로 보임.

따라서 이번 달 기준금리는 다음 통화정책방향 결정시까지 현 수준으로 유지하는 것이 바람직할 것으로 생각함.

다른 일부 위원은 이번 달에는 기준금리를 현 수준 1.5%에서 유지하면서 미국, 중국 등 주요국의 경제상황 변화와 국내외 금융·외환시장의 움직임 등을 면밀히 점검해 나가는 것이 좋겠다는 견해를 피력하였음.

최근의 세계경제를 보면 미국은 주택시장 및 고용상황이 꾸준히 개선되고 소비도 증가하는 등 성장세를 지속하였으며 이를 바탕으로 미 연준은 정책금리를 인상하였음. 유로지역에서는 주요 심리지표가 개선흐름을 이어가는 가운데 생산이 늘어나고 실업률도 하락하는 등 완만한 경기회복세가 유지되었음. 그러나 중국의 경우는 투자부진, 수출감소 등으로 성장세 둔화가 지속되었음. 또한 중국경제에 대한 비관적 전망이 확산되면서 주가가 큰 폭으로 조정되고 위안화가 빠르게 절하되는 등 금융·외환시장이 불안한 움직임을 보였음. 다른 신흥시장국도 수출부진, 원자재가격 약세 등으로 성장세가 약화된 모습임.

국제금융시장에서는 중국의 금융불안, 국제유가 하락 등으로 위험회피성향이 크게 증대되었으며 그 영향으로 글로벌 주가가 상당폭 하락하였음. 미 달러화는 신흥시장국 통화에 대해 강세흐름을 이어갔으나 유로화 및 엔화에 대해서는 소폭 약세를 보였음. 주요국 장기금리는 미 연준의 정책금리 인상에도 불구하고 안전

자산 선호경향 증대 등으로 대체로 하락하였음.

국내경제는 완만하나마 회복세를 이어가고 있는 것으로 판단됨. 수출은 석유 제품의 단가하락, 신흥시장국 수입수요 둔화 등으로 큰 폭의 감소세를 지속하였음. 투자도 운송장비투자 부진, 기상여건 악화 등의 영향으로 소폭 감소하였음. 소비는 전월의 큰 폭 증가에 따른 반사효과 등으로 조정되는 모습을 보였으나 전년동월대비로는 높은 증가세를 이어갔음.

한편 이번 경제전망을 보면 금년도 연간성장률은 세계경제성장률 및 교역신장률의 둔화 등으로 종전 전망치보다 다소 낮은 3.0%로 예측되었음. 새 전망에 따르면 우리 경제는 대외수요의 개선 지연 등에도 불구하고 소비 등 내수부문이 개선흐름을 보이는 데에 힘입어 완만하나마 회복세를 나타낼 것으로 보임. 다만 대외경제여건 등에 비추어 성장경로의 불확실성은 높은 것으로 보임.

물가상황을 보면 지난해 12월중 소비자물가 상승률은 서비스요금의 오름세가 확대되고 농산물가격이 일시적 요인으로 큰 폭 상승하면서 전월보다 높은 1.3%를 기록하였음. 농산물과 석유류를 제외한 근원인플레이션율은 전월수준인 2.4%를 나타냈음. 앞으로 소비자물가 상승률은 최근의 국제유가 추가하락 등으로 낮은 수준을 이어가다가 하반기 이후에는 저유가의 기저효과가 약화되면서 점차 높아지겠으며 연중으로는 지난해 0.7%에서 1.4%로 올라갈 것으로 예상됨. 한편 연중 근원인플레이션율은 지난해 2.2%에서 1.8%로 다소 낮아질 전망이다.

금융시장에서는 중국 금융불안, 국제유가 하락 등의 영향으로 외국인 증권투자자금이 유출되면서 주가가 크게 하락하고 원/달러 및 원/엔 환율은 큰 폭으로 상승하였음. 장기시장금리는 금융시장 변동성 확대에 따른 안전자산 선호 등으로 하락하였음. 은행 가계대출은 증가규모가 전월에 비해 축소되었으나 예전 수준을 크게 상회하는 높은 증가세를 지속하였음. 한편 신용경계감 확대 등의 영향으로 회사채가 4개월 연속 순상환되었으며 금융기관 대출행태 서베이 결과 은행의 대출태도가 대기업을 중심으로 더욱 강화된 것으로 나타났음.

이번 달 기준금리를 결정함에 있어서는 지금까지 살펴본 국내외 금융·경제상황과 함께 다음과 같은 점들을 고려할 필요가 있다고 생각함. 첫째, 향후 국내경제는 불확실성이 높기는 하지만 우리 경제의 잠재성장률 수준 3.0~3.2%와 대체로 부합하는 성장세를 보일 것으로 전망됨. 둘째, 소비자물가 상승률은 금년 중에는 물가안정목표 2%를 상당폭 하회할 것으로 전망되지만 하반기로 가면서 점차 높아져 내년 중에는 목표수준으로 수렴할 것으로 예상됨. 또한 낮은 소비자물가 상승률은 국제유가 하락 등 공급측 요인에 상당부분 기인하며 구조적인 물가흐름을 나타내는 근원인플레이션율은 2%에 근접하여 움직일 것으로 보임. 마지막으로 중국 금융불안의 국내 금융·외환시장에 대한 부정적 영향 지속 가능성, 금융

시장에서의 높은 신용경계감, 가계대출 증가세 등에 비추어 당분간은 금융안정에 각별한 주의를 기울일 필요가 있다고 판단됨.

따라서 이번 달에는 기준금리를 현 수준 1.5%에서 유지하면서 미국, 중국 등 주요국의 경제상황 변화와 국내외 금융·외환시장의 움직임 등을 면밀히 점검해 나가는 것이 좋겠음.

#### (5) 토의결론

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

#### (6) 심의결과

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

#### 의결사항

「통화정책방향」을 다음과 같이 결정한다.

- ☐ 금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현 수준(1.50%)에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다.
- ☐ 세계경제를 보면, 미국에서는 회복세가 지속되고 유로지역에서는 완만한 개선 움직임이 이어졌다. 중국 등 신흥시장국의 성장세는 계속 둔화되었다. 앞으로 세계경제는 미국 등 선진국을 중심으로 완만하나마 회복세를 이어갈 것으로 전망되나 미 연준의 통화정책 정상화, 중국 금융시장 상황, 국제유가 움직임 등에 영향받을 가능성이 상존하고 있다.
- ☐ 국내경제를 보면, 내수가 소비를 중심으로 회복세를 이어갔으나 경제주체들의 심리가 개선되지 못한 가운데 수출이 감소세를 지속하였다. 고용 면에서는 취업자수 증가세가 확대되면서 고용률이 전년동월대비 상승하고 실업률은 하락

하였다. 앞으로 국내경제는 내수를 중심으로 회복세를 이어갈 것으로 전망되나 대외 경제여건 등에 비추어 성장경로의 불확실성은 높은 것으로 판단된다.

- 12월중 소비자물가 상승률은 농산물가격 상승, 석유류가격 하락폭 축소 등으로 전월의 1.0%에서 1.3%로 높아졌다. 소비자물가 상승률은 당분간 담배값 인상효과 소멸, 최근 국제유가 추가 하락 등으로 물가안정목표 2%를 상당폭 하회할 것으로 전망된다. 한편 농산물 및 석유류 제외 근원인플레이션율은 전월과 같은 2.4%를 나타내었다. 주택매매가격과 전세가격은 수도권과 지방 모두에서 오름세가 다소 둔화되었다.
- 금융시장에서는 중국 증시불안, 국제유가 하락 등으로 주가와 장기시장금리가 하락하고 원/달러 환율 및 원/엔 환율은 위안화 절하, 지정학적 리스크 증대 등의 영향이 가세하여 큰 폭으로 상승하였다. 은행 가계대출은 주택담보대출을 중심으로 예년 수준을 크게 상회하는 증가세를 이어갔다.
- 금융통화위원회는 앞으로 성장세 회복이 이어지는 가운데 중기적 시계에서 물가안정기조가 유지되도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 이 과정에서 미 연준의 통화정책 및 중국 금융·경제상황 변화 등 해외 위험요인, 자본유출입 동향, 가계부채 증가세 등을 면밀히 점검해 나갈 것이다.

**<의안 제2호 — 2016년도 한국은행의 대정부 일시대출금 한도 및  
대출조건 결정(안)>**

(1) 담당 부총재보가 「한국은행법」 제75조에 따라서 정부가 국회에서 2016년도 기채한도 의결을 받아 당행 앞으로 2016년도 한국은행 일시차입금 한도를 설정해 줄 것을 요청하여 옴에 따라 2016년중 한국은행이 정부에 대하여 신규로 대출할 금액의 최고한도와 상환기한, 이율 및 기타 조건을 정하고자 한다는 내용의 제안설명을 하였음.

(2) 위원 토의내용

제안설명에 이어 관련부서에서는 본 안건과 관련하여 그간 위원협의회에서 논의된 주요내용을 다음과 같이 보고하였음.

일부 위원은 양곡관리특별회계가 기초적인 부족자금 조달수단으로 당행 대출을 이용하고 있는 만큼 이번에 추가되는 부대조건에 더해 별도의 가산금리를 부과하는 등의 추가적인 조치가 필요할 수 있다는 의견을 제시하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 지난 연말에 양곡관리특별회계에 대한 추가대출과 관련한 정부와의 협의시에 정부가 추가차입금을 최우선적으로 상환하고 기존차입금에 대해서도 부처간 협의를 통해 중장기 상환계획을 마련하겠다는 전향적인 입장을 보인 만큼 당분간 그 이행 상황을 지켜볼 필요가 있다고 설명하였음.

한편 일부 위원은 대정부대출금 한도 의결을 전년 12월말로 앞당기거나 1월말로 늦추는 것이 좋겠다는 견해를 밝혔으며,

이에 대해 관련부서에는 금년의 경우 정부의 당행 차입한도 설정요청이 연말에 이루어진 데다 정부의 원활한 재정활동을 뒷받침할 필요성이 있다는 점에서 지난해와 같이 1월 첫 번째 정기회의에서 한도의결을 추진하게 되었다고 설명하고, 향후 정부의 요청시기 등에 변화가 있을 경우에는 의결시기를 적절히 조정하겠다고 답변하였음.

이와 같은 관련부서의 보고 후 본회의에서 논의된 내용은 아래와 같음.

일부 위원은 금년도 부대조건 중에서 특별히 달라진 점이 무엇인지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 ‘양곡관리특별회계의 기존 차입금에 대해서는 상환 계획을 관련 부처간 협의를 통해 마련하는 등 상환을 위해 최대한 노력하여야 한다’라는 부대조건이 이번에 새로 추가되었다고 답변하였음.

### (3) 심의결과

원안대로 가결

#### 의결사항

2016년도 한국은행의 정부에 대한 일시대출금 한도와 대출조건을 붙임과 같이 의결한다.

<붙임> 2016년도 한국은행의 대정부 일시대출금 한도 및 대출조건(별첨 2)

### 나. 2016년 통화정책방향 결정회의 의사록 공개일자

의장은 폐회에 앞서 2016년 통화정책방향 결정회의 의사록은 동 회의일로부터 2주가 경과한 이후 최초로 도래하는 화요일에 공개할 예정이지만, 2016년 2월 및 4월 회의 의사록은 상기 기준에 의할 경우 그 다음 달 통화정책방향 결정일 직전에 공개된다는 점을 감안하여, 2월 의사록은 3월 8일에서 3월 2일로, 4월 의사록은 5월 10일에서 5월 4일로 각각 앞당겨 공개할 것을 제안하였고, 이에 대해 위원들이 동의하였음.



(별첨 1)

## 「통화정책방향」 관련 보고내용

### I. 국내외 경제동향

#### 1. 해외경제동향

##### 가. 주요국 경제

미국은 민간소비, 주택투자 등을 중심으로 성장세를 지속하였으며, 유로지역도 민간소비 등 내수를 중심으로 완만한 회복세를 보였음.

중국은 수출, 투자 등의 부진으로 성장세 감속을 지속하였으며, 일본도 생산 및 소비 부진으로 회복 모멘텀이 약화되었음.

##### 나. 국제유가 및 기타원자재가격

12월중 국제유가(월평균, Dubai 기준)는 공급과잉 우려, 중국의 경기지표 악화, 미국의 난방유 소비 감소 등으로 전월대비 17.6% 하락하였음.

기타원자재가격의 경우 곡물가격(월평균, S&P GSCI곡물지수 기준)은 주요 생산국의 수출세 폐지 등으로, 비철금속가격(월평균, LMEX비철금속지수 기준)은 중국 수요둔화 우려 등으로 각각 0.9% 및 1.9% 하락하였음.

#### 2. 국내경제동향

##### 가. 내수 및 대외거래

11월중 소매판매는 전월 큰 폭 증가에 따른 반사효과 등으로 가전제품 등 내구재, 의복 등 준내구재, 차량연료 등 비내구재 판매가 모두 줄어 전월 대비 1.1% 감소하였음.

설비투자는 기계류 투자가 일반기계류를 중심으로 부진한 가운데 운송장비 투자도 10월중 급증했던 항공기 수입이 평월 수준으로 줄면서 전월대비 6.0% 감소하였음.

건설투자는 기상여건 악화에 따른 공사 지연 등으로 전월대비 0.8% 감소하였음.

12월중 수출(426억달러, 통관기준)은 IT제품과 비IT제품 모두 감소폭이 확대되면서 전년동월대비 13.8% 감소하였음.

11월중 경상수지는 상품수지를 중심으로 흑자를 지속하였음.

#### 나. 생산활동 및 고용

11월중 제조업 생산은 반도체, 통신장비 등을 중심으로 전월대비 2.3% 감소하였음.

서비스업 생산은 도소매업, 부동산·임대업 등은 줄었으나 금융·보험업, 보건·사회복지업 등이 늘어나 전월대비 0.1% 증가하였음.

11월중 취업자수는 제조업은 감소하였으나 건설업이 증가로 전환하고 서비스업도 증가폭이 확대됨에 따라 전년동월대비 28만 5천명 증가하였음. 실업률(계절조정)은 3.4%로 전월 수준을 유지하였음.

#### 다. 물가 및 부동산가격

12월중 소비자물가(전년동월대비)는 1.3% 상승하여 전월보다 오름세가 확대되었음. 전월대비로는 석유류가격은 하락하였으나 농산물가격 및 서비스요금을 중심으로 0.3% 상승하였음. 근원인플레이션(농산물 및 석유류 제외지수)은 전년동월대비 2.4% 상승하였음.

아파트 매매가격은 수도권과 지방광역시 모두 오름세를 나타내어 전월대비 0.2% 상승하였음. 전세가격도 전월대비 0.3% 상승하였음.

## II. 외환·국제금융 동향

### 1. 국제금융·외환시장

국제금융시장에서는 미 연준의 점진적 금리인상 기대에도 불구하고 유가

불안, 중국 위안화 절하 및 증시불안, 지정학적 리스크 부각 등으로 투자심리가 악화되었음.

금리는 유로지역 중심국의 경우 기대에 미치지 못한 ECB 완화조치(12.3일)로 상승하였으나, 미국 등 여타 주요국의 경우에는 미 금리인상(12.16일)의 영향에도 불구하고 투자심리 악화에 따라 대체로 하락하였음.

주가는 국제유가 불안, ECB 완화조치 및 BOJ 금융완화 보완조치에 대한 실망감, 중국 금융불안, 중동지역 지정학적 리스크 등으로 큰 폭 하락하였음.

미 달러화는 ECB와 BOJ의 완화조치에 대한 실망감, 국제유가 불안 등으로 주요 선진국 통화대비 소폭 약세를 보였음. 원/달러 환율은 미 연준의 금리인상 이후 기업의 달러화 매도로 일시 하락하기도 하였으나 2016년 들어 중동지역 지정학적 리스크, 중국 금융불안, 북한 핵실험 등으로 빠르게 반등하였음. 원/엔 환율은 BOJ 완화조치에 대한 실망감, 안전자산 선호 등으로 엔화가 강세를 보이면서 큰 폭 상승하였음. 원/위안 환율은 하락세를 보이다가 1월 중순경 중국 인민은행의 위안화 절상, 원화 약세 등으로 상승으로 전환되었음.

글로벌 펀드자금은 미 금리인상의 영향으로 선진국 및 신흥국 모두 유출되었음. 외국인 국내 증권투자자금도 미 연준 FOMC 회의를 앞두고 큰 폭 유출되었으나 이후에는 유출세가 둔화되는 모습을 보였음.

## 2. 외환 유출입

경상거래 흑자 감소에도 불구하고 자본거래 순유출이 크게 줄어 12월중 외환은 순유입으로 전환되었음. 자본거래는 외국인 증권투자자금 순유출이 확대되었으나 기관투자가 등의 해외예금 만기회수 등으로 순유출이 축소되었음.

이에 따라 금융거래는 국내은행의 대외부채 상환 등으로 순유출로 전환되었음.

## 3. 외환보유액

12월중 외환보유액은 전월 대비 5억달러 감소한 3,680억달러를 기록하였음.

## 4. 외화조달여건 및 외화예금

12월중 CDS 프리미엄 및 대외차입 가산금리는 양호한 외화자금 사정 등으로 전월 수준을 유지하였음.

거주자외화예금은 연말 달러화 결제자금 인출과 위안화 정기에금의 만기도래 등으로 전월말 대비 38억달러 감소하였음.

## 5. 외화자금시장

외환 스왑레이트(3개월물)는 해외증권투자 목적 외화자금 수요 지속, 미 금리인상 등의 영향으로 하락하였음.

## III. 금융시장 동향

### 1. 자본시장

#### 가. 시장금리

국고채(3년)금리는 미국 통화정책 관련 불확실성 완화, 국제유가 약세, 중국 등 신흥국 리스크에 따른 안전자산 선호 등으로 큰 폭 하락하였음.

회사채(3년)금리의 국고채(3년)금리 대비 신용스프레드는 2015.9월 이후의 확대 흐름을 이어갔으나 상승폭은 둔화되었음.

단기시장금리는 통안증권(91일) 및 은행채(3개월) 금리를 중심으로 상당폭 하락하였으며 CP(91일)금리는 연말 매입수요 감소 등으로 급등하였다가 새해 들어 연말효과가 사라지면서 하락하였음.

#### 나. 주가

코스피는 미 달러화 강세, 중국 증시불안 등 대외 리스크가 증대됨에 따라 2015.11월 이후의 약세 흐름을 지속하였음.

#### 다. 외국인 국내증권 투자

외국인의 국내 채권투자자금은 낮은 차익거래유인으로 은행자금이 5개월 연속 감소한 가운데 자원수출 신흥국 자금 유출이 가세하여 3개월만에 다시 감소하였음. 국채선물(3년) 누적순매수 잔고는 2015.11.17일 7.0만계약에서 2016.1.8일 현재 20.9만계약으로 급격히 늘어나면서 사상 최고치를 기록하였음.

외국인의 국내 주식투자자금은 유가 하락, 중국 증시불안 등 대외 여건의 변화에 크게 반응하면서 순매도 규모가 확대되었음.

## 2. 신용시장

### 가. 여수신금리

12월중 은행 여신금리(신규취급액 기준)는 지표금리의 급등을 반영하여 두 달 연속 상승한 것으로 추정됨. 중소기업대출 금리는 전월중 단기시장금리의 큰 폭 상승이 반영된 데다 금리우대 축소가 가세하면서 큰 폭 상승하였고, 주택담보대출금리는 전월의 시장금리 상승이 COFIX에 시차를 두고 반영되면서 상당폭 상승하였음.

수신금리는 주요 지표금리 수준이 높아지고 일부 은행들의 자금유치 노력도 가세하면서 상당폭 상승한 것으로 추정됨.

### 나. 여신

12월중 은행 가계대출은 전월보다 증가규모가 축소되었으나 예년 수준을 상회하는 높은 증가세를 지속하였음. 주택담보대출은 집단대출 수요, 활발한 주택 매매거래 등으로 큰 폭 증가하였음. 마이너스통장대출 등은 연말 상여금 지급 등으로 상환이 늘어나면서 전월에 비해 증가규모가 축소되었음.

은행 기업대출은 큰 폭 감소하였음. 중소기업 및 대기업 대출 모두 연말 은행의 부실채권 정리, 기업의 부채비율 관리 등으로 큰 폭 감소하였음.

기업의 직접금융 조달은 주식발행이 증가하였으나 회사채·CP가 신용경계감 확대 등으로 순상환되면서 전월대비 감소하였음.

은행의 기업대출 및 가계대출 연체율(2015.12.20일 기준)은 안정세를 지속하였음.

### 3. 유동성 및 자금흐름

#### 가. 통화

12월중 M2증가율(평잔기준 전년동월대비)은 전월과 비슷한 7%대 후반으로 추정됨. 민간신용이 가계대출을 중심으로 늘어났으나 국외부문 통화공급이 자본거래에 따른 자금유출 등으로 감소한 데 주로 기인함.

M1증가율은 전월보다 하락한 19%대 중반으로 추정됨. 수시입출식예금이 크게 증가하였으나 평잔기준으로는 전년동월의 증가규모를 소폭 하회하였음.

#### 나. 수신

12월중 은행 수신은 연말 재정집행 자금 유입, 일부 은행들의 예대율 관리를 위한 기업예금 유치 노력 등으로 수시입출식예금을 중심으로 증가규모가 크게 확대되었음. 정기예금은 연말 재정집행을 위한 지방정부의 자금인출에 주로 기인하여 감소하였음.

비은행 수신은 연말 재무비율 관리 등을 위한 법인의 자금수요, 국고여유자금 회수 등의 영향으로 MMF와 금전신탁을 중심으로 큰 폭 감소하였음.

(별첨 2)

2016년도 한국은행의 대정부 일시대출금 한도 및 대출조건

1. 대출금 한도, 상환기한 및 이율 등은 다음과 같다.

가. 대출금 한도 및 상환기한

대출 구분	회 계 별	대출금 한도 (억원)	상환기한	기 타
일 시 대 출 금	통 합 계 정	300,000	2017.1.20일	대출취급기한 : 2016.12.31일 (단, 양곡관리특별 회계의 경우 2015년 대출금중 미상환액 을 한도에 포함하 여 관리)
	양곡관리특별회계	20,000	대출일로부터 1년 이내 (단, 2017.9.30일을 초과할 수 없음)	
	공공자금관리기금	80,000	2016.12.31일	
합 계		400,000		

나. 이율은 분기별로 “직전분기 말월중 91일물 한국은행 통화안정증권의  
일평균유통수익률\*\*”에 0.10%포인트를 더한 율로 한다.

\* ‘한국금융투자협회’ 고시 통화안정증권(91일물) 수익률의 단순평균으로 계산하되,  
소수점 이하 넷째자리에서 반올림

## 2. 부대조건

가. 정부는 일시적인 부족자금을 한국은행으로부터의 차입보다는 가급적 재정증권의 시장발행을 통해 조달하도록 적극 노력하여야 한다.

나. 정부는 한국은행으로부터의 일시차입이 기초적인 부족자금 조달수단으로 활용되지 않도록 유의하여야 한다.

— 아울러 양곡관리특별회계의 기존 차입금에 대해서는 상환 계획을 관련 부처간 협의를 통해 마련하는 등 상환을 위해 최대한 노력하여야 한다.

다. 정부는 차입을 하고자 하는 경우 차입시기, 규모, 기간 등에 관해 사전에 한국은행과 충분히 협의하여야 한다.

3. 위임사항 : 건별 대출의 실행은 한국은행 총재에게 위임한다.

4. 시행일자 : 2016년 1월 14일(목)