

2013년도 제23차

금융통화위원회(정기) 의사록

한 국 은 행

1. 일 자 2013년 12월 12일 (목)

2. 장 소 금융통화위원회 회의실

3. 출석위원 김 중 수 의 장 (총재)  
임 승 태 위 원  
박 원 식 위 원 (부총재)  
하 성 근 위 원  
정 해 방 위 원  
정 순 원 위 원  
문 우 식 위 원

4. 결석위원 없 음

5. 참 여 자	송 재 정 감 사	김 준 일 부총재보
	강 준 오 부총재보	강 태 수 부총재보
	허 재 성 부총재보	서 영 경 부총재보
	추 흥 식 외자운용원장	최 운 규 경제연구원장
	신 윤 조사국장	성 병 희 거시건전성분석국장
	김 민 호 통화정책국장	전 승 철 금융통화위원회실장
	김 태 석 공보실장	김 남 영 금융시장부장
	문 한 근 의사관리팀장	

6. 회의경과

가. 의결안건

#### 〈의안 제52호 — 통화정책방향〉

(1) 전일 개최된 동향보고회의에서 조사국장이 보고 제132호 - 「국내외 경제 동향」, 국제국장이 보고 제133호 - 「외환·국제금융 동향」, 그리고 금융시장부장이 보고 제134호 - 「금융시장 동향」에 대하여 보고하였음.(보고내용 : 별첨)

(2) 본회의에서는 의장이 「한국은행법」 제28조에 따라 의안 제52호 - 「통화정책방향」을 상정하고 전일 보고내용을 접수하였음.

### (3) 위원 토의내용

「국내외 경제동향」과 관련하여, 먼저 일부 위원은 세계경제의 중요 이슈 중 하나인 세계경제의 장기 저성장(secular stagnation)과 관련하여 우선 글로벌 금융 위기가 발생한지 5년이 경과한 지금 세계경제가 회복 기대에도 불구하고 위기 이전과 비교하면 2003년부터 2007년간 연평균 성장률이 4.5%였던 것이 2008년부터 2012년에는 2.6%로 절반 정도에 그치는 상황이 지속되고 이와 같은 세계경제의 저성장은 단순히 금융위기의 여파가 아니라 1990년대 중반부터 시작된 세계경제의 구조변화, 즉 글로벌 과잉저축(global savings glut)에 기인한 것으로 문제 해결이 매우 어렵다는 주장이 제기되고 있다고 지적하였음.

이러한 세계경제의 장기 저성장 논란과 관련하여 서머스(Larry Summers), 울프(Martin Wolf), 크루그만(Paul Krugman) 등은 경제가 성숙단계에 달한 상황에서 만성적인 수요 부족 특히 기업들의 투자 회피에 따른 과잉저축이 세계경제 장기 정체的主要原因이라고 설명하고 있다고 소개한 후, 그 사례로 올해 3월말 현재 미국과 일본의 비금융기업이 보유한 현금성 자산규모가 각각 2.4조달러 및 1.8조달러에 달하며 사상최고치를 기록하고 있다고 지적하였음. 이어, 이들은 극도의 저금리와 양적완화에도 불구하고 기대했던 수요 회복이나 인플레이션 압력은 나타나지 않고 오히려 자산시장에서 버블의 형성과 붕괴가 반복되고 있으며 버블이 없다면 경제내 자연이자율이 마이너스가 된다는 주장을 하고 있다고 설명하였음.

이어, 동 위원은 이에 대한 대응방안으로 과잉저축을 저탄소 성장을 위한 공공부문 투자에 활용하거나 투자기회가 많은 신흥국에 유입시키는 방안과 같은 온건한 주장에서, 정부가 국가부채 수준에 관계없이 재정지출을 늘리는 방안, 불황이 뉴노멀(new normal)인 상황에서는 출구전략을 고려해서는 안 된다는 방안, 현금통화를 없애고 예금에 마이너스 금리를 부과하는 방안, 경기확장 국면에서 높은 수준의 인플레이션을 발생시키고 이를 유지하는 방안 등 다소 과격한 주장도 나오고 있다고 소개하였음. 특히 서머스(Summers)는 현재 상황은 비생산적인 지출이나 은행의 무책임한 대출조차도 없는 것보다 낮기 때문에 은행의 건전성 규제가 반드시 좋은 것만은 아니라고 주장하는 반면, 삭스(Jeffrey Sachs)와 같은 학자는 단기적인 수요 진작이 최선이라는 주장은 그 동안의 잘못된 진단을 되풀이하는 것이라고 비판하면서 현 시점에서 적절한 정책대응은 소비 진작보다는 중장기적으로 생산적인 정부지출이 필요하다고 강조하고 신재생에너지, 교통, 수자원, 교육 등 사회 인프라를 중심으로 한 투자가 이루어져야 한다고 주장하고 있음을 설명하였음.

한편, 동 위원회는 이러한 논란의 옳고 그름을 떠나 세계경제의 공급 능력과 수요 간에 격차가 지속되고 있는 것이 사실이며 이에 따라 돈을 쏟아 부어도 물가는 낮은 수준을 지속하는 가운데 세계경제의 성장패턴이 과거와 달리 제로섬 게임(zero-sum game)으로 진행되는 것이 아닌가 하는 우려를 하게 된다고 언급하였음. 이와 관련하여, 우리나라도 주요국과 마찬가지로 완화적인 통화정책 흐름을 같이 했음에도 불구하고 물가상승률이 유례없이 낮은 수준을 지속하고 있는 점, 가계의 소비와 저축이 동시에 급감하는 가운데 기업이 투자부진으로 대규모 저축의 주체로 등장하고 있는 점, 경제 내의 대규모 잉여저축이 경상수지 흑자의 주된 배경이 되고 있는 점 등을 고려할 때, 비록 이러한 세계경제의 장기 정체론이 우리의 경제상황에 바로 적용될 수 있는 것은 아니지만 이에 대한 논의에서 참고할 만한 부분은 없는지 점검해 보아야 할 것이라고 지적하였음. 이어, 동 위원회는 소규모 개방경제인 우리나라도 장기 정체론에 대한 나름의 독자적인 관점을 가질 필요가 있으므로 동 이론의 타당성과 실현 가능성에 대해 심도 있게 연구해보고 거시정책의 운영방향에 대해서도 시사점 – 일례로, 동 이론의 타당성이 있다면 성장전략 면에서 내수중심 경제구조로의 전환대책을 더 강하고 빠르게 추진할 필요 – 을 도출해 볼 필요가 있다고 첨언하였음.

끝으로, 동 위원회는 지난달 당행이 ‘글로벌 위기 이후 주요국의 수출동향과 변동요인 분석’이라는 보고서에서 CMS(constant market share) 분석기법을 활용하여 글로벌 금융위기 전후로 한국, 중국, ASEAN 4개국의 수출증가율이 미국, 독일, 일본에 비해 높았던 원인을 잘 분석하였다고 언급한 후, 한 단계 더 나아가 우리의 수출부문이 앞으로도 지금과 같은 호조를 계속해 나갈 수 있을지, 엔저가 계속될 경우 우리 상품의 대일 수출경쟁력에 어떤 변화가 있을지를 추가로 분석해 볼 것을 제안하였음.

다른 일부 위원회는 물가와 관련하여 당행이 제시하는 물가상승 요인 이외에 원화 강세에 따른 수입물가 하락 기조가 상당히 우려할 정도로 대두되면서 물가오름세를 상쇄하는 요인이 되고 있고 금년 들어 근원인플레이션(core inflation)도 거의 변동이 없어 체계적인 저인플레이션이 계속될 가능성이 있으므로 내년 물가상승률이 올해보다 반드시 높아질 것으로 보기에 상당한 리스크가 있다고 지적한 후, 물가상황에 구조적인 변화가 일어나고 있는 것은 아닌지 심각하게 고민해 보아야 한다는 의견을 밝혔으며,

이에 대해 관련부서에서는 국내 경기가 당초 전망대로 개선되는 추세를 보이

고 있어 점차 GDP갭이 줄어들고 수요측 인플레이션 압력도 높아질 것으로 예상되므로 현 상태대로라면 내년 소비자물가 상승률이 금년보다 낮아질 가능성은 높지 않다고 생각되지만 다음 전망시 하락요인을 면밀히 점검하겠다고 답변하였음.

또한, 동 위원은 정부의 12·3 부동산시장 활성화대책이 가계부채를 더 크게 상승시켜 내수를 억압하는 요인으로 작용할 가능성은 없는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 동 대책이 발표된 지 얼마 되지 않아 좀 더 지켜봐야 하겠지만 단기적으로 주택시장이 활성화 된다면 국내 거시경제에 플러스 요인이 될 것인 반면 가계부채 누증으로 이어진다면 장기적으로 오히려 소비여력을 제약하는 요인이 될 수 있을 것이라고 답변한 후, 국회를 통과한 취득세 영구인하 법안, 리모델링 관련 법안 등과 함께 좀 더 시간을 갖고 주택시장 및 가계부채에 미치는 영향을 살펴보겠다고 첨언하였음.

한편, 동 위원은 현재 국내 기대인플레이션율이 2.9% 수준인 것을 감안하면 디플레이션 국면은 아닌 것으로 보이지만 디플레이션에 대한 우려가 계속 제기되고 있으므로 과거 장기간 디플레이션을 경험한 일본은 물론, 유로지역 등 여타 국가들의 기대인플레이션율 변화를 정확히 점검해서 우리나라와 어떤 차이가 있는지 중점적으로 분석해 볼 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

또 다른 일부 위원은 물가와 관련하여 당행이 공급측 요인이나 제도적인 요인에 대한 분석을 많이 강조한 반면 다른 외부기관들은 수요측 요인이 크다는 의견이 많은 데 이러한 시각차가 나타나는 이유를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 당행의 경우 일정기간 중 소비자물가 상승률에 특정 요인이 얼마나 기여했는지를 기여도의 개념에 따라 계산하고 있는 반면, 일부 외부기관은 1998년 이후 연평균 물가상승률과 금년 1~10월중 물가상승률의 격차가 발생한 요인을 살펴보는 등 기여도의 정의와 분석방법이 상이하기 때문이라고 답변하였음.

이어, 동 위원은 최근 사회적으로 큰 이슈가 되고 있는 청년고용 문제와 관련하여 당행이 최근 발표한 보고서에서 청년고용 확대를 위해 제안한 EITC(Earned Income Tax Credit)가 구체적인 정책방안이 될 가능성을 평가해 보았는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 이는 구체적인 정책방안이라기 보다는 방향을 제시한 것으로 청년들이 적극적으로 노동시장에 참여할 수 있는 유인을 제공하는

방식의 하나로 제안하였으며, 구체적인 정책방안은 정부에서 그 편익과 비용을 좀 더 분석해 마련할 수 있을 것으로 생각한다고 답변하였음.

일부 위원은 지난 12월초 Mark Carney 영란은행 총재가 뉴욕 이코노믹 클럽 연설에서 글로벌 경제에 낙관론이 확대되고 있지만 여전히 비관론이 건재하며 이런 상황에서 각국 경제(local economy)는 글로벌 경제(global economy)에 영향 받을 수밖에 없다고 발언하였다고 소개하면서 동 발언이 우리 경제에 주는 시사점이 있는 것 같다고 지적한 후, 우리 경제에도 당행의 전망경로와 마찬가지로 경기가 꾸준히 개선될 것이라는 낙관적인 견해와 2014년 중반 정점을 지나 재차 하강할 것이라는 비관적인 견해는 물론 그 중간적인 견해도 있으므로 이 시점에서 이러한 다양한 견해를 점검해 볼 필요가 있다는 의견을 표명하였음.

우선, 동 위원은 비관적인 견해의 초점은 수출 여력과 내수 활성화의 지속 여부에 있다고 지적한 후, 엔화 절하 추세가 상당히 가파르게 진행되는 상황에서 우리 입장에서 역 제이커브(J-curve) 효과가 나타나 그동안 호조를 보이던 수출 추세가 부진해질 수 있다는 비관적인 견해를 어떻게 평가하는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 우리 수출 상품의 비가격 경쟁력 및 품목간 실질경합정도 등을 고려해 보면 엔화의 변동이 우리 수출에 미치는 영향이 과거에 비해서는 상대적으로 크지 않은 것으로 보이지만 최근 엔화 약세가 다시 가팔라지고 있으므로 다음 달 경제 전망시 추가적인 엔화 약세 및 장기화 가능성 등을 심도 있게 검토하겠다고 답변하였음.

이어, 동 위원은 미국의 양적완화 축소(QE tapering)는 우리 수출에 긍정적 및 부정적 영향을 동시에 미칠 것으로 보이는데 그 순효과(net effect)를 어떻게 평가하는 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 위원의 지적대로 두 가지 측면이 다 있어 현 상황에서 그 효과를 평가하기는 매우 어렵다고 답변하였음. 이어 미국경기의 개선은 단순한 한미 교역관계를 넘어 글로벌 가치사슬 측면에서 우리 수출에 상당한 의미가 있는 것으로 보이지만 금융·외환시장 측면에서 테이퍼링의 강도, 여타 신흥국의 반응 등에 따라 그 효과가 달라질 수 있으므로 좀 더 시간을 두고 분석해 보아야 할 것이라는 견해를 첨언하였음.

아울러, 동 위원은 내수 활성화와 직결되어 있는 소비여력과 관련하여 가계부채 수준이 최고수준을 갱신하고 있고 금리 상승이 예상되는 상황에서 가계대출의

변동금리 연동비중이 금년 8월 현재 77%로 높은 데다 개인 가처분소득 대비 가계신용 비중이 2011년 135%에서 2012년 163.3%로 높아지는 점 등을 보면 가계의 소비여력을 다소 낙관적으로 보는 것은 아닌지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 통상적으로 경기회복기에는 소비가 성장률보다 훨씬 높게 증가하는 것이 과거 사례였으나 금년 및 내년 소비 전망시 가계부채, 전세시장 상황 등을 고려해 가계 소비가 제약될 수 있다는 점을 감안했기 때문에 전체 성장률과 비교해 보면 그렇게 낙관적으로 전망하지 않은 것으로 생각한다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원이 최근 가계부채 증가는 금융비용 부담요인 보다는 전월세 가격 상승 등에 따른 가계소득여건 악화로 인해 생활자금을 융통한 측면이 더 강한 것으로 보이는데 이런 측면에서 가계부채와 금리의 관계를 어떻게 보는지 물은 데 대해, 관련부서에서는 금리가 낮아지면 이자상환부담이 줄어들지만 반대로 낮은 금리 때문에 가계부채를 늘리려는 인센티브가 커져 가계부채가 늘고 이자상환부담이 커지는 양 측면이 다 있는 것으로 생각된다고 답변하였음.

이어, 동 위원은 이상의 논의를 종합해 보면 소비는 기대와 의지는 있지만 여력이 있을지 궁극한 상황이고 투자의 경우 여건은 개선되고 있지만 불확실성을 극복해 나갈 수 있는지가 관건이며 서비스업 활성화는 상당한 시일이 걸리는 중장기 과제라고 볼 수 있다고 전제한 후, 우리 경제의 낙관론과 비관론을 어떻게 평가하는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 우리 경제에 상·하방 리스크가 모두 있지만 지난번 전망 때 2014년 경제성장률을 3.8%로 제시하면서 그에 따르는 리스크로 하방 리스크가 다소 우세한 것으로 평가했는데 그 후 3개월간의 여건 변화를 감안해 다시 종합적인 평가를 하겠다고 답변하였음.

한편, 동 위원은 지난 1년간 물가 전망과 관련하여 예측오차가 발생한 원인이 어디에 있는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 공급요인이 생각했던 것과 다른 방향으로 움직였고 방향이 맞았더라도 움직임의 폭이 더 컸기 때문에 거기서 주로 오차가 발생했다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 CPI 상승률이 현재 1% 초반에서 내년에 1년이 채 안 되는 시점에서 3%까지 높아진다고 전망한다면 이것이 분명히 통화정책적 의미를 갖게 되므로 물가전망에 상당히 유의해야 할 것이라고 지적하였음.

이어, 동 위원은 경기, 실업률 등을 종합적으로 고려할 때 언제쯤 물가 상승률이 전환될 것인지, 그리고 물가안정의 걱정범위는 무엇이라고 생각하는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 물가경로는 지난 10월의 전망 경로를 아직 유지하고 있으며 최적 인플레이션은 인플레이션과 경기 변동성을 최소화 하는 인플레이션, 잠재성장률 수준에 부합하는 인플레이션, GDP갭이나 실업률갭이 제로가 되는 상태에 부응하는 인플레이션 등으로 다양하게 정의할 수 있는데, 당행 모형을 통해 산출된 적정 인플레이션과 과거 인플레이션 추이 및 앞으로의 중장기 전망 등을 바탕으로 설정된 중기 물가안정목표가 최적 인플레이션에 해당한다고 볼 수 있다고 답변하였음.

아울러, 동 위원은 공식물가와 이론물가의 오차는 일정하지 않지만 인플레이션 수준에 영향을 받으며, 특히 물가수준이 낮은 경우 물가에 대한 정확한 예측력이 떨어지므로 공식물가지수에 너무 집착하지 않는 것이 바람직하다는 보고서(Handbury, Watanabe & Weinstein, 2013년 10월)를 소개한 후, 최근의 저물가 상황, 공급·수요 요인 및 인플레이션 기대심리 등을 종합적으로 고려해 볼 때 우리나라의 장기 물가수준에 대한 평가가 필요하며 특히 금융위기를 계기로 장기 균형물가수준에 변화가 나타나는지 분석해 볼 필요가 있다고 지적하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 장기적인 물가 변화를 면밀히 살펴보고 있는데 최근 1년 넘게 지속되고 있는 저인플레이션 상황에 대해서는 아직 시계열이 짧아 판단하기 어렵지만 파라미터(parameter)가 변화된 것인지, 공급측의 연속적인 충격에 의해 장기화되는 현상인지 주시하고 있다고 설명하였음.

이와 관련하여, 동 위원이 물가 예측시 인플레이션 트렌드(trend)를 포함하는 것이 2~3년 시계에서 20~30% 정도의 예측 정확성을 높인다는 분석이 있다고 소개한 후 당행도 물가 전망시 최근 인플레이션 추세를 반영하는지 물은 데 대해 관련부서에서는 당행 모형에 장기적인 추세는 이미 반영되어 있으며, 다만 추세의 변화 여부는 명확한 증거(evidence)를 확신하지 못하는 상황이라고 설명하였음. 이어, 동 위원은 물가 전망시 중기물가안정목표로의 회귀 가능성에만 초점을 두지 말고 통화정책적 의미 등을 고려하여 신중히 검토해 줄 것을 당부하였음.

다른 일부 위원은 내년 우리 경제의 가장 큰 불확실성이 되고 있는 원/엔 환율과 관련하여 최근 아베노믹스의 효과가 한계에 이르렀다는 평가가 있는 점, 내년 4월 소비세 인상이 예정되어 있는 점, 미국의 QE tapering이 시작되면서 엔캐리 트레이드가 본격화 될 우려가 있는 점 등을 고려하면 엔/달러 환율이 110까지



갈 수 있는 데다 달러 대비 원화도 전반적인 절상 추세가 합리적일 수 있다는 시장의 전망이 있는 점을 감안할 때 원/엔 환율이 추가로 하락하면서 우리 산업에 큰 영향을 미칠 수 있으므로 이에 유의해야 할 것이라는 견해를 제시하였음. 또한 실질실효환율로 평가해 볼 때 달러당 100엔 수준에서 국내 산업의 경쟁력이 일본에 역전되기 시작했다는 일본 측의 실증분석도 있음을 첨언하였음.

또 다른 일부 위원은 경제 전망과 관련하여 최근 미국 상무성이 3/4분기 미국의 경제성장률을 종전 2.8%에서 3.6%로 크게 조정한 사례에서 보듯이 대내외 경제상황이 매우 불확실함에도 불구하고 우리나라에서는 전망이 맞아야 하는 것으로 생각하기 때문에 전망 담당자의 부담이 다른 나라에 비해 훨씬 크다는 점을 지적하였음.

또한, 동 위원은 주요 선진국 중앙은행이 실시하고 있는 포워드 가이드언스(forward guidance)는 이를 통해 중앙은행 통화정책의 투명성(transparency)과 신뢰성(reliability or credibility)이 증진되느냐 하는 점에서 매우 어려운 과제가 되고 있다고 지적한 후, 구체적으로 영국은 Mark Carney 영란은행 총재가 지난 7월 취임 후 미국식 포워드 가이드언스와 녹아웃 컨디션(knock-out condition)까지 도입하였는데 실업률 조건이 예상보다 조기에 이루어지면서 예측력에 비판을 받고 있고, 미국도 Ben Bernanke 연준 의장이 당초 내년 상반기경 실업률이 7%가 되면서 테이퍼링이 시작될 것으로 생각했으나 불과 5개월 만에 실업률이 7%로 내려가는데 경제상황이 매우 가변적이 되면서 비판이 대두되고 있는 점을 언급하였음.

이어, 동 위원은 미국 등 선진국 중앙은행이 과거 경제이론을 기반으로 통화정책을 수행하기에는 매우 어려운 경제상황을 맞이하여 포워드 가이드언스를 실시하고 있다고 지적한 후, 일례로 과거에는 테일러룰(Taylor rule)이 활용되었으나 지금은 GDP갭, 인플레이션갭, 정책금리의 분산(variance) 등을 모두 고려하여 목적함수(objective function)를 설정하고 이를 최소화하는 옵티멀 컨트롤 룰(optimal control rule)과 같은 새로운 이론이 도입 활용되고 있다고 설명하였음. 이어, 한국도 글로벌 변수에 의해 국내 변수가 결정되는 상황에서 예외가 아니므로 다음 달 전망시 패러다임(paradigm)이 바뀌는 새로운 시각에서 전반적인 경제상황을 잘 정리하고 성장이나 물가를 보다 더 잘 설명하려는 노력을 강화해 줄 것을 당부하였음.

「외환·국제금융 동향」과 관련하여, 먼저 일부 위원은 최근 SWIFT 자료에 따르면 중국 위안화가 전통적인 무역금융 통화 순위에서 유로화를 제치고 미달러화에 이어 2위로 올라섰다는 보도가 있는데 이와 관련하여 위안화의 국제화 진전 정도를 어떻게 평가하는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 중국 정부의 위안화 국제화 추진이 자본거래 보다는 무역결제 쪽에 비중을 두면서 2013년 10월 현재 전 세계 신용장 개설 통화 비중에서 위안화가 8.7%로 상승해 유로화를 앞서게 되었다고 설명한 후, 중국이 22개 국가와 통화스왑을 체결하고 무역결제 통화로서 위안화의 국제화를 점진적으로 추진하고 있어 해당 부분의 국제화는 상당히 진전되었고 추가로 더 진전될 것으로 예상된다고 답변하였음.

또한, 동 위원은 중국 정부가 중화권을 제외하고는 최초로 영국에 약 800억위안의 RQFII 한도를 배정하고 런던 금융시장에서 위안화의 청산과 결제를 허용하는 한편 중국 금융기관의 지점형태 진출 및 도매금융 업무 취급 확대, 위안화와 파운드화의 직접 교환거래 실시 등을 영국 정부와 합의하면서 런던의 위안화 허브 기능이 강화되었다고 언급하였음. 이어 파리, 프랑크푸르트, 도쿄, 두바이 등이 위안화 거래의 중심지가 되기 위해 경쟁하고 있는데 이는 중국의 경쟁력 상승에 편승해 위안화 금융거래를 확대함으로써 자국 금융기관의 신규 수익모델을 만들고 자국 경제의 신성장 동력으로 삼을 수 있다고 보기 때문인 것 같다고 분석하였음. 아울러, 위안화 허브를 결정짓는 요체는 결국에 가서 중국에서 실행하기 어려운 거래를 해당국에서 얼마만큼 허용해 주느냐의 문제인 것으로 보이는데, 우리나라의 경우는 지정학적 위치, 전통적인 중국과의 경제관계 등을 고려할 때 위안화 허브로서 작동할 기본여건이 구비된 것으로 보이므로 그에 따른 득실이 무엇인지 따져볼 필요가 있다는 의견을 표시하였음.

이에 대해 관련부서에서는 위안화의 국제화 속도나 중국의 경제발전 등을 감안할 때 우리나라가 위안화 허브가 되면 국내 금융기관의 국제화, 고용 창출, 금융산업의 발전, 중국의 국내투자 확대 등의 이점을 예상해 볼 수 있지만 중국의 이해관계도 있고 중국 정부의 협조 없이 일방적으로 추진하기는 어려운 상황이라고 답변하였음. 특히, 실물관계로 보면 지리적인 인접성, 긴밀한 교역관계, 상당한 규모의 통화스왑 기 체결 등으로 위안화 허브로서 가능성이 어느 정도 있지만 실제 위안화 청산은행 부재 등 결제 인프라가 미흡하고 국내에서 역외 위안화 채권을 발행하기 위해서는 중국 정부의 협조가 필요한 상황이라고 설명하였음.

이와 관련하여 동 위원은 한·중 FTA 진전, 동북아 역학구조 등을 종합적으로 고려하여 전략적인 측면에서 우리나라가 위안화 허브 기능을 하기 위한 점진적인

추진방향을 정리해 볼 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

다른 일부 위원은 최근 거주자 위안화예금에 대한 분석자료를 보면 위안화예금이 달러 유동성 과부족의 자동조절 메커니즘으로 작용하는 효과가 있다고 판단되는데 일부 언론 기사는 이에 대해 매우 비판적인 것으로 보인다고 지적하고, 정확한 이해를 돕는 방향으로 적극 대처할 필요가 있다는 의견을 밝혔음.

이와 관련 일부 위원은 최근 거주자의 위안화예금이 늘어나면서 달러 유동성 과부족의 자동조절 메커니즘으로 작용했다는 분석은 상당히 의미가 있다고 지적한 후, 앞으로도 달러화 공급 확대와 원화 절상 압력이 계속될 가능성이 있으므로 위안화 관련 시장을 확충하여 달러화 시장에서의 부담을 완화하는 정책적 노력이 필요하다는 의견을 제시하였음.

또 다른 일부 위원은 내년도 원/달러 환율전망과 관련하여 경상수지와 자본유출입 등을 고려할 때 시장의 대체적인 시각은 원/달러 환율이 하락하는 방향으로 치우쳐(skewed) 있는 것으로 보이는데, 동향보고 자료에 인용한 블룸버그 전망 자료는 정상 분포(normal distribution) 형태로 되어 있다고 지적하면서 이와 관련 외부 분석자료 인용시 유의해야 할 것이라는 견해를 밝혔음.

일부 위원은 은행의 외화채무와 달리 외환건전성 3종세트에 구매받지 않고 있는 공기업의 외채 증가와 관련하여 규제방안이 없는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 공기업에 대해서는 직접적인 규제가 없다고 답변한 후, 공기업의 해외채권 발행은 글로벌 유동성이 풍부한 상황에서 높은 신용등급을 바탕으로 저렴하게 외화를 들여오는 긍정적인 효과가 있는 반면, 국내 외화 유동성이 풍부한 상황에서도 외화를 조달한다거나 원화로의 환전 과정에서 복잡한 파생거래를 하게 되는 문제가 있을 수 있으므로 이에 주목하고 있으며 정부와도 협의하고 있다고 설명하였음.

또한, 동 위원은 환율과 관련하여 시장의 기대가 한쪽 방향으로 쏠리게 되면 경제 전체에 부담을 주게 되는데, 특히 희생양효과(scapegoat effect)처럼 환율과 경제 펀더멘털간 관계가 매우 불안정할 때는 경제관련 뉴스 등에 의해 환율이 단기간에 크게 변동하게 된다는 논거 등이 있다고 지적한 후, 앞으로 양적완화 축소, 엔화 변동성 등으로 원화의 변동성 완화가 중요한 과제가 될 것인데 이를 위한 적절한 커뮤니케이션 전략은 없는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 우리나라 외환시장의 규모가 작고 심도가 낮아 시

장 안정을 위한 적절한 커뮤니케이션 노력이 필요하지만 외환시장은 다른 시장과 달리 이러한 노력이 자칫 시장에 대한 개입으로 인식될 가능성이 있어 조심스러운 접근이 필요하다고 답변하였음.

한편, 동 위원회는 지난 5월부터 8월까지 미 연준의 양적완화 축소 가능성이 대두되면서 신흥국들이 겪었던 경험을 토대로 분석해 보면 해외의 금융불안 이슈가 국내에 파급될 때 증폭되지 않고 실물경제에도 악영향을 미치지 않도록 선제적으로 대응하는 것이 중요하다고 지적한 후, 이런 측면에서 우리의 거시건전성 대책을 좀 더 미세조정(fine-tuning)할 부분은 없는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 현재의 거시건전성 정책은 자본유출입을 규제하려는 것이 아니라 은행의 과도한 외환파생포지션 구축 행태 등을 완화시켜 은행시스템을 견고하게 만드는 데 초점을 두고 있다고 설명한 후, 현재의 정책은 은행부문에서는 충분한 것으로 보이며 포트폴리오 자금의 경우 추가적인 규제방안이 필요한 단계는 아닌 것으로 생각한다고 답변하였음.

「금융시장 동향」과 관련하여, 먼저 일부 위원회는 2008년 대비 2013년 11월 전세가격은 약 35.3% 상승한 것으로 나타났고 금년 3월 기준 전세보증금 규모가 340조원에 달한다는 KB금융연구소의 자료와 4월부터 11월까지 전세가격 상승률이 4.1%인 점을 반영하면 금년 11월 현재 최근 5년간 전세보증금이 약 90조원 증가된 것으로 추정된다고 지적하였음. 또한, 금융안정보고서에서 6월말 현재 9개 은행의 미시데이터를 활용하여 분석한 자료에 따르면 전세자금 차입자는 평균 전세자금의 약 35%를 대출에 의존하고, 임대인은 동 자금으로 최초 대출금 평균의 약 44%를 상환한 것으로 나타나고 있다고 언급한 후, 이러한 자료를 활용하여 개략적으로 추산해 본다면 전세보증금 증가액 90조원 중 임차인은 약 절반을 전세자금 대출로 충당하고 나머지 절반은 금융저축 해지로 충당했다고 가정하고, 임대인은 증가한 보증금의 약 절반을 주택담보대출 상황에 사용하고 나머지 절반을 금융상품이나 부동산 등에 운용한 것으로 가정해 볼 수 있고 이 경우 약 절반은 단순히 손바뀜이 일어난 것으로 파악해 볼 수 있다고 설명하였음. 이어, 동 위원회는 앞으로 전세가격 증가세가 상당기간 지속될 가능성이 있으므로 관련부서가 협력하여 임대인과 임차인 간에 주택담보대출이 전세대출로 단순히 손바뀜된 부분 이외에 양자간 금융자산의 포트폴리오 변화와 금융상품간 자금이동에 미치는 영향에 대해 면밀히 점검해 볼 것을 당부하였음.

또한, 동 위원은 중소기업대출과 관련하여 금융위기 이후 은행대출 잔액에서 중소기업이 차지하는 비중이 2007년 45%에서 2012년 40%까지 떨어지고 있는데 은행의 금융중개기능의 주요대상이 중소기업이고 대기업은 자본시장에서 자금조달이 용이하다는 점에서 이러한 추세는 결코 바람직하지 않다고 지적하였음. 또한 중소기업대출을 담보형태별로 보면 금융위기 이후 담보대출비중이 꾸준히 증가하고 신용대출 비중은 감소하고 있는데 이런 상황에서 중소기업에 대한 금융지원의 효율성을 극대화 하려면 정책금융을 통한 지원과 시장기능을 통한 지원이 중복 없이 보완적으로 작동해야 할 것이라고 언급하였음.

이어, 재무구조와 성장성을 기준으로 한 4분면 분석을 통해 제1분면(재무구조 양호, 성장성 높음)은 우량기업, 제2분면(재무구조 취약, 성장성 높음)은 성장유망기업, 제3분면(재무구조 취약, 성장성 낮음)은 구조조정 대상인 부실기업, 제4분면(재무구조 양호, 성장성 낮음)은 담보대출 대상 기업으로 구분해 볼 수 있다고 전제한 후, 제1분면과 제4분면의 중소기업은 시장기능에 따라 금융중개기능의 대상이 되는 기업이고, 정책금융은 제2분면 기업을 대상으로 이루어져야 함에도 불구하고 제1분면과 제4분면, 심지어는 제3분면 기업에도 걸쳐 있어 문제가 되고 있다고 지적하였음.

아울러, 은행대출의 의존도가 높은 중소기업에 있어 담보 또는 보증부 대출이 증가한다는 것은 은행의 자금중개기능이 제대로 작동하지 않아 성장성이 높은 반면 재무구조가 어려운 중소기업도 자금조달을 위해 담보나 정책보증에 의존할 수밖에 없고 은행은 신용평가 역량을 제고할 수 있는 기회를 놓치게 되는 문제가 발생한다고 설명한 후, 이와 관련 독일의 KfW가 대출유동화기법인 PROMISE를 통해 은행의 신용위험을 분산시켜 은행의 건전성을 확보하는 동시에 중소기업에 대한 대출을 확대한 성공사례가 있으므로 이를 활용하는 방안을 검토해 볼 필요가 있다고 언급하였음. 특히 KfW의 PROMISE 원리를 상기의 4분면 분석상의 중소기업 분류에 적용해 보면 제1분면의 우량기업은 선순위 트란체로, 은행의 자율적인 판단영역인 제4분면의 기업들은 중순위 트란체로, 마지막으로 제2분면의 정책금융대상 기업들은 후순위 트란체로 포함시켜 대출 유동화를 효율적으로 추진할 수 있을 것이라는 의견을 밝혔음. 끝으로, 동 위원은 관련부서간 협력을 통해 정책금융과 시장금융을 조화롭고 효율적으로 운용하는 방안을 연구해 보는 한편 추가로 상기 4분면 분석을 참고하여 당행의 총액한도대출이 역량을 집중해야 할 부문이 어디인지 다시 한 번 점검해 볼 것을 첨언하였음.

다른 일부 위원은 다른 나라에 비해 우리나라의 장단기 금리차 확대 속도가 더 빠른 것 같은데 이를 안정화시킬 수 있는 방안을 고려해 보았는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 현재 장단기 금리차 확대는 단기금리는 안정세를 보이는 반면 장기금리가 상승하면서 발생하고 있는데 국가간의 차이를 일률적으로 비교하기 어려운 데다 현재의 금리차가 역사적 추세치와 비교할 때도 큰 수준은 아니어서 특별히 금리차의 확대 속도가 급하다거나 불안한 것은 아닌 것으로 생각한다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 장단기 금리차가 역사적 추세치와 비교하면 크지 않을지 모르지만 경기가 과거와는 달리 전반적으로 부진한 상태에 있고 경제의 양극화 문제도 있으므로 우리 나라의 안정화 노력을 강구해 볼 것을 당부하였음.

이어, 동 위원이 채권시장의 수급 양 측면에서 채권의 수요를 개선하고 공급 물량도 시장금리를 교란시키지 않게 적정수준으로 관리함으로써 중장기 금리의 안정화를 도모할 필요가 있다고 지적한 데 대해, 관련부서에서는 현재 채권수요면에서는 전체적으로 노후 대비를 위한 연기금 등의 장기 수요가 크고, 공급 측면에서는 민간의 회사채는 가격 또는 시장 기능에 의해 조절되므로 정부의 국고채 공급 규모 정도가 조절 가능한 부분이라고 설명한 후 긴 시계에서 수급 상황을 면밀히 모니터링 해 나가겠다고 첨언하였음.

또한, 동 위원은 2005년부터 2013년까지의 명목 GDP 증가율과 가계대출 증가율에 대한 분석자료에 따르면 거의 9년간 후자의 증가율이 전자보다 높은 것으로 나타나 향후 가계부채 문제의 악화가 우려된다고 지적한 후, 동 문제 해결을 위해서는 정부와의 협력이 필요하겠지만 당행도 나름대로 계속 연구하고 해결방안을 모색할 필요가 있다는 견해를 피력하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 가계부채는 당면과제로 늘 해결방안을 찾기 위해 고민하고 있다고 답변한 후, 가계대출이 급격한 디레버리징을 통해 수준 자체가 감소하기를 기대하기는 힘들지만 앞으로 경기가 개선되면 가계부채 증가율과 명목소득 증가율 간 갭이 점차 줄면서 레버리지가 안정화 될 수 있을 것으로 기대한다고 첨언하였음.

또 다른 일부 위원은 금융시장은 전체적으로 큰 문제가 없는 것으로 보이지만 부문별로 살펴보면 리스크 요인이 점차 부각되고 있다고 언급하고, 예를 들어 은행이 리스크 온(risk-on)인 데 비해 기업과 가계는 신용부족 상태이며 대출증가율에서 예금증가율을 뺀 예대율 증가율 갭은 금년 들어 확대되고 있다고 지적한 후, 예대율 증가율 갭 확대가 야기할 수 있는 금융시장 불안요인은 무엇인지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 예대율은 금년 중반까지 비교적 낮은 수준을 유지하다가 하반기 들어 저금리 등으로 예금 증가는 둔화된 가운데 유가증권을 통한 자원 조달로 대출이 늘면서 높아졌으나 최근 은행들이 예수금을 늘리면서 예대율이 적정 수준에서 관리되고 있는 상황이라고 답변하였음.

또한, 동 위원회는 앞으로 외국인의 대규모 국채선물 매도로 금리가 급등하는 상황이 일어날 가능성이 있는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 외국인의 국채선물 거래 행태와 관련하여 금년 5월 기준금리 인하 기대가 높았을 때 과도한 국채선물 매수 포지션으로 시장금리가 과도하게 내려가 장단기 금리차 역전을 심화시킨 사례가 있었다고 설명한 후, 향후 미 연준의 양적완화 축소의 폭과 속도가 어떻게 진행될지 불확실하지만 외국인이 어떤 이유로 장기금리 상승에 대한 기대를 선반영하여 강한 매도세를 보인다면 일시적으로 시장금리가 오버슈팅(overshooting) 할 가능성이 없지는 않다고 첨언하였음.

아울러, 동 위원회는 금융위기 이후 중앙은행의 단기금리에 대한 조정력이 상당 부분 약화된 상황에서 최근 미 뉴욕연준(FRB New York)이 고정금리용 역RP제도(overnight fixed-rate reverse RP)를 도입한 후 단기금융시장에 대한 통제력 강화를 기대하고 있다고 지적한 후, 우리나라도 공개시장조작 환경 변화에 따른 유효한 정책수단의 개발이 필요하지 않은지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 뉴욕연준이 최근 4개월 동안 실시하고 있는 고정금리용 역RP제도는 정부보증기구(Government-Sponsored Enterprise) 등이 넘쳐나는 유동성을 FF 마켓에 공급하면서 실제 FF 시장금리가 초과기준 부리 금리에 못 미쳐 기존의 RP 수단으로는 효과적인 유동성 조절이 안 되어 도입된 제도라고 설명한 후, 우리나라는 통안증권 등 다양한 수단을 통해 지준을 조절하고 있어 미국과는 상황이 다르다고 답변하였음.

한편, 동 위원회 최근 콜시장 개편과 관련하여 콜금리가 기준금리에 더욱 밀착되어 움직일 것으로 예상되므로 콜시장에 대한 미세조정 수단이 필요하다는 일각의 의견에 대해 어떻게 생각하는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 콜시장 개편으로 참가기관이 줄어드는 문제하고 기준금리와 콜금리가 밀착되는 문제는 별개의 사안으로 보고 있다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원회 콜금리 변동이 너무 작아져 정보변수로서의 가치가 상실되는 문제와 콜금리의 변동성이 너무 크고 기준금리와 괴리가 벌어져 시장이

불안하거나 통화정책에 대한 신뢰성이 훼손되는 문제가 서로 상충관계(trade-off)를 보이고 있는 바, 일부에서 이를 해결하는 방법으로 콜시장의 변동성 확대 문제를 제기하고 있는 데 이것이 유의미한 효과를 가져올 수 있을지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 콜시장 변동성의 균형수준을 정하기는 어렵지만 나름대로 공개시장조작을 통해 콜금리가 최대한 시장상황을 반영하는 정보변수로 기능하도록 하고 있으며, 또한 최근 콜금리가 평균적으로 2.5% 이지만 일별로 보면 어느 정도의 변동이 나타나고 있다고 답변하였음.

일부 위원은 지난 5월에 외국인이 국채선물 시장에서 낮은 거래비중에도 불구하고 방향성 거래로 시장의 변동성을 확대시키고 있어 이에 대한 제도적 개선이나 커뮤니케이션 방법을 고안해 보겠다고 했는데 다소 진행된 게 있는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 후속 연구를 계속 진행중이며 이번 금융안정보고서에서도 국채선물시장 관련 이슈를 별도로 다루어 당행의 입장을 나타낸 바 있다고 답변하였음.

이어, 동 위원은 오늘 미국에서 볼커룰(Volcker rule)이 최종 승인되어 금융기관의 자기계정거래(proprietary trading)가 금지될 계획이지만 국채거래는 허용되고 파생거래는 금지되는 등 시행시 금융시장에 미치는 영향이 상당할 것으로 우려되므로 국채가격 및 자금흐름의 변화 등을 면밀히 분석해 외화자산 운용 등에 참고할 필요가 있을 것이라는 의견을 밝혔음.

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

먼저, 일부 위원은 주요국 대비 높은 가계신용 비율, 금융위기 이후 기업신용 중 회사채 비중 상승 등의 위험요인에 대해 관련부서 간 협의를 통해 대응책을 마련할 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

이어, 동 위원은 내년에도 물가상승률이 올해와 비슷하게 낮은 수준을 유지할 경우 어떻게 대응할 수 있는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 중앙은행이 낮은 물가상승률에 대응해야 하는 것은 그것이 실물경제 위축 등 사회적 비용을 유발하기 때문인데, 물가상승률 하락 원



인 분석, 물가 전망 및 기대인플레이션을 통한 2차 효과 유발 가능성 판단 등을 통해 볼 때 현재까지는 낮은 물가상승률로 인해 실물경제가 위축될 위험은 크지 않다고 생각한다고 답변한 후, 그러나 물가상승률이 계속 낮은 수준에 머물 가능성은 없는지 신중하게 점검해야 할 필요는 있을 것으로 생각한다고 덧붙였음.

또한, 동 위원회는 최근 1~2년을 보면 추가적인 금융완화나 금리인하에도 불구하고 소비자물가 상승률 및 근원인플레이션율이 크게 영향을 받지 않고 있는데, 그 이유가 무엇인지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 최근 물가에 대한 금리정책의 효과가 제한적인 것은 불확실성 등으로 인해 금리정책의 실물경제로의 파급경로가 제약되고 있고, 물가에 있어서도 공급측 및 제도적 요인 등 일시적 요인들이 중첩되어 나타났기 때문이라고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원회는 금리정책의 실물경제로의 파급에 있어 불확실성이나 규제 등 구조적 제약요인이 커질 경우 금리정책이 무력화될 수 있다는 우려를 제기한 후, 금리정책이 M2 등 통화총량의 움직임에 크게 영향을 주지 못하고 있는 상황에서 통화량을 늘릴 수 있는 다른 정책수단은 없는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 실물경제로의 파급을 제약하는 불확실성 및 규제 등의 문제와 관련하여 당행이 직접적으로 대책을 마련하기는 어려우며, 현재의 금리중심 통화정책 체계 하에서는 금리조정 이외에 다른 방법으로 통화량을 늘리기는 어렵다고 답변하였음.

다른 일부 위원회는 관련부서에서 금융위기 이후 기업신용의 경기순응성이 약화되고 해외자본 유입과 민간신용 증가간 관계가 뚜렷하지 않은 것으로 분석하고 있는데 대해 금융위기 이후 3년여 간의 자료만을 가지고 단정하기는 어려운 것으로 생각한다는 의견을 나타낸 후, 그 이유로 기업의 자금수요 및 해외자본의 성격 등에 있어 불규칙적인 요인이 있을 수 있어 대내외 여건변화에 따라 민간신용의 움직임에 변화가 있을 수 있다는 점을 지적하였음.

이어, 동 위원회는 2013년 연간 통화신용정책 운영방향에 대해 평가해 보고 이를 토대로 내년 연간 통화신용정책 운영방향 수립시 반영해야 할 점들을 검토할 필요가 있다는 의견을 제시한 후, 2013년 연간 통화신용정책 운영방향과 관련하여서는 금융시스템의 안정을 위한 통화정책 수단 활용에 대한 연구가 다소 미흡하고, 저인플레이션 현상은 예상하지 못한 새로운 상황으로 생각된다고 평가하였음.

아울러, 동 위원회는 중소기업 등 취약부문에 대한 지원 강화와 관련하여 중소기업 금융접근성에 대한 데이터를 축적할 필요가 있다는 의견을 제시하였으며, 이와 관련하여 ECB, OECD, IMF 등에서는 중소기업 금융접근성에 대한 조사가 다양하게 이루어지고 있는 반면 우리의 경우에는 관련된 포괄적인 조사가 상당히 미흡하다고 언급한 후, 일례로 중소기업중앙회가 조사하는 ‘중소기업 금융이용 애로실태 조사’의 경우 표본수가 모집단에 비해 크게 작고, 당행의 ‘금융기관 대출행태 서베이’는 주요 금융기관을 대상으로 하고 있어 금융공급자 입장에서 작성된다는 측면에서 한계가 있다는 점을 지적하였음.

이어, 동 위원회는 중소기업의 금융접근성 관련 서베이 통계를 확충하여 당행의 신용정책 및 정부의 중소기업 금융정책 수립 등에 활용할 필요가 있다는 견해를 나타낸 데 대해, 관련부서에서는 통상 중소기업금융 관련 분석시 활용하는 지표는 표본이 작고 간접적인 방식으로 중소기업의 금융접근성을 파악하는 것이기 때문에 대출 신청건수 대비 승인건수 비율 등 직접적인 방식의 중소기업 금융접근성 지표에 대해 파악할 필요가 있으나 이를 통계로 확장할 수 있는지에 대해서는 검토가 필요하다는 의견을 제시하였음.

한편, 동 위원회는 현재 당행의 물가안정목표가 주요 선진국 대비 1%p 정도 높게 설정되어 있는데, 글로벌 채권시장의 통합에 따른 금리정책의 연계성 강화와 향후 미 달러화 표시 신용공여의 축소 가능성 등을 감안할 때 독자적인 정책결정은 쉽지 않을 것으로 예상되고 있다고 지적한 후, 이러한 점에서 시장 일각에서 제기되고 있는 당행 물가안정목표의 조정 필요성에 대해 어떻게 생각하는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 외부에서 물가안정목표의 조정 필요성에 대한 논의가 제기되는 것은 소비자물가 상승률이 상당기간 물가안정목표의 하한을 하회하기 때문인데, 이러한 낮은 물가상승률은 공급측 요인에 기인하고 2차 효과로 파급될 가능성은 크지 않으며 내년에는 물가상승률이 목표범위 내로 진입할 것으로 전망되어 물가안정목표를 조정할 필요성은 크지 않다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원회는 중기 물가안정목표에 대한 시장의 신뢰가 중요하며 이러한 측면에서 시장에 대한 정책 커뮤니케이션을 강화하는 노력이 필요하다는 의견을 제시하였음.

또한, 동 위원회는 향후 정책운영방향과 관련하여 물가안정 기반 위에 성장·고용 촉진을 위해서는 완화적인 통화정책 외에 은행, 기업, 가게, 정부 등 경제주체들의 책임 있는 역할 수행, 경쟁 환경, 건전한 금융시스템 등도 중요하다고 언급

한 ECB 자료(Peter Praet, 2013년 11월)를 소개하면서 내년 통화신용정책 운영방향 작성시 이러한 점도 고려할 필요가 있으며, 향후 경제환경이 복잡다기할 것으로 예상되는 상황에서 안정적인 통화·금융정책 수행을 위해서는 거시건전성 수단에 대한 심도 깊은 연구를 통해 정책수단을 확충할 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

또 다른 일부 위원은 글로벌 금융위기 이후 해외자본 유입과 민간신용 증가 간 관계가 달라진 결정적인 이유는 투자 위축 및 이에 따른 현금 축적으로 기업들이 은행으로부터 차입을 할 필요가 없어졌기 때문이라는 의견을 제시한 후, 향후 위험요인으로 작용할 수 있는 만큼 관련 이슈를 분석할 때 이러한 현상에 관심을 가질 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

또한, 동 위원은 최근 저인플레이션 및 이에 따른 디플레이션 우려가 제기되고 있는데, 내년도 GDP증가율이 4%에 근접할 것으로 예상되는 점을 감안하면 2%대의 물가상승률 전망치는 낮은 수준이라고 보기 힘들며 디플레이션을 우려할 상황은 아니라는 의견을 제시한 후, 최근의 물가상승률 하락은 그것이 구조적인지 아니면 일시적인지에 따라 물가안정목표를 바꿔야 하는지와 관련하여 고려할 사항이라고 덧붙였음.

한편, 일부 위원은 현재 연간 통화신용정책 운영방향을 12월말에 의결하고 있어 일정이 촉박하므로 12월 통화정책방향 결정회의시 통화정책방향과 같이 논의·의결하는 것이 적절하다는 의견을 제시하였음.

다른 일부 위원은 최근 일부 중앙은행들을 중심으로 비트코인과 관련한 논의가 활발하게 이루어지고 있는 만큼, 향후 비트코인이 얼마나 활성화될지, 지급결제수단으로서의 역할이 가능한 것인지 등에 대한 연구를 통해 당행의 입장을 표명할 필요가 있으며, 로컬 커런시(local currency) 등 비트코인과 유사한 성격의 통화 등에 대해서도 종합적으로 정리할 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

이와 관련하여 일부 위원은 비트코인과 관련하여 결제수단으로서의 기능 외에 교환수단 및 가치저장 등 통화의 기본적인 특성 전반에 대해 관련부서가 공동으로 연구할 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

또 다른 일부 위원은 어제 오늘 국제금융시장에서 많은 변화가 있었는데 미국의 예산 협상 타결 소식에도 불구하고 역설적으로 QE 테이퍼링이 임박했다는

것이 부각되면서 예상과 반대로 미국과 아시아 신흥시장국의 주가가 대부분 크게 하락하였다고 지적한 후, 남미의 경우 일부 국가의 주가가 상승한 곳이 있는 것을 보면 종합적으로 아시아 국가들이 글로벌 경제의 영향을 더 크게 받는 것 같다는 의견을 표시하였음. 이어 막상 테이퍼링이 실시되면 불확실성이 줄어들어 안정될 것으로 생각하지만 지난 몇 달간의 경험을 보면 양면성이 있는 것처럼 보이며, 우리나라의 경우 당장 테이퍼링의 직접적인 영향은 크지 않겠지만 다른 경제권과의 관계로 인한 간접적인 영향도 있으므로 이를 면밀히 고려해야 할 것이라고 지적하였음.

또한, 동 위원은 어제 미국에서 볼커 룰(Volcker rule)이 승인되면서 국제금융 시장에 영향을 주고 있는데 현재 2일밖에 지나지 않은 상황에서 이에 대해 전반적으로 평가하기는 이르지만, 일각에서는 자기계정에 의한 파생거래가 제한되기 때문에 규제가 상당히 진전되었다는 평가가 있는 반면, 다른 한편으로는 발표 전 가장 큰 영향을 받을 것으로 예상되었던 골드만삭스나 모건스탠리의 주가가 오르는 걸 보면 볼커 룰의 효과가 크지 않을 것이라는 평가가 있는 등 이와 관련한 불확실성이 여전한 것으로 보인다고 지적하였음.

아울러, 동 위원은 최근 중앙은행의 역할에 상당한 변화가 있었는데 앞으로 큰 변화가 있을 것으로 보인다고 지적한 후, 중앙은행이 기본적인 책무로 통화정책을 수행하고 있는데 여기에 금융안정이라는 책무가 추가되어 선택의 어려움을 주고 있으며, 한편으로 최근 중앙은행의 큰 딜레마는 글로벌 경제의 장기 번영(long-term prosperity)에 기여하기 위해 거시경제 운영을 매우 적극적으로(aggressively) 수행하여야 한다는 문제가 제기되면서 당행을 비롯하여 물가안정목표제(Inflation Targeting)를 운영하는 중앙은행에 상당한 부담이 되고 있다고 지적하였음.

동 위원은 올해 초 IMF가 발표한 보고서(「The Dog That Didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or Was It Just Sleeping?」, 2013년 3월)의 영향으로 중앙은행이 낮은 인플레이션을 어떻게 처리할 것인지가 큰 문제가 되고 있다고 지적한 후, 중앙은행이 인플레이션을 타게팅한다고 하지만 물가라는 것이 경제활동의 내생변수이므로 중앙은행이 물가 자체를 관리하기는 쉽지 않은 것으로 생각한다는 의견을 밝혔음. 이어, 과거 뉴케인지언 분석틀(New Keynesian framework)에 따르면 인플레이션과 실업률은 상충관계에 있는데, 최근 이러한 관계가 잘 성립하지 않고 있으며 이를 뉴케인지언은 명목임금이 하락하는 것이 쉽지 않고 노동시장이

경직되어 있기 때문에 해석하는 반면, IMF는 상기 보고서에서 실업률이 아무리 올라가더라도 인플레이션이 낮아지지 않고 있는 것은 중앙은행이 독립성을 바탕으로 장기 기대인플레이션(long-term inflation expectation)을 잘 묶어두었기(well-anchored) 때문이므로 이것이 유지되는 한 매우 완화적인 통화정책을 취하더라도 인플레이션은 걱정하지 않아도 된다고 주장하고 있다고 언급하였음.

한편, 최근에는 이러한 주장에 대해 반론이 제기되고 있는데 한 예로 영란은행의 통화정책위원인 마틴 월(Martin Weale)은 중앙은행이 포워드 가이드를 통해 경제주체들이 미래의 생산이나 인플레이션을 정하는 데 많은 도움을 주었다고 평가하고 있지만 실제로는 불확실성을 줄여 도움을 준 것이 그다지 크지 않으며 포워드 가이드가 우리가 생각한 것만큼 효과가 없을 수 있다는 주장을 하고 있다고 소개하였음.

이어서, 동 위원은 이러한 논의의 연장선상에서 신뢰성과 투명성을 추구하는 중앙은행이 포워드 가이드를 통해 미래를 잘 전망할 수 있는 능력이 있느냐 하는 문제가 시험대에 오르고 있으며, 이에 따라 미 연준도 역 RP제도를 도입하고 과거에 이용되던 테일러 룰의 효과를 기대하기 보다는 옵티멀 컨트롤 룰을 만들어 새롭게 정책대응을 시도하고 있는 것으로 볼 수 있다고 설명하였음. 이를 토대로 미 연준은 정상화과정(normalization process)이 생각보다 좀 더 오래 걸릴 수 있고 테이퍼링을 하더라도 조심스럽고 점진적으로(cautious and gradual) 진행해야 할 것이라는 입장을 밝히고 있다고 첨언하였음.

끝으로, 동 위원은 당행도 당면과제를 해결하기 위해 한국경제에 기반을 둔 전략을 수립해야 하겠지만 적어도 상기와 같은 대외환경 변화에 어떻게 대처해 나갈지 계속 고민해야 한다고 지적하였음. 또한, 당행이 금년 들어 통화정책을 보완하는 측면에서 신용정책 강화, 시스템적 리스크에 관한 분석, 원화의 국제화 등 여러 방향의 새로운 영역을 개척해 왔는데 이러한 것들이 나름대로 일관된 정책으로 유지되는 것이 매우 중요하며, 아울러 외부 환경의 변화에 적절하게 대응해 나가는 데 있어 유연성이 필요하다는 점을 강조하였음.

#### (4) 한국은행 기준금리 결정에 관한 위원별 의견 개진

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

일부 위원은 국내경기가 회복 모멘텀을 유지하고 있는 것으로 평가되는 상황이고 내년 1월 예정되어 있는 2014년도 경제전망이 나올 때까지 대내외 여건의 진전 상황을 조금 더 지켜볼 필요가 있기 때문에, 다음 통화정책방향 결정시까지 기준금리를 현 수준에서 유지하여 운용하는 것이 좋겠다는 의견을 개진하였음.

세계경제는 완만한 회복세를 이어갈 것으로 예상됨. 이러한 평가는 주로 유로지역의 경기부진이 완화되는 모습을 보이는 가운데 미국의 경기회복세가 지속될 것이라는 전망에 기인함. 다만 성장경로 상에는 미국의 통화 및 재정정책을 둘러싼 불확실성 및 고위험 신흥국의 성장세 둔화 가능성 등의 하방위험이 상존하고 있음.

국제금융시장은 선진국의 경기지표 개선을 바탕으로 대체로 안정세를 지속하였음. 다만, 신흥국의 경우 경제기초여건이 취약한 일부 국가에서 포트폴리오 자금이 유출되는 등 지역별로 차별화가 진행되는 모습임. 국내 외환부문은 경상수지 흑자를 바탕으로 원/달러 환율의 완만한 절상압력이 지속될 것으로 판단됨. 다만, 미 연준의 양적완화 축소 등 글로벌 위험요인의 전개양상과 이에 대한 시장참가자의 기대 변화에 따라 변동성이 크게 확대될 가능성은 상존하고 있음.

국내경제는 수출부문이 양호한 흐름을 지속하고 있는 가운데 민간소비, 설비투자 등의 지표가 개선되는 모습임. 앞으로도 내수부문의 상승세를 바탕으로 추세 수준의 경기회복세가 이어질 것으로 예상됨. 이에 따라 GDP갭도 마이너스 상태를 지속하겠지만 그 폭은 축소될 것으로 판단됨.

거시변수의 운용과 관련해서는, 최근 미국 등 주요국의 거시경제학계에서 화두로 부각되고 있는 세계경제의 장기정체(secular stagnation) 가능성에 면밀한 주의를 기울일 필요가 있음. 이 주장에 따르면 현재 진행 중인 전 세계적인 저성장 추세는 단순히 5년 전 금융위기의 여파가 아니라 세계경제의 만성적인 수요부족, 특히 기업부문의 투자회피에 따른 글로벌 저축과잉(global savings glut)에 근본적인 원인이 있다고 봄. 장기정체론은 주요국의 비금융기업이 보유한 현금자산이 사상 최고치를 기록하고 있다는 사실이나, 대규모의 양적완화에도 불구하고 기대했던 수요회복이나 인플레이션 압력은 나타나지 않는 가운데, 자산시장에서의 버

불형성과 붕괴가 반복되고 있는 현상을 설득력 있게 설명하는 측면이 있다고 생각함. 다만, 대응방안을 둘러싼 논의에서는 사회 인프라 중심의 공공부문 지출부터, 학계와 시장에서 과격한 것으로 평가되는 인위적인 인플레이션 유발 정책까지 다양한 주장이 대립하고 있는 실정임. 물론, 장기정체론에서 제시하고 있는 현상 진단 및 정책방향과 관련한 논거에는 세계경제의 성장경로에 대한 주장자들의 다소 거칠고 부정적인 시각이 깔려있다고 볼 수 있음. 그러나 동 이론의 내용 중에는 우리 경제에도 참고할만한 부분이 있다는 점에서 한번쯤은 꼼꼼하게 짚어보는 것도 의미가 있다고 생각함. 즉, 우리의 경우에도 주요국의 완화적 통화정책과 흐름을 같이 해왔음에도 불구하고 물가가 유례없이 낮은 수준을 지속하고 있고, 또 민간소비의 구조적 위축과 기업의 투자부진에 따른 대규모 저축잉여가 큰 폭의 경상수지 흑자를 지속시키는 하나의 배경으로 작용하고 있다고 판단되기 때문임. 비록 우리나라는 소규모 개방경제로서 세계경제의 흐름을 수용할 수밖에 없는 입장이지만 장기정체 논의를 독자적으로 평가해 보고 국내 거시정책의 방향에 관한 시사점을 이끌어내는 것이 필요한 시점임.

정책여건 측면에서는 금융위기 이후 은행대출에서 중소기업이 차지하고 있는 비중이 감소하는 추세를 보이고 있는 데다 중소기업대출 내에서도 신용대출의 비중이 축소되고 있는 현상에 주의를 기울일 필요가 있음. 물론 경기전망에 대한 불확실성이 높은 상황에서 은행의 위험회피 행태만을 비난하기는 어려움. 그러나 간접금융에 대한 의존도가 절대적으로 높은 중소기업 대출이 부진한 가운데 담보대출 비중이 상승하고 있다는 것은 금융중개기능의 작동이 원활하지 않다는 것을 의미할 뿐만 아니라, 은행의 신용평가 역량의 약화로 이어지는 문제가 있다고 하겠음. 중소기업에 대한 금융지원의 효율성을 극대화하기 위해서는 정책금융 영역과 시장기능을 통해 지원하는 부분이 서로 중복 없이 보완적으로 작동해야 할 것임. 정책금융은 성장성이 있음에도 불구하고 자금조달이 취약한 중소기업을 대상으로 하는 한편, 재무구조가 양호한 중소기업에 대해서는 성장성을 기준으로 은행이 신용대출 또는 담보대출 여부를 자율적으로 판단하여 실행하는 방향으로 양자 간에 역할분담이 이루어져야 된다고 봄. 아울러 대출유동화 제도를 통해 중소기업대출을 성공적으로 촉진할 수 있었던 독일의 정책운용사례에 대한 세심한 분석도 병행할 필요가 있음. 중소기업의 신용위험을 자본시장의 투자자에게 적절히 분산시킨다면 경기부진 국면에서 은행의 건전성 확보와 중소기업대출 확대라는 두 가지 정책목적의 상충문제가 시장친화적인 방법으로 완화될 수 있다고 보기 때문임. 중소기업에 대한 금융지원 체계상의 역할분담을 전반적으로 재점검하는 한편, 시장기능을 활용하여 신용대출을 확대할 수 있는 방안을 마련하는 데에 정책역량을 집중해야 될 시기라는 점을 강조함.

결론적으로, 다음 통화정책방향 결정시까지의 기준금리를 현 수준에서 유지하여 운용하는 것이 좋다는 의견임. 국내경기가 회복 모멘텀을 유지하고 있는 것으로 평가되는 상황이고 내년 1월에 예정되어 있는 2014년도 경제전망이 나올 때까지 대내외 여건의 진전 상황을 조금 더 지켜볼 필요가 있기 때문임.

다른 일부 위원은 다음과 같은 점을 종합적으로 고려하여 이번 달 당행의 기준금리를 다음 결정시까지 현재의 2.50%로 유지하여 운용하면서 향후 전개되는 주요 경제여건과 위험요인의 변화를 예의주시하는 것이 바람직할 것으로 생각한다는 의견을 밝혔음.

세계경제의 최근 상황을 보면, 주요 선진국을 중심으로 점진적인 경기 회복세를 유지하고 있지만 미국의 양적완화 축소, 부채한도 증액 협상 등과 관련한 적지 않은 위험요인들이 상존하고 있음. 특히 미국경제는 주택과 고용부문의 견조한 회복에 힘입어 가계소비와 설비투자 등 민간부문의 성장 모멘텀이 강화되고 있음. 최근 발표된 미국의 3/4분기중 국내총생산은 기업들의 재고 확대 등에 힘입어 전년동기대비 3.6% 상승한 것으로 나타나고 있으며, 11월중 실업률도 글로벌 금융위기 기간인 지난 2008년 11월 이후 가장 낮은 수준인 7.0%까지 하락한 것으로 발표되었음.

한편, 이처럼 각종 지표가 꾸준히 개선 추세를 이어감에 따라 미 연준이 양적완화 축소에 돌입하는 시점이 임박했다는 기대가 확산되고 있어 이에 따른 시장의 불확실성이 커지고 있음. 유로지역의 경우 높은 실업률과 공공 및 민간부문의 부채조정 그리고 디플레이션 기미를 보이고 있는 저물가 행태 등이 여전히 중요한 제약요인으로 작용하고 있지만 완화적인 통화정책 기조에 따른 금융시장 여건 개선과 내수 증대 그리고 글로벌 경기회복에 따른 수출수요의 점진적 개선 등에 힘입어 완만하나마 확장세가 나타나고 있음. 일본경제는 민간소비가 살아나고 있는 가운데 주택 및 공공부문 투자도 견조한 흐름을 유지하고 있어 내수를 중심으로 한 개선 추세가 대체로 이어지고 있다고 볼 수 있음. 다만 일본 정부의 기대와는 달리 엔화 약세에 따른 무역수지의 개선효과가 크지 않은 데다 세제개편 및 노동시장의 구조개혁을 통한 민간부문의 성장전략 실행이 지연되고 있어 향후 성장경로에 있어서 상당한 위험요인이 내재되어 있다고 하겠음. 그리고 중국경제의 경우 소비와 투자 등 내수지표가 회복세를 보이고 있는 가운데 미국, 유럽 등 선진국으로의 수출도 증가세를 보이고 있음.

한편, 국내경제의 흐름을 보면 지난 11월 들어 수출증가세가 다소 약화된 가



운데 민간소비와 설비투자 등 내수의 회복흐름이 다소 주춤하는 모습을 보였음. 먼저 수출은 그간 수출 호조를 주도해 온 IT제품의 증가세가 이어지고 있지만 그 증가폭이 다소 축소되었으며 철강 등 비 IT제품의 수출은 감소로 전환되었음. 그러나 그 간의 수출과 서비스수지 호조로 올해의 누적 경상수지 흑자폭은 600억달러를 상회하는 사상 최고치를 기록할 것으로 예상됨. 한편, 10월중 다소 개선 조짐을 보였던 소매판매는 11월 들어 증가폭이 약화되었지만 미약하마나 그 증가세는 이어지는 것으로 모니터링되고 있음. 그리고 설비투자는 10월 이후 일시적 요인에 따라 월별로 개선과 악화가 교차되고 있지만 대체로 확장세를 보이고 있음. 고용여건은 11월중 취업자수가 경기개선 흐름과 정부의 일자리 확대 정책 등에 힘입어 전년동월대비 약 58만 8,000명 늘어나 지난해 9월 이후 가장 큰 폭의 증가를 기록하였음.

한편, 소비자물가는 지난 11월중 농축수산물과 석유류 가격의 하락 영향으로 전년동월대비 0.9% 오르는 데 그쳐 0%대의 낮은 물가상승률이 3개월째 계속되고 있음. 앞으로 동절기 들어 농산물가격이 오름세로 돌아서고 국제유가 상승분이 시차를 두고 석유류 가격에 반영되면서 다소 상승폭이 확대될 여지는 있지만 당행의 목표범위를 밑도는 낮은 물가상승률은 당분간 계속될 것으로 전망되고 있음. 주택시장의 경우 지난 정부의 연이은 부동산시장 활성화 대책 등에 힘입어 주택매매가격이 미약하게나마 상승 반전하는 조짐을 보이고 있는 가운데 전세가격은 여전히 높은 오름세를 지속하고 있음. 한편, 정부가 지난 12월 3일 내놓은 후속 대책과 취득세율 영구인하 법안의 국회 통과로 인하여 과다한 전세수요를 매매수요로 전환시키고 주택거래를 활성화하는 데 다소나마 도움을 줄 수 있을 것으로 예상됨.

한편, 국내금융시장에서는 미 연준의 양적완화 축소 시점이 앞당겨질 수 있다는 기대심리 등으로 장기시장금리가 상당폭 상승하는 한편, 주가는 2,000 포인트를 중심으로 등락을 거듭하였음. 그리고 최근 외국인 투자자금의 국내 유입이 축소되고 있음에도 불구하고 큰 폭의 경상수지 흑자 지속 등에 힘입어 원화 강세 기조는 강화되고 있음. 특히 일본의 추가 양적완화조치 기대감, 경상수지 적자 전환 등에 따른 엔화 약세 기조 등이 배경이 되어 원/엔 환율은 급락세를 보이면서 글로벌 금융위기 직전 수준에 근접하고 있음. 대외적으로 미국의 양적완화 축소, 연방정부의 부채한도 증액 협상 등 미국발 위험요인이 조기 부각될 가능성이 커지고 있는 측면, 반면 대내적으로는 전례 없이 낮은 물가상승률, 중장기 시장금리의 상승 추이 그리고 원화 강세 기조가 지속되고 있는 가운데 완만하게나마 실물 경제활동이 개선되고 있는 최근의 흐름이 이번 달 기준금리 결정에 주된 배경이 되어야 할 것으로 생각함.

이에 따라 이번 달 당행의 기준금리를 다음 결정시까지 현재의 2.50%로 유지하여 운용하면서 향후 전개되는 주요 경제여건과 위험요인의 변화를 예의주시하는 것이 바람직할 것으로 생각함. 한편, 앞서 지적한 바와 같이 최근 들어 미국의 고용여건 개선 등으로 미 연준의 출구전략이 조만간 가시화될 것이라는 전망이 확산됨에 따라 중장기금리가 가파르게 상승하는 움직임을 보이고 있음. 과도한 가계부채 수준, 기업의 저조한 수익성 등과 같은 우리 경제의 취약요인을 감안하면 이러한 시장금리의 상승은 가계와 기업의 채무상환부담을 크게 악화시킬 수 있는 위험요인이 될 것임. 따라서 향후 정책당국은 한편으로는 시장금리 안정화를 기하고, 다른 한편으로는 아직도 명목GDP 증가율을 상회하는 과도한 가계대출 증가율을 억제하는 노력을 더욱 강화해야 할 것임.

마지막으로, 거시경제의 점진적 개선에도 불구하고 당행의 물가목표를 크게 하회하고 있는 저인플레이션 국면이 계속되고 있는 상황을 면밀히 모니터링 하고 분석해야 한다는 점을 다시 한 번 강조하고자 함. 최근의 낮은 물가상승률이 주로 일시적인 성격이 강한 공급측 요인에 의해 유발된 측면이 큰 것도 사실임. 그러나 최근 들어 공급측 측면을 제외한 근원물가 상승률이 경기개선에 크게 영향을 받지 않고 이례적으로 계속 낮은 수준을 유지하고 있다는 사실을 더욱 주목해야 할 것으로 생각함. 따라서 현재는 최근 물가행태의 구조적 변화 여부와 그 배경을 보다 심도 있게 고찰해 보아야 할 중요한 시점이라고 생각함.

또 다른 일부 위원은 지난 통화정책방향 결정 이후 국내외 금융·경제상황의 변화를 종합적으로 고려한 결과 다음 통화정책방향 결정시까지 기준금리를 2.50%로 현 수준에서 유지하는 것이 좋겠다는 의견을 표명하였음.

먼저 물가안정목표에 대한 시장 신뢰를 높이기 위한 정책 커뮤니케이션을 강화하는 가운데 저신용·열위부문의 신용차별화, 외국인 증권투자자금 유출입, 환율 변동성 등이 금융·경제의 위험요인으로 파급되는지를 면밀히 점검하여 금융·외환 시스템의 안정성 강화에 유의하는 동시에 취약부문의 금융접근성이 강화될 수 있도록 유효한 통화신용정책 및 거시건전성정책을 시의 적절하게 수립·집행해야 하겠음.

미국은 재정관련 불확실성이 다소 남아있지만 고용 및 주택시장 호조가 이어지면서 개선추세를 지속하고 있음. 유럽지역은 생산 활동이 회복되는 가운데 심리도 개선되면서 회복세를 이어가고 있지만 높은 실업률, 재정건전화 등이 성장을 제약하는 요인으로 작용하고 있음. 일본은 생산과 수출을 중심으로 회복을 보

이고 있지만 소비세율 인상 시행과 관련한 리스크 등이 잠재되어 있음. 중국은 수출증가세 지속 등에 힘입어 성장세가 유지되고 있음. 다만 경제구조조정 및 경제개혁 추진 등 질적 성장기반 확충에 중점을 둔 안정적 경제 운영에 따른 성장을 하향 가능성 등 불확실성이 남아 있음. 앞으로 세계경제는 미국 및 중국 경기 개선 지속 등의 영향으로 완만한 회복세를 이어가겠지만 미국 등 주요국의 재정·금융관련 불확실성 등이 성장경로의 하방위험 요인으로 상존하고 있음.

국내경제는 전월 특이 요인이 해소되면서 생산 및 내수 관련지표가 개선된 가운데 수출이 꾸준한 모습을 보이면서 회복세를 이어가고 있음. 수출 확대의 영향으로 경상수지가 큰 폭의 흑자 기조를 지속하고 경기개선 흐름에 힘입어 고용사정도 나아지고 있음. 다만 국내경제는 세계경제의 더딘 회복세, 금융·외환시장의 변동성 확대 가능성 등 불안요인으로 회복세가 완만할 것으로 예상됨.

소비자물가 상승률은 3개월 연속 1%를 하회하며 저물가 상태가 상당기간 이어지고 있음. 앞으로 농산물, 에너지 등의 가격 움직임에 비추어 오름폭이 다소 확대될 가능성이 있으나 낮은 수요압력 등으로 당분간 낮은 오름세를 지속할 것으로 예상됨. 다만, 소비자물가 상승률과 격차를 보이고 있는 기대인플레이션율의 움직임에 유의해야 하겠음.

국제금융시장에서는 미 연준의 양적완화 조기 축소 재부각 등으로 안도랠리가 일단락되는 양상임. 다만, 각국이 직면한 경제상황에 따라 금리, 환율, 주가 등 주요 가격변수가 다양한 움직임을 나타내고 있음. 이러한 과정에서 안전자산 선호가 강화되고 자금의 단기화도 진전될 것으로 보임. 국내금융시장에서는 국제금융시장의 움직임과 외국인 증권투자자금 유출입 등에 크게 영향을 받으며 변동하는 모습임. 장기시장금리는 주요국 국채금리 변동, 외국인의 국채선물 대규모 순매도 등으로 상승하였음. 주가는 QE 테이퍼링 가능성, 외국인 주식투자자금 흐름 변화 등이 복합적으로 작용하며 등락을 거듭하다 하락하였고, 환율은 경상수지 흑자 지속 등으로 소폭 하락하였음. 다만, 회사채·CP시장의 양극화·차별화에 따른 저신용·열위기업의 자금조달 여건 악화 및 간접금융시장 중심의 시중자금 흐름의 변화 가능성, 자본시장의 변동성 확대 우려, 부동산시장의 미흡한 회복세 및 가계부채 관련 리스크 등 교란요인이 잠재하고 있음.

금융·경제 상황을 종합해 보면, 국내경제는 수출 증가에 힘입어 완만한 회복세를 이어가고 있으며, 물가는 낮은 오름세를 지속하는 상황임. 국내 금융·외환 시장에서는 국제금융시장의 변동성 확대 등의 영향으로 대체로 안정된 가운데서도 변화하는 모습임. 다만 경상수지 흑자 지속과 외국인 증권투자자금의 유출입 변동이 엇갈리면서 원화 가치는 소폭 상승하였고 주가는 등락을 보이다 하락하였음.

지난 통화정책방향 결정 이후 국내외 금융·경제 상황의 변화를 종합적으로 고

려한 결과 다음 통화정책방향 결정시까지 기준금리를 2.50%로 현 수준에서 유지 하되, 저성장·저물가 기조가 고착되지 않도록 통화·재정정책 효과를 점검하는 가운데 주요국의 통화정책 변화 등에 따른 외화자금 유출입 및 환율 변동성 등 외 환시장 움직임에 대한 모니터링을 더욱 강화하고 취약부문의 자금조달 악화 가능성, 개별 금융시장의 불안정성, 가계부채 등 부문별 부채 상황 등 금융시스템 교 란요인에 유의해야 하겠음.

향후 통화정책은 중기 물가안정목표에 대한 시장 신뢰를 높이기 위한 정책 커뮤니케이션을 강화하는 가운데 중장기적 관점에서 장기물가수준 및 최적 인플 레이션과 통화정책 시계를 유연하게 재점검하고, 양적완화축소 등 주요국의 정책 변화에 유의하면서 외국인 증권투자 유출입, 환율 움직임 등이 우리 금융·경제에 미칠 충격이 최소화되어 회복세를 보이고 있는 실물경제활동이 유지되는 방 향으 로 금융취약지대에 대한 모니터링을 강화하여 금융·외환 시장으로 불안정성이 파 급되지 않도록 거시건전성정책과 조화롭게 운용해야 하겠음.

특히 경기개선 흐름이 확산되고 있지만 향후 성장경로에 대한 비판적인 의견 도 병존하는 점에 유념하면서 FTA 진전, 보호무역 대두 등 대내외 변화에 능동적 으로 대응하여 수출 모멘텀이 이어질 수 있도록 유도하는 가운데 내수가 활성화 될 수 있도록 소비·투자 여력을 면밀히 점검하는 한편, 금융·외환시장에서는 일반 의 심리가 안정되어 일방향의 쏠림 현상이 형성되지 않도록 시장과의 소통을 강 화해야 하겠음.

또한 금융시장 전반으로는 문제가 없어 보이지만 회사채·CP시장의 양극화·차 별화 등에 따른 자금조달 악화와 이에 따른 시스템적 리스크로의 전이 가능성, 그리고 가계부채 누증 등 경제부문별 레버리지(leverage) 변화에 유의하면서 중소기업 관련 금융자료(data infra) 구축 등을 통해 유효적절한 신용정책을 수립·집행 하여 중소기업 등의 금융 접근성을 강화하면서도 우리 경제의 체질 개선을 꾸준히 추진해야 하겠음.

일부 위원은 다음과 같은 국내외 경제상황을 종합적으로 고려해 볼 때 2013 년 12월의 기준금리는 현 수준인 2.50%에서 유지하는 것이 바람직하다고 판단한 다는 의견을 개진하였음.

우선, 세계경제 상황을 보면 회복세가 지속되고 있는 것으로 판단됨. 미국의 경우 고용 및 주택시장의 호조가 이어지는 가운데 3/4분기 GDP성장률이 상향조 정되며 전분기보다 크게 확대되었음. 유로지역은 3/4분기 GDP성장률이 전분기에

이어 플러스를 기록하고 심리지표가 지속적으로 개선되는 등 완만한 회복세를 보였음. 일본은 3/4분기 GDP성장률이 전분기보다 하락하였으나 10월중 생산과 수출이 늘어나면서 회복세를 이어갔으며 신흥국 가운데 중국은 생산, 소비, 투자가 호조를 보이고 수출이 증가세가 확대되는 등 견실한 성장세를 나타내었음.

국내경제를 살펴보면 지난 전망에서 예상한 경로대로 경기가 회복되어 가는 모습임. 10월중에는 내수와 수출 모두 증가하였으며 11월에는 투자 및 생산지표가 전월중 큰 폭 증가에 따른 반사효과로 감소하겠으나 소비와 수출이 전월에 이어 증가하는 등 개선흐름을 이어나갈 것으로 모니터링되고 있음. 향후 국내경제는 글로벌 경기회복, 소비 및 투자심리 개선 등에 힘입어 상승세를 지속할 것으로 예상됨.

한편, 11월중 소비자물가 상승률은 농산물 및 석유류 가격의 하락세가 계속되면서 3개월 연속 1%를 하회하는 낮은 수준을 기록하였으며 농산물 및 석유류를 제외한 근원인플레이션은 전월보다 상승한 1.8%를 나타내었음. 앞으로 소비자물가 상승률은 농·축·수산물 가격을 중심으로 공급측면의 인플레이션 압력이 상승 전환되면서 오름세가 점차 확대될 것으로 전망됨.

국제금융시장에서는 주요국 경기지표 개선 및 미국 양적완화 조기축소 기대 등으로 글로벌 금리가 상승하고 주가는 선진국을 중심으로 상승하였음. 특히 미국에서는 볼커룰이 승인되어 은행의 자기계정 거래가 제한됨에 따라 향후 금융기관의 자금 조달 및 운용에 상당한 영향을 미칠 것으로 예상됨. 국내금융시장에서는 외국인 국채선물 투자가 대규모 순매도로 전환하고 주식투자는 소폭 순매도로 전환하는 가운데 장기금리는 큰 폭 상승하고 주가는 하락하였음. 환율은 전월에 이어 소폭 절상되었으며 주택담보대출 증가규모는 주택거래가 줄면서 소폭 축소되었음. 이러한 국내외 경제상황을 종합적으로 고려해 볼 때 2013년 12월의 기준금리는 현 수준인 2.50%에서 유지하는 것이 바람직하다고 판단됨.

향후 우리 경제는 상승세를 지속하겠으나 성장경로에 있어서 엔저를 중심으로 하는 환율변동성 확대가 가장 큰 하방리스크 요인이 될 것으로 판단됨. 특히 내년에는 미 연준의 양적완화 축소가 본격화되는 반면, 일본의 경우 소비세 인상을 계기로 양적완화가 확대될 것으로 예상되고 있음. 이러한 주요 선진국간 출구전략 시기 차이는 엔화 환율의 절하로 이어질 가능성이 크다고 봄. 수출산업 구조 변화, 비가격경쟁력 향상, 한·일간 제품 차별화 등으로 엔저가 우리나라 수출에 미치는 영향은 지금까지는 제한적이었다고 판단됨. 하지만 만일 엔저가 더욱 심화되고 장기화된다면 여러 산업에 걸쳐 우리나라 수출에 대한 상당한 타격이 불가피할 것임. 외환·금융시장의 안정과 엔저의 부정적 영향 최소화를 위해서는 환율 변동성이 지나치게 확대되지 않도록 유의할 필요가 있으며 이를 위해 결제

통화 다변화 등 완충제도를 마련하는 것이 중요하다고 생각함. 또한 관련해서 위안화의 직거래 등 외환시장의 발전을 위한 제도 개선에 대해서도 노력해야 될 것이라고 판단됨.

다른 일부 위원은 최근의 대내외 실물경제 및 금융시장 여건과 향후 전망 등을 종합적으로 감안할 때 이번 달 기준금리는 다음 통화정책방향 결정시까지 현 수준 2.50%를 유지해야 한다고 생각한다는 견해를 밝혔음.

우선, 지난 한달 동안의 대외 경제여건 변화를 살펴보면 세계경제는 미국, 일본 등 선진국을 중심으로 한 완만한 회복기조를 유지하고 있는 가운데 중국이 견실한 성장세를 지속하고 신흥시장국의 경우 다소 개선되는 조짐을 보였음. 이러한 경기상황을 반영하여 선진국들은 기존의 완화적 정책기조를 유지하였으며 기초경제여건이 취약한 신흥시장국들은 정책금리의 인상 및 인하 조정을 통해 자국 실물경기 안정에 주력하는 모습임.

국제금융시장은 미 연준의 양적완화 조기축소 전망이 다시 제기되었으나 주요국 경제지표 개선 및 글로벌 경기회복세 등에 힘입어 대체로 안정되는 흐름을 이어갔음. 그러나 실제 미 연준의 양적완화 축소와 관련된 정책결정이 시장기대와 큰 괴리를 보일 경우 글로벌 투자자금과 환율 등 가격변수의 변동성이 일시 확대될 가능성은 상존해 있음.

다음으로, 국내 실물경제 상황을 점검해 보면, 국내경기는 지난달의 특이요인이 해소되면서 10월 생산 및 내수 관련 실물지표들이 호조를 보이고 경상수지가 사상 최고치를 기록하였으나 경기 회복세가 강화되었다고 확실하기에는 아직 이른 것으로 판단됨. 이에 따라 지난 10월달의 성장경로 전망과 리스크 평가가 아직까지는 유효한 것으로 보이나 향후 엔화 약세가 더욱 심화될 가능성이 커짐에 따라 엔저가 우리 경제에 미치는 영향에 대해서는 모니터링과 분석을 더욱 강화해야 하겠음.

물가의 경우, 소비자물가 상승률이 농산물가격 하락 등으로 3개월 연속 0%대의 낮은 상승률을 유지하고 있는 가운데, 공급요인의 안정세와 수요요인의 더딘 회복세가 지속될 경우 저물가 상황이 예상보다 장기화될 가능성이 커졌음. 이에 따라 공급 요인, 수요 요인, 제도적 요인 등 다양한 측면에서 저물가의 발생 원인과 지속 가능성을 보다 심도 있게 검토하고, 이를 외부와 공유함으로써 물가와 관련된 불필요한 논란이 발생하지 않도록 노력해야 하겠음.

마지막으로, 국내 외환 및 금융시장 여건을 살펴보면 국제금융시장의 움직임

과 외국인의 투자행태에 따라 금리, 주가 및 환율 등 가격변수가 등락하는 모습을 보였으나, 양호한 기초경제여건에 힘입어 신흥국과 차별화되는 모습을 보이고 있어 대체로 큰 문제는 없는 것으로 판단됨. 그러나 가계부채 문제, 신용차별화 심화 및 회사채시장 침체 등 일부 구조적·경기적 불안요인이 상존해 있는 점, 원/달러 및 원/엔 환율과 장기 시장금리의 움직임에 대한 시장기대에 쏠림현상이 발생할 우려가 있는 점 등에 대해서는 각별한 주의를 기울여야 하겠음.

위와 같이 최근의 대내외 실물경제 및 금융시장 여건과 향후 전망 등을 종합적으로 감안할 때 이번 달 기준금리는 다음 통화정책방향 결정시까지 현 수준 2.50%를 유지해야 한다고 생각함. 한편, 한 해를 마무리하고 새해를 앞둔 시점에서 앞으로 통화신용정책의 정책효과를 더욱 제고하기 위하여 올해 실시한 정책의 운영성과를 객관적으로 평가해 보고 보다 실효성 높은 내년도 통화신용정책 운영 방향을 수립하는 데에도 만전을 기해야 하겠음.

또 다른 일부 위원은 이번 달에는 기준금리를 현 수준 2.50%에서 유지하면서 경기, 물가 및 금융시장 상황 등을 면밀히 점검하는 것이 좋겠다는 의견을 개진 하였음.

먼저 주요국 경제를 살펴보면, 미국은 고용 및 주택시장의 호조가 이어지는 가운데 3/4분기 성장률이 큰 폭으로 상향조정 되는 등 회복세를 지속하고 있으며, 유로지역에서는 주요 심리지표가 지속적으로 개선되는 등 경기부진이 완화되는 모습을 보였음. 중국은 생산, 소비, 투자 등이 호조를 보였으며 그동안 금융불안 등의 영향으로 성장세가 둔화되던 일부 신흥국도 경제지표가 개선되는 움직임을 보이고 있음. 국제금융시장은 미 연준의 양적완화 조기축소 가능성이 대두되었으나, 선진국의 경기지표 개선 등이 긍정적으로 작용하면서 대체로 안정을 유지하였음. 글로벌 금리가 다소 상승한 가운데 미국 주가는 사상 최고치를 경신하였음. 다만, 신흥국에서는 미 연준의 양적완화 조기 축소 가능성 등에 상대적으로 민감하게 반응하면서 글로벌 투자자금이 유출되는 가운데 취약국을 중심으로 주가가 하락하고 금리가 상승하였으며 통화가치는 약세를 보였음. 앞으로 세계경제는 미국 및 중국의 경기호전 등에 힘입어 완만한 회복세를 이어갈 것으로 예상됨. 다만, 최근 미국 경제지표 개선 추세 등을 고려할 때 미 연준의 양적완화 축소가 수개월내 단행될 것으로 예상되므로 이의 글로벌 금융시장 및 취약 신흥국에 미칠 영향에 계속 주의를 기울여야 하겠음. 아울러 미 의회가 12월 11일 내년도 미 정부 예산안의 잠정 합의에 이르는 하였으나 부채한도 협상이 남아 있는 등 재

정 관련 불확실성 등이 여전히 성장의 하방위험 요인으로 작용할 가능성이 있음.

다음으로, 국내경기는 전반적으로 개선되는 모습을 보였음. 10월중 소비 및 투자 지표가 모두 증가하였으며 11월 수출도 IT제품을 중심으로 양호한 흐름을 유지하였음. 경기선행지수가 기준치를 상당폭 상회하는 가운데 더 높아졌으며 고용상황도 개선 추세를 지속하였음. 다만, 아직은 기업의 생산설비 가동률이 낮은 수준에 머물고 실적 개선이 더더 기업의 심리회복은 제한적인 수준에 그치고 있음. 앞으로도 국내경기는 글로벌 경기개선 등으로 꾸준한 회복세를 이어갈 전망이다. 하지만 세계경제의 회복세가 완만한 가운데 미 연준의 양적완화 축소, 엔화가치 변동성 확대, 취약신흥국의 성장세 둔화 가능성 등이 하방위험으로 남아 있음. 물가는 농산물 가격 하락 등으로 소비자물가 상승률이 3개월째 1%를 하회하고 있으나 기초적인 물가압력을 나타내는 근원인플레이션율은 지난 9월 이후 상승세를 지속하고 있으며 기대인플레이션율은 3% 내외 수준을 유지하고 있음. 앞으로 소비자물가 상승률은 국제 곡물가격 안정 등으로 당분간 낮은 수준을 나타낼 것이나 공급측면의 인플레이션 압력이 상승 전환 되면서 현 수준보다는 높아질 전망이다.

금융시장에서는 미 연준의 양적완화 축소 우려 등으로 외국인 증권투자 자금이 유출된 가운데 주가가 하락하고 금리는 상승하였으며 환율은 경상수지 흑자 등으로 하락하였음. 신용상황은 은행의 가계대출이 견조한 증가세를 지속하는 가운데 기업대출이 확대되었지만 직접금융시장에서는 일부 취약업종과 신용저위 기업에 대한 높은 수준의 신용 경계감이 유지되고 있으며 이에 따라 이들 기업의 자금조달이 제약되는 모습을 보이고 있음.

이러한 상황을 종합해 보면, 물가가 낮은 수준을 유지하는 가운데 국내경기가 꾸준한 회복세를 이어가는 등 최근의 성장 및 물가 경로는 지난 10월 전망과 크게 다르지 않은 것으로 판단됨. 다만, 앞으로의 성장경로에는 미 연준의 양적완화 축소 등 불확실성 요인이 상존하고 있는 만큼 이의 전개상황과 금융시장의 반응 등을 좀 더 지켜볼 필요가 있다고 생각함. 따라서 이번 달에도 기준금리를 현 수준 2.50%에서 유지하면서 경기, 물가 및 금융시장 상황 등을 면밀히 점검하는 것이 좋겠다고 생각함.

## (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(2.50%)에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다.
- ☐ 세계경제를 보면, 미국에서는 경기회복세가 지속되었고 유로지역에서는 경기부진이 완화되는 모습을 이어갔으며 신흥시장국에서는 중국을 중심으로 성장세가 유지되었다. 앞으로 세계경제는 완만한 회복세를 지속할 것으로 전망되나, 미 연준의 양적완화 축소와 관련한 글로벌 금융시장 여건 변화 가능성, 미국의 재정 관련 불확실성 지속 등이 성장의 하방위험 요인으로 남아있다.
- ☐ 국내경제를 보면, 내수와 수출이 모두 증가하면서 경기가 추세치를 따라 회복세를 지속하였다. 고용 면에서는 취업자수가 50세 이상 연령층과 서비스업을 중심으로 늘어나면서 증가규모가 크게 확대되었다. 앞으로 GDP갭은 상당기간 마이너스 상태를 유지하겠으나 그 폭은 축소될 것으로 예상된다.
- ☐ 11월중 소비자물가 상승률은 농산물 및 석유류 가격의 하락세 둔화, 일부 공업제품가격 상승 및 전기료 인상 등으로 전월의 0.7%에서 0.9%로 높아졌으며, 농산물 및 석유류 제외 근원인플레이션율도 전월의 1.6%에서 1.8%로 상승하였다. 앞으로 물가상승률은 국제곡물가격 안정 등으로 당분간 낮은 수준을 나타내겠으나 현재보다는 높아질 것으로 전망된다. 주택시장을 보면, 매매가격은 수도권에서 전월 수준을 유지하였으나 지방에서는 오름세가 소폭 확대되었다. 전세가격은 수도권에서 상승폭이 축소되었으나 지방에서는 전월 수준의 오름세를 지속하였다.

□ 금융시장에서는 주로 미 연준의 양적완화 축소 전망의 영향을 받아 주가는 상당폭 하락하였고 장기시장금리는 상승하였다. 환율은 경상수지 흑자 지속과 외국인 증권투자자금 유출의 영향으로 등락하면서 하락하였다.

□ 금융통화위원회는 앞으로 해외 위험요인의 전개 상황 및 영향에 깊이 유의하고 기준금리 인하 및 추가경정예산을 포함한 정부 경제정책의 효과를 점검하면서, 저성장 지속으로 성장잠재력이 훼손되지 않도록 하는 가운데 중기적 시계에서 소비자물가 상승률이 물가안정목표 범위 내에서 유지되도록 통화정책을 운용해 나갈 것이다.

#### 나. 2014년 통화정책방향 결정을 위한 정기회의 개최일자

의장은 폐회에 앞서 통화정책방향 결정을 위한 금융통화위원회 정기회의는 당행 정관에 따라 매월 둘째 주 목요일 개최하는 것이 원칙이지만 공휴일 등 부득이한 사유가 있는 경우에는 사전에 별도로 정하도록 되어 있다고 설명한 후, 이에 따라 2014년 통화정책방향 결정회의는 원칙적으로 매월 둘째 주 목요일에 개최하되 5월은 9일 금요일, 9월은 12일 금요일, 10월은 8일 수요일, 그리고 2월, 3월, 8월 및 11월은 셋째 주 목요일에 개최할 것을 제안하였으며, 이에 대해 위원들이 동의하였음.

(별 첨)

## 「통화정책방향」 관련 보고내용

### I. 국내외 경제동향

#### 1. 국외경제동향

##### 가. 주요국 경제

미국은 고용 및 주택시장 호조가 이어지는 가운데 회복세를 지속하였음.

유로지역은 실물경제가 완만하게 회복되면서 심리지표가 지속적으로 개선되었음.

중국은 11월중 생산, 소비, 투자가 호조를 보이면서 견실한 성장세를 지속하였음.

일본은 10월중 생산과 수출이 늘어나면서 완만한 회복세를 지속하였음.

##### 나. 국제유가 및 기타원자재가격

11월 국제유가(Dubai 기준)는 이란 핵협상 진전에도 불구하고 미국의 경기 회복세, 석유재고 감소 등의 영향으로 종순 이후 오름세를 보이면서 전월말 대비 상승하였음. 다만 월평균 기준으로는 소폭 하락하였음.

기타 원자재가격(로이터상품가격지수 기준)은 비철금속가격이 재고 증가 등으로 하락하였으나 곡물가격이 대두를 중심으로 오르면서 상승(전월말대비 9월말 -2.1% → 10월말 0.4% → 11월말 0.7%)하였음.

#### 2. 국내경제동향

##### 가. 내수 및 대외거래

10월중 소매판매는 승용차 등 내구재와 음식료품 등 비내구재가 증가로 전환하면서 전월대비 증가(소매 판매액: 전월대비 9월 -1.9% → 10월 1.3%)하였음.

설비투자는 운송장비 투자가 항공기 도입 등으로 늘어나고 기계류 투자도 반도체장비를 중심으로 증가폭이 확대(설비투자지수: 전월대비 -4.0% → 19.3%)되었음.

건설투자는 건축이 주택착공 확대 등으로 늘어나고 토목도 SOC 재정집행액 확대, 산업단지 및 발전소 착공 등으로 증가(건설기성액: 전월대비 -2.9% → 2.8%)하였음.

11월중 수출(479억달러)은 IT제품 수출이 반도체 및 휴대폰을 중심으로 호조를 지속하였으나 비IT제품 수출은 철강 및 기계류를 중심으로 감소하면서 전년동월 대비 0.2% 증가하였음. 10월중 경상수지는 상품수지를 중심으로 흑자폭이 확대되면서 월중기준 사상 최대규모의 흑자를 기록(9월 65.4억달러 → 10월 95.1억달러)하였음.

#### 나. 생산활동 및 고용

10월중 제조업 생산은 반도체·부품, 화학제품 등에서 줄었으나 자동차, 영상음향통신 등에서 늘어 전월대비 2.0% 증가하였음.

서비스업 생산은 사업시설관리 및 사업지원 서비스업, 숙박 및 음식점업 등에서 줄었으나 전문과학 및 기술 서비스업, 부동산 및 임대업 등에서 늘어 전월대비 0.4% 증가하였음.

11월중 취업자수는 서비스업과 제조업을 중심으로 전월대비 7.4만명, 전년동월대비로는 58.8만명 증가하였음. 실업률(계절조정)은 2.9%로 전월에 비해 소폭 하락하였음.

#### 다. 물가 및 부동산가격

11월중 소비자물가(전년동월대비)는 0.9% 상승하여 전월(0.7%)에 비해 오름폭이 소폭 상승하였음. 전월대비로는 채소·과실류 출하 증가 및 축산물 공급 확대 등으로 농축수산물가격(-2.6%)이 하락하고 석유류가격(-1.1%)이 내리면서 0.1% 하락하였음. 근원인플레이션(농산물 및 석유류 제외지수)은 전년동월대비 1.8% 상승(전년동월대비 1.6% → 1.8%, 전월대비 0.0% → 0.3%)하였음.

아파트 매매가격은 수도권에서는 중소형 주택을 중심으로, 비수도권에서는 공공기관 이전 지역을 중심으로 오름세가 이어지면서 전월대비 0.2% 상승(전월대비

10월 0.2% → 11월 0.2%)하였음. 전세가격은 가을 이사철 마무리, 공급물량 확대 등으로 오름세가 둔화(전월대비 1.1% → 0.8%)되었음.

## II. 외환 · 국제금융 동향

### 1. 국제금융

11월중 국제금융시장은 연준의 양적완화 조기 축소 전망이 대두되었으나 선진국 경기지표 개선 등으로 대체로 안정되었음.

미국 국채금리(10년물)는 10월 고용지표 호조로 양적완화 조기 축소 전망이 대두되면서 큰 폭 상승하였음. 일본 국채금리(10년물)는 일본은행의 대규모 국채 매입에도 불구하고 일본주가의 큰 폭 상승으로 소폭 상승하였음.

글로벌 주가(MSCI)는 선진국이 경기지표 호조로 전월에 이어 상승세를 지속한 반면 신흥국은 하락 반전되었음.

미 달러화는 경기지표 개선에 따른 양적완화 조기 축소 전망 등으로 강세를 보였음.

### 2. 외환수급

11월중 경상거래는 무역거래 흑자 축소 및 무역외거래의 적자 전환으로 흑자 규모가 대폭 축소되었음.

자본거래는 거주자의 해외 직·간접투자가 큰 폭의 순유출을 보인 데다 외국인 국내증권투자 자금도 소폭 순유출로 돌아서면서 큰 폭의 순유출로 전환되었음.

금융거래는 외은지점의 대외자산 운용 확대에도 불구하고 국내은행이 외화에 차금 등의 대외 단기자산을 회수하면서 순유입으로 전환되었음.

### 3. 외환보유액

11월말 현재 외환보유액은 3,450억달러로 전월대비 18억달러 증가하였음. 이는 외화자산 운용수익 증가 등에 주로 기인하였음.

#### 4. 외환시장

11월말 원/달러 환율은 미국 고용지표 호조 등에 따른 연준의 양적완화 조기 축소 전망 등으로 1,073원(11.13일)까지 상승하였다가 Yellen 차기 연준의장 지명자의 완화적 발언(11.13-14일) 등으로 하락세를 보이면서 전월말 대비 0.2% 절상되었음.

원/엔 환율(100엔당)은 엔화가 큰 폭의 약세를 나타냄에 따라 상당폭 하락하였음.

11월중 외환 스왑레이트(3개월물, 월평균)는 양호한 외화자금 사정 인식과 수출업체의 선물환 매도 증가가 엇갈리면서 전월 수준을 유지하였음.

#### 5. 국내은행 외화자금사정

국내은행의 대외차입여건 및 외화자금사정은 경상수지 흑자 지속 등에 따른 여타 신흥국과의 차별적 인식 등으로 양호한 상황이 지속되었음.

### III. 금융시장 동향

#### 1. 채권·주식

##### (1) 시장금리

국고채(3년) 금리는 美 QET 조기화 전망 및 이에 따른 주요국 장기금리 상승에 더해 국내 경기회복 기대 강화, 외국인 국채선물 순매도 등 국내요인이 가세한 데 주로 기인하여 큰 폭 상승하였음. 월중순 Yellen 효과로 주요국 장기금리가 일시 반락하는 가운데서도 국내 장기금리는 보합세를 유지하여 11월 이후의 상승폭이 주요국을 상회하였음. 금리변동성은 거래 부진이 지속되는 가운데 전월보다 소폭 확대되었음.

회사채(3년) 금리는 국고채금리와 비슷한 폭으로 상승하였음. 회사채 신용스프레드가 안정세를 보였으나 발행시장에서는 높은 신용경계감으로 회사채 수요가 우량물(AA등급 이상)에 집중되는 양극화 현상이 지속되었음.

반면 단기시장금리의 경우 단기금융상품 관련 규제(11.1일 시행)의 영향으로

투자수요가 엇갈리면서 통안증권(91일) 및 은행채(3개월)는 보합세를 보였으며, CP(91일)는 상승하였음. 장기금리 큰 폭 상승 및 단기금리 보합으로 수익률곡선이 크게 가팔라진(steeptening) 모습을 보였음.

## (2) 주가

코스피는 연준의 양적완화 축소 전망에 대한 기대 변화, 외국인 주식매매의 흐름에 따라 2,000을 중심으로 등락하였음. 10월말~11월 중반에는 美 경제지표(3분기 GDP 성장률 등) 호조에 따른 양적완화 축소 조기시행 전망 강화로 하락하였다가 11월 하반기에는 Yellen 효과 및 국내 경기회복 기대로 반등한 후 12월 초순에는 美 경제지표(11월 ISM 제조업지수 등) 호조로 QET 조기화 우려가 재부각되며 다시 하락하였음. 주가변동성은 낮은 수준을 유지하였으며 주식거래규모는 감소세를 지속하였음.

## (3) 외국인 국내증권 투자

외국인의 국내채권투자는 4개월 연속 감소하였으나, 만기도래 규모가 축소된 가운데 해외중앙은행의 신규투자자금이 유입된 데 주로 기인하여 감소폭은 축소되었음. 글로벌펀드 및 은행의 감소세가 지속되었으나 그 규모는 축소되었음. 한편 외국인은 국채선물(3년)시장에서 역대 최장기간 순매도하며 장기금리 상승을 견인하였음.

외국인 국내주식투자는 11월중 소폭 순매도로 전환하였으며 12월(12.1~6일) 들어서도 순매도를 지속하였음. 그간 대규모 순매수로 인해 투자여력이 축소된 가운데 연준의 양적완화 축소에 대한 기대 변화 등에 따라 순매수와 순매도를 반복하는 모습을 보였음. 업종별로는 전기전자에 대한 순매수 집중 현상이 전월보다 심화되었음. 글로벌 주식투자자금은 선진국 및 한국관련 펀드로 계속 순유입되고 있는 반면 신흥국펀드에서는 순유출되었음. 한편 국내투자자의 경우 11월중 기관 및 개인투자자 모두 소폭의 순매수를 기록하였음. 국내주식형펀드는 주가 하락 등의 영향으로 환매규모가 크게 축소되었음.

## 2. 여수신

### (1) 여수신금리

은행 여신금리(신규취급액 기준)는 전월보다 소폭 상승한 것으로 추정됨. 기업대출금리의 경우 중소기업대출금리가 우대금리 적용 등으로 하락세를 지속하였으

나 대기업대출금리가 고금리대출 취급 증가로 상승하면서 전월 수준을 유지한 것으로 추정됨. 가계대출금리는 COFIX 하락, 상대적으로 금리가 낮은 변동금리대출 취급 비중 상승 등으로 소폭 하락한 것으로 추정됨.

반면 수신금리(신규취급액 기준)는 예대율에 상대적으로 여유가 있는 일부 은행들이 우대금리폭을 축소함에 따라 정기예금을 중심으로 소폭 하락한 것으로 추정됨. 이에 따라 여수신금리차는 소폭 확대되었음.

## (2) 여신

은행 가계대출(모기지론 양도 포함)은 전월의 증가세를 유지하였음. 주택담보대출(모기지론 양도 포함)은 주택거래량 감소 등으로 소폭 축소되었음. 주택금융공사 모기지론이 금리경쟁력 약화 등으로 하반기중 크게 부진(11월중 순상환)한 반면 은행 자체 주택담보대출은 10월 이후 증가세가 확대되었음.

비은행 가계대출(모기지론 양도 포함)도 전월동기보다 큰 폭 증가하였음. 특히 신용협동기구 대출이 하반기 들어 수신 증가에 따른 적극적 자금운용 영향으로 증가세가 확대되었음.

은행 기업대출은 중소기업대출을 중심으로 증가규모가 상당폭 확대되었음. 대기업대출은 일부 대기업의 운전자금 수요 증가, 직접금융시장 활용 어려움 등으로 증가폭이 확대되었으며, 중소기업대출은 연말 실적평가를 앞둔 은행들의 대출 확대 노력, 월말 휴일에 따른 결제성자금 대출 상환 지연 등으로 큰 폭 증가하였음. 업종별로는 제조업과 도소매업에 대한 대출증가세가 견조한 가운데 하반기 들어 건설업, 부동산·임대업에 대한 대출 증가세가 확대되었음.

직접금융은 CP를 중심으로 순상환으로 전환되었음. 회사채는 전월에 이어 소폭 순발행에 그친 가운데 신용경계감 등으로 비우량물 발행비중이 하락세를 지속하였음. CP는 부채수준에 대한 우려로 발행이 위축된 공기업을 중심으로 순상환을 지속하였음.

은행 대기업 연체율은 일부 건설업체의 워크아웃 신청 등으로, 중소기업대출 연체율은 조선, 철강 기업의 신규연체 발생 등으로 전월동기대비 소폭 상승하였음. 다만 대기업 및 중소기업 모두 지난해 3/4분기 이후 하향 안정세를 지속하였음.

은행 가계대출 연체율은 전월동기와 같은 수준이었으나, 비은행 가계대출 연체율(10월말 기준)은 업권별로 좁은 범위내에서 엇갈리는 모습이었음.



### (3) 수신

은행 수신은 수시입출식예금 및 은행채를 중심으로 큰 폭의 증가세를 지속하였음. 수시입출식예금은 은행의 저원가성 자금조달 노력, 월말 휴일에 따른 결제 자금 유출 지연 등으로 큰 폭 증가하였으며, 은행채 및 CD는 특수은행의 자금조달 수요 등으로 증가하였음. 반면 정기예금은 은행들의 자금조달 원가관리, 지자체의 연말 재정집행을 위한 자금인출 등으로 감소로 전환되었음.

제2금융권 수신은 전월 유입된 국고여유자금 인출, 단기수신상품 규제 강화, 주식관련 개인자금 이탈 지속 등으로 증가폭이 대폭 축소되었음. 자산운용사 수신은 MMF가 감소로 전환한 데다 주식형펀드의 부진이 지속되면서 감소하였으며, 금전신탁은 공적금융기관의 자금인출 영향이 가세하면서 증가폭이 대폭 축소되었음. 증권사RP 및 투자자예탁금도 감소하였음. 다만 신탁기구 수신은 상대적으로 높은 수신금리 등으로 견조한 증가세를 지속하였음.

### 3. 통화

11월중 M2증가율(평잔기준 전년동월대비)은 유가증권(회사채, CP 등) 발행 부진, 외국인 증권투자자금 유출 전환 등에도 불구하고 은행대출이 늘어난 데 기인하여 전월과 비슷한 4%대 후반으로 추정됨.

M1증가율은 은행의 저원가성 예금 유치 노력 등으로 수시입출식예금이 전년동월보다 큰 폭 확대된 데 주로 기인하여 전월보다 상승한 11%대 후반으로 추정됨.