

2019년 도 제 10차

금융통화위원회(정기) 의사록

한 국 은 행

1. 일 자 2019년 5월 31일(금)
2. 장 소 금융통화위원회 회의실
3. 출석위원 이 주 열 의 장 (총재)
이 일 형 위 원
조 동 철 위 원
고 승 범 위 원
신 인 석 위 원
윤 면 식 위 원 (부총재)
임 지 원 위 원

4. 결석위원 없 음

5. 참 여 자 장 호 현 감사 신 호 순 부총재보
유 상 대 부총재보 정 규 일 부총재보
서 봉 국 외자운용원장 이 환 석 조사국장
신 운 경제연구원장 민 좌 홍 금융안정국장
박 종 석 통화정책국장 이 상 형 금융시장국장
이 승 헌 국제국장 김 현 기 공보관
채 병 득 금융통화위원회실장 성 광 진 의사팀장

6. 회의경과

가. 의결안건

<의안 제19호 — 통화정책방향>

(1) 전일 개최된 동향보고회의에서 조사국장이 보고 제32호 - 「국내외 경제 동향 및 평가」, 국제국장이 보고 제33호 - 「외환·국제금융 동향」, 그리고 금융시장국장이 보고 제34호 - 「금융시장 동향」에 대하여 보고하였음.(보고내용 : 별첨)

(2) 본회의에서는 의장이 전일 보고내용을 접수하고 「한국은행법」 제28조에 따라 의안 제19호 - 「통화정책방향」을 상정하였음.

(3) 위원 토의내용

전일 개최된 동향보고회의에서는 다음과 같은 토의가 있었음.

(가) 국내외 경제동향 및 평가

일부 위원은 유로지역의 노동시장이 지표상으로 양호한 상황을 지속하고 있는데, 그 실상을 들여다보면 예전처럼 노동수요 증가에 따라 유희노동력이 줄어들기보다는 일자리 나누기와 같은 사회적 합의(social contract)에 의해 노동시장의 양적지표가 안정세를 찾아가는 성격이 짙어 보인다고 언급하였음. 이에 따라 양호한 노동시장 상황에도 불구하고 유로지역 경제의 회복세가 그다지 두드러지지 않는 모습을 나타낼 수 있다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 최근 상황을 감안하면 설비투자와 상품수출이 지난 전망 수준을 하회할 가능성이 있어 보인다고 언급하였음.

이에 관련부서에서는 금년 2/4분기만 놓고 보면 설비투자와 상품수출의 부진을 정부투자, 상품수입 등이 부분적으로 상쇄하면서 성장세가 지난 4월 전망수준에서 크게 벗어나지 않을 것으로 예상되며, 금년 중 전체 성장흐름도 기존에 전망한 대로 2/4분기에 성장세가 1/4분기에 비해 확대되었다가 3/4분기 이후에는 2/4분기보다 낮아지는 모습을 나타낼 것으로 보인다고 답변하였음.

또한 동 위원은 관련부서의 금년 중 물가 전망치에는 최근의 물가추세를 다소 웃도는 수준으로 물가를 견인할 수 있는 여러 요인들에 대한 가정이 포함된 것으로 보인다고 언급하면서, 이러한 가정이 일부 실현되지 않을 수도 있음을 염두에 둘 필요가 있다는 견해를 제시하였음.

아울러 동 위원은 최근 우리나라에서 나타나고 있는 단시간 취업자의 증가 현상은 주요 선진국에서 우리보다 먼저 나타났다가 최근 2~3년 사이에 더욱 가속화되고 있는 것으로 보인다고 언급하였음. 주요국 사례에서와 같이 단시간 취업자수는 여성 경제활동참가율의 변동에 주로 영향을 받겠지만, 노동인력의 고령화도 경제활동참가율의 상승과 단시간 취업자수의 증가에 영향을 미칠 수 있다는 견해를 나타내었음. 이와 관련하여 대부분의 유럽국가들은 55~64세 연령층을 따로 구분해서 노동시장을 분석하고 있다고 소개하면서, 우리도 이러한 사례를 참

고할 필요가 있다고 덧붙였음.

한편 동 위원회는 최근 노동이동의 특징을 다양한 접근방법을 활용하여 분석하는 것은 매우 중요하며, 특히 경기변동성 측면에서 함의하는 바를 파악할 필요가 있다고 언급하였음.

다른 일부 위원회는 우리 경제가 2/4분기에 기술적으로 회복되고 뒤이어 하반기에도 회복세를 이어갈 것이라는 당행의 기본 전망은 재정·확대 기조와 반도체 시장의 회복 기대를 바탕으로 하고 있으나, 이러한 전망이 낙관적으로 보인다는 견해를 나타내었음. 관련부서에서는 2/4분기 중 정부부문의 큰 폭 반등 가능성을 근거로 전기대비 1%대 초중반 수준의 성장세를 전망하고 있으나, 정부부문의 성장기여도는 지난해 4/4분기 중 매우 높았다가 금년 1/4분기에는 크게 낮아져 두 분기를 평활화하면 연율로 1%p 정도를 기록하여, 2%대의 우리 경제성장률을 감안하면 상당히 높은 수준을 나타내었다고 언급하였음. 즉 금년 1/4분기 중 정부부문의 부진에는 이례적으로 높았던 지난해 4/4분기에서 정상화되는 부분이 꽤 작용했을 가능성이 있으며, 이런 관점에서 정부부문이 1/4분기 중 부진했다고 해서 2/4분기에는 상당 폭 반등할 것이라고 예단하기는 다소 조심스럽다는 의견을 밝혔음.

이에 관련부서에서는 1/4분기 중 정부부문의 부진에는 위원이 언급한 바와 같이 지난해 4/4분기의 기저효과도 일부 작용했을 것이라고 언급하였음. 다만 정부 예산은 연간 단위로 집행되므로 1/4분기 중 미집행된 부분이 2/4분기 이후에 이연되어 집행될 것이고, 특히 2/4분기에 집행이 집중되면서 경제성장률에 보탬이 될 가능성이 높아 보인다고 첨언하였음.

이어서 동 위원회는 최근까지 발표된 지표로 판단한다면 전년동기대비 1.8%의 성장률을 기록하였던 금년 1/4분기가 현재의 경기상황을 대변하는 것으로 생각할 수 있다고 언급하였음. 당행 전망대로 금년 경제성장률 2.5%를 달성하기 위해서는 2/4분기 이후 세 분기를 합쳐 3%가량 성장해야 하는데, 이례적이었던 반도체 경기의 초호황이 재현되지 않는 한 이는 쉽지 않아 보인다는 의견을 표명하였음.

다음으로 동 위원회는 최근까지의 지표를 살펴보면 수출이 회복되고 있다는 신호를 아직 감지하기 어렵다고 언급하면서 관련부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 수출단가의 하락 폭이 예상보다 크기는 하지만, 최

근 휴대폰 관련 반도체 수출물량이 회복되는 모습을 보이고 있고 전체 수출물량도 2/4분기 들어 추가 감소 폭이 제한되고 있는 상황이라고 답변하였음.

또한 동 위원은 교역조건의 악화와 함께 금년 1/4분기 중 명목 GDP성장률이 전년동기대비 1% 내외 수준에 그치고 GDP 디플레이터는 마이너스일 가능성이 높아 보인다고 언급하였음. 2/4분기 이후에도 교역조건의 개선을 기대하기 쉽지 않은 점을 감안하면 금년 명목 GDP성장률이 2%에 미치지 못할 가능성을 배제할 수 없다고 우려하면서, 낮은 명목성장률은 정부세수에 직접적인 영향을 줄 뿐만 아니라 경제주체의 부채상환능력에도 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 점에서 경계심을 가질 필요가 있다는 견해를 나타내었음.

이에 관련부서에서는 위원이 언급한 명목 GDP성장률 부진의 부정적 파급영향에 대해서는 충분히 공감한다고 언급하면서, 다만 현재로서는 명목성장률이 1%대까지 낮아질 가능성은 제한적으로 보인다고 덧붙였음.

아울러 동 위원은 일반적으로 가격조정이 연초에 많이 이루어지기 때문에 1~4월까지의 물가오름세가 한해 전체 물가오름세의 2/3 정도를 차지하는 것으로 분석되었다고 소개하였음. 이에 비추어 보면 금년 1~4월 중 0.5% 상승에 그친 소비자물가가 나머지 8개월 동안 1.5% 이상의 오름세를 보여 당행의 연간 전망치인 1.1%에 부합할 것으로 예상하는 것은 쉽지 않아 보인다고 언급하면서 관련 부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 5월 이후 물가오름세가 1~4월보다 점차 높아질 것으로 보이며, 지난해 농축산물 가격이 급등했던 기저효과로 하반기 중 일시적으로 재차 낮아질 가능성은 있으나 전체적으로 지난 전망에서 크게 벗어나지 않을 것으로 예상된다고 답변하였음. 또한 위원이 언급한 물가상승률의 연간 패턴에 대해서는 이를 인지하고 있으나, 지난 1년여처럼 정부정책이 물가에 전방위적으로 영향을 주었던 적을 찾기 어렵다는 점에서 앞으로 그러한 흐름이 반복되리라고 보기는 어려운 부분이 있다고 첨언하였음. 지난 1년 동안 실시된 무상급식, 무상교복, 의료보험보장성 강화, 유류세 인하, 공공요금 억제 등 다양한 정부정책이 금년 초반 물가상승률을 상당 폭 낮춘 것으로 분석되는데, 이러한 정책이 1년 넘게 지속되면 물가에 미치는 영향이 사라지고 일부 정책의 경우 종료시점이 있어 올해는 5월 이후의 물가오름세가 1~4월보다 높은 흐름이 전개될 것으로 보인다고 설명하였음. 다만 지난 전망대비 하방리스크가 증대된 것은 사실이며, 정부정책이 물가상승률 전망에 상당한 불확실성 요인으로 작용하고 있다고 덧붙였음.

이에 동 위원은 정부정책의 영향이 배제되어 있다고 볼 수 있는 물가, 예를

들면 관리물가 제외 근원인플레이션도 추세적으로 낮아지고 있고, 개인서비스물가도 무상급식의 영향을 받는 외식은 물론이고 전체적으로 둔화되는 모습이라고 언급하면서, 이러한 모습을 반전시킬 수 있는 동력을 찾기 어렵다는 의견을 표명하였음.

또 다른 일부 위원은 일각에서 미·중 무역분쟁의 심화가 우리 수출을 최대 0.9% 감소시킬 것으로 분석하였고, IMF는 미·중 무역분쟁이 무역경로뿐만 아니라 금융과 투자의 위축 등 불확실성경로를 통해 전세계 GDP를 0.1~0.5% 감소시킬 것으로 추정하였다고 소개하였음. 우리나라와 중국 간 밀접한 금융·경제 연계성을 감안할 때 우리나라는 이같은 불확실성경로를 통한 부정적 영향이 클 수 있는 대표적인 나라로 보인다고 언급하면서, 다양한 시나리오별로 파급영향을 세밀하게 분석해 볼 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

이어서 동 위원은 1/4분기 중 중국경제 성장률이 예상을 상회하였으나, 4월 경제지표는 미·중 무역분쟁의 영향 속에 다소 부진한 모습을 보였다고 평가하였음. 미·중 무역분쟁과 관련하여 중국당국에서는 거시경제정책 여력이 충분하고, 완화적 정책의 영향으로 디레버리징 정책의 추진동력이 다소 약화되겠지만 부채 문제가 당장 현실화되지는 않을 것이라고 강조하고 있다고 언급하면서, 관련부서에서는 중국경제에 대해 어떻게 보고 있는지 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 비록 정책 여력이 있더라도 2/4분기 이후에는 중국경제의 성장률이 점차 둔화될 것으로 보인다고 답변하였음. 다만 무역분쟁 전개 양상의 불확실성이 있기는 하지만 중국경제가 단기간에 큰 폭 둔화될 가능성은 낮다고 덧붙였음.

또한 동 위원은 최근 수출을 비롯해 여러 경제지표와 심리지표가 부진한 가운데 외부기관들의 경제전망도 그리 긍정적이지 않아 7월 경제전망을 앞둔 관련부서의 부담이 클 것으로 보인다고 언급하였음. 특히 당행은 외부기관보다 설비투자과 수출 전망을 덜 어둡게 보고 있는데, 하반기 중 설비투자과 수출이 당행 예상대로 안정되는지 여부가 매우 중요해 보인다고 덧붙였음.

아울러 동 위원은 관련부서에서 금년도 물가전망에 하방리스크가 증대되었다고 평가하였는데, 7월 경제전망에서 물가 전망치가 수정될 가능성에 대해 어떻게 보고 있는지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 최근 원/달러 환율의 상승, 국제유가 상승 등의 상
방요인이 있으나, 기본적으로 수요측 물가압력이 그리 크지 않은 상황에서 유류
세 인하기간 연장 등 예상치 못한 정부정책이 가세함에 따라 지난 전망 시보다
하방리스크가 커진 것은 사실이라고 답변하였음. 향후 물가전망의 수정 여부는 5
~6월 실적치와 여건변화를 확인한 후 판단할 수 있을 것으로 보인다고 덧붙였
음.

한편 일부 위원은 금년 1/4분기 성장률 실적치가 이미 나온 상황에서 당행의
금년도 경제성장 전망치인 2.5%에 부합하기 위해서는 전기대비 성장률이 2/4분기
중 1%대 초중반, 그리고 3/4분기와 4/4분기에는 0.8%가량을 각각 나타내야 하는
데, 만일 1년의 기간을 올 1/4분기~4/4분기가 아니라 올 2/4분기~내년 1/4분기
로 잡을 경우 내년 1/4분기 성장률이 소폭의 플러스만 기록하더라도 산술적으로 연
간성장률이 3%를 초과하는 매우 높은 성장세를 보이게 된다고 언급하였음. 즉
1/4분기의 부진을 딛고 금년 성장 전망치를 달성하기 위해서는 2/4분기 이후 국내
경기가 반등 수준을 넘어 기조적으로 회복되어야 하며, 그 속도도 상당히 빨라야
한다고 설명하였음. 그러나 소비, 투자, 수출 등의 흐름에서 이러한 조짐을 아직
발견할 수 없으며, 그 결과 당행 전망치의 달성가능성을 뒷받침하기가 쉽지 않다
는 의견을 나타내었음.

이에 관련부서에서는 위원이 언급한 대로 네 분기 동안의 전기대비 성장률을
합산한 수치와 실제 연간성장률 값은 서로 비슷한 경우가 일반적이거나, 지난해 4/4
분기와 금년 1/4분기처럼 불규칙 요인이나 기저효과가 크게 작용할 경우에는 양
자 간 괴리가 커지는 경우도 없지 않다고 답변하였음. 아울러 전년동기대비 성장
률로 살펴보면 내년 1/4분기에 3.0%를 크게 초과하는 수준을 기록하지 않는 한
금년 2/4분기부터 내년 1/4분기까지를 1년으로 본다고 할 때 연간성장률이 3.0%
를 넘기 어렵다고 덧붙였음.

다른 일부 위원은 세계경제 성장세와 세계교역 증가세가 둔화되는 가운데 미·
중 무역분쟁은 예상치 못한 수준으로 심화되고 있으며, 반도체수요의 회복 지연
가능성이 제기되면서 성장전망의 하방리스크가 상당 폭 증대된 것으로 보인다고
언급하였음. 최근 국내외 전망기관들이 우리 경제의 성장전망을 하향조정한 것도
이러한 점을 반영한 것으로 보인다고 덧붙였음. 최근 국내외 금융·외환 시장에서
위험회피 성향이 높아지면서 주가 하락과 신흥국 통화 약세가 나타나고 있는데,

이는 가계, 기업 등 경제주체들의 심리를 취약하게 하는 요인으로 작용하고 있다는 의견을 나타내었음. 더욱이 일각에서는 경제위기론까지 제기하고 있는가 하면 금, 달러화 등 안전자산 매입이 늘고 있다는 언론보도도 있다고 언급하였음. 현재 우리 경제상황이 좋지 않고 앞으로도 하방리스크가 존재하는 점을 부인할 수는 없으나, 위기를 거론할 정도로 우려되는 상황인지, 정책당국의 관리가능 범위를 벗어나는 것인지 등에 대해 보다 냉철한 평가가 필요하며, 다음과 같은 점을 감안할 때 경기침체에 대한 우려는 다소 지나친 것으로 보인다는 견해를 밝혔음.

첫째, IMF, OECD 등 국제기구의 세계경제전망을 살펴보면 성장률, 특히 교역신장률이 내년 중 상당 폭 개선되는 것으로 나타나고 있는데, 우리 경제가 세계 교역 개선의 긍정적 영향을 상대적으로 크게 받을 수 있을 것으로 기대됨.

둘째, 거시경제 조절을 위한 국내 정책여력 측면에서 재정정책과 통화정책 모두 이를 확보하고 있는 것으로 평가됨. 재정정책의 경우 비록 최근 중장기적 재정건전성의 지속가능성에 대한 논란이 있지만 다른 나라에 비해서는 정책여력이 충분하며, 통화정책의 경우에도 마이너스 금리 등 비전통적 통화정책을 구사하지 않은 데다 지난 두 차례의 기준금리 인상과 최근 주요국 중앙은행의 완화기조 선회로 어느 정도 정책여력을 확보한 것으로 보임. 이런 점에서 우리 경제를 둘러싼 하방리스크가 현실화되더라도 정책대응을 통해 그 영향을 관리할 수 있을 것으로 판단됨.

종합하면 미·중 무역갈등의 전개과정 등 대내외 여건의 불확실성이 높은 만큼 정책당국은 다양한 상황을 상정하고 철저히 대비하는 동시에 민간 경제주체들 사이에서 과도한 불안심리가 확산되지 않도록 소통을 강화해야 할 것이라는 의견을 표명하였음.

또 다른 일부 위원은 통제불가능한 여건들이 많아 경제전망이 매우 어렵고 전망의 시계도 짧아질 수밖에 없는 상황이라는 견해를 나타내었음. 최근 긴장이 고조되고 있는 미·중 간 무역분쟁 문제와, 2/4분기 이후 성장률에 큰 영향을 미칠 것으로 기대되는 재정정책 이슈는 모두 당행이 통제할 수 없는 변수라고 언급하였음. 따라서 이 두 변수를 제외한 나머지, 즉 지속가능한 부분에 대한 판단에 보다 관심을 기울일 필요가 있다고 덧붙였다. 이러한 맥락에서 월별지표로 보면 지난해 4/4분기 또는 금년 1/4분기 초반 수준에서 적어도 더 이상 나빠지지는 않고 있는 몇 가지를 발견할 수 있다는 의견을 나타내었음.

예를 들면 건설투자의 경우 전년동기대비로 보면 기초적 조정양상을 지속하고 있다고 평가할 수 있으나, 전기대비 기준으로는 금년 1/4분기 후반 들어 건설

기성액과 건설수주 등이 안정화되거나 소폭 증가하는 모습이 나타나고 있다고 언급하였음. 건설투자 관련 지표의 수준 자체가 지난해의 큰 폭 감소에서 벗어나 이처럼 안정화되는 것만으로도 건설투자의 GDP성장률 기여도가 지난해 마이너스에서 개선되는 효과를 거둘 수 있다고 설명하였음. 아울러 건설수주가 3월 중 크게 증가하였는데, 이러한 긍정적 흐름이 좀 더 이어진다면 건설투자가 오히려 전망의 상방리스크로 작용할 가능성도 있어 보인다고 덧붙였다.

수출의 경우에도 큰 폭의 수준 변동이 있었기 때문에 전년동기대비로만 볼 경우 전환시점(turning point)에 대한 판단이 늦어질 가능성이 있다고 언급하였음. 아울러 월별 영업일수 차이를 보정하기 위해 참고하는 일평균 수출금액 지표는, 기업들이 영업일수가 아니라 특정 기간을 단위로 수출실적을 관리하기 때문에 특정 월의 영업일수가 많으면 수출선적에 오히려 여유를 갖는 경향을 보인다는 점을 감안하면, 그 해석에 유의할 필요가 있다고 설명하였음. 이러한 관점에서 월별 수출을 보면 비록 최근 몇 개월이기는 하지만 수출금액이 완만히 증가하는 모습을 나타내었고, 물량기준으로는 개선 폭이 더욱 컸을 것으로 보인다는 견해를 나타내었음. 이상을 종합하면 미·중 무역분쟁의 심화 등 하방리스크가 크게 부각됨에 따라 자칫 현 상황에 대해 분석하거나 판단함에 있어 균형을 잃을 수 있다는 점을 상기하고자 하였으며, 이러한 맥락에서 일부 지표들의 움직임에서 엿보이는 긍정적인 면을 짚어보았다고 언급하였음.

이어서 동 위원은 주요 선진국들의 경우 통계기법의 발전과 함께 전월대비나 전기대비 지표를 점점 많이 활용하는데, 이는 경제가 발전하여 성장 폭이 크지 않은 상황에서는 경제지표의 증가율 변화보다는 절대수준 자체가 변하는 경우가 더 많으며 이에 따라 전년동기대비로 볼 경우 기저효과에 의한 왜곡이 잦기 때문이라고 언급하였음. 아울러 전월대비나 전기대비 지표에도 계절조정이 완벽하지 않을 수 있는 약점이 존재한다고 첨언하였음. 따라서 앞으로 당행도 각기 다른 약점을 갖고 있는 전년동기대비 지표와 전기대비 지표를 같이 활용하면서 경기상황을 종합적으로 판단할 필요가 있다는 견해를 표명하였음.

또한 동 위원은 최근 노동시장의 제도 변화가 잦은 만큼 앞서 일부 위원이 언급한 대로 노동시장에 대한 연구를 강화해 줄 것을 당부하였음.

(나) 외환·국제금융 및 금융시장 동향

일부 위원은 다수의 실증연구에서 유로지역 실질M1과 실질GDP 간 밀접한 양(+)의 상관관계가 존재하며 경기국면 전환과 관련하여 실질M1이 실질GDP에 선행하는 것으로 나타났다고 소개하였음. 우리나라의 경우 M2 증가율에 별다른 변동이 없는 반면 M1 증가율은 상대적으로 큰 변동성을 나타내고 있는 가운데, M2보다는 M1이 실물경제와의 선행성 측면에서 더 유의하게 나타나고, 특히 M1이 명목성장률에도 3~4분기 선행하는 것으로 보인다고 언급하였음. 예를 들어 M1의 순환변동치를 계산해 보면 2016년 하반기에 정점을 지나 지속적으로 하락하여 최근에는 크게 낮은 수준을 나타내고 있는데, 이는 최근 우리의 명목성장률을 잘 선행해 온 것으로 보인다고 지적하였음. 이러한 관점에서 M1을 포함한 다양한 통화량 지표들의 흐름을 종합적으로 감안하여 유동성상황에 대한 이해를 제고할 필요가 있다고 첨언하였음.

다른 일부 위원은 최근 원화 환율이 큰 폭 상승하는 과정에서 위안화 움직임 등 중국의 영향이 크게 나타나고 있다고 언급하면서, 시장을 면밀히 모니터링하면서 우리 외환시장의 급격한 쏠림현상이 발생하지 않도록 유의해야 한다는 견해를 나타내었음.

이에 관련부서에서는 현재 시장에서는 일정한 환율수준에 대한 경계감이 있다가 어떤 계기로 환율이 그 수준을 넘어서면 심리가 상승 쪽으로 쏠려 환율이 상당 폭 오르고, 다시 시장참가자들이 다음 특정 수준을 주목하는 패턴이 이어지고 있다고 언급하였음. 아울러 환율변동성이 지나치게 커지거나 쏠림현상이 발생할 경우 시장뿐만 아니라 실물경제에 악영향을 줄 수 있는 점에 유의하고 있다고 첨언하였음.

이어서 동 위원은 금년 1/4분기 중 가계대출 증가세가 상당 폭 둔화되었다가 4월 이후에는 대출이 늘었는데, 전반적으로 가계대출의 둔화추세가 계속 이어지는 것으로 볼 수 있는지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 대출 둔화추세가 이어지겠지만, 수도권 분양 및 입주 예정물량 등을 감안할 때 그 속도는 다소 완만해질 수 있을 것으로 보인다고 답변하였음.

다음으로 동 위원은 최근 발표된 자료를 보면 도소매업이나 숙박음식업에 대한 대출 증가 폭이 확대되었는데, 이들 업종의 업황이 그다지 좋지 않은 상황임에도 대출이 증가하는 배경은 무엇이며, 관련 대출의 연체율이 점차 높아지고 있

다는 점에서 부실 가능성에 유의해야 할 상황은 아닌지 관련부서에 질의하였음.

이에 대해 관련부서에서는 이들 업종에 대한 대출 증가는 신설법인 증가와 정부 지원프로그램 강화에 주로 기인한 것으로 보이며, 최근 들어 저신용차주 비중이 상대적으로 높은 비은행을 중심으로 연체율이 다소 상승하였으나 은행의 연체율은 낮은 수준에서 안정세를 보이고 있어, 아직까지는 크게 우려할 상황은 아닌 것으로 판단된다고 답변하였음. 다만 이들 업종이 경기민감한 데다 최근 경기상황의 불확실성이 크다는 점에서 향후 흐름을 면밀히 살펴볼 필요가 있다고 첨언하였음.

또 다른 일부 위원은 금년 들어 은행권 가계대출 추이를 살펴보면, 우선 개별 주택담보대출의 경우 지난해에 이어 전세자금대출이 대출 증가세를 주도하고 있으며, 전세자금대출을 제외한 대출은 감소하는 모습이라고 언급하였음. 전세자금대출의 경우 보증기관의 보증 등 금융기관의 대출취급 유인이 큰 점을 감안할 때 현재의 증가추세가 이어질 가능성이 높다고 평가하였음. 다음으로 신규 분양시장과 연계되어 있는 집단대출의 경우에는 대체로 지난해와 비슷한 수준의 증가세가 전망된다고 언급하였음. 이를 감안하면 전세자금대출 등을 대상으로 추가 조치가 나오지 않는 한 가계대출이 명목GDP 증가율이나 가처분소득 증가율을 계속 웃돌 가능성이 높아 보인다는 견해를 나타내었음.

한편 일부 위원은 5월 들어 미·중 무역분쟁이 심화됨에 따라 국내외 금융·외환시장의 변동성이 크게 높아졌고, 이런 가운데 원/달러 환율의 급등이 두드러진다고 평가하였음. 우리나라의 CDS프리미엄이나 국내은행의 외화차입 가산금리와 같은 대외건전성 지표의 흐름에 큰 변화가 없고, 외국인 증권투자자금이 채권을 중심으로 유입되는 등 외환수급 사정에 별다른 문제가 없음에도 불구하고 원화가 무역분쟁의 당사국 통화인 위안화보다 더 큰 폭의 약세를 보이고 있다고 지적하였음. 비록 국내경제의 성장경로에 대한 하방리스크가 원화약세 요인이기는 하나, 최근의 원/달러 환율 움직임은 제반 여건에 비추어 다소 지나친 것으로 보인다는 견해를 밝혔음.

다른 일부 위원은 최근 미·중 무역분쟁의 심화와 함께 금융시장 전반에서 위험회피심리가 확산되고 있음에도 불구하고 우리 금융시장에서 회사채 신용스프레

드는 모든 등급에서 축소되고 있는데, 이는 주요국과 다소 차별화되는 움직임이라고 언급하였음. 통상 이와 같은 차별화는 우리 경제의 상황이 다른 나라보다 낮거나 채권의 공급이 적을 때 나타날 수 있으나, 현 시점에서 이러한 가능성은 낮아 보인다는 견해를 나타내었음. 따라서 차별화의 원인으로 시중의 풍부한 유동성 사정이나 신용시장 가격메커니즘의 왜곡을 생각해 볼 수 있다고 언급하면서, 관련부서에서는 회사채 신용스프레드 축소의 원인을 무엇으로 보고 있는지 질의하였음.

이에 대해 관련부서에서는 최근 우리나라 회사채 신용스프레드의 움직임이 주요국과 다른 것은 위원이 언급한 대로 시중의 풍부한 유동성 사정에 따른 결과로 이해하고 있다고 답변하였음. 특히 채권시장의 경우 안전자산 선호의 영향 등으로 채권형펀드로의 자금유입이 이어지고 있는 가운데 외국인의 국채·통안증권 매수 확대에 따라 회사채의 금리메리트가 부각되면서 투자수요가 견조한 상황이라고 첨언하였음. 이와 함께 우리나라의 경우 그동안 기업부문에 대한 자금공급이 크게 두드러지지 않았고, 특별한 신용이벤트가 발생하지 않아 신용경계감이 완화되어 있는 점도 신용스프레드 축소에 일부 영향을 주고 있는 것으로 보인다고 덧붙였다.

이에 동 위원은 회사채 신용스프레드의 움직임이 이론과 다르게 나타나고 있는 상황에 대해서는 주의 깊게 살펴볼 필요가 있다고 당부하였음.

이어서 동 위원은 큰 그림에서 볼 때 우리 외환시장을 둘러싸고 다음과 같은 변화가 점진적으로 나타나는 모습이라는 견해를 나타내었음. 우선 경상수지 흑자가 다소간의 변동성을 동반하면서 꾸준히 축소되는 가운데, 변동성이 상대적으로 작은 직접투자(FDI)의 경우 지난해 중반 이후 유입액이 주는 반면 유출액은 느는 경향을 나타내고 있어 국제수지흐름의 구조적인 변화를 의심해 볼 수 있는 상황이라고 언급하였음. 다음으로 비록 우려할 정도는 아니지만 단기외채비중이나 외환보유액 대비 단기외채비율이 상승하여 수년래 가장 높은 수준을 나타내고 있다고 덧붙였다. 우리나라의 대외건전성이 아직은 양호한 수준이지만 글로벌 이벤트에 대한 국내 금융시장의 반응이 예전보다 다소 확대될 수 있는 점에 유의할 필요가 있다고 당부하였음.

이에 관련부서에서는 경상수지 흑자가 감소하는 상황에서 국내 연기금이나 보험사 등의 대외투자는 확대된 영향으로 단기외채가 다소 늘어난 데에 대해서는 주시하고 있다고 언급하였음. 중장기적으로 경상수지 흑자와 대외투자가 거시적으로 어떻게 균형을 이루어 나가느냐가 중요하며, 금융부문을 통해 단기적으로 조정이 이루어지는 과정에서 단기외채의 변동성이 커질 가능성에 유의하고 있다

고 첨언하였음.

(다) 「통화정책방향」에 관한 토론

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

먼저 저인플레이션에 대한 통화정책 대응 관련 논의에 대한 관련부서의 다음과 같은 의견 제시가 있었음.

글로벌 금융위기 이후 주요국에서 목표수준을 밑도는 저인플레이션 상황이 지속되고 있는데, 이에 대해 통화정책 면에서 보다 적극적인 대응이 요구된다는 견해와 신중한 접근이 필요하다는 견해가 양립하고 있음. 적극 대응 견해는 물가 안정이라는 통화정책의 기본 책무, 정책 신뢰성, 저인플레이션 원인으로서의 부진한 경기상황, 디플레이션 악순환(deflationary spiral) 발생 가능성 등을 강조하면서 통화정책은 여전히 인플레이션에 효과적인 거시정책 수단이며, 금융불균형 위험에는 거시건전성정책으로 대처하는 것이 효율적이라는 입장을 견지하고 있음. 반면 신중한 접근 견해는 최근의 저인플레이션이 구조적 요인에도 상당 부분 기인한다는 점, 통화정책 추가 완화는 물가상승 효과보다 금융불균형 심화 등 부작용을 더 크게 초래할 수 있다는 점 등을 강조하면서 최근 저인플레이션의 부작용이나 디플레이션 악순환 발생 가능성은 제한적일 수 있다는 입장을 나타내고 있음.

한편 우리나라의 최근 저인플레이션 현상과 관련하여 통화정책적으로 고려할 사항들을 살펴보다라도 이와 유사하게 적극적인 대응과 신중한 접근 필요성을 각각 뒷받침할 수 있는 근거들이 병존하고 있는데, 저인플레이션 상황에서 앞으로 통화정책으로 어떻게 대응해야 하는지는 중기적 물가흐름의 목표수준 또는 전망 경로 부합 여부, 신용·자산가격·자본유출입 등과 관련된 금융안정 리스크에 대한 평가 등을 종합적으로 고려하여 판단해 나가는 것이 바람직할 것으로 생각됨.

일부 위원은 경제현상의 틀이 바뀌는 국면에서는 기존에 정립된 이론으로 설명하기 어려운 경우가 많고, 글로벌 금융위기 이후 저인플레이션이 지속되는 가운데 금융불균형에도 유의해야 하는 상황이 도래함에 따라 신중한 접근 견해도 같이 주목을 받는 것으로 이해할 필요가 있다는 의견을 제시하였음. 아울러 물가안정목표제를 채택한 모든 중앙은행이 물가목표 달성을 위해 수단과 방법을 가리

지 않아야 한다는 일부의 주장은 다소 지나치며, 물가목표에 어떤 식으로 도달할 지, 그리고 목표 달성의 대가로 지불해야 할 비용이 무엇일지를 짚어보는 것도 중요하다는 의견을 표명하였음.

또한 동 위원은 앞으로 통화정책의 효율성이 더욱 요구되는 상황이 도래하고 있는 것으로 보이며, 이런 관점에서 통화정책의 파급영향에 대한 연구를 강화할 필요가 있다는 의견을 나타내었음. 유로지역의 경우 동일한 통화정책이 수행되고 있고 정책의 스피로버(spillover) 효과가 강한 측면이 있음에도 불구하고 통화정책의 효율성, 인플레이션에 대한 충격, 금융불균형의 정도 등이 국가별로 매우 다르게 나타나고 있다고 평가하면서, 이는 거시건전성정책의 차이와 함께 통화정책 파급경로 상의 구조적 특징이나 규제수준의 차이, 그리고 이러한 차이와 통화정책 간의 상호작용 등이 정책효율성에 큰 영향을 미침을 시사하는 것으로 보인다고 언급하였음. 따라서 우리 통화정책의 여력이 남아있다고 판단되는 현 시점에서 금융불균형을 최소화하는 가운데 근본적으로 통화정책의 효율성을 높이기 위해 어떠한 구조적·제도적 변화를 모색해야 할지에 대해 심도 있는 고민이 필요해 보인다고 당부하였음.

다른 일부 위원은 저인플레이션 상황에 대한 통화정책적 대응에 있어 다양한 의견이 개진될 수 있겠으나 적극적 대응 견해가 여전히 학계의 컨센서스(consensus)인 것으로 보인다고 언급하였음. 또한 인플레이션 동학 변화 및 필립스곡선 평탄화 등에 대해 상반된 실증분석 결과들도 제시되고 있다고 지적하면서, 저금리에 따른 자금배분의 비효율성 못지않게 목표수준을 하회하는 저인플레이션의 지속이 초래할 수 있는 자원배분의 비효율성도 작지 않을 수 있다는 견해를 제시하였음.

이에 다른 일부 위원은 학계의 주류 견해가 중요하기는 하지만 그것이 정책입안자의 관점과는 다를 수 있으므로 양 견해에 대해 유연한 시각을 견지할 필요가 있다는 의견을 밝혔음. 따라서 실제 정책대응에 있어서는 양 견해의 극단보다는 두 견해가 적절히 조합(mix)되는 수준에서 고려될 필요가 있으며, 대내외 경제여건의 변화에 따라 각 견해를 반영하는 비중이 달라질 수 있을 것이라고 덧붙였다.

이어서 앞의 일부 위원은 OECD국가들을 대상으로 현재의 기준금리와 최근의 근원물가 상승률 간의 관계를 살펴보면 기준금리와 물가가 거의 일대일의 관계를

보이는 반면 같은 방식으로 기준금리와 GDP대비 가계부채비율 간의 관계를 보면, 양자 간에는 뚜렷한 상관관계를 찾기가 어렵다고 덧붙였음. 우리나라의 경우 가계부채비율이 OECD국가들 중에서 높은 것은 사실이나 물가상승률은 매우 낮아서 실질기준금리가 주요국에 비해 상당히 높은 편이라고 언급하면서, 우리나라처럼 실질기준금리가 플러스를 보이는 몇몇 국가들은 대개 현재의 경제상황이 매우 양호하다는 공통점을 갖고 있다고 평가하였음. 한편 우리 금융·외환 시장에서 주목하고 있는 호주의 경우 가계부채비율이 매우 높아 대표적으로 금융안정을 강조하는 국가로 인식되어 있는데, 호주중앙은행이 지난해 말 이후 경기가 둔화되고 물가상승률이 낮아짐에 따라 6월 중 기준금리 인하 가능성을 강하게 내비친 상황이라고 소개하였음. 종합하면 중앙은행의 기준금리가 물가에 일정하게 반응하는 것이 국제적인 기준(norm)에 가까워 보이며, 금융안정 이슈를 도외시킬 수는 없겠지만 중앙은행이 우선적으로 고려해야 할 것은 인플레이션 타게팅과 관련된 부분이라는 견해를 표명하였음.

이에 관련부서에서는 국가별로 비교함에 있어 지금은 우리나라의 근원물가상승률이 크게 낮아져 있는 시기이며, 호주의 경우 주택가격과 가계부채비율이 2017년 경부터 하락하는 모습을 보이고 있어 우리나라의 상황과는 다른 부분이 있는 점을 감안할 필요가 있어 보인다고 언급하였음. 또한 통화정책에 대한 의견 차이는 통화정책 운영 시 금융안정을 어느 정도나 고려해야 하는지에 대한 견해 차이에서 비롯되는 경우가 많은 것으로 생각된다고 덧붙였음.

이에 동 위원은 우리나라의 물가상승률이 전망대로 조금 더 올라간다하더라도 결과에 큰 변화는 없으며, 최근 호주의 주택가격이 하락하고 있으나 과거 주택가격 상승기의 상승 폭은 우리나라를 크게 상회하였다고 언급하였음.

또 다른 일부 위원은 앞서 관련부서가 제시한 양 견해의 주요 논거들이 국내 통화정책 운영 시 고려될 수 있는 요소인 만큼 물가와 금융안정 상황의 변화에 따른 균형있는 접근이 필요하다는 견해를 표명하였음. 아울러 글로벌 금융위기가 금융감독 부실뿐만 아니라 저금리 하에서의 과도한 신용확대에 기인한 측면도 있다는 데 동의를 표하면서 금융안정에 대해서도 유의할 필요가 있다는 견해를 개진하였음.

이에 다른 일부 위원은 우리나라의 금융안정 상황에 대해 주요국과의 비교 등을 통해 보다 객관적인 평가를 해 볼 여지가 있어 보인다는 의견을 밝혔음.

한편 일부 위원은 저물가 상황이 장기화되면서 기대인플레이션이 하락할 경우 통화정책 여력을 제한할 수 있기 때문에 중앙은행으로는 장기 기대인플레이션이 낮아지지 않도록 유의할 필요가 있다는 의견을 피력하였음.

이에 다른 일부 위원은 장기적으로는 물가가 중앙은행에 의해 결정되는 측면이 있지만 그동안 물가가 목표수준을 밑돌았던 데에는 공급 및 구조적 요인의 영향력도 배제하기 어렵다는 점을 지적하였음.

이어서 앞의 일부 위원은 낮은 인플레이션의 위험에 대해 다음과 같은 견해를 피력하였음.

우선 낮은 인플레이션에 잠재된 위험은 상대가격 교란과 노동시장 조정비용 상승에 따른 자원배분의 효율성 저하, 디플레이션 악순환, 유동성함정/제로금리하한(Zero Lower Bound : ZLB) 고착 등이 있는데, 이 가운데 유동성함정/ZLB 고착 위험이 최근에 크게 부각되고 있음. 주요국을 대상으로 살펴보면 ZLB를 경험하였다가 탈출한 국가는 미국이 유일하다고 볼 수 있음. ZLB 고착경제에서는 기준금리가 최대한 낮게 유지되고 있음에도 통화정책의 완화효과가 나타나지 않고 실물경기가 침체된 가운데 인플레이션도 정체를 보이고 있는데, 최근 3년 평균 GDP갭(IMF 추정치)과 실질기준금리 간의 관계를 살펴보면 유로존, 일본 등 많은 국가들이 마이너스 GDP갭과 마이너스 실질금리를 나타내는 ZLB 고착 상태임을 확인할 수 있음. 우리나라는 GDP갭이 마이너스임에도 불구하고 실질기준금리는 플러스인 점에 비추어 물가보다는 금융안정 쪽에 보다 비중이 두어졌던 것으로 해석할 수 있음.

다음으로 ZLB는 이론적으로 명목기준금리가 실질중립금리와 기대인플레이션율의 합보다 높은 상황이므로, 실질중립금리나 기대인플레이션율이 낮을수록 ZLB에 진입할 위험이 커지게 됨. 역사적 경험으로 볼 때 실물경제의 구조적 문제가 있거나 과잉부채에 기인한 금융위기로 채무자들의 부채감축이 강제로 이루어지는 경우 실질중립금리의 하락이 초래될 수 있음. 또한 인플레이션의 수준 자체가 낮은 상태라면 실질중립금리 하락 충격과 함께 ZLB에 진입할 가능성이 높아짐.

결론적으로 낮은 인플레이션은 대규모의 부정적 실물충격이 ZLB 진입으로 연결될 위험을 높이므로 경계해야 하며, 기준금리 조정 여지가 제한된 상황에서는 기대인플레이션을 유지하기 위해 확고한 정책목표 및 정책의지 제시, 투명한 소통도구 개발, 유사시 활용 가능한 새로운 정책수단 개발 등이 중요함. 아울러 금융안정 측면에서는 예상치 못한 대규모 부채감축으로 연결될 수 있는 과잉부채 축적을 예방하는 것이 중요하며, 이런 관점에서 가계부채 등 특정 부문에서 부채가 과잉 축적될 위험이 있다면 이를 제어할 별도의 미시정책수단을 강구할 필요

가 있음. 또한 기대인플레이션 유지를 위한 정책을 수행함에 있어 금융안정을 위한 정책이 이와 조화를 이루는 것이 중요함.

다른 일부 위원은 저인플레이션에 대한 통화정책적 대응 문제는 물가안정목표제를 채택하고 있는 중앙은행들의 공통된 고민이며, 특히 금년 들어 우리나라의 물가상승률이 더욱 낮아졌기 때문에 이 문제가 더 부각되는 것으로 보인다고 언급하였음. 앞서 일부 위원이 언급한 바와 같이 저물가 하에서 나타날 수 있는 여러 문제 중 유동성함정 등에 빠져 통화정책의 기본 메커니즘이 작동하지 않을 수 있는 위험에 대해서는 중앙은행으로서 당연히 우려하고 경계해야 한다는 견해를 나타내었음. 다만 당행의 지난 통화정책을 돌이켜 보면 비기축통화국으로서 ZLB보다 조금 높은 양(+의 실효금리하한(effective lower bound)을 염두에 두고 정책을 수행하였는데, 만약 기준금리를 더 낮게 가져갔거나 선진국처럼 비전통적 통화정책을 활용하였다면 물가상승률이 지금보다 상당히 높아져서 목표수준에 근접해 있을지, 그리고 가계부채나 금융불균형 문제는 얼마나 더 심해졌을지 등을 가늠하기 어려운 부분이라고 덧붙였음.

이어서 동 위원은 기대인플레이션이 안착되지 않을 위험과 관련하여, 일반인을 대상으로 한 기대인플레이션 조사결과나 물가인식을 기준으로 본다면 기대인플레이션이 목표수준을 큰 폭 하회하거나 지속적으로 아래쪽을 향하여 목표와의 괴리가 커지는 것과 같은 우려스러운 상황은 아니라고 언급하였음.

또 다른 일부 위원은 최근 기초적 물가의 흐름과 통화정책 효과에 대한 다양한 논의가 제기되고 있는 만큼 앞으로 객관적인 관점에서 세부 주제별로 추가 논의를 이어갈 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

이어서 동 위원은 미국을 제외한 많은 국가들이 ZLB에 계속 고착되어 있는 이유가 이들 국가들의 통화정책이 충분히 완화적이지 않기 때문인지, 아니면 금융시스템 또는 제로금리정책 시행방식의 차이 등 다른 요인이 작용하고 있는 것인지에 대해 객관적이고 중립적인 입장에서 살펴볼 필요가 있다는 견해를 피력하였음.

(4) 한국은행 기준금리 결정에 관한 위원별 의견 개진

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

일부 위원은 기대인플레이션 약화에 대한 우려는 있으나 여러 구조적 문제점과 현재의 정책운영 여건을 감안한 확장적 재정정책 방향을 고려할 때 현재의 완화적 통화정책 기조를 이어가는 것이 바람직하기에, 이번 회의에서는 기준금리를 동결하는 것이 적절하다는 견해를 나타내었음.

지난 통화정책방향 회의 이후에도 인플레이션이 0%대 중반 수준에 계속 머무르면서 일부 기대인플레이션도 이에 반응하고 있는 것으로 보임. 대외여건의 하방리스크가 확대되고 국내 성장세가 약화된 것으로 보이지만, 보다 정확한 변화는 2/4분기 지표들을 통해 가늠할 수 있을 것임. 이런 배경에 더하여 우리가 직면하고 있는 구조적 문제들과 여러 현실적 제약을 감안하여 살펴볼 때 금번 통화정책방향 회의에서는 현재의 거시경제정책 조합(mix)의 기조를 유지하는 것이 바람직하다고 생각됨.

우리나라 물가상승률은 주요 선진국들의 인플레이션 범위 상단수준의 흐름세를 유지하다가 최근 동 범위 하단수준으로 하락하였는데, 이는 관리물가의 마이너스 기여도가 지속되는 가운데 글로벌 유가변동이 비대칭적으로 영향을 미친 데 따른 것으로 보임. 다만 관리물가를 제외한 개인서비스물가가 3월에 이어 4월에도 2%대 초반으로 소폭 하락한 점은 수요측면의 압력이 약화되었을 가능성을 시사함. 수요압력의 약화는 우리 잠재성장률이 2%대 중반 이하로 낮아지고 있는데 기인한 것으로 보임. 금융위기 이후 수출에서 내수중심의 경제구조로 가파르게 전환되고 고령화 진행이 가속화되는 등 경제활동을 위축시키는 큰 변화들이 나타나고 있음. 이에 더하여 과잉 건설투자의 조정과 IT관련 설비투자 지연이 경기적 하강압력을 가중시키고 있음. 다만 지난해 평창올림픽 관련 기저효과와 연초 정부지출의 불가피한 불규칙적 집행을 보정하면 민간소비는 올해 1/4분기에도 견조한 모습을 이어간 것으로 보임. 그러나 보다 정확한 추세는 조금 더 지켜봐야 판단할 수 있을 것임.

최근 금융불균형은 완화되어 가는 것으로 보이나 그 정도는 다른 국가들에 비해 여전히 큰 상황임. 구조적 문제로 경제의 선순환이 약화되면서 시중 유동성이 풍부함에도 생산역량 확장을 위한 자금수요는 크지 않은 것으로 보임. 그러므

로 우리의 잠재성장률을 높이고 경기적 하강압력을 완화하기 위해서는 재정 및 통화정책의 조합과 더불어 거시건전성정책을 포함한 구조개혁의 큰 틀 하에서의 접근이 필요하다고 생각됨. 이러한 노력 없이 통화정책만으로 추가적 수요진작을 시도할 경우 물가상승과 함께 금융불균형 누적이 또 다른 형태로 가속화될 수 있어 사회적 비용이 발생할 수 있음. 한편 재정정책은 관리재정수지 적자가 큰 폭 늘어나면서 지난해에 비해 크게 확장적일 것으로 전망되어 경기회복에 적지 않게 기여할 것으로 예상됨. 작년에 목표치를 크게 상회한 세입으로 GDP대비 0.6%에 그쳤던 관리재정수지 적자 폭이 올해는 법인세를 포함한 세수가 예산안에 부합하면서 GDP대비 2.2%로 크게 확대될 것으로 보임. 이는 경기적 대응뿐 아니라 구조적으로 낮아지는 성장세로 인해 확대된 취약계층에 대한 선별적 지원도 확충할 수 있는 규모라고 생각함. 그러므로 거시경제정책의 부작용을 최소화하는 적절한 경기적 대응은 통화정책의 현 완화기조를 유지하며 올해 예산을 시기적절하게 집행해 나가는 재정정책의 조합이라고 판단됨. 따라서 지난 통화정책방향 회의에 이어 본 회의에서도 기준금리를 1.75%로 유지하는 것이 바람직하다고 생각됨.

다만 IT관련 글로벌 사이클의 지연되는 회복시기, 지속되는 미·중 무역분쟁, 중동지역의 지정학적 갈등, 브렉시트 관련 불확실성 증대 등 대외여건의 하방리스크가 확대된 상황에서 향후 국내경제의 전개추이를 예의주시할 필요가 있음. 또한 여건 변화 시 이에 부합하는 거시경제정책의 기조의 조정도 고민해 나가면서 통화정책의 효율성을 높이며 부작용을 축소하는 다양한 정책대응 방안을 모색하는 노력도 병행되어야 할 것임.

다른 일부 위원은 이번에는 기준금리를 현 수준에서 유지하고, 우리 경제의 성장세 회복 여부와 미·중 무역분쟁 등 대외리스크의 전개 양상에 대한 점검을 지속해 나가는 것이 바람직하다는 견해를 밝혔음.

지난 통화정책방향 회의 이후 경제동향을 살펴보면 세계경제는 4월 전망 시 보다 성장의 하방리스크가 커지는 모습임.

세계경제에 큰 영향을 미치고 있는 미국과 중국경제의 경우 1/4분기 중 대체로 긍정적인 성장세를 보였으나 4월 이후 미·중 무역협상이 예상과는 달리 타결의 실마리를 찾지 못하면서 양국 경제가 불안한 모습을 보이고 있고, 그 결과 여타 국가의 경제에도 부정적 영향을 줄 것이라는 우려도 증대되었음. 미·중 간 분쟁이 무역분야를 넘어 지식재산권관련 분쟁과 환율논쟁 등으로도 확대되고 있음. 이러한 분쟁의 향후 전개에 대해 정확하게 예측하기는 어려우나 면밀한 모니터링

이 필요하다고 하겠음. 이에 더해 유럽경제에도 브렉시트 등 정치적 불확실성이 하방리스크로 작용하고 있음. 국제유가는 미·중 분쟁과 중동지역 긴장고조 등에 의해 한동안 크게 상승한 후 최근 일부 하락한 바 있으며, 세계교역의 증가세도 둔화되고 있음.

국제금융시장에서는 주요국 금리가 하락세를 보인 가운데 선진국과 신흥국의 주가가 하락하고, 미달러화 강세 등의 영향으로 신흥국통화가 약세를 이어가는 등 불안정한 흐름이 나타나고 있음. 당분간 시장변동성이 확대될 가능성이 크므로 철저한 대비가 필요할 것임.

국내경제는 1/4분기 중 정부부문 기여도가 축소되면서 마이너스 성장을 기록한 바 있는데, 최근에도 설비투자 및 건설투자의 조정양상이 지속되고 수출부진에서도 벗어나지 못하고 있는 상황임. 하반기부터는 반도체부문이 회복세를 보이고 미·중 갈등이 해소되면서 수출과 설비투자도 회복될 것으로 전망하였으나, 회복강도가 예상보다 약화될 것이라는 우려가 제기되고 있음. 이에 따라 금년 중 경상수지 흑자 폭도 4월 전망치보다 줄어든 것으로 보임. 한편 건설투자는 정부의 부동산정책 등의 영향으로 저조한 상태를 이어가고 있음. 고용은 4월에 증가세가 다소 둔화되었으나, 연간으로는 당초 전망보다 개선될 것으로 기대됨. 다만 제조업 고용상황 악화와 도소매 및 숙박음식업 등의 고용사정에 대해서는 계속해서 주의를 기울여야 하겠음.

이와 같은 상황을 고려하면 지난 4월 전망한 대로 우리 경제가 하반기에 회복될 수 있을지에 관한 판단이 더욱 중요해졌음. 2/4분기 성장추이를 보는 것과 함께 하반기 성장에 대해 정교한 전망이 필요할 것임. 올해 소비자물가 상승률도 기존 전망보다 낮은 수준을 이어가고 있음. 물가의 상승세가 둔화한 데는 구조적, 경기적 요인들이 복합적으로 작용하고 있을 것이나, GDP갭이 마이너스를 지속하는 상황이므로 완화적 통화정책을 유지해 나가야하겠음.

금융시장은 시장금리가 큰 폭으로 하락하는 가운데 주식시장도 부진한 상황이지만 신용시장의 자금사정은 안정된 상태를 유지하고 있음. 가계부채는 정부의 강력한 대책 등으로 증가율이 둔화되고 있음. 이와 같은 상황이 앞으로도 이어져 금융안정과 관련한 우려가 확실히 반전될 수 있을 것인지 좀 더 지켜봐야 하겠음. 최근 원화와 중국 위안화와의 동조성이 커지고 있는 바, 미·중 무역분쟁이 실물경제에 미치는 영향뿐만 아니라 금융 및 외환시장에 미치는 영향도 중요해졌음. 금융·외환 시장을 통해 실물경제에 미치는 부정적 영향이 증폭될 수 있기 때문임. 따라서 향후에도 시장 동향에 대해 밀착 모니터링을 해야겠음.

이상의 상황을 종합하여 이번에는 기준금리를 현 1.75% 수준에서 동결하고, 실물경제와 금융시장에 영향을 미치고 있는 미·중 무역분쟁, 미 연준의 통화정책

방향 등에 대한 점검을 지속해 나가는 것이 바람직하다고 판단함.

또 다른 일부 위원은 우리 경제를 둘러싼 대내외 여건이 우호적이지 않은 가운데 경제의 하방위험이 현실화되고 있으므로 이번 회의에서 기준금리를 0.25%p 인하하여 민간부문의 경기 하락 및 물가상승률 둔화추세를 완충하는 것이 바람직하다는 견해를 나타내었음.

최근 우리 경제는 건설투자의 조정이 지속되는 가운데, 반도체 등 IT 산업에 크게 의존해왔던 수출과 설비투자의 감소세가 지속되면서 전반적인 경제활동이 위축되고 있으며, 이에 따라 민간소비 증가세도 점차 둔화되는 추세를 보이고 있음. 전기대비 성장률의 경우 작년 4/4분기 이후 민간부문의 성장이 거의 정체된 상태에서 정부의 성장기여도에 따라 전체 성장률이 등락하고 있음. 즉 작년 4/4분기에는 정부의 성장기여도가 1.2%p로 급등함에 따라 전체 성장률이 예상을 상회하는 1.0%에 이르렀으나, 금년 1/4분기에는 재정집행이 기대만큼 실현되지 못한 결과 정부의 성장기여도가 -0.7%p를 기록하면서 전체 성장률도 -0.3%로 크게 하락하였음. 따라서 정부의 이연된 재정집행이 실현될 것으로 기대되는 2/4분기에는 일정 부분 성장률의 기술적 반등이 나타날 수 있을 것으로 보임.

다만 분기별로 나타나는 이례적 요인을 통제하기 위해 반기별 통계를 살펴볼 경우 작년 이후 우리 경제가 둔화추세에 있다는 사실은 명확해 보임. 실질 GDP의 전년동기대비 성장률은 반도체 호황이 정점에 있었던 재작년 하반기에 3.3%를 기록한 이후, 작년 상반기 2.8%, 하반기 2.5%로 둔화된 데 이어, 금년 상반기에는 2/4분기의 반등 가능성을 감안하더라도 2%를 크게 상회하기 어려울 것으로 예상됨. 우리 경제 전체의 소득증가율을 의미하는 명목성장률의 하강세는 더욱 가파름. 재작년 하반기에 6.0%까지 상승하였던 명목GDP 성장률이 작년 상반기 3.5%, 하반기 2.5%로 둔화된 이후, 금년 상반기에는 실질성장률을 하회하는 1%대로 하락할 가능성이 높아지고 있음.

향후 경제여건도 우호적이지 않음. 세계경제 둔화추세가 지속되는 가운데 교역증가율이 빠르게 하락하고 있으며, 이에 따라 감소세에 머물러 있는 우리 수출의 회복조짐은 나타나지 않고 있음. 최근에는 미·중 무역분쟁을 둘러싼 불확실성이 크게 확대되고 있어, 향후 단기간 내에 수출이 회복될 것으로 기대하기 더욱 어려워지고 있음. 반도체 가격 급락세가 완화되고 있으나 이는 반도체 시장의 급반등 가능성보다 지난 2년 간의 이례적 호황이 마무리되고 있음을 시사하는 모습일 수 있음. 고용부진이 지속되고 가계소득 증가세가 둔화되고 있어 민간소비의

의미 있는 반등을 기대하기도 쉽지 않음. 정부의 재정지출 확대가 공공 및 준공공 부문을 중심으로 경기하락 추세를 일부 완충할 것으로 기대되고 있으나, 이를 통해 민간부문의 경기를 반등시킬 수 있을 것인지는 불확실함.

이처럼 전반적인 경제활동이 위축됨에 따라 소비자물가 상승률은 0%대 중반으로 더욱 둔화되고 있음. 식료품과 에너지를 제외한 근원물가 상승률도 2000년대 들어 처음으로 0%대에 진입하고 있으며, 여기에서 관리대상 물가를 제외한 지수의 상승률도 1%대 초반으로 하락하고 있어 최근의 인플레이션 둔화가 일시적 교란요인에 기인한 현상이 아님을 시사하고 있음. 이와 같은 인플레이션의 둔화는 동일한 명목금리의 실질적 부담을 상승시킴으로써 경기회복을 지체시키는 요인으로 작용함. 아울러 현재의 경기하강 추세가 지속될 경우 경제 전반의 구조적 인플레이션이 목표수준을 상당 폭 하회하는 수준에서 장기간 머무를 가능성도 배제할 수 없으며, 이 경우 통화당국의 물가안정 목표제에 대한 신뢰성이 훼손되면서 향후 통화정책에 더 큰 부담요인으로 작용할 우려도 존재함.

이상과 같은 경제상황을 감안할 때, 기준금리를 현재의 1.75%에서 1.50%로 인하하여 민간부문의 경기하락 및 물가상승률 둔화추세를 완충하는 것이 바람직하다고 판단함. 현 시점에서 볼 때 2.5%의 성장률과 1.1%의 소비자물가 상승률을 예상한 지난 4월의 조사국 전망에는 작지 않은 하방위험이 발생한 것으로 보임. 그러나 이와 같은 전망이 실현되는 경우를 가정하더라도 1.50%의 기준금리가 경제 펀더멘털에 비해 낮은 수준이라고 평가하기는 어려운 반면, 경제의 하방위험이 실현되고 있음에도 불구하고 기준금리 변경을 지체할 경우 실업률 상승과 가동률 하락 등 유희자원 확대에 따른 경제·사회적 손실은 누증될 것으로 생각함. 한편 9.13 대책 이후 취해지고 있는 DSR 규제 등의 거시건전성 제고정책은 가계 부채에서 비롯되는 금융시장의 잠재적 위험요인을 점진적으로 축소시켜 나간다는 의미에서 여전히 바람직한 정책방향인 것으로 판단하며, 따라서 일관되고 꾸준하게 집행될 수 있기를 바램.

한편 일부 위원은 비록 전망의 하방리스크가 다소 높아졌으나 향후 성장과 물가흐름이 점차 나아지는 방향으로 전개될 것으로 예상되는 만큼, 이번 회의에서는 기준금리를 동결하고 대내외 여건 변화를 지켜보는 것이 바람직하다는 견해를 표명하였음.

최근의 대내외 여건변화를 살펴보면 지난 4월 경제전망 당시에 비해 성장과 물가경로의 하방리스크가 다소 높아진 것으로 판단됨. 세계경제의 성장세와 교역

증가세가 둔화되고 있으며 미·중 무역분쟁이 예상치 않게 격화된 데다 반도체 수요의 회복도 예상보다 늦어지는 것이 아닌가 하는 우려가 있음. 더욱이 미·중 무역분쟁의 영향 등으로 국내외 금융시장에서 위험회피 성향이 높아지면서 주가가 하락하고 원화를 포함한 신흥국 통화가 약세를 나타냄에 따라 가계와 기업의 경제심리도 취약해진 상황임.

다만 한편으로는 IMF, OECD 등 주요 국제기구가 세계경제 성장률과 특히 교역증가율이 내년에는 금년에 비해 상당 폭 높아질 것으로 전망하고 있음. 미·중 무역분쟁도 더 심화되고 장기화될 우려가 있지만 아직은 어떤 방식으로든 결국 해결될 것으로 보는 전망이 우세한 것으로 보임. 또한 금년 3월 이후 모바일용을 중심으로 반도체 수출물량 증가 폭이 확대되고, D램에 대한 수요도 점차 늘어날 것으로 전망됨. 이는 금년 초반까지 마이너스 성장세를 나타내었던 반도체수출에 대한 긍정적 신호로 받아들일 수 있음. 1/4분기 중 부진하였던 정부의 재정집행도 투자를 중심으로 늘어나고 있어 정부부문의 성장기여도가 높아질 것으로 보임. 이러한 전망은 1/4분기 중 국내경제에 부정적 영향을 미쳤던 주요 요인들이 앞으로는 그렇지 않거나, 나아가 긍정적 영향을 미치는 요인으로 전환될 수 있음을 시사한다고 하겠음.

한편 물가 전망경로를 보면 정부의 복지 및 민생안정 정책 등이 앞으로도 계속해서 하방요인으로 작용하겠으나 국제유가, 환율 등 상방리스크도 병존하고 있음. 물가상승률은 현재의 수준에서 점차 높아져 하반기 중에는 1%대 초중반 수준을 나타낼 전망이다. 소비자물가 상승률이 금년 들어 1%를 하회하는 낮은 수준을 지속하고 있음에도 불구하고 물가상승률에 대한 일반의 인식과 기대인플레이션율은 여전히 물가안정목표인 2%를 소폭이나마 웃도는 것으로 조사되고 있음.

이상을 종합해 보면 최근 부진한 경제상황과 향후 하방리스크에도 불구하고 성장과 물가흐름은 지난 4월 전망에 부합하게 높아지는 방향으로 움직일 가능성이 크다고 생각함. 이러한 점에서 이번 회의에서는 기준금리를 현 수준인 1.75%에서 유지하고 앞으로의 대내외 여건변화를 지켜보는 것이 좋겠다는 의견임. 덧붙여 가계부채 증가세가 크게 둔화되었지만 4~5월 중에 은행 가계대출 증가규모가 다소 확대된 데다 앞으로도 상당한 규모의 아파트 분양과 입주가 예정되어 있어 부채누증에 기인하는 금융불균형 위험에 대해서도 계속 유의할 필요가 있다고 생각함.

다른 일부 위원은 성장경로 상의 불확실성이 높아진 가운데 대내외 금융시장의 변동성 확대에 대한 경계도 필요한 만큼, 이번 회의에서는 기준금리를 동결하

고 향후 상황 전개를 좀 더 지켜보는 것이 적절하다는 견해를 제시하였음.

지난 통화정책방향결정 회의 이후의 경제여건 변화를 살펴보면 세계경제는 1/4분기 중 예상보다 양호한 성장을 이룬 반면 주요국 정책은 향후 성장경로에 대한 불확실성을 확대하는 방향으로 움직였음. 미국, 일본, 유로지역 등 주요국의 GDP 성장률이 1/4분기 중 반등하면서 작년 하반기 이후 진행된 세계경제 성장을 둔화가 주춤하는 모습을 보였음. 그러나 성장률 개선이 대부분 비제조업에 집중되었고 일시적 요인의 기여도도 상당했다는 점에서 지속가능성이 높아 보이지는 않음. 또한 최근 미·중 무역긴장이 재차 심화되고 금융시장의 변동성이 커지면서 중장기 성장경로 상의 불확실성은 오히려 확대된 것으로 판단됨. 물론 무역분쟁으로 인한 잠재적 하방리스크에 대응하여 여러 정책들이 시행되면서 글로벌 위험회피심리 확산은 작년 하반기보다 완만하게 진행되고 있는 것으로 보이지만, 향후 무역갈등이 장기화된다면 불확실성으로 인한 기업투자 부진이 지속되면서 세계교역과 제조업 활동을 상당 폭 제한하게 될 것임.

국내경제는 전기대비 GDP 성장률이 1/4분기에 마이너스로 전환되고 대외 불안요인이 부각되면서 경기하강 가능성에 대한 금융시장의 우려가 높아졌음. 1/4분기 중 GDP 감소는 많은 부분이 재정기여도의 변동성에서 기인한 것으로, 금년도 재정계획과 현재까지의 집행진도율을 참고해 볼 때 2/4분기에는 작지 않은 수준의 성장률 반등이 예상됨. 또한 수출물량이 완만하나마 증가세로 돌아서고 제조업 부진도 일부 완화되는 모습을 보이고 있어 민간부문의 성장기여도도 다소 상승할 것으로 예상됨. 그러나 최근 미·중 무역갈등이 다시 고조되고 소비자와 기업 심리가 위축되는 모습이 관찰되고 있는 바, 하반기 이후의 성장전망에 대해서는 불확실성이 한층 높아진 것으로 판단하고 있음.

한편 성장률 둔화추세는 구조적 요인에도 일부 기인한다는 점에 주목할 필요가 있음. 주요국을 중심으로 한 보호무역주의는 국제통상 질서와 글로벌 공급체인의 변화로 이어지고, 이러한 흐름은 아시아 역내교역을 위축시킴과 동시에 생산비용을 상승시키는 요인으로 작용하고 있는 것으로 보임. 국내적으로는 최근 생산가능 인구가 감소세로 접어드는 가운데 최저임금과 근로시간 규제 등 노동시장과 관련된 여러 미시적인 제도가 변화하고 있어, 성장잠재력을 유지하기 위해서는 생산성 향상과 경제활동참가율 제고 등이 절실히 요구되고 있는 상황임. 이처럼 성장잠재력 추이에 영향을 미칠 수 있는 대내외 경제환경의 구조변화가 상당히 빠른 속도로 진행되고 있다는 점에서 잠재성장률과 이를 기초로 한 생산갭을 추정함에 있어 보다 신중한 접근이 필요해 보임.

소비자물가 상승률은 4월에도 0%대 중반의 낮은 수준을 지속하였지만 전월에

비해 오름세가 소폭 확대되었음. 이는 공급측 요인으로부터의 하방압력이 완화된 데 기인한 것으로 연초 이후의 국제유가 움직임, 농축산물 가격추이와 공공요금 인상계획을 고려할 때, 이러한 흐름은 한동안 지속되면서 소비자물가의 오름세를 보다 확대시킬 것으로 예상됨. 작년 말 이후 수개월 동안 소비자물가 오름세가 크게 둔화되었음에도 불구하고 경기민감 물가지수 등 공급측 요인의 영향력이 크지 않은 물가지표의 오름세가 소비자물가 상승률보다 높은 수준에 머무르고 있는 점도 이러한 전망을 지지해 주고 있음.

마지막으로 금융상황을 보면, 미·중 무역갈등이 다시 심화되면서 국내외 금융시장의 변동성이 크게 확대되었음. 대외건전성 지표가 양호한 수준을 유지하고 있어 급격한 자본유출 가능성은 여전히 제한적이지만, 대외여건의 불확실성이 워낙 높아진 가운데 경상수지 흑자규모가 완만하게 감소하는 모습을 보이고 있어 보다 강화된 경계심을 갖고 관련 상황을 점검해 나가야 할 것임. 가계대출 및 부동산관련 대출확대에 따른 금융불균형 누적위험은 금년 들어 다소 완화된 것으로 판단되지만, 수도권 아파트 분양 및 입주 물량 확대에 따른 가계대출 수요는 건조한 상황이므로 지속적인 주의가 필요함.

이상을 종합해 볼 때, 금번 회의에서는 기준금리를 1.75%의 현 수준에서 유지하고 대내외 거시경제 및 금융시장의 전개 상황을 좀 더 지켜보는 것이 적절하다고 판단됨.

또 다른 일부 위원은 성장 경로의 하방리스크 확대와 물가의 부진을 감안할 때 기준금리 인하의 당위성이 있으나, 예고 후 정책을 전환하는 것이 바람직하다는 점에서 이번 회의에서는 기준금리를 동결하는 것이 좋겠다는 입장을 표명하였음.

최근 우리 경제의 실물측면을 살펴보면 대외적으로는 세계경제의 성장세 둔화흐름이 지속되는 가운데 미·중 무역분쟁의 심화로 부정적 전개가 확대되었으며, 대내적으로는 1/4분기 경제성장 실적치가 예상보다 낮게 나타남에 따라 경제성장세의 둔화폭이 예상보다 확대될 가능성이 높아지고 있음.

미국, 유로 경제의 경우 1/4분기 성장실적이 예상보다 개선되었으나 기초적인 성장흐름은 미국의 경우 완만한 둔화세, 유로경제의 경우 부진이 지속되는 모습으로 평가됨. 작년 4/4분기 급락한 세계상품 교역량은 올해 1/4분기 중 낮은 수준에서 머물고 있어 아직까지 기대하였던 반등조짐이 보이지 않고 있음. 이러한 가운데 타결이 예상되었던 미·중 간 무역분쟁 심화는 올해 중 세계교역 정체가 지

속될 위험을 높이고 있음.

세계경기의 추이를 반영하여 우리나라의 수출과 투자는 이미 작년 말부터 조정이 진행되는 모습이었음. 가계소비도 작년 하반기 중 증가세의 둔화가 진행된 것으로 보임. 더불어 반도체가격 하락의 부정적 효과 등을 감안하여 올해 경제성장세의 둔화가 예상되어 왔으나 1/4분기 전기대비 GDP성장률 -0.34%는 예상을 넘어선 수준의 부진이었음. 이후 현재까지 지표추이에 뚜렷한 개선이 보이지 않는 점, 4월 이후 미·중 무역분쟁 심화 등 대외환경의 악화가 전개되었다는 점 등을 감안하면 현재 우리 경제의 성장경로가 4월 조사국 전망인 2.5%에 부합되는 수준이라고 보기는 어렵다는 판단임.

물가는 소비자물가 상승률이 0%대 중반, 근원물가 상승률은 0%대 후반에 머무르며 0%대의 낮은 흐름을 지속하고 있음. 최근 환율상승은 물가상승 요인으로 작용하겠으나 현재까지의 물가상승률 추이를 고려할 때 올해 물가상승률은 1%에 미치지 못할 가능성이 커지고 있음. 최근 물가흐름의 세부내역을 살펴보면 내수물가 압력지표의 상승세 둔화, 경기에 민감한 품목의 상승세 둔화가 주목되며 총수요압력의 부진이 물가상승률의 둔화로 이어지고 있다는 징표로 평가됨.

금융안정 측면에서 주택가격이 하락세를 지속하는 가운데 가계부채의 증가세 둔화흐름이 이어지고 있음. 금융권 가계대출 증가율은 작년 말 6.1%에서 3월 5.2%, 4월 5.0%로 하락하였음. 내역을 보면 금년 중 가계대출 증가는 은행의 전세자금대출이 주도하고 있음. 2014~2016년 두 자리수의 가계부채 급등을 주도하였던 집단대출은 신규 분양시장이 안정되며 월 1.5조원 내외로 안정된 상태임. 집단대출과 전세대출을 제외한 개별주택담보 대출의 경우 올해 중 감소세를 지속하고 있음. 그러므로 올해 가계대출 증가율의 현재 수준에서의 추가 하락은 작년 이후 높아진 전세자금대출 증가세의 둔화 없이는 어렵다고 판단됨. 전세자금대출의 경우 DSR규제의 예외대상이고 보증혜택이 제공되고 있어 정책적인 증가요인이 있는 상태임. 향후 추가적인 가계부채 안정이 필요하다면 통화정책이 아니라 금융건전성정책 차원의 대응이 필요함.

최근 실물경기와 물가추이를 고려할 때 기준금리의 인하가 적절한 상황임. 다만, 예고 후 정책기조를 전환하는 것이 바람직하다는 차원에서 금번 기준금리는 현 수준에서 동결하고, 다음 통화정책방향결정 회의에서 25bp 인하할 것을 제안함.

(5) 토의결론

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

(6) 심의결과

앞서의 토의결과를 반영하여 위원들은 다수 의견이 반영된 구체적인 의결문안을 작성하였음.

의결문 작성·가결

(다만, 조동철 위원은 한국은행 기준금리를 현 수준에서 유지하는 것에 대해 명백히 반대의사를 표시하고 0.25%포인트 인하할 것을 주장하였으며, 신인석 위원은 기준금리를 현 수준에서 유지하는 데 대해서는 찬성하나, 의결문안의 ‘국내경제가 잠재성장률 수준에서 크게 벗어나지 않는 성장세를 이어갈 것으로 예상’ 부분에 의견을 달리하였음.)

의결사항

「통화정책방향」을 다음과 같이 결정한다.

- ☐ 금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현 수준(1.75%)에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다.
- ☐ 세계경제는 성장세가 완만해지는 움직임을 지속하였다. 국제금융시장에서는 미·중 무역분쟁 심화, 주요국 경제지표 부진 등으로 주요국 국채금리와 주가가 하락하고 신흥시장국의 환율이 상승하는 등 변동성이 확대되었다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 보호무역주의 확산 정도, 주요국의 통화정책 변화, 지정학적 리스크 등에 영향받을 것으로 보인다.
- ☐ 국내경제는 설비 및 건설투자의 조정이 지속되고 수출이 부진한 모습을 보였으나 소비가 완만하나마 증가세를 이어가면서 1/4분기의 부진에서 다소 회복되는 움직임을 나타내었다. 고용 면에서는 취업자수 증가규모가 줄어들고 실업률이 높아졌다. 앞으로 국내경제의 성장흐름은 건설투자 조정이 지속되겠으나 소비가 증가 흐름을 이어가고 수출과 설비투자도 하반기에는 점차 회복될

것으로 전망되는 등 지난 4월 전망경로에서 크게 벗어나지 않을 것으로 예상된다. 다만 미·중 무역분쟁 심화 등으로 전망경로의 불확실성은 높아진 것으로 판단된다.

- 소비자물가는 석유류가격 하락폭 축소 등으로 상승률이 0%대 중반에서 소폭 높아졌다. 근원인플레이션율(식료품 및 에너지 제외 지수)은 0%대 후반을, 일반인 기대인플레이션율은 2%대 초반을 나타내었다. 앞으로 소비자물가 상승률은 당분간 1%를 밑도는 수준에서 등락하다가 하반기 이후 1%대 초중반을 나타낼 것으로 예상되나, 전망경로의 하방위험은 다소 높아진 것으로 판단된다. 근원인플레이션율도 완만하게 상승할 것으로 보인다.
- 금융시장에서는 국제금융시장의 움직임, 국내외 경기둔화 우려 등의 영향으로 가격변수의 변동성이 확대되었다. 장기시장금리와 주가가 큰 폭 하락하였고 원/달러 환율은 상당폭 상승하였다. 가계대출은 증가세 둔화가 이어졌으며, 주택가격은 하락세를 지속하였다.
- 금융통화위원회는 앞으로 성장세 회복이 이어지고 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제가 잠재성장률 수준에서 크게 벗어나지 않는 성장세를 이어갈 것으로 예상되는 가운데 수요 측면에서의 물가상승압력은 크지 않을 것으로 전망되므로 통화정책의 완화기조를 유지해 나갈 것이다. 이 과정에서 미·중 무역분쟁, 주요국의 경기와 통화정책 변화, 신흥시장국 금융·경제상황, 가계부채 증가세, 지정학적 리스크 등의 전개상황과 국내 성장 및 물가에 미치는 영향을 주의깊게 살펴볼 것이다.

(별첨)

「통화정책방향」 관련 보고내용

I. 국내외 경제동향 및 평가

1. 국외경제동향

가. 세계경제

미국은 고용 호조가 이어지는 가운데 일시적 요인이 가세하면서 1/4분기 성장률이 확대되었음.

유로지역은 지난해 하반기 이후의 성장세 부진이 완화되었음.

중국은 성장세가 다소 약화되었고, 일본은 수출 부진 등으로 성장세가 완만해지는 모습을 보였음.

나. 국제유가

국제유가(두바이유 기준)는 OPEC 감산, 지정학적 리스크 증대 등 공급요인의 영향으로 70달러 수준까지 상승한 뒤 등락하였음.

2. 국내경제동향

가. 내수 및 대외거래

4월 중 소매판매는 전월 큰 폭 증가에 따른 기저효과 등으로 전월대비 1.2% 감소하였음.

설비투자는 운송장비가 줄었으나, 기계류가 늘면서 전월대비 4.6% 증가하였고, 건설기성은 건물과 토목이 모두 줄면서 2.8% 감소하였음.

4월 중 수출(488억달러, 통관기준)은 반도체 및 화공품 단가 하락 등으로 전년동월대비 2.0% 감소하였음.

3월 중 경상수지는 48.2억달러로 흑자규모가 전년동월(51.0억달러)에 비해 소폭 축소되었음.

나. 생산활동 및 고용

4월 중 제조업 생산은 반도체, 석유정제 등을 중심으로 전월대비 1.7% 증가하였음.

서비스업 생산은 도소매 등이 줄었으나, 전문·과학·기술, 교육서비스 등이 늘면서 전월대비 0.3% 증가하였음.

4월 중 취업자수는 전년동월대비 17.1만명 증가하여 전월(+25.0만명)에 비해 증가규모가 축소되었고, 실업률(계절조정)은 4.1%로 전월대비 0.3%p 상승하였음.

다. 물가 및 부동산가격

4월 중 소비자물가는 전년동월대비 0.6% 상승하여 전월(0.4%)에 비해 오름세가 소폭 확대되었음. 전월대비로는 국제유가 상승 등의 영향으로 0.4% 상승하였음. 근원인플레이션율(식료품 및 에너지 제외)은 0.7%로 전월(0.7%)에 이어 0%대 후반의 낮은 오름세를 지속하였음.

4월 중 전국 아파트 매매 및 전세 가격은 모두 0.4% 하락하며 전월(각각 -0.3% 및 -0.4%)에 이어 소폭의 하락세를 지속하였음.

3. 평가

1/4분기 중 크게 부진했던 국내경제는 성장흐름을 다소 회복하는 모습을 보임.

건설투자와 설비투자가 조정양상을 이어가고 있으나 민간소비는 완만하나마 증가흐름을 지속하였음. 수출은 전반적으로 부진한 모습이지만 반도체수출은 물량기준으로 증가폭이 확대되었음.

앞으로 국내경제는 지난 4월 전망경로에서 크게 벗어나지 않는 성장흐름을 보일 것으로 예상되나, 미·중 무역갈등이 심화되면서 전망경로의 불확실성이 높

아진 것으로 평가됨.

향후 성장경로에는 미·중 무역협상 타결에 따른 불확실성 완화 등이 상방리스크로, 글로벌 무역분쟁 확산, 반도체수요 회복 지연 등이 하방리스크로 잠재하고 있음.

소비자물가 상승률은 당분간 1%를 밑도는 수준에서 등락하다가 하반기 이후 1%대 초중반 수준을 나타낼 것으로 전망되나, 상승속도는 완만할 것으로 예상됨.

경상수지는 흑자기조를 이어갈 전망이다.

II. 외환·국제금융 동향

1. 국제금융시장

가. 주요 금융시장

미·중 무역협상이 그간의 타결 기대와 달리 5월 들어 교착국면에 빠지면서 변동성이 크게 확대되었음.

미국 등 선진국의 국채금리 및 주가가 반락한 가운데 미달러화는 유로지역 경기둔화 우려 등으로, 엔화는 안전자산 선호 등으로 강세를 보였음.

미 연준 금리인하에 대한 시장의 기대가 점차 확대되는 가운데 장단기 금리차도 다시 축소되었음. 국제유가는 글로벌 경기 우려 등으로 하락 전환하였음.

나. 신흥국

중국은 부양책 약화 우려, 미·중 무역갈등 재부각 등으로 투자심리가 크게 약화되었으며 여타 신흥국도 주가 및 통화 가치가 전반적으로 하락하였음.

다. 글로벌 펀드

선진국 펀드는 채권자금의 유입세가 이어진 반면 주식자금 유출 규모는 확대되었음. 신흥국 펀드는 주식자금 유출이 지속된 가운데 채권자금도 5월 들어 유출 전환하였음.

2. 국내 외환부문

가. 외환시장

원/달러 환율은 예상보다 저조한 1분기 성장률, 미·중 무역분쟁 악화 등으로 급등한 후 최근 소폭 하락하였음. 명목실효환율은 위안화, 엔화 등 주요 통화에 대한 원화의 상대적 약세로 큰 폭 하락하였음.

나. 외화자금시장

4월 중 국내은행의 대외 외화차입여건은 KP스프레드 및 CDS프리미엄이 여타 신흥국에 비해 안정된 수준을 지속하는 등 양호한 모습을 보였음. 다만 단기 외화차입 가산금리는 거주자 외화예금 감소에 따른 은행의 차입수요 증가 등으로 소폭 상승하였음.

거주자 외화예금은 환율 상승의 영향으로 4월 중 상당 폭 감소하다가 5월 들어 소폭 증가하였음. 외환스왑레이트(3개월물)는 국내 기관투자자의 외화자금수요 등으로 하락하다가 5월 중 소폭 반등하였음.

다. 외환 유출입

4월 중 외환은 외국인 투자자금에 대한 배당금 증가 등에 따른 경상거래 흑자 축소로 유출규모가 확대되었음.

라. 외국인 증권투자자금

외국인 국내 증권투자자금은 대체로 안정된 흐름을 지속하였음. 주식자금은 4월 중 순유입되다가 5월 중 투자심리 악화로 유출 전환한 반면, 채권자금은 5월 중 차익거래유인이 높은 수준을 유지한 데 따른 영향 등으로 유입세가 확대되었

음.

마. 외환보유액

4월 말 외환보유액은 전월말 대비 12.2억달러 감소한 4,040.3억달러를 기록하였음.

III. 금융시장 동향

1. 자본시장

가. 시장금리

국고채금리는 4월 하순 이후 국내외 경제지표 부진 및 미·중 무역분쟁 재부각의 영향으로 하락하였음.

회사채 신용스프레드는 금리메리트에 따른 견조한 투자수요에 힘입어 모든 등급에서 축소되었음.

통안증권(91일) 및 은행채(3개월) 금리 등 단기시장금리는 장기금리 하락에 따른 금리메리트 부각, MMF 수신증가 등으로 하락하였음.

나. 주가

코스피는 4월 하순 이후 국내외 경제지표 부진, 미·중 무역분쟁 심화 우려 등으로 큰 폭 하락하였음.

다. 외국인 국내증권 투자

외국인의 국내 채권투자는 5월 들어 증가폭이 확대되면서 보유잔액이 사상 최고 수준으로 증가하였음. 반면 주식투자는 5월 들어 미·중 무역분쟁 격화로 순매도로 전환하였음.

2. 신용시장

가. 여수신금리

4월 중 은행 여신금리(신규취금액 기준)는 하락하였음. 가계대출 금리는 주택담보대출 금리가 장기지표금리 움직임에 따라 상당폭 하락하며 하락세를 보였음. 한편 기업대출 금리는 전월과 같은 수준을 나타내었음.

수신금리는 시장금리 하락, 지방정부자금 유입 등으로 상당폭 하락하였음. 여신금리보다 수신금리가 더 크게 하락함에 따라 여수신금리차는 확대되었음.

나. 여신

4월 중 은행 가계대출은 전월보다 증가규모가 확대되었음. 전세자금대출이 꾸준한 증가세를 지속하는 가운데 수도권 아파트 입주 증가, 은행의 영업 강화 등으로 집단대출 증가폭이 확대되었음. 기타대출도 신용대출을 중심으로 증가규모가 확대되었음.

은행 기업대출은 전월보다 증가규모가 확대되었음. 대기업대출은 분기말 일시상환분 재취급 등으로 증가로 전환하였으며, 중소기업대출도 부가세 납부 수요 및 은행들의 대출 확대 노력 등으로 증가폭이 확대되었음.

기업의 직접금융을 통한 자금조달은 증가로 전환하였음. CP가 분기말 일시상환분 재발행, MMF 수신 증가 등으로 순발행 전환하였으며, 회사채는 투자 수요가 이어지면서 순발행을 지속하였음.

은행의 가계대출 연체율(18.3월말 기준)은 전월과 같은 낮은 수준을 유지하였음. 반면 기업대출 연체율은 분기말 매·상각 등의 영향으로 소폭 하락하였음.

3. 유동성 및 자금흐름

가. 통화

4월 중 M2증가율(전년동월대비, 평잔 기준)은 민간 및 국외부문을 통한 통

화공급이 감소하였으나 정부부문이 확대되면서 전월 수준을 유지한 것으로 추정됨.

나. 수신

4월 중 은행 수신은 감소로 전환하였음. 정기에금은 지방정부자금 유입 등으로 증가하였으나 수시입출식예금은 세금 납부 및 배당금 지급에 따른 기업자금 인출로 큰 폭 감소하였음.

자산운용사 수신은 큰 폭 증가하였음. MMF가 은행 및 정부자금의 유입으로 증가하고 기타펀드도 부동산 및 혼합자산 펀드를 중심으로 증가세를 지속하였음.