

2014년도 제13차

금융통화위원회(정기) 의사록

한 국 은 행

1. 일 시 2014년 7월 10일(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

| | |
|-----------------|-----------------|
| 송 재 정 감 사 | 김 준 일 부총재보 |
| 강 준 오 부총재보 | 허 재 성 부총재보 |
| 서 영 경 부총재보 | 채 선 병 외자운용원장 |
| 최 운 규 경제연구원장 | 신 운 조사국장 |
| 조 정 환 거시건전성분석국장 | 김 민 호 통화정책국장 |
| 유 상 대 국제국장 | 전 승 철 금융통화위원회실장 |
| 박 성 준 공보실장 | 허 진 호 금융시장부장 |
| 문 한 근 의사관리팀장 | |

6. 회의경과

가. 의결안건

<의안 제24호 — 통화정책방향>

(1) 전일 개최된 동향보고회의에서 조사국장이 보고 제66호 - 「국내외 경제 동향」, 국제국장이 보고 제67호 - 「외환·국제금융 동향」, 그리고 금융시장부장이 보고 제68호 - 「금융시장 동향」에 대하여 보고하였음.(보고내용 : 별첨)

(2) 본회의에서는 의장이 「한국은행법」 제28조에 따라 의안 제24호 - 「통화정책방향」을 상정하고 전일 보고내용을 접수하였음.

(3) 위원 토의내용

「국내외 경제동향」과 관련하여 일부 위원은 세계경제나 우리경제가 한 번도 경험하지 못한 불확실성에 처해 있기 때문에 이번 경제전망 과정에 상당한 어려움이 있었을 것이라고 언급하면서, 금번 경제전망시 관련부서에서는 구조변화 등 중장기적인 추세보다는 세계경제 여건변화 등 경기순환적 요인에 주안점을 두고 다소 낙관적인 입장을 취한 것 같다고 평가한 후, 특히 경제의 구조적 변화가 일어날 개연성이 높은 상황에서는 중장기적인 경제흐름을 고려하여 단기전망을 해 나가는 것이 바람직하다는 의견을 제시하고, 주요 거시변수의 흐름을 중기적인 시계에서 보면 다음과 같은 다른 관점도 있을 수 있다는 점을 고려할 필요가 있다는 견해를 피력하였음.

먼저 실질GDP의 구성요소인 소비, 투자, 정부지출의 추이를 보면 민간소비의 경우 2013년 이후 회복 기미는 있으나 여전히 저조한 흐름이 수년째 이어지고 있기 때문에 이를 호전(upturn)시키기 위해서는 계기가 필요하다고 생각됨. 정부지출의 경우에도 세수부족 문제 등으로 상당히 횡보하는 모습임. 설비투자는 2013년부터 다소 나아지고 있지만 그 구성요소인 항공기 및 기계류 수입 등 자본재 수입을 제외하고 보면 실질적으로 국산품에 대한 설비투자 수요는 낮은 상태가 유지되고 있는 것으로 보임.

또한, 우리 경제의 성장을 견인하고 있는 주동력인 수출이 2012년 이후 크게 증가하지 않고 있는 가운데 대규모 경상수지 흑자가 실현되고 있는 것은 수입의 감소 때문이라는 점에서 소위 ‘불황형 경상수지 흑자’라는 일부의 시각에 대해 반박할 여지가 많지 않은 상황임. 아울러 우리경제가 대외 경제여건과 환율의 움직임에 크게 좌우되는 수출에 크게 의존하고 있다는 점을 볼 때 우리 경제의 성장세에는 천수답적인 성격이 다소 있음에 항상 유념해야 함.

소비자물가는 최근 들어 다소 오르고 있으나 향후 지속여부는 더 두고 봐야 할 것임. 이번에 하반기 물가전망을 0.4%포인트 하향조정하고 연간으로 1.9%의 물가상승률을 예상하였는데, 전망대로라면 소비자물가 상승률이 2년 반 동안 1%대를 유지하는 것임. 이와 같이 장기간 저물가가 지속된다보면 실질금리의 상승 및 이에 따른 실질차입 부담의 증가, 판매수입 감소 등 생산자에게 불리한 상황이 전개되고 그 결과 생산 및 내수 위축이 초래되어 다시 물가상승을 억제하는 구조적 영향이 나타날 수 있음. 한편, 물가 상승을 억압하는 요인으로서는 내수위축, 특히 인구구조의 변화, 가계부채의 증가, 부동산시장의 침체, 중산층의 감소, 소득양극화 심화 등에 따른 소비위축을 들 수 있음. 이러한 점을 감안하여 저물가 문제를 다시 한 번 깊이 생각해야 될 시점임.

1970년 이후 우리나라의 인구증가율과 소비자물가 상승률간의 관계를 살펴보면 일본 등의 사례와 마찬가지로 인구증가율 하락과 함께 소비자물가 상승률도 상당히 낮아지는 모습을 보이고 있음. 보다 면밀한 분석이 필요하겠지만 기본적으로 인구증가율 하락에 따른 고령화의 진전으로 소비성향이 하락하면 총수요가 줄어드는 반면, 생산능력(capacity)의 축소에는 시일이 소요되므로 이에 따라 발생하는 슬랙(slack)으로 인해 물가가 더 떨어지는 것으로 유추해 볼 수 있음. 요컨대 인구증가율의 하락, 저출산율, 급속한 고령화 등 물가의 구조적인 측면에도 유의할 필요가 있음.

다른 일부 위원은 수정전망에서 금년중 경제성장률과 물가상승률을 각각 0.2%포인트 및 0.4%포인트 하향 조정하였는데, 국외 요인의 영향이 얼마나 반영되었는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 위원이 언급한대로 경제성장 전망치가 하향조정된 것은 세월호 사고에 따른 소비위축 및 이에 따른 경제심리 위축에 상당부분 기인하지만 세계경제의 성장세나 교역신장세가 둔화된 국외요인의 영향도 있다고 답변하고, 다만 세계경제의 성장세나 교역신장세가 둔화된 것은 상당부분 금년 1/4 분기중 미국 등 일부 국가의 실적부진을 반영한 결과인 만큼 우리 경제의 향후 전망경로에 미칠 영향은 국내요인에 비해 제한적일 것으로 보고 있다고 첨언하였음.

이어서 동 위원은 그간 경제전망시마다 향후 소득 증가 등으로 민간소비가 회복될 것으로 예상하여 왔으나 지난 2년 동안 민간소비가 낮은 증가율을 보이고 있다는 점과 소비동향을 반영하는 정부재정의 세수통계를 보더라도 과거와 달리 부가세 및 교통세 징수규모가 정체되어 있다는 점을 고려해 보면, 경제의 핵심부문인 소비가 구조적인 문제에 직면해 있는 것으로 보인다는 견해를 피력하고, 저출산 등 인구구조 문제, 소득분배 문제, 소비의 핵심계층인 젊은층의 취업문제, 국민연금 등을 통한 강제저축, 가계 부채 문제 등이 소비 회복을 구조적으로 제약하고 있는 요인으로 보인다고 열거한 후, 앞으로 소비 전망시에는 이러한 구조적인 요인들의 영향을 반영하여 새로운 시각에서 접근할 필요가 있다는 의견을 덧붙였음.

이에 대해 관련부서에서는 인구고령화 및 가계부채 문제 등 구조적인 요인들이 소비를 제약하고 있는 것으로 인식하고 이것을 전망모형에 반영하기 위해 상당히 노력하고 있다고 답변하고, 앞으로도 구조적 요인들에 대한 연구를 강화하

여 자료 부족 등으로 전망모형에 직접 반영하기 어려운 부분도 전망에 반영될 수 있도록 대안을 강구해 나가겠다고 첨언하였음.

또한 동 위원은 GDP갭이 플러스로 전환되는 예상시점이 지난 전망시에 비해 얼마나 늦춰졌는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 지난 전망시에는 2014년까지 마이너스갭이 이어지다가 2015년 연간으로 플러스가 될 것으로 전망하였으며, 이번에 처음으로 반기(半期) 기준으로 추정해 본 결과 내년 하반기에 플러스로 돌아서는 것으로 전망되었다고 설명하고, 물론 금년도 경제성장률 전망이 하향조정되면서 그 시점이 지연된 효과도 있을 것으로 보고 있다고 답변하였음.

아울러 동 위원은 원화환율이 10% 절상될 때 실질GDP 성장률이 0.3%포인트 하락한다는 관련부서의 분석결과를 언급하면서 이 경우 달러화 표시 1인당 국민소득은 오히려 늘어날 것으로 보인다고 언급하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 명목기준으로 보면 달러화 표시 1인당 국민소득이 환율절상에 따른 가격효과로 인해 늘어나는 부분이 있다고 답변하였음.

또 다른 일부 위원은 금번 경제전망에서는 향후 경제성장 및 물가경로에 하방리스크가 더 우세할 것으로 예상한 점이 특징적이라고 평가하고, 특히 금년 하반기중 경제성장률이 당초 추세수준의 실적을 보일지 여부가 관심사라고 지적하였음.

이어서 동 위원은 지난해 10월 이후 당행 경제전망 수정 이력을 보면 대체로 내수 및 소비자물가 상승률은 하향 수정되고 경상수지 흑자는 상향 수정되는 경향이 있다는 점을 보면 다소간의 체계적인 상향 편의가 있는 것으로 보인다는 의견을 제시하였음.

이에 대해 관련부서에서는 소비자물가 전망의 경우 당초 전망치보다 실적치가 낮게 나오면서 계속 하향조정하였는데, 이것은 사전적으로 예상하기 어려운 국내 농산물가격이 예상보다 크게 하락하는 현상이 반복되었기 때문이라고 설명하고, 사후적으로 보면 전망에 상향 편의가 있어 보일 수 있지만 사전적으로 경제전망에 체계적인 편향이 있는 것은 아니라고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 그간 전망오차(forecast error)의 발생원인이 회고적 편향(hindsight bias) 때문인지 과신(over-confidence) 때문인지 짚어볼 필요가 있으며, 특히 글로벌 금융위기 이후 새로이 대두되고 있는 현상들 - 예를 들면 통화

정책 전파과정의 변화, 전기·전자산업의 설비투자 유형의 변화, 평균소비성향의 변화, 소비의 생애주기(life cycle) 변화, 자료의 질적 구성의 변화 등 - 을 경제전망에 적절히 반영하는 것이 중요한 과제라는 의견을 나타내었음.

또한 동 위원은 우리 경제가 회복국면에 있다는 점에 대해서는 큰 이견이 없으나 전체적으로 활력이 저하된 것으로 보인다고 평가한 후, 중앙은행의 경제전망은 Greenspan이 언급한 바와 같이 향후 통화정책적 대응 여부(action or inaction)를 내포하고 있다는 점을 고려해 보면 금년 하반기중 경기의 건조세에 대한 확신 여부가 중요하다는 견해를 피력하면서 경제전망과 관련하여 다음과 같은 우려를 표명하였음.

첫째, 현재 우리 경제는 수출이 호조를 보이고 있으나 내수가 계속 부진하여 경제부문간 불균형이 지속되고 있음. 이 같은 상황이 장기간 지속될 경우 발생할 수 있는 부작용을 짚어볼 필요가 있음. 특히 원고(高)에 따른 기업채산성 악화, 우리나라의 수출비중이 높은 개도국 경제성장률의 둔화 등을 고려해 보면 금년 하반기에 수출의 건조한 상승세 유지가 가능할지 의문이 있음.

둘째, 제조업 가동률, 제조업 영업이익률, 설비투자 조정압력, 제조업 설비투자 BSI 등 각종 설비투자 관련 지표를 보면 항공기 수입 등 특이요인이 발생하지 않는다면 상반기와 같은 정도의 설비투자 신장세가 하반기에 이어지기가 쉽지 않을 것으로 보임.

이에 대해 관련부서에서는 지난 4월 전망시에는 향후 경제성장 경로에 대해 어느 정도 자신감이 있었고 성장경로의 리스크 판단에 있어서도 상·하방리스크를 중립적으로 보았으나 금번 전망시에는 하반기중 성장 속도는 지난 전망과 비슷하지만 2/4분기가 크게 부진한 상황임을 감안하면 GDP 수준은 지난 전망시 보다 좋지 않게 보고 있으며, 성장경로의 리스크 판단에 있어서도 경제주체의 심리위축이 장기화될 소지가 있다는 점을 우려하여 하방리스크가 더 클 것으로 보았다고 설명하고, 이러한 점이 경기에 대한 약간의 시각 변화라 할 수 있다고 첨언하였음. 이어서 과거 호황기에 비해 그 수준은 낮으나 2015년중 세계성장률 및 교역신장률이 점차 회복될 것으로 보인다는 점과 과거 비슷한 대외여건 하에서의 수출실적 사례를 고려해 보면 금년 하반기중 수출전망이 특별히 낙관적 전망은 아닌 것으로 보고 있다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 내수부진이 지속되고 있는 것이 혹시 우리 경제가 기대저하의 덫(low expectation trap) - 즉, 저성장이 장기간 지속됨에 따라 경제주체들의 성장에 대한 기대가 낮아진 상황에서 가계는 불투명한 소득 전망으로 인해 저축률을 낮추어 소비를 늘리려는 동기가 약해지고, 기업은 불투명한 수익전

망으로 인해서 투자를 늘리려는 유인이 약해짐에 따라 이러한 심리적 측면이 저성장 탈피의 최대 장애가 된 상황 -에 빠져 있기 때문은 아닌지 우려를 표명하였음.

한편, 동 위원은 금년 하반기에 연말로 갈수록 소비자물가 상승률이 다소 가파르게 오를 것으로 전망하고 있는데, 물가와 성장간의 연관성이 상당히 약화된 것으로 보인다는 점, 글로벌 물가가 국내 물가에 미치는 영향이 과거에 비해 커진 점, BIS에서 글로벌 저물가 지속이 상당기간 이어질 것으로 보고 있다는 점 등을 종합적으로 고려해 보면 하반기 물가전망이 다소 낙관적으로 보인다는 우려를 표명하였음.

이에 대해 관련부서에서는 금년 하반기중 물가상승폭을 더 크게 본 것은 지난해 하반기에 농산물가격이 큰 폭으로 하락하면서 소비자물가 상승률이 낮아진 데 따른 기저효과(base effect)가 금년 하반기에 작용하는 기술적인 측면을 고려했기 때문이라고 설명한 후, 최근 국외 연구사례를 참고하여 분석해 보면 성장과 물가 간의 관계가 다소 약화된 조짐이 있는 것으로 나타나며 특히 최근 들어 농산물가격이 전체 소비자물가의 움직임을 주도하면서 성장패턴과 소비자물가 상승률이 다소 괴리되는 모습이 나타나고 있다고 답변하고, 글로벌 인플레이션(global inflation)이 국내 인플레이션과 직접적인 관계를 갖는다고보다는 글로벌 GDP갭과 국내 인플레이션 간의 관계가 다소 강화되는 현상이 나타나고 있는 것으로 분석되고 있으며 이러한 현상은 유럽 등 다른 국가에서도 유사하다고 첨언하였음.

이와 관련하여 동 위원은 당행이 작년 10월 이후 전망시마다 물가상승률 전망을 0.20%포인트 하향조정해 왔다고 지적하고 물가전망과 관련하여 혹시 간과하고 있는 요인들이 있는지 더 짚어볼 필요가 있다는 의견을 덧붙였음.

이어서 동 위원은 소비자의 기대인플레이션이 의외로 굳건히 고착되어 있다고 언급하면서, 기대인플레이션이 고착되어 있을 경우 일시적인 에너지 및 식료품 가격의 변동은 근원인플레이션(core inflation)에 대한 영향이 제한적이라는 Bernanke의 견해(「Inflation expectations and inflation forecasting」, 2014년 7월)를 소개한 후, 최근에 인플레이션 실적 및 그 전망치와 경제주체의 기대인플레이션 간의 차이(gap)가 확대되면서 경제주체가 체감하는 실질금리가 높아져 소비와 투자를 저해하고 있을 가능성을 배제할 수 없다는 의견을 나타내고, 인플레이션 실적치와 달리 기대인플레이션이 2%대 후반의 높은 수준을 유지하고 있는 것이 혹시 향후에 갑작스런 물가상승압력으로 작용할 여지가 없는지 우려를 표명하였음.

이에 대해 관련부서에서는 통상적으로 기대인플레이션이 안정(anchoring)되어

있다고 말할 때 기대인플레이션은 장기 기대인플레이션인 반면 당행이 조사하고 있는 향후 1년 후에 대한 기대인플레이션은 장기 기대인플레이션 지표가 아니기 때문에 가게의 기대인플레이션이 안정되어 있다고 단언할 수는 없으나, 그간 조사된 단기 기대인플레이션의 분산(分散), 왜도(歪度) 등 통계적 측면이 상당히 안정되어 있다는 점을 감안해 볼 때 경제주체의 기대가 2.8~2.9% 정도에 안착되어 있는 것으로 보인다고 답변하고, 이러한 점에 비추어 보면 공급요인이나 일시적 요인에 의해 물가변동이 있더라도 결국은 기대인플레이션 수준으로 물가가 복귀할 것으로 생각하고 있다고 첨언하였음.

이와 관련하여 동 위원은 금융애로를 겪고 있는 가게, 비관적인 소비태도를 보이는 가게, 미래 소득감소를 예상하는 가게는 그렇지 않은 가게에 비해서 인플레이션 기대의 상향 편의를 나타내는 경향이 있다는 Michael Ehrmann 등의 연구결과(「Consumer attitudes and the epidemiology of inflation expectations」, 2014년 6월)를 소개하면서 우리 현실에도 부합하는 것으로 보인다는 견해를 피력하였음.

이에 대해 관련부서에서는 우리나라의 경우 소득별 기대인플레이션에 관한 연구가 없기 때문에 우리 사례에 대해 말하기 어렵지만 다른 국가의 연구사례를 보면 대체로 소득수준이 낮을수록 기대인플레이션을 높게 보는 경향이 있는 것으로 나타난다고 설명하였음.

이와 관련하여 동 위원은 고(高)인플레이션 시기에는 기대인플레이션이 빨리 조정되지만 저(低)인플레이션 시기에는 경제주체들이 기대인플레이션 조정을 미룸에 따라 소비자물가와 기대인플레이션간에 차이가 나타난다는 당행 자료를 소개하면서 저인플레이션 시기에 기대인플레이션의 조정이 더딘 것은 결국 가게의 미래에 대한 비관적인 태도나 저물가 장기화에 대한 기대가 반영된 결과로 보인다는 의견을 덧붙였음.

한편, 일부 위원은 미국경제가 기상여건 악화 등 자연재해(natural disaster)로 1/4분기중 연율기준 2.9%(전기대비 0.7%) 하락한 점을 반영하여 미 연준이 금년도 경제성장률 전망치를 지난 3월 전망치에 비해 하향조정(2.8~3.0% → 2.1~2.3%) 하였으나 2015년 전망은 그대로 유지하였다는 점을 강조하고, 이것은 미 연준이 이번 자연재해가 경제에 미치는 충격이 일시적(temporary shock)이며 이에 따라 경제가 당초 성장경로를 유지할 것이기 때문에 통화정책적 대응이 불필요할 것으로 보고 있음을 의미한다는 견해를 밝혔음. 반면 당행이 세월호 사건의 영향을 고려하여 2/4분기 경제성장률 전망을 4월 전망시에 비해 0.4%포인트(전기대비 기준) 내리면서 금년 및 내년의 연간 경제성장률도 각각 0.2%포인트 하향조정하였

는데, 이것을 미국의 자연재해 사례와 견주어 보면, 비록 관련부서에서는 향후 경제성장의 추세가 바뀐 것은 아니라고 설명하지만, 세월호 사건이 우리 경제에 미치는 충격이 일시적일 것이 아니라 지속적일 것(permanent shock), 즉 향후 경제성장의 추세가 변한 것으로 외부에서 해석할 소지가 있다는 우려를 표명하였음. 이어, 세월호 사건의 영향이 이번 분기 들어 상당히 약해지고 있는 것으로 보인다는 점 - 즉, 세월호 사건이 경제에 미치는 영향은 일시적일 것으로 보인다는 점 - 과 이에 따라 2/4분기에 경제성장률이 낮아진 기저효과로 인해 3/4분기 이후의 경제성장률이 전망치를 상회하여 결국 향후 경제성장의 추세는 지난 4월 전망시와 동일할 것으로 보인다는 점, 미국, 일본, 중국, EU의 경제상황 등 대외여건 측면에서도 지난 2년 동안에 비해 현재 상황이 상당히 개선되었다는 점 등을 종합적으로 고려해 보면 금년중 경제성장률이 이번 전망치(3.8%)를 상회할 가능성도 상당히 있는 것으로 보인다는 의견을 덧붙였음.

또한 동 위원은 CSI 심리지표가 많이 하락한 것을 보면 소비심리가 충분히 회복되지 않았다거나 경기진단시 체감경기가 더 중요하다거나 하는 견해가 있으나, 심리학자이면서 2002년 노벨 경제학상 수상자이기도 한 Kahneman에 따르면 사람의 경험(experiencing)과 기억(remembering)간에는 상당한 차이가 있으며, 기억 자체도 충격이 있을 때 최고점(peak) 기준으로 형성되기 때문에 사람들은 실제상황에 비해 더 나쁜 기억을 토대로 판단하는 경향이 있다는 점을 고려해 보면 세월호 사고에 따른 심리지표의 움직임이 실제 상황을 과도하게 비관적으로 반영할 소지가 있다는 점에서 비록 체감경기 등을 무시할 수는 없지만 그것보다는 실제경기의 흐름에 주안점을 두고 객관적으로 판단할 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

다른 일부 위원은 앞서 금년 하반기중 소비자물가 상승률이 전년동기대비 2.3% 오르는 것으로 전망한 것은 농산물가격이 작년에 많이 떨어진 기저효과가 반영된 결과라고 설명하였는데, 농산물을 제외한 근원인플레이션의 경우에도 상반기(2.1%)에 비해 높은 2.7%로 전망하고 있다는 것은 다음과 같은 점을 고려할 때 다소 이해하기 어려운 점이 있다는 의견을 나타내었음.

첫째, 최근의 농산물·석유류 제외 근원인플레이션 실적치가 4월 이후 계속 하락세를 보이고 있는 있다는 점을 감안해 보면 하반기에 2.7%를 기록하기 위해서는 하반기중 동 근원인플레이션이 가파르게 올라가야 하는데, 이것은 상당한 수준의 수요측면의 압력이 뒷받침되지 않으면 상정하기 어려움.

둘째, 현재 원화절상 기조가 계속되어 물가의 하방압력으로 작용하고 있고 GDP갭의 축소속도도 굉장히 완만한 가운데 GDP 마이너스 갭이 2015년 하반기 까지 유지될 전망이며, 특히 내수에 비해 물가에 미치는 영향이 적은 수출 위주로 경제성장이 이루어지고 있다는 점을 종합해 보면 GDP갭의 축소경로보다 물가갭의 축소경로가 근원인플레이션 측면에서 더 가파르게 올라갈 것으로 보고 있는 점에 대해서는 추가적인 설명이 필요함.

이에 대해 관련부서에서는 근원인플레이션이 점진적으로 올라가는 것으로 전망하고 있고, 소비자물가의 경우에는 앞서 설명한 바와 같이 농산물 가격의 영향으로 수치상으로 보면 하반기에 크게 오를 수 있는 측면이 있지만 전반적으로는 하반기에 물가가 일시에 급등하는 모습을 상정하고 있지는 않다고 답변하고, GDP갭의 마이너스 폭이 그리 크지 않은 상황이라는 점에서 결국 2014년중 소비자물가는 농산물가격의 변동에 의해 좌우될 것으로 보고 있다고 첨언하였음.

이어서 동 위원은 우리나라가 대외여건의 영향을 많이 받는 개방경제라는 점에서 당행이 통화정책을 수행할 때 GDP갭 전체를 보기보다는 내수갭의 변화방향을 보다 더 중시해야 된다는 지적이 있다는 점을 감안하면 물가의 경우에도 국내 생산이나 내수부문을 잘 반영하는 물가지표를 보는 것이 더 의미가 있다는 견해를 피력한 후, 예를 들어 GDP 디플레이터(deflator)가 소비자물가지수의 상승추세를 지속적으로 하회하고 있는 것이 혹시 내수부문에서의 물가상승압력이 생각보다 약한 것을 나타내고 있는 것이 아닌지 관련부서의 견해를 묻고, 만약 GDP 디플레이터가 적절한 지표가 아니라면 이러한 목적에 맞는 지표가 무엇이 있을지 고민할 필요가 있다는 의견을 덧붙였음.

이에 대해 관련부서에서는 위원이 언급한대로 통화정책 관점에서 보면 우리나라와 같은 개방경제 하에서는 내수갭을 파악하는 것이 상당히 중요하지만 실제 내수갭을 추정하기 위해서는 내수부문에 투입되는 자본스톡(stock), 노동력을 별도로 계산해야 되는데 이것이 현실적으로 상당히 어려운 점이 있으며, 과거자료를 분석할 때는 필터링(filtering) 등의 방법을 써서 내수부문 또는 수출부문의 추세를 구해서 내수추세와 실제 내수간의 격차, 수출추세와 실제 수출간의 격차를 구해서 부문별 갭을 산출하기도 하지만 이것을 경제전망과 연결시키기에는 방법론상 상당히 어려운 점이 있다고 답변하였음. 이어, 내수부문을 보다 더 잘 반영하는 물가지표에 대해 고민을 많이 하고 있지만 전세계적으로 공통적으로 사용되는 근원인플레이션의 경우 목적에 맞게 특정 품목을 제거하고 집계하지만 상황에 따라서는 내수부문을 잘 반영하지 못하는 한계가 있으며, GDP 디플레이터는 속보성이 떨어지는 단점이 있기 때문에 현재 미국에서는 개인소비지출에 대한 디플레이

터(PCE)를 주된 지표로 보고 있다고 소개하였음.

또 다른 일부 위원은 당행이 경제전망을 분기별로 수정·발표하기 때문에 경제 기초여건(fundamental)의 구조적 변화를 고려하기 상당히 어려운 점은 있으나 여러 위원들이 지적한 바와 같이 경제의 순환적인 요인만 볼 것이 아니라 경제구조, 산업구조, 모형구조 등을 장기적으로 연구할 수 있도록 역량을 갖추는 것이 좋겠다는 의견을 제시하였음.

이어서 동 위원은 물가전망시마다 전망치가 하향조정돼 온 점을 들어 전망에 체계적인 편향(bias)이 있다고 보는 일부의 시각이 있다고 언급하면서, 비록 관련 부서에서 설명하였듯이 농산물가격의 악세지속, 공공요금 인상 지연 등과 같은 공급측면의 하방압력이 예상보다 컸던 데에 주로 기인한 것으로 이해되지만, 물가전망치의 하향조정이 반복되다보면 정책의도를 가지고 전망치를 높게 잡는 것이 아닌가 하는 오해를 불러올 수 있다는 점에도 주의해야 한다는 견해를 제시하였음.

또한 동 위원은 실제 물가가 물가안정목표 범위 하한을 하회한지가 벌써 2년 정도 되었다는 점을 고려해 보면 이런 현상들이 앞서 언급한 공급측의 일시적 요인에만 기인하는 것이 아니라 앞서 여러 위원들이 지적한 바와 같이 인구증가율의 하락, 인구고령화, 소득양극화, 청년실업, 국민연금 강제저축 등 다양한 구조적 요인에 기인했을 가능성이 있는 만큼 이러한 구조적 요인들을 반영하여 인플레이션의 동학(動學)에 대해 관련부서에서 충분히 연구하여 내년에 2016년 이후의 물가안정목표를 새로이 설정할 때는 이러한 연구성과가 반영되어야 할 것이라고 당부하였음.

「외환·국제금융 동향」과 관련하여 일부 위원은 지금 우리 경제의 가장 큰 이슈가 환율이라는 의견을 나타내고, 금년 4월 이후 원/달러 환율이 가파르게 절상된 가장 중요한 요인이 무엇인지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 우리 경제의 기초경제 여건이 양호하여 국내 투자여건은 기본적으로 조성되어 있었으나 금년 4월까지의 국제금융시장에 불안정성이 내재돼 있다 보니 과감히 투자를 못하거나 또는 원화가치의 절상 방향으로 베팅(betting)하지 못하였는데, 4월 이후부터는 국제금융시장이 굉장히 안정된 모습

을 보이면서 원화가 절상될 수 있을 것이라는 기대가 시장에 확산되는 가운데 경상수지 흑자실적이 계속 좋게 나오면서 한꺼번에 환율에 반영된 측면이 있다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 주식 및 채권에 대한 외국인 증권투자가 최근 원화환율 절상의 촉발요인(trigger)으로 작용했는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 외환수급 측면에서 보면 외국인 증권투자자금 유입규모는 상대적으로 크지 않으며 오히려 경상수지 흑자분, 원화환율 절상 기대에 따른 수급물량이 더 많은 상황이라고 답변하고, 가격결정시 한계적(marginally)으로 더해진 힘이 있겠지만 외국인 증권투자자금 자체가 이렇게 환율을 가파르게 하락시켰다고는 생각하지 않고 있다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 4월 이후 원화환율 절상기대가 더 강해진 요인과 외국인의 투자대상을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 앞서 설명한 바와 같이 4월 이후 원화환율 절상기대가 더 강해진 주요인은 국제금융시장의 상황 개선이며, 외국인의 투자대상은 주식 및 채권 등 증권뿐만 아니라 환율 자체일수도 있다고 설명하고, 수출업체 등 경상수지 흑자분을 보유하고 있는 경제주체의 경우 과거에 비해 싼 가격으로 달러를 매도할 수밖에 없고 수입업체 등 달러화 수요가 있는 경제주체의 경우에도 싼 가격으로 매입하길 희망하는 유인이 생긴 상황이라고 첨언하였음.

이와 관련하여 동 위원은 결국 최근 원화환율 절상은 외환수급 통계를 통해 짚어볼 수 있는 바와 같이 외국인 증권투자자금 유입규모가 금년 상반기중 전년에 비해 늘어나고 있는 가운데 시장의 원화환율 절상기대심리가 영향력을 발휘한 때문으로 정리된다고 언급하였음.

또한 동 위원은 금년 하반기에 400억달러 이상의 경상수지 흑자가 예상되고 현재 시장에는 어느 정도의 절상기대가 있음에도 불구하고 하반기에 원화환율 절상 움직임에 제약이 있을 것으로 보고 있는 배경을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 경상수지 흑자 등 양호한 기초경제여건으로 환율 하락 압력이 지속될 가능성을 배제할 수는 없으나 현재 환율이 굉장히 많이 내려온 점이 환율의 추가 하락에 대한 제약요인으로 작용하고 있는 것은 분명하며, 보다 긴 시계에서 보면 금년 하반기에 국제금융시장의 변동성이 확대될 가능성이 있다는 점도 환율 하락을 제약할 수 있는 요인이라고 설명하였음.

이와 관련하여 동 위원은 외환수급 통계상 금융거래를 보면 국내은행 및 외은지점이 2013년에는 외화유출 부문이었으나 2014년에는 유입부문으로 돌아섰다

고 지적하고, 이러한 부분도 결국 원화 절상 압력으로 작용한 것으로 보인다는 의견을 제시하고, 외환수급 및 환율 측면에서 금년 상·하반기 간 차이점에 대해 보다 관심을 집중하여 분석할 것을 당부하였음.

다른 일부 위원은 앞선 일부 위원의 외국인 증권투자자금의 환율에 미치는 영향력에 관한 논의와 관련하여, 비록 외국인 증권투자 규모가 상대적으로 크지 않더라도 환율이 한계적(marginal)으로 결정된다는 점을 고려할 필요가 있다고 지적한 후, 그간의 경험에 비추어 볼 때 국내 외환시장에서 외국인 투자자의 영향력이 어느 정도인 것으로 보고 있는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 평소에는 외국인 투자자가 환율에 미치는 영향은 그리 크지 않지만, 국내 은행딜러(dealer)와 달리 포지션을 길게 유지할 수 있는 여력이 상대적으로 많다보니 환율이 일방향으로 올라가거나 내려갈 때 외국인 투자자의 역할이나 영향력이 상당히 커진다고 설명하였음.

또 다른 일부 위원은 최근 유로지역 주변국 국채금리가 미국채 금리에 근접하는 수준으로 수렴하는 이른바 유로지역 채권시장 랠리(rally) 현상이 나타나고 있다고 언급한 후, 이러한 글로벌 금융시장의 모습은 미 연준 및 ECB 등 주요국 중앙은행의 완화적 통화정책에 따른 저금리 기조의 영향이 크며, 비록 은행위기의 해소에는 도움이 되었지만 투자자들의 위험추구(search for yield) 행태를 조장하여 금융시장의 리스크가 누적되고 있는 양상을 반영한 결과가 아닌지 우려를 표명하면서 최근과 같은 유로지역의 채권시장 랠리가 앞으로도 지속 가능할지 관련부서의 견해를 묻고, ECB의 양적완화 가능성이 남아있는 현 상황에서 스웨덴 중앙은행 사례와 같이 유로지역에서 금리가 추가 하락할 가능성이 있다는 의견을 제시하였음.

이에 대해 관련부서에서는 위원이 언급한대로 미 연준이 완화적 통화정책 기조를 지속하고 있는 데다 ECB가 추가 완화조치를 실시하면서 유로지역 채권시장 랠리가 당분간 이어질 것이라는 전망이 강하다고 설명하고, 스페인, 이탈리아 등의 경우 경제기초여건도 다소 개선되고 글로벌 유동성의 유입세가 계속되고 있기 때문에 당분간 랠리가 이어질 가능성이 있으나 주변국의 국채금리가 글로벌 금융위기 이전 수준까지 떨어지고 있다는 점, 유로지역 시장금리의 하락에 ECB의 추가완화 조치에 대한 기대가 상당히 선반영되었다는 점, 금년 하반기에 미 연준의 통화긴축에 대한 시장기대의 변동 가능성이 높다는 점 등이 유로지역 채권금리의

추가 하락에 제약요인으로 작용할 것으로 보고 있다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 최근 글로벌 금융시장을 바라보는 시각에는 과열론과 신중론이 혼재되어 있으며, 과열론은 공격적인 고수익 추구행태가 심화되면서 추후 금리 정상화시 부채부담을 확대시킬 위험이 내재되어 있는 상태로 평가하는 시각인 반면 신중론은 비록 최근에 주식시장이 빠르게 상승하여 고평가되었다는 인식이 있지만 향후 10년 정도는 주식투자 수익률이 4%는 유지될 수 있을 것이라는 시각이라고 설명하면서 이에 대한 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 위원이 언급한대로 현재 주요국의 완화적인 통화정책 기조가 지속될 가능성에 초점을 맞추어 글로벌 금융시장의 변동성이 계속 축소되면서 안정적인 모습을 지속할 것이라는 견해와 금융시장의 낮은 변동성을 배경으로 한 고수익 추구 경향 등으로 불균형이 축적되면서 언젠가 일시에 불안정성이 커질 것이라는 견해가 시장에 양립하고 있다고 설명하고, 보수적 관점에서 보면 금년 하반기중에는 신흥국 불안요인이 하방리스크로 작용하는 가운데 미국의 통화긴축 시점에 대한 시장의 기대가 급변동하면서 국제금융시장의 변동성이 다소 커질 가능성이 있다고 답변한 후, 만일 중국의 경기둔화가 가세할 경우 국제금융시장의 불안정성이 더 커질 수 있다고 첨언하였음.

이와 관련하여 동 위원은 하반기중 국제금융시장의 불안정성이 확대될 경우 국내 증권시장에 미치는 영향을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 상당한 규모로 변동성이 커지지 않는다면 괜찮을 것으로 보지만 앞서 설명한 바와 같이 만일 중국의 경기둔화까지 가세하여 국제금융시장의 변동성이 상당히 커진다면 국내 증권시장도 영향을 받을 수밖에 없을 것으로 보고 있다고 답변하였음.

또한 동 위원은 앞서 다른 일부 위원의 질의에 대해 최근의 원화환율 절상에는 외국인 증권투자자금의 영향 보다는 경상수지 흑자효과가 더 큰 것으로 답변하였는데, 경상수지는 예측 가능성이 높은 반면 내외금리차나 환율기대 등에 따른 영향은 예측 가능성이 낮다는 점을 고려해 보면 최근과 같은 환율의 움직임에는 경상수지 요인보다는 외자유출입이나 심리적인 요인의 영향이 더 큰 것이 아닌지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 경상수지 흑자누적은 상당히 긴 시간동안 환율에 영향을 미친다는 점과 경제기초여건에 대한 긍정적 인식을 강화하여 외자유입, 환율기대 등 심리적 요인의 배경으로 작용한다는 점을 고려해 보면 최근의 환율 움직임에는 내외금리차나 외자유출입 요인 보다는 경상수지 흑자누적이 보다 기

본적이고 크게 영향을 주고 있는 것으로 보고 있다고 답변하였음.

아울러 동 위원은 최근 국내 시장금리가 하락하여 내외금리차가 축소되고 있는데, 이것이 혹시 외국 증권투자자금의 유입속도를 억제하여 환율 절상압력을 완화시키는 요인으로 작용하고 있는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 최근 국내에 유입되고 있는 외국인 채권투자 자금의 성격을 보면 대부분 내외금리차나 금리차익거래 유인에 의한 투자자금이 아니라 중앙은행, 국부펀드 등 공공자금 위주다보니 우리나라의 기초경제여건이나 포트폴리오 다변화 차원에서 채권투자가 이루어지고 있다는 점을 고려해 보면, 글로벌 유동성이 지금과 같이 풍부한 상황에서는 다소간의 내외금리차가 전체 채권자금의 유출입에 큰 변동을 초래하지는 않을 것으로 보고 있다고 답변하였음.

한편, 동 위원은 향후 글로벌 외환시장의 변동성이 확대되면서 달러화가 강세를 보이고 신흥국 통화는 약세로 돌아설 가능성이 있다는 견해를 피력한 후, 원화의 경우 최근 강세 폭이 상대적으로 크고 글로벌 외환시장 변동성과 원화가치간에 음(minus)의 상관관계를 보인 과거 사례에 비추어 보면 원화의 약세 전환시점은 미국이 통화정책 기조를 변경하여 달러화가 강세로 전환될 시기와 겹칠 가능성이 있다는 외부 시각을 소개하면서 이에 대한 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 현재 상황으로 보면 미국의 통화정책이 긴축기조로 돌아서기 이전에 미국의 시장금리가 먼저 상승할 가능성이 높다고 설명하고, 만일 이러한 시장금리 상승이 글로벌 금융시장에 미치는 영향이 크다면 결국 원화도 얼마간 변동성이 커지면서 약세로 돌아설 가능성이 있다고 답변하였음.

끝으로 동 위원은 스왑(swap)시장에서 외화채무는 다소 낮게 반영되고 원화 환율은 다소 고평가되는 경향이 있는 것으로 보인다는 의견을 나타내고, 이것은 국외자본이 외환시장으로 유입될 때에는 원화 환율에 즉시 반영되는 반면 국외로 달러가 나갈 때에는 스왑시장을 경유하거나 보유 외화자산을 활용함에 따라 환율에 반영되는 정도가 낮은 때문으로 보인다는 견해를 피력하고, 이러한 맥락에서 최근 국외자산 투자가 늘어나는 과정에서 자산스왑을 거치면서 은행의 선물환 포지션이 늘어나 외채가 증가하고 있으나 외환시장에는 영향이 제한적인 것으로 보인다는 의견을 덧붙였음.

한편 일부 위원은 지난 4월 이후 원/달러 환율이 상당히 급락하면서 실제로는 대중(對中) 무역수지의 대규모 흑자에 주로 기인한 원화환율 절상압력이 미국이나 일본 등 여타 시장에서도 원화환율의 절상으로 시현되어 수출기업들이 일본기업과의 경쟁에 상당한 어려움을 겪고 있는 부정적 파급효과(negative spillover)가 우려된다는 의견을 나타내고, 이러한 점에서 최근 원/위안 직거래시장을 개설하기로 중국과 합의한 것은 달러에 대한 의존도를 낮추고 이를 통해 우리 경제의 대외 안정성을 높이는 효과가 있는 것으로 보인다고 평가하였음.

이어서 동 위원은 원/위안 직거래시장 개설의 후속작업 추이에 대해 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 실무협의를 거쳐 Task Force를 구성할 예정이라고 답변하였음.

또한 동 위원은 원/위안 직거래시장의 활성화를 위해서는 기업, 은행 등 민간 부문에서 수출과 관련하여 위안화로 결제할 유인(incentive) 체계를 강구할 필요가 있다는 견해를 밝혔음.

다른 일부 위원은 지금 국제금융시장의 화두인 초저 변동성과 관련하여 CBOE VIX지수의 최저치 기록, 주식·채권·상품 가격의 상승세 시현 등과 같은 글로벌 유동성 확대가 위험선호도 상승에 기인한 것이기 때문에 버블 위험이 있다는 지적이 BIS 등에서 제기되고 있으며, 당행 보고서에서도 VIX지수 자체는 낮아졌지만 테일 리스크(tail risk)를 나타내는 SKEW지수가 계속 상승하고 있는 만큼 테일 리스크에 대한 위험징후가 상당히 누적되고 있는 것으로 보고 있다고 언급한 후, 이러한 초저 변동성 기조가 바뀌게 되면 당행의 통화정책 여건에 상당한 영향(impact)이 있다는 점에 주목할 필요가 있으며, 특히 다음과 같은 점을 고려할 때 미국의 통화정책의 양대 목표인 고용 및 물가의 여건변화가 상당히 빠르게 진행될 수 있는 만큼 미 연준의 기준금리 인상 시점이 예상보다 빨라질 수 있다는 의견을 나타내면서 이에 대한 관련부서의 견해를 물었음.

첫째, 향후 국제금융시장의 변동성은 미 연준의 통화정책 기조변화에 앞서 국제금융시장의 시장금리가 어느 시점에서 그리고 얼마나 빨리 인상되느냐에 달려 있음.

둘째, 미국의 6월중 비농업부문 취업자수가 28만명 이상 증가하고, 경제활동참가율이 하락하지 않았음에도 불구하고 실업률이 6.1%로 낮아진 점 - 그동안

에는 경제활동 참가율이 하락하면서 실업률도 낮아짐 - 을 고려하면 미국 고용시장의 개선추세가 상당히 강해진 것으로 보임.

셋째, 최근 미국의 잠재성장률이 과거에 비해 상당히 낮아졌고 이에 따라 GDP갭이 예상보다 크지 않은 상황이기 때문에 물가상승률이 생각보다 빠르게 올라갈 수 있다는 지적이 있으며, 최근에는 실제로도 물가상승률이 빠르게 높아지고 있음. 물론 Yellen 의장은 ‘이것이 노이즈(noise)다, 그리고 이것은 국지적인 가뭄이라든지 유가 때문이다’라고 일시적(temporary) 현상이라고 평가하고 있지만 만일 고용사정이 개선되어 노동시장에 슬랙(slack)이 줄어들면 전통적인 필립스(Phillips) 관계가 다시 강화되면서 물가상승 속도가 빠르게 가속화될 가능성을 지적하는 연구들도 많이 있음.

이에 대해 관련부서에서는 금년 하반기 및 내년 초까지 가장 큰 리스크는 미 연준의 통화정책과 관련한 시장기대의 급변 가능성이라고 보고 있다고 설명하고, 비록 미 연준의 통화정책 기조변화를 예단할 수는 없지만 미 연준의 통화정책 기조변화에 앞서 미국 시장금리가 급등할 가능성이 있다는 점에서 당행은 다음과 같은 두 가지 점에 유의하여 모니터링하고 있다고 답변하였음.

첫째, 미국 금리가 오르면 글로벌 자금이 취약신흥국을 중심으로 급격히 변동하여 국제금융시장이 상당히 불안해질 가능성이 있음.

둘째, 글로벌 시장금리가 오르면 현재 완만한 회복세를 보이고 있는 선진국 경제에 부담요인으로 작용하여 글로벌 경기회복세에 부정적 영향이 있을 가능성이 높음.

이어서 동 위원은 미 연준이 금년중에 출구전략을 다시 발표하겠다고 한 것을 보면 미 연준도 시장금리 상승을 우려하고 있는 것으로 보인다고 평가한 후, 2011년에 미 연준이 향후 초과지준을 흡수하고 보유 MBS를 매각하여 대차대조표 규모를 줄인 후 페더럴펀드 레이트(federal fund rate) 타게팅으로 다시 복귀하겠다는 출구전략을 발표한 바 있으나, 대차대조표 규모를 줄이다 보면 설령 기준금리를 올리지 않더라도 미국의 시장금리가 오를 수밖에 없다는 점을 우려하여 최근에는 보유자산을 매각하지 않고 대차대조표 규모를 유지하면서 단기금리에 대한 영향력을 유지해 나가는 방향으로 여러 대안들을 논의하고 있는 것으로 보인다고 언급하고, 만일 미국 경기가 회복되고 시장금리가 오르면 통화승수 및 화폐유통 속도가 올라가면서 현재 초과지준으로 쌓여 있는 자금들이 자연스럽게 금융시장에 공급되고, 이에 따라 인플레이션 압력이 생각보다 빠르게 가중되면 미 연준의 통화정책에 대한 통제력(controllability)이 상당히 약화될 수 있으며 그러한 상황이 닥치면 미 연준은 신흥국에 대한 고려(consideration) 보다는 물가 책무에 정책적

초점을 둘 수밖에 없을 것이고 이것은 결국 예상보다 큰 충격을 초래할 수 있다는 견해를 피력하면서, 초과지준을 흡수하지 않고 연착륙을 유도하려는 미 연준의 통화정책이 과연 타당(plausible)한지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 미 연준의 통화정책에 대한 통제력은 결국 미국의 경기회복 및 물가상승 정도와 이에 대한 시장의 기대에 달려 있는데, 현재 시장에는 미 연준이 통제력을 발휘해 나갈 것이라는 기대가 많으나 테일 리스크로 그렇지 못할 가능성에 대한 염려도 있다 보니 미국 경제지표가 발표될 때 마다 시장참가자가 선제적으로 포지션을 조정하는 과정에서 금융시장이 요동치기도 한다고 설명하고, 현재 미 연준이 시장의 기대를 관리하기 위해 계속 고민하고 있기 때문에 앞으로도 시장기대를 통제해 나갈 것으로 보고 있다고 답변하였음.

또한 동 위원은 글로벌 금융위기 이전에는 글로벌 유동성(global liquidity)이 주로 은행채널을 통해 신흥국에 유입되면서 신용붐(boom)과 인플레이션 압력이 발생하였고, 글로벌 유동성의 유출기에도 은행채널을 통해 자본이 국외로 유출되다 보니 결국 신흥국의 통화정책이 글로벌 유동성 사이클 채널을 통해 미국 금리에 후행하면서 연동되는 측면이 강했기 때문에 신흥국 통화정책의 독립성이 제약되기도 하였다고 언급하였음.

아울러 동 위원은 최근 우리나라의 경우에는 차익거래 유인이 상당히 큰 폭임에도 불구하고 내외금리차가 상당히 유지 - 과거에는 차익거래 유인이 발생하면 외은지점이 단기외채를 조달하여 수익을 창출하고 그 결과 국내에 유동성이 풀리면서 내외금리차가 상당히 축소되었음 - 되고 있는 점을 고려해 보면 글로벌 금융위기 이후 도입된 거시건전성 규제를 통해 통화정책을 재량적(discretionary)으로 운용할 여력(power)이 생긴 것 같다고 평가하고, 특히 과거에는 미국 기준금리의 인상으로 시장금리가 오르면 자본유출에 대한 우려 때문에 통화정책적 대응에 대한 고민이 강했지만 지금은 그런 측면의 대응력도 다소 높아진 것 같다는 의견을 나타낸 후 향후 국제금리가 상승하더라도 당행이 국내 문제(domestic concern)에 주안점을 두고 정책을 차별적으로 수행할 여건이 어느 정도 되는지를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 위원의 지적대로 글로벌 금융위기 이후 거시건전성 3종 세트라고 일컬어지는 규제를 통해 통화량 관리의 임의성을 상당히 확보하고 있고 완충(buffer) 효과도 어느 정도 있지만, 현재 국내에 유입되는 외국인 채권자금의 85% 이상이 거시건전성 규제조치를 직접적으로 받지 않는 비헤지 자금이라는 점을 감안해 보면, 글로벌 시장금리가 상승할 경우 여전히 통화정책이 제

약받을 가능성이 있으며 자본유출입 상황에 따라서는 통화정책적 대응도 고려되어야 할 상황이 있을 것으로 보고 있다고 답변하였음.

또 다른 일부 위원은 원/위안 직거래시장 개설, 위안화 적격 해외기관투자자(RQFII) 자격 획득 등을 포함한 ‘한·중 위안화 금융서비스 협력제고 양해각서’(MOU)가 최근 체결되었다고 언급하면서, 과거 원/엔 직거래시장이 효과 없이 석 달 만에 폐쇄된 사례를 교훈 삼아 이번에 체결된 양해각서의 후속작업을 잘 추진해서 실질적으로 직거래시장이 개설되고 RQFII도 실효를 거둘 수 있도록 노력할 것을 당부하였음.

이어서 동 위원은 원/위안 직거래시장 개설, RQFII 자격 획득과 관련하여 무역대금을 결제할 때 위안화 활용비중이 높아지면 기업의 달러매입 수요가 감소하게 되고, RQFII 자격 획득으로 인해서 중국으로의 캐리 트레이드(carry trade)를 위한 달러자금이 우리나라로 유입되면 이 역시 원화절상 압력으로 작용할 것이라는 우려가 있다고 소개하면서 이에 대한 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 먼저 대중 무역거래에 따르는 대금을 달러화 대신 위안화로 결제한다고 가정해 보면, 기존에 달러화로 유입되던 대중 무역수지 흑자분이 위안화로 국내에 유입되면서 원/위안 직거래시장에 상당한 위안화 유동성이 공급되는 상황, 즉 국내 외환시장에 달러 공급이 축소되는 상황이 되기 때문에 결국 무역거래 측면에서는 원/달러 환율의 절상압력은 상정할 수 없다고 답변하고, 이어서 자본거래 측면에서 보더라도 대중 투자를 위해 달러를 차입할 가능성에 대해 일부에서 염려하고 있으나, 중국 투자의 불확실성, 환헤지 비용, 실제 자금조달 비용 등을 고려해 보면 내국인이 달러를 차입해서 중국 위안화로 환전하여 중국에 투자하는 것보다는 직접 역외에서 달러자금을 조달하여 위안화로 투자하는 것이 훨씬 유리하다는 점을 고려하면 자본거래 측면에서도 원/달러 환율의 절상 압력이 발생할 가능성은 그리 크지 않은 것으로 보고 있다고 설명하였음.

「금융시장 동향」과 관련하여 일부 위원은 장기금리가 큰 폭으로 하락한 데에는 기대심리 등 다양한 요인이 복합적으로 작용한 것으로 볼 수 있다는 의견을 나타내면서, 특히 외국인 채권투자자금이 늘어난 것이 어느 정도 장기금리 하락

에 영향을 미쳤는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 외국인 채권투자자금의 증가가 장기금리의 하락에 일부 영향을 미쳤을 것으로 보지만 국채선물시장에서는 외국인 투자자들이 종전과 달리 순매도 포지션으로 전환하면서 장기금리 하락에 미친 영향이 일부 상쇄된 점도 있다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 가계대출의 질적·양적 변화를 계속 정리하는 한편 가계대출 상황을 잘 반영하는 지표를 개발할 필요가 있다는 견해를 피력하였음.

이에 대해 관련부서에서는 정책결정시 가계대출에 대한 관심이 상당히 많은 것을 알고 있으며 가계대출 동향을 더 잘 파악할 수 있는 지표들을 개발하는 노력을 기울이도록 하겠다고 답변하였음.

또한 동 위원은 가계대출이 계속 증가하고 있어 이에 대한 우려가 있는 만큼 가계대출의 추세적인 흐름을 파악하고 시나리오별 전망을 정리하여, 가계대출 문제에 대한 경각심을 유도하는 한편 관계당국간 협의자료로 활용할 필요가 있다고 언급한 후, 특히 가계대출 문제는 규모 및 증가세에 비추어 볼 때 금리정책의 운신의 폭을 상당히 제약시킬 수 있기 때문에 당행의 업무와 연관시켜서 정책제안 및 대응방안을 강구하는 노력을 지속할 것을 당부하였음.

다른 일부 위원은 최근 가계대출 증가세가 확대되어 총량이 늘어나는 가운데 금융권역별 가계대출 구조도 일부 변화하고 있는 만큼 가계부채 문제에 대해 다시 정리할 필요가 있다는 일부 위원의 견해에 동의한다는 의견을 제시하였음.

이어서 동 위원은 최근 신임 부총리 내정자에 대한 청문회에서 LTV, DTI 문제가 상당한 논란이 되었던 것으로 알고 있는데, 이에 대한 당행의 기본적인 입장이 무엇인지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 LTV, DTI 규제는 부동산 거래의 활성화를 다소 제약하는 부정적인 측면과 그동안 가계부채의 급격한 증가를 억제하고 이를 통해서 가계의 재무건전성이나 금융기관의 경영 건전성을 안정적으로 유지해 오는 데 큰 역할을 수행한 긍정적 측면이 있다고 설명하고, LTV, DTI 규제의 조정에 대한 당행의 기본적인 입장은 주택시장 동향을 포함한 거시경제 상황과 가계의 재무건전성 및 금융기관 경영건전성 등에 미치는 영향을 종합적으로 감안해서 판단해야 된다는 것이라고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 지난 2000년대에 LTV, DTI 규제가 가계부채를 억제하는 데 상당한 효과가 있었다는 평가가 있는데, 이러한 평가가 수치(data) 등으로 객관적으로 뒷받침되는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 2013년중 당행 관련부서에서 계량적으로 분석한 연구결과에 따르면 LTV, DTI 규제는 가계대출 및 주택시장의 안정화에 나름대로 기여한 것으로 평가된다고 답변하였음.

또한 동 위원은 LTV, DTI 규제는 현재 금융감독당국의 소관으로 되어 있다고 언급하면서 「한은법」 제28조의 ‘금융기관이 행하는 대출의 최장기한 및 담보의 종류에 대한 제한’이라는 규정과 관련하여 금융기관이 대출을 할 때 차주로부터 받는 담보의 종류를 금통위에서 제한한 사례가 있다면 정리해 볼 것을 당부하였음.

아울러 동 위원은 금융감독당국의 현행 LTV, DTI 규제방식이 대출 건별 직접 관리방식인지 아니면 기준비율 미준수시 대손충당금 등의 추가적립을 의무화한 대출총액 관리방식인지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 현행 LTV, DTI 규제는 대출 건별로 관리되고 있다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 금융기관이 LTV, DTI 규제를 준수하지 않았을 경우 제재 방법이 있는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 금융감독당국은 금융기관 검사시 LTV와 관련해서는 개별 차주별 대출취급 시점기준 담보주택가격대비 대출금액의 적정성을, DTI와 관련해서는 소득대비 상환원리금 총액의 적정성을 각각 건별로 확인하고 위규 사례 발견시 제재하고 있다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 다른 나라의 경우에도 대출 건별로 규제하고 있는지 아니면 앞서 언급한대로 금융기관이 총량을 준수토록 강제하고 있는지 국외 사례를 물은 후, 대출 건마다 법적으로 강제하게 되면 관리비용이 굉장히 많을 수 있다는 의견을 나타내었음.

이에 대해 관련부서에서는 홍콩 등 LTV 규제를 도입한 일부 국가들의 경우에도 대출 건별로 관리되고 있는 것으로 알고 있다고 답변하였음.

이와 관련하여 일부 위원은 금융기관이 대출을 취급할 때 어차피 건별로 심사를 해야 하기 때문에 LTV, DTI 규제를 개별 건별로 적용하더라도 관련비용이 그리 큰 것은 아니라는 견해를 덧붙였다.

이에 대해 동 위원은 금융기관 심사의 자율성 측면에서 보면 LTV, DTI 규제

를 대출 건별로 적용하는 것이 적절한지 의문이 있다는 견해를 제시한 후, 최근 동 규제의 합리화 논의에서도 지역별·개인별 여건을 고려하여 차등 적용할 필요가 있다는 견해가 상당히 제기되고 있다고 언급한 후, 동 제도가 주택시장 거품(bubble) 때문에 도입되기는 하였으나 마치 주택시장에 대한 핵심규제인 것처럼 상당한 오해가 있는 실정이라는 의견을 제시하였음.

한편, 동 위원은 LTV, DTI 규제와 관련하여 동 규제가 가계부채 문제뿐만 아니라 당행의 업무와도 관련 있는 만큼 당행의 입장을 적극적으로 개선할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

이에 대해 관련부서에서는 앞서 LTV, DTI 규제가 긍정적인 효과와 부정적인 효과 모두를 가지고 있다고 설명하였는데, 향후 주택경기의 기대감 등이 주택시장의 경기 활성화 또는 부동산거래 활성화에 가장 직접적으로 영향을 주겠지만 LTV, DTI 규제도 주택담보대출 경로를 통해서 주택시장에 영향을 미친다는 점에서 규제 수단으로서의 의미는 분명히 있으며 이에 따라 주택시장의 활성화에 대한 정책당국의 의지에 따라 정책수단으로 활용되고 있다고 설명하고, 금융감독당국은 금융기관의 건전성을 유지하고 제고하기 위한 포괄적인 규정(예: 「은행업 감독규정」 등)에 의거하여 LTV, DTI 규제를 운용하고 있다고 첨언하였음.

또 다른 일부 위원은 최근 대출원 구성에서 은행의 역할이 비은행에 비해 강화되고 금융시장을 통한 직접금융에 비해 간접금융이 확대되었는데, 이것이 통화신용정책 파급경로에 미치는 영향에 대해 관심을 가질 필요가 있다는 의견을 나타낸 후, 최근 금리가 낮아짐에 따라 은행 신용공급의 금리에 대한 민감도가 둔화되는 조짐이 있다는 외부의 시각을 소개하면서 이에 대한 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 금년 상반기 전체를 보면 은행의 수신이 늘어나는 가운데 여신도 기업 및 가계대출이 비교적 순조로운 증가세를 보이고 있다고 설명한 후, 신용차별화가 직접금융시장, 은행 모두에서 심화되는 상황이다 보니 금융기관이 신용열위 기업에 대해 신용위험을 반영한 가산금리를 적용하여 자금을 공여하기 보다는 대출심사를 엄격히 해서 신용열위 기업에 대한 여신을 허용하지 않는 경향이 있으며 이로 인해 신용공급의 금리에 대한 민감도가 낮아지고 있다는 견해가 있는 것 같다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 최근 비은행금융기관의 수신 호조 및 가계대출 증가세를

감안해 보면 은행의 자금중개기능이 원활하게 작동하고 있다는 관련부서의 판단이 다소 낙관적으로 보인다고 평가하였음.

이에 대해 관련부서에서는 시중자금이 물리면서 비은행금융기관의 수신이 많이 늘고, 이와 함께 비은행금융기관의 가계대출도 상당히 늘어나고 있다고 설명하고, 이러한 자금흐름의 배경에는 직접금융시장의 위축이 있는 것으로 생각하고 있다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 관련부서의 설명대로라면 현재 은행의 자금중개기능이 원활하다는 판단에 의문이 있다고 언급하고, 은행 및 비은행의 가계대출이 1/4분기에는 크게 증가하지 않았는데 4월, 5월에 접어들면서 크게 증가하고 있는데에는 직접금융시장의 역할 저하 이외에 다른 이유가 있을 것 같다고 언급하였음.

이에 대해 관련부서에서는 은행대출은 성과급, 연말정산 환급금 등이 지급되면서 마이너스 대출이 상환되는 패턴이 있기 때문에 통상 연초에 다소 부진한 모습을 보이다가 2/4분기에 들어서면 어느 정도 회복되는 모습을 보이며, 비은행금융기관의 경우도 신용협동기구를 중심으로 수신이 늘었기 때문에 동 자금을 운용하는 과정에서 가계대출을 중심으로 여신이 확대된 것 같다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 통화신용정책 파급경로 측면에서는 문제가 없는 상황인지 물었으며, 관련부서에서는 통화신용정책의 파급경로를 우려할 정도로 문제가 있는 상황은 아닌 것으로 보고 있다고 답변하였음.

또한 동 위원은 금년 상반기중 자산운용사 수신증가액이 11.4조원으로 지난해 연간 증가액의 64% 수준에 이르고, 금전신탁도 동 기간중 20.1조원 늘어나 지난해 연간 증가액의 74%에 달한다는 점에서 그 성장세가 빠르다고 언급하면서 자산운용사 수신이나 금전신탁은 대부분 그림자금용(shadow banking)과 관련이 있을 것으로 보이며, 최근 「자본시장법」 개정에 따라 증권사의 경우에도 향후 그림자금용 취급규모가 늘어날 것으로 예상된다는 의견을 나타내었음.

아울러 동 위원은 그림자금용이 글로벌 금융위기 이후 중소기업, 소상공인의 편리한 직접대출 수단으로 이용된 순기능도 있어, 영란은행 Mark Carney 총재도 그림자금용이 글로벌 금융위기시 금융시장의 신뢰를 추락시켜 실물부문의 자금공급 경색의 주된 원인이 되기도 하였지만, 효과적인 금융시스템은 전통적인 은행 부문 외에도 대안적인 자금중개 통로를 갖춰야 하는 만큼 그림자금용을 억압할 것이 아니라 지속 가능한 시장기반 금융부문으로서 적절히 기능할 수 있도록 유도해야 한다는 점을 강조한바 있다고 소개한 후, 우리나라 그림자금용의 실태 및

육성방안을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 우리나라의 그림자금융 규모는 2009년 이후 연평균 10% 이상의 높은 성장세를 보이고 있으며 앞으로도 이러한 추세가 지속될 것으로 예상되고 있다고 설명하고, 그런데 우리나라의 그림자금융은 주요국에 비해 아직 규모가 그리 크지 않고, 관련규제도 상대적으로 엄격하여 그림자금융 관련 기관의 건전성이 양호한 편이기 때문에 아직 관련 리스크를 우려할 상황은 아니라고 답변하고, 다만 그림자금융은 속성상 신용 및 유동성 리스크에 취약하고 레버리지(leverage) 확대를 통해서 경기순응성을 증가시키는 한편 상호연계성으로 인해서 위기가 전이되는 통로로 작용할 가능성이 있다는 위험요인이 잠재하고 있기 때문에 금융시스템 안정성 측면에서 항상 유의해서 모니터링할 필요가 있다고 답변하였음. 이어 지난해 「자본시장법」이 개정되면서 기업대출이 허용된 다섯 개 대형증권사에 대해서는 현재 기업대출에 관한 보고서를 정기적으로 받아서 동향을 모니터링하고 있다고 보충 설명하였음. 이어, 그림자금융이 워낙 다양한 형태로 이루어고 있기 때문에 획일적 규제를 적용하기가 쉽지 않으며 국제적으로도 금융위기 이후에 금융안정위원회(FSB)를 중심으로 규제 논의가 진행되고 있고 우리나라의 경우에도 FSB의 논의방향에 맞춰서 규제방안을 검토 중에 있는 것으로 알고 있다고 답변하고, 다만 글로벌 규제기준의 국내 도입과정에서 시스템적 리스크(systemic risk) 유발 가능성은 관리하면서 그림자금융의 순기능(예: 취약계층에 대한 금융서비스 제공 등)은 살리는 방향으로 규제방안이 마련될 수 있도록 세심한 노력이 필요하다고 첨언하였음.

끝으로 동 위원은 최근 우리 채권시장에서 외국인을 중심으로 국고채 등 안전자산에 대한 수요가 굉장히 높은 상황이라는 점과 최근 세수가 부족하다는 점을 감안할 때 정부가 국채발행을 더 확대하는 것이 바람직하다는 일부의 시각을 소개하면서 이에 대한 관련부서의 의견을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 금년 상반기 중 국고채 발행 증가율이 10%를 상회하고 있어 전반적인 공급물량이 부족한 상황은 아닌 것으로 보고 있다고 설명하고, 다만 3년물 국고채의 지표물이 바뀌는 과정에서 지표물 발행물량이 일시적으로 다소 작아져 시장에 일시 영향을 주기는 하였다고 답변하고, 기본적으로 국채 발행 문제는 정부가 재정수요 및 정부부채 관리계획 등에 따라 결정할 사안이라고 첨언하였음.

한편 일부 위원은 앞서 다른 일부 위원이 현행 LTV 및 DTI의 건별규제와 관련하여 제기한 문제는 다음과 같은 점을 고려할 때 거시건전성 정책(macro

prudential policy) 효과 달성 측면에서 적절하다고 동의를 표시하고 당행이 현행 LTV 및 DTI의 건별 규제방식의 문제점과 대안을 제시할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

첫째, 금융감독당국에서는 위험가중(risk weighted) 관리 총량을 금융기관에 제시하고, 금융기관은 총량 범위내에서 차주의 신용도 등을 고려하여 개별 대출규모 등을 재량껏 결정하더라도 부동산대출의 억제, 금융시스템의 건전성 유지라는 거시건전성 정책목적을 달성할 수 있음.

둘째, 차주입장에서 보면 은행에서 동 규제비율을 엄격하게 적용할 경우 대출처를 제2금융권으로 변경하게 되고, 결국 규제차익(arbitrage) 문제가 발생함.

이어서 동 위원은 앞서 다른 일부 위원이 질의한 국채발행 문제와 관련하여 외국인 투자자 입장에서 보면 2년물 통안채 및 3년물 이상 국채 등 장기채가 어느 정도 투자매력이 있는 것으로 보고 있는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 기본적으로 국채에 대한 외국인 투자자의 선호도는 우리 경제의 기초여건과 직결되는데, 현재 우리 경제가 상대적으로 굉장히 양호하기 때문에 외국인 투자자가 국채를 많이 선호하고 있는 것 같다고 답변하고, 투자주체별로 보면 현재 외국 중앙은행 및 공적기관이 국채, 통안채에 대한 투자를 많이 하고 있는 것으로 알고 있다고 첨언하였음.

또한 동 위원은 미국의 양적완화 축소 및 금리인상 속도가 제약요인으로 작용할 수 있지만 정상적인 경제상황이라면 현재 스페인보다 높은 우리나라의 국채 금리수준, 경상수지 흑자세, 원화절상 기대 등을 고려해 보면 외국인 투자자 입장에서 국내 장기채의 투자매력은 상당할 것이라고 평가한 후, 현재에도 국채 등 장기채에 대한 외국인 투자자의 투자규모가 상당하다는 점, 외국인 투자자의 국내 장기채에 대한 투자유인이 높다는 점, 최근에 기준금리 인하기대가 있다는 점 등을 종합해 보면 장기금리의 하락을 우려할 수밖에 없는 상황이라는 견해를 피력하고, 앞으로도 이러한 상황이 심화될 가능성을 배제할 수 없기 때문에 이 부분에 대해 유의할 필요가 있다고 언급하면서, 지난번에도 제기한 바와 같이 정부와 협의하여 국채발행 총량은 유지하면서 발행시기를 당행이 시장상황에 맞추어 조정할 수 있게 되면 정부의 국채발행 비용을 절감할 수 있을 뿐만 아니라 장기금리를 보다 안정적으로 관리할 수 있을 것으로 기대된다는 견해를 덧붙였음.

다른 일부 위원은 앞서 논의된 국내 그림자금융의 현황과 관련하여 비록 국

내 그림자금융의 규모는 아직 작은 편이지만 유동성위험 측면에서는 충분히 시장 불안 요인이 될 수 있다는 의견을 나타내면서 계속 긴밀하게 모니터링할 것을 당부하였음.

이어서 동 위원은 가계부채 문제가 당행의 책무에 추가된 금융안정 측면뿐만 아니라 전통적인 경기변동에 대응한 통화정책 운용 측면에서도 큰 함의(implication)를 갖기 때문에 이에 대한 지속적인 논의가 필요하다는 견해를 피력한 후, 지난번 6월 회의시에도 언급한 바와 같이 가계부채와 관련한 위험은 총량 측면에서 수준과 관련한 위험과 부채구조가 내포하는 리스크 요소로 대별해서 생각해 볼 필요가 있다고 언급하였음.

또한 동 위원은 총량 측면에서 가계부채 문제를 기존 연구결과를 참고하여 아래와 같은 두 가지 준거에 의거 평가해 보면 현재 가계부채는 금융부문의 시스템리스크를 직접적으로 유발할 수 있는 정도는 아니라고 하더라도 최근 은행수익률 약화, 비은행권 가계부채 등을 고려하면 금융시스템에 미치는 충격이 생각보다 클 수 있고, 거시경제의 복원력도 상당히 제약하는 수준에 근접하고 있을 가능성이 높기 때문에 만일 지금 소득증가보다 더 빨리 가계부채가 증가하고 있다면 위험할 수 있다고 판단된다는 견해를 제시하였음.

총량 측면에서 가계부채 문제를 판단할 수 있는 첫째 준거는 금융시스템의 복원력임. 금융시스템 또는 금융안정 측면에서 대내외 충격요인으로 가계부채가 만약 부실화된다면 이로 인한 손실을 금융시스템이 시스템 리스크를 유발하지 않고 흡수할 수 있느냐 하는 즉, 금융시스템의 복원력이 충분한가 하는 것이 하나의 준거임. 이와 관련해서 당행, KDI, 금융연구원 등에서 이루어진 연구결과를 종합해 보면 부채를 갖고 있는 가구들의 순자산, 금융기관들의 현재 자본력 등에 비추어 보면 지난번 글로벌 위기의 충격 정도는 금융시스템의 안정을 심각하게 훼손하지 않고 흡수할 수 있다는 결론임. 그런데 기존의 스트레스 테스트(stress test) 연구들은 금리, 소득, 부동산가격에 충격을 주고 시뮬레이션(simulation) 등을 통해 각 변수들의 예상손실 수준이 얼마나 될지, 그리고 이것이 가계의 자산과 금융기관 자본력으로 흡수될 수 있는지 여부를 분석하는 방법론을 택하고 있음. 그러나 대부분 연구가 충격의 일회적인 영향만을 추정(estimation)하고 있어 이차적인 영향(secondary impact)-예를 들어 충격이 발생하여 부동산 가격이 하락할 경우 LTV 규제 때문에 부동산의 추가 매각이 이루어지고, 이것이 다시 파급되는 영향-이나 비선형적(non-linear) 파급효과는 분석결과에 충분히 반영되어 있지 않음. 따라서 기존연구결과는 위험을 과소평가하고 있을 우려가 있는 데다 현재 은

행들의 수익성이 많이 악화된 상황에서 만일 일부 중견기업들의 대출이 고정이하 여신으로 분류될 경우 대손충당금 적립에 따라 자본력이 상당히 위축될 수 있는 상황이라는 점을 고려해 보면 기업부실 문제가 발생하거나 가계부채가 부실화된다면 과연 금융시스템이 감내할 만한 충분한 복원력을 갖고 있는지 우려가 있음. 게다가 최근 가계부채가 비은행 부문에서 계속 많이 확대되고 있고 비은행 부문은 상업용 부동산 담보대출 등 위험이 높은 대출이 더 많으며, 자본력도 은행에 비해 훨씬 취약함. 이상을 종합해 보면 금융시스템의 복원력이 충분한 상태인지에 대해서는 보다 심도있는 분석이 필요함.

두 번째 준거는 거시경제적인 측면에서 현재 가계부채가 너무 과다해서 소비를 정말 위축시키고 있는지 또는 소비의 위축을 통해서 경기의 불안정성을 높이고 있는지 여부임. 동 준거에 따른 평가에 대해서는 논란의 여지가 있음. 가계부채에는 미래 소득으로부터 돈을 빌려서 소비를 평활하게 하는 긍정적 측면과 과다부채로 인해서 잠재성장률을 하락시키는 등의 부정적 측면이 함께 있음. BIS에서는 가계부채의 경우 GDP대비 85% 정도를 평균적인 임계치로 보고 있으며 당행의 연구결과에 따르면 현재 가계부채가 소비에 미치는 마이너스 부채부담 효과가 플러스 유동성 제약 완화 효과를 이미 넘어선 상태로 가계부채 문제가 상당히 부담스러운 수준으로 평가되고 있음.

이에 대해 관련부서에서는 적어도 상반기 추세가 하반기에도 이어진다면 가계대출 증가율이 소득증가율을 크게 상회하지는 않을 것으로 보고 있다고 답변하였음.

한편 동 위원회는 DTI, LTV 등 거시건전성 규제가 사실 통화정책과 상호작용(interaction)하는 부분이 많다고 언급한 후, 여러 연구결과에서 가계부채 증가의 주요 결정요인으로 주택가격의 상승률과 금융기관의 수신증가율을 제시하고 있다는 점을 감안해 보면, 통화정책이 완화적일 때 금융기관의 수신 증가와 함께 가계대출도 늘어나게 될 텐데 이 경우 가계부채의 소득대비 비율이 통화정책에 의해 어떻게 영향받을지-즉 소득보다 가계부채가 더 늘어나면서 동 비율이 높아질지 또는 가계부채 보다 소득이 더 늘어나면서 동 비율이 낮아질지-가 매우 중요한 문제라고 강조하였음.

이어서 동 위원회는 통화정책이 소득대비 가계부채 비율에 미치는 효과는 LTV, DTI 등 거시건정성 규제에 의해 영향을 받는다는 점을 감안할 때 통화정책의 변화가 지금 현 상황에서 DTI, LTV 규제와의 상호관계를 통해서 가계부채의 규모, 소득대비 총량 수준이 변화하는 것에 어떠한 영향을 미칠 것인지 또는 미쳐왔는

지 등을 연구할 필요가 있으며, 이러한 연구결과는 향후 당행이 통화정책을 판단하는 데에 아주 핵심적인 근거자료가 될 것이라는 의견을 나타내었음.

또한 동 위원은 현재 우리나라의 경우 고소득층이 부채를 상대적으로 많이 갖고 있기 때문에 안전하다는 평가가 있으나, 고소득층은 개인별로 보면 DTI도 굉장히 높아 그만큼 더 많은 주택담보대출을 갖고 있기 때문에 원리금 상환부담이 상당하다는 점을 고려해 보면 만일 주택가격 상승에 대한 기대가 꺾이면 설령 고소득층이더라도 주택을 계속 보유할 여력이 적어지게 되고 결국 주택매각과 이에 따른 담보가격의 재하락이 부정적인 악순환을 야기할 수도 있다는 점에 유의하여 고소득층 부채문제를 분석해 볼 필요가 있다는 견해를 피력하였음.

이어서 동 위원은 특히 통화정책의 변화는 가계부채 총량뿐만 아니라 변동금리부 대출 비중, 일시상환 대출 비중 등 부채구조의 변화에도 영향을 미친다는 점에 유의하여 통화정책의 변화가 가계부채 구조의 취약성을 더 높일지 아니면 개선시키는 데 도움이 될지에 관해 연구할 필요가 있다는 의견을 덧붙였음.

또 다른 일부 위원은 현재 정부가 소득대비 부채비율을 2017년말까지 5%포인트 낮춘다는 목표를 설정하고 있는 상황에서 LTV, DTI 규제를 완화하게 된다면 가계대출 증가세가 과다하게 확대되기 때문에 정부의 목표 내지 계획을 달성하지 못할 수도 있는 것이 아닌지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 앞서 LTV, DTI 규제가 현행대로 유지되는 경우를 상정하고 금년중 가계부채 증가세가 그렇게 가파르지 않을 수 있다고 설명하였으나 만일 관련규제가 완화된다면 일부 가계대출의 증가세가 조금 더 빨라질 소지도 분명히 있다는 점에서 안심할 수 있는 상황은 아니라고 답변하고, 이러한 부분에 대해서는 모니터링을 보다 철저히 할 필요가 있다고 첨언하였음.

이와 관련하여 일부 위원은 가계대출이 늘어난 것은 2000년대 들어오면서 금융기관이 이윤 추구를 위해 가계대출에 집중한 결과라는 점에 주목하여 위험은 가급적 회피하는 가운데 이윤을 추구하는 금융기관 대출행태의 근본 동인(動因)을 파악하게 되면 현재 논의되고 있는 LTV, DTI 규제완화의 실효성을 평가할 수 있을 것으로 보인다는 의견을 덧붙이면서 이에 대한 연구를 당부하였음.

이와 관련하여 다른 일부 위원은 가계부채의 총처분가능소득에 대한 비율을 보면 작년 4/4분기가 70.2로 최고점을 기록한 후 금년 1/4분기는 69.1로 나타나 2012년 4/4분기 수준으로 하락한 점에 비추어 보면 가계부채 수준은 여전히 높지

만 증가율 자체는 다소 떨어진 상황이라고 언급한 후, 만일 현재와 같은 금융완화 기조 속에서 가계대출 규제를 완화할 경우 가계소득과 가계부채 중에서 어느 것이 더 크게 늘어날 것이냐 하는 측면도 중요하지만 은행은 기본적으로 대출을 통해 성장하는 것이고 경제도 어느 정도 부채에 의해서 성장하는 것이라는 점에 유의하여 가계부채 문제에 신중히 접근할 필요가 있다는 견해를 피력하였음.

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

일부 위원은 스웨덴 중앙은행의 정책금리는 리먼 브라더스 파산 직전 4.75%에서 리먼 브라더스 파산 이후 수차례에 걸쳐 0.25%까지 인하된 후 다시 단계적으로 인상되어 2011년 7월에 2.0%를 기록하였으나 이후 다시 인하되어 오다가 지난주에 50bp 추가 인하되어 최저금리 수준인 0.25%를 기록하고 있다고 언급한 후, 스웨덴 중앙은행이 정책금리를 빈번히 조정해 온 점과 가계대출 문제를 해소하기 위해 금리를 인상한 경험이 있다는 점, 특히 지난주에는 물가하락 압력과 성장 둔화를 고려하여 큰 폭으로 정책금리를 하향조정한 점 등을 고려하여 스웨덴 중앙은행의 통화정책 운영경험에 대한 사례분석(case study)을 통해 당행의 금리정책에 대한 시사점을 도출할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

이에 대해 관련부서에서는 스웨덴 중앙은행이 가계부채라든지 주택시장 상황만을 감안해서 정책금리를 인상하였던 것은 아니며, 기본적으로 스웨덴 중앙은행도 다른 국가의 중앙은행과 마찬가지로 경기나 물가상황 전체를 보고 정책금리를 조정해 왔으며, 다만 가계부채나 주택상황을 추가로 고려하여 조금 높게 정책금리를 결정하다가 이번에 큰 폭으로 내린 사례가 있는 것으로 알고 있다고 답변하고, 그간 가계부채나 주택상황을 어느 정도 감안하였는지, 이번에 인하 결정을 내린 사유가 무엇인지는 점검해 보겠다고 첨언하였음.

다른 일부 위원은 당행이 제9 경기순환 상승기에는 GDP갭이 마이너스인 상황에서 선제적으로 정책금리를 인상한 반면 제10 경기순환 상승기에는 GDP갭이 플러스로 전환된 이후에 다소 후행적으로 정책금리를 인상하였다고 언급하면서 당시 통화정책에 대해 공감대(consensus)가 형성되었는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 과거 정책결정에 대해서 외부에서 개별적인 평가

의견이 있기는 하였으나 권위 있는 기관에서 공식적으로 평가한 사례는 없는 것으로 알고 있다고 답변하였음.

또 다른 일부 위원은 과거 경기회복기의 금리정책 운영 사례에 비추어 보면 최근처럼 불안정하고 불확실한 경기회복기에는 일방향의 도식적인 정책보다는 보다 유연하고 다양한 정책수단을 선택해서 경기회복을 지원해야 할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 물가상승률이 2년 연속 물가안정목표 하한을 하회하고 있다고 평가한 후, 물가안정목표제 하에서 통화정책 운영의 성공 여부는 단기 및 중기 물가전망의 정확성과 정책수단인 금리와 최종목표인 물가간의 안정적인 관계에 좌우되는 만큼 글로벌 금융위기 이후 금리와 물가간의 시차 상관관계가 과거와 달리 불안정해진 점을 고려하여 물가안정목표제도의 유효성에 대해 점검할 필요가 있다는 견해를 피력하였음.

또한 동 위원은 정책의 불확실성이 경기회복을 저해한다는 견해도 있으나 정책을 너무 도식적으로 하다 보면 오히려 금융위기를 더 키울 수 있다는 역사적 경험에 비추어 당행이 물가안정목표제도에 기계적으로 접근하기 보다는 약간의 불확실성을 유지함으로써 시장에서 경계감을 갖도록 할 필요가 있다고 언급하였음.

이에 대해 관련부서에서는 당행의 기능과 역할에 대한 요구범위가 점차 확대되고 있는 점과 당행의 통화정책 운용체계는 물가안정목표제도를 유지하고 있다는 점을 서로 조화시키기 위해서는 결국 ‘유연한’(flexible)이라는 개념을 도입할 수밖에 없다고 설명하고, 중앙은행의 역할 및 기능과 연계하여 ‘유연성’을 어느 정도까지 확장할 수 있는지, 대외적으로 어떻게 용인 받을 수 있는지, 어떤 방식으로 설명할 수 있는지 등을 연구하고 있다고 답변하였음.

한편 동 위원은 금융안정에 관한 BIS와 미연준간에 최근 벌어진 논쟁 - BIS는 경기변동(business cycle)과 금융변동(financial cycle) 모두를 통화정책으로 대응해야 된다는 입장인 반면 미 연준은 통화정책은 경기변동에 집중하되 금융변동은 가능한 거시건전성 정책으로 대응하는 것이 바람직하다는 입장-을 소개한 후, 우리 경제의 현 상황을 큰 틀에서 보면 수출의 추가적인 호조를 기대하기 어려워 경제회복의 동력을 소비, 투자 등 내수에서 찾아야 되는 상황이지만 가계부채 등

금융불안정 문제가 있다는 점을 감안해 보면 미국 금리인상의 개시 등으로 글로벌 여건이 급격히 변화하기까지의 일년 정도의 유예기간 중에 우리 경제가 성장회복의 모멘텀(momentum)을 찾을 수 있느냐가 중요한 과제이며 만일 성장회복의 모멘텀이 형성되지 않을 경우에 정책적으로 어떻게 대응해야 할지 고민해야 될 시점으로 보인다는 견해를 제시하였음.

끝으로 동 위원은 그동안 당행이 통화정책과 신용정책간 정책조합을 일관성 있게 실행해 왔는지에 대해서는 다소 유보적인 생각을 가지고 있다고 언급하면서 비록 신용창출은 거시건전성 규제보다는 경기회복 기대감에 더 좌우된다고 하지만 이제는 통화정책과 신용정책간 역할분담을 고려해야 할 필요가 있다는 견해를 제시한 후, 금융중개지원대출 등 당행의 신용정책이 소기의 성과를 달성하고 있는지, 정책효과를 더 얻기 위해서는 무엇을 해야 되는지, 그리고 통화정책과의 관계는 어떻게 정립할지에 대해 더욱 고민할 것을 당부하였음.

한편 일부 위원은 경기회복기에서의 금리정책 운영과 관련하여 중요한 것은 과거 정책운영 사례가 아니라 앞서도 언급한대로 추세치의 변화 여부에 대한 판단이라고 강조하면서 만일 경기회복기에도 추세치가 변한 것으로 판단되면 다양한 정책적 조치를 취할 필요가 있으며, 추세치에 변화가 없다고 판단되면 특별한 조치를 취할 필요가 없다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 미국의 경우 1/4분기중 마이너스 성장을 반영하여 연간 성장률 전망을 0.7%포인트나 하향조정하면서도 정책적 대응이 없었다는 점은 일시적 충격의 경우 정책적 대응이 불필요하다는 매우 중요한 시사점을 내포하고 있다는 견해를 피력하였음.

이와 관련하여 다른 일부 위원은 미국의 경우 정책금리를 더 인하할 여력이 없기 때문일 수도 있다는 의견을 덧붙였음.

이에 대해 동 위원은 미 연준이 정책금리를 인하할 여력이 적은 것은 맞지만 양적완화 축소를 계속 실행하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다고 언급한 후, 당행의 경우에도 경제성장률의 일시적인 변동보다는 긴 흐름을 보고 경기를 판단하는 것이 더 중요하다는 견해를 제시하였음.

또 다른 일부 위원은 그간 당행의 기준금리와 GDP갭, 물가갭 추이를 보면 GDP갭과 물가갭이 같은 방향이었던 시기가 그리 많지 않다는 점과 GDP갭과 물가갭을 함께 보면 동 지표들을 개별적으로 볼 때 보다 기준금리의 움직임이 더

잘 이해된다는 점을 고려해 보면 마치 과거에 당행이 GDP와 물가를 합쳐서 명목 GDP 타게팅(nominal GDP targeting)을 염두에 두고 기준금리를 조정해 온 것 같은 생각이 든다고 언급하면서 이러한 점에서 명목GDP 타게팅에 대한 분석이 더 필요하다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 이번 경기국면을 보면 GDP갭과 물가갭의 마이너스 상태가 거의 3년간 지속되고 있다고 지적하고, 이러한 상황이 금리정책은 충분히 완화적이지만 구조적 요인 등으로 정책효과가 약화되었기 때문인지 아니면 금리가 충분히 완화적이지 않기 때문인지 판단하기 쉽지 않은 상황이라는 견해를 피력하였음.

또한 동 위원은 만일 현재와 같은 경제상황이 구조적 제약요인 때문이라면 통화정책을 포함한 경기안정화정책(stabilization policy)이 어떻게 운영되어야 하겠는지, 또는 가계부채 등 국내 구조적 요인의 영향이 적은 가운데 경기순환적 요인의 영향이 큰 상황이라면, 비록 국제금융시장의 향후 움직임 등의 제약이 있지만, 보다 완화적인 정책적 대응이 필요할지에 대해 관련부서의 견해를 물었으며

이에 대해 관련부서에서는 만약 경기가 부진한 원인이 대부분 구조적인 원인에 기인하고 경기순환적인 요인은 별로 없다고 하면 당행이 통화정책으로 대응할 때 효과도 없을뿐더러 부작용만 커질 것이기 때문에 정책적 대응은 바람직하지 않겠지만, 현재 상태를 보면 위원의 언급한대로 구조적인 요인도 있지만 경기순환적인 요인도 같이 작용하고 있기 때문에 결국 구조적인 요인에도 불구하고 당행이 통화정책적으로 대응할 때 기대할 수 있는 경기부양의 긍정적 효과와 그 부작용을 국제금융상황의 여건 변화와 함께 종합적으로 고려하여 판단할 수밖에 없다고 생각한다고 답변하였음.

(4) 한국은행 기준금리 결정에 관한 위원별 의견 개진

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

일부 위원은 최근의 국내외 경제상황 전개를 종합적으로 감안하여 이번 당행의 기준금리는 다음 결정시까지 현재의 2.5%로 유지하여 운용하는 것이 바람직하다고 판단된다는 견해를 표명하였음.

먼저 최근 전개된 주요 대외적 변화를 보면, 세계경제는 점진적인 경기 회복세가 이어지고 있음. 그러나 최근 세계은행 등 주요 국제기구도 세계경제 성장률의 전망치를 상당폭 하향 조정하였음. 특히 IMF나 미연준 등은 미국경제의 금년 성장률 전망치를 예상보다 크게 하향 조정하였음. 이러한 성장률 전망의 하향조정은 최근 세계경제의 하방위험이 다시 증가하고 있다는 것을 반영하는 것이라 할 수 있음.

다음으로 주요 국내 경제 동향을 보면, 먼저, 소비는 5월 소매판매가 통신기기를 중심으로 증가하여 전월의 감소에서 증가로 전환되었음. 그러나 그 증가가 이동통신사 영업정지 종료 등 일시적 요인에 주로 기인하고 있어 전반적인 소비수준은 아직 세월호 사고 이전 수준을 회복하지 못하고 있음. 특히 6월중 소비동향 모니터링 결과를 감안하면 2/4분기 전체로 민간소비가 전기에 비해 감소하였을 가능성이 큰 것으로 예상되는데, 이는 그간 저성장 기조가 계속되어 온 상황에서 세월호 사고에 의한 소비 위축이 예상보다 클 가능성이 있다는 점을 시사한다고 하겠음. 생산의 경우 5월중 서비스업 생산이 세월호 사고의 여파에서 다소 벗어나면서 소폭 증가하였으나, 제조업 생산은 감소세가 커졌음. 이에 따라 전산업의 생산 감소세는 전월에 비해 확대되었음. 7월 제조업 업황전망 BSI가 감소세를 지속하고 있는 점 등을 감안하면 생산이 기초적인 증가로 전환되는 데에는 상당한 시일이 소요될 수도 있겠음. 설비투자는 5월중 기계류와 운송장비 투자가 감소하면서 전월의 증가세가 감소로 전환되었으나 최근의 모니터링 결과를 감안하면 설비투자의 개선세는 미약하나마 유지되고 있는 것으로 판단됨. 수출의 경우 6월중 반도체, 선박 등의 호조에 힘입어 전년동월대비 2.5% 증가하였음. 이러한 수출증가는 우리 경제의 성장률을 계속해서 주도하고 있음.

소비자물가는 6월중 전년동월 대비 1.7% 상승하였으나 전월대비로는 0.1% 하락하여 여전히 낮은 수준의 물가상승률을 지속하고 있음. 특히 최근의 원화절상

압력, 내수위축 지속 가능성 등을 고려할 때, 향후 물가상승률이 예상보다 낮은 수준을 유지할 가능성도 커지고 있음.

한편 국내 금융시장에서는 시장의 기대심리 변화 등으로 장기금리가 큰 폭 하락하였고 금리 변동성도 확대되었음. 주가는 기업실적 부진, 이라크 사태 등의 영향으로 월중 일시 하락하였다가 반등하였음. 외국인투자자는 중장기성 공공자금을 중심으로 채권 및 주식시장 모두에서 순매수를 지속하여 원화절상 압력으로 작용하고 있음. 한편 회사채시장의 경우 신용경계감 지속 등으로 순상환이 이어지고 있으며 신용차별화 현상도 커지고 있는 것으로 평가됨.

이상과 같은 최근의 국내외 경제상황 전개를 종합적으로 감안하여 이번 달 당행의 기준금리는 다음 결정시까지 현재의 2.5%로 유지하여 운용하는 것이 바람직하다고 판단함.

앞서 지적한 바와 같이 세계경제는 작년에 비해서는 점차 개선되고 있으나 최근 하방위험이 다시 늘어나는 모습이며, 우리 경제는 수출을 중심으로 성장세를 유지해나가고 있음. 그러나 수출 주도의 성장도 최근의 원화절상 압력과 세계경제의 하방위험 확대 등을 고려하면 앞으로 견고하게 이어질지 확신하기가 어려울 것임. 그리고 글로벌 금융위기 이후 소비, 투자 등 내수는 추세적으로 감소하여 오다가 작년 하반기부터 소폭의 개선 기미를 보였으나, 세월호 사고 이후 내수 위축이 다시 확대되는 상황이 나타나고 있음. 그리고 그간의 저물가 상황이 하반기에도 계속될 가능성이 높아지고 있음. 이렇게 올 하반기까지 저물가가 지속될 경우 우리 경제는 전례 없이 2년 반 이상의 장기에 걸쳐 1%대의 낮은 물가상승률을 경험하게 될 것임. 따라서 정책당국은 향후 우리 경제의 수출, 내수 및 저물가의 전개 상황을 중점적으로 면밀히 점검하고 적절한 대응방안을 강구해 나가는 노력을 더욱 강화해야 할 것임.

다른 일부 위원은 지난 통화정책방향 결정 이후 국내외 금융·경제 상황의 변화를 종합적으로 고려한 결과 다음 통화정책방향 결정시까지 기준금리를 2.50%로 현 수준에서 유지하되, 성장세 회복을 지원하는 가운데 중기적 시계에서 소비자물가 상승률이 물가안정목표 범위 내에서 유지되도록 통화정책을 운용해 나가야 할 것이라는 의견을 개진하였음.

국내외 경제의 회복세가 견고하지 않은 만큼 경제주체들의 심리가 기대 이하의 낮(low expectation trap)에 빠지지 않도록 안정적으로 관리하면서, 금융·실물부문의 성장제약 및 불균형 요인들의 영향을 최소화하고 경제회복의 모멘텀을 찾을

수 있도록 통화신용정책을 운영해 나가야 하겠음.

미국경제는 1/4분기중 경기부진을 반영하여 연간 성장률 전망치가 하향 조정되었지만 고용상황이 개선되고 주택거래가 증가하는 등 경기 회복세가 지속되고 있음. 유로지역은 심리지표가 다소 악화되었으나 산업생산이 증가로 전환하는 등 완만한 회복세를 보이고 있음. 일본은 수출이 감소하였으나 광공업생산 및 가계 소비가 증가하여 소비세율 인상에 따른 일시적 부진에서 다소 회복되는 모습임. 중국은 정부의 경제활성화 대책 및 대외여건 개선 등의 영향으로 제조업 PMI가 4개월 연속 상승하는 개선세를 보였음.

국내 경제는 수출이 호조를 지속하고 소매판매가 다소 회복하였으나 설비·건설투자 등을 포함하여 전반적인 내수 관련 지표가 부진하고 산업생산이 감소하는 등 경기 회복세가 미약한 모습임. 경기동행지수 및 선행지수가 동반 하락하는 등 경제적 제약조건의 개선이 순탄치 않은 것으로 보임.

6월중 소비자물가는 농산물 가격의 하락폭이 축소되었으나 석유류 가격의 하락폭이 확대되면서 전월과 동일하게 전년동월대비 1.7% 상승하였음. 농산물 및 석유류를 제외한 근원인플레이션율은 전월 2.2%에서 2.1%로 소폭 하락하였음. 앞으로 물가상승률은 점차 높아지겠으나 원화절상에 따른 수입물가 하락과 내수부진에 따른 수요요인 부진 등으로 상승압력은 종전 예상에 비해 다소 약할 것으로 보임.

국제 금융시장은 이라크 지정학적 리스크, 아르헨티나 디폴트 우려 등에도 불구하고 주요국의 완화적 통화정책 기조 지속, 미국의 경기회복세 유지 및 중국의 경기둔화 우려 완화 등으로 양호한 모습을 보였음. 글로벌 금리는 대체로 하락하였고 주가는 상승하였으며 미 달러화는 약세를 보였음.

국내 금융시장의 경우 외화유동성 유입과 안전자산 수요 증대와 기준금리 인하 기대감 등으로 국고채 금리가 큰 폭 하락하였으며 회사채 금리도 국고채 대비 가격 메리트 등으로 하락하였으나 일부 대기업의 부실화 우려가 선반영되는 등 회사채 시장의 취약성은 계속되고 있음. 주가는 대외여건과 기업실적 전망 등에 따라 하락 후 반등하였음. 외환시장에서는 경상거래 흑자가 전월보다 줄어들고 자본거래 순유출이 소폭 늘어나면서 외화자금 순유입이 축소되는 가운데서도 경상수지 흑자 지속 및 글로벌 외환시장에서의 미 달러화 약세 등의 영향으로 원/달러 환율이 하락세를 지속하였음.

금융·경제 상황을 종합해 보면, 실물경제는 수출 견조세가 지속되고 소매판매가 다소 회복되었지만 전체적으로는 세월호 사고의 영향으로 위축된 내수 관련 지표가 완전히 회복되지 못함에 따라 경기회복세가 미약한 모습이며, 마이너스 GDP갭은 점차 축소될 것이나 그 속도는 완만할 것으로 예상됨. 금융시장에서는

주요국의 경제지표 개선 및 완화적 통화정책 기조, 외국인 증권투자자금 유입 등의 영향으로 주가가 상승하였으며 장기시장금리와 환율은 하락하였음. 다만 회사채시장 및 대출시장의 신용차별화에 대한 우려가 지속되고 있으며 환율 하락의 속도에 대해서는 경각심이 높아지고 있음.

지난 통화정책방향 결정 이후 국내외 금융·경제 상황의 변화를 종합적으로 고려한 결과 다음 통화정책방향 결정시까지 기준금리를 2.50%로 현 수준에서 유지하되, 성장세 회복을 지원하는 가운데 중기적 시계에서 소비자물가 상승률이 물가안정목표 범위 내에서 유지되도록 통화정책을 운용해 나가야 할 것임.

원고(高)의 효과와 세월호 사고 영향 등으로 금년도 경제성장률과 물가상승률을 하향 조정한 만큼 이 같은 경기둔화 요인들을 면밀히 점검해야 함. 실물경제의 회복 모멘텀이 상실되면 그 복원에 상당한 시일이 소요되는 만큼, 현 시점에서 나타나는 미약한 경기 개선세에 매몰되지 않도록 통화신용정책의 효과를 점검해 나가야 하겠음. 우리 경제의 현 상황을 큰 틀에서 보면 기본적으로는 회복국면이지만 전체적으로 활력이 떨어져 있는 분위기이며, 수출의 추가적인 호조를 기대하기 어려워 경제회복의 동력을 소비, 투자 등 내수에서 보태야 하는 상황에서, 미국 금리인상의 개시 등으로 글로벌 여건이 급격히 변화하기까지의 유예기간 중에 우리 경제가 성장회복의 모멘텀을 찾을 수 있느냐가 중요한 과제라고 할 수 있음. 내수활력을 되살리기 위해서는 은행 등 금융기관과 금융시장의 자금중개기능이 제대로 작동하여 필요한 부문에 자금이 순조롭게 흘러갈 수 있도록 하는 것이 중요한 과제일 것임. 높은 수준의 신용경계감으로 위축되어 있는 회사채시장의 기능이 정상화되고, 직접금융시장 기능 저하 속에서 수신증대 등으로 역할이 높아지고 있는 은행·비은행 등 금융기관의 금융중개기능이 효과적으로 작동함으로써 통화신용정책의 효과가 실물경제로 원활하게 파급될 수 있도록 해야 할 것임. 이를 위해 통화정책과 금융정책의 조합이 일관성을 가질 수 있도록 조율할 필요도 있음. 다만 이러한 과정에서 금융안정이 훼손되지 않도록 하는 것도 중요한 만큼 경기변동에 대응하는 통화정책과 금융변동에 대응하는 거시건전성정책의 조합이 보다 효과적일 수 있도록 지속적으로 조정해 나가는 것도 중요함. 아울러 가계와 기업에 대한 시장기반 자금공급원 확충 차원에서 그림자금융의 순기능을 계발하기 위한 과제를 지속적으로 추구할 필요도 있음. 인플레이션 타게팅 하에서 통화정책 운영의 성공 여부는 물가전망의 신뢰성 그리고 정책수단인 금리와 최종목표인 물가간의 안정적인 관계에 좌우되는 만큼, 중기 물가안정목표를 지속해서 하회하고 있는 CPI 인플레이션율의 저수준 지속 원인을 물가와 GDP갭간 관계나 기대인플레이션 조정 등에서 나타날 수 있는 구조변화 가능성 등의 관점에서 점검하는 한편, 인플레이션 타게팅의 기계적 적용에 얽매이기보다는 시장기

대의 일방향 형성에 의한 금융시장의 과열 방지 등을 위해 약간의 불확실성을 용인하는 유연한 통화정책 운영 방식 등에도 관심을 기울여야 할 것임. 아울러 경제전망에 있어서 글로벌 금융위기 이후의 경제구조적 변화를 반영하지 못할 수도 있는 예측모형의 불확실성을 지속적으로 개선하는 노력을 해나가야 함. 향후 통화정책 방향은 최근처럼 불안정하고 미약한 경기회복기에는 다양한 정책수단 선택으로 유연하게 경기회복을 유도하는 것이 무엇보다 중요하다고 봄.

또 다른 일부 위원은 다음 통화정책 결정 시까지 기준금리를 현 2.5% 수준에서 유지하면서 향후 GDP갭 및 물가갭 변화를 면밀히 점검하고 전망경로의 하방 위험에도 유연하게 대응할 수 있는 정책 여력을 확보함이 바람직한 것으로 판단한다는 생각을 표명하였음.

지난번 통화정책방향회의 이후 대내외 경제여건 변화를 살펴보면 먼저 선진국 경기는 미국, 일본 등을 중심으로 비교적 양호한 회복세가 지속되고 있으나, 신흥국 경기는 중국의 실물지표 개선에도 불구하고 일부 국가의 정정불안, 디폴트 우려 등 국가별로 차별화된 성장세를 보이고 있음. 미국은 고용시장 개선 추세가 강해지고 물가도 점차 높아지고 있어, 향후 연준의 조기 정책변화 가능성에 주목할 필요가 있으며, 중국은 소비와 수출 증가율이 높아지는 등 실물경기가 안정화되는 모습이지만 부동산경기 부진과 관련투자 침체 등으로 견조한 회복세 지속 여부는 지켜봐야 하는 상황임. 유로존의 회복세는 아직 미약한 수준에 그치고 있으며, 일본은 소비세 충격에서 벗어나 소비 및 투자여력이 점차 확대되는 모습임.

국내 경기는 수출은 지속적으로 양호한 모습이나, 세월호 여파로 축소되었던 소비, 투자 등 내수경기의 회복 정도가 미흡한 가운데, 원화 절상에 따른 기업 채산성 악화 등으로 경제심리 회복이 지연되고 있음. 소비는 세월호 충격에서 점차 벗어나는 모습이지만 노후대비 저축 등 구조적 요인에 의한 둔화세가 지속되고 있으며, 설비 및 건설투자회복세도 지난 5월의 감소세를 상쇄할 만큼 충분히 강하지 못해 내수회복에 대한 불확실성이 높은 상황이 지속되고 있음. 생산이 증가세로 전환되고 고용시장의 개선 추세도 지속되고 있으나, 최근 하락한 제조업가동률 및 고용률 추이를 볼 때 산업활동과 고용시장의 회복이 충분히 견조한 것으로 보기는 어려운 상황임.

물가는 CPI 기준으로 완만한 오름세가 지속되고 있으나 총수요가 부진한 상황에서 원화절상으로 인한 수입물가 하락, 국제원자재 가격 안정세 지속 등으로

공급측면의 하방압력이 지속되면서 올해 내에 물가안정목표 구간 진입이 어려울 가능성도 있어 보임. 특히 지난 4월 이후 근원물가 상승률이 하락하고 있어 향후 물가갭 변화 추이를 면밀히 지켜볼 필요가 있음.

다음으로 국내외 금융시장 여건을 살펴보면, 국제금융시장에서는 전월에 이어 자산가격의 변동성이 매우 낮은 가운데, 위험선호도 증대와 수익률 추구로 선진국의 장기금리와 신흥국 가산금리가 동반 하락하고, 글로벌 주가가 상승하는 금융호황 국면이 지속되고 있음. 국내시장으로의 자본유출입 및 원화 환율 변동성은 안정된 수준이며, 총외채대비 단기외채 비율, CDS 프리미엄과 외화차입금 가산금리도 낮은 수준을 지속하는 등 외화유동성 상황도 양호한 모습임. 그러나 국제금융시장의 과도한 안정 국면이 잠재적인 리스크를 축적하고 있을 가능성에 대비할 필요가 있음. 현재 외화부문 거시건전성 규제로 인해 단기외채 증가는 제한적이지만, 해외증권투자 확대 등에 따른 스왑레이트 급락으로 금리차익거래 유인이 크게 확대되어 지속적인 점검이 요구됨.

국내금융시장에서는 중장기 금리의 하락으로 장단기 금리차가 크게 축소된 가운데 외국인 증권투자자금의 순유입이 지속되고 있음. 기업부문의 신용위험 상승으로 직접금융시장을 통한 자금조달이 전반적으로 부진한 상황이며, 회사채시장에서는 신용등급간 스프레드 확대 추세가 지속되는 등 우·불량 기업간 양극화 현상이 고착되는 모습임. 간접금융시장에서는 여수신 금리가 최저 수준으로 낮아진 가운데 여수신 금리차의 하락세는 주춤한 상황임. 연체율은 가계·기업대출 모두 안정적이거나, 비은행권에 비해 은행권의 수신이 빠르게 늘면서 주택담보대출을 중심으로 은행 가계대출의 증가폭이 다시 확대되고 있어 눈여겨볼 필요가 있음.

금융안정과 관련해서는 우선 주가, 부동산 등 자산가격은 비교적 안정된 모습이며, 신용사이클 측면에서는 은행의 시장성자금조달 비중이 낮아 과잉신용이 우려되는 상황은 아닌 것으로 판단됨. 다만 은행 수익성 하락으로 일부 구조조정 기업의 부실화에 대비한 손실흡수 능력이 약화되고 있으며, 가계부채도 비록 대내외 충격에 따른 취약 부문의 부실화가 시스템리스크를 초래할 정도는 아닌 것으로 사료되지만, 소득대비 부채비율이 완만하나마 증가세를 보이고 있어 거시건전성 측면에서 지속적인 관리가 요구되고 있음. 아울러 상업용 부동산담보대출 등 최근 빠르게 늘어난 비은행권 가계대출의 잠재 리스크를 보다 면밀히 점검할 필요가 있으며, 고소득층 보유 주택담보대출도 부동산가격이 하락하는 경우 차환위험이 높기 때문에 유동성 제약에 의한 매각이 다시 주택가격을 하락시키는 부정적 순환이 발생하지 않도록 면밀한 대응이 필요할 것임.

통화정책방향과 관련하여 이상의 논의를 종합하면, 첫째, 올해 성장률이 당초

전망보다 하향 조정된 데에는 세월호 사건의 일시적인 충격요인과 더불어 민간소비, 국내투자 등 내수부문의 구조적인 부진 요인도 기저에 작용하고 있는 것으로 풀이됨. 마이너스 GDP갭의 해소 시점도 내년 하반기로 지연될 가능성이 크며 내수회복 속도가 완만하여 수출의 상대적인 기여도가 높아지고 고용시장 개선효과도 예상보다 미흡할 가능성이 있음. 아울러 원화가치의 상승 및 세계교역 둔화로 이러한 수출의존적 성장경로에 하방위험이 높아진 상황임. 그러나 현 시점에서 볼 때 향후 성장경로의 방향성이나 GDP갭 축소 추세 자체가 반전된 상황은 아닌 것으로 판단됨. 둘째, 물가갭 또한 원화절상 기초가 당분간 지속될 것으로 보이는 데다 최근 근원물가의 상승세가 둔화되는 등 전망경로의 달성에 하방위험이 높은 상황임. 물가갭 축소 추세 자체가 꺾인 것은 아니지만 그 속도는 상당히 완만할 가능성이 있음. 향후 물가갭 변화는 물론, 공급측 교란요인을 가급적 배제하고 국내 생산에 초점을 둔 물가압력 추이에 대한 면밀한 분석이 요구됨. 셋째, 금융안정 측면에서 현 상황은 신용사이클상 과열 국면은 아닌 것으로 판단되지만 가계부채의 높은 레버리지 수준과 부채구조의 취약성, 기업신용시장의 양극화와 직접금융의 위축 조짐 등을 고려할 때 기준금리 변동이 초래할 수 있는 양적 불균형과 질적 불안정성 확대 가능성을 신중히 고려할 필요가 있음.

결론적으로 다음 통화정책 결정 시까지 기준금리를 현 2.5% 수준에서 유지하면서 향후 GDP갭 및 물가갭 변화를 면밀히 점검하고 전망경로의 하방위험에도 유연하게 대응할 수 있는 정책 여력을 확보함이 바람직한 것으로 판단함. 아울러 가계부채 등 금융불안정성의 확대 방지를 위한 거시건전성 정책과의 공조를 통해 경기조절 수단으로서의 통화정책의 입지와 유연성을 확보해 나가는 노력도 긴요한 시점이라 사료됨.

한편, 일부 위원은 다음과 같은 국내외 경제의 최근 상황과 전망을 종합해 보면 통화정책을 좀 더 완화적으로 운용할 수 있는 여지가 생긴 것으로 판단할 수 있겠지만 이번 달에는 기준금리를 현 수준에서 유지하는 것이 좋겠다는 견해를 밝혔음.

최근 우리 경제의 대외여건을 보면 주요국 경제는 대체로 완만한 회복세를 지속하였음. 특히 미국은 실업률이 꾸준히 낮아지고 생산 및 소비관련 지표가 뚜렷이 개선되는 등 1/4분기 중의 부진에서 벗어나는 모습을 보였음. 중국의 경우도 수출증가세가 확대되고 심리지표가 호전되었음.

국제금융시장에서는 주요국의 경제지표 개선 및 완화적 통화정책 기초 등으

로 주가가 상승하였으며, 금리, 환율 등 가격변수의 변동성이 낮게 유지되었고, 신흥시장국으로의 글로벌 투자자금 유입도 지속되었음.

세계경제는 앞으로도 회복세를 이어갈 것으로 예상되지만 미 연준의 통화정책기조 변화에 따른 국제금융시장의 변동성 확대 및 일부 신흥시장국의 성장세 약화 가능성, 중동지역의 지정학적 리스크 등이 불안요인으로 잠재해 있음.

국내경제를 보면 대외여건 개선 등으로 수출은 호조를 지속하였으나, 내수가 부진함에 따라 성장세가 다소 둔화되었음. 내수의 경우 세월호 사고의 영향으로 위축되었다가 시간이 흐르면서 일부 지표가 개선되었으나 전반적으로는 사고 이전 수준을 회복하지 못한 상황임. 특히 BSI 등에 나타난 기업의 투자심리는 계속 부진한 모습이었음. 앞으로 국내경제는 완만한 회복세라는 큰 흐름은 이어가겠지만 소비 및 투자심리 위축이 장기화되거나 환율 변동성이 확대되면서 성장세가 제약될 가능성이 있는 것으로 판단됨.

물가를 보면 약한 수요압력, 농산물가격의 안정세 등으로 소비자물가 상승률이 1%대 중후반에 머물렀고, 근원인플레이션도 비교적 낮게 유지되었음. 소비자물가 상승률은 앞으로 점차 높아질 것으로 예상됨. 다만 세월호 사고의 영향 등으로 마이너스 GDP갭의 축소 속도가 완만해질 것인 만큼 물가상승 압력은 종전 예상보다 약할 것으로 보임.

이상과 같은 국내외 경제의 최근 상황과 전망을 종합해 보면 통화정책을 좀 더 완화적으로 운용할 수 있는 여지가 생긴 것으로 판단할 수 있겠음. 하지만 이번 달에는 기준금리를 현 수준에서 유지하는 것이 좋겠다고 생각됨. 이번에 수정된 경제전망에서도 경기, 물가 등 주요 거시경제 변수의 큰 흐름은 유지되고 있는 점에 비추어 세월호 사고의 영향, 원화절상 등과 같은 리스크 요인을 보다 면밀히 점검해 볼 필요가 있기 때문임. 또한 대부분의 시장참가자들이 이번 달 기준금리 동결을 기대하고 있다는 점도 고려해야 할 것임.

한편 기준금리를 현 수준에서 유지하더라도 한국은행이 자금흐름 개선 노력을 강화하여 내수회복과 성장잠재력 확충을 적극 뒷받침하는 것은 필요하고도 바람직한 것으로 판단되므로 구체적 시행방안을 조속히 강구하는 것이 좋겠음.

다른 일부 위원은 다음과 같은 국내외 경제상황을 종합적으로 고려해 볼 때 우리 경제는 전월의 경기회복세를 지속하고 있는 것으로 판단되기 때문에 2014년 7월의 기준금리는 현 수준인 2.5%를 유지하는 것이 바람직하다고 판단된다는 견해를 제시하였음.

우선 세계경제 상황을 보면 지난 6월에 이어 회복세가 강화되고 있는 것으로 판단됨. 미국경제는 고용여건 개선이 지속되고 있는 가운데 제조업생산이 증가하는 등 실물경제가 개선되는 모습을 보였으며, 유로지역은 4월 산업생산이 증가로 전환되었음. 일본은 소비세율 인상의 영향 등으로 부진했던 소비 및 생산이 5월 들어 개선되는 모습을 보였으며 신흥국 가운데 중국은 경제활성화 대책의 영향 등으로 생산, 소비 등 주요 실물지표가 개선되는 가운데 5월중 수출이 크게 증가하였음.

국내경제를 살펴보면 수출이 호조를 지속하였으나, 세월호 사고의 영향으로 소비 등 내수관련 지표가 완전히 회복되지 못하고 회복세가 일시 주춤하는 모습을 보였음. 특히 이번 7월 전망에서 2014년도 경제성장률 전망치는 세월호 사고 등의 영향으로 지난 4월의 4.0%에서 0.2%포인트 하락한 3.8%로 하향조정 되었음. 그럼에도 불구하고 세월호 사고는 일시적인 충격으로 국내경제의 성장경로를 바꿀 정도는 아닌 것으로 판단됨. 일시적인 충격과 퍼머넌트 쇼크(permanent shock)를 구분할 필요가 있음. 미국의 경우에도 올해 초 기상악화 등으로 인해 경제활동이 위축되어 1/4분기 성장률이 전기대비 약 0.7%포인트 하향 조정되었으나 경기의 개선추세에 영향을 주지 못하는 일시적 충격으로 판단되면서 통화정책 기조가 유지된 바 있음. 향후 우리나라 경제는 세월호 영향을 극복하면서 지난 4월 전망된 성장경로로 빠르게 복귀할 것으로 예상되며 이 과정에서의 기저효과 등을 고려하면 금년 3/4분기 이후의 예상성장률이 약간 더 높아질 가능성도 무시할 수는 없을 것이라 판단됨.

한편 소비자물가 상승률은 농산물가격의 하락폭이 축소되었으나 석유류가격의 하락폭이 확대되면서 전월과 동일한 1.7%를 기록하였으며, 농산물 및 석유류를 제외한 근원인플레이션율은 전월보다 소폭 하락한 2.1%를 기록하였음. 금년 소비자물가 상승률은 농산물가격 약세 지속 등으로 지난 전망보다 낮은 1.9%를 기록하겠으나 내년에는 2.7%로 상승할 것으로 전망됨.

국제금융시장에서는 주요국의 완화적 통화정책 지속 기대, 미국의 경기회복세 유지 및 중국의 경기둔화 우려 완화 등의 영향으로 평온한 모습을 보였음. 글로벌 금리는 대체로 하락하는 모습을 보였으며 주가는 상승하였음. 국내금융시장에서는 국제금융시장의 영향 등으로 주가는 상승하였음. 금리는 국내 통화정책의 추가 완화에 대한 기대 등으로 하락하였음. 특히 장기금리가 크게 하락하였음. 그러나 글로벌 금융여건 변화에 의해 국내 시장금리가 빠르게 상승 전환할 가능성을 배제할 수 없음. 이럴 경우 국내금융시장이 크게 불안해 질 수 있으므로 이에 대한 면밀한 모니터링이 필요함. 한편 원/달러 환율은 경상수지 흑자 등으로 하락세를 지속하였음.

이러한 국내외 경제상황을 종합적으로 고려해 볼 때 우리 경제는 전월의 경기회복세를 지속하고 있는 것으로 판단됨. 따라서 2014년 7월의 기준금리는 현 수준인 2.5%를 유지하는 것이 바람직하다고 판단됨.

원/달러 환율은 큰 폭의 경상수지 흑자 및 외국인 증권자금 유입 지속 등의 영향으로 금년 3월 하순 이후 6% 이상 하락하였으며 7월에는 일시적으로 1,008 원까지 기록하였음. 우리 경제에서는 수출이 차지하는 비중이 높으므로 환율의 급격한 하락에 신경을 써야 함. 그런데 우리나라 경상수지의 흑자구조를 보면 대중국 무역에서 발생한 흑자가 전체의 70~80%를 차지하고 있으며, 이는 대부분 달러화로 환산되어 국내 외환시장에 유입되고 있음. 이에 따라 경상수지 적자를 기록한 선진국, 특히 일본이나 유로지역 국가의 통화에 대해서는 원화가 절하될 요인이 있음에도 불구하고 거꾸로 평가절상되면서 선진국에 대한 우리 기업의 국제경쟁력을 약화시키는 네거티브 스펠오버(negative spillover) 효과가 나타나고 있음. 이와 같은 상황에서 중국과의 원/위안 직거래시장 개설 합의는 우리 경제의 달러화에 대한 의존도를 낮춰 원/달러 시장에 공급되는 달러화가 감소함으로써 원화가 기초여건에 비해 과도하게 강세를 보이는 네거티브 스펠오버 현상을 완화시킬 것으로 기대됨. 또한 위안화를 거래하는 기업 및 개인의 거래비용을 절감시키는 등 우리 경제에 많은 긍정적 요인을 가져다 줄 수 있을 것으로 기대됨. 원/위안 시장이 활성화되고 이러한 효과가 실현되기 위해서는 차질 없이 후속작업을 추진하는 것이 긴요함. 특히 시장개설 초기 거래활성화가 긴요하므로 외환당국은 기업들이 중국과 거래시 위안화 결제를 확대하고, 국내은행들도 원/위안 시장에서 적극적으로 거래에 참여할 수 있는 충분한 인센티브를 제공할 필요가 있다고 생각함.

또 다른 일부 위원은 다음과 같은 최근의 대내외 실물경제 및 금융시장 여건과 향후 전망 등을 종합적으로 감안해 보면 이번 달 기준금리는 현 수준보다 인하 조정해야 한다는 생각을 밝혔음.

세계경제를 보면 세계 경기는 미국 등 선진국의 경기 회복세 지속 등을 배경으로 완만한 개선추세를 이어갈 것으로 보임. 그러나 IMF, OECD 등 국제기구의 성장률 전망이 하향조정 되는 등 성장모멘텀은 연초에 비해서는 다소 약화된 것으로 판단됨. 아울러 미 연준의 통화정책 기조변화 등과 관련한 국제 금융시장 변동성 확대 가능성, 중동지역 지정학적 리스크, 일부 신흥국의 성장세 둔화 등도 여전히 하방리스크로 잠재해 있다 하겠음.

다음으로 국내경제 상황을 점검해 보면 국내 경기는 수출이 호조를 보이고 있으나 세월호 사고의 영향 등으로 내수관련 지표가 둔화되면서 경기회복세가 주춤하는 모습임. 이에 따라 금년 성장률은 지난 4월에 비해 0.2%포인트 하향조정된 3.8% 수준에 그칠 것으로 전망되었음. 특히 소비가 큰 폭으로 하향조정되었으며, 소비전망과 관련한 불확실성은 단순히 경제주체들의 심리 위축뿐만 아니라 우리 경제에 내재된 구조적 요인의 영향 등이 큰 것으로 생각됨. 마이너스 GDP 갭도 예상보다 완만한 속도로 축소될 것으로 보이며 플러스로 전환되는 시기도 상당기간 지연될 것으로 보임. 아울러 중국 및 신흥국의 성장세 둔화 등의 대외 요인도 하방리스크로 상존하고 있다 하겠음.

물가는 농축수산물가격의 하락폭이 축소되었으나 공산품가격의 오름폭도 축소되면서 6월 소비자물가 상승률이 전월과 동일한 1.7%를 기록하였음. 이에 따라 2/4분기 물가상승률이 지난 4월 전망치에 미치지 못하였으며, 하반기 물가상승률도 농산물가격 약세 지속, 원/달러 환율 하락 등의 영향으로 4월 전망치보다 큰 폭 하락한 2.3%에 그칠 것으로 전망되었음.

국내 외환 및 금융시장의 경우 국고채 금리가 비교적 큰 폭 하락하긴 하였으나, 전반적으로는 대체로 안정된 모습을 보였음. 다만 원화 가치 절상 추세가 지속될 경우 수출에 미칠 부정적 영향에는 유의할 필요가 있겠음.

이와 같은 최근의 대내외 실물경제 및 금융시장 여건과 향후 전망 등을 종합적으로 감안해 보면, 물가는 당분간 물가안정목표를 하회하는 낮은 수준의 오름세를 지속할 것으로 보이는 가운데 경기는 성장경로의 불확실성과 하방리스크가 커진 것으로 판단됨. 세월호 사고의 영향이 일시적이고 제한적인 것인지 또는 장기적인 것인지를 예단하기는 어려움. 그러나 최근의 상황을 종합해 볼 때 경제주체들의 심리 위축이 장기화될 것으로 우려됨에 따라 현시점에서의 선제적인 경기 대응이 필요한 것으로 판단됨.

따라서 이번 달 기준금리는 현 수준보다 인하 조정해야 한다고 생각함.

(5) 토의결론

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

(6) 심의결과

앞서의 토의결과를 반영하여 위원들은 다수 의견이 반영된 구체적인 의결문안을 작성하였음.

의결문 작성·가결

(다만, 정해방 위원은 한국은행 기준금리를 현 수준에서 유지하는 것에 대해 명백히 반대의사를 표시하고 인하할 것을 주장하였음.)

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 국가별로 차별화된 성장세를 나타내었다. 앞으로 세계경제는 선진국을 중심으로 완만한 회복세를 지속할 것으로 전망되나, 미 연준의 통화정책 기조 변화에 따른 글로벌 금융시장 여건 변화, 일부 신흥시장국의 성장세 약화 등에 영향받을 가능성이 상존하고 있다.
- ☐ 국내경제를 보면, 수출이 호조를 지속하였으나 세월호 사고의 영향 등으로 내수가 위축됨에 따라 성장세가 다소 둔화되었다. 고용 면에서는 취업자수가 50세 이상 연령층과 서비스업을 중심으로 예년 수준의 증가세를 나타내었다. 앞으로 마이너스 GDP갭은 점차 축소될 것이나 그 속도는 완만할 것으로 예상된다.

- 6월중 소비자물가 상승률은 농산물가격의 하락폭이 축소되었으나 석유류가격의 하락폭이 확대되면서 전월과 같은 1.7%를 나타내었다. 농산물 및 석유류 제외 근원인플레이션율은 전월의 2.2%에서 2.1%로 소폭 하락하였다. 앞으로 물가상승률은 점차 높아지겠으나 상승압력은 종전 예상에 비해 다소 약할 것으로 보인다. 주택매매가격은 지방에서 소폭의 오름세를 보였으며, 전세가격은 수도권과 지방에서 모두 소폭의 상승세를 이어갔다.
- 금융시장에서는 주요국의 경제지표 개선 및 완화적 통화정책 기조, 외국인 증권투자자금 유입 등의 영향으로 주가가 상승하였으며 장기시장금리와 환율은 하락하였다.
- 금융통화위원회는 앞으로 성장세 회복을 지원하는 가운데 중기적 시계에서 소비자물가 상승률이 물가안정목표 범위 내에서 유지되도록 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 이 과정에서 주요국의 통화정책 변화 등 해외 위험요인, 세월호 사고의 영향 등에 따른 내수회복 지연 가능성 등을 면밀히 점검할 것이다.

(별 첨)

「통화정책방향」 관련 보고내용

I. 국내외 경제동향

1. 국외경제동향

가. 주요국 경제

미국은 고용이 꾸준히 증가하는 가운데 제조업 생산이 증가로 전환하는 등 실물경제가 점차 개선되는 모습을 보였음.

유로지역은 4월중 산업생산이 증가로 전환하는 등 완만한 회복세를 지속하였음.

중국은 경기활성화 대책의 영향 등으로 5월중 주요 실물지표가 대체로 전월보다 개선되는 모습을 나타내었음.

일본은 5월중 수출이 감소하였으나 광공업생산 및 가계소비가 증가로 전환하는 등 다소 회복되는 모습을 보였음.

나. 국제유가 및 기타원자재가격

6월중 국제유가(Dubai 기준)는 미국의 원유수출 허가에도 불구하고 이라크의 정정불안, 주요국의 경제지표 개선 등으로 전월말대비 2.4% 상승하였음.

기타원자재가격(로이터상품가격지수 기준)의 경우 곡물가격이 재고 증가 전망 등으로 하락하였으나 비철금속가격이 재고 감소 및 중국의 경제지표 개선 등으로 오르면서 상승(전월말대비 4월말 -0.3% → 5월말 -2.8% → 6월말 0.5%)하였음.

2. 국내경제동향

가. 내수 및 대외거래

5월중 소매판매는 통신기기를 중심으로 내구재 판매가 늘어나고 비내구재 판매도 늘어나면서 전월대비 1.4% 증가(소매판매액: 전월대비 4월 -1.6% → 5월 1.4%)하였음.

설비투자는 기계류 투자가 감소한 데다 운송장비 투자가 자동차 부문을 중심으로 줄어들면서 1.4% 감소(설비투자지수: 전월대비 2.4% → -1.4%)하였음.

건설투자는 건축이 비주거용을 중심으로 감소하고 토목이 일반토목 등에서 줄어들면서 6.0% 감소(건설기성액: 전월대비 6.9% → -6.0%)하였음.

6월중 수출(478억달러)은 IT제품 수출이 증가로 전환한 데다 비IT제품 수출은 증가세를 지속하면서 전년동월대비 2.5% 증가하였음. 5월중 경상수지는 상품수지 흑자규모 축소에도 불구하고 서비스수지 적자폭 축소, 본원소득수지 흑자 전환 등으로 전월에 비해 흑자규모가 확대(4월 71.2억달러 → 5월 93.0억달러)되었음.

나. 생산활동 및 고용

5월중 제조업 생산은 기계장비, 석유정제 등이 증가하였으나 자동차, 반도체 및 부품 등이 줄어 전월대비 2.9% 감소(전월대비 4월 -0.1% → 5월 -2.9%)하였음.

서비스업 생산은 도소매업, 예술·스포츠·여가관련 서비스업, 출판·영상·방송통신 및 숙박·음식점업 등이 늘어 전월대비 0.6% 증가(전월대비 -1.2% → 0.6%)하였음.

5월중 취업자수는 도소매, 숙박·음식, 금융보험업 등 서비스업을 중심으로 전월대비 18.6만명 감소(전월대비 4월 2.5만명 → 5월 -18.6만명, 전년동월대비 58.1만명 → 41.3만명)하였음. 실업률(계절조정)은 3.7%로 전월과 같은 수준(3.7% → 3.7%)을 나타내었음.

다. 물가 및 부동산가격

6월중 소비자물가(전년동월대비)는 전월과 동일한 1.7% 상승하였음. 전월대비로는 축산물가격(2.8%)의 오름세가 확대되었으나 채소와 과실을 중심으로 농산물가격(-4.1%)이 크게 하락하고 석유류가격(-0.9%)이 약세를 지속하면서 0.1% 하락하였음. 근원인플레이션(농산물 및 석유류 제외지수)은 전년동월대비 2.1% 상승(전년동월대비 5월 2.2% → 6월 2.1%, 전월대비 0.3% → 0.1%)하였음.

아파트 매매가격은 비수도권을 중심으로 전월대비 0.1% 상승(전월대비 5월 0.1% → 6월 0.1%)하였음. 전세가격은 수도권과 비수도권 모두에서 오름폭이 확대(전월대비 0.1% → 0.2%)되었음.

II. 외환 · 국제금융 동향

1. 국제금융

6월중 국제금융시장은 이라크 지정학적 리스크, 아르헨티나 디폴트 우려 등에도 불구하고 주요국의 완화적 통화정책 기조 지속, 미국의 경기회복세 유지 및 중국 경기둔화 우려 완화 등으로 양호한 모습을 보였음.

미국 국채금리(10년물)는 월 초순 차익실현 매도, 대체로 양호한 경제지표 등으로 상승하였다가 6월 FOMC에서의 완화적 기조 재확인 등으로 상승폭을 축소하였고 일본 국채금리는 일본은행의 국채매입 지속 등으로 소폭 하락하였음.

글로벌 주가(MSCI)는 이라크, 아르헨티나 관련 리스크 부각에도 불구하고 주요국의 완화적 정책기조 지속 기대 및 중국의 경기둔화 우려 완화 등으로 상승하였음.

미 달러화는 미 연준의 완화적 정책기조 지속 기대 등으로 대체로 약세를 보였음.

2. 외환수급

6월중 경상거래는 무역외거래가 흑자로 전환되었으나 무역거래 흑자가 감소하면서 흑자 규모가 축소되었음.

자본거래는 외국인 직접투자자금의 순유입 전환에도 불구하고 거주자의 해외투자 및 기업의 해외증권 순상환 증가 등으로 순유출 규모가 소폭 확대되었음.

금융거래는 국내은행의 대외부채 상환 등으로 순유출로 전환되었음.

3. 외환보유액

6월말 외환보유액은 3,665억달러로 외평채 발행, 기타 통화 강세에 따른 미달러화 환산액 증가 및 외화자산 운용수익 등에 힘입어 전월 대비 56억달러 증가하였음.

4. 외환시장

6월중 원/달러 환율은 이라크의 지정학적 리스크 등으로 일시 반등하기도 하였으나 글로벌 미 달러화 약세, 5월 경상수지 흑자 확대 등으로 하락하여 전월 말 대비 0.8% 절상된 1,011.8원으로 마감되었음.

원/엔 환율(100엔당)도 원화가 엔화에 비해 더 큰 폭의 강세를 보인 데 기인하여 하락하였음.

외환 스왑레이트(3개월물, 월평균)는 외화자금 수요 우위가 지속되는 가운데 외은지점의 스왑자금 신규공급(sell&buy) 위축 등으로 전월 대비 큰 폭 하락하였음.

5. 국내은행 외화자금사정

국내은행의 대외차입여건 및 외화자금사정은 양호한 상황이 지속되었음.

III. 금융시장 동향

1. 채권·주식

가. 시장금리

국고채(3년)금리는 6월 금통위 이후 큰 폭 하락한 후 횡보하다가 7월 들어 추가 하락하였음. 6월 중순까지는 기준금리 인하 기대 부각, 미 연준의 완화기조 장기화 전망 등으로 하락하였으며 7월중 추가 하락은 6월 금통위 의사록 내용에 대한 시장의 완화적 평가에 주로 기인하였음.

회사채(3년)금리도 일부 대기업의 부실화 우려에도 불구하고 신용위험의 시장 선반영 인식, 국고채 대비 가격메리트 부각 등으로 큰 폭 하락하였음.

나. 주가

코스피는 6.20일 1,968까지 하락하였다가 반등하였음. 6월 중순 들어 이라크 사태의 영향, 국내 주요 기업의 2/4분기 실적부진 전망 등으로 하락하였다가 하순 이후 미 연준의 완화적 통화정책 기조 장기화 전망, 미국 고용지표 호조 등으로 반등하였음.

다. 외국인 국내증권 투자

6월중 외국인의 국내채권투자는 해외중앙은행의 신규투자 및 해외 은행의 금리차익거래 자금 유입 등으로 4개월 연속 유입세를 지속하였음. 한편 외국인은 국채선물시장에서 순매도로 전환하였음.

외국인의 국내주식투자도 4월 이후의 유입세를 지속하였음. 이는 미 연준 및 ECB의 저금리 기조 장기화, 안전자산 선호경향 약화 등에 기인함.

2. 여수신

가. 여수신금리

6월중 은행 여신금리(신규취금액 기준)는 전월 수준을 유지한 것으로 추정됨. 기업대출금리가 일부 대기업에 대한 고금리 대출 취급 확대 등으로 상승하였으나 가계대출금리는 고정금리대출 확대 노력, 장기시장금리 하락 등으로 하락하였음.

은행 수신금리(신규취금액 기준)는 전월대비 소폭 하락한 것으로 추정됨.

나. 여신

6월중 은행 가계대출(모기지론 양도 포함)은 전월대비 증가폭이 크게 확대되었음. 주택담보대출(모기지론 양도 포함)이 일부 은행의 고정금리대출 비중 제고 노력 등으로 큰 폭 확대되었으며 마이너스통장대출 등도 소비심리 회복 등으로 증가 전환하였음.

비은행 가계대출(모기지론 양도 포함, 6.20일 기준)도 전월동기대비 증가폭이 확대되었음.

은행 기업대출은 증가폭이 크게 축소되었음. 대기업대출은 반기말 부채비율 관리를 위한 일시 상환, 일부 우량 대기업의 회사채 발행을 통한 대출 상환 등으로 감소 전환하였으며 중소기업대출도 반기말 부실채권 상각·매각 등으로 증가규모가 축소되었음.

직접금융은 증가로 전환되었음. 회사채의 경우 신용경계감 지속으로 순상환이 이어졌으나 만기도래규모 축소 등으로 순상환규모는 줄어들었음. CP(6.20일 기준)는 우량 기업의 운전자금 수요 등으로 순발행되었음.

은행의 기업대출 및 가계대출 연체율(6.20일 기준)은 대체로 전월동기 수준을 유지하였음.

다. 수신

6월중 은행 수신은 전월에 이어 큰 폭 증가하였음. 수시입출식예금이 상반기 집행목표 달성을 위한 재정지출 확대 등으로 기업자금의 대거 유입됨에 따라 큰 폭 증가세를 지속하였음. 다만 정기예금, CD, 은행채 등은 모두 부진하였음.

제2금융권 수신은 대체로 부진하였음. 자산운용사 수신은 반기말 BIS비율 관리를 위한 은행의 MMF 인출 등으로 감소 전환하였으며, 금전신탁 및 증권사 RP도 반기말 부채비율 관리를 위한 법인자금 인출 등으로 감소하였음. 한편 신용협동기구는 상호금융을 중심으로 견조한 증가세를 지속하였음.

3. 통화

6월중 M2증가율(평잔기준 전년동월대비)은 전월보다 소폭 하락한 5%대 후반으로 추정됨. 이는 국외부문 통화공급이 외국인 증권투자자금 유입 호조로 전년동월에 비해 확대되었으나 정부부문 통화공급이 크게 줄어든 데 기인함.

M1증가율은 전월보다 하락한 9% 내외로 추정됨.