

2014년 도 제7차

금융통화위원회(정기) 의사록

한 국 은 행

1. 일 시 2014년 4월 10일(목)

2. 장 소 금융통화위원회 회의실

3. 출석위원 이 주 열 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	허 재 성 부총재보
	최 운 규 경제연구원장	신 운 조사국장
	성 병 희 거시건전성분석국장	김 민 호 통화정책국장
	유 상 대 국제국장	전 승 철 금융통화위원회실장
	김 태 석 공보실장	김 남 영 금융시장부장
	문 한 근 의사관리팀장	

6. 회의경과

가. 의결안건

#### 〈의안 제14호 — 통화정책방향〉

(1) 전일 개최된 동향보고회의에서 조사국장이 보고 제34호 - 「국내외 경제 동향」, 국제국장이 보고 제35호 - 「외환·국제금융 동향」, 그리고 금융시장부장이 보고 제36호 - 「금융시장 동향」에 대하여 보고하였음.(보고내용 : 별첨)

(2) 본회의에서는 의장이 「한국은행법」 제28조에 따라 의안 제14호 - 「통화정책방향」을 상정하고 전일 보고내용을 접수하였음.

### (3) 위원 토의내용

「국내외 경제동향」과 관련하여 일부 위원은 국민계정의 새로운 국제기준(2008 SNA) 이행으로 지식재산생산물(intellectual property products) 투자 항목이 신설된 만큼 이에 대한 이해를 돕기 위하여 소프트웨어투자, 무형고정자산투자, 연구개발(R&D)투자 등 기존에 사용되던 유사개념과의 포괄범위(coverage) 차이를 명확히 정리하는 것이 좋겠다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 글로벌 금융위기 이후 선진국뿐만 아니라 신흥국의 수요여력이 약화된 가운데 글로벌 투자자본의 유입으로 중국, ASEAN, 아프리카 등 신흥국의 생산능력이 증대된 것이 세계경제의 장기 침체(secular stagnation) 논란의 배경이라고 지적한 후, 우리나라의 경우에도 생산능력이 과거보다 상당히 확대된 점을 고려할 때 다음과 같은 점에 유의하여 우리 경제의 성장전략을 노동공급, 유형설비, 건설 등 하드웨어적 측면의 요소투입 중심에서 소프트웨어 측면의 무형자산 투자를 통한 부가가치 창출 중심으로 전환할 시점이라는 견해를 피력하였음.

첫째, 우리나라의 자본계수가 이미 선진국의 균제성장경로 수준을 넘어서는 것으로 추정되는 점을 감안할 때 하드웨어 측면에 중점을 두었던 기존 성장전략의 유효성이 쇠퇴하였음.

둘째, 선진국에서 생산성 주도의 성장이 이루어지고 있는 데에는 무형자산 투자의 지속적인 확대가 결정적인 역할을 한 것으로 평가됨.

셋째, 무형자산 투자가 주로 이루어지는 지식기반 산업이 과학, 기술, 예술 등 고부가가치 서비스산업과 대부분 중첩된다는 점에서 우리 경제의 당면과제인 서비스부문의 질적 발전을 통한 내수확충을 추진하기 위해서는 무형자산 투자가 긴요함.

넷째, 현재까지 만성적인 적자구조를 지속하고 있는 기술무역수지를 중장기적으로 흑자구조로 전환하는 것이 정책과제라는 측면에서도 R&D투자 등 무형자산 투자가 중요한 요소임.

또한 동 위원은 지식재산생산물투자가 GDP에서 차지하는 비중(2000년 3.9% → 2010년 5.0% → 2013년 5.9%)이 2000년 이후 계속 상승하고 있다는 점을 지적한 후, 이러한 국내 기업들의 R&D 투자 확대가 우리나라 수출상품의 비가격경쟁력 제고로 이어지고, 이를 바탕으로 우리나라가 글로벌 금융위기 과정에서 세계시장의 수출점유율을 높일 수 있었으며, 또한 경제구조가 기업부문을 중심으로

생산성 주도형 경제로 이행하고 있는 근본 원인이라고 평가한 후, 2006~2010년 중 실질총소득 증가에 대한 생산성의 기여도가 요소투입효과의 기여도를 상회하는 것으로 추정된 연구결과(「우리나라 2000년대 중반 이후 생산성주도형 경제로 이행」, 2012년 6월)도 이러한 사실을 뒷받침하는 것으로 보인다는 의견을 덧붙였음.

이와 관련하여 동 위원은 무형자산투자는 눈에 보이지 않고 무형(invisible and intangible)이라는 속성 때문에 포괄범위에 대해 명확히 정의하고 이것을 정량적으로 측정하기 어려운 점이 있겠지만, 향후 이 부분에 대한 연구의 중요성이 높아질 것이라는 점을 고려할 때 국내 무형자산투자의 현황, 성장경로 및 구조에 미치는 영향, 향후 정책과제 등을 종합적으로 분석할 필요가 있다는 견해를 제시한 후, 이러한 분석결과는 창조경제 또는 지식기반경제 등 정책의제(agenda) 실행을 위한 구체적인 방향설정에도 기여할 것이라는 의견을 덧붙였음.

아울러 동 위원은 기술무역수지가 개선되고는 있지만 여전히 적자를 지속하고 있다는 점을 지적한 후, 기술무역수지 적자의 근본원인 및 향후 전망과 기술무역수지가 국내 무형자본 축적에 미치는 영향 등을 종합적으로 검토할 것을 당부하였음.

한편 동 위원은 정부의 부동산시장 활성화 대책과 관련하여, 가계 및 기업 부문간 소득 및 부(富)의 불균형 분배가 심화됨에 따라 현재 가계 부문에 어려움이 있는 반면 기업 부문은 자금여력이 있다는 점을 고려할 때 기업이 가계부문으로부터 주택 등 부동산을 매입하고 이것을 종업원에게 부가급여(fringe benefit) 차원에서 임대해 주는 방안의 타당성을 검토할 필요가 있다는 의견을 개진한 후, 기업의 부동산 매입 방안에 대해서 기업의 비업무용 부동산투자를 부추길 수 있다는 우려가 제기될 수 있으나 지금은 과거와 달리 주택시장이 전반적으로 위축되어 있는 상황이라는 점과 설령 부동산 경기의 활성화로 기업이 매매차익을 얻더라도 세제(稅制) 변경을 통해 보완해 나갈 수 있다는 점을 종합적으로 고려하여야 한다는 견해를 덧붙였음.

이어서 동 위원은 기업소득의 가계부문 환류가 악화되고 있는 상황이 지속되고 있는 것은 먼저 2000년대 들어서 근로자의 임금증가가 기업의 영업이익 증가에 못 미치고 있으며 가계부채 누증으로 순이자소득도 급감하고 있는 가운데 기업배당도 여전히 미진한 데 그 원인이 있으며 자영업자의 경우에도 전통서비스업의 경쟁심화 등으로 영업이익이 미미한 상황이라고 지적한 후, 임금상승·자영업

자 이익증대·가계부채 개선 등은 단기적으로 해결되기 어려운 과제인데 반해서 기업배당을 높이는 방안은 단기적으로도 실행가능성이 높다는 점에 주목하여 적극 검토할 필요가 있다면서, 그 구체적인 논거를 다음과 같이 제시하였음.

먼저 2000년에 비해서 2012년에 우리 상장기업의 배당수익률(2.3% → 1.0%) 및 배당성향(19.6% → 14.5%)이 더 낮아졌으며 주요국과 비교하더라도 배당수익률이 낮은 수준임. 현재 기업의 사내유보금 등 현금자산이 투자로 이어지지 않고 있는 상황임. 이에 따라 사내유보가 투자를 확대하고 이를 통해 고용과 가계소득이 증가하는 가운데 민간소비가 확대되는 과거 고도성장기의 선순환 구조보다는 기업 배당 확대가 가계소득의 확충 및 이에 따른 민간소비의 증대를 유발하고 기업의 수익성 개선과 투자확대로 이어지는 선순환 구조를 기대하는 것이 보다 현실적임.

한편 기업배당을 확대할 경우 그 과실이 외국인 투자자 및 국내 고소득층에 편중될 수 있다는 우려가 제기될 수 있으나, 국내 주식시장의 외국인 비중이 OECD 국가 중에서 중간수준에 불과하다는 점에서 주식배당을 통한 소득의 국외 유출 우려는 국제기준(global standard)에 부합하지 않으며, 지금은 계층별 소득불균형 심화 문제 보다는 가계소득 증대의 순기능을 더욱 중시하여야 할 시점임에 주목하여야 함.

끝으로 동 위원은 GDP 성장률의 변동성이 글로벌 금융위기 이후 축소(변이계수 기준, 2000.1/4~2008.2/4분기 0.71 → 2010.1/4~2014.4/4분기 0.52)되고 미국(2010.1/4~2014.4/4분기 0.68)과 유로지역(2.65)에 비해서도 낮은 수준이라는 점을 언급한 후, 그 근본 원인으로 글로벌 금융위기 이후 민간소비가 구조적으로 위축되고 기업투자와 관련된 불확실성이 증대된 가운데 대외교역부문은 꾸준한 호조를 이어가고 있는 상황을 상술하고, 이와 같은 경기의 변동성 축소는 우리 경제의 안정을 추구하는 통화신용정책적 견지에서 보면 바람직한 현상으로 보이지만 경제기초여건(fundamental) 측면에서 보면 우리 경제의 활력이 줄어든 결과라는 우려도 있을 수 있다는 점에 유의하여 글로벌 금융위기 이후 경기의 변동성이 줄어든 원인을 주요국과 비교하여 실증적으로 분석할 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

다른 일부 위원은 수정 경제전망과 관련하여 기준년 변경 및 2008 SNA 이행 효과를 제외하면 GDP성장률 전망은 당초와 큰 차이가 없으며 소비자물가 전망만 당초 보다 0.2%포인트 낮아진 것으로 보인다고 평가하고, 특히 소비자물가가 당

초 전망 보다 낮은 상황이 지속되는 데는 유의할 것을 당부하였음.

한편, 동 위원은 성장지표와 고용지표가 전반적으로 양호한 데에도 불구하고 실업률이 2월(3.9%)에 이어 3월에도 3.5%로 높은 수준인 데 대한 이유를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 노인일자리 사업 등 정부정책의 영향으로 기존에 비경제활동인구에 포함되던 인력이 실업 상태의 구직자로 경제활동인구에 포함되면서 2월중 실업률이 높았으나 이들이 취업을 하면서 3~5월중 점차적으로 실업률이 낮아질 것으로 보고 있다고 답변하였음.

끝으로 동 위원은 각종 경제지표에 비해서 체감경기가 부진한 것은 결국 경기의 양극화 문제뿐만 아니라 소득분배 문제에도 그 원인이 있는 만큼 지니계수(Gini coefficient) 등 국민소득의 분배상태를 측정하는 각종 지표의 적정성 검토 등 소득분배 문제에 대한 당행의 종합적인 분석이 필요하다는 견해를 피력하고, 국민소득 배분과정, 세금 및 재정지출을 통한 보정 등에 관한 정부정책 수립을 지원한다는 측면에서도 그 의의가 있다는 의견을 덧붙였음.

또 다른 일부 위원은 미 연준 의장의 ‘노동시장의 상당한 슬랙(slack)이 여전히 상황에서 경기부양적 통화정책 기조를 서둘러 바꾸지 않을 것이다’라는 최근 발언, 유로지역 하방리스크(downside risk)와 기대인플레이션 하락에 따른 장기 저인플레이션(disinflation) 가능성에 대한 ECB Draghi 총재의 우려 표명 및 그에 따른 양적완화 가능성 시사, 중국의 소득세 인하 등 소규모 경기부양책 발표, 일본의 소비세 인상 이후 양적·질적 완화정책(Quantitative and Qualitative Easing; QQE) 가능성 등 주요국 정책기조의 톤(tone) 변화가 세계경제 측면에서 시사하는 바를 관련부서에 물은 후, 선진국의 예상보다 완만한 경기회복과 글로벌 금리의 빠른 상승이 나타날 경우 아시아 국가의 성장전망을 하향 조정할 수 있다는 세계은행의 평가와 장기 저물가 지속과 금리상승이 글로벌 성장세를 저해할 가능성이 있다는 IMF의 지적도 세계경기의 하방리스크 요인 측면에서 유의할 필요가 있다는 견해를 제시하였음.

이에 대해 관련부서에서는 최근 각국의 조치는 근본적으로 경기회복 속도가 과거에 비해 느린 상황에서 경제주체의 기대를 관리하기 위한 정책적 노력으로 이해하고 있으며 전반적인 기초 자체는 이번 전망의 전제로 삼은 것처럼 세계경제가 점진적으로 회복될 것으로 보고 있다고 답변하면서, 국별 상황을 다음과 같

이 설명하였음.

먼저, 미 연준 Yellen 의장의 발언은 그 전에 연방공개시장위원회(FOMC) 회의 직후 기자회견 발언 - 양적완화가 종료되고 나면 6개월 후에 금리를 인상하겠다는 것이 금융시장에 미친 파장을 완화시키기 위한 것으로 생각됨. 미국의 경우 양적완화 종료 이후 금리인상 논의까지 나올 정도로 경기회복세가 어느 정도 본궤도에 접어들었다고 봄.

또한, ECB Draghi 총재의 발언은 유로지역의 경우 장기간의 저인플레이션이 우려되는 상황에서 앞으로 모든 수단을 동원하겠다는 강한 메시지를 줌으로 해서 장기 기대인플레이션이 흔들리는 것을 사전적으로 방어하고자 했던 측면으로 보임. ECB와 최근 IMF의 전망처럼 유로지역의 실물경제는 점차 회복되는 것으로 판단되나 저인플레이션에 대한 우려는 남아있는 상황임.

마지막으로 중국의 경우 지난 3월 전국인민대표대회(全人大)에서 금년도 목표 성장률을 7.5%로 제시한 바 있고, 그 상황에서 1~2월중 경제지표가 부진했기 때문에 2013년과 마찬가지로 소규모의 경기부양책을 통해서 성장목표를 지키겠다는 의지를 표명한 것으로 보임.

이와 관련하여 동 위원은 최근 선진국 정책당국이 경기회복에 대한 확신이 다소 부족한 가운데 금융완화 장기화에 따른 부작용도 적지 않게 우려하는 것으로 보인다고 평가한 후, 이러한 점을 고려할 때 우리 경제의 1/4분기 수출 증가세가 향후에도 지속될지 우려가 있음을 표명하고 이번 전망에서 세계교역 신장률보다 우리나라의 상품수출 증가율을 더 높게 전망한 근거와 금년 하반기중 수출의 성장기여도가 내수보다 높을 것으로 본 근거를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 기본적으로 우리나라의 수출 실적은 글로벌 경기에 달려있고 세계경제 성장률이나 세계교역 신장률이 금년 상반기보다는 하반기에 더 개선되는 것으로 전망시 전제하였기 때문에 수출이 계속 증가폭을 확대해 나갈 것으로 예상하고 있다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 미국의 경기회복이 신흥국의 수입수요를 과거만큼 유발하지 못할 수 있다는 세계은행의 견해에 대해서 유념할 필요가 있다는 의견을 덧붙였음.

또한 동 위원은 중국이 소규모의 경기부양책을 발표한 것은 1/4분기 경제성장률이 금년 연간목표 7.5%에 못 미치는 7.4%로 추정되는 상황에서 주요 성장동력인 수출에 대해 다소 비관적으로 전망했기 때문인 것으로 보인다는 견해를 제시한 후, 중국경제가 질적 성장으로 전환하는 과정에서 다소 시행착오가 있겠지만

글로벌 경기흐름에는 부담을 주지 않을 것이라는 중국의 판단에 대해 관련부서의 의견을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 1~2월중 경제지표가 부진하였지만 중국정부의 정책여력, 기 발표된 경기부양책 등을 감안할 때 금년중 중국경제가 7% 중반 수준으로 성장하는 것은 가능할 것으로 보고 있다고 답변하였음.

아울러 동 위원은 지난 2011년 이후 소비자물가 상승률 추이를 보면 1/4분기 실적이 대체로 연간 실적으로 귀결되는 경우가 있었다는 점과 금년 2/4분기 이후 공공요금 인상요인 등이 없다는 점을 고려할 때 하반기 소비자물가 상승률을 2.7%로 전망한 것에 대해 우려가 있다고 언급하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 금년 하반기에는 GDP갭이 축소되면서 수요 측면의 하방압력이 줄어들 것이라는 점과 지난해 하반기중 이례적인 농산물가격의 큰 폭 하락에 따른 기저효과를 감안하여 하반기 물가를 전망하였다고 답변하였음.

한편 동 위원은 당행의 기대인플레이션 설문조사시 응답자가 선택할 수 있는 항목이 1%포인트 단위로 구분되어 있어 조사결과의 변별력이 떨어지는 측면이 있으며, 미래 인플레이션에 대한 기대가 적응적으로 형성되는 경향이 높은 점을 고려할 때 현재의 기대인플레이션에 대한 조사결과에 상향편의가 내재되어 있을 가능성을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 일부 국가에서는 응답자가 생각하는 인플레이션 수치를 직접 기재하는 방식을 택하고 있으나 이 경우 월별로 조사결과에 상당히 큰 편차가 나타나는 단점이 있다고 답변하고, 일반 가계의 경우에는 과거 실적을 기초로 하여 적응적으로 기대를 형성하는 경향이 강하다는 점이 근본적인 문제라고 첨언하였음.

이와 관련하여 다른 관련부서에서는 주요국의 일반인 대상 기대인플레이션 작성 사례를 설명하고, 최근 주요국의 기대인플레이션을 보면 대체로 실제 소비자물가 상승률을 상회하는 모습을 보이고 있다는 점에서 우리와 비슷한 상황이라고 답변하고, 앞으로도 필요한 경우 기대인플레이션 조사방식을 개선해 나가겠다고 첨언하였음.

또한 동 위원은 물가안정목표제(inflation targeting) 하에서 물가 등 경제전망이 특히 중요한 만큼 이의 개선을 위한 연구노력이 필요하다는 견해를 제시한 후, 경제전망의 부정확성은 일정(constancy)할 것으로 가정되는 전망모델의 모수(parameters)가 실제로는 변할 수 있다는 점(Falch & Nymoem, 'The accuracy of a



forecast targeting central bank」, 2011년 9월), 전망시 고려되는 전제치의 불확실성, 누락변수의 존재 등에 기인하는 점을 고려하여 주요국 중앙은행에서 시도하고 있는 바와 같이 예측조합(forecasting combination), 팬차트(fan chart), 시나리오 분석 등을 활용하고 누락된 중요 변수를 포함시킬 수 있는 다양한 확장모형을 개발하는 한편 경제전망의 전제를 결정할 때에 외부 전문가(예: 기상전문가)를 대상으로 한 서베이를 참고할 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

아울러 동 위원은 현 시점에서 우리 경제의 성장잠재력과 생산성이 금융위기 이전 수준으로 회복되는 것이 중요한 과제라는 점을 강조하고, 생산성에 바탕을 두고 성장을 해 온 독일과 스웨덴이 노동투입에 의존해 성장해 온 스페인과 이탈리아와는 달리 글로벌 금융위기에도 불구하고 고용이 오히려 늘어나면서 위기 이전보다 높거나 그에 근접한 성장세를 지속하고 있는 사례를 소개한 후, 글로벌 금융위기 극복과정에서 영란은행이 통화정책 결정시에 영국경제의 생산성 향상 둔화를 주요 변수로 고려했던 점(Spencer Dale, 「Productivity and monetary policy」, 2011년 9월)을 소개하면서 최근 우리 경제의 생산성 향상이 둔화된 요인과 생산성 향상 및 잠재성장률 확충을 지원하기 위해서 통화정책 측면에서 고려해야 될 사항에 대해 관련부서의 의견을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 통상 단기적으로 총수요는 변동성이 큰 반면에 잠재적인 공급능력 또는 생산성은 큰 변동이 없기 때문에 통화정책은 주로 총수요 관리에 초점을 두어 온 측면이 있으나, 만일 생산성 내지 잠재성장이 단기적으로 빠르게 변동을 하거나 추세적으로 바뀌는 경우에는 이를 감안해서 통화정책을 수행하는 것이 타당하다고 본다고 답변한 후, 글로벌 금융위기 이후 노동생산성이 하락한 것은 국별로 그 원인에 차이는 있지만 대체로 장기실업에 따른 인적자본의 훼손, 금융중개기능의 약화, 경제의 불확실성 증대에 따른 설비투자의 부진 등이 복합적으로 작용한 결과로 알고 있다고 첨언하면서 금년 중 생산성 문제를 중점적으로 연구할 계획이라고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 Jain-Chandra & Zhang(「How can Korea Boost Potential Output to Ensure Continued Income Convergence?」, 2014년 4월)에서 ‘한국의 경우 여성 및 청년인력의 노동시장 참여 확대, 상품시장 및 노동시장의 규제 완화 등과 같은 포괄적이고 심화된 구조개혁이 이루어진다면 향후 10년간 잠재성장률을 1.25%포인트 올릴 수 있다’고 분석한 내용을 참고로 제시하였음.

끝으로 동 위원은 2008 SNA 이행에 따라 GDP를 집계하면서 R&D 지출이 투자계정에 포함된 점을 고려할 때 지표경기와 체감경기간 차이가 확대될 소지가

없는지, 그리고 일반적으로 R&D 지출은 경기침체기에 여타 지출에 비해서 상대적으로 큰 폭으로 축소되고 경기 상승기에는 빠르게 증대되는 특성이 있다고 보면 경기진폭이 확대되거나 경기순환주기가 길어지는 효과가 발생할 가능성은 없는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 2008 SNA에 의거 R&D 지출이 투자로 계상되면서 GDP 성장률을 높이는 효과가 있으나, 동 지출이 주로 기업부문과 관련되는 항목이기 때문에 일반국민들이 느끼는 체감경기과 지표경기 간의 괴리가 더 확대될 소지가 있다고 답변하고, 그간 우리나라의 R&D 지출은 경기상황과는 다소 별개로 계속 늘어왔기 때문에 경기진폭을 확대하지는 않았다고 첨언하였음.

이와 관련하여 동 위원은 독일의 경우 2002년과 2006년에 국민계정을 개편한 이후 명목 GDP의 증가, 생산변동성의 축소, 기업 및 재산소득의 변동성 축소 등의 특징이 나타남에 따라서 국민계정이 경기변동 분석을 위한 자료로서의 위상이 약화되었다는 견해가 있음을 소개하고, 우리나라도 새로운 국민계정체계의 개편이 잠재성장률 추정 등에 잘 반영·활용될 수 있도록 후속 작업을 잘해 줄 것을 당부하였음.

한편 일부 위원은 경제전망과 관련하여 금년 상반기중 재정집행률 전망을 당초 60%에서 55%로 낮춘 사유를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 지난 전망시에는 정부의 재정집행 계획이 확정되기 전이었기 때문에 2013년과 동일하게 상·하반기에 6:4 비율로 재정이 집행되는 것으로 전제하였고, 이번 전망시에는 1월말에 발표된 정부의 금년도 재정집행계획을 반영하여 상·하반기에 55:45 비율로 재정이 집행되는 것으로 전제하였다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 재정집행률 전망 수정내용이 1/4분기 GDP 성장률 및 상·하반기 GDP 전망에 어떻게 반영되었는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 상반기중 재정집행률이 5%포인트 하향조정된 만큼 1/4분기 및 상반기중 GDP 성장률에 마이너스 효과로 반영되었고, 대신에 재정집행이 이월되는 점을 감안하여 하반기와 내년에 소폭 플러스 효과가 나타날 것으로 보았으며 연간으로는 재정집행 전망 변경의 영향이 거의 중립적이라고 답변하였음.

이어서 동 위원은 지난 1월의 금년도 경제성장률 전망이 3.8%이었던 점과 2008 SNA 이행으로 2000년 이후 R&D 투자가 경제성장률을 평균적으로 약 0.3%

포인트 끌어올리는 효과가 있었던 점에 비추어 보면 이번에 금년도 경제성장률 전망을 연간 4.0%로 수정한 것은 다소 보수적으로 전망한 것 같다고 평가한 후, 민간소비(2013년 실적치 2.0% → 2014년 전망치 3.1%) 및 상품수출(4.5%→ 6.5%)의 긍정적 흐름을 보면 건설투자 등의 부진에도 불구하고 실제 경제성장률이 이번 전망보다 다소 높아질 가능성을 배제할 수 없다는 생각을 표명하고, 다만 1/4분기중 경제성장률 전망치는 당초 기대치를 다소 하회한 것으로 평가된다고 덧붙였다.

이에 대해 관련부서에서는 이번 전망시 향후 성장경로의 상·하방 리스크를 중립적인 것으로 평가한 것은 하방리스크뿐만 아니라 상방리스크도 존재하지만 상·하방 리스크가 비슷한 확률을 가지고 있는 것으로 보았기 때문이라고 첨언하였다.

이와 관련하여 동 위원회는 이번 경제전망 발표시에 2008 SNA 및 기준년 개편 효과뿐만 아니라 일부 부문의 경우 전망치를 당초에 비해 하향 조정한 점을 종합적으로 고려하여 경제전망을 수정하였다는 점을 충분히 설명할 필요가 있다고 당부하였다.

다른 일부 위원회는 경제전망은 당행의 대외 평판(reputation)에 영향을 미치고 통화신용정책 운용에 대한 일종의 간접적인 포워드 가이드(advance guidance) 역할을 수행한다는 점에서 매우 중요한 업무(business)인 데 반해서 당행의 경제전망에 대한 외부의 신뢰는 굳건하지 않은 점이 일부 있다고 언급한 후, 실제 과거 시기별 경제전망 추이를 비교하여 민간소비와 설비투자에 대한 전망이 계속 하향 조정되어 온 가운데 소비자물가에 대한 전망도 상향편의가 있어온 점을 지적하면서 전망오차 축소방안, 전망주기 및 발표시점 등을 종합적으로 재점검(review)할 것을 당부하였다.

이와 관련하여 또 다른 일부 위원회는 전망 오차는 경제전망 과정에서 불가피하게 발생하는 측면이 있기 때문에 전망 수치 그 자체보다는 경제전망 과정에서 다양한 요인을 고려하고 전망 오차를 줄여 나가는 노력을 통해서 전망의 방향성을 확보하는 것이 경제전망에 있어서 보다 중요하다는 의견을 제시하였다.

「외환·국제금융 동향」과 관련하여, 일부 위원회는 과거 미국의 사례에 비추어 볼 때 미 연준의 정책금리 인상 결정 이전에 정책금리 인상에 대한 시장의 기대

가 시장금리의 상승으로 이어질 가능성을 물은 후, 미국 시장금리는 상승할 가능성이 높지만 그 속도에 대한 불확실성은 남아 있으며 유럽 시장금리는 하향 가능성이 다소 있으며 중국과 일본의 경우에는 자국요인으로 금리 방향을 예측하기 다소 어려운 상황이라고 평가하였음.

이에 대해 관련부서에서는 현 시점에서 예단하기 쉽지 않지만 미 연준이 지금까지 경기회복과 함께 점진적으로 양적완화를 축소하고 그 후에 정책금리의 인상을 고려하겠다고 한 점을 감안하면 미국 국채금리 등 시장금리가 먼저 점진적이고 완만하게 상승하고 이어서 정책금리가 인상될 가능성이 높다고 답변하고, ECB가 디플레이션 우려와 관련하여 양적완화 실시 가능성을 언급한 점을 볼 때 유로지역의 시장금리는 굉장히 완만하게 상승할 것으로 보고 있다고 첨언하였음.

이어서 동 위원은 최근 신흥국 시장으로 글로벌 자본이 다시 유입되고 있지만, 신흥국의 경기회복세에 대한 불확실성이 있는 가운데 이와 같은 자본유입세가 신흥국 경제의 구조조정을 지연시키는 요인으로 작용한다면 미 연준의 정책금리 인상 등과 맞물릴 경우에 신흥국 불안이 재연될 가능성이 있다는 견해를 피력하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 금년 3월 중순 이후에 신흥국 금융시장이 안정된 모습을 보이고 있는 것은 우크라이나 관련 지정학적 리스크의 축소, 중국의 경기부양 조치, 취약 신흥시장국들의 정책적 대응 등에 기인한다고 답변하고, 다만 미 연준의 양적완화 축소를 둘러싼 불확실성, 중국의 경제·금융에 대한 우려, 신흥시장국 자체의 정정·금융불안 등 국제금융시장의 기본적인 불안요인이 여전히 남아 있기 때문에 신흥국 금융시장의 안정이 지속될지에 대해서는 확신할 수 없는 상황이며 앞으로 신흥국 금융시장의 변동성이 간헐적으로 확대될 가능성이 높다고 첨언하였음.

또한 동 위원은 위안화 환율 변동폭 확대 조치로 원화와 위안화간의 동조화가 강화될 것이라고 가정할 때 위안화 환율의 변동성이 어떤 경로를 통해서 원화 환율에 파급될 수 있는지에 대해 관련부서의 의견을 물은 후, R. Glick and M. Hutchison(「China's Financial Linkages with Asia and the Global Financial Crisis」, 2013년 5월)에 따르면 중국 채권시장의 자유화가 상대적으로 제한되어 있기 때문에 중국과 주변 아시아 국가의 금융연계성(financial linkages)은 채권시장간 재정거래(arbitrage) 보다는 무역경로(trade linkage)를 통해 나타나며, 글로벌 금융위기 이후 금융연계성이 강화된 것은 국제투자자(international investors)의 중국경제에 대한 관심(attentiveness) 증대에 기인한다는 점을 소개하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 우리나라와 중국이 실물경제 측면에서 긴밀하게 연계되어 있기 때문에 원/달러 환율은 그간 중국의 경제상황에 민감하게 반응하여 왔으며, 그간 중국경제 상황을 충분히 반영하지 못한 위안/달러 환율도 일일 변동폭 확대 조치를 통해 중국경제 상황을 보다 잘 반영하게 될 것이라는 점에서 향후 원화와 위안화간의 동조화가 강화될 것으로 보고 있다고 답변하였음.

한편 동 위원은 최근 미 달러화에 대한 위안화의 약세가 시장의 정상적인 가격결정(pricing)의 결과인지 아니면 중국내의 외화 레버리지 처분을 유도하기 위한 정책적 개입의 결과인지에 대해 관련부서의 의견을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 최근 위안화 약세는 중국경제에 대한 시장의 우려가 반영된 점도 있으나, 위안화 환율의 변동폭을 확대하면서 그간 위안화 강세에 편향된 시장의 기대와 이에 따른 자본유입세(capital flow)를 교정하기 위하여 위안화 환율이 양방향으로 움직일 수 있다는 경계감을 시장에 심어주려고 하는 중국 정책당국의 의도가 반영된 측면도 있다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 그간 중국기업들이 수출신용장 담보부 외화대출 등 위안화 절상기대를 바탕으로 하여 재정거래 및 레버리지(leverage) 거래를 확대해 온 점을 고려할 때 위안화가 절하되면 미국의 서브프라임(sub-prime) 사태와 같은 급격한 유동성 검색이 초래될 수 있다는 일부의 견해를 소개하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 신용장 담보부 외화대출, 과거 우리나라 KIKO(Knock-In, Knock-Out)와 같은 타겟 리DEM션 포워드(target redemption forward) 등 위안화 절상 기대에 기반한 금융거래가 상당한 규모인 상황에서 만일 위안화가 추가적으로 크게 절하된다면 위안화 강세기대에 기반한 금융상품의 손실 확대, 대외 외화차입금의 상환부담 증대, 주변국의 거부감 등이 초래될 것이라는 점을 중국 정책당국에서 고려하여 위안화의 추가적인 큰 폭 절하는 용인하지 않을 것으로 본다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 위안화 환율 등 최근 중국경제 상황이 국제금융시장에서 제일 중요한 현안사항인 점을 고려하여 중국 문제가 글로벌 금융시장과 우리경제에 미치는 직간접적인 파급경로를 선제적으로 분석하고 이슈를 제기할 필요가 있다는 견해를 밝힌 후, 특히 중국내 투자부진에 따라 위기가 촉발되는 상황을 중국 정부의 대응으로 위기가 제한적으로 발생하는 시나리오와 중국 정부가 관리하기 어려울 정도로 위기가 확산되는 시나리오로 구분하여 시나리오별 예상과 대책을 강구할 것을 당부하였음.

또한 동 위원회는 경상수지가 지난해 800억달러 정도의 흑자를 기록한 데 이어서 금년과 내년에도 큰 폭의 흑자를 지속할 것으로 보이는 만큼 외환 및 유동성 관리 차원에서 유입된 외화자금의 경제내 배분상황과 축적되는 외화 및 원화 자산의 운용상황을 수익성 및 리스크 측면에서 점검하고 대규모 경상수지 흑자가 금리, 주가, 환율 등 주요 경제변수에 미치는 영향을 새로운 시각에서 분석할 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

이어서 동 위원회는 과거에 비해 환율, 유가 등 가격변수가 경상수지에 미치는 영향이 감소하고 국내외 수요 등 물량변수와 비가격경쟁력 변수 등의 영향은 커지고 있다는 분석결과를 소개하면서 특히 환율의 경상수지 조절기능이 과거에 비해 약화되었을 가능성에 주목하여 이를 점검해 볼 것을 당부하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 먼저 경상수지 흑자로 국내에 유입된 달러자금은 기업의 해외직접투자, 거주자 외화예금을 재원으로 한 금융기관의 외화자산 매입 또는 외화부채 상환, 민간부문을 통한 국외 유출 등의 용도로 이용되고 있다고 답변하고, 지난해 경상수지의 대규모 흑자에도 불구하고 환율의 경상수지 조절기능이 제한적이었던 데에는 주력 수출상품의 비가격경쟁력 제고, 유가 등 원자재 가격 하락에 따른 교역조건의 개선, 국내 내수부문의 위축 등의 영향이 있었으며, 아울러 국제금융시장 불안, 남북한 지정학적 리스크 등의 요인으로 환율도 다소 신축적이지 않은 움직임을 보인 점도 있었다고 설명한 후, 환율의 경상수지 조절기능이 약화되었을 가능성에 대해서는 구조적인 요인에 주목하여 검토하겠다고 첨언하였음.

이와 관련하여 동 위원회는 통화안정증권 발행에 따르는 비용 측면과 보유외환의 운용에 따르는 수익 측면을 고려하여 외환건전성 유지에 따르는 비용과 편익도 점검하는 것이 좋겠다는 의견을 나타내었음.

끝으로 동 위원회는 최근 국내외 금리차 변동은 크지 않은 가운데 스왑 레이트(swap rate)가 계속 하락하면서 금리차익거래 유인이 상당폭 확대된 배경을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 지난해에 금년중 만기도래하는 해외채권의 상환자금 조달용도로 선발행했던 해외채권 자금이 유입됨에 따라 스왑 레이트가 상승하면서 금리차익거래 유인이 줄었고, 이에 따라 외은지점이 채권 매각 등을 통해 사업(business) 규모를 축소하였으며, 최근에는 중국계 은행을 중심으로 외화자금이 유출되어 달러유동성이 줄어들면서 스왑 레이트가 하락하고 금리차익거래 유인이 확대되는 모습을 보이고 있다고 답변한 후, 전체적으로 보면 스왑 레이트

또는 금리차익거래 유인의 수준 자체에 문제가 있는 상황은 아니라고 첨언하였음.

다른 일부 위원은 소위 Fragile 5 또는 Edge 8 등 취약신흥국에 대한 국내은행의 익스포저(exposure) 형태를 물었으며, 관련부서에서는 국내은행의 취약신흥국에 대한 익스포저는 대부분 대출 형태라고 답변하였음.

이어서 동 위원은 양적완화 축소에 대한 우려가 부각된 이후 신흥국에 대한 글로벌 채권투자자금은 순유출세를 지속하고 있지만 신흥국의 해외채권 발행은 여전히 활발한 원인을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 글로벌 펀드가 신흥국 채권시장에서 계속 자금을 회수하고 있으나, 해외채권 발행의 경우 풍부한 글로벌 유동성을 바탕으로 국내 채권시장이 발달하지 않은 국가까지 가세하여 선진국 시장에서 채권을 발행하고 있다고 답변하고, 선진국 투자자 입장에서 자국 통화표시로 발행되는 해외채권을 자국시장에서 매입하게 되면 신흥국 시장에서 해당국 통화로 발행·유통되는 채권을 매입했을 경우에 부담하게 되는 환율 및 유동성 리스크를 방지할 수 있는 이점이 있다고 첨언하였음.

「금융시장 동향」과 관련하여, 일부 위원은 중소기업대출이 견조한 증가세(2012년 28.6조원 → 2013년 35.2조원 → 2014.1/4분기 10.9조원)를 지속하고 언론, 중소기업 단체 등에서도 중소기업 자금사정에 대한 문제제기가 거의 없는 상황인 점을 종합해 보면 중소기업의 자금사정이 유례없이 좋은 것으로 보인다고 평가하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 중소기업대출이 확대된 것은 가계부채 문제로 가계부문에 대한 대출 확대에 제약이 있는 상황에서 은행이 수익성 확보차원에서 중소기업대출에 주력하고 있으며, 정부도 중소기업대출에 유리한 공급환경을 조성한 데 그 원인이 있다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 기본적으로 현재의 중소기업대출 호조세는 긍정적인 현상이지만, 혹시 관용적 대출(forbearance lending) 등 부정적 요인이 내재하고 있는지에 유의하여 중소기업대출 호조 원인을 점검할 것을 당부하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 자금공급 측면에서 신용차별 현상이 지속되고 있기 때문에 신용등급이 낮은 중소기업의 경우에는 자금조달에 어려움을 겪고 있는

것으로 알고 있다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 최근 롱숏 펀드(long-short fund)로의 자금유입이 빠르게 늘어나면서 2014년 3월말 잔액이 2.4조원에 달하고 있다고 언급하고, 동 펀드의 활성화는 주식시장의 효율성이 증대되고 시장의 힘에 의해 공매도의 대상이 되는 기업의 구조조정을 유도할 수 있다는 긍정적인 효과가 있지만, 주식시장이 부진한 상황에서 주가가 어느 정도 올라가면 매도주문이 나와 주가의 상승을 막는 등 주식시장의 활력을 저하시키는 부정적인 효과도 있다고 평가한 후, 최근 주가가 1800~2050대에서 움직이고 있는 모습을 보이고 있는 것이 롱숏펀드의 활성화에 영향을 받은 것이 아닌지 우려를 표명하고 롱숏펀드가 금융시장에 미치는 영향을 점검해 볼 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

또한 동 위원은 현재 자본시장의 상황을 GDP 대비 주식시가총액 비율, GDP 대비 회사채발행잔액 비율, 파생상품거래 규모, M&A 실적, 증권사의 총자산순이익률(return on assets) 등 주요 지표를 통해 평가해 보면 글로벌 금융위기 이후 활력이 상당히 저하된 상태라고 강조한 후, 우리 경제가 요소투입 위주의 양적성장장에서 생산성 향상을 통한 질적성장 단계로 진입하기 위해서는 반드시 전문적이고 특화된 기술기반 정보를 효율적으로 집합하여 투자위험을 평가·수용·분산시키는 자본시장의 효율화가 필수적인 만큼 최근의 자본시장 상황을 전반적으로 점검하여 자본시장 고유의 도매기업금융, 외부자금수요가 높은 벤처·혁신중소기업 등에 대한 자본공급, M&A중개 등 우리 실정에 맞는 투자은행 기능의 활성화 방안을 제시할 필요가 있다는 견해를 밝혔음.

한편, 동 위원은 지난해 비은행기관의 가계대출 증가세가 중신용이상·고소득층을 중심으로 확대된 것이 비은행기관의 적극적인 자금운용과 은행·비은행기관 간 주택담보인정비율(loan to value ratio) 등 규제차이로 설명되고 있다고 지적한 후, 고신용·고소득층의 경우 통상 은행 대출을 통해 자금을 조달한다는 일반적인 인식과 차이가 있는 점에 비추어 이에 대해 심층 분석할 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

다른 일부 위원은 최근 은행들이 혼합형금리대출의 금리를 인하하여 대출확대에 나서고 있다는 언론보도를 언급하고, 혼합형금리대출의 증대는 가계부채 증가로 이어질 가능성이 높을 뿐만 아니라 동 대출상품의 특성상 일정기간이 지나



면 변동금리가 적용된다는 점에서 리스크가 상당히 내재되어 있을 수 있다는 점을 고려하여 이에 대해 계속 모니터링할 것을 당부하고, 동 대출의 취급현황을 상세히 파악하여 잠재리스크를 점검할 필요가 있다는 견해를 덧붙였다.

또 다른 일부 위원은 가계대출 동향의 특징 및 평가에 대한 분석을 정례화하는 한편, 소득별·신용등급별·금융권역별 가계대출, GDP 대비 가처분소득, GDP 대비 가계대출 등 가계대출 관련 주요 지표들을 결합한 단일 종합지표를 신규 작성하여 일종의 조기경보(early warning) 지표로 활용하는 방안을 강구할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

한편, 일부 위원은 가계부채 문제와 관련하여 공개시장조작 대상증권에 새로이 포함된 주택저당증권(MBS)의 금리가 하락하였는지를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 공개시장조작 대상증권에 MBS를 추가하기로 한 당행의 정책결정 이전에 이미 당행의 정책결정에 대한 시장의 기대 등으로 국고채 및 정부보증채와 MBS간 스프레드(spread)가 1~2bp 정도 축소되었고 일평균 거래량도 다소 늘어났지만, 그 당시 특수채 등 우량 크레딧물의 공급이 줄어든 특수한 상황에서 MBS에 대한 시장수요를 반영하여 스프레드가 축소된 점을 함께 고려해 보면 조금 더 시간을 두고 판단할 필요가 있다고 답변하고, 다만 당초에도 국고채와 MBS간 스프레드가 작은 수준이었기 때문에 MBS 금리의 하락에는 다소간의 한계가 있을 것으로 보고 있다고 첨언하였음.

다른 일부 위원은 현재 금융시장 참가자들의 주요 관심사항이 우리 경제의 회복속도와 경기회복의 여타 분야로의 확산 정도, 체감경기의 동반 상승 및 그 시기, 선진국의 양적완화 축소, 특히 미국의 정책금리 인상 속도 및 그 수준 등이 라고 언급한 후, 과거 사례를 보면 미 연준의 정책금리 인상 시점보다 약 3개월 앞서 미국의 장기금리가 상승하기 시작하였다는 점과 정책금리가 인상되기 시작하면 미국 장기금리에 대한 미 연준의 영향력이 줄어들면서 장기금리가 예상보다 빠르게 상승할 수 있다는 시각이 있다는 점을 소개하고 미 연준의 정책금리 인상 시기와 이를 전후한 미국 시장금리의 예상 반응을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 미 연준의 정책금리 인상시기에 대해서는 미국에서도 의견이 분분하지만 대체로 내년 상반기 이후로 보는 시각이 다수이고 실제

로도 이러한 기대가 미국 국채금리에 반영되어 있는 것으로 관찰된다고 답변하고, 미국에서 경제기초여건(fundamental)을 고려하여 정책금리의 인상에 관한 논의가 본격적으로 이루어지는 시점이 되면 정책금리 결정 이전에 빠르게 포지션을 조정하는 시장참가자가 금융시장에 나타나면서 시장금리가 일시 과민하게 반응을 하고 그 다음에 조정이 이루어지는 모습을 보일 것으로 본다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 지난해 우리나라와 미국 금리간의 동조화가 높고 주가간의 동조화는 낮았던 반면에 금년 들어서는 주가간의 동조화는 높아지고 금리간의 동조화는 약화되는 경향을 보이고 있다고 설명한 후, 이러한 동조화 모습에 대한 원인에 대해 관련부서의 의견을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 금년중 양국 주가는 위험회피성향(risk off)이 커지거나 축소될 때 같이 움직이는 경향이 크게 나타났으나, 금리의 경우 우리나라가 양적완화 축소 또는 정책금리 인상에 관한 논의의 당사국이 아니라는 점과 우리 경제가 다소 완만하게 회복되고 있는 점을 반영하여 우리나라의 금리가 상당히 좁은 범위내에서만 움직이는 모습을 보이고 있기 때문에 양국 금리간 동조화가 약화되었다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 예정대로 미국의 양적완화 축소가 진행되고 정책금리 인상이 가시화될 경우 양국 장기금리의 움직임에 대한 예상과, 미래의 단기금리기대와 기간프리미엄(term premium) 중 어떤 요인이 양국 장기금리의 동조화에 더 큰 영향을 미칠지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 예상대로 양적완화 축소가 진행되는 가운데 미국의 정책금리 인상 논의가 진행될 경우 미국 장기금리 인상의 영향으로 우리나라의 장기금리도 오르겠지만, 미 연준의 시장과의 소통노력과 우리 경제 상황 등을 고려해 보면 장기금리의 변동폭이 크지는 않을 것으로 본다고 답변하고, 양국간 장기금리 동조화 요인으로서는 기간프리미엄의 영향이 더 강할 것 같다고 첨언하였음.

또한 동 위원은 지난해에 보고된 「美 국채금리 상승이 국내 금융시장에 미칠 영향」과 관련하여 향후 미국의 정책금리 인상이 예상된다는 점에서 현 시점에서 그 당시의 전망 및 대응방안이 여전히 유효하다고 보는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 그 당시 채권시장에서 금리가 상승하고 변동성이 확대되면서 금융기관의 수익성이 악화될 가능성이 있는 것으로 보았으나 실제로는 미 연준의 시장소통 노력이 강화되고 양적완화 축소도 상당히 질서 있게 진행되면서 당초 우려했던 정도의 문제는 발생하지 않았다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 글로벌 시장금리 상승시 부정적인 영향에 노출될 수 있는 국내의 취약부문으로 한계기업, 특히 수출기업으로서는 대중(對中), 대일(對日) 수출의존도가 높은 기업과 채무가계, 특히 비은행 의존도가 높은 가계, 그리고 한계기업 대출의 부실화에 따른 대손충당금 부담이 높은 금융기관 등을 언급하면서 동 취약부문에 대한 점검과 대비가 필요하다는 견해를 피력하였음.

이에 대해 관련부서에서는 적자가계나 한계기업이 금리상승에 큰 영향을 받을 것이라는 점에서 기업부문의 구조조정, 가계부채 문제의 연착륙 등을 위한 정책노력이 지속될 필요가 있다고 답변하였음.

아울러 동 위원은 우리나라 금융중개시장이 최대 12%의 금리를 받는 저위험 시장과 35% 이상의 금리를 부과하는 고위험시장으로 양분되어 있어서 중위험 금융소비자의 자금조달에 애로가 있다는 점을 고려할 때 중위험시장을 활성화하여 금융중개시장의 단절을 완화할 필요가 있다는 의견을 밝혔으며,

이에 대해 관련부서에서는 중위험 차주를 위한 금융시장이 형성되는 것은 바람직하다고 보지만, 실제 동 시장이 발달하기 위해서는 금융기관의 심사 및 대출 관리 능력이 더욱 보강될 필요가 있다고 답변하였음.

한편 동 위원은 우리나라 자본시장의 위축으로 생산성 제고나 신수종(新樹種) 산업의 발전이 제약되고 있는 가운데 은행의 대출만기구조도 단기화되어 있다고 평가한 후, 금융위기를 동반한 경기침체기에는 은행중심 금융시스템을 가진 국가가 시장중심의 금융시스템을 가진 국가에 비해서 GDP에 대한 부정적 충격이 세 배나 큰 것으로 분석된 연구결과(Gambacorta, Yang & Tsatsaronis, 「Financial structure and growth」, 2014년 3월)를 소개하면서 우리 자본시장의 취약성에 대해 우려를 표명하였음.

아울러 동 위원은 앞으로 예상되는 미 국채금리 상승이 국내시장에 미칠 수 있는 부정적 영향을 최소화하기 위해서는 은행 대출만기구조의 장기화 추진, 금융상품 규제 및 비은행 연체율 기준의 완화, 고위험·고수익 펀드 육성 및 이를 통한 고수익 채권시장의 투자활성화, 중위험시장의 육성 등 다양한 정책수단(toolbox)을 강구할 필요가 있다는 견해를 밝혔음.

끝으로 동 위원은 일각의 우려는 있지만 그림자금융(shadow banking)이 우리나라에서 문제를 초래할 가능성은 낮은 것으로 보고 있다고 언급한 후, 다만 포괄범위에 대한 통일된 정의가 정립되지 않아서 연구결과에 따라 그림자금융 규모

에 대한 추정결과에 큰 편차가 있는 점을 감안하여 당행이 금융안정 책무 차원에서 그림자금융의 범위와 위험성에 대한 개념을 보다 명확히 정립하고 경제주체들에게 제시할 필요가 있다는 견해를 덧붙였음.

이에 대해 관련부서에서는 광의 또는 협의의 개념을 포함한 그림자금융에 대한 제반논의가 금융안정위원회(FSB)를 중심으로 이루어져 왔다고 설명하고, 글로벌 금융위기 과정에서 위험요인 중의 하나로 주목된 것이 그림자금융이라는 점과 최근 그림자금융의 확대 속도가 다시 높아지는 경향이 있다는 점을 고려할 때 앞으로 이에 대한 모니터링을 지속할 필요가 있다고 답변한 후, 금년중에 그림자금융 문제에 대해 다시 한 번 중점적으로 점검하고 경제주체들의 인식을 높일 수 있는 방향으로 대응하겠다고 첨언하였음.

또 다른 일부 위원은 가계대출이 은행보다는 공적금융기관 등 비은행기관을 중심으로 증가해 오며 따라 비은행기관의 비중이 2013년말 현재 50%까지 상승하였는데, 이는 금리부담이 낮은 보금자리론, 생애최초 주택구입자금 대출 지원 등에 힘입어 주택금융공사, 국민주택기금 등 공적금융기관의 주택대출이 늘어난 데 상당부분 기인한다고 평가하였음.

이어서 동 위원은 정부가 「가계부채 구조개선 촉진방안」의 일환으로 가계의 ‘소득대비 부채비율’을 2017년말까지 5%포인트 감축할 계획이나 그간 가계부채가 GDP 보다 큰 폭으로 빠르게 증가해 온 점, 정부 대책이 그 동안 증가율이 상대적으로 높지 않았던 은행부문의 가계대출 규제에 주안점을 두고 있다는 점, 공적금융기관 등 비은행기관의 가계대출을 큰 폭으로 축소하는 것이 현실적으로 쉽지 않을 것이라는 점 등을 고려할 때 소득대비 부채비율 인하의 목표달성이 쉽지 않을 것이므로 규제의 합리적 조정이 필요하다는 견해를 제시한 후, 금융권역별 비대칭적 규제에 따라 현재 나타나고 있는 비은행기관의 가계대출 확대, 대부업체의 가계대출 증가 등 풍선효과에 유의할 필요가 있으며 이러한 점에서 지난번에 가계부채 문제와 관련하여 공개시장조작 대상증권에 MBS를 포함할 때 결과적으로는 가계부채를 늘리는 효과를 가져 올 가능성에 대해 우려가 있었다고 첨언하였음.

또한 동 위원은 가계부채 문제에 대한 현재의 상황을 고려해 볼 때 당행이 기준금리를 인상한다면 경제 전반의 가계대출 억제효과가 상당히 있으며 저소득층을 포함한 모든 소득계층의 이자수지도 개선될 것으로 예상된다는 점에서 경기

회복세가 가시화되는 적절한 시점에 금리정상화가 이루어질 수 있도록 사전에 준비해야 하며, 특히 기준금리 인상시 부채가 자산보다 많은 일부 가구의 이자부담이 가중될 수 있다는 점에 유의하여 취약계층에 대한 보완대책을 함께 강구할 필요가 있다는 견해를 밝힌 후, 가계부채 문제를 근본적으로 해결하기 위해서는 가계소득 증대가 긴요하다는 점에서 기업의 내부유보금이 가계부채로 환류되도록 유도하는 정책방안을 적극적으로 강구·제안할 것을 당부하였음.

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

일부 위원은 장기 침체(secular stagnation)의 공급측 요인으로 제기되고 있는 자본이동 자유화에 따른 과잉 설비투자 현상이 전세계적으로 존재하는 것으로 생각하는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 각국 중앙은행이 정책금리 결정 배경 설명시 ‘유헴 생산능력(economic slack)’을 언급하는데 이는 자국의 상황에 국한된 것이라고 언급한 후, 그러나 선진국의 유헴생산능력 문제는 자본이동 자유화에 따른 신흥시장국의 생산능력 확대에도 상당부분 기인하는 만큼 위원이 언급한 자본이동 자유화에 따른 과잉투자 문제와 각국 중앙은행의 유헴생산능력 평가는 동일한 맥락에서 이해할 수 있다고 답변하였음.

이어 동 위원은 ‘경제혁신 3개년 계획’에서 제시하고 있는 ‘가처분소득 대비 가계부채 비율’ 5%포인트 인하 목표와 관련하여 가계부채 축소시 가처분소득이 영향을 받을 가능성 등 제약조건을 고려한 구체적인 달성 방안에 대해 연구해 볼 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

다른 일부 위원은 최근 미 연준의 Yellen 의장이 언급한 금융위기의 ‘부정적 영향(headwinds)’은 일종의 이력효과 개념으로, Yellen 의장은 이러한 언급을 통해 금융위기 이후 대규모 양적완화에 따른 부작용 및 펀더멘털 훼손 가능성 등을 고려하여 정책금리 인상시점을 늦춰야 된다는 점을 주장하고 있는 것으로 생각한다는 의견을 나타낸 후, 이와 관련하여 우리나라의 경우에도 가계부채 누증, 경제력 편중 등 금융위기의 부정적 영향이 상당한 것으로 생각되므로 이를 정책금리 결

정과 연결시켜 생각해 볼 필요가 있다는 견해를 제시하였음.

또 다른 일부 위원은 글로벌 저인플레이션의 원인 분석시 공급 및 수요 측면의 변화에 유념할 필요가 있다는 의견을 제시하면서, 다음 두 가지 사례를 예로 들어 설명하였음.

먼저, 공급 측면에서는 철강을 예로 들면 중국의 생산능력이 전세계 수요량을 감당할 수 있는데도 실제로는 이를 다 활용하지 못하고 있는데, 이는 최근 철강을 대체할 플라스틱이 생산되고 있고, 철강생산량이 일정 수준에 도달할 경우 이미 생산된 철강이 재활용되기 때문으로, 이러한 산업 측면의 요인으로 인해 철강가격이 상승하기가 쉽지 않음.

또한, 수요 측면에서는 IT의 발달로 인터넷을 통해 가장 싸고 가장 품질 좋은 제품을 소비자가 선택할 수 있게 됨에 따라 가격을 함부로 올리기 어려운 상황임.

이어, 동 위원은 중앙은행의 경제전망은 향후 기초적인 경기흐름 및 이를 둘러싼 불확실성 요인에 대한 중앙은행의 관점을 보여준다는 점에서 중요하며, 실제 수치는 그 다음의 문제로 생각된다는 견해를 표명한 후, 따라서 경제전망 관련 커뮤니케이션의 방향성에 대해서도 검토해 볼 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

아울러, 동 위원은 최근 소비·투자의 실적치가 전망치를 따라가지 못하고 있는 것과 관련하여 소비자 및 기업들은 그 주요한 원인으로 불확실성을 들고 있다는 점을 감안할 때 커뮤니케이션을 통해 불확실성을 해소하는 것이 중앙은행의 중요한 책무라고 생각한다는 의견을 나타낸 후, 이와 관련하여 매우 높은 수준의 경제적 불확실성이 경제활동 약화, 인플레이션 하락, 실업 증가 및 채권수익률·주가 하락과 연관되어 있다고 한 Bijsterbosch & Guerin(2014년 2월, ECB)의 분석 결과와 가계부채나 금융불균형 축적에 대한 우려가 상존하는 가운데 금번 수정전망을 통해 성장률 전망치는 높아지고 물가상승률 전망치는 낮아지면서 통화정책의 운신편이 좁아진 현 상황을 감안할 때, 소비·투자를 제약하고 있는 높은 수준의 불확실성을 해소함과 동시에 금리정상화에 따른 부정적 영향에 대해 적응할 수 있는 시간적 여유를 준다는 측면에서 향후 정책금리 경로의 방향성에 대한 커뮤니케이션 전략, 즉 포워드 가이드스(forward guidance)에 대해 고민해 볼 필요가 있다는 견해를 제시하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 불확실성이 실물경제를 제약하고 경제주체들의 경제활동 심리를 위축시키고 있다는 위원의 의견에 동의하고, 중앙은행이 그러한

불확실성을 완화하기 위해 일정 부분 역할을 수행해야 한다는 데도 동의하나, 전망의 한계, 국제금융시장 및 세계경제에 대한 정보의 불완전성 등을 감안할 때 중앙은행이 민간 경제주체가 가지고 있는 모든 불확실성을 해소해 주기는 어렵다는 점, 중앙은행이 불확실성 해소 자체를 목적으로 하여 커뮤니케이션할 경우에는 자칫 중앙은행의 신뢰성이 훼손될 가능성이 있다는 점에 유의할 필요가 있으며, 그럼에도 불구하고 중앙은행이 가지고 있는 최선의 판단 및 정보를 가급적 충실하게 제공할 경우 중앙은행이 보고 있는 것에 비해 민간 경제주체들이 더 많은 불확실성을 느끼는 것은 방지할 수 있을 것으로 생각한다고 답변하였으며, 구체적인 커뮤니케이션 방식과 관련하여서는 추가 검토가 필요하지만 현재의 여건을 감안할 때 선진국 중앙은행이 활용한 방식의 포워드 가이드를 도입하기 보다는 통화정책방향 의결문 또는 총재 기자회견담회를 통해 당행이 보유하고 있는 정보를 보다 충실히 제공하고, 가능하다면 당행이 염두에 두고 있는 정책금리경로를 시사하는 것이 바람직한 것으로 생각한다고 덧붙였음.

이와 관련하여 동 위원은 경제주체들의 불확실성을 완화할 경우 정책비용이 감소할 수 있다는 점에서 관련 연구를 지속할 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

또한, 동 위원은 실물사이클(business cycle)과 신용사이클(credit cycle)의 존재가 이론적·경험적으로 확인되는 상황에서 통화정책만으로 두 사이클에 동시에 대응하는 것은 어렵기 때문에 거시건전성 정책을 활용하는 정책조합이 거시경제 및 금융시스템의 안정을 동시에 달성하기 위한 바람직한 정책대안이 될 수 있다는 Haldane(BoE, 2014년 3월)의 주장에 비추어 볼 때, 물가안정 및 금융안정의 복수 목표를 가진 중앙은행의 입장에서는 정책금리 조정 외에 금융안정을 위해 활용할 수 있는 정책수단(toolbox)을 준비할 필요가 있다는 의견을 나타내었으며, 특히 공공·가계부채의 디레버리징(deleveraging)이 충분히 이루어지지 않고 경기회복속도도 그렇게 빠르지 않은 가운데 금리정상화 논의가 제기되고 있는 현 상황 하에서 적절한 통화정책 및 거시건전성정책 조합과 통화정책의 효과를 극대화할 수 있는 거시건전성정책 수단에 대해 고민할 필요가 있다는 견해를 제시하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 원론적으로 통화정책은 물가, 성장, 고용 등 거시경제와 금융시스템 전반의 안정을 염두에 두고 결정하되, 그 과정에서 나타나는 각 부문간 불균형은 거시건전성정책 수단으로 대응할 수 있다고 언급한 후, 예를 들어 현 상황에서 경기회복세를 계속 지원해야 한다는 점, 물가가 아직은 안정되어 있다는 점을 감안하여 당분간 완화적 통화정책을 지속하기로 결정할 경우 저금리 또는 금융완화기조가 장기간 지속되면서 부작용이 발생할 수 있는데 이러한 부작용에는 금융시장 및 금융기관의 행태를 변화시키는 거시건전성정책 수단, 즉

경영지도비율에 반영하는 등의 조치를 통해 대응할 수 있으며, 이 경우 통화정책과 별개로 금융기관의 행태를 조절할 수 있게 되어 금융불안 발생 가능성을 완화할 수 있다고 답변하였으며, 다만 이러한 조치를 취하기 위해서는 정부 및 감독당국과의 의견교환 및 협조가 필요하다고 덧붙였음.

이와 관련하여 동 위원은 향후 미국의 금리상승에 따라 발생할 수 있는 여러 가지 파장에 대해 대응할 수 있는 정책수단도 마련할 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

한편, 일부 위원은 금융상황지수 등을 통해 볼 때 우리나라의 금융상황이 전반적으로 완화적인 것으로 판단된다는 점, 경기가 개선되고 있지만 그 속도는 빠르지 않다는 점, 물가상승률이 목표범위를 하회하고 있다는 점 등을 고려할 때 현재는 기준금리를 올리기도 내리기도 어려운 상황이며, 성장·물가 전망까지를 감안하면 기준금리 동결 상태가 장기화될 가능성이 있다는 우려를 나타낸 후, 이 경우 어떠한 문제점이 생길 수 있는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 중앙은행이 장기간 기준금리를 동결했을 때의 문제점에 대해 다음과 같은 측면에서 답변하였음.

금융·경제상황 전반을 보면 완화적인 금융상황이 지속되는 가운데 향후 경기가 지속적으로 개선될 경우, 자산버블 형성, 가계부채 증가, 장기 기대인플레이션의 상승, 시중자금의 단기화 등의 부작용이 나타날 수 있음. 또한 금리가 적정수준보다 낮은 상태가 지속될 경우 금융자본의 효율적 배분이 저해되거나 기업의 구조조정이 지연되는 등 눈에 보이지 않는 부작용도 있음.

이와 관련하여 다른 일부 위원은 장기간 기준금리를 동결할 경우 당행 입장에서는 경제 내의 자금순환을 어떻게 전환시킬 것인가 하는 것이 매우 중요한 과제로 대두될 수 있다는 점을 지적한 후, 한계기업 등 당행이 원하지 않는 방향으로의 자금흐름을 최소화하고 당행이 원하는 방향으로 자금이 흐르게 할 수 있는 방안에 대해 검토할 필요가 있다는 의견을 제시하였음.



#### (4) 한국은행 기준금리 결정에 관한 위원별 의견 개진

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

일부 위원은 수정 경제전망에서 금년도 GDP성장률이 4% 내외 수준을 나타낼 것으로 예상되었다는 점을 비롯해 향후 성장경로상의 상하방 리스크도 중립적인 것으로 평가되었다는 점에 주목하여 다음 통화정책방향 결정시까지 기준금리를 현 수준에서 유지하여 운용하는 것이 좋겠다는 의견을 개진하였음.

세계경제는 선진국을 중심으로 회복세를 이어갈 것으로 예상됨. 이러한 평가는 신흥국의 성장세가 다소 약화되는 모습을 보였지만, 미국의 경기회복세가 지속되고 있고 유로지역의 경기부진도 완화될 것이라는 전망에 기인함. 아울러 중국의 경우 실물경제 둔화조짐에도 불구하고 7%대 중반 내외의 성장은 가능할 것이라는 예상도 긍정적인 전망의 근거가 되고 있음. 다만, 성장경로상에는 미 연준의 양적완화 축소에 따른 글로벌 금융시장의 여건 변화, 일부 신흥국의 성장세 약화, 그리고 동유럽 지정학적 리스크 전개상황 등의 하방위험이 상존하고 있음.

국제금융시장은 우크라이나 정정 불안, 중국 경기둔화 우려 및 미 연준의 조기 금리인상 가능성 등이 부각되면서 위험선호성향이 위축되었으나 점차 불안감이 완화되면서 대체로 안정세를 유지하였음. 그러나 향후 중국의 구조개혁이 진행되는 과정에서 신용경색 및 경기둔화 우려가 부각되고, 신흥국의 지정학적 리스크가 간헐적으로 확대될 가능성도 배제할 수 없다고 하겠음. 국내 외환부문은 대외차입여건과 외화자금사정이 양호한 상황을 지속하는 가운데 경상수지 흑자, 외국인 증권자금 유입 가능성 등은 상당한 원/달러 환율 하락 압력으로 작용하고 있음.

국내경기는 금년 및 내년중 GDP성장률 전망치가 국민계정체계(SNA) 개편의 효과로 인해 1월 전망에 비해 0.2%포인트 상향조정되었으나, 전반적인 성장경로는 지난 전망에 비해 크게 달라지지 않은 것으로 평가됨. 앞으로도 세계경제의 완만한 회복세를 반영하여 추세수준의 경기회복세가 지속되는 가운데 내년부터 GDP갭도 플러스로 전환될 수 있다는 긍정적인 기대도 가져볼 수 있는 상황임.

정책여건 측면에서는 금융위기 이후 두드러지고 있는 세계경제의 유희생산능력 확대 및 만성적 수요부족이 국내 거시정책의 방향에 어떤 의미를 가지는 지에 유의할 필요가 있음. 세계경제가 직면하고 있는 저성장 위험의 특징이나 주요국의 거시정책 여력 등이 과거 위기 때와는 매우 상이하다는 점을 감안하면, 국내

경제정책의 초점을 경제의 하드웨어적 측면에서 요소투입 증가를 통한 생산능력 강화에 두기보다는 무형자산 확대를 통한 경제의 소프트웨어 혁신으로 전환할 시점이라고 봄. 우리나라의 유형자본 축적은 주요 선진국의 경험에 비추어 이미 상당 수준에 도달했기 때문에 고성장기의 관행이었던 건설투자, 설비투자 등 유형투자 확대로는 추가적인 경제효율성 제고에 큰 도움이 되기 어려운 상황이라고 생각함. 그보다는 R&D, 기술혁신, 문화콘텐츠, 관광자원, 지적재산권 등 무형자산 확대를 통해, 잠재성장률이 요소투입보다는 생산성향상에 의해 제고될 수 있도록 경제구조를 변모시키는 것이 바람직한 정책방향이라고 할 것임. 한편, 무형자산 투자의 주요 대상은 지식산업부문으로 대부분이 고부가가치 서비스업과 중첩된다는 점에서 우리 경제의 당면과제인 서비스업 발전을 통한 내수확충과도 자연스럽게 연결될 수 있음. 또한, 무형자본의 축적은 주요 선진국과는 달리, 만성적인 적자를 보이고 있는 기술무역수지를 개선하는 근본적인 해법일 뿐만 아니라 상품무역 중심의 교역구조를 다변화하는 데에도 크게 기여할 것임.

경제부문간 소득불균형 심화 문제와 관련해서는 거시경제 내에서 기업소득의 가계환류를 촉진할 수 있는 구체적 방안 마련에 주의를 기울여야 할 시점이라고 봄. 특히, 세계 최저수준에 머물고 있는 기업의 배당수익률 제고를 적극 검토할 필요가 있음. 기업의 이익이 곧바로 투자로 이어지던 고성장기에는 가계소득 측면에서도 배당보다는 사내유보의 긍정적인 효과가 클 수 있었지만, 내수부진이 기업의 투자저하 요인으로 작용하고 있는 현 시점에서는 배당을 통한 가계소득 확충이 오히려 기업의 수익성 개선으로 이어질 가능성이 높다고 판단됨. 한편, 주식시장에서의 외국인 보유 비중이 OECD 국가들 중 중간수준에 그친다는 점을 감안하면 배당을 통한 소득의 역외유출 우려는 글로벌 스탠더드에 비추어 보더라도 다소 과장된 주장이라 하겠음. 아울러 배당소득의 효과가 주로 상위소득가계에 집중될 것이라는 지적에 대해서도 지금은 가계와 기업간 소득불균형 완화의 순기능이 더욱 부각되는 시점이라는 점에 주목해야 한다고 봄. 배당수익률 제고 외에 기업소득의 가계환류를 위한 방안으로서 기업의 부동산 매입 및 근로자에 대한 임대 활성화를 검토할 필요가 있다는 점을 말씀드리고자 함. 이 방안에 대해서는 단순히 기업의 비업무용 부동산 규제 여부의 측면에서만 바라보기보다는 부동산시장 안정과 가계부채 연착륙의 관점에서도 접근할 필요가 있다고 봄. 주택시장에 상대적으로 자금여력이 풍부한 기업부문의 수요가 추가된다면 단지 가계부문내에서의 거래촉진에 비해 부동산시장의 안정에 결정적인 역할을 할 뿐만 아니라 가계부채의 총량을 적절히 관리하는 데에도 큰 도움이 될 수 있다고 생각함. 아울러 종업원의 복리·후생 증진이라는 1차적인 효과에 그치지 않고 청년층의 주거부담을 경감함으로써 세대간 소득불균형도 완화하는 장점도 기대할 수 있

다 할 것임.

금융시장에서는 주식시장의 활력이 미약한 상황에서, 롱숏펀드로의 자금유입이 빠르게 증가하고 있는 현상에 유의하여야 하겠음. 시장의 힘에 의해 공매도의 대상이 되는 기업의 구조조정을 유도할 수 있다는 장점도 있겠지만, 한편으로는 주식시장의 자연스러운 흐름을 저해하고 정상적인 주가의 움직임을 왜곡시킬 수 있는 부작용이 있다고도 볼 수 있음. 동 펀드의 동향을 면밀히 모니터링하고 장단점을 꼼꼼히 점검할 필요가 있음. 보다 근본적으로는 금융위기 이후 우리 자본시장의 활력이 전반적으로 약화되고 있는 것은 아닌지 짚어볼 시점이라고 생각함. 앞서 말씀드린대로 우리 경제가 생산성 주도의 질적성장 단계로 진입하기 위해서는 전문적이고 특화된 기술기반 정보를 효율적으로 집합하여 투자위험을 평가·수용·분산시키는 자본시장의 활성화가 필수적이라는 점에 비추어 경제내 금융저축이 과도하게 은행부문에 편중되고 있는 것은 아닌지, 또 자본시장도 소매금융 위주로만 중개기능이 집중되고 있는 것은 아닌지 면밀히 평가하는 한편, 자본시장 발전을 위한 종합적인 방향제시도 필요한 시점이라 하겠음.

결론을 말씀드리면, 다음 통화정책방향 결정시까지의 기준금리를 현 수준에서 유지하여 운용하는 것이 좋다는 의견임. 수정 경제전망에서 금년도 GDP성장률이 4% 내외 수준을 나타낼 것으로 예상되었다는 점을 비롯해 향후 성장경로상의 상하방 리스크도 중립적인 것으로 평가되었다는 점에 주목하기 때문임.

다른 일부 위원은 지난 달 기준금리 결정 이후 전개된 주요 상황 변화를 포함하여 최근의 대내외 경제 흐름을 종합적으로 고려할 때 이번 달 당행의 기준금리는 다음 결정시까지 현재의 2.5%로 유지하여 운용하는 것이 바람직할 것으로 판단한다는 견해를 밝혔음.

먼저 그간의 대외적 상황전개를 개관하면, 주요 선진국을 중심으로 세계경제의 점진적인 경기 회복세가 이어지고 있음. 그러나 신흥국의 금융시스템 및 경기회복에 대한 우려가 잔존하는 상황에서 미 연준의 테이퍼링 지속 및 통화정책 스탠스 변경에 대한 우려 등으로 일부 국가를 중심으로 금융불안이 확산될 위험도 잠재되어 있어 향후 글로벌 경제의 성장 경로가 결코 순탄치만은 않을 것임. 미국경제의 경우 가계소비가 꾸준한 증가세를 이어가고 있고 기상악화로 1월중 소폭 둔화되었던 생산도 증가로 전환되는 등 경기회복 모멘텀이 유지되고 있으며 고용시장도 견실하게 회복되고 있어 완만한 경기 회복세는 이어질 것으로 보임. 유로지역은 물가상승률이 더욱 낮아지고 있는 가운데 1월에는 생산도 감소하면서

일부 시장참가자들을 중심으로 디플레이션 우려가 제기되고 있지만 소매판매 등 일부 지표의 개선세는 미약하나마 유지되고 있음. 일본경제의 경우 소비자물가가 상승세를 유지하고 있고 투자가 견조한 모습을 보이고 있는 가운데 민간소비도 개선되는 모습을 보였음. 이번 달에 시행된 소비세율 인상은 경기에 부정적인 영향을 미치겠으나 그 영향은 제한적일 것으로 보임. 그러나 엔저 지속에도 불구하고 수출 경쟁력 약화 등으로 대규모 경상수지 적자가 계속되고 있어 일본 경기 회복세의 지속성에 대한 우려는 여전히 잔존하고 있음. 한편 중국경제의 경우 최근 수출 및 소매판매 등 일부 실물 경제지표가 부진한 모습을 보였고 회사채 부도발생 등에 따른 신용위험 우려로 금융불안이 증대되었으나 정책 당국이 소규모 경기활성화 조치를 실시하면서 그 우려는 일시적으로 줄어드는 모습임. 앞으로도 중국의 경제성장 추세 자체는 대체로 유지될 것으로 예상됨.

다음으로 주요 국내 경제 동향을 살펴보면, 먼저 생산은 제조업의 경우 2월중 자동차, 반도체 업종 등을 중심으로 전월에 비해 생산이 상당폭 감소하면서 1월에 이어 제조업 생산 둔화가 지속되었으며 서비스업도 1월의 설효과가 소멸되면서 감소로 반전되었음. 민간소비의 경우 1월중 설 명절 등 일시적 요인의 영향으로 상당 폭 증가하였던 소매판매가 2월에는 큰 폭으로 감소하였음. 한편 설비투자는 1월의 큰 폭 감소에 이어 2월에도 소폭 감소를 지속하면서 지난해 말의 일시적인 증가효과가 소멸되는 모습임. 그리고 건설투자는 1월에 일시 증가하였다가 2월에는 상당 폭 감소하였음. 3월중에는 생산, 소비, 투자 등의 지표가 1~2월 보다는 대체로 개선되는 것으로 모니터링 되지만 그 추이는 좀 더 지켜보아야 하겠음. 수출은 세계경제의 완만한 회복세에 힘입어 정보통신기기, 반도체, 자동차 등의 품목을 중심으로 증가세를 보였음. 특히 3월중 수출은 역대 두 번째로 많은 월간 실적을 기록하였음. 이러한 수출의 견조한 흐름이 최근의 경기 개선을 견인하고 있다 하겠음. 소비자물가는 3월중 전년동월대비 1.3%, 전월대비 0.2% 상승하였음. 이러한 낮은 물가상승률은 경기 회복과 더불어 점차 상승할 것이라는 전망도 다수 기관에서 제시되고 있지만 수요 측면에서의 낮은 물가상승압력, 그리고 국제원자재 가격의 안정세 및 계절적 요인에 의한 농산물 출하량 증가 등을 고려할 때 낮은 수준의 물가상승률이 앞으로도 당분간 더 지속될 가능성도 상당하다 할 수 있음. 주택시장의 경우 수도권 및 지방의 주택매매가격이 미약한 상승기미를 유지하고 있음. 전세가격은 특히 수도권을 중심으로 오름세가 계속 유지되고 있고 그 폭도 주택매매가격 상승폭을 상회하고 있음.

국내 금융시장에서는 시장금리가 대체로 좁은 범위 내에서 등락하고 주가는 글로벌 주식시장과 동조하면서 완만한 상승세를 보였음. 한편 외국인인 주식시장에서 그간의 순매도세를 지속하였으며 채권시장에서는 2월의 일시적 매도 우위가

순매수로 전환하여 전체적으로 외국인 증권투자 자금이 순유입 되었음. 이러한 외국자금의 유입은 상당한 환율 하락 압력으로 작용하고 있음. 앞서 언급한 바와 같이 글로벌 경제는 완만한 회복세를 유지하고 있으며 작년 하반기 이후 우리 경제도 경기회복 기미가 어느 정도 유지되고 있음. 그러나 일부 신흥국을 중심으로 국지적인 금융불안이 발생할 가능성을 배제할 수 없는데다 우리 경기의 회복 속도 자체도 아직 미약하며 뚜렷한 성장 모멘텀을 확인하지 못하고 있는 상태임. 특히 최근에는 생산, 소비 및 투자가 다소 둔화되면서 수출이 홀로 경기 회복세를 이끌고 있는데다, 그 수출도 정보통신기기, 자동차 등 특정 품목과 특정 기업의 활황에 크게 의존되고 있는 문제가 상존하고 있음. 그러므로 국내 경기의 본격적인 활성화를 위해서는 내수를 획기적으로 진작시켜 수출과 내수의 균형성장을 도모하는 한편, 특정 품목이나 기업이 아닌 다양한 분야에서 성장동력이 확보되도록 경제의 구조개선을 도모하는 정책적인 노력을 지속적으로 강화해야 할 것임.

현재 우리 경제의 구조적 리스크 중의 하나인 가계부채는 연초 계절적인 감소요인에도 불구하고 증가세를 지속하고 있음. 특히 그 세부 내역도 제2금융권의 대출 증가세가 뚜렷할 뿐 아니라 저신용·저소득 차주들을 중심으로 점차 고금리 대출로 이동하는 기미가 있어 가계부채의 질적 저하도 우려되는 상황임. 이에 대응하여 당행은 가계부채 변동에 대한 모니터링을 보다 강화해야 하겠음. 아울러 관련 정책당국들은 최근 발표된 가계부채 구조개선 촉진 방안을 적시에 차질 없이 실행에 옮기는 한편, 기존 방안의 추가 보완노력도 지속적으로 경주해 나가야 할 것임.

또 다른 일부 위원은 지난 통화정책방향 결정 이후 국내외 금융·경제 상황의 변화를 종합적으로 고려한 결과 다음 통화정책방향 결정시까지 기준금리를 2.5%로 현 수준에서 유지하되, 경기회복의 속도 및 확산 정도, 지표경기의 체감경기로의 전이 여부, 미국의 통화정책 전환 시기 예상 등에 관심을 기울이는 가운데, 내수의 회복력 약화 및 국제금융시장 불안 재연 등 대내외 위험 요인에 유의하면서 저성장·저물가 기조가 고착되지 않도록 통화·재정정책의 효과를 점검해 가야 하겠다는 견해를 표명하였음.

먼저 국내외 경제의 성장경로에 대한 불확실성이 남아 있으므로 경제주체들의 기대를 안정적으로 관리해 나가는 가운데 주요국의 통화정책 기조 변화 등에 따른 국제금융시장의 변동성 확대가 국내 금융·외환시장을 통해 실물경제에 미치

는 부정적 영향을 최소화하도록 통화신용정책을 운영해 나가야 하겠음.

미국은 고용개선이 이어지고 소비와 생산도 기상악화의 영향을 벗어나는 등 경제 회복세가 지속되고 있음. 유로지역은 장기 저물가가 우려되지만 심리지표가 개선되는 등 경기부진이 완화되는 모습을 이어가고 있음. 일본은 생산 및 소비가 감소하여 회복세가 주춤하는 모습임. 중국은 수출이 감소하고 생산과 소비 증가세가 둔화되어 향후 경기부양책의 효과와 금융불안정 여부를 지켜봐야 하는 상황임. 신흥시장국 전반에 대한 국제금융시장의 우려는 다소 진정되는 모습이지만 일부에서는 경제활동이 위축되는 징후가 있음.

국내경제는 수출이 호조를 지속하고 있으나 소비, 투자 등 내수 관련 지표와 고용 여건이 일시적으로 부진하였음. 세계경기 회복의 상대적으로 완만한 진행 속도, 가계부채 부담, 기업구조조정 지연, 금융기관 경영 악화 등의 구조적인 제약 요인과 미 연준의 양적완화 축소 등 통화정책 기조 변화, 신흥국의 정정 및 금융불안, 중국 구조개혁 과정에서의 경기둔화 및 신용경색 우려 등 대외 불안요인이 상존하는 등 경기회복의 지속성 여부에 대한 확신이 부족해 보임.

3월 소비자물가 상승률은 서비스 요금 및 축산물 가격의 오름폭 확대 등으로 전월의 1.0%에서 1.3%로 높아졌으며, 농산물 및 석유류 제외 근원인플레이션율도 전월의 1.7%에서 2.1%로 상승하였음. 다만 소비자물가 상승률이 중기 물가안정목표를 장기간 하회하고 있는 만큼 기대인플레이션의 변화 가능성에 계속해서 유의해야 하겠음.

국제금융시장은 우크라이나 사태, 중국 경기둔화 우려, 미 연준의 금리인상 시점을 둘러싼 논란 등으로 일시적으로 리스크 요인이 부각되기도 하였으나 대체로 안정을 유지하고 있음. 다만 미국이나 신흥국 못지않은 위험 요인으로 부각되고 있는 중국발 금융불안 및 금융위기 전환 가능성에 대한 국제금융시장의 긴장이 늦춰지지 않고 있음.

국내 금융시장에서는 주가가 글로벌 주가와 마찬가지로 중국 우려 등으로 하락하였다가 미국 경기개선 지속 등으로 상승 전환하고 환율은 외국인 증권투자자금 유출입 등의 영향을 받으면서 상승하였다가 상당폭 하락하였음. 장기시장금리는 비교적 좁은 범위에서 변동하였음.

금융·경제 상황을 종합해 보면, 실물경제는 수출호조가 지속되었으나 내수와 고용이 일시 부진하였으며 물가는 전월대비 상승폭이 다소 확대되었으나 여전히 낮은 오름세를 지속하고 있으며, 금융·외환시장은 주가, 환율의 등락이 있었으나 대체로 안정된 모습을 보이고 있음. 다만 가계·기업·금융부문의 취약요인 해소 지연, 약화된 잠재성장률 및 생산성, 대외여건의 불확실성 지속 등은 우리 경제의 약한 고리로서 우려되는 부분임.

지난 통화정책방향 결정 이후 국내외 금융·경제 상황의 변화를 종합적으로 고려한 결과 다음 통화정책방향 결정시까지 기준금리를 2.5%로 현 수준에서 유지하되, 경기회복의 속도 및 확산 정도, 지표경기의 체감경기로의 전이 여부, 미국의 통화정책 전환 시기 예상 등에 관심을 기울이는 가운데, 내수의 회복력 약화 및 국제금융시장 불안 재연 등 대내외 위험 요인에 유의하면서 저성장·저물가 기조가 고착되지 않도록 통화·재정정책의 효과를 점검해 가야 하겠음.

향후 통화정책은 중기 물가안정목표를 지속해서 하회하고 있는 소비자물가 흐름과 아직 본체도에 오르지 못한 경기 회복세에 유의하는 가운데, 금융불안 요인의 안정적 관리 등도 함께 고려해야 할 것임. 협소한 통화정책 여건이 지속되고 있는 만큼 금리뿐만 아니라 거시건전성 정책수단을 동시에 활용할 수 있도록 다양한 정책 툴박스를 마련하는 노력도 있어야 할 것임. 내수 회복력이 약한 우리 경제가 빠르게 활력을 찾기 위해서는 경제여건 변화와 정책방향에 대한 불확실성을 완화하고 정책당국과 경제주체들 간의 인식의 격차를 좁혀 나가는 것이 중요한 만큼 커뮤니케이션의 효과성을 높이기 위한 노력도 필요할 것임.

미국의 통화정책 기조 변화, 신흥국 불안 재연 가능성, 질적 성장으로의 전환 과정에서 실물 및 금융부문에서 취약성을 노정하고 있는 중국의 경제·금융 불안의 국제금융시장 파급과 이를 통한 국내경제에 대한 부정적 영향 가능성 등에 대비하도록 해야 하겠음. 특히 글로벌 유동성 변화나 글로벌 금리 변동시 한계기업, 채무가계, 부실자산 보유 금융기관 등 취약부문에 대한 영향과 대비 방안 점검에도 소홀해서는 안 되겠음. 장단기금리차 확대시 취약부문의 어려움이 가중될 수 있는 만큼 은행 등 저위험 금융중개시장에서 배제되어 고위험 시장으로 내몰릴 수 있는 금융수요자들을 위한 중위험 금융시장 활성화, 은행대출의 만기구조 장기화, 금융상품 규제 완화, 고위험·고수익 펀드 육성 및 고수익 채권시장 활성화 등 위험회피 방안의 실현 가능성을 타진하고 추진해 나가야 함.

중장기적으로 우리 경제가 1990년대 이래 부진을 겪고 있는 일본이나 글로벌 금융위기 이후 어려움에 처한 남유럽 국가들과 같은 전철을 밟지 않으려면 한계 생산성이 높은 분야에 대한 우선적인 자원배분, 수출 경쟁력 강화 및 이를 통한 내·외수간 균형 회복, 여성 및 청년층의 노동시장 참여 확대, 노동시장의 유연성 제고 등 경제 전반의 구조개선을 통해 성장잠재력과 생산성을 끌어올리기 위한 노력을 한층 강화할 필요가 있음. 경상수지 흑자 지속으로 축적되고 있는 금융자산을 우리 경제에 도움이 되도록 효과적으로 활용할 수 있는 방안에 대한 고민과 환율의 경상수지 조절 능력에 대한 평가도 필요한 시점임.

일부 위원은 다음과 같은 국내외 경제상황을 종합적으로 고려해 볼 때 국내외 경제는 기존의 전망경로 내에서 회복세가 지속되고 있는 것으로 판단되므로 2014년 4월의 기준금리는 현 수준인 2.50%를 유지하는 것이 바람직하다는 의견을 밝혔음.

우선 세계경제 상황을 보면 선진국을 중심으로 회복세가 지속되고 있는 것으로 판단됨. 미국경제는 2월중 생산과 소비가 증가로 전환하는 등 전월의 일시적인 부진에서 회복되는 모습을 보였으며, 유로지역은 소비, 수출이 증가로 전환하고 경기체감지수가 상승세를 이어갔음. 다만 일본은 2월 들어 광공업생산과 가계 소비가 감소하여 회복세가 주춤하는 모습을 보였으며 신흥국 가운데 중국은 생산, 소비 및 투자가 부진한 모습을 보이면서 성장세가 둔화되었음. 세계경제는 향후 선진국을 중심으로 성장세가 점차 확대될 것으로 전망됨. 미국은 고용증대, 가계 재무상황 개선 등으로 민간부문을 중심으로 성장모멘텀이 강화될 것으로 예상됨. 유로지역은 완화적 통화기조 지속 및 재정건전화 등에 힘입어 완만한 회복세를 보일 것으로 전망되며, 일본도 소비세증세로 인해 성장률이 일시 하락하겠지만 다시 반등하여 완만한 성장세를 유지할 것으로 예상됨. 중국은 최근의 경기둔화 조짐에도 불구하고 정부의 견실한 성장세를 지원하려는 의지 등을 고려할 때 7% 중반의 성장은 가능할 것으로 예상됨.

국내경제를 살펴보면 2월중 소비, 생산, 투자 등이 일시적으로 부진하였으나 3월중 대부분 경제지표가 개선되는 것으로 모니터링 되고 수출이 2~3월중 양호한 흐름을 이어가는 점을 고려할 때 앞서 전망한 경로대로 회복세를 유지하고 있는 것으로 판단됨. 이번 4월 전망에서 2014년도 경제성장률 전망치는 지난 1월의 3.8%에서 0.2%포인트 상승한 4.0%로 상향조정 되었음. 이는 무엇보다도 높은 성장세를 보이는 지식재산생산물투자가 GDP계산에 새롭게 포함된 데 기인함. 금년 우리 경제가 4.0%로 성장할 것으로 전망됨에 따라 GDP갭도 축소되어 내년에는 플러스로 전환될 것으로 전망됨. 한편 R&D 투자가 보수적으로 반영된 점, 주요국 경기회복 등으로 외국인 직접투자가 증가할 것으로 예상되는 점, 대규모 현금을 보유한 기업들의 투자여력이 충분한 점, 회복세를 보이는 유로지역을 중심으로 수출이 견조하게 증가하는 점 등이 전망경로를 상향시킬 수 있는 요인이 될 수 있다고 생각함. 다만 금년 1분기 성장률 전망치가 기존 전망보다 소폭 부진한 점은 전망경로의 하방리스크로 작용할 것으로 판단됨.

한편 3월중 소비자물가 상승률은 무상보육 효과 소멸, 축산물가격 오름세 확대 등으로 전월보다 높은 1.3%를 기록하였으며, 농산물 및 석유류를 제외한 근원 인플레이션도 전월보다 상승한 2.1%를 기록하였음. 금년 소비자물가 상승률은 농



산물가격 약세 장기화 등으로 지난 전망보다 낮은 2.1%를 기록하겠으나 내년에는 2.8%까지 상승할 것으로 전망됨.

국제금융시장에서는 미 연준의 조기 금리인상 가능성, 중국의 경기둔화 우려 등 리스크 요인에도 불구하고 대체로 안정적인 모습을 보였음. 글로벌 금리는 국가별로 등락이 엇갈리는 모습을 보였으며 주가는 월 중순까지 하락하였다가 이후 상승하였음. 국내금융시장에서도 국제금융시장의 영향으로 금리는 좁은 범위 내에서 등락하였으며 주가와 원화가치는 월 중순까지 약세를 보이다가 월 하순 이후 강세로 전환되었음.

이러한 국내외 경제상황을 종합적으로 고려해 볼 때 국내외 경제는 기존의 전망경로 내에서 회복세가 지속되고 있는 것으로 판단됨. 따라서 2014년 4월의 기준금리는 현 수준인 2.50%를 유지하는 것이 바람직하다고 판단됨.

정부의 가계부채 축소 노력에도 불구하고 가계대출은 비은행금융기관을 중심으로 증가세를 지속하고 있음. 비은행금융기관의 가계대출 증가율이 은행의 가계대출 증가율을 크게 상회하는 현상이 지속되면서 비은행금융기관 대출이 가계대출에서 차지하는 비중이 50%까지 높아졌음. 이는 저금리의 보금자리론 등에 힘입어 주택금융공사, 국민주택기금 등 공적금융기관의 주택대출이 크게 늘어난 데 기인함. 이러한 상황에서 정부의 은행 중심 가계대출 억제정책으로는 2017년까지 소득대비 부채비율을 현재보다 5%포인트 줄이겠다는 목표달성이 쉽지 않을 것으로 예상됨. 특히 최근의 정부대책은 공적금융기관의 대출확대를 유도하고 있어 오히려 가계부채를 증가시키는 요인으로 작용할 것으로 예상됨. 한편 작년 5월 기준금리 인하 이후 10개월 이상 기준금리가 동결되어 낮은 수준을 지속하고 있음. 이와 같은 저금리가 지속된다면 경기부양의 긍정적 효과보다는 저축유인 약화, 구조조정 지연, 가계부채 증가 등 부정적 효과가 더 크게 나타날 수 있다는 사실을 유념해야 할 것임. 그러므로 경기회복세가 가시화되는 적절한 시점에 금리정상화를 적극 고려해야 할 것으로 생각함. 금리인상은 가계대출 억제효과가 있으면서도, 거시적 차원에서는 물론 1분위~5분위의 모든 소득계층에서 이자수지를 개선시킬 것으로 전망됨. 금리인상의 경우 저소득계층 중에서 부채가 자산보다 많은 일부 가구의 이자부담이 가중될 수 있으나, 이것은 채무재조정 등 취약가구를 위한 특별정책 등을 통해 해결할 수 있다고 판단됨. 한편 가계부채 문제를 근본적으로 해결하기 위해서는 가계소득 증가가 뒷받침 되어야 함. 이를 위해 대규모 이익을 기업 내부에 보유하고 있는 기업들이 배당확대 등을 통해 이익을 가계와 공유할 수 있도록 유도하는 정책적 노력도 동반되어야 한다고 생각함.

다른 일부 위원은 다음과 같은 최근의 대내외 실물경제 및 금융시장 여건과 향후 전망 등을 종합적으로 감안해 볼 때 이번 달 기준금리는 다음 통화정책방향 결정시까지 현 수준 2.50%로 유지해야 한다는 견해를 제시하였음.

우선, 지난 한달 동안의 대외 경제여건 변화를 살펴보면, 세계경제는 미국이 기상악화의 영향에서 벗어나고 유로지역은 경기부진이 완화되는 모습을 보이는 등 선진국을 중심으로 완만한 회복세를 지속하였음. 그러나 중국은 수출, 생산, 소비 등 다수의 지표가 전반적으로 둔화되었으며, 일부 신흥국은 수출이 감소하는 등 경제활동이 위축되는 모습을 보였음. 이러한 경기상황을 반영하여 주요국 중앙은행의 통화정책 운영은 다소 차이를 나타내었음. 미 연준이 경기회복세를 배경으로 자산매입 규모를 작년 12월 및 1월에 이어 축소할 반면, ECB는 저인플레이션이 장기화될 경우 추가 완화조치를 취할 수 있음을 시사하였음. 일부 중앙은행은 물가상승 압력에 대응하여 정책금리를 인상하였으며, 다른 일부 중앙은행은 경기회복 지원을 위해 정책금리를 인하하였음. 앞으로도 세계경제는 미국 등 선진국의 경기 회복세 강화 등을 배경으로 완만한 개선추세를 이어갈 것으로 전망됨. 다만 미 연준의 양적완화 축소에 따른 국제금융시장 여건 변화, 중국 및 일부 신흥국의 성장세 둔화 등은 여전히 불안요인으로 잠재해 있다 하겠음.

국제금융시장은 중국의 경기둔화 우려, 우크라이나 관련 지정학적 리스크 등 불안요인이 부각되면서 일시 위축되었으나 미국의 경제지표 개선, 주요국의 완화적 정책기조 지속 기대 등으로 대체로 안정을 유지하였음. 특히 그동안 금융·정정불안을 겪었던 국가들의 금융여건이 개선되면서 신흥국 금융시장이 선진국에 비해 더욱 안정되는 모습을 보였음. 그러나 미 연준의 양적완화 축소가 이어지는 가운데 조기 금리인상 우려로 국제금융시장의 변동성이 커질 수 있고, 중국경제 둔화 우려, 우크라이나 등 신흥국의 정정 불안요인이 여전히 남아있으므로 이에 대해서는 면밀히 점검할 필요가 있겠음.

다음으로 국내 실물경제 상황을 점검해 보면, 국내 경기는 수출이 호조를 보이면서 완만한 개선추세를 지속하였음. 소비, 투자 등 내수가 일시 부진한 모습을 보이고 제조업 및 서비스업 생산이 주춤하였으나 이는 설연휴, 신차 대기수요 등 일시적 요인에 주로 기인한 것으로 보이며, 우리 경제는 여전히 추세수준의 성장세를 유지하고 있는 것으로 판단됨. 앞으로 국내 경기는 선진국 경기 회복세 강화, 소득 증가 및 심리 호전 등 내수여건 개선에 힘입어 회복세를 이어갈 것으로 전망됨. 그러나 4월 수정전망에서 올해 성장률을 4.0%로 0.2%포인트 상향조정한 것은 기준년도 및 통계기준 개편에 주로 기인한 것으로 경기전망이 호전된 것은 아니며, 마이너스 GDP갭도 당분간은 유지될 것이라는 점에는 유의할 필요가 있

음. 아울러 중국 및 신흥시장국의 성장세 둔화, 엔화 약세 지속 등은 하방리스크로 상존하고 있다고 하겠음.

물가는 무상보육정책 효과의 소멸 등으로 서비스요금의 상승폭이 커지면서 소비자물가 상승률이 전월에 비해 소폭 상승한 1.3%를 기록하였음. 근원인플레이션율은 2% 초반으로 상승하였으며, 기대인플레이션율은 2% 후반 수준을 유지하였음. 앞으로 소비자물가는 농산물 작황 호조 등으로 당분간 물가안정목표를 하회하는 낮은 수준의 오름세를 지속할 것으로 보임. 다만, 하반기에는 기저효과와 수요측 하락압력 축소 등으로 물가안정목표 범위에 접근할 것으로 보임.

마지막으로, 국내 외환 및 금융시장 여건을 살펴보면, 주가가 상승하고 환율은 하락하였으며, 금리는 좁은 범위 내에서 변동하는 등 안정을 유지하였음. 외국인 국내증권투자는 채권자금 유입에 힘입어 5개월 만에 소폭 순유입으로 전환하였음. 금리, 환율 등 주요 금융지표를 종합하여 볼 때 현재 우리 국내 금융여건은 다소 완화적인 상황이 유지되고 있는 것으로 판단됨. 한편 주택경기가 회복조짐을 보이면서 가계부채가 증가세를 지속하고 있는데 비은행기관의 가계대출 증가가 이를 주도하고 있어 가계부채의 질적 수준을 악화시키는 것은 아닌지 살펴볼 필요가 있음. 아울러 저소득·저신용 차주의 대출수요가 대부업 등으로 이전되면서 발생할 수 있는 부작용에 대해서도 주의를 기울여야 하겠음.

이와 같은 최근의 대내외 실물경제 및 금융시장 여건과 향후 전망 등을 종합적으로 감안해 보면, 성장 및 물가전망이 소폭 조정되긴 하였으나 이는 통계기준 개편 등에 기인하고 있어 추세의 방향성에는 큰 변화가 없는 가운데, 우리경제가 잠재성장 수준으로 회복하기까지는 아직은 다소의 시간이 필요한 것으로 판단됨. 그리고 국내외 금융시장이 안정되어 있으나 여전히 상·하방리스크가 혼재하고 있는 상황인 데다, 우리 경제의 회복속도에 큰 변화가 없고 물가는 여전히 안정된 상황이므로 금융완화 정도를 현재 수준에서 당분간 유지하는 것이 좋을 것으로 생각됨.

따라서 이번 달 기준금리는 다음 통화정책방향 결정시까지 현 수준 2.50%로 유지해야 한다고 생각함.

또 다른 일부 위원은 다음과 같은 점을 고려할 때 이번 달에도 기준금리를 현 수준 2.5%에서 유지하는 한편, 해외 리스크 요인의 전개상황과 주요 선진국의 통화정책 운용 등을 주의 깊게 살펴보면서 이의 국내경기, 물가 및 금융시장 상황에 미치는 영향 등을 면밀히 점검해 나가는 것이 좋겠다는 견해를 밝혔음.

먼저 주요국 경제를 살펴보면 미국은 기상여건 악화의 영향에서 벗어나 소비 및 생산이 호전되고 고용개선이 이어지는 등 경기회복세가 지속되었고 유로지역은 심리지표가 꾸준히 개선되고 소매판매 및 수출이 증가로 전환하는 등 경기부진 완화 추세가 지속되었음. 일본은 소비세율 인상을 앞두고 경제지표의 변동성이 확대되었으며, 중국은 춘절 연휴 등으로 수출 및 내수지표가 일시 부진한 모습을 보였음.

국제금융시장에서는 주요 선진국의 주가와 금리가 비교적 제한된 범위 내에서 등락한 가운데 신흥국의 금융상황이 개선되는 움직임을 보였음. 신흥국으로부터의 글로벌 투자자금 유출세가 진정되고, 약세를 지속하던 주요 신흥국의 주가 및 통화가치도 상승으로 전환되었음. 이는 미국 경제지표 개선, 주요국 중앙은행의 완화적 정책기조 지속 및 중국 정부의 경기활성화 정책에 대한 기대감 등에 크게 기인한 것으로 생각됨. 앞으로 세계경제는 선진국을 중심으로 성장세가 점차 확대될 것으로 예상됨. 다만 신흥국의 경우에는 정치적 불확실성 및 경제구조의 취약성 등을 감안할 때 성장세 회복에 좀 더 시일이 소요될 것으로 보이며 미 연준의 양적완화 추가 축소, 우크라이나 및 중국 경기둔화 관련 우려 등이 국제금융시장의 변동성을 확대시킬 수 있는 리스크 요인으로 남아있다고 생각함.

다음으로 국내경제를 보면 내수가 일시 부진하였으나 수출이 호조를 나타내면서 추세 수준의 경기회복세가 지속되고 있음. 고용면에서도 경기회복 등에 힘입어 큰 폭의 취업자수 증가가 이어지고 있음. 앞으로도 국내경제는 글로벌 경기회복으로 수출증가세가 점차 확대되고 내수도 소득여건 및 기업투자심리 호전 등으로 개선되면서 GDP갭의 마이너스 폭이 점차 축소될 것으로 예상됨. 다만 가계부채 원리금상환 부담과 높은 전세가격, 제조업 전반의 유희설비 등이 각각 소비 및 투자회복의 제약요인으로 작용할 수 있다는 점에는 유의하여야 할 필요가 있다고 하겠음.

물가를 보면 3월중에는 서비스요금 상승폭 확대 등으로 소비자물가 상승률과 농산물 및 석유류 제외 근원인플레이션율이 각각 전월보다 높은 1.3% 및 2.1%를 기록하였으며, 기대인플레이션율은 2%대 후반 수준을 유지하였음. 금년도 연평균 소비자물가 상승률은 예상보다 낮은 1/4분기 실적치가 반영되어 지난 1월 전망치보다 소폭 낮아질 것으로 전망됨. 앞으로도 농산물 작황 호조 등으로 당분간 낮은 수준을 유지하겠으나 경기회복에 따라 수요측면에서의 하방압력이 완화되고, 농산물가격 및 집세 등이 상방압력으로 작용하면서 상승률이 점차 높아질 것으로 예상됨.

금융시장에서는 3월 하순 이후 해외 리스크 요인에 대한 우려가 완화되면서 외국인 주식투자자금이 순유입으로 전환하는 가운데 주가가 상승하였으며, 환율

도 상당폭 하락하여 금년 들어서는 2008년 8월 이후 최저 수준을 보였음. 신용상황은 비우량 대기업이 회사채발행에 어려움을 겪으면서 회사채 순상환이 지속되고 있음. 다만 은행의 기업대출은 지난해 하반기 이후 증가세가 완만하게 확대되고 있음. 특히 가계대출은 주택경기 회복조짐 등으로 전년동기보다 높은 증가세를 이어가고 있어 주변 여건을 주의 깊게 살펴 볼 필요가 있다고 하겠음.

이를 종합하여 말씀드리면 대외여건의 개선과 그간의 정책적 뒷받침 등에 힘입어 국내경기는 추세 수준의 성장세를 보이고 있으며, 앞으로도 이러한 양호한 경기흐름이 지속될 전망이다. 물가는 일부의 저인플레이션 지속 우려 제기에도 불구하고 지난 1월 예상보다 소폭 낮아지기는 하였으나, 하반기에는 소비자물가 상승률이 목표범위 내로 복귀할 것으로 전망됨. 아울러 중국이 경기둔화에 대응하고 신흥국 금융상황이 개선되는 등 대외여건의 불확실성이 다소 완화되고 있으나 주요 선진국의 통화정책 불확실성이 여전한 점 등에도 크게 유의할 필요가 있다고 생각함.

이와 같은 점을 고려할 때 이번 달에도 기준금리를 현 수준 2.5%에서 유지하는 한편, 해외 리스크 요인의 전개상황과 주요 선진국의 통화정책 운용 등을 주의 깊게 살펴보면서 이의 국내경기, 물가 및 금융시장 상황에 미치는 영향 등을 면밀히 점검해 나가는 것이 좋겠다고 생각함.

임기 만료를 앞둔 일부 위원은 지난 4년간 금통위원 재임과 관련하여 다음과 같은 소회를 밝혔음.

개인적으로는 글로벌 금융위기 당시 같이 고생하셨던 총재께서 다시 복귀하시고 제 마지막 금통위를 주재해 주셔서 큰 행운이라고 생각함. 또한 지난 4년이 글로벌 금융위기 극복과정에서 중앙은행의 중요성과 역할이 점차 커지던 시기였다는 점에서 보람 있었음.

업무와 관련해서는 다음 두 가지 사항을 말씀드리м.

첫째, 금융·경제 협의와 관련된 정부부처와의 커뮤니케이션이 보다 강화되는 것이 좋겠음. 다만, 중앙은행의 독립성 내지 중립성이 저해되지 않도록 유의할 필요는 있음. 그 방법론으로는 먼저 자료 등 정보의 정례적 상호 교환을 보다 자주하여 상호 인식의 차이를 미리 좁힐 필요가 있음. 정부에 있을 때 접하지 못했던 보고서(paper)를 당행에 와서 많이 보게 돼서 상당히 유익하였기 때문임. 아울러 1년에 한두 번 관계기관간 워크숍을 개최하여 공통된 주제에 대한 토론을 통해 인식의 간극을 좁힐 수 있다고 생각함.

둘째, 질서 있고 준비된 통일이 이루어져야만 한다는 관점에서 보면 당행의

북한경제에 대한 연구기능을 점검해 볼 필요가 있음.

#### (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 일부 국가의 성장세가 다소 약화되었다. 앞으로 세계경제는 완만한 회복세를 지속할 것으로 전망되나, 미 연준의 통화정책 기조 변화에 따른 글로벌 금융시장 여건 변화 및 신흥시장국의 성장세 약화 등에 영향받을 가능성이 상존하고 있다.
- ☐ 국내경제를 보면, 내수관련 지표가 일시 부진하였으나 수출이 호조를 나타내면서 경기가 추세치를 따라 회복세를 지속하였다. 고용 면에서는 취업자수가 50세 이상 연령층과 서비스업을 중심으로 큰 폭의 증가세를 이어갔다. 앞으로 GDP갭은 당분간 마이너스 상태를 유지하겠으나 그 폭은 점차 축소될 것으로 예상된다.

- 3월중 소비자물가 상승률은 서비스요금 및 축산물가격의 오름폭 확대 등으로 전월의 1.0%에서 1.3%로 높아졌으며, 농산물 및 석유류 제외 근원인플레이션율도 전월의 1.7%에서 2.1%로 상승하였다. 앞으로 물가상승률은 농산물 작황 호조 등으로 당분간 낮은 수준을 나타내겠으나 점차 높아질 것으로 전망된다. 주택시장을 보면, 이사철의 영향이 가세하여 매매가격과 전세가격이 수도권과 지방에서 모두 오름세가 소폭 확대되었다.
- 금융시장에서는 주가가 중국 경기둔화 우려 등으로 하락하였다가 미국 경기개선 지속 등으로 상승 전환하였다. 환율은 외국인 증권투자자금 유출입 등의 영향을 받으면서 상승하였다가 상당폭 하락하였다. 장기시장금리는 비교적 좁은 범위 내에서 변동하였다.
- 금융통화위원회는 앞으로 주요국의 통화정책 변화와 일부 신흥시장국의 성장세 약화 및 동유럽의 지정학적 리스크 등 해외 위험요인의 전개 상황 및 영향에 깊이 유의하면서, 성장세 회복이 지속되도록 지원하는 가운데 중기적 시계에서 소비자물가 상승률이 물가안정목표 범위 내에서 유지되도록 통화정책을 운용해 나갈 것이다.

(별 첨)

## 「통화정책방향」 관련 보고내용

### I. 국내외 경제동향

#### 1. 국외경제동향

##### 가. 주요국 경제

미국은 2월중 제조업 생산과 소매판매가 증가로 전환하는 등 기상여건 악화의 영향에서 벗어나며 회복세를 지속하였음.

유로지역은 1월중 소매판매 및 수출이 증가로 전환하고 경기체감지수가 상승세를 이어가는 등 실물경제가 완만하게 회복되었음.

중국은 1~2월중 산업생산, 소비 및 투자가 부진한 모습을 보이면서 성장세가 둔화되었음.

일본은 2월 들어 수출이 증가로 전환하였으나 광공업생산 및 가계소비가 감소하여 회복세가 주춤하는 모습임.

##### 나. 국제유가 및 기타원자재가격

3월중 국제유가(Dubai 기준)는 우크라이나 사태를 둘러싼 지정학적 리스크 우려에도 불구하고 미국의 원유재고 증가, 달러화 강세 등으로 전월말대비 0.6% 하락하였음.

기타원자재가격(로이터상품가격지수 기준)은 비철금속가격이 중국 경제지표 둔화 등으로 하락하였으나 곡물가격이 우크라이나 사태 및 기상여건 악화 등으로 인한 생산량 감소 우려로 상승(전월말대비 1월말 -3.2% → 2월말 2.9% → 3월말 1.5%)하였음.



## 2. 국내경제동향

### 가. 내수 및 대외거래

2월중 소매판매는 내구재가 늘어나고 의복 등 준내구재도 증가 전환하였으나 설효과 소멸 등으로 음식료품, 차량연료 등 비내구재가 크게 줄어 전월대비 3.2% 감소(소매판매액: 전월대비 1월 2.2% → 2월 -3.2%)하였음.

설비투자는 기계류 투자가 증가하였으나 운송장비 투자가 크게 줄어들면서 전월대비 0.3% 감소(설비투자지수: 전월대비 -4.7% → -0.3%)하였음.

건설투자는 상업용 건물의 공사물량축소, 전기기계 공사 부진 등으로 건축 및 토목이 모두 줄어들면서 전월대비 3.6% 감소(건설기성액: 전월대비 8.3% → -3.6%)하였음.

3월중 수출(498억달러)은 IT제품 수출이 증가세를 지속하고 비IT제품 수출도 증가로 전환하면서 전년동월대비 5.2% 증가하였음. 2월중 경상수지는 상품수지 흑자규모가 확대된 가운데 서비스수지 적자폭이 축소되면서 전월에 비해 흑자폭이 확대(1월 32.9억달러 → 2월 45.3억달러)되었음.

### 나. 생산활동 및 고용

2월중 제조업 생산은 전기장비, 기타운송장비 등에서 늘었으나 자동차, 반도체 및 부품, 화학제품 등에서 줄어 전월대비 1.9% 감소(전월대비 1월 0.0% → 2월 -1.9%)하였음.

서비스업 생산은 보건·사회복지 및 부동산·임대업 등이 증가하였으나 도소매업, 숙박 및 음식점업 등이 감소하여 전월대비 0.4% 감소(전월대비 0.7% → -0.4%)하였음.

2월중 취업자수는 서비스업과 제조업 모두 증가하여 전월대비 11.3만명, 전년동월대비로는 83.5만명 증가(전월대비 20.7만명 → 11.3만명, 전년동월대비 70.5만명 → 83.5만명)하였음. 실업률(계절조정)은 3.9%로 상승(3.2% → 3.9%)하였음.

## 다. 물가 및 부동산가격

3월중 소비자물가(전년동월대비)는 1.3% 상승하여 전월(1.0%)에 비해 오름폭이 확대되었음. 전월대비로는 농산물가격(-2.1%)이 하락하였으나 돼지고기 등 축산물가격(3.3%)이 크게 상승하고 가공식품을 중심으로 공업제품가격(0.3%)이 오르면서 0.2% 상승하였음. 근원인플레이션(농산물 및 석유류 제외지수)은 전년동월대비 2.1% 상승(전년동월대비 2월 1.7 → 3월 2.1%, 전월대비 0.2% → 0.3%)하였음.

아파트 매매가격은 수도권 및 비수도권 모두 상승폭이 확대되면서 전월대비 0.4% 상승(전월대비 2월 0.2% → 3월 0.4%)하였음. 전세가격은 오름폭이 확대(전월대비 0.6% → 0.7%)되었음.

## II. 외환 · 국제금융 동향

### 1. 국제금융

3월중 국제금융시장은 월 중순까지 우크라이나 리스크 및 중국 경기둔화 우려, 미 연준 조기 금리인상 가능성 등으로 다소 위축되었으나 이후 동 우려가 완화되면서 위험선호성향이 회복되었음.

미국 국채금리(10년물)는 미 연준의 조기 금리인상 가능성에 대한 시장기대 변화 등으로 등락하다가 상승 마감하였으며 일본 국채금리는 일본 공적연금(GPIF)의 국채 보유비중 축소 우려, 일본 정부의 경기부양조치 기대 등으로 상승하였음.

글로벌 주가(MSCI)는 우크라이나 리스크 및 중국 경기둔화 우려로 월 중순까지 하락하였다가 이후 위험회피성향이 완화되면서 상승 전환하였음.

미 달러화는 주요통화에 대해서는 강세를 보였으나 신흥국 통화에 대해서는 대체로 약세를 보였음.

### 2. 외환수급

3월중 경상거래는 무역외거래 적자 감소에도 불구하고 무역거래 흑자가 줄어

들면서 흑자 규모가 축소되었음.

자본거래는 외국인 국내증권투자자금 순유출이 감소하였으나 거주자의 해외 증권투자 증가 등으로 전월 수준의 순유출 규모를 유지하였음.

금융거래는 외은지점이 소폭 순유입에 그쳤으나 국내은행이 대외부채 조달 및 자산 회수 등으로 순유입으로 전환되면서 순유입 규모가 확대되었음.

### 3. 외환보유액

3월말 외환보유액은 3,543억달러로 기타 통화 강세에 따른 미 달러화 환산액 증가 및 외화자산 운용수익 등에 힘입어 전월대비 25억달러 증가하였음.

### 4. 외환시장

3월중 원/달러 환율은 우크라이나 리스크 및 중국 경기둔화 우려, 미 연준의 조기 금리인상 가능성 등으로 1,080.3원(3.21일)까지 상승하였으나 이후 외국인 증권자금 유입, 중국 경기부양조치 기대, 외국인의 국내기업 지분인수 소식 등이 이어지면서 하락세를 나타내 전월말 대비 0.3% 절상된 1,064.7원으로 마감되었음.

원/엔 환율(100엔당)은 원화가 소폭의 강세를 보인 반면 엔화는 미 연준의 조기 금리인상 우려의 영향, 중국의 경기부양조치 기대 등으로 약세를 보임에 따라 하락하였음.

외환 스왑레이트(3개월물, 월평균)는 해외증권투자 수요 확대, 풍부한 원화자금사정, 은행의 외화채권 만기상환 계획 등으로 전월 대비 하락하였음.

### 5. 국내은행 외화자금사정

국내은행의 대외차입여건 및 외화자금사정은 양호한 상황이 지속되었음.

### III. 금융시장 동향

#### 1. 채권·주식

##### 가. 시장금리

국고채(3년)금리는 3월 들어서도 좁은 범위에서 변동하였음. 3월 중순경까지는 우크라이나 관련 지정학적 리스크 증대, 중국 경기둔화 및 신용경색 우려 등에 따른 위험회피심리 확대 등으로 하락하였다가 이후 우크라이나 사태 진정, 중국의 경기부양책 실시 기대, 연준의 정책금리 조기 인상 전망 등의 영향으로 반등하였음.

회사채(3년)금리는 우량물(AA-)의 경우 특수채·은행채 공급부진, 일부 대기업의 신용등급 강등에 따른 기관투자자의 수요 집중 등으로 상승이 제한되었음.

##### 나. 주가

코스피는 3.20일 1,920까지 하락후 2월말(1,980) 수준으로 반등하였음. 3월 중순까지는 중국 경기둔화 우려 및 우크라이나 리스크 증대 등으로 하락하다가 이후 중국·ECB의 경기부양 기대, 기업실적 개선 전망 등으로 반등하였음.

##### 다. 외국인 국내증권 투자

3월중 외국인의 국내채권투자는 만기도래 규모가 축소된 가운데 해외중앙은행자금 및 은행 금리차익거래자금 유입 지속 등으로 순유입으로 돌아섰음. 한편 외국인은 국채선물시장에서 월초반 큰 폭의 순매도를 보였으나 이후에는 비교적 작은 규모의 매수·매도를 반복하였음.

외국인의 국내주식투자는 3월 중순까지 순유출을 지속하다가 이후 순유입으로 전환하였음. 이는 대외 불안요인 완화에 따른 투자심리개선, 국내기업실적 개선 기대 등에 기인함.

#### 2. 여수신

##### 가. 여수신금리

3월중 은행 여신금리(신규취급액 기준)는 전월보다 소폭 하락한 것으로 추정됨. 기업대출 금리는 저금리 대출 취급 등으로 하락하였음. 그러나 가계대출금리는 소폭 상승하였음. 이는 주택담보대출금리가 혼합형대출금리 인하 등으로 하락하였음에도 불구하고 신용대출금리가 급등한 데 기인함.

은행 수신금리(신규취급액 기준)는 예대율 하락에 따른 정기예금 우대금리 적용 축소 등으로 소폭 하락하였음.

#### 나. 여신

3월중 은행 가계대출(모기지론 양도 포함)은 전월대비 증가폭이 축소되었음. 주택담보대출(모기지론 양도 포함)은 봄 이사철 수요, 주택경기 호전 기대 등으로 증가규모가 소폭 확대되었으나 마이너스통장대출 등은 공무원 성과상여금 지급 등으로 감소 전환하였음.

비은행 가계대출(모기지론 양도 포함, 3.20일 기준)은 전월동기대비 증가로 전환하였음.

은행 기업대출은 증가폭이 축소되었음. 중소기업대출은 법인세 납부수요 등으로 증가폭이 확대되었으나 대기업대출은 분기말 부채비율관리, 구조조정 기업에 대한 출자전환, 일부 우량기업의 회사채 발행을 통한 대출상환 등으로 상당폭 감소하였음.

직접금융은 증가로 전환하였음. 회사채의 경우 높은 신용경계감이 이어지면서 순상환이 지속되었으나 만기도래규모가 줄어 순상환규모는 크게 축소되었음. CP는 공기업의 부채감축노력 지속 등으로 소폭 순발행을 이어갔으며 주식발행은 일부기업의 출자전환 등으로 발행규모가 확대되었음.

은행 기업대출 연체율(3.20일 기준)은 대기업과 중소기업 모두 전월동기대비 소폭 상승하였으며 은행 가계대출 연체율도 소폭 상승하였음.

#### 다. 수신

3월중 은행 수신은 소폭 감소로 전환하였음. 수시입출식예금이 법인세 납부

수요 및 지자체 재정집행자금 인출 등으로 감소하였으며 정기에금은 예대율 하락으로 일부은행들이 우대금리 적용을 줄이면서 증가폭이 축소되었음.

제2금융권 수신도 계절요인의 영향으로 대체로 부진하였음. 자산운용사 수신 및 증권사 RP 등은 분기말 재무비율 관리를 위한 금융기관 자금 인출, 법인세 납부 수요 등으로 감소하였음. 다만 신용협동기구는 상호금융을 중심으로 견조한 증가세를 지속하였음.

### 3. 통화

3월중 M2증가율(평잔기준 전년동월대비)은 전월과 비슷한 5%대 초반으로 추정됨. 이는 정부 및 국외부문을 통한 통화공급이 전년동월보다 줄었으나 대출 호조로 민간신용 환수규모가 축소된 데 기인함.

M1증가율은 전월보다 하락한 9%대 중반으로 추정됨. 지난해 12월 이후 M1증가율이 하락세를 보이는 것은 금융소득 종합과세 기준 변경(13.1월)을 전후하여 가계자금이 수시입출식예금으로 큰 폭 유입되었던 데 따른 기저효과에 주로 기인함.