

2019년 도 제7차

금융통화위원회(정기) 의사록

한 국 은 행

1. 일 자 2019년 4월 18일(목)
2. 장 소 금융통화위원회 회의실
3. 출석위원 이 주 열 의 장 (총재)
이 일 형 위 원
조 동 철 위 원
고 승 범 위 원
신 인 석 위 원
윤 면 식 위 원 (부총재)
임 지 원 위 원

4. 결석위원 없 음

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

6. 회의경과

가. 의결안건

<의안 제14호 — 통화정책방향>

(1) 전일 개최된 동향보고회의에서 조사국장이 보고 제21호 - 「2019년 경제 전망(수정)」, 국제국장이 보고 제22호 - 「외환·국제금융 동향」, 그리고 금융시장국장이 보고 제23호 - 「금융시장 동향」에 대하여 보고하였음.(보고내용 : 별첨)

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

(3) 위원 토의내용

전일 개최된 동향보고회의에서는 다음과 같은 토의가 있었음.

(가) 2019년 경제전망(수정)

일부 위원은 금번 관련부서의 GDP성장률 수정 전망치인 2.5%에 동의한다고 언급하였음. 지금 우리 경제는 투자부문의 재조정이 진행되고 있어 잠재성장률을 하회할 수 있는 상황이지만, 확장적인 재정정책이 2.5% 수준까지 성장을 견인할 수 있을 것으로 본다고 설명하였음. 다만 세부 부문별로는 하반기 수출회복에 대한 불확실성 등을 감안할 때 수출과 수입 전망치에 약간의 하방리스크가 있어 보인다는 견해를 나타내었음.

이어서 동 위원은 최근 수출부진의 원인을 과거와 비교하여 진단하고 향후 수출을 전망함에 있어, 지난 2016년 후반부터 2017년까지의 우리 수출호조가 주요국 경기의 큰 폭 개선에 따라 이례적으로 나타난 상황이었을 수 있음을 감안할 필요가 있다는 견해를 제시하였음. 이러한 맥락에서 현재의 저조한 글로벌 성장세가 어느 수준에서 안정화될 것인지를 면밀히 살펴보고, 이를 바탕으로 우리 수출을 전망하는 방안을 고려해 볼 수 있다고 첨언하였음.

이에 관련부서에서는 2017년 세계교역이 추세를 웃도는 성장을 나타낸 측면이 있으며, 올해는 구조적 요인에 경기적 요인이 결부되면서 교역신장률이 더 둔화될 가능성이 있어 보인다고 언급하였음.

다른 일부 위원은 금번 수정전망에서 성장과 물가가 모두 하향 조정되었는데, 방향성에는 동의를 하지만 여전히 하방리스크가 더 커 보인다고 언급하였음. 특히 최근 0%대로 오름세가 낮아진 물가상승률이 4/4분기에 이르러야 기저효과에 의해 0%대를 벗어날 것으로 보이는데, 관련부서에서는 언제쯤 0%대를 벗어날 수 있을 것으로 보는지 질의하였음.

이에 대해 관련부서에서는 물가상승률이 당분간 1%를 밑도는 수준에서 등락하다가 하반기 이후에는 공급측 하방압력이 완화되면서 1%대 초중반으로 높아질 것으로 전망된다고 답변하였음.

이어서 동 위원회는 최근 수출 감소가 일부 품목별·지역별 요인에 기인한 점에 비추어 향후 세계교역의 회복과 함께 우리 수출도 늘어날 것으로 기대되지만, 지난 2017~2018년 중 수출 증가가 이례적인 반도체 호황이라는 호재에 힘입은 바가 컸다는 점에서, 보수적으로 본다면 앞으로 세계교역 신장률에 비해 우리 재화 수출 증가율이 더 낮아질 수도 있음을 유념할 필요가 있다는 견해를 밝혔음.

다음으로 동 위원회는 물가 이슈에 대해 다양하게 분석해 보는 것은 반드시 필요하나, 분석결과를 해석하고 외부와 커뮤니케이션할 때에는 신중한 접근이 필요하다는 의견을 나타내었음. 예를 들어 수요측 물가압력에 대한 평가를 위해 2016년부터 참고지표로 활용하고 있는 경기민감·비민감 물가지수의 경우 2018년 초 소비자물가지수의 기준년 개편과 함께 다시 추정을 하는 과정에서, 종전에 경기민감품목에 포함되어 있던 집세가 경기비민감품목으로 재분류되었다고 언급하면서, 만일 집세가 경기민감물가로 남아 있었다면 동 지수를 0.4%포인트 정도 낮추는 요인이 되었을 것으로 추정하였음. 이처럼 단기간에 지표의 구성항목이 바뀔 경우 물가지표에 대한 신뢰성 저하로 이어질 가능성이 있으므로 유의할 필요가 있다는 견해를 피력하였음.

이에 관련부서에서는 경제여건 변화에 따라 개별항목과 경기의 관계가 달라지면서 구성항목도 바뀔 수 있으며, 최근 들어 우리나라의 주택경기가 전체 경기 상황보다는 주택공급, 부동산관련 규제 등에도 크게 영향 받아서 집세와 경기 간 관계가 낮아졌다고 답변하였음. 따라서 집세는 당분간 경기비민감품목으로 계속 남아있을 가능성이 높다고 첨언하였음.

또한 동 위원회는 당행의 인플레이션 타게팅 대상지수는 궁극적으로 전체 소비자물가이며, 다만 석유류와 농산물 가격 등의 경우 일시적 변동성이 커 이를 제외한 근원물가를 같이 보는 것으로 이해하고 있다고 언급하였음. 다시 말하면 소비자물가가 결국에는 근원물가로 수렴해 가리라는 전제 하에, 소비자물가지수의 단기적 변동에 너무 흔들리지 않기 위해 근원물가를 함께 보는 것이며, 전체 물가보다 일부 물가만 보는 것이 더 낫기 때문은 아니라고 설명하였음. 이러한 맥락에서 볼 때, 경기민감물가지수는 우선 그 포괄범위가 근원물가지수의 50%, 소비자물가지수의 40% 수준에 그쳐 대표성이 낮다고 평가하였음. 더군다나 구조적 요인 등으로 현재 낮은 수준을 보이고 있는 경기비민감물가가 중기적 시계에서 경기민감물가에 수렴해 갈 것이라고 기대하기도 쉽지 않아 보인다고 언급하였음. 따라서 경기민감물가가 기초적 물가를 대변하는 것으로 이해하기는 어려우며, 대외 커뮤니케이션 시에도 경제주체들이 오해하지 않도록 유의할 필요가 있다는 의

견을 표명하였음.

이에 관련부서에서는 이번에 경기민감·비민감 물가에 대해 분석한 것은 최근의 저물가 현상이 경기적 요인에 기인한 것인지, 아니면 비경기적 요인에 따른 것인지 파악하기 위함이었다고 답변하였음. 분석결과에 따르면 근원물가가 2012년 이전에는 주로 경기적 요인에 좌우되었으나, 최근에는 비경기적 요인의 영향을 많이 받는 것으로 나타났다고 설명하였음. 한편 기초적 물가에 대한 판단은 경기민감물가 외에도 다양한 보조지표를 종합적으로 활용하여 이루어져야 하며, 소비자물가지수가 가장 중요하다는 데 대해서는 이견이 없다고 언급하였음. 결국 일반경제주체들의 기대인플레이션이 당행의 목표수준인 2%에 안착되는 것이 중요하며, 이를 위해 위원이 언급한 점에 유념하면서 커뮤니케이션해 나가겠다고 덧붙였다.

이에 동 위원은 물가에 있어서 통화정책의 영역이 일부 물가에 대해서만 따로 있는 것이 아니라고 강조하였음. 아울러 이번 분석에서 특정 품목이 경기민감 품목인지 여부를 판별하기 위해 GDP갭을 사용하였는데, 기본적으로 GDP갭을 추정하는 데 불확실성이 매우 크다는 점도 유념할 필요가 있다고 덧붙였다.

또 다른 일부 위원은 그동안 당행 내부적으로 다양한 물가지표에 대한 논의가 이어져 왔으며, 금번 관련부서의 경기민감·비민감 물가에 대한 분석도 그 연장선에서 어떤 지표가 통화정책에 더 민감하게 반응할 수 있는지 살펴보는 취지로 이해된다고 언급하였음. 다만 앞서 일부 위원이 언급한 집세의 경우 경기와의 관련성이 낮다고 단정하기에는 다소 불확실한 면이 있으며, 보는 관점에 따라서는 경기민감·비민감 물가를 구분하는 유용성이 그리 크지 않을 수 있다는 견해를 나타내었음. 한편 현재 경기비민감물가 상승률이 0% 근처로 낮아져 있고 경기민감물가는 1%대 후반의 오름세를 보이고 있는 상황에서 물가목표인 2%를 달성하기 위해서는 경기비민감물가가 지금보다 크게 높아지거나 경기민감물가 상승률이 2%를 훨씬 웃돌아야 하는데 이는 쉽지 않아 보이며, 앞으로 진지한 고민이 필요하다는 의견을 나타내었음. 또한 물가에 대한 연구·분석을 강화하고 이를 바탕으로 기초적 물가흐름에 대한 대외 커뮤니케이션에도 만전을 기해줄 것을 당부하였음.

이에 관련부서에서는 이번 경기민감·비민감 물가와 같은 연구·분석을 내놓는 것은 현 물가상황과 앞으로의 전망, 그리고 대응방향 등을 일반경제주체들에게 충실히 전달하기 위한 것이라고 답변하였음. 향후 물가가 점차 올라가는 방향성을 보일 것으로 전망되고, 현재와 같이 비경기적 요인에 물가가 큰 영향을 받는

상황이라면 좀 더 긴 시계에서 통화정책적 대응 및 커뮤니케이션에 임하는 것이 바람직해 보인다고 첨언하였음. 다만 그 과정에서 기대인플레이션이 불안해지지 않도록 유의할 필요가 있다고 덧붙였음.

이에 동 위원은 보다 장기적 시계에서 접근할 필요가 있다는 관련부서의 견해에 동의하면서, 더 나아가 현재의 물가상황을 금융안정이나 금융불균형 이슈와 어떤 식으로 조화시켜 나갈지에 대해서도 면밀히 살펴볼 필요가 있다고 언급하였음.

이어서 동 위원은 앞으로 미국경제가 어떻게 될 것인지에 대해 많은 관심이 모아지고 있으며, 특히 우리 수출의 회복 여부와 관련해서도 미국경제의 흐름이 중요하다고 언급하면서, 관련부서에서는 미국경제를 어떻게 보고 있는지 질의하였음.

이에 대해 관련부서에서는 금년 1/4분기에는 연방정부 섀다운 효과 등으로 일시적으로 부진할 수 있어도 2/4분기 이후에는 이전 성장경로를 회복할 것으로 보인다고 답변하였음. 다만 감세효과 축소, 글로벌 경기상황 등을 감안하면 미국의 경제성장률이 잠재수준으로 점차 수렴해 갈 것으로 보인다고 덧붙였음.

또한 동 위원은 앞서 일부 위원이 언급한 바와 같이 최근 우리 수출부진이 일부 품목과 지역 요인에 상당 부분 영향을 받고 있고 하반기로 갈수록 회복될 것으로 예상되는 점 등을 감안하면, 금번 경제전망이 지난 전망과 크게 차이가 난다고 보기는 어려워 보인다고 언급하면서 관련부서의 견해를 물었음.

이에 관련부서에서는 위원이 언급한대로 하반기 이후 설비투자과 반도체 수출이 회복되면서 우리 경제를 견인할 것이라는 기본 시나리오는 여전히 유효하다고 답변하였음.

한편 동 위원은 금년 중 부동산시장이 하향 안정흐름을 보일 것이라는 전망이 주류인 것으로 알고 있는데, 최근 일부 언론에서 일부 수도권지역 아파트가격이 지난 9.13대책 이후 큰 폭 상승한 것으로 보도하였다고 소개하면서, 향후 부동산시장의 전망에 대해 견해가 엇갈리고 있는지 관련부서에 물었음.

이에 관련부서에서는 해당 보도내용은 2018년 1~8월 중 평균 실거래가격과 9.13대책 이후 평균가격을 비교한 것으로, 상대적으로 실거래가가 낮았던 2018년 초반 거래가 다수 포함됨에 따라 평균효과에 의해 가격이 상승한 것처럼 보이지만 실제로는 9.13대책 이후 하락하였다고 답변하였음.

다음으로 동 위원회는 지난 1월 경제전망 시 금년 중 2.6% 성장에 대해 잠재성장률에서 크게 벗어나지 않는 수준으로 평가한 바 있는데, 이처럼 잠재성장률과 견주어 성장세를 평가하는 경우 추후 잠재성장률 재추정 결과에 따라 평가내용이 달라질 수 있다는 점에서 대외 커뮤니케이션에 유의할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

이에 관련부서에서는 그동안 우리 경제의 잠재성장률이 2016~2020년 평균 2.8~2.9%이며 추세적으로 낮아지고 있는 것으로 추정된다고 계속 커뮤니케이션해 왔으며, 외부에서 이에 대해 잘 인지하고 있을 것으로 본다고 답변하였음.

한편 일부 위원회는 금번 관련부서의 경제전망을 살펴보면 가계소득에 포함되는 이전지출의 증가에도 불구하고 민간소비 전망치가 하향 조정되었는데, 이는 소비성향이 낮아지는 것으로 이해할 수 있다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원회는 최근 세계교역 관련지표들이 눈에 띄게 부진하다고 언급하면서, 지난 2016년에도 글로벌 교역량의 급감과 함께 우리 수출이 크게 부진하였던 만큼 향후 지표 추이를 면밀히 모니터링할 필요가 있다는 견해를 나타내었음.

다음으로 동 위원회는 금번 수정 경제전망에서 올 상반기 전망치가 1/4분기 중 실적 부진을 반영하여 하향 조정되었고 2/4분기 이후 하반기까지 반등하는 것으로 되어 있는데, 수치상으로 연간성장률 전망치를 달성하기 위해서는 반등의 정도가 꽤 커야 할 것으로 보여, 하방리스크가 있다는 의견을 제시하였음.

아울러 동 위원회는 금번 물가전망과 관련하여 지난해 하반기 중 농산물가격 및 국제유가 상승으로 소비자물가가 높았던 점이 기저효과로 작용할 수 있다는 점에서, 전망의 하방리스크가 커 보인다는 의견을 밝혔음.

이어서 동 위원회는 물가가 궁극적으로 통화에 의해 결정된다는 것이 전통적 경제학의 입장이나, 짧은 경기순환의 시계에서는 전체물가 중 GDP갭, 즉 경기에 더 반응하고 덜 반응하는 부분이 있다는 점에 동의하며, 이러한 측면에서 경기민감물가의 유용성을 찾을 수 있을 것이라는 견해를 제시하였음. 또한 이번 분석결과는, 물가의 추세적 변동과 일시적 변동을 분리하여 추세인플레이션을 파악하기 위해 참고하고 있는 스톡왓슨(Stock-Watson) 모형에서 2010년 이후 경기에 민감하지 않은 추세적인 부분이 물가의 움직임을 많이 설명하는 것과 비슷해 보인다

고 언급하였음. 다만 동 모형에서 추세적인 부분의 물가 설명력이 높아진 것은 일시적인 부분의 변동성이 대폭 축소되면서 추세적인 부분의 변동성이 상대적으로 커진 데 기인한 것으로 이해하고 있다고 첨언하였음. 한편 지난 2017년 기준 금리 인상을 전후하여 소폭 오름세를 보였던 경기민감물가가 최근 완만하게 하락하고 있는 상황에 대해 경계심을 가질 필요가 있다고 당부하였음.

다른 일부 위원은 최근 국내외 경기둔화에 대한 우려가 커지고 있고 국내 소비자물가 상승률이 지난 3개월 연속 0%대를 지속한 상황에서 금번 경제전망 하향 조정이 공표되면, 이를 계기로 일각에서는 경기침체(recession) 또는 디플레이션에 대한 우려를 제기할 가능성이 있어 보인다고 언급하였음. 하지만 이번 전망치 하향 조정은 최근의 경제상황을 반영한 것이고 하반기 이후 내년까지 성장과 물가 흐름이 점차 나아질 것으로 예상된다는 점에서 경기침체나 디플레이션 우려는 지나친 것으로 보인다는 견해를 밝혔음.

먼저 경기상황을 보면 최근의 부진은 반도체 경기둔화로 이와 관련된 수출과 설비투자가 감소하고 승용차 구입을 중심으로 민간소비도 부진했던 데 기인한 것으로 평가하였음. 그러나 하반기 이후에는 반도체 경기가 메모리 수요증가에 힘입어 회복된다는 예상이 다수 전문기관의 견해이고, 국내외 자동차 생산업체의 공급 차질이 해소되면서 승용차 소비도 늘어날 것으로 보인다고 언급하였음. 또한 올해 재정이 확장적으로 운용될 계획이고 최근에는 추경 논의도 있어 정부부문의 성장기여도가 확대될 것으로 기대된다고 밝혔음. 글로벌 여건을 보면 IMF가 최근까지의 상황을 반영하여 금년 세계경제 성장률 전망치를 하향 조정하는 가운데서도 금년 하반기부터는 글로벌 경기가 점차 회복될 것으로 보고 있고, 내년도 성장률 전망치는 금년보다 높게 유지하였다고 언급하였음.

다음으로 물가상황을 살펴보면 금번 소비자물가 상승률 전망치 하향 조정은 정부의 복지정책 강화, 농축수산물 가격 약세 등으로 1/4분기 중 물가상승률이 이례적으로 낮았던 점을 반영한 것으로 보인다고 언급하였음. 그러나 공급측 하방압력 완화, 개별소비세 및 유류세 인하 종료 등으로 하반기 이후 소비자물가의 오름세가 점차 높아질 것으로 예상되며, 이에 따라 내년 전망치가 1.6%로 유지된 것으로 보인다고 덧붙였음. 특히 최근의 저물가는 경기상황과는 다소 무관하게 움직이는 경기비민감물가, 그리고 일부 품목이 주도했다는 점에서 물가하락이 상품 및 서비스 전반으로 확산되는 현상인 디플레이션의 일반적 정의와는 거리가 있어 보인다는 견해를 제시하였음.

경기과 물가상황에 대한 막연한 낙관론도 당연히 경계해야 되겠지만 과도한

비관론은 자기실현적 과정을 통해 더 나쁜 상황을 초래할 수 있으므로, 관련부서에서는 금번 경제전망 발표 시 경제상황에 대한 과도한 비관론이 확산되지 않도록 유의해 줄 것을 당부하였음.

이어서 동 위원은 앞서 여러 위원들이 비중 있게 언급한 저물가 문제는 우리나라뿐만 아니라 전세계적으로 공통된 현상으로, 각국 중앙은행들이 정도의 차이는 있겠지만 우리와 유사한 고민에 직면해 있다고 언급하였음. 이와 관련하여 미 연준에서도 Fed listens 등의 행사를 통해 통화정책 수행체계 개편에 관해 심도 있는 논의가 진행될 예정이고 내년 상반기 중 종합보고서가 나오게 된다고 소개하면서, 관련부서에서는 이러한 국제적 논의내용을 잘 파악하여 우리 통화정책에 주는 시사점을 모색함과 아울러 금통위에서도 건전한 토의가 이어질 수 있도록 준비에 만전을 기해줄 것을 당부하였음.

또 다른 일부 위원은 금번 경제전망을 보면 1/4분기 중 실적 부진을 반영하여 상반기의 성장률 전망치가 하향 조정된 반면 하반기 전망치의 경우 부문별 수치가 전반적으로 지난 전망보다 소폭 나아져, 하반기 중 경기개선 전망 자체가 강화된 것으로 보인다고 언급하였음. 이 같이 특정 분기에 성장률이 대폭 낮아졌다가 이전 속도를 다시 회복한다고 전망되는 것은 기본적으로 일시적 요인에 의해 하락속도가 지나쳐 기술적인 반등이 기대된다거나, 아니면 하반기에 회복세가 가속될 것으로 기대할 만한 뚜렷한 지표개선이 확인되는 경우일 것이라는 의견을 제시하였음. 이와 같은 맥락에서 지난해 4/4분기 중 정부부문의 성장기여도가 매우 높았기 때문에 적어도 민간부문만 놓고 보면 금년 1/4분기가 전분기보다 소폭 개선된 것으로 보인다고 언급하면서, 금년 1/4분기 실적에 대해 관련부서에서는 어떻게 평가하고 있는지 물었음.

이에 관련부서에서는 지난해 4/4분기 중 민간부문의 성장기여도가 마이너스(-)였으나, 올 1/4분기에는 마이너스를 벗어난 것으로 추정되며, 비록 민간부문의 성장모멘텀이 의미 있게 개선된 것은 아니지만 최소한 악화되지는 않은 것으로 평가하고 있다고 답변하였음. 아울러 금년 1/4분기 중 정부부문이 예상을 하회하였으나, 2/4분기 이후에는 재정집행이 순조롭게 진행되면서 소비와 투자에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 보인다고 첨언하였음. 한편 부문별 하반기 전망치가 전반적으로 소폭 상향 조정된 것은 전망작업 과정에서 미조정된 결과로, 이를 경기개선 전망 강화로 해석하기는 어렵다고 답변하였음. 또한 하반기 이후에는 기존 전망대로 반도체 경기의 회복에 힘입어 설비투자과 수출이 개선되고, 그 결과 1/4분기

부터 2/4분기 초까지의 부진을 만회할 수 있을 것으로 보인다고 덧붙였음.

이에 동 위원은 하반기 중 반도체 경기회복 기대가 현실화되는 것이 무엇보다 중요하다고 언급하면서, 시장참가자들의 견해 외에 이러한 기대에 힘을 실어 줄 수 있는 지표 움직임 등이 있는지 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 지난 1~2월 중 부진하였던 반도체 수출물량 증가율이 3월 들어 비교적 빠르게 회복된 것으로 추정되며, 이러한 회복흐름이 전망 경로대로 이어질 것으로 조심스럽게 기대하고 있다고 답변하였음.

다음으로 동 위원은 관련부서에서는 금년 중 가계소득 개선세가 자영업 업황 부진 등으로 둔화될 것으로 예상하였는데, 이는 임금총액의 견조한 증가세 지속에도 불구하고 자영업 업황부진이 매우 깊을 것으로 예상되기 때문인지, 아니면 1월 중 임금총액의 큰 폭 증가가 일시적이라고 보기 때문인지 질의하였음.

이에 관련부서에서는 지난 1월 중 임금총액이 전년동기대비 10% 이상 늘었으나 이는 일시적 현상으로 보이며, 그동안 영업실적 호조에 따라 크게 높아진 임금총액 증가율이 올해는 장기추세로 돌아갈 가능성이 높다고 답변하였음.

또한 동 위원은 중앙은행의 입장에서 기대인플레이션 안착이 매우 중요하다는 점에서, 소비자물가지수와 경기민감물가지수 가운데 기대인플레이션에 대한 영향력은 어느 쪽이 더 큰지 파악해 볼 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

(나) 외환·국제금융 및 금융시장 동향

일부 위원은 금년 들어 은행을 통한 외화자금 유입과 함께 명목실회환율이 완만한 하락세를 이어가고 있다고 언급하면서, 후속 움직임을 예의주시할 필요가 있다고 당부하였음. 또한 최근 일부 외은지점의 자금 조달·운용이 역외거래를 중심으로 증가하고 있는데, 비록 그 가능성은 낮겠지만 만일 신용 및 유동성 리스크가 크게 부각될 경우 국내 외환시장에 영향을 줄 수 있어 보인다고 언급하면서 관련부서의 견해를 물었음.

이에 관련부서에서는 외국환은행의 역외계정은 원칙적으로 일반계정과 분리되어 있으나, 위원이 언급한 리스크 요인을 염두에 두고 관련 동향에 대한 면밀한 모니터링을 지속하겠다고 답변하였음.

다른 일부 위원은 일부 외은지점의 경우 외채 증가속도가 다소 빠르며 만기 불일치도 커지고 있어 유의할 필요가 있다는 견해를 밝혔음.

이에 관련부서에서는 아직까지 크게 우려할 상황은 아닌 것으로 보이지만, 일부에서 공격적인 영업행태가 나타나고 있어 이를 주의 깊게 모니터링하고 있다고 언급하였음.

이어서 동 위원은 금년 중 기업의 수익성이 어떨 것으로 보는지 관련부서에 질의하였음.

이에 관련부서에서는 시장참가자들은 금년 중 주요 기업의 영업이익 증가율이 마이너스(-)를 나타낼 것으로 전망하고 있는데, 최근 전기전자업종의 실적부진 등으로 전망의 마이너스 폭이 확대되고 있다고 답변하였음.

이에 동 위원은 시장참가자들의 전망에는 일반적으로 상향 편향(upward bias)이 있다는 점을 감안하면 실적이 전망을 하회할 가능성이 있다고 언급하였음.

관련부서에서는 위원이 언급한 상향 편향 가능성을 염두에 두고 있으며, 다만 반도체의 부진이 하반기에는 완화되고 비IT 부문의 수익성도 지난해보다 개선될 것이라는 전망은 유지되고 있다고 답변하였음.

다음으로 동 위원은 과거 장단기금리가 역전되었던 사례들 가운데서 장기금리 상승으로 금리역전이 해소된 경우와 기준금리 인하에 따른 단기금리 하락으로 해소된 경우가 각각 어느 정도의 비중이었는지 질의하였음.

이에 관련부서에서는 과거 장단기금리 역전기간 전후나 역전기간 중에 기준금리가 인하된 경우가 많았지만, 금리역전의 해소는 기본적으로 글로벌 경제여건 개선에 따른 국내경기 회복 기대와 이에 따른 장기금리 상승에 의한 경우가 많았던 것으로 보인다고 답변하였음.

또 다른 일부 위원은 지난 3월 미 연준의 FOMC회의 이후 국제금융시장에서는 금리가 하락하고 주가는 상승하는 일종의 디커플링(decoupling) 현상이 나타났다고 언급하였음. 일부의 분석에 따르면 이는 채권시장 참가자들이 향후 경기둔화 가능성이 높아진 데 주목한 반면 주식시장 참가자들은 당분간 견조한 성장세가 지속될 것으로 기대하는 등 시각 차가 있기 때문이라고 소개하면서, 이러한 모습은 국내금융시장 상황에도 시사하는 바가 있다고 첨언하였음.

이어서 동 위원은 앞으로 경상수지 흑자규모의 축소세가 지속되는 반면 거주

자의 해외투자로 인한 외화자금 수요는 계속 증가할 것으로 예상된다고 언급하였음. 이러한 관점에서 중장기적 시계에서 경상수지 및 해외투자 등 제반 여건에 대한 전망을 바탕으로 외화자금 수급 전반에 관한 시나리오 분석을 시도할 필요가 있다는 견해를 제시하였음.

이에 관련부서에서는 외환부문의 주요 여건변화와 외환부문 건전성에의 영향, 그리고 대응방향 등을 면밀히 점검해 나가겠다고 언급하였음.

다음으로 동 위원은 국내금융시장에서는 전반적으로 유동성이 풍부한 가운데 간헐적으로 변동성이 확대되고 있는데, 향후에도 이러한 상황이 지속될 것으로 보인다고 언급하면서 관련부서의 견해를 물었음.

이에 관련부서에서는 최근 금리 및 주가의 움직임을 볼 때 시장참가자들의 기대가 다소 엇갈리는 부분이 있어 보인다고 답변하였음. 특히 최근의 주가상승은 주요국의 정책대응을 상당 부분 선반영한 측면이 없지 않아, 이 같은 정책대응이 실제로 실물경제에 어느 정도 효과를 나타낼지에 따라 주가흐름이 달라질 것으로 보인다고 첨언하였음.

한편 동 위원은 최근 신용채권시장, 특히 여전채시장이 호조를 보이고 있는데, 카드사 업황에 대한 부정적 시각이 없지 않은 만큼 시장동향을 면밀히 살펴볼 필요가 있다는 의견을 밝혔음.

이에 관련부서에서는 아직까지는 여전채 등 신용채권의 국고채대비 스프레드가 역사적으로 크게 낮은 수준까지 축소된 것은 아니지만, 유동성이 풍부한 상황에서 신용등급이 상대적으로 낮은 부문으로 자금이 과도하게 흘러갈 가능성에 대해서는 예의주시하면서 면밀히 점검하겠다고 언급하였음.

또한 동 위원은 최근 가계대출 증가세가 둔화되는 모습을 보이고 있으나, 전세자금, 분양관련 자금, 매매자금 수요 등 가계대출에 영향을 미치는 여건에 불확실성이 큰 점에 유의할 필요가 있다고 언급하였음.

이에 대해 관련부서에서는 주택시장 여건, 정부규제 등을 고려하면 당분간 가계대출이 둔화추세를 이어갈 것으로 보이지만, 최근의 대출둔화에 계절적 요인이 작용하고 있는 데다 주택시장 상황이 바뀔 수도 있으므로 시간을 두고 면밀히 살펴보겠다고 답변하였음.

이에 동 위원은 최근 관계당국에서 개인사업자대출, 특히 부동산임대업대출에 대해서도 강도 높은 규제를 내놓은 만큼 앞으로 이러한 대출이 안정화될 것으로 기대된다고 언급하면서, 관련부서의 견해를 물었음.

이에 관련부서에서는 비은행의 부동산관련업종에 대한 대출의 경우 규제의 효과가 일부 나타나고는 있으나 증가세가 여전히 높기 때문에 경계감을 갖고 살펴볼 필요가 있다고 답변하였음.

한편 일부 위원은 최근 원화가 소폭 약세를 보이고 있는데, 이는 대외건전성이 양호한 신흥시장국들과 비교할 때 다소 차별화되는 모습으로 보인다고 언급하면서, 이 같은 원화 움직임이 국내경제에 대한 일부 부정적 평가가 반영되고 있기 때문인지, 아니면 배당금 역송금 등 일시적 요인에 기인한 것인지 관련부서에 물었음.

이에 관련부서에서는 현재 원/달러 환율은 변동성 확대요인이 뚜렷하지 않은 가운데 큰 흐름에서 일정범위 내 등락하는 모습이며, 명목실효환율로 보면 위안화가 안정적으로 움직이고 미달러화가 완만한 강세를 보임에 따라 원화가 소폭 약세를 이어가고 있다고 답변하였음. 다만 시장에서는 우리나라 경상수지 흑자가 축소되는 부분을 경계하고 있는 것으로 보인다고 첨언하였음.

이어서 동 위원은 금년 1/4분기 중 은행의 중소기업에 대한 대출이 상당 폭 증가하였는데, 동 대출에는 공적보증이 들어있는 경우가 많아 도덕적 해이(moral hazard)가 발생할 가능성이 있다는 점에 유의해야 한다는 의견을 나타내었음. 이러한 관점에서 중소기업에 대한 대출이 상대적으로 견조한 증가세를 보이는 것이 여타 대출에 대한 규제가 강화되면서 나타나고 있는 현상인지 관련부서에 질의하였음.

이에 관련부서에서는 지난해부터 중소기업에 대한 대출이 꾸준히 늘어나고 있는데, 그 배경에 위원이 언급한 것과 같은 요인이 작용하고 있는지 좀 더 자세히 살펴보겠다고 답변하였음.

(다) 「통화정책방향」에 관한 토론

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

먼저 기준금리 인상의 파급효과에 대한 관련부서의 다음과 같은 의견 제시가 있었음.

2017년 11월과 2018년 11월, 두 차례에 걸친 기준금리 인상 이후 금융시장의 주요지표는 정책금리 인상의 이론적 파급효과에 대체로 부합하는 방향으로 변동하였지만 장기시장금리는 대외 요인의 영향 등으로 소폭 상승하는 데 그침. 또한 기준금리 인상이 국내 성장과 물가에 미치는 영향은 소비 및 투자의 금리민감도 하락 등으로 과거보다는 제한적일 가능성이 있으며, 금융안정 측면에서는 기준금리 인상이 정부의 대출규제 및 주택시장 안정대책과 더불어 가계대출 증가세 둔화에 긍정적 영향을 미치고 있는 것으로 추정됨.

일부 위원은 통화정책 파급효과 분석 시 기준금리 조정 시기별로 금융·경제 여건이 상이할 수 있는 점을 고려할 필요가 있다고 언급하였음. 아울러 금리변동이 가계대출에 미치는 효과는 잔액기준 대출금리보다 신규취급액 기준 대출금리가 더 클 수 있다는 의견을 제시하였음.

이에 관련부서에서는 잔액기준 대출금리 상승도 기존 부채보유 가구의 추가 대출을 억제하거나 상환을 유도하는 요인이 되어 가계대출 증가세를 둔화시키는 방향으로 작용할 여지가 있을 것이라고 설명하였음.

이어서 동 위원은 현재의 기준금리가 중립적 실질금리 부근에 있는 것으로 추정된다고 언급하면서, 관련부서에서는 어떻게 평가하고 있는지 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 최근 큰 폭 하락한 물가상승률 실적치를 적용한 실질기준금리로 보면 완화정도가 상당 폭 줄어든 것으로 나오지만, 향후의 물가 전망치를 적용한 실질기준금리를 보게 되면 금년 하반기, 그리고 내년으로 가면서 완화정도가 다시 커지는 것으로 나타난다고 답변하였음. 아울러 FCI(금융상황지수), 유동성관련 지표 등 여타 지표를 통해서 보게 되면 실질금리 기준으로 볼 때에 비해 좀 더 완화적인 것으로 평가된다고 첨언하였음.

이에 동 위원은 전반적으로 볼 때 현재의 기준금리 수준이 의심의 여지없이 완화적이라고 평가하기는 어려워 보인다고 언급하였음. 한편 FCI의 구성항목 가운데 하나인 기간스프레드, 즉 국고채금리(3년)와 통안증권금리(3개월) 간의 차이가 축소되면 FCI가 완화적인 방향으로 움직이는데, 이는 해석 상 유의할 부분이 있어 보인다는 견해를 제시하였음.

이에 관련부서에서는 기간스프레드 축소의 원인과는 별개로 일단 장기금리가 하락하여 기간스프레드가 축소되면 이는 경제주체들의 자금조달비용이 줄어드는 효과가 있다는 점에서 금융완화 정도가 확대되는 요인이라고 해석할 수 있다고 설명하였음.

다음으로 동 위원은 GDP갭이 경제 내 유휴생산능력의 정도를 반영한다고 전제할 때, 고용상황, 제조업 가동률, 오피스시장 공실률 등 관련지표들은 유휴생산능력이 존재하고 있음을 나타내는데 반해, 이러한 지표들을 요약할 것으로 기대되는 GDP갭 추정치만 0 근처에 머물러 있어 지표들 간에 괴리가 있어 보인다는 견해를 제시하였음.

다른 일부 위원은 기준금리 조정의 파급효과에 대한 관련부서의 분석결과에 대해 전반적으로 동의한다고 언급하면서, 최근의 기준금리 인상은 금융안정 측면을 고려한 것으로 실제 금리인상은 소폭에 그쳤지만 정부대책과 함께 시장에 미치는 신호효과(signaling effect)는 컸을 것이라는 견해를 밝혔음.

이어서 동 위원은 앞서 일부 위원이 언급한 바와 같이 최근 수치로만 보면 실질기준금리와 종립적 실질금리를 견주어 완화정도를 판단하는 데 있어 다소 불확실한 측면이 있다고 언급하였음. 따라서 향후 다양한 인플레이션율 추이를 면밀히 살펴보면서 완화정도를 점검해 나갈 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

다음으로 동 위원은 통화정책의 결과로 기대했던 효과가 나타나는지 여부를 판별하는 데는 정책결정 후 상당한 시간이 필요하겠지만, 매 정책결정 시마다 정책의 파급효과나 기대효과가 어떨지 사전에 충분히 가늠해 보는 것이 중요하다는 견해를 제시하였음. 또한 통화정책 결정에 대해 외부에서 상반된 평가가 제기되는 것은 지극히 당연하나, 금통위가 정책결정을 할 때마다 실물경제 및 금융안정과 관련된 제반 이슈를 놓고 얼마나 많이 고민하는지에 대한 외부의 이해나 인식이 다소 불충분해 보인다고 언급하였음. 지난 2016년 말 당행이 통화신용정책 운용의 일반원칙을 수립하여 공개한 것은 통화정책에 대한 일반경제주체들의 인식을 제고하기 위함이었는데, 앞으로도 다양한 채널을 활용하여 통화정책과 관련한 외부와의 소통을 강화할 필요가 있다고 강조하였음.

또 다른 일부 위원은 대출금리 변동이 가계부채에 미치는 영향을 기존부채상환 및 신규대출에 미치는 영향으로 구분하여 분석해볼 필요가 있으며, 또한 기준금리 인상 당시 가계대출이 실물경제 여건에 비추어 어느 정도로 벗어난 수준이었는지에 대해서도 정치하게 분석해볼 필요가 있다는 견해를 나타내었음.

이어서 동 위원은 기준금리를 중립금리와 비교하여 통화정책의 완화 여부를 평가한다고 할 때, 물가관련 지표로 어떤 것을 사용하느냐에 따라 결과가 달라질 수 있는 상황임을 인식할 필요가 있다고 언급하였음. 아울러 FCI의 구성항목 중 기간스프레드는 관련부서의 견해와 같이 자금조달비용을 반영하는 지표로 볼 수도 있으나, 기간스프레드가 매우 다양한 원인에 의해 변동할 수 있다는 점에서 해석 상 주의가 필요하다고 첨언하였음. 이를 종합하면 현재의 통화정책기조가 완화적이라고 평가할 수 있는 근거는 종전보다 다소 약화된 것으로 보인다는 견해를 표명하였음.

한편 일부 위원은 지난 두 차례의 기준금리 인상은 실물경제가 안정적인 성장세를 이어가는 가운데 물가는 중기적으로 목표수준에 근접해 갈 것으로 전망되는 상황에서 금융안정을 도모하는 데 주안점을 두고 이루어진 것으로서, 기준금리 인상이 거시경제에 미치는 부정적 영향은 제한적일 것으로 보인다는 의견을 피력하였음. 이와 관련하여 최근 국내경제의 성장모멘텀 및 물가상승압력이 다소 약화되었지만, 이는 주요국의 성장세 약화에 따른 수출둔화와 유가, 농산물가격 등 공급 측면의 하방압력 등에 주로 기인한 것으로 보인다고 평가하였음.

다음으로 동 위원은 이번 수정 경제전망에서 금년도 성장과 물가 전망이 하향 조정됨에 따라 기준금리에 대한 기대가 자칫 일방향으로 과도하게 쏠릴 가능성이 있어 보인다고 언급하였음. 현재의 국내외 경제여건 하에서는 확장적, 완화적 거시경제정책이 바람직하다고 판단되지만, 통화정책과 재정정책의 조화적 운영 측면에서 보면 각 정책의 여력, 유효성 및 부작용 등을 종합적으로 고려할 필요가 있다는 견해를 나타내었음. 먼저 통화정책의 경우 최근의 금융상황 등에 비추어 보면 여전히 완화적인 것으로 판단되며, 기준금리의 실효하한 등을 감안할 때 향후 정책여력이 충분하지 않아 보인다는 의견을 제시하였음. 더욱이 관련부서의 분석대로 현 상황에서는 통화정책이 장기시장금리와 실물경제에 미치는 파급효과가 과거에 비해 제한적일 가능성이 있다고 첨언하였음. 또한 물가안정과 더불어 금융안정까지 통화정책의 목표로 부여받은 상황에서 높은 수준의 가계부채에 대한 우려가 여전히 크다는 점도 고려할 필요가 있다고 강조하였음.

이에 비해 재정정책의 경우 재정건전성 측면에서 주요국과 비교해 볼 때 정책여력이 상당한 것으로 평가되고 있어 보다 적극적인 역할을 할 수 있을 것으로 보인다고 언급하였음. 특히 재정정책은 정책효과가 무차별적인 통화정책과 달리

생산성을 제고하고 이를 통해 성장잠재력을 확충시킬 수 있는 특정 부문에 집중할 수 있다는 점에서 정책의 유효성도 상대적으로 높을 수 있다고 덧붙였음.

다른 일부 위원은 중앙은행의 커뮤니케이션 기능이 개선되면서 통화정책에 대한 기대가 금융시장에 선반영되는 정도가 과거보다 커진 만큼 기준금리 조정의 파급효과 분석을 위한 대상기간을 설정할 때 이 같은 점을 고려할 필요가 있다는 의견을 표명하였음. 또한 금리변동이 소비에 미치는 영향은 가계의 금융자산 구성 등에 따라 국가별로 다르게 나타날 수 있기 때문에 미시자료를 활용하여 주요국과 우리나라의 사례를 비교·분석하고, 이를 통해서 기준금리 조정이 소비에 미치는 파급경로에 있어 우리나라만의 특징적인 요인(idiosyncratic factor)이 무엇인지 살펴볼 필요가 있다는 견해를 나타내었음.

(4) 한국은행 기준금리 결정에 관한 위원별 의견 개진

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

일부 위원은 이번 회의에서는 기준금리를 현 수준에서 유지하고, 향후 미국을 포함한 글로벌 경기의 반등 여부, 국내 경기 및 고용의 흐름, 가계부채 및 부동산 시장 추이 등에 대해 시간을 갖고 점검해 나가는 것이 바람직하다는 견해를 밝혔음.

지난 통화정책방향 회의 이후 경제동향을 살펴보면, 세계경제는 1월 전망 시보다 성장이 둔화되고 있는 모습인 바, 이러한 추세가 당분간 지속될 것으로 우려됨.

미국경제의 경우 고용 및 소득여건은 양호한 흐름이나 전체적으로 성장세가 다소 완만해지고 있음. 특히 1/4분기 중에는 연방정부 섷다운 등의 영향으로 성장흐름이 약화된 것으로 보이는데, 2/4분기 이후에 어느 정도 반등할 수 있을지 여부를 살펴봐야 하겠음. 글로벌 교역도 세계경제의 성장세 약화 등에 따라 증가율이 낮아질 것으로 예상됨. 국제금융시장에서는 주요국 금리 등 가격변수의 변동성이 확대되었으나, 4월 들어 선진국과 신흥국의 주가가 상승하는 가운데 신흥국 통화도 일부 취약국을 제외하고는 안정적 흐름을 보이고 있음.

국내경제는 정부소비가 높은 증가세를 이어갈 전망이나 민간소비의 증가는 완만해지고, 설비투자 및 건설투자의 조정양상이 지속될 전망이다. 수출증가율은 지난해에 비해 낮아질 것으로 판단됨. 무엇보다 반도체 부문을 중심으로 수출과 설비투자 부진이 이어지고 있어 우려됨. 하반기부터는 반도체 경기가 서서히 살아나면서 수출이 일정 부분 회복되고 설비투자 증가율도 플러스로 돌아설 전망이나 설비투자의 회복세는 당초 전망보다 약해질 것으로 보임. 건설투자의 경우 정부정책의 영향으로 토목건설 부진은 다소 완화되겠지만, 주거용 건물건설 투자는 감소세가 확대될 것으로 예상됨.

최근 두달 간 회복되는 모습을 보인 고용은 상반기에는 1월 전망보다 나아지겠으나, 연간으로는 당초 전망 수준을 벗어나지 않을 것으로 판단됨. 정부의 일자리 및 소득지원정책, 외국인 관광객수 회복 등에 힘입어 서비스업 고용이 회복세를 나타낼 것으로 예상되지만, 제조업 고용은 당분간 부진이 이어질 것으로 보여 이에 대한 모니터링을 지속해야 할 것임.

이와 같은 상황을 고려하여 조사국은 금년 경제성장률을 1월 전망보다 하향 조정하였음. 정부가 추진 중인 추가경정예산이 어느 정도의 보완역할은 하겠으나 세계경제의 둔화가 국내경제에 미치는 영향은 불가피할 것으로 생각됨. 다만 미·중 무역분쟁과 브렉시트 등 대외 불안 요인에 대한 우려가 해소될 수 있다면 하반기 경제성장에 상방리스크 요인으로 작용할 수 있을 것임. 따라서 조사국이 예측한대로 하반기에 우리 경제가 회복세를 보일 수 있을지 여부에 대해 좀 더 지켜볼 필요가 있다고 판단함. 올해 소비자물가 상승률도 당초 전망보다 비교적 큰 폭으로 하향 수정되었음. GDP갭이 마이너스를 보이는 가운데 정부의 복지정책과 지난해보다 낮은 국제유가 등이 소비자물가의 하방압력으로 작용하고 있음. 수요측면에서의 물가상승압력은 향후에도 크지 않을 것으로 판단되므로 완화적 통화정책 기조를 유지해야 하겠음.

금융안정과 관련된 부분은 긍정적인 모습을 보이고 있음. 금융시장은 3월 변동성이 확대되었으나 이달 들어 안정세를 회복하고 있는 것으로 보임. 주식시장의 상승세가 지속되고 신용시장도 호조를 보여 기업에 대한 자금공급이 원활한 상황임. 가계부채 문제는 정부의 강력한 대책 등으로 최근 안정되고 있으며 이러한 추세는 향후에도 지속될 것으로 생각됨. 다만 앞으로 금융불균형과 관련한 우려가 확실히 반전될 수 있을 것인가를 판단하기 위해 가계부채와 부동산시장 추이를 등을 지속적으로 점검해야 할 것임.

예상보다 완화적이었던 3월 FOMC회의 이후 시장에서는 미 연준의 금리인상 가능성이 당분간 사라진 것으로 여기고 있음. 그러나 하반기에 미국경제가 회복되고 물가도 목표치에 근접한다면 연준이 점도표에서 밝혔듯이 내년 중 추가금리

인상에 나설 수 있다는 지적도 상존하므로 미국 경기와 금융시장에 대한 분석을 철저히 해야 하겠음.

이상의 상황을 종합하여 이번에는 기준금리를 현 1.75% 수준에서 동결하고, 경기 및 물가동향과 금융안정 상황에 대해 시간을 가지고 면밀히 점검해 나가는 것이 바람직하다고 판단함.

다른 일부 위원은 세계교역의 부진 속에 국내외 경제의 성장세 둔화가 보다 뚜렷해지고 있고 물가상승률은 계속 낮아지고 있으므로, 이번에는 기준금리를 현 수준에서 동결하는 것이 적절하다는 견해를 나타내었음.

최근 우리 경제의 실물 측면을 살펴보면 대외적으로는 세계경제의 성장세 둔화가 지속되는 가운데 대내적으로는 대외 요인에 따른 설비투자 조정에 더하여 민간소비의 둔화조짐이 나타나면서 전체적으로 예상보다 빠르게 경제의 성장세가 둔화되는 모습임.

유럽, 중국을 중심으로 한 세계 주요경제의 성장세 둔화추이가 계속되는 가운데 미국경제의 성장세도 다소 완만해질 것이라는 전망이 점차 컨센서스로 자리 잡고 있음. 세계경제의 성장세 둔화는 새로운 사건은 아니나 특히 최근 주목되는 것은 세계교역관련 지표의 부진임. 세계상품교역량이 작년 4/4분기 이후 급락한 것으로 나타났고, 선행지표인 세계무역 전망지수도 최근 급락하였음. 세계경제 성장세 자체보다 세계교역의 부진이 우리 경제에 직접적인 영향을 미친다는 점을 고려할 때 우려되는 현상이며, 미·중 간의 무역분쟁 등에 기인한 일시적 현상 여부를 지켜보아야 하겠음.

세계경기의 추이를 반영하여 우리나라의 수출과 투자는 이미 작년 말부터 조정이 진행되는 모습이었음. 올해 들어서는 세계경제 둔화에 더하여 반도체가격 하락의 수출금액에 미치는 부정적 효과가 나타나면서 통관기준 1/4분기 수출이 8.5% 감소하였음. 전반적인 수출의 부진과 특히 반도체 등 IT부문의 수출금액 감소는 관련기업의 설비투자 위축을 유발한 것으로 모니터링되고 있음. 우리나라 설비투자를 주도하여 온 IT부문의 투자조정으로 전체 설비투자의 부진 폭이 예상보다 확대되고 있는 것으로 추정됨. 한편 민간소비는 작년 하반기 이후의 전년동기대비 기준 성장세가 둔화되는 흐름이 올해 1/4분기에도 이어진 것으로 보임. 2012~2016년 중 하락하였던 가계부문의 소비성향이 2017년 하반기에서 2018년 중반까지 회복흐름을 보였으나 지속 추이가 이어지지 못한 것으로 판단됨.

조사국은 최근의 경제상황 변동을 반영하여 우리 경제의 올해 성장률 전망을

종전 2.6%에서 2.5%로 소폭 하향 조정하였음. 내용을 보면 상반기 설비투자과 민간소비를 종전 전망대비 상당 폭 하향 조정하였음. 그럼에도 성장률의 조정 폭이 크지 않은 것은 2/4분기 이후 경제의 성장세 회복을 기대하고 있기 때문임. 이 기대의 실현여부는 향후 가계소비와 기업투자의 반등여부에 의존하며, 불확실성이 상당하다고 생각됨.

물가는 작년 10월까지 과도하게 높았던 농산물가격 상승세가 점차 둔화되고 유가도 11월 이후 하락세로 전환되면서 소비자물가 상승률은 3월 0.4%로 크게 하락하였고, 근원물가는 3월 0.8%로 하락하였음. 조사국은 1월 전망에서 올해 소비자물가 상승률과 근원물가 상승률 전망치를 모두 1.4%로 하향 조정한 바 있으나, 최근의 물가부진을 반영하여 이번 전망에서는 소비자물가 상승률 1.1%, 근원물가 상승률 1.2%로 추가 하향 조정하였음. 실물경기의 동향, 물가상승률 추세의 추이 등을 감안할 때 이번 전망에도 다소 하방위험이 있다고 판단됨.

근원물가 상승률이 장기간 1% 초반에 머무르고 있는 현상은 우리나라 물가흐름에 있어 2018년 이후의 새로운 사건임. 이 같은 물가상승률의 부진 또는 점진적 하락이 올해 중 해소되기보다는 지속될 조짐을 보이고 있음은 2% 물가안정목표제 아래 통화정책을 운영해야 하는 정책담당자로서 우려하지 않을 수 없음. 장기적인 시각에서 우리나라의 물가흐름을 살펴보면 물가상승률의 하락현상은 2012년 경 시작되었고, 통계적으로는 추세 물가상승률의 하락이 상당 부분을 설명할 수 있음. 추세 물가상승률의 하락을 초래한 원인으로는 여러 가지를 거론할 수 있을 것임. 특히 우리나라 추세 물가상승률의 하락이 선진국 물가상승률과의 동조화와 동시에 진행되었다는 점, 또한 이때 상품물가와 선진국 상품물가 동조화가 두드러졌다는 점 등을 감안하면 유가 등 글로벌 요인도 중요한 한 원인이라고 보아야 할 것임. 그러나 최근의 물가상승률 하락은 상품물가 이외에 서비스물가 및 내수물가의 상승률 하락에 기인하고 있어 국내 요인의 역할이 부각되고 있다는 점에 유의하고자 함. 서비스물가의 상승세 둔화에는 관리물가 상승률의 추세적인 하락과 경기 요인이 같이 작용하고 있다고 보임. 글로벌 요인에 의한 물가흐름과는 별도로 국내 요인에 의한 물가흐름은 적극적인 정책대응에 의해 관리할 수 있고 관리하여야 하는 영역임.

장기간의 낮은 물가상승률 지속은 기대인플레이션 하락을 야기할 위험이 있다는 점에 유의하여야 함. 기대인플레이션이 현 시점 실제 물가상승률 수준인 1%선으로 하락할 경우 현재 기준금리는 중립금리에 비해 낮지 않은 수준이 될 가능성이 큼. 즉 기대인플레이션의 변동은 기준금리가 불변이어도 통화정책의 완화도에 직접적인 영향을 미치는 요인이라는 점에도 주의를 환기하고자 함. 그러므로 올해의 물가환경은 한편으로는 누적된 관리물가 상승압력을 어느 정도 해소

하여 전체 물가상승률을 목표수준에 좀 더 가깝게 상향시키는 것이 거시경제의 안정관리 차원에서 바람직하다는 것이 통화정책 담당자로서의 의견임. 다른 한편으로는 고령화 등으로 실질중립금리가 점진적으로 하락추세인 가운데 최근의 낮은 물가흐름을 고려할 때 현재 기준금리와 중립금리와의 격차는 급속히 해소되고 있으며, 이에 추가적인 금리인상이 향후 통화정책의 향방이 되기는 어렵다는 판단임.

기준금리 조정과 관련하여 자주 거론되는 금융안정관련 가계부채의 추이를 살펴보면 1/4분기 금융권의 가계대출 증가율이 작년 말 6.1%에서 3월 5.2%로 빠르게 하락하였음. 작년 중 가계대출 증가는 은행의 전세자금대출과 신용대출이 주도하였음. 이는 2014~2016년 중 가계부채 급증기에 집단대출과 개별 주택담보대출이 두 자리수 증가율을 기록하며 급증을 주도하였던 것과는 크게 다른 양상이었음. 신규 분양시장과 연계된 집단대출은 증가율이 신규 분양시장의 활황이 마감되며 2018년 둔화세로 전환되었고 하락 폭이 점차 커져왔음. 개별 주택담보대출도 주택매매시장 동향을 반영하여 작년 하반기 이미 감소세로 전환된 바 있음. 올해 1/4분기 추이를 보면 집단대출과 개별 주택담보대출은 작년 하반기 이후의 둔화세가 지속 또는 가속된 모습임. 올해 중 새로운 변화는 작년 중 가계대출 증가 요인이었던 은행의 전세자금대출과 신용대출임. 은행의 전세자금대출은 여전히 활발하나 절대금액의 확대는 둔화되어 증가율로는 정체되는 조짐임. 신용대출은 올해 1/4분기 감소로 반전되어 오히려 하락 요인으로 작용하였음. 지난 1년 가계대출의 증감의 동인, 그리고 그 기저 요인의 추이를 볼 때 은행 전세자금대출의 추가 확대가 올해 1/4분기와 같이 제어된다면 가계대출 증가율은 점진적인 하락세를 지속할 것으로 보이며, 2/4분기 중 이를 확인하고자 함.

이상을 종합하여 금번 기준금리는 현 수준에서 동결하는 것이 적절하다는 판단임.

또 다른 일부 위원은 물가 및 금융안정을 둘러싼 여건과 정부의 확장적 정책 기조를 감안할 때 통화정책은 현재의 완화적 기조를 유지함으로써 기대인플레이션을 안착시키고 금융불균형 확대를 억제하는 것이 중요하며, 따라서 이번 회의에서는 기준금리를 동결하는 것이 바람직하다는 견해를 나타내었음.

소비자물가는 지난 2월에 이어 3월에도 0%대 중반 수준을 이어감. 경직적 물가와 일반인 기대인플레이션은 2%를 상회하고 경기민감물가도 1% 후반의 오름세를 나타내고 있어 기초적 물가흐름은 유지되고 있는 것으로 보임. 다만 일부

기대인플레이션 지표가 악화되는 모습을 보이고 있어 낮은 소비자물가가 장기화되지 않도록 다음 사항들을 충분히 반영한 거시경제정책 믹스(mix)로 대응할 필요가 있다고 생각됨.

첫째, 물가흐름에 대한 정확한 이해가 필요함. 약한 수요압력과 더불어 낮은 소비자물가가 지속되는 것은 관리물가와 글로벌 및 구조적 요인들에 상당 부분 기인한 것으로 보임. 사회보장 강화의 차원에서 관리대상 품목이 확대되고 관련 물가의 하락세가 이어지는 상황에서 기대인플레이션 안착을 위한 적절한 전략이 필요하다고 생각됨. 다만 관리물가의 영향을 상쇄하기 위해 비관리물가를 높이려는 시도는 시장왜곡을 심화시킬 수 있고, 글로벌 영향에 따른 교역상품가격 하락에 대응하여 비교역상품 가격 인상을 도모할 경우 자칫 경쟁력 상실로 이어질 수 있어 주의가 필요함.

둘째, 금융불균형이 누적된 원인에 대한 재고가 필요함. 최근 금융불균형의 누적속도는 둔화되고 있지만 그 정도는 다른 국가들에 비해서 여전히 큰 상황임. 구조적 문제로 경제의 선순환이 약화된 상황에서 레버리지 확대가 금융불균형을 심화시킨 것으로 의심되는 가운데 거시건전성 차원을 넘어서 본질적 문제의 해소 없이 통화정책만으로 수요진작을 도모할 경우 물가상승과 함께 금융불균형 누적도 다른 형태로 다시 가속화될 수 있음. 또한 비효율적 투자와 부채증가가 궁극적으로 성장과 물가에 하방압력으로 작용할 가능성도 배제할 수 없어 정책효과를 보다 중기적 시계에서 따져보아야 할 것임.

셋째, 교착상태에 빠진 선진국 상황을 참고할 필요가 있음. 글로벌 금융위기 이후 유럽과 일본에서는 마이너스 금리와 양적완화 등을 기반으로 커뮤니케이션을 강화하였음에도 10년이 지난 지금까지 인플레이션이 목표치를 하회하고 있음. 미국의 경우에도 물가지수의 30% 이상을 차지하는 주택가격이 미국의 인플레이션을 상당 부분 견인한 것으로 보임. 지속되는 낮은 물가는 금리, 화폐, 유동성 및 자산가격의 역학관계 변화를 의심케 하는 대목임.

넷째, 예상되는 재정정책 기조를 고려할 필요가 있음. 올해는 세수규모가 예산안에 부합할 것으로 전망되어 재정정책은 큰 폭의 확장 기조로 전환될 것으로 보임.

상기 사항들을 고려할 때 현재의 완화적 통화정책 기조를 유지하는 것이 적절한 대응이라고 생각됨. 이럴 경우 현 통화정책은 확장적 재정정책과 더불어 약한 수요압력을 견인하여 기대인플레이션이 유지되는 데 기여할 것으로 보임. 또한 통화정책은 소비와 투자가 펀더멘털에 근거하여 이루어지도록 안정적 환경을 조성하여 금융불균형 확대를 억제하고, 재정정책은 취약계층을 포함한 특정분야에 선별하여 지원함으로 정책효력을 높일 수 있을 것임. 동 정책조합은 거시경제

의 균형 차원에서도 적절하다고 판단됨. 하향 굴절된 수익률곡선을 고려할 때 확장적 재정정책을 위한 국채발행 확대가 시장에 부담을 주지 않을 것으로 보임. 이와 더불어 재정정책이 상대적으로 더 크게 주도하는 수요진작은 경상수지 흑자 폭을 축소시켜 원화절상 압력을 완화함으로써 국내기업의 경쟁력 유지에도 어느 정도 도움이 될 것으로 생각함.

그러므로 지난 통화정책방향 회의에 이어 본 회의에서도 기준금리를 1.75%로 유지하는 것이 바람직하다고 생각됨.

한편 일부 위원은 현재의 거시경제 여건을 감안할 때 경기 및 물가의 둔화흐름이 뚜렷이 개선될 가능성이 높지 않으므로, 이번 회의에서는 기준금리를 현 수준에서 유지하고, 향후 통화정책 운용에 있어서는 거시경제의 하방위험 완충에 보다 유의할 필요가 있다는 견해를 피력하였음.

최근 우리 경제는 지난 2년 간의 반도체 호황이 마무리되면서 거시경제 지표들이 전반적으로 수축되고 있는 모습임. 우선 반도체산업에 크게 의존해왔던 수출증가율이 상당 폭 하락하고 있으며, IT산업에 의해 주도되는 설비투자의 감소세는 심화되고 있음. 건설투자의 조정이 지속되는 가운데 상대적으로 양호한 증가세를 보여 왔던 민간소비도 전반적인 거시경제 위축과 함께 작년 하반기 이후 둔화되는 추세에 있으며, 정부의 적극적 재정정책만이 민간의 경제활동 위축을 완충하고 있는 모습임.

소비자물가 상승률은 유가와 농산물 가격이 하락함에 따라 1/4분기에 0%대 중반까지 급격히 둔화된 것으로 집계되었음. 이와 같은 일시적 교란 요인을 제외함으로써 중기적으로 소비자물가가 수렴해갈 것으로 기대되는 근원물가 상승률도 1% 내외까지 하락하여, 2016년 이후 목표수준인 2% 부근에서 하락해 온 기초적 흐름을 지속하고 있음. 이와 같은 기초적 물가상승률의 둔화는 동일한 명목금리의 실질적 부담을 상승시키고 있으며, 이에 따라 경기회복에도 부정적 요인으로 작용하고 있음.

향후 전망에는 상·하방 요인이 공존하나, 현재의 경기 및 물가 둔화추세가 가시적으로 반전될 것으로 기대하기는 쉽지 않아 보임. 주요 선진국 통화정책의 기조변경과 중국의 경기부양 정책에 힘입어 국제금융시장이 비교적 안정되고 있다는 점과 미·중 무역분쟁의 타결 가능성이 증대되고 있다는 점은 긍정적 요인이거나, 세계경제 둔화에 따른 교역증가율 하락추세는 부담 요인임. 아울러 작년 4/4분기 이후의 반도체 수요 하락세가 진정되는 모습을 보이고 있는 점은 긍정적이

나, 작년과 같은 이례적 호황이 다시 도래할 것으로 기대하기는 어려움. 국내적으로는 9.13대책 등의 강도 높은 거시건전성 정책이 시행됨에 따라 가계부채 증가세와 부동산시장이 둔화되고 있는 최근 추세가 지속될 가능성이 높아 보이는 가운데 큰 폭의 확장적 기조를 추구하고 있는 재정의 경기완충 효과를 어느 정도 기대해 볼 수 있을 것임.

이상과 같은 상황을 감안할 때, 이번 회의에서는 기준금리를 현재의 1.75% 수준에서 유지하되, 향후 통화정책은 경기와 물가 등 거시경제의 하방위험 완충에 보다 유의하면서 운용해 나가는 것이 바람직할 것으로 판단함.

다른 일부 위원은 금년 성장 및 물가 전망의 하향조정에도 불구하고 금융상황이 완화적인 데다 금융불균형에 대한 우려도 여전하므로, 금년 회의에서는 기준금리를 현 수준에서 유지하는 것이 적절하다는 견해를 표명하였음.

조사국은 우리 경제의 금년 GDP성장률을 지난 1월 전망치보다 소폭 낮은 2.5%로 전망하였음. 이는 금년 들어 수출과 설비투자가 당초 예상보다도 부진한 상황을 반영한 결과로 생각됨. 미·중 무역분쟁 등으로 인한 전세계적인 교역위축과 성장세 약화, 그리고 반도체 경기 둔화현상은 중국경제와 반도체 수출에 대한 의존도가 특히 높은 우리 경제에 부정적 영향을 크게 미친 것으로 판단됨. 그러나 앞으로는 미·중 무역협상이 어떤 형태로든 타결될 가능성이 높아진 점, 많은 전문가들이 하반기 이후 반도체 경기의 회복을 전망하고 있는 점, 확장적 재정정책의 효과가 점차 크게 나타날 것으로 예상된다는 점 등에 비추어 성장모멘텀이 개선될 것으로 보임.

물가의 경우 조사국은 금년 소비자물가 상승률 전망치를 1.1%로 하향 조정하였음. 이는 주로 석유류 및 농축수산물 가격 약세, 정부 복지정책 강화 등 비경기적 측면의 물가하방압력이 증대된 데 따른 것으로 보임. 앞으로 일부 공공요금 인상 등으로 물가오름세가 완만하게나마 높아질 것으로 예상됨. 다만 인구고령화, 글로벌화, 기술진보, 온라인 상거래 증가와 같은 유통혁신, 복지정책 강화 등 구조적인 물가하방 요인을 고려해 본다면 향후 경기상황의 개선 여부와 관계없이 물가상승률이 목표수준을 상당 기간 하회할 가능성이 있음. 이러한 저물가 장기화는 대다수 주요국에서 공통적으로 관찰되는 현상으로 물가안정목표제를 채택하고 있는 중앙은행의 통화정책 운영과 대외 커뮤니케이션에 어려움을 가중시키는 요인으로 작용하고 있음. 이러한 상황에서 금년부터 물가안정목표 운영과 관련하여 점검보고서를 정례 발간하는 등 물가상황 등에 대한 설명책임을 강화하기로

한 만큼 이에 만전을 기해야 하겠음.

앞서 언급한 바와 같이 조사국이 금년 성장과 물가 전망을 하향 조정하였지만 금융시장에서의 금리, 주가, 환율 등 주요 가격변수와 신용 및 유동성 사정 등을 종합적으로 고려할 때 금융상황이 완화적으로 평가되는 데다 금융안정의 주된 리스크 요인인 가계부채 수준에 대한 우려가 여전히 크다는 점에서 금번 회의에서는 기준금리를 현 수준인 1.75%에서 유지하는 것이 좋겠다는 의견임.

또 다른 일부 위원은 주요국 정책과 금융상황의 최근 전개 추이를 감안할 때 2/4분기 이후 국내외 경기가 추가로 둔화되지는 않을 것으로 예상되는 가운데 국내적으로는 금융불균형 정도가 여전히 높은 수준이므로, 이번에는 기준금리를 동결하고 대내외 거시경제 및 금융시장의 흐름을 좀 더 지켜보는 것이 바람직하다는 견해를 제시하였음.

지난 통화정책방향결정 회의 이후의 대내외 여건 변화를 살펴보면, 세계경제의 성장률 둔화추세가 계속되는 가운데 지난 1/4분기에는 그 하락 정도가 예상보다 좀 더 깊었던 것으로 추정됨. 반면 향후 성장경로에 영향을 줄 것으로 보이는 주요국 정책과 금융상황은 상대적으로 우호적인 방향으로 움직이고 있어, 이러한 성장률 둔화가 본격적 하강국면으로 이어지기보다는 점차 안정화되거나 반등할 가능성이 보다 높아진 것으로 판단됨. 무엇보다 미·중 무역긴장과 미국 통화정책 정상화 속도에 대한 우려가 진정되고 브렉시트 시한이 연장되는 등 작년 하반기 이후 금융시장과 실물경제에서의 투자심리를 크게 위축시켰던 주요국 정책 불확실성이 축소되고 있음. 이는 글로벌 위험회피심리와 금융상황을 완화시키는 한편 대외건전성이 상대적으로 취약한 국가의 거시경제정책이 보다 신축적으로 운용될 수 있는 여건을 제공하고 있음. 최근 선행성이 있는 일부 서베이지표에서 개선조짐이 관찰되고 있는 것도 긍정적 변화라고 할 수 있음. 그러나 미·중 무역 협상이 아직 마무리되지 않은 가운데 전세계적으로 제조업과 투자가 여전히 부진한 모습을 지속하고 있어 글로벌 경기상황에 대해 지속적인 경계감이 필요해 보임. 또한 주요국의 정책적 대응이 구조적 문제의 개선보다는 단기적 경기부양에 초점을 맞추고 있어 중장기 성장경로에 대한 불확실성은 여전히 높은 상황임.

한편 세계경제 성장률 둔화가 국내수출의 의존도가 높은 산업을 중심으로 진행됨에 따라 국내경기의 침체 가능성에 대한 우려가 지속되고 있음. 실제 1/4분기 중 민간소비의 증가세가 주춤한 가운데 수출과 투자의 조정 폭이 예상보다 컸던 것으로 보여 성장률이 상당 폭 둔화된 것으로 추정되고, 이를 반영하여 조사국의

금년도 성장 전망치도 이번에 하향 조정되었음. 그러나 계절성과 불규칙적 요인으로 인한 월별 변동성을 통제할 경우, 1/4분기 중반 이후부터는 수출감소가 안정화되고 비제조업 부문의 취업자수 증가 폭도 확대되는 등 일부 지표에서 부진이 완화되는 모습을 보였으며, 재정지출의 성장기여도도 좀 더 높아지고 있는 것으로 판단됨. 이는 국내경제 성장률이 추가적으로 더 둔화되지는 않을 것이라는 전망을 지지해 주고 있음. 다만 이러한 흐름이 의미있는 반등으로 이어질 것인지에 대해서는 좀 더 시간을 두고 확인할 필요가 있음.

소비자물가는 수요측 압력이 크지 않은 가운데 정부 복지정책 강화와 농축산물 및 석유류와 같은 공급측 요인으로부터의 하방압력으로 인해 오름세가 더 둔화되었음. 이러한 흐름은 전년도 기저효과로 인해 상반기 내내 지속될 것으로 보이지만, 최근의 국제유가와 농축산물 가격 움직임, 공공요금 인상계획 등을 고려할 때 하반기 이후에는 오름세가 다시 확대될 것으로 기대되고 있음. 또한 소비자물가 오름세가 작년 말 이후 상당 폭 둔화되었음에도 불구하고 경기민감 물가지수 상승률과 일반인 기대인플레이션 등은 큰 변동없이 안정적인 모습을 보이고 있음을 주목하고 있음.

마지막으로 금융안정 측면을 보면 미시규제 강화와 통화정책 완화정도 축소 영향으로 가계대출 및 부동산관련대출 증가세 둔화가 지속되었음. 이에 따라 금융불균형 누적위험은 차츰 완화되고 있는 것으로 보이지만 금융불균형 정도가 여전히 높은 상황이고 통상적인 계절성, 금년도에 계획된 수도권 아파트 입주와 분양물량 등을 고려할 때 계속적인 경계감이 필요함. 국내외 금융시장도 연초 이후 대체적으로 안정세를 보이고 있지만 경기상황에 대한 우려와 주요국 정책 불확실성이 상존하고 있어 변동성 확대 가능성에 유의해야 할 것임.

상기의 요인들을 종합적으로 고려하여 이번에는 기준금리를 1.75%의 현 수준에서 유지하고 대내외 거시경제 및 금융시장의 전개 상황을 좀 더 지켜보는 것이 적절하다고 판단됨.

(5) 토의결론

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

(6) 심의결과

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

의결사항

「통화정책방향」을 다음과 같이 결정한다.

- ☐ 금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현 수준(1.75%)에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다.
- ☐ 세계경제는 성장세가 완만해지는 움직임을 지속하였다. 국제금융시장에서는 글로벌 경기둔화 우려, 주요국 통화정책에 대한 기대 변화 등으로 주요국 국채금리가 상당폭 하락하는 가운데 일부 취약 신흥시장국의 환율이 큰 폭 상승하는 등 변동성이 일시 확대되었다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 보호무역주의 확산 정도, 주요국의 통화정책 변화, 브렉시트 관련 불확실성 등에 영향받을 것으로 보인다.
- ☐ 국내경제는 소비 증가세가 주춤한 모습을 나타낸 데다 설비 및 건설투자의 조정과 수출 증가세 둔화가 지속됨에 따라 성장세가 다소 완만해진 것으로 판단된다. 고용 상황은 취업자수 증가규모가 늘어나는 등 부진이 일부 완화되는 움직임을 보였다. 앞으로 건설투자 조정이 지속되겠으나 소비가 증가 흐름을 이어가고 수출과 설비투자도 하반기로 가면서 점차 회복될 것으로 전망된다. 금년중 GDP성장률은 1월 전망치(2.6%)를 소폭 하회하는 2%대 중반을 나타낼 것으로 예상된다.
- ☐ 소비자물가는 석유류와 농축수산물 가격 하락 등으로 오름세가 0%대 중반으로 낮아졌다. 근원인플레이션율(식료품 및 에너지 제외 지수)은 0%대 후반을, 일반인 기대인플레이션율은 2%대 초중반을 나타내었다. 앞으로 소비자물가 상승률은 지난 1월 전망경로를 하회하여 당분간 1%를 밑도는 수준에서 등락하다가 하반기 이후 1%대 초중반을 나타낼 것으로 전망된다. 근원인플레이션율도 완만하게 상승할 것으로 보인다.
- ☐ 금융시장에서는 가격변수의 변동성이 다소 확대되었다. 장기시장금리와 주가

는 주요국의 성장세 약화 전망, 미·중 무역협상 진전 기대 등에 따른 국제금융시장의 움직임에 영향받으면서 하락 후 상승하였다. 원/달러 환율은 달러화 강세로 상승하였다. 가계대출은 증가세 둔화가 이어졌으며, 주택가격은 하락세를 지속하였다.

- 금융통화위원회는 앞으로 성장세 회복이 이어지고 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제가 잠재성장률 수준에서 크게 벗어나지 않는 성장세를 이어갈 것으로 예상되는 가운데 수요 측면에서의 물가상승압력은 크지 않을 것으로 전망되므로 통화정책의 완화기조를 유지해 나갈 것이다. 이 과정에서 주요국과의 교역여건, 주요국의 경기와 통화정책 변화, 신흥시장국 금융·경제상황, 가계부채 증가세, 지정학적 리스크 등의 전개상황과 국내 성장 및 물가에 미치는 영향을 주의깊게 살펴볼 것이다.

(별첨)

「통화정책방향」 관련 보고내용

I. 2019년 경제전망(수정)

1. 대외 여건 점검

가. 세계경제

세계경제 성장세는 둔화 추이가 당분간 이어질 전망이다. 지난해 4/4분기 이후 생산 및 투자부진이 이어지면서 성장세가 둔화되는 모습을 보였음. 다만 소비는 상대적으로 양호한 증가세를 유지함. 앞으로도 소비와 투자의 흐름이 상이한 모습을 보이는 가운데 성장세가 지난해에 비해 낮아질 것으로 예상됨.

세계교역도 성장세 둔화와 함께 증가율이 낮아질 전망이다. 다만 금년 중 교역탄성치(교역신장률/경제성장률)는 지난해(1.1)와 비슷한 수준(1.0, IMF 전망치 기준)을 유지할 것으로 예상됨.

국가별로 살펴보면 미국은 성장세가 다소 완만해질 전망이다. 미·중 무역갈등, 감세효과 축소 등으로 성장모멘텀이 약화된 모습을 보였음. 특히 1/4분기 중에는 연방정부 섣다운 등에 따른 소비 및 투자 부진으로 1%대 성장(전기대비연율)에 그칠 것으로 전망됨. 다만 양호한 고용상황 및 소득여건에 힘입어 경기확장국면은 당분간 지속될 것으로 예상됨.

유로지역은 금년 중 성장세가 상당 폭 둔화된 후 내년에 다소 회복될 전망이다. 지난해 4/4분기 이후의 수출 및 투자 부진이 성장흐름을 제약하는 반면 고용상황 개선, 확장적 재정정책 등으로 소비 증가세는 유지될 것으로 예상됨. 브렉시트 관련 불확실성, 보호무역주의 확산 등이 향후 성장경로의 하방리스크로 상존함.

일본은 성장세가 다소 약화되겠으나 완만한 성장흐름을 보일 전망이다. 금년 들어 소비를 제외한 투자와 수출이 부진하였음. 향후 대외불확실성 상존, 소비세율 인상(8 → 10%, 2019.10월 예정) 등으로 성장 둔화압력이 다소 확대될 가능성

이 있으나, 일본 정부는 대규모 재정지출 확대를 통해 성장률 하락에 대응할 계획임.

중국 성장흐름이 점차 안정화될 전망이다. 미·중 무역분쟁에 따른 대내외 수요 감소가 산업생산 부진 및 기업수익성 악화 등으로 파급되었음. 소비는 증가세가 둔화되었지만 세제혜택 종료 등으로 부진했던 자동차를 제외하면 아직 양호한 수준임. 앞으로는 정부의 적극적 경기부양책 등에 힘입어 금년 하반기 이후 안정적 성장세를 회복해 나갈 전망이다.

기타 신흥국의 경우 아시아 신흥국 중심의 성장흐름을 이어갈 전망이다. 아세안5국은 소비와 공공투자를 중심으로 5%대의 성장세를 유지할 것으로 예상됨. 다만 금년 중 수출 증가세는 주요 교역대상국인 중국의 경기둔화에 영향을 받아 다소 둔화될 것으로 예상됨. 인도는 가계소득지원 대책, 통화정책 완화기조 등에 힘입어 성장세가 소폭 확대될 전망이다. 한편 여타 신흥국의 경우 일부 금융불안 국가의 성장부진이 예상됨. 터키, 아르헨티나 등 취약 신흥국은 고강도 긴축정책이 성장부진 요인으로 작용할 가능성이 있으며, 브라질과 러시아는 1~2%대의 성장률을 나타낼 전망이나 불안 요인이 잠재되어 있음.

나. 국제유가

국제유가는 금년 들어 오름세를 지속하여 최근에는 두바이유 기준으로 70달러 내외 수준까지 상승하였음. 이는 주요 산유국 감산, 지정학적 리스크 확대 등에 주로 기인하였음. 향후 국제유가는 OPEC 감산 연장, 미국의 이란 제재 등이 상방리스크로, 세계경제 성장세 둔화에 따른 수요 감소 등은 하방리스크로 혼재해 있어 변동성이 다소 확대될 가능성이 있음. 주요 전망기관은 금년 및 내년 중 국제유가가 지난해보다는 낮은 수준인 배럴당 60달러대(브렌트유 기준)를 나타낼 것으로 전망하였음.

다. 주요 전망 전제치

세계경제 성장률은 주요국의 경기상황을 반영하여 금년 중 3.3%, 내년 중 3.4%로 전제하였음. 세계교역 신장률은 금년 중 3.5%, 내년 중 3.6%로, 원유도입 단가는 금년과 내년 중 각각 배럴당 66달러, 64달러로 전제하였음.

2. 거시경제 전망

가. 경제성장

민간소비는 금년 중 완만한 증가 흐름을 이어가겠으나 가계소득 개선세 둔화 등으로 지난해보다 증가율은 낮아질 전망이다. 가계소득은 고용여건이 다소 개선되겠으나 자영업 업황 부진 등으로 증가세가 둔화될 것으로 예상됨. 다만 정부 이전지출 및 건강보험 보장성 강화, 전월세가격 안정에 따른 주거비 부담완화 등은 가계의 소비여력 증대에 기여할 전망이다.

설비투자는 금년 하반기 이후 반도체경기 회복 등에 힘입어 증가로 전환될 전망이다. IT부문은 금년 상반기 중 반도체 중심의 조정이 지속되겠으나 하반기 이후 증가 전환할 전망이다. 한편 비IT부문은 업종별로 신규투자 규모는 상이하겠으나, 전반적으로 지난해 수준을 이어갈 전망이다. 통신은 5G망, 자동차는 친환경 자동차를 중심으로 투자가 이어지겠으나 조선의 경우 최근 업황회복에도 불구하고 유희생산설비로 인해 신규투자가 제약될 가능성이 있음.

지식재산생산물투자는 완만한 증가세를 지속할 전망이다. R&D투자는 기업매출액 증가율 둔화 및 수익성 저하에 따른 투자여력 제한 등으로 금년 중 증가세가 다소 둔화될 것으로 예상되나, 정부 R&D 예산 증가 등은 긍정적 요인으로 작용할 것으로 보임. 기타지식재산생산물투자는 신기술 기반 소프트웨어 수요 확대, 공공 부문의 소프트웨어 발주 확대 등으로 점차 회복될 것으로 전망됨.

건설투자는 주거용 건물을 중심으로 건물건설 부진이 이어지면서 감소세를 지속할 전망이다. 주거용 건물은 최근 2~3년간의 선행지표 하락세에 비추어 볼 때, 감소세가 확대될 것으로 예상됨. 비주거용 건물의 경우 상업용 건물을 중심으로 부진하겠으나 감소폭은 축소될 전망이다. 한편 토목은 발전소 건설을 중심으로 민간부문 SOC투자가 진행되는 가운데 조기착공 지원 등 정부정책의 영향으로 금년 하반기 이후 부진이 점차 완화될 것으로 예상됨.

상품수출은 지난해보다 낮은 증가세를 나타낼 전망이다. 통관수출은 반도체단가 하락 요인이 크게 작용하면서 감소로 전환하겠으나 물량기준으로는 증가흐름이 이어질 것으로 예상됨. 상반기 수출금액은 IT부문을 중심으로 상당 폭 감소한 후 하반기로 가면서 점차 회복될 것으로 예상됨. 선박은 2017년 이후 수주 회복

등에 힘입어 증가로 전환될 전망이다.

이에 따라 GDP 성장률은 2019년 2.5%, 2020년 2.6%를 나타낼 전망이다. 국내 경제는 재정정책이 확장적으로 운용되는 가운데, 소비가 완만한 증가세를 이어가고 수출과 설비투자는 금년 하반기 이후 점차 회복될 것으로 예상됨. 다만 건설투자 감소세가 내년까지 이어지면서 성장을 제약하는 요인으로 작용할 전망이다.

향후 성장전망 경로의 불확실성은 높은 상황임. 미·중 무역협상 타결에 따른 불확실성 완화, 추경 편성 등 정부대책에 따른 내수여건 개선 등이 상방리스크로, 글로벌 무역분쟁 심화, 글로벌 반도체수요 회복 지연 등은 하방리스크로 잠재되어 있음.

나. 고 용

고용상황은 정부의 일자리·소득지원 정책, 외국인 관광객수 회복 등에 힘입어 지난해보다 개선될 전망이나 제조업 및 건설업 업황부진 등이 제약 요인으로 작용할 것으로 예상됨. 제조업 고용은 지난해 하반기 이후 업황부진의 영향이 시차를 두고 반영되면서 당분간 부진이 이어지겠으나, 서비스업 고용은 정부의 일자리 지원 확대 등에 힘입어 회복세를 유지할 전망이다. 건설업 고용은 건설경기 조정의 영향으로 지난해 수준에 머무를 것으로 예상됨. 이에 따라 취업자수는 금년 중 14만명, 내년 중에는 17만명 증가할 전망이다. 실업률은 금년 중 3.8%로 전망되나 내년에는 3.7%로 소폭 개선될 것으로 예상됨.

다. 물 가

금년 중 소비자물가는 임금상승세 지속 등이 상방 요인으로 작용하겠으나, 수요측 압력이 크지 않은 가운데 지난해보다 낮은 국제유가, 복지정책 강화 등이 하방압력으로 작용하면서 오름세가 완만해질 전망이다. 임금은 기업실적 둔화 등으로 상승률이 낮아지겠으나, 개인서비스 관련 업종은 높은 오름세를 이어갈 것으로 예상됨. 반면 수입물가는 지난해에 비해 낮은 국제유가, 세계경제 성장세 둔화 등으로 당분간 낮은 오름세를 보일 전망이다. 다만 하반기로 갈수록 공급측 하방압력 완화, 유류세 인하 종료 등으로 오름세가 점차 확대될 것으로 예상됨. 내년에는 복지정책 등의 하방압력이 이어지겠으나 임금상승, 공급측 물가하방압력 완화 등이 물가상승 요인으로 작용하면서 금년에 비해 높아질 것으로 예상됨. 이에 따

라 소비자물가는 금년 및 내년 중 각각 1.1%, 1.6% 상승할 전망이다. 근원인플레이션율(식료품·에너지 제외 지수 기준)은 금년 및 내년 중 각각 1.2%, 1.5%를 기록할 전망이다.

라. 경상수지

경상수지는 흑자기조가 유지되겠으나 상품수지 흑자 폭이 축소되면서 지난해에 비해 흑자규모는 줄어듦 전망임. 상품수지는 세계교역 증가세 둔화, 주력 품목의 수출여건 악화 등으로 수출이 감소하면서 흑자 폭이 축소될 것으로 예상됨. 한편 서비스수지는 가공서비스수지, 운송수지 등에서 적자흐름을 지속하겠으나, 외국인 관광객수 증가에 따른 여행수지 개선 등으로 적자 폭은 축소될 전망이다. 이에 따라 경상수지는 금년 및 내년 중 각각 665억달러 및 650억달러 흑자를 기록할 전망이다. GDP대비 경상수지 흑자 비율은 금년 4% 내외, 내년 3%대 후반을 기록하며 점진적으로 하락할 것으로 예상됨.

II. 외환·국제금융 동향

1. 국제금융시장

가. 주요 금융시장

국제금융시장은 3월 중 글로벌 경기둔화 우려 증대로 변동성이 확대되었다가 4월 들어 미·중 무역분쟁 타결 기대, 주요 경제지표 개선 등으로 투자심리가 다소 회복되었음.

미국 등 선진국은 국채금리가 2018.4/4분기 이후의 하락세를 이어가는 가운데 주가가 상승하였음. 미달러화는 유럽 등의 정치·경제적 리스크 변화를 반영하며 등락하였음.

미 연준 금리인하에 대한 기대가 확산되는 가운데 장단기금리차 축소가 지속되었으나 글로벌 금융여건은 대체로 완화적인 상태를 유지하였음. 국제유가는 가파른 상승세를 지속하였음.

나. 신흥국

중국은 미·중 무역협상 타결 기대, 일부 경제지표 개선 등에 힘입어 투자심리가 크게 개선된 가운데 여타 신흥국도 일부 취약국을 제외하고는 전반적으로 안정세를 보였음.

다. 글로벌 펀드

선진국 펀드는 북미를 중심으로 채권자금 유입세가 강화된 반면 주식자금은 유출되었음. 신흥국 펀드는 주식자금이 3월 들어 유출 전환된 가운데 채권자금 유입세는 다소 둔화되었음.

2. 국내 외환부문

가. 외환시장

원/달러 환율은 미달러화 강세, 4월 중 외국인 배당금 역송금에 대한 시장 경계감 등으로 상승하였음. 명목실효환율은 위안화, 달러화 등 주요 통화에 대한 원화의 상대적 약세로 하락세를 지속하였음.

나. 외화자금시장

3월 중 국내은행의 대외 외화차입여건은 외화차입 가산금리와 KP스프레드가 안정된 수준을 지속하는 등 양호한 모습을 보였음. 다만 CDS프리미엄은 3월 중순 이후 소폭 상승하였음.

3월 중 거주자 외화예금이 환율 상승 등의 영향으로 상당 폭 감소하였음. 외환스왑레이트(3개월물)는 국내 기관투자자의 해외투자와 관련한 자금 수급의 안정적 흐름에 따라 좁은 범위에서 등락하였음.

다. 외환 유출입

3월 중 외환은 경상거래 흑자 폭이 다소 축소된 가운데 자본거래 유출 규모가 확대되면서 순유출되었음.

라. 외국인 증권투자자금

외국인의 주식투자자금은 3월 중 유출입이 균형을 이루다가 4월 들어 IT업종을 중심으로 순유입되었음. 채권투자자금은 3월 중 순유입되었으나 통안증권 만기상환 등의 영향으로 4월 들어 순유출되었음.

마. 외환보유액

3월 말 외환보유액은 전월말대비 5.8억달러 증가한 4,052.5억달러를 기록하였음.

III. 금융시장 동향

1. 자본시장

가. 시장금리

국고채금리는 3월 하순 글로벌 경기 둔화 우려 지속, 주요국 중앙은행의 완화적 통화정책 기조 선회 움직임 등으로 주요국 장기금리가 급락한 데 영향 받아 큰 폭 하락하였다가 4월 들어 주요국 경제지표 개선 등으로 반등하였음.

회사채 신용스프레드는 건조한 회사채 수요에 힘입어 모든 등급에서 축소되었음.

통안증권(91일) 및 은행채(3개월) 금리 등 단기시장금리는 장기금리 하락에 따른 금리메리트 부각, 4월초 법인자금 유입에 따른 MMF 수신증가 등의 영향으로 하락하였음.

나. 주가

코스피는 3월 중 주요국의 경제지표 부진 및 성장전망 하향조정으로 글로벌 성장세 둔화 우려가 부각되며 하락하였다가 4월 들어 미·중 무역협상 타결 기

대 등으로 투자심리가 회복되며 상승하였음.

다. 외국인 국내증권 투자

외국인의 국내 채권투자는 3월 중 증가하였다가 4월 들어 만기도래 등으로 감소하였음. 반면 주식투자는 순매수 기조를 이어간 가운데 4월 들어서는 전기전자 업종을 중심으로 순매수 규모가 확대되었음.

2. 신용시장

가. 여수신금리

3월 중 은행 여신금리(신규취급액 기준)는 하락하였음. 기업대출 금리는 저리 특별자금 공급의 영향 등으로 중소기업대출 금리를 중심으로 하락하였으나 가계대출 금리는 신용대출 금리 상승의 영향으로 5개월 만에 상승하였음.

수신금리는 낮은 금리의 단기 정기에금 유입이 전월에 비해 줄면서 소폭 상승하였음. 이에 따라 여수신금리차는 축소되었음.

나. 여신

3월 중 은행 가계대출은 전월보다 증가규모가 확대되었음. 주택담보대출은 주택매매거래 둔화에도 불구하고 신규 아파트 입주 관련 자금수요 등으로 증가규모가 확대되었음. 기타대출은 계절 요인 및 주택구입 관련 자금수요 둔화의 영향으로 소폭 증가에 그쳤음.

은행 기업대출은 계절적 요인 등으로 증가규모가 축소되었음. 대기업대출은 분기말 재무비율 관리를 위한 일시 상환 등으로 감소하였으나 중소기업대출은 일부 은행의 자영업자대출 확대 노력 등으로 증가세를 지속하였음.

기업의 직접금융을 통한 자금조달은 분기 말 일시적인 CP 상환 등으로 감소로 전환하였음. 다만 회사채는 분기 말 요인에도 불구하고 견조한 투자수요 등으로 순발행을 지속하였음.

은행의 가계대출 연체율(2019.2월 말 기준)은 전월과 같은 낮은 수준을 유지하였음. 반면 기업대출 연체율은 소폭 상승하였음.

3. 유동성 및 자금흐름

가. 통화

3월 중 M2증가율(전년동월대비, 평잔 기준)은 정부부문을 중심으로 통화공급이 확대되면서 상승한 것으로 추정됨.

나. 수신

3월 중 은행수신은 법인세 납부 및 배당금 지급에 대비한 기업 자금이 크게 유입됨에 따라 수시입출식예금이 큰 폭 증가하였음.

비은행수신 중 자산운용사수신은 MMF의 감소에도 불구하고 채권형펀드, 기타펀드 등으로의 자금 유입이 지속되면서 소폭 증가하였음.