

2019년 도 제 13차

금융통화위원회(정기) 의사록

한 국 은 행

1. 일 자 2019년 7월 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	신 호 순 부총재보
유 상 대 부총재보	정 규 일 부총재보
이 승 헌 부총재보	서 봉 국 외자운용원장
이 환 석 조사국장	신 운 경제연구원장
민 좌 홍 금융안정국장	박 종 석 통화정책국장
이 상 형 금융시장국장	양 석 준 국제국장
김 현 기 공보관	채 병 득 금융통화위원회실장
성 광 진 의사팀장	

6. 회의경과

가. 의결안건

<의안 제22호 — 통화정책방향>

(1) 전일 개최된 동향보고회의에서 조사국장이 보고 제41호 - 「2019년 하반기 경제전망」, 국제국장이 보고 제42호 - 「외환·국제금융 동향」, 그리고 금융시장국장이 보고 제43호 - 「금융시장 동향」에 대하여 보고하였음.(보고내용 : 별첨)

(2) 본회의에서는 의장이 전일 보고내용을 접수하고 「한국은행법」 제28조에 따라 의안 제22호 - 「통화정책방향」을 상정하였음.

(3) 위원 토의내용

전일 개최된 동향보고회의에서는 다음과 같은 토의가 있었음.

(가) 2019년 하반기 경제전망

일부 위원은 관련부서에서 경제 분석 및 전망시 활용하는 일부 거시계량모형이 재정정책이나 통화정책의 효과를 반영하는 데 다소 개선의 여지가 있었으나, 재정충격지수의 개선 등 그간의 다양한 연구 및 모형개발에 힘입어 앞으로는 거시경제정책의 효과를 보다 명확히 파악하는 것이 가능해 보인다고 언급하였음. 또한 모형에 기반한(model based) 경제분석이 더욱 정교해지는 동시에 잠재성장률 추정치의 정도를 높이는 효과가 기대된다고 덧붙였음.

이어서 동 위원은 전세계적으로 무역분쟁 등의 여파로 제조업 생산과 수출이 매우 저조한 반면 민간소비, 서비스산업, 고용 등은 상대적으로 양호한 모습을 나타내고 있다고 평가하였음. 이 같은 모습이 내수중심의 지속가능한 성장의 균형을 의미하는지, 아니면 민간소비 등도 시차를 두고 점차 둔화될 것인지 가늠하기 어렵다고 언급하면서 이에 대한 진지한 고민이 필요하다는 의견을 나타내었음.

또한 동 위원은 올해 경상수지 항목 중 서비스수지 개선이 금년 성장률에 보탬이 될 것이라고 평가하면서, 금번 경제전망의 대외커뮤니케이션에 만전을 기해 줄 것을 당부하였음.

다른 일부 위원은 금번 전망에 대해 대체로 현실에 부합하는 수치가 제시되었다고 평가하였음. 다만 성장률 전망의 경우 하방 리스크가 여전히 더 커 보인다고 첨언하였음.

다음으로 동 위원은 국민소득의 세 가지 측면 가운데 수요나 생산 측면에 비해 분배 측면에 대한 관심은 상대적으로 덜하다고 언급하였음. 따라서 최근 발표된 2018년 국민계정을 바탕으로 우리 국민소득의 분배 측면을 다음과 같이 짚어봄으로써 현 경제상황에 대한 이해의 폭을 넓히고자 한다는 견해를 나타내었음.

우선 지난해 경상성장률과 총처분가능소득 증가율은 3% 내외이며, 세부적으로는 가계 및 비영리단체가 4.8%, 정부가 6.8% 각각 증가한 반면 법인은 5.3% 감

소하였음. 법인의 총처분가능소득 증가율이 마이너스를 기록한 것은 2010년부터 자료가 있는 최신 시계열을 기준으로 처음인데, 감가상각비를 반영한 순처분가능소득을 기준으로 할 경우 마이너스폭이 더욱 커짐.

또한 최근의 임금동향이나 세수증가율 등을 감안하여 올해 수치를 전망해 보면, 가계소득과 정부소득의 증가율이 지난해보다 높아질 것으로 기대하기는 어려움. 법인소득의 경우 지난해 반도체호황에도 실적이 좋지 않았다는 점에서 올해는 두 자리수 마이너스폭을 기록할 가능성도 배제할 수 없음. 이 같은 부문별 전망을 종합해볼 때 금년 경상성장률이 크게 부진할 것으로 보이며, 연간 수치가 1/4분기 중 경상성장률인 1%대 초반 언저리에 그칠 가능성이 있어 보임. 이러한 경상성장률과 실질GDP 성장률 전망치를 바탕으로 역산해보면 올해 GDP디플레이터 상승률은 상당폭 마이너스일 가능성이 있음.

경상성장률이 궁극적으로 경제주체들의 소득을 이야기한다는 점에서, 이처럼 낮아진 경상성장률이 갖는 의미가 무엇인지 진지하게 생각해볼 필요가 있음. 특히 경상수지를 같이 감안할 경우 나라 전체의 소득이 상당히 줄어듦에 따라 저축할 여력이 축소되고, 그 결과 투자가 부진함에도 불구하고 경상수지 흑자도 줄어드는 일종의 축소균형의 모습이 나타날 가능성에 유의할 필요가 있음.

또 다른 일부 위원은 일각에서는 최근의 글로벌 제조업부진이 보호무역주의 이슈와 밀접히 관련되어 있어, 동 이슈가 해결되기 전까지는 지속될 가능성이 높은 것으로 분석하고 있다고 소개하였음. 국내 IT 제조업과 수출도 보호무역주의의 부정적 영향을 크게 받고 있는 것으로 보이는데, 지난 5월 금통위 회의 당시 예상했던 것보다 대내외 여건이 더 악화된 것으로 보인다고 언급하면서 관련부서의 견해를 물었음.

이에 관련부서에서는 수출이 4월, 그리고 5월 초까지 대체로 개선되는 모습을 보였기 때문에 지난 금통위 당시에는 5월 초 미·중 무역분쟁 악화의 영향을 뚜렷이 가늠하기 어려운 상황이었다고 답변하였음. 그러나 6월 이후 발표된 각종 경제지표와 산업활동동향 모니터링의 결과, 추세가 당초 예상을 하회함을 확인하였다고 첨언하였음.

이어서 동 위원은 중국의 2/4분기 GDP증가율이 27년 만에 최저인 6.2%로 나타났다는데, 보호무역주의의 영향을 감안할 때 향후 중국경제의 성장세가 관련부서의 전제치를 밑돌 가능성은 없는지 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 하반기 중국경제의 성장률을 2/4분기 실적보다 낮은 6.1%로 전제하였는데, 중국의 정책여력 등을 감안할 때 그 이하로 낮아질 가

능성은 크지 않아 보인다고 답변하였음.

다음으로 동 위원은 글로벌 제조업부진과 보호무역주의에 더하여 최근 일본의 수출제한 이슈가 불확실성 요인으로 가세하는 상황임을 감안할 때, 일부 외부 기관들의 전망대로 금년 성장률이 2%에 미치지 못할 가능성은 없는지 관련부서의 견해를 물었음.

이에 관련부서에서는 여러 하방 리스크가 동시에 크게 악화된다면 2%를 하회할 수도 있겠지만, 지금 상황에서는 그러한 시나리오를 염두에 두고 있지 않다고 답변하였음.

이에 동 위원은 관련부서에서 상방 리스크로 제시한 미·중 무역협상 타결에 따른 불확실성 완화의 경우 8~9월쯤 지금보다 나은 상황으로 합의가 이루어진다고 하더라도 금년 성장에 미치는 긍정적 영향은 그리 크지 않을 수 있어 보인다는 의견을 제시하였음.

이에 관련부서에서는 위원이 언급한 대로 미·중 무역협상 타결이 금년 성장률에 미치는 긍정적 효과는 시간이 갈수록 점점 작아질 것으로 보인다고 언급하였음.

또한 동 위원은 일부 외부기관에서 금년 GDP디플레이터 상승률을 0% 전후 수준으로 전망하였는데, 이에 대해 어떻게 평가하는지 물었음.

이에 관련부서에서는 지난해 GDP디플레이터 상승률이 0.5% 정도였는데, 금년의 경우 교역조건이나 내수물가 상승률의 흐름을 감안할 때 상승률이 지난해보다 낮아질 것으로 보인다고 답변하였음.

다음으로 동 위원은 지난해 경상성장률이 2000년대 들어 가장 낮은 3.1%를 기록한 데 이어 올해는 더 낮아질 가능성에 대해 우려를 나타내었음. 또한 고용의 경우 수치상으로는 양호한 모습이나, 제조업과 건설업에서의 고용부진이 지속되는 등 세부내용은 그렇지 않은 점에 유의할 필요가 있다는 견해를 나타내었음.

한편 일부 위원은 금년 1/4분기 민간소비 증가율이 전기대비 0.1%로 매우 낮은 가운데 특히 내구재소비가 부진하였다고 평가하면서, 과거 내구재소비가 일시에 빠르게 악화되는 경우 전체 민간소비의 부진이 상당기간 이어졌던 점을 감안하여 관련 동향을 면밀히 모니터링할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 글로벌 제조업부진이 지난해 하반기 독일에서 시작되어 중

국 등으로 이어졌으며, 그 결과 세계교역도 영향을 받았다고 언급하였음. 이와 관련하여 지난 2012~2013년경 세계교역이 악화될 당시 일부 국제기구에서는 교역 부진이 글로벌 가치사슬(global value chain)의 변화나 중국의 성장단계와 관련이 있어 보인다는 진단을 내놓은 바 있다고 소개하였음. 최근 주요 국제기구의 세계 교역 증가율 전망치가 큰 폭 하향 조정되는 모습인데, 이는 교역환경과 관련한 어떤 근본적인 변화(regime change)를 시사하는 것일 수 있으므로 제조업을 포함한 글로벌 경제환경의 흐름에 대해 보다 긴 호흡을 갖고 살펴볼 필요가 있다고 당부하였음.

다음으로 동 위원은 2012~2013년 중 민간소비가 급락할 당시 조선 등 제조업의 업황 및 고용부진이 동반된 바 있다고 언급하면서, 경제상황을 평가할 때 서로 연계된 다양한 요인들을 망라하여 큰 그림으로 살펴보는 것이 중요하다고 강조하였음. 또한 최근 거시정책 조합이 자주 거론되고 있는데, 글로벌 교역환경 변화, 국내 경제정책 및 경제환경 변화 등에 대한 심도있는 연구를 통해 당행이 새로운 정책 아젠다(agenda)를 제시할 수 있도록 노력할 필요가 있다는 견해를 표명하였음. 이를 위해서는 매분기 경제전망 과정에서 단기적인 동향을 분석하는 것도 중요하지만 큰 흐름의 변화를 놓치지 않도록 유의할 필요가 있다고 덧붙였다.

다른 일부 위원은 금번 관련부서의 경제전망을 보면 전제치 변화 가운데 가장 두드러지는 것이 세계교역 신장률의 하향 조정인데, 이는 미·중 무역분쟁 등 전세계적으로 보호무역주의가 확산되면서 세계교역이 위축된 점이 반영된 것으로 보인다고 언급하였음. 주요국 경제동향을 보더라도 비교역재 위주의 서비스업과 소비는 상대적으로 양호한 반면 교역재 비중이 큰 제조업과 수출의 부진이 성장세 둔화를 주도하고 있다고 덧붙였다. 특히 우리나라의 경우 수출의존도가 높아 수출뿐만 아니라 수출과 연계성이 매우 높은 설비투자의 부진이 더욱 심화되고 있으며, 이러한 점이 금번 성장률 전망치가 상당폭 하향 조정된 주된 원인인 것으로 보인다고 평가하였음.

우리 경제의 입장에서는 수출이 외수이므로 보호무역주의의 확산이 수요충격으로 작용할 수 있으나, 글로벌경제 전체의 관점에서는 경제요인은 물론이고 정치·외교적 요인에 의해서도 교역이 위축되고, 그 결과 글로벌 가치사슬이 악화되는 현상은 공급충격에 가까워 보인다는 견해를 나타내었음. 이를 감안하면 보호무역주의 확산이 장기화될 경우 우리 경제에도 공급충격으로 작용할 소지가 있다고 덧붙였다.

한편 우리 경제에서는 저출산·고령화, 신성장동력 미흡, 생산성 증가세 둔화 등 여러 구조적 변화로 인해 성장잠재력이 예상보다 빠르게 낮아지고 있는 것으로 보인다고 진단하였음. 이러한 점을 감안할 때 수출부진을 보완하기 위한 단기적인 정책대응도 중요하지만, 중장기적인 관점에서 공급충격의 부작용이나 경제 구조 변화에 대응하기 위한 여러 측면에서의 구조개혁이 더욱 긴요하다는 견해를 표명하였음.

또 다른 일부 위원은 이번 경제전망에서 향후 성장경로의 불확실성과 관련하여 관련부서에서 제시한 여러 상방·하방 리스크요인 가운데 상방 리스크의 실현 가능성은 점차 줄어드는 반면 하방 리스크로 제시한 글로벌 무역분쟁의 심화, 일본의 수출규제 장기화 등은 그 가능성이 점점 커지고 있어 하방 리스크에 좀 더 노출된 것으로 보인다는 견해를 나타내었음. 특히 일본의 수출규제는 불확실성 경로를 통해 기업활동에 이미 영향을 미치고 있는 데다 향후 전개방향에 따라 파급정도가 매우 다르게 나타날 수 있으므로 시나리오별로 분석해볼 필요가 있다고 당부하였음.

이에 관련부서에서는 일본의 수출규제에 따른 불확실성 확대나 경제심리 위축 부분은 이번 전망에 부분적으로 반영되었다고 할 수 있으나, 화이트리스트 제외 등의 영향의 경우 현 상황에서는 이를 계량화하기 어려워 전망에 반영되지 않았다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 임시·일용직 고용이 추세적으로 감소하고 있는데, 이에 구조적·경기적 요인 못지않게 제도적 요인의 영향도 커 보인다는 견해를 나타내었음.

(나) 외환·국제금융 및 금융시장 동향

일부 위원은 최근의 외환수급 동향을 볼 때 외은지점을 중심으로 금융거래가 확대되고 스왑자금 공급비중도 커지고 있다고 평가하였음. 이와 관련하여 해외에 투자하는 국내 기관투자자들의 경우 해외증권투자 환헤지와 관련하여 단기 스왑 거래를 통해 포지션을 롤오버(rollover)하는 경우가 일반적이는데, 만일 글로벌 차원에서 달러 유동성 위축이 발생할 경우 단기적으로 스왑레이트에 충격이 초래되고 이에 따라 롤오버 비용이 크게 확대될 수 있는 리스크가 잠재해 있다고 언급하면서, 이에 대한 모니터링을 강화해줄 것을 당부하였음.

이에 관련부서에서는 물오버할 때 헤지비용이 커지면 투자수익률이 저하되기 때문에 투자자산의 중도매각 유인이 발생할 수 있고, 중기적으로는 해외투자수요의 조정 가능성도 있어 보인다고 언급하였음.

다른 일부 위원은 금융·외환시장 측면에서 가장 중요한 이슈인 가계부채 문제에 대해 다음과 같은 견해를 피력하였음.

비록 최근 가계부채의 증가세가 둔화되고 있지만 그 수준은 여전히 소득 대비 과도하게 높다는 것이 일반적인 견해이며, 높은 가계부채 수준이 금융 리스크를 키우게 된다는 데에는 의심의 여지가 없음. 다만 가계부채에 내포된 위험을 정확히 파악하고 적절한 대응방안을 결정하기 위해서는 현 상황에 대해 보다 광범위한 분석을 진행할 필요가 있으며, 이러한 차원에서 몇 가지 생각해볼 부분을 제시하고자 함.

우선 다수의 해외 연구결과를 보면 가계부채의 수준보다는 증가속도가 단기적으로 금융부문의 취약성(vulnerability)을 가늠할 수 있는 적절한 지표인 것으로 파악됨. 예컨대 글로벌 금융위기 당시에 가계부채의 수준은 네덜란드, 영국, 미국 순으로 높았고, 직전 3년 간 증가속도의 경우 반대로 미국, 영국, 네덜란드 순이었는데, 결과적으로는 금융위기의 발발과 함께 미국에서 가장 큰 충격이 나타났음. 분석을 보다 많은 국가로 확장하여 부채수준 또는 부채의 증가속도와 금융위기 이후 경제성장 간의 상관관계를 살펴봐도, 부채의 증가속도와 경제성장 간에 보다 유의미한 관계가 포착되었음. 이는 부채의 단기간 급증에 투기적인 요소가 동반되는 경우가 많기 때문으로 추측됨.

다음으로 우리나라 가계부채의 지속가능성과 관련해서는, 가계부채의 증가와 함께 가계의 소득 대비 가계대출 비율이 사상 최고 수준을 나타내고 있으나, 대출금리가 추세적으로 하락함에 따라 소득 대비 이자부담 비율은 오히려 과거보다 낮은 점을 감안할 필요가 있음. 물론 지금처럼 가계부채 수준이 높아진 상황에서 금리가 오를 경우 큰 충격이 초래되겠지만, 우리나라의 중립금리가 장기적으로 하향세를 보이고 있다는 점에서 앞으로 가계대출 금리가 크게 상승할 가능성은 높지 않아 보임.

또한 최근 수년 간 가계의 저축률이 다소 낮아지긴 했어도 장기평균 수준보다는 높은 점을 고려할 때, 늘어난 가계부채가 과소비로 연결되면서 가계저축률의 큰 폭 등락을 불러왔던 2002~2003년 당시와는 달리 최근에는 가계가 주택에 대한 투자에 부채를 사용한 것으로 보임. 물론 이 같은 가계의 주택투자가 부실화될 경우 금융시스템에 큰 부담을 줄 수 있을 것임. 그러나 전세가격은 주거서

비스 가격으로 투기적 요소가 없으며, 따라서 전세가격을 초과하는 주택매매가격에 주택가격 상승에 대한 기대가 반영되어 있다고 전제할 때, 주택 매매가격/전세가격 비율이 비록 최근 다소 오르긴 했어도 과거 최고 수준을 크게 하회하고 있다는 점에서 주택가격의 버블 여부를 예단하기는 매우 어려움.

마지막으로 가계부채 수준을 안정화시키기 위해 통화정책과 거시건전성정책 가운데 어떤 것을 사용해야 하는지에 대해서는 여전히 논란이 있음. 이에 대해서는 아직 연구결과가 체계적으로 축적되지 않은 상황이지만, 최근 발표된 IMF의 보고서에서는 우리나라 금융부문의 리스크를 관리하기 위해 통화정책보다는 거시건전성정책을 구사하는 것이 바람직하다는 주장을 간단한 계량분석 결과와 함께 제시하고 있음. 종합적으로 통화정책을 수행함에 있어 가계부채 문제를 어느 정도로 고려하고 여타 정책과 어떻게 균형을 맞춰 나가야 할지에 대해 앞으로 보다 구체적으로 고민할 필요가 있으며, 연구결과를 적극적으로 공개하여 건설적인 비판과 토론이 이루어질 수 있도록 노력하는 것이 바람직함.

이에 대해 관련부서에서는 위원이 언급한 대로 가계부채의 증가속도가 중요하다는 점에 공감하면서, 최근 증가율이 낮아졌지만 3년 평균으로 보면 가계부채 증가율이 여전히 높은 수준이며, 가계부채의 총량과 관련해서도 현재 우리나라의 가계부채가 일부 국제기구에서 성장을 제약하는 임계치로 제시한 수준을 이미 넘어선 상태라는 점을 감안할 필요가 있다고 언급하였음. 아울러 서울지역의 경우에는 최근 수년 간 주택가격의 빠른 상승과 함께 소득 대비 주택가격 비율도 크게 올랐다는 점에 주의가 필요하다고 덧붙였음. 또한 최근 가계부채 누증 위험이 다소 줄어들고 정부의 거시건전성정책도 강화됨에 따라 통화정책 운용상의 부담이 종전보다 완화되고 있으나, 가계부채 총량이 이미 크게 누증되어 있는 점과 저금리가 자산시장으로의 자금쏠림 등을 통해 자금배분의 비효율성을 초래할 수 있는 위험에 대해서는 계속 경계할 필요가 있다고 언급하였음. 이러한 맥락에서 앞으로 가계부채 이슈에 대해 다양한 측면에서 분석을 강화하겠다고 덧붙였음.

이에 동 위원은 통화정책을 수행함에 있어 부동산가격 등 자산가격을 어느 정도 감안해야 하는지는 논란이 있지만 매우 중요한 이슈라는 점을 재차 강조하면서, 부채의 증가가 금융시스템의 잠재 리스크를 얼마나 확대시키는지에 대해 여러 요인을 놓고 다양한 시각에서 고민하고 분석하는 것이 중요하다는 견해를 나타내었음. 한편 최근 수년 간 일부 수도권 지역을 중심으로 나타난 주택매매가격 상승의 경우 재건축아파트가 상당부분 상승세를 주도했고 신축아파트에 대한 뚜렷한 선호 현상이 반영되었다는 점에서, 이를 평가할 때 신중할 필요가 있다고 덧붙였음.

또 다른 일부 위원은 하반기 가계부채 여건을 살펴보면 최근 대출금리 하락 등이 증가요인으로 작용할 수 있겠지만, 이에 못지않게 대출규제 강화, 경기둔화, 지방주택경기 부진 등 둔화요인들도 꽤 있어 보인다고 평가하였음. 최근 가계부채 증가세가 둔화되는 가운데서도 일부 지역의 부동산가격이 다시 불안 조짐을 보인다는 보도가 많은데, 관련부서에서는 이러한 상황을 금융안정의 관점에서 어떻게 판단하고 있는지 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 대출금리의 하락에도 불구하고 대출규제 기조 등 주변 여건이 당분간 대출 증가를 어느 정도 제어하는 요인으로 작용할 것으로 보인다고 답변하였음. 다만 이미 가계부채가 누증된 상황이기 때문에 내년 이후의 경기흐름이나 지방주택시장의 움직임 등 제반 여건변화의 영향을 면밀히 살피는 등 중장기적인 시계에서 계속 경계감을 갖고 가계부채를 관리해 나갈 필요가 있다고 첨언하였음.

이어서 동 위원은 과거 금융위기 과정을 되돌아보면 위기에 앞서 부채의 증가가 나타났기 때문에 과도한 부채나 신용문제에 대해 관심을 갖는 것이라고 언급하였음. 우리나라 금융부문의 대표적 위기상황이었던 2003년 신용카드 사태와 2011년 저축은행 사태 당시는 물론이고 최근 수년 간의 가계부채 급증 및 부동산 가격 급등 과정에서도 부채의 증가가 통화정책 및 거시건전성정책과 연결되어 있다는 견해를 나타내었음. 통화정책을 수행함에 있어 금융안정 이슈를 얼마나 고려해야 하는지가 매우 중요한 만큼 여러 정책적인 요인들이 부채 증가에 미치는 영향력의 크기나 선후관계 등에 대해 면밀히 분석할 필요가 있다고 당부하였음. 아울러 과거 경험으로 볼 때 대출규제의 강화가 부동산시장 안정화를 위한 근본적 처방이라는 견해가 있는가 하면 대출규제는 부동산시장의 흐름에 후행하기 때문에 그렇지 않다는 주장이 병존하고 있다고 소개하면서, 대출규제와 가계대출 간의 관계에 대해서도 관심을 갖고 살펴볼 필요가 있다고 덧붙였음.

다음으로 동 위원은 외환수급 측면에서 경상수지의 점진적 축소와 함께 해외투자의 꾸준한 증가가 나타나고 있는데, 중장기적으로 우리 외환수급 구조가 어떻게 변화할 것인지 전망해볼 필요가 있다고 언급하면서, 이 과정에서 관계기관 등과의 활발한 의견 교환 및 협력을 당부하였음.

또한 동 위원은 최근 신용등급이 하향 조정된 기업수가 상향 조정된 기업수를 웃돌고 있음에도 불구하고 신용채권시장에서는 비우량물을 중심으로 강세기조

가 강화되는 모습이라고 평가하면서, 시장이 다소 과열양상을 보이는 것은 아닌지 관련부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 제반 여건을 감안할 때 현 상황에 대해 과열이라고 단언하기에는 조심스럽다고 답변하였음.

이에 동 위원은 비우량물 회사채의 수요예측 참여율이 계속 최고치를 경신하는 현상은 굉장히 이례적이라고 언급하였음. 물론 이에선 실물경제상황에 대한 시장의 전망이나 통화정책 완화에 대한 기대가 작용하고 있겠지만, 상황이 반전될 경우 부작용이 초래될 수 있으므로 관련 동향을 잘 점검할 필요가 있다고 덧붙였음. 아울러 저금리기조가 앞으로 계속될 경우 금융시장, 금융회사, 나아가 금융산업 전반에 어떤 영향이 초래될지에 대해서도 분석해볼 필요가 있다고 당부하였음.

한편 일부 위원은 금융안정과 물가안정은 둘 다 놓칠 수 없는 중요한 부분이지만, 정책은 궁극적으로 상충(trade-off) 내지 선택의 문제라는 점을 상기하면서, 정책 결정을 뒷받침할 수 있는 지표의 평가준거나 논리적 근거 등에 대한 심도있는 연구를 당부하였음.

다음으로 동 위원은 경상거래를 통한 외환공급이 점차 축소되는 가운데 해외증권투자 등 자본거래를 통한 외환유출이 지속됨에 따라 은행부문이 스왑자금 공급을 위해 해외자금조달을 늘리고, 그 결과 외채가 증가하고 있다고 언급하였음. 우리나라의 경제성장 단계를 감안할 때 잠재성장률 하락 및 고령화에 따른 저축의 구조적 증가가 외환유출로 이어지는 현상은 자연스러워 보인다는 견해를 나타내었음. 다만 경상수지 흑자기조에도 불구하고 달러자금 이슈가 계속 있어 왔다고 평가하면서, 우리나라와 비슷한 성장단계를 거친 국가들과의 비교를 통해 이 같은 현상이 일반적인 모습인지, 아니면 우리 금융·외환제도의 특성 등에 기인한 특수한 현상인지 점검해볼 필요가 있다고 당부하였음.

다른 일부 위원은 최근 국제금융시장에서는 세계경제의 성장세 둔화는 물론 경기침체(recession) 가능성에 대한 우려까지 제기되고 있음에도 불구하고 미국을 위시한 주요국의 주가가 큰 폭의 오름세를 보이고 있다고 언급하였음. 이는 미·중 무역분쟁 등에 따른 경기부진 가능성에 대응하기 위해 미 연준 등 주요국 중앙은행이 통화정책의 완화기조를 확대할 것이고, 그 결과 글로벌경기가 확장세를

지속할 것이라는 기대가 작용하고 있기 때문으로 보인다고 평가하였음.

또한 국내 금융시장을 보면 국내경기가 부진하고 이로 인해 기업실적이나 기업신용등급 하락에 대한 우려가 있는 상황임에도 불구하고 회사채 발행이 호조를 보이고 중소기업대출이 꾸준히 늘어나는 등 기업의 자금조달 상황은 상당히 양호한 모습이라고 평가하였음. 이는 기업신용이 일반적으로 경기순응성을 보이는 것과 다른 모습인데, 정부의 중소기업 금융지원 시책과 금융기관의 자금공급 노력이 맞물린 결과로 보인다는 견해를 나타내었음. 아울러 통화정책과 연계해서 보면 완화적 통화정책 기조가 이어지면서 신용위험이 크게 확대되지 않을 것이라는 기대도 일부 작용하고 있는 것으로 보인다고 덧붙였다. 한편 가계대출의 경우에도 그동안 증가세가 둔화되다가 최근 들어 둔화추세가 다소 약화되고 있는데, 이 또한 경기상황과는 다소 다른 모습이라고 언급하였음.

이처럼 최근 국내외 금융시장에서는 실물과 금융 간에 약간의 괴리현상이 관찰되고 있는 모습이라는 견해를 밝혔음. 이를 긍정적으로 본다면 주요국의 주가 상승이 글로벌 금융시장의 투자심리를 안정시키고 세계경제의 확장세 지속을 뒷받침하는 데 기여할 수 있고, 국내에서는 원활한 기업신용 공급이 경기 하방압력을 완화하는 효과를 가져올 수 있다고 언급하였음. 반면 미 연준의 금리인하에도 불구하고 세계경제 확장세나 기업실적이 기대에 미치지 못할 경우 글로벌 주가가 조정받을 수 있고, 국내 금융시장에서도 기업신용 증가와 같은 완화적 금융상황에도 불구하고 경기둔화가 계속 이어질 경우에는 취약기업을 중심으로 기업 신용위험이 높아지면서 신용시장이 경색될 소지도 있다고 덧붙였다.

이러한 관점에서 관련부서에서는 금융시장에서 낙관적 기대를 바탕으로 가격변수나 신용지표가 실물과 과도한 괴리현상을 보이고 있지는 않은지, 그리고 향후 실물경제의 상황 전개에 따라 시장에서 조정이 예상 외로 크게 나타날 위험은 없는지 등에 대해 유의하면서 시장동향을 잘 점검해줄 것을 당부하였음.

또 다른 일부 위원은 최근 전세계적으로 풍부한 유동성이나 저금리를 배경으로 수익률 추구(yield seeking) 현상이 강화되는 모습이라고 평가하면서, 아직 임계치에 도달하지는 않은 것으로 보이지만 향후 움직임을 눈여겨보아야 할 것이라는 견해를 나타내었음. 우리나라의 경우 이 같은 모습이 특히 증권사들에서 두드러지는데, 이들이 상대적으로 신용등급이 낮은 해외 회사채에 투자하는 동시에 국내에서는 조달금리와 운용금리 간 역전 심화에도 불구하고 RP순매도를 통한 단기 자금조달과 이를 활용한 중장기 채권투자를 확대하고 있다고 언급하였음. 따라서 금융안정 측면에서 관련 동향을 잘 점검할 필요가 있다고 당부하였음.

이에 관련부서에서는 그동안 RP, ELS 등의 잠재 리스크 점검을 통해 증권사의 자금조달 측면의 안정성이 저해될 가능성에 대해서는 면밀히 살펴 왔으며, 앞으로는 자산운용 측면에 대해서도 심층분석을 진행하겠다고 언급하였음.

이어서 동 위원회는 우리 외환수급 동향을 살펴보면 금년 상반기 중 해외직접투자가 지난해 같은 기간에 비해 큰 폭 늘었다고 평가하였음. 최근 우리 중소기업들이 조달한 자금의 일부를 해외투자자에 활용하고 있다는 관측도 있다고 소개하면서, 일반적으로 안정적인 흐름을 보이는 해외직접투자가 최근 이례적으로 크게 확대되고 있는 만큼 세부내용을 파악해볼 필요가 있다는 견해를 나타내었음.

이에 관련부서에서는 최근 해외직접투자의 확대가 대체투자의 증가세와 무관하지 않아 보인다고 언급하면서, 향후 움직임을 예의주시하면서 분석하겠다고 첨언하였음.

(다) 「통화정책방향」에 관한 토론

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

먼저 관련부서에서 장단기금리차 축소에 대한 평가와 관련하여 다음과 같은 의견 제시가 있었음.

2000년대 들어 국내 장단기금리차(국고채10년물금리-기준금리 기준)가 6개월 이상, 100bp를 초과하여 축소된 사례는 총 6차례로 주로 장기금리 하락에 의해 발생하였고, 금융위기 이후에는 장기금리 수준 자체가 크게 낮아지면서 장단기금리차 축소시 장단기금리의 역전 빈도가 높아지고 역전 기간과 폭도 확대되었음.

또한 위기 이후 장단기금리차 축소에는 대내 및 대외 경제여건의 변화가 복합적으로 작용하였는데, 작년 5월 이후 금년 3월까지의 미·중 무역분쟁 심화, 미연준 통화정책 기조 변화 가능성 등 대외요인에 주로 기인하였으며, 금년 4월 하순 이후에는 대외요인의 영향이 지속되는 가운데 국내경기의 하방 리스크 증대로 기준금리 인하 기대도 커지면서 장단기금리가 역전되었음.

일부 위원회는 일반적으로 중앙은행은 최종대부자(lender of last resort)로 이해됨에도 불구하고 지난 2000년대 초반 이후를 보면 여기서 더 나아가 최종관리자

(caretaker of last resort)의 역할을 수행하는 것으로 보인다는 견해를 나타내었음. 즉 여타 정책들이 제각기 여러 여건과 변수를 고려하여 결정·집행되고 나면, 통화정책이 남아 있는 부분을 관리 또는 정리를 해야 하는 상황이 빈번하게 발생했는데, 최근 전세계적으로 이러한 흐름으로 다시 접어드는 모습이라고 설명하였음. 그러나 소규모 개방경제국에서 중앙은행의 최종대부자 역할에 한계가 있는 것과 마찬가지로 전세계적으로 최종관리자로서의 중앙은행 역할이 얼마나 더 지속가능할지 의문이 든다고 언급하였음.

다른 일부 위원은 뉴욕 연준이 발표하고 있는 미국 장기금리에 내재된 기대 단기금리가 3% 수준으로 높은 반면 기간프리미엄은 마이너스(-)를 나타내고 있는데, 이는 1961년 이후의 장기시계열을 이용하여 모형을 추정한 데 기인하는 것으로 보인다는 의견을 제시하였음.

이어서 동 위원은 현재의 기준금리 수준이 완화적이라고 보기 어렵다는 견해를 나타내면서, 관련부서에서는 어떻게 평가하는지 질의하였음.

이에 대해 관련부서에서는 중립금리와 실질기준금리를 비교해 본다면, 실질기준금리가 물가상승률 둔화로 높아진 상황이어서 중립 수준에 근접한 상황으로 판단할 수 있다고 답변하였음. 다만 좀 더 긴 시계의 물가전망을 고려해 본다면 향후에는 실질기준금리가 다시 하락하면서 지금보다 완화적인 방향으로 갈 것으로 본다고 첨언하였음. 또한 유동성상황이나 금융상황을 나타내는 지표가 여전히 뚜렷하게 완화적인 것으로 나타나고 있는 점을 함께 고려해 보면, 전반적으로는 현재의 기준금리가 완화적인 수준인 것으로 평가할 수 있다고 덧붙였음.

이에 동 위원은 관련부서에서 제공해 주는 참고지표가 매우 유용하다고 평가하면서, 외부에서 이와 비슷한 분석을 하는 곳이 많고 관심도 많은 만큼 관련자료의 공개 확대를 긍정적으로 검토해줄 것을 당부하였음. 또한 금융상황지수(FCI)를 통해 볼 때 완화적이라는 판단을 하게 되는 이유가 상당부분 장단기금리차의 영향이라고 언급하였음. 그러나 만일 기준금리 인하를 통해 완화기조를 확대하였다고 가정할 경우 장단기금리차는 오히려 덜 완화적인 방향으로 지수에 영향을 미칠 수 있다는 점에서, 논리적으로 다소 이해하기 어려운 부분이 있어 보인다는 견해를 나타내었음.

이에 대해 관련부서에서는 장단기금리차를 금융상황지수의 설명변수에 포함시킨 것은 장기금리 수준에 따른 긴축·완화 정도를 지수에 반영하기 위함이며, 동 변수를 포함했을 때 모형의 총수요에 대한 예측력이 제고되는 측면도 감안하

였다고 설명하였음.

이에 동 위원은 최근 우리 기업들의 투자가 크게 위축된 것은 금리가 높아서라기보다는 단기적으로 미·중 무역갈등 같은 요인에 더해 정책적인 부분이나 저출산, 고령화 등 우리 경제의 구조적 문제들이 결부되었기 때문이라는 일부의 진단에 전적으로 동의한다고 언급하였음. 그런데 이처럼 투자위축으로 우리 경제의 투자수요곡선이 하방이동하여 균형금리가 계속 낮아졌음에도 불구하고 기준금리를 그대로 유지할 경우 오히려 의도치 않은 긴축이 초래될 수 있다는 견해를 나타내었음. 따라서 금리인하를 통해 투자를 얼마나 끌어올릴 수 있을까 하는 문제는 차치하고, 금리를 인하하지 않으면 긴축이 된다는 원론적인 측면을 감안할 필요가 있다고 언급하였음. 또한 최근 시중의 유동자금 규모가 매우 크다는 지적이 많은데, 자금시장의 수요와 공급 측면에서 볼 때 균형금리 하락에 맞춰 기준금리 조정이 이루어지지 않을 경우 잉여 저축이 생기고, 결과적으로 유동자금이 더 커질 수 있다고 덧붙였다.

또 다른 일부 위원은 금년 4월 하순 이후 기대단기금리의 하락폭이 커진 것은 통화정책에 대한 시장기대의 변화에 기인하는 것으로 볼 수 있는지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 기대단기금리의 하락폭이 작년 5월 이후 금년 3월까지 크지 않았다가, 지난 4월 1/4분기 GDP속보치 발표 이후 확대되었는데, 이는 경기둔화 우려에 따른 기준금리 인하 기대를 반영하는 것으로 보인다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 과거 장단기금리차 축소기 가운데 경기국면이 확장기에서 수축기로 전환된 사례가 3차례 있었던 점을 언급하면서, 금번 장단기금리차 축소기는 어느 경기국면에 위치해 있는 것으로 보이는지 관련부서의 견해를 물었음.

이에 관련부서에서는 통계청이 2013.3월 경기저점 이후 경기정점을 아직 확정하지 않았으므로 금번 장단기금리차 축소기를 경기국면과 연관지어 미리 판단하기는 어려운 측면이 있다고 답변하였음.

또한 동 위원은 통화정책과 경기국면, 그리고 부동산 및 가계부채 문제는 서로 연결되어 있는 이슈로 본다는 견해를 나타내었음. 최근 경기국면 판단에 대한 관심이 높아지고 있고, 과거 통화정책이 경기국면 등에 비추어 적절했는지에 대한 이야기도 흘러나오고 있어 통화정책 당국으로서 고민이 적지 않다고 언급하였

음.

이에 대해 관련부서에서는 과거 수행된 통화정책을 사후적으로 결정되는 경기국면만을 기준으로 그 적절성 여부를 평가하는 것은 적절하지 않다고 답변하였음. 예컨대 지난 2014년과 2015년 기준금리 인하 당시의 상황을 돌이켜보면, 세월호 사고와 메르스 사태 등으로 인해 경제주체들의 심리가 크게 위축되었기 때문에 이에 대응함으로써 경제성장세가 이어질 수 있도록 하는 데 기여하였다고 언급하였음. 또한 2017년 11월과 지난해 11월 당행이 기준금리를 인상한 것은 금융안정 측면을 많이 감안하였기 때문이라는 것은 주지의 사실이며, 추후 설령 2017년 어느 시점이 경기정점으로 판단된다고 하더라도 그것만을 가지고 통화정책을 평가하는 것은 적절치 않아 보인다고 덧붙였다.

이에 동 위원은 통화정책은 경기와 매우 밀접하기 때문에 자칫 사후적으로 다양한 비판에 노출될 수 있는 만큼 앞으로도 정책결정과 관련한 대외 커뮤니케이션에 각별히 유의해야 할 것이라는 견해를 나타내었음.

한편 일부 위원은 금융상황지수가 수급요인 등 시장상황을 반영하고 있기는 하나, 앞서 일부 위원이 언급한 대로 이를 해석함에 있어서는 유의할 부분이 있어 보인다는 견해를 나타내었음.

이어서 동 위원은 현재 우리나라뿐만 아니라 전세계적으로도 금리가 역사적으로 가장 낮은 상황이라고 언급하면서, 이는 분명 뉴노멀(new normal)로 볼 수 있다는 견해를 나타내었음. 이런 가운데 우리나라만큼 금리가 높은 나라를 찾기 쉽지 않은데, 최근 우리보다 정책금리가 낮은 주요국 중앙은행들이 여러가지 고민들을 하고 있는 만큼 이를 잘 모니터링하는 동시에 당행도 통화정책을 보다 효과적으로 수행할 수 있는 수단과 방법 등을 다각도로 연구할 필요가 있다고 당부하였음.

다른 일부 위원은 글로벌 금융위기 이후 한국과 미국의 장기금리에 내재된 기간프리미엄 간 상관관계가 높아진 배경에 대해 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 금융위기 이후 주요국 중앙은행의 양적완화정책 등으로 글로벌 유동성이 크게 증가한 가운데 선진국과 더불어 우리나라와 같이 대외신인도가 양호한 국가의 국채에 대한 수요가 함께 증가하면서 한국과 미국의 기간프리미엄 간 동조화 정도가 커진 것으로 판단된다고 답변하였음.

또 다른 일부 위원은 우리나라의 경우 미국과 달리 장단기금리차 축소가 단기금리 상승보다는 장기금리 하락에 주로 영향받는 것으로 보인다고 언급하였음. 또한 우리나라의 장기금리가 기대단기금리보다는 기간프리미엄의 영향을 많이 받는 것으로 분석되었는데, 미국 장기금리의 움직임에서 기간프리미엄의 영향력은 어느 정도인지 우리와 비교해서 살펴볼 필요가 있다고 언급하였음. 아울러 한·미 장기금리의 상관관계가 플러스(+)인 데 반해 단기금리의 상관관계는 마이너스(-)인 점에 비추어 두 나라에서 통화정책의 채널이 다소 상이하게 작동한다고 볼 수 있다는 견해를 나타내었음. 따라서 앞으로 이러한 통화정책 전달 채널의 특성 등에 유의하면서 통화정책의 효과를 제고하기 위한 방안을 다각도로 모색할 필요가 있다고 당부하였음.

이어서 동 위원은 우리나라 장기금리가 대외요인의 영향을 많이 받을 경우 통화정책의 파급효과가 제약될 가능성은 없는지 질의하였음.

이에 관련부서에서는 장기금리가 대외요인의 영향을 많이 받을수록 기준금리 조정시 시장금리에 미치는 파급효과가 일부 제약될 소지는 있어 보인다고 답변하였음.

이에 다른 일부 위원은 금융위기 이후 한국과 미국의 통화정책 기조에 따라 양국의 기대단기금리가 차별화된 움직임을 보여왔다는 점에서 국내 통화정책의 금융시장에 대한 영향력은 여전히 유효한 것으로 판단된다는 견해를 밝혔음.

(4) 한국은행 기준금리 결정에 관한 위원별 의견 개진

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

일부 위원은 기준금리를 현재의 1.75%에서 1.50%로 인하하는 것이 적절하다는 견해를 나타내었음.

우리 경제는 작년 이후의 둔화추세를 지속하고 있는 것으로 판단됨. 이례적 호황을 보였던 반도체경기의 조정이 지속되는 가운데, 최근에는 미·중 무역분쟁

에 따른 국제교역 위축의 부정적 파급효과가 가시화되면서 수출 감소세가 여타 품목으로 확산되고 있음. 건설투자 조정 등에 의해 이미 내수가 위축되어 있는 상태에서 발생한 수출부진 심화는 민간부문의 성장세를 큰 폭으로 둔화시키고 있으며, 정부의 적극적 재정정책을 감안할 경우에도 당분간 전반적인 경기는 부진할 것으로 예상됨. 특히 미·중 무역분쟁에 더해 최근에는 일본과의 통상마찰도 첨예화되고 있어, 2.2%로 하향 수정된 조사국의 금년도 성장률 전망에도 여전히 하방 위험이 잔존하고 있는 것으로 보임.

아울러 경제주체들 전체의 소득증가세를 나타내는 명목GDP 성장률은 작년에 3.1%로 크게 둔화된 데 이어 금년에는 이보다 상당히 더 낮은 수준으로 하락할 것으로 전망됨. 특히 어느 정도의 증가세를 지속한 가계 및 정부부문과는 달리, 반도체 호황에도 불구하고 작년에 5% 이상 감소했던 기업부문의 처분가능소득은 금년에 더욱 큰 폭의 감소세를 보일 가능성이 높아지고 있어, 당분간 기업부문의 역동성 회복을 기대하기도 쉽지 않을 것으로 보임.

이처럼 경제활동이 위축됨에 따라 전체 소비자물가와 근원물가 상승률은 목표수준인 2%를 크게 하회하는 0%대 후반에 머물러 있으며, 관리대상물가를 제외한 물가지수 상승률은 1%대 초반을 기록하고 있음. 단기간 내에 경기회복을 기대하기 어렵다는 점을 감안할 때, 금년 하반기에 기초적인 물가상승률 둔화추세가 반전될 가능성도 높지 않을 것으로 예상됨.

이상과 같은 경제상황을 감안할 때 기준금리를 현재의 1.75%에서 1.50%로 인하하는 것이 바람직하다고 판단함. 현 시점에서의 기준금리 0.25%p 인하만으로 경기를 가시적으로 회복시킬 수 있을 것으로 기대하기는 어려우나, 기준금리 변경을 지체할 경우 발생할 수 있는 추가적인 경기하락 및 물가상승률 둔화추세를 완충할 수는 있을 것으로 생각함. 아울러 가계부채에서 비롯되는 금융시장의 잠재적 위험요인을 축소시키기 위해 도덕적 해이를 예방하는 방향으로의 금융건전성 제고정책은 지속적으로 강화시켜 나가는 것이 바람직할 것으로 보임.

다른 일부 위원은 변화된 경제상황에 맞추어 기준금리 정책의 기초 변경이 필요하며, 이에 기준금리를 금번 회의에서 1.50%로 인하하는 것이 바람직하다는 견해를 밝혔음.

최근 우리 경제의 실물 측면을 살펴보면 대외적으로는 세계교역 성장세의 둔화가 추세로 자리잡는 가운데 대내적으로는 수출, 설비투자의 부진이 확대되면서 잠재성장률을 상당폭 하회하는 경기부진이 확연한 모습임.

주요 경제의 경우 미국은 비교적 양호한 성장세를 유지하고 있으나, 유로경제는 성장세 부진이 지속되고 있고, 중국경제는 성장세의 둔화폭이 점차 확대되고 있음. 특히 우리 경제에 보다 직접적인 영향을 미치는 세계교역의 증가세는 작년 4/4분기 급락한 세계상품 교역량이 2/4분기 중에도 반등조짐을 보이지 않으면서, 세계 실물경기의 흐름을 넘어 보다 뚜렷하고 큰 폭으로 둔화되는 모습임. 올해 초까지도 세계교역의 하반기 반등을 전망하였던 주요 국제기구들은 실적치의 부진, 미·중 무역분쟁 등 세계교역환경의 부정적인 추이 등을 감안하여 올해 세계 교역성장률이 작년도 4% 내외에서 2% 내외로 큰 폭 하락할 것으로 전망을 수정하고 있음.

세계경기과 교역의 추이, 그리고 반도체경기의 흐름을 기저요인으로 하여 작년 말부터 조정이 시작되었던 우리나라의 수출과 투자는 올해 상반기 중 조정폭이 확대되며 성장세의 둔화를 주도하고 있음. 작년 중 2.4% 감소하였던 설비투자는 상반기 중 두 자리수로 감소세가 확대되었고, 상품수출은 올해 상반기 중 금액만이 아니라 물량기준으로도 감소세로 반전되었음. 실물경기의 침체로 제조업을 중심으로 고용이 부진하면서 가계소득 증가세도 둔화되고 있고, 높아진 경제환경의 불확실성으로 가계의 소비심리도 위축된 것으로 보임. 올해 1/4분기 국민계정의 민간소비 증가율이 2013년 이후 가장 낮은 수준인 1.9%로 크게 하락한 것은 그 결과로 해석되며, 최근 소매판매액 등 관련지표의 흐름을 볼 때 2/4분기에도 가계소비 부진이 지속되고 있는 것으로 추정됨.

이와 같은 경기의 하강흐름을 반영하여 조사국은 7월 경제전망에서 올해 우리 경제의 성장률을 2.2%로 하향 조정하였음. 올해 중 진행되고 있는 경기부진의 정도, 최근 불거진 일본의 수출규제 등 새로운 위험요인 발생 등을 감안할 때 불가피한 조정이라고 평가됨.

물가는 소비자물가 상승률이 1/4분기 0.5%, 2/4분기 0.7%로 상반기 중 0%대 중후반에 머물렀으며, 근원물가 상승률은 1/4분기, 2/4분기 각각 1.0%, 0.6%를 기록하였음. 현재까지의 실적과 최근의 경기추이를 감안할 때 올해 소비자물가 상승률은 0% 후반을 넘지 못할 것으로 보이며, 이를 반영하여 조사국은 올해 소비자물가 상승률 전망치를 0.7%로 하향 조정하였는 바, 중립적 전망으로 평가됨. 최근 우리나라의 물가상황에는 글로벌요인, 관리물가 등 국내 통화정책과 상대적으로 거리가 있는 요소의 영향도 작지 않았음. 그러나 최근 물가흐름의 세부내역을 살펴보면 관리물가를 제외한 내수물가압력 지표의 상승률이 1/4분기 1% 중반에서 2/4분기 1% 초반으로 하락하고, 경기민감품목의 물가상승률도 같은 기간 1% 후반에서 1% 중반으로 둔화되는 등 경기하락에 따른 총수요압력의 부진이 물가상승률의 둔화로 이어지는 패턴이 보다 뚜렷해지는 모습임.

한편 금융안정 측면에서는 가계부채 증가세가 전년대비 5% 내외로 둔화된 수준을 이어가고 있음. 비은행권 가계대출은 금년 상반기 중 주택담보대출 위주로 대출잔액이 감소세로 반전된 상태임. 증가하고 있는 가계대출 항목은 은행권의 전세자금대출과 집단대출임. 전세자금대출은 DSR 등 건전성 규제에 예외 적용을 받고 있는 점, 집단대출은 과거 신규 분양주택의 입주와 연관된 잔금대출 발생이 증가요인으로 작용하고 있음. 두 요인 모두 가계부채의 증가세를 추가로 높일 신규요인은 아니므로 금년 중 가계부채 증가세는 5% 수준을 상한으로 하여 완만하게 하향 안정될 것으로 전망됨.

이상을 종합하면 우리 경제는 세계교역의 상당폭 둔화를 배경으로 내수도 부진하여 올해 들어 실물경기의 하강이 빠르게 진행되고 있고, 물가상승률도 0%대에서의 정체를 이어가고 있음. 경제상황의 변화로 현재 기준금리 수준을 완화된 통화정책 기조로 평가하기 어려운 시점임. 변화된 경제상황에 맞추어 기준금리 정책의 기조 변경이 필요하며, 이에 기준금리를 금번 1.50%로 인하하는 것이 적절하다는 판단임.

또 다른 일부 위원은 실물경제와 물가 흐름을 고려해볼 때 이번에는 기준금리를 1.50%로 25bp 인하하는 것이 바람직하다는 견해를 표명하였음.

먼저 세계경제를 보면 주요국 무역긴장과 정책 변화로 인한 불확실성이 장기화되는 가운데 성장모멘텀의 완만한 둔화가 계속되고 있음. 주요국 성장률이 1/4분기 중 일시적으로 반등한 이후 다시 하락하였지만, 상반기 중 세계경제 성장률 자체는 작년 하반기 평균을 소폭 하회하는 수준이었던 것으로 추정됨. 문제는 산업별 경기흐름이 크게 차별화되고 있다는 것임. 비제조업과 소비부문이 양호한 성장을 이어갔던 반면, 교역재 비중이 높은 제조업과 투자는 감소세로 전환되거나 부진한 모습을 보였음. 특히 지난 5월 이후 주요국 무역분쟁 관련 불확실성이 재차 고조되면서 세계교역과 국내경제에 대한 부정적인 영향이 상당폭 확대되고 있는 것으로 판단됨.

국내경제는 전기대비 GDP 성장률이 2/4분기에 플러스로 전환될 것으로 보이거나 1/4분기 실적치 하향 조정 등으로 상반기 평균 성장률은 당초 예상을 밑돈 것으로 추정됨. 보다 우려가 되는 것은 대내외 여건변화로 인해 향후 성장경로상의 하방 리스크가 크게 높아진 상황이라는 것임. 수출 측면을 보면 통관기준 수출의 감소폭이 다시 확대되고, 1/4분기 말 이후 잠시 회복세를 보였던 수출물량도 최근 감소세로 전환되었음. 이러한 흐름은 지난 5월 이후 미·중 교역의 절반 가까이

되는 품목에 대한 관세가 추가적으로 인상되고 양국 간 무역분쟁이 재차 고조된 것과 관련이 있는 것으로 판단됨. 최근 일본의 수출규제 움직임도 향후 전개양상에 따라 국내 생산과 수출에 상당한 정도의 교란요인으로 작용할 가능성이 있음. 규제가 장기화되지 않을 경우 관련 산업의 재고조정을 앞당겨 글로벌 반도체업황에 오히려 긍정적인 영향을 미칠 수 있다는 견해가 있는 반면, 일본의 수출규제 품목이 추가로 확대될 수 있다는 전망도 있다는 점에서 잠재적 하방 리스크에 대해 다양한 시나리오를 상정하여 분석할 필요가 있음. 내수의 경우 재정정책이 확장기조로 전환되면서 공공부문 지출의 성장기여도가 높아졌음. 민간소비도 완만한 증가를 보였지만 경기에 민감하게 반응하는 내구재 등에 대한 소비흐름은 상대적으로 미약하고, 기업투자도 계속 부진한 모습임. 대표적인 투자 선행지표인 기계수주와 건설수주 등의 전월비 하락세가 다소 완만해지고는 있으나, 대내외 불확실성이 높고 기업심리가 위축된 상황을 고려해볼 때 단기간 내 의미있는 회복으로 이어질 가능성은 높지않아 보임.

다음으로 물가추이를 살펴보면 상반기 중 소비자물가 상승률은 0%대의 낮은 수준에 머물러 있었음. 이러한 흐름의 상당부분이 유가와 관리물가의 하락 등에 기인하고 있어, 이들 공급측 요인과 일시적 요인을 제거할 경우 기저물가흐름이 소비자물가의 오름세보다 높은 수준이라는 판단을 유지하고 있음. 그러나 당분간 생산갭의 마이너스 정도가 확대되며 수요측 압력을 제한할 가능성이 크다는 점에서 소비자물가가 2% 목표에서 이탈하는 기간이 당초 예상보다 길어질 것으로 보임.

이와 같은 실물경제와 물가흐름을 고려해볼 때 이번에는 기준금리를 1.50%로 25bp 인하하는 것이 적절하다고 생각함. 지난 수개월의 정책판단을 돌아보면, 주요국 무역분쟁관련 불확실성이 상존하는 가운데 성장과 인플레이션 경로에 미치게 될 영향과 금융불균형 누적 위험을 계속 리밸런싱하면서 중기적 통화정책 경로에 대한 기울기(slope)를 점진적으로 조정해 왔음. 그러나 지난 5월 이후 글로벌 보호무역주의가 강화되고 무역긴장이 재차 고조되면서, 그동안 우려했던 하방 리스크의 일부가 실현되거나 그럴 가능성이 상당폭 높아진 만큼 이번에는 정책금리의 수준(level)을 하향 조정하여 성장경로상의 하방 위험을 완충하고 물가흐름을 보완하는 것이 바람직하다고 판단됨. 한편 금리인하로 유발될 수 있는 잠재적 정책비용을 최소화하기 위해서는 여타 정책과의 지속적인 협력이 필요해 보임. 주택 및 부동산관련 대출은 상반기 중 증가세가 둔화되었으나 향후 보다 완화된 금융상황을 배경으로 금융불균형 누적 정도가 다시 확대될 가능성을 배제할 수 없다는 점에서 관련 리스크를 지속적으로 점검해 나가야 할 것임. 또한 저금리의 장기화가 기업구조조정 등에 대한 노력을 느슨하게 하는 사례가 많은 바, 국내경제

의 성장률 둔화추세가 여러 구조적 문제에도 기인한다는 점을 유념하여 중장기적 관점에서 성장잠재력 제고를 위한 정책적 노력을 강화해야 할 것임.

한편 일부 위원은 이번 회의에서는 성장과 물가상황에 좀 더 무게를 두고 기준금리를 1.75%에서 1.50%로 0.25%포인트 인하하는 것이 적절하다는 견해를 제시하였음.

먼저 최근 국내경제를 보면 다수 국가 간 무역분쟁 등 보호무역주의가 확산됨에 따라 글로벌 성장과 교역이 둔화되고 주력 수출품목인 반도체경기가 당초 예상보다 회복이 지연되면서 수출과 투자부진이 지속되고 있음. 앞으로도 미·중 무역분쟁 심화 등에 따른 세계교역의 둔화흐름이 당초 예상보다 길어질 소지가 있으며, 이에 더해 최근 불거진 일본의 우리나라에 대한 수출규제 조치도 상황에 따라서는 우리나라 핵심산업의 생산과 투자에 차질을 초래할 가능성이 있음. 조사국은 금년과 내년 성장률을 지난 4월에 비해 각각 0.3%포인트와 0.1%포인트 낮은 2.2%와 2.5%로 전망하였는데, 이러한 점을 고려한 것으로 보임.

물가상황을 보면 성장세 둔화에 따라 수요측 물가상승압력이 약화되고 민생 안정 차원의 무상교육 확대, 전기료 누진세 개편 등 정부정책 측면에서의 하방압력도 이어지고 있음. 조사국은 이를 반영하여 금년과 내년의 소비자물가 상승률을 지난 4월에 비해 각각 0.4%포인트와 0.3%포인트 하향 조정된 0.7%와 1.3%로 전망하였음.

금융시장에서는 앞서 언급한 성장과 물가상황을 반영하여 장기시장금리가 상당폭 하락하였음. 반면 경기둔화에 대한 우려에도 불구하고 그동안 둔화추세를 보이던 가계대출 증가세가 최근 확대되는 조짐을 보이고, 회사채 발행이나 중소기업대출과 같은 기업신용이 꾸준히 늘어 통상의 경기순응성과는 상반된 모습을 보이고 있음. 이는 경기의 하방압력을 일부 완화하는 긍정적 요인으로 작용할 수도 있겠으나, 금융불균형 측면에서는 여전히 경계감을 늦출 수 없게 하는 요인이기도 함.

그동안 통화정책방향 결정시 거시경제상황과 금융안정상황을 종합적으로 고려하여 왔음. 이번 경제전망에 의하면 앞으로 경제성장률이 잠재수준을 밑돌고 소비자물가 상승률도 목표수준을 상당폭 하회할 것으로 전망되어, 거시경제 상황을 보면 통화정책의 완화적 운영 필요성이 종전보다 커졌다고 하겠음. 이런 가운데서도 최근 들어 가계대출이 은행을 중심으로 재차 확대되고, 서울을 비롯한 일부 수도권 주택가격도 재건축과 신규분양 아파트를 중심으로 반등하는 조짐이 있

여 금융안정 측면의 리스크에 대해서도 계속 경계감을 유지할 필요가 있겠음.

이와 같이 거시경제상황과 금융안정상황이 통화정책방향 결정에 상반된 고려요인으로 작용하고 있으나, 이번 회의에서는 성장과 물가상황에 좀 더 무게를 두고 기준금리를 1.75%에서 1.50%로 0.25%포인트 인하하는 것이 좋겠다는 의견임. 다만 기준금리 인하시 그동안 우려해오던 금융불균형 위험이 크게 확대되지 않도록 제반 위험요인을 면밀하게 점검해 나가야 하겠음. 정부와 감독당국도 가계부채와 주택시장의 안정을 위한 거시건전성정책과 주택정책을 일관성 있게 추진해 나가야 하겠음. 또한 우리 경제의 낮은 성장세가 지속되고 있는 것은 인구고령화, 생산성 증가 둔화 등 경제구조적 요인에도 상당부분 기인하고 있으므로 통화·재정정책 측면에서의 단기부양뿐 아니라 경제 전 분야에서의 구조개혁을 통한 경쟁력 향상과 성장잠재력 확충 노력이 긴요함.

다른 일부 위원은 대내외 경제여건을 종합적으로 고려할 때 이번에는 기준금리를 1.75%에서 1.50%로 하향 조정하는 것이 좋겠다는 입장을 표명하였음.

지난 통화정책방향 결정회의 이후 경제동향을 살펴보면, 세계경제는 미국을 제외한 주요국들의 성장세가 약화되고 있는 모습임. 미국의 경우 투자, 수출 부진에도 불구하고 고용호조가 지속되면서 양호한 흐름을 보이고 있음. 그러나 중국 경제는 4월 이후 성장세가 둔화되고 있는 바, 최근 발표된 2/4분기 성장률은 예상보다 저조해 우려를 낳고 있음. 미·중 무역협상이 장기화되면서 중국경제의 불안이 계속될 가능성이 있으며, 여타 무역분쟁도 확산되면서 글로벌경제에 대한 불안감이 커지고 있음. 이러한 영향으로 세계교역증가율도 당초 전망보다 크게 낮아졌음. 국제금융시장에서는 미 연준의 완화적 통화정책에 대한 기대로 주요국 금리가 하락세를 보였음. 주요국 환율의 시장 변동성이 확대되고 있어 앞으로도 지속적인 모니터링이 필요할 것임.

국내경제는 마이너스 성장을 한 1/4분기에 이어 2/4분기 중에도 수출부진과 함께 설비투자 및 건설투자의 조정양상이 지속되고 있음. 특히 실물경제는 5월 들어 미·중 무역분쟁이 타결의 실마리를 찾지 못하면서 예상보다 악화되고 있음. 4월 중 다소 개선되는 추이를 보이던 수출은 5월 이후 마이너스 증가폭이 확대되었으며, 반도체부진 등의 여파로 설비투자도 저조한 상황임. 건설투자는 정부의 SOC투자 확대에도 불구하고 부동산정책 등의 영향으로 감소세를 이어가고 있음. 고용은 기저효과 등으로 개선추세를 보이고 있는 바, 연간으로는 당초 전망을 웃돌게 될 것으로 전망됨. 다만 제조업 고용상황 악화가 지속되는 등 질적 측면에

서의 개선은 아직 이루어지지 못하고 있음.

이와 같은 상황을 고려하여 조사국에서는 기존 전망을 큰 폭으로 하향 수정 하였음. 1/4분기 부진에 이어 2/4분기도 당초 전망한 만큼 회복되지 못한 데다 하반기 반등 기대도 약화된 측면이 반영된 것으로 보이나, 일본과의 무역이슈 등 최근의 대내외 경제상황을 고려하면 하방 리스크가 있어 보임. 무엇보다도 글로벌 경제의 불확실성 확대와 미·중 무역갈등에 따른 수출부진, 우리 IT산업의 어려움 등이 부정적인 상승작용을 하고 있어, 실물경제의 빠른 회복은 요원해 보임.

올해 소비자물가 상승률도 기존 전망보다 상당폭 낮은 수준을 보일 것으로 우려됨. 물가의 상승세가 둔화한 데는 구조적, 경기적 요인들이 복합적으로 작용하고 있겠지만, 근원인플레이션율이 0%대 수준을 보이고 있는 점은 수요 측면에서의 물가상승압력이 낮음을 반영하는 것이라 하겠음. GDP갭과 인플레이션갭이 모두 마이너스인 상황에서 향후 완화적 통화정책을 지속할 필요가 있다고 생각함.

국내금융시장은 시장금리가 큰 폭으로 하락하는 가운데 주식시장은 기업실적 악화 등이 겹치면서 다소 부진한 모습임. 신용시장의 자금사정은 비교적 안정된 상태를 유지하고 있으나, 일부 신용채권시장 등에서 나타나고 있는 쏠림현상에 대해서는 예의주시해야 하겠음.

가계부채는 정부의 강력한 대책 등으로 증가율이 5% 이내로 둔화되었음. 금융불균형 누적의 우려가 부각되었던 2015년 이후 지난해까지의 상황과 비교하면 긍정적인 변화로 보임. 하반기에는 예년의 경우에 비추어 볼 때 상반기보다 가계부채 증가규모가 다소 커질 수 있겠으나, 대체로 안정적인 증가흐름을 이어갈 것으로 생각함. 다만 가계부채 동향에 대해서는 앞으로도 면밀한 모니터링을 지속해야 할 것임.

한편 국제금융시장에서는 미 연준의 7월 금리인하 가능성을 높게 보고 있음. 변화된 미 연준의 통화정책 기조를 감안한다면 한·미 간 금리역전폭 확대에 대한 불안감도 어느 정도 줄어들 수 있을 것으로 생각함.

이와 같은 대내외 경제여건을 종합적으로 고려할 때, 이번에는 기준금리를 1.75%에서 1.50%로 하향 조정하는 것이 바람직하다고 판단함.

또 다른 일부 위원은 이번 회의에서는 지난 통화정책방향 결정회의에 이어 기준금리를 1.75%로 유지하는 것이 바람직하다는 견해를 나타내었음.

글로벌 경제는 미국의 재정정책 효과와 중국의 투자중심의 성장기여도가 약

화되는 가운데 무역분쟁이 심화되면서 2017~2018년의 일시적 반등에서 다소 가파른 재조정 국면에 진입한 것으로 보임. 이는 IT 및 기타 제조업생산의 부진에서도 나타나고 있음. 반면 주요국의 서비스 및 소비중심의 경제활동은 아직 그 동력이 유지되며 고용호조로 이어지고 있는 것으로 보이나, 각국의 내수에 의한 선순환이 얼마나 지속가능할지는 불확실함.

최근 주요국 중앙은행들은 완화적 기조를 다시 확대하는 움직임을 보이고 있음. 그러나 구조적 문제에도 일부 기인하는 물가압력 약화에 대응하기 위한 정책이 수요 진작뿐 아니라 과잉 유동성으로 인해 이미 높아져 있는 금융 및 실물자산 가격도 다시 부추길 가능성이 있음. 특히 자원배분의 비효율성 확대로 일부 기업의 부실화가 진행되고 가계가 과도한 부채를 안고 있는 국가들의 경우 정책 부담이 가중될 것으로 예상됨.

우리나라는 개방 정도가 높아 이러한 글로벌환경 변화에 크게 영향받을 수밖에 없음. 대외여건 변화에 국내 부동산 및 IT투자 재조정의 부담이 더해지며 우리 경제는 추세적으로 하락하고 있는 잠재성장률보다도 낮은 성장흐름이 당분간 지속될 것으로 예상됨. 물가도 약화된 수요압력과 더불어 관리물가 영향으로 낮은 오름세를 이어갈 것으로 전망됨.

이러한 상황에 대응하기 위해 확장적 거시경제정책이 필요하며 그 적절한 조합(mix)은 큰 폭의 확장적 재정정책과 현 수준의 완화적 통화정책의 유지라고 판단됨. 성장세 하락이 주로 대내외의 구조적인 요인과 과잉투자의 재조정에서 비롯되고 있다는 점, 경상수지 흑자폭 축소가 원/달러 환율 상승압력과 동시에 나타나고 있다는 점, 그리고 금융불균형의 리스크가 아직 상존하고 있다는 점을 고려하면 이러한 정책조합이 바람직하다고 생각함.

먼저 재정정책을 살펴보면 올해 예산안대로 집행될 경우 재정지출의 직접효과와 세입이 소비 등에 미치는 간접효과를 통해 지난해보다 상당폭 높은 성장기여도를 보일 것임. 예상보다 다소 견조한 민간소비와 서비스생산, 그리고 이와 관련된 물가지표들을 통해 재정정책의 효과를 이미 어느 정도 가늠해볼 수 있음. 또한 재정정책은 선별적 지원이 가능하다는 점에서 지금과 같은 구조적 하강기에 취약계층을 보호하는 효과도 기대됨.

통화정책의 경우 시장의 풍부한 유동성으로 보아 여전히 완화적 기조를 유지하고 있는 것으로 평가됨. 보다 구체적으로 살펴보기 위해 실물경제에서 직접 산출되는 자연금리의 대체지표(proxy)로 활용할 수 있는 지표들, 즉 자본의 한계생산성이나 성장의 황금률(golden rule)을 가정해 유추해 보면 통화정책은 아직 완화적인 것으로 평가됨. 또한 보다 단기적인 중립금리 추정변수로 수요압력을 포착하는 물가지수들, 즉 관리물가를 제외한 경직적 물가나 개인서비스물가 등을 활

용할 경우에도 이와 유사한 결과를 얻을 수 있음. 특히 인플레이션 동학에 혼재되어 있는 공급과 수요 측면의 다양한 대내외 요소를 고려할 때 물가갭 산출시 기대인플레이션을 활용하는 것도 바람직할 수 있는데, 이를 통해 보더라도 통화정책의 완화기조를 확인할 수 있음.

현 상황에서 통화정책의 완화기조를 추가로 확대할 경우 유동성이 과잉공급되어 정책효과가 자산가치 상승으로 치우칠 가능성을 배제할 수 없음. 특히 과도했던 건설투자의 재조정이 아직 완료되지 않은 상황에서 이를 다시 부추겨 사회적 비용을 가중시킬 수 있음. 또한 최근 다소 안정세를 보이고 있는 가계부채뿐만 아니라 지난 10년 간 지속적으로 확대되어 두 배 이상으로 늘어난 것으로 보이는 중소기업들의 금융부채가 더 빠르게 증가하면 중기적으로 잠재성장에 하방압력으로 작용할 우려도 있음.

다만 이러한 금융불균형 리스크에도 불구하고 간과할 수 없는 것은 저물가 상황이 지속되면서 악화되고 있는 기대인플레이션임. 일반인 기대인플레이션이 아직은 2%대를 유지하고 있으나 지난해 말 이후 하락하고 있는 점에 유의할 필요가 있음. 이러한 추세가 이어진다면 상기 언급한 금융불균형 확대 우려와 기대인플레이션 하락의 상대적 중요성을 재고해야 할 것으로 생각됨. 또한 우리나라는 재정 주도의 확장적 정책을 펼치고 있으나 주요국들의 통화정책 변화로부터 비롯되는 글로벌 금융 및 실물시장의 흐름도 주시해야 할 것임.

상기 사항들을 종합적으로 고려하면 본 회의에서는 우선 지난 통화정책방향 결정회의에 이어 기준금리를 1.75%로 유지하는 것이 바람직하다고 생각됨. 다만 대외여건의 불확실성이 크게 높아진 상황에서 향후 국내경제의 전개추이, 특히 민간소비 흐름과 기대인플레이션 움직임을 주시하면서 앞으로 거시경제정책의 조합을 조정해 나가야 할 것으로 보임.

(5) 토의결론

위와 같은 위원별 의견 개진 내용을 종합, 위원들은 다수결로 한국은행 기준금리를 0.25%포인트 인하하기로 결정하였음.

(6) 심의결과

앞서의 토의결과를 반영하여 위원들은 다수 의견이 반영된 구체적인 의결문

안을 작성하였음.

의결문 작성·가결

(다만, 이일형 위원은 한국은행 기준금리를 0.25%포인트 인하하는 것에 대해 명백히 반대의사를 표시하고 현 수준에서 유지할 것을 주장하였음.)

의결사항

「통화정책방향」을 다음과 같이 결정한다.

- ☐ 금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현재의 1.75%에서 1.50%로 하향 조정하여 통화정책을 운용하기로 하였다.
- ☐ 세계경제는 미·중 무역분쟁 등으로 교역이 위축되면서 성장세가 완만해지는 움직임을 지속하였다. 국제금융시장은 주요국 통화정책 완화에 대한 기대 등으로 주요국의 주가가 상승하는 등 대체로 안정된 모습을 나타내었다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 보호무역주의 확산 정도, 주요국의 통화정책 변화, 지정학적 리스크 등에 영향받을 것으로 보인다.
- ☐ 국내경제는 소비가 완만한 증가세를 이어갔으나 건설투자 조정이 지속되고 수출과 설비투자의 부진이 심화되면서 성장세가 둔화된 것으로 판단된다. 고용 상황은 취업자수 증가폭이 확대되는 등 일부 개선되는 모습을 보였다. 앞으로 국내경제의 성장흐름은 소비가 증가세를 이어가겠으나 건설투자 조정이 지속되고 수출과 설비투자 회복도 당초 예상보다 지연될 것으로 전망된다. 금년중 GDP성장률은 지난 4월 전망치(2.5%)를 하회하는 2%대 초반을 나타낼 것으로 예상된다.
- ☐ 소비자물가는 석유류가격의 하락세 지속 등으로 0%대 중후반의 낮은 오름세를 이어갔다. 근원인플레이션율(식료품 및 에너지 제외 지수)은 0%대 중후반을, 일반인 기대인플레이션율은 2%대 초반을 나타내었다. 앞으로 소비자물가 상승률은 지난 4월 전망경로를 하회하여 당분간 1%를 밑도는 수준에서 등락하다가 내년 이후 1%대 초중반을 나타낼 것으로 예상된다. 근원인플레이션율도 완만하게 상승할 것으로 보인다.

- 금융시장에서는 가격변수의 변동성이 확대되었다. 장기시장금리가 국내외 경기둔화 우려 등으로 크게 하락하고 주가와 원/달러 환율은 미·중 무역분쟁, 일본의 수출규제 등에 영향받으며 상당폭 등락하였다. 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. 국내경제의 성장세가 완만할 것으로 예상되는 가운데 수요 측면에서의 물가상승압력이 낮은 수준에 머무를 것으로 전망되므로 통화정책의 완화기조를 유지해 나갈 것이다. 이 과정에서 미·중 무역분쟁, 일본의 수출규제, 주요국의 경기와 통화정책 변화, 가계부채 증가세, 지정학적 리스크 등의 전개상황과 국내 성장 및 물가에 미치는 영향을 주의깊게 살펴볼 것이다.

(별첨)

「통화정책방향」 관련 보고내용

I. 2019년 하반기 경제전망

1. 대외 여건 점검

가. 세계경제

세계경제 성장세는 둔화흐름이 당분간 이어질 전망이다. 세계경제는 미·중 무역분쟁의 영향으로 투자심리가 악화되고 생산부진이 심화되면서 성장세가 둔화되었음. 앞으로도 보호무역주의 관련 높은 불확실성이 상존하는 가운데 생산 및 교역부진이 이어질 가능성이 있음. 다만 소비는 고용호조, 확장적 재정정책 등에 힘입어 비교적 양호한 증가세를 유지할 것으로 전망됨.

세계교역도 부진한 흐름이 지속될 전망이다. 글로벌 보호무역 기조에 따른 투자부진 지속 등으로 본격적인 회복까지는 상당기간이 소요될 가능성이 있음.

국가별로 살펴보면 미국은 양호한 성장세를 이어갈 것으로 예상됨. 투자와 수출이 부진한 흐름을 보이고 있지만 임금상승 등 소득여건 개선으로 소비가 견조한 증가세를 지속하였음. 향후에도 고용호조가 지속되면서 소비를 중심으로 성장세를 이어갈 전망이나, 재정 부양효과 약화, 미·중 무역분쟁에 따른 투자심리 위축 등으로 성장률은 점차 낮아질 것으로 예상됨.

유로지역은 제조업생산 부진으로 성장세가 약화되었으나 점차 그 영향에서 벗어날 전망이다. 제조업부진이 점차 완화되는 가운데 고용개선이 실물경기에 긍정적으로 작용할 것으로 예상되나, 브렉시트 관련 불확실성 지속, 대미 무역갈등 등이 성장경로의 하방 리스크로 잠재되어 있음.

일본은 성장세가 완만하게 둔화될 전망이다. 수출부진으로 산업생산이 감소세를 이어갔으나 소비관련 지표는 양호한 고용상황에 힘입어 증가세를 유지하였음. 향후에는 대미 무역협상 관련 불확실성이 지속되는 가운데 소비세율 인상(8→10%, 2019.10월 예정)으로 소비 증가세도 둔화될 것으로 예상됨.

중국은 성장 둔화흐름이 이어질 전망이다. 미국과의 무역분쟁 등에 따른 기업과 가계의 심리위축으로 성장모멘텀이 약화되는 모습이나, 정부의 적극적 경기부양책 등으로 급격한 성장 둔화 가능성은 낮을 것으로 예상됨.

기타 신흥국의 경우 금년 중에는 성장세가 다소 약화될 전망이다. 아세안5국은 수출 부진으로 다소 완만한 성장세를 나타낼 것으로 예상됨. 미·중 무역분쟁이 지속됨에 따라 대중국 수출을 중심으로 수출 둔화가 이어질 가능성이 있는 반면, 소비는 저인플레이션에 따른 실질임금 상승, 사회보장지출 확대 등에 힘입어 양호한 증가세를 지속할 것으로 예상됨. 인도는 정치적 불확실성이 완화된 가운데 확장적 거시정책 등에 힘입어 성장세가 점차 확대될 전망이다. 모디 정부는 재집권 이후 농촌경제 지원 및 인프라 투자 확대, 정책금리 인하 등 확장적 거시정책을 연이어 추진 중에 있음. 한편 브라질 및 러시아의 경우 내수 부진이 이어지면서 당분간 낮은 성장세를 보일 전망이다. 브라질은 연금개혁과 관련한 불안 등으로 투자와 소비가 부진한 모습임. 러시아는 부가가치세 인상(2019.1월)과 물가 불안에 따른 실질소득 감소가 소비를 제약하고 있음.

나. 국제유가

국제유가는 최근 두바이유 기준으로 60달러대 중반 수준에서 등락하였음. 미·중 무역분쟁 지속, 글로벌 경기 부진 등에 따른 수요 둔화 우려는 하방요인으로, 중동지역 지정학적 리스크 증대 등은 상방요인으로 각각 작용하면서 유가 변동성이 확대되었음. 향후 국제유가는 세계경기 둔화의 영향으로 금년 중 석유수요 증가율이 최근 5년내 최저 수준으로 낮아질 것으로 전망되는 등 수요 둔화의 영향을 주로 받으면서 약세기조가 이어질 것으로 예상됨. 주요 전망기관은 금년 중 국제유가(브렌트유 기준)가 배럴당 60달러대 중반 수준을 나타낼 것으로 전망하였음.

다. 주요 전망 전제치

세계경제 성장률은 주요국의 경기상황을 반영하여 금년 중 3.2%, 내년 중 3.4%로 전제하였음. 세계교역 신장률은 금년 중 2.2%, 내년 중 3.1%로, 원유도입 단가는 금년과 내년 중 각각 배럴당 66달러와 64달러로 전제하였음.

2. 거시경제 전망

가. 경제성장

민간소비는 완만한 증가흐름을 보이겠으나 가계소득 증가세 둔화, 소비심리 개선 지연 등으로 지난해보다 증가율이 낮아질 전망이다. 가계소득은 제조업 고용 부진이 지속되는 가운데 명목임금 상승률도 낮아지면서 증가세가 둔화될 것으로 예상됨. 소비심리는 미·중 무역분쟁에 따른 불확실성 증대, 경기둔화 우려 등으로 지난해 말 이후의 약세가 당분간 이어질 것으로 보임. 다만 정부 이전지출 확대 등은 가계의 소비여력 증대를 통해 민간소비의 증가흐름을 일부 뒷받침할 것으로 예상됨.

설비투자는 금년 중 IT부문 업황 부진, 미·중 무역분쟁에 따른 불확실성 증대 등으로 지난해에 이어 감소하겠으나, 내년에는 반도체경기 회복 기대, 글로벌 불확실성 완화 등으로 증가 전환할 전망이다. IT부문은 금년 중 반도체경기 회복 지연 등으로 감소폭이 확대되겠으나 내년에는 증가 전환할 것으로 예상되며, 비IT부문은 글로벌 수요부진, 불확실성 확대 등에 따라 유지·보수 중심으로 투자가 이어질 전망이다.

지식재산생산물투자는 증가세를 지속할 전망이다. 민간 R&D투자 증가세는 기업 매출액 증가율 둔화 등으로 금년 중 다소 제약되겠으나 내년에는 신산업 부문을 중심으로 확대되겠으며, 공공 R&D투자는 정부 R&D예산 확대 등이 증가요인으로 작용할 전망이다. 기타지식재산생산물투자는 신기술 기반 소프트웨어 수요 확대, 정부의 플랫폼경제 확산 노력 등에 힘입어 양호한 증가세를 보일 것으로 예상된다.

건설투자는 주거용 건물건설을 중심으로 감소세가 지속될 전망이다. 주거용 건물은 선행지표 부진을 감안하면 내년까지 큰 폭의 감소세가 이어질 것으로 예상되고, 비주거용 건물은 상업용 건물을 중심으로 부진하겠으나 생활 SOC 투자 확대 등으로 부진이 점차 완화될 전망이다. 한편 토목은 발전소 건설을 중심으로 민간부문 SOC투자가 진행되는 가운데 정부의 민간 토목사업 신속추진 지원, 노후 기반시설에 대한 안전투자 확대 등에 힘입어 부진이 점차 완화될 것으로 예상된다.

상품수출은 지난해에 비해 증가세가 상당폭 둔화될 것으로 예상됨. 통관수출의 경우 IT 수출이 반도체단가 하락세가 지속되면서 상당폭 감소하겠으며, 비IT

수출도 감소세를 지속할 전망이다. 향후 수출 전망경로에는 반도체경기, 미·중 무역 분쟁, 일본의 수출규제 조치 등이 주요 리스크요인으로 잠재되어 있음.

이에 따라 GDP 성장률은 2019년 2.2%, 2020년 2.5% 수준을 나타낼 전망이다. 국내경제는 금년 중 재정정책이 확장적으로 운용되겠으나 민간소비 증가세가 다소 둔화되고 투자와 수출이 부진할 것으로 전망됨. 내년에는 민간부문의 부진이 완화되면서 금년에 비해 성장 흐름이 나아질 것으로 예상됨.

향후 성장전망 경로의 불확실성은 높은 상황임. 미·중 무역협상 타결에 따른 불확실성 완화 등은 상방 리스크로, 글로벌 무역분쟁 심화, 일본의 수출규제 장기화에 따른 생산차질 가능성 등은 하방 리스크로 잠재되어 있음.

나. 고 용

취업자수는 서비스업을 중심으로 증가세가 지속될 전망이나 제조업과 건설업의 업황 부진이 제약요인으로 작용할 것으로 예상됨. 금년 2/4분기 중 취업자수 증가폭(전년동기대비)은 23.7만명으로 전분기(17.7만명)보다 확대되었음. 서비스업 고용은 정부의 일자리 지원 확대, 외국인 관광객수 회복 등에 힘입어 꾸준히 증가할 것으로 예상됨. 제조업 고용은 전기·전자를 포함한 상당수 업종에서 업황 부진이 지속됨에 따라 감소세가 이어지고, 건설업 고용은 건설경기 조정의 영향으로 지난해 수준에 머무를 전망이다. 이에 따라 취업자수는 금년 중 20만명, 내년에는 18만명 증가할 전망이다. 실업률은 금년 중 3.9%, 내년에는 3.8%로 예상됨.

다. 물 가

금년 중 소비자물가 상승률은 수요측 물가 상승압력이 약화된 가운데 국제유가 및 농축수산물 가격 등 공급측 요인과 정부정책 측면에서 물가 하방압력이 증대됨에 따라 크게 둔화될 전망이다. GDP갭률이 마이너스 수준을 지속할 것으로 전망되는 등 수요측 물가 상승압력이 약할 것으로 예상됨. 수입물가는 지난해보다 낮은 국제유가, 글로벌 성장세 둔화 등으로 당분간 낮은 오름세를 보일 전망이다. 정부정책 측면에서도 고교 무상교육 시행, 전기료 누진세 개편, 개소세 인하 연장 등으로 물가 하방압력이 확대될 것으로 예상됨. 내년에는 공급측 하방압력이 완화된 가운데 간접세 인하 종료 등으로 정부정책의 영향도 줄어들면서 물가상승률이 금년보다 높아지겠으나 오름세는 지난 전망에 비해 완만할 것으로 예상됨. 이에 따라 소비자물가는 금년과 내년 중 각각 0.7%, 1.3% 상승할 전망이다.

근원인플레이션율(식료품·에너지 제외 지수 기준)은 각각 0.8%, 1.2% 상승할 전망이다.

라. 경상수지

경상수지는 흑자기조가 유지되겠으나 상품수지를 중심으로 지난해에 비해 흑자규모는 축소될 전망이다. 상품수지는 원자재·자본재 수입 감소에도 불구하고 수출여건 악화로 주력 품목의 수출이 줄면서 흑자폭이 축소될 것으로 예상됨. 서비스수지는 적자흐름을 이어가겠으나 여행·운송수지 개선 등으로 적자폭은 축소될 전망이다. 이에 따라 경상수지 흑자규모는 2019년 중 590억달러, 2020년 중 585억달러로 전망되며, GDP대비 경상수지 흑자 비율은 금년 3%대 중반, 내년 3%대 초반을 기록할 것으로 예상됨.

II. 외환·국제금융 동향

1. 국제금융시장

가. 주요 금융시장

주요 금융시장은 주요국 중앙은행의 완화적 통화정책 기대 강화에 힘입어 대체로 안정된 모습을 보였음.

미국 등 선진국 국채금리가 하락한 후 반등한 가운데 주가의 상승세가 이어졌으며 미달러화는 소폭 약세를 보였음.

미 연준의 금리인하에 대한 시장의 기대가 높은 수준을 지속하였으며 장단기 금리차 역전폭은 7월 들어 상당폭 축소되었음. 국제금융시장 금융여건은 대체로 완화적이었음.

나. 신흥국

중국은 미·중 무역협상 기대 변화에 주로 영향 받으며 금리가 하락하였으며 주가 및 위안화 가치는 반등하였다가 7월 들어 반락하였음. 여타 신흥국은 국제금리가 하락하는 가운데 주가 및 통화가치가 상승하였음.

다. 글로벌 펀드

선진국 펀드는 채권자금의 유입세가 이어진 반면 주식자금이 6월 중 유입된 후 7월 들어 유출되었음. 신흥국 펀드는 주식자금 유출이 지속되었으나 채권자금이 6월 이후 유입 전환하였음.

2. 국내 외환부문

가. 외환시장

원/달러 환율은 미·중 무역협상 기대, 완화적 FOMC 영향 등으로 큰 폭 하락한 후 7월 들어 반등하였음. 명목실효환율은 6월 중 상승 후 반락하였음.

나. 외화자금시장

6월 중 국내은행의 대외 외화차입여건은 KP 스프레드가 낮은 수준을 지속한 가운데 CDS 프리미엄 및 외화차입 가산금리도 하락하는 등 양호한 모습을 보였음.

거주자 외화예금은 환율 등락에 따라 6월 중 증가하였다가 7월 들어 소폭 감소하였음. 외환스왑레이트(3개월물)는 내외금리차 축소, 양호한 외화자금 사정 등의 영향으로 상승하였음.

다. 외환 유출입

6월 중 외환은 무역거래 흑자 축소 등으로 경상거래 순유입이 감소하였으나 외국인 증권투자 큰 폭 증가에 힘입어 자본거래 순유출이 더 큰 폭으로 감소하면서 유입규모가 확대되었음.

라. 외국인 증권투자자금

주식자금은 미·중 무역협상 재개 기대에다 저가 매수세 등으로 유입 전환하였으며, 채권자금은 주요국 통화정책 완화 기대, 차익거래 유인 등의 영향으로 대

규모 유입된 후 7월 들어 통안증권 만기도래 등으로 소폭 유출되었음.

마. 외환보유액

6월 말 외환보유액은 전월말 대비 11.0억달러 증가한 4,030.7억달러를 기록하였음.

III. 금융시장 동향

1. 자본시장

가. 시장금리

국고채금리는 6월 이후 국내외 통화정책 완화 기대, 주요 경제지표 부진 등으로 하락하였음.

회사채 신용스프레드는 모든 등급에서 소폭 확대되었음.

통안증권(91일) 및 은행채(3개월) 금리 등 단기시장금리는 장기금리 하락의 영향 등으로 하락하였음.

나. 주가

코스피는 6월 중 주요국의 완화적 통화정책 기대 강화, 미·중 정상회담 기대 등으로 상승하다가 7월 들어 일본의 반도체소재 수출 규제, 미·중 무역협상 관련 불확실성 재부각 등으로 하락하였음.

다. 외국인 국내증권 투자

외국인의 국내 채권투자는 6월 중 큰 폭 증가하였다가 7월 들어 소폭 감소하였음. 주식투자는 6월 중 주요국의 완화적 통화정책 및 미·중 무역협상 재개 기대 등으로 순매수 전환하였으며 7월에도 순매수기조를 이어갔음.

2. 신용시장

가. 여수신금리

6월 중 은행 여신금리(신규취급액 기준)는 주요 지표금리 급락의 영향으로 가계대출 금리를 중심으로 큰 폭 하락하였음. 가계대출 금리의 경우 주택담보대출 금리가 장기지표금리 움직임을 반영하여 큰 폭 하락하였으며, 신용대출 금리는 저리대출 취급으로 더 큰 폭 하락하였음. 기업대출 금리도 대기업과 중소기업 모두 하락하였음.

수신금리도 하락하였으나 여신금리가 수신금리보다 더 크게 하락함에 따라 여수신금리차는 축소되었음.

나. 여신

6월 중 은행 가계대출은 전월보다 증가규모가 확대되었음. 주택담보대출은 전세자금대출 증가세가 지속되는 가운데 수도권 아파트 입주물량 증가 등의 영향으로 집담대출이 상당폭 늘면서 증가규모가 확대되었음. 기타대출은 계절적 소비자금 수요 둔화 등으로 증가폭이 축소되었음.

은행 기업대출은 계절적 요인으로 전월보다 증가규모가 축소되었음. 대기업대출은 분기 말 재무비율 관리를 위한 일시상환 등으로 감소로 전환하였으나, 중소기업대출은 은행들의 중소기업에 대한 적극적인 대출 취급 노력 등으로 증가세가 유지되었음.

기업의 직접금융을 통한 자금조달은 회사채를 중심으로 꾸준히 증가하였음. 회사채는 건조한 투자수요, 조달금리 하락 등 양호한 발행여건에 힘입어 순발행 규모가 확대되었음. 다만 CP·전자단기사채는 분기 말 일시상환, MMF 수신 감소 등으로 순상환되었음.

은행의 가계대출 연체율(2019.5월 말 기준)은 전월과 같은 낮은 수준을 유지하였음. 반면 기업대출 연체율은 전월보다 소폭 상승하였음.

3. 유동성 및 자금흐름

가. 통화

6월 M2증가율(전년동월대비, 평잔 기준)은 민간부문을 통한 통화공급 확대에도 국외부문 등의 통화공급 축소로 전월과 비슷한 수준을 유지한 것으로 추정됨.

나. 수신

6월 중 은행 수신은 큰 폭 증가하였음. 수시입출식예금은 정부 재정집행 확대에 기업예금이 늘어나면서 큰 폭 증가하였으며, 정기예금은 지방정부 자금 유출에도 일부 은행의 예대율 관리를 위한 예금 유치 노력으로 소폭 증가하였음.

자산운용사 수신은 상당폭 증가하였음. MMF가 분기 말 요인으로 소폭 감소하였으나 채권형펀드 및 기타펀드가 증가세를 지속하였음.