

2015년 도 제3차

금융통화위원회(정기) 의사록

한 국 은 행

1. 일 자 2015년 2월 17일(화)
2. 장 소 금융통화위원회 회의실
3. 출석위원 이 주 열 의 장 (총재)  
하 성 근 위 원  
정 해 방 위 원  
정 순 원 위 원  
문 우 식 위 원  
함 준 호 위 원  
장 병 화 위 원 (부총재)

4. 결석위원 없 음

5. 참 여 자 송 재 정 감 사 강 준 오 부총재보  
허 재 성 부총재보 서 영 경 부총재보  
이 흥 모 부총재보 김 민 호 부총재보  
채 선 병 외자운용원장 최 운 규 경제연구원장  
조 정 환 금융안정국장 윤 면 식 통화정책국장  
허 진 호 금융시장국장 홍 승 제 국제국장  
전 승 철 금융통화위원회실장 박 성 준 공보관  
박 철 원 의사팀장

## 6. 회의경과

### 가. 의결안건

#### <의안 제5호 — 통화정책방향>

(1) 전일 개최된 동향보고회의에서 조사국장이 보고 제17호 - 「국내외 경제 동향」, 국제국장이 보고 제18호 - 「외환·국제금융 동향」, 그리고 금융시장국장이 보고 제19호 - 「금융시장 동향」에 대하여 보고하였음.(보고내용 : 별첨)

(2) 본회의에서는 의장이 「한국은행법」 제28조에 따라 의안 제5호 - 「통화정책방향」을 상정하고 전일 보고내용을 접수하였음.

### (3) 위원 토의내용

「국내외 경제동향」과 관련하여 일부 위원은 최근 실물경제 흐름에서 특별히 유의해야 할 변수는 수출과 물가라는 견해를 피력한 후, 수출의 경우 지난해 4/4 분기에 이어 금년 1월에도 그간의 호조세가 악화되는 기미를 보이고 있다는 점에 유의할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 지난 1월에 발표한 물가전망에 얽매이지 말고 새로운 상황을 반영하여 물가전망을 유연하게 조정해 나갈 필요가 있다는 의견을 나타내면서, 비록 생산자물가의 소비자물가에 대한 선행지표로서의 유용성이 상당히 낮아졌지만 최근 수요가 위축되어 있는 상황이기 때문에 생산자물가의 큰 폭 하락이 소비자물가에 영향을 줄 가능성이 높다는 점, 각국의 완화적 통화정책이 원화절상 압력으로 나타날 수 있다는 점 등을 고려해 볼 때 향후 물가의 하방리스크가 높아진 것으로 보인다는 의견을 제시하였음.

또한 동 위원은 고용사정 분석시 취업자수 통계에 의존하기보다는 대학 졸업자의 취업률, 취업경쟁률 등을 통해 고용시장의 질적인 변화를 파악하고 우리 경제에 미치는 함의를 분석하는 노력이 필요하다는 의견을 덧붙였음.

다른 일부 위원은 고용부문에 대한 보다 심층적인 분석이 필요한 시점이라는 의견을 나타낸 후, 관련부서에서 추정한 실업률갭 추이와 관련하여 2014년중 실업률 실적치가 추세치를 상당 폭 상회한 것으로 나타난 배경이 무엇인지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 실업률갭이 2014년중 높아진 것으로 추정된 것은 경제활동참가율이 높아진 데 주로 기인하기 때문이며, 이를 감안하면 긍정적인 측면이 내포되어 있다고 답변하였음.

또 다른 일부 위원은 내수·수출 양 부문에서 경기 회복세가 미약하고 인구구조, 가계부채, 소득 등 가계 소비여건의 개선이 미약한 가운데 내수 부진, 세계경기 회복의 불투명, 수출선도 산업의 글로벌 경쟁심화 등으로 투자심리의 회복이 미약한 상황이라는 의견을 나타내고, 이러한 맥락에서 IMF-한국 연례협의 결과 발표문에서 지적하고 있는 ‘자기강화적 하방 동력(a self-reinforcing downside

dynamic)이 확산될 리스크'에 유의하면서 지속가능한 성장 모멘텀 확보를 위해 노력할 시점이라는 견해를 피력하였음.

이어서 동 위원은 지난해 4/4분기 중 경기부진이 일시적인 것인지 아니면 항구적인 것인지 판단하기 이른 시점인 만큼 단기적으로는 경제주체들의 심리 변화에 주목할 필요가 있다는 견해를 제시하면서 최근 경기전망 CSI가 개선되고 있지만 BSI는 여전히 부진한 모습을 보이고 있는 배경을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 BSI와 CSI가 상반된 모습을 보이고 있는 것은 기업이 가게보다 대외 불확실성에 더 민감하게 반응하고 있다는 점과 전망시계(BSI 1개월, CSI 6개월)가 서로 다르다는 점 때문이라고 답변하였음.

또한 동 위원은 최근 저물가가 지속되고 있는 데에는 높은 가격수준으로 인한 기저효과가 작용하여 가격상승률을 낮추고 있다는 점과 가격이 높아진 품목의 수요가 상대적으로 더 크게 감소되어 동 품목의 추가 가격상승을 제한하고 있다는 점이 작용하고 있다는 외부의 연구결과를 소개하고, 저물가 지속에도 불구하고 실질소득 증가에 따른 소비 진작 효과가 가시화되지 않고 있는 배경을 물은 후, 최근 각종 물가 하락으로 디플레이션 위험이 높아진 것 같다는 우려를 표명하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 실질소득 증가에도 불구하고 소비 진작이 미흡한 것은 가게부채 누증, 낮은 서비스업 생산성 등 소득여건 개선이 제약되고 있는 가운데 소비심리도 회복이 지연되고 있기 때문이라고 답변하였음.

아울러 동 위원은 1월중 생산자물가(-3.6%) 및 수입물가(-19.2%)의 하락이 향후 근원물가의 하락으로 이어질 수 있고 기대인플레이션 조사에서 향후 인플레이션이 2% 이하일 것으로 응답한 비율이 전월에 비해 높아진 것을 감안해 보면 기대인플레이션이 과거 사례와 같이 빠르게 하락할 가능성이 있다는 견해를 밝혔다.

한편, 동 위원은 Riksbank가 최근 금리를 인하하면서 정상적인 시기에는 유가 하락의 인플레이션에 대한 영향이 제한적인 반면 저인플레이션 시기에는 기대인플레이션의 하락을 초래할 수 있다고 강조한 사례를 소개한 후, 지난해 7월 이후 본격화된 국제유가 하락의 국내 물가에 대한 영향이 금년 상반기까지 지속되고 결국 시차를 두고 기대인플레이션에도 반영될 수 있는 만큼 커뮤니케이션 강화 등을 통해 기대인플레이션 관리에 노력해야 한다는 의견을 제시하면서 수입 및

생산자물가 등 전반적인 물가하락이 기업, 가게, 국민후생 등에 어떤 영향을 주고 있는지, 기대인플레이션과 근원물가간의 상관관계가 과거에 비해 약화된 배경이 무엇인지 분석할 필요가 있다는 견해를 덧붙였다.

이어서 동 위원은 관련부서에서는 최근의 수출 부진이 국제유가 하락에 따른 석유류의 수출 감소, 즉 단순한 경기적 요인에 크게 기인한 것으로 평가하고 있으나, 글로벌 금융위기 이후 세계교역 성장률의 하락을 가져온 구조적 요인들 - 중국의 내수 위주 성장전략, 미국의 에너지 및 제조업 부문 경쟁력 강화에 따른 글로벌 공급체인(global supply chains) 팽창의 감속, 수입유발 효과가 큰 선진국의 투자 위축 등 - 이 우리 수출에 미치고 있는 구조적 영향에 대한 분석이 필요해 보인다는 의견을 나타낸 후, 우리나라의 경우 '제조업 수출을 통한 성장 의존도가 높고 이는 향후 지속가능하지 못할 가능성이 있다'는 IMF 협의단의 지적(IMF-한국 연례협의 결과 발표문)에 유의해야 한다는 견해를 피력하였음.

한편, 일부 위원은 2013년 하반기 이후 우리나라의 수출단가가 크게 하락한 것은 환율의 영향이 크다고 강조하고, 특히 지난 4/4분기 우리나라의 대일 수출과 대EU 수출이 엔화와 유로화 약세로 크게 감소한 반면 일본의 실질수출은 추가 양적완화의 영향으로 2014년 하반기 이후 상당한 호조를 보이고 있다고 평가한 후, 이러한 점을 고려해 볼 때 엔화 절하가 우리 경제에 미치는 부정적 영향을 더 이상 간과하기 어려운 상황이라는 견해를 밝히면서 지역별·산업별 수출단가 및 물량의 추이를 세밀히 점검할 것을 당부하였음.

이어서 동 위원은 국제유가의 높은 변동성이 국내물가에 상당한 영향을 미치고 있다는 점과 금년 말에 물가안정목표를 새로이 설정해야 한다는 점을 지적하면서 전망기관의 국제유가 전망치를 수용하기보다는 당행 자체적으로 국제유가를 전망하는 노력(예: 현물 및 선물시장의 정보를 이용한 국제유가 전망)이 필요하다는 의견을 나타낸 후, 그간 체결된 한·미, 한·EU FTA가 물가에 구조적인 영향을 미치고 있을 수 있다는 점에 주목하여 이를 분석할 필요가 있다는 의견을 덧붙였다.

또한 동 위원은 원유의 선물가격이 현물가격을 상회하고 있는 원유시장상황(contango)은 내년중 국제유가가 완만하나마 상승할 가능성이 높음을 시사한다고 언급하면서, 만일 내년에 국제유가가 상승하게 되면 기저효과 등으로 인해 물가

상승폭은 지금까지의 물가하락폭보다 비대칭적으로 크게 나타날 것이라는 견해를 피력하고, 이러한 점을 감안해 보면 사회에서 제기되고 있는 디플레이션 및 기대 인플레이션 하락에 대한 우려는 과도해 보인다는 의견을 제시하였음.

이와 관련하여 다른 일부 위원은 과거 국제유가 변동이 국내물가에 미친 영향을 분석하여 참고할 필요가 있다는 견해를 덧붙였다.

아울러 동 위원은 금년 중 저유가에 더하여 원화가 절상되면 소비자물가 상승률이 상당히 낮을 것인데, 내년 중 국제유가가 상승하는 가운데 원화가 다소간 절하될 경우 소비자물가 상승률이 상당히 높아질 가능성이 있다는 우려를 표명하면서 이러한 점을 유념해야 한다는 견해를 제시하였음.

끝으로 동 위원은 지난 2010년 11월 서울 G20 정상회담에서 급격한 환율변동성과 무질서한 환율의 움직임에 유의하겠다는 주요 선진국들의 약속이 더 이상 지켜지지 않고 있다고 강조하면서 환율 변동성이 한계상황에 이르렀다는 견해를 피력하였음.

다른 일부 위원은 2012년 이후 4/4분기 경제성장률이 재정부문의 세수결손으로 낮아지고 그 기저효과와 가용재정의 조기 집행으로 1/4~3/4분기 경제성장률이 원래 흐름보다 호전되는 패턴이 반복되고 있어 경기흐름의 판단과 성장경로 전망에 불확실성을 높이고 있는 점을 감안해 볼 때 경기흐름을 정확히 판단하기 위해서는 전기대비 성장률보다는 전기대비 성장률의 이동평균이나 전년동기대비 성장률의 흐름을 보는 것이 타당하다는 견해를 피력하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 전기대비 성장률이 경기판단 지표로서의 장점이 있으나 특정 분기에 지속적인 교란요인이 발생한다면 위원의 지적대로 전년동기대비 성장률을 함께 고려하는 것이 바람직하다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 정부 세수의 영향을 제외하고 경기흐름을 파악하는 노력이 필요하다는 의견을 덧붙였다.

이어서 동 위원은 전년동기대비 GDP 성장률 및 분기별 GDP 순환변동치 기준으로 보면 소비 및 투자가 뚜렷이 개선되지 않는 이상 금년 중 우리 경제가 당초 전망경로를 유지할 수 있을지 자신할 수 없는 상황으로 판단되는 반면, 12월 실물경제지표 기준으로 보면 소매판매와 설비투자가 2개월 연속 증가한 데다 재고가 줄고 있는 가운데 제조업 가동률이 높아지고 있어 경기둔화의 흐름이 반전

되고 있을 가능성이 있는 것으로 판단되어 우리경제가 지난 4/4분기 성장률 충격에서 벗어나고 있는지 여부를 판단하기 어려운 상황이라는 의견을 제시하였음.

또한 동 위원은 GDP 속보치가 다음 분기 초에 나오기 때문에 경기흐름의 변화를 적시에 감지하고 이를 통해 통화정책을 선제적으로 실행하는 데 상당한 애로가 있는 만큼 GDP를 해당 분기에 예측하고 동 자료를 통화정책의 참고지표로 활용할 필요가 있다는 견해를 밝혔음.

아울러 동 위원은 1월중 CPI 상승률은 전월과 동일한 0.8%에 그쳤으며, 담뱃값 인상효과 제외 시 0.2%까지 하락하였지만 근원물가상승률은 담뱃값 인상효과 제외 시 농산물·석유류 제외 1.7%, 식료품·에너지 제외 1.5%를 기록하여 최근의 하락세가 주춤한 모습을 보였다고 지적하면서, 이와 같은 근원인플레이션 상승의 배경(예: 내수회복에 따른 수요측 압력)과 향후 전망을 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 근원인플레이션을 품목별로 보면 집세, 교육관련 서비스요금 등의 영향이 크게 반영되었다고 답변한 후, 지난 1월 전망시 금년 중에 마이너스 GDP갭이 점차 축소됨에 따라 근원인플레이션이 조금씩 오를 것으로 예상하였다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 보다 다양한 지표를 활용해 근원인플레이션 추이를 파악해야 한다는 의견을 덧붙였음.

끝으로 동 위원은 일반인대상 기대인플레이션 조사에서 2% 미만 예측비중이 4개월 연속 높아지고 있다는 점, 전문가 기대인플레이션과 물가연동국채 기대인플레이션이 하락한 점, 장단기 금리차가 낮은 수준이라는 점 등을 감안하면, 신뢰할 만한 중장기 기대인플레이션 지표가 없어서 단정하기 어렵지만, 기대인플레이션의 불안정성이 높아지고 있는 것 같다는 의견을 나타낸 후, 이러한 점을 감안해 볼 때 일반인 기대인플레이션 지표를 이용한 관련부서의 유가하락 파급효과 분석에는 편의(bias)가 있을 수 있다는 의견을 제시하면서 다른 국가의 사례를 참고하여 중기적인 기대인플레이션 지표를 개발할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

또 다른 일부 위원은 최근 경기선행지수 순환변동치가 상승세를 이어가고 있으나 경기동행지수는 횡보하고 있어, 경기선행지수가 저점을 기록한 후 2~7개월 정도의 시차를 두고 경기동행지수가 저점을 지나 상승세로 돌아섰던 과거 경험에

비추어 보면 이례적이라 할 수 있지만, 경기동행지수가 현재 회복세가 뚜렷하지 않은 내수관련 변수들(예: 광공업 생산지수, 서비스업 생산지수, 건설기성액, 소매 판매액지수) 위주로 구성되어 있는 반면 경기선행지수는 동 내수지표 이외에 그동안 큰 폭의 변동을 보여 왔던 대외 가격지표들(예: 국제원자재 가격, 수출입물가비율)을 포함하고 있기 때문에 두 지수의 관계가 과거와 다르게 나타나는 것이라는 의견을 나타낸 후, 결국 향후 경기동행지수의 개선 여부는 국제유가 하락이 내수부문의 회복에 기여하는 정도에 달려있는 만큼 이에 유의하여 국제유가의 향후 움직임 및 이것이 우리 경제에 미치는 파급영향을 면밀히 분석할 필요가 있다는 견해를 덧붙였다.

이어서 동 위원은 고용상황 평가와 관련하여 지난해 매월 취업자수 증가폭이 상당히 컸던 데에 따른 기저효과가 계속 작용하면서 전년동월대비 취업자수 증가폭이 앞으로 크지 않을 수 있다는 점, 생산가능인구(15~64세)가 2016년을 정점으로 감소할 것으로 추정됨에 따라 취업자수의 증가폭 축소 또는 감소가 추세적 현상으로 이어질 가능성을 배제할 수 없다는 점 등을 고려해 보면 금통위 통화정책 방향 의결문에서 취업자수만으로 고용상황을 평가하는 데에는 한계가 있을 수 있다는 점을 지적하고, 이러한 맥락에서 관련부서에서 취업자수 이외에 실업률갭을 추가하여 고용상황을 분석한 것은 시의적절하다고 평가하면서 앞으로도 고용상황에 대해 체계적인 분석이 이루어질 수 있도록 계속 노력할 것을 당부하였음.

「외환·국제금융 동향」과 관련하여 일부 위원은 금년 들어 다수의 주요국 중앙은행들이 경쟁적으로 통화완화 정책을 결정함에 따라 그간 지속되어 온 미 연준의 정책금리 인상 기대와는 다른 양상의 영향이 있을 수 있다는 견해를 피력한 후, 이러한 국제금융 환경변화가 우리 경제에 미치는 파장에 대해 외국인 채권투자자금의 향방 및 그 규모의 적정성, 관련 정책적 시사점 등에 유의하면서 면밀히 분석하는 것이 긴요하다는 견해를 피력하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 최근 국제금리가 상승하면서 내외금리차가 축소되었기 때문에 외국인 채권투자자금의 유입압력은 아직 높지 않다고 답변한 후, 미 연준의 정책금리(federal fund rate) 인상 시점 및 그 속도에 관한 뉴스 등에 채권 시장이 영향을 받을 수 있을 것으로 보인다고 설명하였음.

이어서 동 위원은 외국인 주식자금이 순유출을 보이고 있는 가운데 외국인 채권자금이 대체로 순유입세를 나타내고 있는 것은 국채 및 통안채의 신용리스크



가 낮은 데다 외국인 투자자가 원화가 절하될 가능성을 낮게 보고 있기 때문이라고 평가하고, 비록 미국 금리 인상이라는 제약 요인은 여전하지만 주요국의 통화 완화 정책이 외국인 채권투자자금의 국내 유입을 촉진하여 원화의 절상압력을 높일 수 있다는 우려를 표명하면서 적절한 대응방안을 고려하여야 한다는 의견을 나타내었으며,

이에 대해 관련부서에서는 외국인 채권투자자의 행태 변화를 면밀히 모니터링해 나가겠다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원회는 대외 여건이 변화하는 시점인 만큼 외국 중앙은행의 완화정책 추이 및 그 파급 영향을 심도 있게 분석할 필요가 있다는 점을 재차 강조하였음.

다른 일부 위원회는 관련부서에서 참고로 준비한 금년 중 주요국 중앙은행의 완화정책 실시 현황을 보면 ECB의 양적완화정책 실시 발표를 전후하여 여타 유럽 중앙은행이 정책금리를 인하하고 다른 국가들도 자국 상황에 맞추어 완화적 통화정책을 결정한 것으로 보인다고 평가한 후, ECB의 양적완화정책이 앞으로 다른 중앙은행들의 추가적인 완화적 통화정책으로 이어질 가능성이 있는지, 향후 외국 중앙은행들의 완화정책 결정 사례가 금년 1월만큼 빈번할 것으로 보는지 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 ECB의 양적완화정책은 주변국으로의 자본유입 및 해당국 통화가치의 상승을 초래하여 경제적 어려움을 초래할 가능성이 있기 때문에 비유로존 중앙은행들이 정책금리를 인하한 것으로 보고 있으며, 아시아 신흥시장국은 경제기초여건이 상대적으로 강건하기 때문에 통화정책의 완화 여부는 지켜볼 필요가 있다고 답변한 후, 외국 중앙은행들이 완화정책 결정 사례가 금년 1월만큼 빈번할 가능성은 제한적일 것으로 보고 있다고 첨언하였음.

이어서 동 위원회는 무역금융에 관한 각종 규정 및 제도가 변화된 무역 및 금융환경을 적절히 반영치 못할 경우 오히려 기업부문의 자금조달에 제약요인으로 작용할 수 있다는 점에 유의하여 관련 실태를 점검해 보는 것이 좋겠다는 의견을 제시하였음.

또 다른 일부 위원회는 최근 미국의 금리 인상에 관한 불확실성이 높아지면서 시장의 관심이 ‘인상 속도’에서 ‘인상 시점’으로 다시 옮겨가고 있다고 언급하면서

미 연준의 정책금리 인상시점에 대한 시장의 상반된 시각을 그 논거와 함께 상세히 소개한 후, 결국 미 연준의 정책금리 인상 시점은 데이터가 결정하겠지만 시장의 기대 변화에 따라 시장 변동성이 확대될 것인 만큼 체계적 정보 분석과 이에 대한 커뮤니케이션 확대가 중요한 과제라는 견해를 피력하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 미 연준이 많은 데이터를 참고하고 통화정책의 신뢰성 측면에서 시장과의 교감을 중시하면서 정책금리 인상시점을 결정할 것으로 보고 있다고 답변한 후, 미 연준이 고용 및 기대인플레이션 관련 지표의 향방, 국제유가 하락이 소비자에 미치는 영향, 재정부문의 경제성장 억제 효과(fiscal drag) 해소 등을 점검해 가면서 정책금리의 인상시점을 결정할 것으로 보고 있다고 설명하였음.

이어서 동 위원회는 최근 주요국 중앙은행들이 정책금리 인하 등 완화적 통화정책을 통해 디플레이션 파이터(deflation fighter)로서의 역할을 수행하고 있지만 그 결과 자국의 디플레이션 문제를 외국에 전가하는 문제(game of pass the parcel)를 초래하고 있다고 지적하면서, 주요국 중앙은행들의 정책결정 배경을 나누어 보면 유럽의 유로화 페그 국가들의 경우에는 ECB의 통화완화 정책으로 인한 캐리 트레이드(carry trade) 자금의 유입이 자국통화의 절상을 초래하는 것을 방지하는 차원에서, 호주나 캐나다 등은 원자재가격 하락 속에서 자국 국제수지의 방어 차원에서, 중국은 경기 및 물가상승 둔화에 대한 대응 차원에서 완화적 통화정책을 결정한 것으로 이해된다고 평가한 후, 이와 같은 주요국 사례가 우리 경제에 미치는 영향과 시사점을 분석할 필요가 있다는 견해를 제시하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 최근 완화적 통화정책을 결정한 국가의 대내외 경제여건 및 우리 경제에 미칠 영향을 면밀히 분석하겠다고 답변하였음.

또한 동 위원회는 현재 외국인 투자자금의 해외 유출 유인(예: 미국 금리인상 예상, 산유국 및 취약신흥국의 외환위기 가능성)과 국내 유입 유인(예: 주요국 중앙은행의 완화적 통화정책)이 병존하고 있으나 내외금리차 등을 고려해 보면 자본유출 압력이 높아지고 있는 상황으로 판단된다는 견해를 밝히고, 경제기초여건 측면에서 보면 글로벌 자금이 국내에 유입될 가능성이 있다는 시각이 있으나 경제기초여건이 양호하다는 근거로 통상 거론되는 경상수지 흑자, 외환보유액, 외국 중앙은행의 국내 채권투자 행태 등에는 한계가 있다는 취지로 발언한 후, 미 연준의 정책금리 인상시 우리나라 자본유출입에 어떤 영향이 있을지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 외국인의 국내 채권 및 주식 투자는 글로벌 요인에 크게 영향 받을 것이고, 국내 경제기초여건은 이러한 글로벌 요인의 영향을

일부 증폭하거나 상쇄하는 정도의 제한적인 영향을 미칠 것으로 보고 있다고 설명하고, 국제사회의 우리 경제기초여건에 대한 긍정적인 평가를 고려해 보면 갑작스러운 자본유출 보다는 자본의 유출과 유입이 반복되면서 우리 경제에 대한 시험(test)이 계속 이루어질 것으로 예상된다고 답변한 후, 만일 미국의 금리 인상이 글로벌 차원의 충격으로 확산될 경우에는 우리나라도 자본유출을 회피하기 어려울 수 있다고 첨언하였음.

아울러 동 위원은 내외금리차 축소가 해외금리 상승에 주로 기인하는 경우 채권 및 주식시장 모두에서 외국인 투자자금이 유출되고 원화 환율이 상승할 가능성이 높다는 관련부서의 과거 분석결과를 언급한 후, 만일 미 연준이 금년 중에 정책금리를 인상할 경우 미국과 우리나라의 금리 방향성에 차이가 발생하면서 외국자본의 급유출(sudden stop)이 발생할 가능성이 있을지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 금년 들어 상당수 국가에서 완화적 통화정책을 시행함에 따라 글로벌 달러화 유동성의 축소를 보완하는 측면이 있다는 점을 감안해 보면 비록 외국인 투자자금의 유출이 발생하더라도 급유출 양상은 아닐 것으로 보고 있다고 답변하였음.

끝으로 동 위원은 최근 원화환율이 경상수지보다는 자본수지에, 내외금리차보다는 투자수익률에 더 크게 영향받는 가운데 달러화 및 엔화의 움직임에 대한 민감도가 높아지는 모습이라고 평가한 후, 이러한 원화환율 결정 메커니즘 변화로 인해 외환시장에서 원화의 상대적 고평가가 누적될 경우 일종의 버블(bubble)을 형성해서 외국자본의 급유출에 노출될 수 있는 가능성이 있다는 우려를 표명하고, 외환시장의 안정을 도모하기 위하여 실물거래용 외환수요와 연기금, 보험 등 기관투자자의 해외투자용 외환수요가 적절히 분산되도록 유도하는 한편 보다 근본적으로는 정부와 협의하여 원화의 국제화를 재추진할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

한편, 일부 위원은 과거에는 미국, 일본, EU 등 주요국의 통화정책이 모두 완화적이었던 반면 최근에는 미국과 일본·EU의 통화정책 기조 간에 괴리가 있는 상황이기 때문에 국내 자본유출입의 양상이 과거와 상당히 다르게 전개될 것이라는 의견을 나타낸 후, 일본 및 EU계 외국인 투자자금은 특별한 변화가 있지 않는 한 국내에 유입될 가능성이 충분히 있는 반면 미국계 외국인 투자자금은 유출될 가능성이 높다는 견해를 피력하였음.

이어서 동 위원은 선진국간 환율의 변동성이 높아진 점 등을 감안하여 원화의 지역(예: 한·일, 한·EU, 한·미, 한·중)별 균형환율을 산출하여 환율문제 분석시 참고할 필요가 있다는 견해를 덧붙였음.

다른 일부 위원은 미국의 금리인상 기대가 국내 시장금리에 언제, 얼마나 반영될지가 초미의 관심사라고 언급하고, 만일 미 연준이 과거 사례에 따라 정책금리 인상시점 이전에 통화정책방향 결정문에서 ‘페이션트(patient)’ 문구를 삭제하게 되면 경제기초여건이 불안한 신흥국에서 자본유출이 발생할 가능성이 높다는 의견을 나타낸 후, 우리 경제의 경우 개방신흥국의 특성을 보유하고 있지만 최근 국내채권금리가 신흥국보다는 미국, 독일 등 선진국 채권금리에 더 동조화되는 경향이 있다는 점, 다른 신흥국보다 리스크 프리미엄(risk premium)이 상당히 낮아졌다는 점 등을 고려해 보면 미국의 금리인상에 따라 달러자금의 회수가 발생하더라도 유럽과 일본의 양적완화 지속에 따른 글로벌 유동성이 국내에 유입되면서 국내시장금리의 급격한 상승 압력이 완화될 수 있다는 견해를 피력하고, 이러한 점을 감안해 보면 향후 미국의 금리인상에도 불구하고 당행이 국내 경제상황에 초점을 두고 통화정책을 결정할 수 있는 여지가 넓어진 측면이 있어 보인다는 의견을 제시하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 위원의 언급대로 주요국의 완화적 통화정책이 미국의 금리상승에도 불구하고 우리 경제가 신흥국과 차별화될 가능성을 높인 측면이 있다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 러시아, 브라질, 터키 등 경제기초여건이 취약한 신흥국 뿐만 아니라 말레이시아, 중국에서도 자본이탈 조짐이 있다고 언급하면서 중국의 자본유출 가능성에 대한 상반된 견해 - 지난해 하반기 이후 중국에서 경상수지 흑자 및 직접투자 순유입에도 불구하고 외환보유액이 1,500억달러 감소한 것을 위안화 절상기대로 유입된 단기투기자금이 다시 유출된 결과로 해석하면서 향후 미 연준의 통화정책 정상화에 따라 중국에서 대규모 자본유출이 발생할 것으로 예상하는 견해와, 이를 달러 강세에 따른 여타 통화표시 자산의 평가손 때문에 외환보유액이 감소한 것으로 해석하면서 중국과 미국간 금리차가 상대적으로 높은 점 등을 들어 중국에서 자본유출이 발생할 가능성은 낮다고 보는 견해 - 를 소개한 후, 중국에서 대규모 자본유출이 발생할 가능성과 이에 따른 중국의 금융시스템 불안정성이 우리 경제에 미칠 영향에 대해 면밀한 점검이 필요하다는 견

해를 제시하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 중국이 우리나라의 최대 수출대상국인 만큼 중국의 자본유출입 상황에 유의하고 있다고 설명한 후, 중국 자본시장의 대외 개방도가 높지 않다는 점, 정부의 시장 통제능력이 강하다는 점, 그간 단기자금 유입에 대한 규제강화 조치가 시행되어온 점 등을 종합해 볼 때 아직은 중국에서 국제자본의 갑작스러운 유출이 발생할 가능성은 높지 않은 것으로 보고 있다고 답변하였음.

또한 동 위원은 개방신흥국인 우리 경제의 경우 실질환율이 통화정책 파급경로의 하나라고 강조하면서, 앞으로 중국이 위안화의 점진적인 절하를 용인하면서 통화정책을 보다 완화적으로 운용하게 될 가능성이 높은 가운데 미국의 금리인상, ECB의 양적완화 등 주요국 통화정책의 비동조화 지속이 원화 실질실효환율에 어떤 영향을 미칠지 점검할 필요가 있다는 의견을 제시하고, 경상수지 흑자를 고려하면 중장기적으로 실질실효환율의 절상은 불가피할 수 있겠으나 절상 속도가 너무 빠르거나 감내하기 어려운 정도로 균형수준을 이탈할 경우 실물경제에 미치는 부정적인 효과가 클 수 있다는 점에 유의하여 실질실효환율 추이에 대한 면밀한 점검이 필요하다는 의견을 나타내었으며,

이에 대해 관련부서에서는 금년 들어 대체로 원화의 실효환율이 절상 방향으로 움직이고 있다고 답변하였음.

이와 관련하여 동 위원은 원화가 달러화에 대해서 절하되더라도 주요 교역상대국의 통화가 상당히 절하된다면 원화의 실질실효환율에 절상압력으로 작용할 수 있다는 점에 유의할 필요가 있다는 견해를 덧붙였음.

또 다른 일부 위원은 최근 우리 경제의 대외 여건을 보면 금융시장의 변동성이나 실물경제 회복속도의 불확실성을 높일 수 있는 리스크 요인들이 갈수록 늘어나고 있다는 의견을 제시한 후, Fed의 정책금리 정상화, ECB의 양적완화 시행 등 주요국의 통화정책 변화, 국제유가, 산유국의 금융 불안, 중국의 성장세 약화 가능성, 우크라이나의 지정학적 리스크, 그리스 새 정부의 채무재조정 협상을 둘러싼 그렉시트(Grexit)라는 테일리스크(tail risk) 재부각, 일본과 유로 지역의 부분적인 경기개선 조짐 등을 열거하면서 이러한 해외 리스크 요인들은 각각의 영향이 서로 상쇄되기도 하겠지만 때로는 상승작용을 일으키면서 국내외 금융시장과 우리 경제에 큰 충격을 줄 수 있다는 점에 유의하여 이들 리스크 요인에 대한 모니터링과 영향 분석을 강화할 것을 당부하였음.

이어서 동 위원회는 관련부서에서 해외 충격에 효과적으로 대비하기 위한 대책의 하나로 외환건전성 부담금 제도 개편을 정부와 논의하고 있는 것으로 알고 있는데, 이번 제도개편의 핵심내용은 무엇인지, 외화자금 유출입의 안정화에는 어느 정도 기여할 수 있을지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 동 제도의 적용대상 기관을 기존의 은행권에서 여전사, 증권사, 보험사 등으로 확대하고 잔존만기 1년 미만인 외화부채에 대해서만 단일요율을 적용하여 부담금을 부과하는 한편 외화유동성 부족시에 원화로 납부할 수 있도록 허용하는 방안을 협의하고 있다고 설명하였음. 이어 외환건전성 부담금 제도는 자본유출을 억제하는 정책수단이라기 보다는 자본유입 단계에서 건전한 성격의 자본이 유입되도록 유도하고 외채구조의 건전화를 도모하기 위한 제도라고 답변하였음.

「금융시장 동향」과 관련하여 일부 위원회는 은행의 가계대출 증가규모가 비수기인 1월에도 상당히 높게 나와 지난해 하반기 이후의 증가세가 이어지고 있다고 평가하면서, 향후 가계대출 증가 추이를 전망하고 가계대출 증가의 긍정적인 효과(예: 경기활성화)와 부정적인 효과(예: 가계부채 부실)를 균형 있게 분석할 필요가 있다는 견해를 피력한 후, ‘가계부채 증가가 동일 수준의 가계 금융자산 증가로 이어지고 있어 단기적으로는 가계부채가 큰 위험요인은 아니다’라는 IMF 협의단의 의견에 대한 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 주택담보대출 자금이 주택구입용도로만 사용된다면 가계의 실물자산이 함께 늘어나기 때문에 관련 리스크가 상대적으로 적다고 볼 수 있다고 답변한 후, 이러한 맥락에서 동 대출 자금이 사업·생계자금으로 전용될 경우 장기적으로 상환 등의 문제가 있을 수 있다는 점에 유의하여 면밀히 모니터링하고 있다고 첨언하였음.

이어서 동 위원회는 우리나라 가계부채 문제의 특수성을 식별하려는 노력이 필요하다고 강조하면서 가계대출 관리에 대한 정책당국간 역할정립 등을 통해 가계부채로 인한 통화정책적 제약을 완화해 나가야 한다는 의견을 제시하였음.

다른 일부 위원회는 금리를 정책수단으로 운용하면서 통화량 추이를 통해 장기적인 신용변동 상황을 파악하고 있는 ECB 사례를 언급하면서 M2, Lf 등 주요 통

화지표 추이 변화를 분석하여 그 이면에 내재되어 있는 개별 금융상품에 대한 경제주체들의 선호 변화, 경기와의 상호 관련성(예: 통화지표의 경기 선행성, 통화지표의 내생성), 잠재적인 버블(bubble) 형성 가능성 등을 점검할 필요가 있다는 견해를 피력하였음.

이어서 동 위원은 우리나라 가계부채의 상당부분이 주택구입 및 전세와 연관성이 높다는 점을 감안할 때 지난해 하반기 이후 정부의 주택금융정책이 가계부채 및 금융안정에 미치는 영향을 점검할 필요가 있다는 의견을 나타낸 후, 예를 들어 정부가 추진하고 있는 수익공유형 주택대출상품의 경우 부동산거래 활성화 및 금융소비자의 선택 확대라는 효과가 기대되지만 가계부채 총량 증가, 변동금리부 대출 확대라는 리스크 요인도 있다고 평가하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 수익공유형 은행대출상품과 관련하여 전세난 완화, 주택매매시장 활성화 등에 기여하는 측면이 있겠지만 주택가격이 하락할 경우 참여 보증회사가 손실을 부담할 가능성이 있으며, 만약 모든 은행이 동 상품을 취급하게 될 경우에는 가계부채 총량을 증가시키는 요인으로도 작용할 가능성이 있다고 답변하였음.

또한 동 위원은 우리 경제의 당면과제인 구조조정이 원활히 추진될 수 있도록 관련 금융인프라를 점검·확충할 필요가 있다는 의견을 개진한 후, 한계기업, 부실채권 등의 구조조정 관련 금융인프라 개선과제를 다음과 같이 지적하였음.

상장기업 매출액 영업이익률, 이자보상비율 추이를 보면 기업구조조정 수요가 해소되지 않고 오히려 늘어나고 있음. 따라서 자원배분의 효율성 제고를 위해서 한계기업 구조조정 원활화를 위한 금융시장 인프라를 지속적으로 점검·개선해 나가야하며, 이 과정에서 은행의 부실기업 포용(forbearance) 경향, M&A시장의 평가 기능 미흡, 사모펀드의 역할 미진 등의 문제점을 해결하는 노력이 필요함.

아울러 부실채권의 구조조정과 관련하여 고수익채권시장의 형성이 부진(예: 2014년중 발행된 자산유동화증권의 기초자산 구성에서 부실채권의 비중은 11.3%임)한 요인, 관련인프라 개선방안 등을 검토하여 관련당국과 공유할 필요가 있음.

한편, 동 위원은 이상과 같이 구조조정 관련 금융인프라가 미비한 데에는 국내 자본시장의 미성숙에도 그 원인이 있다는 견해를 밝히면서, 국내 자본시장(local capital market)의 발달은 자금배분의 효율성 제고, 금융기관의 위험관리 수단 확대뿐만 아니라 통화정책 수행 여건 개선(예: 성숙한 자본시장은 중앙은행의 양적완화정책 실행을 뒷받침함. 경제전반의 유동성조절시 신용정책을 사용하는

것은 자본시장의 제약 때문이기도 함)을 통해 중앙은행의 선진화에도 기여하는 만큼 자본시장의 원활한 작동을 제약하고 있는 구조적인 문제를 관련당국과 협의하여 개선해 나갈 필요가 있다는 견해를 제시하였음.

또 다른 일부 위원은 관련부서의 고정·변동금리 주택담보대출간 금리격차 현황 분석과 관련하여 지난해부터 금리역전 현상, 즉 고정금리가 변동금리보다 낮은 현상이 발생했던 것은 기본적으로 금리 하락세에 대한 시장의 기대가 강했기 때문이라는 점을 감안해 보면 고정금리대출 금리의 적정성은 시장의 금리기대 형성을 고려하여 판단되어야 한다는 의견을 나타낸 후, 변동금리대출의 고정금리대출 전환은 유인(incentive) 제공 등 정책적 노력보다는 시장의 금리기대 형성에 의해 자연스럽게 이루어지는 것이 바람직하다는 취지의 견해를 피력하였음.

이어서 동 위원은 수익공유형 은행대출상품이 도입취지에 맞게 운용되기 위해서는 차주, 은행, 보증회사 간에 적절한 수익 및 리스크 배분체계가 마련되어야 하며 특히 은행이 과도한 유인을 제공받을 경우 가계부채 문제를 심화시킬 수 있다는 점에 유의하여야 한다는 의견을 제시하였음.

한편, 일부 위원은 금리인하 이후 전세/매매가격 비율 및 매매가격이 순차적으로 올랐던 과거 사례를 언급한 후, 현재 주택가격 상승기대가 높지 않고, LT V·DTI 규제 등으로 과거와 여건이 다른 점은 있지만 최근 전세/매매가격 비율이 70%를 상회한 것을 고려해 보면 앞으로 매매거래가 늘어나면서 주택담보대출이 크게 늘어날 가능성이 있다는 의견을 나타내었으며,

이에 대해 관련부서에서는 지난해에 이어 금년에도 전세가격의 상승이 지속되고 있다고 설명한 후, 이러한 전세가격 상승이 주택가격에 영향을 미친다면 가계부채 증가세가 금년에도 이어질 가능성이 있다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 우리나라의 가계부채 문제를 보는 상반된 시각, 즉 우리나라 가계부채의 레버리지 수준이 계속 높아지고 있기 때문에 거시건전성 규제를 보다 강화할 필요 - 은행의 소구권을 고려할 경우 더욱 강한 규제가 필요 - 가 있다는 시각과 우리나라 가계부채의 증가에는 전세자금, 주택시장의 구조변화, 베이비부머(baby boomer)의 사업자금 수요 등 투자적인 요인의 영향이 강하고, 금융자산 등 가계 대차대조표 확대가 수반되고 있기 때문에 가계부채 문제가 단기



적으로 거시경제 위험요인이 아니라는 시각(IMF 협의단)에 대한 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 IMF의 분석이 전적으로 옳다고 보기 어려운 측면이 있다고 설명한 후, 과거 카드사태와 같은 사례가 재발되지 않도록 해야 한다는 국민적 합의가 상당한 만큼 금융안정 측면에서 가계부채 문제가 신중히 다루어져야 한다고 답변하였음.

또한 동 위원회는 행내외 자료(예: 한계기업 문제는 저축과 투자를 위축시키고 자원배분의 비효율성을 높여 성장잠재력을 훼손한다는 외부자료)를 인용하여 기업 구조조정이 시급한 현안과제라는 점과 시기적으로 금리가 오르기 전인 지금이 구조조정의 적기라는 점을 강조하면서, 구조조정 관련제도의 안정성 확보(예: 기업 구조조정 촉진법의 상시화) 및 시장활성화(예: 직접금융시장, 사모펀드 관련 M&A) 노력 이외에도 잠재부실기업에 대한 규제 관용적인 접근(regulatory forbearance)을 탈피하여 채권금융기관을 통한 구조조정을 시급히 촉진하여 시장원리에 따른 자원배분 효율화 노력을 강화할 시점이라는 의견을 제시한 후, 특히 지난 몇 년간 정책금융 공급이 상당히 늘어난 점 등도 구조조정의 지연 요인으로 작용하고 있을 소지가 있다는 점에 유의하여 구조조정 촉진방안을 검토할 필요가 있다는 견해를 덧붙였다.

다른 일부 위원회는 수익공유형 주택담보 대출은 전월세 거주자의 주택매입을 촉진하여 주택경기를 뒷받침할 수 있지만 은행간 취급경쟁 등으로 동 대출이 크게 늘어날 경우 우리 경제의 큰 리스크 요인인 가계부채 문제를 심화시킬 우려가 있다는 점에 유의하여 동 대출의 구체적인 조건과 취급실적 추이, 가계부채의 건전성에 미칠 영향 등을 면밀히 점검하고 필요한 경우 정부에 그 보완대책을 제안할 필요가 있다는 견해를 제시하면서 다음과 같은 세부 의견을 덧붙였다.

수익공유형 주택담보대출은 금리가 COFIX에 연동되기 때문에 변동금리대출로 분류될 것임. 만약 동 대출의 취급이 크게 증가하여 은행들이 고정금리대출 목표비율을 달성하기 위하여 고정금리대출을 추가로 늘릴 경우 가계대출 총량이 매우 빠르게 늘어날 우려가 있음. 또한 은행에게 주어지는 유인이 다소 과도한 측면이 있어 향후 대출경쟁이 상당히 치열할 소지가 있다고 점을 감안할 때 주택가격 하락시 은행이 손실을 일정부분 부담하는 수익·손실공유형 상품을 정부에 제안할 필요가 있음.

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

일부 위원은 물가의 하방리스크가 높아진 만큼 물가전망에 더욱 유의할 필요가 있다는 견해를 피력한 후, 물가의 하방리스크가 경제주체들의 인플레이션 기대형성에 영향을 미쳐 저인플레이션 기대가 지속(이력효과)되고 있지 않은지, 저인플레이션 기대가 다시 물가의 하방리스크를 높이고 있지 않은지 면밀히 모니터링할 필요가 있다는 견해를 피력하였음.

이어서 동 위원은 우리나라와 비슷하게 가계부채가 상당히 많고 부동산가격 거품이 여전히 있는 스웨덴에서 최근 중앙은행이 정책금리를 마이너스로 인하하고 양적완화 정책을 결정한 점에 특히 관심을 가질 필요가 있다는 의견을 나타낸 후, 이와 같은 정책결정 배경 및 향후 정책효과, 거시건전성정책·통화정책·환율정책간 정책조합 문제 등에 관한 스웨덴 사례를 조사하여 당행의 정책운용에 활용하는 것이 필요하다는 견해를 제시하였음.

다른 일부 위원은 최근 고용문제의 중요성이 부각되고 있는 점을 감안할 때 관련부서에서 준비하는 통화정책 여건 점검 자료에 고용 및 임금 문제를 매월 포함하는 것이 좋겠다는 의견을 제시하였음.

또 다른 일부 위원은 당행이 그간 안정적인 성장경로 유지에 통화정책의 초점을 두는 가운데 신용정책을 통해서도 중장기 시계의 성장잠재력 보강을 지원해 왔다고 언급한 후, 최근 IMF 평가단의 메시지를 보면 거시경제의 회복 조짐이 단기적으로 나타나지 않을 경우 추가적인 정책을 적기에 펼칠 필요가 있으며 그렇지 않을 경우 자기강화적 하방 동력(self-reinforcing downside dynamic)의 현재화로 인해서 중소득 함정(middle income trap)에 빠질 가능성을 시사하고 있는 것으로 이해된다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 글로벌 경제의 예측이 어렵다는 점, 국내경기의 회복세가 미약하다는 점, 부채문제로 경제활력이 저하(부채의 덫, debt trap) 될 가능성과 물가의 하방리스크를 경계해야 할 시점이라는 점 등을 고려해 보면 우리 경제가

‘불확실성 영역(corridor of uncertainty)’에 머물러 있는 것으로 판단된다는 견해를 피력한 후, 이러한 점을 감안할 때 향후 6개월 시계에서 다양한 시나리오를 바탕으로 경제 구조조정, 거시경제 안정, 수출경쟁력 유지, 내수회복 지원 등을 위한 정책조합 및 세부적인 정책패키지(package)를 강구할 필요가 있다는 견해를 제시하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 우리 경제가 여러 가지 문제들에 봉착해 있어 단일 정책만으로 해결하기 어려운 상황인 만큼 통화 및 재정정책과 같은 전통적인 거시경제정책, 거시건전성정책, 구조개혁정책 등 다양한 정책들을 함께 실행해 나가면서 시너지 효과를 낼 때 견조한 경기회복세를 가져갈 수 있을 것으로 예상된다고 답변하였음.

또한 동 위원은 자국 금융시장이 국제금융시장에 통합된 환경에서는 통화측면의 트릴레마(trilemma) 이외에도 금융안정(financial stability)과 국내 금융정책의 자율성 확보(national control over financial policies)를 동시에 달성하기 어렵다는 금융측면의 트릴레마도 통화정책 수행에 어려움을 초래하는 요인이 되고 있다는 연구결과(Maurice Obstfeld, 「Trilemmas and trade-offs: living with financial globalisation」, 2015.1월)를 소개한 후, 이러한 통화정책 수행의 제약요인과 미국과 일본·EU간 통화정책 기조의 차이 등을 고려할 때 경제정책의 우선순위를 고민할 필요가 있다는 견해를 밝혔으며,

이에 대해 관련부서에서는 우리나라의 경우 통화정책의 트릴레마와 관련하여서는 통화정책의 자율성, 자본이동의 자유, 환율의 변동을 채택한 것인데 자본이동, 환율변동 등이 과도해져 국민경제에 미치는 부정적 영향이 심대하다면 그에 맞게 통화정책으로 대응할 수 있겠지만 외환정책이나 외환부문 거시건전성정책과의 정책조합(policy mix)을 통해서도 대응할 수 있을 것으로 생각한다고 답변하였음.

아울러 동 위원은 신용조절 등 거시건전성 정책수단으로 지급준비율제도를 활용할 수 있다는 일부 견해가 있다고 언급한 후, 당행이 물가안정과 금융안정을 통화정책의 양대 목표로 삼고 있다는 점을 감안할 때 지급준비율제도를 활용하여 통화정책의 부담을 단기적으로 줄이는 방안이나 평균 지급준비율은 동일하게 유지하면서 예금상품별 지급준비율의 미세 변경을 통해 통화완화 효과를 거둘 수 있는 방안을 검토할 필요가 있다는 견해를 피력하였으며,

이에 대해 관련부서에서는 예금상품별 지급준비율의 차등화를 통해 장·단기 유동성의 구성을 조절하는 정책대안을 생각해 볼 수 있겠으나, 기본적으로 금리

중심 통화정책체계 하에서는 지급준비율 정책의 효과에 한계가 있는 점을 감안할 때 지급준비율 정책은 선진국 사례에서와 같이 제한적으로 활용되는 것이 바람직하다고 답변하였음.

한편, 일부 위원은 관련부서에서 유헥생산능력(economic slack) 점검을 위해 추정한 실업률갓의 현실설명력을 제고할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 최근 스위스, 덴마크, 스웨덴 등 유로지역 주변 국가들이 경제상황이 나쁘지 않음에도 불구하고 마이너스 금리정책 등 완화적 통화정책을 시행하기로 결정한 것은, 소비, 투자 등 실물거래에 영향을 주어 경기를 활성화하려는 정책의도라기 보다는, ECB의 양적완화 시행으로 인해 자국 통화가 평가절상되고 자국 수출기업의 대외 경쟁력에 미치는 부정적인 영향을 차단하기 위해 자국에 유입되는 외화자금에 일종의 세금을 부과하여 자국의 통화가치 상승을 방어하기 위한 정책의도가 강하다는 견해를 피력한 후, 이러한 맥락을 고려하여 일본의 두 차례에 걸친 양적완화 조치와 엔화 환율의 대폭 절하에 대한 대응방안을 고민할 필요가 있다는 견해를 제시하였음.

또한 동 위원은 최근 덴마크 중앙은행이 마이너스 금리를 결정하는 한편 정부에 요청해서 국채발행이 중단되도록 한 것은 단기금융시장은 물론 장기금융시장을 통한 자본유입을 방지하기 위한 조치라고 평가하고, 이와 같은 덴마크 사례를 참고하여 위기 발생시 장기시장금리에 영향을 미칠 수 있는 정책수단을 마련하는 방안을 강구하는 것이 필요하다는 의견을 제시하였음.

아울러 동 위원은 정부의 세수부족 등으로 재정지출 재원이 부족해질 경우 국채발행을 통해 재원을 충당하여 계획된 대로 재정지출이 이루어지도록 하는 것이 바람직하다는 견해와 매년 국채발행량이 정해지면 그 범위 내에서 국채 발행시점을 보다 유연하게 조절하는 방안을 정부와 협의할 필요가 있다는 견해를 덧붙였음.

다른 일부 위원은 관련부서에서 유헥생산능력(economic slack)의 참고지표로 제시한 실업률갓과 관련하여 자연실업률(NAIRU, Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) 기준으로 실업률갓을 추정하면 현실 설명력이 높아질 수 있다는

의견을 제시하고, 특히 통계청의 새로운 고용보조지표(예: 시간 관련 추가취업가능자)를 중심으로 분석하면 유휴생산능력(예: 현재 일을 하고 있지만 추가적으로 일을 더하고 싶은 의사가 있는 취업자, 즉 시간갭) 현황을 엄밀히 파악할 수 있다는 의견을 제시하면서 실업률갭을 보다 정치하게 분석해 나갈 필요가 있다는 견해를 밝혔음.

또 다른 일부 위원은 경기상황에 대한 판단과 전망이 상당기간 어려울 것으로 보인다는 점과 가계부채 관련 금융안정 리스크가 줄지 않고 있는 상황이라는 점을 다음과 같이 설명한 후, 이러한 점을 감안할 때 당행이 기준금리를 조정하는 것은 매우 민감하고 조심스러운 문제이므로 기준금리 조정의 효과를 보완하거나 부분적으로 대체할 수 있는 금융중개지원대출 등 다른 정책수단을 활용해서 경기회복과 성장잠재력 확충을 뒷받침하는 방안을 고려할 필요가 있다는 견해를 피력하였음.

첫째, 경기회복세가 지난 1월 전망에 비해 다소 약하지만 설 연휴기간 이동, 전년 말 윤달에 따른 반사효과 등 계절요인과 연말정산제도 변경 등 불규칙 요인을 감안할 때 현재의 경제상황을 정확히 판단하기 어려움.

둘째, 중국, 자원수출국 등 신흥시장국의 성장세 둔화 우려, 일본, 유로존 등의 경기회복 조짐, 국제유가의 등락 등으로 대외여건의 불확실성도 높아짐에 따라 앞으로 상당기간은 경기상황을, 특히 국내경기가 당초 전망경로에서 어느 정도 이탈하고 있는지를, 판단하기 어려울 가능성이 있음.

셋째, 가계대출을 보면 금년 1월 들어 그 증가폭이 전월에 비해 줄어들기는 했지만 계절성을 감안할 때 예년 평균을 상회하는 증가세가 이어지고 있음.

#### (4) 한국은행 기준금리 결정에 관한 위원별 의견 개진

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

일부 위원은 지난 한달 동안 국내외 금융·경제상황 변화를 종합적으로 감안해 볼 때, 물가는 유가하락의 영향으로 당분간 매우 낮은 수준의 상승률이 지속될 것으로 예상되는 가운데, 경기는 회복세가 뚜렷하지 않은 것으로 판단되지만

계절적 요인 등을 감안할 때 경기회복 추세를 판단하기에는 아직 데이터가 부족한 측면이 있으며, 정부가 추진하고 있는 조기 재정집행 및 당행 정책금리 인하의 효과를 좀 더 지켜볼 필요가 있을 것으로 생각되므로 이번 달 기준금리는 다음 통화정책방향 결정시까지 현 수준 2%로 유지해야 한다고 생각한다는 견해를 밝혔음.

먼저 대외 경제여건을 살펴보면, 세계경제는 미국의 견실한 성장세에 힘입어 완만하나마 회복세를 유지하고 있는 것으로 보임. 다만 유로지역 및 일본경제의 부진이 지속되고 있고, 지정학적 리스크 증대, 유가급락 등으로 일부 국가의 경제 활동이 위축되고 있는 데 대해서는 주의를 기울여야 하겠음. 이러한 경기상황을 반영하여 미 연준은 통화정책 정상화와 관련하여 기존의 기초를 유지하였음. 반면 ECB는 전면적인 양적완화를 시행하기로 결정하였으며, 이의 영향으로 덴마크, 스웨덴 등 유로지역 인접국이 정책금리를 인하하는 등 다수 국가에서 통화정책 완화가 이어졌음.

국제금융시장은 미 연준의 금리인상 기대 변화, 그리스 채무재조정 관련 불확실성, 산유국 금융불안 우려 등으로 금리와 주가가 급등락하면서 불확실성이 증대되는 모습을 보였음.

다음으로 국내경제 상황을 보면, 국내 경기는 소비와 투자 등 내수 회복이 여전히 미약한 가운데 경제주체들의 심리 개선도 지연되는 모습임. 우리 경제가 작년 4/4분기의 부진에서 벗어나고 있는지는 1월 지표만으로는 판단이 어려운 상황이며, 설 연휴기간 차이에 따른 효과도 혼재되어 있어 2월 지표까지 살펴보아야 경제상황에 대한 판단을 할 수 있을 것으로 생각됨.

물가는 담배값 인상에도 불구하고 석유류 가격이 큰 폭 하락하면서 0%대의 매우 낮은 상승률이 이어졌음. 최근 국제유가 급락세가 다소 진정되긴 하였으나 저유가 상황은 상당기간 지속될 것으로 보이므로, 이와 같은 저유가 지속이 경제주체들의 기대심리 하락 등으로 파급되는 것은 아닌지 주의 깊게 살펴보아야 하겠음.

국내금융시장은 글로벌 요인의 영향으로 변동성이 다소 확대되기는 하였으나 불안심리가 크게 확산되지는 않는 모습임. 한편 최근 가계대출 증가규모가 예년 수준을 크게 상회하고 있는바 수익공유형 은행대출, 장기 고정금리 분할상환 대출 전환 등 정부가 최근 추진중인 가계부채 정책의 효과에 대한 점검이 필요해 보임.

이와 같은 지난 한달 동안 국내외 금융·경제상황 변화를 종합적으로 감안해 볼 때, 물가는 유가하락의 영향으로 당분간 매우 낮은 수준의 상승률이 지속될

것으로 예상되는 가운데, 경기는 회복세가 뚜렷하지 않은 것으로 판단됨. 다만 계절적 요인 등을 감안할 때 경기회복 추세를 판단하기에는 아직 데이터가 부족한 측면이 있으며, 정부가 추진하고 있는 조기 재정집행 및 당행 정책금리 인하의 효과를 좀 더 지켜볼 필요가 있을 것으로 생각됨. 따라서 이번 달 기준금리는 다음 통화정책방향 결정시까지 현 수준 2%로 유지해야 한다고 생각함.

다른 일부 위원은 다음과 같은 국내외 경제상황을 종합적으로 고려해 볼 때 2015년 2월의 기준금리는 현 수준인 2.0%를 유지해 나가는 것이 바람직하다고 판단된다는 의견을 개진하였음.

우선 세계경제 상황을 보면 선진국은 미국을 중심으로 회복세가 지속되고 있으나 신흥국은 성장세가 둔화되는 모습을 보이고 있음. 미국의 경우 4/4분기 성장률이 정부지출 감소 등으로 3/4분기의 5.0%보다 하락한 2.6%에 그쳤지만 고용시장 개선 등에 힘입어 민간소비를 중심으로 견조한 성장세를 지속하고 있음. 유로지역은 전반적인 경제활동이 아직 부진하나 수출 및 소매판매를 중심으로 완만하나마 회복되는 모습을 보이고 있음. 일본경제도 내수가 개선되고 수출이 증가하면서 지난 4/4분기 성장률이 연율로 2.2%를 기록하여 소비세 인상의 충격에서 벗어나는 모습을 보이고 있음. 반면 신흥국 가운데 중국은 수출이 부진한 가운데 부동산경기 부진, 과잉설비 조정 등의 영향으로 고정자산투자가 둔화되고 심리지표도 하락하는 모습을 보였으며 중국인민은행은 추가 경기둔화 가능성에 대비하기 위해 지급준비율을 인하하였음.

국내경제를 살펴보면 경기회복세가 미약한 것으로 판단됨. 1월중 수출이 영업일수 증가에도 불구하고 전년에 비해 감소하였으며, 생산, 소비 및 설비투자도 전월대비 감소한 것으로 모니터링 되었음. 향후 국내경기는 미국 경기회복 등에 따라 개선세를 지속하겠으나 중국의 성장세 둔화, 유로지역 회복세 미약, 경제심리 회복 지연 등으로 회복속도는 완만할 것으로 예상됨.

한편 1월중 소비자물가 상승률은 담배값 인상에도 불구하고 석유류 가격의 하락폭이 확대되고 도시가스 가격이 인하되면서 전월과 동일한 0.8%를 기록했으나 농산물 및 석유류제외 근원인플레이션은 전월보다 큰 폭 상승한 2.4%를 기록하였음. 올해 소비자물가 상승률은 상반기까지는 국제유가 하락의 영향으로 1% 내외의 매우 낮은 수준을 지속할 것으로 예상되나 추가적인 유가하락이 발생하지 않는 한 하반기 이후 점차 상승할 것으로 전망됨. 특히 국제유가가 완만하나마 상승할 것으로 전망되고 있는 내년도의 경우 기저효과 등으로 인해 물가상승폭은

지금까지의 물가하락폭보다 비대칭적으로 크게 나타날 것이기 때문에 올해 상반기를 고비로 물가가 상승세로 전환될 것으로 전망됨. 따라서 사회 일각에서 제기되고 있는 디플레이션 우려는 과도하다고 판단됨.

국제금융시장에서는 그리스 정정불안, 국제유가 급락에 따른 산유국의 금융불안, 주요국의 완화적 통화정책 등의 영향으로 큰 폭의 변동성을 보이는 가운데 주가는 상승하고 금리는 하락하였음.

국내금융시장에서는 주로 국제금융시장의 상황변화에 영향을 받으면서 주가는 상승하였으며 장기금리는 큰 폭 하락하였다가 상당 폭 반등했음. 한편 글로벌 달러강세 등 상승요인과 경상수지 흑자 지속 등의 하락요인이 교차하면서 원/달러 환율은 1,100원 내외에서 등락하는 모습을 보였음.

이러한 국내외 경제상황을 종합적으로 고려해 볼 때 2015년 2월의 기준금리는 현 수준인 2.0%를 유지해 나가는 것이 바람직하다고 판단됨.

지난 4/4분기 우리나라의 대일 수출과 대EU 수출이 엔화와 유로화 약세로 큰 폭 감소하였음. 이는 무엇보다도 자산매입을 끝내고 금리인상을 앞두고 있는 미국의 연준과는 반대로 일본은행은 지난 10월 두 번째의 양적완화를 단행하였고 ECB도 지난해 말부터 준비해 오던 양적완화를 올해 1월 들어 결정한 데 기인함. 우리나라의 대일본 및 대EU 수출중 엔화결제비율과 유로화결제비율은 모두 48% 정도에 달하고 있어 엔화나 유로화의 약세는 일본과 EU에 수출하는 우리기업에 대해서 큰 폭의 수익성 악화와 수출 감소를 초래하고 있는 것으로 판단됨. 따라서 일본 엔과 유로화의 절하가 우리 경제에 미치는 부정적인 스�필오버(spillover)효과를 최소화하기 위해 적극 노력해야 할 시점이라 생각됨. 관련하여 주요 선진국 중앙은행간 정책불일치로 인해 발생한 달러, 엔, 유로화간 급격한 환율변동은 지난 2010년 11월의 서울 G20 정상회담에서 급격한 환율변동성과 무질서한 환율의 움직임에 유의하겠다는 주요 선진국들의 약속이 더 이상 지켜지지 않고 있음을 의미함. 따라서 우리나라와 같은 주변국의 경우 스스로 환율변동성을 줄이기 위한 자구노력을 강화하지 않으면 안 되는 상황이라 판단됨. 실제로 최근 스위스를 필두로 덴마크, 스웨덴 등 유로지역 주변 국가들이 경제상황이 나쁘지 않음에도 불구하고 마이너스 금리정책 등 완화적 통화정책을 시행하기로 결정한 것도 이러한 맥락에서 이해될 수 있음. 즉 ECB의 양적완화 시행으로 인해 자국 통화가 평가절상되고 자국의 수출기업에 미치는 부정적인 영향을 차단하기 위한 조치로 판단됨. 마이너스 금리는 소비나 투자 등 실물거래에 영향을 주어 경기를 활성화하려는 정책이기라기보다는 자국에 유입되는 외화자금에 일종의 세금을 부과하여 자국의 통화가치 상승을 방어하기 위한 정책이기 때문임. 그러므로 현재와 같은 상황에서는 우리나라도 환율의 변동성을 축소하는 데 적극 나서는 것은 물론 관



련된 가능한 여러 정책수단들을 확보하는 데 노력해야 할 것으로 판단됨.

또 다른 일부 위원은 다음과 같은 최근의 국내외 경제금융 상황, 가계대출 동향, 그리고 여전히 완화적이라 할 수 있는 현재의 통화정책 기조 등을 종합적으로 고려해 볼 때 이번 달에는 기준금리를 현 수준 2.00%에서 유지하면서 금융·경제 여건의 변화를 좀 더 지켜보는 것이 좋겠다는 생각을 표명하였음.

최근 주요국 경제를 살펴보면, 우선 미국은 생산증가세가 이어지고 고용사정이 더욱 개선되는 등 견실한 회복세가 지속되었음. 유로지역과 일본에서는 작년 4/4분기 성장률이 전분기보다 높아지는 등 경기의 개선조짐이 나타나고 있으나 중국은 수출부진, 고정투자 둔화 등으로 성장세가 약화되는 모습을 보였음.

국제금융시장에서는 ECB 등 여러 나라 중앙은행들이 통화정책을 추가 완화한 데 기인하여 주요국 시장금리가 하락하고 주가는 상승하였음. 다만 시장금리는 2월 들어 미 연준의 정책금리 인상가능성 재부각 등으로 반등하였음. 환율은 글로벌 미 달러화 강세기조가 이어지는 가운데 러시아, 브라질 등 일부 신흥국의 통화가치가 큰 폭 하락하였음.

국내경제를 보면 심리지표가 뚜렷이 개선되지 못한 가운데 성장모멘텀이 예상보다 약한 것으로 판단됨. 지난해 11월, 12월중 개선되었던 소비와 설비투자 관련 지표들이 금년 1월 들어서는 설 연휴기간 이동, 기저효과 등 불규칙 요인에 영향을 받으면서 감소로 돌아선 것으로 추정됨. 수출은 1월중 영업일수 증가에도 불구하고 유가급락에 따른 단가하락 등으로 전년동월대비 소폭 감소하였음. 한편 고용상황은 취업자수가 꾸준히 늘어나는 등 대체로 양호한 움직임을 이어갔음. 앞으로 국내경제는 경제주체의 심리회복 지연, 중국의 성장세 약화 등 하방위험 요인이 있지만 미국 등 선진국을 중심으로 한 세계경기 개선, 저유가의 긍정적 효과 등에 힘입어 완만한 회복세를 나타낼 것으로 예상됨.

물가상황을 보면 담배값 인상으로 인해 농산물 및 석유류를 제외한 근원인플레이션율이 전월 1.6%에서 1월에는 2.4%로 크게 높아졌으나 소비자물가 상승률은 석유류 및 도시가스 가격하락 등이 담배값 인상효과를 상쇄하면서 전월과 같은 0.8%를 나타내었음. 앞으로 소비자물가 상승률은 저유가의 영향 등으로 낮은 수준을 이어가다가 하반기 이후 점차 높아질 전망이나 국제유가의 움직임에 따라 그 향방이 예상과 달라질 가능성이 잠재해 있음.

국내금융시장에서는 국제금융시장 상황 변화에 영향을 크게 받아 주가는 상승하고 장기시장금리는 하락 후 반등하였음. 원/달러 환율은 경상수지 흑자 지속,

글로벌 미 달러화 강세 등의 영향이 교차하면서 전월말 수준에서 등락하였음. 한편 은행의 가계대출은 계절적 비수기임에도 불구하고 주택거래가 활발하면서 예년보다 큰 폭으로 증가하였음. 앞으로도 가계대출은 전세가격 상승, 아파트 신규 분양 확대, 재건축 활성화 등으로 높은 증가세를 이어갈 가능성이 큰 것으로 생각됨.

이상과 같은 최근의 국내외 경제·금융 상황, 가계대출 동향, 그리고 여전히 완화적이라 할 수 있는 현재의 통화정책 기조 등을 종합적으로 고려해 볼 때 이번 달에는 기준금리를 현 수준 2.00%에서 유지하면서 금융·경제 여건의 변화를 좀 더 지켜보는 것이 좋겠다는 생각임. 특히 최근 주요 실물경제 지표가 불규칙 요인과 계절요인에 상당한 영향을 받고 있어 거시경제의 기초적인 흐름을 정확히 판단하는 데 어려움이 있는 점, 주요국의 통화정책 변화와 국제유가 움직임이 국내외 경제상황에 어떤 영향을 미칠지가 아직은 불확실한 점 등을 감안할 때 기준금리 조정에는 신중을 기할 필요가 있다고 생각함. 한편 기준금리를 현 수준으로 유지하면서 가계대출의 질적 구조개선 및 총량증가 억제대책을 실효성 있게 강구해 나가야 할 것이며, 상황을 보아 필요한 경우에는 금융중개지원대출 등 다른 정책수단을 활용하여 성장세 회복과 성장잠재력 확충을 뒷받침하는 방안도 검토해야 할 것임.

한편, 일부 위원은 작년 4/4분기에 확대된 마이너스 GDP갭과 마이너스 물가갭이 유의하게 축소되지 못하고 있고, 기업과 노동시장에도 작지 않은 유휴생산력이 상존하고 있음을 고려할 때, 추가적인 기준금리 조정의 여지가 존재하는 상황이 지속되고 있으나 금리조정 효과의 실현에 대한 불확실성과 이에 수반하는 잠재적 위험요인도 여전히 큰 상황이기 때문에 다음 달 통화정책 결정시까지 기준금리를 현 2.0% 수준에서 운용하되, 제반 경제지표와 정보변수 추이를 면밀히 점검해 가는 것이 바람직한 것으로 판단된다는 의견을 개진하였음.

지난 통화정책 방향회의 이후 대내외 경제여건 변화를 살펴보면, 먼저 세계경제는 미국이 견조한 성장세를 지속하는 가운데 유럽과 일본경제의 경기흐름이 소폭 개선되었으나 선진국간 경기 비동조화 추세가 지속되었으며 신흥국 경제는 원자재 수출 의존도, 경상수지 등 국별 기초여건에 따라 경기가 차별화되는 모습을 보였음. 미국은 지난 4/4분기 성장률이 2.6%로 예상보다 다소 낮았지만 1월중 고용사정 호전 등에 힘입어 개인소비, 주택투자가 양호한 증가세를 지속하면서 견조한 성장흐름을 이어가고 있음. 유로존은 지난 4/4분기 성장률이 0.3%를 기록하

는 등 독일을 중심으로 그간의 경기부진이 다소 완화되는 모습이며, ECB의 전면적 양적완화 시행으로 경제심리도 개선되고 있음. 일본은 수출 개선세 확대 등 엔화약세의 효과가 가시화되고 기업투자도 회복조짐을 보이면서 지난해의 성장부진에서 점차 벗어나는 모습임. 한편 중국은 수출 및 부동산경기 부진, 과잉설비 조정 등으로 성장세 감속이 진행되는 가운데 추가 경기둔화 가능성, 해외부문 유동성 공급 감소 등에 대응하여 지급준비율을 0.5%p 인하하였음.

국제금융시장에서는 그리스의 정정 불안, 산유국의 금융 불안 가능성 등 리스크 회피요인과 주요국 중앙은행의 양적완화 확대 등 리스크 완화요인이 교차하면서 자산가격과 환율이 높은 변동성을 보였으며, 글로벌 자금은 선진국 채권시장으로 유입되었음. 글로벌 상품시장에서는 1월중 크게 하락한 유가가 2월 들어 다소 반등하였으며, 곡물가격과 비철금속가격은 모두 하락하였음.

다음으로 국내 통화정책 운용여건을 살펴보면, 먼저 실물경제는 지난 4/4분기의 성장률 충격에서 다소 벗어나고는 있지만 여전히 미약하고 불안정한 경기회복흐름을 이어가고 있음. 수요측면에서는 12월중 건설투자를 제외한 대부분의 내수 지표가 회복세를 보였으나 1월에는 소매판매와 설비투자 개선세가 다시 약화된 것으로 추정됨. 1월 수출은 물량증가에도 불구하고 단가가 크게 하락하면서 전년 동월대비 감소하여 하방위험이 높아지는 모습임. 공급측면에서는 서비스업 생산의 증가세가 제한적인 가운데 제조업은 평균가동률이 상승하고 재고가 감소하는 등 일부 회복조짐을 보였지만 1월에는 기저효과로 인해 생산이 감소로 전환된 것으로 모니터링 되고 있음. 1월중 고용시장에서는 고용률, 실업률, 경제활동참가율이 소폭 개선되는 모습을 보였음. 그러나 경제활동인구가 늘면서 시간관련 추가취업가능자와 비경제활동인구 중 잠재경제활동인구도 함께 증가하여 시간갭과 참여갭이 개선되지 못하였음. 이에 따라 이들을 포괄하는 광의의 고용보조지표 실업률이 11.9%로 상승하는 등 노동시장에 상당규모의 유휴생산력이 상존하는 것으로 판단됨.

1월 CPI 상승률은 담배값 인상에도 불구하고 석유류가격 하락, 도시가스요금 인하 등으로 전월과 동일한 0.8%에 그쳤으며, 담배값 인상효과 제외 시 0.2%까지 하락하여 유가하락과 수요부진에 의한 하락압력이 높아지는 모습임. 다만 근원물가상승률은 담배값 인상효과 제외 시 농산물·석유류 제외 1.7%, 식료품·에너지 제외 1.5%를 기록하여 전월에 비해 상승률이 소폭 높아졌음. 일반인 기대인플레이션은 지난달과 동일한 2.6%를 기록하였으나, 물가수준전망 CSI는 지난달에 이어 하락세를 이어가고 전문가 기대인플레이션은 1% 중반까지, 물가연동채 기반 BEI 기대인플레이션은 더 낮은 1%대 초반까지 하락하여 기대인플레이션의 불안정성이 높아지는 모습임. 아파트 매매가격은 전월과 비슷한 오름세를 보였으나

전세가격은 오름세가 다소 둔화되었으며 월세가격은 보합세를 보였음.

금융시장에서는 글로벌 통화완화 확산, 국내 기준금리에 대한 기대변화 등으로 장단기 시장금리가 하락하였으며, 국고채 수익률곡선도 소폭 하향 이동하면서 평탄화 되었음. 회사채시장에서도 대부분 등급에서 금리가 하락하였으나 신용등급간 스프레드는 축소되지 못하고 있음. 외환시장에서는 1월 후반 이후 원/엔 동조화가 현저히 약화되는 모습을 보이면서 명목실효환율과 실질실효환율이 12월말 대비 소폭 절상되었음. 외국인 주식자금은 전월에 이어 순유출을 지속하였으며 채권자금은 소폭 순유입 되었음. 단기외채비중과 유동외채비율은 안정된 수준이며, 대외차입여건도 CDS프리미엄과 중장기물 가산금리가 소폭 상승하였으나 전반적으로 양호한 상황임. 간접금융시장에서는 여수신금리가 하락하는 가운데 수신금리는 시장금리 하락에 따라 상당 폭 하락하여 여수신금리차가 다소 확대되었음. 1월 가계대출은 은행 주택담보대출이 전월에 비해 증가세는 둔화되었으나 주택거래와 정책모기지론 증가 등으로 예년 동월 수준을 크게 상회하였으며, 비은행 가계대출은 감소로 전환되었음. 기업대출은 계절요인으로 대기업, 중소기업 모두 큰 폭 증가하였음. 직접금융은 연초 재무제표 미확정 등으로 주식발행이 부진하였지만 회사채 및 CP가 순발행 전환되어 자금조달 규모가 확대되었음. 한편 수신흐름은 은행수신이 수시입출식예금을 중심으로 큰 폭 감소하였으나, 비은행수신이 MMF, 금전신탁 등에 연말 인출자금이 재예치 되면서 대폭 증가하였음. 여음부도율과 기업 및 가계대출 연체율은 대체로 안정된 모습임.

이와 같은 대내외 실물경제 및 금융시장 여건 변화에 기초할 때, 적정 통화정책 운용방향은 다음과 같음. 우선 작년 4/4분기에 확대된 마이너스 GDP갭과 마이너스 물가갭이 유의하게 축소되지 못하고 있고, 기업과 노동시장에도 작지 않은 유휴생산력이 상존하고 있음을 고려할 때, 추가적인 기준금리 조정의 여지가 존재하는 상황이 지속되고 있음. 그러나 금리조정 효과의 실현에 대한 불확실성과 이에 수반하는 잠재적 위험요인도 여전히 큰 상황이기 때문에 다음 달 통화정책 결정시까지 기준금리를 현 2.0% 수준에서 운용하되, 다음과 같은 사항에 유념하여 제반 경제지표와 정보변수 추이를 면밀히 점검해 가는 것이 바람직한 것으로 판단함.

첫째, 지난 4/4분기 성장률 충격이 기초적인 경기둔화 흐름을 반영하는 것인지 세수결손 등 일시적 충격요인에 기인한 것인지를 정확히 판단하기 위해서는, 연말 소매판매, 설비투자, 제조업생산 등에 나타난 일부 경기회복 조짐의 지속 여부 등 제반 실물경제지표 추이를 추가적으로 확인할 필요가 있음. 이를 위해서는 다양한 선행지표와 통계모형에 기초하여 1/4분기 성장경로의 흐름 변화를 적시에 파악할 수 있도록 모니터링 노력을 배가해야 할 것임.

둘째, 유가 등 공급충격의 직·간접효과에 따른 물가경로상의 하방위험이 높아진 상황이나, 담뱃값 요인을 제외할 경우 근원물가상승률은 소폭 반등하여 전월에 이어 그간의 하락세가 주춤하는 모습임. 최근 근원 PCEPI 상승률도 보합세를 보이고 명목임금도 상승하였다는 점에서 향후 수요측면의 물가압력 변화추이를 다각도로 점검해 볼 필요가 있음.

셋째, 일반인 기대인플레이션은 전월과 같은 수준에 머물렀으나 2% 미만 예측비중이 4개월 연속 높아지는 등 물가안정의 준거지표인 기대인플레이션의 불안정성이 높아지는 모습임. 전문가 기대인플레이션, 중장기 물가연동국채 기대인플레이션도 비교적 빠른 하락세를 보이고 있음. 기대인플레이션이 적정 물가상승률 밑으로 하락하면 실질금리 상승과 실질환율 절상을 통해 총수요 회복을 제약하고, 경제주체의 가격 및 임금 설정 행태를 변화시켜 자원배분의 최적화를 달성하기 어렵게 되므로, 향후 기대인플레이션의 하락 여부와 경제주체의 물가인식 변화를 면밀히 점검해 갈 필요성이 있음.

넷째, 그간 엔화 및 유로화 약세에도 불구하고 원화의 실질실효환율이 크게 절상되는 모습은 나타나지 않고 있으나, 유럽의 양적완화 발표 이후 글로벌 통화완화 기조가 확산되면서 실질실효환율의 절상 속도가 빨라질 가능성을 배제할 수 없음. 주요국 통화정책의 비동조화와 글로벌 유동성 흐름의 변화에 따른 원화 실질실효환율의 변화와 실물경제 영향을 신중히 모니터링 할 필요가 있음.

다섯째, 최근의 주택거래 회복세와 정부의 주택금융 활성화 정책 등으로 올해 들어서도 가계대출의 빠른 증가세가 지속될 가능성이 있음. 이와 관련하여 지난 4/4분기에 유의하게 상승한 것으로 추정되는 소득대비 가계부채 비율의 안정화 여부를 지속적으로 점검해 갈 필요가 있음.

이상의 논의를 종합하면, 글로벌 유가하락과 통화완화 기조 확산은 우리 경제의 물가하락 압력을 가중시키는 요인이 될 것이나, 글로벌 저금리 지속, 선진국 경기 하방위험 축소 등을 통해 총수요를 진작하는 효과도 있을 것으로 예상됨. 다음 통화정책 결정 시까지 우리 경제의 잠재성장 및 적정물가 복귀 경로를 면밀히 점검하는 동시에, 가계부채 증가 등 금융안정 위험요인에 대해서는 관련 당국과의 긴밀한 공조를 통해 거시건전성 감독체제를 더욱 공고히 할 필요가 있음. 아울러 채권금융기관의 기업구조조정 기능 확충 등 시장원리에 따른 자원배분 효율화 노력을 배가함으로써 경제의 복원력을 높이되 이를 뒷받침할 수 있도록 통화정책의 유연성과 운용입지를 확보함이 바람직할 것으로 생각함.

다른 일부 위원은 지난 통화정책방향 결정 이후 국내외 금융·경제 상황의 변

화를 종합적으로 고려한 결과, 다음 통화정책방향 결정시까지 기준금리를 현재의 2.00%에서 유지하여 통화정책을 운영하되, 글로벌 여건 변화에 유의하면서 성장 및 물가 측면의 거시경제 리스크와 금융안정 리스크를 균형있게 고려하여 성장경로의 취약성이 현실화되지 않도록 관리해 가야 하겠다는 견해를 표명하였음.

미국의 금리인상이 예상되고 주요국들이 완화적 통화정책을 실행함으로써 대외 여건의 불확실성이 높고 국내적으로는 내수 및 산업경기 회복이 지체되고 저물가가 지속되는 등 경제의 불확실성이 높은 만큼 경제주체들의 기대를 안정적으로 관리하면서 정책대응 여력을 갖춰나가야 하겠음.

미국경제는 고용사정 개선 등에 힘입어 가계소비를 중심으로 양호한 성장세를 유지하고 있음. 유로지역 경제 및 일본경제는 미약하나마 회복 기미를 보이고 있으며, 중국경제는 수출 부진 등의 영향으로 성장세가 약화되는 모습임.

국내경제는 지난해 12월중에는 건설투자를 제외한 대부분의 내수 및 생산지표가 증가하였음. 1월 들어서는 수출이 소폭 감소했는데 석유류 관련 제품을 제외한 여타 수출은 견조했음. 한편 소매판매, 설비투자, 제조업 생산 등이 감소하였지만 선행 및 동행지수는 상승한 것으로 추정됨. 심리지표도 ESI 및 경기전망 CSI는 개선되고 있지만 BSI는 여전히 부진한 상황이어서 경제주체들의 향후 경기를 바라보는 시각이 개선되지 못하고 있음.

1월 소비자물가는 전년동월대비 0.8% 상승에 그쳐 2개월 연속 상승률이 1%대 아래에 머물러 있음. 근원인플레이션율은 석유류 제외 공업제품 가격 및 개인서비스 요금 상승 등에 힘입어 전월 1.6%에서 2.4%로 상승폭이 확대되었음. 기대인플레이션율은 전월과 같은 2.6% 수준을 유지하였으나 그 분포에 있어서는 2% 이하 응답 비중이 꾸준히 높아지는 추세임.

국제금융시장에서는 1월 이후 그리스 등 지정학적 불안 우려 등으로 월 중반까지 위험회피 성향이 증대되다가 이후 주요국의 완화적 통화정책 등으로 위험회피 성향이 점차 완화되는 모습임. 국제금융시장 가격변수가 높은 변동성을 보이는 가운데 글로벌 주가는 작년말 대비 소폭 상승하였고 금리는 국별 경제상황에 따라 하락과 상승을 보였으며 미 달러화는 강세를 나타냈음. 글로벌 증권투자자금은 주요국 통화정책 분기와 빈번한 정책변경으로 불확실성이 높아진 가운데 선진국 유입, 신흥국 유출의 큰 틀 속에서 부침하였음. 주요국 중앙은행의 정책 변화가 자국 중심으로 매우 동태적이므로 유로화 페그 국가들과 원자재 수출국들의 금융완화 정책의 배경과 향후 추이를 면밀히 관찰하면서 글로벌 금융시장에 미치는 영향을 주시할 필요가 있음.

국내 금융시장에서는 장기금리가 1월중 하락세를 보이다가 2월 들어 반등하

였으며 주식시장도 1월초 하락 후 상당 폭 반등하였음. 외환시장에서 원/달러 환율은 달러화 강세의 영향으로 다소 절하되었으나 실효환율은 절상되는 등 변동성이 확대되었음. 국내 증권시장에서의 외국인 투자자금은 소폭으로 유출입을 반복하였음.

국내외 금융·경제 상황을 종합해 보면, 대외적으로는 미국을 제외하고는 주요국의 경기 개선세가 미약하며, 미국 금리인상기대와 주요국의 완화적 통화정책의 확산, 그리스 정정 불안 및 저유가 쇼크 등으로 향후 경제에 대한 불확실성이 높아졌음. 대내적으로는 그동안 경기 지지의 동력이 되었던 수출이 다소 주춤하는 가운데 내수 회복세가 미약하여 경제주체들의 심리 개선이 미약한 모습임. 이를 반영하여 경제 내 여유능력이 여전히 존재함. 불안정한 대외 여건의 국내 금융·외환시장 및 실물경제로의 부정적 파급을 차단하면서 대내적으로 경기회복의 모멘텀을 마련하는 과제를 안고 있음.

지난 통화정책방향 결정 이후 국내외 금융·경제 상황의 변화를 종합적으로 고려한 결과, 다음 통화정책방향 결정시까지 기준금리를 현재의 2.00%에서 유지하여 통화정책을 운영하되, 글로벌 여건 변화에 유의하면서 성장 및 물가 측면의 거시경제 리스크와 금융안정 리스크를 균형있게 고려하여 성장경로의 취약성이 현실화되지 않도록 관리해 가야 하겠음.

우리 경제의 현 상황은 내수와 수출 양 측면에서 경기회복의 모멘텀이 개선되는 조짐이 미약함. 다양한 물가지표의 둔화가 기대인플레이션의 하락으로 연결되거나 유가하락의 영향이 시차를 두고 물가지표에 반영될 가능성, 물가하락에도 불구하고 소비가 살아나지 않는 현상 등에 대한 분석을 통해 기대인플레이션이 안정적으로 유지되도록 커뮤니케이션을 강화해야 하겠음. 제조업 수출에 대한 높은 성장 의존도가 지속 가능한지 여부를 우리의 경쟁력 여건뿐만 아니라 글로벌 교역 위축을 초래하는 교역 상대국의 경제구조 변화나 글로벌 공급체인 단축 등의 새로운 관점에서 재점검해서 판단해야 함.

원화환율 결정이 자본수지나 투자수익률 또는 달러화나 엔화 움직임에 민감하게 좌우되는 환율 메커니즘 변화에 대한 분석을 강화하고, 글로벌 금융상황 변화 속에서 원화가 고평가되는 상황이 발생되는지 지켜보아야 할 것임. 금리평형이론에 따라 내외금리차 축소 등 투자 유인 약화로 자금유출 압력이 높아질 가능성이 없는지 점검하는 한편, 안정적인 경상수지 흑자 유지 등을 통해 경제 펀더멘털에 대한 대외 신뢰를 유지해 나가야 할 것임. 보다 안정적이고 선진화된 외환시스템으로의 전환을 위해 원화 국제화 등의 과제도 중장기적인 관점에서 재검토해 볼 필요가 있을 것임.

국내금융시장에서는 주요 통화지표 추이를 경거나 금융안정 상황 반영 정도

등과 관련지어 이면의 의미와 시사점을 점검할 필요가 있음. 경기회복 지체로 구조조정 수요가 해소되지 않고 있는 만큼 부채 가계, 한계 기업 등의 구조조정이 원활히 이루어질 수 있도록 관련 금융인프라를 확충하는 것도 중요함. 이를 위해 은행의 부실기업 포용 경향, M&A시장의 평가기능 미흡, 사모펀드의 역할 미진, 고수익 채권시장 미형성 등의 문제점을 개선하는 노력이 필요함. 아울러 통화정책 수행 여건 개선, 자금배분의 효율성 제고, 금융기관의 위험관리 수단 제공 등에 긴요한 자본시장의 기능을 정상화하는 것도 미룰 수 없는 과제임. 한편 부동산 및 주택금융 정책은 주택시장 활성화와 가계부채 안정화에 기여할 수 있도록 조화롭게 설계되고 실행되어야 할 것임.

불투명한 글로벌 경제여건 속에서 부채의 덩과 물가의 하방 리스크 등에 대한 우려로 우리 경제가 불확실성의 영역으로 빠져들지 않도록 실물경제에 대한 미시적 분석도 강화해서 시의적절하게 종합적 처방을 하여야 함. 이를 위해 자원배분의 효율성 제고를 위한 구조조정을 지속하고 수출 경쟁력 유지와 내수 회복 지원을 통한 거시경제 안정 성장을 도모해야 함. 소규모 개방경제 하에서 금리, 환율, 금융안정 등의 제반 정책목표를 동시에 이루어내기 어려우므로 현재의 금융상황에 대한 미시적인 분석을 강화해서 정책의 우선순위와 시의적절한 정책조합도 모색해야 함. 아울러 지급준비금 제도의 유연한 운영 등 다양한 정책수단을 구비하여 만일의 경우에 대비하는 과제에도 소홀해서는 안 되겠음.

또 다른 일부 위원은 최근의 대내외 경제상황의 변화는 현재 유지하고 있는 기준금리 수준의 적정성을 다시 종합적으로 재검토할 것을 요구하는 것으로 인식할 수 있다고 평가한 후, 이번 달 당행의 기준금리는 다음 달 기준금리 결정 시까지 현재의 2.0% 수준으로 유지하여 운영하되 앞으로 주요국의 통화완화 정책 파장, 수출 및 내수의 하방 리스크, 가계부채 증가 추이, 저물가 전개 상황, 외국 자본 유출입 및 외환시장 동향 등을 좀 더 면밀하게 지켜보면서 최선의 정책대응을 모색해 나가야 할 것으로 생각된다는 견해를 밝혔음.

최근까지 전개된 대외 경제 상황을 요약해 보면 미국경제는 경기회복세가 유지되는 모습을 보이고 있지만, 중국, 유로, 일본 등 여타 주요국들의 경우 경기회복세 지연 등과 관련된 우려가 커지고 있는 가운데 다수의 국가들이 전례에 없는 적극적인 통화완화 정책을 경쟁적으로 시행하고 있음.

한편 주요 대내 경제 상황의 변화를 보면, 소비와 투자 등 내수관련 지표가 미약하나마 개선 징후를 보이고 있지만 여전히 부진한 흐름에서 크게 벗어나지



못하고 있음. 특히 그간의 수출 호조세가 악화되는 기미를 보이고 있는 가운데 저물가 상황은 지속되거나 악화될 가능성이 높아지고 있음. 반면 가계대출은 지난해 하반기 이후의 높은 증가세가 이어지는 모습임. 그리고 전례에 보기 드문 주요국의 경쟁적 금융완화 정책은 국내 외환 · 금융시장과 실물부문에 적지 않은 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높음.

주지하는 바와 같이 우리 경제와 금융시장은 유별히 높은 시장개방도와 대외 의존도를 갖고 있어 대외발 교란에 취약함. 최근 주요국의 대대적인 통화완화 정책 전개는 우리 금융 및 외환시장에 상당한 변동성과 파장을 야기할 가능성이 높음. 따라서 정책당국은 이러한 충격을 적절히 관리하고 흡수할 수 있는 안정장치나 제도를 사전에 잘 정비하고 보강해 두어야 하겠음.

한편 정책당국은 최근 높은 증가세를 보이고 있는 가계대출의 경우 앞으로도 그 추세가 이어질 가능성이 높다는 점을 인식하고 가계부채의 과도한 증가에 대한 미시적 · 거시적 대응책을 종합적으로 다시 정비하고 보강해 나가야 할 것임. 그리고 무엇보다도 정부는 우리 경제가 현재 매우 중요한 시점에 처해 있다는 사실을 다시 한 번 상기하고, 국민경제의 주요 부문에 있어 구조혁신을 적극 실천하고 새로운 성장엔진을 구축하는 데 더 단호하고 절실하게 나서야 할 것임.

이번 달 통화정책방향회의까지 전개된 대내외 경제상황을 개관한 내용은 다음과 같음. 우선 대외 경제 중 유로지역의 경우 경기 회복세 자체는 약하지만 유지되고 있는 것으로 평가됨. 그러나 소비자물가 하락이 임금 하락 및 물가의 추가 하락으로 이어지는 2차 효과 발생 우려가 대두되는 등 디플레이션 리스크는 더욱 커지고 있음. 일본경제에서는 수출 증가세가 지속되고 있으나 전반적인 경제지표들의 개선 기조가 여전히 뚜렷하지 않은 수준이며, 중국경제는 제조업 경기가 악화되고 수출이 감소하는 등 경기회복 모멘텀의 약화 기미를 추가적으로 나타내고 있음. 이와 같은 글로벌 경기 회복세의 부진, 저물가 리스크의 확대 등에 대응하여 다수의 국가들이 과감한 통화완화 조치를 연쇄적으로 취하고 있음. 시장의 예상대로 ECB는 1월 하순 대규모 양적완화정책을 발표하였고, 이를 전후하여 노르웨이, 스위스, 덴마크 등의 유로존 주변 국가들이 정책금리 인하를 결정하였음. 또한 인도, 터키, 캐나다, 러시아, 싱가포르 등도 금리를 인하하거나 자국 통화절하를 직 · 간접적으로 유도하였으며 보다 최근에는 호주, 스웨덴, 중국 등이 정책금리나 지급준비율을 인하하였음. 한편 미국경제는 소비자신뢰지수 및 경기선행지수가 상승세를 지속하는 등 경기회복 모멘텀이 유지되고 있음. 그러나 미국을 제외한 여타 글로벌 경기의 부진한 회복세 및 미 달러화 강세의 부정적 영향 등을 감안할 때 미국경기가 계속 홀로 견조한 호조세를 유지하고 나아가서 글로벌 금리 정상화에 어느 정도 기여할 수 있을지는 예상하기 쉽지 않음.

국제유가는 1월 평균 배럴당 46달러 수준으로 하락하였다가 보다 최근에는 50달러 중반 수준으로 반등하는 등 계속 높은 변동성을 보이고 있음. 앞으로도 국제유가의 변동성은 확대될 가능성이 높다고 보아야 할 것임.

한편 국내 경제 상황을 개관해 보면, 지난해 4/4분기 민간소비가 전기대비 0.5% 증가한 것으로 추계되었고 지난 12월 소매판매도 전월대비 2.2% 증가하여 소비회복세 자체는 유지되고 있음. 그러나 올해 1월 들어서는 소비가 다소 감소한 것으로 모니터링되고 있는 데다 근로소득세 연말정산 등과 같은 민간 소비심리의 위축 가능성 등을 감안하면 향후 민간소비의 개선세에는 상당한 불확실성이 개재되어 있음. 투자의 경우 지난해 4/4분기 설비투자가 전기대비 5.6% 증가하였으나 건설투자는 공공부문 건설의 부진 등으로 전기대비 9.2% 감소하였음. 그리고 1월에는 설비투자가 상당 폭 감소한 것으로 모니터링되고 있음. 지난해 4/4분기 수출은 전기대비 0.3% 감소하여 글로벌 금융위기 이후 처음으로 2분기 연속 감소를 기록하였음. 특히 1월 통관기준 수출이 전년동월대비 0.4% 감소한 것으로 나타났음. 글로벌 달러화 강세에도 불구하고 원화는 여타국 통화와 달리 상대적으로 강세를 보여 왔고 앞으로도 그럴 가능성이 높은 점, 그리고 경쟁국인 일본의 수출이 점차 호조세를 보이고 있다는 점 등을 감안할 때 최근의 수출부진 통계는 그간 우리 경제의 회복세를 주도하였던 수출에 대한 유의한 적신호를 보내고 있는 것으로 해석될 수도 있을 것임.

한편 1월 소비자물가 상승률은 담배값 인상에도 불구하고 유가하락 등으로 전월대비 0.5%, 전년동월대비 0.8% 증가하여 저물가 추세를 이어 갔음. 농산물 및 석유류를 제외한 근원물가상승률은 전월대비 0.9%, 전년동기대비 2.4% 상승하였지만, 담배값 상승 등의 특이요인을 감안하면 최근의 흐름에서 큰 변화가 없는 것으로 평가됨. 특히 1월 생산자물가 상승률은 전년동월대비 3.6% 하락하여 5년 6개월만에 가장 낮은 수준을 기록함으로써 향후 저물가 리스크를 더욱 우려하게 만들고 있음. 고용시장의 경우 1월에도 전년동월대비 취업자수 증가세 둔화가 지속되었고 광의의 실업률 개념인 고용보조지표들도 다소 악화되는 모습을 보였음.

국내 금융시장에서는 1월중 장기 국고채 금리가 상당 폭 하락하였다가 보다 최근에는 시장참가자들의 기대심리가 급변동하면서 반등하였음. 주가는 국제금융 시장 불안, 유가 하락에 따른 일부 업종의 실적악화 우려 등으로 큰 폭으로 하락하였다가 반등하였음. 올해 1월중 외국인 증권투자자들은 국내 채권시장에서 순매수로 전환하여 채권보유 잔액이 100조원 수준에 달하고 있음. 주식시장에서는 전월에 비해 외국인 투자자의 순매도 규모가 축소되었음. 한편 1월에도 가계대출은 주택가격의 완만한 상승세, 재건축 관련 수요 등으로 인해 예년 수준을 큰 폭으로 상회하는 증가세를 나타냈음. 통상 1월은 주택거래 비수기인 점을 감안할

때 이와 같은 증가 규모는 상당히 이례적인 수준임.

글로벌 외환시장에서는 달러화 강세가 지속되고 있는 가운데 엔화는 글로벌 위험회피 성향의 등락 등에 따라 비교적 좁은 범위 내에서 변동하였고, 여타 통화들은 대체로 약세를 보였음. 그리고 국내 외환시장에서는 원/달러 환율도 글로벌 달러 강세의 영향을 받아 어느 정도 상승하였지만, 그 상승 정도가 약하여 원화는 달러화를 제외한 다른 통화에 비해 상대적으로 절상되는 행태를 보였음. 또한 글로벌 채권시장에서는 유가 하락 등에 따른 국제적 저물가 기조 및 주요국의 통화완화 정책 확대 등으로 인해 앞으로도 대체로 저금리 추세가 이어지겠지만 미 연준의 정책금리 인상과 관련된 불확실성 등으로 금리 변동성은 높아질 것으로 평가됨.

#### (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(2.00%)에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다.
- ☐ 세계경제를 보면, 미국에서는 견실한 회복세가 지속되고 유로지역에서도 미약하나 개선되는 조짐을 보였으나 중국 등 신흥시장국의 성장세는 둔화되는 모습을 나타내었다. 앞으로 세계경제는 미국 등 선진국을 중심으로 완만한 회복세를 지속할 것으로 전망되나 주요국의 통화정책 변화, 신흥시장국의 성장

세 악화, 지정학적 리스크, 그리스 채무재조정 관련 불확실성 등에 영향받을 가능성이 상존하고 있다.

- 국내경제를 보면, 수출이 석유제품 등의 단가하락에 크게 기인하여 감소하고 내수의 회복이 미약하였으며 경제주체들의 심리도 여전히 부진하였다. 고용면에서는 취업자수가 50세 이상 연령층과 서비스업을 중심으로 꾸준히 증가하였다. 앞으로 국내경제는 완만한 회복세를 나타낼 것이나 GDP갭의 마이너스 상태는 상당기간 지속될 것으로 판단된다.
- 1월중 소비자물가 상승률은 석유류가격의 하락폭이 확대되었으나 석유류 제외공업제품가격의 오름폭이 커지면서 전월과 같은 0.8%를 나타내었다. 농산물 및 석유류 제외 근원인플레이션율은 전월의 1.6%에서 2.4%로 큰 폭 상승하였다. 앞으로 물가상승률은 낮은 수준을 이어가다가 하반기 이후 점차 높아질 것으로 보인다. 주택매매가격의 오름세는 다소 둔화되었으며 전세가격은 수도권을 중심으로 상승세를 이어갔다.
- 금융시장에서는 장기시장금리가 주요국의 통화정책 완화 등으로 하락하였다가 미국 경제지표 개선 등으로 반등하였으며 주가는 상승하였다. 원/달러 환율은 경상수지 흑자 지속, 글로벌 미 달러화 강세 등의 영향이 교차하면서 하락 후 반등하였으며 원/엔 환율은 안전자산 수요 증대 등으로 그동안의 하락세가 주춤하는 모습을 보였다. 은행 가계대출은 주택담보대출을 중심으로 예년 수준을 크게 상회하는 증가세를 이어갔다.
- 금융통화위원회는 앞으로 성장세 회복을 지원하는 가운데 중기적 시계에서 물가안정기조가 유지되도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 이 과정에서 국제유가 및 주요국의 통화정책 변화 등 해외 위험요인, 경제 내의 유희생산능력 추이, 가계부채 및 자본유출입 동향 등을 면밀히 점검해 나갈 것이다.

(별첨)

## 「통화정책방향」 관련 보고내용

### I. 국내외 경제동향

#### 1. 국외경제동향

##### 가. 주요국 경제

미국은 제조업 생산이 증가하고 주택거래가 늘어나는 등 양호한 성장세를 유지하였음.

유로지역은 수출 및 소매판매가 늘어나고 기업심리도 점차 개선되는 등 완만하나마 회복세를 시현하였음.

중국은 수출 부진 등의 영향으로 성장세가 약화되는 모습을 보였음.

일본은 소매판매가 감소하였으나 수출과 생산을 중심으로 점차 회복하였음.

##### 나. 국제유가 및 기타원자재가격

1월중 국제유가는 공급과잉 지속, 미국의 원유재고 증가, 미 달러화 강세 등으로 큰 폭 하락하였음. 2월 들어서는 미국의 석유생산량 감소 전망 등으로 다소 반등(2.13일 Dubai유가 : 57.41달러/배럴)하였음.

기타원자재가격의 경우 비철금속가격(LMEX비철금속지수: 전월말대비 14.11월말 -3.2% → 12월말 -3.6% → 15.1월말 -6.8%)은 중국의 성장세 둔화 등으로, 곡물가격(S&P GSCI곡물지수: 14.11월말 3.5% → 12월말 1.4% → 15.1월말 -9.7%)은 공급초과로 인한 재고 누적 등으로 하락하였음.

## 2. 국내경제동향

### 가. 내수 및 대외거래

지난해 12월중 소매판매는 내구재 및 준내구재가 대규모 할인행사에 따른 승용차 판매호조 및 한파로 인한 동절기 의류 매출 확대에 따라 전월대비 2.2% 증가(전월대비 11월 1.8% → 12월 2.2%)하였음.

설비투자는 운송장비 투자를 중심으로 전월대비 1.7% 증가(전월대비 13.3% → 1.7%)하였음.

건설투자는 토목이 SOC 재정집행 확대에 증가하였으나 건축이 감소하여 전월대비 0.8% 감소(전월대비 -1.3% → -0.8%)하였음.

1월중 수출(454억달러)은 전년동월대비 0.4% 감소하였음. IT제품 수출은 반도체와 휴대폰을 중심으로 증가하였으나 비IT제품 수출이 석유제품, 화공품, 자동차 등을 중심으로 감소하였음. 12월중 경상수지는 상품수지를 중심으로 흑자를 지속(11월 113.2억달러 → 12월 72.2억달러)하였음.

### 나. 생산활동 및 고용

12월중 제조업 생산은 전월대비 2.8% 증가(전월대비 11월 1.2% → 12월 2.8%)하였음. 영상음향통신, 기타운송장비 등이 감소하였으나 자동차, 반도체·부품 등에서 증가하였음.

서비스업은 운수업, 도소매업 등은 증가하였으나 금융·보험업, 출판영상·방송통신·정보업 등이 감소하여 전월대비 보합(전월대비 -0.3% → 0.0%)을 기록하였음.

1월중 취업자수(계절조정)는 농림어업 및 서비스업이 증가로 전환되면서 전월대비 7.6만명 증가(전월대비 14.12월 1.7만명 → 15.1월 7.6만명, 전년동월대비 42.2만명 → 34.7만명)하였음. 실업률(계절조정)은 3.4%로 전월에 비해 0.1%p 하락(3.5% → 3.4%)하였음.

#### 다. 물가 및 부동산가격

1월중 소비자물가(전년동월대비)는 0.8% 상승하여 전월의 오름세를 유지하였음. 전월대비로는 공업제품(석유류 제외), 농산물가격을 중심으로 0.5% 상승하였음. 근원인플레이션(농산물 및 석유류 제외지수)은 전년동월대비 2.4% 상승(전년동월대비 14.12월 1.6% → 15.1월 2.4%, 전월대비 0.1% → 0.9%)하였음.

아파트 매매가격은 수도권에서 완만한 오름세가 지속되고 비수도권도 개발호재 지역을 중심으로 상승세를 유지함에 따라 전월대비 0.2% 상승(전월대비 14.12월 0.2% → 15.1월 0.2%)하였음. 전세가격은 수요우위가 이어지면서 오름세를 지속(전월대비 0.4% → 0.3%)하였음.

## II. 외환 · 국제금융 동향

### 1. 국제금융

‘15.1월 이후 국제금융시장은 그리스 정정불안 가능성 및 산유국 금융불안 우려 등의 영향으로 월 중반까지 위험회피성향이 증대되었다가, 주요국 중앙은행들의 완화적 통화정책 확대의 영향 등으로 동 성향이 점차 완화되는 모습을 보였음.

이에 따라 금융자산 가격은 높은 변동성을 보였음. 금리는 대부분 국가에서 연준 조기 금리인상 기대의 일시적 약화, ECB 등 중앙은행의 완화정책 등의 영향으로 하락하였으나, 그리스의 경우에는 채무재조정 관련 불확실성 부각 등으로 상승하였음. 주가는 주요국 중앙은행들의 완화적 통화정책 확대의 영향 등으로 유럽을 중심으로 상승하였으며, 미 달러화는 연준의 조기 금리인상 기대의 일시적 약화에도 불구하고 미국과 주요국들간 통화정책 기조 차이가 확대되면서 강세를 지속하였음.

글로벌 투자자금은 선진국 채권시장으로는 유입세가 확대되는 가운데 신흥국에서의 자금유출은 축소되는 모습을 보였음.

## 2. 외환수급

‘15.1월중 외환수급은 경상거래를 통한 외환의 순유입 규모가 크게 축소된 데다 거주자의 해외투자 증가로 자본거래의 순유출이 크게 확대되면서 전체 외환은 순유출로 전환하였음.

이에 따라 금융거래에 의한 외환의 움직임은 큰 폭의 순유입으로 전환되었음.

## 3. 외환보유액

‘15.1월말 외환보유액은 유로화, 파운드화 등의 약세로 이들 통화표시 보유자산의 미 달러화 환산이익 감소에 주로 기인하여 전월대비 14억달러 감소한 3,622억달러를 기록하였음.

## 4. 외환시장

원/달러 환율은 연준의 조기 금리인상 기대가 일시적으로 약화된 데다 엔화 강세에 동조화되면서 월중반 1,077.3원까지 하락하였다가, 주요국의 완화적 통화정책 실시에 따른 글로벌 달러화 강세 등의 영향으로 하락폭을 축소하였음.

원/엔 환율(100엔당)은 위험선호심리 변화, 주요국의 완화정책 확대 등에 영향을 받으며 920원을 중심으로 등락하는 등 그동안의 추세적 하락세가 주춤하는 모습을 보였음.

외환 스왑레이트(3개월물)는 해외증권투자 및 역외 달러화예치 목적의 스왑거래(buy&sell)의 영향 등으로 하락하였음.

## 5. 국내은행 외화자금사정

국내은행의 대외차입여건 및 외화자금사정은 대체로 양호한 상태를 유지하였음.



### III. 금융시장 동향

#### 1. 채권·주식

##### 가. 시장금리

국고채(3년)금리는 1월중 주요국의 완화적 통화정책 등으로 하락하였으나 2월 들어 기준금리 인하기대 약화, 미국채(10년) 금리 상승 등으로 반등하였음.

회사채(3년)금리는 연초 기관투자자의 수요가 증가한 데다 국고채금리 하락 등으로 상대적인 가격메리트가 부각되어 우량물·비우량물 모두 상당폭 하락하였음.

통안증권(91일)금리, 은행채(3개월)금리 등 주요 단기시장금리는 기준금리 인하 기대, MMF 등 단기수신 증가에 따른 매수 등의 영향으로 하락하였음.

##### 나. 주가

코스피는 그리스 정정불안, 국제유가 약세 등으로 하락하였다가 ECB의 전면적 양적완화정책 발표, 연기금 매수세 유입 등으로 상당폭 반등하였음.

##### 다. 외국인 국내증권 투자

1월중 외국인의 국내채권투자 자금은 소폭 순유입으로 전환되었음. 중앙은행자금 및 글로벌펀드자금은 각각 일부 아시아계 중앙은행의 재투자 부진, 신흥국 채권투자자금의 유출 지속 등으로 순유출되었으나 외국은행 자금은 재정거래 유인 확대 등으로 순유입 전환되었음. 한편 외국인은 국채선물(3년)시장에서 큰 폭 순매수하였음.

외국인은 안전자산 선호 강화, 국내기업의 실적부진 등으로 전월에 이어 주식을 순매도하였음. 다만 ECB의 전면적 양적완화정책 발표 이후에는 매도세가 약화되어 순매도규모는 전월보다 축소되었음.

## 2. 여수신

### 가. 여수신금리

1월중 은행 여신금리(신규취금액 기준)는 전월대비 소폭 하락한 것으로 추정됨. 기업대출금리는 시장금리 하락을 반영하여 하락하였으나 연말 실적제고를 위한 우대금리 적용이 축소된 데다 일부 대기업에 대한 고금리대출이 취급됨에 따라 하락폭이 제한되었고 가계대출금리는 장기시장금리 하락에도 불구하고 고정금리 주택담보대출의 우대금리 적용 축소와 저금리 집단대출 취급비중 축소 등으로 전월보다 소폭 상승하였음.

은행 수신금리(신규취금액 기준)는 시장금리 하락(월평균 기준)에 따라 상당폭 하락한 것으로 추정됨.

### 나. 여신

1월중 은행 가계대출(모기지론 양도 포함)은 전월보다 증가폭이 축소되었음. 주택담보대출(모기지론 양도 포함) 증가폭은 전월보다 축소되었으나 주택거래 호조, 정책모기지론 증가세 지속 등으로 예년 수준을 상회하였음. 마이너스통장대출 등은 대기업 상여금 지급 등으로 감소하였음.

비은행 가계대출(모기지론 양도 포함, 1.20일 기준)은 전월동기대비 감소 전환하였음.

은행 기업대출은 연초 계절요인으로 큰 폭 증가하였음. 중소기업대출은 부가가치세 납부 수요, 기술신용대출 취급, 1월말 휴일로 지연된 결제성자금대출의 2월초 상환과 같은 특이요인 등으로 큰 폭 증가하였으며 대기업대출도 연말 일시상환분 재취급 등으로 증가하였음.

기업의 직접금융 조달규모는 전월보다 확대되었음. 주식발행은 연초 재무제표 미확정으로 주식발행이 곤란함에 따라 부진하였으나 회사채가 연말 book closing 등 특이요인 소멸과 기관의 투자 재개 등으로 소폭 순발행 전환되었고 CP도 연말 일시상환분 재취급, 일부 기업의 단기자금수요 등으로 순발행 전환되었음.

은행의 기업대출 및 가계대출 연체율(1.20일 기준)은 대체로 안정세를 지속하였음.

#### 다. 수신

1월중 은행 수신은 수시입출식예금을 중심으로 큰 폭 감소하였음. 수시입출식예금은 기업의 부가가치세 납부 등으로 크게 감소하였고 정기예금은 예대율 규제 완화 이후 은행의 고원가성예금 유치노력이 약화됨에 따라 법인자금을 중심으로 전월에 이어 감소하였음. 다만 CD는 시장성CD를 중심으로 증가로 전환하였으며 은행채는 순발행을 지속하였음.

비은행 수신은 큰 폭 증가로 전환되었음. 자산운용사 수신은 MMF가 연말 재무비율 관리 등으로 일시 인출되었던 자금이 재유입됨에 따라 큰 폭 증가하였고 주식형펀드 및 채권형펀드도 각각 환매규모 축소, 시장금리 하락 기대 등으로 증가하였음. 금전신탁도 연말 인출되었던 법인자금이 재유입된 데다 국고여유자금도 유입되어 큰 폭 증가로 전환되었음. 신용협동기구 수신은 건조한 증가세를 지속하였음.

### 3. 통화

1월중 M2증가율(평잔기준 전년동월대비)은 전월과 비슷한 8% 내외로 추정됨. 연말 대출 일시상환 등에 따른 민간신용 환수(평잔기준) 규모가 축소되었으나 국외부문의 통화공급이 기관투자가의 해외예금 증가 등으로 줄어들고 정부부문 통화공급도 정부예금 확대 등으로 감소한 데 기인함.

M1증가율은 전월보다 하락한 12%대 중반으로 추정됨.