

2017년 도 제4차

금융통화위원회(정기) 의사록

한 국 은 행

1. 일 자 2017년 2월 23일(목)
2. 장 소 금융통화위원회 회의실
3. 출석위원 이 주 열 의 장 (총재)
함 준 호 위 원
장 병 화 위 원 (부총재)
이 일 형 위 원
조 동 철 위 원
고 승 범 위 원
신 인 석 위 원

4. 결석위원 없 음

5. 참 여 자

하 성 감 사	김 민 호 부총재보
윤 면 식 부총재보	임 형 준 부총재보
허 진 호 부총재보	전 승 철 부총재보
채 선 병 외자운용원장	장 민 조사국장
박 종 석 통화정책국장	이 환 석 금융시장국장
서 봉 국 국제국장	손 욱 경제연구원장
이 승 헌 공보관	장 정 석 금융통화위원회실장
이 동 원 의사팀장	

6. 회의경과

가. 의결안건

<의안 제8호 — 통화정책방향>

(1) 전일 개최된 동향보고회의에서 조사국장이 보고 제13호 - 「국내외 경제 동향 및 평가」, 국제국장이 보고 제14호 - 「외환·국제금융 동향」, 그리고 금융시장국장이 보고 제15호 - 「금융시장 동향」에 대하여 보고하였음.(보고내용 : 별첨)

(2) 본회의에서는 의장이 전일 보고내용을 접수하고 「한국은행법」 제28조에 따라 의안 제8호 - 「통화정책방향」을 상정하였음.

(3) 위원 토의내용

전일 개최된 동향보고회의에서는 다음과 같은 토의가 있었음.

(가) 국내외 경제동향 및 평가

일부 위원은 금년 1월 소비자물가가 전년동월대비 2.0% 상승하는 등 예상보다 빠른 오름세를 보인 반면 근원물가 상승률은 여전히 목표수준에 못 미치는 1%대 중후반에 머물러 있다고 언급하고, 향후 물가목표 달성에는 소비자물가가 얼마나 견조한 오름세를 이어갈지가 관건이 될 것이라고 강조하였음. 최근의 소비자물가 상승이 국제유가의 기저효과, 농축수산물가격의 상승 등 공급요인에 기인한 것으로 보이지만 반드시 이에 국한하여 해석할 필요는 없을 것으로 생각된다면서, 서비스물가의 상승률이 목표수준을 상회하고 근원물가도 지속성이 낮은 규제가격을 제외하면 높은 오름세를 보인 것으로 파악된다고 설명하였음. 다만 내수가 부진한 점 등을 감안하면 수요측면의 물가상승 압력이 충분하지는 못한 것으로 보인다고 언급하고, 이에 대한 관련부서의 견해와 함께 소비자물가지수 개편으로 어렵긴 하겠지만 경기민감물가지수를 다시 산출해 볼 계획은 없는지 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 근원물가지표에 근거할 때 수요측면에서는 아직까지 물가목표 달성이 가능할 정도의 상승압력은 없는 것으로 보인다고 답변하고, 소비자물가지수의 조사품목 조정 등으로 당장은 경기민감물가지수를 산출하기 어려우나 앞으로 시계열이 축적되는 대로 이를 다시 작성해 볼 예정이라고 설명하였음.

이어서 동 위원은 서비스물가가 상품물가보다 향후 물가흐름에 대한 예측력이 높고 상품물가는 시차를 두고 서비스물가에 근접해 가는 것으로 나타난다는 분석결과를 소개한 후, 최근 서비스물가가 높은 오름세를 보이고 있어 상품물가도 이에 동조화될 가능성이 있으며 속보성이 높은 온라인 상품지수도 이미 저점을 지나 계속 오름세를 나타내고 있다고 언급하고, 이러한 점에 비추어 상품물가가 기초적인 상승세로 돌아설 가능성은 없는지 관련부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 최근의 상품물가 상승이 주로 공급요인에 기인한 것이기 때문에 이것이 기초적인 오름세로 이어질지는 좀 더 시간을 두고 지켜봐야 할 것으로 판단된다고 답변하였으며, 소비자물가에는 상품가격뿐만 아니라 서

비스요금 등도 포함되므로 온라인 상품지수를 토대로 동 물가의 향방을 판단하는데에는 한계가 있을 수 있다고 첨언하였음.

또한 동 위원은 미국의 경우 노동시장의 슬랙(slack) 축소와 더불어 임금상승률이 향후 물가상승 압력을 가늠하는 데에 중요한 지표로 활용되고 있지만 우리나라에서는 최근 임금상승률이 물가상승률을 계속 상회하는 등 임금과 물가 간의 관계가 악화되고 있는 것으로 보인다고 언급하면서, 이에 대한 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 작년에 임금과 물가 간의 관계가 악화되었던 것은 임금 상승보다 국제원자재가격 하락에 따른 영향이 더 컸었기 때문이라고 설명하고, 최근에도 임금이 계속 상승하고 있는 만큼 이에 따라 물가상승 압력도 점진적으로 높아질 것으로 보인다고 답변하였음.

아울러 동 위원은 최근 중국의 생산자물가가 빠르게 상승하면서 글로벌 리플레이션(reflation) 압력이 높아질 가능성이 있다는 지적이 있는데 우리나라 물가에는 어떠한 영향을 미칠 것으로 예상하는지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 중국의 생산자물가 상승은 원재료, 중간재 등 수입품 가격변화를 통해 국내 소비자물가에도 일부 영향을 미칠 것으로 보인다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 향후 물가상승 압력을 판단함에 있어 잠재성장률 하락 등으로 불확실해진 GDP갭보다는 유희생산력지표를 활용하는 사례가 많다고 언급하였음. 우리나라에서도 동 지표로서 실업률갭·근로시간갭·참여갭, 제조업 평균가동률갭 등을 이용하고 있는데 좀 더 미래지향적인 통화정책 운영을 위해서는 이들 지표를 다시 한 번 면밀히 점검할 필요가 있다고 강조하고, 제조업 평균가동률을 다음과 같이 재고율, 설비투자수요압력, 산업별 수출상황과 비교하여 평가하였음.

첫째, 동 위원은 제조업의 재고율과 평균가동률 간 관계와 관련하여 재고가 줄어들면 생산이 늘어나 이들 지표 간에는 마이너스(-)의 상관관계를 보이는 것이 일반적이지만 작년부터는 재고율이 하락세로 돌아섰음에도 불구하고 평균가동률은 오히려 계속 낮아지고 있는데, 그 이유가 무엇인지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 작년부터 제조업의 재고율과 평균가동률이 동반 하락한 것은 3D낸드플래시와 OLED로의 공정전환으로 IT기업들이 생산보다는 재고를 통해 수요에 대응하였기 때문인 것으로 파악된다고 답변하고, IT기업을 제외한 여타 제조업의 경우에는 이들 지표가 여전히 마이너스의 상관관계를 보이고

있다고 덧붙였음.

둘째, 동 위원은 설비투자수요압력도 작년부터 마이너스 영역에서 벗어나고 있는 것으로 나타나 평균가동률과는 대조적인 모습을 보이고 있다고 설명하였음.

셋째, 동 위원은 최근 석유제품, 화공품, 반도체, 디스플레이 등의 수출 증가세가 완전한데 이들 산업의 가동률은 어떠할 것으로 예상되는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 수출이 계속 호전되면 석유제품, 화공품은 가동률의 상승으로, 반도체나 디스플레이의 경우에는 추가생산을 위한 설비투자의 확대로 연결될 것으로 보인다고 답변하였음.

동 위원은 이 같은 재고율의 하락, 설비투자수요압력의 회복, 수출 증가 등에 비추어 유희생산력이 다소 축소되고 있는 것으로 보인다고 진단하고, 앞으로도 이러한 움직임이 기조적으로 계속될 것으로 보이는지 관련부서에 물었으며, 기업 구조조정 지연, 해외생산 확대에 따른 국내설비 유희 등으로 제조업 평균가동률의 유용성이 다소 저하되고 있을 수 있으므로 재고율 등과 같은 다양한 생산지표를 활용하는 한편 동 가동률을 산업별로도 세분화하는 등 유희생산력의 규모나 변화를 좀 더 다각적으로 분석할 필요가 있다고 당부하였음.

이에 대해 관련부서에서는 최근 수출이 회복되면서 유희생산력도 다소 축소되고 있는 것으로 판단되지만 IT를 제외하면 이러한 수출 증가가 주로 가격 상승에 기인한 것이어서 이것이 기조적으로 수출물량의 확대 및 이에 따른 유희생산력의 축소로 연결될지는 좀 더 시간을 두고 지켜봐야 할 것으로 보인다고 답변하였음.

다른 일부 위원은 최근 미국 신정부의 보호무역주의 강화 및 경상수지 흑자국에 대한 환율 압력, 하드 브렉시트(hard Brexit) 공식화, 프랑스 대선, 국내의 정치적 불확실성, 일부 조선업체의 회사채 만기도래, 사드(THAAD) 배치와 관련한 중국과의 갈등, 북한관련 리스크 등 다양한 리스크 요인이 대두되고 있음을 감안할 때 4월 위기설과 같이 우리경제의 악화 가능성을 우려하는 목소리가 커지고 있는 것은 당연해 보인다고 언급하였음. 그렇지만 이러한 비관론은 여러 가지 리스크가 동시 다발적으로 실현될 것을 전제한 것으로, 객관적인 관점에서 보면 국내경기가 급락하거나 경제위기가 발생할 가능성은 높지 않아 보인다고 강조하였음. 실물경기를 보면 소비는 다소 부진하겠지만 수출과 설비투자가 개선되면서 기조적인 성장흐름이 지난 1월 전망경로에 부합할 것으로 예상되며, 특히 최근 우리경제를 견인하고 있는 수출의 경우 비록 미국 신정부의 보호무역정책 등 하방 리스크가 잠재해 있지만 일부 품목의 수급여건 개선, 국제유가의 상승효과 등

에 힘입어 상당기간 증가세를 이어갈 가능성이 높다고 설명하였음. 만일 수출의 하방 리스크가 현재화되어 성장세가 예상을 밑돌게 되더라도 우리나라는 경상수지, 외환보유액, 금융기관 재무건전성 등이 양호하여 어느 정도의 대외충격은 감내 가능한 것으로 평가되므로 경제위기로 이어질 가능성은 크지 않아 보인다고 진단하였음. 관련부서에서는 대내외 리스크 요인의 변화 및 이에 따른 영향을 면밀히 분석하고 경제주체들의 심리가 과도하게 위축되지 않도록 커뮤니케이션(communication) 노력을 강화하는 한편 경제상황의 급변 가능성을 항상 경계하면서 시장 안정화 조치나 비상 계획 등과 같은 대응방안 준비에도 만전을 기하여야 할 것이라고 당부하였음.

이어서 동 위원은 이번 회의운영 체계 개편이 좀 더 긴 시계에서 통화정책의 수행여건을 마련하고 경제전망과의 연계성을 강화하기 위한 것인 만큼 앞으로도 이러한 취지에 부합하는 자료 작성에 계속하여 힘써 달라고 당부하고, 월별 경제지표 발표일과 회의 개최일 사이의 경제상황 변화를 효과적으로 파악할 수 있도록 속보성 있는 지표의 개발 및 확충에도 좀 더 노력해 달라고 덧붙였다.

또 다른 일부 위원은 최근의 설비투자 확대가 일부 IT기업에 집중되어 있는 것으로 보인다고 지적하면서, 앞으로 이들 기업의 투자계획이 변경될 가능성은 없는지, IT기업의 설비투자를 제외하면 자본스톡(stock)이 줄어들고 있는 것은 아닌지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 일부 IT기업의 설비투자가 중장기에 걸쳐 대규모로 진행되는 점 등을 감안하면 동 계획이 갑자기 변경될 가능성은 크지 않아 보이며, 이를 제외한 여타 업종에서도 유지·보수 등 어느 정도의 설비투자는 이루어지고 있는 것으로 생각된다고 답변하였음.

다음으로 동 위원은 최근 IT기업을 중심으로 수출과 설비투자가 늘어나고 있지만 그 파급효과(spillover effect)는 제한적인 것으로 보인다는 의견을 나타내었음.

이에 대해 관련부서에서는 IT기업의 수출과 설비투자가 증가하더라도 고용유발 등 경제 전반으로의 파급효과는 크지 않을 것으로 평가된다고 답변하고, 다만 수출 증가가 소비 회복에 긍정적으로 작용하고 반도체 장비투자도 국내 기계류 생산에 일부 영향을 미치는 등 어느 정도의 파급효과는 있을 것으로 기대된다고 덧붙였다.

이어서 동 위원은 향후 주택 입주예정물량이 상당한 규모임을 감안할 때 공

사일정에 차질이 발생하면서 건설투자의 하방 리스크가 부각될 가능성은 없는지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 금년과 내년의 경우 주택 입주물량이 대거 예정되어 있긴 하지만 일부 지역을 제외하면 입주수요가 꾸준히 유입되고 있고 지난 몇 년 간 공급물량도 많지 않았음을 고려하면 건설투자의 하방 리스크를 크게 우려할 정도는 아닌 것으로 판단된다고 답변하고, 최근의 재건축 수요에 비추어 신규 분양 물량의 착공중단 가능성도 극히 제한적인 것으로 보인다고 덧붙였음.

또한 동 위원은 세계경기 회복에 따른 국내 수입물가의 상승이 소비자물가에 어떠한 영향을 미칠 것으로 보이는지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 내수회복 지연 등을 감안하면 수입물가의 상승분이 소비자물가에 전가되는 정도는 제한적일 것으로 보인다고 답변하였음.

한편 일부 위원은 이번 회의 자료를 보면 최근 주요현안에 대한 분석내용이 잘 정리되어 있어 매우 유익하였다고 평가하고, 외부와의 공유를 통해 자료의 활용도를 높여 나가면 좋겠다고 당부하였음. 이에 더하여 매분기 경제전망에 대한 중간점검의 의미가 좀 더 명확히 전달될 수 있도록 분기별 전망치를 공개하는 방안도 검토할 필요가 있다고 제안하였음.

이어서 동 위원은 지난 1월 전망에 비해 소비가 다소 둔화되고 수출과 설비투자는 개선되는 등 그 구성내역이 바뀔 경우에는 비록 경제성장률에는 변화가 없다 하더라도 물가상승률에 미치는 영향은 다를 수 있다는 의견을 나타내었음.

또한 동 위원은 임금과 물가 간의 관계를 분석함에 있어서는 자영업자의 소득 개선이 지연되고 있음에 비추어 피용자보수와 같은 명시적 임금뿐만 아니라 자영업자의 소득 등 암묵적(implicit) 임금도 함께 고려할 필요가 있다는 견해를 제시하였음.

아울러 동 위원은 제조업 평균가동률이 매우 낮은 상황에서도 설비투자가 늘어나는 것은 설비투자의 비대칭성에 기인한 것으로 보인다고 언급하고, 예를 들어 반도체 산업의 가동률이 상승하게 되면 설비투자의 확대에 나설 수 있겠지만 조선업의 가동률이 하락하게 되더라도 기존설비의 축소는 어려울 수 있기 때문이라고 설명하였음.

이어서 동 위원은 이번 주택시장을 과거 확장국면과 비교해 보면 LTV·DTI 완화, 저금리 기조 등으로 주택수요가 늘어난 가운데 주택공급도 이례적으로 빠르게 증가하면서 주택가격의 상승폭이 상대적으로 크지 않았던 것으로 생각된다는 의견을 밝혔음. 주택공급이 과거와 달리 단기간 내에 탄력적으로 반응할 수 있었던 이유를 살펴본다면 향후 주택시장의 조정양상을 가늠하는 데에 많은 도움이 될 것으로 보인다고 언급하였음.

다른 일부 위원은 최근 우리나라를 비롯한 미국, 중국, 유로지역, 일본 등 주요국의 수출이 개선되고 있는데, 그 이유가 무엇인지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 전 세계적으로 수출이 개선되고 있는 것은 제조업 PMI지수가 상승하는 등 주요국 경기가 회복되고 있는 데다 국제원자재가격 상승 등으로 자원수출국의 여건도 호전되고 있기 때문인 것으로 보인다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 실물경제가 소비는 다소 부진하지만 전반적으로 완만한 성장세를 이어가고 있고 향후 성장경로에도 상방 리스크가 하방 리스크보다 더 커 보인다는 의견을 제시하면서, 대내외 불확실성을 걱정은 하여야 하겠지만, 세계교역 회복, 일부 업황 개선에 따른 설비투자 증가 등을 감안할 때 4월 위기설과 같은 과도한 우려는 피해야 할 것으로 보인다고 지적하였음.

또한 동 위원은 앞으로 세계교역이 계속 개선될 경우 조선, 해운, 철강 등 경기취약업종도 나아질 것으로 보이는지 관련부서에 물으면서, 환경규제로 친환경 선박 수요가 늘어나고 국제유가 회복으로 해양플랜트 발주도 증가할 것이라는 전망도 있다고 덧붙였음.

이에 대해 관련부서에서는 앞으로 세계교역이 계속 늘어나면 경기취약업종으로도 시차를 두고 그 영향이 파급될 것으로 보인다고 답변하고, 다만 중국에서 구조조정이 마무리되고 있는 철강의 경우 상대적으로 빠른 회복을 보이는 등 업종별로는 각기 차별화될 것으로 생각된다고 첨언하였음.

아울러 동 위원은 청탁금지법이 전체 소비에 미치는 영향이 크지 않다는 분석도 있다고 언급하면서, 이에 대한 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 신용카드 사용액에 비추어 청탁금지법의 부정적 영향은 고급음식점 등 일부 업종에서 집중적으로 나타나고 있는 것으로 보인다고

답변하였음.

이어서 동 위원은 최근 IMF에서 기업구조조정의 경제적 효과를 분석한 결과를 보면 고용 감소 등 단기적인 부정적 영향보다 투자 확대와 같은 중기적인 긍정적 영향이 더 큰 것으로 나타났으며, 완화적 통화·재정정책이 구조조정을 지원하는 역할을 한다는 연구결과도 있다고 언급하였음. 이러한 사례에 비추어 우리나라의 구조조정을 전체는 어렵더라도 산업별로라도 분석하고 성장잠재력 확충을 위한 중장기 방안을 모색할 필요가 있다고 당부하였음.

또 다른 일부 위원은 잠재성장률 추정에 많은 불확실성이 존재함을 감안할 때 실질중립금리 수준은 민간소비 증가율에 비추어 판단하여야 할 것으로 보인다는 견해를 나타내고, 다만 이를 위해서는 민간소비 증가율의 GDP 성장률 하회 현상에 대한 충분한 설명이 선행되어야 할 것으로 보인다고 언급하였음.

이어서 동 위원은 우리나라와 같은 소규모 개방경제에서는 기대인플레이션이 글로벌 요인의 영향을 많이 받을 수 있다고 언급하고, 이로 인해 기대인플레이션에 대한 통화당국의 영향력이 축소될 가능성은 없는지 살펴볼 필요가 있다는 의견을 나타내었음. 우리나라의 경우 기대인플레이션이 실제 인플레이션에 미치는 영향도 분명해 보이지는 않는다고 지적하였음. 한편 개인서비스물가 상승률이 최근의 보험료 인상과 같은 일시적 요인을 제외하면 1%대 중반을 나타낼 것으로 보인다는 점에서 개인서비스물가 흐름과 밀접한 실제 중장기 기대인플레이션이 단기 기대인플레이션 조사치에 비해 낮을 수 있다는 견해를 제시하였음.

또한 동 위원은 GDP갭 추정의 불확실성이 높고 제조업 평균가동률갭도 기업 구조조정, 해외생산 확대 등으로 활용에 제약이 있음을 감안할 때 기초적인 물가 상승 흐름을 판단하기 위해서는 결국 노동시장 지표를 살펴봐야 할 것으로 보인다고 언급하고, 앞으로 실업률갭, LMCI(Labor Market Conditions Index) 등에 관한 많은 논의가 있었으면 좋겠다고 당부하였음.

아울러 동 위원은 최근 우리나라의 수출 개선조짐이 산업적 요인 부각, 세계 경기 회복 등으로 뚜렷해지고 있지만 대미 수출은 늘어나지 않고 있다고 지적하고, 그 이유가 무엇인지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 대미 수출의 회복이 늦어지고 있는 것은 자동차

및 철강의 부진에 주로 기인한 것으로 파악된다고 답변하였음.

(나) 외환·국제금융 및 금융시장 동향

일부 위원은 Yellen 미 연준 의장이 미국의 금리인상 지연은 바람직하지 않다고 언급한 바 있는데 미국의 경제성장률이 잠재성장률을 상회하고 실업률도 자연 실업률에 도달한 것으로 평가되며 1월 CPI 및 PCEPI 상승률도 높은 수준을 보일 것으로 관측되고 있다고 설명하였음. 이러한 상황에서 앞으로 Trump 정부의 재정 정책이 가시화되면 미국의 금리인상 속도가 예상보다 가팔라질 수 있다는 의견을 나타내었음. 최근 FOMC 위원들의 미 연준 대차대조표 축소와 관련한 발언들이 많아지고 있음을 감안할 때 만기도래 보유채권에 대한 재투자 정책이 변경될 가능성이 있다고 지적하면서, 만일 재투자가 축소될 경우에는 그간 눌러왔던 (compressed) 기간프리미엄이 정상화되고 Trump 정부의 국채발행까지 가세하면서 장기시장금리의 상승압력이 높아질 우려가 있다는 견해를 제시하였음.

이어서 동 위원은 금년 중 미국채 금리가 미국의 금리인상 등으로 상승할 것이라는 전망이 있음에도 불구하고 국내 증권사들은 우리나라의 국고채 금리(3년 물)가 현 수준과 비슷할 것으로 예측하고 있는 것으로 조사되었다고 언급하였음. 작년 하반기에도 국고채 금리가 예상과 달리 상당 폭 상승하였던 점에 비추어 국내 증권사들의 전망이 다소 낙관적인 것으로 보인다는 의견을 나타내었음.

이에 대해 관련부서에서는 전망치들의 중간 값은 현 수준과 비슷한 것으로 나타나지만 전망치별로는 편차가 매우 크기 때문에 국고채 금리 전망에는 상당한 불확실성이 내재되어 있는 것으로 보인다고 답변하였음. 이와 관련하여 일각에서는 국내경기의 미약한 회복세, 장기채권 투자수요 등이 미국 금리인상에 따른 국고채 금리의 상승압력을 일부 제약할 것으로 보고 있다고 덧붙였다.

이에 동 위원은 여타 신흥국뿐만 아니라 우리나라의 경우에도 선진국 양적완화로 늘어난 유동성이 국내로 유입(spillover)되면서 장기시장금리가 하락하고 이에 따라 레버리지(leverage)가 확대되어 왔다는 견해를 제시하였음. 앞으로 미국의 금리가 인상되는 과정에서 이러한 금융순환이 반대방향으로 전환될 가능성이 있는데다 최근에는 수익률곡선(yield curve)의 되돌림 현상도 있었던 만큼 주요국의 통화정책 변화, 채권시장의 움직임 등을 계속하여 면밀히 모니터링 할 필요가 있다고 당부하였음.

다른 일부 위원은 미국 Trump 행정부가 출범할 당시 많은 사람들이 신정부 정책의 높은 불확실성을 이유로 국제금융시장의 변동성이 확대될 것으로 예상하였지만 실제로는 선진국과 신흥국 모두 주가가 상승하고 글로벌 펀드의 신흥국 주식·채권 투자가 늘어나는 등 국제금융시장의 투자심리가 오히려 호전되고 있다고 언급하면서, 그 이유가 무엇인지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 최근 국제금융시장이 안정된 모습을 보이고 있는 것은 글로벌 경기가 회복되고 있는 데다 위험선호심리도 국제원자재가격의 상승 등으로 호전되고 있기 때문인 것으로 생각된다고 답변하였음.

이에 동 위원은 미국 신정부 정책의 불확실성, 미 연준의 금리인상 가속화 가능성, 프랑스 대선과 같은 유럽의 정치 리스크, 유로 주변국의 재정불안 등 다양한 리스크 요인들이 잠재해 있는 만큼 앞으로도 국제금융시장의 상황을 계속 주의 깊게 살펴봐 달라고 당부하였음.

이어서 동 위원은 최근 원/달러 환율의 변동성 확대는 글로벌 외환시장의 변동성과 국내 외환시장의 높은 개방성을 반영한 결과로 원화의 변동성이 선진국 수준에 가까운 것으로 평가된다는 관련부서의 분석결과를 언급하면서, 다음과 같은 시사점을 제시하였음.

첫째, 원/달러 환율의 변동성 확대는 우리경제의 취약성보다는 원화의 높은 유동성, 낮은 거래비용 등에서 비롯된 것이므로 경제주체들이 이를 자연스럽게 받아들일 수 있도록 대외 커뮤니케이션에 힘쓸 필요가 있음.

둘째, 최근 환율의 수출경쟁력에 대한 영향은 줄어드는 대신 대외충격 흡수장치로서의 역할이 강조되고 있는 것으로 생각됨.

셋째, 미국 신정부의 경상수지 흑자국 환율정책에 대한 감시와 압력이 어떤 형태로든 계속될 가능성이 있으므로 불필요한 오해가 없도록 우리나라의 외환시장 상황과 경상수지 흑자 배경을 적극 설명할 필요가 있음.

또한 동 위원은 일각에서는 최근 은행 가계대출의 증가세가 2개월 연속 둔화되고 중도금대출의 신규승인규모도 축소되고 있는 데다 주택가격이 수도권과 지방 모두 보합세를 나타내고 있어 가계대출이 본격적인 둔화국면에 접어들었을 가능성이 있다는 견해가 제기되고 있으며, 금년 3월 중순부터 신용협동기구, 즉 농·수협, 산림조합, 새마을금고, 신협에 대해 맞춤형 여신심사가이드라인이 적용되는데 동 조치가 가계대출의 증가세를 더욱 억제하는 요인으로 작용할 것이라는 시각도 있다고 언급하였음. 그렇지만 앞으로 가계대출의 증가세가 기초적으로 뚜렷

하게 둔화될지는 속단하기 어려워 보인다는 의견을 나타내고, 첫째, 최근의 가계대출 증가폭 축소는 주로 계절적 요인에 기인한 것으로 봄 이사철이 다가오면 다시 확대될 가능성이 있다는 점, 둘째, 앞으로도 은행의 집단대출 증가세가 둔화될 가능성은 있겠지만 기분양 주택물량이 상당한 데다 중도금대출 수요도 은행에서 비은행으로 옮겨갈 수 있다는 점, 셋째, 맞춤형 여신심사가이드라인이 도입되더라도 상호저축은행 등은 규제대상에서 제외되어 있다는 점 등을 근거로 제시한 후, 가계대출의 동향, 주택경기의 상황, 정부대책의 효과 등을 계속 면밀히 점검할 필요가 있다고 당부하였음.

또 다른 일부 위원은 원/달러 환율의 변동성 확대는 선진국으로 진입하는 과정에서 나타나는 자연스러운 현상으로 이해되어야 하며 외환시장의 자생적 복원력 제고 측면에서도 긍정적인 것으로 평가된다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 우리나라의 GDP대비 경상수지 흑자비율이 어느 정도인지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 우리나라의 GDP대비 경상수지 흑자비율은 작년 7% 내외를 나타낸 데에 이어 금년에는 5%대 후반이 될 것으로 전망된다고 답변하였음.

이에 동 위원은 GDP대비 경상수지 흑자비율의 변화 및 그 원인을 면밀히 분석하고 균형실질환율에 비추어 이를 평가해 볼 필요가 있다고 당부하였음.

또한 동 위원은 은행의 대출심사가 강화되고 있음을 감안할 때 금년 중 집단대출의 신규취급규모가 예상보다 축소될 가능성은 없는지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 은행의 리스크 관리가 강화되면서 집단대출의 신규취급규모가 당초 전망보다 줄어든 수는 있겠지만, 기분양 주택에 대한 집단대출이 예정대로 실행되고 일부 수요가 은행에서 비은행으로 이전될 것을 감안하면 그 폭이 크지는 않을 것으로 보인다고 답변하였음.

아울러 동 위원은 조선업 등 일부 취약업종의 신용위험이 높아지게 되면 회사채시장에는 어떠한 영향이 나타날 것으로 보이는지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 일부 취약업종의 신용위험이 상승할 경우에는 우량 회사채와 비우량 회사채 간의 스프레드가 더욱 확대되는 등 신용차별화 현상이 심화될 것으로 보인다고 답변하였음.

이에 동 위원은 그 영향이 우량 회사채로도 일부 전이될 가능성은 없는지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 가격에는 영향이 있겠지만, 우량기업의 회사채 발행이 크게 어려워지지는 않을 것으로 보인다고 답변하였음.

한편 일부 위원은 가계부채 문제의 경우 정부의 관리책임을 배제할 수 없는 것이 사실이나, 관련된 경제주체들의 책임도 일정부분 강조될 필요가 있다고 언급하였음.

이어서 동 위원은 최근 중도금대출 금리가 분양 지역이나 주택유형별로 차별화되고 있다고 언급하면서, 이를 어떻게 평가하고 있는지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 지방보다는 서울이, 신규분양보다는 재건축 아파트의 중도금대출 금리가 더 낮은 것은 상대적으로 입지가 선호되거나 사업성이 높기 때문인 것으로 보인다고 설명하고, 이러한 현상은 대출위험 등에 따라 대출금리가 차별화되는 것으로 평가된다고 답변하였음.

이에 동 위원은 중도금대출 금리의 차별화는 주택도시보증공사나 주택금융공사의 보증비율 하향조정(100%→90%) 및 이에 따른 정상적인 시장 기능의 작동으로 나타난 현상일 수 있다는 견해를 나타내었음.

이에 대해 관련부서에서는 동 견해에 동의한다는 뜻을 밝히고, 보증비율이 하향조정되면서 은행이 리스크 관리를 위해 중도금대출 금리를 좀 더 차별화하고 있는 것으로 보인다고 덧붙였다.

또한 동 위원은 보금자리론의 금리가 은행 자체상품보다 낮게 운용되고 있는 것으로 보인다고 지적하고, 이로 인해 금년도 공급한도가 조기에 소진될 가능성이 있으므로 좀 더 탄력적으로 조정될 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

이에 대해 관련부서에서는 서민 주택금융 지원이라는 정책적 취지로 보금자리론의 금리가 상대적으로 낮게 운용되고 있는 것으로 보인다고 설명하고, 다만 최근에는 그간의 시장금리 상승분이 일부 반영되면서 동 금리가 상향조정된 바 있다고 답변하였으며, 보금자리론 자격요건에 제한이 있음을 감안하면 금년도 공급한도가 빠르게 소진될 가능성은 크지 않아 보인다고 덧붙였다.

아울러 동 위원은 최근의 집단대출 동향에 대해 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 최근에는 집단대출의 증가규모가 축소되고 있다고

답변하고, 이는 개별주택담보대출로의 전환에 주로 기인한 것으로 보인다고 덧붙였음.

이어서 동 위원은 주택 분양예정물량은 기착공물량과 달리 불확실성이 높기 때문에 건설투자의 선행지표로서의 활용도가 떨어진다고 언급하고, 동 지표에 내재된 불확실성을 가늠할 수 있도록 과거에 주택경기가 하강국면을 보이면서 분양이 취소되거나 연기되었던 사례를 조사해 보면 좋겠다고 당부하였음.

또한 동 위원은 최근 원/달러 환율의 변동성이 엔화 등 주요 선진국 통화에 비해서는 어떠한지 관련부서에 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 미 대선 이후 환율의 전일대비 변동 폭을 비교해 보면 원화가 엔화보다는 낮고, 호주달러화에 비해서는 높으며, 주요 선진국 평균에는 근접한 수준인 것으로 나타난다고 답변하였음.

이에 동 위원은 원/달러 환율의 변동성 확대가 외환시장의 높은 개방성 등을 반영한 결과인 만큼 이를 반드시 부정적으로만 여길 필요는 없다는 의견을 나타낸 후, 국제금융시장과 국내금융시장 간의 연계관계를 면밀히 분석하여 통화정책차원에서의 시사점 모색에도 좀 더 노력해 달라고 당부하였음.

다른 일부 위원은 우리나라가 미국 재무부의 환율보고서에서 심층분석 대상국으로 지정될 가능성은 없는지 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 작년에 발표된 교역촉진법에 근거할 때 우리나라가 미국의 심층분석 대상국으로 지정될 가능성은 크지 않아 보인다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 최근 신흥국의 금융상황을 보면 국채금리가 하락하고 주가가 큰 폭 상승하였으며 이들 국가의 통화도 강세를 나타내는 등 안정된 모습을 보이고 있다고 언급하고, 중국의 상황은 어떠한지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 중국도 주가가 상승하고 위안화가 소폭 절상으로 돌아선 가운데 자본유출도 다소 주춤해지고 있다고 답변하였음.

또한 동 위원은 일부 조선업체의 회사채 만기도래와 같은 잠재위험이 현재화될 경우에는 회사채시장의 신용양극화 현상이 심화될 가능성이 있으므로 비우량 회사채시장을 중심으로 면밀히 모니터링 할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

아울러 동 위원은 최근의 가계대출 증가세 둔화가 계절적 요인에 주로 기인한 것인 만큼 앞으로의 향방은 좀 더 지켜봐야 할 것으로 보인다고 언급하였음.

이어서 동 위원은 2014년 LTV·DTI 합리화 조치 이후 은행을 중심으로 늘어났던 가계대출이 최근에는 비은행으로 옮겨감에 따라 가계부채의 질적 저하가 우려된다는 견해를 나타내었음. 맞춤형 여신심사가이드라인의 시행을 앞두고 있지만 은행과의 대출금리 격차 축소 등을 감안해 보면 비은행 가계대출의 증가세가 크게 둔화되기도 쉽지는 않을 것으로 보인다고 언급하고, 이에 대한 관련부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 그간의 추세 등에 비추어 앞으로 비은행 가계대출의 증가세가 급격하게 둔화되지는 않을 것으로 보인다고 답변하고, 만일 비은행 가계대출이 크게 위축될 경우에는 취약차주의 금융 접근성이 제약될 가능성이 있다고 덧붙였음.

또한 동 위원은 자영업자 대출이 고령층, 저신용층, 다중채무자 등 취약계층과 관련한 문제에 복합적으로 연결될 수 있음을 감안하여 업종별, 유형별로 세분화하는 등 동 대출에 대한 미시분석을 강화할 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

아울러 동 위원은 최근의 부동산시장 동향에 대해 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 은행 여신담당자들은 부동산시장이 일부에서 우려하는 것만큼 위축되고 있지는 않은 것으로 보고 있다고 답변하였음.

이에 동 위원은 실물경기나 가계부채에 미칠 영향을 감안하여 부동산시장이 급격히 위축될 가능성은 없는지 계속 점검할 필요가 있으며, 특히 과거에 입주거부와 함께 집단대출이 연체되었던 사례가 있었던 만큼 분양시장의 동향을 세밀히 살펴봐 달라고 당부하였음.

이어서 동 위원은 최근 은행의 가계대출 금리가 상승하면서 여수신금리차도 확대되고 있는데 일각에서는 정부의 가계부채 대책 등으로 동 금리가 오르면서 은행의 수익이 늘어나고 있다는 주장도 제기되고 있다고 언급하고, 이에 대한 관련부서의 견해를 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 은행의 여수신금리차 확대는 리스크 관리 강화에 따른 여신금리의 상승에도 일부 기인한 측면이 있겠지만, 기본적으로는 시장금리의 변화가 반영된 결과로 해석되어야 할 것으로 보인다고 답변하였음. 수신금리

가 단기시장금리에 연동되는 데에 반해 여신금리는 단기시장금리뿐만 아니라 장기시장금리에 의해서도 영향을 받게 되는데 최근 장기시장금리가 단기시장금리보다 상대적으로 크게 오르면서 여수신금리차가 확대되었으며, 과거 평균에 비해서도 큰 수준은 아니라고 설명하였음.

이에 동 위원은 금년에는 주택담보대출의 증가세 둔화, 자산건전성의 악화 가능성 등으로 일반은행의 수익 전망이 밝지 않다는 시각도 있다고 소개하고, 가계대출과 관련하여 금융소비자뿐만 아니라 금융기관의 측면에서도 살피는 등 균형 있는 분석을 위해 계속 노력해 달라고 당부하였음.

또 다른 일부 위원은 관련부서에서는 금년에도 은행 집단대출이 상당 폭 늘어날 것으로 전망하였지만 1월중 소폭 증가에 그치는 등 아직까지 뚜렷한 확대 움직임은 나타나지 않고 있다고 지적하였음. 비록 1월의 경우 개별주택담보대출로의 전환에 따른 영향이 있었다 하더라도 집단대출의 증가규모가 은행의 리스크 관리 강화, 중도금대출의 상환 등으로 당초 예상을 밑돌 가능성은 없는지 세밀히 살펴볼 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 페더럴펀드(federal funds) 선물금리를 보면 금년 중 미국이 세 차례 이상 금리를 인상할 확률이 다소 높아진 것으로 나타나는 만큼 앞으로의 향방에 좀 더 주목할 필요가 있다는 취지로 발언하였음.

또한 동 위원은 원/달러 환율의 변동성이 선진국 통화와 비슷한 수준을 나타내고 우리나라의 CDS 프리미엄 등도 여타 신흥국과 차별화(decoupling)되고 있다고 언급하였음. 이러한 점에 비추어 최근의 환율 변동성 확대는 Trump 행정부의 정책 등 외환시장의 환경 변화를 반영한 결과로 과거의 달러화 유동성 위험과는 무관하다는 점이 강조되어야 할 것으로 보인다는 견해를 피력하였음.

(다) 「통화정책방향」에 관한 토론

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

먼저 관련부서에서는 글로벌 인플레이션율이 완만한 오름세를 이어가면서 국

내 물가의 상승압력으로 작용할 수 있겠지만, 글로벌 인플레이션 압력의 확대 정도가 크지는 않은 데다 국내 수요측면에서 하방압력이 상존하고 있어 국내 물가 상승률이 단기간 내 크게 높아질 가능성은 제한적인 것으로 보인다고 평가하였음. 다만 최근의 기대인플레이션 상승 움직임 등을 고려할 때 상방압력이 더욱 커질 경우에는 국내 물가가 예상보다 빠르게 상승할 가능성도 배제할 수 없기 때문에 글로벌 인플레이션 여건의 변화와 그 영향을 지속적으로 점검·분석해 나갈 예정이라고 덧붙였다.

일부 위원은 일반인 기대인플레이션이 물가목표보다 높은 수준을 지속해 오다가 최근 들어 더 상승하였지만, 실제 소비자물가 및 근원물가의 상승률은 목표 수준이거나 이를 소폭 하회하고 있음을 경제주체들에게 잘 설명할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

이에 대해 관련부서에서는 일반인 기대인플레이션에 상향편의의 경향이 있음에 유의하면서 최근의 물가상승폭 확대는 주로 공급요인에 기인하며 중장기 시계의 기대인플레이션은 크게 변하지 않고 있다는 점 등을 커뮤니케이션할 수 있도록 노력하겠다고 답변하였음.

이와 더불어 동 위원은 글로벌 인플레이션 압력을 전망함에 있어서는 공급요인보다 수요의 회복 및 그 지속성 여부에 대한 판단이 중요하므로 주요국의 디레버리징(de-leveraging) 마무리나 리레버리징(re-leveraging) 진행이 수요압력에 미칠 영향에 대해서도 점검할 필요가 있다고 당부하였음.

다른 일부 위원은 그동안 미 연준이 정책금리를 인상하더라도 여타 중앙은행은 자국의 경제상황을 고려하여 통화정책의 완화기조를 이어감으로써 주요국 통화정책 간 비동조화 현상이 상당기간 지속될 것이라는 예상이 지배적이었지만, 최근에는 중국인민은행이 역RP금리 등을 인상한 가운데 ECB 내부적으로 양적완화 축소 논의의 필요성이 제기되고 영란은행이나 일본은행의 정책기조 변화를 예상하는 시장의 견해도 많아지고 있음에 비추어 여타 중앙은행의 정책기조에도 변화의 조짐이 나타나고 있는 것으로 보인다는 의견을 나타내었음. 이 같은 현상은 첫째, 세계경제가 회복세를 지속하는 가운데 글로벌 인플레이션이 수요측면의 하방압력 완화, 국제유가의 상승, 미 달러화의 강세 등으로 오름세를 이어갈 것으로 예상된다는 점, 둘째, 통화가치의 절하를 의도적으로 도모하고 있다는 미국 신정부의 의심을 피하기 위해서라도 여타 중앙은행이 정책기조 추가완화에 더욱 신중

을 기할 가능성이 있다는 점, 셋째, 중국, 노르웨이, 호주, 뉴질랜드 등 장기간의 저금리 정책으로 부동산가격이 급등하고 가계 및 기업의 부채가 크게 늘어난 국가들의 경우 앞으로 성장보다는 금융안정에 우선순위를 두고 통화정책을 운용해 나갈 필요성이 커지고 있다는 점 등에 따른 것으로 보인다고 설명하였음. 앞으로 주요국 중앙은행이 통화정책의 완화정도를 실제로 축소하게 될 경우에는 미 연준의 정책금리 인상에 따른 부정적 영향이 여타 중앙은행의 완화적 통화정책에 의해 일부 상쇄될 것이라는 그간의 기대가 더 이상 유효하지 않을 수 있음에 유의하면서 주요국 통화정책기조의 변화와 그 영향을 세심히 점검해 달라고 당부하였음.

또 다른 일부 위원은 우리경제에 상대적으로 더 큰 영향을 미치는 선진국들을 중심으로 글로벌 인플레이션 압력의 정도를 점검해 볼 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

이어서 동 위원은 관련부서에서 인구구조 고령화와 통화정책 유효성에 관한 외국의 실증분석 결과들을 요약해 주어 많은 도움이 되었다고 평가하고, 다만 이러한 연구들은 고령총일수록 생애기간 동안 축적된 부(wealth)가 많을 것으로 전제하고 있으나 현실은 그렇지 않을 수 있는 만큼 이를 우리나라에 적용할 경우에는 고령층의 실제 부의 수준 및 구조를 베이스라인(baseline)으로 설정하여 분석할 필요가 있다고 당부하였음.

한편 일부 위원은 글로벌 인플레이션 압력이 증대되고 있지만 이로 인해 국내 물가가 단기간 내에 크게 상승하지는 않을 것으로 보이는 데다 금년도 물가전망에 비추어 아직은 물가상승률이 목표수준을 지속적으로 상회할 가능성도 낮아 보이므로 안정적 통화정책기조의 유지가 가능한 것으로 생각된다는 의견을 나타내었음. 일반인 기대인플레이션이 높아지고 있음을 감안하여 국민들에게 물가의 상황이나 전망을 충분히 설명하는 한편 글로벌 인플레이션과 관련하여 과거 1·2차 오일쇼크 발생 시 국내 물가에 대한 영향 사례도 참조할 필요가 있다고 당부하였음.

이어서 동 위원은 최근 통화정책의 유효성이 저하되고 있음을 감안할 때 신용정책 등 다양한 정책수단을 강구하는 한편 유효성 저하의 원인을 분석하여 이

에 정책적으로 대응해 나갈 필요가 있다는 견해를 밝혔음. 인구구조 고령화가 통화정책 유효성의 제약요인이 되고 있다는 연구가 있으며, 화폐환상(money illusion) 하에서는 완전히 합리적인 경제주체를 가정할 경우에 비해 통화정책의 수단이 제한된다는 분석도 있다고 소개하였음. 이질적 경제주체를 전제하면 금리가 하락하더라도 장기고정금리부채 보유자는 그 혜택을 보지 못하기 때문에 소비를 늘리지 않고 이에 따라 통화정책의 유효성이 저하된다는 해석과 통화량목표제에서 물가안정목표제로 바뀌면서 통화정책이 파급되는 은행대출경로가 약화되었다는 평가도 있다고 설명하였음. 이러한 연구들을 바탕으로 통화정책의 유효성이 저하되는 원인이 무엇인지 다양하게 살펴보고 앞으로 통화정책의 효과가 더욱 약화될 가능성은 없는지 점검하는 한편 이를 제고할 수 있는 방안에는 무엇이 있는지에 대해서도 연구할 필요가 있다고 당부하였음.

다른 일부 위원은 금년 하반기 기준금리 기대에 대한 서베이 결과를 보면 현 수준이 유지될 것이라는 전망이 지배적인 것으로 나타났는데, 그 외의 응답결과에서는 경제주체 전반은 인상이 인하보다 많은 데에 비해 채권시장 참가자의 경우에는 인하를 예상하는 경우가 다소 많았다고 지적하면서, 그 이유가 무엇인지 물었으며,

이에 대해 관련부서에서는 조사내용을 좀 더 살펴보아야 하겠지만, 경제주체 전반에는 미국의 금리인상 전망 등이, 채권시장 참가자의 경우에는 기대의 하향편의 경향 등이 반영되면서 인상과 인하의 응답결과가 다소 다르게 나타난 것으로 추정된다고 답변하였음.

또 다른 일부 위원은 통화정책의 유효성에 대한 다양한 견해가 있는 만큼 이와 관련한 심도 있는 연구뿐만 아니라, 만일 통화정책의 유효성이 낮아진 것이 사실이라면 향후 인플레이션 타게팅을 위한 통화정책은 어떻게 변화하여야 하는지에 대한 고민도 필요해 보인다고 언급하였음.

(4) 한국은행 기준금리 결정에 관한 위원별 의견 개진

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

일부 위원은 다음 통화정책방향 결정시까지 기준금리를 현 수준 1.25%로 유지하면서 국내외 금융·경제 상황 변화, 특히 대내외 리스크 요인의 전개방향과 그 영향을 면밀히 점검해 나가는 것이 좋겠다는 견해를 나타내었음.

먼저 지난 1월 13일 금융통화위원회의 통화정책방향 결정회의 이후 국내외 경제상황 변화를 보면 세계경제는 회복세가 강화되고 국제금융시장은 대체로 안정된 모습을 보였음. 국내경제는 심리위축으로 소비가 부진하였으나 수출이 개선 움직임을 지속한 데 힘입어 완만한 성장세를 나타낸 것으로 판단됨. 국내 금융시장에서는 주가가 상승하고 외국인 증권투자자금 유입이 확대되는 가운데 원/달러 환율이 큰 폭 하락하였음.

우리나라의 경제상황을 좀 더 구체적으로 살펴보면,

우선 국내경제는 대내외 경제여건의 불확실성이 매우 높기는 하지만 지난 1월 전망경로에 부합하는 완만한 성장세를 이어갈 것으로 예상됨. 최근 일부에서는 경제위기 우려를 제기하고 있는데 이러한 주장은 다양한 리스크 요인이 동시다발적으로 현실화하는 경우를 전제한 것으로 합당하다고 보기 어려움. 더욱이 오늘 아침 발표된 정부의 내수활성화대책이 차질 없이 시행될 경우 경기급락과 같은 경제위기의 가능성은 더욱 낮아질 것임. 지나친 비관론은 심리위축 등을 통해 실제 경제활동을 제약할 수 있으므로 경제상황 판단에 대한 커뮤니케이션 노력을 강화할 필요가 있겠음.

물가상황을 보면 1월중 소비자물가 상승률이 물가안정목표 수준인 2%로 높아졌음. 소비자물가 상승률은 당분간 2% 가까이에서 움직이겠지만 연간 전체로는 농축수산물 가격의 안정세 회복 등으로 1월 전망 수준 1.8%에서 크게 벗어나지 않을 것으로 예상됨. 한편 최근 들어 여러 물가지표들이 큰 폭으로 상승하면서 기대인플레이션이 2%대 후반으로 높아졌음. 기대인플레이션은 지속성이 강하여 한번 상승하면 안정을 되찾는데 상당한 시일이 소요되는 만큼 향후 움직임을 주의 깊게 살펴보아야 할 것임.

금융상황을 보면 지난해 12월에 이어 금년 1월에도 은행 가계대출의 증가폭 축소 움직임을 이어졌음. 그러나 이러한 현상은 계절적 요인에도 기인하고 있으므로 현 시점에서 가계대출의 증가세가 기초적으로 축소될지 여부를 판단하기는 어려움. 따라서 가계대출 동향, 주택시장 상황, 대출억제를 위한 정부대책 효과 등을 계속 면밀히 점검해야 하겠음.

다음으로 최근 원/달러 환율이 다른 신흥국에 비해 높은 변동성을 보이고 있

음. 이는 우리경제의 취약성보다는 국내 외환시장의 높은 개방성, 즉 원화의 높은 유동성, 낮은 거래비용 등을 반영한 현상인 것으로 판단됨. 따라서 높은 환율 변동성을 부정적으로 여겨온 경제주체들의 인식이 이를 수용하는 방향으로 바뀌어 가도록 노력할 필요가 있다고 생각함.

한편 주요국의 통화정책을 보면 그동안에는 미 연준은 금리를 인상하고 다른 나라 중앙은행은 완화기조를 확대 또는 유지하는 이른바 통화정책의 비동조화 현상이 이어져 왔음. 그러나 최근 들어서는 여타 주요국 중앙은행들도 통화정책의 완화정도 축소에 나설 조짐을 보이고 있음. 글로벌 경기회복 및 인플레이션 압력 증대, 저금리 기조 하에서의 금융 불균형 누적, 미국 신정부의 환율압력 등이 그 배경인 것으로 생각됨. 주요국 중앙은행의 통화정책기조가 이러한 방향으로 변화할 경우 미 연준 정책금리 추가 인상의 국내외 금융시장에 대한 영향이 예상보다 클 소지가 있다는 점에 유의해야 하겠음.

이상과 같은 점들을 종합적으로 고려하면 다음 통화정책방향 결정시까지 기준금리를 현 수준 1.25%로 유지하면서 국내외 금융·경제 상황 변화, 특히 대내외 리스크 요인의 전개방향과 그 영향을 면밀히 점검해 나가는 것이 좋겠음.

다른 일부 위원은 최근 우리경제의 물가 및 실물경기의 흐름에 대한 평가를 종합할 때 2월 기준금리는 현 수준에서 동결하는 것이 적절하다는 견해를 밝혔음.

최근 우리경제의 거시 추이는 지난 1월초의 예상경로에서 크게 벗어나지 않은 것으로 보임.

먼저 실물경기를 살펴보면 금년도 총수요 부문의 움직임을 특징짓는 패턴이 될 것으로 예상되는 내수 둔화, 수출 개선의 흐름이 좀 더 명확해지는 것으로 판단됨. 다만, 수요항목별 세부 추이에는 새로운 상·하방 위험요인의 조짐이 있어 향후 동향파악에서 유의하여야 하겠음.

내수항목 중 2016년 빠르게 확장세가 가속되었던 건설투자는 이미 과열의 조정에 따른 둔화가 예상되어 왔지만 여전히 둔화의 속도는 성장세가 그친 정도에 머무르고 있음. 우려되는 급락보다는 완만한 조정이 바람직하다는 점에서 일단은 긍정적인 전개로 평가됨. 반면 소비는 작년 11월 이래 전월대비 감소세가 계속되고 있으며 예상보다 부진의 폭이 다소 큰 것으로 추정됨. 최근 각종 대내외 불확실성 요인의 등장이 소비심리 급락을 초래하였음을 감안하면 일시적인 불확실성 요인의 해소와 함께 소비둔화폭이 완화될 가능성도 없지 않으나, 예상보다 큰 폭

의 부진이 지속되면서 잠재적인 경기 하방위험 요인으로 작용할 가능성도 배제하기 어려우므로 향후 추이를 면밀히 지켜보아야 하겠음.

수출은 11월 이후 2월 하순까지 4개월 연속 증가세가 확대되고 있어 기대하였던 수출개선이 추세적 현상으로 자리 잡을 가능성을 높이고 있음. 작년 말 이후 진행되고 있는 수출의 반등세는 세계반도체시장의 수요확대에 따른 반도체 수출의 확대, 유가회복에 따른 석유제품 수출의 확대 등에 의해 주도되고 있음. 반면 올해 기대되는 미국을 중심으로 한 선진국 경기의 회복, 산유국을 중심으로 한 신흥국 경기의 회복 등 세계경기의 회복과 세계교역량 회복의 효과는 현재까지는 상대적으로 뚜렷하지 않음. 12월 이후 지표에서 중국, 일본, 유럽 등 전 세계적으로 수출회복 조짐이 보이고 있으나, 각국의 대미 수출액 증가세는 여전히 혼조임. 미국 Trump 정부의 보호무역주의 태도 등 정치적인 불확실성 요인의 확대가 세계교역에 미칠 수 있는 부정적 영향도 위험요인으로 남아 있음. 이처럼 수출환경의 위험요인이 작지 않지만, 일단 실현된 지표를 기준으로 할 때 현 시점에서 향후 수출의 성장기여 효과는 경기의 상방위험 요인으로 평가됨.

이 같은 실물경기의 동향정보를 종합할 때 대내외 정치적 불확실성이 크게 높아지며 위험요인이 작지 않지만, 현 시점 예상되는 올해 실물경제의 경로는 1월의 당행 전망에서 크게 벗어나지 않은 것으로 평가됨.

다음으로 물가추이를 살펴보면, 국내 총수요 여건 및 노동시장의 상황보다는 공급측면 요인에 기인한 변화가 있었음. 이미 여러 차례 금통위 회의에서 언급되었듯이 올해 소비자물가 경로는 유가회복의 영향으로 상승률이 점차 확대되어 3분기 전후 목표치인 2%에 근접한 뒤, 유가하락의 기저효과가 사라지는 하반기 이후에는 미미한 수요측면의 물가상승 압력을 반영하여 상승률이 다소 하락하는 패턴을 보일 것으로 예상되었음.

이 같은 물가추이의 기본패턴에는 변화가 없는 가운데 공급측면 요인에 의한 물가상승의 폭이 예상보다 다소 크게 실현되며 금년 1월 소비자물가 상승률이 전월대비 0.9%, 전년동기대비로는 목표치인 2.0%를 기록하였음. 유가의 영향 이외에 조류독감, 구제역 등 농축수산물 물가를 상승시킨 새로운 공급측면의 물가충격 발생에 기인한 현상임. 따라서 올해 물가상승률 경로가 예전 전망경로를 크게 상회할 위험이 나타난 것으로 보기는 어렵다는 판단임.

공급측면의 물가상승 요인이 일시적 충격요인이므로 올해 하반기 이후 물가추세의 경로전망에 있어서 주요 위험요인은 여전히 세계 주요국, 특히 국제거래가격의 기준통화인 미국의 물가흐름, 통화정책 및 이와 관련된 환율추이라 하겠음. 최근 미국의 1월 소비자물가 상승률이 2.5%를 기록한 가운데 EU, 중국의 물가상승률도 뚜렷한 상승세를 보이고 있어 세계경제는 저인플레이션 기조에서 벗

어나는 모습임. 국내 물가흐름과 마찬가지로 이러한 물가상승기조의 주된 기저 원인이 유가반등인 것으로 평가되지만, 원인과 관계없이 일정기간 지속되는 물가 상승률의 추이는 경제주체들의 기대인플레이션에 영향을 미쳐 통화정책의 여건을 구성할 수 있음.

나아가 소규모 개방경제의 경우 국내 경제주체들의 기대인플레이션은 세계 물가흐름에도 영향을 받는다는 실증분석이 있음을 감안하면 최근 세계경제의 저인플레이션 해소 흐름은, 중기적으로 여전히 수요측면의 물가상승 압력 부재가 예상되는 국내경제여건을 배경으로 할 때, 목표 물가상승률 달성 관련 국내 통화정책의 부담을 경감시켜주는 긍정적 요인으로 작용할 것으로 생각됨.

마지막으로 2016년 중 금융안정 관련 논의의 초점이 되었던 가계부채는 작년 12월에 이어 금년 1월에도 은행권 가계대출 증가액이 크게 감소하여 안정조짐이 이어지고 있음. 가계부채의 변동이 상당부분 주택가격 상승률과 연계되어 있음을 고려할 때, 올해 중 가계부채의 증가세는 안정될 가능성이 한층 높아지고 있음. 다만, 통상 주택거래가 3월 이후에 본격화되며 가계대출 수요요인으로 작용한다는 점을 감안하여 가계부채의 안정화 여부에 대한 판단은 좀 더 실제 전개과정을 지켜보고자 함.

이상 최근 우리 경제의 물가 및 실물경기의 흐름에 대한 평가를 종합할 때 2월 기준금리는 현 수준에서 동결하는 것이 적절하다는 판단임.

또 다른 일부 위원은 기준금리를 현 수준에서 유지하는 것이 바람직하다는 견해를 표명하였음.

최근 세계경제는 완만한 회복세를 이어가고 있는 것으로 보이며, 국제금융시장도 불안심리가 진정되면서 금리 상승세가 둔화되고, 주가가 상승하는 안정적인 모습임. 다만 보호무역주의 정책을 비롯한 미국 정부의 경제정책 방향과 연준의 금리인상 가능성 등이 국제금융시장의 변동성 확대요인이 되고 있음.

국내경제를 살펴보면, 경기는 수출과 설비투자의 개선으로 완만한 성장세를 이어가고 있으며, 앞으로도 세계경기 회복에 힘입어 수출 여건이 개선될 것으로 예상됨. 다만, 민간소비는 소비심리 회복 지연 등으로 당초 전망수준에 미치지 못할 것으로 보임. 1월 소비자물가는 유가와 농축수산물 가격 강세의 영향으로 물가안정목표인 2%에 도달하였음. 국내금융시장은 국제금융시장이 안정되면서 시장금리와 주가가 안정적인 흐름을 보였으나, 원/달러 환율은 높은 변동성을 지속하였음.

이와 같은 세계경제와 국내경제 상황을 고려할 때, 앞으로의 통화정책은 최근의 물가흐름에 주의를 기울이면서 경기 관련 예상 가능한 불확실성 요인들을 고려하며 추진해 나가야 한다고 생각함. 우선 경기와 관련해서는 1월 전망의 경로를 대체로 따라갈 것으로 보이기는 하나, 대내외적인 정치·경제적 리스크 요인으로 인해 성장경로의 불확실성이 상당히 커질 우려가 있음. 4월 위기설 등이 출현하는 이유도 여러 가지 불확실성 요인에 대한 시장과 경제주체들의 과민반응 때문으로 보임. 따라서 당행도 한편으로는 경제주체들이 과도한 불안 심리를 가질 필요가 없다는 점을 강조하면서, 또 다른 한편으로는 예상가능한 대내외 불안요인에 대해 면밀한 모니터링을 계속해 나가야 할 것임.

1월 소비자물가 상승률이 큰 폭 상승하면서 향후 물가 움직임에 대한 전망이 매우 중요해졌다고 봄. 특히 주요국의 물가오름세도 확대되면서 국내물가에 미치는 영향에 관심이 모아지고 있음. 글로벌 인플레이션 압력 확대는 수요 및 공급 경로를 통해 국내물가 상승압력으로 작용하겠지만, 국내 물가상승률이 이로 인해 단기간 내에 크게 높아지지는 않을 것으로 보임. 이와 함께 그동안 크게 상승하였던 생활물가도 앞으로 점차 안정세를 회복할 전망임을 감안할 때, 금년 전체로 보면 소비자물가 상승률이 1월 전망한 1.8%에서 크게 벗어나지 않을 것으로 판단됨.

지금까지 경기가 부진한 가운데 물가도 목표치를 크게 하회하여 완화적 통화정책을 통해 경기를 보완하고 물가수준도 상승할 것을 기대하며 통화정책을 추진하여 왔음. 앞으로도 상당기간 수요측면에서의 물가상승압력은 크지 않을 것으로 전망되어 소비자물가가 목표치인 2%를 지속적으로 상회할 가능성은 낮다고 보여지므로, 경기의 하방위험을 고려하여 완화적 통화정책을 지속해 나가는 것이 가능한 상황이라고 생각함.

기업구조조정이 추진되는 가운데 악화되고 있는 고용사정은 완화적 통화정책을 지속할 필요성을 더해 준다고 하겠음. 1월 고용동향에 따르면 제조업의 취업자수가 큰 폭으로 감소하여 기업구조조정에 따른 고용한파가 커지는 모습이며, 서비스업에서도 취업자수 증가세가 둔화되어 우려를 낳고 있음. 이러한 과정에서 제조업의 고용 감소가 자영업 증가 등 소위 고용의 질이 떨어지는 부분의 확대로 이어지는 것을 막는 것은 가계부채 문제의 악화를 방지하는 차원에서도 중요하다고 봄.

통화정책과 관련하여 고려해야 할 금융안정 주요 이슈는 가계부채와 미국 금리 인상에 따른 금융·외환시장 안정 유지일 것임. 가계부채의 경우, 지난해 4/4분기말 가계신용이 1,344조원으로 늘었지만, 12월 가계부채 증가세가 둔화된 데 이어, 금년 1월에도 증가세가 크게 둔화되었음. 이는 그동안 꾸준히 강화되어 온 정

부의 가계부채 대책과 부동산 대책의 효과도 작용한 결과일 것으로 보이지만, 통상 1월은 부동산 비수기로 가계부채가 크게 늘지 않았던 시기라는 점을 고려해야 함. 1월 가계대출 증가율만 보고 가계부채 증가세가 둔화되었다고 판단하기는 이르다고 보며, 3월 이후에도 가계부채 증가세 둔화가 지속될지 지켜봐야 한다고 생각함. 한편, 정부가 제2금융권 가계부채 대책을 강화해 나가는 것은 바람직한 조치라고 보며, 정부의 일련의 대책들이 금년 중 효과를 나타낼 수 있을 것으로 기대함. 앞으로도 정부와 함께 가계부채 및 부동산시장 상황에 대한 세심한 모니터링을 해 나가야 함.

지난해 12월 미국 금리인상 이후 국제금융시장은 비교적 안정된 가운데 신흥국 시장도 안정세를 유지하고 있지만, 대외적인 불안요인들이 아직 잠재해 있음. 미 연준이 금리인상 시기를 시장의 예상보다 앞당길 수 있다는 전망도 있으므로 이에 대해 계속해서 지켜볼 필요가 있으며, 중국의 외환보유액이 3조 달러를 밑돌게 되면서 중국시장에 대한 우려가 있는 점, 신흥국이 미국 환율정책과 보호무역주의 정책 등의 영향으로 흔들릴 가능성이 있는 점에 대해서도 주의를 기울여야 할 것임. 우리나라의 경우 최근의 정치·경제적 어려움에도 불구하고, 높은 대외신인도 유지로 여타국과 차별화되는 모습을 보이고 있음. 앞으로도 이와 같이 차별화된 대외신인도를 유지할 수 있도록 최선의 노력을 다해야 할 것임.

이러한 요인들을 종합적으로 고려하여, 기준금리를 현 수준에서 유지하는 것이 바람직하다고 판단함. 앞으로의 경기와 물가 상황을 좀 더 지켜보면서, 가계부채와 미 금리 인상 등 대내외 금융안정 이슈에 대한 점검을 지속해야 하겠음.

한편 일부 위원은 현재의 기준금리 수준을 유지하면서 작년 4/4분기 이후 변화 조짐을 보이고 있는 내수와 수출의 상반된 흐름이 우리 거시경제에 미칠 파급효과를 가늠해야 할 것으로 판단된다는 견해를 나타내었음.

우선 작년 하반기 이후 부분적으로 감지되었던 세계경제의 리플레이션 조짐이 점차 확산되고 있는 것으로 보임. 세계경제가 완만한 회복세를 지속하는 가운데 원유를 비롯한 원자재가격이 반등하였으며, Trump 대통령 당선 이후에는 미국의 경기부양 정책에 대한 기대에 힘입어 선진국의 자산가격도 상승세를 보이고 있음. 이에 따라 반도체, 석유화학 등의 업종을 중심으로 우리나라의 수출가격이 상승하면서 지난 2년간 침체되었던 수출이 증가세로 반전되고 있으며, 이는 제조업 생산뿐 아니라 관련 산업의 설비투자를 반등시키는 주요 요인으로 작용하고 있음. 물가의 경우에도, 원자재가격 상승에 따라 수입물가가 비교적 빠른 속도로

오르면서 소비자물가 상승률이 지난 1월에는 물가안정목표인 2%를 기록하기도 하였음.

그러나 수출수요의 점진적 회복과는 대조적으로 내수는 점차 둔화되는 모습임. 우선 지난 2년간의 부동산시장 호황이 정부의 규제강화와 시장금리 반등에 따라 진정국면에 접어들고 있음. 그 결과 내수확대를 주도해 온 건설투자 증가세가 둔화되는 한편 금융안정의 잠재적 위험요인으로 우려되어 온 가계부채 급증세도 완화되는 조짐이 일부 감지되고 있음. 건설투자와 함께 내수의 주요항목인 민간소비도 작년 말 이후 증가세가 둔화되고 있음. 대통령 탄핵 정국과 함께 발생한 소비자 심리지표의 급락뿐 아니라, 소매판매 및 서비스 산업생산 등 실물지표도 민간소비 증가세가 둔화되고 있음을 나타내고 있음. 특히 일상 소비생활과 관련이 깊은 숙박·음식점, 운수, 예술·스포츠·여가 부문 등의 생산이 감소세로 전환되면서 전체 서비스 생산 둔화를 주도하고 있음은 다수 국민이 체감하는 경기가 악화되고 있다는 사실을 방증하고 있는 것으로 보임. 여기에 더하여 장기간 지체되었던 일부 취약업종의 구조조정이 작년 하반기 이후 추진됨에 따라, 관련 제조업에서의 고용 감소를 통해 단기적으로 내수에 추가적인 부담을 주고 있음. 물가의 경우에도, 1월 소비자물가지수 급등에도 불구하고 근원물가지수는 여전히 1%대 중반 수준에서 크게 변화하지 않고 있어, 일시적인 식료품가격 급등과 에너지가격 반등이라는 기술적 요인을 제외한 수요측면의 인플레이션이 확대되고 있다고 보기는 어려운 상황임.

따라서 향후 통화정책은, 작년 4/4분기 이후 변화하고 있는 수출수요와 국내수요의 상반된 흐름이 전체 거시경제에 미치는 영향에 대한 면밀한 분석을 기초로 수행되어야 할 것으로 판단함. 그리고 그 분석의 초점은, 세계경제 리플레이션에 힘입은 수출수요 회복이 우리경제 내부 문제에 기인한 내수둔화를 충분히 상쇄하여 마이너스 GDP갭을 해소하고 기초적인 인플레이션율을 2% 목표수준으로 점차 확대해 나갈 수 있느냐에 모아져야 할 것으로 사료됨.

다른 일부 위원은 금번 통화정책 결정회의에서는 기준금리를 현 1.25% 수준으로 유지하는 것이 바람직하다는 견해를 밝혔음.

미국 중심의 세계경제 회복은 점차 탄력을 얻고 있고 오랜 디플레이션의 우려를 벗어나 글로벌 물가도 원자재 가격 중심으로 상승세로 접어든 것 같음. 실물경제의 반등을 보여주듯 미국의 주식시장을 중심으로 글로벌 금융시장이 강세장으로 변하였음. 미국 금리는 예상대로 2~3차례 인상될 것으로 보이며 최근 금

리인상에 따른 미 수익률곡선의 가팔라짐과 수직이동이 지속될 것으로 보임. 이는 과거와 달리 실물경제 회복과 인플레이션에 대한 기대가 반영된 것이라고 할 수 있음. 이에 따라 2014년 중반부터 강세로 전환한 달러화가 변동성은 있겠지만 그 위상은 계속 유지할 것으로 보임. 다만 글로벌 경제의 정상화 추세를 환영하기에는 아직 불확실성이 많음. 미국 경제정책의 세부내용은 확정되지 않았고, 유럽 국가들의 대선, 중동 및 동북아 군사 안보 등 하방 리스크가 큼. 경제적인 측면만을 고려해도 글로벌 성장 회복세가 지속할 것이라는 확실한 근거가 충분치 않고 인플레이션 상승요인이 수요측면인지 유가상승에 의한 공급측면인지에 대해서 분석이 필요함. 선진국들의 금융시장이 펀더멘털보다 앞서 나간다는 분석 또한 힘을 얻고 있는 상황에서 자칫 미국 금리인상이 갑작스런 금융시장 불안으로 이어질 수 있음. 일부 신흥국들은 달러화 유동성이 경색될 경우 어려움을 겪을 수도 있음.

이러한 글로벌 상황이 우리에게도 그대로 전이되고 있는 가운데 다음과 같이 세 가지 측면을 고려해 보았음.

첫째, 우리나라도 글로벌 경기호전에 의해 우선은 수출이 회복되고 있다는 것은 희소식임. 다만 지속 가능성은 아직 미지수이며 IT 중심의 수출만 회복된다면 타 업종과, 더 나아가 전반적 내수로의 파급효과가 제한적일 수 있음. 그러므로 내수 진작에 대한 지속적 노력 없이는 수출확대가 2014~15년 양(positive)의 교역조건과 내수부진에 의해 확대되었던 경상수지 흑자를 오히려 더 키울 수도 있음.

둘째, 우리의 환율이 시장에 의해 결정되면서 변동성이 확대되는 모습은 불확실성 가운데 있는 우리에게 큰 자산임. 투자 다양화를 위하여 해외 증권투자가 늘어나고 있고 이에 더해 고령화 대비로 저축성향이 높고 내외 금리차 축소로 해외투자가 더 확대됨에 따라 경상수지 흑자에도 불구하고 현물시장에서의 환율에 대한 상·하방 압력이 축소되었음. 이와 같은 역내 상황을 반영하듯이 우리의 환율은 글로벌 달러화 가치에 더 민감하게 반응하고 있음. 더 나아가 NDF 거래를 받아주는 국내 외국환 은행들의 거래가 확대되면서 글로벌 투자자들이 역내 현물 시장에서의 환율 결정에도 더 직접적으로 영향을 주고 있는 것으로 보임. NDF에 내재되어 있는 환율이 스왑시장에 반영된 환율기대보다 일반적으로 더 공격적이기 때문에 환율 변동성이 증가한 측면도 있는 것 같음.

셋째, 현재 완화적 통화정책을 유지하는 것이 거시적 불균형을 해소하려는 목표와도 일맥상통한다고 볼 수 있음. 축소된 내외금리차가 아직까지는 환율에 큰 영향을 주지 않고 있는 가운데 내수 진작을 통하여 과도한 경상수지 흑자를 축소할 수 있기 때문임. 결국에는 수요증대가 상대적 가격 혹은 명목환율 변화에 의한 실효환율 절상과 더불어 수입증가를 가져올 것임. 물론 지속 가능한 내수 진

작은 새로운 양질의 일자리 창출과 직접적으로 연계되어 있으므로 통화정책은 구조적 변화의 과도기에 제한적이거나 경기를 견인해 주는 부수적 역할을 하고 있다고 보는 것이 더 정확한 표현일 것임. 또한 금융규제 완화와 더불어 그간 지속된 완화적 통화정책이 수반한 부작용도 지속적으로 주의를 요구함.

결론적으로 세계경제의 회복세와 우리 수출 및 내수의 성장 전망, 국내외 물가 변동, 그리고 국제금융시장의 움직임에 대한 외환시장 등의 여러 여건 변화와 이에 의하여 결정될 자연이자율의 경로에 따라 우리의 통화정책 기조를 조절해 나가야 할 것임. 위에서 언급하였듯이 여러 불확실성 가운데 있지만 현재로서 예상할 수 있는 범위 내에서는 현 금리수준을 조정할 필요성이 크지 않다고 판단됨. 그러므로 금번 통화정책 결정회의에서는 기준금리를 현 1.25% 수준으로 유지하는 것이 바람직하다고 생각함.

또 다른 일부 위원은 실물경기과 물가흐름, 금융안정 상황 점검결과에 기초할 때, 다음 통화정책방향 결정 시까지 기준금리를 현 1.25%로 유지하여 운영하면서 정책여력을 확보함이 바람직하다는 견해를 표명하였음.

지난 통화정책방향 회의 이후 대내외 경제여건 변화를 살펴보면, 먼저 세계경제는 선진국이 미국을 중심으로 완만한 회복세를 지속하였으며, 신흥시장국도 자본흐름 등 금융여건이 안정된 가운데 원자재가격 상승, 교역량 증가 등으로 성장모멘텀이 개선되는 모습임. 점차 높아지고 있는 글로벌 물가상승 압력은 선진국의 마이너스 GDP갭 축소, 중국 등 신흥국의 생산자물가 상승 등으로 당분간 지속될 것으로 보이나, 글로벌 총수요 회복이 이러한 리플레이션 기조의 지속성을 담보할 수 있을지 지켜볼 필요가 있음. 국제금융시장과 신흥국 투자흐름은 안정된 모습이며 세계교역도 점진적인 회복 기조를 이어갈 것으로 예상되지만, 향후 세계 성장경로에는 미 연준의 금리인상 가속화 가능성과 더불어 미 행정부의 보호무역주의 강화 정책이 통상마찰과 환율 변동성 확대 등을 통해 야기할 수 있는 부정적 외부효과가 주된 위험요인으로 자리하고 있음.

국내 실물경기는 수출단가에 이어 수출물량도 회복세를 보이면서 제조업생산과 설비투자의 개선세가 이어지고 건설투자도 비교적 양호한 흐름이지만, 민간소비 부진이 지속되면서 서비스업 등 내수 성장세가 약화되는 모습임. 1분기 성장은 수출과 설비투자 호조가 민간소비 부진을 상쇄하는 흐름이 이어지면서 단기상·하방 리스크는 대체로 균형된 것으로 보임. 중기 성장흐름도 아직까지 1월의 전망경로를 수정할 정도의 충격요인이 가시화되고 있지는 않지만 향후 성장경로

를 둘러싼 불확실성은 매우 높은 상황이 이어지고 있음. 통상마찰 가능성과 수출 회복세의 지속 여부, 정치 불확실성의 실물경제 영향, 건설 및 부동산 경기의 조정속도 등 주요 위험요인의 전개 상황과 이에 따른 향후 성장경로의 변화를 예의 주시해야 할 것임.

물가는 1월중 소비자물가 상승률이 농축산물가격 급등, 유가 기저효과 등 주로 공급 측 요인에 의해 오름폭이 커지면서 물가안정목표에 도달하였음. 향후 소비자물가 흐름은 단기적으로는 1월 전망대비 상방 리스크가 소폭 우세한 것으로 보이지만, 유가 등 공급요인의 영향이 점차 약화되면서 중기적으로는 1월의 전망 경로를 크게 벗어나지 않을 것으로 예상됨. 근원물가상승률은 마이너스 GDP갭의 상존 등으로 아직 2%를 하회하고 있지만, 최근 규제가격 제외 근원물가가 반등한 가운데, 중간재, 원재료 등 국내공급물가와 기대인플레이션의 상승도 점진적으로 근원물가의 상승압력을 높이는 요인이 될 것으로 예상됨. 다만 실제 소비행태를 반영하는 근원 PCEPI 상승률 등으로 본 수요측면의 물가상승압력은 아직 충분치 못한 상황으로 판단되며, 따라서 최근의 물가오름세가 중기 물가목표로의 견조한 상승세로 이어질지 여부를 신중히 점검해 갈 필요가 있음.

유흥생산력 측면에서는 12월중 제조업 평균가동률이 소폭 하락하였으나, 수출회복과 더불어 제조업생산 증가율이 생산능력 증가율을 2개월 연속 상회하면서 그간의 유흥생산력 확대 추세가 다소 호전되는 조짐을 보이고 있음. 그러나 과잉공급 우려 산업의 구조조정이 지연되면서 유흥설비의 조정이 이루어지지 못하고 있어, 최근의 재고율 감소가 기초적인 가동률 회복으로 이어질 수 있을지 여부는 아직 불확실한 상황임. 1월중 고용시장에서는 전년동월대비 실업갭이 증가하고 참여갭은 감소하면서 전반적인 유흥노동력은 유의한 변화가 없었으나 그간의 개선흐름은 뚜렷이 둔화되는 모습임. 수출회복에도 불구하고 구조조정 등으로 제조업 고용 감소폭이 커지는 가운데 서비스업의 증가세도 약화되고 있으며, 여성 및 고령층을 중심으로 고용이 증가하고 청년층은 비정규직과 구직 단념자가 증가하고 있어, 고용시장의 활력 저하가 성장잠재력 확충을 제약하게 될 우려가 높아지고 있음.

다음으로 금융안정 여건을 살펴보면, 외국인 채권자금이 순유입으로 전환된 가운데 장기채 기간프리미엄과 회사채 신용스프레드도 안정된 모습을 이어갔음. 높아진 시장금리를 반영하여 회사채금리와 여신금리가 상승하였으나, 물가상승률을 감안한 실질금리 측면의 금융긴축 정도는 제한적인 상황임. 다만 내외금리차가 축소된 상황에서 미 연준의 금리인상 기대 변화가 야기할 수 있는 잠재적 시장 불안정성에는 유의할 필요가 있음.

그간 민간신용 확대를 견인하던 가계대출은 주택거래량 감소, 리스크 관리 강

화 등으로 은행을 중심으로 증가세가 잠시 주춤하는 모습이지만, 비은행 대출은 은행 대출의 이전효과 등으로 여전히 예년수준보다 높은 증가세를 이어가고 있음. 향후 비은행 대출에 대한 여신심사가이드라인의 적용, 부동산 경기의 조정 속도 등과 더불어 가계대출의 안정화 여부를 신중히 지켜볼 필요가 있음. 아울러 비은행 대출이 은행 대출을 대체하면서 가계부채의 건전성이 저하될 위험에도 지속적으로 유의해야 할 것임. 한편 기업신용순환은 은행이 가계에서 기업으로 여신 포트폴리오(portfolio) 조정을 추진하면서 그간의 하강추세가 완만해지고 있음. 향후 시장금리의 추가 상승, 신용위험 증대 가능성 등에 대응하여 개인사업자 외 중소기업 부문에 대한 중개기능이 원활히 작동하는지 지속적으로 관심을 기울여야 할 것임.

이상의 실물경기와 물가흐름, 금융안정 상황 점검결과에 기초할 때, 다음 통화정책방향 결정 시까지 기준금리를 현 1.25%로 유지하여 운영하면서 정책여력을 확보함이 바람직한 것으로 판단함.

주지하다시피 금융위기 이후 선진국의 양적완화로 창출된 유동성은 글로벌 채권시장을 통해 신흥시장국의 장기금리 하락으로 이어지면서 이들 국가의 자산가격 상승과 부채 레버리지 확대 등을 야기하였음. 국내에서도 대외부문 거시건전성 장치에도 불구하고 글로벌 금융순환의 영향으로 장기채 기간프리미엄이 하락하면서 금융순환의 영향을 배제한 자연금리 수준과 대비하여 상당 폭 완화적인 신용여건이 형성되어 온 측면이 있음. 이러한 금융순환의 국경 간 동조화를 통한 스피로버 현상은 향후 미국 등 선진국의 금리 정상화와 더불어 역방향으로 작용하게 될 가능성이 크며, 이미 국내에서도 시장금리 상승을 통해 일부 되돌림 현상이 나타나고 있음.

이처럼 대내외 경제여건의 불확실성이 한층 높아진 가운데, 실물경기와 금융순환의 괴리, 가계와 기업 간 신용순환의 비동조화 등에 내재된 잠재적 금융 불안정성은 통화정책의 유연한 운용을 제약하는 요인이 되고 있음. 특히 가계부문의 레버리지가 크게 확대된 상황에서 외생적 요인에 의해 금융여건이 빠르게 긴축화 되는 경우 대차대조표 조정과정에서 적지 않은 부작용이 발생할 수 있음. 따라서 글로벌 유동성 흐름의 변화를 면밀히 주시하는 가운데 부채 레버리지 관리와 외화 건전성 유지에 만전을 기하는 한편, 경제주체의 자생적 복원력을 높이기 위한 구조개혁 노력을 지속해야 할 것임.

(5) 토의결론

위와 같은 위원별 의견 개진 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(1.25%)에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다.
- ☐ 세계경제는 회복세가 확대되는 움직임을 지속하였다. 국제금융시장은 주가의 상승세가 이어지면서 변동성도 축소되는 등 대체로 안정된 모습을 나타내었다. 앞으로 세계경제의 회복세는 미국의 신정부 정책방향 및 연준 통화정책 정상화 속도, 보호무역주의 확산 움직임, 유로지역 정치적 불확실성 등에 영향을 받을 것으로 보인다.
- ☐ 국내경제는 소비 부진으로 내수 회복세가 미약하였으나 수출이 개선되면서 완만한 성장세를 이어간 것으로 판단된다. 고용상황은 취업자수가 제조업에서 감소폭이 확대되고 서비스업에서도 증가세가 둔화되는 등 부진하였다. 앞으로 국내경제는 완만한 성장세를 이어갈 것으로 보이며, 성장 흐름은 지난 1월 전망 경로와 대체로 부합할 것으로 예상된다. 1월 전망과 비교하면, 소비는 심리 위축 지속 등으로 전망 수준을 다소 하회하고, 수출과 설비투자가 세계경제 회복 등에 힘입어 전망보다 개선될 것으로 판단된다.
- ☐ 소비자물가는 석유류 및 농축수산물 가격의 상승 등으로 물가안정목표인 2% 수준으로 오름세가 확대되었다. 근원인플레이션율(식료품 및 에너지 제외 지수)은 1%대 중후반을 유지하였으며 일반인 기대인플레이션율은 2%대 후반으로 높아졌다. 소비자물가 상승률은 당분간 2%에 가까운 수준에서 등락하겠으

나, 농축수산물가격의 안정세 회복 등으로 연간 전체로는 1월 전망 수준(1.8%)에서 크게 벗어나지 않을 것으로 예상된다. 근원인플레이션율은 1%대 중후반을 지속할 것으로 보인다.

- 금융시장에서는 국제금융시장의 안정이 지속되면서 주가 및 장기시장금리의 변동성이 축소되었다. 원/달러 환율은 미국 신정부의 환율 관련 정책에 따른 달러화 약세 전환 등으로 큰 폭 하락하였다. 가계대출은 은행의 경우 증가규모 축소 움직임이 이어졌으나 비은행은 높은 증가세를 지속하였다. 주택가격은 수도권과 지방 모두에서 보합세를 나타내었다.
- 금융통화위원회는 앞으로 성장세 회복이 이어지고 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다. 국내경제의 성장세가 완만하여 수요 측면에서의 물가상승압력은 크지 않을 것으로 전망되므로 통화정책의 완화기조를 유지해 나갈 것이다. 이 과정에서 대내외 여건의 불확실성과 그 영향, 미 연준의 통화정책 정상화 추이, 가계부채 증가세 등을 면밀히 점검해 나갈 것이다.

(별첨)

「통화정책방향」 관련 보고내용

I. 국내외 경제동향 및 평가

1. 국외경제동향

가. 세계경제

미국은 내수를 중심으로 견조한 성장세를 유지하였으며, 유로지역은 고용여건 개선에 따른 소비 증가 등의 영향으로 완만한 회복세를 지속하고 있는 것으로 평가됨.

중국은 소비 및 SOC투자의 견조한 증가 등으로 6%대 중후반의 안정적 성장세를 지속하였으며, 일본은 설비투자 및 수출을 중심으로 완만한 회복세를 유지하였음.

나. 국제유가 및 기타원자재가격

최근 국제유가는 셰일오일 증산, 미국 원유재고 증가 등에도 불구하고 감산 합의의 영향 등으로 소폭 상승하였음.

기타원자재의 경우 곡물가격(월평균, S&P GSCI곡물지수 기준)은 재고량 전망치 하향조정 등으로 3.5% 상승하였으며, 비철금속가격(월평균, LMEX비철금속지수 기준)도 중국 경제지표 호조 등의 영향으로 3.3% 상승하였음.

2. 국내경제동향

가. 내수 및 대외거래

지난해 12월중 소매판매는 소비심리 위축, 온화한 겨울날씨 등의 영향으로 전월대비 1.2% 감소하였음.

설비투자는 반도체제조용장비 등 기계류 투자가 크게 늘어나면서 전월대비 3.4% 증가하였으나, 건설투자의 경우 전월 호조에 따른 반사효과 등으로 전월대비 1.8% 감소하였음.

1월중 수출(403억달러, 통관기준)은 IT제품과 비IT제품 모두 늘어나면서 전년동월대비 11.2% 증가하였음.

지난해 12월중 경상수지는 상품수지를 중심으로 흑자폭이 축소되었음.

나. 생산활동 및 고용

지난해 12월중 제조업 생산은 반도체, 석유정제 등이 증가하였으나 전자부품, 화학제품 등이 줄어들면서 전월대비 0.4% 감소하였음.

서비스업 생산은 부동산·임대, 금융·보험 등이 감소하였으나 방송통신·정보 등이 크게 늘어나면서 전월대비 0.3% 증가하였음.

1월중 취업자수는 전년동월대비 24만 3천명 늘어나 전월(12월 +28.9만명)에 비해 증가폭이 축소되었음. 실업률(계절조정)은 3.6%로 전월대비 0.1%포인트 상승하였음.

다. 물가 및 부동산가격

1월중 소비자물가는 전년동월대비 2.0% 상승하여 전월(1.3%) 보다 오름세가 크게 확대되었음. 전월대비로도 농축수산물 가격, 개인서비스요금 등을 중심으로 0.9% 상승하였음. 근원물가지수(농산물 및 석유류 제외지수)는 전년동월대비 1.7% 상승하였음.

1월중 아파트 매매가격은 전월대비 보합세를 기록하였음. 전세가격도 전월 수준을 유지하였음.

3. 평가

국내경기는 수출 및 투자 개선에 힘입어 완만한 성장세를 이어가고 있는

것으로 평가됨.

금년 들어 소비는 부진이 이어지고 있으나 수출이 개선세를 지속하는 가운데 설비 및 건설투자도 양호한 흐름을 유지하고 있음.

앞으로 국내경기는 2%대 중반의 완만한 성장세를 지속할 것으로 예상되나, 성장경로상의 불확실성은 상당히 높은 것으로 판단됨.

글로벌 경기회복의 지속 가능성, 미국 신정부의 보호무역주의 강도, 국내 경제주체의 경제심리 향방 등이 불확실성 요인으로 잠재하고 있음.

소비자물가는 농산물가격 상승세가 둔화되겠으나 석유류가격 상승의 영향 등으로 당분간 현재와 비슷한 오름세를 나타낼 전망이다.

경상수지는 흑자기조를 이어갈 것으로 판단됨.

II. 외환·국제금융 동향

1. 국제금융·외환시장

최근 국제금융시장은 미국 신정부의 정책 불확실성이 상존한 가운데 주요국의 양호한 경제지표 발표가 이어지면서 투자심리가 호전되는 모습을 보였음.

금리(10년물 기준)는 선진국의 경우 경제지표 호조로 상승하였다가 정치 리스크 부각 등으로 2월 이후 반락하였음. 신흥국의 경우 글로벌 펀드자금의 유입 등으로 하락하였음.

주가는 선진국의 경우 미국 신정부의 성장정책 기대, 기업실적 호조 등으로 상당 폭 상승하였음. 특히 미국의 경우 금융규제 완화, 감세정책 추진 기대감으로 사상 최고치 경신 흐름이 이어지며 상승세를 지속하였음. 신흥국의 경우에도 원자재가격 상승 등 위험선호심리 강화로 큰 폭 상승하였음.

미 달러화는 미국 신정부의 강달러 경계 발언 등으로 약세를 보이다가 2월

들어 연준의 금리인상 기대가 다소 높아지며 반등하였음. 신흥국 통화의 경우 러시아, 브라질, 남아공 등 자원수출국을 중심으로 상당 폭 강세를 보였음. 원/달러 환율은 미국 행정부의 보호무역주의 성향, 강달러 경계 발언 등으로 하락하였음.

유가는 미국 원유 재고량 증가와 달러화 약세 등 등락요인이 엇갈리며 50 달러 초반 수준을 유지하였음.

글로벌 펀드자금은 금년 들어 경기 개선 기대 등에 따른 투자심리 호조로 유입세가 강화되었음. 선진국 펀드의 경우 주식펀드의 유입세가 이어진 가운데 채권펀드도 큰 폭 유입으로 전환되었음. 신흥국 펀드는 미 달러화 강세 진정 및 위험 선호 경향 등으로 주식과 채권 모두 유입으로 전환되었음.

중국 금융·경제의 경우 주가는 투자심리 회복 등으로 상승하였으며 위안화는 글로벌 달러화 약세 등으로 소폭 절상되었음.

2. 외환 유출입

1월중 국내 외환은 소폭 순유입되었음. 경상거래는 무역외거래 적자 확대로 유입규모가 축소되었고 자본거래는 대규모 해외직접투자와 함께 기관투자자의 해외 증권투자 및 예치금 증가 등으로 유출 규모가 크게 확대되었음. 금융거래는 국내은행의 대외자산 회수 등으로 순유입으로 전환되었음.

3. 외국인 증권투자자금

외국인의 국내 증권투자자금은 주식자금이 투자회사의 순매수로 유입이 지속되는 가운데 채권자금도 일부 중앙은행의 투자통화 다변화를 위한 매수 등으로 6개월 만에 순유입으로 전환되면서 유입세가 확대되었음.

4. 외환보유액

1월말 현재 외환보유액은 전월말대비 29억달러 증가한 3,740억달러를 기록하였음.

5. 외화자금시장

대외 단기 및 중장기차입 가산금리가 2월 들어 하락하고 CDS 프리미엄(외평채, 5년물 기준)이 낮은 수준을 유지하는 등 국내은행의 외화 차입여건은 양호하였음.

국내은행의 외화유동성 사정은 외화 LCR이 규제비율을 상회하고 거주자 외화예금이 기업의 달러화예금을 중심으로 감소세에서 큰 폭 증가로 전환되는 등 대체로 양호한 모습을 보였음.

스왑레이트(3개월물)는 기관투자자의 해외투자 목적 외화자금 수요 확대 등으로 상당 폭 하락하였음.

III. 금융시장 동향

1. 자본시장

가. 시장금리

1월 금통위 이후 국고채(3년)금리는 대외요인의 영향을 주로 받으며 이후 좁은 범위에서 등락하였음.

회사채(3년)금리의 국고채(3년)금리 대비 신용스프레드는 우량물을 중심으로 축소되었음.

단기시장금리는 MMF 수신 증감에 따라 소폭 변동하였음.

나. 주가

코스피는 글로벌 증시 호조, 국내 주요 기업의 실적개선 기대 등 상승요인과 미 행정부의 보호무역주의 강화 및 유럽의 정치적 리스크 부각 등 하락요인이 엇갈리면서 1~2월 종순까지 좁은 범위 내에서 등락하였음.

다. 외국인 국내증권 투자

외국인의 국내 채권투자자금은 1월 이후 6개월 만에 순매수로 전환되었음. 국채선물(3년) 누적순매수 잔고는 2월 15일 현재 6.7만계약을 기록하여 전년말대비 4.5만계약 감소하였음.

외국인의 국내 주식투자자금은 기업실적 개선 기대 등으로 지난해 12월에 이어 순매수를 지속하였음.

2. 신용시장

가. 여수신금리

은행 여신금리(신규취급액 기준)는 금년 들어서도 가계대출을 중심으로 상승세를 보이다 2월 들어 소폭 반락하였음. 가계대출금리의 경우 보증부 금리가 COFIX 상승, 은행의 리스크 관리 등으로 상당 폭 상승하였으며 개별주담대금리도 보금자리론 금리 인상의 영향으로 소폭 상승하였음.

한편 수신금리는 금년 들어 하락하였으며 이에 따라 여수신금리차는 확대된 것으로 추정됨.

나. 여신

1월중 은행 가계대출은 계절적 요인 등으로 0.1조원 늘어나는 데 그쳐 증가규모가 전월에 비해 축소되었음. 주택담보대출이 계절적 비수기에 따른 주택거래 둔화, 대출금리 상승 등으로 증가규모가 축소되었으며, 마이너스통장대출 등도 기업의 상여금 지급 등으로 상환이 늘어나면서 감소하였음.

은행 기업대출은 연초 계절적 요인에 주로 기인하여 증가하였음. 대기업대출은 연말 부채비율 관리를 위한 일시상환분 재취급 등으로, 중소기업대출은 부가가치세 납부수요 등으로 각각 증가하였음.

기업의 직접금융을 통한 자금조달의 경우 회사채는 만기도래 규모 증대 등으로 순상환 기조를 이어갔으나 CP는 연말 일시상환분 재취급 등으로 소폭 순발행되었음.

은행의 기업대출 연체율(2016년 12월말 기준)은 연말 부실채권 매·상각 등으로 하락세를 지속하였음.

3. 유동성 및 자금흐름

가. 통화

1월중 M2증가율(평잔기준 전년동월대비)은 전월보다 하락한 6%대 후반으로, M1증가율은 전월보다 상승한 12%대 초반으로 추정됨.

나. 수신

12월중 은행 수신은 수시입출식예금을 중심으로 큰 폭 감소하였음. 수시입출식예금은 부가가치세 납부 등을 위한 기업의 자금인출 등으로 큰 폭 줄어들었음.

비은행 수신은 증가하였음. MMF가 국고여유자금과 일부 금융기관의 단기여유자금 유입 등으로 늘어나고, 신종펀드와 채권형펀드도 증가하였음.