

2019년 도 제22차

금융통화위원회(정기) 의사록

한 국 은 행

1. 일 자 2019년 11월 29일(금)

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	이 승 현 부총재보
	박 종 석 부총재보	서 봉 국 외자운용원장
	이 환 석 조사국장	신 윤 경제연구원장
	민 좌 홍 금융안정국장	이 상 형 통화정책국장
	김 현 기 금융시장국장	양 석 준 국제국장
	박 영 출 공보관	채 병 득 금융통화위원회실장
	성 광 진 의사팀장	

6. 회의경과

가. 의결안건

〈의안 제35호 — 통화정책방향〉

(1) 전일 개최된 동향보고회의에서 조사국장이 보고 제78호 - 「경제전망 (2019.11월)」, 국제국장이 보고 제79호 - 「외환·국제금융 동향」, 그리고 금융시장국장이 보고 제80호 - 「금융시장 동향」에 대하여 보고하였음.(보고내용 : 별첨)

(2) 본회의에서는 의장이 전일 보고내용을 접수하고 「한국은행법」 제28조에 따라 의안 제35호 - 「통화정책방향」을 상정하였음.

(3) 위원 토의내용

전일 개최된 동향보고회의에서는 다음과 같은 토의가 있었음.

(가) 경제전망(2019.11월)

일부 위원은 내년도 세계경제에 대해 관련부서에서는 미국이 현재와 비슷한 수준을 유지하는 반면 여타 선진국에서는 경기둔화 압력이 다소 우세할 것으로, 그리고 신흥국의 경우 경기부양정책 등에 힘입어 수출이 개선되고 성장이 회복될 것으로 각각 내다보고 있는데, 선진국의 사정이 개선되지 않는 가운데서 신흥국이 상호 교역 확대 등을 통해 자체적인 성장동력을 확보하기는 쉽지 않을 수 있다는 견해를 나타내었음. 이와 관련하여 신흥국 경기와 선진국 경기의 탈동조화(decoupling) 현상이 실질적으로 나타나고 있는지 살펴볼 필요가 있다고 언급하였음. 아울러 향후에도 신흥국의 대내외 불안요인이 여전히 적지 않은 점을 염두에 둘 필요가 있다는 의견을 첨언하였음.

이에 대해 관련부서에서는 금년 중 선진국 경제가 유로지역 등을 제외하면 미국을 중심으로 상대적으로 양호하였던 반면 신흥국의 경우 세계교역의 급감과 함께 성장률이 크게 둔화되었는데, 급락했던 신흥국의 성장률이 내년에는 어느 정도 회복될 수 있을 것으로 보인다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 내년도 국내경제 전망과 관련하여 눈에 띄는 부분은 건설투자의 부진이 지속될 것으로 보이는 점이라고 언급하였음. 즉 당초에는 수도권 주택공급 부족과 비수도권의 주택공급 과잉 현상이 상대가격 조정을 통해 내년쯤 해소될 것으로 보았으나, 이러한 정상상태(steady state)로 돌아가는 시기가 1년가량 지연될 것으로 예상된다고 설명하였음. 이는 수도권에서 비수도권으로의 수요 전환이 경직되어 있음을 나타낸다고 평가하였음. 이러한 경직성을 해결하기 위해서는 비수도권의 기반시설이 개선되거나 상대가격의 변동이 보다 커져야 하지만 두 가지 모두 원활히 이루어지지 않고 있으며, 특히 수도권의 경우 정책적인 측면이 작용하는 것으로 보인다는 견해를 나타내었음. 요약하면 건설투자의 회복이 지연되는 것은 물량과 가격의 양 측면에서 불균형이 지속되고 있기 때문으로 보인다고 평가하였음.

이에 대해 관련부서에서는 위원이 언급한 대로 건설투자의 경우 정책, 규제 등 시장 외적인 요인에도 영향을 받는 측면이 있다고 답변하였음.

또한 동 위원회는 최근 세계교역 부진의 배경으로 제조업 생산부진, 글로벌가치사슬(GVC, global value chain) 약화 등이 거론되고 있는데, 우선 제조업생산의 경우 부진이라기보다는 상품의 변화 등에 따라 새로운 정상상태가 도래한 것으로 보인다고 평가하였음. 실제로 세계무역기구(WTO)에 따르면 지난 10여년 동안 전 세계 제조업생산의 실질성장률이 2% 정도에 그쳐, 글로벌 금융위기 이후 성장세가 확연히 꺾인 모습이라고 설명하였음. 따라서 향후 경제전망에 있어 글로벌 제조업의 흐름에 대한 보다 면밀한 분석을 통해 구조적인 부분과 경기적인 부분을 구분하는 것이 중요해 보인다는 견해를 나타내었음.

이에 대해 관련부서에서는 GVC 약화, 신흥국 경제구조 변화 등과 맞물려 제조업 생산이나 세계교역의 흐름이 과거와 많이 달라진 것으로 보인다고 답변하면서, 구조적인 변화를 경제전망에 적절히 반영하도록 노력하겠다고 덧붙였다.

이에 동 위원회는 다음으로 GVC의 퇴조는 최근의 일이 아니라 이미 오래전부터 시작된 현상이라는 견해를 나타내었음. 즉 GVC는 지난 2013년 경 고점을 지나 계속 약화되어 최근에는 2005년 수준으로 돌아간 것으로 보인다고 평가하였음. 또한 보호무역주의의 경우에도 비관세조치(nontariff measures)만 놓고 보면 중국의 세계무역기구 가입 이후 이러한 조치들이 대체로 계속 늘어났고, 특히 최근 수년 동안은 증가세가 가속화되는 모습이라고 언급하였음. 비록 최근 들어 미·중 무역분쟁의 전개 양상에 따라 금융시장이 민감하게 반응하고 있으나, 다국적기업들은 무역분쟁으로 인한 리스크를 완화하기 위하여 미·중 무역협상이 본격적으로 시작되기 전부터 GVC의 전환을 모색하는 등 체계적으로 대응하고 있다고 소개하면서, 이러한 일선 기업현장의 동향이나 시각에 대해서도 관심을 가질 필요가 있다고 당부하였음.

다음으로 동 위원회는 우리나라의 지역별 수출통계 상으로는 중국의 비중이 금년 1~10월중 전체의 27% 수준으로 가장 큰 것으로 나타나지만, 중국이 기업의 생산기지로 활용되는 경향이 여전히 강한 점을 감안할 때 최종 목적지 기준으로 볼 경우에는 중국의 비중이 통계치보다 낮을 수 있는 반면 북미나 EU의 비중은 높을 수 있다고 언급하였음. 따라서 앞으로 우리 수출을 전망할 때 이러한 점을 감안할 필요가 있다는 견해를 나타내었음. 아울러 중국경제 전망과 관련하여 미·중 무역분쟁 하나에만 관심을 집중하는 것은 바람직하지 않아 보인다고 언급하였음. 즉 중국 내부적으로는 미·중 무역분쟁의 최종 결말이 어떻게 나든 본질적으로 바뀌는 것은 없다고 생각하는 것으로 보인다고 설명하였음. 따라서 미·중 무역분쟁의 결말에 따라 중국경제의 향방이 좌우되기보다는, 그동안 공공부문 중심의 고성장 과정을 거치면서 부작용이 누적된 상황에서 앞으로 부작용을 감수하면

서 성장세를 좀 더 유지할지. 아니면 성장률이 하락하는 부분을 자연스럽게 받아 들일지에 대한 선택을 어떻게 해나가느냐가 핵심이라는 견해를 나타내면서, 앞으로 분석의 초점을 이 부분에도 둘 필요가 있다고 당부하였음.

다른 일부 위원은 금번 경제전망을 요약하면 금년 들어 가파른 하강세를 보이던 경기가 최근 그 속도가 완만해지는 모습이며, 내년에는 여기서 추가로 크게 악화되지는 않겠지만 반등하기도 쉽지 않으리라는 뜻으로 이해된다고 언급하였음. 우리 경제의 내부 사정이나 세계경제 상황을 볼 때 내년 우리 경제가 크게 좋아질 가능성은 높지 않으며, GDP갭 등을 감안할 때 앞으로 성장률이 완만하게 높아지는 것을 반등이라고 표현하기 어려울 수 있다는 견해를 나타내었음. 또한 비록 내년 중 반도체를 중심으로 수출 쪽에서의 회복을 기대할 수 있겠지만, 반도체를 제외한 여타 산업의 수출 전망은 그리 밝지 않아 보인다고 평가하였음. 한편 물가의 경우 내년 중 기술적인 반등이 나타나겠지만, 기초적인 흐름이 올라가는 시기는 후년 이후가 될 가능성이 높다고 내다보았음.

또 다른 일부 위원은 경기의 하강국면이 상당기간 지속되고 있고 최근에는 경기 저점을 지나고 있다는 의견도 제기되고 있어, 현 상황을 정확히 진단하는 것이 무엇보다 중요하다는 의견을 나타내었음. 비록 현재는 GDP갭과 물가갭이 마이너스를 지속하고 있지만, 금번 경제전망을 보면 내년에 어느 정도 회복이 되고 후년에는 2.4% 성장할 것으로 내다보고 있는데, 우리 잠재성장률이 완만하게 낮아지는 흐름을 나타내고 있음을 감안할 때 이는 후년쯤 되면 잠재성장률 수준의 성장을 할 수 있다는 의미인지 관련부서에 질의하였음.

이에 대해 관련부서에서는 위원이 언급한 대로 잠재성장률이 추세적으로 낮아지고 있으므로 2021년 중 2.4%의 경제성장률은 잠재성장률과 크게 차이가 나지 않는 수준으로 볼 수 있다고 답변하였음. 다만 현재 GDP갭이 상당폭 마이너스인 상황에서 성장률이 잠재수준에 점차 근접해가는 흐름을 두고 경제가 호전되는 것으로 평가하기는 아직 어려우며, 내년까지 개선의 발판을 마련하는 과정으로 이해하는 것이 적절해 보인다고 첨언하였음. 한편 내년 성장률이 수치상으로 올해보다 나아질 수 있을 것으로 보이나, 민간의 모멘텀이 그다지 크지 않기 때문에 체감경기는 당분간 지금과 크게 다르지 않은 수준일 가능성이 높다고 덧붙였음.

이어서 동 위원은 우리 입장에서는 미국경제가 호조세를 이어가는 것이 중요하다고 언급하면서, 적어도 실물부분만 놓고 보면 미국경제에 걱정스러운 요소가 별로 없으나, 금융시장 쪽에서는 주식시장이 사상 최고치를 계속 경신하는 등 다소 과열되는 느낌이 없지 않다는 견해를 나타내었음. 만일 어떤 계기로 미국 금융시장이 크게 흔들릴 경우 우리 금융부문과 실물경제에 미치는 영향이 작지 않을 수 있다고 우려하면서, 미국경제의 불안요인에 대한 관련부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 현 상황에서 미국경제에 특별한 불안요인은 없어 보이나, 지난 1~2년 동안 미국의 무역정책이 글로벌 경제의 불확실성을 크게 높인 점에 비추어 보면 앞으로 무역정책과 함께 정치·외교적인 측면이 리스크 요인으로 작용할 가능성을 배제할 수 없다고 답변하였음.

또한 동 위원은 최근 신규 분양물량과 착공면적이 부진한 가운데 민간택지 분양가 상한제가 확대 시행되는 등 건설투자를 둘러싼 여건이 녹록지 않으며, 이에 따라 건설업계가 어렵다는 이야기도 나오고 있다고 언급하였음. 이런 와중에 언론을 통해서 일부 지역의 부동산시장이 매우 불안하다는 보도가 이어지고 있는데, 관련부서에서는 전반적인 부동산시장의 상황과 건설업계의 동향에 대해 어떻게 보고 있는지 질의하였음.

이에 대해 관련부서에서는 한편으로 일부 수도권지역의 가격 상승이, 다른 한편으로는 지방의 어려움이 각각 보도되는 상황인데, 건설투자가 부진하더라도 부동산시장을 안정시키겠다는 정부의 의지를 감안할 때 앞으로 국지적으로는 가격 상승이 두드러질 수도 있겠지만 평균적으로 볼 때는 가격이 크게 오르지 않을 것으로 보인다고 답변하였음. 한편 건설업계의 동향과 관련해서는, 상장 건설업체들의 경우 매출액이 줄었지만 수익성이나 재무건전성은 소폭 악화되는 데 그치거나 오히려 개선되는 모습이 관찰된다고 언급하였음. 다만 일감이 줄면서 협력업체나 건설업계 근로자들은 어려움을 겪을 수 있다고 덧붙였다.

다음으로 동 위원은 관련부서에서는 제조업 고용부진이 다소 완화되고 서비스업 고용은 꾸준히 증가하는 등 고용 상황이 양적·질적으로 개선되고 있는 것으로 평가하였다고 언급하였음. 그런데 우리 서비스업의 발전 측면에서는 금융, 의료, 법률 등 고부가가치 서비스업부문의 고용이 확대되는 것이 중요하다는 견해를 나타내면서, 이러한 부문의 고용에 의미 있는 변화가 나타나고 있는지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 도소매업과 숙박음식업에 종사하는 인원이 많기

때문에 두 업종이 서비스업 고용의 큰 흐름을 좌우하고 있으나, 최근 전문·과학·기술이나 예술·스포츠·여가부문에서 고용이 많이 늘었으며 앞으로도 동 부문에서 완만한 증가가 예상된다고 답변하였음. 한편 최근 전체 고용이 늘어나는 가운데 비농림 민간부문의 비초단시간 근로자의 증가세가 확대되고 있는 점은 내용 측면에서 긍정적인 부분으로 평가할 수 있다고 덧붙였음.

아울러 동 위원은 계속 내려오던 일반인 기대인플레이션이 최근 1.7%에서 하락을 멈췄는데, 관련부서에서는 향후 흐름이 어떨 것으로 예상하는지 물었음.

이에 관련부서에서는 일반적으로 단기 기대인플레이션은 소비자물가 상승률의 영향을 많이 받는데, 최근 조사 당시 소비자물가 상승률이 0%에 머물렀음에도 불구하고 기대인플레이션이 추가 하락하지 않은 것은 다소 예상 밖이었다고 언급하면서, 향후 소비자물가 상승률이 점차 높아지면서 단기 기대인플레이션이 더 낮아지기보다는 서서히 올라갈 것으로 보고 있다고 답변하였음.

한편 일부 위원은 앞서 일부 위원이 언급한 건설투자의 부진 지속 전망과 관련하여, 착공면적 등 주요 지표의 흐름을 볼 때 건설투자의 조정이 다소 과도하게 이루어지고 있을 가능성이 있다는 견해를 나타내었음.

이어서 동 위원은 금번 경제전망보고서에 수록된 “최근 세계교역 평가 및 향후 전망”을 보면 관련부서에서는 금년 중 글로벌 교역이 성장 흐름에 비해 이례적으로 크게 위축된 현상이 내년에는 되돌려질 것으로, 즉 교역탄성치가 반등할 것으로 내다보고 있다고 언급하였음. 그런데 지난 2015~2016년 당시의 세계교역 부진에 대해 세계경제 성장률 둔화 때문인지, 아니면 성장률 둔화에 교역탄성치 하락이 가세했기 때문인지를 놓고 논란이 있었으나, 이제 와서 보면 교역탄성치도 같이 낮아지면서 세계교역에 영향을 미친 것으로 보인다는 견해를 나타내었음. 아울러 장기시계열로 볼 때 교역탄성치가 전반적으로 하향하는 모습이며, 그 수준도 2000년대 초반 1.5 정도에서 이제는 1.0 아래로 낮아졌을 가능성이 있다고 덧붙였음. 이러한 점을 감안할 때 세계분업구조 등 글로벌 교역환경이 과거 중국을 중심으로 세계교역이 확대되면서 세계경제 성장을 이끌어 갔던 모습과는 크게 달라지는 상황으로 보인다는 견해를 밝혔음. 특히 우리나라의 주력산업이 세계분업구조, 즉 교역탄성치와 밀접히 연계되어 있다는 점에서, 만약 현재 세계분업구조가 근본적으로 재편되고 있다면 우리나라가 그 영향을 상대적으로 크게 받을 수 있는 점에 유의할 필요가 있다고 첨언하였음.

또한 동 위원은 최근 들어 근원물가 상승률이 둔화된 배경을 분석한 관련부서의 보고서가 유익했다고 평가하면서, 앞으로 당행이 이 문제에 어떻게 대응해야 할 것인지에 대해 진지한 고민이 필요하다는 의견을 제시하였음. 과거 디스인플레이션(disinflation), 즉 물가상승률의 지속적인 하락을 겪었던 다른 나라의 사례를 살펴보면 GDP갭의 마이너스폭이 컸던 경우가 많다고 소개하면서, 우리나라의 근원물가 상승률이 최근 3년 동안 지속적으로 하락하여 다른 나라보다 낮아진 것은 GDP갭의 마이너스폭 확대와 무관치 않아 보인다고 언급하였음. 따라서 내년과 후년의 물가 상황에 대해 경각심을 갖고 근원물가 상승률의 흐름을 반전시킬 방안을 모색할 필요가 있다고 강조하였음.

다음으로 동 위원은 금년 중 재정지출이 크게 늘었으나 경제성장률에는 그 효과가 뚜렷하게 드러나지 않고 있는데, 이전지출이 늘어난 것이 한 원인일 수 있다고 언급하였음. 원론적으로 지금은 재정정책이 적극적으로 이루어져야 하는데, 최근의 재정지출 증가에도 불구하고 민간소비의 회복이 더딘 것을 고려하면 이제는 지출부문별로 재정승수 등에 따라 소비에 파급되는 영향에 대해 큰 그림을 가지고 살펴볼 필요가 있다고 당부하였음.

다른 일부 위원은 우리 경제의 성장률이 금년 2.0%, 내년 2.3%, 그리고 후년 2.4%로 점차 높아지는 것으로 되어 있는 금번 경제전망이 발표되면 당행이 다소 낙관적으로 본다는 평가가 제기될 수 있겠지만, 당행이 전망하고 있는 성장 경로(path)가 주요 국제기구나 국내 주요 경제연구소의 전망과 크게 다르지 않다고 언급하였음. 또한 최근 금융시장 지표들이 개선되는 가운데 소비자심리지수가 기준치인 100을 상회하는 등 심리지표(soft data)가 호전되고 있고, 일부 주요국의 실물경제지표(hard data)도 조금씩 개선되고 있는 점을 감안할 때 당행의 전망이 낙관적이라고 볼 수만은 없다는 견해를 나타내었음.

다음으로 물가전망을 보면 비록 경로 자체는 내년, 그리고 후년 계속 올라가는 추세지만, 전망시계 내에서 2%의 목표를 상당폭 하회하고 있어 당행 입장에서 편치 않은 상황이라는 견해를 나타내었음. 이처럼 낮은 물가상승률이 지속될 경우 기대인플레이션 자체에 영향을 미쳐 기대인플레이션이 목표에서 크게 하향 이탈할 가능성을 우려하는 목소리가 나올 수 있다고 언급하였음. 최근 일반인 기대인플레이션이 실제 물가수준의 영향을 받아 1.7%까지 낮아졌는데, 이처럼 낮은 기대인플레이션이 다시 실제 물가에 영향을 미치는 자기실현적 속성이 나타날

가능성에 대해 관련부서에서는 어떻게 보고 있는지 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 단기 기대인플레이션보다는 장기 기대인플레이션이 실제 물가에 더 큰 영향을 미치는데, 최근 단기 기대인플레이션이 상당폭 낮아진 반면 장기 기대인플레이션은 상대적으로 안정된 흐름을 이어가고 있는 점을 감안할 때 위원이 언급한 부정적 순환고리가 작동할 가능성을 우려할 상황은 아닌 것으로 판단된다고 답변하였음.

이에 동 위원은 그럼에도 불구하고 구조적으로 저성장·저물가 상황이 이어지면서 일반경제주체들 사이에서 경기침체(recession)나 디플레이션에 대한 우려가 계속 제기될 가능성이 있다고 언급하였음. 이러한 점에서 낮아진 기대인플레이션이 실제 물가에 영향을 미치는 현상이 나타나지 않도록 앞으로 통화신용정책보고서와 물가보고서를 포함한 다양한 통로를 통해 커뮤니케이션을 더욱 강화해 나가야 할 것이라고 강조하였음.

또 다른 일부 위원은 금번 경제전망을 전체적으로 보면 여기서 더 나빠지지는 않겠지만, 그 이상을 예측하기는 쉽지 않다는 뜻으로 이해된다고 언급하였음. 이와 관련하여 전망보고서에 포함된 “최근 세계교역 평가 및 향후 전망”을 보면 관련부서에서는 신흥국을 중심으로 한 글로벌 경기 개선에 힘입어 내년도 교역여건이 나아질 것으로 보면서 신흥국의 적극적 경기부양정책과 투자 증가를 그 주요 배경으로 제시하였는데, 이를 뒷받침할 수 있는 논거가 충분히 제시되지 않은 점이 다소 아쉽다는 견해를 나타내면서 관련부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 향후 글로벌 경기와 교역은 서로 동행하는 가운데 글로벌 불확실성의 확대로 금년 중 크게 위축되었던 신흥국의 제조업부문 투자가 불확실성 완화를 계기로 점차 살아나면서 글로벌 교역과 수요를 의미 있게 늘리는 방향으로 작용할 것으로 본다고 답변하였음. 최근 들어 상당수 신흥국의 제조업 PMI가 반등하거나 바닥을 다지는 모습을 보이면서 이러한 전망에 힘을 실어주고 있다고 첨언하였음. 다만 내년 중 신흥국 경기가 회복되더라도 경제 상황이 뚜렷이 개선되는 정도는 아니라고 설명하면서, 이러한 글로벌 경기의 회복세가 우리 경제에 미칠 영향을 보다 현실적으로 가늠하기 위해 국가별 경제규모가 아니라 우리나라와의 교역규모를 가중치로 하여 글로벌 경제성장률 전망치를 산정해본 결과 글로벌 경제성장률이 내년 중 0.2%p 상승하는 데 그치는 것으로 나타났으며, 금번 경제전망에 이 결과를 반영하여 내년 글로벌 경제성장률을 다소 보수적으로 전제하였다고 덧붙였다.

이에 동 위원회는 만약 내년 중 세계경제 성장세가 매우 완만하게 개선될 것으로 전망된다고 할 때, 이는 경기적으로는 상승요인이 있지만 구조적 요인의 제약이 매우 커 아직은 어떤 방향성 있는 예측을 하기가 어려운 상황임을 의미하는 것으로 볼 수 있다는 견해를 나타내었음. 여기서 대표적인 구조적 요인으로 글로벌 분업체계의 약화를 들 수 있는데, 앞서 일부 위원이 언급한 대로 교역탄성치가 전반적으로 낮아지는 추세를 보이는 점을 감안할 때 그 중요성이 매우 커 보인다고 평가하였음. 지난 10년 정도를 돌이켜보면 당시에는 경기상승 국면으로 보지 않았다가 지나고 나서야 경기는 상승국면이었지만 구조적인 제약요인이 크게 작용했음을 확인하는 경우가 잦았다고 언급하면서, 글로벌 경제 차원에서의 구조적인 요인이 우리 잠재성장률에도 큰 영향을 주는 만큼 이에 대해 보다 많은 관심을 갖고 심층적으로 분석할 필요가 있다고 당부하였음.

이에 대해 관련부서에서는 우리나라의 구조적 변화뿐만 아니라 글로벌 경제 구조 변화에 대해서도 넓은 시계에서 살펴보겠다고 답변하였음.

이어서 동 위원회는 근원물가 상승률의 둔화 배경에 대한 관련부서의 분석이 매우 유익했다고 평가하였음. 다만 비록 모형에 내재된 한계점 때문이겠지만, 도출된 결과를 해석하는 데 주의가 필요한 부분이 일부 있어 보인다는 견해를 나타내었음. 예를 들어 모형을 통해 도출된 결과만을 놓고 단순히 해석할 경우 일부 기간 중 경기가 상승국면에 있었음에도 불구하고 국내경기 요인에 의해 근원인플레이션이 추세인플레이션을 밑돌았다는 모순된 결론에 도달할 수 있다고 설명하였음.

이에 대해 관련부서에서는 해당 모형은 해외변수에 의해 설명되지 않는 부분에 대해 부호제약을 적용하여 성장과 물가를 같은 방향으로 움직이는 부분만을 국내경기 요인으로 추출하기 때문에 시기별로 해외변수의 움직임에 따라 달라지는 측면이 있다고 설명하였음.

한편 일부 위원회는 개념적으로 볼 때 구조적 요인은 잠재GDP나 잠재성장률에 영향을 미치는 부분이고, 경기적 요인은 단기 변동과 관련된 수요·공급측 충격을 의미한다고 언급하였음. 여기서 경기적 요인을 수요측 충격과 공급측 충격으로 구분해서 살펴봐야 하는 이유는 통화정책이 구조적 요인이나 공급측 충격보다는 주로 수요측 충격에 대해 반응하는 것이 바람직하기 때문이라는 견해를 나타내었음. 그러나 실제로 구조적 요인과 경기적 요인을 정확히 식별하기는 쉽지 않으며, 모형화하여 분석하는 데도 한계가 있을 수밖에 없어 보인다고 덧붙였음. 다만 고

령화 등 구조적 요인에 의해 우리 잠재성장률이 예상보다 더 빠르게 낮아지고 있다면 실질중립금리도 같이 빠르게 하락하고 있을 가능성이 있으며, 따라서 구조적 요인이 물가에 직접적으로 영향을 주는 부분은 아닐 수 있다는 견해를 밝혔다.

(나) 외환·국제금융 및 금융시장 동향

일부 위원은 최근 미 연준에서 발표한 금융안정보고서(Financial Stability Report, November 2019)에 따르면 미국 주식선물시장의 변동성이 확대되는 시기에 동 시장의 유동성이 부족해지는 모습이며, 2018년 초와 2019년 초 두 차례에 걸쳐 변동성 확대와 함께 유동성 부족이 두드러지는 현상이 나타났다고 소개하였음. 이는 글로벌 금융위기 이전의 상황과 상당히 유사한 모습이라고 평가하면서, 앞서 일부 위원이 언급한 바와 같이 미국 주식시장이 다음 위기의 시발점이 될 가능성을 배제하기 어려운 만큼 미국 주식시장과 주식선물시장의 움직임을 눈여겨 살펴볼 필요가 있다고 당부하였음. 아울러 글로벌 금융위기 때에는 MMF 등 단기자금조달 쪽에서 거래상대방 리스크가 확대되면서 위기가 증폭된 바 있는데, 당시 주식시장 쪽에서는 어떤 계기로 불안이 확대되었는지 점검해보는 것도 유용할 것이라고 첨언하였음.

이에 대해 관련부서에서는 최근 미국 주식시장이 특별한 조정없이 상승세를 이어감에 따라 실물과의 괴리가 생기는 측면이 없지 않은 만큼 위원이 언급한 부분을 면밀히 살펴보겠다고 답변하였음. 한편 미국 주식시장의 변동성 지수, 즉 VIX(volatility index)는 주가의 상승과 함께 최근 들어 다시 하락하고 있는데, 지난 2018년 초를 돌이켜보면 VIX선물 매도 등 변동성 하락 가능성에 투자하는 거래가 상당기간 누적된 상황에서 금융불안에 따른 VIX 급등이 주가 급락을 촉발한 바 있다고 언급하면서, 이런 관점에서 VIX의 하향 안정에 대해 경계하는 목소리도 많이 있다고 덧붙였다.

이에 동 위원은 동 금융안정보고서에서는 2018년 이후 미국 주식선물시장의 유동성 부족지수(illiquidity index)가 VIX보다 큰 진폭을 보이는 점을 지적하고 있다고 소개하면서, 최근 부각되고 있는 미국 MMF로의 자금쏠림 현상이나 미국 단기자금시장의 불안 문제와 함께 미국 주식시장의 잠재적 불안요인에 대해서도 관심을 기울일 필요가 있다고 강조하였음.

이어서 동 위원은 향후 대내외여건이 크게 변할 경우 비은행 금융기관의 해

외증권 투자자금이 얼마만큼 환류할 수 있을지 짚어본 관련부서의 분석이 매우 유익했다고 평가하였음. 통상 이 같은 분석에서는 스왑을 통해 나간 투자자금의 환류 가능성을 주로 상정하는데, 만일 해외주식시장의 급락 등으로 투자자금의 평가손실이 이미 크게 발생했을 경우 환류 가능성이 제약될 수 있다는 견해를 제시하였음. 또한 환류규모를 추정함에 있어 과거 위기 사례를 참고하지 않을 수 없겠지만, 지난 글로벌 금융위기 당시의 경우 미 연준과의 통화스왑을 통해 우리 외환시장이 급속도로 안정되었기 때문에 만일 동 통화스왑이 없었을 경우 나타났을 상황은 실제와 크게 다를 수 있는 점을 감안할 필요가 있다고 덧붙였음. 따라서 비록 쉽지는 않겠지만 최초 충격(initial shock)에 따른 결과를 정태적으로 보는 데서 더 나아가 어떠한 과정을 거쳐 충격에 대한 복원력이 나타났는지 총체적인 관점에서 판단할 필요가 있다는 의견을 나타내었음.

다음으로 동 위원은 최근 기업신용 측면에서 나타나고 있는 특징 가운데 하나로 관련부서에서는 경기가 수축국면임에도 불구하고 중소기업대출 증가세가 확대되고 있는 점을 들었는데, 과거 2012~2013년 당시에 수축기의 중반 경부터 지금과 비슷한 모습이 나타난 바 있다고 언급하였음. 또한 개인사업자대출을 포함한 전체 중소기업대출의 경우 이번 경기수축기가 시작된 2017년 중반부터 최근까지 증가율이 대체로 홍보하고 있는데, 이는 해당기간 중 법인으로 전환한 개인사업자가 많았기 때문으로 보인다는 견해를 나타내었음. 아울러 최근 증가한 중소기업대출 가운데 상당히 많은 부분이 부동산투자와 관련되어 있다는 분석도 있는 만큼 이에 유의할 필요가 있다고 덧붙였음.

다른 일부 위원은 통화당국으로서 외환부문에서 가장 유의해야 할 점은 무엇이라고 보는지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 우리나라 자본시장의 개방 정도가 높고 외환시장에서 역외투자자의 영향력이 커져 있다는 점에서 자본유출입, 그리고 통화정책과 연계된 환율 기대심리 변화를 눈여겨봐야 할 것으로 본다고 답변하였음.

이에 동 위원은 기준금리 변화에 대한 자본유출입의 민감도가 어느 정도인지를 포함하여 이제는 좀 더 심층적으로 접근할 필요가 있어 보인다는 견해를 나타내었음. 한 국가의 자본유출입을 결정하는 여러 가지 요인이 있겠지만 국내외의 수많은 연구 가운데 금리가 결정적인 변수라고 분석된 결과는 별로 없는 것으로 보인다고 언급하면서, 특히 정책금리의 미세한 변동이 급작스러운 자본유출입을 촉발할 가능성은 더욱 낮아 보인다고 덧붙였음. 아울러 지금까지 우리가 겪었던

자본유출 사례에서도 금리정책이 자본유출을 초래한 주된 요인이었다고 보는 시각은 거의 찾아볼 수 없다고 첨언하였음.

이에 관련부서에서는 자본유출입의 결정 요인에 대한 연구들의 결론이 매우 다양한데, 이는 연구대상기간 중의 금리수준, 내외금리차, 기초경제여건, 국제금융시장의 리스크민감도 등 제반 여건이 서로 다르기 때문이라고 언급하였음. 따라서 기준금리 변화에 대한 자본유출입의 민감도를 표준적으로 정량화하는 것은 사실상 어려우며 여러 가지 상황을 같이 고려하여 정책결정을 하는 것이 바람직해 보인다고 첨언하였음.

이에 동 위원은 여건이 달라서 계량화하기 어렵다는 사실은 오히려 금리보다 그 여건이 중요함을 방증하는 것일 수 있다는 견해를 나타내었음. 아울러 통화정책을 변경할 때에는 자본유출입이나 환율이 이의 영향을 받을 것으로 기대하는 측면도 있다고 언급하면서, 다만 금융안정 차원에서 문제가 될 정도로 급격한 자본유출입이나 환율 변동을 초래할 가능성이 있는지는 면밀히 점검할 필요가 있다고 덧붙였음.

이어서 동 위원은 통화정책을 운영함에 있어 가장 유의해야 할 금융안정 이슈는 무엇인지 관련부서에 질의하였음.

이에 대해 관련부서에서는 가계부채의 증가세가 둔화되었지만 여전히 소득증가율을 상회하고 있는 점, 그리고 최근 증가하고 있는 대출이 부동산투자로 일부 유입되고 있고 이것이 자산가격 상승과 맞물려 있을 개연성이 큰 점을 주의깊게 바라보고 있다고 답변하였음.

이에 동 위원은 부동산관련 대출의 증가 움직임이나 가계부채의 절대 규모에 대해 유의해야 한다는 점에 동의하지만, 이것이 어느 정도 중대한 문제인지에 대해 진지하게 고민할 필요가 있다는 견해를 나타내었음. 예를 들어 기준금리 변동이 가계부채 증가율에 어느 정도 영향을 미치는지 살펴볼 필요가 있는데, 국내외 여러 연구에 따르면 중앙은행의 정책금리가 1%p 변동할 때 가계부채 증가율의 변동범위는 작게는 0.3%p에서 크게는 2.0%p까지로 상당히 폭넓은 결과가 도출되었다고 소개하였음. 당행이 통화정책을 수행함에 있어 금융안정에 유의하도록 규정되어 있는데, 여기서 금융안정의 의미가 무엇인지, 통화정책적 함의는 무엇인지 등에 대해 진지하게 생각하는 한편 통화정책과 금융안정의 관계에 대해 계량화하는 노력을 기울일 필요가 있다고 당부하였음. 또한 부동산가격 측면에서도 최근 나타나고 있는 일부 수도권지역의 아파트가격 급등을 어떻게 평가해야 할지, 주택가격의 움직임이 지역별로 완전히 상반될 경우 어디에 초점을 맞춰야 할지, 일부 지역의 주택가격 급등이 수급요인에 따른 것이라면 이를 거품이라고 평가할

수 있는지, 전국 평균 주택가격이 매년 1% 정도씩 오른다면 이것이 정말 큰 문제인지 등 통화당국으로서 고민해야 할 부분이 적지 않다는 견해를 표명하였음.

또 다른 일부 위원은 경상수지 흑자규모가 축소되는 반면 거주자의 해외증권 투자는 계속 증가하고 있는데, 이 같은 추세 간의 불균형(mismatch) 가능성을 염두에 둘 필요가 있다는 견해를 제시하였음.

이어서 동 위원은 금융안정 측면에서 내외금리차나 당행의 금리정책이 자본유출입에 어떤 영향을 미칠지는 매우 중요한 이슈라는 견해를 나타내었음. 비록 지금 당장 기준금리를 소폭 조정한다고 해서 대규모 자본유출이 촉발되지는 않겠지만, 장기적으로 이러한 추세가 이어질 경우 금융안정 차원에서 문제가 발생할 가능성에도 유의할 필요가 있다고 덧붙였음.

다음으로 동 위원은 10월 중 가계부채 증가규모의 확대가 최근 부동산시장 상황과 무관치 않은 것으로 보인다고 언급하면서, 이에 대한 관련부서의 견해를 물었음.

이에 관련부서에서는 과거에도 10월에는 계절적 요인에 기인하여 가계부채가 증가하는 모습을 보였는데, 2012~2018년 중 10월 평균 증가규모와 비교해 보면 이번에 꽤 많이 늘어난 것이 사실이며 이는 주택관련 자금수요 때문인 것으로 보인다고 답변하였음. 따라서 전반적으로 가계부채 증가세가 둔화되고 있으나 아직은 경계감을 계속 유지하면서 살펴볼 필요가 있다고 덧붙였음.

아울러 동 위원은 금년 들어 중소기업대출과 회사채 순발행이 크게 증가한 가운데 M2 증가율과 실질머니갭률이 상승하고 금융기관의 대출건전성에 별다른 문제가 없는 등 금융시장 상황은 상당히 완화적이고 양호한 것으로 보인다고 언급하였음. 이처럼 금융시장 상황이 양호하다면 시차를 두고 실물경제도 호전될 것으로 기대되나, 혹시라도 이 과정에서 풍부한 자금이 비생산적인 부문으로 흐르는 않는지 지속적인 점검이 필요하다는 견해를 나타내었음.

이에 대해 관련부서에서는 최근 크게 확대되고 있는 기업대출 가운데 일부는 부동산과 관련된 부문으로 유입되고 있어 관련 동향을 예의주시하고 있다고 답변하였음.

또한 동 위원은 완화적인 금융시장 하에서 부동산시장 상황을 어떻게 바라볼

지가 통화정책을 결정하는 데 있어 매우 중요하다는 견해를 밝혔음. 이러한 차원에서 최근 부동산시장의 상황이 가계부채의 안정세 속에 일부 지역에 한정되어 가격이 상승하는 모습인지, 아니면 예전처럼 가계부채가 늘어나면서 가격에 영향을 주고 있는 모습인지 면밀히 살펴볼 필요가 있다고 당부하였음.

한편 일부 위원은 최근 가계부채 증가율이 둔화되고 있지만 만일 여기서 추가적으로 가계부채를 줄여야 한다면 그 대상은 2018년부터 증가세를 지속하고 있는 전세자금대출일 것이라는 의견을 제시하였음. 참고로 가계대출의 세부항목의 명칭을 살펴보면, 신용대출이나 주택담보대출은 모두 특정한 리스크와 연계된 명칭을 갖고 있는 반면 전세자금대출의 경우 용도를 따라 명칭이 붙여져 있어 리스크 관계가 불분명해 보인다고 언급하면서, 보증부대출인 동 대출의 성격을 감안하여 명칭을 변경하는 방안을 생각해볼 필요가 있다고 언급하였음.

이어서 동 위원은 최근 명목GDP대비 민간신용 비율이 장기추세를 상회하고 있는데, 민간신용을 가계신용과 기업신용으로 구분하여 살펴보면 그간 줄곧 장기추세를 상회하던 명목GDP대비 가계신용 비율이 최근 들어 추세보다 낮아진 반면, 명목GDP대비 기업신용 비율은 금년 들어 추세를 상당폭 상회하는 수준으로 높아졌다고 언급하였음. 여기서 최근 기업신용 증가를 주도하고 있는 부분은 은행권의 중소기업대출이라고 지적하면서, 당행의 완화적 통화정책과 함께 은행의 중소기업대출 가산금리가 크게 낮아진 점이 그 주요 원인인 것으로 보인다는 견해를 나타내었음. 따라서 경기가 둔화되는 상황에서 은행권이 이처럼 중소기업대출에 적극적인 배경에 대해 면밀히 분석할 필요가 있다고 당부하였음. 요약하면 큰 그림에서 대출연체율이나 부채증가율 등 여러 측면을 감안할 때 앞으로 부채문제를 갖고 금융안정을 이야기한다면 가계부채가 아니라 기업부채 쪽에 초점을 맞추는 것이 바람직해 보인다는 견해를 밝혔음.

다른 일부 위원은 지난 두 차례 기준금리 인하 이후 대체로 금리경로와 신용경로가 원활히 작동되는 것으로 보인다고 평가하였음. 이 가운데 신용경로를 살펴보면 가계신용의 경우 증가세 둔화흐름이 이어지고 있는 반면 기업신용은 중소기업대출과 회사채 발행 호조를 배경으로 큰 폭의 증가세를 보임에 따라 전체 민간신용이 계속 늘어나고 있고, 그 결과 M2, Lf 등 통화지표의 증가율도 높아지고 있다고 언급하였음. 최근 우리 경제의 명목성장률이 상당히 낮은 점을 감안할 때

현재의 유동성 상황은 실물경제 활동에 비추어 상당히 풍부한 것으로 판단된다는 견해를 나타내었음.

비록 이러한 신용공급과 유동성의 확대가 완화적 통화정책 기조 하에서 기대되는 정책효과라는 점에서 바람직하고 불가피한 결과이긴 하지만, 아직은 소비나 투자와 같은 실물경제활동의 증대로 연결되기보다는 일부 지역의 주택가격 상승, 고위험 금융자산 투자 확대 등으로 이어지는 모습이 나타나고 있어 금융안정의 관점에서 우려스럽다는 견해를 제시하였음. 이와 관련하여 최근 들어 IMF, BIS 등 국제기구는 물론 주요국 중앙은행들이 금융완화의 지속 과정에서 기업부문 및 비은행부문의 취약성이 높아지고 있다는 경고를 계속 내보내고 있는 점에 유념할 필요가 있다고 당부하였음.

종합하면 비록 신용공급과 유동성 확대가 의도한 것이었지만 이에 따른 부작용은 실물경제를 활성화시키려는 궁극적인 정책효과와는 상당히 동떨어져 있고, 국민경제의 건전한 발전이라든지 장기적인 안정 측면에서도 바람직하지 않다는 의견을 표명하였음. 아울러 저금리와 풍부한 유동성 상황에도 불구하고 기대인플레이션이 상승하지 않고 주택가격 상승기대만 높아지고 있는 점도 통화당국 입장에서 곤혹스러운 상황이라고 첨언하였음. 앞으로 신용경로가 제대로 작동되면서 시차를 두고 실물경제에 긍정적인 효과가 나타날 것으로 기대되지만, 현 시점에서는 주택시장 등에서 나타나는 부작용이 적지 않은 만큼 계속해서 통화정책의 파급경로가 제대로 작동하고 있는지 예의주시할 필요가 있다고 당부하였음.

또 다른 일부 위원은 두 차례 기준금리 인하에 따라 은행의 여신금리는 기준금리 인하폭만큼 낮아진 것으로 보인다고 언급하면서, 우리 기업들이 자금조달을 위해 주식, 회사채 등 직접금융시장보다는 은행 대출을 주로 활용하고 있는 점을 감안할 때 금융 상황을 종합적으로 판단할 수 있는 금융상황지수에 기업여신금리를 반영하는 방안을 생각할 필요가 있다는 견해를 나타내었음. 아울러 완화적 금융 상황 하에서 기업부채가 증가하는 것은 통화정책의 파급경로가 제대로 작동하고 있음을 의미하지만, 자칫 부실기업 구조조정의 지연, 금융불균형의 누적 등 부작용이 초래될 수 있으므로 조달한 자금이 어디로 흘러가는지 면밀히 모니터링할 필요가 있다고 당부하였음.

이어서 동 위원은 비은행 금융기관의 해외증권 투자자금이 환류된다면 외환수급 안정에 일부 기여할 수 있겠지만, 만일 투자자금이 만기까지 중도환매가 불가능한 폐쇄형으로 설정되어 있고 짧은 만기로 환해지가 된 경우에는 유사시 외

화유동성을 오히려 악화시킬 수 있다는 견해를 나타내었음. 따라서 이러한 자금의 비중이 어느 정도인지 파악할 필요가 있다고 언급하였음.

(다) 「통화정책방향」에 관한 토론

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

먼저 관련부서에서 주요 기축통화국 외 여타 국가의 초저금리 정책 운용경험과 관련하여 다음과 같은 의견 제시가 있었음.

금융위기 이후 주요 기축통화국 외에 유로존 주변국 등 선진국과 체코, 칠레 등 일부 신흥국이 초저금리 정책을 도입하였는데, 이는 심각한 경기부진과 저물가에 직면하였기 때문임. 특히 스위스와 이스라엘은 디플레이션을, 체코는 금융위기 이후 세 차례(연간 기준)의 마이너스 성장을 각각 경험하였음.

아울러 초저금리 정책 도입시 다수 국가가 자본유출 리스크보다는 ECB와 미 연준의 통화정책 완화 등으로 자본유입 확대 및 자국통화가치 절상압력에 직면하였으며, 신흥국인 칠레, 체코 등의 경우 대외금융부채 중 시장성 조달자금 비중이 크지 않고 내외금리차도 제한적이었던 점이 자본유출 리스크를 완화하는 요인으로 작용하였음.

금융안정 상황을 보면 신흥국은 가계부채비율이 40% 미만으로 금융불균형 리스크가 크지 않았고, 가계부채비율이 높았던 선진국의 경우 초저금리 도입 당시 가계부채 및 주택가격 흐름에 차이가 있었으나 도입 이후에는 대체로 금융불균형이 확대되는 모습을 보였음.

일부 위원은 최근 자주 언급되는 정책금리의 실효하한 등의 이슈와 관련하여, IMF가 회원국을 대상으로 실시하는 연례협의시 통화·재정·환율 정책이 어떻게 조화를 이루면서 안정을 유지할지에 초점을 맞추어 정책제안을 하는 과정에서 금리하한 이슈가 다뤄진다고 설명하면서, 동 연례협의의 프레임워크(framework)를 참고할 것을 조언하였음. 아울러 현 금리수준의 적정성을 판단하는데 있어 통화량 등 양적지표를 활용하는 방안도 연구해볼 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

다른 일부 위원은 호주, 캐나다, 그리고 체코의 사례는 시사점이 클 수 있으므로 좀 더 분석해볼 필요가 있다는 의견을 제시하였음. 아울러 초저금리 정책 도입 국가와 우리 경제 간에 어떠한 차이가 있는지 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 단순 비교는 쉽지 않지만 초저금리 정책 도입 국가들은 일부 국가가 마이너스 성장이나 디플레이션을 경험하는 등 심각한 경기부진과 저물가에 직면하였으며, 외환시장 여건 및 금융안정 상황도 현재 우리나라와는 차이가 있는 것으로 평가된다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 정책금리 실효하한 수준이 불확실하나 통화정책 여력이 축소되면서 이에 대한 시장의 관심이 높아지고 있고, 기준금리가 향후 실효하한에 도달할 가능성도 배제할 수 없으므로 실효하한 도달시 활용할 수 있는 정책수단을 고민해볼 필요가 있다는 견해를 피력하였음.

다음으로 동 위원은 물가와 성장만을 고려하는 표준적인 테일러준칙(Taylor rule)에 의한 준칙금리가 현재의 기준금리보다 낮아 보인다고 언급하면서, 이에 비추어 판단해 본다면 현재 당행의 금리정책은 금융안정에 대한 선제적 대응(leaning against the wind) 원칙을 따르고 있는 것으로 평가할 수 있다는 의견을 제시하였음.

이에 관련부서에서는 준칙금리 산출에 사용되는 주요 변수인 중립금리의 추정치에는 높은 불확실성이 수반된다는 점을 감안할 필요가 있으며, 준칙금리가 통화정책 운용시 참고지표인 것은 사실이나 이에만 의존하여 통화정책을 운영할 수는 없으며 신용, 유동성 등 다양한 지표를 같이 볼 수밖에 없다는 의견을 제시하였음. 아울러 거시경제 상황의 변화를 고려하여 당행이 기준금리를 두 차례 인하했다는 점을 감안할 때 금융안정에 대한 선제적 대응 원칙을 고수하고 있다고 단정하는 것은 다소 무리가 있어 보인다고 첨언하였음.

이에 동 위원은 당행이 책무로서 부여받은 금융안정의 의미가 무엇이고, 어느 정도 수준에서 이에 유의해야 하는지를 보다 심층적으로 분석하고 계량화하는 노력이 필요하다고 당부하였음. 또한 실물경제 사정만을 감안한 금리정책과 금융안정에 유의하는 금리정책에는 각각의 비용과 편익이 있을 것이므로 이에 대해서도 보다 분석적인 접근이 필요하다고 덧붙였다. 예를 들어 금리를 낮추지 않았을 경우의 비용은 실업, GDP 손실 등인 데 비해 금융안정 측면에서 얻는 편익은 꼬리위험(tail risk)의 축소일 것으로 보이는데, 이 경우 꼬리위험이 어느 정도 감소하는지와 함께 만일 꼬리위험이 현실화될 경우 GDP나 고용에는 어느 정도 영향을 미칠지 살펴볼 필요가 있다고 언급하였음.

이에 관련부서에서는 레버리지 확대가 꼬리위험을 증가시킬뿐 아니라 중기적으로 성장을 제약할 수 있다는 국제기구의 연구도 있는 만큼 종합적인 관점에서 완화 정도의 변화에 따른 득과 실을 계량적으로 파악할 수 있도록 노력해 나가겠다고 답변하였음.

또 다른 일부 위원은 다른 나라의 사례를 점검하는 것이 모든 분석의 기본이 되므로 초저금리 정책 운용경험에 대한 관련부서의 분석은 향후 통화정책의 효과 및 한계, 파급시차, 실효하한 등 다양한 이슈를 연구하는 데 좋은 출발점이 될 것으로 보인다고 평가하였음.

이어서 동 위원은 앞서 일부 위원이 언급한 바와 같이 금융안정 측면의 리스크에 대한 선제적 대응을 고려한 통화정책에는 당연히 비용이 수반되고 그것이 발생가능성이 매우 낮은 위기에 대응하는 것이라면 그 비용은 매우 크다고 볼 수 있지만, 우리나라에서는 1997년 외환위기 이전에도 크고 작은 금융불안이 여러 차례 있었고 앞으로도 시장이 크게 흔들리는 정도의 위기 상황은 언제든지 나타날 수 있는 점에 유의할 필요가 있다는 견해를 나타내었음. 다만 자본유출입의 안정을 기하기 위해서는 대외신인도를 건전하게 유지하고 금융취약성이 확대되지 않도록 하는 것이 중요한데, 이 두 가지를 도모하기 위한 통화정책적 대응방향이 서로 상충될 소지가 있는 점에도 유의할 필요가 있다고 덧붙였음. 이와 관련하여 앞서 같은 위원이 언급한 대로 금융안정 측면에서의 계량화 문제는 비록 쉽지 않겠지만 중요한 이슈인 만큼 이를 위해 계속 노력해줄 것을 당부하였음.

한편 일부 위원은 글로벌 여건 등을 고려할 때 저성장·저물가 상황이 지속될 수 있는 만큼 정책금리 실효하한 도달시 대응책을 준비해둘 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

이에 대해 관련부서에서는 최근 대부분의 선진국에서 금리정책 여력이 축소된 가운데 완화적 통화정책에도 불구하고 저물가 상황이 지속됨에 따라 통화정책의 효과와 한계, 재정정책의 역할 등에 대한 논의가 증가하고 있는데, 이러한 최근 논의와 그간의 주요국 중앙은행의 통화정책수단 운용경험 등을 참고하면서 금융·경제 상황 변화에 대비하여 활용가능한 정책수단에 대한 연구를 강화해 나가겠다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 다양한 모형을 통해 추정 한 실질중립금리의 상하한 범위가 상당히 넓은데, 만일 당행이 이 중 특정 수준을 염두에 두고 있다면 그 근거를 명확히 정리해둘 필요가 있다는 견해를 나타내었음.

다른 일부 위원은 체코와 이스라엘의 통화정책이 환율 및 자산가격 등 어떤 파급경로를 통해 성장과 물가에 영향을 주었는지 상세히 분석해볼 필요가 있다는 견해를 제시하였음.

이에 대해 관련부서에서는 체코, 이스라엘 등은 글로벌 경기와 물가 상황 변화의 영향을 크게 받은 것으로 평가되는 만큼 초저금리 정책의 파급효과를 분석하기가 쉽지 않겠으나 좀 더 상세히 살펴보고겠다고 답변하였음.

(4) 한국은행 기준금리 결정에 관한 위원별 의견 개진

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

일부 위원은 이번에는 기준금리를 현 1.25%에서 동결하고 실물경제 동향과 국내외 금융시장 상황에 대해 좀 더 지켜보는 것이 바람직하다는 견해를 밝혔음.

지난 통화정책방향 회의 이후 경제동향을 살펴보면, 세계경제는 미국을 제외한 주요국들의 성장세 둔화가 지속되고 있음. 미국경제는 완만한 성장세를 유지하고 있으나, 중국과 유럽, 일본 등 여타 주요국에서는 성장세가 약화되는 모습임. 세계교역의 부진도 계속되고 있음. 국제금융시장에서는 미·중 무역협상 진전, 주요 선진국의 완화적 통화정책 등에 대한 기대를 반영하여 금리와 주가가 상승하였으나, 최근에는 협상 관련 불확실성이 부각되며 투자심리에 부정적 영향을 미치기도 하였음.

국내경제도 수출과 설비투자의 부진이 지속되는 가운데 건설투자의 조정도 이어지고 있음. 민간소비의 경우 둔화조짐을 보이고 있는 바, 이러한 추세가 앞으로 지속될 가능성에 대해 충분한 검토가 필요함. 물가는 7월 전망시 큰 폭 하향 수정하였으나, 9월 소비자물가가 마이너스를 기록한 데 이어 10월에도 0% 상승률을 기록하는 등 하방 리스크가 커졌음. 이에 더해 근원인플레이션율도 0%대 수준을 보이며 하락추세를 이어가고 있는 점이 우려됨. 일반인 기대인플레이션율

도 2%를 밑도는 수준에 머무르고 있음.

이와 같은 상황을 고려하여 조사국에서는 지난 7월 전망보다 성장률과 물가의 금년과 내년 전망을 하향 수정하였음. 경제성장과 관련하여 다른 국내외 주요 기관들도 대체로 금년 2.0% 내외, 내년 2%대 초반의 성장률을 전망하고 있음. 올해 우리나라의 성장률 둔화는 상당부분 글로벌 경기요인에 기인하고 있어 내년 글로벌 경기개선 여부가 중요함. 내년의 글로벌 경기개선, 특히 우리에게 중요한 반도체 경기개선이 기대되는 점은 수출과 설비투자를 중심으로 우리 경제에 긍정적으로 작용할 수 있겠으나, 미·중 무역분쟁의 지속, 중국경제 둔화, 브렉시트와 미·EU 간 무역분쟁 이슈 등의 불확실성이 쉽게 해소될 것으로 보이지 않아 현재로서는 의미 있는 수준의 반등을 기대하기는 어려워 보임. 물가여건도 올해보다 나아지겠으나 여전히 소비자물가는 물가안정목표에 상당폭 미달할 것으로 우려됨. 또한 근원인플레이션도 올해와 비슷한 0%대 중반 수준으로 전망됨.

경제성장률이 2%대 중반으로 추정되는 잠재성장률에 못 미쳐 GDP갭의 마이너스 폭이 커지고 있는 동시에 인플레이션갭도 마이너스인 상황이 지속될 것으로 보임. 수요 측면에서의 낮은 물가상승압력이 저물가의 주요 원인 중 하나임을 고려할 때 앞으로도 완화적 통화정책을 이어갈 필요가 있다고 판단함. 수출과 설비투자 부진에 통화정책이 어느 정도 효과적으로 대응할 수 있을지 여부에 대한 관심이 커지고 있음. 통화정책의 파급효과, 실효하한 문제 등 통화정책과 관련한 여러 이슈에 대해 심도 있는 분석을 해야 할 것임.

가계부채는 정부의 강력한 대책 등으로 둔화추세가 이어지고 있으나, 일부 지역 부동산 가격상승이 가계부채 증가요인으로 작용할 가능성에 대해 향후에도 세심한 주의를 기울여 나가야 하겠음. 최근에는 정부의 가계부채 억제정책 등에 따라 기업대출의 증가세가 확대되고 있음. 개인사업자대출을 포함한 기업대출 증가가 부동산시장과 연관된 부분으로 흘러가고 있는지 여부에 대해서는 지속적으로 모니터링해야 함. 아울러 저금리 환경이 지속되면서 기업으로의 자금중개가 원활하게 이루어지는 것은 바람직하나, 혹여 이에 따른 부작용으로 기업부실을 키우거나 부실기업의 구조조정을 지연시키는 측면은 없는지 살펴봐야 할 것임.

대내외 경제여건을 종합적으로 고려할 때, 이번에는 기준금리를 현 1.25%에서 동결하고 실물경제 동향과 국내외 금융시장 상황에 대해 좀 더 지켜보는 것이 바람직하다고 판단함.

다른 일부 위원은 거시경제 상황에 맞추어 기준금리를 하향 조정하는 것이 바람직하다고 판단되지만 그 시점은 두 차례 기준금리 인하효과를 지켜보겠다는

지난 통화정책 결정회의 의결문의 취지를 존중하기 위해 다음 회의로 이연시키고자 한다는 견해를 나타내었음.

우리 경제는 민간부문의 수요가 정체된 가운데 공공부문 지출 확대에 의존한 미약한 성장세만을 이어가고 있으며, 내년에도 큰 틀에서 이와 같은 모습은 지속될 것으로 보임. 완만한 세계경제 성장흐름이 이어지고 있음을 감안할 때 우리나라의 수출과 설비투자가 금년의 큰 폭 감소에 대한 기술적 반등 이상의 실질적 경기회복을 견인할 정도로 확대되기는 어려워 보임. 산업별로는 반도체부문의 반등 가능성을 시사하는 지표들이 일부 나타나고 있으나, 대부분의 여타 산업과 관련된 지표들은 여전히 부진한 상태에 머물러 있음. 특히 건설관련 선행지표들은 정부의 공공투자 증가 계획에도 불구하고 건설투자가 내년까지 3년 연속 감소할 것임을 시사하고 있음. 가계의 가처분소득 증가세가 완만한 수준에 머물러 있음을 고려할 때 앞으로도 민간소비 증가세가 의미 있게 확대될 가능성도 크지 않아 보임. 이와 같은 상황에서 내년에도 정부의 적극적인 재정확장이 정부소비를 통해 성장률 하락을 완충하는 모습이 지속될 것으로 예상되나, 전체적인 성장률은 2%대 중반으로 추정되는 우리 경제의 잠재성장률에 미치지 못하면서 마이너스 GDP갭은 오히려 확대될 수도 있을 것으로 보임.

이에 따라 수년 간 지속되고 있는 기초적 물가상승률의 하락추세가 내년에도 이어질 가능성이 있음. 현재 0% 내외에 머물러 있는 전체 소비자물가 상승률은 농축수산물가격의 등락과 같은 일시적·기술적 요인에 의해 다소 반등할 것으로 보임. 그러나 GDP갭, 기대인플레이션, 해외물가 등과 같은 거시경제변수들이 대부분 물가상승률을 낮추는 방향으로 작동하고 있다는 점에 비추어 볼 때 목표수준 2% 내외에서 이탈하여 0%대 후반까지 낮아진 근원물가 상승률 하락추세가 반전될 것으로 기대하기는 쉽지 않아 보임.

이와 같은 기초적 물가상승률 흐름을 고려할 때 1.25%인 현재의 기준금리도 실질금리 기준으로 충분히 완화적이라고 평가하기는 어려우며, 따라서 작금의 거시경제 상황에 맞추어 기준금리를 하향 조정하는 것이 바람직하다고 판단함. 다만 그 시점은, 두 차례 기준금리 인하효과를 지켜보겠다는 지난 통화정책 결정회의 의결문의 취지를 존중하기 위해 다음 회의로 이연시키고자 함. 아울러 민간부문의 중장기적 경쟁력 강화뿐 아니라 완화적 통화정책의 부작용을 축소하여 단기적 실물경기 진작효과를 높이기 위해서도 시장경제 원칙에 따른 정책수행이 필요함.

또 다른 일부 위원은 현재 거시경제정책의 조합과 기조는 적절하다고 생각되므로, 이번 회의에서는 현 기준금리를 1.25%에 동결하는 것이 바람직하다는 견해를 나타내었음.

지난 몇 년 동안 국내물가는 글로벌 추세와 국내 관리물가에 크게 영향을 받으며 낮은 상승률을 보이다가 올해 들어 내수부진이 심화되며 큰 폭 하락한 것으로 보임. 그러나 최근 석유류 제외 공업제품과 개인서비스물가 등 전반에 걸쳐 저점을 지난 것으로 나타나고 있음. 물론 10월 물가지표 하나로 물가추세가 전환되었다고 단정지을 수는 없으나, 관리물가를 제외한 근원물가, 경직적 물가 및 내수물가압력 지수들도 소폭이나마 반등을 보이고 있어 주목할 필요는 있음.

올해 내수부진은 과잉투자의 재조정으로 인해 이미 하락하고 있는 잠재성장률에 더하여 성장세가 가파르게 낮아진 데 기인한 것으로 보임. 우리나라 잠재성장률은 노동시장 경직성과 맞물린 고령화, 확대된 금융불균형, 글로벌 제조업 부진과 이에 따른 수출물량 감소의 영향으로 계속 하락하고 있음. 올해 저조한 부동산 및 설비투자는 최근 몇 년간의 과잉투자를 일부 해소해 주는 바람직한 측면도 있지만 단기적으로는 성장을 저해하고 있음. 또한 이런 과잉투자는 지난 몇 년간의 잠재성장률을 과대평가하게 만들어 생산갭(output gap) 측정을 왜곡시킬 소지도 있음.

비록 대내외의 구조적 요인에 주로 기인한 내수부진이라 할지라도 경제활동의 안정성을 고려할 때 현재 집행되고 있는 확장적 재정정책과 최근의 두 번에 걸친 금리의 인하는 충분한 정책대응이라고 생각함. 내년부터는 우리 경제가 투자 재조정이 마무리되면서 잠재성장률 수준으로 어느 정도 회복될 것으로 예상됨. 그러나 잠재성장률 자체가 계속 하락하면서 지속될 내수부진과 물가하방압력에 대응하기 위하여 현 시점에서 시급한 것은 더 확장적 거시경제정책보다는 이런 하락 기조를 전환시킬 수 있는 구조개혁임. 구조개혁이 원활히 이루어질 수 있도록 일차적으로 재정정책으로 보완해 주고, 통화정책은 현재의 완화적 기조를 유지하며 정책효과를 주시하는 것이 적절한 접근이라고 판단됨. 장기적으로 효율적 자원배분을 확보하고 최근의 경험처럼 과잉투자에 따른 재조정에 의한 불필요한 경기적 변동성의 확대를 방지하기 위해서 통화정책은 보다 중기적 안목으로 운용되는 것이 바람직함. 또한 잠재성장률을 낮추는 요인 중 하나인 자중손실의 누적 문제, 즉 금융불균형을 어떻게 다룰 것인가에 대한 고민도 필요한 시기라고 생각됨. 우리나라의 금융불균형에 의한 자중손실은 중소기업들의 심화되는 부채 의존도, 총생산역량 대비 과도한 생산자본으로서의 부동산 가치, 그 결과 확대되는 상업용건물 공실률과 지방주택 미분양 분량, 부동산관련 법인 및 개인 사업자

수의 증가와 하락하는 관련 수익률 등을 예로 들 수 있음. 금융시장의 관점에서는 이런 금융불균형이 대내외 충격에 의해 가파르게 조정될 경우 금융기관들의 대차대조표의 미스매치, 즉 부동산관련 대출, 정부보증과 부동산 PF와 연계된 우발채무, 간접투자상품 등에 의해 금융위기가 유발될 수 있다는 점에서 여전히 유념해야 할 금융안정의 문제임. 그러나 금융위기 이후 더욱 심화된 금융불균형은 통화정책의 관점에서도 고려할 수밖에 없는 문제로 부각되었음. 즉 자중손실의 확대는 상기 언급한 것처럼 잠재성장률을 하락시키고 이에 따른 내수부진으로 이어져 물가 하방압력으로도 작용할 수 있기 때문임. 이런 관점에서 금융위기 이후 주요 선진국들이 금리를 가파르게 인하하면서 금융시장 정상화를 위해 디레버리징을 강력하게 추진하여 금융불균형이 다소 완화된 점은 주목할 필요가 있음. 이는 우리나라를 포함한 일부 신흥국들이 같은 기간에 레버리지를 크게 확대한 것과 대조되는 부분이기도 함.

상기 사항들을 종합해볼 때 현재 거시경제정책의 조합과 기조는 적절하다고 생각되어 본 회의에서는 현 기준금리를 1.25%에 동결하는 것이 바람직하다고 생각됨.

한편 일부 위원은 좀 더 적극적인 통화정책의 대응이 필요하므로 기준금리를 1.00%로 25bp 인하하는 것이 적절하다는 입장을 표명하였음.

최근 우리 경제는 작년 말 시작된 경기부진 및 물가부진 상황을 지속하고 있는 모습임. 먼저 실물경기를 살펴보면 경기부진의 최대 요인인 세계교역의 둔화가 큰 폭으로 진행되면서 수출과 기업의 설비투자, 나아가 경제주체의 전반적인 기대심리에 부정적 영향을 미치고 있음. 세계교역의 둔화는 하락추세가 시작된 작년 말 무렵에는 기저원인으로 미·중 무역분쟁이 널리 거론되었으며, 정치적 동기에 의해 추동된 현상이므로 조만간 협상을 통해 해소될 일시적 충격으로 전망되어 왔음. 그러나 이후 현재까지 유례없이 심화되고 있는 세계교역 둔화세의 정도, 그리고 자동차 산업, IT 등 둔화 주도 산업의 양상은 흔히 글로벌 가치사슬로 지칭되는 세계분업구조의 재편이 보다 중요한 근저원인일 가능성을 제기하고 있음. 미·중 무역분쟁 자체도 이 같은 세계경제환경의 변화를 반영하여 등장한 표면적 현상이거나, 또는 이미 시작된 세계분업구조의 재편을 촉진하는 촉매요인이라는 해석과 전망이 설득력 있어 보임. 세계교역은 상품교역량의 경우 올해 세계 금융위기 이후 처음으로 2/4분기와 3/4분기 상품교역량이 전년동기대비 감소세를 기록하였음. 이 같은 유례없는 큰 폭의 둔화는 최소한 기술적 반등에 의해 내년

도 세계교역이 올해에 비해서는 개선될 것이라는 기대와 전망을 자연스럽게 함. 이에 동의하지만 글로벌 가치사슬의 재편이라는 구조변화 지속이 유효하다고 할 때, 내년도 우리나라의 수출 환경, 그리고 그와 연계된 설비투자 환경이 기저에서 올해와 다르다고 보기는 어려움.

대외수요의 부진이 있을 때 이론적으로는 가계소비의 상대적 성장기여도가 상승하면서 경기하강을 완충하여야 하나, 최근 우리 경제에서는 이러한 소비의 변동성 축소 동향이 나타나지 않고 있음. 특히 최근 정부의 이전지출이 상당폭 확대되어 가계의 가처분소득 증가율 하락이 GDP증가율 하락세에 비해 완만하도록 지원하고 있으나, 이것이 가계소비 증가율 하락을 완화시키지는 못하고 있음. 이것은 2012년 무렵 대외여건 악화에 따른 경기부진 기간에도 나타났던 현상으로서, 고령화라는 우리 경제의 근본적인 구조여건과 연관된 것으로 보임. 한편으로는 고령화로 잠재성장률의 하락이 예정되어 있어 가계의 미래소득 흐름에 불안감이 상존하는 가운데, 2012년 또는 올해와 같은 큰 폭의 경기하락을 체감하게 되면 상당수 가계가 그에 맞추어 또는 그 이상 미래소득 전망을 하향 조정하는 것으로 추측됨. 더불어 선진국에서 경험적으로 관찰되었던 은퇴 무렵 소비성향이 급격히 하락하는 이른바 은퇴 무렵 소비성향 급락 현상이 우리나라의 관련자료에서도 확인되고 있는 바, 고령화로 가구의 상당비중을 차지하는 베이비 붐 세대가 은퇴시점에 근접하고 있음이 또 하나의 원인으로 여겨짐. 이렇게 보면 이론과는 달리 재정지원에도 불구하고 경기부진에 민감하게 반응하여 가계소비가 위축되는 현상은 우리나라 특유의 구조적 요인에 원인을 둔 현상이라 해석되고, 따라서 2012년 이후 경기부진 후 소비가 상당기간 정체되었던 패턴이 내년에도 반복될 가능성이 크다고 예상됨.

이상 우리나라를 둘러싸고 있는 경제환경의 최근 추이, 국내경제의 여건을 전체적으로 평가할 때, 우리 경제는 올해 2%를 상한으로 한 성장률을 기록한 뒤 내년에도 이 수준에서 크게 벗어나지 않는 성장경로를 보일 것으로 판단됨. 그 결과 잠재성장경로에 불확실성이 상당하지만, 조사국 추정에 의할 때에도 올해와 내년의 GDP갭은 2012~2013년 기간 이후 가장 큰 폭의 마이너스를 기록할 것으로 예상됨.

물가는 소비자물가 상승률은 0%대 초반, 근원물가 상승률은 0%대 중후반에 머무르고 있음. 이에 따라 조사국은 금번 전망에서 소비자물가 상승률은 올해 0.4%, 내년도 1.0%, 근원물가 상승률은 올해 0.7%, 내년도 0.7%로 예상치를 하향 조정하였음. 경기여건과 물가흐름 자체의 추이를 고려할 때 내년도 전망치에는 상방위험보다는 하방위험이 크다는 판단임. 그러므로 수요 측면의 물가상승압력을 보다 잘 반영하고, 경제주체의 기대인플레이션과 보다 안정적으로 연관되어

있다고 믿어지는 근원물가 상승률을 기준으로 할 때, 0%대로 낮아진 물가상승률이 내년 중 상승기조로 전환될 것을 기대하기는 어려운 상황임. 우리 경제의 물가상승률은 2012~2013년 큰 폭의 마이너스 GDP갭을 기록한 기간 처음으로 1%대로 하락한 뒤, 이후 목표치인 2%에 안착하지 못한 상태에서 금번 경기부진을 겪고 있음. 어느 정도 기대인플레이션이 하락한 가운데 이를 교정하지 못한 상태에서 큰 폭의 경기부진을 다시 겪으며 물가상승률이 0%대로 추가 하락하여, 기대인플레이션도 추가 하락할 위험이 있는 것이 현재 통화정책이 대응해야 할 과제라고 생각함.

지난 반세기 여러 나라 물가상승률의 추세적 하락 사례를 살펴보면 우리 경제가 조만간 디플레이션으로 돌입할 위험이 상당하다고 판단하지는 않음. 물가상승률이 0%대에서 마이너스로 추가 하락하는 데에는 대량 실업 등 임금의 하방경직성을 무너뜨리는 경제위기에 해당하는 사건이 동반되어야 하는 것으로 추론됨. 당분간 디플레이션의 위험은 배제한다하여도 물가상승률이 1% 미만에 고착될 위험은 작지 않음. 이 경우 기준금리를 낮게 유지하여도 물가상승률을 감안한 실질기준금리는 실질중립금리를 빈번히 상회하여 금리조정에 의한 통상적 통화정책이 무력화될 수 있다는 점에 유의하여야 하겠음.

이상을 종합하면 세계교역의 상당한 둔화를 배경으로 경기부진과 물가부진이 지속되고 있으며, 현재의 경기와 물가 상황이 내년에도 이어질 것으로 전망됨. 중립금리 관점에서 정리하면 최근의 경제 상황과 내년도 전망을 고려하면 우리나라의 실질중립금리는 최근 잠재성장률의 하락속도를 넘어서 다소 빠르게 하락한 것으로 보임. 앞에서 언급한 세계교역환경의 추이, 우리나라 가계의 소비행태 등은 실질중립금리 하락으로 이해될 수 있으며, 표준적인 모형에 의한 실질중립금리의 추정결과도 이와 부합됨. 더불어 현재의 물가전망을 감안하면 현재의 기준금리가 시사하는 실질금리는 두 차례 기준금리 인하에도 불구하고 실질중립금리에 비해 낮은 수준으로 보기 어려우며, 현재 통화정책을 충분히 완화적이라고 평가하기는 어려움. 좀 더 적극적인 통화정책의 대응이 요구되며, 이에 기준금리를 1.00%로 25bp 인하하는 것이 적절하다는 판단임.

다른 일부 위원은 금번 회의에서는 기준금리를 1.25%의 현 수준에서 유지하는 것이 적절하다는 견해를 제시하였음.

지난 통화정책방향 결정회의 이후의 글로벌경제 상황을 살펴보면, 중국과 유로지역을 중심으로 성장률 둔화가 지속되는 가운데서도 금융시장에서의 위험회피

심리는 상당폭 완화되었음. 이는 주요국 정책이 향후 성장경로에 대한 하방압력을 완충하는 방향으로 변화하고 있다는 판단과 지난 2018년 이후 세계경제의 성장모멘텀 약화를 이끌었던 제조업부문에 대해 재고 상황의 개선 등 생산부진이 점차 완화될 수 있는 여건이 조성되고 있다는 기대가 반영된 결과라고 생각됨. 구체적으로 미·중 무역갈등이 소강상태를 보이고 있는 가운데 통화정책의 완화정도가 확대되거나 재정정책을 확장기조로 전환하는 국가가 늘어나고 있음. 또한 금융시장에서의 위험회피심리 약화가 기업과 소비자심리에 대한 긍정적인 영향으로 이어지면서 실물경제와의 선순환이 나타날 수 있다는 기대도 커지고 있는 것으로 보임. 그러나 주요국 무역협상이 아직 타결되지 않았고, 이외에도 브렉시트 전개과정 등 지정학적 리스크가 상존하고 있어 향후 성장경로 상의 불확실성은 여전히 높은 상황이라고 할 수 있음.

국내경제의 경우 여러가지 구조적인 요인으로 인해 성장률의 추세적 하락이 계속되고 있는 것으로 판단되지만, 경기적 요인으로 인한 하방압력 자체는 어느 정도 완화되고 있는 것으로 보임. 지난 통화정책방향 결정회의 이후 입수된 경제지표를 참고해볼 때, 제조업은 등락을 거듭하고 있지만 일부 선행지표에서 완만하나 개선신호가 관찰되고 서비스업은 상반기보다 양호한 흐름을 이어가는 등 경기요인에 의한 성장률 둔화가 추후 더 심화되지는 않을 것이라는 기대가 지지되고 있음. 다만 강화되는 미시규제 하에서 건설부문의 조정이 장기화될 가능성이 있고 향후 성장경로에 영향을 미치게 될 대내외 정책환경이 여전히 유동적이라는 점에서, 최근의 흐름이 보다 의미 있는 회복으로 이어지며 마이너스 생산갭을 축소해갈 수 있을지에 대해서는 좀 더 시간을 두고 판단해야 할 것임. 소비자물가는 공급요인에 따른 하방압력이 완화되면서 점차 기저물가 흐름과의 간극을 줄여나갈 것으로 예상되지만, 수요측 물가압력이 약한 가운데 복지정책의 확대 영향으로 상당기간 목표치를 하회할 것으로 전망됨. 이에 따라 이러한 물가흐름이 향후 기대인플레이션 형성에 어떠한 영향을 미칠지에 대해 면밀한 관찰이 필요해 보임.

한편 금융시장에서는 지난 8월 이후 장기시장금리가 상승하는 모습을 보였지만, 기업부문 신용공급에 보다 주요한 역할을 하는 금융기관 여신금리가 하락함으로써 기업대출이 크게 증가하고 시중 유동성이 확대되었음. 이는 금융시장에서의 통화정책 파급경로가 원활하게 작동하는 방증이기는 하지만, 완화적인 금융상황이 지속되는 과정에서 동반될 수 있는 금융불균형 누적 가능성에 대해서는 계속 유의해 나갈 필요가 있음.

이상을 종합해볼 때 금번 회의에서는 기준금리를 1.25%의 현 수준에서 유지하는 것이 적절하다고 판단됨.

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

최근 국내경제 상황은 수출과 투자 부진이 지속되고 민간소비 증가세도 둔화되면서 성장세가 당초 예상보다 약한 모습임. 물가상승률도 이러한 수요측 요인과 정부의 복지정책 강화 효과 등으로 당초 예상보다 낮은 수준을 나타내고 있음. 이러한 점을 반영하여 조사국은 금년과 내년 경제성장률을 지난 7월에 비해 0.2%p 낮은 2.0%와 2.3%로, 소비자물가 상승률을 0.3%p 낮은 0.4%와 1.0%로 하향 조정하였음. 이러한 하향 조정은 지난 10월 통화정책방향 결정시 이미 어느 정도 예상된 것이라 생각함. 조사국 경제전망에 따르면 경제성장률과 소비자물가 상승률이 금년을 저점으로 내년과 후년 중 점차 올라가는 흐름을 보임. 그러나 기본적으로는 저성장·저물가 기조가 지속될 것으로 보임. 물론 이러한 저성장·저물가 기조는 글로벌 공통요인과 더불어 국내경제의 구조적 요인에 상당부분 기인한 것으로 생각하지만, 물가상승률이 계속해서 목표수준을 하회할 것이라는 전망은 물가안정목표제를 운영하고 있는 중앙은행 입장에서 무겁게 받아들이지 않을 수 없음. 최근 일반인 단기 기대인플레이션이 전문가 장기 기대인플레이션과 달리 저물가 추세를 반영하여 점차 하락하는 모습을 보이고 있는 만큼 물가 상황에 대한 커뮤니케이션을 강화하여 통화정책 신뢰성이 저하되지 않도록 노력해 나가야 하겠음.

한편, 지난 7월과 10월 두 차례 기준금리 인하 이후 여수신금리가 하락하고 민간신용과 시중유동성이 계속 큰 폭으로 증가하는 등 기준금리 인하의 파급경로가 금융시장에서 비교적 원활히 작동하고 있는 것으로 보임. 다만 최근의 신용공급과 유동성 확대가 아직은 소비와 투자 등 실물경제활동 진작보다는 고수익·고위험 투자 확대와 일부 지역 주택시장 불안정의 한 요인으로 작용하고 있다는 점은 국민경제의 건전한 발전이나 중장기 안정 측면에서 우려스러운 부분이라고 하겠음.

이번 회의에서는 성장과 물가전망의 하향 조정을 예상하여 지난달 기준금리를 인하한 점, 그리고 최근에 매우 완화적인 신용 및 유동성 상황 등을 고려하여 기준금리를 현 수준 1.25%에서 유지하는 것이 좋겠다는 의견임.

(5) 토의결론

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

(6) 심의결과

앞서의 토의결과를 반영하여 위원들은 다수 의견이 반영된 구체적인 의결문안을 작성하였음.

의결문 작성·가결

(다만, 신인석 위원은 한국은행 기준금리를 현 수준에서 유지하는 것에 대해 명백히 반대의사를 표시하고 0.25%포인트 인하할 것을 주장하였음.)

의결사항

「통화정책방향」을 다음과 같이 결정한다.

- ☐ 금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현 수준(1.25%)에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다.
- ☐ 세계경제는 교역이 위축되면서 성장세 둔화가 지속되었다. 국제금융시장은 미·중 무역협상 진전 등으로 위험회피심리가 완화되면서 대체로 안정된 모습을 나타내었다. 앞으로 세계경제와 국제금융시장은 보호무역주의 확산 정도, 주요국의 통화정책 변화, 지정학적 리스크 등에 영향받을 것으로 보인다.
- ☐ 국내경제는 건설투자 조정과 수출 및 설비투자 부진이 지속된 가운데 소비 증가세가 약화되면서 성장세 둔화 흐름을 이어간 것으로 판단된다. 고용 상황은 취업자수 증가폭이 확대되는 등 일부 개선되는 움직임을 지속하였다. 내년중 국내경제는 건설투자 조정이 이어지겠지만 수출과 설비투자 부진이 다소 완화되고 소비 증가세는 완만하게 확대될 것으로 전망된다. GDP성장률은 금년중 2% 내외, 내년중 2%대 초반 수준을 나타낼 것으로 예상된다.
- ☐ 소비자물가 상승률은 농축수산물 가격의 하락폭 축소 등으로 0% 수준을 나타내었다. 근원인플레이션율(식료품 및 에너지 제외 지수)은 0%대 중반을, 일반인 기대인플레이션율은 1%대 후반을 유지하였다. 앞으로 소비자물가 상승률

은 점차 높아져 내년중에는 1% 내외, 근원인플레이션율은 0%대 후반을 나타낼 것으로 보인다.

- 금융시장에서는 국제금융시장 움직임의 영향 등으로 장기시장금리와 주가가 상승하고 원/달러 환율은 하락하였다. 가계대출은 증가세 둔화 흐름을 이어갔다. 주택가격은 수도권 지역의 오름세가 확대되면서 상승하였다.
- 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 무역협상, 주요국의 경기와 통화정책, 가계부채 증가세, 지정학적 리스크 등의 전개와 국내 거시경제 및 금융안정 상황에 미치는 영향을 주의깊게 살펴보면서 완화정도의 조정 여부를 판단해 나갈 것이다.

(별첨)

「통화정책방향」 관련 보고내용

I. 경제전망(2019.11월)

1. 대외 여건 점검

가. 세계경제

세계경제 성장세는 완만하게 개선될 전망이다. 미국과 중국의 성장세가 다소 둔화되겠지만 대다수 신흥국은 경기부양정책 등에 힘입어 성장세가 확대될 것으로 예상됨. 최근에는 미·중 무역갈등 완화에 대한 기대가 높아지는 가운데 글로벌 제조업 부진이 일부 완화되는 조짐도 나타나고 있음.

세계교역도 점차 회복세를 보일 전망이다. 다만 회복속도는 통상관련 불확실성 잔존, 글로벌 가치사슬 약화 등의 영향으로 완만할 것으로 예상됨.

국가별로 살펴보면 미국은 완만한 성장세를 이어갈 것으로 전망됨. 투자와 수출이 미·중 무역분쟁 등의 영향으로 전분기에 이어 부진한 흐름을 지속하였으나, 고용 호조에 따른 양호한 소비 증가세에 힘입어 3/4분기 중 2.1%(전기대비연율) 성장하였음. 앞으로도 임금상승, 연준의 완화적 통화정책기조 등에 힘입어 소비를 중심으로 잠재성장률 수준의 성장세를 이어갈 것으로 예상됨.

유로지역은 낮은 성장세를 이어갈 전망이다. 독일의 자동차산업을 중심으로 제조업 부진이 이어지는 가운데 3/4분기 중 0.2%(전기대비) 성장에 그쳤음. 향후에는 영국, 일부 동유럽 신흥국 등의 수입수요 회복, 제조업 부진의 점진적 완화, 양호한 고용 상황 등으로 성장세가 완만하나마 개선될 것으로 예상됨.

일본은 성장세가 다소 둔화될 전망이다. 3/4분기 성장률(0.2%, 전기대비연율, 속보치 기준)은 수출부진 지속, 민간재고 조정 등으로 전분기(1.8%)에 비해 크게 하락하였음. 내년 중 성장률은 소비세율 인상(2019.10월)에 따른 소비 부진 등으로 다소 낮아질 것으로 예상됨. 다만 정부의 보완대책, 도쿄올림픽 특수 등으로 소비세율 인상의 부정적 영향이 과거 증세 당시(2014.4월)보다는 작을 것으로 판단됨.

중국은 성장세 둔화흐름이 이어질 전망이다. 미·중 무역분쟁과 그에 따른 불확실성 증대로 수출뿐만 아니라 소비·투자 등도 부진한 모습을 보이면서 성장률이 둔화되었음. 앞으로도 대외여건의 불확실성 잔존, 정부의 성장구조 전환기조 유지 등으로 완만한 둔화 흐름이 이어질 전망이다. 다만 저준율 인하, 감세, 지방채 발행 확대 등 경기대응책을 감안할 때, 성장률 급락 가능성은 제한적일 것으로 예상됨.

기타 신흥국의 경우 성장세가 완만하게 회복될 전망이다. 아세안5국은 수출부진이 완화되면서 성장세가 점차 개선될 것으로 예상됨. 지난해부터 이어진 수출부진이 금년 하반기 들어 점차 완화되고 산업생산 증가세도 확대되었음. 각국의 완화적 통화정책기조도 향후 경기회복에 긍정적으로 작용할 것으로 예상됨. 인도는 적극적 경기부양책, 기저효과 등으로 내년 성장률이 올해보다 높아질 전망인데, 감세를 포함한 재정 확대와 완화적 통화정책기조, 금융부문 구조개혁 등이 성장세 회복을 견인할 것으로 예상됨. 브라질 및 러시아의 경우 불확실성 완화 등으로 완만한 회복세를 보일 전망이다.

나. 국제유가

국제유가는 두바이유 기준으로 최근 60달러대 초반 수준에서 등락하고 있음. 사우디 석유시설 피격(9.14일) 직후 60달러대 중후반까지 상승했던 국제유가는 신속한 피해시설 복구 등으로 9월 하순에는 피격 이전수준(50달러대 후반)까지 하락하였음. 이후 미·중 무역협상 진전에 대한 기대 등으로 60달러대 초반까지 상승하였으나 미 원유재고 증가, OPEC+ 추가 감산 기대 축소 등으로 추가 상승폭은 제한되었음. 향후 국제유가는 석유수요 회복에도 불구하고 공급초과에 따른 재고누증 등으로 완만한 약세 흐름을 나타낼 전망이다. 미국의 원유생산 증가세 둔화에도 불구하고 여타 비OPEC 국가들의 증산으로 공급이 확대될 것으로 전망됨에 따라 주요 전망기관도 내년중 국제유가가 금년보다 하락할 것으로 예상하였음.

다. 주요 전망 전제치

세계경제 성장률은 주요국의 경기 상황을 반영하여 2019년, 2020년 및 2021년 중 각각 3.0%, 3.2% 및 3.3%로 전제하였음. 세계교역 신장률은 각각 1.3%, 2.4% 및 3.1%로, 원유도입단가는 각각 배럴당 65달러, 59달러 및 60달러로 전제하였음.

2. 거시경제 전망

가. 경제성장

민간소비는 향후 대내외 불확실성이 크게 확대되지 않는 한 소비심리 개선에 힘입어 내년 하반기 이후 점차 회복될 전망이다. 정부의 이전지출 확대 등 사회안전망 강화대책도 저소득층의 소비여력 확대를 통해 민간소비 회복에 도움이 될 것으로 예상됨. 다만 금년 중 제조업을 중심으로 한 기업실적 부진이 임금상승세 둔화를 통해 소비 증가를 제약할 수 있으나, 정액임금이 예년 수준의 증가세를 크게 벗어나지 않을 것으로 예상되는 점 등에 비추어 볼 때 그 폭은 제한적일 것으로 보임.

설비투자는 금년 중 반도체경기 회복 지연 등으로 부진한 모습을 보이고 있으나, 향후 반도체·디스플레이 투자가 개선되면서 IT부문을 중심으로 내년중 증가 전환할 것으로 예상됨. IT부문은 글로벌 반도체경기 회복, 5G 도입 확대 등으로 내년 중반경 개선될 전망이다. 한편 비IT부문은 글로벌 불확실성이 완화되고 교역량도 점차 회복되겠으나 투자여건은 업종별로 상이할 것으로 예상됨.

지식재산생산물투자는 증가세를 이어갈 전망이다. R&D투자는 민간부문의 경우 기업 매출이 내년 이후 점차 회복되면서 향후 양호한 흐름을 보이고, 공공부문도 정부 R&D 예산 증가 등에 힘입어 확대될 것으로 예상됨. 기타 지식재산생산물투자는 신기술 기반 소프트웨어 수요 확대 등의 영향으로 견실한 증가세를 지속할 것으로 예상됨.

건설투자는 주거용 건물을 중심으로 감소세를 이어갈 전망이다. 주거용 건물은 최근 선행지표 부진을 감안할 때 2021년까지 공사물량 축소흐름이 지속될 전망이다. 비주거용 건물은 상업용을 중심으로 감소하겠으나 생활SOC투자 확대, 도시재생사업 착수 본격화 등의 영향으로 감소폭은 제한적일 것으로 예상됨. 한편 토목은 민간부문 발전소 건설 본격화, 정부 SOC 예산 증액 등으로 회복세를 보일 것으로 예상됨.

상품수출은 내년 중 증가로 전환될 전망이다. 통관수출의 경우 IT부문은 반도체경기 회복에 힘입어 증가로 전환되겠으나, 비IT부문은 석유류제품 단가 하락 지속 등으로 소폭 감소할 것으로 예상됨.

이에 따라 경제성장률은 올해 2.0%에서 2020년과 2021년에 각각 2.3%, 2.4%로 점차 높아질 전망이다. 국내경제는 재정정책이 확장적으로 운용되는 가운데 설비투자과 수출이 개선되고 민간소비도 내년 하반기 이후 점차 회복될 것으로 예상된다.

향후 성장경로의 불확실성은 높은 상황임. 정부의 확장적 경기대응정책, 미·중 무역협상 타결 등에 따른 글로벌 보호무역기조 완화, 글로벌 통화정책 완화기조 확산 등은 상방 리스크로, 글로벌 교역 부진 지속, 지정학적 리스크 증대, 중국의 내수 부진 심화, 반도체경기 회복 지연 가능성 등은 하방 리스크로 잠재되어 있음.

나. 고 용

취업자수는 금년 3/4분기 중 36.6만명 늘어 전분기(23.7만명)보다 증가폭이 확대되었음. 서비스업 고용이 정부의 일자리·소득지원 정책 지속, 정부·기업의 연구개발투자 확대 등에 힘입어 꾸준히 증가할 것으로 예상됨에 따라 취업자수는 서비스업을 중심으로 증가세를 지속할 것으로 전망됨. 한편 제조업 고용은 부진이 다소 완화되었으나, 건설업 고용은 공사물량 축소 등의 영향으로 소폭 감소할 전망이다. 이에 따라 취업자수는 2019년, 2020년 및 2021년 중 각각 28만명, 24만명 및 20만명 증가할 전망이다.

다. 물 가

내년 중 소비자물가 상승률은 수요측 물가압력이 약하고 복지정책 기조도 이어지겠으나 공급측 물가하방압력이 완화되면서 금년보다 높아질 것으로 예상됨. GDP갭률이 마이너스 수준을 지속하는 가운데 정부정책 측면에서는 고교무상교육 시행 등으로 물가하방압력이 이어질 것으로 예상되나, 일부 공공요금 인상, 개소세 인하 종료 등은 상승요인으로 작용할 전망이다. 농축산물 가격의 경우 가을철 태풍 영향에 따른 채소류의 생산 감소 등이 당분간 상방요인으로 작용할 전망이다. 2021년 중 소비자물가 상승률은 경기개선, 정부정책의 영향 축소 등으로 내년보다 높아질 것으로 예상됨. 이에 따라 소비자물가 상승률은 올해 0.4%에서 2020년과 2021년에 각각 1.0%, 1.3%로 점차 높아질 전망이다. 근원인플레이션율(식료품·에너지 제외 지수 기준)은 금년과 내년 중 0.7%, 2021년에는 1.1%를 나타낼 전망이다.

라. 경상수지

경상수지는 내년 중 상품수지 흑자폭 확대에도 불구하고 본원소득수지 흑자폭 축소로 금년에 비해 흑자규모가 소폭 감소할 전망이다. 상품수지는 반도체경기 회복 등으로 수출이 증가하고 유가하락으로 원자재 수입액이 감소하면서 흑자폭이 확대될 것으로 예상됨. 서비스수지는 여행·운송수지를 중심으로 적자가 이어지고, 본원소득수지의 경우 금년 중 일시적으로 크게 늘어난 배당소득수지 흑자폭이 축소될 것으로 예상됨. 이에 따라 경상수지 흑자규모는 2019년, 2020년 및 2021년 중 각각 570억달러, 560억달러 및 520억달러로 전망됨.

II. 외환·국제금융 동향

1. 국제금융시장

가. 주요 금융시장

국제금융시장은 미·중 무역협상 진전 기대, No-deal Brexit 우려 축소, 주요국의 경제지표 예상 상회 등의 영향으로 위험회피심리가 완화되었음.

미국, 독일 등 선진국 국채금리(10년물)는 대체로 상승하였음. 선진국 주가도 기업실적 호조 등으로 상승세를 지속하였음. 미 달러화 지수(DXY)는 주로 파운드화 및 유로화가 No-deal Brexit 우려 완화 등의 영향으로 강세를 보임에 따라 하락하였음. 엔화는 안전자산 선호 심리 약화로 소폭 약세를 보였음.

미 연준의 연내 금리 동결 기대가 높은 가운데 미국채 장단기 금리차가 확대되었음. 국제금융시장 금융여건은 미 RP금리 및 회사채 스프레드 등이 안정적인 모습을 보이는 등 대체로 완화적이었음.

나. 신흥국

중국은 경기둔화 우려, 미·중 무역합의 기대, 완화적인 통화정책 기조 등의 영향이 엇갈리는 가운데 위안화가 강세를 보이고 주가가 좁은 범위에서 등락하였음.

여타 신흥국은 10월 이후 기준금리 추가 인하 등으로 국채금리가 하락하고 주가가 상승하였으며 통화가치는 각국별 요인에 따라 등락하였음.

다. 글로벌 펀드

글로벌 펀드자금은 미·중 무역협상 기대감 등으로 주식을 중심으로 유입세가 확대되었음. MMF 자금은 10월 이후 유입세가 상당폭 둔화되었음.

2. 국내 외환부문

가. 외환시장

원/달러 환율은 미·중 무역합의 진전 기대 등에 따른 대외 리스크 완화에 주로 영향받으면서 상당폭 하락하였음. 명목실효환율 지수는 상승하였음.

나. 외화자금시장

국내은행의 대외 외화차입여건은 외화차입 가산금리가 낮은 수준을 유지하고 KP스프레드 및 CDS프리미엄도 하락세를 지속하는 등 안정적인 모습을 보였음.

거주자 외화예금은 환율 하락 등의 영향으로 큰 폭 증가하였음. 외환스왑레이트(3개월물)는 미 연준의 금리인하를 반영한 내외금리 역전폭 축소 등의 영향으로 상승하였음.

다. 외환 유출입

10월 중 경상거래 흑자가 확대됨에 따라 자본거래 순유출 증가에도 불구하고 외환 유입 규모가 전월 대비 확대되었음.

라. 외국인 증권투자자금

주식자금은 국내 경기 둔화 우려, 미·중 무역협상 불확실성 등으로 유출이 지속되었으며 채권자금은 10월 이후 만기도래 자금의 신규 투자 부진 등으로 유출되었음.

마. 외환보유액

10월 말 외환보유액은 전월말 대비 30.0억달러 증가한 4,063.2억달러를 기록하였음.

III. 금융시장 동향

1. 자본시장

가. 시장금리

국고채금리는 지난 10월 금통위 회의 이후 미·중 무역협상 진전, 기준금리 추가 인하 기대 약화, 향후 채권공급 확대 우려, 외국인의 국채선물 순매도 등의 영향으로 큰 폭 상승하였다가 11월 중순 이후 홍콩 시위 격화 및 이를 둘러싼 미·중 갈등 우려, 저가매수세 유입 등의 영향으로 상당폭 하락하였음.

통안증권(91일) 및 은행채(3개월) 금리 등 단기시장금리는 기준금리 인하로 하락하였다가 장기금리 오름세 등의 영향으로 상승하였음.

회사채 신용스프레드는 지난 회의 수준을 유지하였음.

나. 주가

코스피는 10월 중순 이후 미·중 무역협상 진전 및 글로벌 반도체 업황 회복 기대 등으로 주요국 주가와 동반 상승하였으나 11월 중순 이후 홍콩사태 심화, 미·중 무역협상 불확실성 등이 부각되며 상승이 제한되었음.

다. 외국인 국내증권 투자

외국인의 국내 채권투자는 10월 이후 감소를 지속하였으며, 주식투자는 8월 이후 4개월 연속 순매도를 지속하였음.

2. 신용시장

가. 여수신금리

10월 중 은행 여신금리(신규취금액 기준)는 기준금리 인하에 따른 지표금리 움직임의 영향을 받아 하락하였음. 기업대출 금리는 단기시장금리 하락, 은행의 대출 태도 완화 등으로 대기업과 중소기업 모두 하락하였음. 가계대출 금리는 정책성 저리상품으로의 대환 확대 등으로 주담대금리를 중심으로 하락하였음.

수신금리는 여신금리에 비해 소폭 하락하여 신규취금액 기준 여수신금리차는 전월보다 축소되었음.

나. 여신

10월 중 은행 가계대출은 전월보다 증가규모가 확대되었음. 주택담보대출이 주택 전세 및 매매 관련 자금수요 등으로 증가폭이 확대되었으며, 기타대출도 주택 자금 수요 및 계절요인 등으로 증가규모가 확대되었음.

은행 기업대출은 전월보다 증가규모가 확대되었음. 대기업대출은 분기 말 일시상환분 재취급, 대출금리 하락 등으로 증가하였으며, 중소기업대출도 은행의 대출 취급 노력, 부가가치세 납부 수요 등으로 큰 폭 증가하였음.

기업의 직접금융을 통한 자금조달은 회사채를 중심으로 증가 전환하였음. 회사채는 건조한 투자 수요, 연말 대비 선발행 등으로 순발행 규모가 확대되었으며, CP·전자단기사채도 분기 말 일시상환분 재발행 등으로 순발행으로 전환하였음.

은행의 가계대출 및 기업대출 연체율(2019.9월말 기준)은 전월과 같은 낮은 수준을 유지하였음.

3. 유동성 및 자금흐름

가. 통화

10월 M2증가율(전년동월대비, 평잔 기준)은 7% 초반을 기록한 것으로 추정됨.

나. 수신

10월 중 은행 수신은 전월과 비슷한 증가규모를 보였음. 수시입출식예금은 기업의 부가세 납부 등으로 큰 폭 감소하였으나 정기예금은 은행의 신예대출 대비 예금 유치 노력, 기업의 회사채 조달자금 일시 예치 등으로 큰 폭 증가하였음.

자산운용사 수신은 증가로 전환하였음. MMF는 계절요인으로 큰 폭 증가하였으며 기타펀드도 부동산 및 특별자산 펀드를 중심으로 증가세를 지속하였음. 반면 채권형펀드는 시장금리 상승 등의 영향으로 전월에 이어 감소하였음.