

2019년도 제19차

금융통화위원회(정기) 의사록

한 국 은 행

1. 일 자 2019년 10월 16일(수)
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
정 규 일 부총재보 이 승 현 부총재보
박 종 석 부총재보 서 봉 국 외자운용원장
이 환 석 조사국장 신 운 경제연구원장
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 제31호 — 통화정책방향〉

(1) 전일 개최된 동향보고회의에서 조사국장이 보고 제66호 - 「국내외 경제 동향 및 평가」, 국제국장이 보고 제67호 - 「외환·국제금융 동향」, 그리고 금융시장국장이 보고 제68호 - 「금융시장 동향」에 대하여 보고하였음.(보고내용 : 별첨)

(2) 본회의에서는 의장이 전일 보고내용을 접수하고 「한국은행법」 제28조에 따라 의안 제31호 - 「통화정책방향」을 상정하였음.

(3) 위원 토의내용

전일 개최된 동향보고회의에서는 다음과 같은 토의가 있었음.

(가) 국내외 경제동향 및 평가

일부 위원은 재정 조기집행의 영향으로 금년 1~8월 중 통합재정수지의 적자 폭이 작년 같은 기간보다 크게 확대된 가운데 금년 세수목표를 달성하기가 여의치 않을 수 있는 점을 감안하면, 남은 기간의 재정지출 여력이 충분치 않을 수 있다고 평가하였음. 즉 작년과 재작년에는 세입이 예상을 크게 상회하면서 정부지출에 큰 무리가 없었으나, 금년의 경우에는 예상을 밑도는 세입이 정부지출을 계획대로 집행하지 못하게 하는 제약요인으로 작용할 가능성이 있다고 설명하였음. 따라서 하반기 성장전망과 관련해서는 재정 조기집행의 효과가 이연되어 나타나면서 민간소비가 비교적 양호한 반면 정부소비는 예상을 하회할 수 있어 보인다고 언급하면서 관련부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 대개 연도말에 예산 불용액이 일부 발생하였던 점을 감안하면 정부지출의 제약을 우려할 정도는 아닌 것으로 보인다고 답변하였음. 또한 조기집행된 정부지출이 시차를 두고 성장에 기여하겠지만 하반기 민간소비는 임금상승률 둔화 등의 영향으로 상반기보다 약화될 가능성이 있다고 덧붙였다.

이어서 동 위원은 우리 경제의 대외 리스크요인으로 중국경제 문제가 흔히 거론되고 있다고 언급하면서, 구체적으로 어떤 부분에 대하여 경각심을 갖고 지켜볼 필요가 있는지 관련부서에 질의하였음.

이에 대해 관련부서에서는 최근 중국의 경제지표 악화와 함께 경제성장률이 예상을 하회할 가능성이 높아짐에 따라 시장에서는 우리 수출이 이의 직접적 영향을 받을 수 있는 점에 주목하는 것으로 보인다고 답변하였음. 아울러 성장세 둔화와 함께 기업부채 누증 등 잠재 리스크요인이 부각되면서 글로벌 금융시장에서의 위험회피성향 강화나 경제주체들의 심리 위축을 통해 우리 경제에 부정적 영향이 초래될 수 있는 점도 우려하고 있다고 첨언하였음.

이에 동 위원은 중국에 대한 우리 수출은 사실상 지난 2013년 경부터 회복하는 모습이며, 2017~2018년 중 글로벌 효과로 일시적으로 증가하였다가 최근에는 2015년 수준까지 악화되었기 때문에 여기서 추가적으로 수출이 감소할 여지는 크지 않아 보인다고 언급하였음. 아울러 과거 우리 수출은 중국의 투자나 글로벌 가치사슬(Global Value Chain)과 밀접히 연계되어 있었으나, 이러한 효과들이 이제

는 크게 악화된 점을 고려할 필요가 있다고 덧붙였음. 따라서 중국경제의 악화가 우리 경제에 큰 영향을 미칠 수 있다고 막연히 생각하기보다는 실제로 유의할 부분은 무엇인지 엄밀히 점검해볼 필요가 있다는 견해를 나타내었음.

또한 동 위원은 지난해 당행의 금년도 경제전망시 하반기부터 IT부문의 회복세가 강하게 나타날 것으로 예상하였으나 결과적으로 그런 회복세를 기대하기는 어려운 상황이라고 언급하면서, 지난해 전망시 놓쳤던 부분은 없는지 되짚어볼 필요가 있다는 견해를 나타내었음.

이에 관련부서에서는 지난해 전망시 데이터센터 증설과 5G 투자가 금년 하반기부터 본격화되고 이에 힘입어 IT부문의 회복이 가시화되리라는 것이 주요 전망기관들의 공통된 견해였으나, 결과적으로 그렇지 못했던 것으로 나타났다고 언급하였음. 또한 미·중 무역분쟁이 예상보다 심화되면서 투자심리가 훼손된 점이 전망과 실적 간의 괴리를 확대시키는 요인으로 작용한 측면이 있다고 덧붙였음.

이에 동 위원은 미·중 무역분쟁 문제는 그동안 크게 표면화되지 않았을 뿐이지 과거 오랜 기간 동안 지속되어 왔던 이슈라는 견해를 나타내면서, 최근 반도체 수출물량은 10%대 증가율을 보이고 있으나 투자가 예상보다 크게 부진한 점이 아쉬운 부분이라고 지적하였음.

아울러 동 위원은 경제원론적인 측면에서 볼 때 완전경쟁에 가까운 시장에서는 분양가상한제가 시행되더라도 경제적 이윤이 배제된 잠재가격(shadow price)까지 분양가가 낮아지는 것이 아니라 건설사에 어느 정도의 수익이 보장될 것이므로 주택공급에 큰 충격이 발생하지는 않을 것으로 보인다고 언급하였음. 아울러 분양가상한제가 주택가격에 근본적인 변동을 초래할 요인이라고 보기도 어렵다는 견해를 밝히면서 관련부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 지금 상황에서 분양가상한제가 건설투자를 제약할 가능성은 제한적일 것으로 보인다고 답변하였음. 다만 분양가상한제가 주택가격과 공급에 미칠 영향에 대해서는 좀 더 살펴볼 필요가 있다고 첨언하였음.

한편 동 위원은 지난해의 경우 고용원 없는 자영업자가 준 반면 고용원 있는 자영업자는 늘었으나 올해 들어서는 이와 반대의 현상이 나타나고 있다고 언급하면서, 자영업 고용의 연령별 또는 산업별 세부분석을 통해 이같은 현상의 원인과 경제적 함의를 살펴보는 것이 중요해 보인다는 의견을 나타내었음.

이에 관련부서에서는 그 배경에 대해 관심을 갖고 살펴보고 있는데, 고용원 있는 자영업자가 고용원 없는 자영업자로 전환된 경우가 특별히 많아졌기 때문은 아닌 것으로 보인다고 답변하였음.

다른 일부 위원은 물가여건과 관련하여 현재 우리나라가 디플레이션 상황에 처해 있다고 생각하는 일반경제주체는 거의 없으며, 다만 지금과 같은 상황이 수년 더 이어진다면 디플레이션이 될 수 있다는 우려가 있는 것은 사실이라고 언급하였음. 특히 물가상승률이 목표수준에 안착되지 못하고 있다는 차원에서 신경이 더 많이 쓰인다고 밝히면서, 당행이 이러한 부분에 대해 더욱 관심을 기울이고 외부와의 소통에도 적극 나서야 한다고 당부하였음.

이어서 동 위원은 당행에 대한 신뢰성 차원에서 생각해 볼 때 다음달 내놓을 내년 경제전망이 매우 중요해 보인다고 언급하였음. 이는 그간 외부에서는 물가 전망에 오차가 발생하더라도 전망보다 낮은 물가상승률에 대해 그렇게 문제시하지 않았으나, 이제는 물가문제에 대한 민감도가 크게 높아졌기 때문이라고 설명하였음. 따라서 관련부서에서는 이러한 점을 충분히 인식하고 전망에 만전을 기해줄 것을 당부하였음. 아울러 전망결과에 대해 외부와 충분히 커뮤니케이션함으로써 당국에 대한 신뢰를 유지해나가는 것이 중요하다고 강조하였음.

또한 동 위원은 현재 관련부서에서는 내년 초부터 물가상승률이 1%대로 높아질 것으로 내다보고 있지만, 현재의 물가여건이나 그동안 당행 물가전망치에 상향편의가 있어 왔다는 점 등을 감안하면 이같은 전망이 현실화되기는 쉽지 않아 보인다는 의견을 표명하였음. 이에 관련부서에서는 어떤 요인이 내년 초 물가반등을 견인할 수 있을 것으로 보는지 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 소비자물가로 보면 기저효과가 있었던 농산물가격, 유가 등이 플러스 요인으로 작용할 것으로 보이며, 근원물가 기준으로는 개별소비세 인하 종료 등 정부정책과 관련된 플러스 효과를 감안할 때 비록 큰 폭은 아니더라도 상승요인이 있다고 답변하였음.

이에 동 위원은 최근 수년 간 근원물가 상승률이 연평균 0.3~0.4%p, 그리고 관리물가를 제외한 근원물가 상승률은 0.2~0.3%p 각각 낮아지고 있는 추세에 있다고 언급하면서, 그동안 줄곧 내려오던 추세가 어떤 요인에 의해 내년에 반전될 수 있을지 진지한 고민이 필요해 보인다는 견해를 나타내었음. 통상 근원물가 상승률을 전망할 때 기대인플레이션, GDP갭, 해외 물가여건 등이 주요 고려사항이 되는데, 이들을 살펴보면 모두 내년 물가를 금년보다 높이는 방향으로 작용할 것으로 기대하기는 쉽지 않아 보인다고 설명하였음.

이에 대해 관련부서에서는 관리물가 제외 근원물가 상승률이 현재 1% 초반을 나타내고 있는데, 이 지표가 기초적 물가를 반영하는 것으로 본다면 앞으로 물가

상승률이 서서히 이에 수렴하는 방향으로 움직일 것으로 본다고 언급하였음.

아울러 동 위원은 물가상승률이 낮아지는 현상을 경계해야 하는 이유는 어떤 요인에 의해 물가상승률이 낮아짐에도 불구하고 명목금리가 고정되어 있으면 실질금리가 높아지기 때문이라는 견해를 나타내었음. 이론적으로 볼 때 실제 경제 활동에 영향을 미치는 변수는 명목금리가 아니라 실질금리인 만큼 이러한 측면을 감안하여 물가상황을 잘 살펴보아야 한다고 강조하였음. 종합하면 물가전망의 정도 제고가 당행의 신뢰성과 연결될 수 있는 엄중한 상황이며, 지금과 같은 물가상승률 하락 추세가 수년 간 더 지속된다면 우리 경제가 매우 어려운 상황에 처할 수 있다는 점을 각별히 유념할 필요가 있다고 당부하였음.

한편 동 위원은 금년 들어 통화정책과 직결된 현안들이 부쩍 많아졌다고 언급하면서, 정책부서에서 이를 다 맡아 하기는 어려울 수 있으므로 기초적이고 심층적인 연구를 담당하는 관련부서에서 많은 도움을 줄 필요가 있다는 견해를 제시하였음. 아울러 관련부서에서 일전에 현안분석을 강화하겠다고 밝힌 만큼 통화정책과 직접적으로 관련이 있는 주제에 대한 연구에 보다 많은 관심을 기울여줄 것을 당부하였음.

이에 관련부서에서는 디플레이션 등 정책현안에 대해서도 꾸준히 관심을 기울이고 있으며, 필요하다면 정책부서와 협의하면서 연구해 나가겠다고 답변하였음.

또 다른 일부 위원은 미 연준의 통화정책 향방과 미국경기의 흐름이 글로벌 금융시장, 나아가 우리 경제에 큰 영향을 미칠 것으로 본다고 언급하였음. 관련부서에서는 주요 선진국의 양호한 고용여건, 적극적인 통화·재정 정책 등을 감안할 때 글로벌 경기침체 가능성은 높지 않다고 평가하고 있으나, 일부에서는 기업업황의 부진, 글로벌 투자심리의 위축 등을 경계하는 시각도 있다고 소개하였음. 이에 고용여건 호조가 경기침체를 막는 역할을 지속할 수 있을지 아니면 글로벌 경기가 점차 악화되면서 고용여건도 나빠지게 될지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 일반적으로 고용지표가 경기에 후행하는 경향을 보이는 점, 그리고 유로지역 등의 성장률 둔화가 이미 진행되고 있는 점을 감안하면 선진국의 고용지표는 서서히 둔화되는 방향으로 전개될 것으로 보인다고 답변하였음. 다만 그 둔화속도는 경기와 달리 급격하지 않아 경기가 회복될 때까지 고용이 버팀목 역할을 할 수 있을 것이고, 통화·재정 정책 및 소비가 이를 뒷받침할 것으로 보여 글로벌 경기가 급격한 침체에 빠질 가능성은 낮다고 첨언하였음.

음.

이어서 동 위원은 중국의 경제성장률이 6%를 하회할 가능성이 제기되고 있는데, 만일 이러한 성장률 둔화흐름이 지속된다면 우리 경제도 당초 예상보다 부정적 영향을 크게 받을 수 있어 보인다는 의견을 나타내었음.

이에 관련부서에서는 우리 수출이 중국경제 둔화의 영향을 가장 직접적으로 받겠지만, 그간 중국에 대한 우리의 수출이 중국경제의 둔화속도보다 빠르게 줄어든 측면이 있는 만큼 수출에 미치는 부정적 영향이 추가적으로 크게 확대될 가능성은 제한적인 것으로 보인다고 답변하였음.

또한 동 위원은 지난해만 해도 중장기적으로 인공지능 등 기술발전에 수반하는 반도체 수요가 매우 커 반도체 부문의 전망이 밝았으며 반도체 경기의 회복도 빠르게 나타날 것이라는 관측도 많았으나, 지금은 이같은 낙관론이 크게 약화된 것으로 보인다고 언급하였음. 이에 향후 반도체 경기의 큰 폭 개선을 기대하기 어려운지 관련부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 세계경제가 빠르게 둔화된 데다 반도체 수요의 회복속도가 기대에 미치지 못하고 있다는 점에서 반도체 경기 개선속도는 다소 보수적으로 전망하는 것이 현재로서는 적절해 보인다고 답변하였음.

다음으로 동 위원은 미국, 유럽 등 주요 선진국의 고용사정이 양호한 데 비해 우리나라의 경우 제조업 등 양질의 일자리와 30~40대의 취업자가 감소하는 등 고용 개선세가 미약하다는 평가가 많다고 언급하였음. 이처럼 30~40대에서 양질의 일자리가 줄어드는 문제를 심각하게 바라볼 필요가 있다는 견해를 제시하면서, 관련부서에서는 이러한 현상의 원인이 무엇이라고 보고 있는지 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 올해 들어 30~40대의 고용감소 규모와 인구감소 규모가 서로 비슷한 점, 핵심연령층이 주로 종사하는 중숙련 일자리가 계속 줄어드는 점 등을 감안할 때 인구구조의 변화와 함께 제조업의 경쟁력 약화 등에 따른 일자리 감소가 30~40대의 취업자수 감소에 큰 영향을 미치고 있는 것으로 보인다고 답변하였음.

아울러 동 위원은 최근의 디플레이션 논란에 대해 현 상황을 지나치게 강조하기보다는 중장기적인 관점에서 현안에 대한 면밀한 연구·분석을 바탕으로 우리 경제의 향방 등에 대한 논의를 당행이 주도해 나가는 것이 중요하다는 견해를 밝혔음. 아울러 향후 물가추세에 대한 우려가 작지 않은 만큼 당행 전망의 정도를 높이는 것이 무엇보다 중요하며, 외부와의 소통에도 더욱 노력할 필요가 있다고

강조하였음.

이에 대해 관련부서에서는 물가상황과 관련한 다양한 연구를 수행하고 있으며, 특히 구조적인 부분에 초점을 두고 있다고 답변하였음.

한편 일부 위원은 8월 실업률이 전월대비 큰 폭 하락한 3.1%를 기록하는 등 노동시장지표가 여타 경제지표와 다소 괴리되어 움직이는 모습이라고 언급하면서, 이를 어떻게 해석해야 하는지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 실업률이 큰 폭 하락한 이유에 대해서는 현재 정보가 제한적이라 후속 고용통계가 발표되고 나면 보다 면밀한 분석이 가능할 것으로 보인다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 최근 관련부서에서 주요국의 물가하락기를 자산가격 조정 여부를 기준으로 분석한 자료가 흥미로웠다고 언급하면서, 미국은 부채누증 혹은 자산가격 급등을 배경으로 한 글로벌 금융위기 당시 자산가격 조정과 디플레이션을 맞았지만 곧 이로부터 벗어난 반면 1990년대 일본은 그렇지 못했다고 소개하였음. 이 사례와 관련하여 어떠한 경제충격이 디플레이션을 유발하는지 살펴보는 것도 중요하지만 미국과 일본의 경험이 서로 달랐던 원인을 분석해 보는 것도 큰 의미가 있을 것이라는 의견을 표명하였음.

또한 동 위원은 각국의 소비자물가 상승률을 놓고 볼 경우 지난 10여년 동안 전세계 인플레이션의 상관관계가 매우 높아진 점에 비추어 어떤 공통적 충격이 작용하는 것으로 보이나, 근원물가 기준으로는 이러한 동조화 현상이 관찰되지 않는다고 언급하였음. 특히 우리나라의 근원물가 상승률은 다른 나라와 비교해 볼 때 지난 3~4년 간 이례적으로 빠르게 낮아지고 있는데 이는 매우 특이한 경험인 만큼 그 원인을 진지하게 고민함과 아울러 물가가 목표에 안착되지 못할 가능성을 염두에 둘 필요가 있다는 견해를 밝혔음.

다른 일부 위원은 현재 우리 경제는 수출과 투자의 부진이 이어지고 민간소비의 증가세도 약화되면서 성장세 둔화흐름을 지속하고 있다고 평가하였음. 다만 이러한 성장세 둔화는 우리나라뿐만 아니라 전세계적으로 공통된 현상으로, 최근 IMF 신임총재는 금년 중 전세계 90% 이상의 국가에서 성장세 둔화 현상이 공통적으로 나타나고 있다고 언급하면서, 이를 “synchronized slowdown”이라고 표현한 바 있다고 소개하였음. 우리나라도 금년 성장률의 하향 조정이 불가피해지면서

2009년 이후에 가장 낮은 수준을 기록할 것으로 전망하였음.

이와 같은 성장세 둔화의 동조화 현상은 보호무역주의의 강화에 따라 세계교역 증가세가 큰 폭으로 둔화된 데 기인한 것으로 보인다고 언급하였음. WTO는 세계 상품교역 신장률이 2017년 중 4.6%에서 지난해 3.0%로 낮아진 데 이어 올해는 2009년 이후 가장 낮은 1.2%로 추가 하락할 것으로 전망하고 있는데, 우리나라의 수출과 GDP성장률이 세계 상품교역과 높은 상관관계를 보인다는 점을 감안할 때 이러한 세계교역 위축이 국내경기 둔화에 큰 영향을 미친 것으로 보인다는 의견을 나타내었음.

이제 관심은 내년 성장률 전망으로 옮겨갈 것으로 보이는데, 내년 경제가 올해보다 개선될지는 세계교역의 회복 여부에 크게 좌우될 것으로 보인다는 견해를 나타내었음. 주요 전망기관들은 내년 중 신흥국의 투자수요가 점진적으로 개선되고 반도체 경기도 나아지면서 세계교역이 금년보다는 상당폭 개선될 것으로 전망하고 있는데, 이러한 관점에서 보면 내년 우리 경제의 성장률이 금년보다는 다소 높아질 수 있을 것으로 예상하였음. 다만 세계교역이 어느 수준까지 개선될지 불확실한 데다 최근 글로벌 분업체계가 약화되었기 때문에, 세계교역의 개선이 과거만큼 우리 경제에 긍정적 요인으로 작용할지에 대해서는 확신하기 어렵다고 언급하였음. 아울러 내년 우리 경제의 성장률이 다소 높아지더라도 그 폭에 따라 경기상황 개선여부에 대한 판단은 달라질 수 있을 것이라는 의견을 나타내었음. 관련부서에서는 다음달 경제전망시 처음으로 내후년까지 짚어보게 되는데, 제반 여건 변화와 함께 세계교역의 흐름도 면밀히 점검함으로써 전망의 정도를 높여줄 것을 당부하였음.

이어서 동 위원은 저성장·저물가 상황이 장기간 지속되고 구조화될 가능성이 높으므로 통화당국으로서 이에 대해 진지하게 고민할 필요가 있다고 언급하면서, 현 시점에서 물가의 반등 전망을 이야기하는 것은 비록 목표에 미치지 못하더라도 나름대로 의미가 있다고 평가하였음. 특히 최근 물가상승률이 일시적으로 마이너스를 보이면서 소위 D의 공포가 회자되는 상황에서 자칫 자기실현적으로 물가대 자체가 안착되지 못하는 현상이 가속화될 수 있기 때문에, 현 단계에서는 디플레이션을 우려할 상황이 아니라고 명확히 밝혀주는 것이 정책당국으로서 당연히 해야 할 역할이라는 의견을 나타내었음. 앞으로도 전망의 정도를 높이는 동시에 물가상황에 대한 커뮤니케이션에도 충실을 기함으로써 경제주체들의 지나친 우려에 의해 소위 자기실현적인 부정적 영향이 나타나지 않도록 하는 데 유의해야 할 것이라고 강조하였음.

또 다른 일부 위원은 내년 경제성장률 전망과 관련하여 가장 중요한 요소 중의 하나가 반도체 경기라고 할 수 있는데, 관련부서에서는 수급여건, 반도체 경기 사이클, 비메모리분야 정책 등 여러 가지 여건을 점검해볼 때 반도체 투자가 내년 상반기경 회복될 것으로 내다보았다고 언급하였음. 그런데 지난해 반도체 경기를 전망할 때와 비교해 보면 당시에는 회복의 근거로 불확실성이 상대적으로 클 수 있는 수급여건을 강조한 데 비해, 이번에는 경기사이클, 정부정책 등 다양한 측면이 추가되면서 전망의 근거가 보다 탄탄해진 것으로 보인다는 의견을 밝혔음. 아울러 반도체장비 수입액, 반도체 계약가격 등을 보면, 최근에 이들 지표들이 저점을 지나거나 일부 개선되는 모습을 보이고 있어 관련부서의 전망에 힘을 실어주는 것으로 보인다고 첨언하였음. 다만 이같은 지표개선이 일시적인 반등에 그칠 가능성을 배제하기 어렵다고 언급하면서, 관련부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 적어도 반도체가격의 경우 다른 충격이 없다면 지금이 저점에 근접한 수준인 것으로 보이며, 향후 가격이 추가 하락한다고 하더라도 그 폭은 제한적일 것으로 예상된다고 답변하였음. 다만 앞으로 가격이 상승하더라도 최근의 글로벌 경기상황 등을 감안할 때 2018년과 같은 빠른 속도를 기대하기는 어려워 보인다고 첨언하였음.

이어서 동 위원은 반도체 경기가 바닥을 다지고 조금씩 개선될 조짐을 보이고 있다면, 과거의 경험으로 볼 때 가장 먼저 그 영향을 받는 부분은 우리나라 제조업일 것이라는 견해를 나타내었음. 주지하다시피 지난 1~2년 간 글로벌 경제의 둔화세가 제조업, 투자 등에서 두드러짐에 따라 우리나라가 상대적으로 큰 영향을 받았던 만큼 이제는 반도체 부문의 반등조짐과 함께 우리 제조업의 관련 지표에서 어느 정도 개선의 징후가 나타날 수 있을 것이라고 설명하였음. 실제로 제조업출하가 최근 견조한 증가세를 이어가고 있고, 재고상황도 예상보다 개선되는 모습이라고 언급하였음. 다만 이러한 일부 지표의 개선이 지속가능한지 여부는 좀 더 지켜볼 필요가 있다고 덧붙였음. 한편 관련부서에서는 반도체 경기의 회복 여부에 대해 비교적 긍정적인 전망을 제시하는 데 비해 국내경기나 세계경제에 대해서는 대체로 조심스러운 견해를 유지하고 있다고 평가하면서, 이에 대한 관련부서의 견해를 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 글로벌 요인의 영향을 많이 받는 반도체 경기의 경우 가격이나 수요 측면에서 나타나고 있는 긍정적 신호에 주목하고 있다고 답변하였음. 이에 비해 국내경기 면에서는 제조업생산, 소매판매 등 최근의 일부 지표 개선이 신제품 출시 등 일시적 요인의 영향일 가능성이 큰 데다 최근의 모니터링 결과를 보더라도 아직은 의미 있는 개선이 나타나고 있다고 평가하기는 어

렵다고 첨언하였음. 민간부문의 흐름과 정부부문의 여력을 감안할 때, 전체적으로 국내경기에 대해서는 아직 보수적으로 평가하는 편이 적절해 보인다고 덧붙여 설명하였음.

또한 동 위원은 고용상황과 관련하여 지난해의 경우 취업자수 증가규모가 작은 가운데 임금상승률은 높았던 데 비해 올해에는 취업자수는 많이 증가하였으나 임금상승률은 소폭 둔화되는 모습을 보이고 있다고 언급하면서, 임금총액의 관점에서 가계소득에 미치는 영향을 비교해 본다면 올해가 지난해보다 나은 것으로 평가할 수 있는지 질의하였음.

이에 대해 관련부서에서는 내용면에서 볼 때 지난해 임금상승률이 높았던 제조업부문의 기업실적이 악화되면서, 소비여력이 양호한 계층의 임금상승률이 상대적으로 더 둔화될 가능성이 있으며, 따라서 가계의 소득여건은 전체적으로 지난해만 못할 수 있다고 답변하였음.

다음으로 동 위원은 앞서 여러 위원들이 물가문제에 대해 언급하였지만, 물가가 목표에서 이탈해 있는 현 상황이 일반 경제주체들에게 어떻게 받아들여지고 있고 통화정책에 대한 신뢰성을 담보하기 위해 어떠한 노력이 필요할지가 매우 중요하다는 견해를 나타내었음. 우선 그동안 실제 물가가 당행 전망을 계속 하회함에 따라 당행이 합당한 설명을 하더라도 외부에서 이에 쉽게 수긍하지 못하는 경우가 잦은 점이 우려스럽다고 밝혔음. 그러나 물가에는 식료품, 에너지가격 등 변동성이 크고 예측하기 힘든 항목이 많은 것이 사실이며, 이에 따라 당행 전망치와 실제치 간 괴리가 발생하는 것은 불가피한 측면이 있다고 언급하였음. 따라서 향후 물가전망시 당행이 정책적으로 영향을 미칠 수 있고, 경제학적으로 설명이 가능하며 예측 가능성도 높은 관리물가 제외 근원물가 상승률에 대한 전망도 같이 발표하는 방안을 검토해 볼 필요가 있다고 제안하였음. 이 경우 사후적으로 나타나는 소비자물가와 당행 전망치 간 괴리에 대해 보다 잘 설명할 수 있고, 결과적으로 통화정책의 신뢰성을 제고하는 데도 도움이 될 것으로 보인다고 설명하였음. 아울러 당행 내부적으로도 물가전망 및 평가의 책임성을 제고하는 계기가 될 수 있을 것이라고 덧붙였음.

(나) 외환·국제금융 및 금융시장 동향

일부 위원은 우리나라가 실물경제보다는 금융부문에서 오는 충격에 더 취약할 가능성이 있다는 의견을 나타내었음. 이러한 맥락에서 국제금융시장의 금융여

건을 반영하는 것으로 인식되는 TED스프레드와 Libor-OIS스프레드의 움직임 살펴보면, 7~8월 중 두 지표가 일시적으로 디커플링(decoupling)되었다가 9월 이후 TED스프레드가 RP시장 이슈 등으로 상대적으로 빠르게 상승하면서 다시 커플링되었다고 지적하였음. 이에 이러한 두 지표 간의 일시적 디커플링이 왜 발생하였는지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 미 연준의 금리인하에 대한 기대로 Libor, OIS금리, 그리고 T-bill금리가 모두 하향세를 보이기는 하였으나, T-bill금리의 경우 8월 중 T-bill 순발행규모가 늘어난 기술적 요인에 기인하여 OIS금리만큼 빠르게 하락하지 않았기 때문에 일시적으로 그러한 현상이 나타났다고 설명하였음.

이에 동 위원은 글로벌 금융위기 1~2년 전 국제금융시장에서 이같은 특이 현상이 조금씩 나타났던 만큼 시장 움직임에 계속 관심을 가져줄 것을 당부하였음.

이어서 동 위원은 9월 중 외환 유출입의 특징 가운데 하나로 관련부서에서는 외은지점의 부채 상황을 들었는데, 이러한 현상이 본점이 특정 지역에 소재한 외은지점에서 집중적으로 나타났는지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 해당 외은지점들의 본점소재지는 다양한 것으로 파악되었다고 답변하였음.

다음으로 동 위원은 중국계 외은지점의 자산운용 확대 움직임이 최근 불확실성이 커지고 있는 홍콩, 런던 등 기존 위안화 역외센터(RMB offshore center)를 대체하여 우리 시장의 활용을 확대하려는 계획의 일환일 가능성이 있다고 언급하면서, 앞으로 자산운용이 더욱 확대될 수 있으므로, 관련 리스크요인을 점검해볼 필요가 있다는 견해를 밝혔음.

이에 관련부서에서는 중국 기업들의 외화자금 수요가 크게 증가하면서 자국내에서 이를 다 소화하지 못함에 따라 중국계 은행의 해외지점들이 역외금융 활동을 활발히 수행하는 것으로 파악하고 있다고 답변하였음. 이러한 역외금융 활동과 관련하여 우리나라 규정에서는 외은지점이 역외에서 필요한 자금을 역내에서 조달해 나갈 수 있는 한도를 전년도 역외자산 평잔의 10%로 제한하고 있으나 자금 조달 및 운용의 불일치 가능성 등 리스크요인에 대해서는 면밀히 모니터링해 나가겠다고 덧붙였음.

한편 동 위원은 최근 일부 사모펀드의 환매중단과 관련하여, 동 펀드의 주요 투자자가 금융기관인 것으로 알려져 있지만 금융기관들이 실질적으로 중개역할을 하면서 궁극적으로는 개인투자자의 손실로 귀결될 가능성은 없는지 관련부서에

질의하였음.

이에 대해 관련부서에서는 일반적으로 사모펀드의 경우 개인투자자들의 참여가 제한적이라고 답변하면서, 위원이 언급한 부분을 한번 점검해 보겠다고 답변하였음.

다른 일부 위원은 최근 외은지점을 중심으로 단기외채가 증가하였으며, 특히 중국계 외은지점이 역외계정을 통해 외화자금 조달 및 운용을 확대하면서 이들의 단기외채가 전체 단기외채에서 차지하는 비중이 단기간 내에 크게 높아진 것으로 나타났다고 언급하였음. 다만 이같은 역외부채의 경우 그 성격상 국내 외환시장에 미치는 영향이 제한적이므로 이를 제외할 경우 실질적으로 우리나라의 단기외채는 크게 증가하지 않은 것으로 볼 수 있다는 의견을 제시하였음. 따라서 단기외채 증가에 대한 시장의 불필요한 불안감을 방지하는 차원에서 단기외채통계를 발표할 때 역외부문 외채를 제외한 수치를 같이 발표하는 방안을 고려해볼 필요가 있다고 제안하였음.

이어서 동 위원은 비슷한 맥락에서 최근 늘어나고 있는 원화표시 외채에 대해서도 그 실질을 보다 정확히 알릴 필요가 있다는 견해를 나타내었음. 즉 원화표시 외채의 증가는 원화국제화의 과정에서 필수불가결하게 나타나는 현상으로 우리나라의 대외건전성을 저해하는 요인으로 보기 어렵다고 설명하였음.

이에 대해 관련부서에서는 분기별로 공표되는 국제투자대조표에서 외채의 통화별 구성이 공식적으로 발표되고 있어 원화표시 외채에 대해서는 외부에서도 많은 관심을 갖고 있다고 언급하였음. 아직 외채문제에 대해 우려할 단계는 아닌 것으로 판단되며 외부의 시각도 이와 다르지 않다고 설명하면서, 기회가 있을 때 마다 위원이 언급한 사항을 염두에 두고 잘 설명해 나가겠다고 덧붙였다.

이에 동 위원은 일단 문제가 발생한 이후에는 외부에서 당국의 설명을 잘 받아들이지 않는 경향이 있으므로, 다양한 관점의 정보를 정례적으로 제공하고 소통할 필요가 있다고 당부하였음.

또 다른 일부 위원은 앞서 관련부서에서 설명한 대로 역외계정을 통한 외은지점의 자금조달·운용이 국내에 직접적으로 영향을 미칠 수 있는 규모는 일정한 한도로 제한되어 있으나, 조달·운용 규모 자체가 크게 늘어나면 동 한도의 절대 규모가 커질 수 있는 점에 유의할 필요가 있다는 의견을 밝혔음.

이어서 동 위원은 외국인의 국내 채권투자와 함께 경상수지 흑자의 축소나 거주자의 해외증권투자 확대가 외채에 영향을 미치는 만큼 관련 동향을 면밀히 모니터링할 필요가 있다고 당부하였음.

또한 동 위원은 최근 들어 분기말 등 특정 시기에 RP금리의 변동성이 확대되는 모습을 보이고 있는데, 당행의 여유로운 지준관리를 통해 충분히 이에 대응할 수 있는 상황인지, 그리고 정부가 추진 중인 RP시장 제도개선의 진행상황은 어떤지 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 월말이나 분기말에 RP시장에서의 자금공급이 일시 위축되면서 RP금리가 상승하는 모습이 반복되고 있으나, 시장 모니터링 강화와 지준공급 확대를 통해 수급불균형을 적절히 해소하고 있다고 답변하였음. 또한 증권사 등 비은행권이 영업자금 조달을 위해 RP시장을 다소 과도하게 활용하는 측면이 있어 관계당국에서 RP차입기관의 현금성자산 보유의무 등을 포함한 제도 개선을 추진하고 있으며, 앞으로 이렇게 되면 금융회사의 차환 리스크가 어느 정도 완화될 것으로 기대된다고 설명하였음.

아울러 동 위원은 그동안 통화정책이 금융안정을 어떻게 고려했는지 살펴보는 차원에서 과거를 되돌아보면, 2012년부터 2016년까지는 금융안정보다는 경기 둔화를 억제하는 데 중점을 두고 통화정책이 운용되었던 것으로 평가하였음. 사후적으로 경기상승기가 2013~2016년 중 지속된 것으로 확인되면서 당시의 통화정책이 경기에 역행했던 것이 아니냐는 지적도 최근 일부 있었으나, 해당기간 중 세월호사고, 메르스사태, 기업구조조정 등 하방 리스크가 이어졌고 이에 대응해 통화정책이 완화적으로 운용됨으로써 잠재성장률 수준에서 크게 벗어나지 않는 성장을 했다는 점에서 의미가 있었다는 견해를 나타내었음. 다만 그 과정에서 가계부채가 크게 증가하는 부작용이 나타났다고 언급하였음. 또한 2017년과 2018년에는 가계부채 증가 등 금융불균형 누적, 내외금리차 문제 등 금융안정에 대한 우려가 커지면서 각각 한 차례씩 금리를 인상하였는데, 당시 경기전환 여부가 확정되지 않은 상황에서 사후적으로 경기하강 국면에서의 부적절한 금리인상으로 평가될 소지가 있는 만큼 정책결정 배경 등을 외부에 충실히 설명하고자 노력했다고 소개하였음.

한편 현재 우리 경제는 경기와 물가여건이 예상보다 악화된 반면 금융안정 상황은 가계부채 증가세가 둔화되고 주요국의 통화정책이 완화적으로 운용되면서 상대적으로 나아진 측면이 있다고 평가하였음. 다만 가계부채를 수반하는 부동산 시장의 상황변화가 통화정책적 관심영역이라는 점에서 볼 때, 최근 일부 수도권 지역에서 갭투자가 증가하면서 가계신용대출이 늘어나고 있다는 분석이 있어 심

경이 쓰이는 것이 사실이라고 밝히면서, 실제로 갭투자의 비중이 여전히 높은지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 시장에서는 고가아파트를 중심으로 갭투자가 크게 성행하고 있는 것으로 보고 있다고 답변하였음.

이에 동 위원은 전체 금융권의 가계부채 증가세가 2017~2018년에 비해 크게 둔화되면서 가계부채에 대한 부담이 다소 줄어든 것은 사실이나, 소위 ‘뚝뚝한 한 채’ 선호현상의 지속, 은행의 적극적인 영업전략, 상대적으로 느슨한 신용대출 규제 등 유의할 부분이 여전하므로 가계부채 상황에도 경계심을 유지하면서 면밀히 모니터링할 필요가 있다고 당부하였음.

이에 관련부서에서는 위원이 언급한 대로 상대적으로 규제 강도가 약한 신용대출을 중심으로 주택관련 자금수요가 늘어나고 일부 지역의 주택가격도 상승세를 보이고 있는 점에 비추어, 상황에 따라서는 가계대출 흐름이 반전될 가능성을 배제할 수 없으므로 주의 깊게 살펴보겠다고 답변하였음.

한편 일부 위원은 우리나라가 소득대비 가계부채비율이 여전히 높은 국가인 만큼 그간 누적된 자료를 바탕으로 가계부채의 증가 메커니즘(mechanism)에 대해 심도 있게 살펴볼 필요가 있다는 견해를 나타내었음. 글로벌 금융위기 당시 미국에서는 저금리 환경에다 여러 가지 금융규제 완화조치들이 결부되면서 가계부채가 급증한 바 있다고 언급하면서, 우리나라는 현재 어떤 상황에 있는지 파악하기 위해 미시적인 여건들을 점검해나갈 필요가 있다고 덧붙여 설명하였음. 이러한 맥락에서 최근의 대출금리 움직임을 살펴보면 2018년 이후 기업대출금리가 0.2%p가량 낮아지는 동안 주택담보대출금리는 거의 1%p 가까이 하락하였는데, 이는 은행의 가계대출금리 결정과정에 관리물가처럼 어떤 정책적 요소가 반영되고 있을 가능성을 시사한다고 언급하였음. 통상 통화정책의 금리경로는 기준금리 변동이 시장금리에 영향을 미치는 단계와 시장금리 변동에 대해 일반경제주체들이 반응하는 단계로 구분하는데, 가계대출의 경우 첫 번째 단계에서 정책적 요소가 반영되고 있으며, 특히 이는 가계부채를 증가시키는 작용을 하는 것으로 보인다 하는 의견을 제시하였음. 종합하면 통화정책을 운용함에 있어서 금융안정의 미시적 측면에서의 바람직한 전개방향 등에 대한 전체적인 밑그림을 가지고 있는 것이 중요하며, 이를 위해서는 기준금리 변동의 파급효과, 규제의 영향 등 은행권 대출과 관련한 미시적인 분석을 통해 현실을 정확히 파악하는 것이 필요하다고 강조하였음.

이어서 동 위원은 중국계 외은지점의 역외부채 증가에 따른 리스크와 관련하

여 유사시 우리나라 원화 단기자금시장과 외환시장에 어떤 파급효과가 발생할 수 있는지 점검할 필요가 있다는 견해를 표명하였음.

다른 일부 위원은 국내 외환부문이 대체로 안정적인 모습을 보이고 있지만 대외 리스크요인 누적과 국내경기 부진 우려 등으로 변동성이 확대될 위험이 잠재해 있으며, 이로 인해 대외신인도에 부정적 영향이 초래될 가능성도 있다고 평가하였음. 그동안 우리 경제가 크고 작은 어려움을 겪으면서도 대외신인도가 굳건히 유지되어온 것은 재정건전성과 외환부문 건전성이 양호했기 때문이라고 언급하였음. 이 가운데 외환부문 건전성과 관련해서는 최근 총외채가 증가하고 단기외채 비중이 상승하고 있기는 해도, 외국인의 국내 원화 채권투자 증가, 일부 외은지점의 역외 조달 및 운용 확대 등을 그 배경으로 하고 있다는 점에서 과거 만성적인 외화자금 부족에 따라 외채가 증가했던 모습과는 상당한 거리가 있어 보인다는 견해를 나타내었음. 따라서 경제주체들에게 이러한 사실을 잘 알려서 혹시라도 대외신인도에 불필요하게 부정적 영향이 초래되지 않도록 노력할 필요가 있다고 당부하였음. 동시에 스왑시장 수급불균형에 따른 단기외채 증가, 중국계 외은지점의 역외거래에 따른 국내 외화자금시장과의 연계성 강화 등 리스크요인에 대해서는 계속 유의할 필요가 있다고 강조하였음.

이어서 동 위원은 전체 가계대출 증가세는 최근 규제가 강화된 비은행을 중심으로 둔화되고 있으나 은행의 가계대출은 계속 활발한 모습이고, 특히 주택담보대출에 비해 규제가 상대적으로 느슨한 신용대출의 증가세가 확대되고 있다고 언급하였음. 즉 규제의 영향에 따라서 은행과 비은행의 가계대출, 그리고 주택담보대출과 신용대출이 서로 차별화되는 움직임을 보이고 있다고 평가하였음. 최근 은행의 신용대출 증가는 일부 수도권지역의 아파트 매매 및 분양물량 증가에 따른 차입수요와 관련이 있는 것으로 보이는데, 완화적 통화정책 기조하에서 이처럼 은행의 주택관련 가계대출 증가가 지속되는 가운데 최근 일부 수도권지역의 주택가격이 상승세로 전환되고, 특히 재건축 및 신축 아파트를 중심으로 가격상승세가 확대되면서 향후 가격상승 기대도 높아지고 있는 점은 통화당국 입장에서 부담스러운 면이 적지 않다는 의견을 표명하였음. 따라서 이런 상황에서는 감독 및 규제당국의 역할이 무엇보다 중요해 보인다는 견해를 덧붙였음.

또 다른 일부 위원은 외채 등 외환부문의 대외건전성 측면에서 현 상황이 과거 외환위기나 글로벌 금융위기 당시와 비교할 수 없을 정도로 건전하지만, 그럼

에도 불구하고 글로벌 경제가 예상과 다르게 전개될 경우 외환부문을 통한 위기의 전염 가능성을 배제할 수 없다는 점에 유념할 필요가 있다는 의견을 제시하였음. 이러한 맥락에서 우선 단기외채를 부문별로 살펴보면 은행부문의 비중이 매우 크며, 은행부문 내에서는 국내은행의 외채가 외은지점 못지않게 많은 것으로 보인다고 지적하였음. 이는 글로벌 금융위기 당시 외은지점의 외채가 주류였던 상황과는 다소 차별화되는 모습이라고 평가하였음. 더군다나 당시 외은지점의 단기외채는 본지점차입이 대부분이어서 만기불일치 문제가 부각되기는 했어도 채무불이행 문제가 생길 가능성은 제한적이었다고 언급하였음. 따라서 현재 단기외채에서 국내은행이 차지하는 비중이 높다는 것은 그만큼 주의해서 살펴보아야 할 자금이 많다는 의미로 해석될 수 있는 만큼 유의할 필요가 있다고 당부하였음. 또한 앞서 여러 위원이 언급한 중국계 외은지점의 외채에도 추가로 유의할 부분이 있어 보인다고 언급하였음. 즉 글로벌 금융위기 당시 외은지점의 단기외채는 국제통화를 갖고 있는 미국계 및 유럽계 외은지점이 주로 지고 있었다는 점에서 채무불이행 위험이 상대적으로 낮았으나, 현재 단기 역외부채 및 대외부채를 많이 지고 있는 중국계 외은지점들은 미국계나 유럽계에 비해 달러화 유동성 문제에서 자유롭지 못할 수 있다는 견해를 나타내었음. 따라서 중국계 외은지점의 외채동향에 대해 보다 많은 관심을 기울일 필요가 있다고 당부하였음.

이에 대해 관련부서에서는 적어도 2017년 이후만 놓고 볼 경우 우리 단기외채가 중국계를 중심으로 한 외은지점의 차입과 외국인의 국내채권투자에 주로 기인하여 늘었으며, 국내은행의 단기외채는 늘지 않았다고 언급하였음. 또한 중국계 외은지점들의 역외영업은 주로 자국 상업은행 등으로부터의 단기차입이나 CD발행을 통해 저원가로 자금을 조달하여 자국 기업들에게 대출함으로써 수익을 창출하는 형태인 것으로 파악된다고 설명하였음.

이에 동 위원은 만일 중국계 외은지점의 역외부채에 문제가 생길 경우 법적 책임을 누가 지게 되는지 관련부서에 물었음.

이에 대해 관련부서에서는 중국의 관련법규에 따르면 본점이 채무불이행 등 민사책임을 부담하는 것으로 되어 있다고 답변하였음.

이에 동 위원은 비록 외은지점의 역외부채에 대한 법적책임이 본점에 있다고 하더라도 최근 수년 간 중국 은행부문의 구조조정이 진행되고 있는 데다 역외자산이 대부분 중국 기업에 대한 대출 등으로 운용되고 있는 만큼 근본적으로 중국 리스크의 전이 가능성을 감안하지 않을 수 없어 보인다는 견해를 나타내었음. 종합하면 단기외채의 플로우(flow) 측면과 함께 스톡(stock) 측면에서의 위험요인을 점검하는 한편, 기본적으로 달러화 조달문제를 안고 있는 중국계 외은지점의 단기외채가 증가함에 따라 우리나라가 중국의 내부 리스크와 연계될 개연성이 높아

지고 있는 점에 각별히 유의할 필요가 있다고 강조하였음.

(다) 「통화정책방향」에 관한 토론

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

먼저 관련부서에서 우리나라 자본유출입의 특징과 관련하여 다음과 같은 의견 제시가 있었음.

금융위기 이후 국내외 경기회복, 주요국의 완화적 통화정책, 우리 경제의 양호한 대외건전성 등에 힘입어 외국인자금이 채권자금을 중심으로 큰 폭으로 유입되었으며, 그 과정에서 외국인 자본유출입이 금리 등 국내 가격변수에 미치는 영향력이 확대되었음. 한편 내국인의 국외투자는 우리 경제의 구조변화와 함께 국내 투자수익률 저하 등이 복합적으로 작용하면서 증가세가 확대되었음.

또한 금융위기 이후 우리나라의 외국인 자본유출입은 대체로 경기순응적인 모습을 나타내었으며 신흥국과의 동조화도 증대되었는데, 외국인 자본유출입의 변동성은 우리나라가 여타 신흥국에 비해 높은 편이지만 자본유출입에 따른 금융시장 가격변수의 움직임은 상대적으로 안정적인 모습을 나타내었음.

우리 경제의 양호한 대외건전성 등을 고려할 때 현재로서는 자본유출이 크게 확대될 가능성은 높지 않은 것으로 보이지만, 글로벌 경기둔화, 미·중 무역분쟁 등 다양한 대외 리스크요인들이 잠재하고 있으며 국내투자유인도 실물경제 부진 등으로 종전보다 저하됨에 따라 대외 리스크가 예상보다 악화될 경우 자본유출입의 변동성이 확대될 가능성에 유의할 필요가 있음.

일부 위원은 경상수지 흑자규모가 축소되는 상황에서 국내금리 하락 등으로 내국인의 국외투자가 견조하게 증가하고 있으므로 외환시장에서 환율의 유연한 조정기능이 중요해 보인다는 의견을 제시하였음.

이에 대해 관련부서에서는 내국인의 국외투자가 경상수지 흑자규모를 초과할 경우 외채가 증가하고 스왑시장의 수급불균형이 증대될 수 있다는 점에 대해서도 유의할 필요가 있다고 답변하였음.

이어서 동 위원은 급격한 자본유출이 발생하지 않도록 하기 위해서는 국내

금융시장의 건전성 유지가 중요하며, 이와 함께 자본유출입 변동성 완화 방안을 강구해 나갈 필요가 있다는 견해를 나타내었음.

아울러 동 위원은 2016년 연초와 현재의 기준금리가 1.50%로 동일하지만 그동안 물가상승률이 계속 낮아져 이를 고려한 실질기준금리가 상당폭 높아졌다고 언급하였음. 따라서 명목기준금리는 역사적으로 낮은 수준이라고 해도 실질기준금리는 그렇지 않다고 첨언하였음.

또한 주요 OECD국가들을 대상으로 현재의 기준금리와 최근의 근원물가 상승률 간의 관계를 살펴보면 양자 간의 회귀계수가 매우 높게 나타나, 통화정책이 기본적으로 인플레이션에 대응하여 운용됨을 시사하는 것으로 분석된다고 소개하였음. 여기서 우리나라는 실질기준금리가 주요국에 비해 상당히 높은 사례에 해당하는데, 이는 금융안정에 상당한 비중을 두고 통화정책이 운용됨을 시사한다는 의견을 나타내었음. 이처럼 우리나라의 실질기준금리가 상대적으로 높은 상황이라면 경기부양 효과를 기대하기 어려울 뿐만 아니라 결과적으로 물가상승률 하락 추세의 반등을 꾀하기도 쉽지 않을 수 있는 점에 유의할 필요가 있다고 언급하였음. 또한 일반적으로 디플레이션의 폐해로 가장 먼저 거론되는 것이 명목금리를 0%까지 인하하더라도 실질금리로는 플러스여서 경기부양을 할 수 없는, 즉 통화정책이 무력화되는 문제라는 점도 염두에 둘 필요가 있다고 당부하였음.

한편 최근 많이 언급되고 있는 금리하한과 관련하여, 금리가 높았던 과거에는 막연하게 0%를 금리하한으로 보았는데, 이는 명목금리가 0%로 낮아지면 현금보유의 기회비용이 사라져 유동성함정에 빠지고 금융중개기능이 마비될 것으로 예상하였기 때문이었다고 언급하였음. 하지만 실제로 마이너스나 마이너스에 가까운 금리정책을 시행한 나라들이 많이 있지만 이러한 부작용은 그다지 크지 않다는 견해가 많다고 설명하였음. 아울러 소규모 개방경제국이 초저금리정책을 구사할 경우 자본의 급격한 유출이 야기될 수 있다는 우려가 있지만 실제로는 이 역시 뚜렷하게 드러나지 않았다고 덧붙였음. 이러한 점을 감안하면 지금 단계에서 금리의 실효하한에 대해 많이 거론되는 것이 반드시 필요해 보이지는 않는다는 견해를 밝혔음.

이에 대해 관련부서에서는 최근 실질금리가 높아진 것은 사실이며, 이는 통화정책 측면에서 고려해야 할 요인 중 하나인 것으로 보인다고 언급하였음. 다만 실질금리는 현재의 물가뿐만 아니라 물가전망이나 기대인플레이션 측면에서도 평가할 필요가 있으며, 현재의 실질금리 수준은 소비나 투자를 제약하는 정도는 아닌 것으로 판단된다고 덧붙였음. 한편 실효하한과 관련해서는 비기축통화국의 경우 자본유출 리스크를 도외시하기는 곤란하며, 초저금리정책을 시행했던 일부 유

럽국가들의 경우 외환시장이나 금융안정 상황 등이 우리나라와는 차이가 있다고 첨언하였음.

이에 동 위원은 현재의 실질금리가 소비자 투자에 부담이 되는지 면밀히 분석함과 아울러 스웨덴, 체코, 이스라엘, 칠레 등 초저금리정책을 시행한 비기축통화 소규모 개방경제국과 우리나라의 여건을 비교·분석해볼 필요가 있다고 언급하였음.

다른 일부 위원은 통화정책을 수행함에 있어 앞서 일부 위원이 언급한 대로 최근 물가상승률 하락으로 실질금리가 올라가고 있고 GDP갭이 마이너스를 지속하는 상황을 당연히 고려해야 하겠지만, 통화정책이 어디에 더 중점을 두고 운용되어야 할 것인가 하는 문제는 당시 상황에 크게 좌우될 수 밖에 없다는 견해를 나타내었음. 일례로 지난 2017년과 2018년의 기준금리 인상에 대해 통화정책이 금융안정을 더 중요시했다는 평가가 있을 수 있는 반면, 지난 2013~2016년에는 통화정책이 금융안정보다는 경기에 특별히 더 관심을 두고 운용된 것으로 평가할 수 있다고 언급하였음.

또 다른 일부 위원은 인구고령화 진전으로 노후준비자금 규모가 계속 늘어나면서 내국인의 해외투자가 추세적으로 증가할 가능성이 높은 만큼 이와 관련한 연구를 앞으로도 꾸준히 진행해 나갈 필요가 있다는 의견을 제시하였음.

한편 일부 위원은 일본의 경우 국제금융시장 불안시 해외투자자금이 자국으로 환류하게 되는데, 우리나라는 대내외 충격으로 인한 금융시장 불안시 해외투자자금이 어느 정도 국내로 환류할 가능성이 있는지 분석해볼 필요가 있다는 견해를 표명하였음.

다른 일부 위원은 내국인의 해외투자를 투자주체별로 보다 세분화하여 살펴볼 필요가 있고, 금융위기 이후에 국내외 투자자들의 환위험 헤지기간이 달라진 점도 고려하여 분석할 필요가 있다는 의견을 밝혔음.

(4) 한국은행 기준금리 결정에 관한 위원별 의견 개진

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

일부 위원은 현 수준의 기준금리는 완화적 통화정책으로 평가하기 곤란하며, 이에 기준금리를 1.25%로 일단 25bp 인하하는 것이 적절하다는 견해를 밝혔음.

최근 우리 경제의 실물 측면을 살펴보면, 전반적으로 세계교역의 둔화세를 중심으로 한 대외 환경요인의 부정적 전개가 심화되는 가운데 국내내수의 부진도 지속되고 있음.

먼저 세계 주요 경제의 동반침체를 주도하고 있는 세계교역의 둔화세가 보다 심화되었음. 관련 지표인 세계 상품수입량의 추이를 보면 2018년 연간 3.7% 증가하였으나, 작년 4/4분기 1.5%, 올해 1/4분기 0.3%로 증가세가 급락하였고, 2/4분기에는 -0.5%로 감소세로 전환되었음. 최근 지표인 6월, 7월의 경우 -1.8% 및 -1.3%로 감소세가 확대되어, 연초 하반기 회복을 기대한 일부의 예상과는 달리 세계교역의 부진이 심화되는 동시에 장기화되는 모습임. 세계교역 침체의 주요 경제에 대한 부정적인 파급효과도 수출입 의존도가 높은 국가를 중심으로 확대되고 있음. 특히 중국은 수출 및 투자의 부진으로 7월, 8월 산업생산 증가율이 글로벌 금융위기 이후 가장 낮은 수준인 4.8% 및 4.4%로 하락하였음. 또한 그동안 비교적 견실하였던 소비지표도 최근 둔화조짐을 보이고 있어, 세계교역 부진의 세계경기 침체효과가 중국을 매개로 증폭될 위험도 배제하기 어려운 모습임.

세계 경제환경의 부정적인 전개가 심화되면서 국내경제도 수출의 부진이 심화되고 있음. 상반기 금액기준 -8%대로 감소하였던 수출은 3/4분기 -12% 내외로 하락폭이 확대된 것으로 추정됨. 또한 내수 측면에서는 수출과 밀접히 연관된 설비투자의 부진이 지속되는 가운데 민간소비의 증가세도 낮은 수준에서 정체 내지는 소폭 둔화되고 있는 것으로 보임. 이상 우리나라를 둘러싸고 있는 경제환경의 최근 추이, 국내경제의 최근 흐름을 전체적으로 평가할 때, 우리 경제의 올해 성장률은 조사국의 7월 전망치인 2.2%를 하회할 가능성이 커졌으며 현재의 경기부진이 장기화될 위험도 커진 것으로 판단됨.

물가는 소비자물가 상승률이 1/4분기 0.5%, 2/4분기 0.7%에 이어 3/4분기 0%로 하락세가 이어졌으며, 근원물가 상승률도 1/4분기, 2/4분기 각각 1.0%, 0.6%에 이어 3/4분기 0.7%의 하락세를 기록하였음. 관리물가를 제외한 내수물가압력지표의 상승률, 경기민감품목의 물가상승률도 상반기 1%대 중반에서 최근 1%대 초반

으로 증가세가 둔화되었음. 지난 7월 조사국이 올해 소비자물가 상승률을 0.7%로 전망하였듯이, 이미 우리나라의 물가흐름은 올해 중 0%대에 머무르며 물가부진을 지속할 것이 예상된 바 있음. 그러나 최근 실물경기의 흐름, 물가추이, 나아가 경제의 부진이 장기화될 위험이 높아지고 있다는 점이 우려됨. 물가부진 상황이 올해를 넘어 내년 중에도 이어질 가능성이 높아지고 있음. 누차 지적하였듯이 우리 경제는 실제 물가상승률이 목표인 2%에 미치지 못하는 상황이 2013년 이후 계속되어 왔음. 이런 가운데 올해 들어서는 소비자물가 상승률과 더불어 근원물가 상승률이 0%대로 하락하면서, 새로운 국면의 물가부진 상황이 전개되고 있음. 최근 소비자물가 상승률이 사상 최초로 마이너스를 기록하면서 사회적 관심이 집중되고 있으나, 한층 유의해야 할 현상은 수요 측면의 물가상승압력을 보다 잘 반영하고 경제주체의 기대인플레이션과 보다 안정적으로 연관되어 있다고 믿어지는 근원물가 상승률의 추이임. 근원물가 상승률은 2016년 1.9%, 2017년 1.5%, 2018년 1.2%, 2019년 3/4분기 현재 0.7%로 꾸준히 하락세를 보여 왔음. 이 같은 지속적이면서도 급속한 근원물가 상승률의 하락은 이례적 현상으로서, 경제주체의 기대인플레이션을 목표치인 2%에서 이탈시킬 위험이 높다는 점을 언급하지 않을 수 없음. 통화정책의 궁극적 목적인 기대인플레이션 관리를 위한 적극적 대응이 필요한 상황임.

이상을 종합하면 세계교역의 상당한 둔화를 배경으로 경기부진과 물가부진이 지속되고 있으며, 7월 전망경로 대비 성장률과 물가상승률의 하방위험이 적지 않게 확대되었음. 중립금리의 관점에서 현 경제상황을 정리하면 잠재성장률이 하락 추세인 가운데 실질중립금리 하락충격으로 해석될 수 있는 세계교역의 둔화가 진행되었음. 팽창적인 재정정책이 실질중립금리 하락을 완충하고 있으며 최근 양호한 고용지표는 이를 반영한 것으로 평가되나, 소득과 물가지표의 부진은 완충 정도의 한계를 시사함. 또한 물가부진으로 명목중립금리의 하락은 보다 크다고 생각되며, 결과적으로 현 수준 기준금리는 완화적 통화정책으로 평가하기 곤란하다는 인식임. 이에 기준금리를 1.25%로 일단 25bp 인하하는 것이 적절하다는 판단임.

다른 일부 위원은 기준금리를 현재의 1.50%에서 0.25%포인트 인하한 1.25%로 운영하는 것이 좋겠다는 견해를 제시하였음.

최근의 국내외 경제상황을 살펴보면 미·중 무역분쟁 등 보호무역주의 확산과 국제 분업생산체제 약화의 영향으로 세계교역 증가세가 크게 둔화되면서 제조업

을 중심으로 글로벌 경기부진에 대한 우려가 커지고 있음. 특히 대외개방도와 수출의존도가 높은 우리나라의 경우에는 대외여건 악화의 영향을 크게 받으면서 성장의 하방 리스크가 증대되고 있는 것으로 판단됨. 물가는 이러한 수요 측면의 요인 외에도 농축수산물가격 등 공급 측면의 요인과 무상교육, 건강보험 적용 확대 등 정부정책의 영향으로 하방압력이 지속되고 있음.

이러한 국내외 경제여건을 고려할 때 금년은 물론 내년의 성장과 물가 전망을 하향 조정하는 것이 불가피할 것으로 보임. 이러한 점을 고려하여 기준금리를 현재의 1.50%에서 0.25%포인트 인하한 1.25%로 운영하는 것이 좋겠다는 의견임. 이번 회의에서 기준금리를 인하할 경우 이는 지난 7월 기준금리 인하 이후 향후 성장세 회복을 지원하기 위해 통화정책의 완화기조를 유지해 나가겠다는 커뮤니케이션과도 부합한다고 생각함. 다만 성장, 물가 등 거시경제 측면의 고려에 따라 기준금리를 인하하게 된다면 완화적 금융상황에서 비롯되는 금융안정 측면에서의 유의 필요성은 오히려 더 커질 수도 있다고 생각함. 즉, 저금리 하에서 가계, 기업 등 경제주체의 차입유인이 커지고 수익추구 성향이 강화되면서 금융취약성이 확대될 가능성이 있음. 일례로 그동안 고수익, 고위험 투자성향의 사모펀드나 대체투자가 꾸준히 증가하였고, 최근에는 일부 펀드의 손실확정 및 환매중단 사태까지도 발생하였음. 이러한 점에서 앞으로 시중 자금흐름에 대한 모니터링을 더욱 강화해 나가야 하겠음.

또한 최근 일부 수도권 주택가격이 상승세로 전환된 가운데 상대적으로 규제가 느슨한 은행의 가계에 대한 신용대출 증가세가 확대되는 움직임을 보이고 있음. 이러한 점에서 주택시장과 가계부채의 안정, 그리고 금융기관의 건전성과 복원력 확보를 위한 정부 및 감독당국의 역할은 더욱 중요해졌다고 할 수 있음. 덧붙여 장기화되고 있는 저성장 저물가의 기저에는 경기순환적 요인 외에도 저출산 고령화의 급속한 진행과 생산성 증가세 둔화 등 구조적 요인, 그리고 정부의 민생안정을 위한 복지 확대 등 제도적 요인이 크게 작용하고 있는 만큼 경기조절 수단인 통화정책만으로 대응하는 데에는 한계가 있을 수밖에 없음. 따라서 적극적인 구조개혁 노력이 병행되는 것이 긴요하다고 생각함. 특히 재정정책은 단기적 경기부양뿐 아니라 중장기적 시계에서의 성장잠재력 확충과 생산성 제고에도 기여하는 방향으로 운용될 필요가 있다고 생각함.

또 다른 일부 위원은 기준금리를 현재의 1.50%에서 1.25%로 하향 조정하여 민간의 수요둔화 및 물가상승률 하락압력을 완충하는 것이 바람직하다는 견해를 나타내었음.

작년 말 이후 우리 경제는 민간부문의 수요가 정체된 가운데 공공부문 지출 확대에 의존한 미약한 성장세만 이어지는 모습임. 국제교역 위축에 따라 수출이 큰 폭으로 하락하면서 설비투자가 감소하고 있으며, 건설투자도 장기간 감소추세를 지속하고 있음. 전반적 경기부진에 따라 민간소비도 증가세가 둔화되는 가운데 정부소비만 높은 증가세를 이어가고 있음. 이와 같은 민간부문의 수요 위축을 반영하여 물가상승률도 하락하고 있음. 최근 소비자물가가 하락한 것은 전년동기의 농산물가격 급등이라는 기저효과를 반영한 일시적 현상으로 보임. 그러나 이러한 요인을 제외한 근원물가 상승률도 최근에는 1%를 밑돌고 있으며, 여기에서 관리물가를 제외한 지수도 1%대 초반으로 하락하는 등 지난 2~3년 간 기초적인 물가상승률이 목표수준인 2%에서 이탈하여 하락하는 추세에 있음은 뚜렷함.

향후 경제상황도 낙관하기 어려움. 중국경제의 둔화세가 이어지는 가운데 독일을 비롯한 유럽경제의 하강세가 완연해지고 있으며, 그동안 견실한 성장세를 이어 온 미국경제도 둔화조짐이 나타나고 있어 세계경제에 대한 우려가 점증하고 있음. 국내적으로도 침체된 민간수요가 회복될 조짐이 나타나지 않고 있어, 당분간 기술적인 성장률 수치 반등 이상의 실질적으로 의미 있는 경기회복을 기대하기는 쉽지 않음. 경기부진의 지속은 기초적 물가상승률을 더욱 하락시킬 가능성이 있으며, 이는 다시 기대물가 상승률 하락을 통해 실질금리를 상승시킴으로써 경기침체를 유발하는 요인으로 작용할 위험도 있음. 아울러 물가상승률 하락에 따른 명목성장률 둔화는 세수 증가세 유지를 어렵게 함으로써 확장적 재정정책의 주요 장애요인으로도 작용함.

따라서 일단 기준금리를 현재의 1.50%에서 1.25%로 하향 조정하여 민간의 수요둔화 및 물가상승률 하락압력을 완충하는 것이 바람직하다고 판단함. 물가상승률 흐름이 역대 최저로 낮아진 최근 거시경제상황을 고려할 때 1.25%의 명목 기준금리는 낮은 수준이라고 보기 어려우며, 기초적 물가상승률을 차감한 실질금리 기준으로는 여전히 주요 선진국 중에서 가장 높은 수준인 것으로 평가됨. 물론 중장기적인 경제회복을 위해서는 통화·재정 등의 단기적 거시경제정책뿐 아니라 민간부문의 경쟁력 확보를 위한 정책 노력이 강화되어야 한다는 점은 항상 강조될 필요가 있음.

한편 일부 위원은 이번에는 기준금리를 현 1.50%에서 1.25%로 하향 조정하는 것이 적절하다는 입장을 표명하였음.

지난 통화정책방향 회의 이후 경제동향을 살펴보면 세계경제의 하방 리스크가 더욱 확대되는 모습임. 미국경제는 비교적 양호한 흐름을 보이고 있으나, 중국과 유럽, 일본경제는 성장세가 둔화되거나 낮은 성장세를 이어가고 있음. 이를 반영하듯 세계교역도 부진한 상황임. 이와 같은 여건 하에서 국내경제도 수출과 설비투자의 부진이 지속되는 가운데 건설투자의 조정도 이어지고 있음. 완만하게나마 증가세를 보이던 민간소비도 최근 둔화조짐을 보이고 있음. 반도체경기 회복 지연과 대중 수출감소로 수출감소세가 지속되고 있는 바, 이는 설비투자의 하방 압력으로도 작용하고 있음. 고용은 기저효과 등으로 최근 큰 폭 개선된 모습이나 그 효과를 체감하기는 이르다고 봄.

물가는 7월 전망시 큰 폭 하향 수정하였으나 9월 소비자물가가 마이너스를 기록하는 등 하방 리스크가 커졌음. 이에 더해 근원인플레이션율도 0%대 수준을 보이고 기대인플레이션율의 하락세도 계속되고 있어 우려됨. 실제성장률이 잠재성장률에서 크게 벗어나지 않아 GDP갭이 제로 근처인 상황에서 소비자물가가 2% 물가안정목표에 미달한다면, 이에 농축수산물 가격, 국제유가, 그리고 관리물가 등의 영향이 크게 작용했을 가능성이 있다고 할 수 있겠음. 그러나 현재 성장률은 2%대 중반으로 추정되는 잠재성장률에 못 미쳐 GDP갭의 마이너스 폭이 커지고 있는 동시에 소비자물가도 2% 물가안정목표보다 낮은 상황이 이어지면서 인플레이션갭의 마이너스 폭도 커졌음. 이는 수요 측면에서의 낮은 물가상승압력이 저물가의 주요 원인 중의 하나임을 보여주는 것이라 하겠으며, 이러한 점에서 완화적 통화정책을 이어갈 필요가 있다고 생각함.

다만 수출과 설비투자 부진, 고용시장 악화 등은 단기적인 경기순환 요인보다는 주력산업의 경쟁력 약화 등 구조적 요인에 더 크게 기인하고 있다 하겠음. 따라서 거시경제정책인 통화정책을 통해 이에 대응하는 데는 한계가 있을 것임. 우리 경제의 체질 개선을 통해 잠재성장률 수준을 제고하고 중립실질금리 수준도 높여 나가는 노력이 필요하다고 봄. 특히 올해의 부진에 이어 내년에도 우리 경제가 빠르게 회복되기는 쉽지 않을 것으로 보이므로 이와 같은 정책적 노력을 꾸준히 기울여 나가야 한다고 판단함.

가계부채는 정부의 강력한 대책 등으로 증가세가 둔화되어 왔음. 가계부채와 관련해서는, 이미 크게 확대된 부채규모가 금융시장의 불안요인으로 작용할 뿐만 아니라 민간소비 제약을 통해 실물경제에 부정적 영향을 미칠 수 있으므로 향후에도 세심한 주의를 기울여 나가야 할 것임. 그동안 통화정책 결정시 가계부채 증가로 이어지는 부동산시장 동향을 예의주시하여 온 것은 과도한 가계부채 증가로 인한 부작용이 우려되었기 때문임. 일부 지역 부동산가격 상승이 가계부채 증가를 크게 수반하지 않는다면 이에 대한 고려 정도는 낮아질 수 있을 것임. 다만,

최근 가계의 신용대출 증가 원인이 주택구입 관련 수요 때문이라는 지적이 제기되는 등 아직까지 안심하기 어려운 상황이므로 면밀한 점검을 계속해 나가야 하겠음.

국제금융시장에서는 미 연준의 추가 금리인하 가능성이 다시 확대되는 모습임. 미국을 비롯한 주요국 중앙은행이 완화적 통화정책 기조를 강화하고 있는 점은 국내 실물경제 부진에 좀 더 초점을 맞춘 통화정책 결정을 가능케 한다는 점에서 우리에게 긍정적인 부분이라 하겠음.

이와 같은 대내외 경제여건을 종합적으로 고려할 때, 이번에는 기준금리를 현 1.50%에서 1.25%로 하향 조정하는 것이 바람직하다고 판단함.

다른 일부 위원은 이번에는 기준금리를 현 수준인 1.50%에서 동결하고 향후 경기와 물가 추이를 좀 더 지켜보는 것이 바람직하다는 견해를 표명하였음.

세계경제는 주요국 무역갈등과 지정학적 리스크가 장기화되는 가운데 성장 모멘텀 약화가 지속되고 있음. 현재까지의 성장률 둔화는 비교적 완만한 속도로 진행되고 있지만, 미·중 무역분쟁, 브렉시트 전개 과정, 중동지역 지정학적 위험 등 향후 경기흐름에 영향을 미치게 될 주요국 정책환경의 변화에 따라 둔화가 좀 더 심화될 가능성을 배제할 수는 없는 상황임. 최근 금융시장에서의 위험회피심리가 다소 약화되고 일부 신흥국에서의 제조업 부진이 완화되는 모습을 보이는 등 긍정적인 변화가 없는 것은 아니나, 향후 주요국 무역분쟁의 전개과정에 따라 그 흐름이 다시 바뀔 수 있다는 점에서 성장경로상의 불확실성은 여전히 높은 것으로 판단됨.

세계경제의 성장세 둔화가 우리나라 경제와 관련이 많은 교역재 부문에 집중되면서 여러 구조적인 문제와 더불어 국내경제의 성장흐름에 하방 압력으로 작용하고 있음. 그런 가운데 지난 2/4분기 GDP성장률이 예상에 다소 못 미쳤고 반도체경기 회복시점도 좀 더 지체될 것으로 보이는 바, 금년도 성장률은 지난 7월 조사국 전망치를 하회할 가능성이 큰 것으로 판단됨. 반면 8월 통화정책방향 결정회의 이후 입수된 경제지표를 살펴보면 향후 전망과 관련된 일부 지표에서 개선조짐이 관찰되고 있음에 그 지속가능성을 주목하고 있음. 예를 들어 서비스업 생산이 두 달 연속 증가하면서 상반기보다 양호한 모습을 보였고, 소비심리의 하락도 안정화되고 있음. 제조업의 경우 생산 활동은 등락을 반복하고 있지만, 수요여건을 반영하는 지표인 생산자출하가 최근 3개월 연속 상승하면서 재고부담이 완화되었고, 설비투자지표도 계절성을 통제하면 완만하나마 반등하는 모습을 보

였음. 그러나 대내외 정책환경이 유동적인 가운데 거시지표의 변동성이 커지고 있어, 최근의 흐름이 의미있는 회복으로 이어질 수 있을지 아니면 일회적 요인에 불과할 것인지 여부를 판단하기 위해 좀 더 시간을 두고 지표를 확인해볼 필요가 있음.

한편 소비자물가 상승률이 9월 중 마이너스로 전환됨에 따라 마이너스 인플레이션갭 확대 가능성에 대한 우려가 높은 상황임. 그러나 9월의 물가 하락은 전년도 농산물가격 급등에 따른 기저효과와 더불어 고교 무상교육 시행 등과 같은 정책요인에 크게 영향을 받았음. 이에 따라 소비자물가는 기저효과가 약화되는 연말 이후 다시 상승세로 전환될 것으로 예상하고 있음. 또한 주요 자산가격의 움직임과 원/달러 환율의 경기 역행성 등을 고려해 볼 때, 최근의 물가하락을 디플레이션의 징후와 연결시키는 것은 상당히 무리가 있어 보임. 다만 전년동기대비 소비자물가 상승률이 처음으로 마이너스를 보였다는 점에서 이러한 지표물가의 움직임이 기대인플레이션과 부정적인 영향을 주고받을 가능성에 대해서는 주의해야 할 것임.

이상을 종합해보면, 대내외 정책 불확실성이 지속되면서 지난 7월 전망시 우려했던 성장과 물가에 대한 하방 리스크의 실현가능성이 여전히 높은 상황임. 그러나 이는 7월의 금리인하 결정에서 이미 어느 정도 고려되었던 요인이며, 무엇보다 8월 금통위 이후에 하방 리스크가 추가적으로 확대되지 않은 것으로 보이는 가운데 향후 경기흐름과 관련된 일부 지표에서 변화의 조짐도 관찰되고 있어 시간을 두고 그 지속가능성을 판단할 필요가 있음. 아울러 전반적인 금융상황을 감안해볼 때 현재의 기준금리 수준에서의 통화정책도 충분히 완화적인 것으로 판단되고 재정정책 또한 경기 대응을 위해 확장기조로 운용되고 있음에, 이번에는 기준금리를 현 수준인 1.50%에서 동결하고 향후 경기와 물가 추이를 좀 더 지켜보는 것이 적절하다고 생각함.

또 다른 일부 위원은 금번 회의에서는 기준금리를 1.50%에 동결하여 지금의 거시경제정책 조합을 유지하는 것이 바람직하다는 견해를 나타내었음.

우리나라는 잠재성장률 하락에 투자부문의 마이너스 기저효과까지 더해지면서 낮은 성장률을 이어가고 있음. 이에 따른 수요부진에 의해 국내물가는 일시적인 공급측 요인을 감안하더라도 주요 선진국들에 비해 낮은 오름세를 보이고 있음. 그러므로 지금과 같이 여타 선진국들보다 더 완화적인 거시경제정책으로 수요 진작을 도모하는 것이 적절하다고 판단됨. 다만 금융불균형 리스크를 감안하

여 확장적 재정정책에 무게를 둔 현재의 조합을 유지하되 성장과 물가 추이를 주시하며 필요에 따라 조절해 나가야 할 것으로 생각됨. 우리나라의 잠재성장률 하락의 원인은 여러 요인에서 찾아볼 수 있지만, 특히 최근에는 OECD 국가 중 제조업 비중이 가장 높은 국가로서 저조한 글로벌 제조업 생산과 세계교역량 감소에 기인하는 것으로 보임. 앞으로 우리 성장세는 부동산 및 IT투자의 기저효과가 점차 소멸되면서 낮아진 잠재성장률 수준으로 회복하겠지만 민간소비의 지속성이 담보되지 않을 경우 회복시기가 더 지연될 수도 있음.

이런 상황에서는 선제적으로 보다 확장적인 거시경제정책도 고려해 볼 수 있으나 현 시점에서는 신중할 필요가 있다고 생각됨. 먼저 통화정책의 경우 금융불균형 누증 리스크가 여전히 잠재되어 있고, 재정정책은 고령화 대비를 위한 장기계획 수립이 선행될 필요가 있기 때문임. 또한 국내물가가 낮은 수준을 이어가고는 있으나, 관리물가를 제외한 근원물가는 1%대 초반을, 그리고 경기민감물가지수는 1%대 초중반을 나타내고 있어 글로벌 물가추세와 비슷한 수준을 유지하고 있다는 점도 유념할 필요가 있음.

금융불균형은 특정 부문의 부적절한 거시건전성 규제나 과도한 확장적 거시경제정책으로 경제가 흡수할 수 있는 정도를 넘어선 과잉투자가 발생할 때 나타나는 부작용이라고 할 수 있음. 이런 상황에서는 레버리지를 통한 단기적 성장반등이 주로 자산가치 확대와 맞물려 나타나므로 부에 대한 착시효과를 수반할 뿐 아니라 투자에 의한 과잉공급은 낮은 가동률과 물가하락으로 이어질 수 있음. 또한 금융불균형이 대내외 충격에 의해 가파르게 조정될 경우 금융위기를 유발할 수 있다는 점에서 금융안정과도 밀접하게 연결되어 있음.

우리나라는 고령화 대비와 맞물려 상대적으로 높은 저축률을 유지하고는 있지만 자산과 부채가 함께 빠른 속도로 확대되며 부동산시장에 쏠리고 있음. 생산자본인 건설물과 기계/설비가 70년대에는 비슷한 규모였으나, 지금은 건설물이 설비에 비해 3배나 확대되었고 수익률도 크게 낮음. 이에 따라 고령화 준비를 위하여 마련한 부동산자산의 실질구매력가치가 계속 하락하고 있어 실질저축갭이 오히려 확대되고 있음. 특히 최근 몇 년 동안 부동산투자와 연계되어 누적되어 온 금융불균형이 부동산투자 재조정과 과잉공급에 따른 전월세가격 하락으로 나타나면서 성장 및 물가에 대한 하방압력으로 작용하고 있음.

반면 우리나라의 재정여력은 다른 선진국들에 비해 상대적으로 건전한 것으로 평가됨. 선진국들의 경우 금융위기 이후 저금리와 더불어 직·간접적으로 재정정책을 통하여 금융안정을 도모하고 성장을 견인하면서 국가부채가 확대되었기 때문임. 물론 고령화를 고려할 때 우리나라의 재정여력을 보다 신중히 판단할 필요는 있지만, 구조적으로 하락하는 성장세의 충격을 완화하고 취약계층을 보호하

는 것이 우선은 필요하다고 생각됨.

결론적으로 거시경제정책의 수위와 조합을 고려할 때 약화되고 있는 우리 경제 체질에 의해 쉽게 유발될 수 있는 정책 부작용, 이에 따른 중기적 성장과 물가경로, 그리고 최근의 경우 수요부진이 경기적 요인보다는 구조적인 성장세 약화에서 비롯되고 있다는 점을 유념할 필요가 있음. 그러므로 본 회의에서는 현 기준금리를 1.50%에 동결하여 지금의 거시경제정책 조합을 유지하는 것이 바람직하다고 생각됨.

(5) 토의결론

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

(6) 심의결과

앞서의 토의결과를 반영하여 위원들은 다수 의견이 반영된 구체적인 의결문안을 작성하였음.

의결문 작성·가결

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

의결사항

「통화정책방향」을 다음과 같이 결정한다.

- 금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현재의 1.50%에서 1.25%로 하향 조정하여 통화정책을 운용하기로 하였다.
- 세계경제는 교역이 위축되면서 성장세 둔화가 지속되었다. 국제금융시장은 미·중 무역협상 관련 불확실성, 주요국 경제지표 부진 등의 영향으로 높은 변동성을 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 모습을 보였다. 앞으로 국내경제는 미·중 무역분쟁 지속, 지정학적 리스크 증대 등으로 지난 7월의 성장 전망경로를 하회할 것으로 예상된다.
- 소비자물가 상승률은 석유류, 농축수산물 및 공공서비스 가격의 하락 등으로 마이너스를 나타내었다. 근원인플레이션율(식료품 및 에너지 제외 지수)은 0%대 중반으로, 일반인 기대인플레이션율은 1%대 후반으로 낮아졌다. 앞으로 소비자물가 상승률은 7월 전망경로를 하회하여 당분간 0% 내외에서 등락하다가 내년 이후 1%대를 나타낼 것으로 예상된다. 근원인플레이션율도 완만하게 상승할 것으로 보인다.
- 금융시장에서는 주요 가격변수가 국제금융시장 움직임에 영향받으며 상당폭 등락한 가운데, 장기시장금리와 주가는 상승하였고, 원/달러 환율은 하락하였다. 가계대출은 증가세 둔화 흐름을 이어갔다. 주택가격은 보합세를 보였으나 수도권에서는 오름세를 나타내었다.
- 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 향후 거시경제와 금융안정 상황의 변화, 두 차례 기준금리 인하의 효과를 지켜보면서 완화정도의 조정 여부를 판단해 나갈 것이다. 아울러 미·중 무역분쟁, 주요국의 경기와 통화정책 변화, 가계부채 증가세, 지정학적 리스크 등도 주의깊게 살펴볼 것이다.

(별첨)

「통화정책방향」 관련 보고내용

I. 국내외 경제동향 및 평가

1. 국외경제동향

가. 세계경제

미국은 고용상황 호조에 힘입어 비교적 양호한 성장세를 유지하였음.

유로지역 및 일본은 제조업 부진이 이어지며 수출과 투자를 중심으로 성장세가 둔화되었음.

중국은 수출 부진 등으로 성장세 둔화 흐름이 지속되었음.

나. 국제유가

국제유가(두바이유 기준)는 사우디 석유시설 피격(9.14일) 이후 60달러대 중후반까지 상승하였다가 피해시설 복구, 글로벌 수요둔화 우려 등으로 50달러대 후반 수준으로 하락하였음.

2. 국내경제동향

가. 내수 및 대외거래

8월 중 소매판매는 승용차 등 내구재를 비롯하여 준내구재와 비내구재가 모두 늘면서 전월대비 3.9% 증가하였음.

설비투자는 운송장비와 기계류가 모두 늘면서 전월대비 1.9% 증가하였으며, 건설기성은 건물이 줄었으나 토목이 늘어 0.3% 증가하였음.

9월 중 수출(447억달러, 통관기준)은 반도체·석유류제품 단가 하락, 글로벌 교역 위축 등으로 전년동월대비 11.7% 감소하였음.

8월 중 경상수지는 52.7억달러로 전년동월(85.5억달러)에 비해 흑자규모가 축소되었음.

나. 생산활동 및 고용

8월 중 제조업 생산은 자동차, 고무·플라스틱 등을 중심으로 전월대비 1.5% 감소하였음.

서비스업 생산은 도소매업, 금융·보험업 등이 늘면서 전월대비 1.2% 증가하였음.

9월 중 취업자수는 전년동월대비 34.8만명 늘어 전월(+45.2만명)보다 증가규모가 축소되었으며, 실업률(계절조정)은 3.4%로 전월(3.1%)보다 상승하였음.

다. 물가 및 부동산가격

9월 중 소비자물가는 농축수산물, 석유류 및 공공서비스를 중심으로 전년동월 대비 0.4% 하락하였음. 전월대비로는 농축수산물을 중심으로 0.4% 상승하였음. 근원인플레이션율(식료품 및 에너지 제외, 전년동월대비)은 0.5%로 전월(0.8%)보다 하락하였음.

9월 중 전국 아파트 매매가격은 서울 등 수도권에서 올랐으나 비수도권에서 낮아지면서 전월대비 0.1% 하락하였으며, 아파트 전세가격은 전월 수준을 유지하였음.

3. 평가

국내경제는 성장세 둔화 흐름을 지속하였음.

내수의 경우 설비 및 건설 투자 부진이 지속되는 가운데 민간소비 증가세도 다소 둔화되었음. 수출은 글로벌 교역 위축이 심화되는 가운데 반도체와 석유류 제품의 단가 하락세가 이어지면서 부진이 지속되었음.

앞으로 국내경제의 성장 흐름은 대외여건 악화 등으로 지난 7월 전망경로를 하회할 것으로 예상됨.

향후 성장경로에는 정부의 정책대응 강화에 따른 내수여건 개선, 미·중 무역협상 진전 등이 상방 리스크로, 글로벌 무역분쟁 확산, 지정학적 리스크 증대, 글로벌 경기부진 심화 등이 하방 리스크로 잠재하고 있음.

소비자물가 상승률은 당분간 0% 내외에 머물다가 연말경 반등하여 내년 이후 1%대로 높아질 것으로 전망됨.

경상수지는 흑자기조를 이어갈 전망이다.

II. 외환·국제금융 동향

1. 국제금융시장

가. 주요 금융시장

글로벌 경기 부진 우려가 지속되는 가운데 미·중 무역협상에 대한 기대 변화, 주요국의 지정학적 리스크 등의 영향으로 변동성이 확대되었음.

미국, 독일 등 선진국 국채금리 및 주가는 9월 중순 이후 경제지표 부진 등으로 하락 반전하였다가 최근 무역협상 부분합의, Brexit 합의 기대 등으로 재차 상승하였음. 미달러화가 약세를 보였으며 유로화 및 파운드화는 강세를 나타내었음.

미 연준의 추가 금리인하 기대가 10월 들어 확대된 가운데 8월 중 일시 역전되었던 미국채 10년물 및 2년물 금리차는 소폭 확대되었음. 국제금융시장 금융여건은 회사채 스프레드가 확대되고 미국 단기금융시장에서 RP금리가 일시 급등하는 등 다소 악화되었음.

나. 신흥국

중국은 실물지표 부진이 지속되는 가운데 위안화가 환율협정 발표 보도 등으로 소폭 강세를 보였으며 주가도 상승하였음. 여타 신흥국은 그간 위축되었던 투자심리가 기준금리 인하 등의 영향으로 일부 완화되었음.

다. 글로벌 펀드

선진국 펀드는 채권자금의 유입세가 지속되는 가운데 주식자금도 유입 전환하였음. 신흥국 펀드는 주식자금 유출이 지속되었으며 채권자금이 소폭 유입되었음.

2. 국내 외환부문

가. 외환시장

원/달러 환율은 글로벌 경기둔화 우려에도 불구하고 미·중 무역협상 기대 변화에 따라 등락하다가 10월 들어 상당폭 하락하였음. 명목실효환율 지수는 상승하였음.

나. 외화자금시장

국내은행의 대외 외화차입여건은 외화차입 가산금리가 하락하고 KP 스프레드 및 CDS프리미엄도 안정적인 모습을 보였음.

거주자 외화예금은 환율 하락 등의 영향으로 증가하였음. 외환스왑레이트(3개월물)는 미 연준의 금리인하 기대에 따른 내외금리차 역전폭 축소 등의 영향으로 상승하였음.

다. 외환 유출입

9월 중 경상거래 흑자 규모가 축소된 가운데 자본거래 순유출 규모는 소폭 감소함에 따라 외환 유입 규모가 전월 대비 축소되었음.

라. 외국인 증권투자자금

주식자금은 미·중 무역협상 관련 불확실성, 국내 경기둔화 우려 등으로 유출되었으며 채권자금은 안전자산 선호 등으로 유입되었음.

마. 외환보유액

9월 말 외환보유액은 전월말 대비 18.4억달러 증가한 4,033.2억달러를 기록하

였음.

III. 금융시장 동향

1. 자본시장

가. 시장금리

국고채금리는 지난 8월 회의 이후 낮은 금리수준에 대한 부담, 향후 채권공급 확대 우려, 대외 리스크 완화 등으로 주요국 금리와 함께 크게 반등하였다가 9월 중순 이후 주요국 경제지표 부진, 미·EU 무역분쟁, 일부 국가의 정치적 불확실성 등으로 상당폭 하락하였음.

통안증권(91일) 및 은행채(3개월) 금리 등 단기시장금리는 장기금리 상승, 9월 중 MMF 수신 감소 등의 영향으로 상승하였음.

회사채 신용스프레드는 신용채권에 대한 경계감, 수급여건 악화 등으로 확대추세를 지속하였음.

나. 주가

코스피는 8월 하순 이후 미·중 무역협상 재개, 주요국 경기부양 기대 등으로 큰 폭 상승하였다가 9월 하순 이후 글로벌 경기둔화 우려, 일부 국가의 정치적 불확실성 등으로 상당폭 하락하였음.

다. 외국인 국내증권 투자

외국인의 국내 채권투자는 증가세를 지속하였음. 주식투자는 8월 이후 순매도를 지속하였으나 순매도 규모는 축소되었음.

2. 신용시장

가. 여수신금리

9월 중 은행 여신금리(신규취급액 기준)는 대출지표금리 움직임의 영향을 받아 상승하였음. 가계대출 금리는 대출지표금리 상승에다 가산금리 조정 영향이 더해지면서 신용대출 금리를 중심으로 상승하였음. 기업대출 금리도 대기업과 중소기업 모두 상승하였음.

수신금리는 여신금리에 비해 소폭 상승하였으며, 이에 따라 신규취급액 기준 여수신금리차가 전월보다 확대되었음.

나. 여신

9월 중 은행 가계대출은 계절적인 기타대출 둔화 등으로 전월보다 증가규모가 축소되었음. 주택담보대출은 전세자금대출을 중심으로 꾸준한 증가세를 보였으나 기타대출은 추석 상여금 유입 등으로 증가폭이 축소되었음.

은행 기업대출은 전월보다 증가규모가 확대되었음. 대기업대출은 분기말에도 불구하고 예년과 달리 소폭 증가하였음. 중소기업대출은 추석자금수요, 은행의 적극적인 대출 취급 등으로 꾸준한 증가세를 보였음.

기업의 직접금융을 통한 자금조달은 감소로 전환하였음. 회사채는 비수기 후 발행 물량이 증가하면서 순발행 규모가 소폭 확대되었으나 CP·전자단기사채는 분기말 일시상환으로 감소하였음.

은행의 가계대출 및 기업대출 연체율(19.8월말 기준)은 전월 수준을 유지하였음.

3. 유동성 및 자금흐름

가. 통화

9월 M2증가율(전년동월대비, 평잔 기준)은 민간부문을 통한 통화공급 확대에 따라 전월보다 상승한 것으로 추정되었음.

나. 수신

9월 중 은행 수신은 증가규모가 축소되었음. 수시입출식예금은 기업의 법인세 납부 등으로, 정기에금은 만기도래 확대 등으로 각각 증가규모가 축소되었음.

자산운용사 수신은 감소로 전환하였음. MMF는 은행의 분기말 자금 인출로, 채권형 펀드는 시장금리 상승의 영향으로 각각 감소하였음. 반면 기타펀드는 부동산 및 특별자산 펀드를 중심으로 증가세를 지속하였음.