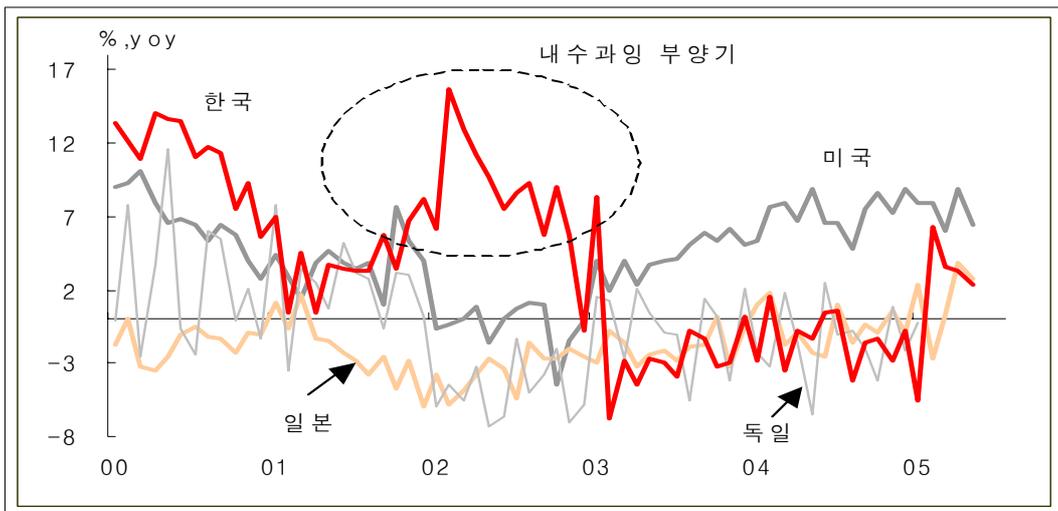


## 내수회복이 본격화될 때까지 저금리 기조 견지할 필요

### 1. 국내경기와 통화정책기조 동향

- 국내경제는 지난 2003년 이래 세계경기의 상승세 지속에 따른 수출경기 호조세에도 불구하고 설비투자 및 민간소비 등 내수 부진 현상이 3년 이상 지속되어 오면서 장기불황 우려가 고조되어 왔음
- 글로벌 경기 하강기였던 지난 2002년 중 가계금융 확대 및 부동산 경기부양 등에 의한 무리한 부양정책 후유증이 2003년 카드채 대란으로 이어지면서 민간소비는 현재까지도 Boom-and-Bust 과정이 지속되고 있는 상황임

<각국의 소매판매증가율 추이>



자료: Datastream

- 설비투자는 이미 지난 98년 IMF 이후 기업 구조조정 과정을 겪으면서 기업경영 보수화, 해외투자 증가 및 취약한 내수환경 등의 영향으로 2001년 이래 추세증가가 멈추면서 침체현상이 장기화
- 통화정책 측면에서 보면 경기상승 막바지 시점이었던 지난 2000년에 콜금리 5.0% 수준에서 긴축기조로 전환하여 두 차례에 걸쳐 콜금리가 인상된 바 있음. 이후 경기하강이 가시화되면서 통화정책은 다시 완화기조로 전환하여 2001년 중 네 차례에 걸쳐 콜금리를 인하함으로써 2001년 9월에 4.0% 수준까지 낮아짐

- 2002년에는 내수부양을 위한 가계금융 확대 정책 영향으로 M3(평균 기준)증가율은 전년 9.6%에서 12.9%로 높아졌고, 예금은행 대출금 증가율도 전년 15.4%에서 29.8%로 급증세를 나타냄
- 2002년 5월중 콜금리를 한 차례 인상하였음에도 불구하고 연평균 콜금리 수준은 4.18%로서 전년 4.65%에 비해 오히려 낮은 수준
- 통화공급 및 대출증가율은 2002년 과도한 유동성 공급에 의해 이후 정상수준으로 수렴되는 과정에서 2004년까지 네 차례에 걸친 콜금리 인하에도 불구하고 오히려 지속적인 하락추세를 나타냄

<최근 거시 금융지표 추이>

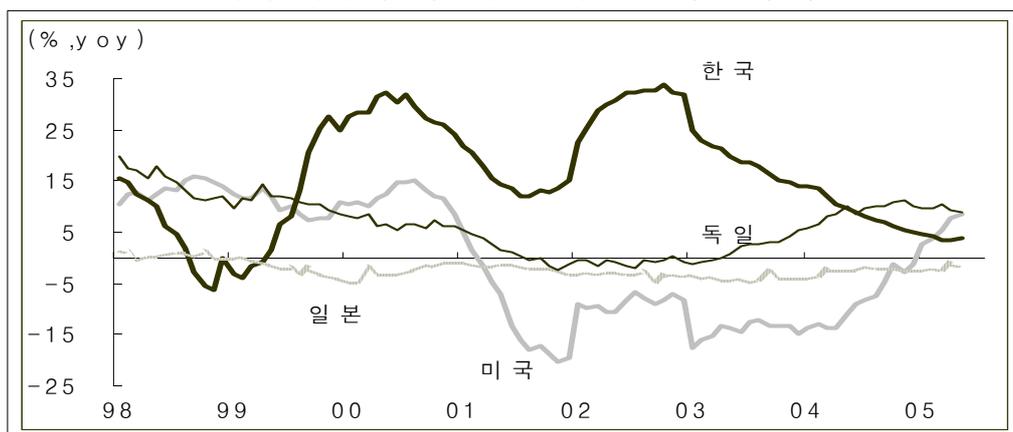
(단위: %)

	2001	2002	2003	2004	2005(P)
콜금리(연평균)	4.65	4.18	3.97	3.63	3.25 <sup>1)</sup>
실질 GDP성장률	3.8	7.0	3.1	4.6	3.8 <sup>2)</sup>
M3증가율(평균)	9.6	12.9	8.8	5.8	5.6 <sup>1)</sup>
예금은행대출금(평균)	15.4	29.8	19.3	9.3	4.0 <sup>1)</sup>

자료: BoK 주: 1) 1-5월 실적분 2) 한은전망치 기준

- 반면에 세계 각국의 통화정책 기조는 우리나라와 상반된 추세를 보여 지난 2002년을 바닥으로 지속적인 완화기조를 유지하여 왔음

<세계 각국의 예금은행 대출 증가율 추이>



자료: Datastream

- 세계경제는 지난 2002을 바닥권으로 점진적인 회복추세를 보여 왔지만 국내경제는 2002년 과잉 내수부양 후유증, 카드채 대란, 정치

적 불확실성 등으로 글로벌 경기상승 궤도에 부응하지 못하고 침체세를 지속하여 왔음

○ 상기한 바와 같이 우리나라 내수경기 동향과 통화정책기조 등을 토대로 종합적으로 살펴보면 최근의 과잉 유동성은 지난 2002년 과도한 통화공급 수준이 정상수준으로 수렴하는 가운데 내수부진 지속에 따른 과도한 통화수요 위축 현상에 의해 유발된 것으로 판단할 필요

- 특히 최근 기업의 보수적 경영과 부채비율 하락에 따른 기업 자금 수요 감소로 국내 자본시장 전반에 자금잉여 상태가 지속되면서 금리하락세를 부추겨 온 원인으로 작용

## 2. 채권시장에서 시중금리 흐름과 콜금리 추세

□ 채권시장은 지난 2000년 7월 채권시가평가제 실시 이후 지속적인 시스템 보완 및 정비 등으로 시장금리의 가격기능이 제고됨으로써 불완전하지만 효율적 시장으로 이행하여 왔음

○ 채권시가평가제 시행 이후 국내 채권시장은 기존 회사채 중심에서 국채 중심으로 재편되고 유통시장도 IMF 이전에 비해 획기적으로 발전된 모습을 보여 왔음

- 채권시가평가제가 도입되면서 시장금리의 가격기능이 제고되고 시중자금 흐름도 이자율변동에 민감하게 반응하는 경향을 보여 왔으며, 시중금리 변동은 경기의 체온계와 같이 시중금리와 경기의 동행적인 특성이 보다 뚜렷해짐

- 금리기능이 활성화됨에 따라 특히 기준금리 중심으로 경기흐름을 선 반영하여 왔기 때문에 최근의 저금리 추세는 통화당국의 인위적인 저금리 기조유지에 의한 것이라기 그만큼 경기활력이 저하되어 있는 것으로 판단할 필요

□ 그 동안 중앙은행의 콜금리 정책은 경기에 선제적(pre-emptive)이기라기보다 오히려 경기 펀더멘털 흐름을 선 반영하여 움직여 온 시장금리에 후행적으로 추인하여 왔던 측면이 강함

○ 최근 저금리 현상은 정책당국의 의도적이고 선제적인 정책기조에

주도되어 왔다가보다는 내수경기 부진 현상이 장기화됨에 따라 보수적인 정책기조가 견지되어 왔기 때문인 것으로 판단할 필요

### 3. 최근 콜 금리 인상 논의 대두와 통화정책 논란 대립

□ 금년도 채권시장은 경기 펀더멘털 변화보다 경기회복 심리 변화, 통화정책 불확실성 등에 의해 지난 1월에 이어 이번 6월 들어서도 두 번째 불안국면이 진행되고 있음

○ 연초에는 정부의 경기활성화 대책과 경기심리 띄우기, 통화정책 불확실성 등에 기인하여 국고채 3년물 기준 수익률이 연초 3.37% 수준에서 2월 초에는 4.46% 수준까지 급등하는 패닉 현상을 나타내다 이후 정부의 수급조절 노력, 실물지표의 부진세 지속 등으로 다시 하향세로 전환되는 등 불안정한 모습을 시현

○ 6월 들어서도 하반기 내수회복 기대가 다시 고조되고 대내외 금리차 축소에 따른 자본이탈 우려, 과잉유동성에 의한 부동산 과열 논란 등이 대두되면서 국고채 3년물 수익률은 월초 3.61% 바닥 수준에서 최근 콜금리 수준과 100bp 간격 근방인 4.22% 수준까지 상승하는 등 불안정한 추세가 재연되고 있음

- 직접적으로는 일부지역 부동산 과열 현상이 지속되면서 통화정책 측면에서 정책발동 또는 경고와 관련된 내부의견이 표출되면서 콜금리 인상론과 더불어 채권시장 혼란의 단초를 제공

- 7월 금통위에서는 부동산 문제 보다는 경기회복 쪽에 무게를 두면서 콜금리를 동결하였으며 국지적인 부동산 과열현상을 거시적인 통화정책 수단으로 규제하는 것은 무리가 있으며 8월 중 발표될 부동산 종합대책을 기다려 보자는 쪽으로 일단락

- 시중금리는 지난해 콜금리 두 차례 인하 시점 이전인 작년 7월 수준으로 복귀하여 현 금리 수준은 이미 콜금리 인상 가능성을 반영한 수준으로 복귀

□ 통화정책의 초점은 기본적으로 인플레이 및 경기 쪽에 무게중심이 두어질 필요가 있으며, 아직 경기회복에 대한 확신이 크지 않은 상황에서 선부르게 부동산 과열을 의식한 통화정책 전환 또는 콜금리 인상 시에는 궁극적으로 통화정책의 입지 만을 축소시킬

## 가능성이 있음

- 금리가 부동산가격에 영향을 주기 위해서는 인상폭이 커야하나 이 경우 가계부채, 기업 설비투자에 부담을 주게 되어 오히려 경기흐름을 훼손시키는 등 상충적인 효과를 감안해야 함
  - 저금리 지속에 따른 대내외 금리차 축소 현상은 국내외 경제 펀더멘털 차이로 인식할 필요가 있으며 이에 따른 국내자본의 이탈 우려도 현재 과도한 달러화 유동성을 해소하고 원화환율 하락압력을 완화시키는 차원에서 오히려 과도기적인 금리차 축소 내지 역전현상을 용인할 필요가 있다는 판단임
  - 정책금리를 인상하여 부동산 과열현상을 진정시켜야 한다는 논리는 중국경제와 같이 시장금리 수준이 정책금리에 의해 완전히 통제되는 계획경제 하에서는 상당히 설득력이 있음
  - 미국경제의 경우 작년 이래 9차례 연속 정책금리를 인상하여 왔음에도 불구하고 장기금리는 오히려 하향세를 보여 국지적인 부동산 과열현상이 지속되어 왔음
  - 일본경제의 경우 정책금리 수준이 거의 제로수준에 가까운 초저금리 하에서도 부동산 버블붕괴 과정이 진행되어 왔다는 사례를 되새겨 볼 필요가 있음
  - 최근 부동산 과열현상은 경기부진 영향으로 시중 유휴 유동성이 실물투자 보다는 부동산 등 실물자산 투자 쪽으로 유입되면서 야기된 현상으로 판단할 필요
  - 아울러 특정지역의 집값급등은 금리요인 보다는 자금사정 양극화, 소득 양극화, 빈부격차 확대 등에 의한 특정계층에 부 또는 유동성이 집중된데 따른 효과에 기인하고 있는 것으로 판단됨
- 그럼에도 불구하고 일각에서 정책금리 인상론이 꾸준히 제기되어 온 것은 최근 실질금리 수준이 제로 수준에 근접함에 따라 각 경제주체 간 이해관계가 첨예하게 엇갈리는 영역권에 진입하였기 때문인 것으로 판단됨
- 최근 계층간 소득격차 확대, 경기양극화 현상이 뚜렷해지면서 대기업 및 중소기업간, 부유층 및 서민 층간 금리 정책에 대한 이해관

계가 상충되면서 금리정책 갈등을 유발시키고 있는 것으로 판단됨

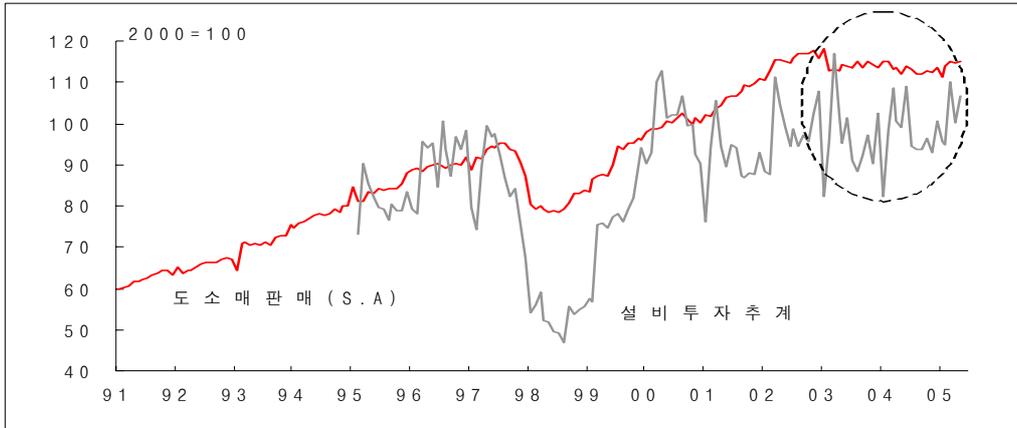
- 그동안 내수부진이 지속되는 가운데 경제주체 간의 경기 양극화 현상도 심화되어 온 가운데 현금자산 보유가 많은 대기업과 부채부담이 높은 중소기업 간, 부유층과 저소득층 간 금리정책에 대한 이해관계가 상충
- 이에 따라 정부가 그 동안 견지해 온 저금리 정책기조도 시장에서의 금리인상 공론화 등으로 만만치 않은 저항에 부딪히고 있는 현실임

#### 4. 통화정책 관점에서의 판단 :

당분간 경기부양적 저금리 유지할 필요

- 당분간 경기부양적 저금리 유지가 필요한 이유는 현재 수출경기가 퇴조하고 있는 상황에서 향후 내수부양 압력이 점차 고조되는 환경으로 전환될 것이며, 최근 소비회복 조짐에도 불구하고 이는 상당부분 일시적 효과에 기인하고 있어서 경기회복이 기대수준 만큼 빠르게 다가오지 않을 것이라는 데 바탕을 두고 있음
- 민간소비는 최근 회복조짐에도 불구하고 근본적으로 고용사정 및 소득이 개선되지 않는 한 본격적인 회복세로 전환되기는 어려울 것으로 판단
- 5~6월중 내구소비재 출하 호조세는 수출둔화에 따라 재고 누적으로 기업들의 가격할인에 의한 내수 밀어내기 효과에 의존하고 있어 아직 특정품목에 편중되어 있고 계절적이고 한시적인 이벤트 소비효과에 크게 의존하고 있는 것으로 판단됨
- 지난 5월 내구소비재 출하량은 28개월 만에 처음으로 9.5% 증가세로 전환되었는데, 품목별로 살펴보면 평판디스플레이(FPD) TV가격 인하 캠페인 효과 등으로 작년에 비해 302.6%늘어났고, 룸에어컨 출하도 100년 만의 무더위 예보로 174.3% 증가하였음. 6월 중 자동차 내수판매도 2003년 2월 이후 처음으로 9.2% 증가세로 반전되었는데 신차효과와 수출둔화에 따른 재고누적으로 내수 밀어내기 효과에 기인하고 있음

<도소매판매 및 설비투자 지수 추이>



자료: 통계청

- 중기적인 경기추세도 현재 회복국면으로 진입하는 국면이 아니고 글로벌경기 흐름으로 살펴볼 때 오히려 전망치가 하향 조정될 위험(Downside risk)이 잠재하고 있음
  - 최근 재고율 추세를 보면 기업들의 비자발적인 재고부담이 커지고 있어 조만간 기업들은 생산조정 압력에 직면할 것으로 보임
  - 글로벌 생산경기 사이클은 이미 지난해 초 이래 조정국면이 1년 가까이 진행되어 왔으나 후행적 성격의 세계 내수경기는 현재 거의 정점 부근에 위치하고 있어 적어도 금년 하반기를 분기점으로 하강국면으로 접어들 것으로 예상
  - 최근 고유가 현상도 수급상 구조적인 요인으로 장기간 이어질 것으로 보여 만약 내년 들어 달러화 강세와 맞물리는 경우 본격적으로 내수경기를 압박할 것으로 예상
  
- 종합적으로 현 경기상황은 본격적인 회복단계로 진입하였다고 판단하기에는 시기상조이며 세계경기 흐름을 반영하고 있는 수출둔화추세로 살펴볼 때 앞으로 내수부양 압력이 점차 커지는 환경으로 전환될 것으로 보이기 때문에 당분간 경기부양적 저금리 기조를 견지할 필요가 있음