

# eBEST Edge

Investment Strategy 투자코멘트 | 2023. 8. 24

## 8월 금통위 Review: 잊지 말자, Mandate 물가 > 금융안정 > 경기



우혜영's  
Macro Indicators

Fixed Income 우혜영  
02 3779 8630 \_whydele@ebestsec.co.kr

### 당분간 통화정책의 방점은 금융안정에

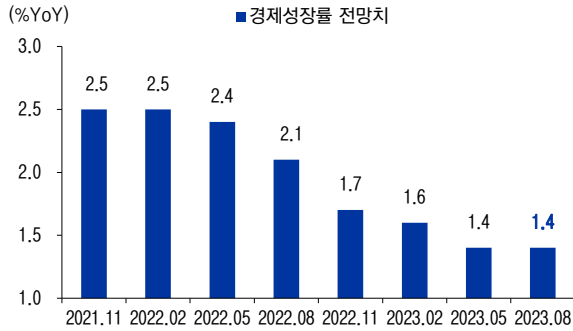
8월 금융통화위원회(이하 금통위)에서는 만장일치로 기준금리를 3.50%로 동결했다. 통화정책방향문구(이하 통방문)에서 주목할만한 부분은 ①現 긴축기조를 유지한 배경으로 '주요국 경기 관련한 불확실성이 높아졌다'는 문구 추가, ②5월 통방문과 비교하면 향후 물가경로 리스크에 '기상여건' 문구 추가 및 '공공요금 추가 인상 여부' 문구 삭제, ③정책방향 문구에서 **인플레이션 둔화 '속도' → '흐름'으로 문구 수정 및 '가계부채 증가 추이' 문구 삽입** 등이었다. 최종금리에 대해서는 역시나 모든 금통위원이 3.75%로 가져갈 가능성을 열어두고 있었다(5월부터 모든 위원이 추가 인상 가능성 배제 X).

지난 회의에서 언급된 인상 가능성을 열어둔 이유는 ①연준 통화정책 불확실성에 따른 외환시장 변동성 확대 가능성, ②목표를 상회하는 高 근원물가 상승률의 전개 확인 필요, ③가계부채 추이 불확실성이었다. 이번에는 ①과 ③이 비슷하게 언급됐지만 물가에 대해서는 **외환시장 변동성 확대로 물가 변동성이 확대될 수 있음을 지적한 정도**였다. 이날 기자회견에서 이창용 총재는 한국은행에게는 물가(안정)가 가장 중요하고 두 번째는 금융안정이라면서 Mandate(책무)를 강조했다. 지난 22일, 국회 기획재정위원회 현안질의에서는 다른 나라보다 물가 안정 성과가 좋다고 평가한 반면, 가계부채 증가세가 계속되면 문제가 될 수 있다면서 더 이상 늘어나지 않도록 미시적·거시적 조치에 나서겠다는 입장을 보이기도 했다. 이번 금통위에서 확인된 일련의 변화와 이 총재의 22일 발언을 종합해보면 지금부터 한국은행 통화정책의 방점은 물가가 아닌, 금융안정에 찍힐 것을 알 수 있었다.

수정경제전망의 경우 올해 GDP 경제성장률은 1.4%로 유지됐다. 국내 펜트업 소비 약화, 더딘 中 경기 회복세, 연준의 연내 추가 금리 인상 등 하방요인과 中 단체 관광객 유입, 높아진 美 연착륙 가능성 등 상방요인이 혼재해 있기 때문이다. 中 경기 회복세 약화에도 불구하고 4분기 IT 경기 반등, 中 관광객 유입, 완만한 소비 회복, 수출 부진 완화 기대에 '상저하고' 전망 역시 유지됐다(5월: 0.8%, 1.8% → 8월: 0.9%, 1.8%). 내년 성장률은 부진한 중국 경기 회복세를 반영하며 2.3%에서 2.2% 하향조정됐다. 5월 전망 당시, 올해 中 경제성장률을 보수적으로 전망했고 중국 관련 리스크가 악화해도 시차가 존재해 오히려 올해보다 내년에 부정적 영향이 반영될 것으로 전망한 것이다. 물가상승률의 경우 헤드라인은 올해와 내년 모두 전망치가 유지됐고 올해 근원물가 전망치만 3.3%에서 3.4%로 상향조정 됐다. 누적된 비용인상 압력과 양호한 서비스 수요 지속에 기인해 둔화 속도가 완만할 것으로 전망된 것인데 올해 근원물가 전망치 상향조정은 7월 통방문과 기자회견에서 이미 시사한 사항이다.

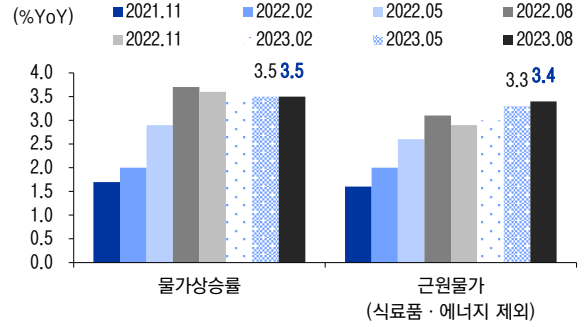
올해 남은 기간 동안 한국은행의 물가 전망 경로는 헤드라인 물가가 8~9월에 3%대로 상승한 후 연말에는 3% 내외를 기록하는 것이다. 근원물가는 완만하게 둔화되는 경로를 그리고 있고 속도보단 하락세가 계속되는지가 중요할 것이라는 판단이다. 물론 전망치가 소폭 상향조정 됐지만 계산해보면 월 평균 2.82%를 기록할 경우 전망에 부합하다. 단, 점진적인 둔화세가 나타나는 것이 Baseline 경로라면 연말 근원물가 상승률은 2%대 중반까지도 하락할 가능성이 있다.

그림1 2023년 경제성장률 전망치



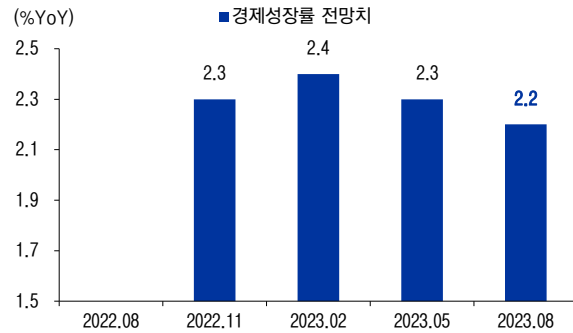
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 2023년 물가상승률 전망치



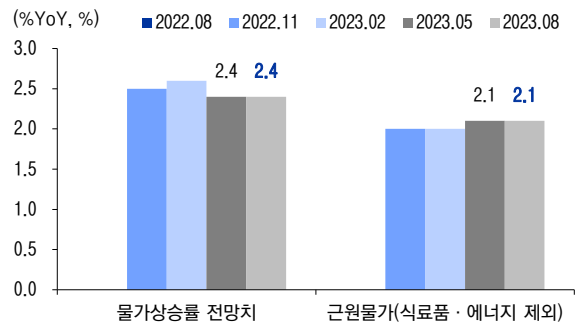
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 2024년 경제성장률 전망치



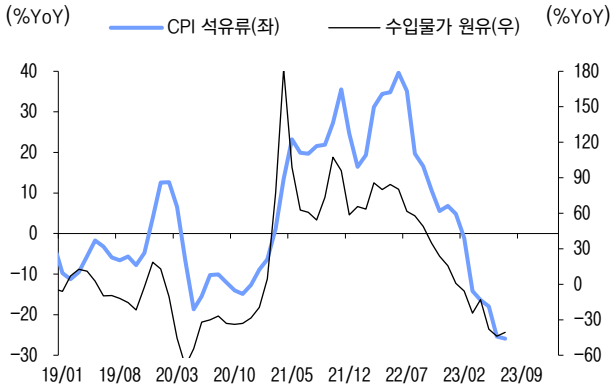
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 2024년 물가상승률 전망치



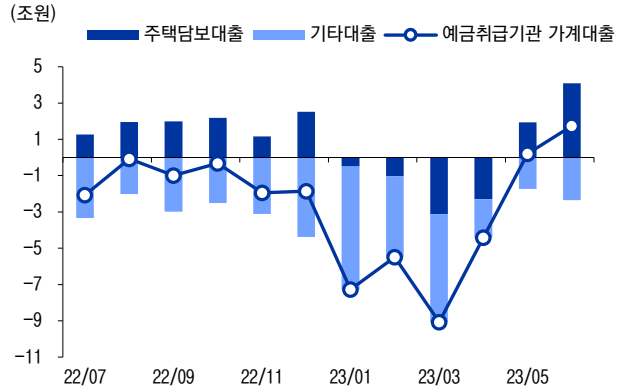
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 에너지 기저효과 소멸 후 반등할 헤드라인 CPI



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 주담대 중심으로 전월 대비 증가한 가계대출



자료: CEIC, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 한국은행의 시나리오별 주요 전제(5월)

(2023년 전제)	Baseline	시나리오1	시나리오2
▶ 중국 성장률	5.3%	5.8%(+0.5%p)	4.7%(-0.6%p)
▶ 국제유가(Dubai)	82달러	88달러(+6달러)	76달러(-6달러)
▶ 미국 신용 스프레드	-	-	+70bp

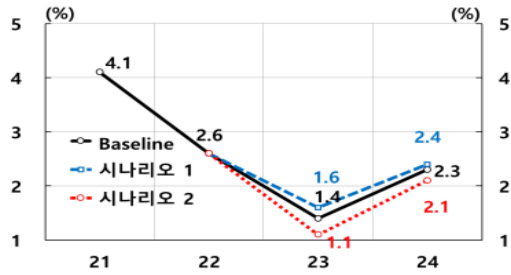
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 한국은행의 시나리오별 주요 전제(8월)

	Baseline		시나리오1		시나리오2		시나리오3
	2023년	2024년	2023년	2024년	2023년	2024년	
▶ 세계 성장률	2.7%	2.8%	2.8%	3.0%	-	-	2.5%
▶ 미국 성장률	1.9%	0.8%	2.2%	1.6%	-	-	-
▶ 중국 성장률 (관광객수)	5.0%	4.5%	5.2%	4.7%	4.5% (△30만명)	4.0% (△50만명)	4.9%
▶ 국제유가(Dubai)	81달러	81달러	83달러	85달러	79달러	76달러	-

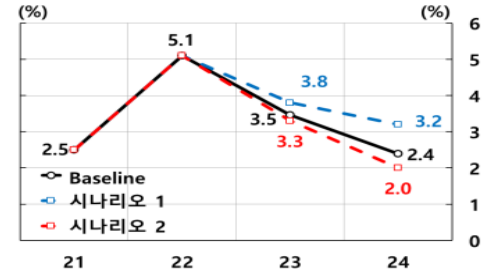
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 2023년 5월 시나리오 전망: GDP 성장률



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 2023년 5월 시나리오 전망: 소비자물가상승률



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

**시나리오 1: 중국경제 회복세 강화**

향후 중국 리오프닝 모멘텀이 서비스에서 재화 및 해외여행으로 확대되면서 IT 경기가 빠르게 개선되고 국제원자재 가격이 당초 예상 상회 중국의 회복세가 강하게 나타날 경우 무역경로를 통해 국내 수출이 對중국·IT를 중심으로 개선되고 중국인 방문객도 늘면서 국내 서비스산업에 긍정적 영향을 미침. 물가는 이러한 수요요소와 함께 에너지가격 상승을 통한 공급측 요인까지 더해져 상방압력 확대

**시나리오 2: 중국경제 회복 지연 및 선진국 금융불안 확대**

중국은 부동산 경기 부진 지속 및 대외여건 악화로 내수-제조업 개선세 약화돼 경기회복 지연되고, 선진국에서는 금융불안 확대되면서 글로벌 경기 부진이 예상보다 심화. 주요국·IT 경기부진으로 국내수출의 회복이 지연되는 한편 외국인 관광객 감소로 서비스 업황 개선이 제약될 가능성이 있다. 선진국의 금융불안에 따른 신용공급 위축은 금융경로를 통해 국내경제에 영향을 줄 수 있다. 물가의 경우 환율상승의 상방압력에도 국제유가 하락, 국내외 경기 둔화 등으로 상승률이 낮아질 수 있다

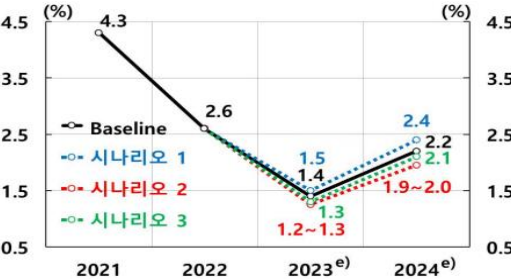
**[성장 상하방 리스크]**

- 상방리스크: 중국경제 회복에 따른 국내수출의 빠른 개선, 예상보다 견조한 서비스업 업황 등
- 하방리스크: 중국 리오프닝 효과 제약 및 IT 경기 회복 지연, 선진국 경기둔화 심화, 국내 취약부문 부실 등

**[물가 상하방 리스크]**

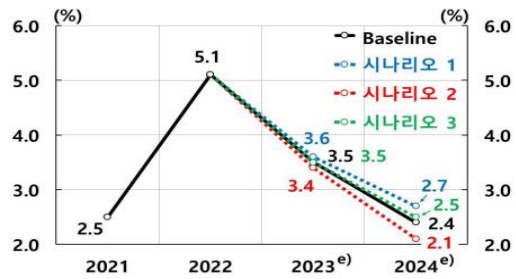
- 상방리스크: 서비스물가 높은 오름세 지속, 국제유가 상승, 원달러 환율 재급등
- 하방리스크: 국제유가 하락폭 확대, 국내외 경기 둔화 심화, 공공요금 인상 억제

그림11 2023년 8월 시나리오 전망: GDP 성장률



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 2023년 8월 시나리오 전망: 소비자물가상승률



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

**시나리오 1: 미국 등 주요국 경제의 양호한 성장흐름 지속 및 IT 경기 조기 반등**

미국 등 주요국 경제가 경기 둔화 없이 양호한 성장흐름을 지속하면서 IT 경기에도 긍정적으로 작용. 미국 등 주요국에서 금리상승의 파급영향이 제한적으로 나타내면서 국내수출이 baseline보다 증가하고 IT 경기의 조기 반등으로 반도체 감산도 빠르게 마무리 될 경우 성장의 상방 압력 증대. 물가는 국내외 경기회복에 따른 수요측 물가압력 증대와 유가 등 원자재 가격 상승이 상방압력

**시나리오 2: 중국 부동산 부진 지속에 따른 성장세 추가 약화**

부동산산 부문 부진으로 중국 민간심리가 위축됨에 따라 중국인 방문객수 및 우리 상품수출이 baseline을 하회하면서 우리 성장흐름에 부정적 영향이 파급될 수 있음. 물가는 중국의 수요둔화에 따른 유가 등 원자재 가격 하락, 국내경기 둔화 등의 영향으로 하방압력이 나타날 수 있음

**시나리오 3: 지정학적 리스크, 이상기후 등으로 원자재 가격 추가 상승**

지정학적 리스크 및 이상기후로 인해 주요 원자재 공급차질이 예기치 못하게 빈번하게 발생 가능. 디스인플레이션 흐름 약해지면서 주요국 통화긴축 기조 지속. 원자재가격 상승에 따른 비용충격이 글로벌 성장세 둔화로 이어질 경우 무역경로를 통해 우리 수출 위축 가능. 또한 인플레이션 둔화흐름이 더디어지면서 주요국 긴축적 통화정책이 지속될 가능성. 이는 국내외 자금조달여건 악화로 이어져 소비·투자 등에 대한 하방압력으로 작용. 물가의 경우 수요측 물가압력이 다소 약화되었지만 원자재가격 상승은 상방압력으로 작용할 가능성

**[성장 상하방 리스크]**

- 상방리스크: 미국 등 주요국의 양호한 성장세, IT 경기 조기 반등 등
- 하방리스크: 중국경제 회복세 약화, 지정학적 리스크 및 이상기후로 인한 원자재가격 추가 상승 등

**[물가 상하방 리스크]**

- 상방리스크: 국제유가 상승폭 확대, 근원물가 예상보다 더디게 둔화, 기상여건 악화 등
- 하방리스크: 국내외 경기 둔화 심화, 국제유가 하락세 전환, 공공요금 인상 지연 등

표1 2023년 7월 통화정책방향문구와 2023년 8월 통화정책방향문구

	7월 통화정책방향	8월 통화정책방향
금리결정	<ul style="list-style-type: none"> <li>기준금리: 3.50% 동결(만장일치)</li> <li>물가상승률이 둔화 흐름을 이어가고 있지만 8월 이후에는 다시 3% 내외로 높아지는 등 상당기간 목표수준을 상회할 것으로 전망되고 주요국의 통화정책, 가계부채 흐름 등도 지켜볼 필요가 있는 만큼 현재의 긴축 기조를 유지하는 것이 적절하다고 봄. 추가 인상 필요성은 대내외 정책 여건의 변화를 점검하면서 판단해 나갈 것</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>기준금리: 3.50% 동결(만장일치)</li> <li>물가상승률이 둔화 흐름을 이어가고 있지만 8월 이후 다시 3% 내외로 높아지는 등 상당기간 목표수준을 상회할 것으로 전망되고 주요국의 통화정책 및 <b>경기와 관련한 불확실성이 높아진 데다</b> 가계부채 흐름도 유의해서 지켜볼 필요가 있는 만큼 현재의 긴축 기조를 유지하는 것이 적절하다고 봄. 추가 인상 필요성은 대내외 정책 여건의 변화를 점검 하면서 판단해 나갈 것</li> </ul>
세계경제	<ul style="list-style-type: none"> <li>세계경제는 예상보다 양호한 성장 흐름을 나타내고 있지만 높아진 금리의 영향 등으로 성장세가 점차 둔화될 것으로 전망. 글로벌 인플레이션은 점차 낮아지는 가운데 국가별로는 둔화 흐름이 차별화되는 모습</li> <li>국제금융시장에서는 주요 선진국이 통화긴축 기조를 강화하면서 국제 금리가 상승하였고 미 달러화는 강세를 보이다가 미국 물가상승률 둔화 등으로 약세를 나타냄</li> <li>앞으로 세계경제와 국제금융시장은 글로벌 인플레이션의 둔화 속도, 주요국의 통화정책 변화 및 파급효과, 중국경제의 회복 상황 등에 영향 받을 것으로 보임</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>세계경제는 높아진 금리의 영향, <b>중국의 회복세 약화</b> 등으로 성장세 둔화 흐름을 이어갈 것으로 전망. 글로벌 인플레이션은 점차 낮아지고 있지만 <b>여전히 높은 수준</b>이며 국가별로는 둔화 흐름이 차별화되는 모습</li> <li>국제금융시장에서는 <b>주요국의 긴축기조 장기화 전망</b> 등으로 국제금리가 상승하고 미 달러화는 강세를 나타내었다</li> <li>앞으로 세계경제와 국제금융시장은 <b>국제 원자재가격 움직임</b> 및 글로벌 인플레이션의 둔화 흐름, 주요국의 통화정책 변화 및 파급효과, 중국경제의 전개 상황 등에 영향 받을 것으로 보임</li> </ul>
국내경제	<ul style="list-style-type: none"> <li>국내경제는 수출 감소세가 둔화되면서 성장 부진이 다소 완화</li> <li>고용은 예상보다 높은 취업자수 증가세가 이어지는 등 전반적으로 양호한 상황</li> <li>앞으로 국내경제는 소비가 완만한 회복세를 이어가는 가운데 IT 경기부진 완화 등으로 수출이 개선되면서 성장세가 점차 회복될 것으로 보이며, 금년 성장률은 지난 5월 전망치(1.4%)에 부합할 것으로 예상</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>국내경제는 <b>소비 회복세가 주춤</b>하는 등 성장세 개선 흐름이 다소 완만해진 모습</li> <li>고용은 전반적으로 양호한 상황이지만 경기둔화 영향 등으로 <b>취업자수 증가 규모가 점차 축소</b>되고 있음</li> <li>앞으로 국내경제는 소비가 완만하게 회복되고 수출 부진도 완화되면서 성장세가 점차 개선될 것으로 예상. 금년 성장률은 1.4%로 지난 5월 전망치에 부합할 것으로 전망되지만, 향후 성장경로 상에는 중국경제 항방 및 국내 파급영향, 주요 선진국의 경기 흐름, IT 경기 반등 시기 등과 관련한 불확실성이 높은 상황</li> </ul>
물가	<ul style="list-style-type: none"> <li>소비자물가는 6월중 상승률이 전월 3.3%에서 2.7%로 크게 낮아지는 등 당초 예상에 부합하는 둔화 흐름을 지속. 이는 국제유가의 기저효과로 석유류 가격 하락폭이 확대되고 개인서비스 가격의 오름세가 둔화된 데 주로 기인</li> <li>근원 인플레이션율(식료품 및 에너지 제외 지수)도 6월중 3.5%로 전월 3.9%보다 상당폭 낮아졌으며, 단기 기대인플레이션율은 전월과 같은 3.5%를 나타냄</li> <li>앞으로 소비자물가 상승률은 7월까지의 둔화 흐름을 이어가겠지만 8월 이후에는 다시 높아져 연말까지 3% 내외에서 등락할 것으로 보이며, 금년중 연간 소비자물가 상승률은 지난 5월 전망치(3.5%)에 대체로 부합할 것으로 예상. 근원물가는 하반기에도 둔화 흐름을 이어갈 것으로 전망되지만, 누적된 비용인상 압력, 양호한 서비스 수요 지속 등으로 금년중 연간 상승률이 지난 전망치(3.3%)를 소폭 상회할 것으로 예상</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>소비자물가는 7월중 상승률이 2.3%로 낮아지는 등 당초 예상에 부합하는 둔화 흐름을 지속. 이는 국제유가의 기저효과로 석유류 가격이 큰 폭 하락한 데다 개인서비스 및 <b>가공식품</b> 가격의 오름세 둔화가 이어진 데 주로 기인</li> <li>근원 인플레이션율(식료품 및 에너지 제외 지수)과 단기 기대 인플레이션율은 모두 3.3%로 낮아짐</li> <li>앞으로 소비자물가 상승률은 8월부터 다시 높아져 연말까지 3% 내외에서 등락할 것으로 보이며, 금년중 연간 소비자물가 상승률은 3.5%로 지난 5월 전망치에 부합할 것으로 전망. 근원물가는 완만한 둔화 흐름을 이어가겠지만 금년중 연간 상승률은 누적된 비용인상 압력 등의 영향으로 지난 전망치 3.3%를 <b>소폭 상회하는 3.4%로 전망</b></li> <li>향후 물가경로는 국제원자재가격 변화, <b>기상여건</b>, 국내외 경기 흐름 등에 영향 받을 것(5월 통방문 언급된 문구 중 공공요금 추가 인상 여부 삭제)</li> </ul>
금융시장	<ul style="list-style-type: none"> <li>금융·외환시장에서는 주요국 통화정책에 대한 기대 변화 등에 영향 받아 원/달러 환율이 상당폭 등락하고 국고채 금리가 상승하는 가운데 일부 비은행부문의 리스크가 증대</li> <li>주택가격은 수도권이 상승 전환하였고 지방은 하락폭이 크게 축소 되었으며, 가계대출은 주택관련대출을 중심으로 증가 규모가 확대.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>금융·외환시장에서는 원/달러 환율이 주요국의 통화긴축 장기화 전망, 중국 경기둔화 우려 등으로 상당폭 높아졌고 장기 국고채 금리는 주요국 국채금리와 함께 상승. 일부 비은행부문의 리스크는 다소 진정되는 모습</li> <li>주택가격은 수도권에서 <b>상승폭이 확대</b>되었고 지방에서는 하락폭이 축소 되었으며, 가계대출은 주택관련대출을 중심으로 증가 규모가 확대</li> </ul>
정책방향	<ul style="list-style-type: none"> <li>금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가 상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것</li> <li>국내경제는 성장세가 점차 개선되는 가운데 물가상승률이 상당기간 목표 수준을 상회할 것으로 전망되고 정책 여건의 불확실성도 높은 만큼 물가안정에 중점을 두고 긴축 기조를 상당기간 이어나갈 것</li> <li>이 과정에서 인플레이션 둔화 속도, 금융안정 측면의 리스크와 성장의 하방위험, 그간의 금리인상 파급효과, 주요국의 통화정책 변화 등을 면밀히 점검하면서 추가 인상 필요성을 판단해 나갈 것</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가 상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것</li> <li>국내경제는 성장세가 점차 개선되는 가운데 물가상승률이 상당기간 목표 수준을 상회할 것으로 전망되고 정책 여건의 불확실성도 높은 상황. 따라서 물가안정에 중점을 두고 긴축 기조를 상당기간 지속하면서 추가 인상 필요성을 판단해 나갈 것</li> <li>이 과정에서 <b>인플레이션 둔화 흐름</b>, 금융안정 측면의 리스크와 성장의 하방위험, 그간의 금리인상 파급효과, 주요국의 통화정책 변화, <b>가계부채 증가 추이</b> 등을 면밀히 점검해 나갈 것</li> </ul>

자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

## 금통위 Q&A

### 1. 22일 기재위 현안질의에서 이창용 총재, 가계부채 더 늘어나지 않도록 하는 미시·거시적인 강력 조치 언급. 어떤 조치가 있나?

→ 지난 두 달간 저희(한국은행) 예상보다 가계부채가 더 증가. 금리만의 영향은 아니고 지난 10월 이후 채권시장, 부동산 PF 관련 금융시장 불안이 올라간 상황에서 한국은행뿐 아니라 기재부, 금융위, 금감원 등 정책담당자들의 우선 순위는 물가가 워낙 높았기 때문에 금리는 인상하는 상황에서 가계부채로 시작된 금융불안이 더 심화되지 않도록 부동산 시장 가격의 연착륙을 목표로 두고 여러 미시적인 규제완화 정책을 펴면서 금리 인상 함. 부동산시장 연착륙 가능성은 커졌고 부동산 PF 관련 불안감은 많이 개선. 반면 그런 미시적 정책으로 인한 기대하지 않는 효과는 가계부채가 두 달 정도 올라감. 상황이 변한만큼 가계부채 정책은 한국은행 혼자 할 수 없음. 없음. 정부 당국과 같이 미시적 정책을 같이 점검하면서, 아직 몇 달은 증가할 수 있으나 다시 증가 폭이 커져서 GDP 대비 가계부채 비중이 더 높아지지 않도록, 점진적으로 가계부채 규모 낮출 수 있도록 노력할 것. 미시적 정책 통해서 가계부채 흐름 조정해보고 더 크게 증가한다든지 시장 반응이 부족하다면 거시적 정책 생각해볼 수 있었지만 아직 그런 상황 아님. 상황을 고려하면서 가계부채의 GDP대비 총량이 더 늘어나지 않도록 할 것

### 2. 정책상황이 자주 바뀌면서 집 유무 여부에 따라 희비 갈린다는 평가에 대한 총재 의견?

→ 부동산 가격 때문에 손해나 이익을 보는 사람이 있는 것은 사실. 통화정책을 운영할 때 부동산 가격 자체를 타겟 하진 않음. 가계부채 늘어나는 것이 금융시장 안정을 저해할 수 있고 장기적으로 성장 잠재력을 저해함. 어느 지역의 부동산 가격 올라가는 것은 다른 미시적인 정책으로 대응할 필요성

### 3. 연내 금리 인하 가능성? 금통위원들의 향후 3개월 금리 수준 어떻게 전망? 연내 동결 가능성 있나?

→ 금통위원 여섯 분 모두 당분간 최종금리를 3.75%로 가능성을 열어 놓아야 한다는 같은 입장. 당분간 3.75%까지 인상 가능성을 열어놔야 하는 이유는 **①美 연준의 통화정책 관련 불확실성이 매우 높아졌기 때문에** 잭슨홀 미팅이나 9월 FOMC 회의에서 금리 정책이 어떻게 되는지 **美 금리정책이 어느 정도 오래갈지**, 이런 것에 따라서 외환시장 변동성 크게 확대될 가능성 배제 불가. 외환시장 변동성 확대되면 물가변동성도 같이 높아질 수 있어 이 점을 봐서 적절한 대응이 필요한 상황에서 먼저 대응하기 위해서는 금리를 인상할 가능성을 열어놔야 한다는 것이 큰 의견. **②가계대출 증가세가 계속 확대될지도 유의**해서 지켜볼 필요가 있음. 연말까지는 금리 이하 가능성은 없냐고 물어보셨는데 오히려 금리 인상가능성에 대해 논의를 하고 초점을 두고 있기 때문에 아직 금리 인하에 대해 얘기하기 시기상조. 다만 3~4개월 밖에 안 남은 상황이라 그렇게 해서할 수 있다고 생각합니다만 통화정책 측면에서는 무조건적으로 어느 시기까지 어떻게 하겠다는 포워드 가이드를 제공하는 것은 적절하지 않음. 연말까지 못 박는 것은 하고 싶지 않음

### 4. 美 연준의 2% 물가 안정목표 논란 재점화. 긴축정책 지속으로 국내 경제상황 더욱 악화될 가능성은?

→ 이론적으로 2% 물가목표 수준이 적합한지 논의되고 있음. 지난 10몇 년간 인플레이션이 굉장히 낮아진 상황. 다만 BIS나 중앙은행 총재 회의에 가보면 이론적으로 검토해볼 이유가 있지만, **現 상황 같은 물가상승률을 조정하는 상황에서 목표 수준을 바꾸는 것이 시장 기대에 변화를 줄 수 있어 시기가 적절하지 않다는 것이 다수 의견.** 너무 긴축적이면 이론적으로 경제 상황 악화될 수 있지만, 다른 나라 비해 기준금리를 인상하는 과정에서 물가가 많이 안정된 데 속하고 금방 2%로 가는 것 아닌 점진적으로 가려고 하고 있어 금리가 경기를 지금 수준에서 급랭시킬 위험에 대해서는 아직 그 건 상황 아니라고 봄

### 5. 美 중립금리가 코로나 이전대비 상향조정 될 가능성 논의되고 있는데 한국 중립금리 변화 여부?

→ 중립금리 관련해서 현재 논의가 있는 것은 사실. 중립금리의 추정치는 연구자에 따라 결과도 매우 다르고, 미국에서도 상향 이야기가 있지만 다른 견해도 많음. 한국의 경우 중립금리 추정치가 발표되지 않는 이유는 변화 폭이 크기 때문. 그래서 한국은행은 공식적으로 중립금리를 발표하지 않고 연구자 이름으로 발표. 미국 경우와 달리 **한국은 중립금리 고려한다면 같은 방향으로 가지 않을 가능성 존재.** 미국에서 중립금리 관련 논쟁이 시작된



것은 코로나로 인해 경제 구조가 많이 변화했기 때문. 노동시장참여율이 많이 낮아졌고 재택근무가 굉장히 많이 퍼져있고 그래서 경제 구조가 굉장히 변화했기 때문에 잠재성장률을 가져온 추세변화로 인해 다시 추정 중. 한국은 코로나로 인한 구조변화가 미국에 비해 적었음. 중장기적으로 고민스러운 것은 고령화, 중국의 잠재성장률 하락에 따른 한국 잠재성장률 하락 가능성, 미국은 재정이 굉장히 많이 늘어난 데 비해 한국은 재정이 상대적으로 안정되었고, 그런 면을 고려하면 미국과 같이 반드시 올라간다는 쪽으로 작용하고 있지 않음. 다만 한국은 가계 부채 때문에 금융안정을 고려한 중립금리 고려한다면 다른 방향으로 갈 수 있어서 불확실성 굉장히 많음

미국 중립금리 올라가서 미국 통화정책이 긴축으로 더 오래가면, 한국은 통화정책에 어떤 영향이 있을 것인지는, 사실 저희들한테 굉장히 딜레마. 美 금리가 상당기간 올라가고 반면에 한국은 여러 이유로 금융시장 안정, 가계 부채 조정되면 예를 들어 실물경제를 고려해 금리를 좀 낮추고 싶은 상황이 올 때 미국이 만약 높은 금리 유지한다면 반드시 미국을 따라가진 않겠지만 美 통화정책 기조 변화가 금융시장에 줄 수 있는 영향, 특히 최근처럼 금리 동조화되는 영향들이 많을 경우 어느 정도를 받아들일지. 미국을 따라간다는 것 아니나 하나의 제약조건이 더 커지기 때문에 美 중립금리 올라가면 한국 통화정책을 쉽지 않게. 상충관계 일어날 가능성 배제 불가

**6. 물가상승률이 내년 하반기 2% 중반 하회 전망 언급. 내년 상반기까지 금리 인하 없나?**

→ 금리정책을 무조건적으로 내년 상반기까지 안 내리느냐, 유지하느냐, 이렇게 기간을 정해서 말씀드릴 것은 없음. 어느 정도 오랫동안 금리를 가져갈지는 물가상승률이 저희들이 예상하는 추세로 같지, 거기에 맞춰 금융안정 상황이 가계부채 등 여러 금융기관의 금융 안정상황이 어떻게 지속될지를 보면서 그때그때 판단하며 조절하는 것이므로 **시기를 못 박고 싶은 생각 없음**

**7. 한국 대출증가, 통화량 증가 고려하면 현재 금리가 긴축 영역이라 판단 가능? 중립금리는 어느 정도인가?**

→ 現 금리수준이 긴축적이나? 라는 질문은, 가계부채가 최근에 늘어나고 M2늘어나고 대출량, 통화량 변화하니까 수준은 낮은 수준이지만 변화가 증가한 것보고 통화정책 기조가 긴축적이지 않냐고 할 때, 첫 번째로 이론적으로 수량보다는 가격변수 보는 것이 더 정확하다고 생각. 왜냐하면 M2나 가계 부채는 정책뿐 아니라 다른 변수, 예를 들면 통화정책 목표가 집값 아닌데, 집값에 대한 기대 변화, 정부의 미시적인 정책 변해서 대출패턴 변화하면 수량은 변화하게 되어있고 그것이 매우 불확실하므로 시장의 긴축 정도를 파악하려면, 인플레이션, 이자율이라는 가격 타겟이라는 프레임은 오래 전에, 20년전에 바뀌었음. 가격변수를 보는 것이 상대적으로 더 좋고 대출이나 M2와 같은 수량 변수는 월간 움직임보다는 추세 변화를 보는 것이 판단하는데 더 적합. **지금 이자율 수준이 긴축적인 수준이냐고 하면 긴축이라 생각. 다양한 모델 있지만 긴축 범위의 상단이나 그 위에 있다고 생각.** 예를 들면, 간단하게 직관적으로 볼 수 있는 것은 명목이자율에서 인플레이션 뺀 실질금리를 기간별로 보면 **미국을 제외한 다른 어떤 선진국보다 한국 실질금리가 높은 수준.** 이자율만 올린 것만 보고 다른 나라보다 덜 올렸다고 하는데 그만큼 인플레이션이 잘 컨트롤이 돼서 실질금리를 보면 미국 제외한 다른 선진국보다 높은 수준에 있고 가격 변수를 고려한 금융상황지수 보면 전반적으로 금리 수준은 긴축 구간에 있다고 말씀드릴 수 있음

**8. 한국은행이 연준보다 금리 인상에 먼저 나섰으니 먼저 인하할 수 있다는 시각이 있는 반면 미국보다 인상 폭 크지 않았고 가계부채 문제 고려 하면 더 오래 유지해야 한다는 시각 존재. 총재 의견은?**

→ 작년 잭슨홀에서 한 발언과 같은 맥락. 당시 미국과 한국 통화정책이 독립적일 수 없다는 말씀 드렸음. 그 때 기자님이 미국보다 금리를 먼저 내릴 수 있냐는 질문이 그때도 나왔음. 거기서도 오해가 있었는데, 기조에서 독립할 수 없다는 것과 시점이 먼저 되느냐 아니냐를 판단할 수 있는 것 아님. 미국보다 먼저 내릴 것이냐 뒤에 내릴 것이냐는 누구도 판단할 수 없고 그때그때 상황을 봐서 어떤 상황인지 보고 판단할 것. 반면 미국이 통화정책 기조를 긴축적으로 계속 가져갈 때 한국은 반대로 많이 갈 수 있냐?는 제약을 받을 수 있다는 것 따라가는 것 아니지만. 미국보다 먼저 올렸으니 먼저 내릴 수 있는지 타이밍에 대한 코멘트 말씀 못 드림. 미국의 통화정책 기조가 계속 긴축으로 갈 경우 우리는 어떻게 해야 할지는 금통위원들과 상의해서 그 기조에서 크게 벗어날 순 없으나 미시적으로 어떻게 조절할지는 금통위원들과 상황을 판단하면서 결정할 것

**9. 추가 인상 가능성 열어둬야 한다는 이유 중 하나로 미국 통화정책 변화에 따른 환율변동성 우려 언급. 작년 10월 빅스텝의 가장 중요한 이유. 현재 환율이 올라가는 속도나 레벨 우려해야 하는 상황이나?**

→ 現 상황은 우려할 만한 수준 아님. 최근 환율이 올라간 것은 것은 달러가 전반적으로 강세가 되고 있고 위안화 약세, 엔화 약세 등 전반적인 움직임에 같이 동조하는 변화라 생각. 큰 틀로 봐서는 우려할 수 있는 수준 아니지만 일간 변동이 커지긴 함. 미국 금리와 기계적으로 차이가 난다고 해서 2%p 차이가 난다고 강조하는 사람 많지만, 지난 몇 달 지켜본 것처럼 수준 자체보다는 **미국이 긴축기조를 계속 가져갈지 시장예상보다 더 오래 더 높게 최종금리를 만에 하나 가져갈 수 있다는 발표가 나가거나 하면 시장이 크게 변동할 가능성**이 있음. 개인적으로 아직까지 그렇게 생각하고 있지 않으나 그런 가능성 있다면 금리뿐 아니라 여러 미시적인 시장개입을 통해 그 변동성을 줄여야 하는 것은 사실이므로 그런 정책을 통해 대응할 예정. 환율 수준이 적절하나 아니냐보다는 변동성에 더 집중해서 정책을 추진하고 있음

**10. 중국 경기 침체가 뚜렷하게 나타남에도 불구하고 올해가 아닌 내년 전망치를 낮추 이유?**

→ 지금 당연히 중국경제, 최근 부동산시장 문제라든지 주요 부동산 개발업체 파산 때문에 중국경제 외환시장, 주식가격에 변동이 있어서 거기에 초점을 두고 있는 것 잘 압니다만 지금까지 예상했던 중국 경제 성장률과 7월이나 그 전 성장률과 지금 전망 수준이 크게 달린 것 아님. 최근 불확실 요인 커졌고 이로 인해 중국 경제가 침체될 가능성이 커진 것이지 7월 예상했던 성장률보다 크게 낮아진 상황은 아닌데, 더 지켜봐야 한다는 말씀 드림. 내년 전망치 낮춘 것은 여러 가지 중국 부동산 시장 상황을 볼 때 내년에도 저희가 예상했던 중국 경제의 빠른 회복은 가능하지 않을 가능성이 커졌다는 점에서 내년 전망치 낮춘 것. 금년 성장률은 4개월 남음. 충격이 있더라도 그 영향은 1/4이므로 지금 성장률을 크게 조정할 이유가 없는지는 10월 들어 중국뿐 아니라 다른 여러 변수, 미국(미국 FOMC 금리 결정), 유가 등을 보고 올해 말까지 성장률이 어떻게 될지는 10월에 보다 자세히 말씀드릴 수 있을 것

**11. 가계부채 비율이 여전히 높은 수준이며 비율이 계속 상승할 경우 국가신용등급 하락 우려 존재. 가계부채가 어떤 수준까지 올라가면 국가신용등급에 지장 있나?**

→ 국가신용등급에 영향을 줄 수 있다고 한 것인지 위험에 직면했다고 말씀하셨다고 생각하지 않음. 국가신용등급은 가계부채뿐 아니라 다른 요인도 봄. 제가 우려하는 것은 국가신용등급의 하락 보다는 가계부채가 지금 수준 또는 그 이상으로 올라가면 성장잠재력을 크게 저해할 수 있고 이미 그 수준을 넘었다고 봄. 왜냐하면 부채가 너무 크기 때문에 이자율이 조금만 올라가도 쓸 수 있는 여력이 줄어들고 그것들이 성장률을 낮추는 영향으로 크게 작용. 한국은행의 최근 연구보고서를 자주 인용해주셨는데, 80% 수준 넘어서면 성장이나 금융안정에 제약된다고 했음. 반면 가계부채를 단기간에 급속하게 내릴 경우 부작용 있기에 천천히 낮춰야 하고, 그래서 제가 계속 말씀 드리는 것이 가계부채 비중이 105%수준에 있는 것이 101% 정도까지 떨어졌는데 그것이 100% 아래로 가고 90%를 거쳐서 점진적으로 80%대 수준으로 낮추는 것이 저희들의 목표라고 생각. 그 수단은 가계부채는 한국은행만이 할 수 있는 것 아니고 대부분의 수단이 정부에 있고, 한국은행의 역할은 정부한테 추진과정에서 어떻게, 어떤 속도로 어떤 정책을 하는 것이 한국 경제에 안정적이고 좋은지 정책 자문과 함께 유동성 면에서 한국은행이 관리할 수 있기 때문에 그런 관리를 통해 가계부채가 연착륙되도록 노력할 것. 제가 제일 처음 한국은행 총재로 부임하면서 취임사에서 제 장기적 목표 중에서 관심을 두고 있는 것이 한국 가계부채 상황을 연착륙 시키는 것이라 강조. 가계부채 연착륙 시키는 것이 한국은행 총재가 된 이유 중 하나. 책임 다하기 위해 노력할 것

**12. 작년 잭슨홀 미팅에서 제롬 파월 의장 연설 이후 금융·외환시장 충격. 한국은행은 10월까지 대응 못함. 이번에는 어떻게 생각하고 정책 결정했나?**

→ FOMC 회의에 대해서는 지금 저도 바라보고 있음. 시장에서 어떻게 예상하는지는, 기본적으로 25bp 정도를 이번이든 다음에 올릴 것이라는 기대가 반반 있는 것 같음. 저도 그런 방향으로 바라보고 있음. 사실 시장에서 주목하는 것은 그것보다 훨씬 더 매파적인 발언이 나올지, 그것은 모르는 이야기이나 지켜보고 있음. 만일 9월에 충격이 생길 경우 금통위가 9월에 없는데 어떻게 대응할지는, 시장을 통한 개입도 가능하고 단기적인 변동성 클 경우 조절 수단 큼. 그걸 어떻게 하겠다기보다는 9월 FOMC 회의, 사실 잭슨홀 미팅에서 파월의장이 어떤 발언

을 하더라도 그 후 9월 FOMC 회의까지 시간이 있어 여러 변수가 변화할 수 있기 때문에 하루하루의 움직임에 반응하기보다는 전체적으 어떤 변화가 있을지 지켜봐야 할 때

**13. 물가 불확실성 크게 줄어들었고 국내 경기 관련 하방압력이 커진 상황이라면, 물가 < 성장?**

→ 이론적으로 포워드 가이드스 말씀 드리면, 지금 그런 뜻은 아니지만, 많이 오해하는 것이 포워드 가이드스를 하면 그 전망치가 맞아야 되고 전망치 틀리면 소용없다고 하는 것. 조건부를 하는 이유가 어느 누구도 전망을 맞출 수 없음. 전망은 맞는 것이 이상한 것이지 틀리는 게 당연. 틀리니까 포워드 가이드스하면 안 된다는 것엔 동의하지 않음. 포워드 가이드스를 해주고 경기가 변동하면, 전망을 틀릴 수 있으나 어떻게 틀렸는지 보면서 시장에 미리 다음에 중앙은행이 금리를 어떻게 변화시킬지 예상하도록 신호등을 켜주는 것

現 상황에서 물가는 저의 예상대로 하락하고 있는데 경기는 계속해서 전망이 틀리고 내려가는 것 아니냐, 그러니까 금리를 그런 쪽에 더 무게를 뒀야 하는 것이 아니냐? 그 말을 부인하기 어려우나 지금 저희는 목표가 물가가 가장 중요하고 두 번째는 금융안정임. 그래서 금융안정을 보고 있고 경기에 대해서는 현재 경제상황이 어느 상황이나, 어느 정도 심각한지 판단이 있어야 하는데, 적어도 지금 금통위 입장에서 보면 1.4%의 경제성장률은 굉장히 낮은 수준. 지금까지 경험한. 아마 2000년 이후로 1.4% 성장은 세 번째로 낮은 성장률. 코로나 -0.7%, 글로벌금융위기 때 거의 0%에 가까운 성장률이고 그 다음이 지금. 우리만 그러냐? 전세계적으로 아마 성장률이 2000년 이후로 보면 올해가 네 번째로 낮은 수준. 전세계와 같은 수준. 경기가 나쁘다? 사실임. 어렵습니다만, 절대적으로 보면. 그러나 상대적으로 보면 한국만 나쁜 것 아니고 전세계가 다 같은 방향으로 가는데 금리를 이 순간에(추 부총리: 국제경제가 이런 상황인데 재정을 통해 0.1%p 성장률 올리는 것 보다는 구조조정 중요)

성장률 문제는 1.4%가 우리만 단기적으로 굉장히 성장률이 낮아서 소위 경제학자들이 얘기하는 GDP갭이 너무 너무 커서 금리나 재정으로 보완해야 될 상황이나?는 이론적으로 아니라고 생각 함. 국민들이 느끼는 체감 경기는 낮을지 모르지만 전세계가 나쁘기 때문에 금리나 재정으로 0.1%p 올리려는 노력을 하다 보면 전세계 경제가 좋았을 때 비해서 상당한 정도의 큰 충격이 필요하고 이는 구조조정을 방해함. 우리만 크게 나쁜 상황이라는 것에는 동의하지 않음. 금통위원들과 대화를 깊게 해보진 않았지만 같은 생각을 많이 가질 것이라고 생각. 지금은 물가보다 경기에 더 많이 관심을 뒀야 하나? 제 생각에는 지금은 물가는 많이 예상하는 경로로 가고 있고, 미래는 불확실하지만, 금융안정을 더 같이 보고 경기에 관해서는 우리만 움직이는 것인지 향후 추세가 어떻게 변할지 조금 더 지켜봐야 함

**14. 가계부채 증가의 가장 큰 원인? 시장에서는 집값 바닥 인식 확산. 규제 당국이 여러 대안을 내놓은 상황에서 어떤 대응이 최우선 과제로 나와야 하나?**

→ 부동산 관련 대출이 늘어난 것은 많은 사람들이 금리가 안정될 것이고 앞으로도 금리가 더 떨어질 것이라는 예측, 경기 고려해서, 그런 것들이 많아지고 그로 인해 집값 바닥 쳤으니까 대출받자는, 집값에 대한 인식이 아무래도 바탕에 깔려 있고, 거기에 추가해서 50년 만기 대출 같은 것들을 통해 DSR 규제를 약간 회피하는 영향을 받은 것들이 복합적으로 작용해서 두 달 째 늘어났다고 생각

집값이 대출이 늘어나고 집값이 안정된 것이 금융안정에는 큰 공과를 했기 때문에 작년 말에 비해 안정을 가져왔지만 저희가 생각했던 것 보다 가계대출이 늘어났기 때문에 그간 해왔던 규제완화 정책을 조금 더 양을 보면서 조절해나가는 것이 먼저고, 그것도 해서 안 될 것인지, 거시정책은 다음에 생각해야 함. 그래서 미시적 대응은 한국은행보다는 금융위, 금감원에서 할 것. 거기에 대한 공감대가 있음

**15. 연말 내 금리 인상 의견 있었나? 경기보다는 금융안정에 관심 뒀냐 한다고 언급했는데 금융안정이 금융시장의 안정인지 가계부채 증가, 금융불균형 문제를 의미하는 것인지?**

→ 금통위원들이 3.75%까지 열어놔야 한다고 할 때 어느 정도 올릴까에 대해서 생각하는지는 위원들 간 의견 다양. 누가 연말까지 확실히 올려야 한다는 말씀은 안 하셨지만 중장기적으로 가계부채 움직임, 외환시장 변동 가능성을 어떻게 보느냐에 위원님 개별적으로 올리는 옵션이 어느 정도 사용될 것인지, 또 어느 정도 심각하게



이것을 고려해야 하는지는 개인별로 차이가 있기 때문에 일률적으로 말씀 드리기 어려움

경기보다 금융안정이라고 말씀드린 것은 경기가 중요하지 않다는 것이 아니라 한국은행은 맨데이트는 물가와 금융안정이므로 우선적으로 그것을 더 본다'는 것. 경제에 대한 사건은 말씀드릴. 맨데이트가 물가와 금융안정이라는 말씀을 먼저 드리고, 금융안정은 단기적인 금융시장의 비금융기관의 불안을 포함할 수도 있고 장기적으로 가계부채 등 장기적인 금융안정의 구조적인 변화도 포함할 수 있음. 현재 상황으로는 몇 달 전에 비해 일부 비금융기관의 유동성 문제라든지 시장상황은 많이 개선된 상황으로 보고 있음. 다만 예상하지 못했던 것은 가계부채가 생각했던 것 보다 지난 두 달 많았기 때문에 그 점을 더 보고 있다는 말씀 드림

**16. 제임스 블러드 前 세인트루이스 연은 총재, 연준이 기준금리를 6%까지 인상할 필요 발언. 연준이 두 번 정도 더 인상한다면 한국은행도 추가 인상 필요한가?**

→ 연준도 저희와 마찬가지로 개별 위원들마다 생각이 다 다름. 올려야 한다는 의견, 동결해야 한다는 의견도 있음. 한 분의 견해가 대표를 반영한다고 보지 않음. 한 번쯤 올리고 어떻게 할지 보자는 기대는 제가 보는 것이 아닌 시장의 가격에 반영된 기대를 보면 시장이 예상하고 있다는 것을 인용한 것

**18. GDP대비 부채 비율 낮추는 것 중요하다고 언급. 자산가격 버블을 제거하거나 그 과정에서 금융시장 충격을 받는 과정 없이 GDP 대비 가계대출 비중을 낮춘 사례가 있나? 총재의 로드맵은?**

→ 디레버리징을 경착륙 없이 한 국가가 있나? 결론적으로 말씀 드리면 디레버리징 자체를 얘기하면 위기를 겪지 않고 디레버리징 한 경우는 굉장히 드뭄. 다만 그 때 대부분은 가계부채보다는 기업부채거나 정부부채인 경우가 많았음. 기업부채는 구조조정을 통해 탕감시켜주고 기업부채를 인수시키고 주식으로 바꾸는 등 여러 방법 있어서 구조조정 통해 많은 양을 한꺼번에 줄일 수 있음. 경제 위기가 발생하면 공권력에 의해 구조조정이 빨리 이뤄지기 때문에 국가 전체의 디레버리징, 특히 기업의 디레버리징은 위기라는 시간이 굉장히 디레버리징에 좋은 기간으로 사용돼 옴. 그러나 그 기간에서도 가계부채가 대폭적으로 줄어든 경우는 보기 힘들. 가계부채는 개인들이 갖고 있기 때문에 대규모 조정이 어려움. 어떻게 해결하는 것이 가장 좋냐면, 가계부채가 총량적으로 너무 빠른 속도로 늘어나지 않도록 하면서 경제성장을 통해 GDP 대비 떨어지게 만드는 것이 가장 좋은 방법. 그렇게 할 수 있느냐는 정책 의지와 잠재성장률에 달려있음. 점진적으로 낮추는 것이 가장 좋은 방법. 다른 좋은 사례가 없기 때문에 만들어 봐야 할 것

**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 우혜영).  
 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.  
 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.  
 \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
 \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.  
 \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.