



통화정책의 파급 경로 관점에서 본 SVB 사태

- 실리콘밸리은행 (SVB)이 뱅크런으로. SVB의 실패 과정과 배경, 그리고 금융시장에 미치는 함의는 [‘3/13, SVB의 핵심은 은행 위기가 아닌 금리 리스크와 장부가 평가’](#)에서 상세히 다뤘다. 이번 칫 자료에서는 통화정책 관점에서 SVB 실패의 영향을 살펴보자.
- #1. 통화정책의 기본적인 파급 경로는 ‘기준금리 인상 → 현재 및 기대 단기금리 상승 → 금융환경 긴축 → 가계의 소비와 기업의 투자 감소 → 인플레이션 안정’이다. SVB 사태는 이러한 통화정책의 파급 효과가 시차를 두고 경제 곳곳에 나타나고 있다는 신호다. 소프트웨어 기대가 컸던 상황에서 미국 경제의 위험을 나타내는 뚜렷한 신호가 나타났기 때문에 과도한 긴축 (50bp 인상, 6% 기준금리) 리스크는 낮아졌다.
- #2. 그렇지만 연준이 SVB 실패를 계기로 갑자기 완화적으로 변할 가능성은 낮다. 3월 25bp 인상 및 최종 기준금리 5.25% 전망을 유지한다. 당국이 SVB 예금 전액 보호 및 은행기간펀딩프로그램 (BTFF) 설정 등 신속하고 강력한 대응으로 시스템 리스크를 낮춤으로써 연준의 긴축 여력도 확보됐기 때문이다. 특히 물가 안정을 위한 정책과 금융 안정을 위한 정책은 구분할 가능성이 높다. 예를 들면 BoE도 작년 국내 시장에서 유동성 문제가 발생했을 때 일시적으로 특정 만기의 채권을 매입했지만 그 후 금리 인상과 QT는 지속했다. 다만 앞으로 인상 리스크가 (성장과 물가 측면에서) 양면적으로 조심스러운 긴축 기조가 예상된다.
- #3. 연준의 긴축 강도가 표면적으로 약해지더라도, 긴축의 효과는 배가될 것이다. 시중은행의 행태에 변화가 예상되기 때문이다. 연준의 BTFF는 예금 기관이 국채/MBS 등 적격 담보를 제공하고 OIS 1y + 10bp의 금리로 자금을 조달할 수 있는 창구다. 담보를 액면가로 인정해주므로 유동성이 시급한 상황에서는 든든한 장치이다. 하지만 예금 금리 대비 비용이 크며, 낙인 효과는 미래 조달비용 증가 등으로 이어져 수익성을 저하시킬 위험이 크다. 따라서 은행은 기본적으로 예금을 확보하는 동시에 유동성을 넉넉히 확보하는 전략을 구사할 가능성이 높다. 은행이 금리 인상 등을 통해 예금 확보에 나서면, 가계가 소비보다 저축을 더 늘리는 효과를 가져온다. 또한 은행은 중기적으로는 뱅크런을 유발할 수 있는 자산 (대출 등)의 건전성에도 더욱 신경 쓸 것이다. 이는 은행의 대출태도가 더욱 타이트해지고 향후 신용창출을 저하시키는 요인으로 작용한다는 의미다. 따라서 기준금리 인상 폭의 조절이 곧 긴축 강도의 저하를 의미하지는 않는다는 점을 분명히 해야 할 것이다.

Chart of the Week: 미국 최종금리 전망 및 남은 개월 수 모두 낮아졌으나,

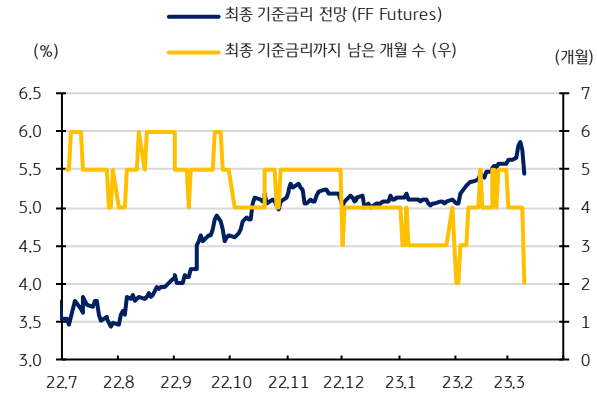
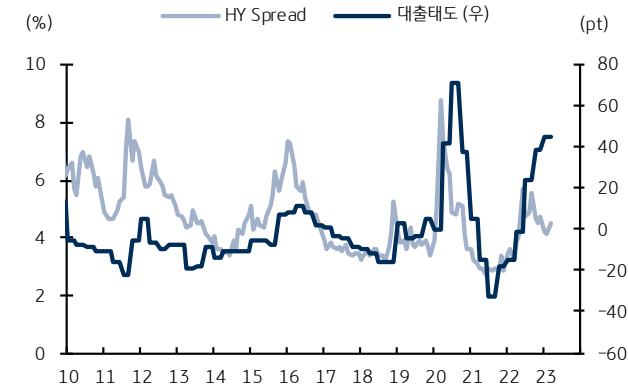


Chart of the Week: 은행의 대출태도는 더욱 긴축적으로 변화할 가능성



자료: Bloomberg, KB증권

주: 대출태도는 상승할수록 전기대비 까다롭게 대출을 실행하는 은행이 증가했다는 의미

글로벌 ①

주요국 기준금리 현황과 시장의 단기금리 기대.

기준일 3 월 10 일	기준금리				시장의 단기금리 기대 (%)				1 주간 변화 (bp)			1 개월간 변화 (bp)		
	현재 (%)	최근 변경	Δbp	차기 회의	현재	1Y	2Y	3Y	1Y	2Y	3Y	1Y	2Y	3Y
DM	3.05				2.83	3.13	2.65	2.49	-37	-25	-21	-12	9	0
EM	6.71				6.72	6.28	5.48	5.65	-28	-38	-28	13	20	24
미국	4.75	2023-02-01	+25	2023-03-22	4.55	4.74	3.48	3.15	-47	-38	-31	-4	22	14
유로존	2.50	2023-02-02	+50	2023-03-16	2.40	3.22	3.02	2.74	-72	-25	-20	-70	-13	-28
영국	4.00	2023-02-02	+50	2023-03-23	3.93	4.58	3.99	3.66	-14	-14	-14	46	58	31
일본	-0.10	2016-02-16	-10	2023-04-28	-0.03	0.06	0.26	0.39	1	-1	0	-5	-4	-6
캐나다	4.50	2023-01-25	+25	2023-04-12	4.50	4.21	3.09	2.52	-27	-42	-39	12	13	8
호주	3.60	2023-03-08	+25	2023-04-04	3.57	3.64	3.25	3.20	-73	-39	-40	-52	-18	-40
뉴질랜드	4.75	2023-02-23	+50	2023-05-24	4.75	5.62	4.36	4.10	32	-38	-12	82	41	56
한국	3.50	2023-01-13	+25	2023-04-13	3.61	3.81	3.27	3.21	-8	-17	-10	29	28	29
중국	3.65	2022-08-22	-5	2023-03-20	2.10	2.41	2.70	2.92	-20	-25	-25	20	17	13

자료: Bloomberg, REFINITIV, KB증권

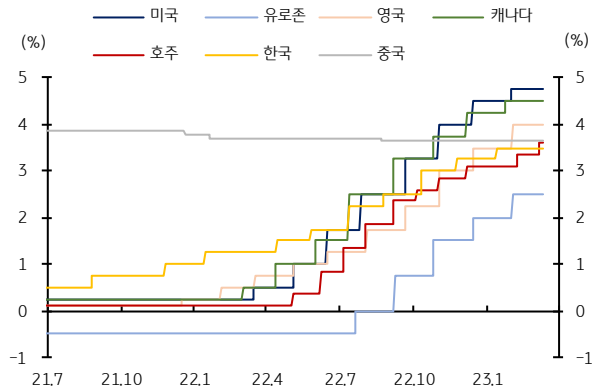
주1: DM = 미국 30%, 유로존 20%, 일본 20%, 중국 10%, 영국, 캐나다, 호주, 한국 각 5% 가중 평균, EM = 중국, 말레이시아, 태국 (ASIA), 멕시코, 브라질 (LATAM), 폴란드, 체코, 남아공 (EMEA) 동일 가중 평균. 해당 비중은 Bloomberg Global Agg Treasuries Index와 JPM GBI EMGD Index 비중의 근사값

주2: 시장의 단기금리 기대는 OIS 혹은 IRS 선도금리에서 도출. 단기금리는 각 국가 (통화)별 스왑의 기초자산을 의미 (미국 USD SOFR, 유로존 EUR ESTR, 영국 GBP SONIA 등)

주3: 중국 기준금리는 LPR 1Y, 실효 금리는 DR007

글로벌 ②

[금리] 주요국 기준금리 추이

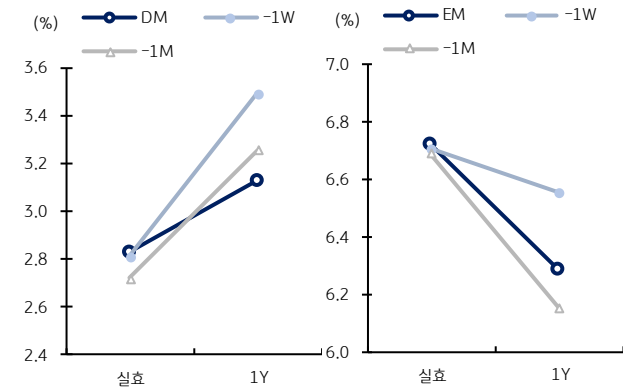


[금리] DM 및 EM 기준금리 추이



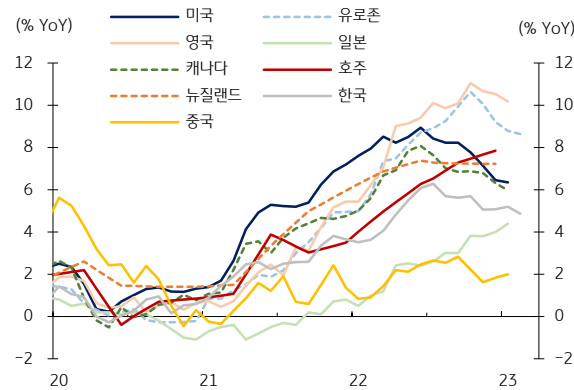
주: 국가 기준은 앞 페이지 각주와 동일

[금리] DM 및 EM 단기금리와 시장의 기대



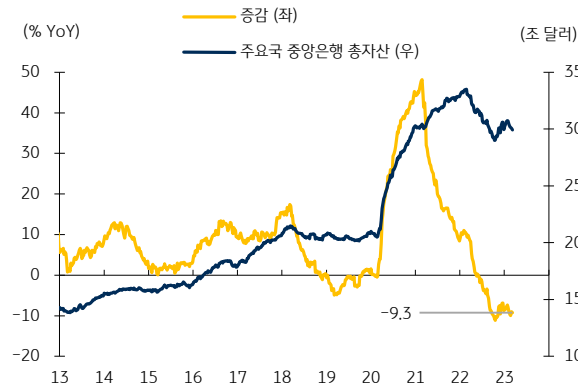
주: x축의 실효는 각 국가별 현재 단기금리의 평균, 1Y는 1년 후 시장의 단기금리 기대치

[물가] 주요국 소비자물가 상승률



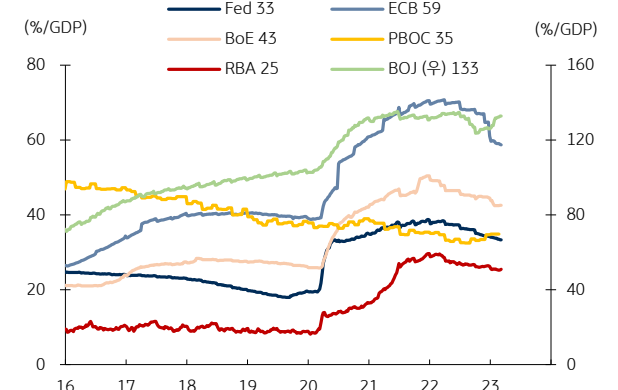
자료: 각국 중앙은행, Bloomberg, REFINITIV, KB증권

[B/S] 주요국 중앙은행 총자산 증가율



주: 오른쪽 그림의 6개 국가 기준. 환율 변동에 따라 미국 외 중앙은행의 자산 규모가 변동

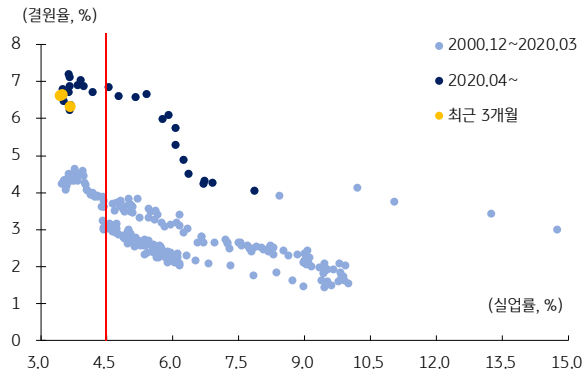
[B/S] 주요국 중앙은행 총자산 비율 (GDP 대비)



미국 - 고용 & 물가

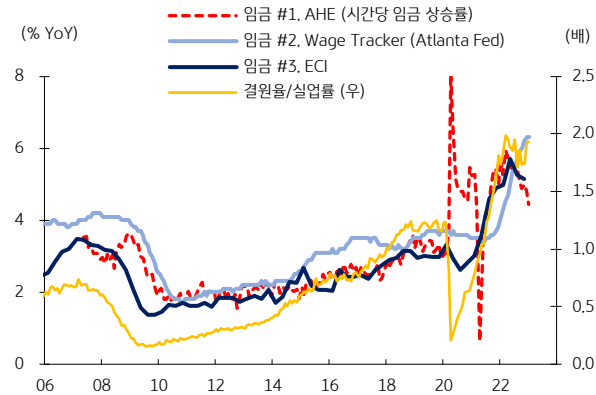
[고용] 베버리지 곡선

: 공급 (실업률) 대비 수요 (결원율) 우위



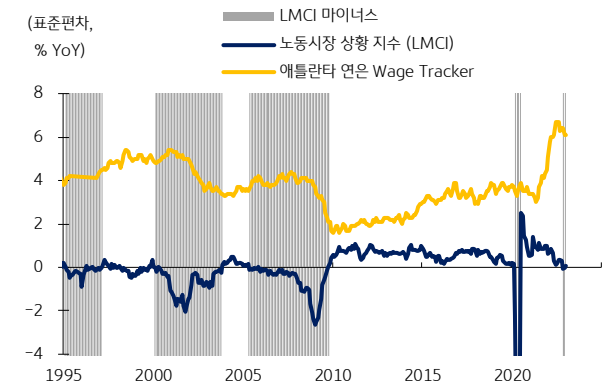
[고용] 결원율/실업률과 임금 상승률

: 노동시장 악화돼야 임금 상승률도 안정



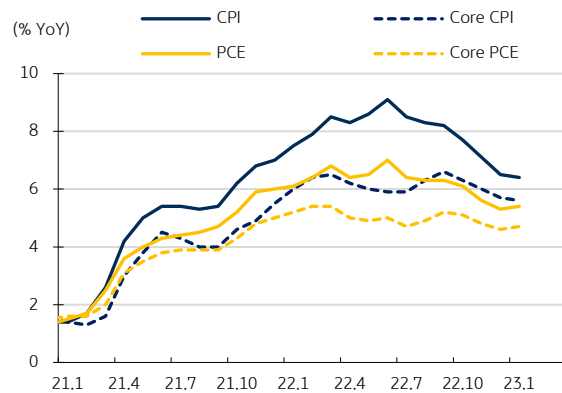
[고용] 노동시장 환경 지수 (LMCI)

: 실업률과 임금 상승률에 1년 선행

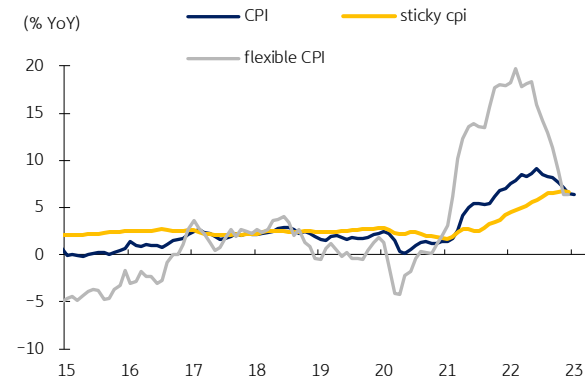


주: LMCI는 '2/6, 중앙은행 첫식, 고용지표 혼돈 속 길라잡이' 참고

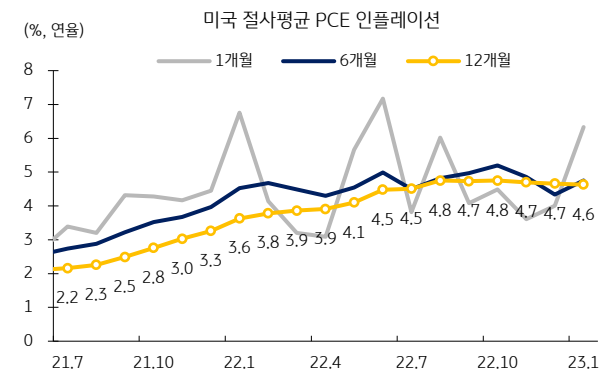
[물가] (근원) CPI, PCE 가격 상승률



[물가] 끈끈한 (sticky) 항목의 소비자물가 상승률



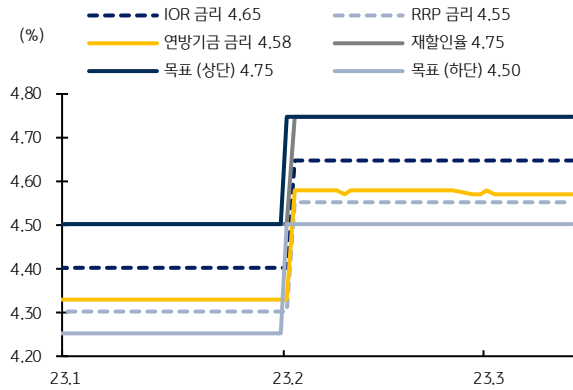
[물가] 절사평균 PCE



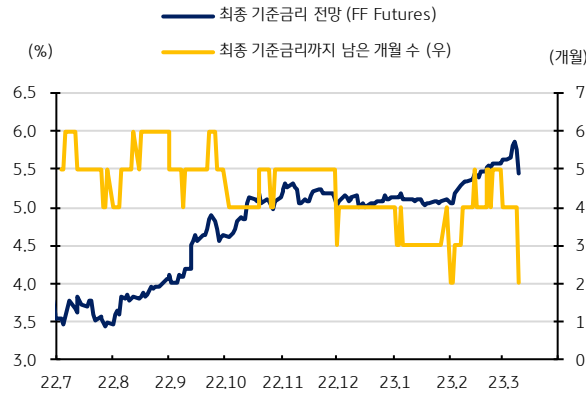
자료: REFINITIV, Dallas Fed, Kansas City Fed, Atlanta Fed, KB증권

미국 - 기준금리

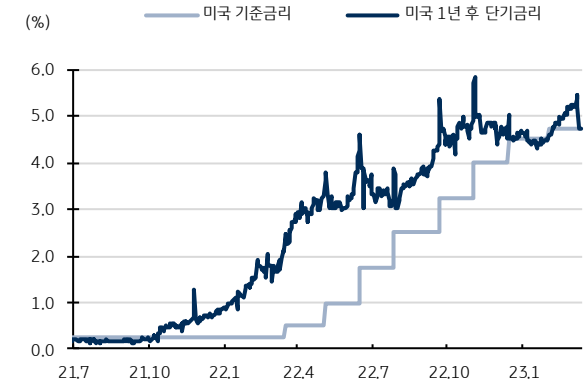
[금리] 주요 정책금리 및 단기금리



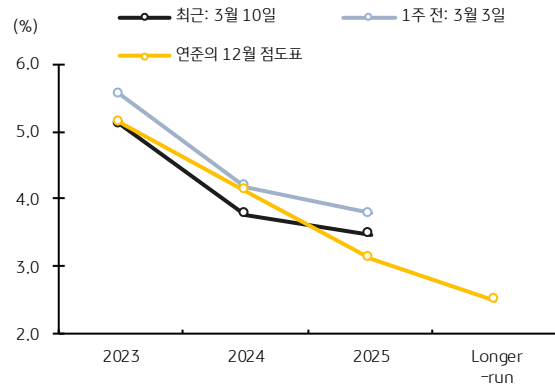
[금리] 시장의 최종 기준금리 전망



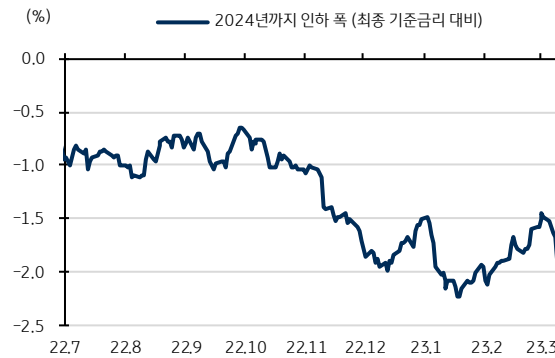
[금리] 시장의 1년 후 단기금리 (SOFR) 기대



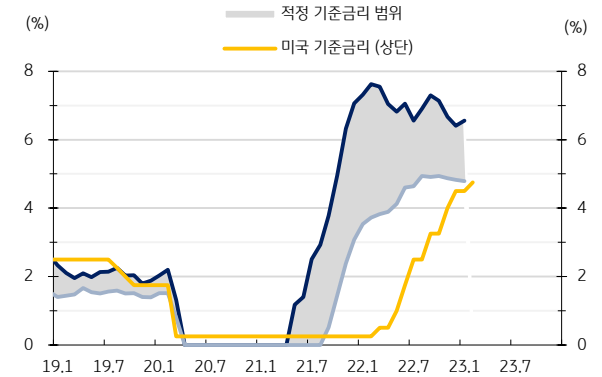
[금리] 시장과 연준 점도표의 기준금리 전망



[금리] 시장의 최종 기준금리 도달 후 2024년 말까지 인하 폭



[금리] 변형된 테일러 준칙 下 적정 기준금리 범위

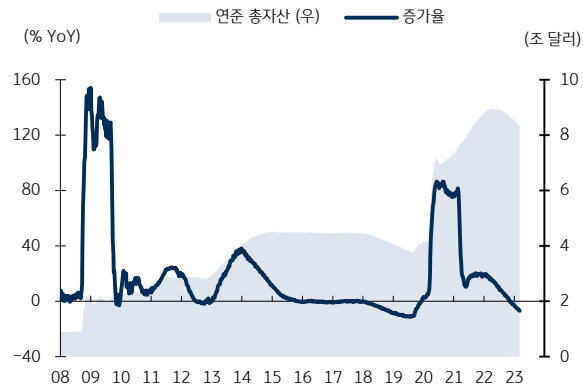


자료: Bloomberg, REFINITIV, KB증권

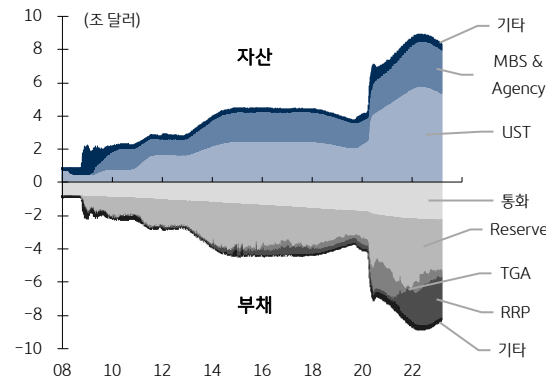
주: '11/21, 볼라드의 적정 기준금리 (5%~7%) 뜯어보기' 참고

미국 - B/S

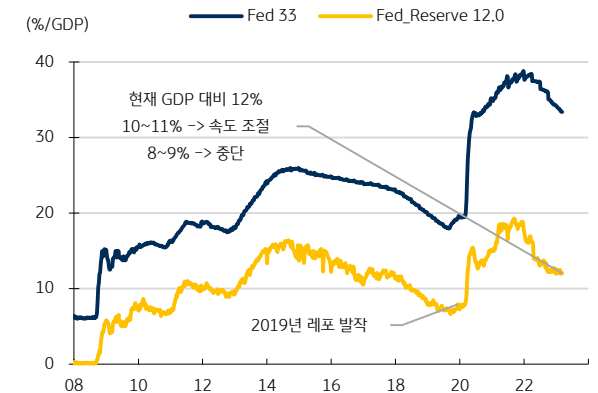
[B/S] 총자산과 연간 증가율



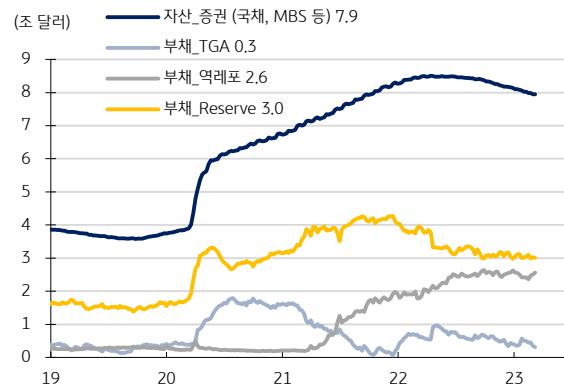
[B/S] 연준 자산/부채 추이



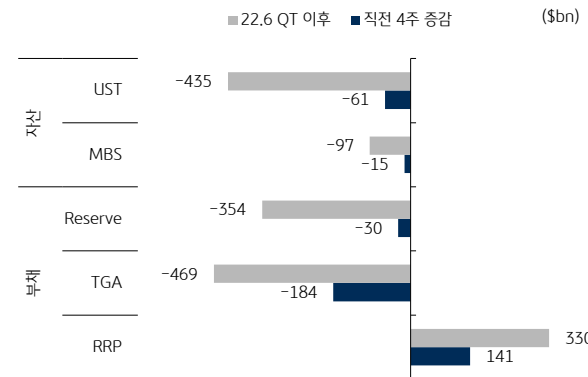
[B/S] GDP 대비 총자산 및 지급준비금



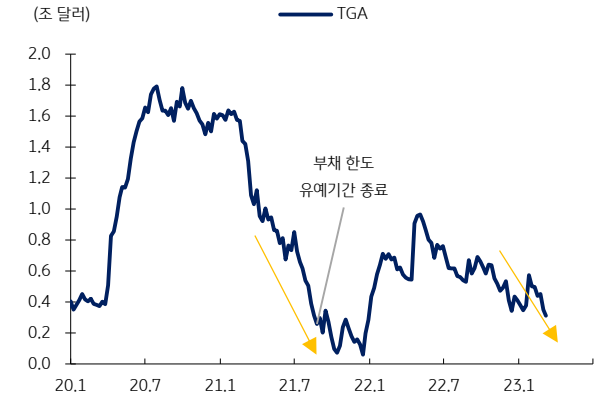
[B/S] 주요 자산/부채 계정 추이



[B/S] 주요 자산/부채 계정 증감



[B/S] 재무부 일반 계정 (TGA) 추이 및 예상 경로



자료: REFINITIV, KB증권

주: B/S의 기준일은 직전 수요일 기준

미국 – FOMC

성명서, 기자회견, 의사록 등

[의회 증언 (3/8~9)]

- 추가적인 데이터가 전체적으로 추가 긴축을 요한다면, 인상 폭을 높일 준비

[2월 FOMC 의사록 (2/22)]

- 대부분은 25bp 인상이 위험 관리 측면에서 적절하다고 판단. 소수 (few)는 50bp 인상을 선호
- 다수의 위원들은 충분히 긴축적이지 않을 경우 인플레이션 압력 완화 추세가 중단될 수 있다고 평가
- 다수의 위원들은 금융환경이 완화적으로 변했고, 몇몇은 더 긴축적인 스탠스가 필요하다고 평가

[2월 FOMC (2/1)]

- [기준금리] 4.50~4.75%로 25bp 인상 (만장일치). **2월 25bp로 속도 조절**
- 파월 기자회견 발언은 긴축 기조를 유지하되, 최근 지표에 맞게 톤을 조절. 시장은 완화적 발언에 집중
- 긴축 코멘트: 1) 지속적인 (ongoing) 인상, 2) 아직 충분히 긴축적 (sufficiently restrictive)이지 않음,
3) 인플레이션 하향에 대한 상당한 추가 증거 필요, 4) **주거 제외 근원 서비스 아직 디스인플레이션 아님**
- 완화 코멘트: 1) 금융환경 (financial condition) 크게 변하지 않음, 2) wage-price spiral 신호 없음,
3) 인플레이션이 예상보다 빠르게 낮아지면 정책 결정에 영향, 4) 디스인플레이션 과정이 시작

[12월 FOMC 의사록 (1/5)]

- 어떠한 위원도 **2023년 인하를 전망하지 않음**. 많은 (a number of) 위원들은 인상 폭 조절이 ‘물가안정 목표 의지 약화 or 인플레이션이 이미 하락세에 접어들었다는 판단’으로 해석되지 않도록 의사소통하는 것이 중요함을 강조.
- 10, 11월 인플레이션 하락 환영했지만, **확신하기 위해 상당한 추가 증거들이 필요**하다는 점에 동의

[12월 FOMC (12/15)]

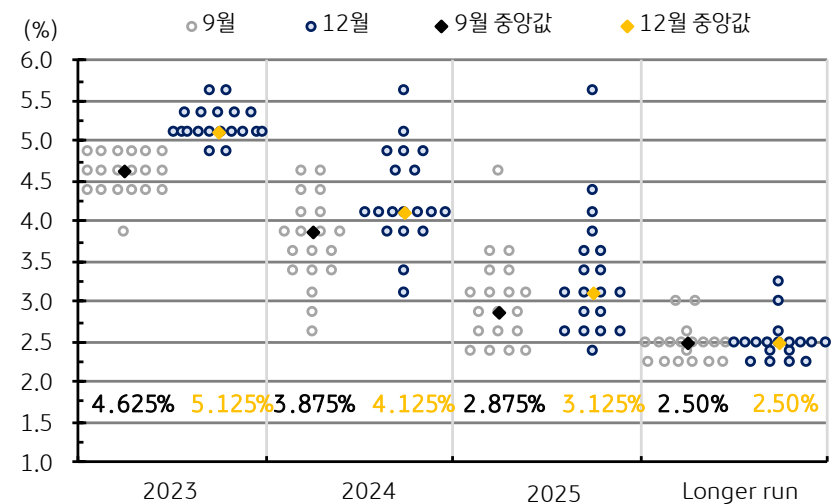
- [기준금리] 4.25~4.50%로 50bp 인상 (만장일치)
- 그간의 긴축과 통화정책 효과의 시차 등을 고려해 인상 폭을 **50bp로 속도 조절**
- 주거 제외 서비스 인플레이션 낮아지는데 상당한 시간 소요되므로 기준금리 고점 상향

[8월 25일, 잭슨홀 연설]

- “7월 중립 수준까지 인상... **중단은 아님 (not a place to stop)**. 긴축 일정 기간 (for some time) 유지”
- “**성급한 정책 완화 (prematurely loosening policy)를 강력히 경계**. 목표 달성 전까지 긴축 유지 (keep at it)”

12월 SEP: 경제지표 전망과 점도표

(%)	2022	2023	2024	2025	Longer run
실질 GDP 성장률	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8
9 월 전망	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
실업률	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0
9 월 전망	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
PCE 인플레이션	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0
9 월 전망	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
Core PCE 인플레이션	4.8	3.5	2.5	2.1	
9 월 전망	4.5	3.1	2.3	2.1	




미국 – Dove & Hawk




연준 위원 성향 분포


	Dove	Dovish	Neutral	Hawkish	Hawk	판단 보류
이사회				파월, 보우만	월러	바, 쿡, 제퍼슨
연은 – 투표권 2023			월리엄스 (5.25%) 하커 (5.1%)	로건	카시카리 (5.4%)	쿨스비
연은 – 투표권 2024		보스틱 (5.1%)	바킨 데일리 (5.1%)		메스터 (5.4%)	
연은 – 투표권 2025			콜린스 (5.1%)		블라드 (5.4%)	듀버트 (임시 대행)

자료: Fed, KB증권, 주1: 투표권 = 이사 7인 + 뉴욕 연은 총재 + 지역 연은 총재 4인 / 주2: 괄호 안 수치는 최근 최종 기준금리 전망치, 괄호 안 이름은 2023년 임기 만료 후 후임 총재 / 주3: 지역 연은 총재는 가까운 년도의 투표권에만 표시 (ex. 월리엄스 뉴욕 연은 총재는 매년 투표하나 2023년에만 표기)


연준 위원 주요 발언 원문

성향	위원 (직함/지역)	주요 발언	의미 (포워드 가이드런스, 중립금리 등)
이사회			
	 파월 (의장)	<p>(3/8)</p> <p>(2/7) “<i>long way to go</i>... process going to be bumpy, need <i>further rate increases</i>... not reached sufficiently restrictive level”</p> <p>“wage increases have come down to a level that’s closer to sustainable... not seeing disinflation in services sector”</p> <p>“a <i>couple of years</i> before Fed nears end of B/S decline”</p> <p>(11/30) “...with uncertain lags... full effects are yet to be felt... <i>time to moderate pace</i> of rate hikes may come as soon as Dec meeting”</p> <p>“wages make up the largest cost in delivering these services, the <i>labor market holds the key</i> to understanding inflation”</p> <p>(9/8) “need to act forthrightly, strongly on inflation... history <i>cautions against prematurely loosening policy</i>”</p> <p>(6/22~23) “<i>longer-run neutral</i> level is around <i>2.5%</i>... would <i>not raise inflation target</i>”</p> <p>“end point for B/S... 2.5 to 3tn smaller than it is now... effects will be marginal”</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 성급한 정책 완화 경계. 지속적인 (ongoing) 인상 - (중립금리) 2.5% 수준 - (QT) 영향은 금리 인상 대비 제한적. 종료까지 약 2년 - 연준의 이종책무는 유지
	 보우만 (이사)	<p>(2/17~18) “cost and risk of <i>continuing to raise the FF rate</i> is necessary... raise rates until we reach a sufficiently restrictive level”</p> <p>(6/23) “doesn’t make sense to have nominal fed funds rate below near-term inflation expectations”</p>	<ul style="list-style-type: none"> - (기준금리) 인상 후 일정 기간 기준금리 동결
	 월러 (이사)	<p>(3/3) “any fear that we might face two-sided risk in achieving dual mandate was blown away by January jobs numbers”</p> <p>“may need to raise rates beyond Dec’s central tendency view of 5.1–5.4% if incoming job and inflation data does not pull back”</p> <p>(2/8) “rates may stay <i>higher for longer</i> than some are currently expecting”</p> <p>(1/20) “favor a <i>25bp</i> rate hike... <i>not cut rates</i> by year-end... by early Dec, policy stance was <i>slightly restrictive</i>”</p> <p>“<i>need six months of data to pause</i>... if loosening financial conditions means inflation takes off again... require to <i>do a lot more</i>”</p> <p>“expectation for rate cuts this year is driven by optimism inflation will melt away... Fed <i>doesn’t expect inflation to melt away</i>”</p> <p>“biggest effect from B/S runoff was with the <i>announcement</i>, already priced in to market”</p> <p>“<i>start slowing B/S runoff when reserves are 10% or 11% of GDP</i>... when <i>reserves are 8% or 9% things were fine</i>”</p> <p>“no problem <i>continuing B/S runoff even after stop raising rates</i>”</p> <p>(11/16) “achieving dual mandate is <i>still a one-sided campaign</i>... policy is <i>barely in restrictive</i> territory”</p> <p>(11/13) “was always going to be a communications challenge to signal slowdown in the pace of hikes, Fed <i>is not softening</i>”</p> <p>(10/6) “not slowing or halting due to <i>financial stability concerns</i>”</p> <p>(9/9) “if <i>unemployment stays under 5% can be really aggressive</i> on inflation... <i>\$1tn of B/S runoff</i> is about <i>25bp</i> worth of rate <i>hike</i>”</p> <p>(7/14) “neutral is <i>2-2.25%</i>... causes of inflation don’t affect approach to policy”</p> <p>(7/7) “need to see <i>core PCE inflation coming down to 2.5% to 3%</i> before feeling comfortable on reducing interest rate hikes”</p>	<ul style="list-style-type: none"> - (기준금리) 추가 25bp 인상은 지속. 기존 예상보다 higher for longer - 실업률 5% 이하로 유지되면 정말로 강력한 인플레이션 대응 가능 - 인하는 근원 PCE 인플레이션이 2.5~3.0%으로 안정될 때 - (중립금리) 약 2~2.25% - (QT) 50bp 인상 효과. \$1tn 당 25bp 인상 효과 B/S 적정 규모는 GDP 대비 8~9%. 10~11%부터 속도 조절
	 쿡 (이사)	<p>(2/8) “inflation can be contained without a large increase in unemployment... appropriate now to move in <i>smaller steps</i>”</p> <p>(1/6) “inflation far too high and of great concern despite recent encouraging signs”</p> <p>(11/30) “prudent to hike in <i>smaller steps</i>... mindful past fed rate hikes still working through economy”</p> <p>(10/14) “core inflation has been surprisingly strong... need ongoing rate hikes... don’t want stop and go policy”</p> <p>(10/6) “need to keep restrictive policy... fully supported the front-loading... at some point appropriate to slow pace”</p>	<ul style="list-style-type: none"> - (기준금리) 25bp 인상 선호
	제퍼슨, 바 (이사)	<p>(2/28) 제퍼슨 “commitment is to sustain a <i>firmer posture</i>”</p> <p>(2/24) 제퍼슨 “non-housing core services inflation depends on whether labor demand moves into better balance with labor supply”</p> <p>(12/1) 바 “may shift to slower pace at next meeting... current policy is restrictive... not thinking about loosening”</p>	N/A

		(11/15) 바 "more hikes will be needed... paying attention to <u>liquidity issues in treasury markets</u> "	
지역 연은 총재 (투표권 O)			
	윌리엄스 (뉴욕)	<p>(2/23) "although <u>goods prices</u> have come down in last several months, there are signs this <u>may not go as quickly as hoped</u>"</p> <p>(2/14) "year-end FF rate of between <u>5.00% and 5.50%</u>... possible that <u>cuts in 2024, 2025 to reflect lower inflation</u>"</p> <p>"expects <u>core PCE inflation to hit 3%</u> this year"</p> <p>(2/8) "still have work to do on rates... 25bp hikes give Fed <u>flexibility... peak rate of 5%-5.25%</u> is still a reasonable view"</p> <p>"tend to think in terms of <u>real interest rates</u>... future <u>rate cuts more about adjusting to lower inflation</u>"</p> <p>(1/19) "bringing inflation down is likely to require <u>below-trend growth and some softening of labor market</u>"</p> <p>"base case is that <u>neutral rate stays low</u> going forward... <u>end of China lockdowns</u> could tick global inflation higher"</p> <p>(12/16) "possible Fed will hike <u>more than FOMC terminal rate forecast... doesn't see need for funds rate over 6%</u>"</p> <p>(12/1) "doesn't believe there is a wage price spiral happening... fiscal stance not a big factor right now in driving inflation"</p> <p>(11/28) "could <u>lower rates in 2024</u>... doesn't want to change 2% inflation target"</p> <p>(11/16) "using monetary policy to mitigate financial stability vulnerabilities can lead to unfavorable outcomes for the economy"</p> <p>(10/7) "shrinking B/S at a significant pace... <u>long term interest rates are still historically low</u>"</p> <p>(6/25) "longer-run neutral rate still quite low, <u>nominal neutral rate is higher</u>"</p> <p>(5/16) "need to get <u>real interest rates back to zero</u>... right now <u>not focused on possible sale of MBS</u>"</p> <p>(5/10) "de-globalization will reduce neutral rate of interest in long run... real interest rate is 0-0.5% with 2% to 2.5% inflation"</p> <p><u>"if inflation is higher, an interest rate that adjusts for higher inflation is needed"</u></p> <p>(4/14) "will contemplate <u>whether we need MBS sales...</u> ...baseline assumption is neutral rate is <u>still in low 2-2.5% range.</u>"</p>	<ul style="list-style-type: none"> - (기준금리) 최종 5%~5.50%. 2024 년 인하 가능 - 인플레이션 잡기 위해 잠재 이차 성장률과 노동시장 둔화가 필요 - (종립금리) 2~2.5%, 실질은 낮지만, 명목은 높음. 앞으로 낮게 유지 - (QT) 향후 MBS 매각 여부 검토
	골스비 (시카고)	(3/1) "a mistake to rely too heavily on market reactions for guidance on monetary policy path... needs <u>on-the-ground data</u> "	
	로건 (댈러스)	<p>(2/14) "prepared to keep raising rates for <u>longer than anticipated</u>... expect to continue reducing B/S for quite some time"</p> <p>(1/18) "supports <u>slowing</u> rate hike pace further... need to be <u>flexible... not helpful to lock in peak rate or precise rate path</u>"</p> <p>"if slower hike pace <u>eases financial conditions</u>, can <u>offset that by gradually raising rates to a higher level than previously expected</u>"</p> <p>"have room to <u>continue reducing B/S</u> for quite some time... B/S reductions are in background and <u>separate from interest-rate tool</u>"</p> <p>(11/10) "CPI data is a welcome relief, but <u>still a long way to go...</u>"</p> <p>"appropriate to <u>slow the pace</u>... a slower pace should not be taken to represent easier policy related to the incoming data"</p> <p>"should adjust <u>other elements of policy</u> to deliver appropriately tight conditions even as the pace slows"</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 속도 조절 강조. 다만 금융환경 완화 시 기존 예상보다 더 높이 꾸준히 인상 - B/S 축소 여력은 충분. 금리 정책도구와 별개
	하커 (필라델피아)	<p>(2/14) "at some point this year... <u>rate will be restrictive enough</u> to hold rates in place... forecast core inflation around 3.5% this year"</p> <p>(2/10) "get above 5% and then pause... 25bp hikes allow Fed to manage risks... unlikely to cut this year... able to ease rates in 2024"</p> <p>(1/18) "support 25bp hikes... few more times this year... get funds rate <u>north of 5%</u>"</p> <p>"need not be set at very restrictive levels... <u>core inflation should ease to 3.5%</u> this year"</p> <p>(11/17) "need to <u>balance</u> minimizing job losses while getting inflation under control... will <u>remove about \$2.5tn from the B/S</u>"</p> <p>(11/10) "can <u>slow rate hike</u> pace in coming months... at some point <u>next year, hold</u> at restrictive stance... <u>north of four-ish</u>"</p> <p>(9/27) "shortage of homes is a major driver of the far-too-high inflation"</p> <p>(8/25~26) "restrictive is clearly above 3%... medium to <u>long-term neural rate</u> is somewhere around <u>2.5%</u>"</p>	<ul style="list-style-type: none"> - (기준금리) 올해 몇 번 추가 인상. 최종 5.1% - (종립금리) 종장기 종립금리 약 2.5%, 다만 긴축 영역은 분명 3% 이상 - (QT) B/S 약 2.5 조 달러 축소


 <p>카시카리 (미네아폴리스)</p>	<p>(3/1) “wage growth is now too high... at next meeting, open minded on 25bp vs 50bp... much more important is <i>March dot plot</i>” “lean toward continuing to <i>push up policy path vs Dec view (5.4%)</i> ... risk of underdoing it is a much bigger risk than overtightening” (2/9) “most of my colleagues expect rates to go above 5%... certainly possible it will <i>go higher</i>” (2/7) “not lowering my rate path, still around <i>5.4%</i>... services side still very robust... <i>12 month PCE inflation</i> is our ultimate goal (1/4) “continue interest rate hikes <i>at least at the next few meetings</i> until confident inflation has peaked... hold at <i>5.4%</i>” “any sign of slow progress on lowering inflation will require taking <i>policy rate potentially much higher</i>” (11/17) “inflation is from demand, and constrained supply... not wage-driving inflation... there is a lot of tightening in the pipeline” “once we are certain that <i>inflation has stopped climbing, we can stop rate hikes</i>” (11/9) “<i>wages are trying to catch up to inflation</i>, not driving it... any talk of pivot is entirely premature” (10/6) “will see cracks in financial markets, but <i>bar to change in policy is very high</i>” (9/27) “policy stance is <i>tight now</i>... will <i>not repeat past mistake of cutting rates</i> once economy weakens” (8/23) “right now there is <i>no tradeoff</i> between employment and inflation mandates” (8/18) “forward guidance on B/S helped push long-term yields up rapidly earlier this year... real yield curve has not inverted” (8/10) “<i>far far far away</i> from declaring victory on inflation... the risk of recession would not deter me from doing what's needed... idea of <i>rate-cutting early next year is not realistic</i>” (6/17) “will be able to <i>relax policy somewhat in 2024</i>” (5/19) “some evidence we are <i>in a longer-term high inflation regime</i>... may need to be more aggressive” (5/17) “<i>easy to be a hawk</i> because inflation is out of whack, and labor market is strong”</p>	<ul style="list-style-type: none"> - (기준금리) 최종 5.4% 이상. 궁극적 목표는 12 개월 PCE 인플레이션 - 인플레이션 목표로 회귀한다는 확신이 드는 경우에만 인하 고려 가능 - 장기적인 고물가 국면에 진입한 정황이 일부 확인. 매파 되기 쉬운 환경
--	--	---

지역 연은 총재 (대체 투표권)

 <p>메스터 (클리블랜드)</p>	<p>(2/24) “financial market alignment with fed much closer than before... going to have to do a <i>little more on rate hikes</i>” “<i>my dot is where I was in Dec</i>... my funds rate was above the median in Dec” “with labor market strong, <i>costs of undershooting or prematurely easing still outweigh</i> costs of overshooting” “focus on 25bp vs 50bp misses bigger picture... needs to keep at rate hikes” “economy does end up in <i>recession in most disinflations</i>” (2/16) “saw a <i>compelling case for 50bp hike at last meeting</i>... will move forward on B/S reduction effort” (1/18) “little bit <i>above the 5%~5.25%</i>” (11/21) “<i>slow down a bit</i> the pace of rate hike... need to get into restrictive territory, right now we are <i>just barely there</i>” (11/10) “main risk on inflation is that Fed doesn't hike rate enough” (10/11) “Fed's hikes <i>not aggressive relative to where inflation stands</i>” (10/6) “B/S runoff = 50bp of tightening... <i>selling some MBS</i> would be a good thing... will not be cutting rates next year <i>at all</i>” (9/29) “still <i>not even in restrictive</i> territory” (9/26) “may be right <i>below restrictive level</i>... not at neutral yet and need to get above that” “<i>no active discussion now of possible sale of MBS</i>, but hope to have a discussion about it” (9/7) “should contemplate <i>selling MBS</i>... more focused on if B/S reduction will affect <i>liquidity in markets</i> than impact on FF rate” (8/31) “<i>real rates</i> will need to move into <i>positive</i> territory... without asset sales, reduction of B/S could take 3 years or so” (8/4) “<i>should discuss selling some MBS</i>... get B/S down to \$6.5-\$7tn... <i>not having such strict forward guidance</i> again” (5/10) “<i>neutral is about 2.5%</i>, will need to go <i>beyond neutral</i> ... need to consider <i>selling MBS</i>”</p>	<ul style="list-style-type: none"> - (기준금리) 점도표 (5.125%)보다 높은 수준 전망. 2023년은 인하 배제 - (종립금리) 약 2.5% - 인플레이션 25년에 2%로 안정, 실업률은 23년 4.5%, 이후 추가 상승 - 명확한 포워드 가이드를 다시 제시하지 않아야 한다는 교훈 - (QT) B/S 규모 6.5~7.0조 달러까지 축소. 축소 효과는 50bp 인상과 유사. 9월 회의에서 매각 논의 활발하지 않았으나, 앞으로 논의해야. 한편 단기금리보다 유동성 영향에 주목
--	--	---

 <div> <div>바킨</div> <div>(리치몬드)</div> </div>	<p>(3/3) “don't understand the case for a pause... <u>no rate cuts</u> this year... more deliberately than last year... “</p> <p>“could envision rates going to <u>5.5%-5.75% range if</u> inflation is persistent”</p> <p>“don't see a case for a <u>3% inflation target</u> now... once achieved its 2% target, then can have a discussion about revisiting it”</p> <p>(2/18) “not taking that much signal from recent job growth, retail sales data, due to <u>seasonal adjustment issues</u>”</p> <p>“<u>excess savings, fiscal spending, employers holding onto workers</u> may be offsetting impact of Fed rate increases”</p> <p>(2/14, 17) “risk of doing too much is outweighed by risk of doing too little at this point... <u>25bp path</u>... as offering flexibility”</p> <p>(2/9) “effects of tightening have been substantial... steer more deliberately from here”</p> <p>(1/8) “not in favor of backing off too soon, want to see inflation compellingly headed back to target”</p> <p>(1/6) “steer more <u>deliberately</u> on rates now in context of policy lags”</p> <p>“once demand weakens... it can take another <u>6 to 12 months before those pullbacks quiet the rate of inflation</u>”</p> <p>(11/28) “very supportive of the path that <u>is slower, probably longer and potentially higher</u>”</p> <p>(11/4) “could be a potentially <u>higher end point</u> for rates even if slower”</p> <p>(9/6) “bias towards <u>moving more quickly</u>... so that <u>real interest rates sit above zero</u>... rates must <u>stay high</u> until inflation eases”</p>	<ul style="list-style-type: none"> - (기준금리) 조심스럽게 인상 지속. 인플레이 지속 시 5.5~5.75%도 가능 - 실질 기준 0% 넘어야. 다만 과도한 긴축은 경계
 <div> <div>보스틱</div> <div>(애틀란타)</div> </div>	<p>(3/2~3) “<u>5.00%-5.25%</u> range... firmly in the <u>quarter-point</u> camp... risks now roughly <u>balanced</u>... appropriate to be <u>cautious</u>”</p> <p>(1/12) “inflation report today was welcome news and may allow Fed to <u>move more slowly</u>”</p> <p>(1/9) “likelihood that services inflation will prove stickier... not seeing that wages are driving final goods prices”</p> <p>“rates rising to between <u>5 and 5.25%</u>... appropriate to be much more cautious... as a base case <u>do not see any rate cuts through 2024</u>”</p> <p>(1/6) “interest rates rising to between <u>5.00% and 5.25%</u> this year... either 25bp or 50bp in Feb”</p> <p>(11/19) “<u>75~100bp of additional tightening</u>... needs to <u>resist temptation for rate cuts</u> even if economy weakens</p> <p>(8/26) “restrictive is <u>3.5% ~3.75%</u> hopeful to get there by year end”</p> <p>(5/11) “likely <u>\$1 to \$2 tn of excess liquidity</u> that can be removed from Fed B/S”</p>	<ul style="list-style-type: none"> - (기준금리) 2023년 5~5.25% - (QT) 1~2조 달러 초과 유동성 축소 가능
 <div> <div>데일리</div> <div>(샌프란시스코)</div> </div>	<p>(3/4) “<u>far from done</u>... <u>reshoring and the continued decline in labor force participation</u> could mean more inflationary pressures ahead”</p> <p>“to support 50bp hike... need to be certain about how high rates need to rise... now I have <u>less certainty</u>”</p> <p>(2/3) “December Fed forecasts a good indicator but <u>prepared to do more</u>”</p> <p>(1/9) “<u>core services inflation excluding shelter</u> has shown no sense it is coming down”</p> <p>“rates to be <u>5%-5.25%</u>... <u>don't need to see inflation get to 2%, or even down to a stone's throw before we would stop raising rates</u>”</p> <p>(12/16) “won't be enough to just reduce job vacancies... need to get unemployment to mid-4% or even higher”</p> <p>“<u>hold for longer than we usually do</u>... <u>11 months</u> as a starting point”</p> <p>(11/21) “<u>markets priced like FF rate at 6%</u>, not 3.75%-4.00%... must be mindful of <u>risk of tightening policy too much</u>...”</p> <p>(11/16) “<u>pausing is off the table</u>... now the focus is on <u>level</u> of rates”</p> <p>(10/21) “<u>3%~3.5% as a neutral</u> estimate” “interventions to stabilize dislocated market is <u>very different from QE</u>”</p> <p>(10/5) “don't see a hump shape in rates... <u>core CPI flattening or coming down</u> will be important to decisions about pace of increases”</p> <p>(10/4) “Fed mandate requires focus on <u>domestic</u> economy... B/S tightening equates to one rate hike, maybe two”</p> <p>(9/28) “may come out of this episode with higher inflation, not the too-low inflation of prior to pandemic”</p> <p>(8/18) “markets lack of understanding... <u>raise and hold strategy</u> pays off... need to <u>balance</u> doing enough with not doing too much”</p> <p>(8/11) “<u>don't see a hump in rates</u>... see raising them and then holding there for a while”</p> <p>(6/24) “<u>neutral rate around 3.1% now, given high inflation</u>, ...end point for B/S, maybe start talking in 2024”</p> <p>(6/1) “B/S trimming delivering about 25 or 50bp of tightening”</p>	<ul style="list-style-type: none"> - (기준금리) 동결 기간은 11개월을 기준으로 판단. 최종금리 5~5.25% - 인상 폭 결정에 Core CPI 방향성이 큰 영향 - (중립금리) 3.0%~3.5%. 긴축의 시작은 2.5%가 아닌 3% - (QT) 25~50bp 인상 효과. 시장 개입과 QE는 다른 정책. 인상과 B/S 축소 중에도 시장 개입은 가능

지역 연은 총재 (투표권 X)

 <p>볼라드 (세인트루이스)</p>	<p>(2/24) "we've got is more like the <u>credible disinflation scenario</u> than the incredible disinflation scenario that Volcker had"</p> <p>(2/22) "<u>silicon valley layoffs have no bearing</u> on overall strength of labor market... have to go <u>north of 5%</u> to tame inflation"</p> <p>(2/16) "advocated <u>a half-point increase</u> at the last meeting... <u>not rule anything</u> out for next meeting... <u>5.25~5.5%</u> as appropriate"</p> <p>(1/18) "prospects for a soft landing have improved markedly... inflation will probably recede but <u>not as fast as markets expect</u>"</p> <p>"<u>not quite in restrictive territory</u>, needs to be <u>over 5% at least</u>"</p> <p>"if inflation does fall dramatically this year it could lead to lower recommendations for the policy rate"</p> <p>"<u>B/S</u> runoff going fine so far, would <u>not want to review it until second half of 2023 or later</u>"</p> <p>(1/12) "something <u>north of 5%</u> lowest level Fed could use to credibly restrict inflation... moving into an <u>era of higher nominal rates</u>"</p> <p>(1/5) "contained inflation expectations also moderating inflation pressures... strong job market... <u>great opportunity to fight inflation</u>"</p> <p>"<u>not yet in a space where it's holding the economy back</u>... B/S runoff likely for <u>another 6 ~12 months</u> before rethinking"</p> <p>(11/28) "keep rates at sufficiently high level all <u>through 2023 and into 2024</u>"</p> <p>(11/17) "even dovish assumptions... <u>not yet sufficiently restrictive</u>... a <u>minimum level</u> for restrictive policy rate would be <u>5% to 5.25%</u>"</p> <p>(10/19) "<u>shouldn't react to declines in stock market</u>"</p> <p>(10/14) "<u>more frontloading though not necessarily higher overall rates</u>... <u>way too early to discuss end of QT</u>"</p> <p>(9/29) "if unemployment rises to 4.5%, that would still be a healthy labor market"</p> <p>(8/26) "the pace of rate increases matter... has been some upward pressure on long-term rates through QT"</p> <p>(8/18) "<u>18-month process</u> of getting price pressures back to 2% target... market speculation over rate cuts is <u>definitely premature</u>"</p> <p>(8/2) "if inflation does not ease as expected, then rates will have to <u>remain higher for longer</u>"</p> <p>(6/1) "<u>3.5% for fed funds rate is a good minimum for how high policy rate needs to go</u>...would put <u>neutral at about 2%</u>"</p> <p>(5/17) "<u>MBS sales</u> ... would be <u>far into the future</u>"</p>	<ul style="list-style-type: none"> - (기준금리) 최소 5%~5.25%로 인상해야 긴축적. 2월 50bp 인상 선호 - 실리콘 벨리 해고는 전반적인 노동시장과 무관 - 물가 목표까지 되돌리는데 18개월 소요 - (중립금리) 약 2% - (QT) 6~12개월 더 진행 후 다시 판단 (2023년 1월 기준). 장기금리 상승 압력으로 작용. MBS 매각 혹은 QT 중단은 먼 미래
 <p>조지 (캔자스시티)</p>	<p><임기 만료, 듀버트 대행></p> <p>(1/20) "focus is on inflation pressures we continue to see in <u>service sector</u>... need to see <u>job openings</u> come down"</p> <p>(1/5~6) "<u>hold rates up into 2024</u>... renewed inflation pressures from energy, crop prices a very real risk"</p> <p>(10/14) "<u>moving too fast could disrupt</u> financial markets... in camp of <u>steadier and slower</u> rate rises to see lags in our policy"</p> <p>(9/9) "for interest rate hikes, <u>steadiness and purposefulness</u> over speed"</p> <p>"benefits to announcing <u>desired reserve levels</u> as B/S shrinks... <u>MBS</u>... <u>may require sales</u> down the road"</p> <p>(8/18) "easing of financial conditions based on optimism that Fed would slow down, but <u>doesn't reflect how Fed is thinking</u>" (6/17)</p> <p>"dissented against 75bp hike... adding to <u>policy uncertainty</u> simultaneous with the start of B/S runoff"</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 인상 속도보다 꾸준하고 목적이 분명한 인상을 선호 - 최근 금융환경 완화가 연준의 정책 판단을 반영하는 것은 아님 - B/S 축소와 관련해 적정 기준 수준을 제시하는 것도 방법, MBS 매각이 필요할 수도
 <p>콜린스 (보스턴)</p>	<p>(2/24) "need to get rates up and potentially hold them there for long period"</p> <p>(1/19) "slow pace of rate hikes... needs to rise <u>just above 5%</u>... labor costs still growing too rapidly, not consistent with 2% goal"</p> <p>(1/11) "leaning toward a <u>25bp</u> move at Feb meeting"</p> <p>(11/18) "recent data has increased the top range of where I think rates need to get to... <u>75bp is still on the table</u>"</p> <p>(11/11) "risk of policy overtightening has increased"</p>	<ul style="list-style-type: none"> - 최종 기준금리 5.1%

자료: Fed, 지역 연은, 언론보도, KB증권

유로존 ①

ECB 통화정책회의, 의사록, 총재 발언 등

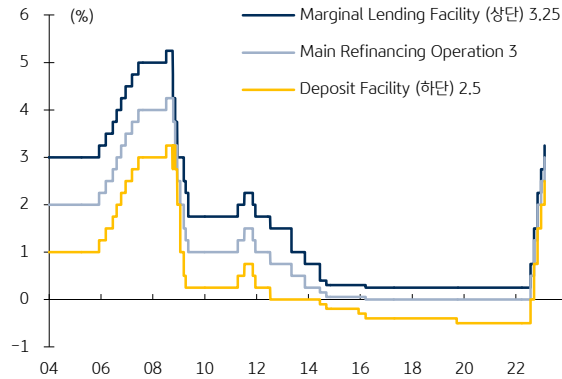
- [2월 2일 회의] 정책금리 50bp 인상 (DFR 2.50%, MRO 3.00%, MLF 3.25%)
 - 라가르드 “매우 큰 (very very large) 컨센서스. **3월 50bp 인상**까지도 위원 간 전반적인 합의 (general agreement). 디스인플레이션 과정 아직 시작되지 않아. 재정정책이 인플레이션 높이면, 더 강한 긴축 필요
 - 자세한 내용은 ‘[2/6, ECB, 3월에도 50bp 인상. 커브 역전은 심화](#)’ 참고
- [12월 15일 회의] 정책금리 50bp 인상 (DFR 2.00%, MRO 2.50%, MLF 2.75%)
 - 상당한 (substantial) 인플레이션 전망 상향에 근거해 50bp 인상 결정 (2025년 2.3% 전망)
 - **꾸준한 속도 (steady pace)로 상당히 (significantly) 인상**해 충분히 (sufficiently) 긴축적인 영역에 도달 필요
 - **3월부터 APP 재투자 중단**. 월 평균 €15bn (~2분기 말), 2월 상세 계획 발표. PEPP는 **최소 2024년까지 재투자**
 - 라가르드 “일정 기간 동안 50bp 인상 기대는 분명 (obvious). 다음, 그 다음도 50bp 인상 가능성”
 - 1/19 의사록: 많은 (a large number) 위원이 **75bp 인상** 지지. 낮게 인상할 경우 잘못된 시그널을 우려.
 - 레인 위원의 50bp 인상 제안에 대다수가 동의. 한편 일부는 **더 빠른 APP 축소** 선호”
- [10월 27일 회의] 정책금리 75bp 인상 (DFR 1.50%, MRO 2.00%, MLF 2.25%)
 - 여러 (several) 회의에서 인상 문구 삭제, 통화정책 정상화 상당한 진전으로 평가, QT 논의 부재 → **dovish hike**
 - 자세한 내용은 ‘[10/27, ECB 2회 연속 75bp 인상. 12월부터 속도 조절](#)’ 참고
- [9월 8일 회의] 정책금리 75bp 인상. 라가르드 총재 “앞으로 **여러 번 (2~4회)** 인상”
 - 자세한 내용은 ‘[9/13, ECB 9월 75bp 인상. 어쩔 수 없는 긴축 가이드선](#)’ 참고
- [7월 27일 회의] 정책금리 50bp 인상. TPI 승인
 - 자세한 내용은 ‘[7/22, 기준금리는 ECB 마음, 장기금리와 환율은 시장 마음](#)’ 참고
- [라가르드 총재 발언]
 - (3/2, 5) “**3월 50bp 인상** 가능성 높음. 최근 데이터들도 모두 50bp 인상 확률을 높임”
 - (2/15) “물가 압력 여전히 강하며 기저 인플레이션도 높은 상황”
 - (1/19~23) “**꾸준한 속도 (50bp)로 인상** 지속해 충분히 긴축적인 영역에 진입. 이후 필요한 만큼 **최대한 동결**”
 - (11/18) “**침체도 인플레 상당히 낮추기에는 부족**. 추가 기준금리 인상 계획. B/S 정상화는 예측가능한 방식으로”
 - (11/4) “과거 사례에 따르면, **성장을 둔화에도 인플레이션을 상당히 낮출 것으로 기대하기 어려워**”
 - (10/12~14) “**QT 논의는 시작**, 다음 **여러 회의에서 추가 인상**. 시장 여전히 과도하게 낙관적인 결과를 반영 중”
 - (9/28) “**아직 중립 금리에 도달하지 못한 상태**. TPI는 특정 국가를 위한 도구가 아님
 - (9/26) “**유로** 약세가 인플레이션 압력 확대 요인”

ECB 위원 주요 발언

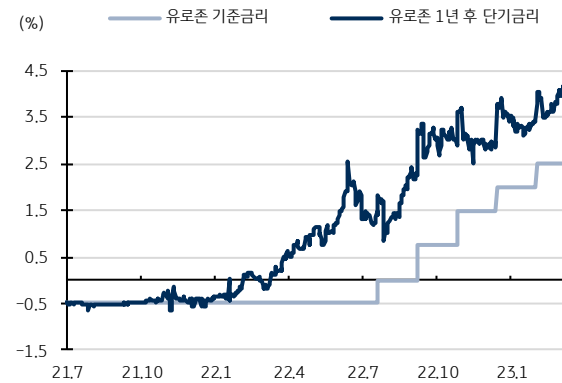
- (3/2) 슈나벨 (이사) “시장의 QT에 대한 기대치 변화는 **금리 40bp 상승 효과**”
- (3/2) 비스코 (이탈리아) “리스크 균형이 필수적. 과도한 긴축보다 **점진적 긴축**을 선호”
- (3/1) 나겔 (독일) “3월 이후 추가적인 **상당한 인상**이 필요. 7월부터 **APP 축소 가속화** 선호”
- (3/1) 빌레로이 (프랑스) “**늦어도 9월**에 최종 기준금리 도달”
- (2/28) 레인 (수석 이코노미스트) “3월 50bp 인상 가능성 견고. **수개 분기 긴축 기초 유지**”
- (2/22) 빌레로이 (프랑스) “이미 긴축적인 상태이므로 9월까지 매 회의 인상할 의무는 없음”
- (2/21) 렌 (이사) “**3월 이후에도 인상. 여름에 최종 금리 도달. 성급하게 인하 논의 말아야**”
- (2/17) 슈나벨 (이사) “금융시장은 유로존 **인플레이션 지속성**을 과소 평가”
- (2/16) 스투나라스 (그리스) “하드랜딩 유발할 정도로 금리 인상할 필요는 없어”
- (2/16) 레인 (수석 이코노미스트) “자산 축소 (12개 분기 동안 €500bn)는 인플레이션 0.15%p 낮추는 효과”
- (2/16) 파네타 (이사) “금리는 긴축적인 영역. 연말 인플레이션 3% 이하 전망. 근원도 느리지만 헤드라인 따라갈 것. 임금은 상방 리스크에 노출”
- (2/15) 데 코스 (스페인) “**가스 가격은 인플레이션 빠른 하락 시사**. 다만 근원 인플레이션 상방 리스크는 상강”
- (2/14) 마클루프 (아일랜드) “**3.5% 이상으로 인상** 후 동결 가능”
- (2/10) 슈나벨 (이사) “QE와 QT 효과는 대칭적. 전반적인 디스인플레이션은 아직. **5월 50bp 인상 여부는 불확실**”
- (2/10) 부이치치 (크로아티아) “근원 인플레이션 너무 높아 **3월 이후에도 추가 긴축** 예상”
- (2/8) 노트 (네덜란드) “헤드라인 인플레이션 피크. 이제 관심은 기저 인플레이션. 선행지표들은 올해 **임금이 더 상승**할 것을 시사”
- (2/4) 홀츠만 (오스트리아) “과소 긴축 리스크로 과다 긴축 리스크가 작아 보임. 인플레 안정 전까지 긴축의 이빨을 드러내야”
- (2/3) 분쉬 (벨기에) “**5월 25bp, 50bp 모두 가능**. 3월 50bp 인상 후 바로 인상 종료는 아님. 영국, 미국의 4% 이상 기준금리 참고”
- (2/3) 카지미르 (슬로바키아) “**3월 인상이 마지막 아님**. 그 후 몇 번 더 인상할지 결정할 것”
- (2/3) 심쿠스 (리투아니아) “**5월 인상 25bp, 50bp 모두 가능**. 올해 인상 가능성 낮음”
- (1/23) 비스코 (이탈리아) “과도한 인상의 리스크를 감수할 시기인지는 불투명. 이-독 10년 스프레드 180bp는 여전히 과다”
- (1/23) 카지미르 (슬로바키아) “인플레이션 완화 긍정적이나 인상 속도 조절할 이유는 없어. **두 번의 50bp 인상 필요**”
- (1/20) 홀츠만 (오스트리아) “**상반기에 최소 50bp 인상 여러 번 (multiple)**. 근원 때문에 인플레이션 피크했다고 말하기 꺼려져”
- (1/19~22) 노트 (네덜란드) “연 중반까지 긴축 모드. **2, 3월 50bp 인상**. 이후에도 인상은 지속”
- (1/18) 빌레로이 (프랑스) “최종금리에서 필요한 만큼 동결. **라가르드의 50bp 인상 가이드선은 유효 (3월 속도 조절 보도에 반박)**”
- (1/17) 레인 (수석 이코노미스트) “긴축 영역으로 인상할 필요. **현재 중립 수준**”
- (1/13) 카작스 (라트비아) “시장의 인하 베팅은 근거가 없어 (no rationale)”
- (1/12) 데 코스 (스페인) “**같은 속도 (50bp)**로 향후 회의들에서 상당히 인상을 지속”
- (1/10) 샌티노 (포르투갈) “**금리 인상 막바지**에 근접. 인플레이션 3월부터 다시 하락할 것”
- (1/6) 레인 (수석 이코노미스트) “**임금 협상**이 점차 실질 임금 상승 압력으로 작용. 모든 시물레이션은 기준금리 **2% 이상**을 시사”
- (1/3) 카작스 (라트비아) “**다음 두 회의 (2, 3월)에도 꽤 큰 인상 (50bp) 가능**”
- (12/26) 노트 (네덜란드) “**긴축 사이클의 후반부 (second half) 시작**. 추가 인상 지속”
- (12/25) 슈나벨 (이사) “과도한 (정책) 반응의 위험은 제한적. **실질 금리가 여전히 매우 낮기 때문**”
- (12/22) 데 쿤도스 (부총재) “**50bp가 단기적으로 뉴 노멀**. 일정 기간 이 속도로 인상”
- (12/19) 카지미르 (슬로바키아) “최소한 **2023년 상반기까지 강한 액션**이 필요. 재정정책이 인플레 리스크를 더하기 시작”
- (12/16) 노트 (네덜란드) “**Fed는 ECB 대비 인상 종료에 근접**. ECB는 Fed와 금리차를 완전히 좁히진 않을 것”
- (11/15) 빌레로이 (프랑스) “정상화 (약 2%) 영역 근접. 추가 인상 but 느린 속도. **근원 인플레 꺾여야 인상 중단**”
- (11/3) 비스코 (이탈리아) “**시장의 3% 최종금리 기대는 ECB의 중차 범위에 부합**”
- (9/29) 데 코스 (스페인) “**QT는 시장 혼란** 가능성, **최종금리는 2.25~2.50%. 중립은 1%~2%** (실질 -1%~0%)”
- (9/14) 빌레로이 (프랑스) “중립금리 **2% 소폭 하회 (1~2%)**. 연말 도달 가능성”
- (8/30) 스투나라스 (그리스) “**중립은 0.5%~1.5%**로 추정”

유로존 ②

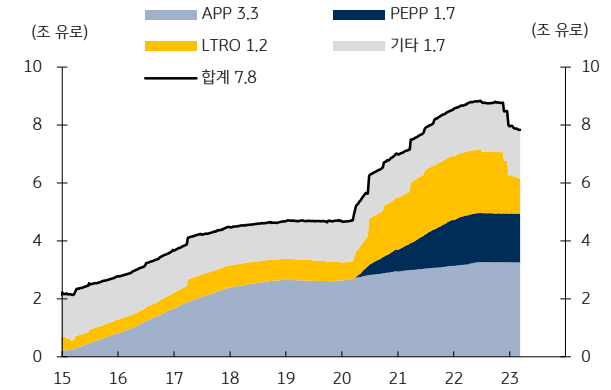
[금리] ECB 주요 정책금리 추이



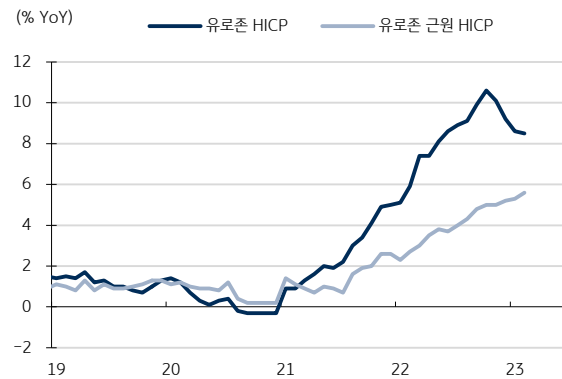
[금리] ECB 예금금리와 단기금리 (€STR) 기대



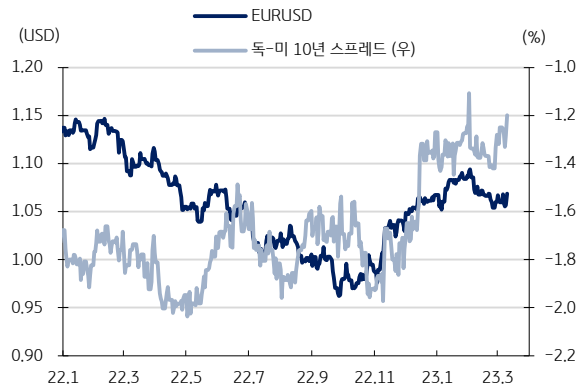
[B/S] ECB 총자산과 주요 자산 계정



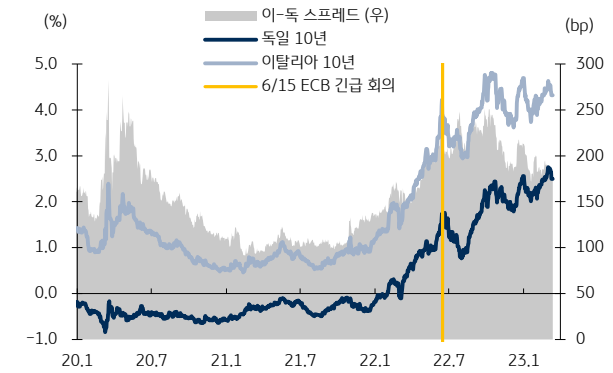
[물가] 유로존 헤드리인/근원 소비자물가 상승률



[환율, 금리] EURUSD 및 독-미 10년 금리 스프레드



[스프레드] 이-독 10년 금리 스프레드



자료: REFINITIV, KB증권

유로존 ③

ECB의 자산매입 프로그램

도입 시기	자산매입 프로그램	주요 목적	비고
2010 년 5 월	SMP (Securities Market Programme)	anti-fragmentation ;금융시장 유동성 제고	- sterilization 이 동반 → 통화량 일정 - ECB 의 소극적 개입으로 효과 ↓
2012 년 9 월	OMT (Outright Monetary Transaction)	anti-fragmentation ;solvency 위기 대응	- 7 월 드라기 총재의 'whatever it takes' 발언 이후 도입 - 특정 회원국의 1~3 년 만기 국채가 매입 대상. 원칙적으로 무제한 - ESM (유럽안정화기구)와 연계, 즉 시행 절차가 까다로움
2015 년 3 월	PSPP (Public Sector Purchase Programme)	물가 안정 ;디플레이션 탈피	- 모든 회원국 국채의 만기 1~30 년 국채가 매입 대상. 매입한도 有 - 2022 년 7 월 1 일부로 종료
2020 년 3 월	PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme)	물가 안정 + anti-fragmentation ; 팬데믹 대응	- APP (PSPP) 대비 채권 적격성 (eligibility) 기준 완화
2022 년 7 월	TPI (Transmission Protection Instrument)	anti-fragmentation ;국채 금리 안정	-

선진 (ex-Fed, ECB)

영국 (BoE)

- [2월 2일 회의] 50bp 인상 (3.5% → **4.0%**). 9명 중 **2명 동결** 주장
 - 인플레이션 리스크 여전히 상방이 큰 상태. 다만 '**강력히 (forcefully)**' 인상하겠다는 문구 삭제.
- [12월 15일 회의] 50bp 인상 (3.0% → **3.5%**). 9명 중 1명 75bp, 2명 25bp 인상 주장
 - 대다수 위원이 추가 인상 필요하다고 판단
- [11월 3일 회의] 75bp 인상 (2.25% → **3.00%**). 9명 중 1명 50bp, 1명 25bp 인상 주장
 - 베일리 "인플레이션 상방 리스크 상당. 다만 시장 프라이싱보다는 낮게 인상"
- [9월 22일 회의] 50bp 인상 (1.75% → **2.25%**). 9명 중 3명 75bp, 1명 25bp 인상 주장
 - 국채 보유액 향후 1년 간 **£80bn 축소** (£838bn → £758bn, -9%)는 만장일치 결정
- [B/S]
 - (12/16) 2023년 1분기부터 장기 (20년 이상)도 매각 시작. 1분기 국채 총 매각 규모 £9.75bn
 - (10/18) 11월 1일부터 국채 매각. 단기 (3~7년)와 중기 (7~20년) 대상. (11, 12월 총 £6bn 매각)
 - (9/28) 금융안정 위해 국채 매입. **9/28~10/14에 잔존만기 20년 이상 국채 매입**

[BoE] 기준금리와 1년 후 단기금리 전망



자료: Bloomberg, REFINITIV, 각국 중앙은행, KB증권

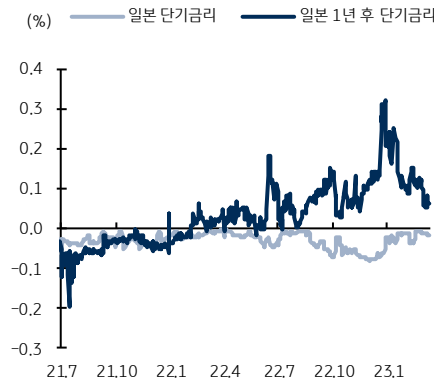
[RBA] 기준금리와 1년 후 단기금리 전망



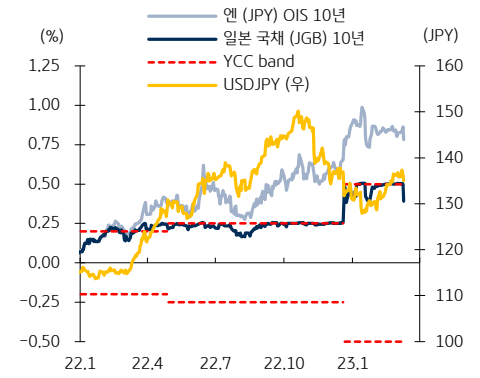
일본 (BoJ), 호주 (RBA), 캐나다 (BoC) 등

- [BoJ] 1월 18일 회의: YCC 레인지 **±0.5%로 유지 (12월 상향)**
 - 구로다 "12월 레인지 상향은 시장 기능 개선 목적. 임금 상승을 위해 완화적인 환경 유지"
 - 차기 총재 후보 **우에다 전 BOJ** 위원
 - "현재 완화적인 통화정책은 적절. 마이너스 금리와 YCC의 부작용이 존재하는 것은 사실"
 - "인플레이션 추세가 개선되면 통화정책 정상화로 이동, 그렇지 못하면 YCC 유지 방안을 고려"
 - "필요 시 통화정책 체계를 전반적으로 검토"
 - "부양책 종료 전략으로 금리 타격을 10년에서 5년으로 변경하는 방안도 옵션 중 하나"
 - "엔화 급락은 일정 부분 대외 금리차에 기인"
- [RBA] 2월 7일 회의: 기준금리 3.35%로 **25bp 인상**. 4회 연속 25bp 인상
 - 로우 총재 "임금 상승률 높아져 수개월 동안 인상 지속, 아직 인상 효과가 **다 반영되지 못한 상태**"
 - 2월 통화정책 보고서에서 2023년 절사평균 인플레이션 전망치 상향 (11월 3.8% → 2월 4.3%)
 - 10월 회의 "**중립금리 최소 2.5%** QT는 아직 논의 대상에서 제외"
- [BoC] 1월 25일 회의: 4.50%로 **25bp 인상**. G10 국가 중 처음으로 동결 시사

[BoJ] 단기금리 (TONAR)와 1년 후 기대치



[BoJ] YCC 레인지, 금리, 환율



신흥

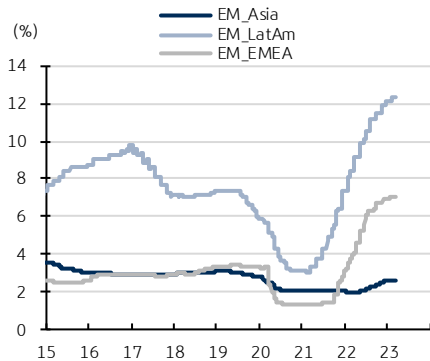
신흥국 기준금리 및 시장 기대, 그리고 인플레이션

기준일 3월 10일	기준금리				시장의 단기금리 기대 (%)			1주 변화 (bp)		1개월 변화 (bp)		인플레이션 (% YoY)								
	현재 (%)	최근 변경	Δbp	차기 회의	현재	1Y	2Y	1Y	2Y	1Y	2Y	Z-값*	6MA	23.2	23.1	22.12	22.11	22.10	목표	
EM	6.71				6.72	6.28	5.48	-28	-38	13	20	0.9	8.3	6.9	8.3	8.1	8.3	8.4		
EM_Asia	2.63				2.40	2.41	2.53	-14	-17	22	17	0.7	3.8	2.4	3.6	3.8	3.7	4.0		
EM_LatAm	12.38				12.48	11.15	10.15	-52	-58	-40	17	0.4	7.1	6.6	6.8	6.8	6.8	7.4		
EM_EMEA	7.00				7.21	6.91	5.31	-25	-46	39	25	1.5	13.7	16.7	13.9	13.2	13.8	13.6		
한국	3.50	2023-01-13	+25	2023-04-13	3.61	3.81	3.27	-8	-17	29	28	1.1	5.2	4.8	5.2	5.0	5.0	5.7	2.0	
중국	3.65	2022-08-22	-5	2023-03-20	2.10	2.41	2.70	-20	-25	20	17	0.2	1.9	1.0	2.1	1.8	1.6	2.1	3.0	
말레이시아	2.75	2022-11-03	+25	2023-05-03	3.62	2.75	2.73	-6	-10	40	34	1.0	4.1		3.7	3.8	4.0	4.0	N/A	
태국	1.50	2023-01-25	+25	2023-03-29	1.49	2.06	2.15	-15	-17	6	1	1.0	5.4	3.8	5.0	5.9	5.5	6.0	1~3	
멕시코	11.00	2023-02-10	+50	2023-03-30	11.31	10.49	7.68	-33	-49	73	46	1.1	8.0	7.6	7.9	7.8	7.8	8.4	2±1	
브라질	13.75	2022-08-03	+50	2023-03-22	13.65	11.82	12.63	-71	-67	-152	-12	-0.3	6.1	5.6	5.8	5.8	5.9	6.5	3,75±1.5	
폴란드	6.75	2022-09-08	+25	2023-04-05	6.93	6.52	4.55	-40	-58	22	2	1.7	17.2		17.2	16.7	17.6	18.0	2.5±1	
체코	7.00	2022-06-23	+125	2023-03-29	7.20	6.48	3.99	-32	-65	50	24	1.4	16.5	16.7	17.5	15.8	16.2	15.1	2±1	
남아공	7.25	2023-01-26	+25	2023-03-30	7.49	7.73	7.40	-3	-14	45	48	1.4	7.4		6.9	7.2	7.4	7.6	3~6	

자료: Bloomberg, REFINITIV, KB증권 / 주1: EM= 중국, 말레이시아, 태국 (ASIA), 멕시코, 브라질 (LATAM), 폴란드, 체코, 남아공 (EMEA) 동일 가중 평균. 해당 비중은 JPM GBI EM Global Diversified Index 비중의 근사값. 한국은 참고용 / 주2: 시장 기대는 OIS 혹은 IRS에 내재된 선도금리에서 도출 /

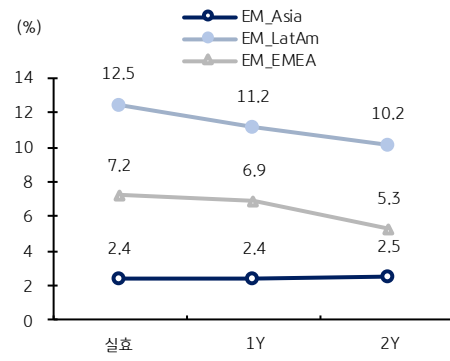
주3: 인플레이션의 Z-값은 3년 평균 CPI 상승률 대비 6개월 평균의 편차를 표준화한 값 / 주4: 중국 기준금리는 LPR 1Y, 실효 금리는 DR007

신흥국 지역별 기준금리

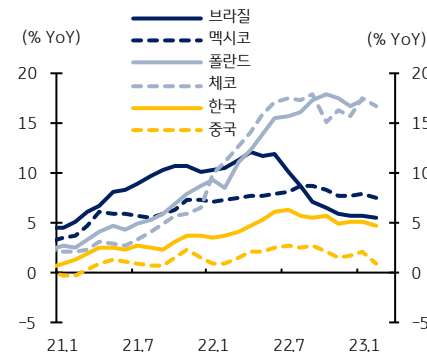


자료: Bloomberg, REFINITIV, KB증권

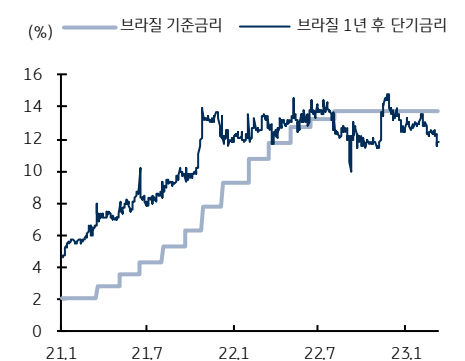
신흥국 지역별 단기금리 전망



신흥국 국가별 물가상승률

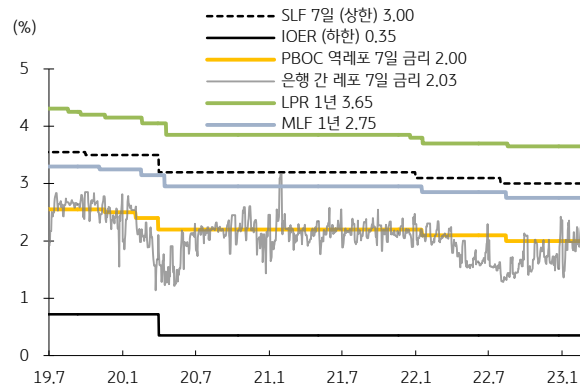


브라질 기준금리와 1년 후 전망

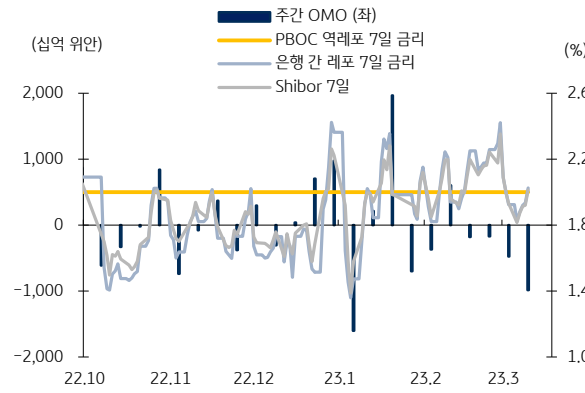


중국 ①

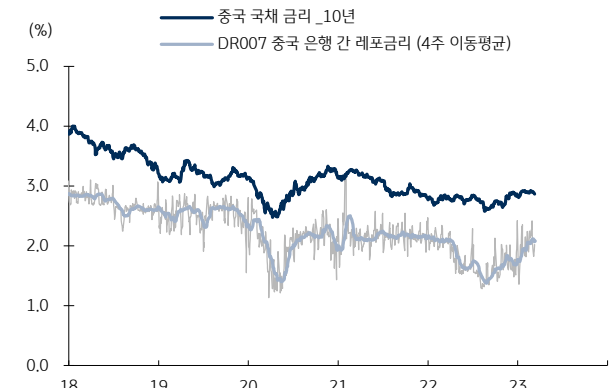
[금리] 주요 정책금리 추이



[금리] 단기금리 및 공개시장조작 (OMO)을 통한 유동성 공급

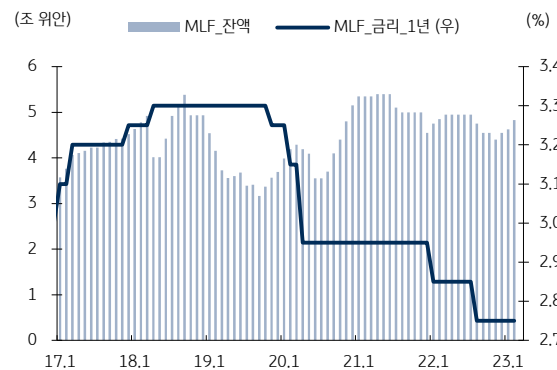


[금리] 레포 금리와 국채 금리



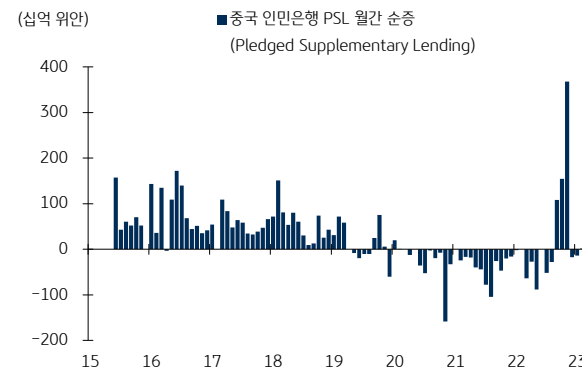
[신용] 중기유동성기구 (MLF)

: 금융기관에 대한 담보 대출로 해당 금리는 LPR 산정 시 활용



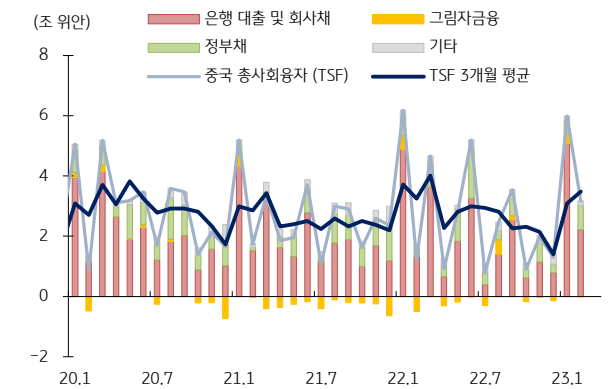
[신용] 담보보완대출 (PSL)

: 국책은행에 저리로 대출하는 기구로 직접적인 유동성 공급



[신용] 총사회융자 (TSF).

: 금리 정책의 궁극적 목표는 TSF 조절



자료: REFINITIV, KB증권

중국 ②

중국 금리 체계도 (주요 정책금리가 시장금리로 전달되는 경로)



기본 용어 설명

용어	설명
OMO (Open Market Operation)	공개시장운영. 단기 유동성 조절. 중앙은행과 프라임리 딜러 (시중은행 및 증권사) 간 국채와 정책은행채 등을 담보로 하는 레포 거래, 해당 거래에서 사용되는 금리가 역레포 7일 금리
MLF (Medium-term Lending Facility)	중기대출창구. 중기 유동성 조절. 중앙은행으로부터 시중은행이 자금을 조달하는 도구. 만기 1년이 일반적이며 MLF 1년 금리가 적용. 중소기업 대출 지원 등을 위해 매월 정기적으로 운영
DR007	은행 간 레포 금리. 예금 ('D'epository) 기관 간 레포 ('R'epo) 7일물 ('007') 거래. 중앙은행이 설정한 역레포 7일 금리를 중심으로 등락. Shibor는 무담보 홀세일 금리로 DR007보다 소폭 높게 형성
LPR (Loan Prime Rate)	대출우대금리. 2019년 8월 LPR 개혁 후 은행은 MLF 금리에 조달비용, 리스크 프리미엄 등을 가산한 금리를 제출하고, 이를 기반으로 LPR이 설정

투자자 고지 사항

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 어떠한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.