

# Monetary Policy Review

2024년 통화정책 한눈에 살펴보기

Part I 2024년 BOK 통화정책

Part II 2024년 FED 통화정책

Part III 2024년 ECB 통화정책

Part IV 2024년 BOE 통화정책





### 채권

Analyst **우혜영**

whydele@ls-sec.co.kr

RA **박지빈**

jibin@ls-sec.co.kr

LS증권 우혜영입니다.

시장은 FED의 피벗(정책금리 인하)에 대한 기대와 실망을 반복해 왔습니다. 2024년 9월, 비로소 FED는 피벗에 나섰고 11월과 12월에 연속 인하에 나섰습니다. ECB는 6월, BOE는 8월에 인하를 시작했습니다. FED보다 이른 시점에 인하 사이클을 개시한 겁니다. 반면 BOK는 FED의 피벗을 확인한 후 10월에 인하에 나섰습니다.

2025년 연간 전망 자료 제목이 「Monetary Policy = Decoupling」이었던 것 기억하시나요? 아마도 올해는 주요국 중앙은행들이 각국의 상황에 따라 통화정책을 결정하게 되면서 금리 인하 속도의 차별화가 더욱 심화되는 한해가 될 것 같습니다. 2025년을 시작하기 앞서 지난 1년간 주요국 통화정책의 변화를 복기해보고자 합니다.

**Part I**에서는 **2024년 BOK 통화정책**을 정리했습니다. BOK는 물가 및 금융안정에 방점을 두고 동결 기조를 이어오다 4분기에 정책금리를 3.00%로 50bp 인하했습니다. 글로벌 금융위기 이후 처음 단행된 연속 인하였습니다. 과도한 긴축 정도와 경기 하방 리스크를 완화시키기 위함이었습니다. 물가 및 금융안정도 중요하나 BOK의 시선은 경기로 옮겨지고 있습니다. 다만 연속 인하의 영향을 모니터링할 필요성 있고 환율 부담이 너무 커진 만큼 1분기 중 속도감 있는 인하는 어려울 것으로 예상합니다.

**Part II**에서는 **2024년 FED 통화정책**을 정리했습니다. FED는 정책금리를 4.25~4.50%로 100bp(9월, 11월, 12월) 인하했습니다. 5월 QT 속도 조정, 12월 RRP금리 조정 결정 역시 주목할만한 변화입니다. 12월 점도표에서 올해 인하 폭이 100bp에서 50bp로 축소된 것은 인하 속도 조정의 가시화라는 판단입니다. 향후 물가 경로에 상방 리스크 확대된다면 인하 속도 더 느려지거나 심지어 인하 중단 가능성 배제할 수 없습니다.

**Part III**에서는 **2024년 ECB 통화정책**을 정리했습니다. ECB는 정책금리를 3.15%로 135bp 인하했습니다. 9개월 만에 동결 스탠스에서 정책금리 인하 사이클에 돌입했습니다. 연내 마지막 회의서 물가에 대한 확신이 담긴 발언과 빅컷 가능성이 확인된 만큼 2025년 상반기 금리인하 기조는 유지될 가능성이 높다는 판단입니다.

**Part IV**에서는 **2024년 BOE 통화정책**을 정리했습니다. BOE는 정책금리를 4.75%로 50bp 인하했습니다. 유로존, 미국 등 선진국 대비 인하폭은 비교적 제한적인 수준입니다. 물가 압력에 대한 우려가 지속되고 있지만 꾸준한 디스인플레이션 진전을 확인해 온 만큼 2025년 금리 인하 여력이 존재한다고 판단합니다.

감사합니다.

# Contents



**Monetary Policy Review: 2024년 통화정책 한눈에 살펴보기**

Part I	04	2024년 BOK 통화정책	침체를 예상하지 않았음에도 연속 인하
Part II	53	2024년 FED 통화정책	드디어 시작된 FED의 정책금리 인하
Part III	95	2024년 ECB 통화정책	본격적인 인하 사이클 돌입
Part IV	120	2024년 BOE 통화정책	쉽지 않은 인하의 길

Part I

# 2024년 BOK 통화정책

침체를 예상하지 않았음에도 연속 인하

# 2024년 한국은행 통화정책 결정

- **한국은행은 10월과 11월 25bp씩 인하. 글로벌 금융위기 이후 처음 단행된 연속 인하**
  - 금융안정(부동산가격·가계대출 등)에 방점을 둔 통화정책이 지속되다 10월에 25bp 인하 단행. 11월에는 환율 변동성 관련 우려감에도 불구하고 성장의 하방 압력 증대되던데 기인해 깜짝 인하 단행됨
- **2025년 한국은행 통화정책 전망: 경기에 방점을 두기 시작했지만 환율 부담 너무 커진 상황**
  - 계엄 선포 이후 탄핵 정국, 무안국제공항에서 발생한 제주항공 여객기 사고 등에 경제주체 심리 위축 심화. 수출 전망이 하향된 가운데 내수 회복 흐름마저 더욱 주춤해짐에 따라 경제 하방 압력 추가 확대 가능
  - 10월과 11월 연속 인하 결정의 영향을 모니터링할 필요성 있고 원달러 환율이 1,500원 가까이 상승하는 등 외환 변동성이 확대된 상황임을 고려하면 1분기 중 속도감 있는 인하는 어려운 상황

2025년 BOK 금통위 일정

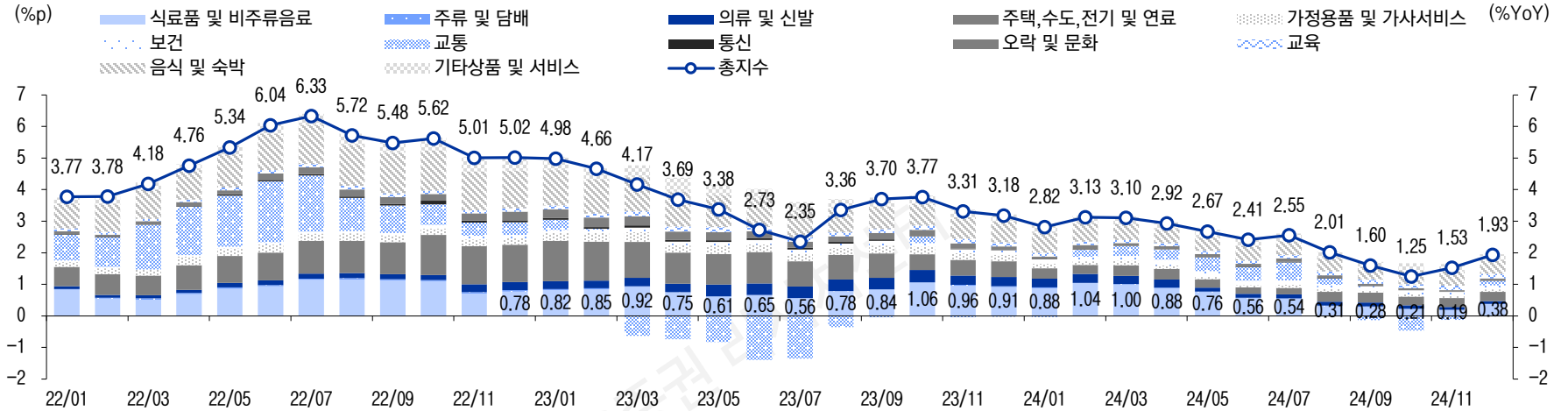
구분	일자	구분	일자
1월 금통위	1월 16일	7월 금통위	7월 10일
2월 금통위	2월 25일	8월 금통위	8월 28일
4월 금통위	4월 17일	10월 금통위	10월 23일
5월 금통위	5월 29일	11월 금통위	11월 27일

일시	주요 결정 내용
1월 금통위 (1.11)	정책금리 <b>만장일치 동결</b> (3.50%). 최종금리 레벨에 대한 금통위원 의견: 동결 5명(박춘섭 금통위원이 대통령실 경제 수석 비서관으로 임명돼 이창용 총재 포함 6명이 회의 진행) 금통위원들이 추가 인상 가능성을 철저히 주된 배경: 물가상승률 전반적으로 둔화 흐름 지속 + 11월 통방 때보다 국제유가 상승 가능성 및 중동사태 등의 리스크 다소 완화
2월 금통위 (2.22)	정책금리 <b>만장일치 동결</b> (3.50%). 최종금리 레벨에 대한 금통위원 의견: 동결 5명, 인하 가능성 배제 불가1명 인하 논의 관련해서 이창용 총재는 물가가 목표수준보다 상당히 높고 한국은행 전망대로 내려갈지 더 살펴봐야 하므로 인하를 논의하기에는 시기상조라 배합
4월 금통위 (4.12)	정책금리 <b>만장일치 동결</b> (3.50%). 최종금리 레벨에 대한 금통위원 의견: 동결 5명, 인하 가능성 배제 불가 1명 올해 경제성장률 전망 상향 가능성 시사. 물가와 관련해서 근원과 헤드라인 전망 차별화 향후 통화정책 관련 포워드 가이드언스에서 '장기간' 삭제. 기자회견에서 이창용 총재는 '당분간'은 3개월, '상당기간'은 6개월 정도로 해석된다고 언급
5월 금통위 (5.23)	정책금리 <b>만장일치 동결</b> (3.50%). 최종금리 레벨에 대한 금통위원 의견: 동결 5명, 인하 가능성 배제 불가1명 1Q GDP 서프라이즈 반영해 올해 경제성장률 전망치를 기존의 2.1%에서 2.5%로 대폭 상향 조정. 정책금리 결정 배경에 '물가 전망 상방 리스크 확대' 언급 + 통화정책 방향에 '성장세 개선 흐름' 추가.
7월 금통위 (7.11)	정책금리 <b>만장일치 동결</b> (3.50%). 최종금리 레벨에 대한 금통위원 의견: 동결 4명, 인하 가능성 배제 불가 2명 높아진 금융안정 관련 우려감 언급. 헤드라인 물가 전망 하향 가능성과 높아진 목표 달성 확신 언급. 향후 통화정책 관련 포워드가이드언스에 '기준금리 인하 시기 등 검토' 추가
8월 금통위 (8.22)	정책금리 <b>만장일치 동결</b> (3.50%). 최종금리 레벨에 대한 금통위원 의견: 동결 2명, 인하 가능성 배제 불가 4명 '물가상승률 둔화 추세가 이어지고' + '물가상승률이 목표수준으로 수렴할 것이라는 확신이 좀 더 커진 가운데' 등 물가의 목표 수렴 확신 확대. 향후 정책방향 문구에 금융안정 문구 삽입해 추가 모니터링 필요성 시사. 향후 통화정책 관련 포워드가이드언스에서 '충분히' 문구 삭제
10월 금통위 (10.11)	정책금리 <b>25bp 인하</b> (3.50% → 3.25%). <b>소수의견 1명(장용성 위원: 동결)</b> . 향후 3개월간 통화정책 전망에 대한 금통위원 의견: 동결 5명, 인하 가능성 배제 불가 1명 '물가상승률 뚜렷한 안정세' + '앞으로 물가상승률은 낮은 수요 압력으로 안정된 흐름 이어갈 것' 등 물가안정 목표 달성 관련 높아진 기대감 확인. 외환시장 리스크 완화 언급. 헤드라인 물가 전망 하향 시사
11월 금통위 (11.28)	정책금리 <b>25bp 인하</b> (3.25% → 3.00%). <b>소수의견 2명(장용성·유상대 위원: 동결)</b> . 향후 3개월간 통화정책 전망에 대한 금통위원 의견: 동결 3명, 인하 가능성 배제 불가 3명 환율 변동성 확대 문구 추가 + 환율의 높은 변동성 나타낼 가능성 유의할 필요성 언급. 반면 성장의 하방 압력 증대된 점 언급하며 추가 인하 배경 설명. 향후 통화정책 관련 포워드 가이드언스에서 '신중히' 삭제

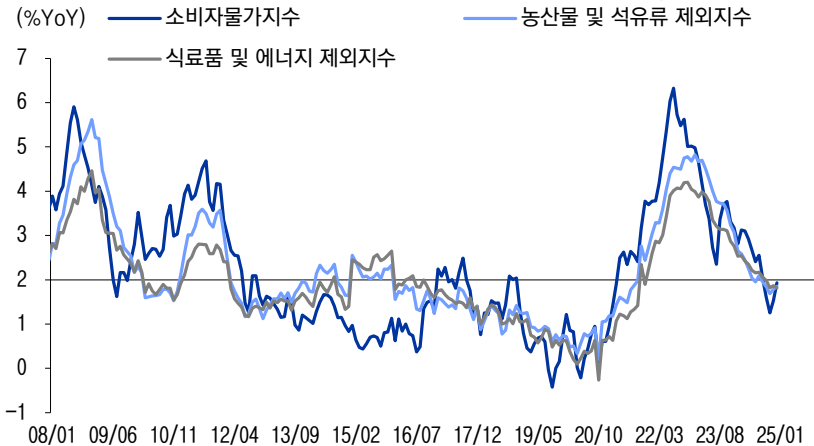
자료: LS증권 리서치센터

# 한국 CPI

## 지출품목별 기여도



## 주요 물가상승률



## 기대인플레이션(BEI 10년)



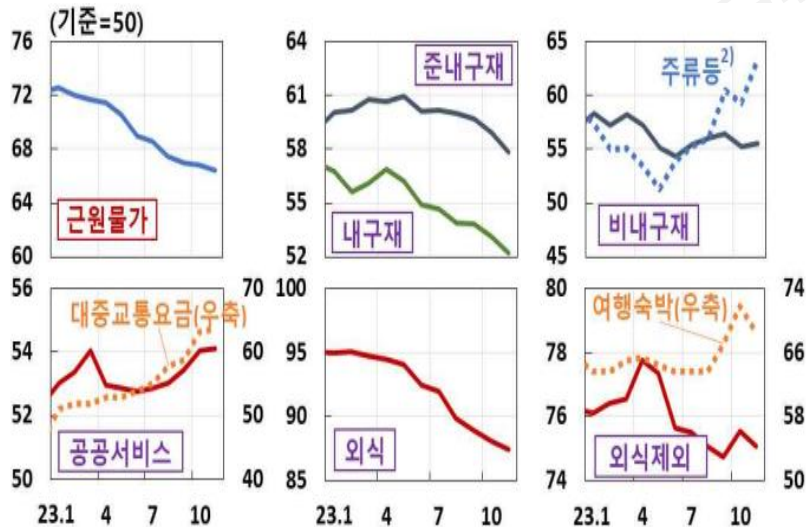
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

# 1월 금통위: 사라진 추가 인상 옵션, 최소한 1Q는 동결 지속

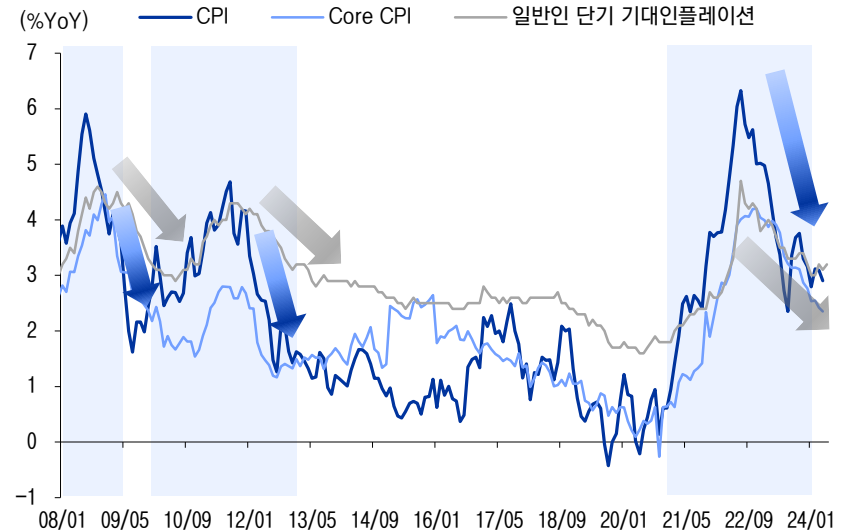
## 1월 금통위 주요 결정

- ① 정책금리: 3.50% 만장일치 동결 + 최종금리 레벨에 대한 금통위원들 의견의 경우 전망 경로에 큰 변화 부재 시 동결 5명(11월까지 4명은 추가 인상 가능성 열어 둠)
  - 추가 인상 가능성을 철화한 주된 배경: 물가상승률 전반적으로 둔화 흐름 지속, 11월 통방 때보다 국제유가 상승 가능성 및 증동사태 등의 리스크 다소 완화
- ② 금융중개지원 대출 통한 취약업종 및 지방 소재 중소기업에 대한 한시적 특별 지원 실시하기로 결정
- ③ 통화정책성명문 변화
  - '이스라엘·하마스 사태' 문구 삭제
  - 물가와 관련해 '누적된 비용 압력의 파급영향 등으로 둔화 속도는 완만' + '당분간 3% 내외에서 등락' 문구 추가
  - 금융시장과 관련해 '부동산 PF와 관련한 리스크는 증대' 문구 삽입
  - 향후 통화정책 관련 포워드 가이드에서 '추가 인상 필요성을 판단해 나갈 것' 문구 삭제

## 품목별 물가 상승 확산 지수



## 고물가의 둔화국면에서 더딘 기대인플레이션 둔화



주1: 1월 금통위에서는 박춘섭 금통위원이 대통령실 경제 수석 비서관으로 임명됨에 따라 이창용 총재 포함 6명이 회의 진행함  
 주2: 개별품목 전월비 상승률이 +0.05% 상회시 1점, -0.05~-+0.05%인 경우 0.5점, -0.05% 하회시 0점을 각각 부여한 후 가중합산. 12개월 이동평균  
 주3: [우해영's Macro Indicators] 1월 금통위 Review: 사라진 추가 인상 옵션, 최소한 1Q는 동결 지속(<https://vo.la/UKEEbG>)  
 자료: 한국은행 「물가안정목표 운영상황 점검(2023.12.20)」, CEIC, LS증권 리서치센터

# 기자간담회 주요 내용(1월)

**Q. 추가 인상 필요성 낮아졌다고 언급. 향후 3개월 이내로 추가 인상 필요성 언급한 금통위원? 지난 통방 이후 물가 둔화, 태영 건설 워크아웃 등 부동산 PF 부실 커지고 있는데 3.75%로 추가 인상 타이밍 지났나?**

: 향후 3개월 시계 최종금리에 대해 5명 모두 전망경로에 큰 변화 없다면 3.50%로 유지하고 그 기간을 충분히 장기간 가져감으로써 물가안정 기반을 확고히 할 필요 있다는 견해. 3.75%로 열어 두는 견해 바꾼 중요한 이유는 ①전체적인 물가 둔화 흐름 지속되고 있고 ②12월에 비해 유가 상승할 가능성, 하마스 사태 등 대외경제 불안요인 등 리스크가 많이 완화됐기 때문에 12월에 비해 추가 인상 필요성 많이 낮아 졌고 지금은 상당기간 동안 현재의 긴축기조 유지함으로써 물가 안정을 도모하는 것이 더 중요하다고 판단

**Q. 금융중개대출 한도 유보분 9조원 지원 결정. 11월 통방서 구체적 활용 계획 없다 했는데 2개월만에 활용키로한 것은 부동산 PF 리스크 커졌기 때문? PF이슈에 대한 통화정책 대응하지 않겠단 것?**

: 이번 금중대 지원 결정은 태영건설과 PF 사태와는 무관. 현재 금융위·금감위·기재부·국토부 등 정부가 나서서 부동산 PF와 시장을 안정시키고 태영건설 문제를 이끌고 있어 거기에 대해 코멘트하는 것 부적절. 한국은행은 특정 산업·기업의 위기에 대응하지 않고 그런 불안으로 인해 시장 안정에 충격이 왔을 때만 정책 대응을 함. 태영 사태가 시장 불안 가져올 정도라 보지 않으므로 한국은행이 나설 때가 아니라 생각. 금중대와 부동산 PF, 태영건설을 직접 연결시키지 않았으면 좋겠음. 이번 결정은 주로 지방분부를 통해 지방 중소기업을 타겟. 지금 결정하면 실제 집행은 2~3월부터라는 점 고려해 1월 발표 결정. 이번 금중대 지원의 가장 큰 이유는 인하 논의는 시기상조이고 상당기간 고금리가 유지될 것이므로 고금리로 인해 상대적으로 더 많이 영향을 받을 수 있는 취약 중소기업, 특히 지방 중소기업에 대한 지원을 선별적으로 한시적으로 하자는 결정.

**Q. 연말에 미 단기금리 급등하고 역레포 잔액 빠르게 감소해 QT 속도 조정 이야기 나오고 있음. 2019년처럼 미 단기금융시장이 빠르게 위축될 가능성에 대한 의견과 한국에 미치는 영향은?**

: 2019년 같은 단기유동성 문제가 연준이 현재 QT를 진행하는 상황에서 다시 일어날 수 있는지에 대해선, 그런 문제는 이론적으로 남아있지만 가능성 적다고 생각. 2019년 사태 통해 연준은 QT가 시장과 소통되지 않으면 생길 수 있는 위험 한 번 경험. 실리콘밸리은행 사태 이후 스탠딩 레포, 은행 기간대출 프로그램(BTFP) 통해 금융기관들이 필요 시 연준으로부터 유동성 받을 수 있는 제도 마련

**Q. 통방문에 부동산 PF 리스크가 증대되었다는 문구는 어떤 측면을 의미하는가?**

: 위험 증대된 것은 고금리가 상당히 장기화됨에 따라 부동산 PF가 그 사이에 금리가 낮아질지, 정리를 해야 할지 말아야 할지 이런 과정 있었고 대주단과의 협약 계속 있었음. 그런 면에서 계속 대주단을 통해 관리하고 있었는데 금리가 오랫동안 지속됨으로써 이제는 더 이상 끌고 가기 어려운 한계적인 부동산 PF도 몇 개 나타나기 시작. 지난 1년간 거의 200여개 부동산 PF 중 적어도 10% 정도는 대주단 통해 정리. 그런 것들이 금리가 높아진 기간이 오래되다 보니 추가적으로 나타날 가능성이 크고 정리해야 할 시점이란 면에서 말씀 드렸음

**Q. 통화긴축 기조 충분히 장기간 지속 문구 유지. 6개월 이상일 것이라고 했는데 국제유가가 한은 전망치 대비 크게 하회, 예상보다 부진한 내수 등 고려 시 기간에 변화 있나?**

: 3개월 이상 시계열의 금통위원 의견 말씀 드린 어려움. 캘린더 이어서 못박지 마시고 3개월은 적어도 그런 의도가 없다는 것 명확히 함. 그 뒤는 여러 변수, 물가상승률 변화에 따른 미 연준 금리 결정, 지속적인 유가 안정 여부, 경기 예측도 소비 등이 예상대로 갈지, 물가가 전망대로 갈지 등을 봐야하므로 개인적으로는 적어도 6개월 이상은 금리 인하 쉽지 않을 것. 제 임기가 지나서라도 적어도 90% 미만으로 중장기적으로 떨어졌으면 좋겠음. 이는 규제로만 되는 것이 아니고 부동산 가격 안정·하향조정 돼야 함. 이번 정부가 임기 종료 전까지 現 수준에서 낮추는 것 자체도 굉장히 큰 업적

**Q. 지난 하반기에 물가상승률이 감소 추세 보이나 연간 기준으로 3% 이상 기록한 것 20년만. 근원물가도 2년 연속 4%대 기록. 최근 1~2년간 한국은행이 적절한 물가안정 정책을 했다고 생각하나? 경제주체별로 체감 물가가 달라서 취약계층 중심으로 고물가 상황을 겪고 있다는 비판 나오고 있는데 이에 대한 의견은?**

: 한국뿐 아니라 저물가 계속 유지되다 팬데믹 이후 우크라이나 사태 뒤에 전세계 물가가 다 올라감. 상대적으로 우리나라가 선행했다고 생각. 다만 한은 정책이 물가 안정에 어느 정도 기여했는지는 물가안정이 아직 이뤄지기 전이므로 이 단계에서 평가하는 것 썩스러운 일. 디스인플레이션이 완전히 일어난 다음 평가하는 것 적절. 체감 물가와 차이 존재하는 것 사실. 평균적으로 물가가 올라가는 시기에 체감·생활 물가와 차이 있음. 평균적으로 0.7%p 정도 된다는 자료 있음. 올라가는 시기에 더 빠르게 차이가 날 수 있음. 미국, 유럽 체감물가를 보면 오히려 CPI보다 낮음. 차이가 나는 가장 큰 이유는 에너지 가격(유가)과 생필품(식품) 차이 때문. 에너지 가격은 의존도가 높으니 할 수 없는 부분. 식품 가격의 굉장히 어려운 구조적인 문제. 단기적으로 물가안정 강조하는 이유는 3% 미만으로 내려가더라도 국민 체감물가는 0.7%p 높으니 거의 4% 수준. CPI 상승률이 충분히 낮아져야 생활에서 느끼는 고통도 줄어들 것. 따라서 물가는 조금 더 밑으로 내려가야 할 필요

**Q. 부동산PF 관련 추가 구조조정 가능성 언급되고 있는데 한국은행이 나서야 하는가?**

: 개별 산업이나 개별 기업 상황은 정부에서 잘 관리하고 있음. 관리한 이후 혹시 그로 인해 시장 전체가 흔들리면 한국은행은 여러 툴 있음. 그 툴도 시장이 흔들리는 정도에 따라 대포를 쏠 수 있고 소송으로 막을 수 있음. 지금 그런 툴의 경우 소송을 쏠 정도도 아니라 생각. 정부가 잘 막고 있음. 대주단 협약, 워크 아웃 등 기존에 있는 것을 통해 질서 있게 진행 중

# 1월 금통위 의사록 - 기준금리 결정에 관한 위원별 의견 개진

구분	의견	주요 내용
A	정책금리 동결	<p>세계경제 성장세는 통화긴축 효과가 실물 부문으로 파급되면서 다소 둔화될 전망. 다만 지난해 이례적으로 부진하였던 글로벌 교역이 점진적으로 회복되면서 우리 수출에 긍정적 작용 기대. 국내경제는 <b>반도체, 자동차 산업 수출 호조</b>에 힘입어 성장률은 점차 개선되고 있지만 <b>내수는 여전히 미약한 회복세</b> 보이고 있음. 양호한 노동지표는 주로 여성 및 고령층 경제활동 참여 증가에 따른 것으로 장기적 생산성 향상과 성장잠재력 확충 도모하려면 청년층 고용 회복 필요. 소비자물가 상승률은 작년 3Q 3.1%까지 지속적으로 하락하다 4Q 3.4%로 다소 반등. 기저효과 소멸, 유가 및 농산물가격 상승 등 공급 측면 충격에 기인한 것으로 향후 추가적인 공급충격 없다면 완만한 하락세 지속될 것. <b>근원물가 상승률은 둔화 흐름 이어가며 금년말 2% 초반에 이를 전망.</b> 앞으로는 양호한 고용 상황, 인플레이션 지속성 등으로 물가상승률이 목표수준으로 수렴하기까지 상당기간 소요될 수도 있음. 금융부문은 소상공인, 부동산 PF 연체율이 상승하는 등 고금리 지속에 따른 취약부문 어려움 서서히 나타나고 있음. 특히 최근 태영건설의 워크아웃 신청으로 금융시장의 잠재 리스크 확대됐으나 아직까진 시장 전반으로 불안심리가 확산되지 않고 안정적으로 유지. 향후 부동산 PF 관련 이슈들을 면밀히 관찰하여 시스템 리스크로 확대되지 않도록 유의해야 할 것. 최근 물가 상황 보면 인플레이션 낮추기 위해 고수해온 고금리 정책이 가시적인 성과 나타나고 있다 생각. <b>그러나 인플레이션이 목표 수준에 안착해 가고 있다는 확신이 들 때까지 긴축 기조 유지 필요.</b> 인플레이션을 확실히 안착시키지 못할 경우 장기간 고통을 감수하며 쏟은 노력이 수포로 돌아간 사례를 과거 경험에서 찾아볼 수 있음. 또한 고금리는 민간 부채를 줄여 미래 소비 및 투자 자원을 확보함으로써 안정적인 성장기반 다지는 데 도움. 불황은 고통스럽지만 경쟁력을 상실한 부문을 정리하고 자원을 보다 생산적인 곳에 쓰이게 하는 소위 클렌징 효과 기대할 수 있음. 기준금리를 現 3.5% 수준에서 동결하고 <b>고금리 부작용은 필요시 유동성 공급 등 미시적 수단으로 적절히 대응</b>하면서 대내외 금융·경제 상황의 변화를 지켜보는 것 바람직</p>
B	정책금리 동결	<p>세계경제는 통화긴축 영향 지속되면서 성장세 점차 둔화되는 모습이나 하반기 이후 성장세 완만히 개선될 것. <b>주요 선진국들의 인플레이션은 기초적인 둔화 흐름을 이어가고 있지만 여전히 높은 수준이며, 목표 수준으로 안정되기까지는 아직 상당한 기간 소요될 것.</b> 국내경제는 소비회복세 약화된 모습이나 수출이 양호한 증가세 이어가면서 완만한 개선흐름 이어갈 전망. 고용은 취업자수 증가세가 점차 둔화되고 있으나 전반적으로 양호. 부동산 시장은 거래량이 둔화되고 수도권과 지방 모두 주택가격 하락 전환되고 있으나 향후 정책방향에 따라 불확실성 높은 상황. 국내 소비자물가 상승률이 석유류 가격 하락, 여타 공업제품가격 상승폭 축소 등으로 낮아졌으며, 근원물가 상승률도 둔화 흐름 지속. <b>향후 국내 물가는 기초적인 둔화흐름 이어가겠으나 누적된 비용압력의 파급영향 등으로 둔화 속도 완만할 것.</b> 가계대출은 기타대출이 감소하였으나 주택관련 대출이 높은 증가세 지속하고 있고, 기업대출 연체율은 중소기업 중심으로 상승흐름 지속하고 있으나 과거 장기 평균 연체율에 비해 아직 낮은 수준. 최근 부동산 PF 관련 리스크 부각되고 있으나 금융시스템 전체에 미치는 영향 아직 제한적. 향후 추이 면밀히 모니터링 필요. 이번 통화정책방향 회의에서는 기준금리를 3.5% 동결 적절. 물가가 기초적으로 둔화흐름 이어갈 것으로 예상되나 여전히 목표수준 상당폭 상회하고 있으며 향후 물가경로 불확실성 상존. <b>최근 기대인플레이션이 다소 낮아지기는 하였으나 물가목표 수준으로 안착하기까지는 상당기간 소요될 것.</b> 금년 통화정책방향회의에서는 기준금리를 3.5%로 동결하고, <b>물가가 목표수준에서 안정될 것이라는 확신이 들 때까지 충분한 기간동안 긴축기조 유지 필요.</b> 향후 통화정책은 물가상승률의 목표수준 안착 여부를 최우선 목표로 물가경로 면밀히 점검해 가면서, 국내외 경제상황, 주요국 통화정책의 변화, 경기·금융안정 측면의 리스크 등을 고려하여 결정해 나가야 할 것</p>
C	정책금리 동결	<p><b>美 연준 정책기조가 예상보다 조기 전환될 것이라는 기대 강화되면서</b> 美 장기 국채금리 하락하는 등 국제금융시장 여건 상당폭 완화되는 모습 보이는 가운데 세계경제 성장세는 당분간 긴축적 통화정책 효과로 완만한 둔화 흐름 지속될 것으로 전망하고 있으며 금년 하반기 이후에는 주요국 통화정책 기조 전환 속도에 따라 영향 받을 것. 국내 경제는 수출이 회복세 보이고 있으나 민간 소비 회복세가 예상보다 약하고 건설투자도 부진한 모습 보이고 있으며 취업자수 증가폭 완만한 감소세 이어가는 등 통화정책 긴축 효과가 실물경제에 파급. 향후 경제 성장률은 실물부문에서 수출 중심으로 완만한 개선세 이어질 것으로 전망하고 있으며 민간소비도 금년 중 잠재성장률에 부합하는 수준으로 회복할 것. 다만 팬데믹 이후 민간소비 전망경로 불확실성이 커진 데다 설비투자 및 건설투자, 그리고 수출은 그 특성상 경로에 대한 전망 오차가 큰 편이기 때문에 향후 성장 경로에 대한 전망 불확실성 과거에 비해 커진 상황. 물가의 경우 전망 경로와 부합하는 완만한 둔화 흐름 이어가고 있으며 금년에도 이러한 흐름 계속될 것. 現 소비자물가 및 근원물가 상승률은 아직 물가 목표 수준인 2%에 비해 상당폭 높은 수준일 뿐만 아니라 금년 말 시점 전망 수준과의 격차도 상당히 큼. <b>향후 관리물가 인상 속도 및 에너지, 농수산물 가격 불확실성, 정부의 상반기 재정 조기 집행에 따른 영향, 누적된 공급충격의 물가 파급 속도, 지정학적 리스크 등으로 인해 물가상승률 상방리스크 잠재.</b> 금융시장에서는 미 연준 정책기조 조기 전환 기대 강화 등에 따른 미 국채금리 하락 영향으로 국내 장기 국고채 금리 또한 큰 폭 하락하며 긴축적인 금융여건 다소 완화. <b>부동산 가격 하락 전환했고 가계부채 증가 규모 상당폭 축소됐으며 가계 및 기업 연체율 증가하고 있다는 점 미루어 볼 때 국내 금융여건 여전히 긴축적인 수준.</b> 특정 건설사의 워크아웃 신청 발표 이후 외환 및 금융시장은 일단 안정적인 모습 유지하고 있으나 부동산 PF 부실 가능성에 대한 경계감 확산되는 등 금융 불안요인 잠재. 향후 특정 부문 금융 불안요인 현실화되는 경우 금융 불안 촉발시키는 부문에 대한 미시적 정책 대응 적절. 국내외 경제·금융 여건 고려할 때 기준금리를 現 3.50% 수준에서 동결하고 당분간 전망경로 대비 실물경제와 물가 진행 상황 지켜보면서 소비자물가 및 근원물가 상승률 모두 전망경로대로 충분히 하락하는 것 확인 필요</p>

# 1월 금통위 의사록 - 기준금리 결정에 관한 위원별 의견 개진

구분	의견	주요 내용
D	정책금리 동결	<p>세계경제는 주요국 통화정책 긴축기조 지속, 서비스업 수요 약화 등으로 성장세 둔화되었으며, 이러한 추세가 금년 상반기까지 이어질 전망. 국제유가는 제한된 범위 내에서 등락하였으며, 수급여건 개선 당분간 하방압력 우세. 주요 선진국 인플레이션은 고점 대비 상당폭 낮아졌으나 향후 둔화 속도 완만할 것으로 예상되는 만큼 목표수준으로의 안정까지는 앞으로도 상당기간 필요. 국제금융시장에서는 작년 12월 FOMC 회의 이후 주요국 정책금리 인하 기대 크게 강화됨에 따라 주요국 국제금리 하락하였고, 미 달러화는 약세 보였으며, 글로벌 주가는 상승. 금년 들어서는 주요국 정책금리 인하 기대 다소 약화되면서 지표들이 부분적으로 되돌려지는 모습. <b>국내경기는 소비 회복 모멘텀 약화되었지만 글로벌 반도체 경기 반등에 힘입어 수출 및 설비투자 중심의 완만한 개선 흐름 이어갈 것.</b> 이에 따라 금년 중 성장은 지난 11월 전망에 부합하는 수준이 될 것. 국내 물가는 금년에도 상승세 둔화 흐름 이어갈 것. <b>소비자물가 상승률은 금년 말에서 내년초 무렵 목표수준 근접 전망되며, 근원물가 상승률도 수요압력 등을 고려할 때 점차 낮아질 것.</b> 이와 같은 주요 인플레이션 지표 하향에도 불구하고 물가안정기조로의 진입 속도단하기 어려운 점 남아있음. 인플레이션 수준이 아직 충분히 낮아졌다고 볼 수 없는 데다 경제주체들의 물가에 대한 민감도도 여전히 높은 것으로 보여 잔존 가능성이 있는 가격조정 모멘텀에 계속 유의할 필요. 일부 지표에 큰 의미를 부여하기보다 <b>다양한 지표들을 아우르는 신중한 판단 요구되는 시기.</b> 국제금융시장 움직임에 주로 영향을 받으면서 장단기 금리 하락하고 환율은 좁은 범위에서 등락. 금융권 가계대출은 정부의 대출 관리 강화, 주택가격 하락 전환 및 주택거래 감소 등 영향이 나타날 것으로 예상되나, 최근 큰 폭 하락한 주택담보대출 금리 등의 영향을 주의 깊게 지켜볼 필요. 비은행권의 대출 연체율 상승하고 부동산 PF 익스포저가 큰 일부 기업의 신용 이벤트 발생하였으나 현재로서는 동 리스크가 금융시스템 전반으로 전이될 가능성은 낮다고 판단. 다만 PF 대출 등과 관련한 시장 경계감 높아져 있는 만큼 이에 대한 모니터링 강화하고 시장 불안 가능성에 대비해야 함. 경기가 완만한 개선흐름 이어가는 가운데, <b>물가 상황은 점차 안정기로 진입하고 있는 것으로 보이지만 인플레이션 경로에 불확실성이 남아있다는 점에는 여전히 유의해야 하며,</b> 금융안정 상황은 시장을 모니터링하면서 추이를 좀 더 지켜볼 필요. 금년 회의에서는 기준금리를 현 3.50%로 유지하는 것 바람직하다는 의견이며, <b>물가 전망 경로의 불확실성이 충분히 해소되기까지는 인플레이션의 흐름과 통화정책 파급 경로상 주요 지표의 움직임을 면밀히 점검해 가면서 긴축기조 지속해나가기 할 것</b></p>
E	정책금리 동결	<p>주요국 경제는 지난해 하반기 이후의 물가 안정 흐름 이어지고 성장과 고용 상황도 보다 균형으로 가까워지는 모습. 미국의 경우 경제활동의 강한 확장세 다소 둔화되었지만, 대규모 일자리 손실없이 양호한 성장세 이어가는 가운데 인플레이션이 낮아지는 <b>연착륙 경로 유지.</b> 유로 지역에서는 비용 상승과 중국 성장세 둔화 등의 영향으로 제조업이 부진하고 서비스업 회복세도 둔화되었으나 에너지, 식료품 물가 중심으로 인플레이션이 2%대 중반으로 빠르게 하락. 중국은 부동산 침체와 지정학적 분절화 등이 구조적 성장둔화 요인으로 작용하고 있으나 경기부양책 효과 등으로 성장둔화 속도는 완만할 전망. 우리 경제도 <b>금년과 내년도 성장률이 2%대 초반으로 잠재성장률을 소폭 상회하고, 물가는 2%로 점차 수렴해 갈 것.</b> 조사국 분석에 따르면, 이는 금년도 세계성장세 둔화에도 불구하고 글로벌 교역이 상품과 IT수요를 중심으로 회복되고, 국제유가가 낮아지는 등 우호적 대외여건이 형성된 데 기인한 바가 큼. 성장의 내용면에서도, 설비투자 중심으로 성장의 민간기여도가 높아지고 정부지출과 건설투자 의존도가 낮아진 가운데 수출의 지역다변화가 진전되는 등 일부 개선된 측면 있음. 다만 민간소비가 실질소득 부진과 원리금 상환부담 증가, 고령화 진전 등의 영향으로 구조적으로 둔화되는 모습 보이고, 수출과 투자 동력이 글로벌 분절화와 해외생산 확대 등으로 인해 약화된 데다 노동시장에서 핵심연령층의 고용증가가 미약한 점 등은 여전히 성장 하방요인으로 작용. 금융시장에서는 주요국의 통화긴축 완화 기대로 인해 시장금리가 하락하고 주가가 상승하는 등 투자심리 개선되었으나 비은행권 대출연체율 상승, 태영건설의 워크아웃 신청에 따른 PF 관련 리스크 증가 등 잠재적 불안요인 지속. 외환시장에서는 경상수지 개선에도 불구하고 원/달러 환율이 미 달러화 강세에 연동되어 1,300원대 초반에서 등락. 가계대출은 비은행 대출과 신용대출 감소폭 확대되었으나 주택관련대출 증가세가 이어지고 있어 향후 추이 지켜볼 필요. 이상과 같은 경제·금융상황을 요약하면 <b>앞으로 경제성장세는 확대되나 수출과 소비 부문간 차별화가 심화되고, 물가는 구조적인 둔화흐름 이어갈 것으로 전망되어 추가적 긴축 필요성은 줄어든 것으로 판단.</b> 다만 소비자물가가 앞으로도 1년 이상 목표수준 상회할 것으로 예상되고 공급측면 상방리스크 상존하고 있는 만큼 상당기간 <b>현 긴축기조 유지 필요.</b> 아울러 앞으로 통화정책의 기조전환에 있어서는 인플레이션 압력둔화와 기대의 안정 여부를 우선시하면서, <b>국내 수요와 민간부채 상황 등도 함께 고려할 필요</b></p>

# 2월 금통위: Bumpy Road지만, 아마도 Right Road

## ● 2월 금통위 주요 결정

①정책금리: 3.50% 만장일치 동결 + 최종금리 레벨에 대한 금통위원들 의견의 경우 동결 5명, 인하 가능성 배제 불가1명(작년 10월 회의 때와 동일)  
 동결: 물가상승률이 여전히 물가안정 목표(2%)보다 높고 향후에 전망대로 둔화될지에 대한 불확실성이 크기 때문에 서둘러 인하할 필요가 없다는 입장  
 인하 가능성 배제 불가: 당초 전망보다 소비가 부진해 물가 압력이 약화될 것으로 예상되고 내수 부진을 사전에 대비하는 관점

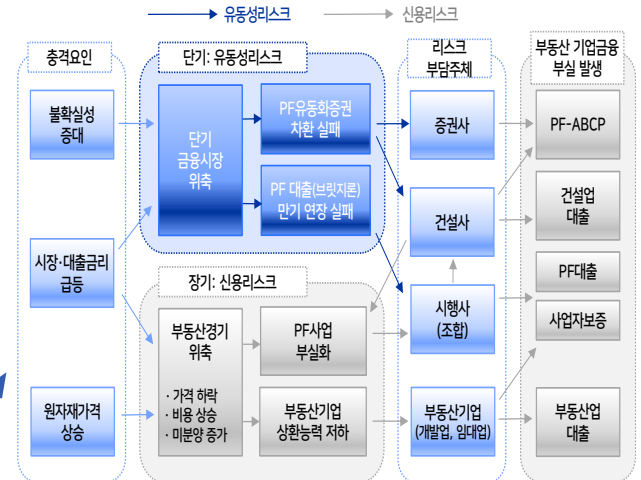
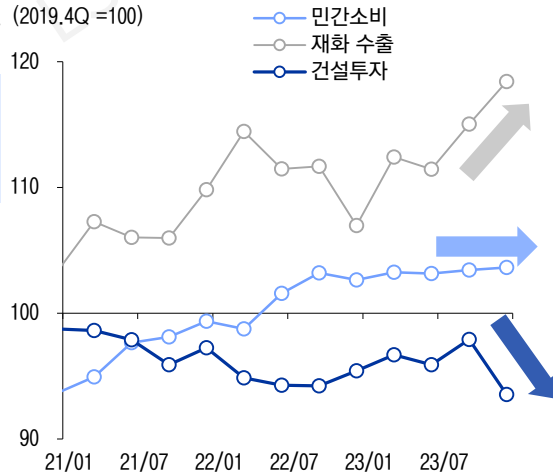
## ②통화정책성명문 변화

- 대내외 정책 여건 변화에 '주요국 통화정책과 환율 변동성, 지정학적 리스크 등' 문구 추가
- 국내 경제 전망 관련 불확실성에 '부동산 프로젝트 파이낸싱(PF) 구조조정의 영향' 문구 삽입
- 물가와 관련해 물가상승률 전망 경로 수정 + 근원 물가 전망치 하향
- 통화정책방향 관련해서 '물가상승률의 둔화 추세가 이어질 것으로 전망되지만 물가가 목표수준으로 안정될 것으로 확신하기는 아직 이르고 대내외 정책 여건의 불확실성도 높은 상황'으로 수정

### 소비자 물가 전망 경로 소폭 수정



### 내수 회복 모멘텀 약화, 수출은 예상보다 양호 부동산 기업금융 리스크 파급경로



주: 「우혜영's Macro Indicators」2월 금통위 Review:Bumpy Road지만, 아마도 Right Road(<https://vo.la/Skwlaf>)  
 자료: CEIC, 한국은행「주요 현안분석 II. 최근 부동산 기업금융의 주요 특징 및 잠재리스크 평가(2022.11.7)」, LS증권 리서치센터

# 기자간담회 주요 내용(2월)

## Q. 총재의 개인적인 의견이었으나, 6개월 이내 인하 어렵다고 언급한바 있었음. 변화 있나?

: 2월 전망이 11월과 크게 다르지 않다면 상반기 중 인하 어렵다고 말씀 드림. 미세한 차이 있지만 11월 전망과 거의 변화 없어 상반기 중 인하 쉽지 않단 의견 유지. 상반기 이후는 5월 전망 보고 판단

## Q. 인하 논의 본격 시작? 1월 금통위 이후 금리 인하 기대 전체적으로 커졌지만 FED, RBA 코멘트 중 금리 인상 등장. 한국은 지금 인하 논의와 인상 가능성 검토 중 어느 쪽에 가까운가?

: 물가가 목표수준보다 상당히 높고 우리 전망대로 내려갈 지 조금 더 살펴봐야 하므로 이 단계에서는 인하 논의하기엔 시기상조. 전세계 전체적으로 마지막 마일에서 물가가 어떻게 될 지가, 평탄하게 움직이지 않고 울퉁불퉁한 길을 내려오고 있음. 물가가 우리 예상대로 내려가는지를 확인해보고 그 다음 금리 움직임에 대해 논의하자는 것이 대부분의 금통위원 생각

## Q. 미국은 물가 하락 속도 둔화돼 예상 인하 시점 지연. 한국도 하반기에나 가능할 것이라는 전망 존재. 한국과 미국 성장세나 물가 하락세 고려시 이런 전망 평가? 인하 시점 변동성 확대 가능인가?

: 미국의 경우 시장이 연준위원 생각보다 앞서간 점 많았음. 다행히 한국은 그에 비해 시장 기대와 한은 예측이 미국에 비해 커뮤니케이션이 잘 됐다고 생각. 발표문에서 언급했지만 앞으로 물가가 점진적으로, 선형으로 평탄하게 내려오는 것 아니라 국내외 요인에 의해 변화 있을 수 있음. 당분간 물가 추세가 예측 추세로 가는지 확인 들어가 금리 정책 방향을 조금 더 명확하게 할 수 있을 것 같음. 그러한 점에서 5월 전망이 중요할 것

## Q. 통방문 경기 전망 문구 중 부동산 PF 구조조정 영향 등과 관련된 전망이 불확실성 높다는 표현. 경제에 대해 상방요인보다는 하방위험이 크다고 보는 것? PF를 고려해 인하 가능?

: PF만 보면 당연히 하방 위험이 큰 편. 그러나 경제 전망 시 상하방 요인 전부 있음. 태영 사태가 잘 진척되고 있는 것처럼 금융위, 금감원, 정부가 잘 관리해서 PF가 기본적으로 질서 있게 정리되는 모습을 보이고 있기 때문에 모든 PF가 살아나진 않겠지만 지금 관리가 가능한 수준으로 생각. 또 이런 PF 문제는 미시적인 정책을 통해 금융시장 안정을 도모해야지 금리로 해결할 문제는 아니라 생각

## Q. 근원물가 상승률 0.1%p 하향조정. 물가는 여전히 높은 수준 → 둔화세가 지속되고 있다고 수정. 전반적으로 금통위의 물가 목표 수렴 기대가 이전보다 강화됐나?

: 연말에 헤드라인과 근원 상승률 떨어졌다가 다시 올라감. 앞으로 물가상승률이 울퉁불퉁하겠지만 기조적으로 낮아질 것으로 보느냐?에 대해선 베이스 시나리오로 보고 있음

## Q. 최근 포워드 가이던스 시계 확정 관련 금통위원 의견과 연내 변화 여부. 역대 가장 동결 가능성에 대한 부담?

: 포워드가이던스 시계 확정에 대해서는 금통위원들과 상의 중. 최장기간인지 상관없이 물가 떨어지는 속도·모양이 예상대로 가는지를 보고 판단할 것

## Q. 부동산 가격 상승 심리 자극하는 것에 대해 경계. 소비자동향조사 중 주택 가격 전망 CSI는 작년 9월 110pt까지 상승한 후 1월에 92pt로 하락 후 뒤 이변 달에도 유지. 긍정적으로 볼 수 있는가?

: 주택가격 예측하고 싶지 않음. 주택가격과 거래를 보는 것은 가계부채와 연관 있기 때문. 우리 경제의 큰 문제점 중 하나가 부동산 관련한 데에 지금 흘러간다는 것. 통화정책을 부동산에 맞추진 않겠지만 금리 정책을 잘못해 부동산 가격을 인위적으로 올려서 이런 문제 해결되지 않는 방향으로 흘러가지 않도록 하는 것은 한국은행이 해야 하는 중요한 역할. 금리 내릴 시점에 부동산 가격이 자극되지 않도록 정부와 함께 거시안정정책 확실히 해야 한다는 것이 지난 몇 년간 저희가 배운 교훈. 한국은행 입장에서 금리정책 잘못해 부동산 가격 다시 올리는 일은 하지 않도록 최선 노력 다할 것

## Q. 금리정책 독립성 약화 의견에 대한 생각? 중 금리 인하 단행 등 정책의 글로벌 시장과 한국에 미치는 영향?

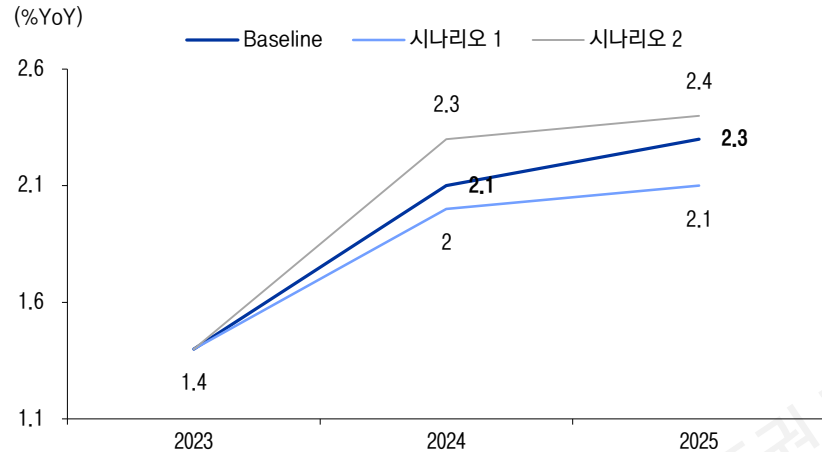
→ 미국 피벗 언제 하느냐에 대해 지난 한 달, 한국뿐 아니라 전세계적으로 미국 금리에 따라 영향 받음. 독립성 사라졌다고 보기 어려움. 예전 한국 금융시장은 선진국 금융시장과 별개로 움직이고 우리 산업에 영향 받았음. 선진국과 많이 연계 돼 움직이는 정도가 과거보다 올라갔다고 볼 수 있음. 정책금리로 조정하는 단기금리는 한은이 조정하는 쪽으로 가고 있고 5년 이후의 금리는 우리 정책금리 움직임에 50%, 국제시장 움직임에 50% 따라 가는 것으로 평가. 이 정도가 앞으로 계속될지 지켜봐야 할 것. 통화정책이 독립적인지 아닌지를 말할 수 없지만 고려해야 할 것이 많아진 것 같음

## Q. 총재 예상대로 연준 인하 시점 6월 정도로 지연. 1명의 금통위원 인하 가능성 열어 뒀고 총재도 하반기 인하 어렵다고 말하진 않음. 한은이 먼저 정책금리 인하할 수 있는가?

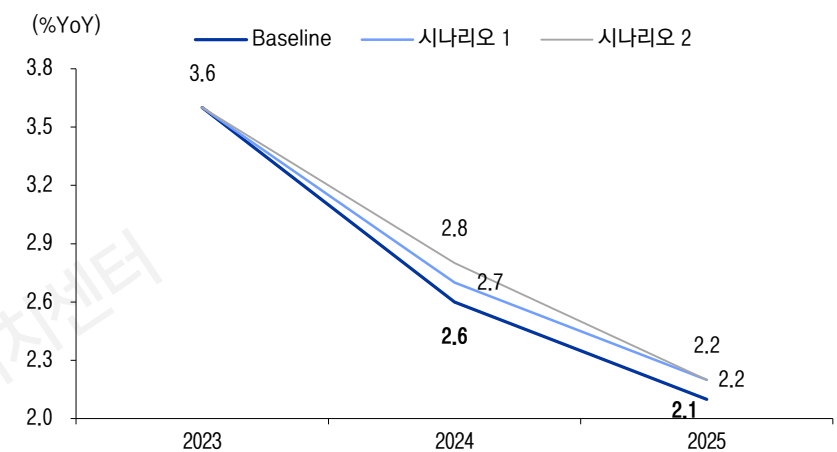
→ 이자율 격차가 더 벌어지면 어떻게 되는지에 대한 고민. 미국과 우리 금리 정책이 기계적으로 간다고 생각하지 않음. 작년과 재작년은 미국 인상 속도가 굉장히 빨랐고 유가까지 같이 올라 미국 금리를 따라 올라가야 하는 면이 불가피하게 많았지만, 미국이 피벗을 하면 역사적으로 과거 경험을 볼 때 각국이 차별화된 통화정책을 할 수 있는 가능성이 더 커지는 쪽으로 간다고 봐야 할 것

# 한국은행 시나리오 전망(2월)

2024년 2월 시나리오 전망: GDP 성장률



2024년 2월 시나리오 전망: 소비자물가상승률



## 시나리오 1: 중동지역 등 글로벌 지정학적 갈등 확대

최근 홍해지역을 둘러싼 지정학적 갈등은 해상운송 차질을 야기해 물류비 상승, 운송지연 등으로 이어지고 있음. 중동지역을 포함해 글로벌 지정학적 갈등이 다시 확대될 경우 글로벌 공급망이 교란되고 주요 원자재 가격은 상승할 가능성

## 시나리오 2: AI 투자 확대 등 글로벌 IT 경기의 빠른 반등

최근 AI 탑재 스마트폰 등 AI 제품에 대한 관심이 높아지고 있음. AI 확산이 예상을 웃돌아 새로운 유효 수요를 창출하고 이로 인해 글로벌 IT 경기가 빠르게 반등할 경우 고성능·고용량 반도체에 우위가 있는 우리 경제는 올해 성장률과 물가 상승률이 각각 +0.2%p, +0.1%p씩 높아질 가능성

### [성장 상하방 리스크]

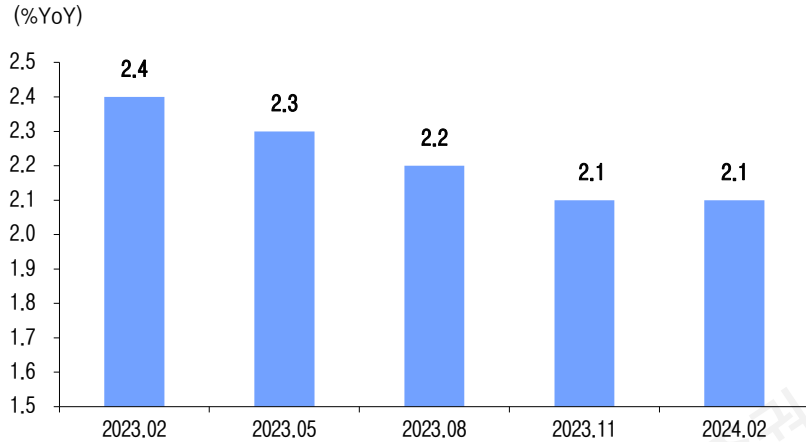
- 상방리스크: AI 투자 확대 등 글로벌 IT 경기의 빠른 반등, 글로벌 통화정책 긴축 정도의 조기 완화, 중국 정부의 보다 적극적인 경기부양책 추진, 예상보다 더욱 양호한 미국 경제 성장세 등
- 하방리스크: 중동지역 등 글로벌 지정학적 갈등 확대, 부동산 PF 부실 심화, 중국의 부동산 경기 부진 심화 등

### [물가 상하방 리스크]

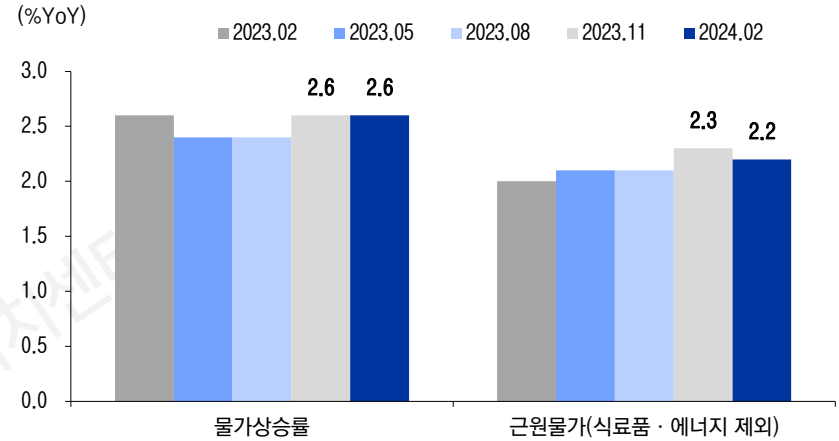
- 상방리스크: 지정학적 리스크 확대로 국제유가 재상승, 기상이변 등에 따른 식료품 가격 상승, 비용압력의 파급영향 지속 등
- 하방리스크: 국내외 수요 부진 심화, 국제유가 하락, 정부 가격대책 효과 등

# BOK 2월 경제전망

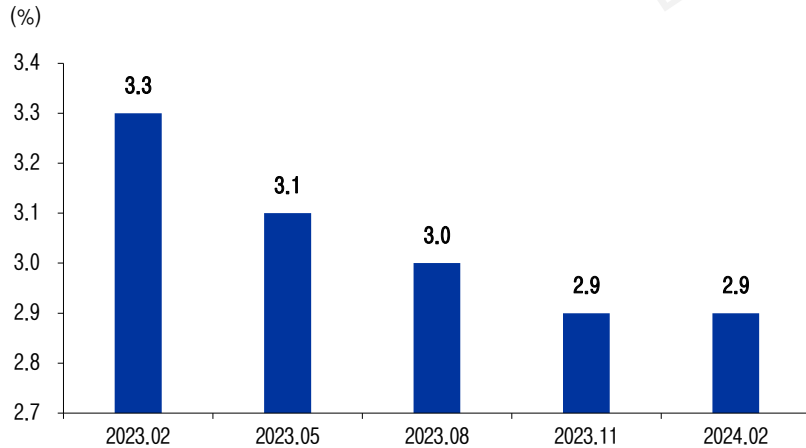
## GDP 경제성장률 전망



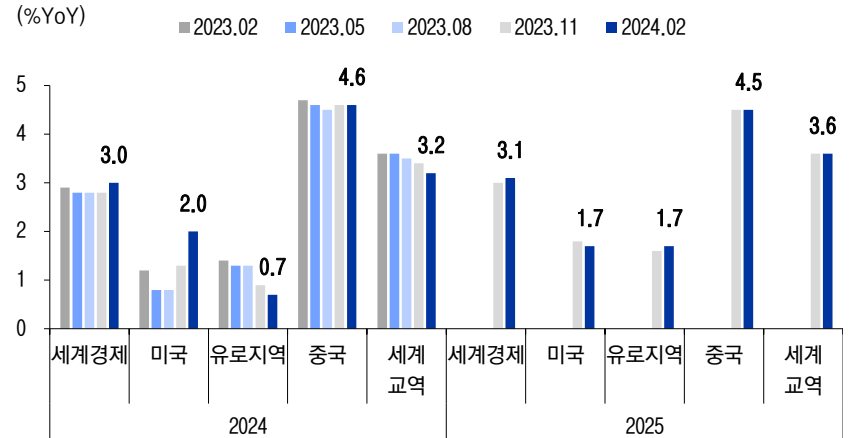
## 소비자물가상승률 전망



## 실업률 전망



## 전망의 주요 전제



# 2월 금통위 의사록

구분	의견	주요 내용
A	정책금리 동결	<p>글로벌 경제는 서비스 중심으로 수요회복 이어가고 있으나 고금리에 따른 상품수요 부진과 에너지 가격 안정에 따라 인플레이션은 둔화흐름 보이고 있음. 미국은 재정 확대기조 지속, 직·간접투자자금 유입, 생산성 향상과 같은 경기 상방압력과 초과저축 소진, 산업정책 관련 투자 둔화, 고용시장 빈자리율 하락 등 경기 하방압력 공존하고 있으나, 지난해에 이어 금년에도 2% 상회하는 성장 지속 전망 우세. 이에 따라 상품물가 하락에도 불구하고 핵심 근원서비스물가와 주거 서비스물가가 높은 상승세 유지하면서 <b>연준 통화정책 기조전환 예상 시점도 금년 중반 이후로 늦춰졌음</b>. 유럽은 고금리 영향으로, 중국은 부동산 경기부진으로 성장세 둔화되고 일본과 아시아 신흥국은 양호한 성장세 이어가는 등 차별화 양상 이어질 전망. 우리나라는 작년 하반기 이후 회복추세 지속 판단. 반도체 부문 중심 수출과 설비투자 개선세 이어지고 있으나 민간소비 회복흐름 약화되고 건설투자는 감소추세로 돌아섬. <b>앞으로도 높은 원리금 상환부담, 베이비부머 은퇴에 따른 소비성향 약화 등 고려할 때 민간소비 증가세가 의미있게 확대될 가능성 크지 않아 보임</b>. 국내수요 약화는 작년 하반기 이후의 농산물가격 급등과 같은 공급충격에도 누적된 비용상승 압력의 2차 가격전가 어렵게 함으로써 디스인플레이션의 주요 배경. 강달러에도 불구하고 경상수지 흑자 확대 전망과 외국인 투자자금 증가에 힘입어 원화 약세폭이 주요 교역상대국 통화대비 소폭에 머물렀고 외환시장 유동성 양호한 상태 유지. 연준 조기금리인하 기대약화에 따른 시장금리 상승에도 불구하고 전반적인 시장심리가 안정을 유지하였으나 주택담보대출과 기업대출의 높은 증가세가 이어지는 가운데 부동산PF 등을 둘러싼 잠재위험은 여전히 큰 상황. <b>우호적인 대외여건을 배경으로 수출과 설비투자가 성장을 견인하고 있으나 민간소비가 부진한 가운데 인플레이션 완만한 둔화세 지속. 앞으로의 물가전망 감안하면 2Q 이후에는 실질기준금리가 중립금리 수준을 상회하면서 민간수요 제약 정도가 커질 것</b>. 기대인플레이션이 3%로 여전히 높은 가운데 소비자물가 상승률이 앞으로도 상당기간 목표수준 상회 예상되고 공급측면 상방리스크 상존하고 있는 만큼 <b>현 인축기조 완화 논의 시기상조</b>. 선부는 완화 기대는 작년 4Q 이후 둔화된 주택가격 매수심리 자극하고 민간부채 추가 증가요인으로 작용할 수 있다는 점에서 경계 필요. 다만 물가가 전망경로를 따라 목표수준으로 수렴해가는 것이 충분히 확인되는 시점에서 인축기조 완화 시작할 수 있으며 이 경우 부채증가를 억제하기 위하여 거시건전성정책과의 조율 선행되어야 한다고 생각</p>
B	정책금리 동결	<p><b>소비자물가는 부진한 내수 흐름이 당분간 이어질 것으로 예상됨에 따라 일시적인 변동성은 있겠으나, 공급 측면에서 예상치 못한 대외 충격 없다면 추세적 진정 국면 들어선 것으로 보임</b>. 단, 지정학적 리스크에 따른 유가 불안정성, 높은 농산물 가격 등의 불확실성을 내포함으로써 목표치에 근접할수록 하향 흐름 저항 받을 것. 전반적인 물가상승률 둔화에도 여전히 목표치 상회하고 있고, 이미 높아진 물가 수준으로 지표상 물가와 체감 물가 간 괴리가 좁혀지는 데는 상당 기간 필요. 세계경제는 팬데믹 이후 강화된 글로벌 경제 블록화·분절화에 따라 교역 크게 위축되면서 주로 소비 등 내수에 의존하여 지탱해 왔으며, 자국 내수 규모에 따라 국가별 성장 차별화 진행. <b>현재는 고금리 상황이 예상보다 장기화됨에 따라 성장률이 아직 장기 평균 하회하고 있으나, 하반기로 가면서 금융여건 개선과 글로벌 투자·교역 재개 등으로 완만히 개선될 것. 향후에는 글로벌 인축 완화 및 교역여건 개선 흐름에 각국의 경제정책이 얼마나 신속히 그리고 효율적으로 호응하느냐 여부와, 국제간 공조 능력, 고용 회복력 정도에 따라 경제 성과의 지역별·국가별 차별화 나타날 것</b>. 국내경제는 소비 회복 흐름이 예상에 미치지 못하고 있고 건설투자 부진 등이 성장 제약. 최근 소비자 심리지수 소폭 상승, 글로벌 교역 여건 개선에 힘입어 수출 부문이 부진한 내수를 상쇄함으로써 점차 완만한 성장세 보일 것. 정부의 건전재정 기조 이어짐에 따라, 통화정책 역할과 방향 중요해질 것. 일부 비은행금융기관 중심으로 부동산 PF 경계감 부각되고 있으나, 워크아웃 등 정책 당국의 다각적 대응, 상당 규모의 대손충당금 적립 등으로 금융시스템 리스크로 전이 가능성 제한적. <b>높은 가계대출은 국내경제에 큰 부담 요인. 최근 그 증가세 둔화되고 있으나, 수준 자체가 높아, 향후 기준금리 피벗 시점 결정에 있어 주택 가격과 함께 핵심 변수</b>. 하반기에 접어들면 미 대선 결과 불확실성 부각되면서, 금융·외환시장 변동성 커질 것. <b>대외의존도 높은 한국의 경우, 주요국 정책변화에 따른 교역여건 및 환율 변동 등에 민감한 만큼 적절한 사전 대응 필요</b>. 기준금리 3.5% 수준에서 동결·유지 적절. 앞으로는 미국 등 주요국 통화정책 결정 방향, 지정학적 리스크 등 대외 경제환경 변화와 대내적으로는 고금리 상황 지속에 따른 취약성 노출 정도, 물가의 안정적 하향 흐름 여부와 가계대출 동향 등 변수 확인해 가면서 대응 바람직</p>
C	정책금리 동결	<p>글로벌 통화 인축 영향으로 세계경제는 장기평균 수준에 못 미치는 성장 보이고 있음. 국가별로는 다소 차별적인 모습. 미국은 견실한 고용과 강한 성장세를 이어가고 있어 기준금리 인하시기가 당초 시장 예상보다 지연될 가능성 제기. 국내경제는 반도체 수출 호조로 연평균 2.1% 내외 성장 예상하지만, <b>민간소비와 건설투자를 비롯한 내수는 미약</b>. 작년 4Q 3.4%로 반등했던 소비자 물가상승률이 수요압력 약화, 유가 하락 등으로 1월에는 2.8%로 하락. 목표 수준인 2%로 수렴하는 데는 상당 기간 소요될 것으로 전망되며 특히 서민들의 생계와 밀접한 생활물가 상승률은 여전히 3.4%. <b>고금리 장기화로 취약부문 어려움 누적. 높은 금리가 가계 소비 제약하고 있지만, 현재로서는 물가 안정시키는 것 우선</b>. 작년 한해 소비자물가 상승률이 임금총액 상승률을 상쇄하여 가계의 실질 구매력은 제자리에 머물렀으며 이는 소비를 제약하는 요인이 되었을 것. 물가안정이 가계의 실질 구매력 제고에 도움을 줄 것. 태영건설 워크아웃에 따른 시장의 불안심리 다소 완화. 다만 부동산 부문 기업 대출이 크게 확대된 상황에서 부동산 관련 중소기업을 중심으로 연체율 높아지고 있음. 신규 착공 위축 영향 본격화되는 등 상당기간 건설투자 부진이 전망되어 부동산 PF 부실에 따른 리스크가 단기간에 해소되기는 어려울 것. 이에 따른 시장 불안심리는 언제든지 확대될 수 있는 상황. <b>기준금리를 3.5% 수준에서 동결하고 고금리로 인해 발생하는 부작용에 대해서는 미시적 수단을 동원해 적절히 대응해야 하는 시기</b>라 생각. 아울러 부동산 PF 리스크 관리 과정과 이에 따른 일부 (중소형 저축은행 등) 제2금융권의 불안이 시스템리스크로 확대되지 않도록 대내외 금융·경제 상황 면밀히 지켜보는 것 좋겠음</p>

# 2월 금통위 의사록

구분	의견	주요 내용
D	정책금리 동결	<p>세계경제는 인플레이션이 둔화되면서 전반적으로 긴축적 통화정책 완화 가능성 높아짐에 따라 그간의 고금리 및 고물가 국면에서 벗어나 점차 개선세 보일 것. 글로벌 교역은 회복세가 더딘 편이나 향후 세계경제 개선 흐름에 따라 점차 증가할 것. 미국은 고용시장 관련 지표가 예상보다 견조한 흐름 보이고 있고, 소비자물가상승률 소폭 반등하고 근원 소비자물가상승률도 동일한 수준 유지 등 예상보다 둔화 속도 느린 상황. 중국은 수요일부터 기인한 디플레이션 계속되고 있으며 올해 성장률은 5%에 다소 미달할 것. <b>연준 추가 긴축 정책 가능성 희박해지면서 <u>완화적 국제금융시장 여건 지속 예상됨에 따라 현시점부터는 국가별 통화정책이 해당 국가 경제 상황에 따라 점차 차별화 양상 보일 것.</u></b> 일부 신흥국의 경우 각각 인플레이션 둔화 속도 등 대내 경제 상황에 맞춰 이미 금리 인하 시작. 국내 경제는 민간소비와 건설투자가 예상보다 부진한 반면 수출은 예상 상회하는 호조세. 경제성장 추이 당초 예상에 부합하고 있으나 세부 요소별로 차별화. 노동시장은 일시적 요인에 의해 증가한 실업률 제외하면 추세적으로 완만한 둔화 흐름 지속. <b>향후 경제성장률은 수출 중심 개선세 지속 전망하고 있으며 민간소비는 당초 전망에 비해 더딘 회복 흐름 이어질 것.</b> 물가는 예상에 부합하는 둔화 흐름 지속되고 있으며 민간소비 예상보다 부진하면서 물가에 대한 수요측 압력 다소 약화. <b>근원물가 전망경로도 당초 예상 경로보다 소폭 하향 조정 가능성.</b> 향후 누적된 공급충격 물가 파급 속도, 지정학적 리스크 등 물가상승률 상방리스크 여전히 잠재. 지난 금통위 이후 시장 예상 상회하는 <b>美 고용 및 물가지표 발표로 연준 인하 시점에 대한 시장 기대 조정되면서 주요국 장기 금리 상승하고 달러화 강세.</b> 국내 금융시장에서도 <b>美 장기 금리 상승 영향으로 국내 장기 국고채금리 상승하면서 금융여건 다소 긴축적 전환. 단기금리가 안정적으로 유지되는 등 금융시장 전반적인 유동성 상황 양호한 덕분에 부동산 PF 부실 확산 우려 다소 완화됐으나 관련 리스크 여전히 잠재하고 있고 은행 및 비은행 금융기관 연체율 상승세 지속하고 있어 긴축지속 위험 점차 증가 판단.</b> 향후 취약부문 문제가 금융시장 전체 불안정으로 이어지지 않도록 대비 필요. 국내 외환시장은 양호한 글로벌 금융여건에 기인해 안정적 모습 유지. 글로벌 달러화 강세 영향으로 주요국 통화 평가절하되면서 원달러 환율 함께 상승했으나 상승폭은 여타 통화에 비해 제한적. 국내 외화자금시장은 차익거래유인 축소, CDS프리미엄도 낮은 수준 지속 등 안정적인 흐름. <b>내수 부진 등에 따라 물가 상승 압력이 소폭 약화되면서 긴축완화 위험 다소 감소</b>하였다고 평가하는 바 향후 물가 및 경제 상황 흐름, 그리고 국내외 금융시장 상황을 지켜보면서 완화 시점을 적절히 결정하는 것이 바람직</p>
E	정책금리 동결	<p>세계경제는 글로벌 긴축 영향으로 당분간 둔화 흐름 지속되었으나, 하반기 이후 점차 개선되며 당초 예상보다 양호한 성장세 나타낼 것. 주요 선진국 인플레이션은 기초적인 둔화 흐름 이어가고 있으나 둔화 속도 예상보다 더딘 모습. <b>국내경제는 수출 중심 완만한 개선흐름 지속 전망. 민간소비는 회복세 더디나, 향후 가계 실질소득 개선 등에 따라 완만한 회복세 이어갈 것.</b> 수출은 글로벌 IT경기 회복 세와 <b>美 견조한 수입 수요</b> 이어지면서 증가세 확대 전망. 설비투자는 둔화흐름에서 벗어나 반도체 및 신성장산업 관련 투자 중심 양호한 증가 흐름을, 건설투자는 당초 예상보다 부진한 흐름 이어갈 것. 고용은 견조한 취업자수 증가세 이어지며 전반적으로 양호. 소비자물가상승률이 개인서비스 및 가공식품 가격 오름세 둔화 등으로 낮아졌으며, 근원물가상승률 둔화 추세 지속. 향후 물가상승률은 둔화 추세 이어가겠지만, 국제유가 및 농산물 가격 상승 등 영향으로 둔화 속도 완만할 것. <b>美 연준 조기 인하 기대 변화 등으로 주요 가격변수 상당폭 등락하였으나 대체로 완화적이며 원활한 흐름.</b> 국고채 금리는 최근 들어 연준 조기 인하 기대 약화 등에 따라 상당폭 상승하였으나, 단기시장금리 하락하고 주가 큰 폭 반등. 기업대출 연체율이 중소기업 중심 상승흐름 지속되나 기업자금조달은 대체로 원활, 부동산 PF 리스크 여전히나 금융시스템 안정 우려할 상황 아니라 판단. 가계대출은 기타대출 감소로 증가세 둔화되었으나 주택관련대출 견조한 증가 흐름. <b>물가가 기초적으로 둔화흐름 보일 것으로 예상되나 여전히 목표 대비 높은 수준이며, 향후 물가경로 불확실성 적지 않은 상황. 경기 완만히 회복되고 있으며, 금년도와 내년도 성장이 잠재성장률 수준 또는 그 이상 개선흐름 이어갈 것으로 전망되고 있어, 현 상황에서 인하 서두를 요인 크지 않다고 판단.</b> 당분간 금리를 현 수준으로 동결하여 물가경로와 여러 관련 지표 움직임 관찰하며 물가상승률이 목표수준대로 안정될 것이라 확신 될 때까지 유지 필요. 향후 통화정책은 <b>물가안정을 최우선 목표로 두고, 국내외 경제상황, 주요국 통화정책의 변화와 환율 움직임, 금융안정 측면의 리스크 등을 고려하여 결정</b></p>
F	정책금리 동결	<p>세계경제는 미국 중심으로 당초 예상 상회하는 성장세 보였으며, 향후에도 주요국 통화긴축 기조 지속 등으로 성장 둔화되기는 하겠지만 당초 전망보단 양호한 성장세 보일 것. 주요 선진국 인플레이션은 둔화 추세 이어가겠지만 하향 안정화 확신까지는 아직 상당 기간 소요될 가능성. <b>예상보다 양호한 경기 상황 등으로 서비스 부문 등의 인플레이션을 더디게 둔화되고 있어 목표치 수렴 시기도 기대보다 늦어질 가능성.</b> 주요 선진국 중앙은행들이 당분간 <b>높은 정책금리 유지</b> 시사한 가운데, 이후 발표된 경기 및 인플레이션 관련 지표가 시장 예상 상회함에 따라 조기 인하 기대 약화. 시장 가격변수 반영 정책금리 전망 상향조정됐고, 달러화 강세. 국내경기는 소비, 건설투자 등 내수 부진하나 수출이 IT 중심으로 개선돼 완만한 회복 흐름 지속. 금년중 성장은 전체적으로는 11월 전망에 대체로 부합하겠으나 <b>수출과 민간소비 성장 차별화는 당초 예상에 비해 확대될 것. 국내 인플레이션은 완만한 둔화 추세 이어갈 전망. 최근 지정학적 리스크 지속 등으로 유가 둘러싼 불확실성 큰 데다, 농산물 가격 높은 수준 이어가고 있어 인플레이션 둔화 흐름 주춤될 가능성 여전히 남아 있음.</b> 주가는 연준 조기 금리인하 기대 약화에도 반도체 업황 개선 기대 등으로 상승. 금융권 가계대출은 전체적으로 낮은 증가세 이어가고 있지만 은행 주택관련대출이 비교적 높은 증가세 지속. 신용스프레드 상당폭 축소됐으며 PF-ABCP 시장 불안심리 다소 진정. 일부 비우량 CP 차환 예로 등은 지속. 경기가 완만한 회복 흐름 지속하는 가운데 인플레이션은 유가 관련 불확실성 있긴 하나 둔화 이어갈 전망. <b>가계대출은 낮은 증가세 보였으나 여전히 증가 지속하는 주택담보대출 추이 지켜볼 필요. 현재로서는 디스 인플레이션 및 디레버리징 지속될 수 있도록 긴축기조 충분히 이어나갈 필요</b> 있으며, 이 과정에서 향후 인플레이션 흐름, 금융안정 상황, 주요국 통화정책의 영향 등 대내외 여건 종합적 점검 필요</p>

# 4월 금통위: 높아진 국제 유가에 발목 잡히나?

## ● 4월 금통위 주요 결정

①정책금리: 3.50% 만장일치 동결 + 최종금리 레벨에 대한 금통위원들 의견의 경우 동결 5명, 인하 가능성 배제 불가 1명

동결: 근원과 헤드라인 물가상승률이 목표에 수렴한다는 확신이 들 때까지 긴축기조 지속 필요

인하 가능성 배제 불가: 공급측 요인의 불확실성에도 불구하고 기조적인 물가 둔화 추세 지속을 예상하며, 내수 부진이 이어진다면 이에 대응하기 위한 인하 필요

## ②통화정책성명문 변화

- '올해 경제성장률이 2월 전망(2.1%)에 부합하거나 상회할 수 있다'면서 경제성장률 전망 상향 가능성 시사

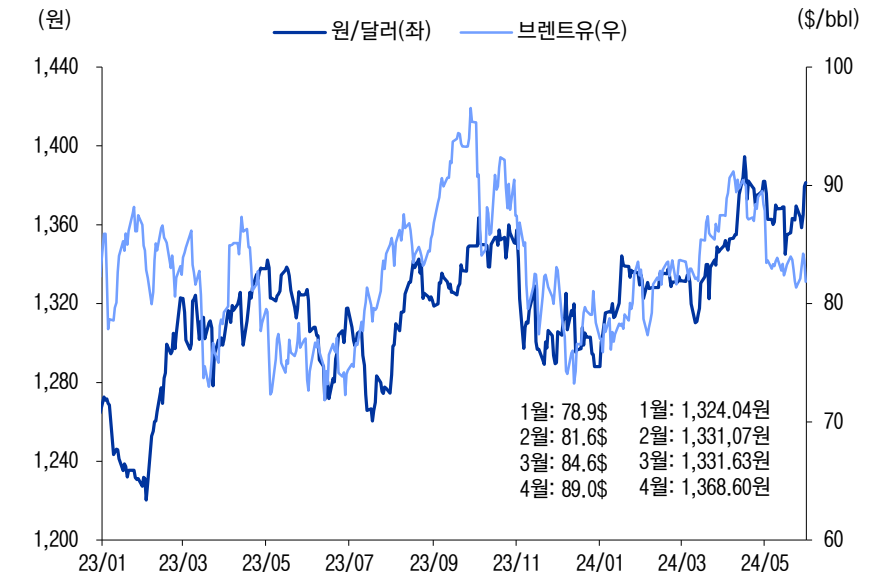
- 물가와 관련해서 근원과 헤드라인 전망 차별화. 근원은 전망 경로에 부합하는 둔화 추세가 지속될 것이라 예상한 반면 헤드라인은 전망 불확실성이 커졌다고 평가

- 향후 통화정책 관련 포워드 가이드언스에서 '장기간' 삭제. 기자회견에서 이창용 총재는 '당분간'은 3개월, '상당기간'은 6개월 정도로 해석된다고 언급

## 향후 통화정책 관련 포워드 가이드언스의 변화

구분	향후 통화정책 관련 포워드 가이드언스
2023년 1월	긴축 기조를 이어나갈 필요
2023년 2월	긴축 기조를 <b>상당기간</b> 이어가면서 <b>추가 인상 필요성을 판단해 나갈 필요</b>
2023년 4월	긴축 기조를 상당기간 이어가면서 추가 인상 필요성을 판단해 나갈 필요
2023년 5월	긴축 기조를 상당기간 이어나갈 것 + 추가 인상 필요성을 판단해 나갈 것
2023년 7월	긴축 기조를 상당기간 이어나갈 것 + 추가 인상 필요성을 판단해 나갈 것
2023년 8월	긴축 기조를 상당기간 지속하면서 추가 인상 필요성을 판단해 나갈 것
2023년 10월	긴축 기조를 상당기간 지속하면서 추가 인상 필요성을 판단해 나갈 것
2023년 11월	통화긴축 기조를 <b>충분히 장기간</b> 지속 + 추가 인상 필요성을 판단해 나갈 것
2024년 1월	통화긴축 기조를 충분히 장기간 지속
2024년 2월	통화긴축 기조를 충분히 장기간 지속
2024년 4월	통화긴축 기조를 <b>충분히</b> 유지

## 2월 금통위 당시보다 높아진 국제유가와 원달러 환율



주: 「[우해영's Macro Indicators]4월 금통위 Review: 높아진 국제 유가에 발목 잡히나?(<https://vo.la/QXXQsn>)」  
 자료: Infomax, LS증권 리서치센터

# 기자간담회 주요 내용(4월)

## Q. 3개월 이후 금통위원들의 전망? 통방문에 근원 물가 둔화세가 2월보다 조금 더 강조되는 부분. 헤드라인과 근원물가 중 어떤 움직임에 더 방점을 두고 있나?

: 3개월 내 금리 전망은 2월과 같음. 그간 헤드라인과 근원물가가 거의 같이 움직였는데 본격적으로 차별화돼 어떤 것에 더 무게 두고 고려해야 할지 한마디로 말하기 어려움. 근원물가는 예측대로 계속 둔화돼 통화정책을 예상대로 끌고 가고 싶은데 갑자기 지난 2개월간 헤드라인이 다른 방향이라 물가 예측 불확실성 조금 더 커진 상황. 한두 달간 헤드라인이 우리 예상대로 움직이는지를 볼 필요

## Q. 전세계적인 율통불통한 물가 흐름에 인한 지연 가능성 확대. 1월과 2월 통방서약 6개월 시계로 동결 가능성 언급, 현재 어떻게 평가? 충분히 장기간 → 충분히 변경 의미? 연준보다 선제 인하 가능?

: 지난번 6개월은 1월에 사건으로, 물가가 저희 예측대로 움직이고 있어 상반기에는 인하 어렵지 않겠냐는 말씀드리. 지금은 금통위원 모두 하반기 인하 가능성에 대해 예단하긴 다소 어려운 상황이라 생각. 헤드라인이 유가, 다른 여러 문제로 연말경 2.3%의 패스보다 높아지면, 하반기 인하 어려울 수 있는 상황. 충분히 장기간은 하반기에 할 수 없단 메시지를, 다 없다면 하반기에 한다는 메시지를 줄 수 있기 때문에 수정. 굳이 비유 들자면, 지금 상황은 감박이를 컸다기보다 자료를 보고 감박이를 키클까 말까 생각하고 있는 중으로 판단해주시면 좋을 것. 데이터 의존적으로 결정할 것. 최근 미 인하 시점 분명히 지연되고 있는 것 사실. 미국이 계속 금리를 인상하는 기조에는 환율 등 여러 제약이 있어 미 결정으로부터 크게 영향을 받아 마음대로 하기 어려운 부분 있었으나 지금은 미국이 피벗하긴 할 텐데 금년 중에 할지, 몇 번 할지, 시점 관련 문제라 통화정책에 주는 영향이 예전과는 다름. 전세계적으로 금리정책 탈동조화. 국내 요인을 갖고 통화정책 할 수 있는 여력이 작년보다 더 커짐

## Q. 미국에 앞서 한국 금리 인하 가능성 언급. 각국 통화정책 차별화, 탈동조화 강조. 2월 통방 때 미국이 먼저 피벗해야 각국 통화정책 차별화 시작될 수 있다 언급. 총재 전망이 완화적으로 수정된 것?

: 미국이 피벗 시그널을 주면 그 때부터 탈동조화가 된다고 언급. 피벗을 해야 탈동조화 된다고 말씀드리지 않은 것 같음. 지금 미국이 피벗 시그널을 작년 말에 이어 계속 줬기에 탈동조화 시작됐다 봄. 과거에는 미 통화정책이 환율 등에 미치는 영향을 봐야 해서 국내 요인도 보지만 미 통화정책 많이 보고 결정했다면, 지금은 미국이 피벗 시그널을 준 상황이라 오히려 국내 소비자물가 상승률이 어떻게 되는지에 대한 고려가 더 크므로 미국보다 먼저 할 수도 있고 뒤에 할 수 있다는 것. 미국의 피벗 시그널이 탈동조화를 할 수 있는 여건을 더 많이 만들었다고 표현하고 싶음

## Q. 원달러 환율 1,360원대로 상승. 예전에는 이정도 환율 레벨 불안해하면서 자본유출 우려했었는데 다르게 반응하는 이유는? 한국 통화정책 여건, 경기·물가와 미 통화정책 여건 비교 부각

→ 기본적으로 예전처럼 환율 변화에 따라 경제 위기가 오는 그런 상황 아니며 해외 투자가 많이 늘어 선진국형 외환시장 구조가 자리잡기도 함. 기본적으로는 한은이 특정 레벨 타겟팅하진 않지만 달러 강세 상황에서 주변국의 영향으로 인해 쓸림현상 일어나 펀더멘털과 달리 우리 환율에 과도한 변동성 보이게 되면 시장 안정화 조치 취해서 환율 안정시킬 수 있는 여력, 방법이 있어서 지켜보고 있음

## Q. 미 IB에서 연준 인하 시점을 9월로 지연 전망. 한은 정치적 독립성 약화 평가 있는데, 정책 결정 영향 있는가?

: 몇 월이라 말하기 어렵지만 6월 기대보다는 뒤로 미뤄진 것 사실. 그것이 우리 통화정책 결정에 어떤 영향 줄 것지는 환율, 환율을 직접 보는 것 아니라 환율로 인해 물가가 어떤 영향 받는지를 볼 것. 미국이 계속 인상하는 기조와 달리 피벗을 하되 시기를 보는 이런 상황에선 한은이 완전 독립적은 아니더라도 내부 요인 통해서 통화정책을 결정할 수 있는 여력이 커졌다고 생각함

## Q. 국내 물가, 연준 정책 불확실성으로 통화정책 방향 분명히 결정하기 어려움. 5월 전망 부합 시 통화정책 방향성 명확히 언급 가능?

: 5월 전망은 분명히 중요한 정보지만 한두 달 더 봐야한다고 생각. ECB 6월 결정, 통화정책의 탈동조화로 인해서 환율이 어떻게 변화할지, 그것이 우리 물가에 어떤 영향을 줄지 등을 봐야함. 개인적인 생각으로는 한두 번 정도 데이터를 더 봐서 확신 갖고 가는 것이 좋을 것. 선불리 금리 움직였다가 물가가 또 올라가거나 왔다 갔다 할 수 있음

## Q. 통방문 중 근원 물가가 금년말 2% 수준으로 낮아질 것이라 언급. 헤드라인은 별도 시점 부재한데 언제쯤?

: 지난번 2월 예측 시, 상·하반기 근원물가와 헤드라인 물가 전망치 발표. 2월 전망치를 보면 헤드라인의 경우 하반기 2.3% 정도, 근원은 2.0% 정도로 예상. 지금 근원 물가가 내려가는 추세를 보면 저희 예상대로 하반기에 2.0%로 내려갈 것으로 생각. 헤드라인이 2.3%로 같지는 무엇보다 유가에 가장 많이 달림. 예단하기 어려워 몇 달 더 살펴보고 통화정책 방향 결정할 것

# 4월 금통위 의사록

구분	의견	주요 내용
A	정책금리 동결	<p>세계경제는 통화정책 긴축으로 전반적으로 완만한 성장세 보이고 있으며, 미국은 당초 예상을 크게 상회하는 성장 지속. 앞으로 세계경제는 디스인플레이션 진전 등에 힘입어 개선 움직임 예상되나, 지정학적 리스크 등에 따른 성장경로상 불확실성 적지 않음. 주요국 인플레이션은 둔화 추세 이어가고 있지만 목표수준 수렴 과정 평탄치 않은 모습. 서비스 물가 여전히 높은 오름세 지속하고 있어 빠른 디스인플레이션 제약하고 있고, 지정학적 리스크 증대, OPEC+ 감산 연장 등으로 최근 상승한 국제유가도 당분간 높은 수준에 머물 것. 국제금융시장에서는 주요 가격변수가 연준 통화정책 기대 변화에 큰 영향 받으며 등락. 연준 금리 인하 기대로 낮아졌던 주요국 장기 국채금리는 시장 예상 상회하는 경제지표 등의 영향으로 다시 높아졌고 달러화도 강세. 국내경기는 소비 회복세 완만하나 수출 호조 지속한 데 힘입어 개선. 앞으로도 수출 호조 이어가고, 내수 점진적으로 회복돼 금년중 성장은 전체적으로 2월 전망 상회 가능. 근원 인플레이션은 기초적 둔화 추세 이어갔지만 소비자물가 상승률 둔화 흐름은 농산물 가격 높은 오름세 지속과 석유류 가격 상승으로 주춤. <b>앞으로도 근원 인플레이션의 완만한 둔화 흐름 이어지겠으나, 농산물 가격 흐름, 국제유가 움직임 등에 따라 소비자물가 상승률 둔화 흐름은 윤희불통한 모습 보일 것.</b> 장기금리가 연준 금리 인하 기대 약화로 최근 반등했고, 원/달러 환율도 위안화 등 주변국 통화 약세와 달러화 강세 영향으로 높아짐. 주가는 반도체 업황 개선 등에 상승. 주택담보대출 증가세 둔화됐고 기타 대출 감소세 지속. <b>주택가격 상승기대 약화, 부동산경기 부진 지속 전망 등 고려할 때 가계대출은 당분간 낮은 증가세 이어질 것.</b> 부동산 PF와 비은행권 대출 연체율 상승세 지속하고 있는 만큼 관련 금융기관의 자산건전성 악화 및 자금증가기능 약화 가능성에 유의하여 리스크 보다 면밀히 점검해 나가야 할 것. 경기가 <b>안만한 개선 흐름을 지속하는 가운데 인플레이션은 기초적으로 둔화 추세 이어갈 것.</b> 국제유가 및 농산물가격 전망 관련 불확실성 여전히 높은 점 등 디스인플레이션의 마지막 단계 리스크는 여전히 상존. 인플레이션 하향안정화 위해 무엇보다도 기대인플레이션 안정이 중요한 시기인 만큼 어느 정도의 공급충격에도 견딜 수 있을 만큼 기대인플레이션이 안정되었다고 확신할 수 있을 때까지 충분히 긴축 이어나갈 필요.</p>
B	정책금리 동결	<p>세계경제는 예상 상회하는 美 성장 호조가 글로벌 경제전망 상향조정 주도하면서 가시적 회복세 보이고 있어 경착륙 우려 해소시켜 나감. 글로벌 긴축주기 점점 도달 시각 점차 확산될 것으로 보여 점진적 통화긴축 완화 흐름 나타나면서, 성장 전망 추가 상방 요인으로 작용할 것. <b>향후 국가별로 자금 경기여건과 물가 상황에 따라 통화정책 차별화 진행될 것.</b> 예상보다 더딘 디스인플레이션 진행은 통화정책 기조 전환 시점 지연시킴으로써 실물경제 긍정적 흐름 제약 가능성. 예측 어려운 지정학적 리스크와 美 대선 결과는 글로벌 투자와 교역 여건에 가장 크게 영향 미칠 변수. 국내경제는 대외여건 개선에 따라 반도체를 비롯한 수출이 경기회복 견인하면서 완만한 성장 흐름. <b>고금리와 고물가에 기인해 소비와 투자 여력 위축돼 내수와 수출 부문간 불균형 심화되고, 고용시장에서도 업종별 차별화 진행. 지금의 경기 회복세 이어가기 위해 당면한 물가 안정 노력과 함께 소비 하방 위험 완충시켜 나가는 것이 향후 경제정책 주요과제</b> 돼야 할 것. <b>물가는 기초적 하향 흐름 이어질 것. 근원물가 대체로 안정적 하향 흐름 보이는 반면, 소비자물가 국제유가 불안정과 농산물가격 변동성 등 공급 측면 충격으로 목표치 도달까지 굴곡진 움직임 간헐적으로 나타날 가능성.</b> 최근 안정적인 주택가격 흐름에 기초한 가계대출 둔화 추세는 금융시장에서의 리스크 요인 축소. 일부 비은행금융기관 제외하고 유동성 압박 징후 아직 나타나지 않고 있으며, 부동산 PF 상황은 금융시스템 불안으로는 이어지지 않을 것으로 보이나, 잠재적 리스크가 현재화되지 않도록 질서 있는 구조조정 필요. 수출 호조와 이에 수반된 경상수지 흑자폭 확대, 외환 순유입 및 안정적인 외화자금시장 상황에도 불구하고 높은 수준 보이는 <b>환율 흐름에 대한 모니터링 강화</b> 필요. 기업부채가 주요국에 비해 수준 높고 증가 속도 빠를 뿐만 아니라, 연체율 비교적 크게 상승하고 있는 만큼, 기업 재무리스크가 금융불안 요인으로 연계되지 않도록 경계 수준 올릴 필요. 약화된 내수 모멘텀 회복 필요성 강화되는 가운데, 향후 주요국 정책금리 결정 방향, 물가경로 및 부동산 시장과 연계된 가계부채 흐름 등을 감안해 대응 바람직</p>
C	정책금리 동결	<p>세계경제는 양호한 흐름 보이는 가운데 美 경제지표 견조함에 따라 연준 긴축정책 전환 예상 시점 늦춰지고 있음. 국내경제는 소비 부진한 가운데 수출 호조세 보이며 부문별 성장세 차별화 지속. 수출이 향후에도 꾸준한 증가세 전망되는 반면 민간소비 회복 속도 완만할 것으로 예상되는 만큼 향후 국내 경제는 부문간 차별화 한동안 이어질 것. 최근 농산물가격과 유가 상승으로 소비자물가 상승률 반등했으나 <b>물가 기초적 흐름 나타내는 근원물가는 둔화 흐름 지속, 민간소비 부진 지속에 따라 물가 수요측 압력 약화돼 향후 물가는 근원물가 중심 완만한 둔화 흐름 이어갈 것.</b> 농산물가격 재상승 가능성, 지정학적 리스크에 따른 유가 상승 가능성 등 물가 전망경로 불확실성 확대에 유의 필요. 국내 농산물가격 변동성 확대가 기후변화에 따른 구조적 문제일 가능성에 대비 필요. 지난 금통위 이후 美 경제지표 발표 등에 따른 연준 긴축정책 전환 시점 기대 변화에 주로 영향 받아 장기 국채금리가 하락 후 반등. 국내 통화정책 기대 안정적 유지되면서 장기 국고채금리 좁은 범위 내 등락하며 안정적. 일부 지역 아파트 가격 반등 조짐 등 간의 하락세 주춤. 가계대출은 증가 속도 지속적으로 둔화되고 있으나 연체율은 상승추세 지속하였으며 기업 신용규모는 증가세 확대되는 가운데 연체율 상승세가 빨랐음. 부동산 PF의 경우 금융시장 전반적인 유동성 상황 양호한 가운데 대체로 안정적인 모습 보였으나 <b>향후 PF 구조조정에 따른 파급효과 불확실성 크고 부동산 관련 익스포져 높은 일부 비은행에 금취금기관 연체율 빠르게 상승하고 있어 긴축에 따른 금융시장 리스크는 점차 증가.</b> 글로벌 달러화 강세 영향으로 원달러 환율 함께 상승하였으나 국내 외화자금시장은 차익거래유인 축소되고 CDS프리티어도 낮은 수준 지속하는 등 대체로 안정적 흐름. <b>최근 내수 부진으로 국민들의 체감 경기는 악화되고 건설·부동산업 대출 연체율이 가파르게 상승한 반면 소비자물가 상승률은 반등하고 아파트 가격이 일부 지역에서 반등하는 조짐 보이는 등 긴축 지속 위험과 긴축 완화 위험 모두 증가해 통화정책 수행에 어려움 가중.</b> 향후 물가 및 내수를 비롯한 경제상황 흐름, 국내외 금융상황 지켜보며 금리 인하 시점 결정하되 금융당국과의 거시건전성정책 조율 통해 긴축 완화에 따른 위험 최소화 바람직</p>

# 4월 금통위 의사록

구분	의견	주요 내용
D	정책금리 동결	<p>세계경제는 예상보다 양호한 성장세 보이며 향후 점차 개선될 것. 미국은 소비 중심으로 당초 전망 상당폭 상회하는 견조한 성장세 이어가고 있으며, 유로지역은 고금리의 영향으로 미약한 성장흐름을 보여왔으나 하반기 이후 완만하게 회복될 것. 중국은 부동산부문 부진이 지속되나 정부의 부양조치 등으로 완만한 회복 흐름 이어갈 것. 주요 선진국 인플레이션은 둔화 추세를 이어가고 있으나 근원물가 둔화는 더디게 진행. 국내경기는 당초 예상에 부합하는 개선흐름 지속 전망. 민간소비는 재화소비 부진이 이어지고 있으나 향후 완만하게 회복될 것으로 예상되고, 수출은 IT경기 회복 등에 힘입어 양호한 증가세 지속하였으며 앞으로도 꾸준히 개선될 전망. <b>금년초 큰 폭 반등하였던 건설투자는 향후 감소흐름으로 돌아설 것</b>으로 보이고, 설비투자는 IT경기 회복 등으로 개선세 이어갈 전망. 고용은 전반적으로 양호. 부동산 부문은 당분간 안정세 이어갈 것으로 예상되나 불확실성 높은 상황. 국내물가는 농산물가격 및 국제유가 상승으로 3월 소비자물가상승률이 전월 수준인 3.1%에 머물렀으나 근원물가상승률은 낮아지며 기초적인 둔화추세. 3월 기대인플레이션은 높은 농산물가격 등으로 재차 높아진 상황. 앞으로도 국내 물가는 더딘 소비회복세 등의 영향으로 둔화 추세 이어가겠지만, 향후 물가경로에 농산물가격 및 국제유가 움직임, 지정학적 리스크 등과 관련한 불확실성 높은 상황. 금융·외환시장은 연준 통화정책 기대 변화 등으로 주요 가격변수 등락을 보였으나 <b>국내금융시장에서는 장단기 금리가 하락하고 주가는 상승세 지속하는 등 금융상황 완화</b> 흐름 이어졌음. 원/달러 환율은 연준 금리인하 지연 경계감 등으로 상당폭 상승하고 변동성 확대. 주택관련대출 증가세가 둔화되나, 기업대출이 은행대출 중심으로 높은 증가세 이어가고 있으며, 최근 들어 M2 증가율도 다소 높아지고 있는 상황. 물가가 기초적으로 둔화흐름 보일 것으로 예상되나, 공급측 물가 리스크 등으로 향후 물가 경로에 대한 불확실성 여전히 높은 상황. 기업대출 연체율 높아지고 부동산PF 리스크가 남아 있으나 현재로서는 금융시스템 전체에 미치는 영향 제한적일 것. <b>경기측면에서도 잠재수준 혹은 그 이상의 성장세 이어갈 것으로 전망되고 있으며, 이미 금융시장 상황이 완화흐름 이어오고 있는 점 등으로 볼 때 통화정책의 긴축기조 전환을 서두를 필요는 없는 것으로 판단. 물가경로 불확실성이 남아 있고, 만약 물가 상승률의 목표수준대로의 안착이 지연될 경우 물가상승률의 누적 부담이 커지면서 통화가치 안정을 저해할 수 있으므로 긴축기조 충분한 기간동안 유지하는 것 바람직</b></p>
E	정책금리 동결	<p>주요국에서는 디스인플레이션의 속도가 더딘 가운데 포스트 팬데믹 산업구조와 기술 변화에의 부합 정도에 따라 경제성장을 차별화. 미국에서는 고용호조와 확장재정에 힘입어 수요 증가세 지속되는 가운데, 글로벌 밸류체인 위축에 대응한 자동화 진전, 적극적 산업정책에 따른 투자확대 등을 배경으로 양의 공급 충격 발생하면서 디스인플레이션과 성장확대가 동시에 진전. 유럽에서는 제조업 부진으로 노동생산성 정체된 가운데 수요회복 지연되면서 인플레이션 하락과 성장 부진 동반. 또한 팬데믹 기간중 민간부채가 크게 늘어난 호주, 뉴질랜드, 캐나다, 스웨덴 등에서도 고금리 장기화 등의 영향으로 지난해에 이어 금년에도 부진한 성장. 한국에서는 IT, 자동차 등 주요 제조업 수출호조와 투자확대 이어지고 있는 반면, 소비 부진한 가운데 서비스부문 중심으로 노동생산성도 하락해 부문별 차별화 심화. <b>최근 수출호조는 기업과 가계 소득증가를 통해 내수회복으로 이어짐으로써 경제전반에 걸쳐 긍정적 효과 가져오겠지만 물가의 높아진 레벨 효과, 누적된 부채상환 부담, 베이비부머의 낮은 소비성향 등 감안할 때 소비부진이 구조적 현상으로 장기화될 가능성 배제 어려움.</b> 내수부진으로 수요측면 물가압력 크다고 할 수 없으나 최근 농산물 가격 급등, 국제유가와 환율상승 등 공급측면 물가압력 더욱 커졌음. 상하방 요인 교차하면서 2월 전망경로 벗어나다고 판단하기 어려우나, 관련 불확실성이 큰 만큼 강한 경계심 유지하면서 향후 물가경로 주의 깊게 살펴볼 필요. 연준 인하 기대 시점 지연에 따라 원/달러 환율 절하되고 장기시장금리 상승하였으나 중장기 외화차입 가산금리와 회사채 신용스프레드 축소, 외국인 증권투자자금 순유입 등 전반적인 안정 유지. 취약가구와 건설·부동산산업 대출 중심 연체율 상승하고 일부 비은행금융기관 자산건전성 악화 우려 제기 등 부채와 고금리의 상호작용에 의한 불안요인 잠재. <b>내수부진 고착화 방지하고 차입부문의 누적된 부담 완화 위해 금리정상화 필요성</b> 높아졌으나 물가경로 둘러싼 대내외 불확실성 여전히 큰 데다 부동산 심리와 가계부채 안정화 여부도 좀 더 지켜볼 필요있는 만큼, 기준금리 현 수준 유지 적절. <b>앞으로 물가 공급압력 확대되지 않고 현 전망경로 유지한다는 판단이 드는 시점에서는 금리정상화를 시작하되 대내외 금융불균형이 유발되지 않도록 거시건전성 정책, 외환정책 등 보완적 정책들 적극 활용 필요.</b> 무엇보다도 통화정책은 장기적 구조개선보다는 경기 변동성을 완화하는 역할에 제한될 수 밖에 없으므로, 중앙은행 대차대조표 정책의 활용도를 점검하는 동시에 우리 경제의 구조개혁과 생산성 제고 위한 정책제언 노력 지속 필요</p>
F	정책금리 동결	<p>세계교역이 그간의 부진에서 벗어나면서 완만한 회복세에 접어들었지만 많은 나라들이 여전히 미약한 성장세 보여 향후 각국 금리도 차별화 양상 될 것. 미국은 시장 예상 넘는 성장과 견실한 고용 이어가고 있고 소비자물가상승률도 전월보다 높은 3.5%. 연준 인하 시점 지연될 가능성 제기. 국내경제는 고물가 고금리로 인한 소매판매 부진에도 반도체를 비롯한 수출 호조에 힘입어 연간 2.1% 내외 성장 예상되나 체감 경기상황은 부문별로 온도 차 클 것. 노동시장은 내수 부진에도 여성, 고령층 노동 공급 증가세 지속돼 고용률과 실업률 등 총량 지표는 양호한 흐름. 소비자물가 상승률은 완만한 둔화추세 이어갈 것으로 예상되나 농산물가격과 국제유가 상승 등으로 인해 불확실성 큰 상황임. 경상수지 흑자에도 불구하고 글로벌 달러 강세로 환율이 높은 수준에 머무르고 있는 점도 향후 수입 물가상승 부추기는 요인으로 작용할 수 있을 것. 근원물가 상승률은 전년동월대비 2.4%로 지속적 하락세 유지하고 있으나 생활물가상승률은 전년동월대비 3.8%로서 전월(2월 3.7%)보다 올랐음. 서민들의 생계와 밀접한 생활필수품 가격안정을 위해서는 유통구조 개선, 과감한 수입 규제 완화 등 보다 구조적이고 근본적인 정책 필요. <b>장기간의 고금리로 인한 부작용이 경제 곳곳에서 부각되고 있지만 여전히 물가안정을 최우선 과제로 삼아야 할 때.</b> 기준금리를 현 3.5% 수준에서 동결하고 주요국 통화정책 전개 양상 지켜보는 한편 향후 진행될 부동산 PF 정리와 이에 따른 제2금융권의 상황 면밀히 주시해야 할 시기</p>

# 5월 금통위: 경제성장률 전망치 상향에도 유지된 물가 전망치

## 5월 금통위 주요 결정

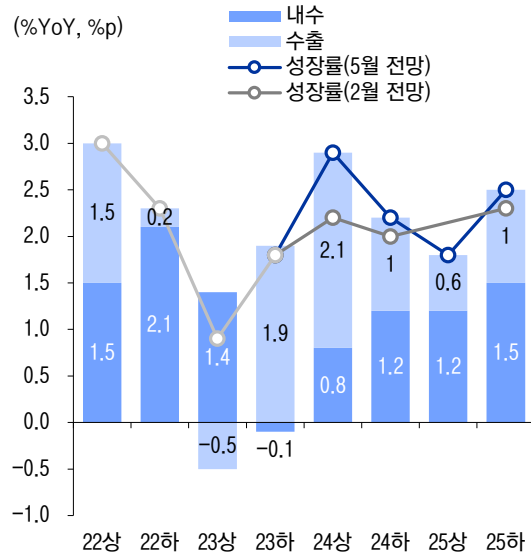
① 정책금리: 3.50% 만장일치 동결 + 최종금리 레벨에 대한 금통위원들 의견의 경우 동결 5명, 인하 가능성 배제 불가 1명

동결: 물가상승률 둔화 흐름이 이어질 것이거나 물가 관련 여러가지 불확실성이 커졌으므로 목표 수준으로 수렴할 때까지 조금 더 지켜봐야함을 가장 큰 이유로 꼽음  
 인하 가능성 배제 불가: 물가 상승 압력이 높아진 것은 사실이나 내수 회복세가 상대적으로 완만할 것이라 평가 + 지금 상황에선 물가상승률의 둔화 추세 지속 예상

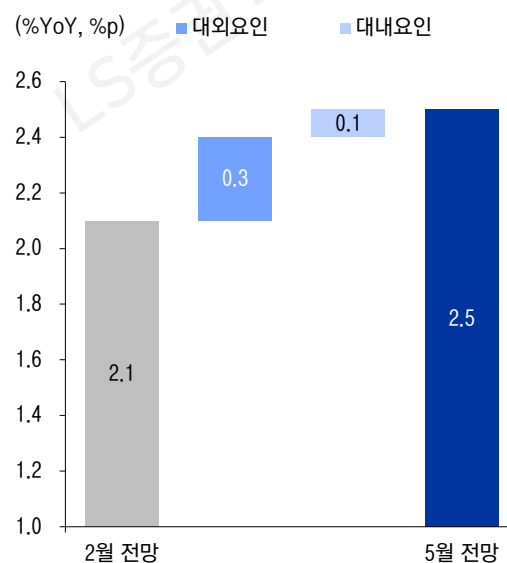
② 통화정책성명문 변화

- 정책금리 결정 배경에 '물가 전망 상방 리스크 확대' 언급
- 물가와 관련해서 '성장세 개선'을 상방압력 증대 요인으로 꼽았지만 '완만한 소비 회복세'로 그 영향이 제한적일 것으로 평가하는 등 전망치 유지한 배경 언급됨
- 통화정책 방향에 '성장세 개선 흐름' 추가

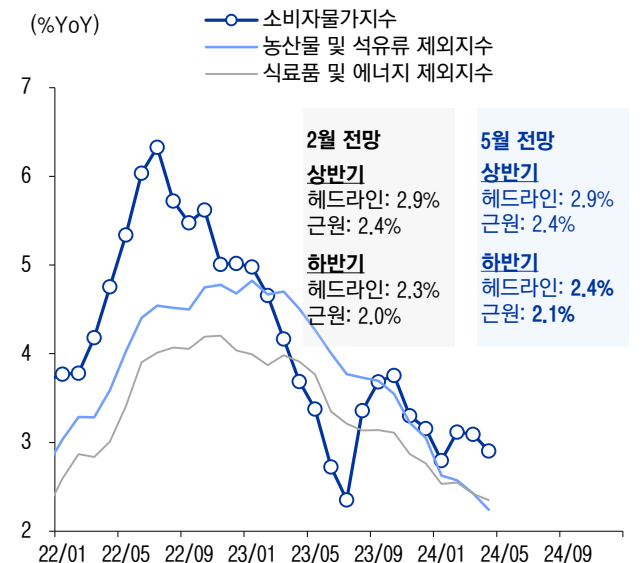
## 하반기 이후 내수·수출 균형 성장을 전망



## 주로 대외요인에 기인한 성장 전망 상향



## 연간 물가 전망은 유지됐지만 하반기 전망 상향

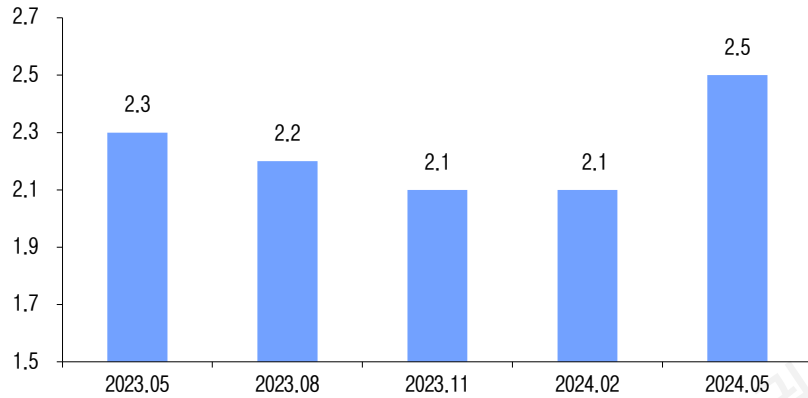


주: 「우해영's Macro Indicators」5월 금통위 Review: 경제성장률 전망치 상향에도 유지된 물가 전망치(<https://vo.la/DenMks>)  
 자료: 한국은행, CEIC, LS증권 리서치센터

# BOK 5월 수정경제전망

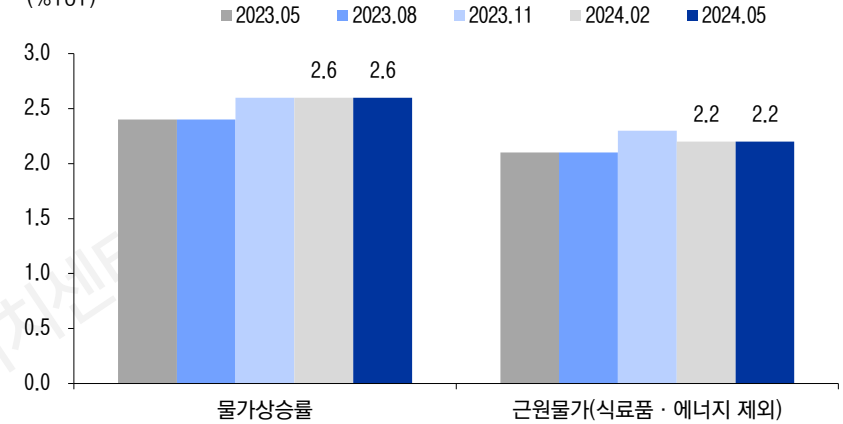
## GDP 경제성장률 전망

(%YoY)



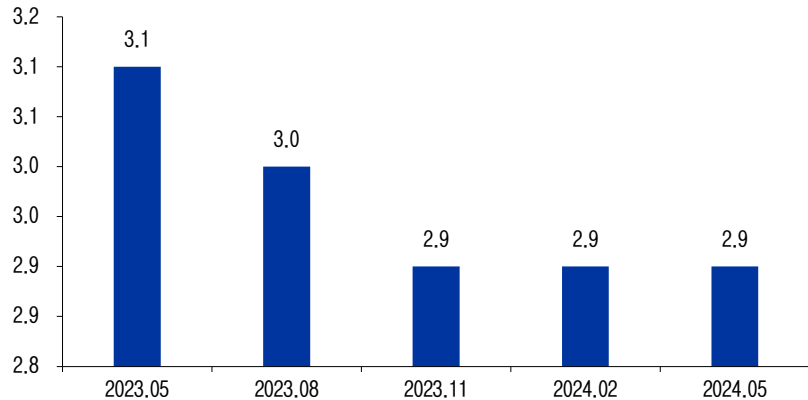
## 소비자물가상승률 전망

(%YoY)



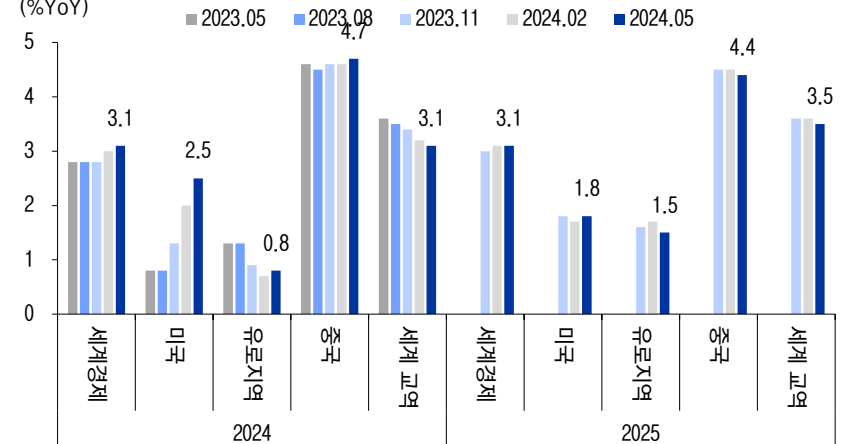
## 실업률 전망

(%)



## 전망의 주요 전제

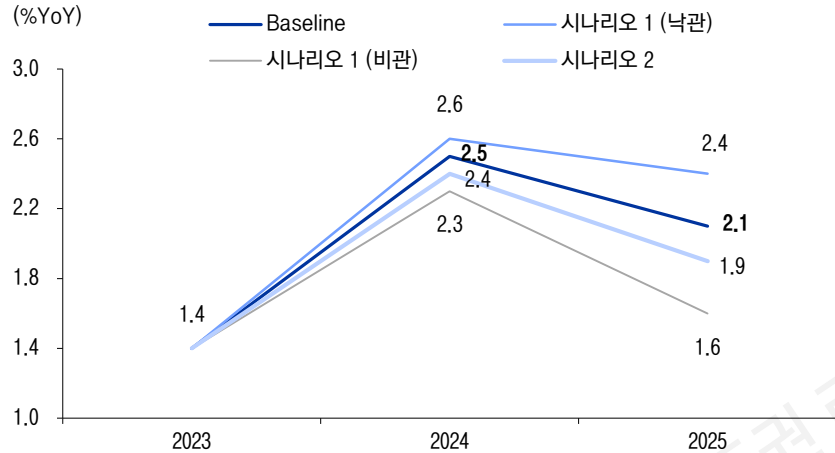
(%YoY)



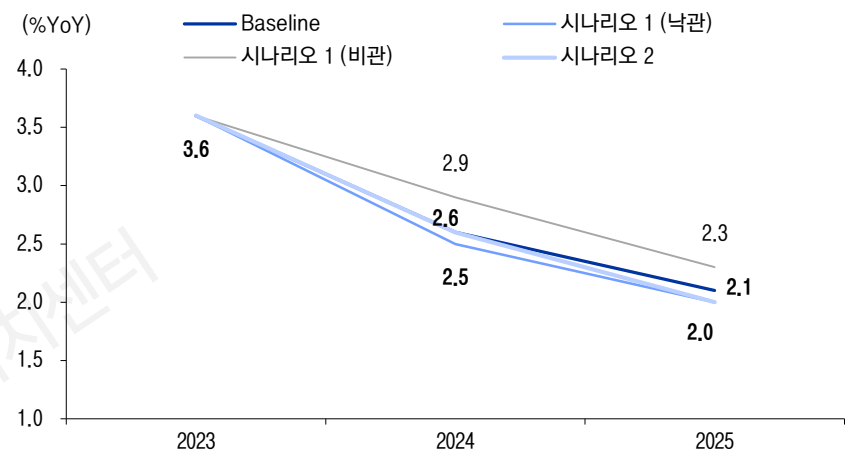
자료: 한국은행, IMF, OECD, LS증권 리서치센터

# 2024년 시나리오 전망(5월)

2024년 5월 시나리오 전망: GDP 성장률



2024년 5월 시나리오 전망: 소비자물가상승률



## 시나리오 1: 글로벌 지정학 갈등 조기 진정(낙관) vs 심화(비관)

중동 분쟁 등 주요 지정학적 사건의 전개 양상에 대한 높은 불확실성을 고려해 향후 낙관적인 상황과 비관적인 상황을 상정해 시나리오 분석 실시  
 낙관 시나리오(조기 진정): 이스라엘과 하마스의 종전 협상이 타결되고 러시아와 우크라이나를 둘러싼 갈등도 진정되는 상황을 가정. 이 경우 부정적인 공급 충격이 완화  
 비관시나리오(심화): 중동지역 분쟁이 상당히 악화되고 러우 전쟁의 규모도 확대되는 상황. 주요 원자재가격 상승 및 금융여건 악화

## 시나리오 2: 글로벌 긴축기조 장기화

주요국 디스인플레이션이 향후에도 더디게 진행될 경우 글로벌 통화긴축은 시장의 예상보다 오래 지속될 가능성. 긴축기조 장기화에 따라 글로벌 교역 및 성장세는 둔화. 물가상승률은 긴축기조 장기화에 따른 환율 상승과 국내 경기 둔화의 영향이 엇갈리게 작용하면서 대체로 기본 전망 수준에 머무를 것으로 예상

### [성장상하방 리스크]

- 상방리스크: AI 투자 확대 등 글로벌 IT 경기의 회복세 강화, 미국 경제의 강한 성장세 지속, 민간 소비의 회복 모멘텀 확대 등
- 하방리스크: 글로벌 긴축기조 장기화, 부동산 PF 구조조정 영향 확대, 글로벌 자산가격 조정 등

### [물가상하방 리스크]

- 상방리스크: 지정학적 불안 심화 및 국제유가 상승, 수급차질에 따른 농산물가격 상승, 기업들의 가격인상 움직임 확산 등
- 하방리스크: 국내외 수요압력 약화, 국제유가 하락, 정부의 물가안정대책 등

# 기자간담회 주요 내용(5월)

**Q. 경제성장을 전망 큰 폭 상향. 4월 통방에서 하반기 전망이 통화정책 변수로 언급. 인하 필요성 감소? 5월 FOMC 의사록에서 여러(various) 위원들의 추가 인상 가능성 언급 확인. 금통위도 추가 인상 가능성 존재? 성장을 전망 상향시 물가 전망 상향 일반적. 지난 1분기 내수가 반짝 성장했는데 이후 부진 심화를 전망하는가?**

: 성장률을 0.4%p 상향에도 물가 전망 유지. 이번 성장을 제고의 3/4 정도가 순수출 증가에 기인했는데 순수출이 물가에 주는 영향은 내수보다는 제한적. 내수 측면에서도 지금 내수가 예상보다 높은 것은 사실이나 연간 소비성장률은 1.8%로 전체 성장률인 2.5%보다 완만. 예상보다 높더라도 내수가 물가 상승 압력 제한하는 쪽으로 계속 작용할 것. 물가가 상방 압력을 받고 있어 하반기 중 인하 기대 있지만 시점에 대한 불확실성 훨씬 더 커짐. 추가 인상에 대해 금통위원들은 어떤 일이 벌어질지 모르고 물가가 예상보다 훨씬 확실히 올라가면 고려하겠지만 현 상황에선 가능성 제한적이라 평가

**Q. 성장을 상향으로 GDP 갭 플러스 전환 시점 앞당겨질 것 같은데 언제쯤? 플러스 전환 시점 앞당겨지고 내년 성장률도 2% 상회 예상되는데 금리 인하의 가장 큰 이유는?**

: 성장 전망치 상향에도 GDP 갭의 플러스 전환 시점은 2025년 초로 예상. 내년과 올해 2%대 성장(잠재성장률 상회) 예상에도 인하하려는 이유는 현 금리 수준은 제약적이기 때문. 물론 정도는 하단에 있을지 모르나 제약적인 수준이므로 물가 낮추는데 계속 작동하고 있는 것으로 봄. 근원 물가도 낮아지고 있고, 물가가 원하는대로 완전히 안정되는 수준, 타겟으로 온다면 금리 수준 정상화시키는 것이 당연히 바람직. 경기가 과도하게 과열되는 상황이 아니므로 제약적인 금리 수준 정상화시키는 것 너무나 당연한 얘기. 내수와 수출간 괴리 크고 내수 내에서도 양극화 현상 심해 제약적인 금리 수준은 물가가 안정된다는 확신이 들면 정상화 작업은 시작해야할 것 같음

**Q. 최근 경기부양 위해 신흥국이 미국보다 먼저 인하하는 현상 뚜렷함. 한국도 선제적 인하 가능하단 전망 있는데 금리차가 2%p보다 더 확대돼 환율 불안정, 자본유출 우려 존재. 어떻게 평가하는가?**

: 미국이 금리를 더 인상하지 않고 앞으로는 인하 고려하겠다는 시그널 왔기 때문에 스웨덴, 스위스, 남미에서 먼저 인하. 처한 상황에 따라 통화정책 달리해 나가기 시작. 스웨덴은 물가가 2.3%이지만 경기가 마이너스 성장 중이고 가계부채 문제도 걱정돼 인하 빠르게 시작. 스위스는 물가상승률이 1%를 하회해 물가 안정돼 인하. 남미는 조기 인상한 부분 되돌리는 것 있어 한국과 직접인 비교 어려움. 금리차가 환율에 주는 영향 있지만, 확대돼도 환율이 기계적으로 되지 않음을 1년 반 동안 봄. 단 너무 크게 확대될 때 생길 수 있는 환율 및 자본이동 변동성 등을 고려해 하반기에 통화정책 결정할 것

**Q. 근본적으로 내수 좋아졌다고 말씀해주신 것 맞는지? 한국은행의 통화정책 차별화 가능한가?**

: 데이터를 보니 예상보다 내수가 좋다는 것이지 전체 GDP 성장률에 비해 좋다는 것 아님. 지난 한두 달간 美 경제정책으로 환율 변화, 자본 이동 가능성이 생각보다 더 컸음. 기계적으로 미국 따라간단 얘기하는 것 바람직하지 않음. 美 통화정책이 변화에 따라 환율시장 및 자본 이동성에 주는 영향, 또 그로 인해 국내시장이 받는 영향 보면서, 궁극적으로 물가에 주는 영향 보면서 통화정책 결정

**Q. 4월 금통위 때 하반기 인하 가능성에 대해 예단하기 어렵다면서 명목 CPI 기준 2.3%라는 숫자 여러 번 언급 + 지금은 깜박이를 켜지 말지 고민하는 시기라 발언. 지금도 비슷한 입장인가?**

: 성장률 전망 2.1%→2.6%로 변한 것은 굉장히 큰 변화. 또 하나 큰 뉴스는 물가에 많은 영향 줄줄 알았는데 전망 자체 바뀐 정도로 크지 않았다는 것. 헤드라인 CPI가 2.3~2.4% 되려면 12월까지 기다렸다가 통화정책 해야하는데 그럴 순 없고 2.3~2.4%로 내려가는 추세되면 인하 고려할 수 있단 톤에서는 궤를 같이 함. 하반기 중 인하 시점 있어도 그 불확실성은 4월과 5월에 비해 훨씬 더 커짐

**Q. 현 금리 제약적인 수준으로 판단하면서 정상화 필요성 계속 언급. 시장 상황보면 금융시장 실제 상황은 과도하게 완화적이란 평가 존재. 성장 양호하다면 통화정책이 부채관리, 좀비기업 구조조정 등에 집중해야하는 것이 아니냐는 의견 있는데 어떻게 평가? 하반기 인하 시점은 불확실하나 검토 언급했는데 기존 전망 대비 하반기 금리 인하 폭 자체 변할 수 있나?**

: 인하 고려 중이라는 것을 명확히 하면 물가가 예상 수준으로 되는지 보고 시점을 고르겠다고 한 것이므로 하반기에 무조건 인하한다는 뜻으로 말씀드린 것 아님. 통화량, 주담대 금리 등을 보면 이미 금융시장 자체는 완화적인 것 아니냐는 질문에 대해선 통화량은 적절한 지표가 아니며 주담대는 당연히 담보물 있기 때문. 부동산 PF, 회사채 등에 비해서 주담대는 은행도 그렇고 안정적으로 대출하고 싶어하는 마음이 더 크므로 주담대만 갖고 금융시장 판단 어려움. 종합적으로 보면 아직 긴축적. 여러 시장 변수 다같이 고려해보면 금융상황이 긴축적인 상황에서 완화되고 있는 것으로 평가. 인하 폭에 대해 얘기하지 않는 것은, 인하 시점 확인 후 폭을 생각해야하는데 아직 시점에 대한 불확실성이 커서 거기까지 논의하지 않음. 금융안정 고려한 중립금리와 고려하지 않은 중립금리 수준 다를 순 있음. 당연히 물가가 잡히기 전에는 물가가 가장 중요한 변수이므로 거기에 집중하고 있지만 물가가 안정되면 내수와 수출과의 조화를 어떻게 할 것인지, 금리를 너무 낮출 때 생길 수 있는 미래 금융안정성은 어떻게 할 것인지 등을 모두 고려해 폭 결정할 것. 지금시점에서는 시점이 문제라 인하 폭에 대해 아직 심도 있는 논의 하지 않음

# 5월 금통위 의사록

구분	의견	주요 내용
A	정책금리 동결	<p>세계경제는 양호한 흐름 보이는 가운데 국가별로 경제 상황 차별화 양상 보이면서 통화정책 또한 점차 차별화될 것. 美 경제는 비농업부문 취업자수 둔화 흐름, 실업률 상승 등 노동시장 불균형 완화되고 있고 ISM 서비스업지수 지속적 하락해 서비스물가 압력 다소 낮아짐. 3월 개인소비지출 물가지수 반등하고 근원물가 둔화 속도 예상보다 상당히 느리므로 가까운 시일 내의 피벗 가능성 낮음. 유로지역은 근원물가 수준 아직 목표수준 대비 높은 편이나 둔화흐름 지속, 실물경제 성장세 미약한 상태라 가까운 시일 내 유럽중앙은행 피벗 예상. 중국의 경우 부동산 시장 부진 지속 등 제약요인으로 제한적인 개선 흐름. 일본은 경제 성장세 다시 위축돼 통화정책 정상화에 어려움 가중. 그로 인해 향후 엔화 환율 흐름 불확실성 증가. 국제유가는 이스라엘-이란 간 무력 충돌 양상에 따라 큰 폭 상승 후 하락했는데 최근 OPEC+ 결속력 약화, 美 원유 생산량 증가, 추가 생산 가능성 상존해 상당한 강도의 지정학적 돌발사태 없는 한 유가 급등 가능성 제한적. 국내 경제는 수출이 꾸준히 호조세 보이는 가운데 민간소비 증가를 예상치 큰 폭 상회 등 금년 1Q GDP성장률 호조세 보였고 노동시장에서도 4월 중 취업자수 증가폭 26만명으로 반등 등 실물경제에서 예상을 뛰어넘는 성장세 실현. <b>민간소비를 비롯한 내수 부문 호조세가 향후에도 이어질지 추가 모니터링 필요. 소비자물가상승률이 다시 2%대로 진입하고 근원물가 상승률 하락세 지속되고 있으며 유가 급등 가능성 제한적이라는 점에선 긴축완화 위험 감소 판단. 근원물가 상승률의 기초적 하락 흐름과 함께 소비자물가 상승률이 전망 경로에 부합하게 하락하는지 여부가 긴축완화의 중요한 필요조건.</b> 美 장기 국제 영향 받아 장기 국고채 금리 등락하는 가운데 단기금리 낮은 수준 유지, 통화(M2) 증가율 상승 등 전반적인 유동성 매우 양호. <b>비은행 금융기관 중심으로 연체를 상승 지속되고 있고 향후 PF 구조조정에 따른 불확실성 더해지고 있어 긴축적 통화정책 지속에 따른 금융시장 불안정 가능성 경계해야 함.</b> 가계부채의 경우 일부 지역 아파트 가격 반등, 주택 매매거래 늘어나면서 <b>4월 중 가계대출 증가폭 확대. 아직 관리 가능한 범위 내에 있다 판단하나 가계대출 증가폭 추가 확대되지 않도록 주의 필요.</b> GDP 대비 기업부채 비율이 최근 수년 동안 가파르게 상승했음에도 은행 기업대출이 높은 증가세 이어가고 있는데 기업대출 증가가 연체를 상승으로 이어지지 않도록 위험관리에 각별한 주의 기울여야 할 시점. 달러화 강세, 지정학적 리스크 및 엔화 약세 등으로 4월 중 원달러 환율 변동성 증가. <b>전세계적으로 달러화 유동성 풍부한 상태에서 달러화 강세 기초 지축돼 원달러 환율 급격한 변동 가능성 제한적. 일시적인 원달러 환율 움직임에 주목하기보다 거주자 해외투자 등에 따른 달러 수요가 환율에 미치는 영향 줄일 수 있는 방안 강구 바람직. 통화정책 효과가 시차 두고 나타난다는 점 고려시 물가 측면에선 긴축 완화 위한 필요조건 점차 충족.</b> 예상보다 강한 실물경제 호조세 지속될 경우 물가에 대한 상방압력 증가 가능성 배제하기 어려운 상태이므로 경제흐름 추가 확인 후 긴축 완화 여부 결정 바람직</p>
B	정책금리 동결	<p>세계경제는 제조업 경기 회복 등으로 완만한 성장흐름 이어나가고 물가상승세 둔화. 세계경제 연착륙 기대 높아지고 있고, 미국 등 주요국 중앙은행은 금년 내 통화정책 긴축 기초 완화 예상. 국내경제는 소비와 수출이 예상 밖 회복세 보이는 등 개선 흐름. 고용은 취업자수뿐 아니라 근로시간, 임금 모두에서 양질의 증가 보이고 있어 앞으로 가계의 실질구매력이 완만하게 개선되는데 기여할 것. <b>소비자물가는 전망 경로에 부합하는 둔화세</b> 보이고 있으며, 현재로서는 내년 하반기에 목표수준 도달 예상. 유가 및 환율 상승 등으로 향후 물가 경로 상방리스크 증대. 그간의 누적된 물가상승으로 가계부담 증대된 점 고려시 기대인플레이션 계속 높은 수준에 머무를 가능성. 금융안정 상황을 보면 지정학적 리스크 확대, 연준 통화정책 기대 변화에도 대체로 안정세 지속하고 있지만 리스크 요인 상존. 원/달러 환율이 1,300원대 후반 수준으로 크게 상승했다 최근 반락. <b>주요국 통화정책 변화에 따라 앞으로도 원/달러 환율 변동성 확대될 수 있어 경계감 늦추기 어려움.</b> 금융시장 전반적인 유동성 상황은 단기대기성 자금 증가, 통화증가율 상승, 신용 스프레드 하락 등 고려시 대체로 양호. 가계와 기업 대출은 대출금리 하락, 정책자금 공급 등에 기인해 증가세 확대됐는데 이 경향성 향후에도 지속될지 여부 예의주시해야 할 것. 부동산 PF는 금융기관의 손실흡수능력 고려시 시스템적 리스크 요인으로 확대될 것으로 보이지는 않으며 최근 발표된 구조조정 방안 일관되게 추진 필요. <b>성장 흐름 개선된 가운데 환율 등 대외여건 리스크 상존하고 물가 상방리스크 증대.</b> 기준금리를 현 수준 유지 + 앞으로도 당분간 현 수준 유지 바람직. 앞으로 통화정책 기초 전환 시기는 <b>환율 등 대외여건의 안정 상황,</b> 중기 시계에서 물가의 목표 수준 수렴에 대한 확인 여부, 현 기준금리 유지에 따른 경제주체 부담 등을 종합적으로 점검해 판단</p>
C	정책금리 동결	<p>세계경제가 연착륙 국면에 접어드는 가운데 나라별로 실물경제 회복 속도 및 물가상승률 차별화 양상 보임에 따라 정책금리들도 다양한 경로. 큰 변동성을 보였던 국제유가와 외환시장은 최근 들어 진정. 국내경제는 반도체를 필두로 한 수출이 강한 회복세를 보이며 성장 견인. 예상 상회한 1Q 소비증가에 힘입어 국내외 기관들이 금년도 경제성장률 전망 상향 조정. <b>다만 지난분기 소비증가세 지속될지, 수출 호조가 내수 증가로 이어질지 여부 좀 더 지켜봐야겠음. 근원물가 상승률이 완만한 둔화추세 이어가는 가운데 헤드라인 물가상승률은 일시적 반등 거듭되어 목표 수준인 2%에 이르러면 상당한 시간 소요될 것.</b> 실물경제 성장세가 당초 예상 상회할 것으로 전망되면서 물가 상방 압력도 상존. 물가상승률 둔화되면서 그간 정체되었던 실질임금이 성장세로 전환되어 가계 실질구매력 증가하고 이는 향후 소비에도 도움 될 수 있을 것. 장기간의 고금리로 인해 취약 차주의 연체를 상승은 우려스럽지만 시스템리스크로 확대될 가능성 미미. 가계부채 경감 노력에 힘입어 GDP 대비 가계부채 비율 100% 이하로 하락해 단기적인 목표 달성할 것. 그간 미뤄왔던 부동산 PF 부분의 질서 있는 구조조정과 더불어 디레버리징 노력 계속함으로써 경제 체질 개선 기회로 삼아 향후 지속적인 성장 토대 마련 시기. 실물경제가 잠재성장률에 근접한 (예상보다 양호한) 모습을 보이는 만큼 기준금리 현 3.5% 수준에서 동결하고 물가상승률이 목표 수준으로 안착할 것이라는 확신이 들 때까지 긴축기조를 이어나가는 것이 바람직</p>

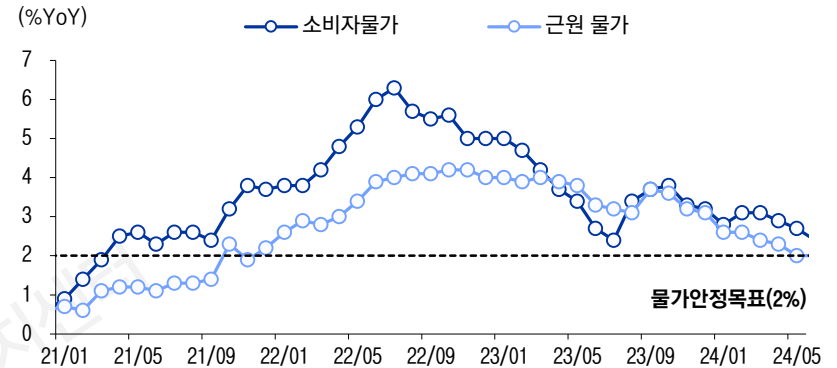
# 5월 금통위 의사록

구분	의견	주요 내용
D	정책금리 동결	<p>세계경제는 글로벌 통화긴축의 영향에도 예상보다 양호한 성장세 나타내고 있지만 주요국별로 차별화된 경기 흐름 이어질 것. 주요 선진국 인플레이션은 둔화 흐름 이어가고 있지만 목표 수준 수렴 시점 기대는 국가별로 상이. 국내경제는 수출 회복 모멘텀 강화되고 소비 등 내수부진도 당초 우려보다 나아지면서 양호한 성장흐름 나타낼 전망. 민간소비는 1Q 중 일시적 요인 등으로 당초 전망보다 개선되었으며, 이후 조정국면 거치며 완만하게 회복될 것. 수출은 IT 경기회복, 미국 성장세 확대 등에 힘입어 견조한 증가세 이어갈 것. 1Q 중 큰 폭 반등하였던 <b>건설투자는 향후 부진한 모습</b> 나타내고, 설비투자는 IT경기 회복 등으로 개선 전망. 고용은 견조한 취업자수 증가세 이어지는 등 전반적으로 양호. 부동산 시장은 서울 중심으로 거래량 증가하고 실거래가도 소폭 상승하였으나 추세적인 상승 전환으로 평가하기에는 불확실성 큰 상황. <b>국내물가는 성장전망, 유가 및 환율 전망 상황 등으로 상방 압력 커졌으나 완만한 소비 회복세 등으로 기초적으로는 둔화 흐름 이어갈 것.</b> 향후 물가 경로에는 농산물가격, 국제유가, 환율 움직임 등과 관련한 불확실성 높은 상황. 주요국 통화정책에 대한 기대 변화 등에 영향 받으며 주요 가격변수 등락하였고 가계대출은 주택관련대출 중심 증가 전환, 기업대출도 은행대출 중심 높은 증가세 이어가는 모습. 원/달러 환율은 연준 인하 시기 등에 대한 기대 변화, 중동사태 등으로 상당폭 상승하였다가 반락하는 등 변동성 확대. 외화자금시장은 안정적인 흐름 유지하고 있으나 <b>연준 통화정책 전환 등에 따른 환율 측면의 리스크 상존</b>하고 있는 만큼 앞으로 관련 움직임 주의 깊게 살펴보아야 하겠음. 금년 중 당초 전망을 웃도는 성장률 예상되고 물가 상승률 둔화 추세 이어질 것으로 보이지만 앞으로의 물가 경로에 대한 대내외 불확실성이 커 물가목표 수렴에 대한 확신 갖기 위해 향후 흐름 좀 더 지켜볼 필요. 앞으로 통화정책은 물가와 성장 경로 면밀히 살펴 보면서 금융안정 측면 및 지정학적 리스크 전개 상황, 가계부채 추이, 주요국 통화정책 변화 등 대내외 정책여건 점검해가며 결정</p>
E	정책금리 동결	<p>세계경제는 예상보다 양호한 모습 보이고 있는 가운데 세계교역도 회복 조짐 보이고 있음. 주요국간 무역갈등, 지정학적 리스크 등에 따른 성장경로상 불확실성 있으나 앞으로도 세계경제는 완만한 성장흐름 지속할 것. 주요국의 디스인플레이션은 여전히 높은 서비스물가 오름세, 에너지 가격 반등 등으로 더디게 진행. 국제유가는 4월초 이스라엘-이란 분쟁으로 상승하였다가 이후 다시 하락, 지정학적 리스크에 따른 불확실성 아직 높은 상황. 연준 인하 지연 우려 꾸준히 높아지다가 5월 들어 완화되었는데, 주요 가격 변수도 이에 따라 등락. 주요국 장기 국채금리는 4월중 상승세 지속하다 5월 들어 하락 전환. 국내경제는 1Q 중 순수출 크게 개선되고 소비와 건설투자도 예상보다 개선되어 성장률이 기존 전망치 상당폭 상회. 앞으로도 국내경제는 IT 경기, 주요국 통화정책 등과 관련한 불확실성 있겠으나, 높은 수출 증가세 지속되고, 소비가 완만히 회복되면서 금년 중 성장률은 당초 예상보다 크게 높을 것. 국내 인플레이션은 둔화 흐름 이어갔음. 개인서비스 인플레이션과 농산물 가격 오름세 축소되면서 근원 인플레이션과 소비자물가 상승률은 낮아졌음. <b>앞으로도 국내 인플레이션은 완만한 둔화 추세 이어갈 것으로 예상되나,</b> 향후 인플레이션 경로에는 유가, 환율 및 농산물 가격 움직임, 기업 가격인상 움직임 확산 정도 등과 관련한 불확실성 여전. 특히 성장세 개선은 수요면에서의 물가상승압력 증대 요인인 만큼 디스인플레이션에 미치는 영향 면밀히 점검 필요. 연준 통화정책 기대 변화에 따라 국고채 금리 상승하였다가 하락, 원/달러 환율도 급등하였다가 5월 들어 상당폭 반락. 그간 감소하던 금융권 가계대출은 4월 들어 주택담보대출 중심 증가 전환 주택매매 관련 심리 다소 개선된 가운데, 은행 대출금리 하락하고 있어 앞으로 가계대출 흐름 계속 예의 주시 필요. 정부의 부동산 PF 대책에 따른 부실 PF 사업장 구조조정 전개 상황, 건설·부동산업 업황 변화, 비은행권 건전성과 자금유출입 등은 주의깊게 살펴봐야 할 것. 국내경제는 성장세 회복 지속되는 가운데 인플레이션은 둔화 추세 이어질 것. 다만 향후 인플레이션 경로상 상존하는 국내외 불확실성 요인들이 인플레이션 하향 안정화 리스크로 작용할 것. <b>높은 수준의 인플레이션을 경험 후 기대인플레이션 안착이 어느 때보다도 중요한 현 상황에서, 대내외 정책여건 변화가 디스인플레이션에 미치는 영향에 대한 불확실성이 큰 점을 감안해, 통화정책은 인플레이션 관련 상황을 면밀히 점검해가며 신중하게 운영될 때</b></p>
F	정책금리 동결	<p>세계경제는 올해들어 연착륙 기대감 확산되면서 글로벌 성장 전망치 상향 조정되었으나, 4월 이후 주요국의 더딘 디스인플레이션 진전으로 금리인하 기대감 약화되고 중동 정세 불안정이 가세 하면서 성장세 다소 제약. 여전히 강건한 미국 경제, 유럽 경제의 점진적인 회복세, 중국경제 경착륙 우려 축소 등으로 기초적 성장 모멘텀 이어질 것. 국내경제는 1Q 중 반도체 등 IT 부문의 높은 수출 회복세, 일시적 요인 등에 따른 소비 증가에 힘입어 예상은 큰 폭 상회하는 성장세. <b>2Q에는 일시적 요인 해소되고 더딘 산업생산 회복추세 등을 감안하면 상당폭 조정 보이다가 하반기부터 완만한 성장 흐름 보일 것. 빠르게 성장하는 수출 부문과 대조적으로, 고금리 상황 장기화되고 팬데믹 기간 거치면서 수출의 내수 파급효과가 크게 약화되어 아직 정상 경로에 이르지 못한 내수 부문과의 불균형 심화 문제는 정책방향 제시에 있어서 주요 고려사항.</b> 물가는 지정학적 리스크와 높은 수준의 환율 등 공급측 압박과 함께 잠재성장률을 웃도는 성장률 전망 상향조정때 따른 상방 리스크 있으나 기초적으로는 근원물가가 중심으로 완만한 둔화 흐름 지속될 것. <b>환율은 높은 수준 지속되는 가운데, 미 경기지표 등 대외여건 변화와 각국 통화정책 차별화 확산으로, 국내의 양호한 외환 유동성 및 외화자금조달 여건에도 변동성 확대 우려되는 상황.</b> 국고채와 여신 금리 하락하고 자금시장도 대체로 안정적으로 평가되어 금융안정 상황 지표들이 긍정적인 모습. 가계와 중소기업 중심으로 연체율 상승하고 있으며, 최근 가계대출이 다시 반등하고 기업 대출도 꾸준히 증가하고 있는 점에 유의 필요. 발표된 부동산 PF 연착륙 대책을 속도감 있게 추진하여 잠재적·심리적 금융시스템 불안 요인을 제거해 나가되, 구조조정 과정에서 발생할 수 있는 유동성·신용 리스크 보완·관리 필요. 앞으로는 미국을 비롯한 주요국의 통화정책 결정 방향 등 대외 변수의 변화, 물가 흐름과 함께 내수와 수출 부문간의 균형 회복 등을 주요 변수로 고려하여 기준금리 경로를 정해 나가야 한다고 생각</p>

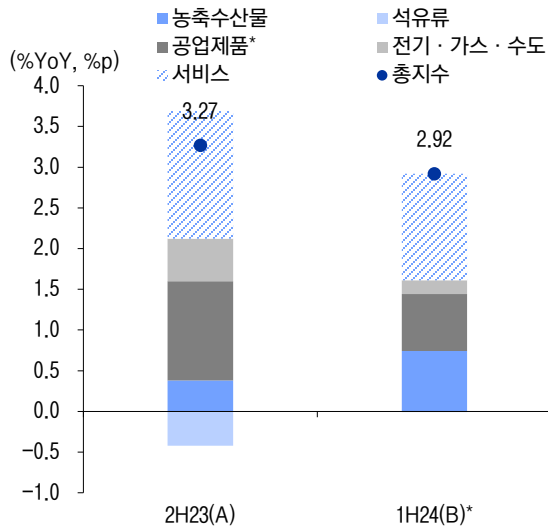
# 물가안정목표 운영상황 점검(2024.6.18): 상반기중 물가 상황

- 소비자물가 상승률은 금년 상반기중 완만한 둔화 추세.  
근원물가(식료품·에너지 제외 기준) 상승률은 둔화 흐름을 지속
- 1H24 소비자물가 상승률은 2H23 대비 0.4%p 낮아짐  
- 공업제품(석유류 제외)가격, 서비스물가 등 둔화된 데 기인. 반면 농산물과 석유류는 물가 상방요인으로 작용
- 기대인플레이션의 경우 단기 기대는 추세적으로 둔화. 장기 기대는 물가목표 부근에서 안정

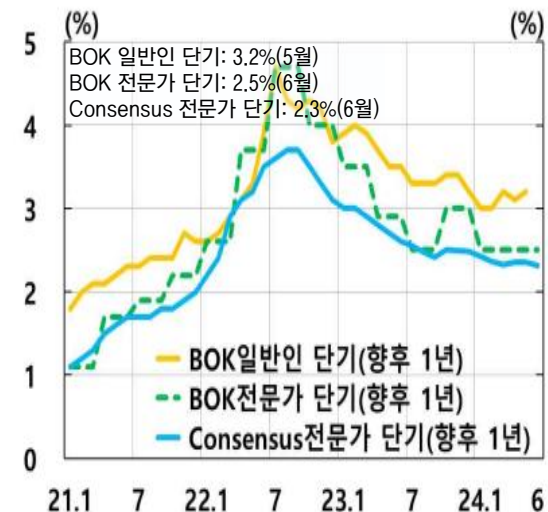
월별 소비자물가 및 근원물가 상승률



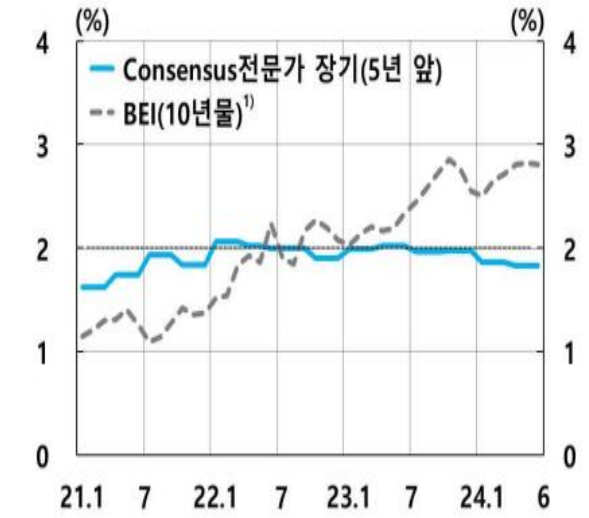
소비자물가 변동 요인



단기 기대인플레이션



전문가 장기 기대 및 BEI

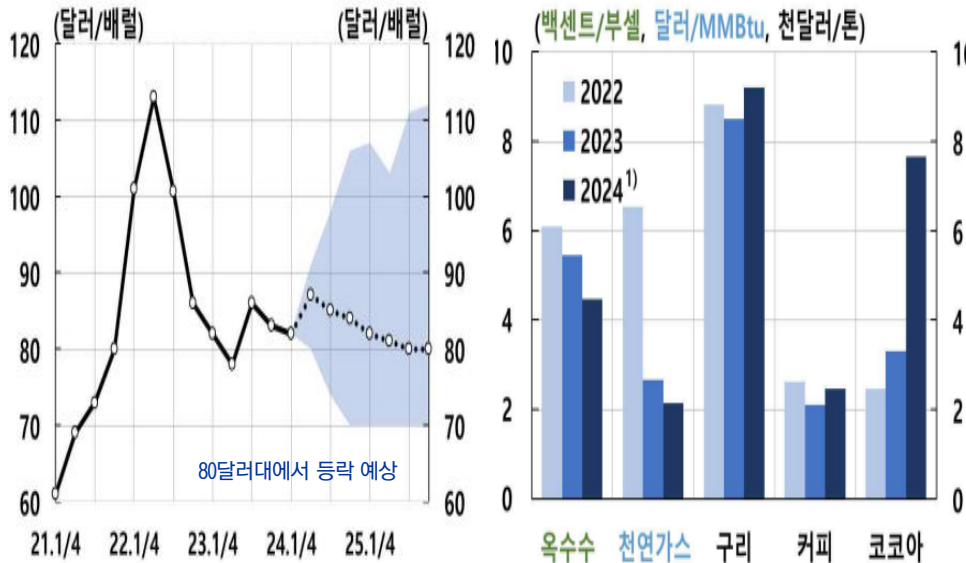


자료: 한국은행 「물가안정목표 운영상황 점검(2024.6.18)」, LS증권 리서치센터

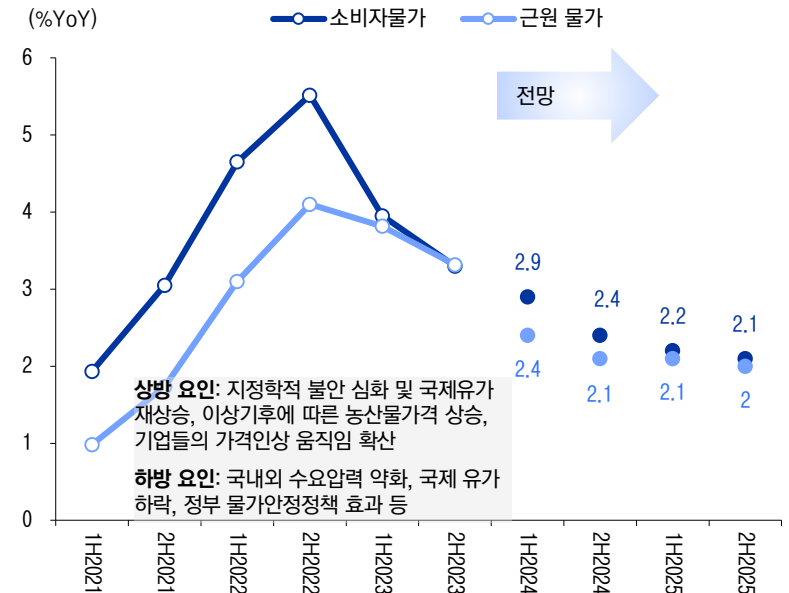
# 물가안정목표 운영상황 점검(2024.6.18): 향후 물가 여건 및 전망

- 국제유가는 지정학적 긴장이 상방리스크로 상존하는 가운데 美 수요 둔화 우려, OPEC+ 감산 축소 가능성 등으로 최근 하락. 국제식량가격은 곡물가격이 최근 반등한 가운데 이상기후에 따른 작황 차질 등으로 일부 품목(코코아, 커피 등) 가격변동성 커진 점이 리스크 요인으로 잠재
  - 내수 측면 물가압력은 제한적일 것. 민간소비가 1Q 중 전기대비 상당폭 증가했지만 일시적 요인의 영향 적지 않았고 GDP갭도 금년 중 마이너스 수준 지속 예상
  - 정부정책도 향후 물가 흐름에 영향을 미칠 가능성. 그 동안의 전기·도시가스 요금 동결, 유류세 인하조치 등이 물가 상승압력 상당 부분 완화. 향후 전기·도시가스요금이 점진적으로 인상되고 유류세 인하조치가 단계적으로 환원될 경우 소비자물가 상승률의 둔화 흐름을 일부 제약할 가능성
- 향후 소비자물가 상승률은 추세적으로 완만한 둔화 흐름을 이어갈 것. 최근 국제유가와 농산물가격 둔화 흐름 등을 감안할 때 소비자물가상승률은 5월 전망 경로대로 완만한 둔화 추세 나타낼 것. 하반기중에는 2.5%를 하회하는 수준으로 둔화할 것

주요기관의 브렌트유 전망(좌)과 기타 원자재 가격 추이(우)



향후 물가 경로는 완만한 둔화 추세 전망



주1: 주요기관 브렌트유 전망에서 점선은 전망 평균. 음영은 3개 기관(EIA, IHS, OEF) 및 블룸버그 32개 기관 전망 기준  
 주2: 기타 원자재 가격의 2024년 수치는 1월 1일 ~ 6월 16일 평균  
 자료: 한국은행 「물가안정목표 운영상황 점검(2024.6.18)」, LS증권 리서치센터

# 7월 금통위: 진짜 8월에 인하 못해? 글썸...?

## ● 7월 금통위 주요 결정

①정책금리: 3.50% 만장일치 동결 + 최종금리 레벨에 대한 금통위원들 의견의 경우 동결 4명, 인하 가능성 배제 불가 2명

동결: 인플레이션 안정에 많은 진전이 있었으나 인하 기대가 외환시장·주택가격·가계부채 등을 통해 금융안정 상황에 미치는 영향을 조금 더 점검해보고 확인이 필요

인하 가능성 배제 불가: 물가상승률이 많이 낮아졌기에 인하 가능성을 논의할 분위기가 조성됐지만 외환시장 동향 및 가계부채 움직임을 지켜보자는 입장

## ②통화정책성명문 변화

- 다소 높아진 금융안정 관련 우려감 언급('외환시장 변동성과 가계부채 증가세가 금융안정에 미치는 영향에도 유의할 필요')

- 헤드라인 물가 전망치 하향 가능성 및 보다 높아진 목표 달성 확신 언급

- 향후 통화정책 관련 포워드가이드스 중 '기준금리 인하 시기 등 검토' 추가

## 통화정책 관련 포워드가이드스 변화

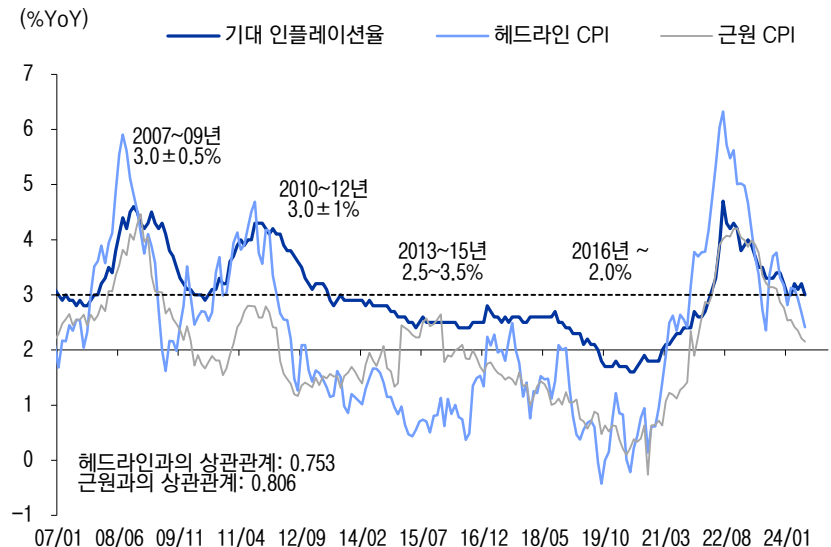
구분	내용
2023.1	긴축 기조를 이어나갈 필요
2023.2	긴축 기조를 상당기간 이어가면서 <b>추가 인상 필요성을 판단해 나갈 필요</b>
2023.4	2월과 동일
2023.5	2월과 동일
2023.7	2월과 동일
2023.8	긴축 기조를 상당기간 지속하면서 추가 인상 필요성을 판단해 나갈 것
2023.10	8월과 동일
2023.11	통화긴축 기조를 충분히 장기간 지속 + <b>추가 인상 필요성을 판단해 나갈 것</b>
2024.1	통화긴축 기조를 <b>충분히 장기간</b> 지속
2024.2	1월과 동일
2024.4	통화긴축 기조를 충분히 유지
2024.5	4월과 동일
2024.7	통화긴축 기조를 충분히 유지 + <b>기준금리 인하 시기 등을 검토해 나갈 것</b>

주1: 기대인플레이션과 물가 간 상관관계는 2002년 ~ 현재

주2: 「[LS Edge]7월 금통위 Review: 진짜 8월에 인하 못해? 글썸...?」(<https://vo.la/qdjBV>)

자료: 한국은행, CEIC, LS증권 리서치센터

## 기대인플레이션과 실제 물가 추이



# 기자간담회 주요 내용(7월)

**Q. 물가상승률 2.4%까지 낮아졌고, 5월 전망치(2.6%) 하회 가능성 언급. 물가 둔화 관련 확신이 지난 통방보다 강해졌나? 깜박이 켜 시기 된 것으로 봐도 되나? 연준 인하 여부 관계없이 인하 가능?**

: 6월 소비자물가상승률 2.4%로 안정 추세 보이는 것 매우 긍정적 변화이고 예상했던 바와 부합. 깜박이 비유에 관해서는 5월에는 깜박이를 켜 상황이 아니라 인하 준비를 위해 차선을 바꿀지 말지를 고민한 시점. 물가상승률이 안정 추세에 많은 진전이었던 만큼 이제는 차선을 바꾸고 적절한 시기에 방향 전환할 준비를 하고 있는 상황 조성. 단, 외환시장, 수도권 부동산, 가계부채 움직임 등 앞에서 달려오는 위험요인이 많아 언제 방향 전환할 지는 불확실하며 상당기간 걸릴 수 있음. 인하 시점을 특정 월로 말할 순 없고 경제 상황, 금융안정 등 조금 더 보면서 결정할 것. 美 정책결정이 환율에 주는 영향 있으므로 중요 고려 사항이나 이번 발표에서 많이 강조했듯 가계부채, 수도권 부동산 가격 등 국내 금융안정에 대한 고려도 그에 못지 않는 사항이기에 종합적으로 판단해 시기 결정할 것

**Q. 기준금리 인하 기대감이 시장금리에 상당부분 선반영. 시장이 너무 앞서 나간 것인가? 총재의 생각은?**

: 최근 들어 장기 국고 금리가 다른 나라에 비해 상당 폭 많이 하락한 것은 한국은행이 정책금리를 곧 인하할 것이란 기대 선반영된 것 부인하기 어려움. 대다수의 금통위원은 현재 당면하고 있는 물가, 금융안정 상황 고려할 때 지금 시장에 형성된 인하 기대는 다소 과도한 측면 있음. 특히 이런 기대 선반영해서 부동산가격 상승 기대감 형성되는 것은 바람직하지 않다고 보고 있음

**Q. 5월 금통위 기자간담회에서 금융상황지수가 긴축에서 완화되고 있으며 제약적인 수준 줄어들고 있지만 아직 제약적인 수준에 있다고 평가한 바 있음. 달라진 부분 있는가?**

: 기준금리만 보면 분명히 제약적이나 시장 기대가 과도한 면이 있다고 언급한 것은 기준금리 유지하고 있음에도 불구하고 기대가 형성되면서 최근 한 달간 시장금리 많이 내려 갔음. 그런 면에서 긴축적인 정도는 우리가 바라는 정도보다는 많이 완화됐다고 말씀드릴 수 있겠음. 그런 의미에서 대다수 금통위원들이 현재 시장의 기대는 과도한 면이 있다고 함

**Q. 통방문에 긴축기조 충분히 유지 + 금리 인하 시기 등 검토 언급. 충분히 장기간 유지한 뒤에 인하를 검토한다는 것인지, 아니면 가령 3.25%로 인하해도 긴축기조로 볼 수 있는 것인지?**

: 충분히 유지한다고 표현. 몇 월을 의미하는 것 아니며 경제상황 바뀌므로 이에 대응해 나가며 조정할 것. 특히 이번 통방에서는 금융안정의 고려가 지난 5월에 생각했던 것보다 훨씬 더 커졌기 때문에, 금리 동결 기간에 영향을 줄 수도 있음. 경제상황, 성장과 금융안정, 물가 상황 보면서 종합적으로 판단하고 있음

**Q. 통방문에 기준금리 인하 시기 등 검토라는 직접적인 문구 사용. 시장 예상보다 강한 표현이란 평가 존재. 직접적으로 사용하게 된 의미와 이유? 금통위원들도 다들 동의한 부분인가?**

: 깜박이 비유와 같은 이야기. 5월 금통위까지만 해도 물가 내려가는 추세 확인 어려워 인하 고려하고 있지 않다 함. 깜박이 켜지 않고 물가상승률이 어떻게 찍히는지 우선 봄. 물가만 보면 예상대로 추세 계속하고 있고 다른 국가에 비해 물가안정 측면에서 많은 성과 이룸. 물가 안정만 놓고 보면 인하 논의 분위기 조성. 얼마나 인하할 지는 추가로 고려할 점 많고, 금융안정 고려할 사항 많아짐

**Q. 물가 설명회 때 물가 수준은 통화정책 영역이 아님을 강조한 바 있음. 물가 목표를 근원물가로 수정하는 것에 대한 총재의 의견은?**

: 통화정책 영역이 아니라는 것은 통화정책만으로는 조절하기 어려움 점 많다는 것. 근원물가 관련 견해는 예전에도 있었고, 아직도 논쟁 중이며 한은도 한때 근원 물가를 타겟 삼은 적 있음. 근데 왜 다시 헤드라인을 타겟하고 있냐면, 일반인들이 느끼는 기대인플레이션, 사실 통화정책이 영향을 주기 위해서는 기대인플레이션 관리가 중요한데, 기대인플레이션은 근원보다 헤드라인 인플레이션에 영향을 많이 받음. 그런 면에서 헤드라인 인플레이션을 타겟하고 근원 인플레이션을 참고로 하면서 통화정책 하는 것이 바람직하므로 현재 그 정책 유지하고 있음

**Q. 금리 인하가 가져올 가계부채 상승, 주택담보대출을 자극할 가능성에 대해서 금통위원들은 어느 정도로 평가하고 있는가?**

: 지난 5월에 생각했던 것보다 이 이슈에 대해 조금 더 심각하게 받아들이고 있음. 특히 수도권 부동산 가격의 완만한 상승을 예상했는데, 5월말부터 6월, 7월 올라가는 속도가 생각보다 빨라져 유심히 보고 있음. 금융안정에 관한 고려가 커짐. 주택가격, 특정 지역의 주택가격을 한국은행이 조절할 순 없지만 수도권 주택가격이 가계부채 상승에 미치는 영향 유의미하게 있고, 그로 인해 금융안정에 주는 영향 있음. 또한 가계부채 수준을 중장기적으로 낮춰가는 것이 중요한 정책목표라는 점에서 유의해야할 시점 왔다고 봄. 그래서 앞으로도 정부와의 정책공조가 굉장히 중요한 말씀 드림. 금통위원들과 깊이 논의. 한은이 주택가격의 직접적인 조절 할 순 없더라도 유동성의 과도한 공급 또는 인하 시점에 대한 잘못된 시그널로 주택가격 상승 촉발하는 정책 실수는 하지 말아야 한다는데 공감 갖고 있음

**Q. 인하 시점 뿐 아니라 인하 폭도 중요. 최근 한은에서 중립금리 관련 변화(상당 폭 상승) 리포트 낸 바 있음. 금융안정 고려 시 그 보다 높을 수 있을 것 같음. 최종금리 수준 상향 가능? 금리 인하 시작 시점에 따라 최종금리 레벨 달라질 수 있는가? 또는 염두에 둔 최종금리 레벨이 있는가?**

: 연말까지 생각한다면 언제 인하하는지에 따라 연말까지 금리가 얼마나 낮춰질 것인지는 그 폭에 대한 시사점도 있겠음. 다만 연말까지가 아니라 중장기적으로 어떤 영향을 주느냐는 것인데, 일단 중립 금리라는 것은 모델에 따라 다르므로 방향은 참고하지만 정책에 그대로 반영하기엔 추정치의 폭이 너무 큼. 이론적으로 아주 길게 본 중립 금리 타겟 수준 없음

# 7월 금통위 의사록

구분	의견	주요 내용
A	정책금리 동결	<p>세계경제는 당초 예상에 부합하는 완만한 성장 흐름 이어가겠으나 주요국별 상이한 경기 흐름 계속될 것. 주요 선진국 인플레이션은 기초적 둔화 흐름 확인해 가고 있으나 목표 수준으로의 수렴 시점 기대는 국가별로 다름. 국내경제는 수출이 호조세 이어갔지만 내수가 예상보다 부진해 부문간 차별화 지속. 민간소비는 1Q 중 일시적 요인 영향으로 높은 성장률 기록했다 2Q 중 조정. 건설투자는 착공 및 수주 부진 영향 등으로, 설비투자는 일부 기업들의 투자 지연 등으로 각각 부진한 흐름. 앞으로 국내경제는 수출이 IT 경기 호조 등으로 양호한 증가세 이어갈 것으로 예상되고, 소비도 실질소득 여건 및 기업실적 개선 등의 영향으로 점차 회복되면서 <b>5월 전반기에 대체로 부합하는 성장률 나타낼 것</b>. 고용은 내수 부진 영향 받아 대면서비스업 중심으로 당초 예상보다 증가 규모 축소될 것. 부동산 시장은 주택거래량이 서울 아파트 등을 중심으로 늘고 있고 주택가격은 지방에서는 하락세 이어졌지만 수도권에서는 상승폭 확대. <b>국내 물가의 경우 근원 물가의 둔화세가 이어지는 데다 최근 농산물 가격 오름세도 상당폭 축소되면서 전체 소비자물가 상승률도 둔화 흐름. 지난해 유가·농산물 가격 급등에 따른 저저효과 영향, 근원 물가의 하향 안정 흐름 등을 감안할 때 물가상승세 앞으로도 둔화 추세 이어갈 것</b>. 국내금융시장에서는 국내외 통화정책 기조 전환 기대 선반영돼 시장금리 하락하고 대출금리 낮아지는 등 금융여건 완화 흐름. 가계대출은 주택담보대출을 중심 증가폭 확대. 원달러 환율은 달러화 강세와 엔화 약세 등에 영향 받으며 상승. 외화자금시장은 안정적인 흐름 지속. 금융시장 리스크 요인 중 하나인 PF 구조조정 관련 불확실성 여전한 데다 최근 높은 환율 수준에 더해 연준 통화정책 전환 관련 기대 변화 등에 따른 환율 변동 리스크 상존하고 있는 만큼 앞으로 관련 움직임 주의 깊게 살펴봐야 함. 이상을 종합적으로 고려하면 동결 바람직. <b>지난 회의 이후 디스인플레이션에 추가 진전 있었지만 지정학적 리스크, 기상여건 등에 따른 불확실성 잠재하고 있고 여전히 높은 기대인플레이션율 등으로 물가가 목표수준으로 안정될 지 여부 지켜볼 필요가 있는 데다 환율 변동성 확대, 큰 폭의 가계대출 증가세, 높아진 수도권 주택가격 등 금융안정 측면 고려해야 한다 판단</b>. 앞으로 통화정책 운용은 물가와 성장경로 면밀히 살펴 보고, 주요국 통화정책 변화, 환율 상방 압력, 가계부채 등 금융안정 측면 리스크 등을 점검하면서 거시건전성 정책과의 조화 등을 고려해 정책기조 전환 여부 결정</p> <p>주요국의 물가상승이 둔화추세를 보이며 일부 국가가 정책 기조 전환에 나섰다. 미국의 경우 실업률이 상승하는 등 노동시장 다소 둔화되고 있으나 디스인플레이션에 대한 보다 강한 확신 필요하다는 의견 함께 제시되고 있어 피벗 시점 아직 불확실. 반도체를 비롯한 수출 호조에도 불구하고, 고물가 고금리로 인한 내수 부진으로 금년도 경제성장률은 대체로 당초 전망에 부합한 2.5% 수준일 것. 고용률과 실업률 등 노동시장의 총량지표는 양호한 모습이지만 취업자수는 건설업 등의 부진으로 증가세 둔화될 우려 있음. 6월 소비자물가상승률은 2.4%, 근원물가 상승률은 2.2%로 목표치 2%로 수렴. <b>통화정책의 1차 목표인 물가가 안정되고 있는 것은 고무적이며 오랜 기간 유지된 고금리 정책의 성과라 생각. 이러한 물가상승률 하락 추세가 지속된다면 미약한 내수 경기를 감안할 때 기준금리 인하를 고려할 만한 환경이 조성되고 있다고 판단</b>. 다만 기준금리 인하를 위해서는 두 가지 점이 전제되어야 함. 첫째는 외환시장의 안정성. 글로벌 달러 강세로 인해 대부분 통화가 약세를 보이고 있지만, 상당한 경상수지 흑자에도 불구하고 환율이 1,300원대 후반에 머무르는 것은 경계할 부분. 둘째, 구조조정 및 부동산 가격 안정. 금리 인하가 경제의 구조조정 노력을 되돌리거나 일부 지역의 부동산 가격 상승을 촉발하는 계기가 되서는 안될 것. <b>최근 주택관련 대출을 중심으로 가계대출 증가세가 다소 높아지고 있는 점도 우려됨</b>. 그간의 고금리 기간 중 경제의 디레버리징을 과감히 이루어내지 못한 점은 매우 아쉬움. 이는 향후 우리 경제의 성장을 제약하고 통화정책 운용의 폭을 제한하는 요인 될 수 있을 것. 기준금리를 동결하고 주요국의 통화정책 전개 양상, 부동산 PF 정리 과정, 금융시장 및 외환시장의 동향을 면밀히 지켜보며 향후 정책 방향 결정해야 할 시기</p>
B	정책금리 동결	<p>글로벌 경제는 완만한 성장세 이어감.美的 소비 둔화조짐에도 전반적으로 양호한 성장 흐름. 유로지역은 정치적 불안 가운데서 소비 중심으로 회복세.中は 부동산 경기부진 지속에도 내수 부양책과 수출 개선으로 회복 조짐. 일부 중앙은행들이 통화정책 긴축 정도 완화한 가운데, 美 주요 경제지표 발표에 따라 연준 금리 인하 예상 시점과 횡수 크게 변동했고 이로 인해 국제금융시장 변동성 확대. 국내경제는 내수가 1Q 반등 후 상당폭 조정됐으나 수출이 견조한 증가세 이어가면서 회복세 지속. 고용은 최근 취업자수 증가폭 둔화돼 추가 모니터링 필요. 2Q 소비는 1Q 큰 폭 상승 이후 조정됐으나 하반기 이후에는 회복세 이어갈 것. 건설투자는 누적된 착공 부진 영향으로 하락할 것. 설비투자도 IT기업의 투자계획 조정 등으로 더딘 증가세 보일 전망. 원달러 환율이 1,400원대 소폭 하회하는 높은 수준 유지. <b>앞으로 원달러 환율이 주요국 정치 상황, 엔화·위안화 약세 및 내외금리차 역전 지속 등으로 높은 변동성을 보일 가능성에 유의할 필요. 물가는 소비자물가가 2%대 중반 수준으로, 일반인 기대인플레이션은 3% 수준으로 하락 물가가 전망 경로를 따라 둔화되면서 내년 하반기에 목표수준으로 수렴할 것이라는 기대가 높아지고 있음. 기대인플레이션이 여전히 목표보다 높은 수준으로 유지되고 있으며, 공공요금 조정 가능성 대두. 또한, 물가의 환율에 대한 민감도도 과거에 비해 높아졌을 가능성이 있어, 향후 물가의 상방리스크에 대해 계속해서 주의를 할 필요. 국내 금융여건은 시장의 국내외 금리안하 기대 확대로 상당폭 완화. 5% 후반의 통화량 증가세 지속되는 가운데 기업 자금조달, 회사채 등 신용물채권 공급 상황 등이 원활. PF-ABCP 금리 하락 등 PF 관련 리스크도 대체로 관리. 가계대출은 은행 주택담보대출 금리 하락, 정부 정책대출 공급 등으로 예상 상회하는 증가세 보였고, 아파트 매매 및 전세 가격도 수도권 중심으로 상승세 지속. 과거 패턴 고려할 때 이러한 추세가 전반적인 주택시장 과열로 이어질 위험 있음. 주택가격 상승은 가계부채 증가뿐 아니라 주거비 상승으로 이어져 가계소비의 제약과 함께 물가상승 압력으로 이어질 수 있어 각별한 주의 필요. 가계 보유 유동성 늘어난 가운데, 최근 주택 매매거래가 실수요자 중심으로 이루어지고 있어 주택매매가격이 대출금리에 민감하게 반응할 가능성 높아진 것 같음. 이에 정책대출, Stress DSR을 포함한 거시건전성정책 추진 상황 감안하여 주택시장으로의 유동성 유입 상황 면밀하게 점검 필요. <b>물가가 목표수준을 향해 둔화되고는 있지만 상방리스크에 여전히 주의를 기울여야 하며, 환율 상승, 가계부채 증가 및 주택가격 상승 등 현재의 여건을 고려할 때 통화정책의 완화가 가져올 리스크는 더 컸음</b>. 이번에 동결하고, 앞으로도 당분간 금리 유지 바람직. 향후 통화정책은 기준금리 조정이 성장과 물가, 가계부채와 주택가격, 원리금상환부담 등 금융경제 전반에 미칠 편익과 리스크 비교하고, 대외 여건 전개 상황과 이로 인한 환율 등 외환시장의 변화, 거시건전성정책 추진 상황, 중기 시계에서 물가의 목표 수준 수렴 정도 종합적으로 고려하여 결정</b></p>
C	정책금리 동결	<p>글로벌 경제는 완만한 성장세 이어감.美的 소비 둔화조짐에도 전반적으로 양호한 성장 흐름. 유로지역은 정치적 불안 가운데서 소비 중심으로 회복세.中は 부동산 경기부진 지속에도 내수 부양책과 수출 개선으로 회복 조짐. 일부 중앙은행들이 통화정책 긴축 정도 완화한 가운데, 美 주요 경제지표 발표에 따라 연준 금리 인하 예상 시점과 횡수 크게 변동했고 이로 인해 국제금융시장 변동성 확대. 국내경제는 내수가 1Q 반등 후 상당폭 조정됐으나 수출이 견조한 증가세 이어가면서 회복세 지속. 고용은 최근 취업자수 증가폭 둔화돼 추가 모니터링 필요. 2Q 소비는 1Q 큰 폭 상승 이후 조정됐으나 하반기 이후에는 회복세 이어갈 것. 건설투자는 누적된 착공 부진 영향으로 하락할 것. 설비투자도 IT기업의 투자계획 조정 등으로 더딘 증가세 보일 전망. 원달러 환율이 1,400원대 소폭 하회하는 높은 수준 유지. <b>앞으로 원달러 환율이 주요국 정치 상황, 엔화·위안화 약세 및 내외금리차 역전 지속 등으로 높은 변동성을 보일 가능성에 유의할 필요. 물가는 소비자물가가 2%대 중반 수준으로, 일반인 기대인플레이션은 3% 수준으로 하락 물가가 전망 경로를 따라 둔화되면서 내년 하반기에 목표수준으로 수렴할 것이라는 기대가 높아지고 있음. 기대인플레이션이 여전히 목표보다 높은 수준으로 유지되고 있으며, 공공요금 조정 가능성 대두. 또한, 물가의 환율에 대한 민감도도 과거에 비해 높아졌을 가능성이 있어, 향후 물가의 상방리스크에 대해 계속해서 주의를 할 필요. 국내 금융여건은 시장의 국내외 금리안하 기대 확대로 상당폭 완화. 5% 후반의 통화량 증가세 지속되는 가운데 기업 자금조달, 회사채 등 신용물채권 공급 상황 등이 원활. PF-ABCP 금리 하락 등 PF 관련 리스크도 대체로 관리. 가계대출은 은행 주택담보대출 금리 하락, 정부 정책대출 공급 등으로 예상 상회하는 증가세 보였고, 아파트 매매 및 전세 가격도 수도권 중심으로 상승세 지속. 과거 패턴 고려할 때 이러한 추세가 전반적인 주택시장 과열로 이어질 위험 있음. 주택가격 상승은 가계부채 증가뿐 아니라 주거비 상승으로 이어져 가계소비의 제약과 함께 물가상승 압력으로 이어질 수 있어 각별한 주의 필요. 가계 보유 유동성 늘어난 가운데, 최근 주택 매매거래가 실수요자 중심으로 이루어지고 있어 주택매매가격이 대출금리에 민감하게 반응할 가능성 높아진 것 같음. 이에 정책대출, Stress DSR을 포함한 거시건전성정책 추진 상황 감안하여 주택시장으로의 유동성 유입 상황 면밀하게 점검 필요. <b>물가가 목표수준을 향해 둔화되고는 있지만 상방리스크에 여전히 주의를 기울여야 하며, 환율 상승, 가계부채 증가 및 주택가격 상승 등 현재의 여건을 고려할 때 통화정책의 완화가 가져올 리스크는 더 컸음</b>. 이번에 동결하고, 앞으로도 당분간 금리 유지 바람직. 향후 통화정책은 기준금리 조정이 성장과 물가, 가계부채와 주택가격, 원리금상환부담 등 금융경제 전반에 미칠 편익과 리스크 비교하고, 대외 여건 전개 상황과 이로 인한 환율 등 외환시장의 변화, 거시건전성정책 추진 상황, 중기 시계에서 물가의 목표 수준 수렴 정도 종합적으로 고려하여 결정</b></p>

# 7월 금통위 의사록

구분	의견	주요 내용
D	정책금리 동결	<p>대내외 경제여건은 지난 통방 결정 이후 유사한 흐름. 세계경제는 그동안 글로벌 성장 견인하여 왔던 美 경제가 다소 주춤하는 모습을 보이고는 있으나 유로존과 신흥국의 회복 흐름에 힘입어 완만한 확장 국면 지속될 것. 글로벌 긴축기조 완화와 교역 여건 개선은 경기 상방 요인으로 작용. 반면 고금리 상황 지속, 끝이 보이지 않는 지역 분쟁, 최근 더욱 부각되고 있는 달러 강세와 주요국 선거 결과에 따른 정책변화 불확실성은 하방요인. 국내경제는 2Q에는 수출 호조에도 불구하고, 소매 판매, 설비·건설 투자 등의 내수 부진으로 성장세 약화되었으나 하반기부터 점차 회복되는 모습 보일 것. 주요국에서 견조한 고용 바탕으로 소비·투자 수요가 제조업으로 확산되어 가고 있는 점에 비추어 볼 때, <b>글로벌 경제 확장 흐름에 부응하는 성장 모멘텀을 이어가기 위해서는 내수 회복이 관건. 물가의 경우 공급 측면 불확실성 상존하고 있으나 점차 안정 찾아가고 있는 모습. 적어도 통화정책이 작동하는 부분에서의 물가는 대체로 목표 수준으로 근접해 가는 하향 경로에 접어들 것으로 판단.</b> 각국의 통화정책 차별화 국면이 본격적으로 진행되면서 달러화 강세가 지속되고 있는 가운데, 외환시장 구조개선 방안의 시행으로 대외 리스크 노출 정도가 커진 상황에서 환율 변동성에 대한 모니터링 필요성 커져가고 있음. 국내 금융시장 및 외화자금 시장은 대체로 안정적인 모습. 수도권 중심으로 주택가격 상승하고 이에 수반하여 가계대출이 다시 상당폭 증가하고 있는 만큼 부동산경기 심리 안정과 가계대출 관리에 유의해야 함. 이와 같은 대내외 경제여건 종합적으로 감안할 때 <b>현시점에서는 기준금리 조정할 만한 유인 크지 않다고 판단.</b> 3.5% 수준에서 유지 적절. 현재 각국은 자국의 경제 사정 반영해 통화정책 차별화 시행하고 있는 만큼, 국내 통화정책 방향에 대해서도 향후 정책기조 전환에 따른 실물과 금융 부문에 미치는 편익과 비용, 정책 효과의 부문별 상충 정도 등을 다시 한번 재점검하고, 비용을 최소화할 수 있는 거시건전성 정책과의 조합 모색이 어느 때보다 중요한 시점이라고 생각</p>
E	정책금리 동결	<p>최근 美의 견조한 경제가 유럽, 일본, 중국 등 여타국에도 영향 미치며 세계 경제는 완만한 회복세. 美 경제는 5월 CPI 및 PCE 물가상승률이 소폭 하락하는 등 디스인플레이션에 다소 진전. 노동시장 점진적으로 정상화되는 모습 보였음에도 여전히 견조한 상태여서 디스인플레이션 속도 완만할 것. 유로지역은 수출 중심 소폭 개선. 中 경제는 회복 조짐 보이고 있으나 부동산 부문 부진 지속. 日 경제는 완만한 회복 흐름 나타내고 있으나 이러한 흐름 계속 이어질지는 다소 불투명. 국내 경제는 세계 경제 회복세에 영향받아 수출이 예상보다 호조 보이고 있는 반면 내수는 예상보다 부진한 흐름. 내·외수의 상반된 영향이 서로 상쇄되며 국내 경제 전반적인 성장세는 기존 전망에서 크게 벗어나지 않을 것. <b>물가의 경우 농산물 가격 하락 등에 기인해 대체로 전망경로에 부합하는 뚜렷한 둔화 흐름 이어지고 있음. 전월대비 상승률의 3개월 이동평균 기준, 소비자물가 및 근원물가 상승률 둔화가 상당한 진전 보이고 있어 물가 관점에서는 금리 인하 필요조건 상당히 충족. 원달러 환율은 주요국 정치적 불확실성 확대, 엔화 큰 폭 약세 등에 영향 받아 상승하였으나 전세계적으로 달러화 유동성 풍부한 상태에서 달러화 강세 기조 지속되고 있는 상황이기 때문에 급격한 변동 가능성은 제한적.</b> 국내 단기금리 낮은 수준에서 유지되고 통화 증가율이 소폭 상승하는 등 전반적인 유동성 매우 양호. <b>국내외 통화정책 긴축기조 전환 기대 강화, 외국인인대 규모 국제선물 순매수 등으로 장기 국고채 금리가 주요 선진국에 비해서도 큰 폭으로 하락함에 따라 금융여건의 긴축 정도가 완화.</b> 최근 들어 주택 매매거래가 증가하면서 주택담보대출이 큰 폭 증가하였고 주택가격이 서울과 수도권을 중심으로 가파르게 상승. 과거 경험상 주택가격과 가계부채 규모와의 상관관계가 상당히 높은 편이어서 주택가격 상승 추세가 지속될 경우 가계부채 다시 큰 폭으로 증가할 가능성 있다는 점에 유의할 필요. 비은행 금융기관의 기업대출을 중심으로 연체율 상승 지속. 부동산 PF의 경우 관련 익스포저가 큰 일부 건설사 및 비은행 금융기관을 중심으로 리스크가 여전히 잠재하고 있는데다 하반기 공사채 순발행 물량 확대될 것으로 예상돼 부동산 PF 구조조정 과정에서 금융시장 불안 요인이 현실화되지 않도록 금융시장 안정에 만전을 기할 필요. 이상의 국내외 경제·금융 여건 고려시 동결 적절. <b>물가 측면에서의 피벗 위험은 상당폭 낮아진 것으로 평가</b>하나 주택가격 상승폭 확대에 의한 금융안정 측면에서의 피벗 위험은 증가. 향후 물가 및 주택가격의 추이를 면밀히 확인하며 금리인하 시점을 결정하되, 금리 인하가 금융시장 불안정 요인을 확대하지 않도록 거시건전성 정책과 긴밀히 공조하는 것이 필요</p>
F	정책금리 동결	<p>세계경제는 글로벌 제조업 회복 등에 힘입어 완만한 성장세 이어갔음. 앞으로도 이러한 회복 흐름 이어질 것으로 보이지만 속도는 주요국 통화정책 피벗 시기와 속도, 지정학적 리스크와 정치적 불확실성 전개 상황 등에 영향 받을 것. 주요국 인플레이션은 국가별로 차이 있지만, 둔화 추세를 이어가고 있는 가운데 속도는 대체로 완만. OPEC+의 자발적 감산 축소 발표 등으로 일시 하락했던 국제유가는 이후 중동지역 군사적 긴장 재고조, 원유 수요 증가 전망 등으로 재상승. 국내경제는 수출이 반도체 등 IT 품목을 중심으로 높은 증가세 지속한 반면 내수는 부진. 앞으로 국내경제는 양호한 수출흐름이 지속되고 내수도 인플레이션 둔화, 가계 실질 소득여건 개선 등으로 부진이 점차 완화되면서 완만한 성장 흐름 나타낼 전망. 국내 인플레이션은 둔화 추세 지속. 앞으로도 디스인플레이션 흐름 이어질 것으로 전망되고 있지만, 국제유가, 환율, 농산물가격 등 주요 상방위험 요인의 전개 상황과 영향에 대해서는 계속 유의할 필요. 국내 금융시장에서는 국고채 금리가 국내외 통화정책기조 전환 기대 등으로 하락하였고 원달러 환율은 유럽 내 정치적 불확실성 확대, 일부 선진국의 금리인하, 엔화 약세 등으로 상승. <b>금융권 가계대출은 주택관련 대출을 중심으로 다소 높은 증가세 지속. 정책금융 확대, 은행의 주담대 금리 하락 등의 영향으로 매수심리 호전돼 수도권 아파트 가격 상승 전환하고 거래량도 늘어난 영향.</b> 이러한 상황 고려할 때 <b>대부분</b> <b>간은 금융불균형 누증 재개 가능성에 대해 각별히 유의해야 할 것.</b> 한편 비은행권을 중심으로 기업대출 연체율이 계속 높아지고 있는데, 건설·부동산업의 업황 및 재무리스크, 부동산PF 구조조정 과정에서의 비은행권 리스크 확대 가능성 등을 계속 주의 깊게 살펴야 하겠음. <b>인플레이션은 둔화 흐름을 이어가는 가운데 국내경제는 완만한 성장흐름을 나타낼 것으로 전망됨.</b> 반면 외환시장의 변동성 확대 가능성과 주택가격 상승, 가계부채 증가 등 금융불균형 누증에 대해 경계해야 할 필요성 좀더 커진 것으로 판단. 이러한 상황 종합적으로 고려해 금년에는 금리 유지 좋겠다는 의견. 정책기조 전환에 대해서는 과도한 기대가 형성되어 외환시장과 금융안정 측면의 리스크가 확대되지 않도록 적절한 커뮤니케이션을 통해 시장 기대를 효율적으로 관리해 나가야 하겠음</p>

# 8월 금통위:올해 한 차례만 인하해도 다행

## ● 8월 금통위 주요 결정

①정책금리: 3.50% 만장일치 동결 + 최종금리 레벨에 대한 금통위원들 의견의 경우 동결 2명, 인하 가능성 배제 불가 4명

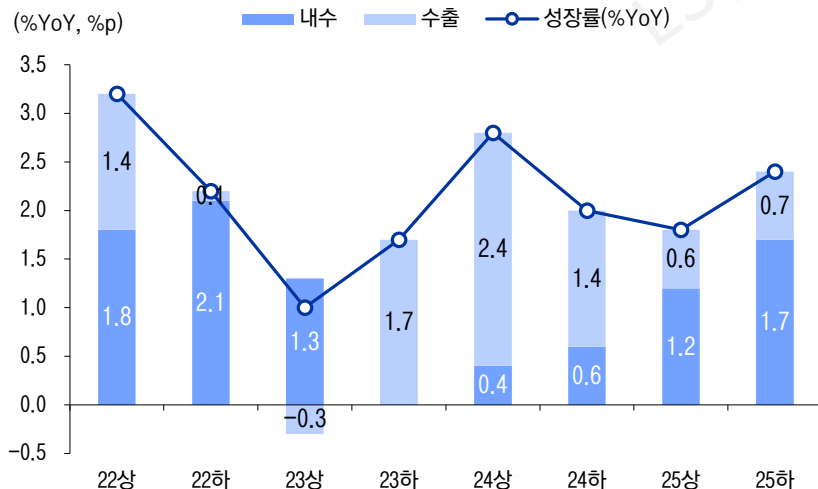
동결: 정부의 부동산 대책 효과를 확인하기까지 시차가 있고 향후 3개월 내인 11월까지의 금융안정에 보다 유의하는 것이 안정적인 정책이라는 입장

인하 가능성 배제 불가: 기본적으로 물가상승률이 목표 수준으로 수렴할 것으로 보이고 정부의 부동산 관련 정책들이 발표돼 시행될 예정인 만큼 인하 가능성을 열어두고  
거시경제와 금융안정 상황을 지켜보자는 입장

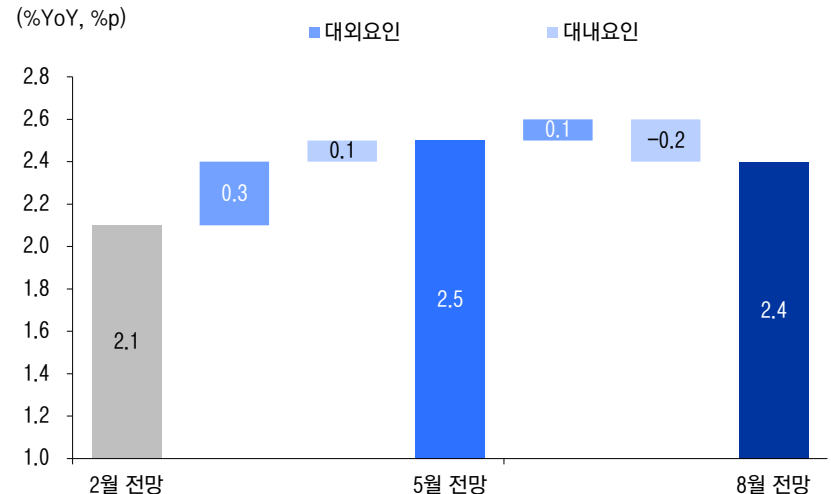
## ②통화정책성명문 변화

- 물가의 목표 수렴 확신 확대 ('물가상승률 둔화 추세가 이어지고 '+ '물가상승률이 목표수준으로 수렴할 것이라는 확신이 좀 더 커진 가운데')
- 부진한 내수 인지 및 인정('소비가 예상보다 더디게 회복')
- 향후 정책방향 문구에 금융안정 문구 삽입해 추가 모니터링 필요성 시사
- 향후 통화정책 관련 포워드가이드선에서 '충분히' 문구 삭제 등('향후 통화정책은 긴축 기조를 유지')

## 내수와 수출의 성장 기여도



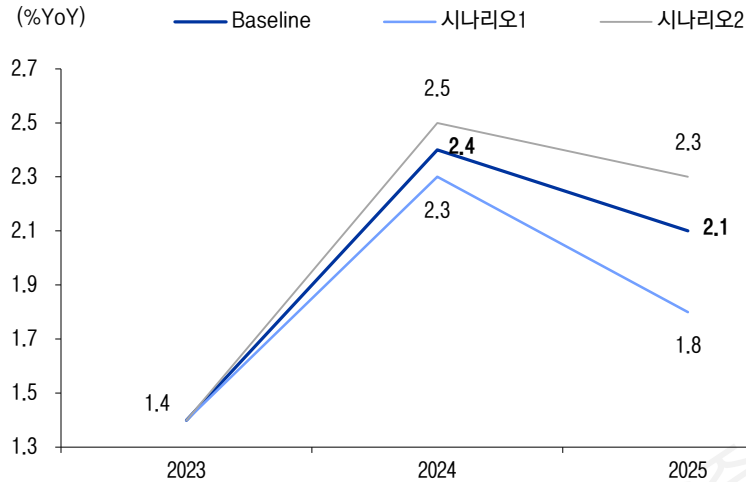
## 금년 성장률 전망, 지난 5월 상당폭 상향조정 이후 8월 소폭 하향조정



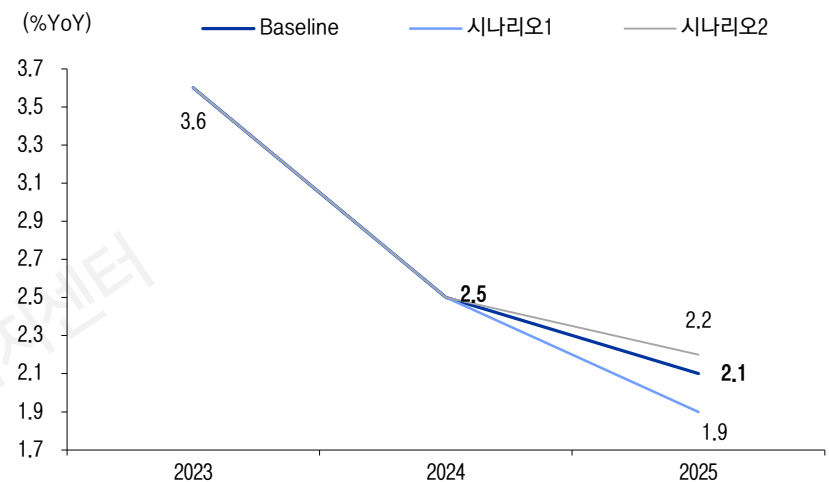
주: 「[LS Edge]8월 금통위 Review: 올해 한 차례만 인하해도 다행(<https://vo.la/tCeCot>)」  
자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

# 2024년 시나리오 전망(8월)

2024년 8월 시나리오 전망: GDP 성장률



2024년 8월 시나리오 전망: 소비자물가상승률



## 시나리오 1: 미국 성장세 둔화폭 확대

그간 누적된 통화긴축의 영향이 실물경제에 뚜렷하게 나타나면서 경제주체 심리 위축과 금융시장 변동성 확대를 동반할 경우 미국 경제는 잠재 수준을 하회하는 성장세 기록 가능. 이런 상황에서 한국 경제는 대외수요 감소뿐 아니라 외환·금융경로를 통해 부정적 충격에 노출 가능

## 시나리오 2: 반도체 경기 개선폭 확대

AI 침투 확산 등으로 반도체 경기의 개선세가 예상보다 확대되는 경우 소비 및 설비투자의 상방 요인으로 작용할 것. 소비의 경우 관련 기업의 특별급여 지급 확대 등 주로 임금 경로를 통해 소비를 제고시키는 효과 기대 가능. 한편, 설비투자는 기업 영업이익의 증대 등을 통해 하반기 이후 투자 속도가 더욱 빨라질 가능성

### [성장 상하방 리스크]

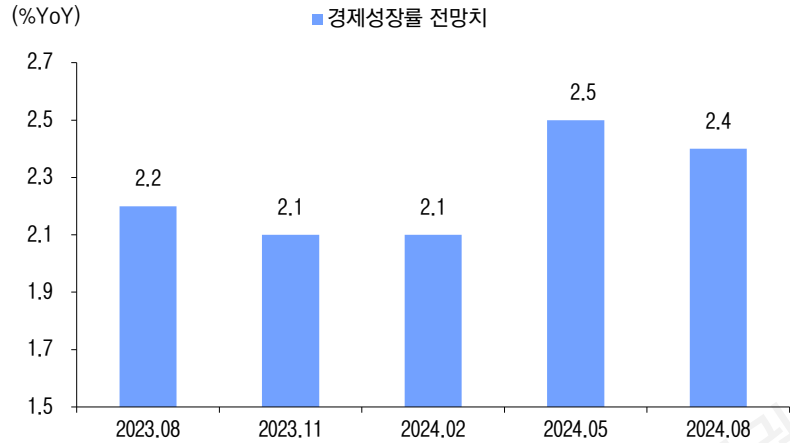
- 상방리스크: 글로벌 IT 경기 개선세 확대, 가계소득 여건 회복세 확대, 지정학적 리스크 완화 등
- 하방리스크: 미국 성장세가 예상보다 둔화, 지정학적 리스크 심화, 부동산 PF 구조조정 등에 따른 시장불안 등

### [물가 상하방 리스크]

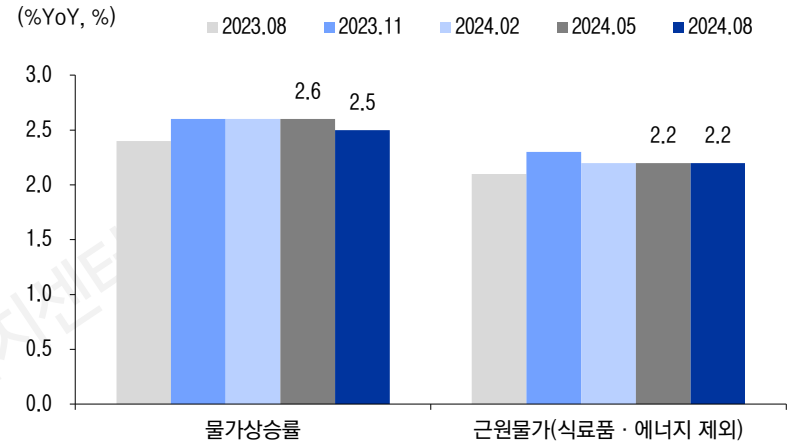
- 상방리스크: 지정학적 리스크 심화, 기상여건 악화, 高 환율의 물가 전가 확대 등
- 하방리스크: 지정학적 리스크 완화, 내수 회복 지연, 정부 물가안정대책 강화 등

# BOK 8월 수정경제전망

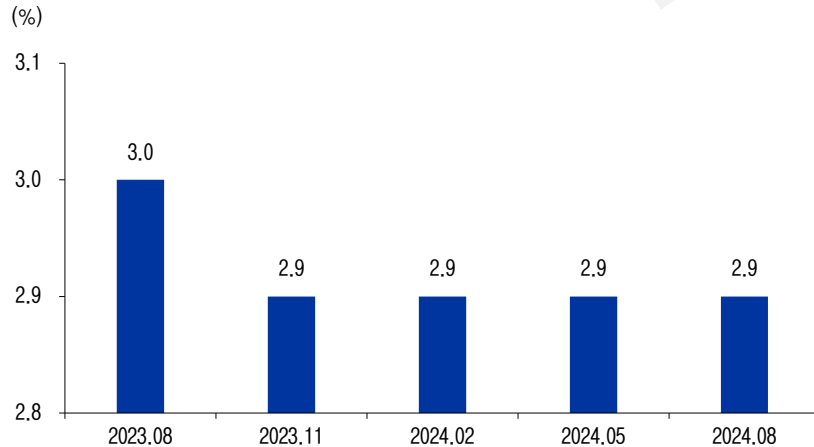
## GDP 경제성장률 전망



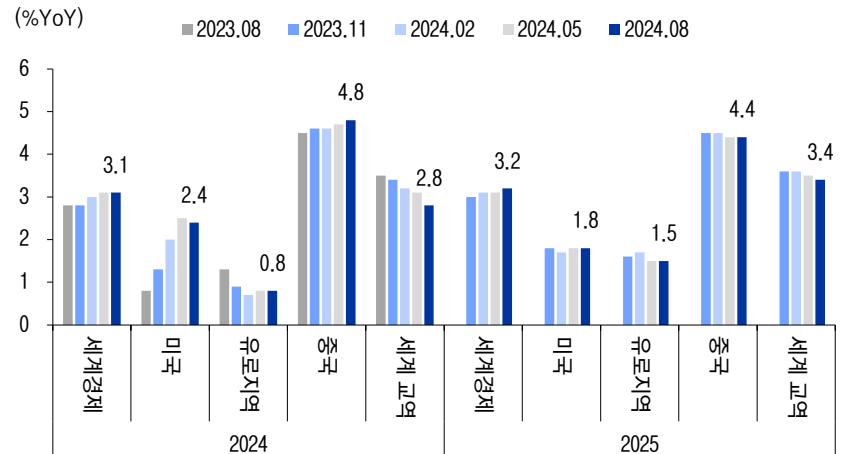
## 소비자물가상승률 전망



## 실업률 전망



## 전망의 주요 전제



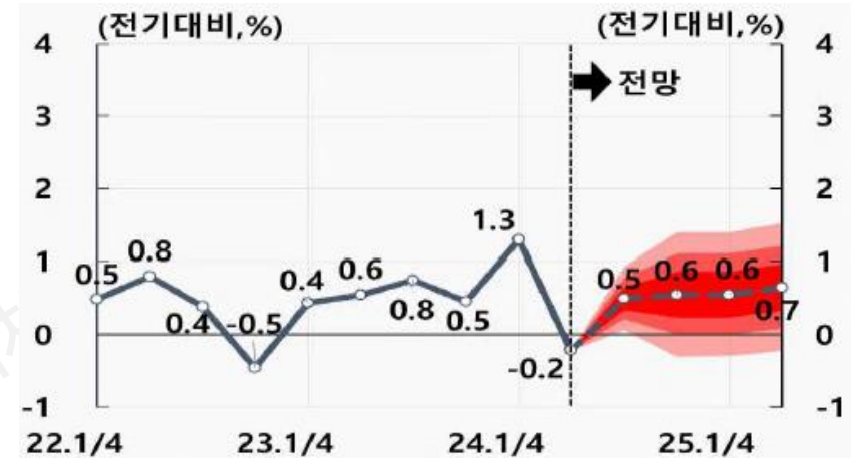
자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

# 분기별 성장 및 물가 전망

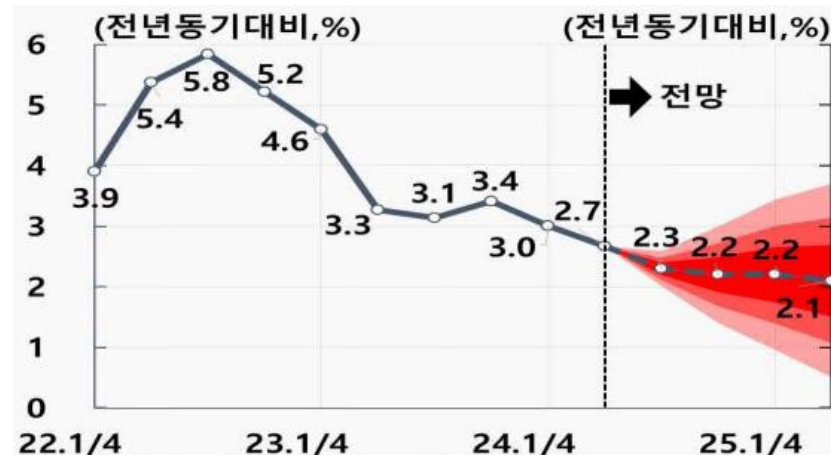
GDP 경제성장률 전망(%YoY)



GDP 경제성장률 전망(%QoQ)



소비자물가상승률 전망(%YoY)



물가상승률 구성 항목별 기여도(% , %p)



주: 과거 10년간 전망 오차를 활용하여 불확실성을 시산, 음영은 가장 진한 음영부터 각각 30%, 50%, 70% 구간  
 자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

# 기자간담회 주요 내용(8월)

## Q. 물가 다소 둔화, 환율 소폭 하락. 부동산 제외 우려 요인 어느 정도 안정. 한은 성장 전망 하향했듯 경기 둔화 우려 강해짐. 금리 인하 압박한 것 같은데, 만장일치 동결 배경? 10월 인하 가능한가?

: 물가, 성장을 보면 목표 수준으로 수렴할 것이란 확신 조금 더 갖게 됨. 물가 수준만 보면 인하 여건 조성됐다고 판단하는 쪽으로 가고 있음. 올해 성장률 2.4%, 잠재성장률 2.0%로 봄. 내수 성장을 더딘 것 사실이고 차별화된 것 사실. 동결한 이유는, 금리를 계속 높게 유지함으로써 내수 부진이 더 가속화 될 수 있는 위험 있는 반면, 금융안정 측면에서는 부동산 가격과 그로 인한 가계부채 증가에 위험 신호가 많이 들어오고 있음. 내수 파트는 인하 쪽이나 시간 갖고 대응할 수 있지만 금융안정 측면에서는 지금 막지 않으면 조금 더 위험해질 수 있는 가능성 커질 수 있음. 상충관계 보고 판단할 때 금통위원들은 8월에는 금리를 동결하는 것이 더 좋을 것으로 생각. 한은이 이자율을 낮춘다든지, 유동성을 과잉 공급함으로써 부동산 가격 상승의 심리를 자극하는 그런 실수는 범해선 안될 것

## Q. KDI, 정치권 등 내수 부진 우려에 따른 금리 인하 필요성 확대 주장. 상충관계 언급했지만 내수 보면 금리 인하 필요하다고 생각하나? 외부의 금리 인하 주장에 대한 평가는?

: KDI에서 인하 권하는 것은 아마 전망 차이이기보다 내수나 경제 성장에 중점을 두고 정책 제안한 것 같음. 한국은행은 물가안정과 함께 금융안정에도 유의해야하므로 금융안정 목표에 조금 더 비중을 두고 보고 있어서 서로 다른 정책 제안한 것으로 이해. 분명히 내수는 한은 생각보다 더딘 것은 사실이지만 8월에 금리 동결한 것은 금융안정 측면에 무게를 조금 더 뒀기 때문

## Q. 금리 변화와 관련해 시장은 소수의견 후 금리 변화 가능하다는 인식 지배적. 소수의견 없이 포워드가이드런스만으로 시장에 충분히 신호 주고 인하 가능한가? 연내 동결 또는 추가 인상도 가능한가?

: 환율 수준에 대해선 말씀드리고 싶지 않음. 워낙 여러 요인에 의해 영향 받고 변동성 크므로 며칠 내 환율 떨어졌다고 마음 놓을 수 있다고 말할 수 없고 국제시장의 변화 계속 봐야할 것. 파월 의장의 잭슨 홀 강연, 9월 미 고용보고서와 FOMC 결정 등을 봤을 때 미 금리 인하가 조금 더 명확한 쪽으로 간다면 앞으로는 지난 1~2년과 달리 국제요인에 의해 휘둘리지 않고 국내 요인에 더 많은 비중을 두고 통화정책을 할 수 있는 여건을 만들어 나갈 수 있지 않을까 하는 것이 제 기대. 부동산 가격과 가계부채 숫자 자체는 통화정책의 의무 아님. 금융안정이 의무이고 부동산 가격과 가계부채 관한 것은 통화정책 외에도 거시건전성 정책 공조 통해 결정할 것. 그것만 보고 금리 결정한다고 해석 안했으면 좋겠음

## Q. 최근 수출 호조 보이는 반면 내수 경기 악화 지적 많음. 수출 온기가 내수로 이어지지 않는 이유? 통상 금리인하 1년 정도 시차 존재. 인하 단행할 경우 내수 경기에 미치는 영향? 최근 서울과 수도권 중심 집값 상승 중. 지방 아파트 가격 약세. 서울 지역 집값을 금리 정책 결정 고려사항으로 하는게 맞는 지적에 대한 총재의 생각?

: 현재 수출이 빠른 속도로 올라왔는데, 작년말에 비해 대부분이 IT와 반도체 수출이 주도. 가격이 워낙 많이 떨어진 상태에서 작년 하반기부터 가격 상승해 수출 호조. 적어도 금년 초까지는 반도체 가격 상승에 의한 수출 증대 효과가 대부분. 금년 상반기 이후부터 수출 물량도 증가 중. 가격 상승 시 반도체 생산 기업에 직접적 영향 있지만 고용, 내수로 퍼져나가는 효과 제한적. 하반기부터 수출 물량이 늘어난 것 시차 두고 영향을 줘서 하반기부터 내수에 긍정적 효과 나타날 것. 금년 상반기에 반도체나 수출 기업들의 수익성 올라가서 하반기에 보너스 및 임금 지급으로 연결되면 내수로도 연결되지 않을까 기대. 금리 인하하면 짧은 시차 두고 투자 쪽에 영향 줄 수 있는 면 있고, 소비는 시차를 두고 영향 줄 것. 인하가 분명 도움되겠지만 소비 증가에는 제약적으로 작용할 것. 특정 지역 부동산 가격이 통화정책의 수량적인 목표 될 수 없음. 수량적인 목표 있어서가 아니라 금융안정과 장기적인 한국 경제 발전 방향을 볼 때 한국은행이 기본적으로 부동산 가격에 대해 관심을 두지 않을 수 없는 상황

## Q. 7월 금통위 당시 시장금리에 기대 과도하다 평가. 20bp 추가 하락함. 과도한 움직임이라면 통화정책 유효성 높일 방안은? 다소 높아진 중립금리 수준 고려 시 적절한 정책금리 수준은?

: 7월 금통위 때 시장금리가 굉장히 많이 떨어져서 과도하다는 표현 씀. 앞으로 금리 인하할 속도보다 3년물, 10년물 금리 떨어진 정도 과함. 과거 금리 변화 시점을 보면 이런 현상 일어났지만, 과거와 비교해 볼 때 그 정도가 심하다는데 의견 같이하고 있음. 하나의 경고 드리면 미국은 고정금리가 많고 미국 인플레이션이 높아서 한은 금리 인상 속도보다 더 빠르게, 더 많은 양 인상. 한국은 변동금리가 많아 조금만 올라도 굉장히 많은 영향 있고 또 인플레가 낮아서 인상 폭이 한국 300bp, 미국 500bp. 내릴 때도 당연히 미 금리 조정 폭이 한국보다 클 것. 어느 수준에서 금리 안정될지 말하기 어려움. 중립금리는 추정치가 많아 맞고 틀리다 평가 어려움. 현 상황은 금융안정 고려한 중립금리 생각해야하는 시점. 금융안정을 고려하지 않은 중립금리 수준보단 당연히 높은 수준일 것

## Q. 지난해 영끌족에게 한 경고 유효한가?

: 확실히 말씀드릴 수 있는 것은 현재 금통위원들은 한국은행이 과도한 유동성 공급해서 부동산 가격 상승의 심리를 부추기는 그런 정도로 통화정책을 운영하지 않겠다는 것을 명확하게 하고 있음.

## Q. 금리 인하 될 때 의도와 다른 결과 나올 가능성에 대한 총재의 의견은?

: 다른 요인들을 고려하는 것은 시차를 두고 반응할 수 있지만 부동산 가격, 금융안정 요인, 가계부채 올라가는 것은 이 시점에 잡아두는 것이 굉장히 시급한 과제라 생각해서 금리 동결

## Q. 만장일치 동결이지만 4명이 향후 3개월간 인하 가능성 열어두면서 10월 인하 기대감, 확신 높아진 것 같음. 10월 인하 기대감 높게 가져가는 것이 과도한 것인가?

: 내부에서도 의견이 한 방향으로 일치되는 것 아니고 어디에 무게를 두고 보느냐에 따라서 얘기하고 있음. 4명, 2명으로 의견 나뉜 것도 그 예. 현재 상황에서는 어느 쪽이든, 무게를 어디에 두고, 그 때 그 때 상황보고 판단하는 상황. 3개월이라는 것은 10월과 11월 모두 포함. 계속 말했지만 여러 지표들이 다른 답 원하고 있어 그것들을 판단해 10월에 결정할 것. 11월에 결정할 수도 있음

# 8월 금통위 의사록

구분	의견	주요 내용
A	정책금리 동결	<p>여전히 견고한 美 경제와 유로 지역 성장 부진 완화 등을 감안할 때, 세계경제는 회복 속도가 예상보다는 느릴 수 있으나, 완만한 성장 흐름 지속될 것. 최근 예상을 벗어난 美 경제지표들로 인해 일시적으로 금융시장에 큰 충격 주고 경기침체 우려 제기되었으나, 대체적으로 연착륙 기대 경로 이탈하지는 않을 것. 美 고용지표에서의 엇갈린 신호는 경기의 하방 리스크보다는 팬데믹 이후 역사적 호조 보였던 고용시장이 점차 균형 찾아가는 과정. <b>국내경제는 2Q 중 기저효과 등으로 민간 소비와 투자 중심으로 내수 부문 크게 조정되면서 역성장 시현하였으나, 높은 수출 증가세가 성장 견인하면서 연간으로 양호한 성장세 보일 것.</b> 다만, 복잡하고 예측이 어려운 지정학적 리스크로 세계 교역 개선 더디고 내수도 예상보다 회복세 지연될 것으로 보여 성장 모멘텀은 다소 약화될 것. 소비자물가는 국제유가 변동, 유류세 인하율 축소 등의 영향으로 7월에는 일시 반등하였으나, <b>향후 공급측면 물가 압력의 축소 조정으로 점차 목표 수준에 근접하는 하향 추세 이어갈 것.</b> 금융시장에서는 제약적 금융여건의 완화 흐름 지속되는 가운데, 연준의 정책금리 인하 기대 확산과 외국인의 국채선물 매수로 국고채금리가 상당폭 하락하여 기준금리와의 역전폭 확대. <b>채권시장에서의 일방향 쏠림 현상은 향후 한·미 양국 통화정책에 대한 과도한 기대에 기인한다고 판단되며, 향후 이러한 기대의 급격한 되돌림 발생할 수 있는 만큼 시장 변동성에 유의할 필요</b> 있다고 생각. 美 경제와 여타 주요국과의 경제성장 차별화 축소, 美 정책금리 인하 가시화 등에 따라, 달러 강세를 유지하던 유인들이 점차 약화될 가능성 높아지고 있음. 따라서 외환시장에서의 경계감 상존하나 원달러 환율은 점차 상방 경직성 강화되는 모습 보일 것. 이와 같은 대내외 경제여건, 특히 수도권 주택가격 상승과 이에 수반된 가계대출 증가세 등을 감안할 때 동결 바람직. 환율 절하 압력 완화되고 있는 가운데, 장기간 유지해 온 현 기준금리 수준은 점차 물가안정 목표치 수렴을 확인해 주고 있는 반면, 소비·투자 등 실물 경기에는 제약적으로 작용. 이에 대응하여 통화정책 긴축기조 완화 기대와 그 여건도 점차 성숙해 가고 있음. 다만, <b>주택가격 상승과 가계대출 증가 등 금융불균형을 제어할 효과적인 거시건전성 정책과의 병행은 필수 요건</b>이라 생각</p>
B	정책금리 동결	<p>주요국의 소비자 물가상승률 둔화 추세가 뚜렷해지면서 국가별로 정책금리 기조 전환 본격화. 미국의 경우 예상보다 다소 높은 실업률 통계를 시장이 예민하게 반응하는 등 경기둔화 속도와 관련한 불확실성이 여전히 존재하지만 연준의 피벗 시점이 가시권에 들어왔다는 예상 지배적. 국내경제는 반도체 중심의 견고한 수출에도 불구하고, 더딘 내수 회복 흐름으로 인해 금년도 연간 경제성장률은 장기 평균 수준에 이를 것. 고용의 경우 역대 최저 실업률을 보이며 총량 지표는 양호한 상황이지만 건설을 비롯한 내수 부문의 고용은 미약한 모습. 소비자 물가상승률은 하향하는 추세가 지속된다면 금년 말에는 2% 초반에 이를 것. <b>안정적인 물가상승률, 더딘 내수 회복, 일부 취약 부문의 높은 연체율을 고려할 때 통화정책의 긴축 정도를 점진적으로 완화할 환경이 무리없었다고 생각.</b> 시장금리도 큰 폭으로 하락하며 이러한 기대 반영. 다만, 수도권을 중심으로 부동산 가격 빠르게 상승하고 있는 점은 매우 우려스러움. <b>금융 여건이 완화되는 상황에서 금리 인하가 부동산 가격 상승의 촉매제가 되어서는 안될 것. 일부 지역의 부동산 가격 상승은 가계부채 증가뿐 아니라 자산 불평등을 심화시키고 장기적으로 자원 배분 효율성을 저해할 수 있음.</b> 금리는 경제 모든 부문에 무차별적으로 영향 미침. <b>부동산 수요 억제하는 거시건전성 정책이 함께 수반될 때 금리 인하로 인해 발생할 부작용 완화할 수 있을 것.</b> 따라서 <b>향후 시행되는 정책들의 가시적인 효과 확인해볼 필요.</b> 이러한 상황을 감안하여 3.5% 수준에서 동결하고 주요국의 통화정책, 부동산 PF 정리 과정, 주택시장 및 가계부채 추이 지켜보며 향후 정책 방향을 결정해야 할 것</p>
C	정책금리 동결	<p>세계경제는 완만한 성장세 이어갈 것으로 예상되지만, 美 경기둔화 우려가 커지는 등 향후 경기 흐름에 대한 불확실성은 증대. 주요국 인플레이션은 전반적으로 둔화 추세를 지속하였으며, 이에 따라 주요 선진국 중앙은행 대부분 인하 시작하거나 그 가능성 시사. 국제유가는 중동지역 지정학적 리스크가 다소 증대되었으나 글로벌 수요 둔화될 것으로 전망되면서 대체로 하향 안정. 국제금융시장에서는 美 경기둔화 우려, 日 정책금리 인상 등에 따른 위험회피 심리 크게 강화되었다 되돌려지는 과정에서 주요 가격변수 큰 변동성 나타냄. 글로벌 주가는 급락 후 빠르게 반등하였고, 선진국 국채금리는 연준 금리인하에 대한 기대 강화로 상당폭 하락. 국내 금융·외환시장에서도 글로벌 위험회피 심리 변화에 큰 영향 받으며 높은 변동성 나타냄. 주가는 급락 이후 반등하였으며, 장기 국고채 금리는 3% 아래로 낮아짐. 원달러 환율은 달러화 약세로 하락. <b>국내경제는 수출이 호조 지속하였지만 소비는 소득여건 개선 지연되는 가운데 예년보다 긴 잠마 등의 영향으로 회복이 예상보다 더딘 모습.</b> 앞으로 국내 경제는 수출 증가세가 지속되고 실질소득 개선으로 소비도 점차 회복되면서 완만한 성장 흐름 나타낼 전망. <b>다만 수출 호조 지속가능성 등과 관련한 불확실성은 높은 상황. 국내 인플레이션은 둔화 흐름 지속.</b> 7월 중 소비자물가 상승률이 국제유가 상승 등의 영향으로 소폭 높아졌지만 <b>근원물가 상승률은 2%대 초반의 낮은 수준 유지하고 있고 단기 기대인플레이션율도 낮아짐.</b> <b>향후에도 인플레이션은 둔화 추세 이어갈 것.</b> 금융권 가계대출은 서울 등 수도권 지역 아파트 가격 상승폭 확대와 거래 증가 등의 영향으로 증가세 확대. 이러한 상황 진정시키기 위한 정부 대책이 최근 발표된 만큼 당분간은 가계부채 및 주택시장 상황 면밀히 모니터링하면서 정부 대책의 효과가 어떻게 나타날지 살펴볼 필요. 한편 정부 부동산PF 연착륙 방안 등으로 신용경계감 다소 완화되는 모습 보였으나 비은행권 대출 연체율은 여전히 높은 수준 지속. 요약하자면, <b>국내경제는 완만한 성장흐름 이어가는 가운데 인플레이션은 목표수준에 수렴해 갈 것.</b> 반면 주택가격 오름세와 가계대출 증가세가 확대되고 있어 <b>금융불균형 누증에 대한 우려는 커진 상황이며 국제금융시장 변동성 확대에 따른 외환시장의 경계감 남아 있음.</b> 기준금리를 현 수준인 3.50%로 유지하는 것이 좋겠다는 의견. 아울러 금융안정 측면의 리스크가 확대되지 않도록 커뮤니케이션을 통해 시장 기대 적절히 관리해 나가야 할 것</p>

# 8월 금통위 의사록

구분	의견	주요 내용
D	정책금리 동결	<p>최근 세계경제 완만한 회복세 보이고 있는 가운데 美 경제는 예상보다 부진한 고용지표 발표 등에 따라 침체 우려 부각되었다 상반된 후속 경제지표 발표로 침체 우려 다소 완화. 美 경제에서 차지하는 비중 큰 서비스업이 아직 견조한 모습 유지하고 있는 점 감안할 때 美 경제 성장세 급격히 둔화될 가능성 높지 않다 생각. 디스인플레이션 추세 이어지고 있어 피벗에 대한 연준 부담 상당 폭 감소. 日은 BOJ 금리 인상으로 상당 기간 누적된 엔 캐리 자금이 본국으로 환류되면서 엔화가 급격한 강세 보이고 위험자산 가격 변동성 크게 확대되는 등 日 통화정책이 국제금융시장의 주요 불확실성 요인으로 부각. 中은 내수 및 부동산 부문 부진 이어지는 가운데 3중전회 이후 中 정부의 실질적인 정책적 지원 여부에 따라 경기 회복 속도 영향 받을 것. <b>국내경제는 수출이 호조 보이고 있는 반면 내수는 부진한 흐름 나타내며 양극화 이어짐.</b> 금년 3Q 이후에는 지속된 실질임금 상승 효과로 민간소비 점차 회복될 것으로 전망되는 등 내수 완만한 개선세 보일 것. 물가상승률은 전망 경로에 부합하는 둔화 흐름 이어가고 있어現時점에서는 <b>물가상승률이 인화 제약 요인으로 작용하는 상황은 아니라 평가.</b> 국고채 금리가 큰 폭 하락하면서 금융여건 완화. 통화(M2)증가를 상승 지속 등 전반적인 유동성 매우 양호. 비은행 금융기관의 기업대출 중심 연체를 상승 이어지고 있고 부동산 PF의 경우 일부 건설사 및 비은행 금융기관 중심으로 리스크 여전히 잠재하고 있기 때문에 부동산 PF 구조조정 과정에서 금융시장 불안 요인 현실화되지 않도록 유의해야 함. 주택가격은 수도권 중심 상승세 지속되며 상승 모멘텀 점차 강해지고 있고 주택담보대출도 높은 증가세 보이고 있음. <b>향후 연준이 인하하는 경우 금리 동조화 통해 국내 금융시장 환경 완화적으로 조성되면서 주택가격 추가 상승 가능성 있는 상황. 가계부채에 대한 수요 측면 압력 커질 수 있기 때문에 가계부채 규모 재차 큰 폭으로 증가할 가능성에 각별한 주의 기울여야 할 시점.</b> 원달러 환율이 美 달러화 지수 하락에 주로 영향 받아 하락했고 외화자금시장은 차익거래 요인이 美 경기침체 우려 부각에 따른 위험회피심리 강화로 상승했지만 아직 낮은 수준에 머무르고 있으며 외화차입 가산금리, CDS 프리미엄 등도 낮은 수준 지속하는 등 대체로 안정 유지. 이상의 국내외 경제·금융 여건 고려 시 동결 적절. <b>물가 측면의 피벗 위험 매우 낮아졌고 내수 부진에 따른 피벗 필요성 증가한 반면 인화가 수도권 주택가격 상승폭 확대로 이어질 가능성 크게 높아짐.</b> 소득 수준에 비해 과도하게 높은 주택가격은 금융안정 저해할 뿐 아니라 자원배분을 왜곡시켜 경제 생산성 하락시킬 가능성 있기 때문에 주택가격 안정화 위해 만전 기하는 것 필요. 이러한 점 고려 시現時점에서 통화정책이 금융시장 불안정 요인 확대하지 않도록 하는 것 적절. 향후 거시건전성 정책 등 부동산 관련 대책들의 효과 살펴보면서 인화 여부 결정하는 것 바람직</p>
E	정책금리 동결	<p>세계경제는 완만한 성장 흐름 지속하고 있지만 주요국 경기 관련 불확실성 다소 높아짐. 주요국 물가는 소비자물가상승률이 대체로 둔화세 이어가면서 디스인플레이션 진전 중. 국내경제는 기저효과 등으로 2Q 중 속도치 기준 역성장 기록했다 하반기 들어 완만한 성장세 재개. 수출과 내수간 차별화 지속. 수출은 IT경기 호조 등으로 높은 증가세 이어가고 있는 반면 민간소비는 실질소득 개선에도 재화 소비 부진 지속되는 가운데 이상 고온, 집중 호우 등의 영향으로 회복세가 예상보다 더뎠. 건설투자는 착공 및 수주 부진 영향 등에 부진. 설비투자는 그동안 지연되었던 반도체 제조 장비, 항공기 등 자본재에 대한 투자 재개돼 증가 전환. <b>앞으로 국내경제는 수출 증가세 이어지고 실질소득 개선으로 소비도 점차 회복됨에 따라 잠재 수준 이상의 성장세 지속할 것.</b> 향후 성장 경로는 소비 회복, IT경기 확장세, 주요국 경기 등에 영향 받을 것. <b>근원물가 둔화세 이어지고 있으나 7월에는 석유류 가격 상승 등으로 소비자물가상승률 일시적 상승.</b> 지난해 유가·농산물 가격 급등에 따른 기저효과, 근원물가 하향 안정 흐름 등 감안할 때 앞으로도 인플레이션은 둔화 추세 이어갈 것. 향후 물가 경로는 국제유가 및 환율 움직임, 농산물 가격 추이, 공공요금 조정 여부 등에 영향 받을 것. 주택거래량이 서울 등 수도권 아파트 등을 중심으로 늘고 있으며 주택가격 상승폭도 확대. 금융 여건 완화 흐름 강해짐. <b>가계대출은 수도권 주택거래 늘어나면서 주택담보대출 중심으로 월 5조원 규모의 증가세 기록. 최근 늘어난 주택거래량 등을 고려할 때 당분간 개별 주택담보대출과 전세대출 중심 증가세 확대될 가능성 높을 것.</b> 원달러 환율은 연준 금리인하 기대 강화 등에 따른 달러화 약세 영향으로 큰 폭 하락했으나 美 경기둔화 우려, 엔 캐리 트레이드 청산, 지정학적 리스크 등과 관련한 경계감 남아있음. 이상을 종합적으로 고려하면 동결 바람직. <b>물가상승률이 둔화 추세를 이어가면서 목표 수준으로 점차 수렴해 갈 전망이고 내수 회복세가 더디지만, 수도권 중심의 주택가격 상승과 가계대출 증가세 확대 등으로 금융 불균형 확대될 가능성이 크고 외환시장 경계감도 남아있는 여건에서 통화정책 기초 전환이 금융안정에 미칠 영향을 좀 더 짚어볼 필요 있기 때문.</b>現時점에서는 주택시장과 가계부채 확대세가 장기화되지 않도록 적절한 정책조정을 통한 대응 필요. 앞으로 통화정책 운용은 물가와 성장 경로를 면밀히 점검하면서, 주요국 통화정책의 방향, 금융·외환시장 움직임과 주택시장 및 가계부채 등 금융안정 상황을 함께 고려하여 인화 시기와 폭 결정해야 함. 이와 함께 정책 의도와 시장 기대가 크게 괴리되지 않도록 커뮤니케이션에 더욱 유의할 필요</p>
F	정책금리 동결	<p>대외경제 여건은 디스인플레이션 흐름 이어지면서 정책금리 인하하는 국가가 늘어나고 있는 가운데, 연준 금리 인하 가능성도 높아짐. 주요국 중앙은행과 시장 초점이 물가에서 성장으로 점차 옮겨지면서 고용 등 실물경제 지표에 따라 주가가 급등락하는 등 시장 민감도 높아진 상황. 국내 경제는 IT품목 중심으로 수출이 예상을 뛰어넘는 호조 보이며 성장세 이어 나갔으나, <b>내수 회복은 더딘 상황.</b> 설비 투자 반등했지만 수출 호조의 긍정적 모멘텀이 임금과 고용으로 확산되지 못하고 자영업 부문의 구조적 부진 이어지면서 민간소비 회복 지연. 원달러 환율은 1,300원대 후반에서 최근 1,300원대 초반으로 하락. 지정학적 리스크, 美 대선 결과 등 불확실성 크긴 하나 원달러 환율은 연준 금리 인하 등으로 하락세 이어질 것. <b>근원물가와 여타 기초적 인플레이션 지표가 목표 수준인 2%에 근접하는 안정된 모습.</b> 소비자물가는 소폭 상승했지만 일반인 기대인플레이션은 둔화 흐름 지속. 예상치 못한 공급 충격 발생하지 않는다면 소비자물가 상승률은 근원인플레이션과의 격차 줄어다가며 목표 수준으로 수렴할 것. 국내 금융여건은 완화 정도 좀 더 확대. <b>주택담보대출을 중심으로 한 가계대출 증가는 7월에 더욱 확대. GDP 성장세보다 빠르게 증가할 위험도 보이고 있음. 상대적으로 위험적인 거시건전성 정책 기초, 가계대출 금리 하락, 수도권 주택수급 불균형 지속 가능성 고려할 때 수도권 주택가격 상승세 이어질 가능성 높은 것으로 전망.</b> 가계부채의 높은 증가세 당분간 지속될 것. 종합해보면, <b>팬데믹 위기 이후 급등한 물가가 안정세로 접어들고 있으며 환율 등 대외부문은 대체로 진정된 모습 보이고 있는 반면, 소비 등 내수 회복세는 더딘 점 고려하면 통화정책 기초 전환할 여건 조성되어 가고 있다고 판단.</b> 통화정책 기초 전환에 앞서, 먼저 완화된 금융여건이 부동산 시장과 관련된 취약성과 맞물려 주택가격과 가계부채 증가로 이어지고 있으며 이로 인해 금융안정, 중장기적인 성장 그리고 구조개혁 추진에 부정적인 영향을 미칠 위험 더욱 높아짐. 이는 정책금리의 경로를 물가와 성장을 고려할 때 보다 좀 더 높게 운용할 필요가 있음을 시사. 이번 회의에 동결 바람직. 앞으로의 통화정책은 향후 금융경제 전개 상황, 기준금리 조정이 내수와 물가 전망 및 금융안정에 미칠 편익과 비용, 최근 발표된 정부의 주택 및 거시건전성 정책의 영향을 보아가며 신중하게 결정할 필요</p>

# 10월 금통위: 인하 여력 강조, But 신중하게

## ● 10월 금통위 주요 결정

①정책금리: 3.50% → 3.25%(25bp 인하, 장용성 위원 동결 소수의견)

향후 3개월간 통화정책 전망에 대한 금통위원들 의견의 경우 동결 5명, 인하 가능성 배제 불가 1명

동결: 금번 인하가 부동산 가격, 가계부채 등 금융안정에 미치는 영향을 확인하기까지 시간이 소요되고 미국 대선 결과, 지정학 리스크 전개 상황 등을 살펴봐야하므로

향후 경제 여건을 점검하면서 신중한 정책 결정이 필요

인하 가능성 배제 불가: 거시건전성 정책이 작동하기 시작했고 필요 시 정부가 추가 조치를 시행할 의사를 밝힌 만큼 내수의 하방 압력에 대응 필요

## ②통화정책성명문 변화

- 물가안정 목표 달성 관련 높아진 기대감('물가상승률 뚜렷한 안정세' + '앞으로 물가상승률은 낮은 수요 압력으로 안정된 흐름 이어갈 것')
- 정부 거시건전성 정책 강화에 따른 가계부채 둔화 및 수도권 주택 가격 상승세 둔화 언급('수도권에서 가격 상승세 둔화, 거래량 축소' + '가계대출 증가규모 상당폭 축소')
- 외환시장 리스크 완화 언급
- 내수 회복 지연에 따른 성장 전망 불확실성 확대 평가
- 헤드라인 물가 전망 하향 시사(당분간 2%를 하회하면서 금년 상승률이 지난 8월 전망치 소폭 하회할 것)

## 향후 통화정책 관련 포워드가이드라인스 변화

구분	내용
2023.1	긴축 기조를 이어나갈 필요
2023.2	긴축 기조를 상당기간 이어가면서 <b>추가 인상 필요성을 판단해 나갈 필요</b>
2023.4	2월과 동일
2023.5	2월과 동일
2023.7	2월과 동일
2023.8	긴축 기조를 상당기간 지속하면서 추가 인상 필요성을 판단해 나갈 것
2023.10	8월과 동일
2023.11	통화긴축 기조를 충분히 장기간 지속 + <b>추가 인상 필요성을 판단해 나갈 것</b>
2024.1	통화긴축 기조를 <b>충분히 장기간</b> 지속
2024.2	1월과 동일
2024.4	통화긴축 기조를 <b>충분히</b> 유지
2024.5	4월과 동일
2024.7	통화긴축 기조를 충분히 유지 + <b>기준금리 인하 시기 등을 검토해 나갈 것</b>
2024.8	긴축 기조를 유지 ( <b>'충분히' 삭제</b> ) + 기준금리 인하 시기 등을 검토해 나갈 것
2024.10	앞으로의 <b>인하 속도 등을 신중히 결정</b> 해 나갈 것

# 기자간담회 주요 내용(10월)

## Q. 9월 가계부채가 8월보다 감소했지만 그렇게 많이 감소하지 않음. 이 정도 둔화로 금융안정이 확인되었다고 판단? 3.25%로 인하한 영향을 충분히 장기간 지켜볼 계획이 있는가?

: 주담대 대출은 이전 2~3개월 전 주택거래량에 따라 결정돼 약간 후행. 아파트 거래량 보면 9월 수준이 7월 대비 1/2, 수도권 주택 가격 상승률도 8월의 1/3이라 정부의 거시건전성 정책 강화 이후 의미 있는 진전 있다고 보고 있음. 주담대 자료는 다음달까지 7~8월 거래한 물량으로 인해 올라갔다 11월~12월엔 내려갈 것. 금리 인하되면 지금까지의 주택 거래량, 주택가격 상승률 관련 기대심리에 어떤 영향 줄지 지켜봐야함. 9월 수치로 금융안정이 완전히 났다고 단언하는 것 당연히 아님. 긍정적으로 생각하는 것은 가계부채 안정에 대한 정부 의지 굉장히 강하다는 점. 한은도 인하 속도 조정 통해 금융안정에 기여할 수 있을 것. 이번 인하는 금융안정에 대한 고려를 상당히 해야한다고 보므로 때때적인 인하로 봐야한다고 생각

## Q. 8월 금통위 때 총재는 내수가 크게 부진한 수준 아니라 언급. 이번엔 인하 단행한 배경은? 한은의 내수에 대한 판단이 두 달 사이 급격히 나빠진 것인가? 인하 실기론에 대한 의견은?

: 인플레이션이 2% 이하로 떨어진 가운데 기준금리를 실질로 보면 상당히 높은 수준(긴축적). 경기가 과열 상태라면 긴축 상황 유지하겠지만 내수 회복 중이더라도 잠재성장률보다 낮고 경제성장률도 잠재성장률 보다 크게 높지 않은 상황이라 불필요하게 너무 오랫동안 긴축 수준 유지할 이유 없음. 내수 전망에 대한 큰 변화 없음. 실기 했는지 여부는 내수에 방점을 두고 지금 통화정책 하는 시점인지, 아니면 금융안정도 한꺼번에 고려하면서 하나에 따라 평가가 달라질 것. 1년 정도 시간이 더 지나 우리 경기 상황과 금융안정이 어느 정도 달성했는지 보고 평가해주셨을 좋겠음.

## Q. 인하 속도 중요성 언급. 현 상황 유지(가계부채 둔화, 물가 둔화) 된다면 11월 추가 인하 가능? 때때적인 인하할 바에는 동결하고 데이터 충분히 확인 후 11월에 인하하는 방법도 있었을 것. 이번 통방에서 가계부채 증가세나 수도권 집값 상승세 부추길 수 있다는 우려 나오지 않았나?

: 10월 말 경에 나오는 3분기 데이터 보고 11월 경제 전망치 보고, 그 사이에 가계부채 안정세, 수도권 부동산 가격 움직임 등을 보고 결정할 것. 이번 한 번 더 지켜보고 인하할지, 적어도 금리 수준이 긴축적이므로 낮추면서 불지 의견 있었음. 한 분은 소수의견으로 명확히 동결하고 더 지켜보는 것 좋겠다고 말씀. 여러 의견 있었지만 기본적으로 인하 그 자체가 가계부채와 부동산 가격에 영향을 줄 텐데 인하하지 않고 계속 보고만 있다 결정하기에는 불확실성이 많아 소폭 인하해보고 그 영향을 보면서 판단하는 것이 더 바람직한 방법이라는 견해가 많았음.

## Q. 상당기간 동안 부동산 문제 해결 쉽지 않다고 생각하는데, 통방 보면 수도권 주택 가격 둔화 예상. 이런 상황에서 기준금리 내리는 것은 부동산 시장을 자극할 위험 있다고 봐야하는 것 아닌가?

: 단기적으로 정책 목표 본다면 가계부채를 잘 관리하는 것 더 중요. 인하가 가계부채 증가, 부동산 가격 기대심리 통해 영향 줄 수 있어 그 영향 너무 크지 않게 속도 조절하며 정부와 정책 공조해 나갈 것

## Q. 이번 금리 인하가 내수 부진에 미치는 영향은? 소수의견 내신 장용성 위원 의견을 자세하게 설명 부탁드립니다

: 내수 탄탄하고 아무 문제 없다는 것은 아님. 내수도 활발한 것 아니고 물가상승률이 다시 올라 갈 걱정하지 않는다면 높은 실질 금리를 불필요하게 유지할 필요 없어 중립금리 수준으로 되돌리는 과정. 장용성 위원은 거시건전성 정책 효과 판단하기 이르고 취약계층·자영업자 어렵지만 성장세 전체로는 잠재 수준 상회하므로 일단 동결 후 거시건전성 정책 효과 점검하는 것 적절하다는 의견

## Q. 내년에도 2% 성장 무리 없어 보이는 상황. 금융불균형 심화 가능성 큰 가운데 성장 관찮으면 금리를 중립수준으로 인하할 필요성이 과연 있는가?

: 중장기적으로 보면 어떤 대출이든 자신의 능력에 맞게 빌리는게 맞음. 중립금리로 안 내려가면 2% 성장보다 낮게 됨. 중립금리라는 것이 잠재성장률 유지하기 위해 필요한 수준. 그간 중립금리보다 높았던 것은 6%의 물가를 2%로 낮추기 위해 경기를 희생하더라도 긴축 수준을 유지. 중립금리 이상으로 더 오래 가져가면 2% 유지가 어려움으로 정책금리 인하

## Q. 시중은행은 최근까지 대출금리 인상. 엇박자 평가에 대한 총재의 생각은? 추가 금리 인하 위해 가장 중요한 요인은 무엇인가?

: 은행들이 가계대출 금리 높이고 부동산 대출 기준 높이는 것을 엇박자라 생각하지 않음. 중장기적으로 보면 과도하게 부동산으로 쏠려있는 대출 규모는 바람직하지 않음. 향후 추가 인하 시 봐야하는 것은 물가. 큰 변동 없으면, 중등 사태 이런 문제가 없다면 물가상승률의 경우 큰 변화 없을 거라 생각. 중요한 요소이지만 그 다음이 금융안정이니까 당연히 가계부채나 부동산 가격이 어떻게 움직일지 보고있고, 우리가 예상하는 성장률이 유지될 것인지 등을 보고 종합적으로 판단할 것

## Q. 통방문 중 '긴축 정도 소폭 축소' 표현 있음. 일부에서는 긴축 종료로 언급하는데 긴축 경계감을 유지한 것인가?

: 통계적으로 범위가 넓어서 중립금리 수준 말씀드리긴 어려움. 어떤 계량 모델을 쓰더라도 현 실질금리는 중립금리 상한보다 위에 있어 인하 여력 있음. 인하 속도는 금융안정에 미치는 영향 보며 결정

## Q. 중립까지 금리 내릴 필요성을 강조 중인데 내년 중으로 달성 가능한가? 금융안정 상황에 따라 지연될 가능성은? 또는 중립금리 수준보다 낮은 수준으로 인하할 생각도 있는가?

: 중립까지 내리는 기간은 말씀드리기 어려움. 경기, 물가 등 다른 변수 있음. 불필요하게 긴축적인 수준을 유지할 필요 없고 금융안정만 관철한다면 인하한다는 이야기. 중립금리 수준으로 아래로 인하 하는 것은 경기가 굉장히 나빠지거나, 다른 이유 있으면 그럴 수 있지만 그 시점 이야기할 필요 없고 근처 가서 말씀드리면 될 것 같음

# 10월 금통위 의사록

구분	의견	주요 내용
A	정책금리 25bp 인하	<p>세계경제는 서비스업 중심으로 완만한 성장세 이어갈 것으로 예상되나 주요국 경기둔화 가능성, 중동지역 긴장 고조 등으로 향후 성장경로의 하방 리스크 다소 확대. 주요국 인플레이션은 둔화를 이어가면서 점차 안정. 국제유가는 크게 낮아졌다가 최근 중동지역 긴장 고조로 다시 상승하는 등 변동성 다소 높아진 모습. 국제금융시장에서는 9월 중순 이후 양호한 美 경제지표 등의 영향으로 美 연준의 향후 금리 인하 속도와 폭에 대한 기대 조정되면서 선진국 국제금리와 달러화 지수 상당폭 반등. 글로벌 주가는 美 경제의 연착륙 기대 강화, 中 정부의 경기부양책 등으로 상승. 국내 금융·외환시장에서도 장기 국고채 금리와 원/달러 환율이 상당폭 하락하였다가 반등. 주가는 美 연준의 금리 인하 이후 상승세를 보이다 최근 들어 반도체 업황 둔화 우려, 중동지역 긴장 고조 등의 영향으로 하락. 국내 경제는 수출이 IT제품을 중심으로 높은 증가세 이어갔지만 내수가 더딘 회복세 보임. 향후 국내경제는 완만한 성장세 나타낼 전망이지만 건설투자 부진 등 성장의 하방 리스크는 확대된 것으로 보임. 주요국 경기 흐름, 글로벌 IT경기 향방, 중동지역 지정학적 리스크 등과 관련한 전망경로의 불확실성도 다소 높아진 상황. 국내 인플레이션은 하방 안정세 이어감. 9월중 소비자물가 상승률이 국제유가 하락, 농산물 가격 안정 등으로 2%를 하회하였으며 근원물가 상승률도 2.0%로 낮아졌습니다. 향후에도 인플레이션은 목표수준인 2% 내외에서 안정된 모습을 보일 것으로 예상. <b>금융권 가계대출은 9월 들어 증가폭 상당폭 축소. 이는 정부 대책 효과와 은행권 가계대출 관리 강화, 일시적 요인 등의 영향이 더해져 나타난 결과. 앞으로도 가계대출 둔화 흐름이 이어질 것으로 예상</b>되지만 주택시장 상황 변화에 따라 그 추이가 달라질 수 있는 만큼 관련 동향을 면밀히 점검해나갈 필요. 한편 정부의 부동산 PF 연착륙 방안이 원활히 진행되고 있지만, 비은행권의 대출 연체율이 여전히 높은 수준이므로 관련 리스크를 계속 유의하여 지켜볼 필요. 요약하면, 국내경제는 완만한 회복흐름을 나타낼 전망이나 전망경로의 불확실성이 다소 높아진 상황이며, 물가상승률은 목표수준에서 안정될 전망입니다. 가계 부채는 정부의 거시건전성 정책 강화의 영향 등으로 향후 증가규모가 점차 줄어들 것으로 기대되지만 그 우려는 여전히 큰 상황. <b>앞으로의 통화정책 운용 방향과 관련하여서는 기본적으로 경기와 물가를 고려하는 가운데 가계부채 상황에도 계속 유의하면서 인하 속도 신중하게 결정해 나갈 필요</b></p>
B	정책금리 동결 (장용성)	<p>지속적인 디스인플레이션에 힘입어 주요국의 금리 인하 사이클이 본격화되었으나, 인하 속도는 각국이 처한 경제 상황에 따라 차별화된 양상 보일 것. <b>국내경제는 반도체 중심의 견고한 수출에 힘입어 금년도 연간 경제성장률은 장기 평균 수준에 이를 것.</b> 고용의 경우 취업자 수 증가세는 다소 둔화되었지만 실업률은 역대 최저 수준 보이며 총량 지표는 양호. <b>소비자물가 상승률이 3년 여 만에 1%대로 내려옴. 중동지역 정세 불안에 따른 국제 유가의 불확실성, 여전히 남아있는 공공요금 인상 요인 등을 고려할 때 아직 안심하기 이른 상황이지만, 여타 선진국에 비해 낮은 금리를 유지하면서 디스인플레이션을 이루어 낸 것은 나름 의미있는 성과.</b> 다만 고금리 기간 동안 가계와 기업 부문이 체질 개선을 위한 디레버리지를 더 이루어 내지 못한 점은 아쉬움. <b>건설 경기 부진을 포함한 미약한 내수, 일부 취약부문의 높은 연체율 고려할 때, 금리 인하의 환경 충분히 조성.</b> 다만 수도권 일부 지역 부동산 가격 급등과 이로 인한 가계부채 확대는 매우 우려스러움. 특정 지역 부동산 가격 상승은 자산 불평등을 심화시키고 나아가 경제의 효율적 자원 배분을 저해할 수 있음. <b>다행히 정부의 적극적인 거시건전성 정책에 힘입어 이들 지역의 주택 가격 상승률과 가계부채 증가세는 다소 진정되는 모습입니다만 선 호지역의 공급 부족 우려 등 주택가격 불안 요인 남아있음. 통화정책 완화 기대가 주택가격 상승세 재점화할 가능성.</b> 따라서 주택가격 및 가계부채의 추이를 좀 더 확인해 볼 시간이 필요하다는 점에서 기준금리를 現 3.5%에서 동결하고 주요국의 통화정책, 부동산 PF 정리 과정 지켜보며 향후 정책 방향 결정하는 것 바람직. 장기간의 고금리와 인플레이로 민간 소비 침체. 그중 누적된 물가상승으로 인한 높은 물가수준이 소비 제약 주요 요인. 그런 의미에서 <b>물가상승률이 목표 수준으로 내려왔어도 안정 기조 꾸준히 유지하는 것이 가계의 실질 구매력 향상 및 민간 소비회복에도 도움될 것</b></p>
C	정책금리 25bp 인하	<p>세계경제는 인플레이션이 둔화 추세 지속하는 가운데 주요국의 경기와 관련한 불확실성 다소 높아졌음. 美 연준은 고용시장의 하방 위험 등에 대응하여 정책금리를 0.5%p 인하했으며 유럽중앙은행, 中 인민은행 등 주요 중앙은행들도 경기 회복 위해 인하 기조 이어가는 등 금융긴축 정도의 완화 본격화. 국제금융시장에서는 美 연준의 금리인하와 향후 인하 속도에 대한 기대 변화, 中 경기부양책, 중동지역 리스크 등에 영향 받으며 주요 가격변수 상당폭 등락. 국내경제는 반도체 중심으로 수출 증가세 지속되었지만 내수가 더디게 회복되며 내수와 수출의 차별화 계속. 고용은 실업률 낮은 수준이지만 취업자수 증가세 점차 둔화. <b>앞으로 국내경제는 수출 증가세가 이어지고 소비도 점차 회복됨에 따라 완만한 성장세를 나타낼 것으로 예상되지만, 지정학적 불안, 글로벌 IT 경기, 내수 회복 속도 등에 따른 성장경로상의 불확실성은 높아진 것으로 보임. 국내 물가는 안정세 뚜렷. 9월 소비자물가 상승률은 국제유가 하락, 농산물 가격 안정 등의 영향으로 물가 목표를 밑돌았으며, 근원물가 상승률도 하방 안정세 지속. 앞으로도 물가상승률은 낮은 수요안락, 지난해 급등한 국제유가와 농산물 가격의 기저효과 등으로 소비자물가와 근원물가 모두 2% 내외 수준에서 움직일 것. 국제유가 및 환율 움직임, 공공요금 조정 등과 관련된 불확실성 높은 상황.</b> 국내금융시장에서는 美 연준의 금리 인하에도 지난 몇 달간 진행된 금융여건 완화 흐름 다소 주춤. 대출금리가 상승 전환하고 신용확대 흐름은 가계 부문 중심으로 다소 둔화. 주택시장은 정부의 거시건전성 규제 강화 영향 등으로 수도권 중심으로 가격 상승세가 둔화되고 거래량도 줄어드는 모습이며 가계대출 증가 규모도 9월 들어 상당폭 축소된 것으로 예상. <b>높은 주택가격 상승 기대와 매수 심리 등으로 향후 주택시장 및 가계부채 움직임과 관련된 불확실성은 여전히 남아 있음.</b> 원/달러 환율은 美 연준 정책기조 전환 및 엔화·위안화 강세 등의 영향으로 하락하였다가 외국인 국내주식 매도, 9월 美 고용지표 호조, 중동지역 지정학적 위험 부각 등의 영향으로 상승 전환. 이상을 종합해 보면 <b>지난 8월 통방 이후 내수 회복세가 더디고 성장의 하방 리스크가 확대되는 가운데 소비자물가 상승률이 2%를 밑돌았음.</b> 이와 함께 <b>정부 거시건전성정책의 효과 등으로 주택시장 과열 다소 진정되면서 가계대출 증가세도 둔화된 데다 美 연준의 빅컷(big cut)으로 외환부문 리스크도 다소 완화돼 통화정책 긴축 정도를 소폭 조정할 수 있는 기반 마련되었다고 판단.</b> 이러한 점 고려해 금번 회의에서는 3.5%에서 3.25%로 0.25%p 인하 바람직. 성장과 금융안정 간의 상충이 당분간 지속될 가능성이 높고 금융안정 측면의 불확실성이 남아 있는 상황이므로 향후 통화정책은 정책기조 전환의 효과를 면밀히 점검하면서 물가, 성장, 금융안정 등 정책변수 간의 관계를 신중하게 고려하여 기준금리 인하 시기와 속도를 결정해야 함</p>

자료: LS증권 리서치센터

# 10월 금통위 의사록

구분	의견	주요 내용
D	정책금리 25bp 인하	<p>통화정책 둘러싼 대외여건은 최근 불확실성 다소 증대. <b>美</b> 연준 통화정책 기조 전환으로 원달러 환율 1,300원대 초반까지 하락했으나 중동지역 지정학적 리스크 고조, <b>美</b> 고용지표 발표, 한국 국제 WGBI 편입 등으로 상당폭 등락. 유가도 <b>中</b>의 수요 약화 등으로 하락세 보였으나 다시 배럴당 70달러 후반 수준으로 상승. 앞으로도 대외여건은 중동 사태 전개 상황, <b>美</b> 등 주요국 통화정책 방향, <b>美</b> 대선 결과, <b>中</b>의 성장세와 경기대응책 효과 등에 따라 크게 영향 받을 것. <b>국내 경제는 건설 및 설비투자 부진에도 수출이 호호세 지속하고 민간소비가 회복흐름 재개하면서 잠재수준 성장세 보임.</b> 신용 카드 사용액 추이와 나우캐스팅 결과 등을 보면 소비 회복 흐름 나타나고 있고 실업률과 고용률 모두 양호. 앞으로 국내경제는 IT 품목 중심으로 수출 증가세 지속되고 소비 회복 진행되면서 성장세 이어 갈 것으로 전망되나 수출의 내수 파급효과 제약, 자영업 부문의 구조적 어려움, 고령화에 따른 취업자수 증가폭 둔화와 소비성향 하락, 보수적인 재정운용 등으로 속도는 완만할 것. <b>물가는 석유류 및 농산물 가격 상승세 둔화 등으로 1%대 중반 수준 기록했지만 공급 등 일시적 요인을 제외한 근원물가와 여타 기조적 물가지수는 목표수준인 2%에 근접하게 유지. 일반인 기대인플레이션도 물가급등기 이전 수준으로 둔화.</b> 앞으로의 물가는 당분간 2% 하회하겠지만 내년 이후에는 목표 수준에서 안정적인 수준 보일 것. <b>정부의 거시건전성 정책 강화로 가계대출 증가세 둔화되고, 이에 따른 수도권 주택시장 과열 정도도 다소 주춤.</b> 부동산 경기는 지속성이 강하고 시장참여자가 기대에 크게 영향 받기 때문에 수도권 주택시장이 진정되었다고 안심하기는 어려움. 특히 가계 보유 유동성이 풍부한 점과 수도권 주택 공급불균형에 대한 우려로 가계의 주택가격 상승 기대 높은 수준 유지하고 있는 점 고려할 때, 주택가격 상승세와 이에 따른 가계대출 증가가 다시 확대될 위험 있음. <b>수도권 주택 거래량, 가격 상승률 변화와 여타 선행지표 움직임 보면 수도권 주택시장 과열은 진정될 조짐으로 조심스럽게 평가 중.</b> 이상의 대내외 경제 상황 종합해보면, 물가는 목표수준에 안정적으로 수렴 중이며, 정부 가계부채 관리 강화로 성장과 금융안정 측면에서의 통화정책 상충 가능성도 완화. 이를 고려할 때 <b>고물가에 대응하는 과정에서 높아진 기준금리를 하향 조정해 나가는 것 필요</b>하며, 이번 회의에서 3.25%로 인하 바람직. 물가 및 가계부채·주택가격 수준이 이미 가계의 소비, 청년층 및 저소득층의 주거안정을 제약하는 수준으로 상승한 점, 과거보다 금리인하의 내수증진 효과가 제약적인 점, 금융여건의 완화 시 가계부채와 주택가격이 민감하게 반응할 가능성 등 다수의 위험 요인 존재. 이에 앞으로 당분간 기준금리는 동결하고 금번 기준금리 인하의 효과, 대외 여건의 변화와 국내 물가, 성장 및 금융안정 측면의 리스크 변화 등을 점검하는 것이 바람직</p>
E	정책금리 25bp 인하	<p>최근 세계경제는 완만한 회복 흐름 지속하고 있으나 <b>美</b> 대선, 중동지역 지정학적 리스크, 부진한 <b>中</b> 경기 등으로 불확실성 증가. <b>美</b>는 9월 FOMC에서 연준이 고용시장 침체 막기 위한 선제적인 빅컷 단행했으나 양호한 경제지표 지속되면서 추가 인하 속도 및 크기에 대한 불확실성 높아짐. <b>中</b>은 내수 및 부동산 부문 부진 지속되고 있어 이에 대응하기 위해 <b>中</b> 당국이 부동산 및 증시 부양책 발표. 금융 시장에서 일시적으로 크게 효과 나타나는 모습 보였으나 향후 <b>中</b> 경제 흐름은 추가적인 경기부양 정책 및 부채 구조조정 여부에 따라 달라질 것. 8월초 BOJ의 금리 인상에 따라 상당한 규모의 엔 캐리 포지션 되돌려지면서 국제금융시장 불확실성 일시적으로 크게 증가하였던바, 향후 <b>日</b> 통화정책 흐름에 따른 추가 영향에 대해 유의하여 모니터링 필요. 국제유가는 하락 지속하다 최근 이스라엘-이란 간 군사 충돌로 반등했고 향후 분쟁 전개 양상에 따라 유가 불확실성 증가. 다만 원유의 국제 공급 상황 기조로 판단할 때 판단할 때 극단적인 상황 발생하지 않는 한 장기간 이어지는 큰 폭의 유가 급등 가능성 제하. <b>국내경제는 내수가 향후 완만한 회복세 보일 것으로 전망되고 있으나 여전히 수출에 비해 상대적으로 부진한 모습이 이어지고 있고 누적된 내수 부진 영향으로 기업대출 및 가계대출 연체를 지속적으로 상승하는 등 금리 인하 필요성 증가. 물가상승률은 전망경로에 부합하는 둔화 흐름 지속하고 있어 물가 측면 리스크는 상당폭 완화. 수도권 주택가격은 최근의 가격상승 모멘텀 약화됐고 주택담보대출도 그간의 높은 증가세 둔화됨에 따라 당국의 규제 효과가 나타나고 있는 것으로 판단.</b> 그간의 과열 양상이 확실하게 진정되고 있는지는 아직 불확실하여 추세 지속 여부 지켜볼 필요. <b>부동산 PF의 경우 일부 대형 건설사 구조조정이 성과 나타내고 미분양 물량도 일부 감소하는 등 금융시장 불안정 위험 소폭 감소.</b> 원/달러 환율이 <b>美</b> 달러화 지수 움직임에 주로 영향받아 등락하면서 비교적 변동성 큰 모습. 향후 지정학적 리스크 및 주요국 정치 불확실성 등에 따른 원/달러 환율의 일시적인 급변동 가능성에 유의할 필요. 외화차입 가산금리와 CDS프리미엄이 낮은 수준 지속하는 등 외환시장은 전반적으로 안정적. 이상의 국내외 경제·금융 여건을 고려할 때 금번에는 25bp 인하 적절. <b>내수 부진 영향이 누적되면서 금리 인하 필요성 증가한 반면 금리 인하가 물가를 자극할 위험은 감소. 최근 금리 인하의 가장 큰 제약 요인이었던 수도권 주택가격 급등 및 가계부채 증가 위험이 정부 정책의 효과로 감소한 데다 정부가 추가적인 정책 여력을 갖고 있다는 점을 고려할 때</b> 現 시점에서 인하 적절. 주택가격 및 가계부채의 추세적 흐름을 확산하기에는 아직 초기단계이므로 금리 인하의 부작용이 나타나지 않도록 거시건전성정책에 만전을 기하는 것이 필요. 향후 내수, 물가 및 주택가격과 가계부채의 흐름을 살펴보면 추가적인 금리 인하 여부를 결정하는 것이 바람직</p>
F	정책금리 25bp 인하	<p>세계경제는 지난 통방 이후 유사한 흐름 이어가면서 서비스업 중심으로 완만한 성장세 유지할 것. 일부 주요국에서는 고용과 소비 둔화 조짐을 이유로 침체 우려가 제기되기도 하였으나, 디스인플레이션의 뚜렷한 진전, 글로벌 완화적 통화정책의 확산 등을 감안할 때 연착륙 가능성이 우세한 상황으로서, 세계경제가 점차 균형 찾아가는 과정. 한달도 남지않은 <b>美</b> 대선 결과의 향방과 중동지역 분쟁 확대 가능성은 불확실성과 경계감 높여주고 있음. <b>국내경제는 견조한 수출 증가세에 힘입어 연간으로 양호한 성장세 보일 것.</b> 그동안 성장을 제약해 왔던 내수 부문은 다소 회복 신호 보이지만 여전히 기대에 미치지 못하고 있고, 고용은 대체로 양호하나 취업자수는 증가폭 다소 축소. <b>근원물가의 기조적 하향 흐름에 더하여, 소비자물가도 공급측면에서의 상승 압력이 크게 축소되면서 원외국 목표 수준에 도달할 것으로 판단.</b> 금융시장 여건은 대체로 안정적인 모습 보이고 있는 가운데, 점진적 하향 흐름을 보이고 있는 원/달러 환율은 당분간 現 수준에서 균형점을 찾으면서 등락 반복하는 모습 보일 것. 그동안 대내외 통화정책 효과에 대해 과도한 기대심리가 반영되었던 국고채 금리는 최근 일부 반등하였으나 여전히 기준금리를 상당폭 하회. <b>통화정책에 있어 가장 큰 제약요인으로 작용하고 있는 주택가격과 가계부채는 공급 및 수요 측면에서의 대응으로 증가폭이 둔화되는 모습을 보이고 있다.</b> 여전히 상하방 요인 상존하고 있어 가시적인 효과 확인하기까지는 좀 더 시간 필요. 정책여건 변화 종합적으로 살펴보면, <b>물가와 환율 등 가격변수에서의 부담은 낮아지고 금융안정 측면도 다소 진정되고 있는 반면, 예상보다 미약한 내수와 주요국 경기 불확실성 등에 따른 글로벌 수요 위축에 대응할 필요성 커져 가고 있음.</b> 요구되는 정책 대응으로서, <b>예상보다 저조한 국제수입으로 인해 재정지출 여력을 제한적인 가운데, 통화정책이 그 완충적 역할을 해야 할 시점.</b> <b>이제는 긴축기조 조정하는 편익이 그 비용을 상회하는 상황에 있는 것으로 판단되어, 3.25%로 인하 적절.</b> 現 시점은 과거 금리인하 시기와는 달리 내수 회복과 주택가격 및 가계부채 간의 상충관계가 높아져 있는 상황인 점 감안해, 향후에는 인하에 따른 거시경제와 금융안정에 미치는 영향을 면밀히 점검하고, 주요국의 통화정책 방향, 지정학적 리스크의 확산 정도 등을 보아가며 기준금리의 방향을 정해 나가야 할 것.</p>

# 11월 금통위 Review: 금융안정에서 성장으로 옮겨간 방점

## ● 11월 금통위 주요 결정

①정책금리: 3.25% → 3.00%로 25bp 인하( 장용성, 유상대(부총재) 위원의 동결 소수의견)

향후 3개월간 통화정책 전망에 대한 금통위원들 의견의 경우 동결 3명, 인하 가능성 배제 불가 3명

동결: 국내 경제의 중립금리 수준 등을 고려할 때 추가 인하 여력을 고려해 인하 속도의 점진적인 조정이 필요

인하 가능성 배제 불가: 대내외 경제 여건뿐 아니라 금번 발표된 성장 전망 자체의 불확실성도 높은 만큼 향후 경기 전망 변화에 따라 추가 인하 가능성 열어 두자는 의견

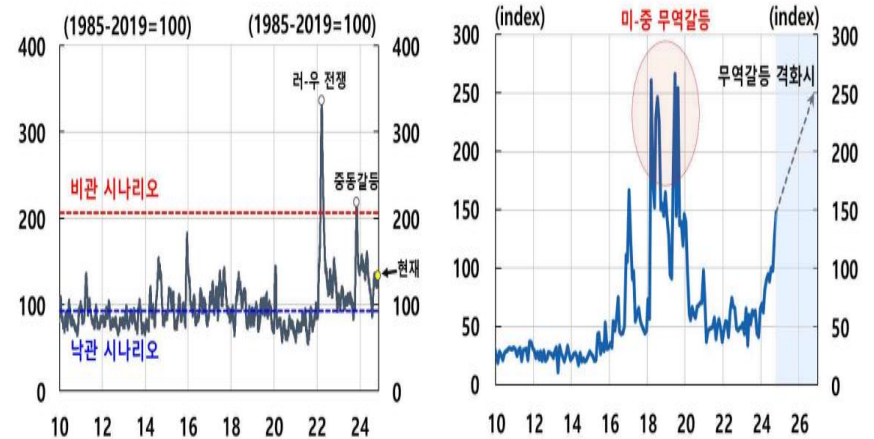
## ②통화정책성명문 변화

- 환율 변동성 확대 문구 추가 + 환율의 높은 변동성 나타낼 가능성 유의 필요 언급
- 성장의 하방 압력 증대된 점 언급하며 추가 인하 배경 설명(추가 인하 통한 경기의 하방리스크 완화 적절 문구 추가)
- 당초 전망대비 수출 증가세 부진 언급 + 성장 경로 불확실성 요인에 '통상환경 변화' 추가
- 향후 통화정책 관련 포워드가이던스 수정(앞으로의 인하 속도 등을 ('신중히' 삭제) 결정해 나갈 것)

## 한국은행의 미국 정부의 주요 경제정책 변화에 대한 기본 시나리오

구분	주요내용	기본 시나리오
관세 (투 트랙 전략)	對中 관세 공세적 추진	- 2025년 2분기부터 첨단·전략산업 제품군 등 고율관세(60%) 부과 → 중국은 동일 제품군에 부분 보복관세 부과
	보편관세 유연하게 협상	- 2026년 1분기부터 무역적자 상위 10개국 대상 낮은 관세 부과 → 대상국들은 미국산 상품 수입 확대
이민	불법이민 강력한 통제조치 즉시 시행	- 2025년부터 생산연령인구 증가폭 연 70만명 축소
재정	법인세 인하, 개인소득세 감면 (25년말 만료) 영구화	- 2026년 1분기부터 법인세율 6%p 인하(21% → 15%) - 현 개인소득세율 유지(10~37%) 등

## 지정학적 리스크 지수(좌)와 무역정책 불확실성 지수(우)

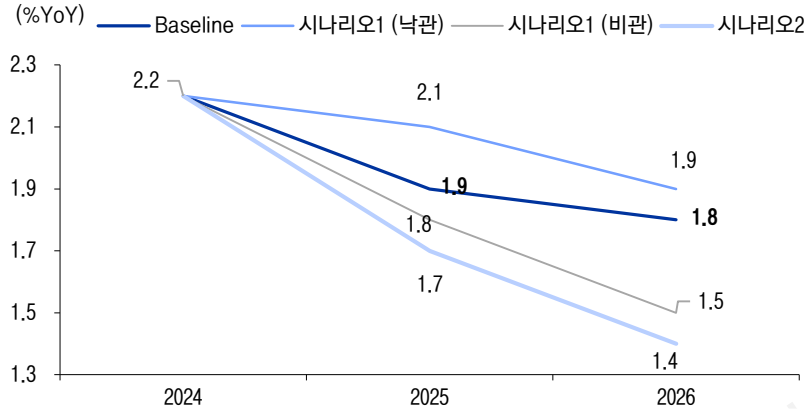


자료: Caldara, D., & Iacoviello, M. (2022)

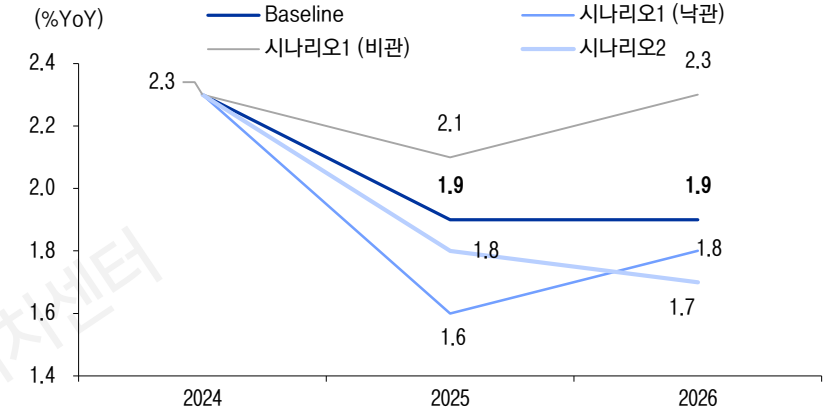
자료: Caldara et al.(2020)

# 2024년 시나리오 전망(11월)

## 2024년 11월 시나리오 전망: GDP 성장률



## 2024년 11월 시나리오 전망: 소비자물가상승률



### 시나리오 1: 지정학적 갈등

**낙관(지정학적 갈등 조기 완화):** 트럼프 2기 행정부의 외교적 노력으로 지정학적 리스크가 조기에 완화되는 상황. 국제유가의 하향 안정과 리스크 프리미엄 축소가 예상됨. 특히 유로지역은 안보 불안 완화와 에너지 공급 안정화로 경기 회복세가 탄력을 받을 것으로 보임(대외여건의 개선)

**비관(지정학적 갈등 심화):** 美 정부의 ①우크라이나 지원 축소로 러시아의 군사적 우위 강화되어 전쟁 장기화, ②對 이란 강경책에 대한 반발로 중동 갈등이 심화되는 상황 가정. 유럽의 안보 불안과 중동지역의 지정학적 긴장이 고조되면서 글로벌 에너지 수급 불안과 원자재 시장의 변동성 확대 전망. 이는 국제유가 및 해상운임 상승과 함께 글로벌 금융시장의 위험회피 성향 심화시켜 우리 경제에 대한 하방압력으로 작용

### 시나리오 2: 글로벌 무역 갈등:

미국의 보호무역 기조가 더욱 강화되고 이에 대한 주요국의 보복 관세가 연쇄적으로 이루어지는 보다 비관적인 상황을 상정. 미국이 중국산 소비자재까지 관세부과 범위를 확대하고 주요 무역 적자국에도 고율관세를 적용할 경우 이들의 보복조치로 인해 세계교역이 급격히 위축될 것으로 예상. 이 과정에서 무역정책 불확실성 심화로 기업투자가 상당폭 제약되고 리스크 프리미엄 확대에 따른 금융시장 불안이 야기될 가능성 존재

\*관세정책 관련 가정: 미국-유로-중국 간, 미국-여타국가 간 평균 10%p 상향된 상호관세 부과 / 대상국들의 미국산 상품수입 추가 확대 없음

### [성장 상하방 리스크]

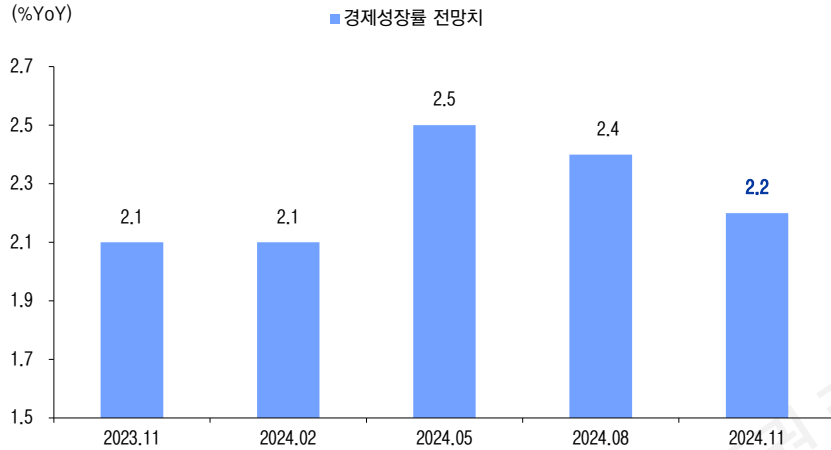
- 상방리스크: 예상보다 빠른 AI 반도체 상용화 확산, 지정학적 리스크(중동분쟁, 러-우 전쟁 등) 완화, 고물가·고금리 완화로 인한 내수여건 빠른 개선 등
- 하방리스크: 반도체 수출 여건 악화(글로벌 IT 경기 ↓, 중국의 추격), 글로벌 무역갈등 격화, 국내 소비·투자 심리 회복 지연 등

### [물가 상하방 리스크]

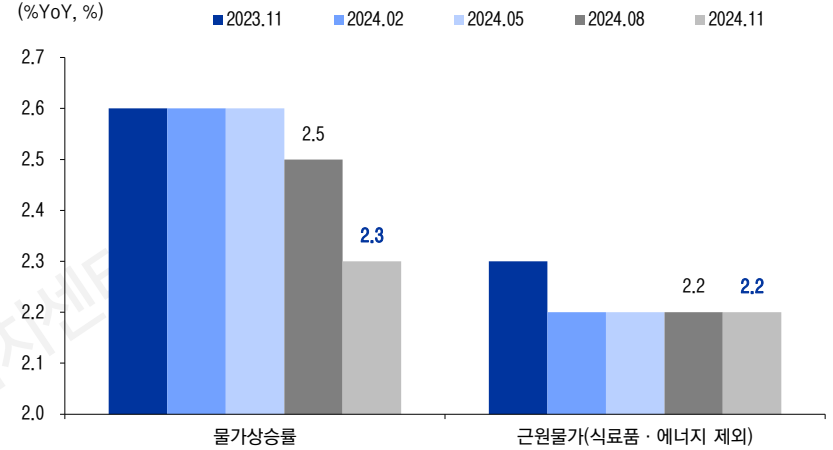
- 상방리스크: 高 환율 지속, 기업의 비용상승압력 확대 등
- 하방리스크: 글로벌 원유수요 둔화, 정부의 물가안정대책 지속 등

# BOK 11월 수정경제전망

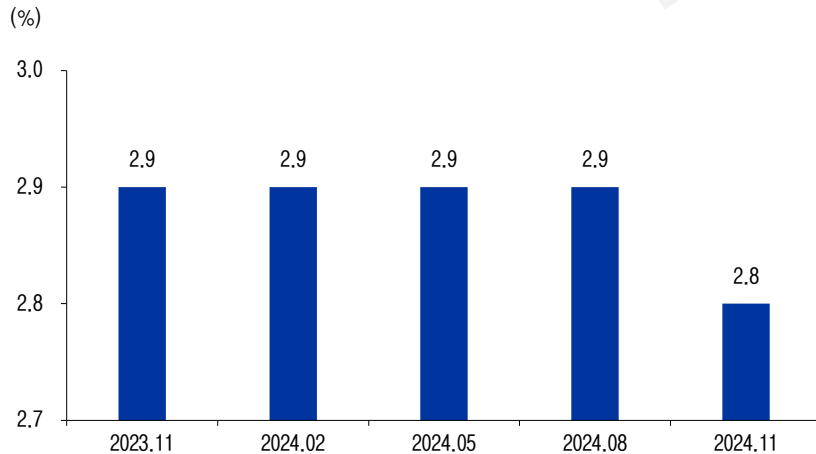
## GDP 경제성장률 전망



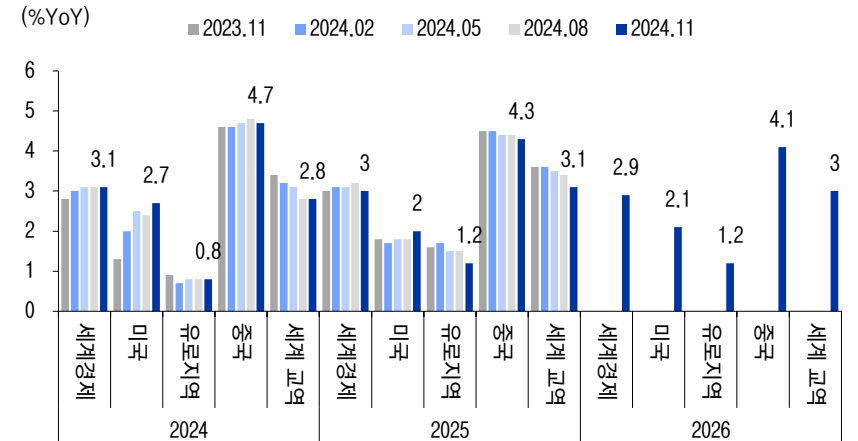
## 소비자물가상승률 전망



## 실업률 전망



## 전망의 주요 전제

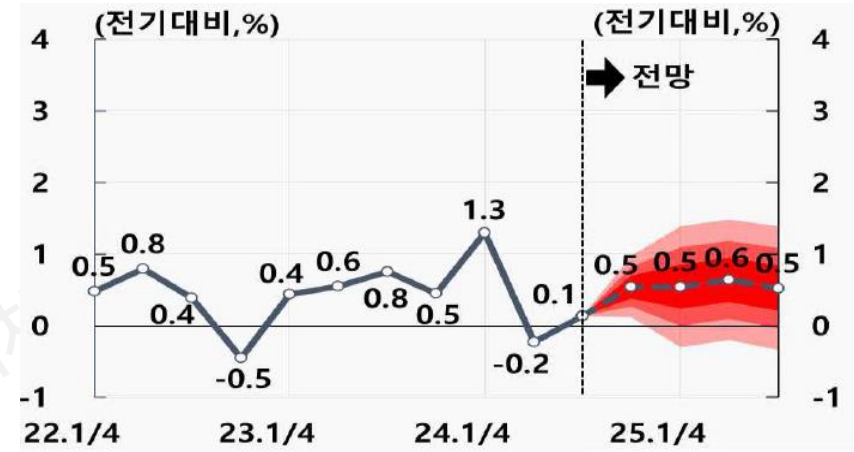


# 분기별 성장 및 물가 전망

GDP 경제성장률 전망(%YoY)



GDP 경제성장률 전망(%QoQ)



소비자물가상승률 전망(%YoY)



물가상승률 구성 항목별 기여도(%, %p)



주: 과거 10년간 전망 오차를 활용하여 불확실성을 시산, 음영은 가장 진한 음영부터 각각 30%, 50%, 70% 구간  
 자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

# 기자간담회 주요 내용(11월)

## Q. 포워드가이던스 중 어떤 조건 변화 있어 인하셨는가? 성장을 전망치(1.9%, 1.8%) 보면 잠재성장률(2%) 하회할 것으로 보는 것인가? 이번 금리 인하로 내년 성장을 얼마나 회복할 수 있는가?

: 대선 결과에 대해 불확실성을 고민하고 있었지만 상하원의 레드 스윙 결정은 저희 예상을 넘어간 부분. 대선 결과로 전세계적으로 정책 불확실성 확대된 것 사실. 지난번 결정 시 고민했던 문제인데, 3Q에 예상했던 것보다 물량 기준 수출 증가세가 크게 낮아진 원인이 무엇인지, 일시적인지 구조적인지 검토. 일시적인 요인보다 경쟁 국가의 수출 경쟁 심화 등 구조적인 요인이 크다고 판단. 가장 큰 변화인 2가지를 반영함. 수출 관련 불확실성과 성장 전망 조정은 새로운 정보이고 굉장히 큰 변화라 생각. 현 잠재성장률 수준이 2%이면 내년 성장률은 잠재 보다 조금 낮은 수치. 거시 모델에 의하면 25bp 인하 시 경제성장률은 0.07%p 정도 올리는 것으로 추정. 인플레이션 잡기 위해 금리 올렸던 상황에서 금리 하락 추세에 있으므로 어느 정도 더 많이 어떤 속도로 내릴지에 따라 그 영향 상이

## Q. 금융위기 이후 연속 인하는 처음. 내수 회복세 완만하다 표현됐지만 수출 리스크 크게 반영된 것으로 보임. 인하 한다고 해서 수출 리스크 해결되나? 연속 인하 결정이 환율에 미치는 영향은?

: 경제전망이 낮아진 것이 인하 배경인 것 맞지만 수출 회복시키는 것을 타겟으로 인하한 것 아님. 기본적으로 수출에서 내수로 전파되는 온기가 많이 낮아질 것을 대비해 금리를 인하함으로써 내수 전체 영향 주는 것 고려. 포워드가이던스는 조건부라고 항상 말씀드리. 환율은 수준 아닌 변동성에 대해 금리 결정이 미치는 영향 논의. 현 환율 변동성을 당연히 염두에 두고 통화정책이나 변동성 관리하는데 외환보유고 충분하며 여러가지 사용 가능한 수단 존재. 정부와의 정책 협조 통해 수준보다 변동성을 완화할 수 있는 여러 수단을 동원해 변동성을 완화시켜가면서 정책 추진해나갈 것

## Q. 트럼프 대통령 관세 위협에 따른 보험성 인하? 성장 전망치 하향 등 경기 둔화 저지 위한 본격적인 완화 필요성에 따른 행보? 중립금리로의 정상화는 언급한 바 있는데 중립금리 이하 수준 고려 중? 통방문 중 '신중히' 삭제된 것을 중립금리까지는 빠르게 조정 가능한 점 시사한 것인가?

: 인플레이션을 잡는 과정에서 이자율이 굉장히 올라갔기 때문에 하락 추세에 있는 것. 지금 보험성 인하나 경기나? 이 둘은 연결돼 있음. 높은 금리 수준에서 정상화하는 수준이라 아직 중립금리 이하로 내려갈 것인지 말지를 말할 시기 아님. 이번 결정은 예상보다 경제 하방 압력이 커졌기 때문에 내려가는 속도를 조금 더 빨리하는 것으로 결정. '신중히' 삭제는 고민했던 금융안정 문제(부동산, 가계부채 문제) 많이 완화됐고 물가 수준 1.3%~1.6%로 타겟을 많이 하회. 물가에 대한 불안, 금융안정에 대한 불안이 있는 상황에 비해 많이 완화돼 신중히 삭제. 반면 환율 걱정이 들어와서 많은 고민을 함

## Q. 환율 변동성 계속 언급 + 통방문에서도 변동성 문구 추가. 환율 변동성 제한되는데 조금씩 상승해도 결정에 영향 안 미치나? 국고 금리는 美와 비동조화되며 하락. 시장 움직임 과도한가?

: 환율 천천히 올라가면 변동성 적으니까 괜찮냐? 이에 대해 그럴 수도 있고 아닐 수도 있다 생각. 상황에 따라 다름. 천천히 올라가더라도 환율 수준 자체가 물가에 주는 영향도 있음. 특정 수준 아니라 그 당시의 다른 환율과의 움직임 비교하면서 봄

## Q. 한은 실기론 의견 존재. 환율 큰 고려 요인이었을텐데 오늘 결정은 환율부담이 가계부채보다 적다고 이해하면 되나? 타이밍 놓쳐서 환율 부담에도 불구하고 이번에 인하셨다는 시각에 대한 의견?

: 기본적으로 금리 인하 속도가 빨랐다고 얘기하는 분 계시는데, 지금 평가하지 말고 1년쯤 뒤 성장률·물가 안정·금융안정 한꺼번에 보고 평가했음 좋겠음. 개인적인 입장에서 8월에 한 번 씬으로써 금융안정을 상당히 안정시키는데 정책에 도움 주었다고 생각하므로 자랑스럽게 생각. 실기 했기 때문에 인하한 것 아니고, 예상보다 수출 성장세가 낮아지는 새로운 정보 있어 인하한 것

## Q. 미국발 유인으로 韓 시장금리 하락했고 가계부채, 부동산에 영향. 美 금리 인하 기대 멀어지는데 한국은행이 인하해도 효과 없거나 통화정책 시차가 존재하는 것 아닌가?

: 美 금리 인하 멀어지는지 아직 판단하기 어려움. 속도 문제. 아직 시장에서 보는 것은 미국도 내려가는 추세에 있을 것으로 생각하고 있으므로 멀어진다는 표현보다 속도 조정될 것이라 보고 있음. 美 금리 인하와 관계 없이 지난번에 계속 말했듯이 미국이 75bp씩 인상할 때는 많이 따라가야 하는 면 있었지만, 지금 큰 틀로 봐서 트럼프 트레이드나 불확실성 때문에 외환시장에 변동성이 있지만 이에 대한 불확실성이 어느 정도 사라지면 통화정책을 국내 요인에 따라 할 수 있는 여지는, 큰 틀로 보면 그 방향으로 가고 있다고 생각

# 11월 금통위 의사록

구분	의견	주요 내용
A	정책금리 25bp 인하	<p>지난 통방 이후 대외 불확실성 크게 증대. 美 경제 견조한 성장세 이어지면서 美 연준 인하와 관련한 시장 기대 조정됐고, 트럼프 당선자가 표방해온 美 우선주의 정책이 韓 경제에 부정적인 영향 미칠 수 있다는 우려 확대되면서 국내기업 실적 부진 우려 증대. <b>환율은 외환수급 양호한 상황에서도 1,400원대 넘나드는 등 변동성 크게 증대.</b> 환율 변동성은 주로 대외 요인에 영향 받았으며 여타 통화와 비교할 때 대체로 유사한 수준 유지. 환율 변동성 확대에도 역내외외화자금 조달 여건 양호. <b>앞으로도 대외 요인 전개 상황에 따라 높은 환율 변동성 지속 가능성 있지만 이에 따른 부정적인 영향 대체로 감내 가능할 것. 소비 회복세 완만해진 가운데 수출 중심 하방리스크 증대.</b> 수출은 3Q에 예상 하회했고, 中 경기부진 지속 및 과잉 생산품의 해외 저가 수출확대, 트럼프 당선자 경제정책 등으로 향후 중가세 둔화될 것. 수출 증가세 둔화와 환율 변동성 증대는 설비투자에도 부정적 영향 미칠 것. 민간소비도 고령화 진전, 자영업자 경영난 지속 등 구조적인 둔화 요인을 수출 증가의 긍정적 효과, 금융여건 완화가 완충할 것으로 기대했으나 <b>앞으로 수출이 둔화되면서 회복 속도가 예상보다 더딜 것.</b> 건설투자는 그간의 착공 부진 누적되면서 한동안 부진한 모습 이어갈 것. 소비자심리는 전체적으로는 장기 평균 수준이나, 4-50대와 월 300만원 이상 소득의 중산층 중심으로 장기평균 밀돌고 있음. 경기판단 항목이 최근 하락. 고용률, 실업률 등 전통적인 고용지표는 안정세 보이고 있지만, <b>기업 노동수요를 반영하는 빈일자리율, 노동시장 긴장도는 낮아지고 있는데 이들 지표는 내수 경기에 선행성 있는 것으로 분석돼 향후 경기의 하방리스크 시사.</b> 소비자물가지수가 목표수준 상방폭 하회하는 1%대 초반 기록, 주로 공급측 요인에 기인한 것으로 근원물가 상승률은 목표수준에서 크게 벗어나지 않는 모습. 내수민감물가 등 일부 기초적 물가지수는 목표수준 하회. <b>환율 상승이 수입물가를 상승시키긴 하나, 과거보다 환율의 물가 전가도가 낮아져 상방압력 크지 않을 것. 물가는 내수 압력과 노동시장 긴장도가 낮아진 데 영향 받아 목표수준을 하회할 리스크 다소 증대된 것으로 평가.</b> 국내 금융시장은 10월 인하 이후 완화 흐름 이어감. 장단기 시장금리 및 신용채권 금리 하락하고, 가계 및 기업대출 늘어남. 10월 인하 효과뿐 아니라 앞으로 있을 인하 가능성을 미리 반영한 데 따른 것. <b>정부의 가계대출 관리 정책 영향으로 가계대출 증가폭이 과도하지 않게 관리되었고 주택가격 증가세도 둔화.</b> 인터넷 검색량, 아파트 매물 등 선행지수의 흐름으로 볼 때 주택가격도 완만히 둔화세 이어갈 것으로 보이며, 이에 따라 가계대출도 명목성장률을 하회하는 증가세 이어나갈 것. 종합해보면, 물가가 2% 목표수준을 하회하고 있고, 수출의 하방리스크 증대와 더딘 내수 회복세로 인해 중기적 시계에서 볼 때에도 물가 가 목표수준을 하회할 위험이 증대. 반면, 통화정책의 또 다른 목표인 금융안정과 관련해서 가계부채와 환율과 관련 리스크는 예상가능한 범위 내에서 적절히 관리되고 있음. 이번 회의에서 3.0%로 인하 바람직. 향후 통화정책은 대내외 불확실성 크게 증대된 만큼 물가·금융안정 책무 달성할 수 있도록 韓 경제에 가해지는 충격의 속성과 영향 면밀히 점검하고, 유연하고 신속적인 태도로 대응하는 것 바람직. 이를 위해 통상 이용하는 통계지표 뿐 아니라 각종 선행지표, 미시데이터, 시장정보 등을 기반으로 환율여건 변화, 국내외 경기, 물가 흐름, 금융안정 리스크 증대 여부 면밀히 점검해 나갈 것</p>
B	정책금리 동결 (유상대 추정)	<p>세계경제는 완만한 성장과 인플레이션 둔화 지속하고 있으나, 美 신정부 출범 이후 예상되는 경제정책 변화 등으로 향후 성장 하방리스크 확대되고 인플레이션 경로에 대한 불확실성 확대. 국제금융시장에서는 美 대선 이후 소위 '트럼프 트레이드'가 확대되면서 美와 여타국간 차별화 진행. 美 달러화는 신정부 경제정책에 따른 인플레이션 및 재정적자 확대 우려 등으로 연준 인하 기대 약화되고 국제 금리 높아짐에 따라 강세 흐름 지속. 여타 주요 선진국에서는 美 국제금리 상승 영향에도 경기둔화 전망으로 국제금리 상승 제한되고 통화는 약세 흐름. 선진국 주가도 美는 상승했지만 여타국은 하락하는 등 차별화. 국내 금융시장에서는 장기 국고채 금리가 美 국제채 상승에도 경기·수출여건 등의 차별성 부각되면서 소폭 하락. 주가도 주요 수출기업 실적 악화 우려 등으로 큰 폭 하락. <b>원/달러 환율이 美 달러화 강세, 외국인 주식자금 순유출 지속 등의 영향으로 상당폭 상승했고 변동성도 크게 확대.</b> 국내경제는 그간 견조했던 수출 증가세가 예상보다 빠르게 둔화되었고 내수 회복도 더뎠음. <b>내년중 성장률도 당초 예상보다 낮아질 전망</b>이며, 美 신정부 경제정책, 주요국 경기 및 IT수출 흐름 등과 관련한 전망경로 불확실성도 높아짐. 국내 소비자물가 상승률은 석유류가격이 큰 폭 하락하고 농산물가격 오름세 빠르게 둔화되면서 10월중 1.3%로 낮아졌으며 근원물가 상승률도 1.8%로 둔화. <b>향후 인플레이션은 낮은 유가와 수요압력 영향으로 안정된 흐름 보일 전망. 금융권 가계대출은 수도권 주택 가격 상승폭이 축소되고 거래도 줄어들면서 증가세 둔화 흐름 이어질 것. 주택거래량 둔화, 정부의 거시건전성 정책 강화 영향 지속 등을 감안할 때 가계대출 증가세는 당분간 둔화 추세 이어갈 것. 한편 정부의 부동산 PF 연착륙 방안이 원활히 진행되고 있어 금융기관들의 관련 익스포저도 감소하고 있으나, 고위험 PF 대출에 대한 익스포저가 큰 일부 기관들의 건전성 악화 가능성에는 계속 유의할 필요.</b> 요약하자면, 국내경제는 <b>내수 회복이 완만한 가운데 수출 증가세가 예상보다 둔화되고 있으며 향후 성장의 하방리스크 및 불확실성 확대. 인플레이션은 대체로 안정적인 흐름을 지속하겠지만 높아진 환율이 상방압력으로 작용할 전망. 원/달러 환율은 높은 변동성 상당기간 지속될 것으로 예상되는 만큼 관련 리스크에 계속 유의할 필요.</b> 이러한 상황을 종합적으로 고려하여 기준금리를 유지하는 것 좋겠음. 앞으로 통화정책은 크게 높아진 불확실성에 유의하면서 가계부채 및 환율 흐름을 보아가며 경기와 물가의 하방리스크가 완화될 수 있도록 추가 금리 인하의 시기 및 속도 등을 결정</p>
C	정책금리 동결 (강용성 추정)	<p>세계경제는 인플레이션 둔화 추세 이어지는 가운데 美 신정부 정책 방향에 대한 우려로 경기 하방 위험 커지고 인플레이션 불확실성 증대. 트럼프 정부가 추진하려는 관세 인상, 이민 제한 등 자국 우선주의 정책들은 실행 강도에 따라 부메랑이 되어 美 성장 저해할 수도 있음. 규제 완화, 감세정책 등이 긍정적인 결과 낳을 가능성 함께 존재. 국내경제는 내수 회복세 기대에 못 미치고 취업자 수 증가 규모 축소. <b>그동안 성장 이끌던 수출 증가세 둔화.</b> 상당 규모의 경수수지 흑자에도 원/달러 환율이 1,400원선에서 등락하고 있고 달러 강세 당분간 지속될 것이라 전망 있음. <b>정부의 적극적인 거시건전성 정책에 힘입어 수도권 지역 주택가격 상승세 및 가계 부채 증가세 둔화됐지만, 미약한 내수와 고금리 여파로 취업부분 연체율 매우 높음. 소비자물가와 근원물가 상승률 모두 2% 이하로 내려왔고 외부 루버의 충격 없는 한 안정된 모습 유지할 것.</b> 이러한 요인을 종합해보면, <b>추가 금리 인하 고려할 환경 조성되었다고 생각.</b> 다만 대외부문 불확실성이 매우 큰 상황에서, 인하가 내수 회복으로 이어질 지 여부는 예단하기 어려운 상황. 인하는 기업과 가계의 자금 조달 비용을 절감시키지만, 불확실성이 시장을 지배할 때 기업과 가계는 투자와 소비에 관한 결정 미루게 됨. 또한, 추가 인하가 외환시장 변동성 확대시킬 가능성도 있음. 우리나라는 주요국 대비 비교적 작은 폭의 금리 인상으로 물가 안정시켰음. 이는 정부의 재정지출 억제 노력과 긴축적 통화 정책 조합의 결과. 다만 이 과정에서 미국과의 금리 차는 상당한 수준으로 벌어졌음. <b>향후 금리 격차 해소 과정에서 우리의 금리 인하 속도가 상대적으로 점진적일 수밖에 없을 것.</b> 대외부문의 불확실성이 큰 현 상황 고려할 때, 이번 회의에서 현 수준에서 동결하고, 美 신정부 정책 방향, 주요국 금리 결정 및 외환시장 상황 조금 지켜본 후 추가 인하하는 것이 바람직</p>

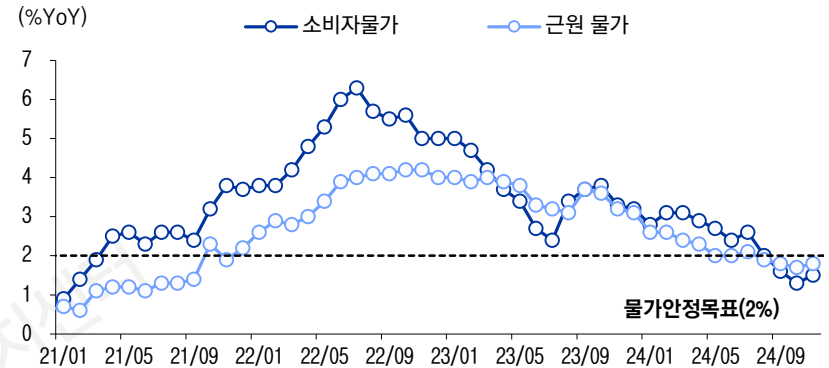
# 11월 금통위 의사록

구분	의견	주요 내용
D	정책금리 25bp 인하	<p>최근 세계경제는 완만한 회복 흐름과 디스인플레이션 진전 지속. <b>美 대선 결과에 따른 정책방향 변화에 대한 예상 부각되면서 국제금융시장 크게 변동. 美 경제는 민간소비 등을 중심으로 견조한 성장세 유지하였고 Trump 신정부 정책이 인플레이션 상승 촉발할 수 있다는 우려 확산돼 연준의 향후 인하 폭에 대한 기대 축소. 유럽은 완만한 회복세 이어가고 있으나 속도는 다소 더딜 것. 中 경제는 당국의 경기 부양책이 효과 보이면서 소비 중심 호조세 보이고 있고 수출도 개선세 보이고 있으나 올해 성장률이 5%에는 다소 미치지 못할 것. 향후 미·중 갈등 우려로 하방리스크 커진 상황. 日은 정치적 불확실성으로 금리 인상이 예상보다 지연될 것이라 전망 확산돼 엔/달러 환율 다시 150엔 중반대에서 등락. 세계교역은 Trump 2기 행정부의 보호무역정책 실시에 대한 우려로 내년 상승률이 당초 전망 대비 낮아질 것. 국내 민간소비는 <b>예상에 부합하는 수준에서 완만한 회복세 보이고 있으나 수출이 전망치 하회하면서 금년 경제성장률이 당초 예상보다 낮을 것. 내년도 경제성장률도 잠재성장률 소폭 하회할 것으로 전망되나 전망 불확실성 예년에 비해 큰 상황.</b> 소비자 및 근원 물가 상승률 모두 전망 경로에 부합하는 둔화 흐름 지속하고 있고 <b>경제 성장세 둔화 전망에 따라 수요측 물가 압력 완화돼 향후에도 안정적인 둔화 흐름 지속할 것.</b> 지난 금통위 이후 외국인 채권투자 유입 증가세 지속. <b>美 국제 금리와의 동조화 현상 약화되면서 국고채 금리 소폭 하락하였으나 주식시장에서는 시·반도체 부문 중심으로 외국인 주식투자 순매도 지속돼 주가 하락. 주택가격과 가계부채는 당국의 규제 효과가 나타나면서 증가세 둔화.</b> 지난 금리 인하에도 불구하고 은행 가계대출금리는 가산금리 인상으로 큰 폭 상승하며 인하 효과 일부 상쇄. 금리인하기에 통화정책의 효과를 감소시키지 않으면서 가계부채를 디레버리징할 수 있는 구조적 방법에 대해 근본적인 고민 필요. 최근 美 달러화 지수의 상당폭 상승에 영향 받아 원/달러 환율이 한때 1,400원을 소폭 상회하는 수준까지 상승. <b>지난 금통위 이후 원/달러 환율 상승률은 美 달러화 지수 상승률 대비 다소 낮은 수준이고 외화차익 가산금리와 CDS프리미엄이 낮은 수준 지속하는 등 외화자금 조달 여건도 양호한 상황</b>이어서 <b>최근 원/달러 환율 상승에 대해 과도하게 우려할 필요 없다</b> 생각. <b>큰 규모의 대외순금융자산과 외환보유액으로 인해 과거와 같이 외화의 국제 신인도가 급락할 가능성 거의 없기 때문에 환율보다는 국내 변수에 더 큰 무게중심 두고 통화정책 판단 하는 것 적절.</b> <b>現 수준에서 25bp 인하 적절. 물가가 전망경로에 부합하는 둔화 흐름 지속하고 있고 주택가격 상승 및 가계부채 증가에 대한 우려 줄어든 상황에서 現 금리 유지 필요성 감소한 데다 우리나라 경제의 향후 성장세가 당초 예상보다 약할 것으로 전망되기 때문에 現시점에서 인하 적절.</b> <b>내외금리차 확대에 따라 환율 소폭 상승할 가능성 있으나 우리 경제에 주는 영향 크지 않을 것.</b> 향후 물가 및 실물경제, 국내외 금융시장 추이 살펴보면서 추가 인하 여부 결정 바람직</b></p>
E	정책금리 25bp 인하	<p>세계경제는 완만한 성장세 지속해 왔지만 美 대선 이후 경제정책 변화 불확실성 등으로 美와 여타국 경제 간 경기 흐름 차별 확대될 것. 美는 경제의 강건한 기초여건 하에서 규제완화, 감세 등 <b>親성장정책 추진으로 양호한 성장 흐름 보일 것으로 예상.</b> 여타국은 美 관세정책 영향 등으로 경기 하방 위험 확대될 것. <b>글로벌 인플레이션은 둔화 추세 이어졌지만 향후 美 관세 인상, 이민 제한 등으로 이러한 추세의 진전 속도 더디질 것으로 예상되는 등 디스인플레이션 흐름에 대한 불확실성 커지고 있음.</b> <b>국제유가는 원유 공급 원활한 가운데 글로벌 원유 수요 둔화로 당초 예상보다 상당폭 낮은 수준에서 등락할 전망이지만 지정학적 갈등 등으로 변동성 높아질 가능성. 국내경제는 내수가 완만한 회복 흐름 이어갔지만 수출 증가세 둔화되면서 3Q 경제성장률이 당초 전망을 밑도는 등 성장 흐름 약화. 앞으로는 소비는 완만한 회복 흐름을 이어가겠지만 그간 견조했던 수출이 보호무역주의 확대, 주력 업종에서의 경쟁 심화 등으로 점차 증가세 둔화됨에 따라 경제성장률은 금년 2.2%에서 내년 1.9%로 낮아질 전망. 소비자물가 상승률이 석유류 가격의 상당폭 둔화 등으로 낮은 오름세 이어가고 있으며 근원물가 상승률도 안정세 지속. 내년에도 환율 상승 등이 상방압력으로 작용하겠지만 국제유가 하락, 낮은 수요압력 등으로 소비자물가와 근원물가 상승률은 각각 1.9%의 안정적 흐름 이어갈 것. 금융 여건 완화 흐름 다소 주춤. 가계대출은 주택관련대출 중심 둔화 추세 이어감. 원/달러 환율은 연준의 추가 인하 기대 약화에 따른 달러화 강세와 외국인 국내주식 순매도 지속 등의 영향으로 상당폭 상승. 당분간 원/달러환율은 美 신정부 정책 변화에 대한 불확실성, 美 경제의 양호한 기초여건 등에 기인한 글로벌 강달러 등으로 높은 변동성 지속될 것. 내년 우리 경제는 대외여건 불확실성 높아진 상황에서 물가상승률이 목표 수준 내외에서 안정되고 가계부채도 안정세 보이겠지만 경제성장률은 8월 전망보다 둔화될 것. 이러한 상황 고려해 3.0%로 0.25%p 인하 바람직. <b>물가상승률 안정세 지속하고 있고 가계부채 증가세 둔화 흐름 이어지고 있는 상황에서 경제성장 하방 압력 커짐에 따라 추가 인하 통해 성장의 하방리스크 완화 필요.</b> 금리 인하가 환율 상승 통해 물가상승압력 높이고, 자본유출입, 금융회사 재무건전성 등 금융안정에 미치는 부정적 영향에 유의해야하나, <b>내외금리차의 완만한 축소 추세 이어질 전망인 데다, 물가안정세, 우리 경제 기초여건, 금융회사 대응 여력 등 감안하면 어느 정도 관내 가능.</b> 향후 통화정책은 최근 금리 인하가 물가·성장·금융안정 등 정책변수에 미치는 영향과 이에 따른 상충관계 변화 여부 면밀히 점검하고 주요국 경제 및 통화정책 방향 등을 종합적으로 고려하면서 인하 속도 및 폭 결정. 아울러 대내외 여건의 불확실성 증대에 대응해 경기 모멘텀 회복하기 위해선 통화정책과 정부 경제정책과의 적절한 조합 통한 체계적 대응 필요</b></p>
F	정책금리 25bp 인하	<p>美 대통령 선거에서 Red Sweep 결과에 따른 대내외 환경 급변으로 경제 전반에 걸쳐 불안감과 불확실성 커져 있음. 美 경제는 당분간 양호한 흐름 이어갈 것으로 전망. 반면 여타국은 수출 의존도 높은 국가 중심으로 성장세 제약되면서 차별화 심화될 것. 우리 경제는 그동안 성장 견인한 수출의 모멘텀 약화되는 가운데, 美와 中에 대한 수출 의존도 매우 높아 여타국에 비해 美 정책 기조 변화에 상대적으로 더욱 민감한 영향 받는 것 불가피. 내수도 완만한 회복 흐름을 보이고 있으나 민간 소비가 기대치에 미치지 못하고 건설투자 부진 당분간 지속될 것이며 그 영향으로 고용도 증가세 둔화될 것. <b>소비자물가는 수요·공급 양방향으로부터의 압력 완화될 것. 금융안정 측면에서는 부동산 PF의 점진적 구조조정과 함께 가계대출도 건전성 규제 효과로 관리 가능한 수준 범위 내로 유지될 것. 환율은 대내외적인 요인보다 글로벌 달러 강세 등 대외적 변수에 더 크게 영향 받고 있는 점 감안 시, 당분간 변동성 국면 이어질 것. 경제 전반적으로 볼 때, 성장은 잠재성장률 내외 수준에 있고 금융·외화자금 시장에서도 뚜렷한 위험 징후 나타나지 않고 있으나, <b>표면적으로 나타난 경제지표와는 달리 경제주체들의 체감 경기 많은 취약성 보인.</b> 우리 경제에 가장 큰 변수인 美 정책기조는 속도와 강도에는 변화가 있을 수 있으나 기본적인 방향에 있어 우리 경제에 긍정적이기보다 불리한 요인으로 작용할 것이므로 <b>점차 경기 하방 압력 커질 것.</b> 따라서 <b>대내적으로는 미약한 내수회복 보강하고 대외적으로는 불확실성 확대에 따른 글로벌 경기위축에 통화정책이 적극적으로 부응해야 할 시점.</b> 지난 회의에 이어 3.00%로 인하 적절. 연이은 인하시 환율 변동성과 가계대출 등 금융안정 측면 우려 없는 것은 아니나, <b>정책효과 시사성 등 감안할 때 지금은 경기 하방압력에 선제적 대응 시급하며, 금융·외화시장에서의 불안요인은 미시적 조정과 거시건전성 정책과의 조합으로 완화시켜 나가기 함.</b> 인하면으로는 당면한 리스크 요인 제어하기엔 한계 있는 만큼, 필요시 적기에 유연한 재정정책과의 정책 분담, 무엇보다 경기회복 흐름을 구조적으로 저해하는 요인 재점검하고 개혁해 나가는 정책공조 노력이 절실</b></p>

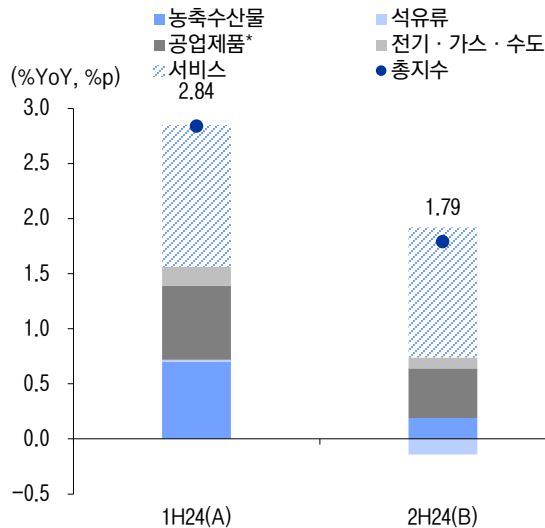
# 물가안정목표 운영상황 점검(2024.12.18): 2024년 물가 상황

- 올해 1~11월 중 소비자물가 상승률은 2.4%로 지난해(3.6%)에 비해 큰 폭 둔화. 근원물가(식료품·에너지 제외) 상승률도 낮은 수요압력 등의 영향으로 완만한 둔화 추세를 지속하면서 최근 1%대 후반 수준까지 낮아짐
- 2H24 소비자물가 상승률은 1H24 대비 1.1%p 낮아짐  
- 전 품목 둔화. 특히, 농축수산물, 공업제품, 석유류 가격 둔화가 크게 기여
- 기대인플레이션: 단기 기대는 2%대 후반 수준 유지, 3년·5년 기대는 2%대 중반까지 하락

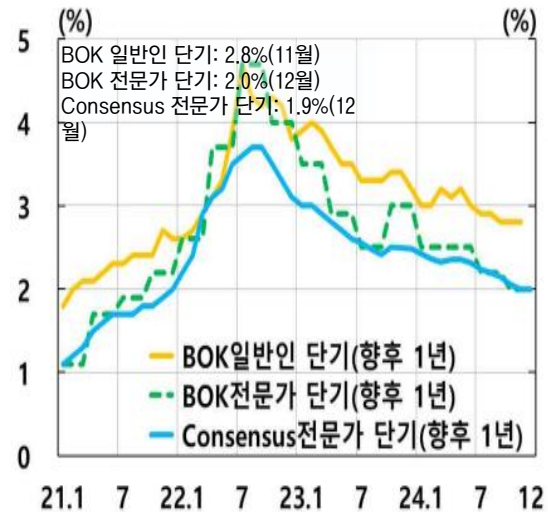
월별 소비자물가 및 근원물가 상승률



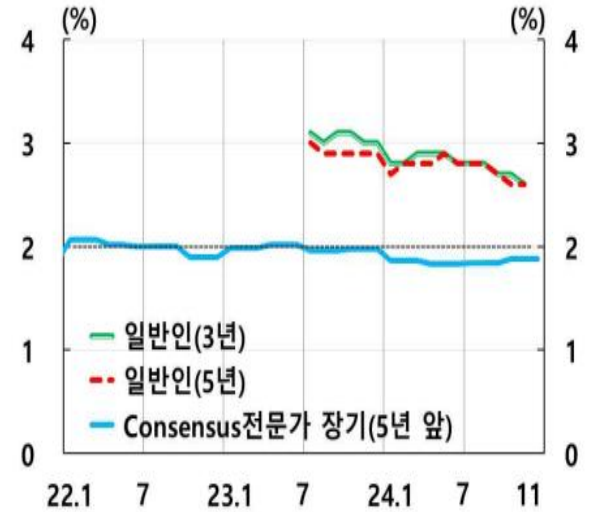
소비자물가 변동 요인



단기 기대인플레이션



전문가(5년) 일반인(3년·5년) 기대인플레이션

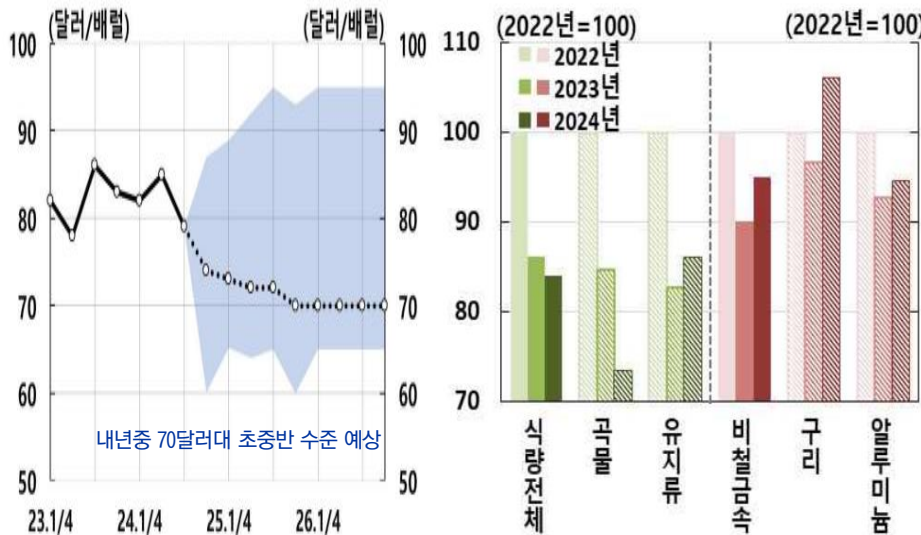


자료: 한국은행 「물가안정목표 운영상황 점검(2024.12.18)」, LS증권 리서치센터

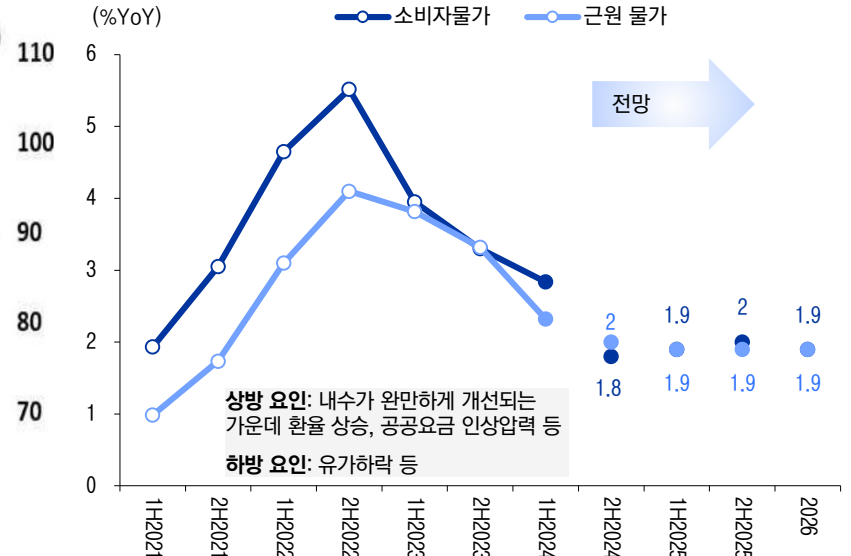
# 물가안정목표 운영상황 점검(2024.12.18): 향후 물가 여건 및 전망

- 농산물가격 안정 흐름 지속, 지정학적 리스크에도 불구하고 주요국 원유 수요 둔화 우려 등으로 국제유가가 최근 70달러대 초중반으로 하락. 원달러환율은 달러 강세, 국내 경제 불확실성 확대 등으로 최근 1,400원대 초중반 수준으로 상승해 물가 상방압력으로 작용. 국제 식량 가격은 전반적으로는 지난해 대비 하락했지만 8월 이후 소폭 반등. 코코아·커피가격은 이상기후에 따른 작황 차질 등의 영향으로 금년중 급등세. 비철금속 가격은 AI 수요, 일부 지역 생산차질 등으로 지난해 대비 상당폭 상승
  - 수요 측면에서는 민간소비 완만히 회복될 전망. 그동안 부진했던 소비 증가세가 앞으로는 가계 소비여력 개선 등으로 완만한 속도로 회복될 것
  - 공공요금 조정도 물가 흐름에 영향 미치는 요인. 올해 하반기중 도시가스 요금, 산업용 전기요금 인상 + 유류세 인하율 일부 축소. 앞으로도 공공요금 점진적 인상 가능성
- 소비자물가 상승률은 내년 상반기중 1%대 후반 수준으로 높아지고 하반기부터 목표 수준에서 안정된 흐름을 나타낼 전망. 근원물가 상승률도 2% 근방에서 안정될 것. 물가전망경로 상에는 환율 및 유가 추이, 내수 회복속도, 공공요금 조정 등과 관련 불확실성 존재

주요기관의 브렌트유 전망(좌)과 기타 원자재 가격 추이(우)



향후 물가의 안정 기조가 이어질 전망



주1: 점선은 전망 평균. 음영은 3개 기관(EIA, IHS, OEF) 및 블룸버그 32개 기관 전망 기준  
자료: 한국은행 「물가안정목표 운영상황 점검(2024.12.18)」, LS증권 리서치센터

Part II

# 2024년 FED 통화정책

드디어 시작된 FED의 정책금리 인하

# 2024년 FED 통화정책 결정

## ● 연준은 2024년 9월 빅스텝(50bp)으로 정책금리 인하에 나선

- 물가와 고용 목표에 대한 리스크가 균형 잡혔다는 판단 하에 9월 50bp, 11월과 12월 25bp씩 인하여 2024년에 총 100bp 인하. 5월에는 QT 속도 조정, 12월에는 RRP금리 조정 결정

## ● 2025년 연준 통화정책: 12월 점도표에 따르면 정책금리 인하 속도 조정 가시화

- 당초 전망대비 더 높은 올해와 내년 인플레이션은 인하 경로 속도 조정의 주된 배경. 제롬 파월 의장은 물가 목표로의 진전이 더딜 경우 제약적인 정책금리를 더 느리게 인하할 수 있음을 지적
- 향후 물가 경로에 상방 리스크 확대된다면 인하 속도 더 느려지거나 심지어 인하 중단 가능성 배제 불가
- 일부 연준위원들은 향후 트럼프 정책의 경제적 효과에 대한 조건부 추정치를 전망에 반영 시작(12월)

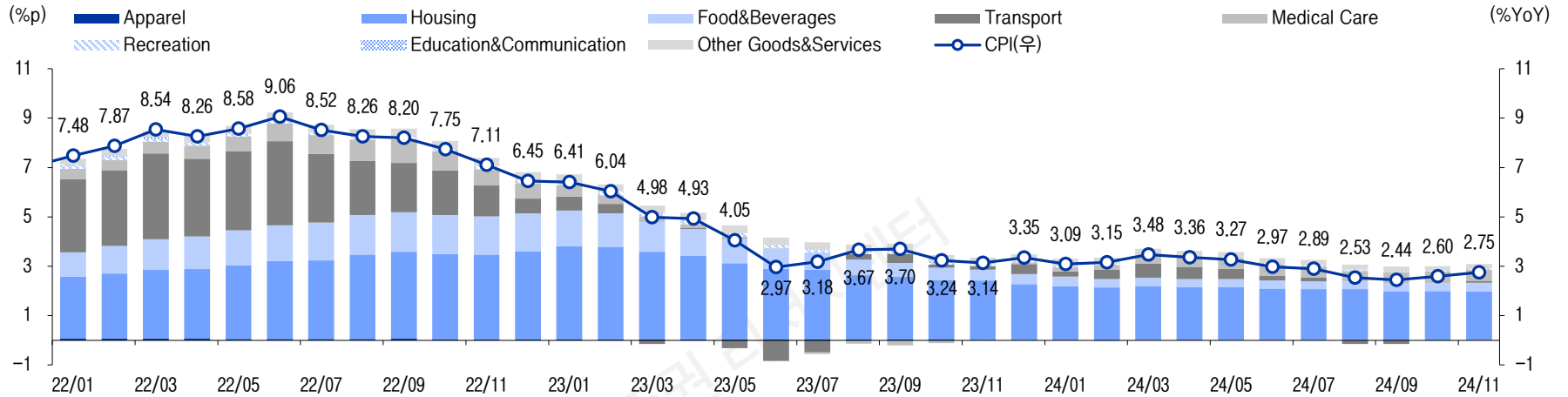
### 2025년 Fed FOMC 일정

구분	일자	구분	일자
1월 FOMC	1월 28일~29일	7월 FOMC	7월 29일~30일
3월 FOMC	3월 18일~19일	9월 FOMC	9월 16일~17일
5월 FOMC	5월 6일~ 7일	10월 FOMC	10월 28일~29일
6월 FOMC	6월 17일~18일	12월 FOMC	12월 9일~10일

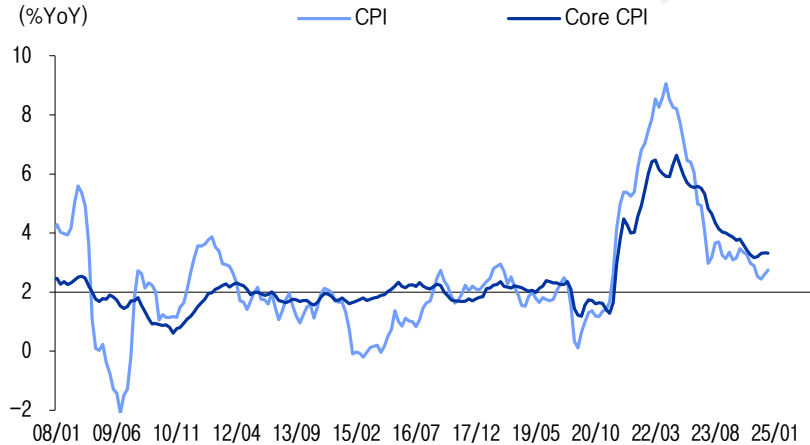
일시	주요 결정 내용
1월 FOMC (1.30~31)	정책금리 <b>만장일치 동결</b> (5.25~5.50%) 대차대조표축소(QT): 2022년 5월에 발표한 연준 대차대조표 축소 계획에 따라 QT 실시 지속(월간한도: 미국채600억\$ + MBS 350억\$) 포워드가이던스 조정: 2023년 12월 '어떠한 추가 정책 강화(any additional policy firming)' 에서 '어떠한 조정(any adjustments)'으로 수정 + 인하가 임박했다는 신호 주지 않기 위해 '인플레이션이 2%를 향해 지속해서 움직인다는 더 큰 확신을 얻을 때까지 금리 인하가 적절할 것이라 예상하지 않는다'는 문구 추가
3월 FOMC (3.19~20)	정책금리 <b>만장일치 동결</b> (5.25~5.50%) 대차대조표축소(QT): 2022년 5월에 발표한 대차대조표 축소 계획에 따라 QT 지속(월간한도: 미국채 600억\$+MBS 350억\$). '꽤 빠르게(fairly soon)' 속도 조정 예상
4월/5월 FOMC (4.30~5.1)	정책금리 <b>만장일치 동결</b> (5.25~5.50%) <b>대차대조표축소(QT): 6월 1일부터 속도 조정 결정</b> (월간 한도: 미국채 600억\$→250억\$, MBS 350억\$ ). MBS 재투자 한도 초과분에 대해 미국채로 재투자
6월 FOMC (6.11~12)	정책금리 <b>만장일치 동결</b> (5.25~5.50%) 대차대조표축소(QT): 2024년 5월에 발표한 연준 대차대조표 속도 조정 결정 유지(월간한도: 미국채 250억\$ + MBS 350억\$)
7월 FOMC (7.30~31)	정책금리 <b>만장일치 동결</b> (5.25~5.50%) 대차대조표축소(QT): 2024년 5월에 발표한 연준 대차대조표 속도 조정 결정 유지(월간한도: 미국채 250억\$ + MBS 350억\$)
9월 FOMC (9.17~18)	정책금리 <b>50bp 인하</b> (5.25%~5.50% → 4.75%~5.00%). <b>소수의견 1명(미셸 보우먼 연준이사: 25bp 인하)</b> 대차대조표축소(QT): 2024년 5월에 발표한 연준 대차대조표 속도 조정 결정 유지(월간한도: 미국채 250억\$ + MBS 350억\$) 포워드가이던스 조정: '어떠한 조정(any adjustments)'에서 '추가 조정(additional adjustments)'으로 수정
11월 FOMC (11.6~7)	정책금리 <b>만장일치 25bp 인하</b> (4.75%~5.00% → 4.50%~4.75%) 대차대조표축소(QT): 2024년 5월에 발표한 연준 대차대조표 속도 조정 결정 유지(월간한도: 미국채 250억\$ + MBS 350억\$)
12월 FOMC (12.17~18)	정책금리 <b>25bp 인하</b> (4.50% ~ 4.75% → 4.25% ~ 4.50%). <b>소수의견 1명(클리블랜드 연은 베스 해맥 총재: 동결)</b> RRP 금리 조정: RRP 금리를 정책금리 하단과 동일한 수준으로 조정. 효과적인 통화정책 실행과 단기자금시장의 원활한 기능을 지원하기 위한 대차대조표축소(QT): 2024년 5월에 발표한 연준 대차대조표 속도 조정 결정 유지(월간한도: 미국채 250억\$ + MBS 350억\$)

# 미국 CPI

## 지출품목별 기여도



## 주요 물가상승률



## 기대인플레이션(BEI 10년)



자료: CEIC, LS증권 리서치센터

# 1월 FOMC: 아마 3월은 아닐걸?

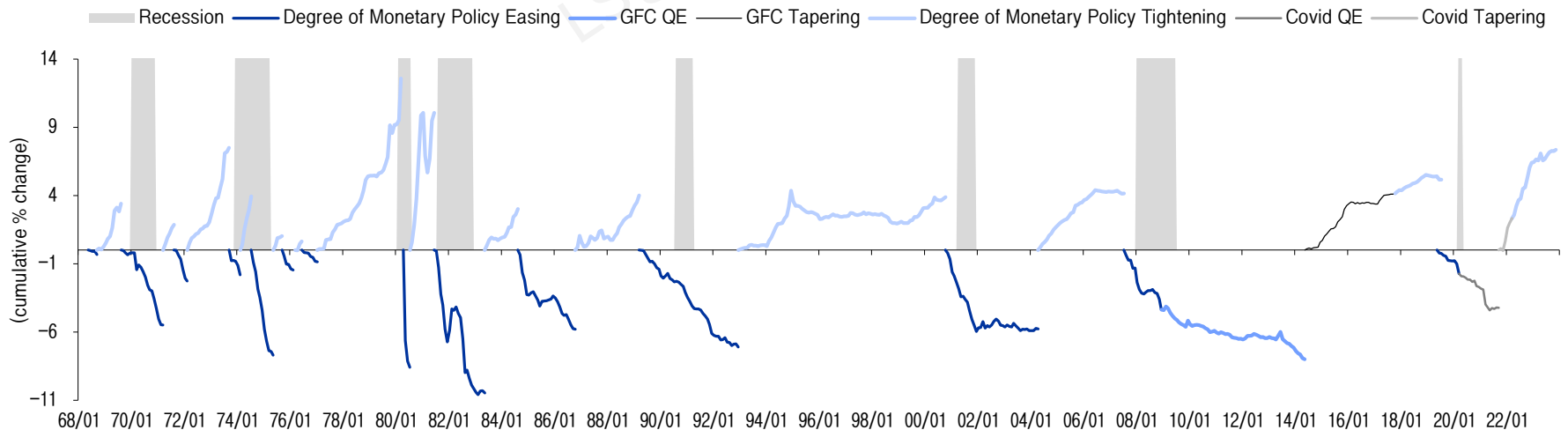
## ● 1월 FOMC 주요 결정

- ① 정책금리: 5.25% ~ 5.50%로 만장일치 동결 → N
- ② QT 결정: 기존 방침 유지 → N

## ● 통화정책성명문에서 주목할 부분은 ①경제활동 평가 상향, ②이중채무 달성 관련 문구 추가, ③포워드 가이드스 수정 등

- 12월 '성장세가 3분기의 강한 속도에서 둔화' → 1월 '성장세가 건조한 속도 확장'으로 상향. 4Q23 GDP 경제성장률이 건조한 민간소비와 완만한 성장세의 투자, 예상외로 상회한 재고투자 및 순수출 등을 바탕으로 컨센서스보다 양호한 수치로 발표된 점 등을 반영한 것으로 판단
- 이중채무 달성 관련 문구: '고용과 인플레이션 목표 달성에 대한 위험이 더 나은 균형으로 이동하고 있다고 판단' 추가. 강력한 통화긴축에도 지난해 매우 강한 성장을 보였고, 고용지표의 수급 불균형 정도 완화 및 물가상승률 둔화세 지속은 연준의 통화정책 운영과 향후 이중채무 달성에 보다 긍정적인 전망을 가능토록 기여
- 정책금리 포워드 가이드스: 12월 '어떠한 추가 정책 강화(any additional policy firming)' → '정책금리에 대한 어떠한 조정(any adjustments)' 수정. 아울러 인하가 임박했다는 신호를 주지 않기 위해 '인플레이션이 2%를 향해 지속해서 움직인다는 더 큰 확신을 얻을 때까지 금리 인하가 적절할 것이라 예상하지 않는다'는 문구 추가

## Degree of Monetary Policy Easing/Tightening



주: 「[우혜영's Macro Indicators]1월 FOMC Review: 아마 3월은 아닐걸?」(<https://vo.la/DltHnH>)  
 자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

# 1월 FOMC 의사록에서 주목해야하는 내용은?

## 現 정책금리에 대한 평가(과연 충분히 제약적인 수준인지, 인상 사이클의 정점인지?)

- 1월 FOMC 회의 기자회견에서 제롬 파월 의장, 정책금리가 제약적인(restrictive) 영역에 잘 들어와있다, 정점(peak) 도달 가능성 높다 발언
- 1월 의사록에서 향후 통화정책 관련 논의에서 위원들은 이번 긴축 사이클에서 現 정책금리는 정점(peak)일 가능성이 있다고 평가했음이 확인됨. 그들은 2023년에 발생했던 인플레이션의 둔화와 상품 및 노동시장의 수급 균형이 더 좋아지는 징후가 늘어나고 있음을 지적
- 정책금리가 이번 사이클의 정점이라는 위원들의 평가를 고려해 향후 통화정책 관련 포워드 가이드스 문구에서 '인플레이션을 2%로 되돌리기 위한 어떠한 추가 정책 강화(any additional policy firming)' 문구 삭제하고 '정책금리에 대한 어떠한 조정(any adjustments)'으로 수정

## 3월 회의에서의 정책금리 인하 가능성 관련 평가

- 기자회견에서 파월 의장은 인하에 대해 '오늘 인하 제안은 없었다', '오늘 회의에 따르면 3월에 인하가 있을 것 같지 않다' 발언. 성명문 중 '인플레이션이 2%를 향해 지속해서 움직인다는 더 큰 확신(greater confidence)을 얻을 때까지 금리 인하가 적절하지 않을 것이라 예상' 문구 추가
- 1월 의사록에서 위원들이 일반적으로 인플레이션이 2%를 향해 지속적으로 움직일 것이라 더 큰 확신 얻을 때까지 인하하지 않을 것으로 예상했음이 확인됨. 대부분(most)의 위원들은 조기 정책 전환에 대한 리스크를 지적. 몇몇(a couple of) 위원들은 너무 오랫동안 제약적인 스탠스를 유지하는 것과 관련된 경제에 대한 하방 리스크를 지적

## 3월 FOMC 회의에서 심도 있는 QT 속도 조정 진행 계획 여부

- 1월 의사록에 따르면 ON RRP 시설의 지속적인 감소를 고려해 많은(many) 위원들은 QT 속도 조정 위한 최종 결정을 안내하기 위해 다음 회의에서 이에 대해 심층적인 논의를 시작하는 것이 적절하다고 제안
- 일부(some) 위원들은 충분한 준비금 수준에 대한 불확실성 고려시 속도 조정할 경우 해당 지준 수준으로의 원활한 전환에 도움이 되거나 보다 오랫동안 QT를 계속할 수 있을 것이라 언급. 몇몇(a few) 위원들은 정책금리 인하 후에도 QT는 한동안 계속될 수 있음을 지적

# 3월 FOMC: 물가엔 중립적으로, 고용엔 적극적으로

## ● 3월 FOMC 주요 결정

- ① 정책금리: 5.25% ~ 5.50%로 만장일치 동결 → N
- ② QT 결정: 기존 방침 유지. 꽤 빠르게(fairly soon) 속도 조정 예상 → D
- ③ 점도표: 올해 인하 폭 75bp 유지 + 내년 인하 폭 축소 → H
- ④ 수정경제전망: 일부 경제성장률과 물가상승률 전망 상향조정 → H

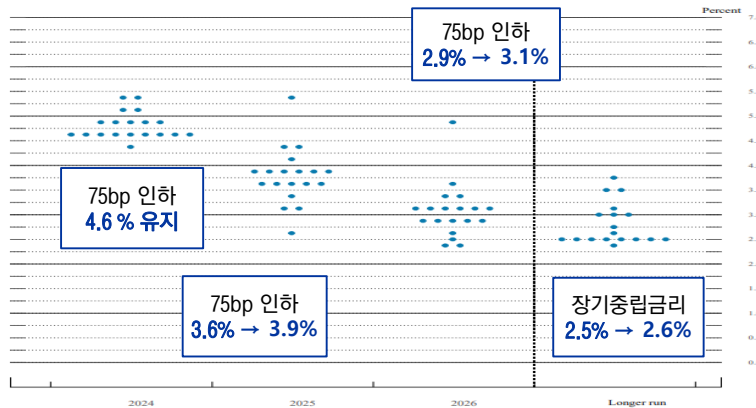
## ● 제롬 파월 의장, 연초 물가상승률이 예상보다 약간(a little bit)

높았지만 계속해서 좋은 진전을 보이고 있다고 평가

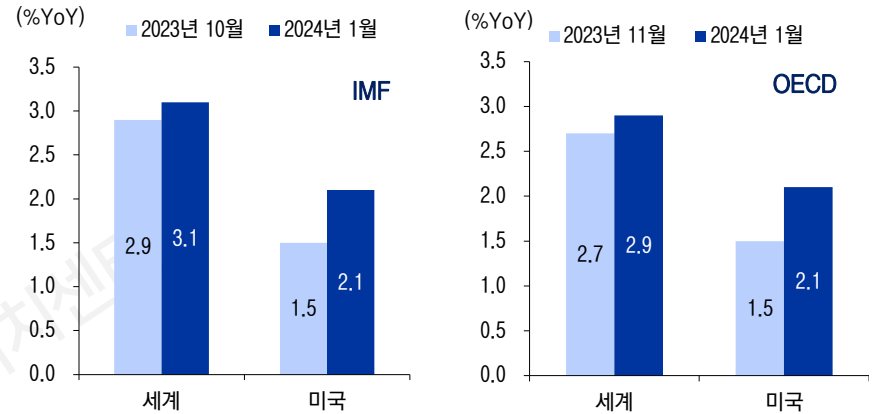
- '두 달간의 데이터를 무시하진 않을 것이지만 과잉 반응하지도 않겠다', '올해 상반기는 물가상승률이 다소 강할 것으로 보고 있다'는 발언을 고려하면 당분간 물가상승률이 소폭 높게 나오더라도 매의 발톱을 드러내기보단 지켜볼 공산이 큼

## 2024년 3월 점도표

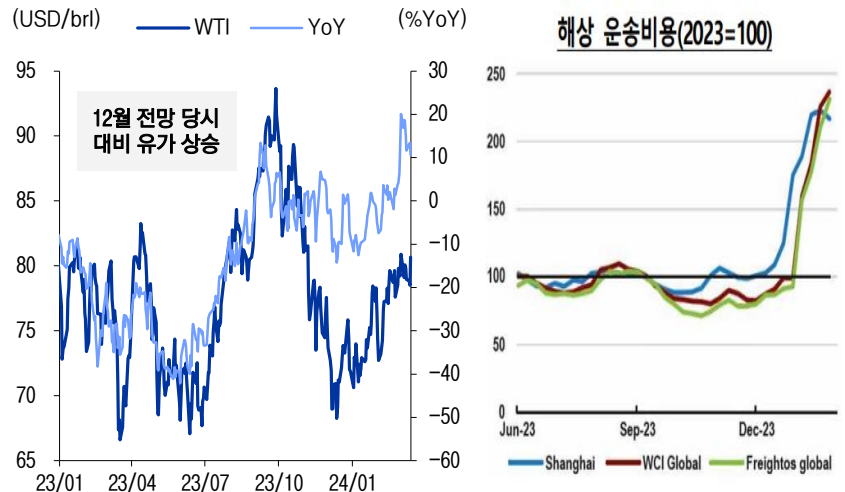
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



## 국제기관의 세계 및 미국 경제성장률 전망치 상향조정



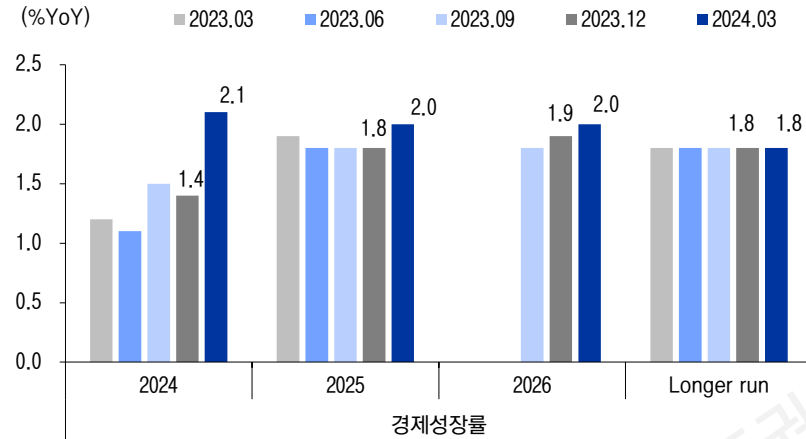
## 공급 요인의 상방 리스크 상존



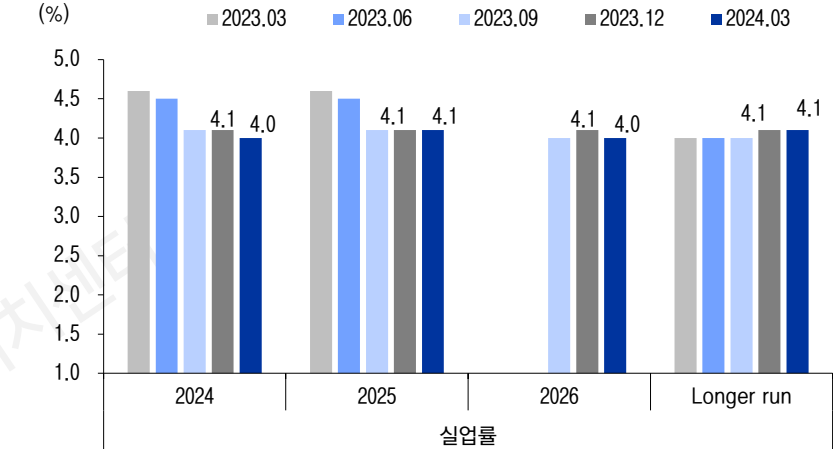
주: 「[우혜영's Macro Indicators]3월 FOMC Review: 물가엔 중립적으로, 고용엔 적극적으로」(https://vo.la/PcJhaf)  
 자료: Fed, OECD, IMF, 한국은행「OECD 중간 경제전망의 주요 내용」, LS증권 리서치센터

# FED 2024년 3월 경제전망

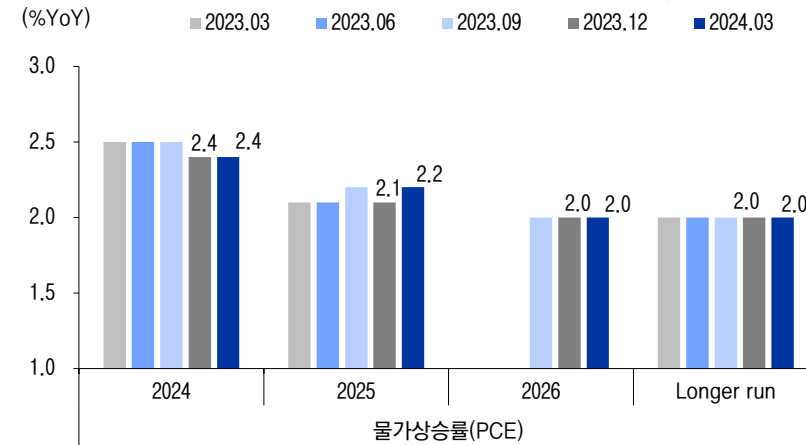
## GDP 경제성장률 전망



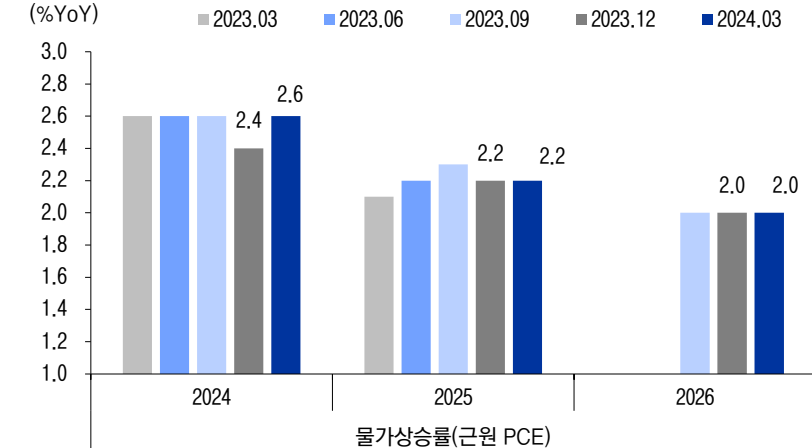
## 실업률 전망치



## PCE 물가상승률 전망치



## 근원 PCE 물가상승률 전망치



자료: Fed, LS증권 리서치센터

# 3월 FOMC 의사록에서 주목해야하는 내용은?

## 물가 전망 및 향후 통화정책 결정 관련 위원들의 의견

- 3월 FOMC 회의 기자회견에서 제롬 파월 의장, 연초 물가상승률이 예상보다 약간(a little bit) 높았지만 계속 좋은 진전 보이고 있다 평가. 1월~2월 물가 다소 높았음에도 강한 부정적 평가를 하지 않은 점 고려 시 연준위원들의 물가 평가 및 정책 전망은 대체로 유지된 것으로 해석 가능
- 위원들은 지난 두 달간 근원·헤드라인 인플레이션이 예상보다 견고했지만 작년에 2% 목표를 향한 상당한 진전 있었다는 점 확인
- 일부(some) 위원들은 최근 인플레이션 상승이 상대적으로 광범위하기 때문에 통계 이상으로 무시하면 안된다고 지적한 반면 몇몇(a few) 위원들은 연초 물가 지표에 잔여 계절성 요인이 반영될 수 있다고 언급
- 위원들은 인플레이션이 중기적으로 2%로 돌아올 것으로 계속 기대. 몇몇(a few) 위원들은 노동시장이 계속 더 나은 균형을 이루고 임금 인상이 보다 완화된에 따라 근원 서비스(주거비 제외) 인플레이션 하락 전망. 여러(several) 위원들은 노동력·생산성 증가 등 총공급 관련 기타 요인이 지속적인 디스인플레이션을 뒷받침할 수 있다고 판단
- 1월에 이어 이번 긴축 사이클에서 정책금리가 정점(peak)일 가능성이 높다고 평가. 또한 거의 모든(almost all) 위원들은 경제가 전반적으로 예상대로 전개된다면 올해 어느 시점에는 정책금리를 완화하는 기조로 전환하는 것이 적절하다고 판단. 다만 이러한 전망을 뒷받침하기 위해 디스인플레이션 과정이 율통 불통할 것으로 예상되는 경로를 지속적으로 따라가고 있음을 강조
- 위원들은 강한(strong) 경제 모멘텀을 시사하는 지표와 최근 몇 달간 실망스러운 인플레이션 수치를 언급하며 인플레이션이 2%를 향해 지속적으로 움직일 것이라는 더 큰 확신을 얻을 때까지는 인하 적절하지 않다는 입장 반복

## 심도 있게 진행된 QT 조정 관련 논의 내용

- 기자회견에서 파월 의장, QT 조정 관련 결정은 없었지만 '조만간(fairly soon)' 조정될 것이라 언급. 속도 조정은 단기자금시장 발작 가능성 완화해 적정 수준의 충분한(ample) 지급준비금 규모 도달 위한 지속적 축소 가능하다 평가. 최적의 속도와 구조가 어떤 것인지 살펴보고 있다고 첨언
- 2022년 5월에 발표된 대차대조표 규모 축소 위한 연준 계획에 따라 QT 속도 둔화 논의 시작. 원활한 전환 위해 지급준비금이 충분한 수준을 다소 상회할 때 대차대조표 축소 늦추고 중단할 것. 계속되는 대차대조표의 상당한 감소와 급격한 지준 감소 전망 고려해 위원들은 이번 회의에서의 논의가 QT 속도 조정 방법 및 시기 관련 향후 결정을 알리는 데 도움될 것이라는 데 동의. 이번 회의에서 속도 조정 관련 결정은 부재
- 대다수(vast majority) 위원들은 조만간 속도 조정이 현명하다 판단. 몇몇(a few) 위원들은 시장지표가 지준이 충분한 수준에 근접 징후 보일 때까지 現 속도 유지 선호. 모든(all) 위원들은 QT 속도 조정은 통화정책 스탠스에 아무런 영향 미치지 않음을 전달하는 것이 중요하다 강조
- 위원들은 속도 조정 방법 관련 논의에서 일반적으로 월별 축소 속도를 최근 전체 속도의 약 절반으로 축소 선호. 연방기관채 및 MBS의 상환이 現 월별 한도를 계속 훨씬 하회할 것으로 예상돼 한도 조정 필요 거의 없다 생각. 이는 주로 국채를 보유하려는 연준의 의도와 일치

# 5월 FOMC: 얼마나 오랫동안 동결할지가 관심사

## ● 5월 FOMC 주요 결정

①정책금리: 5.25% ~ 5.50%로 만장일치 동결

②QT: 6월 1일부터 QT 속도 조정 결정(월간한도: 미국채 600억\$ → 250억\$, MBS 350억\$ 유지). 연방기관채 MBS 재투자 한도 초과분에 대해 미국채로 재투자

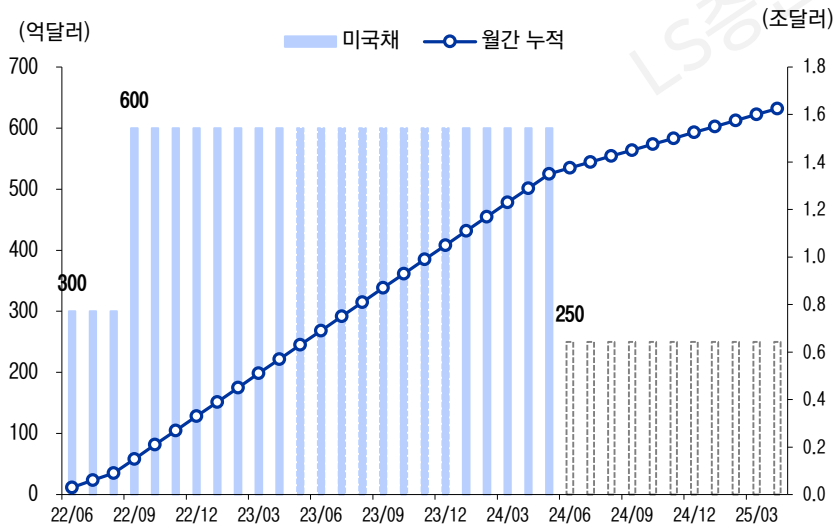
## ● 기자회견에서 제롬 파월 의장은 시장에서 우려하던 추가 인상 가능성을 배제하는 듯한 발언에 나섬

- 시간이 지남에 따라 정책은 인플레이션을 2%로 되돌릴 수 있을 만큼 충분히 제약적이라고 믿는다면서 다음 금리 움직임이 인상일 가능성 낮다고 언급

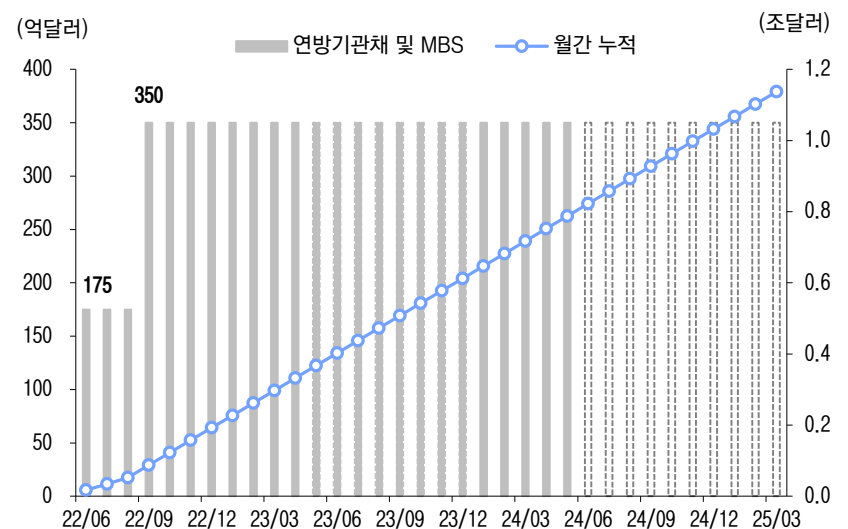
- 現 통화정책 초점은 제약적인 정책을 얼마나 오래 유지해야 하는가에 맞춰 있고 인플레이션이 지속되고 노동시장 강세가 계속 된다면 인하 보류가 적절

## ● 향후에도 발표될 지표들이 최근과 유사하다면 높은 확률로 인상 아닌 동결 지속 전망. 연준이 할 수 있는 최대한의 매파적인 결정은 연내 동결일 것

미국채 월별 및 누적 상환 규모(2022년 ~)



MBS 월별 및 누적 상환 규모(2022년 ~)



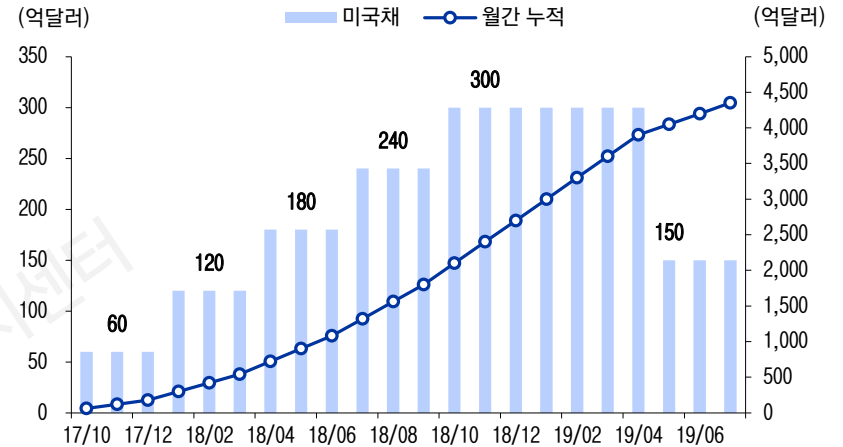
주: 「[우혜영's Macro Indicators]5월 FOMC Review: 얼마나 오랫동안 동결할지가 관심사(https://vo.la/XnmSlc)」  
 자료: Fed, LS증권 리서치센터

# Appendix: 2019년의 QT 수정 프로세스

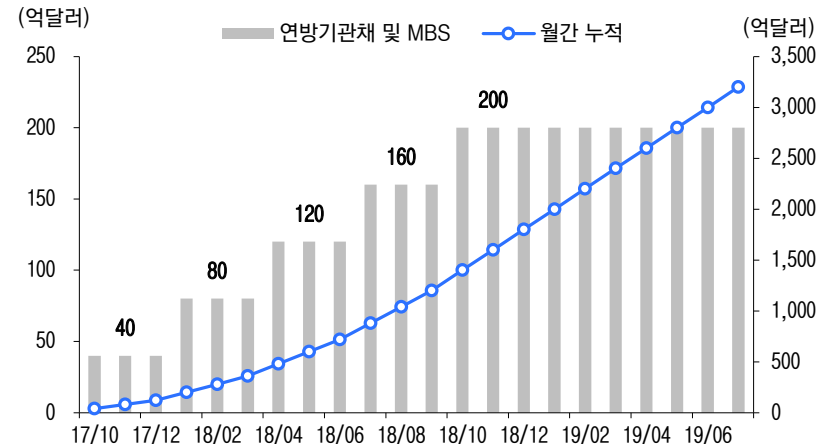
## 연준 주요 결정

일시	주요 결정내용
2017년 9월 20일	10월부터 자산 정상화 프로그램 개시 결정 국채: 만기도래 국채 중 60억\$ 이상에 대해 롤 오버 연방기관부채 및 MBS: 40억\$ 이상에 대해 롤 오버
2017년 12월 13일	기준금리 25bp 인상(1.00 ~ 1.25% → 1.25 ~ 1.50%) + 1월부터 재투자 가능한 금액 상한 상향 조정 국채: 만기도래 국채 중 120억\$ 이상에 대해 롤 오버 연방기관부채 및 MBS: 80억\$ 이상에 대해 롤 오버
2018년 3월 21일	기준금리 인상 25bp(1.25 ~ 1.50% → 1.50 ~ 1.75%) + 4월부터 재투자 가능한 금액 상한 상향 조정 국채: 만기도래 국채 중 180억\$ 이상에 대해 롤 오버 연방기관부채 및 MBS: 120억\$ 이상에 대해 롤 오버
2018년 6월 13일	기준금리 인상 25bp(1.50 ~ 1.75% → 1.75 ~ 2.00%) + 7월부터 재투자 가능한 금액 상한 상향 조정 국채: 만기도래 국채 중 240억\$ 이상에 대해 롤 오버 연방기관부채 및 MBS: 160억\$ 이상에 대해 롤 오버
2018년 9월 26일	기준금리 25bp 인상(1.75 ~ 2.00% → 2.00 ~ 2.25%) + 10월부터 재투자 가능한 금액 상한 상향 조정 국채: 만기도래 국채 중 <b>300억\$ 이상에 대해 롤 오버</b> 연방기관부채 및 MBS: 200억\$ 이상에 대해 롤 오버
2018년 12월 19일	기준금리 25bp 인상(2.00 ~ 2.25% → 2.25 ~ 2.50%)
2019년 1월 30일	통화정책 이행 및 대차대조표 정상화에 관한 성명문(Statement Regarding Monetary Policy Implementation and Balance Sheet Normalization) 발표
2019년 3월 20일	대차대조표 정상화 원칙 및 계획(Balance Sheet Normalization Principles and Plans) 발표: 5월부터 국채 월간 한도 150억\$ 축소, 9월 말 QT 중단, 10월부터 MBS 만기 도래분 중 200억\$ 미국채 + 초과분은 연방기관채 및 MBS로 재투자
2019년 5월 1일	<b>5월 2일부터 국채에 대한 재투자 한도 축소</b> 국채: 만기도래 국채 중 <b>150억\$ 이상에 대해 롤 오버</b> 연방기관부채 및 MBS: 200억\$ 이상에 대해 롤 오버
2019년 7월 31일	<b>기준금리 25bp 인하(2.25 ~ 2.50% → 2.00 ~ 2.25%)</b> 8월부터 만기도래 국채와 연방기관채 및 MBS 전액 재투자 단, 연방기관채 MBS의 경우 200억 달러까지는 잔존 재무증권 만기 구성에 맞춰 미국채로 재투자하며 200억\$ 초과분에 대해서 연방기관채 및 MBS로 재투자
2019년 9월 18일	기준금리 25bp 인하(2.00 ~ 2.25% → 1.75 ~ 2.00%)
2019년 10월 30일	기준금리 25bp 인하(1.75 ~ 2.00% → 1.50 ~ 1.75%)

## 미국채 월별 및 누적 상환 규모



## 연방기관부채 및 MBS 원별 및 누적 상환 규모



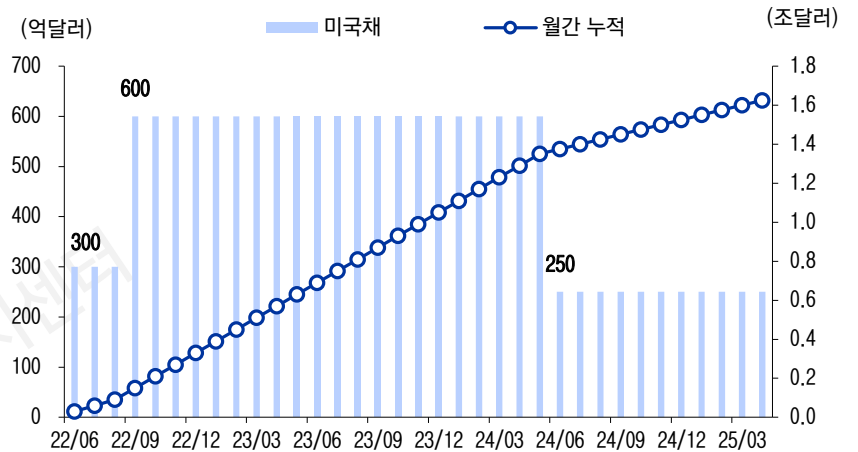
주: 세인트루이스 제임스 볼라드 총재는 2019년 6월 FOMC 회의에서 25bp 인하, 9월 회의에서 50bp 인하 소수의견. 캔자스시티 연은 에스더 조지 총재는 7월 동결, 9월 동결, 10월 동결 소수의견  
자료: Fed, LS증권 리서치센터

# Appendix: 2024년의 QT 수정 프로세스

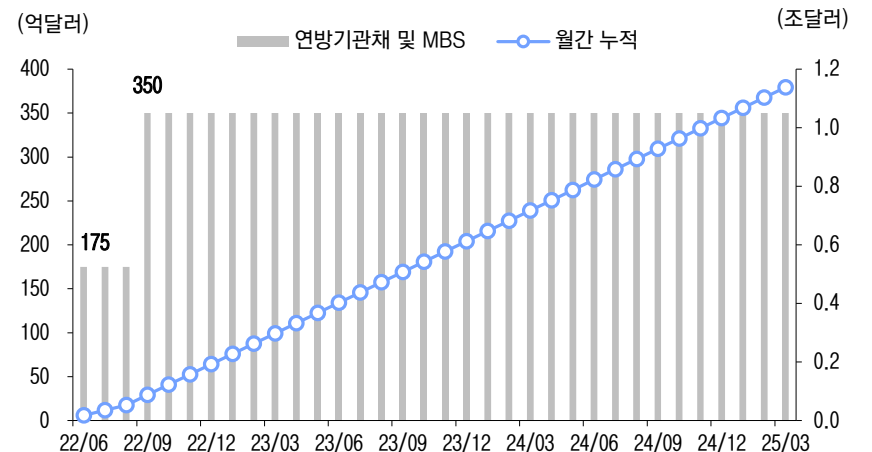
## 연준 주요 결정

일시	주요 결정내용
2022년 1월 26일	대차대조표 규모 축소 원칙(Principles for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet) 발표
2022년 3월 16일	기준금리 25bp 인상(0.00 ~ 0.25% → 0.25 ~ 0.50%) 자산매입 종료 + 모든 만기 상환분 재투자 결정
2022년 5월 4일	기준금리 50bp 인상(0.25 ~ 0.50% → 0.75 ~ 1.00%) 6월 1일부터 자산 정상화 프로그램 개시 결정. 최초 월간 한도(caps)는 미국채 300억 달러, MBS 175억 달러이며 3개월 후 각각 600억 달러, 350억 달러로 증액
2022년 6월 15일	기준금리 75bp 인상(0.75 ~ 1.00% → 1.50 ~ 1.75%) + QT 개시 국채: 만기도래 국채 중 300억\$ 이상에 대해 롤 오버 연방기관부채 및 MBS: 175억\$ 이상에 대해 롤 오버
2022년 7월 27일	기준금리 75bp 인상(1.50 ~ 1.75% → 2.25 ~ 2.50%) + 9월부터 재투자 가능한 금액 상한 상향 조정 재확인 국채: 만기도래 국채 중 300억\$ 이상에 대해 롤 오버 연방기관부채 및 MBS: 175억\$ 이상에 대해 롤 오버
2022년 9월 21일	기준금리 75bp 인상(2.25 ~ 2.50% → 3.00 ~ 3.25%) 국채: 만기도래 국채 중 600억\$ 이상에 대해 롤 오버 연방기관부채 및 MBS: 350억\$ 이상에 대해 롤 오버
2022년 11월 2일	기준금리 75bp 인상(3.00 ~ 3.25% → 3.75 ~ 4.00%)
2022년 12월 14일	기준금리 50bp 인상(3.75 ~ 4.00% → 4.25 ~ 4.50%)
2023년 2월 1일	기준금리 25bp 인상(4.25 ~ 4.50% → 4.50 ~ 4.75%)
2023년 3월 22일	기준금리 25bp 인상(4.50 ~ 4.75% → 4.75 ~ 5.00%)
2023년 5월 3일	기준금리 25bp 인상(4.75 ~ 5.00% → 5.00 ~ 5.25%)
2023년 7월 26일	기준금리 25bp 인상(5.00 ~ 5.25% → 5.25 ~ 5.50%)
2024년 5월 1일	<b>6월 1일부터 국채에 대한 재투자 한도 축소 결정</b> 국채: 만기도래 국채 중 250억\$ 이상에 대해 롤 오버 연방기관부채 및 MBS: 350억\$ 이상에 대해 롤 오버 단, 연방기관채 MBS 재투자 한도 초과분에 대해서 미국채로 재투자
2024년 9월 18일	기준금리 50bp 인하(5.25 ~ 5.50% → 4.75 ~ 5.00%)
2024년 11월 7일	기준금리 25bp 인하(4.75 ~ 5.00% → 4.50 ~ 4.75%)
2024년 12월 18일	기준금리 25bp 인하(4.50 ~ 4.75% → 4.25 ~ 4.50%)

## 미국채 월별 및 누적 상환 규모(2022년 ~)



## MBS 월별 및 누적 상환 규모(2022년 ~)



주: 세인트루이스 제임스 볼라드 총재는 2022년 3월 FOMC 회의에서 50bp 인상 소수의견. 캔자스시티 연은 에스더 조지 총재는 2024년 9월 FOMC 회의에서 25bp 인하 소수의견.  
클리블랜드 연은 베스 해맥 총재는 2024년 12월 회의에서 동결 소수의견  
자료: Fed, LS증권 리서치센터

# 5월 FOMC 의사록에서 주목해야하는 내용은?

## QT 속도 조정 결정 관련 내용

- 몇몇(a few) 위원들은 現 속도를 유지하거나 이번에 결정된 한도보다 소폭 높은 수준을 지지
- 다양한(various) 위원들은 속도 조정 결정이 통화정책 기조에 영향 미치지 않음을 강조. 여러(several) 위원들은 속도 조정할 경우 하지 않을 경우보다 궁극적으로 자산이 덜 감소한다는 의미가 아님을 강조
- 일부(some) 위원들은 속도 조정한다면 자금시장이 QT 조기 종료해야 하는 과도한 스트레스를 겪을 가능성을 줄여 풍부한 지급준비금으로의 원활한 전환에 도움될 것을 언급

## '2% 물가 목표로의 추가 진전 부족했다'는 문구 삽입된 만큼 물가 평가 및 전망

- 위원들은 지난 1년간 인플레이션 완화됐지만 최근 몇 달간 2% 목표 향한 추가 진전 부족함을 관찰. 일부(some) 위원들은 최근 인플레이션 상승이 상대적으로 광범위하므로 지나치게 무시해선 안됨을 강조. 위원들은 인플레이션이 중기적으로 2%로 회복될 것이라는 기대 계속. 다만, 최근 데이터는 2% 향한 진전에 대한 신뢰도를 높이지 않았고, 따라서 디스인플레이션 과정이 생각보다 더 오래 걸릴 가능성 있음을 시사
- 물가 목표 달성 위한 요인인 주거서비스 가격 추가 하락은 신규 렌트비의 지속적인 하락이 해당 카테고리 계속해서 전가될 것. 단 많은(many) 위원들은 전가가 매우 점진적이거나 렌트비 재상승으로 그 효과가 감소할 것으로 발언. 여러(several) 위원들은 비주거 근원서비스 인플레이션은 임금상승률 둔화, 더 높은 경제활동참가율, 이민자 강한 유입 등에 계속 감소할 수 있다고 언급

## 향후 통화정책 결정 관련 위원들의 의견

- 모든 위원들은 동결 의견. 견고한 경제성장 지속 + 2% 물가 목표 향한 추가 진전 부족했기 때문에 동결 결정
- 1분기 인플레이션과 강한 경제 모멘텀을 시사하는 지표들에 대해 실망 표명. 또한 인플레이션이 2%를 향해 움직인다는 더 큰 확신 얻기 위해 기존 예상보다 더 오랜 시간이 걸릴 것으로 평가
- 많은(many) 위원들은 통화정책의 제약 정도에 대한 불확실성을 언급. 아울러 불확실성의 이유로 고금리의 효과가 과거보다 줄어들었거나, 장기 중립 금리가 기존 생각보다 높아질 수 있는 가능성을 언급
- 여러(various) 위원들은 인플레이션 리스크가 정책 긴축이 필요한 방향으로 구체화될 경우 통화정책을 더 긴축할 의사 있음을 언급

# 6월 FOMC: 그럼에도 불구하고 전망 유지

## ● 6월 FOMC 주요 결정

- ①정책금리: 5.25% ~ 5.50%로 만장일치 동결 → N
- ②QT: 5월 회의 때 조정안 내용과 동일 → N
- ③점도표: 올해 인하 폭 75bp에서 25bp로 축소. 반면 내년 인하 폭 확대 및 2026년까지의 총 인하 폭 유지 → N
- ④수정경제전망: 경제성장률 전망은 기존 수치 유지. 물가상승률 전망은 올해 헤드라인과 근원 전망 모두 상향조정 → H

## ● 통화정책성명문에서 주목할 부분은 회의 당일 오전에 발표된 5월 소비자물가(CPI)에 대한 긍정적인 평가가 오롯이 담겨 있다는 점

- 5월: '인플레이션 목표치 2%를 향한 추가 진전이 부족했다' 문구 추가 → 6월: 해당 문구 삭제 후 '완만한(modest) 추가 진전이 있었다' 문구로 수정

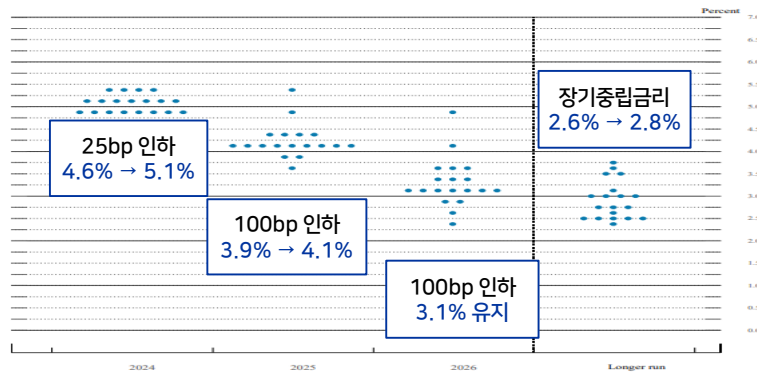
## ● 기자회견에서 제롬 파월 의장은 물가에 대해 다소 보수적인 전망을 갖고 있다면서도 더 나은 지표가 발표된다면 전망치 하향될 것이라 언급.

아울러 최근 고용지표 과대평가 됐을 수 있다고 평가했고 전망보다 실업자 더 많아진다면 예상치 못한 고용시장 약화라고 할 수 있다고 발언

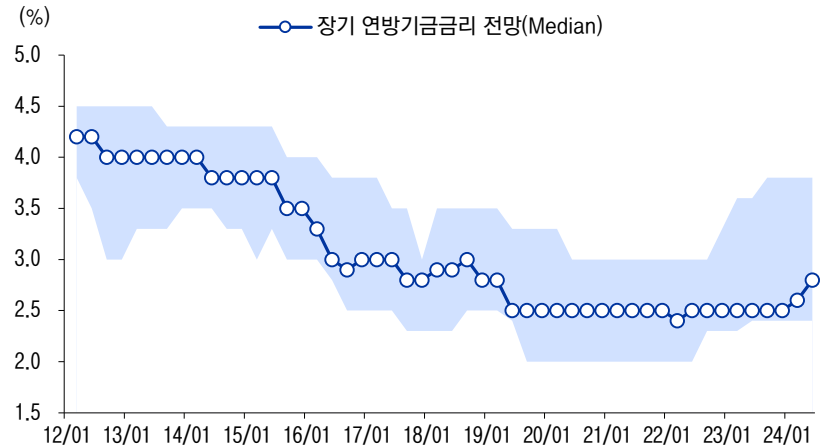
- 1Q GDP 잠정치는 속보치 대비 하향조정 됐고 실업률도 미약하나 4%대로 상승했으며 신용을 사용한 소비는 분명 한계가 있을 것으로 전망. 3분기 인하 개시 전망 유지

## 2024년 6월 점도표

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



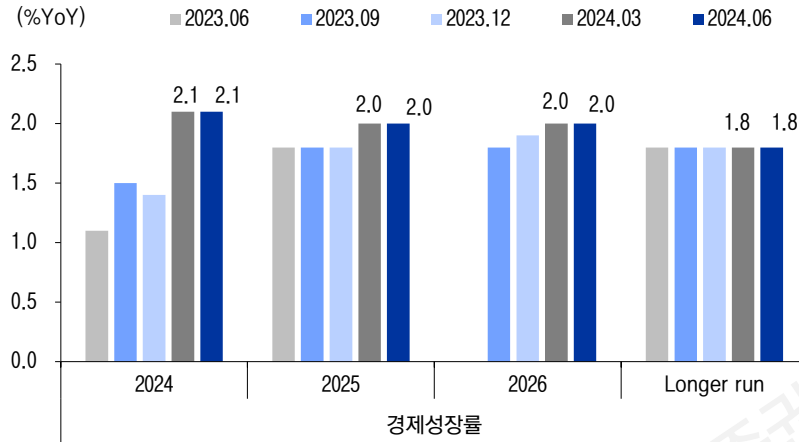
## 연이어 상향된 장기 종립금리 전망



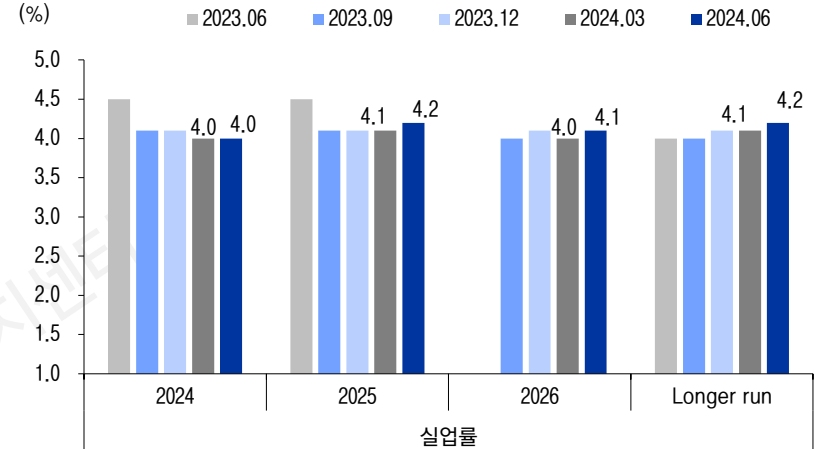
주: 「[LS Edge]6월 FOMC Review: 그럼에도 불구하고 전망 유지(https://vo.la/LZksrj)」  
 자료: Fed, CEIC, LS증권 리서치센터

# FED 2024년 6월 경제전망

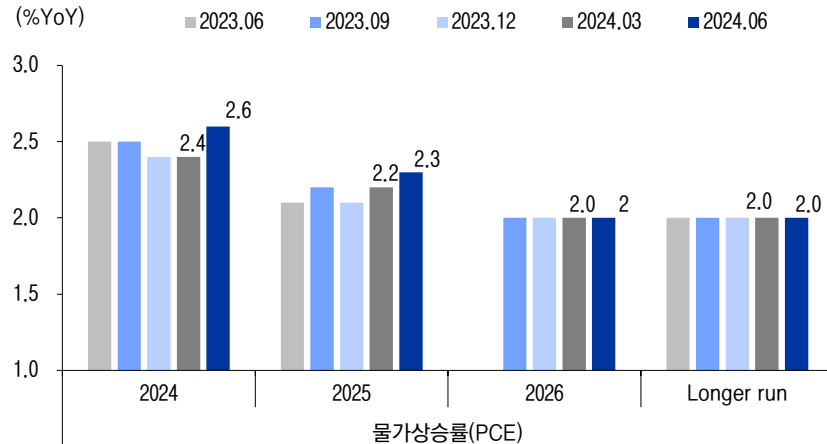
## GDP 경제성장률 전망



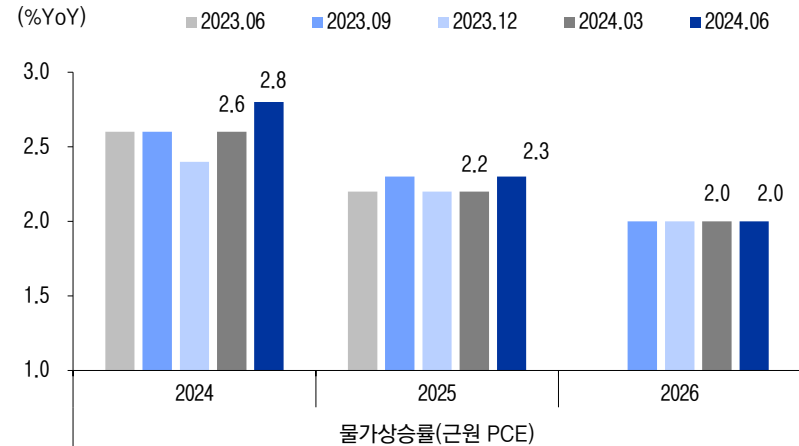
## 실업률 전망치



## PCE 물가상승률 전망치



## 근원 PCE 물가상승률 전망치



자료: Fed, LS증권 리서치센터

# 6월 FOMC 의사록에서 주목해야하는 내용은?

## 물가 목표에 대한 '완만한(modest) 추가 진전' 문구 삽입된 만큼 물가에 대한 위원들의 평가 및 전망

- 연준위원들은 2023년 하반기에 인플레이션이 상당히 둔화된 후 올해 초에는 연준의 2% 목표에 대한 추가 진전이 없었다고 지적. 위원들은 인플레이션이 높은 수준을 유지하고 있지만 최근 몇 달 간 2% 목표에 대한 소폭의 추가 진전(4월 근원 PCE 의 낮은 월간 상승률, 4월 절사평균(trimmed mean)인플레이션 둔화, 5월 CPI 등)이 있었다고 판단. 일부(some) 위원들은 2% 물가 목표를 지속적으로 달성하려면 전반적인 서비스 가격 상승률이 낮아야 함을 언급했고, 일부(some) 위원들은 지금까지 주거비 상승률이 느리게 하락했음을 지적
- 연준위원들은 장기 기대 인플레이션이 잘 고정되어 있음을 관찰했고 이러한 고정이 디스인플레이션 과정의 기반이라고 판단. 연준위원들은 물가가 지속 가능하게 2%로 이동하고 있다는 확신을 높이기 위해 우호적인 데이터가 추가로 필요하다고 확인

## 고용에 대한 위원들의 평가 및 전망: 일부 고용 지표의 과장을 지적

- 연준위원들은 노동시장 수급이 계속해서 더 나은 균형을 이루고 있다고 언급. 연준위원들은 많은 고용 지표(구인률 감소, 이직률 감소, 경제적 이유에 따른 파트타임 고용 증가, 채용률 감소, 실업자/빈일자리 비율 추가 하락, 실업률의 점진적인 상승 등)가 노동시장 여건의 타이트함 감소를 시사했다고 확인. 많은 (many) 위원들은 노동참가율 증가와 이민으로 인한 노동 공급 증가를 언급. 몇몇(a few) 위원들은 이민이 최근 몇 년 간 보인 속도로 계속될 가능성 낮다고 언급. 몇몇(a few) 위원들은 노동력 참가 증가는 이제 제한될 가능성이 높아 추가 노동 공급의 주요 원천이 되지 않을 것이라 예상. 일부(several) 위원들은 기업 조사가 실제 일자리 증가를 과장했을 수 있다고 평가
- 여러(a number of) 위원들은 여전히 노동시장이 강세 유지하고 있지만 빈일자리/실업자 비율이 팬데믹 이전 수준으로 돌아왔고 노동시장 여건이 더욱 냉각 되면 해고 속도가 빨라질 리스크 있음을 지적. 일부(some) 위원들은 연준의 이중 책무에 대한 리스크가 이제 더 나은 균형을 이루었으므로 노동시장 여건을 주의 깊게 모니터링해야 한다고 평가

## 통화정책 전망에 영향을 미칠 수 있는 리스크 관리 고려 사항: 인상과 인하 모든 것을 고려?

- 연준위원들은 노동시장 타이트함이 완화되고 지난해 인플레이션이 하락함에 따라 연준의 고용·물가 목표 달성 관련 리스크가 더 나은 균형을 향해 이동했고, 통화정책은 이중 책무 모두를 달성하는데 직면한 리스크와 불확실성을 처리할 수 있는 좋은 위치에 있다고 평가
- 대다수(vast majority) 위원들은 경제활동 성장이 점차 냉각되고 있다 평가. 대부분(most) 위원들은 현재 통화정책 스탠스가 제약적이라 강조
- 일부(some) 위원들은 현재 통화정책 제약 정도에 대한 불확실성이 있다고 언급
- 몇몇(several) 위원들은 인플레이션이 높은 수준을 유지하거나 더 높아지면 금리 인상할 필요가 있음을 언급. 몇몇 (a number) 위원들은 통화정책이 예상치 못한 경제 둔화에 대응할 준비가 되어 있어야 한다고 언급. 몇몇(several) 위원들은 노동시장이 정상화됨에 따라 수요가 더욱 약화되면 일자리 수 감소로 인해 노동 수요가 상대적으로 더 많이 느껴졌던 과거보다 더 큰 실업이 발생할 수 있다고 강조

# 7월 FOMC: 다가오고 있는 인하 시기(Time)

## 7월 FOMC 주요 결정

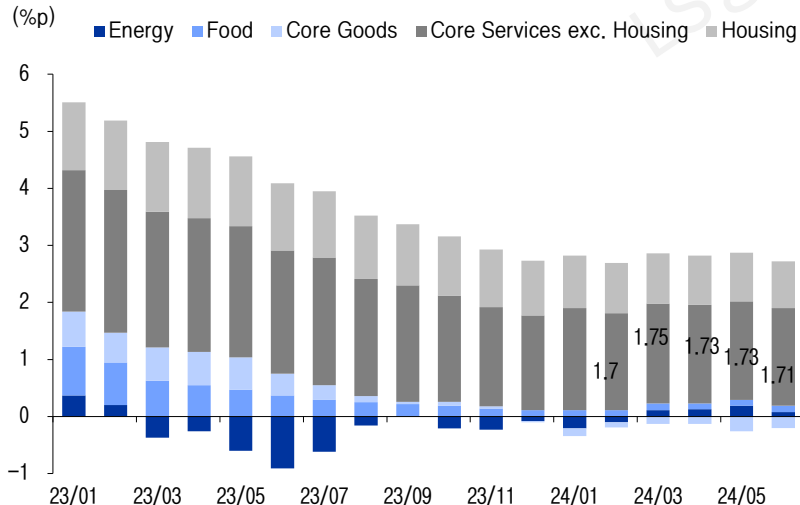
- ①정책금리: 5.25% ~ 5.50%로 만장일치 동결 → N
- ②QT: 5월 회의 때 조정안 내용과 동일 → N

● 통화정책성명문에서 주목할 부분은 고용 평가 하향 및 실업률 상승 반영, 인플레이션 평가 수정, 이중책무(최대고용과 물가안정) 양쪽에 대한 리스크에 주의를 기울이겠다는 스탠스 시사, 물가 목표에 대한 추가 진전 평가 수정

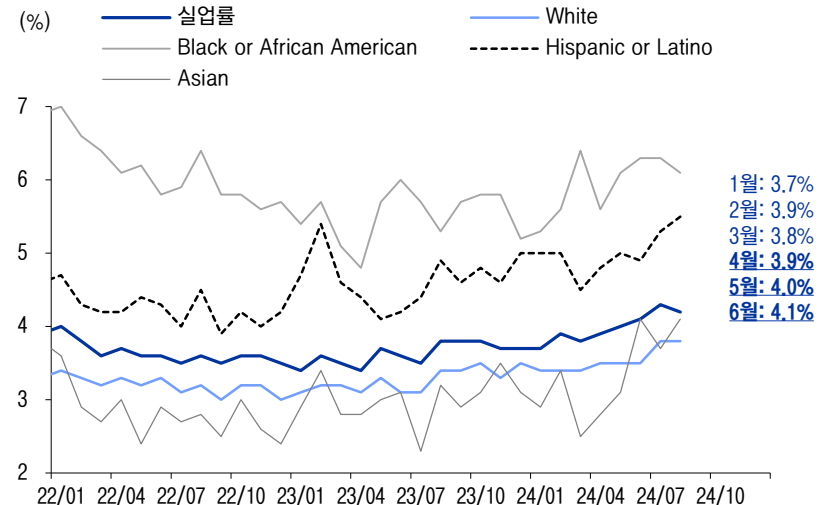
● 2022년 5월 회의에서 연준은 '인플레이션 리스크에 매우 주의를 기울이고 있다'는 문구를 새로 추가. 2분기 물가 지표의 고무적인 변화에 6월 회의부터 연준은 물가 목표로의 진전을 인정하기 시작했고 달성 가능성에 대한 연준의 자신감은 6월보다 높아짐

- 기자회견에서 제롬 파월 의장은 인플레이션의 상방 리스크가 감소했다고 발언. 아울러 고용에 대한 하방 리스크는 이제 현실이며, 그 위험을 고려해야 함을 지적. 특히 現 노동시장이 인플레이션 압력의 원인이 아니므로 노동시장의 과도한 둔화(excess cooling)는 원하지 않는다고 밝힘

## 슈퍼 코어의 둔화 확인되고 있는 가운데



## 4월부터 상승하기 시작한 실업률



주: 「[LS Edge]7월 FOMC Review: 다가오고 있는 인하 시기(Time)(<https://vo.la/OlJrP>)」

자료: CEIC, LS증권 리서치센터

# 7월 FOMC 의사록에서 주목해야하는 내용은?

## 물가, 고용에 대한 위원들의 평가 및 전망

- 연준위원들은 지난 1년 동안 인플레이션이 완화되었지만 여전히 높고, 최근 몇 달 동안 연준의 2% 물가 목표를 향한 추가 진전(some further progress)이 있음을 관찰
- 일부(some) 위원들은 최근 데이터가 기업의 가격 결정력이 약화되고 있다는 비즈니스 관계자의 보고를 뒷받침한다고 언급. 소비자들이 가격 인상에 더 민감해진 것으로 보임. 여러 관계자는 경쟁력 유지를 위해 가격 인하 또는 할인을 하거나, 소매가격 압력 감소시키기 위해 투입 비용 낮춤
- 연준위원들은 최근 데이터가 인플레이션이 2%로 지속 가능하게 움직이고 있다는 확신 높였다고 판단. 거의 모든(almost all) 위원들은 최근 디스인플레이션에 기여한 요인들(가격 결정력의 지속적인 약화, 경제 성장 완화, 팬데믹 동안 축적된 초과 가계 저축 고갈 등)이 향후 몇 달간 인플레이션에 하방 압력을 가할 가능성이 높음을 관찰
- 연준위원들은 노동시장의 수급 여건이 계속해서 더 나은 균형을 이루고 있다고 평가. 다만 많은(many) 위원들은 보고된 급여 고용자 증가 수치가 과장되었을 수 있다고 지적. 몇몇(several) 위원들은 급여 고용자 증가가 노동참가율이 플랫폼한 상태에서 실업률을 일정하게 유지하는 데 필요한 수준보다 낮을 수 있다고 평가
- 연준위원들은 전반적인 노동시장 여건이 팬데믹 이전의 강하지만(strong), 과열 되지 않은 상황으로 복귀했다고 평가

## 향후 통화정책 결정 관련 위원들의 의견: 7월에도 인하 의견이 있었다

- 모든(all) 위원들은 정책금리 동결을 지지했지만, 몇몇(several) 위원들은 최근 인플레이션 진전과 실업률 상승이 7월 FOMC 회의에서 25bp 낮추는 것이 타당했다고 관찰했거나 그러한 결정을 지지할 수 있었다고 언급
- 연준위원들은 경제 활동 성장이 견고했고, 인플레이션에 대한 약간의 진전이 있었으며 노동시장의 상황이 완화되었음을 언급
- 거의 모든(almost all) 위원들은 인플레이션 관련 데이터가 고무적이나 정책금리 인하 전에 2% 물가 목표를 향해 지속 가능하게 움직이고 있다는 확신을 더 크게 제공하기 위해 추가 정보가 필요하다고 판단
- 연준위원들은 유입(incoming) 데이터가 인플레이션이 연준 목표를 향해 움직이고 있다는 확신을 높이는 것으로 봄
- 대다수(vast majority) 위원들은 데이터가 계속 예상대로 나온다면 다음 FOMC 회의에서 통화정책을 완화하는 것이 적절할 것이라고 판단

# 8월 잭슨홀 미팅에서 제롬 파월 의장의 주요 발언은?

## 물가

### 일시적 상승이란 판단은 오판이었다

- 2021년 상반기 중 급등한 물가에 대해 연준이 일시적(transitory)이라 평가한 것은 광범위한 가격 상승이 아닌 공급 부족에 따른 특정 상품 가격(자동차 등)에 기인했기 때문
- 팬데믹 관련 요인은 지속적이지 않을 것이므로 통화정책 대응이 필요 없을 것이라 판단
- 예상과 달리 재화에서 서비스로 가격 상승이 확산된 가운데 더딘 공급 측 개선, 추가 공급 충격(러시아의 우크라이나 침공)에 따른 국제 원자재 가격 급등 등에 물가는 더 높아졌고, 연준은 테이퍼링 후 금리 인상에 나섬

## 고용

### 노동시장 냉각은 자명하다

- 노동시장이 더 이상 과열(overheated)되지 않았으며 現 노동시장 여건은 팬데믹 이전보다 덜 타이트하다고 평가
- 실업률은 여전히 역사적으로 낮은 수치이나 작년 초에 비해 약 1%p 상승했고 이러한 상승이 대부분 지난 6개월간 나타났음
- 실업자 증가가 경기 둔화에 따른 임시해고(layoffs) 급증이 아닌 노동 공급 증가 및 과도하게(frantic) 높았던 노동 수요 둔화에 주로 기인
- 노동시장 냉각은 분명. 연준은 노동시장의 추가 둔화를 바라거나 환영하지 않음

## 통화 정책

### 슬며시 올려 놓은 빅스텝 옵션

- 이중책무에 대한 리스크 균형 변함. 인플레이션 상방 리스크는 감소(diminished)했고 고용 하방 리스크는 높아(have increased)졌기 때문에 7월 성명문에서도 이중책무 양측에 대한 리스크 모두에 주의할 것을 강조
- 인플레이션이 2%로 지속 가능한 경로에 있다는 확신 커짐. 통화정책 조정의 시기가 다가오고 있고 여정의 방향은 명백
- 물가 안정을 향해 더 나아가면서 강한 노동시장을 지원하기 위해 할 수 있는 모든 것을 할 것
- 인하 시기(timing)나 속도(pace)는 향후 확인되는 데이터, 전망의 변화, 리스크 균형 등에 달림

# 9월 FOMC: 뒤처지지 않기 위한 빅 스텝

## ● 9월 FOMC 주요 결정

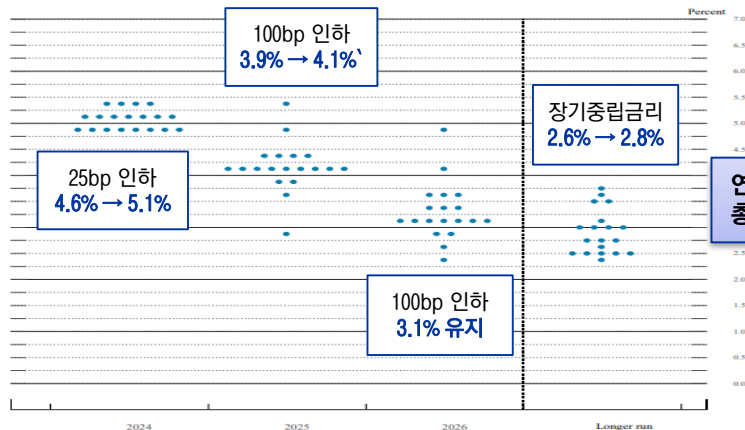
- ① 정책금리: 5.25%~5.50% → 4.75%~5.00%(50bp 인하), 소수의견 1명(미셸 보우먼 연준이사: 25bp 인하) → D  
만장일치는 아니었지만 빅 스텝에 대한 광범위한(broad) 지지 하에 단행된 결정
- ② QT: 5월 회의 때 조정안 내용과 동일 → N
- ③ 점도표: 2024년 5.1% → 4.4% / 2025년 4.1% → 3.4% / 2026년: 3.1% → 2.9% / 2027년: 2.9%(동결) → D

- 통화정책성명문에서 주목할 부분은 고용 평가 하향(moderated → slowed), 7월보다 강조된 고용 목표에 대한 의지, 인플레이션 관련 문구 조정, 물가 목표에 대한 더 큰 자신감 확인 문구 추가(인하 조건 달성) + 물가와 고용 목표 달성 관련 리스크가 보다 균형 잡혔다는 평가 추가, 향후 통화정책 조정 관련 일부 문구 수정(any adjustments → additional), 인하 결정에 따른 기존 포워드가이던스 삭제

- 파월 의장, 美 경제에 대해 전반적으로 견조하다고 여러 번 강조. 현재로서는 침체 가능성이 높아졌음을 시사하는 것은 보이지 않는다고 평가

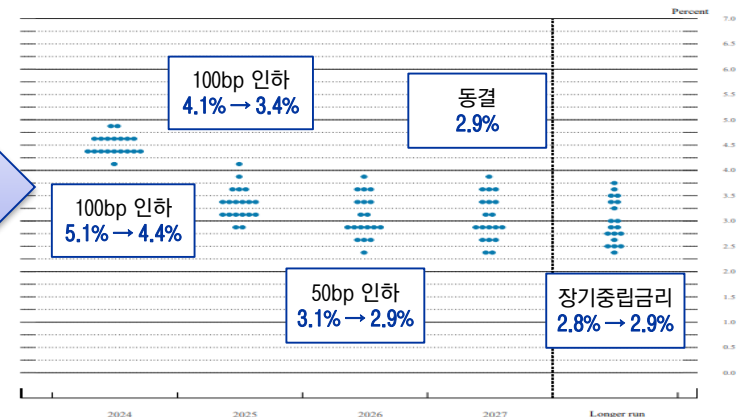
## 6월 점도표

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



## 9월 점도표

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



주: 「[LS Edge]9월 FOMC Review: 뒤처지지 않기 위한 빅 스텝(https://vo.la/qoPtsE)」  
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

# 9월 FOMC 의사록에서 주목해야하는 내용은?

## 물가, 고용에 대한 위원들의 평가 및 전망

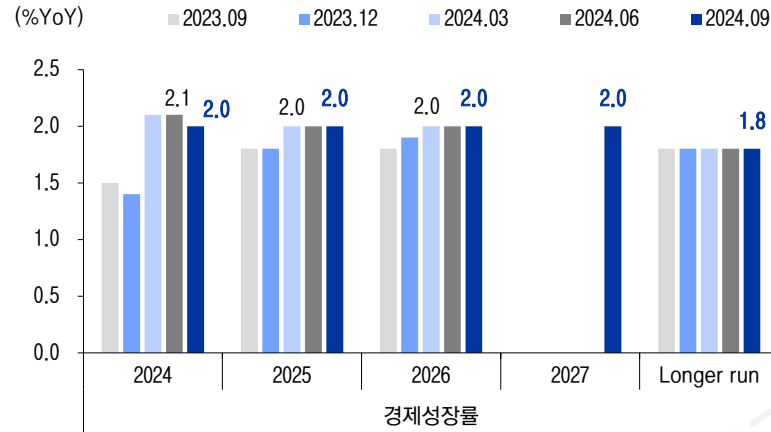
- 연준위원들은 인플레이션이 여전히 다소 높은 수준이라 봤지만, 거의 모든(almost all) 위원들은 최근 월별 수치가 물가가 지속 가능하게 2%로의 회복과 일치한다 판단. 일부(some) 위원들은 물가 상승률 둔화가 광범위한 상품과 서비스에서 더욱 분명해졌음을 언급
- 거의 모든(almost all) 위원들은 인플레이션이 지속 가능하게 2%로 이동하고 있다는 확신이 커졌다고 밝힘. 몇몇(a couple) 위원들은 임금이 서비스 부문의 기업 비용에서 큰 비중 차지하므로 명목임금 상승률이 둔화되면 서비스의 디플레이션 과정에 도움될 것이라 언급. 몇몇(several) 위원들은 노동시장 수급이 거의 균형을 이루고 있어 가까운 미래에 임금 인상이 일반적인 인플레이션 압력의 원천이 될 가능성은 낮다고 평가
- 연준위원들은 최근 몇 달 간 노동시장 여건이 더욱 완화됐고 최근 몇 년간 과열되었던 노동시장이 팬데믹 직전보다 덜 타이트하다고 지적(2개의 고용보고서에서 확인된 급여 고용자 수 증가의 둔화, 실업률 상승, 낮은 채용 및 빈일자리 수치, 사직 및 구직률 감소, 근로자 채용의 어려움이 덜하다는 기업 관계자 보고 등)
- 연준 위원들은 해고(layoffs)가 제한되고 있고 신규 실업 보험 청구건수가 낮은 수준 유지하고 있어 노동시장 여건은 여전히 견고하다 지적. 연준위원들은 물가를 2%로 되돌리기 위해 노동시장 추가 냉각이 불필요하다 언급. 적절한 통화정책 조정 포함 기본 경제전망에서 노동시장은 견고할 것이라 밝힘. 일부(some) 위원들은 노동시장 여건이 완화됨에 따라 지속적인 완화가 더 심각한 악화로 전환될 리스크가 커졌다고 지적

## 통화정책 결정 관련 위원들의 의견 + 소수의견을 낸 이유

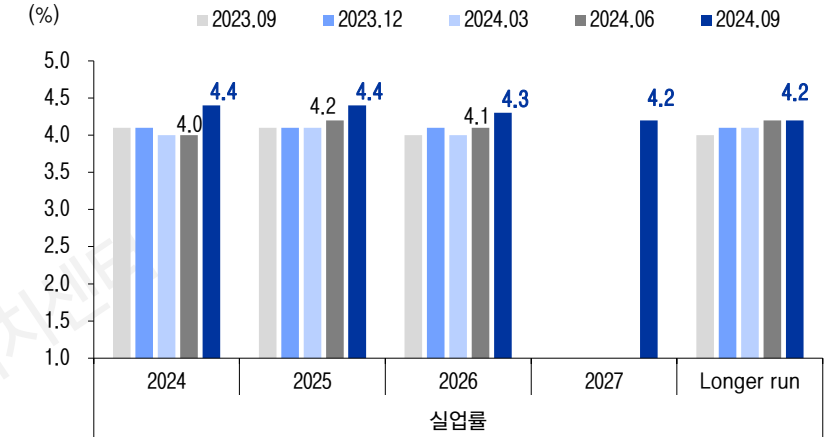
- 거의 모든(almost all) 위원들은 고용 및 물가 목표 달성에 대한 리스크가 대략 균형을 이루고 있다고 판단. 인플레이션 진전과 리스크 균형 감안할 때, 모든(all) 위원들은 통화정책 스탠스 완화가 적절하다는 데 동의. 정책금리를 처음 5.25~5.5%로 설정한 이후 상당한 진전 있었기에 상당수(substantial majority) 위원들은 50bp 인하 지지. 인플레이션이 여전히 다소 높은 반면 경제 성장은 견실하고 실업률은 낮은 수준인 점 지적하며 일부(some) 위원들은 25bp 인하 선호. 다른 몇몇(a few) 위원들은 그러한 결정을 지지할 수 있었다고 밝힘
- 여러(several) 위원들은 25bp 인하가 정책 입안자들이 경제가 전개됨에 따라 정책 제약 정도를 평가할 시간을 줄 수 있는 점진적인 정책 정상화 경로와 일치할 것이라고 언급. 몇몇(a few) 위원들은 25bp의 움직임이 정책 정상화의 더 예측 가능한 경로를 나타낼 수 있다고 덧붙임
- 몇몇(a few) 위원들은 이 회의에서 초기 완화의 구체적인 양보다는 정책 정상화의 전반적인 경로가 정책 제한의 정도를 결정하는 데 더 중요할 것이라고 언급. 연준위원들은 증권 보유를 줄이는 과정을 계속하는 것이 적절하다고 판단
- 몇몇(some) 위원들은 연준이 금리를 인하하고 있지만 대차대조표의 지속적인 감소는 한동안 계속될 수 있음을 전달하는 것의 중요성을 논의
- 미셸 보우만 이사가 소수의견을 낸 이유: 근원 인플레이션이 연준 목표를 크게 상회하고, 노동시장이 완전고용(full employment)에 가깝고, 견고한 성장을 감안하면 9월 FOMC 회의에서 정책금리를 25bp 낮춰 5.00~5.25%로 하는 것을 선호. 연준의 큰 폭의 정책 조치(larger policy action)가 이중 책무 중 가격안정 부문에 대한 성급한 승리 선언으로 간주될 수 있다는 우려 표명

# FED 2024년 9월 경제전망

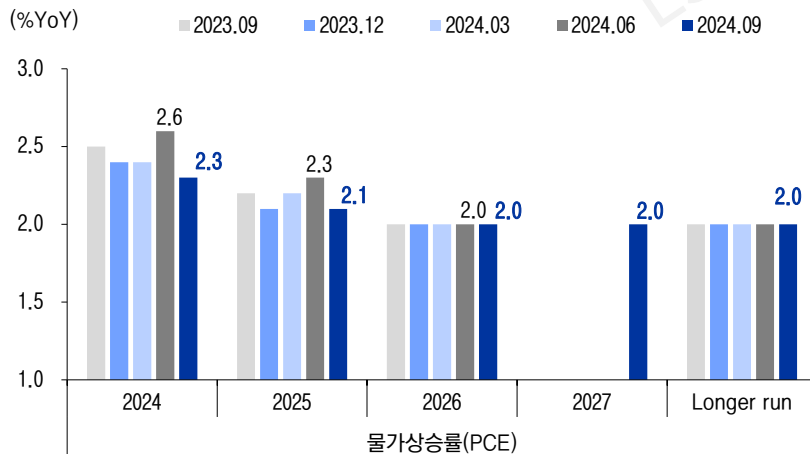
## GDP 경제성장률 전망



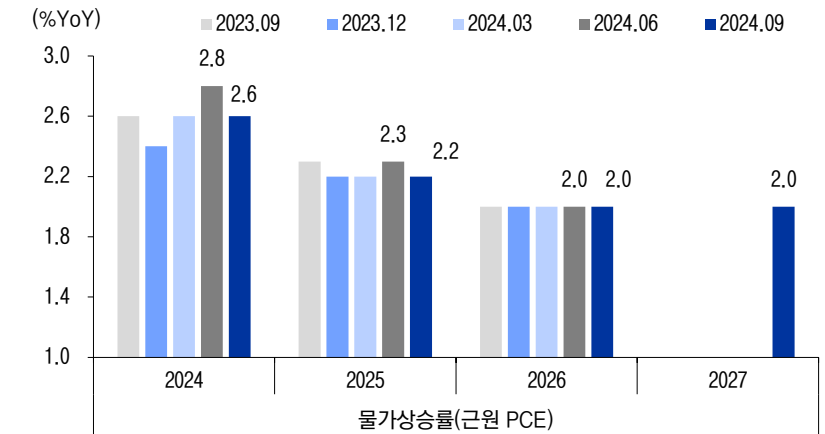
## 실업률 전망



## PCE 물가상승률 전망



## 근원 PCE 물가상승률 전망치



# 11월 FOMC:대선 결과, 단기적으로 통화정책에 영향 없다

## ● 11월 FOMC 주요 결정

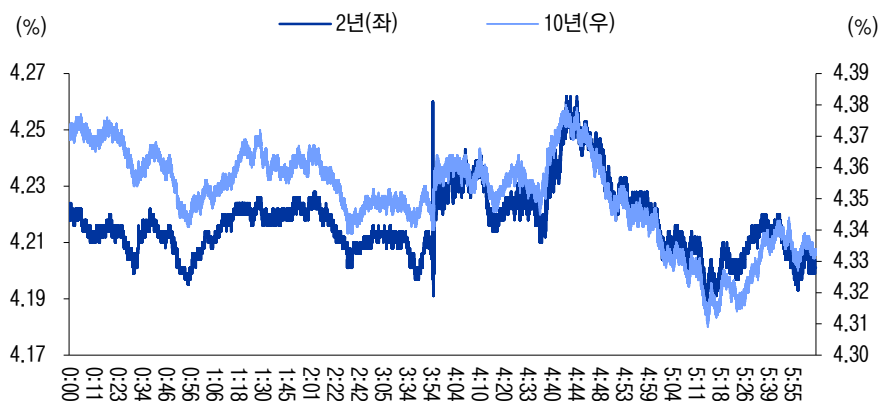
- ①정책금리: 4.75%~5.00% → 4.50%~4.75%(25bp 인하), 만장일치 → D
- ②QT: 5월 회의 때 조정안 내용과 동일 → N

## ● 통화정책 성명문 중 주목할만한 내용

- '노동시장 여건 완화' 문구 추가: Job gains have slowed ... → Since earlier in the year, labor market conditions have generally eased ...
- 인플레이션 평가 문구 중 '추가(further)' 삭제: Inflation has made (further) progress toward the Committee's 2 percent objective but remains ...
- '인플레이션이 목표로 가고 있다는 더 강한 자신감 얻었다(has gained greater confidence that inflation is moving sustainably toward 2%)'는 문구 삭제
- 인하 결정 관련 문구 일부 수정: In light of the progress on inflation and the balance of risks → In support of its goals

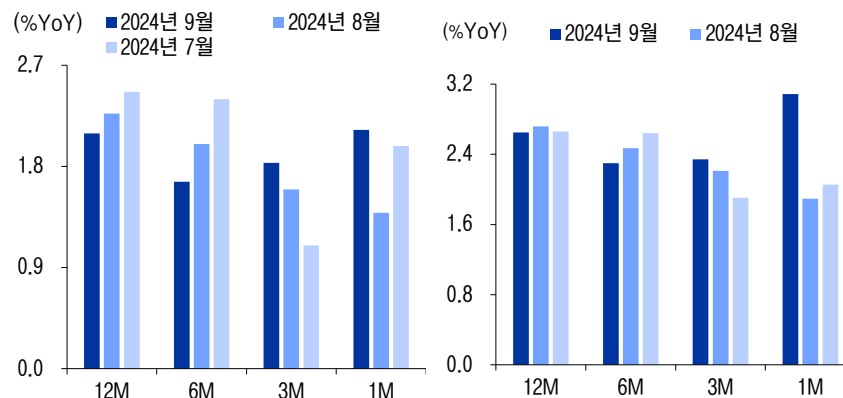
- 파월 의장은 금리 급등에 대해 기대 인플레이션 상승이 아닌 다운 사이드 리스크 감소, 경제 성장 기대감이 반영된 것이라 설명. 아울러 경제가 타이트한 상황 아니며 올해 대부분의 물가 상승은 따라잡기(catch up) 상승이라 평가했고, 통화정책은 여전히 제약적이며 물가 목표 달성 위해 노동시장이 더 이상 냉각될 필요가 없단 입장 반복. 심지어 대선 결과가 단기적으로 통화정책에 미치는 영향이 없다 발언

## 장중 미국채 금리 추이



주: 「[LS Edge]11월 FOMC Review: 대선 결과, 단기적으로 통화정책에 영향 없다(https://vo.la/XFssju)」  
 자료: Infomax, CEIC, LS증권 리서치센터

## PCE 물가상승률(좌: Headline, 우: Core)



# 11월 FOMC 의사록에서 주목해야하는 내용은?

## 물가, 고용에 대한 위원들의 평가 및 전망

- 위원들은 근원 인플레이션이 다소 높은 수준을 유지하고 있긴하나 정점에서 상당히 완화되었음을 지속적으로 확인. 위원들은 근원 상품과 서비스 가격 전반에 걸쳐 디스인플레이션 과정이 확인되고 있음을 언급. 주목할 점은 근원 상품과 비주거 서비스 모두에서 가격이 이전 가격 안정기에서 보였던 것과 유사한 속도로 증가하고 있다는 것. 위원들은 인플레이션이 2%로 지속 가능하게 움직이고 있음을 확신한다고 밝혔지만, 몇몇(a couple) 위원은 그 과정이 예상보다 오래 걸릴 가능성이 있음을 지적
- 위원들은 대체로 해고율이 낮은 상태이므로 노동시장 여건이 빠르게 악화될 조짐은 없다고 언급. 위원들은 시간이 지남에 따라 통화정책 스탠스를 적절히 재조정한다면 노동시장이 견고하게 유지될 것으로 전망. 일부(some) 위원들은 여전히 노동시장이 악화될 리스크가 높다고 봤지만 많은 (many) 위원들은 9월 FOMC 회의 이후 노동시장이 지나치게 냉각될 리스크가 다소 감소했다고 봄

## 향후 통화정책 결정 관련 위원들의 의견: RRP금리 조정 관련 언급

- 위원들은 인플레이션이 연준 목표를 향해 진전을 이뤘지만 여전히 다소 높은 수준이라 지적. 또한 최근 지표는 경제활동이 견고한 속도로 계속 확대되고 있고 노동시장 여건이 연초 이후 전반적으로 완화되었으며 실업률이 상승했지만 낮은 수준을 유지하고 있음을 시사하고 있다고 봄. 거의 모든(almost all) 위원들은 고용 및 물가 목표 달성하는데 대한 리스크가 대략적으로 균형을 이루고 있다고 판단. 11월 25bp 인하하면 경제와 노동시장의 강함을 유지하는데 도움이 되고 인플레이션을 더욱 진전시킬 수 있을 것이라 관찰
- 위원들은 인플레이션이 2%로 지속 가능하게 하락하고 경제가 최대 고용 수준에 근접하는 가운데 데이터가 예상대로 발표된다면 시간이 지남에 따라 점진적으로 더욱 중립적인 스탠스로 이동하는 것 적절하다고 예상. 일부(some) 위원은 향후 회의에서 RRP 금리를 정책금리 하단과 동일하게 설정해 통화정책 도구로 사용하기 시작했을 때와 일치하도록 되돌리는 기술적 조정을 고려하는 것이 가치 있을 것이라 언급

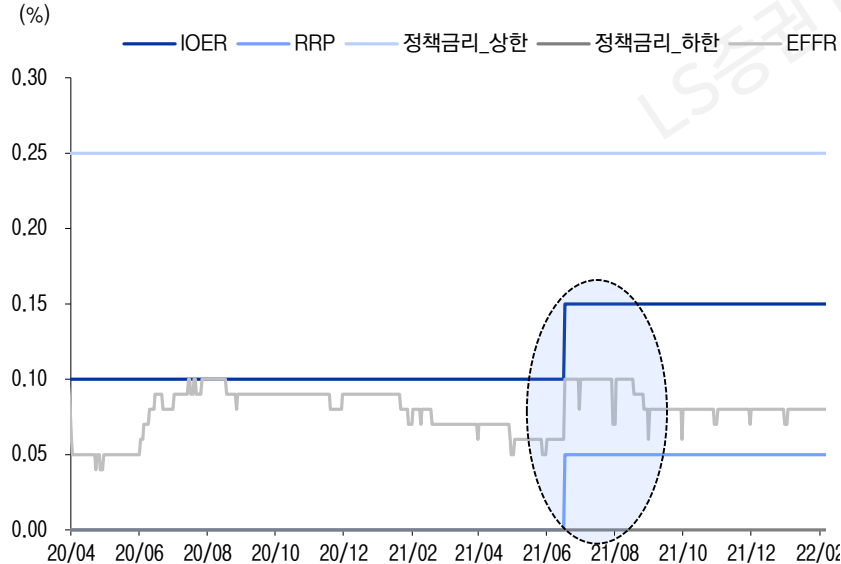
## 통화정책 전망에 영향을 미칠 수 있는 리스크 관리 고려 사항

- 거의 모든(almost all) 위원들은 연준 고용 및 물가 목표 달성에 대한 리스크가 대략 균형을 이루고 있음을 동의. 일부(some) 위원들은 경제 활동이나 노동시장에 대한 하방 리스크가 감소했다고 판단. 위원들은 통화정책을 너무 빠르게 완화시키는 리스크(인플레이션 대한 추가 진전 방해 가능)와 너무 느리게 완화시키는 리스크(경제활동과 고용을 지나치게 악화시킬 수 있음)를 균형 있게 조정해야 함을 지적
- 일부(some) 위원들은 인플레이션이 높은 수준을 유지한다면 인하를 일시 중단하고 제약적인 수준을 유지할 수 있다고 언급. 일부(some) 위원들은 노동시장이 침체되거나 경제활동이 흔들린다면 인하를 가속화할 수 있다고 언급.
- 많은(many) 위원들은 중립금리 관련 불확실성이 통화정책 제약 정도 평가를 복잡하게 만들어, 제약을 점진적으로 줄이는 것이 적절하다고 봄

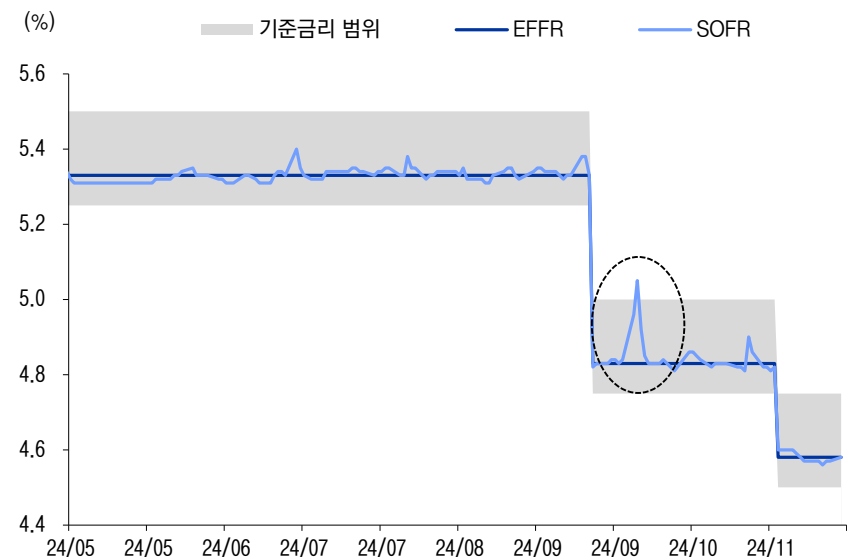
# RRP 금리의 기술적 조정이 되돌려질 가능성 확대

- 2021년 6월 FOMC 회의에서 연준은 RRP·IOER 금리를 5bp씩 인상
  - RRP 금리는 0.0%→0.05%, IOER 금리는 0.10% → 0.15%
  - 단기자금시장에 유동성이 풍부해져 EFFR 금리가 정책금리 하단으로 치우친 것을 중간 수준으로 소폭 끌어올리기 위한 기술적 조정
- QT 결정에 대해 연준위원의 특별한 의견은 부재. SOMA 매니저는 3Q말 ~ 4Q초 RP금리 급등을 언급하며 QT 관련 2가지 고려사항 브리핑
  - RRP 금리의 기술적 조정 가능성: 5bp 인하해 정책금리 하단에 일치시키면 단기자금시장 금리에 일부 하락 압력을 줄 것이라 평가
  - 내년도 연방부채한도 재도입 가능성에 따른 연준 부채 구성 영향: TGA ↓ 는 (지급준비금 + RRP) ↑ , TGA ↑ 는 반대 효과. 이러한 상당한 변화는 現 진행 중인 QT가 단기자금시장에 미치는 영향 가리고 지준 상황 평가하는데 어려움 줄 수 있음

정책금리 상하단과 IOER(現 IOER), RRP, EFFR



3Q말 ~ 4Q초의 RP 금리 급등



자료: Fred, LS증권 리서치센터

# 12월 FOMC Review: 물가 상방 리스크 > 고용 하방 리스크

## ● 주요 결정 내용

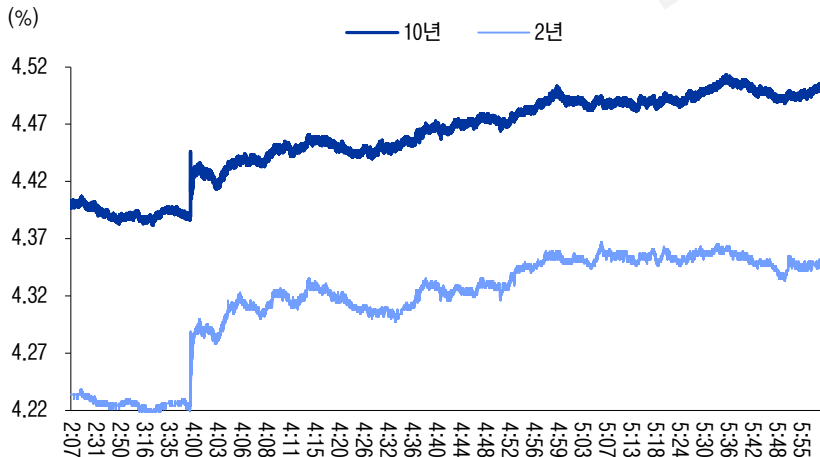
- ① 정책금리: 4.50% ~ 4.75% → 4.25% ~ 4.50%(25bp 인하). 클리블랜드 연은 베스 해맥 총재는 동결 소수의견 → D  
효과적인 통화정책 실행과 단기자금시장의 원활한 기능을 지원하기 위함 RRP 금리를 정책금리 하단으로 조정 → D
- ② QT: 5월 회의 때 조정안 내용과 동일 → N

## ● 통화정책 성명문 중 주목할만한 내용

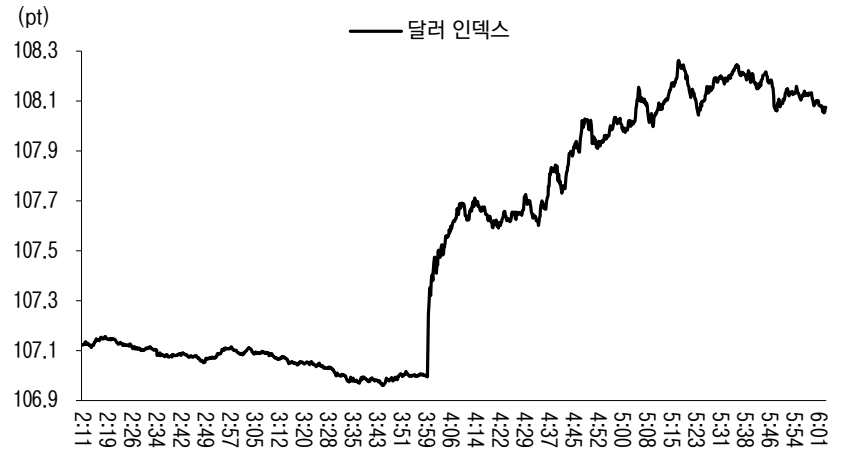
- 정책금리에 대한 추가 조정(additional adjustments) → 조정 정도와 시점(the extent and timing of additional adjustments)  
→ 제롬 파월 의장은 인하 속도를 늦춰야 하는 지점에 있거나 그 지점에 가까이 있음을 보여준다고 설명. 새로운 국면에 진입했으며, 現 정책금리는 의미있게 제약적(meaningfully restrictive)이고 중립에 가까워졌으므로 신중하게(cautiously) 움직이는 것이 적절하다 평가

- 기자회견에서 제롬 파월 의장은 이번 인하에 대해 박빙의 결정이었지만 옳은 결정이었다고 발언. 다만 더 높은 올해와 내년 인플레이션에 기인해 내년도 인하 경로 속도를 조정했다고 설명. 일부(some) 연준위원들은 향후 트럼프 정책의 경제적 효과에 대한 조건부 추정치를 전망에 반영 시작

장중(12/18) 미국채 장단기물 금리 추이



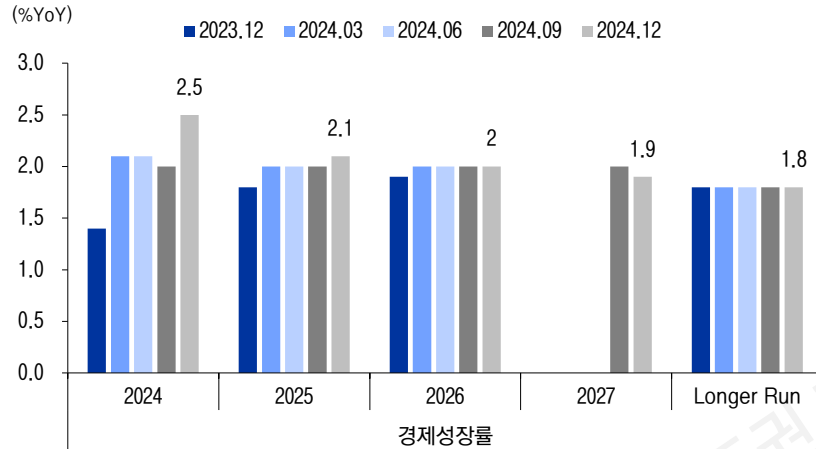
장중(12/18) 미국 달러 인덱스 추이



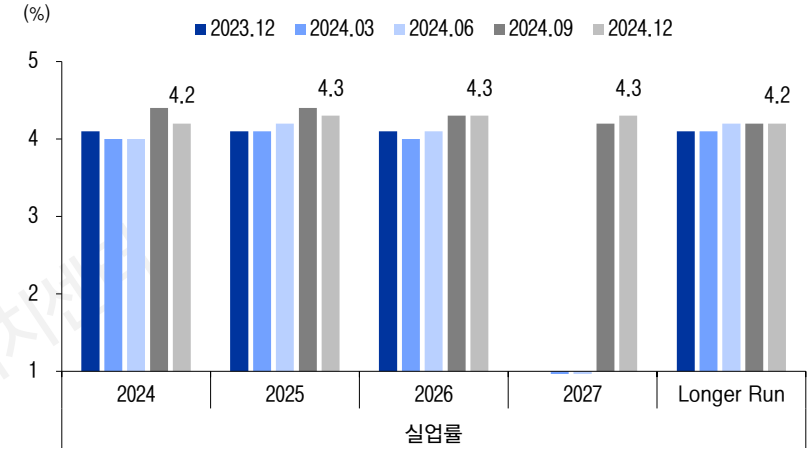
주: 「[LS Edge]12월 FOMC Review: 새로운 국면에 진입. 물가 상방 리스크 > 고용 하방 리스크(https://vo.la/YmDjJp)」  
자료: Infomax, LS증권 리서치센터

# FED 2024년 12월 경제전망

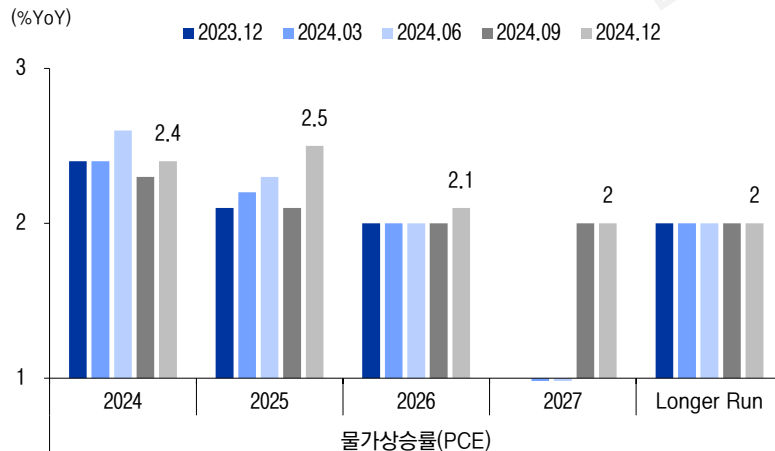
## GDP 경제성장률 전망



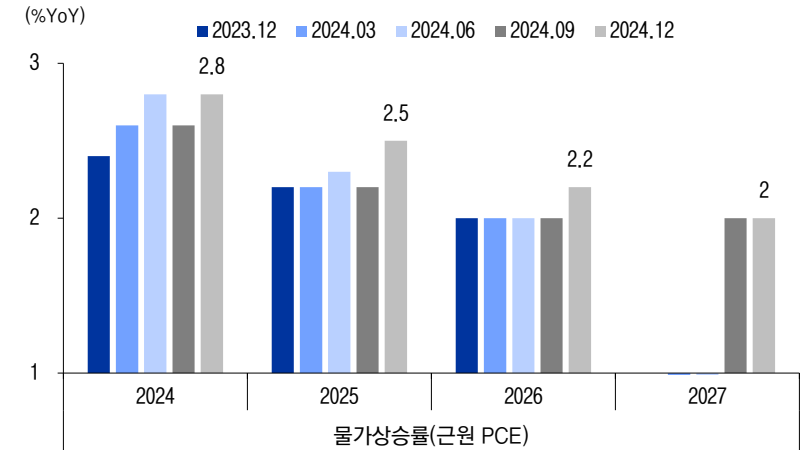
## 실업률 전망



## PCE 물가상승률 전망



## 근원 PCE 물가상승률 전망치

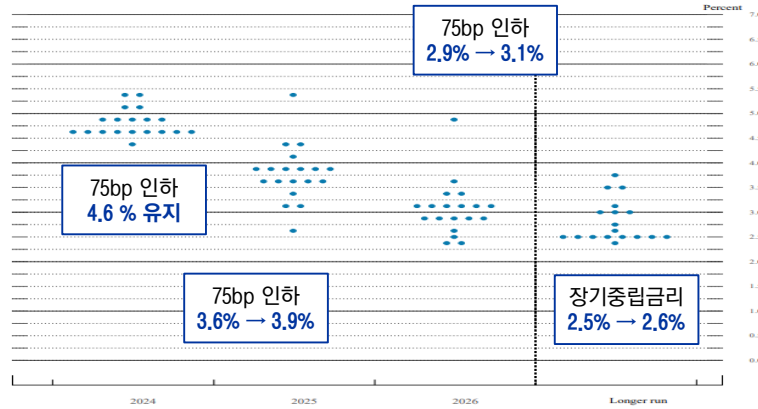


자료: Fed, LS증권 리서치센터

# 2024년 점도표 변화

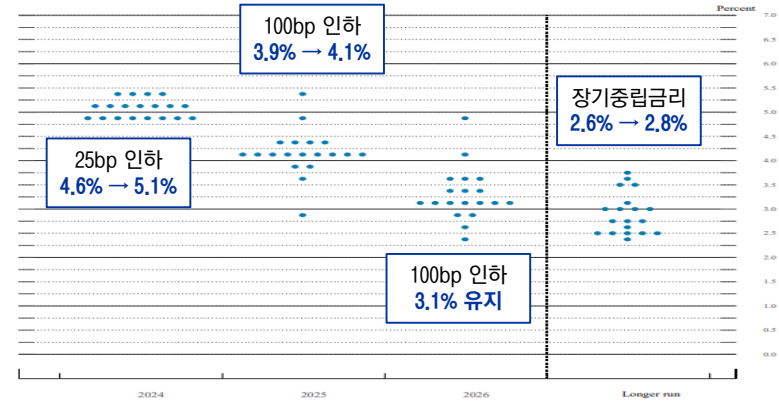
2024년 3월 점도표(기준금리: 5.25%~5.50%)

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



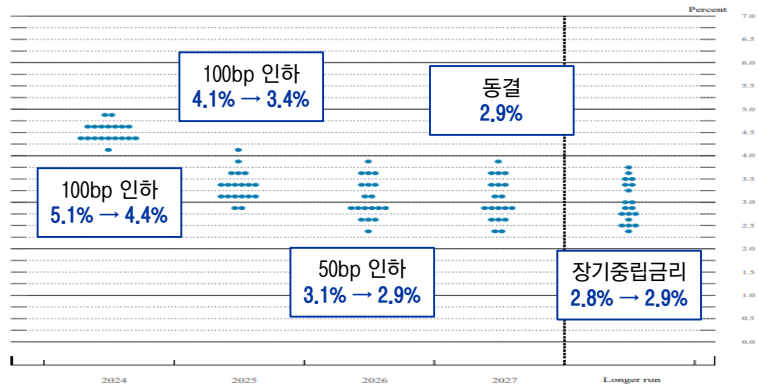
2024년 6월 점도표(기준금리: 5.25%~5.50%)

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



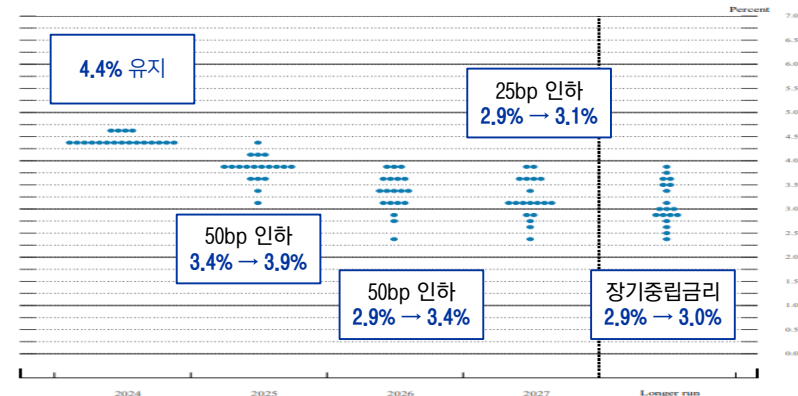
2024년 9월 점도표(기준금리: 4.75%~5.00%)

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



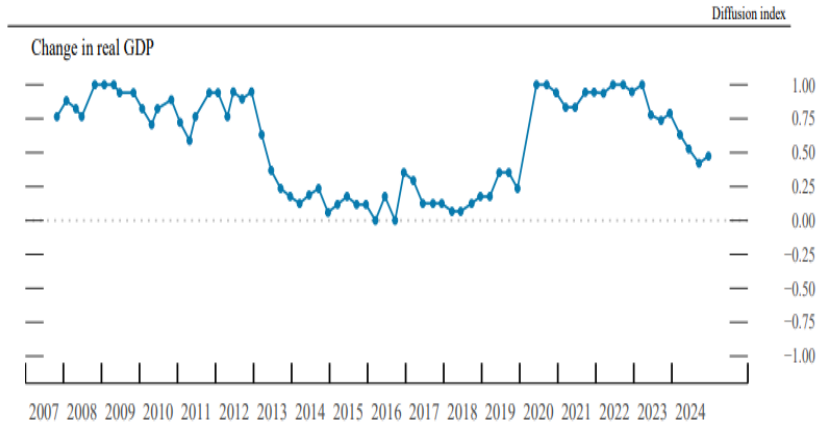
2024년 12월 점도표(기준금리: 4.25%~4.50%)

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate

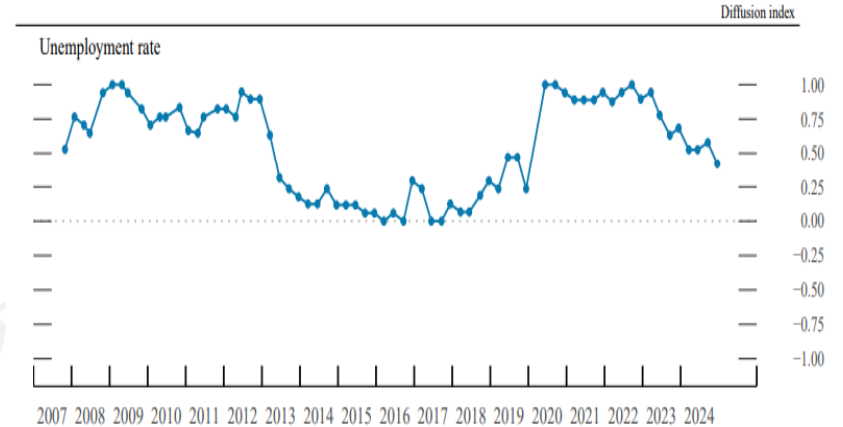


# 불확실성에 대한 Diffusion Indexes

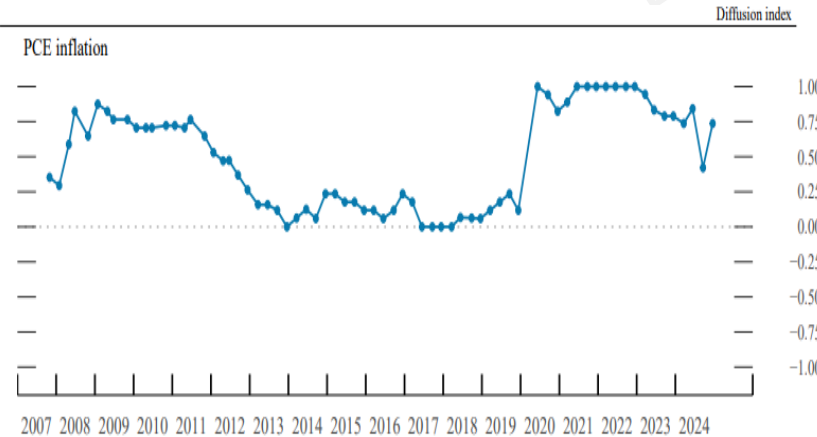
## GDP 경제성장률



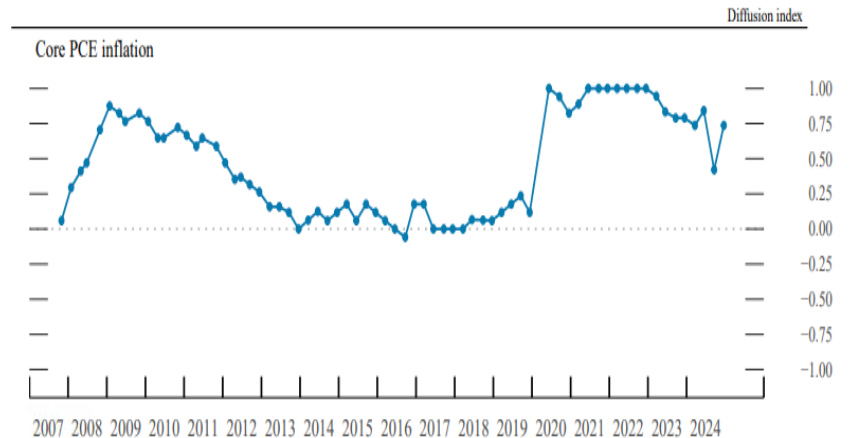
## 실업률



## PCE 물가상승률



## 근원 PCE 물가상승률



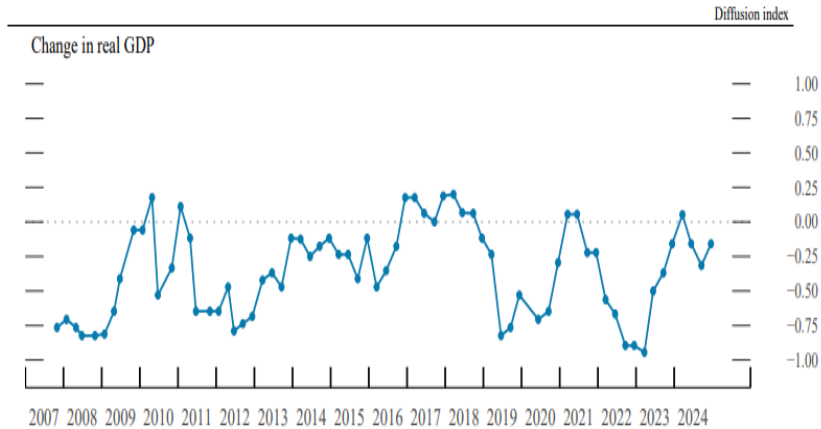
주1: 경제전망치를 제시하지 않은 2020년 3월은 제외한 데이터

주2: 지난 20년 간 불확실성 수준과 비교해 전망 시 높다(Higher)고 답변한 수에서 낮다(Lower)고 답변한 수를 전체 답변자 수로 나눈 값

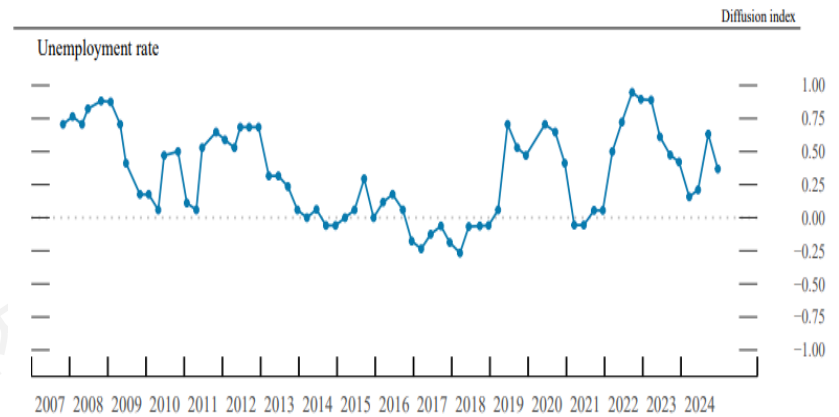
자료: Fed's SEP(2024.12.19), LS증권 리서치센터

# 리스크에 대한 Diffusion Indexes

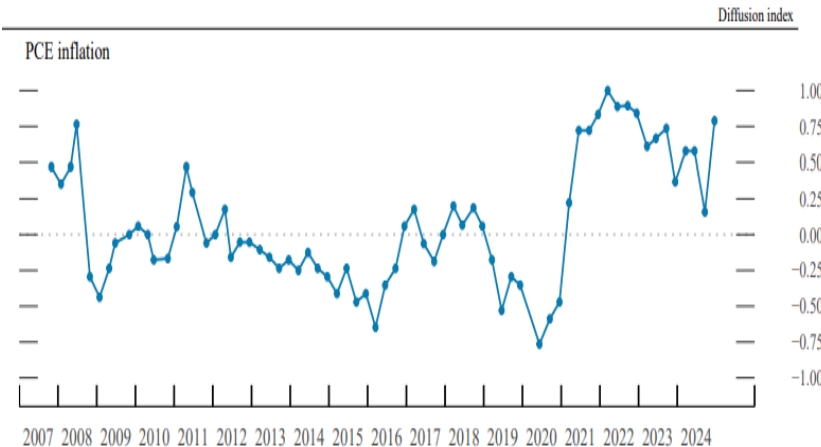
## GDP 경제성장률



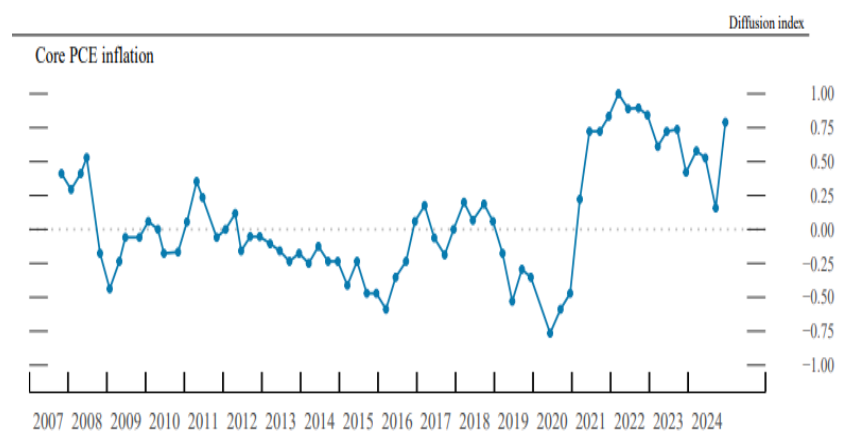
## 실업률



## PCE 물가상승률



## 근원 PCE 물가상승률



주1: 경제전망치를 제시하지 않은 2020년 3월은 제외한 데이터

주2: 상방 리스크(Weighted to the Upside)라고 답변한 수에서 하방 리스크(Weighted to the Downside)라고 답변한 수를 전체 답변자 수로 나눈 값

자료: Fed<sup>1</sup>SEP(2024.12.19), LS증권 리서치센터

# 연준위원들의 성향

## 2025년 FOMC 회의 일정 및 주요 결정 내용

구분	FOMC 회의 일자
Jan	2025년 1월 28일 ~ 29일
March	2025년 3월 18일 ~ 19일
May	2025년 5월 6일 ~ 7일
June	2025년 6월 17일 ~ 18일
July	2025년 7월 29일 ~ 30일
September	2025년 9월 16일 ~ 17일
Oct	2025년 10월 28일 ~ 29일
December	2025년 12월 9일 ~ 10일

구분	2025	2026	2027
Members	New York	New York	New York
	Chicago	Cleveland	Chicago
	Boston	Philadelphia	Richmond
	St. Louis	Dallas	Atlanta
	Kansas City	Minneapolis	San Francisco
Alternate Members	New York	New York	New York
	Cleveland	Chicago	Cleveland
	Philadelphia	Richmond	Boston
	Dallas	Atlanta	St. Louis
	Minneapolis	San Francisco	Kansas City

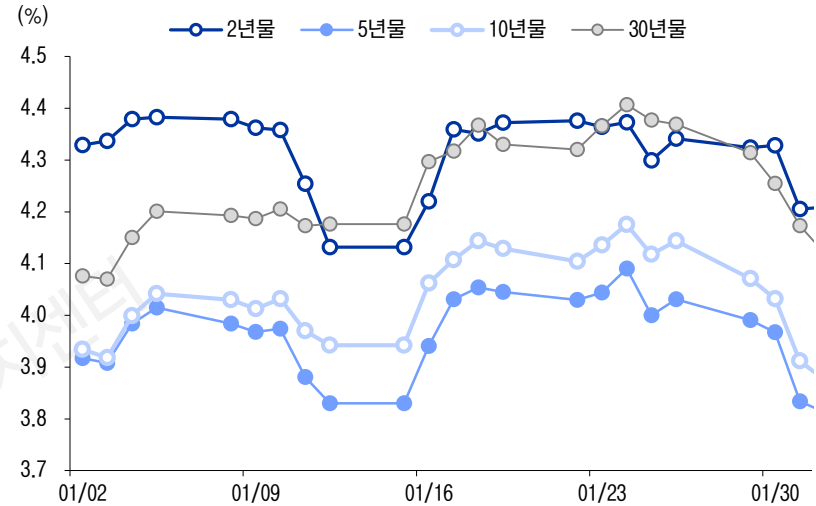
주: Alternate Members 중 New York은 부총재가 총대 대신 참여  
 자료: InTouch Capital Markets, LS증권 리서치센터

FOMC - Hawk/Dove Analysis		InTouch Capital Markets			
Last Update: 19 December 2024					
Name	Position	Hawk Scale	Voter?		
Most Dovish			2024	2025	2026
Kugler	Board		✓	✓	✓
Barr	Board		✓	✓	✓
Goolsbee	Chicago		✗	✓	✗
Cook	Board		✓	✓	✓
Harker	Philadelphia		✗	✗	✓
Jefferson	Vice Chairman		✓	✓	✓
Williams	New York		✓	✓	✓
Collins	Boston		✗	✓	✗
Waller	Board		✓	✓	✓
Powell	Chairman		✓	✓	✓
Daly	San Francisco		✓	✗	✗
Barkin	Richmond		✓	✗	✗
Musalem	St Louis		✗	✓	✗
Logan	Dallas		✗	✗	✓
Kashkari	Minneapolis		✗	✗	✓
Bostic	Atlanta		✓	✗	✗
Schmid	Kansas City		✗	✓	✗
Hammack	Cleveland		✓	✗	✓
Bowman	Board		✓	✓	✓
Most Hawkish					

# CME FedWatch 변화를 알면 금리가 보인다!?

## 1월 초(1/2)

구분	3.25~ 3.50	3.50~ 3.75	3.75~ 4.00	4.00~ 4.25	4.25~ 4.50	4.50~ 4.75	4.75~ 5.00	5.00~ 5.25	5.25~ 5.50
1월 FOMC	-	-	-	-	-	-	-	12.4%	87.6%
3월 FOMC	-	-	-	-	-	-	9.4%	69.6%	21.0%
5월 FOMC	-	-	-	-	-	8.7%	64.9%	24.8%	1.6%
6월 FOMC	-	-	-	0.6%	12.6%	62.1%	23.2%	1.5%	-
7월 FOMC	-	-	0.5%	11.0%	55.6%	28.3%	4.4%	0.2%	-
9월 FOMC	-	0.3%	9.0%	52.4%	31.4%	6.4%	0.5%	0.0%	-
11월 FOMC	0.2%	6.3%	38.8%	38.0%	14.2%	2.3%	0.2%	-	-
12월 FOMC	4.2%	27.5%	38.3%	22.5%	6.5%	0.9%	0.1%	-	-
1월 FOMC	19.1%	34.4%	28.1%	12.2%	2.9%	0.4%	0.0%	-	-



## 1월 말(1/31)

구분	3.25~ 3.50	3.50~ 3.75	3.75~ 4.00	4.00~ 4.25	4.25~ 4.50	4.50~ 4.75	4.75~ 5.00	5.00~ 5.25	5.25~ 5.50
1월 FOMC	-	-	-	-	-	-	-	3.1%	96.9%
3월 FOMC	-	-	-	-	-	-	1.6%	52.8%	45.5%
5월 FOMC	-	-	-	-	-	1.5%	47.3%	46.3%	4.9%
6월 FOMC	-	-	-	0.2%	6.8%	47.2%	41.5%	4.3%	-
7월 FOMC	-	-	0.2%	6.5%	45.2%	41.8%	6.1%	0.2%	-
9월 FOMC	-	0.1%	5.8%	45.9%	42.3%	5.6%	0.2%	-	-
11월 FOMC	0.1%	3.9%	32.2%	43.6%	18.2%	2.1%	0.1%	-	-
12월 FOMC	2.8%	24.3%	40.4%	25.2%	6.5%	0.6%	0.0%	-	-
1월 FOMC	16.2%	34.3%	31.0%	13.6%	2.9%	0.3%	0.0%	-	-

연월	월초 (%)	월말 (%)	MTD (bp)
2년물	4.33	4.21	- 12.4
5년물	3.92	3.83	- 8.3
10년물	3.93	3.91	- 2.2
30년물	4.08	4.17	+ 9.7
장단기 스프레드 (bp)	- 39.50	- 29.30	+ 10.2

### CME FedWatch 예상 변화

1월 초: 3월 인하 개시 + 연내 150bp 인하  
1월 말: 3월 인하 개시 + 연내 150bp 인하  
→ 한 달 간 3월 조기 인하 기대감 지속

### 시장금리 변화

2년, 5년, 10년물 금리는 MTD로 하락한 반면 30년물 금리는 상승 마감. 금리 낙폭이 가장 컸던 연월은 2년물

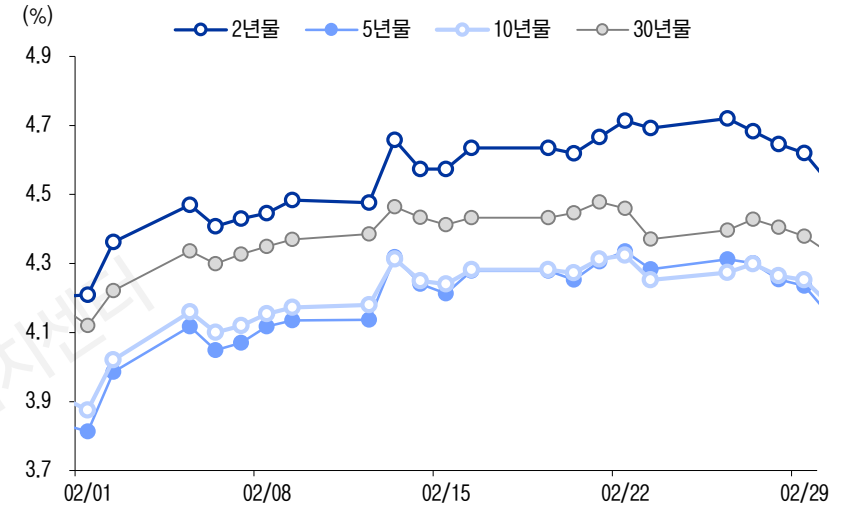
# CME FedWatch 변화를 알면 금리가 보인다!?

## 2월 초(2/1)

구분	3.25~ 3.50	3.50~ 3.75	3.75~ 4.00	4.00~ 4.25	4.25~ 4.50	4.50~ 4.75	4.75~ 5.00	5.00~ 5.25	5.25~ 5.50
3월 FOMC	-	-	-	-	-	-	-	38.0%	62.0%
5월 FOMC	-	-	-	-	-	-	34.2%	59.6%	6.2%
6월 FOMC	-	-	-	-	5.7%	38.5%	50.7%	5.1%	-
7월 FOMC	-	-	-	5.7%	38.2%	50.6%	5.5%	0.0%	-
9월 FOMC	-	0.1%	5.9%	38.7%	50.7%	4.5%	0.1%	-	-
11월 FOMC	0.1%	4.0%	28.3%	46.9%	19.2%	1.5%	0.0%	-	-
12월 FOMC	3.1%	22.4%	42.4%	25.9%	5.8%	0.4%	0.0%	-	-
1월 FOMC	15.4%	35.2%	31.8%	13.0%	2.3%	0.2%	-	-	-
3월 FOMC	27.7%	33.1%	20.2%	6.4%	1.0%	0.1%	-	-	-

## 2월 말(2/29)

구분	3.25~ 3.50	3.50~ 3.75	3.75~ 4.00	4.00~ 4.25	4.25~ 4.50	4.50~ 4.75	4.75~ 5.00	5.00~ 5.25	5.25~ 5.50
3월 FOMC	-	-	-	-	-	-	-	4.0%	96.0%
5월 FOMC	-	-	-	-	-	-	0.6%	18.0%	81.4%
6월 FOMC	-	-	-	-	-	0.3%	10.2%	52.8%	36.7%
7월 FOMC	-	-	-	-	0.2%	6.0%	34.8%	43.5%	15.5%
9월 FOMC	-	-	-	0.2%	4.7%	26.5%	40.8%	23.5%	4.4%
11월 FOMC	-	-	0.1%	2.7%	17.0%	34.5%	31.0%	12.8%	1.9%
12월 FOMC	-	0.1%	1.8%	12.1%	28.6%	32.2%	18.9%	5.6%	0.7%
1월 FOMC	0.0%	1.0%	7.6%	21.3%	30.6%	24.8%	11.5%	2.9%	0.3%
3월 FOMC	0.7%	5.1%	16.1%	27.1%	27.0%	16.6%	6.1%	1.3%	0.1%



연물	월초 (%)	월말 (%)	MTD (bp)
2년물	4.21	4.62	+41.1
5년물	3.81	4.24	+42.2
10년물	3.88	4.25	+37.7
30년물	4.12	4.38	+25.9
장단기 스프레드 (bp)	-33.40	-36.80	-3.4

### CME FedWatch 예상 변화

2월 초: 5월 인하개시 + 연내 150bp 인하  
 2월 말: 6월 인하개시 + 연내 75bp 인하  
 → 월중순에 발표된 1월 미 소비자물가에 3월 조기 인하 기대감 빠르게 후퇴

### 시장금리 변화

2년, 5년, 10년물, 30년물 금리는 MTD로 일제히 상승. 최초 인하 시점 6월로 지연됨에 따라 단기물 금리의 상승 폭 두드러짐. 반면 30년물 금리는 상대적으로 상승 폭 제한

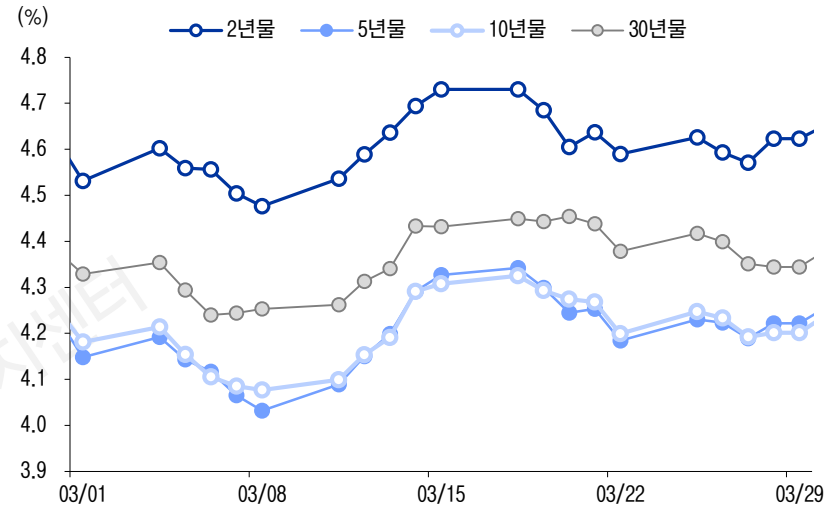
# CME FedWatch 변화를 알면 금리가 보인다!?

## 3월 초(3/1)

구분	3.25~ 3.50	3.50~ 3.75	3.75~ 4.00	4.00~ 4.25	4.25~ 4.50	4.50~ 4.75	4.75~ 5.00	5.00~ 5.25	5.25~ 5.50
3월 FOMC	-	-	-	-	-	-	-	4.0%	96.0%
5월 FOMC	-	-	-	-	-	-	0.9%	25.1%	74.0%
6월 FOMC	-	-	-	-	-	0.6%	16.6%	56.8%	26.0%
7월 FOMC	-	-	-	-	0.4%	11.5%	44.0%	35.8%	8.3%
9월 FOMC	-	-	-	0.3%	9.3%	35.7%	37.6%	15.1%	2.1%
11월 FOMC	-	-	0.2%	5.8%	25.4%	36.8%	23.9%	7.2%	0.8%
12월 FOMC	-	0.1%	4.1%	19.4%	33.3%	27.8%	12.3%	2.7%	0.3%
1월 FOMC	0.1%	2.3%	12.6%	27.2%	30.3%	19.2%	7.0%	1.4%	0.1%
3월 FOMC	1.5%	8.7%	21.6%	29.1%	23.4%	11.6%	3.5%	0.6%	0.0%

## 3월 말(3/28)

구분	3.25~ 3.50	3.50~ 3.75	3.75~ 4.00	4.00~ 4.25	4.25~ 4.50	4.50~ 4.75	4.75~ 5.00	5.00~ 5.25	5.25~ 5.50
5월 FOMC	-	-	-	-	-	-	-	9.3%	90.7%
6월 FOMC	-	-	-	-	-	-	5.2%	55.2%	39.6%
7월 FOMC	-	-	-	-	-	2.2%	25.9%	48.7%	23.2%
9월 FOMC	-	-	-	-	1.9%	19.1%	41.8%	30.6%	6.7%
11월 FOMC	-	-	-	0.9%	9.9%	29.6%	36.6%	19.5%	3.6%
12월 FOMC	-	-	0.6%	7.2%	23.8%	34.5%	24.5%	8.3%	1.1%
1월 FOMC	-	0.3%	3.7%	15.0%	28.9%	29.8%	16.9%	4.9%	0.6%
3월 FOMC	0.2%	2.4%	10.7%	23.6%	29.5%	21.8%	9.4%	2.2%	0.2%



연월	월초 (%)	월말 (%)	MTD (bp)
2년물	4.53	4.62	+9.2
5년물	4.15	4.22	+7.4
10년물	4.18	4.20	+2.0
30년물	4.33	4.34	+1.5
장단기 스프레드 (bp)	-35.00	-42.20	-7.2

### CME FedWatch 예상 변화

3월 초: 6월 인하 개시 + 연내 100bp 인하  
 3월 말: 6월 인하 개시 + 연내 75bp 인하  
 → 3월 점도표에서 연내 75bp 인하 시사.  
 CME Fedwatch도 연내 75bp로 조정.  
 단, 최초 인하 예상 시점은 6월로 유지됨

### 시장금리 변화

2년, 5년, 10년물, 30년물 금리는 MTD로 일제히 상승. 다만 월초 전망 대비 연준의 연내 인하 횟수가 축소됨에 따라 단기물 금리의 상승 폭이 더 컸음

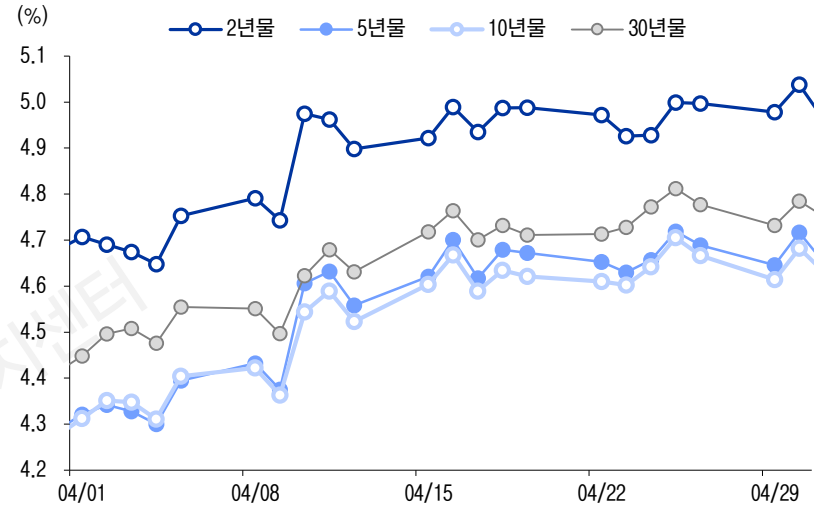
# CME FedWatch 변화를 알면 금리가 보인다!?

## 4월 초(4/1)

구분	3.25~ 3.50	3.50~ 3.75	3.75~ 4.00	4.00~ 4.25	4.25~ 4.50	4.50~ 4.75	4.75~ 5.00	5.00~ 5.25	5.25~ 5.50
5월 FOMC	-	-	-	-	-	-	-	1.8%	98.2%
6월 FOMC	-	-	-	-	-	-	1.1%	56.8%	42.1%
7월 FOMC	-	-	-	-	-	0.4%	19.5%	52.0%	28.2%
9월 FOMC	-	-	-	-	0.6%	12.7%	39.4%	36.9%	10.5%
11월 FOMC	-	-	-	0.2%	5.8%	24.2%	38.3%	25.5%	5.9%
12월 FOMC	-	-	0.2%	3.8%	17.6%	33.2%	30.1%	13.0%	2.2%
1월 FOMC	-	0.1%	1.8%	10.0%	24.6%	31.8%	22.4%	8.1%	1.2%
3월 FOMC	-	1.1%	6.4%	18.3%	28.7%	26.5%	14.3%	4.2%	0.5%

## 4월 말(4/30)

구분	3.25~ 3.50	3.50~ 3.75	3.75~ 4.00	4.00~ 4.25	4.25~ 4.50	4.50~ 4.75	4.75~ 5.00	5.00~ 5.25	5.25~ 5.50
5월 FOMC	-	-	-	-	-	-	-	-	99.9%
6월 FOMC	-	-	-	-	-	-	-	9.6%	90.3%
7월 FOMC	-	-	-	-	-	-	1.4%	21.3%	77.2%
9월 FOMC	-	-	-	-	-	0.4%	7.3%	38.1%	54.2%
11월 FOMC	-	-	-	-	0.1%	2.0%	14.5%	41.8%	41.6%
12월 FOMC	-	-	-	-	0.8%	6.4%	24.1%	41.7%	26.9%
1월 FOMC	-	-	-	0.2%	2.1%	10.6%	28.3%	38.3%	20.6%
3월 FOMC	-	-	0.1%	1.0%	5.6%	17.9%	32.4%	31.0%	12.1%



연물	월초 (%)	월말 (%)	MTD (bp)
2년물	4.71	5.04	+33.1
5년물	4.32	4.72	+39.6
10년물	4.31	4.68	+37.0
30년물	4.45	4.79	+33.7
장단기 스프레드 (bp)	-39.50	-35.60	+3.9

### CME FedWatch 예상 변화

4월 초: 6월 인하 개시 + 연내 75bp 인하  
 4월 말: 12월 인하 개시 + 연내 25bp 인하  
 → 월초까지만해도 상반기 인하 기대감 유효.  
 3월 고용지표 호조, 인하 시기상조 평가에  
 인하 시점 추가 지연, 인하 횟수 추가 축소

### 시장금리 변화

2년, 5년, 10년물, 30년물 금리는 MTD로 일제히 급등. 심지어 연내 추가 인상 가능성 제기. 최초 인하 예상 시점 연말로 추가 지연 및 인하 횟수 축소에 장단기 금리 모두 상승

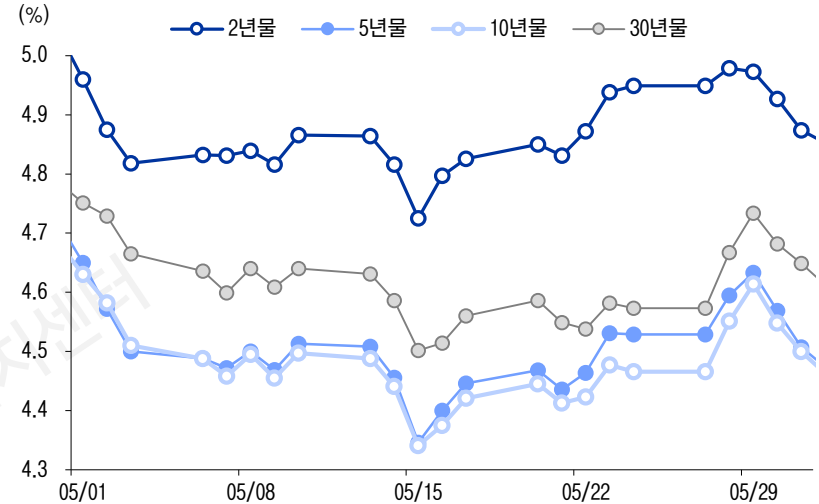
# CME FedWatch 변화를 알면 금리가 보인다!?

## 5월 초(5/1)

구분	3.25~ 3.50	3.50~ 3.75	3.75~ 4.00	4.00~ 4.25	4.25~ 4.50	4.50~ 4.75	4.75~ 5.00	5.00~ 5.25	5.25~ 5.50
5월 FOMC	-	-	-	-	-	-	-	0.2%	99.8%
6월 FOMC	-	-	-	-	-	-	-	9.3%	90.7%
7월 FOMC	-	-	-	-	-	-	1.9%	26.1%	72.0%
9월 FOMC	-	-	-	-	-	0.7%	10.6%	42.6%	46.1%
11월 FOMC	-	-	-	-	0.2%	3.6%	20.0%	43.6%	32.6%
12월 FOMC	-	-	-	0.1%	1.7%	10.9%	30.5%	38.7%	18.0%
1월 FOMC	-	-	-	0.6%	4.7%	17.2%	33.1%	32.1%	12.3%
3월 FOMC	-	-	0.3%	2.5%	10.5%	24.6%	32.6%	22.9%	6.6%

## 5월 말(5/31)

구분	3.25~ 3.50	3.50~ 3.75	3.75~ 4.00	4.00~ 4.25	4.25~ 4.50	4.50~ 4.75	4.75~ 5.00	5.00~ 5.25	5.25~ 5.50
6월 FOMC	-	-	-	-	-	-	-	4.4%	95.6%
7월 FOMC	-	-	-	-	-	-	0.5%	15.7%	83.8%
9월 FOMC	-	-	-	-	-	0.3%	7.6%	47.0%	45.1%
11월 FOMC	-	-	-	-	0.1%	2.3%	18.2%	46.5%	33.0%
12월 FOMC	-	-	-	-	1.3%	11.0%	33.8%	39.1%	14.8%
1월 FOMC	-	-	-	0.4%	4.4%	18.3%	35.5%	31.3%	10.1%
3월 FOMC	-	-	0.2%	2.3%	11.1%	26.5%	33.5%	21.1%	5.2%
5월 FOMC	-	0.1%	1.1%	6.0%	17.5%	29.4%	28.4%	14.6%	3.1%



연물	월초 (%)	월말 (%)	MTD (bp)
2년물	4.96	4.87	- 8.6
5년물	4.65	4.51	- 14.3
10년물	4.63	4.50	- 13.0
30년물	4.75	4.65	- 10.2
장단기 스프레드 (bp)	- 33.0	- 37.4	- 4.4

### CME FedWatch 예상 변화

5월 초: 11월 인하개시 + 연내 25bp 인하  
 5월 말: 9월 인하개시 + 연내 25bp 인하  
 → FOMC 회의에서 제롬 파월 의장이 추가 인상 가능성 배제 + 부진한 4월 고용지표 등에 인하 시점은 11월에서 9월로 조정됨

### 시장금리 변화

2년, 5년, 10년물, 30년물 금리는 MTD로 일제히 하락. 월중순에 소비자물가 상승률 및 소매판매 둔화 등에 9월 인하 베팅 확대. 인하 관련 연준위원의 신중함 스탠스, 입찰 부진 등은 금리 상승 요인. 월말에는 1Q GDP 잠정치는 속보치 대비 하향조정돼 금리 하락 요인

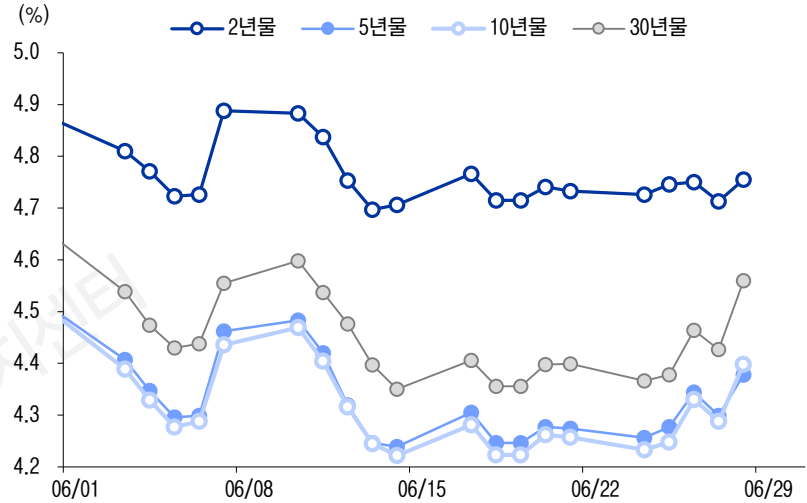
# CME FedWatch 변화를 알면 금리가 보인다!?

## 6월 초(6/3)

구분	3.25~3.50	3.50~3.75	3.75~4.00	4.00~4.25	4.25~4.50	4.50~4.75	4.75~5.00	5.00~5.25	5.25~5.50
6월 FOMC	-	-	-	-	-	-	-	1.5%	98.6%
7월 FOMC	-	-	-	-	-	-	0.2%	15.5%	84.3%
9월 FOMC	-	-	-	-	-	0.2%	8.4%	51.2%	40.3%
11월 FOMC	-	-	-	-	0.1%	2.8%	22.3%	47.6%	27.2%
12월 FOMC	-	-	-	0.0%	1.8%	14.7%	37.7%	35.2%	10.6%
1월 FOMC	-	-	0.0%	0.7%	7.0%	24.0%	36.7%	25.2%	6.3%
3월 FOMC	-	0.0%	0.4%	4.0%	15.9%	30.6%	30.7%	15.4%	3.0%
5월 FOMC	-	0.2%	2.1%	9.5%	22.7%	30.7%	23.6%	9.6%	1.6%

## 6월 말(6/28)

구분	3.25~3.50	3.50~3.75	3.75~4.00	4.00~4.25	4.25~4.50	4.50~4.75	4.75~5.00	5.00~5.25	5.25~5.50
7월 FOMC	-	-	-	-	-	-	-	10.3%	89.7%
9월 FOMC	-	-	-	-	-	-	6.0%	58.0%	36.0%
11월 FOMC	-	-	-	-	-	2.2%	25.4%	49.8%	22.6%
12월 FOMC	-	-	-	-	1.6%	19.2%	43.2%	29.9%	6.1%
1월 FOMC	-	-	-	0.9%	11.4%	32.5%	35.8%	16.7%	2.7%
3월 FOMC	-	-	0.6%	7.8%	25.4%	34.7%	23.2%	7.4%	0.9%
5월 FOMC	-	0.4%	5.2%	18.9%	31.3%	27.4%	13.2%	3.3%	0.3%
6월 FOMC	0.2%	2.4%	10.9%	24.1%	29.7%	21.5%	9.1%	2.1%	0.2%
7월 FOMC	0.9%	5.4%	15.5%	26.0%	26.8%	17.1%	6.6%	1.4%	0.1%



연월	월초 (%)	월말 (%)	MTD (bp)
2년물	4.81	4.76	- 5.5
5년물	4.407	4.38	- 2.9
10년물	4.39	4.39	+ 0.9
30년물	4.54	4.56	+ 2.1
장단기 스프레드 (bp)	-42.1	-35.7	+6.4

### CME FedWatch 예상 변화

6월 초: 9월 인하 개시 + 연내 50bp 인하  
 현재: 9월 인하 개시 + 연내 50bp 인하  
 → 고무적인 5월 CPI 발표에도 불구하고 연준은 6월 점도표에서 연내 한 차례 시사. 다만 시장은 연내 두 차례 인하 재반영

### 시장금리 변화

MTD로 2년, 5년물 금리는 하락한 반면 10년물, 30년물 금리는 상승 마감. 6월 FOMC 회의 직전까지만 해도 11월 25bp 인하 예상, 양호한 5월 고용지표 등에 금리 급등. 6월 FOMC 회의 이후 연내 두 차례 인하 기대감, 물가 둔화 등에 금리 급락했으나 시카고 PMI 호조, 금리 레벨 부담으로 금리 낙폭 되돌려짐

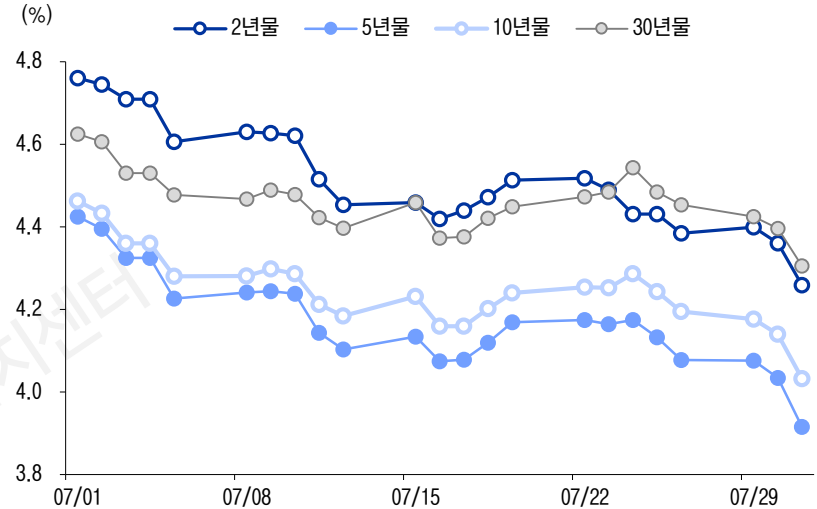
# CME FedWatch 변화를 알면 금리가 보인다!?

## 7월 초(7/1)

구분	3.25~ 3.50	3.50~ 3.75	3.75~ 4.00	4.00~ 4.25	4.25~ 4.50	4.50~ 4.75	4.75~ 5.00	5.00~ 5.25	5.25~ 5.50
7월 FOMC	-	-	-	-	-	-	-	9.3%	90.7%
9월 FOMC	-	-	-	-	-	-	5.6%	59.8%	34.6%
11월 FOMC	-	-	-	-	-	2.2%	26.5%	50.1%	21.2%
12월 FOMC	-	-	-	-	1.5%	19.2%	43.0%	29.9%	6.4%
1월 FOMC	-	-	-	0.8%	10.6%	31.5%	36.3%	17.8%	3.1%
3월 FOMC	-	-	0.5%	6.7%	23.1%	34.4%	25.2%	9.0%	1.2%
5월 FOMC	-	0.3%	3.9%	15.7%	29.3%	29.3%	16.3%	4.7%	0.6%
6월 FOMC	0.1%	1.6%	8.4%	20.9%	29.3%	24.4%	11.9%	3.1%	0.4%
7월 FOMC	0.6%	3.9%	12.5%	23.7%	27.7%	20.2%	9.0%	2.2%	0.2%

## 7월 말(7/31)

구분	3.25~ 3.50	3.50~ 3.75	3.75~ 4.00	4.00~ 4.25	4.25~ 4.50	4.50~ 4.75	4.75~ 5.00	5.00~ 5.25	5.25~ 5.50
7월 FOMC	-	-	-	-	-	-	-	1.0%	99.0%
9월 FOMC	-	-	-	-	-	0.1%	11.8%	88.1%	-
11월 FOMC	-	-	-	-	0.1%	8.4%	65.7%	25.9%	-
12월 FOMC	-	-	-	0.1%	8.2%	64.9%	26.4%	0.3%	-
1월 FOMC	-	-	0.1%	6.0%	49.5%	36.9%	7.5%	0.1%	-
3월 FOMC	-	0.1%	5.4%	45.1%	38.2%	10.4%	0.8%	0.0%	-
5월 FOMC	0.0%	4.5%	38.3%	39.4%	15.2%	2.5%	0.2%	-	-
6월 FOMC	2.2%	20.7%	38.8%	27.8%	9.1%	1.4%	0.1%	-	-
7월 FOMC	9.8%	28.2%	34.3%	20.1%	5.9%	0.8%	0.1%	-	-



연물	월초 (%)	월말 (%)	MTD (bp)
2년물	4.76	4.26	-50.1
5년물	4.43	3.92	-51.0
10년물	4.46	4.03	-43.0
30년물	4.63	4.31	-32.0
장단기 스프레드 (bp)	-29.8	-22.7	+7.1

### CME FedWatch 예상 변화

7월 초: 9월 인하 개시 + 연내 50bp 인하  
 7월 말: 9월 인하 개시 + 연내 75bp 인하  
 → 실업률 상승세 지속, 인플레이션 둔화 지속 등으로 연내 인하 횟수가 2회에서 3회로 증가. 특히 일부 비둘기파적인 연준위원들은 최근 물가 둔화에 대한 진전 긍정적으로 평가

### 시장금리 변화

2년, 5년, 10년물, 30년물 금리는 MTD로 일제히 하락 마감. 연내 인하 예상 횟수 3회로 1차례 확대되면서 단기물 낙폭 더 컸음. 물가 및 고용지표 둔화는 금리 하락 요인으로 작용. 7월 FOMC 기자회견서 제롬 파월 의장 발언 9월 인하로 해석되면서 월말 금리 낙폭 확대

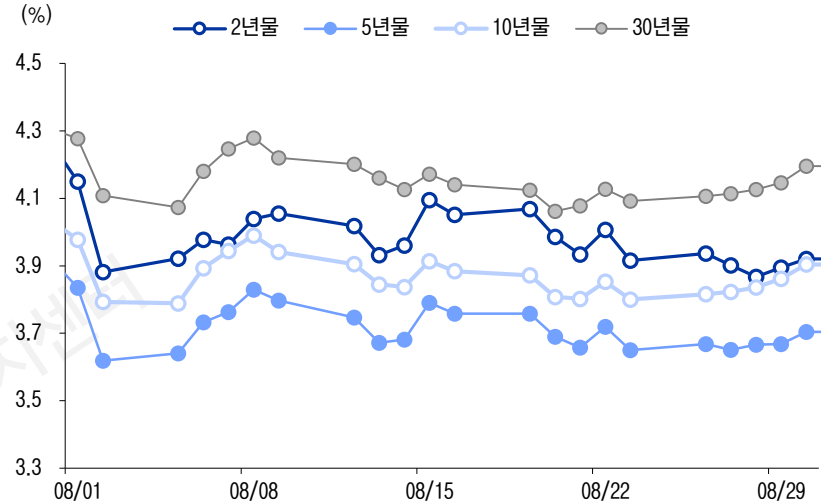
# CME FedWatch 변화를 알면 금리가 보인다!?

## 8월 초(8/1)

구분	3.25~ 3.50	3.50~ 3.75	3.75~ 4.00	4.00~ 4.25	4.25~ 4.50	4.50~ 4.75	4.75~ 5.00	5.00~ 5.25	5.25~ 5.50
9월 FOMC	-	-	-	-	-	-	22.0%	78.0%	-
11월 FOMC	-	-	-	-	-	21.9%	77.6%	0.5%	-
12월 FOMC	-	-	-	2.5%	28.1%	68.9%	0.5%	-	-
1월 FOMC	-	-	2.1%	23.9%	62.1%	11.8%	0.1%	-	-
3월 FOMC	-	2.1%	23.9%	62.1%	11.8%	0.1%	-	-	-
5월 FOMC	1.9%	22.0%	58.9%	16.1%	1.1%	-	-	-	-
6월 FOMC	12.2%	40.9%	37.1%	8.4%	0.5%	-	-	-	-
7월 FOMC	24.6%	39.2%	24.6%	5.0%	0.3%	-	-	-	-
9월 FOMC	31.4%	32.5%	15.6%	2.8%	0.2%	-	-	-	-

## 8월 말(8/30)

구분	3.25~ 3.50	3.50~ 3.75	3.75~ 4.00	4.00~ 4.25	4.25~ 4.50	4.50~ 4.75	4.75~ 5.00	5.00~ 5.25	5.25~ 5.50
9월 FOMC	-	-	-	-	-	-	30.0%	70.0%	-
11월 FOMC	-	-	-	-	8.9%	41.9%	49.3%	-	-
12월 FOMC	-	-	3.5%	21.8%	44.8%	30.0%	-	-	-
1월 FOMC	0.4%	5.5%	24.4%	43.1%	26.6%	-	-	-	-
3월 FOMC	7.4%	26.3%	41.5%	23.9%	-	-	-	-	-
5월 FOMC	20.6%	36.9%	29.2%	7.1%	-	-	-	-	-
6월 FOMC	31.1%	31.9%	15.0%	2.5%	-	-	-	-	-
7월 FOMC	31.5%	24.6%	9.6%	1.4%	-	-	-	-	-
9월 FOMC	29.2%	19.7%	6.9%	1.0%	-	-	-	-	-



연물	월초 (%)	월말 (%)	MTD (bp)
2년물	4.15	3.92	-23
5년물	3.84	3.70	-13.1
10년물	3.98	3.90	-7.3
30년물	4.28	4.20	-8.1
장단기 스프레드 (bp)	-17.3	-1.6	+15.7

### CME FedWatch 예상 변화

8월 초: 9월 인하 개시 + 연내 75bp 인하  
 8월 말: 9월 인하 개시 + 연내 100bp 인하  
 → 7월 고용보고서 쇼크 및 잭슨홀 미팅에서 비둘기파적인 스탠스의 제롬 파월 연준 의장의 발언 등으로 빅스텝 인하 기대감 유지

### 시장금리 변화

2년, 5년, 10년물, 30년물 금리는 MTD로 일제히 하락. 고용 지표 쇼크에 美 경기 침체 우려 높아지는 가운데 연준 빅스텝 인하 전망 제기되며 장단기물 금리 급락. 다만 월초 연속 빅스텝 전망이 과도했던 만큼 이후 금리 레벨 변화는 다소 제한적인 움직임을 보임

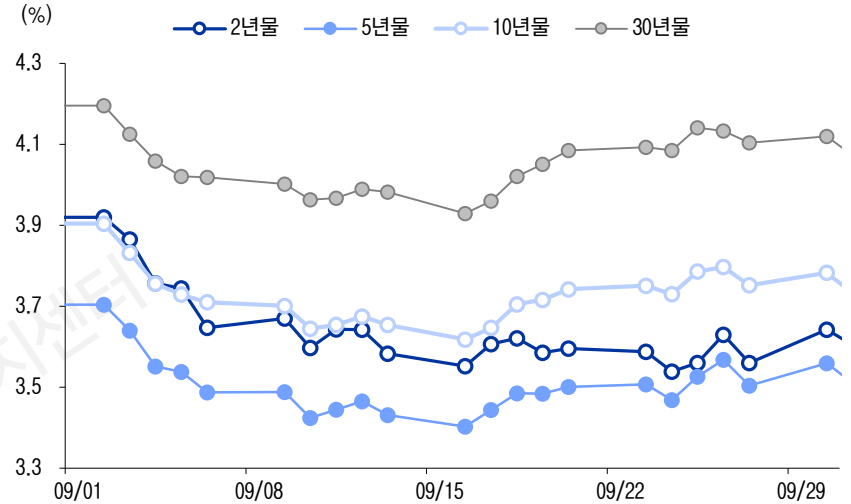
# CME FedWatch 변화를 알면 금리가 보인다!?

## 9월 초(9/3)

구분	3.00~ 3.25	3.25~ 3.50	3.50~ 3.75	3.75~ 4.00	4.00~ 4.25	4.25~ 4.50	4.50~ 4.75	4.75~ 5.00	5.00~ 5.25
9월 FOMC	-	-	-	-	-	-	0.0%	38.0%	62.0%
11월 FOMC	-	-	-	-	-	10.5%	44.7%	44.8%	-
12월 FOMC	-	-	-	4.1%	23.8%	44.7%	27.4%	-	-
1월 FOMC	-	0.6%	6.7%	26.6%	42.4%	23.7%	-	-	-
3월 FOMC	1.0%	8.3%	27.9%	40.9%	21.8%	-	-	-	-
5월 FOMC	6.5%	22.9%	37.6%	26.7%	5.6%	-	-	-	-
6월 FOMC	17.0%	32.3%	30.6%	13.2%	2.0%	-	-	-	-
7월 FOMC	23.9%	31.5%	22.7%	8.1%	1.1%	-	-	-	-
9월 FOMC	26.4%	28.7%	18.0%	5.8%	0.7%	-	-	-	-

## 9월 말(9/30)

구분	2.50~ 2.75	2.75~ 3.00	3.00~ 3.25	3.25~ 3.50	3.50~ 3.75	3.75~ 4.00	4.00~ 4.25	4.25~ 4.50	4.50~ 4.75
11월 FOMC	-	-	-	-	-	-	-	34.7%	65.3%
12월 FOMC	-	-	-	-	-	14.4%	47.4%	38.2%	-
1월 FOMC	-	-	-	3.1%	21.6%	45.4%	29.9%	-	-
3월 FOMC	-	0.4%	5.4%	24.4%	43.5%	26.3%	-	-	-
5월 FOMC	0.3%	4.3%	20.3%	39.4%	30.1%	5.8%	-	-	-
6월 FOMC	2.9%	14.6%	32.6%	33.3%	14.3%	2.0%	-	-	-
7월 FOMC	7.2%	21.3%	32.9%	26.3%	9.8%	1.3%	-	-	-
9월 FOMC	11.3%	24.7%	31.0%	21.5%	7.3%	0.9%	-	-	-
10월 FOMC	13.6%	25.7%	29.4%	19.1%	6.2%	0.8%	-	-	-



연월	월초 (%)	월말 (%)	MTD (bp)
2년물	3.87	3.64	-22.3
5년물	3.64	3.56	-8.1
10년물	3.83	3.78	-4.9
30년물	4.13	4.12	-0.5
장단기 스프레드 (bp)	-3.3	14.1	+ 17.4

### CME FedWatch 예상 변화

9월 초: 9월 인하개시 + 연내100bp 인하  
 9월 말: 연내 75bp 추가 인하  
 → 9월 FOMC(9/18)에서 빅스텝 인하 결정.  
 9월 점도표에서는 연내 50bp 추가 인하 시사  
 했음에도 시장은 연내 추가 75bp 인하 기대

### 시장금리 변화

2년, 5년, 10년물, 30년물 금리는 MTD로 일제히 하락. 연준의 빅스텝 인하 가능성 제기 됨에 따라 FOMC 회의 전에 금리 낙폭 확대. 다만, 연내 추가 50bp 인하만을 시사하면서 시장은 추가 빅스텝 인하 가능성을 낮게 평가하기 시작. 오히려 금리 하락 분을 소폭 되돌리며 마무리하는 모습

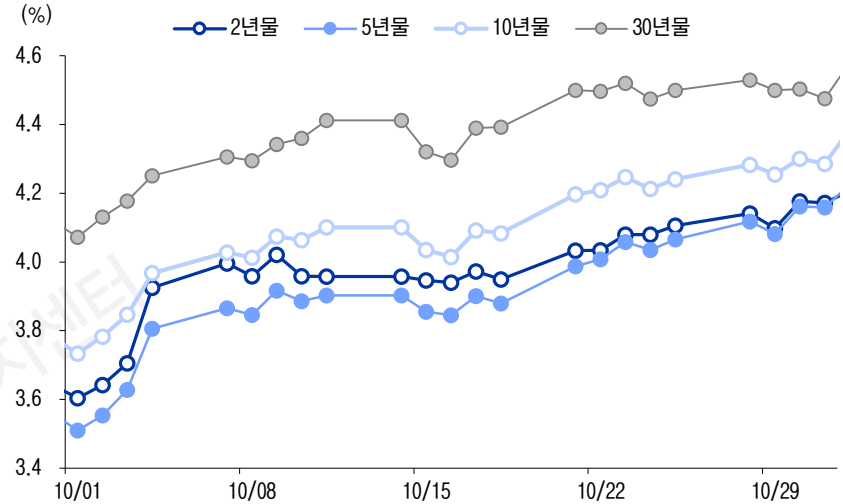
# CME FedWatch 변화를 알면 금리가 보인다!?

## 10월 초(10/1)

구분	2.50~ 2.75	2.75~ 3.00	3.00~ 3.25	3.25~ 3.50	3.50~ 3.75	3.75~ 4.00	4.00~ 4.25	4.25~ 4.50	4.50~ 4.75
11월 FOMC	-	-	-	-	-	-	-	36.8%	63.2%
12월 FOMC	-	-	-	-	-	17.8%	49.6%	32.6%	-
1월 FOMC	-	-	-	3.9%	24.7%	45.9%	25.5%	-	-
3월 FOMC	-	0.5%	6.4%	27.3%	43.4%	22.5%	-	-	-
5월 FOMC	0.4%	5.1%	22.7%	39.9%	27.0%	4.9%	-	-	-
6월 FOMC	3.4%	16.5%	33.8%	31.6%	12.7%	1.7%	-	-	-
7월 FOMC	8.5%	23.3%	32.9%	24.2%	8.4%	1.1%	-	-	-
9월 FOMC	13.1%	26.2%	30.3%	19.3%	6.2%	0.7%	-	-	-
10월 FOMC	15.6%	27.0%	28.2%	16.8%	5.1%	0.6%	-	-	-

## 10월 말(10/31)

구분	2.75~ 3.00	3.00~ 3.25	3.25~ 3.50	3.50~ 3.75	3.75~ 4.00	4.00~ 4.25	4.25~ 4.50	4.50~ 4.75	4.75~ 5.00
11월 FOMC	-	-	-	-	-	-	-	94.8%	5.2%
12월 FOMC	-	-	-	-	-	-	75.1%	23.8%	1.1%
1월 FOMC	-	-	-	-	-	46.6%	43.3%	9.7%	0.4%
3월 FOMC	-	-	-	-	31.7%	44.3%	20.5%	3.4%	0.1%
5월 FOMC	-	-	-	16.2%	38.2%	32.1%	11.7%	1.7%	0.1%
6월 FOMC	-	-	8.4%	27.6%	35.0%	21.5%	6.5%	0.9%	-
7월 FOMC	-	2.3%	13.6%	29.6%	31.4%	17.5%	5.0%	0.6%	-
9월 FOMC	0.6%	5.3%	17.9%	30.1%	27.7%	14.1%	3.8%	0.5%	-
10월 FOMC	1.4%	7.5%	20.0%	29.7%	25.3%	12.4%	3.3%	0.4%	-



연월	월초 (%)	월말 (%)	MTD (bp)
2년물	3.60	4.17	+56.8
5년물	3.51	4.16	+64.9
10년물	3.73	4.29	+55.3
30년물	4.07	4.48	+40.4
장단기 스프레드 (bp)	12.9	11.4	-1.5

### CME FedWatch 예상 변화

10월 초: 연내 75bp 추가 인하  
 10월 말: 연내 50bp 추가 인하  
 → 월초 공개된 9월 고용보고서에서 실업률 재차 하락 + 컨센서스를 상회한 월간 비농업 부문 고용 등으로 빅스텝 인하 베팅 소멸. 9월 점도표에서 시사한 50bp 인하로 예상 수정

### 시장금리 변화

2년, 5년, 10년물, 30년물 금리는 MTD로 일제히 큰 폭 상승. 여전히 美 경기가 견조하다는 예상, 심지어는 노랜딩 전망 제기되면서 11월 동결 가능성 제기. 트럼프 트레이딩(재정적자 심화에 따른 국제 공급 물량 확대)까지 더해져 장단기 금리 일제히 상방 압력 확대

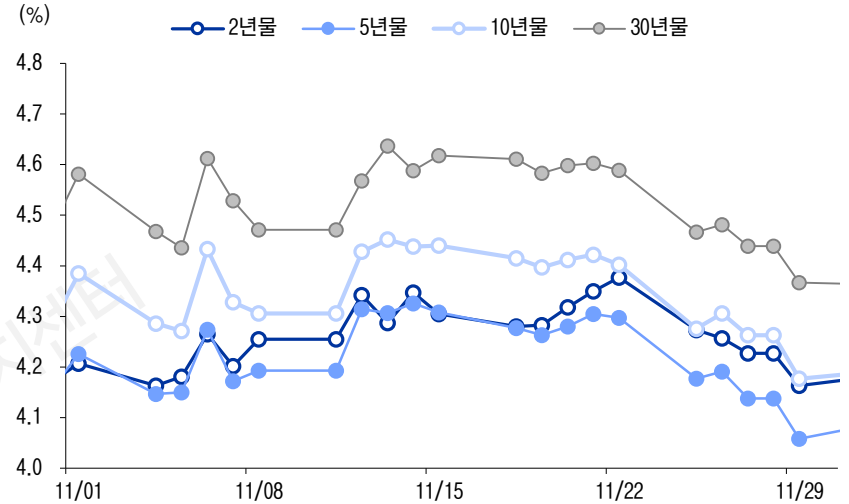
# CME FedWatch 변화를 알면 금리가 보인다!?

## 11월 초(11/1)

구분	2.50~ 2.75	2.75~ 3.00	3.00~ 3.25	3.25~ 3.50	3.50~ 3.75	3.75~ 4.00	4.00~ 4.25	4.25~ 4.50	4.50~ 4.75
11월 FOMC	-	-	-	-	-	-	-	-	98.9%
12월 FOMC	-	-	-	-	-	-	-	82.7%	17.1%
1월 FOMC	-	-	-	-	-	-	44.2%	47.6%	8.1%
3월 FOMC	-	-	-	-	-	27.4%	46.3%	23.1%	3.1%
5월 FOMC	-	-	-	-	11.9%	35.6%	36.3%	14.5%	1.8%
6월 FOMC	-	-	-	6.2%	24.2%	36.0%	25.0%	7.9%	0.9%
7월 FOMC	-	-	1.7%	11.0%	27.3%	33.0%	20.4%	6.0%	0.6%
9월 FOMC	-	0.4%	4.0%	15.1%	28.8%	29.9%	16.8%	4.7%	0.5%
10월 FOMC	0.1%	1.0%	5.9%	17.4%	28.9%	27.6%	14.7%	3.9%	0.4%

## 11월 말(11/30)

구분	2.75~ 3.00	3.00~ 3.25	3.25~ 3.50	3.50~ 3.75	3.75~ 4.00	4.00~ 4.25	4.25~ 4.50	4.50~ 4.75	4.75~ 5.00
12월 FOMC	-	-	-	-	-	-	-	66.0%	34.0%
1월 FOMC	-	-	-	-	-	-	16.9%	57.8%	25.3%
3월 FOMC	-	-	-	-	-	9.5%	39.8%	39.6%	11.1%
5월 FOMC	-	-	-	-	2.8%	18.6%	39.8%	31.1%	7.8%
6월 FOMC	-	-	-	1.3%	10.0%	28.2%	35.8%	20.5%	4.3%
7월 FOMC	-	-	0.3%	3.4%	14.5%	30.1%	32.0%	16.5%	3.2%
9월 FOMC	-	0.1%	1.3%	6.8%	19.2%	30.7%	27.3%	12.4%	2.2%
10월 FOMC	-	0.4%	2.6%	9.7%	21.9%	29.9%	23.8%	10.0%	1.7%
12월 FOMC	0.1%	0.8%	4.1%	12.2%	23.6%	28.6%	8.3%	21.0%	1.4%



연월	월초 (%)	월말 (%)	MTD (bp)
2년물	4.21	4.16	-4.4
5년물	4.23	4.06	-16.8
10년물	4.39	4.18	-20.8
30년물	4.58	4.37	-21.4
장단기 스프레드 (bp)	17.8	1.4	-16.4

**CME FedWatch 예상 변화**  
 11월 초: 연내 50bp 추가 인하  
 11월 말: 연내 25bp 추가 인하  
 → 10월 고용보고서가 다소 부진했음에도 보잉의 대규모 파업, 허리케인 등에 의한 영향으로 해석되며 영향은 제한적. 11월 FOMC 기자회견에서 연준 제롬 파월 의장, 美 대선 결과가 단기적으로 통화정책에 미치는 영향 없다고 언급해 12월 25bp 인하 가능성 유지

**시장금리 변화**  
 2년, 5년, 10년물, 30년물 금리는 MTD로 일제히 하락. 특히 장기물 중심으로 낙폭이 두드러지는 모습. 월말, 트럼프 당선인이 스킷 베센트를 재무장관으로 지명함에 따라 재정적자 관련 채권시장 우려감 소폭 완화된데 기인

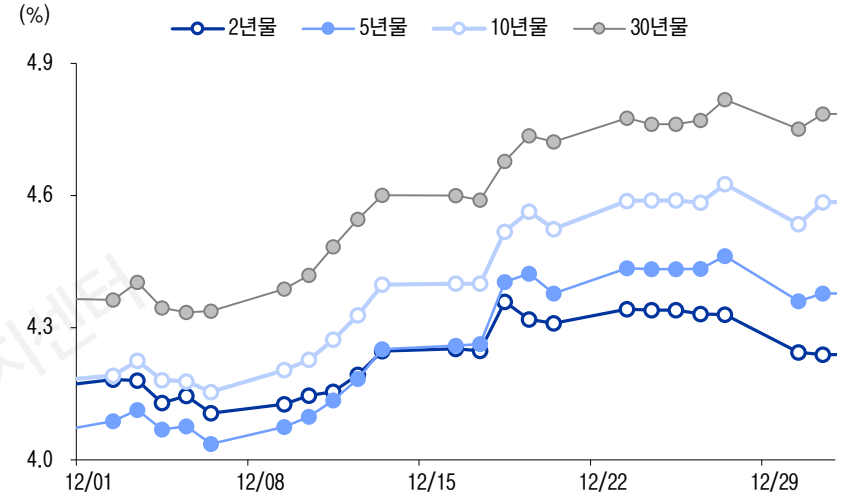
# CME FedWatch 변화를 알면 금리가 보인다!?

## 12월 초(12/2)

구분	2.50~ 2.75	2.75~ 3.00	3.00~ 3.25	3.25~ 3.50	3.50~ 3.75	3.75~ 4.00	4.00~ 4.25	4.25~ 4.50	4.50~ 4.75
12월 FOMC	-	-	-	-	-	-	-	61.6%	38.4%
1월 FOMC	-	-	-	-	-	-	11.9%	57.1%	31.0%
3월 FOMC	-	-	-	-	-	6.4%	36.3%	43.0%	14.3%
5월 FOMC	-	-	-	-	1.8%	14.9%	38.2%	34.8%	10.2%
6월 FOMC	-	-	-	0.9%	8.2%	26.3%	36.6%	22.9%	5.2%
7월 FOMC	-	-	0.2%	2.9%	13.1%	29.0%	32.8%	18.1%	3.8%
9월 FOMC	-	0.1%	1.0%	6.0%	17.9%	30.2%	28.4%	13.8%	2.7%
10월 FOMC	-	0.3%	2.2%	8.8%	20.8%	29.8%	25.0%	11.2%	2.0%
12월 FOMC	0.1%	0.7%	3.6%	11.3%	22.7%	28.8%	9.3%	22.1%	1.6%

## 12월 말(12/31)

구분	2.50~ 2.75	2.75~ 3.00	3.00~ 3.25	3.25~ 3.50	3.50~ 3.75	3.75~ 4.00	4.00~ 4.25	4.25~ 4.50	4.50~ 4.75
1월 FOMC	-	-	-	-	-	-	9.6%	90.4%	-
3월 FOMC	-	-	-	-	-	4.6%	48.4%	47.0%	-
5월 FOMC	-	-	-	-	1.0%	14.1%	48.1%	36.8%	-
6월 FOMC	-	-	-	0.4%	5.7%	26.3%	44.1%	23.6%	-
7월 FOMC	-	-	0.1%	1.2%	9.1%	29.2%	40.7%	19.7%	-
9월 FOMC	-	-	0.3%	2.6%	12.6%	31.2%	37.1%	16.3%	-
10월 FOMC	-	-	0.5%	3.7%	14.6%	31.8%	34.8%	14.6%	-
12월 FOMC	-	0.1%	1.0%	5.4%	17.4%	32.4%	12.2%	31.5%	-



연물	월초 (%)	월말 (%)	MTD (bp)
2년물	4.16	4.24	+7.6
5년물	4.06	4.38	+32.0
10년물	4.18	4.59	+40.8
30년물	4.37	4.79	+41.8
장단기 스프레드 (bp)	1.4	34.6	+33.2

**CME FedWatch 예상 변화**

12월 초: 연내 25bp + 내년 50bp 인하  
 12월 말: 내년 50bp 추가 인하  
 → 12월 25bp 인하돼 9월 점도표대로 연내 100bp 인하 단행. 12월 점도표에 따르면 내년 인하 폭 100bp에서 50bp로 축소. 인하 속도 조정 가시화

**시장금리 변화**

2년, 5년, 10년물, 30년물 금리는 MTD로 일제히 상승. 중·장기물 중심으로 급등. 예상치 상회한 PPI와 소매판매 등의 지표, 12월 점도표에서 시사된 인하 속도 조정 등은 금리 상승 요인. 임시예산안 통과돼 섰다운 모면했지만 부채한도 사안은 포함되지 않아 불안 요인 상존. 연말 거래가 한산한 점도 약세 요인

자료: CME Fedwatch, LS증권 리서치센터

Part III

# 2024년 ECB 통화정책

본격적인 인하 사이클 돌입

# 2024년 ECB 통화정책 결정

- ECB는 정책금리를 4.50%에서 3.15%로 135bp 인하 단행. TLTRO III는 12월 운용 종료. 은행은 2024년 말까지 차입자금 전액 상환 필요
- 마지막 회의서 빅컷 가능성 확인된 만큼 2025년 상반기 금리인하 기조 유지 가능성 확대

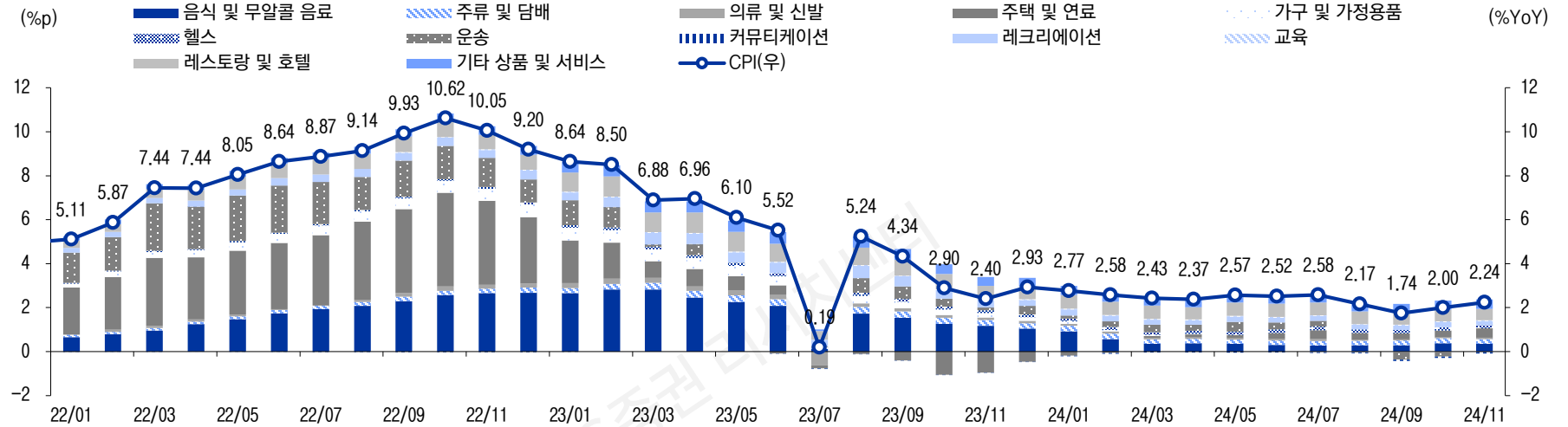
## 2025년 ECB 일정

구분	일자	구분	일자
1월 ECB	1월 30일	7월 ECB	7월 24일
3월 ECB	3월 6일	9월 ECB	10월 11일
4월 ECB	4월 17일	10월 ECB	10월 30일
6월 ECB	6월 5일	12월 ECB	12월 18일

일시	주요 결정 내용
1월 ECB (1.25)	주요금리 <b>동결</b> (초단기수신금리 4.00%, 재용자금리 4.50%, 한계대출금리 4.75%). 정책금리 포워드 가이드스, 자산매입 결정, TLTROIII 등 12월 결정 유지. 라가르트 총재, 인플레이션이 목표 수준에 도달할 것이라는 확신 갖기 전에는 디스인플레이션 과정 지속 필요하며 초기 금리인하에 대한 낙관적 기대는 너무 성급하다는 의견
3월 ECB (3.7)	주요금리 <b>동결</b> (초단기수신금리 4.00%, 재용자금리 4.50%, 한계대출금리 4.75%). 물가전망, 기조 물가 동향, 통화정책 파급효과 중점으로 고려할 것 시사. 라가르트 총재, 인플레이션 둔화 확인하고 있지만 물가 목표 달성에 대한 확신 부족. 4월의 임금, 이익 등 데이터와 6월 더 많은 데이터 확보 필요하다는 의견
4월 ECB (4.11)	주요금리 <b>동결</b> (초단기수신금리 4.00%, 재용자금리 4.50%, 한계대출금리 4.75%). PEPP, TLTROIII 등은 종전 결정 유지. 現 금리 수준 지속 필요성에 대한 문구 삭제. 라가르트 총재, 물가목표 달성에 대한 확신 강화될 경우 긴축 정도 완화하는 것이 적절할 것으로 판단. 더 많은 데이터 기반에 6월에 정책결정 내려야 한다는 의견 다수
6월 ECB (6.6)	주요금리 <b>25bp 인하</b> (초단기수신금리 3.75%, 재용자금리 4.25%, 한계대출금리 4.50%). 자산매입 결정, TLTROIII 등은 종전 결정 유지. 긴축적 통화정책 완화 관련 문구 삭제
7월 ECB (7.18)	주요금리 <b>동결</b> (초단기수신금리 3.75%, 재용자금리 4.25%, 한계대출금리 4.50%) 자산매입 결정, TLTROIII 등 종전 결정 유지. 라가르트 총재, 9월 회의서 많은 데이터 고려할 수 있어 정책 방향성은 다양한 가능성 열려있다고 전함. 또한 물가 전망, 기초적 인플레이션 동향, 통화정책 파급 효과 등 3개 요소를 중점으로 정책 결정할 것
9월 ECB (9.12)	주요금리 <b>인하</b> (초단기수신금리 3.50%, 재용자금리 3.65%, 한계대출금리 3.90%). 재용자금리와 수신금리 간의 스프레드는 15bp로 축소. 한계대출금리와 재용자금리 간 스프레드는 25bp로 유지. 라가르트 총재, 회의마다 데이터 기반에 결정 내릴 것이지만 금리는 상당히 분명하게 하락 경로라고 평가
10월 ECB (10.17)	주요금리 <b>25bp 인하</b> (초단기수신금리 3.25%, 재용자금리 3.40%, 한계대출금리 3.65%). 자산매입 결정, TLTROIII 등 종전 결정 유지. 라가르트 총재, 유로지역 경기가 침체에 빠지지 않을 것이며 경제 연속적 전망
12월 ECB (12.12)	주요금리 <b>25bp 인하</b> (초단기수신금리 3.00%, 재용자금리 3.15%, 한계대출금리 3.40%). TLTROIII 운용 종료. 은행은 2024년 말까지 차입자금 전액 상환 필요. '향후 정책금리는 물가상승률이 중기 물가목표에 도달할 수 있도록 필요한 기간만큼 충분히 긴축적인 수준으로 유지할 것' 문구 삭제. 인플레이션과의 싸움서 승리했다 고 선언할 수 없지만 중기적 관점에서 목표 수준 도달 과정에 있다는 것을 확인했다고 평가. 50bp 인하 논의도 일부 존재

# 유로존 CPI

## 지출품목별 기여도



## 주요 물가상승률



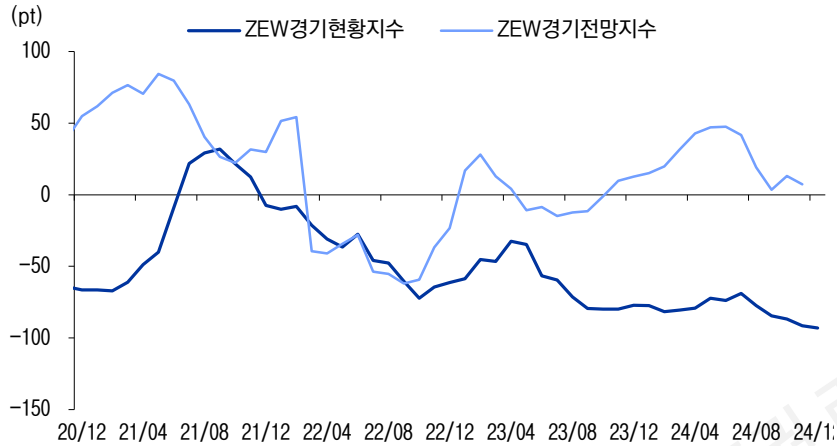
## 기대인플레이션(BEI 10년)



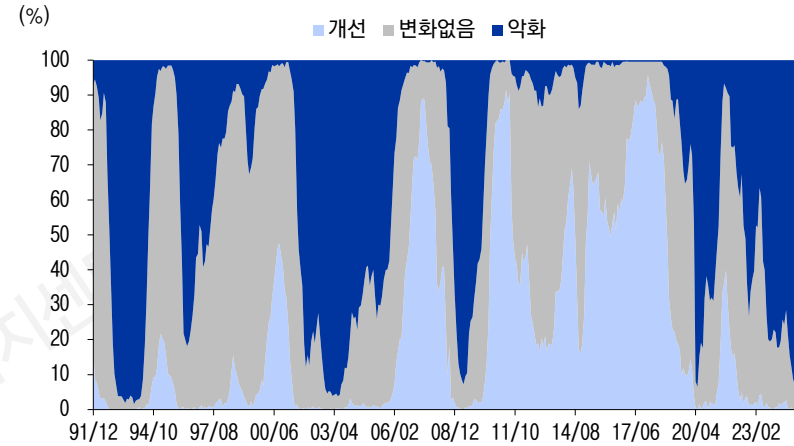
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

# 유로존 경기악화

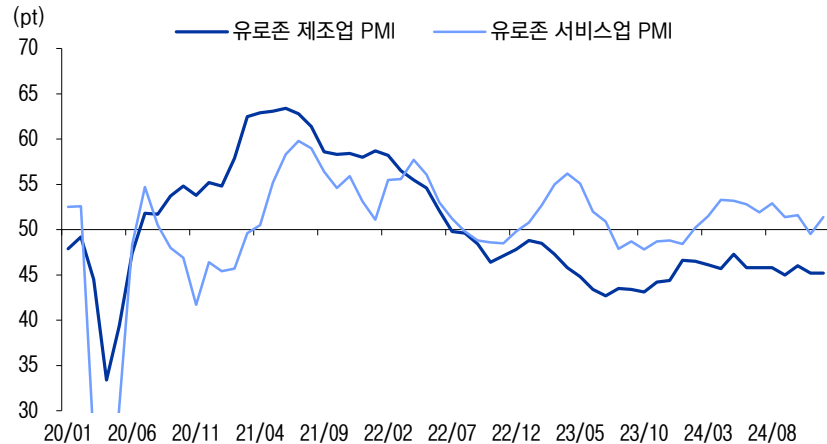
## 독일 경기 악화



## 독일경기현황지수 하락을 견인하는 경기 악화 심리



## 위축국면 지속하는 유로존 제조업 PMI



## 유로존 경기심리지수 악화



# 1월 ECB Review: 동결로 시작한 연내 첫 통화정책회의

## ● 1월 ECB 주요 결정 내용

① 기준금리: 주요 정책금리 만장일치 동결 (수신금리: 4.00%, 재융자금리: 4.50%, 한계대출금리: 4.75%)

- 기초 물가 하향 추세 이어지고 있음. 앞선 정책금리 인상 효과가 금융 여건에 파급되며 경제흐름은 지난 물가 전망에 부합
- 現 정책금리 충분히 유지되면 물가목표 달성에 상당히 기여할 것

## ② 자산매입 관련 결정

1) APP(Asset Purchase Programme): 2023.12월 결정 유지

- 2023.7월 부터 APP 만기상환 원금 재투자 중단
- 보유자산 규모 추이: 2023.12월말 30,564억€ → 2024. 11월말 30,385억€ → 12월말 30,259억€

2) PEPP(Pandemic Emergency Purchase Programme): 2023.12월 결정 유지

- 2024년 하반기부터 매월 평균 75억€ 감소하며 연말 만기상환 원금 재투자 전명 중단할 예정
- 2020.3월 도입 이후 現 18,500억€ 한도로 운영중. 보유자산 규모: 11월말 16,680억€

③ TLTRO III(Targeted Longer-term Refinancing Operations): 2023.12월 결정 유지

- 운영의 통화정책 기여도를 정기적으로 평가

## ④ TPI(파급경로 보호장치)

- 통화정책 기조가 유로존 회원국에 유효하게 파급될 수 있도록 무질서한 시장상황 대응 위한 정책수단으로 활용

## ● 주요 질의응답

Q. 정책금리 인하 시점에 대한 논의 존재했는지?

A. 인플레이션이 적시에 목표 수준에 도달할 것이라는 확신 갖기 전에는 디스인플레이션 과정 지속할 필요. ECB 조기 금리 인하에 대한 낙관적 기대는 너무 성급

Q. 홍해지역 불안 등 지정학 리스크 부각 인한 공급 병목 현상 재발 가능성은?

A. 해당 지역 갈등 심화 시 에너지 및 원자재 가격 상승으로 인플레이션 리스크로 작용할 것. 해상운송 비중은 전체 화물운송의 1.5 수준. 다만 선박 운송비용 및 지연 증가하는 점 고려해 모니터링 하고 있음

# 1월 ECB 통화정책 결정문 주요 내용

The Governing Council today decided to keep the three key ECB interest rates unchanged. The incoming information has broadly confirmed its previous assessment of the medium-term inflation outlook. Aside from an energy-related upward base effect on headline inflation, the declining trend in underlying inflation has continued, and the past interest rate increases keep being transmitted forcefully into financing conditions. Tight financing conditions are dampening demand, and this is helping to push down inflation.

The Governing Council is determined to ensure that inflation returns to its 2% medium-term target in a timely manner. Based on its current assessment, the Governing Council considers that the key ECB interest rates are at levels that, maintained for a sufficiently long duration, will make a substantial contribution to this goal. The Governing Council's future decisions will ensure that its policy rates will be set at sufficiently restrictive levels for as long as necessary.

The Governing Council will continue to follow a data-dependent approach to determining the appropriate level and duration of restriction. In particular, the Governing Council's interest rate decisions will be based on its assessment of the inflation outlook in light of the incoming economic and financial data, the dynamics of underlying inflation and the strength of monetary policy transmission.

## [Key ECB interest rates]

The interest rate on the main refinancing operations and the interest rates on the marginal lending facility and the deposit facility will remain unchanged at 4.50%, 4.75% and 4.00% respectively.

## [Asset purchase programme (APP) and pandemic emergency purchase programme (PEPP)]

The APP portfolio is declining at a measured and predictable pace, as the Eurosystem no longer reinvests the principal payments from maturing securities.

The Governing Council intends to continue to reinvest, in full, the principal payments from maturing securities purchased under the PEPP during the first half of 2024. Over the second half of the year, it intends to reduce the PEPP portfolio by €7.5 billion per month on average. The Governing Council intends to discontinue reinvestments under the PEPP at the end of 2024.

The Governing Council will continue applying flexibility in reinvesting redemptions coming due in the PEPP portfolio, with a view to countering risks to the monetary policy transmission mechanism related to the pandemic.

## Refinancing operations

As banks are repaying the amounts borrowed under the targeted longer-term refinancing operations, the Governing Council will regularly assess how targeted lending operations and their ongoing repayment are contributing to its monetary policy stance.

# 3월 ECB Review: 동결, 확신이 부족하다

## ● 3월 ECB 주요 결정 내용

① 기준금리: 주요 정책금리 만장일치 동결 (수신금리: 4.00%, 재융자금리: 4.50%, 한계대출금리: 4.75%)

- 現 정책금리 충분히 유지될 경우 물가목표(2%) 달성에 상당한 기여할 것으로 전망
- 물가전망, 기초 물가 동향, 통화정책 파급효과 중점으로 고려할 것
- 경제는 소비 및 투자 둔화, 대외 수요 둔화에 따른 수출 감소 등으로 부진. 일부 선행지표 개선 감안 시 연중 회복세 보일 것으로 전망
- 물가는 노동비용 상승 둔화, 과거 에너지 충격 영향 감소, 공급 병목 해소 등으로 둔화될 전망

## ② 자산매입 관련 결정

1) APP(Asset Purchase Programme): 1월 결정 유지

- 보유자산 규모 추이: 2023.12월말 30,259억€ → 2024. 1월말 29,927억€ → 2월말 29,673억€

2) PEPP(Pandemic Emergency Purchase Programme): 1월 결정 유지

- 2020.3월 도입 이후 現 18,500억€ 한도로 운영중. 보유자산 규모: 1월말 16,659억€

③ TLTRO III(Targeted Longer-term Refinancing Operations): 1월 결정 유지

④ TPI(파급경로 보호장치): 1월 결정 유지

## ● 주요 질의응답

Q. 인플레이션 전망치 하향 조정이 금리 결정에 미칠 영향은?

A. 인플레이션 둔화 확인하고 있지만 물가 목표 달성에 대한 확신 부족. 4월의 임금, 이익 등 데이터 확인, 6월 더 많은 데이터 확보 필요

Q. 4월 금리인하에 대비할 만큼 충분한 데이터가 없는 것인지?

A. 6월에 더 많은 데이터를 확보할 것이라는 사실에 광범위한 동의가 존재. 현재 데이터에서 방향성이 좋은 움직임을 나타내지만 충분한 확신을 줄 만큼 강하고 지속가능하지 않음

# 3월 ECB 통화정책 결정문 주요 내용

The Governing Council today decided to keep the three key ECB interest rates unchanged. Since the last Governing Council meeting in January, inflation has declined further. In the latest ECB staff projections, inflation has been revised down, in particular for 2024 which mainly reflects a lower contribution from energy prices. Staff now project inflation to average 2.3% in 2024, 2.0% in 2025 and 1.9% in 2026. The projections for inflation excluding energy and food have also been revised down and average 2.6% for 2024, 2.1% for 2025 and 2.0% for 2026. Although most measures of underlying inflation have eased further, domestic price pressures remain high, in part owing to strong growth in wages. Financing conditions are restrictive and the past interest rate increases continue to weigh on demand, which is helping push down inflation. Staff have revised down their growth projection for 2024 to 0.6%, with economic activity expected to remain subdued in the near term. Thereafter, staff expect the economy to pick up and to grow at 1.5% in 2025 and 1.6% in 2026, supported initially by consumption and later also by investment.

: 기저 물가 둔화에도 불구하고 국내 물가 압력 여전히 높음. 자금조달 상황은 제약적이며 과거 금리 상승은 수요에 지속적으로 부담을 주고 인플레이션 하락에 도움을 줌. 2024년 경제 성장률 전망치를 하향 조정했으며 경제 활동은 단기적으로 부진할 것을 전망

The Governing Council is determined to ensure that inflation returns to its 2% medium-term target in a timely manner. Based on its current assessment, the Governing Council considers that the key ECB interest rates are at levels that, maintained for a sufficiently long duration, will make a substantial contribution to this goal. The Governing Council's future decisions will ensure that policy rates will be set at sufficiently restrictive levels for as long as necessary.

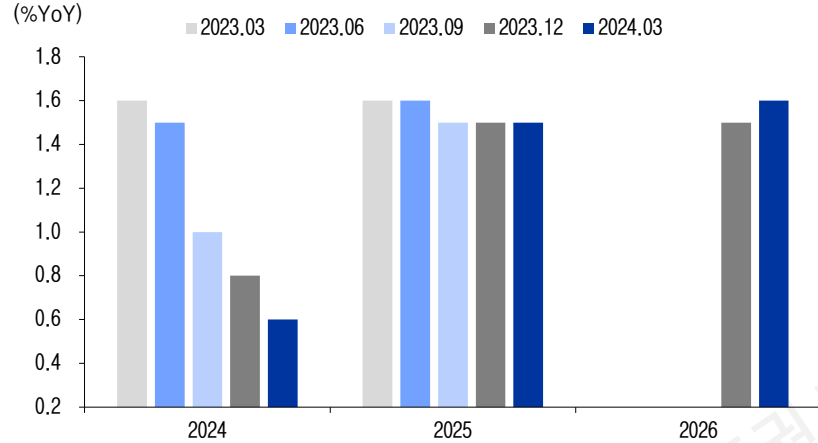
The Governing Council will continue to follow a data-dependent approach to determining the appropriate level and duration of restriction. In particular, the Governing Council's interest rate decisions will be based on its assessment of the inflation outlook in light of the incoming economic and financial data, the dynamics of underlying inflation and the strength of monetary policy transmission.

## [Key ECB interest rates]

The interest rate on the main refinancing operations and the interest rates on the marginal lending facility and the deposit facility will remain unchanged at 4.50%, 4.75% and 4.00% respectively.

# ECB 3월 경제전망

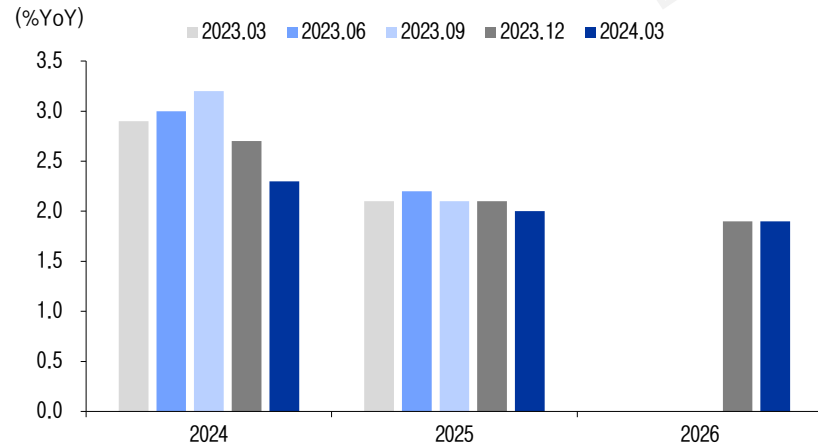
## GDP 경제성장률 전망



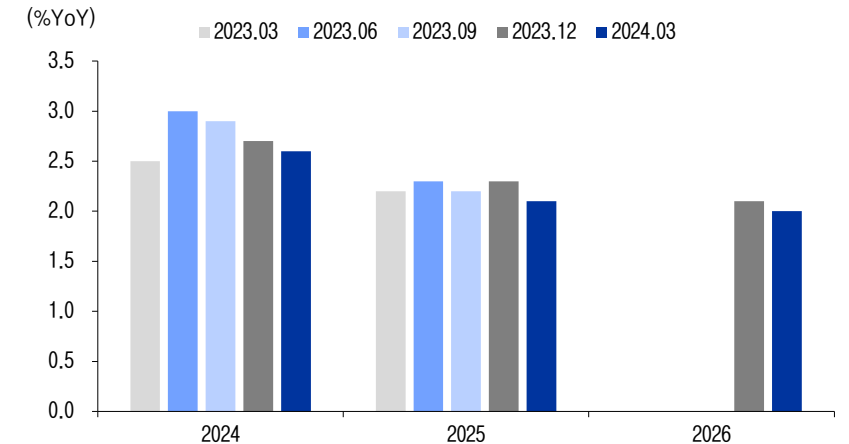
## 이전 경제전망치와 비교

		항목	2024년	2025년	2026년
2023.12	HICP CPI		2.7%	2.1%	1.9%
	HICP Core CPI		2.7%	2.3%	2.1%
	GDP		0.8%	1.5%	1.5%
2024.3	HICP CPI		2.3%	2.0%	1.9%
	HICP Core CPI		2.6%	2.1%	2.0%
	GDP		2.3%	2.0%	1.9%

## HICP 소비자물가 전망



## HICP 근원 소비자물가 전망



# 4월 ECB Review: 동결, 다음 회의서 결정할 것

## ● 4월 ECB 주요 결정 내용

① 기준금리: 주요 정책금리 동결 (수신금리: 4.00%, 재융자금리: 4.50%, 한계대출금리: 4.75%)

- 대부분 기초 물가 개선되고 임금상승세도 점진적으로 완화되고 있음. 다만 국내물가 상승 압력 강하고 서비스물가 상승률도 높은 수준 지속
- 소비자물가상승률의 지속적인 목표 수렴을 확신할 때 긴축정도 완화할 수 있을 것
- 現 정책금리 수준은 디스인플레이션에 상당히 기여하고 있음
- 現 금리 수준 지속 필요성에 대한 문구 삭제(the key ECB interest rates are all the level that (maintained for a sufficiently long duration) will make a substantial contribution to this goal→...that are making a substantial contribution to the ongoing disinflation process)
- 라가르드 총재, 미국 경제 변화가 유로지역에 영향줄 수 있지만 ECB는 독립적으로 통화정책 수행할 것을 강조

## ② 자산매입 관련 결정

1) APP(Asset Purchase Programme): 3월 결정 유지

- 보유자산 규모 추이: 2024.1월말 29,927억€ → 2월말 29,673억€ → 3월말 29,315억€

2) PEPP(Pandemic Emergency Purchase Programme): 3월 결정 유지

- 보유자산 규모 추이: 2023.11월말 16,680억€ → 2024.1월말 16,660억€ → 3월말 16,622억€

③ TLTRO III(Targeted Longer-term Refinancing Operations): 3월 결정 유지

④ TPI(파급경로 보호장치): 3월 결정 유지

## ● 주요 질의응답

Q. 6월 통화정책회의에서 정책금리 인하를 전망하는지?

A. 물가목표 달성에 대한 확신 강화될 경우 긴축 정도 완화하는 것이 적절할 것으로 판단. 일부 위원은 금리인하를 선호했지만 더 많은 데이터 기반해 6월에 정책결정 내려야한다는 대다수 의견에 동의

Q. 유로지역 인플레이션 전망은?

A. 물가상승률은 現 수준서 등락하다가 노동비용 증가세 둔화, 긴축적인 통화정책 효과 등으로 내년에 중기 목표 수준으로 하락할 것

## 4월 ECB 통화정책 결정문 주요 내용

The Governing Council today decided to keep the three key ECB interest rates unchanged. The incoming information has broadly confirmed the Governing Council's previous assessment of the medium-term inflation outlook. Inflation has continued to fall, led by lower food and goods price inflation. Most measures of underlying inflation are easing, wage growth is gradually moderating, and firms are absorbing part of the rise in labour costs in their profits. Financing conditions remain restrictive and the past interest rate increases continue to weigh on demand, which is helping to push down inflation. But domestic price pressures are strong and are keeping services price inflation high.

: 인플레이션은 하락을 지속하고 있고 음식료와 상품 물가 하락에 기인. 다만 국내 물가 압력과 서비스 물가는 여전히 높음

The Governing Council is determined to ensure that inflation returns to its 2% medium-term target in a timely manner. It considers that the key ECB interest rates are at levels that are making a substantial contribution to the ongoing disinflation process. The Governing Council's future decisions will ensure that its policy rates will stay sufficiently restrictive for as long as necessary. If the Governing Council's updated assessment of the inflation outlook, the dynamics of underlying inflation and the strength of monetary policy transmission were to further increase its confidence that inflation is converging to the target in a sustained manner, it would be appropriate to reduce the current level of monetary policy restriction. In any event, the Governing Council will continue to follow a data-dependent and meeting-by-meeting approach to determining the appropriate level and duration of restriction, and it is not pre-committing to a particular rate path.

: 주요금리는 디스인플레이션 진전에 상당한 기여를 주는 수준. 인플레이션 전망, 기초 물가와 통화정책의 전달 강도에 대한 평가가 인플레이션 목표에 대한 확신을 증진시킨다면, 현재 수준의 통화정책 긴축 정도를 완화하는 것이 적절할 것

### [Key ECB interest rates]

The interest rate on the main refinancing operations and the interest rates on the marginal lending facility and the deposit facility will remain unchanged at 4.50%, 4.75% and 4.00% respectively.

# 6월 ECB Review: 연내 첫 인하!

## ● 6월 ECB 주요 결정 내용

① 기준금리: 주요 정책금리 25bp 인하(수신금리: 4.00%→3.75%, 재융자금리: 4.50%→4.25%, 한계대출금리: 4.75%→4.50%)

- 실질임금 상승, 수출 호조 등으로 유로지역 성장세 회복 할 것 전망
- 지난 통화정책회의에서 추가되었던 긴축적 통화정책 완화 관련 문구 삭제(it would be appropriate to reduce the current level of monetary policy restriction)
- 2023년 9월 금리 인상 이후 물가상승률 둔화세, 향후 물가전망 및 기초적 물가 개선, 긴축적 통화정책의 파급 효과 등 종합적으로 고려
- 라가르드 총재, 긴축완화 기조에 진입했다고 확신하기에 이르며 데이터 기반으로 정책 결정할 것

## ② 자산매입 관련 결정

1) APP(Asset Purchase Programme): 4월 결정 유지

- 보유자산 규모 추이: 2024. 1월말 29,927억€ → 3월말 29,315억€ → 5월말 28,589억€

2) PEPP(Pandemic Emergency Purchase Programme): 4월 결정 유지

- 보유자산 규모 추이: 2024. 1월말 16,660억€ → 3월말 16,622억€ → 5월말 16,622억€

③ TLTRO III(Targeted Longer-term Refinancing Operations): 4월 결정 유지

④ TPI(파급경로 보호장치): 4월 결정 유지

## ● 주요 질의응답

Q. 물가상승률 전망치 상향에도 정책금리 인하한 이유는?

A. 인플레이션 움직임, 물가 전망 측면에서 중기 물가목표 달성에 대한 확신 강화됨

Q. ECB가 긴축완화 기조에 진입했다고 볼 수 있는지? 연속 인하 가능성은?

A. 긴축완화 기조 진입 가능성 높지만 확신하기에 이룸. 디스인플레이션 경로에 있다는 판단 하에 정책금리 인하. 향후 회의 결정은 데이터/분석 결과 기반

# 6월 ECB 통화정책 결정문 주요 내용

The Governing Council today decided to lower the three key ECB interest rates by 25 basis points. Based on an updated assessment of the inflation outlook, the dynamics of underlying inflation and the strength of monetary policy transmission, it is now appropriate to moderate the degree of monetary policy restriction after nine months of holding rates steady. Since the Governing Council meeting in September 2023, inflation has fallen by more than 2.5 percentage points and the inflation outlook has improved markedly. Underlying inflation has also eased, reinforcing the signs that price pressures have weakened, and inflation expectations have declined at all horizons. Monetary policy has kept financing conditions restrictive. By dampening demand and keeping inflation expectations well anchored, this has made a major contribution to bringing inflation back down.

: 기조 인플레이션 둔화, 물가 압력 약화 신호. 통화정책은 자금조달 조건을 제약적으로 유지

At the same time, despite the progress over recent quarters, domestic price pressures remain strong as wage growth is elevated, and inflation is likely to stay above target well into next year. The latest Eurosystem staff projections for both headline and core inflation have been revised up for 2024 and 2025 compared with the March projections. Staff now see headline inflation averaging 2.5% in 2024, 2.2% in 2025 and 1.9% in 2026. For inflation excluding energy and food, staff project an average of 2.8% in 2024, 2.2% in 2025 and 2.0% in 2026. Economic growth is expected to pick up to 0.9% in 2024, 1.4% in 2025 and 1.6% in 2026.

: 임금상승률이 여전히 높고, 인플레이션이 내년까지 목표 수준을 상회할 것으로 보여 국내 물가 압력은 여전히 강함

The Governing Council is determined to ensure that inflation returns to its 2% medium-term target in a timely manner. It will keep policy rates sufficiently restrictive for as long as necessary to achieve this aim. The Governing Council will continue to follow a data-dependent and meeting-by-meeting approach to determining the appropriate level and duration of restriction. In particular, its interest rate decisions will be based on its assessment of the inflation outlook in light of the incoming economic and financial data, the dynamics of underlying inflation and the strength of monetary policy transmission. The Governing Council is not pre-committing to a particular rate path.

: 2% 중기 목표 적시 달성 위해 정책금리를 충분히 제약적으로 유지할 것

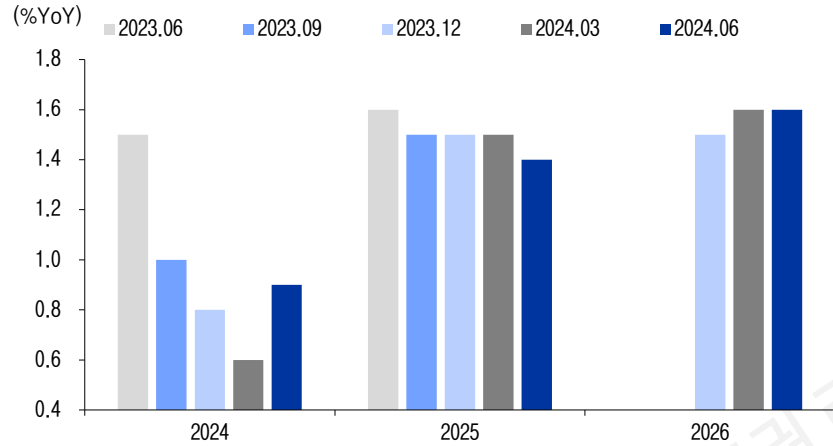
The Governing Council today also confirmed that it will reduce the Eurosystem's holdings of securities under the pandemic emergency purchase programme (PEPP) by €7.5 billion per month on average over the second half of the year. The modalities for reducing the PEPP holdings will be broadly in line with those followed under the asset purchase programme (APP).

## [Key ECB interest rates]

The Governing Council decided to lower the three key ECB interest rates by 25 basis points. Accordingly, the interest rate on the main refinancing operations and the interest rates on the marginal lending facility and the deposit facility will be decreased to 4.25%, 4.50% and 3.75% respectively, with effect from 12 June 2024.

# ECB 6월 경제전망

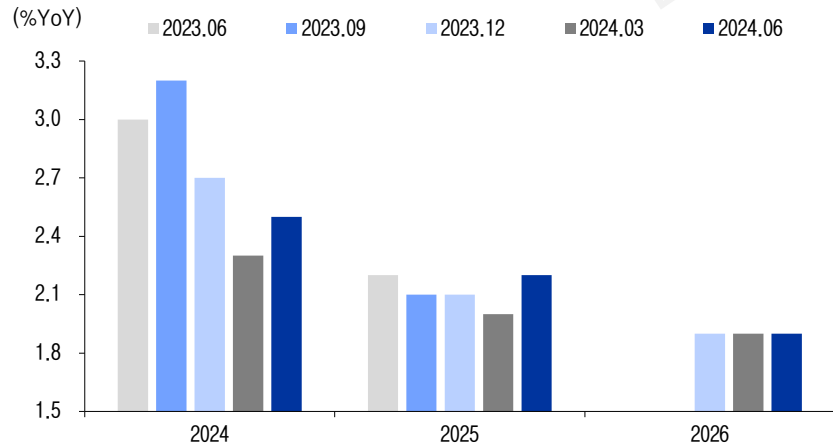
## GDP 경제성장률 전망



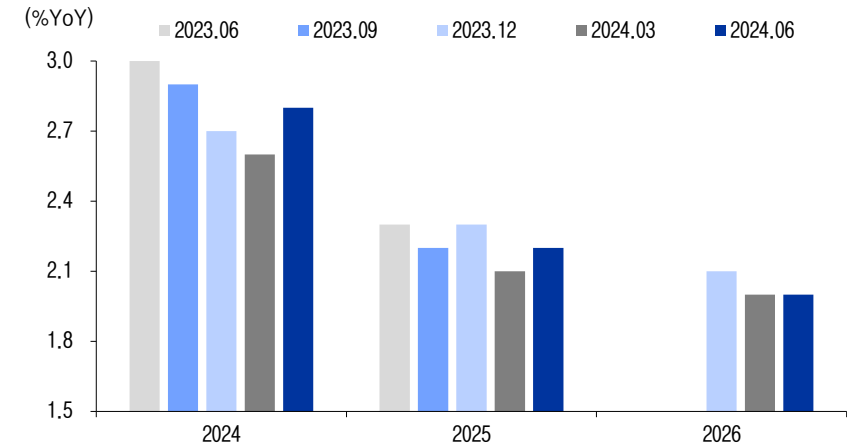
## 이전 경제전망치와 비교

		2024년	2025년	2026년
2024.3	HICP CPI	2.3%	2.0%	1.9%
	HICP Core CPI	2.6%	2.1%	2.0%
	GDP	2.3%	2.0%	1.9%
2024.6	HICP CPI	2.5%	2.2%	1.9%
	HICP Core CPI	2.8%	2.2%	2.0%
	GDP	0.9%	1.4%	1.6%

## HICP 소비자물가 전망



## HICP 근원 소비자물가 전망



# 7월 ECB Review: 동결, 정책 다양성은 열려있다

## ● 7월 ECB 주요 결정 내용

① 기준금리: 주요정책금리 동결. 수신금리(3.75%), 재융자금리 (4.25%), 한계대출금리 (4.50%)

- 유로지역 경제는 물가상승 둔화, 명목임금 상승 등으로 실질소득 증가하며 소비 중심의 회복세 보일 것으로 전망
- 노동비용 상승세 둔화 등 기인해 2025년 하반기 물가 목표 수준으로 둔화될 전망 유지

## ② 자산매입 관련 결정

1) APP(Asset Purchase Programme): 6월 결정 유지

- 보유자산 규모 추이: 2024. 4월말 28,971억€ → 5월말 28,589억€ → 6월말 28,349억€

2) PEPP(Pandemic Emergency Purchase Programme): 6월 결정 유지

- 보유자산 규모 추이: 2024. 1월말 16,660억€ → 3월말 16,622억€ → 5월말 16,622억€

③ TLTRO III(Targeted Longer-term Refinancing Operations): 6월 결정 유지

④ TPI(파급경로 보호장치): 6월 결정 유지

## ● 주요 질의응답

Q. 향후 9월 회의에서 정책금리를 인하할 가능성은?

A. 9월 회의서 많은 데이터 고려할 수 있으므로 **정책 방향성은 다양한 가능성 열려있음**(what we do in September is wide open). 물가 전망, 기초적인플레이션 동향, 통화정책 파급 효과 등 3개 요소를 중점적으로 점검해 정책 결정할 것

Q. 서비스물가는 임금 상승에 기인해 높은 상승세 지속하고 있음. 임금 상승세 완화되지 않으면 정책금리 경로 달라질지?

A. 올해 임금 인상률은 최근 2년의 고물가에 따른 구매력 상실을 보전하기 위해 높은 수준 기록할 것. 2025~26년에는 해당 효과 소멸되며 임금상승률 하락할 것으로 전망

# 7월 ECB 통화정책 결정문 주요 내용

The Governing Council today decided to keep the three key ECB interest rates unchanged. The incoming information broadly supports the Governing Council's previous assessment of the medium-term inflation outlook. While some measures of underlying inflation ticked up in May owing to one-off factors, most measures were either stable or edged down in June. In line with expectations, the inflationary impact of high wage growth has been buffered by profits. **Monetary policy is keeping financing conditions restrictive. At the same time, domestic price pressures are still high, services inflation is elevated and headline inflation is likely to remain above the target well into next year.**

**The Governing Council is determined to ensure that inflation returns to its 2% medium-term target in a timely manner. It will keep policy rates sufficiently restrictive for as long as necessary to achieve this aim.** The Governing Council will continue to follow a data-dependent and meeting-by-meeting approach to determining the appropriate level and duration of restriction. In particular, its interest rate decisions will be based on its assessment of the inflation outlook in light of the incoming economic and financial data, the dynamics of underlying inflation and the strength of monetary policy transmission. The Governing Council is not pre-committing to a particular rate path.

## [Key ECB interest rates]

The interest rate on the main refinancing operations and the interest rates on the marginal lending facility and the deposit facility will remain unchanged at 4.25%, 4.50% and 3.75% respectively.

## [Asset purchase programme (APP) and pandemic emergency purchase programme (PEPP)]

The APP portfolio is declining at a measured and predictable pace, as the Eurosystem no longer reinvests the principal payments from maturing securities.

The Eurosystem **no longer reinvests all of the principal payments from maturing securities purchased under the PEPP**, reducing the PEPP portfolio by €7.5 billion per month on average. The Governing Council intends to discontinue reinvestments under the PEPP at the end of 2024.

The Governing Council will continue applying flexibility in reinvesting redemptions coming due in the PEPP portfolio, with a view to countering risks to the monetary policy transmission mechanism related to the pandemic.

## Refinancing operations

As banks are repaying the amounts borrowed under the targeted longer-term refinancing operations, the Governing Council will regularly assess how targeted lending operations and their ongoing repayment are contributing to its monetary policy stance.

# 9월 ECB Review: 주요 금리 인하, 금리는 하락 경로

## ● 9월 ECB 주요 결정 내용

① 기준금리: 수신금리 25bp 인하(3.75%→3.50%), 재융자금리 60bp 인하(4.25%→3.65%), 한계대출금리 60bp 인하(4.50%→3.90%)

- 경제는 물가 상승세 둔화 따른 실질임금 상승, 통화 긴축 영향 완화 등으로 회복세 보일 것으로 전망
- 재융자금리와 수신금리 간의 스프레드는 15bp로 축소. 한계대출금리와 재융자금리 간 스프레드는 25bp로 유지

## ② 자산매입 관련 결정

1) APP(Asset Purchase Programme): 7월 결정 유지

- 보유자산 규모 추이: 2024. 6월말 28,349억€ → 7월말 28,018억€ → 8월말 27,902억€

2) PEPP(Pandemic Emergency Purchase Programme): 7월 결정 유지

- 보유자산 규모 추이: 2024. 3월말 16,622억€ → 5월말 16,622억€ → 7월말 16,523억€

③ TLTRO III(Targeted Longer-term Refinancing Operations): 7월 결정 유지

④ TPI(파급경로 보호장치): 7월 결정 유지

## ● 주요 질의응답

Q. 수신금리를 50bp가 아닌 25bp 인하한 이유?

A. 新데이터, 위원들의 분석, 경제전망 결과 등에 기인해 25bp 인하. 회의마다 데이터에 기반해 결정 내릴 것. 다만 금리는 상당히 분명하게 (pretty obvious) 하락 경로(declining path)일 것

Q. 수신금리 인하 결정에 만장일치였는데 다른 이견 없었는지?

A. 높은 순소득, 통화정책의 완화 효과, 낮은 인플레이션 등 기인해 소비와 투자가 증가할 것으로 전망. 단, 위원별로 긍정/부정 의견 나뉘

Q. 중립금리가 어느 수준이라고 보는지?

A. 중립금리에 가까워질수록 확실하게 알게 될 것. ECB 직원은 현재 중립금리가 과거보다 약간 더 높은 수준인 것으로 추정

# 9월 ECB 통화정책 결정문 주요 내용

The Governing Council today decided to lower the deposit facility rate – the rate through which it steers the monetary policy stance – by 25 basis points. Based on the Governing Council’s updated assessment of the inflation outlook, the dynamics of underlying inflation and the strength of monetary policy transmission, it is now appropriate to take another step in moderating the degree of monetary policy restriction.

Recent inflation data have come in broadly as expected, and the latest ECB staff projections confirm the previous inflation outlook. Staff see headline inflation averaging 2.5% in 2024, 2.2% in 2025 and 1.9% in 2026, as in the June projections. Inflation is expected to rise again in the latter part of this year, partly because previous sharp falls in energy prices will drop out of the annual rates. Inflation should then decline towards our target over the second half of next year. For core inflation, the projections for 2024 and 2025 have been revised up slightly, as services inflation has been higher than expected. At the same time, staff continue to expect a rapid decline in core inflation, from 2.9% this year to 2.3% in 2025 and 2.0% in 2026.

Domestic inflation remains high as wages are still rising at an elevated pace. However, labour cost pressures are moderating, and profits are partially buffering the impact of higher wages on inflation. Financing conditions remain restrictive, and economic activity is still subdued, reflecting weak private consumption and investment. Staff project that the economy will grow by 0.8% in 2024, rising to 1.3% in 2025 and 1.5% in 2026. This is a slight downward revision compared with the June projections, mainly owing to a weaker contribution from domestic demand over the next few quarters.

The Governing Council is determined to ensure that inflation returns to its 2% medium-term target in a timely manner. It will keep policy rates sufficiently restrictive for as long as necessary to achieve this aim. The Governing Council will continue to follow a data-dependent and meeting-by-meeting approach to determining the appropriate level and duration of restriction. In particular, its interest rate decisions will be based on its assessment of the inflation outlook in light of the incoming economic and financial data, the dynamics of underlying inflation and the strength of monetary policy transmission. The Governing Council is not pre-committing to a particular rate path.

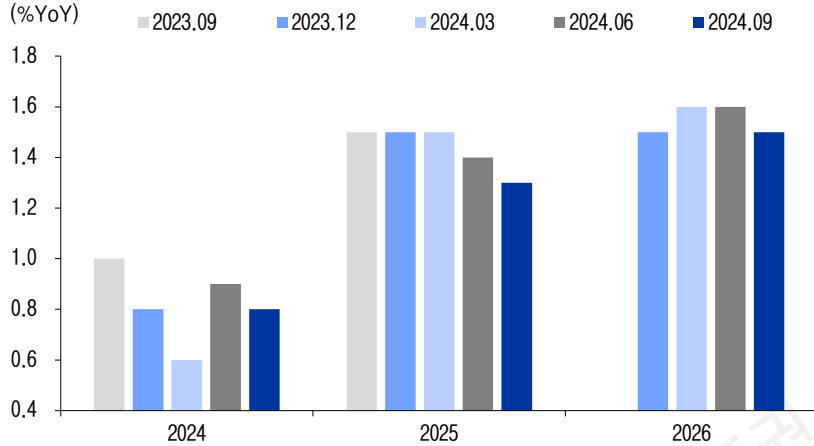
As announced on 13 March 2024, some changes to the operational framework for implementing monetary policy will take effect from 18 September. In particular, the spread between the interest rate on the main refinancing operations and the deposit facility rate will be set at 15 basis points. The spread between the rate on the marginal lending facility and the rate on the main refinancing operations will remain unchanged at 25 basis points.

## [Key ECB interest rates]

The Governing Council decided to lower the deposit facility rate by 25 basis points. The deposit facility rate is the rate through which the Governing Council steers the monetary policy stance. In addition, as announced on 13 March 2024 following the operational framework review, the spread between the interest rate on the main refinancing operations and the deposit facility rate will be set at 15 basis points. The spread between the rate on the marginal lending facility and the rate on the main refinancing operations will remain unchanged at 25 basis points. Accordingly, the deposit facility rate will be decreased to 3.50%. The interest rates on the main refinancing operations and the marginal lending facility will be decreased to 3.65% and 3.90% respectively. The changes will take effect from 18 September 2024.

# ECB 9월 경제전망

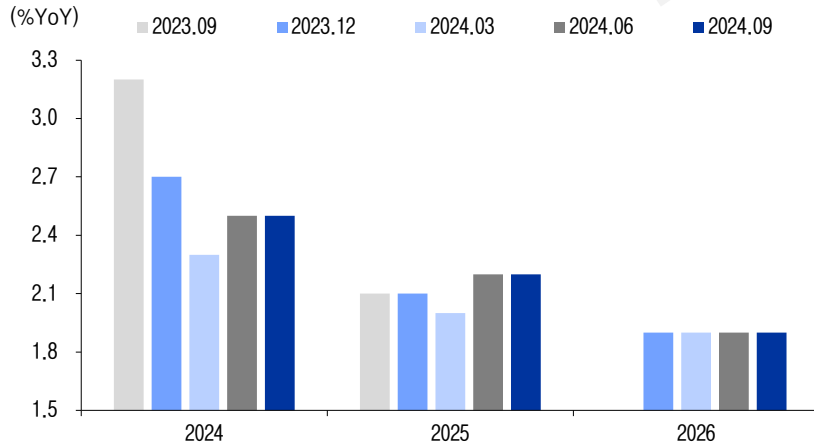
## GDP 경제성장률 전망



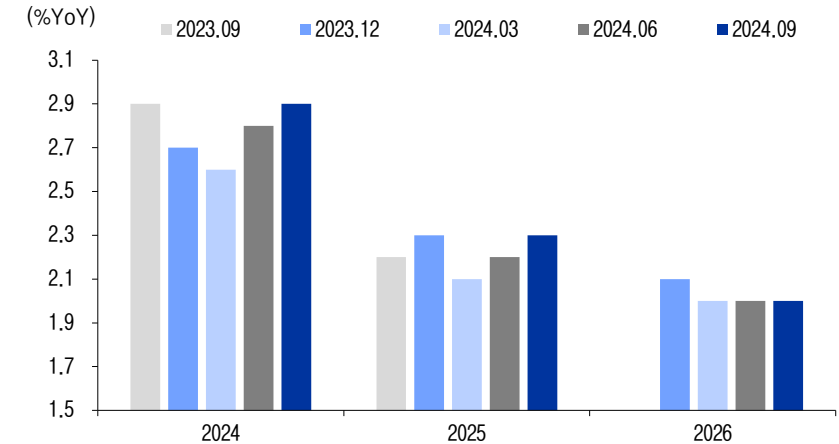
## 이전 경제전망치와 비교

		2024년	2025년	2026년
2024.6	HICP CPI	2.5%	2.2%	1.9%
	HICP Core CPI	2.8%	2.2%	2.0%
	GDP	0.9%	1.4%	1.6%
2024.9	HICP CPI	2.5%	2.2%	1.9%
	HICP Core CPI	2.9%	2.3%	2.0%
	GDP	0.8%	1.3%	1.5%

## HICP 소비자물가 전망



## HICP 근원 소비자물가 전망



# 10월 ECB Review: 25bp 인하, 경제 연착륙 전망

## ● 10월 ECB 주요 결정 내용

① 기준금리: 주요 금리 만장일치 25bp 인하 (수신금리: 3.50%→3.25%, 재융자 금리: 3.65%→3.40%, 한계대출금리: 3.90%→3.65%)

- 인하 배경: 디스인플레이션 진전의 순조로운 진행, 경기 지표 하방 서프라이즈, 긴축적인 금융여건 등 고려

- 소비자물가 상승률, 내년 중 목표 수준으로 낮아질 것 (9월: declining toward our target over the second half of next year → 10월: declining to target in the course of next year)

- 물가 상승률, 전년도 에너지 가격 하락에 따른 기저효과로 향후 몇개월 동안 상승하다가 노동비용 상승세 둔화, 긴축적 통화정책 등으로 하락하며 내년 중 목표 수준 도달할 것

## ② 자산매입 관련 결정

1) APP(Asset Purchase Programme): 9월 결정 유지

- 보유자산 규모 추이: 2024.7월말 28,018억€ → 8월말 27,902억€ → 9월말 27,611억€

2) PEPP(Pandemic Emergency Purchase Programme): 9월 결정 유지

- 보유자산 규모 추이: 2024.5월말 16,622억€ → 7월말 16,523억€ → 9월말 16,373억€

③ TLTRO III(Targeted Longer-term Refinancing Operations): 9월 결정 유지

④ TPI(파급경로 보호장치): 9월 결정 유지

## ● 주요 질의응답

Q. 유로지역 경제 상황 안좋은데도 불구하고 금리 50bp 인하하지 않은 이유?

A. 경제 지표 예상 하회했지만 25bp 금리 인하 논의에 만장일치 동의. 인플레이션은 상, 하방 리스크 공존하나 하방 리스크 다소 클 수 있음

Q. 유로지역 경제 연착륙을 주요 시나리오로 보고 있는지? 독일의 우려스러운 데이터 관해서, 유로지역 경기 침체될 것으로 예상하는지?

A. 유로지역 경기가 침체에 빠지지 않을 것이며 경제 연착륙 전망. 독일이 유로존 경제의 큰 부분을 차지하지만 수 유로지역 영향 받는 것 아님

# 10월 ECB 통화정책 결정문 주요 내용

The Governing Council today decided to lower the three key ECB interest rates by 25 basis points. In particular, the decision to lower the deposit facility rate – the rate through which the Governing Council steers the monetary policy stance – is based on its updated assessment of the inflation outlook, the dynamics of underlying inflation and the strength of monetary policy transmission. The incoming information on inflation shows that the disinflationary process is well on track. The inflation outlook is also affected by recent downside surprises in indicators of economic activity. Meanwhile, financing conditions remain restrictive.

Inflation is expected to rise in the coming months, before declining to target in the course of next year. Domestic inflation remains high, as wages are still rising at an elevated pace. At the same time, labour cost pressures are set to continue easing gradually, with profits partially buffering their impact on inflation.

: 인플레이션은 향후 몇 개월간 상승될 것으로 전망. 임금이 여전히 빠른 속도로 상승하고 있어 국내 인플레이션 압력은 여전히 높음. 노동 비용은 점진적으로 둔화될 것으로 보이며 부분적으로 인플레이션에 미치는 영향을 완충할 것

The Governing Council is determined to ensure that inflation returns to its 2% medium-term target in a timely manner. It will keep policy rates sufficiently restrictive for as long as necessary to achieve this aim. The Governing Council will continue to follow a data-dependent and meeting-by-meeting approach to determining the appropriate level and duration of restriction. In particular, its interest rate decisions will be based on its assessment of the inflation outlook in light of the incoming economic and financial data, the dynamics of underlying inflation and the strength of monetary policy transmission. The Governing Council is not pre-committing to a particular rate path.

## [Key ECB interest rates]

The Governing Council today decided to lower the three key ECB interest rates by 25 basis points. Accordingly, the interest rates on the deposit facility, the main refinancing operations and the marginal lending facility will be decreased to 3.25%, 3.40% and 3.65% respectively, with effect from 23 October 2024.

# 12월 ECB Review: 50bp 인하 논의도 존재했다

## ● 12월 ECB 주요 결정 내용

① 기준금리: 주요 금리 25bp 인하 (수신금리: 3.25%→3.00%, 재융자 금리: 3.40%→3.15%, 한계대출금리: 3.65%→3.40%)

- "향후 정책금리는 물가상승률이 중기 물가목표에 도달할 수 있도록 필요한 기간만큼 충분히 긴축적인 수준으로 유지할 것(We will keep policy rates sufficiently restrictive as long as necessary to achieve this aim)" 문구 삭제

- 해당 문구 삭제 이유는 물가 리스크가 양방향이기 때문이며 다음 회의서 더 큰 금리 인하 가능성 시사하지 않음

- 라가르드 총재, 인플레이션과의 싸움서 승리했다고 선언할 수는 없지만, 중기적 관점에서 목표 수준 도달 과정에 있다는 것을 확인. 50bp 인하 논의도 일부 존재

## ② 자산매입 관련 결정

1) APP(Asset Purchase Programme): 10월 결정 유지

- 보유자산 규모 추이: 2024.7월말 28,018억€ → 9월말 27,611억€ → 11월말 26,983억€

2) PEPP(Pandemic Emergency Purchase Programme): 10월 결정 유지

- 보유자산 규모 추이: 2024.7월말 16,523억€ → 9월말 16,373억€ → 11월말 16,193억€

③ TLTRO III(Targeted Longer-term Refinancing Operations): 운용 종료

- 은행은 2024년말까지 TLTRO III 차입자금 전액 상환

④ TPI(파급경로 보호장치): 11월 결정 유지

- 통화정책 기조가 유로존 회원국에 유효하게 파급될 수 있도록 무질서한 시장상황 대응 위한 정책수단으로 활용

## ● 주요 질의응답

Q. 정책금리 25bp 인하 배경은 무엇인지

A. 중기적 관점에서 목표 수준에 도달하는 과정 위에 있다는 것을 확인. 6번의 연속된 경제전망에서 인플레이션이 목표수준에 수렴하고 있는 점 확인. 과거 물가상승 충격 완화로 기초적 물가 둔화되고 있음. 인플레이션 리스크 양방향

# 12월 ECB 통화정책 결정문 주요 내용

Most measures of underlying inflation suggest that inflation will settle at around the Governing Council's 2% medium-term target on a sustained basis. Domestic inflation has edged down but remains high, mostly because wages and prices in certain sectors are still adjusting to the past inflation surge with a substantial delay.

Financing conditions are easing, as the Governing Council's recent interest rate cuts gradually make new borrowing less expensive for firms and households. But they continue to be tight because monetary policy remains restrictive and past interest rate hikes are still transmitting to the outstanding stock of credit.

Staff now expect a slower economic recovery than in the September projections. Although growth picked up in the third quarter of this year, survey indicators suggest it has slowed in the current quarter. Staff see the economy growing by 0.7% in 2024, 1.1% in 2025, 1.4% in 2026 and 1.3% in 2027. The projected recovery rests mainly on rising real incomes – which should allow households to consume more – and firms increasing investment. Over time, the gradually fading effects of restrictive monetary policy should support a pick-up in domestic demand.

The Governing Council is determined to ensure that inflation stabilises sustainably at its 2% medium-term target. It will follow a data-dependent and meeting-by-meeting approach to determining the appropriate monetary policy stance. In particular, the Governing Council's interest rate decisions will be based on its assessment of the inflation outlook in light of the incoming economic and financial data, the dynamics of underlying inflation and the strength of monetary policy transmission. The Governing Council is not pre-committing to a particular rate path.

## [Key ECB interest rates]

The Governing Council today decided to lower the three key ECB interest rates by 25 basis points. Accordingly, the interest rates on the deposit facility, the main refinancing operations and the marginal lending facility will be decreased to 3.00%, 3.15% and 3.40% respectively, with effect from 18 December 2024.

## [Asset purchase programme (APP) and pandemic emergency purchase programme (PEPP)]

The APP portfolio is declining at a measured and predictable pace, as the Eurosystem no longer reinvests the principal payments from maturing securities.

The Eurosystem no longer reinvests all of the principal payments from maturing securities purchased under the PEPP, reducing the PEPP portfolio by €7.5 billion per month on average. The Governing Council will discontinue reinvestments under the PEPP at the end of 2024.

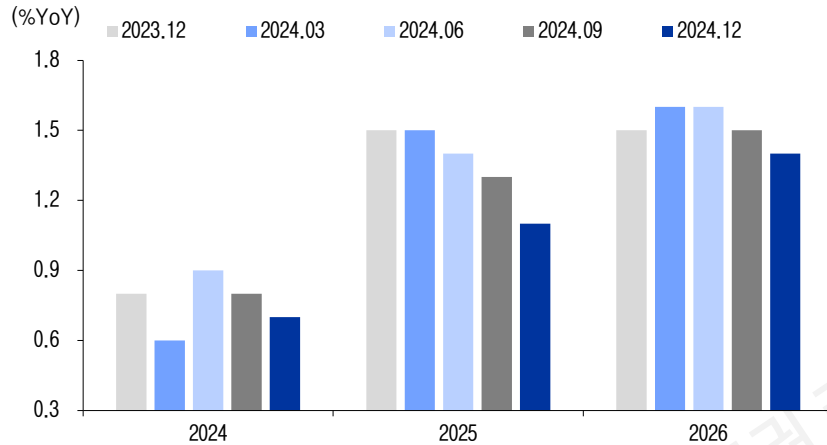
## [Refinancing operations]

Banks will repay the remaining amounts borrowed under the targeted longer-term refinancing operations this month, which concludes this part of the balance sheet normalisation process.

:은행들은 장기 재융자 운영에 따라 차입 금액을 이번 달 상환할 예정. 이로써 대차대조표 정상화 과정 일부 마무리됨

# ECB 12월 경제전망

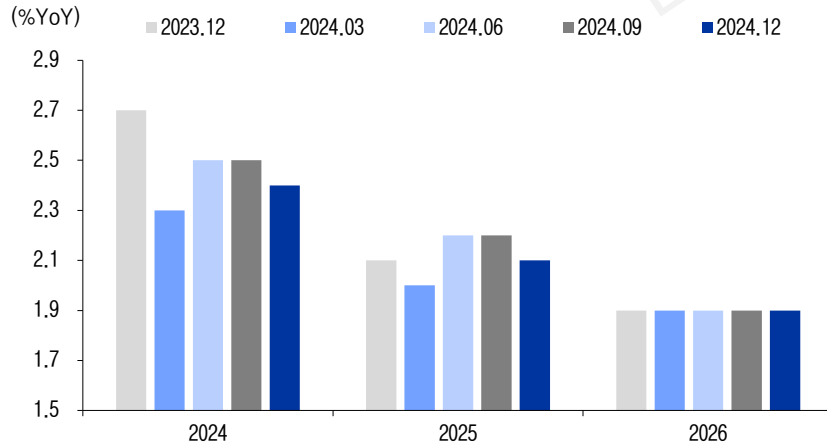
## GDP 경제성장률 전망



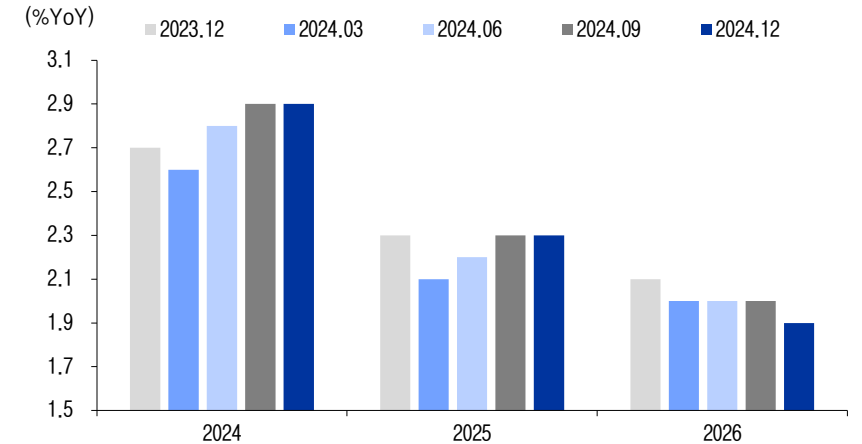
## 이전 경제전망치와 비교

	항목	2024년	2025년	2026년
2024.9	HICP CPI	2.5%	2.2%	1.9%
	HICP Core CPI	2.9%	2.3%	2.0%
	GDP	0.8%	1.3%	1.5%
2024.12	HICP CPI	2.4%	2.1%	1.9%
	HICP Core CPI	2.9%	2.3%	1.9%
	GDP	0.7%	1.1%	1.4%

## HICP 소비자물가 전망

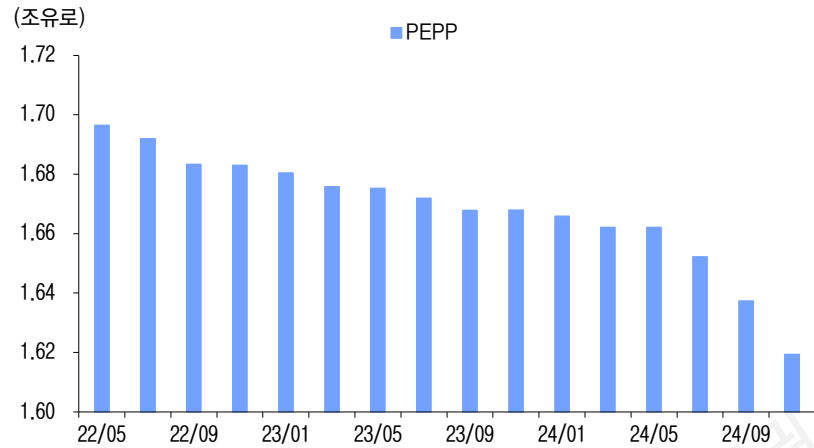


## HICP 근원 소비자물가 전망

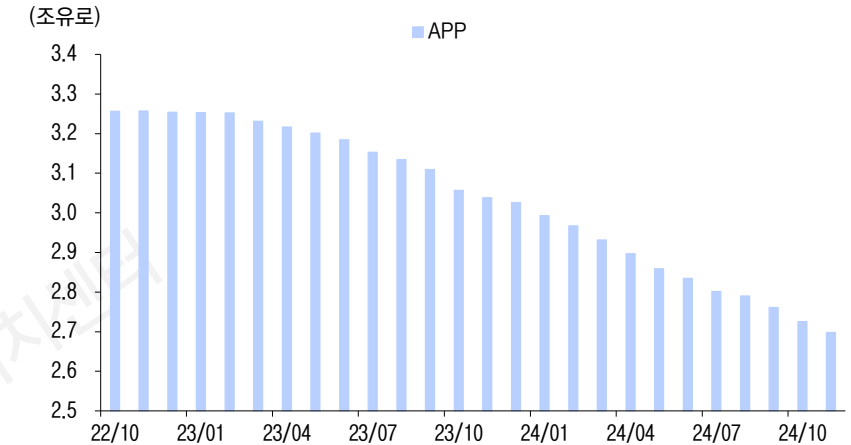


# ECB 자산 하락 추세

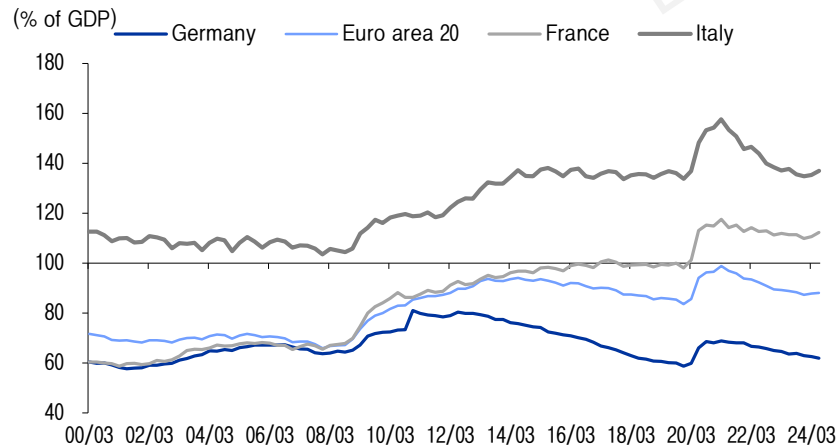
## PEPP 보유자산 하락 추세



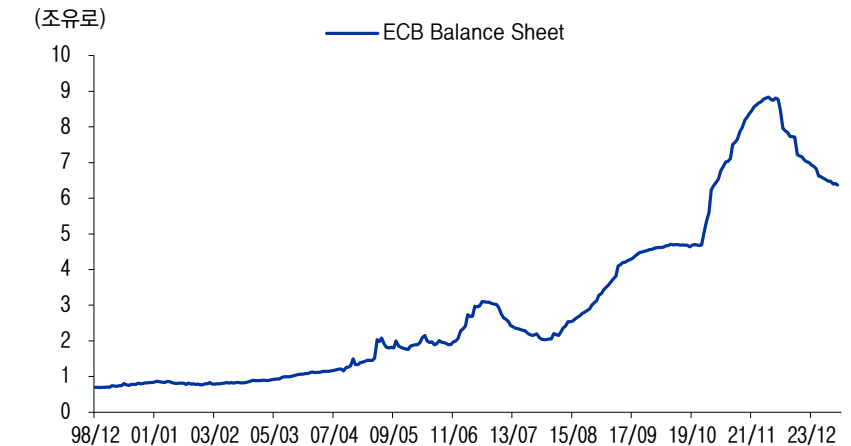
## APP 보유자산 하락 추세



## 정부부채비율



## ECB Balance Sheet



Part IV

# 2024년 BOE 통화정책

쉽지 않은 인하의 길

# 2024년 BOE 통화정책 결정

- BOE는 5.25%에서 4.75%로 50bp 인하 단행. 여타 선진국 대비 현저히 좁은 인하 폭. 2024년10월 ~ 2025년 9월까지 QT 규모는 1,000억 파운드를 유지
- 물가에 대한 우려 지속되고 있지만 꾸준한 둔화세 확인. 미 연준, ECB와의 금리차 존재하는 만큼 인하 여력 존재한다고 판단

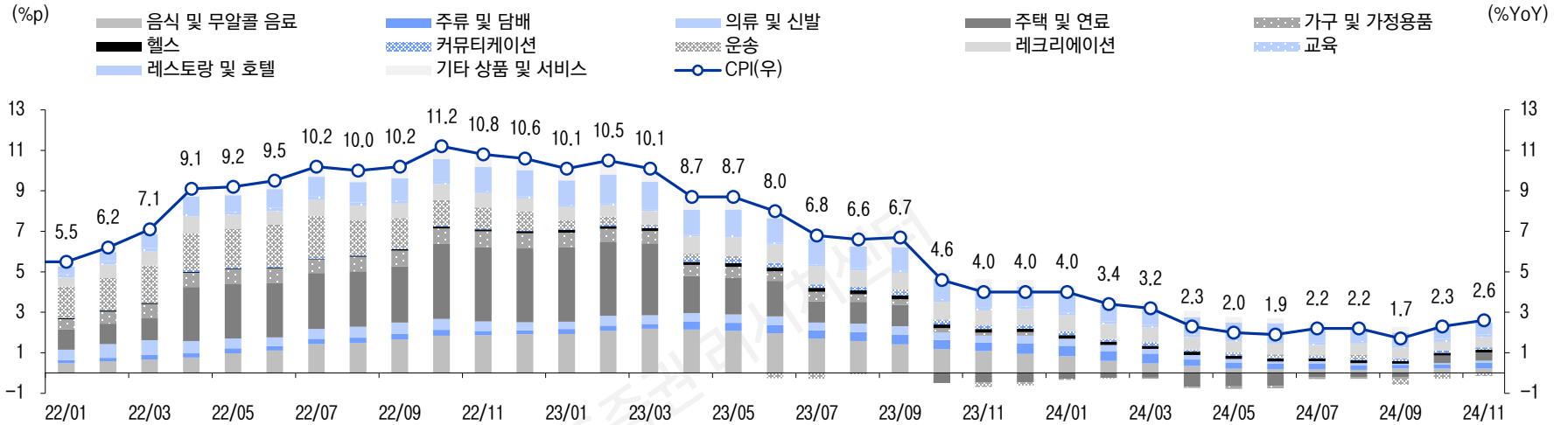
## 2025년 BOE 일정

구분	일자	구분	일자
2월 BOE	2월 6일	8월 BOE	8월 7일
3월 BOE	3월 20일	9월 BOE	9월 18일
5월 BOE	5월 8일	11월 BOE	11월 6일
6월 BOE	6월19일	12월 BOE	12월18일

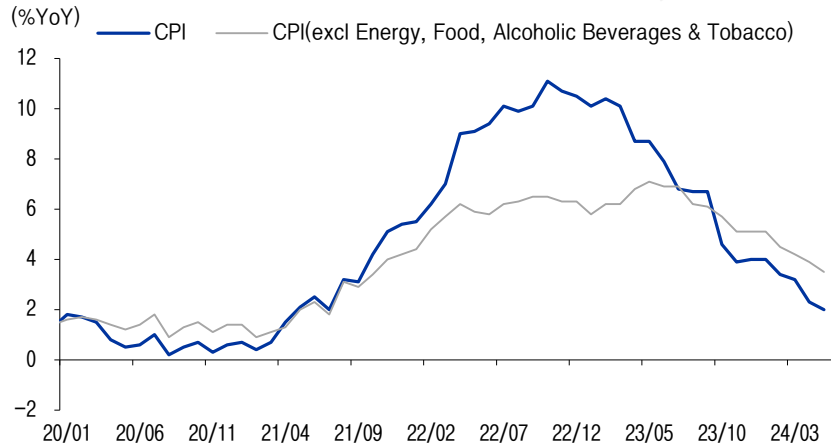
일시	주요 결정 내용
2월 BOE (2.1)	기준금리 <b>동결(5.25%)</b> . 물가상승률이 2% 목표 수준 상회하는 리스크가 사라지기 전까지 통화정책은 상당히 오랫동안 긴축적일 필요 강조. '물가상승 압력의 지속성에 대한 증거가 있을 시 통화정책을 보다 긴축적으로 유지할 것' 문구 삭제
3월 BOE (3.21)	기준금리 <b>동결(5.25%)</b> . 물가 상승세 둔화, 고용상황 완화 등에도 <b>물가 지속성 판단 지표가 빠르게 둔화되고 있다는 추가 증거 확인 전까지 정책금리 동결이 적절함을 언급</b> . '매 회의 금리 제약 정도를 고려할 것'이라는 문구 추가
5월 BOE (5.9)	기준금리 <b>동결(5.25%)</b> . 물가상승률이 2% 목표에 지속가능하게 돌아가기 위해 통화정책은 충분히 오랫동안 제약적일 필요있다고 언급. '향후 데이터가 물가 지속성 위험이 줄어들고 있다는 평가에 어떤 영향을 미치지 고려할 계획' 문구 추가. 아직 금리 인하 시점에 이르지 않았다고 평가
6월 BOE (6.20)	기준금리 <b>동결(5.25%)</b> . 물가상승률의 2% 목표 리스크가 사라지기 전까지 통화정책은 충분히 오랫동안 제약적이어야 한다는 의견 고수. 8월 경제전망에서 현 금리 수준을 얼마나 오래 유지해야하는지 검토한다고 전하며 정책 전환 가능성 제시
8월 BOE (8.1)	기준금리 <b>25bp 인하(5.00%)</b> . 물가와 경제를 균형있게 고려해 제약의 정도를 줄이는 것이 적절하다고 판단. 9월 회의서 2024년 10월~2025년 9월까지의 QT 목표를 논의할 예정
9월 BOE (9.19)	기준금리 <b>동결(5.00%)</b> . 대부분 위원은 실질적 변화 부재 시, 점진적으로 정책 제약 정도를 조절하는 것이 적절하다고 주장. 2024년 10월부터 2025년 9월까지 향후 1년간 길트채 매각과 만기 도래분을 포함한 <b>QT 규모는 1,000억 파운드를 유지</b>
11월 BOE (11.7)	기준금리 <b>25bp 인하(4.75%)</b> . 물가상승률 목표수준 근처에서 유지 시 추가 금리 인하 전망
12월 BOE (12.19)	기준금리 <b>동결(4.75%)</b> . 물가상승률, 임금 성장 및 일부 기대 인플레이션 지표 상승하며 인플레이션 지속성에 대한 리스크 확대

# 영국 CPI

## 지출품목별 기여도



## 주요 물가상승률



## 기대인플레이션(BEI 10년)



자료: CEIC, Infomax, LS증권 리서치센터

# 2월 BOE Review: 동결, 인상 · 인하 소수의견 모두 있었다

## ● 2월 BOE 주요 결정 내용

- 기준금리: 5.25%로 동결. 정책위원 6명 동결 지지, 2명(Mann, Haskel) 25bp 인상, 1명(Dhingra) 25bp 인하 소수의견 제시
- 물가상승률이 2% 목표 수준 상회하는 리스크가 사라지기 전까지 통화정책은 상당히 오랫동안 긴축적일 필요 (Monetary policy needs to be restrictive for an extended period of time until the risk of inflation becoming embedded above the 2% target dissipates)
- '물가상승 압력의 지속성에 대한 증거가 있을 시 통화정책을 보다 긴축적으로 유지할 것' 문구 삭제(Further tightening in monetary policy would be required if there were evidence of more persistent inflationary pressures)

## ● 세계·국내 경제평가 및 전망

- 2026년까지 영국 경제는 점진적인 회복세 보일 전망. 이는 과거 은행 금리 인상으로 인한 성장률 저하를 반영
- 다만 역사적 평균을 하회하는 수준의 성장 지속 전망

## ● 물가상승률 평가 및 전망

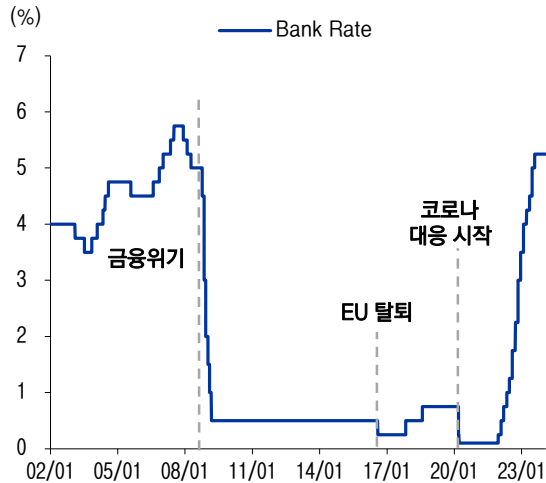
- 소비자물가는 2024년 2분기에 일시적으로 약 2%까지 하락했다가 3분기에 2.25%로, 3분기에 2.75%로 재차 상승할 것으로 전망. 하반기 물가상승률 경로는 에너지 물가의 물가 기여도에 기인
- 연말 물가상승률 전망치는 2.75%이며 2년 내에 2.3%로 하락하고, 3년 내에 1.9%에 도달할 것을 전망
- 서비스 물가와 임금 성장이 예상을 하회했지만 인플레이션 지속성의 주요 지표는 여전히 높음
- 5.25%의 일정한 기준금리 가정 시, CPI물가는 위원회의 전망치를 하회하며 2025년 4분기에는 2% 목표치를 하회할 것

## ● 국내 노동시장 평가 및 전망

- 2024년 민간 부문 연간 임금 상승률은 둔화될 것으로 전망. 기대 인플레이션 하락과 느슨한 고용시장이 임금 상승을 둔화시킬 것으로 예상됨
- 노동시장 긴축 완화를 시사하는 증거 존재. 다만 역사적 기준으로 여전히 긴축되어있음
- 향후 몇 개월의 임금 상승에 영향 미칠 수 있는 요인은 법정생활임금(NLW)의 인상. 지난 11월 정부는 NLW 시급을 약 10% 인상. 임금 인상에 직접적 영향은 없을 것으로 보이나 불확실성은 존재함

# 2월 경제전망: Visual Summary

## 인플레이션 목표를 위한 고금리 기조 유지



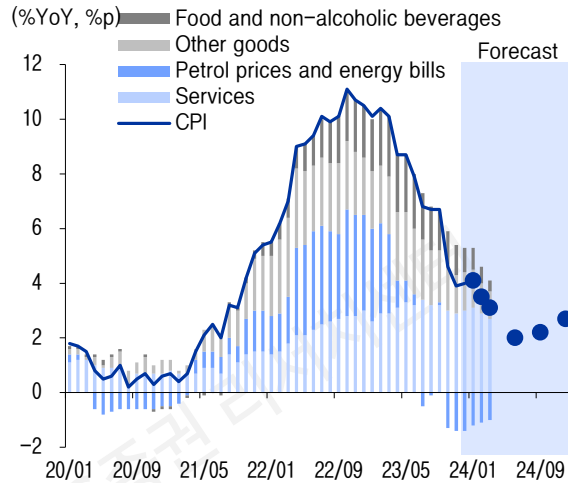
**고기준금리는 물가상승률을 하락시키고 낮은 수준에서 유지할 수 있게 함**

- 과거 2년 간 고금리를 통해 물가 상승을 둔화시켜옴

**고기준금리는 고대출 금리와 저축을 장려**

- 이는 전반적으로 소비 감소를 의미. 만약 상품과 서비스의 소비 감소하면 물가는 천천히 상승할 것
- 고차입비용에 직면해 있지만, 고물가가 장기간 유지된다면 모두에게 더 해로울 것

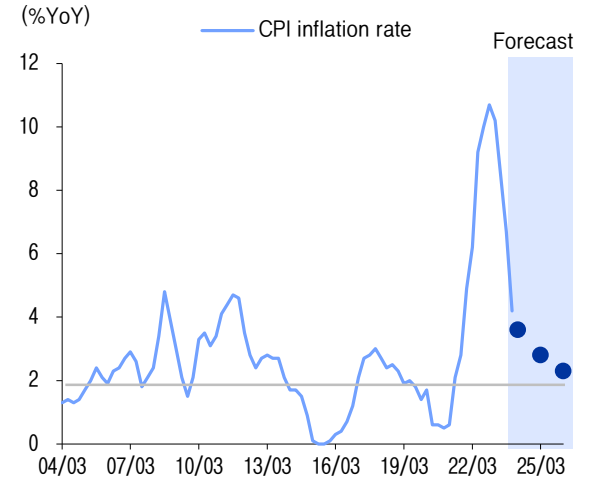
## 인플레이션 하락 추세



**물가 상승 속도는 둔화추세**

- 물가상승률은 2022년 11% 정점을 기록하고 2023년 12월 4%로 하락.
  - 석유류 및 유틸리티 물가는 몇년간 하락세 지속
  - 음식료를 포함한 여타 물가는 보다 천천히 상승중
- 연말까지 물가상승률이 2.75%로 하락할 것으로 전망**
- 물가 하락 기간 동안 경로는 울퉁불퉁할 것
  - 에너지 물가가 하락하면 인플레이션이 단기간 내에 2%로 하락할 수 있지만 연말에 재차 상승 가능성
  - 물가 상방 압력을 주는 글로벌 쇼크를 배제 불가

## 고물가를 잡기 위한 금리 인상



**물가를 2%로 되돌리고 유지시키는 데 집중**

- 목표 달성 위해 기준금리를 충분히 오랫동안 높은 수준으로 지속할 것
- 고물가는 모두에게 영향을 미치지만 특히 어려운 사람에게 타격을 줌

# 2월 경제전망: Projections

BOE 경제 전망 가정

내용	2023년	2024년	2025년	2026년
기준금리	5.2(5.3)	4.2(5.1)	3.4(4.5)	3.2(4.2)
파운드 EER	81(81)	82(80)	81(80)	81(79)
유가	84(90)	76(81)	73(77)	71(74)
가스가격	101(118)	88(142)	87(117)	82(99)
정부 지출	6.75(6.25)	3(0.75)	2(1.75)	2.75(2.25)

BOE 경제 전망

내용	2023년	2024년	2025년	2026년
세계 GDP	1.75(1.5)	1.75(1.75)	2.25(2)	2.25(2)
영국 GDP	0.25(0.5)	0.25(0)	0.75(0.25)	1(0.75)
가계 소비	0.5(0.5)	-0.25(0)	0.75(0.5)	1.75(1)
초과 공급/초과 수요	0.5(0.25)	-0.25(-0.5)	-0.75(-1.25)	-1(-1.5)
실업률	4.25(4.25)	4.5(4.75)	5(5)	5(5)
물가상승률	4.25(4.75)	2.75(3.25)	2.5(2)	2(1.5)

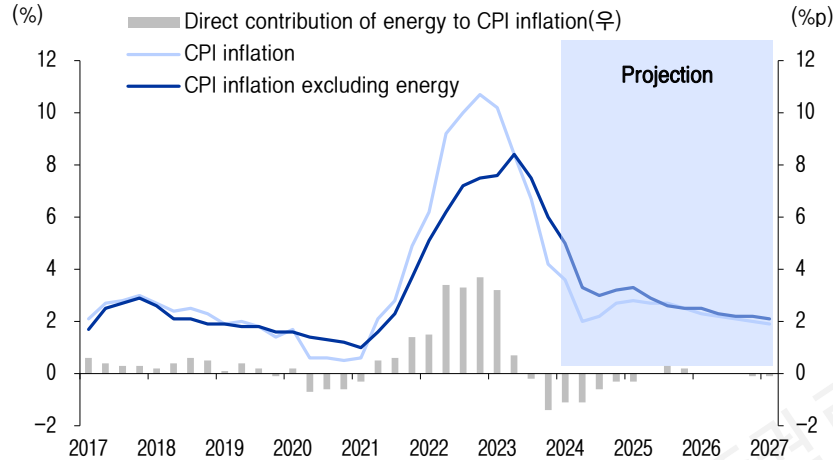
## [기자간담회 주요 내용]

- 물가상승률은 1년 전 10%에서 4%로 큰 폭 하락. 올바른 방향으로 움직이고 있지만 인플레이션이 목표까지 하락하고 유지될 것이라는 확신 필요
- 하반기로 갈수록 에너지 물가의 부정적 기여도가 하락할 것으로 전망되며 헤드라인 물가상승률은 상승할 것
- GDP는 점진적으로 성장할 것. 고금리가 GDP 성장에 영향을 미치지만 시장 금리가 하락하고 수입가격 하락이 실질 소득 상승으로 이어지며 경제가 빠르게 회복될 것으로 전망
- 과잉 수요가 과잉 공급으로 전환되고 있음. 잠재적 공급 성장률은 여전히 저조할 것으로 예상되나 생산성 및 노동 공급의 증가로 공급이 수요를 초과할 것

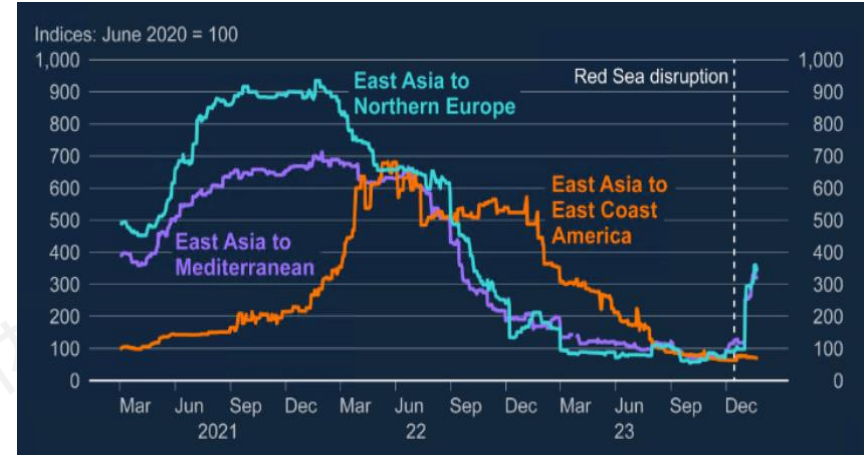
주: 괄호 안 숫자는 직전 경제전망의 가정치 및 전망치  
 자료: BOE, LS증권 리서치센터

# 2월 Press Conference

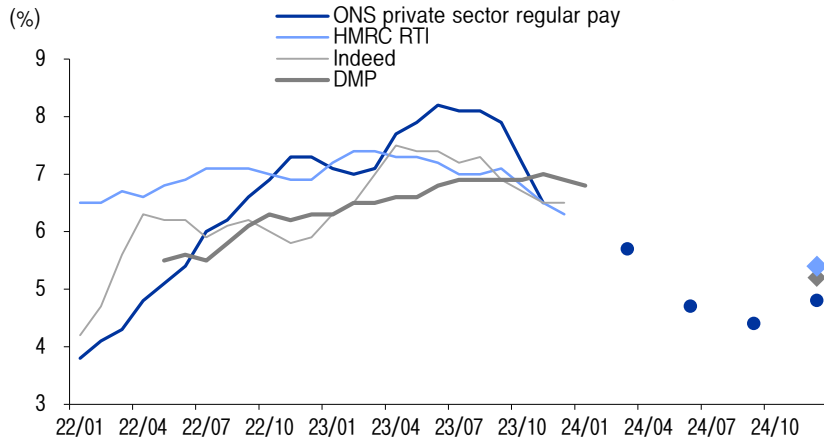
## 에너지 물가의 물가상승률 기여도



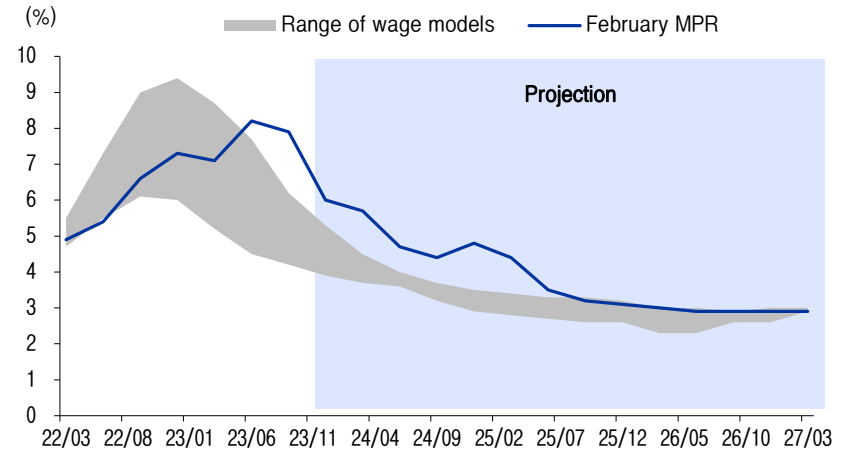
## 운송비 상승



## 타 기관 전망과 유사한 임금상승률 하락 전망



## 연간 민간 부문 임금 상승률 전망



자료: BOE, LS증권 리서치센터

# 3월 BOE Review: 동결, 물가 지속성 증거 필요

## ● 3월 BOE 주요 결정 내용

- 기준금리: 5.25%로 동결. 정책위원 8명 동결 지지, 1명(Dhingra) 25bp 인하 소수의견 제시
- Dhingra 위원은 물가상승률의 확고한 하락 추세, 아직 팬데믹 이전 수준으로 회복되지 않은 소비, 기업의 구인수요 급감, 향후 명목임금 상승세 완화 등을 인하여 소수의견 근거로 제시
- 물가 상승세 둔화, 고용상황 완화 등에도 물가 지속성 판단 지표가 빠르게 둔화되고 있다는 **추가 증거 확인 전까지 정책금리 동결이 적절**
- 물가 지속성에 대한 추가 증거가 통화 정책 입장 변화의 정당성을 부여할 것이며 위원들 사이에서 필요한 증거의 정도에 대한 의견 상이할 것으로 판단 (a further accumulation of evidence on inflation persistence would be required to warrant a shift in the monetary policy stance, with members differing on the extent of evidence that was likely to be needed)
- “매 회의 금리 제약 정도를 고려할 것(They would continue to consider the degree of restrictiveness of policy at each meeting)” 문구 추가

## ● 국내 경제평가 및 전망

- 영국 GDP는 지난해 하반기 마이너스 성장 보였으나 올해 상반기 반등할 전망
- 1월 월별 GDP는 건설 및 정부 서비스 부문에 기인해 2023년 9월 이후 최고수준 기록

## ● 물가상승률 평가 및 전망

- 최근 몇 개월의 소비자물가상승률 하락은 외부 비용 완화 지속 및 식품 및 근원 상품 가격 상승률 하락에 기인. 서비스 물가상승률은 하락했지만 여전히 높은 수준
- 에너지 물가는 물가상승률 하락을 견인. 향후 6개월 동안 인플레이션 하락에 기여할 것으로 전망

## ● 국내 노동시장 평가 및 전망

- 노동시장 긴축 완화 및 기대 인플레이션 하락의 배경 속, 임금상승률 관련 지표는 하락세를 보임. 다만 여전히 높은 수준

# 5월 BOE Review: 동결, 아직은 인하 아냐

## ● 5월 BOE 주요 결정 내용

- 기준금리: 5.25%로 동결. 정책위원 7명 동결 지지, 2명(Dhingra, Ramsden) 25bp 인하 소수의견 제시
- 물가 지속성에 대한 주요 지표는 광범위하게 완화되고 있지만 여전히 높은 수준을 유지하고 있음. 인플레이션이 2% 목표에 지속가능하게 돌아가기 위해 통화정책은 충분히 오랫동안 제약적일 필요
- 노동시장 긴축, 임금 증가 및 서비스 물가의 움직임 등 국내 물가상승 압력 지속성을 모니터링 할 것
- "향후 데이터가 물가 지속성 위험이 줄어들고 있다는 평가에 어떤 영향을 미치는지 고려할 계획(The Committee will consider forthcoming data releases and how these inform the assessment that the risks from inflation persistence are receding)" 문구 추가

## ● 국내 경제평가 및 전망

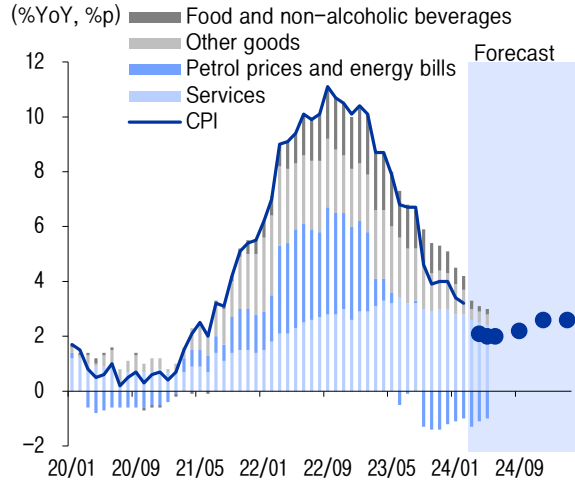
- 경제활동은 2023년 말 회복되기 시작. 3월에 발표한 정부의 봄 예산에 기인해 GDP 수준은 0.25% 이상 상승할 것(노동시장 참여 증가 등을 포함해 잠재적 공급이 증가할 가능성이 높기 때문에 경제에 미치는 물가 압력이 적을 것으로 예상)
- 영국 GDP는 2024년 2분기에는 0.2% 성장할 것으로 전망

## ● 물가상승률 평가 및 전망

- 올해 2분기 내내 목표에 근접한 수준으로 회복될 것으로 전망. 에너지 관련 기저효과 해소로 3·4분기는 약간 상승해 약 2.5%에 달할 것으로 전망
- 지정학적 요인으로 인한 단기 물가 상방 리스크가 존재하지만 중동 사태 진전은 유가에 제한적 영향 미침
- 물가상승률은 2025년 1.9%, 2026년 1.6%에 도달할 것으로 전망
- 민간 부문 정규 임금 상승률은 올해 약 5%로 둔화될 것으로 전망

# 5월 경제전망: Visual Summary

## 고기준금리로 물가상승률 하락



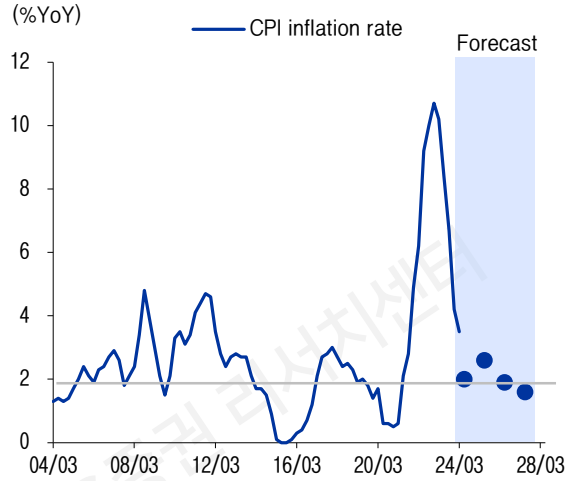
### 목표는 물가상승률이 2% 목표 수준으로 돌아가는 것

- 지난 몇 년 동안 고금리가 물가상승을 둔화시켜옴
- 높은 기준금리는 잘 작동되고 있음
- 영국의 물가는 2021년 9월 이래로 가장 낮은 수준으로 하락. 2022년 11% 고점에서 3월 3.2%로 하락

### 고금리는 고대출금리와 저축을 장려

- 이는 전반적인 소비 감소로 이어질. 상품과 서비스에 대한 지출이 감소하면 물가는 천천히 오르는 경향을 띄며 물가상승률은 하락함

## 물가상승률, 2%로 낮추고 유지해야함



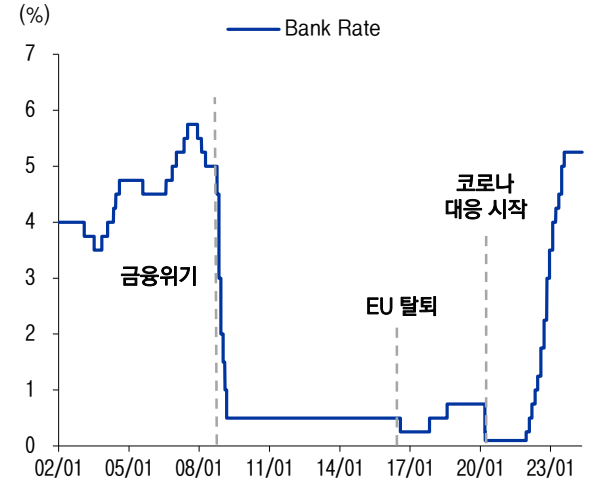
### 석유와 유틸리티 물가는 '22년부터 하락, 식료품 가격을 포함한 다른 물가들은 천천히 상승

- 다만 호텔, 식당, 보험, 숙박 등 서비스 물가는 여전히 과거 평균 수준에서 상승중
- 낮은 유가는 물가상승률이 향후 몇 개월 동안 2% 부근으로 떨어진 후 하반기에 약간 상승할 것을 의미함

### 물가를 상승시키는 글로벌 쇼크 배제 불가

- 중동의 진전은 유가 상승을 야기해 물가 상승을 상승시킬 가능성

## 긍정적이나, 금리 인하 단계 아냐



### 아직 금리 인하 시점에 이르지 않음

- 5.25% 기준금리, 물가상승률이 2% 목표 수준으로 회복되고 그 수준을 유지하는 데 도움될 것
- 주요 경제 데이터에서 보이는 진전은 고무적. 다만 아직 금리 인하 시점에 이르지 않음. 물가가 낮은 수준에서 유지될 것이라는 증거를 더 많이 모아야함

# 5월 경제전망: Projections

BOE 경제 전망 가정

내용	2023년	2024년	2025년	2026년
기준금리	5.3	4.8(4.2)	4.3(3.4)	3.8(3.2)
파운드 EER	81	82(82)	82(81)	81(81)
유가	84	85(76)	79(73)	75(71)
가스가격	101	88(88)	91(87)	79(82)
정부 지출	7.0	2.5(3)	2.5(2)	2.75(2.75)

BOE 경제 전망

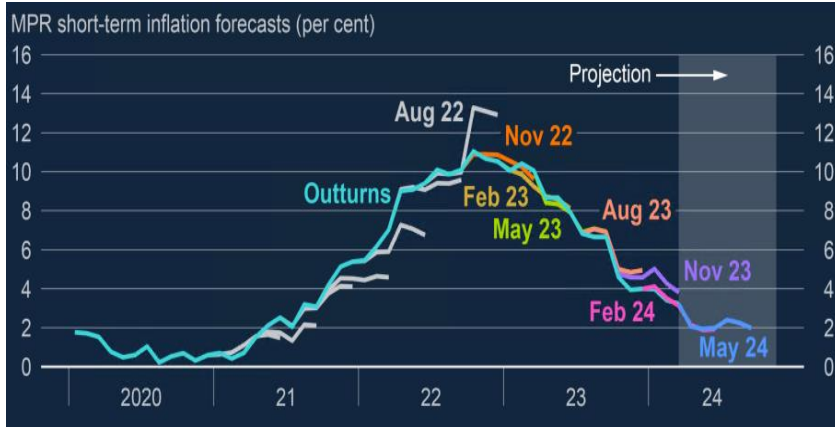
내용	2023년	2024년	2025년	2026년
세계 GDP	1.75	2(1.75)	2(2.25)	2.25(2.25)
영국 GDP	0	0.5(0.25)	1(0.75)	1.25(1)
가계 소비	0.25	0.25(-0.25)	1.25(0.75)	1.75(1.75)
초과 공급/초과 수요	0.5	-0.25(-0.25)	-1(-0.75)	-1.25(-1)
실업률	3.75	4.25(4.25)	4.75(5)	4.75(5)
물가상승률	4.25	2.5(2.75)	2.25(2.5)	1.5(2)

## [기자간담회 주요 내용]

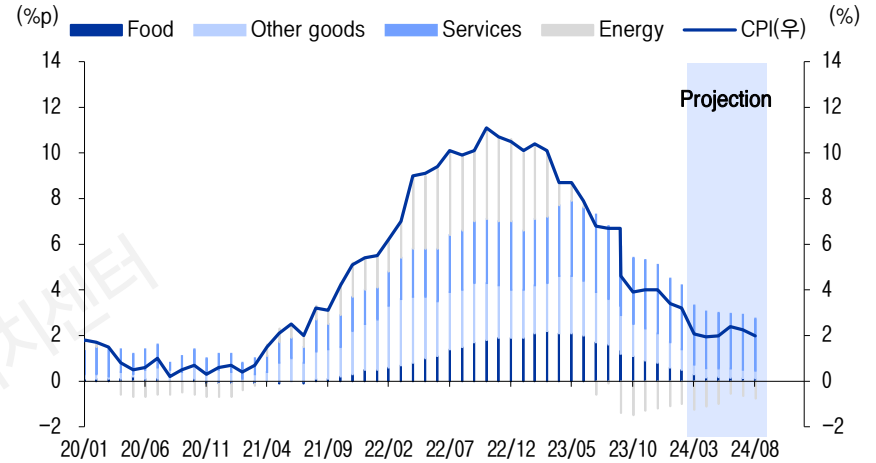
- 물가 상승을 유발했던 글로벌 충격은 사라졌고 통화정책은 물가가 목표로 돌아가기 위해 작동되고 있음. 다만 아직 금리 인하 시점에 이르지 않음
- 데이터의 놀라움이 적다는 것은 이제 코로나 19 팬데믹과 유럽의 주요 전쟁과 같은 비정상적 시기를 지나 보다 정상적인 시기로 돌아가고 있음을 의미
- 중동 갈등 등 글로벌 경제에 대한 위험은 상존하나, 지금까지의 경제는 이런 위험에 적응해왔음. 글로벌 공급망은 유지되고 있고 에너지 가격도 완화됨
- 진전을 이룬 만큼, 물가상승률이 2% 목표에 수렴하기 위해 향후 몇 분기 내에 금리를 인하하고 통화정책 제약의 정도를 조정할 필요. 다만 데이터와 물가 지속성의 위험 평가에 미치는 영향 판단해야함

# 5월 Press Conference

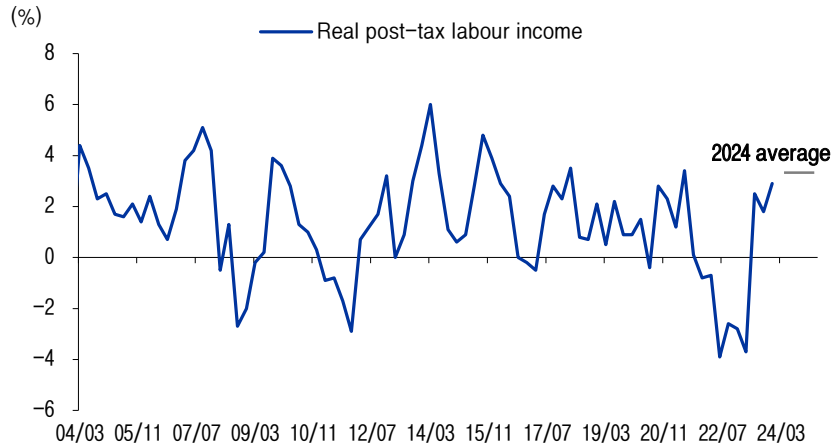
헤드라인 물가는 올해 예측과 대체로 일치한 모습



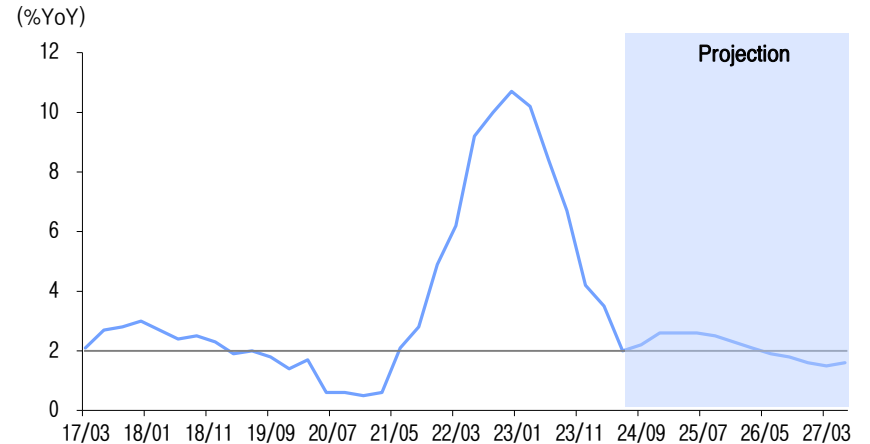
물가상승률은 재상승 전 2%에 근접할 것



가계 실질 소득 증가



물가상승률은 전망 시기 말 목표수준 하회할 전망



자료: BOE, LS증권 리서치센터

# 6월 BOE Review: 동결, 現금리수준 얼마나 유지할지 검토할 것

## ● 6월 BOE 주요 결정 내용

- 기준금리: 5.25%로 동결. 정책위원 7명 동결 지지, 2명(Dhingra, Ramsden) 25bp 인하 소수의견 제시
- 인하 소수의견 개진한 두명 위원은 정책 스탠스의 점진적인 전환과 전달 지연을 고려해 제약 정도를 완화할 필요가 있음을 주장
- 물가상승률의 2% 목표 리스크가 사라지기 전까지 통화정책은 충분히 오랫동안 제약적이어야 한다는 의견 고수(The monetary policy needs to be restrictive for an extended period of time until the risk of inflation becoming embedded above the 2% target dissipates)
- 통화정책의 제약적인 기조는 실물 경제 활동에 부담을 주고 노동시장 완화를 이끌며 물가 압력을 낮춘다고 평가. 인플레이션 지속성에 대한 주요 지표는 완화되고 있지만 여전히 높은 수준을 유지하고 있음
- 8월 경제전망에서 사용 가능한 모든 데이터가 인플레이션 지속성 위험이 줄어들고 있다는 평가에 어떤 영향을 미치는지, 현 금리 수준을 얼마나 오래 유지해야하는지 검토할 것

## ● 국내 경제평가 및 전망

- 1분기 영국 GDP 성장은 5월 통화정책 보고서의 전망을 큰 폭 상회. 이는 정부 서비스 생산 증가에 기인했으며 시장 부문 생산 성장도 예상을 상회
- 영국 2분기 GDP 성장률은 0.5%일 것으로 전망(5월: 0.2%)
- 홍해 리스크가 예상보다 오래 지속되며 5월 회의 이후 글로벌 운송 비용이 상승했지만 팬데믹 시기 최고 수준을 훨씬 하회함. 높은 수요와 지속적인 운송 용량 제약으로 운송비용은 상승했으며 소비자 가격에 대한 잠재적 영향의 정도와 시기에 대한 불확실성 상존
- 기업투자는 항공기 지출에 집중되어 있으며 제조업 투자 생산 PMI도 상승세를 보임. 기업 투자 성장 또한 증가

## ● 물가상승률 평가 및 전망

- 물가상승률이 2%로 큰 폭 하락한 것은 상품과 서비스 모두에 걸친 기저 효과에 기인. 근원 상품 물가상승률 하락이 서비스 인플레이션의 상승을 상쇄
- 물가상승률은 단기적으로 2% 목표에 가까워질 것으로 예상됨. 다만 에너지 물가가 지난해 하락한 데 기인해 하반기에는 약 2.5%로 증가할 전망
- 지정학적 요인으로 인해 단기 물가 전망에 대한 상방 리스크 상존
- 5월 보고서 당시 시장에 반영된 금리 경로와 경제 여유 반영 시, 소비자물가상승률은 2025년 1.9%, 2026년 1.6%로 전망

# 8월 BOE Review: 연내 첫 인하, 박빙의 결정

## ● 8월 BOE 주요 결정 내용

- 기준금리: 5.00%로 25bp 인하. 정책위원 5명 인하 지지, 4명(Greene, Mann, Pill, Haskel) 동결 소수의견 제시
- 물가와 경제를 균형있게 고려해 제약의 정도를 줄이는 것이 적절하다고 판단(It is now appropriate to reduce the degree of policy restrictiveness)
- 물가상승률이 중기적으로 목표수준에 유지되며 물가 위험이 사라질 때까지 충분히 오랫동안 긴축적으로 유지될 필요(need to continue to remain restrictive for sufficiently long until the risks to inflation returning sustainably to 2% target in the medium term have dissipated further)
- 9월 회의서 2024년 10월~2025년 9월까지의 QT 목표를 논의할 예정

## ● 국내 경제평가 및 전망

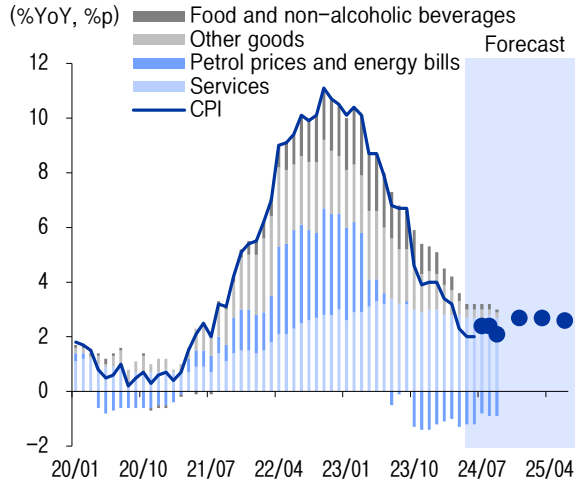
- 영국 GDP 성장률은 3분기 0.4%, 4분기 0.2%로 성장세가 약화될 전망
- 올해 GDP가 예상보다 강했지만 통화정책의 제약적 스탠스가 실물 경제 활동에 부담을 주며 노동시장이 완화되고 인플레이션 압력 하락
- 총수요와 공급은 대체적으로 균형을 이루고 있는 것으로 판단
- GDP의 잠재적 하락과 노동시장 둔화로 유희경제력이 발생하고 이후 지속될 것으로 전망되며 이는 통화정책의 긴축적인 스탠스를 반영함

## ● 물가상승률 평가 및 전망

- 2024년 하반기 물가상승률은 국내 에너지 가격의 영향력 감소와 국내 인플레이션 압력 지속에 기인해 2.75%로 상승할 전망(6월: 2.5%). 다만 2025년 물가상승률은 재차 2%로 하락할 것
- 국내 인플레이션 압력의 지속성을 나타내는 서비스 인플레이션이 높은 수준임을 우려
- 가계와 기업 인플레이션 전망치의 많은 지표들이 2010-2019년 평균 수준으로 정상화됨

# 8월 경제전망: Visual Summary

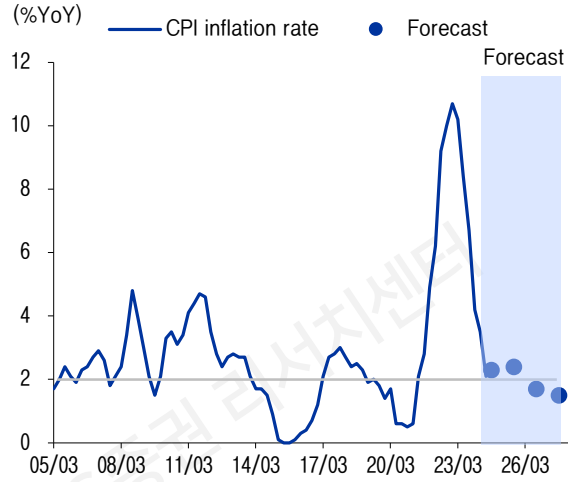
## '21년 9월 이후 최저 수준의 물가상승률



### 목표수준으로 돌아간 인플레이션, 일시적 재상승할 것

- 목표는 물가상승률이 목표 수준에서 지속되는 것
- 지난 몇 년 간 물가 상승을 늦추기 위해 고금리를 지속해왔으며 5월, 6월 물가상승률은 2%를 기록
- 고금리는 상품과 서비스에 대한 수요를 줄임으로써 작동됨. 이는 물가 상승 속도 완화에 기여

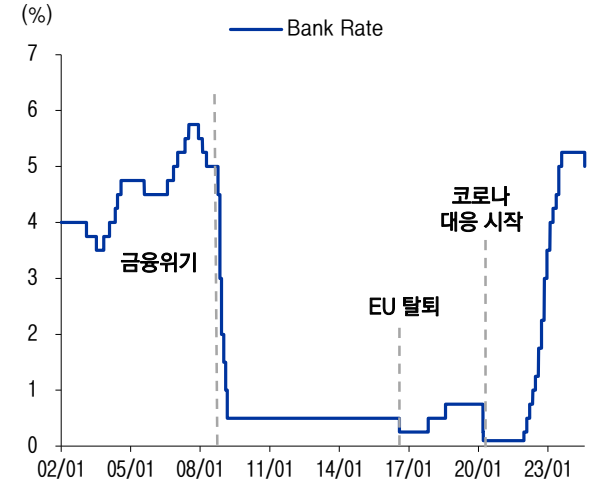
## 물가상승률, 일시적 재상승 이후 안정될 것



### 인플레이션 진전으로 금리 인하

- 물가상승률은 2%로 재차 하락. 인플레이션 진전으로 기준금리를 5%로 인하
- 그럼에도 가계 에너지 가격이 물가상승에 미치는 영향이 감소되며 **이번기에는 물가상승률이 2.75%로 상승할 가능성**
- 다만 이는 일시적 상승이며 물가상승률은 다시 목표 수준으로 하락할 전망

## 기준금리 5%로 인하



### 물가상승의 낮은 수준 지속 위해 너무 많은 혹은 너무 빠른 금리인하 하지 않을 것

- 향후 몇 년 동안 기준금리를 낮게 유지할 필요
- 물가상승률이 전반적으로 목표 수준에 도달했지만 일부 품목 물가는 여전히 빠르게 상승중. 호텔, 레스토랑, 보험, 주거비 등 서비스 물가는 여전히 과거 평균 수준을 상회하는 속도로 상승
- 올해초, 상품과 서비스의 수요가 예상보다 강했음. 강한 수요가 지속되면 물가 상승으로 이어질 것
- **향후 회의서 금리 추가 인하 여부를 고려할 것**

# 8월 경제전망: Projections

BOE 경제 전망 가정

내용	2023년	2024년	2025년	2026년
기준금리	5.3	4.9(4.8)	4.1(4.3)	3.7(3.8)
파운드 EER	81	84(82)	84(82)	83(81)
유가	84	83(85)	78(79)	75(75)
가스가격	101	92(88)	95(91)	84(79)
정부 지출	7.0	2.75(2.5)	2.25(2.5)	2.75(2.75)

BOE 경제 전망

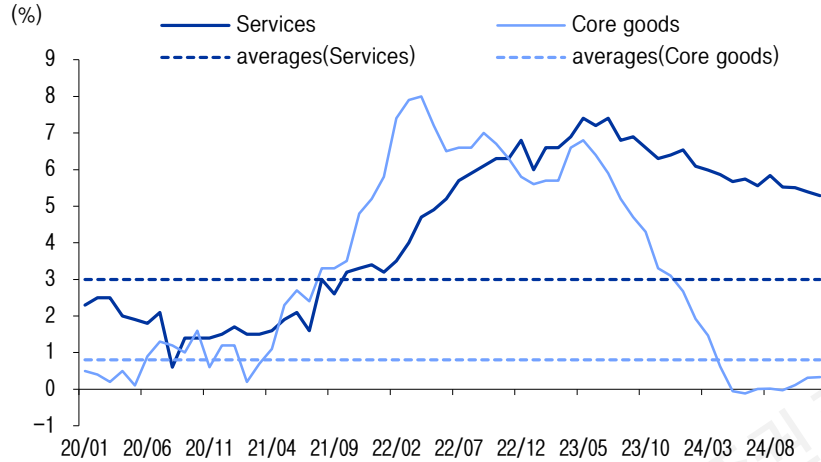
내용	2023년	2024년	2025년	2026년
세계 GDP	1.75	2(2)	2.25(2)	2.25(2.25)
영국 GDP	0	1.25(0.5)	1(1)	1.25(1.25)
가계 소비	0.25	0.5(0.25)	1.5(1.25)	1.75(1.75)
초과 공급/초과 수요	0.5	-0.25(-0.25)	-0.75(-1)	-1.25(-1.25)
실업률	3.75	4.5(4.25)	4.75(4.75)	4.75(4.75)
물가상승률	4.25	2.75(2.5)	2.25(2.25)	1.5(1.5)

## [기자간담회 주요 내용]

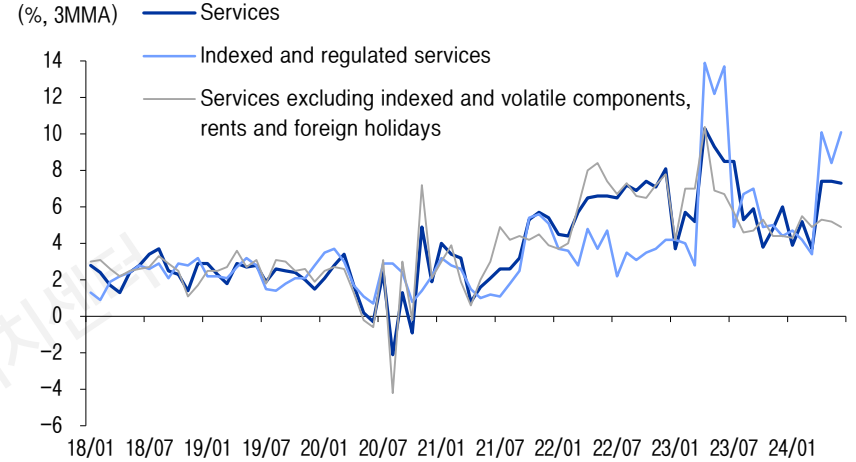
- 에너지 가격은 우크라이나 전쟁에 급등한 이후 작년 하반기 큰 폭 하락. 에너지 가격 하락으로 물가상승률은 하락했으나 가계 에너지 가격의 부정적 기여도가 하락하며 인플레이션은 상승할 전망
- 물가상승률이 완화되었음에도 불구하고 서비스 물가상승률과 국내 인플레이션 압력은 여전히 높은 수준. 서비스 물가상승률을 국내 인플레이션 압력의 지속성을 나타내는 지표로 주의 깊게 살펴보고 있음
- 물가가 지속가능하게 2% 목표 수준에서 유지되게 위해 제약의 정도를 완화하는 것이 적절

# 8월 Press Conference

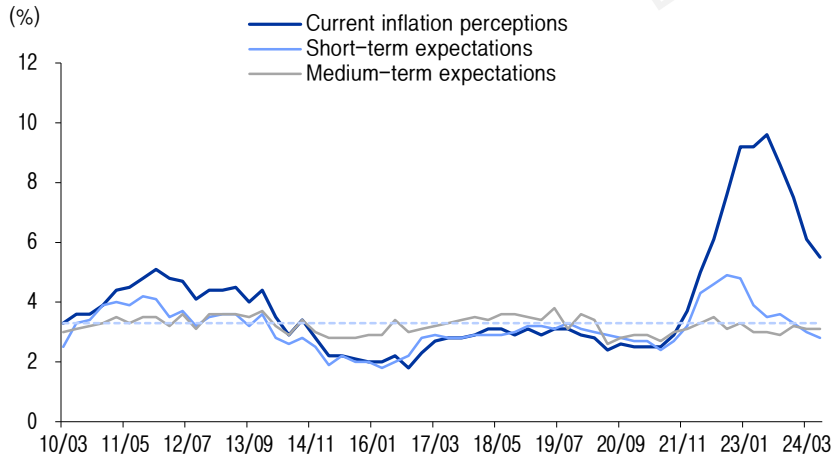
서비스 물가 상승률은 평균치 팬데믹 이전 평균 수준 상회



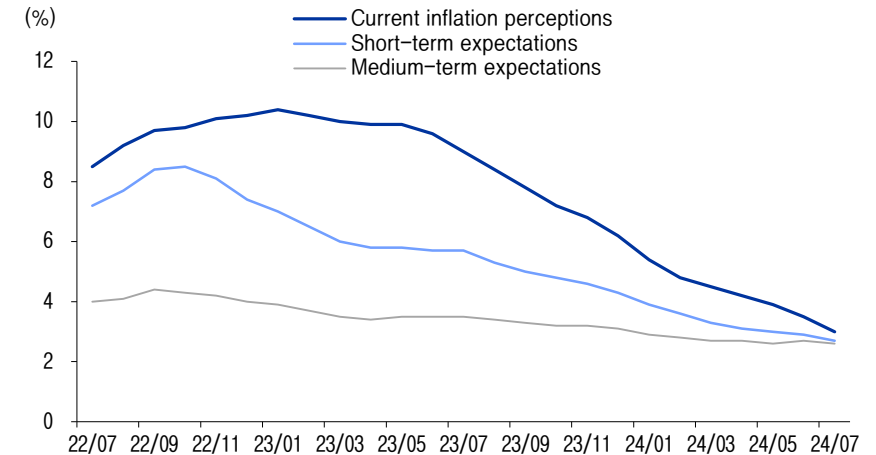
변동성이 큰 서비스물가 상승 추세



기대 인플레이션 하락추세(가계)



기대 인플레이션 하락추세(기업)



주: 첫번째 차트의 평균치 기간은 2010-2019년  
자료: BOE, LS증권 리서치센터

# 9월 BOE Review: 변화 부재시, 점진적인 정책 조절 필요

## ● 9월 BOE 주요 결정 내용

- 기준금리: 5.00%로 동결. 정책위원 8명 동결 지지, 1명(Dhingra) 25bp 인하 소수의견 제시
- 임금과 가격은 지속해서 정상화되었고 영국 경제 성장은 예상과 부합했지만 글로벌 전망에 대한 불확실성 확대
- 대부분 위원은 **실질적 변화 부재시, 점진적으로 정책 제약 정도를 조절하는 것이 적절하다고 주장**(in the absence of material developments, a gradual approach to removing policy restraint would be warranted)
- 인하 소수의견 개진한 한명 위원은 물가상승률의 확고한 하락세, 노동시장 추가 완화, 기대 인플레이션의 하락, 수요 둔화 전망 등에 기인해 25bp 인하 의견
- 2024년 10월부터 2025년 9월까지 향후 1년간 길트채 매각과 만기 도래분을 포함한 **QT 규모는 1,000억 파운드를 유지하는 데 동의**. 2025년 9월 말 목표 잔고는 5,580억 파운드
- 물가와 통화정책에 대한 3가지 시나리오 제시:
  - **시나리오 1:** 물가 상승을 유발하는 글로벌 쇼크 해소와 헤드라인 인플레이션 하락 → 덜 제약적인 기조에 따라 인플레이션 압력 감소
  - **시나리오 2:** GDP 잠재적 수준 하회, 고용시장 완화, 임금 및 물가의 완전한 정상화 → 1번보다 더 제약적인 통화정책 기조 따른 인플레이션 지속성 소멸
  - **시나리오 3:** 최근 몇년간 겪은 공급 충격으로 인한 임금 및 물가 변화 등 구조적 변화가 경제에 영향 미침 → 위원들의 평가보다 정책 제약정도가 낮으므로 더 오랜기간 긴축적인 수준 지속

## ● 물가상승률 평가 및 전망

- 작년 에너지 가격 하락 영향이 사라지며 2024년 연말 물가상승률은 2.5%까지 상승할 것으로 전망
- 10월 예정된 유틸리티 물가 상승은 최근 유가 하락으로 인해 상쇄할 가능성
- 가계 기대 인플레이션은 역사적 평균 수준으로 정상화됨

## ● 노동시장 평가 및 전망

- 노동 수요 둔화에 따라 일자리 수는 점진적으로 감소. 이는 2023년보다 느린 속도이며 여전히 팬데믹 이전 대비 높은 수준
- 채용 어려움은 지속적으로 완화되고 있으며 2024년 2분기 초 구인 건수 대비 실업률 비율은 팬데믹 이전 평균 수준

# 11월 BOE Review: 풍당풍당 인하

## ● 11월 BOE 주요 결정 내용

- 기준금리: 4.75%로 25bp 인하. 정책위원 8명 인하 지지, 1명(Mann) 동결 소수의견 제시
- 점진적으로 제약적인 통화정책을 조정하는 것이 적절
- 물가 목표에 대한 리스크가 더 사라질 때까지 통화정책은 충분히 오랫동안 제한적일 필요
- 물가 지속성의 진전에 영향을 미칠 수 있는 3가지 case 제시:
  - Case 1: 인플레이션 상승을 유발한 글로벌 쇼크 해소와 임금과 물가 정상화 → 인플레이션 지속성 소멸
  - Case 2: 정상화를 위한 유희경제력 시기(a period of economic slack) 발생
  - Case 3: 일부 인플레이션 지속성은 임금과 물가의 구조적 변화를 반영함

## ● 국내 경제 평가 및 전망

- GDP 성장률은 하반기에 분기당 0.25% 속도로 하락할 전망
- 11월 경제 전망치는 2024년 가을 예산서 발표된 정부 정책과 연동되는 재정 정책을 기반으로 함. 이전 지출 압력을 위한 추가 자금 조달을 포함해, 예산안에서 발표된 조치의 결합 효과로 1년 후 GDP 수준이 8월에 비해 약 0.75% 성장할 전망. 이는 정부 소비 및 투자에 대한 경로가 세금인상이 성장에 미치는 영향을 상쇄한 데 기인

## ● 물가상승률 평가 및 전망

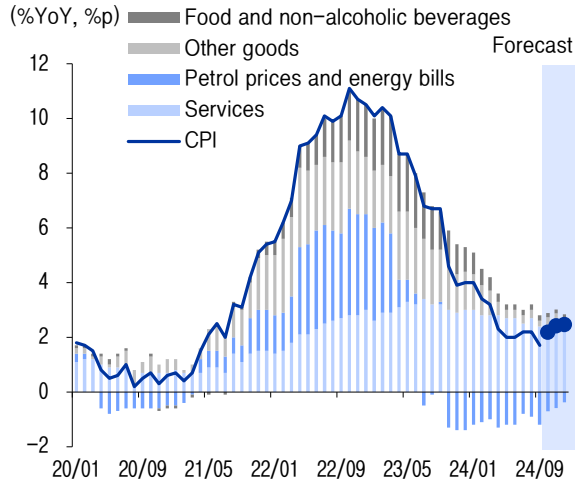
- 외부 충격 해소에 디스인플레이션 진전은 지속되고 있지만 국내 인플레이션 압력은 느리게 해소되고 있음
- 소비자물가상승률은 중기적으로 2% 목표 수준으로 재차 하락할 것으로 예상. 근원 상품 물가 상승률은 향후 몇 개월 내 팬데믹 이전 평균 수준으로 회복될 전망
- 에너지 가격 약세의 영향이 감소하고 국내 인플레이션 압력이 지속되며 물가상승률은 연말까지 2.5%로 상승한 후 2025년 하반기 2.75%까지 상승할 전망

## ● 물가상승률 평가 및 전망

- 실업률은 향후 몇 분기 동안 4%를 약간 상회할 것으로 전망. 다만 2024년에는 변화 거의 없을 것
- 노동시장은 완화되고 있지만 역사적 기준으로는 비교적 긴축적인 상황으로 판단

# 11월 경제전망: Visual Summary

## 최근 몇개월간 2% 목표에 근접한 물가상승률



### 2% 목표에 가까워진 물가상승률에 기인해 금리 인하

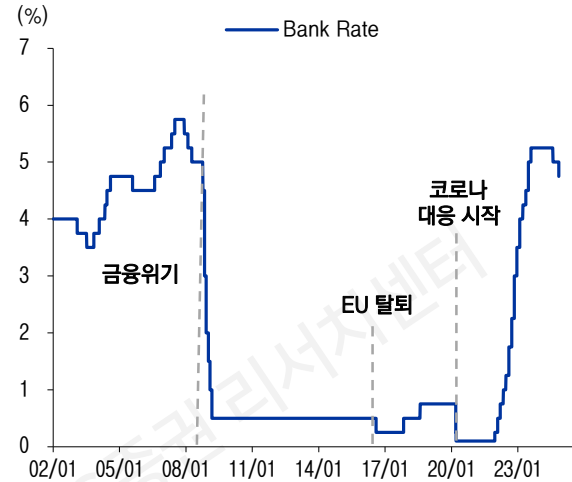
- 물가상승률의 목표 수준 유지가 목표
- 물가상승률은 2022년부터 급격한 하락세. 에너지 가격은 약 25%로 최근 고점대비 하락. 식품 물가는 18개월 전 20%에 근접한 수준에서 2% 미만으로 둔화

### 高 기준금리는 물가 상승 둔화에 기여. 물가상승률은

### 5월부터 2% 목표 수준에 근접

- 高금리는 상품 및 서비스 수요 감소와 인플레이션 둔화에 기여

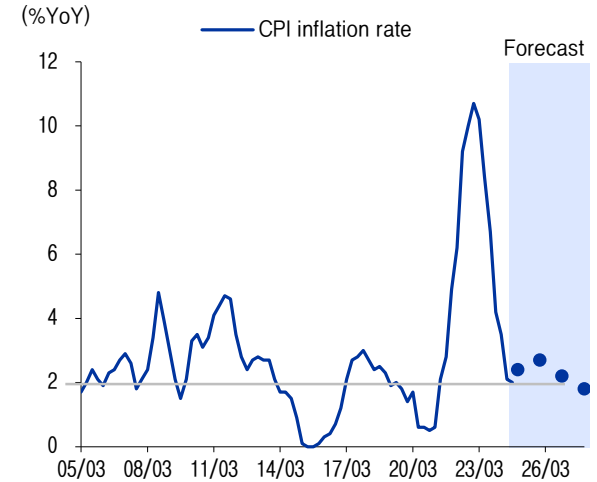
## 4.75%로 기준금리 인하



### 물가상승률이 낮게 유지될 수 있도록 너무 빨리 혹은 너무 많이 인하하지 않을 것

- 인플레이션 진전으로 8월 기준금리를 5%로 인하. 금번 회의에서는 4.75%로 인하. 2025년 물가상승률은 2.75%로 상승 전망
- 가정용 에너지 가격이 물가 상승 둔화에 미치는 영향이 최근 몇 개월 보다 적을 것. 인플레이션은 그 이후 목표 수준으로 복귀 전망
- 물가상승률을 상승시키는 글로벌 쇼크를 배제 불가. 중동 사태의 발전은 유가 상승을 유발해 물가 상승으로 이어질 가능성

## 내년 물가상승률, 2% 상회 후 재차 하회할 전망

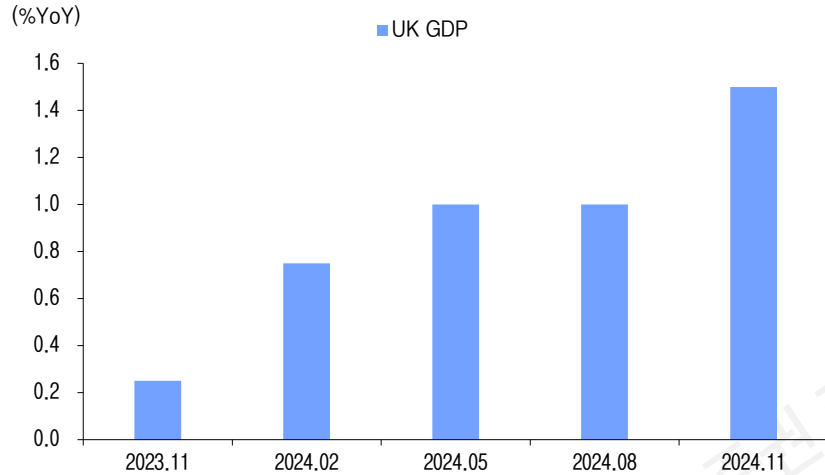


### 물가 목표 수준 근처에서 유지 시 추가 금리 인하 전망

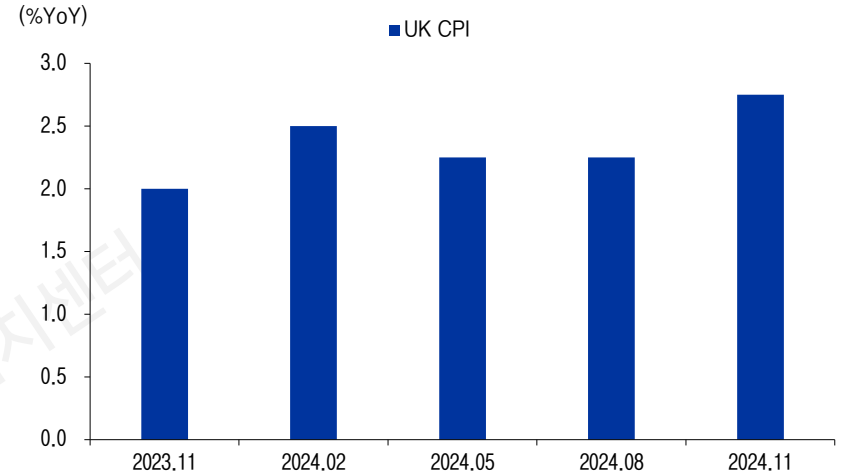
- 경제 성장과 국민의 번영 위해 낮고 안정적인 물가상승률 유지 필요
- 다만 물가상승률이 예상보다 상승할 리스크 존재. 전반적인 물가상승이 목표 수준으로 움직임에도 일부 서비스 물가는 여전히 빠르게 상승
- 물가상승률이 낮고 안정적인 수준을 유지할 수 있도록 금리를 너무 많이 또는 너무 빨리 인하하지 않도록 유의할 필요

# 11월 경제전망: Projections

## 2025년 경제성장률 전망치



## 2025년 물가상승률 전망치



## BOE 경제 전망 가정

내용	2024년	2025년	2026년	2027년
기준금리	4.8(4.9)	3.7(4.1)	3.7(3.7)	3.6
파운드 EER	85(84)	84(84)	84(83)	83
유가	75(83)	73(78)	71(75)	71
가스가격	101(92)	101(95)	87(84)	78
정부 지출	6(2.75)	6.75(2.25)	3.5(2.75)	3.25

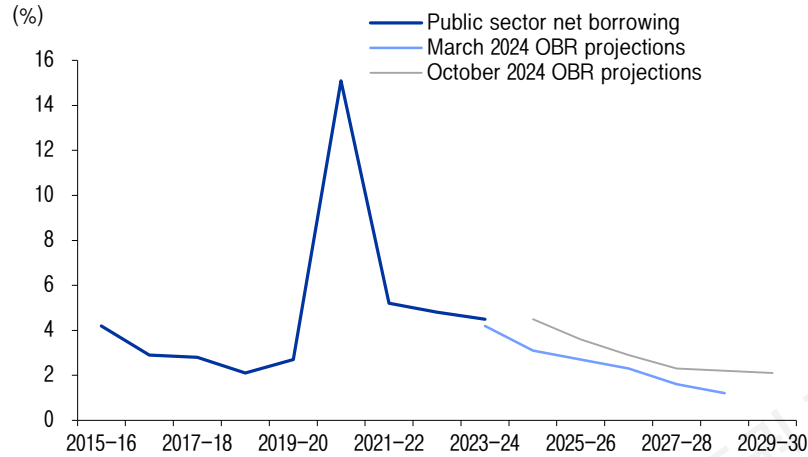
## BOE 경제 전망

내용	2024년	2025년	2026년	2027년
세계 GDP	2(2)	2(2.25)	2.25(2.25)	2.25
영국 GDP	1.0(1.25)	1.5(1)	1.25(1.25)	1.25
가계 소비	0.75(0.5)	1.75(1.5)	2(1.75)	1.5
초과 공급/초과 수요	0(-0.25)	0(-0.75)	-0.25(-1.25)	-0.5
실업률	4.5(4.5)	4.25(4.75)	4.25(4.75)	4.5
물가상승률	2.25(2.75)	2.75(2.25)	2.25(1.5)	1.75

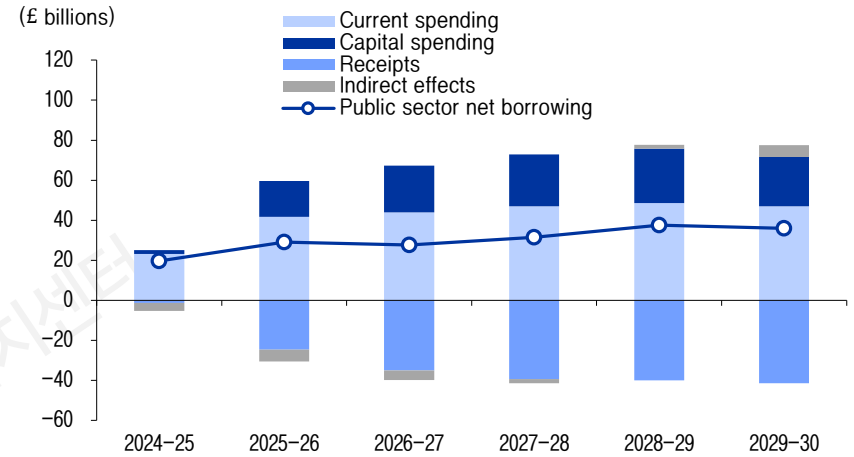
주: 괄호 안 숫자는 직전 경제전망의 가정치 및 전망치  
 자료: BOE, LS증권 리서치센터

# 11월 Press Conference

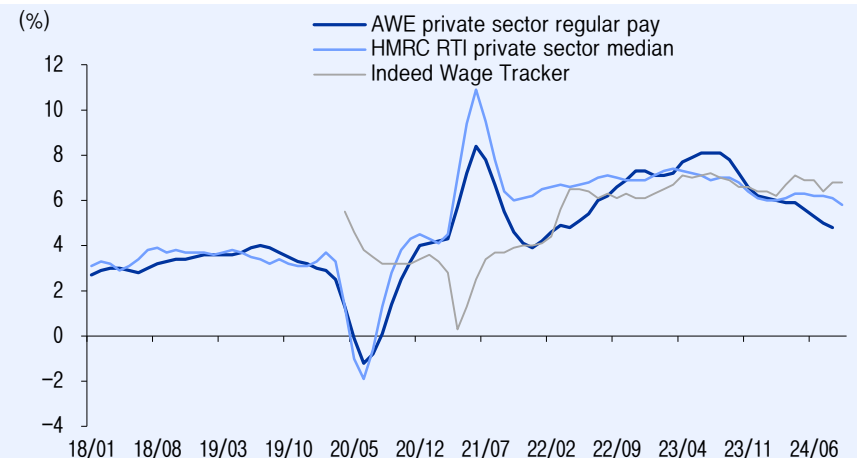
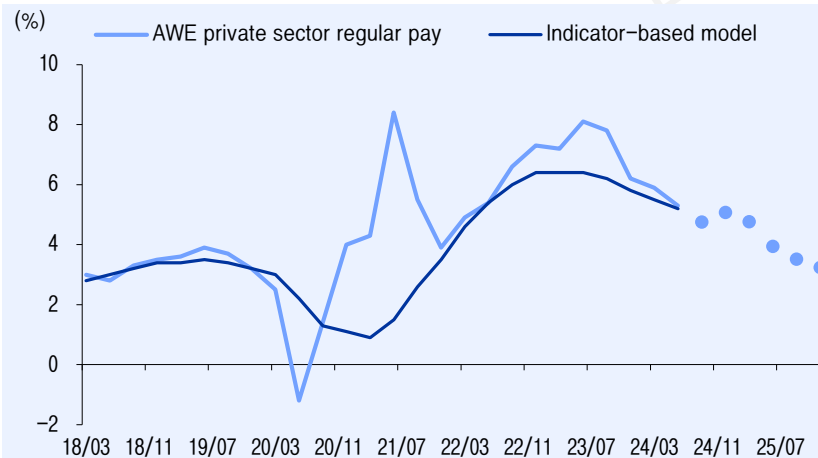
## GDP 대비 Public sector net borrowing



## OBR 3월 전망치 대비 변화



## 임금상승률 둔화 추세



자료: BOE, LS증권 리서치센터

# 12월 BOE Review: 균형을 찾은 고용과 상승한 물가

## ● 12월 BOE 주요 결정 내용

- 기준금리: 4.75%로 동결. 정책위원 6명 동결 지지, 3명(Dhingra, Ramsden, Taylor) 25bp 인하 소수의견 제시
- 금리 인하를 지지한 위원들은 ①현재와 내년의 데이터가 수요 부진, 노동시장 약화를 시사하고, ②수요 및 노동시장 약화가 임금 및 물가 하방 압력 가할 수 있으며, ③긴축적 통화정책의 장기화로 산출갭이 확대될 수 있음을 감안하면 덜 긴축적인 정책금리가 필요하다고 주장
- 단기 경제 활동 지표는 대부분 둔화됐지만 물가상승률, 임금 성장 및 일부 기대 인플레이션 지표 상승하며 인플레이션 지속성에 대한 리스크 확대
- 가을 예산과 지정학적 긴장 및 무역 정책 불확실성으로 인한 성장 및 인플레이션 압력에 대한 고민 가중. 국내 및 글로벌 상황은 경제 전망에 추가 불확실성 초래
- 인플레이션 지속성에 대한 리스크를 모니터링하고 데이터가 물가상승압력을 유지시키는 공급제약에 부합하는 것인지, 물가하방압력으로 작용하는 수요약화에 부합하는지 평가할 것(assess the extent to which the evolving evidence was consistent with more constrained supply, which could sustain inflationary pressures, or with weaker demand, which could lead to the emergence of spare capacity in the economy and push down inflation)

## ● 국내 경제 평가 및 전망

- 이전 통화정책 회의 이후 기업 심리가 더욱 악화되었고 현재 경제 활동이 침체되어 있지만 2025년 경제는 전반적으로 회복될 것으로 전망
- 4분기 GDP 성장률은 0%로 전망(11월 전망치: 0.3%)

## ● 물가상승률 평가 및 전망

- 물가상승률은 근원 상품과 식품 물가의 강한 상승세에 기인해 예상치 상회
- 이전의 외부 충격이 완화되며 최근 분기 동안 디스인플레이션 진전을 보여왔음. 다만 남아있는 국내 인플레이션 압력은 더 느리게 해소되고 있음
- 최근 기대 인플레이션 상승은 가계가 겨울 연료비 절감, 버스 요금 인상, 차량 소비세 인상, Ofgem 물가 상한선 연속 인상, 식품 가격 상승 등 생활비 상승에 더 많은 주의를 기울이고 있음을 반영했을 가능성 존재

## ● 노동시장 평가 및 전망

- 노동시장이 전반적으로 균형 이뤘다고 판단(broadly in balance). 빈 일자리 수는 2023년보다는 느리지만 지속적으로 감소하고 있음

## Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 우혜영, 박지민).

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 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 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.