

3월 FOMC Review: 계속되는 연준과 시장의 기사움, 5%? 5.25%?



우혜영's
Macro Indicators

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

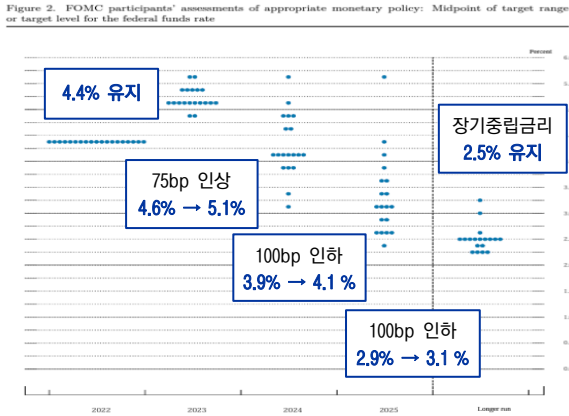
은행 이슈로 타이트해질 신용여건은 금리 인상 효과

3월 FOMC에서는 만장일치로 기준금리를 4.75%~5.00%로 25bp 인상했다. SVB 파산 이후 시스템 리스크로 확산될 수 있다는 우려가 물가 안정을 위해 추가 금리 인상에 나서려는 연준의 결정을 바꿀 수 있을지에 이목이 집중됐다. 일각에서는 정책금리 동결과 대차대조표 조정 등 비둘기파적인 연준을 예상하기도 했다. 기자회견에서 제롬 파월 의장은 2월 회의 이후 경제지표가 예상보다 강했는데 이는 인플레이션 압력을 계속해서 높인다고 평가했다. 또한 상품 인플레이션이 연준이 원하는 것보다 더 천천히 내려오고 있다고 언급했다. 2월 기자회견에서 인플레이션이 예상보다 훨씬 더 빠르게 하락하면 정책 결정에 영향을 미칠 수 있다고 발언했었는데 이를 기억한다면 이번 인상 결정은 당연했다. 그리고 대차대조표 조정 논의는 없었다고 밝혔다. 통화정책성명문에서 주목할만한 변화는 ①들어오는 데이터를 면밀히 모니터링하고 통화정책에 대한 영향을 평가하겠다는 문구 삽입, ②향후 통화정책 전망 문구 수정, ③인플레이션 문구 수정, ④러-우 전쟁 문구 삭제 및 은행시스템 문구 삽입 등이다.

파월 의장은 추가 인상 필요성은 신용 타이트닝의 실제-예상 효과에 초점을 두고 판단해 나갈 것이나 은행 이슈가 최근에 발생했기 때문에 불확실성이 너무 많다고 언급했다. 향후에 은행 이슈가 어떻게 전개될지 추가적으로 데이터를 확인해야 하고 그 데이터에 기반해 정책을 결정해 나가겠다는 것을 시사하기 위한 문구 삽입이었다. 은행 관련 혼란(turmoil)은 금리 인상 또는 그 이상으로 생각할 수 있다고 언급했는데 실제로 긴축 효과가 데이터로 나지 확인이 돼야 추가 긴축이 필요한지 판단 가능하다. 은행 이슈는 신용여건을 더욱 타이트하게 만들 것으로 예상되고 있으므로 '계속된 인상(ongoing increases)'에서 '아마도 약간의 추가 정책 강화(some additional policy firming may)'로 수정됐다. 지난 성명문에 있었던 인플레이션이 다소 완화됐다는 문구는 1월 물가 지표가 컨센서스를 소폭 상회한데 기인해 삭제됐다는 판단이다. 러-우 전쟁이 경제에 미치는 영향과 글로벌 불확실성을 높인다는 기여하고 있다는 문구도 삭제됐다. 대신 지난 2주간 급부상한 은행 이슈와 관련해 은행 시스템은 건전하며 회복력이 있다는 문구가 삽입됐고 기자회견에서 파월 의장 역시 견조한 은행 시스템을 강조했다. 다만 은행 이슈가 전개됨에 따라 가계와 기업에 더욱 타이트한 신용 여건을 초래해 경제활동, 고용, 인플레이션에 부담을 줄 가능성이 있다면서도 그 영향의 정도는 불확실하다는 문구를 삽입해 전망의 불확실성을 반영하고자 했다.

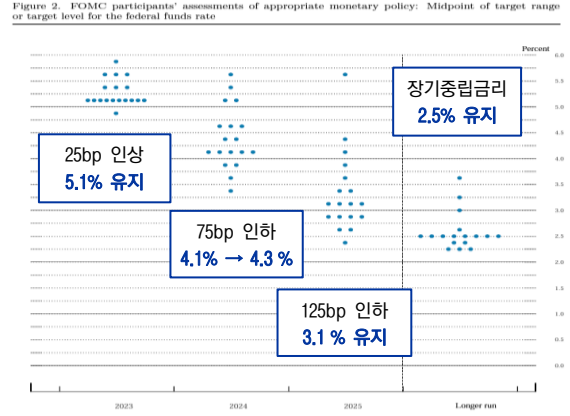
새로운 점도표에 따르면 연방기금금리 전망치는 2023년 5.1% 유지, 2024년 4.1% → 4.3% 상향조정, 2025년 3.1% 유지, Longer run 2.5%로 유지됐다(2023년 25bp 인상, 2024년 75bp 인하, 2025년 125bp 인하). 은행 이슈 발생 전, 최종금리는 5.25%보다 높아질 수 있다는 의견이 우세했지만 지난 2주간 분위기는 완전히 달라졌다. 12월 의사록과 2월 기자회견에 이어 이번에도 파월 의장은 연내 금리 인하는 기본 시나리오 하의 결정이 아님을 재확인했음에도 시장은 하반기 중 인하 전망을 유지했다. 금리 인상 중단 논의를 진행했고 원칙적으로 은행 부담(banking strain)은 금리 인상과 동일하다고 생각할 수 있다는 파월 의장 발언과 통화정책 전망 문구 수정 등을 바탕으로 시장은 최종금리 레벨을 점도표에서 시사한 5.25%보다 낮은 5.00%로 예상했다. 3월 인상이 마지막이라는 것이다. 이에 미국채 2년물은 4.166%에서 3.935%로 23bp 가까이 급락했다.

그림1 2022년 12월 점도표



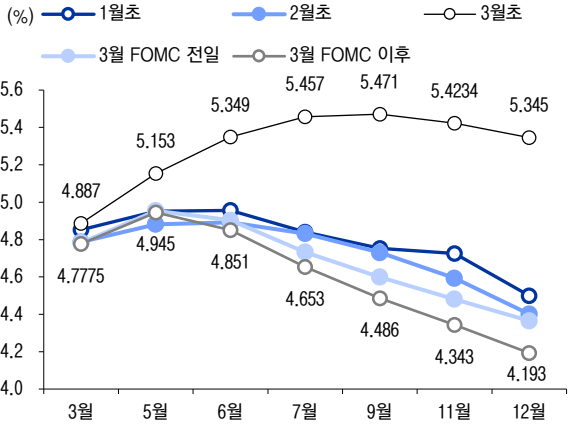
자료: Fed SEP(2022.12.14), 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 2023년 3월 점도표



자료: Fed SEP(2023.3.22), 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 미국 연방기금 선물 내재금리



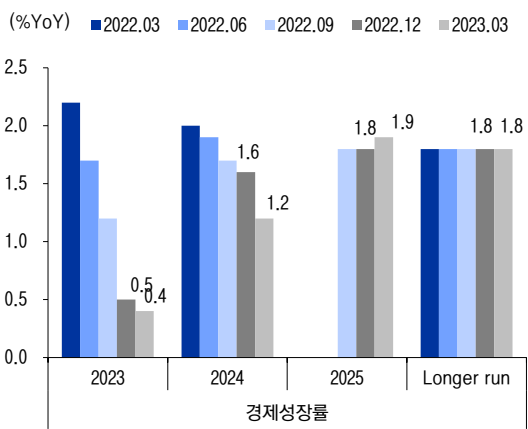
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 CME FED Watch 상 정책금리 전망 경로

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES												
	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2023-03-22					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	98.9%	1.1%	0.0%
2023-05-03	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	57.1%	42.5%	0.5%
2023-06-14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	12.4%	53.9%	33.4%	0.4%
2023-07-26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.0%	45.8%	37.3%	6.8%	0.1%
2023-09-20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.2%	32.2%	40.6%	18.4%	2.6%	0.0%
2023-11-01	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	17.8%	35.9%	30.7%	11.4%	1.5%	0.0%
2023-12-13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	13.9%	31.2%	32.0%	16.4%	4.0%	0.4%	0.0%
2024-01-31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	10.6%	26.4%	31.8%	20.7%	7.4%	1.4%	0.1%	0.0%
2024-03-20	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	8.7%	23.1%	30.7%	23.0%	10.2%	2.7%	0.4%	0.0%	0.0%
2024-05-01	0.0%	0.1%	1.9%	10.1%	23.9%	29.9%	21.7%	9.5%	2.4%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
2024-06-19	0.1%	0.9%	5.6%	16.3%	26.6%	26.3%	16.2%	6.3%	1.5%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
2024-07-31	0.9%	5.4%	15.8%	26.1%	26.3%	16.7%	6.8%	1.7%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

자료: CME FED Watch, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 경제성장률 전망치



자료: Fed SEP(2023. 3.22), 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 경제성장률 전망치에 대한 불확실성 및 리스크 평가

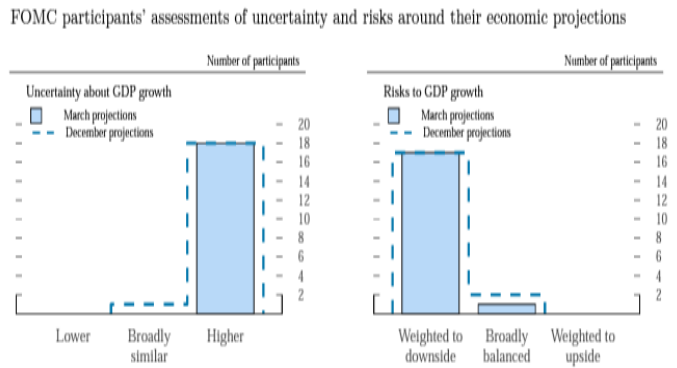
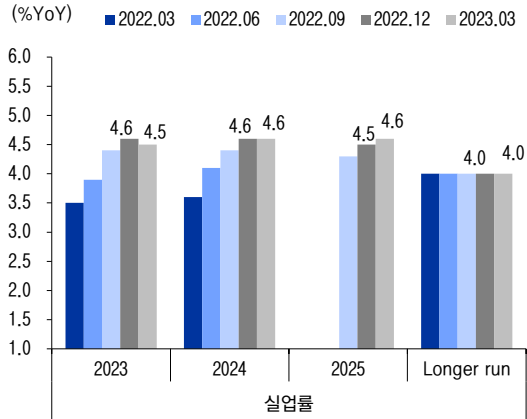


그림7 실업률 전망치



자료: Fed's SEP(2023. 3.22), 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 실업률 전망치에 대한 불확실성 및 리스크 평가

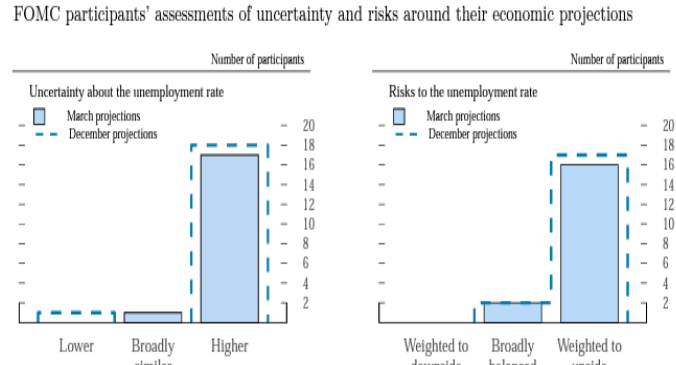
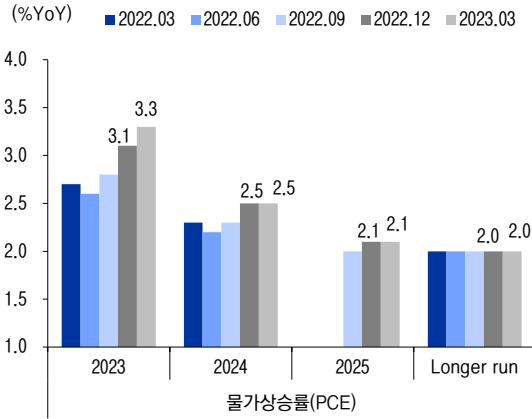


그림9 PCE 물가상승률 전망치



자료: Fed's SEP(2023. 3.22), 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 PCE 물가상승률 전망치에 대한 불확실성 및 리스크 평가

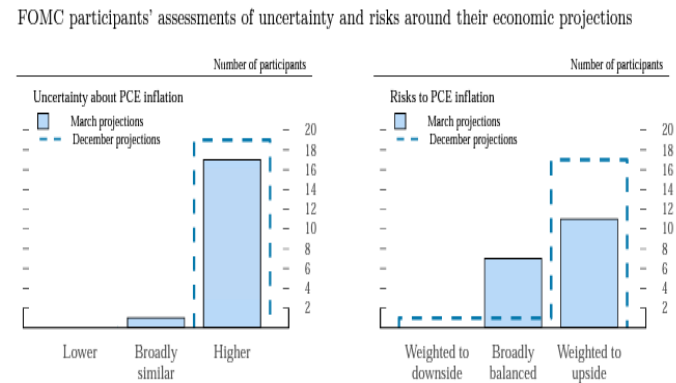
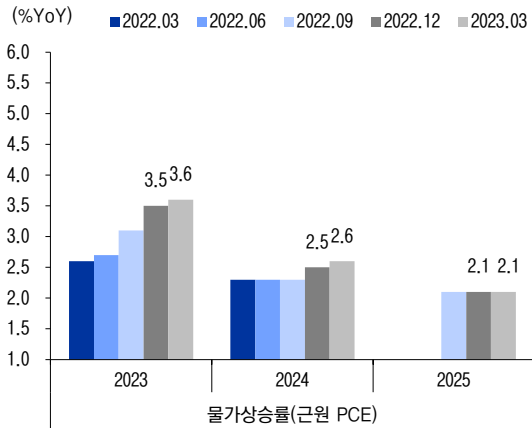


그림11 Core PCE 물가상승률 전망치



자료: Fed's SEP(2023. 3.22), 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 Core PCE 물가상승률 전망치에 대한 불확실성 및 리스크 평가

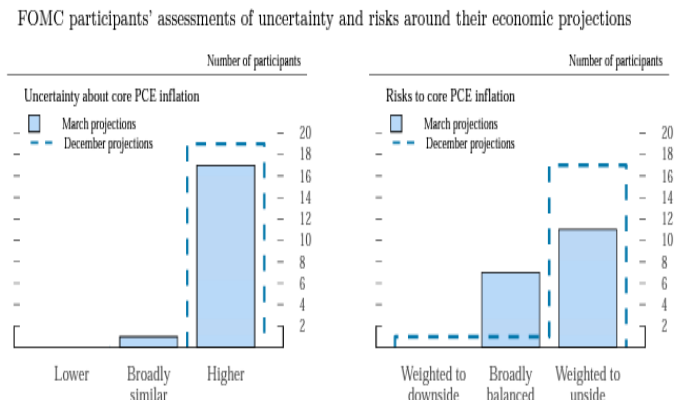
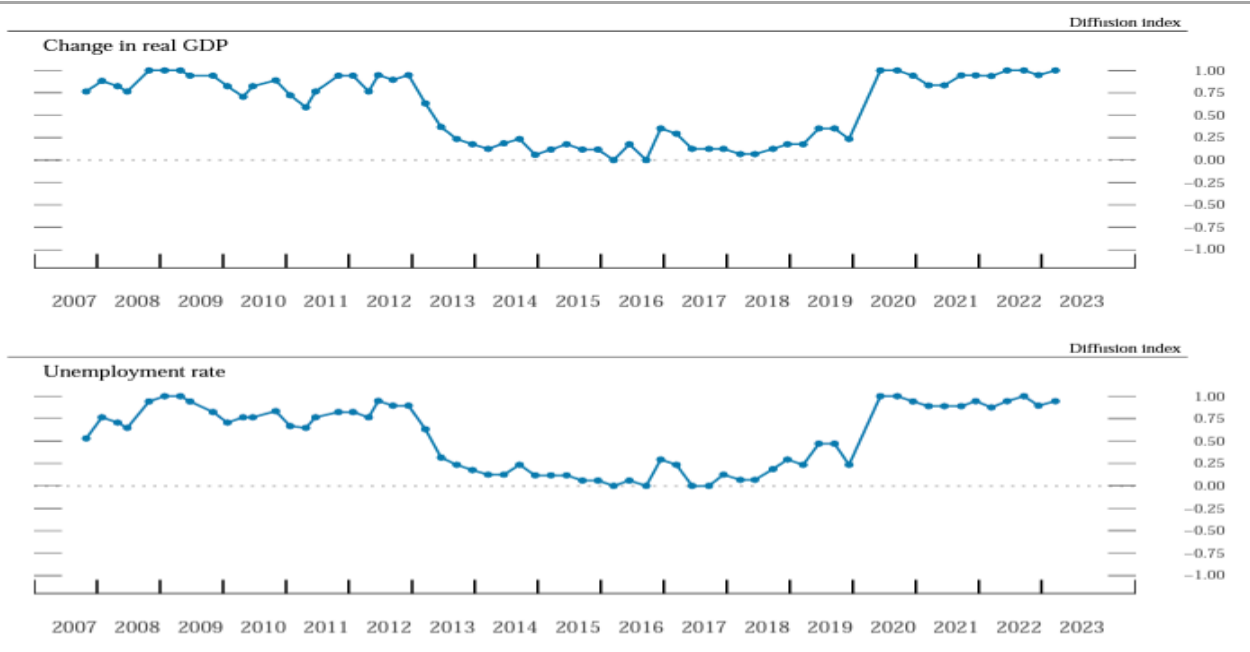
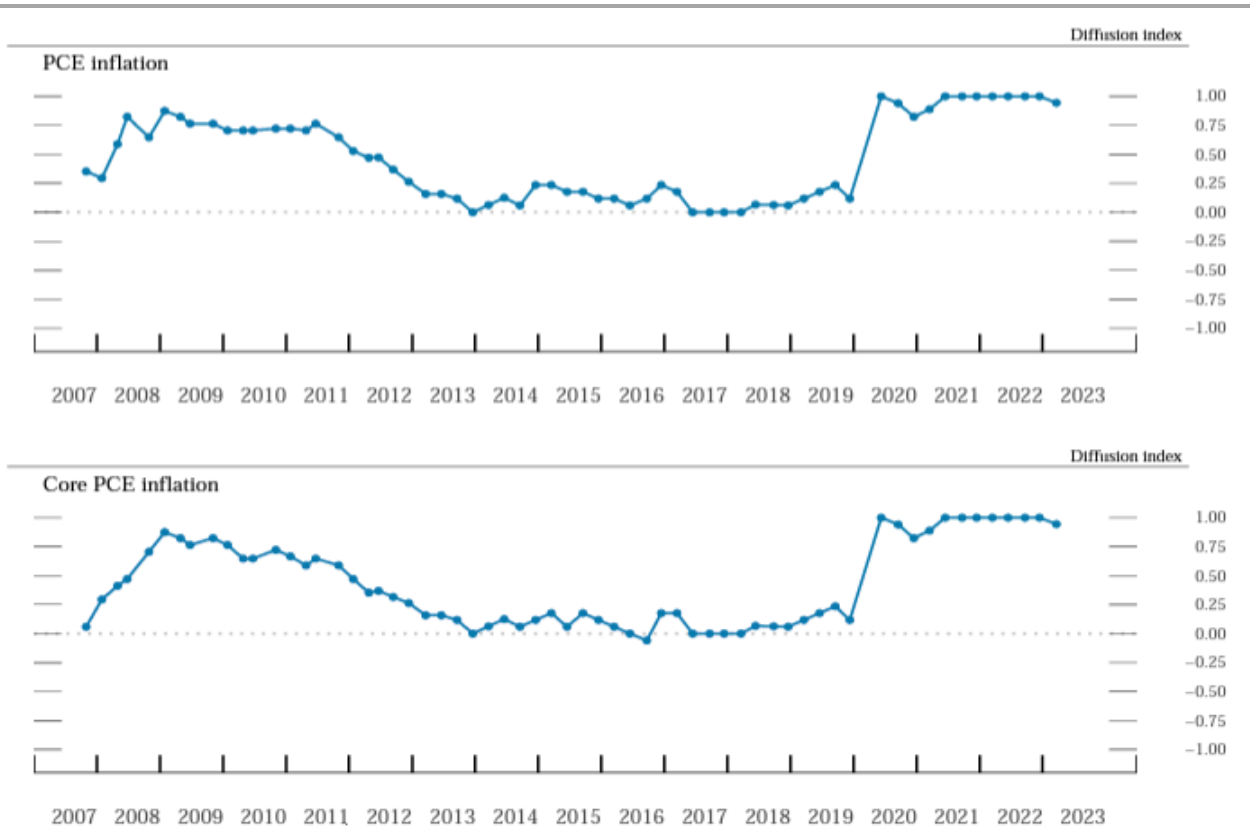


그림13 불확실성에 대한 Diffusion Indexes



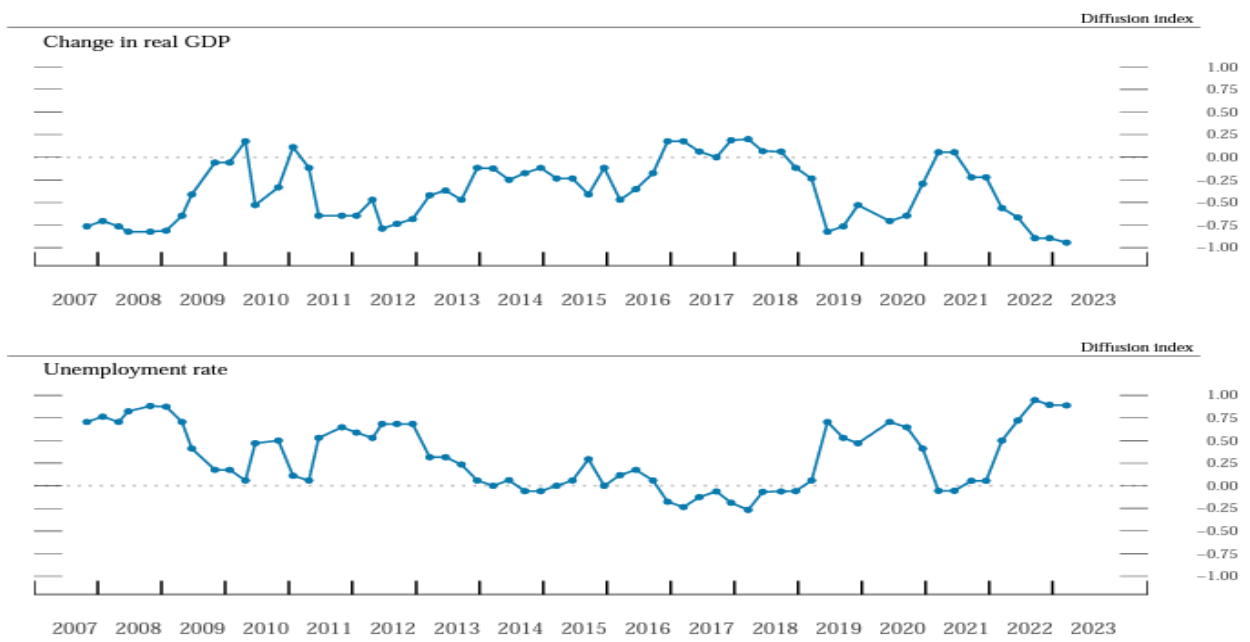
주1: 경제전망치를 제시하지 않은 2020년 3월은 제외된 데이터
 주2: 지난 20년 간 불확실성 수준과 비교해 전망 시 높다(Higher)고 답변한 수에서 낮다(Lower)고 답변한 수를 전체 답변자 수로 나눈 값
 자료: Fed's SEP(2023.3.22), 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 불확실성에 대한 Diffusion Indexes



주1: 경제전망치를 제시하지 않은 2020년 3월은 제외된 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(2023.3.22), 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 리스크에 대한 Diffusion Indexes

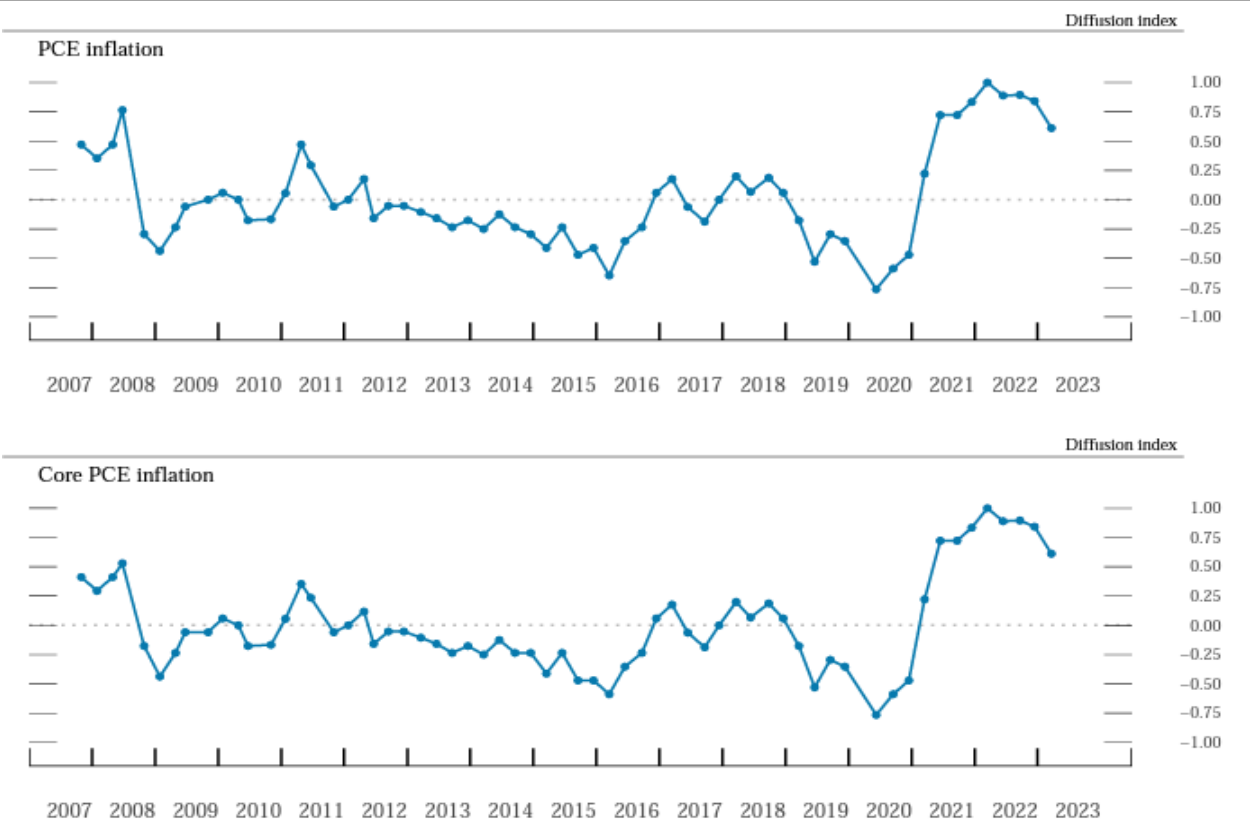


주1: 경제전망치를 제시하지 않은 2020년 3월은 제외한 데이터

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's SEP(2023.3.22), 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 리스크에 대한 Diffusion Indexes



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's SEP(2023.3.22), 이베스트투자증권 리서치센터

BTFFP(Bank Term Funding Program, 2023년 3월 12일)란?

3월 12일, 연준과 FDIC(연방예금보험공사)는 SVB(실리콘밸리 은행) 사태와 관련해 미국 은행 시스템에 대한 신뢰를 강화함으로써 미국 경제를 보호하기 위해 공동성명을 발표했다. 재닛 옐런 재무장관은 FDIC가 모든 예금자를 완전히 보호하는 방식으로 SVB의 정리를 완료할 수 있도록 하는 조치들을 승인했다(예금자들이 3월 13일부터 SVB 예금에 접근 가능, SVB 정리 과정에서 납세자들에게 비용을 분담하게 하는 일은 없음). 또한 시그니처은행에 대해서도 SVB와 유사한 위기 사례로 간주해 모든 예금자를 보호하고 납세자 부담이 없도록 하기로 했다. 연준은 은행들이 모든 예금자들의 자금 수요를 충족할 수 있도록 지원하기 위해 적격 예금기관 대상의 신규 대출제도인 BTFFP(Bank Term Funding Program)를 발표했다.

BTFFP는 연준이 예금기관(은행(banks), 저축협회(savings associations), 신용조합(credit unions), 기타 적격 예금기관(other eligible depository institution))에 최대 1년간 대출을 지원하는 자금조달 프로그램이다. 금융회사는 미국채, 주택저당증권(MBS) 등을 담보로 대출을 받을 수 있으며 담보로 제공되는 자산은 액면가(par value)로 평가된다. 연준은 BTFFP는 고품질 증권에 대한 추가 유동성 공급 장치로서, 금융기관이 스트레스를 받을 때 활용한다면 해당 증권을 빠르게 매도할 필요가 없어질 것이라고 평가했다.

신용보증을 위해 재무부는 BTFFP를 위한 백스탑으로 외환안정화기금(ESF; Exchange Stabilization Fund)을 통해 연준에 250억 달러를 제공하기로 밝혔다. 다만 연준은 백스탑 자금을 이용할 필요가 없을 것으로 예상했다. 아울러 연준은 금융시장 전개 사항을 주의 깊게 모니터링하고 있으며 미국 은행시스템의 자본 및 유동성 포지션은 강하며 금융시스템은 회복력이 있다고 평가했다. 아울러 연준은 금융시스템 전반의 상황을 면밀히 모니터링하고 있고 가계와 기업을 지원하기 위해 모든 범위의 도구를 활용할 준비가 되어 있고 적절한 추가 조치를 취할 것이라는 입장을 밝혔다.

표1 BTFFP(Bank Term Funding Program) 개요

구분	내용
프로그램	미국의 예금기관에 유동성을 제공하기 위해 각 연방 준비은행은 특정 유형의 증권을 담보(collateral certain types of securities)로 적격 대출자(eligible borrowers)에게 대출 제공
적격 대출자 (eligible borrowers)	모든 미국 연방보험 대상 예금취급기관(은행, 저축조합, 신용조합 포함) 또는 외국계 은행 지점 등으로 Primary Credit (12 CFR 201.4(a))을 이용할 수 있는 적격 기관
적격 담보 (Eligible Collateral)	연준이 공개시장 운영을 통해 매입 가능한 모든 자산(12 CFR 201.108(b)). 단, 2023년 3월 12일 현재 대출하려는 금융기관이 보유해야 함
대출 규모(Size)	적격 담보의 가치 이내
이자(Rate)	1년 오버나이트스왑(OIS) 금리 + 10bp, 대출 이루어진 날의 기간 동안 고정금리
담보 가치 평가 (Collateral Valuation)	담보가치는 액면가가 기준으로 하며 증거금(margin)은 액면가의 100%
조기상환(Prepayment)	대출자는 위약금 없이 언제든지 만기 이전에 상환 가능(재용자 목적 포함)
대출 기간(Term)	최대 1년
수수료(Fees)	프로그램 관련 수수료는 없음
재무부의 신용 보증 (Credit Protection)	재무부는 외환안정화기금(ESF; Exchange Stabilization Fund)을 통해 연준에 250억 달러를 제공
상환청구(Recourse)	적격 대출자가 최종 상환
프로그램 기한 (Duration)	최소 2024년 3월 11일까지 대출 신청 가능

자료: Fed, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 재무부, 연준, FDIC의 공동성명(2023.3.12)

March 12, 2023
Joint Statement by Treasury, Federal Reserve, and FDIC
 Department of the Treasury
 Board of Governors of the Federal Reserve System
 Federal Deposit Insurance Corporation
 For release at 6:15 p.m. EDT
 Share ➔

Washington, DC – The following statement was released by Secretary of the Treasury Janet L. Yellen, Federal Reserve Board Chair Jerome H. Powell, and FDIC Chairman Martin J. Gruenberg:

Today we are taking decisive actions to protect the U.S. economy by strengthening public confidence in our banking system. This step will ensure that the U.S. banking system continues to perform its vital roles of protecting deposits and providing access to credit to households and businesses in a manner that promotes strong and sustainable economic growth.

After receiving a recommendation from the boards of the FDIC and the Federal Reserve, and consulting with the President, Secretary Yellen approved actions enabling the FDIC to complete its resolution of Silicon Valley Bank, Santa Clara, California, in a manner that fully protects all depositors. Depositors will have access to all of their money starting Monday, March 13. No losses associated with the resolution of Silicon Valley Bank will be borne by the taxpayer.

We are also announcing a similar systemic risk exception for Signature Bank, New York, New York, which was closed today by its state chartering authority. All depositors of this institution will be made whole. As with the resolution of Silicon Valley Bank, no losses will be borne by the taxpayer.

Shareholders and certain unsecured debt holders will not be protected. Senior management has also been removed. Any losses to the Deposit Insurance Fund to support uninsured depositors will be recovered by a special assessment on banks, as required by law.

Finally, the Federal Reserve Board on Sunday announced it will make available additional funding to eligible depository institutions to help assure banks have the ability to meet the needs of all their depositors.

The U.S. banking system remains resilient and on a solid foundation, in large part due to reforms that were made after the financial crisis that ensured better safeguards for the banking industry. Those reforms combined with today's actions demonstrate our commitment to take the necessary steps to ensure that depositors' savings remain safe.

Last Update: March 12, 2023

자료: Fed, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 옐런 재무장관과 파월 의장의 성명(2023.3.19)

March 19, 2023
Statement by Secretary of the Treasury Janet L. Yellen and Federal Reserve Board Chair Jerome H. Powell
 For release at 4:00 p.m. EDT
 Share ➔

The following statement was released by Secretary of the Treasury Janet L. Yellen and Federal Reserve Board Chair Jerome H. Powell:

"We welcome the announcements by the Swiss authorities today to support financial stability. The capital and liquidity positions of the U.S. banking system are strong, and the U.S. financial system is resilient. We have been in close contact with our international counterparts to support their implementation."

Last Update: March 19, 2023

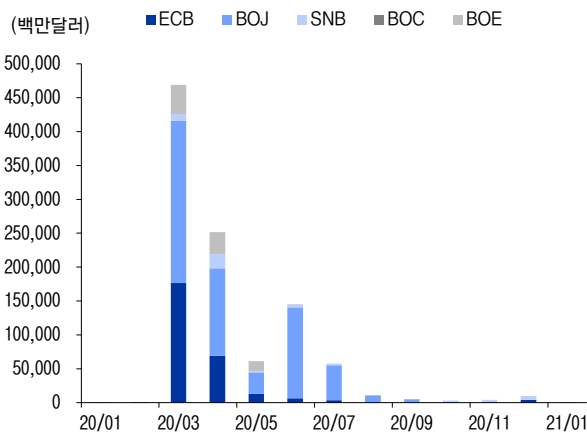
자료: Fed, 이베스트투자증권 리서치센터

달러 유동성 공급 강화 위한 통화스왑 강화(2023년 3월 19일)

3월 19일, 연준은 캐나다, 영국, 일본, 유로존, 스위스 중앙은행과 미국 달러 유동성 공급을 강화하기 위해 상설 스왑제도 운영을 강화하는 협력조치를 발표했다. 주요 중앙은행 간 스왑라인의 효율성을 제고하기 위해 현행 7일 만기의 통화스왑 자금 공급주기를 매주에서 매일 실시하는 것으로 변경했다. 이번 조치는 2023년 3월 20일(월)에 시작돼 최소 4월말까지 지속될 예정이다.
 *주요 중앙은행 간 스왑라인 통화스왑은 2013년 10월 31일, 한시적인(temporary) 제도에서 상설화(standing)

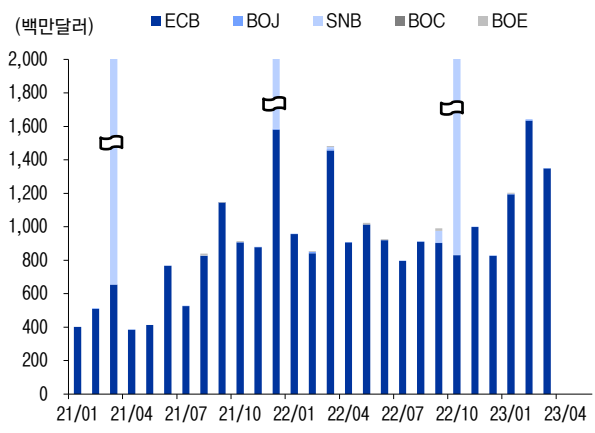
연준은 주요국 중앙은행과의 달러 유동성 스왑 라인 네트워크는 사용 가능한 상설 기구이며, 글로벌 자금시장의 긴장을 완화하기 위한 중요한 유동성 백스탑 역할을 한다고 설명했다. 아울러 가계와 기업에 대한 신용 공급에 제약 효과를 완화하는 데 도움이 된다고 평가했다.

그림19 월간 이용 규모 월간 합계



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 월간 이용 규모 월간 합계



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Appendix: 2월 FOMC 회의록 주요 내용

In their consideration of appropriate monetary policy actions at this meeting, participants concurred that the Committee had made significant progress over the past year in moving toward a sufficiently restrictive stance of monetary policy. Even so, participants agreed that, **while there were recent signs that the cumulative effect of the Committee's tightening of the stance of monetary policy had begun to moderate inflationary pressures**, inflation remained well above the Committee's longer-run goal of 2 percent and the labor market remained very tight, contributing to continuing upward pressures on wages and prices. Against this backdrop, and **in consideration of the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, almost all** participants agreed that it was appropriate to raise the target range for the federal funds rate 25 basis points at this meeting. Many of these participants observed that a further slowing in the pace of rate increases would better allow them to assess the economy's progress toward the Committee's goals of maximum employment and price stability as they determine the extent of future policy tightening that will be required to attain a stance that is sufficiently restrictive to achieve these goals.

: 이번 회의에서 적절한 통화정책 조치에 대해서는, 위원들은 지난 1년간 연준이 통화정책의 충분히 제약적인(sufficiently restrictive) 스탠스로 이동하는데 상당한 진전을 이루었다는 것에 동의. 그럼에도 불구하고 위원들은 **최근 연준의 통화정책 긴축 스탠스의 누적효과가 인플레이션 압력을 완화하기 시작했다**는 징후가 있었지만 인플레이션이 연준 장기 목표(2%)를 크게 상회하고 노동시장은 여전히 매우 타이트한 상태를 유지해 임금과 물가에 대한 지속적인 상승 압력에 기여하고 있는데 동의. 이러한 **배경과 통화정책이 경제활동과 물가에 영향을 미치는 시차를 고려해, 거의 모든(almost all)** 위원들은 이번 회의에서 정책금리를 25bp 인상하는 것이 적절하다는데 동의. 그들 중 많은 위원들은 연준이 목표 달성을 위한 충분히 제약적인 스탠스를 얻는데 필요한 수준의 긴축적인 통화정책 강도를 결정하므로, 인상 속도를 더 낮추면 연준 목표(최대고용, 물가안정)를 향한 경제 진전을 평가하는데 더 나을 것으로 관찰

A few participants stated that they favored raising the target range for the federal funds rate 50 basis points at this meeting or that they could have supported raising the target by that amount. The participants favoring a 50-basis point increase noted that a larger increase would more quickly bring the target range close to the levels they believed would achieve a sufficiently restrictive stance, taking into account their views of the risks to achieving price stability in a timely way. All participants agreed that it was appropriate to continue the process of reducing the Federal Reserve's securities holdings, as described in its previously announced Plans for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet.

: 몇(a few) 위원들은 이번 회의에서 50bp 인상 또는 그 정도로 인상하는 것을 지지할 수 있다고 언급. 50bp 인상을 선호하는 이 위원들은 적시에 물가안정을 달성하는데 따른 리스크 관점에서 더 큰 폭의 인상이 충분히 제약적인 스탠스의 레벨에 더 빠르게 도달할 수 있을 것이라 언급. 모든 위원들은 이전의 연준 자산 규모 축소 계획대로 연준 보유 증권을 축소하는 과정을 지속하는 것이 적절하다는데 동의

→ 일부 위원(제임스볼라드 총재, 로레타 메스터 총재 등)이 50bp 인상 지속 의견

In discussing the policy outlook, with inflation still well above the Committee's 2 percent goal and the labor market remaining very tight, all participants continued to anticipate that ongoing increases in the target range for the federal funds rate would be appropriate to achieve the Committee's objectives. Participants affirmed their strong commitment to returning inflation to the Committee's 2 percent objective. In determining the extent of future increases in the target range, participants judged that it would be appropriate to take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments. Participants observed that a restrictive policy stance would need to be maintained until the incoming data provided confidence that inflation was on a sustained downward path to 2 percent, which was likely to take some time.

: 통화정책 전망에 대해, 여전히 인플레이션이 연준 목표 수준(2%)를 상회하고 노동시장이 매우 타이트한 상황을 지속하고 있어 모든 위원들은 지속적인 금리 인상이 연준 목표 달성에 적절할 것

이라는 전망 지속. 위원들은 인플레이션을 2% 목표 수준으로 되돌리겠다는 강한 의지 확인. 향후 금리 인상 정도를 결정하는데 있어, 위원들은 누적된 긴축적인 통화정책, 통화정책이 경제 활동 및 인플레이션에 영향을 미치는 시차(lags), 경제 및 금융 전개 상황을 고려하는 것이 적절하다고 판단

Participants discussed the heightened uncertainty regarding the economic outlook and a number of factors that could affect inflation and real economic activity. Participants generally noted that the Committee's future decisions regarding policy would continue to be informed by the incoming data and their implications for the outlook for economic activity and inflation. A number of participants observed that financial conditions had eased in recent months, which some noted could necessitate a tighter stance of monetary policy.

: 위원들은 경제 전망에 관련 불확실성 고조 및 인플레이션과 실질 경제활동에 영향을 줄 수 있는 여러 요인들에 대해 논의. 위원들은 일반적으로 향후 통화정책 결정은 확인되는 데이터와 경제 활동 및 물가 전망에 대한 영향에 의해 계속해서 결정될 것이라 언급. 다수(a number) 위원들은 최근 몇 달 간 금융 여건이 완화되었고 그 중 일부 위원들은 보다 긴축적인 통화정책 스탠스가 필요할 수 있다고 언급

Participants also discussed a number of risk-management considerations related to the conduct of monetary policy. Almost all participants observed that slowing the pace of rate increases at the current juncture would allow for appropriate risk management as the Committee assessed the extent of further tightening needed to meet the Committee's goals. Several of those participants observed that risks to the economic outlook were becoming more balanced. With inflation still well above the Committee's longer-run goal, participants generally noted that upside risks to the inflation outlook remained a key factor shaping the policy outlook, and that maintaining a restrictive policy stance until inflation is clearly on a path toward 2 percent is appropriate from a risk-management perspective. A number of participants observed that a policy stance that proved to be insufficiently restrictive could halt recent progress in moderating inflationary pressures, leading inflation to remain above the Committee's 2 percent objective for a longer period, and pose a risk of inflation expectations becoming unanchored.

: 위원들은 통화정책 수행과 관련된 여러 리스크 관리 고려사항에 대해 논의. 연준이 목표를 달성하는데 필요한 추가 긴축 정도를 평가함에 따라 현재 시점에서 금리 인상 속도를 늦추는 것은 적절한 리스크 관리를 가능하게 할 것. 이들 중 몇몇(several) 위원들은 경제전망 관련 리스크가 더욱 균형을 이루고 있음을 관찰. 인플레이션은 여전히 연준의 장기 목표 수준을 크게 상회하고 있지만, 위원들은 일반적으로 물가 전망의 상방 리스크가 통화정책 전망을 형성하는 핵심 요인으로 남아 있으며, 인플레이션이 분명히 2%를 향한 경로에 도달할 때까지 제약적인 정책 기조를 유지하는 것이 위험 관리 측면에서 적절하다고 언급. 많은(a number) 위원들은 충분히 제약적이지 않은 것으로 입증된 정책 기조는 인플레이션이 연준 목표(2%) 이상으로 장기간 유지되게 하면서 인플레이션 압력을 완화하는 최근 진전을 멈추게 하거나 기대 인플레이션이 고정되지 않을 리스크를 초래할 수 있음을 관찰

Participants noted that the runoff of the balance sheet had been proceeding smoothly. A few participants observed that money markets could experience some temporary pressures as reserves declined if use of the Federal Reserve's ON RRP facility continued to remain high. They noted, however, that such pressures, should they occur, would likely cause an upward re-ricing of private money-market rates that could encourage market participants to reduce their use of the facility.

: 위원들은 대차대조표 축소가 순조롭게 진행되고 있다고 언급. 소수(a few) 위원들은 연준의 ON RRP 시설 사용이 계속해서 높은 상태를 유지한다면 지급준비금 감소로 자금시장의 일시적인 압력을 경험할 수 있음을 관찰. 단 이들 위원은 그런 압력이 발생하면 민간 단기 금융시장 금리가 상향 조정돼 시장 참가자들이 시설 사용을 줄이도록 장려할 것이라 언급

2. 경제 전망(Staff)

The forecast for the U.S. economy prepared by the staff for this FOMC meeting had a somewhat higher path for the level of real GDP and a modestly lower path for the unemployment rate than in the December projection, reflecting both the recent data and a small additional boost to output from a lower projected path for the dollar. Although recent data indicated that real GDP growth in the fourth quarter of 2022 was stronger than expected, real PDFP growth was weaker than previously forecast, and the large, unexpected boost to GDP growth from inventory investment was not projected to persist. In part reflecting the lagged effects of previous monetary policy tightening, the staff still projected real GDP growth to slow markedly this year and the labor market to soften. The staff forecast continued to include a pickup in real GDP growth starting next year, although projected output growth in 2024 and 2025 remains below the staff's estimate of potential output growth. The level of real output was expected to move down to the staff's estimate of potential near the end of 2025. Likewise, the unemployment rate was projected to gradually move up to the staff's estimate of its natural rate at the end of 2025.

: 이번 FOMC 회의를 위해 스태프가 준비한 미국 경제 전망은 12월 전망보다 실질 GDP 수준의 경로가 다소 높고 실업률에 대한 경로는 약간 낮았는데, 이는 최근 데이터와 달러에 대한 낮은 예상 경로의 생산량에 대한 약간의 추가 상승을 반영한 것. 최근 데이터에 따르면 2022년 4분기 실질 GDP 성장률은 예상보다 강했지만 실질 민간 국내 최종지출 (PDFP; Private Domestic Final Purchases) 성장은 이전 예상보다 부진했고 재고 투자에 따른 예상치 못한 대규모 GDP 성장 증가는 지속되지 않을 것으로 예상됨. 이전 긴축적인 통화정책의 래깅 효과가 부분적으로 반영돼 스태프는 계속해서 실질 GDP 성장은 올해 현저하게 둔화되고 노동시장은 약해질 것으로 전망. 2024년과 2025년의 예상 성장률은 스태프들이 추정하는 잠재성장률 수준을 하회하나 내년부터 실질 GDP 성장 회복을 계속해서 포함. 실질 성장률은 2025년말 경 스태프들이 추정하는 잠재성장률 수준으로 하락할 것으로 예상. 마찬가지로 실업률은 2025년말에 스태프들이 추정하는 자연실업률 수준으로 점진적으로 상승할 것이라 전망

On a four-quarter change basis, total PCE price inflation was forecast to be 2.8 percent in 2023, and core inflation was expected to be 3.2 percent, both lower than in the December projection. With the effects of supply-demand imbalances in goods markets expected to further unwind and labor and product markets projected to become less tight, the staff continued to forecast that inflation would decline further over 2024 and 2025. On a four-quarter change basis, core goods inflation was projected to move down further this year and then remain subdued, housing services inflation was expected to peak later this year and then move down, and core nonhousing services inflation was forecast **to slow** as nominal wage growth eased. With steep declines in consumer energy prices and a substantial moderation in food price inflation expected for this year, total inflation was projected to step down markedly this year and then to track core inflation over the following two years. In 2025, both total and core PCE price inflation were expected to be near 2 percent.

: 4분기 변동 기준으로 2023년 PCE 물가 상승률은 2.8%, 근원 PCE 물가 상승률은 3.2%로 12월 전망보다 낮음. 상품시장의 수급 불균형 영향이 더 완화되고 노동 및 상품 시장이 덜 타이트해질 것으로 전망되므로 스태프들은 2024년과 2025년에 걸쳐 인플레이션이 더욱 감소할 것이라고 계속 예상. 4분기 변동 기준으로 근원 상품 인플레이션은 올해 더 하락한 후 낮아진(완화된) 상태를 유지할 것으로 보이며, 주택서비스 인플레이션은 올해 후반에 정점을 찍은 후 하락할 것으로 예상되며, 근원 비 주택 서비스 인플레이션은 명목 임금상승이 완화에 따라 **둔화될 것으로 예상**. 소비자 에너지 가격 급락과 올해 식품 가격 인플레이션의 상당한 완화가 예상되므로 헤드라인 인플레이션은 올해 눈에 띄게 감소한 후 향후 2년간 근원 인플레이션을 추적할 것으로 예상됨. 2025년에는 헤드라인과 근원 PCE 물가상승률 모두 2%에 근접할 것으로 전망

The sluggish growth in real private domestic spending expected this year and the persistently tight financial conditions were seen as tilting the risks to the downside around the baseline projection for real economic activity, and the staff still viewed the possibility of a recession sometime this year as a plausible alternative to the baseline.

: 올해 예상되는 실질 민간 내수 소비의 부진한 성장과 긴축적인 금융여건 지속은 실질 경제 활동의 베이스라인 전망을 둘러싼 리스크를 하방으로 기울인다고 보았고, 스태프들은 여전히 베이스라인 전망에 대한 그럴듯한 대안으로 올해 언젠가 경기 침체 가능성을 보고 있음

Moreover, with core PCE price inflation having slowed in recent months, along with the cumulative upward revisions to the core inflation projection over the past year and the expected softening in economic growth, **the staff now viewed the risks around the baseline forecast for inflation this year as balanced**. For beyond this year, the staff continued to view the risks around the inflation projection as skewed to the upside, reflecting concerns about the potential persistence of inflation.

: 또한 최근 몇 달간 근원 PCE 물가상승률이 둔화되고 지난 1년간 근원 인플레이션 전망의 누적 상향조정과 예상되는 경제성장 약화로 이제 스태프들은 **올해 인플레이션에 대한 베이스라인 전망 관련 리스크를 균형 잡혔다고 검토**. 스태프들은 올해 이후에도 인플레이션 전망 관련 리스크가 인플레이션의 잠재적 지속성에 대한 우려를 반영해 상방으로 기울어진 것으로 계속 보고 있음

3. 경제동향 리뷰 및 전망(연준위원)

1) 경제동향

In their discussion of current economic conditions, participants noted that recent indicators pointed to modest growth in spending and production. Nonetheless, job gains had been robust in recent months, and the unemployment rate remained low. **Inflation had eased somewhat** but remained elevated. Participants recognized that Russia's war against Ukraine was causing tremendous human and economic hardship and was contributing to elevated global uncertainty. Against this background, participants continued to be highly attentive to inflation risks. (통화정책 성명문에서 확인되는 내용과 동일)

: 최근 지표들은 소비와 생산의 완만한 성장을 나타냄. 그럼에도 불구하고 최근 몇 달간 고용 증가는 강했고 실업률은 낮은 수준 지속. 인플레이션은 다소 완화되었지만 아직 높은 수준. 12월과 달라진 점은 인플레이션이 여전히 높은 수준이라는 기존의 평가를 유지하면서도 지난 3개월간 인플레이션 둔화 흐름 확인되었으므로 '다소 완화(eased somewhat)되고 있다' 는 문구 추가한 것. 2월 FOMC 회의 기자회견에서 제롬 파월 의장은 처음으로 상품 가격의 디스인플레이션이 시작되었다고 발언했고 주택 서비스 가격 상승률의 경우 계속 상승할 수 있긴 하나 신규 임대료가 낮아지고 있어 하락할 것으로 예상

2) 경제전망

경제성장률

Participants agreed that cumulative policy firming to date had reduced demand in the most interest-rate-sensitive sectors of the economy, particularly housing. Participants observed that growth in economic activity in 2022 had been below its longer-run trend and expected that real GDP growth would slow further in 2023. While real GDP growth had rebounded in the second half of 2022, several participants noted that growth in PDFP had nearly stalled in the fourth quarter. With inflation remaining unacceptably high, participants expected that a period of below-trend growth in real GDP would be needed to bring aggregate demand into better balance with aggregate supply and thereby reduce inflationary pressures. **Some participants judged that recent economic data signaled a somewhat higher chance of continued subdued economic growth, with inflation falling over time to the Committee's longer-run goal of 2 percent, although some participants noted that the probability of the economy entering a recession in 2023 remained elevated.**

: 위원들은 지금까지 누적된 통화정책 강화로 인해 경제에서 금리에 가장 민감부문(특히 주택)의 수요가 감소했다는데 동의. 위원들은 관찰 2022년 경제활동 성장이 장기 추세를 하회했고 실질 GDP 성장이 2023년에 더 둔화될 것으로 예상. 실질 GDP 성장이 2022년 하반기에 반등했지만 몇몇(several) 위원들은 4분기에 실질 민간 국내 최종지출 (PDFP; Private Domestic Final Purchases) 성장이 거의 정체되었다고 언급. 위원들은 용인할 수 없을 정도로 물가상승률이 높은 가운데 총수요와 총공급의 균형을 보다 잘 맞춰 인플레이션 압력을 줄이기 위해 실질 GDP 성장이 추세를 하회하는 기간이 필요한 것으로 예상. 일부(some) 위원들은 경제가 2023년에 침체로 진입할 가능성이 여전히 높다고 지적했지만, 일부(some) 위원들은 최근 경제지표는 시간이 지남에 따라 인플레이션이 연준의 장기 목표(2%)로 하락하면서 약한 경제 성장이 계속될 가능성이 다소 높다는 것을 시사한다고 판단

물가

With inflation still well above the Committee's longer-run goal of 2 percent, participants agreed that inflation was unacceptably high. A number of participants commented that the costs of elevated inflation are particularly high for lower-income households. **Participants noted that inflation data received over the past three months showed a welcome reduction in the monthly**

pace of price increases but stressed that substantially more evidence of progress across a broader range of prices would be required to be confident that inflation was on a sustained downward path.

: 여전히 인플레이션이 연준의 장기 목표(2%)를 크게 상회하는 가운데 위원들은 인플레이션이 용납할 수 없을 정도로 높다는 데 동의. 많은(a number) 위원들은 높은 인플레이션의 비용이 특히 저소득 가구에서 높다고 언급. 위원들은 지난 3개월간 확인된 인플레이션 데이터에서 월간 가격 상승 속도의 반가운 감소를 보였지만 인플레이션이 지속적으로 하향 경로에 있음을 확신하기 위해서는 더욱 광범위한 가격에 대한 진전에 훨씬 더 많은 증거가 필요하다고 강조.

Participants noted that core goods prices had declined notably over the previous few months as supply bottlenecks had eased but **anticipated that price declines for this component would dissipate as the downward pressure on goods prices from resolving supply bottlenecks fades.** Participants judged that housing services inflation would likely begin to fall later this year, reflecting continued smaller increases, or potentially declines, in rents on new leases. Participants agreed that they had **observed less evidence of a slowdown in the rate of increase of prices for core services excluding housing,** a category that accounts for more than half of the core PCE price index. Participants judged that as long as the labor market remained very tight, wage growth in excess of 2 percent inflation and trend productivity growth would likely continue to put upward pressure on some prices in this component. A couple of participants observed that changes in wages tend to lag changes in prices, which can complicate the assessment of inflation pressures.

: 위원들은 지난 몇 개월 간 공급병목 현상 완화에 따라 근원 상품 가격이 눈에 띄게 하락했다고 언급했지만, **공급병목 현상 해결에 따른 상품 가격 하락 압력이 제거되면서 이 부문의 가격 하락이 사라질 것으로 예상.** 위원들은 주택 서비스 인플레이션은 신규 임대료의 계속되는 소폭 증가, 잠재적 하락을 반영하며 올해 하반기에 하락할 수 있다고 판단. 위원들은 **근원 PCE 가격 지수 절반 이상을 차지하는 주거비 제외 근원 서비스 가격 상승률이 둔화되었다는 증거가 적다는데 동의.** 위원들은 노동시장이 매우 타이트한 상태를 유지하는 한 2% 인플레이션을 초과하는 임금 상승과 추세적 생산성 증가가 이 부문의 일부 가격에 계속해서 상방 압력을 가할 것이라 판단. 몇몇(a couple of) 위원들은 임금 변화가 가격 변화에 뒤처지는 경향이 있어 인플레이션 압력 평가를 복잡하게 할 수 있음을 관찰

A couple of participants remarked that the poor performance of labor productivity growth last year was restraining aggregate supply, which was contributing to imbalances between aggregate demand and aggregate supply and therefore to upward pressure on inflation. Several participants noted the possibility that as consumers become more price sensitive, businesses might accept lower profit margins in an effort to maintain market share, which could reduce inflation temporarily. Participants observed that indicators of short-term inflation expectations from surveys of households and businesses as well as from financial markets had come down and that longer-term inflation expectations remained well anchored. **A number of** participants noted the importance of longer-term inflation expectations remaining anchored and remarked that the longer inflation remained elevated, the greater the risk of inflation expectations becoming unanchored. In that adverse scenario, it would be more costly to bring inflation down to achieve the Committee's statutory objectives of maximum employment and price stability.

: 몇몇(a couple of) 위원들은 작년 노동생산성 증가의 저조한 성과가 총공급을 억제하고 있었으며, 이는 총수요와 총공급 간 불균형에 기여함에 따라 인플레이션에 대한 상방 압력으로 작용했다고 언급. 몇몇(several) 위원들은 소비자들이 가격에 더욱 민감해지면서 기업들은 시장 점유율을 유지하기 위해 낮은 이윤을 수용할 가능성이 있는데 이는 일시적으로 물가상승률을 낮출 수 있다고 발언. 위원들은 가계, 기업 및 금융시장 서베이에서 단기 기대 인플레이션 지표가 하락했고 장기 기대인플레이션은 잘 고정되어 있음을 관찰. 많은(a number of) 위원들은 장기 기대 인플레이션 고정된 상태로 유지되는 것이 중요하다고 언급했고 오랫동안 물가상승률이 높은 수준을 지속할수록

기대 인플레이션이 고정되지 않을 리스크가 더욱 커진다고 언급. 그런 부정적(adverse) 시나리오에서 연준 목표(최대고용 및 물가안정) 달성 위해 물가를 낮추는데 더 많은 비용 들

고용

Participants agreed that the labor market remained very tight and assessed that labor demand substantially exceeded the supply of available workers. Participants noted that the unemployment rate had returned to a historically low level in December, job vacancies remained high, and wage growth remained elevated. Several participants noted that recent reductions in the workforces of some large technology businesses followed much larger increases over the previous few years and judged that these reductions did not appear to reflect widespread weakness in the demand for labor. A few participants remarked that some business contacts appeared keen to retain workers even in the face of slowing demand for output because of their recent experiences of labor shortages and hiring challenges

: 위원들은 노동시장이 여전히 매우 타이트하다는데 동의했고, 노동 수요가 노동 공급을 상당히 초과했다고 평가. 위원들은 12월에 실업률이 역사적으로 낮은 수준으로 돌아갔고, 빈 일자리는 여전히 높았으며 임금 상승률도 높은 상태를 유지했다고 언급. 몇몇(several) 위원들은 최근 일부 대형 테크 기업의 감원은 지난 몇 년 동안 훨씬 더 큰 폭의 증원에 뒤따른 것이며 이러한 감원은 노동 수요의 광범위한 약화를 반영하는 것으로 보이지는 않는다고 판단. 일부(a few) 위원들은 최근에 노동력 부족과 구인 관련 어려움을 경험했기 때문에 생산 수요 둔화에 직면했음에도 불구하고 일부 기업 관계자들은 직원을 유지하는데 열심이라고 언급

Participants agreed that labor supply remained constrained by structural factors such as the effects from the pandemic, including those on early retirements, and the reduced availability and increased cost of childcare. Nevertheless, **participants noted tentative signs that imbalances between demand and supply in the labor market were improving, with job vacancies and payroll gains declining somewhat from high levels, the average number of hours worked falling, and growth in wages and employment costs slowing**. Some participants commented on the recent reduction in temporary employment, which previously had often preceded more widespread reductions in labor demand. Under appropriate monetary policy, participants expected labor market demand and supply to come into better balance over time, easing upward pressure on nominal wages and prices. A number of participants commented on the importance of recognizing that, **to the extent national unemployment increases**, historical evidence indicates that even larger increases in the unemployment rate for some demographic groups—particularly African Americans and Hispanics—would be likely to occur.

: 위원들은 조기 퇴직을 포함한 팬데믹의 영향, 가용성 감소 및 육아 관련 비용 증가 등 구조적 요인으로 인해 노동 공급이 여전히 제약을 받고 있다는데 동의. 그럼에도 불구하고 위원들은 **구인 및 고용 증가가 높은 수준에서 다소 감소, 평균 근무 시간 감소, 임금 및 고용 비용 증가 둔화 등 노동 수급 불균형이 개선되고 있다는 잠정적인 징후에 주목**. 일부(some) 위원들은 이전에는 종종 노동 수요 감소의 보다 광범위한 감소에 선행했던 임시 고용의 최근 감소에 대해 평가. 적절한 통화정책 하에서 위원들은 노동시장 수요와 공급이 시간이 지남에 따라 더 나은 균형을 이루면서 명목임금과 물가 상방 압력 완화될 것으로 기대. **많은(a number of) 위원들은 국가 실업률이 증가하는 한, 일부 인구 통계학적 집단(특히 아프리카계 미국인과 히스패닉)의 실업률이 더 크게 증가할 수 있다는 역사적인 증거를 인식하는 것에 대한 중요성 언급**

전망 관련 리스크

Participants observed that the uncertainty associated with their outlooks for economic activity, the labor market, and inflation was high. Regarding upside risks to inflation, participants cited a variety of factors, including the possibility that price pressures could prove to be more persistent than anticipated due to, for example, the labor market staying tight for longer than anticipated. Participants also saw a number of upside risks surrounding the outlook for inflation stemming from factors abroad, such as China's relaxation of its zero-COVID policies and Russia's continuing war against Ukraine. However, a few participants remarked that the risks to their inflation outlook had become more balanced. Participants agreed that the risks to the outlook for economic activity were weighted to the downside. Participants noted that sources of such risks included the prospect of unexpected negative shocks tipping the economy into a recession in an environment of subdued growth, the effects of synchronous policy firming by major central banks, and disruptions in the financial system and broader economy associated with concerns that the statutory debt limit might not be raised in a timely manner.

: 위원들은 경제활동, 노동시장, 인플레이션 전망 관련 불확실성이 높다고 관찰. 인플레이션에 대한 상방 리스크에 대해 위원들은 예를 들어 노동시장이 예상보다 더 오랫동안 타이트한 상태를 유지함으로써 물가 압력이 예상보다 더 지속될 수 있다는 가능성을 포함해 다양한 요인을 언급. 또한 위원들은 중국의 제로 코로나 정책의 완화, 지속되고 있는 러시아-우크라이나 전쟁과 같은 해외 요인에 기인한 인플레이션 전망을 둘러싼 여러(a number of) 상방 리스크를 확인. 그러나 몇몇(a few) 위원들은 그들의 물가 전망 관련 리스크는 보다 균형을 이루었다고 언급. 위원들은 경제활동 전망 관련 리스크는 하방에 기울어졌다는데 동의. 위원들은 이러한 리스크의 근원에는 성장이 둔화된 환경에서 경제를 침체에 빠뜨릴 수 있는 예상치 못한 부정적인 충격, 주요국 중앙은행들의 동시다발적인 정책 결정 영향, 법정 부채한도가 적시에 상향되지 않을 수 있다는 우려와 관련된 금융 시스템 및 더 광범위한 경제 혼란

Compliance Notice

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