리서치센터 투자전략팀 | 2025. 10. 17

WHY?
FED 이사회에 대한 압박, 독립적 결정이 가능한가

Part Ⅰ 연준 독립성에 대한 논란
Part Ⅱ 향후 연준 통화정책 전망

LS증권

LS증권 **우혜영** 입니다.

도널드 트럼프 대통령은 1 기 때와 마찬가지로 올해 내내 연준을 압박하고 있습니다.
정책금리 인하에 대한 강력한 요구를 넘어, 연준 이사 해임 시도 혹은 제롬 파월 의장에 대한 인신 공격까지 서슴지 않고 있습니다. **중앙은행의 독립성 훼손**이라는 비판이 끊임없이 제기되고 있습니다.

이번 WHY? 시리즈에서는 정치적 압박에 의한 **FED 이사회 구성원 변화** 가능성과
연준이 테이블 위에 올려 놓은 선택지들을 점검해보았습니다.

[Part I 연준 독립성에 대한 논란] 에서는 연준에 대한 트럼프 대통령의 정치적 압박을 정리해보았습니다.
'Mr. Too Late', 한 번쯤 들어보셨을 겁니다. 트럼프 대통령이 파월 의장에게 지어준 별명입니다. 지난해 12 월을 마지막으로 연준이 정책금리 인하에 나서지 않자 트럼프 대통령은 연준의 대응이 느리다면서 불만을 토로한 것입니다. 거기서 그치지 않고, 공식 발언이나 자신의 소셜 미디어에서 파월 의장을 '실패자(a major loser)', '융통성 없는 사람(total stiff)', '바보(moron)', '멍청이(dumb)', '얼간이(knucklehead)'라 지칭했으며 의장직 사임까지 종용했습니다.

대통령 임기는 4 년이고 연임·재임이 가능하므로 임기 중 여러 명의 연준 이사를 지명하는 것은 자연스러운 일입니다. 그런데 시장은 왜 트럼프 대통령의 연준 의장·이사 지명이 중앙은행의 독립성을 훼손하는 것이라 표현할까요?
최초로 연준 이사를 해임하려고 시도했고 행정부 현직 인사가 중앙은행 인사를 겸직한 사례가 없었기 때문입니다.
내년 상반기 중 연준 이사회 공석은 적게는 1 개, 많게는 3 개일 것으로 예상됩니다. 아마 백악관의 의사를 충분히 이해하고 수용할 수 있는, 다시 말해 공격적인 인하 의지가 있는 인물이 선택되겠죠.
그렇다면 5 월에 임기가 종료되는 파월 의장의 후임자는 누가 될까요? 시장은 5 명의 후보 중 지명 가능성이 높은 인물로 시장은 케빈 해싯 국가경제위원회(NEC) 위원장을 꼽고 있습니다.

[Part II 향후 연준 통화정책 전망] 에서는 정책금리 및 대차대조표 관련 결정에 대해 전망해보았습니다. 현재 연준이 테이블에 올려 놓은 옵션은 ①중립 수준으로의 정책금리 인하, ②대차대조표 축소(QT) 추가 조정 또는 종료, ③오퍼레이션 트위스트(QT 일시 중단 또는 종료 이후)로 예상합니다.

현재 시점에서 연준은 고용 지표 냉각 지속 여부에 더욱 주목하고 있습니다. 따라서 인플레이션이 전망 경로에 부합하기만 한다면 추가 인하는 단행될 것입니다. 이번 인하 사이클의 목적지는 중립금리 또는 그 수준을 소폭 상회하는 레벨인 3.00% ~ 3.50%(상단)로 전망합니다.

연준은 지급준비금이 충분한(ample) 수준에 얼마나 근접했는지 평가하는 것의 중요성을 알고 있습니다. QT 가 현행 속도로 계속된다면 내년 3 월말 예상 지급준비금 수준은 약 2.8 조$(GDP 대비 약 9.18%)입니다. 내년 1 분기 중 QT 추가 속도 조정 또는 종료 결정이 필요합니다. 올해 남은 FOMC 회의에서 QT 추가 조정 및 종료 또는 MBS 월간 한도 축소 등과 관련된 논의가 진행될 것으로 전망합니다. 일각에서 QE 가능성을 언급하고 있습니다. QE 는 테이블 위에 올려진 옵션이 아니라 판단합니다. 만약 연준이 장기 금리 하락 유도에 나선다면 연준의 총자산 규모에 변화가 없는 오퍼레이션 트위스트 실시할 가능성이 높습니다.

감사합니다.

채권
Analyst 우혜영
whydele@ls-sec.co.kr

Fixed Income

채권

WHY?

FED 이사회에 대한 압박, 독립적 결정이 가능한가

LS 증권 리서치센터

Contents

Part I 연준 독립성에 대한 논란 4
Part II 향후 연준 통화정책 전망 15

LS 증권 리서치센터

Part I

연준 독립성에 대한 논란

연준 이사회의 독립성이 흔들린다?

트럼프 대통령 마음에 안 들면, Out

두 번째 임기를 맞이한 트럼프 대통령은 1기 때처럼 정책금리 인하를 압박하고 있다. 그러나 연준은 예상보다 견조한 경제 상황 하에서 트럼프 행정부의 통상·이민·재정 정책 등의 경제적 영향을 주시하며 작년 12월 인하를 마지막으로 동결 결정을 이어갔다. 인하 지연이 불만스러웠던 트럼프 대통령은 제롬 파월 의장에게 'Mr. Too Late'라는 조롱 섞인 별명을 지어주었다. 심지어 그를 실패자(a major loser), 융통성 없는 사람(total stiff), 바보(moron) 멍청이(dumb), 얼간이(knucklehead)라 불렀고 의장직 사임까지 종용했다. 그리고 조기 의장 인선을 실시 의사를 밝히며 인하에 소극적인 연준에 대한 불만을 여실히 드러냈다.

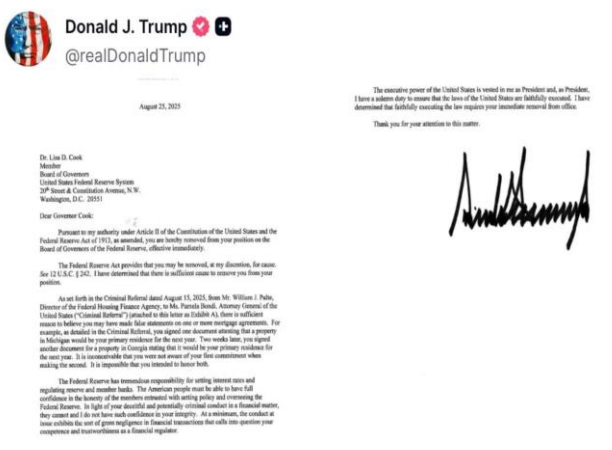
7월 24일, 트럼프 대통령은 팀 스콧 상원 은행위원회 위원장, 러셀 보트 백악관 예산관리국장, 윌러엄 풀테 연방주택국장을 대동해 워싱턴 연준 본부 청사 개·보수 공사 현장을 방문했다. 취재진 앞에서 트럼프 대통령은 파월 의장을 옆에 세워 두고 당초 27억 달러였던 증·개축 공사비 예산이 31억 달러가 된 것을 지적했다. 파월 의장 해임을 위한 근거를 만들고자 했던 의도가 다분했다. 이에 대해 파월 의장은 그런 수치는 들어본 적도 없다며 즉각 대응했고, 트럼프 대통령이 건 낸 문서를 보고 나서는 이미 5년 전에 지어진 건물 공사비가 포함된 금액이라 덧붙이며 물러서지 않았다. .

대통령의 연준 방문은 이번 사례를 포함해 총 4차례(1937년 프랭클린 루즈벨트 대통령의 신축 연준 본부 헌정식 참석, 1975년 제너럴 포드 대통령의 필립 잭슨 연준 이사 취임식 참석, 2006년 조지 W. 부시 대통령의 벤 버냉키 연준 의장 취임식 참석) 있었다. 연준이 백악관으로부터 독립적이라는 점을 인정해, 공식적으로 대통령이 연준을 방문하지 않는 것은 관행이다. 그렇기에 이번 트럼프 대통령의 연준 방문과 관련해 현지 언론은 그 간의 전통을 깨는 상징적인 조치라 보도하기도 했다.

그림1 **트럼프 대통령, 연준 청사 공사 현장 방문(2025.7.24)**

자료: 언론보도종합, LS증권 리서치센터

그림2 **트럼프 대통령, 리사 쿡 이사 해임을 발표(2025.8.25)**



자료: 언론보도종합, LS증권 리서치센터

8월 25일, 트럼프 대통령은 주택담보대출 사기 혐의를 제기하며 **헌법 제 2조와 1913년 연준법**에 근거해 리사 쿡 이사를 해임한다는 통보 서한을 트루스 소셜에 공개했다. 대통령이 연준 이사를 해임하려고 한 최초의 시도였다. 쿡 이사는 대통령에게 연준 이사를 해임할 법적 근거가 없다며 2038년까지 임기를 수행하겠다는 의사를 밝혔다. 그리고 28일, 해임 명령이 불법이라면서 워싱턴 D.C. 연방지방법원에 임시 금지명령 요청 소송을 제기했다.

헌법 제 2조

제 2절(대통령의 권한: 대통령의 임명권 규정)

: He shall have Power, by and with the Advice and Consent of the Senate, to make Treaties, provided two thirds of the Senators present concur; and he shall nominate, and by and with the Advice and Consent of the Senate, shall appoint Ambassadors, other public Ministers and Consuls, Judges of the Supreme Court, and all other Officers of the United States, whose Appointments are not herein otherwise provided for, and which shall be established by Law: but the Congress may by Law vest the Appointment of such inferior Officers, as they think proper, in the President alone, in the Courts of Law, or in the Heads of Departments.

제 3절(대통령의 의무: 법 행정에 책임지며, 행정부 공직자의 비위·불법을 바로 잡을 책임)

: He shall from time to time give to the Congress Information of the State of the Union, and recommend to their Consideration such Measures as he shall judge necessary and expedient; he may, on extraordinary Occasions, convene both Houses, or either of them, and in Case of Disagreement between them, with Respect to the Time of Adjournment, he may adjourn them to such Time as he shall think proper; he shall receive Ambassadors and other public Ministers; he shall take Care that the Laws be faithfully executed, and shall Commission all the Officers of the United States.

1913년 연방준비제도법(Federal Reserve Act) 12 U.S. Code § 242

: Each [Federal Reserve Board] member shall serve a term of fourteen years from the expiration of the term of his predecessor, unless sooner removed for cause by the President.

→ for cause란 법적·윤리적 위반 또는 직무상 중대한 과오

9월 9일, 워싱턴 D.C. 연방지방법원의 지아 콥 판사는 연준법은 적당한 사유(for cause)가 있을 때에만 이사 해임이 가능하도록 규정하고 있기 때문에 트럼프 대통령의 해임 시도는 연준법을 위반했을 가능성이 높다고 판결했다. 해임 사유로 제기된 사기 혐의는 쿡 이사가 이사직을 맡기 전에 발생한 것이므로 충분한 해임 사유가 아니라 본 것이다.

9월 11일, 트럼프 대통령 측 변호인단은 D.C. 순회항소법원에 쿡 이사 해임 명령을 FOMC 회의 전에 실행할 수 있도록 허가해달라는 긴급 요청을 제출했다. 그러나 15일, D.C. 순회항소법원은 트럼프 대통령의 긴급 해임 요구를 2대 1로 기각했고 하위 법원의 판결을 유지했다. 트럼프 행정부가 제기한 혐의에 대해 쿡 이사가 정식으로 대응할 기회를 주지 않았으므로 정당한 절차적 권리가 침해되었다고 판단한 것이다. 이사 해임 절차는 일시 중단되었고 쿡 이사는 9월 FOMC 회의에 참석할 수 있었다.

9월 18일, 법무부는 쿡 이사가 이사직을 유지하도록 한 하급심 법원의 결정 효력을 최소한 잠정적으로 정지시켜 줄 것을 연방 대법원에 요구했다. 그러나 10월 1일, 연방 대법원은 행정부의 요구에 대해 즉각적인 결정을 내리기보다 숙의 절차에 들어섰다. 내년 1월로 예정된 구두 변론 후 최종 판결 전까지 쿡 이사는 자리를 지킬 수 있게 되었다.

트럼프 대통령 마음에 들면, In

지난 8월 1일, 매파 성향의 아드리아나 쿠글러 연준 이사가 돌연 사임 의사를 밝혔다. 트럼프 대통령은 연준 이사회에 공석이 생겨 매우 기쁘다고 발언했고 7일에는 쿠글러 이사 후임으로 트럼프 행정부의 '경제 책사'인 스티븐 마이런 백악관 경제자문위원회 위원장을 지명했다. 이는 1936년 現 연준 체제가 완성된 이래로 행정부 현직 인사가 중앙은행 인사를 겸직하는 첫 번째 사례였다. 마이런 위원장의 연준 이사 인준안은 9월 10일 상원 은행위원회에서 통과(13:11)되었고 15일 상원 본회의에서 통과(48:47)되었다.

9월 16일, 마이런 이사는 제 11 순회항소법원의 엘리자베스 L. 브랜치 판사 앞에서 취임 선서를 한 후 이사 임기를 시작했다. 현재 재직 중인 5명의 연준 이사들 모두 파월 의장 앞에서 취임 선서(코로나 팬데믹 당시 취임한 크리스토퍼 월러 이사는 화상으로라도 파월 의장과 진행)를 했기 때문에 다소 이상해 보일 수 있는 부분이다. 더욱이 마이런 이사가 연준 이사로 재직하더라도 백악관 보직을 유지하겠다는 입장(재임명 시 경제자문위원장 사임 의사 밝힘)을 밝힌 만큼 연준 독립성 약화에 대한 우려가 제기되는 것은 어쩌면 당연한 수순이었다. 엘리자베스 워런 민주당 상원의원은 마이런 이사에 대해 트럼프 대통령의 양말 인형(sock puppet)이 되기 위해 거기 있는 것이라 지적하기도 했다.

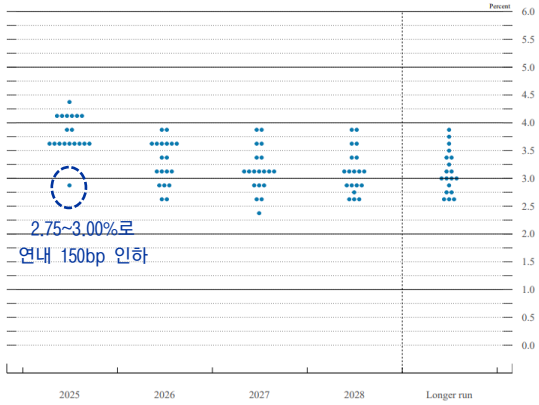
9월 FOMC 회의에서 스티븐 마이런 이사는 50bp 인하 소수 의견을 냈다. 심지어 9월 점도표를 살펴보면 올해 정책금리를 2.75% ~ 3.00%로 낮추자는 점(dot)이 눈에 띄는데, 이 또한 마이런 이사 의견이다. 그는 트럼프 대통령의 금리 인하 요구를 그 누구보다도 적극 수용한 것이다. 마이런 이사는 쿠글러 이사의 잔여 임기(~2026년 1월 31일)를 채우게 되므로 올해 10월, 12월 그리고 내년 1월 FOMC 회의까지 참석 가능하다.

10월 15일, 마이런 이사는 최근 미중 무역 협상 교착이 경제 전망에 새로운 위협을 초래했다면서 인하 필요성이 더 시급해졌다고 발언했다. 그리고 현재 통화정책은 꽤(quite) 제약적이라 경제가 충격에 더 취약해질 수 있기 때문에 중립수준으로의 빠른 전환을 주장했다. 연내 두 차례 인하에 대해서는 현실적인 시나리오라 평가했다. 美 연방 정부 셧다운으로 경제지표 발표가 지연되고 있다. 단, 마이런 이사는 하방 데이터가 실제로 나올 때까지 기다릴 필요 없다고 생각하므로, 연내 추가 인하를 계속해서 강력히 주장할 가능성이 높다.

그림3 **연준 이사 취임 선서하는 스티븐 마이런(9 월 16 일)**

자료: 언론보도종합, LS증권 리서치센터

그림4 **첫 회의부터 과감한 인하 의견을 낸 마이런 이사**



자료: Fed, LS증권 리서치센터

Appendix: 트럼프 대통령의 연준 압박은 1년 내내 지속되는 중

표1 제롬 파월 의장 또는 늦은 금리 인하에 대한 트럼프 대통령의 발언

일시	내용
2025년 1월	내가 연준 관계자들보다 금리를 더 잘 이해한다고 생각한다. 유가가 하락한다면 금리를 즉시 인하하라고 요구할 것이다. 많이(a lot) 인하되길 바란다. 전세계적으로 금리가 인하돼야 한다. 파월과 연준은 자신들이 인플레이션으로 만든 문제를 해결하는데 실패했다.
2025년 2월	금리는 인하되어야 한다. 이는 다가올 관세 인상과 함께 진행될 것이다.
2025년 3월	미국의 관세가 경제에 영향을 미치기 시작하는 만큼 연준은 금리를 인하하는 것이 훨씬 더 나을 것이다. 옳은 일을 해라!
2025년 4월	지금이야말로 금리를 내릴 완벽한 시기이다. 파월 의장은 항상 늦게 대응하지만 지금 그런 이미지를 빠르게 바꿀 수 있다. 에너지 가격이 내려갔고 인플레이션이 하락했는데 일자리를 늘었다. 제롬, 금리를 인하하고 정치 놀음을 멈춰라. 그는 항상 너무 늦고 틀린다. ECB 는 7 차례 인하를 단행하려는데 항상 너무 늦고 틀리는 파월은 어제 또 완전히 전형적이고 엉망진창인 보고서를 내놨다. 너무 늦는 파월은 ECB 처럼 오래전에 금리를 낮췄어야 했다. 지금이라도 확실히 낮춰야 하며 파월의 해임은 빠를수록 좋다. 만약 내가 그의 사임을 원하면 그는 매우 빠르게 물러날 것이다. Mr. too late 이자, 중대한 실패자(a major loser)가 금리를 내리지 않으면 경기 둔화가 있을 수 있다. 에너지와 식료품 가격이 실질적으로 하락했으며 다른 품목도 대부분 하향세를 보이고 있어 사실상 인플레이션은 없다. 그를 해임할 생각이 없다. 그가 기준금리를 낮추는 방안에 대해 조금 더 적극적으로 나서주길 바란다. 모기지금리가 약간 하락했지만 연준에 내가 별로 좋아하지 않는 사람이 있다. 그는 금리를 인하해야한다. 나는 그보다 금리에 대해 훨씬 더 잘 이해하고 있다고 생각한다. 나는 정말로 금리를 활용해 본적이 있기 때문이다.
2025년 5월	(파월 의장 해임 가능성) 그럴 생각 없다. 그가 나를 싫어하는 이유는 그를 완전히 융통성 없는 사람(total stiff)이라 생각하기 때문이다. 인플레이션은 없다. 유럽과 중국이 한 것처럼 연준은 금리를 내려야한다. 너무 늦는 파월은 아무것도 모르는 바보(fool)다. 너무 늦는 파월은 뭐가 잘못된 걸까. 번영할 준비가 된 미국에 불공평한 것 아닌가. 그냥 모든 것이 일어나게 놔둬라.
2025년 6월	ADP 수치가 나왔다. 너무 늦은 파월은 지금 금리를 낮춰야만 한다. 당장 1%p 인하해야 할 것이다. 연준의 너무 늦은 인하는 재앙이다. 인플레이션이 다시 오르면 그 때 인상하면 되는 간단한 일이다. 국가 경제는 잘 돌아가고 있다. 1%p 의 인하는 '로켓 연료'가 될 것이다. 가짜 뉴스는 내가 파월을 해임하면 나쁜 일이 벌어질 것이라고 한다. 무슨 나쁜 일이 벌어질지는 모르겠지만 난 그를 해임하지 않을 것이다. 그가 금리를 인하하면 시장이 살아나고 미국 경제는 폭발적으로 성장할 것이다. 유럽은 10 차례나 인하했지만 우리는 한 번도 인하하지 않았다. 그는 정치적인 사람 같지만 똑똑하지 않다. 2%p, 가능하면 2.5%p 까지 낮춰야 한다. 차라리 내가 연준 의장을 맡는게 낫겠다. 그들보다 내가 훨씬 잘할 수 있다. 연준 이사회가 이 완전한 얼간이 (moron)를 왜 무시하지 않는지 모르겠다. 그를 해고하는 것에 대한 마음을 바꿔야할 수도 있다. 파월은 멍청(dumb)하고 분명히 트럼프 혐오자이다. 그는 처음부터 그 자리에 있어서는 안 됐다. 그는 정치적이고 멍청한 인물이다. 그는 형편 없다. 그가 곧 물러나게 돼 다행이다. 후임자는 3~4 명으로 압축해 두고 있다. 그는 큰 실수를 저지르고 있는 고집불통의 멍청한 사람이다. 그 여파는 수년간 지속될 것이다. 금리를 인하하고 싶어하는 사람을 임명하고 싶다. 제롬, 당신은 언제나처럼 너무 늦다. 당신은 미국에 엄청난 비용을 부과했고 계속 그렇게 할 것이다. 미국보다 기준금리가 낮은 나라가 34 개국에 달한다는 것에 대해 투 레이트 파월과 전체 연준 위원들은 부끄러워해야 한다.
2025년 7월	투 레이트 파월은 즉시 사임해야한다. 우리는 금리를 내릴 수 있는 인물을 그 자리에 앉혀야 한다. 나는 그가 정말 끔찍하다고 생각한다. 우리에게는 정말 나쁜 연준 의장이 있다. 그가 금리를 낮춘다면 친절하게 대하겠지만 그는 얼간이(knucklehead) 같다. 해임 계획은 없다. 연준 건물 보수 비용 관련 사기가 있는 경우 제외하고 가능성은 매우 낮다. 파월 의장이 사임하고 싶다면 환영이다. 우리는 금리에 대해 아주 좋은 회의를 했다. 그는 강한 어조로 국가 경제가 잘 돌아가고 있다고 말했다. 나는 그 말을 금리 인하를 제안하기 시작할 것이라는 의미로 받아들였다. 그는 최악의 연준 의장이다. 단순히 기술적으로 무능할뿐 아니라 정파적 행동을 하는 정치인(hack)처럼 행세하고 있다. 제롬, 너무 늦는 파월이 또 해냈다. 그는 의장직을 맡기엔 너무 늦고, 사실 너무 화가 나 있고, 멍청하고 정치적이다.
2025년 8월	연준 이사회에 공석이 생겼다는 소식을 들었는데, 매우 기쁘다. 내가 알기로 쿠글러 이사가 같은 당 사람과 의견이 맞지 않았던 것이 사임의 이유였다고 들었다. 너무 늦은 파월도 쿠글러 이사처럼 사임해야 한다. 그녀는 너무 늦은 사람과 분명히 의견 충돌이 있었다. 고집 센 얼간이, 너무 늦는 파월은 당장 금리를 대폭 인하해야 한다. 그가 계속해서 거부한다면 연준 이사회가 통제권을 넘겨 받아 모두가 알고 있는 그 일을 해야한다. 연준 차기 의장 후보를 3~4 명으로 좁혔다. 새로운 의장을 조금 더 일찍 지명할 생각이다. 파월이 항상 너무 늦게 움직여서 끼친 피해는 헤아릴 수 없다. 그가 연준 건물 공사를 관리하면서 보여준 끔찍하고 심각하게 무능한 업무 처리 때문에 그를 상대로 대규모 소송을 진행하는 것을 고려하고 있다. 5 천만 달러면 충분한 보수작업에 30 억 달러를 들였다. 누군가 제롬 파월에게 주택시장을 심각하게 해치고 있단 사실을 알려줄 수 없냐. 사람들이 그 때문에 주택담보대출을 받을 수 없다. 인플레이션은 없으며, 모든 신호들이 대폭 금리 인하를 가리키고 있다. 리사 쿡 이사는 지금 당장 사임해야 한다.
2025년 9월	너무 늦는 파월은 오래 전에 금리를 인하했어야 했다. 늘 그렇듯이 그는 너무 늦었다. 인플레이션은 없다. 당장 금리를 내려야 한다. 파월은 완전히 재앙(disaster)이며 아무것도 모른다. '투 레이트'는 금리를 지금 당장, 그리고 그가 염두에 둔 것보다 더 크게 기준금리를 내려야한다. 그는 매우 무능(incompetent)하다. 파월 의장보다 이 자리에 적합한 3 명의 후보가 있다.

자료: LS증권 리서치센터

내년 상반기 중 몇 개의 공석이 발생할까?

7명의 이사 중 트럼프 대통령의 손을 거친 이사는 4명

7명의 이사들 가운데 트럼프 대통령이 이사, 의장, 부의장으로 지명한 인물은 제롬 파월 이사(의장 지명), 미셸 보우먼 이사(이사/부의장 지명), 크리스토퍼 월러 이사(이사 지명), 스티븐 마이런 이사(이사 지명) 등 총 4명이다. 보우먼 부의장과 월러 이사는 7월 FOMC 회의에서 25bp 인하 소수 의견, 마이런 이사는 9월 FOMC 회의에서 50bp 인하 소수 의견을 냄으로써 트럼프 대통령의 기대에 부응했다.

1)파월 의장이 내년 5월 의장 임기 만료 후 이사회를 떠나거나, 2)내년 상반기 중 쿡 이사 해임과 관련해 대법원이 트럼프 대통령의 손을 들어준다면 2개의 공석이 생긴다. 1월 31일에 임기가 종료되는 마이런 이사까지 포함하면 상반기 중 트럼프 대통령은 적게는 1명, 많게는 3명의 이사를 지명해야 한다. 올해와 달라질 연준 이사회, 과연 어떤 이사가 연준 의장 자리에 앉을지 시장 이목이 집중되고 있다.

표2 **연준 이사회: 임기 및 지명 당시 행정부**

연준 이사		임기	지명 당시 행정부
	제롬 파월 (의장)	~ 2028. 1. 31 (~ 2026. 5. 15)	2012.5 이사 지명: 오바마 2014.6 이사 재지명: 오바마 2018.2 의장 지명: 트럼프 2022.5 의장 재지명: 바이든
	필립 제퍼슨 (부의장)	~ 2036. 1. 31 (~ 2027. 9. 7)	2022.5 이사 지명: 바이든 2023.9 부의장 지명: 바이든
	미셸 보우먼 (감독 담당 부의장)	~ 2034. 1. 31 (~ 2029. 6.9)	2018.11 이사 지명: 트럼프 2019.9 이사 재지명: 트럼프 2025.6 감독 부의장 지명: 트럼프
	마이클 바※	~ 2032. 1. 31	2022.7 이사 지명: 바이든 2022.7 감독 담당 부의장 지명: 바이든
	리사 쿡	~ 2038. 1. 31	2022.5 이사 지명: 바이든 2023.9 이사 재지명: 바이든
	스티븐 마이런※	~ 2026. 1. 31	2025.9 이사 지명: 트럼프
	크리스토퍼 월러※	~ 2030. 1. 31	2020.12 이사 지명: 트럼프

주: ※ 표시의 연준 이사는 잔여 임기를 채운 이사로, 재지명 가능

자료: LS증권 리서치센터

미국 대통령 임기는 4년이며 연임·재임이 가능하다. 연준 이사 임기 만료는 2년마다 도래하므로 대통령 임기 중 여러 명의 연준 이사를 지명하는 것은 자연스러운 일이다. 다만 기존 이사를 해임하려는 시도, 행정부 현직 인사를 지명한 사례가 없었기 때문에 독립성 훼손 문제가 제기되고 있는 것이다.

표3 **미국 대통령의 연방 준비 이사 지명(1936 년 ~ 현재) ①**

President	Appointments	Reappointments
Donald Trump 2017.1.20 ~ 2021.1.20 2025.1.20 ~ 1 번의 Full Term 비연속적인 두 번째 Term ~	5 Michelle Bowman(2018.11.26 ~ 2020.1.29) Richard Clarida(2018.9.17 ~ 2022.1.14 사임) Stephen Miran(2025.9.16~2026.1.31) Randal Quarles(2017.10.13 ~ 2021.12.25 사임) Christopher Waller(2020.12.18~2030.1.31)	1 Michelle Bowman(2020.1.30 재지명 ~ 2034.1.31)
Joe Biden 2021.1.20~2025.1.20 1 번의 Full Term	4 Michael Barr(2022.7.19 ~ 2032.1.31) Lisa Cook(2022.5.23~2023.9.12) Philip Jefferson(2022.5.23 ~ 2036.1.31) Adriana Kugler(2023.9.13 ~ 2025.8.8 사임)	1 Lisa Cook(2023.9.13 재지명 ~ 2038.1.31)
Barack Obama 2009.1.20 ~ 2017.1.20 2 번의 Full Term	6 Lael Brainard(2014.6.16 ~ 2023.2.18 사임) Stanley Fischer(2014.5.28 ~ 2017.10.16 사임) Jerome Powell(2012.5.25~2014.6.15) Sarah Bloom Raskin(2010.10.4~2014.3.13 사임) Jeremy Stein(2012.5.30~2014.5.28 사임) Daniel Tarullo(2009.1.28~2017.4.5 사임)	2 Jerome Powell(2014.6.16 재지명~ 2028.1.31) Janet Yellen(2010.10.4 재지명 ~ 2018.2.3 사임)
George W. Bush 2001.1.20 ~ 2009.1.20 2 번의 Full Term	8 Ben Bernanke(2002.8.5 ~ 2005.6.21 사임) Susan Bies(2001.12.7~2007.3.30 사임) Elizabeth Duke(2008.8.5 ~ 2013.8.31 사임) Donald Kohn(2002.8.5 ~ 2010.9.1 사임) Randall Kroszner(2006.3.1 ~ 2009.1.21 사임) Frederic Mishkin(2006.9.5 ~ 2009.1.21 사임) Mark Olson(2001.12.7 ~ 2006.6.30 사임) Kevin Warsh(2006.2.24 ~ 2011.4.2 사임)	2 Ben Bernanke(2006.2.1 재지명 ~ 2014.1.31 사임) Roger Ferguson Jr.(2001 재지명 ~ 2006.4.28 사임)
Bill Clinton 1993.1.20~2001.1.20 2 번의 Full Term	6 Alan Blinder(1994.6.27 ~1996.1.31 임기 만료) Roger Ferguson Jr.(1997.11.5 ~ 2001) Edward Gramlich(1997.11.5 ~ 2005.8.31 사임) Laurence Meyer(1996.6.24 ~2002.1.31 임기 만료) Alice Rivlin(1996.6.25 ~1999.7.16 사임) Janet Yellen(1994.8.12~1997.2.17 사임)	0 -
George H. W. Bush 1989.1.20 ~ 1993.1.20 1 번의 Full Term	3 Lawrence Lindsey(1991.11.26 ~ 1997.2.5 사임) David Mullins Jr.(1990.5.21 ~ 1994.2.14 사임) Susan Phillips(1991.12.2 ~ 1998.6.30 까지 재직)	2 Alan Greenspan(1992 재지명 ~ 2006.1.31 임기 만료) Edward Kelley Jr.(1990 재지명 ~ 2001.12.31 사임)
Ronald Reagan 1981.1.20 ~ 1989.1.20 2 번의 Full Term	8 Wayne Angell(1986.2.7 ~ 1994.2.9 까지 재직) Alan Greenspan(1987.8.11 ~ 1992) H. Robert Heller(1986.8.19 ~ 1989.7.31 사임) Manuel Johnson(1986.2.7 ~ 1990.8.3 사임) Edward Kelley Jr.(1987.5.26 ~ 1990) John LaWare(1988.8.15 ~ 1995.4.30 사임) Preston Martin(1982.3.31 ~ 1986.4.30 사임) Martha Seger(1984.7.2 ~ 1991.3.11 사임)	0 -

자료: LS증권 리서치센터

표4 **미국 대통령의 연방 준비 이사 지명(1936 년 ~ 현재) ②**

President	Appointments	Reappointments
Jimmy Carter 1977.1.20 ~ 1981.1.20 1 번의 Full Term	6 Lyle Gramley(1980.5.28 ~ 1985.9.1 사임) G. William Miller(1978.3.8 ~ 1979.8.6 사임) Emmett Rice(1979.6.20 ~ 1986.12.31 사임) Frederick Schultz(1979.7.27 ~ 1982.2.11 까지 재직) Nancy Teeters(1978.9.18 ~ 1984.6.27 까지 재직) Paul Volcker(1979.8.6 ~ 1987.8.11 사임)	0 -
Gerald Ford 1974.8.9 ~ 1977.1.20 잔여 만기	5 Philip Coldwell(1974.10.29 ~ 1980.2.29 까지 재직) Stephen Gardner(1976.2.13 ~ 1978.11.19 사망) Philip Jackson Jr.(1975.7.14 ~ 1978.11.17 사임) David Lilly(1976.6.1 ~1978.2.24 사임) J. Charles Partee(1976.1.5 ~ 1986.2.7 까지 재직)	0 -
Richard Nixon 1969.1.20 ~ 1974.8.9 1 번의 Full Term 두 번째 임기 시작 후 1 년 6 개월 20 일 이후 사임	5 Jeffrey Bucher(1972.6.5 ~ 1976. 1. 2 사임) Arthur Burns(1970.1.31 ~ 1978.3.31 사임) Robert Holland(1973.6.11 ~ 1976.5.15 사임) John Sheehan(1972.1.4 ~ 1975.6.1 사임) Henry Wallich(1974.3.8 ~ 1986.12.15 사임)	0 -
Lyndon Johnson 1963.11.22 ~ 1969.1.20 잔여 만기 + 1 번의 Full Term	3 Andrew Brimmer(1966.3.9 ~ 1974.8.31 사임) Sherman Maisel(1965.4.30 ~ 1972.5.31 까지 재직) William Sherrill(1967.5.1 ~ 1968)	2 J. L. Robertson(1964 재지명~1973.4.30 사임) William Sherrill(1968 재지명 ~ 1971.11.15 사임)
John F. Kennedy 1961.1.20 ~ 1963.11.22 첫 번째 임기 시작 후 2 년 10 개월 2 일 후 사망	2 J. Dewey Daane(1963.11.29 ~1974.3.8 까지 재직) George Mitchell(1961.8.31 ~ 1962)	1 George Mitchell(1962 재지명 ~ 1976.2.13 까지 재직)
Dwight Eisenhower 1953.1.20 ~ 1961.1.20 2 번의 Full Term	4 C. Canby Balderston(1954.8.12 ~ 1966.2.28 까지 재직) G. H. King Jr.(1959.3.25 ~ 1960) Paul Miller(1954.8.13 ~ 1954.10.21 사망) Chas. Shepardson(1955.3.17 ~ 1967.4.30 은퇴)	3 G. H. King Jr.(1960 재지명 ~ 1963.9.18 사임) William McChesney Martin Jr. (1956 재지명 ~ 1970.1.31 임기 만료) A. L. Mills Jr.(1958 ~ 1965.2.28 사임)
Harry Truman 1945.4.12 ~ 1953.1.20 잔여 만기 + 1 번의 Full Term	8 Lawrence Clayton(1947.2.14 ~ 1949.12.4 사망) William McChesney Martin Jr.(1951.4.2 ~ 1956) Thomas McCabe(1948.4.15 ~ 1951.3.31 사임) A. L. Mills Jr.(1952.2.18 ~ 1958) Edward Norton(1950.9.1 ~ 1952.1.31 사임) Oliver Powell(1950.9.1 ~ 1952.6.30 사임) J. L. Robertson(1952.2.18 ~ 1964) James Vardaman Jr.(1946.4.4 ~ 1958.11.30 사임)	1 M. S. Szymczak (1936, 1948 재지명 ~ 1961.5.31 사임) *1936 년: 새로 개편된 연준법 하, 연준 이사로 재지명
Franklin D. Roosevelt 1933.3.4 ~ 1945.4.12 3 번의 Full Term 네 번째 임기 시작 후 3 개월 23 일 이후 사망	9 Joseph Broderick(1936.2.3 ~ 1937.9.30 사임) Chester Davis(1936.6.25 ~ 1940) Ernest Draper(1938.3.30 ~ 1950.9.1 까지 재직) Marriner Eccles(1934.11.15~1936.2.1) Rudolph Evans(1942.3.14 ~ 1954.8.13 까지 재직) John McKee(1936.2.3 ~ 1946.4.4 까지 재직) Ralph Morrison(1936.2.10 ~ 1936.7.9 사임) Ronald Ransom(1936.2.3~1942) M. S. Szymczak(1933.6.14 ~ 1936)	4 Chester Davis(1940 재지명 ~ 1941.4.15 사임) Marriner Eccles (1936, 1940,1944 재지명 ~1951.7.14 사임) *1936 년: 새로 개편된 연준법 하, 연준 이사로 재지명 Ronald Ransom(1942 ~ 1947.12.2 사망)

자료: LS증권 리서치센터

Who's NEXT?

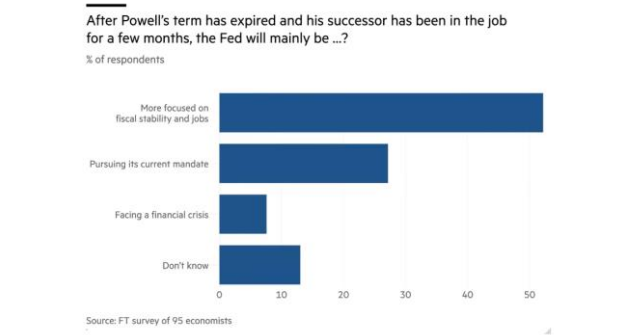
구관이 명관 vs 뉴페이스

지난 10월 10일, 스콧 베센트 재무장관이 차기 연준 의장 후보군을 5명으로 압축했다는 보도가 나왔다. 11명의 후보자들을 중 1차 면접을 통과한 인물은 미셸 보우먼 연준 감독 담당 부의장, 크리스토퍼 월러 연준 이사, 케빈 해싯 국가경제위원회(NEC) 위원장, 케빈 워시 前 연준 이사, 릭 라이더 블랙록 채권 부문 최고투자책임자(CIO)였다. 11월 중 진행될 2차 면접에서 최종 후보가 추려진 후, 2026년 1월 중 트럼프 대통령이 최종적으로 의장 지명에 나설 것으로 예상되고 있다.

보우먼 감독 담당 부의장과 월러 이사는 트럼프 대통령이 1기 때 지명한 이사들이다. 이 둘은 7월 FOMC 회의 전부터 인하 가능성을 시사해왔고 7월 25bp 인하 소수의견까지 제시하는 등 대표적인 비둘기파이다. 해싯 위원장은 트럼프 대통령의 최측근으로, 2017년 감세안 통과에 기여한 바 있으며 2기 때는 관세 정책을 주도했다. 저금리의 강력한 지지자이자 트럼프 대통령 신임을 받고 있는 만큼 백악관 의사를 적극 수용할 가능성이 높다. 워시 前 이사는 2017년도 연준 의장 후보자 중 한 명으로 연준 체제 전환(regime change)를 계속 주장해오고 있다. 특이점은 트럼프 대통령과 오랜 친구 로널드 로더의 사위이며 트럼프 대통령 경제자문기구 전략정책포럼의 일원이었다는 점이다. 라이더 CIO는 연준 경력이 없는 유일한 후보다. 다만 30년 이상 금융시장 경험을 가진 월가 출신이고 채권 분석 및 거시 경제에 대한 통찰력이 있다. 통화정책이 금융시장에 미치는 영향을 잘 이해하는 점, 통화정책에 대한 외부인의 시각이 신선한 아이디어로 이어질 수 있는 점 등이 장점이다. 그동안 베센트 장관이 새로운 리더십뿐만 아니라 연준 운영 방식에 대한 근본적인 변화가 필요하다는 입장을 밝힌 바 있기에 라이더 CIO가 후보에 포함될 수 있었다.

트럼프 대통령의 연준에 대한 금리 인하 요구는 1년 내내 이어지고 있다. 결국 이번 인사는 백악관의 의사를 충분히 이해하고 수용할 수 있는, 다시 말해 공격적인 금리 인하 의지가 있는 인물이 선택될 것이다. 베팅사이트인 폴리마켓에서는 해싯(35%), 월러(22%), 워시(19%) 순으로 의장 지명 가능성이 높게 나오고 있다.

그림5 **파월 의장의 후임자는 어디에 집중할까?**



자료: 언론보도종합, LS증권 리서치센터

그림6 **Who's next? 시장의 베팅: 해싯 > 월러 > 워시**

자료: Polymarket, LS증권 리서치센터

표5 **연준 감독 담당 부의장 미셸 보우먼**

이름	미셸 보우먼
생년월일	1971.5.25
출생지	하와이 호놀룰루
학력	캔자스대(광고·언론학 학사) 워시번대 로스쿨(법학 박사)
경력	미국 하원 교통인프라위원회 및 정부개혁감독위원회 법률고문(1997~2002) 연방재난관리청 의회 및 정부간 업무 국장(2002) 국토안보부 부차관보 겸 정책 자문위원(2003~2004) 캔자스주 지역은행 부총재(2010~2017) 캔자스 은행 감독국장(2017.01~2018.11) 연준 이사(2018.11 ~) 연준 감독 담당 부의장(2025.06 ~)

최근 발언

노동시장 역동성 감소와 취약성 징후에 대처하기 위해서 연준은 단호하고 선제적으로 행동해야 할 때 (2025.09.23)

악화되는 노동시장 상황 해결에 있어 이미 뒤처질 위험이 큼. 이러한 상황 지속될 시 더 빠른 속도와 더 큰 폭으로 정책을 조정해야 할 것 (2025.09.26)

자료: 언론보도종합, LS증권 리서치센터

표6 **연준 이사 크리스토퍼 월러**

이름	크리스토퍼 월러
생년월일	1959.
출생지	네브라스카주 네브라스카시티
학력	베미지 주립 대학교(경제학 학사) 워싱턴 주립 대학교(경제학 석·박사)
경력	인디애나대 경제학 교수(1985~1998) 인디애나대 대학원 과정 책임자(1992~1994) 켄터키대 교수(1998~2003) 노트르담대대 교수(2003~2009) 세인트루인스 연은 리서치 디렉터 및 부총재 (2009 ~ 2020) 연준 이사(2020.12~ 현재)

최근 발언

2019년 당시 트럼프 대통령이 내게 연락해 연준에서 일하겠느냐 물었고, 그렇다고 답한 적 있음. 또 다시 연락해 의장직 맡아달라고 한다면 이를 수락할 것(2025.7.18)

금리를 인하해야 하지만, 신중하게 접근해야 함. 25bp씩 인하하며 상황 지켜봐야 함. 금리 인하하고 싶지만, 실수를 저지르지 않기 위해 공격적이고 빠르게 금리를 인하할 수 없음 (2025.10.10)

자료: 언론보도종합, LS증권 리서치센터

표7 **백악관 국각경제위원회(NCE)위원장 케빗 해싯**

이름	케빈 해싯
생년월일	1962.3.20
출생지	매사추세츠주 그린필드
학력	스와스모어대(경제학 학사) 펜실베이니아대(경제학 석·박사)
경력	컬럼비아대 경영대 조교수(1989~1993) 연준 이사회 연구 통계국 경제학자(1992~1997) 美 기업연구소(AEI)수석 연구원(1997~2017) 트럼프 행정부 국가경제자문위원회(CEA) 위원장 (2017~2019) 스탠퍼드대 후버 연구소 연구원(2019~2025) 대통령 선임보좌관(코로나 19 대응 경제자문) (2020. 4 ~ 7) 백악관 국제 경제자문위원회(NEC) 위원장 (2025.1.20 ~)

최근 발언

연준이 지금 당장 금리를 인하하지 않을 이유가 전혀 없음 (2025.06.23)

연준의 통화정책은 트럼프 대통령을 포함한 정치적 영향으로부터 완전히 독립되어야 함(2025.09.07)

9월 25bp 인하는 훨씬 낮은 금리를 향해 올바른 방향으로 나아가는 좋은 첫걸음(2025.09.17)

자료: 언론보도종합, LS증권 리서치센터

표8 **前 연준 이사 케빈 워시**

이름	케빈 워시
생년월일	1970.04.13
출생지	뉴욕주 올버니
학력	스탠포드대(경제학/공공정책 학사) 하버드대학원 로스쿨 법학박사 MIT
경력	OECD 경제 정책위원회 위원장 (1997.08~1999) Morgan Stanlet&Co.(1995~2002) 조지 W. 부시 행정부 국가경제위원회 특별 보좌관 및 국가경제위원회(NEC) 사무총장(2002 ~ 2006) 연준 이사(2006.02.24~2011.03.31) 스탠퍼드대 후버 연구소 특별 방문 연구원 및 경영대학원 강사(2012 ~)
최근 발언	연준은 대차대조표를 축소해야 함. 흥미로운 점은 대차대조표 축소할 수 있다면 금리 인하할 수 있다는 것(2025.5.31) 연준은 대차대조표 축소하고 금리 인하해야 함 (2025.07.13) 정책 시행에 있어 체제 변화가 필요. 신뢰 부족은 현재 연준 인사들 때문. 대통령이 연준 압박하는 것이 옳다고 느끼는 이유는 체제 변화 필요하기 때문. 새로운 재무부-연준 합의 (Treasury-Fed accord) 필요. 연준은 균형을 잘못 잡고 있음. 금리 인하는 균형을 바로 잡는 과정의 시작 (2025.07.17) 파월은 금리를 적정 수준으로 유지하는 것과 자신이 하는 일을 제대로 아는 것처럼 보이게 하는 것, 이 두 가지 측면 모두 실패. 파월은 임기 대부분 동안 금리를 적절히 유지하는 데 실패(2025.10.08)

자료: 언론보도종합, LS증권 리서치센터

표9 **블랙록 채권부문 CIO 릭 라이더**

이름	릭 라이더
생년월일	1961.10
출생지	뉴욕주 스카스데일
학력	에모리대(경영학 학사) 펜실베이니아대 와튼스쿨MBA
경력	썬트러스트 은행 크레딧 애널리스트 리먼 브라더스에서 채권 및 투자전략 부문 임원 (1987~2008) R3 Capital Partners CEO(2008~2009) 블랙록 채권부문 CIO(2009 ~) 재무부 차관보 위원 뉴욕 연은 투자자문위원회 위원 알파벳/구글 투자자문위원회·UBS 리서치 자문위원회
최근 발언	나라면 7월에 인하했을 것(2025.7.31) (통화정책 관련)대기업은 차입 의존도 낮아 직접적 영향 적음. 주택시장과 저소득층에 부정적 영향 미치고 있음. 향후 100bp 인하해도 생산성 증가와 낮은 변동성 덕분에 인플레이션 우려 크지 않을 것(2025.8.16) 차기 연준 의장은 많은 혁신적 과제를 떠안게 될 것(2025.9.9) 점도표와 향후 금리 경로 전망을 없애야 함. 시스템에 충격을 주기 위해서는 50bp 인하를 한 번에 해야 함. 25bp 인하는 별 의미 없음 (2025.09.10)

자료: 언론보도종합, LS증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

Part II

향후 연준 통화정책 전망

테이블에 올려 놓은 선택지

①중립 수준으로의 정책금리 인하

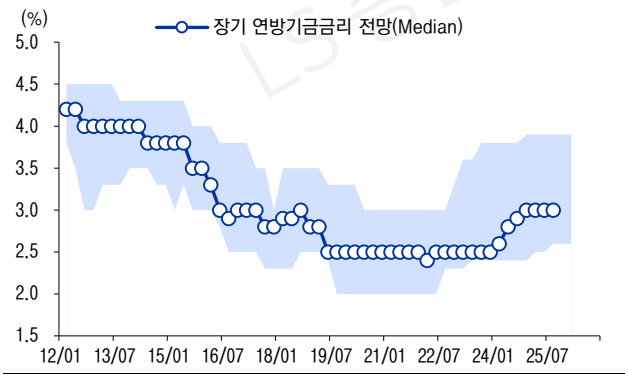
9월 FOMC에서의 인하 결정은 한 마디로 '위험 관리(risk management)' 차원의 대응이다. 당시 기자회견에서 파월 의장은 4월 이후 일자리 창출 둔화 및 GDP 성장률 둔화 등에 의해 높고 지속적인 인플레이션 리스크는 다소 낮아진 반면, 노동시장 하방 리스크는 높아졌다고 평가한 바 있다. 現 시점에서 연준은 고용 지표 냉각 지속 여부에 더욱 주목하고 있기에, 인플레이션이 전망 경로에 부합하기만 한다면 추가 인하는 단행될 것이다.

예상보다 양호했던 소비 등이 확인되면서 3분기 GDP 성장률 컨센서스는 대폭 상향되었다. 美 연방정부 셧다운으로 인해 경제지표 발표가 지연되고 있는 점 역시 정책금리 결정을 어렵게 만드는 요인이다. 이러한 요인들로 인해 10월 인하 결정에 100% 확신을 갖기 어려워졌다. 연내 인하 횟수 및 폭이 9월 점도표 중간값을 하회할 가능성 역시 배제할 수 없다.

그럼에도 불구하고 추가 인하 기대감은 살아 있다. 지난 10월 14일, 전미실물경제(NABE, National Association for Business Economics) 연례 회의에서 파월 의장은 셧다운 이전에 확보된 데이터에 따르면 경제 성장 흐름이 예상보다 다소 탄탄한 흐름(firmer trajectory)을 보이고 있다 평가하면서도, 고용과 물가 전망은 9월 회의 이후 크게 변하지 않았다고 발언했다. 아울러 노동시장의 역동성이 약화되는 등 고용에 대한 하방 리스크가 증가했으며, 인플레이션의 경우 관세 영향으로 상품 가격 상승이 나오고 있지만 광범위한 인플레이션 압력이 아니라고 판단했다. 9월과 같이, 위험 관리 측면의 인하 불씨는 꺼지지 않았다.

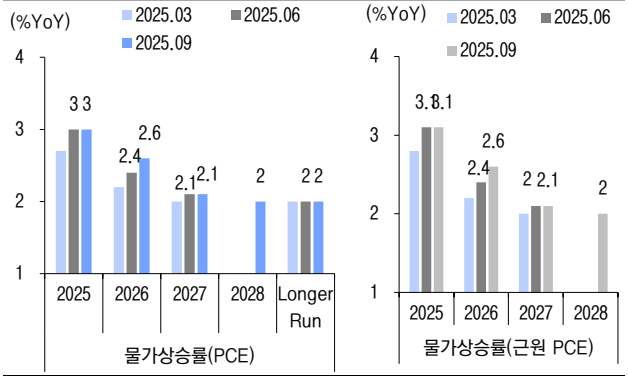
공격적인 인하, 소위 빅 스텝 인하 혹은 중립금리 보다 낮은 수준으로의 인하 기대감은 잠시 내려놓을 필요가 있다. 향후 추가 인하를 단행하더라도 이번 인하 사이클의 목적지는 3.00% ~ 3.50%(정책금리 상단 기준)일 것으로 전망한다. 경제 전망, 특히 인플레이션 전망을 감안할 때 중립금리 수준의 또는 그 수준을 소폭 상회하는 레벨, 딱 거기까지다.

그림7 장기 연방기금금리 전망: 3%



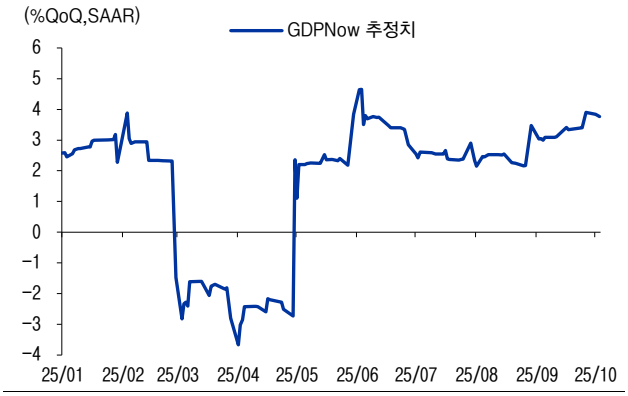
자료: FED, LS증권 리서치센터

그림8 연준 물가상승률 전망: 목표 회복 시점은 내후년 이후



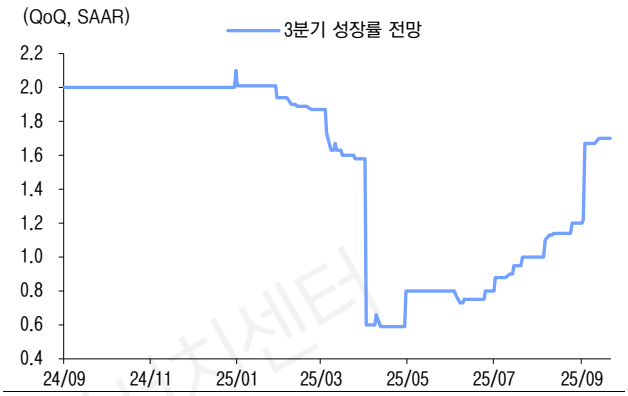
자료: FED, LS증권 리서치센터

그림9 GDP NOW



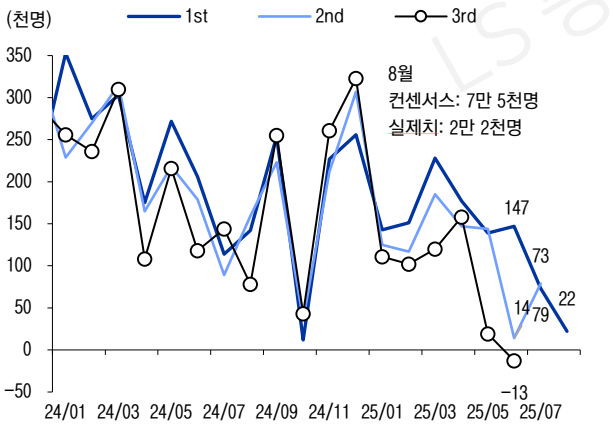
자료: Atlanta Fed, LS증권 리서치센터

그림10 3분기 GDP 성장률 전망 변화



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림11 비농업 고용자수 월간 증감: 마이너스로 조정된 6월



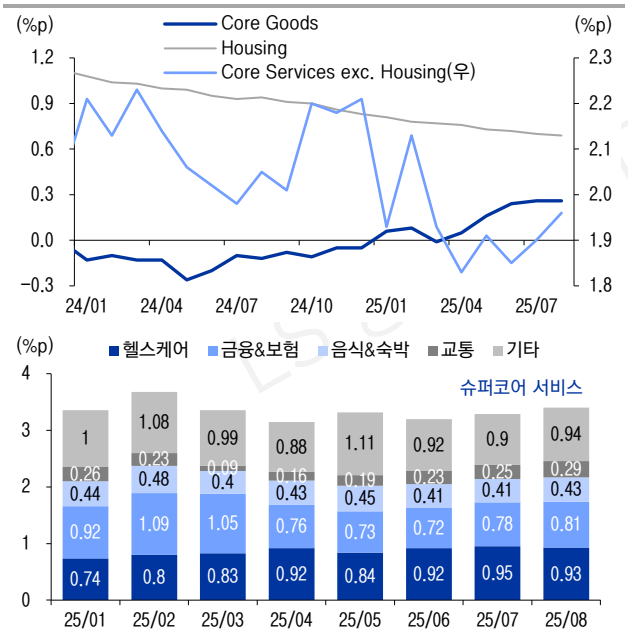
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

표10 1Q25 QCEW: 연간 신규 일자리 - 91만 1천개

산업	연간 수정(천)	백분율(%)
Total nonfarm	-911	-0.6
Total private	-880	-0.7
Mining and logging	-4	-0.7
Construction	-29	-0.4
Manufacturing	-95	-0.8
Trade, transportation, and utilities	-226	-0.8
Wholesale trade	-110.3	-1.8
Retail trade	-126.2	-0.8
Transportation and warehousing	6.6	0.1
Utilities	3.7	0.6
Information	-67	-2.3
Financial activities	-39	-0.4
Professional and business services	-158	-0.7
Private education and health services	-35	-0.1
Leisure and hospitality	-176	-1.1
Other services	-51	-0.9
Government	-31	-0.1

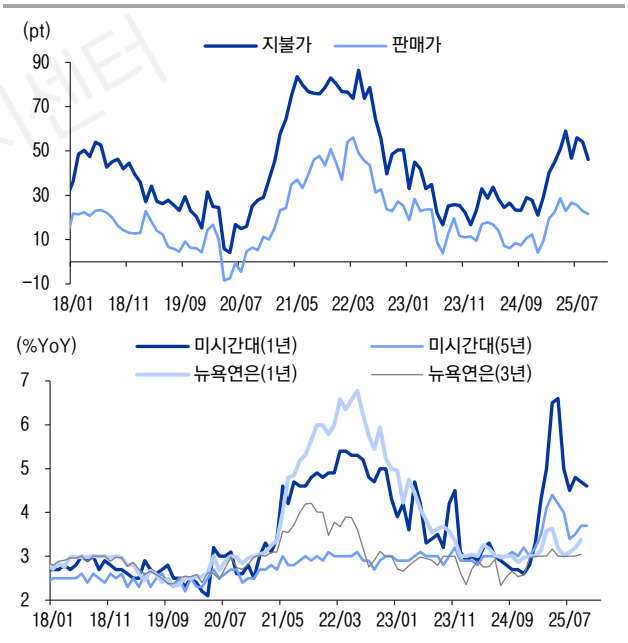
자료: BLS, LS증권 리서치센터

그림12 코어 상품에서는 뚜렷한 상승세



자료: CEIC, LS증권 리서치센터

그림13 기대 인플레이션의 재둔화 기대



자료: CEIC, LS증권 리서치센터

그림14 연준 위원들의 성향 분석(2025 년 10 월 7 일 기준)

Name	Position	Hawk Scale	2025	2026	2027
Most Dovish					
Miran	Board		✓	✓	✓
Waller	Board		✓	✓	✓
Bowman	Board		✓	✓	✓
Jefferson	Vice Chairman		✓	✓	✓
Cook	Board		✓	✓	✓
Kashkari	Minneapolis		×	✓	×
Powell	Chairman		✓	✓	✓
Williams	New York		✓	✓	✓
Collins	Boston		✓	×	×
Daly	San Francisco		×	×	✓
Barr	Board		✓	✓	✓
Goolsbee	Chicago		✓	×	✓
Bostic	Atlanta		×	×	✓
Paulson	Philadelphia		×	✓	×
Musalem	St Louis		✓	×	×
Logan	Dallas		×	✓	×
Barkin	Richmond		×	×	✓
Schmid	Kansas City		✓	×	×
Hammack	Cleveland		×	✓	×
Most Hawkish					

2025 년 투표권(지역 연은)
- 뉴욕(Dovish)
- 보스턴(Dovish)
- 시카고(Neutral)
- 세인트루이스(Hawkish)
- 캔자스시티(Hawkish)

→ 2(D) vs 1(N) vs 2(H)

2026 년 투표권(지역 연은)
- 뉴욕(Dovish)
- 클리블랜드(Hawkish)
- 필라델피아(Hawkish)
- 댈러스(Hawkish)
- 미니애폴리스(Dovish)

→ 2(D) vs 3(H)

7 명의 이사 중 상반기 중 교체될 가능성 있는 인원은 1 명 ~ 3 명
- 강력한 인하 결정이 나오려면 윌러, 보우만 이사 + 2 명의 지역 연은 총재 외에 3 명의 찬성이 더 필요

자료: InTouchCapital, LS증권 리서치센터

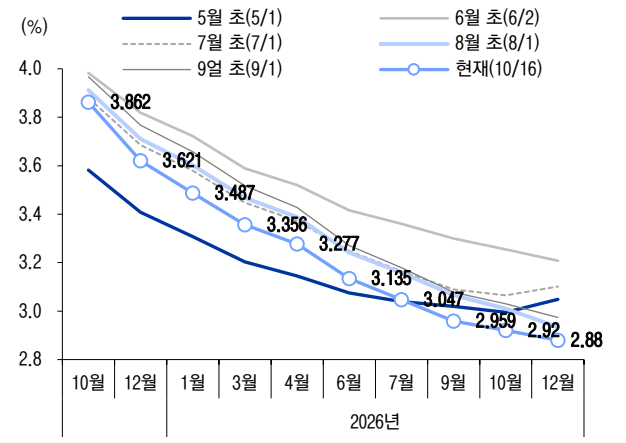
내년 상반기 중 연준 이사진 변화 가능성은 상반기 중 공격적 인하 기대감을 높이고 있다. 일부 비둘기파 연준 위원들(트럼프 대통령이 지명한 이사들)을 중심으로 연속 빅스텝 의견이 나올 수는 있다. 다만 연준이 백악관으로부터 독립적이라는 것을 더욱 공고히 하기 위해 다수의 위원들이 데이터에 기반해 결정하겠다는 스탠스를 유지한다면 빅스텝 인하 결정이 현실화되기 어려울 것이다. 대신 타협 가능한 선택은 상반기 중 25bp씩 연속 인하 결정이며, 이를 통해 최종 목적지로의 도달 시기가 앞 당겨지는 정도는 고려해볼 수 있겠다.

그림15 CME Fed Watch(2025 년 10 월 16 일)

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2025-10-29					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	95.7%	4.3%
2025-12-10	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	94.6%	5.4%	0.0%
2026-01-28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	50.3%	47.2%	2.5%	0.0%
2026-03-18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	25.6%	48.7%	24.4%	1.3%	0.0%
2026-04-29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.9%	32.8%	41.2%	17.2%	0.9%	0.0%
2026-06-17	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	22.8%	37.8%	26.8%	7.4%	0.4%	0.0%
2026-07-29	0.0%	0.0%	1.5%	10.6%	27.6%	34.3%	20.6%	5.2%	0.2%	0.0%
2026-09-16	0.0%	0.6%	4.9%	17.0%	30.1%	29.1%	14.8%	3.3%	0.2%	0.0%
2026-10-28	0.1%	1.2%	6.7%	18.9%	30.0%	27.1%	13.1%	2.9%	0.1%	0.0%
2026-12-09	0.3%	2.1%	8.6%	20.7%	29.5%	24.8%	11.5%	2.4%	0.1%	0.0%
2027-01-27	0.4%	2.5%	9.3%	21.2%	29.2%	24.0%	10.9%	2.3%	0.1%	0.0%
2027-03-17	0.4%	2.4%	9.2%	21.0%	29.1%	24.1%	11.1%	2.4%	0.1%	0.0%
2027-04-28	0.3%	2.3%	8.7%	20.1%	28.5%	24.5%	12.1%	3.1%	0.3%	0.0%
2027-06-09	0.3%	2.1%	8.1%	19.0%	27.7%	24.9%	13.4%	4.0%	0.6%	0.0%
2027-07-28	0.3%	1.8%	7.0%	17.0%	26.1%	25.4%	15.4%	5.7%	1.2%	0.1%
2027-09-15	0.3%	1.8%	7.0%	17.0%	26.1%	25.4%	15.4%	5.7%	1.2%	0.1%

자료: CEM FedWatch, LS증권 리서치센터

그림16 선물금리 내재 경로(2025 년 10 월 16 일)



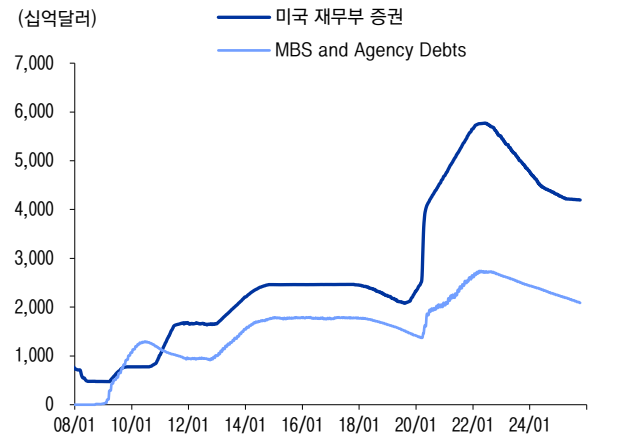
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

②대차대조표 축소(QT) 추가 조정 또는 종료

2024년 5월과 2025년 3월 FOMC 회의에서 연준은 QT 속도 조정에 나섰다. 작년 5월 속도 조정은 단기자금시장이 QT를 조기 종료시킬 수 있는 과도한 스트레스를 겪을 가능성을 낮춤으로써 지급준비금 수준을 '풍부(abundant)'에서 '충분(ample)'으로 원활하게 전환하는데 용이하기 때문이었다. 올해 3월 속도 조정은 지급준비금 규모가 여전히 풍부하지만 단기자금시장에서 타이트함이 증가하는 징후가 포착된 가운데 재무부 일반계정(TGA) 유·출입 등을 고려할 때 조정하기 좋은 시점이라 판단되었기 때문이다.

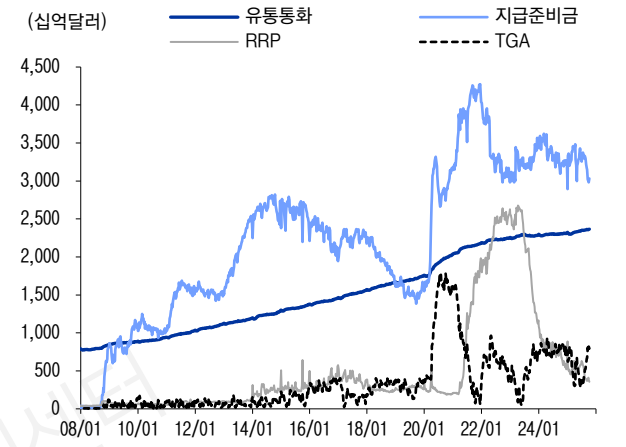
9월 FOMC 회의에서 QT 관련 조정은 없었다. 9월 의사록에 따르면 Julie Ann Remache 공개시장운영(SOMA) 부국장은 7월 회의 이후 ~ 9월 회의 이전까지의 기간 동안 실효연방기금금리는 안정세를 유지한 반면 RP 금리는 상승한 점을 지적했다. 그러면서 이러한 금리 상승 배경에는 TGA 잔고 재구축으로 인한 재무부 증권(T-Bill) 순발행 증가, 지속적인 대규모 이표채 발행(Coupon), QT 지속 등이 있었다고 설명했다. 더 나아가 자금시장 관련 주요 지표들은 풍부한 지급준비금 상태와 일치하는 모습을 유지하고 있지만, 단기자금시장금리가 행정(administered) 금리에 비해 계속 상승할 것으로 예상했고 이는 결국 실효연방기금금리를 끌어올릴 것으로 전망했다. 우리는 여기에 주목할 필요가 있다.

그림17 연준 자산 주요 항목



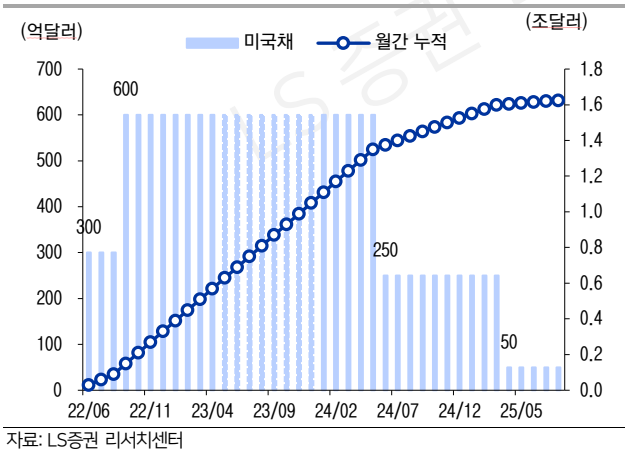
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

그림18 연준 부채 주요 항목



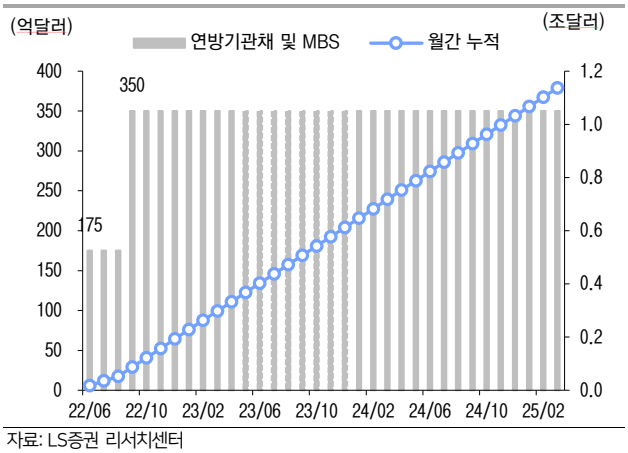
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

그림19 QT 속도 조정: 월간 국채 재투자 한도



자료: LS증권 리서치센터

그림20 QT 속도 조정: 월간 MBS 재투자 한도



자료: LS증권 리서치센터

단기금리 상승은 금융위기 이후 정책 정상화 과정 중 연준에게 잊지 못할 기억을 선사했다.

글로벌 금융위기 이후 연준은, 2014년부터 자산 매입 규모의 점진적 축소(테이퍼링), 2015년 12월에 정책금리 인상 개시, 2017년 10월부터 QT 개시 등 통화정책 정상화를 진행했다. 그러던 중 2019년 9월 16일, 대규모 미국채 발행 및 세금 납부(법인세 납부 마감일 9월 16일)에 따른 TGA 잔고 증가 및 지급준비금 급감, RP시장에서 자금 수요가 급증한 반면 규제 강화 및 자본 요건 부담에 따른 은행들의 자발적 유동성 제약(자금 공급 제한하는 행동)으로 RP금리가 급등했다. 17일에는 실효연방기금금리(EFFR) 마저 급등하면서 목표범위 상단을 상회했고 단기금리 안정화를 위한 연준의 긴급 대응이 시작되었다.

9월 17일, 약 530억 달러 규모의 RP(O/N) 매입을 실시했다. 18일에는 정책금리를 2.25%에서 2.00%로 25bp, 초과지급준비금금리(IOER)를 2.1%에서 1.8%로 30bp 인하했다. 18일 ~ 20일에는 일간 750억 달러의 규모의 RP(O/N) 매입을 지속했다. 이후에는 RP(Term) 매입까지 실시하는 등 연준은 단기 유동성 공급에 적극 나섰다.

RP(O/N) 한도: 9/20 750억$ → 9/25 1,000억$ → 10/7 750억$ → 10/24 1,200억$

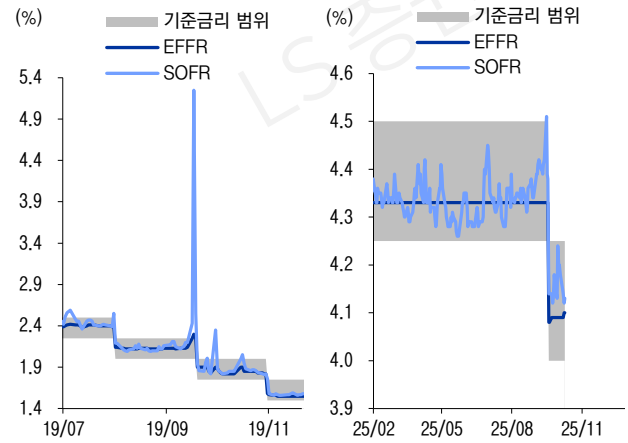
RP(Term) 추가: 9/20 14일물 → 11/14 28일물 및 42일 → 12/12 32일물

RP(14일물) 한도: 9/20 300억$ → 9/25 600억$ → 10/15 350억$ → 10/23 450억$ → 11/14 350억$

10월 11일, 연준은 지급준비금을 2019년 9월 초 수준 또는 그 이상으로 충분히(ample) 유지되도록 하기 위해 2가지 중요한 조치를 발표했다. 1)2020년 2분기까지 매달 약 600억$ 규모의 재무부증권(T-Bill) 매입 실시와 2)RP(O/N, Term) 매입을 최소 2020년 1월까지 지속하기로 했다. T-Bill 매입은 10월 15일에 시작했는데, 이는 2019년 7월 FOMC에서 결정된 자산 매입 방침(만기도래 국채 재투자, 기관채 및 MBS는 200$까지 국채 재투자 + 초과분은 기관채 및 MBS에 재투자)이 유지된 상태에서 추가로 실시된 것이었다.

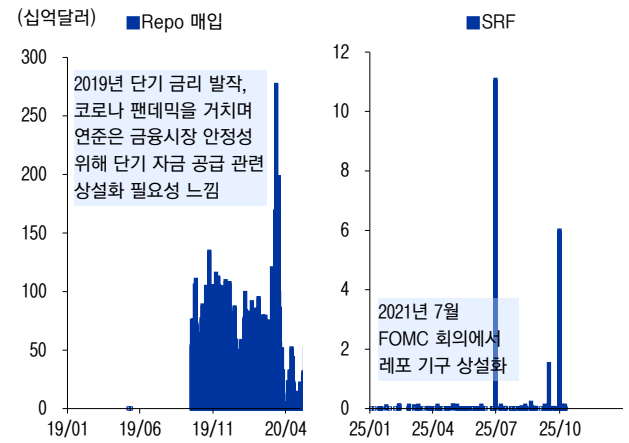
2019년 12월 FOMC 기자회견에서 파월 의장은 RP 시장 안정은 T-Bill 매입으로 충분하나 필요 시 짧은 만기의 국채 매입도 고려하겠다 언급했다. 시장의 QE 기대감이 커졌다. 이에 연준은 충분한 준비금을 유지하고 단기금리를 효과적으로 통제하기 위한 기술적 조치임을 강조하며 과거에 실시된 QE와 혼동되어서는 안 된다는 입장을 분명히 밝혔다.

그림21 2019년 RP 금리 발작: 재정 증권 매입 + RP 매입



자료: CEIC, LS증권 리서치센터

그림22 SRF(Standing Repo Facility)



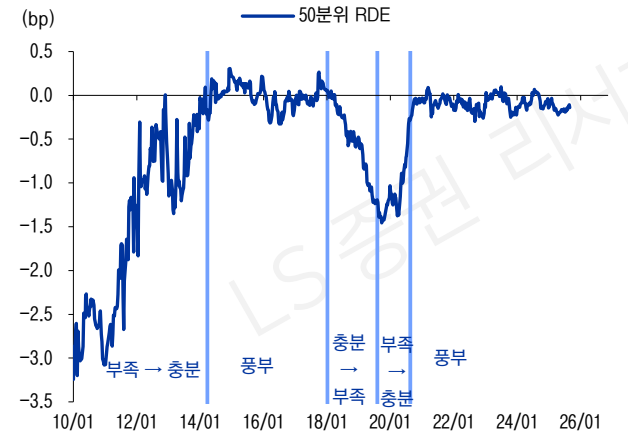
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

그렇다면 현재 지급준비금 수준은 어떠한가? 아직 풍부한 상황이라는 평가가 우세하다. 9월 의사록에 따르면, 일부(a few) 위원들은 QT가 순조롭게 진행되었고 여전히 지급준비금이 풍부하다고 평가했음이 확인된다. 2025년 9월 15일, 세수 증가와 대규모 이표채 순발행에 따른 TGA 잔고 증가에 의해 지급준비금이 급격하게 감소했지만 아직 크게 우려할만한 수준은 아니다. 지준수요탄력성(RDE, Reserve Demand Elasticity)만 보더라도 한 눈에 알 수 있다. 올해 RDE는 -0.226(5. 5)까지 하락한 후 소폭 상승해 -0.140(9. 16)를 기록했다.

상설레포기구(SRF, Standing Repo Facility)가 있기 때문에 2019년 9월의 단기금리 발작이 재현되며 통화정책 기조가 손바닥 뒤집듯 전환될 가능성은 높지 않다. 그러나 발작이란 말 그대로 갑자기, 예상치 못한 순간에 발생할 수 있기 때문에 안심할 수 없는 것도 사실이다. 연준 역시 잘 알고 있다. 지난 10월 14일, 파월 의장은 최근 유동성 여건이 점차 타이트해지는 조짐이 나타나고 있다고 발언했다. 아울러 은행시스템 내 지급준비금이 충분한(ample) 수준에 도달한다고 판단되는 시점에 QT를 중단할 계획이며 그 시점은 향후 몇 달 내에 올 수 있다고 언급했다.

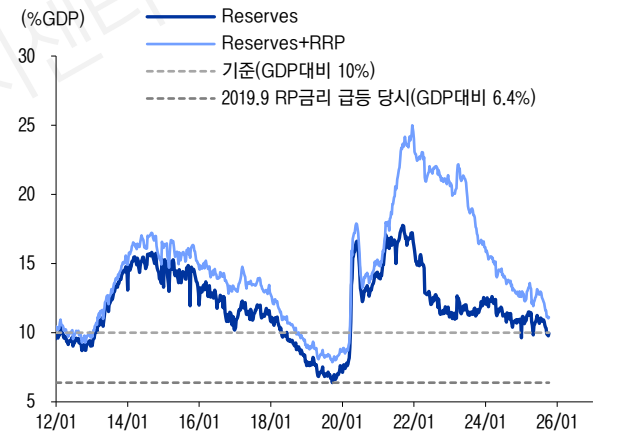
아직 QT가 진행 중에 있다. 따라서 당분간은 지급준비금 규모는 계속해서 감소할 것이다. 연준에서 늘 강조하듯 지급준비금이 충분한 수준에 얼마나 근접했는지 평가하는 것은 중요하다. 현재 지급준비금 규모는 GDP 대비 10%를 하회하는 약 9.9%이다. 연준은 Open Market Operations(2021)에서 충분한 지급준비금 규모를 명목 GDP의 8%로 제시한 바 있다. 아직 여유가 있어 보일 수 있다. 하지만 2025년 7월 10일, 월러 이사는 안전 마진(buffer)을 고려해 명목 GDP 대비 9% 수준이 충분하지 않은 상태의 기준선(threshold)이 될 수 있다고 분석했다. QT가 現 속도(월간 한도: 미국채 50억$, MBS 250억$)로 지속될 경우 내년 3월 말 기준 지급준비금은 약 2.8조$이며 GDP 대비 약 9.18%이다. 3월 이후에도 현행 속도의 QT가 지속된다면 9%를 하회하기 시작하므로 내년 1분기 중 QT 추가 속도 조정 또는 종료 결정이 필요하다. 파월 의장 발언을 고려하면, 4분기 FOMC 회의에서 QT 추가 조정 및 종료 또는 MBS 월간 한도 축소 등의 논의가 진행될 것이다.

그림23 **지준수요탄력성(RDE)**



주1: RDE는 지급준비금 변화가 단기금리에 미치는 민감도 측정 지표. RDE가 0에 가까울수록 지급준비금이 풍부한 상태. 지급준비금이 감소할수록 음의 값으로 이동
주2: 풍부(abundant)는 지급준비금이 단기금리에 영향을 거의 미치지 않을 정도로 여유로운 수준, 충분(ample)은 은행시스템의 원활한 운영에 필요한 최소 수준을 상회하는 수준, 부족(scarce)은 단기금리가 급격히 민감하게 반응하는 수준
자료: CEIC, LS증권 리서치센터

그림24 **지급 준비금(%GDP)**

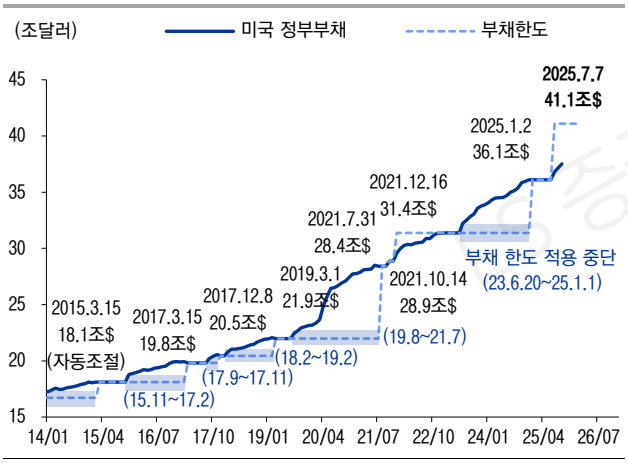


자료: CEIC, LS증권 리서치센터

Appendix: 재무부의 자금 조달 계획

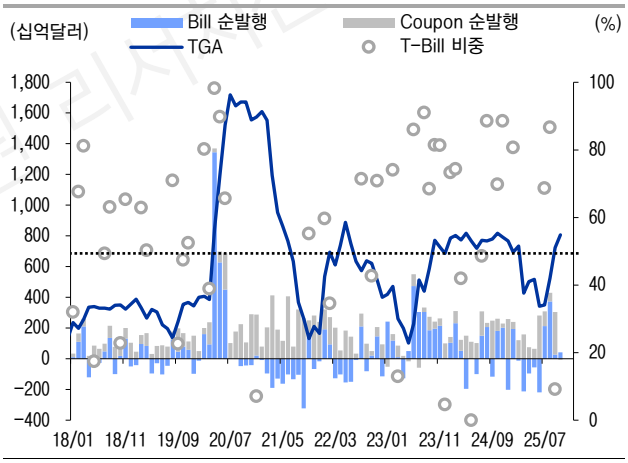
2025년 7월 4일, 美 도널드 트럼프 대통령이 '하나의 크고 아름다운 법안(One Big Beautiful Bill Act)'에 서명함에 따라 7일부터 부채 한도는 41.1조$로 증액되었다. 동월 8일에는 재무부가 부채한도 증액에 맞춰 T-Bill 발행 확대 방침을 발표했다. TGA 잔고 확충 위해 T-Bill(4주·6주·8주 중심, CMB 발행 제외) 발행량을 점진적으로 증액한다는 내용이다.

그림25 미국 부채한도(Statutory Debt Limit)



자료: CEIC, LS증권 리서치센터

그림26 T-Bill 과 Coupon(이표채) 순발행



주: 10월 데이터는 10월 9일까지
자료: Bloomberg, CEIC, LS증권 리서치센터

그림27 7월 7일 부채한도 상향 후 TGA 잔고 확충 위해 재무부는 T-Bill 중심 발행 확대 의사 발표

Sources of Privately-Held Financing in FY25 Q3

April - June 2025	
Assuming Constant Coupon Issuance Sizes[1]	
Treasury Announced Net Marketable Borrowing[2]	514
Net Coupon Issuance	507
Implied Change in Bills[3]	7

Sources of Privately-Held Financing in FY25 Q4

July - September 2025	
Assuming Constant Coupon Issuance Sizes[1]	
Treasury Announced Net Marketable Borrowing[2]	554
Net Coupon Issuance	467
Implied Change in Bills[3]	87

Sources of Privately-Held Financing in FY25 Q4

July - September 2025	
Assuming Constant Coupon Issuance Sizes[1]	
Treasury Announced Net Marketable Borrowing[2]	1,007
Net Coupon Issuance	470
Implied Change in Bills[3]	537

Sources of Privately-Held Financing in FY26 Q1

October - December 2025	
Assuming Constant Coupon Issuance Sizes[1]	
Treasury Announced Net Marketable Borrowing[2]	590
Net Coupon Issuance	447
Implied Change in Bills[3]	143

4 월 28 일 발표된 QRA 에 따르면
FY25 3Q(4~6 월) T-bill 순발행 규모는 70 억$
Coupon 순발행 규모는 5,070 억$
→ 실제로는 3,718 억$ 순상환, 4,219 억$ 순발행

7 월 28 일 발표된 QRA 에 따르면
FY25 4Q(7~9 월) 차입 규모는 1 조 70 억$
(T-bill 5,370 억$, Coupon 4,700 억$)로 발표
→ 기존 4Q 순발행 규모 5,540 억$(T-bill 870 억$, Coupon 4,670 억$). 3Q 에 계획대비 적은 순발행 고려시 4Q 순발행 증액 불가피

FY25 4Q T-bill 순발행 증액 규모는 4,500 억$, Coupon 순발행 증액 규모는 30 억$
→ T-Bill 은 3Q 결손 대비 712 억$ 더 많은, Coupon 은 821 억$ 더 적은 규모

7 월 8 일 재무부 발표대로 T-Bill 중심의 발행이 진행되는 것으로 볼 수 있을 것

신규 QRA 는 오는 11 월 3 일에 공개 예정

자료: US Treasury, LS증권 리서치센터

③오퍼레이션 트위스트 >>> QE(단, OT는 QT 종료 전제 필요)

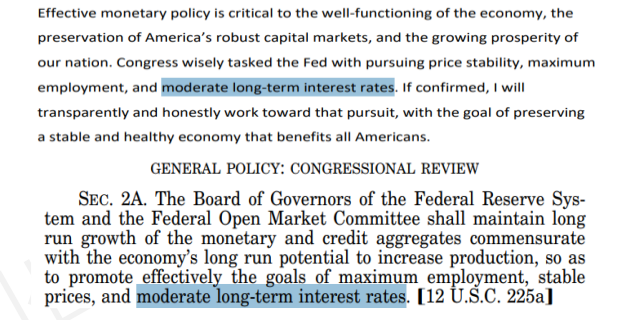
최근 연준에게 세 번째 책무가 있다는 보도가 있었다. 스티븐 마이런 이사가 상원 인준 청문회 당시 연준은 '적당한 장기 금리를' 추구해야한다 언급했기 때문이다. 실제로 연준법은 최대 고용, 물가 안정, 적정한 장기금리라는 목표의 효과적인 달성을 위해 통화정책을 수행하도록 규정하고 있다. 9월 FOMC 기자회견에서 파월 의장은 '적당한 장기 금리'는 낮고 안정적인 인플레이션과 최대 고용 달성을 통해 나타나는 결과이며, 오랜 기간 동안 해당 책무를 독립적인 정책 결정이 필요한 사안으로 생각하지 않았다면서 분명한 입장을 밝혔다. 다만 마이런 이사는 재임 기간 동안 트럼프 대통령의 정책금리 인하 및 장기 금리 하락 요구에 부응하는 인물이라는 점을 기억해야 한다. 연준이 가장 직접적으로 장기 금리 하락을 유도하는 방법은 양적완화(QE), 오퍼레이션 트위스트 등 자산 매입과 관련된 정책이다.

現 시점에 QE는 테이블 위에 올려진 옵션은 아니라 판단한다. 연준이 장기금리 하락 유도 정책을 선택한다면 QE보다는 오퍼레이션 트위스트(OT)를 선택할 것이다. 소비 중심으로 경제가 예상보다 양호한 가운데 물가 목표 달성 시점 관련 불확실성은 여전히 높은 상황이다. 유동성 증가율 기울기가 높아지는 선택은 물가 목표 달성 시점 추가 지연으로 이어질 수 있기 때문에 리스크가 크다. 연준 총자산 규모에 변화가 없는, 즉 추가 유동성 공급은 제한하면서 장기금리 하락을 도모하는 OT의 부작용이 덜할 수 있다. 단, 과거 OT의 장기금리 하락 효과가 크지 않았다는 분석, 연준 자산 듀레이션이 장기화된 점을 고려하면 정책의 실제 효과는 과거보다 더 작을 수 있지만 시장은 환호할 수 있는 정책일 수 있다.

그림28 FED 홈페이지: 통화정책의 목표는 무엇?

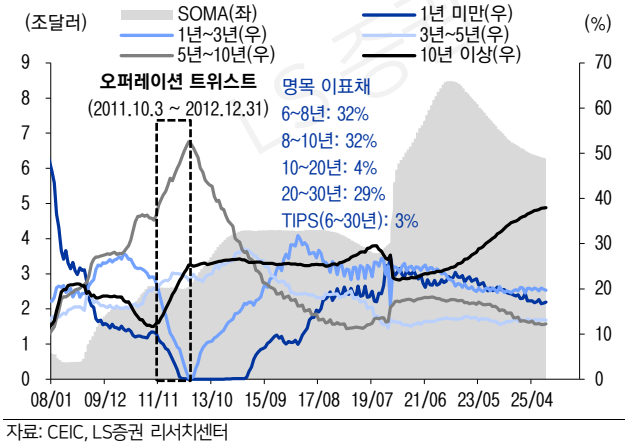
자료: Fed, LS증권 리서치센터

그림29 마이런 이사 인준안 청문회 발언 및 연방준비제도법



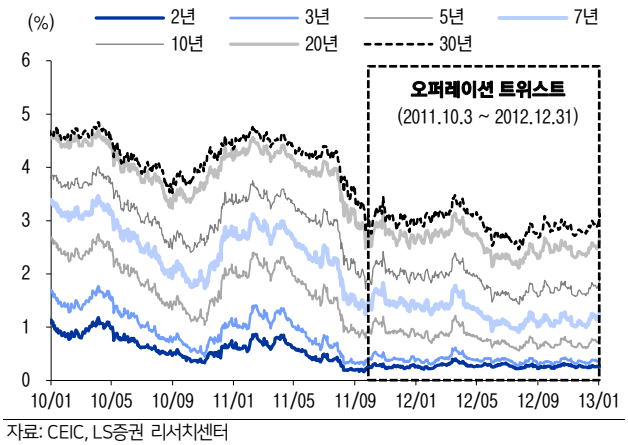
자료: Fed, LS증권 리서치센터

그림30 연준 SOMA 포트폴리오: 재무부 증권 만기별 비중



자료: CEIC, LS증권 리서치센터

그림31 과거 오퍼레이션 트위스트 기간의 미국채 금리 추이



자료: CEIC, LS증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

LS 증권 리서치센터

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 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.