한화투자증권

2026년 4월 27일

Fixed Income

Strategy Note

Regime Change or Compromise?

채권전략 김성수 sungsoo.kim@hanwha.com 3772-7616

Kevin Warsh 연준 의장 후보자가 이야기하는 'Regime Change'는 1) 인플레이션 프레임워크 개편, 2) 금리정책 위주 통화정책 복원, 3) 대차대조표 축소 및 재무부와의 관계 재정립, 4) 소통방식 개혁, 5) 연준의 독립성 강화(Stay In Its Lane) 등 크게 다섯 가지로 구분 가능. 이 중 2번과 5번은 실현 가능성이 높아 보이고, 1번과 3번(대차대조표), 4번은 일부 절충이 있을 전망. 마지막으로 3번(재무부와의 관계 재정립)의 일부는 현실적으로 성공하기 어렵다는 판단

Warsh의 'Regime Change'

Warsh 연준 의장 후보자가 이야기하는 'Regime Change'는 1) 인플레이션 프레임워크 개편, 2) 금리정책 위주 통화정책 복원, 3) 대차대조표 축소 및 재무부와의 관계 재정립, 4) 소통방식 개혁, 5) 연준의 독립성 강화(Stay In Its Lane) 등 크게 다섯 가지로 구분 가능. 물가 판단 기준은 연준도 과거 수 차례 변경한 사례가 있고, 금리 위주 통화정책은 현재 연준이 지향하는 방향에 부합. 대차대조표는 축소와 유지 사이 논의가 진행 중이지만 지금 수준의 방대한 규모에는 모두가 문제를 제기하고 있음. 다만, 재무부와의 관계 재정립의 경우 연준은 물론 대내외 논란이 클 것으로 예상. 소통방식 개혁은 SEP 등 Forward Guidance 일부 변경, 잦은 소수의견 출회 독려는 가능하겠지만 연준 인사들의 발언까지 통제할 수는 없을 것. 독립성 강화에 있어서는 후보자와 연준 모두 궤를 같이하는 부분

1) 인플레이션 프레임워크 개편

인플레이션 프레임워크 개편은 2% 물가 목표제를 더욱 엄격하게 강화하되, 목표 달성 여부를 평가하는 지표를 바꾸겠다는 의미. 기존 헤드라인이나 근원 물가(PCE)의 2% 복귀 여부가 아닌, 절사평균(trimmed-mean)이나 중위값(median) 물가상승률로 판단하겠다는 것. 즉, 관세나 전쟁 같은 일시적 물가상승에는 일일이 대응하지 않고, 기조적(underlying) 물가 흐름에 중점을 두겠다는 뜻으로 볼 수 있음. 참고로 Warsh 후보자는 달라스 연은의 절사평균 PCE와 클리블랜드의 중위값 PCE를 선호한다고 언급

물가 평가 방식 변경에 대해서는 Miran 이사 같은 극단적 인사뿐만 아니라 Waller 이사 등 일부 연준 구성원들도 전향적인 입장을 보이는 중. 또한, 연준도 물가 프레임워크를 2012년 '목표물가는 2%'에서 2020년 FAIT(Flexible Average Inflation Targeting)*로, 2025년에는 FIT(Flexible Inflation Targeting)**를 다시 채택한 경험. 인플레이션 판단 기준이 바뀌는 것은 이례적인 일이 아님

만약 인플레이션 프레임워크가 Warsh 후보자가 원하는 대로 개편되더라도 당장의 기준금리 경로에는 큰 영향이 없을 전망. 2월 기준 절사평균, 중위값 PCE는 목표 수준을 각각 58개월, 59개월째 웃돌고 있음. 3월 PCE 시장 컨센서스가 3.5%(2월: 2.8%)인 만큼 격차는 당분간 계속해서 벌어질 것으로 예상. 아무리 못해도 연말까지 기준금리는 적어도 물가 때문에 인하되는 일은 없을 것

2) 금리정책 위주 통화정책 복원

금리정책 위주 통화정책은 정책 운영의 주된 정책 도구는 금리(Interest Rate Tool)이지 자산 매입·매각(Balance Sheet Tool) 같은 도구가 아니라는 것. QE 같은 정책은 금융위기와 같은 극히 예외적인 경우에나 사용하고, 평상시(조금 위험한 상황에서도)에는 금리 조정을 통해 통화정책을 운영하는 것이 골자. 이에 대해서는 연준은 물론 대다수 중앙은행이 동의. 과도하게 공격적이고 길게 이어졌던 자산 매입이 지금의 비대한 대차대조표로 이어졌다는 것이 중앙은행의 생각

Warsh는 더 나아가 자산 매입이 금융자산 가격을 끌어올려 부의 불균형을 초래했다고 비판. 미국인 중 약 절반은 금융자산이 없기 때문에 QE로 인한 수혜는 일부만 받았다고 설명. 연준 사람들 중 자산 매입 관련 부의 불균형을 심도 있게 언급한 이는 없음. 그러나 다수는 국채매입은 어쩔 수 없는 선택이었지만 MBS를 매입한 것은 잘못된 결정이었음을 인정. 특정 기업의 자산을 사는 것은 불공평하다는 논리

우리는 물가 프레임워크는 전체가 아닌 일부 변경이 있을 수 있다고 보지만 금리정책 위주 통화정책 복원은 상당히 현실성 있는 방안이라고 판단. 위에서 설명했듯 자산 매입정책의 폐해에 대해서는 기존 연준 구성원들도 상당 부분 동의하고 있기 때문. 다만, 후보자가 인사청문회에서 연방기금금리(Federal Funds Rate)를 지배적인 통화정책 도구로 재정립하겠다고 언급한 부분은 이견의 여지가 있을 가능성. 지금 연준에서는 '기준'금리 변경에 대한 논의가 진행 중. 일례로 Logan 달라스 연은 총재는 비은행 금융기관들의 중요성이 커지면서 연방기금시장보다 레포시장 규모가 훨씬 커진 만큼 기준금리를 현재 연방기금금리에서 레포금리로 변경할 필요가 있음을 주장한 바 있음

3) 대차대조표 축소 및 재무부와의 관계 재정립

대차대조표 축소는 2번 방안인 '금리정책 위주 통화정책 복원'과 맞닿아 있는 내용. 후보자는 연준의 대차대조표 정책은 양대책무 달성에 도움이 되지 않았고(unhelpful), 금융자산 보유자들에게만 혜택을 주었으며, 연준을 정치영역으로 끌어들였다고 비판. 또한, 금융위기 당시 자산 매입은 금리가 실효 하한(ELB)에 근접한 상태로, 금리정책 운신의 폭이 제한된 상태에서 시행된 특별수단이었지만, 현재는 일상적인 정책(ordinary recurring force)이 되어버렸다고 지적. 만약 연준이 더 작은 대차대조표를 유지했다면 금리와 물가는 지금보다 더 낮았을 것이고, 경제도 더 강력했을 것이라는 게 그의 의견. 마지막으로 대차대조표 정책은 연준이 재정정책의 볼모(fiscal policy in disguise)가 될 수 있음을 우려. 연준이 장기국채를 대규모로 보유하면 재정당국의 부채를 흡수하는 역할을 하게 되고, 이는 통화정책이 아닌 재정정책의 영역에 연준이 끌려 들어간다는 뜻

Warsh 후보자는 대차대조표 규모의 자릿수(order of magnitude, 구체적 숫자는 제시하지 않음)를 바꿔야 한다면서 본인이 연준에 있을 때는 자산이 8,000억달러에 불과했음을 수 차례 언급. 그러나 향후 대차대조표 축소에 따른 장기금리 급등 우려에 대해서는 인정. 대차대조표 축소 정책은 공개적으로 논의되고, 충분히 사전에 소통(deliberate, well-orchestrated, well-choreographed and well described)이 있어야 함을 강조. 대차대조표 축소는 장기적 프로젝트라는 것. "18년 동안 누적된 문제를 18분 만에 해결할 수는 없다"는 것이 그의 설명

공격적이고, 장기간 지속된 QE와 비대해진 대차대조표가 시장 메커니즘을 왜곡시킨다는 것에 대해서는 대다수 연준 사람들도 동의. 현재 대차대조표 정책에 대해서는 세 가지가 확실해졌고, 다른 한 가지는 논의 중. 확실해진 점 세 가지는 1) QE는 극히 예외적인 경우에 사용되는 비상수단이고, 2) 추후 QE로 인한 자산 폭증을 막기 위해서는 재정증권 보유 비중을 늘려야(Non-QE)하며, 3) 대차대조표 정책 전환은 장기적 과제라는 것. 논의 중인 한 가지는 대차대조표의 실질 규모 유지 또는 축소 여부. 실질 규모 유지는 현재 연준이 뉴욕 연은의 RMP(Reserve Management Purchases)를 통해 시행 중인 정책. 동 정책은 재정증권 매입 규모 조절을 통해 시장 유동성 상황에 대응하고, 더 나아가서는 경제 성장에 비례한 준비금 규모 증가를 목적으로 함. 경제가 성장하는데도 준비금 규모가 일정하다면 이는 실질적으로 자산을 축소시키는 것과 동일하기 때문. RMP를 통한 대차대조표 조절은 Powell 의장을 포함, 가장 많은 이들이 찬성하는 정책

대차대조표 축소는 두 가지 의견으로 나뉨. 첫번째는 Bowman 금융감독 부의장, Waller 이사, Logan 달라스 연은 총재 등이 주장하는 준비금 수요 제어를 통한 자산 규모 축소. 준비금 수요 약화 방안으로는 1) 은행들의 예방적 준비금 수요 약화(은행들은 법정지준 뿐만 아니라 결제, 예금 유출, LCR, 내부 스트레스 테스트, 대출창구 이용에 따른 낙인효과, 2019년 레포시장 발작 경험 등 때문에 대규모 준비금 유지를 선호. 이들의 준비금 수요를 낮추려면 '꼭 준비금이 아니어도 즉시 현금화 가능한 안전장치가 있다'는 인식 확산이 필요), 2) 대출창구 및 연준의 최종대부자 역할 강화(대출창구 정례이용 의무화, SRF 활성화(보유 국채의 현금 전환기능 제고) 등 낙인효과 제거), 3) HQLA(High Quality Liquid Asset, 고유동성자산), LCR(Liquidity Coverage Ratio, 유동성 커버리지 비율) 등 규제 재정비, 4) 레포시장 및 연방기금시장 기능 개선 등을 제시. MBS의 직접 매각 등 적극적인 추가 QT가 필요하다는 데에는 Miran 이사 등 소수 인사들만 동의

Warsh 후보자도, 기존 대부분 연준 구성원들도 새로운 대차대조표 정책이 필요하고, 이를 시행함에 있어서는 충분한 사전 논의가 필요함에 공감대가 형성되어 있음. 만약 대차대조표 축소가 결정되더라도 그 속도는 점진적일 전망. 본격적인 정책 노선 결정 때까지 자산 포트폴리오 조정(재정증권 보유비중 확대)도 지속될 것으로 예상

문제는 재무부와의 관계 재정립. Warsh는 금융위기와 코로나 기간 연준의 대규모 국채매입이 1951년 협정(Treasury-Fed Accord: 제2차 세계대전 중 연준이 재무부의 전쟁 자금 조달 지원을 위한 국채금리 상한제도를 폐지하고 통화정책 독립성을 확보한 협정)을 훼손했다고 비판. 여기에 더해 "연준의장과 재무장관이 공동으로 '대차대조표 규모'와 함께 재무부의 '국채 발행 계획'을 발표"하는 방안을 제시. 연준과 재무부의 의견 조율을 강화하겠다는 계획. 이 부분은 역설적으로 연준의 독립성을 저해할 가능성. 또한, Bessent 재무장관의 "뒷좌석에 앉는 연준(Back-Seat Fed)이 필요"하다는 논리에 매몰될 수 있기에 실제 관계 조정까지는 논란이 끊이지 않을 것

4) 소통방식 개혁

소통방식 개혁은 Forward Guidance 역할 축소와 신중한 시장과의 소통 등 크게 두 가지 축으로 시도할 예정. Warsh 후보자가 가장 강하게 비판하는 부분은 Forward Guidance. 그는 점도표와 SEP가 공개되면 조직 특성상 전망을 지나치게 오래 유지하는 경향이 있다고 지적. 대표적인 사례로 2021~2022년 연준의 정책 실기(물가 폭등 초기에도 유지한 '물가 상승은 일시적' 판단)를 제시. 따라서, 본인은 Forward Guidance를 신뢰하지 않으며, 미래의 결정은 미리 예고하지 않을 것이라고 설명. 여기에 더해 너무 많은 연준 사람들이 지나치게 많은 이야기를 한다며, 일부 연준 인사들의 잦은 연설과 그 내용들에 대한 문제도 제기. 본인이 의장이 되었을 때 FOMC 이후 진행되는 기자회견 관행을 이어가겠다는 약속도 거부. 연준의 일은 회의장 내부에서 이루어져야 한다는 게 Warsh 후보자의 입장. 마지막으로 정돈된 회의보다는 난상토론(a good family fight)을 선호한다고 밝힘. 지난 15년간 FOMC 결정이 대부분 만장일치였다는 것에도 문제가 있음을 언급(nothing wrong with divergence of opinion)

연준의 소통방식은 1951년 독립성 확보 이후 꾸준하게 변화를 거쳐왔음. FOMC 의사록이 정기적으로 공개되기 시작한 것은 1993년, 성명서가 회의 직후 발표된 것은 1994년, 향후 정책 방향성을 제시하는 Forward Guidance는 2008년, 점도표는 2012년에 도입. Forward Guidance에 대해서는 지금의 연준, 많은 중앙은행이 일부 문제가 있음을 인정. 이에 대한 대안이 'Data Dependence'. 본인들 생각이 아무리 맞다고 하더라도 실제 데이터가 나올 때까지 기다리겠다는 것이 코로나를 거치며 생겨난 새로운 통화정책 패러다임

연준과 시장의 소통 방식에는 어떤 방식으로든 변화가 있을 전망이나 SEP와 점도표 폐지는 의장 단독으로 결정할 수 있는 사안이 아닌 만큼 현실적으로 불가능. 연준 구성원들의 연설 통제도 마찬가지. 특히, 상대적으로 의장 통제에서 자유로운 지역 연은 총재들의 입장 표명을 통제하기는 어려울 것. 이와 다르게 기자회견은 의장 본인이 진행하는 이벤트. 상황에 따라서는 매우 제한적인 응답이 주를 이룰 수 있겠음. Warsh의 소통방식 개혁이 성공한다면 시장의 데이터 의존도는 더욱 높아질 것이고, 이에 따른 변동성도 심화될 것으로 예상

5) 연준의 독립성 강화(Stay In Its Lane)

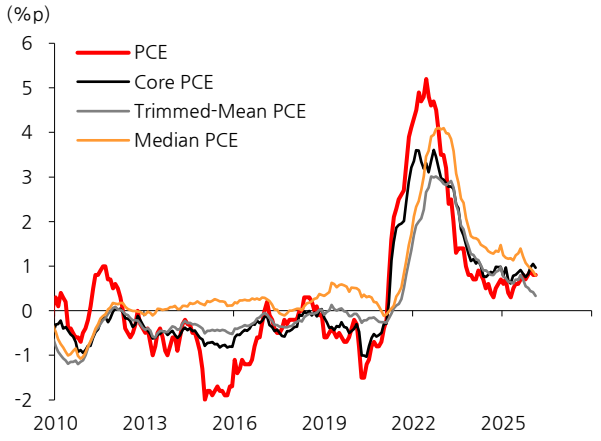
마지막으로 연준의 독립성 강화는 “부여된 권한과 임무에만 집중(Stay In Its Lane)”한다는 것이 핵심 내용. 은행 감독 및 규제, 공적 자금 관리 등 여러 연준의 업무가 통화정책과 동일한 수준의 독립성을 누리는게 아니라는 것. Warsh 후보자는 연준이 향후 유지·강화해야 할 영역은 본연의 임무인 이중책무(Dual Mandate)와 결제 시스템 개선. 은행 감독과 규제 역시 계속해서 수행해야 할 업무이지만 행정부, 의회와 더 긴밀히 협력할 수 있는 영역으로 재규정이 필요하다고 주장. 더 나아가 연준이 사회(기후, DEI 등) 및 재정(국채 매입 등)정책에 관여할수록 연준의 독립성은 약화(The Fed should not act as some general-purpose agency of the US government or as an appellate court for matters that are rightly debated and decided elsewhere)된다고 언급. 마지막으로 선출직 공무원이나 정치인들의 통화정책에 대한 견해를 밝히는 것은 우려할 만한 일이 아니라고 답변

본연에 임무에만 충실하겠다는 것은 글로벌 중앙은행 트렌드와 배치되는 의견. 많은 중앙은행은 통화정책 외에 기후문제, 디지털 화폐 분야 등에서도 영향력을 확대 중. 한국은행의 경우 사회구조 개혁에도 적극적으로 참여하고 있음. 그러나 “트럼프 대통령의 금리 인하 지시에는 따르지 않을 것”이라는 응답은 시장의 통화정책 독립성 약화 우려를 조금이나마 진정시킬 수 있었던 내용. 정치권의 통화정책 멘트들은 현재 연준 사람들도 “누구나 의견을 낼 수는 있다”며 크게 개의치 않고 있음. Warsh가 지향하는 독립성 강화는 중앙은행의 Role 측면에서 논쟁이 있겠지만 적어도 정권 친화적인 중앙은행상과는 거리가 멂

* FAIT(Flexible Average Inflation Targeting): 2020년 ELB 개념 도입으로 인한 ‘보완적(makeup)’ 정책으로, 물가가 장기간 목표를 하회한 경우 이후 일정 기간 목표를 상회하더라도 이를 용인하는 방식. 예를 들어, 12개월간 물가상승률이 1%에 머문 뒤, 그 후 12개월 동안 3%를 기록한다면 24개월 평균이 2%이므로 추가 대응이 불필요하다는 논리. 그러나 이 접근은 2021년 물가 급등을 ‘일시적(transitory)’으로 오판하게 만든 배경이 되었고, Powell 의장은 2025년 정책 프레임워크 리뷰 연설에서 “결과적으로 의도적이고 완만한 인플레이션 초과 달성의 아이디어는 무의미했다(as it turned out, the idea of an intentional, moderate inflation overshoot had proved irrelevant)”고 언급하며 사실상 제도의 실패를 인정

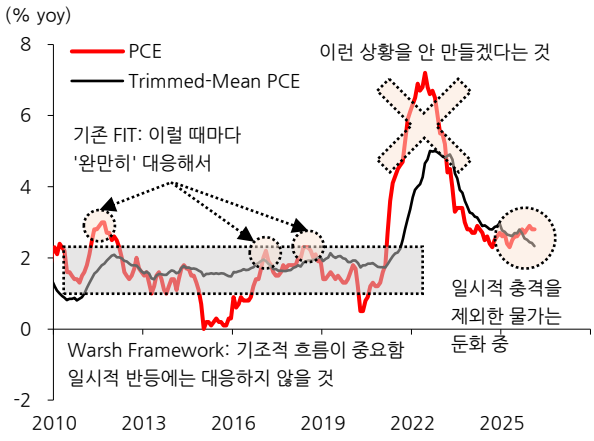
** FIT(Flexible Inflation Targeting): 물가목표를 중기적 관점에서 점진적으로 달성하는 제도. 인플레이션이 당장 3%로 상승하더라도 경기 등 여러가지 제반 여건을 고려해 즉각적인 대응보다는 점진적인 제어를 중시. 정책운영에 재량권을 부여한다는 점에서 FAIT와 유사하나, 명시적으로 물가의 목표 수준 상회를 용인한다는 이전 제도와 달리 FIT는 원칙적으로 높은 물가는 불필요(불가피할 경우 일시적 용인은 가능)하다는 것이 가장 큰 차이점. 또한, FAIT가 과거 물가 흐름을 바탕으로 미래 물가를 전망 또는 관리했다면, FIT는 당장의 물가수준을 보고 미래의 흐름을 관리

[그림1] 목표물가 대비 주요 물가지수 추이



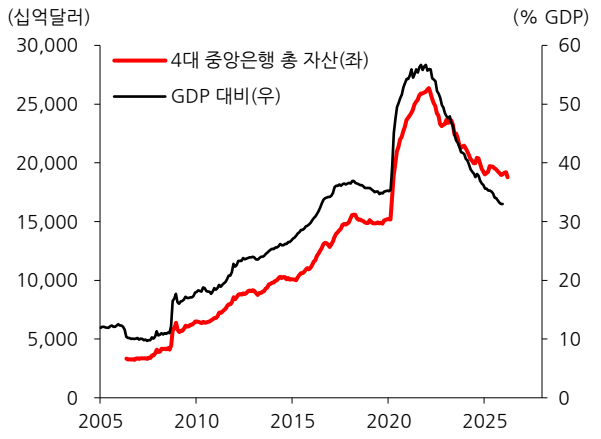
주: 목표물가는 2%
자료: Bureau of Economic Analysis, Dallas Fed, Cleveland Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] FIT 와 Warsh 가 원하는 물가판단 기준의 차이점



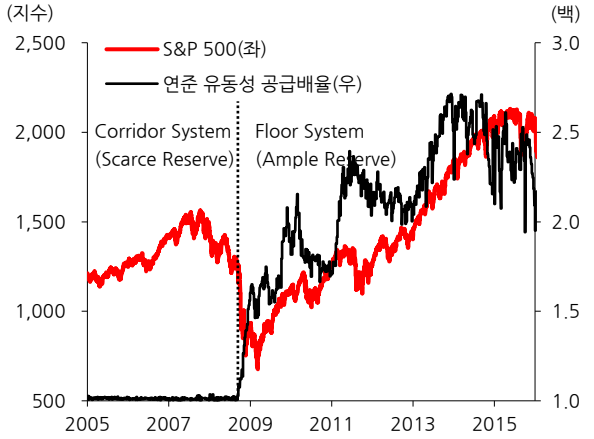
자료: Bureau of Economic Analysis, Dallas Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 4 대 중앙은행 자산 및 GDP 대비 비율 추이



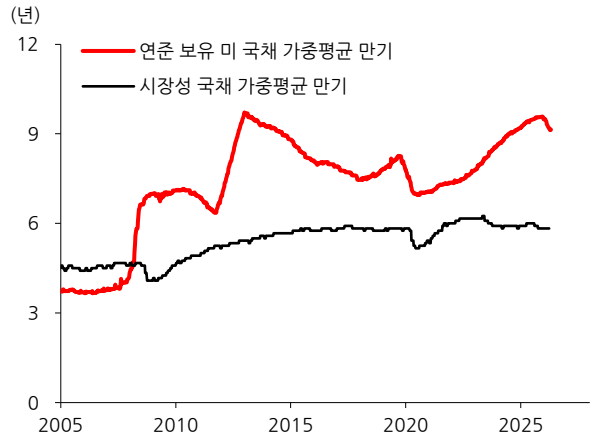
주: 자산은 2026년 3월, GDP 대비 비율은 2025년 12월이 최근값
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 금융시장 강세 이유 중에 자산매입이 있는 것은 사실



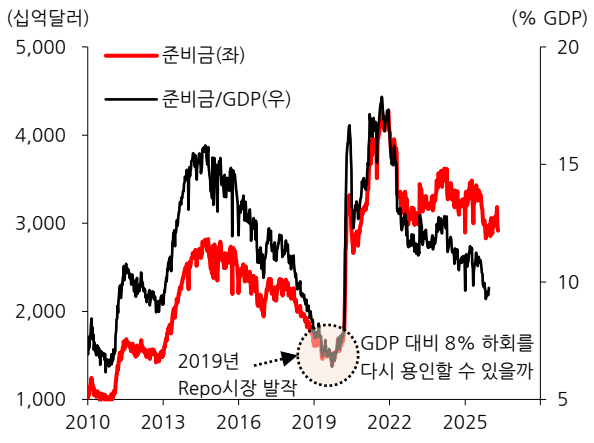
주1: 유동성 공급배율 = 연준 자산 중 유동성 공급 자산 / 준비금 제외 흡수 자산
주2: 공식적인 새로운 유동성 정책 채택 시점은 2019년 1월 FOMC
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 연준의 장기국채 매입은 시장 메커니즘을 왜곡



자료: Department of the Treasury, the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 대차대조표 축소에는 신중한 논의가 필요



자료: the Fed, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 연준의 주요 소통방식 변화 및 이벤트들

구분	당시 의장	주요내용
1951.03	Martin	**Treasury-Fed Accord** - 변경내용: 연준의 국채금리 상한제도 폐지(재무부의 전쟁자금 조달 지원 목적) - 영향: 통화정책 투명성 확대의 제도적 토대 마련
1967~1976	Martin, Buns	**FOIA(Freedom of Information Act)와 의사록 공개의 점진적 확대** - 변경내용: 기존 연차보고서에 한꺼번에 공개되던 의사록을 회의 후 90일 시차로 단축(1976년 30일로 추가 단축) - 영향: 1990년대 본격적인 통화정책 투명화의 기반
1994.02	Greenspan	**첫 FOMC 성명서** - 변경내용: 성명서 즉시 공표(1995.07: 기준금리 수치 표기, 1999.02: 모든 회의 후 성명서 발표 등) - 영향: 1994년 첫 기준금리 인상 폭이 시장 예상치를 크게 상회하면서 변동성 확대. 투명성 강화가 시장에 무조건적인 안정 조건이 아님을 보여주었음
1999.05	Greenspan	**정책 방향성(Balance of Risks) 즉시 공개** - 변경내용: 의사록에서 확인할 수 있었던 정책 방향성을 회의 직후 공개. Forward Guidance의 첫 시도 - 영향: 시장의 예측 가능성을 명확히 개선했지만 2003년 구체적 가이던스 공개 전까지 효과는 제한적
2003.08	Greenspan	**'Considerable Period', 사실상 최초의 Forward Guidance** - 변경내용: 성명서에 "policy accommodation can be maintained for a considerable period" 문구가 추가. 단순한 현재 정책 평가가 아닌, 미래 정책 경로에 대한 첫 명시적 신호(2004.01: 'Patient' → 2004.05~2006: 'measured pace') - 영향: 2004년 6월 첫 인상 당시에는 장기금리가 하락, Forward Guidance가 정책 정상화의 충격을 흡수할 수 있음을 보여주었지만 이후 추가 16회 연속 인상이 'measured pace' 문구에 의해 강하게 각인되며 장기금리가 단기금리 상승에 반응하지 않는 'Greenspan's Conundrum' 원인 중 하나로 지목
2008.12	Bernanke	**ELB 도달 및 Forward Guidance의 본격화** - 변경내용: 기준금리가 실효 하한까지 인하되면서 성명서에 당시 기준금리 수준이 어느정도('for some time') 유지될 것인지 문구가 추가(2009.03: 'extended period'로 변경). 금리정책이 한계에 도달한 상황에서 Forward Guidance가 비전통적 통화정책 수단으로 격상 - 영향: 시장금리 안정, 수익률 곡선 플래트닝 등 긍정적 효과가 나타났지만, 'extended period' 등 모호한 표현은 시점·조건이 불명확하다는 비판도 제기
2011.08	Bernanke	**시점 명시형(Calendar-Based) Forward Guidance** - 변경내용: 성명서에 당시 기준금리 수준이 언제까지('at least through mid-2013') 유지될 것인지 문구가 추가. 연준 사상 최초의 시점 명시형 Forward Guidance(2012.01: 'at least through late 2014' → 2012.09: 'at least through mid-2015') - 영향: 시점 명시로 수익률 커브는 강력한 플래트닝 압력에 노출, 통화정책 효과 극대화. 그러나 시장이 연준의 거시전망 자체를 추론하게 만드는 부작용을 야기
2012.01	Bernanke	**물가 및 정책 목표 설정 + 점도표 도입** - 변경내용: Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy(최초로 정책 프레임워크를 명시), 2% 물가 목표(PCE 기준, 수치적 목표 공식 채택), SEP Dot Plot 도입 - 영향: 장기 기대인플레이션 고정을 강화. 점도표 해석 관련 혼선 야기(누가 강경파고, 누가 온건파인가, 점도표는 조건부 전망이나 시장은 지금도 약속(commitment)으로 오해)
2012.12	Bernanke	**Evans Rule, 상태조건형(State-Contingent) Forward Guidance** - 변경내용: 당시 시카고 연은 총재 Evans의 제안을 수용, Forward Guidance를 임계치 기반(threshold-based) 상태조건형으로 전환(예: 실업률이 6.5% 위에 있고, 향후 1~2년 내 예상 인플레이션이 2.5% 미만이며, 장기 인플레이션 기대가 안정적인 한, 정책금리는 0~0.25% 범위에서 유지) - 영향: 시장이 정책과 경제 데이터를 연동시켜 분석하기 시작. 다만, 임계치는 자동 정책 변경 요건이 아니라 '고려의 시작점'임에도 시장은 이를 사실상의 자동 인상 시점으로 오해. 2013년 Taper Tantrum의 원인 중 하나로 지목

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 연준의 주요 소통방식 변화 및 이벤트들

구분	당시 의장	주요내용
2013.05~06	Bernanke	**Taper Tantrum과 커뮤니케이션 실패** - 변경내용: 5/12 Bernanke, "다음 몇 번 회의 중 자산 매입 속도 조절 가능" 6/19 기자회견, "올해 후반 자산 매입규모 축소, 2014년 종료" 시사. 2013.05~09 미국 10년 금리 약 100bp 상승 - 영향: 시장이 이미 명시적 가이던스에 강하게 의존할 때, 가이던스 변경은 단순한 정보 업데이트가 아닌 거대한 정책 충격으로 작동한다는 점을 입증. "투명성 vs 유연성" Trade-off의 대표적 사례
2014~2015	Yellen	**정책 정상화와 원칙 사전 공개(Policy Normalisation Principles and Plans)** - 변경내용: 2014.09 FOMC에서 1) 단기금리 정책인상이 정책 정상화의 1차 과제, 2) 대차대조표 축소는 재투자 중단으로 진행, 3) 자산매입 축소는 점진적·예측가능하게 진행한다는 원칙을 사전 공개 - 영향: 2013년의 학습효과로 시장은 사전 Guidance → 단계별 발표 → 실행이라는 연준의 패턴에 적응했고, 2015~18년 인상 사이클은 비교적 매끄럽게 진행
2019.01	Powell	**기자회견 횟수 확대** - 변경내용: 2011.04부터 분기별 1회 실시한 기자회견을 매 회의(연 8화)로 확대 - 영향: 매 회의 중요성이 커지면서 그 만큼 변동성도 감소. 연준의 커뮤니케이션 방식도 SEP, 성명서에서 기자회견 질의응답 등으로 다변화
2020.08	Powell	**통화정책 프레임워크 변경(Jackson Hole Meeting)** - 변경내용: 1) FAIT 도입: 2% 목표 → 2$ 장기 평균 목표, 2) 물가의 즉각 정상화에 주력 → 'moderately above 2 percent for some time', 2) 고용 개념 변경: 'deviations from maximum employment' → 'shortfalls" from maximum employment', 3) ELB 명시: 'constrained by the effective lower bound more frequently' - 영향: FAIT 도입 이후 장기 기대인플레이션은 더욱 강하게 고정되는 효과. 그러나 2021~2022년 정책 실기(물가 급등세 지속, 뒤늦은 대응)의 원인으로 지목
2020.09~2021	Powell	**새로운 프레임워크 기반 강화된 Forward Guidance** - 변경내용: 2020.09 FOMC에서 'until labor market conditions have reached levels consistent with the Committee's assessments of maximum employment and inflation has risen to 2 percent and is on track to moderately exceed 2 percent for some time' 조건 하에 정책금리를 유지한다는 Guidance를 제시. 자산 매입도 'substantial further progress' 기준 사용 - 영향: 이후 뒤늦은 정책 대응(16개월 간 기준금리 525bp 인상)으로 Forward Guidance 신뢰도 자체에 손상
2022.07~현재	Powell	**Data Dependence, Meeting-by-Meeting 회귀** - 변경내용: 2022.07 FOMC 기자회견에서 "정책은 매 회의 때마다 결정(meeting-by-meeting)될 것이고 기존 정책 가이드는 제공하지 않을(not provide the kind of clear guidance that we had provided on the way to neutral) 것"임을 발표. 이후, 11월에는 ECB도 같은 내용 발표 - 영향: 플레이션 충격 국면에서 정책 유연성을 회복했으며, 2013년 Taper Tantrum 같은 대규모 충격 회피. 그러나 시장의 정책 경로 예측을 점도표 의존으로 더욱 집중시켰고 해석 관련한 혼선이 증폭
2025.08	Powell	**새로운 프레임워크 기반 강화된 Forward Guidance** - 변경내용: 1) ELB 중요도 축소('constrained by the effective lower bound more frequently' 문구 삭제), 2) 물가목표제도 FAIT에서 FIT로 복귀, 3) 고용에 대한 정책적 접근방식 명확화(완전고용 수치제시 불가능(비통화적 요인, 시간에 따른 변화 등으로 정확한 측정 불가), Shortfall 삭제(견해는 유지) 정의정립. 물가안정에 변화를 주지 않는 선에서 지속 가능한 방식으로 달성할 수 있는 가장 높은 수준의 고용, 4) 정책목표 상충 시 균형잡힌 통화정책 대응(Balanced Approach, ELB 개념 삭제, Forward Looking, 시차 고려 - 영향: 물가 비대칭성에 대한 우려를 해소하고 양방향 경제환경에 대응하기 위한 프레임워크로 평가. 특히, 기대인플레이션의 고정(anchoring)을 강조한 문구는 통화정책 신뢰도 회복에 기여

자료: 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

⊙ **MSCI**

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, redisseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

⊙ **GICS**

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].