WHY?
케빈 워시가 연준 의장이라면? - 워시 편

Part Ⅰ 난, 케빈 워시: 청문회에서 시그널 받았지?

Part Ⅱ 난, 케빈 워시: 이런 연준을 만들거야!

LS증권

LS 증권 **우혜영** 입니다.

「WHY? 케빈 워시가 연준 의장이라면 – 케빈 편(2026.4.22)」에서는
과거 케빈 워시가 연준 이사 재직 당시의 성향이 어땠는지를 분석한 바 있습니다.

워시는 성장보다 인플레이션 위험을 더 많이 우려했고, 물가 목표 도입을 반대했으며
독립적인 시장과 적당한 소통을 강조했고, 국채 매입은 반대, 빠른 속도의 양적긴축(QT)은 찬성했습니다.

「WHY? 케빈 워시가 연준 의장이라면 – 워시 편(2026.5.7)」에서는
청문회 발언을 토대로 케빈 워시가 연준 의장이된다면 어떤 변화가 있을지 예상해 보았습니다.

청문회에서 워시가 보낸 시그널은 다음과 같습니다.
①체제 전환(Regime Change) 가능성 시사
②작은 대차대조표(small balance sheet)를 선호
③작고 효율적인 중앙은행을 추구
④준칙으로의 회귀 가능성 시사?

이러한 시그널을 토대로 예상해본 워시의 연준이 만들 변화는,

1. **새로운 인플레이션 대응 체계:** 타겟 지표 변경 및 물가 안정 판단 기준 수정
2. 新 **재무부-연준 합의:** 중앙은행-재정 당국 간 모호해진 경계. 재정정책과 통화정책의 명확한 분리 필요
3. **대차대조표 축소 지속 방안 강구:** 연준 대차대조표의 민영화가 핵심
4. **금융 규제 완화에 우호적인 스탠스:** QT 지속의 핵심은 금융 규제 완화
5. **소통 및 정책 결정 방식 수정:** 모호한 연준으로의 회귀 & 추세 의존(trend-dependent) 방식 선호

단언할 수는 없지만, 케빈 워시가 만들고자하는 연준은 생각보다 **합리적인 모습**일 수 있습니다.
글로벌 금융위기 이후 우리가 경험하고 지켜봐온 연준의 통화정책 결정이 비정상적이었을지도 모릅니다.

케빈 워시의 인준 절차의 경우, 상원 본회의 표결을 앞두고 있습니다.
상원은 공화당 53명, 민주당 45명, 무소속 2명이므로 사실상 무난한 통과가 예상됩니다.

「WHY? 케빈 워시가 연준이라면?」 시리즈를 보면서
워시가 어떤 의장이 될지, 어떤 연준을 만들어 갈지, 함께 고민해보시죠!

감사합니다.

채권
Analyst **우혜영**
whydele@ls-sec.co.kr

Key Charts

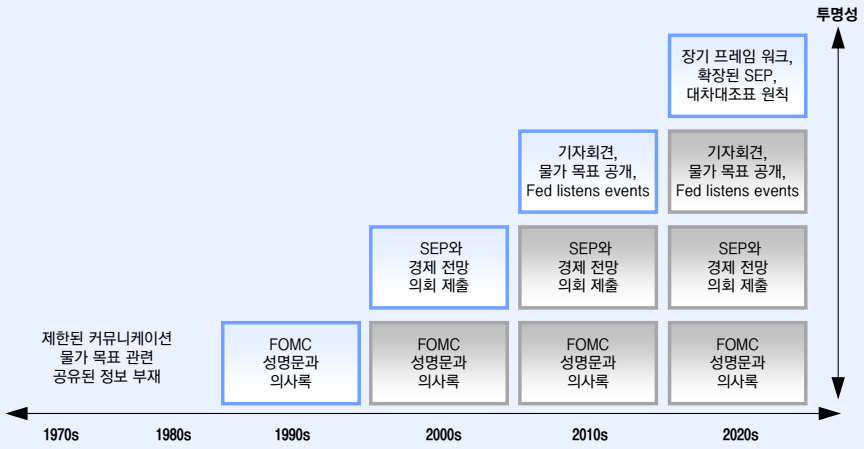
연준의 장기 목표와 통화정책 전략(Longer-run Goals and Monetary Policy Strategy)

시기	주요 내용
2012 년 (2012.1.24)	Longer-run Goals 도입 물가: 2% 물가 목표 공식화(PCE 물가상승률) 고용: 구체적인 수치 없이 광범위한 지표로 종합적으로 판단
2016 년 (2016.1.26)	물가: 2% 물가 목표(PCE 물가상승률, 유지). 인플레이션 목표를 대칭적(symmetric)으로 보는 점을 명확히 밝힘 고용: 구체적인 수치 없이 광범위한 지표로 종합적으로 판단(유지). 장기 자연실업률에 대한 연준 전망을 중심 경향(범위)에서 중간값 제시
2020 년 (2020.8.27)	물가: 유연한 평균물가목표제(FAIT) 도입. 2% 하회 기간 이후에는 적절한 통화정책 통해 일정 기간 동안 일시적으로 2% 상회 허용 고용: 구체적인 수치 없이 광범위한 지표로 종합적으로 판단(유지). 목표로부터의 이탈(deviations)에 대응하는 것이 아닌 최대 수준으로부터 부족분(shortfalls)에 대응
2025 년 (2025.8.22)	물가: 장기 기대인플레이션이 안정적으로 유지될 수 있게 단호하게 행동할 준비되어 있음. FAIT 폐기하고 유연한 물가 목표(FIT) 도입 고용: 구체적인 수치 없이 광범위한 지표로 종합적으로 판단(유지). 물가 안정의 맥락에서 장기적으로 유지 가능한 최고 수준 고용으로 간주. 부족분(shortfalls)이 아닌 이탈(departures)에 대응

자료: LS증권 리서치센터

- **2025 년: 유연한 물가 목표제(FIT)로 수정 + 고용 목표는 부족분이 아닌 이탈에 대한 평가로 수정**
- **인준 청문회에서 케빈 워시는 새로운 인플레이션 대응 체계가 필요하다 언급. 물가 목표 변경 가능**

연준의 투명성 강화 타임라인

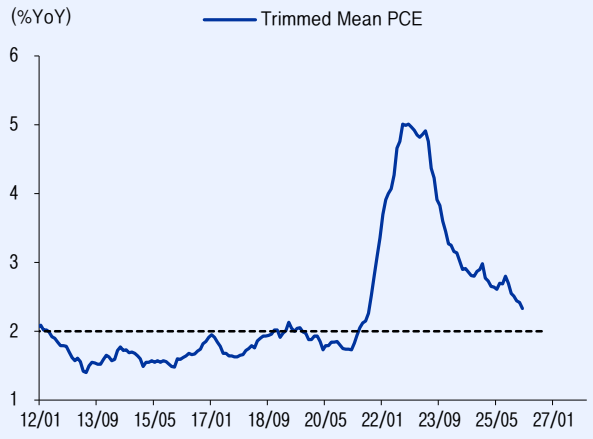


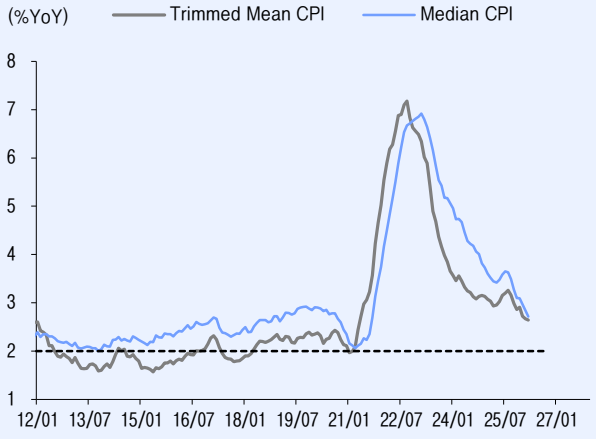
자료: LS증권 리서치센터

- **연준은 꾸준히 투명성을 강화하기 위해 노력. 더 많은 정보 공개와 적극적인 소통을 추구해 옴**
- **케빈 워시는 빈번한 소통 및 포워드가이던스에 회의적**

Key Charts

절사 평균 및 중간값은 상승률 둔화

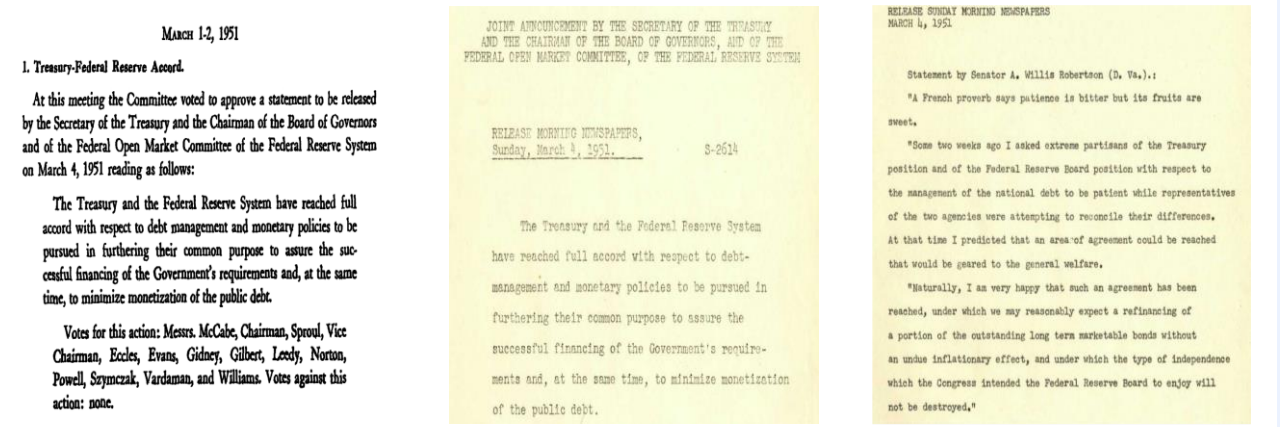




자료: CEIC, LS증권 리서치센터

- **케빈 워시 선호 물가 지표: 절사 평균(Trimmed Average), 중간값(Median) 기반 지표**
- **새로운 인플레이션 대응 체계: 타겟 지표 변경 및 물가 안정 판단 기준 수정**

재무부-연준 합의(Accord, 1951)



MARCH 1-2, 1951

1. Treasury-Federal Reserve Accord.

At this meeting the Committee voted to approve a statement to be released by the Secretary of the Treasury and the Chairman of the Board of Governors and of the Federal Open Market Committee of the Federal Reserve System on March 4, 1951 reading as follows:

The Treasury and the Federal Reserve System have reached full accord with respect to debt management and monetary policies to be pursued in furthering their common purpose to assure the successful financing of the Government's requirements and, at the same time, to minimize monetization of the public debt.

Votes for this action: Messrs. McCabe, Chairman, Sproul, Vice Chairman, Eccles, Evans, Gidney, Gilbert, Leedy, Norton, Powell, Szymczak, Vardaman, and Williams. Votes against this action: none.

JOINT ANNOUNCEMENT BY THE SECRETARY OF THE TREASURY AND THE CHAIRMAN OF THE BOARD OF GOVERNORS, AND OF THE FEDERAL OPEN MARKET COMMITTEE, OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM

RELEASE MORNING NEWSPAPERS,
Sunday, March 4, 1951. S-2614

The Treasury and the Federal Reserve System have reached full accord with respect to debt-management and monetary policies to be pursued in furthering their common purpose to assure the successful financing of the Government's requirements and, at the same time, to minimize monetization of the public debt.

RELEASE SUNDAY MORNING NEWSPAPERS
MARCH 4, 1951

Statement by Senator A. Willis Robertson (D. Va.).:

"A French proverb says patience is bitter but its fruits are sweet.

"Some two weeks ago I asked extreme partisans of the Treasury position and of the Federal Reserve Board position with respect to the management of the national debt to be patient while representatives of the two agencies were attempting to reconcile their differences. At that time I predicted that an area of agreement could be reached that would be geared to the general welfare.

"Naturally, I am very happy that such an agreement has been reached, under which we may reasonably expect a refinancing of a portion of the outstanding long term marketable bonds without an undue inflationary effect, and under which the type of independence which the Congress intended the Federal Reserve Board to enjoy will not be destroyed."

자료: Fed 「38th Annual Report of the Board of Governors of the Federal Reserve System(1951)」, 「1949-1951, Box 15, Folder 4, William McChesney Martin, Jr., Papers. Missouri Historical Society」, LS증권 리서치센터

- **1951년 재무부-연준 합의: 재무부의 국채 금리 고정 압박으로부터 연준이 통화정책 독립성 확보**
- **新 재무부-연준 합의: 중앙은행-재정 당국 간 모호해진 경계. 재정정책과 통화정책의 명확한 분리 필요**

Key Charts

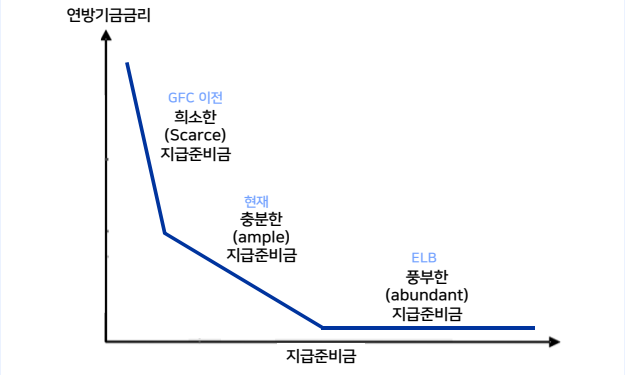
방안 별 지급준비금 축소 규모 추정치

구분	내용	지급준비금 축소 규모(단위: 십억 달러)		
		최소	중간	최대
①규제 변화	유동성커버리지(LCR) 내 재할인창구 차입 능력 인정	50	250	450
	스트레스 기간 중 LCR 요건 조정	50	125	200
	내부 유동성 스트레스 테스트(ILST) 운용 지침 개정	50	125	200
	회생·정리 유동성 요건 개편	0	50	100
	딜러 중개 기능 강화를 위한 SLR 규제 완화	-	-	-
②감독 변화	감독상 T-Bills 과 지급준비금을 동등하게 대우	25	38	50
③지급준비금 보유 수익성 축소	EFFR 을 IORB 보다 높게 유도	150	350	550
	지급준비금 계층화(Tiering)	-	-	-
④지급준비금 대체 자산 매력도 제고	FIMA 레포 기구 접근성 확대	25	112	200
	스왑라인 및 외국 규제 당국과 공조 통한 외국계은행 수요 완화	-	-	-
⑤예비적 지급준비금 수요 완화	커뮤니케이션을 통한 SRP 낙인 효과 약화 노력	-	-	-
	SRP 차입 시간 연장 및 중앙 청산 도입	-	-	-
	T-Bills 통한 TGA 변동성 흡수	50	125	200
	FedWire 내 유동성 절약 메커니즘(LSM) 적용	100	112	125
	지급준비금 수요 감축 (Naïve Sum)	500	1,287	2,075
	지급준비금 수요 감축 (Monte Carlo Simulation Based)	825	1,287	1,750
⑥국내 은행 외 부문 부채 축소	TGA 관리 체계 재편	200	300	400
	외국인 RRP 사용 억제	0	50	100
	전체 대차대조표 축소 규모(Naïve Sum)	700	1,637	2,575
	전체 대차대조표 축소 규모(Monte Carlo Simulation Based)	1,150	1,637	2,125

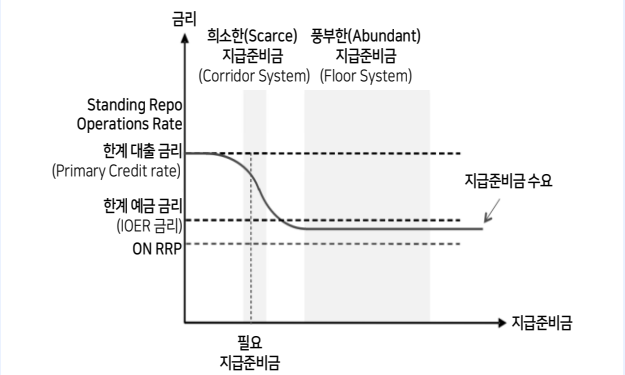
자료: 「A User's Guide to Reducing the Federal Redrves's Balance Sheet(2026.3)」, LS증권 리서치센터

● **지속적인 지급준비금 축소는 결국 금융 규제 완화가 핵심**

연준 통화정책 프레임워크



자료: LS증권 리서치센터



자료: LS증권 리서치센터

● **케빈 워시는 '연준 대차대조표의 민영화(Privatization of the Fed balance sheet)'를 추구**

● **실현 가능한 시나리오는 현재의 충분한(ample) 지급준비금 체제를 유지하되, 예비적 동기에 의한 지급준비금 수요를 감소시켜 '충분한'의 기준을 낮추는 방식일 것**

Fixed Income

채권

WHY?

케빈 워시가 연준 의장이라면? – 워시 편

LS 증권 리서치센터

Contents

Part I	난, 케빈 워시: 청문에서 시그널 받았지?	7
Part II	난, 케빈 워시: 이런 연준을 만들거야!	19

LS 증권 리서치센터

Part I

난, 케빈 워시 청문회에서 시그널 받았지?

케빈 워시 日 연준의 독립성은 쟁취하는 것

모두발언문: 연준의 독립성과 3가지의 중요한 함의

4월 21일, 상원 은행위원회에서 케빈 워시 지명자의 인준 청문회가 진행되었다. 청문회에 앞서 공개된 모두발언문에서 워시는 통화정책을 독립적으로 운영해 나가는 것의 중요성을 강조하는 동시에 연준의 독립성은 연준에게 달려있다고 평가했다. 그리고 3가지의 중요한 함의에 대해 설명했다.

1. 의회로부터 부여받은 책무인 물가 안정(Price Stability) 의무에 최선: 워시는 인플레이션은 선택의 문제이며 연준은 이에 대해 전적으로 책임을 져야한다고 말했다. 동시에 낮은 인플레이션이야말로 연준이 외부의 공격으로부터 스스로를 지킬 수 있는 방어막이 된다고 강조했다. 최근 몇 년처럼 인플레이션이 급등할 경우, 미국 국민들 특히 저소득층은 구매력 상실 및 생활수준 저하 등 심각한 타격을 입게 됨을 지적했다. 더 나아가 연준의 경제 관리 체계에 대한 국민들의 신뢰를 잃을 수 있으며 이는 통화정책 독립성에 대한 실효성을 의심받을 수 있다고 우려했다.

2. 통화정책 운영 독립성은 엄격히 고수하되 비통화적 업무는 정부·의회와 공조: 은행 규제 및 금융 감독, 국제 금융 업무 등에 대해서는 통화정책을 운영할 때만큼의 절대적인 독립성을 보장받는 영역이 아님을 분명히 했다. 즉 비통화적 업무에 대해서는 의회의 감독과 행정부와의 협력이 필요하며, 연준 위원들에게 무제한의 재량권이 주어지는 것은 아니라는 점을 인정한 것이다.

3. 본연의 임무에 집중(Stay In Its Lane): 재정·사회정책 등 통제 권한이 없는 분야를 침범하지 않아야 통화정책 독립성을 수호할 수 있다고 보았다. 연준이 정부의 범용 기구처럼 행동해서는 안되며, 사회적 논의와 결정이 필요한 사안들에 대해 최종 판결을 내리는 상소법원 역할을 자처해서도 안된다고 말했다. 특히 연준 의장 개인의 의중보다 시스템과 민주적 절차를 강조했고, 연준의 권한과 책임 범위를 더욱 명확하게 일치시켜야함을 강조했다.

워시는 통화정책의 독립성이란 연준이 본연의 업무에 집중함으로써 쟁취하는 것이며, 이를 통해 더 나은 정책 결정을 내릴 수 있다고 믿고 있다. 또한 선출직 공직자(대통령, 상·하원의원 등)가 금리에 대한 견해를 밝히는 것만으로 통화정책 독립성이 특별히 위협받지 않는다는 유연한 견해를 가지고 있다. 오히려 중앙은행 관계자들이 다양한 의견을 경청할 수 있는 강인함이 있어야하며, 새로운 아이디어나 변화하는 경제 상황에 대해 열린 자세를 가져야한다고 판단했다. 아울러 불완전한 데이터 속에서도 유의미한 통찰력을 이끌어내는 지혜와 이를 바탕으로 현명한 판단을 내리는 사명감이 필요하다고 강조했다.

모두발언문 전문(Opening Statement by Kevin Warh)
Nomination to be Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System
Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate(April 21, 2026)

Good morning, Mr. Chairman, and thank you. It's an honor to be with you, Ranking Member Warren, and the entire committee. I appreciate your time and consideration today, and your many courtesies, before and since my nomination.

I am deeply grateful to President Trump for asking me to take on this public trust. He believes that US economic growth and real take-home pay will accelerate. I share the President's confidence in our country and its people. America's economic growth potential is rising.

With me today are a few of my dearest and oldest friends. I'm especially happy that my wife, Jane, is here as well. And at important moments in life, I think of my late Mom and Dad. I'm proud of them and I hope they would be proud of me today.

We start today on a note of broad agreement: this is a time of great consequence for the nation's economy, perhaps the most significant hinge point in a couple of generations. If policymakers across our government meet this signal moment with wisdom and clarity, then the American economy will thrive.

As a former Fed governor—and friend or colleague of the last five Fed chiefs—I am particularly alert to the challenges and opportunities confronting the institution I cherish, the Federal Reserve.

To the President, Congress, and the nation, I owe my best judgment and most faithful efforts in serving the mission Congress assigned to the Fed, including price stability and full employment. The American people are counting on the Fed to deliver on its commitments.

Members of the committee might be familiar with my formal education and work history. The real highpoints, however, are more personal. They include the individuals with whom I worked and from whom I learned.

I graduated from high school in upstate New York. I had some exceptional teachers there, and many brilliant classmates I remember well. We're lucky in life if we start out with good influences in learning and in character. A public-school education gave me those, and I'm grateful.

I made my way to Stanford University, and as a student and researcher found myself in the company of some highly accomplished economists and policymakers. Many of my teachers served in and around government during the prior hinge point in American history, the malaise of the 1970s and the comeback years of the 1980s and 1990s. George Shultz, the former secretary of state and treasury, was among the great patriots at the Hoover Institution who I came to know as mentor and friend.

I could not have imagined a better formative experience: a chance to observe disciplined thinking … to learn rigorous statistical and economic methods … to appreciate geopolitical and economic history … to exercise independence of mind … to resist fads and groupthink … to witness humility among the most expert … and, perhaps most important, to be around people completely devoted to the ideas and ideals of our country.

Silicon Valley in the early 1990s was a fitting backdrop to all of this. The United States was entering a new era of technological leadership, and a new cadre of business builders was emerging. Many of them were classmates, and they would become life-long friends.

I don't know whether to chalk any of it up to serendipity. Whatever the source, I was in the right place at the right time. Those early influences set a standard I have always tried to meet, in public service and private enterprise.

That goes for colleagues and mentors later in life, too. In the last 15 years, I've gained deep, hands-on experience in macroeconomics and financial markets, most notably working with Stan Druckenmiller, one of the most successful investors of our time.

Stan never held a position in government but is no less a patriot. He never got a Ph.D., but I know of no better, nor a more open-minded economic thinker. He has never flaunted his philanthropy but has helped many thousands of young Americans to get a first-rate education and a real chance to rise.

Like Secretary Shultz, Stan never once sat me down to give a lecture. Instead, he offered me something better: a seat at the table by his side.

Without their guidance—and that of a few other great mentors including my current boss and close friend at the Hoover Institution, former secretary of state Condoleezza Rice—I doubt I would be sitting before you today as the President's Fed chairman-nominee. But I am certain of one thing: I would not be as prepared for the urgent, mission-critical task at hand.

In between these book-end experiences, I served for more than a decade in government, first on the White House economic staff, and then as a member of the Fed's board of governors. In fact, it was twenty years ago, almost to the day, when I sat before this committee as a Fed governor-nominee.

Little did any of us—myself included—know that it would be a time like no other.

During the great financial crisis—when shocks hit our economy, unemployment spiked, our economic system faced collapse, and America's standing in the world was scrutinized—our central bank played an indispensable role. My colleagues and I leveraged the tools and powers that the Fed, and only the Fed, had to deploy. We benefitted enormously from the credibility that our predecessors had built up and passed down to us.

In unusual and exigent circumstances, I saw the Fed and its people at their best. I served with scores of first-rate, dedicated professionals in Washington and at the reserve banks who rallied around a common mission and a wise and resolute Fed chairman, Ben Bernanke. We worked closely with the Treasury Department, the Administration, and Congress to mitigate the risks of systemic failure–no sure thing at the time.

In the period after the crisis, I also witnessed an institution that was tempted to play a larger role in the economy and society … to extend its reach and stretch its hard-earned credibility, often with the best intentions, to the very edge of, if not beyond, the Fed's statutory responsibilities.

The question of a central bank's role and responsibility in our republic dates to America's founding. There is an equally long history of fierce debates about the central bank's independence.

So let me be clear: monetary policy independence is essential. Monetary policymakers must act in the nation's interest … their decisions the product of analytic rigor, meaningful deliberation, and unclouded decision-making.

I do not believe the operational independence of monetary policy is particularly threatened when elected officials—presidents, senators, or members of the House—state their views on interest rates. Central bankers must be strong enough to listen to a diversity of views from all corners … humble enough to be open-minded to new ideas and new economic developments … wise enough to translate imperfect data into meaningful insight … and dedicated enough to make judgments faithfully and wisely.

Simply stated, Fed independence is largely up to the Fed. That has three important implications worth highlighting.

First, Congress tasked the Fed with the mission to ensure price stability, without excuse or equivocation, argument or anguish. Inflation is a choice, and the Fed must take responsibility for it.

Low inflation is the Fed's plot armor, its vital protection again slings and arrows. So, when inflation surges—as it has done in recent years—grievous harm is done to our citizens, especially to the least well-off. They lose purchasing power. Their standard of living falls. They may also lose faith in our system of economic governance, raising doubts whether monetary policy independence is all it's cracked up to be.

Second, Fed independence is at its peak in the operational conduct of monetary policy. That degree of independence does not extend to the full range of its congressionally mandated functions. Fed officials are not entitled to the same special deference in their stewardship of public monies … or in bank regulatory and supervisory policy … or in areas affecting international finance, among other matters.

And third, the Fed must stay in its lane. Fed independence is placed at greatest risk when it strays into fiscal and social policies where it has neither authority nor expertise. 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.

No doubt there are times when a Fed chief might wish that he or she had the last word, but our republic doesn't work that way. I favor a clearer, cleaner match between the Fed's powers and responsibilities.

During my prior tour of duty at the Fed, I said: "Central bankers must demonstrate that we are worthy of this moment and will be steadfast protectors of our institutions' credibility. That means respecting our important but circumscribed role in the conduct of policy and performing our mission with competence and consistency."

That's still true today.

In sum, I believe that monetary policy independence is earned—and better policy decisions crafted—by steering clear of distractions. I am committed to ensuring that the conduct of monetary policy remains strictly independent. I am equally committed to working with the Administration and Congress on non-monetary matters that are part of the Fed's remit. And I commit to accountability in all the Fed's functions.

In my student days, Milton Friedman had a phrase that's always stayed with me: "the tyranny of the status quo." Anyone who has worked at large, complex institutions know what that means—the pull of inertia … the tacit acceptance of old ways of working … the unwillingness to revisit long-held assumptions … the use of old models that are no longer fit for purpose … the tendency to kick the can down the road.

Status quo practices and policies are especially harmful when the world is changing fast.

If confirmed as chairman, I will seek to bring the experience of a one-time insider and the questioning spirit of an outsider. I will keep the Fed mindful of its limits, focused on its mission, and delivering on its mandate. I will be faithful to the Constitution, to the Federal Reserve Act, and to the best of the Fed's traditions.

I know the terrain, and I would be proud to serve again on the Board of Governors. In a time that will rank among the most consequential in our nation's history, I believe a reform-oriented Federal Reserve can make a real difference to the American people. The stakes could scarcely be higher.

In and out of government, I've always tried to look for common objectives, and to pursue them cordially and cooperatively with my colleagues. If confirmed, I will seek to create an environment in which the best people can do their life's best work.

Candor and goodwill can go a long way in pursuing objectives that we all share, and I suspect this hearing will put us to the test. It's a real privilege to be here before this committee. My thanks to each of you, and I welcome your questions.

그림1 **청문회에 참석한 케빈 워시**

자료: 언론보도종합, LS증권 리서치센터

청문회 중 워시가 보낸 시그널

첫 번째 시그널: 체제 전환(Regime Change) 가능성 시사

케빈 워시는 美 경제와 연준에게 있어 지금이 1970년대 후반 이후 그 어느때보다 중요하고 중대한 시기라고 말했다. 또한 인플레이션을 목표치로 되돌리고 물가 안정을 확보할 수 있는 골든타임이 얼마 남지 않았다고 판단했다. 그는 새로운 체계, 새로운 도구, 새로운 소통 방식의 필요성을 강력히 주장했다. 4~5년 전의 치명적인 정책 오류는 여전히 해결해야 할 과제로 남아 있으며, 이를 해결하기 위해서는 근본적인 정책 개혁이 필요하다고 말했다. 그리고 연준이 정책 개혁들을 단행한다면 훨씬 더 강한 경제, 더 낮은 인플레이션, 더 높은 실질 가처분소득이 가능할 것이라 예상했다.

워시는 인플레이션이 경제에 한 번 자리 잡을 경우, 이를 다시 끌어내리는 일은 훨씬 더 많은 비용이 들며, 힘든 일이라 평가했다. 그는 인플레이션 문제가 이전보다는 어느 정도 완화되었음을 인정하면서도 여전히 성실히 일하는 미국인들이 고통을 느끼고 있음을 강조했다. 워시는 이러한 상황을 보며 통화정책 수행 방식의 체제 전환, 특히 새로운 인플레이션 대응 체계(New Inflation Framework)가 필요하다고 설명했다.

주목할만한 내용은 워시가 관심있다고 언급한 물가 지표는 현재 연준의 타겟 지표인 PCE 물가 지수가 아니었다. 워시는 현재 인플레이션에 측정에 사용되는 데이터는 불완전하며, 경제 전반의 기조적인 인플레이션에 주목해야한다고 주장했다. 꼬리위험이나 일회성 요인을 제거하고, 보편적인 변화가 경제 전반에 2차 파급 효과를 일으키고 있는 지점을 정밀하게 진단해보는 것이 중요하다면서 절사 평균(Trimmed Average)을 선호한다고 밝혔다. 그리고 일부 전문가들이 중간값(Median) 기반의 지표에 주목하고 있음을 언급하기도 했다. 단언할 수는 없겠지만, 새로운 인플레이션 대응 체계는 지표 변경 또는 물가 목표에 대한 새로운 정의가 내려질 가능성이 있다는 판단이다.

워시는 2021년과 2022년의 정책 실수가 더욱 악화된 이유 중 하나로 연준의 포워드 가이던스를 꼽았다. 점도표, 경제 전망치 등 향후 통화정책 경로에 대해 연준이 너무 많은 정보를 발신하고 있다는 것이다. 그는 많은 전·현직 연준 위원들이 다음 회의에서 금리가 어느 수준일지 미리 예고하는 것은 상당히 부적절하다고 생각하며, 그들과 달리 자신은 포워드 가이던스를 믿지 않는다고 밝혔다. 또한 연준 의장을 비롯한 연준위원들이 이미 충분히, 자주 발언하고 있어 투명성이 부족한 상황이 아님을 강조했다. 그는 반복적인 발언보다는 진실을 추구하는 것이 훨씬 중요하다고 설명했다. 점도표의 폐기, 전망 횟수 축소 등 기존 연준의 소통 방식에 변화가 발생할 수 있는 대목이다. 분명한 의사를 밝힌 것은 아니지만 회의 개최 및 기자회견 빈도 등에 대한 변화 가능성도 배제할 수 없다(관련 법규에 따르면 1년 중 최소 4회 개최해야 함. 정례 기자회견은 2011년 4월 FOMC부터 시작했고 점도표는 2012년 1월 최초 공표 → 벤 버냉키 前 의장).

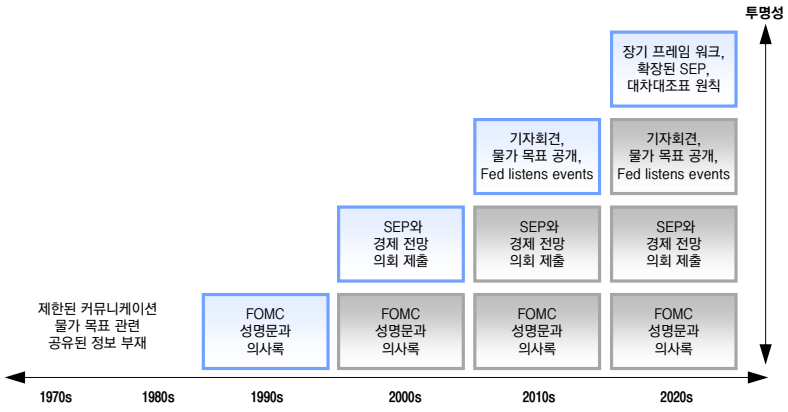
그간 연준 결정이 만장일치 혹은 만장일치에 가깝게 이루어졌는데, 워시는 정제된 보고서(clean memos)보다 치열한 회의(messy meetings)를 선호한다고 밝혔다. 자유로운 분위기에서 치열하게 논쟁하는 회의, 난상토론을 통해 더 나은 결정을 내릴 수 있고 설령 실수를 하더라도 더 빨리 바로잡을 수 있다고 주장했다. 이는 분열된 연준을 선호한다는 말이 아니다. 집단사고에 얽메이지 않고 본인 의견을 적극적으로 제시하기를 바라는 것이다.

표1 **연준의 장기 목표와 통화정책 전략(Longer-run Goals and Monetary Policy Strategy)**

시기	주요 내용
2012년 (2012.1.24)	Longer-run Goals 도입 물가: 2% 물가 목표 공식화(PCE 물가상승률) 고용: 구체적인 수치 없이 광범위한 지표로 종합적으로 판단
2016년 (2016.1.26)	물가: 2% 물가 목표(PCE 물가상승률, 유지) 인플레이션 목표를 대칭적(symmetric)으로 보는 점을 명확히 밝힘 고용: 구체적인 수치 없이 광범위한 지표로 종합적으로 판단(유지). 장기 자연실업률에 대한 연준 전망을 중심 경향(범위)에서 중간값 제시
2020년 (2020.8.27)	물가: 유연한 평균물가목표제(FAIT) 도입. 2% 하회 기간 이후에는 적절한 통화정책 통해 일정 기간 동안 일시적으로 2% 상회 허용 고용: 구체적인 수치 없이 광범위한 지표로 종합적으로 판단(유지). 목표로부터의 이탈(deviations)에 대응하는 것이 아닌 최대 수준으로부터 부족분(shortfalls)에 대응
2025년 (2025.8.22)	물가: 장기 기대인플레이션이 안정적으로 유지될 수 있게 단호하게 행동할 준비되어 있음. FAIT 폐기하고 유연한 물가 목표(FIT) 도입 고용: 구체적인 수치 없이 광범위한 지표로 종합적으로 판단(유지). 물가 안정의 맥락에서 장기적으로 유지 가능한 최고 수준 고용으로 간주. 부족분(shortfalls)이 아닌 이탈(departures)에 대응

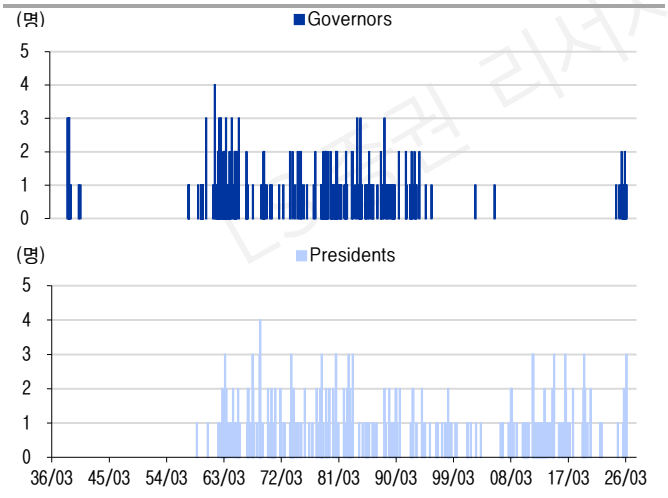
자료: LS증권 리서치센터

그림2 **연준의 투명성 강화 타임라인**



자료: Sanfransisco Fed「This Time Is Different … Because We Are(Mary Daly, 2022.2)」, LS증권 리서치센터

그림3 **연준 이사와 총재의 소수의견**



자료: Fred, LS증권 리서치센터

그림4 **연준 의장별 소수의견**

의장	의장 임기	총 소수의견	회의당 (명)
매리너 에클스	1934.11.15~1948.4.15	13	0.23
토마스 맥케이브	1948.4.15~1951.3.31	-	-
윌리엄 멕체스니 마틴 주니어	1951.4.2~1970.1.31	137	0.51
아서 번즈	1970.2.1~1978.3.7	63	0.62
윌리엄 밀러	1978.3.8~1979.8.6	27	1.42
폴 볼커	1979.8.6~1987.8.11	92	1.23
앨런 그린스펀	1987.8.11~2006.1.31	82	0.54
벤 버냉키	2006.2.1~2014.1.31	48	0.73
재닛 옐런	2014.2.3~2018.2.3	22	0.69
제롬 파월	2018.2.5~	31	0.46

자료: Fred, LS증권 리서치센터

두 번째 시그널: 작은 대차대조표(small balance sheet)를 선호

워시는 대차대조표 정책과 관련해 금융자산 보유자에 한해 불균형적으로 유리하게 작용하는 점을 비판했다. 양적완화(Quantitative Easing, QE) 자금이 금융자산으로 먼저 유입되는 경향이 있어, 금융자산을 보유하지 않은 수 많은 미국인들은 '나에게 무슨 이득이 있는가'라고 반문할 수밖에 없다고 말했다. 그는 금융자산 보유 여부에 따라 발생하는 자산 격차에 대한 책임에서 연준이 결코 자유로울 수 없다고 지적했다.

워시는 글로벌 금융위기 당시, 연준이사로서 비상 조치를 결정하고 대차대조표를 확대하는 과정에 참여했다. 그는 연준이 대차대조표 정책은 '비상 상황'에서만, '금리가 제로 수준에 묶여 있을때'에만 시행하기로 합의했다는 점을 강조했다. 중앙은행이 평상시에 자산 불평등 및 부의 재분배에 영향(distributional consequence)을 미치는 선택을 해서는 안되기 때문이다. 워시는 거대한 대차대조표를 상시 활용하는 것은 매우 부적절하다 평가했고, 이를 연준이 정치권의 논쟁에 휘말리게 된 주요 원인으로 꼽았다. 그는 대차대조표 정책보다 금리 정책이 훨씬 공정한 정책임을 누차 강조했다.

워시가 연준이사 임기를 시작했을 당시 대차대조표 규모는 약 $8천억 수준이었다. 그는 대차대조표가 지금처럼 10배나 늘어나지 않고 더 작은 규모를 유지했다면, 지금쯤 ①금리는 더 낮았을 것이고 ②인플레이션 상황은 더 나아졌을 것이며 ③경제 체력은 더욱 강했을 것이라 주장했다. 또한 지난 18년에 걸쳐 비대해진 대차대조표는 연준의 신뢰성에 상당한 타격을 주었고, 금융시장 다른 주체들보다 연준이 더 많은 국채를 보유하는 행태는 재정정책의 변칙적 운용(fiscal policy in disguise)에 불과하다고 비판했다. 워시는 이제 연준이 재정 영역에서 손을 떼고 통화정책 본연의 임무에 집중해야만 의회가 연준에게 부여한 책무를 완수할 수 있다고 강조했다.

워시는 점진적(slowly)이고 계획적으로(deliberately) 규모를 축소(Quntitative Tightening, QT)할 것이며, 재무장관과 협력해 대차대조표 축소 방안을 강구할 것이라 언급했다. 다만 특정 수치에 대해서는 미리 정해두지 않았으며 대차대조표 변경 사항은 공개적인 논의와 치열한 토론의 과정을 거칠 것을 분명히 했다. 아울러 연준이 새로운 대차대조표 정책에 대한 결론에 도달한다면 그 내용은 사전에 충분히 설명될 것이라 강조했다.

참고: 워시가 QE를 사랑할 수 없는 4가지 이유

QE2 발표(2010년 11월 3일) 직후 11월 8일, 증권산업금융시장협회(Securities Industry and Financial Markets Association, SIFMA) 연례 회의에서의 기조연설 「Rejecting the requiem」을 통해 워시가 QE를 반대한 이유를 알 수 있었다.

1) 연준은 잘못된 재정·무역·규제 정책을 고치는(수습하는) 정비소가 아님
2) 위험보상비율(risk-reward ratio) 악화
3) 연준이 가격 결정자(price maker)가 되는 것에 대한 위험
4) 출구 전략 및 2차 효과 우려

1)연준은 잘못된 재정·무역·규제 정책을 고치는(수습하는) 정비소가 아님: 당시의 문제들은 잘못된 재정·무역·규제 정책 등이 개선되어야 해결되는 것이지, 추가 통화정책 수단을 활용한다고 해서 해결될 문제는 아니라고 보았다. 즉, QE는 근본적인 해결책이 될 수 없다는 것이었다. 또한 비전통적인 수단을 활용했는데도 그 결과가 기대에 못 미친다면 연준의 신뢰가 무너지고 통화정책의 영향력이 훼손될 수 있음을 경고했다. 그는 위기 때의 최종대부자(Lender-of-last-resort)로서의 권한이 평상 시 모든 문제에 앞장서는 해결사(Fighter-of-first resort)의 권력으로 변질되어서는 안된다고 보았다.

2)위험보상비율(risk-reward ratio) 악화: 더 이상의 금리 인하가 불가능해 QE 같은 비전통적인 수단까지 동원해야하는 상황일 경우, 생산과 고용이 추세를 하회하더라도 시장이 어느 정도 정상적으로 기능하고 있다면 그 정책으로 얻는 이득보다는 위험이 훨씬 더 크다 판단했다. 특히 이러한 위험은 연준 대차대조표 규모가 커질수록 더욱 증가한다고 보았다. 워시는 과거 평온했던 시절에 수립된 기존 정책 준칙을 기반으로 '실업률이 높으니 유동성을 더 풀어야한다'라는 식의 공격적인 대응에 나설 것이 아니라, 비정상적인 상황을 직시하고 신중하게 판단을 내려야한다고 판단했다. 워시는 '연준의 대차대조표 확대는 공짜 점심이 아니다'라고 말했다. 만약 달러화 약세, 원자재 가격 급등 지속으로 인플레이션이 상승해 물가 안정 목표가 흔들리고 기대 인플레이션이 함께 상승한다면 실업률이 높더라도 추가 유동성 공급을 멈춰야한다고 주장했다. 그리고 워시는 자산 매입 정책이 포트폴리오 균형 채널을 통해 작동한다는 전제하에, 매입을 중단하더라도 기존 정책의 효과는 유지되는 반면 추가 매입에 따른 한계 효용은 체감할 것이라 판단했다.

3)연준이 가격 결정자(price maker)가 되는 것에 대한 위험: 연준 대차대조표 확장으로 인해 연준이 국채 시장에서 가격 수용자(price taker)가 아닌 가격 결정자(price maker)가 되어가고 있음을 경계했다. 특히 미국채 금리는 전 세계 거의 모든 자산 가격의 기준이므로, 시장 참여자들이 미국채 가격을 의심한다면 자산군과 지역을 막론하고 리스크 프리미엄이 예기치 않게 요동칠 수 있음을 경고했다(Fannie Mae와 Freddie Mac 파산 위기도 자산에 대한 신뢰가 한 순간에 무너지면서 발생했음을 언급).

4)출구 전략 및 2차 효과 우려: 미국 내부적으로는, 연준이 장기 국채 시장에 깊숙이 관여할 경우 부채 규모에 대한 가격 신호를 흐리게 만드는 위험이 발생할 수 있다고 지적했다. 정부 부채가 늘어나면 통상 시장 금리는 상승해야하는데, 연준이 지속적으로 국채를 매입할 경우 낮은 금리가 유지될 수 있기 때문이다. 또한 연준이 정부의 재정 개혁을 방해하는 편한 핑계가 되어 주고 있다는 점을 지적했다. 대외적으로는, 미국의 확장적인 통화정책과 국제 통화시스템 왜곡으로 인해 각국의 정책 입안자들이 외환시장 개입과 자본 통제, 보호무역주의 등으로 맞대응하는 경향이 갈수록 뚜렷해지고 있음을 지적했다. 워시는 이러한 2차 효과가 글로벌 경제 회복을 가로막는 결정적인 결과(1차적 결과)를 초래할 수 있음을 우려했고, 연준이 이러한 위험 요인들을 면밀히 모니터링해야한다고 강조했다.

워시는 중앙은행이 모든 문제를 해결할 수 있다는 오만을 버려야하며, 공짜 점심의 대가로 지불해야할 신뢰 상실과 시장 왜곡의 위험을 직시해야한다며 강력히 경고했다.

「Rejecting the requiem(2010.11.8)」 중

The conduct of monetary policy

The Federal Reserve is not a repair shop for broken fiscal, trade, or regulatory policies. Given what ails us, additional monetary policy measures are, at best, poor substitutes for more powerful pro-growth policies. The Fed can lose its hard-earned credibility – and monetary policy can lose its considerable sway – if its policies overpromise or underdeliver. We should be leery of drawing inapt lessons from the crisis to the current policy conjuncture. Lender-of-last-resort authority cannot readily be converted into fighter-of-first resort power.

Monetary policy can surely have great influence – most notably by establishing stable prices and appropriate financial conditions – on the real economy. By my way of thinking, the riskreward ratio for Fed action peaks in times of crisis when it has a full toolbox and markets are functioning poorly. But when non-traditional tools are needed to loosen policy and markets are functioning more or less normally – even with output and employment below trend – the risk-reward ratio for policy action is decidedly less favorable. In my view, these risks increase with the size of the Federal Reserve's balance sheet. As a result, we cannot and should not be as aggressive as conventional policy rules – cultivated in more benign environments –might judge appropriate.

…

The goals of the Federal Reserve's policies are to promote economic recovery and to help ensure price stability, consistent with our mandate. I am less optimistic than some that additional asset purchases will have significant, durable benefits for the real economy. Of course, benefits may well be more substantial than I anticipate. Lower risk-free rates and higher equity prices – if sustained – could strengthen household and business balance sheets, and raise confidence in the strength of the economy. Modestly higher rates of inflation could increase nominal growth, and ostensibly place the economy on a stronger trajectory.

But, expanding the Fed's balance sheet is not a free option. There are significant risks that bear careful monitoring by the FOMC. If the recent weakness in the dollar, run-up in commodity prices, and other forward-looking indicators are sustained and passed along into final prices, the Fed's price stability objective might no longer be a compelling policy rationale. In such a case – even with the unemployment rate still high – the FOMC would have cause to consider the path of policy. This is truer still if inflation expectations increase materially. And if the Fed's holdings work predominantly through the so-called portfolio balance channel, the cessation of purchases should not reverse any benefits attained.

The Fed's increased presence in the market for long-term Treasury securities also poses nontrivial risks. The Treasury market is special. It plays a unique role in the global financial system. It is a corollary to the dollar's role as the world's reserve currency. The prices assigned to Treasury securities – the risk-free rate – are the foundation from which the price of virtually every asset in the world is calculated. As the Fed's balance sheet expands, it becomes more of a price maker than a price taker in the Treasury market. And if market participants come to doubt these prices – or their reliance on these prices proves fleeting – risk premiums across asset classes and geographies could move unexpectedly. The shock that hit the financial markets in 2008 upon the imminent failures of Fannie Mae and Freddie Mac gives some indication of the harm that can be done when assets perceived to be relatively riskless turn out not to be.

In the United States, the Fed's expanded participation in the long-term Treasury market also runs the more subtle risk of obfuscating price signals about total U.S. indebtedness. Longterm economic growth necessitates putting the U.S. fiscal trajectory on a sounder footing. The fiscal authorities need as clear an early warning system as possible, not a handy excuse to delay.

And overseas – as a consequence of more-expansive U.S. monetary policy and distortions in the international monetary system – we see an increasing tendency by policymakers to intervene in currency markets, administer unilateral measures, institute ad hoc capital controls, and resort to protectionist policies. Extraordinary measures tend to beget extraordinary countermeasures. Second-order effects can have first-order consequences. Heightened tensions in currency and capital markets could result in a more protracted and difficult global recovery. These, too, are developments that the FOMC must monitor carefully.

Responsible monetary policy in the current environment requires attention not only to nearterm macroeconomic conditions, but also to corollary risks with long-term effects. Should these risks threaten to materialize, however one gauges the probabilities, I am confident that members of the FOMC will have the tools and convictions to adjust policies appropriately.

세 번째 시그널: 작고 효율적인 중앙은행을 추구

케빈 워시는 독립성은 굉장히 중요하며, 이는 거저 주어지는 것이 아닌 쟁취하는 것이라 말했다. 연준이 주어진 책무를 온전히 이행함으로써 얻어지며 약속을 지키지 못한다면 의사 결정 과정에 정치적인 외압이 개입하는 상황이 벌어져도 이상하지 않다고 판단했다.

워시는 국가뿐만아니라 연준에 있어서도 매우 중차대한 시기라면서, 연준이 제 1 원리(first principle)로 돌아가 스스로를 개선해야 한다고 발언했다. 그는 그간 연준의 행동 대부분이 선의에서 비롯된 것이지만 의회가 연준에게 책무를 부여했을 때 연준 스스로 옳다고 생각하는 일을 무엇이든 마음대로 하라는 '포괄적이고 자유로운 권한'을 준 것이 아니라, 특정 사안(물가 안정과 최대 고용)에 집중된 특별 권한임을 분명히 구분하고자 했다.

워시는 오직 통화정책 운용에 있어 독립적이어야 하며 연준은 외부의 비판을 경청하고 열린 마음을 가져야 함을 강조했다. 아울러 통화정책 이외의 영역에 대해서는 연준은 정부의 나머지 부처들과 긴밀히 협력해야 한다고 주장했다. 그에게 독립성은 연준이 '정부 안에서 독립을 유지하는 것'이지 '정부로부터 완전히 동떨어지는 것'이 아니다.

워시는 '독립성을 100% 발휘할 수 있는 통화정책 결정에 집중하기 위해 체제 개혁에 착수'하고, '정부 재정 정책에 대한 개입에서 벗어나기 위해 QT를 지속'하며, '연준에게 부여된 금융 규제 및 감독 권한을 과도하게 사용하지 않는' 연준을 만들 것으로 예상된다.

참고: 연준은 '정부로부터' 독립된 것이 아니라, '정부 안에서' 독립된 것

2010년 3월 26일, 그림자 공개시장위원회(Shadow Open Market Commite) 연설에서 케빈 워시는 '독립성에 대한 찬가(An Ode to Independence)'라는 제목으로 연설했다.

당시에도 워시는 연준의 최대 자산은 바로 기관의 신뢰성임을 강조함과 동시에 워싱턴의 변덕과 월스트리트의 요구, 적절한 정책 수행을 방해할 수 있는 치명적인 단기성과주의(Shrot-termism)로부터 독립성이 필요하다고 말했다. 아울러 의회가 연준에 통화정책 수행에 있어 독립성을 부여했고, 연준의 고유한 독립성을 모든 영역으로 확장하려고 한다면 오류를 범하는 것이라 지적했다. 또한 연준은 '정부로부터' 독립된 것이 아니라 '정부 안에서' 독립된 것임을 분명히 밝혔다.

워시는 위기 시기에는 재정정책과 통화정책의 경계가 모호해는 경향이 있음을 시인했다. 하지만 연준은 유동성(liquidity) 공급자로서의 역할을 확고히 하기 위해 최선을 다해야한다고 말했다. 향후 입법 과정에서 연준의 금융안정 책임이 강화될 수는 있겠지만 이는 중앙은행에게 비상 자본(emergency capital) 공급자가 되어도 좋다는 면죄부를 주는 것이 아니라 말했다. 그는 만약 자본 배분이 필요하다면 이는 재무부의 몫임을 분명히 했다. 연준은 최초 대응자(First-responder)로서, 최후의 구원자(Ultimate rescuer)가 되고 싶은 유혹을 강력히 뿌리쳐야한다고 말했다. 워시는 설령 중앙은행이 할 수 있는 일이라 할지라도 그것은 중앙은행이 마땅히 해야하는 일임을 의미하진 않는다고 생각하는 인물이었다.

네 번째 시그널: 준칙으로의 회귀 가능성 시사?

케빈 워시는 벤 버냉키의 통화정책-경제 영향에 대한 교과서적인 모델(경기 침체 시 정책금리를 인하해 경기 부양, 경기 과열 시 정책금리를 인상해 인플레이션 압력 억제)에 대체로 동의하지만, 현재 시점에서는 경제의 공급측면이 급격히 변화하고 있다는 점에 주목했다. 그는 AI 발전의 파급력이 엄청나고 탈출 속도(escape velocity)에 도달하듯 급격히 발전하고 있기 때문에 연준의 기존 모델 재검토가 시급하다 주장했다.

*탈출 속도(escape velocity): 로켓이 지구 중력을 이기고 우주로 나아가기 위한 속도. AI 기술이 기존의 통제나 예측 범위를 벗어나 폭발적으로 성장하고 있음을 비유

워시는 AI 모델들의 비약적인 발전을 보며 생산성 향상을 확신하면서도 노동시장에 구체적으로 어떤 영향을 미칠지에 대해서는 여전히 신중한 입장이라 말했다. 그는 경제 내에는 흔히 정해진 일자리 수가 있고 그 자리를 채워야한다고 생각하는 경향이 있지만, 노동력과 그 구조는 계속해서 변화한다고 지적했다. 또한 앞으로 상상조차 할 수 없는 새로운 일자리들이 창출될 것이며 기술 혁신과 그것이 노동시장에 미치는 실제 영향 간 시차가 존재한다고 보았다. 워시는 기술 혁신이 장기적으로 물가 수준을 개선해 인플레이션 대응을 수월하게 만들 수도 있겠지만, 이번 혁신 사이클의 속도를 고려할 때 그 파급 효과는 매우 강력할 수밖에 없어 또 다른 책무인 고용에 미치는 영향에 대한 의문이 남아있다고 판단했다.

워시는 실업률이 올라간다고 금리를 인하하면 인플레이션이 유발될 수 있으며, 인플레이션이 낮은 수준이더라도 실업률이 상승할 수 있는 상황이 펼쳐질 수 있기 때문에 現 통화정책 체계는 한계점이 있다고 지적했다. 그리고 중앙은행의 진정한 임무는 사후적 대응이 아닌, 거시건정성 측면에서 위험을 선제적으로 완화하는 것이라 말했다.

워시는 호황에서 불황으로, 경기 변동의 진폭을 최소화할 수 있도록 완충 능력을 확보해야 한다고 말했다. 그리고 현재 경제가 개선되고 있기 때문에 정책 프레임워크 수정에 적기이며, 근본적으로 개혁을 검토해야만 향후 충격이 발행할 때 지체없는 대응이 가능한 상태가 될 수 있다고 보았다. 다만 AI가 가져올 변화나 지정학적인 상황을 확신할 수 없고 경제는 끊임없이 변화하므로 연준은 겸손하고, 기민하게, 열린 마음으로 상황에 반응할 수 있어야 한다고 말했다.

더 나아가 통화정책을 운영함에 있어 연준이 단순히 직관에 의존하는 것이 아닌 충분한 정보에 근거한 판단을 내려야 한다는 점 그리고 판단이 틀렸을 때 고집부리지 않고 즉각 실수를 인정하며 수정할 수 있어야 함을 강조했다. 연준이 지체 없이 적기에 통화정책 결정을 내리기 위해서는 결국 어떠한 기준, 즉 준칙에 입각한 정책결정이 필요하다는 점을 시사했다는 판단이다.

Part II

난, 케빈 워시 이런 연준을 만들거야!

케빈 워시가 만들고자하는 연준은 …

첫 번째 변화: 새로운 인플레이션 대응 체계

새로운 인플레이션 대응 체계 구축 방안은 2가지로 구분할 수 있다. 첫 번째는 물가 안정 목표의 타겟이 되는 지표의 변경이고, 두 번째는 물가 안정 판단 기준의 수정이다.

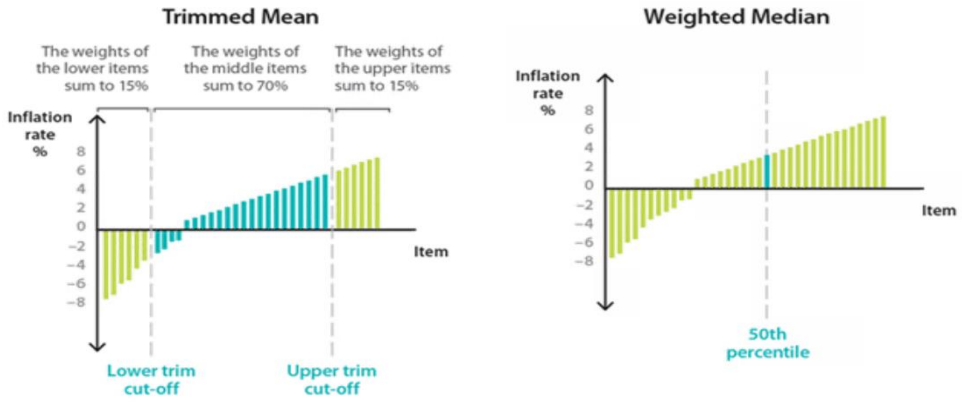
첫 번째 방안은 물가 목표의 타겟이 되는 지표를 헤드라인 PCE 물가지수가 아닌, 절사 평균 물가지수나 중간값 데이터로 변경하는 것이다. 일시적 요인에 의한 물가 변동이 아닌 경제 전반의 진짜 물가 압력을 확인할 수 있기 때문이다. 워시는 중앙은행의 진정한 임무는 사후적 대응이 아닌, 선제적인 대응이라 생각한다. 기조적인 물가 흐름은 향후 물가의 방향을 제시하는 나침반 역할을 함으로써 선제적 대응에 도움을 줄 수 있다. 앞서 언급했듯 워시는 연준 독립성이 의회가 부여한 책무들을 달성해야 쟁취할 수 있다고 했다. 연준은 과거에도 타겟 물가 지표를 바꾼 경험이 있다(원래 소비자물가지수(CPI)를 타겟을 삼다가 2000년 2월 반기 통화정책 보고서에서 PCE 물가 지수를 기준으로 전망치를 발표하기로 결정하면서 주목을 받기 시작). 워시의 연준은 목표를 이루는 데 더 나은 대안이 있다면 변경을 위한 논의에 착수할 것으로 예상한다. 다만 20여 년이 넘는 기간 동안 PCE 물가에 익숙해져 있기 때문에 장기 프로젝트로 접근할 필요가 있다. 다만 논의 개시 자체가 체제 전환의 시작으로 봐야한다. 지표 변경까지 시간이 오래 걸리겠지만, 초반에는 기조 물가를 확인할 수 있는 지표를 보완 지표로 명시하는 방법도 고려해 볼 수 있다.

두 번째 방안은 유연한 물가 목표(FIT)에 대한 수정 또는 장기 물가 목표치(2%) 수정이다. 워시에게 진정한 의미의 물가 안정은 '물가 변동이 너무 미미해서 아무도 그 이야기를 하지 않는 상태'이다. 따라서 기존의 FIT를 폐기하고 물가 안정 목표와 관련된 특정 수치를 제시하지 않는, 버냉키 이전의 연준으로 회귀 혹은 물가 목표치 변경(범위 제시, 수치 변경 등)은 그에게 근본적인 개혁이 아닐 가능성이 높다. 다만 워시의 주장처럼 최근과 같은 경제의 공급측면에 급격한 변화가 발생할 경우 낮은 인플레이션과 높은 실업률이 공존할 수 있으며, 가령 실업률이 올라간다고 해서 금리를 인하할 경우 오히려 인플레이션 압력을 확대는 상황이 펼쳐질 수 있다. 기존 대응 체계가 원활히 작동하지 못하는 변화가 발생한다면 물가 안정 판단 기준 자체에 변화가 나올 수밖에 없을 것이다.

워시는 인플레이션 상승은 연준 정책 때문이라고 생각하는 인물이다. 경기 과열이나 높은 임금 인상률로 인해 인플레이션이 촉발된다고 보지 않는다. 중앙은행이 돈을 너무 많이 찍어내고(print too much), 정부가 과도하게 지출할 때(spend too much) 인플레이션이 발생한다고 주장한다. 이처럼 인플레이션이 통화적 현상이라면, 워시에게는 물가 안정 달성은 곧 통화량 조절이라는 결론 밖에 남지 않는다.

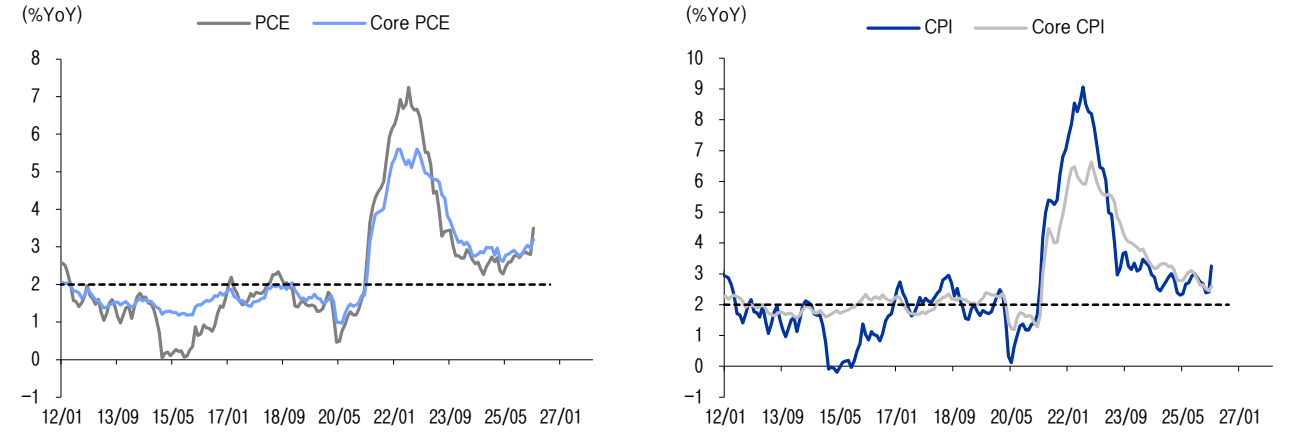
새로운 인플레이션 대응 체계라고 했지만 그는 방만해진 연준 대차대조표 규모 축소를 동반하는 근본적인 체질 개선을 꿈꾸고 있다.

그림5 Trimmed Mean과 Weighted Median



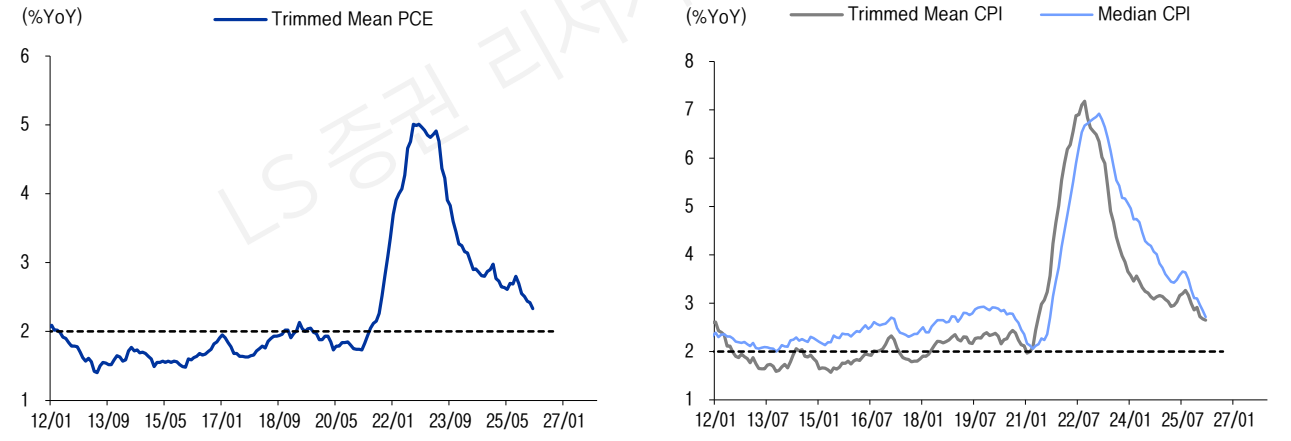
주: 댈러스 연은 Trimmed Mean PCE는 24번째 백분위 수 미만과 69번째 백분위 수 이상 가격 제거한 나머지. 클리블랜드 연은 Mean CPI는 50번째 백분위 수
자료: RBA, LS증권 리서치센터

그림6 일반 물가 지표의 상승률은 최근들어 재확대되고 있는 반면



자료: CEIC, LS증권 리서치센터

그림7 절사 평균 및 중간값은 상승률 둔화



자료: CEIC, LS증권 리서치센터

두 번째 변화: 新 재무부-연준 합의

WSJ 기고문 「The High cost of the Fed's Mission Creep(2025.4.27)」에서 워시는 2010년 QE2 결정(국채 추가 매입)으로 연준이 재정정책이라는 복잡한 정치 문제에 휘말리게 될 것을 우려했다고 말했다. 그는 양적완화정책이 중앙은행 정책으로 자리잡게 되면서, 상하원 의원들이 정부의 재정부담이 중앙은행에 의해 보조될 것을 알고 예산 편성을 더 쉽게 할 수 있었다고 지적했다. 중앙은행과 재정 당국 사이의 모호해진 경계를 우려했다.

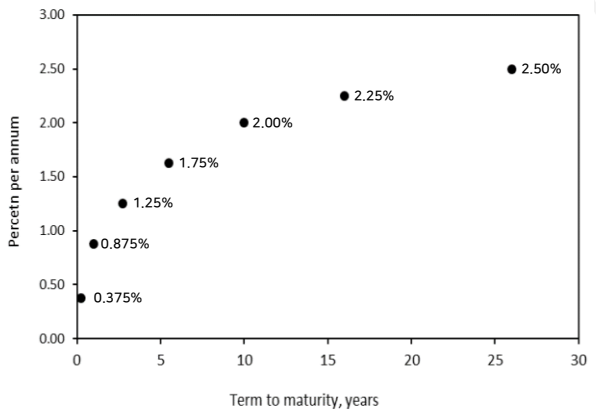
2025년 7월 17일, 워시는 CNBC와의 인터뷰에서 재무부와 연준 간의 새로운 합의가 필요하다고 말했다. 1951년 합의는 재무부의 국채 금리 고정(저금리 유지) 압박으로부터 연준이 통화정책의 독립성을 확보한 사건이다. 방대한 미국 정부 부채 규모를 감안할 때 연준의 독자적인 행동이 시장 변동성 확대로 이어질 수 있어 재무부(재정정책)와 연준(통화정책)의 정교한 조율이 다시 한 번 필요하다는 것이다. 한 마디로, 재정정책은 재무부에 맡기고 연준은 통화정책에 집중하자는 취지이다. 워시는 새로운 합의가 이뤄진다면 연준 의장과 재무장관이 시장에 '이것이 연준의 대차대조표 규모에 대한 우리의 목표다'라고 명확하고 신중하게 설명할 수 있을 것이라 언급했다. 이를 통해 시장을 안정시킬 수 있다고 보았다. 워시가 누차 강조해온 작고 효율적인 중앙은행의 순기능이라고 볼 수 있다.

참고: 재무부-연준 합의(Treasury-Fed Accord, 1951)

1942년, 제2차 세계대전 전비 조달을 위해 美 정부는 막대한 국채 발행이 필요했다. 재무부는 이자 부담을 줄이기 위해 연준에게 금리를 최대한 낮게 유지해줄 것을 압박했다. 이에 고정금리 체계가 형성돼 단기 국채는 0.375%, 장기 국채는 2.5%로 고정됐고, 연준은 금리 레벨 고정하기 위해 시장에서 소화되지 않는 국채를 떠안아야하는 상황이 되었다.

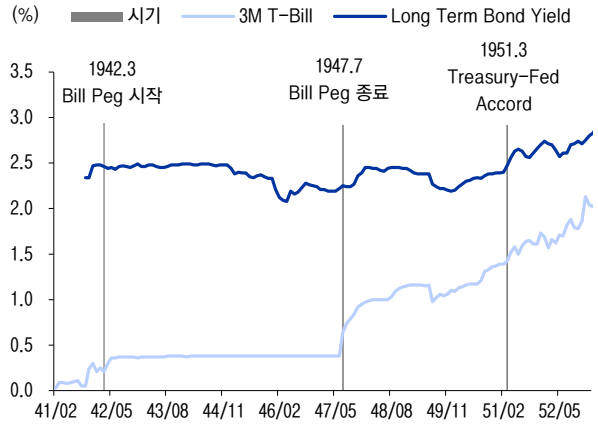
금리 레벨이 낮은 수준에서 안정적으로 고정된다는 것은 곧 금리 변동성은 제한적이라는 것을 의미했다. 시장은 리스크가 동일하다면 금리가 더 높은 장기물에 투자하는 것이 더 이득이라 생각했다. 그 결과 장기물 국채 수요가 폭발적으로 높아졌다. 연준은 장기 금리 레벨을 유지하기 위해서 보유하던 장기 국채를 매각했고 장기채 비중은 계속해서 감소했다.

그림8 The Fixed Pattern of Interest Rates



자료: New York Fed 「Managing the Treasury Yield Curve in the 1940s(Kenneth Garbade, 2020.2)」 LS증권 리서치센터

그림9 1941~1952 년 미국채 장단기 금리



자료: Fred, LS증권 리서치센터

그림10 **FED 보유 미국채**

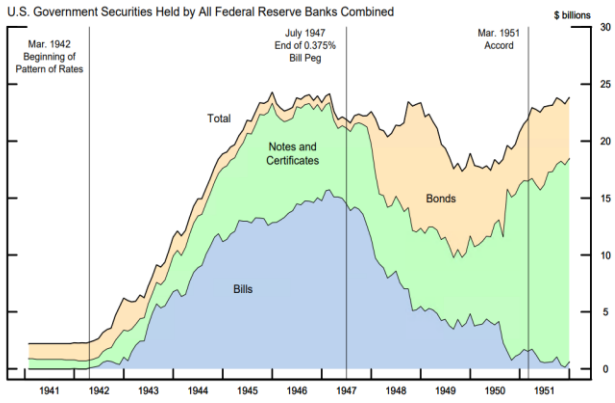
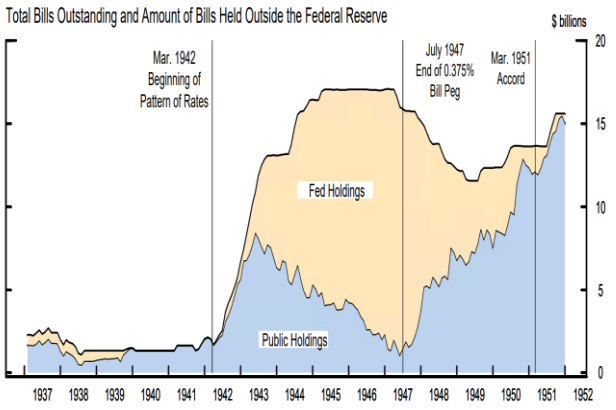
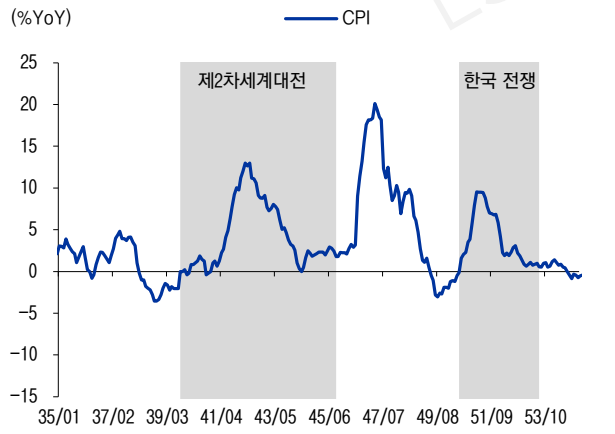


그림11 **1945 년말, Fed 는 Bill 의 75%를 보유**



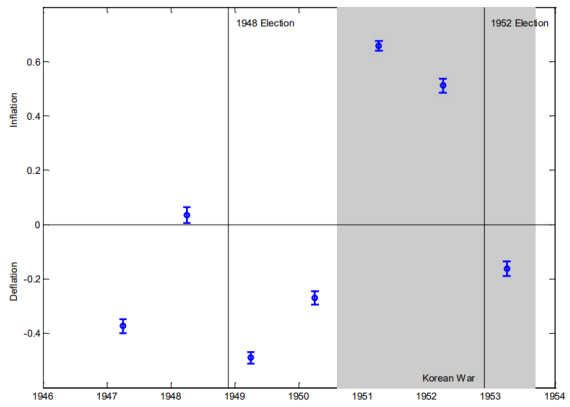
자료: 「Targeting the Yield Curve: The Experience of the Federal Reserve, 1942-51(2003.6.18)」, LS증권 리서치센터

그림12 **소비자물가상승률**



자료: CEIC, LS증권 리서치센터

그림13 **기대인플레이션 서베이(1947 년 ~1953 년)**



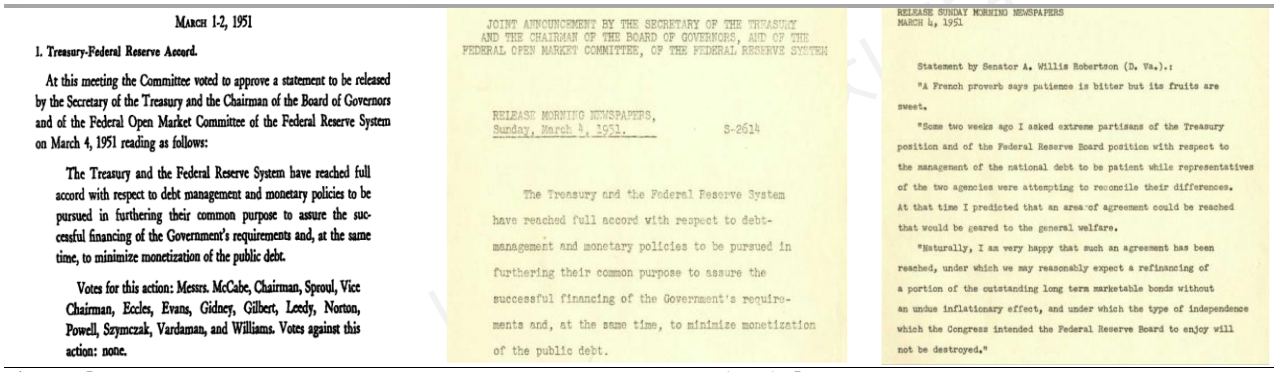
주: 인플레이션을 예상한 응답자 비율 - 디플레이션을 예상한 응답자 비율
자료: NBER 「Inflation, War Bonds, and the Rise of Republicans in the 1950s (Gillian Brunet·Eric Hilt·Matthew S. Jaremski, 2023.12)」, LS증권 리서치센터

1949년, 전쟁 직후 폭등했던 물가는 진정되었고 소비재 가격은 하락했다. 전쟁 특수가 끝나자 기업들도 재고 조정에 나서면서 산업생산이 감소했으며 실업률은 높아졌다. 경기가 어려워지자 연준은 경기 부양으로 위해 유동성을 풀고자 했으나 금리를 일정 수준으로 유지해야 했기 때문에 유동성을 다시 흡수해야만 하는 정책적 모순에 직면했다. 연준은 '이제부터 경제 상황에 맞춰 금리를 조절하겠다'고 선언했다.

1950년, 한국전쟁이 발발했다. 당시 해리 트루먼 정부는 국채를 통해 전쟁 비용을 조달하기 위해 국채 가격을 높게 유지할 필요가 있었다. 기준금리 인상에 나서지 말라고 연준을 압박했다. 그러나 막대한 재정지출에 따른 인플레이션 압력이 심각해지면서 연준은 금리 인상을 마냥 미룰 수만은 없었다. 재무부와 연준 간 갈등은 고조되었다.

1951년 1월 29일, 트루먼 대통령은 FOMC 위원들을 백악관으로 소집해 저금리를 유지해야 하는 필요성을 설득했다. 이튿날, 백악관은 FOMC가 현재 금리 수준을 유지해 국채 가격을 안정시키기로 약속했다는 내용의 성명문을 발표했다. 이에 연준은 뉴욕타임즈에 백악관 모임 회의록을 공개하며 그런 약속을 한적이 없다고 폭로했다. 결국 3월 4일, 당시 재무부 윌리엄 맥체스니 마틴 차관보(이후 연준 의장이 됨)와 토마스 맥케이브 연준 의장은 국채 발행은 원활하게 하되 인플레이션을 유발하는 부채의 화폐화를 방지하기로 합의했다.

그림14 **재무부-연준 합의**



MARCH 1-2, 1951

1. Treasury-Federal Reserve Accord.

At this meeting the Committee voted to approve a statement to be released by the Secretary of the Treasury and the Chairman of the Board of Governors and of the Federal Open Market Committee of the Federal Reserve System on March 4, 1951 reading as follows:

The Treasury and the Federal Reserve System have reached full accord with respect to debt management and monetary policies to be pursued in furthering their common purpose to assure the successful financing of the Government's requirements and, at the same time, to minimize monetization of the public debt.

Votes for this action: Messrs. McCabe, Chairman, Sproul, Vice Chairman, Eccles, Evans, Gidney, Gilbert, Leedy, Norton, Powell, Szymczak, Vardaman, and Williams. Votes against this action: none.

JOINT ANNOUNCEMENT BY THE SECRETARY OF THE TREASURY AND THE CHAIRMAN OF THE BOARD OF GOVERNORS, AND OF THE FEDERAL OPEN MARKET COMMITTEE, OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM

RELEASE MORNING NEWSPAPERS,
Sunday, March 4, 1951. S-2614

The Treasury and the Federal Reserve System have reached full accord with respect to debt-management and monetary policies to be pursued in furthering their common purpose to assure the successful financing of the Government's requirements and, at the same time, to minimize monetization of the public debt.

RELEASE SUNDAY MORNING NEWSPAPERS
MARCH 4, 1951

Statement by Senator A. Willis Robertson (D. Va.).:

"A French proverb says patience is bitter but its fruits are sweet.

"Some two weeks ago I asked extreme partisans of the Treasury position and of the Federal Reserve Board position with respect to the management of the national debt to be patient while representatives of the two agencies were attempting to reconcile their differences. At that time I predicted that an area of agreement could be reached that would be geared to the general welfare.

"Naturally, I am very happy that such an agreement has been reached, under which we may reasonably expect a refinancing of a portion of the outstanding long term marketable bonds without an undue inflationary effect, and under which the type of independence which the Congress intended the Federal Reserve Board to enjoy will not be destroyed."

자료: Fed「38th Annual Report of the Board of Governors of the Federal Reserve System(1951)」,「1949-1951, Box 15, Folder 4, William McChesney Martin, Jr., Papers. Missouri Historical Society」, LS증권 리서치센터

1) 금리 고정 정책 폐기
: 장기 국채 금리를 2.5%로 유지하기 위한 연준의 무제한 국채 매입 의무 없어짐

2) 부채의 화폐화 중단
: 정부가 빌린 돈을 갚기 위해 연준이 돈을 찍어 내는 행위 중단. 인플레이션 막기 위한 결정적 조치

3) 국채시장의 질서 있는 전환
: 금리를 한 번에 올리면 시장이 패닉에 빠질 수 있어 연준은 일정 기간 동안 국채 가격이 급격히 떨어지지 않도록 질서 있는 시장을 유지하는 범위 내에서만 개입

표2 **참고: 1951 년 재무부-연준 합의 타임라인**

시기	주요 내용
1 월 3 일	토마스 맥케이브 연준 의장·뉴욕 연은 앨런 스프로울 총재·존 스나이더 재무장관 회동
1 월 17 일	해리 트루먼 대통령과 면담
1 월 18 일	스나이더 재무장관, 뉴욕 연설
1 월 19 일	맥케이브 연준 의장, 트루먼 대통령과 면담
1 월 31 일	트루먼 대통령, 연준 공개시장 위원회(FOMC) 전원과 면담
2 월 1 일	백악관, 면담 내용 언론 공개
2 월 2 일	백악관, 트루먼 대통령이 맥케이브 의장에게 보낸 서한 공개
2 월 4 일	매리너 에클스 이사, 트루먼 대통령과의 면담 비망록(Memo) 언론 공개
2 월 6~8 일	FOMC 회의
2 월 8 일	맥케이브 연준 의장·스프로울 뉴욕 연은 총재·스나이더 재무장관 회동
2 월 10 일	스나이더 재무장관 입원(백내장 수술)
2 월 20~23 일	재무부-연준 간 실무 기술적 협의
2 월 22 일	폴 더글러스 민주당 상원 의원, 상원에서 보고서 발표
2 월 26 일	맥케이브 연준 의장·스프로울 뉴욕 연은 총재, 트루먼 대통령 등과 면담
3 월 2 일	스나이더 재무장관, 제안된 합의안 승인
3 월 4 일	1951 년 합의(The Accord) 발표
3 월 15 일	맥케이브 연준 의장 해임(사임)
4 월 10 일	트루먼 대통령, 맥아더 장군 해임
7 월 14 일	에클스 연준 이사 사임

자료:「Marriner S. Eccles and the 1951 Treasury-Federal Reserve Accord: Lessons for Central Bank Independence(Thorvald Grung Moe, 2013.1)」LS증권 리서치센터

세 번째 변화: 대차대조표 축소 지속 방안 강구

새로운 재무부-연준 합의가 발표된다면 연준의 비대해진 대차대조표 규모를 지속적으로 축소하는데 그 목적이 있을 것이다. 케빈 워시는 WSJ 기고문 「The Federal Reserve's Broken Leadership(2025.11.16일)」을 통해 현재 월스트리트(금융시장)에서는 자금조달이 너무 용이한 반면 메인 스트리트(실물 경제)에서는 신용 공급이 지나치게 경색되어 있다고 평가했다. 그러면서 연준의 비대한 대차대조표를 축소하고 이를 통해 확보한 자금(지급준비금)은 낮은 금리로 가계와 중소기업을 지원하는 데 재배치되어야 한다고 주장한 바 있다.

워시의 이상향은 한마디로 '연준 대차대조표의 민영화(Privatization of the Fed balance sheet)'이다. 금융시장에서 연준이 유동성을 공급하는 역할을 축소하고, 규제 완화를 통해 민간 부문이 자발적으로 더 많은 역할을 수행하도록 만드는 것이다. 정부(연준)가 주도하는 유동성 공급에서 민간(은행)이 주도하는 유동성 공급으로의 패러다임 전환이다. 워시가 말하는 자금과 역할의 재배치는 어떤 방식을 통해 이뤄질 수 있을까? 2가지 측면에서 의문이 든다. 첫 번째, 연준 예치 지급준비금을 어떻게 추가로 축소시키나? 두 번째, 지급준비금 감소는 곧 연준 자산(국채, MBS 등) 감소인데 민간이 해당 자산을 보유할 유인이 있나?

「A User's Guide to Reducing the Federal Redrves's Balance Sheet(Alyssa Anderson·Alessandro Barbarino·Anthony M. Diercks·Stephen Miran, 2026.3)」는 연준 대차대조표 축소를 위해 지급준비금 수요를 줄이거나 국내은행 외 부문의 부채를 줄임으로써 대차대조표를 축소하는 방안을 제시한다. 지급준비금 수요 감축은 크게 ①규제(regulatory) 변화, ②감독(supervisory) 변화, ③지급준비금 보유 수익성 축소, ④지급준비금 대체 자산의 매력도 제고, ⑤예비적 지급준비금 수요 완화 등으로 구분할 수 있고, ⑥국내은행 외 부문 부채 감축에는 TGA 관리 체계 개편과 외국인의 RRP 사용 억제 등이 있다.

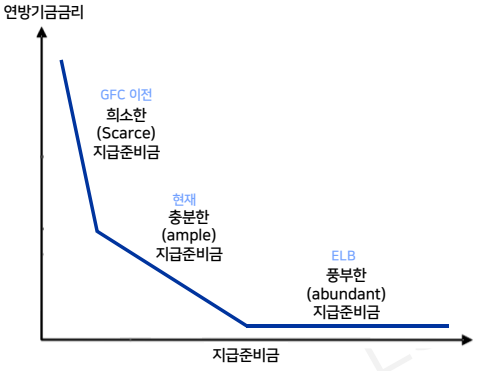
표3 **방안별 지급준비금 축소 규모 추정치**

구분	내용	지급준비금 축소 규모(단위: 십억 달러)		
		최소	중간	최대
①규제 변화	유동성커버리지(LCR) 내 재할인창구 차입 능력 인정	50	250	450
	스트레스 기간 중 LCR 요건 조정	50	125	200
	내부 유동성 스트레스 테스트(ILST) 운용 지침 개정	50	125	200
	회생·정리 유동성 요건 개편	0	50	100
	딜러 중개 기능 강화를 위한 SLR 규제 완화	-	-	-
②감독 변화	감독상 T-Bills과 지급준비금을 동등하게 대우	25	38	50
③지급준비금 보유 수익성 축소	EFFR을 IORB보다 높게 유도	150	350	550
	지급준비금 계층화(Tiering)	-	-	-
④지급준비금 대체 자산 매력도 제고	FIMA 레포 기구 접근성 확대	25	112	200
	스왑라인 및 외국 규제 당국과 공조 통한 외국계은행 수요 완화	-	-	-
⑤예비적 지급준비금 수요 완화	커뮤니케이션을 통한 SRP 낙인 효과 약화 노력	-	-	-
	SRP 차입 시간 연장 및 중앙 청산 도입	-	-	-
	T-Bills 통한 TGA 변동성 흡수	50	125	200
	FedWire 내 유동성 절약 메커니즘(LSM) 적용	100	112	125
	지급준비금 수요 감축 (Naïve Sum)	500	1,287	2,075
	지급준비금 수요 감축 (Monte Carlo Simulation Based)	**825**	**1,287**	**1,750**
⑥국내 은행 외 부문 부채 축소	TGA 관리 체계 재편	200	300	400
	외국인 RRP 사용 억제	0	50	100
	전체 대차대조표 축소 규모(Naïve Sum)	700	1,637	2,575
	전체 대차대조표 축소 규모(Monte Carlo Simulation Based)	**1,150**	**1,637**	**2,125**

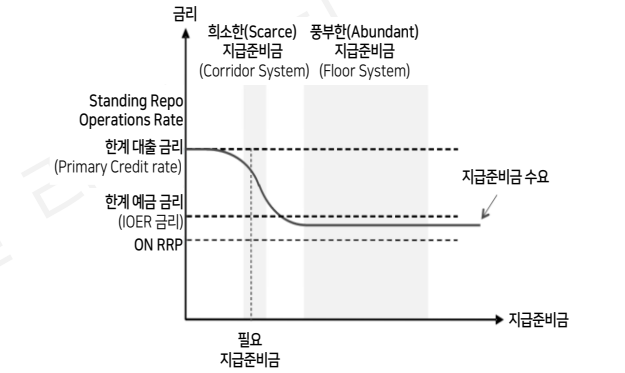
자료: 「A User's Guide to Reducing the Federal Redrves's Balance Sheet(2026.3)」, LS증권 리서치센터

또한 연준에서 방출되는 자산을 민간 부문이 보유하도록 유인하기 위해서는 추가 조치가 취해져야 한다고 제언했다. ①시장 흡수 능력을 고려해 연준의 속도 조절이 중요, ②은행 보유 가능한 국채 물량 확대 위한 SLR 등 규제 완화, ③국채를 담보로하는 RP 거래의 중앙 청산 시스템 구축, ④SRP 개선 및 FIMA 레포 시설 확장 등을 통한 국채 매력도 확대 도모, ⑤은행의 모기지 시장 접근성 개선 등이 있다.

그림15 **연준 통화정책 프레임워크**

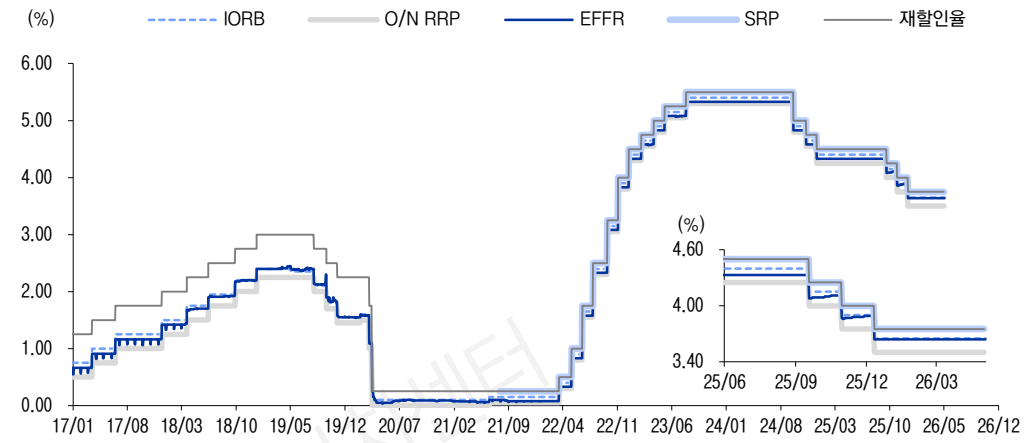


자료: LS증권 리서치센터



자료: LS증권 리서치센터

그림16 **실제 연준의 정책금리**



자료: Fred, LS증권 리서치센터

워시가 대차대조표를 지속적으로 축소하려는 이유는 글로벌 금융위기(GFC) 이전의 희소한(scarce) 지급준비금 체제로의 복귀가 아닐 것이다. 실현 가능한 시나리오는 현재의 충분한(ample) 지급준비금 체제를 유지하되, 예비적 동기에 의한 지급준비금 수요를 감소시켜 '충분한'의 기준을 낮추는 방식이다. 적정 수준 지급준비금 절대 규모가 하향되면 연준 대차대조표 규모 역시 함께 축소된다. 연준에 방치돼있다시피 예치된 유동성(지급준비금)이 민간 부문으로 흘러들어감으로써 보다 효율적인 자원 배분과 단기자금시장 기능 개선 등의 긍정적인 변화가 기대된다. 트럼프 행정부는 은행 산업 규제 완화에 박차를 가하고 있다. 워시는 이러한 흐름에 적극 동참하여 ①지급준비금 수요 축소 조치 → ②IORB < EFFR 유도 → ③지급준비금 추가 축소 등을 통해 가벼운 대차대조표를 만들려고 할 것이다.

네 번째 변화: 금융 규제 완화에 우호적인 스탠스

케빈 워시는 WSJ 기고문 「The Federal Reserve's Broken Leadership(2025.11.16일)」에서 미국 현실에 맞지 않는 복잡한 글로벌 규제에만 매달리다 미국의 은행 생태계와 실물 경제를 위축시켰다고 지적했다. 2022년 말 ~ 2023년 초에 발생한 SVB 사태 등의 뱅크런은 단순한 개별 은행의 문제가 아닌, 연준의 규제 및 감독 실패에서 비롯되었다고 평가했다. 또한 연준의 까다롭고 비효율적인 규제가 오히려 지역·중소은행들을 불리하게 만들었고 이는 결국 실물 경제로 가는 신용 흐름을 방해하는 부작용을 낳았다고 말했다.

워시는 재닛 옐런과 제롬 파월이 이끌었던 연준이 10여 년이 넘는 기간 동안 스위스 바젤에서 글로벌 규제 표준을 협상하는 데 너무 많은 시간을 허비했다고 비판했다. 특히 바젤 III Endgame은 미국 은행들을 복잡하고 비현실적인 글로벌 규칙에 묶어두려는 시도이며, 이는 미국의 Endgame이 아니라 지적했다. 그는 미국이 글로벌 표준을 맹목적으로 따르는 것이 아닌 미국식 규제를 도입해 전 세계 은행들이 사업하기 좋은 환경을 조성해야 한다고 주장했다. 이러한 규제 개혁이 이루어져야 미국 내 대출 활성화를 도모할 수 있고 궁극적으로 미국 경제 성장 및 국민들의 소득 증대로 이어질 것이라 진단했다. 워시는 현재의 미국 금융규제 관련 수정이 필요하다고 보고 있다. 트럼프 행정부의 규제 완화 움직임에 적극 동조할 것으로 예상된다.

참고: 트럼프 2기 행정부의 은행 산업 규제 완화 움직임

트럼프 2기 행정부 출범 이후 은행 산업에 대한 규제완화 움직임이 이어지고 있다. 특히 연준 내부에서도 중대한 변화가 일어났다. 2025년 3월 17일, 트럼프 대통령은 규제 강화론자인 마이클 바 이사가 자진 사임한 연준 금융감독 부의장직에 규제 완화론자인 미셸 보우먼 이사를 지명했고, 보우먼 이사는 6월 9일에 공식 취임했다. 바 이사는 대형은행에 대한 자본금 요건을 대폭 강화하는 바젤 III Endgame 등을 주도해 온 인물이었던 반면, 보우먼 이사는 캔자스주 은행감독청장과 지역 은행(Farmers & Drovers Bank) 부행장 출신으로 과도하고 복잡한 규제가 오히려 은행의 경쟁력을 해친다는 입장을 고수해 온 인물이었다. 실제로 보우먼 금융감독 부의장 취임 이후, 연준 이사회는 대형은행에 대한 규제 완화 조치가 본격적으로 논의되기 시작했다.

2025년 6월 27일, 연준·연방예금보험공사(FDIC)·통화감독청(OCC)은 보충적 레버리지 비율(eSLR) 기준을 완화하는 제안서를 공동 발표했다. 적용 대상은 BofA, 씨티그룹, JP모건, 웰스파고, 골드만삭스, 모건스탠리, BNY 멜론, 스테이트 스트리트 등 8개 글로벌 시스템 중요 은행(GSIB)이다. 해당 조치는 기존의 고정된 eSLR 기준을 완화해 대형은행들이 미국 국채 시장 중개 및 RP 등 단기자금시장에 적극적으로 참여하도록 유도하는데 목표를 두었다. 아울러 연준은 총손실흡수능력(Total Loss-Absorbing Capacity, TLAC)과 적격장기부채(Long-Term Debt, LTD) 레버리지 비율 산정 시 적용되던 기존의 고정 2% 레버리지 버퍼를 폐지하고, 새로운 eSLR 버퍼 기준(해당 GSIB의 Method 1 자본할증의 50%)에 연동하기로 했다(TLAC: 9.5% → 7.5%+ eSLR 버퍼, LTD: 4.5% → 2.5% + eSLR 버퍼).

11월 25일, 연준·FDIC·OCC는 eSLR 규제 완화 최종안(Final Rule)을 승인 및 발표했다. 특히 최종안에는 자회사 은행에 적용되는 eSLR 버퍼를 최대 1%로 제한하는 상한(Cap) 규정이 추가돼, 자회사 은행들의 자본 부담이 제안서 대비 더욱 경감되었고 지주회사로의 자본 송금도 한층 쉬워졌다. 다만, 시장에서 기대하던 'SLR 산정 시 미국 국채나 지급준비금을 완전히 제외하는 조치(carve-out)'는 최종안에 포함되지 않았다. 최종안이 확정됨에 따라 규제 대상 은행들은 2026년 1월 1일부로 조기 도입을 선택할 수 있었으며, 4월 1일부로 eSLR 완화 규제가 전면 발효되었다.

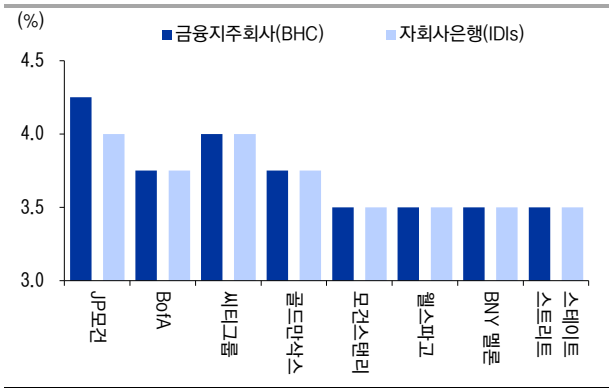
2025년 12월 1일, 커뮤니티 뱅크 등 소규모 은행들의 규제 부담을 줄이기 위해 커뮤니티 뱅크 레버리지 비율(CBLR)을 기존 9%에서 8%로 인하하고 유예 기간을 2분기에서 4분기로 늦추는 내용이 담긴 제안서가 발표되었다. 2026년 4월 23일, 연준·FDIC·OCC는 제안서와 같은 내용으로 최종안을 승인 및 발표했다. 이는 오는 7월 1일부로 발효될 예정이다.

그림17 **미국 은행권 eSLR 규제 완화**

대상	구분	기본	eSLR(버퍼)	최종
금융 지주회사 (BHC)	기존	3%	2%	5%
	신규	3%	G-SIB 할증 x 50%	최대 4.75%
자회사 은행 (IDIs)	기존	3%	3%	6%
	신규	3%	min[G-SIB 할증 x 50%, 1%]	최대 4%

자료: LS증권 리서치센터

그림18 **완화된 eSLR**



자료: LS증권 리서치센터

2026년 3월 19일, 연준· FDIC·OCC 공동으로 ①바젤 III 개정안과 ②표준방법론 개정안을 발표했고, 연준은 단독으로 ③GSIB 추가자본 개정안을 발표했다. 90일간의 의견수렴 기간(~6.18일)을 거쳐 최종안이 확정될 예정이며 본격 시행 시점은 2027년 이후에 가능할 것이라는 전망이 우세하다.

①바젤 III 개정안: 기존에 추진되던 바젤 III Endgame의 과도한 자본상향안을 폐기하고 전면 수정. 가장 규모가 큰 초대형 은행(Category I, II)에 적용되며, 기존의 복잡한 이중 계산 방식(미국 표준방법론과 고급법 중 더 높은 쪽을 적용)을 없애고 확장된 위험기반 접근법(Expanded Risk-Based Approach, ERBA)이라는 단일 계산법으로 단순화 카테고리

②표준방법론: 대형은행이 아닌 중대형 지역은행(Category III, IV) 및 일반은행들의 부담을 덜어주기 위해 함께 발표. 은행들의 전통적인 영업활동(기업대출, 주택담보대출 등)에 적용되는 위험가중치를 낮춰 은행들이 자본을 더욱 자유롭게 대출로 활용할 수 있게 함

③GSIB 추가자본 개정안: 연준이 단독으로 발표한 제안. GSIB들이 추가로 쌓아야 하는 자본 부담 완화하는 내용. 경제 성장으로 은행 자산 규모가 자연스럽게 확대된 것을 위험 증가로 오인해 자본을 더 쌓게 만드는 문제를 해결하기 위해 산정 지표를 합리적으로 조정

표4 2026년 3가지 개정안의 주요 내용

구분	내용	
바젤 III 개정안	신용 리스크	- 기준별 위험가중치 차등화: 부동산대출은 LTV 비율 및 상환 재원, 소매 대출은 상환 이력, 기업 대출은 기업 신용도 - 주거용 부동산 대출: 모기지 서비스 자산(Mortgage Servicing Assets, MSA)에 대한 자본 차감 규정을 삭제하는 대신 위험가중치 250% 적용해 은행 부담 경감
	운영 리스크	- 표준화된 운영 리스크 자본요건 도입: 은행의 수익과 비용을 고려한 비즈니스 지표를 바탕으로 산출 - 내부손실승수(internal loss multiplier) 제외: 2023년안은 운영 리스크 자본요건 산식에 이를 포함해 과거 운영 손실이 많을수록 자본요건이 상승하는 구조. 금번 개정안에서는 제외 → 과거 잘못으로 계속 자본을 더 쌓아야 하는 벌칙성 규제 사라진 것
	시장 리스크	- 기존 VaR(Value at Risk)에서 극단적 손실 위험을 더 잘 반영하는 기대손실(expected shortfall)로 측정 방식 변경 - 적용대상 확대: Category Ⅰ · Ⅱ 은행 외 트레이딩 규모가 $50억 이상 또는 총자산의 10% 이상 은행도 포함
	신용평가조정 리스크	- 새로운 표준화 측정 방식 도입: 파생상품 거래상대방의 신용도 변화로 인한 손실 리스크를 반영하기 위한 목적 - 명목 파생상품 익스포저 $1조 이상 은행도 대상
표준방법론 개정안	- 위험가중치 차등화 등: ERBA와 유사하게 위험가중치 조정. MSA에 대한 자본차감 규정 삭제 및 위험가중치 250% 적용은 동일 - 단계적 미실현손익(AOCI)의 보통주자본(CET1) 반영: 은행들이 보유한 채권 등에서 발생한 AOCI를 CET1에 반영하도록 하되, 은행들(Category Ⅲ · Ⅳ)이 적응할 수 있도록 5년에 걸쳐 단계적 반영	
GSIB 추가자본 개정안	- 추가자본 산식 계수 조정: 지난 몇 년간의 금융시스템 및 경제 변화를 반영하도록 일회적으로 1.2배로 조정 - 추가자본 산식 계수 자동조정 메커니즘 도입: 향후에도 경제 성장과 인플레이션을 반영하는 것이 목적. GDP 성장률 조정 계수는 3년 명목 GDP의 평균 성장률에 맞춰 계수 자동 조정되도록 함 - 단기도매자금조달(STWF) 기준 변경; 은행이 단기로 빌리는 STWF는 위기 시 한번에 빠져 나갈 위험이 큼. 따라서 위험 측정 시 '위험가중자산 대비 STWF 비율(현행, 2023년안)'→'절대금액(2026년안)' 변경 - 단기도매자금조달(STWF) 부문 가중치 재조정: 그동안 도입 당시 의도와 달리 상승해왔는데 당초 의도대로 20%가 되도록 조정 - 지표값 기준 '연말'→'연평균'으로 변경: 은행들의 일시적 지표 조정 유인(Window dressing)을 줄이기 위해 연말 시점 기준이 아닌 일별 · 월별 값의 연평균으로 계산하도록 요구 - 추가 자본 가산율 50bp→10bp로 세분화: 급격한 자본 요건 변동 방지, 시스템적 리스크 프로파일 변화에 대한 GSIB 추가 자본 민감도 향상이 목적	

주: Category Ⅰ 은행은 미국 GSIB, Category Ⅱ 은행은 총자산 $7천억 이상 또는 국경간 거래규모 $750억 이상, Category Ⅲ 은행은 총자산 $2.5천억 이상 또는 비은행 자산, 가중 단기도매자금조달, 부외 익스포저 $750억 이상, Category Ⅳ 은행은 총자산 $1천억~$2.5천억
자료: 국제금융센터 「미국 은행 자본규제 개정안의 기대효과 및 리스크 점검 (황유선·박미정, 2026.4.20)」 참고, LS증권 리서치센터

표5 2026년 3가지 개정안에 따른 CET1 요구자본 변화율

구분 (항목)	카테고리 Ⅰ·Ⅱ 은행	카테고리 Ⅲ·Ⅳ 은행	그 외 중소형은행
바젤 III 개정안	+1.40%	-	-
GSIB 추가자본 개정안	-3.80%	-	-
표준방법론 개정안	-	-6.10%	-7.80%
미실현손익(AOCI) 반영	-	+3.10%	-
스트레스 테스트 수정안	-4.3%(글로벌 시장 충격 및 운영 리스크) + 1.9%(기타 변동 사항)	-2.20%	-
총계 (Total)	-4.80%	-5.20%	-7.80%

주: 글로벌 시장 충격: 극단적인 시장 변동성 발생 상황 가정한 트레이딩 손실 반영, 운영 리스크: 불황 시기의 은행 소송 비용 및 내부 통제 실패로 인한 예상 손실 반영, 기타 변동 사항: 배당금 지급, 자사주 매입 계획 및 기타 회계적 조정 사항 반영
자료: Fed, LS증권 리서치센터

이러한 일련의 은행 규제 완화는 은행들이 여유 자본을 활용해 미국 국채를 적극 매입하거나 Repo 등 단기자금시장에서 주요 유동성 공급자로써의 역할을 강화하는 등 미국 금융시장 안정에 기여할 것으로 기대되고 있다. 더욱이 은행권의 대출 여력 확대로 인해 실물경제로의 신용 흐름이 강화된다면 소비 및 대출 활성화로 이어질 수 있는 점도 긍정적인 부분이다. 비록 2020년 4월의 carve-out 같은 방식은 SLR 규제 완화는 아니지만, 가벼운 대차대조표를 위해 민간의 미국 국채 보유 확대가 필수적인만큼 워시는 금융 규제 완화를 선호 또는 추가 완화에 적극 동참할 것으로 판단된다.

다섯 번째 변화: 소통 및 정책 결정 방식 수정

케빈 워시는 영란은행 몬태규 노먼 前 총재(1921~1944)의 유명한 좌우명 '결코 설명하지 말고, 결코 변명하지 말라(Never explain, never excuse)'를 인용하며 현대의 연준이 정반대의 극단에 서 있다고 지적했다. 현대의 연준은 항상 소통하고 있으며, 오해를 사지 않기 위해 소통에 대해 소통하는(communicating about communicating) 지경에 이르렀다고 꼬집었다. 또한 FOMC 회의와 회의 사이 기간 동안 의사록, 수십 건의 연설 및 인터뷰 등이 있어 시장은 데이터가 아닌 연준의 말에 집중하고 있는 점을 지적하기도 했다.

워시는 포워드가이던스에 대해 다소 부정적인 시각이며, 반복적인 발언보다 진실을 추구하는 것이 훨씬 중요하다고 생각하는 인물이다. 회의와 회의 사이 기간 동안 연준위원 발언 제한, 점도표 폐기, 경제 전망 횟수 및 기간 축소 등 지금까지 당연하다고 여겨지던 소통 방식에 변화가 나타날 수 있다. '모호함의 연준'으로 돌아갈 가능성을 배제할 수 없다.

워시는 데이터 의존(data-dependent)보다는 추세 의존(trend-dependent) 방식에 따른 정책 결정이 바람직하다고 보았다. 그는 과거 연준위원들이 데이터 의존 방식에 매몰되어 정제되지 않은 단기적인 잡음 때문에 갈팡질팡하는 모습을 보였다고 지적했다. 워시는 고용이나 물가가 목표에서 벗어나는 현상이 명확히 관찰되거나 그 정도가 심각할 때에만 정책을 조정해야 한다고 판단했다. 경제를 미세 조정하기 위해 결정을 내려선 안된다는 것이다.

그 대신 워시는 추세에 의존하는 방식, 즉 노동시장이나 생산량과 같은 광범위한 추세가 바뀌기 시작할 때, 새롭게 확인되는 중요한 시그널을 고려해 결정해야 한다고 말했다. FOMC 회의를 앞두고 발표되는 몇 개의 데이터 자체도 중요하지만, 지금까지의 변화 그리고 향후 전개 상황에 대한 추세가 포착되어야 정책 조정에 나설 수 있다는 것이다. 이와 같은 결정 방식에 연준위원들이 동의할지는 미지수다. 다만 워시가 이러한 관점을 갖고 있다면, 여타 위원들대비 통화정책 사이클 전환 예상 시기가 다소 늦을 수 있으며 이는 통화정책 실기(Behind the curve) 비판에서 자유롭지 못할 수 있다는 판단이다.

LS증권 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.