

# Macro

Economist 이정훈, CFA  
jhoon.lee@daishin.com

## 케빈에 대하여

- 케빈 워시의 확고한 연준 개혁 의지, 적응 과정에서 시장 변동성 불가피
- 워시가 제시한 청사진, 성공하면 저금리가 아니라 강한 성장과 높은 금리
- 청문회서 재무부 협조 가능성 언급, 워시 체제 하 정치 연계성 강화 예상

### 케빈 워시의 확고한 연준 개혁 의지

파월의 뒤를 이을 케빈 워시는 최근의 연준 의장들 중 가장 입체적이며, 정치적 신념이 매우 뚜렷한 인물이다. 청문회에서 본인 입으로 '체제 전환(Regime Change)'을 언급했고, 이전부터 연준 개혁에 대한 의제들을 제시해왔다. 워시는 본인에게 연준을 개혁해야 할 사명이 있다고 생각한다.

워시가 던진 주요 의제들은 대차대조표 축소, 커뮤니케이션 축소, 정부와의 협력 강화 정도로 요약할 수 있다. 대부분 연준의 프레임 워크를 바꾸는 방식이기 때문에 어느 정도의 시간이 소요될 것이다.

대차대조표 축소와 달리 커뮤니케이션 방식의 변화는 조금 더 빠르게 진행될 수 있는데, 시장이 이에 적응하는 과정에서 다소 혼란이 발생할 수 있다. 짧게는 6월 첫 FOMC 부터 8 월 잭스홀 미팅까지가 되겠지만, 길게는 임기 내내 시장이 적응해야 할 가능성도 있다.

인플레이션 목표 체제가 변화할 가능성도 배제할 수 없다. 워시는 경제학자 출신이 아니며 파월과 같이 경제학자처럼 생각하려고 노력하지도 않는다. 인플레이션에 대한 워시만의 인식이 있다. 만약 인플레이션이 계속해서 2% 위에 머물러 있다면, 워시의 임기 내 관련 정책에 변화가 나타날 수 있다.

### 만만치 않은 청사진, 성공하면 저금리가 아니라 강한 성장과 높은 금리

워시는 AI 발 생산성 향상이 디스인플레이션을 일으켜 금리 인하가 가능할 것이라 주장하고 있다. 이는 1990년대 중반 그린스펀의 생산성 논리와 매우 닮아 있다.

하지만 당장은 미국의 인플레이션이 너무 높다. 워시가 생산성 향상을 찾아낸다 하더라도 금리 인하를 위해서는 인플레이션이 2%대에는 진입해야 할 것으로 보이며, 그 시점은 빨라도 내년이다.

또한 1990년대 그린스펀의 비둘기 정책의 결말은 결국 높은 성장과 수요 과열, 높은 금리로 귀결되었다. 여기에 워시는 대차대조표 축소를 통한 장단기 금리 확대로 은행들의 대출이 증가하고 미국의 실물 사이클이 회복되는 그림을 그리고 있다. 이 역시 성공할 경우 강한 성장을 통한 높은 금리로 이어질 것이다.

### 정치와의 연계성 강화

마지막으로 연준은 어떤 식으로든 정치와 연계성이 높아질 것이다. 워시는 금리 결정을 제외한 영역은 무조건적인 독립성이 요구되지 않는다고 생각한다. 청문회에서는 이미 재무부와의 공조 의지를 내비쳤다. 케빈 워시의 연준에서는 베센트 재무장관의 발언에도 귀를 기울일 필요성이 높아질 것으로 예상된다.

## I. 케빈에 대하여

### 연준 개혁(Regime Change)의 역사적 사명

제롬 파월의 뒤를 이을 케빈 워시는 아마 지난 몇 명의 연준 의장들 중 가장 입체적인 인물일 것이다. 사실 둘 사이에는 공통점이 꽤 있다. 모두 정통 경제학자가 아니라 법학을 전공했으며, 월 스트리트에서 투자 은행가로 커리어를 쌓은 후 정부에서 일했다. 파월은 부시 행정부 재무부 차관이었고, 워시는 백악관 경제정책 보좌관이었다. 이후 연준 이사로 임명되었다.

하지만 몇 가지 유사점에도 불구하고 둘은 근본적으로 전혀 다른 성향을 가진 인물이다. 파월은 연준 이사 시절 본인이 경제학자가 아니라는 사실에 스스로 압박을 느꼈고, 연준 스태프들의 방을 직접 찾아가며 과외에 가까운 도움을 요청했던 것으로 잘 알려져 있다. 비경제학자였지만 통화정책을 누구보다 열심히 공부했고, 본인이 가지고 있는 월가 네트워크를 활용해 통화정책의 영향을 점검할 줄 아는 실용주의자였다.

반면 워시는 실용주의자 보다는 신념과 목적 의식이 뚜렷한 인물이다. 여기에 약간의 비아냥을 섞자면, 자아가 비대한 사람이다. 파월도 온건한 공화당원으로 알려져 있지만, 워시의 커리어에는 전반적으로 정치적인 성향이나 신념이 더 짙게 묻어난다.

파월의 재무부 시절 역할은 금융 시스템 및 제도를 관할하는 것이었던 반면 워시가 일한 백악관 NEC의 역할은 정책 기획 및 정부 조율이었다. 워시는 QE2에 반대했고 파월도 QE3에 부정적인 입장이었다. 파월이 QE3에 반대한 이유는 출구전략의 어려움과 채권 시장의 왜곡이었다. 워시도 비슷한 문제 의식이 있었다. 하지만 그는 무엇보다 연준이 국채를 대규모 매입하는 것이 정치적 독립성을 훼손한다고 생각했다. 그리고 2012년 연준 이사직에서 사임한다.

이후 모교인 스탠퍼드에 강사로 복귀하고, 스탠퍼드 내 보수 싱크탱크인 후버 연구소에서 보수 정계의 거물인 콘돌리자 라이스, 조지 솔츠와 사적인 멘토십을 형성한다. 워시가 스탠퍼드 재직 시절 자문활동을 했던 듀케인의 스탠리 드리켄밀러는, 현 재무장관인 스킷 베센트의 전 상사이기도 하다.

인사 청문회에서 워시는 라이스와 솔츠에 대한 존경을 표했다. 이들은 통화정책과는 관련이 없는, 과거 레이건과 부시 행정부에서 국무장관을 지낸 이들이다. 같은 자리에서 워시는 연준의 '금리 결정'은 독립적이어야 하나, 그 외 부문에 있어서는 같은 수준의 독립성을 보장받지 않으며, 미국의 이익을 위해 재무부에 협조할 수 있다는 생각을 피력했다. 청문회에서 보여준 모습은 연준 의장 보다는 정치인에 가깝기도 했다.

워시는 취임 이전부터 다양한 의제를 제시하며, 연준을 개혁하겠다는 목적 의식을 가감 없이 보여주었다. 그의 시각은 연준이 금융위기 이후 자산시장에 직접 개입하면서 본연의 권한을 넘어섰고, 연준의 역할이 너무 비대해졌다는 것이다. 대차대조표를 축소해 연준의 영향력을 줄이고, 물가 안정이라는 본연의 목적에 집중해야 한다.

포워드 가이드선도 문제다. 워시가 보기에 연준은 말이 너무 많다. 연준 이사부터 지역 연은 총재들까지 너무 많은 사람들이 주기적으로 통화정책 방향에 대해 언급하고 연준은 점도표를 통해 미래의 결정을 너무 구체적으로 보여준다. 그런데 시장이 연준이 주는 정보들에 과도하게 집착하면서 오히려 변동성을 더 키운다고 생각한다.

워시에게 지금의 연준은 본연의 권한을 넘어서 금융시장을 왜곡하고 정치적 독립성을 잃어버린 개조의 대상이다. 청문회에서는 본인 입으로 '체제 전환(Regime Change)'을 언급했다. 그에게 감정 이입을 해보면, 워시는 지금 스스로를 '연준 개혁의 역사적 사명'을 가진 개혁가라고 생각한다.

표 1. 워시가 던진 주요 의제

카테고리	예상 방향	주요 발언/의견
금리 정책	AI 생산성 = 인하 명분	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Fed 이사 시절, QE 2에 반대</li> <li>- WSJ 기고 (25년 11월): "AI는 디스인플레이션 요인"</li> <li>- 청문회서 금리인하 선호 표명, 트럼프 행정부 영향은 부인</li> <li>- 1996년 그린스펀 의장이 '인플레이 없는 성장'을 주장했던 논리와 유사</li> </ul>
대차대조표	대차대조표 축소 & 장기금리 소폭 상승/유지	<ul style="list-style-type: none"> <li>- WSJ 기고: "Fed의 자산이 비대해졌다"며 과거 QE 문제점 지적</li> <li>- 목표: 'regime change'를 통한 중앙은행의 역할 점진적 축소</li> <li>- 정책금리 인하 + 장기금리 ↑</li> <li>- 장단기 금리 스프레드 확대 → 은행 예대마진 확대 → 실물경제 활성화</li> </ul>
커뮤니케이션	포워드 가이드선 폐지	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 장기 가이드선이 21~22년 인플레이 정책 실수의 원인</li> <li>- 포워드 가이드선 축소 (ex. 점도표 삭제, 기자회견 최소화)</li> <li>- "진실 추구(Truth-seeking)가 반복(repetition) 보다 더 중요"</li> </ul>
재무부 정책공조	금리 결정 외 영역에서 정책공조 강화	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 연준과 재무부의 공조 하에 효율적인 통화정책과 재정정책 추구 (ex. 재무부의 국채 발행 계획 &amp; 연준의 자산 유동화 일정 조율)</li> <li>- 단기 국채 중심 포트폴리오 전환</li> <li>- "정치적 압력은 독립성 위협 아님"</li> </ul>

자료: 언론보도 취합, 대신증권 리서치센터

표 2. 케빈 워시의 주요 이력

시기	연도	주요 사건	세부 내용
출생 / 학업기	1970	뉴욕주 올버니 출생	- 유대인 가정의 3남매 중 막내. - 부친은 학교 교복 제조업, 모친은 저널리스트 · 프리랜서 작가
	1992	스탠퍼드대 공공정책학 학사 졸업	- 고교 시절 테니스 특기를 살려 스탠퍼드 입학 - 총학생회(ASSU) 상원의장 역임 - 우등 졸업
	1995	하버드 로스쿨 법학박사(JD) 졸업	- 스탠퍼드 경제학 박사 학위 취득을 계획했으나, 부친의 강력한 권유로 로스쿨 진학 - 로스쿨 재학 중 하버드 비즈니스 스쿨(HBS)과 MIT 슬론 경영대학원 교과과정 병행 - 법학, 거시경제학, 규제 정책 융합 연구로 우등 졸업
월가 / 백악관	1995	모건스탠리 M&A 부 입사	- 부사장 및 상무이사까지 초고속 승진 - 뉴욕 본사에서 7년간 기업 M&A 딜 주도 - 9·11 테러 당시 세계무역센터(WTC) 붕괴 현장을 직접 목격, 공직 진출 계기
	2002	부시 백악관 경제정책 특별보좌관	- 국가경제위원회(NEC) 사무총장 겸직 - 백악관과 주요 금융 규제 기관 간 수석 연락책(White House Liaison) 역할 - 대통령 직속 '금융시장 워킹 그룹'의 핵심 위원으로 활동
연준 이사	2006	연방준비제도 이사회(Fed) 이사 취임	- 부시 대통령 지명으로 역대 역사상 최연소 이사 임명 - G-20 Fed 대표 겸 아시아 신흥국 담당 대사 병행 - 금융위기 당시 벤 버냉키 연준 의장과 티모시 가이트너 뉴욕 연준 총재의 핵심 참모
	2010	WSJ 기고 — QE2 공개 반대	- 양적완화 2 차에 대한 공개적 반대 입장 표명
	2011	연준 이사 자진 사임	- 버냉키 의장의 완화적 통화정책과 대립이 이어지며 사임 결정 - 본래 임기는 2018년이나, 오바마 대통령에게 사직서 제출
야인 시기	2011-25	스탠퍼드 경영대학원 강사	- 후버 연구소의 수석 연구원으로 초빙되어 모교로 복귀 - 동시에 스탠퍼드 경영대학원원(GSB)에서 강사 생활 - 후버 연구소 시절 정계 거물인 콘돌리자 라이스, 조지 솔츠와 사적 교류 확대
	2011-25	듀케인 패밀리오피스 파트너	- 스탠리 드러켄밀러의 패밀리오피스에서 투자/자문 활동

자료: 언론보도 취합, 대신증권 리서치센터

## “인플레이션에 대한 제 견해는 컨센서스에서 다소 벗어날 수도 있습니다”

금리 결정에만 국한해서 보면 위시의 인사 청문회 중에서 가장 눈에 띄는 발언은 절사평균 물가에 대한 언급이었다. 위시는 기존 연준이 주목하는 근원(Core) 인플레이션 지표의 한계를 지적하면서 델리스 연은에서 발표하는 절사평균 인플레이션이 극단적/일시적인 변동을 제거한 기초적인 물가 흐름을 더 잘 보여준다고 주장했다.

우연인지는 모르겠으나, 마침 당 시점에서 Core PCE 인플레이션은 +3.0%YoY였던 반면 절사평균 인플레이션은 +2.3%YoY에 불과했다. 그리고 위시는 AI의 생산성 향상을 근거로 금리 인하가 가능하다고 주장하고 있다. 시장은 위시가 본인 입맛에 맞는 물가지표를 사용할 위험을 우려했고, [델리스 연은](#)도 현재 절사평균 물가가 가지고 있는 한계나 리스크를 언급하며 이에 반박했다.

다만 위시의 절사평균 물가 채택 주장이 고려할 가치가 없는 것은 아니다. 캐나다나 호주처럼 공식적인 타게팅 지표는 아니더라도 절사평균/중양값 물가를 통화정책 운영의 주요 근거로 활용하는 중앙은행들이 이미 존재한다.

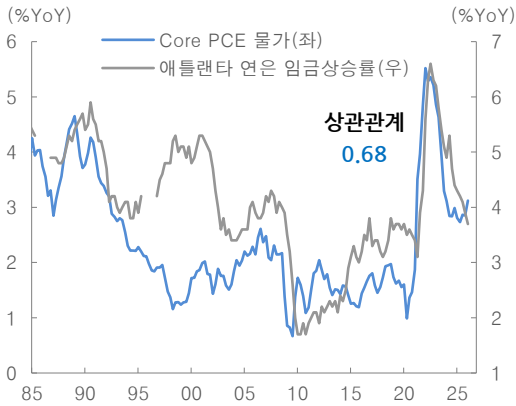
중앙은행들이 높은 변동성에도 불구하고 헤드라인 물가를 공식적인 타게팅 대상으로 삼는 이유는 그것이 대중적이고 이해하기 쉬우며, 커뮤니케이션을 통한 기대인플레이션 관리가 더 용이하기 때문이다. 이미 지역 연은들은 절사평균 외에도 다양한 물가 지표들을 자체적으로 산출하는데, 이들은 헤드라인이나 Core 물가와 달리 대중성은 떨어지지만 기저의 흐름을 파악하는 데는 더 나은 부분들이 많다. 중앙은행이 여러 데이터를 참고해 종합적으로 통화정책을 결정하는 것이 나쁜 것은 아니다.

따라서 위시의 청문회 발언은 단순히 절사평균 물가가 더 우월하다는 주장이 아니라, 단일 지표에 맹목적으로 매달리지 않고 여러 지표를 종합적으로 활용해야 한다는 인식에서 나온 발언일 수 있다. 사실 인플레이션에 대한 위시만의 독특한(?) 인식은 2023년 영국 상원 경제위원회에서의 발언에서 훨씬 명확하게 드러난다.

당시 위시가 언급한 내용 중 핵심은 두 가지이다. 1) 물가 안정의 기준은 시대에 따라 달라진다. 2% 목표를 반드시 고수해야 하는 것은 아니다. 2) 인플레이션의 측정 오류 가능성이 있기 때문에 인플레이션 목표는 단일 값 보다는 범위 목표가 더 적절하다.

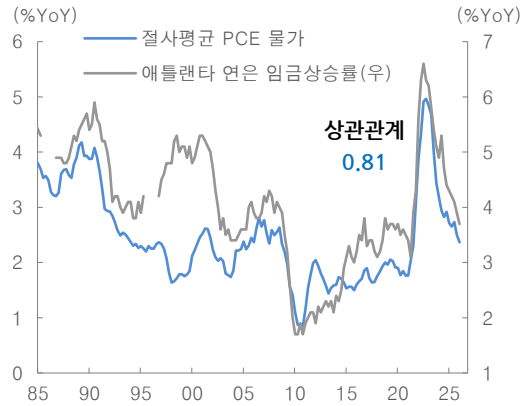
앞서 언급한 케빈 위시에 대한 컨텍스트를 감안하고 위시의 통화정책을 예상해보면, 우리가 주의해야할 부분이 도출된다. 위시는 필립스 곡선 등을 생각하는 순수 경제학자의 마인드로 통화정책을 운영하지 않을 것이라는 점이다. 정작 연준 의장 지명 이후에는 직접적인 언급이 없었지만, 위시가 지금까지 던진 의제들을 볼 때 인플레 목표 변경도 가능성이 없는 시나리오는 아닐 것으로 보인다.

그림 1. 임금 상승률과 Core PCE 인플레이션



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 2. 절사평균 물가가 노동 시장 여건을 더 잘 반영



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 3. 과거 영국 상원 경제위원회 참석 당시 케빈 워시의 주요 발언

“2% 인플레이션 목표에 대한 제 견해는 컨센서스에서 다소 벗어날 수도 있습니다(My views on inflation targets like that might be a bit out of consensus)”

“적어도 아직은 경제학은 물리학이 아닙니다. 저는 점 추정치보다 범위를 선호하는 편인데, 부분적으로는 측정 오차 때문이고, 또 부분적으로는 광의의 물가 안정이 그렇게 정밀할 수 없다고 생각하기 때문입니다(Economics is not physics—at least not yet. I tend to prefer ranges versus point estimates, in part because of measurement error and in part because I think broad price stability can never be that precise)”

“수치로 정의된 물가 안정의 기준은 시대에 따라 달라질 것입니다. 글로벌 경제의 구조는 지금 이 순간에도 변하고 있습니다. 2.0%라는 수치를 영구적인 기준으로 합의하는 것은 문제를 자초하는 일 이라고 봅니다(Price stability, in the numerical definition, will change in the times. The structures in the global economy are changing even as we speak. It strikes me that agreeing on some permanent basis to 2.0% is asking for trouble)”

자료: 영국 의회, 대신증권 Research Center

## II. 위시가 던진 주요 의제들

### 당장은 금리 인하가 어려운 환경

금리 인하를 향한 위시의 여러 청사진에도 당장 미국의 인플레이션이 어려운 상황에 봉착해 있다는 것을 부인하기는 어렵다. 전쟁 이전 연내 2회 인하를 기대했던 금융시장은 이제는 동결은 고사하고 인상 가능성까지 반영 중이다.

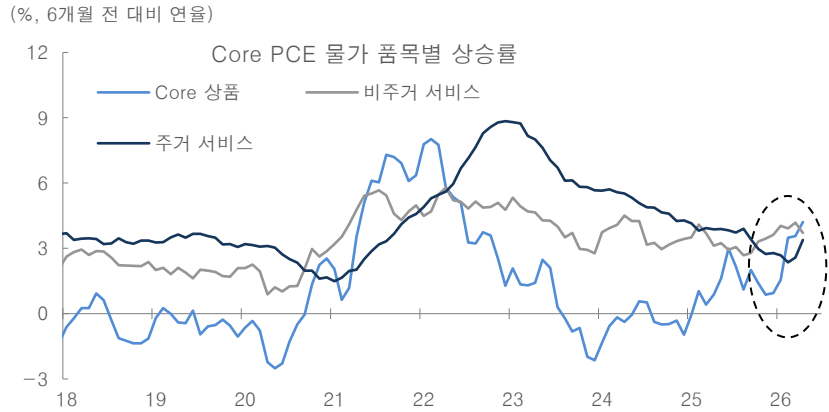
전쟁 이전 연준의 인하 논리는 상당 부분 관세 발 상품 인플레이션이 진정될 것이라는 예상에 기반했다. [연준의 보고서](#)에 따르면 올해 2월 기준 관세 정책이 Core PCE 인플레이션에 미친 영향은 0.7%p 정도이며, 해당 수준은 올해 상반기까지 큰 변화가 없을 것으로 예상된다. 굳이 복잡한 모델을 설정하지 않고 단순하게 상품 물가가 기존 추세와 얼마나 괴리를 보이는지를 통해 간접 추정하는 방법도 가능한데, 이 방법으로 계산하면 올해 4월 기준 Core PCE 인플레이션에 미친 영향은 +1.0%p 이다.

즉 관세 영향을 제외하면 현재 미국의 Core 인플레이션은 2% 초중반에 불과할 수 있다. 연준의 완화 편향이 어느 정도는 정당화될 수 있는 부분이다. 특히 2월 연방 대법원의 IEEPA 관세 위법 판결 이후 관세율이 낮아졌고, 5월 미-중 정상회담 후 비민감 품목에 대한 관세율을 인하할 가능성도 생겼다. 여전히 미국의 실효 관세율에서 중국이 차지하는 비중이 상당한데, 사실 국가 안보 등을 거론하면서 중국산 장난감에 고율 관세를 부과할 이유는 없다. 이들은 상품 인플레이션이 잦아들 것으로 기대할 수 있는 요소다.

그러나 중요한 점은 아직 관세의 가격 전가가 채 끝나지 못한 상황에서 에너지를 비롯한 전반적인 비용해 상승해버렸기 때문에, 이러한 논리가 실현될 수 있을지에 대한 불확실성이 매우 커졌다는 것이다.

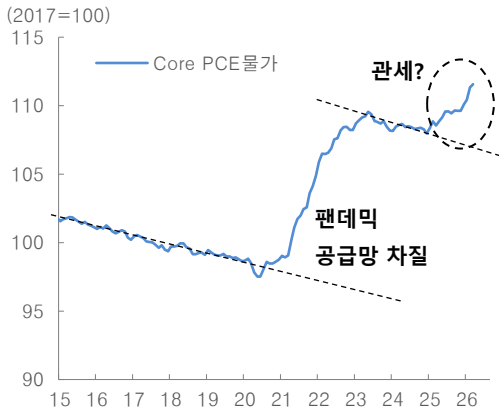
아무리 위시가 예측에 기반한 통화정책을 추진한다고 하더라도, 당장 3%가 넘는 인플레이션 상황에서 불확실한 기대만으로 인하를 밀어붙이기는 어렵다. 게다가 위시가 정말로 역사에 자신의 이름을 남기고 싶어하는 사람이라면, 같은 논리로 역사적 과오를 남길 수 있는 선택에도 신중할 수 있다. 당장 물가 목표 변경을 추진하는 것이 아니라면, 위시가 금리 인하로 돌아서려면 인플레이션이 적어도 2%대에는 진입해야 할 것이다. 그 시기는 빨라야 내년이 될 전망이다.

그림 4. 서비스도 안잡히고 있지만, 당장은 상품 물가가 튀는 것이 가장 문제



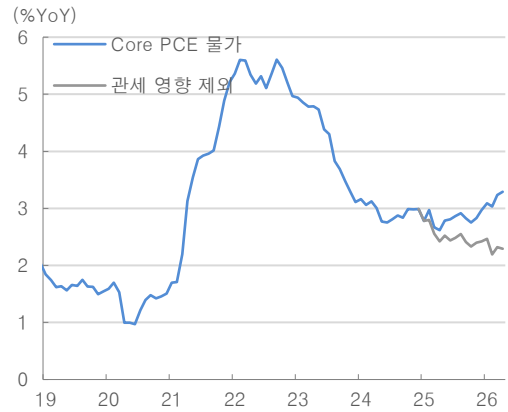
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 5. 또 다시 추세를 벗어난 상품 물가



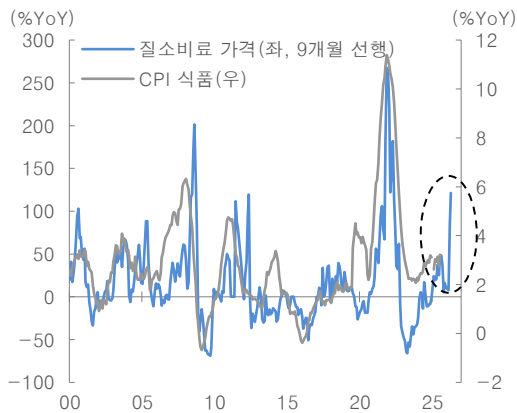
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 6. 관세 영향 제거하고 보면 인플레이션 2% 초반



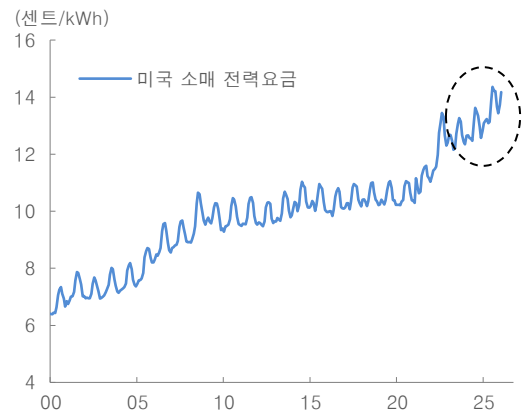
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 7. 그러나 이번 전쟁 영향을 낙관하기는 일러



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 8. AI 투자의 이면, 가파른 전기요금 상승



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

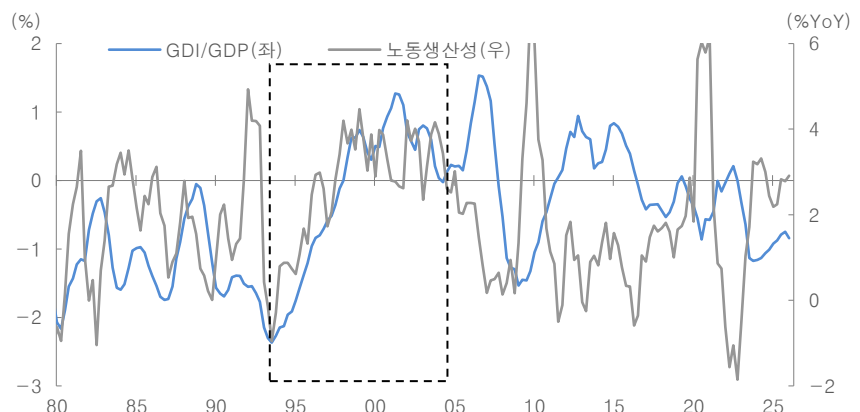
## 그린스펀의 생산성 확산 vs 위시의 생산성 베틱

위시의 'AI 생산성 향상 → 금리 인하' 논리는 사실 1990년대 중반 그린스펀의 생산성 논의와 매우 닮아 있다. 직접적인 언급은 없지만 위시 본인도 이를 상당 부분 의식하고 있을 가능성이 있다.

1996-1997년 미국 경제는 연준이 1995년부터 3회 금리 인하에 나선 이후 실업률이 5%대로 꾸준히 하락해, 당시 연준이 내부적으로 추정하던 자연실업률을 밑돌기 시작했다. 이에 연준 내 매파 인사들은 임박한 인플레이 압력이 없었음에도 필립스 곡선이라는 전통적인 이론에 근거해 선제적 금리 인상을 주장했다. 그러나 그린스펀은 생산성 향상을 근거로 자연실업률이 하락했을 수 있다며 매파들의 논리를 반박했고, 1996-1997년 금리 인상을 1회로 최소화했다.

중요한 점은 그린스펀이 생산성 논리를 펼칠 당시 실제 데이터에는 IT 확산에 따른 생산성 향상이 실제 통계에 제대로 반영되지 않았다는 점이다. 당시 그린스펀은 컴퓨터 확산에 따른 생산성은 통계를 제외한 어디서나 보인다는 '솔로우 역설'을 자주 언급했다. 실제로 당시 GDI와 GDP간의 괴리가 벌어지거나, 기업들의 실제 경영 데이터에서 이미 확인되고 있었고, 그린스펀은 통계 오류를 확신하고 이를 재측정함으로써 생산성 향상을 선제적으로 포착했다. 그리고 이후 공식적인 통계 수정을 통해 당시 미국 경제의 생산성은 상당히 빠른 속도로 증가했다는 것이 확인되었다.

그림 9. 1990년대 중반 이후 소득 - 생산 간 격차가 확대



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

주: IT 확산에 따른 산출량 증가를 측정하기가 상대적으로 까다로운 서비스 부문의 생산성이 빠르게 개선 시, 이론적으로 같아야 하는 소득 측면과 생산 측면의 불일치 확대될 수 있음

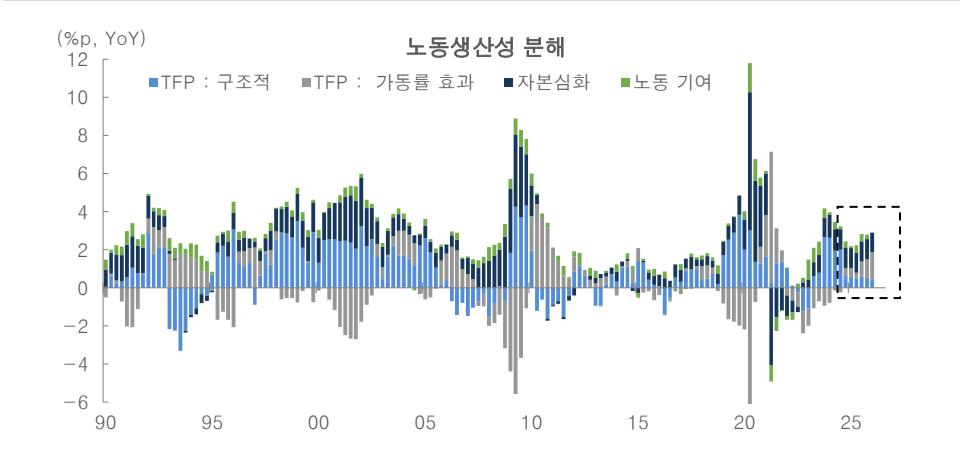
지금은 어떨까? ChatGPT가 출시된 이후 미국의 노동생산성은 꽤 빠르게 상승하고 있다. 그러나 ‘지금까지’ 나온 데이터만을 보았을 때, 이를 AI의 효과 때문이라고 단정짓기는 어렵다. 1990년대 당시 노동생산성의 증가는 자본심화 외에도 총요소생산성(TFP) 확대가 매우 큰 기여를 했던 반면, 지난 2년 여 간의 생산성 증가는 대부분 자본심화와 가동률 상향에 기인한다. 즉 단순히 노동자 당 자본 투입이 증가한 것과, 기업들이 채용을 줄이고 기존의 자본과 노동력을 쥐어짜며 생산을 유지한 결과다.

물론 1990년대처럼 현재의 통계 방법이 AI의 생산성 효과를 과소 측정하고 있을 가능성을 배제할 수는 없다. 특히 AI가 빠르게 확산 중인 서비스 부문은 늘 산출량이나 품질을 명확하게 측정하기 까다롭다. 예를 들어 LLM 출시 이후 애널리스트들의 전반적인 보고서 품질이 상향 평준화되었을 수 있지만, 이를 정량적으로 측정하는 것은 매우 어려운 일이다. 또한 1~2년 전이나 지금이나 LLM 구독 비용은 달라지지 않은 반면, 우리가 체감하는 모델의 성능은 엄청나게 향상되었다. 하지만 통계 반영을 위해 LLM의 성능을 정확하게 무엇으로 측정해야 하는지는 아직 판단하기 어렵다.

물론 이제는 개별 기업들이나 특정 산업에서 AI 활용률이 높아진 이후 생산성이 증가했다는 연구를 심심치 않게 찾아볼 수 있다. 하지만 이것이 1990년대처럼 거시 경제 전반에 어떻게 영향을 미치고 있는지는 아직 파악되지 않았다.

어쨌든 그린스펀의 업적은 분명히 위시의 머릿 속에 자리하고 있을 것이다. 위시는 취임 이후 그린스펀이 그랬듯 AI가 경제의 생산성을 향상시키고 있다는 증거를 찾기 시작할 것으로 보인다.

**그림 10. 1990년대와 달리 최근의 생산성 증가는 자본투입과 가동률 상향에 기인**



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

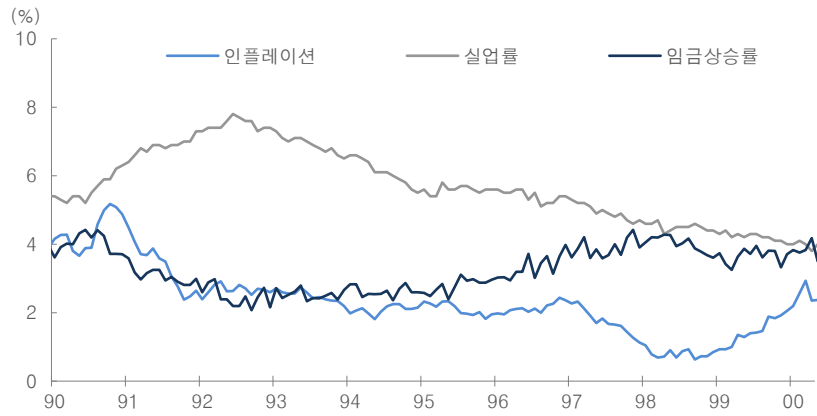
## 기술 혁신은 같지만, 그 외 여건은 1990년대와 다름

다만 위시가 AI의 생산성 향상을 근거로 금리 인하를 밀어붙이기에는 몇 가지 난관이 있을 수 있다. 먼저 앞서 언급했듯 위시가 그린스펀처럼 데이터가 실제 생산성 증가를 과소 측정하고 있다는 증거나, 혹은 앞으로 생산성이 빠른 속도로 증가할 것이라는 확실한 근거를 찾아야 하는데, 여기에 어느 정도의 시간이 소요될지 알 수 없다.

또한 기술 진보라는 공통점을 제외하면, 지금과 1990년대의 경제 여건은 현저히 다르다. 1990년대는 IT 부문의 기술 향상 외에도 자유무역 확대 등 경제 전반의 생산성과 효율성이 빠르게 증가하던 시기였다. 무역장벽이 높아지고 공급 충격이 빈번해지며, 경제에서 국가의 역할이 확대되고 있는 현재를 당시와 동일 선상에 놓기는 어렵다.

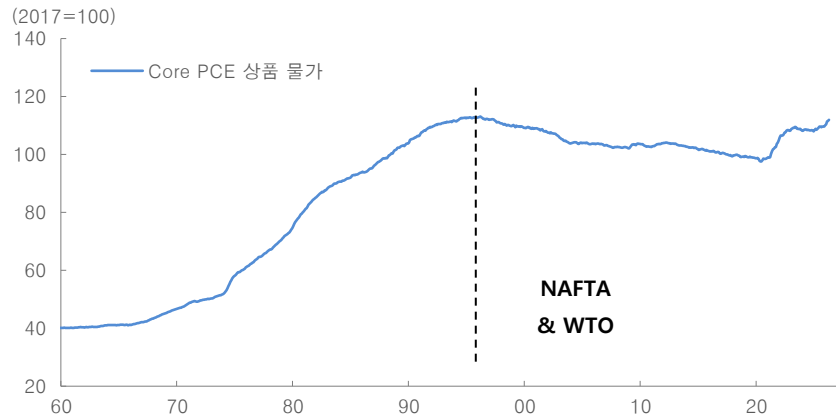
무엇보다 그린스펀이 생산성 향상을 근거로 매파들의 주장을 불식시켰던 데 당시 인플레이션이 실제로 낮은 수준을 유지하고 있었다는 점을 간과할 수는 없다. 이는 방금 언급한 자유 무역과 밀접한 연관이 있다. 미국의 상품물가는 NAFTA와 WTO 출범 이후 우하향 추세로 반전되었다. 아직 이러한 추세가 완전히 끝났다고 생각하지는 않지만, 어쨌든 위시가 연준 인사들을 설득하려면 실제 인플레이션이 먼저 안정되는 것이 필요하다.

그림 11. 1990년대 낮은 물가 - 낮은 실업 - 낮은 임금 상승률



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 12. 미국 상품물가는 1990년대 중반부터 하락 반전



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

표 3. 1990년대 그린스펀 재임 당시와 현재 비교

카테고리	1990년대 중반	현재
기술진보	PC 보급 대중화, 통신 혁명	생성형 AI
인플레이션	낮은 인플레이션	높은 인플레이션
노동시장	저고용/저해고/낮은 임금 상승	저고용/저해고/낮은 임금 상승
정치/경제 환경	세계화/자유화/효율 추구	탈세계화/포퓰리즘/안보 중심

자료: 대신증권 리서치센터

## 생산성 향상은 반드시 낮은 금리로 이어지지 않는다

이번에는 위시의 주장대로 AI가 정말로 생산성을 빠르게 향상시키는 경우를 생각해보자. 위시의 논리는 생산성 향상이 디스인플레이션 요인이기 때문에 금리가 낮게 유지될 수 있다는 것인데, 이는 경제학원론 시간에 배우는 긍정적 공급 충격에 해당한다.

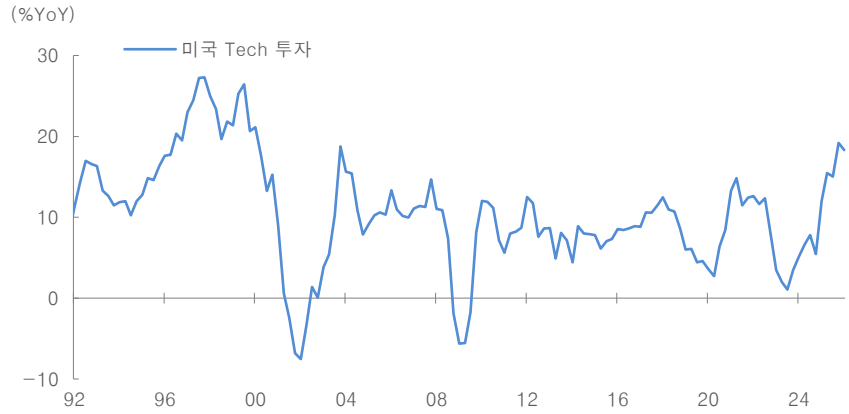
하지만 현실은 그리 간단하지만은 않다. 우선 최근 쿨스비 시카고 연은 총재를 비롯해 위시의 주장에 반박하는 연준 인사들이 언급하는 것처럼, 최종적으로 생산성 향상이 나타나더라도 그 과정에서 지금처럼 기업들이 대규모 투자를 계속하는 경우에는 수요 확대를 통해 금리 상승 압력으로 작용할 수 있다.

장기적인 금리의 방향도 마냥 확실하지 않다. 강력한 생산성 증가가 강한 성장으로 귀결된다면, 자연스레 실질금리 상승 요인이 된다. 이는 1990년대 그린스펀이 생산성을 근거로 전략적인 인내를 선택했던 것의 결말이기도 하다. 즉 높은 성장이 계속되는 상황에서 물가가 안정되었다고 금리를 낮게 유지하면, 결국에는 수요 과열을 야기할 수 있다.

위시의 말처럼 생산성 향상으로 인플레이션이 낮아지고 금리도 인하할 수 있는 경우도 있다. AI를 통한 성장의 과실이 경제 전반에 고루 배분되지 않고, 대량 해고 등을 통해 수요는 증가시키지 못하면 된다. 그런데 이것을 낙관적인 시나리오라 할 수는 없다. 역사가 보여주듯 기술 발전이 결국에는 새로운 일자리를 창출할 것인지, 아니면 이번에는 정말로 인간 노동의 종말이 올 것인지에 대한 다소 고지식한 논쟁으로 돌아가게 되는데, 중요한 점은 위시는 이에 대해 명확한 생각을 밝힌 적이 없다는 사실이다. 오히려 위시는 생산성 향상이 실질임금 상승으로 이어질 것으로 평가했다.

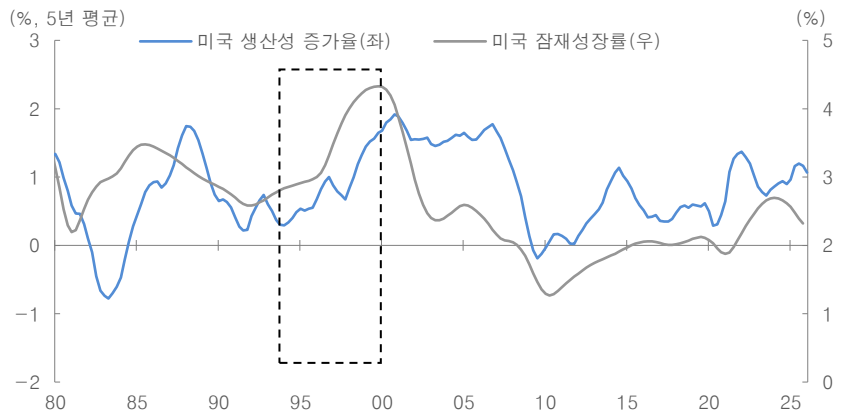
따라서 위시는 본인의 논리에서 모순될 수 있는 부분들에 대한 언급은 하지 않은 채 낙관적인 전망만을 제시했다고 볼 수 있다. 모두가 알고 있는 것처럼 이는 정치인들에게서 만연하는 수사법이지 중앙은행가들에게서 쉽게 관찰되는 모습은 아니다.

그림 13. 미국 Tech 투자 속도는 1990년대 후반에 육박하는 수준



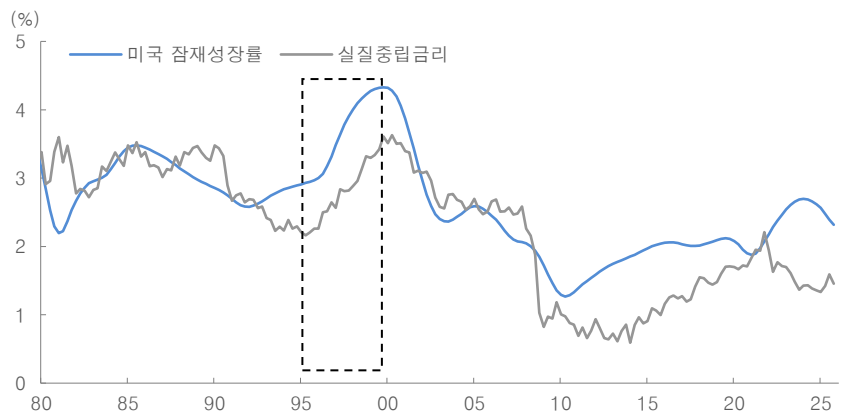
자료: CIBC, 대신증권 Research Center

그림 14. 당시 빠른 생산성 향상은 강한 성장으로



자료: CIBC, 대신증권 Research Center

그림 15. 강한 성장은 높은 금리로 귀결



자료: CIBC, 대신증권 Research Center

## 연준과 불평등

다음은 위시가 언급한 대차대조표 축소다. 연준의 양적완화가 불평등을 야기했다는 위시의 비판은 분명 합리적인 부분이 있다.

애초에 2010년대의 연준 혹은 버냉키 의장이 양적완화를 밀어붙인 배경에 자산 가격 상승에 따른 부의 효과에 대한 기대가 자리하고 있었다. 그리고 중앙은행들은 비전통적 통화정책이 경제에 미치는 영향을 체계적으로 과대 평가해왔다. 그 과정에서 위시에게 없는 경제학 박사 학위를 가진 이들은 자신들만이 이러한 정책들이 거시 경제에 미치는 복잡한 영향을 이해할 수 있다고 생각했다. 2012년 역시 경제학 박사가 아닌 리처드 피셔 델러스 연은 총재가 기업 재무 담당자의 발언을 근거로 제로금리가 고용 확대 보다는 자사주 매입에 활용된다는 사실을 전달했을 때, 버냉키는 이를 경제학 훈련을 받지 못한 이들의 일부 견해로 치부해버렸다(‘돈을 찍어내는 제약, 연준’ 참조).

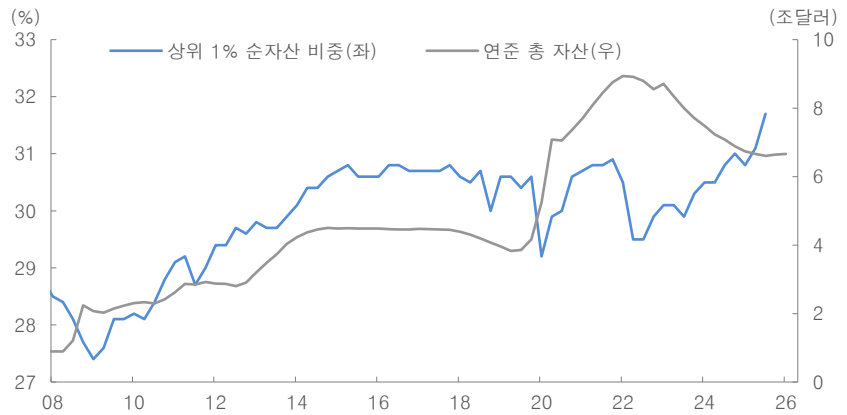
하지만 굳이 양적완화를 예로 들지 않더라도, 현재의 통화정책은 구조적으로 불평등을 야기하는 측면이 있다. 경기 호조로 인플레이션이 발생하고 임금이 오르기 시작하면, 중앙은행은 이를 억제하기 위해 금리를 인상한다. 역사적으로 연준의 금리 인상은 대부분 경기 침체로 이어졌고, 이는 해고와 임금 하락을 통해 노동자들의 소득을 악화시킨다.

사실 이러한 메커니즘은 연준이 특별한 잘못을 저질렀기 때문이 아니라, 통화정책 자체가 가지고 있는 구조적인 한계이다. 이 관점에서 보면 양적완화에 대한 위시의 비판은 이러한 한계를 무리하게 넘어서려는 시도에서 비롯된 부작용에 대한 것일 수 있다.

그렇다면 향후에도 기존의 통화정책 체제가 견고히 유지될 것인지도 생각해볼 필요가 있다. 미국의 체제는 점점 포퓰리즘으로 흘러가고 있고, 연준은 실제로 정치 편향적인지 여부와 관계 없이 트럼프 정부 하에서 이미 정치적 프레임 안으로 들어와 버렸다. 보다 긴 관점으로 보면 과연 연준이 무슨 권리로 물가를 잡기 위해 경기 침체를 불사해야하는지에 대한 의문, 혹은 정치적인 반발이 커질 수 있다.

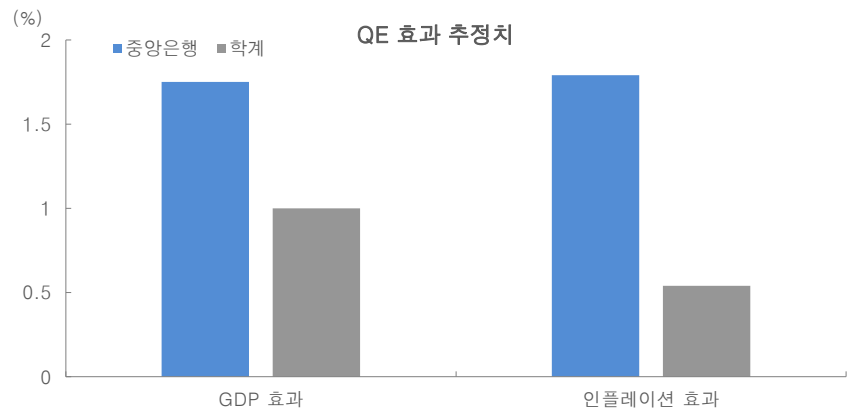
2022년처럼 인플레이션이 7%를 넘어갈 정도로 심각한 환경이라면 긴축에 대한 사회적 공감대가 형성될 수 있지만, 3% 인플레이션을 2%로 되돌리기 위해 침체를 감수해야 하는 것은 다른 문제다. 이미 연준은 6년 째 인플레이션 타게팅에 실패했고, 내년에도 실패할 가능성이 높다. 구조적인 인플레이션 환경, 다소 물가에 대한 위시의 기본적인 인식, 그리고 다소 정치인스러운(?) 그의 가치관 등을 감안하면, 위시 임기 중 범위 목표제 등으로의 전환이 시도될 여지가 있다.

그림 16. 2010년대 연준 대차대조표 확대 과정에서 자산 불평등 심화



자료: CIBC, 대신증권 Research Center

그림 17. 중앙은행들은 학계에 비해 QE 효과를 더 높게 추정



자료: Fabo et al.(2021) 대신증권 Research Center

그림 18. 역사적으로 금리 인상은 대부분 경기 침체와 실업률 상승으로 이어져



자료: CIBC, 대신증권 Research Center

## 대차대조표 축소와 실물 사이클 회복, 역시 금리 상승 요인

워시가 제시한 해결책은 ‘연준 대차대조표 축소 및 금리 인하 → 장단기 금리 차 확대 → 은행 대출을 통한 실물 사이클 회복’ 경로다. 조금 더 넓은 시각에서 보면 트럼프 행정부에서 추진한 은행 자본규제 완화도 이러한 정책의 일환이다. 즉 금융시장에서 너무 비대해진 연준의 역할은 축소하고, 금융기관들의 역할을 확대하는 것이다.

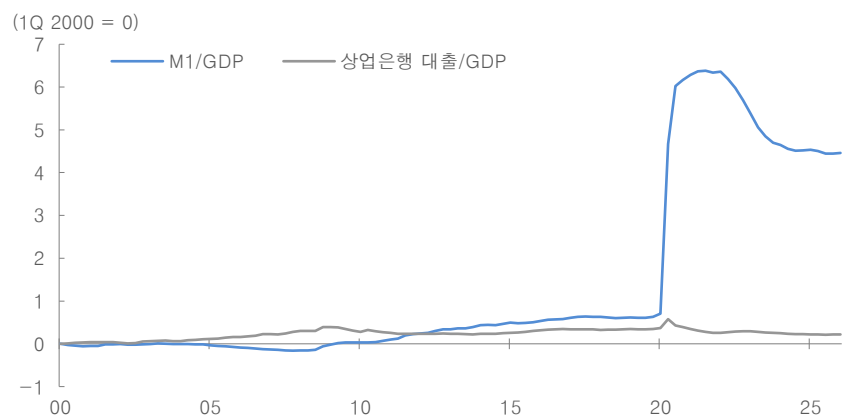
이는 충분히 논의할 가치가 있는 주장이지만 역시 쉬운 작업은 아니다. 여러 난관 중 하나는 미국의 투자 구조가 과거에 비해 훨씬 무형자산 중심으로 변화해왔다는 점이다. 무형자산 투자는 기본적으로 유형자산 투자 대비 금리 정책에 대한 민감도가 훨씬 떨어진다. 어떻게 보면 금융위기 이후 연준이 금융시장에 돈을 살포할 수 밖에 없었던 이유가 될 수도 있다.

최근 미국의 유형자산 투자가 반등 중이라고 반론할 수도 있지만, 해당 투자의 상당 부분을 해외 수입에 의존하고 있다는 점은 미국의 투자 사이클이 과거에 비해 미국 경기에 미치는 영향력이 감소했음을 시사한다.

마침 바이든과 트럼프 2기에서 미국 내 제조업 생산 능력을 재건하려는 움직임을 보이고 있기 때문에, 어느 정도 퍼즐이 맞춰지는 부분이 있다. 하지만 그 규모가 이러한 추세를 되돌리기에 충분한지에 대해서는 여전히 의문이 남아있다.

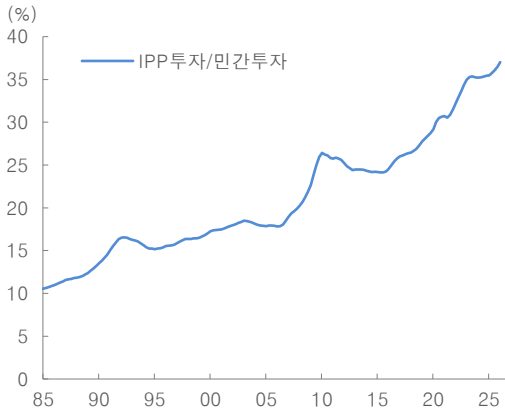
무엇보다 이러한 개혁이 성공한다 하더라도, 결국 워시의 여러 주장이 모순되는 지점으로 돌아오게 된다. 만약 미국 내 실물 경제 사이클이 구조적으로 회복되는 시대가 도래한다면, 이 역시 중립금리를 높이는 요인이자 하락 요인은 아니다.

그림 19. 비대해진 연준과 축소된 은행의 역할



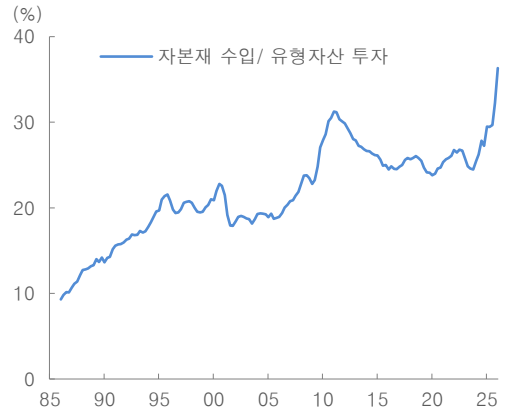
자료: CIBC, 대신증권 Research Center

그림 20. 미국의 투자 구조는 점점 더 무형자산 위주



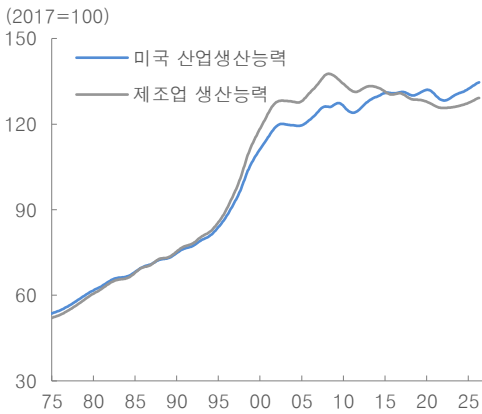
자료: CIBC, 대신증권 Research Center

그림 21. 수입 의존도도 더 높아져



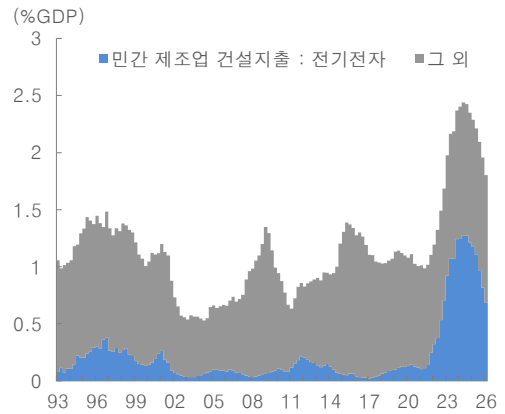
자료: CIBC, 대신증권 Research Center

그림 22. 미국 제조업 생산력은 2000년대 이후 정체



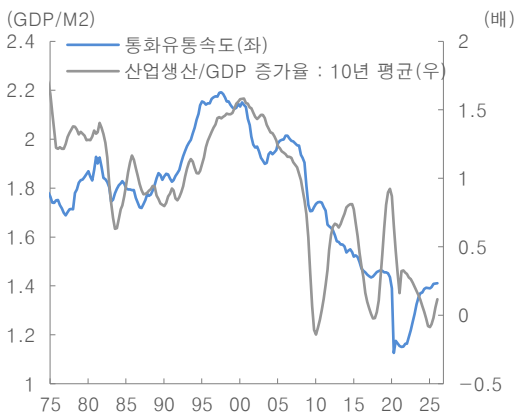
자료: CIBC, 대신증권 Research Center

그림 23. 그래도 제조업 건설투자는 점프 업



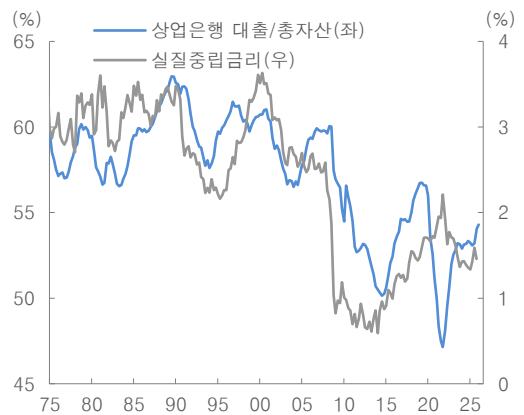
자료: CIBC, 대신증권 Research Center

그림 24. 산업생산 능력 회복 = 통화유통속도 회복



자료: CIBC, 대신증권 Research Center

그림 25. 은행의 역할 확대 = 높은 금리



자료: CIBC, 대신증권 Research Center

### 위시가 아니어도 금리를 둘러싼 환경은 좋지 않아

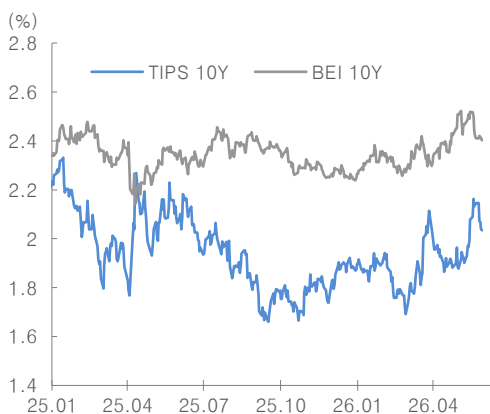
최근 글로벌 금리 상승이 화두가 되었다. 전쟁 발발 이후 통화 정책 변화 우려가 불거졌으니 당연하다고 생각할 수도 있지만 선진국들에서 장기 금리 상승이 두드러졌다는 점이 특징이다. 5월 중 미국채 30년 금리는 5.1%를 넘어서 2007년 이후 최고치를 기록했고, 일본 30년 국채 금리도 한 때 4%를 넘어섰다.

전쟁 발발 이후 미국의 금리 상승을 성장 기대로 치부하는 경우가 더러 있다. 이유는 인플레이션 기대 외에도 실질금리가 함께 상승했기 때문이라는 것이다. 미국 경제가 전쟁에도 불구하고 여전히 견고한 것을 감안하면 이는 언뜻 그럴듯한 설명으로 보인다. 하지만 이러한 논리는 왜 글로벌 금리가 동시다발적으로 상승했는지는 설명하지 못한다. 실질금리는 성장 기대가 꺾인 유럽에서도 올랐다. 이번 금리 상승에서 인플레이션에 대한 우려를 무시할 수는 없다.

그 외에도 구조적인 요인들이 함께 영향을 미치고 있는 것으로 보아야 한다(물론 인플레이션도 ‘일시적’보다는 구조적으로 볼 수 있다). 팬데믹 이후 미국의 장기금리 상승에는 실질 텀 프리미엄이 추세적으로 상승하기 시작한 것이 영향을 미쳤다. 그러나 실질텀프리미엄은 강한 성장 뿐만 아니라 불확실성도 반영한다. 연준에 따르면 팬데믹 이후 빈번해진 공급망 충격과 높아진 정부부채에 대한 불안이 그 원인일 수 있다. 실제로 선진국들의 초장기국채금리는 이미 지난해부터 상당한 상승세를 이어왔는데, 대부분 재정에 대한 우려가 큰 국가들이다.

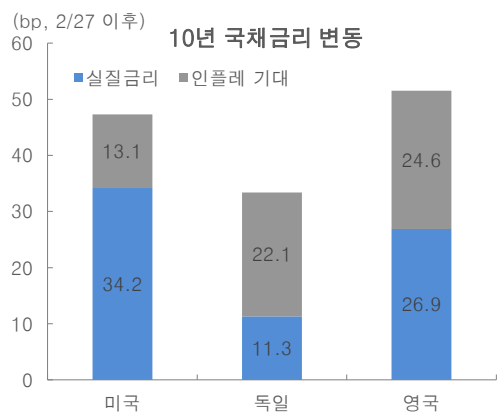
우리는 지난 5년 간 4번의 공급망 충격을 겪었고, 선진국들은 너나 할 것 없이 재정확대에 나서고 있다. 적어도 당분간은 국채를 사 줄 중앙은행도 없다. 사실 길게 보면 오히려 2010년대가 금리가 비정상적으로 낮았던 시기로 볼 수도 있다. 굳이 위시의 청사진이 아니더라도 장기금리는 구조적으로 상승할 이유가 하락할 이유보다 더 많은 것 같다.

그림 26. 전쟁 후 실질금리와 인플레이션 기대 동반 상승



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 27. 유럽에서도 실질금리는 상승



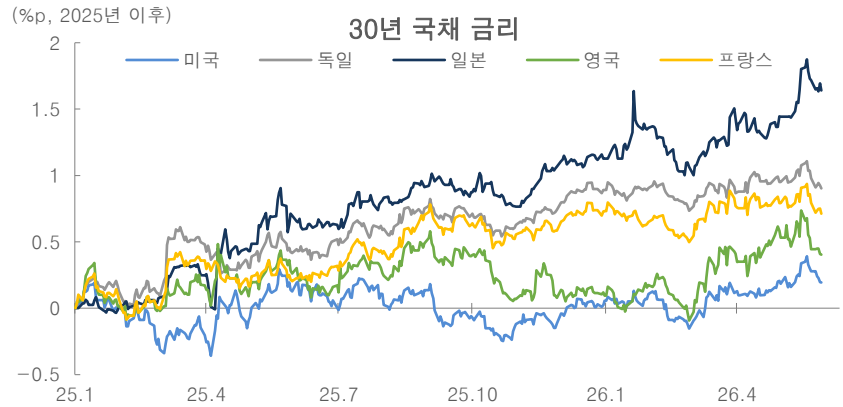
자료: CEIC, 대신증권 Research Center

그림 28. 2023년 이후로는 기간 프리미엄의 상승이 가팔라져



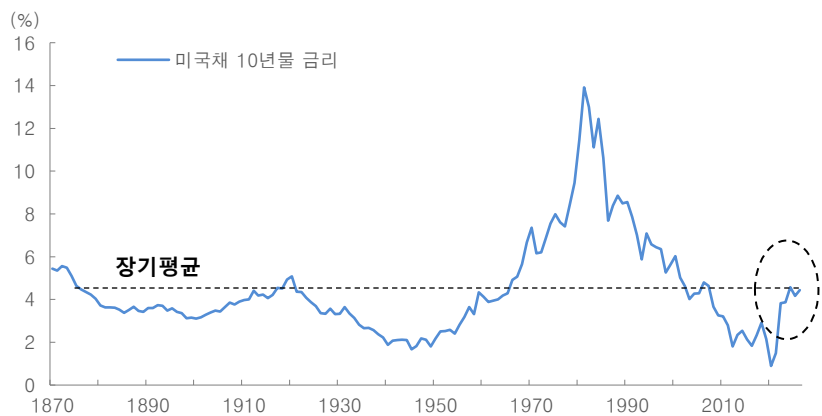
자료: CBC, 대신증권 Research Center

그림 29. 그간 초장기 금리 급등한 국가들은 대체로 재정에 대한 우려가 높아



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

그림 30. 미국 장기금리는 이제야 장기 평균



자료: NBER, LSEG, 대신증권 Research Center

### III. 결론

#### 시장 적응기 변동성 / 금리 상승 압력 / 정치와의 연계

지금까지 내용을 종합하면, 워시 하의 연준 체제에서는 다음의 변화들이 예상된다.

먼저 워시는 본인의 오랜 의지대로 현재의 연준을 ‘개혁’하려고 시도할 것이다. 그러나 정말 연준의 프레임워크 자체를 변경하려는 것이라면 이는 생각보다 오랜 시간이 소요될 가능성이 높다.

그 과정에서 시장의 변동성은 불가피할 수 있다. 워시는 포워드 가이드를 포함한 적극적인 커뮤니케이션이 시장의 변동성을 키운다고 주장하지만, 역설적으로 이를 되돌리는 과정에서도 시장이 이에 적응할 기간이 필요하다. 단기적으로는 6/18일 워시의 첫 FOMC 부터 8월 잭슨홀 미팅까지 시장이 체감하는 불확실성이 높게 유지될 수 있다. 워시의 임기가 과연 4년일지 그보다 길어질지는 알 수 없으나, 재임 기간 연준의 물가 목표 체계 자체가 변화할 가능성도 배제할 수는 없다.

다음으로 워시가 주장한 금리 인하의 논리나 대차대조표 정책 등은 합리적인 부분도 존재하지만 논리들 간의 정합성이 떨어지는 부분들이 있다. 워시가 주장하는 생산성 향상에 따른 금리 인하, 그리고 미국 경제의 실물 사이클 회복 구상은 어려운 과제다. 성공한다 하더라도 결국에는 강한 성장과 높은 금리로 귀결될 가능성이 더 높다. 금리를 둘러싼 구조적인 환경 자체가 과거와 달라졌다는 점도 이를 지지한다.

마지막으로 어떤 식으로든 연준과 정치 간의 연계성이 강화될 것이다. 워시가 정말로 트럼프를 위해 금리를 인하하지는 않을 것이다. 하지만 재무부와의 정책 공조 가능성을 시사한만큼 그 외 영역에서는 하나의 정부 기관으로 활약할 가능성이 있다. 이제는 워시와 함께 베센트의 말에도 귀를 기울일 필요성이 높아졌다.

## [Compliance Notice]

---

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이정훈)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

---