

# 경제

시로 분석한 케빈 워시, 그는 정말 매인가?



**SPEECH ANALYSIS**  
Kevin Warsh  
FOMC Speeches & Statements

**LLM ANALYSIS**

Monetary Policy	Neutral
Inflation Outlook	Cautious
Growth Outlook	Moderate
Financial Stability	Vigilant
Key Risks	Elevated



- EXTRACTED THEMES**
- Monetary Policy & Rates
  - Inflation & Price Stability
  - Economic Growth
  - Labor Market
  - Financial Stability
  - Global & Geopolitical Risks



경제/자산배분 방인성(PhD)  
02)368-6145  
isbang@eugenefn.com

---

# Contents

---

<b>I. 시장이 아는 매파의 초상</b>	<b>4</b>
케빈 워시 인준과 시장 반응	4
월가에서 최연소 이사까지	6
이후 15년의 공개 발언	8
공개 발언의 함정	9

---

<b>II. 워시는 정말 매(Hawkish)일까?</b>	<b>10</b>
FOMC Transcripts	10
LLM 으로 분석하는 워시	11
단편적인 분석 결과	14
워시 발언의 다차원 분석	16
커뮤니케이션의 구조적 특징	18

---

<b>III. Regime Change</b>	<b>23</b>
소통 패러다임의 변화	23
투명성의 역설?	26
전환으로 인한 시장 영향	27
절사 평균(Trimmed Mean) 물가 지표의 채택	29
인공지능(AI)이 물가를 낮춘다?	31

---

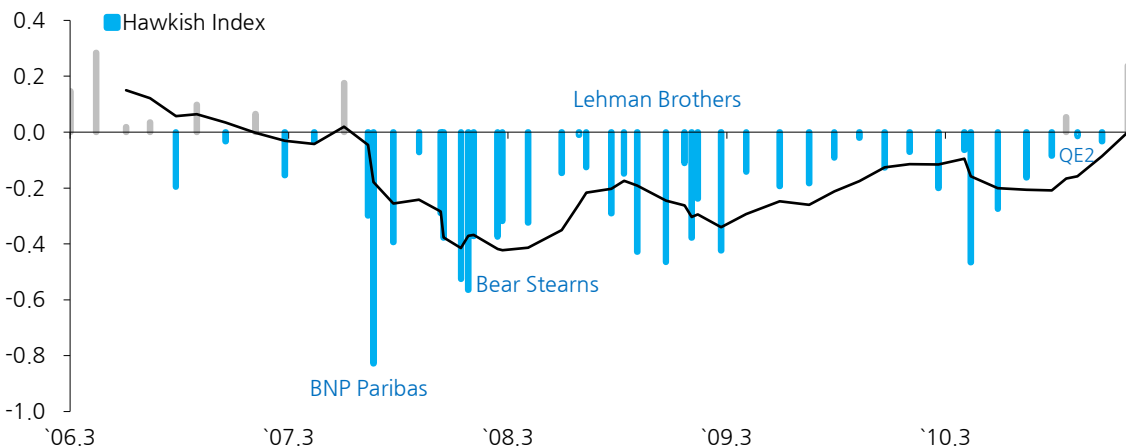
<b>IV. 연준 이사들의 성향</b>	<b>34</b>
공개 발언 분석	34
위원별 포지셔닝	37
누가 어느 방향으로 이동하는가?	39

# Summary

## AI로 분석한 케빈 워시, 그는 정말 매파인가?

- 2026년 5월 케빈 워시가 연방준비제도 제 17대 의장으로 취임하는 상황에서 채권 시장은 즉각적인 반응을 보였다. 미 10년물 국채금리는 4.5%를, 30년물은 5%를 돌파하며, 시장은 워시를 '포워드 가이드런스 폐기', '공격적 대차대조표 축소', '불확실성 증대'로 요약되는 강경 매파로 규정하고 이를 가격에 반영했다. 이러한 매파적 인식의 근거는 그가 연준을 떠난 이후 15년간 외부에서 쏟아낸 비판적 발언들 때문이다.
- 시장이 우려하는 것처럼 그는 정말 매파일까? 그래서 시장이 보지 못한 곳, 즉 워시가 실제로 연준 이사로서 의사결정을 내렸던 2006년부터 2011년까지 그는 어떠한 발언과 의사결정을 했는지를 분석하였다. 이를 위해 FOMC 회의 전문(Transcripts)을 두 개의 LLM 모델로 교차 검증 분석하였다. 분석의 결과는 시장의 인식과는 정반대의 결과로 나타났다.
- 워시의 연준 재임 기간(2006~11년)에 회의 발언(총 51회)의 Hawkish Index 평균은 **-0.175**이며, **66.7%**가 '위기 인정 + 완화 지지'를 의미하는 "위기 비둘기"로 분류됐다. 시장이 근거로 삼는 공개 발언(2011~2026, 비판자 모드)과 NLP가 분석한 심의 발언(2006~2011, 의사결정자 모드)은 서로 다른 워시를 보여준다. 또한 2007년 8월, 위기 신호 감지 후 단 6주 만에 매파 지수(HI)가 +0.037에서 -0.829로 전환됐다. 이것은 이념에 고착된 매파가 아닌, 상황에 반응하는 실용주의자의 증거다.
- 결론적으로 워시는 '공개 발언의 매파이자 심의 발언의 실용주의자'다. 시장이 두려워해야 할 것은 그가 매파라는 사실보다, 그가 언제 비둘기로 전환할지 시장이 예측하기 어렵다는 사실이다. 이 보고서는 그 전환의 조건과 패턴을 데이터로 규명한다.

### 워시의 연준 이사 재임 기간 Hawkish Index 추이



자료: 유진투자증권

## I. 시장이 아는 매파의 초상

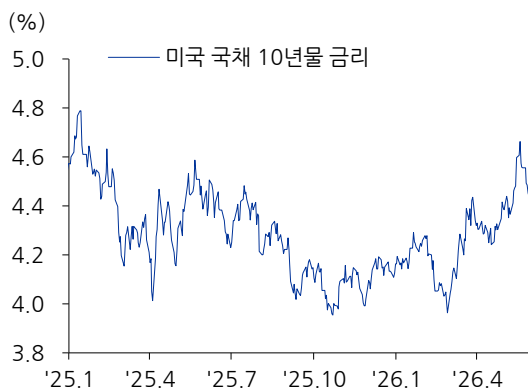
### 케빈 워시 인준과 시장 반응

2026년 5월, 케빈 워시(Kevin Warsh)가 미국 연방준비제도(Fed)의 새로운 의장으로 공식 취임함에 따라 글로벌 거시경제와 금융 시장은 과거 10여년간 경험하지 못한 새로운 변곡점을 맞이하고 있다.

미 상원에서 역대 연준 의장 인준 투표 중 가장 좁은 격차인 54 대 45로 통과된 그의 취임 과정은, 현재 미국 경제가 직면한 극심한 분열과 통화정책 방향성에 대한 대립을 상징적으로 보여준다. 흥미롭게도 민주당에서는 펜실베이니아의 존 페터먼(John Fetterman) 상원의원만이 유일하게 이사회 위원직과 의장직 인준 모두에 찬성표를 던졌으며, 이는 워시의 임기가 시작부터 강력한 정치적 역학 관계망 속에 놓여 있음을 시사한다.

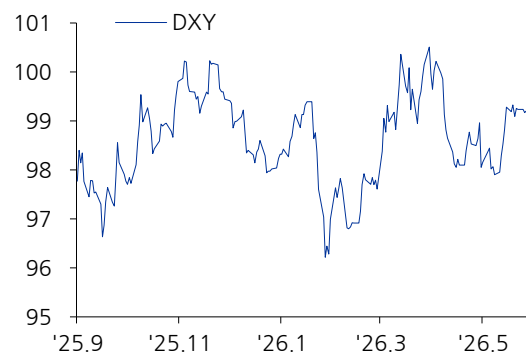
채권 시장의 반응은 기민했다. 인준이 확정된 당일, 연준의 정책에 가장 민감하게 반응하는 2년물 국채 금리가 연방기금금리 목표 상단을 훌쩍 뛰어넘어 4% 위로 솟구쳤다. 10년물 금리는 4.5%를, 30년물은 5%를 돌파했다. 일부 월가 분석가들이 '채권 자경단(Bond Vigilantes)의 귀환'이라 묘사할 만큼 폭발적인 매도세를 보였다. 위험자산인 비트코인은 9만 달러 고지를 단숨에 돌파하며 기관 자금의 유입을 촉발했고, 달러화는 초강세 기조로 진입했다.

美 국채금리 추이



자료: Refinitiv, 유진투자증권

달러인덱스(DXY) 추이



자료: Refinitiv, 유진투자증권

시장이 반응한 이유는 명확했다. 케빈 워시는 상원 은행위원회 인준 청문회에서 연준의 통화정책 운영 방식에 있어 전면적인 "거대한 변화(Regime Change)"가 필요하다고 발언했다. 2008년 글로벌 금융위기 이후, 그리고 팬데믹을 거치며 연준이 의존해 온 '포워드 가이드(Forward Guidance)' 중심의 소통과 무제한적 양적완화(QE)에 기반한 시장 개입주의의 마침표를 의미한다. 워시는 과거 연준이 2021년과 2022년에 걸쳐 물가 상승을 일시적인 것으로 오판하고 금리 인상을 지연시킨 것을 "수십 년 만에 발생한 최악의 거시경제적 실수"로 규정하였으며, 인플레이션 측정 프레임워크의 근본적인 재설계와 대차대조표의 대대적인 정상화를 최우선 과제로 내세웠다.

유진투자증권 리서치 리포트 재배포 및 복제 불가

## 월가에서 최연소 이사까지

케빈 워시의 경제관과 통화정책에 대한 시각은 철저히 시장 친화적이며 실용주의적인 그의 이력에서 비롯된다. 1970년 뉴욕주 올버니(Albany)에서 태어난 그는 자신이 경제에 대해 이해하는 대부분의 지식은 명문대의 교과서가 아닌 뉴욕 북부의 실물 경제 환경에서 성장하며 얻은 체감 지식에서 출발했다고 강조한다. 스탠퍼드 대학교에서 공공정책학(AB)을 전공하고, 하버드 로스쿨에서 경제 및 규제 정책을 중점적으로 연구하여 법학 박사(JD)를 취득한 그는 하버드 비즈니스 스쿨과 MIT에서도 시장 경제학을 수학하며 학문적 토대를 다졌다.

학업을 마친 직후 워시는 월스트리트의 모건 스탠리(Morgan Stanley)의 인수합병(M&A) 부서에 입사하여 부사장 및 전무이사(Executive Director)로 재직했다. 이 시기 기업들의 대규모 자본 조달, 합병, 구조조정을 최일선에서 조율하며 그는 자본 시장의 복잡한 역학 관계와 유동성의 흐름을 뼈저리게 학습했다. 이러한 민간 금융 부문에서의 깊은 이해도와 네트워크는 2002년부터 2006년까지 조지 W. 부시 대통령 산하 백악관 국가경제회의(NEC) 사무국장 및 경제 정책 특별 보좌관으로 발탁되는 결정적 계기가 되었다.

2006년 2월, 케빈 워시는 35세의 나이로 연방준비제도 역사상 최연소 이사(Governor)로 임명되며 통화정책 입안자로서의 첫발을 내딛게 되었다. 그의 임기(2006년~2011년)는 공교롭게도 1929년 대공황 이후 최악의 경제 위기로 기록된 2008년 글로벌 금융위기(Great Recession)와 정확히 일치한다. 위기의 급박한 전개 속에서 워시는 월가를 속속들이 파악하고 있는 핵심 인물로서, 당시 연준 의장이었던 벤 버냉키(Ben Bernanke)와 티머시 가이트너(Timothy Geithner) 뉴욕 연은 총재 간의 긴밀한 삼각 편대를 형성했다.

워시는 JP 모건의 베어스텝스(Bear Stearns) 인수 합병 지원, 거대 보험사 AIG에 대한 긴급 구제금융 제공, 그리고 전 세계 금융 시장을 패닉으로 몰고 간 리먼 브라더스(Lehman Brothers) 파산 사태 수습 과정에서 월스트리트 금융기관들과 연준을 잇는 필수불가결한 연락책(intermediary) 역할을 완벽히 수행했다. 버냉키는 훗날 자신의 회고록에서 워시를 "가장 가까운 조언자이자 심복"으로 지칭하며, 그의 정치적 감각과 월스트리트의 광범위한 인맥이 위기 대응에 있어 헤아릴 수 없이 귀중한 자산이었다고 회고하였다.

그러나 역설적으로 위기 극복의 한복판에서 워시는 연준이 채택한 비전통적 통화정책, 즉 양적완화(QE)의 장기화에 대해 점진적인 회의론을 품기 시작했다. 연준이 모기지 담보부증권(MBS)과 장기 국채를 대량으로 매입하며 대차대조표를 비대하게 팽창시키자, 워시는 이러한 시장 개입이 자산 가격의 거품을 조장하고 장기적인 인플레이션 위험을 초래할 것이라 경고했다(결과적으로 인플레이션은 발생하지 않았지만).

그는 2010년 6,000억 달러 규모의 2차 양적완화(QE2) 프로그램 시행 당시 표결에서는 찬성했지만, 직후 월스트리트저널(WSJ) 기고를 통해 해당 정책이 실물 경제의 근본적 개선에 기여할 수 있을지에 대해 강한 의구심을 공개적으로 피력했다. 결국 정책 방향성에 대한 지속적인 이견은 그가 2011년 3월 말 연준 이 사직을 조기 사임하고 후버 연구소(Hoover Institution) 및 스탠퍼드 경영대학원의 방문 학자로 자리를 옮기는 배경이 되었다. 이 당시 싹튼 연준의 시장개입주의에 대한 깊은 불신은 2026년 현재 그가 주창하는 '레짐 체인지'의 강력한 사상적 기반으로 작용하고 있다.

#### ☆ QE2 투표와 기고의 이중성: 왜 중요한가?

워시의 이러한 행동은 단순한 모순이 아니다. 그것은 '의사결정자로서의 워시'와 '비판자로서의 워시' 사이의 긴장을 가장 극적으로 드러낸 순간이다. 회의실 안에서는 시스템 안정을 위해 찬성하였으나, 회의실 밖에서는 정책의 장기 부작용을 경고했다. 과연 연준 의장으로 돌아온 그는 어느 쪽의 워시인가?

## 이후 15 년의 공개 발언

워시가 연준을 떠난 2011 년부터 의장으로 다시 취임하기까지의 15 년간, 그의 공개 발언은 놀라울 만큼 일관된 메시지를 반복했다. 이 기간의 발언들이 현재 시장이 '워시 = 강한 매파'로 규정하는 근거의 전부에 가깝다.

양적완화(QE)에 대한 비판은 그의 가장 일관된 주제였다. 그는 QE 가 자산 보유자들에게 불균형적 부(Wealth)의 증식을 안겨주면서 실물 경제 하층부는 소외시키는 'K 자형 회복'의 원인이라고 주장했다. 또한 연준의 대차대조표가 경제의 구조적 취약성을 은폐하는 '인공호흡기' 역할을 하고 있다고 비판했다.

2021~22 년 인플레이션 대응 실기에 대해서는 직접적인 표현을 사용했다. 그는 연준이 인플레이션을 '일시적(Transitory)'으로 오판하고 금리 인상을 지연시킨 것을 "수십 년 만에 발생한 최악의 거시경제적 실수"로 규정하며, 이 실기의 직접 원인 중 하나로 포워드 가이드언스에 스스로 묶인 연준의 경직성을 지목했다.

소통 방식에 대해서는 다음과 같이 말했다. "나는 포워드 가이드언스를 믿지 않는다. 연준 수뇌부는 자신들의 최신 생각을 공유할 기회를 건너뛰는 것이 현명할 것이다." 그는 점도표가 연준이 마음을 바꿀 경우 이를 공격하는 막대기가 된다고 비판하며, 그린스펀 시대의 불투명한 소통 방식으로서의 회귀를 주장했다.

2026 년 상원 은행위원회 인준 청문회는 이 15 년의 비판이 구체적 정책 의지로 전환되는 순간이었다. 워시는 여러 핵심 입장을 명확히 밝혔다.

### 케빈 워시 의장의 청문회 주요 발언

구분	청문회 주요 발언
포워드가이드언스(FG)	포워드 가이드언스는 정상적인 시기에 역할이 거의 없다. 경제 상황이 급변할 때 유연하게 방향을 선회하지 못하게 만드는 치명적 단점을 낳는다.
대차대조표	금리 도구가 경제 전체에 공정한 영향을 미치는 반면, 대차대조표 도구는 금융 자산 보유자들에게 게만 불균형적 혜택을 준다. 연준 보유 채권 1 조 달러는 약 50bp의 긴축 효과와 맞먹는다.
물가 지표	현재 인플레이션 측정 데이터는 매우 불안정하다. 일회성 공급 충격을 배제한 기저 추세를 포착하기 위해 절사평균(Trimmed Mean) PCE 지표를 도입해야 한다.
의결 문화	나는 뻔하게 결론이 정해진 회의보다 훨씬 거친 회의(Messier meetings)를 선호한다. 위원들의 격렬한 논쟁과 반대표 행사는 집단사고의 함정을 피하는 길이다.
시와 물가	인공지능(AI)은 혁신의 속도를 심도있게 변화시키고 있다. 1990 년대 인터넷 붐이 생산성 급상승과 물가 안정을 동시에 가능하게 하였듯, AI는 강력한 디스인플레이션 동력이 될 것이다.

자료: 유진투자증권

## 공개 발언의 함정

시장이 워시를 매파로 인식하는 논리는 표면적으로 타당하다. 그러나 이러한 인식에는 구조적 한계가 있다.

첫 번째, 연준 외부에서의 비판자와 연준 내부의 의사결정자는 근본적으로 다른 역할과 구조에 놓여 있다. 연준 외부의 비판자로서 워시의 강점은 일관성과 원칙에 있었다. 강한 매파적 입장은 그를 특별하게 만들고, 미디어의 관심을 끌며, 미래 역할을 위한 포지셔닝을 강화하였다. 15 년간의 일관된 QE 비판과 포워드 가이드런스 반대는 이 인센티브 구조의 산물이다.

반면 연준 의장의 인센티브는 완전히 다르다. 연준 의장인 그는 미국 경제뿐만 아니라 글로벌 경제의 현실에 대한 막중한 책임을 가진다. 실업률 상승, 금융 시스템 불안, 신용 경색은 추상적인 원칙이 아닌 미국인의 생계와 직결된다. 워시는 인준 청문회에서 금리 결정에 대한 질의에서 "회의에 들어가서 결정하겠다"고 반복적으로 말했다. 이것은 의례적 표현이 아니라, 역할 전환을 인식하고 있다는 신호다.

행동경제학에 따르면, 사람들은 쉽게 떠올릴 수 있는 정보에 과도한 가중치를 부여한다. 워시의 최근(2022~26 년) 발언들은 팬데믹 충격의 강렬한 인플레이션 배경 하에서 미디어에 집중적으로 노출됐다. 반면 연준 이사로 재직했던 2006~11 년 의사결정 행동은 시장 참여자의 기억에서 희미하다. 최근 발언들이 강한 인상을 남긴 반면 재임 시절에서 시장이 기억하는 것은 QE2 기고문뿐이라는 점이다. 따라서 시장의 '워시 = 매파'라는 인식은 표본의 불완전성에 기인한 것으로 판단된다.

그러나 연준 의장이 된 지금, 연준 이사였던 워시가 의사결정을 내렸던 5 년의 시간, 즉 금융위기라는 전례 없는 환경에서 그가 회의실 안에서 어떤 발언을 했고, 어떤 논리로 찬성표와 반대 기고를 동시에 행사했으며, 매파에서 재임 기간 내에 비둘기파로 단 몇 주 만에 전환됐던 과정은 빠져있다.

## II. 워시는 정말 매(Hawkish)일까?

### FOMC Transcripts

케빈 워시의 통화정책 성향을 정확히 측정하기 위해서는 올바른 데이터를 선택하는 과정이 필요하다. 분석을 위해서 연준에서 제공하는 공식 문서를 분석하였다. 연준의 공식 문서는 성격에 따라 세 가지로 구분된다.

FOMC 회의 전문은 공식 성명서나 의사록과 본질적으로 다른 성격의 문서로 발언자의 이름("MR. WARSH.")과 웃음([Laughter])·박수([Applause]) 같은 비언어적 반응도 수록된다. 또한 회의에서 여러 차례 발언한 경우 각각 분리되어 수록된다. 이는 전략적으로 설계된 공개 커뮤니케이션이 아니라, 동료 위원들 앞에서 실시간으로 경제 데이터를 직면하여 내린 판단의 기록이다.

본 분석에서 사용한 FOMC 회의 전문은 워시 재임 기간(2006년 3월 28일 ~ 2011년 1월 26일)에 FOMC 회의에서의 개인 발언(총 51회)을 수집한 텍스트 데이터다. 각 회의의 날짜, 회의 유형(정례 회의/긴급 컨퍼런스콜 등) 및 워시의 원문 발언으로 구성된다.

#### 연준 공식 문서 종류와 특징

문서 유형	공개 시점	내용 특성	특징
성명서 (Statement)	회의 직후 즉시 공개	위원회 전체의 합의 문서로 개인 의견 삭제	연준 입장 반영
의사록 (Minutes)	회의 3주 후	논의 요약, 개별 발언 익명 처리	익명화 처리
회의 전문 (Transcripts)	5년 후 공개 (2006~11년 전문 공개)	개별 위원 발언이 그대로 수록됨. [Laughter] 등 포함	워시 개인 발언이 분석 대상

자료: 유진투자증권

## LLM 으로 분석하는 워시

단일 모델로 FOMC 발언을 분석할 경우 해석에서 한 단면만을 포착하는 한계가 존재한다. 본 분석은 두 가지 독립적인 언어기반 FOMC 특화 모델을 병렬로 사용하여 워시의 발언을 분석했다.

첫 번째 모델은 FOMC communication 데이터셋으로 로컬 파인 튜닝한 FOMC-RoBERTa 모델이다. 이 모델은 FOMC 의사록, 연설문, 기자회견 전문에서 추출한 2,480 개 레이블 문장으로 학습되었으며, 각 문장을 Hawkish(긴축 선호)/Dovish(완화 선호)/Neutral의 세 범주로 직접 분류한다.

FOMC 고유의 통화정책 언어를 직접 학습한 모델로 예를 들어, "*inflation risks remain elevated*"를 Hawkish 로, "*downside risks to the outlook*"를 Dovish 로 분류하게 된다. 이 모델에서 산출된 값으로 Hawkish Index 를 계산한다.

- ***Hawkish Index = P(Hawkish) – P(Dovish)***  
→ 범위:  $-1 < HI < +1$ , -1 에 가까우면 강한 비둘기, 1 에 가까우면 강한 매
- ***Sentiment Index = P(Positive) – P(Negative)***  
→ 범위:  $-1 < SI < +1$ , -1 에 가까우면 강한 부정, 1 에 가까우면 강한 긍정

### FOMC 및 연준 위원 발언에 특화된 모델

구분	FinBERT-FOMC 모델	FOMC-RoBERTa 모델	FinBERT-tone 모델
분류 레이블	Pos/Neg/Neutral	Hawk/Dove/Neutral	Pos/Neg/Neutral
학습 데이터	FOMC 의사록(2006.1~2023.2)	FOMC 의사록+연설+기자회견 전문	애널리스트 리포트 10,000 문장
데이터 규모	32,330 문장	최대 규모 FOMC 데이터셋	10,000 문장
핵심	Sentiment Focus(SF) 복잡문장 분리 처리	Hawkish/Dovish 통화정책 방향성 분류	고품질 금융 도메인 사전학습 기반
전체 정확도	88.3%	F1~0.75+(RoBERTa)	~87%(Analyst report)
복잡문장 처리	+17.4% 상승(SF 방식)	규칙기반 분리 적용	취약(단순문장 최적화)
계재 논문	ACM ICAIF(2023)	ACL 2023(메인 트랙)	CAR Journal(2022)
분석 적합도	★★★★★	★★★★☆	★★★☆☆

자료: 유진투자증권

두 번째 모델은 FOMC 의사록 2006~2023 년 데이터로 파인 튜닝한 FinBERT-FOMC 모델이다. 이 모델은 각 문장을 Positive/Negative/Neutral 세 범주로 분류하며, 역접 접속사(but, while, although, though)를 기준으로 복잡한 문장을 분리 처리하는 Sentiment Focus(SF) 기법을 핵심으로 채택했다.

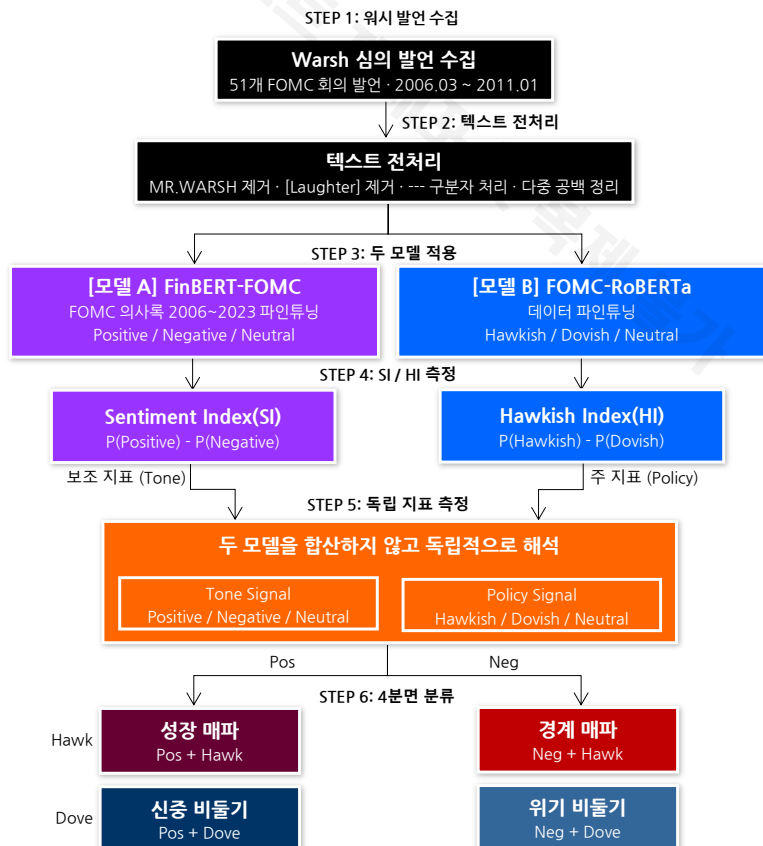
SF 기법이 필요한 이유는 워시 발언의 특성에서 비롯된다. 그는 "나는 경제 성장에 낙관적이다, 그러나 인플레이션 리스크는 우리의 가장 큰 우려다"와 같이 역접 접속사로 이어진 복잡한 문장을 자주 사용했다. 만약에 SF 기법 없이 이런 문장을 통째로 분류하면 두 심리가 충돌하여 Neutral 로 잘못 분류될 가능성이 높다. 그러나 SF 는 역접 접속사 이후 부분에 1.5 배의 가중치를 부여하여 FOMC 발언에서 실제 정책 입장에 더 중요한 후반부를 강조한다.

상호 보완적인 두 모델

모델	레이블	FOMC 문맥 해석
FinBERT-FOMC	Positive / Negative / Neutral	"경제가 좋다" → Positive 이지만, 이것이 매패인지 비둘기파인지 알 수 없음
FOMC-RoBERTa	Hawkish / Dovish / Neutral	통화정책 방향성 직결. "금리 인상 우려" → Hawkish
FinBERT-tone	Positive / Negative / Neutral	기업 어닝콜 맥락. FOMC 에 부적합

자료: 유진투자증권

모델 분석의 Framework



자료: 유진투자증권

두 모델을 독립적 신호로 조합하면 워시의 각 회의 발언을 통화정책 방향성과 심리 강도라는 두 축으로 분류할 수 있다. 각 축을 Positive/Negative/Neutral 로 삼분하면 이론적으로 9 개의 상태가 도출되며, 각 상태는 워시 발언의 경제적 성격을 달리 설명한다.

#### 4분면 분류 체계

구분	Negative	Positive
Hawkish	<b>경계 매패</b> 위기 경계 + 긴축 선호 "인플레이션 위험이 심각하다, 따라서 긴축해야 한다"	<b>성장 매패</b> 성장 낙관 + 선제 긴축 "경제가 좋다, 선제적으로 긴축해야 한다"
Dovish	<b>위기 비둘기</b> 지배적 위기 인정 + 완화 지지 "상황이 심각하다, 따라서 지원이 필요하다"	<b>신중 비둘기</b> 낙관하지만 완화 유지 "경제가 회복 중이나 지원을 지속해야 한다"

자료: 유진투자증권

이 9 개 상태 중 온건 매패, 온건 비둘기, 완전 중립은 심리가 중립인 경우 정책 방향으로만 분류되는 보완 범주다. 4 분면 체계의 핵심 가치는 '왜 그 방향의 발언을 했는가'에 대한 맥락을 제공한다는 점이다. 단순한 매패/비둘기의 이분법은 위기 비둘기와 성장 매패를 구분하지 못한다. 전자는 위기 때문에 완화를 지지하는 것이고, 후자는 경제가 좋기 때문에 긴축을 지지하는 것으로 정책적 함의가 전혀 다르다.

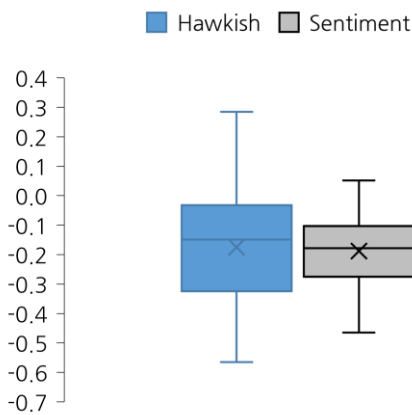
## 단편적인 분석 결과

FOMC 회의에서 총 51 회에 걸친 워시의 전체 심의 발언을 분석한 결과, 통화정책 방향성과 발언 심리 강도 양면에서 뚜렷한 패턴이 도출됐다.

매파 지수(Hawkish Index, HI)는 **재임 기간 평균 -0.175로 전반에 걸쳐 정책 신호가 비둘기 방향으로 기울었음을 보여준다**. 그러나 표준편차는 0.218 로 평균 절대값(0.175) 보다 크게 나타나 회의마다 상당히 큰 폭으로 변했음을 의미한다. 따라서 이 숫자를 워시의 장기 통화정책 선호로 직접 해석하는 것은 성급한 오류로 하나의 고정된 성향으로 단정하기 어렵다는 것을 의미한다.

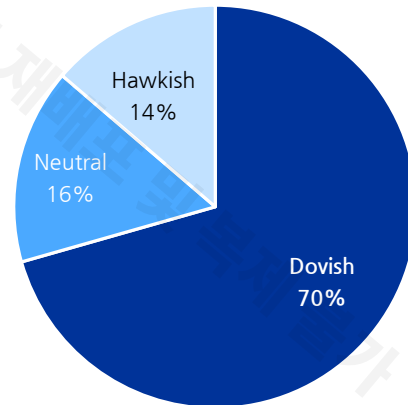
재임 기간 절반 이상이 아닌 70.6%, 즉 네 번의 회의 중 세 번 이상의 비율로 비둘기파(Dovish) 신호가 나타났다. 매파(Hawkish) 신호는 단 7 회, 13.7%에 불과하다. 그러나 이 숫자만으로 '워시는 비둘기파'라는 결론을 내리면 또 다른 오류를 범한다.

케빈 워시의 HI, SI 분포



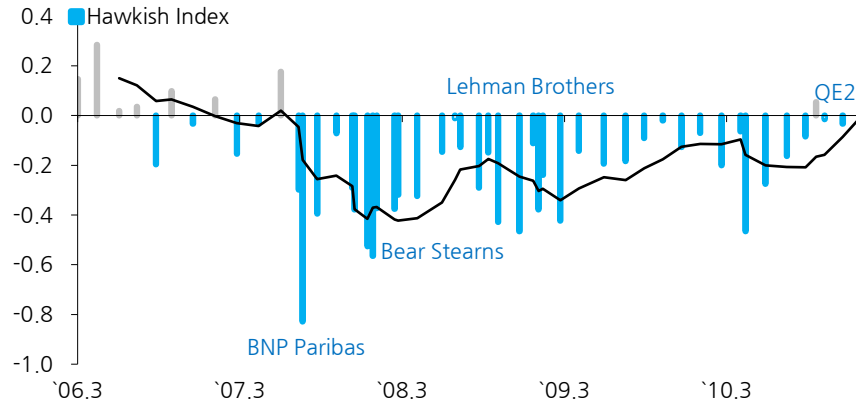
자료: 유진투자증권

워시 재임 기간 정책 신호



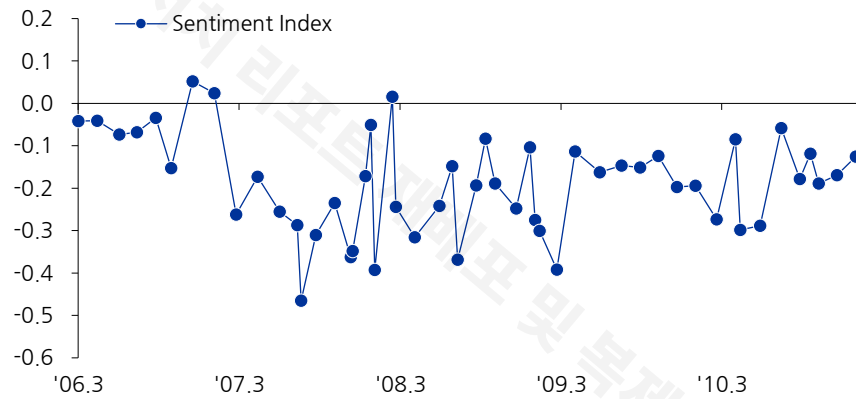
자료: 유진투자증권

### 연준 이사 재임 발언 Hawkish Index 추이



자료: 유진투자증권

### 연준 이사 재임 발언 Sentiment Index 추이



자료: 유진투자증권

## 워시 발언의 다차원 분석

통화정책 방향성(매/비둘기)과 심리 강도(긍정/부정)를 조합한 4 분면 분류는 단순 이분법보다 훨씬 풍부한 정보를 제공한다.

### 연준 이사 재임 시절 워시 발언의 4 분면 분류

정책 신호	횟수	비율	경제적 해석
위기 비둘기	34 회	66.70%	위기 인정 + 완화 지지: 경제 상황이 심각하기 때문에 정책 지원이 필요
경계 관망	7 회	13.70%	정책 중립, 부정 심리: 상충 리스크 동시 경계, 정책 방향 미결정
경계 매파	4 회	7.80%	위기 경계 + 긴축 선호: 가장 전형적인 매파 발언 유형
온건 매파	3 회	5.90%	심리 중립, 약한 매파 방향성
온건 비둘기	2 회	3.90%	심리 중립, 약한 비둘기 방향성
낙관 관망	1 회	2.00%	정책 중립, 긍정 심리
성장 매파	0 회	0.00%	성장 낙관 + 선제 긴축: 재임 기간 단 한 번도 등장하지 않음

자료: 유진투자증권

#### ☆ 재임 기간 “성장 매파” 0 회?

전형적인 매파 시나리오는 “성장 매파”적 발언으로 경제가 좋고 성장이 강하기 때문에 긴축해야 한다는 논리다. 그러나 워시는 재임 5년 총 51회 회의 발언에서 이러한 유형은 단 한번도 언급되지 않았다. 워시가 매파 신호를 보낸 경우는 모두 경제적 우려(부정 심리)를 동반한 “경계 매파”였다. 적어도 워시는 경제가 좋을 때 선제 긴축을 주장하지 않았으며, 위험이 나타날 때 경고하는 발언을 했음을 알 수 있다.

가장 먼저 해소해야 할 오해는 “위기 비둘기” 비율이 66.7%로 ‘워시는 비둘기파’라고 해석하는 것이다. 이 해석은 데이터의 두 가지 차원을 혼동한다.

전형적인 비둘기파 위원의 발언 구조는 다음과 같다.

*'경제는 여전히 취약하다, 따라서 지속적인 완화가 필요하다.'*

여기서 완화 정책의 지지는 신념에서 출발한다. 반면 워시의 "위기 비둘기"는 구조가 다르다.

**'위기가 실재한다, 따라서 지금은 지원이 불가피하다.'**

그의 과거 발언에서는 상황에 대한 진단이 선행하고, 완화 정책 지지는 그 진단에 따른 결과이다.

이 구분이 정책적으로 중요한 이유는 '전환 조건'이 다르기 때문이다. 신념 기반의 비둘기파는 경제가 개선되더라도 완화를 지속하려는 관성을 가진다. 그러나 상황 반응형 "위기 비둘기"는 위기 신호가 소멸하는 순간 전환이 유연하게 나타난다. 워시의 QE2 반대가 이것을 실증한다. 2010년 미국 경제는 위기 심화 구간보다 개선이 나타났다. 그래서 워시는 반대 입장으로 전환한 것이다.

**'QE2가 이제 필요하지 않다'**

또한 워시의 연준 이사 재임 기간의 시간적 배분을 먼저 확인할 필요가 있다. 총 51회 회의 중 44회(86%)가 2007년 8월 이후, 즉 금융위기 발발 이후의 구간에 집중된다. 이것은 데이터의 구조적 편향이다. 위기 국면이 아닌 정상 국면의 회의는 7회(14%)에 불과하다.

만약 워시가 정상적인 미국 경제 환경에서 10년을 재임했다면 "위기 비둘기" 비율은 이렇게 높지 않았을 것이다. 즉, 과거의 워시 발언은 비둘기파적 성향이 아니라, 2008년 금융위기라는 특수한 환경이 만들어낸 통계적 결과다. 매파 지수(HI) -0.175도 동일한 논리로 해석할 필요가 있다.

데이터 밖에서 확인 가능한 추가 증거가 있다. 워시의 발언들을 원문 수준에서 검토하면 완화 지지와 함께 거의 예외 없이 다음 세 가지 중 하나가 수반된다. 첫째, 출구전략(Exit Strategy)의 필요성 강조. 둘째, 중기 기대 인플레이션 모니터링 지속. 셋째, 대차대조표 정상화의 적기 중요성 언급이다. 이는 확장 통화정책을 지지하되 그 완화가 영구적이지 않아야 한다는 조건부 지지임을 일관되게 표현한 것이다. '조건부 비둘기(Conditional Dove)'라는 표현이 과거 발언 패턴을 가장 정확하게 표현하고 있다.

## 커뮤니케이션의 구조적 특징

과거 워시의 심리 지수(SI) 평균값은  $-0.188$  로 단순한 부정 심리만을 의미하지 않는다. 이는 워시의 커뮤니케이션 스타일의 구조적 특성을 잘 드러낸다.

워시의 여섯 개 국면의 심리 지수(SI)를 살펴보면 가장 낮은 값이 위기 초기( $-0.262$ )이고, 가장 높은 값이 위기 전 구간( $-0.093$ )이다. 그러나 어느 구간도 긍정 심리로 전환되지 않았다. 경기 확장기에도, 회복기에도, QE2 반대 시기에도 심리 지수(SI)는 일관되게 부정을 유지했다.

이것은 워시 의장이 경제를 낙관적으로 표현하는 것을 구조적으로 기피함을 시사한다. 그의 발언에는 항상 "but" 이 뒤따른다.

시장 참여자들은 워시의 부정적 언어를 긴축 선호의 신호로 해석하는 경향이 있다. 이러한 해석이 공개 발언 영역에서는 어느 정도 타당하다. 그러나 심의 발언에서는 "부정" 감성과 "매파적" 정책 방향의 상관관계가 훨씬 약하다.

**중요한 것은 의장이 된 워시는 이러한 커뮤니케이션 스타일을 지속할 가능성이 높다는 점이다. 그의 발언이 부정적이고 위협을 강조한다고 해서 자동적으로 긴축 행동으로 이어지는 것은 아니다. 이것을 혼동하면 정책 전환의 시점을 잘못 예측하게 된다.**

또한 표준편차(0.218)가 평균(절댓값 0.175)보다 크다는 것은 매파 지수(HI)의 변동성이 평균보다 크다는 것을 의미한다. 이는 워시의 정책 신호는 어느 한 방향으로 고착되어 있지 않고, 회의마다 상당히 큰 폭으로 진동했다.

개념적, 이론적으로 고착된 위원들은 표준편차가 낮다. 어떤 상황에서도 같은 방향의 신호를 일관되게 내보내기 때문이다. 워시의 높은 표준편차는 오히려 그 반대다. 이는 데이터와 시장 신호에 민감하게 반응하는 적응적 정책 성향이 통계적으로 드러난 것이다.

가장 극적인 표현은 2007년 8월에 나타났다. 2007년 6월 워시의 매파 지수(HI)는 소폭 양의 값을 나타냈다. 두 달 후인 2007년 8월 매파 지수는  $-0.829$  로 급락했다.

**"지금시장 기능이 정상적으로 작동하지 않고 있다", "카운터파티 리스크에 대한 공포가 합리적인 거래조차 마비시키고 있다"**

이 기간 그의 발언을 보면 신념의 변화가 아닌 상황의 변화로 설명하고 있다.

전체 재임 기간을 여섯 개의 경제 국면으로 분류하면 매파지수(HI)의 변화가 경제 현실과 얼마나 정밀하게 연동됐는지 확인할 수 있다.

**경제 환경에 따른 워시의 발언 변화**

구분	Hawkish (평균)	Sentiment (평균)	정책 신호	회의 수	주요 이벤트
① 위기 전 (2006.03~2007.07)	0.037	-0.093	온건 매파	7 회	마지막 금리 인상 (2006-05-10)
② 위기 초기 (2007.08~2008.09)	-0.335	-0.262	위기 비둘기	10 회	BNP Paribas 사태 Bear Stearns 구제
③ 위기 심화 (2008.09~2009.06)	-0.292	-0.211	위기 비둘기	9 회	리먼 파산 G7 동시 금리인하
④ 회복 초기 (2009.07~2009.12)	-0.123	-0.156	위기 비둘기	6 회	경기침체 종료 확인 실업률 10% 정점
⑤ 더딘 회복 (2010.01~2010.10)	-0.159	-0.187	위기 비둘기	8 회	유럽 재정위기 (그리스·아일랜드)
⑥ QE2 시기 (2010.11~2011.01)	0.063	-0.161	경계 관망	3 회	QE2 반대 기고 초기 사임

자료: 유진투자증권

**① 위기 전 (2006년 3월~07년 7월): 유일한 “매파(Hawkish)”의 구간**

- 재임 첫 시기인 금융위기 이전 구간에서 매파 지수(HI) 평균은 +0.037 로, 재임 기간 중 매파 성향을 나타낸 유일한 구간이다. 연준은 2004년부터 시작한 금리 인상 사이클의 마지막 단계에 있었으며, 2006년 5월 연방기금 금리는 5.25%에 도달했다. “온건 매파” 분류는 긴축 정책을 지지하면서도 발언 심리가 완전한 낙관론에 도달하지 않은 상태를 반영한다.
- 심리 지수(SI) 평균 -0.093 은 이 시기에도 워시가 낙관적 어조를 사용하지 않았다는 것을 보여준다. 그는 강한 소비, 기업 투자 확대, 고용시장 호조를 인정하면서도 “인플레이션 기대의 고착화 위험”을 함께 경고하는 방식으로 발언했다. 이러한 워시의 발언 패턴이 심리 지수를 부정적으로 유지시켰다.

## ② 위기 초기 (2007년 8월~08년 9월): 급격한 전환

- 금융위기 초기에 가장 극적인 정책 신호 변화가 나타났다. 매파 지수(HI)가 +0.037 에서 -0.335 로 급락했다. 이 전환의 트리거는 2007년 8월 9일 BNP Paribas 의 세 개 펀드 동결이었다. 불과 한 달 전까지 온건 매파 기조를 보이던 워시는 위기 신호가 감지되자 방향을 바꿨다. "위기 비둘기"가 이 구간을 지배하기 시작했으며, 이 패턴은 이후 3년간 지속되었다.
- 심리 지수(SI) 평균 -0.262 는 재임 6 개 구간 중 가장 낮은 평균 값이다. 신용시장 마비, 카운터파티 리스크 공포, 금융 시스템 전반의 불확실성을 표현하는 강렬한 부정 언어가 집중적으로 등장했기 때문이다. 그러나 이 부정 심리는 "긴축이 필요하다"는 방향이 아니라 "정책 지원(확장)이 필요하다"는 정책 결정으로 나타났다.

## ③ 위기 심화 (2008년 9월~09년 6월): 리먼 이후

- 리먼브라더스 파산 이후 제로금리, QE1, TARP 가 연속으로 시행된 구간으로 매파 지수(HI) -0.292 는 이전(-0.335)보다 소폭 높다. 이 미묘한 상승이 흥미롭다. 더 깊은 위기임에도 HI 가 약간 개선된 것은, 이 시기부터 워시가 "인플레이션 리스크가 사라진 것이 아니다"라는 중기 경고를 병행하기 시작했기 때문으로 판단된다. 공황 언어에서 정책 논의 언어로의 전환이 이 수치에 반영됐다.

## ④⑤ 회복기 (2009년 7월~10년 10월): 위기 비둘기 지속

- NBER 이 경기침체 종료를 확인한 이후에도 위기 비둘기 패턴이 지속됐다. 매파 지수(HI)는 -0.123(회복 초기)과 -0.159(더딘 회복)로, 위기 심화 구간보다 개선됐지만 여전히 음(-)의 값이 지속되고 있다. 특히 회복이 진행 중이던 2010년 구간에서 매파 지수(HI)가 오히려 소폭 악화된 것은 유럽 재정위기(그리스, 아일랜드)로 인해 금융 시장 불확실성이 다시 확대되었기 때문이다.

## ⑥ QE2 시기 (2010년 11월~11년 1월): 전환의 신호

- 전체 재임 기간 중 가장 짧은 기간이지만 가장 중요한 구간이다. 매파 지수 (HI)가 +0.063으로 상승하며 국면 ① 이후 처음으로 매파 성향으로 전환되었다. 4분면 분류는 “경계 관망”으로 정책 신호 모델은 약한 매파 신호를 포착했지만 발언의 심리는 여전히 부정적(-0.161)이다.

“경계 관망”으로의 전환은 LLM 모델 분석에서 가장 의미 있는 발견이다. 이것을 올바르게 해석하는 것이 워시의 미래 행동 패턴을 예측하는 데 핵심이 된다.

시장은 과거 QE2 기간을 '워시의 가장 매파적인 순간' 중 하나로 인식한다. WSJ 기고, 연준에 대한 공개 비판, 사임이라는 극적인 행동은 이러한 이미지를 더욱 공고하게 했다.

“성장 매파”는 '경제가 좋으니 긴축하자'는 낙관적 매파라면, “경계 관망”에 가까운 워시는 연준의 '현재 정책이 위험하다'는 경고 기반 매파였다. 심리가 긍정적으로 전환되지 않은 것은 바로 이 때문이다.

워시의 QE2 반대 논리를 확인하면 이것은 더욱 명확해진다. 그의 '정책의 효과는 불확실하지만 장기 부작용(기대 인플레이션 고착화, 자산 가격 거품)은 실재한다'는 위험-보상 분석이었다. 부정적 심리가 매파 방향과 결합된 것은, 그가 위험을 보고 경고했기 때문이다.

이러한 과거 행동의 올바른 분류가 미래 예측에 주는 함의는 명확하다. 워시 의장이 매파적 행동을 할 경우, 그것은 경제의 강함에서 출발하는 “성장 매파”의 가능성이 낮다고 판단된다. 오히려 리스크 혹은 불확실성이 크다고 판단할 때, 즉 연준 정책의 부작용이 실재한다고 진단할 때 매파 신호를 발신하는 “경계 매파” 또는 “경계 관망” 방식일 가능성이 높다.

역으로 위험 신호가 없고 경제가 안정적일 때, 그는 적극적인 긴축보다는 관망 (Neutral) 내지 조건부 완화(위기 비둘기)로 행동했다. 이것이 5년 51회의 심의 발언에서 귀납된 워시의 의사결정 패턴이다.

### 모델 기반의 통화정책 스타일

분석 지표	데이터 설명	해석
Hawkish Index (-0.175)	전체 기간 비둘기 방향 우세	매파 성향이 아닌 위기 환경 반영
Sentiment Index (-0.188)	경기와 무관하게 일관된 부정 심리 발언	리스크 중심 커뮤니케이션 스타일
H.I.S.D (0.218)	높은 변동성, 방향 전환 빈번	이념 아닌 상황에 반응하는 적응형
위기 비둘기 (66.7%)	위기 + 완화 지지 패턴 지배적	조건부 비둘기: 상황이 변화하면 전환
성장 매파 (0%)	낙관 기반 매파 신호 전무	선제적 긴축 성향 부재
경계 관망 (13.7%)	매파+부정 심리: 경고 기반 매파	낙관이 아닌 위험 인식에서 긴축

자료: 유진투자증권

### III. Regime Change

#### 소통 패러다임의 변화

워시 의장의 “포워드 가이드런스 폐기” 를 올바르게 평가하기 위해서는 연준 소통의 역사적 진화를 살펴볼 필요가 있다. 1994 년 최초 성명서 발표부터 2026 년 현재까지 연준의 시장 소통은 한 방향으로 일관되게 확장되어 왔다. 워시의 레짐 체인지(Regime Change)는 이 30 년의 방향을 역전시키겠다는 선언이다.

2010 년대 이후 버냉키, 옐런, 파월로 이어지는 연준 의장들은 시장과의 적극적인 소통을 그 자체로 하나의 통화정책 수단으로 활용해 왔다. 향후 금리 경로를 예측하여 제시하는 점도표(Dot Plot)의 도입과 매 FOMC 회의 직후 열리는 정례 기자회견은 시장 참여자들이 연준의 행동을 예측하고 대비할 수 있도록 돕는 핵심 재료였다. 그러나 워시는 이러한 투명성이 오히려 중앙은행의 족쇄로 작용하고 시장의 규율을 무너뜨렸다고 강력히 비판한다.

#### 연준 소통의 30 년 역사

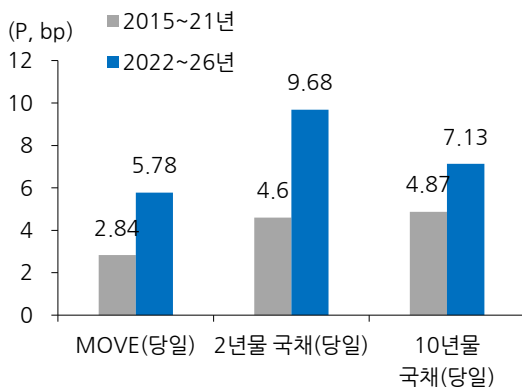
구 분	성명서 분량	FK 지수	연준 의장	주요 소통 변화
1994 년 2 월	99 단어 4 문장	FK 9~12	그린스펀	최초 FOMC 성명서 발표
2002 년~	점진적 증가	증가	그린스펀	투표 결과 성명서 포함, 점도표 전신 도입
2008~2013	급격히 증가	FK 20~21	버냉키	포워드 가이드런스 본격 도입 2011 년 기자회견 시작(분기별)
2014 년	564 단어 22 문장	FK 20~21	버냉키→옐런	성명서 최고 복잡도 달성
2019 년~	지속 증가	박사급	파월	모든 회의 기자회견 평균 6,280 단어
2026 년	레짐 체인지 예고	미정	워시	FG 폐기 선언 '거친 회의' 선언

자료: 유진투자증권

워시는 상원 청문회에서 "나는 포워드 가이드(Forward Guidance)를 믿지 않는다. 연준이 미래에 어떤 결정을 내릴지 시장에 미리 예고해서는 안 된다" 며 직격탄을 날렸다. 워시의 진단에 따르면, 연준이 미래의 금리 궤적을 세상에 공표할 경우 인간의 심리적 본성상 그 예측치에 매몰되게 마련이며, 경제 상황이 급변할 때 유연하게 방향을 선회하지 못하는 치명적인 단점을 낳는다. 그는 2021년 팬데믹 직후 급등하는 인플레이션에 연준이 기민하게 대응하지 못한 이른바 '실기(Tardiness)' 사태 역시, 자신들이 내놓은 '저금리 유지'라는 포워드 가이드에 스스로 발목이 잡혔기 때문이라고 지적했다.

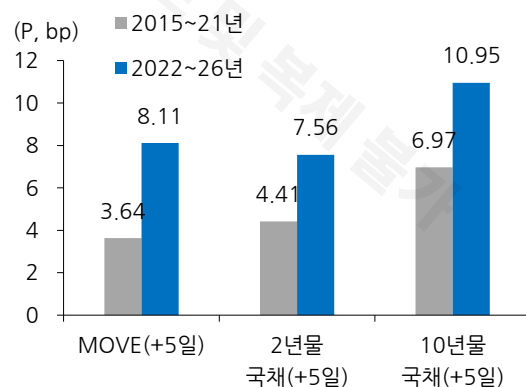
또한, 포워드 가이드는 시장 참가자들이 스스로 거시 경제 데이터를 분석하고 위험을 가격에 반영(Price discovery)하는 대신, 연준 의장의 입술과 성명서의 단어 하나하나에 과도한 가중치를 두게 만드는 도덕적 해이를 초래했다. 워시는 연준이 암묵적인 '시장 안전판(implicit market backstop)' 역할을 포기하고, 2008년 금융위기 이전의 전통적이고 다소 불투명했던 중앙은행의 소통 방식으로 회귀해야 한다고 주장한다. 이에 따라 향후 연준은 점도표의 발표 빈도나 중요성을 대폭 축소하고, 시장에 혼란을 줄 수 있는 기자회견의 횟수나 어조를 보수적으로 재조정할 가능성이 높다.

FOMC 점도표 공개 당일 채권시장 변화



자료: Fed, 유진투자증권

점도표 공개 후 5일간 채권시장 변화



자료: Fed, 유진투자증권

워시는 의사결정 과정에 있어서도 중대한 문화적 변화를 예고했다. 역대 연준은 대외적인 신뢰도를 높이기 위해 FOMC 위원들 간의 이견을 내부적으로 조율하고 가급적 '만장일치'에 가까운 투표 결과를 도출하는 것을 미덕으로 여겨왔다. 그러나 워시는 "나는 *빤하게 결론이 정해진 회의보다는 훨씬 거친 회의(Messier meetings than some)*를 선호한다"고 선언하며, 위원들 간의 격렬한 논쟁과 반대 표(Dissent) 행사를 오히려 장려하겠다고 밝혔다. 다양한 관점이 여과 없이 충돌할 때 비로소 집단 사고의 함정을 피하고 질적으로 우수한 정책 결정을 내릴 수 있다는 논리다.

실제로 이러한 징후는 이미 시장에 나타나고 있다. 유가 상승으로 인한 인플레이션 재발 우려가 커졌던 지난달 FOMC 회의에서는 금리 동결 결정에 맞서 다수의 지역 연은 총재들이 반대표를 던졌는데, 이는 1992년 이후 단일 회의 기준 가장 많은 반대표가 쏟아진 사례로 기록되었다. 워시 체제하에서는 이러한 내부의 이견이 빈번해 질 가능성이 높으며, 이는 단기적으로 채권 및 주식 시장의 정책 불확실성을 증폭시켜 내재 변동성(Implied Volatility)을 높이는 핵심 변수로 작용할 것이다.

Hernández-Murillo & Shell(2014, 세인트루이스 연은)은 FOMC 성명서의 분량과 복잡성을 시계열로 분석하여 연준 소통 팽창의 정량적 증거를 제시했다.

Flesch-Kincaid(FK) 지수가 9~12(고등학교 수준)에서 20~21(박사 학위 수준)로 상승했다는 것은 성명서의 내용이 일반 대중이 아닌 금융 전문가를 위한 언어로 진화했음을 의미한다. 더불어 2019년 파월 체제에서 모든 회의 직후 기자회견이 시작되면서 성명서(468 단어)의 13배에 달하는 기자회견(평균 6,280 단어)이 주요 소통 채널로 부상했다.

Hansen & McMahon(2016)은 LDA 텍스트 분석과 FAVAR 프레임워크를 결합하여 FOMC 커뮤니케이션의 시장 영향을 분해했다. 핵심 발견은 FOMC 소통 중 포워드 가이드런스 부분이 경제 여건 평가 부분보다 금융시장에 더 강한 영향을 미친다는 것이다. 이후 Handlan(2020)은 FOMC 발언 문구가 실제 정책 발표보다 연방기금 선물 변동의 4배에 달하는 설명력을 갖는다고 주장하였다.

워시는 이러한 연준의 과도한 소통이 시장의 변동성을 더욱 크게 키운다고 생각한 것이다. 시장은 연준이 무엇을 결정했는지보다 무엇을 말했는지에 더욱 민감하게 반응한다. 연준의 행동 자체는 이미 발언으로 예고되어 '구식 뉴스(old news)'가 된 것이며, 통화정책의 실질적 운용이 금리 결정에서 발언으로 이동했다.

워시는 이 구조를 뒤집겠다고 선언한다. 발언이 아닌 행동이 다시 정보가 되어야

한다는 것이다. 이것은 시장의 주의를 연준 발언에서 경제 데이터 자체로 돌리려는 시도다.

## 투명성의 역설?

Hansen, McMahon & Prat(2018) 분석은 투명성이 항상 좋은 것인가라는 질문에 답을 제시하고 있다. 1993년 FOMC 의사록 공개 정책 전환을 자연 실험으로 활용한 이 연구는 투명성 증가가 두 가지 상반된 효과를 동시에 발생시킨다는 것을 발견했다.

워시가 '거친 회의(Messier Meetings)'를 선호하고, 만장일치 관행의 타파를 선언한 것은 정보 왜곡 효과에 대한 직접적인 대응으로 판단된다.

위원들이 시장을 의식한 발언 대신 진짜 의견을 말하게 만들어 집단사고를 피하고 정책 품질을 높이려는 목적인 것이다. 이것은 단순히 내부 갈등을 허용하겠다는 것이 아닌, 연준 내부 심의의 정보 효율성을 높이기 위한 의도적 설계이다.

### 투명성의 역설

효과	메커니즘	결과
규율 효과 (Discipline Effect)	공개를 의식하여 더 신중하고 논리적 발언	발언 품질 향상, 외부 이해 가능성 증대
정보 왜곡 효과 (Info-Distortion)	발언자가 진짜 의견 대신 시장이 원하는 말을 함	심의 품질 저하, 집단사고 강화 위험

자료: 유진투자증권

## 전환으로 인한 시장 영향

포워드 가이드스 폐기와 소통 방식 전환으로 세 가지 구조적 변화가 예상된다.

첫 번째, **기간 프리미엄(Term Premium)의 구조적 상승**이다. 포워드 가이드스는 미래 금리 경로에 대한 불확실성을 감소시키고, 그 보상으로 투자자들이 장기 채권에 요구하는 기간 프리미엄을 낮추는 효과를 가져왔다. 만약 포워드 가이드스가 폐기되면 이 메커니즘이 작동하지 않게 된다. 투자자들은 미래 정책 경로를 예측하기 어려워진 것에 대한 보상을 요구한다. 기간 프리미엄의 구조적 상승, 즉 수익률 곡선의 고질적인 스티프닝(Bear Steepening)이 불가피해질 것으로 예상된다.

워시 취임 이후 미 10년물이 4.5%, 30년물이 5%를 돌파한 시장 반응은 이러한 메커니즘이 작동한 것이다. 중요한 것은 일시적 충격이 아닌 구조적 변화로 고착될 가능성이 있다.

두 번째, **내재 변동성(Implied Volatility)의 구조적 상승**이다. 포워드 가이드스가 존재할 때, FOMC 결정 전후의 시장 변동성은 낮았다. 금리 결정이 어느 정도 사전에 예고됐기 때문이다. FG가 폐기되면 FOMC 회의 자체가 새로운 정보가 된다. 각 회의가 잠재적 서프라이즈 이벤트가 되면서 FOMC 회의 주변일의 내재 변동성이 구조적으로 상승한다.

또한 워시가 선언한 '거친 회의'는 이 변동성을 더 증폭시킬 것이다. 반대표가 많아지고 내부 이견이 공개될수록, 시장은 다음 회의에서 어떤 결정이 나올지 예측하기 어려워진다.

마지막으로 **'연준 풋(Fed Put) 소멸과 위험 자산의 구조적 재평가가 나타날 수 있다**. '연준 풋(Fed Put)'은 시장이 단기간 큰 폭으로 하락하면 연준이 개입하여 하방을 지지할 것이라는 암묵적 기대였다. 이 기대는 위험 자산의 가격에 보이지 않는 안전망을 제공했다. 그런데 워시는 이 역할을 포기하겠다고 선언했다. 그는 연준이 암묵적 시장 안전판(Implicit Market Backstop) 역할을 내려놓아야 한다고 주장한다. 만약 실행에 옮겨질 경우, 위험 자산 전반에 걸쳐 보이지 않는 안전망이 사라지면서 주식 시장의 벨류에이션 하방 압력(특히 성장주와 고레버리지 업종)이 높아질 것으로 예상된다.

과거 워시의 일관된 경계 언어는 포워드 가이드런스 폐기 어젠다와 구조적으로 연결된다. 그는 FOMC 회의에서도 '우리가 이미 말한 것'에 묶이는 것을 경계하는 발언을 반복했다. 연준이 특정 경로를 공표할 경우 경제 상황이 변해도 유연하게 대응하기 어렵다는 논리가 심의 발언에서도 일관되게 등장했다.

따라서 포워드 가이드런스의 폐기는 단순히 '덜 말하는 것'이 아닌, 시장 소통 방식의 구조적 전환을 의미한다.

### 포워드 가이드런스 폐기의 구조적 함의

구분	FG 유지 시대 (따월 Fed)	FG 폐기 시대 (워시 Fed)
시장의 정보 원천	연준 발언, 성명서 중심	경제 데이터 및 회의 결정 중심
기간 프리미엄	낮음 (불확실성 감소 보상)	높음 (방향 예측 불가 위험 보상)
FOMC 발표일 변동성	낮음 (사전 예고로 서프라이즈 감소)	높음 (정책 결정 자체가 정보)
시장 분석의 초점	의장의 기자회견	경제 데이터 직접 분석
Fed Put 유효성	강함 (암묵적 하방 방어)	약화 (안전판 역할 포기 선언)

자료: 유진투자증권

## 절사 평균(Trimmed Mean) 물가 지표의 채택

워시는 청문회에서 "현재 인플레이션을 측정하는 데이터는 매우 불완전하다"며 절사평균(Trimmed Mean) PCE 도입을 주장했다. 그는 지정학적 변화나 일시적 가격 충격에 의한 변동이 아닌, 기저 인플레이션 추세에 집중해야 한다고 강조했다.

이러한 발언의 신호는 연준 이사 시절 과거 FOMC 심의 발언에서 확인할 수 있다. 분석 결과에서 '경계 매패' 4 회의 발언 특성을 살펴보면 공통적으로 '특정 가격 변동의 기저 인플레이션 파급 여부'를 구분하려는 논리 구조가 나타난다. 에너지 가격 급등이나 수입 물가 상승을 언급할 때 그는 항상 이것이 기대 인플레이션에 어떻게 반영되는지, 기저 추세와 분리되어야 하는지를 함께 논의했다. 이것이 Trimmed Mean PCE 선호의 초기 형태다.

기존의 연준은 근원 개인소비지출(Core PCE) 물가지수, 임금 상승률, 헤드라인 소비자물가지수(CPI) 등 과거의 누적된 경제 활동 결과를 반영하는 후행적 지표를 주로 참고해 왔다. 워시는 이러한 데이터 의존성이 통화정책의 본질적인 '시차(time lag)'와 결합할 때, 연준이 항상 시장 상황에 뒤처져 반응하게 만드는 치명적인 한계를 지닌다고 비판한다.

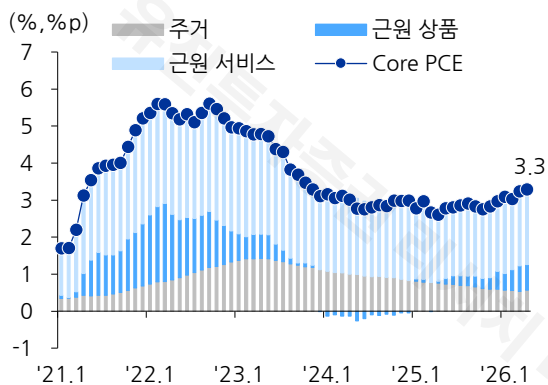
절사평균 PCE 는 Dallas 연방준비은행의 Dolmas(2005) 논문이 처음 체계적으로 제안한 지표다. 매월 가격 변동 폭이 비정상적으로 큰 상위 및 하위 극단값 품목을 배제하고 산출함으로써, 일회성 충격이 기저 인플레이션 측정을 왜곡하는 문제를 완화한다.

Dolmas & Koenig(2019)은 Core PCE 와 Trimmed Mean PCE 를 세 가지 기준으로 비교분석했다. ① 변동성 감소 능력, ② 미래 인플레이션 예측력, ③ 데이터 수정에 대한 안정성의 모든 기준에서 절사평균이 우수한 성능을 나타냈다. 2026년 4월 달라스 연에서 발표한 분석은 절사평균 PCE 가 1~24개월 예측에서 Core PCE 보다 일관되게 더 나은 추세 지표임을 확인했다.

지표 변경이 단순한 통계적 선호를 넘어 막대한 정책 함의를 갖는 이유가 여기에 있다. 현재 Core PCE(3.20%)는 연준 목표(2%)를 크게 상회하지만, 워시가 선호하는 절사평균 PCE(2.36%)는 연준 목표에 훨씬 가깝다. 지표의 전환이 금리 결정 논리에 영향을 줄 수 있다는 분석이 제기되는 배경이다.

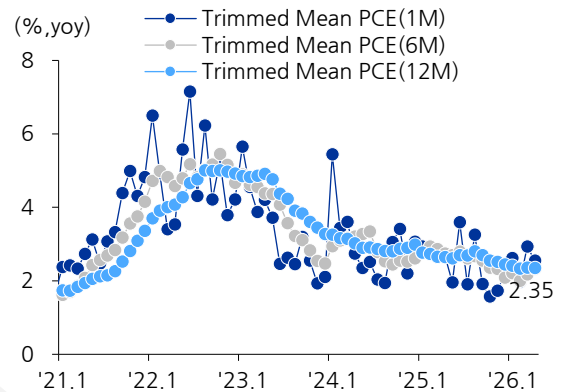
다만 워시가 선호하는 절사평균 PCE 는 한계점이 존재한다. 특히 관세와 지정학적 충격, 공급망 교란으로 인해 가격 변동 분포의 왜도(Skewness)가 높아진 환경에서는 절사평균이 오히려 디스인플레이션을 과장할 수 있다고 경고했다. 현재 미-이란 전쟁으로 인한 지정학적 위험과 무역 긴장이 가중된 환경은 이러한 조건에 해당한다.

Core PCE



자료: FRBSF, 유진투자증권

Trimmed Mean PCE



자료: Dallas Fed, 유진투자증권

물가 지표의 변경은 단순한 통계적 선호도를 넘어 막대한 정책적 함의를 지닌다. 최근 중동 지역의 지정학적 긴장(예: 미-이란 전쟁에 따른 호르무즈 해협 위기)으로 인해 에너지 가격이 폭등하며 미국 CPI 가 3년 내 최고치인 3.8%, PCE 물가는 3.5%까지 급등하는 양상을 보였다.

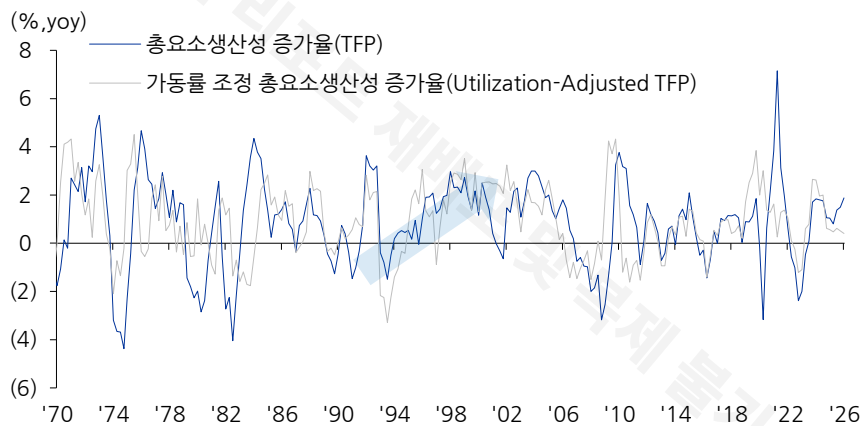
그러나 워시의 관점에서 이러한 외부적·단기적 공급 충격은 통화정책으로 통제할 수 없는 영역이므로 물가의 추세 판단에서 배제되어야 한다. 실제로 최근 월가 일각에서는 워시가 선호하는 절사평균 PCE 는 2.35%로 근원 PCE(3.3%)보다 연준의 목표치(2.0%)에 훨씬 근접해 있다는 점을 지적하며, 지표의 변경이 곧 연준이 금리를 조기에 인하할 수 있는 논리적, 수치적 정당성을 부여하기 위한 전략적 포석이라는 분석도 제기된다.

## 인공지능(AI)이 물가를 낮춘다?

워시가 금리 인하의 잠재적 논거로 삼고 있는 가장 독창적이고 논쟁적인 프레임 워크는 바로 인공지능(AI)이 주도하는 거시경제의 구조적 변화다. 그는 '인공지능(AI)이 혁신의 속도를 "심원하게(Profoundly)" 변화시키고 있으며, 미국 경제가 물가 상승 압력없이 고성장을 지속할 수 있도록 만드는 강력한 '디스인플레이션(Disinflationary) 동력'이라고 주장한다.

인준 청문회에서 그는 AI의 생산성 효과를 1990년대 인터넷 붐에 비교하여 설명했다. 당시 미국 경제는 생산성 급상승과 함께 실업률 하락과 물가 안정을 동시에 달성하는 '골디락스(Goldilocks)'를 경험했다. AI가 이를 재현할 수 있다는 것이 논리의 핵심이다.

### 인터넷으로 인한 1990년대 총요소생산성(TFP)의 증가



자료: CEIC, FRBSF, 유진투자증권

경제학 이론을 적용한다면, 인공지능(AI)의 도입은 총요소생산성(Total Factor Productivity, TFP)의 긍정적인 향상을 의미한다. 기업 생산성이 향상되면 동일한 노동력으로 더 많은 부가가치를 창출할 수 있으므로, 기업은 임금 상승이나 원자재 가격 상승분을 제품 가격에 전가(Price pass-through)하지 않고도 이윤을 유지할 수 있다.

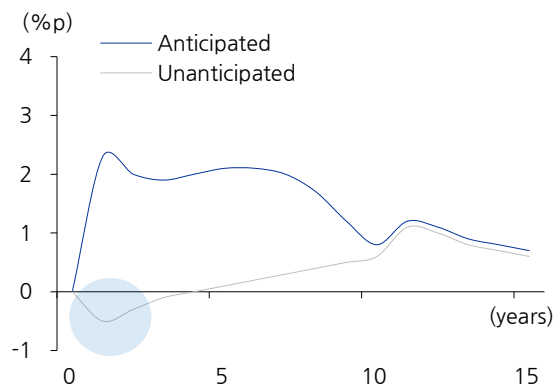
워시는 이러한 생산성 주도의 비용 흡수 메커니즘을 근거로 연준이 인플레이션 재발을 지나치게 두려워하여 긴축 통화정책을 유지할 필요가 없으며, 오히려 인공지능(AI) 사이클을 지원하고 하위 계층(K 자형 회복의 소외 계층)의 경제 여건을 개선하기 위해 금리 인하 여력을 확보해야 한다고 생각한다.

워시의 논리와 가장 직접적으로 연결되는 연구는 BIS의 "The Impact of Artificial Intelligence on Output and Inflation(2024)"이다. 이 보고서는 AI 도입을 생산성 충격으로 모델링하고 인플레이션 경로를 분석했다. 핵심 발견은 다음과 같다.

- 경제 주체들이 AI의 생산성 효과를 사전에 예상하지 못하는 경우: AI 도입은 초기에 디스인플레이션으로 작용. 공급이 수요를 앞질러 물가가 하락 압력을 받음
- 경제 주체들이 미래 생산성 향상을 미리 예상하는 경우: 반대로 인플레이션이 즉각적으로 상승. 생산성 향상 기대가 수요를 먼저 자극하기 때문임

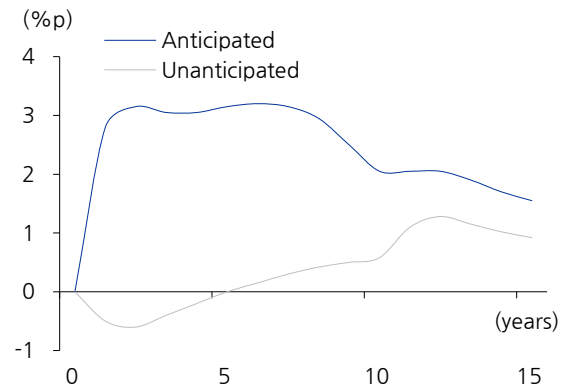
이 조건부 구조가 워시의 주장과 정확하게 일치한다. 그의 주장은 본질적으로 "현재 시장과 연준은 AI의 생산성 효과를 아직 충분히 반영하지 못했다"는 것이다. BIS의 '예상하지 못한 시나리오'가 바로 이 조건에 해당하며, 이 시나리오에서 AI 도입은 초기 디스인플레이션 효과를 발생시킨다.

AI 생산성에 따른 Inflation 경로



자료: BIS(2024), 유진투자증권

AI 생산성에 따른 정책금리 경로



자료: BIS(2024), 유진투자증권

그러나 워시의 생산성에 대한 낙관은 경제학자 및 연준 위원들 사이에서 거센 비판을 불러왔다. 반대파의 경제학자들은 인공지능(AI)이 실물 경제의 가격에 즉각적이고 광범위한 디스인플레이션 효과를 발휘할 것이라는 워시의 해석은 '검증된 가설' 이라기보다는 불확실성이 높은 '지나치게 낙관적인 예측(Forecast)'에 가깝다고 지적한다. 만약 AI 의 생산성 향상이 물가 하락으로 나타나지 않은 상태에서 지정학적 비용 인플레이션이 고착화될 경우, 워시의 조기 금리 인하 정책은 연준의 신뢰성을 근본적으로 훼손하는 심각한 정책 오류로 귀결될 위험이 상존한다.

### 워시 연준의 통화정책 프레임워크 비교

구분	제롬 파월	케빈 워시 목표
핵심 물가 지표	근원 PCE (Core PCE), 헤드라인 CPI	절사평균(Trimmed Mean) 및 중앙값(Median) PCE
인플레이션 원인 진단	초과 수요, 임금-물가 나선(Wage-Price Spiral)	정부 지출 과잉, M2 및 분원통화의 구조적 팽창
정책 결정의 시점 기준	철저한 데이터 의존성 (Backward-looking)	장기 생산성(AI) 등 미래지향적 분석 (Forward-looking)
금리 인하의 선결 조건	2% 물가 목표 달성에 대한 후행적이고 확실한 데이터 확인	생산성 향상에 따른 구조적 디스인플레이션 가능성 선제적 반영

자료: 유진투자증권

## IV. 연준 이사들의 성향

### 공개 발언 분석

워시 의장이 포워드 가이드언스에 대한 축소를 천명한 만큼 향후 FOMC 회의에서 투표권이 있는 연준 위원들의 시장에 대한 판단 또한 중요한 요인으로 작용할 가능성이 높다.

워시의 발언과 같은 방법론을 적용하여 2026~2027 년 투표권 위원 16 명의 25 년 7 월부터 2026 년 5 월까지의 공개 발언(112 건)을 분석하였다.

#### 정책 신호의 전체 분포

정책 신호	건수	비율	시각적 분포
Hawkish (긴축 선호)	59건	52.7%	52.7%
Netural (관망/중립)	39건	34.8%	34.8%
Dovish (완화 선호)	14건	12.5%	12.5%

자료: 유진투자증권

112 건의 발언 중 정책 방향 신호가 유효하게 도출된 건수를 집계한 결과, FOMC 는 시장의 일반적 인식보다 매파적인 분포를 나타냈다.

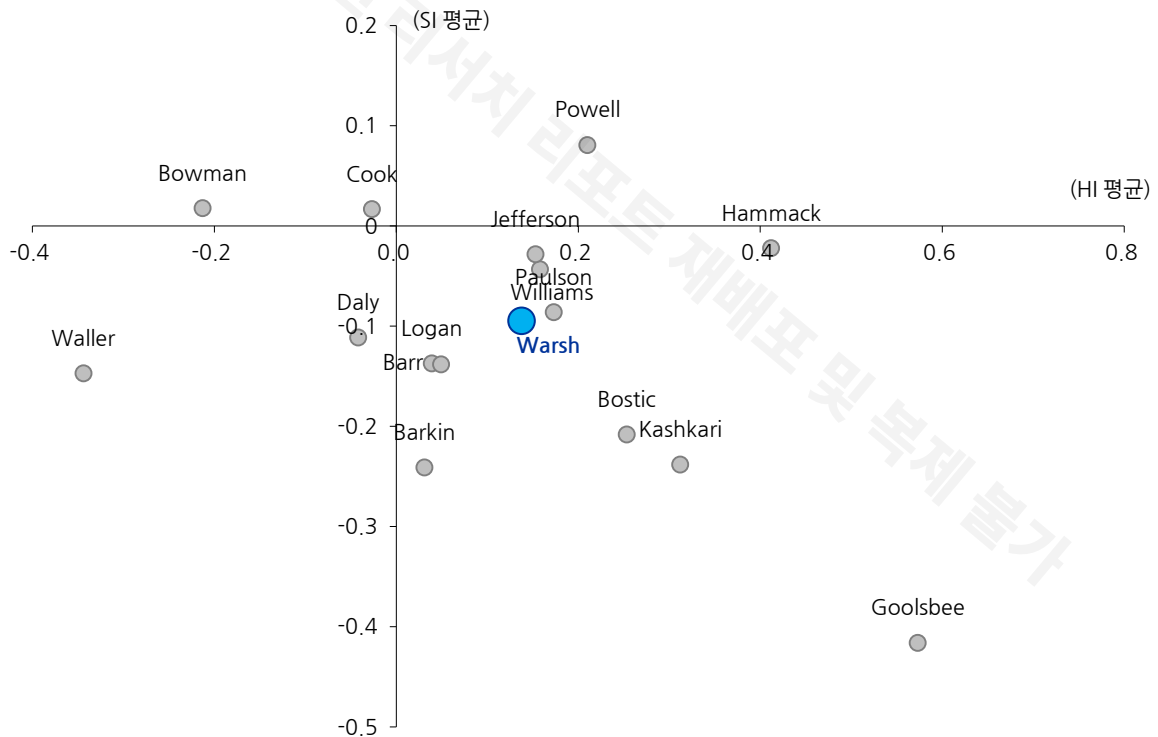
“매파” 신호가 전체의 절반을 초과하는 52.7%를 기록했다. 이는 2024 년과 2025 년 상반기 FOMC 가 금리 인하 사이클을 진행하면서 형성된 '비둘기적 전환' 과는 다른 양상을 나타내고 있다. 트럼프 정부의 관세 정책 이후 인플레이션 압력 우려가 위원들의 발언 기조를 매파적으로 이동시킨 결과로 해석된다.

다만 “비둘기파” 12.5%는 절대 수치는 낮지만 상징적인 의미가 있다. 포워드 가이드언스 폐기 선언에도 불구하고 비둘기적 신호가 공개적으로 발신되고 있다는 것은, 월러·보우만이 의도적으로 완화 방향을 시장에 알리고 있음을 시사한다.

매파지수(HI) 평균값은 +0.109 로 양수이지만 0.15 미만이라는 것은 **FOMC 전체가 '강한 매파'가 아니라 '온건 매파'에 가깝다는 의미로 해석할 수 있다.** 극단적 긴축보다는 신중한 관망 속 소폭 허용의 구도가 중심을 이루고 있다. 심리지수(SI) 평균값은 -0.102 로, 위원들이 전반적으로 경기에 대해 부정적 혹은 경계적 어조를 유지하고 있음을 보여준다.

매파지수(HI) 분포 범위는 0.917(-0.344 ~ +0.573)로 이 범위가 넓다는 것은 위원들 간 의견이 극도로 분산되어 있음을 의미한다. 포워드 가이드스 폐기 환경에서 이러한 분산은 통화정책 경로에 대한 예상을 더욱 어렵게 할 것으로 판단된다.

연준 위원들의 HI-SI 산포도



자료: 유진투자증권

**연준 위원들의 4분면 분포**

4분면	건수	비율	경제적 해석
경계 매파 (Inflation Hawk)	36 건	32.10%	위기 경계 + 긴축 선호
낙관 관망 (Uncertain Pos)	21 건	18.80%	긍정 경기 인식 + 방향 미결정
위기 비둘기 (Crisis Dove)	14 건	12.50%	위기 인정 + 완화 지지
경계 관망 (Uncertain Neg)	14 건	12.50%	부정 감성 + 정책 방향 미결
온건 매파 (Lean Hawk)	11 건	9.80%	중립 감성 + 약한 긴축
성장 매파 (Growth Hawk)	4 건	3.60%	낙관적 경기 + 선제 긴축
완전 중립 (Fully Neutral)	4 건	3.60%	양방향 모두 중립
온건 비둘기 (Lean Dove)	2 건	1.80%	중립 감성 + 약한 완화
신중 비둘기 (Cautious Dove)	1 건	0.90%	낙관적 경기 + 완화 유지
미분류	5 건	4.50%	데이터 불충분 또는 극단값

자료: 유진투자증권

“경계 매파”가 전체의 32.1%로 가장 높은 비중을 나타낸다. 이것은 현재 FOMC 발언의 주된 패턴이 '경기 우려를 인식하면서도 긴축을 지지하는' 구조임을 의미한다. 관세 충격이라는 공급 측 인플레이션 요인 및 국제유가 급등으로 인한 인플레이션 우려가 패턴을 강화하고 있다.

“낙관 관망”은 18.8%로 두 번째로 높다. 이 분류는 경기 인식이 긍정적이지만 정책 방향을 명확히 제시하지 않는 유형으로 주로 보우먼의 공개 발언과 쿡·파월의 균형적 발언에서 집중적으로 나타난다.

## 위원별 포지셔닝

### 강한 매파 그룹(HI > 0.2)

굴스비(+0.573), 해먹(+0.412), 카시카리(+0.312), 보스틱(+0.253), 파월(+0.210)은 강한 매파 그룹에 포함된다. 이 중 굴스비는 시장 인식(비둘기)과 가장 다른 위원으로, 관세 충격 이후 발언 방향이 완전히 전환됐다.

이 그룹의 표준편차를 보면 파월(0.469)이 매우 높아 고변동성 패턴을 보이는 반면, 카시카리(0.253)는 비교적 낮게 일관적인 매파 신호를 발산하고 있다.

### 위원별 4 국면 분류

위원	발언	HI	표준편차	SI	투표권	4 국면	성향
Austan Goolsbee	4	0.573	0.55	-0.416	2027년	경계 매파	강한 매파
Beth Hammack	5	0.412	0.313	-0.022	2026년	경계 매파	강한 매파
Neel Kashkari	3	0.312	0.253	-0.238	2026년	경계 매파	강한 매파
Raphael Bostic	5	0.253	0.299	-0.208	2026년	경계 매파	강한 매파
Jerome Powell	10	0.21	0.469	0.081	2026년	낙관 관망	중립/데이터 의존
Anna Paulson	4	0.173	0.248	-0.086	2026년	경계 매파	강한 매파
John Williams	9	0.158	0.266	-0.043	2026-27년	온건 매파	강한 매파
Philip Jefferson	9	0.153	0.335	-0.028	2026-27년	경계 매파	강한 매파
Kevin Warsh	6	0.138	0.659	-0.095	2026-27년	경계 관망	경고형 매파
Michael Barr	8	0.049	0.196	-0.138	26-27년	경계 관망	경고형 매파
Lorie Logan	5	0.039	0.234	-0.137	2026년	위기 비둘기	온건 비둘기
Thomas Barkin	5	0.031	0.204	-0.241	2027년	경계 매파	온건 매파
Lisa Cook	7	-0.027	0.344	0.017	2026-27년	낙관 관망	중립/데이터 의존
Mary Daly	4	-0.042	0.107	-0.111	2027년	경계 관망	경고형 매파
Michelle Bowman	16	-0.213	0.366	0.018	2026-27년	낙관 관망	중립/관망
Christopher Waller	11	-0.344	0.498	-0.147	2026-27년	위기 비둘기	강한 비둘기

자료: 유진투자증권

### 온건 매파 그룹 ( $0 < HI \leq 0.2$ )

---

폴슨(+0.173), 윌리엄스(+0.158), 제퍼슨(+0.153), 워시(+0.138), 바(+0.049), 로건(+0.039), 바킨(+0.031) 7 명이 온건 매파 그룹에 포함된다. 2026년 FOMC 의결을 실질적으로 결정하는 중간 그룹이다.

주목할 것은 워시(표준편차 0.659)가 이 그룹에서 단연 가장 높은 변동성을 보인다는 점이다. 의장이 가장 예측 불가능한 신호를 발산한다는 것은 포워드 가이드런스 폐기 환경의 구조적 특성이다. 로건(0.234)과 바킨(0.204)도 중간 수준의 변동성을 가지며 상황에 따라 빠르게 방향을 바꿀 수 있다.

### 중립·비둘기 그룹 ( $HI \leq 0$ )

---

쿡(-0.027), 데일리(-0.042), 보우먼(-0.213), 월러(-0.344)는 중립 그룹에 해당된다. 보우먼(표준편차 0.366)과 월러(0.498)는 모두 높은 변동성을 가지며, 특정 조건에서 극단적 비둘기 신호를 발산하는 "위기 비둘기" 패턴을 보인다. 쿡은 낮은 표준편차(0.344 중간 수준)로 상대적으로 안정적인 중립 패턴을 유지한다.

## 누가 어느 방향으로 이동하는가?

평균 매파지수(HI)만으로는 현재 방향성을 파악하기 어렵다. 따라서 25 년 하반기부터 각 위원이 최근 어느 방향으로 이동하고 있는지를 추적한다. 이 트렌드 정보는 향후 의결 예측에 더 중요한 신호를 제공할 것으로 판단된다.

### 관세 충격 이후 긴축 기조 강화

위원	시계열 패턴	해석
Neel Kashkari	25.09: +0.127 → 25.12: +0.209 → 26.05: +0.600	<ul style="list-style-type: none"> <li>가장 명확한 상승</li> <li>3회 모두 경계 매파</li> <li>관세 충격 심화와 함께 매파 강화</li> </ul>
Philip Jefferson	25.09~10: 매파(+0.16~+0.45) → 25.11: -0.58 → 26.01~04: 상승(+0.14~+0.59)	<ul style="list-style-type: none"> <li>11월 일시 비둘기 후 2026년 성장 매파 달성 상승 추세로 복귀 확인</li> </ul>
Beth Hammack	25.11: +0.583 → 26.02~03: 완화(+0.20~+0.11) → 26.05: +0.873	<ul style="list-style-type: none"> <li>완화 후 5월 재급등으로 매파 방향 재확인</li> <li>FOMC 반대표 배경</li> </ul>
John Williams	25.07~11: 매파 유지 → 25.12: -0.240 → 26.05: +0.576	<ul style="list-style-type: none"> <li>12월 일시 비둘기 후 5월 급등</li> <li>최근 방향이 매파로 강하게 확인</li> </ul>
Anna Paulson	25.10: +0.282 → 26.01: -0.056 → 26.05: +0.472	<ul style="list-style-type: none"> <li>1월 일시 비둘기 후 5월 급등</li> <li>Hammack과 유사한 V자형 반등</li> </ul>

자료: 유진투자증권

매파 강화 그룹의 공통 특성은 2026 년 들어 발언 강도 및 수위가 높아진다는 점이다. 이는 관세 협상 교착의 장기화, 인플레이션 우려가 재확인되는 과정에서 경계 수준이 높아지고 있음을 의미한다. 특히 카시카리의 상승 패턴(+0.127 → +0.209 → +0.600)이 우상향 기초를 나타내고 있어, 향후 금리 인상 투표 가능성이 가장 높다.

표준편차가 크게 나타나는 위원들은 고변동성 그룹으로, 단순한 평균 매파지수(HI)로 방향을 예측하기가 어렵다. 특히 워시는 의장으로서 FOMC 전체의 방향을 결정하는 위치에 있지만, 표준편차가 가장 높다.

### 시장 인식과의 괴리가 큰 위원

위원	시장 인식	모델 분석	HI 평균	괴리 방향
Christopher Waller	매파	위기 비둘기	-0.344	시장 > 실제
Michelle Bowman	강한 매파	중립/관망	-0.213	시장 > 실제
Austan Goolsbee	비둘기	강한 매파	0.573	실제 > 시장
Kevin Warsh	강한 매파	경고형 매파	0.138	시장 > 실제
Jerome Powell	중립/관망	중립	0.21	전략적 이중 신호

자료: 유진투자증권

시장은 일반적으로 FOMC 를 '강한 매파 5~6명, 비둘기 3~4명, 중립 3~4명'으로 분류한다. 그러나 매파지수(HI)를 기반으로 재분류하면 구도가 달라진다.

2026년 FOMC 의결의 실질적 결정권은 매파지수(HI) 0.0~+0.15 범위에 집중된 온건파 위원 4명(제퍼슨, 윌리엄스, 워시, 로건)에게 있다. 강한 매파 2표(해머, 카시카리)와 비둘기 3표(월러, 보우먼, 쿡)가 대칭을 이루는 상황에서, 이 중간 그룹이 향후 금리 결정을 좌우하는 캐스팅보트 그룹이 될 것으로 판단된다.

## 파월, 이사직 잔류의 의미

파월 전 의장의 이사직 잔류는 워싱턴 법무부의 예산 조사 압박에 대응하는 연준 독립성 수호 선언으로 시작됐다. 그러나 2028년 1월까지의 이사 임기를 활용하는 그의 발언 패턴은 단순한 기관 방어를 넘어, 워시 체제에 대한 능동적 포지셔닝을 드러낸다.

파월의 매파지수(HI) 표준편차(0.469)는 16명 중 두 번째 높은 수치다. 10건의 발언에서 5가지 서로 다른 4분면을 나타냈다. 성장 매파(7월 1일, +0.998), 경계 매파(8월 22일, +0.712; 3월 30일, +0.867), 위기 비둘기(9월 23일, -0.400; 10월 14일, -0.084), 낙관 관망(4건)이 교차한다.

이 패턴은 세 가지로 해석할 수 있다. 첫째, 경제 환경 변화와 데이터에 따른 자연스러운 발언이다. 둘째, 워시 체제와의 의도적 차별화를 통한 균형자 및 견제자의 역할 수행이다. 셋째, 이사직 잔류의 정치적 맥락에서 FOMC 내부의 '이중 권력' 구조를 반영하는 전략적 신호 발산이다.

특히 2026년 3월 30일(+0.867)의 발언은 매우 주목할 만하다. 파월은 워시가 의장으로 확정된 이후 강한 매파의 신호를 시장에 보냈다. 이것은 워시 체제의 금리 인하 가능성에 대한 공개적 견제 또는 차별화 신호로 해석될 수 있다.

또한 16명 중 유일하게 유의미한 양의 심리지수(SI)를 나타냈다. 경기에 대한 긍정적 인식과 균형적인 언어 사용이 특징이다. 이것은 전임 의장으로서 시장 안정화 기능을 유지하려는 의도와 일치한다. 워시가 경계적인 언어(심리지수 음수값)를 주로 사용하는 것과 대조적으로, 파월은 낙관적 경제 인식을 바탕으로 한 발언을 통해 차별화된 포지션을 구축하고 있다.

## 두 얼굴의 굴스비

---

굴스비는 연준 내에서 가장 잘 알려진 비둘기파 위원 중 하나다. 2024 년과 2025 년 상반기에 걸쳐 금리 인하 필요성을 적극 주장했고, 파월 체제에서 완화 정책을 지지하는 핵심 인물이었다. 블룸버그, CNBC 등 주요 미디어는 그를 일관 되게 비둘기파로 분류한다.

그러나 2025 년 10 월부터 2026 년 5 월까지의 4 건 발언을 분석하면 정반대의 결과가 나온다. 매파지수(HI) 평균값 +0.573은 16명 중 가장 높은 값이다. 심리 지수(SI) -0.416 은 16 명 중 가장 낮은 값이다. 굴스비는 가장 부정적인 심리로 가장 강한 긴축 발언을 쏟아내는 강한 매파의 전형적인 패턴이다.

이러한 굴스비의 변신(?)은 관세로 인한 충격이다. 2025 년 10 월 이후 미국 관 세 정책이 전면화되면서 공급발 인플레이션 압력이 급격히 상승했다. 굴스비는 이 충격에 대해 전통적 비둘기 논리와는 다른 방향으로 반응했다. 비둘기파 위원 들이 일반적으로 성장 둔화를 우선시하는 것과 달리, 그는 관세발 인플레이션의 공급 충격 전파를 극도로 경계하는 발언을 쏟아냈다. 굴스비는 관세를 수요 충격 이 아닌 공급 충격 인플레이션의 원천으로 인식하며, 이를 통화정책이 대응해야 할 위협으로 인식하고 있다.

다만 2026 년 2 월의 발언(-0.160)은 유일하게 비둘기적 발언이다. 이 시점은 4 분기 경제성장을 하향 조정과 고용 냉각이 확인되던 구간으로, 성장 우려가 일시 적으로 인플레 경계를 압도했다. 그러나 26 년 5 월(+0.999) 관세 협상 교착과 함께 인플레 우려가 재점화되면서 매파적 발언은 극에 달하였다.

굴스비의 발언 패턴은 인플레이션과 성장 두 변수의 상대적 우위에 따라 민감하 게 반응한다. 따라서 향후 회의에서 '현재 가장 큰 위험이 무엇인가'를 어떻게 판 단하는지 여부에 따라 다르게 행동할 것으로 예상된다.

## 비둘기로 변한 월러

굴스비와 정반대로 크리스토퍼 월러는 시장에서 대표적인 매파 위원으로 분류되어 왔다. 그는 2022년 인플레이션 급등기에 공격적 금리 인상을 지지했고, 경제학자 출신으로서 통화정책의 인플레이션 억제 기능을 강조하는 발언을 반복했다.

그러나 월러 발언의 결과는 정반대로 나타났다. 매파지수(HI) 평균값 -0.344는 가장 강한 비둘기파 발언에 해당한다. "위기 비둘기" 분류가 12건 중 5건을 차지하고 있다.

가장 주목할 만한 것은 2025년 8월의 변화이다. 7월까지 +0.198을 유지하던 매파지수(HI)는 8월 -0.989로 급락했다. 단 2주 사이에 발생한 전환은 경제 데이터 변화에 즉각적으로 반응하는 월러의 적응적 성향을 보여준다.

심리지수(SI) -0.393은 극도의 부정적 경기 인식을 반영하고 있다. 월러는 이 발언에서 고용시장 냉각, 소비 위축, 제조업 위축 등의 하방 리스크를 집중적으로 발언했다.

2026년 1월 30일의 매파지수(HI) -0.995는 월러 발언 전체를 통틀어 가장 강력한 비둘기적 신호다. 이 발언은 FOMC 회의 직전에 이루어졌으며, 월러는 성장 둔화와 인플레이션 진전을 근거로 금리 인하의 정당성을 적극적으로 주장했다. 이 시점에서 월러는 FOMC 내에서 금리 인하를 가장 적극적으로 주도하는 위원이었다.

## 이중 포지셔닝의 보우먼

---

보우먼은 24년 9월 50bp 금리 인하에 반대표를 던진 것으로 유명하다. 1992년 이후 연준 이사가 금리 결정에 반대한 첫 사례였으며, 이러한 결정은 '보우만 = 강경 매파' 이미지를 고착화시켰다. 그 이후 발표된 인플레이션 우려 발언들은 매파 이미지를 더욱 강화했다.

그러나 최근 발언을 분석한 결과 매파지수(HI) 평균값은 -0.213 으로 16명 중 두 번째로 낮은 비둘기파 신호이며, "위기 비둘기"가 4회로 가장 많은 국면을 나타냈다.

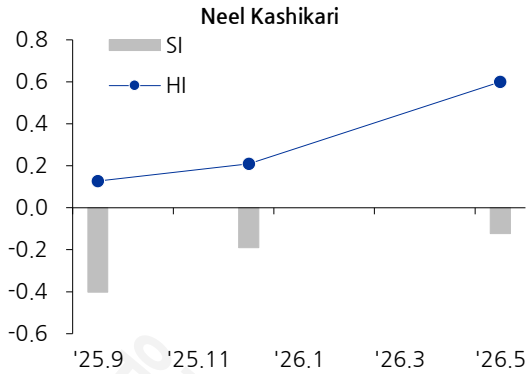
보우만의 발언 패턴은 두 가지 모드로 뚜렷이 나뉜다. 극단적 비둘기 신호(위기 비둘기)를 간헐적으로 발언하면서, 나머지 대부분의 발언은 "낙관 관망"으로 정책 방향을 감추고 긍정적 심리만 유지하였다.

이는 매파 이미지를 공개적으로 유지하면서 실제 발언에서는 비둘기 신호를 보내면서 두 가지 기능을 동시에 수행하는 것이다. 첫째, FOMC 내에서 비둘기 방향으로의 의결 연대를 은밀히 구축한다. 둘째, 시장이 매파로 인식하는 동안 실제 금리 인하 투표를 행사할 준비를 하는 것이다. 2025~2026년의 발언 패턴을 보면 보우만은 시장 예상보다 훨씬 조기에 혹은 쉽게 금리 인하에 찬성할 수 있는 위원임을 시사한다.

4회의 극단적 비둘기 발언이 모두 특정 경기 충격과 연동된다. 2025년 7월 30일과 9월 23일은 관세 발표 이후 경기 둔화 데이터가 연속으로 발표되던 시점이다. 2026년 1~2월은 4분기 GDP 하향 수정과 노동시장 냉각이 확인되던 구간이다.

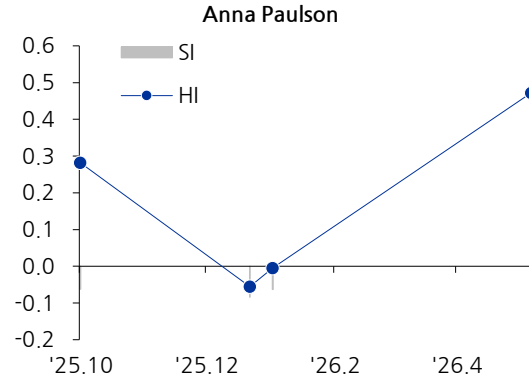
이 패턴이 보여주는 것은 보우만의 "위기 비둘기"가 월러와 동일한 구조라는 점이다. '상황이 나쁘기 때문에 완화가 필요하다'는 조건부 비둘기 논리이다. 공개 발언의 매파 이미지와 달리, 실제 정책 결정에서는 경기 상황에 민감하게 반응할 수 있다.

### 카시카리의 발언 분석



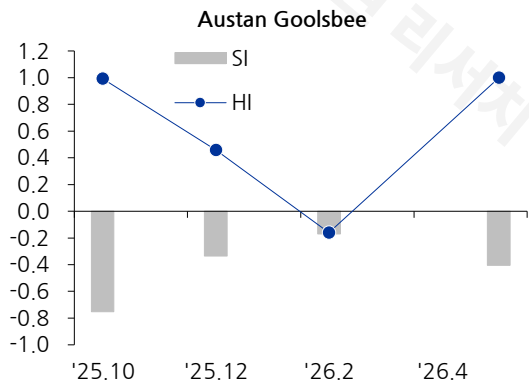
자료: 유진투자증권

### 폴슨의 발언 분석



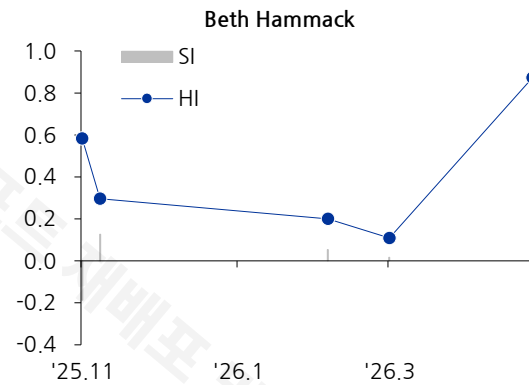
자료: 유진투자증권

### 굴스비의 발언 분석



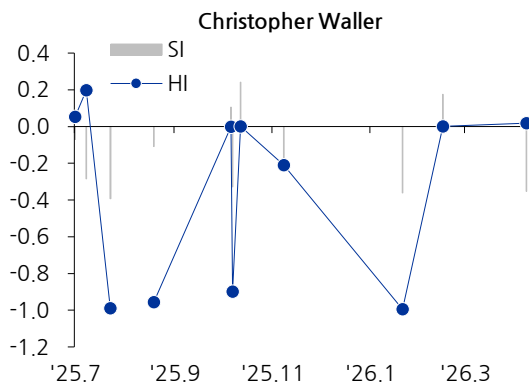
자료: 유진투자증권

### 해머의 발언 분석



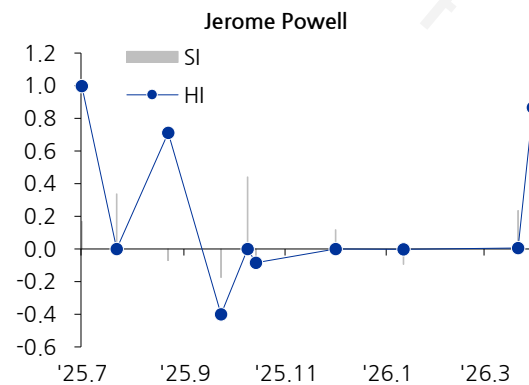
자료: 유진투자증권

### 월러의 발언 분석



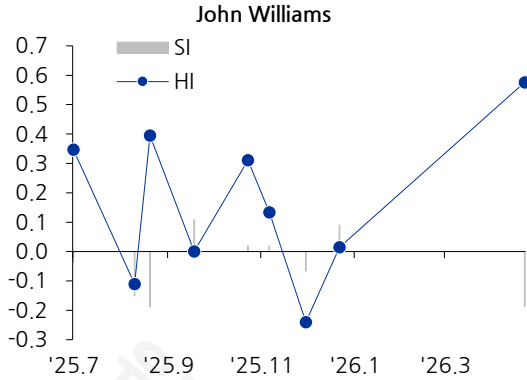
자료: 유진투자증권

### 파월의 발언 분석



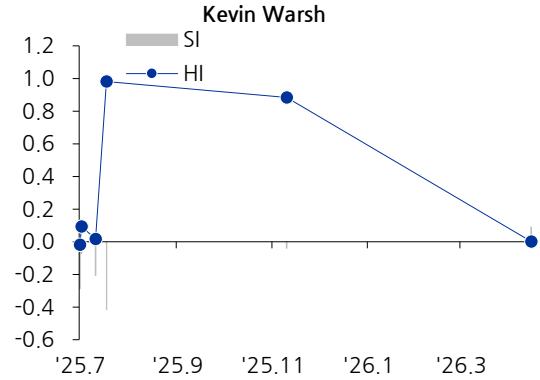
자료: 유진투자증권

윌리엄스의 발언 분석



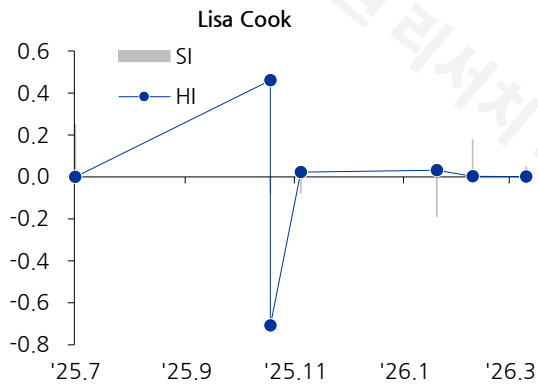
자료: 유진투자증권

워시의 발언 분석



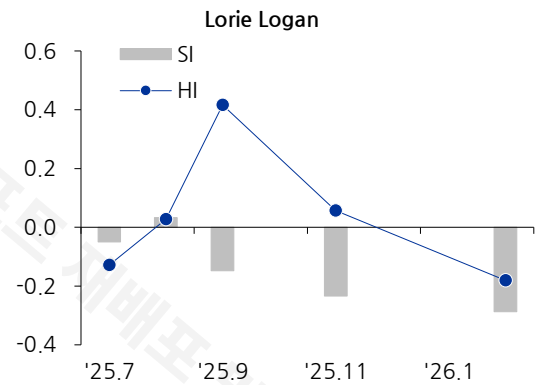
자료: 유진투자증권

쿡의 발언 분석



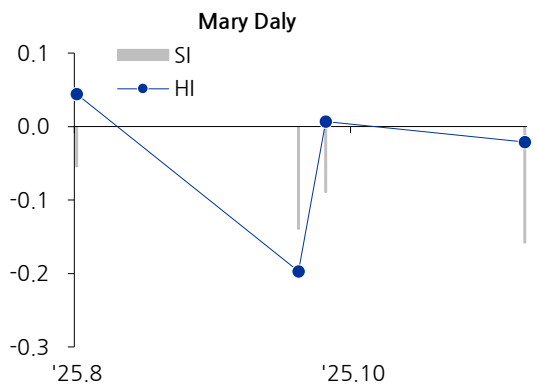
자료: 유진투자증권

로건의 발언 분석



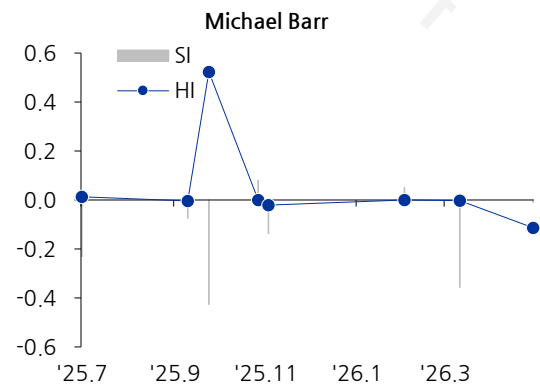
자료: 유진투자증권

데일리의 발언 분석



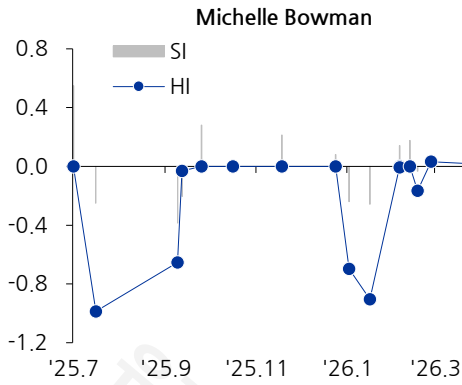
자료: 유진투자증권

바의 발언 분석



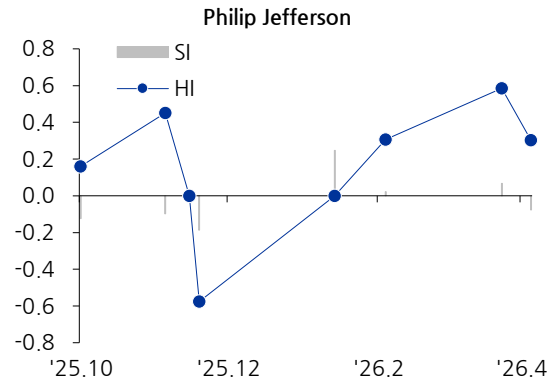
자료: 유진투자증권

보우먼의 발언 분석



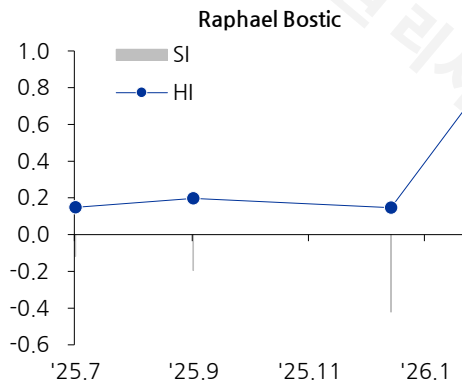
자료: 유진투자증권

제퍼슨의 발언 분석



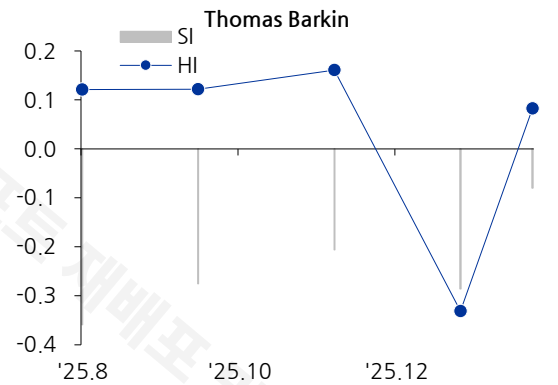
자료: 유진투자증권

보스틱의 발언 분석



자료: 유진투자증권

바킨의 발언 분석



자료: 유진투자증권

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2026.3.31 기준)