



Strategy Note

Warsh the Fed

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

Kevin Warsh 연준 의장은 소통(Communications), 대차대조표(Balance Sheet Policy), 데이터(Data Sources), 생산성 및 고용(Productivity and Jobs), 물가(Inflation Framework) 등 다섯 개 TF를 발족. 다섯 가지 분야를 원점에서 재검토(First Principles)하겠다는 것. Warsh가 원하는 연준은 '덜 말하고, 덜 개입하고, 더 빠르게 데이터를 확인하고, 통화정책에 생산성 변화를 반영하되, 물가안정 목표는 더 엄격하게 준수하는 중앙은행'. 개혁의 성공여부, 정도와 상관없이 단기적으로는 변동성 확대, 중장기적으로는 중금리의 시대가 더욱 공고해질 것으로 예상

First Principles

Warsh 의장은 6월 FOMC 기자회견에서 'First Principles'라는 표현을 네 차례 사용. 기존 연준의 관행이나 업무를 기본값으로 놓은 뒤 부분적으로 개선 또는 조정하지 말고 연준이라는 기관의 설립 목적과 통화정책의 작동원리를 원점에서부터 다시 검토해보겠다는 것. "연준이 왜 존재하는가? 책무는 무엇인가? 물가안정과 최대고용을 달성하려면 무엇이 실제로 필요한가? 지금까지 해온 커뮤니케이션, 점도표, SEP, 대차대조표, 데이터 사용 방식, 인플레이션 분석방식은 그 목적에 맞는가?"를 처음부터 다시 묻겠다는 의미

1) 소통(Communications) TF

동 TF의 목표는 FOMC 성명서, SEP와 점도표, Forward Guidance, 기자회견, 의사록 등 연준이 소통하는 방식 전체를 재설계하는 것. 성명서는 이미 6월 FOMC부터 간결해졌고, Warsh 의장도 기자회견에서 'Forward Guidance'를 제거했다고 재확인. 또한 자신은 SEP에 전망을 제출하지 않았으며, 현재 구조의 SEP에 대해 오래전부터 회의적이었다고 언급. 커뮤니케이션 TF가 중점적으로 다룰 항목은 세 가지로 판단. 첫 번째, SEP와 점도표가 정보 제공인지, 사실상의 Forward Guidance인지를 정의. 두 번째, FOMC 성명서와 기자회견이 어느 정도까지 미래 정책경로를 제시해야 하는지 결정. 세 번째, 시장이 연준의 발언에만 집중하는 구조를 줄이고, 실제 경제 데이터와 시장가격이 연준에 유용한 정보를 제공하도록 만드는 커뮤니케이션 체계 설립. Warsh 의장은 과거 청문회에서 "연준이 점도표와 전망을 세상에 알려주면 연준 스스로가 그 전망에 필요 이상으로 오래 매달리게 되어 2021~2022년과 같은 실책을 범하게 되었다"고 비판

그는 많이 말하는 연준보다, 덜 약속하고 더 잘 판단하는 연준을 선호. Forward Guidance는 불확실한 미래를 너무 일찍 약속함으로써 정책당국자와 시장 모두를 잘못된 경로에 묶어 놓는다는 점이 문제라고 지적. 그는 6월 FOMC 점도표가 '큰 지우개가 달린 연필(pencils with the big erasers)'로 제출된 것처럼 보였다고 비유하면서, 위원들이 6주 뒤나 6일 뒤에 도 그 점에 묶여 있다고 느끼지 않는다(didn't hear tonnes of conviction)고 언급. 따라서 커뮤니케이션 TF의 방향은 점도표 폐지 또는 약화, SEP 재설계, 성명서 단순화, 기자회견의 빈도와 형식 재검토일 가능성이 커 보임

핵심은 "아무 말도 하지 않겠다"는 것이 아니라, 연준이 시장을 주도하는 방식에서 시장이 스스로 정보를 해석하면서 작동하는 방식으로 전환하자는 것. "금융시장은 새로 들어오는 데이터에 반응할 때 가장 잘 작동하고, 반대로 금융시장이 '연준이 그 새 정보에 어떻게 반응할 것인가'라는 질문을 던질 때는 덜 효율적으로 작동한다"는 것이 Warsh 의장의 의견

2) 대차대조표(Balance Sheet Policy) TF

대차대조표 TF는 현재의 풍부한 준비금(Ample Reserves) 체제, 대차대조표의 규모와 구성, 금리정책과 대차대조표정책의 역할 분담, 양적완화 및 긴축의 정책 전달경로를 재검토할 예정. 구체적으로는 지급준비금이 얼마나 '풍부'해야 하는지, 연준이 국채와 MBS를 어떤 만기와 구성으로 보유해야 하는지, 장기국채 보유가 재정정책에 어떠한 영향을 미치는지, 대차대조표 축소가 금융시장에 어떤 영향을 주는지가 핵심 주제. Warsh 의장은 현재 정책의 제약성이 주택시장에서는 보이지만 금융시장에서는 덜 보인다고 하며, 이는 금리, 대차대조표정책의 전달 메커니즘 차이일 수 있다고 설명

Warsh 의장은 과거부터 일관되게 소규모 대차대조표, 금리 중심 통화정책, QE의 비상 수단화를 주장. 그는 인사청문회에서 연준의 대차대조표 정책이 양대책무 달성에 도움이 되지 않았고, 금융자산 보유자에게 먼저 혜택이 가는 역효과를 냈다고 지적. 또한, 금리정책은 경제의 더 넓은 영역에 작용하기 때문에 QE보다 공평(fairer)하다고 부연. 신임 의장의 기본 판단은 대차대조표는 위기 때 쓰는 도구이지, 평시의 상시 정책수단이 되어서는 안 된다는 것. 이는 대다수 연준 인사들도 동의. 그는 2008년 금융위기 때 대차대조표가 확대된 것은 이해하지만 위기를 넘긴 이후에도 양적완화 정책이 지속된 것은 연준의 신뢰도를 저해하고, 중앙은행을 정치의 영역으로 끌어들였다고 비판. 한편, 대차대조표 축소는 "점진적이고 예측가능(slowly and deliberately)" 해야 하며 연준이 재정정책 영역에서 빠져나와야 한다고 강조

다만, Warsh 의장의 '점진적이고 예측가능'하게 축소시켜야 한다는 발언에서 보듯 급격한 QT를 바로 밀어붙이겠다는 뜻은 아님. 청문회에서 그는 목표 수치를 정하지 않았고, 대차대조표 정책 변화는 공개 논의와 엄격한 토론을 거쳐 사전에 충분히 설명되어야 하며, "18년 걸려 만든 문제를 18분 만에 고칠 수 없다"고 발언

3) 데이터(Data Sources) TF

세 번째 TF인 데이터 TF는 연준이 통화정책 판단에 사용하는 데이터의 원천과 방법론을 재검토하고, 더 실시간적이고 실행 가능한 정보 체계를 만드는 것. 작업 방향은 크게 세 갈래. 첫째, 공식통계의 한계 검토. Warsh 의장은 구식 설문방식, 낮은 응답률, 한 세대 전에는 맞았지만 지금은 덜 맞는 질문들, 2026년 경제와 덜 닮은 국민계정 문제를 언급. 둘째, 민간부문 실시간 데이터와 AI 기반 분석도구의 도입. 그는 민간기업 CEO들은 수정이 거의 없는 실시간 정보를 보며 사업을 운영한다고 설명. 셋째, 물가 TF와의 협업. 어떤 물가지표가 기초적 물가 흐름을 잘 포착하는지 다루게 될 것

Brookings는 Warsh 의장이 청문회에서 기존 인플레이션 데이터가 '상당히 정확하지 않다(quite imperfect)'하다고 말했고, 전통적 지표 대신 '큰 흐름(trimmed averages)'을 보며 경제 전반의 기초적 가격변화를 더 잘 이해해야 한다고 주장했다. Warsh 의장이 선호하는 달라스 연은의 절사평균(trimmed mean) PCE는 기존 물가 지표들의 대안적 지표. 2026년 4월 동 물가지수 상승률은 2.3%로, 헤드라인(3.8%), 근원(3.3%) PCE를 하회

물가 데이터 개선은 정책적 기회이면서도 신뢰도에 금이 갈 수 있는 리스크. 기초적 물가(절사평균 또는 중간값 물가상승률)는 일시적 충격을 걷어내는 데 유용할 수 있지만, 인플레이션을 과소평가할 가능성. 따라서 데이터 TF의 핵심은 어떤 데이터가 시의적절한 시그널을 보내고 어떤 데이터가 노이즈인지, 그 기준을 제도적으로 정하는 것이 될 가능성이 큼

4) 생산성 및 고용(Productivity and Jobs) TF

이 TF의 핵심업무는 AI를 포함한 새로운 기술이 생산성, 고용, 임금, 산출잠재력, 인플레이션에 미치는 영향의 평가. 관건은 AI 발전이 금리를 낮출 수 있는 생산성 혁명인지, 당장은 데이터센터와 전력 인프라 투자를 통해 수요를 밀어 올리는 인플레이션 충격인지를 가려내는 것. Warsh 의장은 중앙은행이 수요 분석에는 익숙하나 공급은 추론한다고 언급

Warsh 의장은 장기적으로 AI와 미국의 기술혁신이 생산성을 높이고 미국 경제의 잠재성장률을 끌어올릴 가능성에 낙관적 입장을 견지 중. 그는 인사청문회에서 AI가 ‘escape velocity’에 가까울 정도로 중요해지고 있으므로 연준의 모델 재검토가 필요하며, 이 혁신 사이클이 장기적으로는 물가에 우호적일 것으로 예상하나, 고용에 미치는 영향은 미지수라고 답변. 이 관점은 그의 과거 견해와 궤를 같이하는 부분. Warsh 의장은 2010년 연준 이사 시절 경제정책이 수요 부양에만 매달리지 말고 생산능력, 노동과 자본의 재배치, 잠재성장률을 더 중시해야 한다고 이야기한 바 있음. 2025년 언론 인터뷰에서도 그는 미국이 생산성 붐의 전면에 있으며, 기술과 미국인의 적응력이 향후 성장의 원천이 될 수 있다고 밝힘

그렇다고 그가 AI를 단순한 금리 인하 명분(총 공급 증가 → 물가 자극 없는 성장 가능 → 기준금리 인하)으로만 보는 것은 아님. Warsh 의장은 6월 기자회견에서 AI가 단기적으로는 투자수요, 데이터센터, 전력수요를 키우고 있으며, 공급 효과는 더 늦게 나타날 수 있는 점을 인정. 그러므로 생산성 TF는 AI로 인한 생산성 개선을 얼마나 빨리 정책에 반영할 수 있는지, 그리고 AI가 노동시장에 주는 충격을 최대고용 책무와 어떻게 연결할 지를 중점적으로 연구할 것

5) 물가(Inflation Framework) TF

마지막 TF인 물가 TF는 인플레이션의 원인, 물가와 관련한 연준의 책임 범위, 인플레이션 측정 방식, 변화하는 경제 환경에서 물가 목표를 달성하는 정책 프레임워크를 재검토하는 것이 발족의 목적. 그러나 물가 TF가 물가목표 변경을 논의하는 조직은 아님. Warsh 의장도 “2% 인플레이션 목표 자체는 현 단계 검토대상이 아니라”고 명확히 언급. 그는 2% 목표를 달성하겠다는 Fed의 약속과 능력을 재확인하기 전까지는 그 목표를 재검토할 이유가 없으며, 따라서 2% 목표 변경은 이번 작업의 범위 밖이라고 부연.

Warsh의 인플레이션관을 한 문장으로 압축하면 “인플레이션은 선택이고, 연준이 책임져야 한다”임. 과거 그는 물가안정 책무는 의회가 연준에 부여한 것이므로 “다른 사람 탓”을 해서는 안 된다고 했고, 코로나와 우크라이나 전쟁은 개별 품목과 서비스의 가격을 끌어올릴 수 있지만, 그것이 광범위한 물가상승으로 번지는 것은 중앙은행의 책임이라고 주장. 청문회에서도 같은 입장을 반복. 그는 2021~2022년 정책 실기가 인플레이션을 경제에 뿌리내리게 했고, 한 번 인플레이션이 자리 잡으면 낮추는 비용이 더 커진다고 설명. 금번 FOMC에서도 연준은 물가목표를 달성할 능력과 의지를 갖고 있으며, ‘인플레이션은 선택(inflation is a choice)’임을 재확인. 따라서 물가 TF에서 가장 중요한 쟁점은 일시적 물가 충격과 지속적인 물가 상승의 구분일 것

참고로 ‘물가는 선택’ 표현은 일시적인 가격 충격이 경제 전반의 지속적인 물가 상승세로 확산되지, 통화정책으로 제어할 지는 중앙은행의 몫이라는 의미. 예를 들어 중동사태로 유가가 상승하면 휘발유 가격, 항공료, 운송비가 오를 수 있음. 이것은 연준이 해결할 수 있는 부분이 아님. 그러나 유가 상승으로 기업들이 가격을 올리고, 노동자들이 생활비 상승을 이유로 더 높은 임금을 요구하고, 기업들이 다시 임금 상승분을 가격에 전가하고, 소비자와 기업이 앞으로도 물가는 계속 오를 것이라고 믿기 시작하면, 처음에는 유가 충격이었던 것이 경제 전반의 인플레이션으로 발전. 이런 상황에서 연준이 완화적인 금리 수준, 과도한 유동성 공급, 애매한 커뮤니케이션 등으로 그 과정을 수용하거나 방치하면, 인플레이션은 굳어질 것. 반대로 연준이 충분한 기간동안 긴축 통화정책을 유지하고, 물가 책무를 확실히 지키겠다는 신뢰를 주면, 같은 유가 충격이라도 일회성 가격 상승에 그치고 지속적 인플레이션으로 번지는 것을 막을 수 있다는 논리

Warsh 의장은 본인의 첫 기자회견에서 일각에서 우려했던 물가목표 조정이나 느슨한 목표로의 재정의에 확실하게 선을 그었음. 사실 과거에도 그가 ‘유연한’ 물가관리를 찬성했던 적은 없음. 2010년 연준 이사 시절 연설에서 그는 중앙은행이 ‘조금 더 높은 인플레이션’을 용인하면 결국 훨씬 더 강력한 물가 상승세에 직면할 것이고, 목표를 바꾸면 기대인플레이션이 흔들릴 수 있다고 경고. 따라서 물가 TF의 방향은 2% 목표를 완화하는 쪽보다는, 2%를 더 신뢰성 있게 달성하기 위해 어떤 지표와 정책 조합을 쓸지를 정하는 쪽에 가까움

결론 및 시사점

소통(Communications): 단기적으로는 단기금리 변동성 확대 요인. 지금까지 시장은 연준의 점도표와 기자회견 문구를 통해 향후 금리 경로를 예상. 그러나 Warsh 의장의 목표는 연준이 다음에 무엇을 할지 말해주는 것보다 시장이 데이터 자체를 보고 가격을 발견하게 하는 것. 따라서 시장은 Forward Guidance 없이 경제지표와 통화정책을 결부시켜야 하고, 이는 전반적인 기간 프리미엄을 끌어올릴 전망. 개혁이 성공하면 장기적으로는 오히려 정책 실기 관련 기간 프리미엄이 낮아질 가능성. 성공적으로 커뮤니케이션 방식을 변화시키면 점도표 숫자 대신 연준이 어떤 데이터에 어떻게 반응할지 더 일관되게 확인이 가능. 이럴 경우 인플레이션 리스크 프리미엄은 하락 가능

대차대조표(Balance Sheet Policy): 단기적 관점에서 구조적으로 장기금리 상승이 불가피. 연준이 대차대조표를 더 작고 단순하게 만들고, MBS와 장기국채 보유를 줄이면 장기 구간의 기간 프리미엄 상승은 필연적. 장기적으로는 양방향의 효과가 나타날 수 있음. 긍정적인 점은 재정우위, 통화재정 혼합에 대한 우려가 낮아져 인플레이션 리스크 프리미엄 감소 예상. 반대 효과는 QE로 인해 높여있던 기간 프리미엄이 정상화될 수 있음

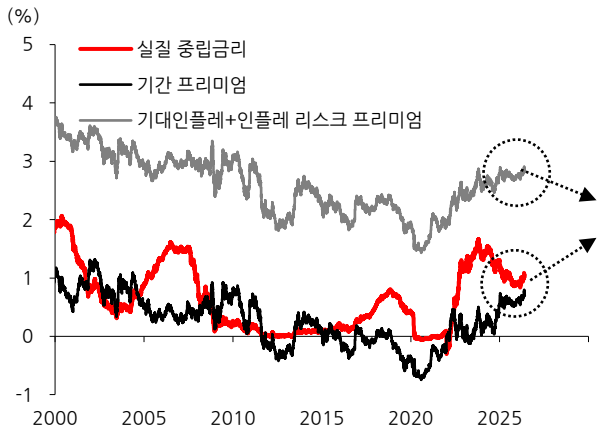
데이터(Data Sources): 개혁 완료 초기에는 변동성 확대 예상. 연준이 더욱 적시성 있는 데이터 확보하고 분석한다면, 시장도 ‘더 빨리 반응하는 연준’을 가격에 반영할 것. 이와 함께 주요 경제지표들의 시장 영향력이 확대될 전망. 장기적으로는 채권시장에 우호적. 연준의 정책실기 가능성이 줄어들 것이고, 이는 기대인플레이션과 인플레이션 리스크 프리미엄 하락으로 이어질 전망. 다만, 정교한 데이터는 단기 구간의 변동성을 유지시킬 가능성도 존재

생산성 및 고용(Productivity and Jobs): AI 발전은 투자 확대에 이어지기 때문에 단기적으로 수요 강화 요인. 이에 따라 금리는 실질금리 주도로 상승할 것. 다만, BEI 등 기대인플레이션 요소들은 생산성 향상이 실제로 확인될 경우(물가압력 완화) 하락 또는 안정을 찾을 것으로 예상. 장기적 관점에서 AI 발전은 잠재성장률과 실질 중립금리를 끌어올릴 전망. 이런 국면에서는 ‘강한 성장 = 물가 상승’ 공식이 약해질 수 있음. 따라서 기대인플레이션 관련 금리 하방 압력을 실질금리 상승이 상쇄하면서 장기금리는 소폭 상승할 것

물가(Inflation Framework): 단기적으로 시장에게 가장 매파적인 시그널. 물가의 일시적, 지속적 상승 요인이 분리되면 연준은 더 이상 공급충격 등을 핑계로 물가상승을 용인하지 않을 것. 단기금리 위주로 상승이 불가피. 다만, 길게 보았을 때 동 TF의 성공은 장기 구간에 가장 우호적으로 작용 가능. 시장이 싫어하는 리스크 중 하나가 예상치 못한 인플레이션이기 때문. BEI와 인플레이션 리스크 프리미엄 위주로 금리 하방 압력 증가할 전망

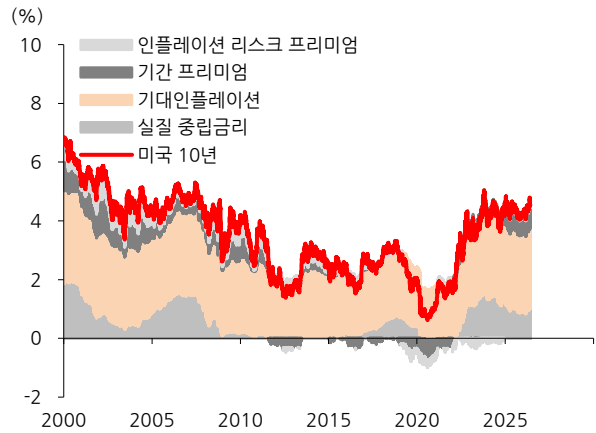
종합: 단기적으로 커뮤니케이션 방식 변경은 정책 불확실성을 높임. 인플레이션 프레임워크와 대차대조표 정책 변경은 각각 단기와 장기금리의 상승 재료. 생산성 및 고용 TF는 전반적인 실질금리 상승을 이끌 것이고, 데이터 개혁은 주요 지표 발표일 변동성을 키울 전망. 장기적 시계열에서 보면 연준의 변화는 명목금리의 질적 변화로 이어질 것. 인플레이션 리스크가 낮아지면 안전자산으로서 국채의 기능이 강화. 하지만 동시에 연준의 장기국채 시장 영향력이 약해지고 생산성으로 실질금리가 높아진다면, 장기금리 레벨 자체는 낮아지지 않을 것으로 예상

[그림1] Warsh가 그리는 채권시장



주: DKW Model 인용
 자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 미국 10년 금리 추이



주: DKW Model 인용
 자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

[표1] Warsh 연준의 다섯 가지 TF

TF	
소통 (Communications)	<ul style="list-style-type: none"> - 핵심업무: 성명서, SEP, 점도표, 기자회견, Forward Guidance 전면 재검토 - Warsh의 견해: Forward Guidance와 점도표가 연준이 과거 전망에 묶여 오류를 범하게 함 - 예상방향: SEP 및 점도표의 축소 또는 폐지, 기자회견 빈도 조정 - 시장영향: 정책 불확실성 확대로 변동성 확대(단기적) + 정책실기 리스크 낮아지면서 금리 하락(장기적)
대차대조표 (Balance Sheet Policy)	<ul style="list-style-type: none"> - 핵심업무: Ample Reserves 시스템, 대차대조표의 적정 규모와 구성 평가 - Warsh의 견해: QE는 위기수단이어야 하며, 평소 대차대조표 확대는 재정정책과 경계를 흐리는 선택 - 예상방향: 점진적인 대차대조표 규모 축소 - 시장영향: 연준 영향력 축소로 장기금리 상승(단기적) + 인플레이션 프리미엄 리스크는 감소하겠지만 기간 프리미엄은 상승 불가피. 금리 상, 하방 압력 혼재(장기적)
데이터 (Data Sources)	<ul style="list-style-type: none"> - 핵심업무: 데이터의 적시성 강화. 분석 및 수집방법 재검토 - Warsh의 견해: 기존 많은 데이터들이 실제 경제 상황을 뒤늦게 반영 - 예상방향: 데이터의 적시성 제고, 대체물가지표 발굴 - 시장영향: '더 빨리 반응하는 연준'을 반영하며 변동성 확대(단기적) + 정책 실기 가능성 감소로 기대인플레이션 및 인플레이션 리스크 프리미엄 감소(장기적)
생산성 및 고용 (Productivity and Jobs)	<ul style="list-style-type: none"> - 핵심업무: AI 등 신기술이 생산성·고용·물가에 미치는 영향 분석 - Warsh의 견해: AI를 미국 생산성 혁신의 원천으로 보지만, 단기 수요효과와 고용충격도 인정 - 예상방향: AI가 수요충격인지 공급충격인지 구분, 잠재성장률·중립금리 추정치 수정 - 시장영향: AI 관련 수요 확대로 실질금리 위주 상승(단기적) + 총 공급 증가로 기대인플레이션은 하락하지만 실질금리 상승이 이를 상쇄(장기적)
물가 (Inflation Framework)	<ul style="list-style-type: none"> - 핵심업무: 인플레이션 발생원인 분개(일시적, 지속적), 측정방식 및 프레임워크 검토 - Warsh의 견해: 인플레이션은 선택. 연준은 물가안정에 무한책임 - 예상방향: 일회성 충격과 지속 인플레이션 구분, 기대인플레이션 관리, 2% 목표는 유지 - 시장영향: 연준의 엄격한 물가목표 달성 스탠스로 단기금리 위주 상승(단기적) + 예상치 못한 물가 충격 가능성 감소하면서 기대인플레이션, 인플레이션 리스크 프리미엄 위주 하락(장기적)

자료: 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

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

◎ MSCI

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

◎ GICS

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