



Fixed Income

Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



채권 Strategist 박준우, CFA
junoopark@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 7월 23일 | Global Macro Strategy

하나채권

워시가 인상을 막기 어려운 세 가지 이유

- 워시는 (1) B/S, (2) 데이터, (3) 생산성을 강조. 완화(동결) 논리로 활용될 여지 有
- 그러나 세 논리는 각각 (1) 은행대출 증가(신용팽창), (2) 기저 인플레이션 압력, (3) AI의 투자에 따른 수요/물가 압력에 부딪힘
- 일부 연준 위원들이 시사하고 시장이 이미 반영한 '인상'을 막기는 어려울 전망
- 1990년대 생산성 향상을 믿은 그린스펀도 '완만한 긴축'을 단행했음을 상기할 필요

케빈 워시의 물가안정 방법론

케빈 워시는 청문회, 6월 FOMC, 신티라 포럼, 의회 증언에서 모두 '물가안정'을 강조했다. 그러나 정책 방향을 선제적으로 제시하기보다는 5개 TF('커뮤니케이션', 'B/S 정책', '데이터', '생산성과 일자리', '인플레이션 체계')를 토대로 통화정책을 설계해 나가겠다는 입장이다. 각 TF를 꾸린 목적과 향후 통화정책 함의를 살펴볼 필요가 있다.

TF에는 '커뮤니케이션'을 제외하면 인플레이션 관련 내용이 포함될 것이다. '데이터' TF를 통해 기저 인플레이션을 정확/신속하게 측정하기 위한 방안을 모색할 전망이다. '인플레이션 체계' TF에서 인플레이션의 동인을 재규명함으로써 전통적인 필립스 곡선(고용-물가) 관점에서 벗어나려는 시도가 예상된다. 또한 'B/S 정책'과 '생산성과 일자리' TF에는 이들의 물가안정 효과에 대한 내용이 포함될 것으로 보인다.

이 중 (1) B/S 정책, (2) 데이터, (3) 생산성은 완화적 통화정책(현 상황에서는 동결)의 근거로 활용될 여지가 있다. 4월 청문회에서 확인된 워시의 발언과 이에 대한 해석을 정리한 내용은 아래와 같다 (['4/21, 워시 청문회. 독립성과 물가안정 강조했으나...'](#) 참고).

(1) 워시 "B/S 정책 의존도가 심화되면 재정정책과 경계 모호해지고 물가안정도 저해"

→ 프리드먼의 통화주의적 관점에서 B/S 축소가 **유동성** 흡수를 통해 물가안정 효과에 기여할 수 있다는 의미로 해석된다. 과거 Miran 前 이사가 주장한 바와 같이 'B/S를 줄이는 만큼 기준금리 (인하의) 여력은 확대'된다는 논리를 펼칠 수 있다.

(2) 워시 "인플레이션은 근원보다 절사평균(trimmed mean) 지표를 선호"

→ 공교롭게도 근원보다 절사평균 PCE 인플레이션이 낮은 상황이다. 어떤 인플레이션 지표를 강조하는지에 따라 통화정책 스탠스가 달라질 수 있다. 과거 1970년대 초반 1차 유가 파동 당시 **아서 번즈** 연준 의장은 소비자물가에서 식료품과 에너지 가격을 제외하여 인상하지 않을 근거를 마련했었고, 그 이후 1975년에 **Core CPI** 지표가 탄생했다.

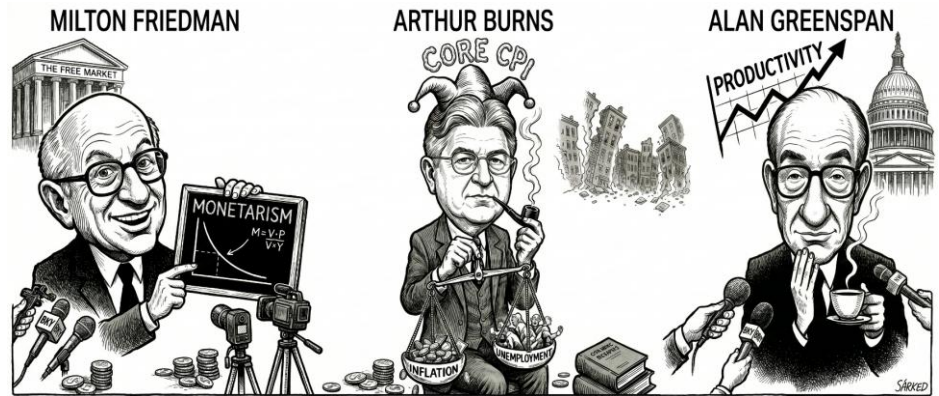
(3) 워시 “시 발전이 구조적으로 디스인플레이션 압력으로 작용하여 물가안정에 기여”
 → 임금(물가) 상승 없는 성장의 핵심 근거는 생산성이다. 1990년대 생산성 향상을 믿고
 긴축을 최소화한 것으로 알려진 앨런 그린스펀의 사례를 동원하여 완화된 스탠스의
 근거로 활용될 가능성이 있다.

도표 1. 케빈 워시의 물가안정 방법론을 이해하기 위한 인물들

프리드먼의 통화주의

번즈의 “Core” 지표

그린스펀의 생산성 혁신



자료: Bloomberg, 하나증권

다른 위원들은 인상 언급. 금융시장도 이미 인상을 반영

케빈 워시가 정책 방향성을 제시하지 않는 반면 일부 위원들은 인상 가능성을 언급하기 시작했다. 7월 들어 연준 내에서 중요도가 매우 높은 월러 이사와 윌리엄스 총재 모두 긴축 가능성을 열어 두기 시작했고, 기존 매파 인사들은 직접적으로 인상을 시사하고 있다.

- 월러(이사) “시 투자 확대에 인플레이션 압력. 향후 물가에 따라 동결 혹은 인상”
- 윌리엄스(뉴욕) “시가 인플레이션 상승 압력으로 작용. 하반기 근원 PCE 상승률은 +0.2% MoM이 중요한 기준점. 이를 넘어서면 긴축 가능성”
- 쿡(이사) “시 및 공급 충격으로 지속적인 인플레이션 리스크”
- 기존 매파로 분류되는 로건(달러스), 해맥(클리블랜드), 슈미트(캔자스시티)도 모두 ‘인상’을 시사

금융시장도 인상을 예상하고 있다. 6월 CPI가 예상을 크게 하회하면서 7월 인상 확률은 25% 수준으로 안정됐으나 올해 9월 인상 및 내년 초 추가 인상이 반영되고 있다. 결국 케빈 워시도 다른 위원들의 긴축 스탠스, 그리고 금융시장의 인상 압력을 버티지 못하고 인상을 결정할 것으로 전망한다. 다음 페이지부터는 TF에서 엇보인 워시의 동결(완화) 논리가 통하기 어려운 이유를 살펴본다.

워시가 인상을 막기 어려운 이유 (1) 신용 팽창

워시는 대차대조표를 조절하여 통화공급에 영향을 미치면 물가에도 영향을 미칠 수 있다는 생각을 갖고 있다. 이러한 관점에서 7월 발간된 연준의 반기 Monetary Policy Report에도 M2에 대한 내용이 신규로 삽입됐다 [도표 2]. 교과서적으로는 맞는 이야기다.

도표 2. 연준의 7월 반기 통화정책 보고서 中 M2에 대한 평가가 새로 삽입

The M2 measure of money grew in line with trends observed in the 2010s

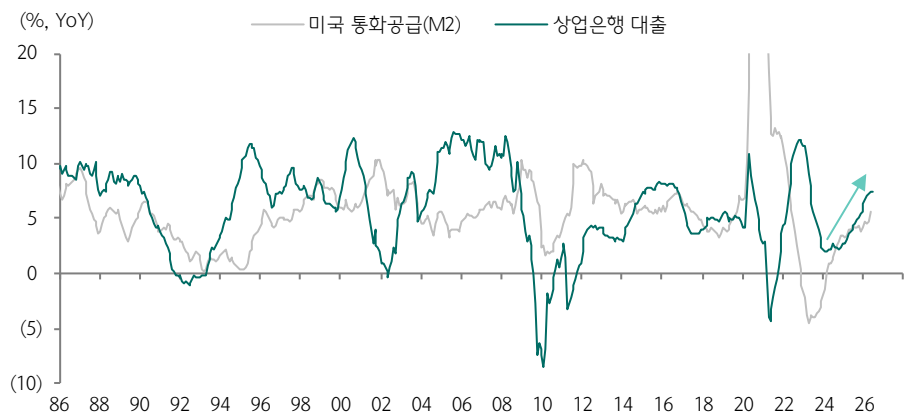
자료: Fed

그러나 두 가지 문제가 있다. 첫번째로 대차대조표 축소에는 상당한 시간이 걸린다. 현재 규제 여건 하에서 추가로 축소할 경우 단기자금 시장 경색 위험이 커지므로 규제 변경 등이 반드시 필요하다. 본 자료에서 주목하는 두번째 문제는 통화 공급이 연준의 정책에 의해서만 결정되지 않는다는 점이다. B/S 정책을 통해 본원 통화를 조절하더라도 통화 공급은 다른 방향으로 움직일 수 있다. 현대 경제 시스템에서 연준의 본원통화 공급보다 **민간의 신용 창출이 훨씬 더 중요한 변수**다. 즉, 은행이 얼마나 대출을 늘리는지가 시중 유동성에 큰 영향을 미친다. 최근 은행의 대출 증가율이 전년동기비 7%대 오름세를 보이고 있다 [도표 3]. B/S 축소 이전에 이미 **시중 유동성이 증가 추세로 접어들고 있으며, 이는 성장과 물가를 모두 높이는 압력으로 작용할 전망이다**.

통화량을 중시하는 워시의 시각에서 지금은 긴축의 필요성이 커지고 있는 시기인 것이다.

도표 3. 미국 통화공급과 은행 대출

: 현대 경제의 시중 유동성은 은행의 대출을 통한 '신용 창출'이 핵심. 최근 대출 증가율 오름세



자료: LSEG, 하나증권

위시가 인상을 막기 어려운 이유 (2) 기저 인플레이션 압력

경제의 기저 인플레이션 압력을 측정하는 방법은 다양하다. 그 중 대표적인 방법이 'Core'다. 변동성이 큰 항목, 혹은 공급 측 요인이 크게 작용하는 항목을 제거하여 추세를 보는데 의의가 있다. Core보다 추세 판단에 더 유용한 방식이 Trimmed Mean이다. 특정 항목을 미리 정하는 것이 아니라 시기마다 변동이 큰 항목을 제거하는 방식이다. 일반적으로 Core보다 미래의 헤드라인 인플레이션 예측력이 높다. 그리고 이 방식으로 산출한 PCE 인플레이션은 현재 2.4% 수준으로 2%대에 안착된 상태다.

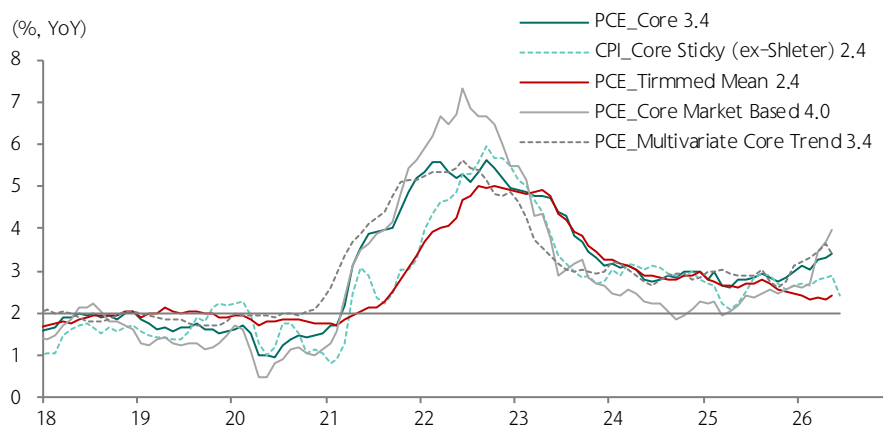
그러나 상당 수의 기저 인플레이션 지표들은 오름세를 이미 보이고 있다 [도표 4]. 끈끈한 항목을 측정하는 Sticky, 시장에서 관찰되는 항목들만 추려낸 Market Based, 통계적 기법을 활용한 MCT Trend 지표 등이 해당한다. 연준 위원들은 다양한 기저 지표들을 종합적으로 판단할 것이 자명하므로, 인플레이션에 대한 우려는 더 커질 가능성이 높다.

또한 7월 반기 통화정책 보고서에서 Trimmed Mean 지표에 대한 설명도 포함됐다. Trimmed Mean PCE는 인플레이션은 미래 인플레이션을 예측하는 데 유용하지만, 가격 변화 분포가 변하는 경우에는 잘못된 신호를 전달할 수 있다는 것이다. 대표적으로 2021년 인플레이션 시기를 지적했다 [도표 5].

위시는 팬데믹 이후 연준이 물가안정에 실패했다고 비판해왔다. 스스로의 비판을 피하기 위해서 다양한 기저 지표들의 방향성과 여타 연준 위원들의 판단에 역행하기는 어려울 것이다.

도표 4. 위시는 전통 지표보다 절사평균 등 대안 지표를 중시

: 절사평균 PCE는 근원 PCE보다 낮으나, 여타 기저 지표(Sticky·Market Based·MCT)는 오름세



자료: LSEG, 하나증권

도표 5. 연준의 7월 반기 통화정책 보고서 中 Trimmed Mean PCE 인플레이션에 대한 설명

Although the trimmed mean measure is often a better predictor of future headline inflation than is core PCE (an advantage), it can provide misleading signals when the distribution of price changes shifts—a disadvantage that may have contributed to its delayed rise during the inflation surge of 2021. For a discussion of the advantages and disadvantages of the Federal Reserve Bank of Dallas's trimmed mean measure of PCE prices, see Tyler Atkinson, Jim Dolmas, and Rebecca Zarutskie (2026), "Skewness Warrants Caution as Trimmed Mean PCE Inflation Eases," Federal Reserve Bank of Dallas, *Dallas Fed Economics* (blog), April 16, <https://www.dallasfed.org/research/economics/2026/0416>.

자료: Fed

위시가 인상을 막기 어려운 이유 (3) AI 발전의 수요 압력

AI 발전 속도가 가파르다. AI 활용도가 높아질수록 생산성 향상에 대한 기대는 높아질 전망이다. 먼 미래의 경제적 영향은 예단하기 어렵다. 임금(물가) 상승 없는 성장을 가능케 할 수도, AI가 고용을 대체하면서 수요가 위축되는 비관 시나리오로 빠질 수도 있다. 그러나 지금 금융시장에서 **중요한 것은 AI 발전의 '단기적인' 영향**이다. 지금은 AI가 모든 산업에 적용되는 단계가 아니라 가파른 기술 발전이 이뤄지는 단계이기 때문이다.

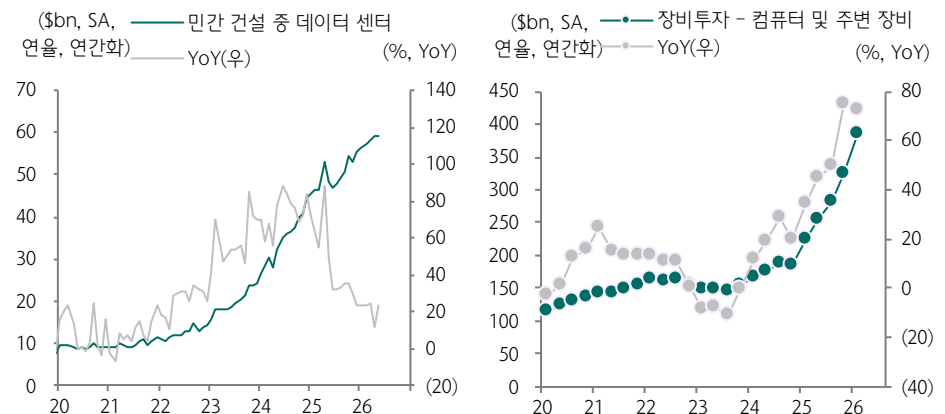
기술 발전 과정에서 투자 경쟁이 심화되고 있다. 데이터 센터 건설, 그리고 데이터 센터에 투입되는 각종 컴퓨팅 장비 투자 등의 지표에서 확인된다 [도표 6]. 이러한 투자는 경제 성장률에만 영향을 미치는 것이 아니다. **투자 쓸림은 한정된 자원에 대한 수요 급증, 그리고 가격 상승을 의미**한다. 대표적인 품목이 반도체다. 미국의 컴퓨터/반도체 관련 수입물가와 생산자물가가 1년 전 대비 약 20% 급등하고 있다 [도표 7]. 그리고 시차를 두고 미국의 소비 중 컴퓨터 관련 품목들의 가격을 끌어올리고 있다. 부수적으로 AI 투자 과정에서 막대한 전력 수요가 발생하는 전력 가격이 상승할 위험도 상존한다.

AI가 인플레이션을 낮춰줄 것이라는 기대가 현실화되기 이전에 AI 발전 과정에서 수요 확대와 물가 압력이 이미 나타나고 있으며, 이에 대응해 긴축 압력이 커지는 상황이다.

도표 6. AI 관련 투자: 데이터 센터 공사(좌) 증가, 그리고 그 곳에 들어갈 컴퓨팅 장비 투자(우)는 급증

데이터 센터 증가율은 꺾였으나,
규모 자체는 꾸준히 증가

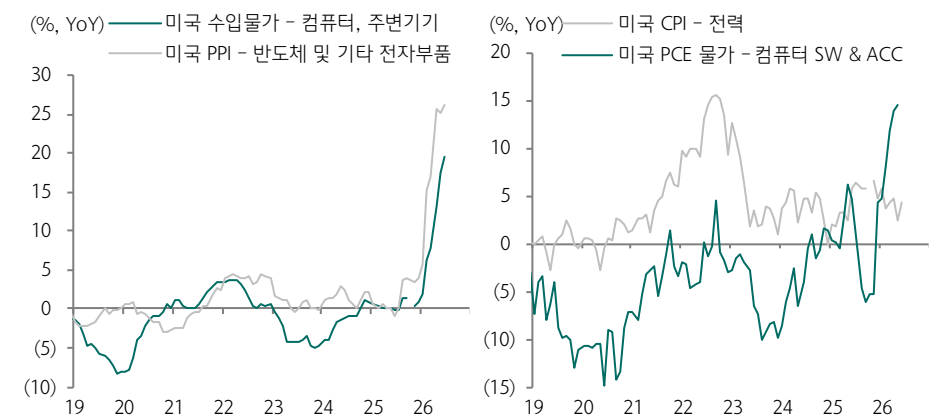
지금은 장비투자가 급증하는 국면



자료: LSEG, 하나증권

도표 7. AI 관련 물가: 수입/생산자 물가(좌)와 CPI/PCE물가 중 컴퓨터/반도체 관련 물가 상승

투자 쓸림이 일부 품목의 가파른
가격 상승으로 연결되는 중



자료: LSEG, 하나증권

1990년 중반 그린스펀도 완화가 아닌 ‘완만한 긴축’ 기조

1990년대는 기술 발전에 따른 생산성 향상이라는 측면에서 현재와 비교하기 좋은 시기다. 통화정책 분석에도 큰 의미가 있는 시기다. 다음 페이지의 **[도표 8]**을 참고하길 바란다.

1996년 중반 성장률이 상승(실업률이 하락)하면서 인플레이션 우려가 확대됐다. 하반기에 여러 FOMC 위원들이 통화정책 긴축을 지지했다. 그러나 **그린스펀 의장은 기준금리를 5.25%로 동결**했다. 그가 내세운 근거는 두 가지였다. 첫번째는 생산성 향상이 잠재 성장을 상승으로 이어진다는 것이었다. 다르게 표현하면 인플레이션 없는 성장이다. 두번째는 자동화로 실직 리스크가 확대되면서 근로자들의 과도한 임금 인상 요구가 완화된다는 것이었다. 결국 **임금 상승 압력을 자극하지 않고 실업을 하락이 가능하다는 논리**다. 실제로 1996년 이후 인플레이션이 꾸준히 하락했다.

그러나 그린스펀의 통화정책은 **완화가 아니라 과잉긴축 리스크를 피했다는 해석이 적절하다**. 1995년 실질 기준금리는 3~4%로 당시 중립금리 2% 초반대와 비교하면 긴축적인 영역이었다 [도표 8 - 마지막 그림]. 이후 1996년까지 동결 기조를 유지했으나 실질 기준금리 측면에서 이를 ‘완화’로 보기는 어렵다. 오히려 1997년에는 지속적인 수요 확대가 인플레이션 불균형 리스크를 확대할 수 있다는 판단에 기준금리를 ‘인상’했다. 그 결과 실질 기준금리가 실질 중립금리를 상회하는 긴축 영역이 지속됐다. 1998년 금융시장 경색 리스크로 인하를 단행하기 전까지는 ‘완만한 긴축’ 기조를 유지했다고 평가할 수 있다.

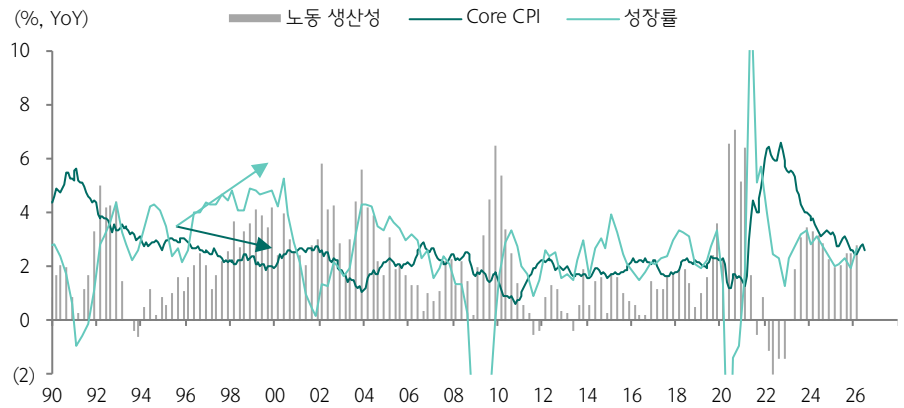
케빈 워시가 기대하는 생산성 혁신이 나타나더라도 반드시 인하로 이어진다는 보장은 없다. 오히려 그 효과가 나타나기 전까지는 인하보다 긴축 스탠스가 필요할 여지가 크다. 현재 실질 기준금리는 1% 초반대로 보수적인 중립금리 추정치 1.5%보다도 낮다. **생산성 향상을 고려해 과잉긴축을 경계한다고 하더라도 기준금리 1~2회 인상은 충분히 정당화 가능한 매크로 환경**이다.

도표 8. 1990년대 매크로와 통화정책

: 그린스펀은 생각보다 완화적인 인물이 아니었음. 과잉 긴축을 경계했을 뿐

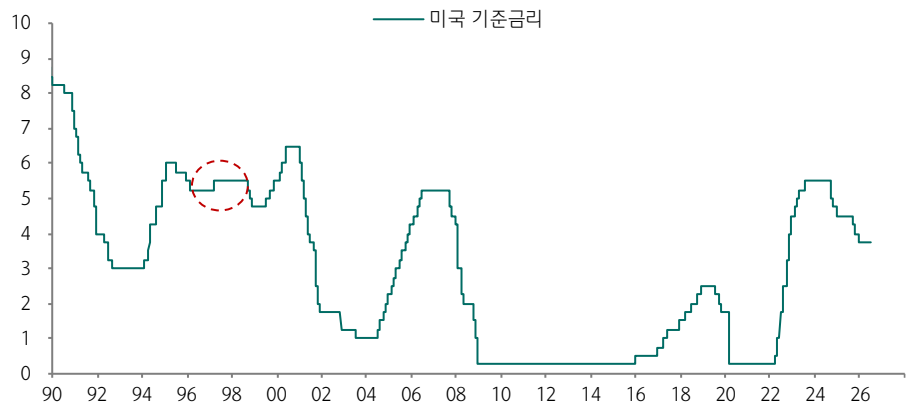
90년대 중반 매크로와 통화정책

성장률 ↑, 인플레이션 ↓
(∴ 생산성 ↑)

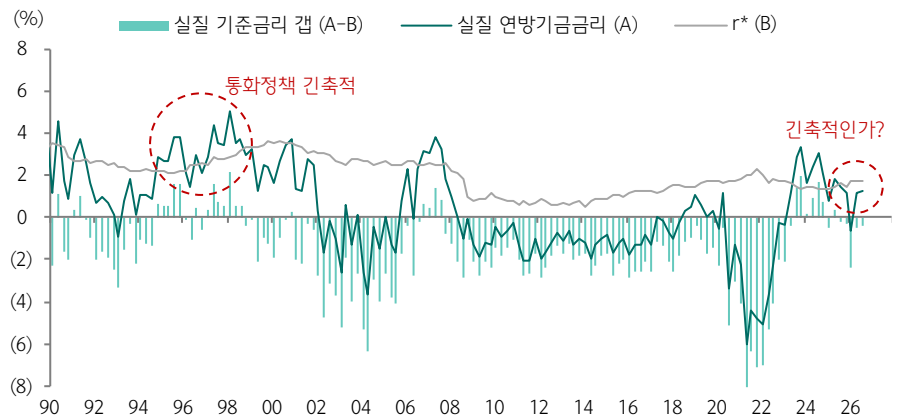


1996년 기준금리 동결 (5.25%)

1997년 기준금리 인상 (5.50%)



1995년 실질 기준금리 3%대
중립금리 2%대 고려 시 긴축적
이후에도 '완만한 긴축' 기조



주: 실질 연방기준금리는 '기준금리 - 전문가의 1년 후 인플레이션 전망' 기준으로 시산

자료: LSEG, 하나증권