



Strategy Note

Warsh the Fed II

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

연준의 다섯 개 Task Force가 지향하는 개혁은 연준이 시장에 정보를 덜 제공하는 것이 아니라, 불확실성을 인정하면서도 더 빠른 데이터와 더 명확한 반응함수로 책임성을 높이는 것. 데이터(Data Sources)와 생산성 및 고용(Productivity and Jobs) TF가 경제의 분석 방법을 바꾸고, 물가(Inflation Frameworks) TF는 정책목표 달성 판단방식을 재정의하며, 대차대조표(Balance Sheet Policy) TF는 대차대조표 정책의 역할 재정립과 새로운 적정 자산 규모를 추정할 것. 마지막으로 소통(Communications) TF는 연준의 정보를 시장에 전달하는 방식을 재설계할 예정

윤곽 드러난 Task Force

지난 자료 「Warsh the Fed」에서는 다섯 개 Task Force의 발족 배경과 Warsh 의장의 문제의식, 개혁이 통화정책과 채권시장에 미칠 영향을 점검. 당시의 핵심 판단은 연준이 '덜 말하고, 덜 개입하되, 더 빠른 데이터와 엄격한 물가책임에 기반해 판단하는 중앙은행'으로 이동할 가능성이었음. 이후 7/10 공개된 Task Force 구성원 면면은 당시 자료와 대체로 유사한 방향성을 확인. 각 조직은 외부 자문위원 세 명이 공동 주도하고 연준 스태프가 지원하며, 현재 연준의 운영체제를 원점(First Principles)에서 재검토한 뒤 FOMC에 결과를 제시. 추후 TF의 업무 현황은 주기적으로 공개될 예정. 첫 FOMC 대상 브리핑은 이르면 9월, 전반적인 진행상황은 빠르면 연말에 공유될 계획

[표1] Warsh 연준의 다섯 가지 TF

TF	주요 내용
소통 (Communications)	- 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
대차대조표 (Balance Sheet Policy)	- 핵심업무: Ample Reserves 시스템, 대차대조표의 적정 규모와 구성 평가 - Warsh의 견해: QE는 위기수단이어야 하며, 평시 대차대조표 확대는 재정정책과 경계를 흐리는 선택 - 예상방향: 점진적인 대차대조표 규모 축소
데이터 (Data Sources)	- 핵심업무: 데이터의 적시성 강화. 분석 및 수집방법 재검토 - Warsh의 견해: 기존 많은 데이터들이 실제 경제 상황을 뒤늦게 반영 - 예상방향: 데이터의 적시성 제고, 대체물가지표 발굴
생산성 및 고용 (Productivity and Jobs)	- 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
물가 (Inflation Frameworks)	- 핵심업무: 인플레이션 발생 원인 구분(일시적, 지속적), 측정방식 및 프레임워크 검토 - Warsh의 견해: 인플레이션은 선택. 연준은 물가안정에 무한책임 - 예상방향: 일회성 충격과 지속 인플레이션 구분, 기대인플레이션 관리, 2% 목표는 유지

자료: 한화투자증권 리서치센터

1) 소통(Communications) TF

소통 TF의 목적은 불확실성이 증가한 환경 속에서 연준의 통화정책 정보를 어떻게 시장에 제공하고 소통할지 검토하는 것. 구성원은 Peter R. Fisher(위싱턴대학교 Foster School of Business 교수), Arminio Fraga(전 BCB 총재), Mervyn King(전 영란은행 총재). 세 명 모두 중앙은행의 커뮤니케이션은 신뢰 형성 수단이어야 하지만, 미래 금리경로를 과도하게 약속하는 방식은 위험하다는 문제의식을 보유. King은 중앙은행은 미래 금리경로를 모른다고 인정해야 한다는 쪽. Fraga는 통화정책 목표 이탈, 공급충격, 환율충격을 어떻게 설명하느냐를 신뢰 구축의 핵심으로 판단. Fisher의 경우 연준의 의사결정과 커뮤니케이션이 기대되는 기준에 미치지 못하며 개선이 필요하다고 비판

중앙은행 커뮤니케이션에 대한 견해: Fisher는 연준의 커뮤니케이션이 '시장 안정'을 지나치게 의식하면서 오히려 책임성과 명확성을 훼손한다는 입장. 특히 FOMC의 인위적 컨센서스, 의장 중심 메시지, 점도표와 성명서, 구성원들의 연설 간 불일치가 시장에 반응함수를 명확히 주기보다 혼란을 만든다고 비판. 통화정책은 기대를 움직이는 방식으로 작동하지만, 연준이 시장을 놀라게 하지 않으려다 본질을 흐린다는 문제의식을 보유. Fraga는 신흥국 물가목표제 도입 및 운영 경험을 바탕으로, 중앙은행의 신뢰는 명확한 목표, 정책 반응, 그리고 목표 이탈에 대한 설명에서 나온다고 주장. 과거 BCB의 정책 실패 배경에는 환율 충격과 신뢰 부족의 반복을 지적. 그는 중앙은행이 왜 물가가 목표를 벗어났고 어떤 경로로 목표에 복귀시킬 것인지 공개적으로 설명하는 것이 중요하다고 강조. King의 경우 중앙은행이 미래 금리 경로를 아는 것처럼 말하는 포워드 가이드언스에 매우 회의적. 그는 중앙은행이 말해야 할 것은 '몇 년 뒤 금리가 어디에 있을지'가 아니라 정책 반응함수, 물가안정에 대한 약속, 불확실성 속에서의 판단 원리임을 이야기함. 또한 '마라도나 이론*'을 통해, 중앙은행이 반응함수를 시장에 잘 이해시키면 실제 금리 변경 없이도 시장금리가 조정될 수 있다고 설명

Warsh 의장과 의 공통점 및 차이점: Warsh 의장이 간결한 성명서, 가이드언스 배제, 시장 스스로 데이터에서 판단하도록 유도하는 것을 지향한다면, Fisher도 기존 연준 커뮤니케이션이 시장을 과도하게 관리한다는 의견이 공통점. 차이점은 Fisher가 단순히 말을 줄이는 것보다 개별 위원의 책임성, 표결 구조, 내부 의견 차이의 명확한 공개를 더 중시한다는 것. Fraga와의 공통점은 물가안정 신뢰 회복. Warsh가 First Principles와 물가 안정을 강조하는 것과 마찬가지로 Fraga도 중앙은행 신뢰의 핵심을 물가목표 달성 능력에서 봄. 차이점은 Fraga가 가이드언스 축소보다 목표 이탈 시 설명 책임과 투명성을 더 강하게 중시할 가능성이 높다는 점. 마지막으로 King과 Warsh 의장의 공통점은 둘 다 포워드 가이드언스의 축소, 점도표, SEP의 과도하게 긴 전망 시계열에 대한 부적절함 등. 차이점은 King은 커뮤니케이션 자체를 줄이자는 인물이라 기보다, 금리 경로 약속을 줄이고 정책 판단의 서사와 반응함수를 더 잘 설명하자는 쪽

구성원별 TF 포함의 시사점: Fisher는 단순히 성명서 문구를 줄이는 데 그치지 않고, 점도표와 SEP, 기자회견, 위원별 발언, 그리고 FOMC 컨센서스 형성 방식까지 총체적인 커뮤니케이션 방식을 수정하려 할 것. 그는 '덜 말하는 연준'보다 '누가 어떤 판단을 하고 있는지 더 책임 있게 드러나는 연준' 쪽에 가까운 인물. Fraga는 Warsh가 원하는 커뮤니케이션 개혁이 단순히 말을 줄이는 연준이 되지 않도록 하는 균형추. 특히 물가가 목표를 벗어난 국면에서는 중앙은행이 덜 약속하되, 더 정확하게 설명해야 한다는 방향이 강화될 수 있음. King의 발탁은 TF가 점도표, 장기 SEP, 기자회견의 시그널 전달 방식, 포워드 가이드언스의 역할을 정면으로 재검토할 가능성을 시사. Warsh의 커뮤니케이션 개혁 방향과 가장 잘 맞는 인물 중 하나

개혁 방향: 말 자체를 없애는 것이 아니라 잘못된 확신을 주는 소통을 줄이는 쪽으로 개혁할 가능성이 큼. 간결한 성명서, 포워드 가이드언스와 점도표 역할 축소, SEP의 불확실성 표현 강화, 기자회견의 정책경로 유도 기능 약화 등을 예상

2) 대차대조표(Balance Sheet Policy) TF

대차대조표 TF의 목적은 대차대조표 정책의 비용·편익·제도적 함의, 풍부한 준비금 체제(Ample Reserves Regime)의 장단점 등을 검토한 뒤 대차대조표의 축소 방식과 경로를 추정하는 것. 구성원은 Karen Dynan(하버드대학교 경제학과 교수), Raghuram Rajan(전 RBI 총재), Jeremy Stein(전 연준 이사). 이들은 QE와 QT, 현재 준비금 체제를 단순히 자산 규모 문제가 아니라 금융시스템 구조, 유동성 수요, 금융안정, 통화정책 전달경로 문제로 인식. Dynan은 QE가 금융여건을 완화하고 지출과 물가 회복에 기여할 수 있다는 점을 인정. Rajan은 대차대조표 확대가 은행의 유동성 의존을 키우고, QT 과정에서 금융시스템을 취약하게 만들 수 있다고 주장. Stein은 연준 대차대조표가 민간의 과도한 만기변환을 줄이는 금융안정 수단이 될 수 있음을 설명

대차대조표에 대한 견해: Dynan은 금융위기 이후 QE와 자산매입이 금융여건 완화, 수요 회복, 물가목표 달성에 도움이 될 수 있다는 입장. 다만, 이는 중앙은행이 물가안정 목표를 잃지 않고, 필요할 경우 지급준비금 흡수와 금리 인상을 통해 출구전략을 수행할 수 있다는 부분을 전제로 함. 즉, 대차대조표 정책을 원칙적으로 부정하기보다 상황에 따른 정책 수단으로 보는 편. Rajan은 QE가 금융시스템에 중앙은행 의존도(liquidity dependence)를 심화시킨다고 봄. 중앙은행이 자산을 매입하고 유동성을 공급하면 금융기관의 부채 구조가 더 많은 유동성 공급을 전제로 하면서 바뀌고, 이후 QT 과정에서 금융시스템이 쉽게 취약해진다는 것. 또한, 비전통적 통화정책은 초기 위기 대응에는 필요할 수 있지만, 장기화될 경우 금융불균형과 출구전략 문제를 키운다고 주장. Stein의 경우 대차대조표를 단순한 경기부양 수단으로만 보지 않는 입장. 그는 연준의 대차대조표가 금융안정 수단이 될 수 있으며, 중앙은행이 안전한 단기부채를 공급하면 금융불안을 줄일 수 있다고 설명. 이와 별개로 금융시장 기능 지원과 통화정책 스탠스는 구분돼야 한다는 문제의식도 강한 편

Warsh 의장과의 공통점 및 차이점: Dynan과의 공통점은 대차대조표 정책을 비용·편익 관점에서 다시 따져봐야 한다는 점. 차이점은 Warsh 의장이 대차대조표 확대와 풍부한 준비금 체제에 더 비판적인 문제의식을 갖고 있는 반면, Dynan은 QE의 경기 안정 효과를 인정하는 실용주의적 시각에 가까움. Rajan과 Warsh는 둘 다 대차대조표 확대가 단순한 ‘유동성 공급’이 아니라 금융시스템의 구조를 바꾸고, 위험선호 심리에 영향을 줄 수 있다는 의견. 다만, Rajan은 대차대조표의 축소 과정 자체가 매우 어렵고 금융불안을 유발할 수 있다는 점을 더 강조. Stein은 대차대조표의 구성, 기능, 금융시장 영향을 재검토해야 한다는 점에서 궤를 같이함. 반면, 그는 경우에 따라 상당한 규모의 중앙은행 부채가 금융안정에 유용할 수 있다는 견해를 가지고 있음

구성원별 TF 포함의 시사점: Dynan은 단순히 ‘대차대조표를 줄이자’는 결론으로 가지 않고, QE의 경기 안정 효과, 출구전략 가능성, 금융여건 완화 효과, 물가안정 책무와의 정합성을 함께 검토할 가능성이 높음. Rajan은 풍부한 준비금 체제, QT, SRF의 역할, 은행의 유동성 수요, 비은행 금융기관의 달러 유동성 의존도까지 검토할 수 있을 것. 따라서 대차대조표를 통화정책 수단이자 금융안정 리스크의 원천으로 함께 볼 가능성. Stein의 합류는 대차대조표의 적정 규모, 부채 구성, 지급준비금과 RRP가 국채시장에 미치는 영향, 금융안정 기능을 정교하게 나눠 볼 수 있음을 시사

개혁 방향: 단순한 대차대조표 축소로만 가지 않을 것. Rajan은 축소 필요성과 유동성 의존 비용을 어필하겠지만, Stein은 ‘어떤 형태의 부채구조가 금융안정에 도움이 되는가’를 따질 것이고, Dynan은 QE의 편익을 방어할 것으로 예상. 따라서 예상 결과물은 더 작은 대차대조표이되, 무조건적 축소가 아니라 1) 적정 준비금 재추정, 2) RRP, SRF의 역할 재정립, 3) 대차대조표 정책의 통화정책적 역할과 시장안정 역할 분리, 4) 국채시장 개입 원칙 확립, 5) QT 과정에서의 유동성 리스크 최소화 방안 설계 등일 것

3) 데이터(Data Sources) TF

데이터 TF의 목적은 연준의 정책 판단에 반영되는 실물경제 데이터의 신뢰도와 퀄리티, 적시성 개선. 구성원은 Raj Chetty(하버드대학교 경제학과 교수), Doug McMillon(전 월마트 CEO), Kevin Murphy(시카고대학교 경제학과 교수). 세 명 모두 전통적인 월간, 분기 통계만으로는 너무 늦게 변곡점이 확인된다는 것에 공감대가 형성되어 있음. Chetty는 실시간, 세부 데이터를 정책 판단에 연결하는 대표 인물. McMillon은 Walmart 경영 경험을 통해 소비자들의 실제 체감 경기를 현장에서 관찰한 인물. Murphy는 기술 변화, 인적자본, 임금분포를 통해 노동시장 데이터를 구조적으로 해석

데이터에 대한 견해: Chetty는 정책 판단에 전통적 정부통계만으로는 부족하며, 민간과 행정, 실시간 고빈도 데이터를 결합해야 한다고 보는 입장. 그가 이끄는 Opportunity Insights의 Economic Tracker는 소비, 고용, 소상공인 매출, 지역·산업·소득계층별 충격을 거의 실시간으로 보여주는 도구로 설계. McMillon의 강점은 학술적 데이터보다 실물 소매 현장의 초고빈도 데이터를 만들 수 있다는 것. Walmart는 품목별 가격, 재고, 저소득층 소비환경, 물류·공급망 흐름 데이터베이스가 방대한 기업. McMillon은 인플레이션을 헤드라인 CPI가 아니라 품목, 소득계층별 접근법을 선호. Murphy는 데이터를 단순히 많이 모으는 것보다, 이를 가격, 임금, 인센티브, 노동수요, 숙련도, 인적자본의 구조 속에서 해석해야 한다고 보는 사람. 그는 임금불평등, 숙련 프리미엄, 기술 변화, 인적자본 투자와 성장의 관계 분석을 중점적으로 연구

Warsh 의장과의 공통점 및 차이점: Chetty의 입장은 ‘More Accurate, Relevant, Contemporaneous, Actionable’한 데이터를 만들고자 하는 Warsh 의장과 상당 부분 일치. 차이점은 Chetty가 단순한 경기 현황(Nowcasting)보다 계층, 지역, 정책의 이질적 효과 등에 더 관심이 많다는 점. McMillon과의 공통점은 공식통계보다 빠른 실시간 데이터와 시그널을 중시한다는 점. 차이점은 McMillon의 시각은 거시경제 모델보다 기업 운영, 소비자 행동, 공급망, 가격 전가의 현장 감각에 기반. 마지막으로 Murphy는 기존 데이터가 노동시장과 물가 압력을 충분히 설명하지 못할 수 있다는 문제의식을 공유. 그러나 그는 실시간 데이터 자체보다, 그 데이터가 경제를 얼마나 더 명확하게 설명할 수 있는지를 중요하게 생각

구성원별 TF 포함의 시사점: Chetty는 연준이 전통적인 고용, 물가, 성장 지표에 더해 실시간 카드소비, 급여, 채용, 지역별 고용, 소득계층별 소비, 기업 매출 데이터를 정책 판단에 더 체계적으로 반영하려고 할 것. McMillon의 합류는 향후 데이터 체계에서 소매, 재고, 물류 데이터, 가격 전가 속도, 소비 패턴을 더 중시할 수 있음을 시사. 특히, 그는 저소득층 소비 모멘텀과 체감물가 파악에 도움이 되는 인물. Murphy의 경우 TF가 단순히 더 빠르게 발표되는 데이터 시스템 구축으로 끝나지 않고, 숙련도별 노동수요, 임금분포, 생산성, 가격 결정, 인적자본 투자 등 데이터를 더 구조적으로 측정하려는 방향성을 제시할 것. Chetty가 실시간 데이터를 중요시한다면, Murphy는 그 데이터를 해석하는 이론적 필터를 제공할 수 있음

개혁 방향: 연준의 경기판단을 후행적 공식통계 중심에서 실시간·민간 데이터와 결합된 형태를 만드는 역할을 할 것으로 예상. 특히, 고용시장이 길으로는 견조해 보여도 저소득층 소비, 소상공인 매출, 특정 지역 고용, 특정 숙련층 임금이 먼저 꺾이는 신호를 더 빨리 잡는 체계가 나오는 등 고용지표에 대한 질적 개선을 이끌 가능성

4) 생산성 및 고용(Productivity and Jobs) TF

생산성 및 고용 TF의 목적은 AI를 포함한 새로운 범용기술의 경제적 영향을 평가, 연준 정책 판단에 반영하는 것. 구성원은 Marc Andreessen(Andreessen Horowitz 공동창업자), Charles I. Jones(스탠포드대학교 경제학과 교수, 엔트로픽 이코노미스트), Asha Sharma(마이크로소프트 부사장, XBOX CEO). 세 명의 공통점은 AI를 단순한 산업 이슈가 아니라 잠재성장률, 노동수요, 생산성, 단위노동비용, 물가 판단을 바꿀 수 있는 거시 변수로 본다는 것. 다만, 세부적으로는 차이점이 존재. Andreessen은 강력한 기술 낙관론자. Jones는 AI가 성장률을 크게 높일 가능성과 그렇지 않을 가능성 모두 염두에 두고 있는 인물. Sharma는 실제 기업에서 AI가 업무환경을 어떻게 바꾸는지 확인하고 있는 사람

생산성 및 고용에 대한 견해: Andreessen은 대표적인 AI 낙관론자. 그는 AI를 일자리 파괴보다 성장, 생산성, 지식 창출, 생활수준 개선의 원천으로 보는 쪽. AI에 대한 과도한 공포와 규제가 미국과 서방의 기술 우위를 약화시킬 수 있으므로, AI 확산을 적극적으로 받아들여야 한다는 입장. Jones는 AI가 성장률을 크게 높일 수 있다는 가능성을 인정하면서도, 그 효과가 자동으로 나타난다고 보지는 않음. 그는 AI가 혁신 자체를 자동화할 수 있다면 성장에 구조적인 변화를 불러올 수 있지만, 경제의 병목현상, 취약점, 제약이 없어지는 것은 불가능하다고 강조. 그렇기 때문에 AI의 성장 효과와 리스크를 함께 분석해야 한다고 주장. Sharma는 AI가 사람의 직업을 통째로 없애기보다는 한 직업 안에 들어 있는 업무를 잘게 나뉘어 일부를 대신하고, 일부는 사람과 함께 처리하게 된다고 생각

Warsh 의장과의 공통점 및 차이점: Andreessen과 Warsh 의장 모두 AI가 경제의 생산성·고용·물가 판단을 바꿀 수 있는 범용기술로 인식. 다만, Andreessen이 AI에 대해 훨씬 더 낙관적인 입장을 견지하고 있고, 이에 따라 AI 발전 과정에 있어 고용시장의 전환 비용이나 분배 문제를 덜 중요하게 다룰 수 있음. Jones와의 공통점은 AI가 생산성·고용·물가 판단에 핵심 변수라는 인식. 차이점은 Jones가 Andreessen식 낙관론보다 훨씬 신중하며, AI 효과의 시차, 측정 문제, 병목, 위험을 강조한다는 점. Sharma는 AI가 이미 기업의 생산방식과 노동수요를 바꾸고 있다는 것에 대해 공통된 견해를 가지고 있음. 그러나 Sharma는 현업 출신인 만큼 AI 발전을 거시경제보다 미시적인 부분에 더 주목해서 보는 편

구성원별 TF 포함의 시사점: Andreessen의 존재는 AI를 경기 과열 요인보다 잠재성장률 상승, 단위노동비용 하락, 생산성 개선 관점에서 볼 가능성을 높임. 이와 함께 TF 연구가 AI의 리스크보다 효과에 편중될 수 있음을 의미. Jones는 단순히 'AI가 생산성을 올린다'는 결론보다 그 효과를 정량적으로 따질 가능성이 높음. Sharma의 경우 AI를 추상적 생산성 변수로만 보지 않고, 실제 기업에서의 업무환경과 중간관리층의 변화, 자동화가 가능한 업무범위 등을 측정하는 방식으로 접근하려 할 것

개혁 방향: 동 TF의 핵심은 AI와 관련한 잠재성장률과 고용판단 방식의 변경. AI가 실제 생산성을 높인다면, 같은 성장률이라도 인플레이션 압력이 과거보다 낮을 것. 반대로 AI가 일부 일자리를 빠르게 대체한다면, 총 고용지표가 괜찮아 보여도 특정 직군·숙련층에서 임금·고용 충격이 먼저 나타날 수 있음. 따라서, 1) AI 도입과 생산성 개선 사이의 시차 측정, 2) AI 관련 CAPEX 확대가 총 수요인지, 공급 증가 요인인지 구분, 3) AI가 잠재성장률, 단위노동비용 추정에 미치는 영향 반영, 4) 노동시장 지표를 직업, 숙련도별로 재분해, 5) '강한 성장 = 인플레이션 압력' 기존 통념 수정, 6) AI 확산이 고용의 정량적인 부분에 영향을 더 많이 주는지, 질적인 부분에 더 많은 영향을 미치는지 평가 등 크게 여섯 가지 부문에서 결과물을 도출해낼 것으로 예상

5) 물가(Inflation Frameworks) TF

물가 TF의 목적은 연준이 인플레이션의 요인을 어떻게 분석하고 이를 바탕으로 어떤 방식으로 대응해야 하는지 연구하는 것. 구성원은 Greg Mankiw(전 백악관 경제자문위원회 의장), Thomas Sargent(NYU 경제학과 교수, 노벨상 수상자), William White(전 BIS 경제자문역). 세 명 모두 기존의 단순한 Phillips Curve, 기대인플레이션 안정, 근원물가 중심 접근만으로는 충분하지 않다는 것에 동의. Mankiw는 여러 물가지표 측정방식 자체를 문제 삼는 사람. Sargent는 진정한 인플레이션 억제에 일회성 긴축이 아니라 신뢰할 수 있는 정책체제 변화와 기대 형성의 문제라고 봄. White는 CPI 안정만으로 금융불균형과 거시불안을 막을 수 없다고 주장해 온 BIS 계열의 대표 인물

인플레이션 프레임워크에 대한 견해: Mankiw는 물가목표제 자체를 부정하기보다 중앙은행이 어떤 인플레이션 지표를 목표로 설정하는지를 따져야 한다는 입장. 그의 연구는 소비자물가 전체가 반드시 최적의 통화정책 목표는 아니며, 가격경직성, 경기 민감도, 섹터별 충격 크기 등을 고려해 중앙은행이 더 적절한 물가지표를 봐야 한다고 주장. Sargent의 핵심은 인플레이션이 단순히 관성적으로 움직이는 것이 아니라, 정책 스탠스와 기대, 재정 및 통화정책의 신뢰성에 의해 결정된다는 것. 그는 연구에서 인플레이션을 억제하려면 일회성 긴축보다 시장이 믿을 수 있는 지속적인 정책 스탠스 변화가 필요하다고 설명한 바 있음. White는 ‘물가안정만으로 충분한가’라는 질문을 오래 제기해 온 사람. 그는 낮고 안정적인 CPI가 금융불균형, 신용팽창, 자산가격 버블, 부채 누적을 가릴 수 있다고 주장. 또한 완화적인 통화정책이 단기적으로는 경기 안정에 도움이 되지만, 장기적으로 금융시장 기능 훼손, 중앙은행 독립성 약화, 정부의 재정규율 약화, 출구전략(통화정책 정상화) 수립 등에 어려움을 초래할 수 있다고 비판

Warsh 의장과의 공통점 및 차이점: Mankiw와 Warsh 의장 모두 인플레이션 프레임워크를 원점에서 재검토해야 한다고 주장. 그러나 Mankiw는 비교적 주류 경제학(Neo Keynesian), FIT(Flexible Inflation Targeting) 안에서 지표와 모델을 개선하려는 반면, Warsh 의장은 연준의 정책운영 전반에 더 비판적인 문제의식을 갖고 있음. Sargent의 공통점은 물가안정을 연준이 실제 행동, 규칙, 독립성, 일관된 정책체제로 신뢰를 만들어야 한다는 점. 그러나 Warsh 의장의 TF 발족 목표가 연준 내부 개혁이라면 Sargent의 문제의식은 연준 내부 프레임워크를 넘어 재정정책과 정부부채, 중앙은행 독립성, 제도적 제약까지 포함. White와 Warsh 의장의 공통점은 셋 중 가장 많은 편. 둘 다 금융위기 이후와 코로나 이후 통화정책이 지나치게 완화적이었고, 금융시장과 정부가 중앙은행 유동성에 의존하게 됐다는 것에 동의. 차이점은 White가 Warsh 의장보다 더 근본적으로 물가안정 단일목표 중심주의 자체, 물가안정 중심주의, 금융사이클을 무시한 통화정책을 비판해 왔다는 점

구성원별 TF 포함의 시사점: Mankiw는 헤드라인과 근원물가, 기대인플레이션 등 여러 가지 지표들 중 무엇을 정책 판단의 중심에 둘지 검토할 예정. Sargent는 TF 안에서 물가 관련 통화정책체제의 신뢰성, 재정지배 위험, 중앙은행 독립성, 기대 형성 메커니즘까지 들여다볼 가능성이 큼. White의 경우 가장 급진적인 문제제기를 할 가능성이 큰 인물. 2% 물가목표가 공식 검토 대상이 아니더라도, White는 물가안정과 금융안정의 관계, 신용사이클, 부채, 자산가격, 장기간 통화정책 완화에 따른 비용 등을 논의할 것

개혁 방향: 물가목표를 수정하는 것이 아닌 목표를 달성하기 위해 무엇을 봐야 하는지, 무엇을 바꿔야 하는지 연구하는 조직. Mankiw는 물가 측정의 정교화, Sargent는 기대와 정책체제의 신뢰성, White는 금융사이클과 장기 불균형을 중점적으로 분석할 것으로 보임. 예상되는 결과물은 1) 평균물가목표제 논리 재검토, 2) 근원물가 중심 분석에서 대안지표 발굴(절사평균 물가, Sticky Price 등), 3) 기대인플레이션을 설문시장지표를 넘어 정책체제 신뢰의 산물로 재해석, 4) 재정정책, 부채, 금융여건, 자산가격을 인플레이션 프레임워크에 더 명시적으로 반영, 5) ‘물가안정과 금융안정은 별개’라는 기존 분리 접근 약화, 6) 공급충격 이후 목표 복귀 속도와 커뮤니케이션 원칙 재정립 등

[표2] TF 구성원들의 예상되는 역할과 산출물

Task Force	공통된 문제의식	구성원별 내부 역할	산출물
소통 (Communications)	과도한 포워드 가이드언스와 Pseudo-Precision(정확해 보이지만, 실제로는 그렇게 정확하게 알 수 없는 상태)	King: 커뮤니케이션 철학 재설계 Fisher: FOMC 소통 운영체계 개선 Fraga: 정책 신뢰와 설명책임 강화	점도표와 SEP의 역할 재정의, 성명서와 기자회견이 미래 금리경로를 과도하게 유도하지 않도록 연준의 전체 소통체계를 재설계
대차대조표 (Balance Sheet Policy)	풍부한 준비금 체제(Ample Reserves Regime)와 QE, QT의 비용-편익 재평가	Dynan: QE의 거시적 편익분석 Rajan: 유동성 의존 비용분석 Stein: 금융안정 구조 설계	적정 대차대조표 규모와 운영체계 재정의
데이터 (Data Sources)	경제지표들의 후행성 보완	Chetty: 실시간 데이터 McMillon: 실물경제 및 체감 데이터 Murphy: 해석방식 연구	공식통계와 고빈도 데이터를 취합, 경기·물가·고용의 변화를 실시간으로 점검, 정책 전환점을 조기에 포착하는 분석체계 구축
생산성 및 고용 (Productivity and Jobs)	AI가 잠재성장률과 고용·물가를 바꿀 가능성	Andreessen: 긍정적 시나리오 제시 Jones: 정량모형 Sharma: 실제 기업 적용	AI가 생산성·잠재성장률·노동수요에 미치는 영향 분석, 성장과 고용 변화를 과거와 다른 기준으로 판단하는 통화정책 판단체계 수립
물가 (Inflation Frameworks)	기존 인플레이션 프레임워크의 한계	Mankiw: 물가지표 체계 재설계 Sargent: 정책체계 신뢰성 강화 White: 금융사이클 위험 반영	어떤 물가지표를 중심으로 판단할지, 공급충격 이후 목표 복귀 속도, 인플레이션 재확산 시 금리·대차대조표 대응 원칙 재정립

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표3] TF 구성원들의 예상되는 역할(소통, Communications)

구성원	주도 가능 영역	예상 역할
Peter R. Fisher (워싱턴대학교 비즈니스 스쿨 교수)	신뢰·설명책임 보강	- 포워드 가이드언스 축소, 점도표·SEP의 과도한 정밀성 완화 - 정책금리 경로보다 반응함수·불확실성·리스크 균형 중심의 설명 체계 제안
Arminio Fraga (전 BCB 총재)	FOMC 커뮤니케이션 방식 점검	- 성명서, 의사록, 기자회견, 위원회 발언, SEP 사이의 메시지 일관성 점검 - 의장 중심의 인위적 컨센서스보다 위원회 책임성과 토론 구조 개선에 관심
Mervyn King (전 영란은행 총재)	커뮤니케이션 철학 재설계	- 물가목표 이탈 시 설명 방식, 공급충격 대응 커뮤니케이션 - '덜 약속하지만 더 책임 있게 설명하는' 물가 목표 관련 소통 보완

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표4] TF 구성원들의 예상되는 역할(대차대조표, Balance Sheet Policy)

구성원	주도 가능 영역	예상 역할
Karen Dynan (하버드대학교 경제학과 교수),	QE의 거시경제적 편익 평가	- 자산매입이 성장·고용·물가에 실제로 어느 정도 기여했는지, - 대차대조표 축소가 경기·금융여건에 주는 비용은 얼마인지 균형 평가
Raghuram Rajan (전 RBI 총재)	Ample Reserves 체계의 금융안정 비용 점검	- 은행의 지급준비금 의존, 예금·신용라인·비은행 유동성 리스크, - QT가 단기자금시장에 주는 충격 분석
Jeremy Stein (전 연준 이사)	대차대조표의 구조·부채 구성 설계	- 지급준비금, ON RRP, 단기안전자산 공급, SRF 등 대차대조표의 금융안정 기능 설계

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표5] TF 구성원들의 예상되는 역할(데이터, Data Sources)

구성원	주도 가능 영역	예상 역할
Raj Chetty (하버드대학교 경제학과 교수)	실시간, 적시성 있는 데이터 체계 구축	- 카드소비, 급여, 채용, 지역별 고용, 소득계층별 소비, 소상공인 매출 등 - 고빈도 데이터의 정책 Dashboard 생성
Doug McMillon (전 월마트 CEO)	민간 실물 데이터 연결	- 세부적인 소매 데이터, 품목별 가격, 재고, 공급망, 소비 트렌드와 행태, 기업들의 가격 전가 속도 등 현장 데이터 반영
Kevin Murphy (시카고대학교 경제학과 교수)	데이터의 경제학적 필터링 및 해석방식 연구	- 고용 총량보다 숙련도별 노동수요, 임금분포, 인적자본 투자, 기술 변화에 따른 노동시장 구조 변화 해석

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표6] TF 구성원들의 예상되는 역할(생산성 및 고용, Productivity and Jobs)

구성원	주도 가능 영역	예상 역할
Marc Andreessen (Andreessen Horowitz 공동창업자)	AI로 인한 강력한 성장 시나리오 제시	- AI가 생산성, 투자 사이클 등을 크게 끌어올릴 수 있다는 상방 시나리오 제시
Charles I. Jones (앤트ropic 이코노미스트)	AI 효과 정량화	- AI가 잠재성장률, 총요소생산성, 노동시장에 미치는 효과를 계량적으로 검증
Asha Sharma (XBOX CEO)	기업 현장의 AI 도입 구조 분석	- 기업에서의 업무환경과 중간관리층의 변화, 자동화가 가능한 업무범위 등을 측정

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표7] TF 구성원들의 예상되는 역할(물가, Inflation Frameworks)

구성원	주도 가능 영역	예상 역할
Greg Mankiw (전 백악관 경제자문위원회 의장)	물가지표와 목표변수 재검토	- 어떤 물가지표가 정책목표에 적합한지 검토
Thomas Sargent (NYU 경제학과 교수, 노벨상 수상자)	인플레이션 기대와 정책체제 신뢰성 강화	- 기대인플레이션이 어떻게 형성되는지, 일관된 정책체제에서의 중앙은행 신뢰도 제고 효과, 재정·통화정책 정합성이 물가에 미치는 영향 등 분석
William White (전 BIS 경제자문역)	금융사이클·부채·자산가격 반영	- 물가안정만으로 거시경제와 금융시스템의 안정을 달성하기에 충분하지, - 저금리·QE·부채누적·버블이 장기 물가와 금융불안에 어떤 비용을 초래하는지 연구

자료: 한화투자증권 리서치센터

* 마라도나 이론: 1986년 멕시코 월드컵 8강 잉글랜드전에서 마라도나가 넣은 두 번째 골을 비유로 중앙은행이 실제로 금리를 움직이는 것보다, 시장이 중앙은행의 다음 행동을 어떻게 예상하느냐가 더 중요할 수 있다는 이론(당시 마라도나는 약 60야드를 돌파하며 5명의 수비수를 제쳤지만 실제 이동경로는 거의 직선에 가까웠음. 수비수들이 마라도나가 좌우로 방향을 틀 것이라고 예상해 먼저 반응했기 때문에, 마라도나는 직선으로 달리고도 수비를 제칠 수 있었다는 것)

[주요 참고자료]

Federal Reserve, “Federal Reserve announces leadership and objectives of five task forces,” 9 July 2026.

Kevin Warsh, FOMC Press Conference Transcript, 17 June 2026.

Peter R. Fisher, “What’s the Matter with the Fed?” Shadow Open Market Committee, 2016.

Arminio Fraga et al., “Inflation Targeting in Emerging Market Economies,” NBER Working Paper 10019, 2003.

Mervyn King, “Monetary Policy: Practice Ahead of Theory,” Bank of England, 2005; “Inflation Targets: Practice Ahead of Theory,” 2024.

Karen Dynan, “Needed: A Reasonable Discussion of Fed Policy,” Brookings Institution.

Raghuram Rajan et al., “Liquidity Dependence and the Waxing and Waning of Central Bank Balance Sheets,” Jackson Hole/NBER.

Jeremy Stein et al., “The Federal Reserve’s Balance Sheet as a Financial–Stability Tool,” Jackson Hole, 2016.

Raj Chetty et al., Opportunity Insights Economic Tracker and real-time economic data research.

Kevin Murphy et al., research on wages, skills and technology

Marc Andreessen, “Why AI Will Save the World.”

Charles I. Jones, “The AI Dilemma” and research on AI and economic growth

Microsoft remarks by Asha Sharma on agentic AI.

Greg Mankiw & Ricardo Reis, “What Measure of Inflation Should a Central Bank Target?”

Thomas Sargent, “The Ends of Four Big Inflation”

William White, “Is Price Stability Enough?”

[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, redisseminated 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].