

NH 아문디 세미나

이정훈, CFA jhoon.lee@daishin.com



케빈 워시가 던진 주요 의제들

연준을 개혁하겠다는 의지는 매우 분명

- 케빈 워시는 인사 청문회에서 본인이 직접 연준의 '체제 전환(Regime Change)'을 언급
- 워시는 연준 의장 지명 이전부터 연준의 역할이 지나치게 비대해졌다는 것에 대해 비판해왔음. 연준을 개혁해야겠다는 의지는 매우 명확함
- 워시가 던진 주요 핵심 의제는 1) AI 생산성 혁신을 통한 금리 인하, 2) 대차대조표 및 커뮤니케이션 축소 3) 재무부와 정책 공조 강화

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

파월과 워시

닮은 듯 다른 두 의장



조지타운대 로스쿨 / 변호사

딜런 리드(투자은행), 칼라일

부시 행정부 재무부 차관

연준 이사 / 의장(QE3 부정적)

겸손 / 실용주의



하버드 로스쿨

모건 스탠리 M&A

부시 행정부 NEC 경제 보좌관

연준 이사 (QE2 반대)

신념주의자

케빈 워시 과거 이력

정치적 신념이나 경향이 묻어나는 워시의 과거 이력

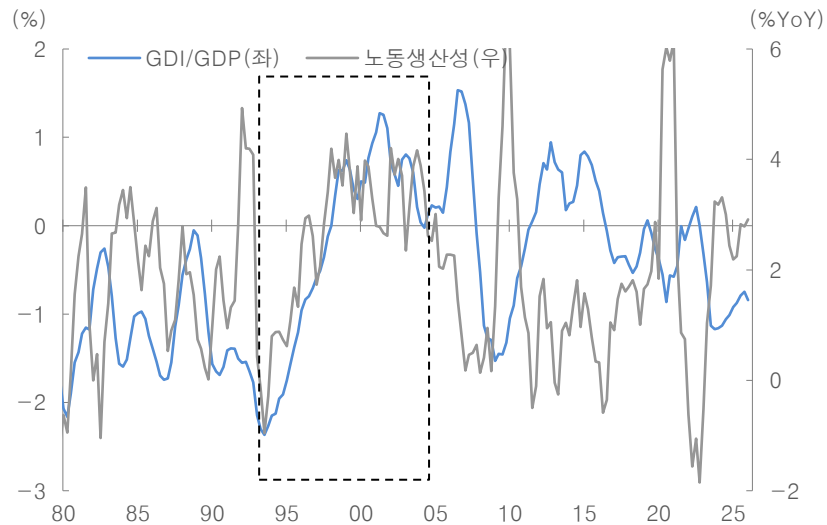
시기	연도	주요 사건	세부 내용
출생 / 학업기	1970	뉴욕주 올버니 출생	- 읍대인 가정의 3남매 중 막내 - 부친은 학교 교복 제조업, 모친은 저널리스트·프리랜서 작가
	1992	스탠퍼드대 공공정책학 학사 졸업	- 고교 시절 테니스 특기를 살려 스탠퍼드 입학 - 총학생회(ASSU) 상원의장 역임
	1995	하버드 로스쿨 법학박사(JD) 졸업	- 스탠퍼드 경제학 박사 학위 취득을 계획했으나, 부친의 강력한 권유로 로스쿨 진학 - 로스쿨 재학 중 하버드 비즈니스 스쿨(HBS)과 MIT 슬론 경영대학원 교과과정 병행 - 법학, 거시경제학, 규제 정책 융합 연구로 우등 졸업
월가 / 백악관	1995	모건스탠리 M&A부 입사	- 부사장 및 상무이사까지 초고속 승진 - 뉴욕 본사에서 7년간 기업 M&A 딜 주도
	2002	부시 백악관 경제정책 특별보좌관	- 9-11 테러 당시 세계무역센터(WTC) 붕괴 현장을 직접 목격, 공직 진출 계기 - 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 연은 총재의 핵심 참모
	2010	WSJ 기고 — QE2 공개 반대	- 양적완화 2차에 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

그린스펀의 생산성 논의 vs 워시의 생산성 베팅?

워시의 머릿 속에는 1990년대 그린스펀의 '신경제' 논의가 존재

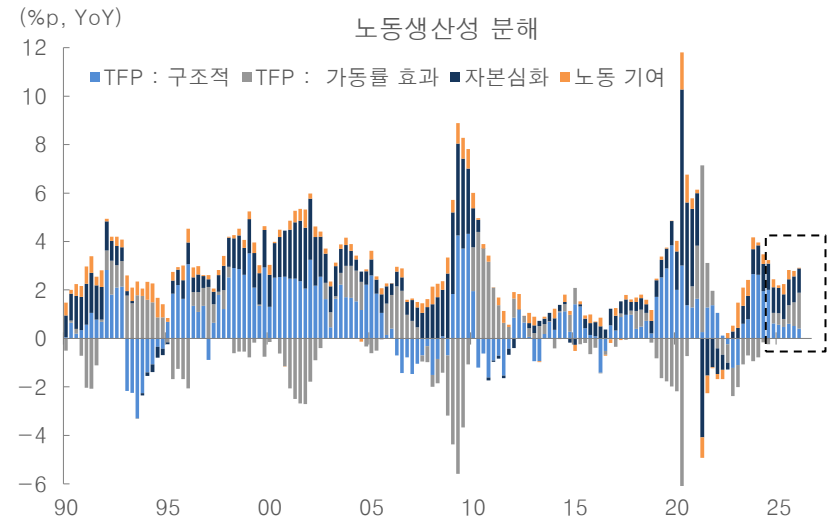
- 워시가 AI의 생산성 향상을 토대로 완화적인 통화정책을 주장하는 데에는 분명 과거 그린스펀의 '신경제' 논의가 자리하고 있을 가능성
- 1990년대 중반 실업률이 연준이 추정하는 자연실업률 아래로 하락하자, 연준 내 매파들은 인플레이션을 우려해 선제적 인상을 주장
- 하지만 그린스펀은 당시 빠르게 상승하던 생산성의 이면에 IT 혁신이 자리하고 있다고 생각해, 매파들의 주장을 불식시키며 1996-1997년 금리 인상을 1회로 최소화
- 현재도 노동생산성은 꽤 빠른 속도로 증가 중이나, 1990년대와 달리 구조적 요인에 의한 생산성 향상이 아닌 가동률 향상과 자본 심화에 기인. 그린스펀은 실제 향상 중인 생산성의 근거를 찾은 것이나, 워시는 미래 예상에 기반한 주장인 셈

1990년대 중반 이후 소득-생산 간 격차가 확대



자료: 대신증권 Research Center

1990년대와 달리 최근 생산성 증가는 자본투입/가동률 상향에 기인



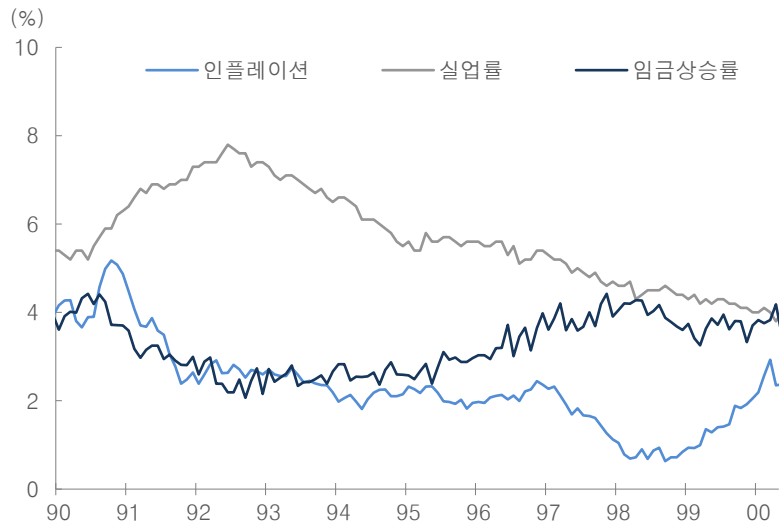
자료: 대신증권 Research Center

1990년대와 지금은 무엇이 다를까

신기술 외에는 크게 다른 환경

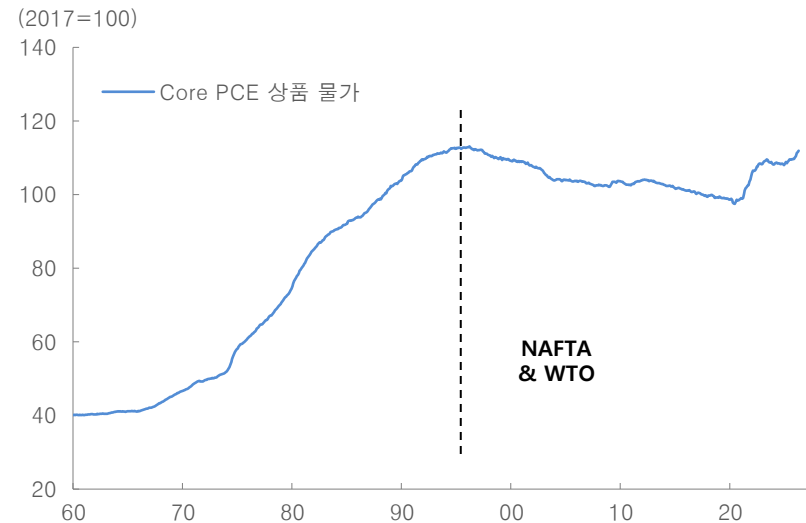
- 1990년대와 지금은 신기술의 등장이라는 점에서 공통점이 있음. 그러나 그 외에는 차이점도 많음
- 1990년대는 IT 혁신 외에도 세계화/자유화 등 경제 전반의 효율성이 빠르게 증가하던 시기였음
- 반면 지금은 무역 장벽이 높아지고, 포퓰리즘이 확산되며, 산업논리가 효율화 보다는 안보 중심으로 재편 중
- 무엇보다 1990년대 그린스펀이 금리 인상을 방어할 수 있었던 가장 큰 이유는 실제 인플레이션이 안정되고 있었다는 점임. 이는 현재와 가장 큰 차이점으로 볼 수 있음

1990년대 중반 저물가 / 저실업 / 낮은 임금상승률



자료: 대신증권 Research Center

상품 인플레이션은 1990년대 중반부터 하락 전환



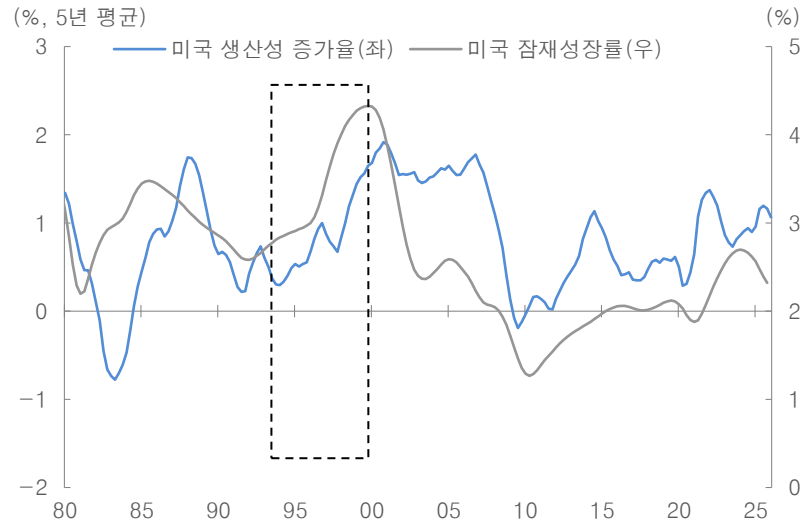
자료: 대신증권 Research Center

생산성 향상 = 저금리?

워시의 논리대로면 오히려 고금리 가능성

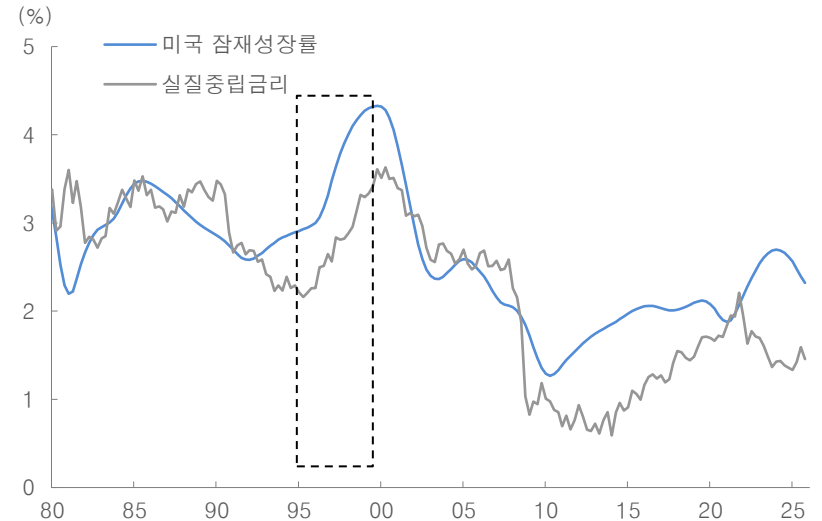
- 무엇보다 워시의 논의가 현실화되었을 때 금리의 방향도 명확하지 않음
- 통상적으로 생산성 향상은 강한 성장을 의미하며, 이는 자연스레 실질금리 상승 요인이 됨
- 생산성 향상으로 디스인플레이션이 나타날 수 있으나, 실질금리를 너무 낮게 유지하면 결국에는 수요 과열로 이어질 가능성이 있음
- 이는 1990년대 그린스펀의 전략적 인내가 90년대 후반 가파른 금리 인상으로 이어진 것과 같음

1990년대 생산성 향상은 높은 성장으로



자료: 대신증권 Research Center

높은 성장은 높은 금리로 연결



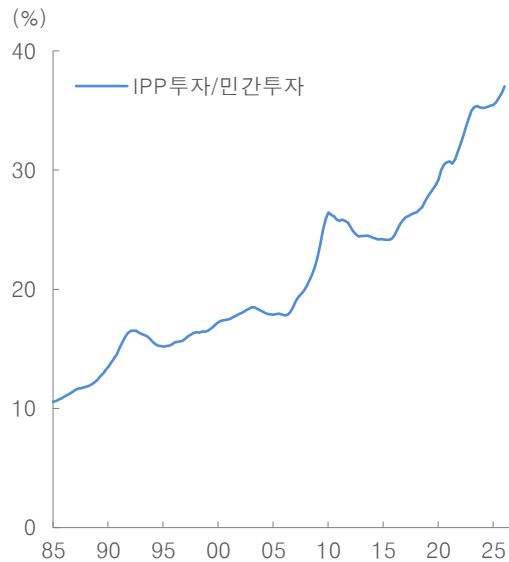
자료: 대신증권 Research Center

미국 실물 사이클의 회복(?)

이상적인 주장이나, 말처럼 쉽지 않아

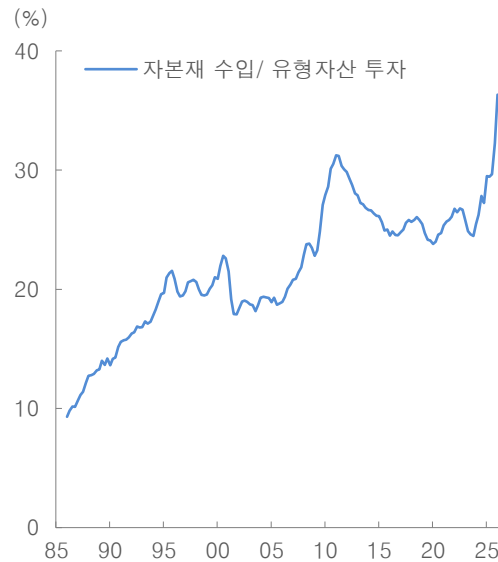
- 워시가 주장하는 또 다른 논리는, 금리 인하 & QT로 장단기 금리차를 확대시켜 은행 대출을 증가시켜 미국 경제의 실물 사이클을 회복시킨다는 구상임
- 이는 충분히 논의해볼 만한 주제임. 하지만 현실화되는 것 역시 쉽지 않음
- 미국 경제 내 '무형 자산 투자' 비중이 갈수록 높아지고 있음. 그나마 최근 유형자산 투자가 늘고 있으나, 상당 부분을 수입에 의존함
- 팬데믹 이후 공급망 정책에 따라 국내 제조업 건설지출이 빠르게 늘고 있으나, 과연 이것이 실물 사이클 회복으로 이어질 정도로 충분한지는 여전히 의문이 남아 있음

미국 투자 내 무형자산 비중은 갈수록 증가



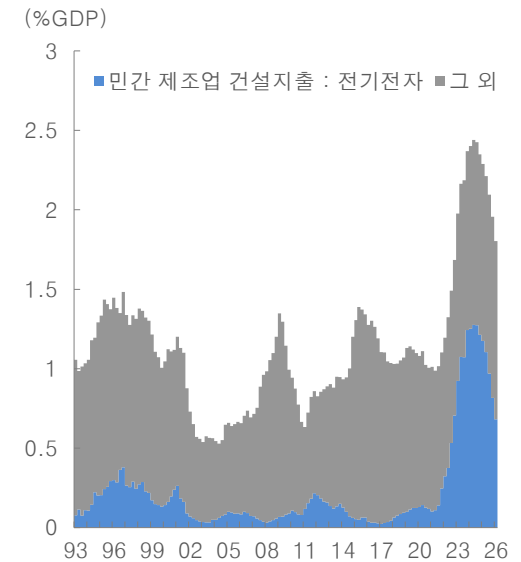
자료: 대신증권 Research Center

유형자산 투자의 상당 부분은 수입에 의존



자료: 대신증권 Research Center

제조업 건설투자는 점프 업



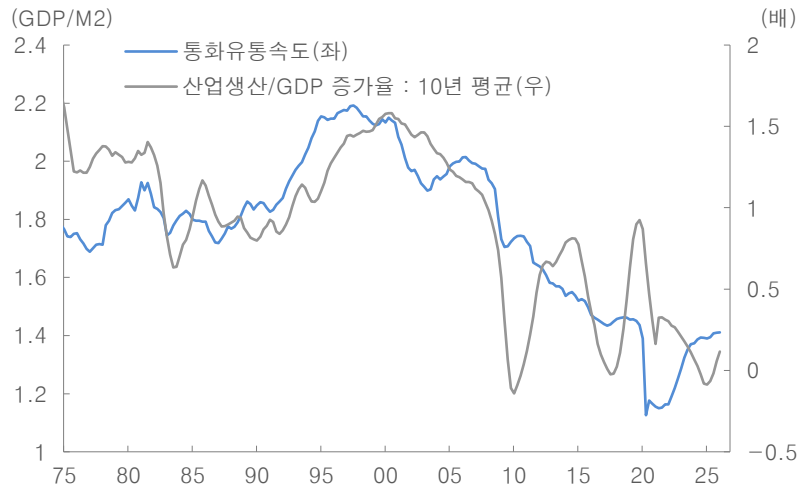
자료: 대신증권 Research Center

성공하면, 역시 고금리

은행 대출 확대는 금리 상승 요인

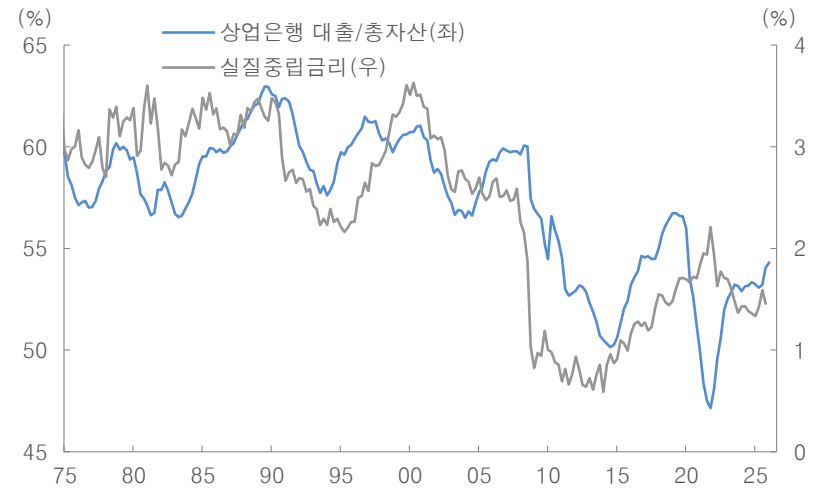
- 문제(?)는 이 또한 성공한다 하더라도 결국에는 금리 상승 요인이라는 점임
- 1990년대 이후 미국 내 제조업/건설업 비중이 빠르게 하락하는 동시에 은행들의 대출도 둔화함(=통화유통속도 하락)
- 이는 결국 연준이 금리를 낮추고, 양적완화를 통해 금융시장에 직접 유동성을 살포할 수밖에 없었던 요인
- 만약 미국 내 실물 사이클과 함께 은행들의 대출 태도가 반등한다면, 연준은 금리를 낮게 유지할 필요가 없음

산업생산 능력 회복 = 통화유통속도 회복



자료: 대신증권 Research Center

은행의 역할 확대 = 높은 금리



자료: 대신증권 Research Center

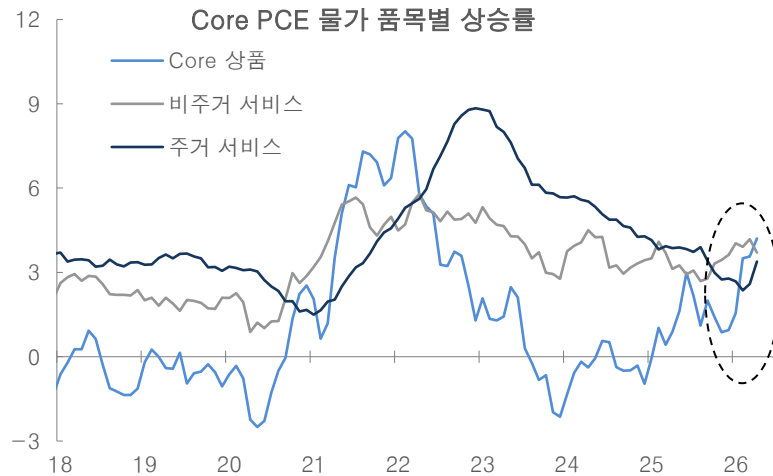
지금 인플레이션은 관세 때문?

영향을 부정할 수는 없지만

- 현재 미국의 인플레이션 현황을 보면, 전반적인 인플레 압력이 만만치 않은 것은 맞음
- 하지만 단기적으로 가장 큰 영향을 미치고 있는 것은 상품 부문의 인플레이션으로, 이는 관세의 영향이 상당한 부분을 차지 (0.7~1.0%p)
- 관세 영향을 제거하고 보면 미국의 Core 인플레이션은 2% 초중반에 불과할 수 있음. 이는 연준 인사들이 완화 편향을 유지했던 이유
- 하지만 문제는 기업들의 관세 전가가 채 끝나기도 전에 전쟁으로 전반적인 비용 상승 압력이 높아졌다는 점

서비스도 안잡히고 있지만, 당장은 상품 물가가 튀는 것이 가장 문제

(%, 6개월 전 대비 연율)



자료: 대신증권 Research Center

관세 영향을 제거하고 보면 인플레는 2%대 초반

(%YoY)



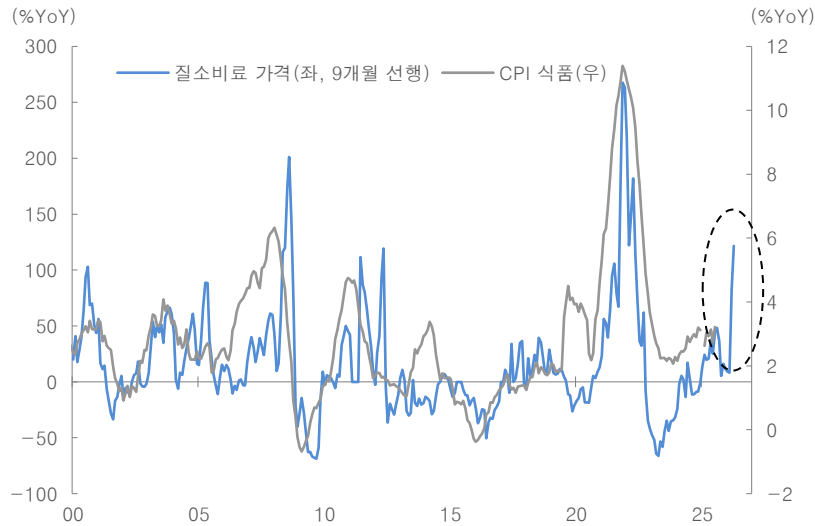
자료: 대신증권 Research Center

마냥 쉽지 않을 인플레이 둔화

잡히지 않을 이유들이 꽤 많아

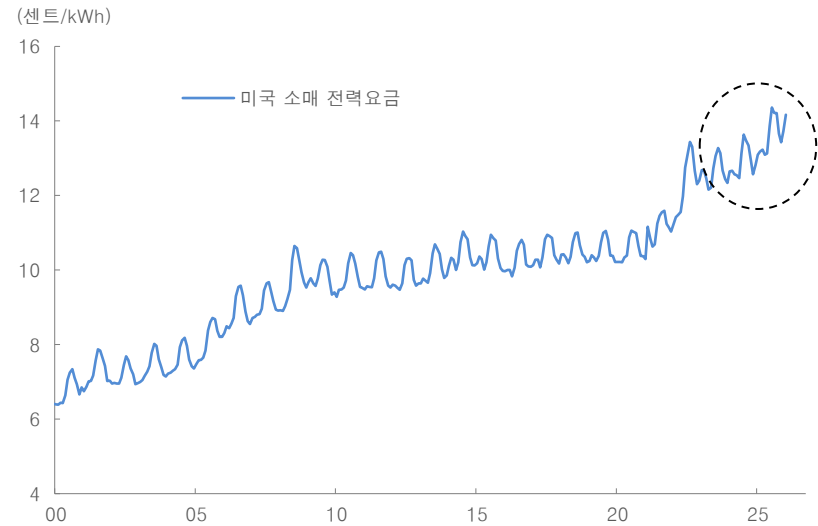
- 머지 않아 중동 전쟁이 마무리된다면, 국제유가 하락과 함께 인플레이 우려는 안정을 찾을 수 있음
- 그러나 이번 중동 전쟁의 여파는 결국 시차를 두고 인플레이에 다시 영향을 미칠 가능성이 높음
- 그 외에도 AI 투자에 따른 비용 상승 압력도 구조적으로 존재. **현재 연준 내 매파들은 AI가 장기적으로 생산성을 높일 수는 있어도 단기적으로는 수요 확대를 통해 인플레이를 자극할 가능성을 우려하고 있음**

이번 전쟁 영향은 시차를 두고 인플레이에 나타날 가능성



자료: 대신증권 Research Center

AI 투자의 이면, 가파른 전기요금 상승



자료: 대신증권 Research Center

인플레이에 대한 워시만의(?) 인식

과거 2%에 집착하지 않는 태도 보여

- 만약 미국의 인플레이션이 정말 중장기적으로 잡히지 않을 가능성이 있다면, 인플레이션에 대한 워시의 인식을 점검할 필요가 있음
- 워시는 2023년 영국 상원 경제위원회에 자문으로 출석해 인플레이션에 대한 본인 만의 생각을 밝힘. 핵심은 1) 2% 목표는 고정된 것이 아니라는 점과, 2) 본인은 측정의 오류 등을 감안할 때 점 목표(단일 값) 보다는 범위 목표를 선호한다는 점
- 이를 감안하면, 청문회에서 절사평균 물가를 언급한 것은 이것 자체를 목표로 해야 한다기 보다는, 다양한 물가지표를 활용해 총체적인 관점에서 인플레이션을 판단해야 한다는 논지로 볼 수 있음

과거 워시의 인플레이션 관련 발언, 2%에 집착하지 않는 모습

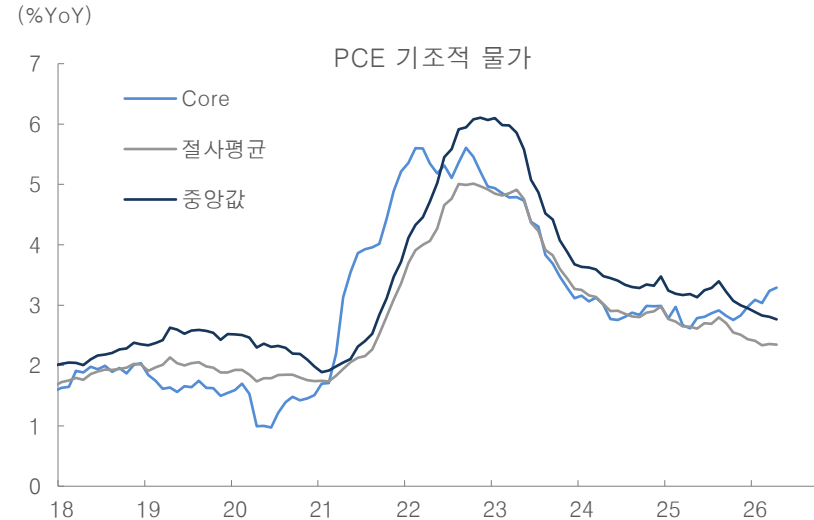
"2% 인플레이션 목표에 대한 제 견해는 컨센서스에서 다소 벗어날 수도 있습니다"

"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"

"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 일이라고 봅니다"

자료: 대신증권 Research Center

절사평균 PCE물가와 Core PCE 물가 추이



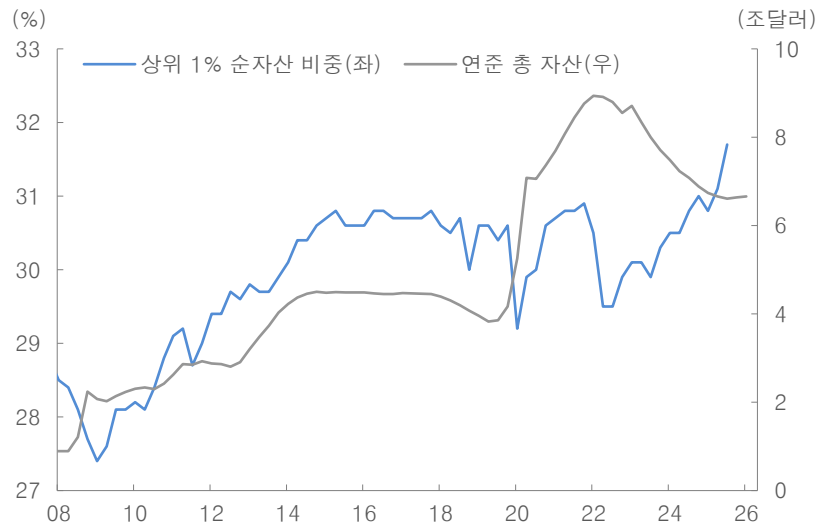
자료: 대신증권 Research Center

2% 목표의 수정이 나타날까?

연준과 양극화, 그리고 포퓰리즘

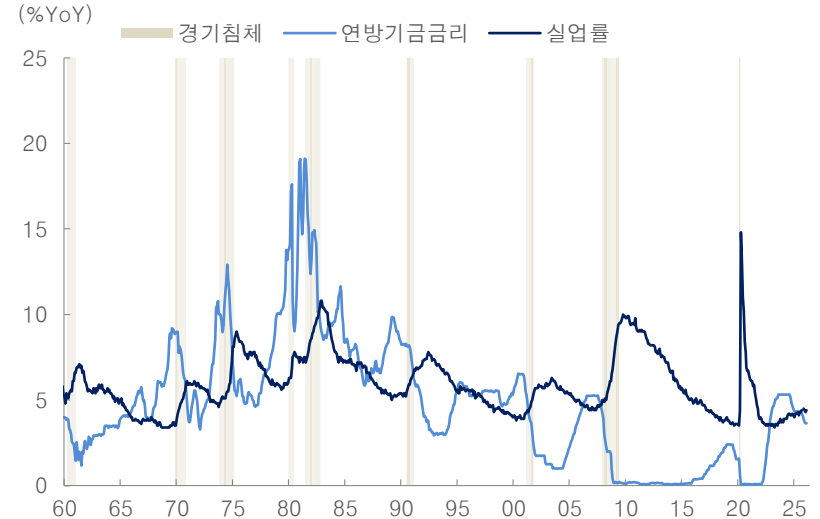
- 위시는 연준의 양적완화를 정치적 영향력 확대와 양극화를 유발했다는 이유로 비판함. 이는 일면 타당한 측면이 있음
- 하지만 양적완화 외에도 연준의 통화정책은 구조적으로 양극화를 유발하는 메커니즘이 있음. 이는 연준의 잘못이라기 보다는, 현 통화정책 체제가 가지고 있는 한계임
- 연준이 실제 정치적인가의 여부를 떠나, 연준은 이미 정치 프레임 안으로 들어왔으며 미국 경제는 포퓰리즘으로 흘러가고 있음
- 과연 연준이 무슨 권한으로 인플레이션을 잡기 위해 경기 침체를 유발해야 하는가에 대한 의문도 커질 수 있음. 위시의 정치적 스탠스를 감안할 때, 인플레가 정말 목표치로 돌아가기 어렵다면 임기 내 범위 목표제 등으로의 전환 가능성을 배제할 수는 없음

2010년대 양적완화 과정에서 양극화 심화



자료: 대신증권 Research Center

역사적으로 연준의 금리 인상은 경기침체와 대량 실업을 초래



자료: 대신증권 Research Center

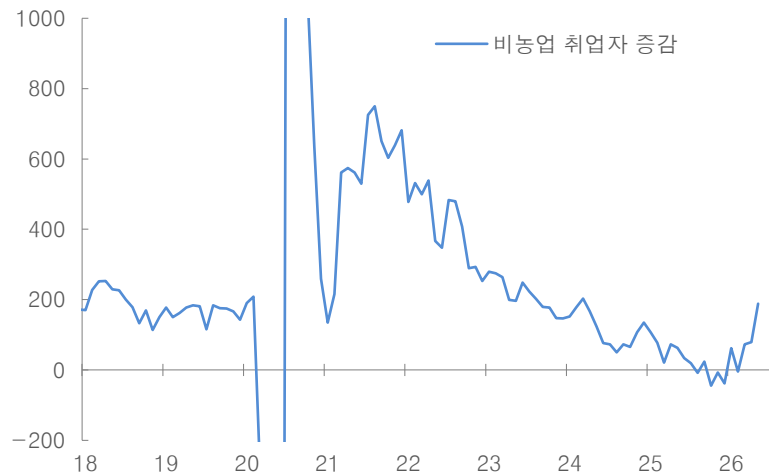
생각보다 너무 빠른 고용 회복세

회복세는 이견 없으나, 과열로 보기는 아직 어려워

- 지난주 미국 고용이 3개월 연속 서프라이즈를 기록하며 시장은 금리 인상 가능성을 프라이싱
- 최근 3개월 평균 고용 증가는 +18.8만 명으로, 이민 공급 둔화에 BEP를 0~5만 명 정도로 추정하던 것을 감안해 일부에서는 노동 시장이 사실상 과열이라 주장함
- 다만 오히려 지난 몇 달간 임금 상승률의 모멘텀은 더 약화됨. 전형적인 과열 신호로 보기는 어려움

최근 미국 고용 회복세가 꽤 가팔라

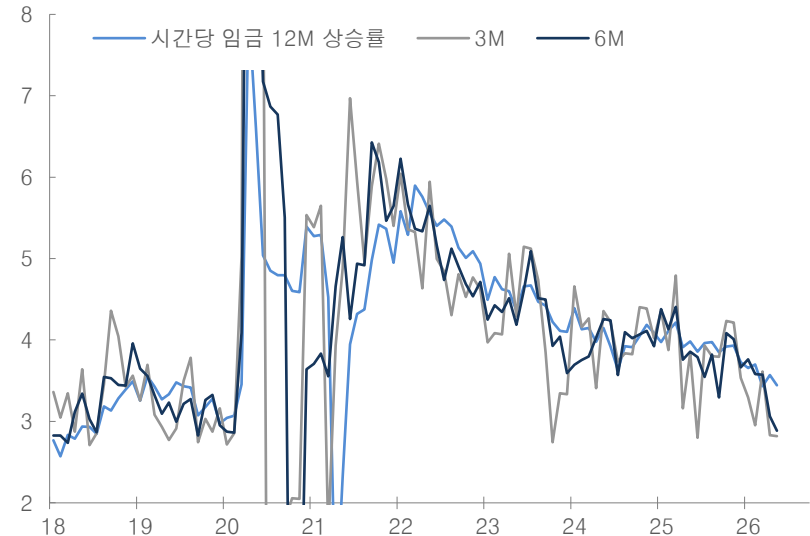
(천명, 3MMA)



자료: 대신증권 Research Center

임금상승률 하락을 감안하면 과열이라 보기는 어려워

(%연율화)



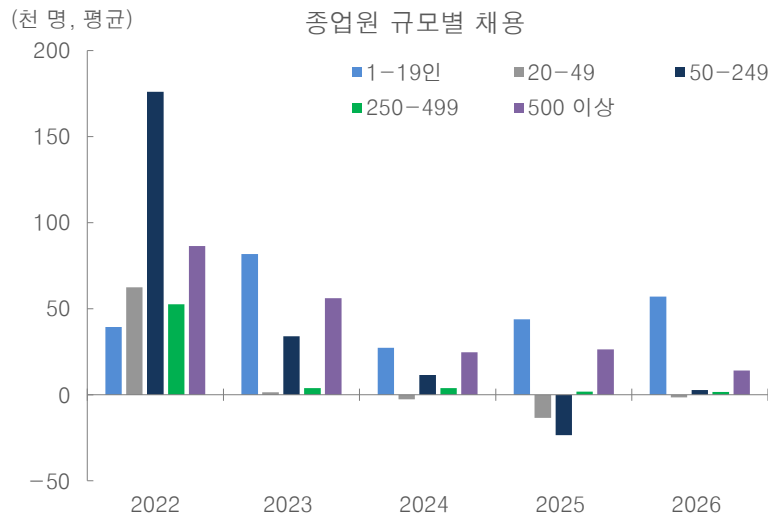
자료: 대신증권 Research Center

금리 인상에는 여전히 신중할 가능성

아직 고용의 약한 고리 남아 있어, 금리 인상 압박했다 보기는 어려워

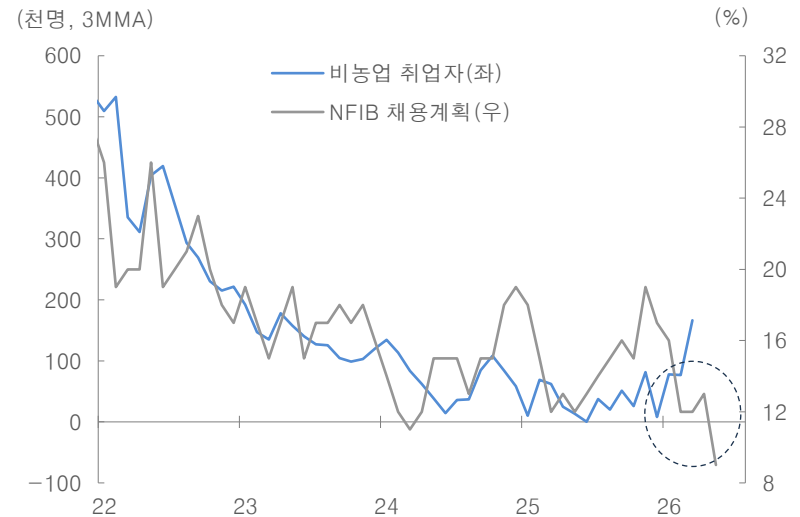
- 여기에 최근 고용 회복에도 일부 약한 시그널들이 여전히 남아 있음. 중동 문제가 아직까지는 인플레이션에 주로 영향을 주고 있으나, 이것이 더 장기화될 시 고용에 어떤 영향을 미칠지도 아직 불확실함
- 데이터만 보았을 때는 인상 전망은 합리적이거나, 불확실성과 케빈 워시의 스탠스를 감안할 때 우선은 매파적 스탠스를 유지하되 금리 동결을 이어 가는 방식으로 먼저 대응할 전망

올해 미국 고용 증가는 대부분 소규모 기업에서 나와



자료: 대신증권 Research Center

최근 중소기업들의 채용 전망은 급락



자료: 대신증권 Research Center

Compliance Notice

-
- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
 - 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 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.