통화정책

워시의 가이던스 비판, 2021년·2013년엔 맞고 전부는 아니다

워시 연준 의장은 평시의 포워드 가이던스가 시장을 오도할 수 있으며 국채 매입은 진짜 위기를 위해 아껴 둬야 한다고 말한다. 2021년의 늦은 금리 인상과 2013년 긴축 발작은 그 말을 뒷받침하지만, 2022년 인상 전 시장의 선반영, 가이던스 설계에 관한 연구, 그리고 그의 재임 중에도 발표되는 점도표는 반대 방향을 가리킨다.

datasteg 데스크 · AI 지원 · 2026년 10월 21일 · 18분

주요 수치

11[1,2]

소비자물가 상승률이 네 퍼센트를 넘은 2021년 4월부터 첫 금리 인상(2022년 3월)까지의 개월 수. 2020년의 가이던스는 2021년 내내 그대로였다

104bp[3]

연준이 의도하지 않은 시장 반응을 부른 긴축 신호 뒤 미국 10년물 국채 금리 상승 폭, 2013년 5월 21일부터 9월 5일까지

160bp[4]

2021년 9월 긴축 신호부터 첫 인상 전날까지 2년물 금리 상승 폭. 월러는 이를 연준보다 시장이 먼저 움직인 사례로 든다

글 정보

형식
해설

게시
2026년 10월 21일

주제
통화정책, 채권시장, 미국

온라인판
articles.datasteg.com/ko/a/warsh-forward-guidance

영문판
articles.datasteg.com/en/a/warsh-forward-guidance

데이터
차트마다 그 자료를 온라인판에서 CSV로 내려받을 수 있다.

핵심 결과

01 워시는 포워드 가이던스의 결함 다섯 가지를 들지만, 없애자가 아니라 제한하자고 말한다. 그가 정의한 연준의 본업은 확고한 두 퍼센트 물가 목표와 최대 고용을 단기금리로 달성하는 것이고, 비전통적 수단은 진짜 위기를 위한 것이며, 그의 재임 중 FOMC는 2026년 9월 한 차례 금리를 올려 월평균 기준금리가 3.75%가 됐고 점도표는 계속 발표된다[2,5,6].

02 2021년에는 가이던스가 그 조건보다 오래 살아남았다. 근원 PCE 물가 상승률은 2021년 3월에 2.1%로 두 퍼센트를 넘었고, 소비자물가 상승률은 2021년 4월에 4.2%로 네 퍼센트를 넘었지만, 그해 기준금리는 평균 0.08%였고 첫 인상은 소비자물가가 네 퍼센트를 넘은 지 11개월 뒤에 왔다. 연준 이사 한 명은 가이던스가 FOMC의 손을 묶었다고 말하고, 내부자의 추정은 지연을 몇 달에서 반년으로 보며, 이를 전한 조사 논문은 이 견해가 보편적이지는 않다고 적었다[1,2,7,8,9].

03 2013년에는 연준이 의도하지 않은 시장 반응이 넉 달이 안 되는 사이에 10년물 국채 금리를 104bp 끌어올렸고, 그 가운데 60%는 기간프리미엄이었으며, 30년 만기 주택담보대출 금리는 106bp 올랐다. 연준 연구는 미국의 생산·고용·물가에 관찰 가능한 피해가 없었다고 보지만, 주택 투자는 줄었고, IMF 연구는 이 충격으로 신흥국 열여덟 곳의 반응을 시험한다[3,10,11,12,13].

04 같은 기록이 반대 방향도 가리킨다. 2021년 9월 신호 뒤 2년물 금리는 첫 인상 전까지 160bp 올랐는데 월러는 이를 연준보다 시장이 먼저 움직인 사례로 들고, 일곱 나라 자료에서 가이던스 전체는 금리가 뉴스에 반응하는 정도를 바꾸지 않았으며 장기 가이던스는 반응을 줄였고, 점도표 중앙값은 한 분기 앞 기준금리 예측으로는 가장 정확했다[4,8,14,15].

05 국채 매입에 관해서는 연구가 워시의 선을 대신 그어 준다. 2020년 3월 시장 복구로 알린 매입은 부양 없이 가격 왜곡을 좁혔고, 2020년 9월 목표가 바뀐 뒤 사들인 국채는 10년물 환산 금리를 약 칠십팔 베이시스포인트(bp) 낮췄으며, 연준 총자산은 프로그램 전체에 걸쳐 4.71조 달러 늘었다. 워시 재임 중 2026년 6월 이후 2년물 금리 변동성은 2023~2025년 평균의 0.8배이고, 기대인플레이션(BEI)은 22bp 범위 안에 머물렀다[4,16,17,18,19].

질문

이 글이 답한 질문

워시 연준 의장은 위기가 아닌 평시의 포워드 가이던스와 시장 개입이 시장을 오도한다고 말하는데, 그가 정확히 무엇이 잘못됐다고 보는지, 과거 연준의 어떤 사례가 그 주장을 뒷받침하거나 반박하는지, 실제로 측정 가능한 부작용이 있었는가?

살펴본 내용

워시 의장의 2026년 8월 잭슨홀 연설과 2010년, 2016년 발언, 월러 이사의 반론, 워시가 인용한 연구와 그 주장을 검증한 연구, 그리고 2010년·2013년·2019년·2020년·2021년 사례에 대한 2006년 이후 금리·국채수익률·기간프리미엄·물가·연준 자산 데이터를 살펴봤다.

질문에 대한 참고. 워시는 포워드 가이던스나 시장 개입을 아예 쓰지 말자고 한 것이 아니다. 위기 때의 도구이니 평시에는 제한하자는 것이며, 그의 재임 중에도 연준은 금리 전망(점도표)을 계속 발표하고 있다. '잘못된 신호'는 독자의 표현이고, 그의 말은 가이던스가 '시장과 기업과 가계를 잘못된 길로 이끌 수 있다'와 '명확성의 이름으로 모호함을 낳는다'이다. 가이던스와 국채 매입은 비판도 사례도 다른 두 수단이어서 이 글은 둘을 나눠 다룬다.

---

1 워시가 잘못됐다고 보는 것

워시의 비판은 두 갈래로, 포워드 가이던스의 결함 다섯 가지와 그보다 오래된 국채 매입 비판이다. 의장 취임 백일째인 2026년 8월 28일 잭슨홀에서 그는 의장의 포워드 가이던스의 형식과 기능을 바꾸기로 했다고 말했다[5]. 가이던스는 2008년 위기 때는 꼭 필요했지만 이제는 '환영받을 때를 넘겼다'는 것이다[5]. 그가 든 결함은 순서대로 다음과 같다.

- *모호함.* 평시의 가이던스는 '명확성의 이름으로 모호함을 낳을 위험'이 있다. 2016년 학자 시절에도 쓴 표현이다[5,20].
- *잘못된 길.* '정책 논의를 지나치게 공개하고 미래 결정을 지나치게 약속하면 시장과 기업과 가계를 잘못된 길로 이끌 수 있다.' 독자가 말한 '잘못된 신호'에 가장 가까운 대목이다[5].
- *묶인 손.* 경기 순환 내내 금리를 준약속하면 '결정할 때가 왔을 때 옳은 판단을 내릴 우리 자신의 자유를 막는다'[5].
- *((hall-of-mirrors|거울의 방)).* 시장이 연준의 가이던스에 기대고 연준이 시장 가격에 기대면 양쪽 모두 '새로운 변화에 눈이 멀 가능성이 커진다'[5].

- *전망으로 하는 가이던스*. 연준의 반응함수를 보여 주려고 전망을 내놓는 일은 '현장보다 실험실에서 더 잘 작동'하며, 그는 연구 하나를 근거로 든다[5].

그가 이름을 댄 사례는 2021년 하나뿐이고, 그마저 조심스럽다. 그해의 가이던스가 물가 대응을 '늦췄을 수도 있다'는 것이며, 근거로는 이 아카이브에 없는 Romer와 Romer의 회고 연구를 든다[5]. 국채 매입에 대해 2026년 연설은 비전통적 정책이 '진짜 위기에는 맞을 수 있지만 그 밖에는 아껴 써야 하고, 아예 쓰지 않을 수도 있다'고만 말한다[5].

더 자세한 비판은 2010년 11월, 두 번째 양적완화(QE2) 발표 며칠 뒤 이사 시절의 연설에 있다[21]. 그는 자산을 늘리는 일이 '공짜 선택지가 아니'며, 연준이 국채시장에서 '가격 수용자보다 가격 결정자'가 되고, 미국의 총부채에 관한 가격 신호를 흐린다고 말했다[21]. 2025년 강연은 스웨덴 중앙은행 총재의 요약으로만 전해지는데, 영구적으로 더 작은 자산과 향후 매입의 더 높은 문턱을 주장했다[22].

그가 정의하는 본업은 확고한 두 퍼센트 PCE 물가 목표, 최대 고용, 주된 수단으로서의 단기금리, 그리고 '소통에 더 목적이 분명한, 더 조용한 연준'이다[5]. 지금까지 바뀐 것은 많지 않다. FOMC 소통 관행을 검토할 태스크포스가 생겼고, 아홉 달 동결 뒤 2026년 9월 한 차례 인상으로 월평균 기준금리는 3.63%에서 3.75%로 올랐다[2,6,23]. 점도표는 여전히 발표되고, 월러 이사의 말로는 여전히 '신호 역할을 하고 있다'[6].

거울의 방에는 연준 쪽 면도 있다. 1994년부터 2008년까지 회의 사이에 주가가 십 퍼센트 떨어지면 다음 회의에서 삼분의 일 퍼센트포인트 안팎의 인하를 예측했고, 워시는 2016년에 이를 '자산 가격 의존적'이라고 불렀다[24]. 2020년 연준 부의장은 이를 연준이 '경계하며 앓고 있지는 않은' 병이라고 말했다[25].

2 2021년, 조건을 넘겨 살아남은 약속

2021년은 워시가 이름을 댄 유일한 사례이자 그에게 가장 유리한 사례다. 2020년 9월 소비자물가 상승률은 1.4%, 실업률은 7.8%였다[1,26]. FOMC는 최대 고용에 이르고 물가 상승률이 두 퍼센트에 도달해 한동안 그것을 완만히 넘을 궤도에 오를 때까지 금리를 제로 근처에 두겠다고 약속했다[8]. 또 국채 매입 축소가 충분히 진행될 때까지 인상은 없다는 신호도 보냈다[8].

조건은 약속이 허용한 것보다 훨씬 빨리 충족됐다. 근원 PCE 물가 상승률은 2021년 3월에 2.1%로 두 퍼센트를 넘었고, 소비자물가 상승률은 2021년 4월에 4.2%로 네 퍼센트를 넘어 12월 7.0%에 이르렀으며, 실업률은 3.9%까지 내려갔다[1,7,26]. 가이던스는 2021년 내내 바뀌지 않아 '한동안'이 무슨 뜻인지 대중이 궁금해하게 만들었고, 그해 기준금리는 평균 0.08%였다[2,8].

첫 인상은 2022년 3월, 소비자물가 상승률 8.5%, 근원 PCE 상승률 5.6%일 때 왔다. 소비자물가가 네 퍼센트를 넘은 지 11개월 뒤였다[1,2,7]. 2020년 9월 매입 목표 변경부터 첫 인상까지 매입이 이어지며 연준 자산은 1.89조 달러 더 늘었다[17]. 인상은 매입 축소 완료에 묶여 있었는데, Kiley와 Mishkin은 이 결정이 '관성을 만들었을 수 있다'고 본다[9]. 아래 차트는 이 기간의 물가와 기준금리를 가이던스 채택, 2021년 9월 신호, 첫 인상 시점과 함께 보여 준다.

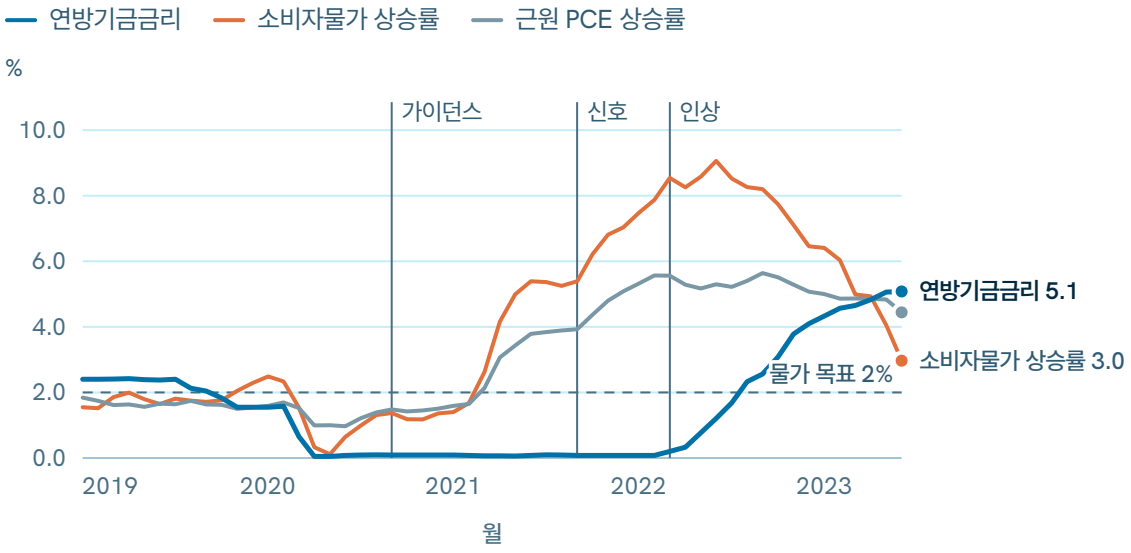
지연 가운데 얼마가 가이던스 탓인지는 논쟁 중이다. 월러 이사는 가이던스가 '2021년 FOMC의 손을 묶어 금리 인상을 불필요하게 늦췄다'고 말하며, 긴 정책 경로를 못 박는 일은 좋은 결과로 이어지기 어렵다는 데 동의한다[6,8]. 아카이브에서 크기를 말한 유일한 추정은 간접 인용된 Kohn의 것으로 적어도 몇 달, 길게는 반년이다[9]. Kiley와 Mishkin은 이 평가가 '보편적으로 공유되지는 않는다'고 적는다[9].

데이터는 간격을 재 줄 뿐 원인을 말해 주지 않으며, 지연은 물가 상승이 일시적이라는 그해의 진단과 얽혀 있다. 뒤처진 대응의 비용을 다룬 IMF 논문은 주요 선진국 중앙은행이 2021년 물가 급등에 '느리게 반응했다'는 관찰에서 출발한다[27].

그림 1

근원 PCE 물가 상승률은 2021년 3월 2%를, 소비자물가 상승률은 4월 4%를 넘었지만 기준금리는 2022년 3월까지 0% 가까이에 머물렀다

미국 물가 상승률과 연방기금금리, 2019~2023년 · %, 소비자물가·근원 PCE는 전년 동월 대비, 연방기금금리는 월평균, 2019년 1월~2023년 6월



이 차트 읽는 법. 세로선은 2020년 9월의 금리 인상 조건 제시('가이던스'), 2021년 9월의 긴축 신호('신호'), 2022년 3월의 첫 인상('인상')이다. 가로선은 연준의 물가 목표 2%로, PCE 물가 기준이다.

연방기금금리는 실효금리의 월평균이므로 2022년 3월 16일 인상은 3월 평균(0.20%)에 부분만 반영됐고, 4월 평균은 0.33%였다.

2020년 9월의 조건은 물가 상승률이 2%에 이르고 완만하게 이를 넘어설 궤도에 오르는 것이었다. 식료품과 에너지를 뺀 근원 PCE를 기조적 지표로 보였고, 헤드라인 PCE 상승률(선을 셋으로 유지하려고 뺐다)도 2021년 3월 2%를 넘었다.

같은 기간의 실업률과 연준 총자산은 본문과 총자산 차트에서 다루며, 넷째 선은 그림을 어지럽혀 뺐다.

출처: 출처: 연준 이사회·미국 노동통계국·경제분석국, FRED(세인트루이스 연방준비은행) 경유 · 2023년 6월까지 자료[1,2,7,8]

3 2013년, 아무도 일으키려 하지 않은 반응

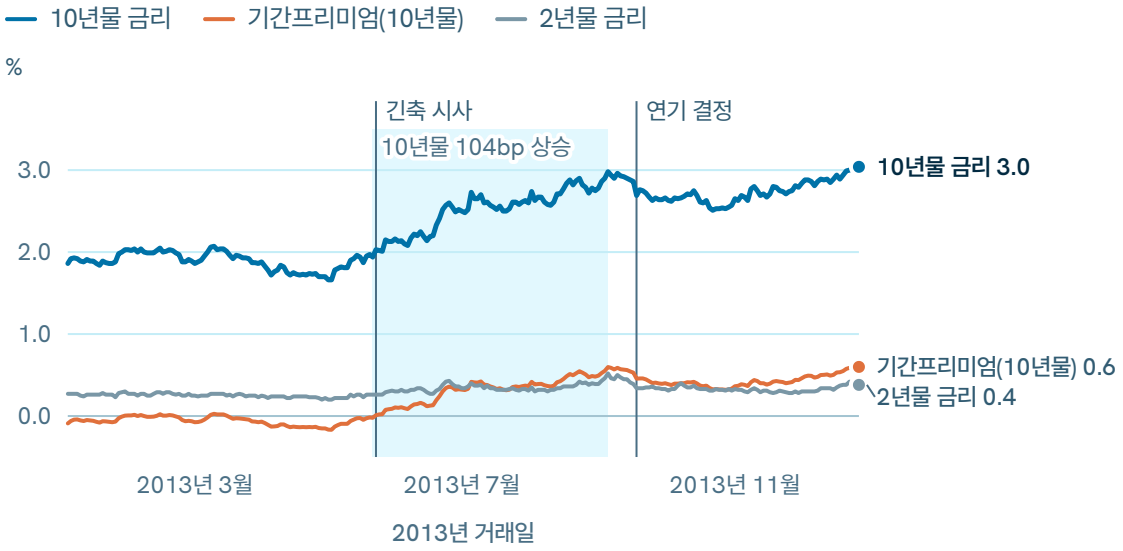
정책 당국이 의도하지 않은 시장 움직임 가운데 가장 깔끔하게 측정된 사례는 워시의 연설이 전혀 언급하지 않는 사례다. 2013년 5월 22일 버냉키 의장은 의회 증언에서 처음 자산 매입 종료를 시사했고, 6월 19일 기자회견이 이를 굳혔다[3,12]. 연준 연구진은 그 뒤의 움직임, 곧 긴축 발작(테이퍼 탠트럼)을 '정책 당국이 의도치 않게 유발한' 것이라고 부른다[12].

10년물 국채 금리는 5월 21일 1.94%에서 9월 5일 2.98%로 104bp 올랐고, 2년물 금리는 26bp 오르는 데 그쳤다[3,4]. 기간프리미엄은 연준 이사회의 Kim-Wright 추정으로 −0.02%에서 0.60%로 올라 금리 상승분의 60%를 차지했으니, 급등은 대부분 가까운 시기의 정책을 다시 가격에 반영한 것이라기보다 채권 보유의 대가였다[3,10]. BIS의 해석은 시장이 가이던스의 한 측면에 매달려 있다가 재조정에 교란적으로 반응했고, 저금리를 전제로 쌓인 레버리지 베팅의 청산이 이를 키웠다는 것이다[28]. 아래 차트는 2013년의 10년물·2년물 금리와 기간프리미엄을 긴축 시사와 9월의 연기 결정을 표시하고 5월 21일~9월 5일 구간에 음영을 넣어 보여 준다.

그림 2

2013년 5월 21일부터 9월 5일까지 10년물 금리는 104bp 오른 반면 2년물은 26bp 올랐고, 킴-라이트 기간프리미엄은 62bp 올라 상승분의 약 60%를 차지했다

2013년 미국 국채 금리와 기간프리미엄 · %, 일별 종가, 2013년 1월 2일~12월 31일. 기간프리미엄은 연준 이사회의 킴-라이트 모형 추정치



이 차트 읽는 법. 기간프리미엄은 단기 채권을 계속 굴리는 대신 10년물을 보유하는 대가로 투자자가 요구하는 추가 수익률로, 시장 가격이 아니라 모형 추정치다. 세로선은 버냉키의 5월 22일 테이퍼링 시사('긴축 시사')와 테이퍼링을 미룬 9월 18일 회의('연기 결정')이고, 음영은 10년물 금리가 104bp 오른 5월 21일~9월 5일 구간으로 6월 19일 기자회견이 그 안에 있다.

기간프리미엄 추정치는 2013년 초에 0을 밑돌았으므로(5월 2일 최저 −0.17%) 축을 0 아래에서 시작했다.

30년 만기 주택담보대출 금리(주간)와 VIX는 본문에서 다루며, 10년물 기대인플레이션(BEI)은 뺐다.

출처: 출처: 연준 이사회, FRED(세인트루이스 연방준비은행) 경유 · 2013년 12월 31일까지 자료[3,4,10,12]

부작용은 가계에 닿아, 30년 만기 주택담보대출 금리는 3.51%에서 4.57%로 106bp 올랐다[11,12]. 충격 전 전망과 실제를 비교한 연준 연구는 '경제 전체에 관찰 가능한 부정적 효과가 없었다'고 보되 주택 투자는 뚜렷이 줄었다고 한다[12]. IMF 연구는 이 충격으로 신흥국 열여덟 곳이 기대인플레이션의 고정 정도에 따라 어떻게 반응했는지를 시험한다[13]. 9월 18일 FOMC는 매입 축소를 미뤄 시장을 놀라게 했고, 그날 10년물 금리는 17bp 내렸다[3,12].

단서가 하나 있다. 피해 없음이라는 결과는 두 퍼센트 아래의 금리에서 출발한 것이고, 지금 10년물 금리는 그 수준의 2.6배다[3]. 저자들은 더 높은 출발점에서 비슷하게 오르면 더 긴축적일 수 있다고 경고한다[12].

4 설계가 가른다, 제로금리 시절의 가이던스

워시가 꼭 필요했다고 부르는 시기는 그의 첫 번째 결함을 시험하는데, 답은 가이던스 자체가 아니라 설계가 부작용을 갈랐다는 것이다. 2008년 12월부터 2015년 12월까지 85개월 동안 기준금리는 평균 0.13%였다[2,5]. 연준은 2008년 12월의 정성적 가이던스에서 2011년 8월 '적어도 2013년 중반까지'라는 날짜 가이던스로 옮겨 갔다[14,28]. 2012년 12월에는 실업률이 여섯 퍼센트 반을 웃돌고 물가 전망이 두 퍼센트 반 아래인 한 인상하지 않는다는 기준선을 썼다[28,29].

가이던스는 새로울 때 금리를 가장 많이 움직였다. 10년물 금리는 2008년 12월 16일 16bp, 2011년 8월 9일 20bp 내렸지만, 2012년의 두 차례 연장과 기준선 도입일에는 7bp, 2bp, 6bp 움직이는 데 그쳤다. 다만 2008년 12월 16일 성명은 기준금리를 제로 범위로 내린 결정도 담고 있었다[2,3]. BIS는 선물 금리에서 같은 체감 효과를 쟀는데, 2012년 12월에는 자산 매입 뉴스도 겹쳤고 2012년 9월 연장은 세 번째 매입 프로그램과 함께 발표됐다[3,28]. 아래 표는 이 글에서 비교하는 가이던스·매입·연설일의 금리 변동을 보여 준다.

그림 3

가이던스는 새로울 때 금리를 가장 크게 움직였다. 10년물 금리는 처음 두 발표일에 16bp와 20bp 내렸지만, 2012년의 두 차례 연장과 실업률 기준 제시일에는 7bp, 2bp, 6bp 움직이는 데 그쳤다

연준의 가이던스·매입·연설이 있던 날의 금리 변동, 2008~2026년 · bp, 당일 종가 − 전일 종가, 2년물·10년물 국채 금리

날짜	10년물, bp	2년물, bp	연준이 말하거나 한 것
2008.12.16	−16	−10	첫 가이던스('당분간' 저금리)
2011.8.9	−20	−8	기간 명시 가이던스(2013년 중반까지)
2012.1.25	−7	−2	2014년 말까지 연장
2012.9.13	−2	−1	2015년 중반까지 연장, QE3 발표
2012.12.12	6	1	실업률 6.5% 기준 제시
2013.5.22	9	0	버냉키의 테이퍼링 시사 증언
2013.6.19	13	4	2013년 6월 기자회견
2013.9.18	−17	−5	테이퍼링 연기
2014.3.19	10	11	실업률 기준 폐기
2020.3.3	−8	−13	긴급 금리 인하
2020.3.16	−21	−13	제로금리로 인하(일요일 발표)
2020.3.23	−16	−9	무제한 매입 발표
2020.9.16	1	0	매입 목적을 완화로
2021.9.22	−1	3	긴축 신호
2021.11.3	4	1	테이퍼링 발표
2021.12.15	3	2	테이퍼링 속도 두 배로
2022.3.16	4	10	이번 사이클 첫 금리 인상
2026.6.17	6	15	2026년 6월 FOMC
2026.7.29	6	−4	2026년 7월 FOMC(동결)
2026.8.28	6	14	워시의 잭슨홀 연설
2026.9.16	1	7	2026년 9월 FOMC(인상)

이 차트 읽는 법. 하루에 한 행이다. 음수는 그날 금리가 내렸다는 뜻이다. 처음 다섯 행이 본문에서 비교하는 제로금리 시기의 가이던스 발표일이고, 나머지는 기사에서 다루는 다른 날들이다. 표는 스크롤되며 2026년 FOMC와 잭슨홀을 포함한 2020~2026년 행은 아래에 있다. 휴대전화에서는 마지막 열(연준이 말하거나 한 것)을 옆으로 밀어서 봐야 할 수 있다.

FOMC 성명은 미국 동부 시간 오후 2시에 나오므로 당일 종가에는 그날 오전의 뉴스도 섞여 있다. 2008년 12월 16일 성명은 기준금리를 제로 범위로 내린 결정도 담고 있었고, 2012년 9월 13일과 12월 12일에는 가이던스와 함께 자산 매입 발표도 있었다.

2008~15년의 변동이 작은 데는 2년물 금리 자체가 0에 가까웠던 탓도 있다. 2020년 3월 16일 행은 월요일 종가를 직전 금요일과 비교한 값으로, 제로금리 인하는 일요일인 3월 15일에 발표됐다.

음수가 많아 막대 대신 표로 보였다. 본문에서 인용한 선물시장 기준 변동(BIS의 '20bp 이상'과 '약 5bp')은 이 기사의 데이터에 없는 수치다.

출처: 출처: 연준 이사회, FRED(세인트루이스 연방준비은행) 경유; datasteg 계산 · 2026년 9월 16일까지 자료[3,4,8,12,16,19]

기준선은 데이터에 추월당했다. 도입 당시 실업률은 7.9%였는데 16개월 뒤인 2014년 4월에 여섯 퍼센트 반 아래로 내려갔고, 첫 인상은 그로부터 20개월 뒤, 실업률 5.0%일 때 왔다[2,26,29]. Doh, Gruber, Song은 기준선 도입 뒤 연준 자신의 말이 달라졌다고 본다. 정책 위원들의 연설 어조는 실업률 전망 수정에 반응하기를 멈췄고, 저자들은 이를 '데이터에 맞서 기댔다'고 표현하며[29], 기준선이 너무 정밀했을 수 있다는 교훈은 모호함을 문제 삼는 워시와 반대다[29].

Ehrmann 등이 일곱 나라를 비교한 연구는 설계의 판정을 내린다. 전체로 보면 가이던스는 2년물 금리가 뉴스에 반응하는 정도를 바꾸지 않았다[14]. 남은 기간이 한 해 반 이하인 날짜 가이던스는 반응을 두 배 넘게 키웠고, 장기 날짜 가이던스는 반응을 없앴다[14]. BIS는 이미 2014년에 가이던스가 위기만의 도구인지를

물었는데 바로 워시의 질문이며, 조사 문헌은 가이던스가 대체로 효과적이었다고 읽는다[9,28].

5 국채 매입, 시장 복구인가 경기 부양인가

워시의 국채 매입 비판은 더 오래됐고, 연구는 그의 경계선을 대신 그어 준다. 두 번째 양적완화는 2010년 11월 3일, 그가 유보적 견해를 밝힌 연설 며칠 전에 발표됐다[21]. 이 매입은 2011년 6월까지 연준 자산을 5650억 달러 늘렸고, 그 사이 10년물 금리는 2.67%에서 최고 3.75%까지 올랐다[3,17]. 그의 주장은 아카이브에서 검증된 적이 없고, 조사 논문의 더 깊은 논점은 양적완화가 시장 안정화로 시작해 수요 부양으로 옮겨 갔으니 한 수단으로 두 목표를 겨눴다는 것이다[9].

개입을 거두는 데도 부작용이 있었다. 연준 자산은 2015년 정점에서 2019년 8월 저점까지 7560억 달러 줄어 3.76조 달러가 됐는데, 대부분은 2017년부터 2019년까지의 자산 축소에서 빠졌다[17]. 저자들은 이 축소가 '레포 금리 왜곡과 금리 급등의 심각성'을 키웠다고 보며, 축소는 2019년 9월 레포 금리 급등으로 끝났다[30,31]. 그날 실효 기준금리는 목표 범위 상단보다 5bp 높게 찍혔고, 8월 저점에서 연말까지 연준 자산은 4060억 달러 다시 늘었다[17,30].

2020년 3월은 어떤 잣대로도 진짜 위기였다. 연준이 금리를 제로로 내리는 동안 10년물 금리는 거래일 이레 만에 64bp 올랐고, 기대인플레이션은 2월 중순부터 115bp 떨어져 0.50%가 됐으며, VIX는 82.69로 마감했다[3,18,32]. D'Amico 등은 공표된 목표가 시장 기능 회복이었던 동안 매입이 금리 곡선을 낮추지 않으면서 가격 왜곡을 좁혔다고 본다[16]. 2020년 9월 16일 목표가 완화로 바뀐 뒤 사들인 국채는 10년물 환산 금리를 약 칠십팔 베이시스포인트 낮췄다[16].

프로그램 전체로 연준 자산은 첫 인상까지 4.71조 달러 늘어 2022년 4월 8.97조 달러로 정점을 찍었고, 인상이 시작되고서야 끝났다. 지금은 6.76조 달러로 정점의 75%다[17]. 저자들이 끌어내는 교훈은 공표된 목적이 매입을 복구로 만들지 부양으로 만들지를 가르며, 목적을 바꾸는 일도 매입의 예측 가능성을 해치지 않는 한 효과적이라는 것이다[16]. 아래 차트는 2006년 이후 총자산을 보여 주는데, 총자산에는 대출 창구와 주택저당증권이 들어 있어 연구가 재는 국채 매입과 같지 않다.

6 반대 방향의 증거, 그리고 2026년의 시험대

질문은 부작용이 있었는지만 묻지만, 공정한 시험에는 그 수단이 이룬 것도 필요하다. 월러의 설명으로는 같은 순환에서 연준이 움직이기 전에 시장이 먼저 긴축했다[8]. 2021년 9월 신호 뒤 2년물 금리는 0.25%에서 첫 인상 전날 1.85%로 160bp 올랐고, 10년물 금리는 83bp 올랐다[3,4]. 월러는 2월 중순까지의 상승을 이백 베이시스포인트 가까이로 말하는데, 이 시계열이 보여 주는 것보다 큰 수치다[8].

그가 비판하는 점도표는 그가 인용한 바로 그 연구에서 두 갈래로 읽힌다. Engstrom은 민간 전망이 낡은 점도표에 묶여 세 분기와 네 분기 앞 전망 오차를 예측하게 되고, 2021년 12월 점도표에 대한 의존이 2022년 선도금리 상승을 '크게 늦췄다'고 본다[15]. 그러나 점도표 중앙값은 한 분기 앞 기준금리 예측으로는 가장 정확하고, 저자는 결과가 'SEP가 전체적으로 해롭다는 뜻은 아니'라고 쓴다[15].

침묵에도 값이 있다. 월러는 경로에 대해 아무 말도 하지 않으면 '시장을 놀라게 하고 변동성을 만들 수 있다'고 말하며, 2026년 10월 초 선물시장은 12월까지 한 차례 더 인상할 확률을 팔십오 퍼센트로 봤다[6]. 2022년 인상 시작 이후 표준편차로 잰 성명 서프라이즈의 크기는 거의 두 배, 기자회견 서프라이즈의 크기는 세 배 넘게 커졌는데, 저자들은 이를 검증 없이 반응함수에 대한 불확실성과 연결한다[33]. 데이터 기반 가이던스는 자동 안정장치로 작동할 수 있고, 유로 지역의 한 모형은 정밀하다고 여겨지는 전망이 기대를 붙들어 맨다고 예측한다[9,34].

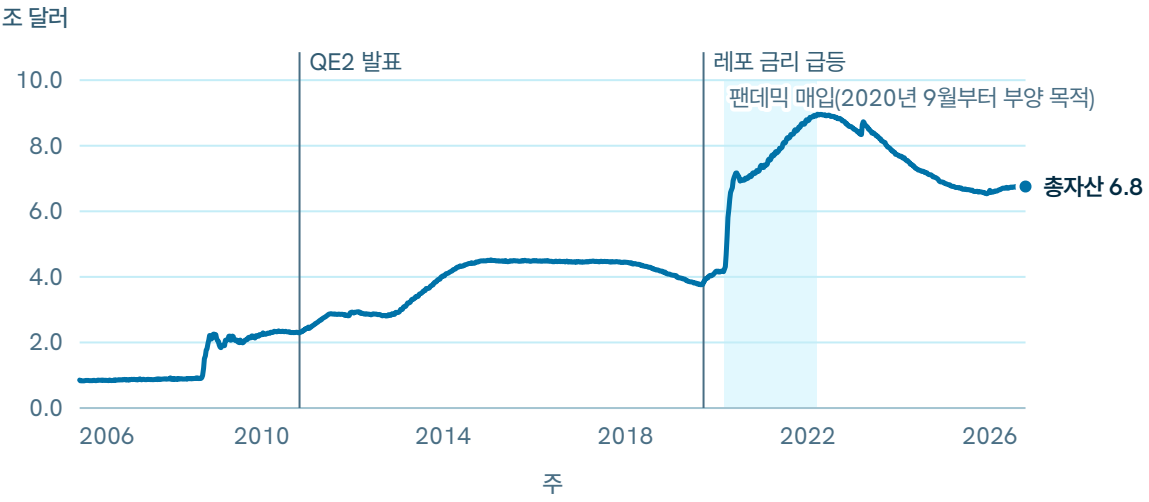
2026년의 기록은 효과가 아니라 지켜볼 조건이다. BIS는 반응함수에 대한 불확실성과 '더 간결한 소통'이 6월부터 9월까지 더 높은 채권 변동성으로 나타났고, 7월에는 특히 단기물에서 그랬다고 적었다[19]. 잭슨홀 연설은 매파적으로 읽혔고, 그날 2년물 금리는 14bp 올랐다[4,19]. 이 글의 데이터에서 6월 이후 2년물 실현

변동성은 평균 5.3bp로, 조용했던 1월부터 5월까지의 1.3배이지만 2023~2025년 평균 6.7bp의 0.8배이고 2022년의 7.7bp보다 낮다[4].

그림 4

연준 총자산은 2008년 9월 이전 1조 달러 미만에서 2022년 4월 8.97조 달러로 늘었고, 두 차례 축소를 거쳐 지금은 정점의 75%인 6.76조 달러다

연준 총자산, 2006~2026년 · 조 달러, 주간(수요일 기준), 2006년 1월 4일~2026년 10월 14일



이 차트 읽는 법. 총자산에는 국채와 주택저당증권, 대출 프로그램이 모두 들어가므로 연구가 측정한 국채 매입보다 범위가 넓다. 음영은 팬데믹 매입 프로그램으로, 2020년 9월 16일까지는 시장 복구, 그 뒤로는 경기 부양이 목적이었다. 2019년 9월까지의 하락은 레포 금리 급등으로 끝난 자산 축소다.

이 계열의 전환점: QE2 발표 주(2010년 11월 3일) 2.30조 달러, 매입 종료 시점(2011년 6월 29일) 2.87조 달러, 2015년 1월 정점 4.52조 달러, 2019년 8월 저점 3.76조 달러, 2020년 3월 초 4.24조 달러에서 6월 중순 7.17조 달러, 2022년 4월 13일 주 정점 8.97조 달러.

다미코 등이 말한 2.9조, 1.7조, 1.2조 달러는 국채 매입만 센 값이므로 이 선에서 읽어 낼 수 없다.

QE2와 2020년 3월 전후의 10년물 금리와 기대인플레이션은 본문에서 다루며, 보조 축은 쓰지 않는다.

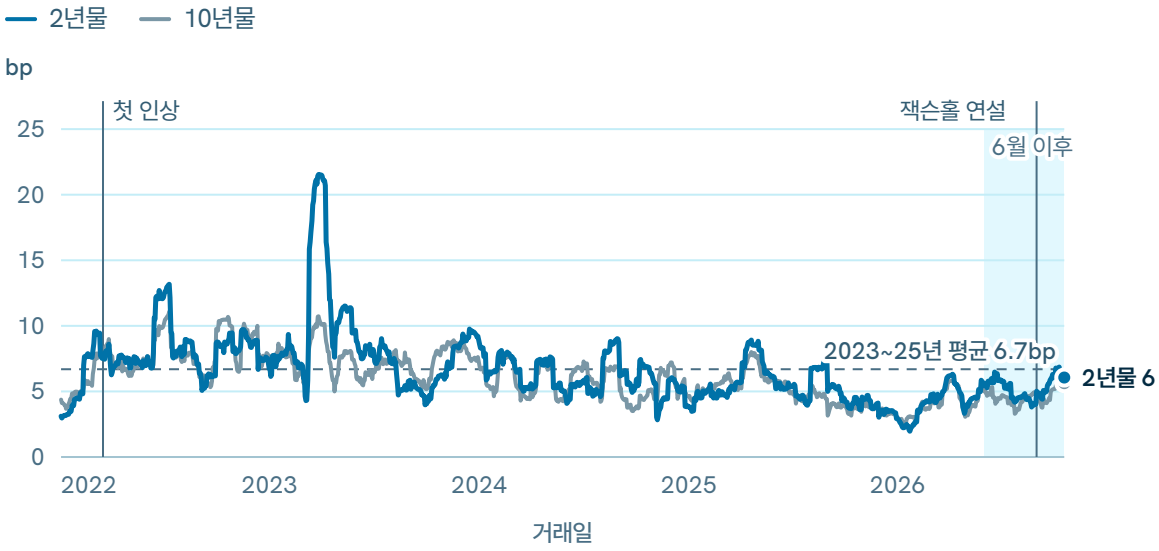
출처: 출처: 연준 이사회, FRED(세인트루이스 연방준비은행) 경유; datasteg 계산 · 2026년 10월 14일까지 자료[16,17,21,31]

기대인플레이션은 6월부터 9월까지 22bp 범위 안에 머물렀고, BIS는 이를 놀랍도록 안정적이라고 불렀다[18,19]. 10년물 금리는 2026년 10월 5일 5.31%로 자료가 있는 2006년 이후 가장 높았고, Kim-Wright 기간프리미엄은 10월 5일 1.10%로 2010년 4월 14일 이후 가장 높았다[3,10]. BIS는 여름 10년물 금리 상승분의 약 사십 퍼센트를 기간프리미엄으로 보며, 이 글은 10월의 고점을 소통 방식 변화의 효과로 돌리지 않는다[19]. 아래 차트는 2022년 이후 2년물과 10년물의 실현 변동성을 보여 준다.

그림 5

2년물 금리 변동성은 2026년 6월 이후 평균 5.3bp로 1~5월의 4.2bp보다 높아졌지만, 2023~25년 평균 6.7bp와 2022년의 7.7bp에는 못 미친다

미국 2년물·10년물 국채 금리의 실현 변동성 · bp, 직전 20거래일 일별 금리 변동의 표준편차, 2022년 1월 3일~2026년 10월 16일



이 차트 읽는 법. 값이 높을수록 직전 4주 동안 금리가 날마다 더 크게 움직였다는 뜻이다. 가로선은 2년물의 2023~25년 평균이고, 음영은 2026년 6월 초 이후 기간으로 6월 17일 FOMC를 포함한다.

실현 변동성은 FRED에 없는 MOVE 지수(국채 내재 변동성)를 대신한다. 2년물 계열의 최고치는 2023년 3월의 21.5bp이고, 2026년 최고치는 10월 7일의 6.9bp로 2025년 8월 28일 이후 처음 보는 수준이다.

2026년 6월 이후의 상승은 지켜볼 조건이지 연준 소통 변화의 측정된 효과가 아니다. BIS는 이를 정책 불확실성과 더 간결해진 소통과 연결하지만 크기는 제시하지 않는다.

10년물 금리 수준과 기간프리미엄은 본문에서 다루며, 소통 변화의 결과로 보지 않는다.

출처: 출처: 연준 이사회, FRED(세인트루이스 연방준비은행) 경유; datasteg 계산 · 2026년 10월 16일까지 자료[3,4,8,19]

우리의 판단

워시는 기록으로 시험할 수 있는 두 가지에서는 옳고, 일반적 판정에서는 틀렸거나 적어도 입증되지 않았다. 가이던스는 2021년에는 조건을 넘겨 유지된 약속으로서 문제였다는 것이 윌러의 판단('2021년 FOMC의 손을 묶었다')이고, Kiley와 Mishkin은 이런 지연 평가가 '보편적으로 공유되지는 않는다'고 적는다[8,9]. 2013년에는 연준 연구진이 '정책 당국이 의도치 않게 유발한' 반응을 부른 재조정이었고 2012년부터 2014년까지는 데이터에 추월당한 기준선이었으니, 어느 경우든 연구는 결함을 가이던스 자체가 아니라 설계에서 찾는다[8,12,14,28]. 2022년 인상 전 2년물 금리의 160bp 상승은 신호가 무엇을 할 수 있는지 보여 주고, 그가 비판하는 점도표는 그의 재임 중에도 발표된다[4,6]. 국채 매입에서는 위기의 복구 매입이 효과를 냈고, 측정된 금리 효과는 워시의 반대가 겨누는 부양 매입에 있었으며, 2019년에는 거두는 데도 비용이 들었으니 증거가 그의 선을 대신 긋는다[16,31]. 더 조용한 연준의 시험은 지금부터로, 단기물 변동성이 2023~2025년 평균 아래에 머무는지, 기대인플레이션이 붙들려 있는지, 다음 결정이 시장을 놀라게 하지 않는지가 관건이다.

이 글의 용어

포워드 가이던스
중앙은행이 앞으로 정책금리를 어떻게 운용할지 미리 밝히는 발언이다. 날짜를 못 박거나, 실업률 같은 조건을 걸거나, 전망치를 발표하는 형태가 있다. 이 글에서는 2020년의 금리 인상 조건과 점도표를 포함한 2008년 이후 FOMC의 금리 경로 발언.

FOMC
연방공개시장위원회. 미국의 정책금리와 국채 매입을 결정하는 연준의 기구로, 한 해 여덟 번 회의를 연다.

점도표
연준이 경제전망요약(SEP)에서 한 해 네 번 내놓는 그림으로, 정책 위원 각자가 예상하는 향후 정책금리를 점 하나로 나타낸다. 이 글에서는 워시가 비판하지만 그의 재임 중에도 연준이 계속 발표하는 금리 전망.

국채 금리
오늘의 시장 가격에 국채를 사서 만기까지 보유할 때 투자자가 얻는 연간 수익률이다. 채권 가격이 내리면 금리는 오른다. 이 글에서는 미국 2년물과 10년물 국채 금리의 일별 종가.

기간프리미엄
단기 채권을 계속 갈아타는 대신 장기 채권을 보유하는 대가로 투자자가 요구하는 웃돈으로, 금리가 움직일 위험에 대한 보상이다. 직접 관찰할 수 없어 모형으로 추정한다. 이 글에서는 미국 10년물 국채에 대한 연준 이사회의 Kim-Wright 추정치.

베이시스포인트(bp)
퍼센트포인트의 백분의 일로, 금리의 작은 차이나 변화를 나타낼 때 흔히 쓰는 단위다.

기대인플레이션(BEI)
같은 만기의 일반 국채와 물가연동국채의 수익이 같아지는 물가 상승률로, 시장이 예상하는 물가에 위험 프리미엄을 더한 값으로 읽는다. 이 글에서는 미국 10년물 기대인플레이션의 일별 값.

거울의 방
시장은 중앙은행의 가이던스를 읽어 가격을 정하고 중앙은행은 그 시장 가격을 정보로 읽는 양방향 순환으로, 둘 다 경제의 새로운 변화를 놓칠 수 있다. 이 글에서는 워시가 포워드 가이던스에 제기한 핵심 비판으로, 연준이 주가를 읽는 행태가 그 다른 한쪽이다.

반응함수
중앙은행이 물가·고용 등 여건에 따라 정책금리를 어떻게 정하는지를 나타내는 명시적 또는 암묵적 규칙이다. 시장은 앞으로의 결정을 예측하려고 이를 추론한다. 이 글에서는 워시가 전망 발표로는 제대로 보여 줄 수 없다고 말하고, BIS가 2026년 투자자들이 불확실해했다고 말한 대상.

양적완화
정책금리가 이미 제로 근처일 때 장기금리를 낮추려고 중앙은행이 새로 만든 지급준비금으로 국채 등 자산을 대규모로 사들이는 것이다. 이 글에서는 워시가 반대한 2010년의 두 번째 양적완화(QE2)와 2020년부터 2022년까지의 팬데믹 매입.

긴축 발작(테이퍼 탠트럼)
2013년 중반 연준이 국채 매입을 줄이겠다(테이퍼링)고 시사한 뒤 국채 금리가 급등한 사건이다. 이후 중앙은행이 매입을 줄이려 할 때 나타나는 비슷한 시장 반응을 가리키는 말로도 쓰인다.

참고 자료

연구

9 Kiley, M. T., Mishkin, F. S. (2025). The Evolution of Inflation Targeting from the 1990s to 2020s: Developments and New Challenges. Board of Governors of the Federal Reserve System Finance and Economics Discussion Series 2025-025. Board of Governors of the Federal Reserve System
www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2025025pap.pdf

12 Sinha, N. R., Smolyansky, M. (2022). How sensitive is the economy to large interest rate increases? Evidence from the taper tantrum. Board of Governors of the Federal Reserve System Finance and Economics Discussion Series 2022-085. Board of Governors of the Federal Reserve System
www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2022085pap.pdf

13 Bems, R., Caselli, F., Grigoli, F., Gruss, B. (2019). Gains from Anchoring Inflation Expectations: Evidence from the Taper Tantrum Shock. IMF Working Papers 2019/075. International Monetary Fund
www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2019/075/001.2019.issue-075-en.xml

14 Ehrmann, M., Gaballo, G., Hoffmann, P., Strasser, G. (2019). Can more public information raise uncertainty? The international evidence on forward guidance. European Central Bank Working Papers 2263. European Central Bank
www.ecb.europa.eu//pub/pdf/scpwps/ecb.wp2263~d433238380.en.pdf

15 Engstrom, E. (2026). Anchored to the Dot Plot: Central Bank Projections and Interest Rate Expectations. Board of Governors of the Federal Reserve System Finance and Economics Discussion Series 2026-026. Board of Governors of the Federal Reserve System
www.federalreserve.gov/econres/feds/files/2026026pap.pdf

16 D'Amico, S., Gillet, M., Schulhofer-Wohl, S., Seida, T. (2026). Open-Ended Treasury Purchases: From Market Functioning to Financial Easing. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports 1183. Federal Reserve Bank of New York
www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr1183.pdf

19 BIS Monetary and Economic Department (2026). Yields climb, yet risk appetite holds firm. BIS Quarterly Review September 2026. BIS
www.bis.org/publications/qr-202609/yields-climb-yet-risk-appetite-holds-firm

20 Caruana, J., Warsh, K. M. (2017). Long-term issues for central banks. BIS Papers 92. BIS
www.bis.org/publ/bppdf/bispap92.htm

23 Wheelock, D. C., Rose, J. D. (2026). The Tradition of Federal Reserve Independence. Federal Reserve Bank of St Louis Working Papers 2026-013. Federal Reserve Bank of St Louis
doi.org/10.20955/wp.2026.013

24 Cieslak, A., Vissing-Jorgensen, A. (2020). The Economics of the Fed Put. NBER Working Papers w26894. National Bureau of Economic Research
www.nber.org/papers/w26894

27 Hakamada, M., Walsh, C. (2024). The Consequences of Falling Behind the Curve: Inflation Shocks and Policy Delays Under Rational and Behavioral Expectations. IMF Working Papers 2024/042. International Monetary Fund
www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2024/042/001.2024.issue-042-en.xml

28 Filardo, A., Hofmann, B. (2014). Forward guidance at the zero lower bound. BIS Quarterly Review March 2014. BIS
www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403f.htm

29 Doh, T., Gruber, J. W., Song, D. (2022). Leaning Against the Data: Policymaker Communications under State-Based Forward Guidance. Federal Reserve Bank of Kansas City Research Working Papers RWP 22-11. Federal Reserve Bank of Kansas City
www.kansascityfed.org/Research%20Working%20Papers/documents/9091/rwp22-11dohgrubersong.pdf

31 Copeland, A., Duffie, D., Yang, Y. (2021). Reserves Were Not So Ample After All. NBER Working Papers w29090. National Bureau of Economic Research
www.nber.org/papers/w29090

33 Acosta, M., Ajello, A., Bauer, M. D., Loria, F., Miranda-Agrippino, S. (2025). Financial Market Effects of FOMC Communication: Evidence from a New Event-Study Database. Federal Reserve Bank of San Francisco Working Papers 2025-30. Federal Reserve Bank of San Francisco
www.frbsf.org/wp-content/uploads/wp2025-30.pdf

34 Cuciniello, V., Ferrero, G., Notarpietro, A., Santoro, S. (2025). Uncertainty, data dependence and interest rate volatility. Bank of Italy Working Papers 1513. Bank of Italy
www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2025/2025-1513/en_tema_1513.pdf

연설과 발표

5 Warsh, K. (2026). Kevin Warsh: In our time. cb_speech. Board of Governors of the Federal Reserve System
www.bis.org/speeches/20260915-our-time

6 Waller, C. J. (2026). Christopher J Waller: The signaling value of the summary of economic projections. cb_speech. Board of Governors of the Federal Reserve System
www.bis.org/speeches/20261013-signaling-value-summary-economic-projections

8 Waller, C. J. (2026). Christopher J Waller: Two thoughts on the transmission of monetary policy. cb_speech. Board of Governors of the Federal Reserve System
www.bis.org/speeches/20260730-two-thoughts-transmission-monetary-policy

21 Warsh, K. M. (2010). Kevin Warsh: Rejecting the requiem. cb_speech. Board of Governors of the Federal Reserve System
www.bis.org/review/r101111d.htm

22 Thedéen, E. (2026). Erik Thedéen: On the Sveriges Riksbank's high threshold for asset purchases. cb_speech. Sveriges Riksbank
www.bis.org/review/r260609a.htm

25 Clarida, R. H. (2020). Richard H Clarida: Financial markets and monetary policy - is there a hall of mirrors problem?. cb_speech. Board of Governors of the Federal Reserve System
www.bis.org/review/r200223b.htm

데이터

1 FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. US consumer price inflation, year on year. CPIAUCNS. 2026년 10월 20일 조회.
fred.stlouisfed.org/series/CPIAUCNS

2 FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. Effective federal funds rate, monthly average. FEDFUNDS. 2026년 10월 20일 조회.
fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS

3 FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. US 10-year Treasury yield. DGS10. 2026년 10월 20일 조회.
fred.stlouisfed.org/series/DGS10

4 FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. US 2-year Treasury yield. DGS2. 2026년 10월 20일 조회.
fred.stlouisfed.org/series/DGS2

7 FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. US core PCE inflation, year on year. PCEPILFE. 2026년 10월 20일 조회.
fred.stlouisfed.org/series/PCEPILFE

10 FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. US 10-year Treasury term premium (Kim-Wright model). THREEFYTP10. 2026년 10월 20일 조회.
fred.stlouisfed.org/series/THREEFYTP10

11 FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. US 30-year fixed mortgage rate. MORTGAGE30US. 2026년 10월 20일 조회.
fred.stlouisfed.org/series/MORTGAGE30US

17 FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. Federal Reserve total assets. WALCL. 2026년 10월 20일 조회.
fred.stlouisfed.org/series/WALCL

18 FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. US 10-year breakeven inflation rate. T10YIE. 2026년 10월 20일 조회.
fred.stlouisfed.org/series/T10YIE

26 FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. US unemployment rate. UNRATE. 2026년 10월 20일 조회.
fred.stlouisfed.org/series/UNRATE

30 FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. Effective federal funds rate, daily, August to December 2019. DFF. 2026년 10월 20일 조회.
fred.stlouisfed.org/series/DFF

32 FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. VIX equity volatility index. VIXCLS. 2026년 10월 20일 조회.
fred.stlouisfed.org/series/VIXCLS

더 읽을거리

Communication and monetary policy · Federal Reserve Board (Ben S Bernanke, Herbert Stein Memorial Lecture) · 2013년 11월 19일
긴축 발작 여섯 달 뒤 당시 버냉키 의장이 직접 밝힌 연준의 포워드 가이던스 도입 이유와 2013년 시장 반응에 대한 해석으로, 연준 내부의 변론이다.

Observing and shaping the market: the dilemma of central banks · Swiss National Bank Working Paper 2018-03 (Baeriswyl, Cornand and Ziliotto) · 2018년 2월
시장 가격을 읽는 중앙은행이 그 가격을 만들기도 한다는 '거울의 방' 문제를 알기 쉽게 정리한 논문으로, 워시 비판의 핵심 메커니즘을 알고 싶은 독자에게 맞다.

The Treasury Market in Spring 2020 and the Response of the Federal Reserve · NBER Working Paper w29128 (Annette Vissing-Jorgensen) · 2021년 8월
2020년 3월 '현금 확보 경쟁'으로 10년물 금리가 아흐레 만에 급등하고 연준이 한 분기에 1조 달러의 국채를 사들인 과정을 가장 자세히 다룬 연구로, 워시가 비판에서 제외한 '진짜 위기'의 기록이다.

이 글 인용하기

이 글을 연구, 보고서, 기사에 참고하셨다면 아래와 같이 출처를 밝혀 주세요.

datasteg (2026), 「워시의 가이던스 비판, 2021년·2013년엔 맞고 전부는 아니다」, datasteg articles, 2026년 10월 21일, https://articles.datasteg.com/ko/a/warsh-forward-guidance.

```
@online{datasteg:warsh-forward-guidance,
  author       = {{datasteg}},
  title        = {워시의 가이던스 비판, 2021년·2013년엔 맞고 전부는 아니다},
  organization = {datasteg articles},
  date         = {2026-10-21},
  url          = {https://articles.datasteg.com/ko/a/warsh-forward-guidance},
  langid       = {korean}
}
```

유의 사항. 이 글은 경제와 금융시장에 관한 일반적인 정보이며 투자 조언이 아니다.

이 PDF는 2026년 10월 25일에 온라인판에서 만들었다. 대화형 차트와 그 자료, 이후의 정정은 온라인판에서 볼 수 있다.