

## Thomas Laubach Research Conference 주요 내용

◆ 동 컨퍼런스는 Thomas Laubach(前 연준 통화국장, 2020.9월 사망) 추모를 위한 행사(2023년 개최한 이후 두 번째)로 올해는 연준의 통화정책체계 검토\*와 관련한 내용들을 논의

\* 연준의 통화정책 전략, 정책수단 및 커뮤니케이션 관행을 검토하는 과정으로, 연준은 2020.8월에 이전의 검토결과를 바탕으로 새로운 'FOMC 장기 목표 및 통화정책 전략(Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy)'을 발표

올해는 ① FOMC 장기 목표 및 통화정책 전략(Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy), ② 정책 커뮤니케이션 수단에 초점을 두고 지난 5년간의 통화정책 체계를 검토하고 있으며 늦은 여름에 검토를 마무리할 예정

## I. Powell 의장의 기조 연설

□ (통화정책 성명서) FOMC는 2012년 “장기 목표 및 통화정책 전략 성명서”를 통해 통화정책체계를 처음으로 체계화하였음

○ 버냉키 의장 시절에 최초로 통화정책 성명서를 만들었고, 2% 인플레이션 목표를 채택하였음

— 이와 같은 명확성은 불확실성을 줄여 통화정책의 효과를 높이고 투명성과 책임성을 강화시켰음

□ (2019~2020년 점검) 당시 경제는 약 10년간 유효하한(Zero lower bound)에 근접한 뉴노멀 상태였으며, 저금리·저성장·저물가 및 매우 평평한 필립스 곡선이 특징이었음

○ 인플레이션이 하락하는 상황에서도 명목금리는 0%에 고정되어 있어 실질금리를 상승시키는 결과로 이어져 일자리 성장 억제, 인플레이션 및 기대인플레이션 하방 압력을 강화시키는 결과를 초래함

— 이를 감안하여 FOMC는 인플레이션 목표를 지속적으로 하회하는 부족분을 보완하기 위한 정책을 채택\*하였음

\* 인플레이션이 2%를 지속적으로 하회하는 기간 이후에는 일정 기간 동안 2%를 약간 상회하는 수준을 목표로 설정

— 또한 통화정책 결정은 완전고용으로부터의 이격(deviations)이 아닌 부족(shortfalls)에 대한 평가를 토대로 이루어질 것이라고 결론을 내림

○ 2020년 이후 경제 환경이 크게 바뀌었으며, 이번 점검에서 이러한 변화를 반영할 것임

— 현재 장기 금리는 꽤 많이 상승하였는데 이는 실질금리 상승\*에 주로 기인한 것임

\* 정책 금리 장기균형 수준에 대한 많은 추정치(FOMC 경제전망요약에 반영된 수치 포함) 역시 상승하였음

— 높아진 실질금리는 향후 인플레이션의 변동성이 2010년대 금융위기 간 시기(inter-crisis period)보다 커질 가능성을 반영할 수도 있음

— 보다 빈번하고 지속적인 공급 충격이 발생하는 시기에 접어들고 있을 수 있으며, 이는 경제와 중앙은행에 어려운 과제가 될 것임

□ (2025년 점검) 이번 점검에서는 지난 5년간의 경험에서 얻은 교훈을 토대로 논의하고 있으며, 수개월 이내에 정책결정문 변경을 완료할 계획임

○ 2020년에 이루어진 주요 변화에 대해 재점검하고 있으며, 완전고용 대비 “부족(shortfalls)”이라는 용어 및 “평균 인플레이션 목표(average inflation targeting)”에 대한 재점검이 적절하다고 봄

○ 더불어 경제전망과 불확실성을 감안한 공식 정책 커뮤니케이션 방식개선도 모색중임

- 2020년 통화정책체계 점검과 최근 몇 년간의 통화정책 결정에 대한 검토에서는 복잡한 상황이 전개되는 과정에서 명확한 커뮤니케이션의 필요성이 공통적으로 제기되었음
- 학계와 시장에서는 FOMC의 커뮤니케이션이 대체로 효과적이라고 평가했지만, 항상 개선의 여지\*는 있음
  - \* 충격이 보다 크고 빈번하거나 이질적인 시기에는 효율적인 커뮤니케이션을 위해서는 경제와 전망에 대한 중앙은행의 이해를 둘러싼 불확실성을 잘 전달해야 함

## II. 주요 발표 내용

1

### Assessing Maximum Employment : A flow-based approach

Stefano Eusepi(Brown大) · Ayşegül Şahin(Princeton大)

- 완전고용 수준은 직접 측정할 수 있는 명확한 기준이 없으며 시기와 구조적 요인에 영향을 받으며 변함
  - 과거에는 실업률이 낮을수록 완전고용에 근접한 것으로 보았지만, 최근에는 고용수준을 보다 정확하게 평가하기 위해서 노동시장 내 흐름(고용과 실업, 경제활동 미참가 간 이동)과 구조변화를 고려한 접근(flow-based approach)이 필요\*
    - \* 예를 들어, 경기회복기에 실업률은 빠르게 하락하지만 경제활동참가율은 이보다 더디게 회복(실증분석결과 약 9개월 차이)되는데, 이를 고려하지 않을 경우 낮은 실업률만을 근거로 너무 이르게 완전고용 수준이라고 오판할 수 있음
  - 이를 통해 자연실업률과 노동시장의 여유(slack)를 정확하게 추정\*
    - \* 팬데믹 이후 노동시장 내 구조적 변화#에 영향을 받아 자연실업률이 일시적으로 크게 상승하였으며, 이 기간동안 인플레이션이 지속
      - # 구직률 하락, 구인-구직간 매칭 효율성 저하, 구직자의 기대임금 수준 상승
- 이에 따라 통화정책 결정 시 실업률 이외에도 고용시장 내 다양한 지표들을 활용해 노동시장 내 변화를 종합적으로 고려

## 2

### Inflation, Expectations and Monetary Policy : What have we learned and to what end ?

Olivier Coibion(UT Austin大) · Yuriy Gorodnichenko(UC Berkeley大)

- 2020년 이후 인플레이션 급등 및 디스인플레이션 과정은 공급 충격과 경제주체들의 안착되지 않은(unanchored) 기대 인플레이션에 주로 기인
  - 경제주체들은 물가가 안정적인 시기에는 통화정책에 무관심한 반면, 급등기에는 인플레이션과 통화정책에 높은 관심을 보이는 '선택적 무관심의 순환(cycle of selective inattention)'적인 행태로 인플레이션 변동성 확대를 유발
    - 저 인플레이션 시기에 기대 인플레이션이 잘 안착되지 않았다가 외부 충격으로 물가가 상승할 경우, 기대 인플레이션도 빠르게 상승하며 인플레이션 압력을 증폭시킬 가능성이 높음
    - 인플레이션 급등 시에는 중앙은행의 정보제공 및 소통에 따른 기대 인플레이션 조정 효과가 높지 않음
- 중앙은행은 경제주체들의 비대칭적 기대 인플레이션 형성 과정을 고려해 커뮤니케이션 전략을 마련할 필요
  - 저 인플레이션 시기에 대중과 효과적으로 소통함으로써 기대 인플레이션을 안정적으로 관리하는 한편, 인플레이션이 상승하는 시기에는 신속한 인플레이션 억제에 집중
  - 특히 최근 관세 충격으로 인플레이션 상승 우려가 점증하는 상황에서 가계와 기업의 높은 단기 기대 인플레이션을 과소 평가하지 않도록 주의

## 3

### Lessons for Monetary Policy Strategy

Carl Walsh(UC Santa Cruz大)

- 연준은 2020년 새로운 통화정책체계를 채택하였으나, 이후의 거시경제 흐름은 당시의 예상과는 다르게 진행되었음

○ 그 결과 연준은 2021~22년 인플레이션 상승에 빠르게 대응하지 못하면서 상황을 더욱 악화시켰으며, 이는 1970년 통화정책 실기와 유사한 모습

— 당시의 통화정책체계하에서 연준은 정책목표로 고용을 우선적으로 고려 (lexicographic preference)하는 가운데 물가 상승을 일시적이라고 오판

□ 또한 대중이 새로운 통화정책체계를 정확히 이해하지 못하여 기대 인플레이션 관리에도 실패

○ 평균 인플레이션 산정 기간이 명시되지 않았으며\*, 모호한 표현('some time', 'moderately' 등) 등으로 혼란이 가중됨

\* 2~6년 평균은 목표를 상회하였으며, 8년 평균만 인플레이션 목표를 하회

○ 물가가 일시적으로 2%를 상회하도록 용인함으로써 기대 인플레이션이 2%에서 안정적으로 유지되는 것을 방해

□ 2020년과는 달라진 거시경제 환경에서 새로운 통화정책체계를 고려할 필요

○ 통화정책체계의 유연성\*과 투명성\*\*을 제고하고, 외부 충격 빈도 증가 및 경제 구조적 변화에 대비하여 보다 견고한 정책을 설계

\* 상·하방 인플레이션 리스크에 모두 대응가능하도록 설계

\*\* 정책목표에 정략적 기준 도입, 모호한 표현 방식 지양

4

#### Unconventional Policy Tools At the Fed : Lessons from theory and practice

Silvana Tenreyro(LSE大) · Mo Wazzi(Oxford大)

□ 연준의 포워드 가이드스(이하 FG)와 대규모 자산매입 정책(이하 LSAPs)은 실효금리 하한 제약하에서 전통적 통화정책 수단을 보완하기 위해 도입

○ 2020년 팬데믹 대응 과정에서 중요한 역할을 하였으나, 최근에는 경제여건이 변화하고 정책금리도 상승하면서 실효성에 대한 재평가가 필요

- 분석결과 FG와 LSAPs는 금리 상승기에도 효과적인 정책수단으로 운용될 수 있으나, 이를 위해서는 일부 보완이 필요
  - (FG) 특정 상황에 대한 정책반응을 명확히 알려 불확실성을 줄이되, 지나치게 구속적인 조건은 지양
    - 정책당국의 의도에 맞게 시장의 기대를 형성시키면서도 예외 상황 발생시 빠르게 정책을 변경시키고 시의적절하게 대응할 수 있도록 유연성을 확보
  - (LSAPs) 지원 목적이 시장안정인지 또는 경기부양인지 명확히 구분할 필요가 있으며, 개별 프로그램 목적과 시장구조, 정책반응 등을 고려해 프로그램을 설계
    - 시장안정을 위한 개입인 경우 일시적이며 빠르게 종료되어야 하며, 프로그램 설계 시 비용-편익 분석 등의 평가체계를 구축

5

**FCI-plot: Central Bank Communication Through Financial Conditions**

Ricardo J. Caballero(MIT大) · Alp Simsek(Yale大)

- 통화정책은 금융시장을 통해 실물경제에 영향을 미치기 때문에 정책 커뮤니케이션도 금융시장 여건 변화를 중심으로 구성될 필요가 있음
  - 중앙은행이 향후 바람직하다고 판단되는 금융여건의 경로(financial conditions path)를 직접 제시하는 커뮤니케이션 체계(FCI-plot)를 도입하는 것이 바람직
    - 장기 금리, 환율, 주가 등을 구간 또는 경로 추정치, fan chart 형식으로 표시하며 시나리오별 FCI 경로를 함께 제공
    - FOMC 정책결정문, 기자간담회, SEP 등과 상호보완적으로 활용
  - 이를 통해 금융시장 참가자들이 정책당국의 의도에 대한 오해를 줄이고 정책 방향에 부합하는 거래 전략을 마련하도록 유도
- 다만, “금융시장 중심 통화정책”이라는 오해를 피하기 위해 동 커뮤니케이션 방안은 연준의 양대 책무를 달성하기 위한 수단임을 명확히 할 필요가 있음

## 6

**Improving Fed Communications : A Proposal**

Ben S. Bernanke(The Brookings Institute)

- 연준의 현행 커뮤니케이션 방식(점도표 중심의 경제전망요약, 이하 SEP)은 정책방향의 불확실성을 줄이고 예측력을 높이는 데 한계가 있어, 새로운 형식의 정보전달 방식을 도입할 필요가 있음
  - 현행 방식은 FOMC 회의 결과에 대한 배경 설명, 정책 판단 근거, 대안 시나리오 등이 체계적으로 제시되지 않아 시장 혼란을 야기할 가능성 상존
- 분기별로 연준 내부직원(Board staff)이 작성하고 FOMC 위원들의 의견을 일부 반영하는 '경제 리뷰(Economic Review)'를 FOMC 회의결과와 함께 발표할 것을 제안
  - 기본 경제전망(baseline forecast) 및 대안 시나리오, 주요 이슈 분석, 정책 반응 등을 포함
    - 정책 판단의 논리적 구조와 불확실성을 함께 전달함으로써 시장과 대중의 이해를 높이고 정책 신뢰도를 제고
    - 초기에는 SEP와 병행, 장기적으로는 경제 리뷰 중심의 체계로 전환
- 향후 시범 운영, 내부 토론, 설명회 등을 통해 시장 참여자와 일반 경제주체들의 이해도 및 수용성을 제고할 필요

## 7

**Central Bank Communications and Uncertainty (대답)**

Philip Lane(ECB) · Clare Lombardelli(BOE) · Anna Seim(Sveriges Riksbank)

- **(Anna Sime)** 유연한 인플레이션 타겟팅 전략 및 책임성과 투명성의 중요성을 중심으로 릭스뱅크의 커뮤니케이션 전략에 대해 발표
  - 릭스뱅크는 3년 앞을 내다본 정책금리 경로를 예측치(forecast)로 발표하는데, 이같은 금리 경로는 장기 중립금리 추정치와 일치하도록 설정되며, 경제 충격이 발생할 경우 인플레이션 목표를 유지하기 위해 경로를 조정

- 리스뱅크의 커뮤니케이션 전략은 정책금리 경로가 약속이 아닌 전망이라는 점을 중시하며, 기대치를 효과적으로 관리하는 것을 목표로 하고 있음

□ **(Claire Lombardelli)** 통화정책 결정 과정, 수단 및 커뮤니케이션 절차를 중심으로 2014.4월 발표된 영란은행의 통화정책 검토\*에 대해 설명

\* Forecasting for monetary policy making and communication at the Bank of England: a review(2014.4.12). 불확실성이 상당한 시기에 영란은행이 수행한 전망 및 관련 프로세스에 대하여 Ben Bernanke 주도로 독립된 검토를 실시하고 이를 공개

- 동 검토는 단일 중심 전망(single central forecast)에 과도하게 의존하는 문제점을 지적하며 불확실성 하에서 정책 전략에 대한 충분한 정보 전달의 필요성을 강조

- 영란은행은 중심 전망 기반 접근법에서 벗어나, 다양한 시나리오와 불확실성을 반영하는 방식으로 변화를 모색하고 있으며, 시나리오 분석은 거시경제 전망을 형성하는 근간으로 정책 입안자 간 내부 논의 촉진에 활용

□ **(Philip Lane)** ECB의 통화정책 커뮤니케이션과 관련하여 ECB의 의사결정 과정을 설명하고 불확실성 대응 방식에 대한 명확한 설명의 중요성을 강조

- ECB는 분기마다 정책을 결정하고 동 내용과 전망(staff forecast)을 기자회견 및 관련 자료를 통해 커뮤니케이션하는 한편, 리스크 평가 목록을 통해 시장과 분석가에게 잠재적 정책 대응 방향에 대한 지침을 제공

- ECB는 미래 금리 경로를 공개하지 않지만, 통화정책 결정 회의를 위한 내부 분석시 가능성 있는 복수의 금리 경로(plausible future rate paths)를 검토

□ **(패널토의 및 Q&A)** 패널리스트들은 통화정책 커뮤니케이션에서 시나리오의 역할에 대해 토의하고 투명성과 기대관리 간 균형 유지의 어려움에 대해 의견을 교환

- 통화정책 커뮤니케이션에서는 일관된 서사 유지가 중요하며, 불확실성과 정책의 견고함을 설명하기 위해 여러 시나리오를 활용하는데 특히 경제 상황에 따라 다양한 시나리오를 유연하게 선택하고 커뮤니케이션 전략을 조정해야 함

- 통화정책 커뮤니케이션을 보완한 차원에서 금융안정보고서의 역할과 테일 리스크 및 극단적 상황을 탐색하기 위한 시나리오의 활용을 논의
- 대체 시나리오(alternative scenarios)의 소유권, AI가 통화정책 커뮤니케이션에 미치는 영향, 금융안정보고서의 역할 등에 대한 청중들의 질의에 대해 패널 리스트들은 시나리오 분석의 실무적 어려움과 통화정책 커뮤니케이션에서 신뢰성 유지의 중요성 등을 중심으로 답변
- 기대 관리에서 시나리오의 역할과 금융시장에 미치는 잠재적 영향도 토의 되었으며, 명확하고 간결한 메시지의 필요성이 재차 강조됨

### Ⅲ. 주요 언론 반응

- **(WSJ)** 파월 연설문에 대해 연준이 2020년 도입된 통화정책 프레임워크 전략이 성공하지 못했으며 공급 충격과 인플레이션 변동성 리스크를 과소평가했음을 인정했다고 보고, 연준이 핵심 목표는 유지하되, 보다 유연하고 회복력 있는 정책수단을 마련하려고 있다고 분석(2025.5.15)
  - 이번 재검토는 대대적 정책 전환이라기보다 불가피한 조정으로서, 연준이 정책 신뢰성을 회복하면서 2010년대 저물가 환경에서 설계된 도구들이 2020년대 복잡한 현실에는 적합하지 않음을 인정하는 과정
- **(Bloomberg)** 연준이 2021년 정책대응에 실패한 사례를 들며 금번 검토를 통해 과도한 확신(overconfidence)을 시정해야 한다고 지적(2025.5.15)
  - 연준의 목표는 단순한 2% 인플레이션 목표와 최대 고용으로 돌아가야 하지만, 정책결정자들은 그것만으로 모든 문제가 해결될 것처럼 착각해서는 안 됨