

미국은 지금

유동성으로 그려본 증시 반등의 서막



키움증권 리서치센터 글로벌리서치팀
US Strategy 김승혁 ocean93@kiwoom.com



Issue Brief

증시 상승 랠리가 다시 시작될까?

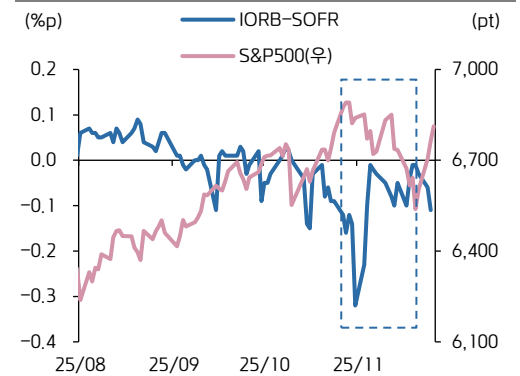
10월 말 이후 약 -5.7%(S&P500 기준)의 조정을 겪던 증시는 12월 금리 인하 기대감이 재점화되며 회복세로 전환했다. 증시 조정의 주된 원인으로 지목되던 AI 버블 우려가 '제미나이 3.0'의 우수한 성능 입증에 따라 완화된 영향도 있지만, 그 이면에는 '유동성'이라는 핵심 기제가 자리 잡고 있다. 유동성 관점에서 조정의 배경을 분석할 경우, 최근 4거래일 연속 이어진 증시 상승세가 낙폭 과대에 따른 단순한 기술적 반등이 아닌, 구조적 증시 회복 국면의 진입으로 판단 가능하다.

유동성 관점으로 설명한 증시 조정의 원인

유동성 흐름의 변화를 파악하기 위해서는 25년 7월 시점으로 소급해 볼 필요가 있다. 트럼프 행정부의 예산조정법안 통과와 동시에 부채한도가 41.1조 달러로 상향되자, MMF 자금은 기존 운용처인 연준 역레포(RRP)에서 신규 발행된 단기국채(T-Bill)로 높은 금리를 쫓아 대거 이동했다. 이는 올해 6월 30일 4,600억 달러였던 RRP 잔액이 11월 27일 기준 22억 달러까지 급감한 주요 배경이다. 23년 고점인 2.5조 달러와 비교할 때, 현재의 22억 달러는 사실상 잔고가 소진된 수준이라 할 수 있다.

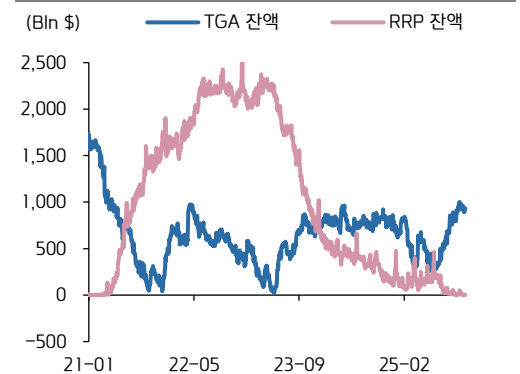
핵심은 그간 RRP 잔액이 단기자금 시장의 '유동성 버퍼' 역할을 수행해 왔다는 점이다. 레포 시장의 금리가 상승하면 RRP 자금이 유입되어 유동성을 공급했고, 덕분에 SOFR 금리의 상승폭이 제한될 수 있었다. 그러나 앞서 언급했듯 자금이 T-Bill로 쏠리며 현재는 이러한 완충 기능이 약화된 상태다. 이에 따라 SOFR 금리가 기준금리 상단인 IORB (지급준비금리)를 상회하는 현상이 발생하기 시작했다. 실제로 상반기 평균 +0.07%p였던 IORB-SOFR 스프레드는 부채한도 협상 이후 -0.002%p로 역전되었고, 증시 조정이 본격화된 10월 말에는 -0.32%p까지 확대되며 자금 수급 여건 경색을 시사했다. 설상가상으로 정부 섣다운 이슈까지 겹치며 필수 항목 외 재정 지출이 제한되었고, 지급준비금 또한 상반기 3.3조 달러에서 10월 말 2.8조 달러로 축소되었다. 즉, 'RRP에서 T-Bill로의 자금 이동'과 '섣다운에 따른 재정 지출 제한'이 복합적으로 작용해 단기자금 수급과 지급준비금 위축을 초래한 것이다. 10월 말 이후의 증시 조정은 이러한 유동성 환경 변화와 궤를 같이한다. 표면적으로는 AI 버블론에 기인한 차익실현 욕구가 강했으나, 저가 매수(Buy the dip)를 뒷받침할 기초 유동성 체력이 고갈되었던 영향 또한 주요했다 판단한다.

IORB와 SOFR의 갭과 S&P500



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

TGA 잔액 및 RRP 잔액



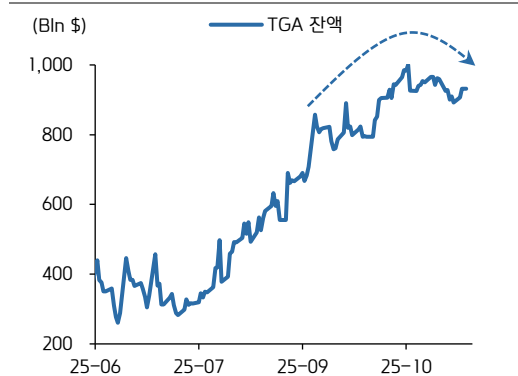
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

상황이 변하기 시작했다

지난 25년 11월 12일, 정부의 임시 예산안 통과에 따른 섣다른 종료는 유동성 환경의 중요한 **변곡점이 되었다**. 이는 그간 시중 유동성을 흡수하며 1조 달러 수준까지 확대된 재무부 일반계정(TGA)이 실질적으로 집행될 수 있는 환경이 조성되었음을 의미한다. 실제로 '정부의 지갑' 역할을 하는 TGA 잔고는 섣다른 종료 직전일인 11월 11일 9,650억 달러에서 불과 20일 만에 732억 달러가 축소되며 8,920억 달러를 기록했다. 이는 섣다른 여파로 지급이 지연되었던 임금 및 각종 대금 등이 일시에 집행된 결과다. 또한 분기국채발행계획(QRA)상 정부의 TGA 목표치가 8,500억 달러임을 감안하면, 향후 추가적인 자금 방출 여력 또한 충분한 상황이다.

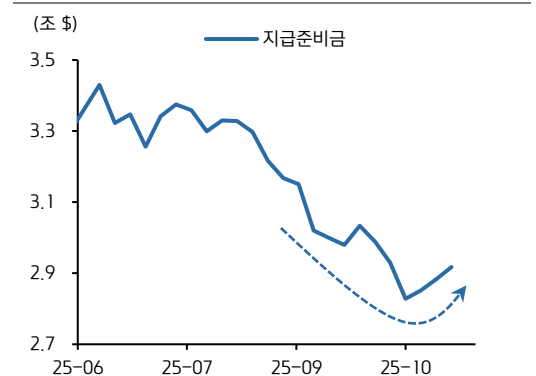
TGA 자금의 방출은 [정부 재정 지출 → 민간 시장 유입 → 시중 은행 지급준비금 확대 → 레포(Repo) 시장 유동성 공급 여력 증대]의 경로를 거치며 단기자금 수급 여건을 구조적으로 개선시킨다. 정부 섣다른 기간 동안의 재정 지출 제한 + RRP 소진 + T-Bill 발행에 따른 유동성 흡수 효과 등으로 위축되었던 지급준비금도 섣다른 종료 후 소폭 반등하는 흐름이 관찰된다. 정부 섣다른이 진행된 10월 1 ~ 11월 12일 사이 지급준비금은 약 963억 달러 급감하며 SVB 사태 이후 심리적 지지선으로 여겨지던 3조 달러를 하회했으나, 섣다른이 종료된 11월 12일 이후 7일간 지급준비금은 약 342억 달러가량 회복세로 돌아섰다. 동일 기간 TGA 잔액이 423억 달러 감소한 점을 대입해 보면, 앞서 기술한 메커니즘과 같이 정부의 재정 지출 일부 자금이 시중 은행의 지급준비금으로 환류되었음을 확인할 수 있다. **결론적으로 '섣다른 종료'를 기점으로 재무부는 시중에 유동성을 다시 공급하기 시작했으며, TGA 목표치 초과 달성 상황과 초과 성장을 중요시하는 정부의 의지가 시장에 우호적인 유동성 환경을 마련한 것이다.**

10월 말 이후의 TGA 잔액 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

10월 말 이후의 지급준비금 잔액 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

놀랍도록 낮은 FY23 년과 FY25 년

회계연도 기준 FY23과 FY25의 재정지출 기반 유동성 공급 흐름은 놀라울 정도로 유사한 궤적을 그린다. 이는 미 재무부의 현금 증감 여부를 보여주는 'Reduction of Operating Cash' 통계를 통해 입증된다. Reduction of Operating Cash는 (+)일 경우 정부 자금의 시중 공급을, (-)일 경우 시중 자금의 정부 유입(회수)을 의미한다. 해당 통계치에 대해서 FY23 상반기와 하반기 합계는 각각 +4,583 억 달러와 -4,792 억 달러를, FY25 는 상반기 +4,799 억 달러, 하반기 -4,850 억 달러로 집계되었다. 유동성의 공급 및 회수 금액 규모가 상당히 유사하다.

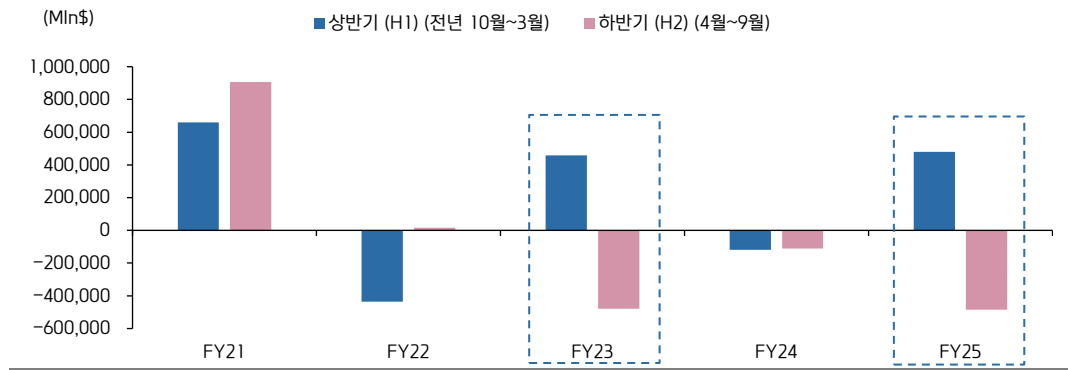
이러한 동조화 현상의 기저에는 '부채한도 이슈'가 자리 잡고 있다. 두 회계연도 모두 1 월에 법정 부채한도에 도달했으며, 6~7 월경(FY23 6 월, FY25 7 월)에 합의가 타결되었다는 공통점이 있다. 상반기에는 부채한도 도달로 국채 발행이 제한되며 정부가 보유 현금을 소진(시중 유동성 공급)했고, 하반기에는 합의 타결 후 국채 발행이 재개되며 고갈된 공간을 채우는 과정에서 시중 유동성을 대거 회수했던 것이다.

우리가 주목해야 할 핵심은 국채 발행을 통해 TGA(재무부 일반계정)를 적정 수준으로 보충한 '그 이후'의 흐름이다. FY23 하반기, 대규모 자금 회수를 통해 TGA 잔고를 8,500 억 달러 수준까지 회복시킨 정부는 FY24 에 접어들며 유동성 회수 작업을 멈추고 해당 잔액 수준을 유지하는 정책을 폈다. 이 기간 연준의 기준금리 동결과 엔비디아 발 AI 훈풍이라는 호재가 맞물리며, **23년 10월부터 24년 9월까지 S&P500은 +37.0%, 나스닥은 +44.8% 급등하는 랠리를 시현했다.** 즉, '정부의 유동성 회수 종료'가 증시 상승의 든든한 하방 지지선 역할을 수행한 것이다.

현재의 금융 환경은 당시와 매우 유사하다. FY25 하반기 동안 약 4,850 억 달러 규모의 유동성 흡수를 마친 정부는 이미 충분한 TGA 잔고를 확보했기에, 이제는 다시 시중에 유동성을 공급할 차례가 도래했다. 여기에 연준의 보험성 금리 인하 기대감과 지속되는 AI 섹터의 실적 호조는 FY24 증시 호황기의 대외 여건을 그대로 재현하고 있다. 특히 트럼프 행정부가 내년 초 본격화할 OBBBA(재정 수입 축소를 통한 재정 지원 확대) 계획은 이러한 유동성 장세에 힘을 실어줄 강력한 재료다.

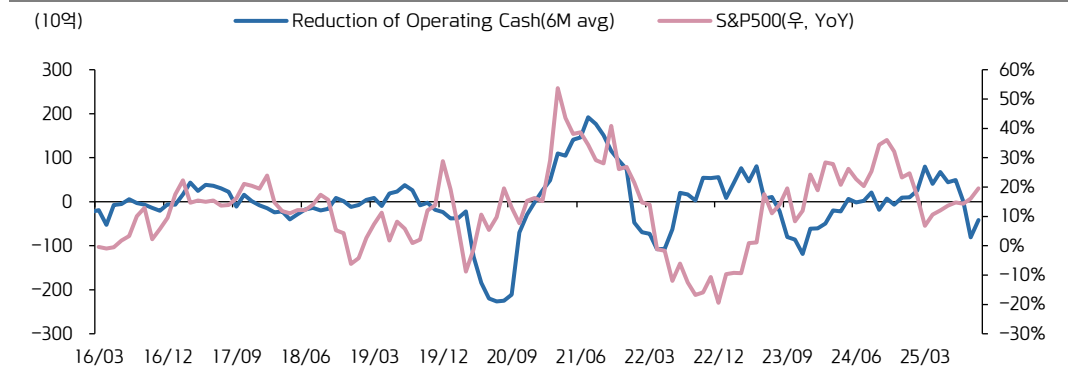
따라서 11 월 들어 관찰된 지급준비금의 소폭 회복과 TGA 감소세는 단순한 수치 변화가 아닌, '정부 발 유동성 공급 장세'로 진입하는 초입의 시그널일 가능성이 있다. 최근 4 거래일 연속 이어진 증시 반동 역시 12 월 금리 인하 확률 상승이나 '제미나이 효과' 등의 호재와 더불어, 구조적인 시중 유동성 공급 사이클로의 전환이 긍정적 기제로 작용한 결과일 가능성이 크다. 향후 FY26 에도 안정적인 TGA 운용과 트럼프 행정부의 경기 부양책, 소프트랜딩 시나리오 등이 맞물린다면, 증시의 회복 탄력도는 더욱 높아질 수 있다.

회계연도 별 재무부 영업 자금 증감(상반기 합계 vs 하반기 합계) 추이



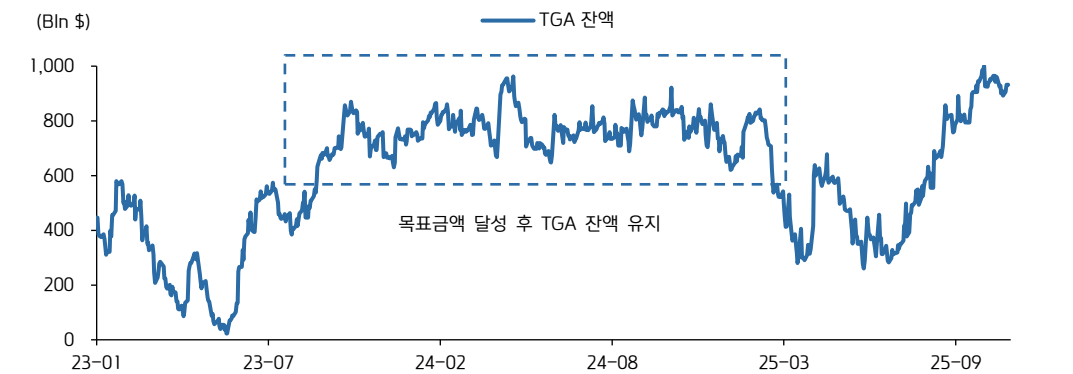
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Reduction of Operating Cash 추이와 S&P500 주가 변화율



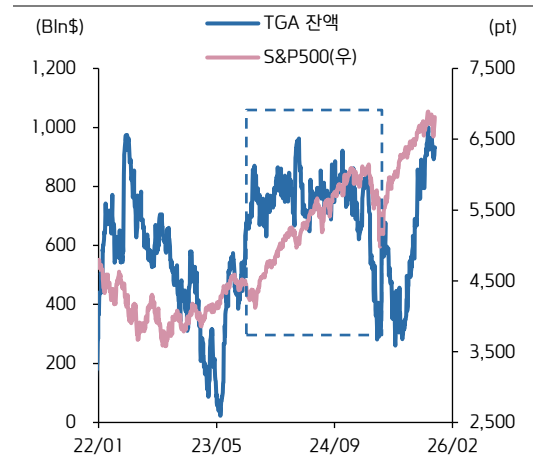
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

FY24 목표금액을 달성한 이후의 TGA 흐름



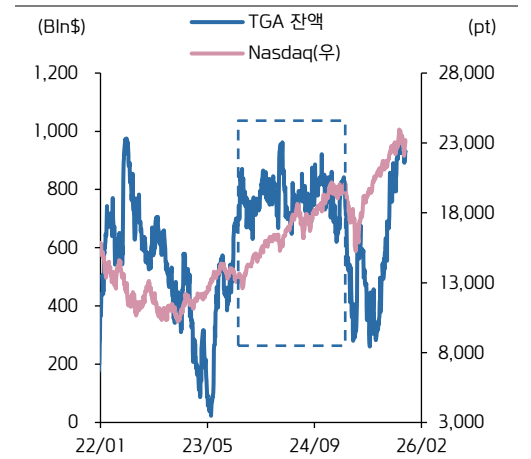
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

FY24 당시의 S&P500 주가 변화



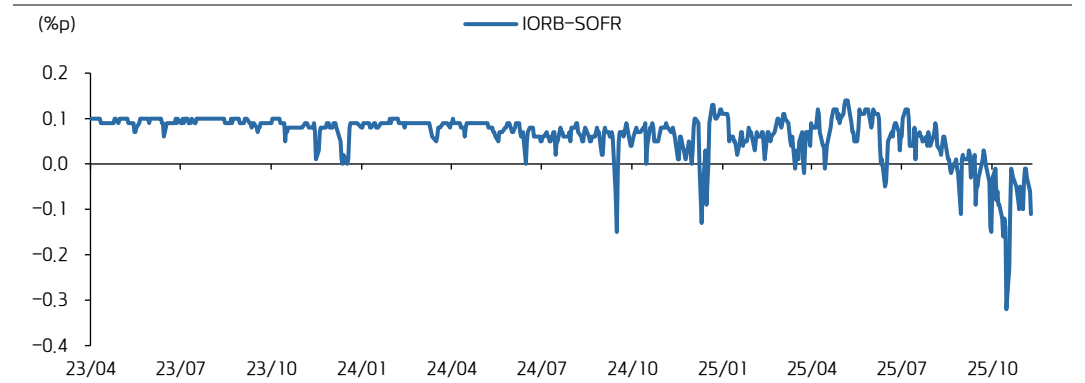
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

FY24 당시의 나스닥 주가 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

IORB 금리와 SFOR 금리의 차이 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.