

미국은 지금

유동성의 계절이 바뀐다

키움증권 리서치센터 글로벌리서치팀

US Strategy 김승혁 ocean93@kiwoom.com



Issue Brief

방향성을 잃은 증시와 그 원인

10 월 이후 미국 증시가 방향성을 잃은 건 펀더멘털 문제가 아니었다. 실적은 견조했고 AI 투자도 계속됐다. 진짜 원인은 유동성의 구조적 경색이었다. 2년 반 넘게 QT의 충격을 흡수해온 완충장치, RRP가 99.97% 소진되면서 연준이 QT를 중단했음에도 시스템 유동성은 오히려 더 타이트해졌다. 설상가상으로 재무부의 T-bill 발행 급증과 섯다운에 따른 재정지출 동결이 겹쳤다. 민간 자금이 시장으로 흐르지 못하고 정부 지갑(TGA)에 갇혀버린 것이다. CapEx 부담이나 AI 수익성 우려도 거론됐지만, 증시 놀림의 근저에는 이 유동성 공백이 있다.

이미 움직인 연준과 4월의 유동성 분기점

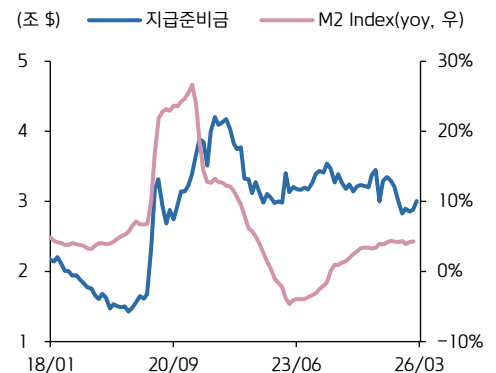
유동성을 가로막던 구조가 달라지고 있다. 연준은 2019년 레포 위기를 반면교사 삼아, 이번에는 사태가 터지기 전에 먼저 안전망을 깔았다. SRF 총한도 철폐, RMP 선적립, SLR 완화라는 다층 장치가 그것이다. 이 정책 전환의 결과는 이미 수치로 나타나고 있다. M2는 플러스 성장으로 돌아섰고, MMF에는 사상 최대 규모의 대기 자금이 누적되어 있다. 물론 4월 세금납부 시즌은 단기 충격 변수다. 그러나 이것이 오히려 변곡점이 될 수 있다. 세금납부 직후 정부 지출이 재개되면 TGA가 소진되고, 그 자금이 은행 준비금으로 환류하면서 레포 금리가 안정된다. 레포 금리가 잡히는 순간, MMF에 쌓인 자금이 위험자산으로 이동할 경로가 열린다.

여기에 재정 측 촉매까지 가세한다. 작년 7월 서명된 OBBBA의 감세 효과가 이번 신고 시즌(4월 15일 마감)부터 본격 반영된다. 팀·초과근무 소득공제, 자동차 대출이자 공제, 자녀세액공제 확대가 2025년 과세연도에 소급 적용되면서 가계로 현금이 직접 유입되는 구조다. 백악관이 이번 환급 시즌을 "역대 최대 규모"로 홍보하는 데는 2026년 중간선거를 앞둔 정치적 계산이 깔려 있다. 연준의 통화 유동성 개선과 재정의 가계 직접 지원이 맞물리는 4월 이후가, 위험자산 수요의 진짜 전환점이 될 수 있다.

통화정책과 재정정책의 공조와 전략

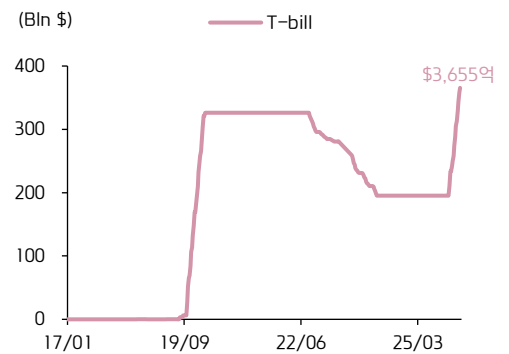
결과적으로 4월 하순~5월 사이가 유동성 기반 위험자산 비중 확대의 최적 타이밍이 될 수 있다. 10월 이후 유동성 공백 속에 눌려온 기술주는 환경이 바뀌는 순간 반등 모멘텀을 되찾을 가능성이 높다. 세금납부 시즌 전후로 풀리는 대규모 환급금은 소비와 투자심리 양쪽에 추가 부양으로 작용한다. 통화와 재정이 동시에 유동성 확대 방향으로 정렬되는 국면은 흔치 않다. 다만 타이밍은 데이터로 확인해야 한다. MMF 주간 유출 전환과 레포 금리 안정이 확인되는 시점, 그것이 진입 신호가 될 것으로 판단한다.

지급준비금 vs M2 성장률



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

T-bill 주간 발행액



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

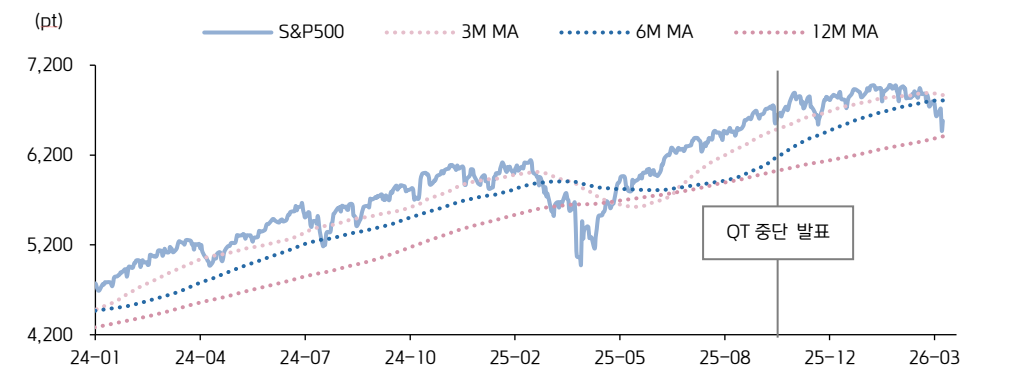
왜 미국 증시는 힘을 못 내고 있을까?

"지난 10월 이후 미국 증시는 방향성을 잃었다. S&P 500은 좁은 밴드 안에서 횡보했고, 기술주 중심의 랠리는 동력을 잃었다. 최근 전쟁 이슈가 더해지며 S&P500은 200일 선을 하향 돌파했다. 펀더멘털이 나빠진 건 아니었다. 실적은 견조했고, AI 투자는 계속됐다. 그런데도 시장은 움직이지 않았다. 지나친 CapEx와 AI 수익성 우려 등 여러 이유가 있겠지만, 증시가 상승 탄력을 잃은 이유를 유동성 관점으로도 바라볼 필요가 있다. 역설적으로 증시가 횡보하기 시작한 10월은 연준이 QT 중단을 발표한 시점이기도 하다. QT가 끝났으면 유동성이 풀려야 정상인데, 시장은 오히려 숨이 막힌 듯 움직였다.

이유는 그동안 2년 반 넘게 QT의 충격을 흡수해온 완충장치인 RRP가 바닥났기 때문이다. RRP는 피크였던 \$2.554조에서 현재 \$10억 미만 수준까지 하락했다. 99.97%의 소진율이다. 2022년 6월부터 연준이 매달 대차대조표를 축소하며 시스템 유동성을 빼낼 때, 정부가 국채를 발행하면 MMF들이 RRP에서 자금을 빼서 국채를 샀다. 이에 은행 준비금이 아닌 RRP 잔고가 먼저 줄어들었고, 이 구조 덕분에 QT에도 불구하고 지급준비금은 큰 변화 없이 유지되었다.

부채한도 협상이 마무리된 11월 말 이후 재무부가 T-bill 발행을 급격히 늘리기 시작하며 RRP 소진이 2025년 11월 이후 가속화됐다. 올해 3월 T-bill 주간 발행액은 평균 \$3,550억으로 작년 10월 평균 \$1,995억을 크게 웃돌고 있다. MMF들은 높은 수익률을 제공하는 T-bill로 몰려들며, RRP에서 자금을 인출했고, 이 자금은 정부 지갑(TGA)으로 이동했다. 민간 금융시스템에서 정부 지갑으로 자금이 이동한 것이다. TGA는 9월 초 약 \$6,900억 수준에서 섰다운이 절정에 달한 10월 말에는 일시적으로 \$1조를 돌파하며 급등했고, 섰다운 종료 이후 다소 완화되었으나 12월 말에도 \$8,730억 수준을 유지했다.

QT 중단 이후의 미국 증시 흐름



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

속을 썩인 재정지출

더 큰 문제는 이렇게 정부로 유입된 자금이 재정지출을 통해 시장으로 다시 풀리지 못했다는 점이다. 2025년 10월 1일부터 11월 12일까지 진행된 연방정부 섯다운과 이후 지속된 부채한도 협상 지연으로 연방정부의 재량지출이 사실상 동결됐다. 2025년 4분기 재량지출은 전년 동기 대비 약 15% 감소했다. 정상적이라면 TGA에 쌓인 자금은 정부 지출을 통해 다시 민간 은행 예금과 준비금으로 순환되어야 하는데, 섯다운으로 이 순환 고리가 끊긴 것이다. 결과적으로 TGA는 \$9,000억의 높은 수준을 유지했고, 그만큼 민간 부문은 유동성을 잃었다.

구조를 정리하면 이렇다. RRP 소진(\$2.554조→\$10억 미만) + T-bill 발행 급증 → MMF 자금이 RRP에서 T-bill로 이동 → 민간 유동성이 TGA로 유입 → 2025년 10월 1일~11월 12일 섯다운으로 재정지출 동결(4분기 -15%) → TGA에 자금 갇힘(\$9,000억+ 장기 유지) → 민간 유동성 경색. 연준이 QT를 중단했지만, 재무부의 T-bill 발행과 정부의 지출 동결이라는 이중 타격으로 민간 금융시스템의 유동성은 오히려 더 빠져나갔다.

한편 은행 지급준비금은 2026년 3월 기준 \$3.0조에서 유지되고 있다. 연준이 목표로 하는 '충분한 준비금' 범위(\$2.5~3.0조)의 상단 수준이다. 하지만, 앞서 언급한 논리에 따라 시장은 2019년처럼 레포 시장이 경색될 위험에 대해 경계했다. RRP 쿠션이 사라지고 TGA에 자금이 갇힌 상황에서 준비금마저 압박 받으면 시스템 전체가 흔들릴 수 있다는 점이다.

구조가 점차 바뀌고 있다

연준은 가만히 있지 않았다. 10월 QT 중단 발표 이후, 연준은 유동성 경착륙을 방지하기 위한 다층 안전장치를 하나씩 가동하기 시작했다.

첫째, QT를 단계적으로 종료했다. 2024년 6월 국채 월간 상환한도를 \$600억에서 \$250억으로 먼저 줄인 뒤, 2025년 4월 다시 \$50억으로 축소했고, 12월에는 QT 자체를 완전히 중단했다. 동시에 만기 도래 채권을 재투자하기 시작했다. 중요한 건 재투자 방식이다. MBS 상환분을 T-bill로 재투자하면서 SOMA 포트폴리오를 단계적 중심으로 재편하고 있다.

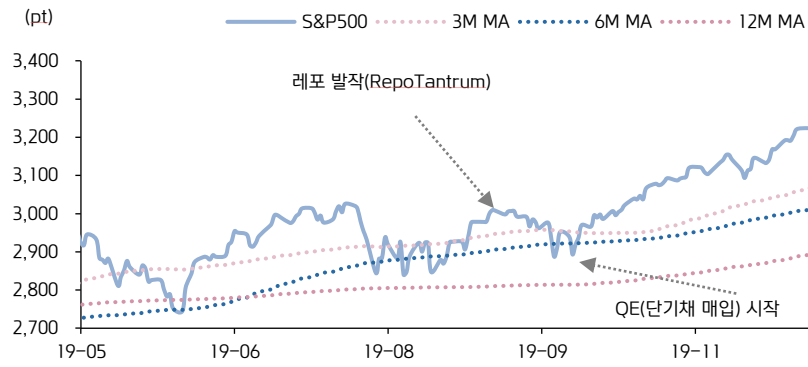
둘째, SRF(상설레포기구)의 총한도를 철폐했다. 12월부터 SRF를 "full allotment" 방식으로 전환해, 기존 일일 \$5,000억 총한도를 없앴다. 적격 기관이 필요할 때 국채 담보 레포를 통해 유동성을 조달할 수 있는 구조다. 기관별 건당 한도(\$400억)는 남아 있지만, 시스템 전체의 공급 상한이 사라졌다는 점이 핵심이다. 2019년 레포 위기의 재현을 차단하겠다는 의지다.

셋째, SLR 규제를 완화했다. 4월 1일 발효되는 SLR 개정으로 GSIB 지주사 수준에서는 Tier1 자본 요건이 약 \$130억 줄어드는 데 그치지만, 자회사 은행 수준에서는 약 \$2,190억이 경감된다. 이 여력은 자사주 매입, 배당, 시장조성 확대에 이어질 가능성이 높다. 2020년 팬데믹 당시 준비금·국채를 SLR 분모에서 통째로 제외한 임시 면제보다는 효과가 제한적이지만, 은행들의 대차대조표 제약을 완화하는 건 분명하다.

넷째, RMP(준비금 관리 매입)를 선적립한다. 뉴욕 연은은 4월 세금납부 시즌으로 인한 유동성 충격에 선제적으로 대응하기 위해 12월부터 월 \$400억 규모의 T-bill 매입을 개시했다. 세금납부 시즌에는 세금 납부가 집중되면서 TGA가 급등하고 은행 준비금이 급감한다. 연준은 이를 사전에 상쇄하기 위해 단기 국채를 2차 시장에서 매입해 준비금을 미리 보충하고, 세금납부 시즌 이후에는 매입 규모를 축소할 계획이다.

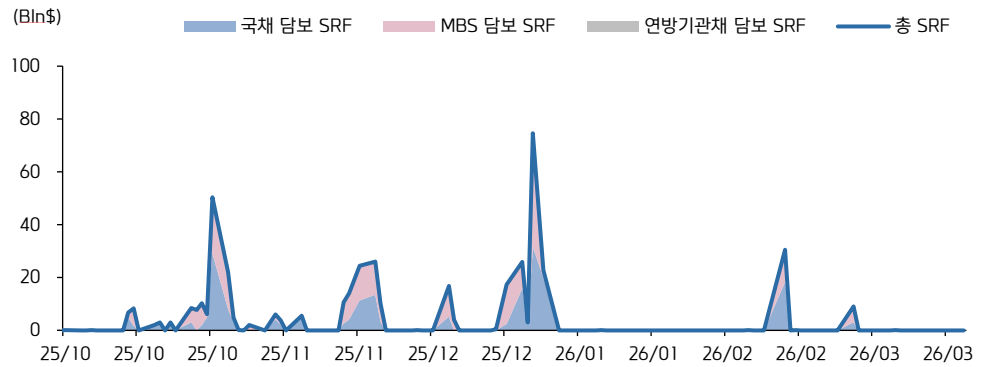
연준의 메시지는 명확하다. "QT는 종료하되, 유동성 경착륙은 방지한다." 10월 이후 시장이 황보한 건 RRP 소진이라는 구조적 변화 때문이었지만, 이제 연준이 그 빈자리를 채우기 시작했다.

2019년 레포 발작 이후의 S&P500



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

SRF 활용 추이 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

4월이 전환점이 될 수 있는 이유

이 상황을 2019년과 비교하면 구조적 유사성이 보인다. 2019년 9월, 연준이 QT를 너무 오래 지속하면서 레포 금리가 장중 10%까지 급등했다. 은행 준비금이 \$1.4 조까지 떨어지면서 레포 시장이 경색됐다. 지금은 준비금이 \$3.0 조 수준으로 훨씬 여유롭지만, 완충장치가 소진됐다는 점에서 구조는 비슷하다. 차이는 연준의 대응 속도다. 2019년엔 위기가 터진 후 대응했지만, 지금은 위기 전에 안전장치를 미리 깔아두고 있다. SRF 총한도 철폐, RMP 선적립, eSLR 완화가 모두 2019년의 교훈에서 나온 선제적 대응이다.

다른 지표들도 변화를 보여준다. M2 통화량은 전년 대비 +4.29% 성장으로 2023년 마이너스 성장에서 완전히 벗어났다. 리테일 MMF는 \$3.09 조로 사상 최고치를 경신했고, 전체 MMF는 전년 대비 +11.3% 증가했다. 이 자금은 금리가 하락하면 위험자산으로 이동할 수 있는 잠재적 유동성 풀이다. TGA는 현재 약 \$8,828억 수준으로, 목표액(\$8,500억)을 살짝 웃돌고 있다.

4월은 미국 유동성 캘린더에서 가장 극적인 달이다. 매년 4월 15일(세금납부 시즌)을 기점으로 대규모 세금 납부가 집중되면서 TGA가 급등하고 시장 유동성이 일시적으로 급감한다.

그런데 세금납부 시즌 이후(4월 하순~5월), 구조가 반전된다. 정부 지출이 재개되면서 TGA가 감소하고, 그만큼 은행 준비금에 유동성이 재유입된다. 동시에 MMF에서 위험자산으로의 자금 이동이 시작된다. 여기에 연준 대차대조표 안정화와 SOMA 단기채 재편이 장기금리 급등을 억제하면서, 이 구간이 위험자산에 가장 우호적인 유동성 환경이 될 가능성이 높다. 관세 정책, 인플레이션 경로 같은 외생 변수가 이 흐름을 이탈시킬 수 있다는 점은 유보해 두어야 하지만, 유동성 구조만 놓고 보면 10월 고점 이후 눌려온 증시가 4월 하순부터 다시 움직일 수 있는 배경이 갖춰지고 있다.

여기에 재정 측면의 추가 동력도 있다. 지난 7월 서명된 OBBBA의 감세 효과가 올해 신고 시즌(4월 15일 마감)부터 본격 반영된다. 팁·초과근무 소득공제, 자동차 대출이자 공제, 자녀세액공제 확대(\$2,000→\$2,200) 등이 2025년 과세연도에 소급 적용되면서 가계로 직접 현금이 유입되는 구조다. 백악관은 이번 환급 시즌을 "역대 최대 규모"로 홍보하고 있으며, 트럼프 대통령은 일부 납세자가 20% 이상의 환급률을 기대할 수 있다고 언급했다. 2026년 중간선거를 앞둔 행정부로서는 감세 체감 효과를 극대화할 정치적 유인이 충분하다. 이 환급금이 4월 하순~5월에 걸쳐 가계에 도달하면, 연준의 통화 유동성 개선과 맞물려 민간 소비와 위험자산 수요를 동시에 자극하는 이중 부양 구조가 형성된다.

위험자산 비중을 늘릴 최적의 타이밍

이상의 분석을 종합하면, 4월 세금납부 시즌 직후(4월 하순~5월)가 유동성 기반 위험자산 비중 확대의 최적 타이밍이다. 연준이 RMP 선적립을 공식 확인한 것은 4월 유동성 급감에 대한 사전 대응 의지의 표명이다. 세금납부 시즌 직후 TGA가 소진되기 시작하면 은행 준비금으로 유동성이 재유입되고, MMF에서 위험자산으로의 자금 이동이 발생한다. 현재 MMF 잔고가 사상 최고 수준(\$3.09조 리테일 기준)이라는 점에서 전환 시 유입 규모가 상당할 수 있다.

구체적으로는 4월 15일 전후 MMF 주간 유출이 본격화되는 시점을 모니터링하고, 유출 전환 확인 시 위험자산(기술주, 성장주) 비중 확대가 유효하다. 10월 고점 이후 상승 모멘텀을 잃으며 밸류에이션 부담을 덜어낸 기술주들이 유동성 개선과 함께 다시 반등할 가능성이 높다.

은행주도 주목할 만하다. SLR 4/1 발효로 GSIB 지주사 수준에서는 Tier1 자본 요건이 약 \$130억 경감되고, 자회사 수준에서는 약 \$2,190억이 경감된다. JPM, BAC 등은 듀레이션 관리가 양호하여 SLR 효과를 자사주 매입·배당·시장조성 확대에 활용할 수 있다. 동시에 수익률 곡선이 스티프닝 방향으로 움직일 가능성도 있다. 연준의 SOMA 포트폴리오 장기채 철수(T-bill 집중 재투자)는 장기 국채의 연준 수요를 줄인다. 단기금리는 SRF·RMP로 안정적으로 유지되므로, 현재 약 50bp 수준인 2s10s가 70~80bp까지 확대될 여지가 있다. 수익률 곡선이 가팔라지면 은행의 순이자마진(NIM)이 개선된다.

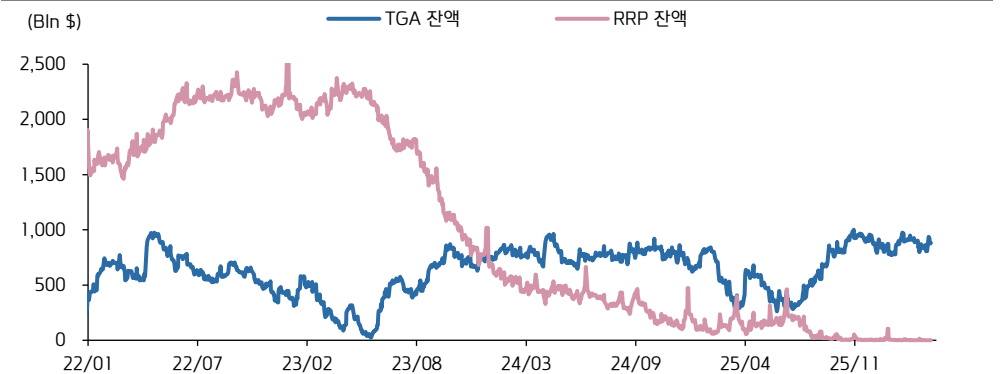
유동성의 계절이 바뀌다

정리해보면 10월 고점 이후 미국 증시가 상승 모멘텀을 잃은 건 우연이 아니었다. 2년 반 넘게 QT의 충격을 흡수해온 RRP라는 완충장치가 소진되면서, 연준이 QT를 중단했음에도 시스템 유동성은 여전히 타이트했다. 시장은 이를 감지했고, 증시는 힘을 잃었다.

그런데 지금, 그 구조에 균열이 생기고 있다. 연준은 QT를 공식 종료하는 한편 SRF 총한도 철폐, RMP 선적립, eSLR 완화라는 다층적 안전장치를 가동 중이다. M2는 플러스 성장으로 전환되었고, MMF에는 사상 최대 규모의 대기 자금이 쌓여 있다. 4월 세금납부 시즌은 단기적으로 유동성 충격을 줄 수 있지만, 그 이후가 진짜 전환점이다. TGA 소진과 MMF 유출이 맞물리면서 위험자산에 우호적인 유동성 환경이 형성될 가능성이 높다. 재정 쪽에서도 'Big Beautiful Bill' 감세 환급금이 4월 하순부터 가계에 도달하기 시작하고, 이란 전쟁과 지지율 하락으로 압박받는 트럼프 행정부가 중간선거를 앞두고 재정지출을 늘출 이유가 없다. 통화정책과 재정정책이 동시에 유동성 확대 방향으로 정렬되는 드문 국면이다.

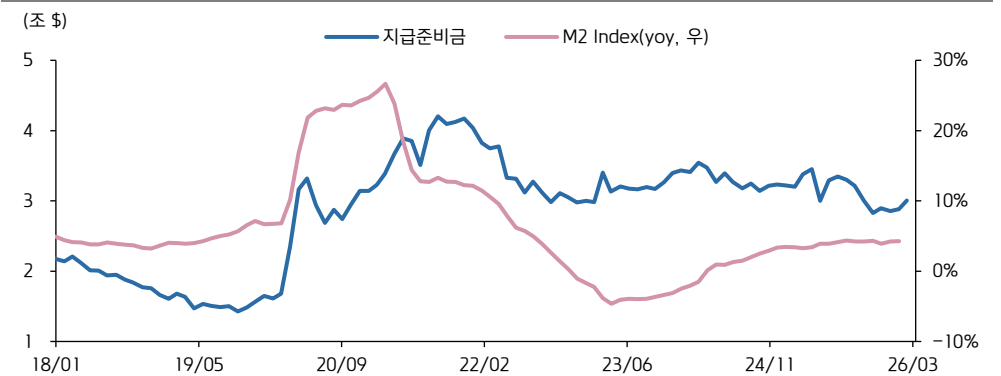
유동성의 계절이 바뀌고 있다. 10월 이후 눌려온 증시가 4월 하순부터 턴어라운드할 수 있는 근거가 점차 마련되고 있다.

TGA 잔액과 RRP 잔액



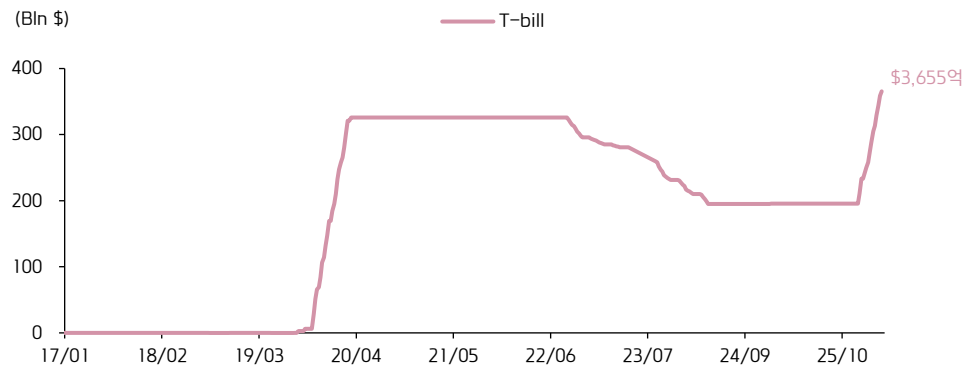
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

지급준비금 vs M2 성장률



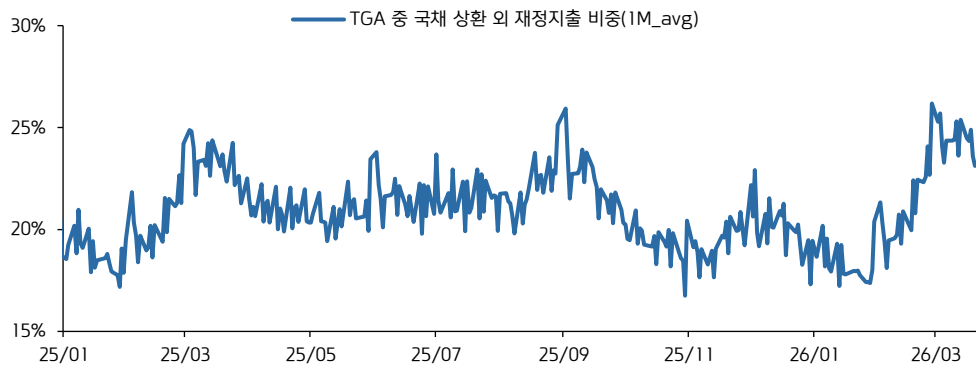
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

T-bill 주간 발행액



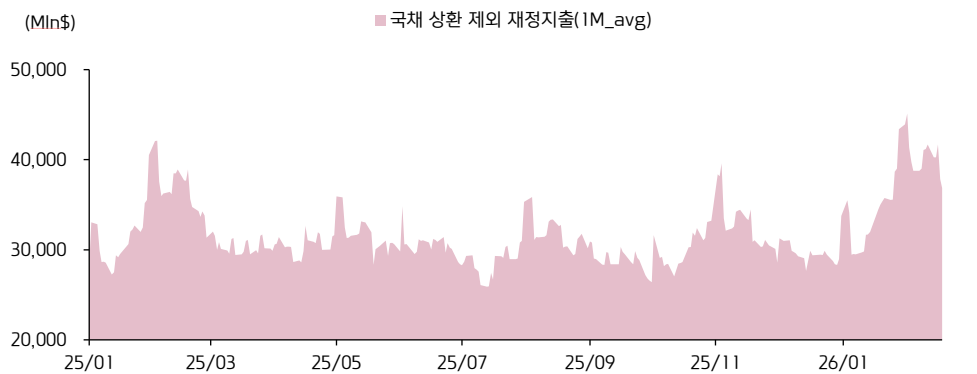
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

TGA 중 국채 상환 외 재정지출 비중 (1M avg)



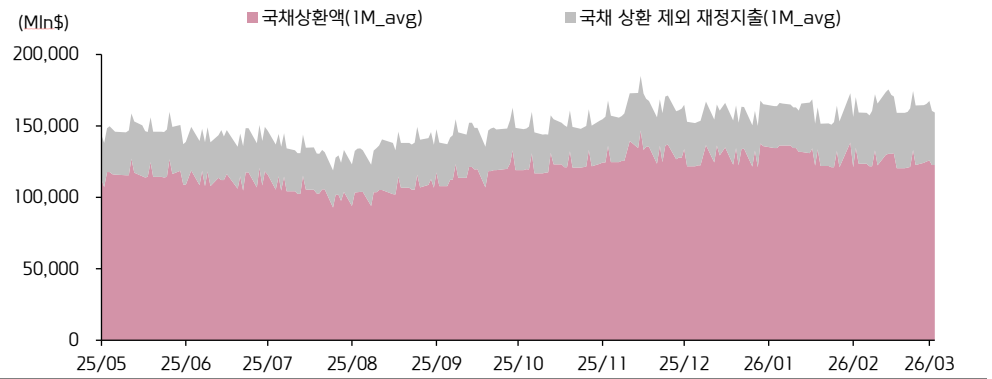
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

국채 상환 제외 재정지출 (1M avg)



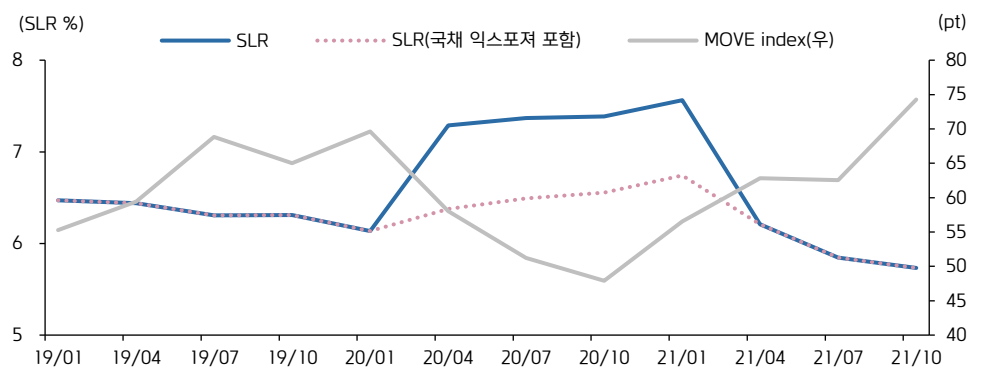
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

국채상환액 vs 국채 상환 제외 재정지출



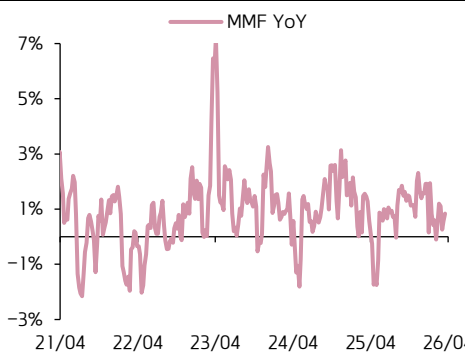
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

SLR vs MOVE index 추이 (2019~2021)



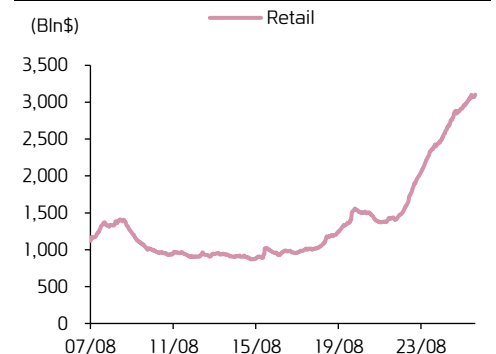
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

MMF 잔액 YoY 변동률 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

리테일 MMF 잔액 추이



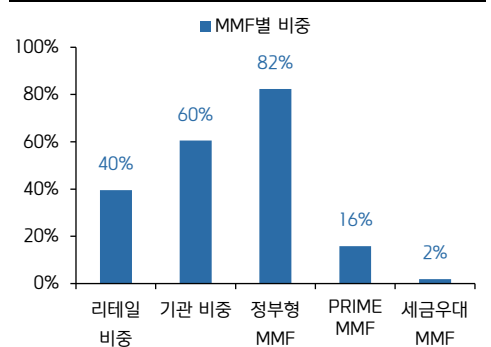
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

MMF 속 기관 비중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

MMF 주체 별 비중



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.