Conviction Call

김용구 Strategist
yg.kim@yuantakorea.com

연준 400억$ 단기국채 매입과 달러 유동성 해갈(解渴)

12월 연준은 '26년 말 실질 GDP 성장률 전망을 종전(9월 FOMC) 1.8%에서 2.3%로 대폭 상향조정한데 반해, Core PCE 물가 전망은 2.6%에서 2.5%로 소폭 하향조정하는데 그침. 1) 추세(잠재성장률, 연준 Longer-run 성장률 전망치 1.8%) 이상의 경제 성장, 2) 2% 목표를 크게 웃도는 여전한 물가 부담, 3) '26년 말 점도표가 9월과 동일한 3.4%(정책금리 3.25~3.50% 밴드에 해당)였다는 점 등을 고려할 경우, 실제 '26년 연준 금리인하는 큰 이변이 없는 한 5월 신임 의장 취임 직후 1회 인하 정도로 한정될 공산이 큼. 이는 '26년 말 3.0% 어귀까지의 급속한 금리인하 가능성을 상정했던 현 시장 투자가 눈높이에 크게 반하는 다분히 매파적(Hawkish) 정책 시그널에 해당. 12월 FOMC 3회 연속 금리인하 실시에도 불구, 연말 국내외 자산/자금 시장 내홍과 글로벌 AI 버블 논쟁이 쉬 사그라들지 않는 이유

주목할 점은 연준이 12월(12일)부터 '26년 4월까지 매달 400억$ 규모 단기국채(T-Bill) 매입(RMP: Reserve Management Purchase, 단기국채를 매입해 은행 지급준비금을 늘림)에 나선다는 사실. 파월은 이번 400억$ RMP는 결코 QE(양적완화)나 그 사전포석에 해당하지 않으며, 은행 지급준비금을 충분한 수준으로 되돌려 '26년 4월 세금신고 마감일 이전 단기자금시장 및 달러 유동성 경색을 해소/대비하기 위한 기술적 조치임을 강조. 단, 400억$ 단기국채 매입은 '25년 9~11월 사이 전개됐던 월 평균 190억$ QT 감속분 대비 2배 이상 규모에 해당하며, 파월이 예상한 월간 200~250억$ 지급준비금 수요 증가분을 크게 상회하는 대규모 달러 유동성 공급에 해당

연준은 '19년 10월에도 월간 600억$(6개월간 총 3,600억$) RMP를 단행한 바 있고, 당시 파월은 이번과 똑같은 얘기로 운을 때며 시작했지만 실제 RMP 다음은 매입 대상 국채 만기 다변화와 QE 재개 순의 유동성 공급 대폭 확대였음. 흥미로운 대목은 '19년 10월 RMP는 본원통화/명목 GDP 비율 15%선에서 실시된 반면, 이번 RMP는 그보다 3%Pt가량 높은 18%선에서 시작됐다는 점. 동 임계치 18%선 사수를 위해선 '26년 말까지 본원통화(또는 연준 보유자산)는 '26년 명목 GDP 성장률 4.7%(12월 FOMC 실질 GDP 성장률 전망 2.3% + PCE 디플레이터 전망 2.4%)에 비례해 총 2,520억$, 월 평균 210억$씩 증가할 필요. 이번 400억$ RMP는 연 환산 9.7%의 연준 본원통화 및 보유자산 고속 증가에 해당. 차기 의장 케빈 해싯/워시 모두 4월 이후에도 상기 추세의 추가 연장을 모색할 공산이 큼

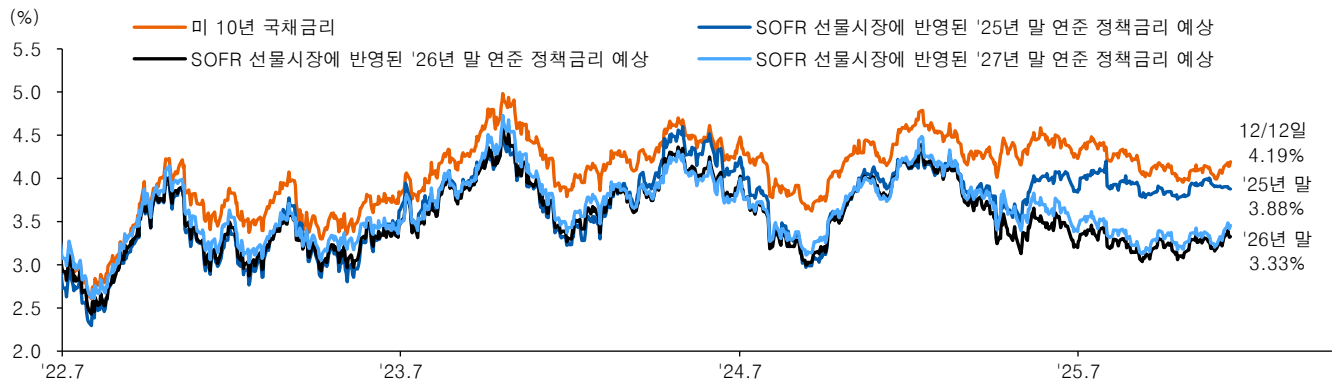
이는 장래 연준 금리인하(전통적 통화정책 변화) 속도/정도에선 비둘기적 색채가 조금 흐려졌을지 몰라도, 본원통화(M0, 통화량 + 지급준비금) 공급으로 본 금융/유동성 안전판이나 RMP/QE 등의 비전통적 통화정책 변화에선 Dovish 기류가 그 이상으로 대폭 강화 강화됐다는 것을 의미. 단, 1984년 이래로의 실증분석에 따를 경우, 실제 경기침체만 없다면 연준 금리인하 속도가 시장 기대치에 미치지 못한 경우라 할지라도 주식시장은 상승. 현재 재무부는 대규모 재정지출(OBBBA 감세안을 통한 재정부양) 부담을 장기금리 충격 없이 값싸게 흡수하기 위해 장기채 발행을 줄이고 단기채 발행을 크게 늘리고 있는 상황. 이번 RMP를 현재 파월이 강조하는 정책 의도와 명칭과는 상관없이, 실질적으론 정부의 재정부담을 줄여주는 Fiscal Dominance(재정 지배, 재정정책 영향력이 통화정책보다 커지는 현상)의 단면이자 '26년 국내외 증시 유동성 장세 본격화 가능성을 암시하는 단초로 평가하는 이유. '26년 Quasi-Goldilocks(준골디락스, 중상주의 재정정책 + 연준 통화완화 + AI Capex 슈퍼사이클과 생산성 혁신의 삼중주) 글로벌 매크로 전망에 기초해 S&P500 8,000Pt, KOSPI 4,600Pt 강세장 전망을 고수. 연말연시 연준 통화정책 관련 이격조정과 달러 유동성 부침에 연유한 국내외 증시 변동성 확대 과정을 가장 낮은 곳에서의 재시작점으로 활용할 필요

표 1. 2025 년 12 월 FOMC 경제 및 정책금리 전망

구분 (전년 대비, %)	2025년	2026년	2027년	Longer run
Real GDP	1.7	2.3	2.0	1.8
'25년 6월 → '25년 9월 전망	1.4 → 1.6	1.6 → 1.8	1.8 → 1.9	1.8 → 1.8
Unemployment rate	4.5	4.4	4.2	4.2
'25년 6월 → '25년 9월 전망	4.5 → 4.5	4.5 → 4.4	4.4 → 4.3	4.2 → 4.2
PCE / Core PCE Inflation	2.9 / 3.0	2.4 / 2.5	2.4 / 2.1	2.0 / –
'25년 6월 → '25년 9월 전망	3.0 / 3.1 → 3.0 / 3.1	2.4 / 2.4 → 2.6 / 2.6	2.1 / 2.1 → 2.1 / 2.1	2.0 / – → 2.0 / –
Federal fund rate(Median dot)	3.6	3.4	3.1	3.0
'25년 6월 → '25년 9월 전망	3.9 → 3.6	3.6 → 3.4	3.4 → 3.1	3.0 → 3.0

자료: FRB, 유안타증권 리서치센터

그림 1. 미 10 년 국채금리와 SOFR 선물시장에 반영된 각 연도 말 연준 정책금리 컨센서스



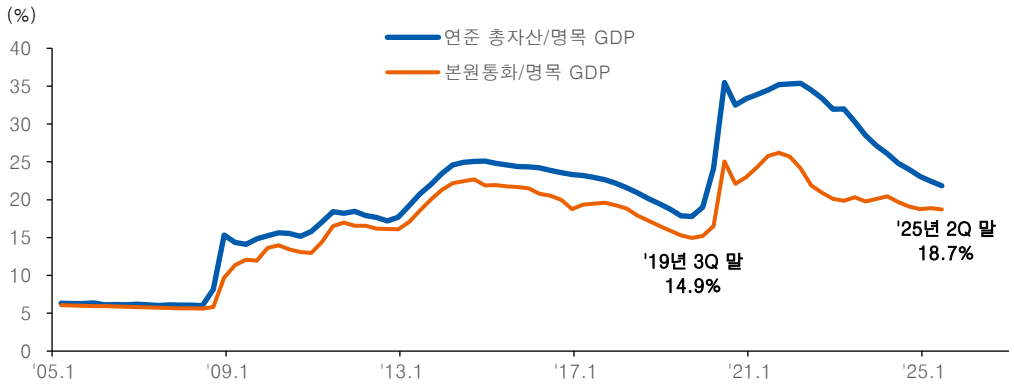
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

표 2. 연준 50~100BP(25BP 기준 2~4 회) 금리인하 컨센서스 형성 당시 연간 금융시장 변화('84 년 1 월 ~ '25 년 9 월, Median 값)

구분	표본	S&P500 (%)	S&P500/600 상대수익률 (%)	MSCI 미국 성장/가치주 상대수익률 (%)	미국 10년 국채금리 변화 (BPs)	DXY 달러 인덱스 (%)
0) Full Sample	475	-7.7	7.2	9.2	-3.5	-5.2
경기침체 O	280	-13.6	-4.6	8.9	-24.4	-8.0
경기침체 X	195	10.7	10.8	10.0	3.0	-2.4
1) 컨센서스 이상의 금리인하 실시	319	-9.9	4.8	6.9	-18.9	-6.3
경기침체 O	227	-14.1	-6.8	6.9	-49.9	-4.4
경기침체 X	92	7.4	11.7	6.9	-2.4	-7.7
2) 컨센서스 미만의 금리인하 실시	156	12.1	12.7	11.1	45.4	-2.6
경기침체 O	53	-13.3	19.9	9.7	41.3	-20.9
경기침체 X	103	20.0	9.8	11.5	56.1	-0.6

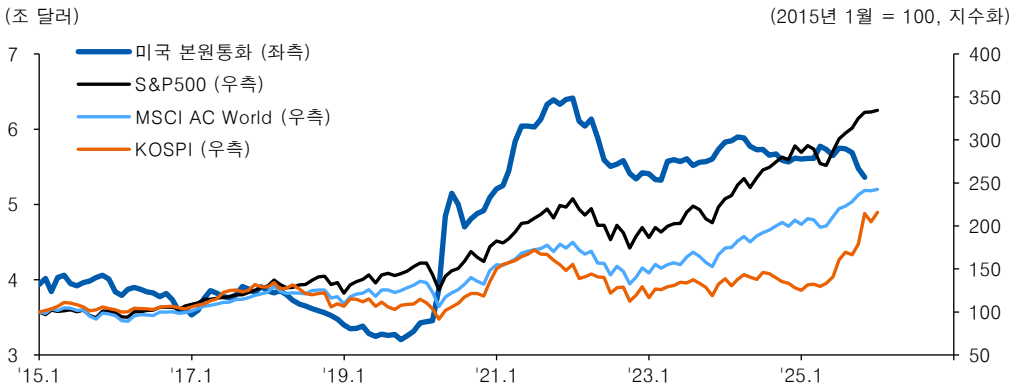
자료: LSEG Workspace, Capital Economics 재인용, 유안타증권 리서치센터

그림 2. 명목 GDP 대비 연준 총자산 및 본원통화(통화량 + 은행 지급준비금) 비율



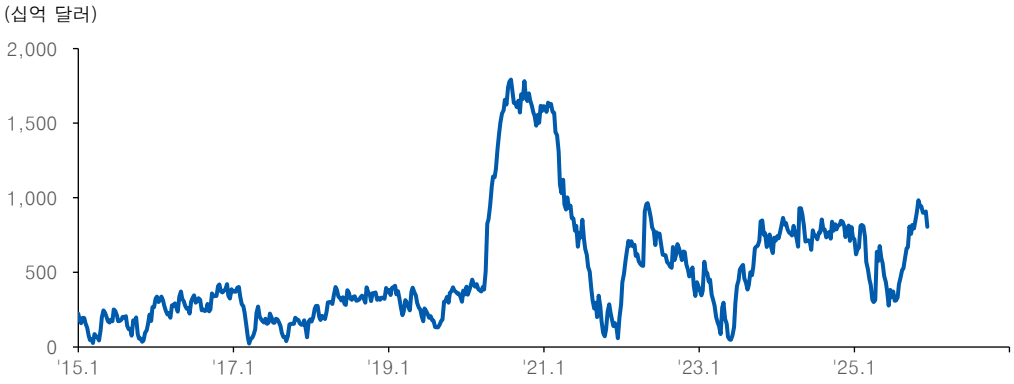
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 3. 연준 월간 400 억$ RMP 본격화 → 미국 본원통화 공급 증가 → 국내외 증시 수급 유동성 해갈(解渴)



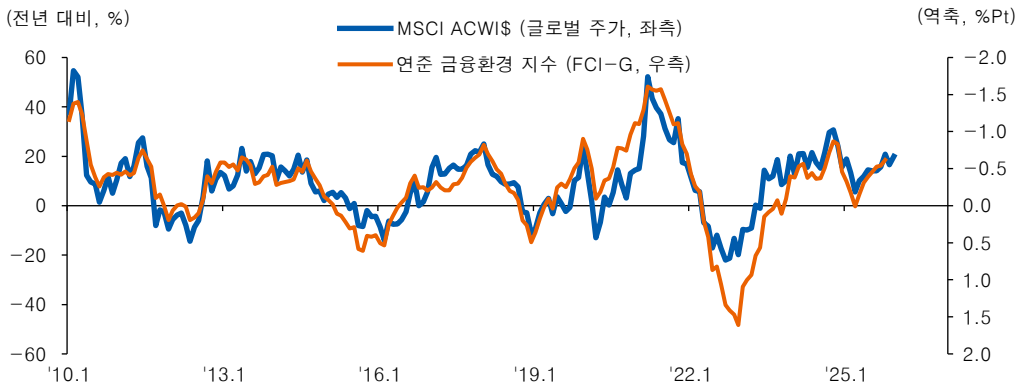
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 4. 미국 연방정부 TGA(Treasury General Account): 10 월 말 9,839 억$에서 12/10 일 현재 8,058 억$로 유동성 방출 본격화



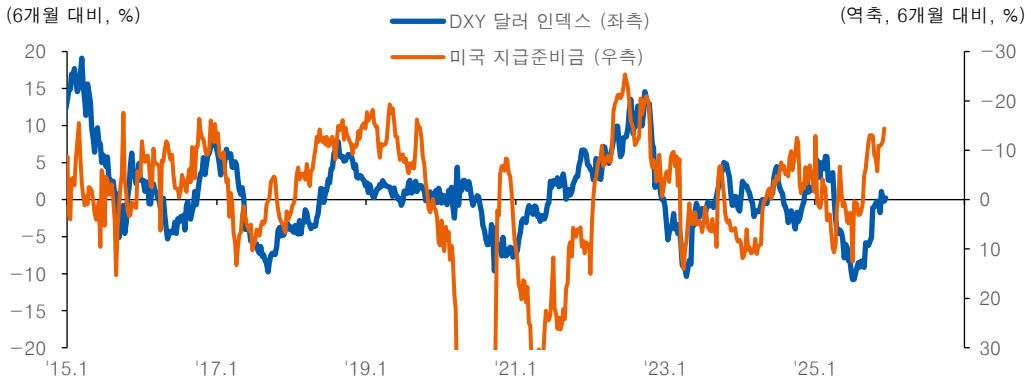
자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 5. 글로벌 주가와 연준(미국) 금융환경 지수: 최근 3 개월 미국 금융/유동성 환경은 향후 1 년 실질 GDP 성장에 +0.62% 기여



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

그림 6. 달러화 강세(또는 달러-원 환율 상승) 역시 연준 월 400 억$ RMP 본격화 이후 차츰 누그러질 개연성이 높음



자료: LSEG Workspace, 유안타증권 리서치센터

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김용구)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자 판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.