Strategy Idea

세금 이슈 등 미국 정책 유동성 환경 판단

글로벌 투자전략 - 선진국
Analyst **황수욱**
soowook.hwang@meritz.co.kr

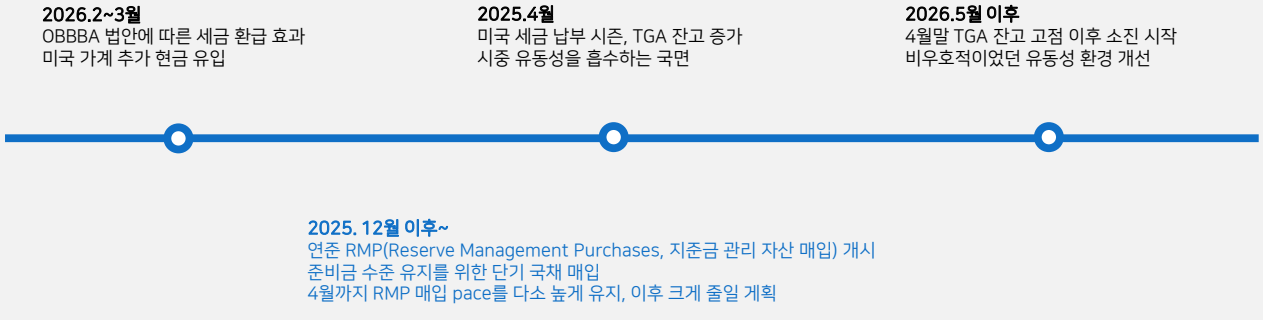
- ✓ OBBBA 효과로 전년대비 18~30% 추가 세금 환급 추정, 2025년 명목소비금액의 1% 수준
- ✓ 4월 세금 납부 시즌 우려, 연준의 단기채 매입 형태의 안정화 정책(RMP)으로 상쇄
- ✓ 5월 이후 TGA 잔고 소진도 RMP 영향 약화로 상쇄 → 대응 변수가 아니라는 판단
- ✓ 유동성보다는 1) 전쟁, 2) 미-중 회담, 3) GTC 등 이슈가 단기에 더 중요한 변수

4월말까지 변동성 우려 거론되는 미국 정책 유동성 변수

3월 이미 전쟁으로 변동성이 커지고 있지만, 다른 한편에서 미국 주식시장 참여자들에게는 신경 쓰이는 정책 유동성 변수가 있다. 3월 본격화되는 세금 환급 시즌 이후 4월 세금 납부 시즌에 일시적으로 줄어들 시중 유동성 문제, 이에 따른 반사효과로 축적된 TGA 잔고를 5월 이후 소진하는 스케줄에 대한 대응 방법을 고민하기도 한다.

위 스케줄은 표면적으로 3월 (+), 4월 (-), 5월부터 (+) 효과를 기대하게 한다. 하지만 결론적으로 이 변수에 대해서는 이렇게 복잡하게 대응할 필요가 없고, 중립 이상의 환경이 지속될 것으로 본다. 그 이유는 요약하면 변동성을 완충할 수 있는 연준의 단기채 매입(RMP, 지준금 관리 자산매입) 장치가 작동 중으로 4월 일시적으로 타이트해질 수 있는 유동성 환경을 보완해줄 것이기 때문이다. 이 외에 당사는 최근 노동시장 및 사모대출 시장 불안에 대응하는 금리 인하 가능성까지 염두에 두고 있다. 지금은 다른 시장 변수(전쟁, 미-중 회담, GTC)가 더 중요하다.

그림1 **4월말까지 미국 시장에서 관심 갖는 통화정책 이외 유동성 관련 변수: OBBBA 세금 환급, 세금 납부시즌, TGA 잔고**



자료: 메리츠증권 리서치센터

3월 초 OBBBA 소득공제 효과 집중

전쟁 이슈 때문에 눈에 띄지는 않지만, 개인 소비자 유동성 확대

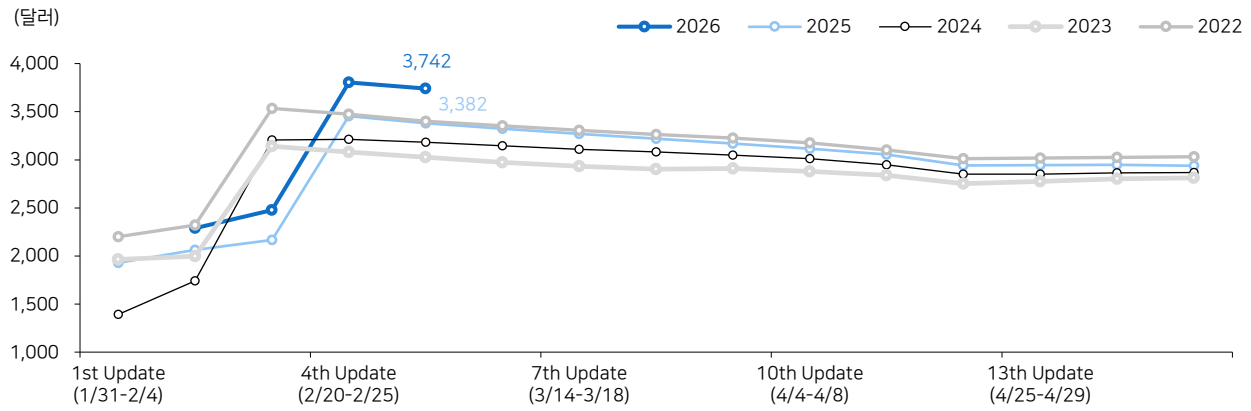
2025년 7월 4일 서명된 OBBBA 법안은 2025년 1월 1일부터 소급 적용되어 실제 가계 현금 유입 효과는 2026년 세금 신고 시즌(filing season, 현재)부터 나타난다. 2026년 2월 27일까지 누적 환급 신청 기준 인당 평균 환급액은 3,742달러로 전년 대비 10.6% 증가했다. 환급금 증가는 가계 예금 증가로 소비 및 금융자산 매입 여력 확대로 연결될 수 있다. 환급 규모가 큰 EITC(중저소득 근로자 지원 공제)/ACTC(추가 자녀 세액 공제) 환급이 대부분 3월 2일까지 계좌에 들어올 것이라 그 효과가 가장 집중되는 시기다.

표1 OBBBA 법안이 2025 회계연도 소득에 적용되는 주요 세제 변경 사항

항목	OBBBA 이전	OBBBA 이후
표준공제	독신 $15,000 / 부부합산 $30,000	독신 $15,750 / 부부합산 $31,500
자녀세액공제	자녀 1인당 $2,000	자녀 1인당 $2,200
팁 소득 비과세	없음	소득이 독신 $150,000 이하 / 부부합산 $300,000 이하인 근로자에 대해 현금 팁 최대 $25,000 공제. 그 이상 소득 구간에서는 단계적으로 축소
초과근무수당 비과세	없음	소득이 독신 $150,000 이하 / 부부합산 $300,000 이하인 근로자에 대해 초과근무수당 최대 인당 $12,500 공제. 그 이상 구간에서는 단계적으로 축소
고령자 추가 공제	65세 이상 $1,600 (미혼이며 생존 배우자가 아닌 경우 $2,000)	65세 이상에 대해 추가 $6,000 공제, 독신 $75,000 / 부부합산 $150,000 이하. 그 이상에서는 단계적 축소
자동차 대출이자 비과세	없음	미국 내 조립 신차의 자동차 대출이자에 대해 최대 $10,000 공제
입양 세액공제	최대 $17,280, 비환급성	이 중 $5,000는 환급 가능(refundable)
보너스 감가상각	40%	1월 19일부터 100% 복원
연구개발비(R&D)	국내 R&D 5년 상각	전액 비용처리(full expensing) 복원
이자비용 공제	EBIT 기준	EBITDA 기준
구조물 투자비용 처리	없음	제조용 구조물에 대해 100% 비용처리, 1월 19일부터
Section 179 비용처리	한도 $125만, 자산 $313만 초과 시 단계적 축소	한도 $250만, 자산 $400만 초과 시 단계적 축소
1099-K	$2,500	$20,000 및 200건 거래
SALT 공제	한도 $10,000	한도 $40,000, 단 소득 $500,000 이상은 30% 비율로 단계적 축소

자료: US Bipartisan Policy Center(BPC), 메리츠증권 리서치센터

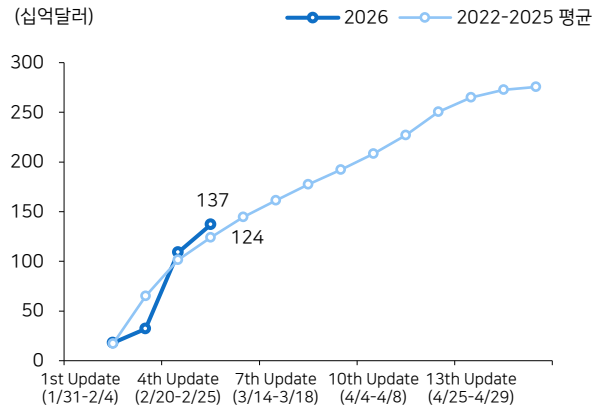
그림2 2022년 이후 인당 평균 누적 세금 환급금 추이: 2026년 2월말 기준 2025년 대비 10.6% 높은 환급액



자료: US Bipartisan Policy Center(BPC), US IRS, 메리츠증권 리서치센터

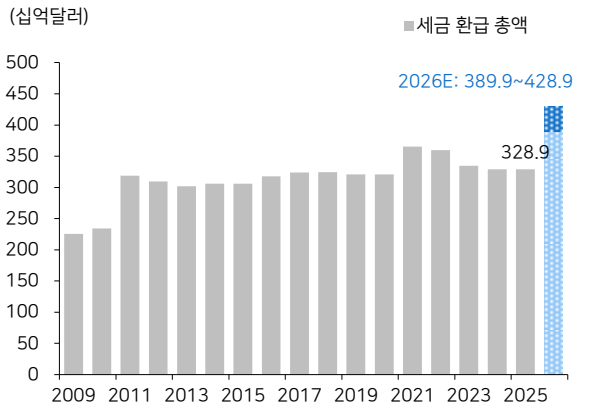
미국 BPC(Bipartisan Policy Center)는 OBBBA 법안에 따른 세금 환급액이 600억 달러에 이를 것으로 추정하고 있으며, US Tax Foundation은 이 숫자가 1,000억 달러에 이를 것으로 전망하고 있다. 2025년 총 환급액이 3,289억 달러였던 점을 감안하면 세금 환급에 따른 추가 유동성 효과는 전년대비 18.6~30% 증가하는 셈이다. 1,000억 달러는 미국 2025년 소매판매액(8.7조 달러)의 약 1.15%에 해당하는 금액이다.

그림3 **올해 누적 총 세금 환급액은 전년대비 9.6% 증가**



주: 5th update(2/27-3/4) 누적 기준
자료: US Bipartisan Policy Center(BPC), US IRS, 메리츠증권 리서치센터

그림4 **최대 전년대비 30%까지 세금 환급액 증가 전망**

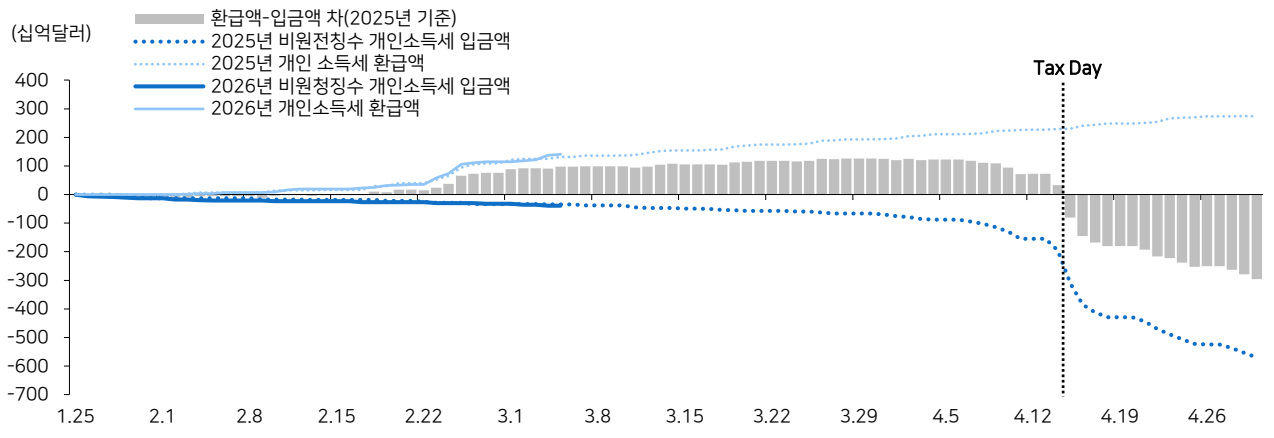


주: 추가 세금 환급액 600억(BPC)~1,000억(Tax Foundation) 추정
자료: US IRS, US BPC, US Tax Foundation, 메리츠증권 리서치센터

4월 세금 납부 시즌에 역전되는 세금 유동성 효과

4월 15일은 개인 연방 소득세 신고서 제출/추가 세금 납부 마감일이다. 그렇기 때문에 이날을 전후로 해서 세금 환급에 따른 유동성 효과가 역전되는 것이 일반적이다. OBBBA 법안으로 최대 1,000억달러의 추가 환급액이 늘어난 건 절대적이지만, 환급에 따른 상대적인 (+, -)유동성 효과는 4월부터 역전되는 그림이다.

그림5 **그런데 4월 세금 납부일 이후 유동성 효과에 대한 걱정**



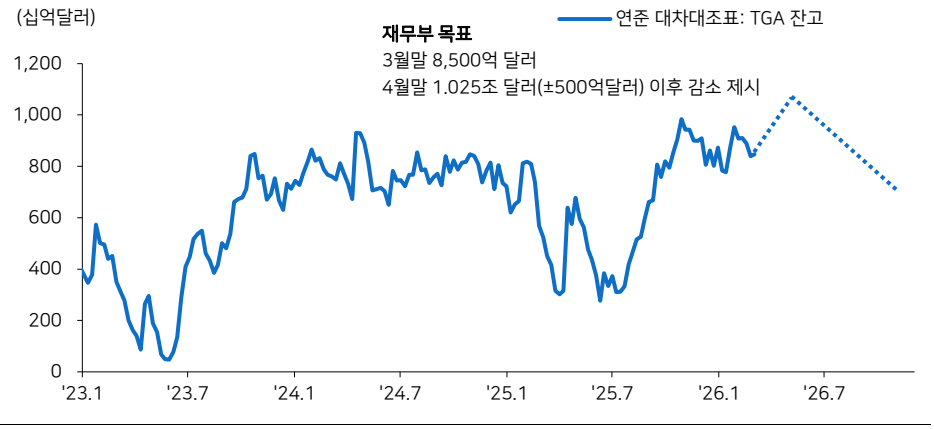
자료: US Bipartisan Policy Center(BPC), US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

세금 납부에 따른 시중 유동성 축소 효과가 반영되는 TGA 잔고

시장이 우려하는 구조는, 이 시기 개인들이 세금을 재무부로 납부하면서 TGA 잔고가 늘고, 이 과정에서 민간 유동성이 일시적으로 흡수될 수 있다는 점이다. TGA는 미국 재무부가 연준에 보유하는 정부의 당좌 예금 계정이다. 정부 현금의 입/출금이 모이는 연준 내 계정인데, TGA가 늘면 시중 유동성이 민간은행 시스템에서 연준 안의 정부 계정으로 이동하기 때문이다.

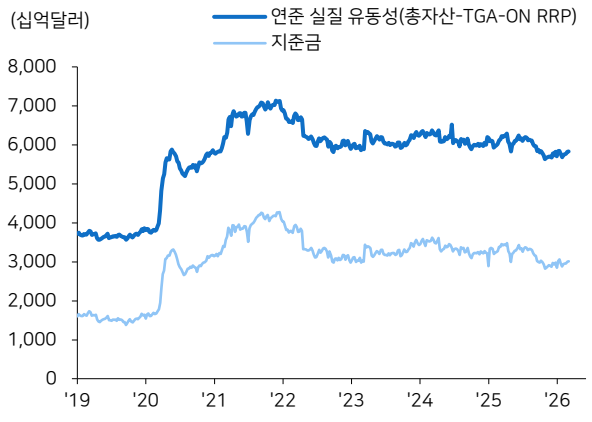
개인이 세금 납부를 하면 납세자의 은행 예금이 줄고, 그 은행이 연준에 가지고 있던 지급준비금도 줄고, 그 돈이 TGA 계좌로 들어간다. 미국 재무부는 2월 4일 발표에서 3월말 TGA 잔고를 8,500억 달러(현재 8,470억)에서 4월말에 1.025조달러까지 증가한 뒤 5월 이후 감소할 수 있다고 제시했다. 뉴욕 연은은 4월 하순 TGA 피크가 지준금의 상당한 감소(notable drawdown)를 유발할 수 있다고 설명했다. 신용창조의 기반이 되는 지급준비금의 감소는 시중 유동성 축소 요인이며, 이 부분이 투자자들이 대응해야 할지(단기 회피?) 고민하는 지점이다.

그림6 **연준 대차대조표 TGA 잔고 추이**



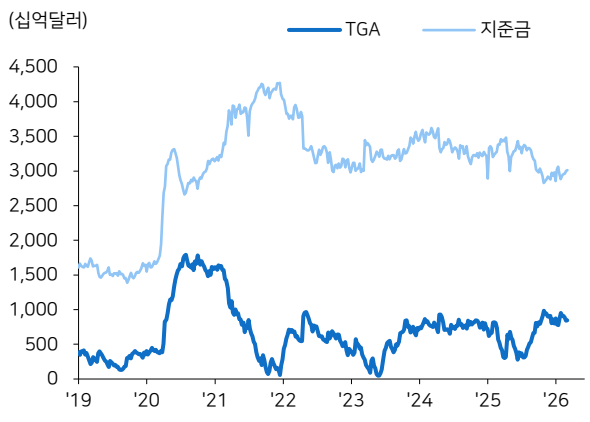
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림7 **연준 실질 유동성(총자산-ON RRP-TGA), 지준금 관계**



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림8 **연준 대차대조표: 지급준비금 vs TGA 관계**



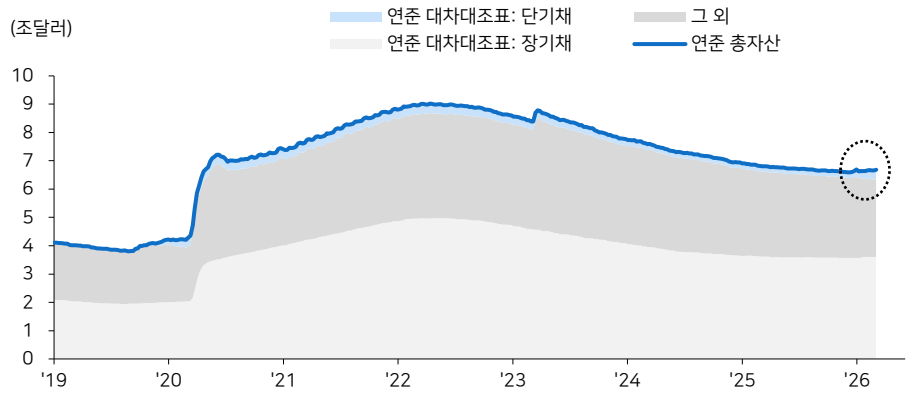
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

4월 변동성에 대비하고 있는 연준

뉴욕 연은의 시장운영 파트 고위 인사 Julie Remache의 2월 12일 연설에 따르면, 연준은 TGA를 포함한 준비금 외 부채 증가로 지급준비금이 줄어드는 경로를 감안해 대응 정책을 펼치고 있다. 작년 12월 FOMC에서 연준은 준비금이 충분한(ample) 수준에 도달했다고 판단한 뒤 Reserve Management Puchases(RMP)를 개시했다. RMP란 은행 시스템이 충분한 준비금을 유지하도록 하기 위한 자산 매입 프로그램으로 주로 단기채를 사들이는 운영 조치다.

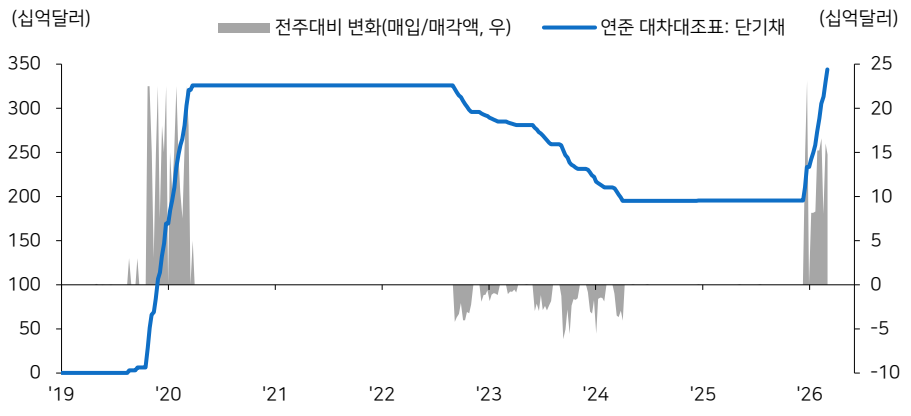
뉴욕 연은은 4월 중순까지는 '높은 수준'의 매입을 유지할 것이라고 밝혔다. 그 이유도 분명한데, 4월 TGA 확대가 지급준비금을 눈에 띄게 줄일 수 있기 때문이다. 다만 이 조치는 통화정책의 완화 전환(QE 등)과는 구분하는 시장 기능과 금리 컨트롤을 유지하기 위한 기술적 조치라고 선을 그었다. 작년 12월 FOMC 이후 연준 단기채 보유금액은 1,480억달러나 증가했고, COVID 시기 수준의 매입 속도다. 완화적 통화정책과는 구분해야겠으나, 적어도 4월에 걱정하는 일시적인 정책 유동성의 하방 변동성은 걱정하지 않아도 된다는 뜻이다.

그림9 **QT로 축소되던 연준 총자산 규모가 최근 단기채 비중이 늘며 꼬리를 드는 중**



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림10 **RMP: 2025년 12월 이후 COVID 시기 수준으로 단기채를 매입하는 중인 연준**



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

소결: 단기 정책 유동성 환경은 slight한 중립 이상, 다른 변수에 초점

이 궤적이라면, 5월 이후 TGA 잔고 소진 국면에서는 4월 현상의 반대 급부도 굳이 생각하 필요가 없어졌다. RMP에 따른 단기채 매입 속도가 줄거나 혹은 보유액을 줄이는 방향의 정책이 나오며 TGA 잔고 소진에 따른 (+) 유동성 효과를 상쇄할 것이기 때문이다. 따라서 4~5월 세금 관련 변동성에는 굳이 대응할 필요가 없다는 결론이 된다.

현재 주식 시장은 단기 변곡점을 모색하는 차원에서 다른 변수들이 더 중요해 보인다. 먼저 전쟁 이슈가 가장 중요한데, 이는 예측보다는 대응의 영역으로 유가를 중점적으로 관찰할 필요가 있겠다. 이어 3월말 예정된 미-중 정상회담이 전쟁 관련 매크로 이벤트로서 중요해 보이고, 이 외 산업 측면에서는 3월 엔비디아 GTC에 관심이 쏠려 있는 만큼 새로운 모멘텀 재료가 나올 수 있을지 여부에 주목할 필요가 있겠다.

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.