

미국 경제 진단 & 전망



김호정 Economist
hojung.kim@yuantakorea.com

임지윤 Research Assistant
jiyeon.lim@yuantakorea.com

유동성 PTSD와 2026년 자금시장의 구조적 딜레마

1) 연말 자금 시장의 발작과 분열된 연준

2025년 12월 29일과 30일, 미국 단기자금시장에서 유동성 스트레스가 발생했다. 연말 전환기(Year-End Turn)에 나타나는 전형적인 자금 경색 현상이었지만, 시장의 반응은 예년보다 민감했다. 그 배경에는 지난 11월 시장이 경험한 유동성 발작의 PTSD가 자리 잡고 있었다. 여기에 12월 30일 공개된 FOMC 의사록이 예상보다 매파적 기조를 보이면서 시장의 긴장도는 한층 높아졌다.

12월 30일 공개된 의사록에서 가장 주목할 부분은 9대 3의 표결 결과였다. 이는 2019년 이후 가장 많은 반대표가 나온 사례로 기록되었다. 연준 위원회는 통상 만장일치 또는 1~2명의 소수 의견으로 결정을 내려왔으나, 이번 회의에서는 위원 간 시각차가 극명하게 드러났다. 동결을 주장한 두 명의 위원(오스틴 굴스비, 제프리 슈미드)은 인플레이션이 2% 목표치로 수렴하는 과정이 정체되었다고 판단했다. 반면 50bp 인하를 주장한 한 명의 위원(스티븐 마이런)은 노동시장의 하방 리스크가 급격히 커지고 있다고 우려했다. 연준 인사들이 대거 연임된 상황에서 극단적 의견 대립은 향후 금리 경로가 매 회의마다 치열한 논쟁 속에 결정될 것임을 예고했다.

의사록의 문구는 시장의 예상보다 매파적으로 확인되었다. 의사록은 "금리 인하를 지지한 일부 위원들조차 결정이 매우 미묘한 균형 위에 있었으며, 금리를 동결하는 선택도 가능했다"고 기술했다. 이는 12월의 25bp 인하가 확신에 찬 결정이라기보다 노동시장의 급격한 위축을 방지하기 위한 보험성 인하의 성격이 강했음을 시사했다.

특히 "일부 위원들은 이번 인하 이후 상당 기간 금리를 동결하는 것이 바람직하다"는 대목은 2026년 1월 회의에서의 금리 동결 가능성을 암시하는 부분이다. FedWatch에서는 12월 의사록 발표 직후 1월 동결 확률이 85.1%까지 상승했다.

일부 연준 인사들이 최근 연설에서 2026년 경제 전망을 비교적 양호하다고 평가하고 있는 점도 추가 금리 인하 속도 조절 전망에 힘을 실어주고 있다. 존 윌리엄스 뉴욕 연은 총재는 12월 15일 연설에서 2026년 인플레이션이 2.5% 미만으로 하락하고 실질 GDP 성장률이 약 2.25%에 달할 것으로 전망했다. 존 윌리엄스 총재는 "통화정책이 2026년을 맞이하기에 좋은 위치에 있다"고 평가하면서도, 고용과 인플레이션 양쪽에서 위험이 상존한다고 언급했다.

실제로 12월 FOMC 이후 발표된 추가 경제 지표들은 미국 경제가 여전히 견조하다는 점을 보여주고 있다는 점을 상기해보면 연준의 금리 정책은 이제 미세 조정 단계에 진입했다고 평가할 수 있다. 또한 중립금리 수준이 과거보다 높아졌다는 인식도 확산되는 상황에 따라 현재의 3.50~3.75% 금리 수준이 경제 활동을 크게 제약하지 않는다는 판단이 연준 내부에서 힘을 얻을 것으로 보인다.

2) 연준의 기술적 조치와 시장의 수급 불균형

연준 내부의 매파적 목소리는 그 어느 때보다 높은 가운데, 연준은 2025년 12월 1일을 기점으로 공식적으로 양적 긴축(QT)을 종료했다. 이에 더해 12월 FOMC에서 연준은 지급준비금 관리 목적의 T-Bill 매입을 발표했다. 뉴욕 연은에 따르면 12월 12일부터 시작된 매입 규모는 월 약 400억 달러로 책정되었으며, 4월 세금 납부 시점까지 높은 수준을 유지한 후 점차 축소될 예정이다. 파월 의장은 이번 매입이 양적완화가 아닌 지급준비금의 적정 수준 유지를 위한 기술적 조치라고 강조하며 유동성 안정화를 위한 대응을 하고 있다.

이처럼 연준이 선제적인 유동성 안정화 장치를 가동했음에도 불구하고, 실제 시장의 체감은 달랐다. 연말 전환기(Year-End Turn)를 앞두고 스탠딩 레포 시장에서 나타난 예상치 못한 수요 급증은 정책적 노력이 규제적 요인에 의한 공급 위축을 완전히 상쇄하지 못했음을 시사한다. 2025년 12월 26일, 미국 스탠딩 레포 시장에 172억 5,100만 달러의 자금 수요가 몰렸다. 자금 수요는 이틀 연속 이어졌고, 29일 오전 입찰에서는 259억 5,000만 달러로 이달 최고치를 기록했다.

단기자금시장 금리도 빠르게 반응했다. 머니마켓 벤치마크 금리인 SOFR은 30일 기준 3.7% 수준에 있고, 유동성 상황을 보여주는 SOFR과 지급준비금리(IORB) 간 스프레드도 동 기간 중 12bp까지 확대되었다. 시장 금리가 연방기금금리의 실질적 상단 역할을 하는 IORB를 웃돌기 시작한 것이다.

3) 규제 환경과 완화적 정책의 충돌: G-SIB 윈도우 드레싱이 초래한 구조적 노이즈

12월 말 발생한 유동성 스트레스의 직접적인 원인은 글로벌 시스템적 중요 은행(G-SIBs)의 연말 대차대조표 관리, 즉 '윈도우 드레싱(Window Dressing)'에 기인한다. G-SIB 추가 자본 규제는 연말 시점의 대차대조표를 기준으로 자본 등급을 산출하므로, 대형 은행들은 규제 비용을 낮추기 위해 연말에 자산 규모를 인위적으로 축소하는 경향이 있다. 실제로 BIS와 ECB의 연구에 따르면, 유럽 은행들의 레포 거래량은 분기 말에 약 12.5% 감소하며, 이는 시장 내 레버리지 비율을 왜곡시키는 주요 원인으로 지목된다.

이러한 규제 준수 노력은 연말 자금 수요가 정점에 달하는 시기에 정작 자금 공급자인 대형 은행들이 시장에서 이탈하는 '공급 공백' 현상을 야기했다. 이를 방증하듯 12월 29일 연준의 상설 레포 기구(SRF, Standing Repo Facility)에는 259.5억 달러의 차입 수요가 몰렸으며, 이는 2021년 기구 출범 이후 기록적인 수치 중 하나로 남게 되었다. 특히 12월 29일과 30일은 이러한 수급 불균형이 극에 달한 시기로, 민간 시장에서 자금을 구하지 못한 차입자들이 SRF로 몰리면서 SOFR 등 단기 금리의 급격한 상승이 발생하였다.

이와 같은 연말의 단기적 발작은 2024년 9월 연준의 금리 인하 사이클 진입 이후 뚜렷해진 SOFR 변동성 확대 현상과 흐름이 일치한다. 실제로 금리 인하 이전 1.91bp 수준이었던 SOFR의 일별 표준편차는 인하 이후 5.72bp까지 세 배 가까이 상승했다. 특히 지난 2025년 9월 15일 SOFR가 실효연방기금금리(EFFR) 대비 18bp 높은 4.51%까지 급등했던 사례는 시스템 전체의 지급준비금 규모와 상관없이, 특정 시점의 유동성 배분 과정에서 구조적 노이즈가 발생할 수 있음을 시사한다. 결국 현재의 유동성 압박은 단순한 일시적 자금 부족이 아니라, **규제 환경과 완화적 통화정책이 맞물리며 나타난 시장 구조 변화의 결과물로 해석할 수 있다.**

4) 11월의 PTSD와 유동성 학습 효과

12월 말 발생한 유동성 스트레스의 근간에는 미 재무부의 왜곡된 차입이 자리 잡고 있다. 2025년 하반기 미 재무부는 전체 차입의 55% 이상을 단기국채(T-Bill) 발행에 의존했는데, 이는 통상적인 권고치인 20%를 대폭 상회하는 수준이다. 이러한 비정상적인 T-Bill 공급 과잉은 민간 부문의 가용 현금을 빠르게 흡수하며 연준의 지급준비금 하락을 가속화했다. 결국 11월 말 지급준비금 잔액이 2.9조 달러 선을 위협받게 되자, 시장에서는 연준이 추정하던 '최저 편안 수준(LCLOR)'에 이미 도달했다는 경계감이 확산되며 자금 시장의 기초 체력이 급격히 저하되었다.

이처럼 취약해진 환경에서 11월에 겪은 충격은 시장 참여자들에게 일종의 'PTSD'를 남긴 것이 아닌가 생각이 든다. 당시 SOFR-IORB 스프레드가 2019년 레포 위기 이후 처음으로 30bp 이상 돌파했던 경험은, 연준이 적기에 유동성을 공급하지 못할 수 있다는 의구심을 심어주는 '유동성 학습 효과'로 작용했다는 판단이다. 결국 이러한 학습은 연말 결산을 앞둔 금융기관들의 윈도우 드레싱 압력과 결합하며, 실제 필요한 수준 이상의 예비적 현금 확보 성향을 촉발시켰다. 즉, 12월의 긴장 상태는 단순한 계절성을 넘어선 구조적인 불확실성이 작용했을 가능성도 배제할 수 없다.

결정적으로 12월 30일 발표된 FOMC 의사록은 유동성 스트레스를 가중시키는 트리거가 되었다는 판단이다. 통상적으로 조달 비용(Repo 금리)이 보유 수익(Coupon 또는 IORB) 보다 큰 역마진 상황에서도, 향후 금리 인하에 따른 국채 가격 상승 기대가 존재한다면 달러와 투자자들은 일시적인 비용을 감내하며 포지션을 유지한다.

그러나 의사록에 담긴 "상당 기간 금리 동결" 메시지는 1월 금리 인하 기대를 정면으로 부정하며 자본 차익에 대한 일말의 가능성을 차단하는 방향으로 연결되었다. 계절적으로 조달 비용은 연말 효과로 치솟는데 옆친데 덮친 격으로 가격 상승 기대마저 사라지자, 달러들은 더 이상 역마진을 견딜 유인을 상실하게 되었을 것이다. 결국 담보 국채의 투매와 포지션 청산으로 이어졌고, 공급이 수요를 압도하는 수급 불균형 속에 SOFR 금리의 추가 상승을 견인하는 악순환이 만들어진 것이다.

결국 2025년 연말의 혼란은 QT가 종료된 이후에도 시스템 내 유동성 분배 기제가 여전히 정상화되지 않았음을 시사한다. 12월 의사록을 통해 확인된 1월 금리 동결 가능성은, 연초 유동성 환경이 일시적으로 개선되더라도 시장이 자생적인 반등 모멘텀을 확보하기 어렵게 만드는 요인이다. 이에 따라 시장의 관심은 지급준비금의 실질적 확충을 위한 유기적인 QE의 조기 도입이나, 과도한 T-Bill 공급에 따른 유동성 흡수를 상쇄할 실질적인 정책 대응으로 빠르게 옮겨가고 있다.

계절적 특수성 소멸과 4분기 섣달의 후유증 해소에 따라 장기적으로는 시장 정상화 기초가 강화될 것으로 보이나, 단기적으로는 통화정책 모멘텀이 부재한 상황이다. 따라서 1월 중에는 투자자들의 방어적 포지션 구축과 기존 레버리지 포지션 축소가 집중되며 시장 변동성이 재차 확대될 가능성을 경계할 필요가 있다.

5) 규제 완화의 희망과 정책 불확실성의 공존

규제 개선 측면에서 그래도 긍정적인 부분이 있다. 2025년 11월 25일 발표된 eSLR(보충레버리지비율) 개정안은 대형 은행(G-SIB)들의 대차대조표 제약을 완화할 변수다. 특히 2026년 4월 발효에 앞서 1월 1일부터 조기 적용이 선택 가능해짐에 따라, 연말 결산 이후 위축되었던 은행권의 자금 중개 기능이 조기에 회복될 발판이 마련되었다.

규제 완화 효과를 정량적으로 검증하기 위해, 당사가 2025년 3분기 기준 'FFIEC(미국 연방금융기관 검사협의회)'의 공시 시스템을 통해 미국 주요 5대 상업은행(JP Morgan, BofA, Wells Fargo, Citi, Goldman Sachs)의 레버리지 현황을 조사 및 시뮬레이션한 결과, 규제 완화는 단순한 비율 개선을 넘어 시장의 공급 구조를 재편하는 것으로 나타났다.

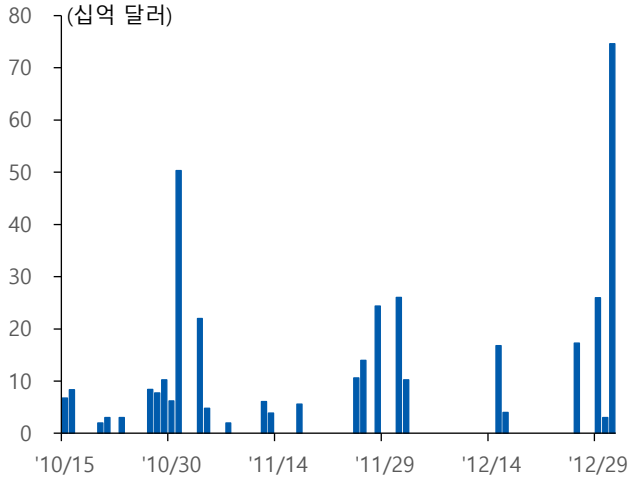
분석 결과, eSLR 적용 시 5대 상업 은행의 합산 대차대조표 여력은 규제 완화 전 약 4.5조 달러 수준에서 약 7조 달러 수준으로 증가하는 것으로 추산된다. 이는 연준이 자산을 직접 매입하지 않고도, 규제 캘리브레이션만으로 시장에 약 2.5조 달러 규모의 잠재적 유동성 공급 여력이 확보되는 효과를 갖는다.

또한 연준의 추산에 따르면, 이번 조치는 G-SIB 지주사의 자본 요건을 130억 달러 감소시키는 동시에, 실질적으로 국채를 보유하고 레포 자금을 공급하는 주요 은행 자회사의 요건을 2,190억 달러(약 28%)나 경감시킨다. 이는 은행들이 추가 자본 확충 없이도 12월 유동성 경색의 주요 원인이었던 국채 담보 흡수 및 레포 공급 능력을 대폭 확대할 수 있음을 의미한다.

1월 시장은 규제 완화에 따른 유동성 공급 여력 확대라는 호재와 매파적 동결 기조에 따른 심리적 위축이라는 악재가 충돌하는 구간이 될 것이다. eSLR 조기 적용은 딜러들의 대차대조표의 여유 확대로 적극적인 포지션 구축으로 이어질 수 있겠지만 이것이 12월의 유동성 우려와 통화정책 모멘텀 소멸을 상쇄할 수 있을지가 관건이다.

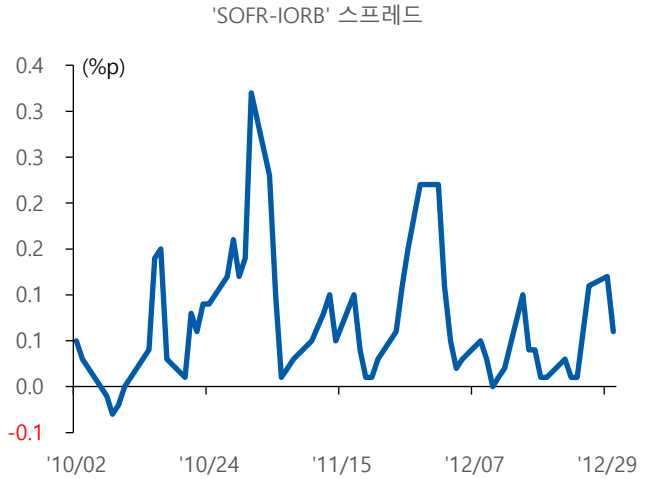
특히 인플레이션 고착화 우려로 정책 불확실성이 높은 상황에서, 딜러들이 확보된 규제 여력을 실제 공격적인 자금 공급으로 연결하기보다는 리스크 관리 차원의 보수적 스탠스를 유지할 가능성도 배제할 수 없다. 따라서 1월은 유동성 지표의 회복 속도와 딜러들의 실질적인 중개 활동 재개 여부를 면밀히 확인하며 시장 변동성에 대비할 필요성이 있다.

'25년 연말 SRF 수요 급증: 12월 26일~31일 총 1,208억 규모의 수요 기록



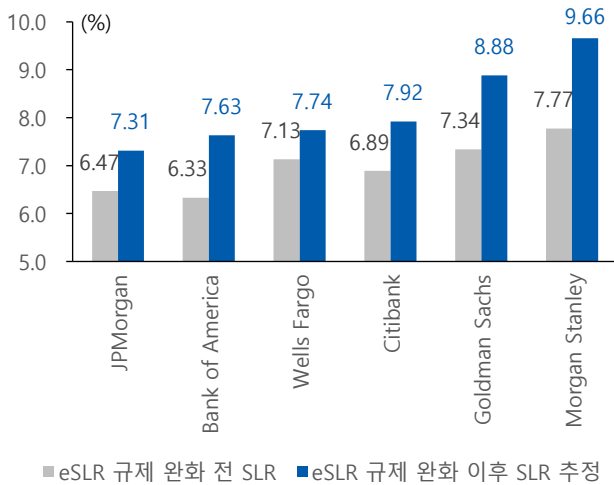
자료: Federal Reserve Bank of New York, 유안타증권 리서치센터

SOFR-IOIB 스프레드는 29일 12bp 까지 확대되었다가 30일 6bp 로 축소



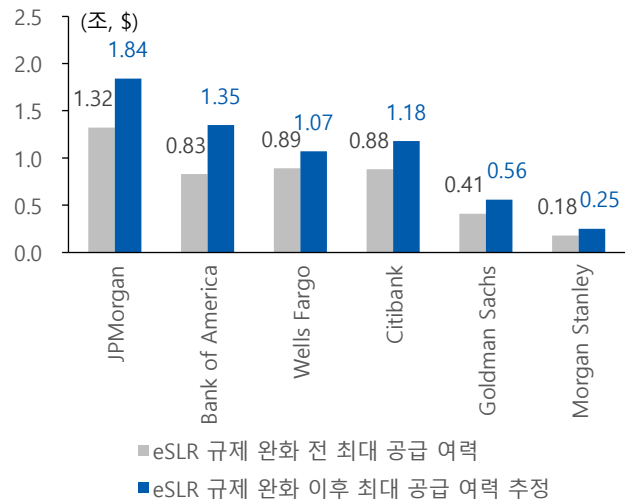
자료: Fred, 유안타증권 리서치센터

eSLR 규제 완화 적용 시, 미국 주요 상업은행의 SLR 은 크게 상승



자료: FFIEC, 유안타증권 리서치센터 / 주: 2025 년 3 분기 기준으로 추정

eSLR 규제 완화 적용 시, 대차대조표 여유분 창출로 공급 가능한 유동성 확대



자료: FFIEC, 유안타증권 리서치센터 / 주: 2025 년 3 분기 기준으로 추정

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김호정, 임지윤)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만 하다고 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.