

미국은 지금

산타 랠리가 올까?



키움증권 리서치센터 글로벌리서치팀
US Strategy 김승혁 ocean93@kiwoom.com



Issue Brief

조정 국면에서 벗어난 증시

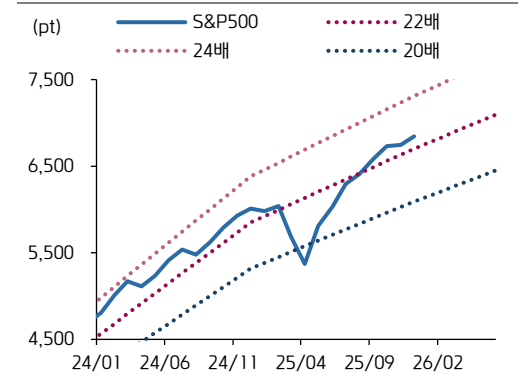
10월 말 이후 이어진 증시 조정은 S&P 500 12M FWD PER 22.0 배 수준의 기술적 지지선을 기점으로 일단락되며 본격적인 회복 국면에 진입했다. 12월 FOMC 금리 인하에 대한 연준 위원들의 완화적 발언과 TGA 잔액 소진에 따른 시중 유동성 공급 확대가 맞물리며 매크로 환경이 우호적으로 전환된 영향이다. 특히 12월 3일 마이크로소프트 발 노이즈(AI 제품 판매 부진에 따른 쿼터제 적용) 발생에도 불구하고 나스닥이 +1.3% 반등한 것은 견고해진 투자 심리를 방증한다. 이는 사측의 해명 효과라기보다는, 기초 체력이 회복된 시장 투심이 해당 노이즈에 민감하게 반응하지 않게 된 요인으로 해석된다. 결과적으로 나스닥과 러셀 2000 지수는 각각 저점 대비 +7.1%와 +9.5%를 회복했습니다. S&P 500 지수 반등(+4.9%)이 상대적으로 저조했던 것은 금리 민감도가 높은 **High Beta 중심 종목들의 회복 탄력성이 우위를 보였음을 시사한다.**

산타랠리가 실현되기 위한 마지막 키(key): 정부

시장의 핵심 관심사는 연말 산타랠리의 현실화 여부다. 9월 이후 S&P500은 6,500~6,900pt 밴드 내 등락을 반복중이며, 최근의 반등세는 밸류에이션 리레이팅이라기 보다는 기술적 회복의 성격이 짙다. 진정한 강세장 진입, 즉 **전고점을 상향 돌파하여 7,000pt 선에 안착(산타랠리)하기 위해서는 올해 상승을 견인해 온 'AI 낙관론'만으로는 역부족이다.** AI 수익 모델에 대한 검토가 완료되지 않았고, ROI에 대한 실증적 검증은 소프트웨어 기업들의 실적 데이터가 누적되기까지 물리적 시차가 불가피하기 때문이다. **따라서 지수 레벨업을 위한 추가적인 '알파(Alpha)'가 필요하다. 해당 열쇠는 정부(Fed 및 행정부)가 쥐고 있다.**

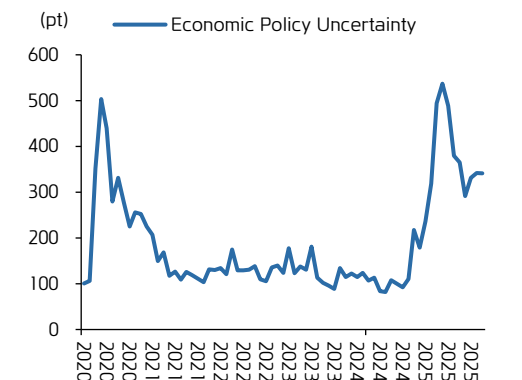
우선 연준 관점에서 먼저 살펴보자. 12월 FOMC의 경우, 시장은 파월 의장의 '매파적 금리 인하'를 기정사실화(Fed Watch 88%)하고 있어 금리 인하 자체보다는 SEP(경제전망요약)와 점도표 등을 통한 정책 톤 확인이 중요해진 상황이다. 하지만 더욱 주목해야 할 본질은 '말'보다 '행동'이다. 12월 1일부로 연준이 QT(양적긴축)를 종료하고 만기 도래 국채 및 MBS에 대한 재투자를 개시한 점은 실질적인 유동성 공여가 시작되었음을 의미한다. 물론 이것이 즉각적인 QE(양적완화) 전환을 뜻하지 않기에 대차대조표는 당분간 6.5조 달러 수준에서 횡보하겠지만, QT 종료에 따른 RRP 잔고 소진 둔화는 지급준비금 방어에 기여할 수 있다.

S&P500의 12M FWD PER 밴드 차트



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

점차 완화되고 있는 정책 불확실성



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

QT를 중단한 연준, QE는?

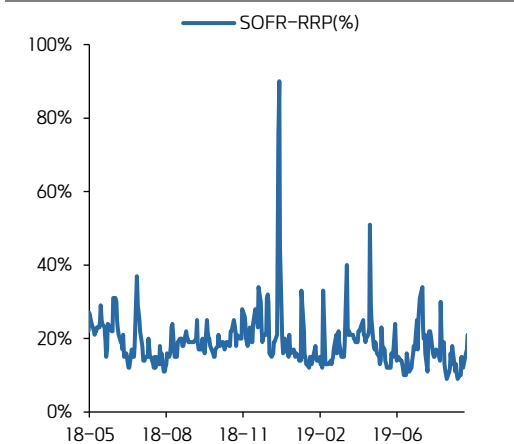
특히 2019년 8월 QT 조기 종료 직후 발생했던 '레포 발작(Repo Tantrum)'과 이에 대응한 연준의 유동성 공급 재개 사례는 **현시점에서 중요한 함의를 갖는다**. 우선 단기자금 시장의 수급 경직성을 가늠하는 핵심 지표인 SOFR-RRP 스프레드를 통해 당시와 현재를 비교해 볼 필요가 있다. 레포 발작이 발생했던 2019년 9월 직전 6개월간의 스프레드 평균은 0.18% 수준이었는데, 현재 기준 최근 6개월 평균 역시 0.15%로 당시와 매우 유사한 궤적을 그리고 있다. 이는 지난 5년 평균치인 0.03%를 크게 상회하는 수치로, 현재 단기자금 시장의 수요 대비 공급이 원활하지 않음을 방증한다.

물론 펀더멘털 환경은 당시와 차이가 있다. 현재 2.87조 달러에 달하는 풍부한 지급준비금과 사상 최고치인 7.6조 달러 규모의 MMF 잔고가 은행 시스템의 기초 체력을 뒷받침하고 있으며, 섣달의 종료 이후 TGA를 활용한 재정 지출이 진행되고 있기에 이러한 수급 불안이 즉각적인 시스템 리스크로 전이될 가능성은 제한적이다.

하지만 시장의 핵심 포인트는 '리스크의 발생' 그 자체가 아니라 이에 따른 '연준의 필연적 대응'에 있다. 역설적으로 현재 단기자금 시장에서 감지되는 노이즈는 연준으로 하여금 유동성 공급(QE 등)을 강제하는 명분이 될 수 있기 때문이다. 실제 **2019년 레포 발작 당시 S&P 500은 2주간 일시적으로 -4.8% 조정받았으나, 연준이 단기채 매입을 통해 유동성을 주입하자 연말까지 +13.9% 급반등했다**. 시장 참여자들은 이미 2019년의 경험을 통해 '위기 징후 발생 시 연준의 즉각적 개입'과 '그에 따른 자산 가격 상승'이라는 메커니즘을 확실히 학습했다. 즉, 현재의 유동성 잡음이 오히려 '연준 풋(Fed Put)'에 대한 기대를 자극하며 증시 하방 경직성을 강화하는 기제로 작용하는 것이다.

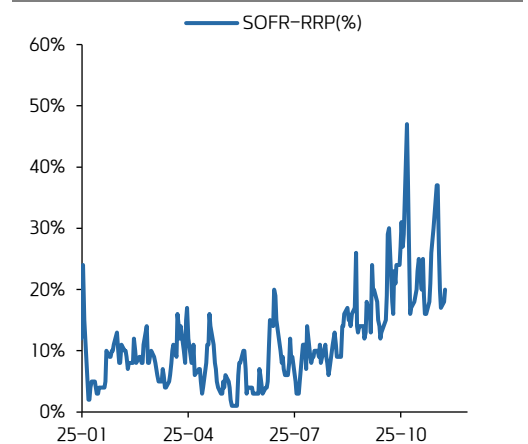
설령 연준이 정교한 미세 조정을 통해 급격한 발작 없이 상황을 관리하여 즉각적인 QE 전환이 없다 해도, '보험성 금리 인하'와 '지속적인 QT 중단 효과'는 여전히 시장 내 유동성 확대를 유도할 수밖에 없기에 증시에는 우호적이다. 여기에 더해 금리 인하와 성장 중심의 경제 철학을 가진 케빈 해셋(Kevin Hassett)이 차기 연준 의장으로 사실상 내정되었다는 점 역시 향후 매크로 환경이 증시 친화적인 유동성 장세로 흐를 것임을 시사한다. **12월 QT 중단 이후 보일 다양한 시나리오 속에서 '연준'과 '시장'의 스탠스를 종합할 때 우호적 증시 환경이 기대된다.**

레포 발작 당시의 SOFR-RRP 금리차



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

현재 기준 SOFR-RRP 금리차



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

재무부, 재정 정책의 신호탄을 쏜다

12월 이후 트럼프 행정부의 재정 정책이 구상 단계를 넘어 본격적인 실행 궤도에 진입했다. 12월 2일 재무부는 신생아에게 1,000달러를 지급하는 '트럼프 계좌(Trump Accounts)'의 세부 지침을 확정했고, 이어 8일 백악관은 120억 달러 규모의 농가 긴급 지원 패키지를 발표했다. 앞서 11월 21일 공개된 팁(Tip)과 초과근무 수당 면세 가이드라인까지 포함하면, 행정부의 정책 드라이브가 가시화되었음을 알 수 있다. 이는 단순한 선심성 복지의 나열이 아니라, **2026년 11월 중간선거 승리를 목표로 설계된 정교한 포석이다.**

이번 재정 전략은 과거의 정책 실패들을 반면교사로 삼은 결과물이다. 2018년 트럼프 1기 당시 '기업 중심 감세'가 낙수효과 부재로 이어져 패배했던 경험, 그리고 오바마 행정부의 인프라 투자가 집행 시차(Slow Spending) 탓에 유권자 체감에 실패했던 사례를 학습했기 때문이다. 특히 최근 지지율 하락의 주원인이 생활비 부족에 따른 저소득층의 민심 이탈에 있다는 분석에 따라, **행정부의 불확실한 낙수효과 대신 '체감 가능한 직접 지원'으로 전략을 수정했다. 12월부터 저소득층, 유아, 농가 등 표심에 민감한 계층을 선제적으로 타겟팅한 배경이다.**

가계 부문 지원은 단순 현금 살포를 넘어 '자산 형성'과 '소득 창출 능력 배양'으로 패러다임이 전환되었다. '트럼프 계좌'는 18세까지 복리로 운용되어 사회 진출의 시드머니 역할을 수행하며, '워크포스 펠 그랜트(Workforce Pell Grant)'는 학위 중심 교육을 단기 직업 훈련으로 확대해 즉각적인 취업을 유도한다. 특히 펠 그랜트의 개편은 제조업 현장의 구인난을 해소하려는 산업 정책적 의도도 내포하고 있다. **주목할 점은 주요 정책의 시행 시점이 내년 초가 아닌 선거가 임박한 7월로 설정되었다는 것이다. 이는 경제적 효과와 정치적 효용의 극대화를 동시에 노린 선택법이다.**

가계 소득의 원천인 고용 유지를 위해 중소기업(SME), 특히 제조업 기반의 소규모 기업을 타겟으로 한 지원책이 '현금흐름의 즉각적 개선'이라는 목표 아래 강화된다. OBBBA를 통해 영구화된 '섹션 199A'와 더불어, 연 매출 3,100만 달러 이하 기업에 대한 'R&D 비용 소급 공제'는 내년 초 상당 규모의 세금 환급금을 일시에 유입시킬 전망이다. 여기에 금융 지원의 정교함을 더해, 소규모 제조업체를 대상으로 2026 회계연도 동안 SBA 대출 수수료를 전액 면제하여 사실상 대출액의 2~3%에 달하는 현금 보조 효과를 제공하고, 최대 500만 달러 한도의 'MARC(제조업체 회전 신용 접근)' 프로그램을 가동해 재고 자산을 담보로 유동성을 공급한다. **이러한 전방위적 조치들은 고금리 환경에서 중소기업의 비용 부담을 낮춰, 한계 기업의 생존과 저소득층의 일자리를 지키는 실질적인 고용 안전망 역할을 수행할 수 있다.**

의회예산국(CBO)이 GDP 대비 6~7% 수준의 재정 적자를 우려하고 있음에도, 행정부의 확장 재정 기조는 지속될 전망이다. 이는 경제 논리를 넘어선 정치적 생존의 문제이기 때문이다. 12월부터 구체화된 농가 및 SME 지원책은 내년 상반기까지 이어질 '정부 주도의 유동성 장세'를 예고하는 선행 지표다. 시장 참여자들은 이러한 재정 지출이 산업 전반의 자금 흐름을 개선하고 밸류에이션 부담을 완화할 것임을 인지하고 있다. **따라서 정책 불확실성 해소와 유동성 공급 기대는 연말 중시의 하방 경직성을 확보하고 우상향 기조를 견인하는 핵심 동력이 될 것이다.**

역대 미국 대통령 중간선거 결과

		상원 다수당	하원 다수당	대통령 소속 정당
조지 H. W. 부시	1989	민주당	민주당	공화당
	1990	민주당	민주당	공화당
	1991	민주당	민주당	공화당
	1992	민주당	민주당	공화당
빌 클린턴	1993	민주당	민주당	민주당
	1994	민주당	민주당	민주당
	1995	공화당	공화당	민주당
	1996	공화당	공화당	민주당
	1997	공화당	공화당	민주당
	1998	공화당	공화당	민주당
	1999	공화당	공화당	민주당
	2000	공화당	공화당	민주당
조지 W. 부시	2001	공화당	공화당	공화당
	2002	민주당	공화당	공화당
	2003	공화당	공화당	공화당
	2004	공화당	공화당	공화당
	2005	공화당	공화당	공화당
	2006	공화당	공화당	공화당
	2007	민주당	민주당	공화당
	2008	민주당	민주당	공화당
버락 오바마	2009	민주당	민주당	민주당
	2010	민주당	민주당	민주당
	2011	민주당	공화당	민주당
	2012	민주당	공화당	민주당
	2013	민주당	공화당	민주당
	2014	민주당	공화당	민주당
	2015	공화당	공화당	민주당
	2016	공화당	공화당	민주당
도널드 트럼프	2017	공화당	공화당	공화당
	2018	공화당	공화당	공화당
	2019	공화당	민주당	공화당
	2020	공화당	민주당	공화당
조 바이든	2021	민주당	민주당	민주당
	2022	민주당	공화당	민주당
	2023	민주당	공화당	민주당
	2024	공화당	공화당	민주당

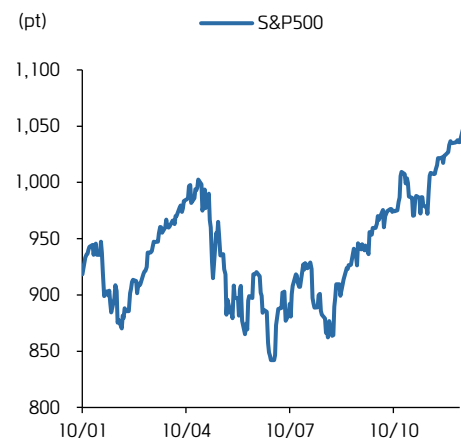
자료: 키움증권 리서치

트럼프 1기 행정부 2년차 증시 흐름



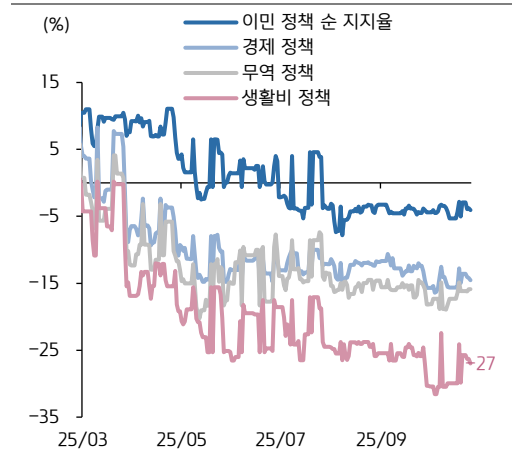
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

오바마 행정부 2년차 증시 흐름



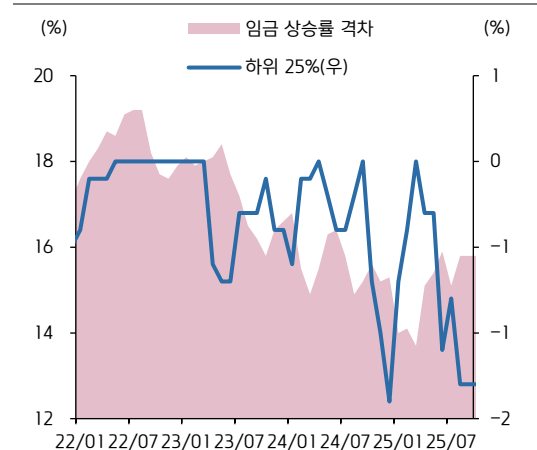
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

요인별 트럼프 순 지지율 추이



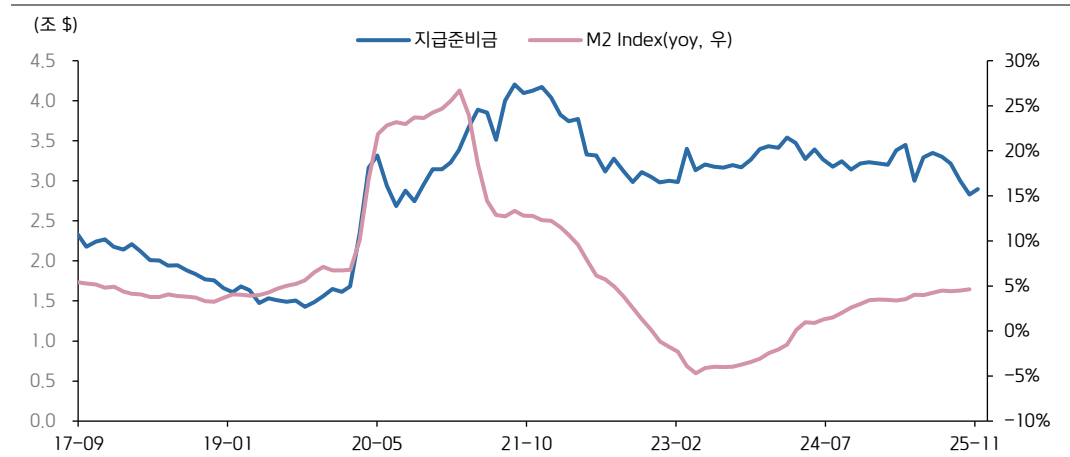
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

상위 25%와 하위 25% 간 임금 상승률 격차



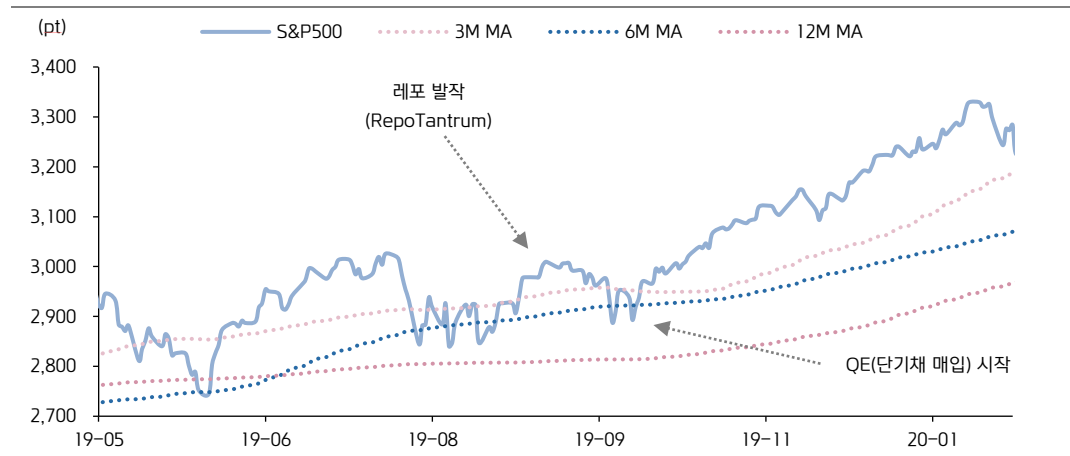
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

지급준비금과 M2 Index YoY 흐름 비교



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

2019년 레포 발작 직후 증시 흐름



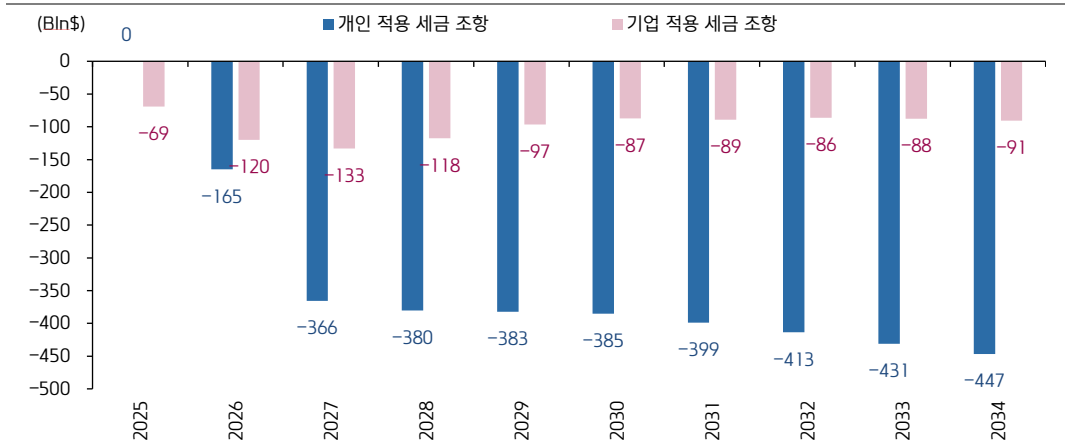
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치

OBBBA의 거시 변수 효과 정리

지표	시기/구간	영향
실질 GDP 수준	2025~2034 평균	0.50%
	2026년 피크	0.90%
실질 GDP 성장률	2025~2029 평균	+0.09%p/년
	2025~2034 전체	+0.04%p/년
총수요 효과	2026년	피크
노동공급 수준	2025~2034 평균	0.60%
	2026년 피크	0.90%
	2034년	0.60%
노동공급의 GDP 성장 기여	2025~2029 평균	+0.08%p/년
	2025~2034 전체	+0.03%p/년
민간투자	2027년 피크	1.20%
	2030년 이후	음의 전환
10년물 국채금리	2025~2034 평균	+14bp
인플레이션(CPI-U)	2027년 피크	+0.12%p

자료: CBO, 키움증권 리서치

감세 항목별 재정수지 영향



자료: CBO, 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.