

QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기



투자전략 | 2025.04.04

한 눈에 보는 상상인 자산전략 Weekly



Analyst 신얼 | 채권/부동산 02-3779-3184, e.shin@sangsanginib.com

Analyst 황준호 | 시황/ETF 02-3779-3186, jh.hwang@sangsanginib.com

Analyst 최예찬 | 원자재/외환 02-3779-3519, yc.choi@sangsanginib.com

Analyst 김경태 | 퀀트/디지털자산 02-3779-3427, kt.kim@sangsanginib.com

CONTENTS

한 눈에 보는 상상인 자산전략

간급진단	3
Summary	5
1. 주식	7
2. 채권	14
3. 외환	16
4. 원자재	18
5. 부동산	20
6. ETF	21
7. 디지털 자산	24

[긴급진단] 대통령 탄핵 인용에 따른 자산시장별 전망

탄핵 이후 한국 금융시장의 앞날

트럼프, 상호관세안 발표
한국 25% 적용

헌법재판소는 대통령 탄핵소추안에 대해서 인용 결정을 했다. 이로 인해 윤석열 대통령은 파면됐다. 이번 결과는 소수의견 없이 8인의 전원일치 탄핵 인용 결정으로 확인됐다. 금융시장의 입장에서는 정치 사법적 혼란 가능성이 불거질 가능성이 낮아졌기에 불확실성 감소 측면에서는 비교적 가시성 확보가 가능해지겠다. 국회의 양당 모두 현재의 결정을 수용하기로 밝혔으며, 한덕수 대통령 권한대행 역시 차기 대선에 대한 철저한 관리 의지를 피력했기에 이제는 차기 대선 국면으로 진입하게 될 것이다.

증시 급락세
위험자산 투심 위축

파면 선고가 나온 현 시점(4/4일, 12시)에서의 국내 금융시장은 채권시장의 국채와 외환시장의 원화는 큰 폭의 강세 흐름을 시현 중이다. 반면, 국내 증시인 KOSPI는 약세 흐름을 이어가고 있다. 원달러 환율은 전일 대비 25원 이상 급락하면서 1,440원 레벨 내외에서 등락 중이다. 달러 인덱스의 101pt 진입 역시 원화 가치에는 긍정적이었다. 국고 3년물 금리는 전일 대비 약 10bp 급락하며 2.45%를 하회 중이다. 다만, 국채 수급 이슈가 존재하는 10년물 금리는 6bp 내외 하락 중이다. 코스피는 제지, 엔터 중심의 상승을 제외하고는 대부분 업종에서 하락세다. 탄핵 인용보다는 미국 관세 정책에 따른 미 증시 낙폭 확대의 영향력 하에 있는 것으로 볼 수 있다.

관세 영향력이 우위에 있는 증시
관세 영향력 제한된 업종에 주목

증시의 경우 앞서 언급한 것처럼 탄핵 인용 직후 KOSPI가 상승하였으나, 다시 되돌림 흐름을 보이면서 하락세를 시현하고 있다. 탄핵에 따른 정치적 불확실성의 해소와 그에 따른 향후 추경을 통한 내수 부양책 통과 기대감이 부각되면서 유통, 음식료, 화장품 등 수혜 업종들의 상승세가 나타났다. 그러나 내수주들의 특성 상 증시 내 비중이 수출주 대비 작은 가운데 오히려 미국 트럼프 행정부의 상호 관세 여파가 지속되면서 반도체, 자동차 등 피해 업종들을 중심으로 나타난 동반 하락세에 영향을 받으면서 증시 전반은 하락장을 시현했다. 정치적 불확실성이 해소되었더라도 미국과의 관세 협상이 아직까지는 제한적으로 이루어질 수 밖에 없기 때문에 한국 증시는 상승 모멘텀이 제한된 약보합장을 시현할 것으로 전망하며, 업종별로도 조선, 방산, 바이오 등 상대적으로 관세 영향이 적은 업종들의 상승세가 기대된다.

국내 채권 비중 확대 권고
기준금리 인하 지속성 가시화

국내 채권시장은 비중 확대가 필요하다. 공공로케도 한국은행의 2분기 금융통화위원회는 4월과 5월 2회가 예정되어 있다. 대선 유력일은 6/3(화)이다. 행정부의 권력 공백기인 동시에, 대선후보 모두 경제 활성화를 외치는 국면이 되겠다. 이에 따라 선거를 앞두고 있는 다소 어려운 상황이나, 기준금리 인하 필요성이 한층 높아질 것이다. 미국발 통상정책의 파고 속에서 내수 침체를 제어하기 위한 경기 부양책이 필요하다. 특히, 외환시장의 안정화 흐름이 강해질 것이기에 한국은행의 금리 인하 부담감은 경감되겠다. 주택시장은 토허제 재지정과 가계대출 규제책으로 인해 경기에 보다 집중할 환경이 조성되겠다. 국고 금리 레벨의 하향 압력이 한층 확대될 것이기에 국공채 비중 확대 전술로 대응하는 것을 권고한다.

경기 뿐만 아니라
금융안정도 채권 강세장 지지

향후 채권시장의 키 포인트

- 1) 대선 승리 가능성에 따른 추경 규모발 커브 변동성
- 2) 미국의 스태그플레이션 반응

채권시장의 관건은 국내의 추경 여부와 미국의 스태그플레이션 우려에 대한 부분이다. 현재 여야 국정협의회는 중단됐고, 기재부는 10조원 규모의 스몰추경을 추진 중이다. 국채 추가 발행액은 약 8조원 내외로 추정되나, 실시 시기는 다소 지연될 것이다. 민주당의 대선 승리 가능성이 높은 상황에서 동 흐름이 이어질 시, 약 40~50조원 규모의 빅추경 가능성이 높아지겠다. 이는 장기채 중심의 금리 하락세가 제어가 걸리면서 볼리쉬 커브 스틱을 지지한다. 국민의힘의 승리 가능성이 높아질 경우에는 추경 규모에 대한 우려가 완화되는 점은 커브의 변동성을 제어하는 대목이 되겠다. 한편, 미국의 경기 침체 우려가 커지는 현 국면에서는 대외발 금리 하락 요인에 보다 민감하겠다. 그 후 인플레이션 상승이 현실화 될 경우, 빅추경과 결부될 경우에는 채권시장의 변동성이 상당히 확대될 수 있는 리스크도 존재한다.

외환시장

국내 정치 리스크 일부 해소했으나
여전히 대외 원화 절하 압력 잔존

탄핵 발표 이후 외환시장에서는 그간 달러인덱스의 약세에도 1,400원대 후반 레벨을 유지했던 달러원 환율에 대한 절하 압력을 일부 되돌렸다. 잔존한 국내 정국 불확실성에 대한 환율 프리미엄은 약 2~30원 정도로 판단된다. 향후 환율의 키 포인트는 결국 관세발 무역환경 변화와 글로벌 경기 침체 가능성이 중요해질 전망이다. 한국 원화는 글로벌 교역량과 상관관계가 가장 긴밀한 통화다. 즉, 글로벌 보호무역주의의 재점화로 인해 교역환경에 대한 악화에서 통화가치 절상이 쉽지 않다는 의미다. 더불어 지금은 미국 경기 둔화 우려에 대한 영향이 달러 약세로만 이어졌으나, 글로벌 경기 둔화 가능성으로 확산될 시 오히려 안전자산인 달러화의 강세와 신흥국 통화 약세 흐름이 시현될 수 있다. 국내 리스크에선 일부 자유로워진 원화이나, 만만치 않은 대외 리스크 하에서 2분기 내 1,300원 진입은 쉽지 않을 전망이다.

주간 자산시장 동향 & 체크포인트

대통령 탄핵 인용에 따른 긴급 진단 및 전망

트럼프, 상호관세안 발표
한국 25% 적용

드디어 미국의 관세 정책이 개시된다. 트럼프 미 대통령은 보편관세 10%를 바탕으로 대다수 각국에 차별적인 상호 관세를 적용키로 했다. 한국은 25%를 적용키로 하면서 한국과 일본에 대한 트럼프의 비난을 직접적으로 듣게 됐다. 최종적으로는 중국을 향한 관세 전쟁이기에 중국의 관세율은 이미 상향된 20%에 추가적으로 34%가 가산된다. 캐나다와 멕시코 그리고 러시아는 제외된다. 백악관 관료들은 국가 비상사태를 해결하기 위한 비상 조치였다고 강조하면서 관세 정책은 협상의 대상이 아니라고 했다. 반면, 그 발언 이후의 트럼프 대통령은 '타국으로부터 더 놀라운 제안이 있을 시, 관세 협상은 열려 있다'라고 하면서 혼란을 가중했다. 결국 트럼프 대통령의 의중이 가장 핵심이다. 관세를 수단으로 하여 미국의 이익을 극대화하는 전략이다.

증시 급락세
위험자산 투심 위축

주 초반의 관망 모드에 들어갔던 금융시장은 트럼프의 관세 정책 발표 이후 일제히 반응에 나섰다. 미 증시는 급락하며 나스닥은 약 6% 떨어졌다. 유럽 증시 역시 피해갈 수 없었다. KOSPI는 전주 대비 3% 가까이 하락했다. 미래 성장에 중점을 두는 증시를 향한 투자심리의 위축은 불가피하고, 관세 정책에 대한 시장의 민감도는 커졌다. 반면, 트럼프 대통령은 곧 시장이 호황을 누리게 될 것이라며 이제는 시장을 안정화시킬 것임을 표명했으나, 반응은 미지수다. 위험자산에 대한 회피 성향은 안전자산으로 향했다. 미 국제 금리의 급락이 이를 반영했다. 연내 연준의 기준금리 3회 이상 인하 가능성은 전주의 51%에서 88%까지 올라왔다.

연준의 '25년 3회 금리 인하 가능성
90% 육박

미 달러화는 그간의 강세 모멘텀이 일거에 무너졌다. 시장에서 바라보는 미국 경기 침체 가능성은 10% 내외에서 현재 35~50%까지 급등했다. 심리 지수 등의 소프트 데이터는 향후 경기 불안감을 이미 반영 중이다. 실물 지표 중심의 하드 데이터는 건조한 편이나, GDP Now 전망치의 마이너스 국면 지속과 함께 트럼프 행정부의 거친 관세 정책은 향후 성장의 하락과 물가의 상승으로 이어지는 스태그플레이션 가능성을 야기할 수 있는 대목이다. 이에 미 연준의 금리 인하 가속화 가능성 확대 및 미 경제 펀더멘털의 악화 등이 달러화에 대한 약세를 견인했다. 또한, 각국의 미국발 관세 정책 대응 차원의 흐름들 속에서 유럽의 비상대응책 등의 발표로 인해 유로화는 전주 대비 2.2% 절상되는 등 상대적인 약달러 모멘텀을 가중시킨다.

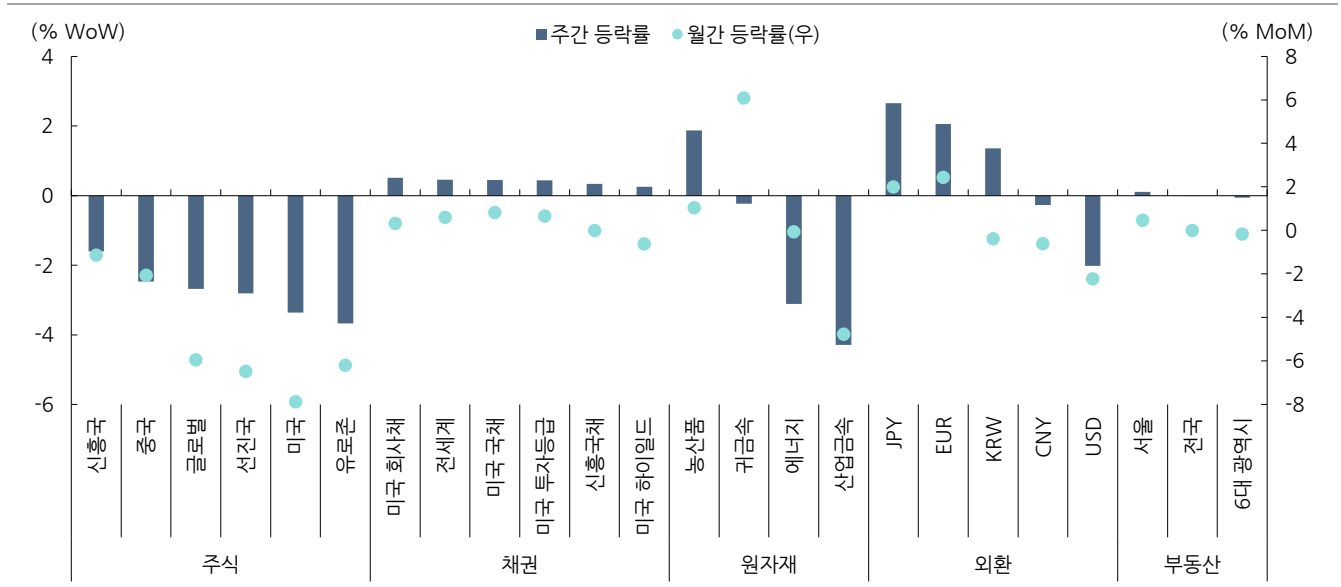
미 달러화 강세 모멘텀 무너지는 중

슈퍼위크를 보내고 맞이하는 차주

미국의 관세정책과 한국의 현재 탄핵 선고 등을 거친 슈퍼 위크였다. 이에 대조적으로 4월 2주차는 쉬어가는 국면과 함께 각국의 정치 정책적 이벤트들에 대한 해석과 향후 전망을 소화하는 시기가 될 것이다. 미국의 3월 CPI와 PPI는 10일과 11일에 연속적으로 발표할 예정이다. 4~5월의 물가 및 실물 지표는 6월 연준의 금리 인하를 테스트할 수 있는 시금석 역할을 할 것이기에 중요하다. 트럼프 대통령을 향한 각국의 협상 카드 중에서 선택받는 것에 대한 시장의 관심도 높아지겠다. 이를 통해 대미국 공략법에 대한 힌트를 얻을 지가 관건이다.

트럼프의 협상을 통해 살펴봐야
하는 힌트

그림 1. 자산별 주간 수익률



자료: Bloomberg, 부동산원, 인포맥스, 상상인증권 리서치센터

1. 주식

트럼프의 상호 관세 정책이 지배했던 글로벌 증시

**국내 증시는 정치적 불확실성의
완화에도 상호 관세 충격에 하락장
시현**

KOSPI는 전주대비 -2.79% 하락한 2,486.7pt를 기록하였다. KOSDAQ은 전주대비 -1.48% 하락한 683.49pt를 기록하였다. 금주 한국 증시는 트럼프 2기 행정부의 상호 관세 발표를 앞두고 불확실성에 따른 위험자산 선호심리가 강화되면서 주 초반 하락세로 출발하였다. 여기에 미국발 스태그플레이션 우려 증대 및 공매도 재개가 같이 부각되면서 증시에 작용하는 하방 압력은 더욱 증대되었다. 이후 헌법재판소의 대통령 탄핵 심판 선고 일자가 결정되면서 정치적 불확실성이 일부 완화되며 반등하기도 했으나, 외국인 투자자들의 순매도세는 지속되면서 전반적인 하락세는 지속되었다. 2일(수) 발표된 트럼프 대통령의 상호 관세 정책 역시 예상보다 더 강경하고 높은 세율이 이루어지면서 투자 심리는 위축되면서 한국 증시는 2,500pt선이 무너지면서 전주대비 하락 마감하였다. 다만 상호 관세가 적용되지 않거나 관세의 영향이 제한적인 바이오, 조선, 방위 산업 등을 위주로 상승세가 나타난 점은 증시의 주간 하락폭을 일부 축소시켰다.

업종별로는 조선(+5.0%), 자본재(+2.2%), 헬스케어(+0.6%) 등에서 전주대비 상승 마감하였다. 반면 IT가전(-9.9%), 화학(-9.8%), 에너지(-7.3%) 등에서 전주대비 하락 마감하였다.

**미국 증시는 스태그플레이션
우려가 부각되면서 5년 만에 가장
큰 낙폭 기록**

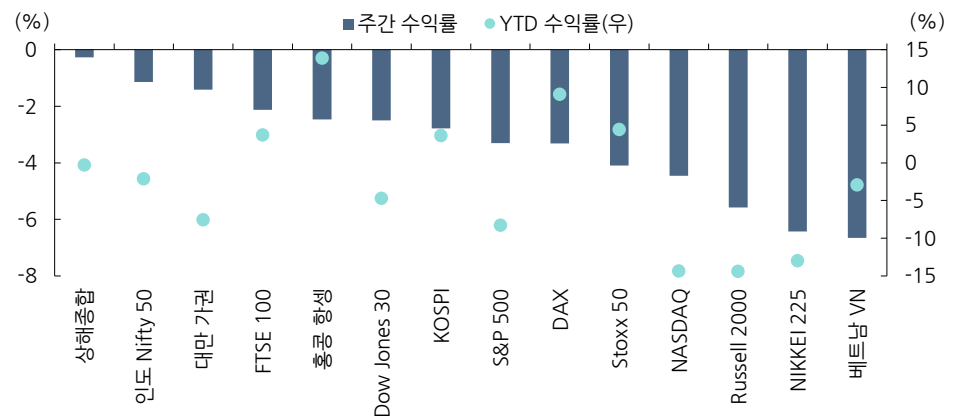
S&P 500 지수는 전주대비 -3.30% 하락한 5,396.52pt를 기록하였다. 다우존스 지수는 전주대비 -2.50% 하락한 40,545.93pt를 기록하였다. NASDAQ은 전주대비 -4.46% 하락한 16,550.61pt를 기록하였다. 금주 미국 증시는 4/2(수) 발표된 트럼프 행정부의 상호 관세 정책의 여파가 증시 전반에 하방 압력으로서 작용하면서 하락세가 나타났다. 발표 이전에는 어느 정도 관세 정도가 조절될 것이라는 기대감에 증시가 주 중반 반등할 때도 있었으나, 실제로는 예상보다 관세 정책이 더욱 강경하다고 평가받으면서 4/3(목) 주요 3대 지수 모두 5년 만에 가장 큰 하락폭을 기록할 만큼 투심을 위축시켰다. 다만 관세로 인한 물가 상승 및 경기 침체 우려에 필수소비재 업종들을 중심으로 동반 상승세가 나타나 증시 낙폭을 일부 축소했다. 업종별로는 식품/생필품(+2.7%), 음식료/담배(+2.4%), 가정/개인용품(+2.1%) 등에서 전주대비 상승 마감하였다. 반면 내구재/의류(-8.5%), 반도체(-7.9%), 은행(-7.5%) 등에서 전주대비 하락 마감하였다.

**중국 증시는 제조업 경기 회복에도
예상보다 큰 상호 관세 소식에
투심이 위축되며 하락장 시현**

상해종합지수는 전주대비 -0.28% 하락한 3,342.01pt를 기록하였다. 홍콩 항셍 지수는 전주대비 -2.46% 하락한 22,849.81pt를 기록하였다. 금주 중국 증시는 주 초반 2일(수) 예정된 미국 상호 관세와 관련한 경계 심리에도 불구하고, 3월 차이신 제조업 PMI가 4개월 만에 가장 높은 수치를 기록하면서 제조업 경기가 회복될 것이라는 기대감에 상승 출발하였다. 하지만 이후 트럼프 행정부가 상호 관세 정책을 발표하면서 중국의 경우 기존 20%에 34%를 더해 총 54%의 관세를 부과할 것이라는 소식이 전해지면서 증시의 투심은 급격하게 위축되었다. 이러한 관세로 인해 회복되고 있던 제조업 경기가 다시 위축될 수 있다는 우려는 증시 전반에 하방 압력으로 작용했고, 결국 중국 증시는 전주대비 하락 마감했다.

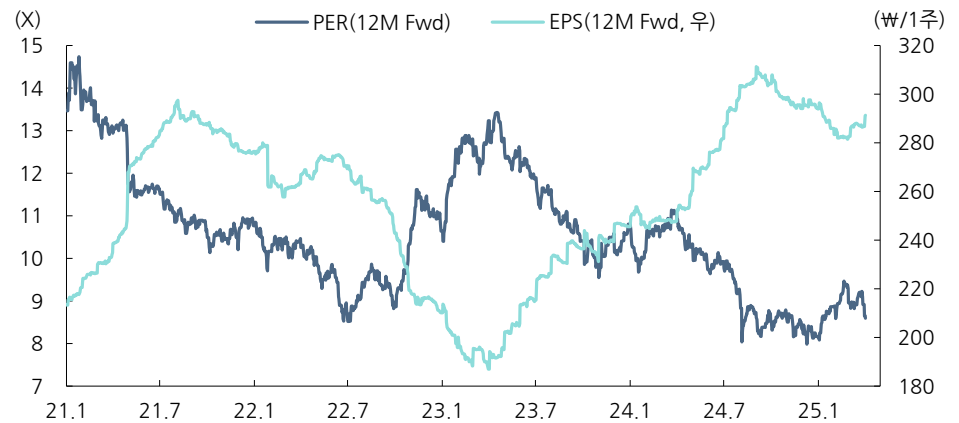
업종별로는 유틸리티(+2.6%), 커뮤니케이션(+0.8%), 헬스케어(+0.8%) 등에서 전주대비 상승 마감하였다. 반면 경기소비재(-2.7%), 소재(-2.6%), 산업재(-1.9%) 등에서 전주대비 하락 마감하였다.

그림 1. 증시별 주간/YTD 수익률



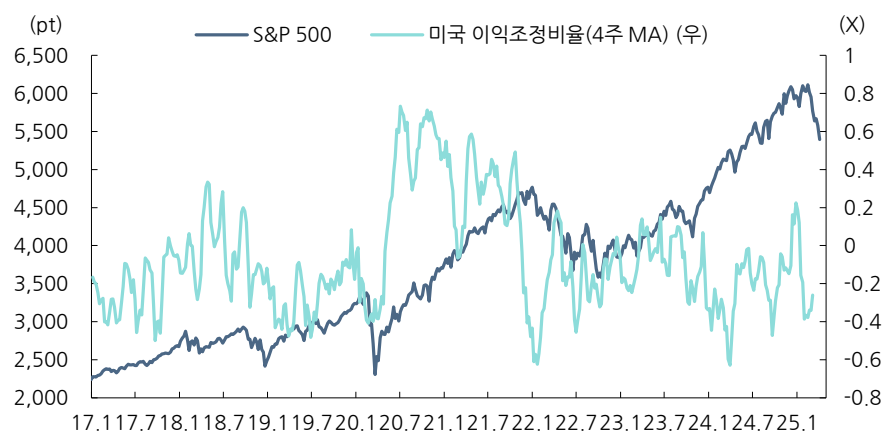
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 2. KOSPI 12M Fwd PER, EPS



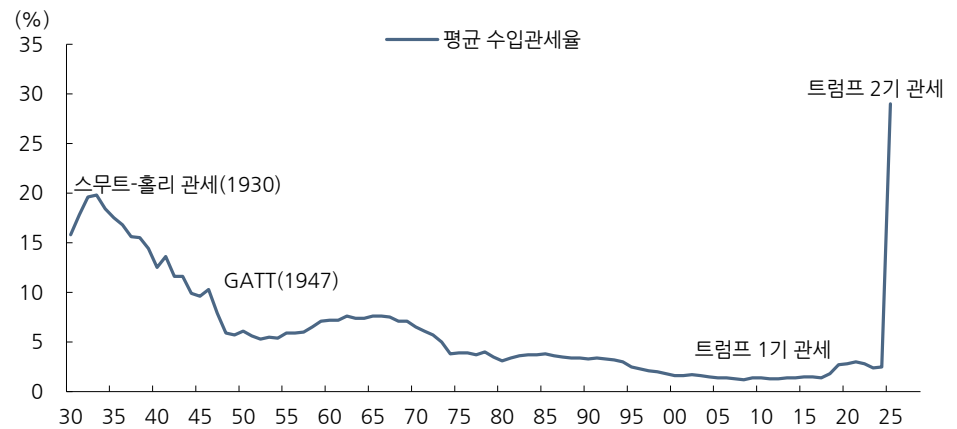
자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

그림 3. S&P 500 주가 추이 및 이익조정비율(4주 MA) 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 4. 미국 평균 수입관세율 추이



자료: Tax Foundation, 상상인증권 리서치센터

표 1. 트럼프 상호관세 차트

국가명	미국에 부과하는 관세	미국의 상호관세
중국	67%	34%
유럽연합(EU)	39%	20%
베트남	90%	46%
대만	64%	32%
일본	46%	24%
인도	52%	26%
대한민국	50%	25%
태국	72%	36%
스위스	61%	31%
인도네시아	64%	32%
말레이시아	47%	24%
캄보디아	97%	49%
영국	10%	10%
남아공	60%	30%
브라질	10%	10%
방글라데시	74%	37%
싱가포르	10%	10%
이스라엘	33%	17%
필리핀	34%	17%
칠레	10%	10%
호주	10%	10%
파키스탄	58%	29%
터키	10%	10%
스리랑카	88%	44%
콜롬비아	10%	10%

자료: White House, 상상인증권 리서치센터

관세 협상 기대감보다 미국 스태그플레이션 우려가 더 부각될 글로벌 증시

차주 한국 증시는 정치적 불확실성 해소에도 상호 관세 여파에 하락세가 지속될 것

•**Positive:** 트럼프의 상호 관세로 인한 투심 약화가 한동안 지속될 것으로 보이나, 어느 정도 국가별 협상을 통해 관세율을 낮출 수 있는 가능성이 있다는 점을 고려하면 단기 조정장으로 마무리될 것으로 전망한다. 오히려 탄핵이 확정됨에 따라 국내 정치적 불확실성이 감소하면서 환율 변동성이 완화되고 외국인들의 투심이 회복될 것이라는 기대감은 관세로 인한 하방 압력이 다소 제한적인 조선, 바이오, 엔터 등의 테마에 추가 상승 모멘텀을 제공할 것이다.

•**Negative:** 예상보다 높게 발표되었던 트럼프 2기 행정부의 관세 정책은 관세 대상에서 제외되거나 영향력이 제한적인 바이오, 엔터/미디어, 조선 등을 제외하고 대부분의 업종에 하방 압력으로 작용할 것이다. 트럼프 2기 행정부에서의 미국의 수입관세율이 대공황 이전 스무트-홀리 법안으로 인한 관세율보다 높다는 점을 고려하면, 향후 글로벌 경기 침체로 인한 투심 약화 가능성도 무시할 수 없는 요소이다. 여기에 고관세 등 보호무역주의가 미국에 국한되는 것만이 아니라 타 주요 지역/국가들로 자신들의 산업, 기업을 보호하기 위해 전파될 경우, 현재 경기 둔화로 위축된 한국 수출이 경기소비재들을 중심으로 보다 부진할 가능성이 높다.

차주 국내 증시는 정치적 불확실성이 해소되었음에도, 트럼프 2기 행정부의 상호 관세 및 그에 따른 무역 불확실성 증대 부담으로 인한 하방 압력이 지속되면서 하락장 지속이 예상된다.

차주 미국 증시는 상호 관세에 따른 스태그플레이션 우려가 강해지며 하락장 전망

•**Positive:** 상호 관세 여파에도 트럼프 행정부가 관세 부과 이후 협상을 통한 관세율 조정이라는 전략을 제시한 만큼 차주에도 큰 폭의 하락세가 나타날 가능성은 제한적이다. 오히려 특정 국가가 협상을 통해 관세율 인하에 성공할 경우 안도 심리에 따른 투심 회복도 기대할 수 있다. 그리고 경기 침체 가능성이 재부각될 경우 미 연준의 금리 인하 시점이 앞당겨질 수 있다는 점도 호재로 작용할 것이다.

•**Negative:** 상호 관세 정책이 단순한 공식에 따라 계산되었다고 평가되면서 트럼프 행정부에 대한 정책적 믿음이 줄어들고 있는 가운데, 이는 오히려 차주 미국 CPI 발표를 앞두고 계속해서 우려되었던 미국 경제의 스태그플레이션 가능성을 높이고 있는 점은 위험자산 선호심리를 약화시킬 것이다. 특히 그동안 증시의 상승세를 주도해왔던 기술주들의 투심 약화가 부각되고 있는 점은 차주 미국 증시에 대한 비관적 전망을 지지한다.

차주 미국 증시는 상호 관세 여파가 지속되면서 하락장이 지속될 것으로 전망한다. 일부 관세 수혜 업종들을 중심으로 상승세가 나타날 수 있겠으나, 증시에 미치는 영향은 제한적일 것이다.

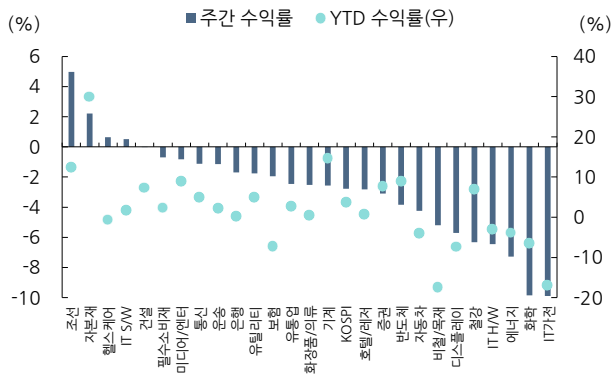
차주 중국 증시는 기술주들의 상승세에도 상호관세 여파로 하락세 시현 전망

•**Positive:** 미국의 중국에 대한 수출 규제가 강화되고 관세율이 높아질수록 내수를 부양하고 기술 분야에서의 중국의 자립을 위한 정책들이 나타날 것이며, 이는 중국 증시 전반, 특히 기술주들에 상승 모멘텀을 제공할 것이다. 또한 현재의 고관세가 지속되기 보다는 무역 협상이 이루어진 다음 완화될 것을 고려 시 어느 정도의 조정 이후 다시 반등세를 기대할 수 있다.

•**Negative:** 미국이 중국에 총 54%에 달하는 고율의 관세를 부과하면서 중국 역시 미국에 대한 보복 조치에 나설 것으로 예상되는 점은 전반적인 불확실성을 높이면서 중국 증시에 대한 하방 압력으로 작용할 것이다. 특히 제조업 경기가 회복되고 있는 시점에서 중국 제품에 대한 고관세가 부과되는 점은 중국 기업들의 수익성 악화를 야기하면서 실적 성장 모멘텀을 제약한다. 또한 아직까지는 향후 발표될 부양 정책들은 부재한 것을 고려하면 정부 당국의 추가적인 정책이 없을 경우 증시의 상단은 제한될 것이다.

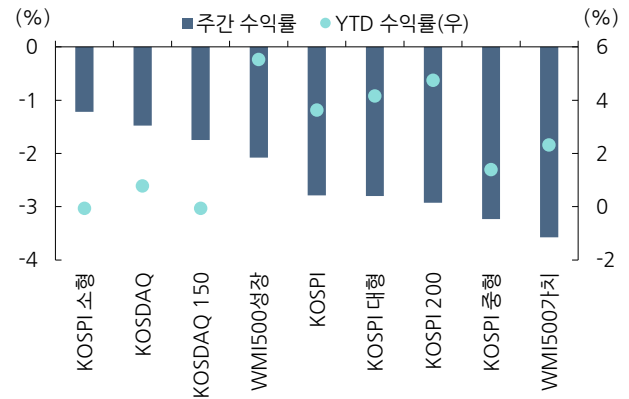
차주 중국 증시는 정부 정책의 효과 및 기술주에 대한 견고한 투심 지속에도 불구하고 미국의 상호 관세 소식의 여파로 인해 한동안 조정장을 시현할 것으로 전망한다.

그림 5. KOSPI 업종별 수익률



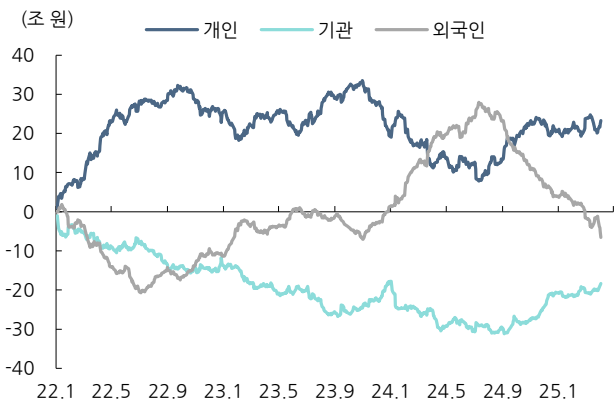
자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 6. KOSPI 스타일별 수익률



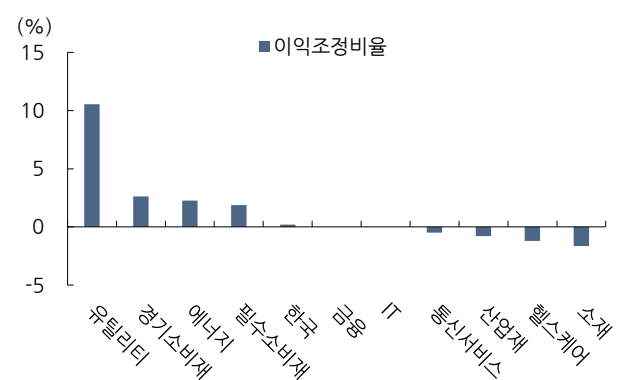
자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 7. 국내 증시 투자자별 누적 순매수금액 추이



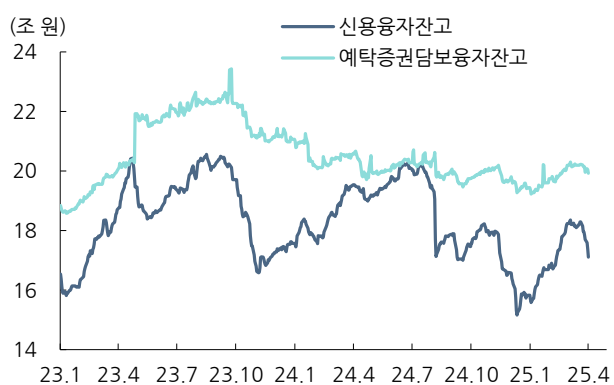
자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 8. 한국 증시 업종별 이익조정비율



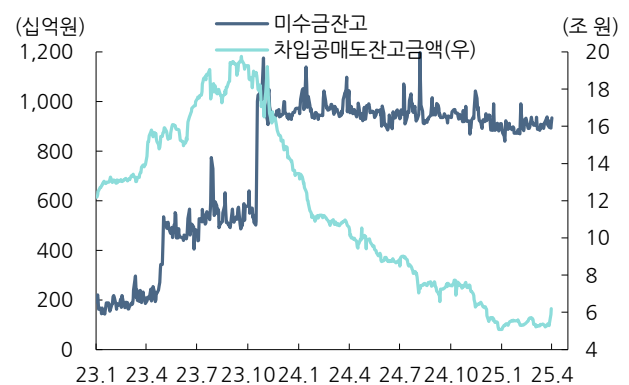
자료: Refinitiv, 상상인증권 리서치센터

그림 9. 한국 증시 신용융자잔고 및 예탁증권담보용자잔고 추이



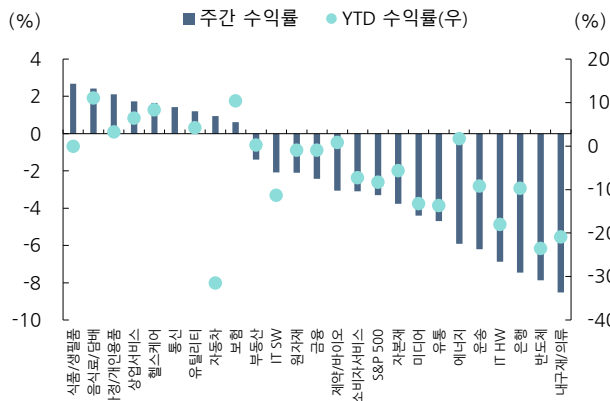
자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 10. 한국 증시 미수금잔고 및 차입공매도잔고 추이



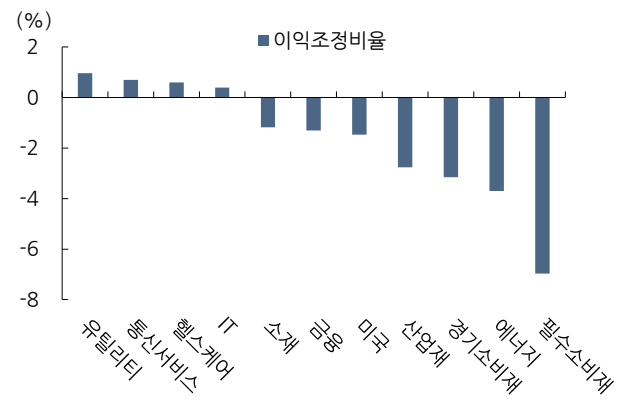
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 11. S&P 500 업종별 수익률



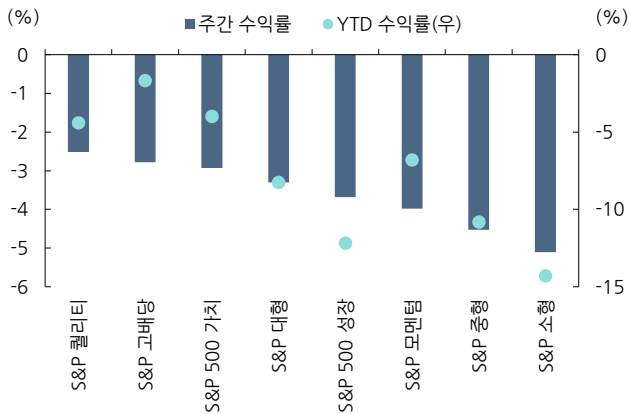
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 12. S&P 500 업종별 이익조정비율



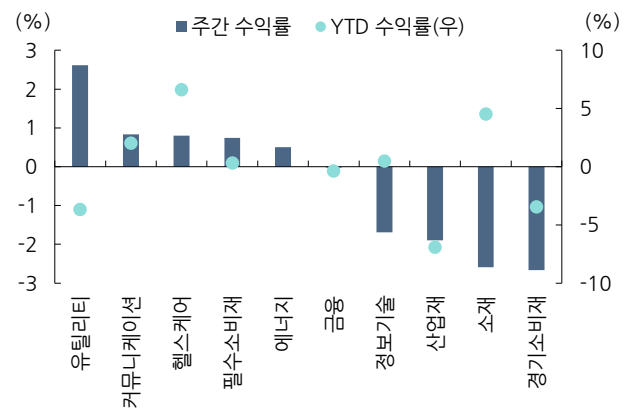
자료: Refinitiv, 상상인증권 리서치센터

그림 13. S&P 500 스타일별 수익률



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 14. 상해종합지수 업종별 수익률



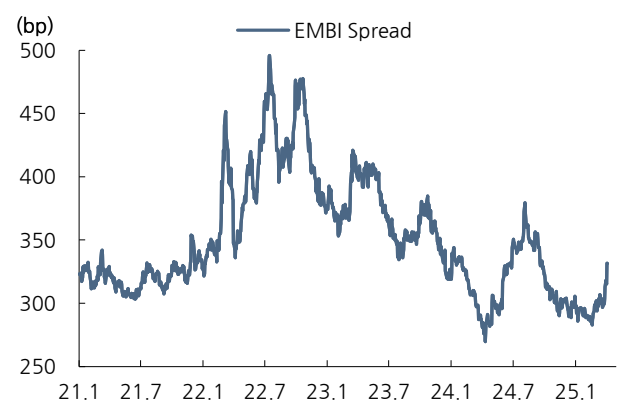
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 15. 아시아(일본 제외), 한국의 PER 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

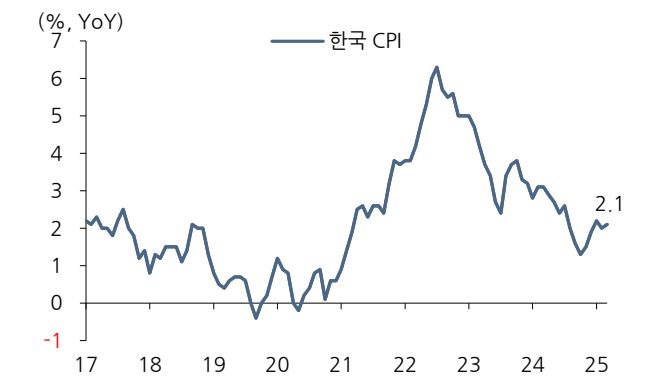
그림 16. EMBI Spread 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

경제지표해설

그림 1. 한국 3월 소비자물가지수



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

- 2025년 3월 소비자 물가 동향에 따르면 같은 달 소비자물가지수 (CPI)는 116.29(2020년 = 100)를 기록
- 이는 전년 동기 대비 2.1% 상승한 것으로 주요 품목 중 수산물 (+4.9%), 전기·가스·수도(+3.1%), 가공식품(+3.6%) 등 먹거리·서비스 품목이 상승세 요인
- OECD 기준 근원 물가 지표인 식료품 및 에너지 제외 지수는 YoY +1.9%, 농산물과 석유류를 제외한 지수는 YoY +2.1%를 기록
- 최근 환율 급등 및 미국의 관세 정책이 물가 상승 압력을 자극하며 3개월 연속 2%대를 기록

그림 2. 미국 3월 ISM 제조업 PMI



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

- 미국 공급관리자협회(ISM)에 따르면 3월 제조업 구매자관리지수 (PMI)가 전월 대비 1.3포인트 하락한 49.0으로 집계
- 이는 다우존스가 집계한 전문가 전망치(49.5)를 밑도는 수치로 제조업 PMI는 지난해 12월(49.2) 이후 3개월 만에 50 이하로 하락하며 위축 국면을 시사
- 트럼프 미 행정부의 관세 시행을 앞두고 주문을 앞당겨 재고를 축적하고 있음을 고려할 때 공급업체 배송 및 재고 확대는 일시적인 현상이라는 분석. 다만, 관세 시행 우려에 따른 소프트웨어 등들의 하락세가 이어지는 흐름

그림 3. 중국 3월 차이신 서비스업 PMI



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

- 중국의 체감경기를 반영하는 차이신 서비스업 구매관리자지수 (PMI)가 3월 51.9로 전월 51.4에서 0.5 포인트 상승, 3개월 만에 최고치를 기록
- 앞서 1일 발표된 3월 차이신 제조업 PMI는 전월보다 0.4 포인트 상승한 51.2로 6개월 연속 경기 확대를 시사.
- 이번 발표는 중국 경제 성장에 고무적인 신호로 해석, 스탠다드차타드는 중국의 1분기 국내총생산(GDP) 성장률 전망치를 4.8%에서 5.2%로 상향 조정

2. 채권

국내 채권시장 상호 관세 발표 및 탄핵심판 영향에 강세

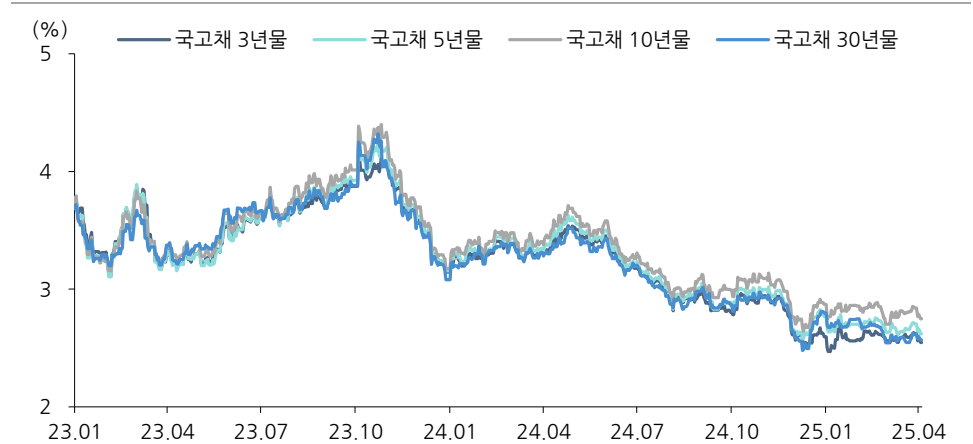
상호관세 발표에 경기 우려 확대

금주 국내 채권시장은 강세장을 시현했다. 주 초반부 미국발 경기 침체 우려에 안전자산 선호 심리가 강화된 점이 외국인 투자자들의 국채선물 순매수세를 유도하며 채권시장은 강세장을 시현했다. 주 중반부 대통령 탄핵심판 선고 기일 결정 소식에도 불구하고 트럼프 행정부의 상호 관세 발표를 앞두고 경계 심리가 지속되며 채권시장은 약세장을 시현했다. 주 후반부 상호 관세 발표 및 탄핵심판 선고를 앞두고 관망세가 이어지는 가운데 외국인의 국채선물 순매수세가 지속되며 채권시장은 강세장을 시현했다.

미국채 시장 상호 관세 발표에 따른 안전자산 선호 심리 강화에 강세

금주 미국 채권시장은 강세장을 시현했다. 주 초반부 트럼프 행정부의 보편 관세 부과 논의 소식에 안전자산 선호 심리가 강화되며 채권시장은 강세장을 시현했다. 주 중반부 ISM 제조업지수 부진 및 경기 둔화 우려에 채권시장은 강세장을 시현했다. 주 후반부 ADP 고용지표 호조에 매도 흐름이 발생했으나 관세 발표 이후 위험자산은 급락, 안전자산 선호 심리가 강화되며 채권시장은 강세장을 시현했다.

그림 1. 주요 만기물별 국고채 금리 추이



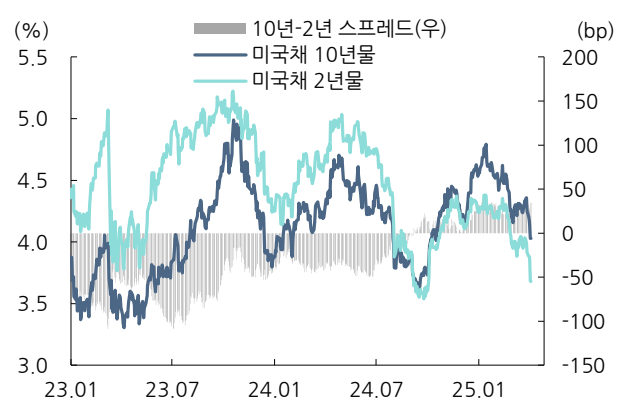
자료: 인포맥스, 상상인증권 리서치센터

그림 2. 미국채 주요 만기물 금리 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 3. 미국채 장단기 금리 및 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

차주 국내 채권시장 보험 예상 완화적 통화정책 이후의 재정정책에 대한 고민 결부

대선 국면 진입에 따른 강세장 이후의 숨고르기

차주 국내 채권시장은 보험세를 예상한다. 헌법재판소의 대통령 탄핵 인용으로 차기 대선 구도로 진입하게 된다. 60일 이내 대선을 치르게 되기에 향후 대선 후보의 당선 가능성에 의한 변동성 국면이 펼쳐질 가능성이 높다. 여야 막론하고 새 정권이 집권하게 되므로 경기 침체를 막기위한 부양책이 나올 것이다. 이는 단기적으로 완화적 통화정책에 대한 기대감으로 이어지면서 강세장을 연출 중이다. 다만, 차주에는 재정정책에 대한 판단도 결부되면서 숨고르기가 될 것으로 판단한다.

스태그플레이션 우려 급등 연준의 금리 인하 전망 횡수 확대

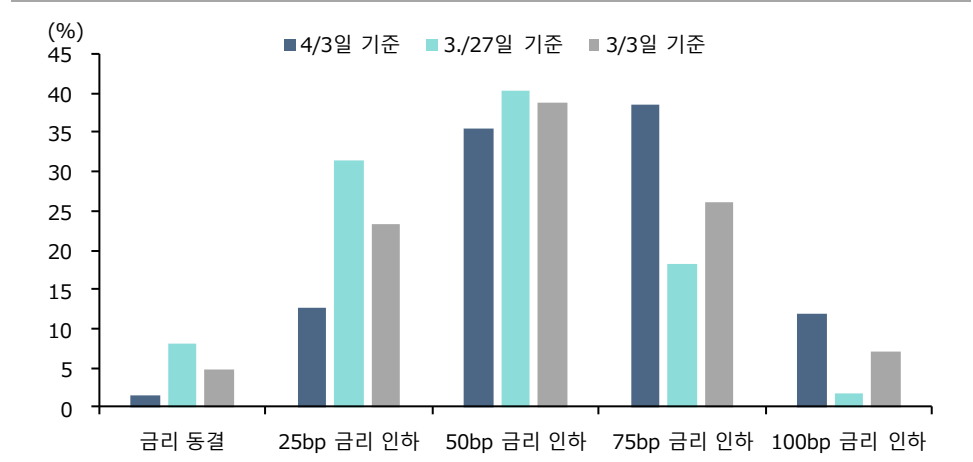
미국의 스태그플레이션 현실화 가능성은 높다고 판단하지 않음에도 그 불안감은 커지고 있는 것이 현실이다. 성장의 하향 조정은 연준의 기준금리 인하를 가속화시킬 대목이다. 반면, 인플레이션의 상승은 금리 동결 또는 인상을 지지하나, 최근의 상황은 통상정책에 근거하기에 연준의 금리 인상 가능성은 떨어진다. 되려, 경기 하방 압력을 막기 위한 완화적 통화정책과 함께 미국의 통상 정책을 누그러뜨리기 위한 타 정책적 노력이 필요하겠다. 연준의 금리 인하 가능성은 확실히되고 있고, 현재 9월 FOMC까지 총 3회 인하 가능성은 약 40%에 근접했다.

그림 4. 미 국채 장단기물 금리 스프레드와 미 달러 인덱스



자료: 인포맥스, 상상인증권 리서치센터

그림 5. 향후 6개월 이내 연준의 기준금리 인하 가능성 추이



자료: CME, 상상인증권 리서치센터

3. 외환

관세 소화하며 약달러 전환

미 달러화,
103pt로 하락

미 달러화는 101pt수준까지 하락하면서 주간 기준 약달러를 시현하였다. 금주는 미 ISM 제조업 PMI와 상호 관세 등 이벤트가 다양하게 포진되어 있어 변동성이 커지는 주간이었다. ISM 제조업 PMI는 시장 예상치를 하회하는 흐름이 나타났다. 구인건수도 감소하며 스태그플레이션 우려가 커지는 중이다. 더불어 주 후반 트럼프의 상호관세 발표이후 미국 경기 둔화에 대한 우려가 커지면서 달러화는 주간 기준 약세장을 시현하였다.

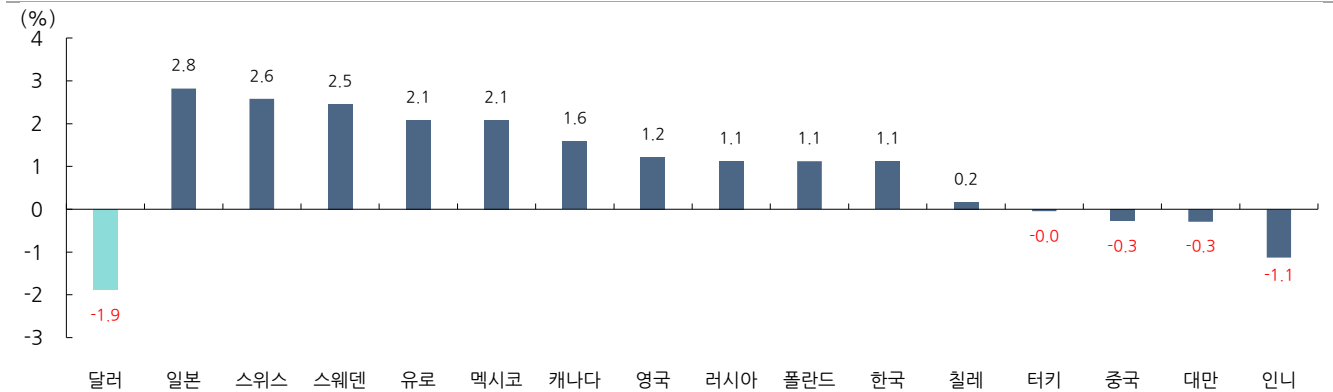
달러 원 환율,
1,440원 하락

달러 원 환율은 1,440원 레벨에서 전주 대비 통화가치는 강세 마감하였다. 미국의 관세 발표에 대한 경계 속에서 대통령 탄핵 선고 기일이 확정됨에 따라서 불확실성 해소 기대감에 소폭 레벨을 낮추었다. 더불어 상호관세 발효 이후 달러 약세가 시현됨에 따라 달러원 환율도 약세 전환되었다. 추가적으로 탄핵 만장일치 인용되면서 달러원 환율은 급락하는 모습이다.

엔화
147엔대 하락

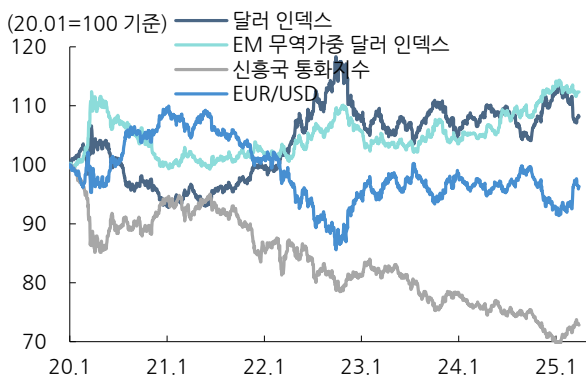
달러 엔 환율은 145엔 수준에서 주간 기준 통화 강세를 시현중이다. 주 초반 미국 스태그플레이션 우려로 인해 미 국채 금리가 하락하면서 엔화 가치가 상승 출발하였다. 이후 트럼프 대통령의 관세 발표가 진행되었다. 미 국채 금리가 관세 발표 이후 급락함에 따라서 일본 엔화 가치가 급절상되는 모습이다.

그림 1. 주간 달러 대비 주요국 통화 가치 등락률



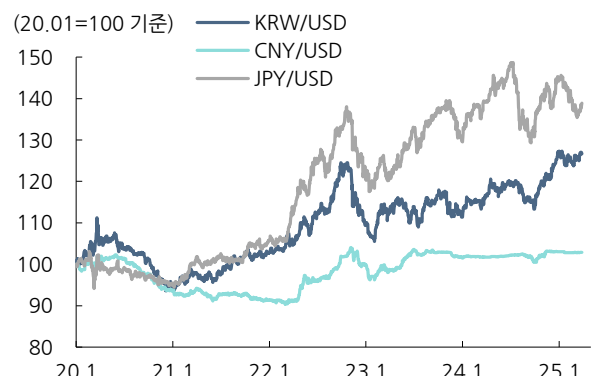
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 2. 글로벌 환율 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 3. 아시아 통화 환율 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

3월 미 헤드라인 CPI, 2.6~2.7% 예상.

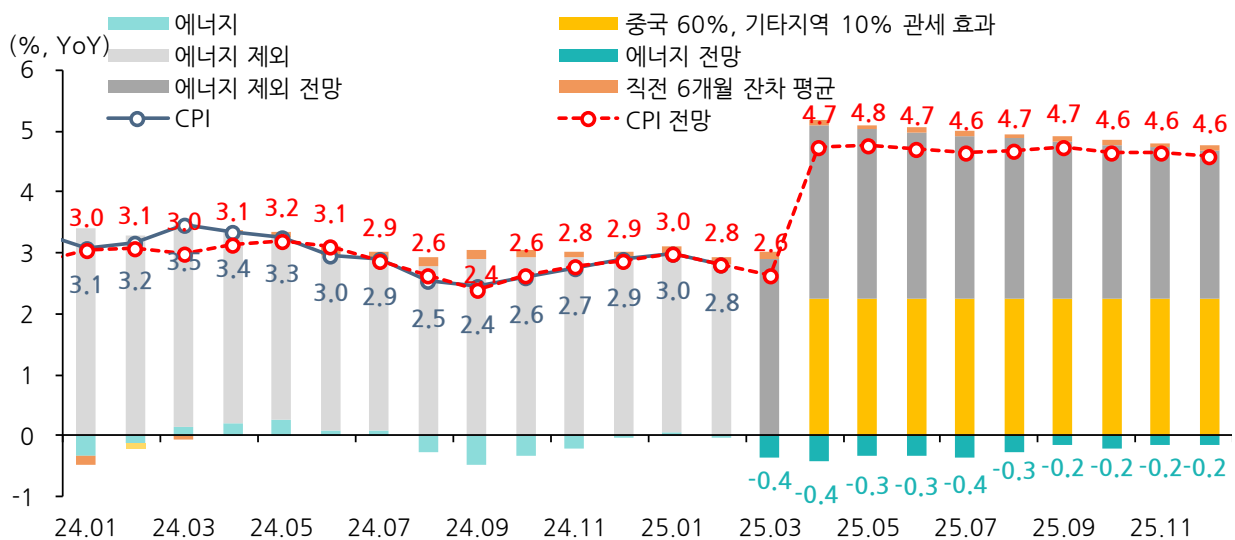
차주 외환시장 이벤트 한 트릭 변동성 확대된 주간

차주 목(4월 10일) 3월 물가지표가 발표 예정이다. 시장 컨센서스는 2.6% 전후로 집계 중에 있다. 금번 물가지표는 관세발 스태그플레이션을 우려중인 시장에서 주목도가 높아질 것으로 판단한다. 이미 경기 둔화 우려를 반영하여 달러 및 미 국채 장기물 금리의 하향 조정이 기민하게 나타나고 있기 때문이다. 3월 미 헤드라인 CPI의 시장 컨센서스는 2.6% 전후로 집계 중에 있다. 당사 모델이 예측한 2025년 3월 CPI는 2.64%(YoY)로, 시장 예상치에 어느정도 부합하거나, 소폭 높은 수준의 물가가 예상된다. 따라서 물가에 대한 눈높이를 높여서 보는 것이 맞겠다.

관세로 인한 달러 강세 주의보

다만 2분기 이후 물가는 다른 국면으로 접어드는 상황이다. 트럼프 대통령의 상호 관세가 발표되었다. 4/5부터 모든 국가에 대한 보편관세와, 4/9부터 대미무역 흑자국에 대한 상호관세를 적용하기로 하였는데, 특히 중국은 기존 20% 관세에 34%가 추가되어 54%의 관세가 적용되는 상황이다. 보스턴 연준이 가장 강한 관세 시나리오로 제시한 전세계 보편관세 10%, 중국에 60% 관세보다 더 강한 관세 정책이 실행될 것으로 보인다. 보스턴 연에서 제시한 시나리오(보편관세 10%, 중국 60%)에서 Core PCE 물가 영향력은 최대 2.23%p로 추정되었다. 이를 당사 CPI 전망 모델에 단순 합산할 시 4월부터 미 헤드라인 CPI는 5%대 근접하게 된다.

그림 2. 2025년 미국 헤드라인 CPI 경로 추정



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

주: 에너지 가격 전망은 3월은 실제 평균 유가, 이후는 당사 유가 전망(25년 평균 \$67/bbl. 완만한 하락)반영

에너지 외 물가는 직전 3개월 추세가 이어짐을 가정. 직전 6개월 잔차를 합산

4월 이후 관세 부과 영향력은 보스턴 연의 시나리오(보편관세 10%, 중국 60%)상 최대 물가 영향력인 2.23%p를 단순 합산

4. 원자재

국제유가,
관세, 지정학, 경기, 재고 종합
반영하며 상승 마감.

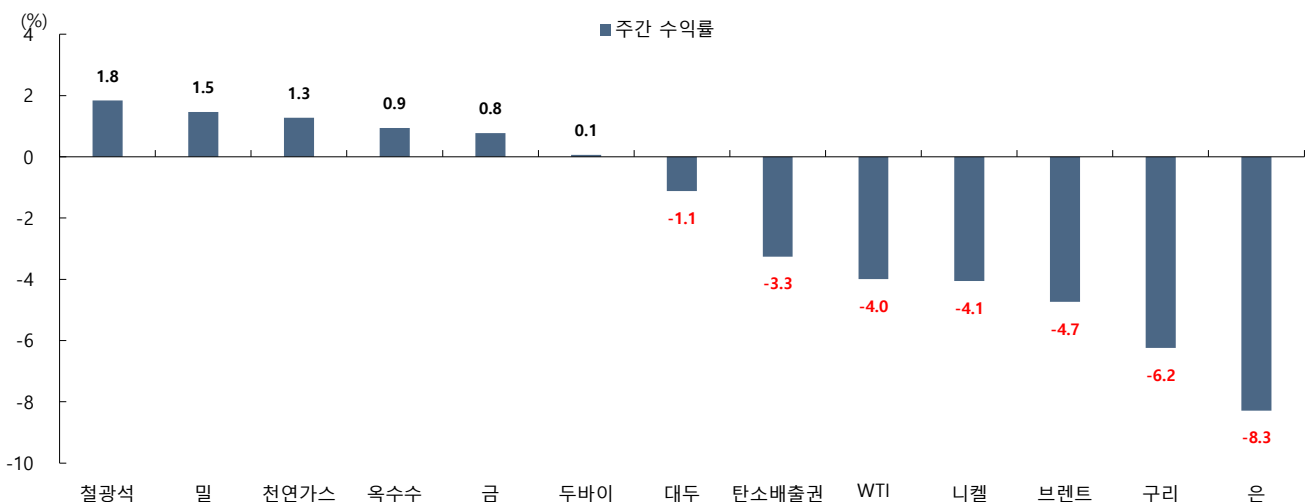
금 또 최고치 경신

WTI 근월물 가격은 변동성을 보인 끝에 소폭 상승 마감한 한 주였다. 주 초반 유가는 미국의 상호 관세 발표를 앞두고 트럼프 대통령의 러시아 규제 가능성이 제기되면서, 지정학적 긴장에 따른 공급 차질 우려가 부각된 결과 급등하는 모습을 보였다. 그러나 상호 관세 부과 및 ISM 제조업 지표 둔화 소식이 전해지면서, 글로벌 경기 불안감과 이에 따른 원유 수요 감소 우려가 커진 영향으로 소폭 하락했다. 주 후반에는 EIA 주간 원유 재고가 예상보다 큰 폭으로 증가했음에도 유가는 다시 상승세를 나타냈다. 이는 재고 증가가 관세 부과를 앞두고 캐나다산 원유 수입이 일시적으로 급증한 데 따른 것으로 해석되었기 때문이다. 이러한 해석은 오히려 잠재적인 공급 불안 요인으로 작용하며 유가 상승을 지지했다. 결론적으로 이번 주 WTI 유가는 압박한 관세 부과를 둘러싼 공급 측면의 우려와 경기 둔화에 따른 수요 측면의 불안감이 혼재하며 변동성을 나타냈으나, 주간 기준으로는 공급 불안 심리가 소폭 우위를 보이며 상승 마감했다.

금 가격,
3,100달러 안착

금 가격은 전주대비 상승세를 시험하였다. 지난주 온스당 3,000달러 선을 넘어선 이후, 이번 주에도 3,100달러 선 부근에서 견조한 흐름을 보이며 상승 동력을 유지했다. 이번 주 금 가격 상승의 주된 요인은 미국의 상호 관세 발표 압박에 따른 불확실성 증대였다. 이로 인해 글로벌 금융시장의 안전자산 선호 심리가 크게 부각되었고, 투자자들의 매수세가 금으로 몰리면서 가격 상승을 견인했다. 주 중반 최근 급등에 따른 차익 실현 매물이 출회되면서 소폭의 조정을 겪기도 했으나, 관련 불확실성이 지속되면서 안전자산으로서 금의 매력은 다시 부각되어 주 후반 상승 마감했다. 전반적으로 안전자산 선호 심리가 금 가격 강세를 이끈 한 주였다.

그림 1. 주요 원자재 주간 수익률



자료: Bloomberg, 상승인증권 리서치센터

미국 Shale BEP 업데이트

트럼프 행정부가 원하는 유가(WTI)
65~75달러 예상

델러스 연준의 2025년 1분기 에너지 서베이가 집계되었다. 델러스 연준은 2016년부터 매년 1분기 서베이에서는 미국 주요 지역별 기존 유정 유지 및 신규 유정 시추를 위한 BEP 유가를 조사한다. 기존 유정의 BEP 유가는 평균 50달러를 넘지 않기 때문에 사실상 신규 유정 시추 BEP가 셰일 증산의 BEP로 판단해도 무방하다. 지역 별 응답 수로 가중평균한 2025년 미국 내 손익분기 유가는 65달러로 응답되었다. 이는 2024년 수치와 흡사하다. 보통 BEP 유가는 기술 혁신이나 행정부의 규제 완화가 없다면 물가 상승률에 비례해서 상승하는 것이 일반적이다. 다만 이번 BEP의 유지는 트럼프 행정부의 규제 완화에 대한 기대감이 반영된 것으로 보인다. 연평균 유가에서 BEP 유가를 차감하면 신규 유정 시추시 셰일 기업들의 수익성을 가늠해 볼 수 있다. 2025년 1~3월까지의 평균 유가에서 BEP 유가를 차감했을 때 \$6.7/bbl 수준의 수익성이 계산된다. 즉, 충분히 신규 시추가 가능한 유가 수준이라는 의미다.

수익성과는 별개로 북미 에너지 투자의 바로미터인 시추기 수(Rig Count)는 480개 전후에서 요지부동이다. 과거 동일 유가 수준과 비교해도 시추기의 절대적인 수는 작다. 규제 해제와 투자 실행의 시차가 존재하기에 즉각적인 증산 반응이 아직까지 부재할 수 있다. 더불어 시추기의 효율성 증가(리그 당 시추 길이)로 인해 시추기 개수의 과소평가가 유발되었을 가능성도 존재한다. 마지막으로 국제 유가를 둘러싼 불확실성(OPEC+의 증산, 러-우 전쟁 휴전 등) 또한 원활한 투자를 저해하는 요인이다. 미국의 시추 활동에서 향후 유가가 안정적으로 BEP를 상회할 것이라는 예상이 중요할 것으로 보여진다.

그림 2. US 지역별 BEP 유가 서베이 응답 및 연평균 유가 추이

지역(단위: \$/bbl)	오바마	트럼프				바이든				트럼프
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Permian (Midland)	-	46	47	48	46	46	51	58	62	61
Eagle Ford	53	48	-	51	46	46	48	56	-	62
Permian (Delaware)	-	48	49	49	52	49	50	61	64	62
Other U.S. (Shale)	55	55	54	49	51	58	69	61	59	63
Other U.S. (Nonshale)	-	53	55	49	50	53	60	63	66	66
Permian (Other)	-	50	52	54	50	53	54	66	70	70
Oklahoma (SCOOP/STACK)	56	47	53	53	-	-	-	-	65	-
Bakken	-	-	50	-	51	-	-	-	-	-
기타 지역	53	-	-	-	-	-	-	-	-	-
US 평균	54	51	52	50	49	52	56	62	65	65
연평균 WTI	43	51	65	57	39	68	94	78	76	72
WTI - US 평균 BEP	-10.3	0.3	12.9	7.0	-10.1	16.3	38.1	15.9	11.2	6.7
Oil Rig(개, 연평균)	411	703	841	774	347	377	574	549	491	483

자료: Dallas Fed, Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

주: 2016년 기타지역은 Other Texas (\$55), Louisiana (\$50)의 평균. 2025년 유가와 Rig는 3월까지의 평균치

5. 부동산

강화되는 관망 심리, 제한적인 거래

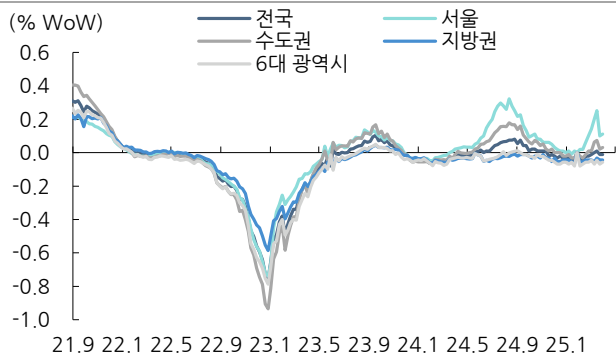
거래는 제한되나 재건축 단지 수요가 유지되면서 흐름 자체는 유지

3월 5주차 전국 아파트 매매 가격지수는 전주대비 -0.01%를 기록했다. 이전 -0.01% 대비 하락폭이 유지되었다. 전세 가격지수는 금주 +0.02%를 기록하면서 다시 이전 +0.02% 대비 상승률이 유지되었다. 재건축 추진 단지를 중심으로 한 수요는 유지되고 있으나, 매수 관망 심리가 되살아나면서 거래가 제한적으로 발생함에 따라 전반적으로 가격 흐름은 유지되는 모습이 나타나고 있다.

여전히 견조한 강남 지역 수요

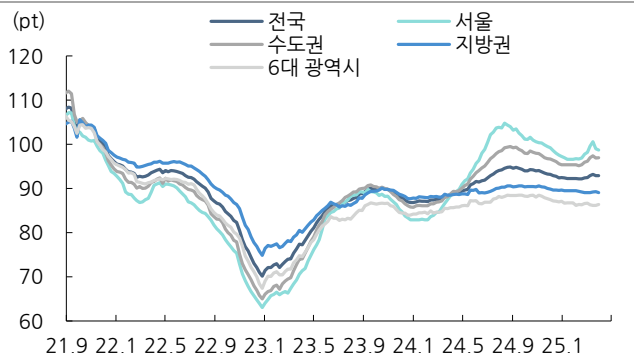
매매시장의 상승 지역은 69개를 기록하며 전주 68개 지역 수 대비 증가했다. 세종시의 등락률은 -0.07%로 매물 적체가 지속되면서 중대형 규모 단지를 중심으로 낙폭이 확대되었다. 한편 강북(+0.06%)의 경우 성동(+0.30%), 용산(+0.20%), 마포(+0.18%) 등의 주요 단지 내 매물들을 중심으로 상승세가 나타났다. 강남(+0.15%)은 송파(+0.28%), 강남(+0.21%), 양천(+0.20%) 내 재건축 추진 단지들을 위주로 상승하면서 전주대비 상승폭 역시 확대되었다. 인천(-0.03)의 경우 연수(-0.13%), 서구(-0.05%), 계양구(-0.02%) 등에서 입주 물량의 영향으로 구축 단지의 하락세가 나타났으나 미추홀(+0.04%), 부평(+0.03%) 등의 주요 단지를 위주로 상승하면서 전주대비 하락폭이 축소되었다.

그림 1. 주간 국내 아파트 매매 가격 지수 등락률



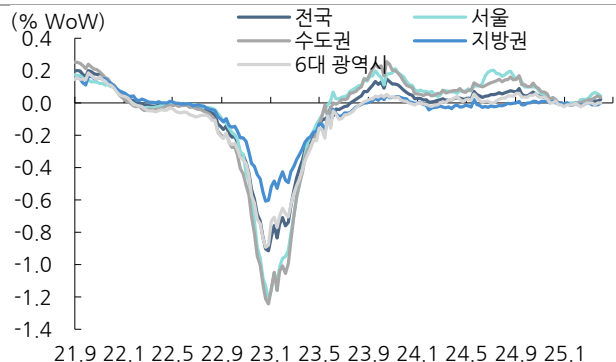
자료: 부동산통계정보시스템, 상승인증권 리서치센터

그림 2. 주간 국내 아파트 매매 수급 지수 추이



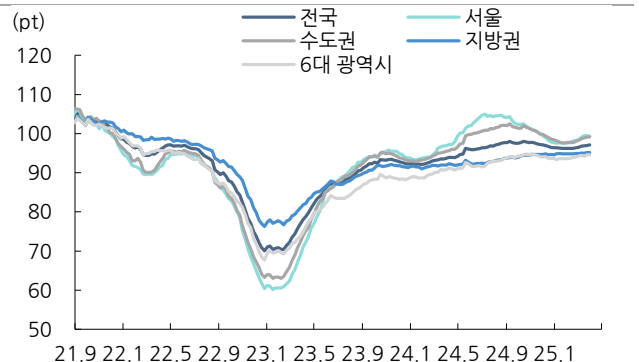
자료: 부동산통계정보시스템, 상승인증권 리서치센터

그림 3. 주간 국내 아파트 전세 가격 지수 등락률



자료: 부동산통계정보시스템, 상승인증권 리서치센터

그림 4. 주간 국내 아파트 전세 수급 지수 추이



자료: 부동산통계정보시스템, 상승인증권 리서치센터

6. ETF

관세의 영향력이 제한적인 업종들의 강세장 지속 전망

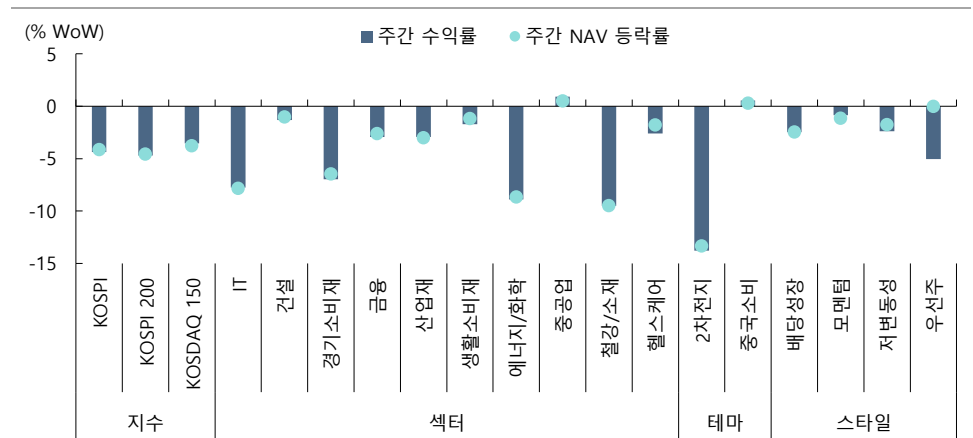
금주 ETF 시장은 트럼프 행정부의 정책 수혜/피해 업종들 간의 흐름 차이가 부각

금주 국내 ETF 시장은 미국의 상호관세 발표 소식에도 불구하고 관세의 영향력이 제한적인 반면 오히려 미국과의 협력이 기대되는 조선 섹터 ETF들의 상승세가 부각되었다. 이에 SOL 조선TOP3플러스(+6.43%), TIGER 조선TOP10(+5.95%) 등이 전주대비 상승했다. 반면 트럼프 2기 행정부의 관세, 환경 정책에 가장 큰 타격을 입고 현재 업황 부진이 장기화되고 있는 TIGER 2차전지소재Fn(-15.08%), TIGER 2차전지테마(-13.78%), KODEX 2차전지산업(-13.63%) 등 2차전지 테마 ETF들은 전주대비 급락했다.

차주 ETF 시장은 상호 관세 여파가 지속되면서 영향이 제한적인 업종들의 상승세 지속될 것

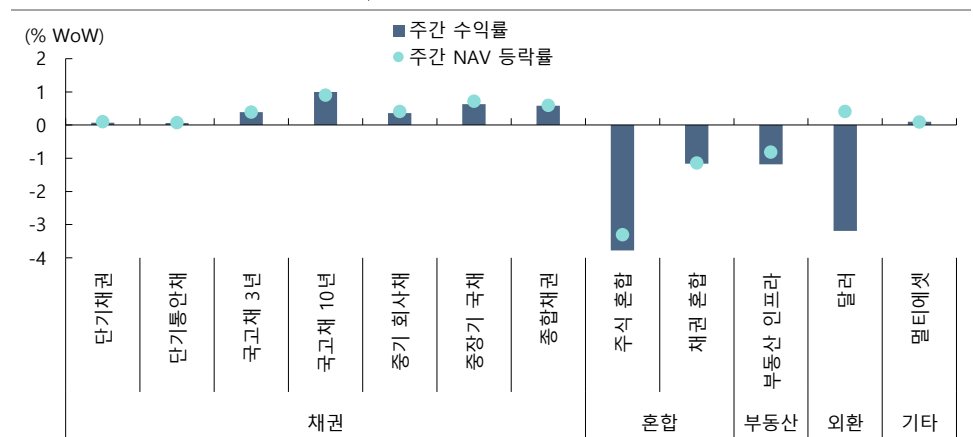
차주 국내 ETF 시장은 트럼프발 상호 관세로 인한 피해가 제한적일 것으로 예상되는 업종들의 상승세가 지속될 것이다. 이에 조선, 방산, 바이오 테마 ETF들의 상승세가 차주에도 지속될 것으로 전망한다. 이에 SOL 조선TOP3플러스(466920), PLUS K방산(449450), KoAct 바이오헬스케어액티브(462900), TIGER 바이오TOP10(364970) 등에 대한 상승 모멘텀이 기대된다. 또한 탄핵 이후 추경이 이루어짐에 따라 내수 회복 수혜가 기대되는 음식료, 유통 섹터 관련 ETF들에 대한 투자 심리 역시 회복될 것이다.

그림 1. 국내 상장 주식형 ETF 주간 수익률, NAV 변화율



자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

그림 2. 국내 상장 FICC ETF 주간 수익률, NAV 변화율



자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

표 1. 미국 상장 대표 주식 ETF 주간 수익률

구분	항목(티커)	AUM (십억 달러)	수익률(%)				유입액(백만 달러)			
			1W	1M	3M	YTD	1W	1M	3M	YTD
대표 지수	S&P 500(SPY)	577.22	-5.36	-7.79	-9.06	-8.15	-7,830.7	-21,162.4	-25,083.8	-24,897.7
	다우 30(DIA)	37.67	-4.19	-6.04	-4.78	-4.40	405.1	394.1	172.3	556.9
	NASDAQ(QQQ)	298.82	-6.43	-9.20	-12.97	-11.72	-3,338.0	-923.1	2,726.9	2,061.0
	러셀 1000(IWB)	37.46	-5.24	-7.74	-9.21	-8.21	-123.5	87.3	-1,400.6	-1,255.0
사이즈	대형주(MGK)	22.85	-6.75	-10.51	-15.03	-13.84	-31.7	-251.9	1.0	87.1
	중형주(IJH)	91.48	-6.22	-7.86	-11.39	-10.54	71.7	493.1	648.3	915.1
	소형주(IWM)	11.04	-7.40	-9.08	-13.47	-12.65	-91.5	-82.3	-451.1	-820.6
스타일	성장(SPYG)	31.06	-6.05	-9.51	-13.51	-12.06	4.2	-1,171.6	-639.0	-533.3
	가치(SPYV)	25.35	-4.38	-5.77	-3.86	-3.57	17.9	414.2	650.1	718.8
	우선(PFFD)	2.22	-2.56	-4.88	-5.14	-2.95	-60.7	-40.4	-54.8	-56.2
	배당성장(SCHD)	70.88	-3.68	-5.04	-1.72	-1.28	321.5	2,096.1	3,814.9	4,040.1
섹터	테크(XLK)	65.04	-7.70	-10.57	-17.05	-15.89	-92.7	-556.4	-370.2	-545.1
	필수소비재(XLF)	52.17	-4.96	-7.50	-1.50	-0.97	-161.9	-380.7	2,413.7	2,052.2
	유틸리티(XLU)	18.08	1.95	0.19	3.11	5.01	195.8	50.2	1,009.3	875.6
	원자재(XLB)	5.41	-4.11	-4.03	0.34	-0.80	104.9	-223.9	-146.3	-221.3
	커뮤니케이션(XLC)	20.41	-6.20	-8.10	-5.19	-4.14	-57.3	-655.9	186.1	341.7
	산업재(XLI)	20.19	-5.30	-6.07	-4.89	-4.20	-176.5	-519.5	-197.9	-643.7
	경기소비재(XLY)	20.27	-6.06	-9.64	-15.20	-14.63	-217.9	-572.4	-600.7	-533.3
	에너지(XLE)	33.56	-6.60	-0.47	-0.07	2.04	139.9	-577.7	-2,596.3	-3,113.8
	헬스케어(XLV)	37.96	-1.27	-3.94	3.40	4.44	-143.5	81.5	-261.8	-227.0
	금융(XLF)	52.17	-4.96	-7.50	-1.50	-0.97	-161.9	-380.7	2,413.7	2,052.2
	부동산(VNQ)	35.02	-2.01	-5.73	-0.58	-0.16	-116.2	47.3	111.3	-63.8
지역	전세계(VT)	41.98	-4.66	-5.47	-4.80	-4.01	1.1	814.0	103.7	199.5
	선진국(VEA)	145.15	-3.38	-2.21	4.82	5.21	385.5	1,403.1	2,244.5	2,486.2
	신흥국(VWO)	82.17	-3.17	0.85	1.21	1.44	5.9	203.4	565.9	568.8
	미국(VTI)	447.05	-5.39	-7.93	-9.61	-8.60	881.7	3,012.0	9,011.5	9,181.9
	중국(MCHI)	6.29	-3.83	1.63	15.69	14.53	0.0	169.4	72.1	72.1
테마	AI(CHAT)	0.24	-8.63	-11.29	-20.55	-17.82	-6.1	-6.1	49.5	53.6
	클라우드(SKYY)	3.18	-9.24	-15.62	-20.53	-18.74	0.0	-95.2	-6.7	-6.7
	로봇(BOTZ)	2.38	-8.77	-12.92	-17.33	-14.74	-24.2	-58.8	54.8	54.8
	2 차전지(BATT)	0.06	-8.71	-5.23	-11.84	-9.43	0.0	-2.6	-5.3	-6.7
	태양광(TAN)	0.74	-2.94	-3.07	-13.66	-8.36	0.0	0.0	-4.0	-4.0
	방위산업(ITA)	6.37	-5.49	-3.28	1.25	1.84	15.3	1.1	-239.1	-217.3
	반도체(SOXX)	10.91	-12.44	-15.20	-23.32	-20.84	28.4	-154.5	-1,380.5	-1,414.8

자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

표 2. 미국 상장 대표 FICC ETF 주간 수익률

자산	항목(티커)	AUM (십억 달러)	수익률(%)				유입액(백만 달러)			
			1W	1M	3M	YTD	1W	1M	3M	YTD
채권	채권통합(AGG)	124.91	1.57	0.54	3.64	3.54	-207.5	-117.4	2,583.1	2,796.5
	국채(GOVT)	26.58	1.76	0.90	3.94	1.49	-597.1	-3,578.8	-3,582.1	-3,319.4
	지방채(SCMB)	0.62	1.61	-0.85	0.17	0.33	12.7	81.3	130.0	137.7
	물가연동(TIP)	14.60	1.45	0.94	4.88	4.82	154.7	504.6	1,019.0	464.3
	회사채(LQD)	30.28	1.38	-0.20	3.31	3.08	847.1	150.5	1,174.9	716.0
	투자등급(VCIT)	51.67	1.34	0.50	3.49	3.33	163.0	1,921.1	2,186.5	2,226.7
	하이일드(JNK)	7.66	-1.01	-2.03	-0.50	0.00	-19.2	-743.5	88.1	-141.2
	신흥국(EMB)	13.73	0.01	-1.26	1.81	2.34	-117.4	-733.3	109.1	-284.5
	월배당(BND)	127.90	1.51	0.53	3.64	3.55	278.9	1,186.3	4,026.4	4,551.1
	미국채 30년 3X(TMFB)	5.36	10.95	-2.58	15.52	15.11	-115.8	-223.8	-609.8	-539.9
	미국채 커버드콜(TLTW)	1.15	2.75	1.28	6.02	6.02	0.0	50.7	164.2	164.2
	장기채 월배당(TLT)	51.24	3.67	-0.42	6.30	6.26	-1,273.1	-355.1	-1,286.1	-1,532.3
	장기채 제로쿠폰 (EDV)	4.00	5.09	-1.63	7.19	6.67	17.5	111.1	-16.6	186.3
원자재	원자재 통합(COMT)	0.68	-2.37	0.51	0.20	1.11	-5.4	-66.7	-35.3	-35.3
	귀금속(GLDR)	93.83	1.58	7.38	17.63	18.29	225.5	3,031.0	5,941.8	5,819.7
	산업 금속(PICK)	0.73	-8.81	-4.65	-2.99	-2.66	0.0	-3.8	-63.6	-63.6
	원유(USO)	0.94	-4.28	-1.46	-7.28	-4.37	-33.6	-88.1	-150.3	-180.7
	농작물(DBA)	0.84	2.08	3.57	1.85	1.47	-5.4	-51.7	33.5	37.4
외환	USD(UUP)	0.32	-2.14	-3.98	-5.51	-5.00	-2.9	-1.5	-240.3	-91.0
기타	주식 혼합(AOR)	2.27	-2.47	-3.35	-1.68	-1.38	8.7	49.5	-194.1	-185.5
	채권 혼합(AOM)	1.45	-1.11	-1.84	-0.13	0.10	4.4	13.3	-91.8	-87.5
	변동성(UVXY)	0.31	48.32	35.56	57.63	49.03	-61.7	-41.9	-69.4	-82.0

자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

7. 디지털 자산

덴쿤(Dencun) 업데이트 이후, 송금 수수료는 감소, 그러나 줄어든 수수료 및 거래량 만큼 공급 소각량도 감소

이더리움 알트코인 2위 입지는 시장 선점이 가장 큰 강점. 그러나 차차 솔라나, 트론, 리플, 수이 등 수수료 단가, 전송 속도, 지원 기술력 등 여러 방면에서 경쟁력을 상실 중

이더리움 특집: 이더리움, 단순히 북한 해킹 탓만 하기는 어려운 이유

암호화폐 전반적으로 미 증시 조정이 시작된 이후 힘든 시기를 보내고 있으나, 그 중 기대 대비 부진한 토큰은 이더리움이다. 물론 필자는 지속적으로 비트코인 외 알트코인은 아직 장기투자 자산군보다는 트레이딩 차원에서 보다 보수적으로 접근해야 한다고 언급해 왔다. 그러나 비트코인은 최악의 시기를 지나 최고점 대비 현재 25% 정도 하락한 정도에 그쳤으나, 이더리움은 최고점 대비 반토막 이상의 하락세를 보이며 트럼프 당선 이전보다도 낮은 가격에 거래되는 암울한 모습을 보이고 있다. 이는 최근 ByBit 발 해킹으로 북한 해커집단 Lazarus가 이더리움을 시장에 대량 투매한 점도 있겠으나, 보다 근본적인 원인은 이더리움이 업데이트 이후 심각한 인플레이션을 겪고 있다는 점이다. 그 원인과 과정은 다음과 같다.

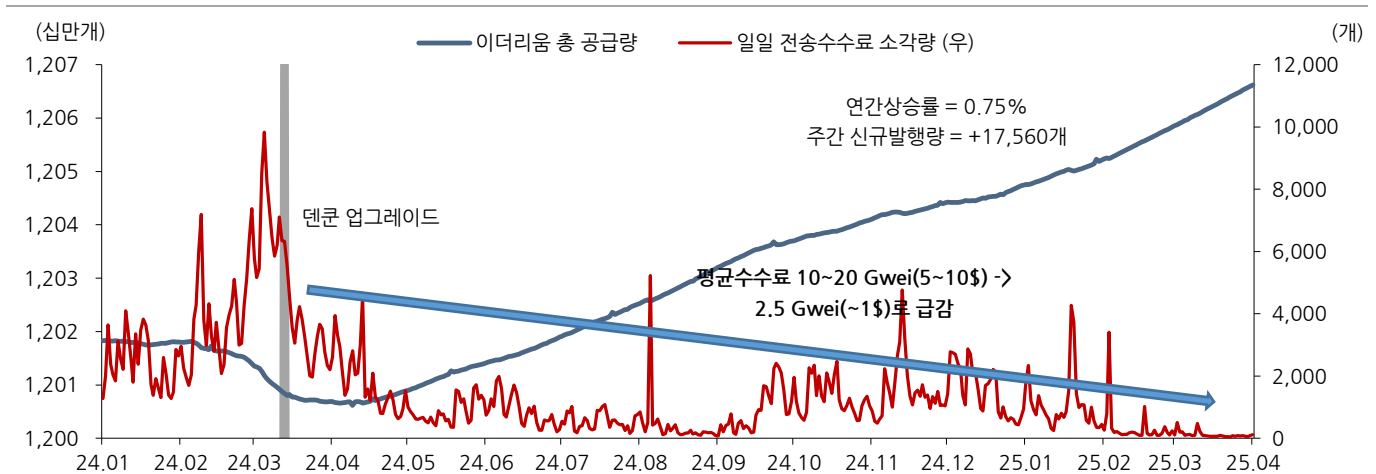
1. 덴쿤(Dencun) 업데이트는 이더리움의 가장 큰 문제로 꼽혔던 가스 수수료(gas fee) 문제를 해결하기 위한 것이었다. 비트코인 반감기 이벤트성 수요가 이더리움에도 몰리면서 장기적으로 이더리움을 보유하고자 하는 대량보유자가 늘어났고, 결과적으로 스테이킹(이자 수급을 위한 예치) 수요가 급등했다. 가스 수수료가 감소한 것은 긍정적이나, 기존에는 수수료가 전체 공급량에서 소각되는 방식으로 공급량을 감소시켰던 반면, 업데이트 이후에는 수수료 감소 및 스테이킹 유동성 상승으로 공급 인플레이션이 시작되었다. <그림1>
2. 창립자인 비탈릭 부테린은 "암호화폐는 가치저장, 투기의 대상이 아닌 디지털화에서 탈중앙화 관련 문제를 해결하기 위해 쓰여야 한다"라는 슬로건 아래 이더리움 가격과 투자자 보호에 열성적이지 않다. 또한 이더리움 가격 하락과 공급량 증가를 유동성 상승 및 전송수수료 하락이라는 근거로 사실상 묵인하고 있으며, 타 코인과 달리 총 공급량 상한도 두지 않아 이론상 총 공급량은 무한대에 이른다.
3. 이에 비해 이더리움 온체인 거래 추이는 지속적으로 감소하고 있다. <그림 2> 이는 솔라나, 수이, 폴카닷 등 타 생태계 코인이 약진한 영향도 있지만, 업데이트 이후에도 전송 수수료가 여전히 비싸고 전송속도도 느린 이더리움 대신 트론, 스텔라루멘, 폴리곤 등 타 코인을 선호하기 때문이다. 결과적으로 전체 코인 송금 시장에서 이더리움은 솔라나, 트론 등 타 알트코인에 시장 점유율을 내준 상황이다.
4. 비트코인 ETF에 비해 이더리움 ETF 수요처는 시총 대비 제한적이다. 현재 이더리움 ETF의 총 물량 보유량은 이더리움 340만 개 정도로, 비트코인 ETF 총 보유량인 89만 개와 비교하면 금액으로는 약 1/12 수준에 불과하다. 시장에서 이더리움 공급량 및 타 알트코인 발행은 점점 늘어나는 데 비해 전송량과 전송수수료가 모두 하락하여 공급 소각이 늘어나기는 매우 어려운 상황이다. 그러므로 스테이킹 유동량이 급락하지 않는 한, 이더리움의 인플레이션은 오히려 심화될 가능성이 높다

그림 1. 2023년 이후 이더리움 공급량 추이. 수수료감소 + 이자발행량 증가에 따른 디플레이션 -> 인플레이션 자산 전환



자료: Blockchain.com, 상상인증권 리서치센터

그림 2. 이더리움 전송량 및 소각 추이. 온체인 전송량 + 수수료 감소로 소각량 큰 폭으로 감소



자료: Blockchain.com, 상상인증권 리서치센터

이더리움의 미래는?

수수료 롤백을 통한 소각량 증가는 어려움. 이더리움 클래식 이후 공급량 조절 관련 하드 포크(Hard Fork)를 강행하기도 어려운 진퇴양난의 상황에서 이더리움 재단의 용단 필요

비트코인 외 다른 코인도 기본적으로는 총 공급량이 지속적으로 늘어나는 형태이다, 그렇기에 공급량의 증가가 반드시 가격에 악영향을 미친다고 단정할 수는 없으나, 채굴자의 전력 및 기기비용 충당 목적으로 비용이 발생하는 비트코인과 달리 이더리움은 비용 문제없이 지분증명(PoS) 지속적인 이자 수익을 얻을 수 있다. 더불어 비트코인은 공급 총량이 제한적이며 구조적인 반감기로 인해 공급이 급증/급락할 수 없는 반면, 이더리움은 수요가 높아질수록 공급 소각량이 줄어들고 이에 따른 가격 상승이 사용자 증가로 이어진다. 이러한 구조는 가격 하락 시 사용량 감소로 이어져 공급량은 늘어나는데 소각량은 감소하는 악순환을 초래한다. 따라서 구조적으로 가격 상승은 더 가파르게, 하락은 더 급격하게 나타날 수밖에 없다.

근원적으로 비트코인은 최초의 암호화폐라는 이점과 가치저장 수단이라는 명확한 역할이 있는 반면, 이더리움은 기술적으로 신규 암호화폐에 열세를 보이며 시장 선점에 따른 경쟁력이 점차 약화되고 있다. 이런 추세라면 알트코인 중 2위 자리를 지속적으로 유지할 수 있을지 불확실하다. 전송료를 다시 증가시키면 최신 코인들과의 경쟁력이 약화될 것이고, 스테이킹 이자를 줄이면 보안 문제가 우려된다. 이더리움 재단의 전략적 결단이 시급한 시점이다.

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 신얼, 황준호, 최예찬, 김경태)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

