



KIWOOM SECURITIES STRATEGY ANALYSIS



2025년 3월 31일 | 투자전략팀 4월 월간 전망

# ASSET STRATEGY

자산전략

경제 김유미 helloym@kiwoom.com

주식전략 한지영 hedge0301@kiwoom.com

채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com

퀀트/자산배분 최재원 cjh5056@kiwoom.com

원자재 심수빈 sb.shim@kiwoom.com

시황/ESG 이성훈 shl076@kiwoom.com



# ASSET STRATEGY 자산전략

## CONTENTS

<b>4월 자산전략</b>	<b>3</b>
<b>4월 자산배분 View</b>	<b>4</b>
<b>3월 금융시장 리뷰</b>	<b>5</b>
<b>매크로 환경:</b> 트럼프 정책 불확실성과 성장 둔화	<b>7</b>
<b>주식:</b> 불확실성의 정점을 통과하는 4월	<b>9</b>
<b>채권:</b> 길어지는 대기 구간	<b>18</b>
<b>원자재:</b> 원유시장, 수요 불안과 공급 불확실성의 공존	<b>20</b>
<b>FX:</b> 방향성 탐색 구간	<b>22</b>
<b>자산배분:</b> 신흥시장의 상대 우위 기대	<b>24</b>
<b>4월 주요 일정 정리</b>	<b>27</b>

## Compliance Notice

- 당사는 3월 28일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 금융투자분석서는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리로 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 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 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 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.

## 4월 자산전략

4월 금융시장은 트럼프 관세 정책 불확실성과 미국 성장 둔화 사이에서 방향성을 탐색하는 과정이 진행될 것으로 예상한다. 4/2일 예정된 트럼프 행정부의 상호 관세가 어떻게 부과되는지, 그리고 이후 이에 대한 국가별 대응을 확인할 필요가 있다. 트럼프 대통령이 상호 관세에 대해 유연성과 타협의 여지를 열어둔 만큼 최악의 시나리오로 전개될 가능성은 낮게 보고 있지만 국가별로 보복 관세 부과 등도 배제할 수 없는 상황이다. 트럼프 관세 정책 불확실성이 완화되기 위해 단기적인 잡음은 겪고 가야 하는 과정으로 보고 있다. 정책 불확실성이 높게 형성되면서 인플레 우려뿐만 아니라 경제지표의 부진이 동반되면서 경기 위축에 대한 우려는 수시로 제기될 것으로 예상한다. 다만, 국내에서는 탄핵 관련 이슈가 마무리되고 추경 편성 등이 진행될 경우 부정적인 경기 시각은 다소 완화될 것으로 기대한다.

4월 흐름 및 전략		
주식	국내	<ul style="list-style-type: none"> <li>☞ KOSPI 예상 레인지 2,480~2,720 pt. 상호 관세, 실적시즌, 국정 혼란 등 월말까지 예정된 이벤트를 치르면서 상방재료 확보해 나갈 전망</li> <li>☞ 스타일/섹터 전략: 방산, 반도체, 바이오, 소프트웨어, 유통, 금융</li> </ul>
	해외	<ul style="list-style-type: none"> <li>☞ 트럼프의 상호 관세 발표 후 단기적으로 시장 혼선 발생하겠으나, 실제 관세 수위는 우려보다 크지 않을 것</li> <li>☞ 미국 증시 바닥을 다져가는 구간에 돌입할 예정이나, 본격 상방 재료인 M7 주가 모멘텀 확보는 4월말 빅테크 실적시즌을 확인하는 과정이 필요</li> </ul>
채권	국내	<ul style="list-style-type: none"> <li>☞ 국고 3년 2.50~2.65%, 10년 2.70~2.90% 전망. 한국 2분기 추가 인하 기대 상존하는 가운데, 미국 관세 정책으로 인한 영향을 확인하고 국내 정치 이슈 해소 과정을 확인하는 과정에서 약보합 예상</li> <li>☞ 전략: 추경 편성 규모가 20조원에 그칠 경우 불확실성 해소 속 장기채 매수</li> </ul>
	해외	<ul style="list-style-type: none"> <li>☞ 관세 영향권의 물가 방향과 심리 지표를 확인하는 과정 거치면서 약보합 예상. 물가 상방 압력 제한적일 경우 2분기 금리 인하 기대는 유효</li> <li>☞ 전략: 경기 하방 요인과 물가 상방 요인이 상충하는 가운데 2분기 금리 인하 기대는 유효하다는 점에서 미국채 10년물 4.45% 이상 구간에서 매수 전략</li> </ul>
원자재	유가	<ul style="list-style-type: none"> <li>☞ 국제유가 보합권 등락 예상. 수요 불안이 유가 하방 압력 자극하고 있으나 이란 제재 등에 따른 공급 우려 등으로 타이트한 수급 여건 지속 영향</li> </ul>
	금	<ul style="list-style-type: none"> <li>☞ 금은 추가 상승에 무게. 트럼프 행정부의 정책 불확실성 속 안전자산 수요 유입되고 중앙은행 등의 금 매입 기조도 이어지고 있기 때문</li> </ul>
FX	달러	<ul style="list-style-type: none"> <li>☞ 트럼프 행정부 관세 불확실성과 성장 둔화 요인이 상충되면서 뚜렷한 방향성을 보이기 보다 보합권에서 등락을 보일 전망</li> </ul>
	달러/원	<ul style="list-style-type: none"> <li>☞ 달러/원 환율은 보합권 달러 흐름 속 1,400 원 중반 등락 이후 국내 정치 불확실성 완화될 경우 소폭의 하락은 가능할 전망</li> </ul>

## 4월 자산배분 View

3월 글로벌 주식 시장은 선진 그리고 신흥 권역 간의 반전 흐름이 이어졌다. 미국의 상호 관세 부과 노이즈로 밸류에이션 부담 완화가 이어지며, 상대적으로 신흥국의 주가 성과가 양호했다. 한편, 주요국의 추가 금리 인하 가능성에 약화됨에 따라 채권 자산은 전반적으로 약세를 보였으나, 환율 상승 영향으로 해외 채권은 강보합 성과를 기록했다.

4월은 미국의 관세 부과 현실화 및 국내 증시 공매도 재개 등에 따른 증시의 변동성 확대가 예상된다. 다만, 여전히 한국 및 신흥 권역의 밸류에이션 부담이 높지 않고, 월 후반 실적 시즌 본격화와 함께 개선되는 모습이 기대됨에 따라 국내 및 신흥 권역의 비중을 전월 대비 확대한다. 한편, 예상보다 더딘 물가 안정과 경기부진으로 스태그플레이션 우려가 부각된 현 상황은 여전히 채권에 대한 비중 확대 의견의 배경이다. 다만, 주요국 중 양은행의 추가 금리 인하 기대감이 제한됨에 따라 전월 대비 확대폭을 소폭 축소한다.

### 증/단기 자산배분 제안

	SAA (장기)	TAA			자산별 최근 수익률 (원화 환산)		
		전월	1M	3M	1M	3M	6M
(단위)	(%)	(bp)	(bp)	(bp)	(%)	(%)	(%)
주식	국내	8.6	-35	-30	-35	3.2%	9.0%
	신흥	10.3	-40	-35	-40	3.2%	4.2%
	선진	37.8	+35	+35	+40	-3.6%	-2.2%
종합		<b>56.7</b>					
채권	국내	18.3	+10	+5	+10	-0.3%	1.7%
	선진	7.5	+5	+5	+5	0.6%	2.0%
	신흥	4.5	+5	+5	+5	0.3%	1.7%
종합		<b>30.3</b>					
대체 자산	상품	2.3	+5	+5	+5	4.1%	7.6%
	인프라	2.3	+5	+5	+5	2.9%	4.1%
	부동산	4.2	+5	+5	+5	-1.3%	1.0%
	사모주식	4.2	+5	0	0	-5.8%	-5.0%
종합		<b>13.0</b>	-	-	-	-	-

주1) 각 자산별 BM 지수: 국내주식(KOSPI 200), 선진주식(MSCI World), 신흥주식(MSCI Emerging), 국내채권(KIS 종합채권), 선진채권(Bloomberg 미국 채권 종합), 신흥(Bloomberg 신흥시장 채권 종합), 상품(Bloomberg 상품),

인프라(S&P 글로벌 인프라), 부동산(FTSE NAREIT 글로벌), 사모주식(S&P 상장 PE)

주2) 지수는 모두 총수익의 지수 기준, 기간은 1M, 3M, 6M은 매월 말일 기준.

## 3월 금융시장 리뷰

주요국 2025년 경제성장률 전망치 변화	자산	리뷰																																				
<table border="1"> <thead> <tr> <th>국가</th> <th>2월 (%)</th> <th>3월 (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>미국</td> <td>2.3</td> <td>2.0</td> </tr> <tr> <td>유로존</td> <td>0.9</td> <td>0.9</td> </tr> <tr> <td>중국</td> <td>4.5</td> <td>4.5</td> </tr> <tr> <td>한국</td> <td>1.6</td> <td>1.6</td> </tr> </tbody> </table>	국가	2월 (%)	3월 (%)	미국	2.3	2.0	유로존	0.9	0.9	중국	4.5	4.5	한국	1.6	1.6	자산	리뷰																					
국가	2월 (%)	3월 (%)																																				
미국	2.3	2.0																																				
유로존	0.9	0.9																																				
중국	4.5	4.5																																				
한국	1.6	1.6																																				
	매크로	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 트럼프 관세 정책 불확실성으로 성장 부진에 대한 우려가 높아지면서 미국 경기에 대한 기대치 하향 조정</li> <li>✓ 유로존과 중국은 경기 부양 기대로 추가 하향 조정이 주춤해진 가운데 한국 역시 정체된 흐름</li> </ul>																																				
<table border="1"> <thead> <tr> <th>날짜</th> <th>코스피(좌축 pt)</th> <th>코스닥(우축 pt)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>21</td><td>3,100</td><td>900</td></tr> <tr><td>22</td><td>2,800</td><td>800</td></tr> <tr><td>23</td><td>2,600</td><td>700</td></tr> <tr><td>24</td><td>2,700</td><td>800</td></tr> <tr><td>25</td><td>2,800</td><td>700</td></tr> </tbody> </table>	날짜	코스피(좌축 pt)	코스닥(우축 pt)	21	3,100	900	22	2,800	800	23	2,600	700	24	2,700	800	25	2,800	700	자산	리뷰																		
날짜	코스피(좌축 pt)	코스닥(우축 pt)																																				
21	3,100	900																																				
22	2,800	800																																				
23	2,600	700																																				
24	2,700	800																																				
25	2,800	700																																				
	국내주식	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 3월 국내 증시는 메모리 업황 조기 턴어라운드 기대감이 부각됨에 따라 대형 반도체 중심으로 반등한 결과 코스피는 상승</li> <li>✓ 한편, 3월 말 공매도 재개를 앞둔 경계감에 밸류에이션 부담이 높은 업종이 편중된 코스닥은 하락</li> </ul>																																				
<table border="1"> <thead> <tr> <th>스타일</th> <th>1개월 (%)</th> <th>3개월 (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>코스피</td><td>1.0</td><td>5.5</td></tr> <tr><td>코스닥</td><td>-6.7</td><td>3.0</td></tr> <tr><td>기관</td><td>0.8</td><td>0.8</td></tr> <tr><td>장외</td><td>-1.1</td><td>10.0</td></tr> <tr><td>중소</td><td>2.1</td><td>2.1</td></tr> <tr><td>증권</td><td>-3.7</td><td>0.9</td></tr> <tr><td>보험</td><td>-0.9</td><td>11.0</td></tr> <tr><td>은행</td><td>1.3</td><td>1.3</td></tr> <tr><td>기타</td><td>-0.9</td><td>-0.9</td></tr> </tbody> </table>	스타일	1개월 (%)	3개월 (%)	코스피	1.0	5.5	코스닥	-6.7	3.0	기관	0.8	0.8	장외	-1.1	10.0	중소	2.1	2.1	증권	-3.7	0.9	보험	-0.9	11.0	은행	1.3	1.3	기타	-0.9	-0.9	자산	리뷰						
스타일	1개월 (%)	3개월 (%)																																				
코스피	1.0	5.5																																				
코스닥	-6.7	3.0																																				
기관	0.8	0.8																																				
장외	-1.1	10.0																																				
중소	2.1	2.1																																				
증권	-3.7	0.9																																				
보험	-0.9	11.0																																				
은행	1.3	1.3																																				
기타	-0.9	-0.9																																				
	스타일	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 국내 증시는 대형주를 중심으로 평균 회귀성 움직임이 이어진 가운데, 공매도 재개를 앞두고 중소형주를 중심으로 차익 매물 출회</li> <li>✓ 스타일 측면에서는 미국을 중심으로 한 상호관세 부과 및 공매도 이슈를 앞두고 밸류 부담이 상대적으로 낮은 가치 스타일의 강세와 성장주 중심의 조정세가 특징</li> </ul>																																				
<table border="1"> <thead> <tr> <th>국가/지역</th> <th>1주 (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr><td>미국</td><td>2.1</td></tr> <tr><td>한국</td><td>2.1</td></tr> <tr><td>KOSPI</td><td>1.0</td></tr> <tr><td>일본</td><td>0.9</td></tr> <tr><td>중국</td><td>0.9</td></tr> <tr><td>이탈리아</td><td>0.2</td></tr> <tr><td>영국</td><td>-0.1</td></tr> <tr><td>한국</td><td>-0.3</td></tr> <tr><td>독일</td><td>-0.4</td></tr> <tr><td>영국</td><td>-1.7</td></tr> <tr><td>프랑스</td><td>-2.4</td></tr> <tr><td>영국</td><td>-3.8</td></tr> <tr><td>프랑스</td><td>-4.5</td></tr> <tr><td>전세계</td><td>-6.3</td></tr> <tr><td>미국</td><td>-6.3</td></tr> <tr><td>S&amp;P500</td><td>-6.3</td></tr> <tr><td>대만</td><td>-6.3</td></tr> </tbody> </table>	국가/지역	1주 (%)	미국	2.1	한국	2.1	KOSPI	1.0	일본	0.9	중국	0.9	이탈리아	0.2	영국	-0.1	한국	-0.3	독일	-0.4	영국	-1.7	프랑스	-2.4	영국	-3.8	프랑스	-4.5	전세계	-6.3	미국	-6.3	S&P500	-6.3	대만	-6.3	자산	리뷰
국가/지역	1주 (%)																																					
미국	2.1																																					
한국	2.1																																					
KOSPI	1.0																																					
일본	0.9																																					
중국	0.9																																					
이탈리아	0.2																																					
영국	-0.1																																					
한국	-0.3																																					
독일	-0.4																																					
영국	-1.7																																					
프랑스	-2.4																																					
영국	-3.8																																					
프랑스	-4.5																																					
전세계	-6.3																																					
미국	-6.3																																					
S&P500	-6.3																																					
대만	-6.3																																					
	해외주식	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 미국 증시는 월 초 낙폭과대 인식 속 M7 및 주요 기술주 중심으로 기술적 반등세가 나타나며 상승</li> <li>✓ 다만, 4월 2일 트럼프의 상호 관세 발표일을 앞두고 관세 불확실성 재점화된 가운데 스태그플레이션 우려도 더해진 결과 월 말 하락</li> </ul>																																				

월간 국고채, 크레딧 금리 변화 (3월 28일 기준)				자산	리뷰
				국내채권	<ul style="list-style-type: none"> <li>3월 국고채 시장은 약세 마감. 대외 금리 상승에 연동되는 가운데 국내 정치 불확실성이슈가 장기화됨에 따라 대외 금리 약세 대비 약세폭 제한적</li> <li>크레딧 시장은 보합권 혼조 마감. 회사채 중심으로 소폭 강세를 보였으나 1~2 월의 강세 흐름이 제약됨</li> </ul>
월간 주요국 국채 10년물 금리 변화 (3월 28일 기준)				자산	리뷰
				해외채권	<ul style="list-style-type: none"> <li>글로벌 국채금리는 유로존 중심으로 상승 압력을 받음. 독일 재정 확장 편성에 대비로 장기물 중심 상승</li> <li>한편 터키 금리 급등. 대권 주자가 테러 연루 혐의로 체포되면서 현 대통령 장기 집권 체계가 장기화될 수 있다는 우려 영향</li> </ul>
월간 주요 상품 가격 상승률 변화 (3월 28일 기준)				자산	리뷰
				원자재	<ul style="list-style-type: none"> <li>국제유가는 하락. 월초 트럼프 미 대통령의 관세 이슈로 수요 불안 높아지며 하락하기도 했으나 이란 관련 제재 강화 등으로 공급 불확실성도 함께 높아지며 월말 낙폭 축소</li> <li>금은 상승, 온스당 3,100 달러 상회. 트럼프 행정부 관세 부과 이슈로 금융시장 내 안전자산 선호심리 강화된 영향</li> </ul>
월간 주요 통화 수익률 변화 (3월 28일 기준)				자산	리뷰
				FX	<ul style="list-style-type: none"> <li>미 달러는 트럼프 대통령의 관세 불확실성에 따른 성장 둔화와 안전자산 수요가 상승되면서 레인지 등락</li> <li>달러/원 환율은 트럼프 관세 우려로 인해 경기 비관론과 국내 정치 불확실성 등으로 1,400 원 중반에서 소폭 상승</li> </ul>

## 매크로 환경

Economist 김유미  
helloym@kiwoom.com

## ▼ 트럼프 정책 불확실성과 성장 둔화



트럼프 행정부 관세 정책 불확실성으로 미국의 성장은 둔화되고, 비미국 지역은 점진적이지만 지표들이 바닥을 다지는 모습을 보일 전망. 국내에서는 트럼프 정책 불확실성이 부담 요인이나 추경 편성 등이 가시화되고, 국내 정치 불확실성이 완화될 경우 국내 경기에 대한 비관론은 약화될 것으로 기대

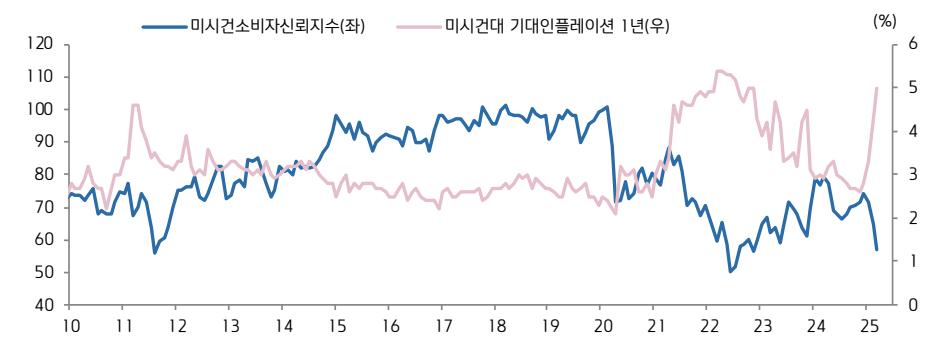
3월 매크로 환경은 트럼프 행정부의 관세 불확실성이 높아지면서 뉴스 플로우에 따라 금융시장의 변동성도 커졌다. 미국은 소프트 지표를 중심으로 부진하게 나타나면서 스태그플레이션에 대한 우려가 한층 더 커졌으며 상대적으로 중국이나 유로존에서는 지표들의 추가 하락이 제한되면서 상대적으로 성장 모멘텀이 양호하게 나타났다. 국내에서는 트럼프 정책 불확실성과 국내 성장 견인 부재 등으로 인해 지속해서 성장 전망치의 하향 조정이 뒤따랐다.

미국에서는 소비자기대지수 등 심리 지표를 중심으로 부진하게 발표되었다. 트럼프 행정부의 관세 정책 불확실성이 확대되면서 소비자기대지수는 부진하게 발표되고 기대 인플레이션은 높아졌다. 물론, 실물 지표들이 아직 양호해 경기 침체에 대한 확률은 낮은 수준에 머물고 있지만 트럼프 관세로 인한 물가 상승 압력을 경계하며 스태그플레이션에 대한 우려가 한층 더 확대되었다.

유로존에서는 독일을 중심으로 재정지출 확대에 대한 기대가 높아졌고, 이를 통한 경기 개선 전망이 이어졌다. 독일에서는 차기 정부를 중심으로 특별 기금 조성 및 방위비의 경우 부채 브레이크 법안에 예외로 두는 수정안이 의회를 통과했다. 재정 긴축에 보다 엄격한 잣대를 갖고 있다는 독일에서 재정지출을 늘리겠다는 입장으로 선회했다는 점에 금융시장 참가자들은 의미 있게 평가하였다. 유럽중앙은행의 기준금리 인하를 통한 유동성 공급과 재정정책의 완화적인 입장으로의 전환 등으로 유로존 경제 회복에 대한 기대가 조성되었다.

중국에서는 부동산 지표들이 아직 회복이 더딘 상황이지만 부양 조치를 통해 소비 지표를 중심으로 점진적인 개선이 이어졌다. OECD에서 3월에 발표한 전망보고서에 트럼프 관세 정책 불확실성으로 대부분의 국가에 대한 올해 성장 전망치를 하향 조정했지만 중국에 대해서는 소폭 상향 조정을 하며 경기 회복에 대한 기대를 높이고 있다.

## 미국 미시건 소비자기대지수와 1년 후 기대 인플레이션



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

4월 매크로 환경도 트럼프 관세 정책 불확실성에 따른 영향이 주된 쟁점이 될 것으로 예상한다. 4월 초 예정된 트럼프 정부의 상호 관세와 이에 대한 주요국의 대응이 어떻게 진행될지 여부가 향후 글로벌 경기에 대한 시각을 결정할 수 있기 때문이다.

트럼프 관세 정책 불확실성과 이로 인한 단기적인 잡음을 겪고 넘어가야 하는 과정이 필요하다. 이에 미국의 경우 심리 지표 부진을 시작으로 기업들의 보수적인 투자 및 고용 계획 등이 실물 지표로 조금씩 반영될 것으로 예상한다. 트럼프 관세 부과가 인플레이션에 대한 경계감을 높이는 쪽에 우선 맞춰져 있었지만 조금씩 성장 둔화로 시선이 옮겨갈 것으로 보이며 이를 고려할 때 연준의 통화정책 변화 가능성에도 주목할 것으로 본다.

유로존과 중국에서는 트럼프 관세 정책 불확실성으로 인한 경기 우려가 제기될 수 있지만 지표들의 추가 하락보다는 바닥을 다지는 모습이 이어질 수 있다. 완화적인 통화정책 뿐만 아니라 재정을 통한 부양적인 움직임 등은 상대적으로 미국 대비 경기 모멘텀의 개선을 기대하게 할 수 있다.

한국에서는 트럼프 관세 조치로 인한 수출 우려가 수시로 제기될 수 있으나 보편 관세로 이어지지 않는다면 수출의 급격한 위축 가능성은 작아 보인다. 최근 주요 연구기관이 올해 한국 경제성장률에 대해 지속해서 하향 조정을 하고 있지만 탄핵과 관련한 결론이 이어지고 추경 편성 등이 가시화된다면 경기 비관론은 점차 완화될 것으로 기대한다.

## 주식

주식전략/시황 한지영  
02) 3787-5241  
Hedge0301@kiwoom.com

## ▼ 불확실성의 정점을 통과하는 4월

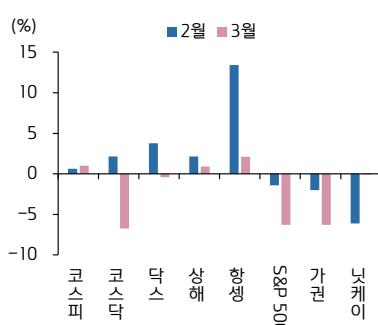
★

국내 증시나 미국 증시 모두 1분기 실적시즌을 치르면서 이익 저점 통과, 수익성 불안 완화 등의 재료를 확보해 나갈 전망. 다만, 4월말까지 일련의 대내외 이벤트를 소화하는 과정이 필요. 월 중 상단 저항을 받은채 지금과 같은 순환매 장세의 색깔을 유지할 것으로 예상

3월 주요국 증시는 지난 1~2월처럼 US vs Non US 국가간 뚜렷한 성과 차별화 없이 대체로 부진한 주가흐름을 보인 시기였다. 월초부터 트럼프의 기습적인 관세 부과 및 빠른 관세 철회 등 관세 리스크가 주식시장의 움직임을 장악하며 불안한 출발을 보였다. 물론 월 중 CPI 및 양호한 고용지표, 중립 수준이었던 3월 FOMC 등의 결과를 받아들 이면서 간헐적인 안도감이 생성되기도 했지만, 월 후반으로 갈수록 스태그플레이션 불안 재점화, 상호관세 불확실성 등 미국발 악재가 부정적인 증시환경을 조성하고 있다.

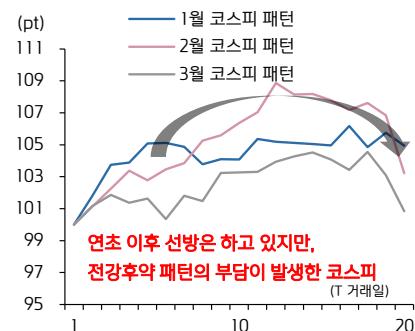
코스피는 2월에 이어 3월에도 소폭이나마 플러스 수익률을 기록하며 여러 차례 전저점 테스트를 하고 있는 미국이나 다른 증시에 비해 선방은 했다. 하지만 연초 이후 3개월 동안 월간 지수 패턴이 전강후약을 반복하고 있다는 점이 신경쓰이는 부분이다. 코스닥은 좀 더 상황이 녹록지 않다. 연초 이후 한 때 지난해 연말 종가 대비 14%대 급등하면서 전세계 수익률 1위권을 다투기도 했지만, 현재는 연초이후 상승분을 대부분 반납하며 마이너스 전환도 안심할 수 없는 상황이다(YTD 코스피 +6.6%, 코스닥 +2.3%). 그만큼 국내 증시도 이전보다 지수의 추가 상승에 대한 자신감이 부족한 분위기가 조성되고 있음을 보여주는 단면이다. 그 가운데, 4월에도 정치, 실적, 매크로 등 다각적인 측면에서 불확실성을 극복해야 나가야만 하는 과제가 주어졌다.

월간 주요국 증시 수익률: 대체로 3월에는 부진



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

국내 증시는 전강후약의 패턴을 3개월째 지속 중이라는 점이 부담으로 작용 중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

결론부터 이야기하자면, 3월 중순 바닥을 확인한 줄 알았던 미국 주식시장이나, 추가 상승에 대한 자신감이 약해지고 있는 한국 주식시장이 부정적인 분위기의 반전을 도모하기 위해선 월말까지 인내심을 발휘해야 할 듯 하다. 월초 상호관세, 월 중순 미국 주요 지표 이벤트, 그리고 월말에 몰린 미국 빅테크 및 국내 주요 업종 실적시즌 등 증시에 영향력을 행사하는 이벤트들을 잇따라 치러야하기 때문이다. 이는 월 중 증시 방향성을 뚜렷하지 않을 것이며, 업종간 순환매 장세가 이어질 것이라는 결론으로 이끈다.

우선 상호관세가 이번달에 메인 이벤트다. 지금 주식시장의 방향성을 결정하는 것은 “관세” 그 자체에 있다. 작년과 달리 올해 미국 주식시장이 취약한 흐름을 보인 것은 “미국의 성장 독주”, “관세 전쟁의 승자는 미국”, “미국만 골디락스” 등과 같은 미국 우선주의 내러티브가 쇠퇴한 데에 기인한다. 이는 관세의 부작용을 미국 경제와 주식시장도 온전히 피해가기 어려워졌음을 보여준다. 또 소비자들 사이에서, 기업들 사이에서 스태그플레이션, 침체를 우려하는 생각들이 잦아진 것도 관세 불안의 영향이 크다. 연준 역시 3월 FOMC를 통해 향후 정책은 관세 영향을 사후적으로 확인해 가면서 대응하겠다는 보수적인 입장을 취했다는 점도 마찬가지이다.

이런 측면에서 상호관세의 중요성은 높을 전망이다. 문제는 아직까지 상호관세에 대한 정보가 많지 않다는 것인데, 골드만삭스나 도이체방크의 설문조사 상 현재 3%대로 매겨지고 있는 미국의 관세율이 9%p 더 추가될 것이라는 전망이 우위에 있긴 하지만, 이보다 더 높은 관세율이 부과될 가능성성이 상존한다. 또 부가가치세, 환율 등 비관세 장벽의 도입 여부, 상대국가에 개별적으로 적용되는 관세 레벨 등의 불확실성도 있다.

상호관세 발표 후 그 안에 담긴 구체성과 실현 가능성 높고 시장참여자들간 서로 다른 해석이 충돌하는 과정에서 단기적인 변동성이 높아질 수는 있을 것이다. 하지만 주식시장은 3월달 내내 상호관세 불확실성을 주가에 반영해 왔기에, 실제 상호관세 발표 후 시간이 지날수록 악재의 기정사실화, 학습효과가 발현될 수 있다고 판단한다. 정책적인 측면에서도 비슷한데, 트럼프가 상호관세 발표 후 미국의 유불리를 따져 상대국과 협상을 할 의향이 있다고 밝혔다는 점도 주목해볼 필요가 있다. 더욱이 미국 산업계, 유권자들의 관세에 대한 부정적인 목소리가 높아질 수 트럼프 진영이 이를 반영하여 관세 수위를 조절해나갈 것으로 판단한다.

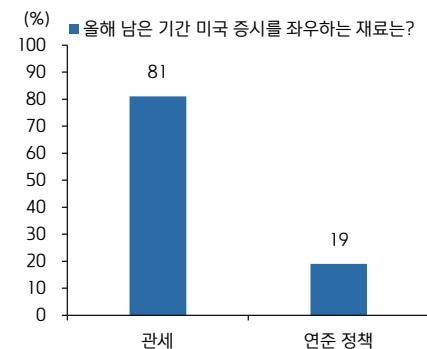
결국 4월 말까지 상호관세에 대한 구체적인 윤곽이 드러나고 각국들과 협상을 하는 과정에서 실제 관세 충격의 수위가 크지 않을 것이라는 인식이 자리잡을 것으로 보인다. 이는 최근 정부 정책과 관련해 부정적인 뉴스만 주로 접하면서, 비관적인 답변을 하게 만드는 미시간대 소비자심리지수, ISM 제조업 PMI 등 소프트데이터들이 개선될 수 있음을 유추할 수 있는 대목이다.

결국 4월 중 발표되는 소프트데이터에 한해서는 정치, 관세 노이즈가 개입될 수 있기에, 지금 시점에서는 고용, 소비, 산업생산 등 실물에 기반한 하드 데이터에 집중하는 것이 주식시장 입장에서는 대안이다.

따라서, 관세 리스크가 주가에 과도하게 반영됐다는 점이나 미국의 침체 불안도 과장된 측면이 있기에, 미국 증시의 추가적인 하방 압력을 제한될 것으로 판단한다. 고점 대비 10% 이상 급격한 조정을 겪으면서 발생한 과매도, 연초 대비 빠른 밸류에이션 레벨 다운을 경험하는 과정에서 진입 메리트가 생성되고 있는 것은 맞다.

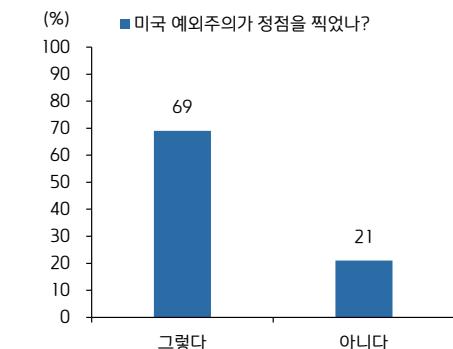
하지만 작년과 같이 M7을 중심으로한 전세계 대장주 복귀를 조기에 기대하기엔 일러 보인다. 엔비디아, 테슬라 등 M7주들이 불안한 주가 흐름을 보인 배경은 관세 리스크도 있지만, 딥시크 사태 이후 지속적으로 제기되고 있는 산업 지배력, 수익성 등 본연의 펀더멘털과 관련된 의구심이 문제였기 때문이다. 따라서, 이 같은 의구심이 해소시킬 수 있는 것은 4월 후반부터 몰려있는 엔비디아 제외 MS, 애플, 테슬라 등 M7업체들의 1분기 실적과 가이던스이며, 그 전까지는 M7 포함 미국 증시는 바닥 확인 후 저점을 높여가는 흐름을 베이스 경로로 설정하는 것이 적절하다.

#### 지금 시점에서 증시 방향성을 결정하는 것은 연준보다 트럼프의 행보



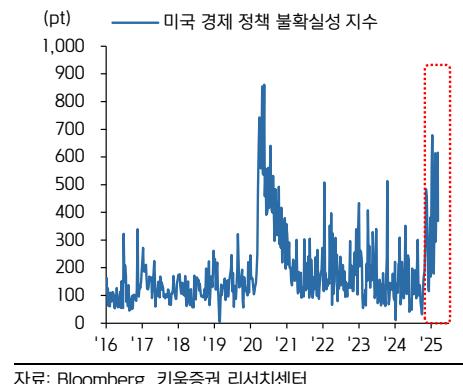
자료: Bloomberg, Survey 3월, 키움증권 리서치센터

#### 미국 우선주의의 내러티브 약화, 작년 연말과 달리 미국 증시가 취약한 흐름을 보이는 근본 배경

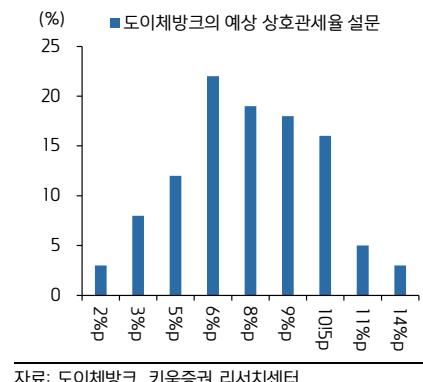
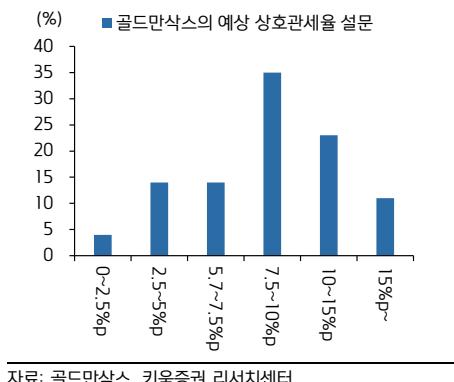


자료: BofA Survey 3월, 키움증권 리서치센터

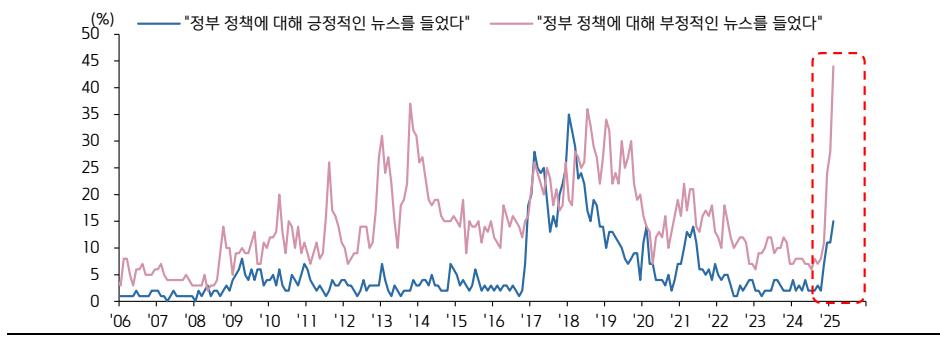
트럼프 관세 리스크로 무역정책 불확실성 지수는 사상 최고 수준, 경제정책 불확실성 지수도 판데믹 이후 가장 높은 레벨. 4월에도 관세와 경제 정책 측면에서 시장을 불확실성을 안고 가야 할 것



골드만삭스와 도이체방크의 예상 상호관세에 대한 설문을 보면, 4월 2일 이후 평균적으로 9%대의 상호관세를 미국이 부과할 가능성. 하지만 1) 상호관세 불확실성 해소(sell on), 2) 국가간 협상에 따라 예상 관세 수위는 크지 않을 것이라는 점에 주안점을 둘 필요



미시간대 설문조사 상 정부 정책에 대한 긍정/부정 청취 비율: 최근 설문에 기반한 소프트데이터들이 침체, 스탠드플레이션을 가리키고 있는 것은 과도한 측면. 지금 트럼프 관세와 관련된 부정적인 뉴스플로우들이 노이즈를 주입시키고 있기 때문.

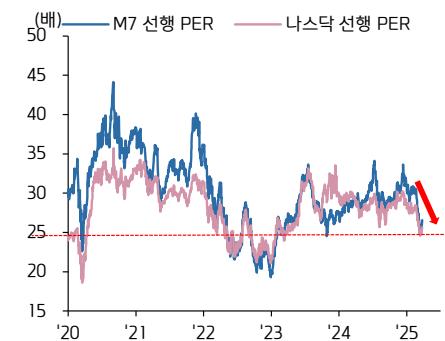


미국, 유럽, 중국의 경기서프라이즈 지수: 소프트데이터는 하드랜딩을 가리키고 있으나, 하드 데이터는 소프트 랜딩을 가리키고 있게, 현 시점에서는 후자에 초점을 두는 것이 적절

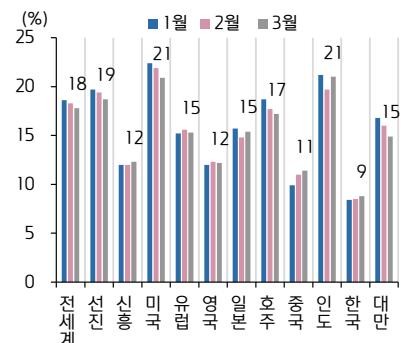


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

나스닥과 M7의 선행 PER(좌), MSCI 지수 기준 주요국의 선행 PER(우): 미국 증시는 연초 이후 급격한 주가 조정을 받으면서 오버 밸류에이션 논란은 수면 아래로 내려갔으며, 여타 증시도 과열 혹은 고점 부담을 논할 정도의 밸류에이션 부담은 덜어냈다는 점은 하방 경직성 부여 요인



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



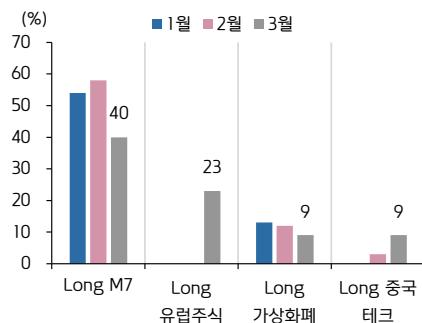
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

연초 이후 M7 주가 : 미국 증시가 대장주로 복귀하는 것은 시간이 필요한 일. 1차적으로 4월 말 빅테크 실적시즌을 확인하는 과정이 필요

쏠림현상이 큰 전략에 대한 설문: M7에 대한 쏠림 현상이 완화되고 있다는 점도 추가적인 주가 조정 압력을 제한하는 부분



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



자료: BofA Survey 3월, 키움증권 리서치센터

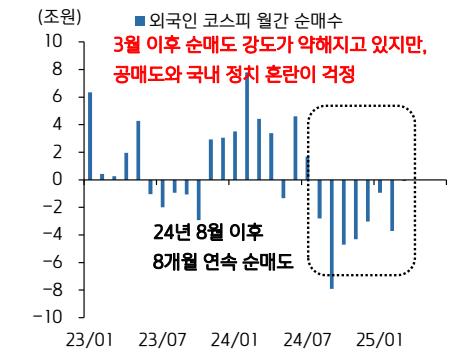
국내 증시는 고유의 과제도 풀어나가야 한다. 3월 31일부로 재개되는 공매도가 대표적인 것으로, 공매도 재개는 외국인의 한국 증시 매도를 자극하면서 지수 전반적인 레벨 다운을 만들어 내거나, 반도체, 방산 등 특정 업종의 주가 모멘텀을 약화시킬 것이라는 우려가 상존한다. 또 현직 대통령에 대한 탄핵심판 선고일 고지도 대기하고 있으며, 그 과정에서 국내 정치 불확실성이 증시에 전이될 소지가 있다. 3월 말로 갈수록 업종간 손바뀜이 빠르게 일어나며 증시 대응 난이도가 높아진 것이나, 달러 인덱스의 약세 흐름에도 달러/원 환율이 2월 말 1,420원대에서 3월 말 현재 1,460원대 이상 레벨로 상승한 것도 이 같은 국내 고유의 불확실성이 영향을 주었다는 의견도 있다.

결국, 3월 31일 이후 단기적으로는 이자천지, 바이오, HBM, 등 대차잔고 증가율이 높은 업종들이나 방산, 조선처럼 그간 주가가 많이 오른 업종은 공매도의 타깃이 될 것이라는 심리적인 불안감에 휩싸일 수 있을 것이다. 하지만 공매도 재개는 단기적인 수급 노이즈만 일으키는데 국한될 것이며, 지수 혹은 업종의 주가 방향성은 이익과 편더멘털이 좌우한다는 게 과거의 경험이다. 탄핵 등으로 인한 정국 혼란의 증시 충격 역시 마찬가지인데, 04년, 16년 탄핵 정국 혼란 당시에도 코스피의 주가 방향성을 좌우한 것은 이익과 수출 변화였다는 점을 상기해봐야 하는 시점이다.

이런 측면에서 반도체 등 주력 업종을 중심으로 코스피 25년 영업이익 전망치가 290조 원대 내외에서 하향 조정이 마무리 되어가고 있다는 점은 안도 요인이다. 최근 외국인들이 반도체를 중심으로 순매수하면서 전반적인 순매도 강도를 줄여가고 있다는 것도 이익 바닥 통과 기대감에서 찾아볼 수 있다. 이제 그 기대감이 현실로 이어질지가 관건이다. 4월 초 예정된 삼성전자 잠정실적, 4월 말이후 SK하이닉스, 한화에어로스페이스, HD현대중공업 등 반도체, 방산, 조선과 같이 주력 업종들의 실적 발표 이후 이익 전망 변화가 얼마나 호전될 지에 달려있다.

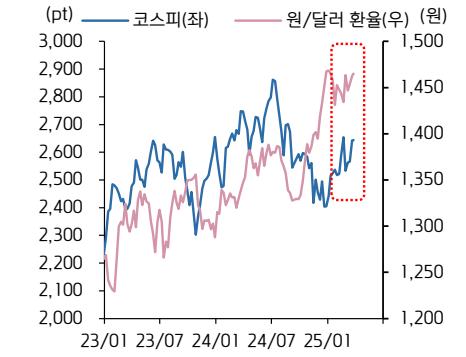
결론적으로 국내 증시나 미국 증시 모두 1분기 실적시즌을 치르면서 이익 저점 통과, 수익성 불안 완화 등의 재료를 확보해 나갈 전망이다. 다만, 4월말까지 일련의 대내외 이벤트를 소화하는 과정이 필요한 만큼, 주식시장의 방향성이 위로 잡히는 것은 4월 말 이후가 될 가능성이 높다. 따라서, 4월 코스피는 2,700pt 내외에서 상단 저항을 받은채 지금과 같은 순환매 장세의 색깔을 유지할 것으로 예상한다(4월 코스피 예상 레인지 2,480~2,720pt). 업종 대응은 공매도 발 수급 노이즈에도 수주모멘텀은 유효한 방산 업종, 업황 반등 기대감이 상존하고 있는 반도체는 조정 시 매수가 유리할 전망이다. 트레이딩 관점에서는 미국 금리 레벨 다운에도 과매도권 진입, 이익 모멘텀이 양호한 바이오, 소프트웨어, 정부의 추경 편성으로 인한 내수회복 기대감이 있는 소매, 유통, 월중 변동성 확대에 대비한 방어적 성격인 은행 등 주주환원 업종을 제시한다.

3월 중 반도체 중심의 대규모 순매수를 기록하기도 했지만, 여전히 8개월 연속 순매도를 기록 중



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

달러/원 환율이 관세 뿐만 아니라 국내 정국 혼란 수습 지연 불안과 맞물리며 높은 수준을 유지하고 있다는 점도 국내 고유의 걱정거리



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

공매도 재개 혹은 정국 혼란은 단기 변동성만 높이는 재료. 코스피 주가를 결정하는 것은 이익과 수출에 달려있으며, 현재는 이익과 수출이 바닥을 다져가는 국면에 있는 만큼 4월 주가는 하방 보다는 흥보, 박스권으로 상정하는 것이 타당



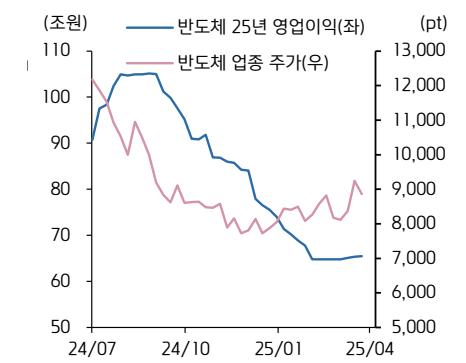
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

연초 이후 외국인의 코스피, 반도체 순매수: 3월 이후 외국인의 반도체 중심 순매수 출현. 그 연속성은 어디서 찾아볼 수 있을까?



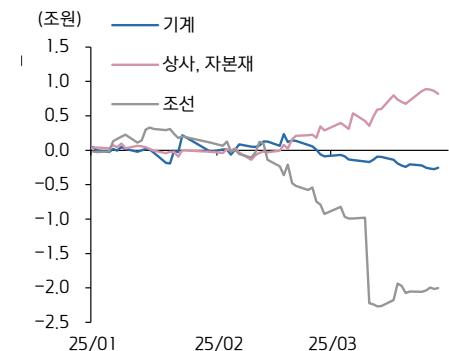
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

반도체 영업이익 전망과 주가: 4월 1분기 실적 시즌을 통해 메모리 업황 바닥 인식을 공고히 할 수 있는지가 이번 실적시즌 관건



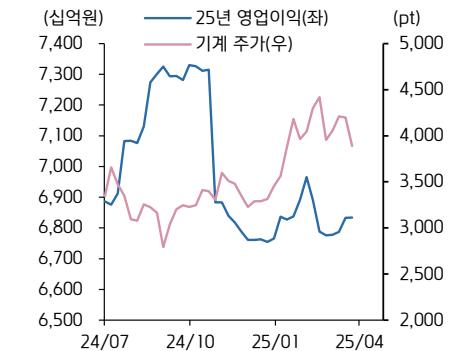
자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

연초 이후 외국인의 방산, 조선 업종 순매수: 한동안 국내 증시의 주도주였던 방산 조선 업종에 대한 외국인 매매 패턴 차별화. 이를 역시 1분기 실적 이후 이익 방향성이 중요



자료: Quantewise, 키움증권 리서치센터

기계(방산) 업종의 영업이익 전망과 주가



자료: Quantewise, 키움증권 리서치센터

상사, 자본재(방산) 업종의 영업이익 전망과 주가



자료: Quantewise, 키움증권 리서치센터

조선(방산) 업종의 영업이익 전망과 주가



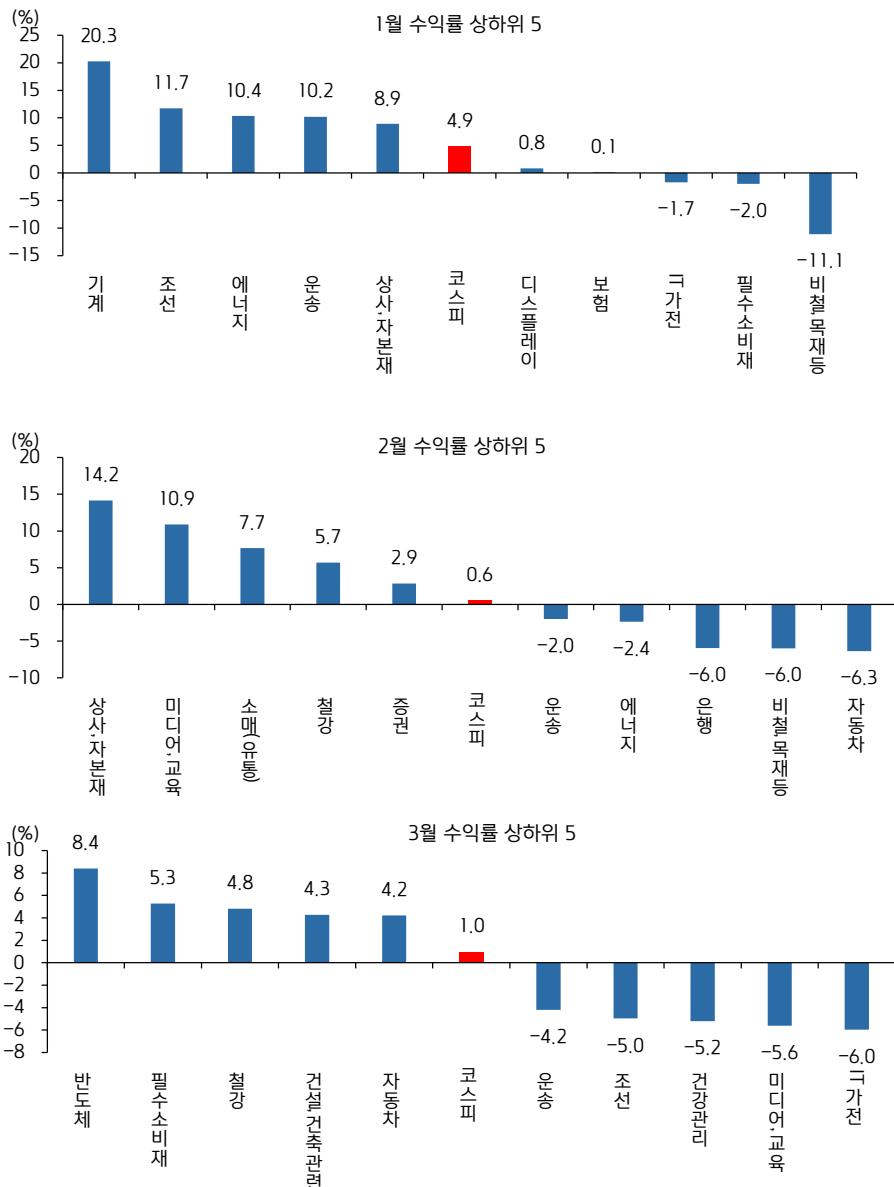
자료: Quantewise, 키움증권 리서치센터

코스피 후행 PBR 밸류에이션 밴드: 여전히 0.9배 내외에서 주가가 머물러 있다는 점은, 관세, 실적 등 이외의 측면에서 신규 돌발악재가 출현하지 않는 이상 지수 하단은 견고할 수 있음을 시사



자료: Quantewise, 키움증권 리서치센터

월간 코스피 업종별 상하위 5개 업종의 수익률 변화: 월간단위로도 주간단위로도 업종 순환매가 빈번하게 전개됐던 국내 증시. 4월에도 지수 레벨업은 제한되는 환경에 직면하는 만큼, 현재와 같은 순환매 장세가 이어질 것으로 예상. 반도체, 방산 등 주력 업종에 대한 비중 유지를 추천



자료: Quantwise, 키움증권 리서치센터

## ▼ 길어지는 대기 구간



4월 채권시장은 3월에 이어 약보합권 흐름이 지속될 것으로 예상. 한국은행과 ECB 모두 추가 인하에 소극적인 입장을 보이는 가운데, 국내외 정치 불안 요인이 해소되기 전까지는 뚜렷한 방향성 없는 장세가 이어질 것으로 예상

4월 채권시장은 방향성을 탐색하는 구간이 길어지면서 약보합권 등락을 이어나갈 것으로 전망한다. 관세 정책 강행에 따른 경기 하방 요인이 상존하는 가운데, 2분기 중 관세 영향권의 물가 등락을 확인하는 과정이 필요하다. 또한 국내는 정치 불확실성이슈가 어떻게 해소되는지 그 과정을 확인해야 하는 만큼 기관들의 움직임이 소극적일 것으로 보인다.

4월 미국 통화정책 이벤트는 부재하나, 유럽 ECB 통화정책회의와 한국은행 금융통화위원회가 열린다. 두 중앙은행 모두 금리 인하 속도 조절에 나설 것으로 예상되는 만큼 시장에는 약세 요인으로 작용할 가능성 있다.

우선 한국은행 금융통화위원회는 4월 기준금리를 2.75%로 동결할 전망이다. 지난 2월 금통위에서 금리를 인하한 후 금융안정 등의 요인을 언급한 점을 감안, 최근 서울 중심 부동산 시장 변동과 높은 달러/원 환율 수준을 감안 한국은행은 금리 동결 후 미국 정책 상황과 한국 국내 정치 상황을 지켜볼 것으로 예상한다.

ECB는 금리 인하 기대가 조성되어 있으나 지난 2월 회의에서 속도 조절 가능성을 시사했다는 점에서 금리 동결 가능성도 있다. 독일 재정 확대 정책이 펼쳐질 것으로 기대되는 상황에서 ECB는 연속 금리 인하를 멈추고 속도 조절에 나설 가능성이 있다. 금리 인하 결정을 하더라도 향후 속도 조절 가능성을 거듭 강조할 수 있다는 점에서 시장에 약세 요인으로 작용할 것으로 전망한다.

미 연준의 6월 인하 기대도 형성되고 있으나 물가에 대한 경계감에 확신으로 변화하고 있진 못한 상황이다. 4월부터 발표되는 관세 영향권의 물가 상황을 지켜보면서 시장 방향성이 뚜렷해질 것으로 예상하며, 이전까지는 관망 흐름에 약세를 예상한다.

한편 국고채 금리 또한 한국은행의 금리 동결과 함께 국내 정치 불안 이슈가 빠르게 해소되지 않고 있어 약보합권 등락을 이어나갈 전망이다. 올해 들어 국내 기관들은 연초 회사채 물량을 중심으로 자금집행을 한 이후 3월부터는 적극적인 매수가 제약되고 있다. 정치 불안과 유통업체 신용등급 이슈 등에 따라 움직이지 못하고 있는 양상으로 보인다. 결국 국내 시장은 정치 불안 해소 과정을 확인하면서 대응에 나설 것으로 예상되며, 장기화된 정치 불안 속에 쉽게 움직이지는 않을 것으로 예상한다.

즉, 4월에는 여러 이슈들이 산재하나 확인 후 대응한다는 분위기 속에서 약보합 흐름이 이어질 전망이다. 물론 국내 정치 이슈가 해결되는 과정 속에서 변동성이 확대될 여지가 있으나, 한은의 추가 인하 가능성과 재정 확장 필요성이 높아지고 있는 만큼, 추경 규모가 30조원 이상으로 편성될 경우에는 장단기 스프레드 확대로 대응할 필요가 있다고 판단한다. 미국채 10년물은 4.45% 수준을 상단으로 판단하며, 국고 3년물은 2.65%, 10년물은 2.90%로, 이를 상회할 경우 매수 구간으로 본다.

#### 달러/원 환율과 국고채 금리 추이



#### 미국 CPI와 기대물가 추이



## 원자재

원자재 심수빈  
sb.shim@kiwoom.com

## ▼ 원유시장, 수요 불안과 공급 불확실성의 공존

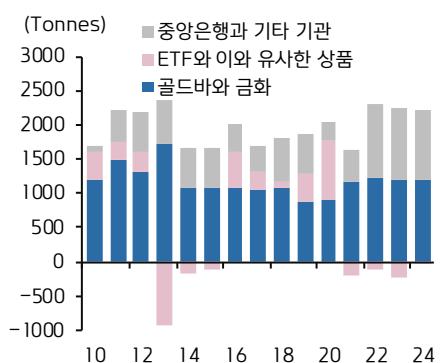


4월 국제유가 보합권 등락 전망. 수요 불안 높은 상황이나 수급 여건에 큰 변화 부재할 것으로 보이고, 최근 트럼프 행정부의 제재로 일부 산유국 공급 감소에 대한 경계감도 높아졌기 때문

3월 상품시장은 트럼프 행정부의 정책 불확실성에 민감한 흐름을 보였다. 월초 관세 부과 이슈가 부각되며 미 경기 우려가 높아지자 금융시장 내 안전자산 선호심리가 강하게 드러났다. 이러한 환경 속에서 금은 온스당 3,100달러 선을 넘어서는 등 역사적 고점을 계속해서 넘어서는 흐름을 보였다. 또한 미국 2월 소비자물가가 시장 예상 및 전월치를 모두 하회하는 수준으로 발표되고 미 연준의 FOMC도 시장 예상에 부합하는 수준으로 마무리된 점도 금 투자 심리를 강화시킨 요인으로 들 수 있다.

4월에도 안전자산 수요를 바탕으로 금 가격의 상승은 이어질 것으로 예상한다. 트럼프 미 대통령의 상호 관세 이슈 속 금융시장 내 불안심리도 지속될 가능성이 높다. 물론 3월 중 금 가격이 관련 이슈를 바탕으로 가파른 상승세를 보였던 만큼 월초 조정의 가능성을 염려할 필요가 있어 보이지만, 그 폭은 크지 않을 것으로 예상한다. 연초부터 이어진 금 가격 상승은 중앙은행의 금 매입이나 골드바 수요 등에서 기인했던 만큼 단기간 내 빠르게 이탈할 자금은 크지 않아 보이기 때문이다. 이와 더불어 최근 금 가격 강세로 금에 대한 투자 심리가 긍정적인 만큼 금 관련 투자 상품에 대한 투자 수요가 유입되고 있다는 점도 금 가격에 긍정적으로 보인다.

금 목적별 수요 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

금과 ETF 금 보유량 추이

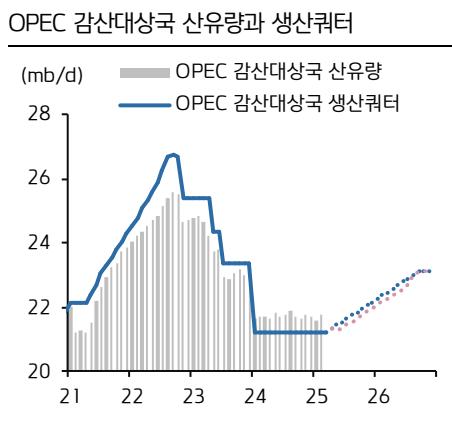


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

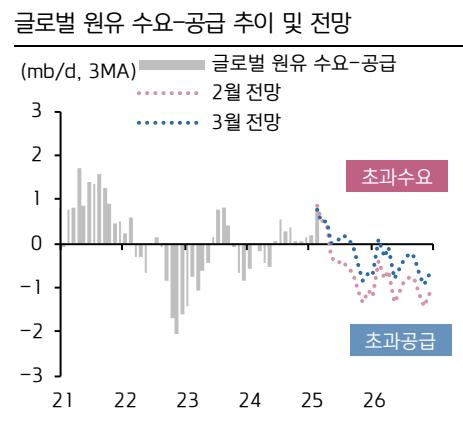
한편, 국제유가는 원유시장 내 수요 불안과 공급 불확실성이 모두 공존하고 있어 뚜렷한 방향성이 부재할 것으로 예상한다. 우선 수요 불안을 자극하는 요인은 트럼프 미 대통령의 관세 정책이다. 현재 금융시장에서는 미국이 관세를 부과하는 경우 미국 내 안플레이션 압력이 높아질 수 있고 이는 결국 미국내 소비 및 투자 위축으로 연결될 것으로 전망하고 있다. 더욱이 인플레 우려가 높아진다면 미 연준이 추가 금리 인하에 신중한 스탠스를 유지할 것으로 보인다는 점도 이에 영향을 줄 수 있다.

물론 수요 불안이 높아진다면 유가의 하방 압력 강화는 불가피하지만, 타이트한 재고 여건이 유가 약세를 제한할 것으로 전망한다. 4월 OPEC+의 감산 규모 축소가 예정되어 있는 상황이나, 미국의 이란, 베네수엘라 제재 방안으로 공급 감소도 불가피해 보이기 때문이다. 미국은 이란이나 베네수엘라산 원유거래에 참여하는 기업에 대한 금융 제재를 발표하기도 했고, 해당 지역의 원유를 수입한 국가에 대한 관세 부과를 언급하기도 했다.

또한 OPEC+가 4월부터 감산 규모를 줄일 예정이지만 OPEC+의 증산이 원유시장 내 과잉공급을 유발하기는 어렵다. OPEC 내 감산 대상국은 4월 일평균 약 10만 배럴 수준의 원유 생산 증가에 나설 예정이나, 이라크 등 일부 감산 미준수 국가는 보상 감산안도 준수해야 한다. 이를 감안하면, 4월 OPEC의 실제 증산 규모는 발표 수치보다 낮을 것으로 보이고 이런 가운데 미국의 산유량도 4월 중 급격하게 늘어날 가능성은 낮다. 이는 4월 원유 시장의 수급 여건에 큰 변화가 발생하지 않을 것이라는 점을 시사한다. 미 에너지정보청(EIA) 또한 3월 단기에너지시장 보고서를 통해 상반기 까지는 원유시장 내 재고 감소 기조가 유지될 것이라는 기준의 전망을 유지하고 있다. 따라서 이를 감안하면 국제유가는 4월 중 보합권에서 등락을 이어갈 것으로 전망하며, 대외 불확실성, 실제 수급 여건, 지정학적 리스크 등 다양한 이벤트에 따라 방향성이 부재한 흐름을 보일 것으로 전망한다.



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
주: 분홍색 점선은 보상감산안을 고려한 생산쿼터



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## ▼ 방향성 탐색 구간



미 달러의 약세가 주춤해지며 방향성을 탐색하는 구간이 진행될 것으로 예상. 트럼프 관세 정책 불확실성과 성장 둔화로 인해 좁은 레인지에서 등락을 보일 전망. 달러/원 환율은 1,400원 중반에서 등락을 보일 것으로 예상하며 국내 정치 불확실성이 완화될 경우 소폭의 하락세는 가능할 것으로 전망

3월 외환시장은 월 중반까지 미 달러화 약세가 진행되었지만 후반에는 트럼프 행정부의 관세 정책 불확실성으로 안전자산 수요가 확대되면서 추가 약세가 제한되었다. 달러/원 환율은 1,400원 중반에서 등락을 보인 이후 1,470원대까지 근접하는 흐름을 보이기도 하였다.

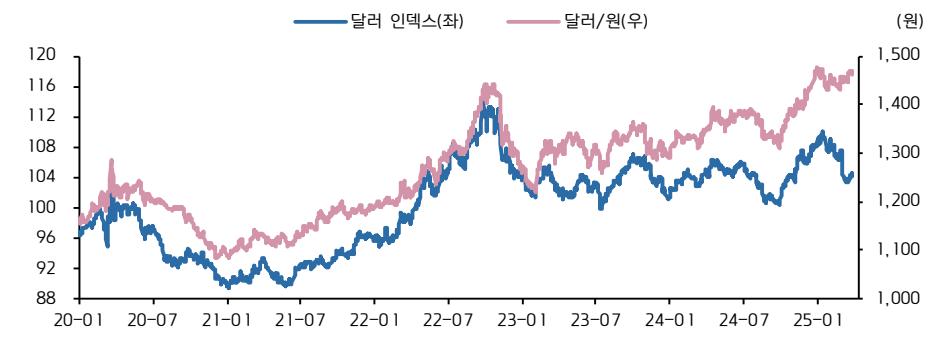
미 달러화는 유로화 강세와 미국 성장 둔화 우려 등이 복합적으로 작용하면서 약세를 보였다. 트럼프 행정부의 관세 정책 불확실성이 커지면서 소비심리 지표를 중심으로 부진하게 나타났고 이는 미국 경기 위축에 대한 우려로 이어졌다. 이를 반영해 미 국채금리가 하락세를 보였고 이는 달러에 약세 요인으로 작용하였다.

유로화 강세 역시 미 달러에는 약세 요인으로 작용하였다. 독일의 부채 브레이크 관련 한 수정안이 의회를 통과하고 재정지출 확대를 통한 유로존 경기 회복에 대한 기대 조성 등이 미국의 성장 둔화와 차별화된 흐름으로 나타났다.

하지만, 월 후반으로 갈수록 트럼프 행정부의 수입 자동차 관세 부과 및 상호 관세에 대한 불확실성이 확대되었고 이로 인한 뉴욕증시의 하락과 금융시장 내 안전자산 수요 유입은 미 달러화의 추가 약세를 제한하였다.

엔화는 BOJ 통화정책에서 금리 동결과 함께 추가 금리 인하 여지를 열어두었지만 트럼프 관세 불확실성 등을 반영해 달러 대비 140엔 후반에서 크게 움직이지 못했다. 달러/원 환율은 1,400원 초반대로 미 달러화 약세를 반영해 하락하기도 했지만 트럼프 관세 불확실성으로 인한 국내 경기에 대한 비관론이 높아지고 국내 정치 불확실성이 지속되면서 1,400원 중반에서 등락을 보였다. 월 후반 미 달러화가 소폭 반등하고 금융시장 내 안전자산 선호 경향이 강화되면서 달러/원 환율이 1,470원대로 일시적으로 높아지는 등 변동성이 확대되는 흐름을 보였다.

## 달러인덱스와 달러/원 환율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

4월 외환시장은 혼재된 재료들로 인해 방향성을 탐색하는 구간이 될 것으로 예상한다. 미 달러화는 트럼프 관세 정책 불확실성과 성장 둔화 사이에서 뚜렷한 방향성을 보이기보다 좀을 레인지에서 등락을 보일 수 있다. 4월 2일 트럼프 행정부의 상호 관세 부과와 그에 따른 국가별 다양한 대응 과정을 확인하는 속에서 금융시장에서 안전자산 선호 경향이 강화되고 불안심리가 높아지면서 미 달러화는 일시적으로 반등할 것으로 예상한다.

하지만, 트럼프 관세 정책이 구체화한 이후에 단기적인 잡음은 불가피하나 불확실성 역시 조금씩 완화될 수 있다면 미 달러화는 안전자산 수요보다 성장 둔화 이슈로 시선이 옮겨갈 수 있다. 트럼프 정책 불확실성으로 인해 미국의 경제지표가 심리뿐만 아니라 실물 지표에서도 부진할 가능성이 높음에 따라 연준의 추가 금리 인하 확률이 확대될 것으로 예상한다. 이는 미 달러화에 국채금리 하락과 더불어 약세 요인으로 작용할 수 있다.

달러/원 환율은 월 초반 트럼프 정책 불확실성과 금융시장 내 불안심리가 높아지면서 상승 압력이 높아질 수 있다. 하지만, 관세 조치가 협상의 여지를 열어두며 최악의 상황으로 전개되지 않을 것으로 보이고 국내 정치 불확실성도 탄핵 이슈가 결론이 나면서 완화될 것으로 본다. 국내 추경 편성이 가시화되고 주요 연구기관의 한국에 대한 경제성장을 하향 조정이 주춤해진다면 달러/원 환율도 월 후반으로 갈수록 소폭의 하락은 가능할 것으로 예상한다.

## 자산배분

퀀트/자산배분 최재원  
cjw5056@kiwoom.com

## ▣ 신흥시장의 상대 우위 기대



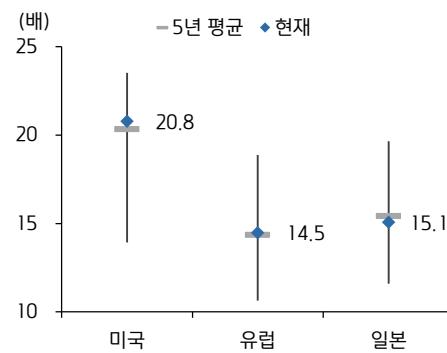
미국의 관세 부과 현실화 및 국내 공매도 재개 등에 따른 증시의 변동성 확대 예상. 다만, 한국 및 신흥 권역의 밸류 부담이 높지 않고, 월 후반 1Q 실적 시즌 본격화와 함께 개선이 기대됨에 따라 전월 대비 신흥시장 중심의 비중 확대. 한편, 주요국 중앙은행의 금리 인하 기대감이 제한됨에 따라 채권은 전월 대비 확대폭 소폭 축소

3월 글로벌 주식 시장은 선진 그리고 신흥 권역 간의 반전 흐름이 이어졌다. 미국의 상호관세 부과 충격으로 밸류에이션 부담 완화가 이어지며, 신흥국의 주가 성과가 양호했다. 한편, 주요국의 추가 금리 인하 가능성이 약화됨에 따라 채권 자산은 전반적으로 약세를 보였으나, 환율 상승 영향으로 해외 채권은 강보합 성과를 기록했다.

가장 특징적인 흐름은 주식 시장에서 미국 이외 지역의 반등 흐름이 이어지고 있다는 점이다. 특히 빅테크 중심으로 차익매물 출회가 지속되는 가운데, 트럼프 행정부의 상호 관세 부과 현실화가 임박하며 거시 지표들의 악화 가능성에 무게가 실리는 점 등이 그 주된 배경이다. 다만, 연초 이후 상품 자산을 제외하게 되면 한국 및 신흥시장의 성과가 가장 양호한 모습을 보여 온 상황에서 관세 리스크 현실화는 부담 요인이다. 더불어, 국내 증시는 공매도 재개 또한 앞두고 있는 만큼 월 초중반 까지는 변동성 구간에 노출될 가능성이 높다.

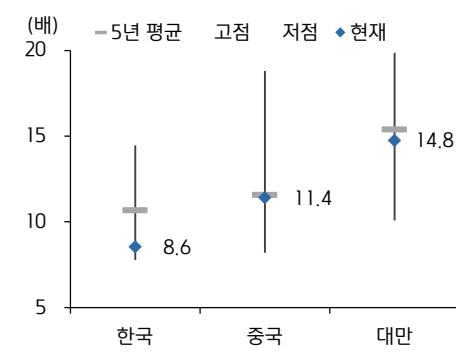
다만, 연초 이후의 흐름에도 미국 증시의 PER(Fwd .12M) 밸류에이션은 20.8배로 5년 평균(20.3배)을 상회하고 있고, 유럽 역시 5년 평균(14.3배)을 소폭 웃도는 14.5배에 위치해 있다. 주요 선진 권역 중에서 5년 평균 밸류에이션을 하회하고 있는 것은 일본뿐이다.

주요 선진국 최근 5년 PER 레인지



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 신흥국 최근 5년 PER 레인지



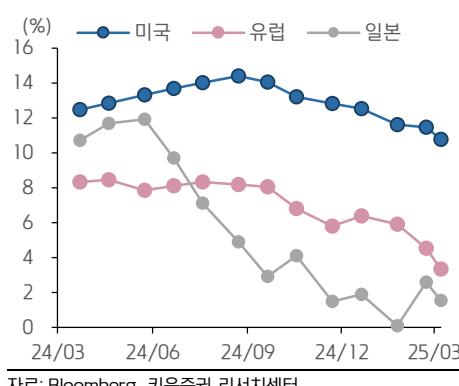
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

반면, 신흥 권역을 살펴보면, 한국 증시의 PER(Fwd. 12M)는 8.6배로 5년 평균에 해당하는 10.6배를 하회하고 있고, 중국 증시도 연초 이후의 상승에도 5년 평균(11.6배)을 밑도는 11.4배 수준에 위치해 있다. 대만 증시는 미국 증시와 연동되는 모습이 나타나며, 연초 이후 6% 넘는 하락세를 기록한 결과 5년 평균(15.4배)을 하회한 14.8배를 기록했다.

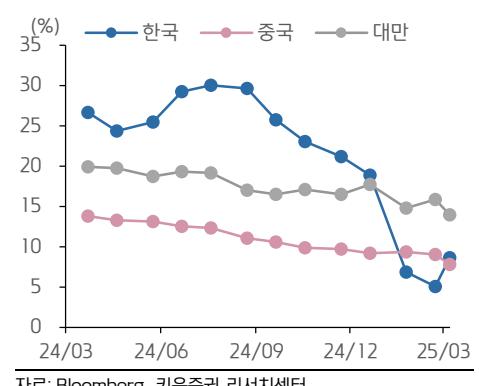
주요국의 실적 전망을 살펴보면 공통적으로 눈높이의 하향 조정이 지속되고 있다. 특히 미국의 경우 2025년 주당순이익 성장을 전망이 14%를 넘을 것으로 전망되기도 했으나 현재는 10.8%까지 하향 조정되었다. 미국을 비롯한 유럽과 일본의 경우 하향 조정폭이 더 가파르게 연출되고 있고, 빅테크 기업들의 영향을 많이 받는 대만 증시 역시 1년 전 20% 수준이 전망되었으나 현재는 14% 수준까지 낮아졌다.

한편, 신흥국 권역에서 비중이 가장 큰 중국 증시 역시 비슷한 하향 조정 흐름이 이어지고 있으나, 한국의 경우 작년 하반기부터 빠르게 하향 조정되어 온 실적 눈높이 조정이 어느 정도 잣아들며 상향 조정을 모색하는 모습이 포착된다. 올해 기준 1분기가 국내 기업들의 실적 저점이 될 것으로 예상됨에 따라 1분기 어닝시즌 개막과 함께 펀더멘털의 개선이 이어질 가능성에 대비할 필요가 있다. 결론적으로 주식 측면에서는 미국 및 선진권역을 중심으로 한 실적 모멘텀이 부진한 점이 단기간 이어질 가능성이 높은 점을 감안 한국 및 신흥권역의 반사 수혜를 대비할 필요가 있다고 판단된다.

주요 선진국 FY25 주당순이익 성장을 전망 추이

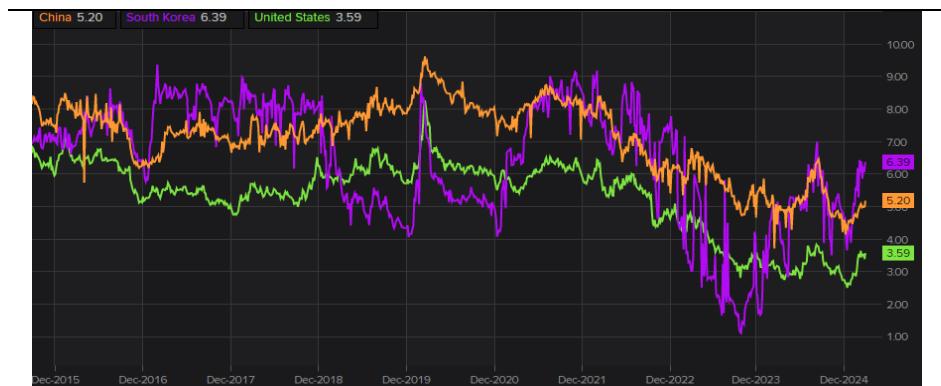


주요 신흥국 FY25 주당순이익 성장을 전망 추이



한편, 주식 시장의 차별화가 연출된 가운데, 관세 부과 리스크 그리고 물가지표의 안정 흐름 둔화로 인해 스태그플레이션 우려가 상존하며 안전자산에 대한 선호가 부각되는 모습이 나타났다. 그 결과 한국을 비롯한 미국, 중국의 주식 리스크 프리미엄은 공통적으로 상승하는 모습이 연출됐다. 월초와 비교해 한국, 미국, 중국의 리스크 프리미엄은 각각  $5.32 \rightarrow 6.39$ ,  $3.44 \rightarrow 3.59$ ,  $5.1 \rightarrow 5.2$ 로 상승했다. 주식과 비교해 채권 시장의 매력도가 낮아진 가운데, 한국 시장에서의 주식 리스크프리미엄 확대폭이 가장 두드러진 모습을 보였다. 더불어, 관세 불확실성으로 인한 기대인플레이션 부각으로 주요국의 금리 인하 기대감이 축소되고 있는 상황은 전월과 비교해 채권 자산에 대한 비중 확대폭을 줄이는 배경이다.

한국, 미국, 중국의 주식 리스크 프리미엄



자료: Datastream

## 4월 주요 일정 정리

2025년 4월 Kiwoom Research Calendar

Strategic 한지영 이성우 907@kiwoom.com

기운증권