

QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기



투자전략 | 2026.03.27

한 눈에 보는 상상인 자산전략 Weekly



Analyst 신얼 | 투자전략 02-3779-3184, e.shin@sangsanginib.com

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

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

RA 강혜성 02-3779-3475, hs.kang@sangsanginib.com

CONTENTS

한 눈에 보는 상상인 자산전략

Summary	3
1. 주식	6
2. 채권	16
3. 부동산	17

Summary

주간 자산시장 동향 & 체크포인트

중동 전쟁 이후를 준비해야 할 시점이 다가온다.

3월 4주차 리스크 회피가 아닌 재조정 국면

3월 4주차 금융 및 자산시장은 리스크 요인의 영향력에 따른 자산 재배치를 통한 리스크의 안정적인 대응을 추구하는 국면이 연출됐다. 전쟁 발발에 의한 가격 급락 이후 변동성 장세에 대한 피로도가 고조됨에 따라 이를 회피하는 것은 불가능하다는 판단에서 나오는 고육지책적 성격이 강하겠다. 이를 대표적으로 반영하는 것이 금주의 수익률 쌍두마차는 유로존 주식 +1.33% 및 산업금속 +1.76%를 각각 기록했다. 채권에서는 회사채 중심으로 중립적 수익률을 기록하면서 국채 중심의 금리 상승에 따른 수익률 저하를 방어하는 모습이었다. 반면, 미국 및 신흥국 증시, 귀금속 가격의 하락은 불가피했다. 또한, 미 달러를 제외한 원화, 엔화, 유로화 등 절하되는 상황이 연출 중이다.

미국 대비 유로존 에너지, 귀금속 대비 산업금속

단, 지속가능성은 제한적

유로존 주식의 상승 및 산업금속의 동반 강세장은 비교적 유의미하다. 나스닥을 필두로 하는 뉴욕 증시는 꿈과 희망, 기대를 먹고 사는 미래 지향적 기술주 중심으로 시장 분위기가 형성되어 있다. 반면, 유럽 증시에는 주식의 성격이 편이하게 다른 것은 아니나, 구조적인 금융, 산업재 및 에너지 업종에 대한 의존도가 높기에 경기 민감도가 높은 편이다. 중동 전쟁의 중장기화는 글로벌 수요를 둔화시키는 생산 위축으로 직결될 수 있으나, 동 구도에서 일정 부분 빚겨나있는 지역은 대표적으로 유럽과 중국이다. 중동발 전쟁 리스크에서 판도를 좌우하는 것은 호르무즈 해협의 해상 운송인데, 이는 유가 등 에너지가격에 의한 인플레이션으로 이어진다. 반면, 산업금속은 직접적 영향력이 제한적이다. 최근 중국의 정책발 내수 부양 기대감의 고조로 인한 유로존 기업들의 수혜 가능성 확대를 토대로 중동 리스크 회피성향 자금의 유입이 금주의 시장 수익률을 이끈 것으로 판단한다.

미국 유가증권시장 모두 후퇴 미 국채 커브의 시사점에 유의

반면, 미국의 유가증권 시장인 증시와 채권시장은 모두 후퇴했다. 트럼프의 이란 인프라 공격 유예 10일 연장 소식에도 불구하고 3/26일 나스닥 시장은 2.4% 하락했다. 관세 이슈와는 달리 트럼프의 양극단을 오가는 정치적 멘트에 베팅하는 타코(TACO) 베팅 패턴이 잘 통하지 않는 이란과의 전쟁 양상이다. 피로도가 높아지면서 위험자산 비중 확대 성향이 급속히 감소 중이다. 또한, 이를 부추기는 것은 미 국채 금리 급등이다. 미 국채 10년물 금리는 4.41%를 기록하면서 전주 대비 16.2bp 상승했다. 미 국채 2년/10년 금리 스프레드는 현재 42.6bp로 점진적 축소세를 시현 중이다. 수익률 곡선의 상향 조정과 커브 기울기의 평탄화는 인플레이션발 경기 둔화 가능성을 반영하기 시작함을 의미한다.

구글 새로운 알고리즘 모델 '터보 쿼트' 발표 메모리 반도체 업종에 악재

무엇보다도 그간 AI발 밸류 체인 내에서의 순환적 모멘텀을 제공하는 흐름에 역행하는 논문이 발표됐다. 구글은 '터보 쿼트'라는 AI 압축에 관한 새로운 알고리즘 모델을 소개했다. LLM 등 하이퍼스케일러가 작동하는데 필요한 메모리 반도체의 수요량을 급감시킬 수 있는 가능성을 제공한 것이다. 그간, 마이크론과 샌디스크 등 칩플레이션 수혜 업종의 가격 급락이 발생하기 시작했고, 이는 삼성전자와 SK하이닉스의 주가에도 찬물을 끼얹기 시작하는 형국이다.

4월 1주차 시장 전망 중동 전쟁의 지속성에 대한 판단 및 메모리 반도체의 대체 업종 물색

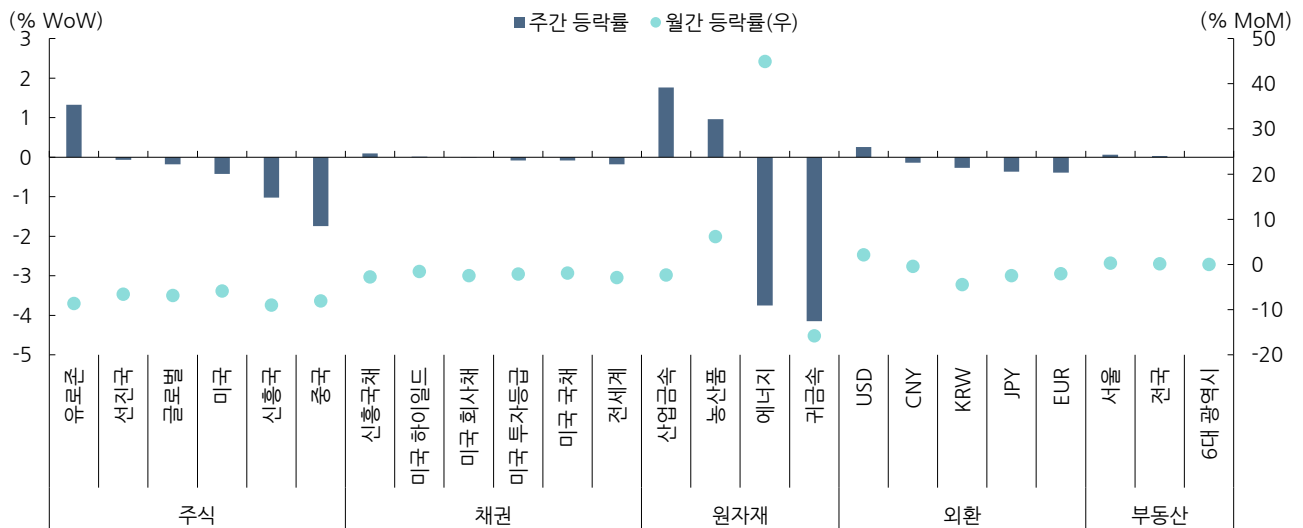
차주의 글로벌 금융 및 자산시장은 전주와 마찬가지로 중동 전쟁의 장기화 가능성을 시장참가자들이 수용하면서 그간 AI의 밸류 체인 버팀목이었던 메모리 반도체의 하방 압력 속에서 대체 업종을 찾는 과정이 수반될 것으로 예상된다. 또한, 3월 4주차 유로존 증시와 산업금속이 비교적 선방했으나, 이는 글로벌 금융시장의 메인 스트림으로 자리잡기에는 역부족일 가능성이 높다는 판단이다. 트럼프의 오락가락하는 변심 속에서 호르무즈 해협을 장악하기 위한 해병대 등 지상군 투입이 가시화될 경우, 이란의 보복적 대응은 불가피할 것이기에 장기화 가능성은 보다 높아지겠다. 이는 WTI의 100달러 진입을 전인할 수 있으며, 물가를 넘어 생산에까지 악영향을 미치는 계기로 자리 잡을 수 있다는 우려가 커질 수 있다.

트럼프 대통령의 마이웨이 전쟁 이후를 준비할 때

위험 자산보다는 안전자산 중심의 포지션 구축 속에서 현금 확보 및 달러화 포지션 점진적 확대 권고

다만, 트럼프 대통령은 이제 협상의 끈을 놓으려고 하지는 않는다. 이스라엘은 독자적인 군사행동을 하고 있으며, 이란의 군사 인프라 전면 파괴를 위한 군사 작전 최소 3주 필요하다는 입장이나 미국이 수용할 가능성은 낮다. 트럼프의 최종 데드라인은 4~6주의 전쟁 기간인데 이미 4주가 지났다. 6주를 초과할 경우, 연기되어 재조정된 5/14~15일의 미중 정상회담 차질은 물론이거니와 11월 미국 중간선거 승리를 위한 경제 성장 및 물가 안정에 힘입은 자산시장 가격 상승이라는 선순환 고리 형성을 완성시키는 것이 가장 중요하기 때문이다. 현 국면에서는 자산시장의 롱 또는 숏 포지션의 대등한 수준에서 뉴스에 따른 투심의 이동이 가격의 급등락을 야기한다. 선부터 베팅보다는 안정적 포지션 구축과 현금 유동성 확보, 달러화 포지션 점진적 확대를 통해 전쟁 이후의 국면을 서서히 준비할 때다.

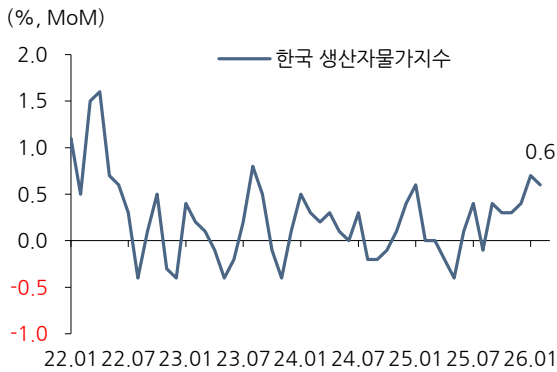
그림 1. 자산별 주간 수익률



자료: Bloomberg, 부동산원, 인포맥스, 상상인증권 리서치센터

경제지표해설

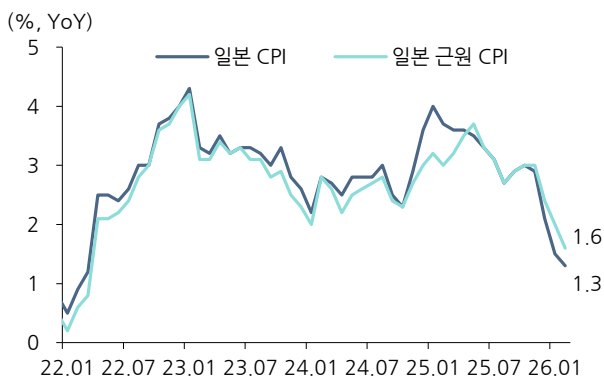
그림 1. 한국 2월 생산자물가지수



자료: Bloomberg, 상승인증권 리서치센터

- 지난 23일 한국은행에서 발표한 한국 2월 생산자물가지수는 전월대비 0.6% 상승하며 6개월 연속으로 상승세를 기록
- 세부적으로 석탄·석유제품(4.0%), 서비스 중 금융·보험(5.2%) 등이 전체 생산자물가지수 상승을 견인
- 석탄·석유제품 부문은 지난달 미-이란 전쟁으로 유가가 급등한 영향. 금융·보험 서비스 물가는 국내 주식 상승으로 주식위탁매매 수수료가 상승한 영향
- 한국은행에 따르면 3월 1~20일까지 두바이유와 원·달러 환율 평균은 각각 82.9%, 2.0% 상승한 상황으로 3월 생산자물가지수에 상방 압력으로 작용할 가능성 존재

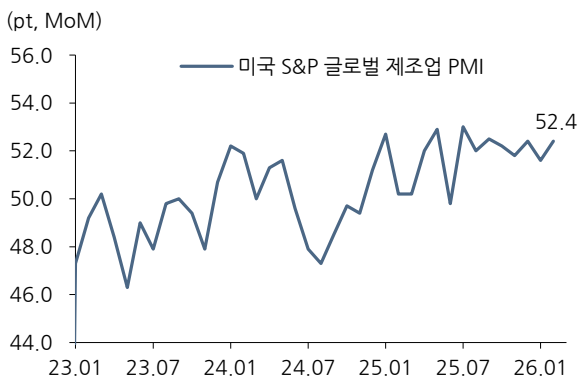
그림 2. 일본 2월 CPI



자료: Bloomberg, 상승인증권 리서치센터

- 지난 24일(현지시간) 일본 총무성에서 발표한 3월 헤드라인 CPI는 전년대비 1.3%, 근원 CPI는 전년대비 1.6% 상승을 기록
- 3월 근원 CPI는 예상치(1.7%)와 전월치(2.0%)를 모두 상회한 결과이며, 22년 3월 이후 처음으로 2.0% 미만 상승률을 기록
- 일본 정부의 전기·가스 요금 지원 및 휘발유 잠정세를 폐지 조치로 에너지 가격이 하락하고 식료품 상승세가 완화되며 CPI 둔화세에 영향
- 시장에서는 일본 정부의 연료 보조금이 엔화 약세 및 중동 분쟁에 따른 수입 비용 상승 압력을 일부 상쇄함에 따라 향후 근원 CPI가 2.0%를 하회할 것으로 전망

그림 3. 미국 3월 S&P 글로벌 제조업 PMI



자료: Bloomberg, 상승인증권 리서치센터

- 지난 24일(현지시간) S&P 글로벌에서 발표된 미국 3월 제조업 PMI는 52.4pt로, 예상치(51.3pt)와 전월치(51.6pt)를 모두 상회
- 3월 투입 가격 지수는 62.8pt로 급등. 미-이란 전쟁에 따른 유가 상승으로 에너지 비용에 민감한 제조업 기업들이 영향을 받으며 물가 상승 압력 확대
- 중동 지역 지정학적 리스크로 공급망에서 차질이 발생한 결과, 공급자 인도 시간은 44.2pt로 22년 10월 이후 최대 지연을 기록. 이에 전체 민간 부문의 평균 비용 상승률 또한 증가
- 이외 유로존, 호주 등 각국의 3월 제조업 PMI 지수에서도 중동 전쟁으로 인한 투입 비용 인플레이션을 확인

2. 주식

종전 불확실성 영향에 증시 피로도 상승

반도체, 건설, 에너지 등 최근 상승 업종에 대한 차익실현 매도세 확인

국내 증시: 불확실성에서 비롯된 차익실현 매도세

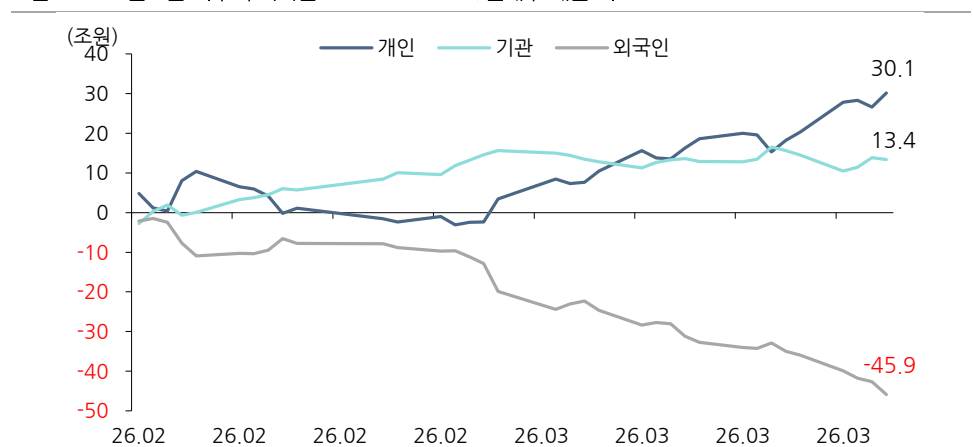
KOSPI는 전주대비 -5.55% 하락한 5,460.46pt를 기록하였다. KOSDAQ은 전주대비 -2.14% 하락한 1,136.64pt를 기록하였다. 금주 한국 증시는 미국-이란의 지정학적 대립 격화 속 반도체 중심의 차익실현 매도세가 영향을 주며 전주대비 하락 마감하였다. 그 가운데 2차전지, 제약/바이오 일부 종목의 반등 흐름이 동시에 나타나며 KOSDAQ은 KOSPI 대비 양호한 상대 수익률을 기록하였다.

국내 증시에서는 글로벌 불확실성에 따른 외국인 매도흐름 속 개인 투자자금이 이를 받아내는 양상이 한 주간 이어졌다. 그럼에도 이전대비 저가매수 기대감은 약화되었고, 투자자들의 피로도는 한층 높아진 모습이 나타났다. 트럼프 대통령이 드러낸 종전 자신감과 달리, 시장 참가자들은 트럼프의 말에 대한 낮은 신뢰도와 전쟁 장기화에 따른 고유가 환경 지속을 더 경계하는 듯한 움직임이 나타났다.

그 가운데 주중 공개된 구글의 터보퀀트 알고리즘은 이미 공개된 기술임에도 불구하고 매크로 불확실성에 피로감을 느끼던 글로벌 투자자들이 가파르게 상승했던 메모리 반도체 주식에 대한 차익실현 기회로 활용되며 국내 반도체 업종 역시 타격을 입게 되었다.

업종별로는 IT 가전(+0.8%), 헬스케어(+0.6%), 통신(+0.3%) 등이 전주대비 상승 마감하였다. 반면 반도체(-8.6%), 에너지(-7.5%), 건설(-7.3%) 섹터 등은 전주대비 하락 마감하였다. 전주 강세를 보였던 반도체, 건설 업종에서 차익실현 압력이 더욱 크게 나타난 가운데 그 동안 상대적으로 주가수익률이 미진했던 제약/바이오 업종이 기술이전, AACR(미국 암연구학회, 4/17~22 예정) 모멘텀에 강세를 보인 한 주였다. 에너지주의 경우 에너지 안보, 자립 문제로 급등했던 원자력 및 신재생 관련주의 차익실현 매도세가 영향을 주며 낙폭이 확대되었다.

그림 1. 2026년 2월 이후 투자자별 KOSPI + KOSDAQ 순매수 대금 비교



자료: Quantiwise, 상상인증권 리서치센터

국내 증시 차주 전망: 녹록치 않은 환경, 그럼에도 가격 중심 접근 유도

종전에 대한 실질적 성과 미확인 시
투심 개선은 제한적일 것

차주 국내 증시는 중동 전쟁의 격화 가능성이 시장의 투심에 영향을 줄 것으로 보이는 가운데, 밸류에이션 부담이 다소 덜한 업종 중심의 제한적 상승세가 예상된다. 금주 시장을 지배한 미국-이란의 종전 협상안과 관련해서는 한 트럼프나 이스라엘 측의 주장에 대한 민감도는 더욱 낮아질 것이고, 결국 실질적 협상과 성과에 주목할 것으로 보인다.

호르무즈 해협 통제 장기화에 따른 인플레이션 압력 확대는 기정사실화된 상황에서, 미국의 지상군 투입과 이란의 호르무즈 해협 통행료 부과, 에너지 시설 타격 재개 가능성 등은 잠재적 부정적 요소이다. 또한 개인 투자자금이 많이 몰려있는 상황에서, 수급적 요인에 따른 변동성 확대 가능성 역시 현재 증시에는 하방압력으로 작용할 수 있다.

반도체 주가의 낙폭과대 시 저가
매수 역시 고려 대상

결국 증시 전반의 약세 요소가 다수 있는 상황에서, 그럼에도 유지되는 유동성은 특정 업종 또는 종목 중심의 저가매수세로 연결될 수 있다. 국내 투자자들의 관심이 차기 주도업종 탐색과 반도체 추가매수로 쏠려있는 가운데 금주의 터보퀀트발 반도체 숨고르기 장세는 오히려 저가 매수의 기회로 작용할 수 있다.

차주 예정된 이벤트로는 미국 소매판매, 고용지표의 발표와 국내 수출입 및 경상수지, CPI 데이터가 공개될 예정이다. 3월 CPI가 공개되는 만큼 유가발 인플레이션에 대한 우려를 한층 확산시킬 수도 있겠다. 그럼에도 시장의 주요 변수는 중동 전쟁의 전개인 상황에서, 미국-이란 간 물리적 충돌 가능성을 열어둘 필요가 있다.

중국 증시: 기술주 약세, 경기 방어주 강세 교차

글로벌 매크로 환경에 노출된
가운데 테크주 실적 우려가 약세
압력을 가중

상해종합지수는 전주대비 -1.72% 하락한 3,889.08pt를 기록하였다. 홍콩 항셍지수는 전주대비 -1.67% 하락한 24,856.43pt를 기록하였다.

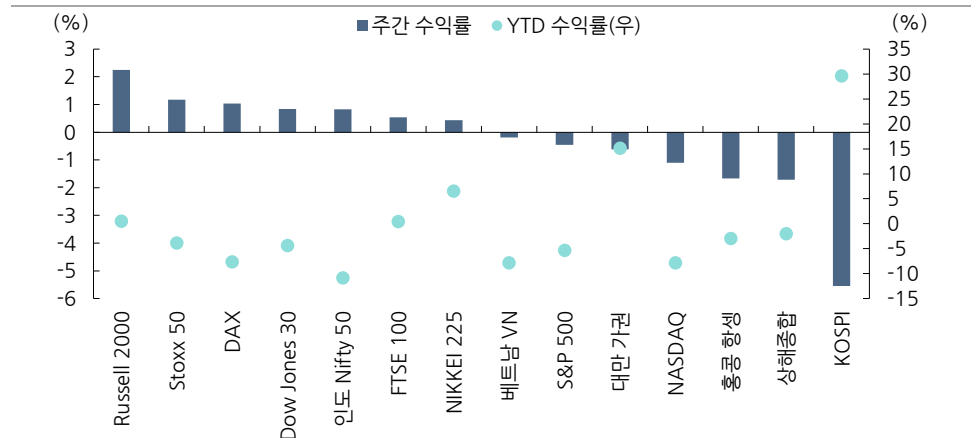
상해 증시는 글로벌 위험자산 회피심리에 따른 불확실성이 증시의 하방압력으로 작용한 가운데, 에너지/소비재/테크주 중심으로 낙폭은 더욱 크게 나타난 한 주였다. 전주 중국 인민은행이 LPR을 10개월째 동결한 가운데, 추가 부양책에 대한 기대감 약화도 증시에 일부 영향을 주었다.

홍콩 증시의 경우 중동 정세 악화에 따른 외국인 자금 유출로 인해 주초 3% 넘게 급락하며 변동성이 극심했다. 미국과 이란 간의 대치 속에 국제 유가가 배럴당 \$100를 상회하며 인플레이션 우려를 자극했고, 이는 홍콩 시장 내 금리에 민감 종목 중심으로 변동성을 확대시키는 요인으로 작용했다, 다만, 최근 낙폭 과대에 따른 저가매수세가 유입된 점이 증시의 하단을 지지했다.

한편 트럼프-시진핑 5월 14~15일 베이징 정상회담 일정이 공식화되면서 미중 관계 변수가 새롭게 부각됐다. 업종별로는 에너지 업종에서 차익실현 매물이 출회됐고, 알리바바 이익 67% 급감 및 텐센트 AI 투자 2배 확대 등 빅테크의 수익성 희석 우려가 기술주의 약세로 이어졌으며, 유틸리티·통신 등 고배당 방어주가 선방하는 장세가 이어졌다.

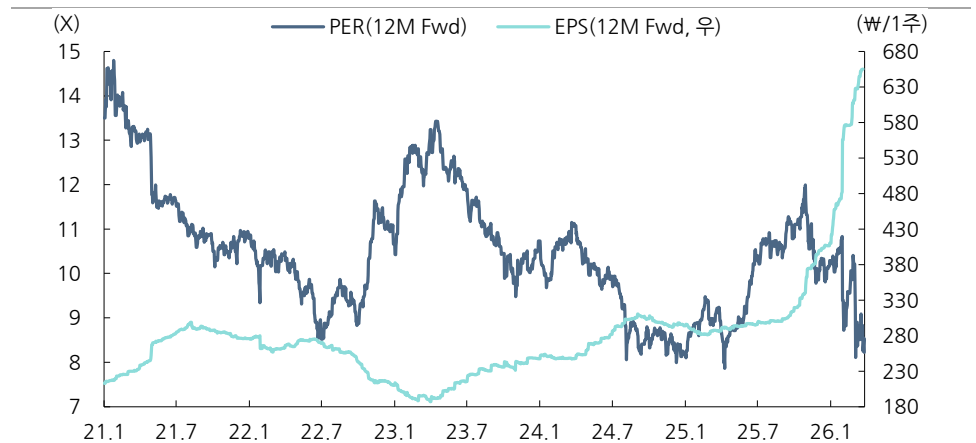
상해 증시는 유틸리티(+3.0%) 업종이 전주대비 상승 마감하였다. 반면, 정보기술(-3.2%), 필수소비재(-2.8%), 경기소비재(-2.7%) 등은 전주대비 하락 마감하였다.

그림 2. 증시별 주간/YTD 수익률



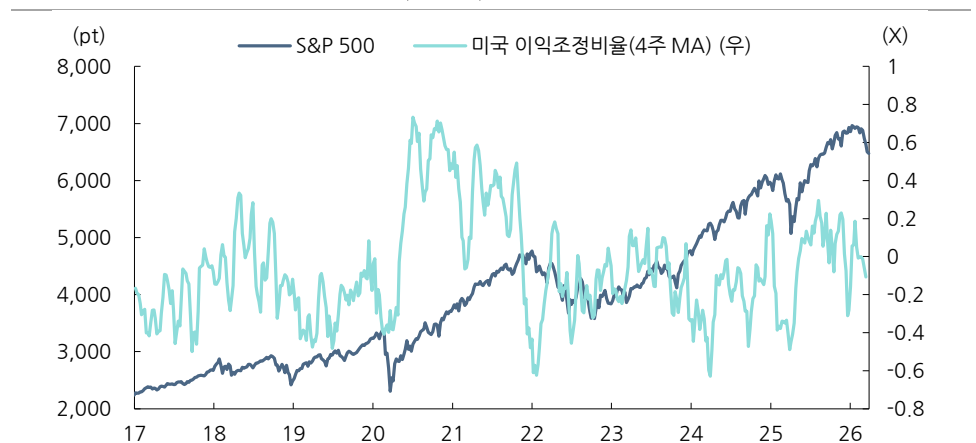
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 3. KOSPI 12M Fwd PER, EPS



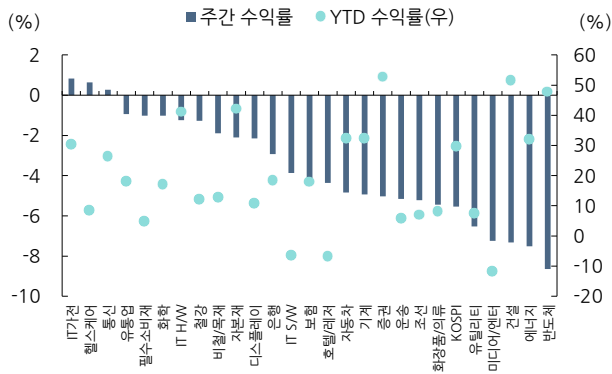
자료: Quantwise, 상상인증권 리서치센터

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



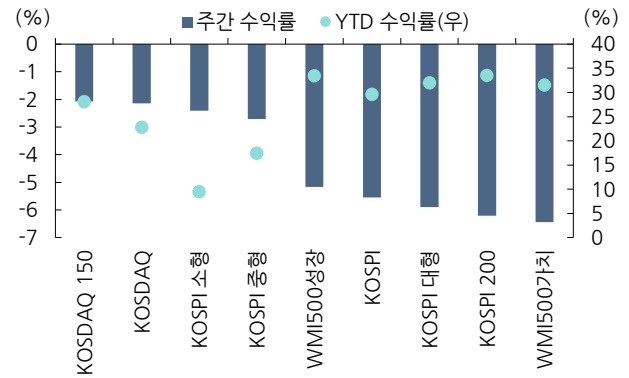
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 5. KOSPI 업종별 수익률



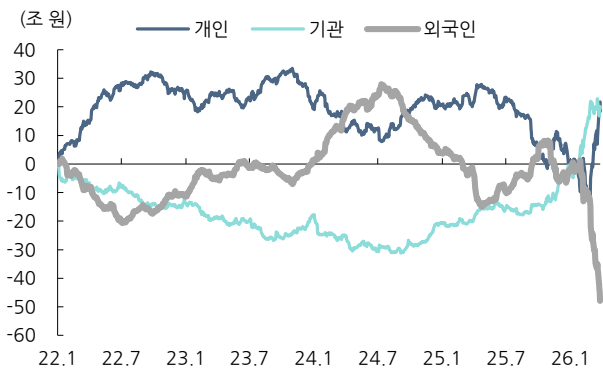
자료: Quantwise, 상생인증권 리서치센터

그림 6. KOSPI 스타일별 수익률



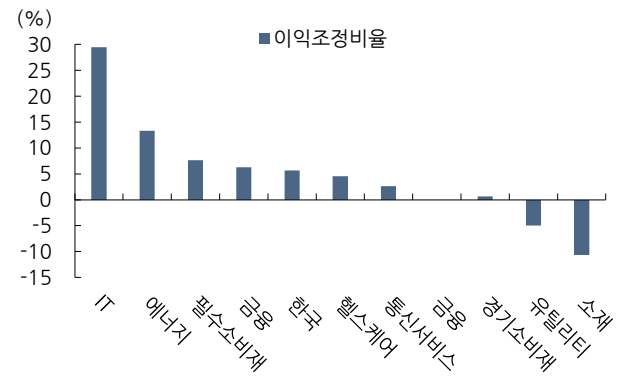
자료: Quantwise, 상생인증권 리서치센터

그림 7. 국내 증시 투자자별 누적 순매수금액 추이



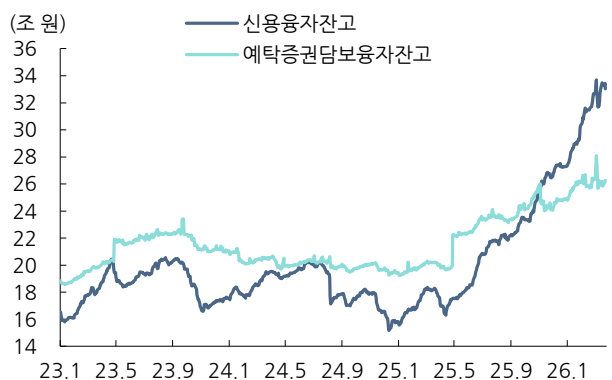
자료: Quantwise, 상생인증권 리서치센터

그림 8. 한국 증시 업종별 이익조정비율



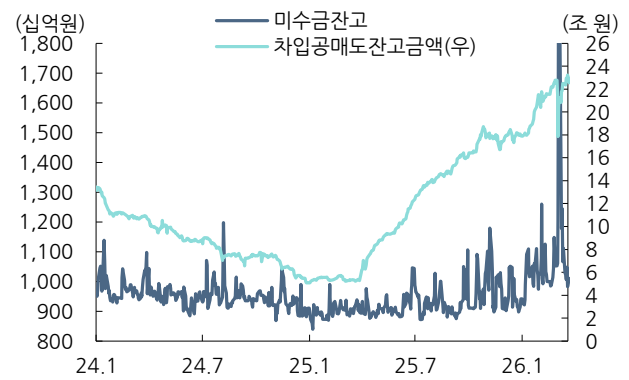
자료: Refinitiv, 상생인증권 리서치센터

그림 9. 한국 증시 신용융자잔고 및 예탁증권담보융자잔고 추이



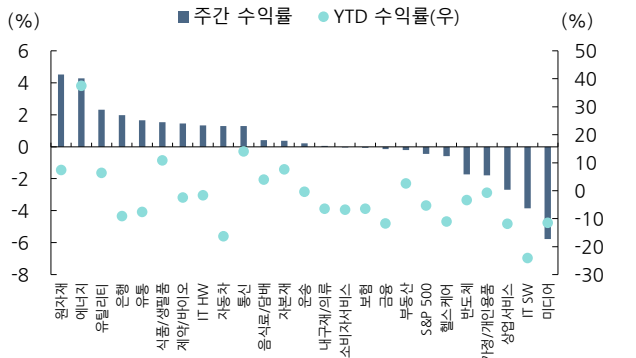
자료: Quantwise, 상생인증권 리서치센터

그림 10. 한국 증시 미수금잔고 및 차입공매도잔고 추이



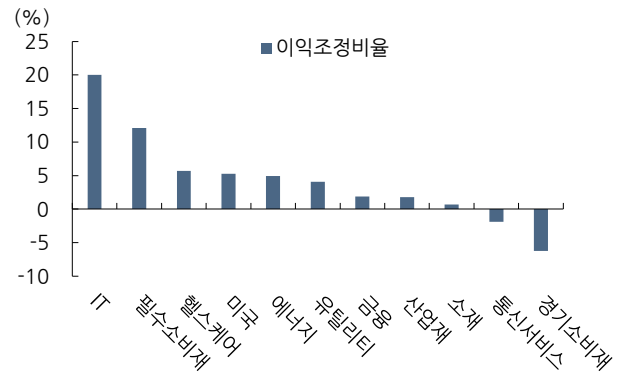
자료: Bloomberg, 상생인증권 리서치센터

그림 11. S&P 500 업종별 수익률



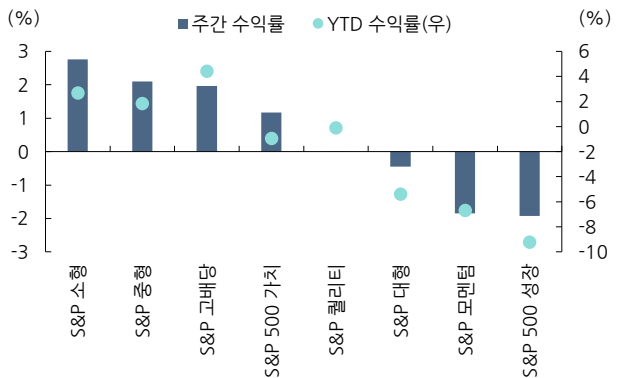
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 12. S&P 500 업종별 이익조정비율



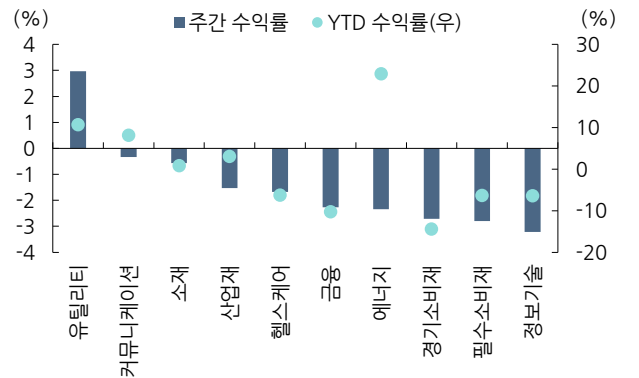
자료: Refinitiv, 상상인증권 리서치센터

그림 13. S&P 500 스타일별 수익률



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 14. 상해종합지수 업종별 수익률



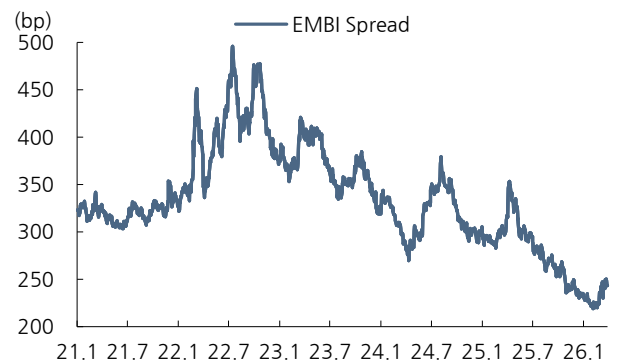
자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 15. 아시아(일본 제외), 한국의 PER 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 16. EMBI Spread 추이



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

주간 미국 증시 Review: 전쟁과 유가, 구글 터보퀀트, 그리고

3월 넷째 주 미국 증시는 이란 전쟁의 전개 양상에 따라 극단적 변동성을 보이며 4주 연속 하락세를 기록하였다. S&P 500은 3월 25일 기준 6,591.90으로 월초 대비 -2.1% 하락하였고, 나스닥 종합은 21,929.83으로 -3.4% 후퇴하였다. 다우존스 산업평균은 46,429.49로 -1.8%, 러셀 2000은 2,437.27로 -4.5%를 기록하며 소형주가 상대적으로 더 큰 타격을 입었다. 러셀 2000은 3월 20일 고점 대비 10% 이상 하락하며 주요 미국 주가지수 중 최초로 조정 영역에 진입하였다.

이 기간 시장을 지배한 것은 단일 변수, 즉 이란 전쟁과 그에 따른 에너지 가격 급등이었다. 브렌트유는 3월 26일 기준 배럴당 108달러를 기록하였고, 전쟁 발발 이전 대비 누적 상승률은 50%를 상회하였다. 미국 내 가솔린 평균 가격은 갤런당 3.93달러로 전쟁 전(2.98달러) 대비 32% 상승하여 가구당 연간 740달러의 추가 지출을 유발하고 있다. 에너지 비용의 급등은 소비심리를 위축시키고 기업의 투입 비용을 끌어올리면서 스태그플레이션에 대한 공포를 현실화하고 있다.

섹터별 수익률 격차는 코로나 충격 이후 가장 극단적인 수준으로 벌어졌다. 에너지 섹터는 월간 +18%를 기록하며 S&P 500 내 단연 최고 성과를 보였고, 유틸리티(+10.4%), 필수소비재(+7.8%), 소재(+8.4%), 산업재(+7.1%)가 방어적 로테이션의 수혜를 입었다.

반면 IT(-3.6%), 경기소비재(-3.6%), 금융(-3.8%), 통신서비스(-1.7%)는 금리 상승과 성장주 멀티플 압축의 직격탄을 맞았다. 다만, 전쟁 특수에 힘입어 방산주는 별도의 강세 영역을 형성하였는데, RTX(+22%), 록히드 마틴(+19%), 노스롭 그루먼(+17%)이 450억 달러 규모의 긴급 방산 예산 통과에 힘입어 급등하였다.

구글 터보퀀트 메모리 위기 논란 - 딥시크 사태의 메모리 버전. 논문은 핑계

3월 25일, 구글 리서치는 터보퀀트라는 메모리 압축 알고리즘을 공식 블로그를 통해 발표하였다. 이 논문은 대규모 언어모델의 추론 과정에서 핵심적인 병목 구간인 KV 캐시를 기존 16비트에서 3비트로 압축하여 메모리 사용량을 최소 6배 절감하고, 엔비디아 H100 GPU 기준 어텐션 연산 속도를 8배 향상시킨다는 내용을 담고 있다. 특히 주목할 점은 이 과정에서 정확도 손실이 제로에 가깝다는 것이며, 모델의 학습이나 미세조정이 전혀 필요 없는 학습 불필요 방식이라는 점이다. 다음 달 리우데자네이루에서 열리는 ICLR 2026 학회에서 정식 발표될 예정이다.

시장의 반응은 즉각적이고 가혹하였다. 발표 당일부터 이틀에 걸쳐 마이크로는 -6.9%, AMD는 -7.5%, 샌디스크는 -5.7%가 하락하였다. 엔비디아도 -4.2%, 램 리서치와 어플라이드 머티리얼즈는 각각 -4% 하락하였다. 메모리 반도체와 반도체 장비주를 중심으로 광범위한 매도세가 출현한 것이다. 시장이 학술 논문 한 편에 이토록 격렬하게 반응하는 현상은 2025년 1월 딥시크 R1 사태에서 처음 관찰되었다. 당시 딥시크는 서방 기업 대비 극히 낮은 비용으로 경쟁력 있는 AI 모델을 학습시킬 수 있음을 보여주면서, "AI에 무한한 자본 지출이 필요하다"는 내러티브에 균열을 만들었다. 그와 같은 충격이 메모리 섹터에서도 그대로 재현된 것이다.

시장의 진짜 우려 - 메모리 가격의 지속 불가능성과 AI CAPEX의 한계

그러나 냉정하게 판단하면, 논문 때문에 반도체가 하락한 것이 아니라는 사실은 시장의 대형 참여자들도 이미 알고 있을 것이다. 터보퀀트가 압축하는 것은 KV 캐시, 즉 모델이 대화 중 이전 맥락을 기억하기 위해 사용하는 단기 기억 공간이다. 이것은 서버에 장착된 HBM이나 DRAM의 총수요를 직접적으로 6배 감소시키는 것과는 전혀 다른 문제이다. 기관 투자자와 헤지펀드급 참여자들이 논문 하나의 기술적 함의를 오독하여 수십억 달러 규모의 포지션을 청산했다고 보기는 어렵다. 진짜 문제는 논문이 촉발한 내러티브 전환의 방아쇠이다.

시장이 터보퀀트를 명분 삼아 반도체를 매도한 근본적 이유는 따로 있다. 그것은 현재의 극단적으로 높은 메모리 가격이 장기적으로 유지될 수 없으며, 만약 유지된다면 AI CAPEX 투자 자체가 한계에 봉착할 것이라는 인식이다. 기존에는 메모리 가격이 데이터센터 전체 비용 비중에서 낮았던 만큼(5~8%→12~15%), 시장에서 흡수 가능하며 소비자에게 전가 가능한 수준의 비용으로 인식하였으나, 빅테크들의 AI CAPEX 비용이 이제는 잉여현금흐름(FCF)를 넘었으며, 영업이익으로 충당하지 못하는 부분은 회사채 발행, 사모대출 등 차입으로 조달해야 하는데, 금리가 현 수준에서 더 오르거나 장기간 유지될 경우 자금 조달 비용이 급격히 상승한다는 점이다.

메모리 반도체 투자자가 더 주목해야 할 부분: 장기계약과 자금 조달

터보퀀트보다 반도체 섹터의 실질적 구조에 영향을 미칠 변수는 하이퍼스케일러와 메모리 제조사 간의 장기 공급 계약 구조, 그리고 그 계약을 이행할 수 있는 자금 조달 환경이다. 오픈AI는 삼성전자 및 SK하이닉스와 스타게이트 프로젝트를 위한 전략적 공급 파트너십을 체결하였으며, 로이터에 따르면 이 단일 프로젝트만으로 글로벌 DRAM 생산량의 최대 40%를 소비할 전망이다. 메타는 네비우스와 270억 달러 규모의 전용 컴퓨터 계약을 체결하였고, 구글, 마이크로소프트, 아마존은 2026년 중 수천억 달러 규모의 데이터센터 자본 지출을 집행할 예정이다.

그러나 신규 반도체 팹(Fab) 건설에는 최소 3년이 소요되며, 마이크론의 아이다호 신규 팹, 삼성의 테일러 팹, TSMC의 애리조나 팹 모두 이미 대부분의 생산 용량이 사전 배정된 상태이다. 수요를 떠나 여전히 공급이 타이트하게 유지되는 상황에서, 메모리 반도체 장기계약 구조의 본질은 리스크가 아니라 사이클 내성의 증거다. 메모리 제조사들은 2018~2019년, 2022~2023년 다운사이클에서 ASP 급락과 가동률 조정의 고통을 학습했고, 그 결과물이 고객과의 다년간 물량·가격 고정 계약이다. 매수자 측에서도 이 계약에 응하는 이유는 명확하다. KV Cache가 화두가 된 것은 모델이 Context쪽으로 확장하여 스케일링을 하고, Sub-Agent로 성능 향상을 계획하는 현 상황에서 HBM, NAND 등의 메모리가 여전히 절대적으로 부족하다. CAPEX 감소 우려가 존재하더라도, AI 인프라 경쟁에서 메모리 확보 실패는 곧 컴퓨터 병목으로 직결되기에 장기 선회보가 합리적 선택이 된다.

반도체 투자자 관점에서 핵심은 이 구조가 메모리 업체의 밸류에이션 리레이팅을 가능하게 한다. 과거 메모리는 극심한 가격 사이클로 인해 구조적 PER 디스카운트를 받아왔으나, 장기계약 비중 확대는 실적 가시성을 높이고 이익 변동성을 축소시킨다. 이는 메모리 업체가 순수 사이클릭에서 벗어나 계약 기반 반복 매출 구조에 근접하는 것을 의미하며, 비메모리 파운드리 및 관련 장비(TSMC, ASML) 수준의 밸류에이션 멀티플 확장의 근거가 된다.

차주 핵심 시장 이벤트 : 3월 수출 데이터, 한국 국채 WGBI 편입, 고용보고서

한국 국채 WGBI 편입 (4월 개시)

FTSE 러셀의 세계국채지수 편입이 4월 인덱스 프로파일부터 시작되어 11월까지 8개월에 걸쳐 매월 균등 편입된다. 한국 국채의 WGBI 비중은 2.08%로, 26개 편입국 중 9위이며 일본을 제외하면 2.29%, 일본과 중국을 제외하면 2.58%의 비중이다. 대상은 만기 30년 이하의 원화 표시 고정금리 국채 64종으로, 총 발행잔액은 7,269억 달러에 달한다.

글로벌 투자은행들의 패시브 자금 유입 추정치는 최소 400억 달러에서 최대 700억 달러(104조원)에 달한다. 현재 시장 컨센서스는 WGBI 편입 자금과 국민연금 자금을 합산한 원화 매수 수요가 1,100억 달러를 초과할 것으로 추정한다.

다만, 이란 전쟁에 따른 글로벌 금리 상승 압력이 한국 채권 & 외환시장에도 전이되고 있다는 점은 유의해야 한다. 이재명 대통령은 3월 26일 긴급 경제 점검회의를 소집하여 5조원 규모의 긴급 바이백을 단행하였다. 이는 2022년 9월 이후 4년 만의 긴급 바이백이자 역대 최대 규모이다. 25조원 규모의 추경 편성 중 일부를 적자 국채 순상환에 활용하는 방안도 함께 추진되고 있다.

3월 비농업고용지표 & 고용보고서 (4/3)

3월 비농업고용 데이터는 이란 전쟁 발발 이후 첫 전월 고용 지표로서 각별한 관심이 집중된다. 1월 NFP는 +130K를 기록하며 12개월 만에 최고치를 기록하였으나, 전쟁 이후 에너지 비용 급등과 소비심리 악화가 3월 고용 데이터에 반영되었을 가능성이 높다. 특히 레저 및 집객, 소매업 등 소비 민감 업종의 고용 변화와 평균 시급 증가율이 핵심 관전 포인트이다.

NFP가 100K 이하로 급감할 경우 경기 침체 내러티브가 강화될 것이며, 반대로 예상을 상회할 경우 연준의 동결 기조를 지지하는 데이터로 해석될 전망이다. 3월 14일 기준 신규 실업수당 신청은 205K로 전주 대비 8K 감소하여 소폭 개선되었으며, 실업률은 4.4% 내외로 안정적 유지가 예상된다.

표 1. MSCI AC World 업종별 주요 지표

업종	업종별 EPS 변화율 (%)				컨센서스 추이 (%)	업종별 수익률 (%)				지수 추이 (%)
	1W	1M	3M	YTD		1W	1M	3M	YTD	
글로벌(M. AC World)	1.6	3.4	6.3	8.4		-1.6	-7.5	-3.5	-4.2	
에너지	4.0	6.5	1.2	3.7		2.3	11.4	32.5	33.7	
소재	1.6	3.4	13.6	15.3		1.6	-13.4	3.4	2.4	
자본재	-0.2	0.1	2.3	4.7		-1.3	-9.9	6.4	5.4	
상업/전문서비스	0.4	1.2	0.6	2.5		-3.0	-8.4	-14.4	-15.4	
운송	0.8	1.1	1.6	3.1		-0.5	-8.6	0.1	-0.7	
자동차/부품	0.8	0.6	-0.2	2.3		-1.0	-11.0	-11.7	-15.3	
내구소비재/의류	-1.0	-1.3	-0.8	0.8		-0.5	-14.1	-15.0	-14.8	
소비자 서비스	1.7	3.6	2.8	5.4		-1.0	-7.3	-10.0	-11.5	
소매	1.1	2.5	2.4	5.0		-0.8	-5.2	-9.0	-9.9	
식품/필수품 소매	0.5	0.8	1.9	4.0		0.3	-3.3	7.6	7.2	
식품/음료/담배	0.2	0.9	1.3	2.3		-0.5	-9.5	1.1	0.5	
가정용품/개인용품	0.1	0.2	0.1	1.2		-1.4	-15.0	-4.3	-4.7	
헬스케어 장비/서비스	0.8	2.4	1.5	3.5		-1.4	-9.9	-11.6	-12.0	
제약/생명공학/생명과학	0.5	0.2	-0.9	0.8		0.7	-7.0	-2.9	-3.6	
은행	-0.3	1.6	3.6	5.2		0.1	-9.4	-4.3	-5.0	
기타 금융	0.2	2.4	2.3	4.6		-0.2	-7.5	-11.7	-12.9	
보험	-0.3	0.7	2.3	3.6		0.7	-6.0	-4.8	-5.6	
소프트웨어/서비스	1.1	2.8	1.7	3.8		-5.6	-6.1	-24.4	-25.7	
기술 하드웨어/장비	1.3	4.7	21.3	24.4		-1.1	-7.7	2.0	1.8	
반도체/장비	8.0	14.8	30.4	35.2		-3.7	-8.2	2.3	2.1	
통신서비스	-0.4	-2.8	4.2	4.9		1.1	-2.3	7.7	8.1	
미디어/엔터	0.8	3.0	0.1	1.7		-7.0	-9.0	-13.0	-13.4	
유틸리티	-0.6	0.4	1.1	2.3		-1.7	-4.8	6.6	6.4	
부동산	-0.4	-0.1	-17.1	-16.2		-3.5	-8.0	0.8	0.4	

자료: LSEG, 상상인증권 리서치센터

표 2. S&P500 업종별 주요 지표

업종	업종별 EPS 변화율 (%)				컨센서스 추이 (%)	업종별 수익률 (%)				지수 추이 (%)
	1W	1M	3M	YTD		1W	1M	3M	YTD	
미국(S&P500)	1.5	3.6	5.8	7.2		-2.0	-6.2	-5.4	-6.6	
에너지	3.0	6.4	-0.4	1.3		2.7	10.6	35.3	36.5	
소재	0.8	3.1	8.3	9.7		3.6	-7.5	8.0	6.7	
자본재	-0.1	1.5	2.5	4.0		1.4	-5.9	10.5	8.6	
상업/전문서비스	0.0	0.7	1.1	2.0		-3.1	-7.9	-11.6	-12.5	
운송	-0.6	0.1	1.9	3.1		0.8	-8.4	0.9	-0.3	
자동차/부품	-0.1	1.5	7.2	8.6		1.6	-6.1	-13.5	-19.4	
내구소비재/의류	-1.0	0.2	1.8	3.2		0.2	-12.6	-4.2	-3.8	
소비자 서비스	-0.1	1.0	2.0	3.3		-0.2	-6.9	-5.9	-7.9	
소매	0.0	2.5	2.1	3.6		1.6	-1.4	-6.3	-7.1	
식품/필수품 소매	0.1	1.4	1.6	2.5		0.7	-1.9	10.8	10.2	
식품/음료/담배	0.0	0.7	1.0	1.6		0.0	-9.1	4.5	3.7	
가정용품/개인용품	0.1	0.6	1.0	1.6		-0.9	-12.7	0.4	-0.4	
헬스케어 장비/서비스	-0.1	0.9	1.5	2.6		-1.1	-9.0	-10.8	-11.2	
제약/생명공학/생명과학	0.0	1.3	-0.9	-0.1		0.9	-5.5	-2.2	-3.0	
은행	-0.1	1.0	3.7	4.7		3.3	-5.6	-8.1	-10.3	
기타 금융	0.0	0.4	2.1	3.1		0.4	-5.8	-11.4	-12.9	
보험	0.1	0.7	1.7	2.6		0.6	-5.3	-6.7	-7.5	
소프트웨어/서비스	0.0	1.2	3.3	4.4		-4.6	-4.6	-23.4	-24.7	
기술 하드웨어/장비	0.1	1.7	10.2	11.2		1.4	-4.9	-0.2	-1.2	
반도체/장비	9.3	17.6	25.7	29.4		-0.1	-2.9	1.1	-0.2	
통신서비스	0.0	0.7	9.9	10.8		2.1	1.2	13.5	14.8	
미디어/엔터	0.1	1.4	-0.9	0.0		-3.7	-5.7	-8.0	-8.5	
유틸리티	-0.1	0.6	1.7	2.4		-2.1	-3.7	6.0	5.6	

자료: LSEG, 상상인증권 리서치센터

2. 채권

**국내 채권시장은 매파적 통화정책
전망 및 단기 크레디트물 매도세
영향에 약세 시현**

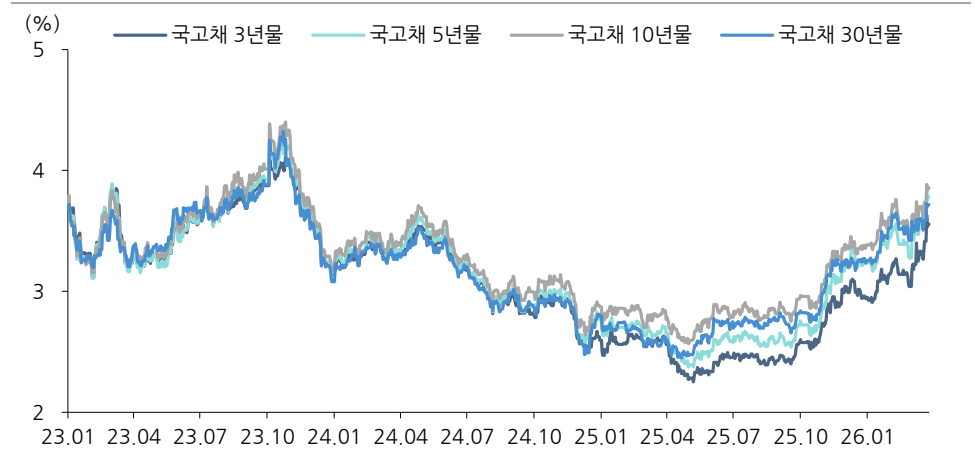
마-이란 종전 협상 기대감에 나타난 제한적 강세 흐름

금주 국내 채권시장은 차기 한국은행 총재 후보자로 신현송 BIS 통화경제국장이 선정된 가운데 금리 인상 가능성 확대 및 단기 크레디트물 매도세에 약세를 시현했다. 주 초반에는 대외금리 급등 및 시장에서 '실용적 매파'로 평가받는 신현송 차기 한은 총재 지명자에 약세를 나타냈다. 주 중반에는 유가 흐름에 변동성을 보였으나 저가 매수세가 유입되며 강세를 나타냈다. 주 후반 단기물 중심의 크레디트물 대량 매도세 및 기관의 전량 환매설에 약세를 시현했다. 주간 커브는 베어-플래트닝 국면으로 전개되었다.

**미국 채권시장은 마-이란 간 협상
기대감 속 유럽 국채금리 하락에
강세 시현**

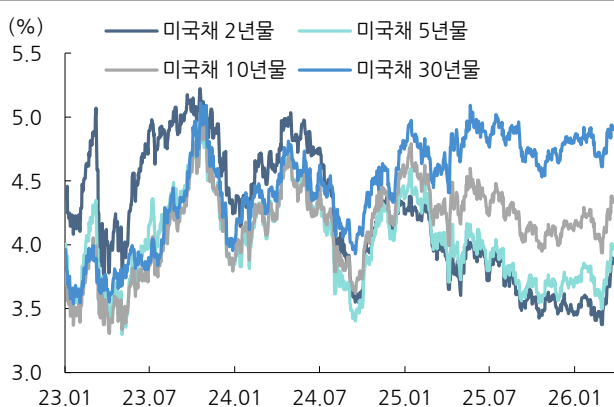
금주 미국 채권시장은 마-이란 종전 협상 기대감 및 유럽 국채 수익률 급락 영향에 강세를 시현했다. 주 초반에는 트럼프 대통령의 이란의 발전소 및 에너지 기반 시설에 대한 모든 군사적 공격을 유예하라는 지시에 강세를 시현했다. 주 중반 마-이란 전쟁 협상 관련 불확실성 속 2년물 입찰 부진 및 미국의 공수부대 파병 소식에 약세로 전환했다. 주 후반에는 마-이란 휴전 협상 기대감이 확대됨에 따른 유럽 국채금리 하락에 연동되며 강세를 나타냈다. 주간 수익률 곡선은 전주대비 볼-플래트닝을 시현했다.

그림 1. 주요 만기물별 국고채 금리 추이



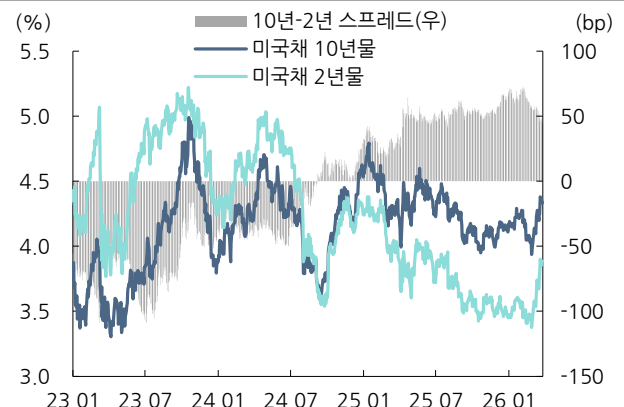
자료: 인포맥스, 상생인증권 리서치센터

그림 2. 미 국채 주요 만기물 금리 추이



자료: Bloomberg, 상생인증권 리서치센터

그림 3. 미 국채 장단기 금리 및 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 상생인증권 리서치센터

3. 부동산

서울 외곽 지역 중심 상승세 확인

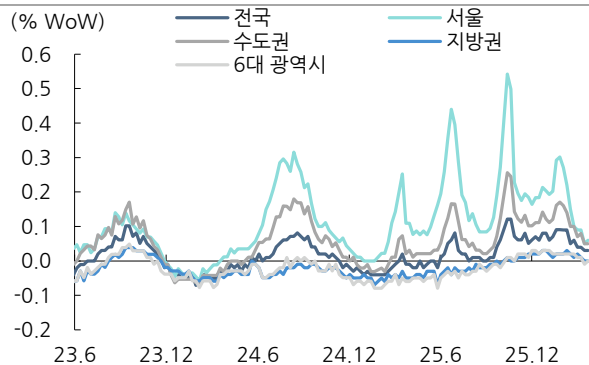
서울 아파트 매물 8만 건 돌파

3월 넷째주 주간 아파트 가격 동향에서 서울 매매가격은 0.06% 상승하며 전주(0.05%) 대비 가격 상승 폭이 확대되었다. 이는 중저가 외곽 지역의 상승이 강남권 하락을 상쇄한 결과이다. 서울 아파트 매물이 9개월 만에 8만 건을 넘어선 가운데, 전국 매매가격 상승 지역은 89개로 전주 93개 대비 감소했고, 인천, 세종 등 지역에서 낙폭이 확대되면서 조정 흐름이 수도권 외곽까지 번지는 양상이 지속되고 있다. 한편, 강남, 마포, 성동, 동작, 강동구 등 한강벨트 중심의 약세 흐름이 이어지는 가운데 노원, 성북, 은평구 등 서울 외곽 지역 중저가 단지에서는 가격 상승세가 확인되었다.

매매시장 상승 지역 89개로 90개 하회, 인천 하락 전환

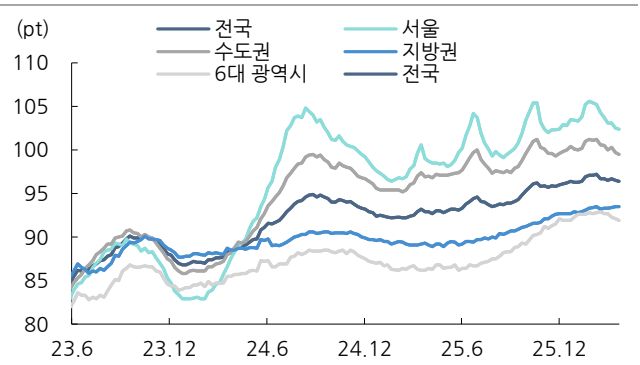
매매시장의 상승 지역은 89개를 기록하며 전주 93개 지역 수 대비 감소했다. 세종시의 등락률은 -0.05%로 전주 -0.04% 대비 하락폭이 확대되었다. 한편 강북지역(+0.12%)의 경우 노원구(+0.23%), 성북구(+0.17%), 은평구(+0.17%) 등의 주요 단지를 중심으로 상승세가 나타났다. 강남지역(+0.01%)은 구로구(+0.20%), 강서구(+0.17%), 영등포구(+0.16%) 등 서남권 일부 지역에서 상승세가 유지되었으나 전체적으로 보합 수준에 그쳤다. 인천(-0.01%)의 경우 연수구(+0.07%), 부평구(+0.04%) 등 일부 지역에서 상승세를 보였으나 전체적으로 하락 전환했다. 한편 경기권에서는 동안구(+0.48%), 구리시(+0.25%), 수지구(+0.24%) 등 안양, 용인 및 서울 인접 지역을 중심으로 상승세가 나타났다.

그림 1. 주간 국내 아파트 매매 가격 지수 등락률



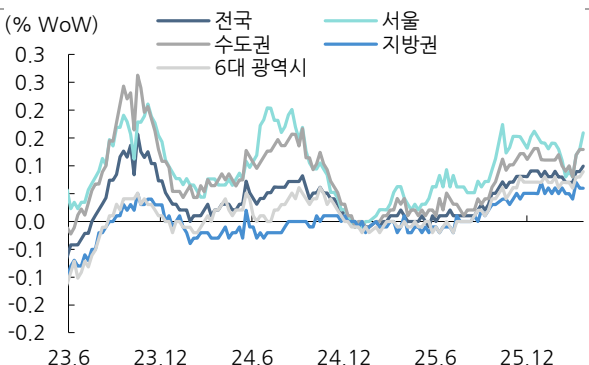
자료: 부동산통계정보시스템, 상생인증권 리서치센터

그림 2. 주간 국내 아파트 매매 수급 지수 추이



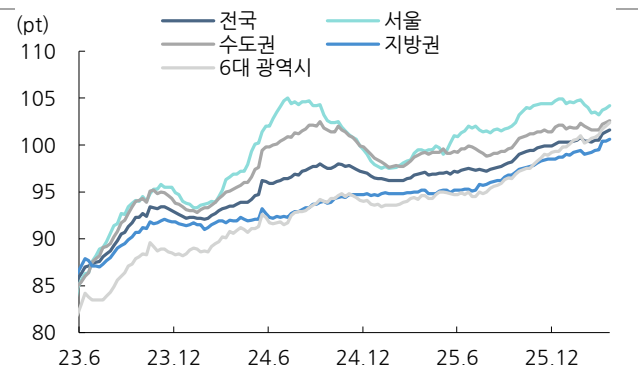
자료: 부동산통계정보시스템, 상생인증권 리서치센터

그림 3. 주간 국내 아파트 전세 가격 지수 등락률



자료: 부동산통계정보시스템, 상생인증권 리서치센터

그림 4. 주간 국내 아파트 전세 수급 지수 추이



자료: 부동산통계정보시스템, 상생인증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 신열, 김경태, 최예찬, 강혜성)
- 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.

