



# 2026 Spring Risk Screen

SK증권 자산전략부

윤원태, 강대승, 황지우, 조준기, 신윤정, 원유승

# 작성 의도

- 한치 앞을 알 수 없는 변동성의 시대, 돌다리를 두들겨볼 필요가 있습니다. 이번 자료는 단순히 자산시장 방향성을 전망하기보다, 앞으로 시장에 더 큰 충격을 줄 수 있는 요인들이 무엇인지, 그리고 그 충격이 어떤 경로를 통해 금리·주가·환율·신용시장으로 전이될 수 있는지를 사전에 점검해보기 위해 작성했습니다. 특히 2026년 2분기는 개별 이벤트 하나하나보다도, 여러 리스크가 동시에 중첩되면서 시장 전반의 가격 변동성을 키울 가능성이 높다는 점에서 입체적인 점검이 필요하다고 판단했습니다.
- 본 자료는 2026년 2분기 금융시장에 변동성을 유발할 수 있는 핵심 리스크들을 선별하고, 각 리스크가 자산시장에 미칠 수 있는 영향도와 전이메커니즘을 체계적으로 살펴보는 데 목적이 있습니다. 다시 말해, 이번 자료는 ‘어떤 충격이 어디에서 시작되어 어떤 자산으로 번질 것인가’를 사전에 점검하기 위한 리스크 스크리닝 자료입니다.
- 우리는 2026년 2분기를 경기와 물가, 정책과 유동성 등에서 서로 상충하는 변수들이 동시에 작동하는 불안정한 전환 국면으로 판단합니다. 미국-이란 전쟁으로 인해 에너지 가격 불안과 중동발 공급망 차질 우려가 확대된 가운데, 주요국은 물가 안정과 경기 방어라는 상반된 목표를 동시에 안고 있는 상황입니다. 미국은 성장 둔화 우려가 점차 높아지고 있음에도 불구하고, 고유가와 공급 측 충격에 따른 물가 상방 리스크, 그리고 선거를 앞둔 재정 확대 부담이 남아 있어 통화정책 완화 기대가 쉽게 강화되기 어려운 여건입니다. 한국도 IT 수출 중심 회복 기대가 존재하는 반면, 내수·건설·소비 측면의 체감경기 부진과 양극화 우려가 남아 있습니다. 여기에 고유가로 인한 물가 부담이 겹치면서, 재정은 확장적으로 움직일 가능성이 있는 반면 통화정책은 충분히 완화적으로 가기 어려운, 확장적 재정정책과 긴축적 통화정책의 공존이 나타날 가능성도 있습니다. 앞으로 금융시장은 충격 발생 시 자산시장 변동성이 증폭될 수 있는 매우 민감한 구간으로 볼 수 있습니다.
- 이 과정에서 점검해야 할 리스크는 지정학, 정책, 수급, 신용, 산업 측면에 걸쳐 폭넓게 분포해 있습니다.
  - ① 지정학 측면에서는 미국-이란 전쟁 장기화 여부와 이에 따른 중동 에너지 공급망 차질 지속 가능성을 살펴봐야 합니다. 에너지 공급 불안은 유가 상승에 그치지 않고, 물류비, 생산비, 기대 인플레이션에 영향을 미쳐 주요국 중앙은행의 정책 경로 재평가로 이어질 수 있기에 자산시장 전반에 미치는 파급력이 큼니다. 또한 미국의 재정 확대와 국채 공급 증가 가능성, 그리고 그 과정에서 나타날 수 있는 장기금리 상방 압력과 글로벌 채권시장 변동성 확대 여부를 주의 깊게 볼 필요가 있습니다.
  - ② 한국과 미국 모두 기준금리 경로 기대 변화가 시장 가격 조정의 핵심 변수가 될 수 있으며, 특히 인상 우려가 커질 경우 주식과 채권시장에 모두 부담으로 작용할 수 있습니다. 이와 함께 ETF·개인 중심 수급 쏠림 현상은 유동성 버팀목으로 작동할 수 있지만, 충격 발생 시에는 오히려 가격 하락을 가속화하는 증폭 장치로 바뀔 수 있기에 점검이 필요합니다.
  - ③ 크레딧 시장 내 사모대출, 부동산 관련 불안, 한계차주 리스크는 심리 위축과 유동성 경색으로 이어질 가능성이 있으며, AI 투자 사이클 지속 가능성과 고평가 논란 역시 위험자산 전반의 밸류에이션 부담을 키울 수 있는 요인입니다.

# 결론

<b>종합 결론</b>		
<b>2026년 2분기 자산시장은 전쟁·재정확대·매파적 정책 전환 가능성으로 변동성 확대 위험 높지만, 유동성과 위험자산 선호 심리가 버텨줄 것</b>		
구분	Screening Point	Screening Conclusion
거시 환경	반도체 쓸림으로 높아지는 취약성 민간 경제 활동 둔화와 재정 여력 감소	가계와 기업의 지출 활동에 제약이 확대되고 있는 상황에서 정부 역시 재정 부양책 확대 여력 제한적. 경기 성장 모멘텀에 대한 자신감 하락
분쟁	선박 재보험율 하락·호르무즈 해협 정상화 걸프 국가 에너지 시설 추가 타격 가능성	원유 공급망 차질로 인한 물가 압력, 2분기까지 지속될 가능성 높음 한국 소비자물가는 현 수준 유가가 3개월 지속 시 +0.7%p(YoY) 상승 가능
정치	선거 목적 포퓰리즘성 재정 확대 정책 규모	한국, 전쟁 추경에 의한 추가 적자국채 발행 가능성 배제할 수 없음 미국, 선거용 정책에 계절성 거스르는 미국채 공급 압박 나타날 수 있음
정책	정부의 재정 지출과 성장과의 연결성 하락	정부, 경기 방어 수단으로 확장 재정 선택. 정부 지출이 국방·AI 등 성장력이 제한된 특정 분야 집중. 재정 지속성 낮은 가운데 텀 프리미엄 상승 압력 확대
유동성·머니플로우	현물 시장 금융투자/외국인 순매수 추이	2분기도 미국 재정정책 변수는 증시에 양호하게 작용할 가능성 높음 다만 모든 수급/자금 지표들은 전부 행동변수에 해당. 결국 투심 회복이 관건
통화정책	글로벌 통화정책 긴축적 전환 가능성	주요국 중앙은행, 국제유가 급등 여파에 매파적 스탠스 전환 가능성 존재 미국 정책 금리 기대감은 양방향 모두 열림. 한국 인상 우려 확대될 수 있음
크레딧	미국 사모대출 부실 우려 하이일드 스프레드 확대 가능성	미국 사모대출 환매 중단 이슈는 시스템 리스크로 확대될 가능성 제한적 미국 하이일드 스프레드 급등 시 시스템 리스크 확대 시그널
버블 우려	수요 대비 과잉 투자 여부 위험자산 선호 심리	북미 데이터 센터 공실률 사상 최저치. 과잉 투자 시그널 제한적 통화정책 불확실성 및 지역 분쟁에도 불구하고 위험자산 선호 심리 유지
자산배분	주요 자산군별 상관관계 상승	자산배분모델에서 기대하는 분산효과가 다소 감소한 상황 국내 경기선행지표 매력도가 미국보다 높은 국면으로 국내 주식 선호

# 목차

01

Main Risk Key Chart

02

거시 환경 점검

03

분쟁·정치·정책

04

유동성·머니플로우·통화정책

05

크레딧 리스크

06

버블 우려

07

경기국면 기반 자산배분

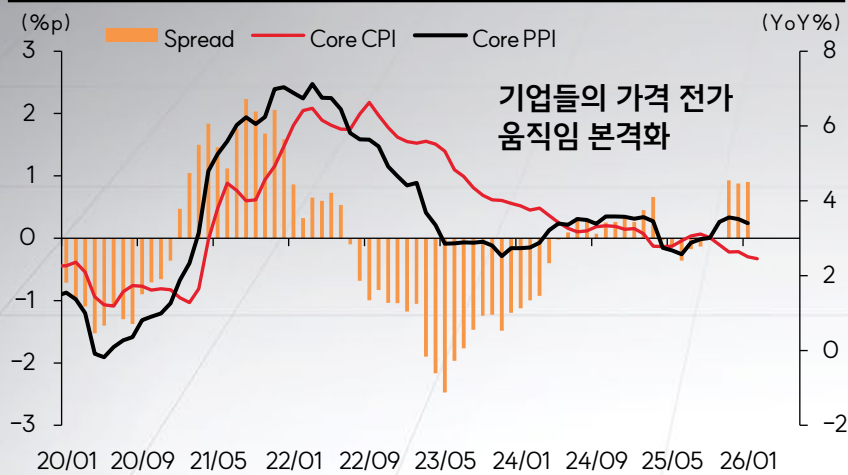
# 1. Main Risk Key Chart

**2026  
Spring  
Risk  
Screen**



# Main Risk Key Chart ①

미국 근원 CPI와 PPI 상승률 및 스프레드



자료: CEIC, SK증권

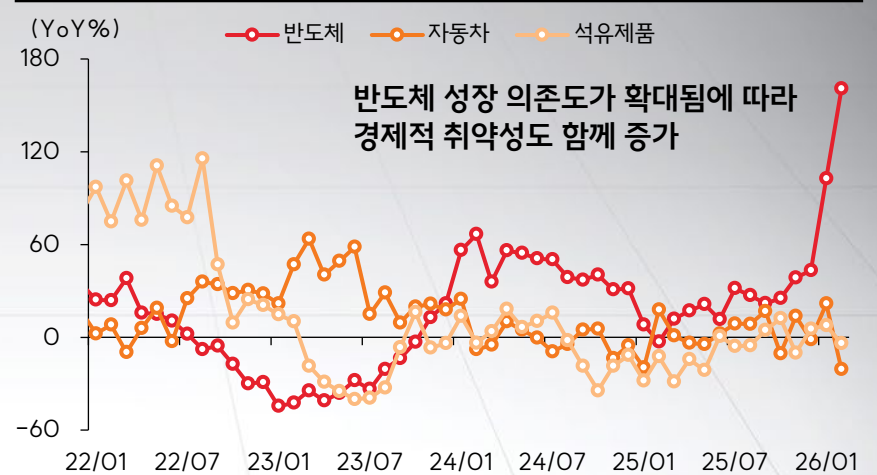
호르무즈 해협 정상화, 선박 재보험율 하락이 핵심



자료: IMF PortWatch, 언론 종합, Bloomberg, SK증권

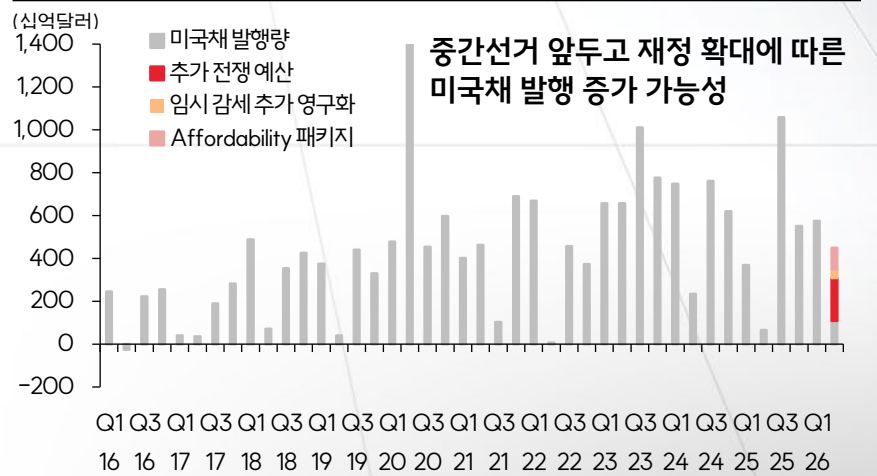
주: 재보험율은 언론에 보도된 호르무즈 해협 통행 선박 관련 재보험율 변화 내용들을 반영

한국 3대 주력수출 품목 수출 증가율



자료: CEIC, SK증권

중간선거 앞두고 선거용 정책 입법으로 미국채 발행 확대 가능성



자료: 미 재무부, 언론 종합, SK증권

주: 26년 1분기 미국채 발행량은 미 재무부 2차 전망치, 26년 2분기 미국채 발행량은 미 재무부 1차 전망치

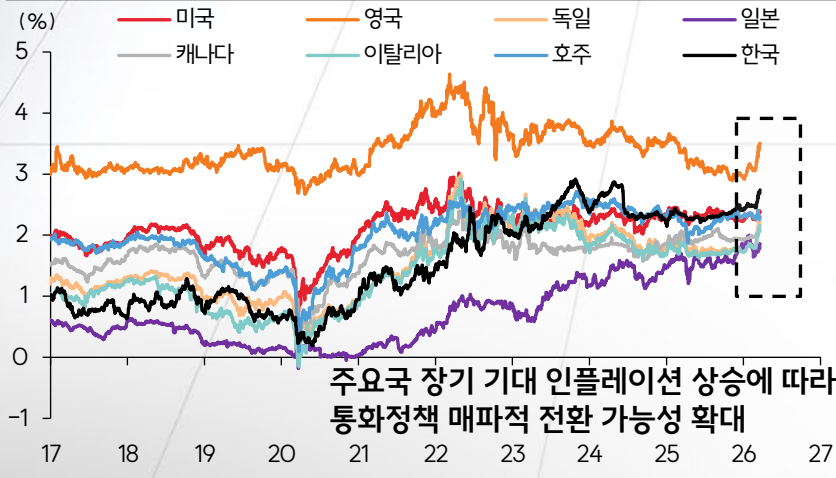
# Main Risk Key Chart ②

## 2분기도 미국 통화/재정정책 기반 유동성 배관은 양호할 가능성



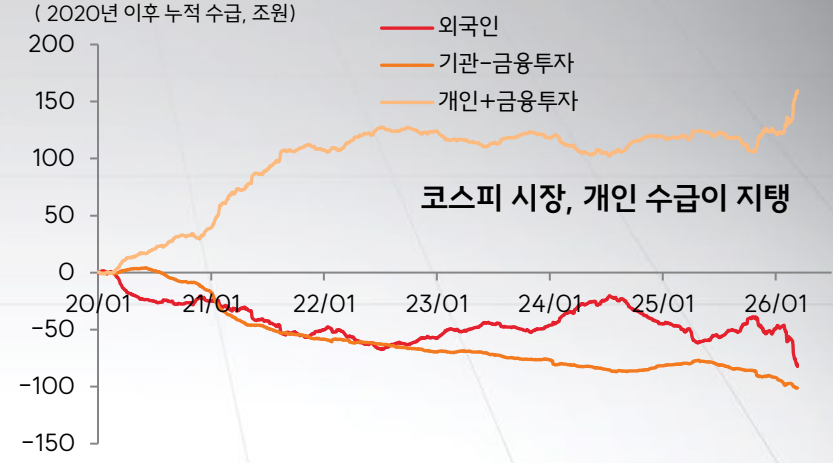
자료: 미국 재무부, FRED, LSEG Workspace, SK증권

## 미국-이란 전쟁 이후 주요국 장기 기대 인플레이션 상승



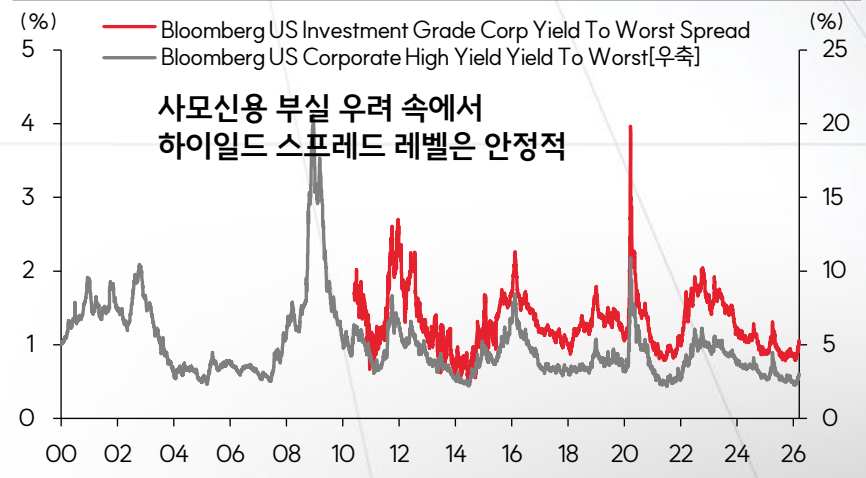
자료: 인포맥스, SK증권

## 코스피 현물 시장 외국인 / 기관-금융투자 / 개인+금융투자 수급



자료: Quantiwise, SK증권

## 미국 하이일드 스프레드: 아직 위기감은 없다



자료: Bloomberg, SK증권

# Main Risk Key Chart ③

은행권 연체율 추이(25년 3분기)



자료: 금융통계정보시스템, SK증권

미국과 한국 신용잔고 계속해서 상승세 기록

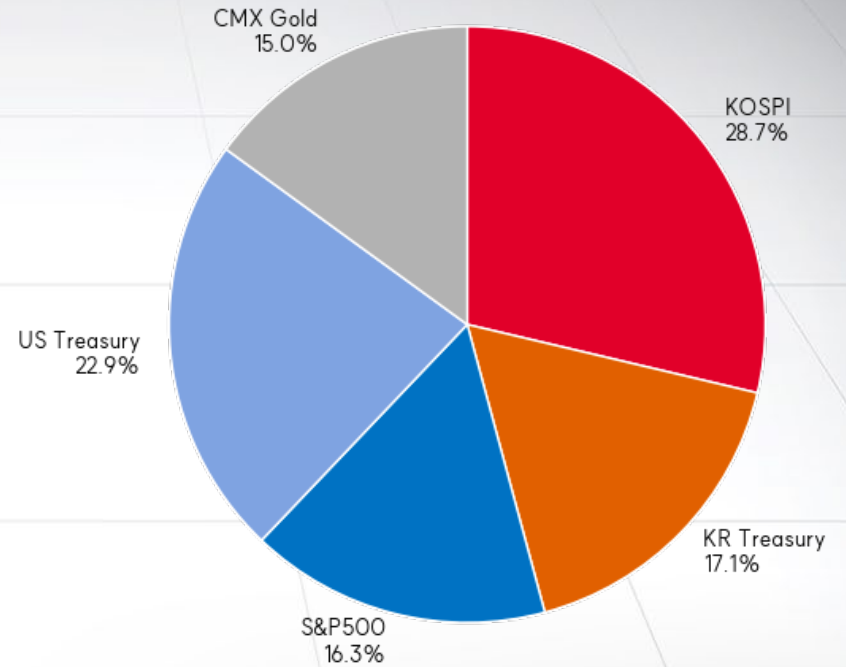


자료: Bloomberg, SK증권

주: 미국의 경우 월간 발표되며 약 20일 정도의 래깅 발생

26년 2분기 SKS 추천 포트폴리오

현재 국면에서 자산군별 상대 매력도는  
금>국내주식>미국주식>미국채>국고채



자료: Quantiwise, SK증권

## 2. 거시 환경 점검

**2026**  
**Spring**  
**Risk**  
**Screen**



# 정책 선택지가 좁아지고 있는 미국

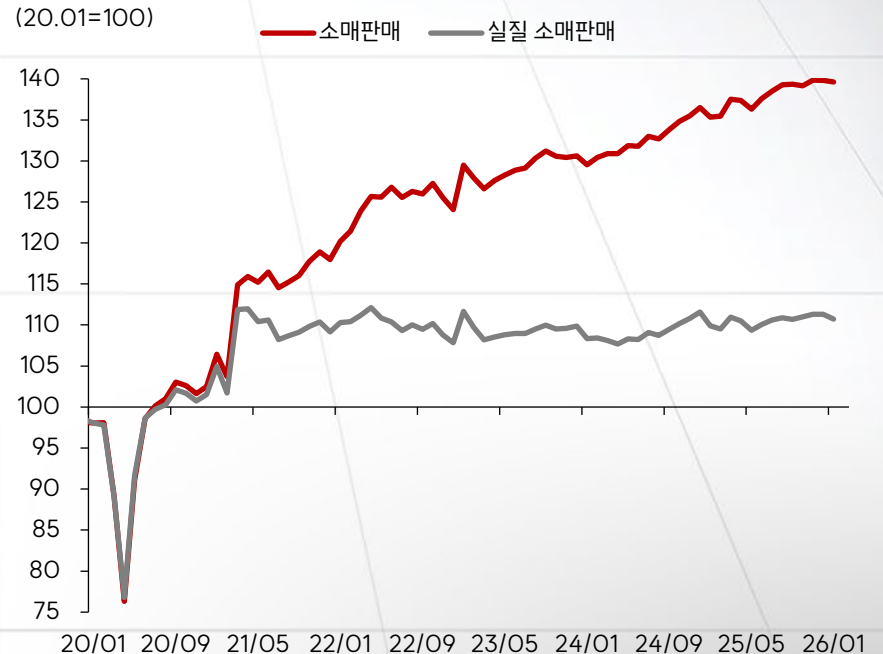
- 고용시장을 중심으로 견조한 고용 지표가 미국 시장에 대한 우려를 제한하고 있는 모습이지만, 오히려 점진적인 경제 상황 둔화는 트럼프 행정부의 정책 대응 여지를 제약하는 요인으로 작용할 것. 내수 소비 둔화에 대한 불확실성이 존재하는 상황에서 경기 부양 필요성은 높아지고 있지만 동시에 인플레이션 재확대 가능성으로 정책 명분과 실행 여지가 제한되기 때문
- 가계는 실질 구매력 부담 확대될 것. 현재 가계 부채 구조는 금융 시스템 안정성 측면에서는 아직 관리 가능한 수준이나, 실물 경기 회복 경로에서 가계 부문이 과거와 같은 완충 역할을 수행하기 어려운 구조적 환경. 미국 가계를 중심으로 부채 부담의 구조적 압력이 점차 확대되며, 향후 소비 모멘텀 재확장을 제약하는 핵심 요인으로 작용

미국 27주 이상 장기 실업 추이



자료: CEIC, SK증권

미국 소매판매 추이

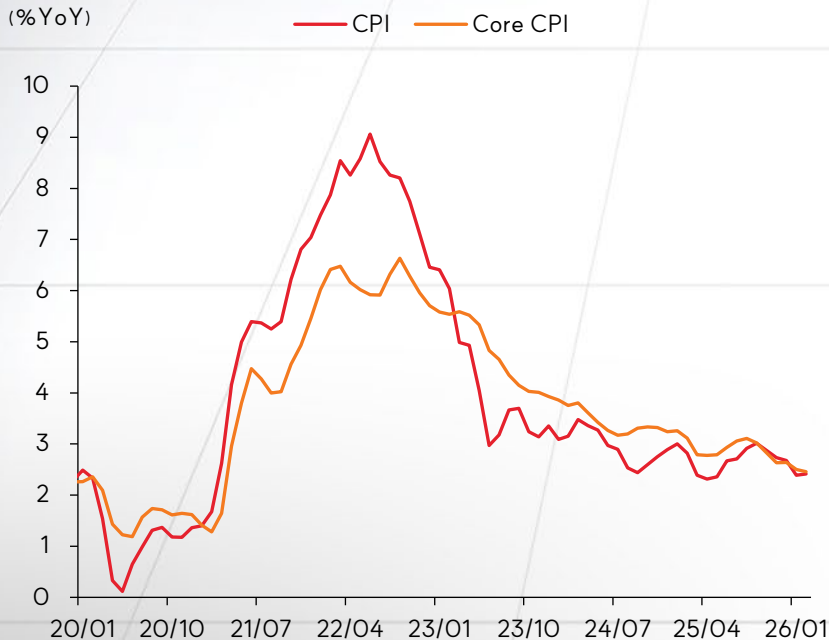


자료: CEIC, SK증권

# 금리 인하 기대감을 형성하긴 어려운 물가

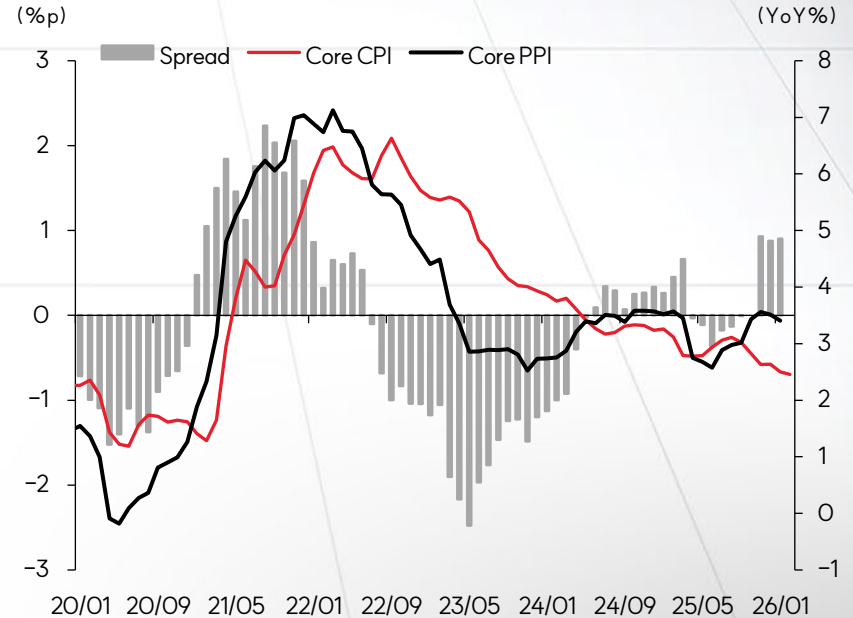
- 점진적으로 둔화되고는 있으나 아직 견조함을 유지하는 고용 환경 속에서 물가 경로에 대한 상방 압력에 대한 불확실성이 존재
- CPI 산출 과정에서는 가격 관측이 어려운 경우 대체(imputation) 방식이 활용. 최근 들어 직접 관측에 가까운 대체 방식(Home cell)의 비중이 과거 대비 낮아지고, 보다 넓은 범위의 가격 변화를 활용하는 대체 방식(Different cell)의 비중이 확대된 것으로 나타나는 모습
- 또한 관세를 필두로 기업들의 가격 전가 본격화, 반도체 가격 및 원자재 가격 상승에 따른 상품 생산 단가 상승 압력, 견조한 고용환경과 보험료 인상 등으로 견고한 서비스 가격 상승률을 종합적으로 고려했을 때 향후 물가 하락 압력이 가시화되는 것을 기대하기는 어려울 것

미국 소비자물가상승률 추이



자료: CEIC, SK증권

미국 근원 CPI와 PPI 상승률 및 스프레드

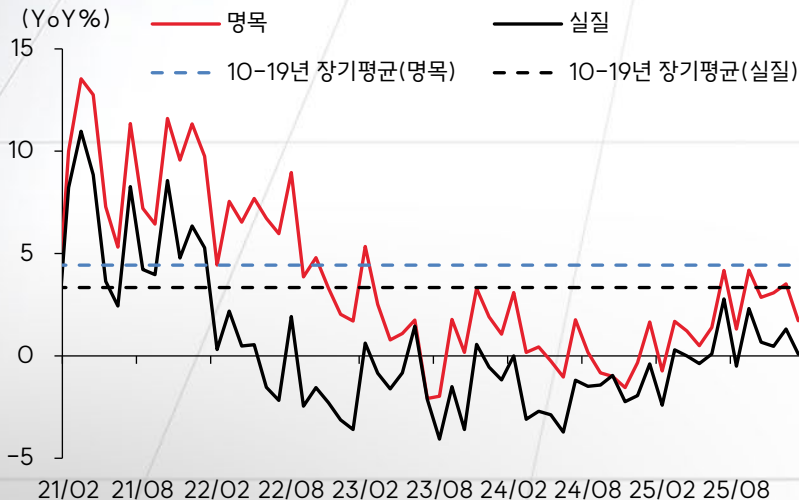


자료: CEIC, SK증권

# 경기 모멘텀 확장에 대한 기대감이 낮은 한국

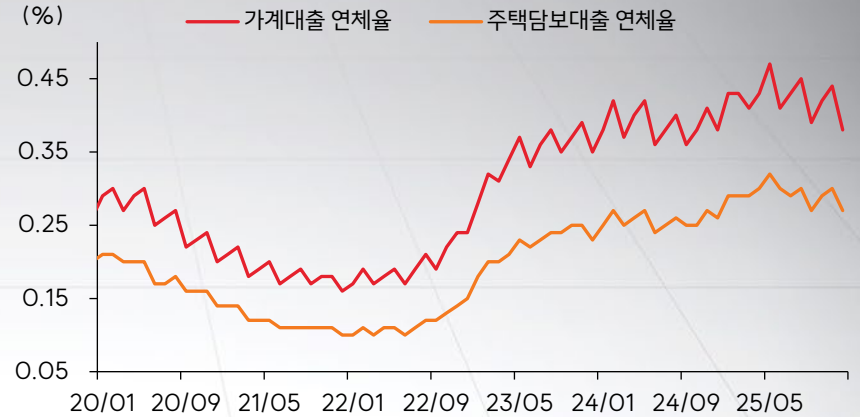
- 한국 경제는 경기 회복 국면에 진입한 것으로 예상하지만 이전과 같은 경기 회복속도 및 확장국면으로의 진입 기대감은 낮다는 판단
- 유가 및 식료품 가격 상승으로 체감 물가의 상승은 이어지는 가운데 제한적인 임금 상승 및 고용 환경, 높은 부채부담 등이 복합적으로 작용하면서 가계 소비 여건 개선이 지연. 추가 신용 창출 여력의 제한과 부동산 규제 정책 등도 복합적인 심리 요인으로 역할

## 한국 소매판매 증가율 추이



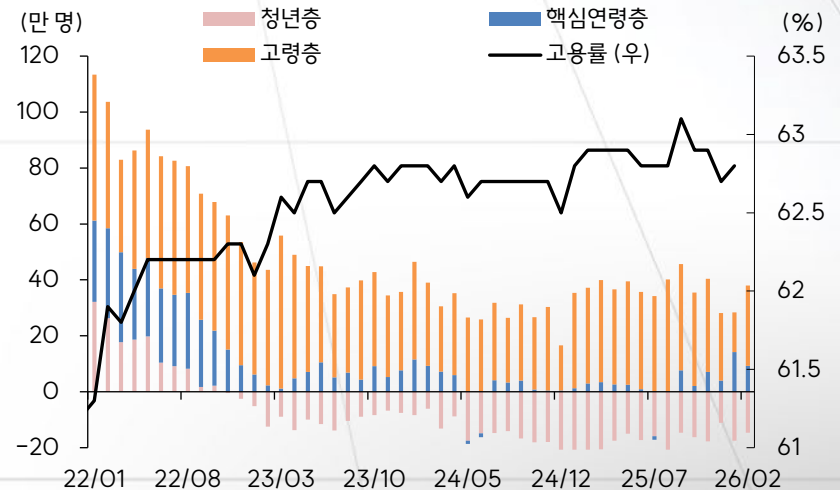
자료: CEIC, SK증권

## 한국 가계 대출 연체율 추이



자료: CEIC, SK증권

## 한국 연령별 고용 증감과 고용률 추이

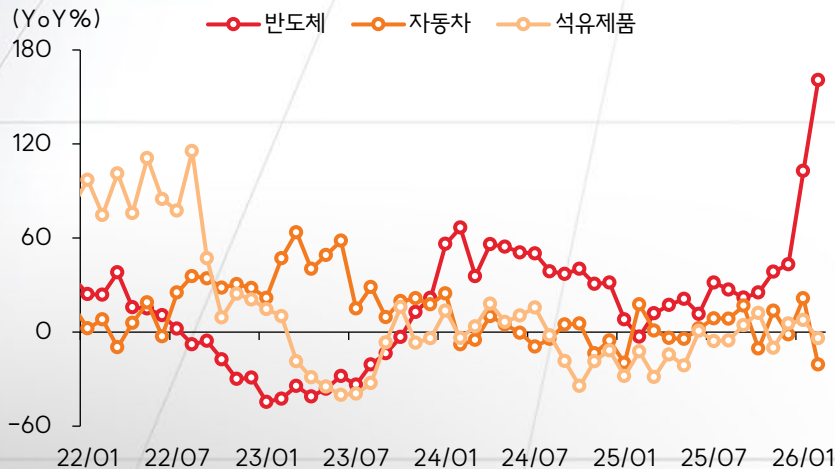


자료: CEIC, SK증권

# 높아져가는 반도체 의존도

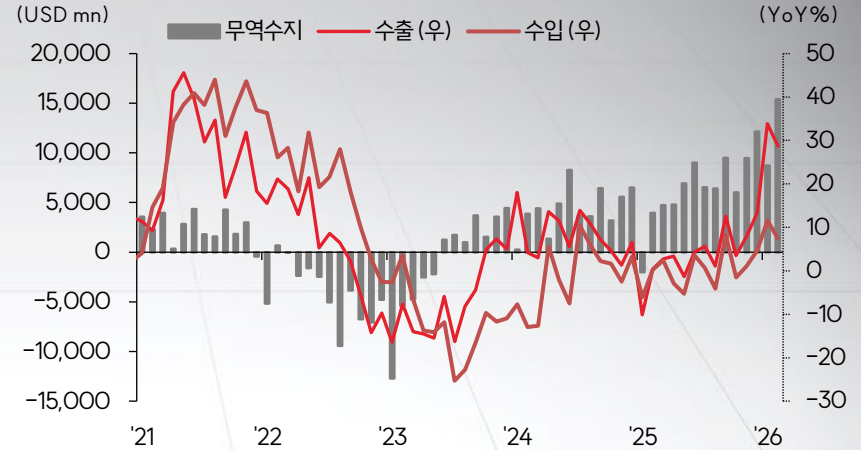
- 반도체를 중심으로 기업 활동들이 이어지고 있다는 점은 긍정적
- 다만, 지나친 쏠림 현상에 대한 경계는 필요. 반도체가 전체 수출에서 차지하는 비중은 약 40%까지 상승하면서 그 외 품목 간 수출 격차는 확대. 반도체 수요 및 가격 상승 모멘텀이 부진할 경우 경기 하방 압력이 가시화될 가능성
- 전반적인 기업들은 높은 대출 금리 및 부채에 따라 설비 투자 확대 움직임에 대한 기대감은 제한적

한국 3대 주력수출 품목 수출 증가율



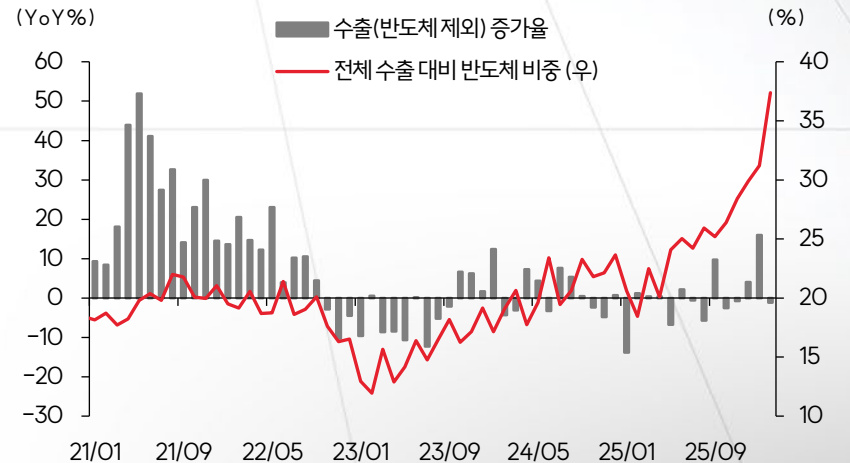
자료: CEIC, SK증권

한국 무역수지와 수출입 증가율



자료: CEIC, SK증권

한국 전제 수출 대비 반도체 비중



자료: CEIC, SK증권

### 3. 분쟁·정치·정책

2026  
Spring  
Risk  
Screen



# 분쟁의 시대, 핵심은 공급망 차질

- 분쟁 리스크가 금융시장에 미치는 경로는 분쟁 수준의 변화 → 공급망 차질 → 실물 경제 및 경제 심리 충격 가능성 → 금융시장 충격 수준
- 이를 바탕으로 보면, 26년 2분기 가장 중점적으로 살펴봐야 하는 분쟁 리스크는 미국-이란 전쟁. 글로벌 공급망의 핵심인 원유 공급에 차질을 일으켜 실물 경제 및 금융시장 전반에 걸쳐 대규모 충격을 주고 있기 때문

주요 분쟁 리스크 점검 표

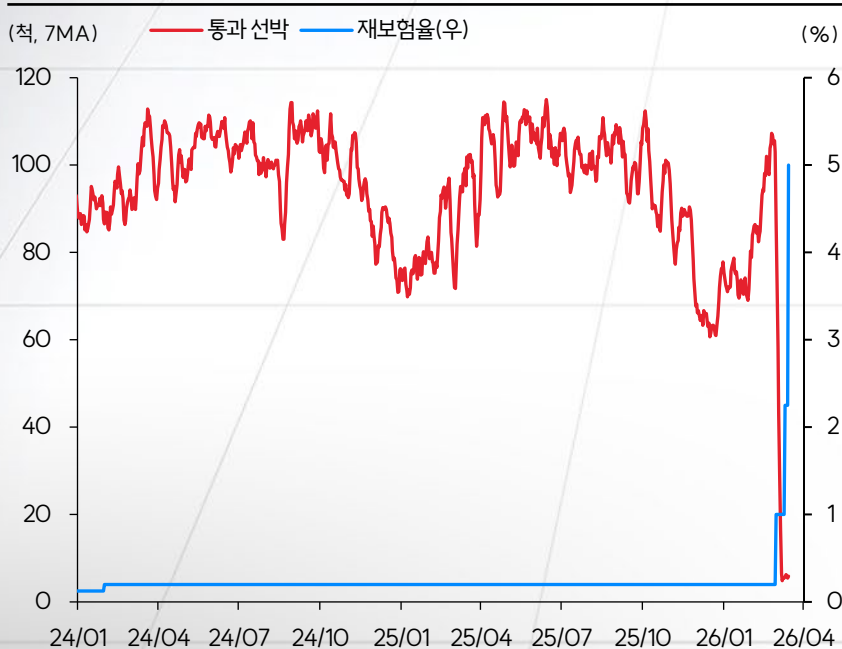
주제	분쟁 확산/축소 가능성	공급망 영향 정도	실물 경제 및 심리 충격	금융시장 충격
미국-이란 전쟁	호르무즈 해협 봉쇄 장기화 걸프 국가 에너지 시설 타격 정도	걸프국 원유 산출량 회복 추가 비축유 방출 선박 재보험비 정상화 선박 통과량 정상화	단기 기대 인플레이션 안정화 여부 장기 기대 인플레이션 상승 가능성 미국 소비 둔화 여부 스태그플레이션 가능성	글로벌 통화정책 매파적 전환 미국채 장기 금리 상승 가능성 미국 인하 기대감 변동성 확대
중국-대만 분쟁	중국 회색지대 압박 강화 중국 군사적 압박 상시화 가능성	반도체 공급망 타격 여부 대만 해협 운송 차질 발생 여부	기업 Capex 투자 훼손 가능성	위험 회피 심리 추가 확대 가능성
우크라이나-러시아 전쟁	평화협상 진전 여부 이란 전쟁 연계 가능성	에너지 공급 차질 누적	유럽 재정압박 누적	유럽 자산 상대적 약세 가능성

자료: SK증권

# 미국-이란 전쟁 여파, 공급망 정상화 속도에 달려

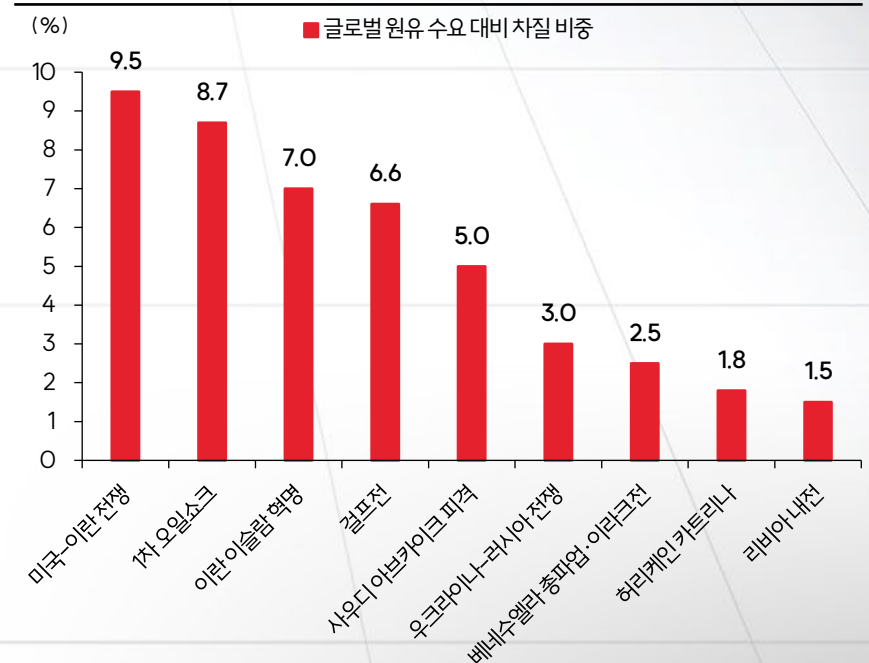
- 미국-이란 전쟁이 금융시장에 미치는 핵심 원인은 1) 호르무즈 해협 봉쇄, 2) 걸프 산유국 원유 생산 차질. 원유 생산 및 운송에 차질이 생긴 점이 유가를 급등시켰음. 특히 언제 종료가 될지 모른다는 불확실성이 충격 요인으로 작용
- 따라서 금융시장의 충격이 해소되기 위해서도 2가지 해소가 필요. 호르무즈 해협 정상화는 선박 재보험율 하락이 핵심. 2분기 내 재보험율 하락에 대한 내용이 나온다면 해협 정상화 될 수 있음
- 중동 에너지 시설 정상화도 중요한 포인트. 단 원유 시설의 경우 호르무즈 해협 정상화 시 단기간 내 가능할 것. 그러나 미국이 강제적으로 해협을 열 경우, 이란이 해협 정상화에도 중동 에너지 인프라 타격 지속 가능성도 존재. 단 카타르 천연가스 피해는 장기간 파급 여파가 불가피

호르무즈 해협 정상화, 선박 재보험율 하락이 핵심



자료: IMF PortWatch, 언론 종합, Bloomberg, SK증권  
 주: 재보험율은 언론에 보도된 호르무즈 해협 통행 선박 관련 재보험율 변화 내용들을 반영

1974년 1차 오일쇼크 이후 최대 수준의 원유 공급망 마비 발생 중

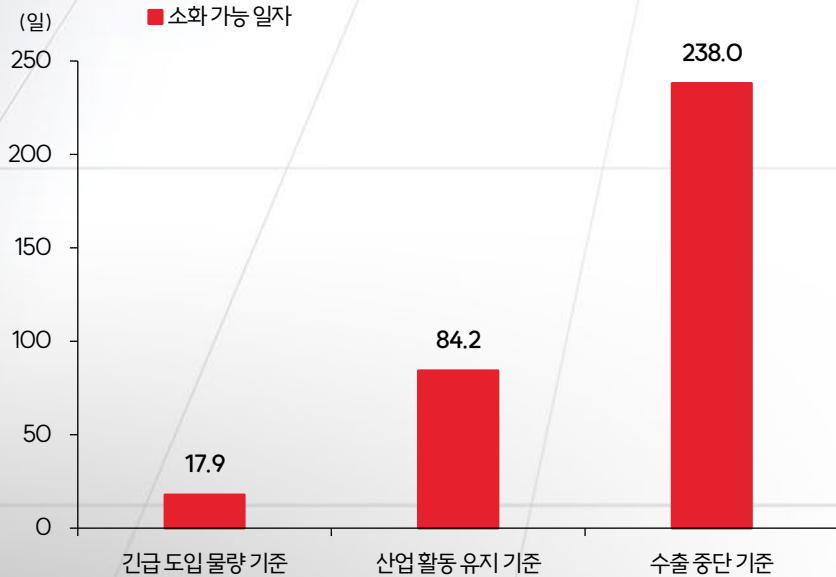


자료: IEA, 언론 종합, SK증권  
 주: 미국-이란 전쟁 수치는 IEA 걸프 산유국 생산 감소 추정치에 기반함

# 한국, 소비자 물가 2% 중반 넘어갈 수 있음

- 한국, 2분기 내 미국-이란 전쟁 충격 해소 안될 경우 심각한 소비자 물가 상승 가능성 존재
- 3월 두바이유 현물 월평균 가격은 약 120\$/bbl. 이 추세로 3개월 지속 시 소비자 물가는 전년비 최대 0.65%p 상승
- 만약 월평균 120\$ 이상, 6~12개월 지속 시 1%p 이상 상방 압력 받을 수 있음
- 또한 물리적인 비축량도 문제. 국내 총 비축량 및 UAE 긴급 도입 물량까지 합했을 때, 약 84일 간 산업 활동 유지 가능

정부·민간 비축량 및 UAE 긴급 도입 물량 기준 약 84일 산업 활동 유지 가능



자료: IEA, 언론 종합, SK증권

두바이유 현물, 월평균 120달러 상회 3개월 이상 지속되는지 주시 필요

유가 10% 상승 시 소비자물가 +0.2%p 가정				
두바이유(\$/bbl)	1개월 지속	3개월 지속	6개월 지속	12개월 지속
80	0.02~0.03%p	0.06~0.08%p	0.11~0.17%p	0.23~0.35%p
90	0.04~0.06%p	0.11~0.17%p	0.23~0.35%p	0.46~0.68%p
100	0.06~0.09%p	0.17~0.26%p	0.34~0.52%p	0.69~1.03%p
110	0.08~0.12%p	0.23~0.35%p	0.46~0.68%p	0.91~1.37%p
120	0.10~0.14%p	0.29~0.43%p	0.57~0.86%p	1.14~1.72%p
130	0.11~0.17%p	0.34~0.52%p	0.69~1.03%p	1.37~2.05%p
140	0.13~0.20%p	0.40~0.60%p	0.80~1.20%p	1.60~2.40%p
150	0.15~0.23%p	0.46~0.68%p	0.91~1.37%p	1.83~2.75%p
160	0.17~0.26%p	0.51~0.77%p	1.03~1.54%p	2.06~3.08%p
170	0.19~0.29%p	0.57~0.86%p	1.14~1.72%p	2.29~3.43%p

유가 10% 상승 시 소비자물가 +0.25%p 가정				
두바이유(\$/bbl)	1개월 지속	3개월 지속	6개월 지속	12개월 지속
80	0.02~0.04%p	0.07~0.11%p	0.14~0.21%p	0.29~0.43%p
90	0.05~0.07%p	0.14~0.21%p	0.29~0.43%p	0.57~0.86%p
100	0.07~0.11%p	0.21~0.32%p	0.43~0.65%p	0.86~1.28%p
110	0.10~0.14%p	0.29~0.43%p	0.57~0.86%p	1.14~1.72%p
120	0.12~0.18%p	0.36~0.54%p	0.72~1.07%p	1.43~2.15%p
130	0.14~0.22%p	0.43~0.65%p	0.86~1.28%p	1.71~2.57%p
140	0.17~0.25%p	0.50~0.75%p	1.00~1.50%p	2.00~3.00%p
150	0.19~0.29%p	0.57~0.86%p	1.14~1.72%p	2.29~3.43%p
160	0.22~0.32%p	0.64~0.96%p	1.29~1.93%p	2.57~3.85%p
170	0.24~0.36%p	0.71~1.07%p	1.43~2.15%p	2.86~4.29%p

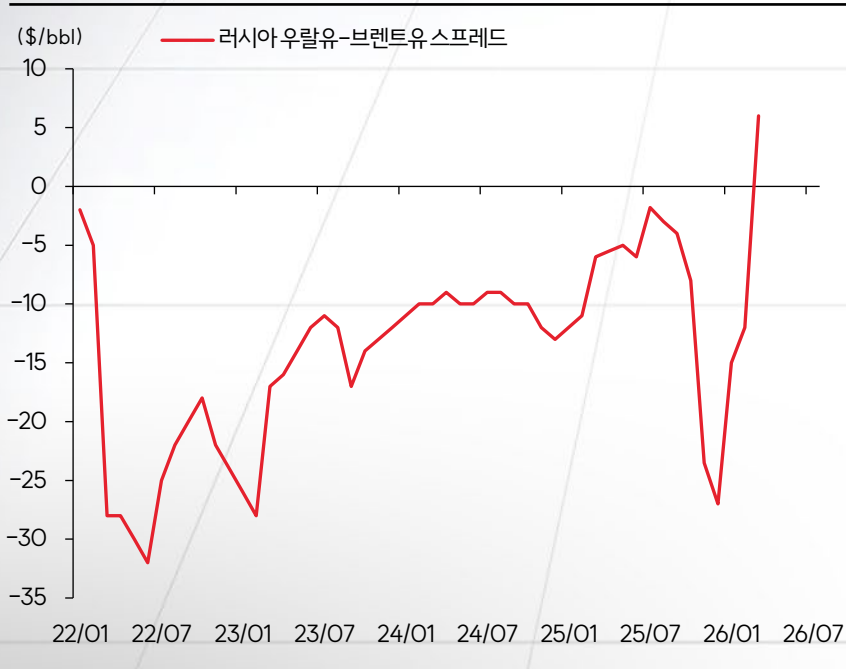
유가 10% 상승 시 소비자물가 +0.3%p 가정				
두바이유(\$/bbl)	1개월 지속	3개월 지속	6개월 지속	12개월 지속
80	0.03~0.05%p	0.09~0.13%p	0.17~0.25%p	0.34~0.52%p
90	0.06~0.08%p	0.17~0.25%p	0.34~0.52%p	0.68~1.03%p
100	0.09~0.13%p	0.26~0.38%p	0.51~0.77%p	1.03~1.55%p
110	0.11~0.17%p	0.34~0.52%p	0.68~1.03%p	1.37~2.05%p
120	0.14~0.22%p	0.43~0.65%p	0.86~1.28%p	1.72~2.57%p
130	0.17~0.25%p	0.51~0.77%p	1.03~1.55%p	2.06~3.08%p
140	0.20~0.30%p	0.60~0.90%p	1.20~1.80%p	2.40~3.60%p
150	0.23~0.35%p	0.68~1.03%p	1.37~2.05%p	2.74~4.12%p
160	0.26~0.38%p	0.77~1.15%p	1.54~2.32%p	3.08~4.63%p
170	0.29~0.43%p	0.86~1.28%p	1.72~2.57%p	3.43~5.15%p

자료: 에너지경제연구원, KDI, IMF, SK증권

# 미국-이란 전쟁, 타 분쟁에도 악영향

- 우크라이나-러시아 전쟁, 휴전 가능성 축소. 미국 제재 해제 등으로 대규모 원유 수입 얻은 러시아, 전쟁 지속 의지 확대. 우크라이나도 걸프 산유국에 드론 방어 제공하며 확전 조짐. 우크라이나, 중동 지역에 드론 방어 인력 200명 파병. 중동 전쟁이 우크라이나-러시아 전쟁과 연계
- 중국, 인태 지역 미군 전력 공백으로 인해 대만 대상 더 상시적인 군사 위협 가능. 만약 선박 우회 등 민간 물류 부문에서 회피하고자 하는 경향 나타날 경우 22년 낸시 펠로시 미 하원의장 대만 방문 당시 금융시장 변동성 확대되었던 사례 재발할 수 있음

대규모 원유 수입 확보한 러시아, 휴전 필요성 축소



자료: 언론 종합, SK증권

주: Argus Media, CREA, Moscow Times 등 보도 내용 종합해 재구성

중국, 아태 지역 미군 전력 약화 틈타 상시적 군사 위협 가능

구분	전력	세부내용
항모전력	USS 에이브러햄 링컨 항모타격단	미 해군 가용전력 40% 중동 결집
상륙전력	USS 트리폴리 강습상륙함	미국 유일 상시 태평양 전진배치 상륙 부대
상륙전력	USS 뉴올리언스 상륙함	
해병 전력	제31해병원정군(31st MEU)	
방공전력	주한미군 패트리엇 일부	한국 오산 등 주한미군 방공망
방공전력	THAAD 일부 구성요소	주한미군 고고도 방공망
수상함 전력	일본 주둔 미 구축함 일부	일본 전진배치 해군 전력

자료: 언론 종합, SK증권

# 다가오는 선거, 포퓰리즘 우려 가시화

- 정치 이벤트가 금융시장에 충격을 주는 경로는 '정책의 선거화'를 통한 재정정책, 통화정책, 정치 불확실성에 각각 영향을 미치는 과정
- 26년 2분기 주의해야 할 주요 정치 이벤트는 미국 중간선거, 한국 지방선거를 들 수 있음. 양 이벤트 모두 재정적자에 미치는 영향에 유의할 필요

정치 리스크 점검 표

구분	주요 일정	공약 및 정책	재정정책 영향	통화정책 영향	정치 불확실성
미국 중간선거	2분기 프라이머리 진행	TCJA 감세 지속 10% 글로벌 관세 지속 여부 슈퍼301조 무역조사 선거제도 규제법	OBBBA 적자 압박 지속	트럼프 인하 압박 강화	선거제도 규제법 관련 의회 교착 상태 확대 가능성
한국 지방선거	4월 4일 선거영향행위 제한 5월 15일 후보 등록 5월 21일 공식선거 운동 시작 5월 29~30일 사전투표 6월 3일 본투표	유류가격 상한제 100조원 시장안정 프로그램 전쟁 추경 에너지 바우처	전쟁 추경 25조원 집행 적자국채 미발행 실현 가능성	성장 물가 상충 대응 필요성	정책의 선거화 수준

자료: SK증권

# 전쟁 추경, 적자국채 피할 수 있을까?

- 당정청, 추경 25조원 규모 집행 발표. 4월 10일 국회 통과 예정. 4월 10일은 세입 결산일로 국가재정법상 정부가 초과세수 사용할 수 있는 가장 빠른 날짜. 22년 1차 추경 당시 재원 확보되었음에도 4월 10일 이전 추경 집행으로 추가 적자국채 발행했었던 사례와는 다름
- 시장 예상치 10~20조원 상회. 추가 국채 발행 없이 진행 예정. 단 이번 추경은 가집계된 세수를 기반으로 함. 실제 세수 확정액이 가집계 수치보다 작을 경우 추가 적자국채 발행 가능성 여전히 존재

25조원 규모의 전쟁 추경, 정부 발표에도 추가 적자국채 발행 가능성 배제할 수 없음

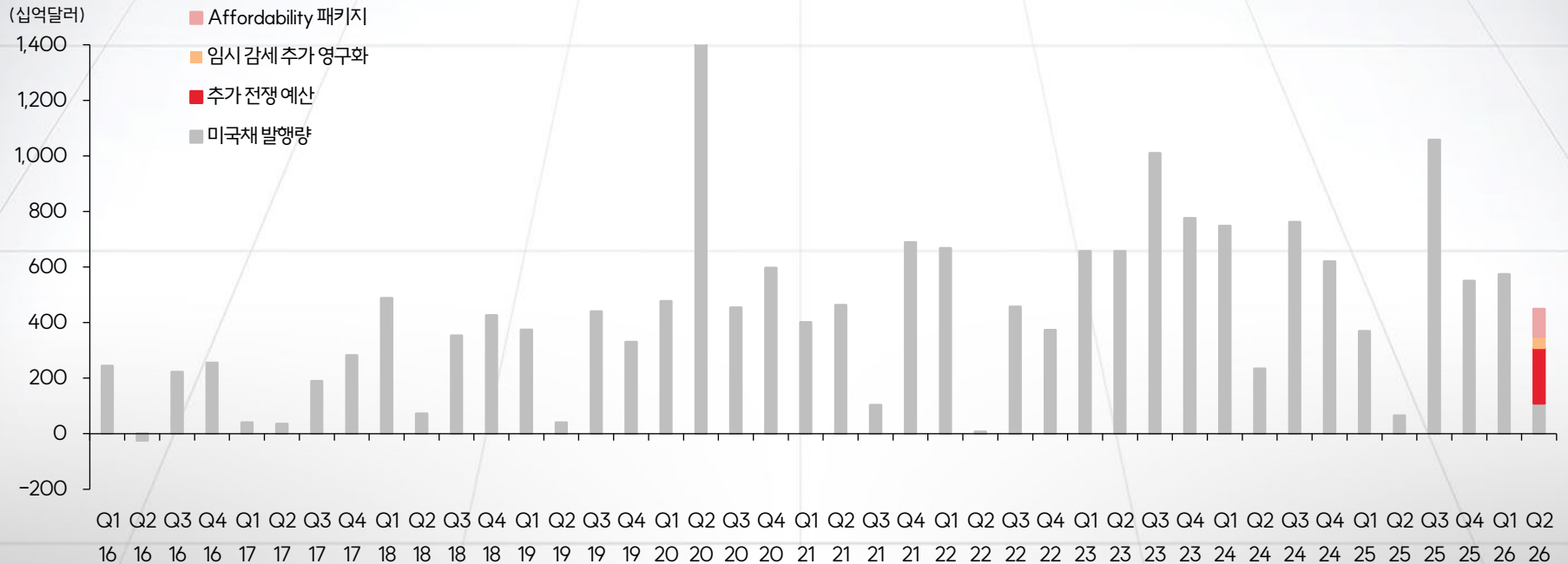
연도	초과세수 / 세수부족	추경 여부·규모	국고채 발행계획	실제 국고채 발행	계획 대비 변동	계획 대비 변동 비중
2004	세수부족	2.5조	44.1조	56.0조	+11.9조	27.0%
2005	초과세수	4.9조	59.4조	62.6조	+3.2조	5.4%
2006	초과세수	2.2조	65.7조	60.7조	-5.0조	-7.6%
2007	초과세수	-	50.6조	48.3조	-2.3조	-4.5%
2008	초과세수	4.9조	57.0조	52.1조	-4.9조	-8.6%
2009	초과세수	28.4조	74.3조	85.0조	+10.7조	14.4%
2010	초과세수	-	77.7조	77.7조	0.0조	0.0%
2011	초과세수	-	82.4조	81.3조	-1.1조	-1.3%
2012	세수부족	-	79.8조	79.7조	-0.1조	-0.1%
2013	세수부족	17.3조	79.7조	88.4조	+8.7조	10.9%
2014	세수부족	-	97.5	97.5	-	-
2015	초과세수	11.6조	102.7	109.3조	+6.6조	6.4%
2016	초과세수	11.0조	110.1조	101.1조	-9.0조	-8.2%
2017	초과세수	11.0조	103.7조	100.8조	-2.9조	-2.8%
2018	초과세수	3.8조	106.4	97.4조	-9조	-8.5%
2019	세수부족	6.7조	99.6조	101.7조	+2.1조	2.1%
2020	초과세수	1차 11.7조, 2차 12.2조, 3차 35.1조, 4차 7.8조	130.2조	174.5조	+44.3조	34.0%
2021	초과세수	1차 15.0조, 2차 34.9조	176.4조	180.5조	+4.1조	2.3%
2022	세수부족	1차 14.0조, 2차 62.0조	166.0조	168.6조	+2.6조	1.6%
2023	세수부족	-	167.8조	165.7조	-2.1조	-1.3%
2024	세수부족	-	158.4조	157.7조	-0.7조	-0.4%
2025	본예산 대비 세수부족, 추경 대비 초과세수	1차 13.8조, 2차 31.8조	197.6조	207.1	+9.5조	4.8%
2026	초과세수(예상)	25조	225.7	-	-	-

자료: 재정경제부, SK증권

# 미국 중간선거, 계절성을 거스르는 공급 압박 가능성

- 미국 중간선거 돌입 및 미국-이란 전쟁 추가 비용 필요성에 재정적자 확대 우려 커질 수 있음. 본래 2분기는 미국 법인세·소비세 납부 기간이라 계절적으로 미국채 발행이 상당 부분 줄어들. 그러나 26년 2분기의 경우 앞서 언급한 이유들로 인해 공급량 전분기 대비 비슷할 가능성 존재
- 이러한 계절성을 거스르는 추가 발행은 공급 부담으로 작용해 미국채 금리 상방 압력으로 작용할 수 있음
- 단 워시 의장 인준 지연은 리스크 감소 요인. 파월 의장 임기는 5월 15일 종료 예정. 파월 '이사'가 FOMC 위원장으로 지내는 기간 길어지는 만큼 연준의 정치화도 지연되는 것

중간선거 앞두고 선거용 정책들의 입법으로 인해 미국채 공급 추가 압박 나타날 수 있음



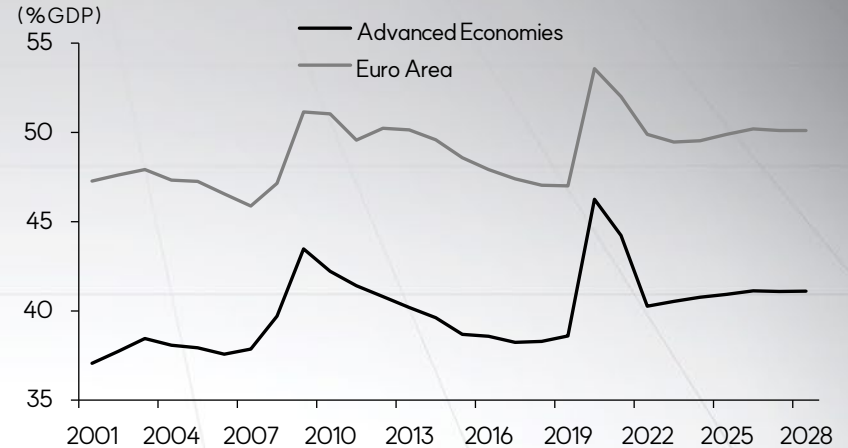
자료: 미 재무부, 언론 종합, SK증권

주: 26년 1분기 미국채 발행량은 미 재무부 2차 전망치, 26년 2분기 미국채 발행량은 미 재무부 1차 전망치

# 무거운 정부의 어깨, 낮아지는 정책 완충력

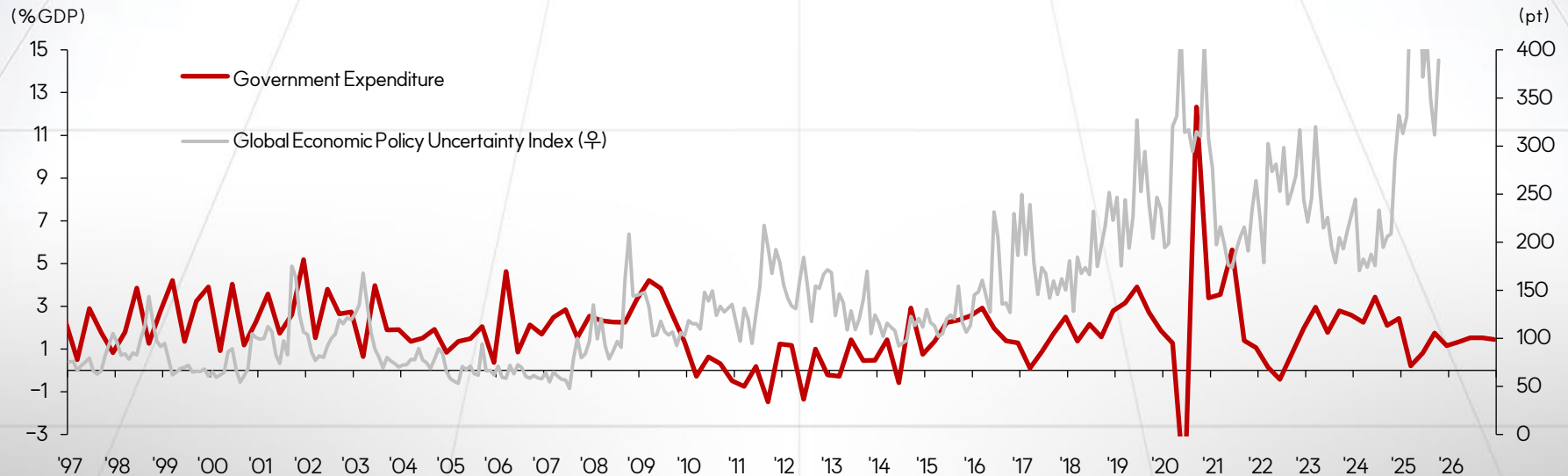
- **2026년 글로벌 주요국 정부는 경기방어 수단으로 확장 재정 선택**
- 그러나 **정부의 재정 정책 여력이 감소하는 가운데 효율성과 지속가능성에 대한 의문까지 제기되면서 확장 재정은 새로운 매크로 리스크 요인으로 부상**
- 누적된 재정 부담과 높은 국가부채로 인해 추가적인 재정 확대에 대한 정책적·재정적 부담이 가중되면서 경기 하방 리스크에 대응할 수 있는 정책 완충력은 오히려 약화되는 모습

General Government Total Expenditure (AE & EA)



자료: CEIC, SK증권

OECD 정부 지출 비중 추이와 글로벌 경제 정책 불확실성 지수

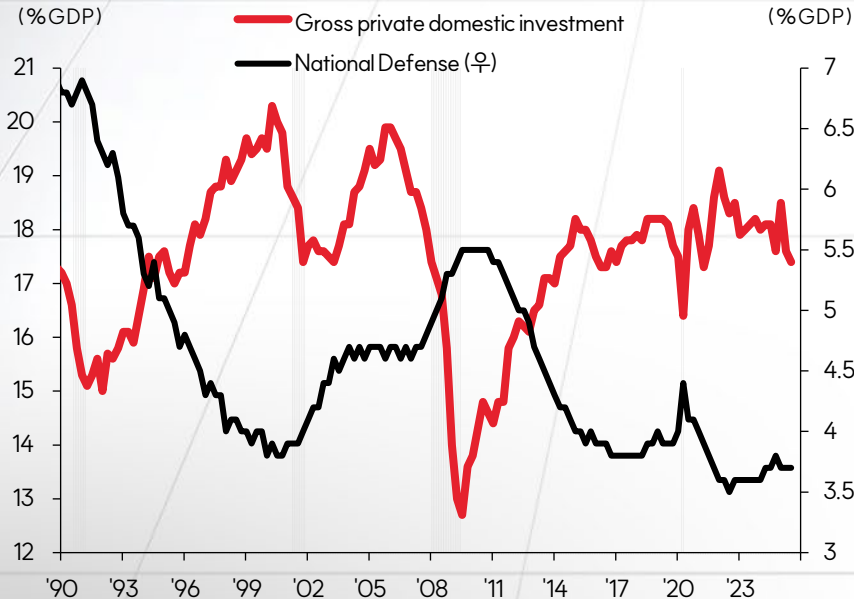


자료: CEIC, EPU, SK증권

# 재정지출과 성장의 느슨해진 연결고리

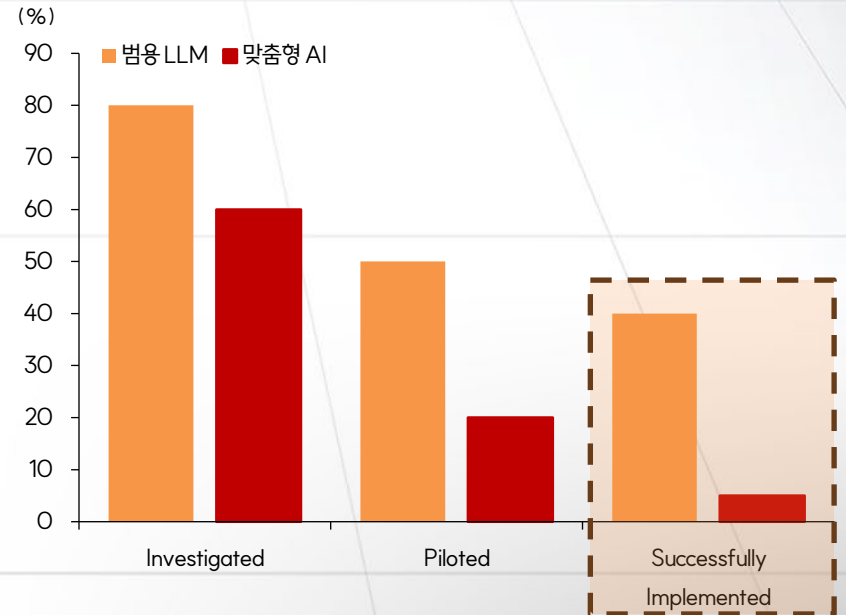
- **최근의 정부 지출**은 과거 경기 부양에만 초점을 맞춘 인프라나 소비 진작 중심의 투자와 달리 안보 및 경쟁을 중점적으로 여기는 성격으로 변화하면서 **국방 및 AI 산업 등의 특정 분야에 집중되는 모습**
- 국방 지출 확대는 민간 투자를 대체하는 구축 효과(crowding-out)를 동반하는 경우가 다수. 민간의 생산적인 투자를 밀어냄으로써 기업 투자가 감소하는 등 경제의 장기 성장 경로를 제약하는 방향으로 작용할 가능성 존재
- 기업 차원에서는 AI 활용이 빠르게 확산되고 있으나, 실제 업무 프로세스 전반에 완전히 통합되어 생산성을 실질적으로 끌어올리는 단계에 도달한 사례는 여전히 소수에 불과. AI 투자가 단기적으로 성장 모멘텀에 대한 확신이 낮아지면 이는 재정 지속가능성에 대한 시장 신뢰 약화 및 기간 프리미엄(Term Premium) 상승으로 연결될 가능성 존재

미국 구축 효과(Crowding-out Effect) 흐름



자료: CEIC, SK증권

범용 LLM과 맞춤형 AI의 도입 및 활용 단계



자료: CEIC, SK증권

## 4. 유동성·머니플로우·통화정책

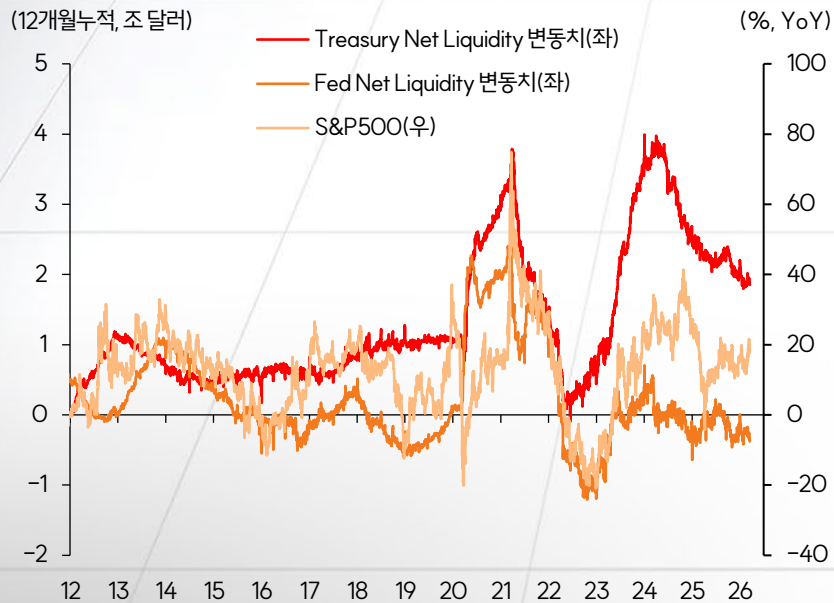
**2026**  
**S**pring  
**Risk**  
**S**creen



# 2분기도 유동성 배관은 양호

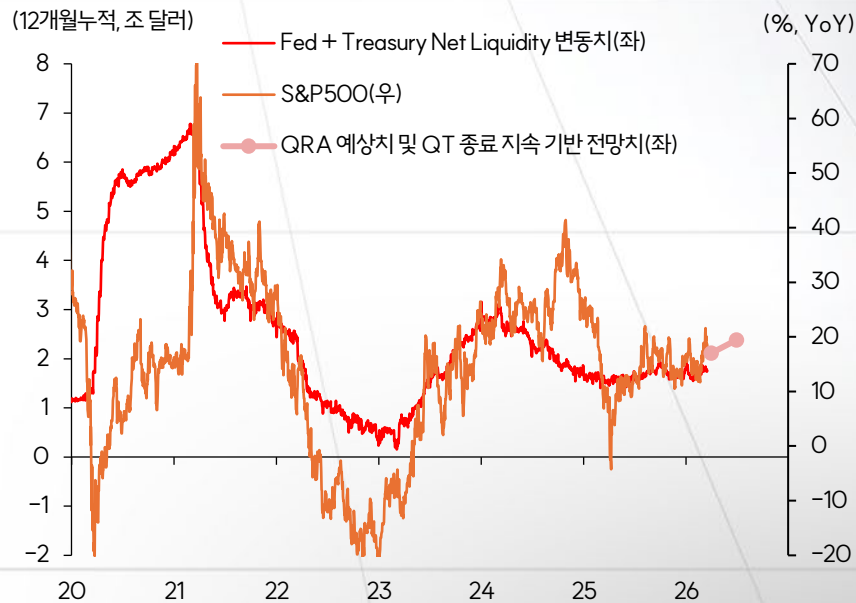
- 1분기 다사다난한 노이즈 속에서도 미국 증시가 큰 폭의 조정을 받지 않았음
- 현재의 미국 통화정책(연준)과 재정정책(재무부)을 요약하자면, 통화정책은 작년 12월 양적 긴축(QT) 중단 이후 시장 입장에서 중립적인 상황으로 해석. 재정정책의 경우에는 여전히 풍부하게 쓰이고 있으나 최근 대비해서는 그 강도는 조금 약해지고 있음
- 최근 연준의 양적 긴축(QT) 중단 트렌드의 지속과 재무부가 2월 초에 공개했던 분기 리펀딩 계획 수치를 감안했을 때, 2분기 미국 통화/재정정책으로부터 나올 유동성 효과는 1분기 대비 소폭 증가하는 방향으로 나타날 가능성이 높음

현재의 통화정책은 이제 중립 수준, 재정정책은 여전히 풍부함



자료: 미국 재무부, FRED, LSEG Workspace, SK증권

2분기도 미국 통화/재정정책 기반 유동성 배관은 양호할 가능성

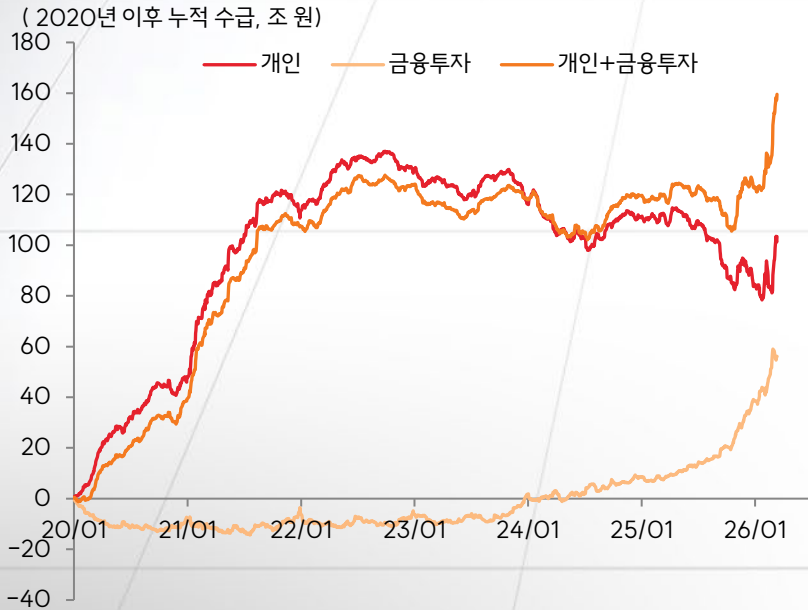


자료: 미국 재무부, FRED, LSEG Workspace, SK증권

# 수급 환경의 변화

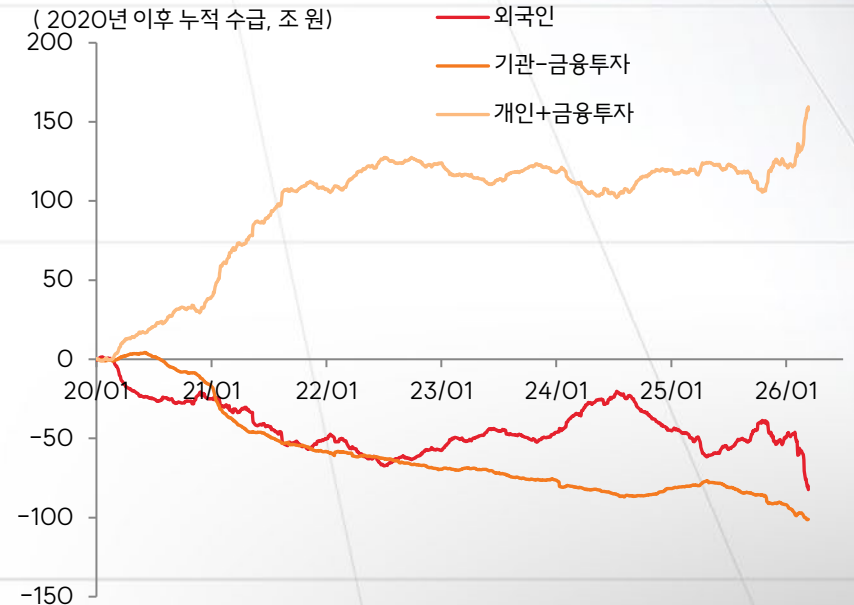
- 최근 국내 증시의 주요한 수급 주체는 개인 투자자
- 전통적인 개인/기관/외국인의 수급 상황으로는 개인이 강하게 사주는 모습은 아님. 다만 최근 금융투자의 코스피 현물 매수는 대부분이 개인 투자자들의 ETF 순매수에 대응하기 위해 발생하는 점을 감안할 필요. 이러한 상황 내에서는 다른 설명이 가능하며 전통적인 개인/외국인/기관의 수급 주체 설명력보다는 개인+금융투자/외국인/기관-금융투자의 설명력이 훨씬 높아진 국면

코스피 현물 시장 개인/금융투자 수급



자료: Quantiwise, SK증권

코스피 현물 시장 외국인 / 기관-금융투자 / 개인+금융투자 수급

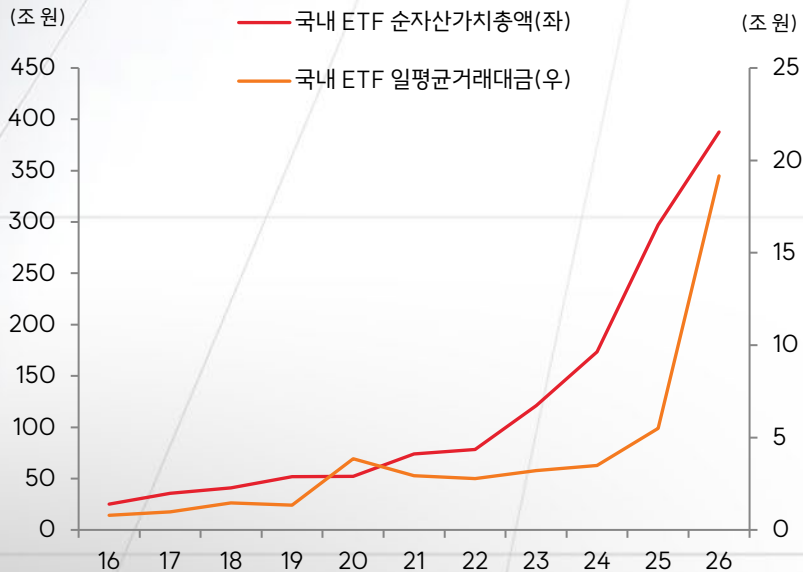


자료: Quantiwise, SK증권

# ETF 시장의 급성장

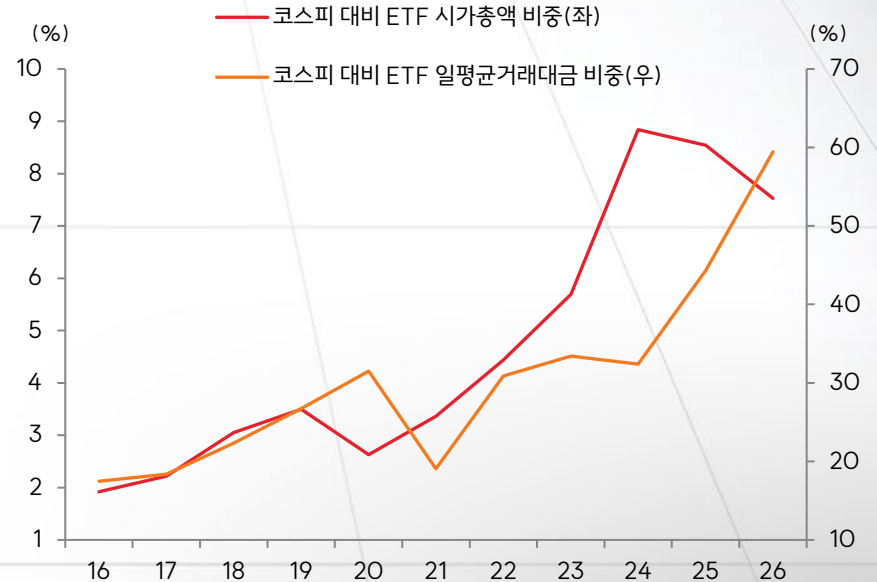
- 실제로 국내 ETF 시장도 급격한 성장세를 경험하고 있는데, 순자산가치총액과 거래대금 면에서 작년과 올해 초 급격한 성장세를 관측
- 물론 ETF 전체 시장이 커지는 것 이상으로 국내 증시가 활황을 겪으며 코스피 전체 시가총액 대비해서 ETF 시장이 차지하는 비중은 소폭 감소했으나, 개인 투자자들의 주요 투자 수단으로 발전하며 거래대금 비중은 급격하게 높아짐

국내 ETF 시장 순자산가치총액과 일평균거래대금 추이



자료: Quantiwise, SK증권  
주: 2026년은 2월 말 기준

국내 ETF 시장의 코스피 대비 시가총액 및 거래대금 비중

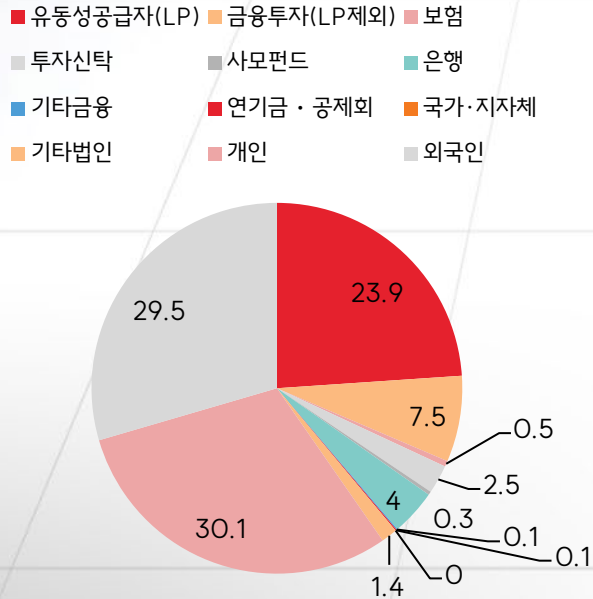


자료: Quantiwise, SK증권  
주: 2026년은 2월 말 기준

# ETF 장세의 Main Player는 개인

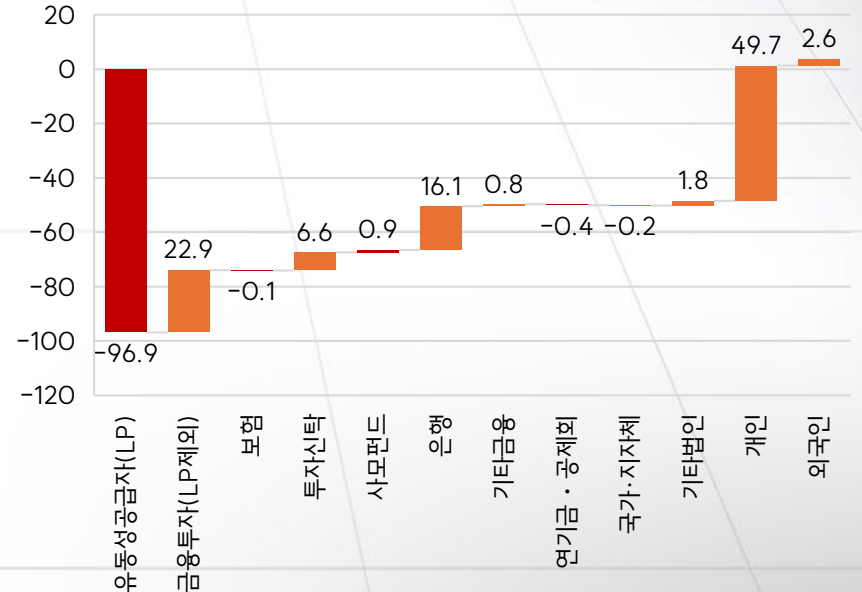
- ETF 시장에서의 주된 수급 주체는 개인으로 판단하는데, 근거는 다음과 같음
  - 거래 비중 내에서도 유동성공급자(LP)를 제외하면 외국인과 함께 가장 비중이 큰데, 외국인의 순매수 대금은 매우 낮음
  - 순매수 대금 측면에서도 압도적 1위이지만, 2위와 3위인 LP를 제외한 금융투자(증권사)와 은행의 자금 모두 개인 투자자의 간접 투자 자금이나 개인 대상 금융상품의 헷지 물량이 상당 부분을 차지함을 감안한다면 거의 유일한 순매수 주체임

ETF 시장 수급 주체별 거래 비중



자료: KRX, SK증권  
주: 2026년 2월 일평균 거래대금 기준

ETF 시장 2025년 이후 수급 주체별 순매수 대금

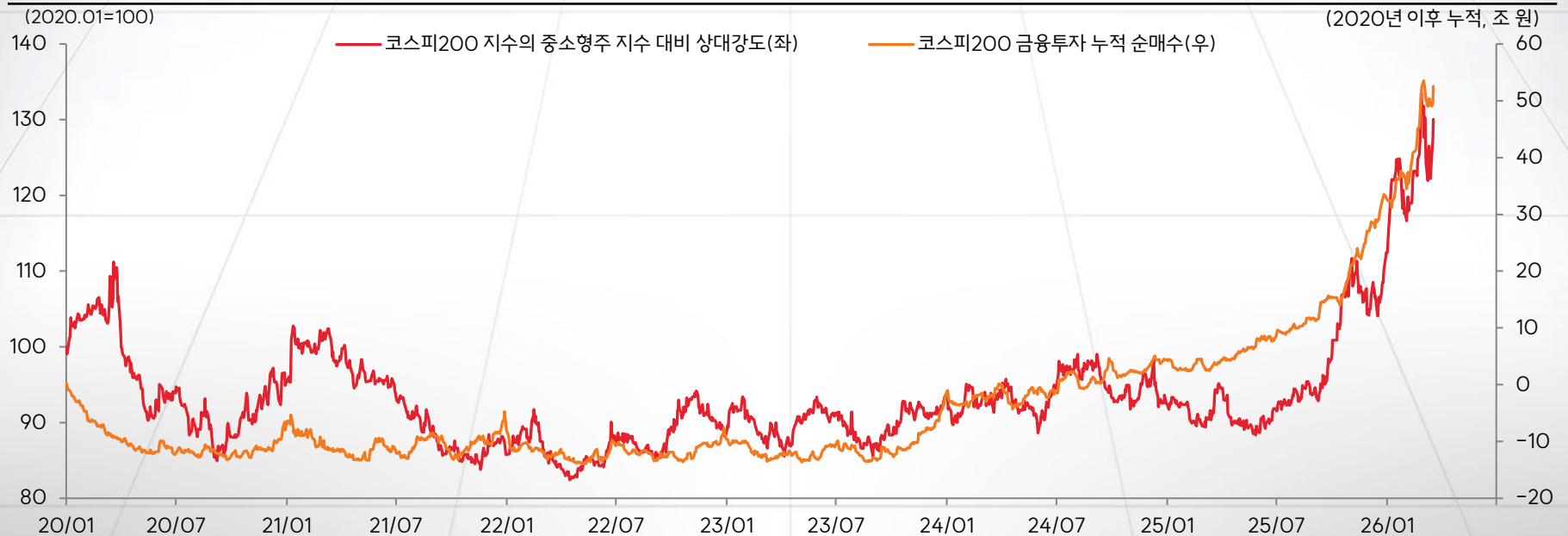


자료: KRX, SK증권  
주: 2026년 2월 일평균 거래대금 기준

# 대형주 강세도 ETF와 함께 발생

- 최근 나타난 변화도 ETF 시장의 급성장과 함께 나타난 강력한 대형주에의 수급 집중이 대형주가 중소형주 대비 크게 아웃퍼폼하는 추세를 형성하는 데에 큰 영향을 주었을 것으로 추정
- 또한, 최근 증시가 조정을 받을 때 대형주의 낙폭이 중소형주 대비 훨씬 크고 과격하게 나타나는 것을 목격. 결국 패시브 자금이 위아래로의 변동성을 매우 크게 만들고 있음을 짐작할 수 있음

2020년 이후 코스피 200 지수의 중소형주 지수 대비 상대강도 및 코스피200 금융투자 누적 순매수 대금

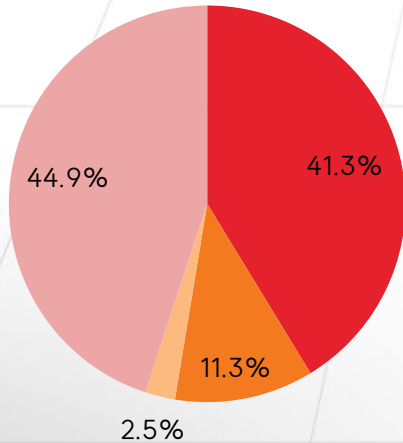


# 대형주에게 양날의 검

- 코스피200을 추종하는 자금이 전체 국내 주식형 ETF AUM의 41.3% (약 64.6조원)으로, 단일 지수 기준 1위 코스피200만 33.6조원 (21.5%). 여기에 코스피200 TR지수, 레버리지, 인버스, 커버드콜 등 파생지수까지 합치면 압도적인 규모
- 업종/테마/기타가 44.9%로 코스피200 계열보다 약간 더 큰데 반도체, 밸류업, 배당, 2차전지 등 테마형 ETF에도 상당한 자금이 몰려있다는 뜻. 이 자금은 특정 대형주에 편중될 수 있어 코스피200 패시브 자금의 영향력을 더 강화하는 방향으로 작용할 수 있음

국내 주식형 ETF 기초지수 대분류별 AUM 점유율

■ 코스피200 계열 ■ 코스닥 계열 ■ 코스피 기타 ■ 업종/테마/기타



자료: Quantiwise, SK증권  
주: 3월 13일 종가 기준

국내 업종/테마형 ETF AUM 기준 Top 10 기초지수: 대부분 대형주 집중

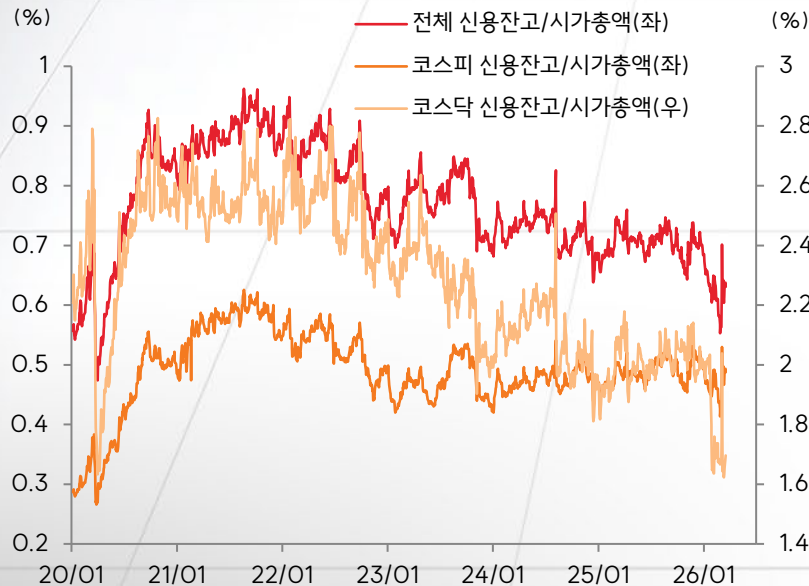
기초지수명	종목수	AUM(억원)	비중
FnGuide 반도체TOP10 지수	1	77,722	5.0%
KRX 반도체	2	46,854	3.0%
코리아 밸류업 지수	11	25,275	1.6%
MKF 삼성그룹지수	1	24,492	1.6%
FnGuide 배당주 지수	1	24,287	1.6%
FnGuide TOP10 지수	1	22,486	1.4%
FnGuide AI반도체지수	1	21,600	1.4%
FnGuide 조선TOP3플러스지수(PR)	1	19,733	1.3%
FnGuide K-방위산업 지수	1	18,167	1.2%
FnGuide 2차전지 산업 지수	1	17,861	1.1%

자료: Quantiwise, SK증권  
주: 3월 13일 종가 기준

# 레버리지 비율 크지 않으나 매수세 실종 땀 문제

- 신용잔고와 미수금 등의 레벨은 높으나 시가총액이나 예탁금의 규모와 비교해 보았을 때는 오히려 낮은 수준. 대출받아 산 집의 가격이 크게 오르면 빌린 금액이 조금 늘어나더라도 크지 않아 보이는 것과 비슷한 원리
- 상대적 레벨의 부담은 크지 않으나 이는 매수세가 어느 정도는 유지된다는 가정 하의 논리. 매수세가 아예 실종되어버린다면 상대 레벨보다는 그동안 누적된 신용용자와 미수금의 절대 레벨이 문제가 될 가능성 존재

코스피/코스닥 시가총액 대비 신용잔고 비율



자료: Quantiwise, SK증권

국내 증시 고객예탁금 대비 신용잔고 비율

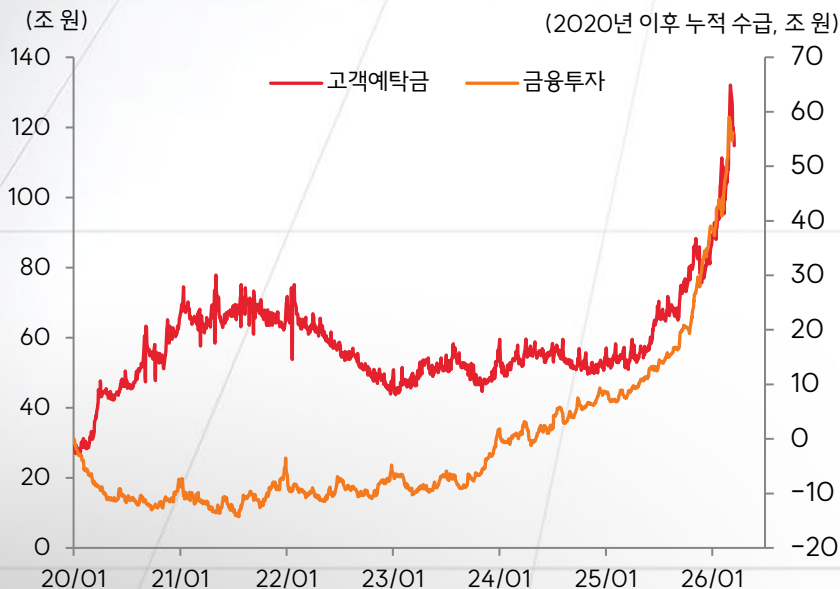


자료: Quantiwise, SK증권

# 어차피 수급은 행동 변수, 결국 투자심리가 관건

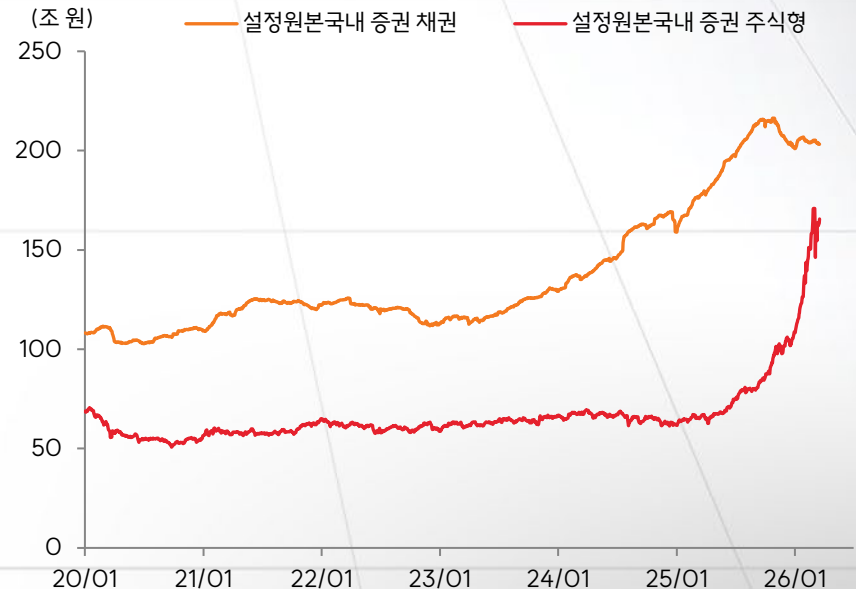
- 결국 시장에 유동성이 풍부하더라도 매수 버튼이 눌리지 않으면 의미가 없다는 것을 최근 높은 변동성 국면을 통해 확인
- 그동안 증시의 강력 상승 근거로 작용해 왔던 예금/채권에서 주식으로의 머니무브 또한 훼손되는 추세가 발생. 결국 유동성 환경에 대해서는 미래를 예측하는 용도라기보다는 추세가 어떠한지를 보는 것이 중요하다는 판단.
- 단기적으로 머니무브 내러티브 또한 훼손된 상황인데, 증시가 안정화 국면으로 들어서야 회복될 가능성 높음

최근 고객예탁금과 금융투자의 코스피 순매수 강도는 강한 동행성



자료: Quantiwise, SK증권

채권에서 주식으로의 머니무브도 결국은 행동 변수

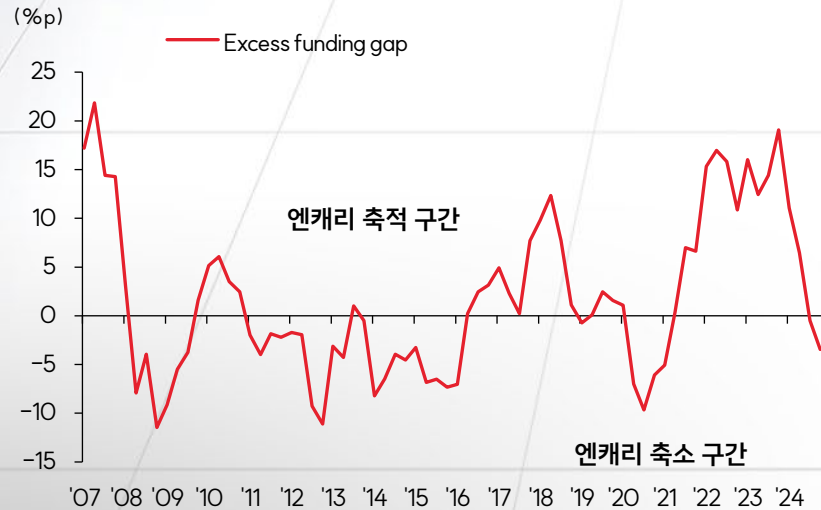


자료: Quantiwise, SK증권

# 엔캐리 유지 유인의 근본적 소멸

- 엔 캐리 트레이드 청산 요건을 현 매크로 환경에 대입할 경우, 차입 비용 상승과 환율 변동성이라는 '위험 비용'이 투자 수익성을 압도. 자산 가격 상승에 기대어 변동성 리스크를 감내하던 과거와 달리, 현재는 포지션 유지의 실익이 소멸되며 청산 유인 확대
- 차입 통화인 엔화 금리의 상승은 시장이 일본의 저금리 시대 종결을 가격에 반영하기 시작했음을 의미하며, 이는 투자자의 이자 부담 증가와 직결. 금리 차 메리트 상실과 변동성 위험 노출이 동시에 진행됨에 따라, 신규 유입 억제 및 기존 포지션의 회수 압력이 점진적으로 이어질 것 같다는 판단

## 엔화 Excess Funding Gap



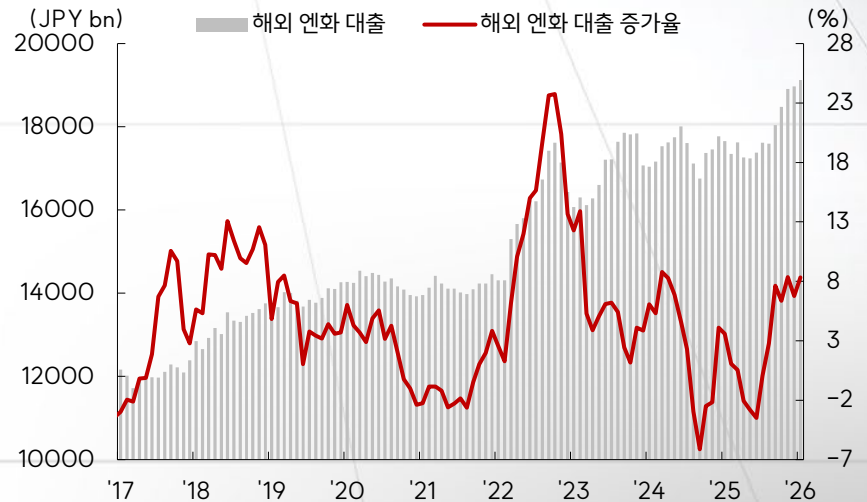
자료: Bloomberg, SK증권

## USDJPY 캐리 수익지수와 수익률 추정 지표



자료: Bloomberg, SK증권

## 일본에서 해외로 보내진 엔화 대출 추이

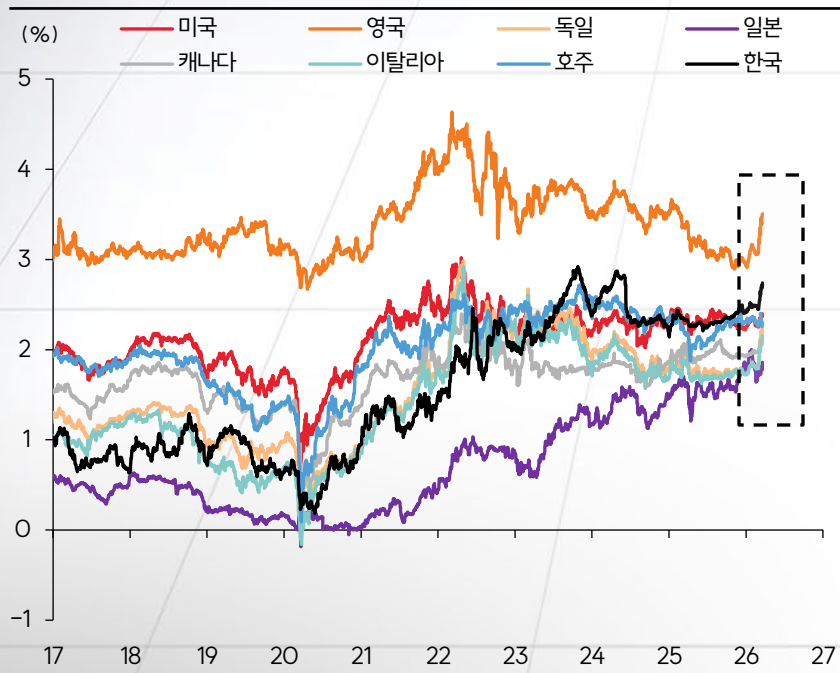


자료: Bloomberg, SK증권

# 미국-이란 전쟁, 글로벌 통화정책 긴축 자극

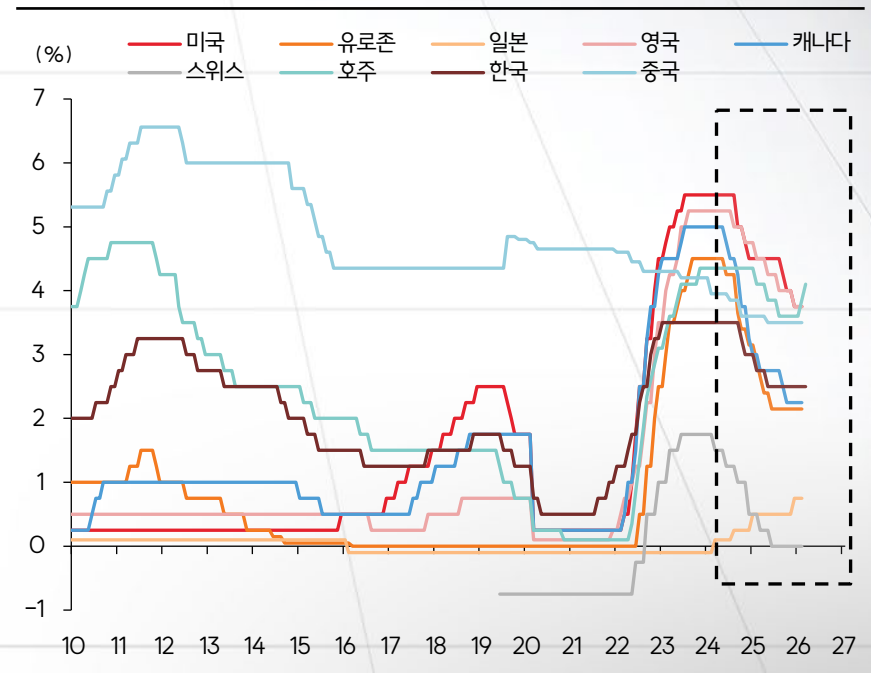
- 주요국 장기 기대 인플레이션, 미국-이란 전쟁 발발 후 국제유가 급등의 여파로 인해 가파른 상승세 보이고 있음. 이에 주요국 중앙은행 매파적 스탠스 전환 시그널 나타나는 중. RBA는 2연속 기준금리 인상, ECB와 BOE는 금리 인상 본격적 논의, BOJ는 인상 기조 유지
- 글로벌 통화정책 매파적 동조화 나타날 가능성 존재. 이 경우 일드커브 파편화로 환율 변동성 확대 및 환헤지 비용 한계치 넘길 수 있음

미국-이란 전쟁 이후 주요국 장기 기대 인플레이션 상승



자료: 인포맥스, SK증권

주요국 중앙은행, 기준금리 경로 매파적으로 전환될 조짐 나타나



자료: 인포맥스, SK증권

# 연준 인하 기대, 양 방향으로 열린 리스크

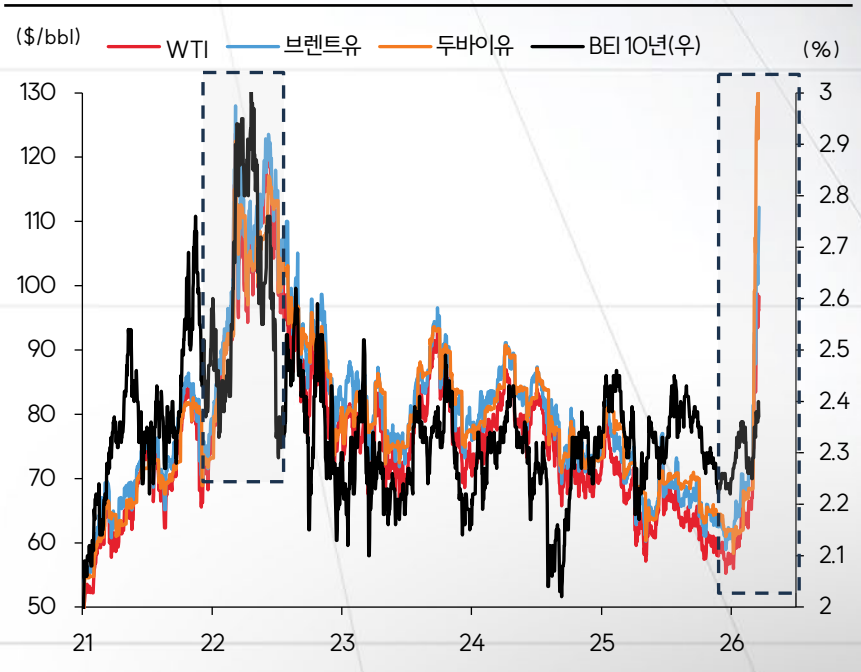
- 후퇴한 미국 연내 인하 기대감, 연준이 지적한대로 지지부진한 근원 인플레이션 둔화 계속된다면 더 후퇴할 수 있음. 국제유가 급등의 근원 물가에 대한 2차 파급효과, 26년 4월 CPI에서 25년 10월 미 연방정부 섣다운으로 인한 결측치가 채워지면서 발생하는 물가 상방 압력 및 관세 비용 전가 본격화도 근원 인플레이션 우려 키우는 존재들
- 반대로 인하 기대감 재확대 될 가능성도 존재. 미국 장기 기대 인플레이션은 국제유가 급등에도 타 주요국 대비 안정적인 편. 22년 우크라이나-러시아 전쟁 발발 사례와 가장 큰 차이점. 장기 기대 인플레이션 고정 지속될 경우 근원 인플레이션 둔화만 같이 확인된다면 인하 기대감 다시 키울 수 있음

지지부진한 근원 인플레이션 둔화로 연준 인하 기대감 후퇴



자료: 인포맥스, Bloomberg, SK증권

미국 장기 기대 인플레이션 안정 유지된다면 인하 기대 재확대 가능

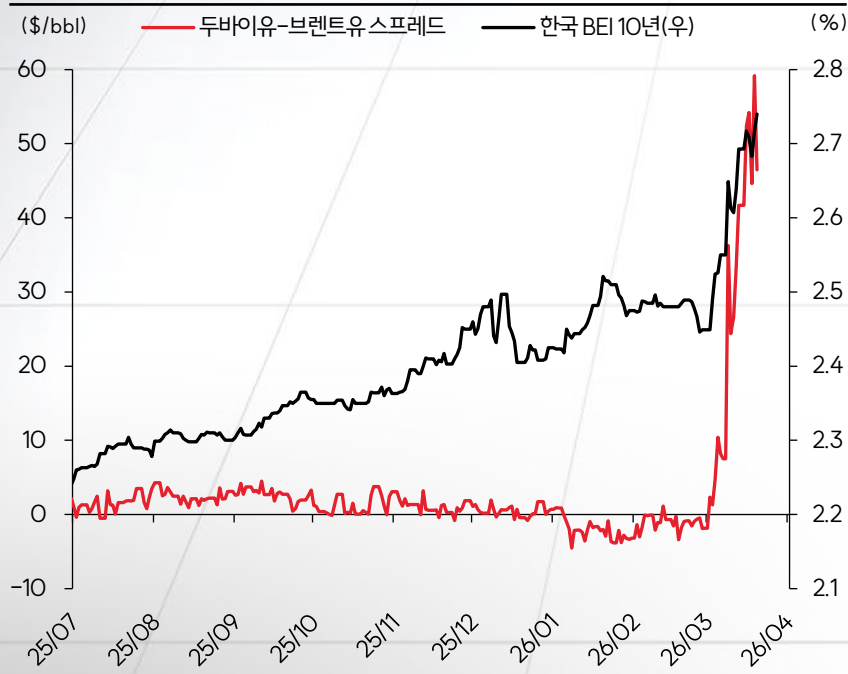


자료: FRED, Bloomberg, SK증권

# 한국은행, 매파적 스탠스 전환 가능성 대비 필요

- 중등 노출도 높은 한국, 두바이유 상대적 약세 지속으로 장기 기대 인플레이션 가파르게 상승. 인상 우려 재점화 가능
- 신현송 차기 한국은행 총재 지명자는 기대 인플레 고정을 지속적으로 강조했던 인물. 기대 심리 흔들릴 경우 선제적 대응에 나설 가능성 존재
- 단 입장문에서 물가·성장·금융안정 간 균형 강조하는 '실용적'인 모습도 관측되는 점 유의. 또한 한국 B티는 낮은 유동성으로 인해 수급 요인 왜곡 있을 수 있는 점 고려 필요

한국 장기 기대 인플레이션, 두바이유 급등에 가파른 상승세



자료: 인포맥스, Bloomberg, SK증권

신현송 한국은행 총재 지명자, 기대 인플레 고정 강조. 실용적 매파

구분	견해	정책 함의
인플레	- 기대 인플레 고정이 중요 - 공급 충격의 2차 파급 중시 - 유가·환율 충격의 근원 확산 여부	- 장기 기대 인플레 상승 경계 - 인플레 기대 심리 흔들리면 선제적 대응 - 공급 충격 시 성급한 완화에 신중
성장	- 통화정책은 성장의 메인 동력 아님 - 성장 대응, 정책 조합 강조 - 부문별 불균형 해소 중시	- 성장 둔화, 수요 부족 / 금융조정 구분 - 금리보다 구조·재정 대응 중시 - 경기 부양 목적 과도한 완화 경계
거시건전성	- 과도한 차입·레버리지 경계 - 외화 조달·자본유출입 취약성 중시 - 비핵심부채 확대 위험 신호로 인식	- 적극적인 거시건전성 정책 수단 활용 - 가계부채 평창에 더 민감할 한은 - 환율·유동성 관리 강화 가능성

자료: BIS, 언론 종합, SK증권

## 5. 크레딧 리스크

**2026**  
**Spring**  
**Risk**  
**Screen**

# 미국 사모대출 환매 중단 사태 요약

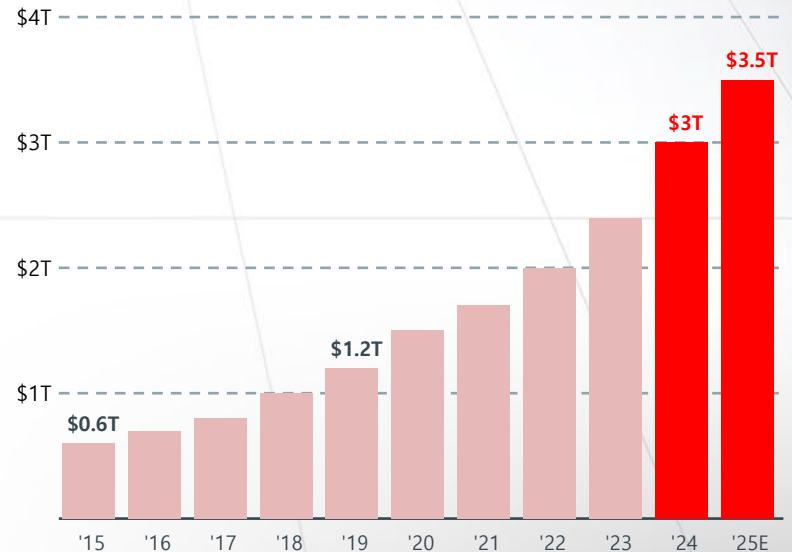
## 미국 사모대출 불안 사태

환매중단 사태 연표 (2024.11 ~ 2026.03)

- 2024.11~12**  
**Tricolor / First Brands**  
 자금 조달 압박, 담보 이중계상(Double Pledging) 노출
- 2026.02.초**  
**Blue Owl (OTIC)**  
 리테일 타깃 펀드 환매 영구 중단 — 개인투자자 대상
- 2026.02.중**  
**Apollo BDC**  
 배당 삭감 + 자산 평가손 (AI로 인한 소프트웨어 기업 부실)
- 2026.03.초**  
**BlackRock HPS (HLEND)**  
 환매요청 NAV 9.3% > 분기 5% 상한 발동, \$6.2억 지급
- 2026.03.중**  
**Blackstone (BCRED)**  
 \$17억 환매요청(7% 초과) > 경영진 사재 \$4억 투입 방어
- 2026.03.현재**  
**Morgan Stanley / Cliffwater**  
 비례배분(Proration) 방식 환매 제한 시행 중

- 미국 사모대출 비중이 글로벌 대비 70% 이상(24년말 기준 \$1.3~1.5조 추정)
- 전통적인 상업은행들이 강화된 자본 규제와 엄격한 감독 하에 위험 자산에 대한 대출을 축소하면서, 그 빈자리를 사모금융이 대체
- 26년 초부터 발생한 글로벌 사모대출 펀드들의 환매 제한 및 중단 사태는 그간 감춰져 왔던 시장의 취약성을 적나라하게 드러냄. 사모대출 자산의 가치 평가 방식과 유동성 관리 체계에 대한 근본적인 의구심 확산

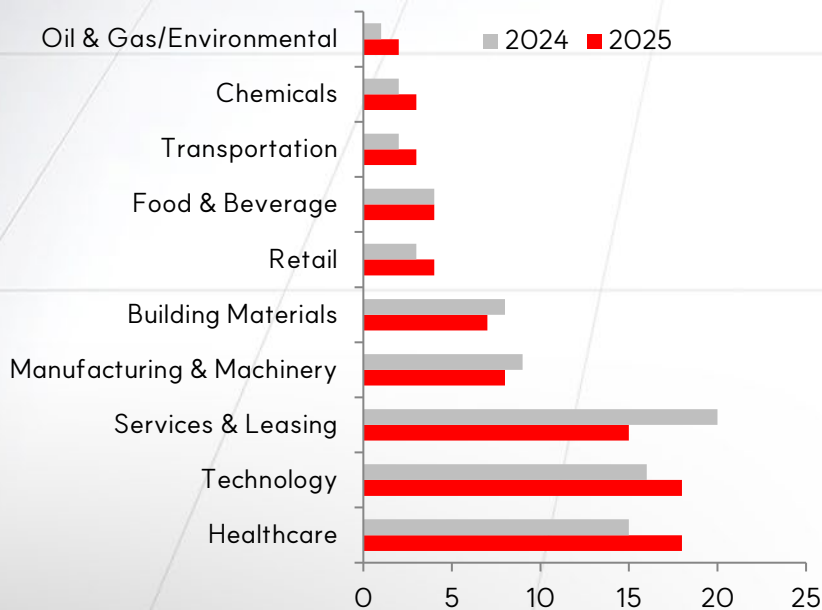
## 글로벌 사모신용 AUM 추이(조 달러)



# 사모대출에서 AI 및 소프트웨어 비중 확대

- '25년 신규 발행된 미국 사모 직접 대출의 섹터별 비중은 헬스케어(19%), 기술(19%), 서비스/리스(16%), 제조/기계(8%) > 건설자재(6%)
- 특히 AI 비중이 최근 증가세(글로벌 '15년 1% -> '25년 7%, BIS)
- 소프트웨어 기업들이 사모대출의 주요 타겟이 된 이유는 이들이 보유한 '구독 기반 매출(SaaS)' 모델이 경기 하강기에도 안정적인 현금 흐름을 창출할 것이라는 믿음 때문
- 그러나 최근 인공지능(AI) 기술의 파괴적 혁신은 이러한 믿음에 균열. 생성형 AI의 확산으로 기존 소프트웨어 서비스의 가치가 하락하거나 대체될 위험이 커지면서, 관련 기업들의 수익성 전망이 불투명
- 2025년 하반기부터 나타난 'AI 쇼크'는 소프트웨어 섹터에 집중 투자한 사모대출 펀드들로부터 자금 유출을 촉발하는 결정적인 계기

'25년 미국 사모 직접대출 섹터별 신규발행



자료: Pitchbook, 국제금융센터, SK증권  
(발행건수, Pitchbook 기준)

사모대출 업권별 투자자 현황

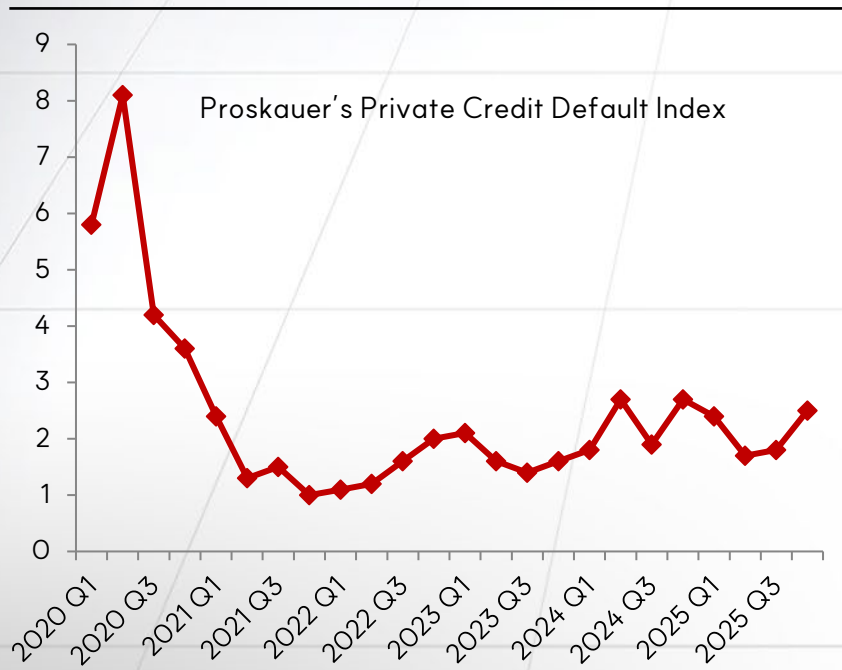
운용사 및 펀드명	소프트웨어 비중 (%)	헬스케어 비중 (%)	기타 주요 섹터
Blackstone (BCRED)	26	11	전문 서비스 (11%)
Blue Owl Capital	21	12	제조 및 서비스
Golub Capital BDC	27	7	소비재 및 서비스
HPS Corporate Lending	20	7	호텔 및 레저

자료: S&P, SK증권

# 사모대출 부도율은 낮지만, 잠재위험 확대

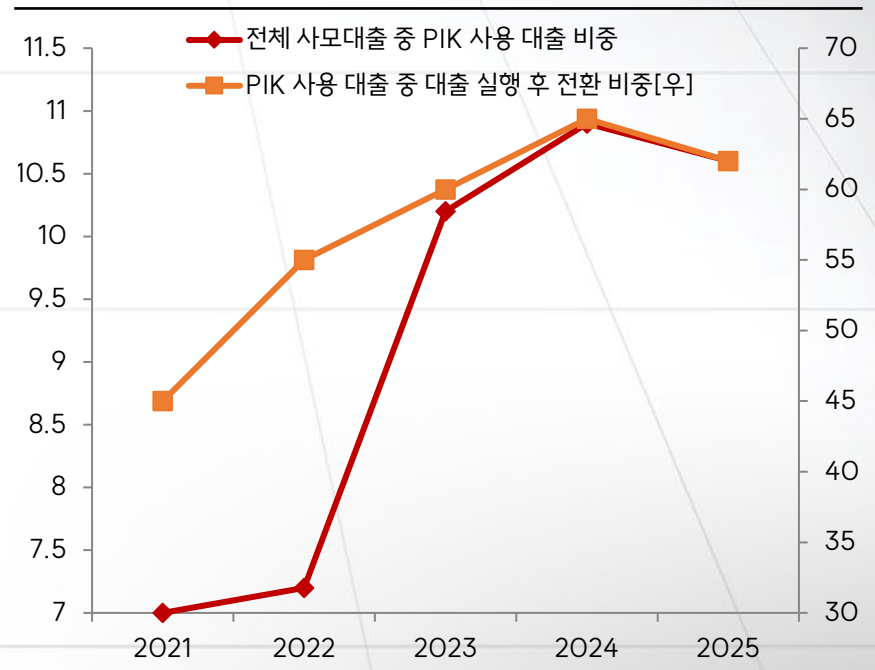
- 사모대출의 부도율은 '25.4분기 2.46%로 낮은 수준을 유지하고 있지만, 기업의 디폴트 상황에서 투자자의 대출 만기 연장, 계약 조건 조정, PIK\* 옵션 사용 등을 감안하면 실질적인 부도율은 더욱 클 가능성
- \* PIK(payment-in-kind): 이자·배당·원금 등을 현금 대신 채권·주식·채고 등으로 지급하는 방식. 사모대출에서는 이자 지급을 유예하는 대신 원금에 가산하거나 추가 채권을 발행
- PIK는 이자를 지급할 수 없는 차주가 지급을 미룰 수 있게 해주므로, 상환 불가능성을 내포. 사모대출 중 PIK 사용 비중은 '21년말 7.0% 에서 '25.3분기말 10.6%로 증가. 그 중 대출 실행 후 이자 지급 불가로 PIK로 전환된 대출 비중은 36.7% 에서 57.2% 로 증가
- 사모대출은 자산가치 평가 시 주식·채권 등(mark-to-market)과 달리 개별 기관의 내부모델(mark-to-model)에 의존하고 있어, 신뢰성 우려

미국 사모대출 부도율 추이



자료: Proskauer Rose LLP, 국제금융센터, SK증권

사모대출 중 PIK 사용 비율



자료: Lincoln International, 국제금융센터, SK증권

# 미국 사모대출 시스템 리스크 확대 가능성

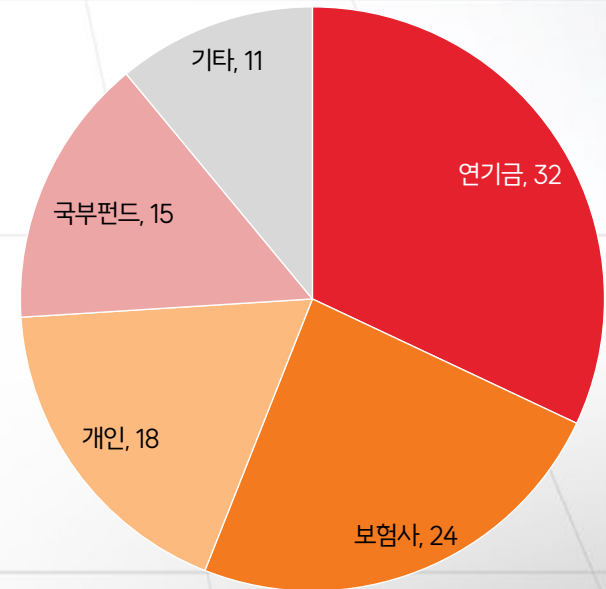
## 시스템리스크 확대 경로



자료: SK증권

- 현재 사모대출의 기초자산 가치 하락 우려가 큰 상황에서 환매 요청이 증가하고 있는 상황
- 다만, 실질적인 기초자산 가치 하락 확인이 어려우며, 사모펀드 평가 특성상 자산가치 하락이 반영되지 않음
- 펀드 환매가 중단된 상황이기 때문에 추가적인 강제 자산 매각도 발생할 가능성 제한적
- 시스템 리스크 확대까지 많은 경로를 거쳐야 가능

## 사모대출 투자자 업권별 비중



자료: Preqin (2025), SK증권

# 사모대출과 서브프라임 사태 비교

- 08년 금융위기 사태와 진행과정이 비슷한 상황이지만, 자산의 특성이 다른점을 감안하면 08년 금융위기 사태를 재현할 가능성 제한적
- 금융시장내 시스템 리스크로 전이될 가능성 보다는, 최근 AI관련 기업의 자금조달 창구 역할을 했던 사모신용에 투자금이 줄어들 경우 AI투자 사이클에 걸림돌로 작용할 가능성
- 사모신용 시장 우려가 확산될 경우 채권시장까지 투자 심리가 악화될 경우 하이퍼스케일러의 자금조달에 AI 버블론 재점화 가능성

08년 서브프라임 모기지 사태와 26년 사모대출 환매 중단 이슈 비교

구분	2008 서브프라임 모기지 사태	2026 사모대출(Blue Owl) 이슈
핵심 자산	부실 주택담보대출 (Subprime) 소액다건으로 부실시 개별적 대응 불가	중견기업 대출 채권 (Direct Lending) 다액소건으로 부실시 개별 대응 가능
위험의 근원	주택 가격 하락 + 과도한 복제(CDO)	금리 상승 + 특정 섹터(SW/AI) 부실
레버리지	매우 높음 (금융기관 파산의 직접적 원인)	낮음~중간 (주로 자기자본 위주 운용)
금융권 전이	은행 시스템 붕괴 (리먼 브라더스 등)	연기금, 보험사, 개인 투자자 손실 위주
환매 구조	실시간 청산 가능한 구조로 착각	분기별 환매 제한(Gate) 장치 존재
평가 방식	등급 산정 오류 (AAA 등급의 배신)	가치 평가 지연 (부실 은폐 의혹)
자산 규모	약 1.3조 달러(순수 서브프라임 대출액) GDP 대비 8.8%	약 2.1조 달러(글로벌 사모대출 시장 규모) 약 1.3조 달러(미국 사모대출 시장 규모) 미국 GDP대비 4.4% 수준

자료: SK증권

# 사모대출 환매중단 사태가 금융시장에 미치는 영향

- 국내 투자자금의 상당수가 해외 펀드에 재간접(Fund of Funds) 형태로 들어가 있어, 현지 운용사가 환매를 중단할 경우 국내 증권사나 운용사가 대응하거나 자금을 회수할 수 있는 통제력이 극히 제한적
- 환매 중단 사태가 장기화될 경우 해당 상품을 판매한 국내 주요 증권사들의 유동성 위험이 커질 수 있으며, 불안전 판매 논란 등 금융권 전반의 신뢰도 저하로 이어질 가능성(개인 투자자 잔액 5,000억원 수준)
- 사모대출 펀드들은 은행으로부터 신용 라인(Subscription Lines)을 제공받고 있어, 펀드의 부실이 은행의 자본 건전성 악화와 신용 경색으로 이어지는 시스템 리스크 전이 경로 점검 필요
- 사모대출 경색 장기화 시 미국 빅테크 주도 AI 투자 모멘텀 약화. 글로벌 AI 공급망(반도체·클라우드·에너지 인프라)에 대한 투자 감소로 글로벌 AI 성장 사이클 속도 저하

## 국내 금융 시장 리스크 점검

**주의** 국내 직접 충격: 현재까지 제한적  
환매 중단 대상 펀드 직접 투자 제한적. 현재까지 실질 환매요청·손실 없음. 헤드라인 리스크 수준

**점검필요** 발행어음 기반 유동성 불일치 구조  
단기 조달(발행어음) → 장기 투자(사모대출) 구조의 유동성 불일치. 금리 급등 시 자금경색 가능

**잠재위험** 글로벌 스프레드 확대 → 평가손 위험  
BDC 추가 급락·신용 스프레드 확대 시 국내 보험사·연기금 해외대체투자 포트폴리오 평가손 발생 가능

**당국대응** 금감원 유동성 리스크 관리 점검 착수  
금감원, 증권사 사모대출 유동성 점검 중. 향후 운용사별 포트폴리오 공시 강화·투자 한도 조정 논의 예상

자료: SK증권

## 글로벌 금융 리스크 점검

**주의** 글로벌 크레딧 시장 — 심리적 전이 및 스프레드 확대  
미국발 불안이 유럽 사모대출(€500억+) 시장으로 심리적 전이 시 글로벌 크레딧 동반 위축 가능

**점검필요** 은행 시스템으로의 리스크 전이 — 펀드부실 시 은행 건전성 악화  
사모대출 펀드들은 은행으로부터 신용 라인(Subscription Lines)을 제공받고 있어, 펀드의 부실이 은행의 자본 건전성 악화와 신용 경색으로 이어지는 시스템 리스크 전이 경로 점검 필요

**잠재위험** 글로벌 AI 공급망 투자 위축 — 성장 사이클 둔화  
사모대출 경색 장기화 시 미국 빅테크 주도 AI 투자 모멘텀 약화. 글로벌 AI 공급망(반도체·클라우드·에너지 인프라)에 대한 연쇄 투자 감소로 글로벌 AI 성장 사이클 전반 속도 저하

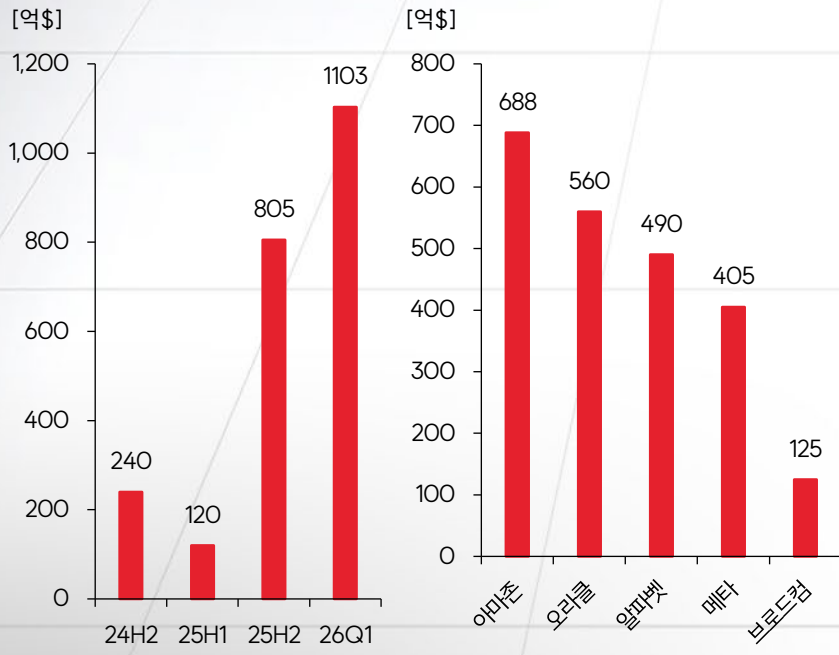
**당국대응** G20·FSB, 비은행 금융중개(NBFI) 공동 대응 논의  
FSB, 비은행 금융중개 리스크 공동 대응 프레임워크 재정비 논의 가속화. G20 차원의 사모대출 운용사 공시·규제 협력 강화 예상

자료: SK증권

# SI기업 회사채 조달 증가와 하이일드 스프레드

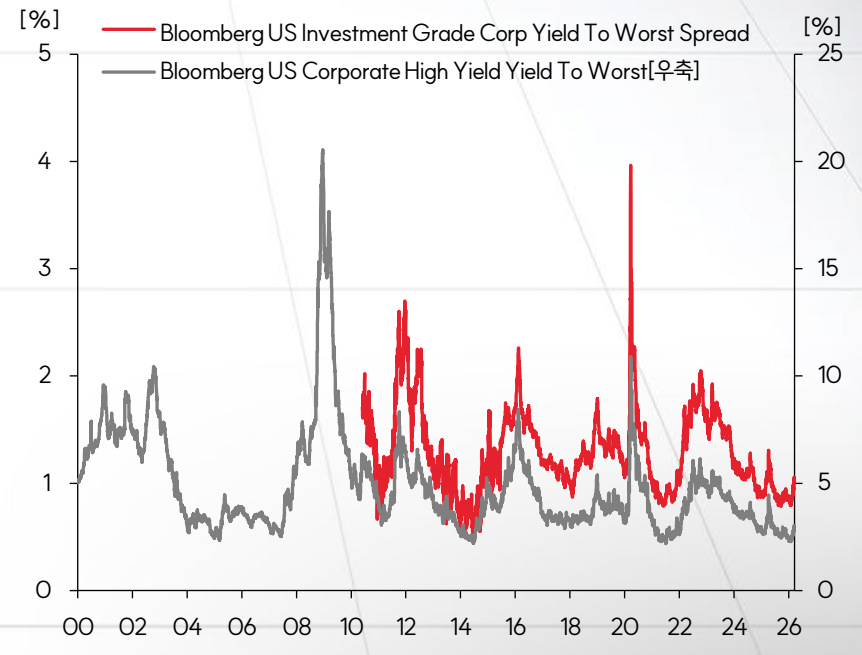
- AI 투자 사이클에서 CAPEX 투자 부담 확대. 최근 하이퍼스케일러의 회사채 조달 확대
- 발행사별로 신용도에 따른 회사채 발행 금리와 만기 차별화 진행중. 다만 사모대출 우려가 하이퍼스케일러 조달 악화로 이어질 가능성은 제한적
- Oracle의 26년 2월 \$250억 채권 발행 직전까지 시장에서 Oracle 채권에 대한 불안감이 확대, 이를 반영해 2066년 만기물은 6.85%로 투자 등급 빅테크 중 가장 높은 쿠폰으로 발행
- Alphabet 26년 2월 파운드화로 발행된 100년 만기물(2126년)의 쿠폰은 6.125%였으며, 수요는 발행액의 약 10배 모집
- Amazon의 26년 3월 발행된 장기물 회사채 스프레드는 50년물(2076년 만기)의 경우 국채 대비 약 130~155bp 수준에서 가격이 결정

미국 하이퍼스케일러 회사채 발행 현황



자료: Bloomberg, SK증권

미국 하이일드 스프레드: 아직 위기감은 없다



자료: Bloomberg, SK증권

# 국내 회사채 시장 경색 가능성

- 미국-이란 전쟁 이후 국내 금융시장 충격을 받으며 주가 폭락, 금리 급등 현상 발생
- 정부는 '100조원+α 시장안정 프로그램' 가동 가능성을 언급하며 투자 심리에 안전판 역할. 대통령도 시장안정 프로그램 적극 시행을 강조
- 26년 3월 이란 전쟁으로 금융시장 변동성 확대로 시장안정프로그램을 통해서 6,000억원 회사채 긴급 매입 실시. 채안펀드 한도 증액을 논의
- 시장안정 프로그램은 신용경색이나 크레딧 스프레드 급등 시 가격의 하단을 지지하는 역할. 최근 크레딧 스프레드 확대는 신용경색이 아닌 상황에서 완만한 수요 둔화로 판단
- 현재 상황에서 시장안정 프로그램이 적극 시행될 가능성 제한적으로 판단

채안펀드 가동 사례와 크레딧 스프레드(회사채 AA-)



자료: 인포맥스, SK증권

100조+α 시장안정 프로그램

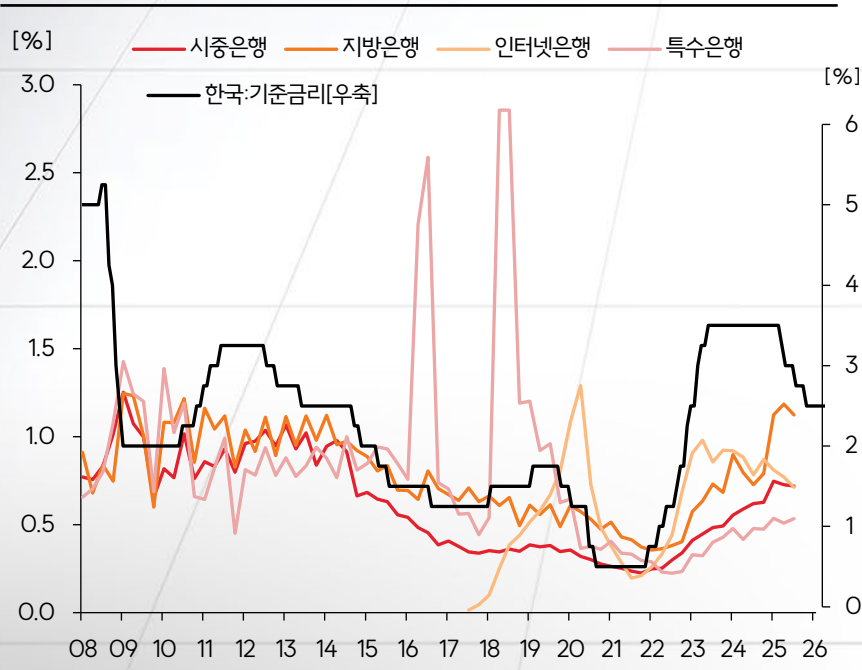
구분	주요 지원 프로그램	규모 (추산)
1. 채권·단기자금 시장 안정	채권시장안정펀드 (채안펀드)	20조 원
	CP·단기사채 매입	10조 원
	증권사 유동성 지원	3조 원+α
2. 기업 유동성공급 (P-CBO)	회사채 발행 지원 (P-CBO)	5조 원+α
	산업·기업은행 전용 대출	10조 원+α
	수출기업 특별지원	20.3조 원
3. 주식시장 안정	증권시장안정펀드 (증안펀드)	10조 원+α
4. 민생·소상공인 지원	소상공인 금융지원	30조 원+α
	새출발기금 (채무조정)	(별도 관리)
합계	종합 패키지	100조 원+α

자료: 금융위원회, SK증권

# 국내 금융기관 자산건정성과 제조업 부도율

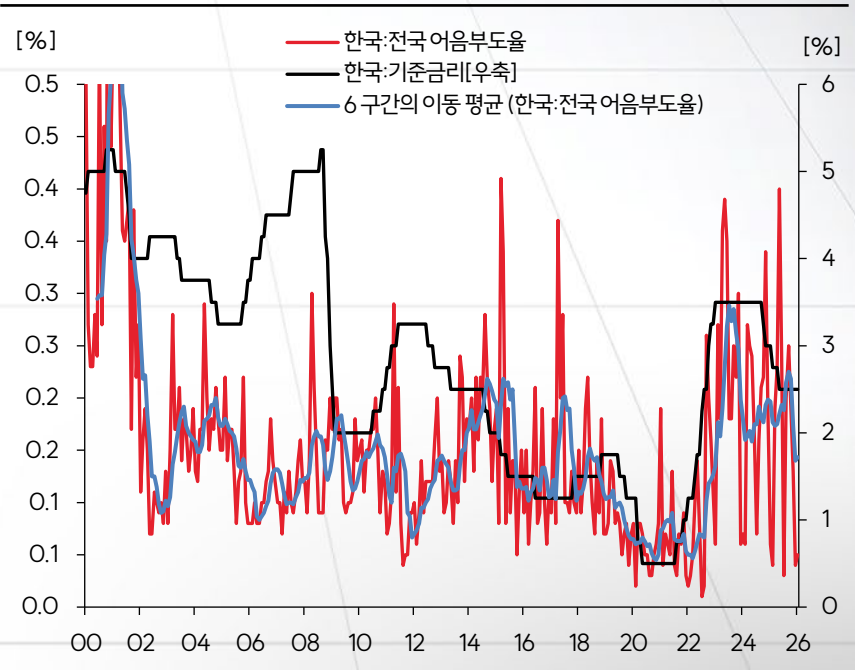
- 국내 금융기관의 자산건정성과 제조업의 부도율은 22년 기준금리 인상을 시작으로 고금리 부담으로 악화 중
- 24년 10월부터 기준금리 인하가 단행됐으나 고금리 영향력은 아직 남아있어 금융기관 연체율 상승세 지속
- 다만 금융기관 여신건전성 레벨은 시스템 리스크를 걱정할 수준은 아닌 것으로 판단
- 26년 들어 시장금리가 상승한 영향으로 기업의 조달 금리 부담은 재차 확대. 이는 26년 하반기부터 건전성 및 부도율로 나타날 것으로 예상

은행권 연체율 추이(25년 3분기)



자료: 금융통계정보시스템, SK증권

한국 어음 부도율 (26년 1월 기준)



자료: 인포맥스, SK증권

## 6. 버블 우려

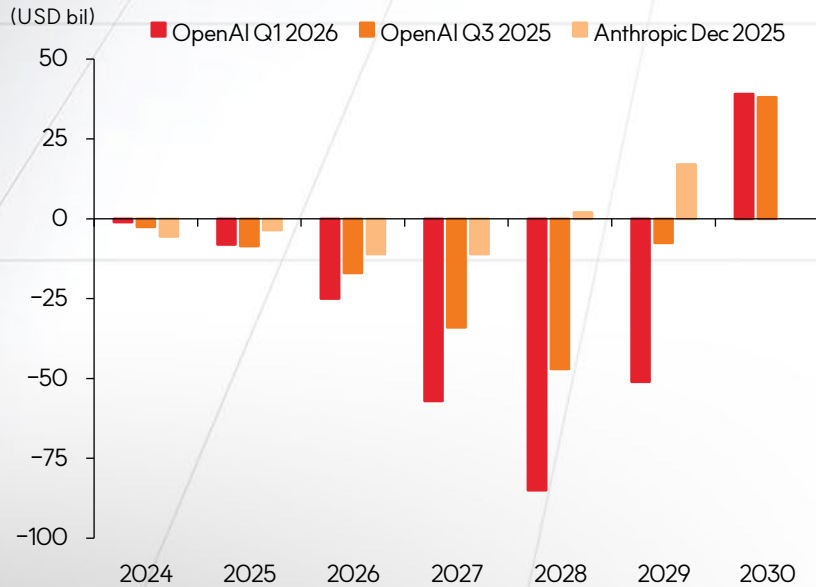
**2026**  
**Spring**  
**Risk**  
**Screen**



# AI 버블 논란 쉽게 해소되지 않을 것

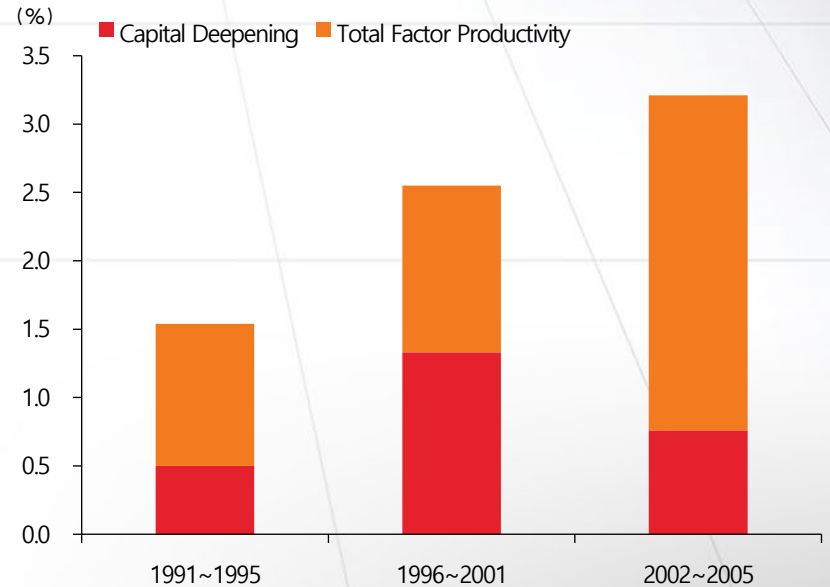
- 엔트로픽의 순현금 전환 예상 연도는 2028년. 그 전까지 버블 논란이 간헐적으로 등장하며 계속해서 투자 심리를 흔들 것
- AI의 생산성 관련 논란도 계속 제기될 것. 1990년대 후반의 경우 IT 투자가 전산업에 걸쳐서 나타남에 따라 1인당 컴퓨터, 인터넷 등 설비 투자 규모가 증가하면서 생산성이 증가. 실제 노동 생산성이 개선까지는 어느정도 시간이 소요
- AI가 내놓은 산출물에 대한 신뢰도, 자격 문제가 제기되고 있음. 미국 대형 보험사들은 신뢰도 하락을 이유로 AI관련 소송에 대해 보상을 제한하는 특약, 보험 약관 도입. 일본생명 보험은 오픈 AI를 상대로 변호사 자격증 없이 법률 자문을 제공했다는 이유로 손해배상 소송 제기

OpenAI, 엔트로픽 순 현금 전환 예상 시점은 2028년 이후



자료: The Information, SK증권

인터넷 혁명 당시(1991~2005년) 생산성 증가 요인 기여도

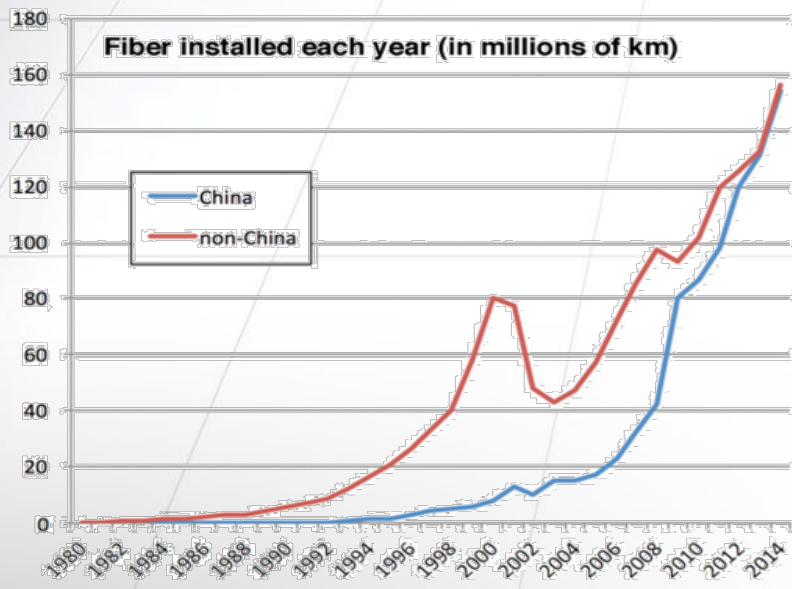


자료: CBO, SK증권

# 성장 속도 대비 과투자 경계

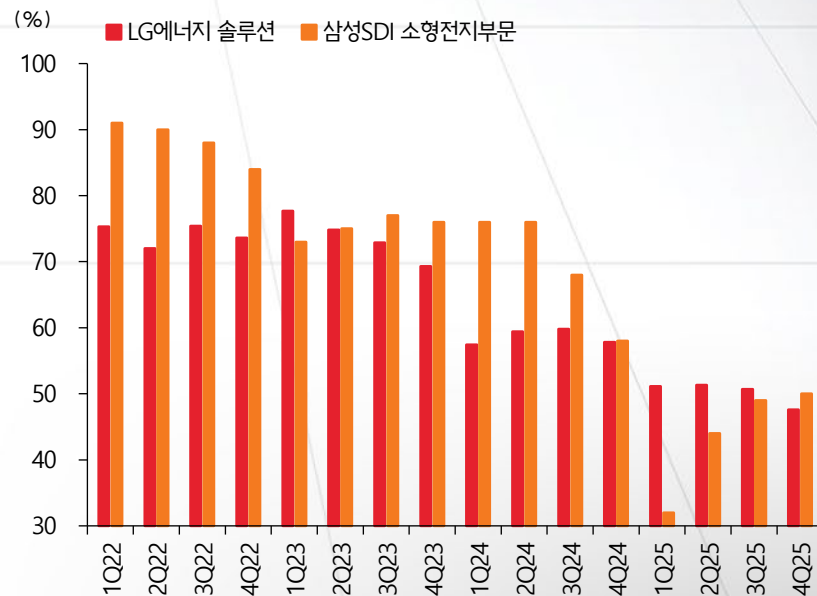
- 버블 붕괴의 증상 중 하나는 산업 성장 속도에 대한 과신이 과투자로 연결되는 것
- 2000년대 초반 다크 파이버라는 개념 등장. 설치되었지만 아직 수요가 뒷받침 되지 않아 한번도 정보가 지나가지 않은 광케이블을 의미. 수요 감소로 2000년대 초반 미국에 설치된 인터넷 망의 85%~90%가 다크 파이버였다는 추정치 존재. 다만, 중국적으로는 인터넷 시대가 개화했으며 연간 설치되는 광케이블 길이는 5년 만에 2000년 고점을 회복했으나 산업 성장 속도 대비 과한 투자는 자산 가격 하락으로 연결
- 전기차 수요가 예상만큼 뒷받침 되지 않으면서 후방 산업인 2차 전지에 대한 수요 감소로 이어짐. 한국 주요 2차 전지 업체들의 가동률은 2022년 고점 기록 후 2023년 부터 하락 시작

1980~2013년까지 각 연도별 설치된 광케이블 길이(누적X)



자료: CRUGroup, SK증권

2022년 이후 주요 2차전지 기업들 가동률 하락

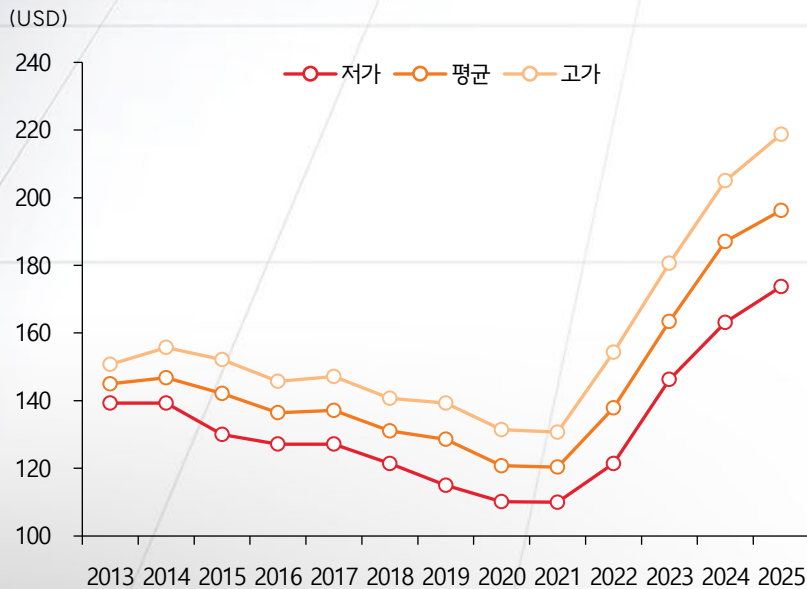


자료: DART, SK증권

# 과잉 투자 징후 포착되지 않은 AI 투자 사이클

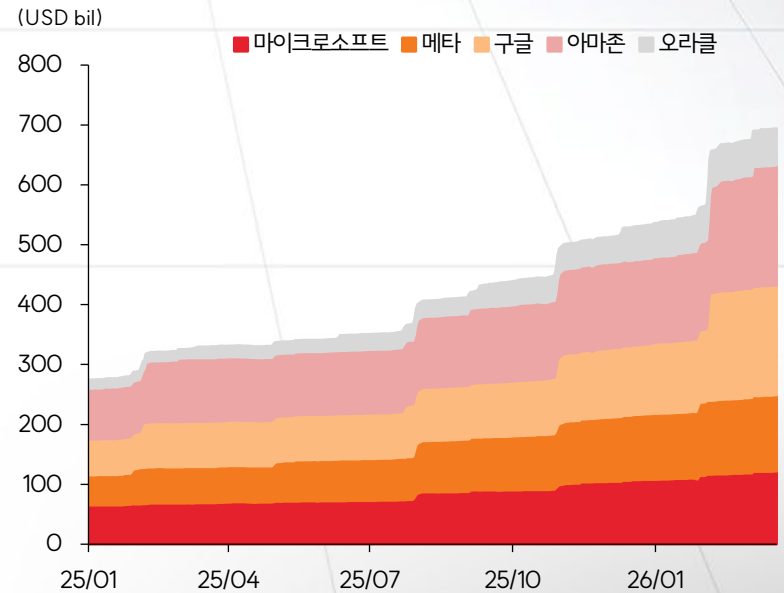
- 2025년 미국 데이터 센터 공급은 2024년보다 더 가파르게 증가했음에도 공실률은 1.4%로 사상 최저치 기록. 그로 인해 북미 데이터 센터 임대료 우상향 흐름 이어지는 중
- AI 패권 전쟁 속 대형 IT 기업들의 CAPEX 전망치는 실적발표를 거듭할수록 상향 조정 되고 있음
- AI 서비스 수요 성장 속도 관련 예측이 틀어지면서 과잉 투자로 향후 판명될 가능성 있지만, 아직 해당 징후가 포착되고 있지 않음

연도별 코로케이션 데이터 센터에서의 250~500kW 단위 월간 임대료



자료: CBRE, SK증권

미국 대형 IT기업들의 향후 12개월 CAPEX 전망치 합산



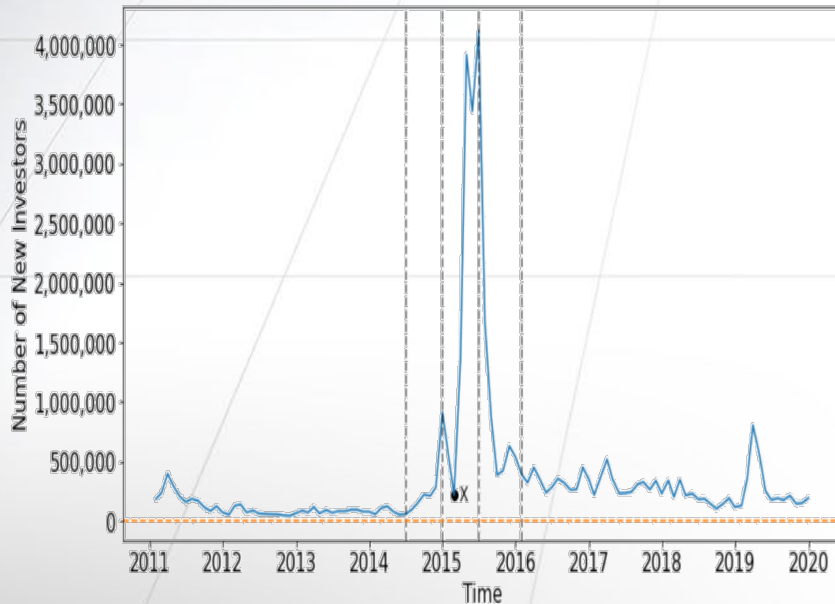
자료: Bloomberg, SK증권

주: 구글, 마이크로소프트, 메타, 아마존, 오라클 합산

# 중국 버블 장세, 개인투자자들이 중요했다

- 2015년 중국 버블의 형성, 확장 및 붕괴를 연구한 논문에 따르면 각 시점마다 주식시장의 방향성을 결정하는 요인이 달라지지만 개인 투자자들의 행동 변화가 가장 중요하다는 결론을 내놓음(What Drives Stock Prices in a Bubble?, Harvard)
- 형성기의 주요 주식시장 주요 동인은 기업들의 실적으로 주식시장 변화의 약 21%를 설명
- 확장기의 주요 주식시장 동인은 개인 투자자들의 신규 유입. 시장 변동의 약 43%를 설명
- 붕괴기의 주요 주식시장 동인은 참여하고 있던 개인 투자자들의 선호도, 내러티브에 대한 믿음 변화. 주가 수익률의 약 25%를 설명
- 이유는 기관투자자는 반응을 개인보다 탄력적으로 하기 힘들기 때문. 버블 국면에서 가격에 대한 개인 투자자들 탄력성 크게 증가

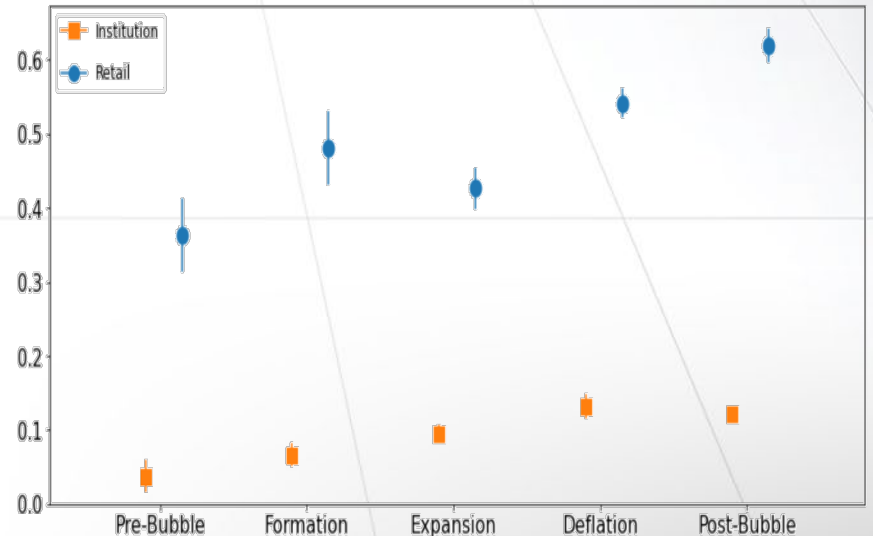
중국 신규 개인 투자자 수



자료: What Drives Stock Prices in a Bubble?(Harvard, 2023), SK증권  
 주: X는 중국 정부가 주식시장 과열을 방지하기 위해 일시적으로 주식시장 참여를 제한한 시점

버블 확장 국면에서 개인투자자들의 주식가격에 대한 수요 탄력성 크게 증가

Figure 7: Estimated Demand Elasticities of Retail Investors and Institutions over Different Periods



자료: What Drives Stock Prices in a Bubble?(Harvard, 2023), SK증권

# 높은 개인 투자자 비중: 투자 심리 유지가 중요

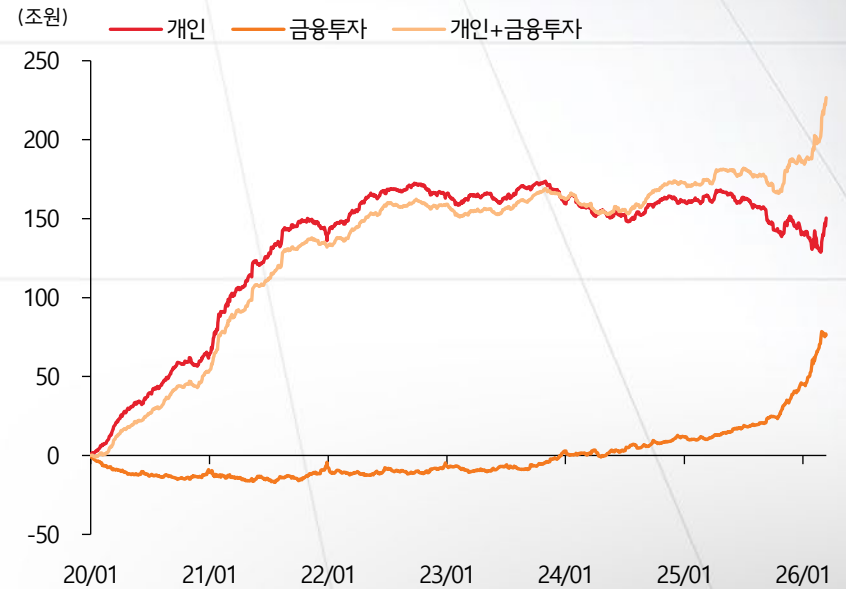
- 최근 주식시장 급상승 영향에 주식 시장 참여자 중 개인 투자자 비중이 높다는 점을 고려
- 미국 가계의 전체 자산 중 주식이 차지하는 비중은 닷컴 버블 당시보다 높은 수준으로 지난 20여년 래 최고 수준을 기록 중
- 한국 개인 + 금융투자의 국내 주식시장 순매수세는 2025년 이래 지속. 특히, 한국 주식시장 급등 시기인 2025년 10월부터 그들의 순매수도 빠르게 증가
- 개인 투자자 비중이 높아질수록 군집행동(herding)이 강화되며, 이는 시장 변동성을 구조적으로 확대시키는 요인으로 작용. 이성적 근거가 아닌 개인 투자자의 심리 변화가 주식시장 전반의 변동성 확대에 귀결될 수 있음

미국 가계 총 자산 중 주식 비중은 닷컴 버블 때보다 높은 수준



자료: Fed, SK증권

개인 + 금융투자 자금 유입 급증: 한국 상승 중 개인 기여도 상승 예상

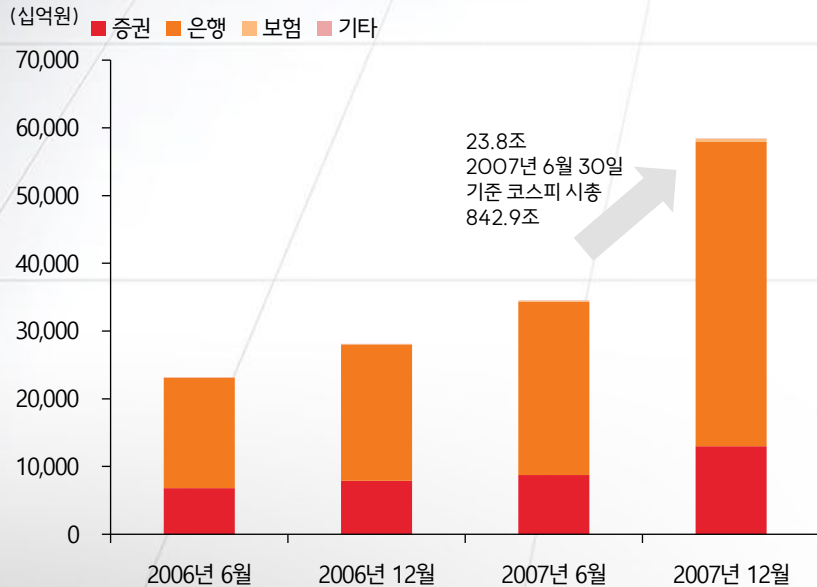


자료: Quantiwise, SK증권

# 한국의 개인 투자자 영향력 확대는 2007년 참고

- 한국 증시의 경우 개인 투자자 이외에 기관, 외국인의 참여 비중이 높음. 때문에 개인들의 투자 심리의 변화가 주식시장에 미치는 영향력이 미국 보다 적음. 그러나 2007년은 개인들의 투자로 주식시장의 우상향 흐름 이어졌다는 점에서 지금 시장을 이해하는 데 활용할 수 있을 것
- CMA 계좌 본격 보급에 따른 머니무브로 2007년 상반기 주식시장 호황이 나타남. 주식시장 호황 영향에 적립식 펀드 판매가 급격히 증가. 특히 2007년 7월~2007년 12월 약 23.8조원의 적립식 펀드 판매됨(07년 6월 말 기준 코스피 시가총액의 약 2%)
- 2007년 8월 9일 SG의 부동산 펀드 환매 중단 조치 시행 등에 주식시장 변동성 크게 확대되었지만 약 4~5개월 정도 다소 견조한 모습을 유지. KOSPI는 사상 처음 2007년 10월 2000선 돌파

판매 채널별 적립식 펀드 판매 추이



자료: 자본시장연구원, SK증권

적립식 펀드 판매로 2007년 기관 순매수 큰 폭 증가

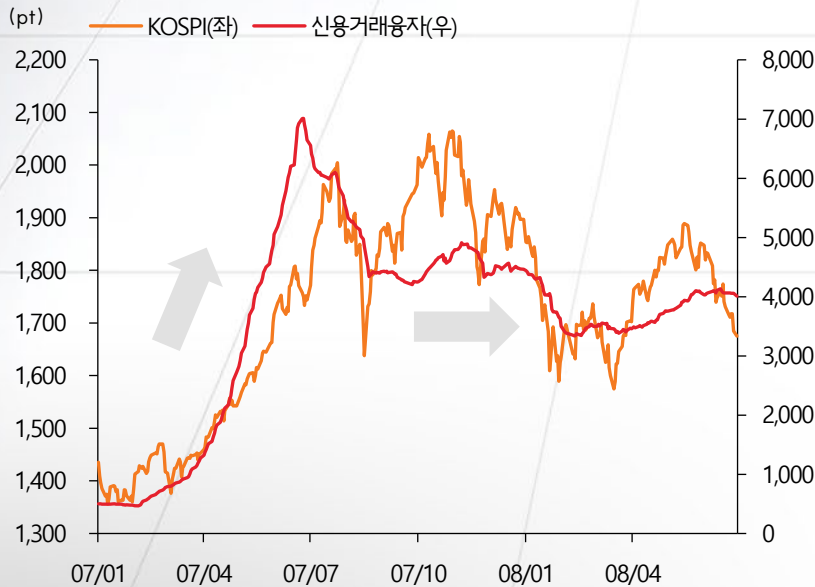


자료: Quantiwise, SK증권

# 설문조사 보다 정확한 행동지표: 신용거래

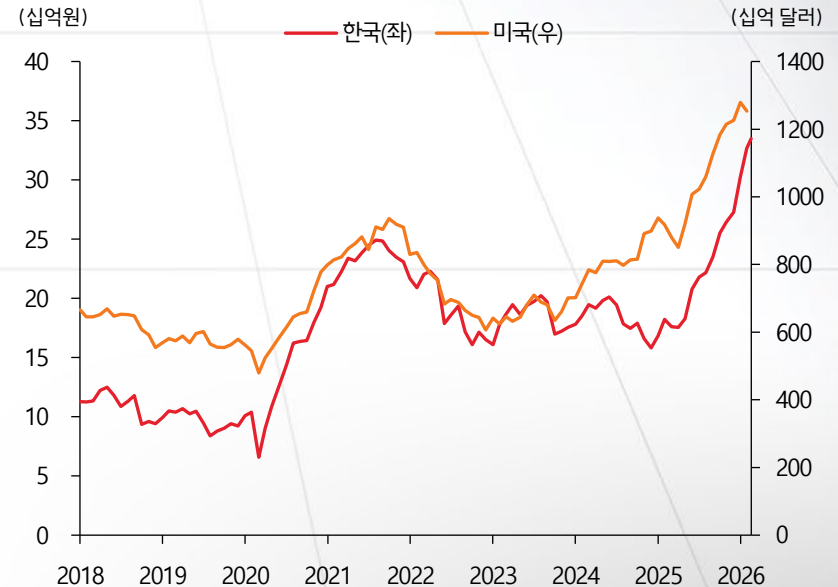
- 전체 증시에서 개인 투자자들의 비중이 높은 미국의 경우 신용 잔고의 변화가 전반적인 주식 시장 투자심리와 밀접한 관계
- 한국 증시의 경우 개인 투자자 이외에 기관, 외국인 비중이 높기 때문에 통상적으로 개인들의 신용잔고 상승, 하락이 유의미한 시그널을 발생시키지 않음. 다만 지금과 같이 개인 주도의 상승장이 나타났던 2007년 시장 상승 속도가 둔화되었을 때와 개인 신용잔고 감소가 일치하기도 함
- 현재 한국, 미국 모두 개인 신용잔고가 증가하고 있는 것으로 보아 위험자산 선호 심리 유지되고 있다고 판단

2007년~2008년 코스피와 신용융자 잔고 흐름



자료: Quantiwise, SK증권

미국과 한국 신용잔고 계속해서 상승세 기록



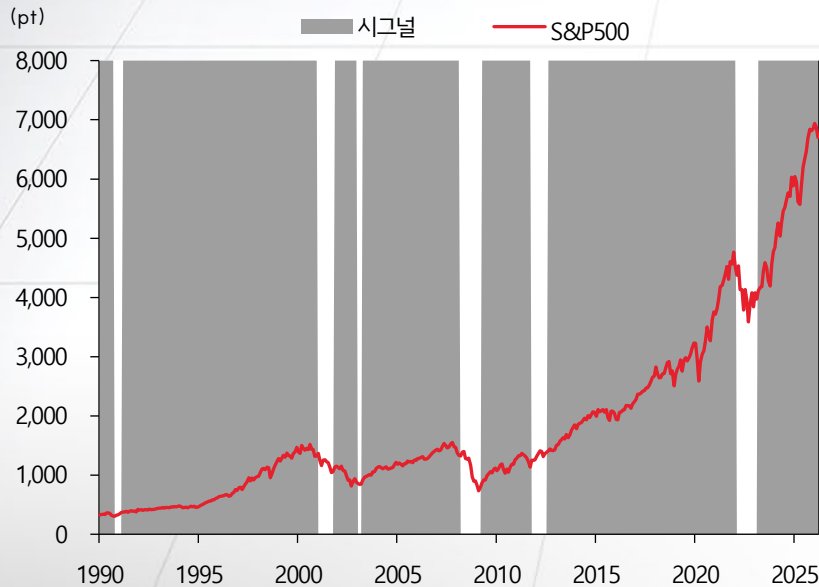
자료: Bloomberg, SK증권

주: 미국의 경우 월간 발표되며 약 20일 정도의 래깅 발생

# 통화 정책 변화에 대한 주식시장 반응도 중요

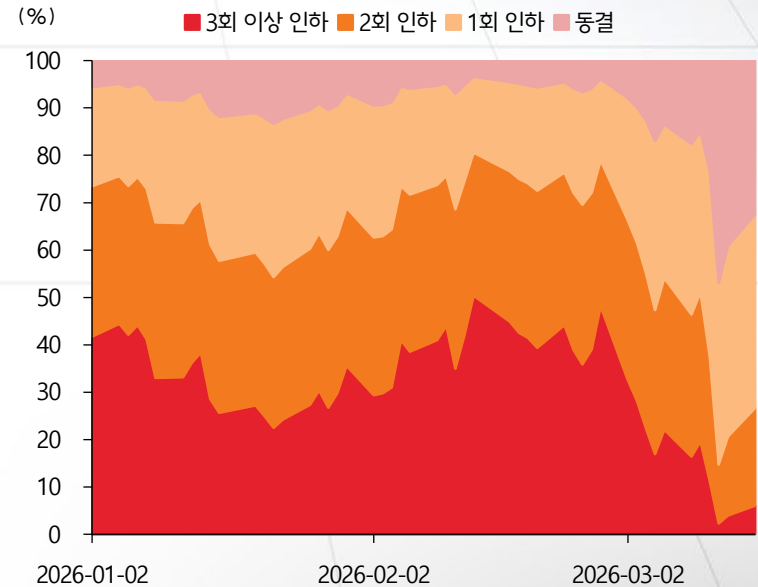
- 통화 정책의 변화에 대해 주식시장 반응은 일관적이지 않으며, 1999년 연준의 금리 인상에도 미국 주식시장 상승은 1년 이상 더 이어졌음
- 통화 정책이 실제로 변하기 전 연준이 소통을 강화한다는 점에 착안. 신문기사를 활용하여 산출하는 미국 통화정책 불확실성 지수를 사용하여 통화정책 변화 시점을 가늠. 미국 통화정책 불확실성 지수의 월간 상승 정도가 폭이 클 경우 통화정책이 기존 예상과 다르게 움직이고 있다고 판단
- 불확실성 지수 급등에 대해 미국 주식시장이 하락/상승 반응한 경우 이후 해당 추세가 이어지는 경향 존재
- 3월 통화정책 불확실성 지수가 업데이트 되지는 않았지만 이란 타격으로 Fed Watch에서 올해 금리 인하 확률 급변 감안 시 불확실성 지수 상승 했을 것으로 판단. 4월, 5월 미국 주식시장의 반응이 향후 시장 향방 결정하는 데 주요 지표로 작동할 것

통화 정책 불확실성 지수 급변에 따른 시장 움직임 구분



자료: Bloomberg, SK증권 주: 통화 정책 불확실성 지수 급등에 시장이 하락으로 반응한 경우 하얀 부분 시작. 상승으로 반응한 부분 다시 회색 영역 시작

2026년 12월 FOMC 기준 현재(3/16)대비 기준금리 인하 횟수 기대



자료: FedWatch, SK증권

## 7. 경기국면 기반 자산배분

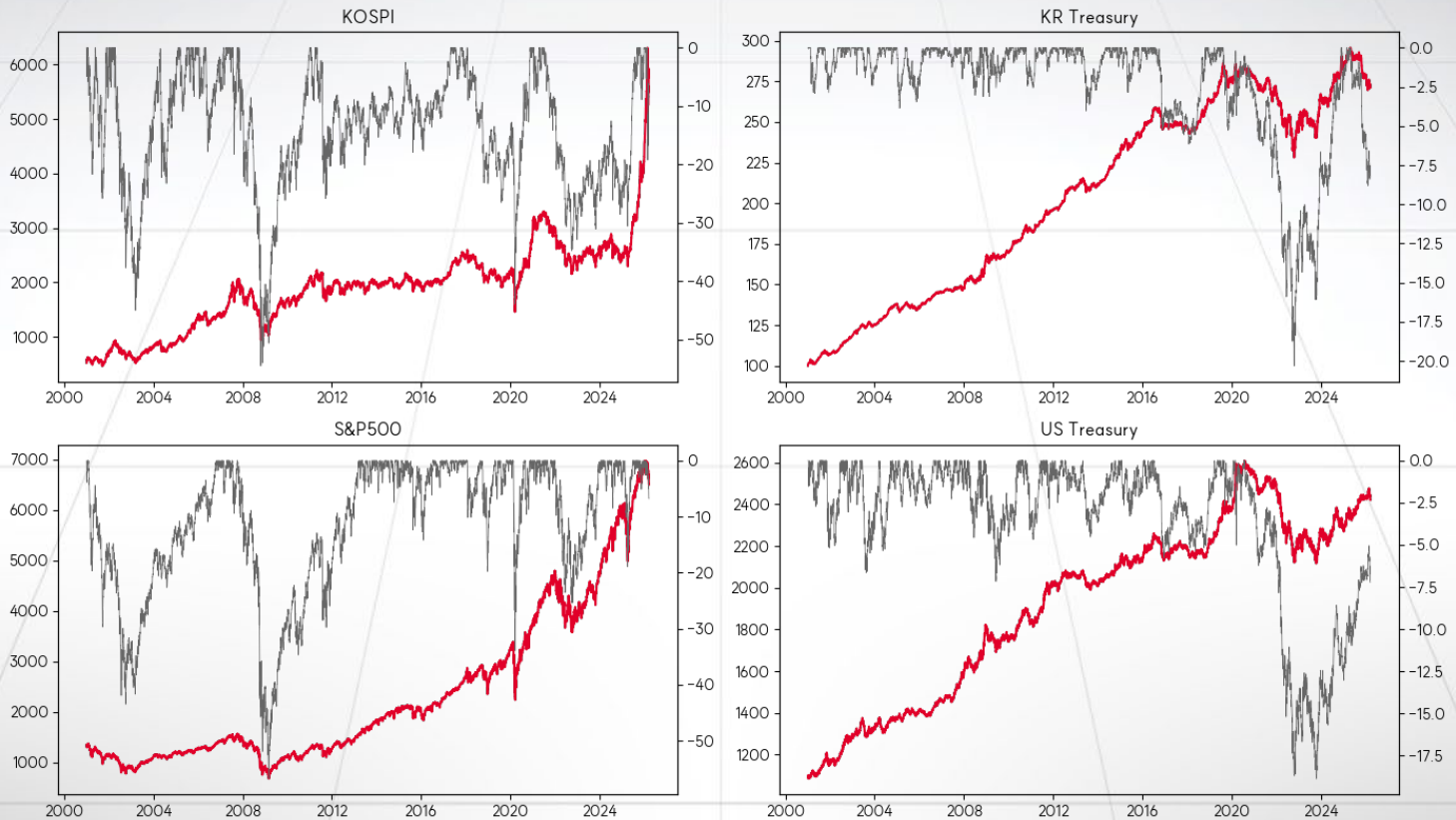
**2026**  
**S**pring  
**Risk**  
**S**creen



# 자산 가격 추이

- 모델의 투자 대상은 코스피, 국고채(KIS KTB 총수익지수), S&P500, 미국채(Bloomberg UST 총수익지수)로 설정
- 자산군별 상대적 매력도를 확인하여 자산배분 의사 결정

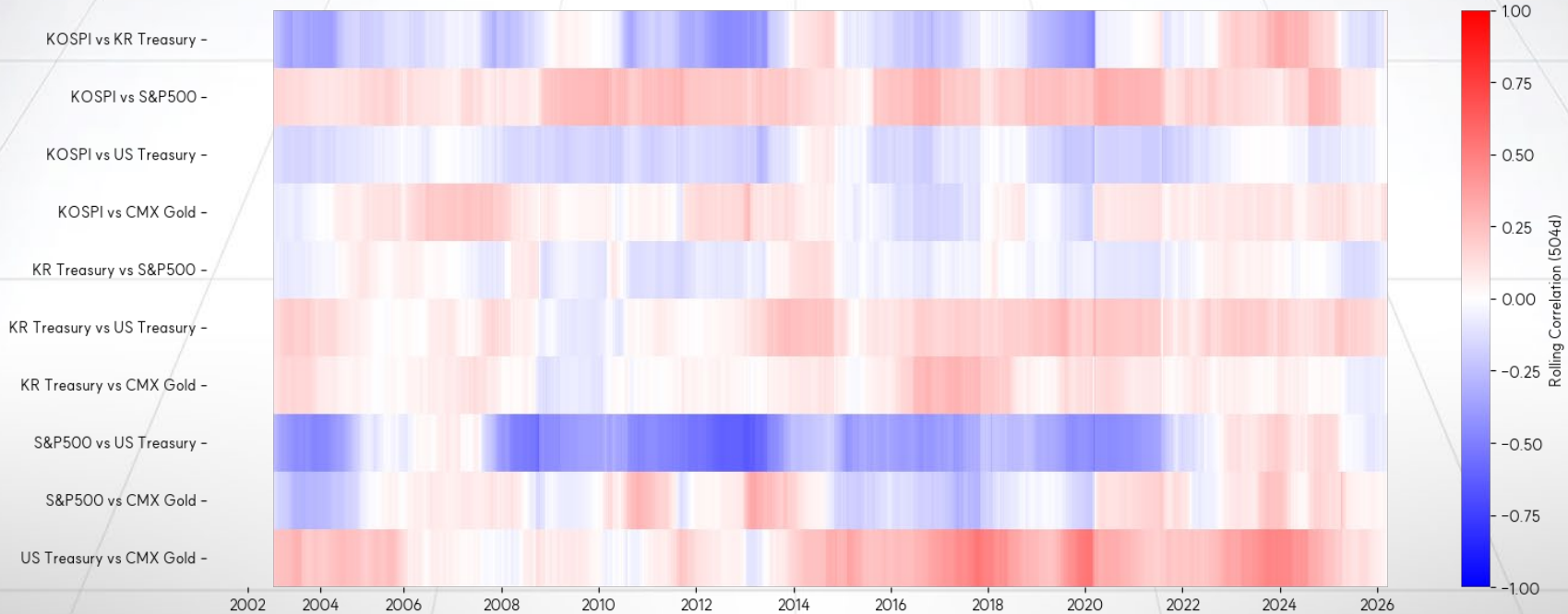
## 자산배분 모델 투자 유니버스



# 리스크 : 높아진 자산군별 상관관계

- 자산배분 모델이 효과를 발휘하려면 자산군별 Negative 또는 Neutral한 상관관계 필요
- 그러나 근래 글로벌 시장에 과하게 현금이 풀리면서 자산군들의 상관관계가 역사적으로도 높아진 상태임
- 즉 자산배분 모델에서 기대하는 분산효과가 감소할 여지는 감수해야 함
- 또한 스트레스 구간에서는 평시에 비해 상관관계가 변화하면서 분산하기가 더욱 어려워지기도 함

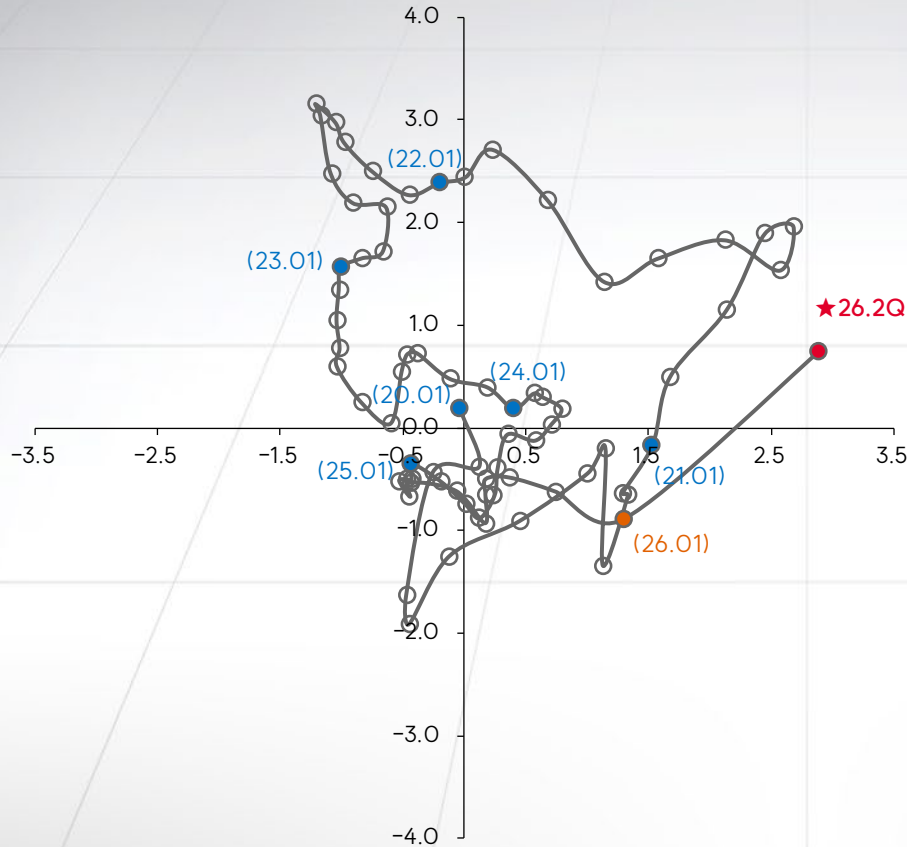
Rolling Correlation Heatmap



자료: Bloomberg, 인포맥스, SK증권

# 경기국면은 확장 후반부로 진행될 가능성

국내 경기국면모델 추이 및 2분기 예상 경로



- X축 : 경기지표, Y축 : 물가지표
- 필립스 곡선에 의거하여 경기와 물가의 관계로 경기 국면을 정의하는 모델
- 국내 경기선행지수가 26년 1월까지의 기준으로 크게 개선되는 모습(주황색 점)
- 선형회귀분석으로 현재 통계지표들과 다음 분기의 X축, Y축 변화율을 대입해본 결과, 2분기는 경기가 추가 확장되는 한편 물가 압력이 강화될 것으로 예상됨
- 이는 아직까지 중동리스크를 반영하지 않은 경로인데, 에너지 쇼크가 경기의 핵심을 담당하는 국내 수출 산업에 타격을 가한다면 경기 확장은 제한될 가능성을 염두에 둘 필요
- 보통 경기국면모델의 1/4분면은 경기 확장의 후반부로 해석해볼 수 있음

자료: 통계청, Quantiwise, SK증권

# Entropy Pooling으로 기대수익률 조정

- Entropy : 통계학에서 평균 정보량을 뜻함
- 미래를 하나로 예측하는 모델이 아니라, 우리가 생각하는 여러 가능성 (시나리오) 위에 확률을 다시 배분하는 방법
- 준비해둔 미래 후보들에 대해 이건 좀 더 가능성 높아보인다, 이건 덜 가능성 있어보인다는 반영하는 방식
- Entropy Pooling 모델의 장점은 비선형적 시나리오를 대입해볼 수 있다는 것인데, 이를 통해 조정된 사후 확률 q(또는 조정된 기대수익률)을 통해서 Mean-Variance Optimization 방식으로 최적의 자산배분 비중을 결정
- 결과적으로 코스피와 미국 주식의 기대수익률이 소폭 상향조정되고, 미국채 기대수익률이 소폭 하향 조정 되었음

## Entropy Pooling이란

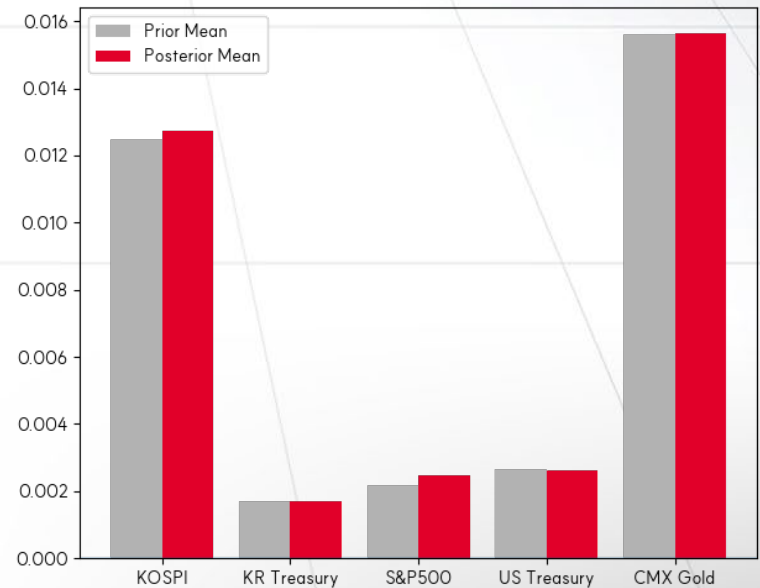
### Entropy Pooling 기본 개념

여러 시나리오에 기반 확률을 두고, 우리의 뷰를 반영해 확률을 재배분한 뒤 자산배분에 활용



핵심: 수익률을 직접 고치는 것이 아니라, 각 시나리오의 '가능성'을 다시 재가하는 방식

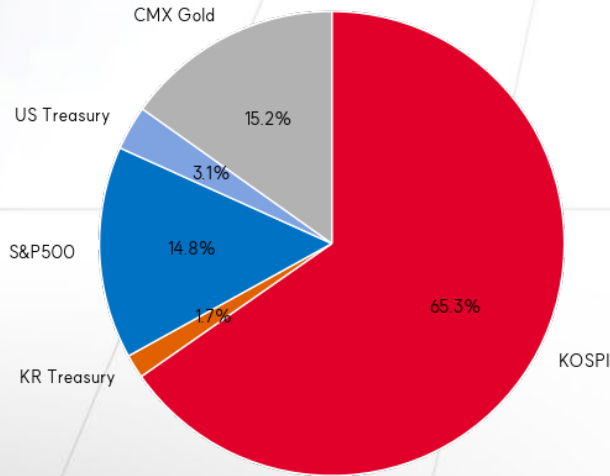
## 사전(Prior)기대수익률 vs 사후(Posterior) 기대수익률



# 사후 확률 Q를 통한 MVO 배분

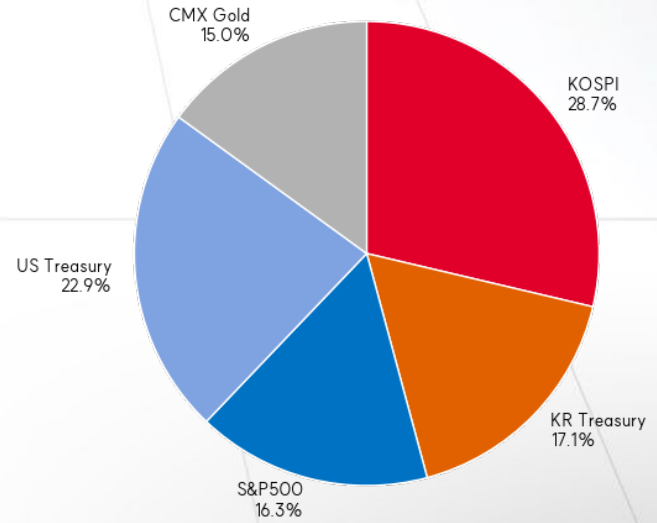
- 현재 모델의 기본 시나리오는 경기국면 모델의 경기지표와 물가지표를 범주화한 뒤, 각 자산군별 기대수익률로 상대 매력도를 측정하는 것
- 현재 국면은 미국 경기 하향, 미국 물가 상향, 국내 경기 상향, 국내 물가 상향 국면으로 설정
- 해당 국면에서 자산군별 상대 매력도는 금>국내주식>미국주식>미국채>국고채이나, 금이라는 대체자산 특성상 비중 상한을 15%로 결정
- 포트폴리오의 Risk( $\sigma$ )에 가장 크게 기여하는 것은 자산군 중 변동성이 제일 높은 국내 주식이 될 수 밖에 없을 것으로 예상
- 특히 과거 수개월 동안 큰 폭으로 상승한 이후 최근 높아진 변동성 상태를 지속하는 만큼, 국내 주식 비중이 포트폴리오의 변동성을 단기적으로 계속 좌우하는 것은 불가피

자산별 Risk Contribution



자료: SK증권

26년 2분기 SKS 추천 포트폴리오



자료: SK증권



## Compliance Notice

작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3단계(6개월기준) 15%이상 > 매수 / -15%~15% > 중립 / -15%미만 > 매도