

2026.03.06

Macro Issue

불확실성 시대의 매크로 생존 전략

생각보다 강력한 증시 하방과 ETF로 살펴보는 그 원인

정형기 경제

02-709-2651

jhk2036@ds-sec.co.kr

강근재 연구원

02-709-2667

kgg812@ds-sec.co.kr

DS INVESTMENT
& SECURITIES

불확실성 시대의 매크로 생존 전략

생각보다 강력한 증시 하방과
ETF로 살펴보는 그 원인

04_

[Macro Issue]

불확실성의 지속 ① : 이란 전쟁 영향

10_

[Macro Issue]

불확실성의 지속 ② : 미국 사모시장 불안

17_

[Macro Analysis]

매크로 불확실성 하 ETF가 금융시장에 미칠 영향

26_

[Macro Analysis]

불확실성 속 생존 전략 : 장기추세에 편승

▪ (이란 사태) 영향 장기화되고 유가 환율에 부정적인 문제가 될 가능성 높지만 한국경제를 위협하게 만들 정도로 큰 문제로 비화하진 않을 것

- 이란전쟁은 미국과 이란 모두 단기적인 협상으로 해결할 유인이 크지 않아 문제가 장기화될 가능성 높음 전쟁이 빨리 끝나더라도 이란의 생존문제 때문에 계속 분쟁 가능성
- 이란사태로 유가는 80달러를 돌파할 것이며 이는 한국의 경제성장률에 부정적인 요인으로 작용할 것 과거 연구들은 유가 상승 시 성장률 하락 및 환율 상승 효과 존재 주장
- 유가 밴드를 WTI기준 배럴당 55~70 → 55~90으로 상향하며 환율도 상단을 달러/원 기준 1,480원 → 1,500원으로 상향하나 주간거래는 1,480원을 크게 안 벗어날 것

▪ (미국 사모대출 위험) 최근 유동성 등 문제로 사모대출 관련 리스크가 증가하였고 일부 사모대출 부실은 발생할 수 있으나 금융위기와 같은 문제는 아님

- 사모대출 시장은 레버리지, 실물자산과 관련성, 영향력 측면에서 과거 금융위기들과는 다름 다만 작년 11월과 같이 자금 조달 측면에서는 부정적인 시그널로 작용 중
- 현재 증권시장 뿐만 아니라 사모대출시장도 연내 2번 금리인하를 예상하고 있으나 인플레이션 우려가 발생하며 금리인하를 할 수 있을지 불확실해질 것
- 그러나 이번 사태는 사모대출시장 내에서 저성과 플레이어들을 정리하는 방향으로 진행될 것이며 금융위기로 비화될 문제는 아닐 것

▪ (리스크 종합) 지금 시장이 주목하고 있는 매크로 이슈들은 펀더멘탈을 크게 흔들 정도로 영향력이 있지는 않을 것

- 이란전쟁의 경우 한국이 부정적인 영향을 받을 수는 있지만 단기적 충격의 크기가 제한될 것이기 때문에 영향이 장기에 걸쳐 점진적으로 나타날 것
- 사모대출시장 문제의 경우 복잡한 미국 상황과 함께 미국 채권시장과 주식시장에서 변동성 확대를 가져올 수 있지만 여전히 미국시장이 좋기 때문에 자금이탈 수준은 제한적

▪ 현재 사안들은 한국 증시에도 극단적인 부정적인 효과를 가져올 문제는 아니라고 생각하지만 ETF 활성화 등의 상황에 따른 영향으로 변동성 폭 확대

- 국내 ETF 시장의 경우 최근 1~2년 내 규모나 다양성 측면에서 더 커졌으며 주가지수에 영향을 미칠 정도의 큰 종목들은 대부분 ETF에 포함되어 있음
- 예탁결제원 데이터를 통해 개별 ETF 보유내역을 일간으로 분석하면 수급 영향 보다 기초자산 가격변동성에 따라 ETF의 가치가 크게 변동하면서 증시에도 영향
- 특히 규모가 크고 수급이 많이 발생하는 패시브 ETF가 하락시 손실을 버티기 힘들 수 있어 과거처럼 하락시 금투에서 매수 흐름이 나타나는게 아닌 매도 발생 가능성
- 이러한 상황은 앞으로 증시가 크게 변동하는 상황이 지속될 수 있음을 의미하며 이슈 자체의 영향보다 수급으로 인한 변동폭 확대가 발생할 수 있음을 의미함

[Macro Issue]

불확실성 시대의 매크로 생존 전략

생각보다 강력한 증시 하방과
ETF로 살펴보는 그 원인

불확실성의 지속 ① : 이란전쟁

정형기 경제

02-709-2651

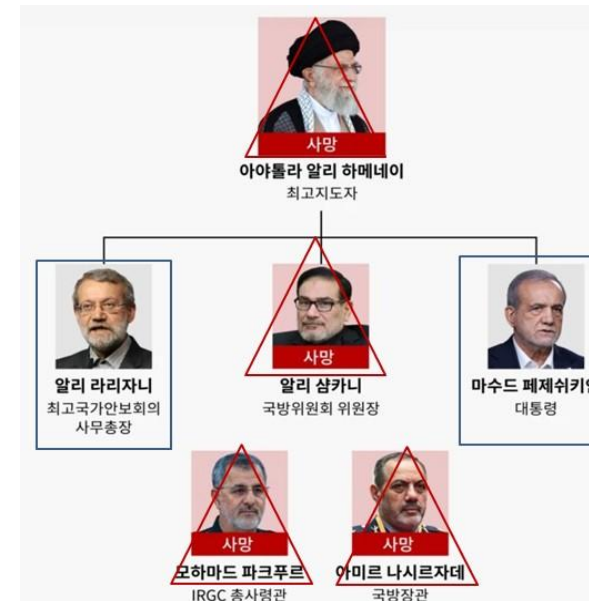
jhk2036@ds-sec.co.kr

- 미국과 이스라엘은 이란의 핵무기 역량 제거 목적으로 전쟁 일으켰고 전쟁 초기 이란의 주요 역량들을 손쉽게 무력화 하면서 승기를 잡는 듯 보였음
- 전쟁 개시 직후 이란의 지도자 하메이니와 주요 군 정치 인사들을 제거하였으며 호르무즈 해협을 위협할 수 있는 이란의 해군 역량도 제거함
- 이란은 25년 6월 12일 전쟁에서 이스라엘의 방공망에 공격무기가 막힌 경험을 통해 초기 적극적인 대응에 나서지 않고 방어적으로 대응하고 있음
- 지상군을 파견할지 말지 논란이 있으나 미국은 이란이 적극적으로 협상장에 나오길 요구하고 있는 상황은 아니며 이란 내 선전활동을 하고 있음
- 미국이란 내 세력이 정권을 차지하고 그 뒤 새로운 세력과 협상하는 것을 원하는 것으로 추정됨



자료: ISW, DS투자증권 리서치센터

전쟁 이후 이란 지휘부 변화



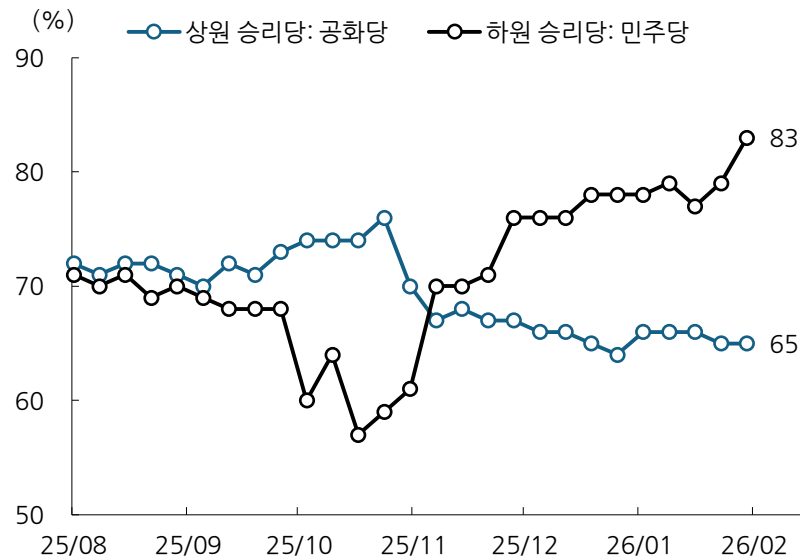
자료: 이스라엘방위군, DS투자증권 리서치센터
주: 빨간색 세모가 사망한 지휘관이며 파란색 네모가 생존한 사람

쉽게 끝나지 않을 이란 문제 : 미국의 입장에서 빠른 종전 유인이 없는 이유

■ 세일 혁명 이후 에너지 문제에서 비교적 자유로운 미국, 대내적 결집 차원에서 일정기간 상황유지

- 미국은 과거 에너지 순수입국에서 세일혁명 이후 최대 산유국 중 하나가 됨 따라서 미국은 중국 등 다른 나라와 달리 에너지 문제에 비교적 자유로움
- 하지만 다른 나라에서 에너지 가격이 올라가면 미국 에너지 가격도 같이 올라가기 때문에 인플레이션을 피하고 싶은 미국 정부 입장에서는 싫을 것
- 그러나 중국이나 한국 같이 자국의 생존에 관련된 이익이 걸려있는 사안까지는 아니라서 다른 목표를 우선시하고 자국에 대한 경제적 영향을 최소화하는 방향으로 관리할 것
- 유가만 안정 되어도 국내증시에 긍정적이나 낙폭이 그렇게 크지는 않을 것 유가 높으면 미국도 수혜
- 미국의 더 중요한 목적은 대내정치에 있다고 판단 전쟁은 대내적으로 지지층을 결집시키는 효과가 있으며 오바마 정부에서 해결하지 못한 사안을 해결했다는 점을 선거 전에 내세우고 싶어함

트럼프 정부의 지지율 변화



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

미국 이란 공격 관련 설문조사

Most Americans disapprove of US military action against Iran

A new CNN poll, conducted by SSRS shortly after the US launched a military operation in Iran, finds that roughly 6 in 10 Americans disapprove of the attack. Initial reactions closely track the results of a CNN poll conducted last summer after the US launched airstrikes in Iran.

View of US decision to take military action in Iran:



This military action will make Iran:



Does Trump have a clear plan for handling the Iran situation?



Methodology: The CNN poll was conducted by SSRS from February 28-March 1 among a random national sample of 1,004 adults surveyed by text message after being recruited using probability-based methods. Results for the full sample have a margin of sampling error of ± 3.9 percentage points. Results shown in this chart have a margin of sampling error of up to ± 7.4 percentage points.

Source: CNN/SSRS polling
Graphic: Ariel Edwards-Levy, CNN

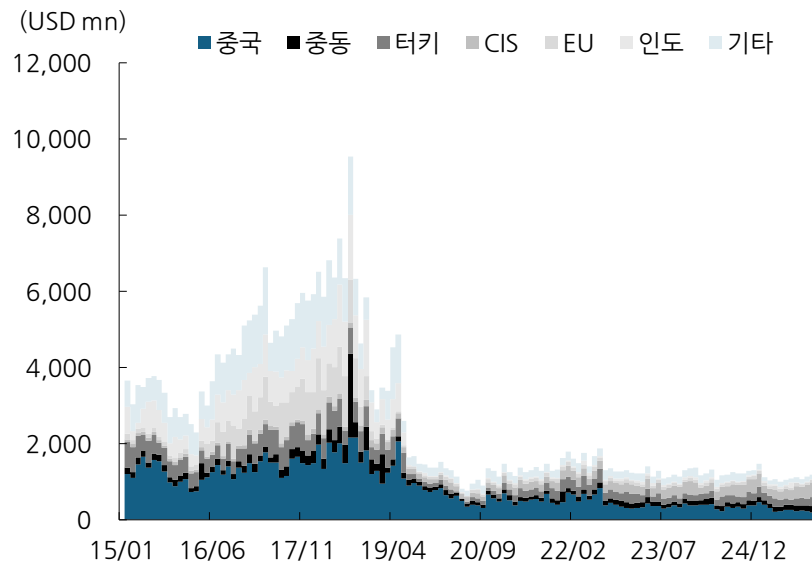
자료: CNN, DS투자증권 리서치센터

쉽게 끝나지 않을 이란 문제 : 이란의 입장에서 협상할 유인이 없는 이유

■ 이란은 얻을게 없다 : 협상하는 순간 잃을 것만 생기는 이란

- 미국과 이스라엘은 이란과 협상 시 ① 핵과 탄도미사일 개발 영구 포기, ② 호르무즈 해협에 대한 자유항해 침해 금지, ③ 전쟁에 대한 배상금 등을 요구할 가능성이 높음
- 이란이 ① 조건만 수용한다고 하더라도 이란은 더 이상 역내 강대국이 아닌 약소국으로 전락할 가능성이 높음
- 이란은 신경국가체제이기 때문에 국민들의 불만과 같은 대내 정치역학에 따라 협상장에 끌려올 가능성이 낮으며 철저히 자국 이익 추구가 가능함
- 또한 경제적으로 대외 의존도가 높지 않기 때문에 협상할 의사가 많지 않을 것
- 우방국인 중국도 자국의 이익을 위해 호르무즈 해협 관련 언급을 할뿐 예방전쟁에 대한 안보리차원의 문제제기 등 적극적으로 이란을 지원하거나 해결하려 하고 있지 않음
- 따라서 이란이 단기적으로 협상장으로 끌려나올 이슈도 없을 것으로 생각되며 이는 전쟁의 장기화 가능성을 높이는 이슈가 됨

이란의 대외의존도 높지 않음



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

이란의 현재 탄도미사일 역량



자료: CFA, DS투자증권 리서치센터

- 한국 입장에서는 이 상황이 지속되는게 Worst지만 미국은 상황이 지속되더라도 경제에 미치는 영향은 제한적일 것

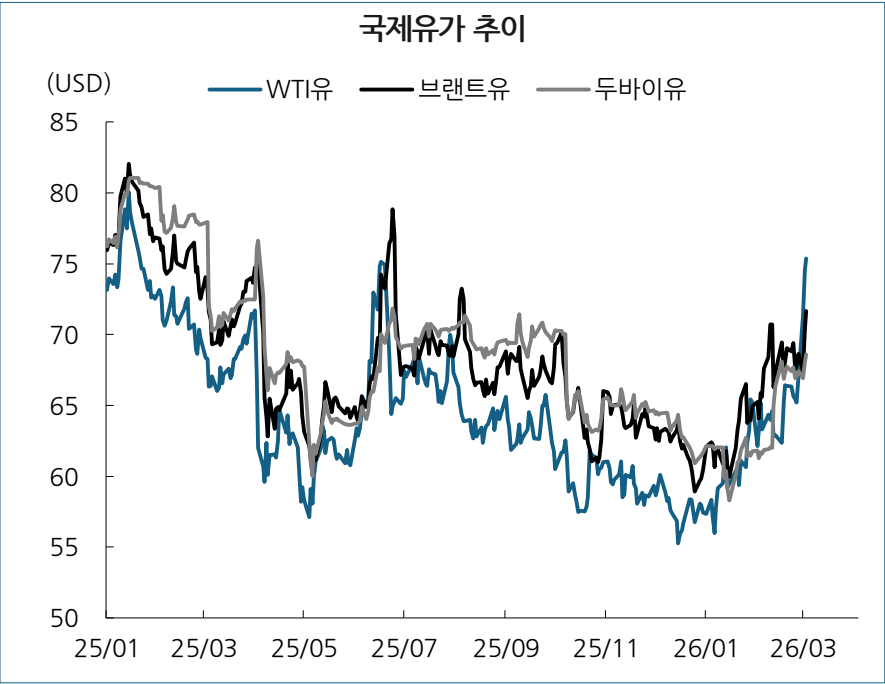
- 호르무즈 해협이 전세계 원유 수송에서 차지하는 비중 = 약 30%



자료: JPMorgan, DS투자증권 리서치센터

미국 외 세계경제에 지속적인 영향 미칠 것으로 예상

- 유럽, 아시아 주요국들 스태그플레이션 우려할 것 한국도 물가상승, GDP 감소 우려
 - 호르무즈 해협 문제로 인해 유가 과도하게 상승 Bloomberg는 이 상승폭의 60% 이상이 지정학적 이슈 때문이라고 설명
 - 한국의 경우도 과거 국회예산정책처, 에너지경제연구원 등의 분석에 따르면 GDP감소효과와 물가상승효과가 동시에 나타나는 부정적 공급충격에 해당
 - 이 때문에 중앙은행들은 쉽게 금리인하 선택을 하지 못하게 될 것이며 호주 같은 경우 추가 금리인상 필요성 이야기가 더 나오게 될 것
 - 한국은 금리 인상할 사안은 아니라고 판단하고 있으며 다만 지속기간이 길어지면 올해 하반기 1회 인하 전망을 동결로 수정 검토할 예정
 - 동 사건으로 인한 예상 WTI 범위는 55~90달러이며 원달러 환율의 범위는 1,420~1,480(단 구조적 변화시 하방 1,350)



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

국회예산정책처 분석 유가상승 시 한국경제 영향			
시나리오	국제유가 (달러/배럴)	무역수지 (억달러)	소비자물가상승률 (%p)
유가상승폭 제한	75달러 내외	-82	0.3
유가상승폭 확대	100달러 내외	-408	1.3

자료: 국회예산정책처, DS투자증권 리서치센터

[Macro Issue]

불확실성 시대의 매크로 생존 전략

생각보다 강력한 증시 하방과
ETF로 살펴보는 그 원인

불확실성의 지속 ② : 미국사모채권시장 불안

정형기 경제

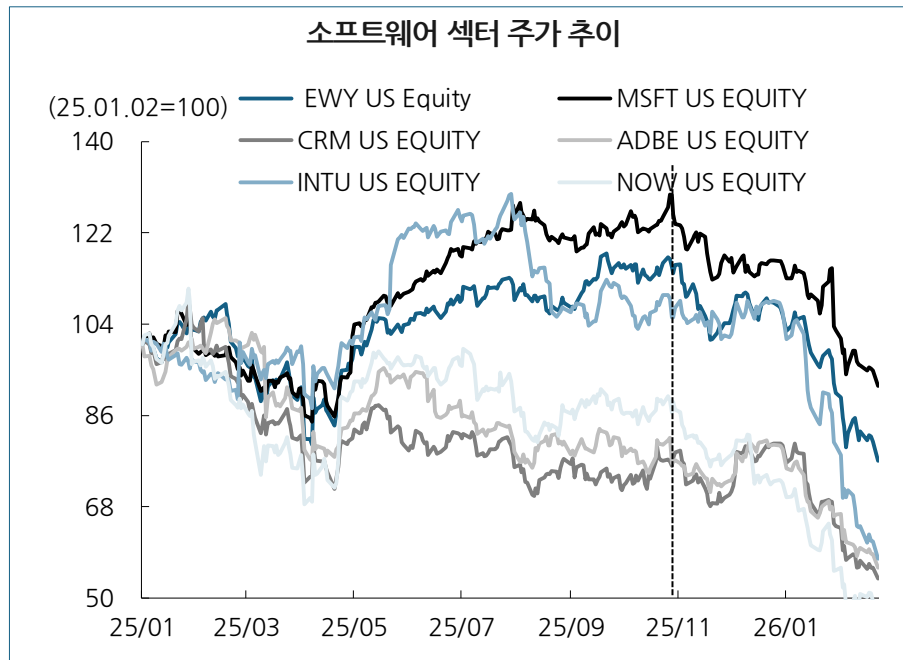
02-709-2651

jhk2036@ds-sec.co.kr

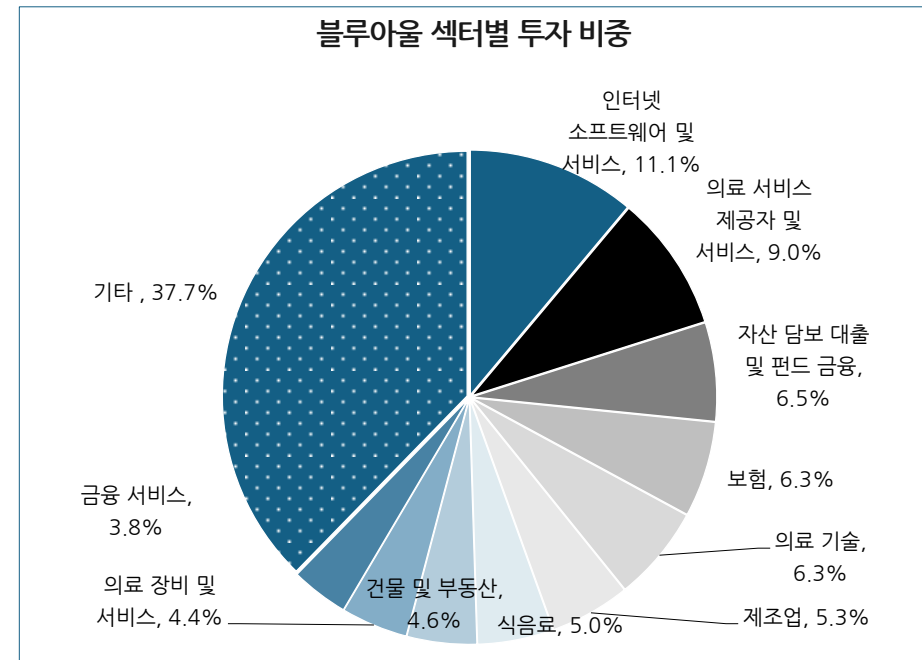
블루아울(OWL, NYSE), OBDC II에 대한 분기별 정기 환매 종료 발표

■ 블루아울의 분기별 정기 환매 종료 발표는 유동성 회수 기회의 예측성이 사라지는 것으로 자산 매각 시까지 폐쇄형 펀드로의 강제 전환되는 것

- 블루아울은 2월 19일(현지 시간) 소매 투자자 중심의 비상장 기업상장집합투자기구(BDC) '블루아울 캐피탈코프II(OBDC II, NAV \$1.6B)의 분기별 정기 환매를 종료하겠다고 밝힘
- 일반적으로 사모펀드는 폐쇄형(Closed-end)으로서 만기 때 수익이 분배되는 구조 그러나 블루아울의 펀드는 분기별로 NAV(순자산가치)의 5% 한도 내에서 환매 신청을 받았음 또한 환매신청 초과시에는 비례배분을 통해 일정 부분을 지급하는 개방형(Open-end)의 성격을 일부 갖고 있었음
- 그러나 블루아울의 환매 중단은 앞으로 투자자 요청 기반의 정기 환매 창구를 운영하는 것이 아닌 실제 현금흐름이 발생할 때 이를 재원으로 사용하여 NAV의 약 30%를 45일 이내에 전 투자자에게 비례 방식으로 지급할 계획으로 변경되는 것
- 환매 자체가 완전히 동결되는 것은 아니지만 투자자 입장에서는 정기적으로 유동성을 회수할 수 있는 기회의 예측성이 사라짐에 따라 사모신용시장에 대한 전반적인 불신이 커지고 있으며 해당 발표 이후 미 증시에서는 소프트웨어 업종의 주가가 급락했음



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

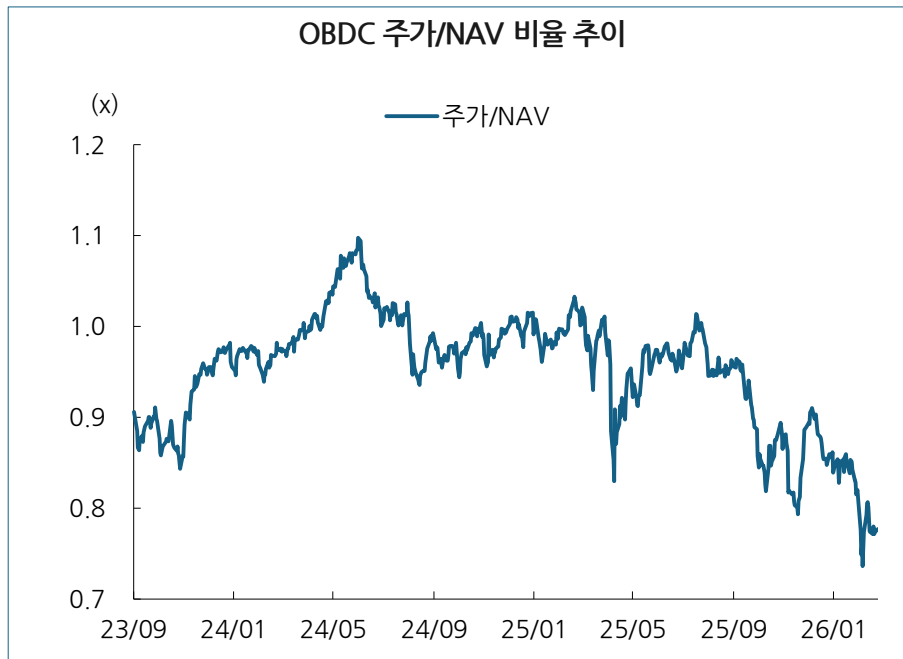


자료: 동사 10-k, DS투자증권 리서치센터
주: 2025년 말 기준

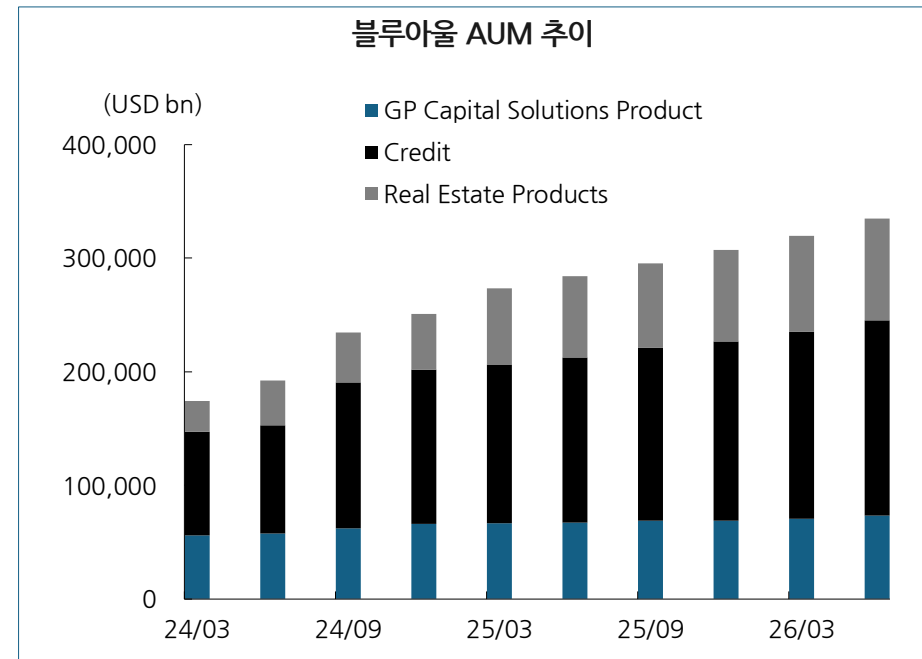
사모 대출시장의 불투명성으로 인한 우려 확산 (1)

■ 글로벌 사모대출시장은 2008년 금융위기 이후 은행권 대출 규제 강화에 따른 반사 수혜를 입으며 급성장

- 특히 저금리 기조 속에서 중견기업 대상 직접 대출(Direct Lending)은 상장 채권 대비 높은 수익률과 변동성 방어 기전으로 기관 및 리테일 자금을 대거 흡수
- 지난 5년간 글로벌 사모대출 시장은 약 2배 성장했으며 작년 기준 시장 규모는 약 2.3조 달러를 돌파하며 전 세계 기업 금융의 핵심 축으로 부상
- 특히 트럼프가 작년 8월 "401(k) 투자자들을 위한 대체 자산 접근성 민주화" 행정명령을 통해 소매 투자자들의 사모대출에 대한 접근성이 더욱 용이해짐
- 사모대출 시장 관련 노이즈는 작년 하반기에 본격적으로 조명되며 시장의 변동성을 확대 → 이번 블루아울 사태 역시 그 연장선에 있는 사건
- 지난해 9월, 미국의 서브프라임 자동차 대출업체인 '트라이컬러 홀딩스(Tricolor Holdings)'와 자동차 부품업체 '퍼스트 브랜즈(First Brands)'가 잇따라 파산하며 저신용 기업부채 시장에는 강한 경고등이 켜진 바 있음. 이 과정에서 복잡한 부채 구조와 사기 의혹 등이 부각
- 또한 주요 사모대출 BDC 펀드의 환매 역시 급증하고 올해 1월에는 BlackRock 및 Apollo 등 주요 사모대출 운용사들의 일부 대출의 부실 리스크가 불거지며 신용 경색 경고 신호가 나타나기 시작함



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

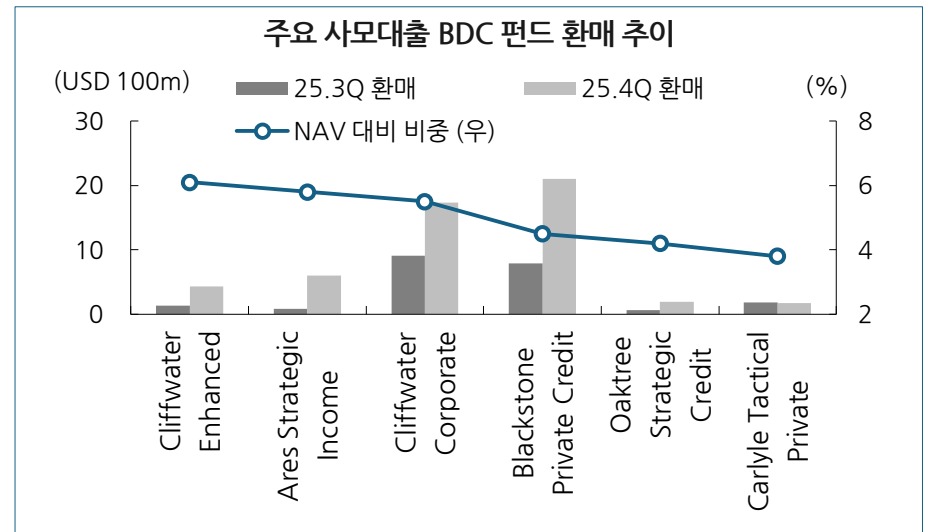


자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

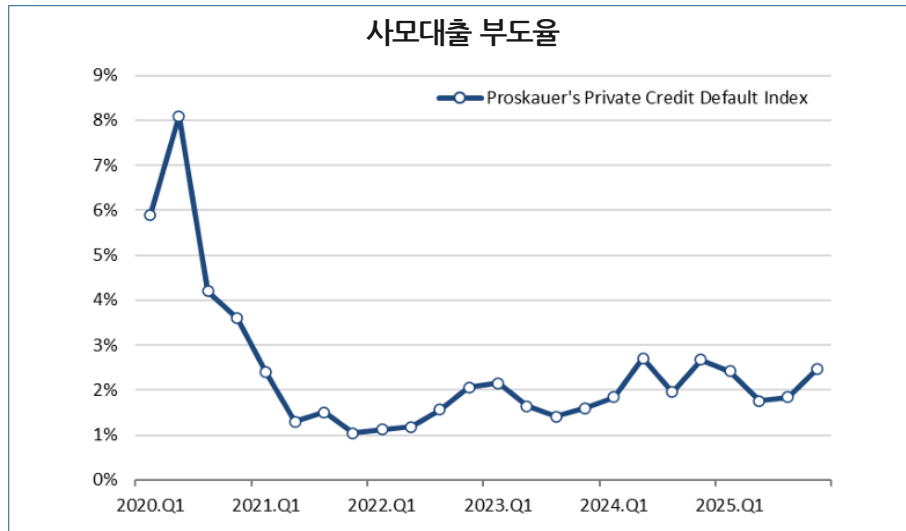
사모 대출시장의 불투명성으로 인한 우려 확산 (2)

■ 실질적 부도율은 이보다 높을 가능성이 큼

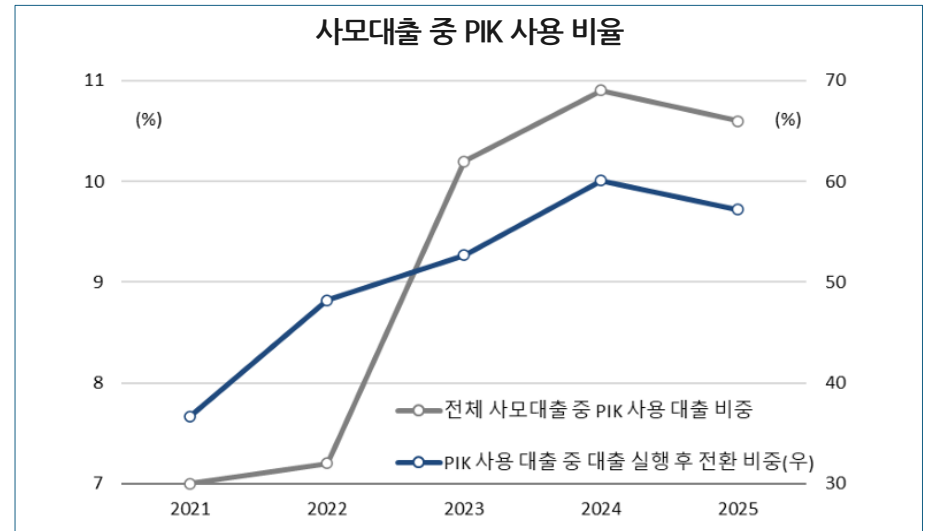
- 이번 블루아울의 자산 매각 주체는 블루아울이 관리하는 별도의 기관 투자자 계정(Managed Accounts)
- 이는 시장 가격의 적정성 논란과 '돌려막기'라는 그림자 금융 특유의 불투명성 우려 확대
- 또한 부도율에 대한 과소 평가도 리스크 요인. 4Q25 기준 사모대출시장의 부도율은 2.46% 수준. 최근 몇 분기동안 상승하기는 했으나 여전히 낮은 수준
- 그러나 사모대출 시장의 정보 비대칭성으로 인해 실질적 부도율은 이보다 높을 가능성이 큼. 특히 대출 상환을 현금 대신 주식이나 다른 자산으로 지급하는 PIK(Payment In Kind) 방식이 늘어나고 있다는 점도 실질적인 부도율을 왜곡하는 요인으로 작용할 수 있음



자료: Goldman Sachs, DS투자증권 리서치센터



자료: 국제금융센터, DS투자증권 리서치센터

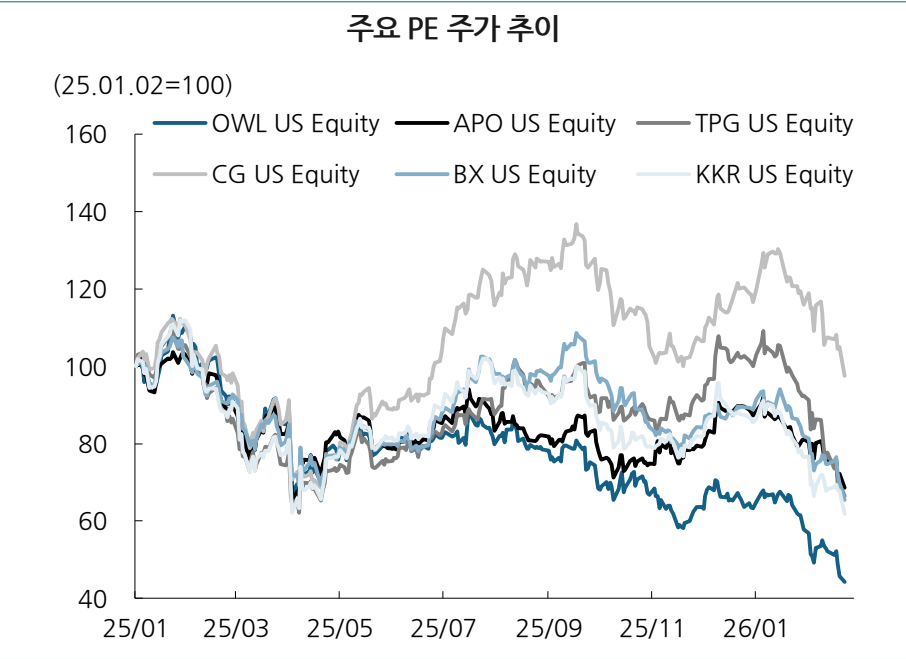


자료: 국제금융센터, DS투자증권 리서치센터

전통 금융 영역으로의 확산 가능성 : 우려의 원인과 과거 사례

은행 및 보험사와의 상호 연계성 심화

- 현재 미국 금융 시스템 내에서 은행 및 보험사는 사모대출 시장과 밀접한 연계성을 가짐
- 3Q25 기준 은행이 사모대출 기관에 직접 빌려준 대출 규모만 3,140억 달러. 전체 비은행 금융중개기관 대출액인 1.2조 달러 중 약 26% 수준
- 사모대출 운용사와의 파트너십 확대나 지분 투자 규모까지 고려 시 은행이 깊어지고 있는 직간접적인 익스포저는 공시된 수치보다 훨씬 클 것으로 추정
- 보험업계 중 생명보험사들은 더욱 공격적인 행보를 보임. 미국 생보사들의 사모대출 및 사모발행 채권 보유 잔액은 18년 말 4,604억 달러 수준이었으나, 24년 말에는 9,506억 달러로 몇 년 사이 2배 이상 급증
- BIS는 보험사들은 규제 준수 등을 위해 소형 사모대출 전문 신평사가 제공하는 등급 평가에 의존하고 있으며, 이 과정에서 신용등급 고평가가 나타났을 가능성을 지적



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

2008년 금융위기 당시 VS 2026년 블루아울 사태		
비교 항목	2008년 (베어스턴스·리먼)	2026년 (블루아울 등 사모대출)
핵심 기초자산	서브프라임 모기지 (부동산 주담대)	기업 대출 (중견·중소기업 선순위 담보)
레버리지 비율	약 30~40배	약 0.8~1.2배 (법적 제한 2배 이내)
자산 커버리지	거의 없음 (자산 3% 하락 시 자본 잠식)	평균 200% 수준 (두터운 안전 마진)
시사점	시스템 붕괴의 신호탄	레이트 사이클 후반기 신호

자료: DS투자증권 리서치센터

전통 금융 영역으로의 확산 가능성 : 우려가 과도한 이유

■ 지금의 혼란은 레이트 사이클 후반부의 국지적 진통이자 유동성 재배치 과정

- AI 기술의 급격한 발전이 SaaS 기업들의 성장성 의구심 자극 → 저신용 기업부채에 대한 시장의 예민해진 신경과 맞물리며 투자자들의 유동성 회수 욕구 확산, 상장 PE 추가 급락
- 그러나 이를 2008년 금융위기 당시 베어스턴스나 리먼 브라더스 사태와 같은 시스템 붕괴로 확대 해석하기에는 다소 무리가 있음.
- 과거 위기의 주범이었던 IB들은 수십 배의 막대한 레버리지를 활용해 연쇄 청산의 늪에 빠졌던 반면 현재 BDC는 1940년 투자회사법에 따라 자산 커버리지 200% 충족(18년 법 개정으로 150%까지 완화) 등 엄격한 레버리지 제한을 적용받고 있음
- 실제로 OBDC II의 경우 24년(231%) 대비 25년 말 합병 및 투자 확대 과정에서 약 180% 수준으로 다소 하향되었으나 자산 매각 이후 커버리지는 다시 200% 이상 회복될 전망
- 또한, 이번 공시에서 타깃 레버리지를 0.75배로 제시했고, 매각후 잔여 포트폴리오의 레버리지는 0.5배 수준으로 여전히 건전한 모습을 보여줌 → 일시적 병목 현상인 셈
- 규제 테두리 안에서 관리되는 레버리지 수준을 고려할 때 전면적인 시스템 리스크로의 전이 가능성은 제한적일 것으로 판단

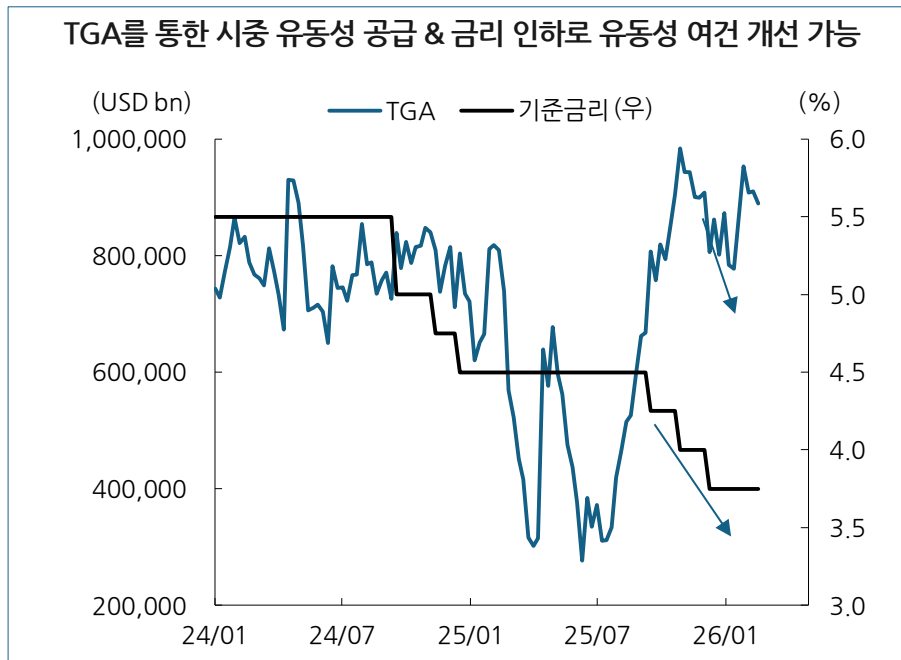
■ AI 데이터센터 인프라 투자 위축에 대한 공포 역시 다소 과도한 측면

- AI 투자 열기와 함께 사모대출을 통한 투자 재원조달이 크게 급증. BIS는 AI 기업관련 사모대출 잔액이 현재 2천억 달러 수준에서 30년에는 3~6천억 달러 수준으로 증가할 것으로 예상
- 블루아울도 지난해 10월 메타(Meta)와 2GW 규모의 '하이페리온(Hyperion)' AI 데이터 센터를 위한 270억 달러 규모의 합작 투자(JV) 계약 체결
- 블루아울 펀드들은 프로젝트 지분의 80%를 소유 및 건설 자금을 제공. 메타는 나머지 20%를 보유하면서 완공 후 해당 시설을 장기 임차(Lease-back)하여 사용하는 방식
- 이를 통해 메타는 부채 비율을 관리할 수 있고, 블루아울은 메타라는 세계 최고 수준의 우량 임차인을 확보해 안정적인 장기 수익을 창출이 가능
- 이는 실물자산 기반의 프로젝트 지분투자 성격으로 중견기업 대출 중심인 OBDC와는 법적 구조나 유동성 메커니즘이 완전히 다름
- 규제와 수탁 구조상 서로 다른 펀드의 자금을 섞어 쓰는 것은 사실상 불가능. BDC의 환매 대응을 위해 인프라 자산을 회수할 것이라는 가정은 논리적 근거가 부족

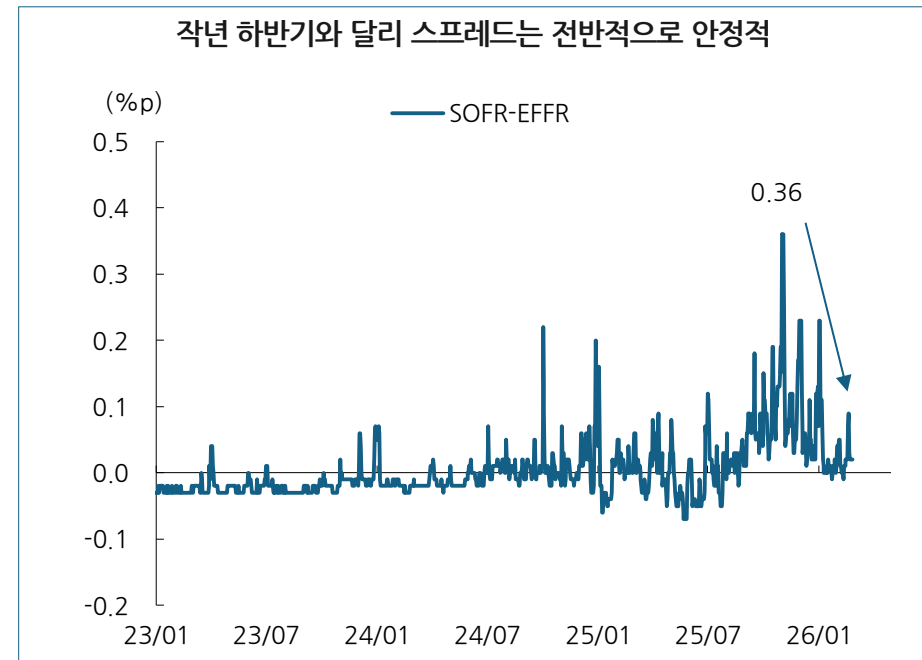
미 증시의 펀더멘털을 근본적으로 훼손 또는 시스템 리스크로 전이될 가능성은 제한적

■ 유동성 여건은 점진적으로 개선될 전망

- 1) 당사는 연준이 미 경기의 추가 하방 리스크를 방어하기 위해 하반기 금리 인하 3회를 단행할 것으로 전망
 - 2) 2Q부터 본격적으로 정부의 재정 지출(감세, 세금 환급, 인프라 투자 등)을 통해 TGA 잔고가 시중에 풀리게 될 것으로 전망
 - 3) 올해 1월부터 연준의 RMP가 시작됨으로써 유동성 여건이 점진적으로 개선되어 나가는 추세
 - 실제로 작년 4Q에 발생한 사모대출 관련 이슈는 단기 자금 시장 유동성 악화와 결부됨으로써 SOFR-EFFR 간 스프레드가 0.36%p까지 튀어올랐던 반면 현재는 사모대출 노이즈가 반복되고 있음에도 해당 스프레드는 전반적으로 안정적인 흐름을 유지하고 있음
- 이번 블루아울 사태가 정책적 유동성 공급 체계 안에서 충분히 통제 가능한 범위 내에 있음을 시사



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

[Macro Analysis]

불확실성 시대의 매크로 생존 전략

생각보다 강력한 증시 하방과
ETF로 살펴보는 그 원인

매크로 불확실성 확대 하 ETF가 미칠 영향

정형기 경제

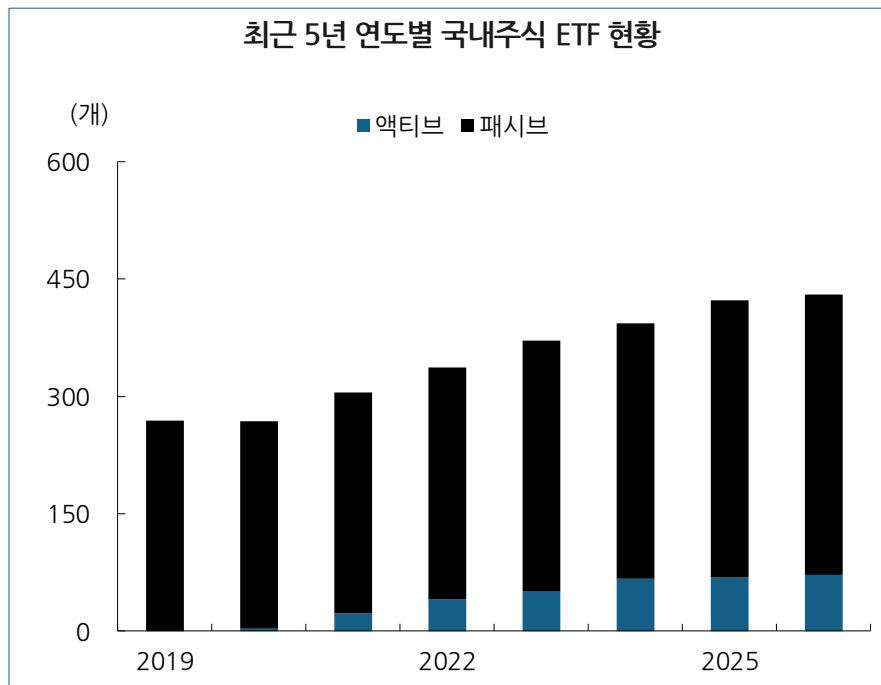
02-709-2651

jhk2036@ds-sec.co.kr

한국 ETF 도입의 역사 : 가격에 영향을 미칠 수 있어 점진적 도입

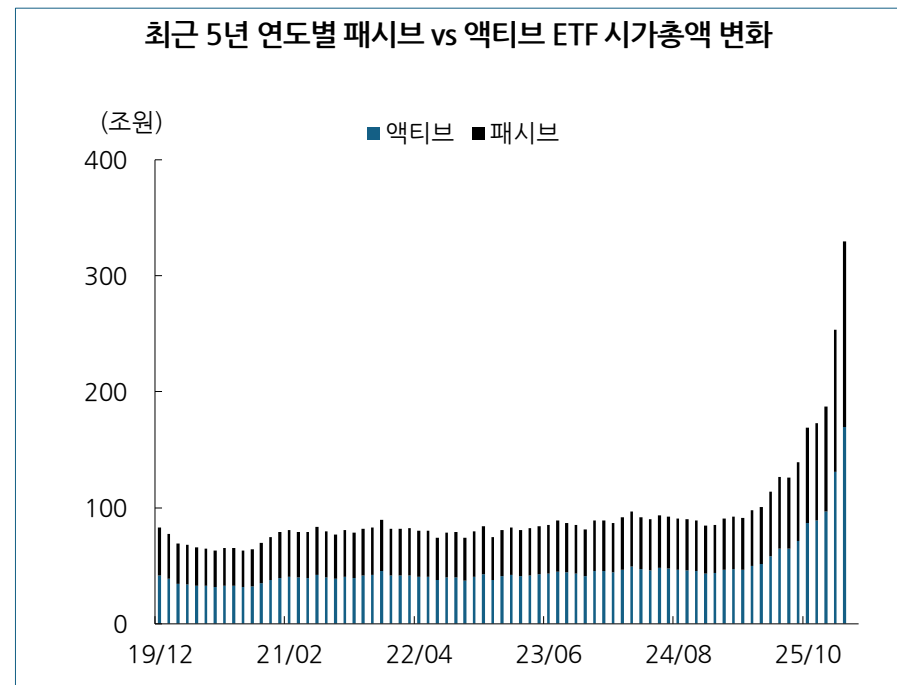
ETF는 21세기의 성공적 금융혁신이나 그 위험성 때문에 조심스럽게 다루어짐

- 지금은 ETF 순매수규모가 일부 날에서는 거의 코스피 전체와 비슷한 수준이지만 과거에는 제한적
- Simsek(2013)은 금융혁신이 거래비용을 줄이고 포트폴리오 위험을 개선하는 동시에 새로운 투기적 수요를 창출한다고 주장함.
- ETF가 실제 한국시장에 미친 영향을 잘 설명하는 내용이라고 생각하며 투기적 수요 창출 때문에 ETF가 빠른 시기 도입되었지만 그 발전은 점진적으로 이루어짐
- 2000년 도입 이후 2004년 처음 섹터 ETF가 허용되었고 2009년 레버리지 인버스 ETF가 도입되었으며 2010년 해외주식, 인버스 ETF가 도입됨
- 2010년대 중반에 스마트베타 기반 스타일전략이 유행하면서 다양한 스타일 ETF가 도입되었고 2020년 국내주식에 대해 액티브 ETF 도입이 허용됨
- 처음 도입 이후 액티브 ETF 도입까지 20년이 걸렸으며 이는 금융당국이 ETF가 기초자산에 미치는 영향을 조심스럽게 평가하면서 규제를 완화한 것



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

주 : 기초시장 (대), 기초자산유형(대)가 각각 국내, 주식인 경우로 필터링(커버드콜, 인버스 등 파생ETF도 포함), 단 한번이라도 해당연도 거래되었으면 포함



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

주 : 기초시장 (대), 기초자산유형(대)가 각각 국내, 주식인 경우로 필터링 후 이름에 액티브 포함 시 액티브 그 외의 경우 패시브로 추정

ETF기반 금융혁신이 한국시장에 미친 영향 : 개인투자자 추가 수급 유발

■ 최근 개인 거래대금 중 ETF가 차지하는 비중 크게 증가

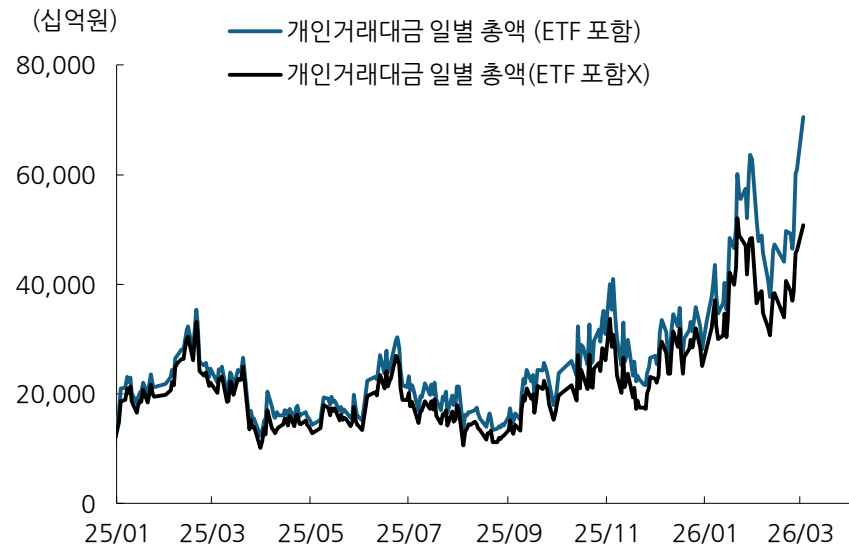
- ETF는 저렴한 비용으로 분산투자 효과를 누릴 수 있고 편의성과 접근성이 우수하여 개인투자자들이 많이 사용하는 투자수단으로 자리잡음
- 특히 1월과 같이 지수 자체가 오르는 환경에서는 주식에 무관심한 개인투자자들도 지수 또는 섹터 패시브 ETF 등으로 들어올 수 있음
- 개인수급이 들어오면서 금융투자의 주식순매수도 늘었으며 이는 증시 전체에 영향을 미치고 있으며 1~2월은 긍정 3월은 부정적인 효과 발생
- 특히 과거와 달리 이제 개인의 전체 거래대금 중 ETF를 포함한 것과 포함하지 않은 것의 차이가 너무 커짐 것을 통해 개인 투자자 추가 수급 유발하기 때문

2월말까지 일별 순매수 차이



자료: DS투자증권 리서치센터
주: 순매수금액은 ETF제외 개별종목에 대한 순매수만 집계

개인투자자 거래대금 ETF 포함 미포함 차이 갈 수록 커지는 중



자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

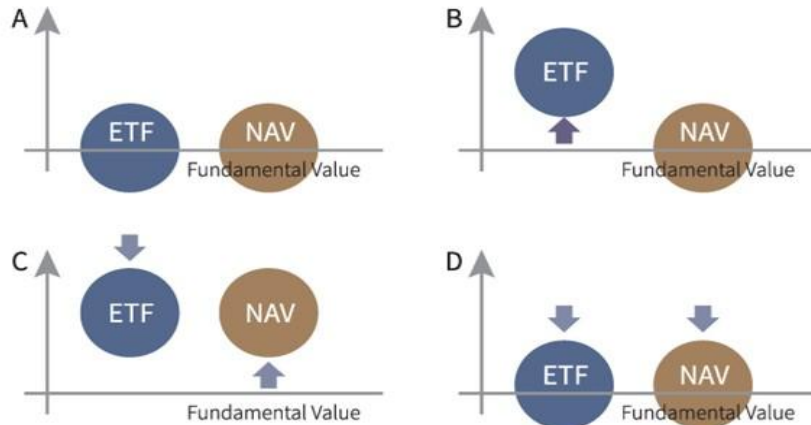
ETF기반 금융혁신이 한국시장에 미친 영향 : 증시 하방 강화

ETF 보유종목과 비중이 늘어날 수록 시장과 동조하여 움직이며 개별종목의 분산효과 약화

- ETF 활성화는 편입된 주식의 수익률 동조화 현상이 있다 ETF 보유자산이 늘어날수록 편입종목 간 수익률 동조성이 강화되며,
- 개별종목 단위에서 ETF의 지분율이 클수록 시장 수익률과의 동조성이 증가하는 모습을 보임
- ETF와 연계된 차익거래 등 단기 거래의 영향이 증가한다면 주식시장 내 단기 가격 반전(short-run price reversal)이 심화될 수 있는 문제도 있음
- 동조성은 1~2월처럼 오를 때 같이 오르는게 장점이지만, 28일 이란 전쟁 이후 한국 증시가 유례없을 정도로 큰 낙폭을 보이도록 하는 문제도 있음

ETF는 주가 변동성에 영향을 미침

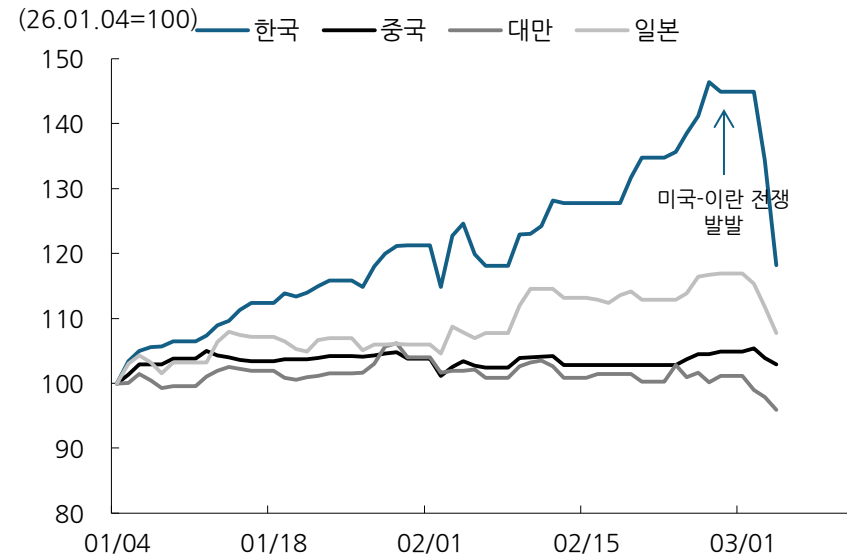
<그림 III-5> ETF가 주가 가격 변동성에 영향을 미치는 경로



자료: Ben-David et al.(2018)의 Figure.1 인용

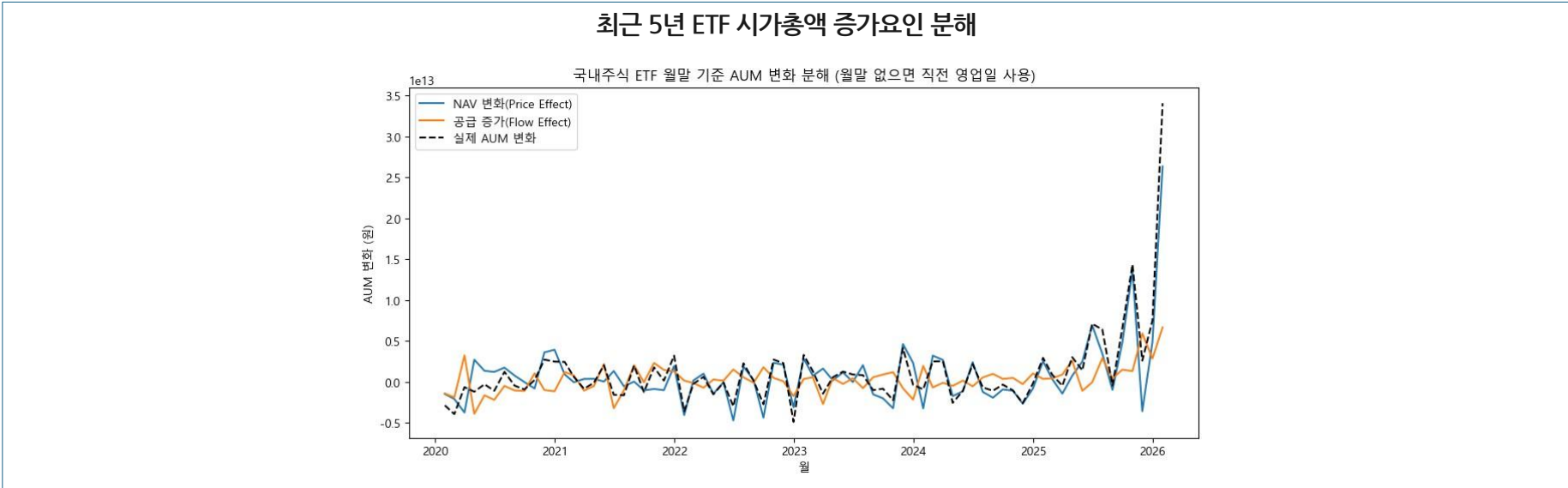
자료: 자본시장연구원, DS투자증권 리서치센터

한국 증시만 유독 강한 반응과 높은 쏠림

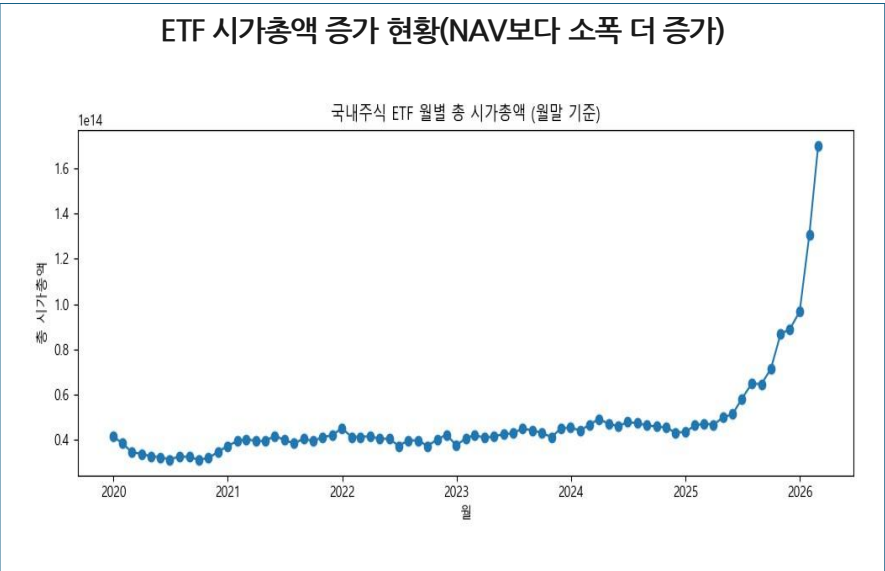


자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

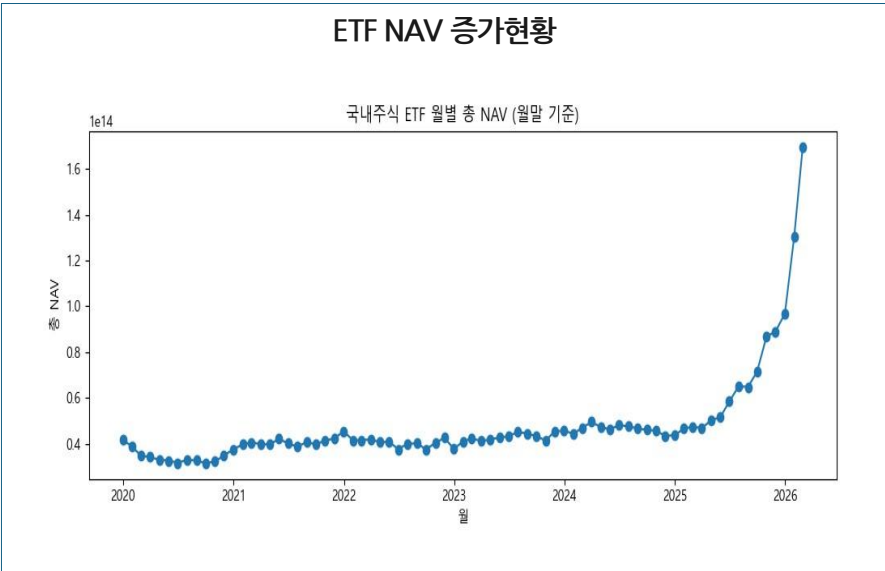
최근 ETF 시장에서 나타나는 변화 : ETF 급등에 수급이 기여한 정도



자료: 예탁결제원 DS투자증권 리서치센터



자료: 예탁결제원 DS투자증권 리서치센터



자료: 예탁결제원 DS투자증권 리서치센터

최근 ETF 시장에서 나타나는 변화 : ETF 발 수급 발생 시 꾸준히 주가 상승

1M ETF 순매수 TOP 종목(리츠 등 제외)

TICKER	종목명	순매수 (백만원)	1M 수익률	3M수익률	6M수익률
A005930	삼성전자	8,367,956	33.31281	115.4229	210.6169
A005940	NH투자증권	3,519,686	42.57028	71.91283	82.70715
A006800	미래에셋증권	3,116,731	106.8966	229.5195	275.9791
A316140	우리금융지주	3,028,030	19.2053	35.59322	45.16129
A138930	BNK금융지주	2,881,130	21.59854	32.42525	38.40278

자료: 예탁결제원 DS투자증권 리서치센터

3M ETF 순매수 TOP 종목 (리츠 등 제외)

TICKER	종목명	순매수 (백만원)	1M 수익률	3M수익률	6M수익률
A005930	삼성전자	18,172,279	33.31281	115.4229	210.6169
A316140	우리금융지주	3,148,647	19.2053	35.59322	45.16129
A000660	에스케이하이닉스	2,899,049	26.15933	100.1887	294.4238
A042700	한미반도체	2,824,094	77.74725	161.7314	271.8391
A005940	NH투자증권	2,224,023	42.57028	71.91283	82.70715

자료: 예탁결제원 DS투자증권 리서치센터

6M ETF 순매수 TOP 종목 (리츠 등 제외)

TICKER	종목명	순매수 (백만원)	1M 수익률	3M수익률	6M수익률
A005930	삼성전자	29,700,126	33.31281	115.4229	210.6169
A010140	삼성중공업	5,510,512	-4.13907	17.68293	35.91549
A000660	에스케이하이닉스	5,250,623	26.15933	100.1887	294.4238
A316140	우리금융지주	4,577,188	19.2053	35.59322	45.16129
A042700	한미반도체	4,358,532	77.74725	161.7314	271.8391

자료: 예탁결제원 DS투자증권 리서치센터

수익률 TOP 종목의 최근 1개월 순매수 (리츠 등 제외)

TICKER	종목명	순매수 (백만원)	1M 수익률	3M수익률	6M수익률
A001510	SK증권	1,872,403	208.8663	221.9697	226.9231
A005090	에스지씨에너지	1,581	131.1927	116.7742	119.6078
A001290	상상인증권	515	128.3105	119.9413	119.9413
A004060	에스지세계물산	573	110.7692	105.7057	114.7335
A006800	미래에셋증권	3,116,731	106.8966	229.5195	275.9791

자료: 예탁결제원 DS투자증권 리서치센터

ETF 반응과 시장의 관계: ETF가 파는 것이 단기적으로 영향은 있지만 장기적으로는 관계없음

- 최근 ETF가 많이 판 종목들은 일부 제외 수익률이 단기적으로 낮음 장기적으로는 영향 없어 ETF가 단기적 수급에만 영향을 미치는 것으로 나타남
 - 단기적 밸류에이션 부담 추가적 호재 없을 것 예상 등으로 ETF가 매도한 종목이 많은 것으로 보임 이러한 종목들은 수익률이 좋지 않음
 - 하지만 6개월 이상의 경우 기관순매도와 수익률은 관계없으며 ETF가 많이 매도한 경우 수익률이 좋지만 기초지수 추종의 어려움 등으로 팔아버린 종목들이 있음
 - 실제 회귀분석을 통해 분석 시 ETF 수익과 관련 있는 것은 리밸런싱도 수익률에 미치는 영향 거의 없는 것으로 나타남
 - 따라서 ETF의 매수 매도가 수급 측면에서 단기적으로 영향을 미치는 것은 명확하나 장기는 펀더멘탈로 움직이는 것이 확인됨
 - ETF 가치가 상승하기 위해 중요한 것은 테마이며 리밸런싱과 같은 트레이딩 이슈가 미치는 영향은 제한적인 것으로 보임

ETF 단기 순매도 종목과 수익률 관계 : 단기적 영향 존재

종목명	1M변화량 (백만원)	1M수익률	기관(1M) (백만원)	개인(1M) (백만원)	외인(1M) (백만원)
대덕전자	-422,699	-9.28%	24,926	32,367	-58,095
SK바이오팜	-211,049	-4.26%	-50,853	53,374	-2,057
일동제약	-179,904	-6.28%	-6,858	-1,829	8,775
에스케이 오션플랜트	-151,452	5.03%	-6,229	4,108	2,236
유한양행	-144,601	-1.49%	-19,897	-87,903	111,435

자료: 예탁결제원, DS투자증권 리서치센터

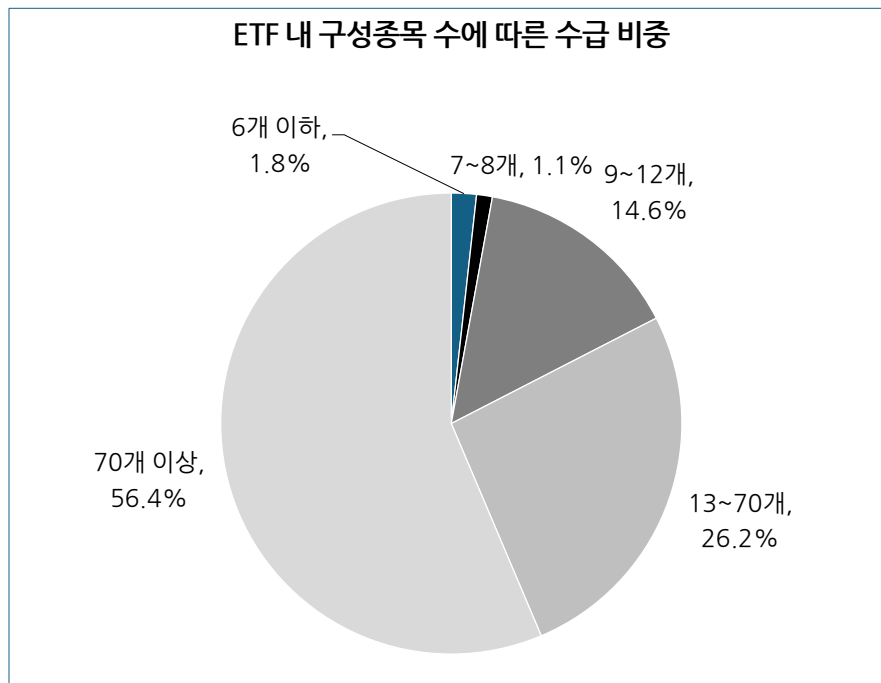
ETF 장기 순매도 종목과 수익률 관계 : 관계없음

종목명	6M변화량 (백만원)	6M수익률	기관(6M) (백만원)	개인(6M) (백만원)	외인(6M) (백만원)
신성이엔지	-2,621,679	39.23%	-477	-26,958	27,842
케이지모빌리티	-1,736,195	14.96%	-3,800	41,069	-36,273
한화비전	-1,091,684	36.13%	-127,672	176,499	-54,868
미래에셋생명 보험	-703,411	63.53%	-299	7,734	-5,987
티웨이항공	-602,206	-27.36%	-1,356	-642	1,110

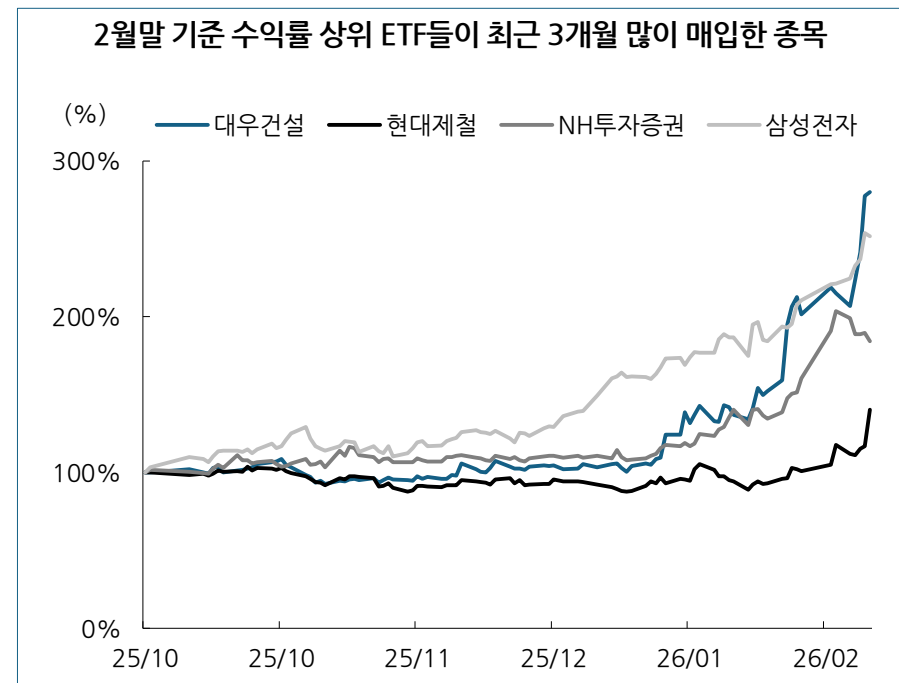
자료: 예탁결제원, DS투자증권 리서치센터

향후 증시가 다시 강해지기 위한 조건 : 지수차원의 상승과 강한 테마 발굴

- 편입종목 개수 기준으로 편입종목이 많은 ETF에 더 많은 자금이 쏠리는 경향이 있으며 지수가 상승할 때 더 강한 수급이 나오는 원인으로 보임
 - 개인투자자들의 ETF 수급은 액티브 ETF, TOP3 보다 지수 또는 테마 ETF로 쏠려 있는 것으로 보임
 - 액티브 ETF 중에서 수익률이 패시브보다 더 좋은 상품도 많지만 단순히 수익률만 보고 들어가는게 아니라는 의미로 해석됨
 - 이러한 수급이 지수가 상승할 때 수급이 더 강해지는 원인으로 보임 실제 3개월 많이 매집한 종목들이 수익률도 좋음
 - 그러나 반대로 하락시기에는 하락 규모가 커지는 원인이 될 수 있음 ETF는 기초지수 추종을 위해 복잡한 거래들을 하고 있으며 이런 것이 지수와 ETF 가격 공동화에 영향
 - 생각해볼 수 있는 가능성은 ETF는 가치변동을 제한하기 위해 헤지를 하겠지만 헤지 상대방이 급락 시 현물을 대량 매도하는 방식으로 대응할 수 있는 것 등이 있음



자료: 예탁결제원, DS투자증권 리서치센터



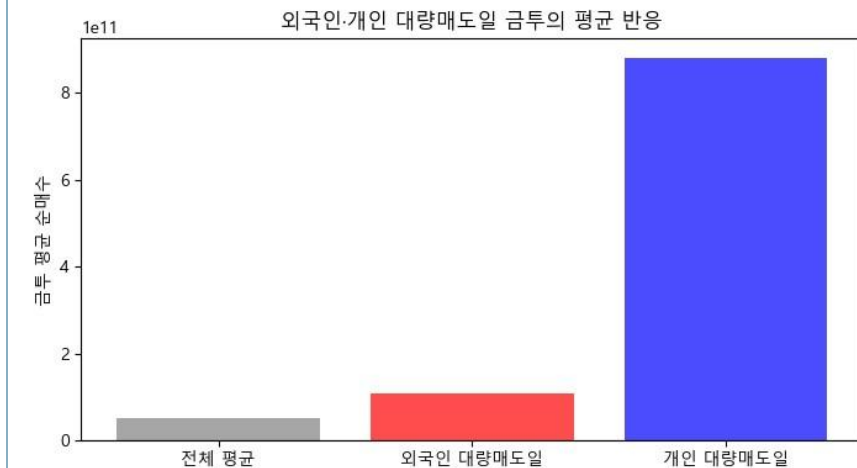
자료: Quantiwise, DS투자증권 리서치센터

리스크 요인: 외국인과 개인의 대량 순매도 시 강하던 금투의 매수가 약해지기 시작

▪ ETF 수급으로 추정되는 금투의 매수세가 증시 하락시 받쳐주는 요인이었으나 최근에 바뀌어가고 있음

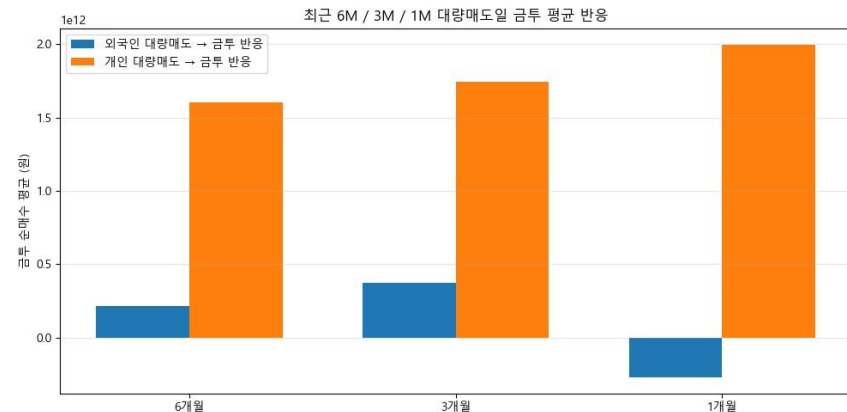
- 특히 개인 매도가 많을수록 이러한 경향은 가까운 시기 일수록 더 강해지고 있음 연초 이후 개인은 그렇게 매수 규모가 크지 않음(최근에 많이 높음)외국인이 가장 순매수가 많았으나 3개월 기준 순매수 가장 많은 곳은 금투임
- 과거에는 반면 외국인 순매도 시 금투가 조금 매수하였으나 이제 같이 매도하는 추세가 나타나고 있음 ETF 관점에서 이러한 현상을 분석하자면
- 최근 금투의 변화는 국내 증시가 빠르게 달려온 것에 대한 피로감이 어느 정도 반영되었고 판단 특히 개인들의 인버스 매입 등이 있다고 판단
- 특히 인버스를 투자자들이 많이 매입 시 금투는 손실을 제한하기 위해 가지고 있는 주식을 팔아야 되므로 다른 ETF와 달리 금투의 행동방식을 바꿀 수 있음
- 이러한 현상은 투매발생 시 낙폭을 더 확대할 수 있다는 문제 있음

최근 5년 시장에 대량매도 생길 시 금투가 받아줌



자료: 예탁결제원 DS투자증권 리서치센터

최근 금투의 반응 변화: 외국인과 같은 방향 움직임 포착



자료: 예탁결제원 DS투자증권 리서치센터

[Macro Analysis]

불확실성 시대의 매크로 생존 전략

생각보다 강력한 증시 하방과
ETF로 살펴보는 그 원인

불확실성 속 생존전략: 장기 추세에 편승

정형기 경제

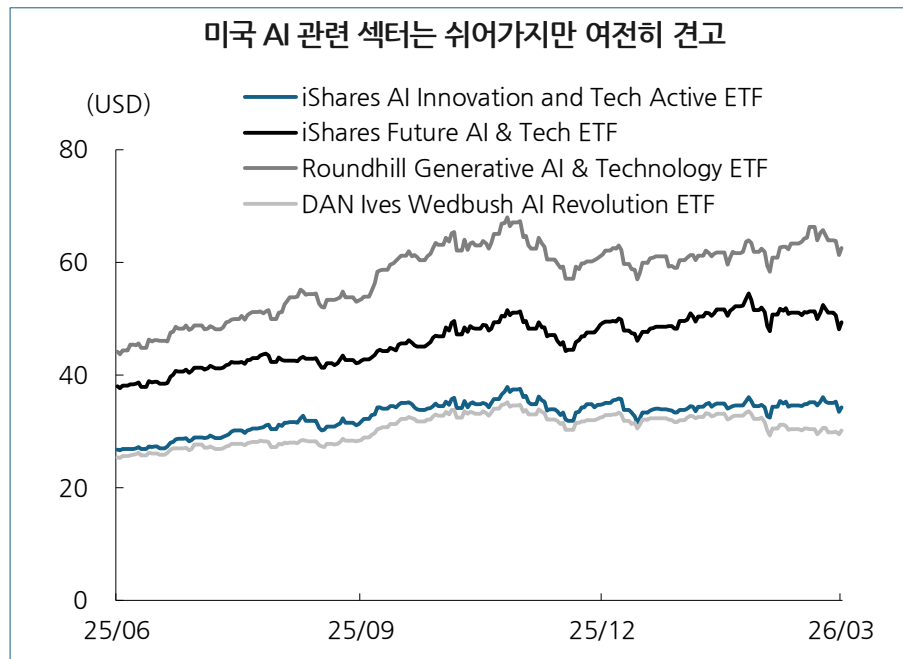
02-709-2651

jhk2036@ds-sec.co.kr

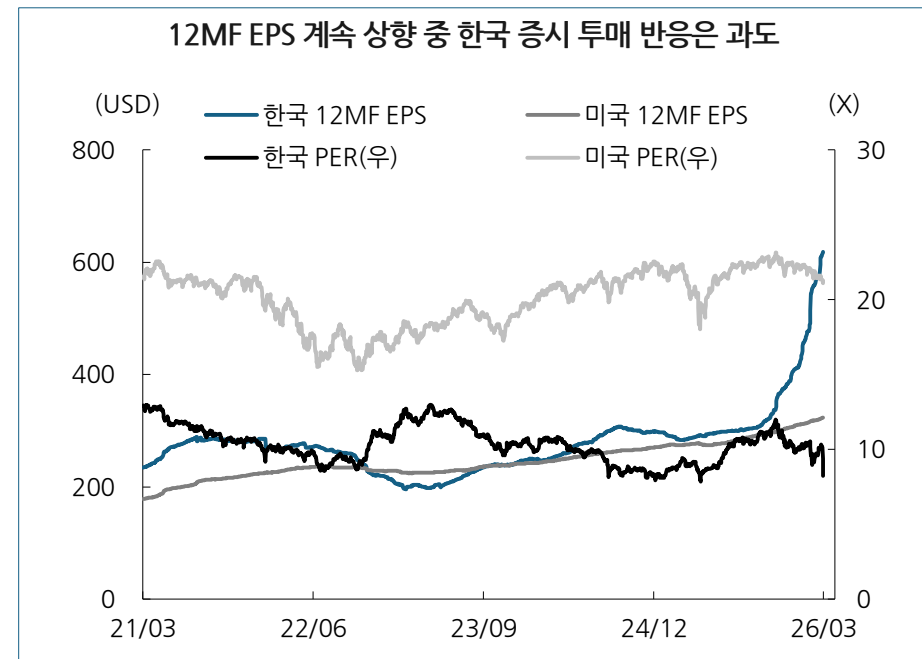
결국 변동성 속 생존 경쟁에서 살아남을 기업이 하락 시 배팅하는 전략이 유효

▪ ETF 분석 시 장기적으로 살아남을 종목들은 많은 ETF에 포함되어 있으며 수익률 과민반응, 과다상승 등 현상에 노출

- 이러한 비효율성을 활용하려는 자세가 필요하며 급등하더라도 비중유지나 리밸런싱을 위해 편출 되는 것은 수익률에 큰 영향이 없기 때문에 낙폭이 과도하면 매수 시 큰 수익가능
- 한국에서 이러한 주제에 관련된 기업은 대부분 대기업이라 부도 등 이슈가 터질 가능성도 낮으며 이익 전망치도 계속 상향되고 있어 펀더멘탈 측면에서도 받쳐줌
- 이러한 AI 섹터가 최근 쉬어가고 있는 것은 맞지만 추세적으로 하락하고 것은 아니며 동사 전망으로는 불확실한 매크로 상황으로 인하여 계속 영향을 받고 변동성이 있겠지만 계속 살아남을 테마라고 판단(양형모 - 냉전과 버블 사이 참고)
- 따라서 변동성 발생 시 과소 과대 반응을 예상하여 대응하는 전략적인 대응이 필요할 것이라고 생각함



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

향후 제시될 수 있는 리스크 : 유동성 경색과 인식의 전염

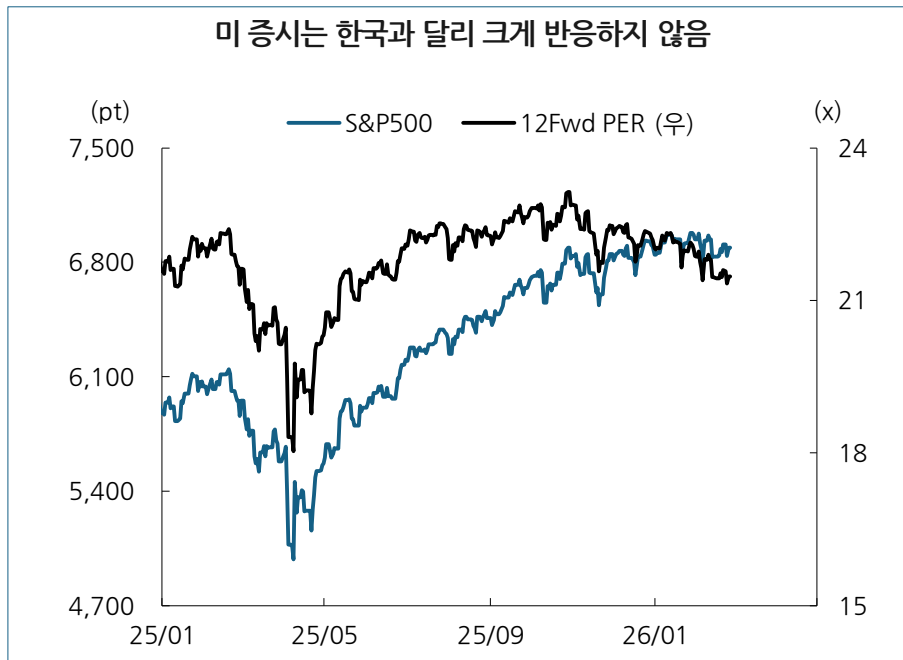
■ 앞으로 미국에서는 유동성 관련 리스크가 제기될 수 있으며 시장이 비효율적으로 반응할 수 있다고 생각함

1) 미국 내 정책 유동성 공급과 물가 안정 목표의 충돌 우려 : 금리인하를 통한 유동성 공급을 기대하고 있는 사모시장 안정성 영향 가능

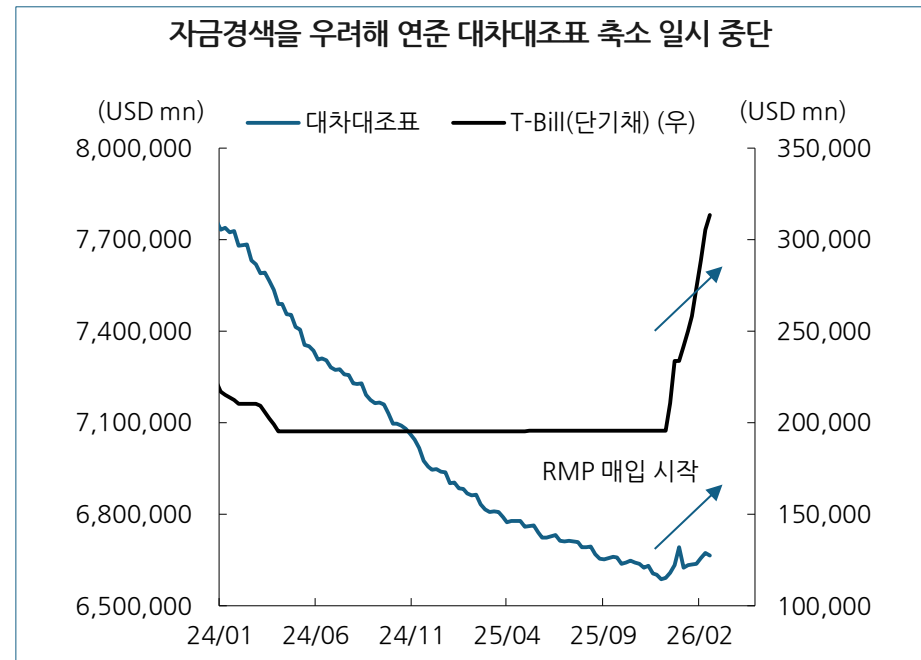
- 현재 미국 증시는 하반기 금리 인하와 TGA 잔고 방출이라는 기대에 의존하고 있음. 금리 인하가 지연될 경우 사모대출 시장의 자금경색을 촉발 가능
- 그러니 이것이 장기추세에 영향을 미치지 않을 것으로 보이기 때문에 과도한 하락 시 배팅을 확대하는 기회가 될 것으로 판단

2) 시장의 쏠림 현상과 AI 산업의 수익성과 같은 논란들이 불려올 '인식의 전염' 발생 가능함

- 국내 증시 잘되는 경우 자금 유입이 과도하게 발생하는 경향이 있으며 이로 인해 극단적인 가격 변동성에 노출될 수 있음
- AI 산업의 성장성과 별개로, 수급차원에서 단기적인 문제가 발생하는 것으로 개별 리스크 사례들이 시장에 노출될 때마다 시장 변동성 확대될 가능성이 큼
- 극단적인 하락 경험을 통해 이러한 공포가 확산되는 인식의 전염 현상을 통해 더 큰 영향을 불러오는 것을 경계할 필요 있음



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

Compliance Notice

Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정형기)
 - 동 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
 - 동 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.
-