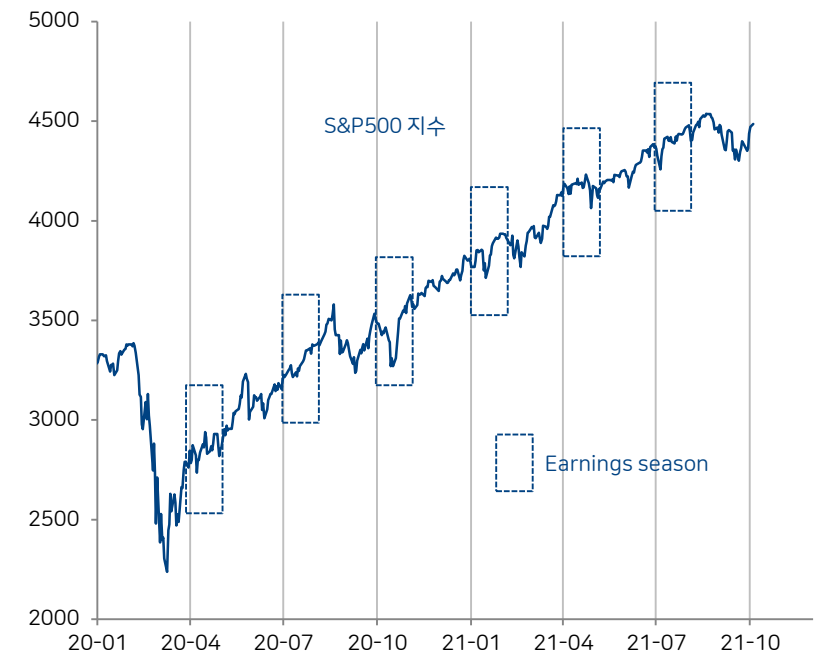


2021-10-20

## ETF Wave 베어 마켓 랠리의 배경

- 당사는 ETF fundflow를 분석하여 Asset allocation, Country selection, Sector & Style 등 기본적인 투자전략이 어떻게 전개되고 있는지 파악하고 있다
- 10월 둘째 주 변화를 정리하면 다음과 같다
  - 주식 vs 채권 : 글로벌 증시의 베어 마켓 랠리
  - EM vs DM : 이머징 마켓 저가 매수 지속
  - 민감 vs 방어 : 경기민감 강세, 리오프 대신 IT가 강세
  - 성장 vs 가치 : 어닝 시즌에는 성장주가 강세
  - 테마틱 : 카본, 여행/호텔 선호, 바이오텍 약세
  - 중소형 vs 대형 : 중소형주 선호, 상반기 언더퍼폼에 대한 반발 매수
  - 원자재 : 원자재 전반 강세, 천연가스, 석탄, BDI 등 진정
- 최근 나타나고 있는 글로벌 랠리는 ① 어닝 시즌의 시작, ② 코로나19 감염자수의 감소, ③ 인플레이션 위험 요인의 진정 등이 배경인 것으로 판단된다
- 중국의 경제 지표가 둔화되고 있는데, 시장이 이를 '이 정도면 부양책이 나오겠지'라고 해석하기 시작한 것도 이번 반등 랠리의 동력이라고 본다. 당분간 이러한 베어 마켓 랠리가 진행될 전망이다

최근 미국 증시가 반등하고 있는 몇 가지 이유중의 하나가 어닝 시즌의 시작이다. 미국은 코로나19가 발생한 이후 '20년 2분기부터 계속 Earnings surprise가 발생했고, 그 기간 동안 주가가 항상 좋았기 때문이다

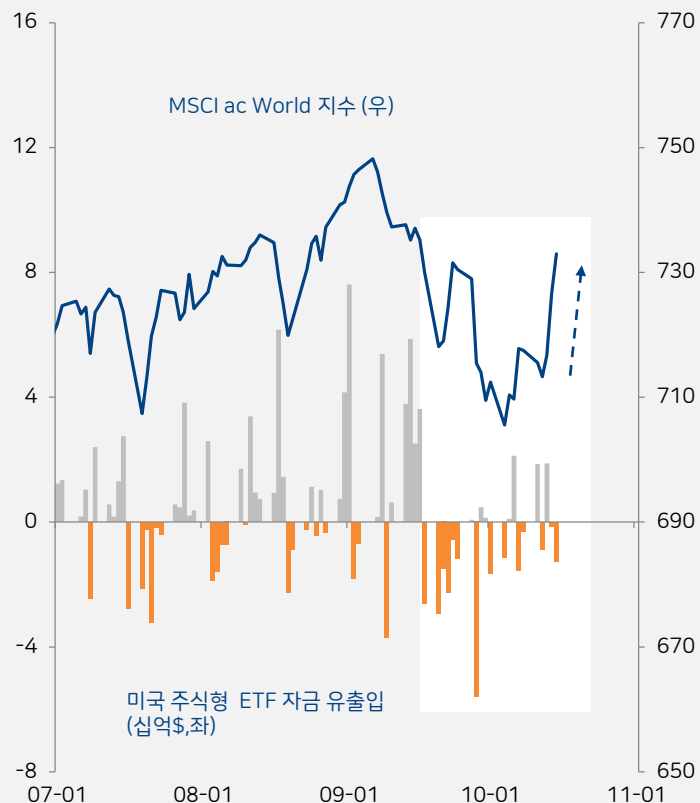


\* 세로 눈금선은 Earnings season이 시작되는 매분기 첫달 15일을 의미함

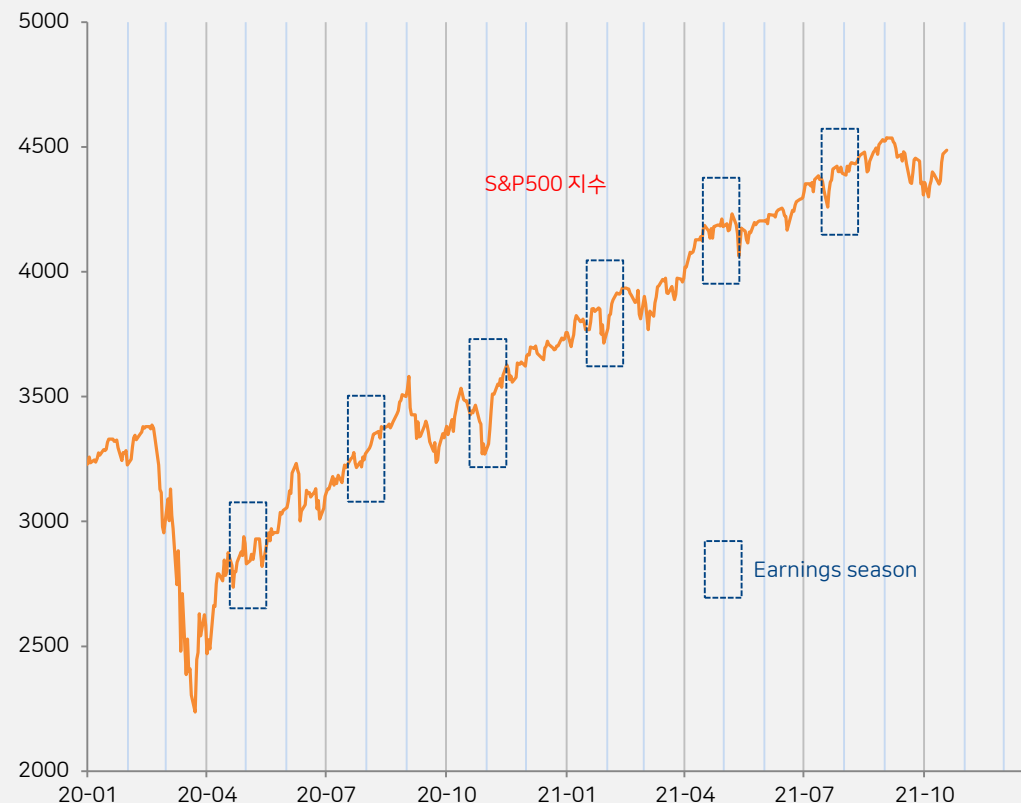
# 1. 주식 vs 채권 ① 반등의 동력 : Earnings season의 학습효과

- 하락하던 글로벌 증시가 10월 들어 뚜렷한 반등세를 보이고 있다. 지난 9월 17일 중국 헝다 쇼크가 터진 이후 미국에 상장된 주요 주식형 ETF에서 자금 유출이 지속되고 있으나 증시의 반등세는 이러한 자금 유출에 비해 생각보다 강한 모습이다
- 당사는 글로벌 증시가 반등하는 이유를 세 가지로 보고 있는데, 그 중 첫 번째를 Earnings season의 시작으로 보고 있다. 미국의 경우 코로나19가 터진 이후 '20년 2분기 부터 계속 Earnings surprise가 발생했고 그 때마다 주가가 좋았기 때문이다. 이번 반등 역시 이를 학습한 결과가 영향을 미치고 있다고 본다

1 9월17일 중국 헝다 쇼크가 발생한 이후 미국 주요 주식형 ETF에서 자금 유출이 지속되고 있으나, 글로벌 증시는 최근 들어 강한 반등세가 나타나고 있다



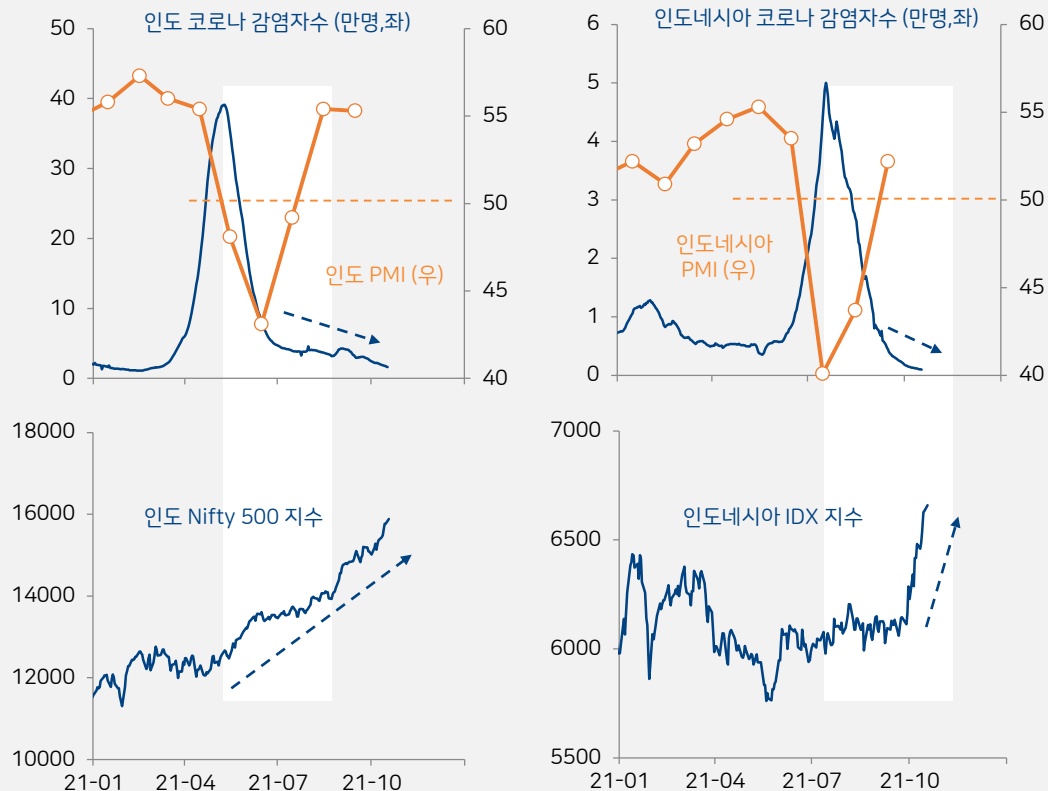
2 당사는 이번 반등이 나타난 첫번째 이유를 Earnings season의 시작으로 보고 있다. S&P500 기업 기준으로 볼 때 코로나19가 터진 이후 계속 positive surprise가 있었고, 이 시기 동안 미국 주가가 나쁘지 않았음을 투자자들이 알고 있다는 뜻이다



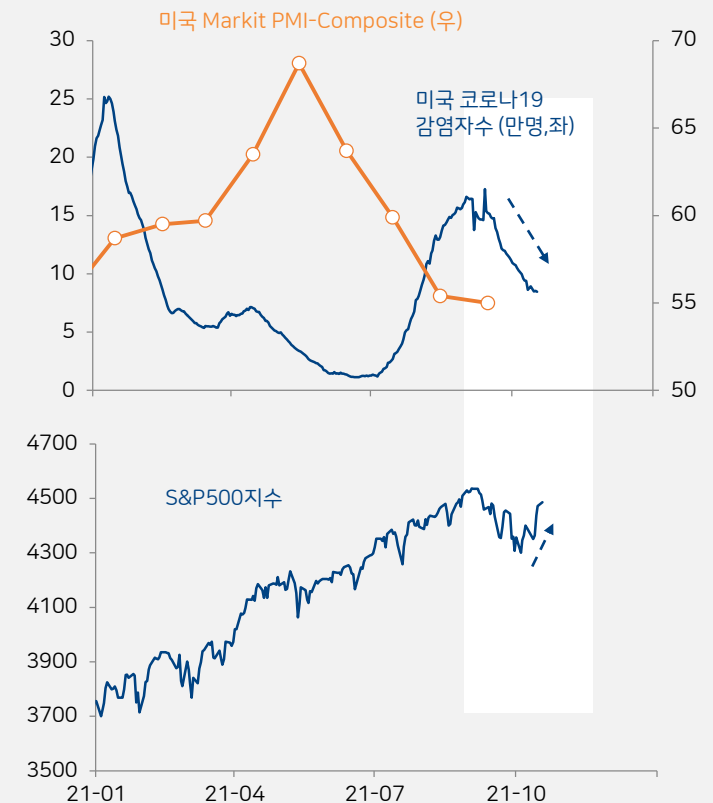
## ② 반등의 동력 : 코로나19 감염자수의 감소

- 당사는 이번 반등의 두 번째 요인이 코로나19 감염자수의 감소와 그에 따른 경기 지표의 회복 기대감이라고 보고 있다
- 이를 보여주는 전형적인 나라가 인도와 인도네시아다. 이 두 나라를 보면 '코로나19 감염자수의 진정 → PMI의 반등 → 주가 상승'의 과정을 보여주고 있다
- 최근 미국의 감염자수가 계속 줄어들고 있는데, 이것이 향후 미국의 경기 지표가 더 둔화되지 않거나 반등할 수 있다는 기대감을 주고 있는 것으로 판단된다

3 이번 반등의 두 번째 요인은 코로나19 감염자수의 감소와 그에 따른 경기 반등이다. 인도와 인도네시아, 두 나라를 보면 전형적인 모습이 나타나고 있다. 인도는 5월, 인도네시아는 7월에 코로나 감염자수가 정점을 치고 내려갔는데, 이후 PMI가 50을 회복하였고 주가도 상승하였다



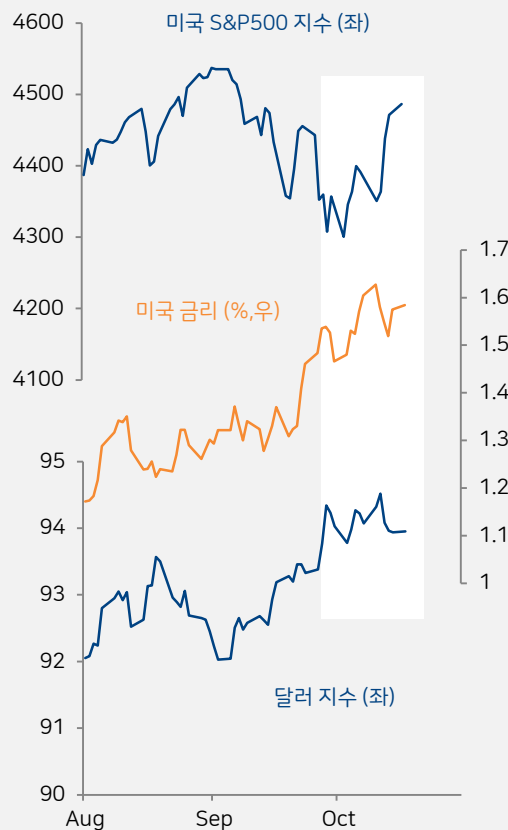
4 미국 역시 최근 코로나19 감염자수가 줄어들고 있기 때문에 향후 경기가 회복될 가능성이 있다는 점을 최근 증시가 반영하고 있는 것으로 판단된다



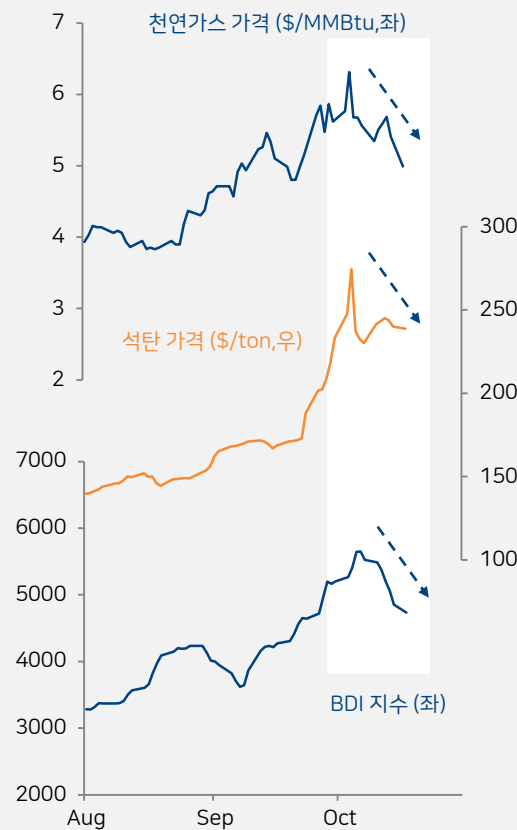
### ③ 반등의 동력 : 인플레이 및 금리 위협의 진정

- 이번 반등의 세 번째 요인은 인플레이 및 금리 위협의 진정이다. 즉, 10월 들어 글로벌 증시의 반등이 미국 금리와 달러의 상승세가 진정되면서 나타났기 때문이다
- 여기에는 시장을 가장 위협했던 인플레이 리스크와 연관된 가격 변수들의 하락이 한 몫 했다고 본다. 전력 요금과 관련된 천연가스, 석탄 가격의 하락, 글로벌 공급망의 병목 현상을 상징하는 BDI의 하락 등이 그것이다
- 그러나 당사는 인플레이 리스크와 가장 밀접한 유가와 금속가격의 상승이 계속되고 있어서 BEI가 최고치를 돌파하고 있음을 여전히 주목해야 한다고 보고 있다

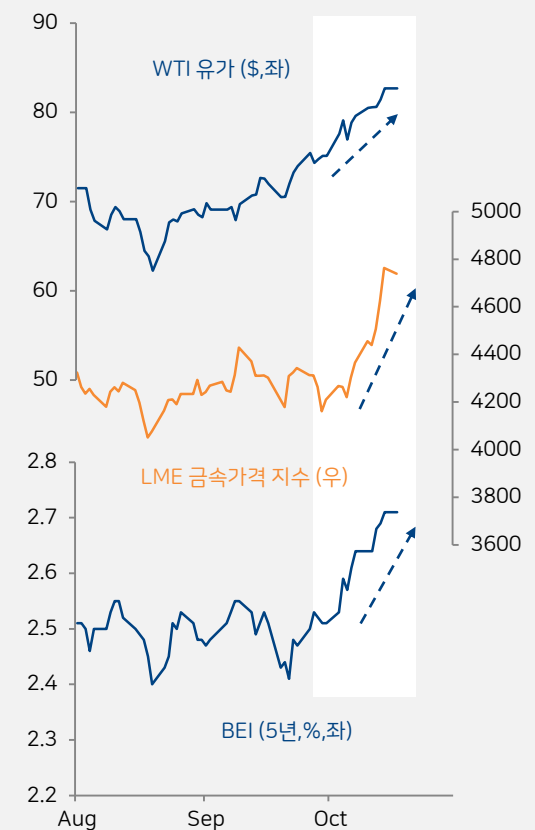
5 증시 반등의 세 번째 요인은 금리 위협의 진정이다. 10월 들어 금리와 달러의 상승이 진정된 이후 주가의 상승이 나타나고 있다



6 여기에는 그 동안 인플레이 리스크를 가져왔던 주요 가격 변수들의 진정이 기여했다고 본다



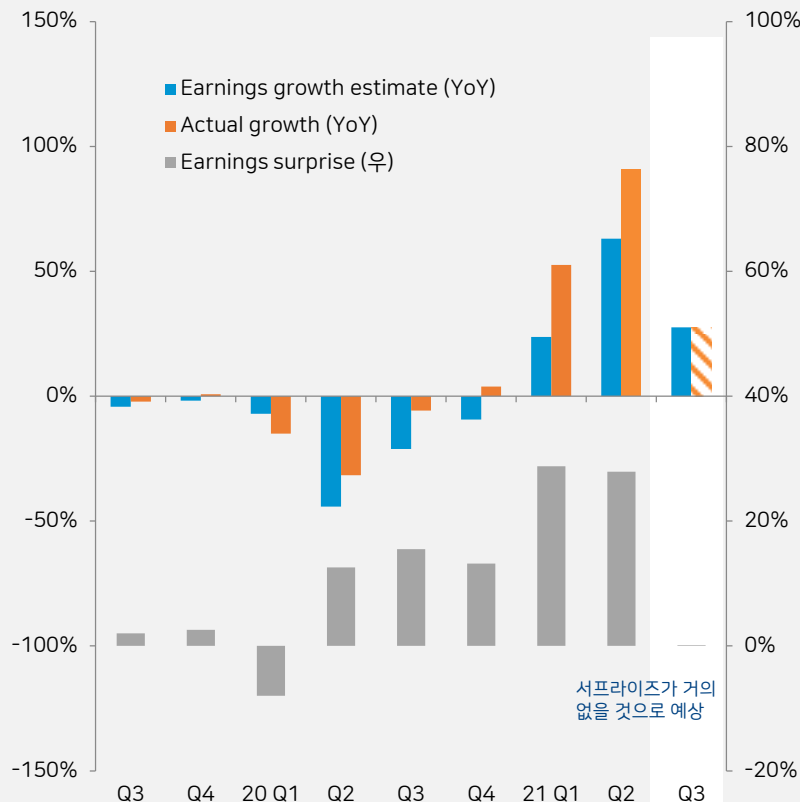
7 그러나 가장 핵심적인 유가, 그리고 구리 등 금속 가격의 상승이 계속되고 있어서 BEI가 최고치를 돌파하고 있음에 주목해야 한다



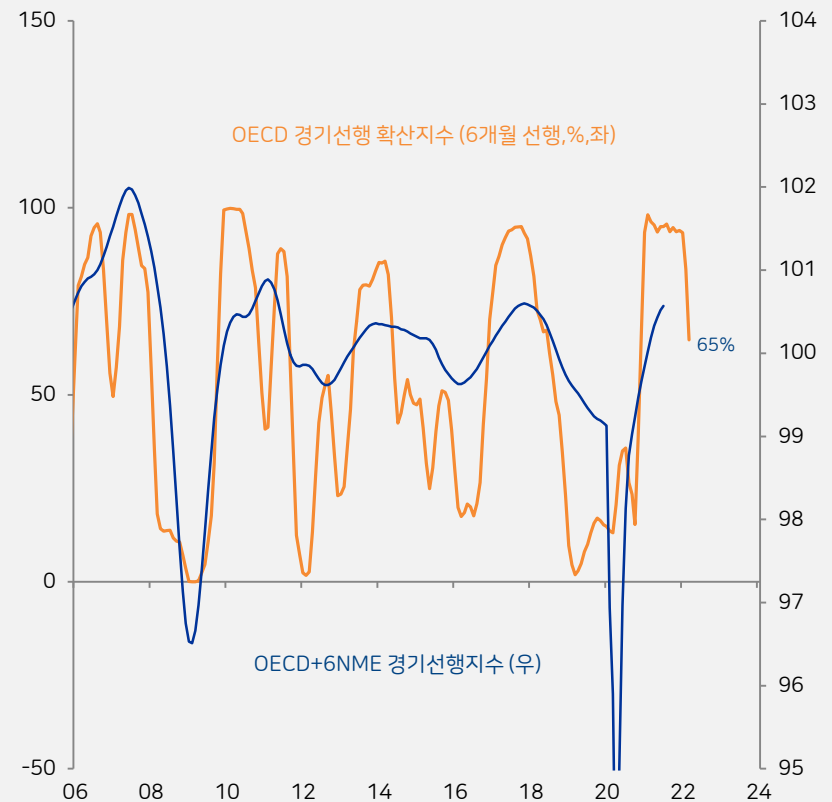
## 베어 마켓 랠리가 당분간 진행될 전망

- 당사는 미국의 코로나19 감염자수가 진정될 때부터 베어 마켓 랠리의 시작 가능성을 염두에 두어야 한다고 봤다. 이미 이러한 랠리가 10월 초부터 시작된 것으로 보인다. 그러나 이는 말 그대로 베어 마켓 랠리 관점에서 볼 필요가 있다. 이렇게 보는 가장 중요한 이유는 OECD 경기선행지수가 정점에 접근하고 있기 때문이다
- 최근 발표된 9월 선행지수를 보면 전달보다 하락한 국가들이 크게 늘어났고, 확산지수가 65%로 떨어졌다. 확산지수의 선행성을 감안하면 OECD 경기선행지수가 내년 1분기 안에 꺾일 것으로 보인다. 따라서 이번 KOSPI 랠리는 전고점 안에서 움직이는 랠리로 보아야 할 것이다

8 미국의 이번 21년 2Q 어닝 시즌은 코로나가 터진 이후 surprise가 가장 약할 것으로 전망되고 있다. 따라서 주가 반등에 도움이 되겠지만 한계가 있다고 본다



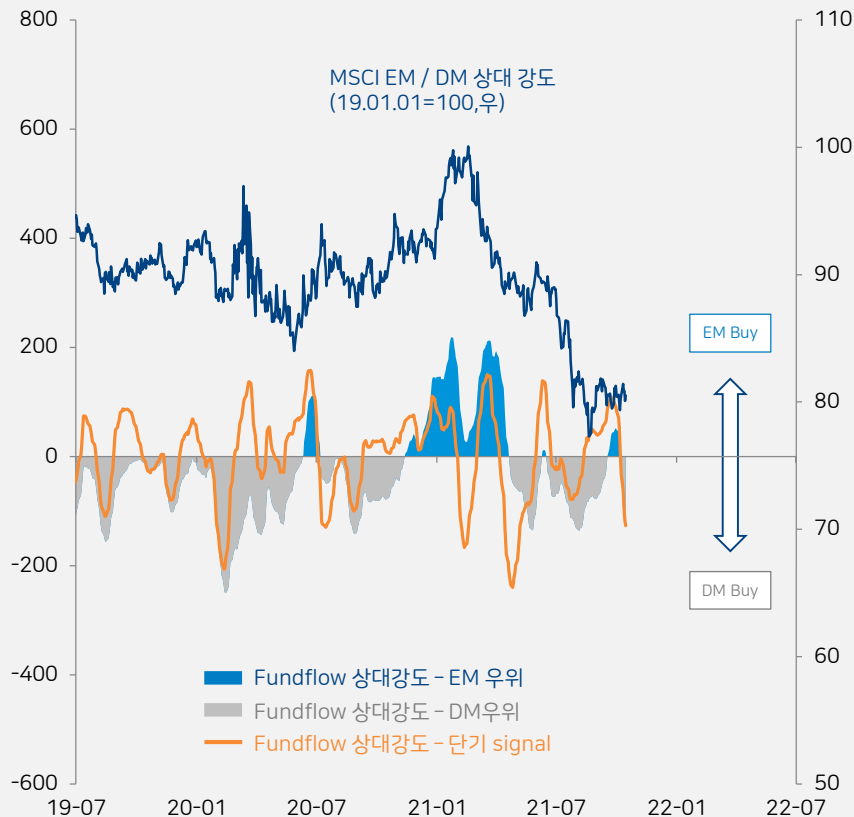
9 최근 발표된 9월 OECD 경기선행지수를 보면 전달보다 낮아진 국가들이 크게 늘어난 것으로 나타났다. 확산지수의 선행성으로 보면 내년 1분기에 OECD 경기선행지수가 꺾일 것으로 보인다



## 2. DM vs EM : 최근 일부 EM의 상승세는 놀라운 수준

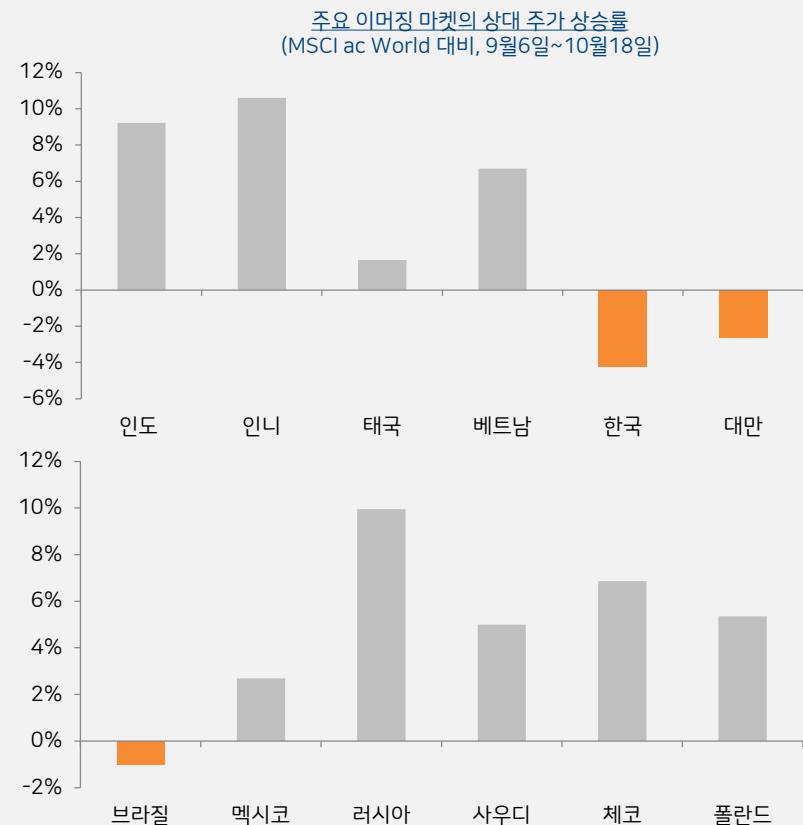
- 우리나라 증시가 유독 약세라서 이머징 마켓 전반이 약세라고 생각하는 투자자들이 많겠지만, 최근 많은 EM에서 강세 행진이 나타나고 있다
- 원자재 강세 수혜국 (러시아, 사우디아라비아), 코로나 진정국 (인도, 인도네시아, 베트남), 일부 동유럽국 (체코, 폴란드, 헝가리) 등 최근 EM은 다양한 이유로 랠리를 펼치고 있는 것이다. 글로벌 벤치마크를 언더하고 있는 나라는 한국, 대만, 브라질 등 몇 개 국에 불과한 정도이다
- 당사는 지난 9월17일 이후 나타난 EM의 ETF Wave 플러스 전환이 EM 저가 매수를 노린 자금 유입이라고 봤는데. 이러한 흐름이 지속되고 있다

10 지난 9월 17일 EM 관련 ETF로의 자금 유입 상대강도가 플러스 전환되면서 EM 저가 매수가 들어온 이후 그 흐름이 지속되고 있다



Fundflow 상대강도 : EM ETF fundflow의 3개월 유입 강도의 DM 대비 상대 강도,  
단기 signal : EM ETF fundflow의 1개월 유입 강도와 3개월 유입 강도의 차이. 이것의 DM 대비 상대강도

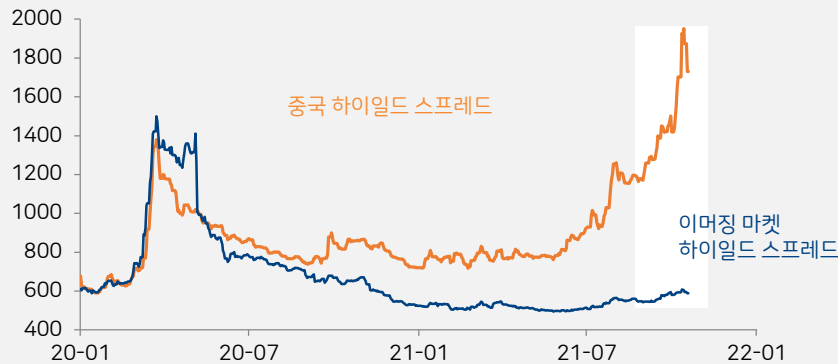
11 MSCI ac World지수가 고점을 친 9월6일 이후 주요 EM의 초과수익률을 보면 많은 EM 국가들의 증시가 강세를 보이고 있다. 일부 EM은 저가 매수 이상의 초강세를 보이고 있는 경우도 있다



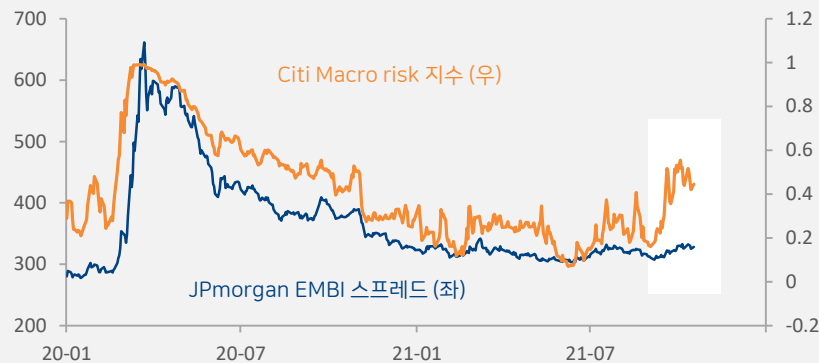
# 중국 헝다 리스크가 EM 전반으로 번지고 있지 않기 때문

- 최근 EM 반등의 원인은 헝다 쇼크 이후 중국의 크레딧 리스크가 이머징 마켓 전반으로 번지지 않았기 때문이다. 최근에는 중국의 크레딧 리스크 역시 완화되는 모습 보이고 있으며, Citi macro risk 지수와 함께 안정된 EMBI 스프레드 역시 이머징 마켓 국채와 환율이 문제가 없음을 보여주었다
- 시장은 최근 중국의 경제지표가 무너지는 것을 보면서 '이 정도면 부양책이 나오겠지'라는 쪽으로 해석하기 시작한 것으로 보인다. 중국의 리커창 지수가 빠른 속도로 하락하고 있기 때문에 경제성장률이 예상치를 계속 하회할 가능성이 있기 때문이다

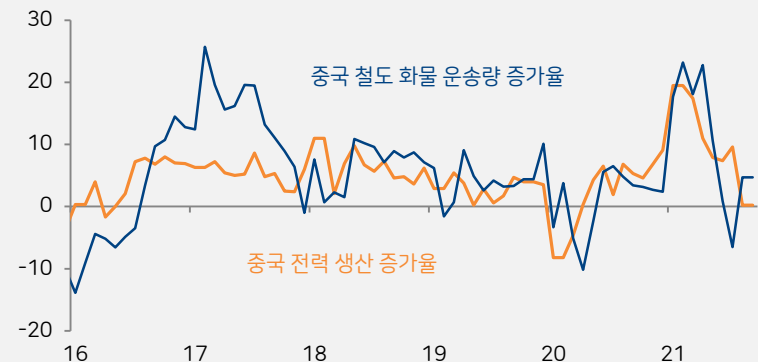
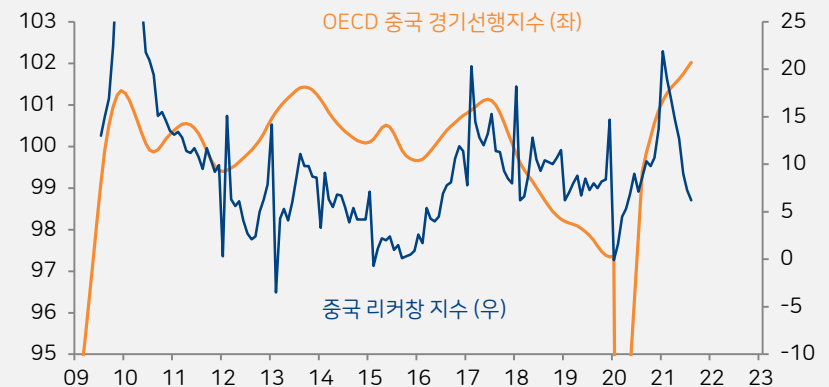
12 이번 헝다 쇼크 이후 EM 증시가 크게 흔들리지 않은 것은 중국의 크레딧 리스크가 이머징 마켓 전반으로 번지지 않았기 때문인 것으로 판단된다



13 EMBI 스프레드가 안정적인 것을 보면 이머징 마켓 국채와 환율 시장에 큰 문제가 없었던 것으로 평가된다



14 시장은 최근 중국 경제지표가 무너지는 것을 보면서 '이 정도면 부양책이 나오겠지'라는 쪽으로 해석하기 시작한 것으로 보인다. 악재를 호재로 해석하는 것이다



## DM vs EM : EM 저가 매수 지속중

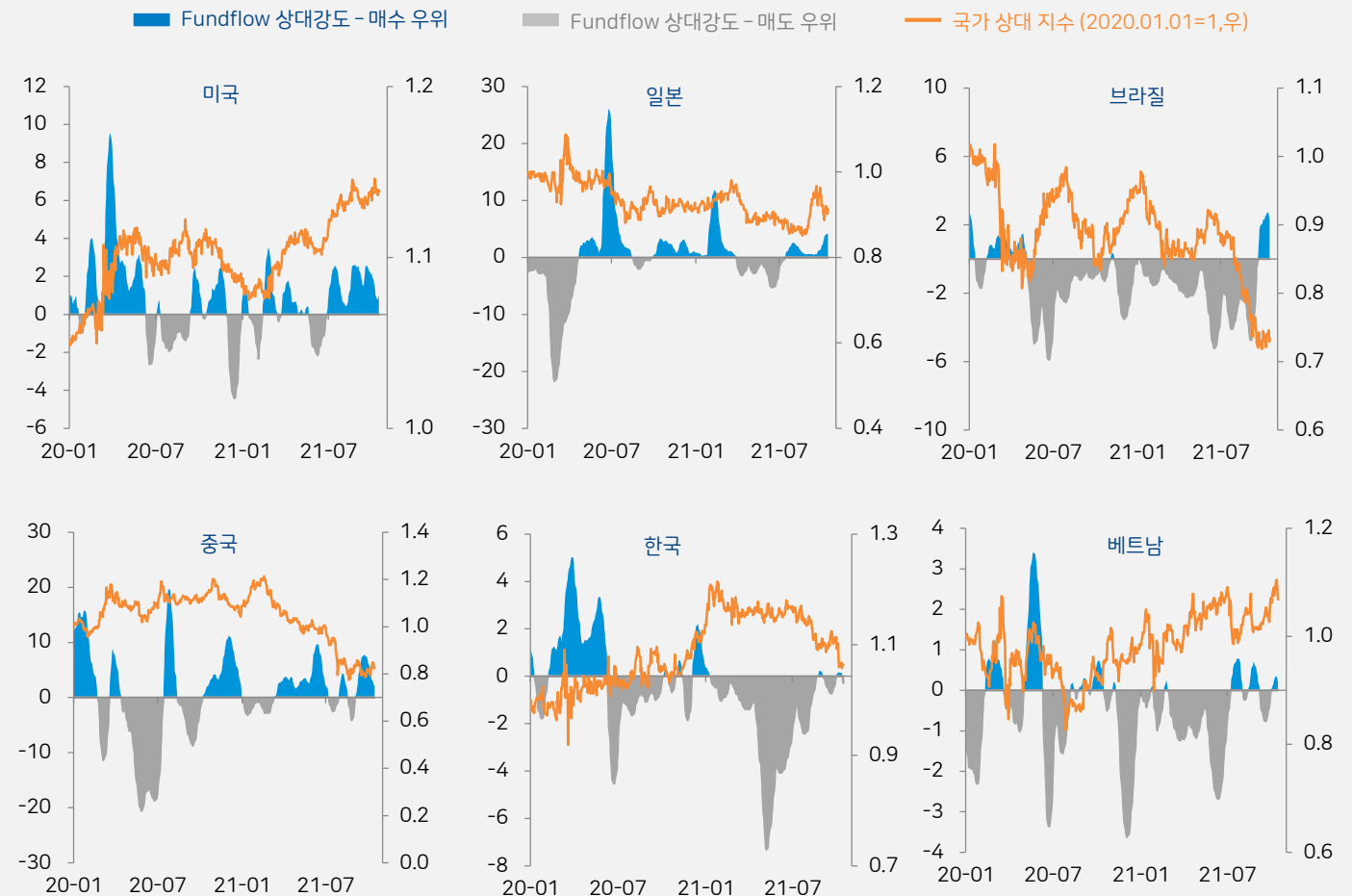
- 여전히 선진국 증시가 선호되고 있다. 미국 선호가 주춤한 한편, 일본에 대한 매수세는 강화되었다
- 중국, 브라질 등 일부 EM에 대한 저가 매수흐름이 이어지고 있다. 우리나라 ETF WAVE는 다시 마이너스 반전되었다

15 미국이 소폭 주춤했지만, 여전히 선진국 증시가 선호되고 있다. 중국, 브라질 등 일부 EM에 대한 저가 매수 자금이 유입되고 있다

지역	A	B
DM	0.7	0.1
US	1.0	-1.8
EAFE	1.1	0.7
일본	4.0	2.3
유럽	0.1	-0.7
독일	0.8	0.1
영국	-2.3	-0.6
프랑스	-1.9	-0.1
EM	0.1	-1.2
아시아(일본제외)	-0.7	-0.3
한국	-0.3	-0.7
중국	2.0	-4.9
중국 테크	4.1	-6.3
대만	-2.2	-2.4
인도	0.0	0.6
베트남	0.2	-0.1
남미	-1.1	1.4
브라질	2.3	1.4
멕시코	-5.7	-2.4
러시아	-2.1	2.4

A : 지역 ETF fundflow의 3개월 유입 강도의 글로벌 대비 상대 강도

B : 지역 ETF fundflow의 1개월 유입 강도와 3개월 유입 강도의 차이. 이것의 글로벌 대비 상대 강도



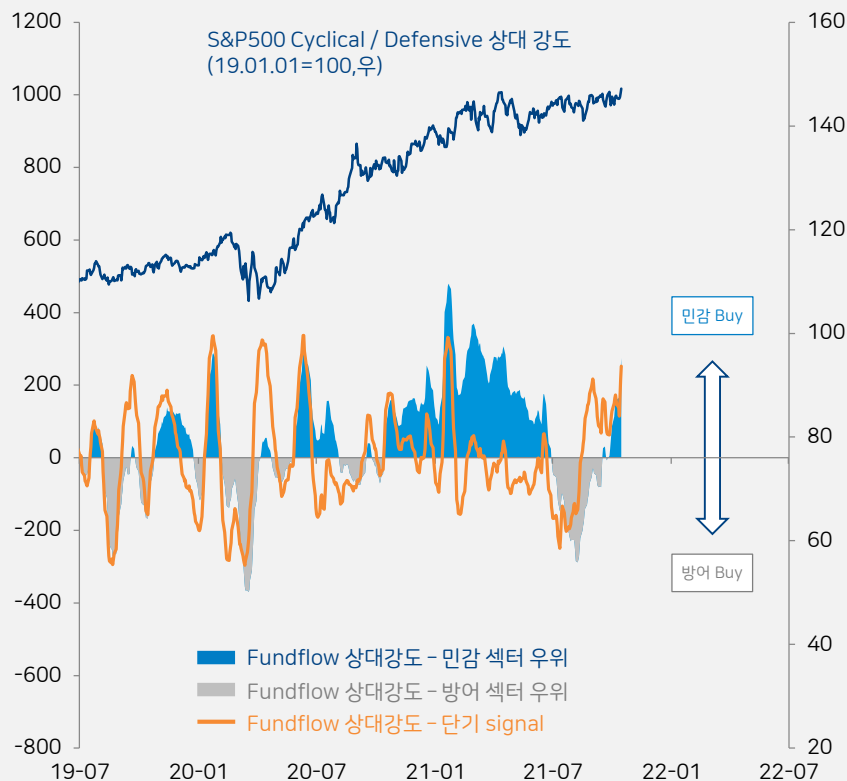


### 3. 민감 vs 방어 : 여전히 민감주, 리오프 대신 IT가 강세

- 지난 6월말 이후 2달 이상 방어주에 쏠렸던 ETF 자금들이 9월 후반부터 경기민감주로 다시 이동하였다. 이 때부터 시장의 조정이 발생했음에도 불구하고 민감주로의 자금이동이 강화된 것이다. 당사는 이러한 자금 이동이 에너지, 금융, 리오프 업종 등 가치주 범주의 경기민감주를 사기 위한 이동이라고 판단해 왔다
- 그러나 최근에는 이들 업종에서 리오프 업종의 강세가 약화되고 있고, 이에 반해 IT 업종이 강세를 보이기 시작하였다. 이는 어닝 시즌이 시작되었기 때문인 것으로 보인다. 당사는 어닝 시즌 동안 이러한 흐름이 지속될 것으로 보고 있다

16

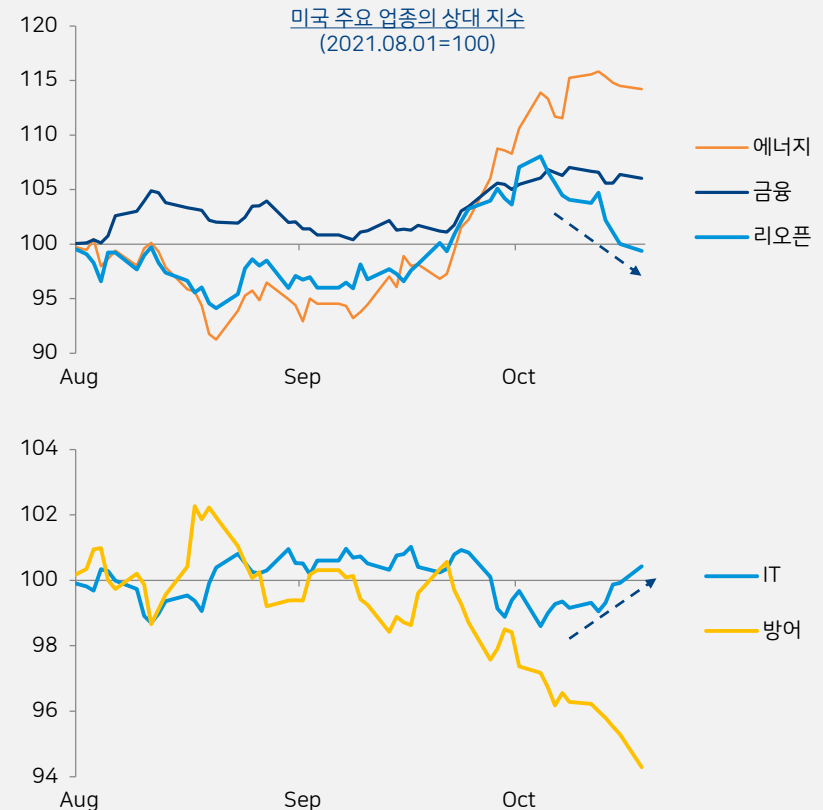
경기민감주에 대한 자금이동이 강화되었다. 미국 코로나 감염자수 감소와 함께 인플레이션 위험이 완화되면서 가치주 범주인 이들 수혜 업종에 대한 자금 유입 지속되었기 때문으로 판단된다



Fundflow 상대강도 : 경기민감 ETF fundflow의 3개월 유입 강도의 경기방어 대비 상대 강도,  
단기 signal : 경기민감 ETF fundflow의 1개월 유입 강도와 3개월 유입 강도의 차이. 이것의 경기방어 대비 상대강도

17

미국 코로나 감염자수 감소에도 불구하고 리오프 업종 강세가 약화된 한편, IT 업종은 강세를 보이기 시작했다. 이는 실적시즌 동안 IT는 높은 실적이 기대되는 한편, 리오프는 낮은 실적에 대한 우려가 반영되고 있기 때문으로 보인다



## 민감 vs 방어 : 경기민감주로의 자금 유입 뚜렷

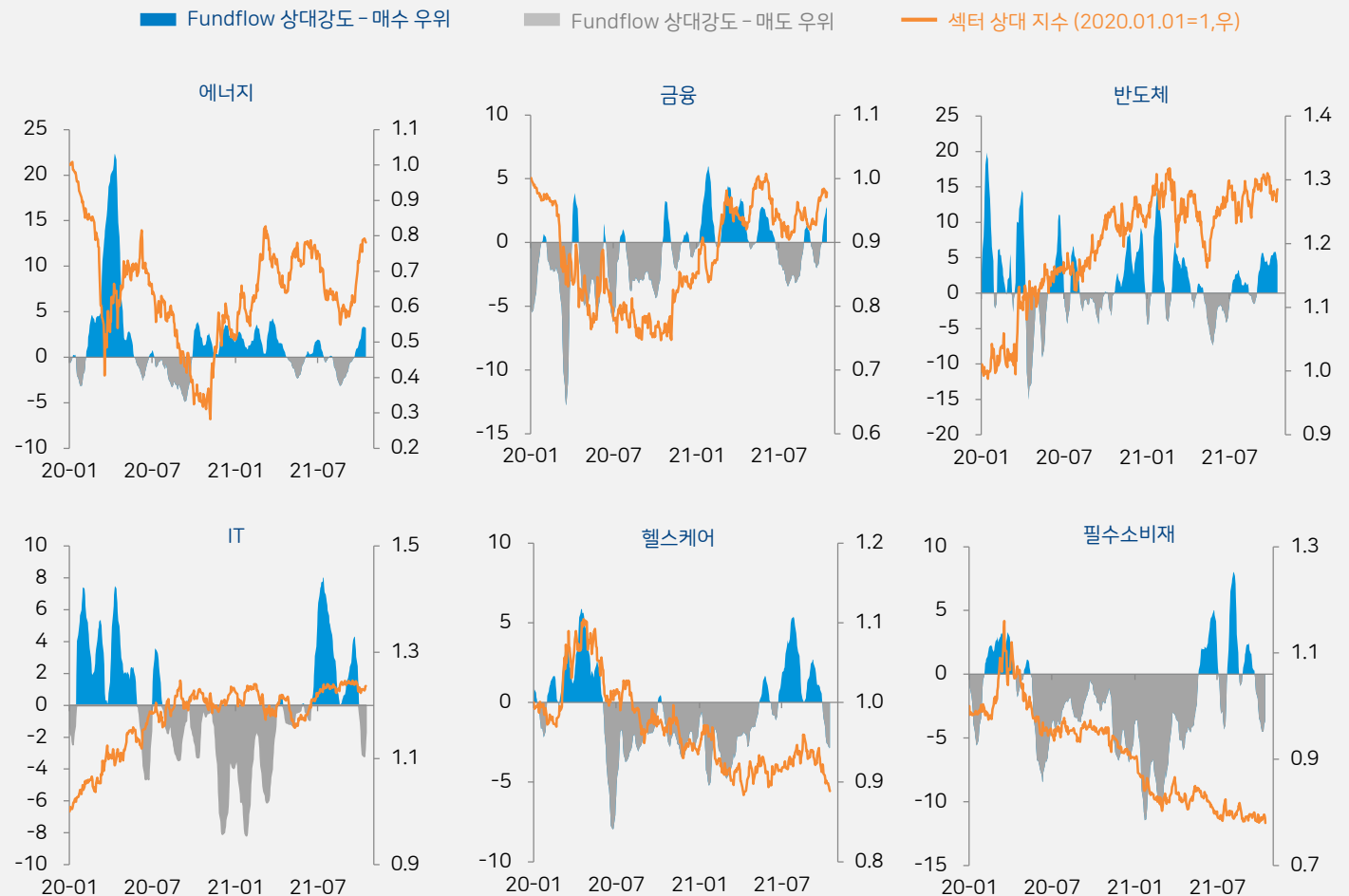
- 섹터 ETF WAVE를 보면 에너지, 금융 등 민감주로의 자금 유입이 강세를 보이고 있는 한편, 필수소비재, 헬스케어, 유틸리티, 통신 등 방어 업종은 부진한 모습이다
- 한편, IT 성장주에 대한 자금 유출이 이어지고 있지만, 주가는 상승 반전했다. 실적 시즌 기대감 속 반도체 업종 중심으로 유입된 자금이 주가 상승을 견인한 것으로 보인다

18 에너지, 금융 등 민감주로의 자금 유입이 강하다. IT로의 자금 유출은 여전하지만, 실적 시즌 기대감 속 반도체 중심으로 자금이 유입되고 있다

섹터	A	B
에너지	3.2	3.0
소재	-4.5	-2.0
철강	1.3	7.7
산업	-0.7	2.2
경기 소비재	0.1	0.2
필수 소비재	-3.5	-1.7
헬스케어	-2.8	-3.0
금융	2.8	4.0
은행	8.2	9.0
IT	-1.7	-2.9
반도체	3.9	-1.0
인터넷	-3.8	-2.1
통신 서비스	-0.5	-2.2
유틸리티	-1.7	-0.4
부동산	-0.4	-0.4

A : 섹터 ETF fundflow의 3개월 유입 강도의 시장 대비 상대 강도

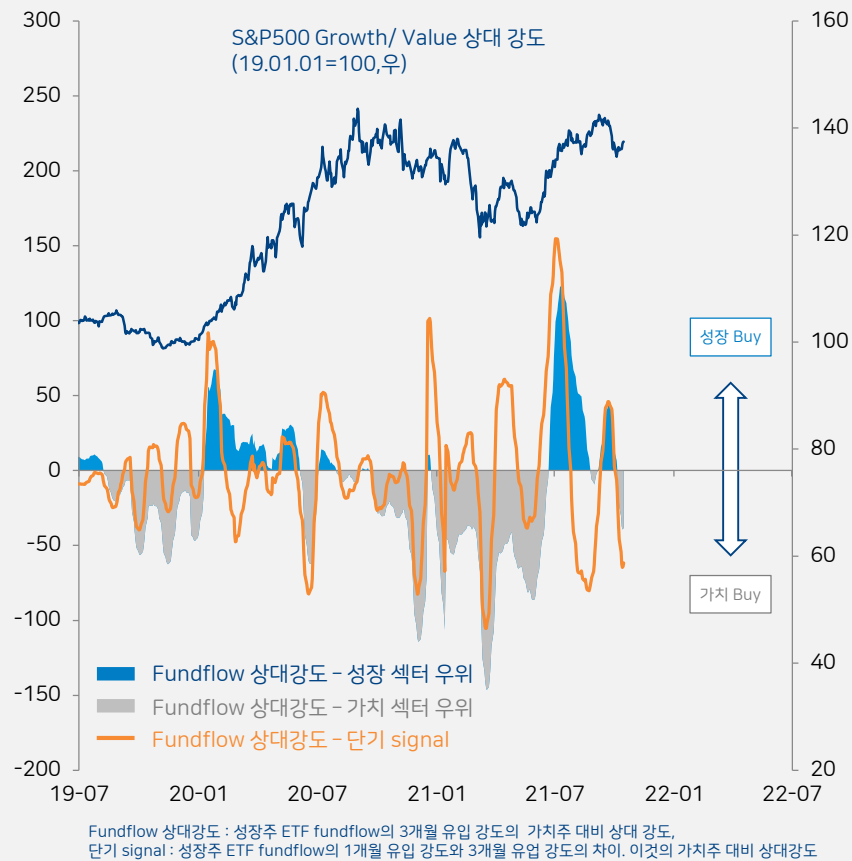
B : 섹터 ETF fundflow의 1개월 유입 강도와 3개월 유입 강도의 차이. 이것의 시장 대비 상대강도



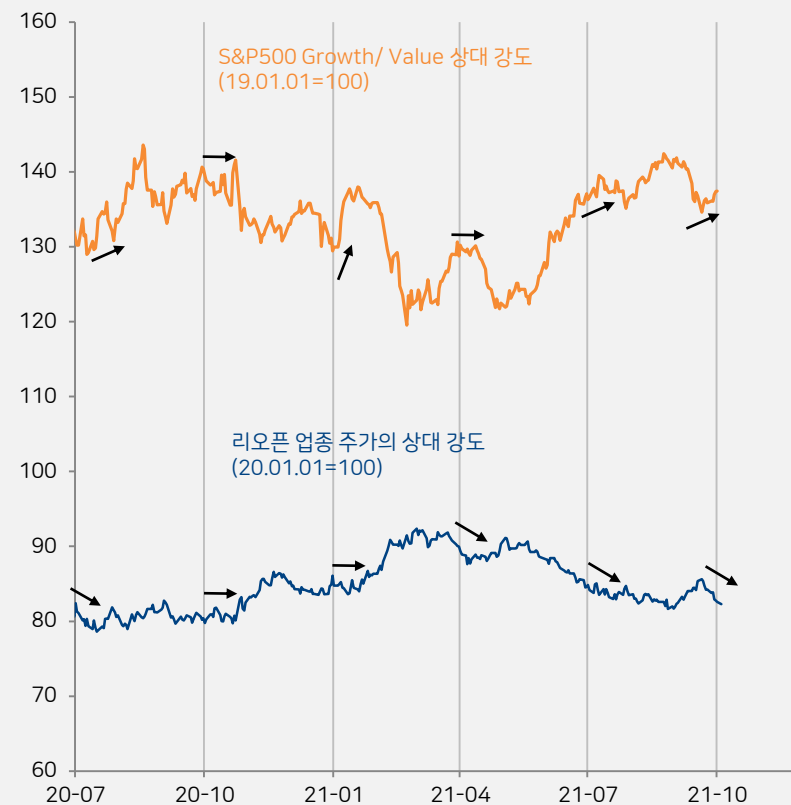
## 4. 성장 vs 가치 : 어닝 시즌에는 성장주

- ETF wave로 볼 때 지난 7월 이후 성장주로 쏠렸던 자금들이 다시 가치주로 이동하고 있다. 이는 시장의 주도 섹터가 에너지, 금융, 리오프 등 가치주 범주의 업종들이기 때문인 것으로 판단된다. 또한 최근 금리가 상승하면서 성장주를 피하기 위한 이동이었던 것으로 보인다
- 그러나 당사는 어닝 시즌의 영향으로 일시적이거나 성장주의 강세가 나타날 수 있다고 보고 있다. 이는 주도 업종 중에 리오프와 같이 아직 뚜렷한 실적 회복을 이루지 못한 업종들의 주가가 상대적 약세를 보일 수 있기 때문이다. 이에 반해 주요 성장주의 실적은 2분기에도 좋았을 것으로 예상되고 있다

19 지난 번 자료에서 금리 상승에도 불구하고 성장주에 자금 유입이 나타나 의아했는데, 9월 말 이후 가치 스타일로 급격한 자금흐름의 변화가 관찰되었다



20 에너지와 금융 등 가치주 범주의 경기민감주가 강세를 보이는 상황이지만, 어닝 시즌이 되면 항상 리오프 업종의 강세가 약화되었다. 이들의 실적이 항상 실망스러웠기 때문인데, 이번 시즌에는 어떻게 지켜볼 필요가 있다



# 성장 vs 가치 內 테마틱 ETF : 카본, 리오프 선호

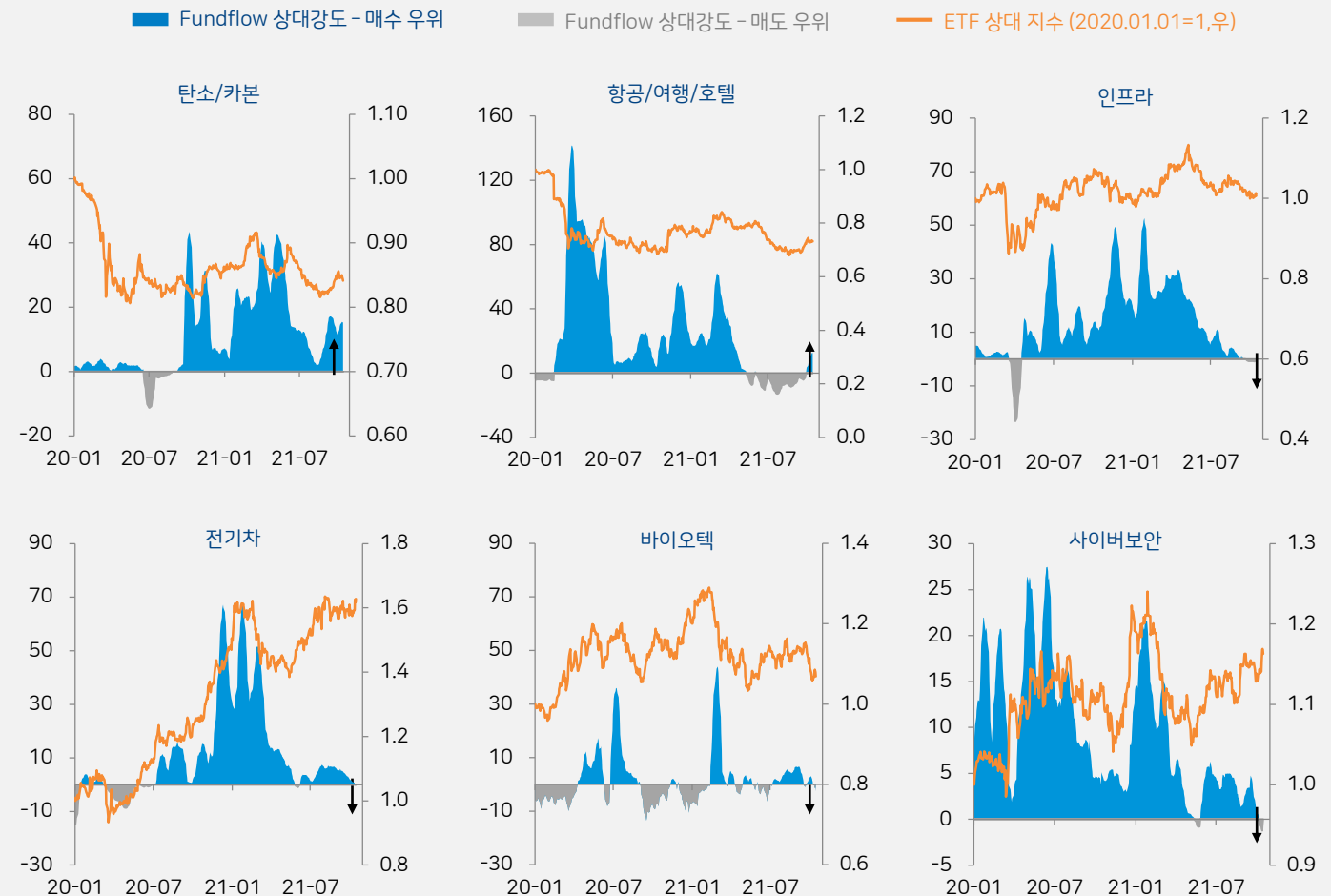
- 테마틱 ETF를 분석한 결과, 탄소/카본 관련 ETF에 대한 자금 유입은 여전히 강한 것으로 나타났다. 리오프 업종에 대한 ETF WAVE가 비교적 큰 폭 상승 반전한 것은 주목할 필요가 있다. 여타 ETF에 대한 자금 유입은 대체로 부진한 모습이다

21 성장주와 가치주 내에 여러 테마틱 ETF를 분석한 결과 탄소/카본, 항공/여행/호텔 관련 ETF에 대한 선호가 강한 것으로 나타났다

섹터	A	B
탄소/카본	15.1	-0.9
항공/여행/호텔	12.5	13.5
사이버보안	0.1	-2.1
블록체인	0.1	-0.9
전기차	-0.1	-3.4
인프라	-0.3	0.2
클라우드	-0.7	1.4
혁신기업	-1.2	-1.6
로봇/AI	-2.5	-2.0
바이오텍	-2.5	-5.0
홈빌더	-3.0	-0.8
5G	-3.2	-2.9
우주	-3.7	1.0
핀테크	-3.7	-1.0
FAANG	-4.6	-2.4
신재생	-5.9	-5.2
자율주행	-6.2	-4.4
이커머스	-7.2	-3.6

A : 테마틱 ETF fundflow의 3개월 유입 강도의 시장대비 상대 강도

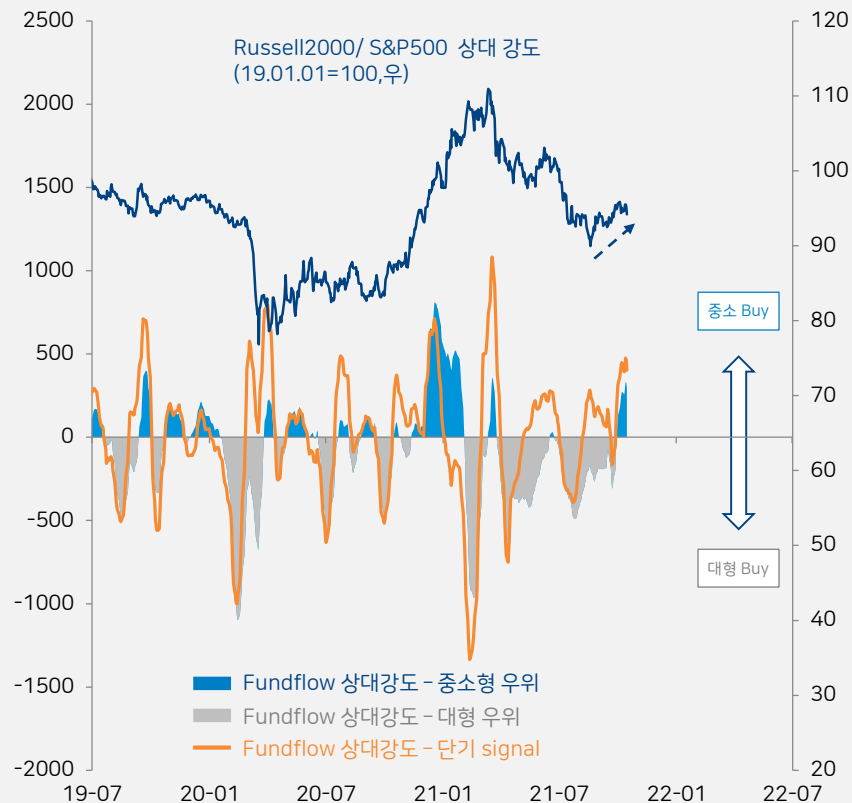
B : 테마틱 ETF fundflow의 1개월 유입 강도와 3개월 유입 강도의 차이. 이것의 시장 대비 상대강도



## 5. 중소형 vs 대형 : 중소형주 선호로 반전

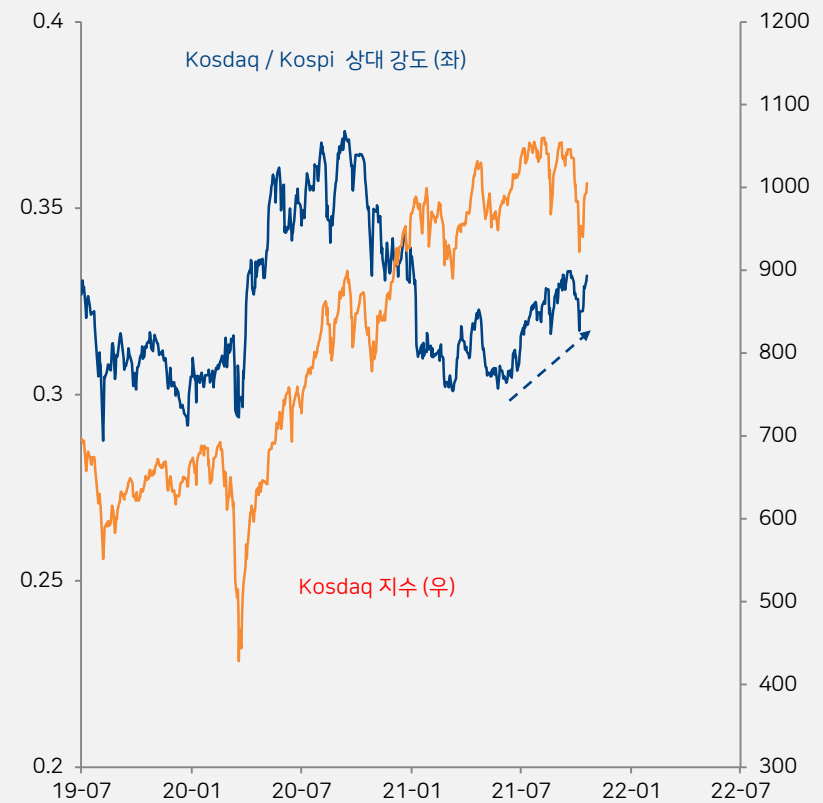
- 최근 2주에 걸쳐 중소형주 관련 ETF로의 자금 유입이 대형주보다 강해졌다. 이는 올해 들어 거의 처음 발생한 것인데, 최근 증시가 반등하고 있다고 해도 여러 위험이 내재된 상황을 감안할 때 특이한 현상이라고 판단된다. 우리는 이것이 상반기 동안 Russell2000이 과도하게 언더퍼폼한 것에 대한 반발 매수로 보고 있다
- 이러한 현상은 우리나라에서도 나타나고 있다. Kosdaq의 KOSPI 대비 상대 강도가 다시 우상향하기 시작한 것이다. 우리는 이 역시 바이오, IT S/W, 배터리 등 코스닥의 시가총액 상위 성장주들이 과도하게 하락한 것에 대한 반발 매수로 보고 있다

22 최근 2주간 중소형주의 우위로 자금 흐름이 반전되었다. 당사는 이것이 상반기 동안 Russell2000이 과도하게 언더퍼폼한 것에 대한 반발 매수로 보고 있다



Fundflow 상대강도 : 중소형 ETF fundflow의 3개월 유입 강도의 대형주 대비 상대 강도.  
단기 signal : 중소형 ETF fundflow의 1개월 유입 강도와 3개월 유입 강도의 차이. 이것의 대형주 대비 상대강도

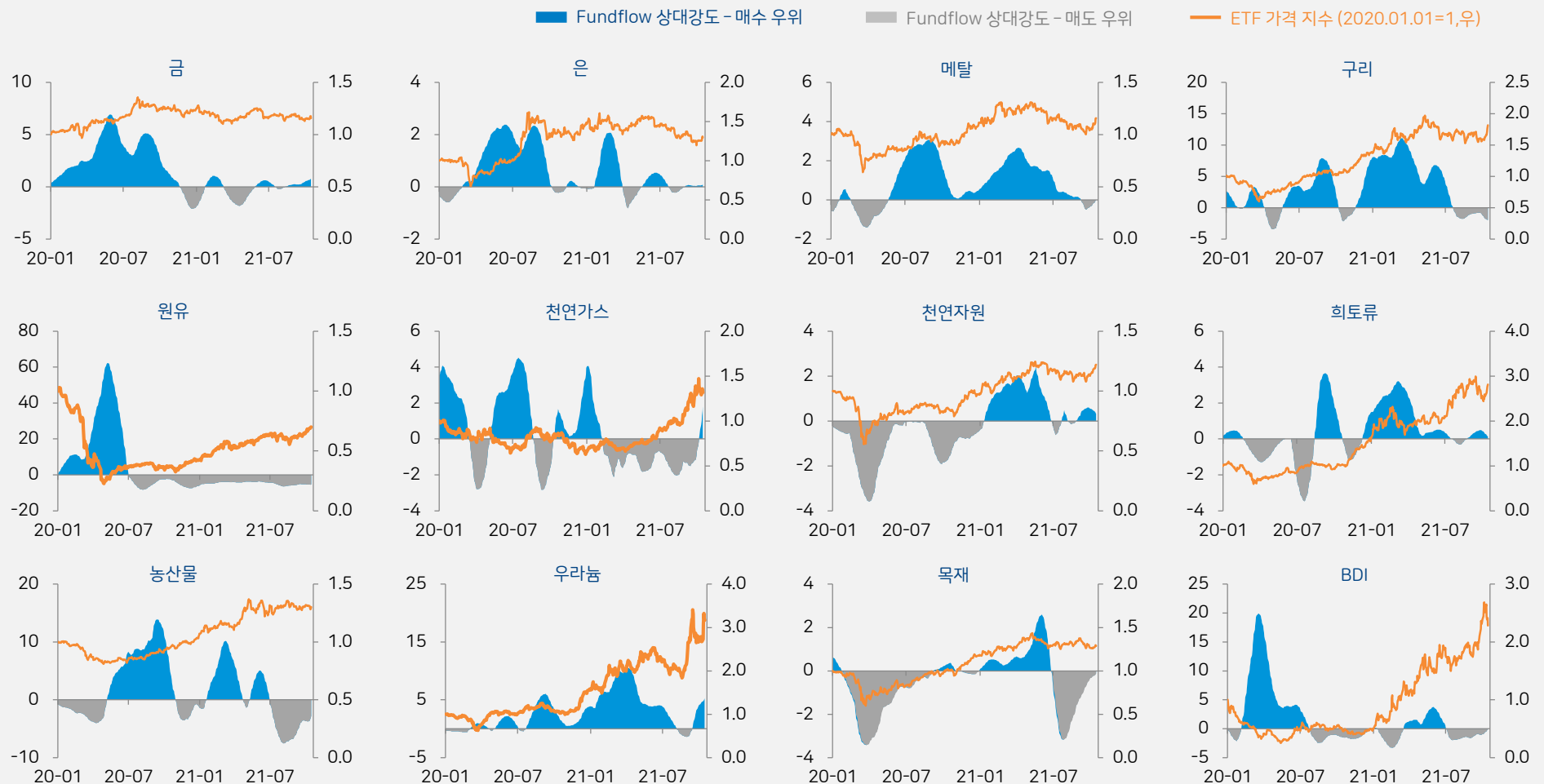
23 이러한 현상이 우리나라에서도 나타나고 있다. KOSDAQ의 KOSPI 대비 상대강도가 우상향하기 시작한 것이다.



## 6. 원자재 : 원자재 전반 강세

- 품목별로 차별화를 보이던 원자재 전반이 상승하고 있다. 유가 상승이 이를 견인하고 있으며, 천연가스 급등세 진정과 하락전환한 BDI가 긍정적으로 작용한 것으로 보인다. 원자력 발전 부각에 따른 최근 우라늄 급반등에 주목할 필요가 있다

24 유가 상승세 지속과 함께 품목별로 차별화 보이던 원자재 전반이 상승 반전했다. 천연가스 급등세 진정, BDI 하락과 우라늄 급반등에 주목할 필요가 있다



## Compliance Notice

---

- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.  
(작성자 : 조익재, 박윤철)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.