



**STRATEGY**

# STRATEGY Weekly



Chief Strategist 신종호

02 3779 8447  
[jh.shin@ebestsec.co.kr](mailto:jh.shin@ebestsec.co.kr)

## 공포의 전염? VIX 안정 이후를 보자

Part I Investment Idea: Preview

Part II Food for Idea

Part III Global market trends: Review

Part IV ETF Check up



# 공포의 전염? VIX 안정 이후를 보자

## Contents

---

Part I	Investment Idea	4
Part II	Food for Idea	10
Part III	Global market trends	52
Part IV	ETF Check up	60

# Part I

# Investment Idea

## (Preview)

>> Week ahead

>> Investment Tip





## Week Ahead (2018. 2. 12 ~ 2. 16)

- **미국 인프라투자 법안 발표 (2018. 2. 12):** 12일 도널드 트럼프 미국 대통령은 향후 10년에 걸친 1조 5천 억 달러(1천600조 원) 규모의 인프라투자 계획을 공개. 이날 트럼프 대통령이 5만5천여 곳의 교량 재건축을 포함한 인프라 투자 세부 계획과 함께 관련 예산과 규제 협파를 의회에 요구하는 내용의 구상을 공개할 예정. 8일 미국 전문가들은 2018년 미국 경제성장을 2.8%로 전망치 상승.
- **1월 미국 CPI 발표 (2018. 2. 14):** 최근 미국 경기호조와 실업률이 하락을 보이면서 인플레이션 압력이 고조 되는 가운데, 14일 1월 미국 CPI가 발표됨. 12월 CPI는 2.1%yooy 기록. 1월 미국 CPI 블룸버그 예상치 1.9%. 최근 인플레이션이 연준의 목표인 2%에 예상보다 빠르게 근접하면서 연준이 금리인상에 속도를 낼 것으로 보이는 가운데 확인필요. 연준이 물가지표로 선호하는 PCE지수는 12월 1.7%yooy 기록
- **미국, 영국, 독일 물가지표 발표 (2018. 2. 14, 15, 16):** 글로벌 시장이 안정될지 혹은 변동성의 충격파를 계속 겪을지는 이번주 물가지표가 관건. 미국의 CPI뿐 아니라 영국의 PPI, 독일의 CPI 발표 예정. 최근 영란은행 금리인상 옹호적 발언과 독일의 역대 최초 최저임금제 도입, 새로운 연립정부의 물가인상 가능성에 시사된 상황. 물가지표 자체는 시장에 우호적이지는 않을 것. 다만 경기회복 시그널 확인과 물가에 대한 중앙은행 스탠스 여부에 따라 후행적으로 글로벌 경기 확장 국면에 대한 판단지표로 작용될 수 있을 것.
- **중국 춘절 연휴 (2018. 2. 15):** 중국 최대의 명절 중 하나로 21일까지 약 7일간 휴일을 맞이함. 유통업계에서는 유커를 유치하기 위한 춘절 마케팅 실시. 작년 文대통령의 방중 이후 양국 관계가 개선되어 중국인 관광객들이 유입되는 가운데, 평창올림픽과 더불어 춘절을 맞아 많은 중국인 관광객들 한국 방문 할 것으로 예상. 서비스수지 회복 전망. 2017년 서비스수지 344억7천만달러 적자
- **연준 반기 의회보고 (2018. 2월 중):** 최근 미국 발 금리 급등으로 밸류에이션에 대한 우려감이 커지고 있음. 최근 금리 급등으로 글로벌 증시가 조정을 받았지만, 주가 조정이 금리 반락으로 연결되지 못함. 올해 미국 연준의 4회 금리 인상 가능성은 작년 9%에서 현재 22%까지 높아져 10년 만기 미국채의 임계 수준에 대한 논란은 3.0%에서 3.25%~3.50%로 이동하고 있음. 3월 FOMC를 앞두고 연준 스탠스 확인 필요.

표1 주요 이벤트 및 경제일정

2월 12일	2월 13일	2월 14일	2월 15일	2월 16일
日 긴급기념일 휴장 OPEC 월간 시장보고서 美 2019년도 예산안 제출안	Loretta J. Mester Speaks [O] 1월 日 PPI 1월 日 CPI	동경 나노테크博会(~16) 1월 韩 실업률 1월 美 CPI, 소매판매 유, 독, 일 4Q GDP 태국 기준금리 결정	한국(설연휴) 중국(춘절) 휴장 1월 美 PPI 2월 美 제조업자수(뉴욕) 인도네시아 기준금리 결정	한국(설연휴) 중국(춘절) 휴장 제54차 무역 보호부(~18) 1월 미국 수입물가지수 1월 미국 주택 공급수 1월 독일 도매물가지수
2월 19일	2월 20일	2월 21일	2월 22일	2월 23일
美 대통령의 날 휴장 中 춘절 휴장 12월 유무역수지, 경상수지 1월 日 수출/입데이터	中 춘절 휴장 2월 유 소비자 대지수(A)	中 춘절 휴장 FOMC 1월 의사록 공개 1월 韩 PPI 2월 美, 유, 日 제조업 PMI	Raphael W. Bostic Speaks [O] 4Q 韩 기계소用 4Q 英 GDP(P)	

주1: 美 연준위원 의결권 보유 시 [O], 미보유 시 [X]

주2: 확정치[F], 예비치[A], 잠정치[P]

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

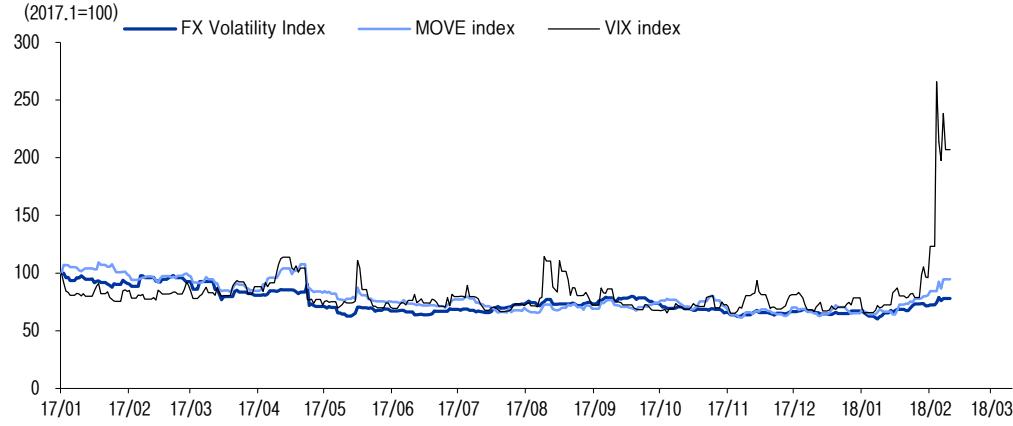


## Investment Tip: 공포의 전염? VIX 안정 이후를 보자

▶ 공포스런 일주일, 그러나 Fly to Quality는 아니다

▶ 공포스런 일주일에 지남. S&P와 KOSPI 모두 10%의 강한 조정을 받았음. 역사적으로 강세장에서도 10%의 강한 조정은 출현. 다만, 공포의 전염을 두려워하는 상황

그림1 변동성의 전염? VIX 하락으로 전염은 크지 않을 것



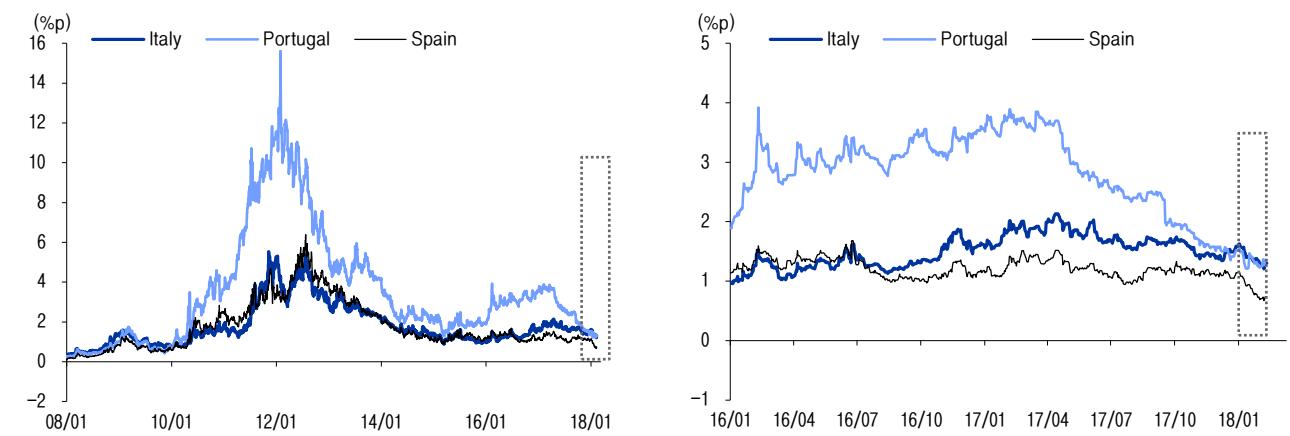
▶ 주가조정 촉발이 미국채 수익률 상승에 의한 벨류에이션 부담. VIX 오버슈팅으로 주가급락은 발생, 채권변동성, 외환변동성은 아직 공포가 전이안됨. VIX의 오버슈팅이 FX와 Bond의 변동성으로 전이될 가능성도 배제할 수 없으나 경기수준과 여타 리스크 자산의 움직임을 보면 VIX의 공포가 Fly to Quality로의 악순환은 아닐 것

▶ 대표적인 리스크자산인 남유럽 장기채의 안정. 금융위기 이후 금융권 레버리지와 약한 체력의 상징과도 같음. 최근의 변동성에도 불구하고 남유럽 국가들의 독일채대비 스프레드 안정권. 유럽경기회복과 유럽은행들의 자본적정성이 공포 전염을 막고 있음.

이미징국가들의 외환도 안정되어 있음. 높은 벨류에이션을 성장으로 유지되고 있는 두 나라 인도와 인니, 원유순수입국가로서 유가상승으로 경상수지 적자폭이 커지는 약한 고리 중 하나. 달러대비 루피, 루피화의 강한 상승은 외환시장의 변동성을 촉발 시킬 수 있음. 그러나 안정권. 이미징 통화 중 가장 많은 거래를 보여주는 멕시코 페소화도 안정.

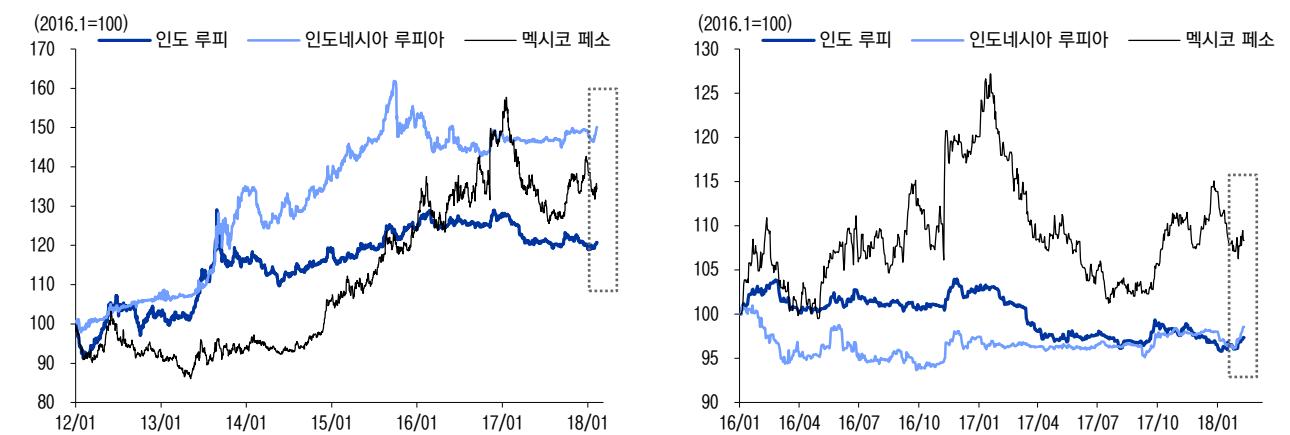
하이일드채권의 상대수익률 안정. 장기채의 가격하락과 이로 인한 자본비용 상승은 회사채스프레드 급등과 관련 ETF의 상대수익률 급락을 촉발. 그러나 장기채 수익률 상승에도 하이일드채권ETF의 장기채 대비 상대성과 안정

그림2 남유럽국가들의 독일채대비 스프레드



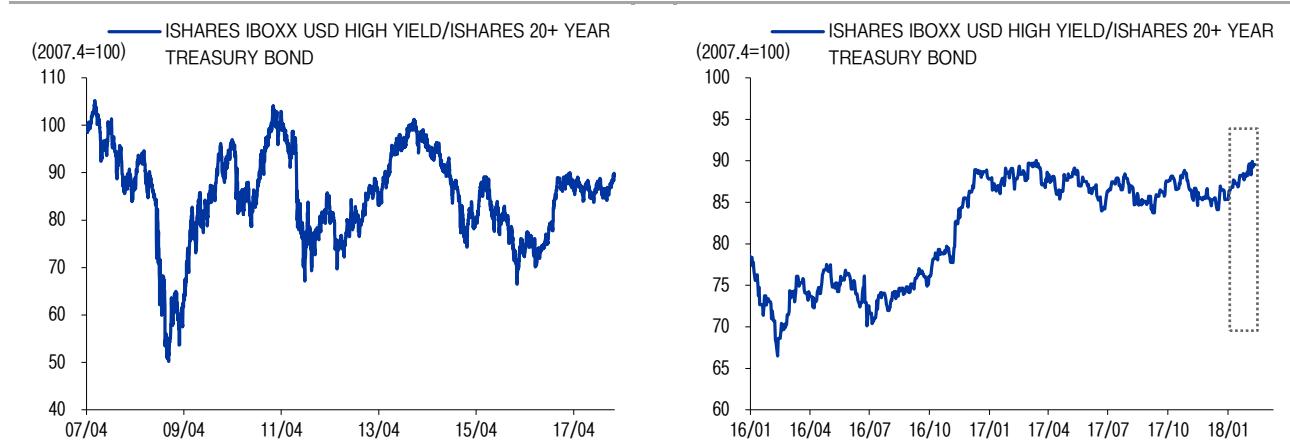
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 인도, 인니, 멕시코의 달러대비 통화



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 하이일드채권의 장기채대비 상대수익률



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

## 다른 듯 같은 상황, 2006년의 경험

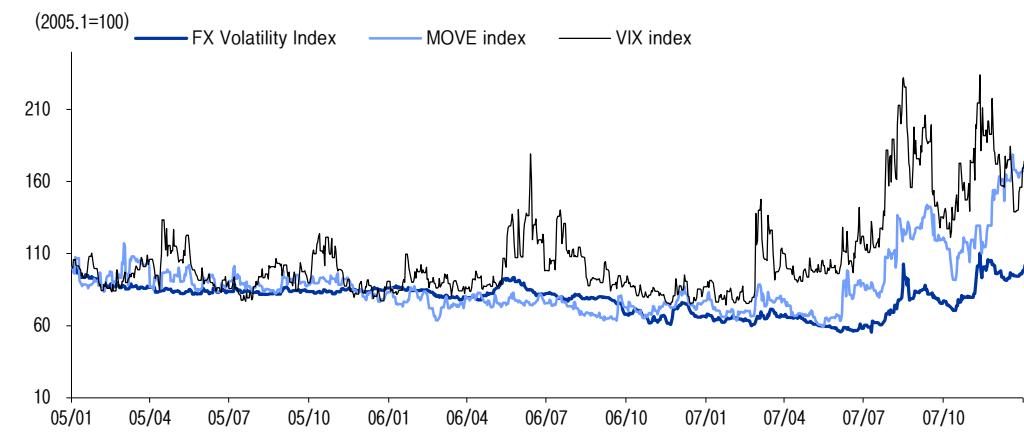
- ▶ 연준의장 교체시기와 인플레이션 압력 상승에 의한 주가조정. 과거 베냉키 의장교체 시기인 2006년을 상기시키고 있음

물론 당시 글로벌 경기확장 정도와 물가, 국채수익률 레벨이 지금과는 다를 것. 다만, 이머징 및 유럽경기 회복과 긴축사이클 이에 따른 VIX 급등에 의한 주가조정 측면에서 참고할만한 시기. VIX 급등 이후 시장이 어떻게 흘러갔는지 참고할 때 유용

- ▶ 2006년 2월 베냉키 의장 취임 이전 VIX를 비롯한 여타 변동성 지표는 1년이상 안정된 상황을 보임. 그린스펀 풋에 길들여졌던 글로벌 자산 시장은 베냉키 의장 교체 시기에 물가상승에 직면. 주가의 변동성이 자극된 바 있음

현재와 같은 글로벌 주요지수의 급락이 나타났으나, VIX의 하락과 글로벌 주가지수의 상승은 이후 1년 반이상 더 이어짐

그림5 VIX의 공포가 전염되지 않았던 2006년



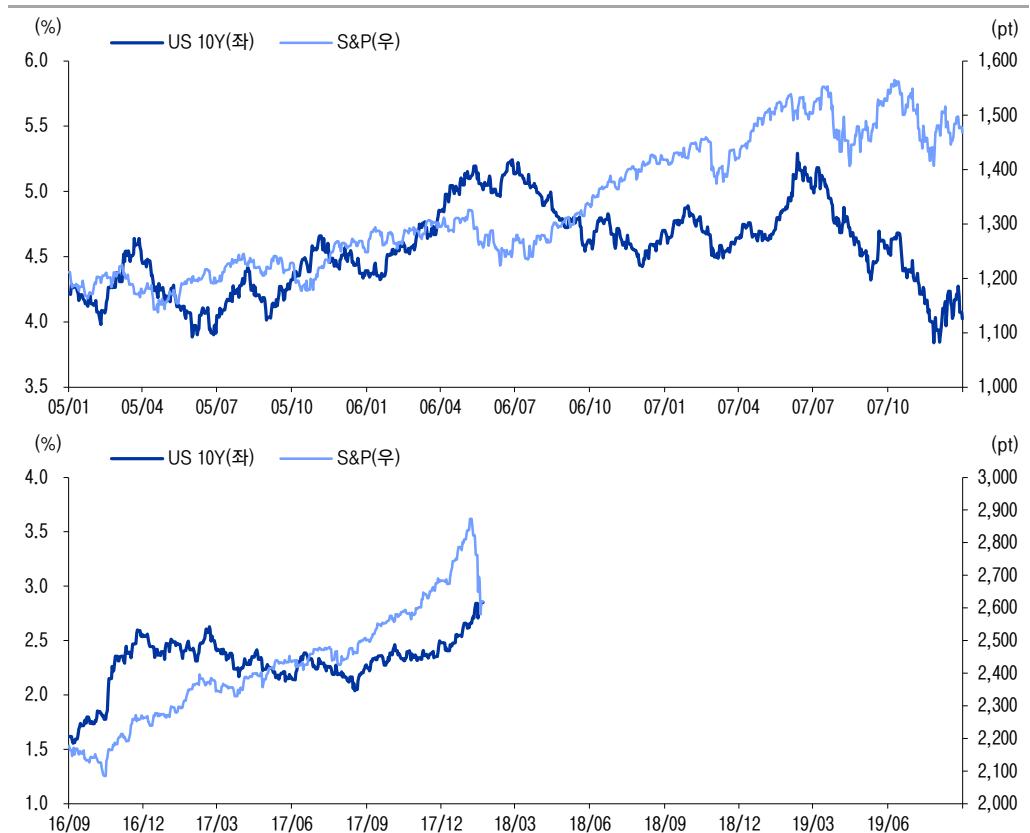
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

- ▶ 2005년 이후 안정을 보이던 미국채의 가파른 상승이 S&P 뱐류에이션을 자극. 당시에도 IT버블 이후 가장 높은 뱐류에이션이란 평가. S&P기준 7% 이상의 급락을 보인 이후 시장은 빠르게 안정.

미국채 수익률 안정을 가져온 것은 가파른 수익률 상승 자체가 성장보다는 비용으로 인식. 유가의 빠른 조정으로 인해 헤드라인 CPI의 안정을 가져옴. 더불어 중국을 비롯한 주요 은행들의 미국채 매수로 글로벌 금융시장은 빠른 안정을 보임

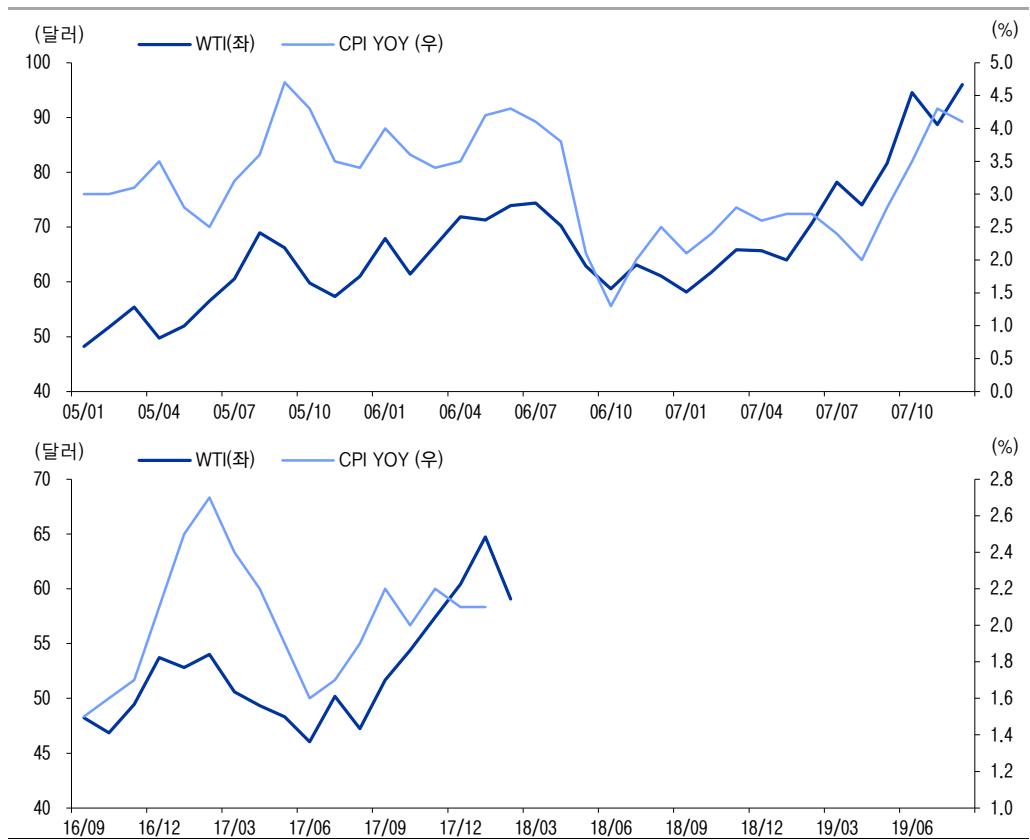
- ▶ 2018년 미국채 10년물의 2.8%이상, WTI의 65달러 이상은 글로벌 경기에는 비용으로 인식되는 구간. 유가조정으로 인해 물가상승 속도가 제어된데다, 중국을 비롯한 중앙은행들의 미국채 수요회복 기대. 미국채 수익률 안정에 의한 주가상승은 2018년에도 이어질 수 있음

그림6 2006년의 미국채와 S&P 그리고 2018년



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 2006년의 WTI와 미국 CPI 그리고 2018년



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# Part II

# Food for Idea

>> 1. On International Integration of Emerging Sovereign Bond Markets

신흥국 채권 시장의 국제 통합

- Itai Agur, Melissa Chan, Mangal Goswami, and Sunil Sharma

>> 2. Reinvesting After the Crisis

: Changes in the Fixed-Income Portfolios of Life Insurers

위기 후 재투자: 생명보험 회사의 채권 포트폴리오 변동

- Andy Polacek

>> 3. 글로벌 집행기관 동향

- 국부펀드(SWF)
- 연기금(Pension Fund)





## 1. 신흥국 채권 시장의 국제 통합

다음은 2018년 01월 24일 발표된 국제통화기금(IMF)의 연구물, <On International Integration of Emerging Sovereign Bond Markets>의 전문을 번역한 것입니다.

### 1. 들어가며

- ➡ 신흥국의 국가채(Sovereign Debt. 역주: 타국화폐표시채권. 채권의 구매자가 내국인이 아닌 외국인에 한정. 국가채무(National debt)에 비포함)는 글로벌 금융위기 이후 현저하게 증가했다. 2016년 하반기까지 EM 국가채 유니버스의 총 시가총액은 7.3조 달러를 넘어서서 미국 하이일드 시장의 규모조차도 능가했다.<sup>1</sup> 변동성이 늘어난 기간이 증가 했음에도 불구하고, EM은 금융위기 이후 채권 시장에 외국인 자금의 대규모 누적 유입이 있었다. 이 유입액 중 많은 부분이 현지 통화로 표시된 채권에 투자되어, 외국인 투자자가 EM의 외환표시채권에 이끌렸던 과거에 비해 상당한 변화를 남겼다. (그림 1) 이로 인해 외국인 투자자 참여가 지속적으로 증가하게 되었다. 예를들어 그림 2는 여러 아시아 국가의 경우를 보여준다.
- ➡ 글로벌 금융위기로 인해 금융 사이클 측정에 대한 관심에 다시 불이 붙었다. 민간 부문의 대차대조표가 부동산 및 금융자산 가격과 함께 확대되고 축소된다는 금융 순환의 개념은, 민스키(Minsky, 1992)로부터 기인한다.<sup>2</sup> 금융 사이클의 중요한 특징은 장기적으로 봤을 때 경기사이클(Business cycle) 진행과정과 굳이 연관될 필요는 없다는 점이다. 금융과 경기 사이클이 긴밀하게 결합되었던 금융위기의 여파를 제외하고 말이다. (Borio, 2014) 금융 사이클을 측정하려는 최근의 노력은 이러한 순환주기가 경기사이클보다 상당히 오래 지속된다는 것을 강조한다(Drehmann, Borio and Tsatsaronis, 2012).
- ➡ 미국의 금융 환경이 금융 개방 경제에 전달되는 것은 글로벌 금융 사이클을 일으킬 수 있다. Miranda-Agrippino와 Rey(2015)는 미국의 금융 환경에 강하게 영향을 받는 위험자산 가격의 글로벌 요소를 정리했다. 금융적으로 개방된 경제에서의 금융 사이클에 대한 공통적인 요소는, 미국 통화정책이 신용 흐름, 금융 중개 기관의 레버리지, 위험 프리미엄들을 통해 국경을 넘어 상당히 많이 전달된다는 것이다. (Shin (2012), Rey (2013), Bruno, Shin (2015), Blanchard 외. (2016)) EM 채권은 일반적으로 위험 자산으로 분류되기 때문에, EM은 글로벌 리스크에 대한 투자심리의 예상 밖 변화에 많이 노출되어 있다.
- ➡ 환율의 유연성은 글로벌 금융 환경으로부터 멀어질 수 있게 하는 역할을 한다.

<sup>1</sup> 16개 EM의 BIS 채무증권 통계(국내 및 국제)에 기반한 저자의 계산.

<sup>2</sup> Crockett (2001)도 참고

Obstfeld 외(2017)는 1986~2013년 동안 40개 신흥국 경제를 분석한 결과, 환율이 고정된 국가는 상대적으로 더 유연한 체제를 가진 지역보다 금융 취약성(국내 크레딧과 주택 가격의 상승 속도가 빨라지고 은행 레버리지가 증가하는)을 겪을 가능성이 더 높아진다는 것을 보여주었다.

- ➡ IMF(2017a)는 국가들이 세계적으로 통합된 금융 시스템 하에서 국내 금융 상황이 얼마나 많은 영향을 받는지를 조사하고, 세계적인 금융 상황이 중요하지만 국가들은 국내 상태에 일부 영향을 미칠 수 있는 능력을 가지고 있다고 결론 지었다.
- ➡ 특히 EM에서 국내 통화정책을 실행하는 동안 글로벌 금융 환경의 영향은 최근의 정책 토론에서 논쟁의 요지였다.<sup>3</sup> Gopinath(2017)는 이 이슈를 다음과 같이 요약한다: "트릴레마(trilemma, 역주: 세 가지 문제가 서로 얹혀있어 움짝달싹하지 못하는 진퇴양난의 상황. 딜레마의 변주 형태)"가 약화되는 동안, 여전히 의문을 남긴다—유연한 환율이 통화정책의 독립성을 크게 향상시킬 수는 있지만, 개방 경제의 이익은 이전에 생각했던 것만큼 크지 않을 수도 있다.<sup>4</sup>
- ➡ Moore 외(2013)는 자국의 통화 환경과 양적 완화가 EM의 자본 흐름에 상당한 영향을 미친다는 것을 발견했다. Choi 외(2017)는 선진국의 정책에 의해 창출된 글로벌 유동성의 증가가 EM 경제로의 자본 유출, 주가 및 아웃풋의 상승, 현지 화폐의 절상, 외환 보유고 추가, 정책 금리 하락을 가져 왔음을 보여준다. Singh and Wang(2017)은 중앙 은행의 대차대조표 조정과 선진국 정책금리의 변화는 EM에 대한 재정적 유출에 대해 다를 수 있으며, EM 정책 입안자에게는 국가 특수 통화와 금융 목표를 위한 금융을 추구하기 위해 다양한 통제 장치가 필요할 수도 있다고 주장했다.
- ➡ IMF (2017b)와 Powell(2017)은 EM이 선진국의 정책 정상화 리스크를 관리 할 수 있어야 한다고 평가했다. Arteta 외(2015년)는 미국의 온건한 금리 타이트닝 사이클을 기대할 수 있는 이유를 제공하면서, 이러한 기준선(baseline)은 EM과 FM(Frontier economies)으로 들어가는 자본 흐름을 일시적으로 크게 감소시킬 수 있는 리스크로 가득함을 경고한다. 중요한 리스크로는 미국 경기 회복의 강도에 대한 불확실성, 역사적으로 낮은 미국 기간프리미엄들(Term premia)의 급격한 조정, 취약한 시장 유동성, 일부 EM의 취약성 증가 등이 있다.
- ➡ Nier 외(2014)는 글로벌 불확실성(VIX 지수로로 측정)이 낮은 수준에서 총 자본 흐름은 펀더멘털에 의해 결정되지만, 금리 차이를 제외하고는 스트레스 기간에 펀더멘탈은 그 중요성을 잃는다. 결과는 주최국의 금융 발달 수준에 따라 총 자본 흐름에

<sup>3</sup> Powell (2013, 2017), Rajan (2013, 2014), Rey (2013, 2016), Basu, Eichengreen and Gupta(2014), Mohan and Kapur (2014), Bernanke (2015), Edwards (2015), Obstfeld (2015), Yellen (2015), Disyatat and Rungcharoenkitkul (2016), Fischer (2016), Filardo et al. (2016), Mishra and Rajan (2016), Ricci and Shi(2016), Fratzscher, LoDuca, and Straub (2017), Ibrahim (2017).

<sup>4</sup> 이 트릴레마는 국가들이 안정적인 환율, 통화 정책의 독립성, 자유 자본 이동성 중 두 가지를 선택할 수 있지만 세 가지 모두를 선택할 수는 없다는 주장이다.

대한 글로벌 금융 환경의 영향이 증가함 역시 시사한다.<sup>5</sup>

- ➡ Goldberg와 Krogstrup(2017)은 세이프헤븐에서 (크게) 선진국으로의 자본 흐름과 EM으로의 리스크온-리스크오프(Risk-on-risk-off(RoRo) 역주: 투자가 잠재적으로 더 높은 수익률을 올리는 투자로 이동한 다음 위험을 낮추는 것으로 추정되는 투자로 다시 돌아가는 과정을 의미) 흐름 사이의 관계를 조사하고, 실현된 국제 흐름은 자본 흐름 기간 동안에 발생한 압력에 대한 부정확한 측정임을 보여준다.
- ➡ 자본 흐름뿐만 아니라 환율과 금리 변화를 고려한 자본흐름 압력의 광범위한 측정을 제공하고, 글로벌 위험 대응 지수(global risk response index)라고 하는 새로운 측정법을 고안하여 그러한 압력이 글로벌 금융 리스크에 의해 유발되는 정도를 측정한다. 그들의 분석에 따르면 글로벌 위험 회피에 대한 자본 흐름의 민감도는 시간과 국가에 따라 상당한 변화를 보이지만 지난 수십년 동안, 특히 글로벌 금융 위기 이후 증가해왔다.<sup>6</sup>
- ➡ EM의 국가채 규모의 증가와 관심 증가는 몇 가지 질문을 제기해왔다. 첫째, EM 국채에 외국인 참여가 늘어난 것은 국제적으로 통합된 시장이 형성되었다는 것일까? 만약 그렇다면 이 채권들은 이전보다 글로벌 시장의 예상치 못한 변동에 더 민감할까? 둘째, EM 자국통화표시국채와 달러표시국채는 글로벌 금융 환경에 대해 비슷하게 반응할까? 그리고 선진국의 궁극적인 통화정책 정상화로 EM은 어떻게 영향을 받을까?
- ➡ 이 논문에서, 우리는 달러표시채권과 자국통화표시채권에 대한 EM 국채 수익률을 움직이는 공통 팩터를 연구함으로써 이러한 질문에 대해 조명한다. 연구 결과에 따르면, EM의 달러표시채권 시장은 국제적으로 더 통합되어있고, 이 때문에 위기 이전보다 글로벌 금리에 민감해졌다는 것을 알 수 있다. 자국통화표시국채 시장은, 낮게 통합되어있긴 하지만, 여전히 미국과 유로 지역 금리의 영향을 크게 받는다는 것을 알 수 있다.
- ➡ 자국통화표시채권 시장에 대한 외국인 투자가 증가함에 따라, 시장이 발전하고 개방되면서 더 통합될 것이다. 자국통화표시채권은 국가 대차대조표상의 통화 불일치를 줄이겠지만, 채권 발행 전략 수립 시 EM 정책 결정자는 자국통화표시채권이 제공할 수 있는 글로벌 이벤트와의 단절이 그러한 수단에 대해 일반적으로 더 높은 금리만큼 가치가 있는지를 평가해야 할 것이다.

<sup>5</sup> Cerrutti, Claessens, Rose (2017)는 관찰된 자본 흐름의 패턴을 설명하는 "글로벌 금융 사이클"의 중요성에 대해 회의적이다. 그들은 글로벌 팩터에 대한 민감도가 시간에 따라 달라질 수 있으며 또한 포트폴리오, 은행, 외국인 직접 투자와 같은 자본 흐름에 따라, 그리고 그것들이 내부인지 외부인지에 따라 달라질 수 있다고 주장한다.

<sup>6</sup> Chari 외 (2017)도 참조

## 2. 신흥국 채권 시장의 발전: 외국 자본의 접근성 향상

- ➡ EM 국채 시장의 성장은 주로 EM 자국통화표시채권에 의해 주도되었다.<sup>7</sup> 시가총액은 아시아와 중남미에 집중되어 있으며 아시아는 현재 EM의 자국통화표시 채권 시장 점유율의 30% 이상을 차지한다. 중국은 세계 4위의 채권 시장이 되었다.
- ➡ 자산군(채권)에서 외국인 지분이 계속 증가하면서, EM 채권의 성장은 특히 글로벌 금융 위기 이후 글로벌 시장과의 통합 증가를 수반했다. 브라질, 인도네시아, 말레이시아, 폴란드, 남아프리카공화국, 태국과 같은 일부 국가에서는 외국인 투자자가 현재 유통 채권의 30% 이상을 소유하고 있다. 선진국의 완화적인(accommodative) 통화 정책과 금융위기 이후의 고수익 찾기는, EM 금융 시장으로의 자금 흐름을 증가 시켰다. 또한 은행 대출에서 포트폴리오 흐름, 특히 채권에 이르는 자본 흐름에까지 눈에 띠는 변화가 있었고, 채권 펀드는 국제 투자자들 사이에서 인기를 얻었다. 그러나 외국인 지분율 상승은 외국인 투자자 입장에서 볼 때보다는 EM 관점으로 볼 때 훨씬 커지고(유통 EM 채권의 비중 때문에), 선진국 출신 투자자의 포트폴리오에는 여전히 EM 비중이 상당히 낮았다(그림 3).
- ➡ 경기 변동에 대한 고려 외에도, EM 채권의 외국인 지분 증가는 이러한 시장에 대한 접근성이 증가한 것과 다양한 주요 벤치마크 지수에 EM 채권을 포함시킨 것에 의해 서도 주도되었다. 이러한 시장의 발전은 주로 EM 채권의 투자 가능성(Investability) 개선에 의해 이루어졌다. 투자 가능성은 일반적으로 다음 특징들에 의해서 정의된다: (i) 시장 접근; (ii) 시장 세제; (iii) 시장 효율성 및 규제; (iv) 시장 인프라와 투자자 인프라; (v) 시장 규모와 도구. 거시경제 및 금융안정성과 함께 이러한 특징들이 개선됨에 따라, 국내외 투자자들이 EM 채권에 관심을 갖게 되었다.
- ➡ EM 자국통화표시채권 시장은 여러 방법으로 진화하고 성숙해왔고, 외부 투자자에 대한 접근성을 크게 향상시켰다 (Goswami, Sharma (2011), Bae (2012)). 시장의 유동성은 2차 시장 회전율이 높아짐과 Bid-Ask Spread가 좁아짐에서 알 수 있듯이 향상되었다.
- ➡ 예를 들어, 싱가포르 증권거래소(SGX)는 아시아의 자국통화표시채권까지 확장하여 포함한 거래 플랫폼을 열어서 아시아 유동성 센터 역할을 한다. 또한 채권시장의 가격데이터는 대부분의 국가에서 (정보를 중앙집중화하는) 민간중개업체들을 통해 쉽게 이용 가능하다.
- ➡ 일부 EM 지역 채권의 매력은 글로벌 EM 국가 벤치마크에 포함됨에 따라 올라갔다. 그리고 EM 시장에 접근할 수 있는 국제 은행들은 ETF를 사용하여 엑티브하게 관리되는 국채펀드를 복제해왔다. 이러한 제품은 빠른 성장과 시장 유동성 증가를 겪었다.

<sup>7</sup> EM의 자국통화표시 민간채권시장 또한 EM의 자국통화표시 국채의 성장을 앞지르면서 빠르게 성장했다. (IMF, 2016)

- ➡ EM의 국내 자금과 파생상품 시장에 대한 접근 또한 확대되었다. 이러한 시장들은 외국인 투자자가 현지 통화로 차입하는 것, 익스포져를 해지하는 것, 포지션을 취하는 전략을 넓힐 수 있는 것을 가능하게 한다. 많은 국가에서 외국인 투자자는 현지 (onshore) 금리 파생상품, 외환 현물, 선물환, 파생상품 시장에 접근 할 수 있다. 원천징수와 기타 진입장벽 또한 낮아졌다.
- ➡ EM의 금융시장 인프라 또한 상당한 개선을 보였다. 이러한 인프라는 종종 외국인 투자자 접근을 위한 전제 조건이 된다. 자산 서비스 효율 개선은 시장 인프라의 한 형태이며, 증권 대여, 청산, 지불, 결제 시스템을 포함한다. 관리 서비스(custodian services)의 안전성 또한 인프라 개선에서 중요한 부분이 되었다. 예를 들어 필리핀은 자국통화표시 정부증권의 거래 및 결제 부문을 개혁했다.
- ➡ EM 기본 계정 개방도의 정도는 매우 다양하다. 싱가포르, 홍콩과 같은 국가는 완전한 전환이 가능하며 한국, 멕시코, 말레이시아, 인도네시아, 폴란드, 터키와 같은 나라도 상대적으로 개방적이고 점점 더 확대되고 있다. 일부는 여전히 점차 개방되고 있는데, 특히 중국과 인도가 특징적이다.
- ➡ 예를 들어, 중국 당국은 자격을 갖춘 해외 기관 투자가를 대상으로 역외 은행간 채권 시장을 자유화했다. 2015년 7월 중국 인민은행은 외국 중앙은행, 국부펀드 및 세계 은행과 같은 특정 국제기관에 대한 은행간 채권시장에서 쿼터를 제거했다. 2017년 7월 중국과 홍콩 특별행정구 (Hong Kong SAR)는 채권 연결 프로그램(Bond Connect Program)을 시작했다. 이 프로그램은 외국인 투자가가 홍콩 특별행정구를 통해 중국 채권에 더 쉽게 접근 할 수 있게 해준다. 인도 정부는 국내 국채시장에 대한 외국 기관투자 상한선을 서서히 늘려왔다.
- ➡ EM 채권시장 유동성의 급증은 외국인 투자자 참여 증가의 결과일뿐만 아니라, 연기금과 보험 회사 등 국내 투자자 기반이 크게 확대된 영향도 있다. 이러한 금융 기관은 EM 중산층의 소득 증가로 인한 급격한 성장을 겪었다.

### 3. 신흥국 채권 시장의 국제 통합에 대한 우리의 접근

- ➡ EM 채권시장의 국제 통합은 학술 문헌에 상당한 주목을 받았다. Sutherland (1996)는 금융 시장 통합이 자산 수익률이 수렴하고 유사한 요소에 의해 점차적으로 영향을 받는 과정이라고 설명한다. 2002년부터 2016년까지 외화 및 자국통화표시 국채 수익률을 간략하게 살펴보면(그림 4, 5) EM이 글로벌 금융 위기 이후 수익률 수렴을 겪었음이 강력하게 나타난다.
- ➡ 금융시장 통합의 두 번째 중요한 특징은 글로벌 요인에 대한 수익률의 향상된 대응입니다. 기존 연구는 일반적으로 EM 국채 수익률을 설명할 때 자국 및 국가 특수 요인이 우세하다는 점을 지적한다. 이것은 특히 자국통화표시 채권에 있어서 더더욱 그

러하다. Peiris(2010)에 따르면, 1990년대 후반 EM 위기를 겪은 이후부터 글로벌 요인보다는 지역 요인이 지배적이었다.

- ▶ 이와 유사하게, Bunda, Hamann, Lall (2010)은 EM 국채 스프레드의 상호움직임을 주도하면서 EM 특수의 개발의 중요성이 증가하고 있음을 발견했다. 또한 Jaramillo 와 Weber (2013a, b)와 Miyajima, Mohanty, Chan (2012)은 국내 변수가 국내 통화 채권 스프레드의 핵심 동인이라는 증거를 제시했다. 다만 Jaramillo와 Weber(2013a)는 이것이 증가한 글로벌 리스크 회피의 시기에만 그렇다는 것을 밝혔다.
- ▶ 다양한 계량경제학 방법론을 사용하여 금융자산간의 상호움직임을 측정하고 서로 다른 요인간의 스프레드에 대한 민감도를 연구했다. Bunda, Hamann, Lall (2010)은 단순 및 부분 양측상관관계(bilateral correlations)를 사용했으며 Fender, Hayo, Neuenkirch(2011), Ebeke, Lu(2015)는 EM 확산에 영향을 미치는 공통 및 국가별 요인의 역할을 풀기 위해 GARCH 모델을 사용했다. 패널 고정 효과 모델이 그 중에서 가장 유용했고 Peiris (2010), Miyajima, Mohanty, Chan (2012), Jaramillo, Weber (2013a), Ebeke, Lu (2015)에 의해 사용되었다.
- ▶ 이 논문은 다른 접근법을 취한다. 첫째, 신용 스프레드보다는 EM 국채 수익률에 대한 데이터를 사용한다. 기존 실증적 연구의 대부분은 후자를 사용한다. 국가 스프레드는 국가 위험 수준과 관련이 있지만 채권 수익률은 글로벌 통화 환경을 포함하여 훨씬 더 다양한 요인에 의해 영향을 받는다. (Turner, 2014) 전반적인 채권 금리가 하락하는 동안 신용 스프레드가 상승할 수 있으며, 그 반대로 가능하다. 금리를 움직이는 공통 요인에 대한 관심을 고려할 때, 분석에서 수익률을 사용하는 것이 더 적절하다.
- ▶ 둘째, 분석에서 고빈도의 재무 데이터를 사용하는 것은, 대부분의 논문에서 사용된 분기별 또는 연간 데이터와는 대조된다. 이를 통해 우리는 세계 금융 환경과 투자심리 변화를 매일 체크할 수 있다. 이는 수익률 공분산에 있어서 특히 중요하다. 자국 통화표시채권과 달리표시채권이 모두 고려된다.
- ▶ 셋째, 본 연구에서는 요인 분석을 통해 상호움직임과 채권 수익률을 좌우하는 공통적인 영향을 연구한다. 우리는 국가 그룹간의 공통된 차이를 설명하는 공통적인 근본 요인을 밝히고, 경제적으로 의미있는 방식으로 이러한 요인을 해석하려고 노력했다. 이 방법론은 자산가격 책정 연구에 광범위하게 사용되며, EM 국채 스프레드를 연구하기 위해 McGuire, Schrijvers (2003, 2006)에 의해 사용되었다. 또한 각기 다른 국가 그룹을 검토하여 다른 지역 EM간의 이질성을 조사했다.

#### 4. 방법론과 데이터

- ➡ 이 논문은 요인 분석을 사용하여 EM 채권 수익률의 일반적인 변동 요인을 조사한다. 이 기법을 통해 우리는 한 그룹의 EM 수익률에서 관찰된 국가 그룹의 편차를, 체계적인 구성요소로 나누어 볼 수 있다. 이 구성요소는 몇 가지 기본(글로벌) 잠재 요소들과 국가 특수인 두 번째 구성요소로 설명될 수 있다.
- ➡ 행렬 표기법에서, 선형 팩터 모델은 다음과 같이 표현 될 수 있다.

$$X = \mu + L.F + \varepsilon$$

- ➡ 여기서  $X$ 는 관찰 변수의  $p \times 1$  열 벡터,  $\mu$ 는 해당 벡터에 대한 평균,  $F$ 는 관측되지 않은 잠복 팩터의  $m \times 1$  벡터,  $L$ 은 요인부하값(factor loadings)이라고 불리는 계수의  $p \times m$  행렬이다. 이 적용에서,  $X$ 의 변수는 EM 국가 그룹에 대한 채권 지수이다.  $m$ 개의 공통 인자를 갖는 직각(orthogonal) 팩터 모델은 다음과 같은 가정을 한다.

$$E(F) = 0; Cov(F) = I_m$$

$E(\varepsilon) = 0; Cov(\varepsilon) = \Psi$ , where  $\Psi$  is a diagonal matrix

$F$  and  $\varepsilon$  are independent

- ➡ 모델에 의해 나타내어진 공분산 구조는 다음에 의해 주어진다.

$$\Sigma = Cov(X) = E[(X - \mu)(X - \mu)'] = L.L' + \Psi$$

$$Var(X_i) = \sigma_{ii} = l_{i1}^2 + \dots + l_{im}^2 + \psi_i = h_i^2 + \psi_i, i=1,2,\dots,p$$

- ➡ 여기서  $m$ 개의 공통 인자에 의해 기여되는  $X_i^{th}$  변수의 분산의 부분은,  $i^{th}$  공산성 (communality),  $h_i^2$ 라고 불리고,  $m$ 개의 공통 인자에 대한 변수  $X_i$ 의 제곱된 요인부하값의 합과 동일하다. 따라서 각 하부 데이터 시리즈의 총 분산은 communality  $h_i^2$ 와 "유일성" 또는 특정 구성요소  $\psi_i$ 의 합이다.

- ➡ 일반적으로, '공동성'요소가 높을수록, 공통 요소로 설명되는 변동성의 비율이 커진다. 또한 상관성이 높은 시리즈는 변동성의 상당 부분을 설명하기 위해 공통 요소가 더 적게 나타나는 경향이 있다.

➡ 공통 요소를 선택할 때, 고유값(eigenvalues)이 1 이하가 될 때까지 인자가 추가되는, Kaiser-Guttman 규칙을 따른다. 이것은 본질적으로 각각의 추가 요소가 설명하는 변동량에 대한 기준이며, 너무 많은 공통 요소로 구축되는 것을 피하기 위해 사용된다. 요인부하값은 각각의 채권 수익률이 공통 요인과 함께 이동하는 정도의 척도로 사용된다.

➡ 요인 분석은 순전히 통계적 접근이기 때문에, 잠정적인 공통적 요인이 무엇을 나타내는지에 대한 것은 설명하지 않아서, 요인의 경제적 해석은 본질적으로 주관적인 방식으로 이루어진다. 따라서 시장 변수와 공통 요인간에 0.7 이상의 상관 관계가 공통된 요소에 경제적 의미를 부여하기 위해 사용된다. 이를 위해 다음과 같은 카테고리의 16 개의 고빈도 금융시장 변수가 사용된다.

➡ 1. 미국 달러 금리 : 미국 3개월 국채 수익률, 미국 2년 국채 수익률, 미국 10년 국채 수익률, JP Morgan 미국 국채 수익률 지수(종합 지수), Barclays US High Yield 회사채 수익률 (종합지수)

2. 유로 금리 : 3 개월 Euribor, 2년 스왑 비율, 10 년 스왑 비율

3. 주식 지수 : MSCI EM 지수, S&P500 지수, NASDAQ 지수, FTSE-100 지수, DAX 지수

4. 유동성 & 변동성 지수 : Libor-OIS 스프레드, TED 스프레드, VIX 지수;

5. 상품 가격 지수 : S & P 500 Goldman Sachs 상품 지수(종합 지수), WTI, 브렌트, Crude Palm Oil, 구리, 알루미늄, 밀, 대두.

➡ 요인 모델은 2002년 1월에서 2016년 12월 사이의 일일 수익률을 사용하여 추정되며, 위기 전후 기간을 모두 포함한다. 이 데이터는 JP Morgan에 의해 구축되고 유지된 국가 채권 지수 (GBI-EM Broad와 EMBI Global/Diversified)의 만기 수익률 데이터로 구성되어 있다.<sup>8</sup>

➡ 실증적 연구는 13개국의 달러표시채권과 15 개국의 자국통화표시채권의 수익률을 사용했다. 전자의 그룹에는 브라질, 칠레, 중국, 콜롬비아, 인도네시아, 말레이시아, 멕시코, 페루, 필리핀, 폴란드, 러시아, 남아프리카 공화국, 터키가 포함되었고 후자의 그룹에는 브라질, 칠레, 중국, 콜롬비아, 헝가리, 인도, 인도네시아, 말레이시아, 멕시코, 폴란드, 러시아, 남아프리카, 태국, 터키가 포함되었다.

<sup>8</sup> J.P. Morgan 정부 채권 지수 – Emerging Markets(GBI-EM) 지수는 EM 정부가 발행한 자국통화표시채권을 추적하는 벤치마크이다. EMBI Global/Diversified는 미국 달러로 표기된 Brady 채권, Eurobond, 국가단체 및 준국가 단체가 발행한 상환된 대출을 포함하는 광범위 EM 달러표시채권 지표이다. 미국 달러로 표기한 기관만 대상으로 간주된다. 쿠폰 또는 환매 지불이 환율로 연결되는 미국 달러 상품은 포함 대상이 아니다. J.P. Morgan (2014, 2015) 참조

➡ 요인 분석에는 균형 잡힌 표본이 필요했기 때문에, 표본 기간의 단축을 막기 위해 해당 기간의 상당부분이 자료가 없는 일부 국가를 삭제해야 했다.

## 5. 신흥국 채권 시장의 국제 통합에 대한 우리의 접근

➡ 표 1에 제시된 요인 분석의 실증적 결과는, 표본에 포함된 13개 EM 국가의 달러표시국채에 대한 수익률의 공통적인 변동을 단일 요인이 주도한다는 것을 나타낸다. 단일 요인 F1은 국채 수익률에서 전체 변동성 상관행렬의 대각선 요소 합계) 79.5%( $10.33 \div 13$ )를 설명한다.

➡ 공통적인 요소에 의해 설명되지 않은 각 국채 수익률 전체 편차의 부분인 평균의 유일성은, 0.2(중국 제외)로, 달러표시국채 수익률의 전체 변동성 80%를 공통 요인으로 설명한다.(중국을 제외하면 83%). 유일성이나 특이성의 차이는 상당하다: 멕시코의 0.06에서 중국의 0.62까지. 이는 공통 요인이 멕시코의 달러표시국채 수익률 변동의 94%를 설명하지만, 비슷한 중국 수익률은 약 38%만 설명할 수 있다는 것을 의미한다.

➡ 위의 결과는 지역적으로 분해해봐도 마찬가지이다. 우리는 세 가지 하위 그룹을 고려했다: 중국, 인도네시아, 말레이시아, 필리핀(하위 그룹 1)으로 구성된 아시아 그룹; 브라질, 칠레, 콜롬비아, 멕시코 및 폐루로 구성된 라틴 아메리카 그룹(하위 집단 2); 폴란드, 러시아, 남아프리카 공화국 및 터키로 구성된 제3국가 그룹(하위 그룹 3). 세 하위 그룹 각각에 대해 얻은 요인부하값을 표 2-4에 나타내었다.

➡ 하위 집단에 대한 결과는 단일 요소에 대한 부하값의 크기가 결합된 표본에서 얻은 값과 대체로 비슷하다는 것을 보여준다. 그러나 공통 요인으로 설명되는 전체 변동성의 비율에는 지역적 차이가 있다. 라틴아메리카 국가들의 경우 공통요인은 하위 집단 2의 총 변동성의 86%를 차지하는 반면, 하위 집단 3의 경우 77%, 하위 그룹 1의 아시아 국가의 경우 67%가 공통적인 요인이다.

➡ 단일 공통 요인이 EM 달러표시채권 수익률의 수준을 주도한다는 것을 보여 주면서, 우리는 이 공통 요소의 해석을 탐구했다. 구성에 의해, "공통 요소"는 관측할 수 없는 종합 집합체이다. 우리는 EM이 직면하는 국제 변수와의 간단한 상관관계를 사용하여, EM 채권 수익률에 잠재적으로 중요한 경제적 영향을 식별했다. 4장에서 언급했듯이 우리는 공통 요인을 미국 금리, 유로 지역 금리, 지역과 국가 주식 지수, 유동성 및 변동성 측정, 상품 가격 지수와 같은 5가지 변수 세트와 연관시킨다.

➡ 표 5는 상관관계 결과를 나타낸다. 단일 공통 요인은 미국 및 유로 지역 이자율과 높은 양의 상관 관계(위의 0.7로 정의 됨)가 있다. 당연히 공통요인은 미국 국채 지수와 미국 국채 10년물 금리와 높은 상관관계가 있다. 미국 국채 2년 금리와의 상관 관계는 0.7에 가까우며 단기 3개월 금리와의 상관 관계는 낮다. 3개월, 2년, 10년

Euribor를 포함한 유로 지역 금리와의 상관 관계 또한 중요하다.

- ▶ 이러한 상관 관계는 미국과 유로 지역 금리가 EM 국채 수익률의 중요한 원동력임을 시사한다. 하위 그룹에 대해 수행된 분석에 따르면, 공통 요소와 미국 및 유로 금리간의 상관관계는 하위 그룹 및 결합된 샘플에서 광범위하게 유사하다. 또한 라틴 아메리카 하위 그룹은 구리 및 콩 가격과 강한 상관 관계를 보인다. 이는, 공통 변수에 의해 설명된 전체 변동성의 비율에 대한 하위 집단 차이를 고려할 때, 우리는 라틴 아메리카 국가의 자국달러표시국채의 수익률에 미국과 유로 지역 이자율이 더 중요하다는 것을 알았다.
- ▶ 달러표시국채와는 달리, 표 6에서 보고된 자국통화표시채권의 분석은 수익률에 영향을 미치는 3 가지 공통 요인(F1, F2, F3)이 있음을 보여준다. 공통적 요인에 의해 설명되는 변동은 총 변동의 74%( $11.068 \div 15$ )인 11.068 이다.
- ▶ 공통 요인에 의해 설명되지 않는 각 채권 수익률의 "고유성(Uniqueness)" 측정 또는 전체 변동의 일부분에는 상당한 차이가 있다. 예를 들어, 한국의 고유성 측정치는 0.07이며 세 가지 공통 요인은 자국통화표시국채 수익률의 전체 변동의 93%를 설명하는 반면, 나머지 극단값에서는 고유성 측정치가 0.59인 남아프리카 공화국이 있고 이 국가는 수익률의 41%만이 공통 요인에 의해 설명 가능하다.<sup>9</sup> 한국, 멕시코, 칠레, 폴란드, 인도네시아, 콜롬비아는 유일성 척도가 0.2 이하인 국가로, 공통 요인이 가장 큰 영향을 미치는 국가이다. 고유성 측정치가 0.2와 0.3 사이에 있는 남아메리카, 러시아, 중국, 말레이시아에서는 공통 요인이 덜 중요하다. 그리고 고유성 측정치가 0.3보다 큰 인도, 브라질, 터키, 태국, 헝가리에서는 공통 요소가 가장 중요하지 않다.
- ▶ 우리가 국제 금리 요인이라고 부르는 첫 번째 요인은, 공통 요인으로 설명되는 변동성의 약 63%를 차지한다. 9개 국가는 요인1에 대해 상대적으로 큰 부하값(0.7보다 큰)을 가진다. 아시아에서는 인도네시아, 한국, 태국, 라틴 아메리카에서는 칠레, 콜롬비아, 멕시코, 동유럽에서는 헝가리, 폴란드, 터키가 있다. 표 7에서 볼 수 있듯이, 국제 요소는 미국 및 유럽 지역 금리와 매우 양의 상관 관계가 있어, 미국 및 유럽 금리가 금융통화 정책에 큰 영향을 미쳐서 아홉 국가들의 자국통화표시채권의 수익률에도 큰 영향을 미친다는 것을 의미한다. (그러므로 통화 정책에도 큰 영향을 미친다는 것도 의미함)
- ▶ 이는 버퍼로 유도적인 환율제를 채택했음에도 불구하고, 이들 EM 국가들의 국내 통화 환경은(자국통화 수익률은) 미국과 유로 지역 통화 정책의 영향을 크게 받는다는 것을 의미한다. 예상대로 국제 금리 기대치가 EM의 자국통화표시국채 수익률을 성명하는 것 보다( $(46\% = 74\% \times 63\%)$ ) EM 달러표시통화 국채 수익률의 총 변동성을 더 많이 설명한다(80%)는 것은 주목할 가치가 있다.

<sup>9</sup> 설명의 편의를 위해, "공통 변동성" 또는 "공통 분산(Common variance)"을 사용하여 "공통 요인으로 설명되는 수익률 변동성"을 참조하기도 한다.

- ➡ 요소 2는 공통 요인으로 설명되는 변동성의 24%를 차지하며, S&P GSCI 상품 지수와 구리 및 원유(Brent) 가격 지수와 부정적인 상관관계가 있다. 상품 요소라 불리는 이 요인은 브라질, 말레이시아, 러시아, 남아프리카로부터 상대적으로 높은 양의 부하값(0.5 이상)과 칠레로부터의 부정적 부하값(-0.5 미만)을 가지고 있다. 이는 높은 원자재 가격이 요소 2의 낮은 가치와 관련되어 있음을 의미하며, 이는 다시 브라질, 말레이시아, 러시아, 남아프리카공화국의 낮은 금리(각 국가의 평균 금리 대비)를 의미한다.
- ➡ 요소 3은 일반적 요인으로 인한 변동성의 13%를 설명하며, 중국과 인도는 이에 대해 약 0.7의 부하값을 가진 유일한 국가이다. 표 7은 4장에서 언급한 변수들과 높은 상관 관계가 없음을 보여준다. 중국과 인도는 요소 3에 대한 의존도가 높은 유일한 국가이기 때문에, 이며징 중국 – 인도 요인으로 해석될 수 있다.
- ➡ EM 채권 시장 통합의 진화와 세계 금융 위기의 영향을 평가하기 위해, 요인 분석은 2004~2016년 동안 순차적으로 수행되었다. 그 결과는 그림 6과 7, 표 8과 표 9에 제시되어있다. 그림 6은 EM 달러표시채권이 2004~2008년 사이의 "공통 변동"을 설명하는 3가지 요인을 보여주며, 2013년까지는 국제 금리 요소인 요소 1이 지배적이었고 공통적인 변동을 설명하는 단일 요인이었다는 것을 나타낸다. 표 8은 위기 이전(2004~2008년)과 위기 이후(2009~2016) 기간으로 나뉘었으며, 세계 금융 위기가 EM 달러표시채권에 대한 증가하는 국제 금리의 영향을 저해하지 않음을 보여주고 있다. 위기 이후, 기간 요인 1은 공통 분산의 약 92%를 차지했다. 고려된 기간 동안 신흥 시장의 국제 통합이 확대된 뿐만 아니라, 요인 1의 우위는 어느 정도는 국제 경제에 대한 체계적인 충격으로서의 세계 금융 위기를 반영한 것일 수도 있다.
- ➡ EM 자국통화표시채권에 대한 이야기도 어느 정도는 유사하다. 그림 7은 2005년에서 2015년 사이에 4개 또는 5개의 요인이 공통 분산을 설명했지만, 2016년 말까지는 세 가지 요소만 필요하다는 것을 보여준다. 그리고 중요한 것은 요인 1에 의해 설명되는 공통 변화의 부분(국제 달러 및 유로 금리)은 2009년 33%에서 2016년 63%로 상승했다는 것이다. 표 9는 위기 전 기간의 공통 변동치의 71%를 차지하는 요인 1(국제 금리)과 요인 2(상품 가격)를 같이 보여준다. 이는 위기 이후 기간에 84%로 상승했다.

## 6. 결론

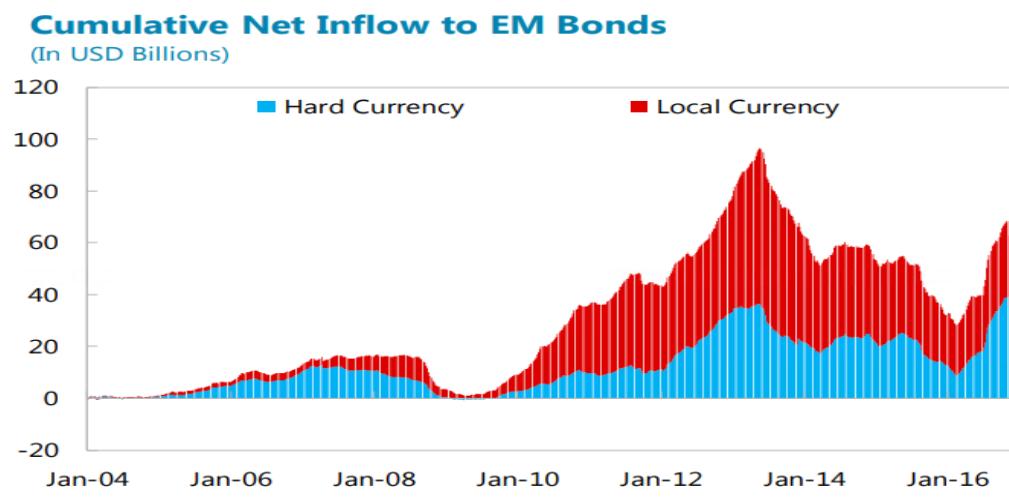
- ➡ EM 채권 시장은 계속 발전하여 글로벌 자산군이 되었다. 글로벌 투자자들은 다양한 이유 때문에 EM 채권 시장에 대한 익스포져를 늘리기 위해 자산 운용사를 통해 펀드에 채널을 마련했다. 그 중 일부는 구조적인 것이고(분산화 혜택, 국채 크레딧 질적 개선 등), 다른 것은 주기적인 것이다. 글로벌 시장에서의 쉬운 차입 환경은 주요한 사이클적 요인이었으며, 외국인 투자자들로 하여금 EM 금리 리스크에 대한 익스포져를 늘리도록 만들었다. (Sobrun and Turner, 2015).

- ➡ 따라서 외국 채권 시장으로의 외국인 투자자의 이동은 부분적으로 글로벌 통화 환경과 관련이 있다. 충분한 자본유입 기간 동안, EM 국내 채권 수익률은 하락했고, 신용 성장은 빨라졌으며 EM 통화는 절상되었다. (BIS, 2014) 그러나 일반적으로 글로벌 쇼크는 투자자들이 위험을 감수할 때, "Risk-Off"기간을 불러올 수 있고 EM 채권에 대한 매도 압력을 높일 수 있다. 사실 EM 채권 펀드는 2013년 5월 연준의 QE 테이퍼링(Tapering) 발표 이후와 2015년 8월의 시장 혼란 기간 (중국의 위안화 기습 절하) 하에서 상당한 매도 압력을 받았다.
- ➡ 이 논문은 요인 분석을 이용하여 EM 국채 금리와 국제 금리의 상호움직임을 조사한다. EM의 달러표시국채 시장이 상당히 통합되어 있고, 미국과 유로의 이자율과 높은 상관 관계가 있는 단일 요인이 EM 수익률 전체 변동의 80% 이상을 설명한다는 것을 보여준다. EM의 자국통화표시채권 시장은 달러화표시채권 시장보다 덜 통합되어 있지만 그럼에도 불구하고 미국과 유로 지역 이자율의 영향을 크게 받는다.
- ➡ 3가지 공통 요인이 EM 자국통화표시채권 수익률 전체 변동의 거의 4분의 3을 설명하며, 공통 변동성의 63%(총 변동성의 46%)를 차지하는 가장 중요한 공통 요인은, 미국과 유로의 금리와 높은 상관 관계가 있다는 것이다. 이는 미국과 유로 지역의 통화 정책이 EM 국가들이 차입할 수 있는 금리에 중요한 영향을 미친다는 것을 시사한다. 그리고 이 중요성은 자국표시통화 EM 채권 시장이 발전하고, 국경간 흐름에 보다 개방적으로 변함에 따라 증가 할 것으로 보인다. 외국인 투자자의 참여는 이미 광범위하게 증가했으며 계속될 것으로 보인다.
- ➡ EM 국내 채권 시장이 국제적으로 통합됨에 따라, 투자자 및 발행자가 국가와 통화를 통해 차입, 헤지, 차익실현을 더 잘 수행 할 수 있게 되었다. 이에 따라 자국 통화 시장은 더 많은 유동성을 가지게 될 것이지만 반면 외부 이벤트에 대한 민감도가 높아질 수 있다는 위험도 중요한 시사점이다. 미국과 유로존 같은 더 큰 시장의 외부 이벤트 충격은 더 빨리 전파 될 수 있고 글로벌 영향이 더 커질 수 있다.
- ➡ 또한 채권 시장이 발달되고 국경간 연결이 중요해짐에 따라, 타국화폐표시채권 및 회사채를 현지 통화로 발행하는 것은 이점을 갖지만 EM 채권 수준의 반향, 통화 불일치, 원죄<sup>10</sup>와 관련된 문제로 새로운 어려움을 제기 할 수 있다.
- ➡ 일반적으로 통합과 같이 증가하는 변동성의 리스크를 완화하기 위해, 현지 통화 시장은 다양한 조치를 통해 지원될 수 있다. 첫째, 보험 회사, 연기금, 투자 기금과 같은 국내 비은행계의 투자자 기반을 넓히고 심화시키는 것이 도움이 될 수 있다. 이러한 국내 기관 투자자들은 자본시장의 유동성을 강화하고 자본 유출입 기간 동안의 압력을 부분적으로 상쇄하기 위해 단계적으로 참여 가능하다.
- ➡ 현지 통화 발행이 통화 불일치를 줄인다는 사실은 안정성이 부분적으로만 맞아떨어

<sup>10</sup> Eichengreen and Hausmann (2005), Eichengreen, Hausmann, and Panizza (2007), and references therein

진다는 인상을 줄 수 있다. 즉, 자국통화표시채권의 증가는 여전히 광범위하게 지불 압력 균형을 창출 할 수 있다. 따라서 적절한 지급준비금 조치는 외국인 투자자가 국내 통화 채권을 보유함으로써 발생하는 롤오버 위험에 대한 스트레스 시나리오를 포함해야 한다. 거시건전성 및 자본 흐름 관리 조치는 국내 외환 유동성 위험을 다루고 유입액의 구성에 영향을 미칠 수 있다 : (i) 더 높은 외환보유액 기준, 단기 대외부채 또는 비거주 투자자에 대한 부채 양쪽 모두. (ii) 채권, 특히 자국통화표시채권 시장에서 외국인 투자자를 위한 최소 보유 기간; (iii) 외국 채권 유입에 대한 세금.

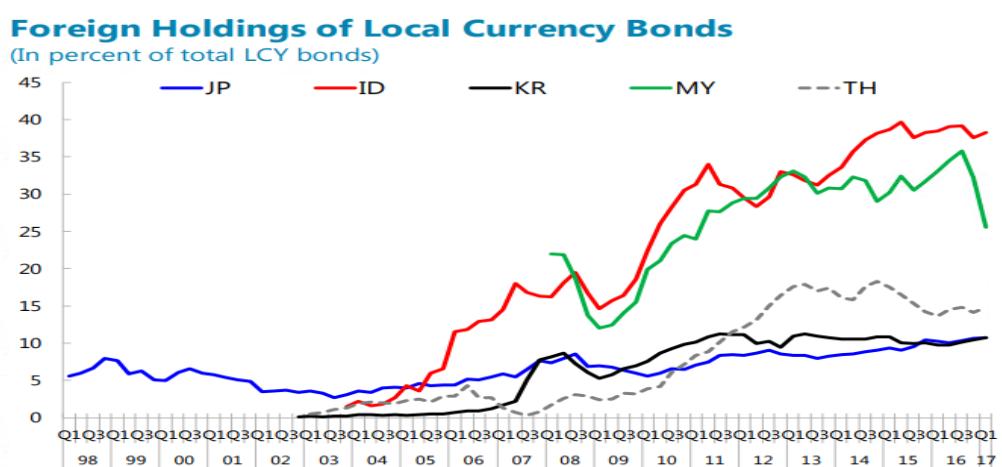
그림8 Net inflows into emerging market bonds



자료: EPFR Global, IMF, 이베스트투자증권 리서치센터

참조: Hard currency denotes funds that invest 75 percent or more in debt denominated in the following currencies: US Dollar, Euro, British Pound, Swiss Franc, Japanese Yen, Canadian Dollar, Australian Dollar, and Swedish Krona.

그림9 Foreign investor participation in EM local currency bond markets

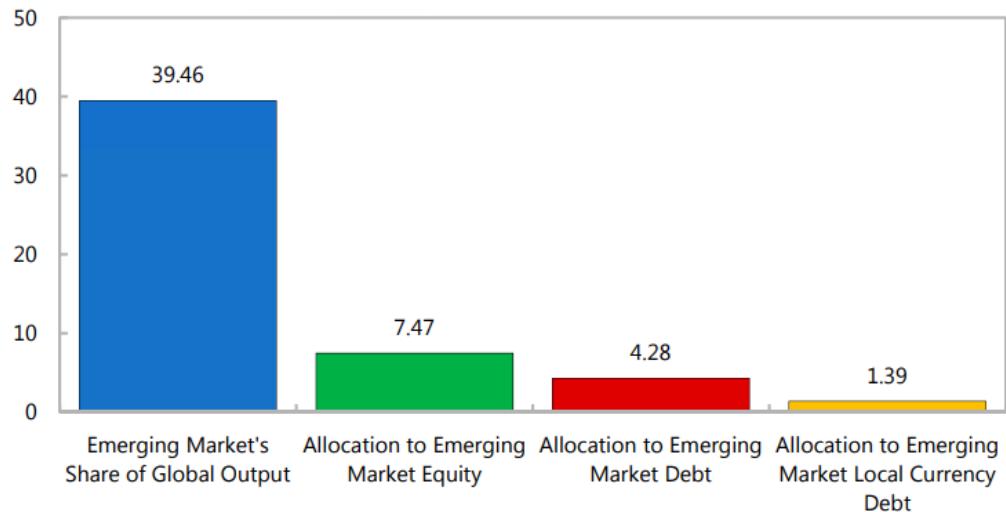


자료: Asia Bonds Online.. IMF, 이베스트투자증권 리서치센터

참조: ID = Indonesia; KR = South Korea; MY = Malaysia; TH = Thailand; JP = Japan (for comparison).

그림10 Allocations of US investors to emerging markets

**Allocations of U.S. Investors to Emerging Markets: FY2015**  
(Percentage of total market value of U.S. holdings of foreign securities)

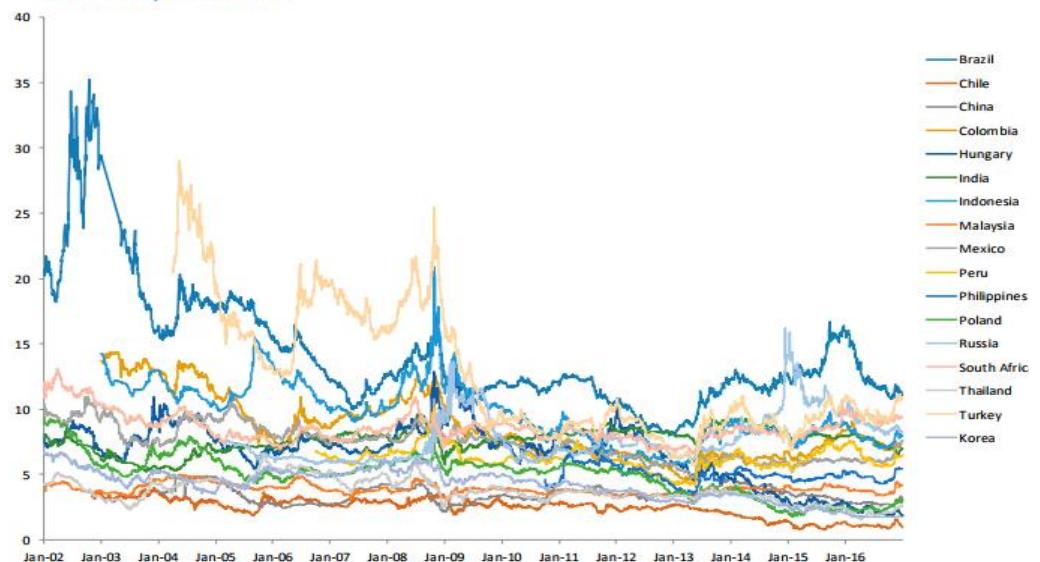


자료: 2015 US Treasury Report on US Portfolio Holdings and IMF World Economic Outlook 2016.. IMF, 이베스트투자증권 리서치센터

참조: ID = Indonesia; KR = South Korea; MY = Malaysia; TH = Thailand; JP = Japan (for comparison).

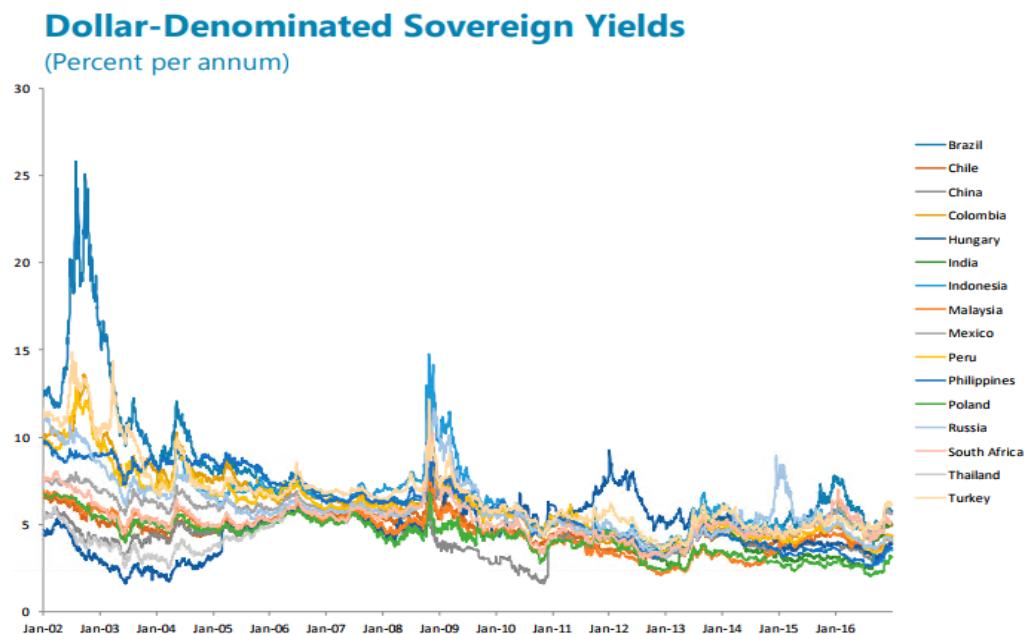
그림11 EM Local currency bond yields

**Local Currency Sovereign Yields**  
(Percent per annum)



자료: JP Morgan data. IMF, 이베스트투자증권 리서치센터

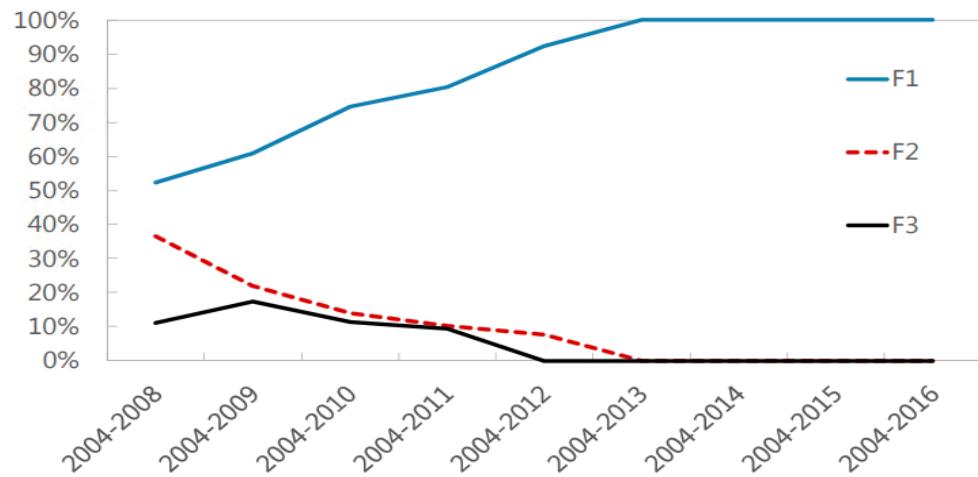
그림12 EM Dollar-denominated bond yields



자료: JP Morgan data. IMF, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 EM Dollar-denominated bond yields – Factor analysis

### EM Dollar-Denominated Bond Yields: Proportion of Common Variance Explained by Factors (in percent)



자료: JP Morgan data. IMF, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 EM Sovereign Dollar-Denominated Currency Debt, 2004-2016

Covariance Analysis: Ordinary Correlation  
Balanced Sample: 3145 Observations between 5/28/2004 and 12/31/2016

Country	Factor Loadings	Communality	Uniqueness
	F1		
CHINA	0.619	0.384	0.616
INDONESIA	0.914	0.835	0.165
MALAYSIA	0.929	0.862	0.138
PHILIPPINES	0.902	0.814	0.186
BRAZIL	0.891	0.794	0.206
CHILE	0.903	0.815	0.185
COLOMBIA	0.962	0.925	0.075
MEXICO	0.969	0.940	0.060
PERU	0.965	0.932	0.068
POLAND	0.862	0.743	0.257
RUSSIA	0.797	0.634	0.366
SOUTH AFRICA	0.848	0.719	0.281
TURKEY	0.966	0.933	0.067

Variance accounted for by common factors: 10.332  
Total Variance (sum of diagonal elements of correlation matrix): 13

자료: IMF, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 EM Sovereign Dollar-Denominated Debt, 2004-2016: Sub-group 1

Covariance Analysis: Ordinary Correlation  
Balanced sample of 3145 observations between 5/28/2004 and 12/31/2016

Country	Factor Loadings	Communality	Uniqueness
	F1		
CHINA	0.619	0.383	0.617
INDONESIA	0.860	0.739	0.261
MALAYSIA	0.884	0.781	0.219
PHILIPPINES	0.880	0.774	0.226

Variance accounted for by common factors: 2.677  
Total Variance: 4

자료: IMF, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 EM Sovereign Dollar-Denominated Debt, 2002-2016: Sub-group 2

Covariance Analysis: Ordinary Correlation  
Balanced sample of 3747 observations between 1/2/2002 and 12/31/2016

Country	Factor Loadings	Communality	Uniqueness
	F1		
BRAZIL	0.888	0.788	0.212
CHILE	0.818	0.669	0.331
COLOMBIA	0.982	0.964	0.036
MEXICO	0.961	0.923	0.077
PERU	0.976	0.953	0.047

Variance accounted for by common factors: 4.30  
Total Variance: 5

자료: IMF, 이베스트투자증권 리서치센터

표5 EM Sovereign Dollar-Denominated Debt, 2002-2016: Sub-group 3

Covariance Analysis: Ordinary Correlation  
Balanced sample of 3747 observations between 1/2/2002 and 12/31/2016

Country	Factor Loadings	Communality	Uniqueness
	F1		
POLAND	0.843	0.711	0.289
RUSSIA	0.913	0.833	0.167
SOUTH_AFRICA	0.831	0.69	0.310
TURKEY	0.910	0.829	0.171

Variance accounted for by common factors: 3.062  
Total Variance: 4

자료: IMF, 이베스트투자증권 리서치센터

표6 Correlation between Common Factors and Other Variables - EM Sovereign Dollar-Denominated Debt

Variables	F1	Sub-group 1	Sub-group 2	Sub-group 3
<b>US Interest Rates</b>				
US Treasury	0.81 (77.61)	0.84 (86.50)	0.80 (81.98)	0.74 (66.98)
US Treasury 3-months	0.59 (41.43)	0.64 (47.02)	0.41 (27.83)	0.35 (22.84)
US Treasury 2-years	0.69 (53.73)	0.73 (60.74)	0.55 (39.88)	0.48 (33.58)
US Treasury 10-years	0.81 (76.56)	0.83 (83.86)	0.77 (73.75)	0.71 (61.75)
US High Yield Corporate	0.23 (13.38)	0.20 (11.24)	0.30 (19.23)	0.40 (27.09)
<b>Euro Interest Rates</b>				
Euribor 3-months	0.72 (58.24)	0.76 (65.05)	0.66 (53.31)	0.66 (54.18)
Euribor 2-years	0.75 (63.14)	0.79 (71.78)	0.70 (59.51)	0.69 (58.65)
Euribor 10-years	0.77 (68.42)	0.81 (76.25)	0.78 (76.42)	0.76 (72.59)
<b>Equity</b>				
MSCI Emerging Market Index	-0.59 (-40.50)	-0.57 (-38.57)	-0.79 (-78.93)	-0.75 (-69.59)
S&P 500	-0.57 (-38.98)	-0.60 (-41.92)	-0.65 (-51.74)	-0.64 (-50.68)
NASDAQ	-0.65 (-47.92)	-0.69 (-53.02)	-0.70 (-59.44)	-0.68 (-56.82)
FTSE	-0.59 (-41.30)	-0.59 (-40.82)	-0.71 (-61.86)	-0.69 (-57.55)
DAX	-0.63 (-45.58)	-0.66 (-49.36)	-0.71 (-61.62)	-0.67 (-55.47)
<b>Liquidity and Volatility</b>				
Libor-OIS	0.37 (22.12)	0.34 (20.39)	0.12 (7.445)	0.21 (13.36)
Ted Spread	0.46 (29.33)	0.46 (28.66)	0.13 (8.05)	0.19 (11.72)
VIX	0.35 (20.67)	0.31 (18.34)	0.39 (25.73)	0.48 (33.63)

자료: IMF, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 EM Sovereign Dollar-Denominated Debt, 2002–2016: Sub-group 3

Covariance Analysis: Ordinary Correlation

Balanced Sample: 2981 Observations between 2/1/2005 and 12/31/2016

Country	Factor Loadings			Communality	Uniqueness
	F1	F2	F3		
CHINA	-0.102	-0.279	0.688	0.561	0.439
INDIA	-0.210	-0.339	0.736	0.701	0.299
INDONESIA	0.831	0.374	-0.098	0.840	0.160
KOREA	0.914	-0.305	0.051	0.930	0.070
MALAYSIA	0.454	0.531	0.399	0.647	0.353
THAILAND	0.833	-0.220	0.143	0.763	0.237
BRAZIL	0.503	0.681	0.065	0.721	0.279
CHILE	0.769	-0.544	-0.077	0.893	0.107
COLOMBIA	0.812	0.381	0.082	0.811	0.189
MEXICO	0.916	0.248	-0.065	0.905	0.095
HUNGARY	0.733	-0.458	-0.200	0.787	0.213
POLAND	0.831	-0.428	-0.018	0.874	0.126
RUSSIA	-0.432	0.504	-0.168	0.469	0.531
TURKEY	0.836	0.248	0.037	0.761	0.239
SOUTH_AFRICA	0.100	0.511	0.367	0.406	0.594
Proportion of common variance explained by factors	0.627	0.243	0.129		

Variance accounted for by common factors: 11.068

Total Variance: 15

자료: IMF, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 EM Sovereign Dollar-Denominated Debt, 2002-2016: Sub-group 3

**Table 7 (Continued)**

Variables	Sovereign Local Currency Debt		
	F1	F2	F3
<b>Commodity Prices</b>			
S&P GSCI Index	0.01 (0.48)	-0.69 (-52.59)	0.53 (34.33)
WTI	0.09 (5.03)	-0.64 (-45.76)	0.56 (37.31)
Brent	-0.06 (-3.13)	<b>-0.71 (-54.41)</b>	0.51 (32.46)
Crude Palm Oil	-0.25 (-14.24)	-0.43 (-25.97)	0.35 (20.59)
Copper	-0.07 (-3.96)	<b>-0.72 (-55.84)</b>	0.47 (28.79)
Aluminum	0.56 (36.63)	-0.40 (-23.92)	0.34 (19.90)
Soybean	-0.43 (-25.78)	-0.53 (-33.85)	0.31 (17.66)
Wheat	-0.08 (-4.36)	-0.58 (-38.77)	0.35 (20.19)

자료: IMF, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 EM Sovereign Dollar-Denominated Debt, 2002-2016: Sub-group 3

	Pre-crisis (5/28/2004-9/12/2008)	Post-crisis (9/15/2008-12/31/2016)	Full sample
<b>F1</b>	52.2%	91.8%	100.0%
<b>F2</b>	36.7%	8.2%	
<b>F3</b>	11.1%		
<b>Common Variance</b>	<b>11.791</b>	<b>11.033</b>	<b>10.332</b>
<b>Total Variance</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>13</b>

자료: IMF, 이베스트투자증권 리서치센터

표10 EM Sovereign Local Currency Debt, 2005-2016 – Proportion of Common Variance Explained by Factors

	Pre-crisis (2/1/2005-9/12/2008)	Post-crisis (9/15/2008-12/31/2016)	Full sample
F1	42.0%	48.2%	62.7%
F2	28.7%	36.2%	24.3%
F3	21.4%	15.6%	12.9%
F4	7.8%		
<b>Common Variance</b>	<b>12.644</b>	<b>12.245</b>	<b>11.068</b>
<b>Total Variance</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>

자료: IMF, 이베스트투자증권 리서치센터



## 2. 모든 것에 대한 수익률

다음은 2018년 02월 05일 발표된 샌프란시스코 연방준비은행의 연구물, 〈The Rate of Return on Everything〉의 전문을 번역한 것입니다.

### 모든 것에 대한 수익률

- ➡ 위험한 투자는 안전한 투자보다 더 나은 수익을 올릴 수 있을까? 이 질문에 대한 대답은 높은 이윤을 추구하는 해지 펀드 매니저에게만 의미가 있는 것이 아니다. 다른 이유이긴 하지만 경제학자들도 자산 수익률에 대해 집착하고 있다. 다른 자산군 대비 어느 한 자산군의 수익률, 그리고 전체자산의 전반적인 수익률과 경제성장률은 경제 내부 구조에 대한 시각이다. 이를 조사하는 것은 경제학자들로 하여금 금융 안정성, 통화 정책, 소득 불평등 등을 더 잘 이해할 수 있게 해준다.
- ➡ 이 때문에 자산 수익률의 진행 과정에 대한 데이터 수집은 중요하다. Jordà, Knoll, Kuvshinov, Schularick, Taylor(2017)는 오랫동안 잊혀진 연감(almanacs)과 통계 연보(yearbook)를 다년간 조사한 다음 1870년 이후 16개 선진국의 부동산, 주식, 장기와 단기의 국채 수익률을 심층적으로 살펴본다. 이 네 가지 자산군은 일반적으로 국가 자산 포트폴리오의 50% 이상을 차지한다.
- ➡ 데이터는 예상치 못했던 결과를 보여주었다. 가계가 가장 보편적으로 보유하고 있는 자산 중 하나인 주택을 고려해보자. 수익은 두 가지 요소로 구성된다. 하나는 시간이 지남에 따라 주택 가격이 절상된 것이다. 다른 하나는 임대인에게 지불하거나 신용으로 보유하고 있는 경우의 임대료에 의해 결정된다. 이는 감가상각비 및 기타 비용을 제외한 비용이다.
- ➡ 투자의 관점에서 보자면, 주택으로 얻을 수 있는 수익은 주식이 벌어들일 배당금이나 국채의 쿠폰 지불금과 유사하다고 생각할 수 있을 것이다. 총체적으로 보면, 국가 별로 그리고 시간이 지남에 따라, 부동산 수익률은 상장주식에서 투자자가 얻는 수익, 즉 실질 혹은 인플레이션 조정된 값으로 약 7%에 가깝다.
- ➡ 더 놀라운 것은 금융위기에서 막 회복되었음에도 불구하고 부동산 수익은 주식 수익률 변동성의 전반 수준이라는 사실이다. 그럼 1은 주택 수익률과 주식 수익률을 10년 평균의 관점에서 본 것이다.

그림14 부동산과 주식투자의 실질 수익률 (Real returns on housing and equity)



자료:샌프란시스코 연방준비은행, 이베스트투자증권 리서치센터  
참고: 수익률은 10년 이동평균이다.

▶ 주택과 주식은 종종 "위험한(risky)" 자산으로 분류되는 반면, 국채는 정부가 채무 불 이행을 하는 경우가 거의 없기 때문에 "안전한" 자산으로 분류된다. 단기적으로는 위험 자산이 안전 자산보다 변동성이 크다. 그러나 장기간으로 보면 이것은 사실이 아니다. 그림 2에서 볼 수 있듯이, 안전 자산 수익률의 국가간 평균은 크게 변동한다. 특히 전시 기간 중에 많이 변했지만 다른 시기에도 크게 변동한다. 이는 위험 자산이 위험에 대한 보상으로 더 높은 수익률을 가져가야 한다는 기본 개념과 상반된다.

그림15 위험자산과 안전자산의 수익률 비교 Rate of return on risky vs. safe



자료:샌프란시스코 연방준비은행, 이베스트투자증권 리서치센터  
참고: 수익률은 10년 이동평균이다.

▶ 그렇다면 안전자산과 위험자산의 총 수익률은 경제성장률과 어떻게 비교할 수 있을까? 피케티(Piketty, 2014)는 투자의 실질 수익률이 경제 성장률을 초과하면, 소득보다 부가 더 빠르게 증가하고 불평등이 커진다고 주장한다. 피케티의 이론과 정책 권고에 대한 토론은 불평등의 가속을 줄이기 위한 것이다. 그러나 첫번째 단계에서, 그럼 3은 지난 150년동안 국가 전체에서 일어난 일을 잘 보여준다. 수익률은 지속적으로, 때로는 크게 경제성장률을 초과했다.

그림16 16개 선진국 경제의 자산 실질 수익률과 성장률 (Returns on wealth and growth across 16 advanced economies)



자료:샌프란시스코 연방준비은행, 이베스트투자증권 리서치센터

참고: 수익률은 10년 이동평균이다.



### 3. 글로벌 집행기관 동향

최근 일주일간 업데이트 된 글로벌 집행기관들(연기금, 국부펀드, 대학기금 등)의 최신 동향을 요약정리 했습니다.

#### 국부펀드(SWF)

##### ■ 왜 국부기금은 대체투자에 관심을 가질까? -2012.02.04, IO&C

- ▶ 국부기금(SWF)은 2010년 이후 AUM 3조 달러에 달하는 기간동안 대체자산에 대한 배분을 크게 늘렸다. 글로벌 컨설팅 회사인 PwC에 따르면 2010년에 SWF 부문이 대체 자산에 대한 익스포저를 19%에서 2016년 말과 비교해 총 투자의 거의 1/4로 늘린 것으로 나타났다. 6년 동안 전체 SWF자산은 4조 4천억 달러에서 7,400억 달러로 증가했다. 2015년부터 2016년까지 시장점유율이 약간 떨어졌음에도 불구하고, SWF는 정부 후원기금이 지속적으로 나옴에 따라 기관 투자가에 대한 영향력을 증대시켰다. 2004년 SWF는 2010년 10% (전년도 10.%)에 비해 전세계 기관투자자산의 4.5%를 공동으로 관리했다.
- ▶ PwC는 "SWF는 그 규모와 다양성이 점차 커지고있기 때문에, 포트폴리오에 다양한 자산군을 도입했다. 많은 수의 SWF가 자산 배분의 일부를 대안 투자로 전환하고 있다."고 말했다. 그러나 이 보고서는 대체투자가 SWF 포트폴리오에 "비유동성, 복잡성, 주기성"과 같은 새로운 위험을 가져올 수 있다고 경고한다.
- ▶ PwC에 따르면 "SWF는 포트폴리오와 투자를 지속적으로 모니터링하고 경제 발전을 위해 자본을 재분배해야 한다는 점을 명심해야 한다. 그러나 대체투자가 다양성을 전반적으로 넓혀줌으로써 SWF는 각종 투자 요구에 맞는 자산군을 선택할 수 있기 때문에, 이득을 얻는 부분이 비용을 능가한다"고 말했다.
- ▶ 이러한 대체투자의 증가는 주식 및 채권과 같은 전통적인 자산에 포트폴리오 분산화 효과를 제공하고 경제 발전을 뒷받침하며 SWF의 장기투자 기간 사이에 벌어질 수 있는 위기에 대한 해지 목적으로 선택될 수 있다. PwC에 따르면 대체자산 하위군 중 SWF가 가장 많이 투자한 대상은 사모펀드(PE)이고, 반면에 가장 많은 투자자금을 끌어 모으고 있는 대상은 부동산과 인프라가 결합된 형태의 자산(63 %)이다.
- ▶ "사모펀드에 대한 투자가 SWF의 주류옵션으로 자리잡고 있으며, SWF의 61%는 포트폴리오에 사모펀드를 보유하고 있다. 2016년 사모펀드는 SWF자산의 6.1%를 차지했다. 이는 2011년에 등록된 3.7%에 비해 오른 수준이다. 또는 AUM이 미국달러 1780억에서 2016년에 4510달러로 올랐다고도 말할 수 있다. 약 55%의 SWF가 2016년에 원자재에 투자했으며(전년도 대비 47% 증가) 33%의 SWF는 해지 펀드

를 보유했다. "원자재에 투자하는 모든 SWF는 에너지에 익스포져가 있지만, 44%만이 금속과 광물에 자산을 배분했다."

- ➡ PwC 연구에 따르면 "또한 원자재에 투자하는 SWF는 수자원 및 농업 프로젝트에 자원을 투자하는 것을 선호하며, SWF는 이들에게 각각 56%와 54%씩 투자한다." PwC는 현재 금 투자 수준에 대한 데이터를 제공하지는 않지만 SWF 포트폴리오의 대안 분산투자로써 금이 적합하다고 제시한다.
- ➡ 해지펀드는 가장 비선호되는 대체자산으로 꼽힐에도 불구하고, SWF는 여전히 해지 펀드에 대해 아주 큰 집단적 영향력을 행사하고 있다. SWF는 해지펀드에 투자된 자본의 12%를 차지한다고 연구자들은 말했다. 또한 "포트폴리오를 다각화하기 위해 SWF가 자산군에 대한 추가 익스포져를 모색함에 따라, 이러한 투자가 앞으로도 증가할 수 있다."라고 말했다.
- ➡ 그리고 SWF가 IFSWF (International Sovereign Wealth Funds)와 HFSB (Hedge Fund Standards Board) 간의 2016년 협상을 포함하여 (때때로 문제를 일으키는) 해지펀드 세계에서 집단적 힘을 발휘하고 있다고 말했다. "이번 합의는 해지 펀드와 SWF간의 커뮤니케이션을 개선하기 위한 것으로, 양측의 적절한 포지션을 보장한다는 목표를 가지고 있다. 정보의 상호교환은 양 당사자의 투자관행의 투명성을 보장하기 위해 설정되었다." 고 PwC 연구 보고서는 전했다.

#### ■ Why sovereign funds are attracted to alternatives

Sovereign wealth funds (SWFs) have significantly upped allocations to alternative assets since 2010 during a period when funds under management leapt about US\$3 trillion, new research from global consultancy firm PwC reveals.

The PwC study shows the SWF sector lifted exposure to alternative assets from 19 per cent in 2010 to almost a quarter of total investments as at the end of 2016 compared to. Over the six-year stretch total SWF assets under management grew from US\$4.4 trillion to US\$7.4 trillion, the report says.

Despite a slight dip in market share from 2015 to 2016, SWFs have also increased their influence in the institutional investor space as government-sponsored funds continue to spawn. In 2004 SWFs collectively managed about 4.5 per cent of global institutional investment assets compared to 10 per cent in 2016 (10.2 per cent the previous year).

"With the growing size and diversity of SWFs, we have observed their investments expanding in scope, introducing a variety of new asset classes into their portfolios," the PwC study says. "A large number of SWFs are

increasingly shifting a part of their asset allocation towards alternative investments."

However, the report warns alternatives also introduce new risks into SWF portfolios "such as illiquidity, complexity, and cyclicalities".

In a statement, PwC global head of sovereign investment funds and private equity, Will Jackson-Moore, said: "SWFs should keep in mind the need for continuous monitoring of their portfolios and their investments and reallocate their capital to reflect economic developments.

"Overall though, the benefits seem to outweigh the costs, as the varied nature of alternatives provides SWFs with the ability to select an asset class specific to their investment needs."

Nonetheless, the steadily increasing SWF exposure to alternative assets since 2010 came against a backdrop of fluctuating allocations to the mainstay sectors of fixed income and equities. According to the PwC analysis, SWF fixed income portfolio levels jumped from 35 per cent in 2010 to 40 per cent three years later before sinking to just 30 per cent in 2016. During the same time periods SWF equity exposure went from 44 per cent to 37 per cent and back again to 44 per cent by 2016.

"This rise in alternatives can provide portfolio diversification to traditional assets such as equity and bonds, support economic development, and be used as a hedge against crises which is aligned with the long-term investment horizon of SWFs," the PwC report says.

Of the alternative asset sub-classes, private equity has attracted the most capital from SWFs, PwC says, while the conjoined twins of real estate and infrastructure lured the largest number of funds to invest (63 per cent).

"Investments in private equity are becoming a mainstream option for SWFs, with 61% of them holding the asset class in their portfolios," the paper says. "In 2016, private equity accounted for 6.1% of SWFs' assets, compared to 3.7% registered in 2011. This translates to an increase from USD 178bn to USD 451bn in 2016 in terms of [assets under management] an impressive growth rate of 20.5% from 2011 to 2016."

About 55 per cent of SWFs invested in commodities in 2016 (up from 47 per

cent a year earlier) and 33 per cent held hedge funds.

"While all SWFs investing in commodities have exposure to energy, only 44% of them allocate to metals and mining goods," the PwC study says. "Furthermore, SWFs investing in commodities prefer to devote resources to water and agricultural projects, with 56% and 54% of SWFs investing in these respectively."

PwC suggests gold would fit well as an alternative diversifier in SWF portfolios, although the report provides no data on current investment levels.

And despite hedge funds ranking as their least popular alternative, SWFs remain influential in the sector. As a group SWFs represent about "12 per cent of capital invested into hedge funds", the paper says.

"This might increase as SWFs seek further exposure to the asset class in order to diversify their portfolios," PwC says.

The report says SWFs were also exerting their collective power in the sometimes-problematic hedge fund world including a 2016 deal between the International Forum of Sovereign Wealth Funds (IFSWF) and the Hedge Fund Standards Board (HFSB).

"The agreement is designed to improve the dialogue between hedge funds and SWFs, with the goal to guarantee adequate financial positions from both sides," the PwC study says. "A mutual exchange of information was set to ensure transparency in both parties' investment practices.

#### ■ 노르웨이 국부펀드는 '즉각적으로' 석유 보유를 줄여야 한다 -2018.02.06, Bloomberg

- ➡ 의회의 다수가 석유 및 가스에 대한 투자회수(divestment 매각)를 승인하는 방향으로 기울고 있다. 노르웨이의 국부펀드는 전반적인 석유 익스포저를 제한해야 한다고 말했다.
- ➡ 노르웨이의 1조 1천억 달러 규모의 국부펀드는 작년 당시 350억 달러에 달하는 석유 및 가스 주식을 처분할 계획을 발표하면서 세계에 쇼크를 몰고왔다. 정부와 의회가 이에 대한 대응 발표를 준비하면서, 해당 기금에서 일했던 경제고문은 소위 '큰손'인 투자자들이 더이상 시간을 낭비할 필요도 지금 매각을 할 필요도 없다고 말했다.

- ➡ 한편 노르웨이 비즈니스 스쿨 (Norwegian Business School) 부교수로 일하는 에스 펜 헨릭슨(Espen Henriksen)은 "만약 노르웨이 은행(Norges Bank)이 이 의견을 따른다면, 즉시 액티브 포지션을 시행할 여력을 마련해놓는 것을 고려하고 석유와 가스 보유량을 점차적으로 줄여나가는 것이 좋다."고 말했다.
- ➡ 해당 석유 보유에서 빠져나가려는 국부펀드의 계획은 국가의 리스크 익스포저를 개선하려는 욕구에 기초하는 것이지 윤리적 고려에 기초하는 것은 아니다. 서유럽에서 가장 큰 석유/가스 생산국인 노르웨이는 수출의 약 50%가 원자재에서 나온다. 그러나 재생가능 에너지의 급속한 성장으로, 석유 수요가 고점에 가까워져서 석유 생산 회사에 대한 리스크가 커졌다.
- ➡ 재무부는 이 문제를 연구하여 금년 봄에 이에 대한 사항을 발표할 예정이다. 정부는 의회가 결정하기 전 하반기에 의견을 발표할 계획이다. 중앙은행의 일부인 국부펀드는 정부의 투자 가이드라인을 따를 예정이다.
- ➡ 기금은 이에 대해 정부에 압력을 가하고 있다. 그러나 이 전략은 역효과를 낼 수 있다. enriksen은 펀드 매니저의 움직임이 "자산관리자에게 정치적 권한이 간다면 좋지 않은 선례를 만들 리스크가 있다"고 말했다. 보수당은 지수의 변화에 개방적이지만, 의회 재무위원회 보수당원인 Mudassar Kapur는 이에 대해 철저한 분석이 필요하다고 강조했다. 보수당은 3자 소수정권을 이끌고 있다.
- ➡ 그러나 위원회의 과반수는 2014년 유가 쇼크가 노르웨이 경제의 취약성을 드러내었으며 가능한 빨리 장관급이 제안을 승인하기를 희망한다고 말했다. 2015년에 야당은 정부의 의사와는 반대로, 석탄 회사들의 주식 매각을 강제로 통과시켰다.
- ➡ 재무장관 카리 엘리자베스 카스키(Kari Elisabeth Kaski)사회당 좌파 국장은 "석유 기금 관리에 대한 우리의 경험에 따르면, 재무부의 조언에 대한 의회 결정 상당부분을 확보해야만 한다는 것이다. 나는 이 사건이 지금 다시 일어나도 놀라지 않을 것이다"라고 말했다.
- ➡ 한편 사우디아라비아 석유의 큰손인 사우디 아람코(Saudi Aramco)의 IPO는 예정대로 진행될 예정이라 또 다른 논쟁거리를 낳고있다. 국부기금은 일반적으로 대규모 IPO에 투자하는 것이 일반적이지만, 오일 익스포저에 대한 견해를 고려한다면 다른 노선을 고려하는 것도 적절하다.
- ➡ 카스피에 따르면, 아람코는 논쟁을 "더욱 관련깊게"만든다. 재정부 장관인 Marianne Groth 국무 장관은 "이 문제는 철저한 방식으로 다룰 것"이라고 말했다. 기금의 대변인 Thomas Sevang은 재무장관이 견해를 밝히기 전에는 이에 대해 코멘트하지 않겠다고 거부했다.
- ➡ 기금은 일전에 석유회사와 가스회사의 매각이 수년에 걸쳐 이루어질 것이라고 말했다. 그러나 투자자는 자신의 수익률이 벤치마크 수익률에서 1.25%p 이상 벗어나지

않는다면, 자체적으로 행동 할 여지가 있다.

▶ 그리고 세계에서 가장 큰 국부펀드이기 때문에, 주식을 매매할 때 앞선 포지션을 피하는데는 능숙해졌다. "이는 전문적인 방식으로 처리될 것이며, 서투른 상태에서 돈을 잃는 상황에 처하지는 않을 것이라고 확신한다"라고 Henriksen은 말했다.

#### ■ Norway SWF should "immediately" cut oil position

(Bloomberg) -- Norway's \$1.1 trillion wealth fund shocked the world last year when it announced a plan to divest all its oil and gas stocks, worth \$35 billion at the time.

As the government and parliament prepare to give their responses, a former senior economic adviser who used to work for the fund says the investing giant shouldn't waste any time and start selling now.

"If Norges Bank sincerely believes its advice, it should probably consider using the room for active positions to immediately, but gradually, decrease its oil and gas holdings," said Espen Henriksen, who now works as an associate professor at the Norwegian Business School in Oslo.

The fund's plan to exit oil is based on a desire to improve the country's risk exposure, and not on ethical considerations. As western Europe's biggest oil and gas producer, Norway gets about 50 percent of its goods exports from its commodities. But with the rapid growth of renewable energies, there's speculation that demand for petroleum is close to peaking, raising the risk of investing in companies that produce the fuels.

The matter is being analyzed by the Finance Ministry, which is due to release a white paper this spring. The government will then give its opinion in the second half of the year before parliament decides. The fund, which is part of the central bank, gets its investment guidelines from government.

By going public with its wishes, the fund has put pressure on the government. But the tactic could backfire.

Henriksen says the fund manager's move "risks creating an unfortunate precedent by giving the asset manager more political power to define its mandate."

The ruling Conservatives are "open" to a change in the index, but stress the

need for a thorough analysis, said Mudassar Kapur, a Conservative member of parliament's Finance Committee. The Conservatives head a three-party minority government.

But a majority on the committee say the 2014 oil-price shock revealed vulnerabilities in Norway's economy and want the ministry to go over the proposal as quickly as possible. Opposition parties in 2015 forced through a divestment of shares in coal companies against the government's wishes.

"Our experience with the management of the oil fund is that to a large extent we've had to secure decisions in parliament against the Finance Ministry's advice," said Kari Elisabeth Kaski, a Socialist Left lawmaker on the Finance Committee. "I wouldn't be surprised if this is what happens this time around as well."

Meanwhile, the planned initial public offering of shares in Saudi Aramco, Saudi Arabia's oil behemoth, has added another ripple to the debate. The fund typically invests in large IPOs ahead of time, but may sit this one out, given its views on oil exposure.

According to Kaski, Aramco makes the debate more "relevant."

At the Finance Ministry, State Secretary Marianne Groth says the matter will be "treated in a thorough and good manner."

Thomas Sevang, a spokesman for the fund, declined to comment before the Finance Ministry has given its view. The fund has previously said any divestment of oil and gas companies would take place over many years.

But the investor has some leeway to act on its own, provided its return doesn't deviate more than 1.25 percentage point from the return of its benchmark. And as the largest sovereign wealth fund in the world, it's become adept at covering its tracks when it trades shares to avoid being front-run.

"I'm confident that this will be handled in a professional manner, and that we don't end up in a situation where we lose money on clumsiness," Henriksen said

■ 세계 최대 규모의 국부펀드, 일본 부동산의 장기 시야 -2018.02.09, Bloomberg

▶ 노르웨이 국부펀드의 부동산 투자부문은 전 세계적으로 250 억 달러를 관리하고, 연간 1,000 억엔의 거래를 한다. 노르웨이의 1조 달러 국부펀드의 부동산 투자는 작년에 처음으로 일본에 투자 한 이후, 일본에서 더 많은 부동산을 사려고 했다. Norges Bank Real Estate Management는 일본에서 매년 "천억엔 (2억 9천 2백만 달러)의 "2 천억 엔 (2억 천만 달러)을 투자 할 있는 능력을 갖추고 있다" 라고 Karsten Kallevig 최고 경영자는 밝혔다. Karsten Kallevig은 2010년 부동산 투자를 시작한 이래, 최소 2 천억 크로네(250 억 달러)를 모금했으며, 현재 외국인 투자 자금은 런던과 뉴욕을 포함한 다른 글로벌 도시보다 국내 국채보다 높은 수익률 스프레드를 제공하는 일본 부동산으로 유입되고 있다.

[World's Biggest Wealth Fund Eyes Long Game in Japanese Property](#)

Real estate arm of Norway's fund manages \$25 billion globally

Fund can do 'a couple' of 100 billion yen deals a year: CEOBy Gareth Allan and Katsuyo Kuwako

(Bloomberg) --?The property-investment arm of Norway's \$1 trillion sovereign wealth fund is keen to buy more real estate in Japan after making its first investment in the country last year. Norges Bank Real Estate Management has the capacity to complete "a couple of" 100 billion yen (\$912 million) deals in Japan each year "if the right opportunities come along," Chief Executive Officer Karsten Kallevig said in an interview in Tokyo. He said the fund hopes to own property there "for a very, very long time." Karsten Kallevig Since it began investing in property in 2010, the Oslo-based fund has accumulated at least 200 billion krone (\$25 billion) in real estate by starting out firstly in Europe, then the U.S. and most recently Japan. Foreign money has been flowing into Japanese real estate, which currently offers higher yield spreads over domestic government bonds than other global cities including London and New York, according to Deutsche Asset Management.

**연기금(Pension Fund)**

■ 공공 연금은 기금의 수익이 15% 증가할때 안정된다 -2012.02.03, Bloomberg

▶ 정부 기금은 2013년 아래 가장 수익을 많이 올렸다. (Calender Year 기준) 5년 동안의 공공 연금 수익률 중앙값은 9.1% 이다. 금융 위기 이후 투자 컨설턴트, 학계 및 공무원의 경고로 인해, 정부 연금계획이 연간 7~8%의 목표 수익을 달성하지 못한다는 경고 신호가 점차 완화되고 있다. Wilshire Trust Universe Comparison

Service에 따르면, 공공 연금의 중간값은 지난 5년간 전망치를 상회했으며 연율로 9.1%의 수익을 얻었다. 작년에 미국의 공공 연금은 중앙 이익이 15.2%로 가장 높았으며 2013년 아래 최고치를 보였고 연금 목표를 두 배로 늘린 것으로 나타났다. 글로벌 경제 성장, 기업 실적 호조 및 공화당 감세 조치로 인해 주식에 대한 수익률이 지난달 말까지 최고치를 경신 할 것으로 전망됐다. S&P 500 지수가 21.8% 상승한 것에 비해 글로벌 주식들은 미국 달러 약세로 인해 25% 상승했다.

- ➡ 한 연기금 전문가는 "과거 2,3 년 또는 더 오랫동안, 우리는 글로벌 금융 위기 이후 경험한 수익률은 기대하지 않는다"고 밝혔다. 그럼에도 불구하고 투자자들은 미래의 수익률이 줄어들 것이라고 기대해야 한다고 그는 말했다.
- ➡ 이번주의 경고 신호는 미래를 예측하는 듯 했다. 월요일 다우존스 산업평균지수가 1,175 포인트(4.6%) 하락하여, 연중 지수가 하락했다. 그러나 화요일은 약간 일찍 반등했다. 이전에 얻은 수익은 손실난 부분을 충당해야하는 주정부 및 지방정부의 재정 부담을 완화하는데 도움이 될 것이다. 그러나 아직 연금 시스템을 수령에서 끌어 올리기에는 충분하지 않다.
- ➡ Boston College의 Center for Retirement Research 보고서에 따르면, 미국 공공 연금은 2016년 6월에 퇴직한 이들에게 자금을 지급하기 위해 필요한 자산의 71.8%를 가지고 있었다. CRR에 따르면 연간 기대 수익률이 7.6%라고 가정할 때 2021년까지 약 73%의 자금 조달 비율을 갖게된다.

### Public Pension Doomsday Clock Stops as Funds Gain 15 Percent

(Bloomberg) --U.S. state and local governments have good reason to root for stocks to rebound from the crash.

The record-setting rally had muted warnings since the financial crisis by investment consultants, academics and public officials that government retirement plans couldn't meet their targeted returns of seven to eight percent annually. The median public pension has exceeded those assumptions over the past five years, returning an annualized 9.1 percent, according to the Wilshire Trust Universe Comparison Service.

Last year, U.S. public pensions reported median gains of 15.2 percent, the best since 2013 and double the annual targets they count on to pay benefits, according to figures released by Wilshire Tuesday.

Global growth, strong corporate earnings and the prospect that the Republican tax cut will boost returns to shareholders powered stocks to record highs until late last month, when they began to retreat. International stocks got a boost

from a weakening U.S. dollar, gaining 27 percent, compared to 21.8 percent for the S&P 500.

"For the past two or three years or maybe even longer, we've said don't expect the returns you've experienced since the global financial crisis," Mike Manning, the managing partner of New England Pension Consultants, said in a Jan. 30 webinar to clients. "That clearly hasn't come true."

Still, investors should expect that future returns will shrink, he said. This week that warning looked prescient: Stocks tumbled for a second day Monday, with the Dow Jones Industrial Average losing 1,175 points, or 4.6 percent, leaving the index down for the year. But prices rebounded slightly early Tuesday.

While the previously gains will help ease the fiscal strain on state and local governments who have had to pay more into the funds to make up for lost ground, they haven't been enough to pull the retirement systems out of the hole.

U.S. public pensions had 71.8 percent of assets required to meet obligations to retirees as of the fiscal year that ended in June 2016, according to a report by the Center for Retirement Research at Boston College. Assuming they achieve annual expected returns of 7.6 percent, they will have funding ratio of about 73 percent by 2021, according to CRR.

#### ■ 중국의 연금 리스크는 과연 큰 상태일까? – 2018. 02. 06, Bloomberg

- ➡ 정책입안자들이 경제 노선을 바꾸기 위해 부채를 계속해서 증가시키는 장기 법안 계획을 시행하면서, 중국의 연금이 부족해지고 있다.
- ➡ 세계에서 가장 인구가 많은 국가에서 노령화된다는 것은 근로자들이 연금에 기여하는 부분이 더이상 은퇴자들의 혜택을 전부 커버할 수 없다는 것을 의미하고, 이는 적어도 2014년 이후부터 정부로 하여금 그 격차를 줄이라는 압력을 주었다는 것을 의미한다. 연금 비용은 2016년에 11.6% 증가한 2.58조 위안(4,010 억 달러)으로, 정부 재무부의 최신 자료에 따르면 부족액을 충당하기위한 4291억 위안을 남겨두도록 만들었다.
- ➡ 베이징 국립 경제학술원의 왕덕화(王德華) 연구원에 따르면, 이 시스템이 개혁되지 않으면이 부족액은 올해 6000억 위안, 2020년에는 890 억 위안에 이를 전망이다. 정책 입안자들에게 이 문제에 관해 조언한 런던의 에노도 경제연구소(Enodo Economics)는 작년에 2019년까지 1.2조 위안으로 치솟을 것으로 예측했다.

- ➡ 재무장관은 예상치를 발표하지 않았다. 중국의 가장 큰 재정 위기는 연금 리스크다. 왕 교수는 정부의 최고 싱크탱크인 중국 사회과학원 산하에 연구소를 두고있다. "대규모 보조금으로만 운영할 수 있다는 것은 연금 제도에 큰 문제가 있다는 것을 의미한다"고 말했다.
- ➡ 이 부족분은 정부가 자국의 적자 확대를 위한 자금을 조달 하게끔 만들기 때문에 시진핑이 기업 부채의 과도한 증가를 막아야 할 시급한 과제를 안겨준다. 지도자들은 3월 5일 베이징에서 개최되는 연례 전국 인민대표대회에 소집될 때, 연금 전망에 대해 업데이트를 할 예정이다.
- ➡ 2011년 이래 첫 번째 절상으로 정부 수입이 지난해 7.4% 증가했지만, 경제 성장이 둔화되면서 회복세를 유지할 가능성은 낮다. 이는 중국이 부족분을 충당할 수 있는 중국의 능력을 제한 할 것이기 때문에, 정책 입안자들이 캡을 메우기 위해 큰 빚을 짓게 될 수도 있다.
- ➡ "중국은 지난 몇 년 동안 여려면에서 잘 해왔지만 실제로는 연금때문에 뒤쳐진 것이나 마찬가지다"라고 홍콩의 Stirling Finance Ltd. 회장인 Stalart Leckie가 말했다. 또한 정부가 언제나 연금을 지급 할 수는 있지만 직원들과 기업들이 지불해야 할 양이 급격히 증가하거나 연금 지급혜택이 삭감될 수 있다고 덧붙였다.
- ➡ 리커창 총리는 지난해 의회에서 수당을 늘리겠다고 발표했다. "우리는 복지를 보장하기 위해 강력한 안전망을 만들 것", 우리는 기초 연금을 계속해서 올리고, 연금을 받아야 할 자들이 제때 지급받게 할 것이다."
- ➡ 인구가 빠르게 늙어가고 있다. 국무원은 지난해 2010년 인구 조사에서 중국 인구의 약 1/4이 13.3%에서 2030년까지 60세 이상이 될 것이라고 밝혔다. 한편, 한 자녀 정책을 폐지하는 것은 출생률을 높이지 못했다. 생활비가 증가해서 대가족이 구성되는 것을 억제했기 때문이다. 출생률은 2016년 1850만명에서 작년 1720만명으로 감소했다.
- ➡ 인구구조 및 고용불균형이 불균형해지면서 경제가 더 많은 재조정과 소비자 지출을 지원할 수 있다고 Enoyo의 수석 경제인인 Diana Choyleva는 말한다. "중국의 노인 인구 증가는 종종 노령 부양 비율의 상승과 공공 재정에 미칠 수 있는 부담으로 분석된다." 또한 그녀는 이번 달 보고서에서 "그러나 소비하지만 생산하지 않는 연금 수급자의 비율이 높을수록 GDP에서의 소비자 지출이 구조적으로 증가할 것이라고 지적하는 것은 가치가 있다."고 말했다.
- ➡ 이러한 연금혜택을 제외하고도 연금 제도에 이미 긴장감은 있었다. 2020년 이후 재정 적자 문제가 빠르게 부각될 것이라고 중국 재무학회 산하 학술원 Liu Shangxi 소장은 밝혔다. 중앙 정부는 11월에 대규모 국유기업과 금융기관이 국가 소유지분의 10%를 사회보장 기금으로 이전해, 연금지급 압력을 완화할 것이라고 밝혔다. 아직 새로운 세부 사항이 공개되지는 않았다.

↳ 재무부와 인적자원 및 사회 보장부는 월요일 아침 팩스로 보내진 의견에 대한 응답에 응답하지 않았다. MOHRSS는 연간 사회보험 보고서의 발급을 연기하여, 국가가 연금 부담을 겪고 있음을 추측할 수 있다. 중국은 1990년대 초 수립된 현재의 연금제도 하에서, 근로 인구가 기여한 퇴직금을 은퇴자에게 지급하고 있다. 퇴직금이 많고 노동 인구가 적을수록 자금 유입과 유출액 사이의 격차가 커졌다.

### China's Pension Risk Looms Large?

China's pension shortfall is emerging as the next big challenge for policy makers as they intensify their years-long campaign to keep rising debt from derailing the economy.

Aging in the world's most populous country means pension contributions by workers no longer cover retiree benefits, forcing the government to fill that gap since at least 2014. Pension expenses rose 11.6 percent to 2.58 trillion yuan (\$410 billion) in 2016, leaving the government a 429.1 billion yuan tab to cover the shortfall, according to the latest available data from the Finance Ministry.

That shortfall will reach 600 billion yuan this year and 890 billion yuan in 2020 if the system isn't reformed, according to Wang Dehua, a researcher at the National Academy of Economic Strategy in Beijing. Enodo Economics in London, which has advised policy makers on the matter, forecast last year that it could soar to 1.2 trillion yuan by 2019. The finance ministry doesn't release estimates.

"China's biggest fiscal risk is pension risk," said Wang, whose institute is under the Chinese Academy of Social Sciences, the government's top think tank. "There are big problems in the pension system if it can only keep operating with large fiscal subsidies."

The shortfall adds urgency to President Xi Jinping's quest to stem rampant growth in corporate debt, given the government will need to fund widening deficits of its own in coming years. Leaders may offer an update to the pension outlook on March 5 when they convene for the annual National People's Congress in Beijing.

While government revenue rose 7.4 percent last year for its first acceleration since 2011, that's unlikely to keep rebounding amid slower economic growth. That would limit Beijing's ability to cover the shortfall, which may push policy

makers to issue debt to bridge the gap.

"China has been doing so well in many aspects in the past years, but it has really been left behind in pensions," said Stuart Leckie, chairman of Stirling Finance Ltd. in Hong Kong, a consulting firm for pension funds and asset managers in Hong Kong and mainland China. Though the government may always be able to pay pensions, contributions from employees and companies could rise drastically or payouts may be cut, he said.

Premier Li Keqiang pledged in his report to last year's congress to increase the allowances. "We will weave a strong safety net to ensure people's well-being," Li said. "We will continue raising basic pension payments and see they are paid on time and in full."

The population is graying quickly. The State Council said last year that about a quarter of China's population will be 60 or older by 2030, up from 13.3 percent in the 2010 census. Meanwhile, scrapping the one-child policy hasn't raised birth rates as high living costs deter larger families. Births fell to 17.2 million last year from 18.5 million in 2016.

Still, unbalanced demographic and employment trends may help the economy as they support further rebalancing and consumer spending, Enodo's Chief Economist Diana Choyleva says.

"China's graying population is often analyzed in the context of a rising old-age dependency ratio and the strain it implies for the public finances," she wrote in a report this month. "But it's worth pointing out that a higher proportion of pensioners, who consume but do not produce, should lead to a structural increase in the share of consumer spending in GDP."

Those benefits aside, signs of strain are already visible in the pension system, and the deficit is poised to "quickly increase" after 2020, according to Liu Shangxi, director of Chinese Academy of Fiscal Sciences, a think tank affiliated with the Finance Ministry.

The central government said in November that a handful of larger state-owned enterprises and financial institutions would transfer 10 percent of their state-owned equity to social security funds to help ease pension payment pressure. New details haven't been released.

■ 말레이시아 연기금은 2017년에 대해 48.13b 링깃 배당 -2012.02.10, Bloomberg

▶ 말레이시아 최대의 연기금인 Employees Provident Fund의 성명서에 따르면, 기존 펀드 배당률은 6.9%이며 Shariah-compliant fund의 배당률은 6.4%이다. 글로벌 은행 주식의 초과 수익으로 인해 기존 펀드의 높은 이자율을 지불 할 수 있는 EPF의 2017년 총 투자 수입은 531.4b 링깃으로, 1951년 EPF 설립 이후 최고 수준에 이르렀다.

[Malaysia's Pension Fund Declares 48.13b Ringgit 2017 Payout](#)

Dividend rate for conventional fund is 6.9%, while rate for Shariah-compliant fund is 6.4%, according to a statement from Employees Provident Fund, Malaysia's biggest pension fund.

EPF able to pay higher rate for conventional fund because of outperformance of global bank stocks

Gross investment income for 2017 was 53.14b ringgit, highest since EPF's establishment in 1951

## 대학기금 (Endowment)

■ 하버드대학 기금이 436억 달러를 기록 -2012.02.06, Bloomberg

▶ "전체 대학의 1% 미만이 전체 미국 세제 개혁의 약 30%을 차지하여 기부자의 인센티브를 줄인다." (Bloomberg) – 하버드 대학과 스탠포드 대학은 지난 회계 연도에 주식 시장의 호황으로 436억 달리의 기부를 기록했다. 화요일에 발표된 한 조사에 따르면, 가장 부유한 학교는 계속해서 부유해져서 6월 30일 기준으로 전체 대학의 약 30%를 차지했다. 이 이전의 기록은 41억 달러로, 1년 전에 조사되었다.

▶ 그러나 12월 말에 실행되는 세제 개혁은 미래의 기부액을 줄일 수 있다. 표준 공제액이 줄어들어 많은 납세자들의 인센티브를 줄이고, 또 이 효과는 주마다 차이가 날 것이기 때문이다. "많은 사람들은 누가 어떤 카테고리에 속하게 될지 모른다"라고 설문조사 책임자는 말했다. "(세제 개혁의) 세부사항은 너무 복잡하기 때문에 (세금 납부 분류가) 어떤 기관에 어떻게 영향을 미치는지 알 수 있는 방법이 없다. 법의 변화가 기부에 어떤 영향을 줄지도 명확하지 않다"

▶ 2017 회계연도의 기부금은 S&P 500 지수의 18%에 달하는 총 수익률에 힘입어 6.3 % 상승했다. 전국 대학 및 대학교 비즈니스 경영자 협회(University Association of University and University Business Managers)에 따르면 대학기

금은 투자기간동안 평균 12.2 %의 수익을 올렸다.

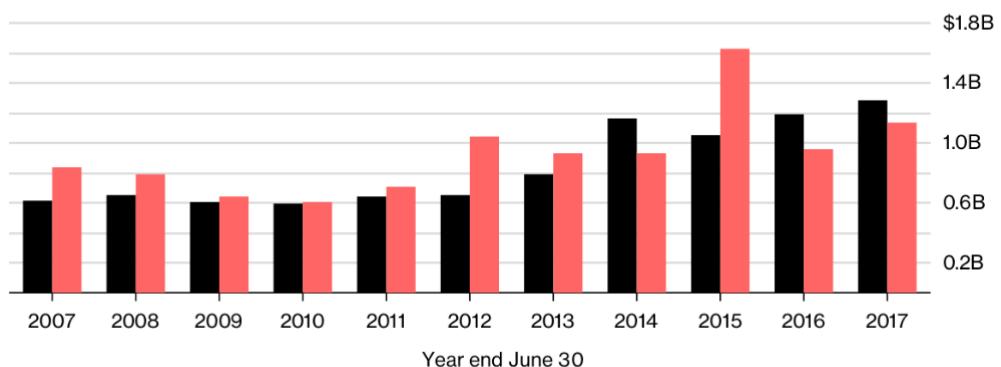
- ➡ 하버드 대학은 2년 연속 1위에 올랐으며, 설문 조사에 따르면 학교 기록은 12억 8000만 달러로 기록되어 있다. 하버드 대변인은 지난 4년 동안 매년 10억 달러 이상을 모금했다고 밝혔다. 스탠포드는 2017년 회계연도에 11억 1천만 달러를 기록했다. 스탠포드는 지난 10년간 수혜자 1위를 차지했다. 코넬 대학은 작년에 7억 7435만 달러로 3위를 차지했으며 매사추세츠 공과 대학(MIT)은 6억 6700만 달러로 뒤를 이었다. 응답하지 않은 기관으로 추산한 결과 거의 950개 학교가 설문에 응답했다.
- ➡ 재단이 전체의 약 30%를 차지하는 가장 큰 기부자였고, 동문이 26%를 차지했다.
  - ➡ 졸업생 동문의 기부는 1년 전에 8.5% 하락한 후 2017 회계연도에 15% 증가했다. 일부 졸업생들은 세금 인하가 시행되기 전 12월 31일까지 기부금을 인상했다.

(▽ 하버드와 스탠포드의 연도별 기금 규모)

### Biggest Beneficiaries

Stanford has led college fundraising totals for most of the past decade.

■ Harvard ■ Stanford



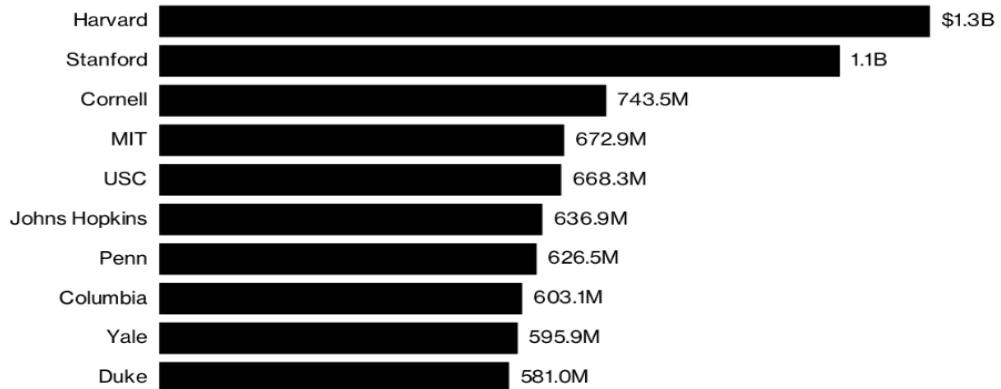
Source: Council for Aid to Education

Bloomberg

(▽대학기금들이 2017년에 주식시장에서 벌어들인 돈)

## Record Haul

Universities brought in \$43.6 billion, with help from a surging stock market



Year Ended June 2017

Source: Council for Aid to Education

Bloomberg

## Harvard Tops Fundraising as Colleges Reap a Record \$43.6 Billion

Less than 1% of colleges accounted for about 30% of the total

U.S. tax overhaul could dampen incentives for contributors By Janet Lorin

(Bloomberg) --U.S. colleges led by Harvard and Stanford reaped a record \$43.6 billion in charitable contributions in the last fiscal year, thanks to booming stock markets.

The richest schools continue to get richer, with less than 1 percent of all colleges accounting for almost 30 percent of the total for the year ended June 30, the Council for Aid to Education, which tracks university giving, said in a survey released Tuesday. The previous record was set a year prior at \$41 billion.

But the federal tax overhaul enacted in late December could dampen some future contributions because the increase in the standard deduction eliminates incentives for many taxpayers to give, and the effects may vary state by state.

“You don’t know who’s going to fall into what category,” said Ann Kaplan, the survey’s director. “The details are so complicated, there’s no way to know how that stratification is going to affect any institution. It’s not clear how changes in the law will affect giving.”

Contributions for fiscal 2017 climbed 6.3 percent, fueled by an 18

percent?total return for the S&P 500. College endowments gained an average of 12.2 percent on their investments in that span, according to the National Association of College and University Business Managers and Commonfund.

Harvard topped the list for the second straight year with \$1.28 billion in contributions, a record for the school, according to survey data. Harvard has raised more than \$1 billion annually for the past four years, according to the survey. Stanford followed in fiscal 2017 with \$1.13 billion. Stanford had been the No. 1 beneficiary for much of the past decade. Cornell University ranked third last year with \$743.5 million, followed by the Massachusetts Institute of Technology's \$673 million. Almost 950 schools responded to the survey, which relied on estimates for institutions that didn't respond.

Foundations were the biggest givers, accounting for about 30 percent of the total, followed by alumni at 26 percent. Alumni giving increased 15 percent in fiscal 2017 after it had dropped 8.5 percent a year earlier. Some alumni accelerated their giving by Dec. 31, before the tax changes took effect.

# **Part III**

# **Global Market Trend**

## **(Review)**

>> Calendar Review

>> Weekly Asset Performance





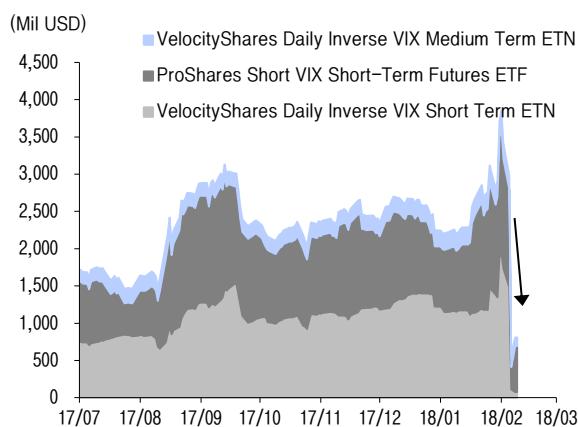
## Calendar Review

표11 경제지표 발표

날짜	요일	국가	경제지표	대상	전망치	발표치	이전치
2018-02-05	월	한국	외환보유고	Jan	--	\$395.75b	\$389.27b
		한국	BoP 경상수지	Dec	--	\$4092.3m	\$7427.6m
		한국	BoP 상품수지	Dec	--	\$8212m	\$11461m
		유로권	소매판매 (전월대비)	Dec	-1.0%	-1.1%	+1.5%
2018-02-06	화	미국	ISM 비제조업지수	Jan	56.7	59.9	55.9
		미국	무역수지	Dec	-\$52.1b	-\$53.1b	-\$50.5b
2018-02-07	수	독일	산업생산 SA MoM	Dec	-0.7%	-0.6%	3.4%
		프랑스	무역수지	Dec	-4854m	-3468m	-5692m
		중국	외환보유고	Jan	\$3170.00b	\$3161.50b	\$3139.90b
2018-02-08	목	영국	기준금리	--	0.5%	0.5%	0.5%
		일본	BoP 경상수지	Dec	¥1056.9b	¥797.2b	¥1347.3b
		일본	무역수지 BoP 베이시스	Dec	¥520.4b	¥538.9b	¥181.0b
		중국	무역수지	Jan	\$54.65b	\$20.34b	\$54.69b
		중국	수출 YoY	Jan	10.7%	11.1%	10.9%
		중국	수입 YoY	Jan	10.6%	36.9%	4.5%
		독일	무역수지	Dec	21.0b	18.2b	23.7b
		독일	경상수지	Dec	28.0b	27.8b	25.4b
2018-02-09	금	중국	PPI 전년비	Jan	4.3%	--	4.9%
		중국	CPI (전년대비)	Jan	1.5%	--	1.8%
		프랑스	광공업생산 MoM	Dec	0.1%	--	-0.5%
		프랑스	광공업생산 YoY	Dec	3.5%	--	2.5%
		프랑스	제조업 생산 전월비	Dec	-0.05%	--	-1.0%

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 Short VIX ETP AUM 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 미국 10년물 국채금리와 S&P500



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터



## Weekly Asset Performance (2017. 12. 22 ~ 2018. 2. 9)

표12 Asset Performance (2018. 2. 9 기준)

순위	201751	201752	20181	20182	20183	20184	20185	20186
1	에너지	석유(WTI)	IT	석유(WTI)	EM	석유(WTI)	농산물	달러
2	구리	장기채	EM	금융	필수소비재	헬스케어	단기채	농산물
3	소재	금	소재	에너지	IT	EM	달러	단기채
4	석유(WTI)	구리	에너지	자유소비재	일본	통신	구리	채권
5	EM	EM	일본	산업재	헬스케어	자유소비재	EM FX	물가연동국채
6	일본	소재	헬스케어	PEF	Europe	미국	물가연동국채	회사채
7	금	REITS	자유소비재	소재	자유소비재	KOSPI	하이일드	EM FX
8	산업재	Europe	산업재	미국	AC World	AC World	채권	금
9	PEF	KOSPI	AC World	일본	금융	PEF	석유(WTI)	장기채
10	농산물	에너지	미국	Europe	DM	DM	Hedge Fund	하이일드
11	Europe	농산물	DM	금	KOSPI	금융	금	Hedge Fund
12	자유소비재	EM FX	Europe	DM	미국	IT	회사채	구리
13	금융	회사채	PEF	AC World	REITS	REITS	KOSPI	REITS
14	AC World	물가연동국채	금융	헬스케어	통신	에너지	유틸리티	유틸리티
15	DM	필수소비재	석유(WTI)	IT	산업재	Europe	통신	자유소비재
16	통신	채권	EM FX	EM	농산물	농산물	금융	IT
17	EM FX	유틸리티	금	Hedge Fund	PEF	금	PEF	미국
18	미국	산업재	Hedge Fund	EM FX	Hedge Fund	유틸리티	일본	일본
19	Hedge Fund	AC World	KOSPI	회사채	EM FX	필수소비재	자유소비재	DM
20	IT	헬스케어	하이일드	KOSPI	유틸리티	EM FX	필수소비재	소재
21	하이일드	하이일드	농산물	단기채	소재	일본	산업재	필수소비재
22	단기채	DM	통신	하이일드	단기채	산업재	Europe	통신
23	필수소비재	금융	필수소비재	구리	물가연동국채	소재	REITS	AC World
24	물가연동국채	PEF	단기채	채권	하이일드	구리	EM	헬스케어
25	헬스케어	통신	물가연동국채	물가연동국채	금	Hedge Fund	AC World	산업재
26	채권	단기채	달러	필수소비재	채권	하이일드	DM	금융
27	달러	Hedge Fund	채권	장기채	달러	회사채	미국	PEF
28	회사채	자유소비재	유틸리티	달러	회사채	물가연동국채	IT	KOSPI
29	REITS	일본	회사채	통신	구리	장기채	장기채	Europe
30	KOSPI	미국	REITS	유틸리티	장기채	채권	소재	EM
31	유틸리티	IT	장기채	농산물	에너지	단기채	헬스케어	에너지
32	장기채	달러	구리	REITS	석유(WTI)	달러	에너지	석유(WTI)

주: 지역 및 섹터지수(MSCI 달러 기준), 구리(LME 구리 3M Rolling forward), PEF(S&P Listed PRIV EQUITY), REITS(S&P Global REIT), 금(Gold spot \$/Oz), EM FX(JPMorgan EMCI), 농산물(S&P GSCI Agriculture index spot CME), 하이일드(Liquid High Yield), 단기채(Barclays US Govt 1 to 3 year treasury), 장기채(Barclays Capital 20~30 year treasury), 채권(Barclays US Agg Total Return Value Unhedged USD), 물가연동채권(Share TIPS BOND ETF), 회사채(Liquid Investment Grade), Hedge Fund(Barclay Hedge fund strat)

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

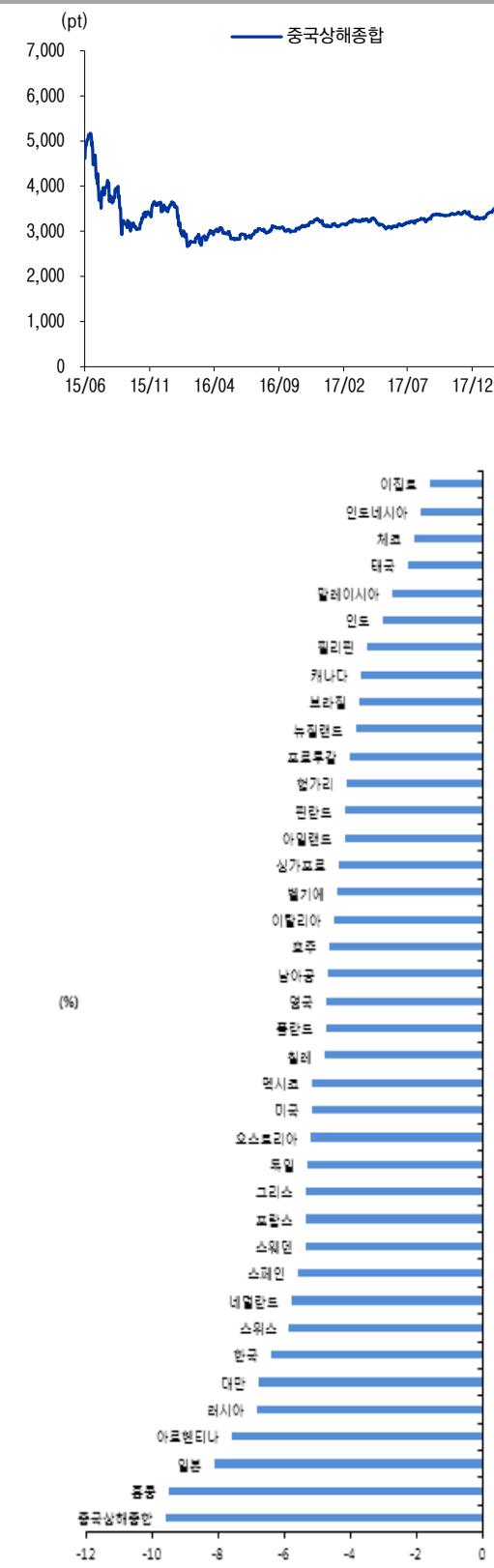
표13 2018 6 주: 2. 5 ~ 2. 9

구분	시장 동향
Global Equities	<p>▼ 미국, 이번 주는 미국에서 시작된 증시 폭락에 따라 전 세계 증시가 동반 급락. 미국의 인플레이션, 금리, 채권수익률 증가는 매도세를 불러 일으킴. 지난주 1월 미국 고용보고서에 의해 축발된 인플레이션과 채권 금리상승에 대한 우려가 매도 축발. 더불어 채권수익률의 상승은 특히 밸류에이션이 역사적 고점에 있는 상황 하에서, 밸류에이션 조정의 빌미를 제공 (전주대비 -5.18%, 전월대비-5.48%, 연초대비-2.29%)</p>
FX	<p>▼ 중국, 미국 시장이 급락한 이후 중국 본토와 홍콩 시장의 블루칩 주식들이 대거 폭락하면서, 중국 증시는 금요일 기준으로 2년내 최악의 날 도래. 이는 중국본토와 홍콩시장이 2016년 2월, 서킷브레이커 시스템을 도입하려다가 실패한 이후 가장 많은 하락폭. 모든 섹터가 하락했지만, 특히 금융과 부동산 섹터 하락. 중국 하락 특수 요인이 미진콜, 고밸류에이션, 정부의 디레버리징 프로그램, 긴 설날 이전에 자산을 현금화한 투자자들의 요소가 뒤섞임. 반면 중국 국채는 안정적으로 유지. 가장 많이 거래된 3월 인도분의 중국 10년물 국채 선물 가격은 기본적으로 평탄. (전주대비 -9.60%, 전월대비-8.63%, 연초대비-5.36%)</p> <p>▲ 일본 엔, 투자자들의 리스크 선호 심리가 꺾여 글로벌 자금의 안전지대인 일본 엔으로 자금유입으로 인해 글로벌 주식시장에서의 대규모 매도에 영향을 입음. 금주 대부분의 통화는 글로벌 주식시장에서의 대규모 매도에 영향을 받아 달러대비 약세였고 엔은 여기서 예외가 된 것. (전주대비 +1.24%, 전월대비+2.21%, 연초대비+3.45%)</p> <p>▼ 러시아 루블, 전반적인 시장기대치와 함께, 러시아중앙은행(CBR)이 key rate를 7.50%까지 25bp 내림에 따라 추가 매도 압력을 받음. 러시아중앙은행은 인플레이션 기대치가 점진적으로 감소하고 있는 반면 인플레이션은 지속 가능하게 낮은 수준을 유지하고 있다고 밝힘. 인플레이션과 경제 리스크가 경제성장과 균형을 맞출 것으로 기대. 올해까지 중앙은행은 이번 년도에 중립적인 통화정책으로의 변환을 완수할 것을 기대 중. (전주대비 -3.24%, 전월대비-3.37%, 연초대비-1.18%)</p>
Commodity	<p>▲ BDI 지수, 전체적으로 보면 건화물(벌크)선 운임이 지난해에 이어 올해 역시 상승세가 계속되는 중. 작년 BDI 평균치의 1145p에서 전년비로 70% 넘게 상승한 수준. 또한 BDI 상승으로 건화물선박 매매 증가가 이어지는 중. 쉽 브로커의 보고서에 따르면 지난달 말 들어 시황이 하향조정을 받고 있음에도 불구하고 중고선박 거래는 여전히 활황세. 이는 선주들이 중국 춘절 이후 수요가 회복해 시황이 신속하게 회복될 것으로 전망한데 따른 영향. (전주대비 +2.74%, 전월대비-13.66%, 연초대비-17.64%)</p> <p>▼ 난방유, 주간 미국 석유 재고 통계에서 산유량 증산이 확인되면서 대폭 하락세를 이어감. 특히 주간 기준 산유량은 1983년 이후 가장 큰 폭으로 증가. 이번 통계로 세일 원유 증산에 따른 미국 내 생산확대 기조가 다시 확인됨. (전주대비 -9.66%, 전월대비-10.67%, 연초대비-10.62%)</p>
Fixed Income	<p>▲ 그리스, 8년 만에 7년물 국채 발행. 목표액은 30억 유로(약 4조100억원). 8일 당일에 신청 액수가 목표액의 2배가 넘는 65억원에 달하는 등 수요보조, 오는 8월 구제금융 출입을 앞두고 채권 시장에 성공적으로 복귀. 그리스는 현재 EU 등으로부터 3차 구제금융의 분할금을 저금리에 수령하고 있어 채권 시장에 당장 복귀할 필요가 없음. 오는 8월 구제금융 종료를 앞두고 시장의 반응을 살피고, 현금 여유분을 마련할 목적으로 7년물 채권 발행을 결정 (전주대비 +0.43%p, 전월대비+0.23%p, 연초대비-0.01%)</p> <p>▼ 인도, 인도중앙은행(RBI)이 중립적인 스탠스를 유지함에 따라 10년물 채권수익률의 랠리가 어느정도 완화 되며 수요일에 4bp 하락. 기준금리(Repurchase rate)를 6%로 유지할 것이라고 발표한 것. (전주대비 -0.07%, 전월대비+0.23%, 연초대비+0.16%)</p>

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## Global Equities (주가지수)

지역	국가지수	종가 (2/9)	지수(%)		
			1W	1M	YTD
전세계	MSCI World	500.91	-5.75%	-5.44%	-2.36%
	MSCI 선진국 지수	2,050.90	-5.56%	-5.57%	-2.50%
	MSCI 신흥국지수	1,142.85	-7.15%	-4.52%	-1.35%
북미	MSCI North America	2,640.91	-5.18%	-5.48%	-2.29%
	NASDAQ	15,034.53	-3.66%	-7.69%	-7.25%
	S&P 500	6,874.49	-5.06%	-4.68%	-0.42%
	Dow Jones	2,619.55	-5.16%	-5.35%	-2.02%
태평양	S&P/TSX	24,190.90	-5.21%	-5.41%	-2.14%
	MSCI Pacific	170.54	-6.53%	-5.47%	-1.88%
	Hang Seng	8,092.37	-3.84%	-1.92%	-3.64%
	S&P/ASX200	3,377.24	-4.32%	-3.86%	-0.75%
	Strait Times	5,837.97	-4.63%	-3.78%	-3.75%
	NZX50	21,382.62	-8.13%	-9.82%	-6.07%
유럽	NIKKEI225	29,507.42	-9.49%	-5.18%	-1.38%
	MSCI Europe	124.29	-5.06%	-7.38%	-5.42%
	ASE	5,294.90	-4.02%	-6.19%	-1.73%
	PSI 20	9,467.12	-4.14%	-2.95%	-0.05%
	IBEX 35	6,599.67	-4.15%	-6.27%	-6.23%
	FTSE MIB	3,876.33	-4.37%	-6.71%	-2.55%
	ATX	22,166.75	-4.46%	-4.89%	1.43%
	BEL 20	7,092.43	-4.72%	-8.64%	-7.74%
	SMI	3,354.12	-5.20%	-6.85%	-1.93%
	CAC 40	12,107.48	-5.30%	-8.30%	-6.27%
	AEX	828.78	-5.32%	-2.15%	3.29%
	DAX30	5,079.21	-5.33%	-7.46%	-4.39%
	ISEQ	1,500.18	-5.34%	-7.98%	-4.87%
	FTSE 100	9,639.60	-5.60%	-7.62%	-4.03%
	OMX	518.33	-5.77%	-7.26%	-4.82%
	OMX 30	8,682.00	-5.84%	-8.65%	-7.46%
아시아	MSCI EM ASIA	574.03	-7.69%	-5.42%	-2.18%
	KOSDAQ	6,505.52	-1.86%	1.87%	2.36%
	JCI	1,786.45	-2.24%	-0.91%	1.87%
	KOSPI	1,819.82	-2.71%	0.16%	1.28%
	상해증합	34,005.76	-3.03%	-1.44%	-0.15%
	SENSEX 30	8,503.69	-3.49%	-3.51%	-0.64%
	PSEI	842.60	-6.32%	-1.16%	5.53%
	FTSE KLC	2,363.77	-6.40%	-4.99%	-4.20%
	SET INDEX	10,371.75	-6.78%	-4.05%	-2.55%
	TWSE	3,129.85	-9.60%	-8.63%	-5.36%
남미	MSCI Latin America	2,952.28	-5.95%	-0.33%	4.39%
	BOVESPA	80,898.70	-3.74%	1.93%	5.89%
	MERVAL	5,549.15	-4.75%	-2.95%	-0.28%
	BOLSA	47,799.09	-5.15%	-2.05%	-3.15%
	SM SELECT	30,143.44	-7.58%	-6.03%	0.26%
동유럽	MSCI EMEA	290.83	-5.49%	-3.48%	-1.77%
	Budapest SE	1,477.05	-1.58%	-0.25%	2.79%
	RTS	1,106.06	-2.04%	-0.15%	2.59%
	FTSE/JSE ALL	38,320.32	-4.08%	-3.65%	-2.68%
	PX	55,902.62	-4.70%	-6.21%	-6.05%
	WSE WIG	61,952.62	-4.72%	-5.24%	-2.81%
	Hermes	1,185.79	-6.83%	-5.04%	2.72%

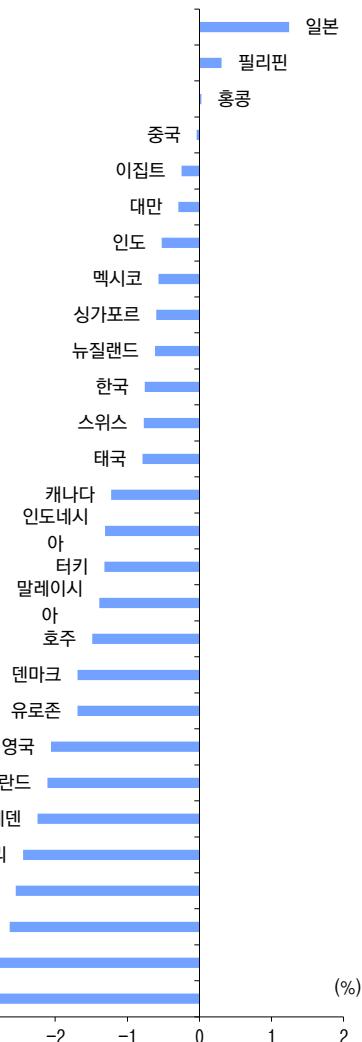


주: 주간 등락률로 내림차순 정렬

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

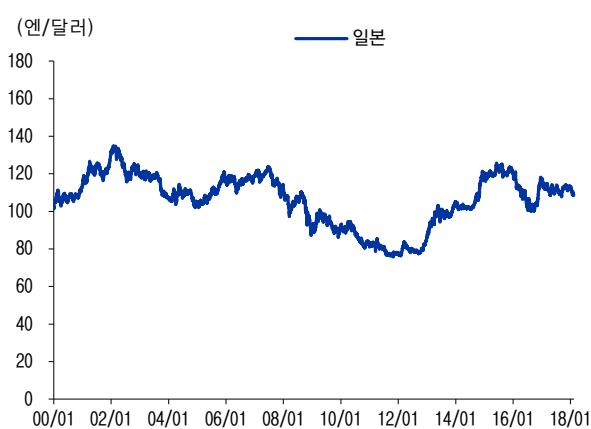
## FX (외환)

지역	국가지수	종가 (2/9)	수익률 (%، +:절상/ -:절하)		
			1W	1M	YTD
북미	캐나다 달러/달러	90.442	1.22%	0.50%	0.08%
	달러화 지수	1.2581	-1.22%	-0.50%	-0.08%
태평양	엔/달러	108.8	1.24%	2.21%	3.45%
	달러/호주 달러	7.8183	0.03%	0.06%	-0.06%
	싱가포르 달러/달러	1.3277	-0.60%	0.13%	0.62%
	달러/뉴질랜드 달러	0.7255	-0.62%	-0.08%	2.21%
	홍콩 달러/달러	0.7813	-1.49%	-1.00%	0.05%
	원/엔100	1,000.2	-1.54%	-4.11%	-5.63%
유럽	스위스 프랑/달러	17.6866	-0.25%	0.20%	0.50%
	스웨덴 크로나/달러	0.88639	-0.47%	0.27%	0.19%
	노르웨이 크로나/달러	0.9386	-0.77%	3.81%	3.66%
	달러/파운드	6.0759	-1.69%	1.84%	2.11%
	달러/유로	1.2252	-1.69%	1.83%	2.06%
	덴마크 크로네/달러	1.3827	-2.06%	2.13%	2.32%
	파운드/유로	8.0804	-2.25%	0.63%	1.26%
	이집트 파운드/달러	7.9622	-2.97%	0.64%	2.95%
	말레이시아 링kit/달러	1337.48	0.92%	-4.30%	-4.81%
아시아	태국 바트/달러	51.5	0.31%	-2.25%	-3.31%
	위안/달러	6.3032	-0.04%	3.12%	3.13%
	대만 달러/달러	29.311	-0.29%	1.01%	1.42%
	원/달러	64.3975	-0.52%	-1.15%	-0.82%
	인도 루피/달러	1087.9	-0.76%	-1.48%	-1.63%
	인도네시아 루피아/달러	31.703	-0.79%	0.96%	2.67%
	필리핀 폐소/달러	13628	-1.31%	-1.70%	-0.54%
	원/유로	3.9395	-1.39%	1.20%	2.64%
	브라질 헤알/달러	18.7006	-0.57%	2.97%	4.88%
남미	멕시코 폐소/달러	3.3011	-2.55%	-2.71%	0.34%
	아르헨티나 폐소/달러	19.9969	-2.63%	-6.91%	-7.38%
	폴란드 즐로티/달러	3.8189	-1.32%	-1.18%	-0.54%
동유럽	헝가리 포린트/달러	3.4174	-2.11%	1.33%	1.91%
	터키 리라/달러	254.76	-2.44%	0.74%	1.60%
	러시아 루블/달러	58.3716	-3.24%	-3.37%	-1.18%



주: 주간 등락률로 내림차순 정렬, 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 일본 엔



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

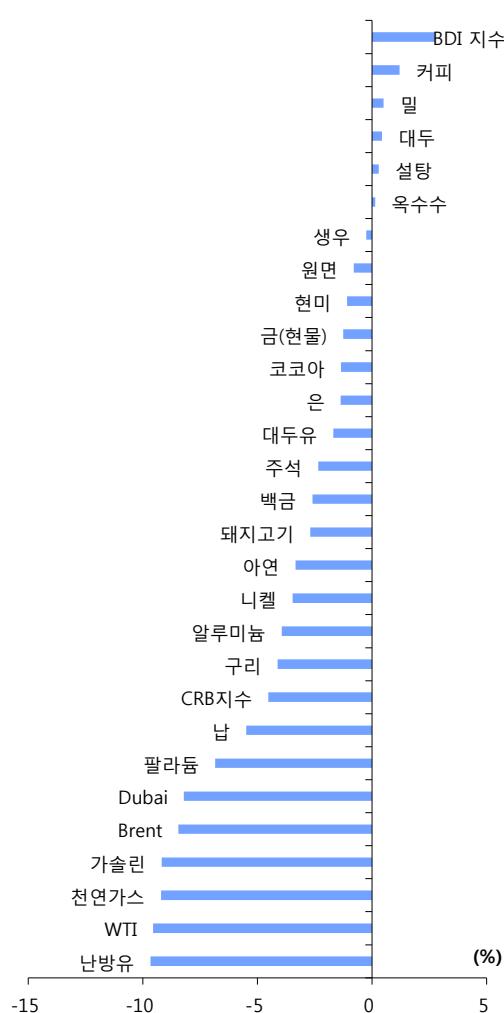
그림20 러시아 루블



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

## Commodity (원자재)

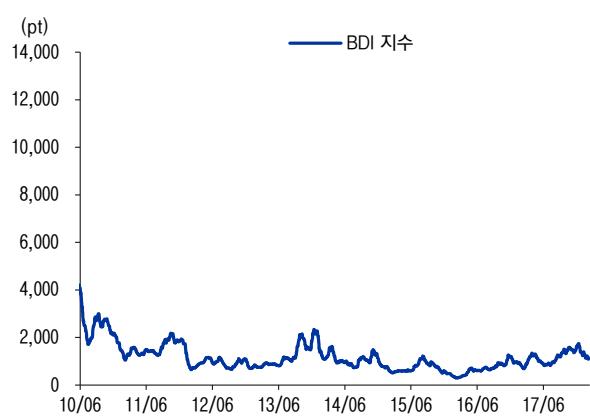
구분	상품	종가 (2/9)	수익률(%)		
			1W	1M	YTD
지수	BDI Index	1125	2.74%	-13.66%	-17.64%
	S&P GSCI	2252.6499	0.00%	0.00%	0.00%
	Bloomberg CI	175.1015	-3.87%	-2.90%	-2.70%
	CRB Index	188.5123	-4.52%	-3.41%	-2.76%
	Rogers Int' I CI	428.5254	-6.13%	-5.03%	-3.14%
에너지	Natural Gas	61.3	-8.21%	-7.69%	-3.87%
	WTI Crude Oil	62.79	-8.44%	-9.34%	-6.10%
	RBOB Gasoline	170.02	-9.18%	-7.45%	-5.50%
	Heating Oil	2.584	-9.21%	-16.21%	-12.50%
	Brent Crude Oil	59.2	-9.55%	-7.21%	-2.02%
	Dubai Crude Oil	185.51	-9.66%	-10.67%	-10.62%
귀금속	Silver(현물)	1316.65	-1.26%	-0.44%	1.06%
	Gold(현물)	16,365	-1.36%	-3.66%	-3.38%
	Platinum(현물)	965.42	-2.60%	-1.96%	4.00%
	Palladium(현물)	977.66	-6.84%	-9.98%	-8.07%
비철금속	Nickel 3M	21025	-2.35%	3.96%	4.99%
	Tin 3M	3385	-3.34%	-0.03%	1.99%
	Zinc 3M	12970	-3.46%	2.77%	1.65%
	Aluminum 3M	2123	-3.94%	-2.41%	-6.39%
	Copper 3M	6755	-4.12%	-5.40%	-6.79%
	Lead 3M	2534	-5.48%	-0.59%	1.87%
곡물	Wheat	449	0.50%	3.64%	5.15%
	SoyBean Oil	983	0.43%	4.52%	3.28%
	Corn	362	0.14%	3.80%	3.21%
	Rough Rice	12,325	-1.08%	6.99%	5.52%
	Soybeans	31.96	-1.69%	-3.06%	-3.39%
소프트	Coffe "C"	121.85	1.20%	-0.77%	-3.45%
	Cocoa	13.67	0.29%	-3.60%	-9.83%
	Sugar #11	76.68	-0.80%	-7.22%	-2.48%
	Cotton	2031	-1.36%	5.34%	7.35%
축산물	Live Cattle	126,525	-0.26%	8.07%	2.87%
	Lean Hogs	73,175	-2.69%	3.10%	1.95%



주: 주간 등락률로 내림차순 정렬, 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

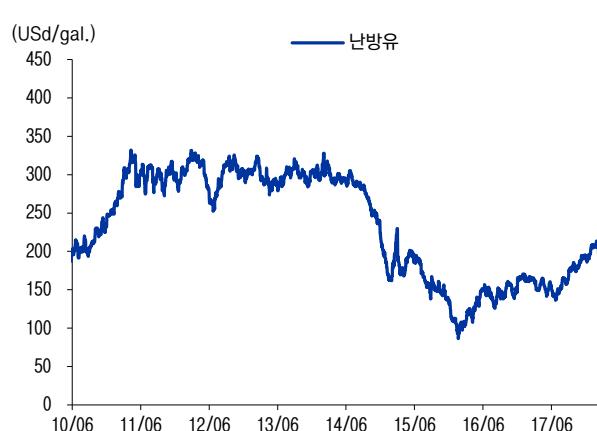
주. 금, 백금, 팔라듐(현물가),

그림21 BDI 지수



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

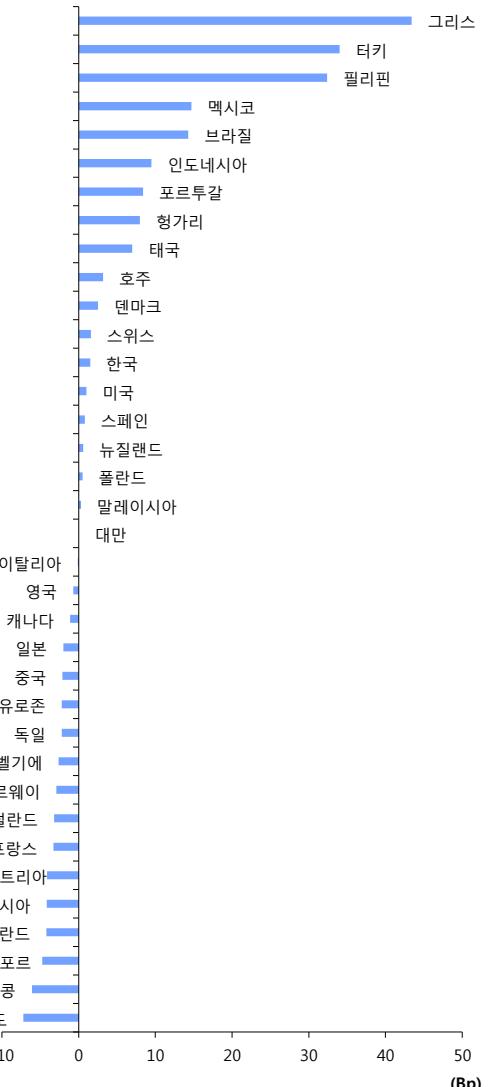
그림22 난방유



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

## Fixed Income (금리)

지역	국채(10Y)	종가 (2/9)	기간변동(%p)		
			1W	1M	YTD
북미	캐나다	2.851	0.01	0.31	0.45
	미국	2.352	-0.01	0.19	0.31
태평양	일본	2.862	0.03	0.13	0.23
	홍콩	2.953	0.01	0.09	0.23
	호주	0.066	-0.02	-0.01	0.02
	싱가포르	2.250	-0.05	0.15	0.25
	뉴질랜드	2.080	-0.06	0.05	0.25
유럽	노르웨이	4.109	0.43	0.23	-0.01
	영국	2.101	0.08	0.28	0.16
	오스트리아	0.810	0.03	0.23	0.33
	핀란드	0.187	0.02	0.18	0.34
	스위스	1.480	0.01	-0.06	-0.09
	프랑스	2.049	0.00	0.00	0.03
	벨기에	1.570	-0.01	0.26	0.38
	네덜란드	0.745	-0.02	0.16	0.32
	유로존	0.745	-0.02	0.16	0.32
	독일	1.002	-0.03	0.27	0.37
	덴마크	1.856	-0.03	0.22	0.26
	이탈리아	0.770	-0.03	0.16	0.24
	포르투갈	0.985	-0.03	0.12	0.20
	스페인	0.828	-0.04	0.16	0.25
	그리스	0.836	-0.04	0.15	0.24
아시아	필리핀	6.533	0.32	0.71	0.83
	한국	6.373	0.09	0.12	0.05
	인도네시아	2.419	0.07	0.12	0.10
	인도	2.767	0.02	0.18	0.30
	대만	3.951	0.00	0.07	0.04
	말레이시아	0.978	0.00	0.00	0.00
	태국	3.898	-0.02	-0.06	0.00
	중국	7.490	-0.07	0.23	0.16
남미	멕시코	7.753	0.15	0.16	0.10
	브라질	9.940	0.14	0.03	-0.32
동유럽	폴란드	12.060	0.34	0.25	0.39
	러시아	2.550	0.08	0.60	0.53
	헝가리	3.588	0.00	0.24	0.29
	터키	7.228	-0.04	-0.34	-0.41



주: 주간 등락률로 내림차순 정렬, 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 그리스 금리



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 인도 금리



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

# Part IV

# ETF Checkup

- >> 1. ETF Fund Flow 분석
- >> 2. Gainer & Loser
- >> 3. 신규상장 ETF List
- >> 4. 상장폐지 ETF List
- >> 5. Weekly Top 10 Creations & Redemptions
- >> 6. eBest ETF Universe Fund Flow
- >> 7. 주요 ETF Fund Flow





## 1. ETF Fund Flow 분석

■ **Equity:** 이번 주 Global Equity ETF fund flow는 -301.65억달러로 Aum 대비 -1.29% 유출. 한주간 ETF fund flow는 DM -272.13억달러 Aum 대비 -1.56% 유출, EM -5.64억 달러 Aum 대비 -0.24%로 유출 전환

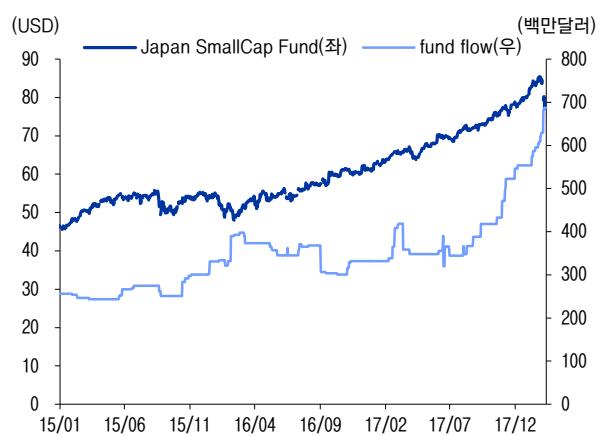
**EM:** EM중에서는 중국 +1.53% Aum 대비 유입. 멕시코 -9.65% 필리핀 -8.25% Aum 대비 유출. 중국 증시는 미국 증시 폭락 여파로 전주대비 약 -10% 하락. 그러나 글로벌 증시 하락으로 인한 하락 외에 하락 모멘텀 이슈 부재로 반등 예상에 유입세. 멕시코는 다음주 발표되는 트럼프 대통령의 인프라법안에서 ‘멕시코 장벽’ 설치 비용을 멕시코에 전가하겠다는 얘기가 나오며 자금유출 압박으로 작용.

**DM:** 선진시장에서는 영국 1.06% Aum대비 유입. 이탈리아 -2.48% 스페인 -2.38% Aum 대비 유출. 영란은행은 지난 8일 기준금리를 동결했으나 기준금리를 인상할 가능성을 내비치면서 파운드화 절상. 이탈리아는 내달 4일 실시되는 총선을 앞두고 반(反)난민, 반(反)외국인 정서가 가지고 있음. 이에 파시즘에 반대 목소리를 분출하는 대규모 시위가 열리며 정치적리스크 상승에 유출세

■ **BOND:** 이번주 Global Bond ETF는 13.94억달러가 유입되며 Aum 대비 0.66% 유입. Long-term 0.98% 유입, Intermediate -0.24% 유출, short-term 0.89% 유입. 경기회복 강도 강화로 주요 중앙은행의 정책 스탠스 전환. 특히 미국 10년물 국채금리는 2일 2.84%에서 마감한 후 5일 2.705%로 하락했으나 다시 2.82~3선으로 상승. 시장 반응은 장기 인플레이션 안정 배팅과 단기물 국채 금리 하락으로 나뉨.

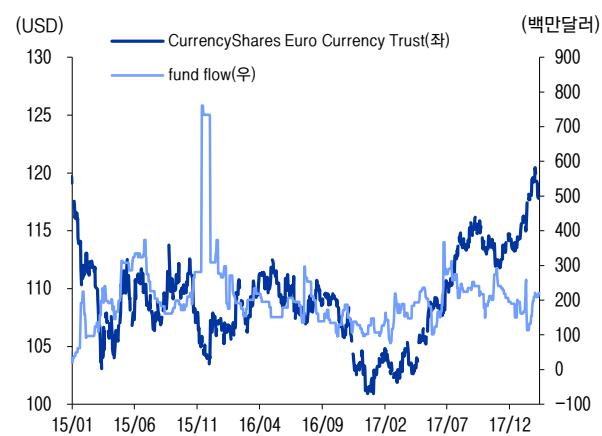
■ **Currency:** 이번주 Currency ETF는 4천9백만달러가 유출되며 Aum대비 2.52% 유출. 유로화 3.56% 유입. 달러화 8.08% 유출. 유로화는 달러화 강세 영향으로 유로화가 약세를 보이고, 메르켈 총리가 이끄는 기독민주당/사회당연합과 사회민주당이 밤샘 협상 결과 대연정 구성에 합의하며 우려감이 완화되며 유입세. 그동안 약세를 보이던 달러화는 빠르게 회복하는 모습을 보이며 90선까지 회복.

그림25 Global: 일본 소형주 자금 유입



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 Currency: 유로 자금 유입



자료: World bank, 이베스트투자증권 리서치센터



## 1. ETF Fund Flow 분석

■ **Commodity:** 이번주 Commodity ETF는 8.90억 달러가 유출되며 Aum대비 1.46% 유출.

**에너지:** 에너지 부문에서는 원유(OIL) -1.16%, 미국 오일(USO) -6.53% 천연가스(UNG) +4.97%로 총 -3.30% 유출. 원유는 달러화 강세와 美 산유량 보고 1,000만 bpd상회로 WTI유가가 60\$선을 하회하며 유출세. 천연가스는 지난 금요일 \$2.54로 전주대비 -9.5%, 연초대비 -12%. EIA보고서에서 천연가스 재고가 1.4조큐빅피트로 5년평균 대비 15% 하회한다는 전망과 값싼 가격으로 유입세

**산업금속:** 산업 금속 부문에서는 구리 -4.79%, 니켈 -11.82%, Base Metal +4.56%로 총 Aum대비 2.15% 유입. 구리와 니켈은 칠레 주요 광산들의 임금협상이 예정되어 있음에도 불구하고, 달러인덱스가 우상향하는 그림으로 전환하며 가격 디스카운트 요인 작용.

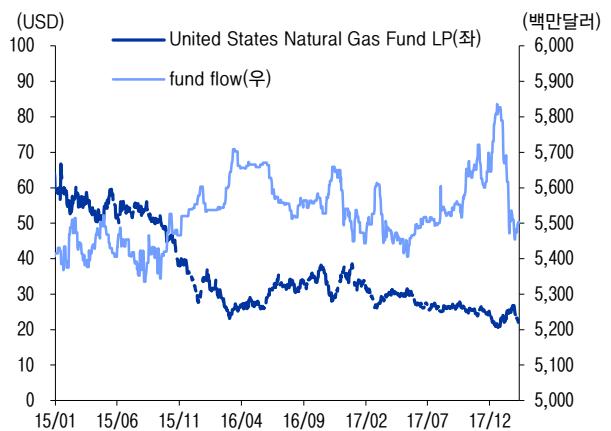
**귀금속:** 귀금속 부문 net flow는 7.65억 달러가 유출되며 Aum 대비 1.39% 유출. SPDR 금 Aum 대비 -2.41% 유출. 달러화가 강세를 보이며 헛지자산인 금 유출.

■ **Reits:** 이번주 REITS ETF는 3.52억달러가 유입되며 Aum대비 +0.61% 유입. 미국 증시가 급락하며 위험자산인 주식에 대한 투자심리가 약화된 가운데, 다음주 美 트럼프 대통령의 인프라투자 예산안 관련 발표 기대감에 Reits에 대한 기대감 상승.

■ **Alternative:** 이번주 Alternative ETF는 0.25억 달러가 유출되며 Aum대비 +1.17% 유출

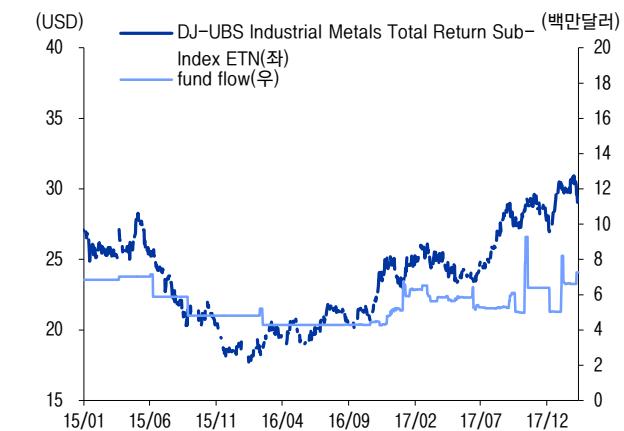
**This Week's Key Moves:** 이번주 ETF의 주요 움직임은 1) 미국 증시 급락으로 인한 글로벌 증시 하락과 2) 달러화 강세로 인한 원자재 가격 디스카운트, 3) 주요 국가들의 통화정책 정상화 기조 전환에 의한 움직임으로 볼 수 있음. 특히 원유 가격 하락으로 관련 ETF들은 약 10%의 유출세를 보였음.

그림27 Energy: 천연가스 자금 유입



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 Industrial Metal Top Creation



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터



## 2. Gainer & Loser (2018. 2. 5 ~ 9)

### 주간 수익률 상위 ETF G10, 인도, 커피

- **PowerShares DB G10 Currency Harvest Fund (DBV):** DBV ETF는 선진국 국가들(G10)에 대해서 낮은 금리로 빌려서 높은 금리의 통화를 사는 롱숏 캐리 트레이드 ETF. 그러나 최근 낮은 금리였던 선진국의 금리가 올라가며 2월 2일 21.39\$로 잠시 내려갔던 것에 대한 기저효과로 상승. PowerShares DB G10 Currency Harvest Fund(DBV) 전주대비 +9.41%
- **VanEck Vectors India Small-Cap Index ETF (SCIF):** 인도 SENSEX 지수는 미국 증시 폭락으로 인한 여파로 하락. 그러나 SCIF ETF를 구성하는 Excel Industries, Subros, Zydus Wellness, HEG, Patel Engineering 등의 기업들은 4/4분기 호실적으로 상승하며 벤치마크인 SENSEX 지수 상승률을 상회. SENSEX Index 전주대비 -3.02%(전주대비 +4.40%)
- **iPath Bloomberg Coffee Subindex Total Return ETN(JO):** 코스타리카 농업부 장관은 로이터 통신과의 인터뷰에서 30년동안 Robusta 커피를 심지 못하게 하기로 결정했다고 전함. 한편, CFTC 위클리 데일리에 따르면 헤지펀드사는 아라비카 커피 순매도 포지션을 56,600으로 늘리며 약세 전망. 아라비카 커피 전주대비 +1.20%(전주대비 +2.01%)

### 주간 수익률 하위 ETF 원유·가스 설비, 원유, 중국

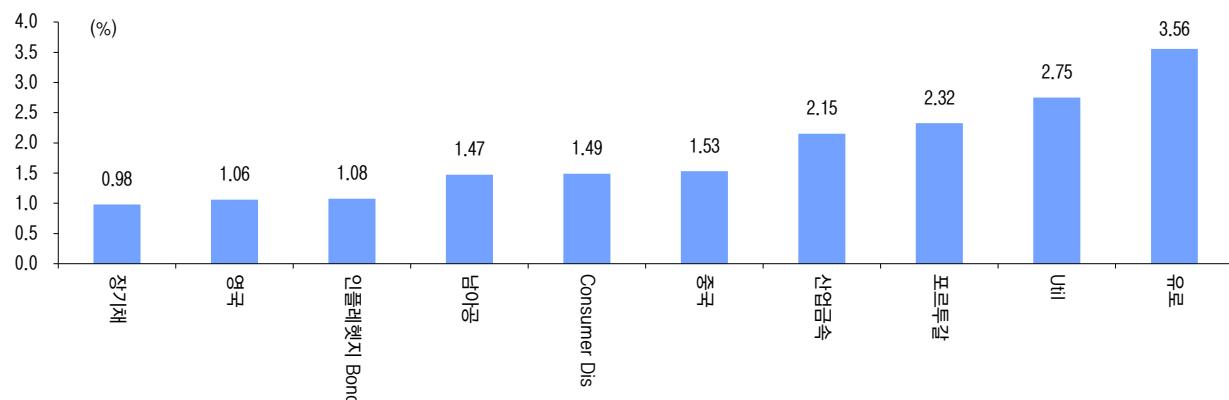
- **SPDR S&P Oil & Gas Equipment & Services ETF (XES):** 美 고용지표 개선으로 10년물 국채수익률이 한때 2.85%까지 상승. 달러인덱스 또한 3개거래일 최대폭 상승. 원자재 가격 디스카운트 영향 하 美 산유량 상승과 이란의 공급확대 계획 발표에 WTI 유가 60달러 선 붕괴. SPDR S&P Oil & Gas Equipment & Services ETF (XES) 전주대비 -12.38%
- **iPath S&P GSCI Crude Oil Total Return Index ETN(OIL):** 전주 EIA 美 산유량이 1,000만 bpd를 상회한 데 이어, 美 원유 리그카운트가 26개 증가한 791개로 2015년 4월 이래 최고치 기록. 미국의 공급확대 우려가 다시금 불확실성 요소로 작용하면서 WTI 유가 60달러 선 붕괴. WTI유가 전주대비 -9.54%(-11.80%)
- **Deutsche X-trackers Harvest CSI 300 China A-Shares ETF (ASHR):** 미국 증시 하락 소크의 영향으로 지난주 상해증합지수는 한주간 9.6% 하락. 이는 2015년 8월 중국증시가 대폭락 장을 겪은 이래 주간 최대 낙폭. 시장 전문가들은 글로벌 증시 소크 이외 뚜렷한 악재가 없는 가운데 중국 증시 하락한 것으로 추가 하락폭은 제한적이며 서서히 회복해 나갈 것이라고 전망. CSI300지수는 전주대비 -10.06% (전주대비 -10.84%)

표14 eBest ETF Universe 주간수익률 상 · 하위 10

상위 10 ETF(Ticker)	수익률(%)	Rank	하위 10 ETF(Ticker)	수익률(%)
PowerShares DB G10 Currency Harvest Fund(DBV)	9.42	1	SPDR S&P Oil & Gas Equipment & Services ETF(XES)	-12.38
VanEck Vectors India Small-Cap Index ETF(SCIF)	4.40	2	iPath S&P GSCI Crude Oil Total Return Index ETN(OIL)	-11.80
iPath GEMS Asia 8 ETN(AYT)	2.39	3	iShares U.S. Oil Equipment & Services ETF(EZ)	-11.57
iPath Bloomberg Coffee Subindex Total Return ETN(JO)	2.01	4	VanEck Vectors Oil Services ET(OIH)	-11.14
PowerShares DB US Dollar Index Bullish Fund(UUP)	1.50	5	Deutsche X-trackers Harvest CSI 300 China A-Shares ETF(ASHR)	-10.84
CurrencyShares Japanese Yen Trust(FXY)	1.24	6	VanEck Vectors ChinaAMC CSI 300 ETF(PEK)	-10.40
iPath Pure Beta Coffee ETN(CAFE)	1.10	7	FL Enhanced Global High Yield ETN(FIGY)	-9.98
WisdomTree Bloomberg U.S. Dollar Bullish Fund(USDU)	1.08	8	iShares China Large-Cap ETF(FXI)	-9.69
ELEMENTS Linked to the MLCX Grains Index Total Return(GRU)	0.86	9	United States Oil Fund LP(USO)	-9.05
iPath Bloomberg Softs Subindex Total Return ETN(JJS)	0.67	10	United States Gasoline Fund LP(UGA)	-9.05

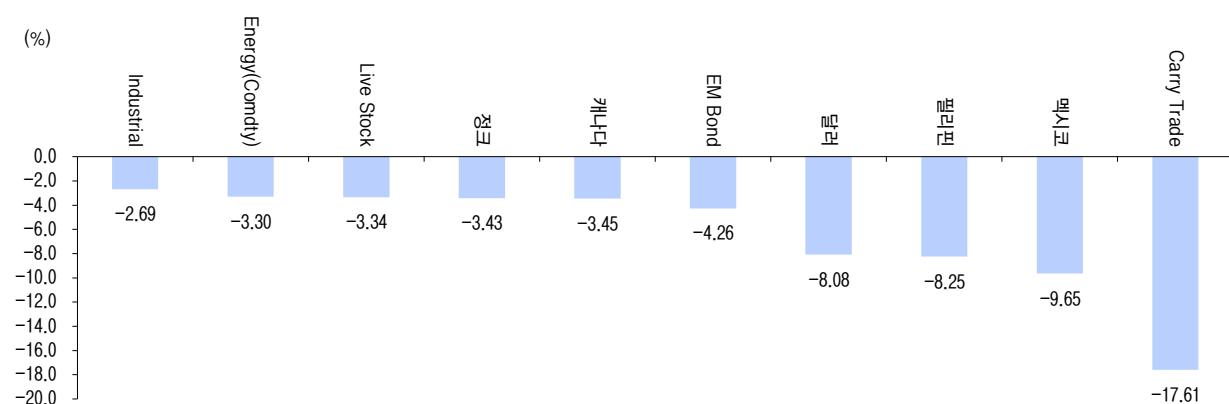
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 주간 상위 10 유입강도(Fund Flow/AUM)



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 주간 하위 10 유입강도(Fund Flow/AUM)



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터



### 3. 신규상장 ETF List

표15 최근 신규상장 ETF(32/42)

상장일자	ETF 이름	Ticker	상장 거래소	AUM (\$)	Avg. D Vol(\$)	보수 비율	평균 스프레드	분류
02/01/2018	WisdomTree CBOE Russell 2000 PutWrite Strategy Fund	RPUT	Cboe	3.60M	52.31K	0.43%	0.20%	미국 소형주
02/01/2018	KraneShares MSCI All China Health Care Index ETF	KURE	NYSE Arca	2.32M	31.25K	0.79%	0.73%	중국 헬스케어주
01/30/2018	JPMorgan USD Emerging Markets Sovereign Bond ETF	JPMB	NYSE Arca	49.55M	8.34M	0.39%	0.18%	이머징 국부채권
01/30/2018	Motley Fool 100 Index ETF	TMFC	Cboe	58.62M	13.17M	0.50%	0.15%	미국 주식
01/30/2018	Innovation Shares NextGen Protocol ETF	KOIN	NYSE Arca	3.51M	487.18K	0.65%	0.76%	블록체인 AI
01/25/2018	JPMorgan Long/Short ETF	JPLS	NYSE Arca	24.82M	5.04M	0.69%	0.14%	대체투자
01/25/2018	First Trust Indxx Innovative Transaction & Process ETF	LEGR	Nasdaq	8.94M	2.51M	0.65%	0.07%	글로벌 주식
01/23/2018	BMO REX MicroSectors FANG+ Index 3X Leveraged ETNs	FNGU	NYSE Arca	57.04M	-	0.95%	0.31%	미국 레버리지 주식
01/23/2018	BMO REX MicroSectors FANG+ Index -3X Inverse Leveraged ETNs	FNGD	NYSE Arca	43.29M	-	0.95%	0.77%	미국 인버스
01/22/2018	GraniteShares Platinum Trust	PLTM	NYSE Arca	3.01M	-	0.50%	0.37%	원자재 : 백금
01/19/2018	InsightShares Patriotic Employers ETF	HONR	NYSE Arca	2.54M	4.03K	0.65%	0.17%	미국 주식
01/19/2018	KraneShares Electric Vehicles and Future Mobility Index ETF	KARS	NYSE Arca	7.56M	1.95M	0.69%	0.35%	글로벌 주식
01/18/2018	Fidelity International High Dividend ETF	FIDI	NYSE Arca	10.11M	380.67K	0.39%	0.37%	선진국 ex 미국 주식
01/18/2018	Fidelity International Value Factor ETF	FVA	NYSE Arca	10.11M	-	0.39%	0.52%	선진국 ex 미국 주식
01/18/2018	iPath Series B Bloomberg Agriculture Subindex Total Return ETN	JJAB	NYSE Arca	4.06M	-	0.45%	0.62%	원자재 : 농업
01/18/2018	iPath Series B Bloomberg Aluminum Subindex Total Return ETN	JJUB	NYSE Arca	4.11M	-	0.45%	0.42%	원자재 : 알루미늄
01/18/2018	iPath Series B Bloomberg Coffee Subindex Total Return ETN	BJO	NYSE Arca	24.88M	-	0.45%	0.22%	원자재 : 커피
01/18/2018	iPath Series B Bloomberg Copper Subindex Total Return ETN	JJCB	NYSE Arca	10.13M	-	0.45%	0.21%	원자재 : 구리
01/18/2018	iPath Series B Bloomberg Cotton Subindex Total Return ETN	BALB	NYSE Arca	4.01M	-	0.45%	0.18%	원자재 : 목화
01/18/2018	iPath Series B Bloomberg Energy Subindex Total Return ETN	JJEB	NYSE Arca	4.09M	2.52K	0.45%	0.21%	원자재 : 에너지
01/18/2018	iPath Series B Bloomberg Grains Subindex Total Return ETN	JJGB	NYSE Arca	10.19M	-	0.45%	0.27%	원자재 : 곡물
01/18/2018	iPath Series B Bloomberg Industrial Metals Subindex Total Return ETN	JJMB	NYSE Arca	4.13M	-	0.45%	0.61%	원자재 : 산업메탈
01/18/2018	iPath Series B Bloomberg Livestock Subindex Total Return ETN	COWB	NYSE Arca	4.06M	-	0.45%	0.22%	원자재 : 가축
01/18/2018	iPath Series B Bloomberg Nickel Subindex Total Return ETN	BJN	NYSE Arca	4.39M	11.06K	0.45%	0.38%	원자재 : 니켈
01/18/2018	iPath Series B Bloomberg Platinum Subindex Total Return ETN	PGMB	NYSE Arca	4.03M	-	0.45%	1.15%	원자재 : 백금
01/18/2018	iPath Series B Bloomberg Precious Metals Subindex Total Return ETN	JJPB	NYSE Arca	4.07M	1.29K	0.45%	0.21%	원자재 : 귀금속
01/18/2018	iPath Series B Bloomberg Softs Subindex Total Return ETN	JJSB	NYSE Arca	3.97M	-	0.45%	0.50%	원자재 : 소프트
01/18/2018	iPath Series B Bloomberg Sugar Subindex Total Return ETN	SGGB	NYSE Arca	9.82M	1.24K	0.45%	0.76%	원자재 : 설탕
01/18/2018	iPath Series B Bloomberg Tin Subindex Total Return ETN	JJTB	NYSE Arca	4.13M	-	0.45%	0.42%	원자재 : 주석
01/18/2018	iPath Series B S&P 500 VIX Mid-Term Futures ETN	VXZB	Cboe	10.33M	-	0.89%	21.00%	대체투자 : 변동성
01/18/2018	iPath Series B S&P 500 VIX Short-Term Futures ETN	VXXB	Cboe	101.71M	-	0.89%	15.00%	대체투자 : 변동성
01/17/2018	Amplify Transformational Data Sharing ETF	BLOK	NYSE Arca	164.92M	40.46M	0.70%	70.00%	글로벌 주식

자료: ETF.COM, 이베스트투자증권 리서치센터



### 3. 신규상장 ETF List

표16 최근 신규상장 ETF(10/42)

상장일자	ETF 이름	Ticker	상장 거래소	AUM (\$)	Avg. D Vol(\$)	보수 비율	평균 스프레드	분류
01/17/2018	Reality Shares Nasdaq NexGen Economy ETF	BLCN	Nasdaq	86.27M	19.34M	0.68%	6.00%	글로벌 주식
01/17/2018	Affinity World Leaders Equity ETF	WLDR	Cboe	3.83M	618.3K	0.47%	80.00%	선진국 주식
01/17/2018	Strategy Shares Nasdaq 7HANDL Index ETF	HNDL	Nasdaq	4.40M	–	0.95%	9.00%	자산배분
01/16/2018	AmericanCenturySTOXX U.S. Quality Value ETF	VALQ	NYSE Arca	–	812.14K	0.29%	10.00%	미국 대형주
01/16/2018	AmericanCenturyDiversified Corporate Bond ETF	KORP	NYSE Arca	–	27.01K	0.45%	17.00%	미국 회사채
01/11/2018	InsightShares LGBT Employment Equality ETF	PRID	NYSE Arca	2.55M	66.98K	0.65%	0.23%	미국 주식
01/11/2018	Xtrackers High Beta High Yield Bond ETF	HYUP	NYSE Arca	110.14M	–	0.35%	0.11%	미국 회사채
01/11/2018	Xtrackers Low Beta High Yield Bond ETF	HYDW	NYSE Arca	110.00M	3.67K	0.25%	0.10%	미국 회사채
01/10/2018	Xtrackers Short Duration High Yield Bond ETF	SHYL	NYSE Arca	27.50M	4.50M	0.20%	0.13%	미국 회사채
01/03/2018	Arrow Dogs of the World ETF	DOGS	NYSE Arca	5.15M	57.60K	0.65%	0.21%	글로벌Ex 미국주식

자료: ETF.COM, 이베스트투자증권 리서치센터



## 4. 상장폐지 ETF List

표17 최근 상장폐지 ETF(42/42)

폐지 일자	ETF 이름	Ticker	AUM(\$)	분류	비고
2017-09-14	Elkhorn S&P MidCap Consumer Staples Portfolio	XS	0.7M	美 소형주	-
2017-09-14	Elkhorn S&P MidCap Utilities Portfolio	XU	0.8M	美 중형가치주	-
2017-09-26	The Health And Fitness ETF	FITS	2.6M	글로벌 피트니스	-
2017-09-26	Direxion Daily Energy Bear 1x Shares	ERYY	1.0M	美 대형주(인버스)	-
2017-09-26	Direxion Daily Financial Bear 1x Shares	FAZZ	1.7M	美 금융주	-
2017-09-26	Direxion Daily Technology Bear 1x Shares	TECZ	0.9M	美 테크놀러지	-
2017-09-26	Direxion Daily S&P Biotech Bear 1x Shares	LABS	1.3M	美 헬스케어	-
2017-09-26	Direxion Daily Consumer Staples Bear 1x Shares	SPLZ	3.6M	美 대형주(인버스)	-
2017-09-26	Direxion Daily Utilities Bear 1x Shares	UTLZ	2.2M	美 유tility	-
2017-09-26	Direxion Daily MSCI European Financials Bear 1x Shares	EUFS	1.6M	DM유럽 금융주	-
2017-09-26	Direxion Daily Gold Miners Index Bear 1x Shares	MELT	2.5M	글로벌 소재	-
2017-09-26	Direxion Daily Cyber Security & IT Bull 2X Shares	HAKK	5.0M	글로벌 테크놀러지	-
2017-09-26	Direxion Daily Silver Miners Index Bear 2x Shares	DULL	1.4M	글로벌 소재(인버스)	-
2017-09-26	Direxion Daily Healthcare Bear 3x Shares	SICK	1.0M	美 헬스케어	-
2017-09-26	Direxion Daily Homebuilders & Supplies Bear 3x Shares	CLAW	1.4M	美 홈빌딩	-
2017-09-29	VanEck Vectors AMT-Free 12-17 Year Municipal Index ETF	ITML	4.9M	북미 채권	-
2017-09-29	VanEck Vectors AMT-Free 6-8 Year Municipal Index ETF	ITMS	3.7M	美 지방채	-
2017-09-29	VanEck Vectors Solar Energy ETF	KWT	15.2M	글로벌 태양광	-
2017-09-29	VanEck Vectors Treasury-Hedged High Yield Bond ETF	THHY	4.8M	美 하이일드	-
2017-10-06	Global X Brazil Mid Cap ETF	BRAZ	5.16M	브라질 중형주	-
2017-10-06	Global X Brazil Consumer ETF	BRAQ	6.95M	브라질 소비재	-
2017-10-06	Global X Guru Activist Index ETF	ACTX	1.59M	글로벌 해지펀드	-
2017-10-06	Global X Guru International Index ETF	GURI	1.58M	글로벌 해지펀드(미국제외)	-
2017-10-06	Global X Permanent ETF	PERM	6.43M	미국 국채,금,은	-
2017-10-06	Global X Junior MLP ETF	MLPJ	7.59M	미국 소형주	-
2017-10-06	Global X FTSE Andean 40 ETF	AND	6.32M	라틴아메리카 주식	-
2017-10-12	Stock Split Index Fund	TOFR	3.33M	미국 분할주	-
2017-10-12	USCF Restaurant Leaders Fund	MENU	1.7M	미국 레스토랑	-
2017-10-13	AdvisorShares Gartman Gold/Euro ETF	GEUR	12.75M	금/유로	-
2017-10-13	AdvisorShares Gartman Gold/Yen ETF	GYEN	14.25M	금/엔	-
2017-10-13	BullMark LatAm Select Leaders ETF	BMLA	1.73M	라틴아메리카 주식	-
2017-11-30	O'Shares FTSE Asia Pacific Quality Dividend Hedged ETF	OAPH	27.64M	아시아 태평양 주식	-
2017-11-30	O'Shares FTSE Europe Quality Dividend Hedged ETF	OEUH	17.62M	유럽 주식	-
2017-12-15	iShares iBonds Dec 2017 Term Corporate ETF	IBDJ	129.91M	채권	-
2017-12-18	Xtrackers MSCI Emerging Markets High Dividend Yield Hedged Equity ETF	HDEE	2.38M	이머징 고배당주	-
2017-12-18	Xtrackers MSCI Eurozone High Dividend Yield Hedged Equity ETF	HDEX	-	-	-
2017-12-18	Guggenheim Large Cap Optimized Diversification ETF	OPD	1.46M	美 대형주	-
2017-12-22	iPath Bloomberg Natural Gas Subindex Total Return ETN	GAZ	127.30K	천연가스	-
2017-12-22	PowerShares Contrarian Opportunities Portfolio	CNTR	3.35M	미국 주식	-
2017-12-22	PowerShares Developed EuroPacific Currency Hedged Low Volatility Portfolio	FXEP	1.40M	미국제외 선진국	-
2017-12-22	PowerShares Europe Currency Hedged Low Volatility Portfolio	FXEU	4.07M	유럽 선진국	-
2017-12-22	PowerShares Japan Currency Hedged Low Volatility Portfolio	FXJP	1.51M	일본 주식	-

자료: ETF.COM, 이베스트투자증권 리서치센터



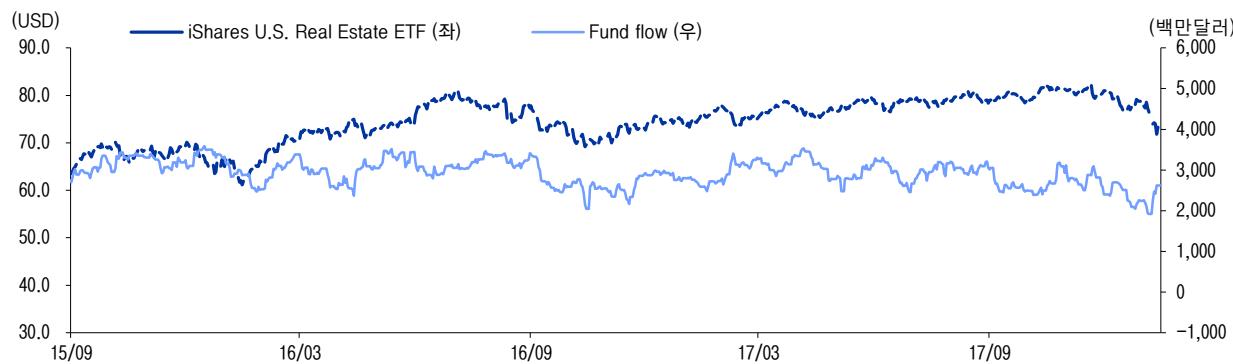
## 5. Weekly Top 10 Creations & Redemptions

표18 Weekly Top 10 Creations & Redemptions

Ticker	Top 10 Creations Fund Name	Net Flows	Rank	Ticker	Top 10 Redemptions Fund Name	Net Flows
IYR	iShares U.S. Real Estate ETF	21.75%	1	USDU	Bloomberg U.S. Dollar Bullish Fund	-44.03%
SOXX	PHLX SOX Semiconductor Sector Index Fund	13.70%	2	DBV	DB G10 Currency Harvest	-25.08%
QMN	IQ Hedge Market Neutral Tracker ETF	11.00%	3	JNK	SPDR Barclays Capital High Yield Bond ETF	-15.72%
PSL	DWA Consumer Staples Momentum	8.84%	4	VGLT	Long-Term Government Bond Index Fund	-13.36%
LEMB	iShares Emerging Markets Local Currency Bond ETF	8.77%	5	JJN	DJ-UBS Nickel Total Return Sub-Index ETN	-11.82%
SOYB	Soybean Fund	8.35%	6	EMB	iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF	-10.02%
XTN	SPDR S&P Transportation ETF	8.22%	7	ZROZ	25+ Year Zero Coupon U.S. Treasury Index Fund	-9.75%
DFJ	Japan SmallCap Fund	6.36%	8	EWW	iShares MSCI Mexico Capped ETF	-9.65%
JJM	DJ-UBS Industrial Metals Total Return Sub-Index ETN	5.88%	9	PHB	Fundamental High Yield Corporate Bond Portfolio	-9.37%
XLU	Utilities Select Sector SPDR	5.56%	10	EPHE	iShares MSCI Philippines ETF	-8.25%

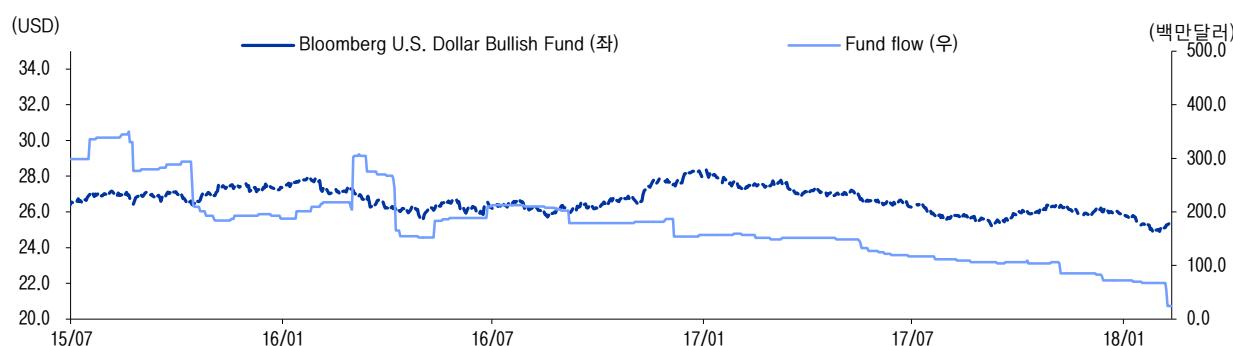
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 Top Creation ETF Price & Fund Flow



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 Top Redemption ETF Price & Fund Flow



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터



## 6. eBest ETF Universe Fund Flow

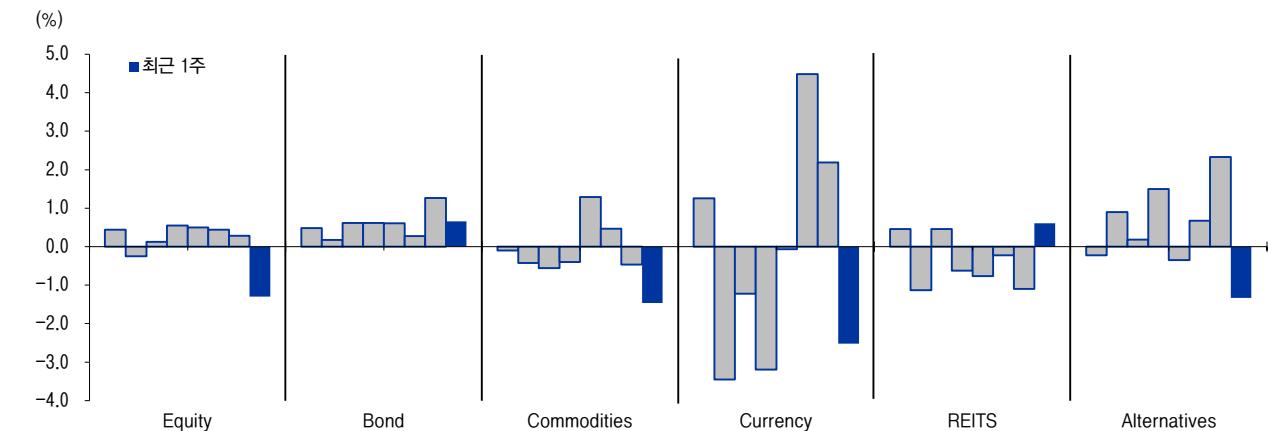
### 1. Overview

표19 Fund Flow Overview

유형	Net flow (\$ mn)	Aum (\$ mn)	4W (%AUM)	Recent 8 Weeks(% AUM)							
				51주	52주	1주	2주	3주	4주	5주	6주
Equity	-1,000.53	2,348,315	-0.04	0.44	-0.25	0.13	0.55	0.50	0.44	0.29	-1.29
Bond	5,916.91	210,184	2.82	0.48	0.17	0.62	0.62	0.61	0.27	1.26	0.66
Commodities	-125.70	60,018	-0.21	-0.10	-0.43	-0.56	-0.40	1.29	0.47	-0.47	-1.46
Currency	74.71	1,841	4.06	1.25	-3.45	-1.22	-3.20	-0.07	4.49	2.19	-2.52
REITS	-903.15	60,038	-1.50	0.46	-1.13	0.46	-0.63	-0.76	-0.22	-1.10	0.61
Alternatives	36.65	8,626	0.42	-0.22	0.89	0.19	1.50	-0.35	0.67	2.33	-1.33

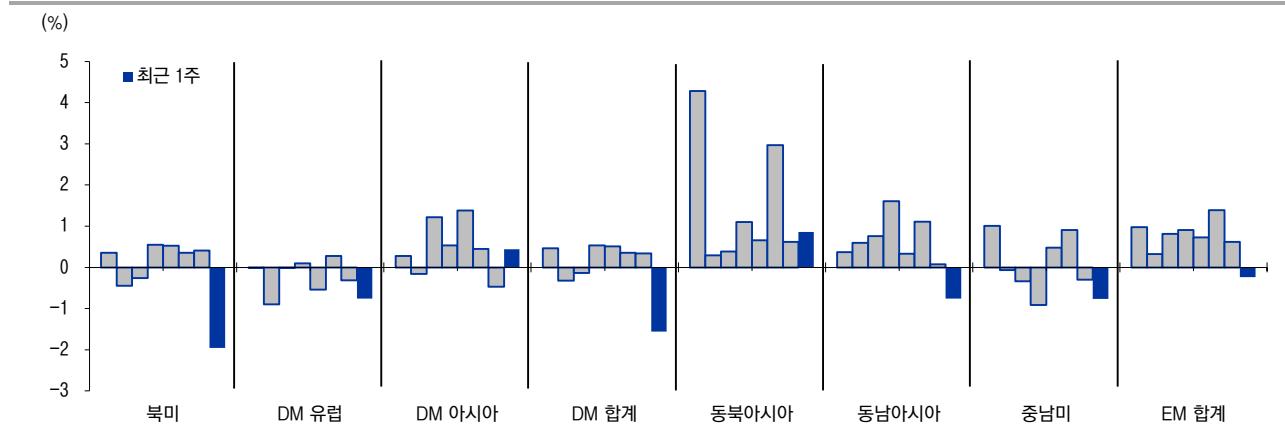
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 Fund Flow Overview(AUM 대비)



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 Equity Index ETF Fund Flow(AUM 대비)



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

## 2. Equity

표20 Equity Index ETF Fund Flow

		Net flow (\$ mn)	Aum (\$ mn)	4W (%AUM)	Recent 8 Weeks(% AUM)							
					51주	52주	1주	2주	3주	4주	5주	6주
DM	지역지수	3,078.99	271,553	1.13	1.12	0.39	0.27	0.49	0.45	0.35	0.18	0.14
	북미	-9,182.48	1,417,205	-0.65	0.35	-0.44	-0.26	0.55	0.52	0.36	0.41	-1.95
	유럽	-270.36	34,141	-0.79	-0.01	-0.90	-0.01	0.09	-0.54	0.28	-0.32	-0.76
	아시아	705.10	39,117	1.80	0.28	-0.15	1.21	0.54	1.38	0.45	-0.47	0.44
	DM 합계	-5,668.75	1,762,015	-0.32	0.46	-0.32	-0.14	0.53	0.51	0.36	0.34	-1.56
EM	지역지수	4,635.23	181,325	2.56	0.70	0.31	0.89	0.90	0.76	1.28	0.72	-0.28
	동북아시아	1,044.43	19,651	5.31	4.29	0.30	0.39	1.10	0.66	2.97	0.62	0.86
	동남아시아	82.25	13,544	0.61	0.37	0.60	0.76	1.61	0.33	1.11	0.08	-0.76
	중남미	26.49	9,590	0.28	1.00	-0.06	-0.34	-0.92	0.48	0.91	-0.30	-0.77
	기타	39.00	3,371	1.16	-0.46	1.25	2.92	2.59	1.83	0.85	-	-1.50
	EM 합계	5,827.41	1,665	2.56	0.98	0.32	0.82	0.91	0.73	1.39	0.62	-0.24

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표21 국가별 Equity Index ETF Fund Flow

국가별	Net flow (\$ mn)	Aum (\$ mn)	4W (%AUM)	Recent 8 Weeks(% AUM)							
				51주	52주	1주	2주	3주	4주	5주	6주
미국	-9,064.77	1,414,054	-0.64	0.35	-0.44	-0.26	0.55	0.52	0.36	0.41	-1.95
캐나다	-117.71	3,150	-3.74	-0.24	-0.76	-	-0.95	3.64	-0.87	-3.04	-3.45
영국	122.22	2,635	4.64	-0.02	-1.12	-	-	-0.00	1.43	2.05	1.06
프랑스	19.98	798	2.50	-	3.56	-	4.28	-	2.48	-	-
독일	-36.33	11,469	-0.32	-0.07	-0.97	-0.03	0.04	-0.52	0.34	-0.16	-1.08
스페인	-358.58	18,759	-1.91	-0.03	-0.92	-0.03	0.05	-0.72	0.02	-0.78	-2.39
이탈리아	-34.38	774	-4.44	-2.51	-	-	-	-	-1.93	-	-2.48
포르투갈	1.21	53	2.30	-4.49	-	-	-2.34	-	-	-	2.32
그리스	35.49	451	7.87	6.96	1.82	1.72	4.70	2.52	6.63	0.10	-1.39
일본	532.08	34,514	1.54	0.33	-0.09	1.32	0.57	1.14	0.41	-0.57	0.57
호주	-31.48	1,797	-1.75	-1.02	-1.57	0.53	-	-	0.80	-1.03	-1.48
홍콩	215.10	2,087	10.31	-	-	-	0.28	7.01	0.97	1.38	0.65
싱가폴	-10.60	718	-1.48	2.12	-	1.61	0.95	-	-	-	-1.47
한국	128.21	4,317	2.97	2.69	-	-	-0.04	0.45	2.76	-	-0.24
중국	881.61	11,444	7.70	6.52	0.13	0.54	1.73	0.83	3.90	1.03	1.53
대만	34.60	3,890	0.89	0.29	1.09	0.40	0.58	0.39	0.48	-	-
인도네시아	2.27	622	0.36	0.29	5.94	1.37	1.30	-	2.14	0.01	-1.74
필리핀	-16.80	208	-8.06	-	4.27	4.14	2.88	-	-	-	-8.25
베트남	26.66	403	6.62	0.51	-	3.07	5.01	2.79	2.07	1.08	0.43
말레이시아	34.10	593	5.75	2.47	-	5.65	9.60	1.31	6.97	-	-2.39
태국	-4.92	423	-1.16	-	3.60	-	-	-	-	-	-1.13
인도	40.93	11,295	0.36	0.29	0.20	0.40	1.16	0.23	0.76	0.05	-0.45
브라질	31.90	8,366	0.38	0.51	-0.07	-0.07	0.07	-	-0.04	-	0.40
아르헨티나	13.57	226	6.01	-	-	-	0.85	4.15	0.80	2.32	-1.42
멕시코	-18.98	997	-1.90	4.72	-	-2.31	-8.73	3.67	8.57	-3.12	-9.65
러시아	31.71	2,885	1.10	0.24	0.35	3.51	3.06	2.13	1.00	-	-2.00
남아공	7.30	486	1.50	-4.55	6.17	-	-	-	-	-	1.47

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

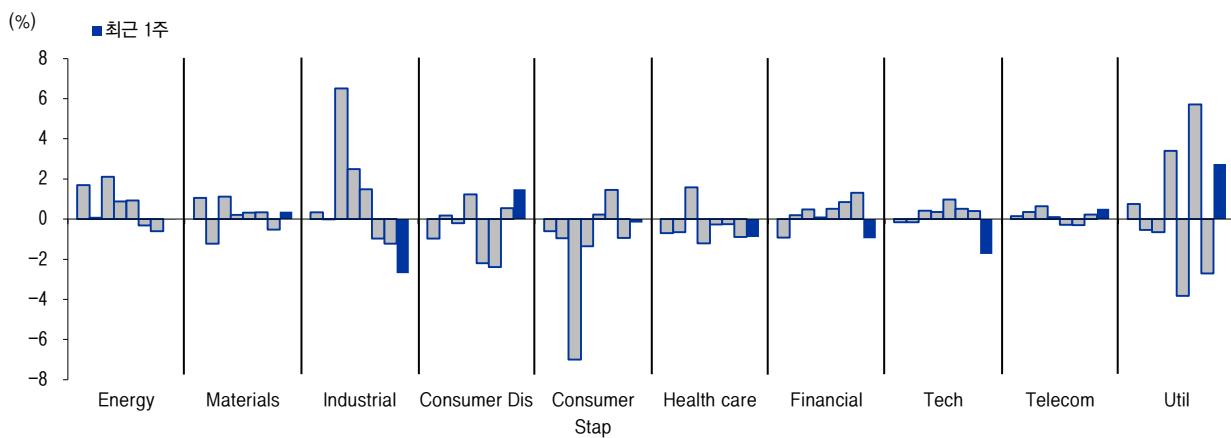
### 3. Style & Sector

표22 Style & Sector ETF Fund Flow

Style & Sector	Net flow (\$ mn)	Aum (\$ mn)	4W (% AUM)	Recent 8 Weeks(% AUM)							
				51주	52주	1주	2주	3주	4주	5주	6주
<b>Style</b>											
Value	-2,026.32	369,948.11	-0.55	0.36	0.13	0.41	-0.42	0.01	0.03	-0.24	-0.89
Growth	-3,871.62	234,558.35	-1.65	-1.64	0.52	0.00	-0.21	-0.19	-0.01	0.28	-1.75
Cyclical	-1,352.03	212,586.01	-0.64	0.52	-0.22	1.83	0.88	0.65	-0.23	-0.26	-0.81
Defensice	-915.22	82,954.91	-1.10	-0.41	-0.67	-0.54	-0.43	-0.78	1.02	-1.18	-0.12
<b>Sector</b>											
Energy	-9.09	57,808.67	-0.02	1.70	0.07	2.12	0.88	0.93	-0.32	-0.60	-0.02
Materials	166.53	34,664.35	0.48	1.05	-1.22	1.12	0.21	0.32	0.34	-0.52	0.36
Industrial	-1,118.82	33,218.41	-3.37	0.33	-0.02	6.51	2.50	1.48	-0.98	-1.22	-2.69
Consumer Discretionary	-494.21	19,307.69	-2.56	-0.97	0.18	-0.20	1.23	-2.19	-2.38	0.55	1.49
Consumer Staples	83.88	15,029.71	0.56	-0.61	-0.95	-7.00	-1.35	0.22	1.45	-0.94	-0.17
Health care	-1,218.47	51,973.46	-2.34	-0.71	-0.65	1.59	-1.20	-0.27	-0.26	-0.90	-0.89
Financial	1,108.06	63,278.50	1.75	-0.92	0.19	0.49	0.08	0.51	0.84	1.31	-0.95
Tech	103.56	67,586.89	0.15	-0.16	-0.15	0.41	0.35	0.98	0.51	0.39	-1.73
Telecom	3.16	2,033.72	0.16	0.15	0.35	0.64	0.10	-0.29	-0.29	0.22	0.51
Util	216.22	13,918.02	1.55	0.75	-0.54	-0.65	3.40	-3.83	5.71	-2.70	2.75

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 Sector ETF Fund Flow(AUM 대비)



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

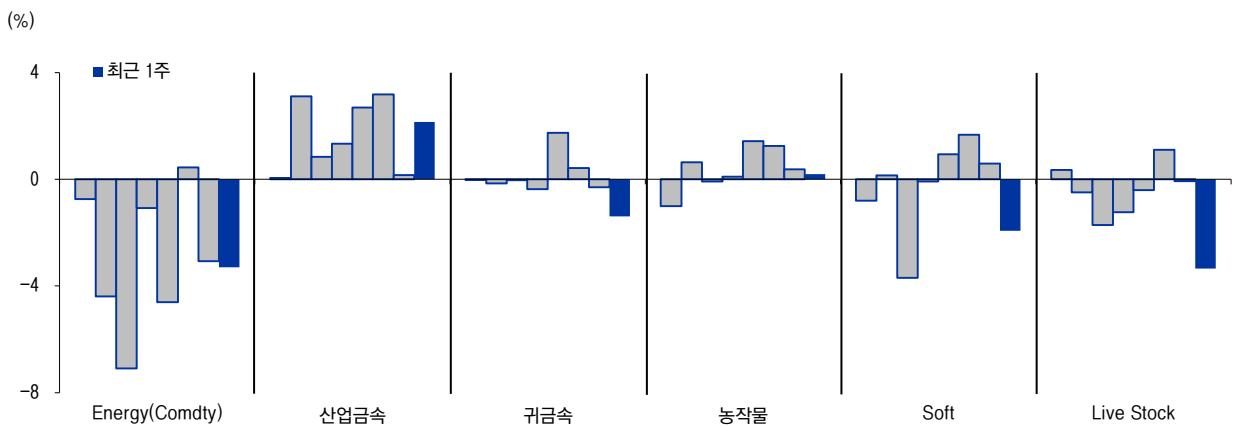
## 4. Commodity

표23 Commodity ETF Fund Flow

Commodity	Net flow (\$ mn)	Aum (\$ mn)	4W (% AUM)	Recent 8 Weeks (% AUM)							
				51주	52주	1주	2주	3주	4주	5주	6주
Energy	-438.26	4,238.34	-10.34	-0.74	-4.39	-7.09	-1.08	-4.61	0.44	-3.08	-3.30
Industrial	37.74	448.31	8.42	0.05	3.11	0.84	1.33	2.69	3.18	0.16	2.15
Precious Metal	239.09	54,016.06	0.44	-0.03	-0.15	-0.03	-0.37	1.74	0.43	-0.30	-1.39
Agriculture	32.37	980.12	3.30	-1.01	0.63	-0.08	0.10	1.43	1.25	0.38	0.20
Soft	3.86	317.43	1.22	-0.81	0.14	-3.70	-0.08	0.94	1.67	0.58	-1.93
Live Stock	-0.50	17.64	-2.81	0.35	-0.49	-1.71	-1.24	-0.41	1.10	-0.07	-3.34

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 Commodity ETF Fund Flow(AUM 대비)



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

## 5. Currency

표24 Currency ETF Fund Flow

Currency		Net flow (\$ mn)	Aum (\$ mn)	4W (% AUM)	Recent 8 Weeks (% AUM)							
					51주	52주	1주	2주	3주	4주	5주	6주
Major	달러	-36.82	614.32	-5.99	-0.70	-3.60	-1.49	-1.18	-1.95	-2.38	6.57	-8.08
	유로	107.05	230.78	46.39	17.62	-11.43	2.11	-18.98	7.66	26.26	3.73	3.56
	엔	30.47	109.25	27.89	-	-0.95	-	-	-	27.73	-	-
	파운드	-7.02	196.77	-3.57	-2.90	-3.27	-9.21	-	3.42	-3.36	-3.35	-
	스위스	0.00	150.49	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	크로나	0.00	23.48	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	캐나다	3.99	173.50	2.30	-4.43	-	2.32	-	-	4.55	-	-2.15
DM	싱가폴	0.00	3.70	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	호주	0.00	130.24	-	-	-	-2.96	-	-	-	-	-
EM	전체	-9.89	63.15	-15.67	-	-0.61	-0.07	-0.01	-15.67	-	-	-
	위안	0.00	62.41	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	인도	0.00	10.28	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	헤알	-3.79	18.90	-20.04	-9.12	-	-	-	-20.04	-	-	-
캐리		-9.29	53.64	-17.31	-	-1.43	-	-	-	-	-	-17.61

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

## 6. Bond & Alternatives

표25 Bond & Alternatives ETF Fund Flow

Bond	Net flow (\$ mn)	Aum (\$ mn)	4W (% AUM)	Recent 8 Weeks(% AUM)							
				51주	52주	1주	2주	3주	4주	5주	6주
All-term	1,872.68	104,511.55	1.79	0.26	0.36	0.98	0.27	0.24	0.18	0.59	0.79
단기	2,553.60	48,381.00	5.28	0.26	0.53	0.01	-0.23	1.37	0.85	2.08	0.89
중기	404.38	36,372.09	1.11	0.61	-0.02	0.80	1.00	-0.29	-0.92	2.59	-0.24
장기	1,086.25	20,919.66	5.19	1.84	-1.23	-0.10	3.70	2.28	1.44	0.44	0.98
회사채	-2,167.31	100,725.23	-2.15	0.20	0.07	-0.31	-0.10	-0.86	0.02	0.25	-1.60
정크	-4,838.24	41,937.22	-11.54	-1.06	1.02	3.98	-5.07	-3.52	1.05	-6.07	-3.43
이머징	-442.05	25,732.36	-1.72	2.09	0.67	4.13	2.94	1.76	2.54	-1.64	-4.26
인플레햇지	1,063.15	39,061.81	2.72	0.46	0.59	1.16	0.54	0.59	1.07	-0.03	1.08
REITs	-903.15	60,038.19	-1.50	0.46	-1.13	0.46	-0.63	-0.76	-0.22	-1.10	0.61
Multi Asset	11.87	6,446.19	0.18	-1.47	-0.14	-0.01	0.49	0.20	0.37	-0.22	-0.17
Alternative	24.78	2,179.71	1.14	1.25	1.03	0.19	1.01	-0.55	0.30	2.55	-1.17

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터



## 7. 주요 ETF Fund Flow

### 1. Region

표26 대표 ETF Region Fund Flow

Region		Ticker	Fund Flow(백만달러)											
			3Q17		4Q17		1Q18		Recent 6 Weeks					
			9월	10월	11월	12월	1월	2월	1주	2주	3주	4주	5주	6주
글로벌	전세계	ACWI	68.3	-	156.0	442.9	-182.2	-	-	-	-182.2	-	-	-
	전세계(exUS)	VEU	111.7	670.1	643.3	423.2	491.6	67.9	491.4	0.1	0.1	-	67.9	-
	선진시장	EFA	-	-	208.8	1,507.1	-3,433.2	-1,951.4	212.3	-	-	-	-5,596.8	-
	유럽	VGK	34.8	58.9	362.0	-28.6	963.6	79.4	29.8	183.8	340.7	346.5	142.2	-
	이미징	EEM	60.6	769.3	0.7	831.1	3,094.0	-	351.4	638.6	356.2	801.1	946.8	-
EM	아시아	AAXJ	-	74.4	184.6	165.6	226.8	-32.2	-	79.2	-	114.5	0.9	-
	유럽	GUR	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	라틴	ILF	170.0	337.7	-117.6	-73.6	48.6	-	26.4	-44.9	9.5	57.5	-	-
	MENA	GAF	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	프론티어	FM	-	-	-	36.3	21.4	-	-	-	-	21.4	-	-

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

## 2. Country

표27 대표 ETF Country Fund Flow

Country		Ticker	Fund Flow(백만달러)												
			3Q17		4Q17			1Q18		Recent 6 Weeks					
			9월	10월	11월	12월	1월	2월	1주	2주	3주	4주	5주	6주	
미국	다우	DIA	527.9	603.5	-408.4	1,662.1	1,452.3	-77.2	499.2	-336.7	1,339.1	39.7	-166.2	-	
	S&P500	SPY	-654.2	2,893.9	-1,664.1	12,105.4	19,820.4	-4,072.3	-4,909.2	6,205.3	8,526.0	1,474.4	4,451.5	-	
	나스닥	QQQ	-656.2	2,473.5	1,103.4	-1,425.1	1,073.6	720.5	-355.4	195.5	345.8	156.6	1,451.6	-	
	러셀2000	IWM	1,812.0	2,143.4	1,696.8	-3,771.9	-1,004.2	-75.2	-964.4	195.8	-384.5	848.7	-775.1	-	
유럽	영국	EWU	-196.9	-13.9	-115.1	-64.1	93.6	-	-	-	-0.0	37.9	55.8	-	
	독일	EWG	-361.6	-19.5	-49.7	-168.6	-209.7	-62.1	-	-30.6	-52.1	-53.2	-135.8	-	
	프랑스	EWQ	-30.7	31.1	-	56.3	52.2	-	-	32.2	-	20.0	-	-	
유럽 문제아	스페인	EWP	-20.3	-548.3	66.1	0.2	-15.8	-	-	-	-15.8	-	-	-	
	이태리	EWI	16.6	-106.2	-30.2	-18.4	-15.3	-	-	-	-	-15.3	-	-	
	포르투갈	PGAL	3.7	3.1	-3.6	-6.1	-1.3	-	-	-1.3	-	-	-	-	
	그리스	GREK	-37.6	-	-18.9	35.0	72.4	-3.4	6.8	19.6	11.4	30.7	0.5	-	
선진 원자재	캐나다	EWC	-165.7	37.7	-6.5	-81.9	54.1	-98.8	-	-33.3	114.7	-27.3	-98.8	-	
	호주	EWA	-13.3	40.2	-13.6	-101.2	14.3	-9.5	9.4	-	-	14.4	-19.1	-	
동북 아시아	중국	FXI	-	-	-	321.7	190.4	-	-	-	-	158.5	31.9	-	
	일본	EWJ	-331.3	608.9	645.9	587.1	2,351.5	19.3	480.0	865.4	494.7	291.6	239.1	-	
	한국	EWY	-81.7	-	-	110.0	138.9	-	-	-	19.3	119.6	-	-	
	대만	EWT	26.1	26.3	-	50.4	72.0	-	14.9	22.5	15.1	19.5	-	-	
선진 아시아	홍콩	EWH	-	-	70.8	53.7	206.0	-	-	5.9	146.2	22.0	31.9	-	
	싱가폴	EWS	-15.9	-	9.0	48.5	17.5	-	10.8	6.7	-	-	-	-	
동남& 남아시아	인도	EPI	-36.6	-	32.0	-102.0	-	-	-	-	-	-	-	-	
	인도네시아	EIDO	-6.8	-16.0	-9.4	36.9	26.7	-4.5	5.7	2.9	-	13.6	0.1	-	
	말레이시아	EWM	-	7.3	9.8	24.4	129.4	-	27.9	51.4	7.8	42.3	-	-	
	필리핀	EPHE	-1.9	-	-	7.7	13.9	-	8.0	5.9	-	-	-	-	
	태국	THD	21.1	8.6	-31.2	4.8	-	-	-	-	-	-	-	-	
	베트남	VNM	-6.0	0.8	5.1	0.0	50.1	3.8	10.7	18.4	11.2	8.7	4.8	-	
그외 EM	아르헨티나	ARGT	-6.1	22.4	9.6	-	18.8	-	-	1.9	9.4	1.9	5.7	-	
	브라질	EWZ	452.6	73.4	293.4	461.3	-	-	-	-	-	-	-	-	
	러시아	RSX	172.8	-29.3	-153.5	-59.4	198.5	-	86.8	61.9	48.5	1.2	-	-	
	멕시코	EWW	5.6	-36.7	-79.8	49.5	2.1	-32.0	-25.3	-95.6	36.6	91.7	-37.3	-	
	남아공	EZA	-12.1	23.9	-8.8	20.2	-	-	-	-	-	-	-	-	

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

### 3. Style & Sector

표28 대표 ETF Style Fund Flow

Style	Ticker	Fund Flow(백만달러)														
		3Q17				4Q17			1Q18		Recent 6 Weeks					
		9월	10월	11월	12월	1월	2월	1주	2주	3주	4주	5주	6주			
Market CAP	대형주(미국)	OEF	-5.8	-193.5	22.5	41.7	44.8	61.8	-12.0	-12.5	-12.5	38.0	105.6	-		
	중형주(미국)	MDY	241.0	25.1	-38.3	544.0	507.8	-70.2	226.1	43.3	159.8	-27.1	35.5	-		
	소형주(미국)	IWM	1,812.0	2,143.4	1,696.8	-3,771.9	-1,004.2	-75.2	-964.4	195.8	-384.5	848.7	-775.1	-		
	EM 대형주	IEMG	817.2	1,666.7	342.2	1,098.5	3,218.6	-	1,122.6	674.8	574.4	627.0	219.8	-		
	EM 소형주	DGS	122.3	80.2	-	-	75.6	-	21.0	26.7	-	27.9	-	-		
DMDEN D	대형 배당주	SDY	-54.1	46.2	-51.8	117.7	-197.0	-42.8	37.8	-23.7	-72.1	-19.5	-162.4	-		
	EM Dividend	DEM	75.4	39.3	-	-8.9	48.0	-	-	23.4	-	24.7	-	-		
	우선주	PFF	102.9	-219.2	-118.1	-127.7	-357.9	-107.6	-159.7	-13.3	-36.1	-17.1	-239.3	-		
Volatility	VIX	VXX	-2.3	185.5	176.6	-100.1	-46.8	-7.5	-16.9	63.4	87.9	-131.5	-57.2	-		

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

표29 대표 ETF 가치/성장 Fund Flow

가치/성장	Ticker	Fund Flow(백만달러)														
		3Q17				4Q17			1Q18		Recent 6 Weeks					
		9월	10월	11월	12월	1월	2월	1주	2주	3주	4주	5주	6주			
가치	대형 가치주	IWD	738.9	406.8	663.4	1,082.5	-2,852.1	-636.4	-100.8	-1,331.8	-1,094.8	-247.4	-713.6	-		
	중형 가치주	IWS	528.0	154.1	100.1	-53.1	-31.9	-8.9	31.4	-91.3	-27.3	41.5	4.7	-		
	소형 가치주	IWN	123.8	425.6	-147.5	175.9	-252.0	-6.0	-18.9	-52.0	-64.3	-97.6	-25.2	-		
성장	대형 성장주	IWF	190.7	178.4	78.9	74.6	-1,262.3	-289.6	-137.6	-372.4	-311.9	-390.0	-340.1	-		
	중형 성장주	IJK	-10.4	-133.2	263.4	0.2	273.6	-	240.7	55.6	-11.4	-	-11.3	-		
	소형 성장주	IWO	-138.4	344.6	245.3	-352.7	-152.4	-67.1	-104.3	8.5	-106.1	88.5	-106.2	-		
섹터	에너지	XLE	588.3	233.5	-409.4	770.1	836.9	-40.0	650.8	299.7	252.2	-322.0	-83.7	-		
	에너지(up)	XOP	-268.6	-26.7	123.1	32.8	200.6	-94.8	63.3	-92.2	137.0	131.4	-133.7	-		
	Gold Miner	GDX	-112.5	571.5	-101.9	-562	-387.0	-	-106.5	-148.2	-5.3	-23.5	-103.4	-		
	소재	XLB	260.4	249.8	41.1	304.9	386.1	9.6	186.6	88.0	11.5	-47.6	157.1	-		
	산업재(미국)	XLI	-997.0	1,437.3	400.2	-1,200.8	1,822.0	-208.1	1,752.2	575.9	207.3	-406.9	-514.6	-		
	경기민감재(미국)	XLY	-187.9	-182.9	723.8	-265.0	-850.4	249.7	240.5	-207.9	-131.7	-454.8	-46.9	-		
	필수소비재	XLP	746.6	-919.4	140.7	959.4	-1,076.6	-67.8	-1,133.3	-158.1	61.0	227.2	-141.2	-		
	헬스케어/바이오테크	XLV	101.9	-342.5	-307.9	-717.3	-142.5	-175.2	345.8	-365.3	123.2	-433.7	12.4	-		
	금융주	XLF	1,214.5	952.2	1,305.5	740.2	-309.2	392.5	-31.0	-457.1	-0.3	210.3	361.3	-		
	테크놀로지	XLK	209.2	174.8	-489.8	358.3	1,271.1	-259.8	201.4	1.6	363.3	77.5	367.6	-		
	통신	XTL	-6.9	-	-6.8	-	59.4	-	48.9	14.1	-	-3.5	-	-		
	유트리티	XLU	42.5	-459.4	146.0	-116.2	319.9	-34.9	-181.5	514.6	-371.4	705.3	-382.0	-		
	반도체	SMH	19.3	140.9	234.8	-162.4	-54.9	47.8	183.9	-62.3	79.4	-421.7	213.5	-		
	바이오테크	IBB	545.2	-254.6	233.5	-75.6	-221.2	-163.4	56.0	-70.5	-56.0	34.3	-348.3	-		
	S&P 은행	KBE	206.9	-7.8	-31.0	21.7	201.2	12.7	98.6	35.6	72.2	-15.3	22.8	-		
	S&P 지방은행	KRE	124.6	193.2	612.2	-200.3	60.3	239.1	100.6	-103.3	-46.2	34.8	313.5	-		

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

## 4. REIT/Commodity/Bond/FX

표30 대표 ETF REIT/Commodity/Bond/FX Fund Flow

REIT/상품/BOND/FX		Ticker	Fund Flow(백만달러)											
			3Q17		4Q17		1Q18		Recent 6 Weeks					
			9월	10월	11월	12월	1월	2월	1주	2주	3주	4주	5주	6주
부동산	REIT	VNQ	-94.0	176.9	398.1	78.2	-758.7	-54.6	-14.0	-157.8	-39.4	-271.6	-330.5	-
	부동산	RWX	-30.6	-15.5	-74.1	-12.0	12.8	-16.4	-8.1	-	-	20.9	-16.4	-
	부동산(홈빌딩)	XHB	0.9	87.2	17.0	22.1	-192.8	-41.3	-49.5	9.8	-39.0	-30.4	-125.0	-
	주택건설	ITB	356.6	270.7	8.4	63.6	-362.8	-104.3	121.0	-15.2	-29.7	-115.5	-427.8	-
상품	상품(Aggregate)	DBC	55.3	43.3	206.1	-99.4	149.2	175.3	114.1	-20.3	-27.0	68.6	189.1	-
	WTI	USO	-489.6	-144.9	-232.2	-190.2	-121.4	15.8	-171.7	55.3	15.1	50.0	-54.2	-
	천연가스	UNG	35.2	104.2	-29.5	135.0	-335.0	28.7	-120.7	-52.0	-113.0	5.7	-26.2	-
	금	GLD	2,041.8	-560.9	-451.0	-67.0	178.6	-	-99.8	-249.7	759.0	62.5	-293.5	-
	은	SLV	-86.9	-127.9	-10.3	33.0	-127.1	-	-35.5	-35.6	-14.5	-26.8	-14.6	-
	농산물	DBA	15.0	3.9	-46.1	-22.7	18.7	-	-0.0	-	11.2	7.5	-	-
	구리	JJC	-1.3	-7.9	-1.7	3.9	11.6	-0.1	-3.8	-0.6	8.1	3.0	4.7	-
	기초금속	DBB	-7.4	0.1	-3.7	7.7	27.0	-3.9	3.8	7.7	3.8	11.7	-3.9	-
	희귀금속	REMX	47.3	20.3	-	26.5	60.0	-3.0	14.2	22.2	18.8	1.6	0.1	-
	팔라듐	PALL	4.5	-4.7	-4.7	-4.8	5.3	-4.9	-	-	5.3	-	-4.9	-
	커피	CAFE	0.1	0.7	-0.4	0.4	0.2	0.0	0.2	-	-0.0	0.0	0.1	-
	옥수수	CORN	0.9	-	0.9	-0.0	3.8	-	-	0.8	1.7	1.3	-	-
채권	Total	AGG	495.3	1,138.0	1,005.0	665.1	1,316.5	257.7	752.6	98.0	-43.3	260.8	506.2	-
	단기채	BSV	463.9	525.9	206.4	451.2	614.9	94.2	31.6	15.8	488.7	31.5	141.4	-
	중기채	IEF	365.6	-393.6	211.2	115.8	148.0	461.9	263.0	366.6	-293.6	-384.4	658.3	-
	장기채	TLT	2,165.9	-1,169.3	-1,368.8	235.7	-152.7	78.3	-277.7	310.4	-137.4	111.9	-81.6	-
	고수익	JNK	75.9	353.3	-605.0	366.0	-1,197.7	-400.5	1,068.0	-1,345.9	-497.2	73.4	-896.5	-
	인플레이션	TIP	34.4	238.1	375.8	68.7	817.1	-45.0	307.3	67.9	113.4	215.2	68.2	-
	이머징	EMB	-35.9	69.4	-115.6	438.6	1,864.3	-377.8	868.5	556.0	266.2	334.9	-539.1	-
통화	달러	UUP	67.4	-19.0	-19.3	-77.6	-28.8	27.9	-9.6	-4.8	-9.4	-14.3	37.2	-
	유로	FXE	-63.1	113.4	-95.9	-34.3	47.7	0.0	5.8	-53.3	17.7	65.6	11.9	-
	엔화	FXY	-	-4.3	0.0	-4.3	30.5	-	-	-	-	30.5	-	-
	파운드	FXB	-19.5	-6.5	6.8	-13.0	-26.7	-	-19.7	-	6.7	-6.9	-6.8	-
	위안	CYB	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	이머징통화	CEW	-	3.8	0.0	-	-9.9	-	-	-	-9.9	-	-	-
	통화캐리트레이드	DBV	-	-4.8	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
환경	태양광	TAN	12.5	-1.0	35.7	-18.8	10.3	-15.8	12.3	2.1	-	-4.1	-15.8	-
	물	PHO	-1.5	2.9	-55.7	-3.2	-7.7	-	-	-	-7.7	-	-	-
	클린에너지	PBW	1.2	1.4	-	1.4	1.3	-	-	1.3	-	-	-	-

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

#### Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 신중호)

본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바이며 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 당사에게 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.