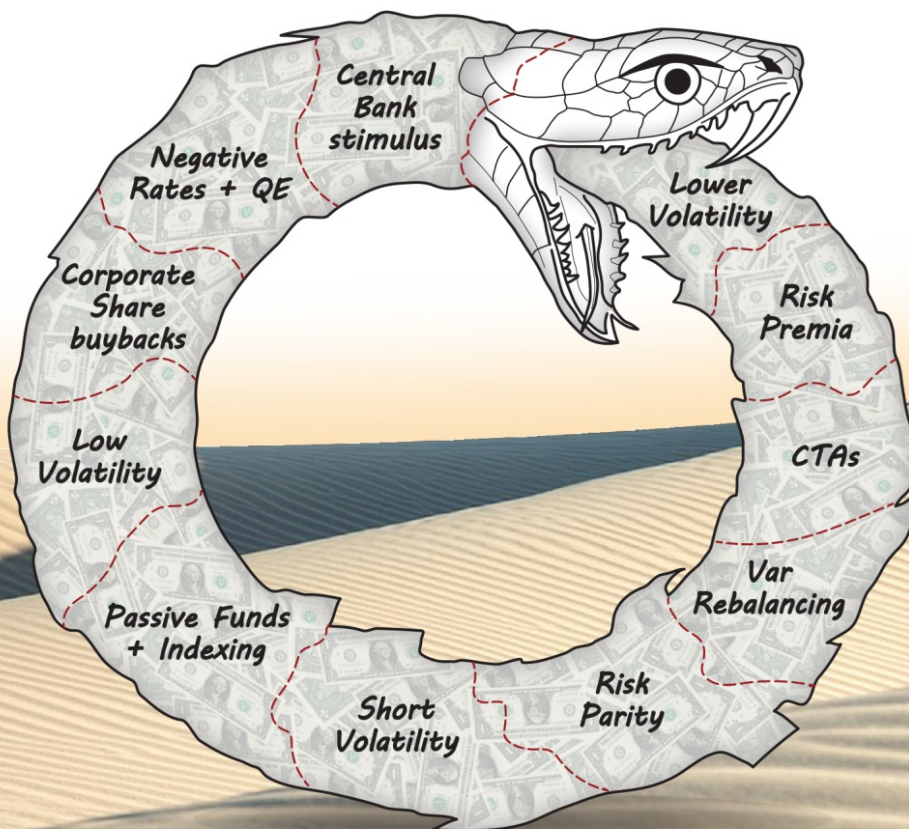


MERITZ Global ETF Idea

#Bye_Bye_Low_Vol

- Part I Low Vol Regime Shift
- Part II Mar. 2018 Global Strategy
- Part III ETF Review



글로벌전략
Analyst 이수정
02. 6098-6660
sj_lee@meritz.co.kr



MERITZ Global ETF Idea

#Bye_Bye_Low_Vol

Contents

Summary	4
Key Chart	5
Part I Low Vol Regime Shift	8
Part II Mar. 2018 Global Strategy	16
Part III ETF Review	28

Summary

1987 Black Monday

2018 Flash Crash

1987년 Black Monday는 포트폴리오 보험(Portfolio Insurance), 2018년 2월 Flash Crash는 변동성 목표 ETP(Exchange Traded Products, 상장지수상품)와 관련된 포지션 롤업으로 인해 발생했다. 둘의 또 다른 공통점은 주가 급락 이전부터 물가와 금리가 오르고 있었다는 사실이다.

저금리, 저변동성 패러다임의
변화 여부가 관건

글로벌 자산 가격은 갈림길에 서 있다. 관건은 마켓 패러다임의 변화 여부다. 지난 10년 간 연준은 인위적으로 저금리, 저변동성 환경을 조성해 레버리지를 활용한 수익 창출을 손쉽게 만들었다. 중앙은행들의 기조가 10년 동안의 초완화정책에서 긴축으로 돌아선다면 시장 변동성 역시 높아질 수밖에 없다.

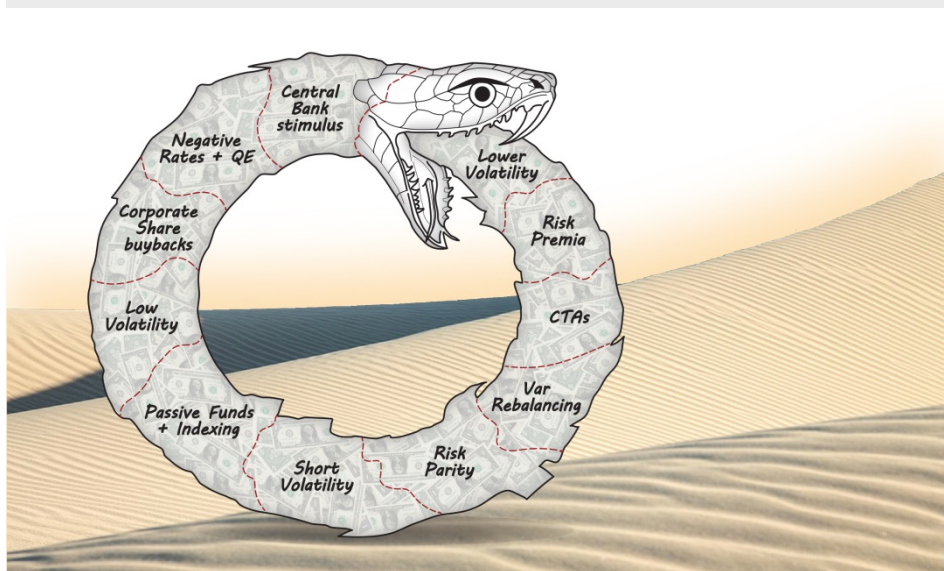
미국 증시 이중 바닥 형성 후
재상승 기대

금리와 변동성의 단기 급등은 강세장의 후반 단계에서 종종 관찰되는 현상이다. 이는 지나고 보면 High Return 기회였거나 강세장의 끝이었다. 우리는 미국 증시가 이중 바닥을 형성한 후 재상승하는 모습을 기대한다. 파월 연준 의장과 트럼프 대통령의 행보가 성장을 해치지 않는 이상 마지막 한 발이 남아있다.

변동성 장세에서 유효한
Low Beta, High Momentum

시장의 향방이 정해질 때까지 짧게는 한 달 길게는 2분기까지 높은 변동성이 지속될 전망이다. Low Beta 또는 High Momentum 스타일의 대응이 유효하다.

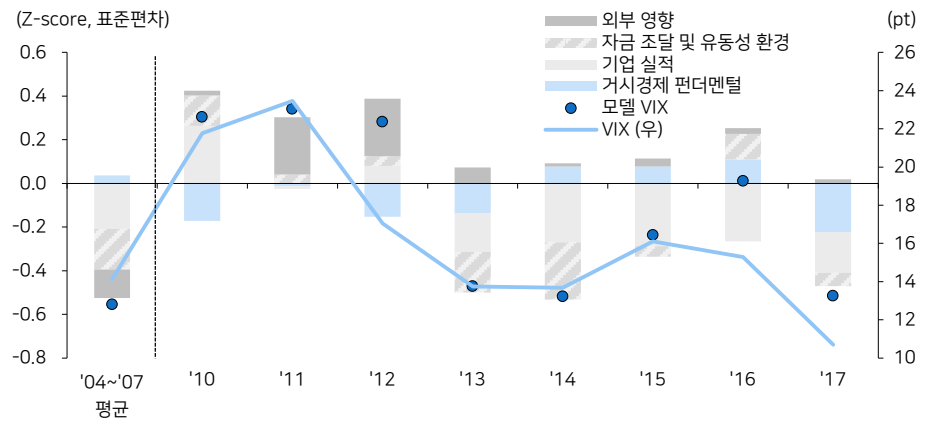
그림1 Alchemy of Risk



자료: Artemis Capital Management, 메리츠증권 리서치센터

Key Chart

그림2 주식 변동성의 주요 동인



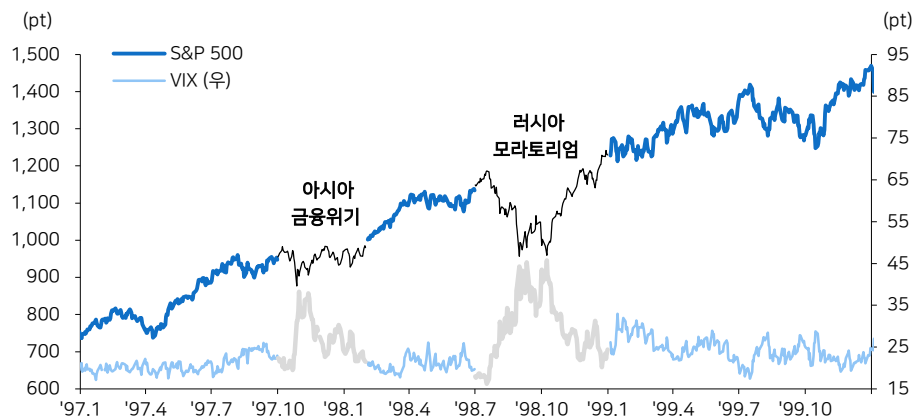
자료: IMF Global Financial Stability Report 「Is Growth at Risk?» ('17.10), 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 2015년 S&P 500 지수와 매매제한기간(buyback blackout period) 예시

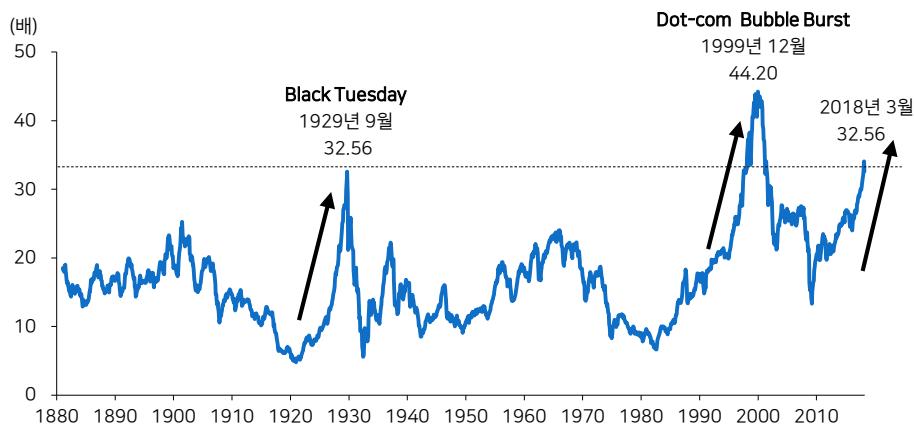


주: 분기별 매매제한기간은 1·2·3분기는 각각 3월·6월·9월 10일, 4분기는 12월 1일 시작해
분기 실적 발표 후 2영업일 째(보통 분기 종료 후 30~75일) 종료됨

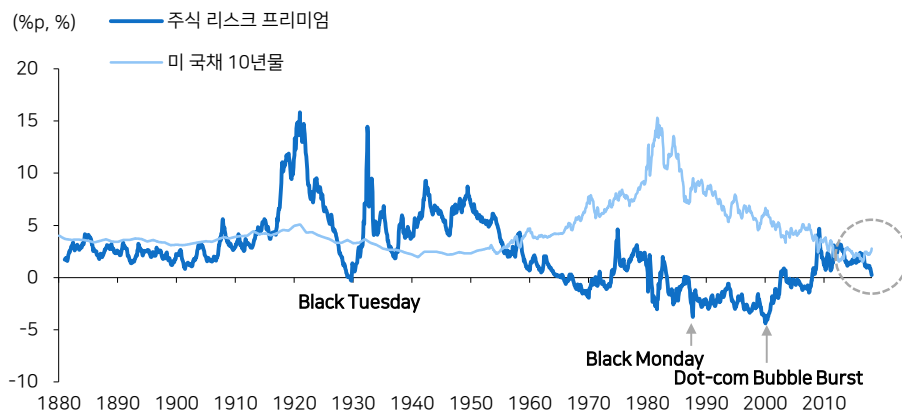
자료: Stockcharts.com, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 1997~99년 단기 조정 장세: High Volatility High Return 기회

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림5 미국 CAPE(Cyclically Adjusted Price Earnings Ratio): 시작 레벨에서의 상승폭

자료: Robert J. Shiller, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 주식 리스크 프리미엄(Fed Model) = Earnings Yield(E/P) - 채권 수익률

주: Earnings Yield는 CAPE의 역수로 계산

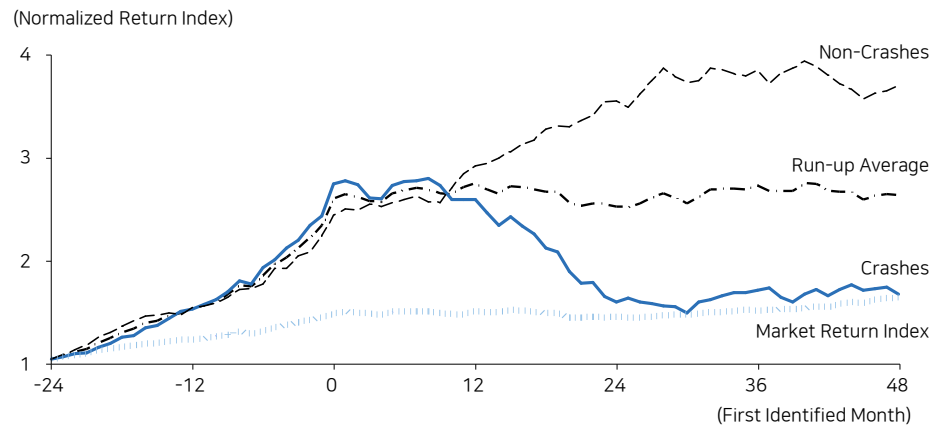
자료: Robert J. Shiller, 메리츠증권 리서치센터

그림7 S&P 500 지수: 5파 상승 속 단기 사이클



자료: Stockcharts.com, 메리츠증권 리서치센터

그림8 100%의 주가 도움닫기(Price Run-ups) 이후 수익률 추이(1928~2012)



자료: R. Greenwood, A. Shleifer, Y. You, 「Bubbles for Fama」 ('17.2)

Part I. Low Vol Regime Shift

2월 주가 급락 배경

1987 Black Monday, 2018 Flash Crash

2월 5일 미국 증시는 장중 단기 급락한 후 반등하는 Flash Crash 현상을 보였다. 최초는 금리 상승이, 이후 ETP(Exchange Traded Products, 상장지수상품)와 알고리즘 매매가 매도를 확대시켰다.

변동성 목표 펀드

인간에 의한 오전 주가 하락을 기계에 의한 오후 주가 급락으로 연결시킨 주범은 변동성 상품이다. 변동성 하락에 투자하는 Short VIX ETN(상장지수채권), ETF(상장지수펀드)의 자산가격 급락이 거래 중단 및 상환으로 이어져 투자심리를 악화시킨 것이다.

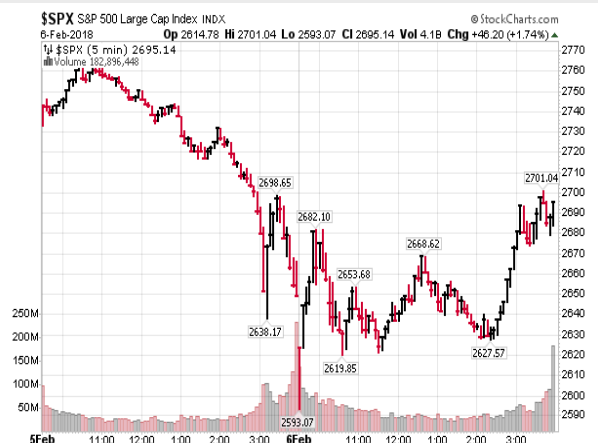
넓은 의미에서 변동성 목표 전략을 구사하는 [표1]의 펀드들도 의심받고 있다. IMF는 작년 10월 Global Financial Stability Report에서 '변동성 목표 펀드의 자산 규모가 미 증시의 2.5%에 불과하지만 시장 불안 상황에서 디레버리징까지 가세할 경우 파급 영향이 상당할 수 있다'고 분석한 바 있다. 1987년 Black Monday를 촉발한 포트폴리오 보험(Portfolio Insurance)과 유사하다.

표1 변동성 목표 전략 펀드 규모

투자전략	변동성 목표	목표 대비 유연성	규모 (십억달러)	
			IMF 추정 (2Q17)	Reuters 추정
Variable Annuities (변액보험 중 변동성 타겟 펀드)	8~12%	Low	440	200
CTA/Systematic Trading (헤지펀드 추세 추종 펀드)	15%	Medium	220	300
Risk Parity Funds (각 자산의 변동성을 비슷하게 유지하는 전략)	10~15%	Medium~High	150~175	200~600

자료: IMF Global Financial Stability Report 「Is Growth at Risk?」 (17.10), Reuters, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 2월 5일 S&P 500 지수 장중 등락



자료: Stockcharts.com, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 2월 5일 VIX 장중 등락



자료: Stockcharts.com, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 NAV 폭락으로 청산된 VelocityShares Daily Inverse VIX Short Term ETN (XIV)



자료: Stockcharts.com, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 VIX 관련 미국 대표 ETP(ETF + ETN)

티커	이름	분류	AUM (백만달러)	3M 평균 거래량	수익률 (%)		개시일	운용사	베타	RSI
					1W	4W				
VXX	iPath S&P 500 VIX Short-Term Futures ETN	Volatility	1,071.9	47,222,191	-0.02	48.03	'09.01.29	Barclays Capital	-4.53	59.16
VIXY	ProShares VIX Short-Term Futures ETF	Volatility	106.4	2,380,108	-0.49	47.94	'11.01.03	ProShares	-4.53	58.91
VXZ	iPath S&P 500 VIX Mid-Term Futures ETN	Volatility	24.0	339,740	-1.10	16.54	'09.01.29	Barclays Capital	-2.00	57.15
VIXM	ProShares VIX Mid-Term Futures ETF	Volatility	22.6	66,497	-1.43	15.83	'11.01.03	ProShares	-1.99	57.08
VIIX	VelocityShares Daily Long VIX Short-Term ETN	Volatility	8.1	207,090	-0.32	48.26	'10.11.29	Credit Suisse	-4.52	59.13
XVZ	iPath S&P 500 Dynamic VIX ETN	Volatility	19.7	9,263	-2.63	-12.14	'11.08.17	Barclays Capital	-0.67	32.18
BSWN	VelocityShares VIX Tail Risk ETN	Volatility	7.0	35,989	-0.34	-35.76	'16.07.13	UBS	-0.90	42.88
VMAX	REX VolMAXX Long VIX Weekly Futures Strategy ETF	Volatility	5.7	15,044	-0.58	70.72	'16.05.02	REX	-4.21	61.86
LSVX	VelocityShares VIX Variable Long/Short ETN	Volatility	4.5	12,324	8.16	-51.71	'16.07.13	UBS	-1.57	36.86
VIIZ	VelocityShares Daily Long VIX Medium-Term ETN	Volatility	1.2	16,778	-3.35	12.87	'10.11.29	Credit Suisse	-1.96	54.21
UVXY	ProShares Ultra VIX Short-Term Futures	Leveraged Volatility	417.2	40,383,266	-5.20	48.23	'11.10.03	ProShares	-8.73	53.14
TVIX	VelocityShares Daily 2x VIX Short Term ETN	Leveraged Volatility	387.6	28,118,453	-1.81	37.46	'10.11.29	Credit Suisse	-8.43	52.88
TVIZ	VelocityShares Daily 2x VIX Medium Term ETN	Leveraged Volatility	5.5	15,787	-2.85	26.91	'10.11.29	Credit Suisse	-3.85	55.34
SVXY	ProShares Short VIX Short-Term Futures	Inverse Volatility	718.6	12,306,435	1.49	-89.65	'11.10.03	ProShares	4.80	16.23
ZIV	VelocityShares Daily Inverse VIX Medium Term ETN	Inverse Volatility	121.4	159,248	0.69	-21.69	'10.11.29	Credit Suisse	2.12	37.3
XIV	VelocityShares Daily Inverse VIX Short Term ETN	Inverse Volatility	89.9	6,800	-	-	'10.11.29	Credit Suisse	-	-
VMIN	REX VolMAXX Inverse VIX Weekly Futures Strategy ETF	Inverse Volatility	10.4	156,062	0.36	-90.56	'16.05.02	REX	5.47	14.17
XIVH	VelocityShares VIX Short Volatility Hedged ETN	Inverse Volatility	7.0	26,713	0.38	-81.56	'16.07.13	UBS	-5.51	18.14
IVOP	iPath Inverse S&P 500 VIX Short-Term Futures	Inverse Volatility	0.6	682	0.00	1.67	'11.09.16	Barclays Capital	N/A	70.21
XXV	iPath Inverse S&P 500 VIX Short-Term Futures ETN	Inverse Volatility	0.4	342	0.05	-0.26	'10.07.16	Barclays Capital	0.04	50.13

주: '18.3.1 기준. XIV 제외 AUM 총 합계 29.4억 달러(인버스 8.6억달러 포함)

자료: etfdb.com, 메리츠증권증권 리서치센터

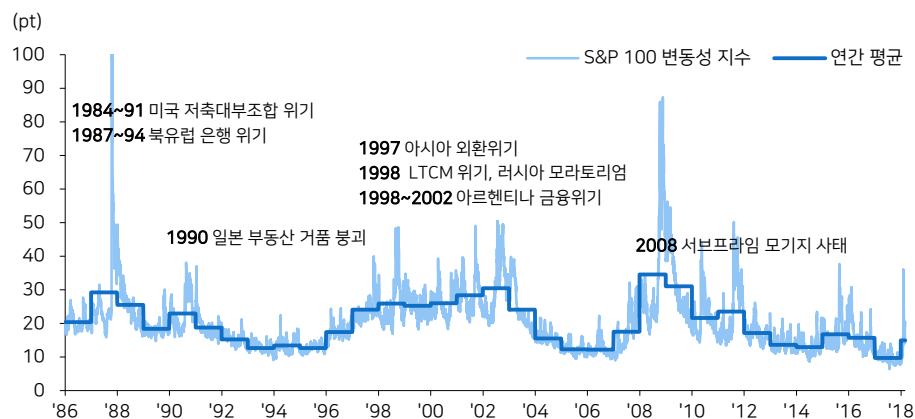
시장 과열과 포지션 쏠림

VIX는 S&P 500 주가지수 옵션의 내재변동성을 이용해 산출하는 지수다. 증시 변동성을 측정하는 수단일 뿐 아니라 시장에서 연계 거래되는 상품으로서 인기를 끌고 있다. 금융위기 이후 저변동성 환경이 지속되자 VIX 인버스 상품은 높은 성과를 기록했다. 이에 VIX에 대한 포지션은 비대칭적으로 누적되어왔다. 2월 조정은 시장 과열과 이러한 포지션의 쏠림에서 비롯됐다.

근본적으로 저금리, 저변동성 패러다임의 변화 여부가 중요

관건은 이러한 기술적 매도를 유발한 마켓 패러다임의 변화 여부다. 지난 10년 간 연준은 인위적으로 저금리, 저변동성 환경을 조성해 레버리지를 활용한 수익 창출을 손쉽게 만들었다. 금융시장이 패닉할 때는 부양책을 확대하거나 정상화를 늦추는 방식으로 불안을 진정시켰다. 반면 파월 신임 의장은 아직 '그린스펀팟', '버넌키폿', '엘런팟'과 같은 대응을 내놓지 않고 있다.

그림12 S&P 100 변동성 지수



자료: Chicago Board Options Exchange, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미 국채 10년물 금리



자료: Stockcharts.com, 메리츠증권 리서치센터

저변동성의 주요 동인

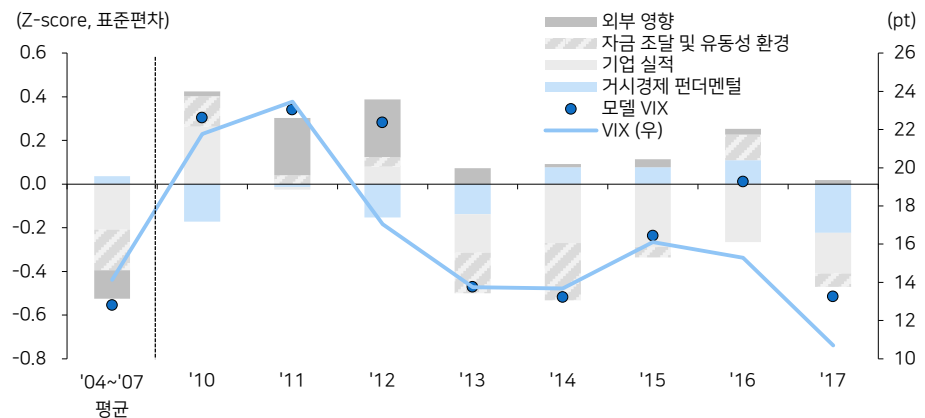
저금리와 저변동성은 밀접하게 연관되어 있다. IMF에 따르면 1) 안정적인 거시경제, 2) 견고한 기업 실적, 3) 풍부한 유동성과 용이한 자금 조달 환경이 '17년 증시 변동성을 낮춘 원동력이었다.

**최근 변동성 확대의 배경은
통화정책 기조의 변화 가능성**

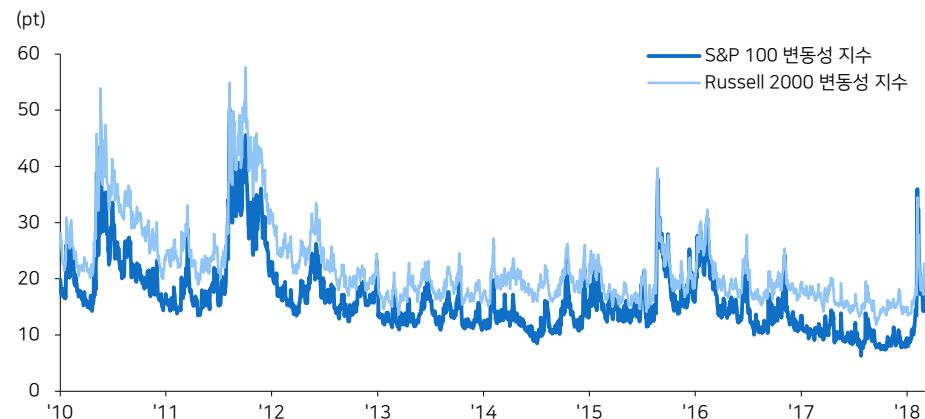
반대로 최근 금융시장 변동성을 확대시키는 요인은 1) 예상을 상회하는 경기 확장 속도와 2) 기대 인플레이션 상승, 이에 따른 3) 주요국 통화정책 전망 조정이다. 중앙은행들의 기조가 10년 동안의 초완화정책에서 긴축으로 돌아선다면 시장 변동성도 높아질 수밖에 없다.

**저금리와 저변동성의 연결고리
: 자사주 매입 사례**

예를 들어 자사주 매입에 대해 생각해 보자. 대기업의 주가 변동성이 중소기업보다 낮은 것은 뛰어난 실적과 적극적인 주주환원 때문이다. 특히 미국 기업들은 자사주 매입을 통해 주가를 방어함으로써 금융위기 이후 변동성 하향 안정화에 크게 기여해왔다. 사실 '15년 9월, '16년 1~2월, '18년 1~2월 등 '09년 이후 나타난 주요 증시 조정은 미국 증권 거래위원회(SEC)가 정한 자사주 매매제한기간(buyback blackout period)에 발생했다.

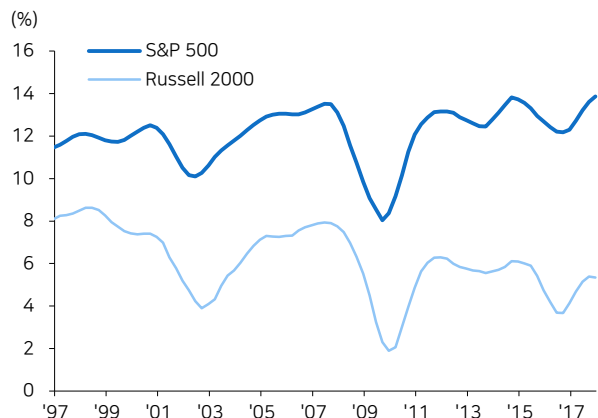
그림14 주식 변동성의 주요 동인

자료: IMF Global Financial Stability Report 「Is Growth at Risk?」 ('17.10), 메리츠증권 리서치센터

그림15 S&P 100 vs. Russell 2000 변동성 비교

자료: Chicago Board Options Exchange, 메리츠증권 리서치센터

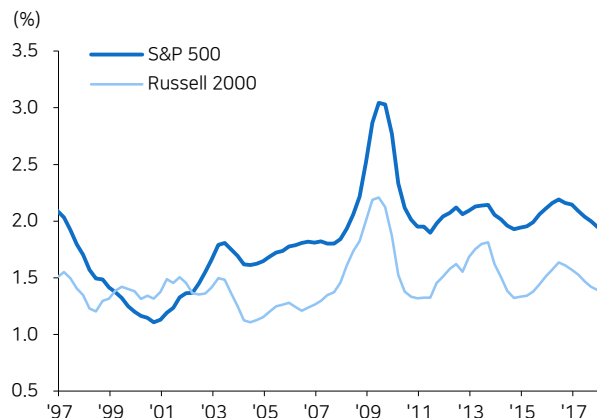
그림16 S&P 500 vs. Russell 2000 영업이익률



주: 4분기 이동평균

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

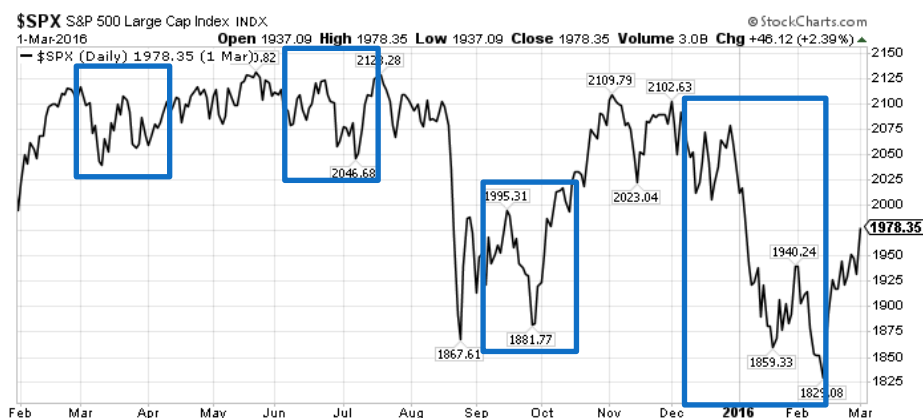
그림17 S&P 500 vs. Russell 2000 배당수익률



주: 4분기 이동평균

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 2015년 S&P 500 지수와 매매제한기간(buyback blackout period) 예시

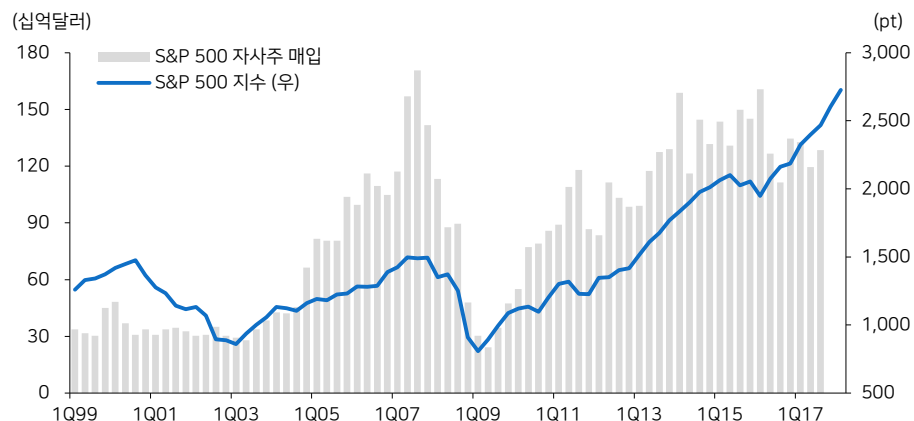


주: 분기별 매매제한기간은 1·2·3분기는 각각 3월·6월·9월 10일, 4분기는 12월 1일 시작해

분기 실적 발표 후 2영업일 째(보통 분기 종료 후 30~75일) 종료됨

자료: Stockcharts.com, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 S&P 500 기업 자사주 매입액 추이

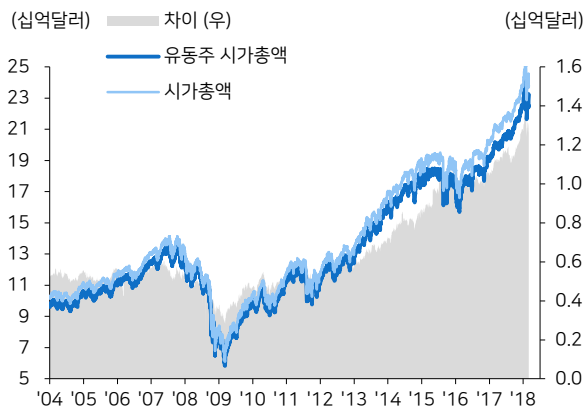


자료: Yardeni Research, Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

미국 증시를 부양해온 자사주 매입 · 소각

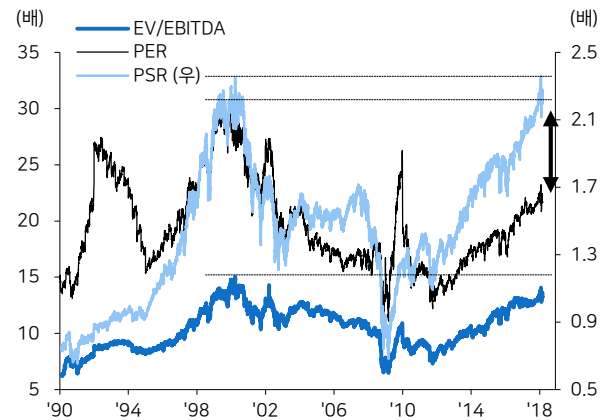
자사주 매입 · 소각은 기업의 자기자본을 감소시켜 ROE를 높이는 효과가 있다. 또한 유통주식 수 감소를 통해 EPS를 개선시켜 PER을 떨어트린다. EV/EBITDA, PSR 등 이런 영향이 없는 다른 밸류에이션 산식을 보면 현재 S&P 500 지수는 닷컴 버블 당시만큼 비싸다. 이렇듯 자사주 매입은 여러 방면에서 지수 상승을 뒷받침해왔다.

그림20 S&P 500 지수 유동 시가총액 vs. 전체 시가총액



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 S&P 500 지수 밸류에이션 방법 비교

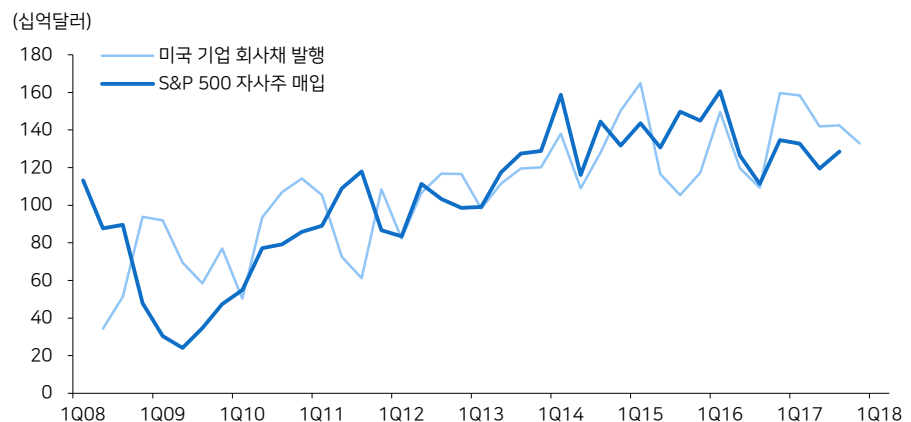


자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

저금리에 기반한 주주 환원

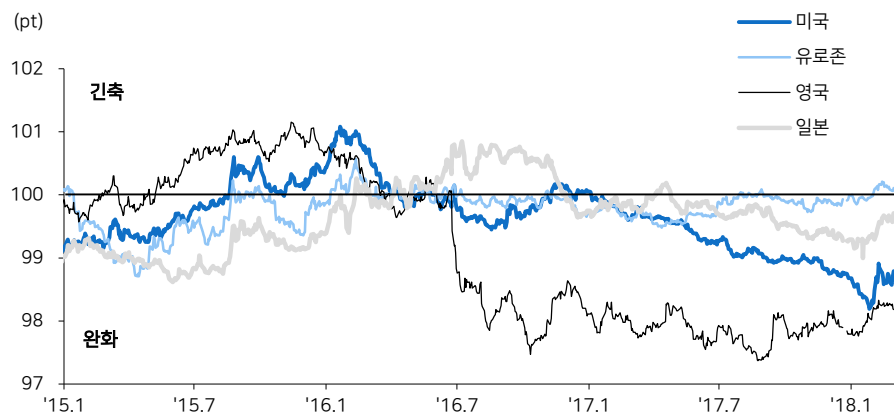
문제는 미국 기업들이 스스로 번 돈보다는 부채를 통해 배당금과 자사주 매입을 늘려왔다는 점이다. 경기와 이익 성장세가 강하기 때문에 기업 부채에 대한 우려는 거의 없다. 그러나 금리가 오르거나 자금조달 환경이 긴축적으로 변하면 기존의 적극적인 주가 부양은 힘들어진다. 이는 금리 상승이 변동성 확대와 연결되는 고리 중 하나다. 실제로도 크레딧 환경과 VIX 움직임은 매우 연동되어 있다.

그림22 S&P 500 기업 자사주 매입과 회사채 발행 추이



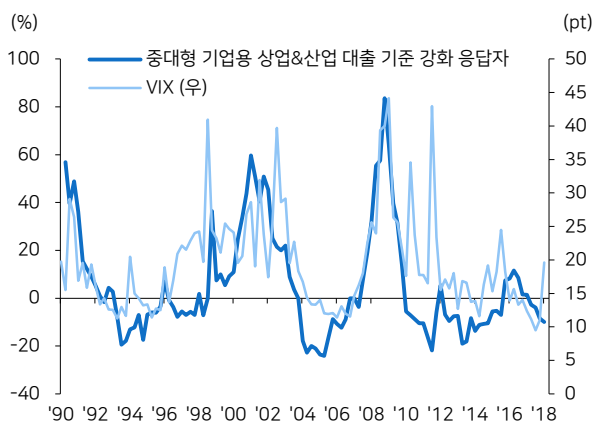
자료: Board of Governors of the Federal Reserve System, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 주요국 금융 환경 지수



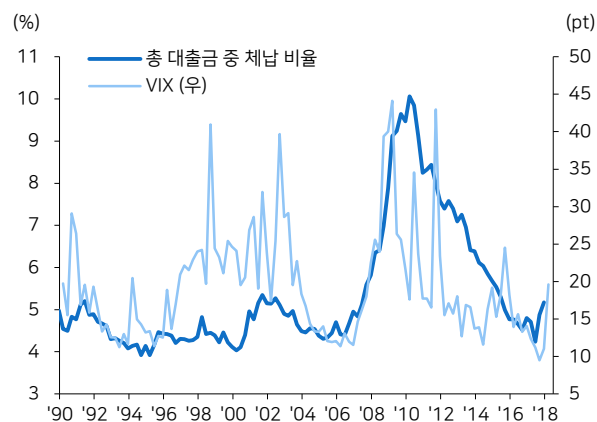
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림24 상업 & 산업 대출 기준 강화와 VIX



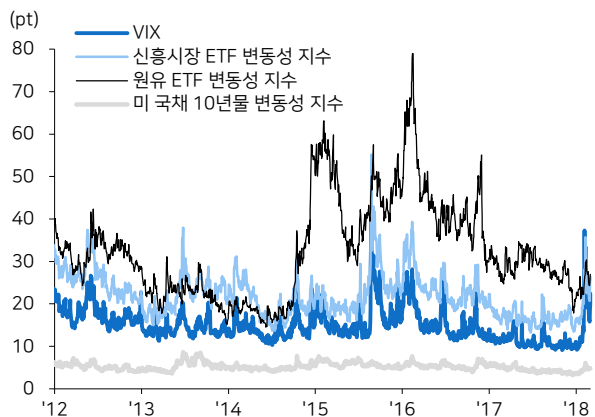
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림25 대출 체납 비율과 VIX



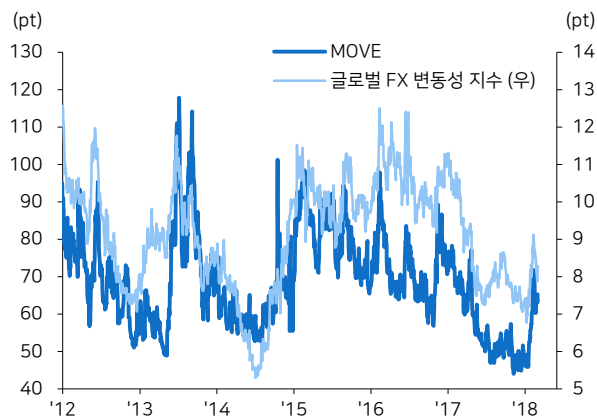
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 S&P 500(VIX), 신흥시장, 원유, 미 국채 변동성 지수



자료: Chicago Board Options Exchange, 메리츠증권 리서치센터

그림27 채권(MOVE), 글로벌 FX 변동성 지수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

작년 줄어들었던 자사주 매입

작년 미국 대기업들의 자사주 매입은 5년래 최저 수준으로 둔화됐다. 경기가 확장되면서 설비 투자와 M&A 수요가 늘긴 했지만 주가지수가 사상 최고치를 경신하며 가격 부담이 높아진 탓이 크다.

세계 개혁에 힘입어 다시 증가

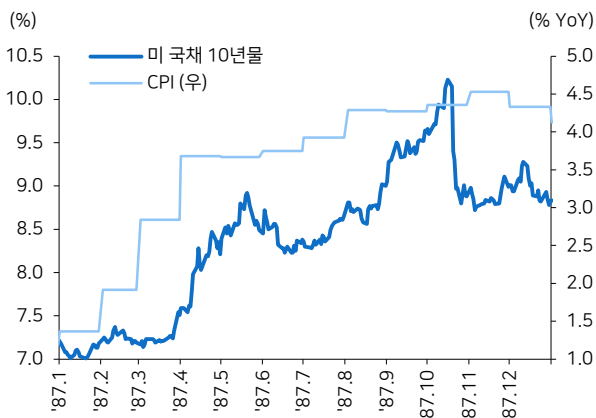
최근 증시가 조정 국면에 접어들자 자사주 매입 계획 발표가 다시 늘어나고 있다. 대폭의 법인세율 인하와 과격적인 송환세 등으로 생긴 여유 자금이 재원이다. 이는 주가를 방어하고 변동성을 어느 정도 낮춰줄 수 있다. 트럼프 행정부의 세계 개혁 및 금융규제 완화는 야성적 충동(Animal spirit)을 되살려 주가 오버슈팅을 일으킬 수 있는 촉매이기도 하다.

지금은 High Return 기회?
아니면 강세장의 끝?

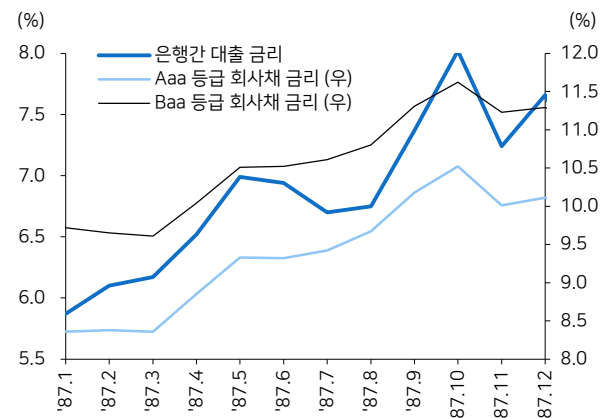
그러나 변동성을 좌우할 변수는 여전히 금리다. 1987년 Black Monday와 2018년 Flash Crash의 또 다른 공통점은 주가 급락 이전부터 물가와 금리가 오르고 있었다는 사실이다. 금리와 변동성의 단기 급등은 강세장의 후반 단계에서 종종 관찰되는 현상이다. 이는 지나고 보면 High Return 기회였거나 강세장의 끝이었다.

그림28 1997~99년 단기 조정 장세: High Volatility High Return 기회

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림29 1987년 미 국채 금리와 인플레이션

자료: Board of Governors of the Federal Reserve System, U.S. Bureau of Labor Statistics, 메리츠증권 리서치센터

그림30 1987년 대출 금리

자료: OECD, Moody's, 메리츠증권 리서치센터

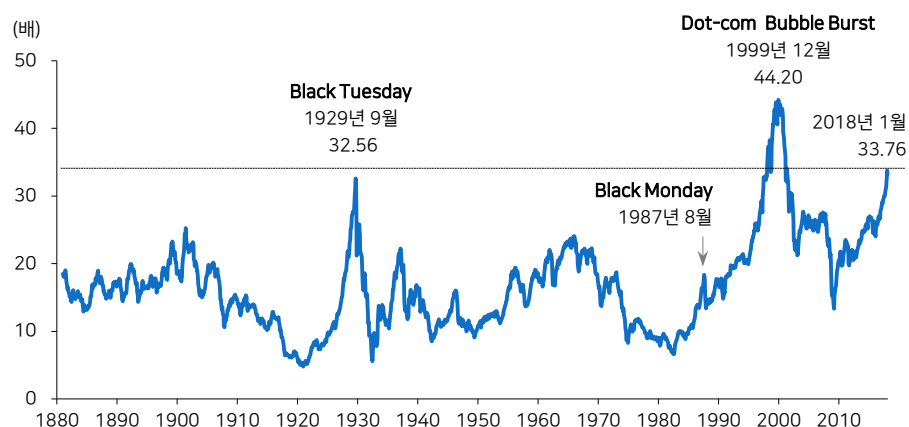
Part II. Mar. 2018 Global Strategy

Low Beta & High Momentum

주식 밸류에이션과 금리 수준
중요 분기점 도달

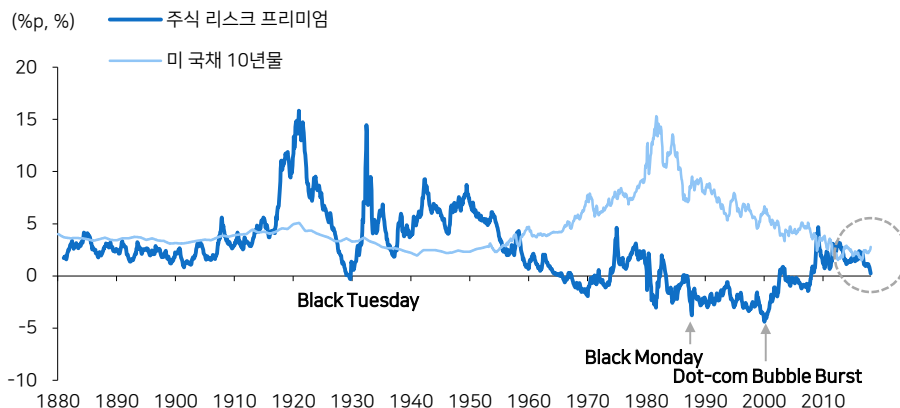
미국 증시의 Flash Crash는 공교롭게도 경기조정 주가수익비율(CAPE)이 1929년 수준을 넘어선 이후 나타났다. 주목할 점은 1929년 Black Tuesday와 이번 주가 급락 모두 연준 모델로 계산한 주식 리스크 프리미엄이 0에 근접한 이후 발생했다는 사실이다.

그림31 미국 CAPE(Cyclically Adjusted Price Earnings Ratio, Shiller PER)



주: 실제 발생일은 Black Tuesday 1929.10.24, Black Monday 1987.10.19, Dot-com bubble burst 2000.3.11
자료: Robert J. Shiller, 메리츠증권증권 리서치센터

그림32 미국 주식 리스크 프리미엄(Fed Model) = Earnings Yield(E/P) - 채권 수익률



주: Earnings Yield는 CAPE의 역수로 계산
자료: Robert J. Shiller, 메리츠증권증권 리서치센터

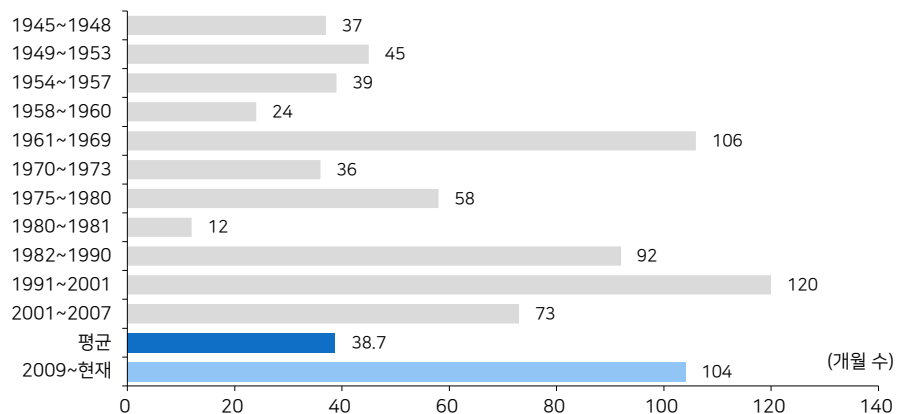
금리 급등은 주가 조정 요인

주식 강세장에서는 위험자산에 대한 선호가 높아져 리스크 프리미엄이 하락한다. 리스크 프리미엄이 충분히 낮아진 상황에서 금리가 단기적으로 급등할 경우 일드 갭의 추락으로 주가 상승세가 멈추게 된다. 올해 2월 미국 증시 역시 장기간의 주가 상승으로 피로가 누적된 상태에서 인플레이션 상승, 통화정책 정상화 가속화 전망에 따른 금리 상승이 투자심리를 약화시키며 급락했다.

아직 한 발 남았다

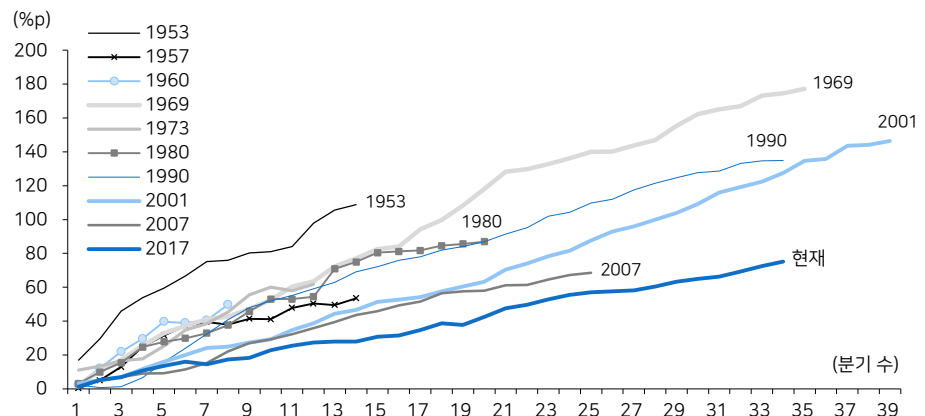
이번 조정이 베어마켓의 시작은 아니다. 아직까지 펀더멘털이 견조하기 때문이다. 1929년 10월 대폭락은 연준이 1928년부터 투기 억제를 위해 긴축 강도를 높인 결과 전반적인 경제활동이 위축되면서 발생했다. 과월 연준 의장의 행보가 성장을 해치지 않는 이상 마지막 한 발이 남아있다.

그림33 미국 경기 확장 지속 기간(현재 2009.6~2018.2)



자료: National Bureau of Economic Research, 메리츠증권 리서치센터

그림34 미국 경기 확장기 누적성장률 비교

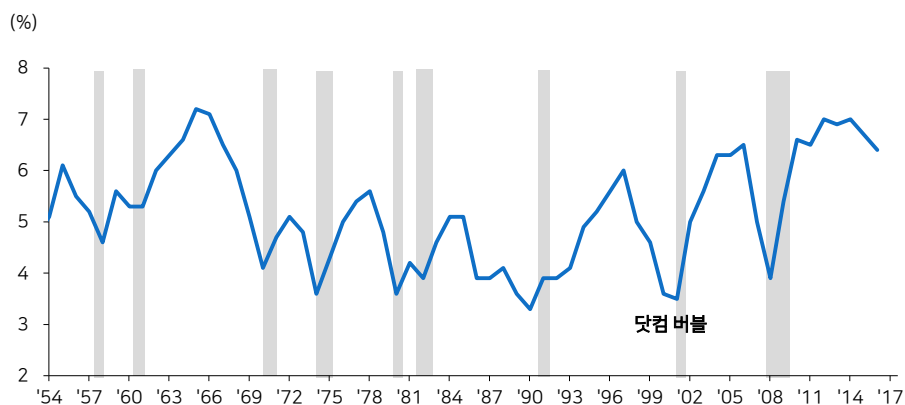


자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, 메리츠증권 리서치센터

닷컴 버블과의 차이점

닷컴 버블과 서브프라임 모기지 사태는 경기확장 과정에서 형성된 일부 부분의 과잉투자가 붕괴되면서 일어났다. 현재의 자산가격 상승은 과잉 투자를 동반하고 있지 않다는 점에서 이들과도 구별된다.

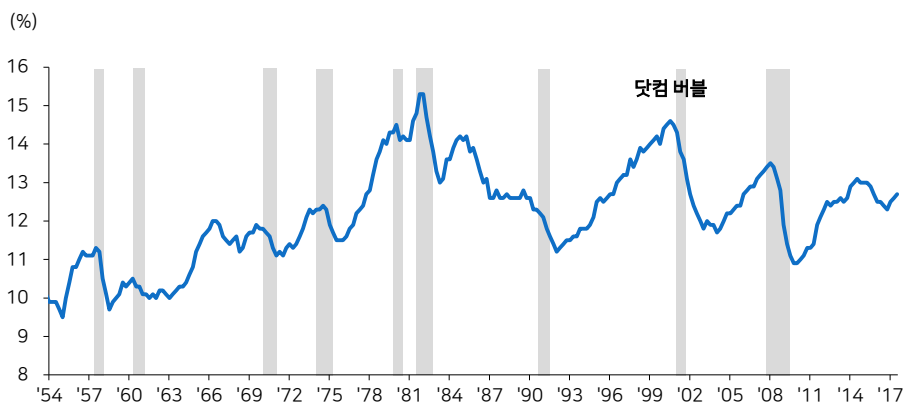
그림35 미국 GDP 대비 기업 이익 비중



주: 재고평가, 감가상각 조정 세후 기준

자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, 메리츠증권증권 리서치센터

그림36 미국 GDP 대비 설비투자 비중

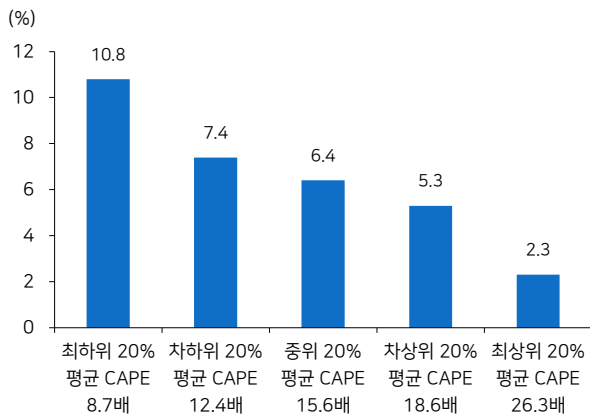


자료: U.S. Bureau of Economic Analysis, 메리츠증권증권 리서치센터

낮은 미국 주식 리스크 프리미엄

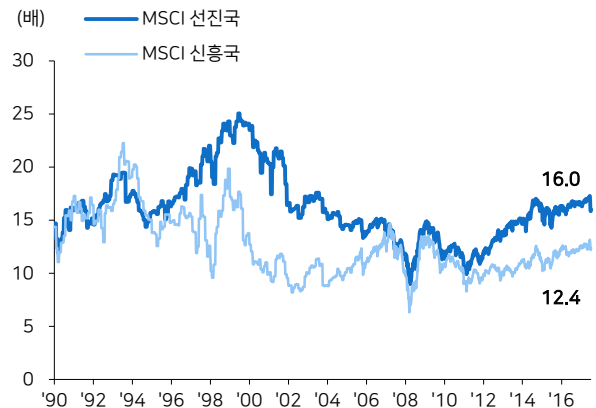
물론 리스크 프리미엄 감소를 고려할 때 현재 이론적인 미국 시장 전체의 수익률은 낮다. 올해도 투자자들은 위험을 감수하는 대가를 보상 받았지만 보상의 크기는 줄어든다는 뜻이다. 따라서 1) 종목 선별력이 그 어느 때보다 중요해졌다. 그리고 2) 시장 전체에 패시브 투자를 하고자 한다면 기대 수익률이 높은 신흥국 주식이 낮다.

그림37 CAPE 5분위별 S&P 500 10년 연간 평균 실질 총수익률



자료: Robert J. Shiller, 메리츠증권증권 리서치센터

그림38 MSCI 선진국 vs. 신흥국 지수 12M Fwd PER



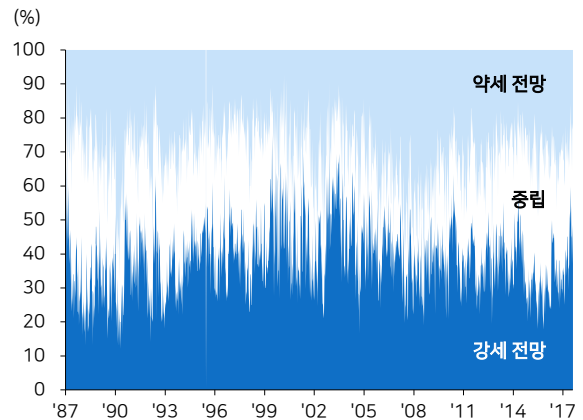
자료: Board of Governors of the Federal Reserve System, 메리츠증권증권 리서치센터

그림39 심리 지표: 미국 가계 금융 자산 중 주식 보유 비중



자료: Board of Governors of the Federal Reserve System, 메리츠증권증권 리서치센터

그림40 심리 지표: 전미개인투자자협회 시장 전망 지수



자료: American Association of Individual Investors, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 주요국 GDP 성장률 추이

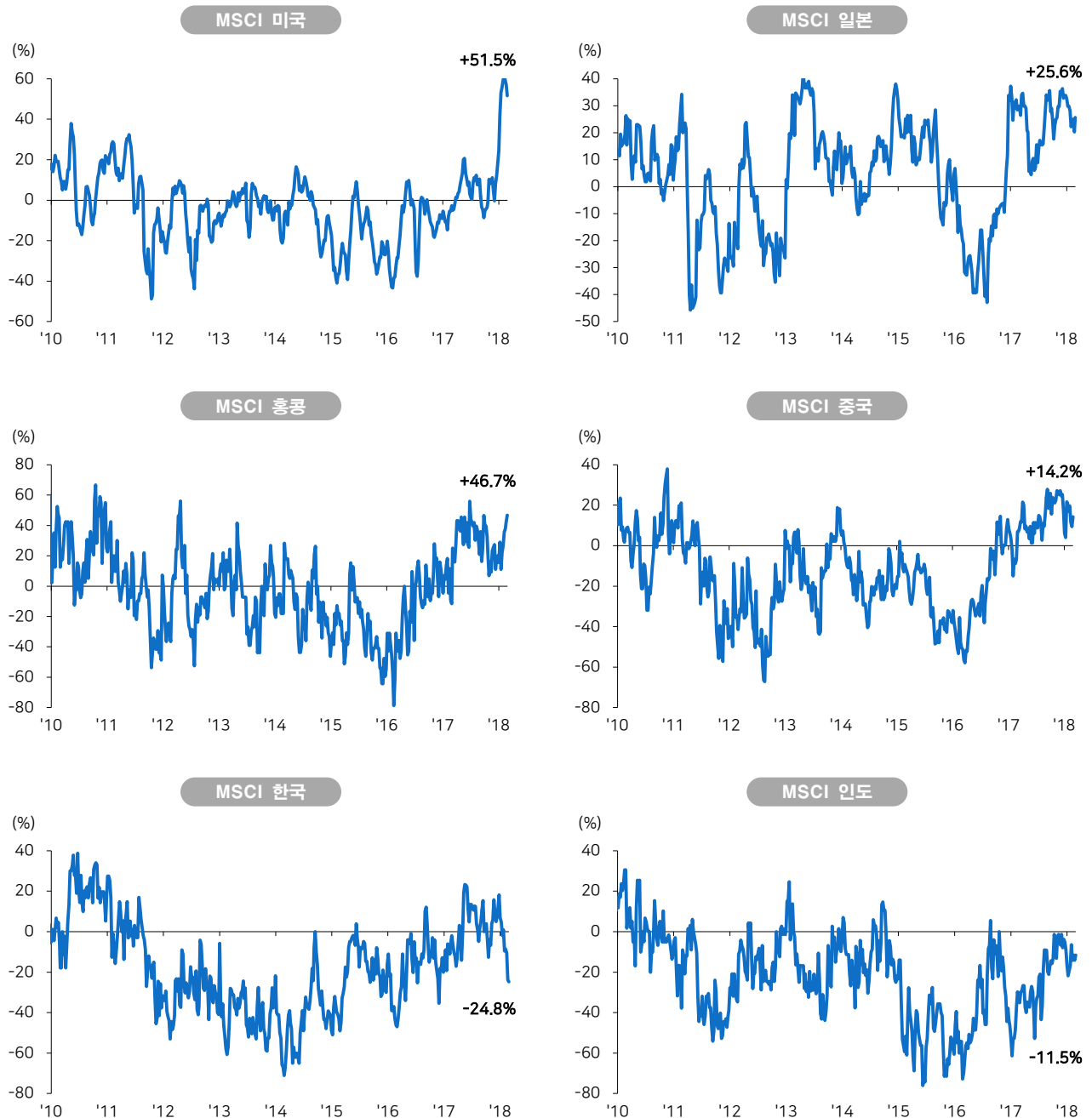
(% YoY)		미국	중국	일본	독일	영국	프랑스	인도	이탈리아	브라질	캐나다	
2008	1Q	1.1	11.5	0.6	2.7	2.4	1.7	8.6	0.6	6.1	0.0	2008~2009년 금융위기
	2Q	0.8	10.9	-0.2	1.8	1.2	0.6	9.8	-0.1	6.3	2.0	
	3Q	-0.3	9.6	-0.9	0.5	-1.2	-0.1	8.5	-1.3	6.9	2.7	
	4Q	-2.8	7.1	-3.7	-1.8	-4.2	-1.9	5.8	-3.5	0.9	-4.3	
2009	1Q	-3.5	6.2	-8.8	-6.9	-5.9	-3.8	3.5	-7.2	-2.6	-8.7	
	2Q	-4.1	8.0	-6.4	-6.6	-5.6	-3.6	5.9	-6.9	-2.3	-3.6	
	3Q	-3.3	10.6	-5.1	-5.7	-4.0	-3.1	9.3	-5.2	-1.2	1.8	
	4Q	-0.2	11.9	-1.4	-3.0	-1.4	-1.0	7.7	-2.7	5.3	4.8	
2010	1Q	1.6	12.2	4.6	2.4	0.8	1.1	11.4	0.5	9.2	4.9	2011~2013년 유럽 재정위기
	2Q	2.7	10.8	3.6	4.4	1.9	1.9	9.1	1.9	8.5	2.1	
	3Q	3.1	9.9	5.7	4.6	2.2	2.3	8.2	1.9	6.9	2.9	
	4Q	2.7	9.9	2.9	4.5	2.0	2.3	8.7	2.2	5.7	4.6	
2011	1Q	1.9	10.2	0.7	5.6	2.0	2.9	9.6	2.0	5.2	3.0	
	2Q	1.7	10.0	-0.9	3.6	1.3	2.3	7.6	1.6	4.7	0.8	
	3Q	1.2	9.4	-0.4	3.3	1.2	1.9	7.0	0.4	3.5	5.7	
	4Q	1.7	8.8	0.0	2.4	1.3	1.4	6.5	-1.1	2.6	3.2	
2012	1Q	2.8	8.1	3.1	1.0	1.4	0.4	5.8	-2.3	1.7	0.1	2014~2016년 유가 폭락, 위안화 및 중국 증시 폭락
	2Q	2.5	7.6	2.9	0.9	1.1	0.3	4.9	-3.2	1.0	1.3	
	3Q	2.4	7.5	-0.1	0.7	1.9	0.2	7.5	-3.1	2.5	0.8	
	4Q	1.3	8.1	0.2	0.2	1.5	0.0	5.4	-2.8	2.5	0.5	
2013	1Q	1.3	7.9	0.5	-0.3	1.5	-0.1	4.3	-2.9	2.7	4.2	
	2Q	1.0	7.6	1.8	0.4	2.2	0.7	6.5	-2.0	4.0	2.6	
	3Q	1.7	7.9	2.9	0.7	1.9	0.6	7.3	-1.2	2.8	3.3	
	4Q	2.7	7.7	2.7	1.6	2.6	1.1	6.5	-0.8	2.5	4.1	
2014	1Q	1.7	7.4	3.0	2.7	2.8	1.2	5.3	0.3	3.5	0.5	2014~2016년 유가 폭락, 위안화 및 중국 증시 폭락
	2Q	2.7	7.5	-0.1	1.6	3.1	0.7	7.9	0.2	-0.5	4.9	
	3Q	3.2	7.1	-1.0	1.4	3.0	1.3	8.8	0.0	-0.6	2.9	
	4Q	2.7	7.2	-0.4	1.9	3.3	0.8	6.1	0.3	-0.2	1.8	
2015	1Q	3.8	7.0	0.2	1.2	2.7	1.2	7.3	0.4	-1.6	-0.8	
	2Q	3.3	7.0	2.1	1.8	2.5	0.9	7.6	0.9	-2.7	-0.6	
	3Q	2.4	6.9	2.1	1.8	2.1	0.8	8.0	1.0	-4.3	2.3	
	4Q	2.0	6.8	1.1	1.3	2.1	1.0	7.3	1.2	-5.6	0.4	
2016	1Q	1.4	6.7	0.6	1.8	1.9	1.2	9.1	1.3	-5.3	2.5	오랜만의 전세계 동반 회복
	2Q	1.2	6.7	0.7	1.9	1.8	1.2	7.9	1.0	-3.4	-1.0	
	3Q	1.5	6.7	0.9	1.9	2.0	0.9	7.5	0.9	-2.7	4.3	
	4Q	1.8	6.8	1.5	1.9	2.0	1.1	7.0	1.0	-2.5	2.3	
2017	1Q	2.0	6.9	1.4	2.1	2.1	1.2	6.1	1.3	0.0	3.7	
	2Q	2.2	6.9	1.5	2.3	1.9	1.9	5.7	1.5	0.4	4.3	
	3Q	2.3	6.8	1.9	2.8	1.7	2.2	6.3	1.7	1.4	1.7	
	4Q	2.5	6.8	1.5	3.0	1.4	2.4	6.9	1.7	2.2	2.1	
2018E	1Q	2.9	6.7	1.7	2.7	1.6	2.3	7.3	1.5	2.0	2.1	
	2Q	2.8	6.5	1.4	2.6	1.6	2.1	7.3	1.5	2.4	2.0	
	3Q	2.6	6.4	1.1	2.3	1.6	2.0	7.4	1.5	2.8	2.0	
	4Q	2.6	6.5	1.2	2.2	1.7	1.9	7.3	1.4	2.9	1.9	

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

트럼프노믹스의 이익 모멘텀

현재 이익수정비율이 가장 빠르게 상향 조정되는 국가는 미국이다. 트럼프노믹스가 이를 뒷받침하고 있다. 대다수 경제학자들은 트럼프 정책이 미국 경제에 위기를 가져올 수 있다고 경고한다. 장기적으로는 학자들의 우려가 타당하지만 단기적으로는 시장의 자신감 회복이 '자기 충족 예언(self-fulfilling prophecy)'을 실현시킬 가능성이 크다.

그림41 이익수정비율(Earnings Revision Ratio, ERR)



주: $ERR = (12M \text{ Fwd EPS 상향조정 기업 수} - \text{하향조정 기업 수}) / \text{전체 기업 수}$
 자료: Thomson IBES, 메리츠증권증권 리서치센터

CAPE를 고려하면 미국 증시 추가 상승 여력 존재

과거 여러 번의 강세장이 있었지만 늘 CAPE의 상승을 수반하지는 않았다. 러셀 내피어는 저서 《베어 마켓(Anatomy of the Bear: Lessons from Wall Street's four great bottoms)》에서 20세기 미국 증시의 거대한 침체장을 분석했다.

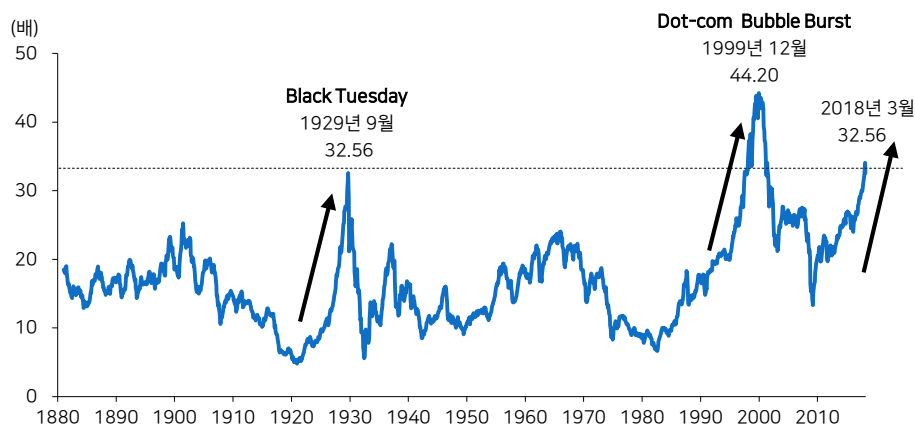
1921, 1949, 1982년의 침체장은 증시가 서서히 달아올라 정점을 친 뒤에 밸류에이션이 느리게 떨어지다 결정적인 급락세를 맞는 형태로 나타났다. 반면 1932년 침체장은 고평가에서 저평가 상태로 급격히 변화한 것이 특징이다.

이번 강세장은 1920년대, 1990년대 스타일의 CAPE 상승을 시현 중이다. 지난 2월 주가가 급락했지만 CAPE 하락은 2월 1일 34.08배에서 3월 2일 32.56배로 미미하다. 강세장의 종료였다면 더 큰 폭으로 하락하며 끝났을 것이다.

또한 CAPE는 실질 EPS의 10년 단순이동평균을 사용해 이익을 계산하기 때문에 밸류에이션 변화를 좀더 완만하게 표시할 수 있지만, 시간 흐름에 따른 이익 상승세를 완전히 반영하지 못하는 단점이 있다. 즉 실제보다 비관적이다.

무엇보다 일회성 대규모 대차대조표 상각이 발생한 이후에는 CAPE에 사용되는 이익과 실제 장기이익 증가세 간의 편차가 더욱 벌어진다. 예를 들어 2008년 서브프라임 모기지 사태로 은행과 기타 금융기관들은 상당한 자산을 상각할 수밖에 없었다. 이로 인해 단기 이익이 압박을 받았지만 이는 회계상 변화로 미래 현금흐름과 무관하다. 하지만 CAPE는 2009년 실적이 산출기간에서 제외되는 2019년까지 계속 편향된다. 이를 감안하면 미국 증시의 PER은 상승 여력이 있다.

그림42 미국 CAPE(Cyclically Adjusted Price Earnings Ratio): 시작 레벨에서의 상승폭



자료: Robert J. Shiller, 메리츠증권증권 리서치센터

W자 반등 전망

미국 증시가 이중 바닥을 형성한 후 재상승하는 모습을 기대한다. 현재 S&P 500 지수는 금융위기 이후 마지막 5파 상승 속에서 작은 4파 조정을 겪고 있다.

그림43 S&P 500 지수: 2009년 이후 5파 상승 진행 중



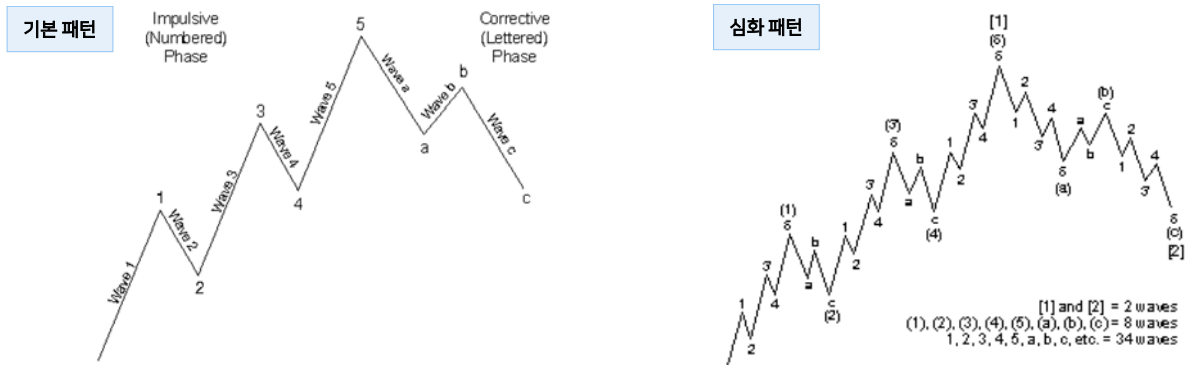
자료: StockCharts.com, 메리츠증권 리서치센터

그림44 S&P 500 지수: 5파 상승 속 단기 사이클



자료: StockCharts.com, 메리츠증권 리서치센터

그림45 엘리어트 파동(Elliott Wave)



자료: Frost and Prechter, 「Elliott Wave Principle」, 메리츠증권 리서치센터

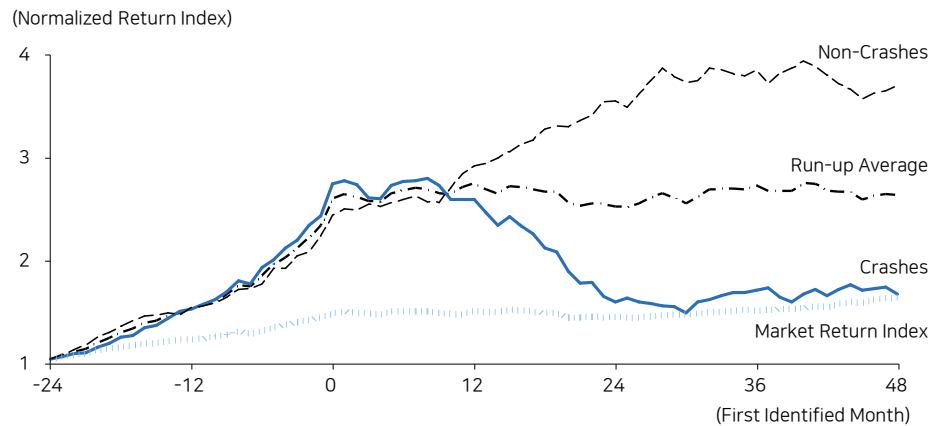
만약 강세장의 종료라면 향후 변동성, 거래량, CAPE 등에서 신호 감지 가능

글로벌 자산 가격은 갈림길에 서 있다. 그동안의 성과를 고려할 때 주식시장이 신고가를 경신하지 못하거나 폭락해 강세장이 마감될 가능성도 염두에 두어야 한다.

그런데 효율적 시장 가설로 유명한 유진 파마(Eugene Fama)는 가격이 급등했다고 해서 향후 수익률이 낮아지는 것은 아니라고 주장한다. 하버드의 Greenwood, Shleifer, You는 이에 착안해 주가가 100% 오른 시점에서 향후 성과(폭락 또는 상승세 지속 여부)를 가늠할 수 있는 가격 외 지표들을 발굴했다.

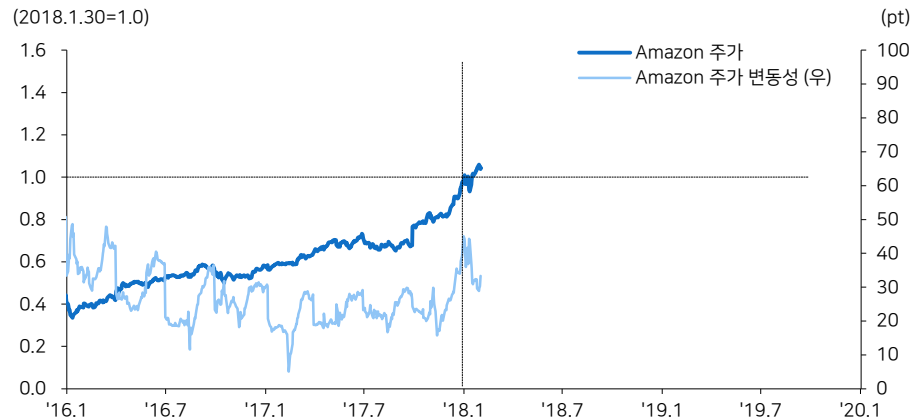
1928~2012년 사이 주가가 2년 동안 100% 오른 업종들의 이후 가격 추이를 분석한 결과 변동성, 거래량, 산업 연령, 주식 발행, 장부가치, 매출액 증가율, CAPE와 같은 주가 외 지표들의 예측력이 높다는 결론이 나왔다. '시장은 효율적이기 때문에 비이성적 과열은 없다'는 파마의 주장은 신빙성이 낮지만, 그와 별개로 의미 있는 연구 결과다. 현재 상황에 적용해보면 지금의 고변동성이 지속되고 CAPE가 추가 급락할 경우 미국 증시 폭락 가능성도 높아진다는 얘기다.

그림46 100%의 주가 도움닫기(Price Run-ups) 이후 수익률 추이(1928~2012)



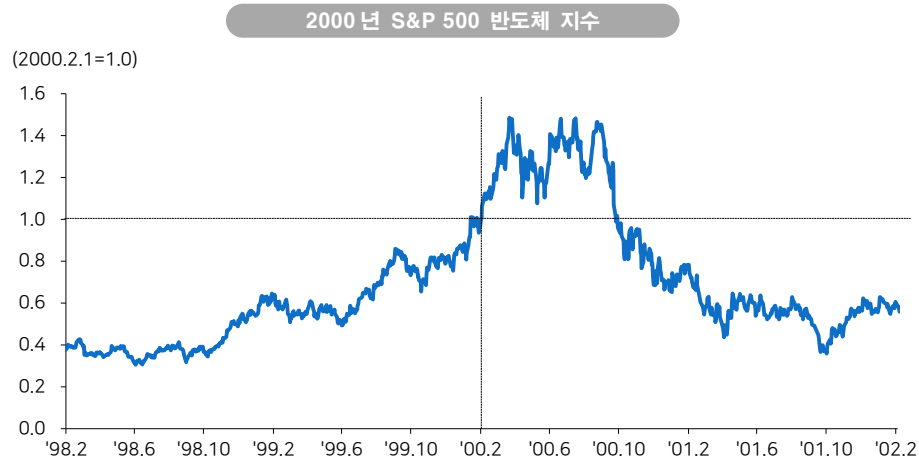
자료: R. Greenwood, A. Shleifer, Y. You, 「Bubbles for Fama」 ('17.2)

그림47 Amazon 주가와 변동성 추이



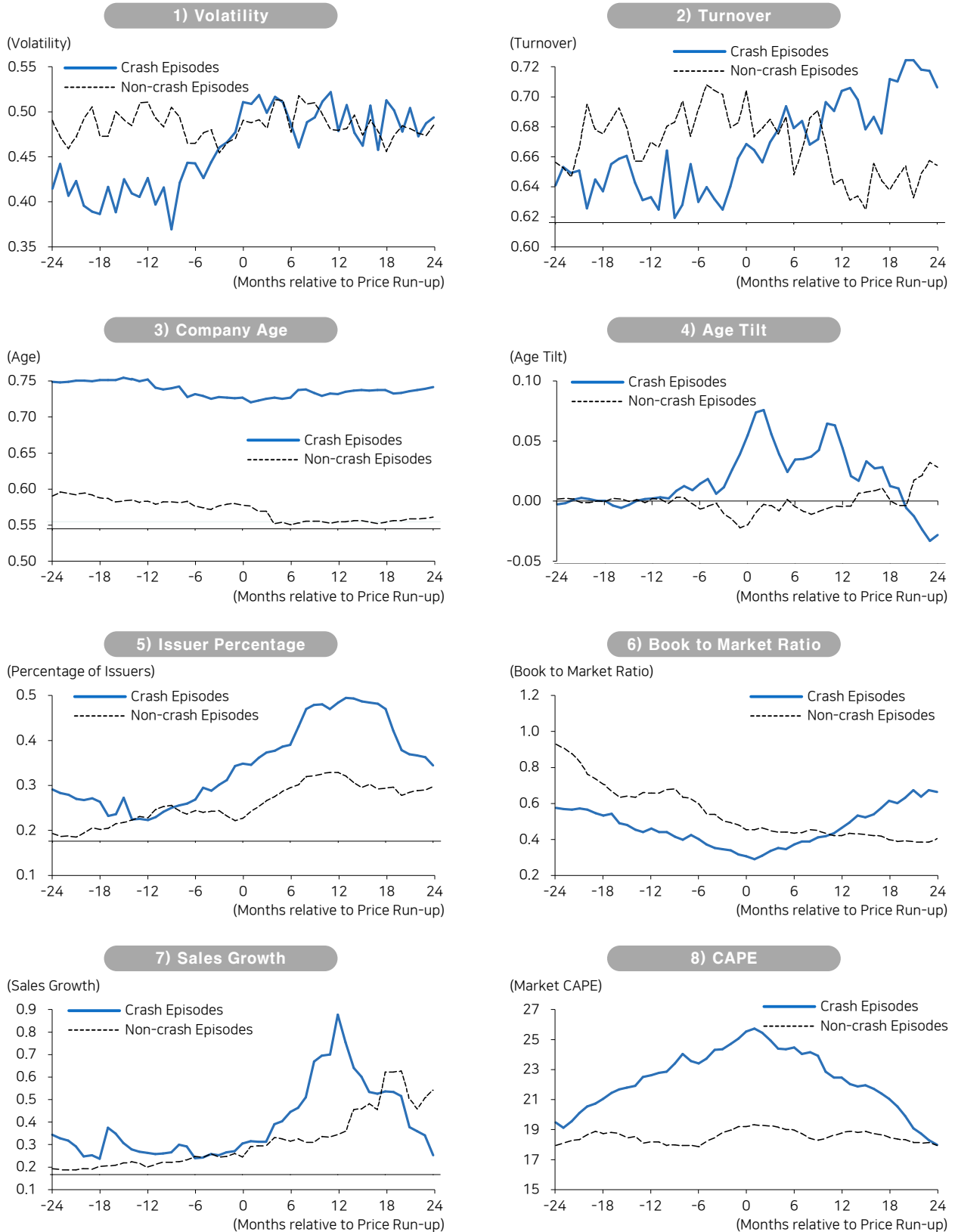
자료: Bloomberg, Chicago Board Options Exchange, 메리츠증권 리서치센터

그림48 Crash Episodes



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림49 주가 도움닫기(Price Run-ups) 기간의 특징과 Crash vs. Non-crash Episodes



자료: R. Greenwood, A. Shleifer, Y. You, 「Bubbles for Fama」 (17.2)

변동성 장세에서
Low Beta, High Momentum

시장의 향방이 정해질 때까지 짧게는 한 달 길게는 2분기까지 높은 변동성이 지속된다는 판단이다. Low Beta 또는 High Momentum 스타일의 대응이 유효하다. 오히려 Low Vol 스타일의 성과는 좋지 않다.

그림50 MSCI ACWI 모멘텀 vs. MSCI ACWI 상대강도



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림51 MSCI ACWI 최소 변동성 vs. MSCI ACWI 상대강도



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표4 ETF 투자 스타일별 순위 - 수익률

스타일	Fund flow 순위	3M Fund flow (백만달러)	AUM 순위	AUM (백만달러)	Flow/AUM 순위	3M Flow/AUM 비율 (%)	수익률 순위	3M 평균 수익률 (%)	ETF 개수
Low Beta	10	118	9	2,193	12	5.4	1	10.5	23
High Momentum	3	3,480	5	18,962	6	18.4	2	6.7	42
Contrarian	9	170	15	699	3	24.3	3	6.6	14
Wide Moat	12	102	10	1,552	10	6.6	4	6.3	3
130/30	14	31	14	761	13	4.0	5	6.0	1
High Beta	11	114	16	642	7	17.8	6	5.8	2
Guru Replication	15	12	19	194	11	6.3	7	5.6	4
Socially Responsible	7	342	8	4,341	9	7.9	8	4.8	47
Consistent Growth	1	7,384	4	23,264	1	31.7	9	4.5	278
Low Carbon	17	0	20	157	17	0.0	10	4.1	1
Low P/E	13	55	17	276	5	19.9	11	3.9	7
Dividend	2	6,622	1	178,957	14	3.7	12	3.3	216
Low Valuation	16	8	18	259	15	3.0	13	3.2	7
Quant-based	6	1,034	7	6,338	8	16.3	14	3.1	50
Aggressive Growth	4	1,638	6	7,161	4	22.9	15	3.0	76
Volatility Hedged Equity	19	-70	11	1,174	19	-6.0	16	2.9	14
Growth At A Reasonable Price	8	241	12	983	2	24.6	17	2.5	17
Low Volatility	5	1,154	2	47,438	16	2.4	18	2.2	45
BuyWrite	18	-50	13	931	18	-5.4	19	0.7	8
Currency-hedged	20	-4,116	3	29,398	20	-14.0	20	-0.4	70

자료: ETFdb, 메리츠증권 리서치센터

Part III. ETF Review

Return by Types

표5 통화 ETF 순위 - 수익률

통화	Fund flow 순위	3M Fund flow (백만달러)	AUM 순위	AUM (백만달러)	Flow/AUM 순위	3M Flow/AUM 비율 (%)	수익률 순위	3M 평균 수익률 (%)	ETF 개수
RMB (Chinese Yuan)	3	0.0	8	56.4	3	0.0	1	5.9	3
GBP (British Pound)	13	-27.4	3	201.6	10	-13.6	2	4.5	4
JPY (Japanese Yen)	2	34.2	5	164.3	1	20.8	3	4.1	6
CHF (Swiss Franc)	6	0.0	6	164.2	3	0.0	4	4.1	3
Emerging Markets	11	-8.2	9	47.6	11	-17.1	5	4.0	3
EUR (Euro)	1	45.0	2	389.9	2	11.5	6	2.9	9
AUD (Australian Dollar)	9	-3.9	7	137.6	9	-2.8	7	2.9	4
SGD (Singapore Dollar)	7	0.0	13	3.7	3	0.0	8	2.9	1
INR (Indian Rupee)	4	0.0	14	1.0	3	0.0	9	2.4	1
SEK (Swedish Krona)	5	0.0	11	23.4	3	0.0	10	1.4	1
CAD (Canadian Dollar)	8	-3.7	4	170.9	8	-2.2	11	0.4	1
Diversified	12	-10.1	10	30.2	13	-33.6	12	0.3	3
BRL (Brazilian Real)	10	-5.6	12	15.1	14	-37.3	13	0.1	1
USD (U.S. Dollar)	14	-168.9	1	547.4	12	-30.9	14	-2.6	3

자료: ETFdb, 메리츠증권 리서치센터

그림52 달러 약세 베팅 - PowerShares DB US Dollar Bearish Fund (UDN)

달러 약세 추세는 주춤
당분간 박스권



자료: StockCharts.com, 메리츠증권 리서치센터

표6 원자재 ETF 대분류 순위 - 수익률

대분류	Fund flow 순위	3M Fund flow (백만달러)	AUM 순위	AUM (백만달러)	Flow/AUM 순위	3M Flow/AUM 비율 (%)	수익률 순위	3M 평균 수익률 (%)	ETF 개수
Energy	7	-2,639	3	5,575	7	-47.3	1	4.0	47
Industrial Metals	2	71	5	529	1	13.5	2	2.9	23
Diversified	6	-1,255	2	8,001	6	-15.7	3	2.9	27
Precious Metals	1	573	1	55,873	3	1.0	4	2.4	33
Agriculture	3	26	4	1,084	2	2.4	5	1.0	20
Livestock	4	-1	7	22	4	-3.5	6	-0.9	4
Softs	5	-32	6	357	5	-9.1	7	-5.4	15

자료: ETFdb, 메리츠증권증권 리서치센터

표7 원자재 ETF 소분류 순위 - 수익률

소분류	Fund flow 순위	3M Fund flow (백만달러)	AUM 순위	AUM (백만달러)	Flow/AUM 순위	3M Flow/AUM 비율 (%)	수익률 순위	3M 평균 수익률 (%)	ETF 개수
Carbon Allowances	12	0	30	2	12	0.0	1	22.7	1
Nickel	20	-1	21	20	25	-6.7	2	11.5	3
Crude Oil	30	-1,182	4	4,122	31	-28.7	3	10.1	27
Cotton	21	-2	23	13	29	-16.2	4	8.7	3
Brent Oil	25	-10	15	97	27	-10.8	5	7.9	1
Platinum	28	-21	7	595	21	-3.5	6	5.6	5
Palladium	6	5	10	246	8	2.0	7	4.8	1
Grains	23	-5	14	99	23	-5.2	8	4.6	4
Tin	16	0	27	6	17	-1.0	9	4.3	2
Broad Energy	24	-6	11	190	20	-3.3	10	4.1	6
Cocoa	27	-17	19	60	30	-28.6	11	3.8	2
Wheat	7	2	18	67	4	3.4	12	3.4	1
Broad Industrial Metals	2	56	9	388	2	14.5	13	3.2	8
Gold	1	598	1	48,450	9	1.2	14	3.2	14
Broad Diversified	31	-1,255	2	8,001	28	-15.7	15	2.9	27
Soybeans	9	0	24	12	7	2.6	16	2.5	1
Corn	8	2	17	69	6	2.9	17	2.5	1
Heating Oil	15	0	25	7	15	-0.2	18	1.7	1
Broad Precious Metals	3	39	8	561	3	7.0	19	1.7	4
Copper	5	16	13	101	1	16.0	20	0.7	4
Aluminum	17	0	26	7	19	-1.6	21	0.3	3
Broad Agriculture	4	26	6	832	5	3.2	22	0.3	12
Gasoline	22	-3	20	46	26	-6.9	23	-0.8	1
Broad Livestock	18	-1	22	18	22	-4.3	24	-1.1	3
Food	13	0	28	4	13	0.0	25	-1.3	1
Biofuels	14	0	32	1	13	0.0	26	-1.6	1
Broad Softs	10	0	29	2	10	0.2	27	-2.3	2
Silver	29	-48	3	6,016	16	-0.8	28	-3.6	8
Lead	11	0	31	1	11	0.1	29	-4.4	2
Coffee	26	-12	12	187	24	-6.3	30	-6.3	3
Sugar	19	-1	16	90	18	-1.5	31	-12.0	4
Natural Gas	32	-1,437	5	1,106	32	-129.9	32	-18.8	8

자료: ETFdb, 메리츠증권증권 리서치센터

탄소 배출권 강세 지속
환경 테마 모멘텀

그림53 탄소 배출권 Long - iPath Global Carbon ETN (GRN)



자료: Stockcharts.com, 메리츠증권 리서치센터

최근 기상여건 악화를 배경으로
한 숯커버링 및 저가매수세
유입에 곡물 가격 기술적 반등

그러나 세계 수급을 감안하면
상승세가 장기화되지는 않을 것

그림54 농산물 Long - Teucrium Wheat (WEAT)



자료: Stockcharts.com, 메리츠증권 리서치센터

표8 채권 ETF 듀레이션별 순위 - 수익률

듀레이션	Fund flow 순위	3M Fund flow (백만달러)	AUM 순위	AUM (백만달러)	Flow/AUM 순위	3M Flow/AUM 비율 (%)	수익률 순위	3M 평균 수익률 (%)	ETF 개수
Negative Duration	6	11	7	48	2	23.0	1	3.9	2
Zero Duration	5	412	6	1,322	1	31.2	2	1.7	11
Ultra Short-Term	2	3,272	5	17,010	3	19.2	3	0.3	14
Short-Term	3	1,819	3	62,695	6	2.9	4	-0.5	30
All-Term	1	12,146	1	337,707	5	3.6	5	-1.2	166
Intermediate-Term	7	-1,437	2	93,444	7	-1.5	6	-1.7	80
Long-Term	4	1,590	4	39,752	4	4.0	7	-3.1	34

자료: ETFdb, 메리츠증권증권 리서치센터

표9 채권 ETF 유형별 순위 - 수익률

유형	Fund flow 순위	3M Fund flow (백만달러)	AUM 순위	AUM (백만달러)	Flow/AUM 순위	3M Flow/AUM 비율 (%)	수익률 순위	3M 평균 수익률 (%)	ETF 개수
China Bonds	19	0	25	18	19	0.0	1	5.8	2
International Treasury	9	326	15	2,991	4	10.9	2	2.8	6
Europe Bonds	18	7	23	277	17	2.6	3	2.3	3
Bank Loans	23	-369	9	12,202	21	-3.0	4	1.4	5
International Corporate	10	186	18	1,138	2	16.3	5	1.2	7
Convertible	22	-123	12	4,464	20	-2.8	6	1.1	3
Floating Rate Bonds	5	1,473	10	9,778	3	15.1	7	0.5	4
Floating Rate Treasury	15	33	24	59	1	55.3	8	0.4	2
Money Market	16	20	13	4,201	18	0.5	9	0.3	3
High Yield Munis	12	98	16	2,838	16	3.5	10	0.3	2
Target Maturity Date Junk Bonds	11	127	14	3,239	15	3.9	11	0.2	8
Emerging Markets	4	2,443	6	25,890	6	9.4	12	0.1	18
Target Maturity Date Munis	14	56	19	1,074	13	5.2	13	0.0	6
Junk	25	-6,565	5	40,130	25	-16.4	14	-0.2	40
Municipal Bonds	6	1,290	7	24,450	11	5.3	15	-0.8	26
California Munis	13	94	17	1,148	8	8.2	16	-0.8	3
Target Maturity Date Corporate Bonds	7	980	11	9,343	5	10.5	17	-0.9	26
New York Munis	17	19	22	361	12	5.3	18	-1.0	2
TIPS	3	2,987	4	40,585	9	7.4	19	-1.1	14
U.S. Agency	20	-17	21	446	24	-3.8	20	-1.3	1
Investment Grade Corporate	24	-3,288	2	106,691	22	-3.1	21	-1.7	41
Mortgage-Backed	8	963	8	18,579	14	5.2	22	-1.8	8
Total Bond Market	1	11,236	1	176,897	10	6.4	23	-1.8	57
Treasuries	2	5,866	3	64,258	7	9.1	24	-2.0	49
Build America	21	-31	20	920	23	-3.4	25	-2.8	1

자료: ETFdb, 메리츠증권증권 리서치센터

표10 주식 ETF 지역별 순위 - 수익률

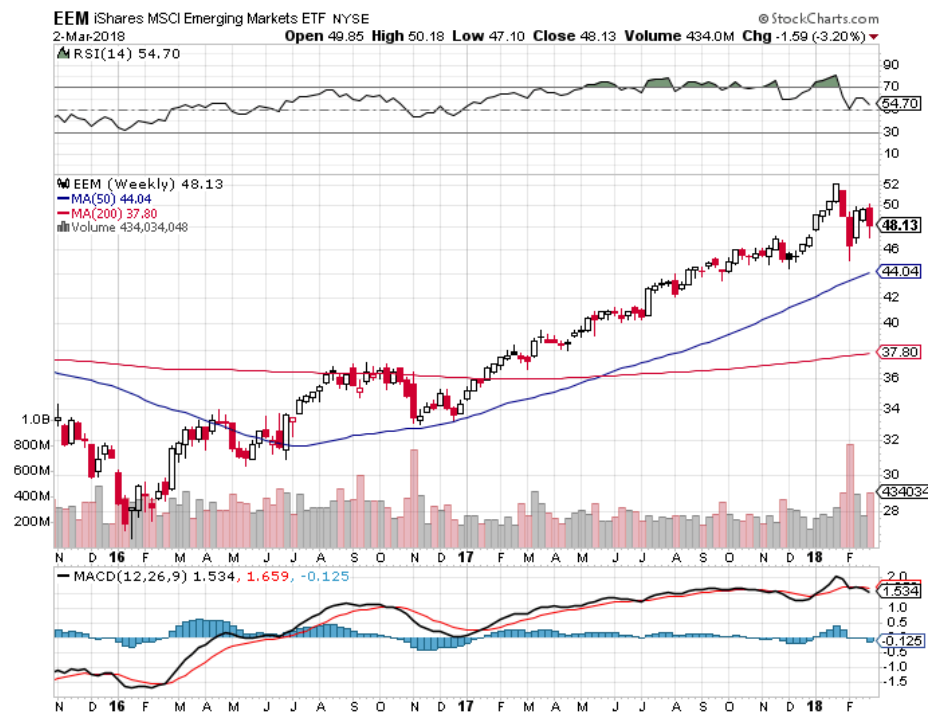
지역	Fund flow 순위	3M Fund flow (백만달러)	AUM 순위	AUM (백만달러)	Flow/AUM 순위	3M Flow/AUM 비율 (%)	수익률 순위	3M 평균 수익률 (%)	ETF 개수
Africa	13	6	12	782	14	0.8	1	18.3	4
Latin America	8	461	7	13,445	10	3.4	2	15.0	24
Emerging Europe	11	74	9	3,943	11	1.9	3	11.1	9
Frontier Markets	12	39	11	818	7	4.8	4	9.0	2
Middle East	10	86	13	467	1	18.4	5	7.3	9
Emerging Markets	3	13,167	3	191,356	5	6.9	6	6.7	93
North America	1	67,508	1	1,952,698	9	3.5	7	5.4	1213
Emerging Asia Pacific	4	3,388	6	39,752	4	8.5	8	4.4	79
Broad Asia	14	3	14	163	12	1.7	9	3.9	8
Global	7	924	8	6,886	3	13.4	10	3.2	66
Global ex-U.S.	9	327	10	2,121	2	15.4	11	3.0	11
Developed Markets	2	27,318	2	434,899	6	6.3	12	2.7	322
Developed Asia Pacific	5	2,382	5	57,795	8	4.1	13	2.2	63
Developed Europe	6	1,064	4	80,713	13	1.3	14	1.9	106

자료: ETFdb, 메리츠증권 리서치센터

그림55 신흥국 증시 Long - iShares MSCI Emerging Markets ETF (EEM)

신흥국 증시는 달러 약세/
원자재 강세 트렌드 재개될 때
전세계 시장을 아웃퍼폼

당분간 RSI 50 지지력 테스트



자료: StockCharts.com, 메리츠증권 리서치센터

표11 주식 ETF 국가별 순위 - 수익률

국가	Fund flow 순위	3M Fund flow (백만달러)	AUM 순위	AUM (백만달러)	Flow/AUM 순위	3M Flow/AUM 비율 (%)	수익률 순위	3M 평균 수익률 (%)	ETF 개수
South Africa	22	-12	22	534	23	-2.3	1	21.1	1
Greece	10	88	25	466	2	19.0	2	20.9	1
Chile	27	-102	23	511	30	-19.9	3	20.9	1
Turkey	23	-14	29	385	25	-3.5	4	17.8	1
Brazil	4	575	5	9,424	12	6.1	5	16.3	10
Argentina	17	44	30	306	4	14.5	6	14.9	2
Malaysia	7	137	21	644	1	21.3	7	14.2	1
Vietnam	14	51	27	429	6	12.0	8	14.0	1
Thailand	21	7	26	455	20	1.5	9	12.1	1
Russia	16	50	9	3,088	18	1.6	10	11.8	5
Indonesia	12	73	20	654	8	11.1	11	7.6	2
China	2	2,122	3	14,582	3	14.6	12	6.4	46
Singapore	15	51	19	703	10	7.2	13	5.8	2
United States	1	67,773	1	1,947,830	15	3.5	14	5.4	1181
Italy	26	-63	18	726	28	-8.7	15	4.7	3
Australia	29	-142	13	1,727	27	-8.2	16	3.8	8
United Kingdom	13	63	11	2,718	17	2.3	17	3.5	12
Spain	24	-28	16	1,004	24	-2.8	18	2.7	2
France	9	108	17	804	5	13.4	19	2.5	2
Japan	3	2,074	2	35,129	13	5.9	20	2.4	32
Mexico	28	-105	15	1,013	29	-10.4	21	2.0	5
Switzerland	19	25	14	1,568	19	1.6	22	1.6	5
Taiwan	8	135	8	3,969	16	3.4	23	0.9	3
Poland	18	36	28	408	9	8.8	24	0.9	2
Hong Kong	6	270	12	2,269	7	11.9	25	0.8	3
Sweden	20	21	24	499	14	4.2	26	0.6	2
India	11	83	4	9,887	21	0.8	27	0.4	13
Germany	30	-399	6	5,576	26	-7.1	28	-0.5	10
South Korea	5	282	7	4,337	11	6.5	29	-1.3	7
Canada	25	-56	10	3,076	22	-1.8	30	-2.0	9

자료: ETFdb, 메리츠증권증권 리서치센터

표12 ETF 업종별 순위 - 수익률

업종	Fund flow 순위	3M Fund flow (백만달러)	AUM 순위	AUM (백만달러)	Flow/AUM 순위	3M Flow/AUM 비율 (%)	수익률 순위	3M 평균 수익률 (%)	ETF 개수
Consumer Discretionaries	7	101	8	20,070	7	0.5	1	11.7	25
Financials	2	4,439	2	71,197	2	6.2	2	11.1	47
Industrials	6	1,072	7	33,426	5	3.2	3	8.9	35
Healthcare	1	16,409	5	52,533	1	31.2	4	6.5	45
Technology	3	4,141	1	83,481	4	5.0	5	6.2	57
Energy	4	2,891	4	52,692	3	5.5	6	2.4	73
Materials	5	1,283	6	42,006	6	3.1	7	1.5	59
Consumer Staples	10	-756	9	14,635	10	-5.2	8	0.3	21
Telecom	9	-134	11	2,070	11	-6.5	9	-0.4	7
Real Estate	11	-1,127	3	62,438	9	-1.8	10	-7.5	45
Utilities	8	-43	10	13,821	8	-0.3	11	-7.8	21

자료: ETFdb, 메리츠증권 리서치센터

표13 ETF 산업별 순위 - 수익률 상위 25개

산업	Fund flow 순위	3M Fund flow (백만달러)	AUM 순위	AUM (백만달러)	Flow/AUM 순위	3M Flow/AUM 비율 (%)	수익률 순위	3M 평균 수익률 (%)	ETF 개수
Coal	37	16	58	122	17	13.5	1	24.6	1
Steel	38	10	55	178	33	5.7	2	22.7	1
Metals & Mining	11	449	28	1,897	7	23.7	3	16.2	4
Retail	62	-43	39	847	59	-5.1	4	14.5	6
Banks	13	411	17	6,892	31	6.0	5	14.0	3
Regional Banks	8	774	18	5,938	18	13.0	6	13.5	5
Financial Services	23	102	30	1,751	32	5.8	7	13.4	1
Aerospace & Defense	6	879	15	8,325	21	10.6	8	12.0	4
Consumer Services	22	118	38	870	16	13.6	9	11.9	3
Broker-Dealers	26	41	52	227	9	17.9	10	11.9	1
Broad Consumer Discretionaries	39	10	8	18,117	48	0.1	11	11.7	12
Media	48	0	68	56	47	0.1	12	11.1	1
Internet	7	831	14	9,349	24	8.9	13	11.0	6
Broad Financials	3	2,699	3	54,153	35	5.0	14	10.9	26
Social Media	46	1	53	209	45	0.2	15	10.7	1
Internet Architecture	27	40	46	436	23	9.2	16	10.3	1
Transportation	24	97	34	1,156	26	8.4	17	9.9	3
Capital Markets	32	29	56	167	10	17.6	18	9.8	1
Biotechnology	1	18,716	7	18,128	1	103.2	19	9.4	18
Healthcare Services	61	-25	41	576	57	-4.3	20	8.8	2
Broad Industrials	19	200	6	21,770	43	0.9	21	8.5	19
Software	31	35	23	2,810	42	1.2	22	8.3	5
Gaming	33	25	67	57	3	44.2	23	8.2	1
Timber	36	18	40	637	40	2.8	24	8.1	2
Cloud Computing	20	145	33	1,514	22	9.6	25	7.9	1

자료: ETFdb, 메리츠증권 리서치센터

강세 테마 1) 보안

그림56 보안 주식 Long - PureFunds ISE Cyber Security ETF (HACK)



자료: StockCharts.com, 메리츠증권증권 리서치센터

강세 테마 2) 암 면역

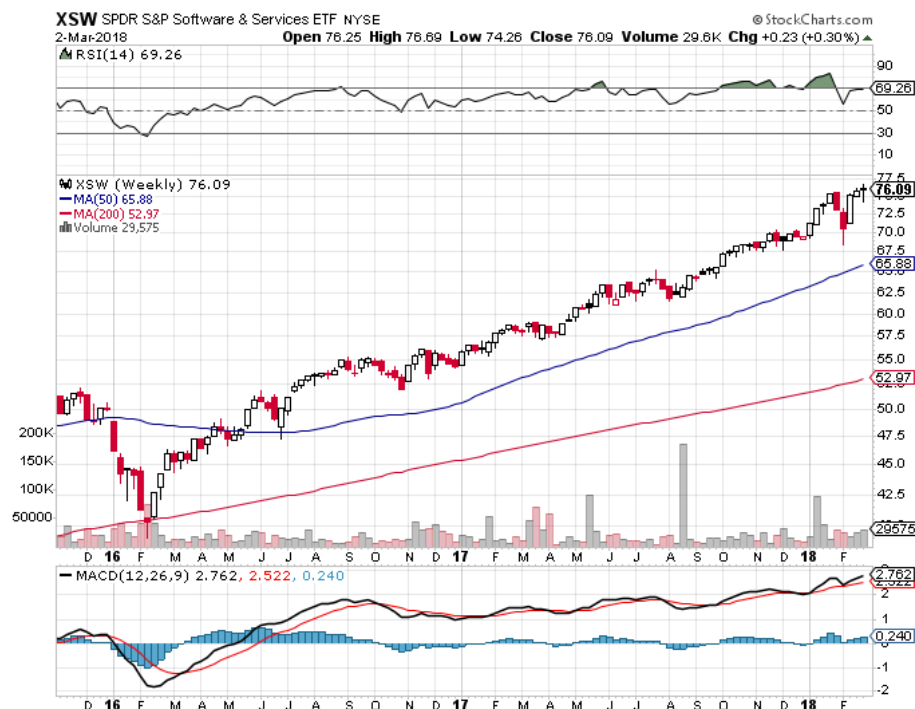
그림57 암 면역 주식 Long - Loncar Cancer Immunotherapy ETF (CNCR)



자료: StockCharts.com, 메리츠증권증권 리서치센터

강세 테마 3) 소프트웨어

그림58 소프트웨어/서비스 주식 Long - SPDR S&P Software & Services ETF (XSW)



자료: Stockcharts.com, 메리츠증권 리서치센터

강세 테마 4) 온라인 쇼핑

그림59 온라인 쇼핑주 Long 전략 - Amplify Online Retail ETF (IBUY)



자료: Stockcharts.com, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 3월 6일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 3월 6일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 3월 6일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이수정).

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.