



## [요약] 매크로 지표와 ETF Style

### 1. ETF 스타일 선정 방법론

- 변동성이 높은 매크로 지표와 ETF Flow는 직관적인 상관관계 규명이 어려움. 36개월 기준 이동평균, 표준편차 기준 Z-Score를 통해 양 지표의 레벨을 측정
- 매크로 지표 Score분위에 따라 자금유출입이 강해진 ETF 카테고리에 대한 Back-Test를 진행. AUM 기준 유의적인 ETF 카테고리는 40개 수준

### 2. 현재 매크로 지표의 Status

- OECB 경기선행지수와 미국 CPI yoy의 Z-Score는 -1.03pt, -1.5pt 수준. 이들 지표의 -1.0pt 이하 분위에서는 금과 미국채권 ETF 자금유입이 강한 편
- 반면 Citi 경기 서프라이즈 지수 Z-Score는 글로벌 +3.87pt, 미국 +3.45pt, 중국 +1.0pt 수준. ISM 신규주문지수의 Z-Score도 +0.7pt 수준
- 이들 지표가 높았던 기간에는 1) 권역으로는 글로벌, 2) 섹터로는 IT, 인프라, 산업재, 3) Size로는 중소형주 ETF inflow가 강했던 경향
- 최근 달러 인덱스 하락에도 신흥국 ETF inflow가 개선되었다고 보기 어려운데, 절대치는 낮아졌지만 Z-Score는 -0.92pt 수준

### 3. ETF 자산군 선정

- 매크로 지표들의 Score 를 종합해 보면, 글로벌 권역의 상관관계 스크린 횡수가 US권역 ETF의 과소와 대조. Non-US로 자금흐름이 이전될 만한 여건
- 달러 인덱스 Z-Score -1.0pt 이하 분위 구간에서는 신흥국과 범중화권 ETF의 자금유입이 크게 증가한 경향. 추가적인 약세를 감안하면 이들 ETF군에도 관심을 높일 시점
- 섹터 측면에서는 IT와 인프라, 산업재, 금융 섹터를 선호 ETF군으로 제시. IT, 산업재 등 씨클릭 섹터는 서프라이즈 지수 등 제조업 지표 Z-Score의 높은 레벨에서, 금융 섹터는 장단기 금리차 Z-Score 개선이 근거



주식시장 투자전략

1. ETF 스타일 선정 방법론

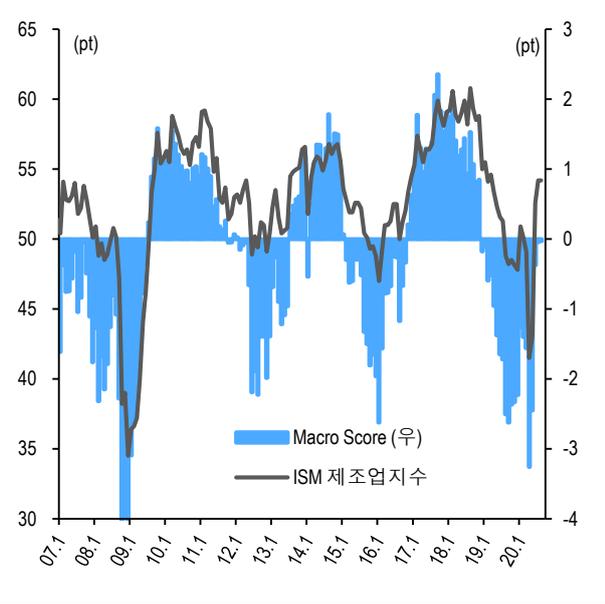
매크로 지표와 ETF Flow는 변동성이 높기 때문에, 증감률이나 단기 추세만으로는 상관관계 규명이 어렵다. 이에 최근 36개월 이동평균과 표준편차로 각각의 Z-Score $((X-m)/\sigma)$ 를 산출하고, 최근 매크로 지표 발표치와 글로벌 ETF의 순유입 수준이 표준편차 범위의 몇 배 수준인지를 점검했다.

자산군과 권역, 섹터와 스타일로 혼합된 94개 ETF 카테고리 중 통계적 유의성이 확보되는 일정 수준 이상의 AUM 규모와 시계열 표본의 충분여부를 감안하면, Back-Test에 적합한 ETF 카테고리는 40개로 추려진다.

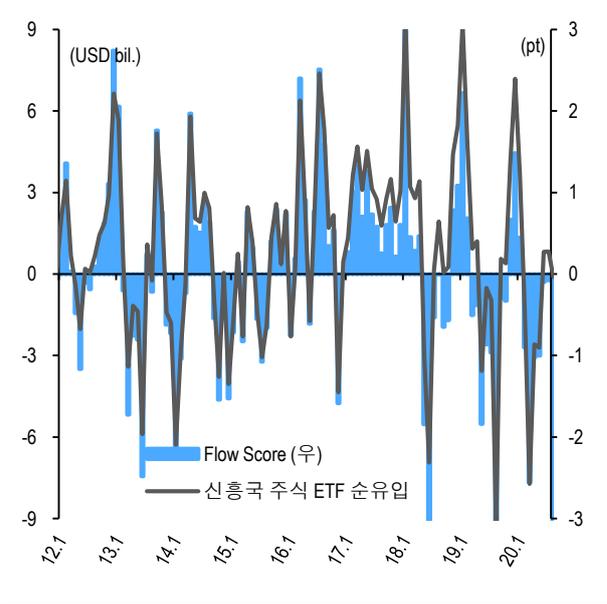
07년 이후 매크로 지표 발표치의 Z-Score가  $\pm 1.0pt$  초과,  $\pm 0.5pt \sim \pm 1.0pt$  구간에 포지셔닝되는 4가지 국면에 대해, 각 ETF 카테고리별 Flow Z-Score 평균을 산출했다. Flow Z-Score가  $\pm 0.3pt$ 를 초과한 ETF 카테고리가 스크린되면, 동 지표는 해당 카테고리 ETF Flow에 영향을 준 것으로 평가할 수 있다.

매크로 Z-Score와 ETF Flow Z-Score가 유관성을 가진 ETF 카테고리의 실제 Flow는 급격한 시장충격 구간을 제외하고는 대체로 회귀하는 패턴을 보인 것이 관찰된다.

[차트1] 매크로 지표 발표치는 변동성이 높지만, 표준편차 밴드 대비 레벨은 측정 가능



[차트2] ETF도 자금 유출입의 변동성이 높지만, 표준편차 범위 위가 존재





주식시장 투자전략

2. 현재 매크로 지표의 Status

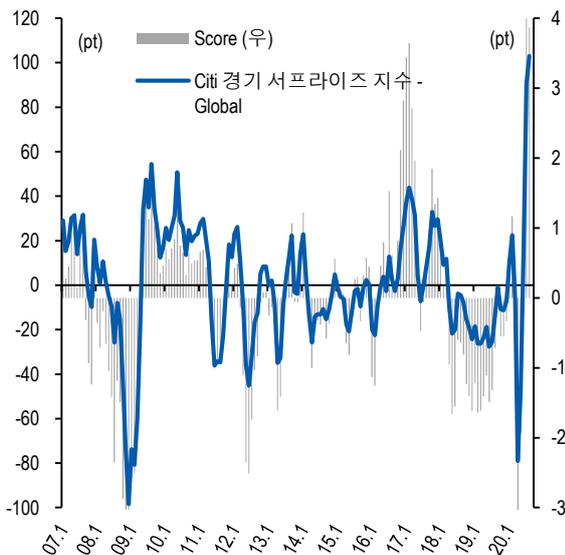
장기 시계열로 보면 경기와 소비심리 회복은 낮은 국면인 것은 사실이다. OECE 경기선행지수와 미국 CPI yoy의 Z-Score는 -1.03pt, -1.5pt 수준을 기록했다. 이들 지표의 Z-Score가 -1.0pt 이하인 분위기에서는 금과 미국채권 ETF 자금유입이 강했는데, 올해 이들 자산의 선호현상이 강했던 배경으로 생각된다.

반면, 제조업 지표의 가파른 회복도 확인되고 있다. Citi 경기 서프라이즈 지수 기준 Z-Score는 글로벌 +3.87pt, 미국 +3.45pt, 중국 +1.0pt를 기록했다. 배경이 되는 ISM 신규주문지수의 Z-Score도 +0.7pt 수준으로 관찰되고 있다. ZEW 유로존 경제전망지수, 미국 내구재 신규수주 증가율의 스코어도 +2.2pt, +1.35pt에 이른다.

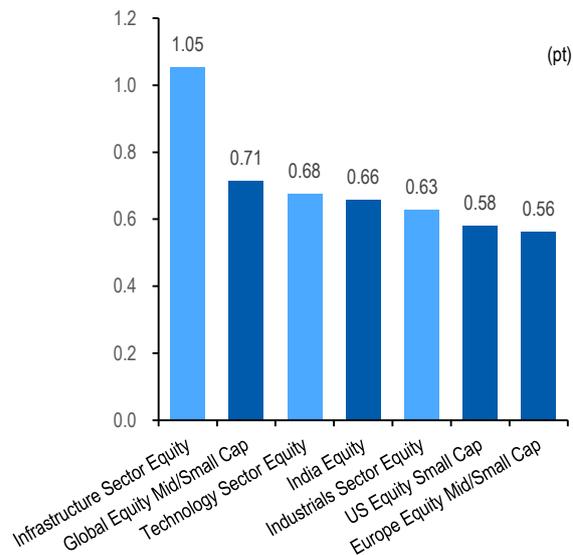
이들 지표가 높았던 기간에는 1) 권역으로는 글로벌, 2) 섹터로는 IT, 인프라, 산업재, 3) Size로는 중소형주 ETF의 inflow가 높았던 것으로 확인된다. 장단기 금리차의 Z-Score도 전월 0.5pt→1.3pt로 상승했는데, 전반적인 주식 자산 선호도가 증가했던 점도 참고할 사안이다.

신흥국 증시와 관련이 높은 매크로 지표는 달러 인덱스이다. 역의 상관관계에도 불구하고 최근 신흥국 ETF inflow가 강하다고 볼 수 없는데, 달러 인덱스의 절대치는 낮아져 있는 것은 사실이지만, 현재 Z-Score는 -0.92pt 수준이기 때문으로 생각된다.

[차트3] Citi 경기 서프라이즈 지수(글로벌) Score는 +3.87pt의 높은 수준



[차트4] 매크로 Score 1.0pt 이상일 때, 글로벌 중소형, IT 등 싸클릭 섹터 ETF의 유입이 강했던 경험





주식시장 투자전략

### 3. ETF 자산군 선정

매크로 지표들의 Score status를 종합해 보면, 글로벌 권역의 상관관계 스크린 횟수가 US권역 ETF의 과소와 대조된다. Non-US로 자금흐름 이전될 만한 국면에 진입해 있는 것으로 판단된다.

현재 매크로 스코어가 높은 수준이라 평가할 수 없지만, 이후 달러 인덱스 방향성이 약세로 진행될 것을 감안해 보면, 신흥국과 범중화권 ETF에 대한 관심을 높일 시점으로도 생각한다.

현재 달러 인덱스의 Z-Score는 -0.92pt 수준이지만, -1.0pt 이하 분위 구간에서는 신흥국과 범중화권 ETF의 자금유입이 강했던 것이 관찰된다. 단순 증분이기는 하지만, 신흥국과 범중화권 ETF Flow Z-Score는 +0.83pt, +0.29pt 수준의 증가를 보였다. 향후 ETF Flow도 재현될 가능성이 높다.

섹터 카테고리에서는 IT와 인프라, 산업재, 금융 섹터를 선호 ETF군으로 제시한다. IT, 산업재 등 사이클릭 섹터는 서프라이즈 지수 등 제조업 지표 Z-Score의 높은 레벨에서, 금융 섹터는 장단기 금리차 Z-Score 개선이 스크린되고 있다.

**[표1] 권역별 ETF Pick - 매크로 지표 국면의 부합 측면에서 글로벌 중소형, 달러 인덱스 약세에서 신흥국, 범중화권**

ETF Category	매크로 국면 Count	ETF Flow Score Avg.
Global Equity Mid/Small Cap	8	0.70
Global Equity Large Cap	6	0.85
India Equity	6	0.57
Japan Equity	6	0.54
Europe Equity Mid/Small Cap	4	0.66
Korea Equity	4	0.58
Europe Emerging Markets Equity	3	0.66
Europe Equity Large Cap	3	0.53
Global Emerging Markets Equity	3	0.42
Greater China Equity	2	0.34

**[표2] 섹터 ETF Pick - 높은 제조업 지표 스코어 레벨에서 IT 등 사이클릭 섹터, 장단기 금리차 개선에서 금융**

ETF Category	매크로 국면 Count	ETF Flow Score Avg.
Infrastructure Sector Equity	7	0.66
Technology Sector Equity	7	0.53
Industrials Sector Equity	5	0.78
Financials Sector Equity	4	0.61
Natural Resources Sector Equity	3	0.46
Energy Sector Equity	3	0.45
Precious Metals Sector Equity	2	0.67
Communications Sector Equity	2	0.58
Consumer Goods & Services Sector Equity	2	0.46

