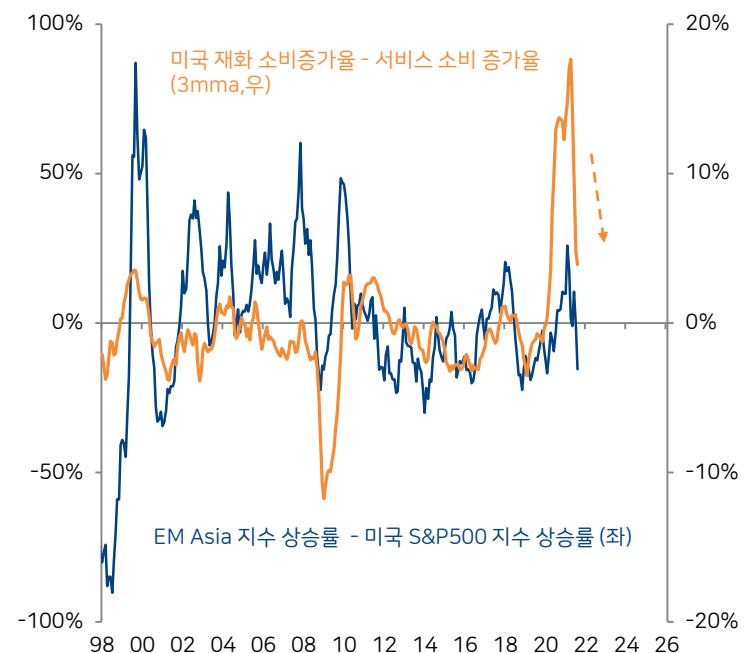


2021-08-18

# ETF Wave 반도체가 주도한 EM의 급락, 원인은?

- 당사는 ETF fundflow를 분석하여 Asset allocation, Country selection, Sector & Style 등 기본적인 투자전략이 어떻게 전개되고 있는지 파악하고 있다
- 8월 둘째 주 변화를 정리하면 다음과 같다
  - 주식 vs 채권 : 미국만의 강세장으로 주식 자금 유입 유지
  - DM vs EM : 반도체 중심의 한국과 대만 하락
  - 민감 vs 방어 : 방어주로의 자금 이동 지속, 글로벌 경기 지표 예상 하회
  - 성장 vs 가치 : 지난 주에 이어 양쪽 모두 자금 이동 정체, 잭슨홀 미팅 주목
  - 테마틱 : 자율주행, 전기차/배터리, 홈빌더 ETF 선호
  - 중소형 vs 대형 : 대형주 성과가 다시 상회, Risk-off 지속
  - 원자재 : 유가 하락으로 전반적으로 분위기 약세, 농산물 반등
- 당사가 하반기 전망에서 언급한 바와 같이, 미국의 재화 소비 둔화 가능성, 아울러 코로나19가 확산되고 있는 EM의 경기 둔화 가능성이 향후 글로벌 IT 소비의 불확실성을 키우고 있는 것으로 판단된다
- 이에 따라 IT Cyclical의 대표하고 할 수 있는 메모리 반도체에 대한 선제적 매도가 나타났다. 당분간 미국과 아시아 EM의 디커플링이 지속될 전망이다

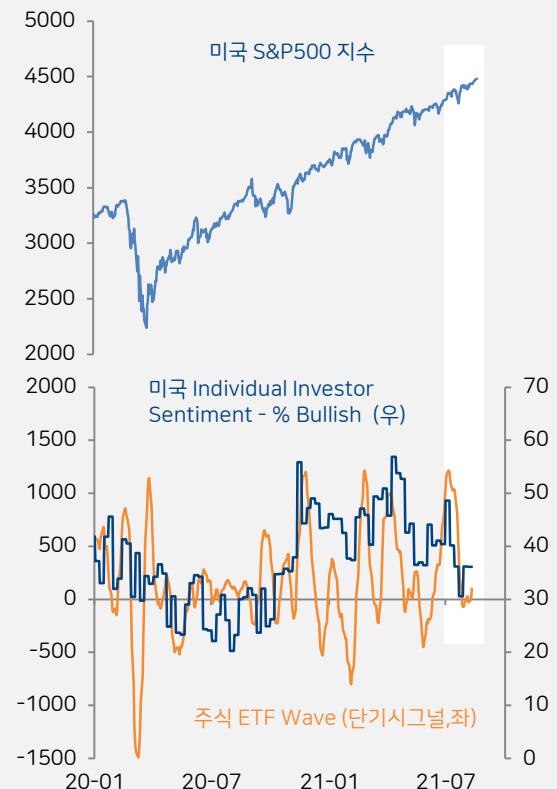
아시아 EM 내에서도 반도체 비중이 높은 한국과 대만이 급락한 것은 선진국 재화 소비가 둔화될 가능성을 반영한 것으로 판단된다



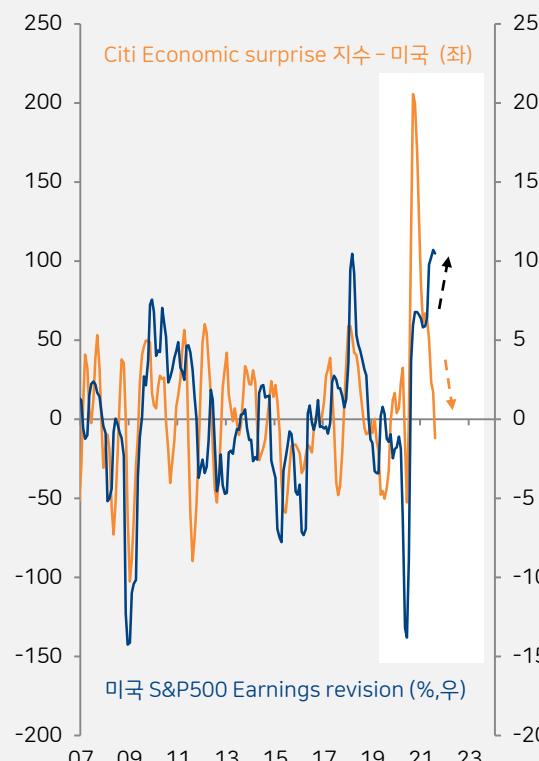
# 1. 주식 vs 채권 : 미국만의 독보적인 강세장

- 미국만의 강세장이 지속되고 있다. 유럽 증시도 강한 편이지만, 미국 증시의 상승세는 독보적이라고 할 수 있다. 수많은 리스크에도 불구하고 혼자만 강세장을 지속하다 보니, 미국에 상장된 주식형 ETF(글로벌 ex US 주식형 포함)로 자금이 계속 유입되고 있다
- 미국 증시가 이렇게 강한 이유는 실적 기대감 때문이다. 미국도 주요 매크로 지표들이 코로나19의 확산과 함께 무너지고 있는데, 예상 EPS가 계속 높아지는 것이 시장을 이끌고 있는 것이다. 당사는 매크로의 악화 속에서 이처럼 기업실적이 계속 개선될 수 있는지 의문을 갖고 있다

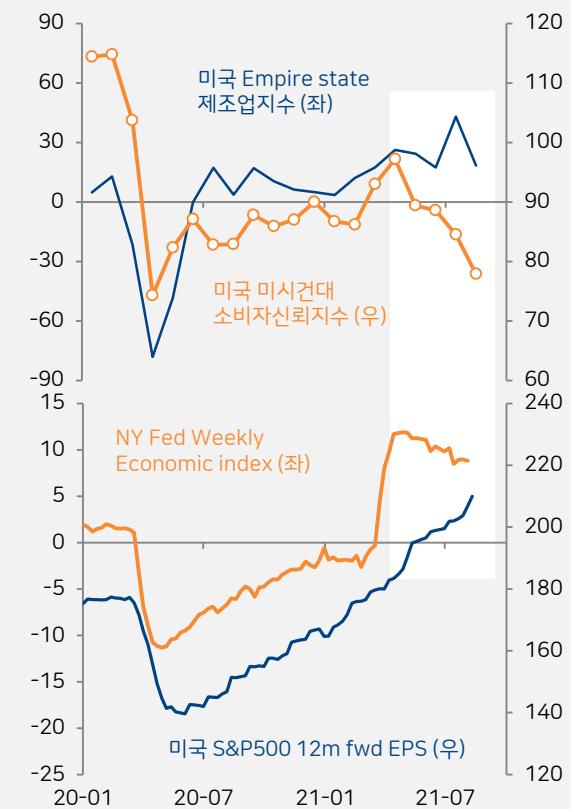
1 미국만의 독보적인 강세장이 지속되고 있다. 이것 이 수많은 리스크에도 불구하고 증시로의 자금 유입을 유지시키고 있다



2 미국도 매크로는 망가지고 있다. 그러나 기업이익이 더 좋아진다는 전망이 주가를 끌어 올리고 있는 상황이다



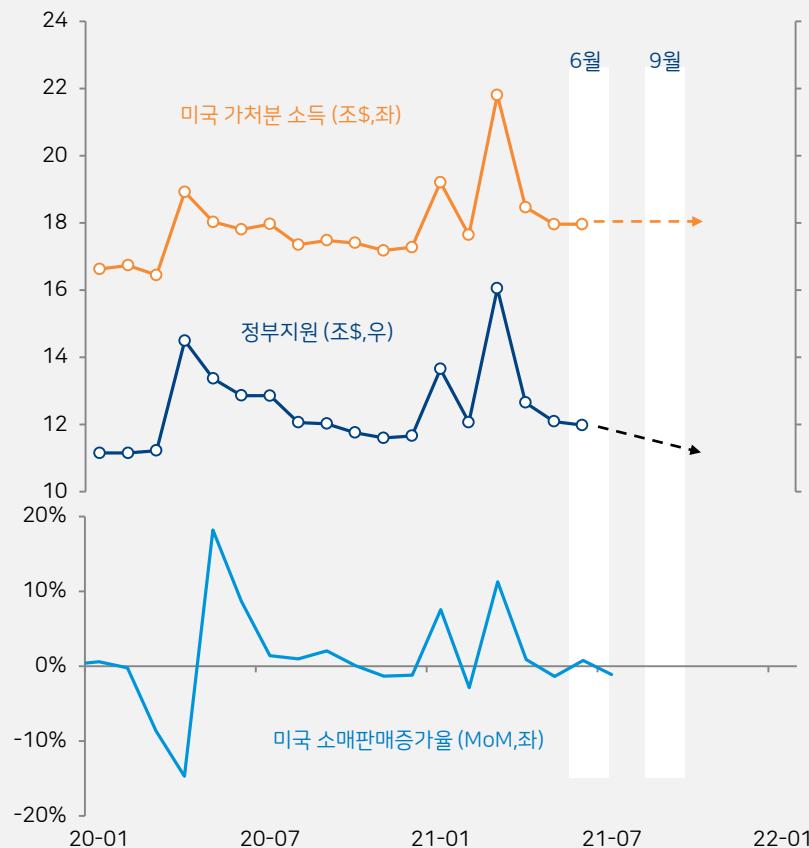
3 8월 매크로 지표는 예상보다 더 악화되었다. 이미 경제 활동이 둔화되기 시작했는데, 이익이 계속 증가할 수 있을지 의문이다



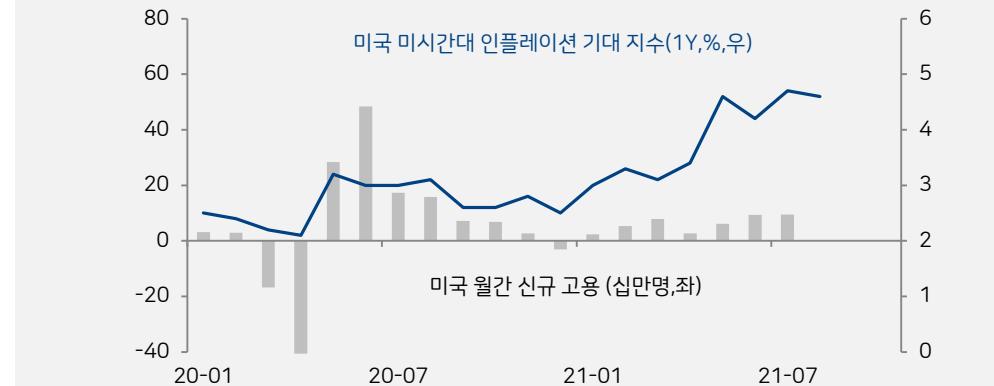
# 미국 증시도 중요한 변곡점의 시간이 다가오고 있다

- 당사는 계속 신고가를 갱신하고 있는 미국 증시도 중요한 변곡점의 시간이 다가오고 있다는 판단이다. 우리가 중요하게 보는 것은 첫째, 9월 팬데믹 실업수당 지급 종료 이후에도 미국의 소비가 호조를 보일 것인지 여부, 둘째, 실업수당 지급 종료가 고용을 호전시킬 것인지 여부가 그것이다
- 이는 결국 미국의 통화정책 및 금리의 향방에 결정적인 영향을 미칠 것인데, 다가오는 잭슨홀 미팅과 9월 FOMC에 다가갈수록 금리가 어떤 방향으로 움직일 것인지 주목해야 한다. 최근 미국 증시는 '지표가 나쁘다' vs '금리가 내린다'에서 후자만을 보고 있는데, 통화정책의 결정이 호재로만 작용하지 않을 수 있다고 본다

4 향후 미국 주가에 가장 큰 영향을 미칠 변수가 소비라고 본다. 9월 팬데믹 실업수당 지급 종료 이후에도 호조를 보일지 여부가 중요하다는 뜻이다



5 팬데믹 실업수당 지급 종료는 고용에 플러스 효과를 미칠 것이다. 기대 인플레이션 높은 상황이라서 고용 호조는 앞으로의 통화 정책에 큰 영향을 미칠 전망이다



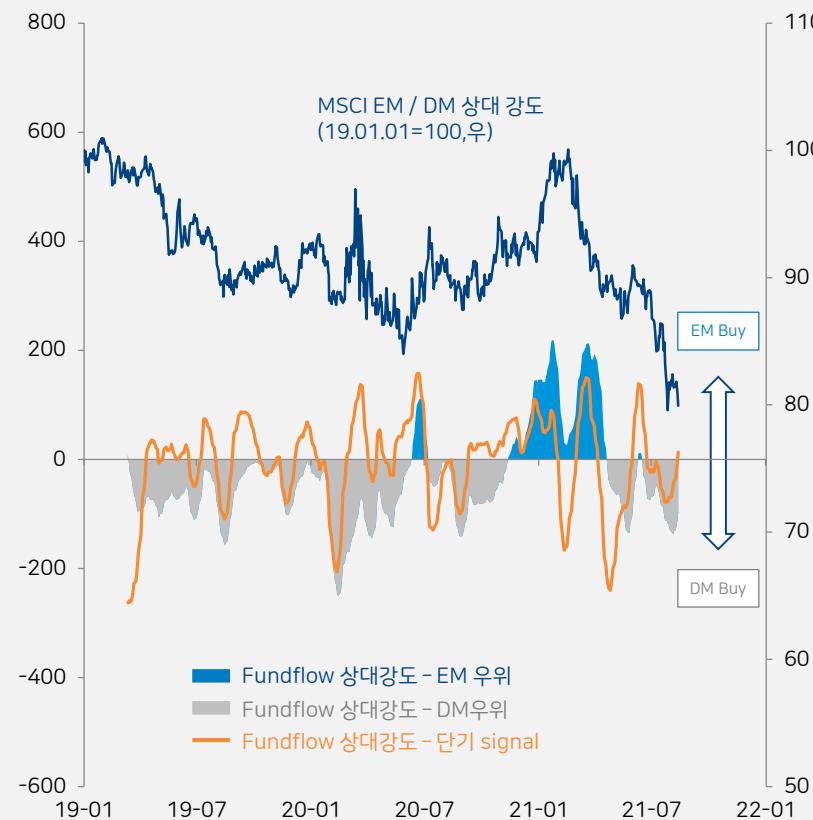
6 이처럼 금리에 대한 호재와 악재가 뒤섞여 있는 상황이기 때문에 다가오는 잭슨홀 미팅과 9월 FOMC에서 통화정책의 방향성에 주목해야 한다



## 2. DM vs EM : 반도체가 주도한 EM의 급락, 원인은?

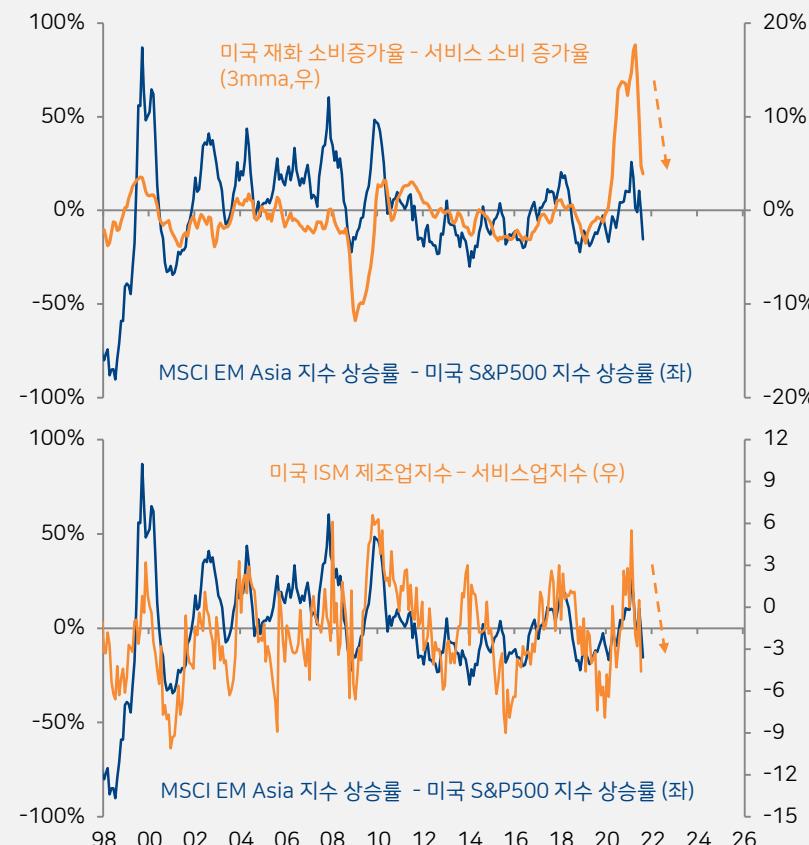
- 잘 나가는 미국 증시에 비해 EM 증시, 그 중에서도 반도체 비중이 높은 우리나라와 대만 증시가 상대적으로 급락하였다. ETF Wave로 보면 지난 2분기 이후 DM 선호가 계속되어 왔는데, 최근 중국 증시의 반등에도 불구하고 결국 아시아를 중심으로 EM의 하락이 나타난 것이다
- 가장 중요한 것은 왜 반도체를 집중적으로 매도하느냐일 것이다. 당사는 이것이 미국의 재화 소비 peak out 가능성과 연관되어 있을 것으로 보고 있다. 지난 6월까지의 미국 소비를 보면 서비스 소비가 개선된 반면, 재화 소비가 둔화되었기 때문이다. 당사는 이것이 미국과 EM의 디커플링을 가져온 것으로 보고 있다

7 지난 2분기 이후 DM 선호가 지속되어 왔는데, 중국 증시의 반등에도 불구하고 결국 아시아 제조업 국가 중심으로 EM의 급락이 발생하였다



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

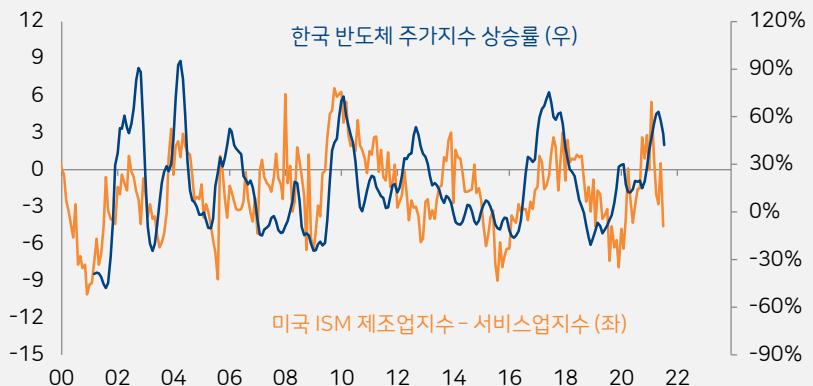
8 아시아 EM 내에서도 반도체 비중이 높은 한국과 대만이 급락한 것은 선진국 재화 소비가 둔화될 가능성을 반영한 것으로 판단된다



# 아직 전체 EM 매도로 확산된 상황은 아니다

- 당사는 올해 하반기 전망에서 미국의 재화 소비의 둔화 가능성과 그에 따른 아시아 EM의 언더퍼폼 가능성은 전망해 왔다. 최근 코로나19의 전세계적인 재확산, 미국의 팬데믹 실업수당 지급 종료 등이 향후 글로벌 IT 소비의 둔화를 가져올 수 있기 때문에 가장 cyclical한 메모리 반도체의 선제적 매도가 나온 것으로 보인다
- 이것이 전체 EM에 대한 매도로 더 확산될 것인지 여부에 대해서는 좀 더 살펴볼 필요가 있다. 아직 전체 EM의 매도가 강한 편이 아니고, 일부 EM의 주가가 상승하고 있기 때문이다. 당사는 이것이 향후 미국의 테이퍼링 가능성과도 연결되어 있다고 보기 때문에 좀 더 지켜보자는 입장이다

9 미국 소비의 무게 중심이 서비스 쪽으로 이동하면서 ISM 제조업지수가 약화되고 있는데, 이것이 반도체와 같은 IT cyclical의 매도를 부른 것으로 보인다



11 상대적으로 반도체에 대한 시각이 나쁘기 때문에 우리나라에서 외국인이 반도체만 파는 것으로 나타났다. 전체 이머징에 대한 매도세는 아주 강한 편은 아니다



10 주목할 점은 우리나라 ER이 반도체를 제외할 경우, 여타 선진국만큼 양호하다는 점이다. 즉, 반도체를 제외하면 아직 이익의 정점을 논할 정도는 아니다



12 이렇게 볼 때 이번 우리나라 환율의 급락은 과했다. 금리인상을 거론하고 있는 한국 원화가 위안화와의 연동성이 깨질 정도로 약세가 될 정도는 아니라고 본다



# DM vs EM : EM에서의 자금 유출 확대

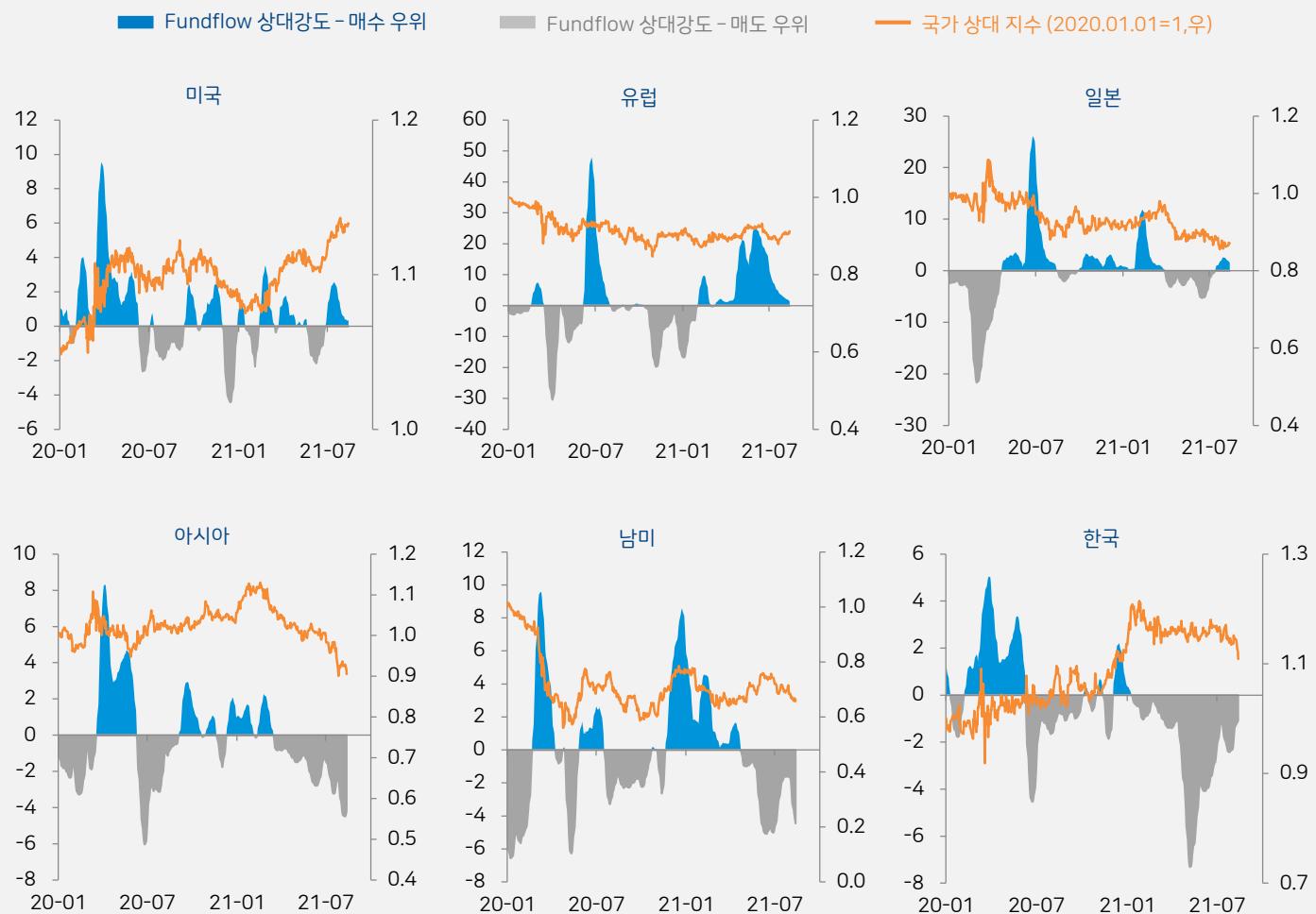
- 전반적으로 DM 선호 현상이 지속되고 있다. 반대로 중국을 제외한 EM ETF에서 자금이 유출되고 있다
- 최근 인도, 러시아, 베트남, 멕시코 등 일부 EM 증시가 상승하고 있으나 전반적으로 EM 증시의 상대적 약세가 계속되고 있는 상황이다

13 아시아 및 남미 EM에 투자하는 ETF에서 자금 유출이 확대되고 있다, 한국에 투자하는 ETF의 매도세는 소폭 축소되기 시작하였다

지역	A	B
DM	-0.1	-0.3
US	0.3	-1.0
EAFE	0.2	-0.1
일본	1.5	0.2
유럽	1.4	-1.0
독일	-1.4	-0.1
영국	-0.9	1.5
프랑스	-2.8	0.3
EM	-0.7	-1.2
아시아(일본제외)	-4.2	-0.7
한국	-1.1	1.4
중국	4.2	6.3
중국 테크	12.9	3.4
대만	-0.1	-0.4
인도	0.0	0.2
베트남	-0.2	-0.3
남미	-4.5	-1.9
브라질	-1.7	2.0
멕시코	-0.1	3.5
러시아	-2.8	1.7

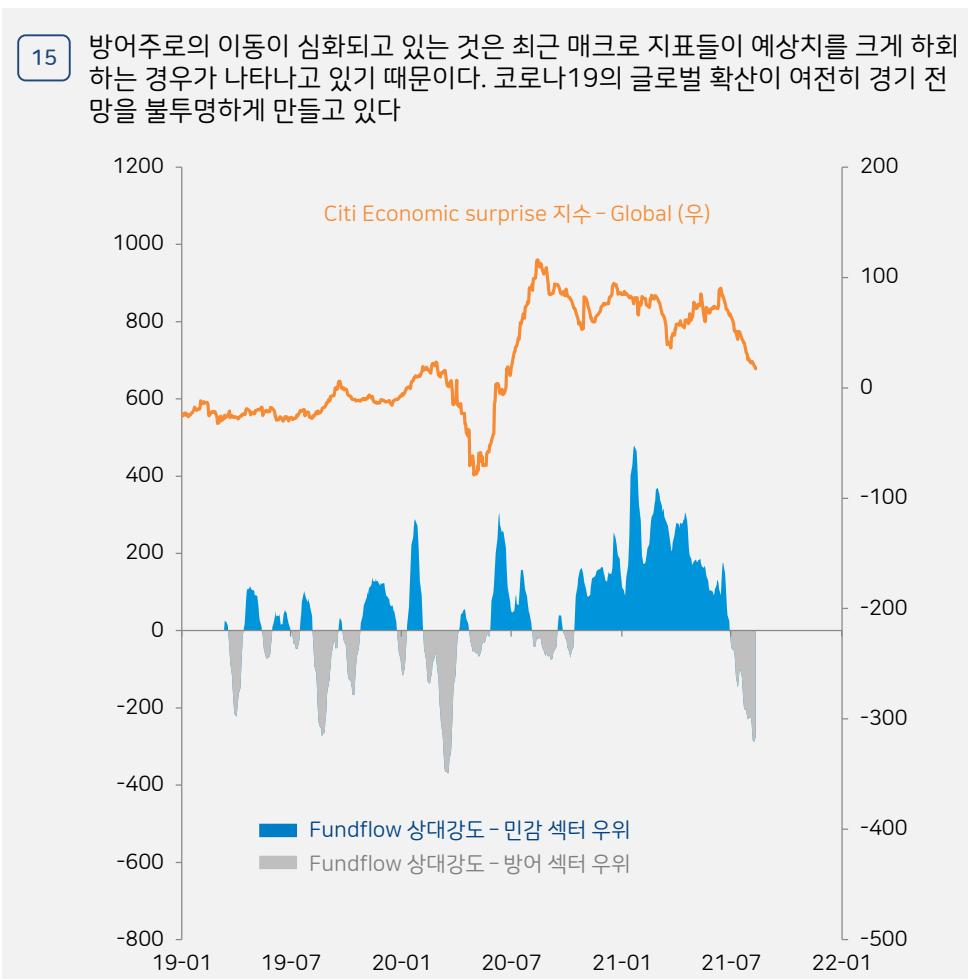
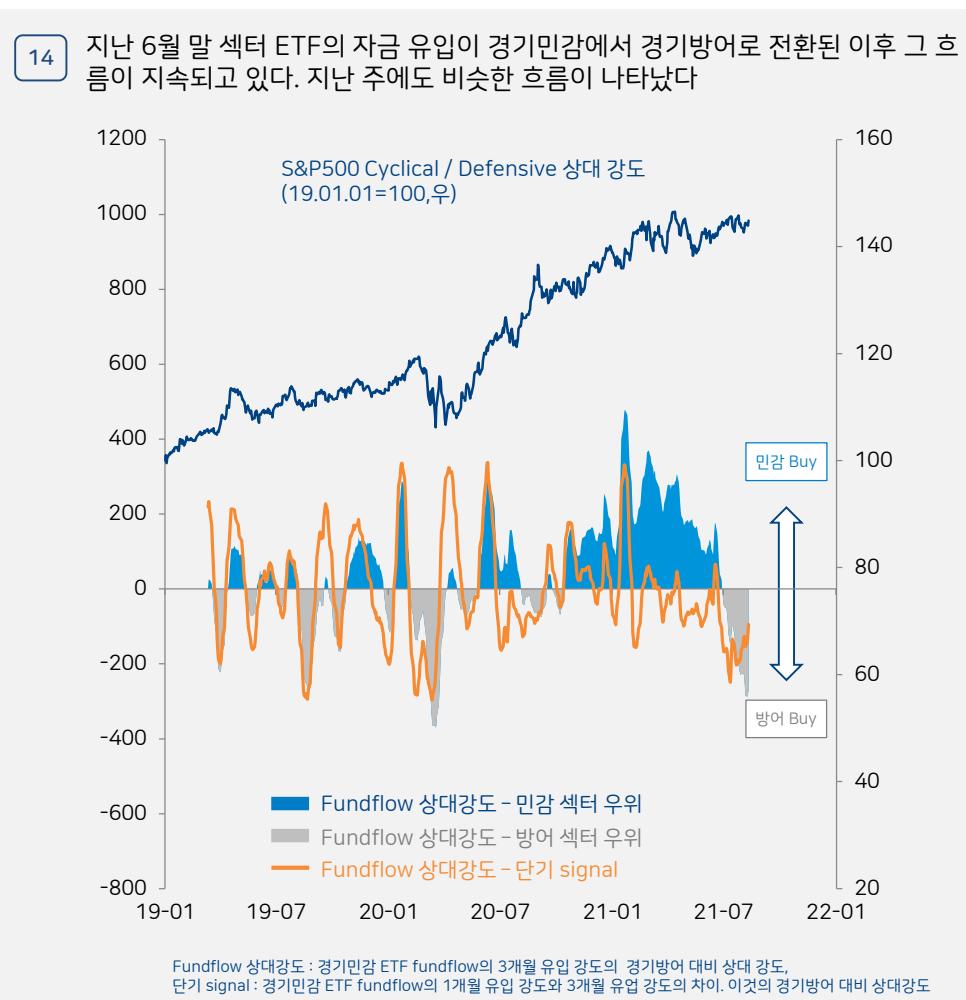
A : 지역 ETF fundflow의 3개월 유입 강도  
의 글로벌 대비 상대 강도

B : 지역 ETF fundflow의 1개월 유입 강도  
와 3개월 유입 강도의 차이. 이것의 글로  
벌 대비 상대강도



### 3. 민감 vs 방어 : 경기방어로의 자금 유입 지속

- 경기방어 업종 ETF로의 자금 유입 강도가 경기민감 업종에 비해 계속 우위를 보이고 있다. 이는 지난 주에 더 심화되었다. 미국 증시가 사상최고치를 계속 갱신하고 있는데, 이는 방어주가 계속 상승하고 있기 때문인 것으로 나타났다. 강세장 속에서도 Risk-off 분위기가 지속되고 있는 것이다
- 투자자들이 경기방어 업종으로 숨어들고 있는 것은 코로나19의 확산으로 인해 언제라도 경기 둔화가 발생할 수 있다고 보기 때문인 것으로 판단된다. 또한 팬데믹 실업수당 지급 종료 이후 미국의 소비가 둔화될 가능성도 반영하고 있는 것으로 판단된다



# 민감 vs 방어 : 경기 방어주 선호 지속, 필수소비재, 유ти리티로 유입

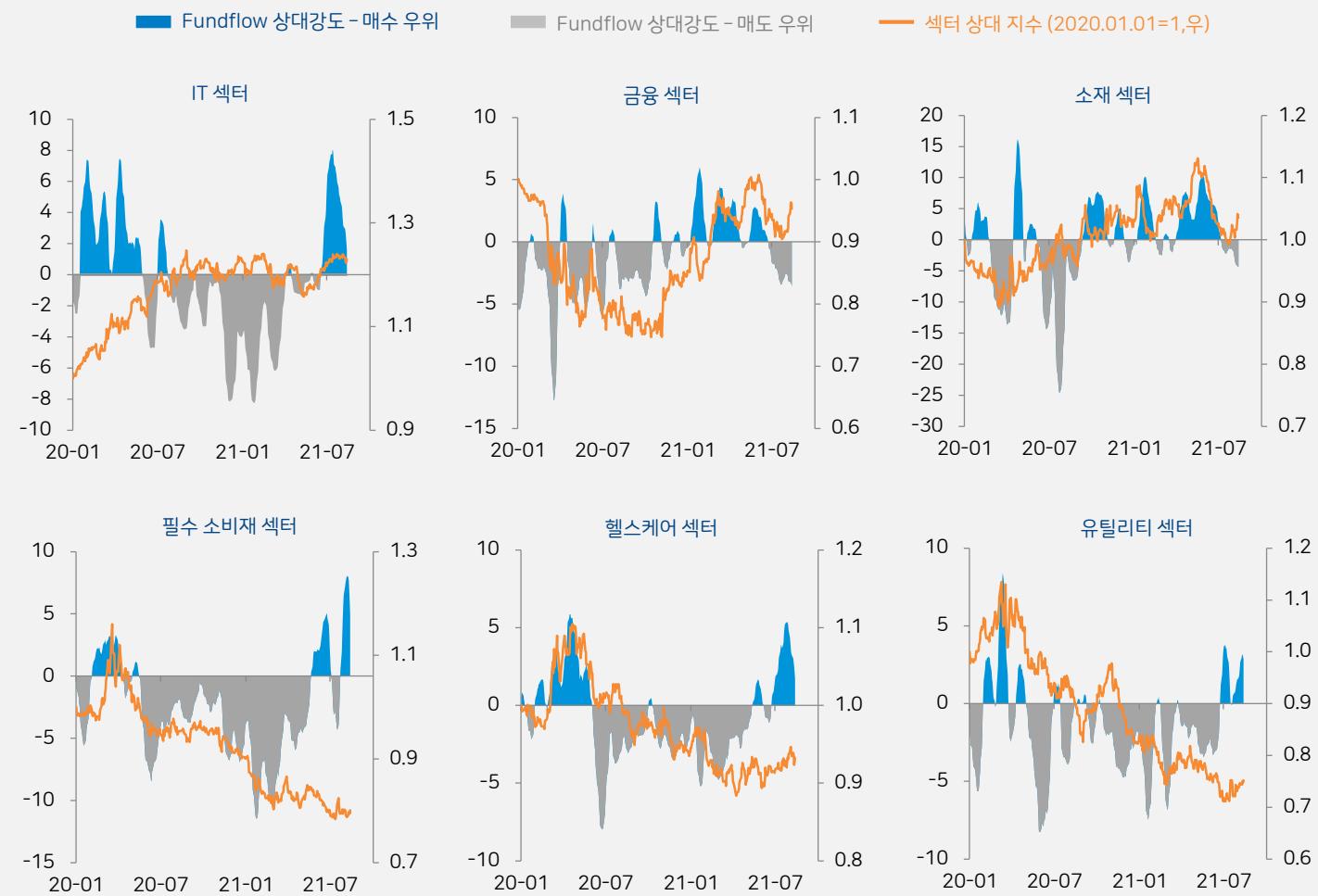
- 섹터 ETF Wave 모델을 업데이트 해 보면 가장 강세를 보여왔던 IT 섹터로의 자금 유입 모멘텀이 더 약화된 것을 볼 수 있다. 반면, 헬스케어, 필수 소비재, 통신, 유티리티 등 방어 업종으로의 자금 유입이 더 강화되고 있음에 주목할 필요가 있다

16 글로벌 섹터 ETF로 보면 경기 방어주로의 자금 이동이 강화되고 있다. 필수 소비재와 유티리티로의 자금 유입이 강하게 나타난 점에 주목할 필요가 있다

섹터	A	B
에너지	-1.7	-0.3
소재	-4.3	-0.2
철강	-0.6	11.1
산업	-1.1	3.2
경기 소비재	-1.4	-2.0
필수 소비재	4.9	6.0
헬스케어	1.7	-1.3
금융	-3.6	1.4
은행	0.4	10.5
IT	1.6	-3.7
반도체	1.1	0.2
인터넷	-0.9	-0.5
통신 서비스	2.0	0.2
유티리티	2.8	2.2
부동산	-1.0	-0.1

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

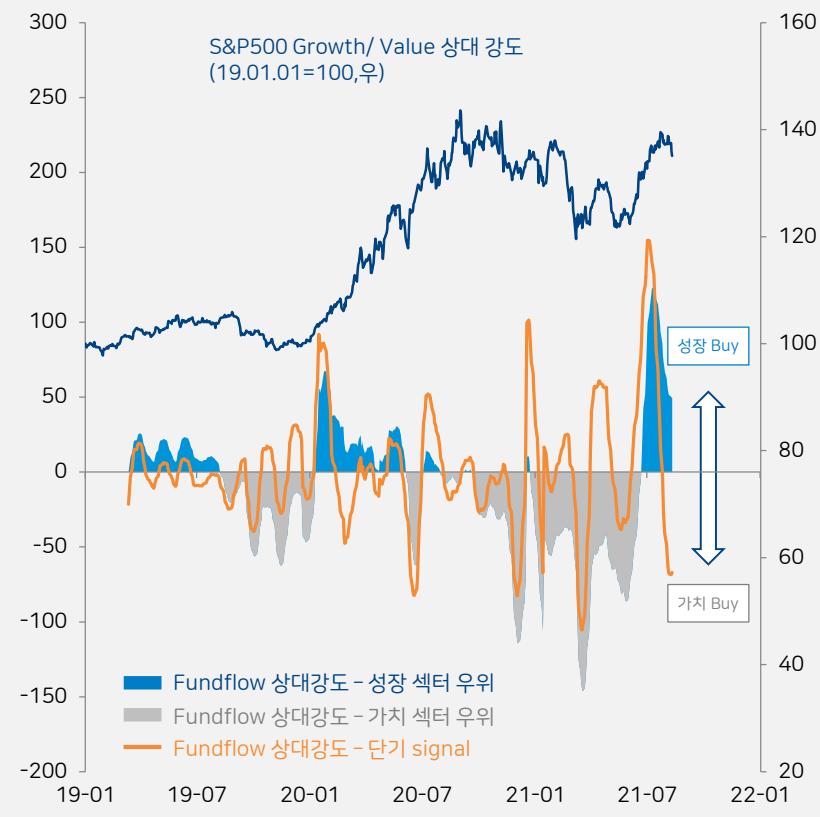
B : 섹터 ETF fundflow의 1개월 유입 강도와 3개월 유입 강도의 차이. 이것의 시장 대비 상대강도



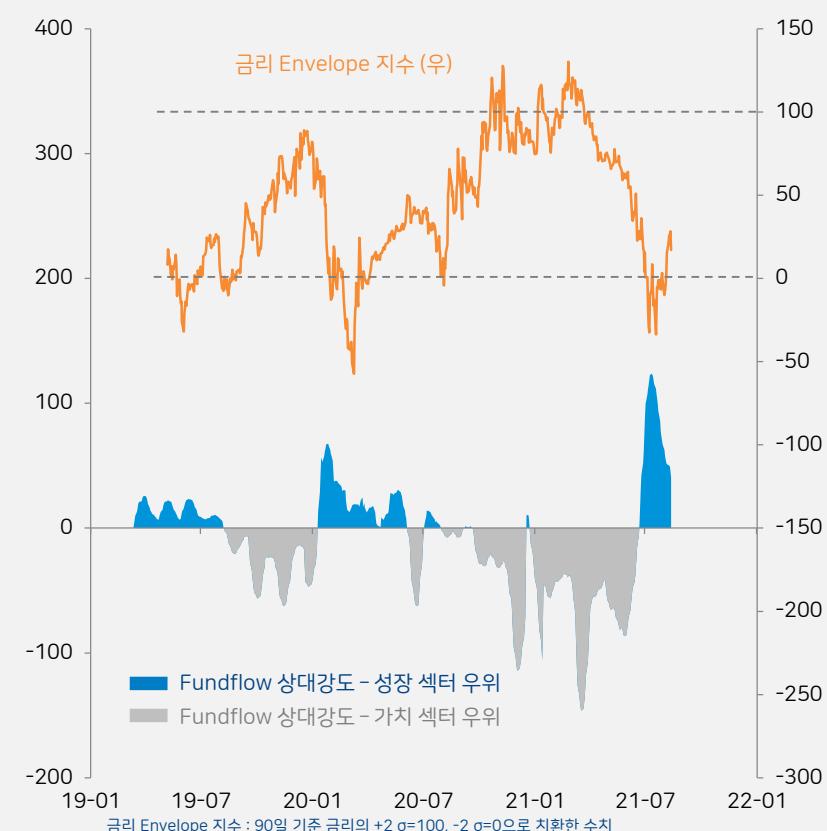
## 4. 성장 vs 가치 : 성장 및 가치주 ETF 지난 주 이어 자금 이동 정체 중

- 스타일 로테이션 측면에서 볼 때 오랜 만에 가치주가 성장주 주가를 상회하였다. 이는 금리가 고용 호조와 함께 잠시 반등했기 때문인데, 향후 금리의 향방을 가늠하기 어렵기 때문에 둘 간의 자금 이동이 지난 주에 이어 정체하고 있는 상황이다
- 앞서 언급한 바와 같이 미국의 통화정책을 결정하는 잭슨홀 미팅과 9월 FOMC가 다가오고 있기 때문에 투자자들은 이를 앞두고 관망중인 것으로 판단된다. 당사는 현재 경기 둔화 리스크가 있기 때문에 스타일 전략의 중요성이 낮다고 보고 있다. IT S/W 중심의 빅테크들이 선방할 것으로 보는 입장이다

17 주가 측면에서 오랜 만에 가치주가 성장주를 상회하였다. 그러나 둘 간의 자금 이동은 지난 주에 이어 계속 정체하는 양상이다



18 가치주의 선방은 금리가 잠시 반등했기 때문인데, 이 흐름의 지속성을 담보할 수 없기 때문에 자금이동이 정체하고 있는 것으로 판단된다



# 성장 vs 가치 内 테마틱 ETF : 자율주행, 전기차, 홈빌더 선호

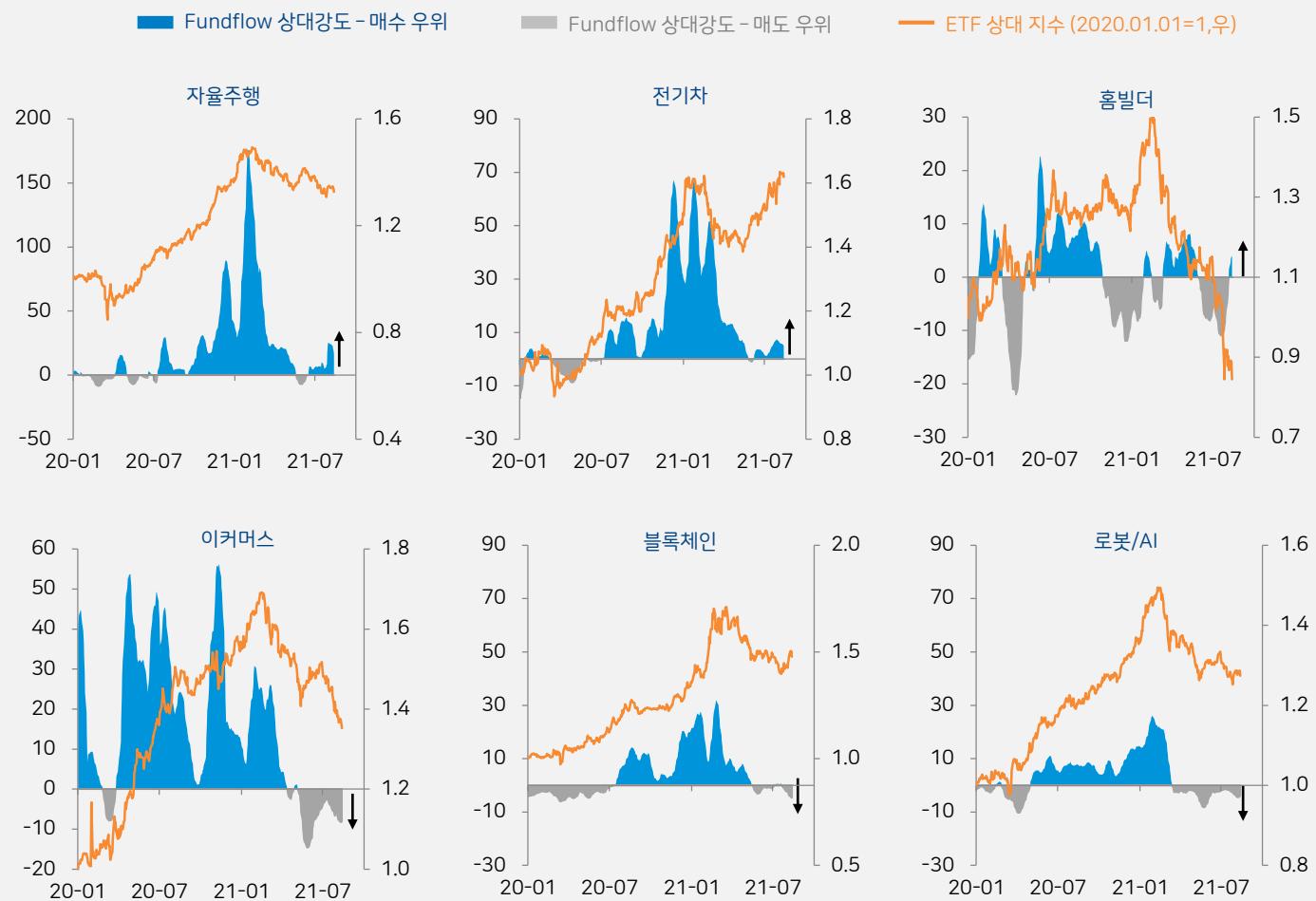
- 테마틱 ETF를 분석한 결과, 자율주행 관련 ETF에 대한 자금 유입이 계속 강한 것으로 나타났다. 아울러 전기차/배터리, 홈빌더 ETF로 자금이 유입되고 있다. 이에 반해 코로나19의 이커머스, 블록체인, 클라우드, 로봇/AI ETF에서 자금이 유출되고 있는 것으로 나타났다

19 성장주와 가치주 내에 여러 테마틱 ETF를 분석한 결과 자율주행, 전기차/배터리, 홈빌더 관련 ETF가 선호되고 있는 것으로 나타났다

섹터	A	B
자율주행	15.9	13.3
전기차	4.8	-0.7
바이오텍	4.1	1.2
홈빌더	3.9	11.5
사이버보안	3.9	-0.7
인프라	2.1	-4.1
탄소/카본	1.3	-7.3
5G	0.1	0.4
FAANG	-0.5	0.8
우주	-1.0	1.9
신재생	-1.0	-2.1
혁신기업	-1.2	1.7
핀테크	-2.3	-0.3
클라우드	-2.4	-0.1
로봇/AI	-3.8	-1.6
블록체인	-4.6	-4.2
항공/여행/호텔	-5.5	3.7
이커머스	-8.0	-4.0

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

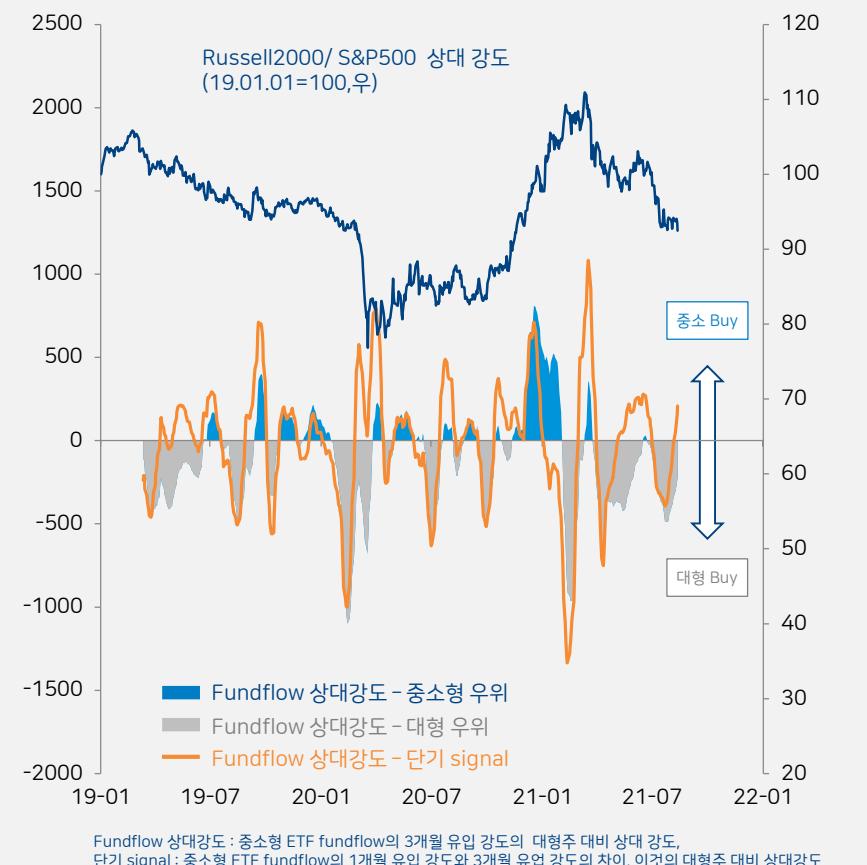
B : 테마틱 ETF fundflow의 1개월 유입 강도  
와 3개월 유입 강도의 차이. 이것의 시장  
대비 상대강도



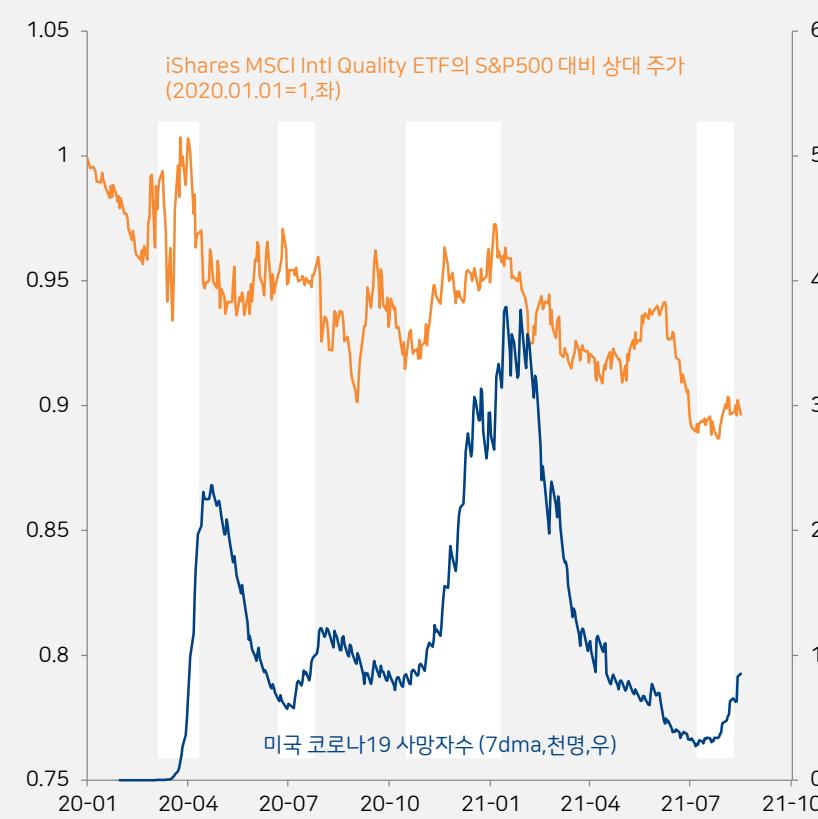
## 5. 중소형 vs 대형 : 대형주 성과가 다시 상회

- Size 로테이션을 보면, 단기적으로 중소형 주식에 투자하는 ETF로의 자금 유입이 대형주보다 상대적으로 강화되었으나 성과는 오히려 대형주가 중소형주를 상회하였다. 본고에서 계속 지적해 왔듯이 '강세장 속에서 Risk-off' 현상이 나타나고 있는 것이다
- 각 업종 내에서도 중소형주보다는 업종 대표주의 주가가 상대적으로 강세를 보이고 있는데, 이는 그만큼 앞으로의 경기 상황을 불투명하게 보기 때문인 것으로 판단된다. 지난 주에 이어 Quality ETF의 성과가 양호하게 나타나고 있는데 이 역시 Risk-off 현상 중에 하나라고 판단된다

20 단기적으로 중소형 주식에 투자하는 ETF로의 자금 유입이 강화되었으나, 성과는 오히려 대형주가 중소형주를 상회하였다

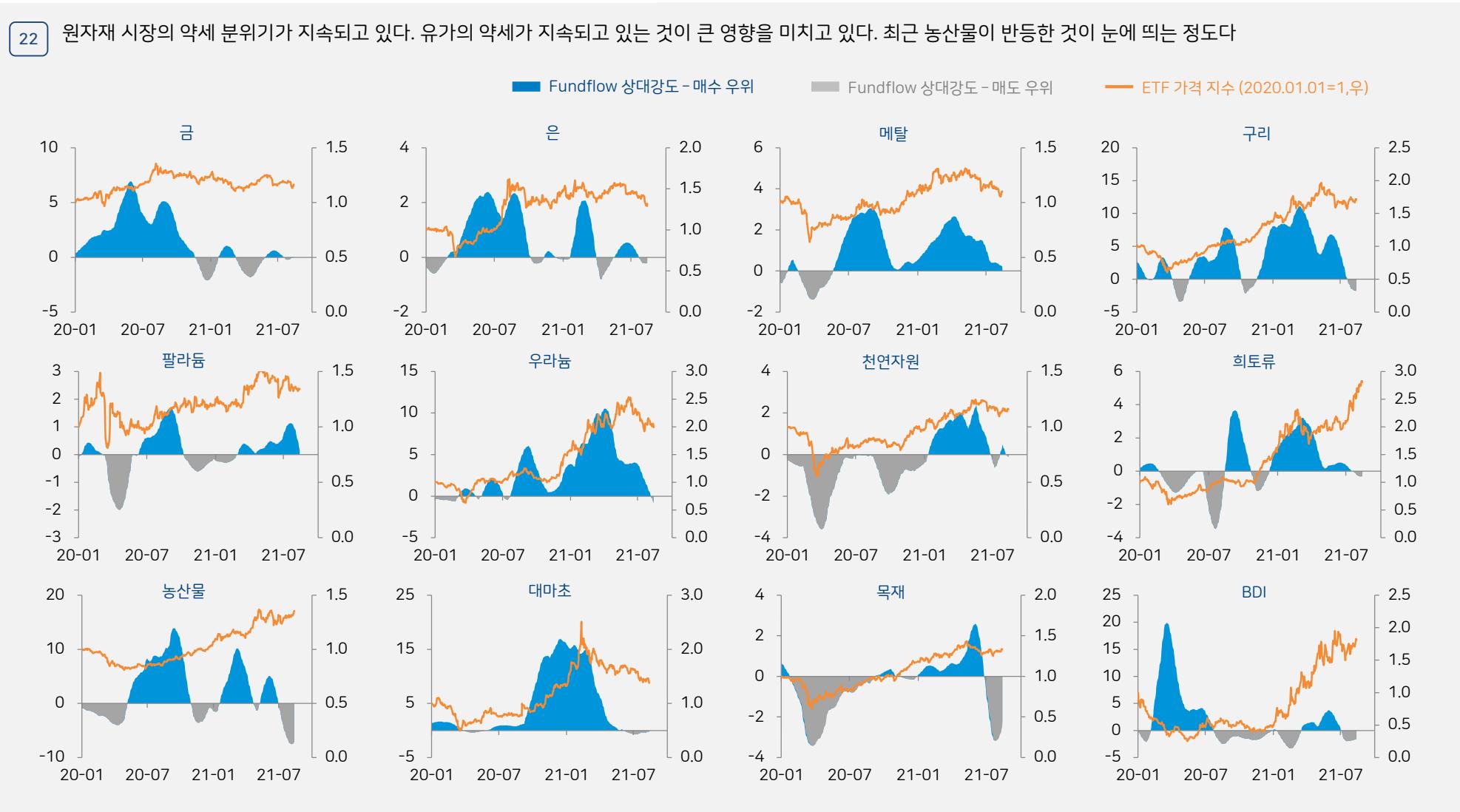


21 당사는 본고를 통해 계속해서 '강세장 속에서 Risk-off' 현상이 숨어있다고 지적해 왔다. Quality ETF의 성과가 계속 좋게 나타나고 있는 것도 이러한 현상 중에 하나이다



## 6. 원자재 : 농산물, BDI 반등, 유가 하락이 악영향

- 원자재 관련 ETF에서 대체적으로 자금이 유출되고 있다. 본고에는 다루지 않았지만 유가가 지속적으로 약세를 보이고 있는 것이 큰 영향을 미치고 있다고 판단된다. 경기둔화 리스크 및 달러 강세가 원자재 시장에 주된 약세 원인이다. 최근 농산물이 반등한 것이 눈에 띠는 정도라고 할 수 있다



## Compliance Notice

---

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

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