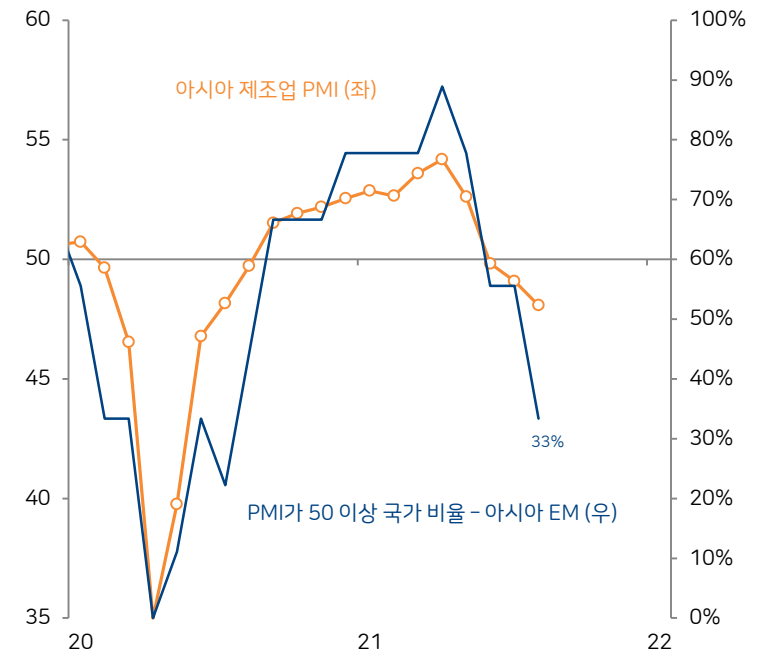


2021-09-14

# ETF Wave 이제 미국의 감염자 추이가 관건이다

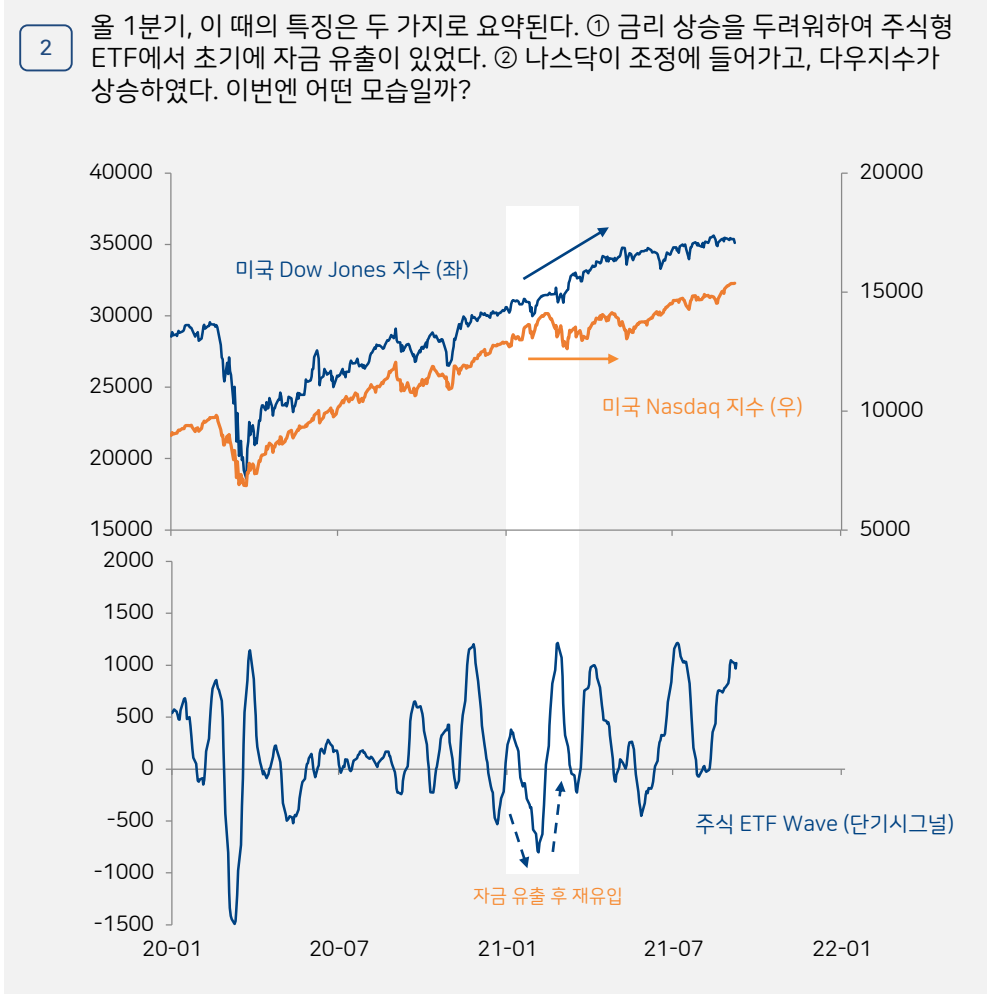
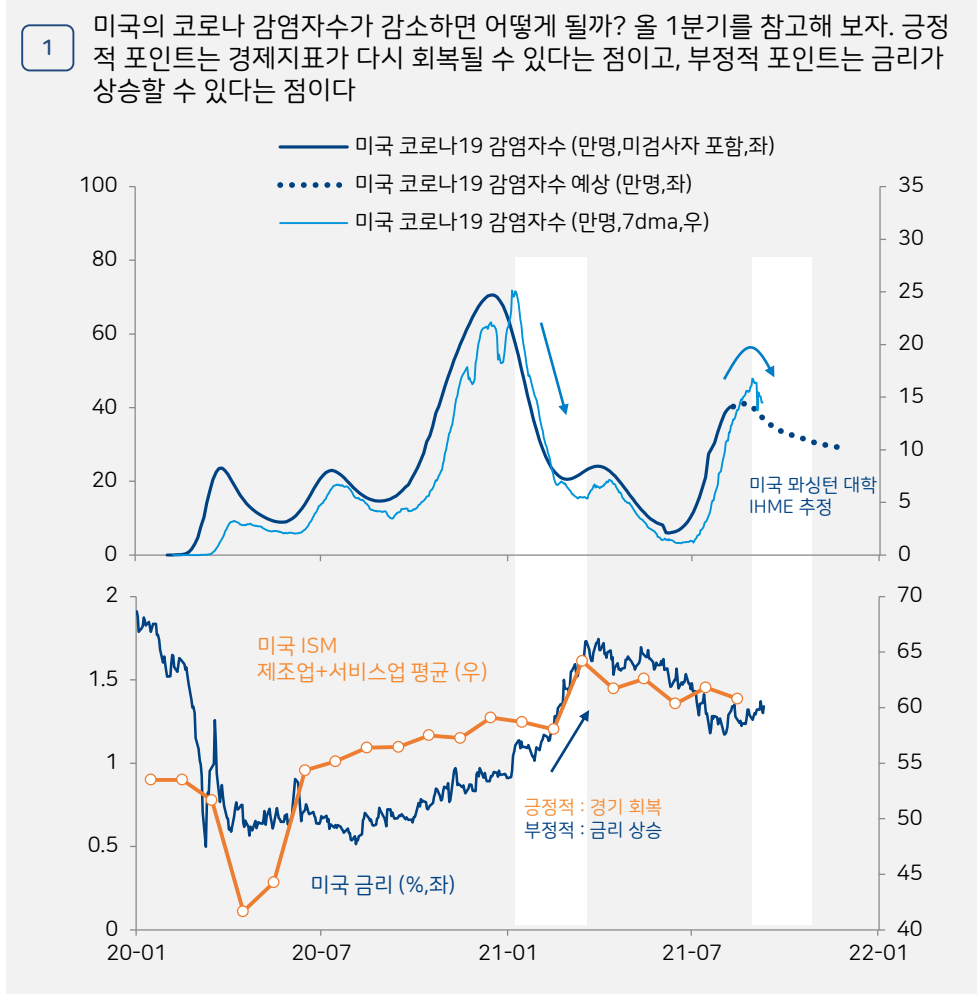
- 당사는 ETF fundflow를 분석하여 Asset allocation, Country selection, Sector & Style 등 기본적인 투자전략이 어떻게 전개되고 있는지 파악하고 있다
- 9월 첫째 주 변화를 정리하면 다음과 같다
  - 주식 vs 채권 : 여전히 주식형 유입중, 향후 미국 코로나 추이가 중요
  - DM vs EM : 미국 선호도 강세, EM 제조업 PMI 50 붕괴 주목
  - 민감 vs 방어 : 다시 방어주로 선호, 그러나 반도체 등 IT로 자금 유입
  - 성장 vs 가치 : 여전히 성장주로 유입, 이제 멈춰야 할 시점이다
  - 테마틱 : 카본, 전기차, 바이오텍 선호
  - 중소형 vs 대형 : 다시 대형주, 당분간 Size factor는 의미 없다고 판단
  - 원자재 : 품목별 차별화, 알미늄, 니켈, 천연가스, 통나무, 우라늄 강세
- 당사는 연말까지의 증시를 볼 때 미국의 코로나 감염자수 추이가 가장 중요하다고 보고 있다. 이것이 줄어 들면 경기 회복 측면에서 긍정적이지만, 금리 상승 측면에서는 부정적이다
- 올 1분기에도 비슷한 현상이 있었는데, 이 때 나스닥(성장주)은 조정에 들어간 반면, 다우(가치주)는 상승하였다. 이번엔 어떨 것인지에 대해 분석해 보았다

이머징 마켓의 제조업 PMI가 8월에 50을 깨고 내려갔다. 아시아의 경우는 더 심각하다. 아시아 EM에서 PMI가 50을 넘는 나라가 33%에 불과하다



# 1. 주식 vs 채권 : 미국의 감염자수가 감소하기 시작한다면?

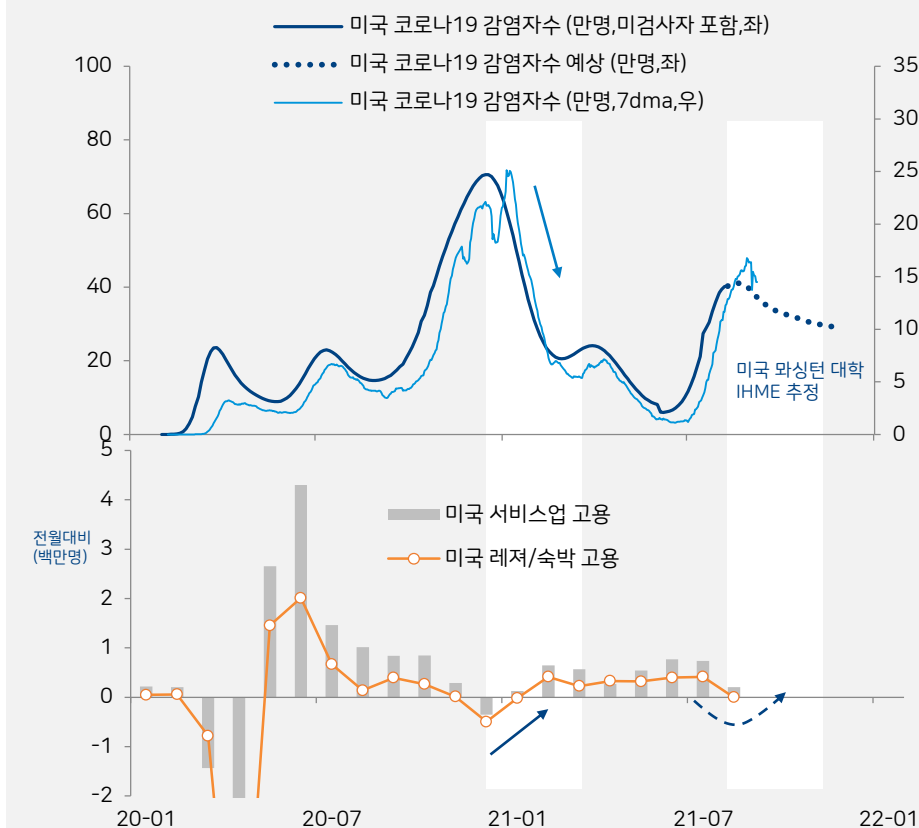
- 당사는 향후 증시를 볼 때 미국의 코로나19 감염자수 추이가 중요하다고 보고 있다. 여전히 감염자수가 높은 수치를 보이고 있으나, 7일 이동평균 수치가 약간 감소하기 시작했기 때문이다. 이러한 모습이 본격화된다면 우리는 올 1분기를 참고할 필요가 있다고 본다. 이 시기가 미국의 감염자가 크게 늘었다가 감소했던 때였다
- 이 시기의 특징은 두 가지로 요약된다. ① 경제 지표가 회복되면서 금리가 크게 올랐기 때문에 초기에 주식형ETF에서 자금 유출이 있었다. ② 금리 부담 때문에 나스닥(성장주)이 조정에 들어간 반면, 다우지수(가치주)가 상승하였다. 이번에도 같은 모습일까? 아니면 다른 모습일까?



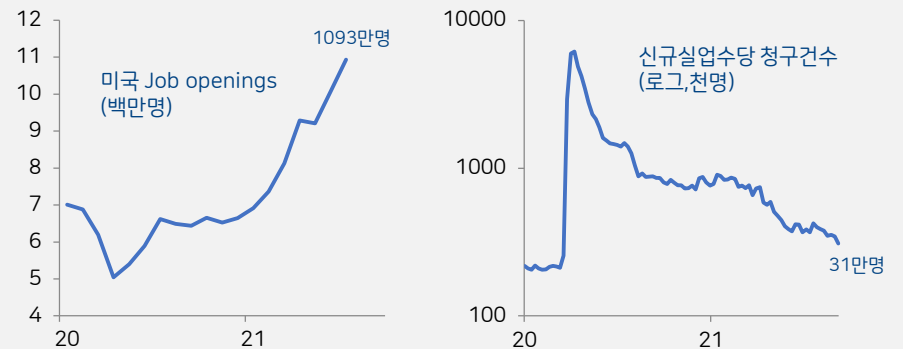
# 고용 회복 여부 및 금리가 상승하는 각도가 중요할 듯

- 당사가 미국 코로나19 감염자수에 주목하는 이유는 이것이 dovish 정책 유지의 마지막 동아줄이기 때문이다. 즉, 미국의 테이퍼링 선언이 기정사실화 되었는데, 코로나19가 감소하여 지난 1분기처럼 서비스 부문의 고용 회복을 가져온다면 이는 긴축으로의 전환을 알리는 신호가 될 것이라는 뜻이다
- 이러한 변화가 발생할 때 미국 증시가 1분기처럼 나스닥 조정, 다우 상승이라는 로테이션만 발생할 지, 아니면 시장 전체가 조정에 들어갈 지 여부는 미국 소비에 달려 있다고 본다. 미국의 팬데믹 실업 수당 지급 종료의 여파가 어느 정도일지 보는 것이 중요하다고 판단되는데, 큰 기대를 하지 않는 것이 옳다고 본다

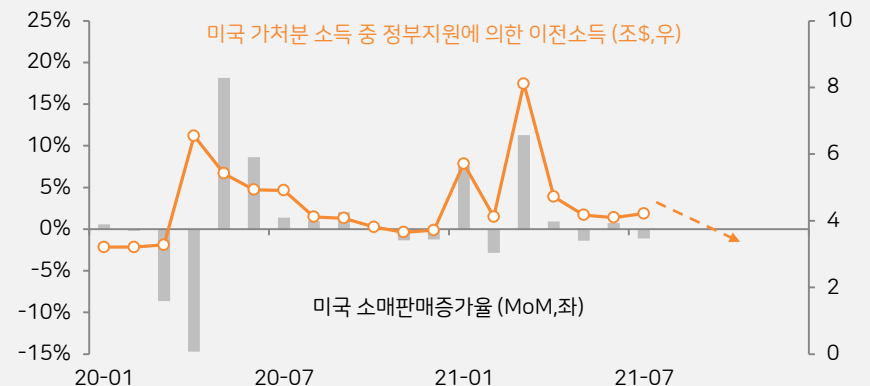
3 미국의 테이퍼링은 이제 코로나19의 감소 및 고용의 개선 여부가 결정할 것으로 본다. 지난 1분기 때처럼 서비스 부문의 고용 회복이 발생할 지 주목해야 한다



4 구인자 수가 늘고, 신규실업수당 청구건수가 감소하는 것을 볼 때 코로나19가 진정되면 미국의 고용이 9월부터 다시 늘어날 가능성이 높다



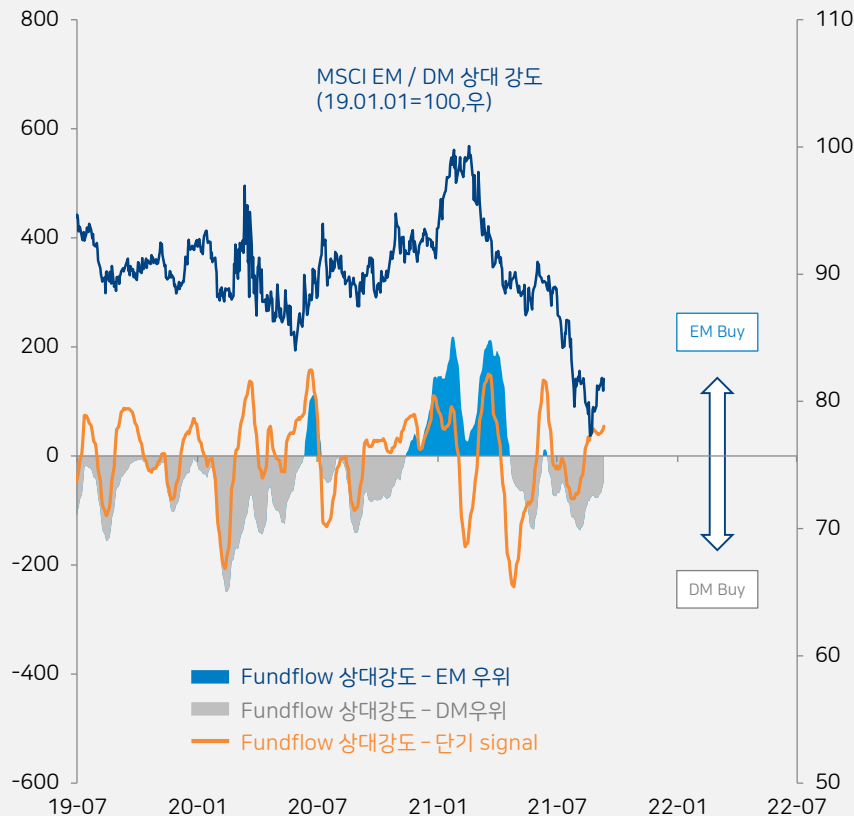
5 미국 증시가 이번에 로테이션만 발생할 지, 전체가 조정국면에 들어갈 지 여부는 팬데믹 실업 수당 지급 종료 이후 미국 소비가 버틸 지 여부에 달려 있다



## 2. DM vs EM : 불안한 EM, 원인이 무엇일까?

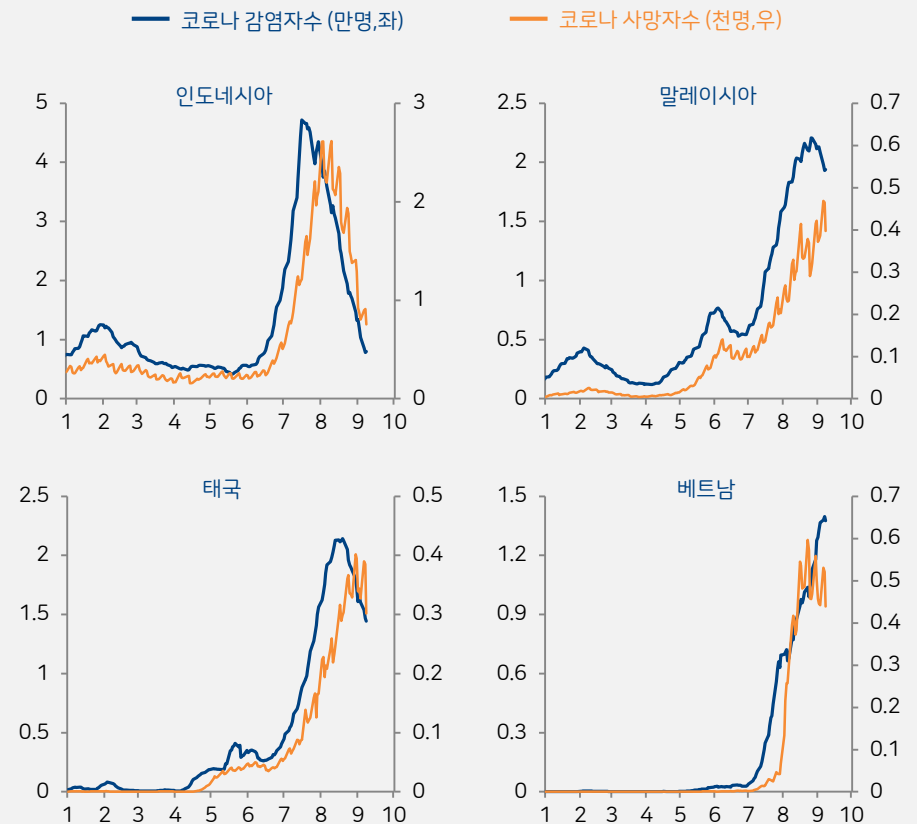
- 중국, 인도, 러시아 등 일부 이머징 마켓의 강세에 힘입어 EM이 DM 증시를 상회하였다. 그러나 EM 전체를 놓고 보면 시장이 차별화되는 양상이다. 특히 우리나라의 경우 외국인 자금이 들락날락 하는 가운데, 변동성이 심한 장세가 나타나고 있다. 이런 현상의 원인이 무엇일까?
- 당사는 최근 동남아를 중심으로 크게 번지고 있는 코로나19에 주목하고 있다. 코로나19가 미국과 유럽에서도 번지고 있으나, 이들 지역에서는 사망자가 크게 늘지 않고 있는데, 동남아 등 일부 이머징 마켓에서는 사망자가 감염자와 같은 속도로 늘어 나는 특징을 갖고 있어서 주목할 필요가 있다는 것이다

6 중국, 인도, 러시아 등 일부 이머징 마켓의 강세에 힘입어 EM이 DM 증시를 상회하였다. 그러나 EM 전체를 놓고 보면 차별화되는 양상이다



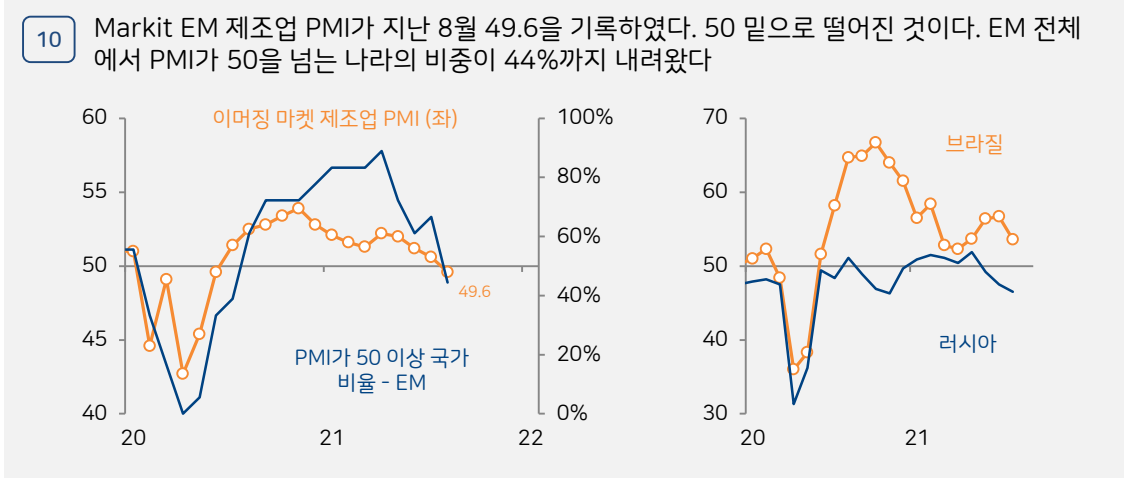
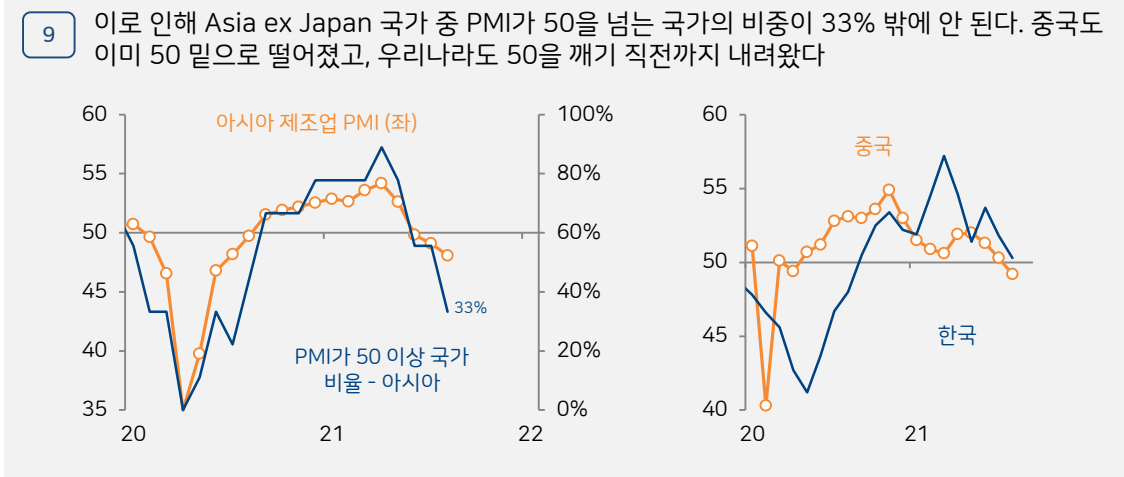
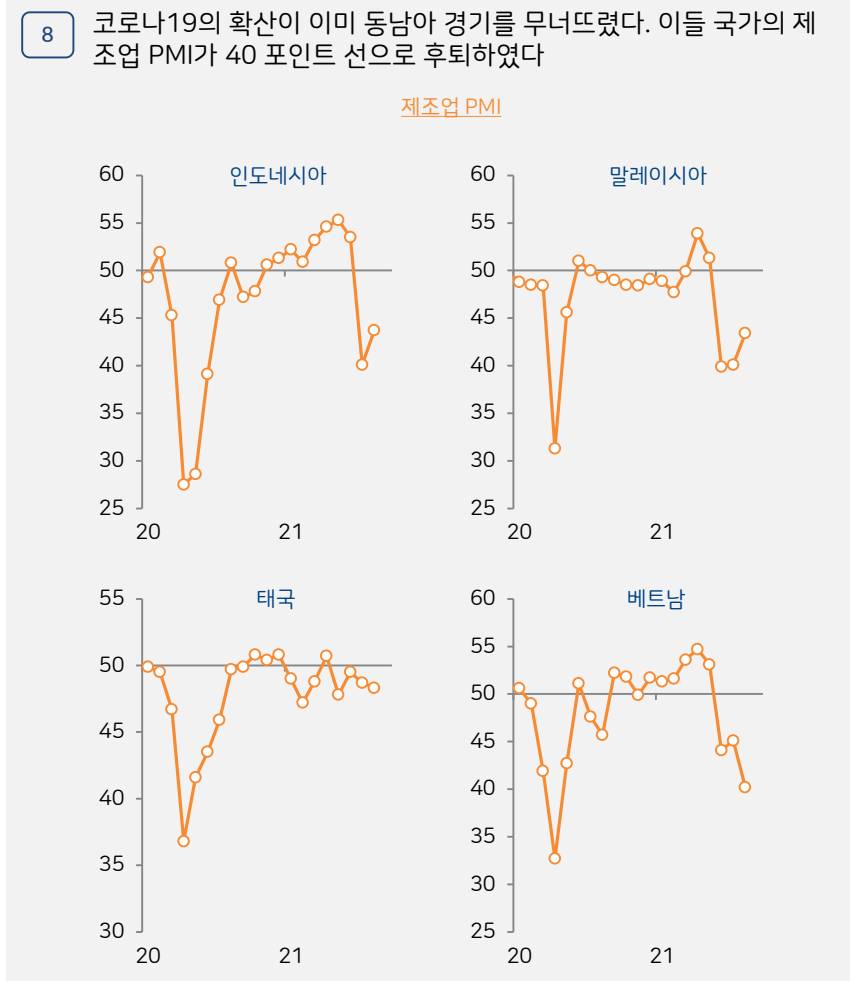
Fundflow 상대강도 : EM ETF fundflow의 3개월 유입 강도의 DM 대비 상대 강도,  
 단기 signal : EM ETF fundflow의 1개월 유입 강도와 3개월 유입 강도의 차이. 이것의 DM 대비 상대강도

7 당사는 이머징 마켓의 불안 요인으로 동남아 등에서 크게 번지고 있는 코로나19에 주목하고 있다. 이들 지역에서는 감염자 뿐만 아니라 사망자도 늘고 있다



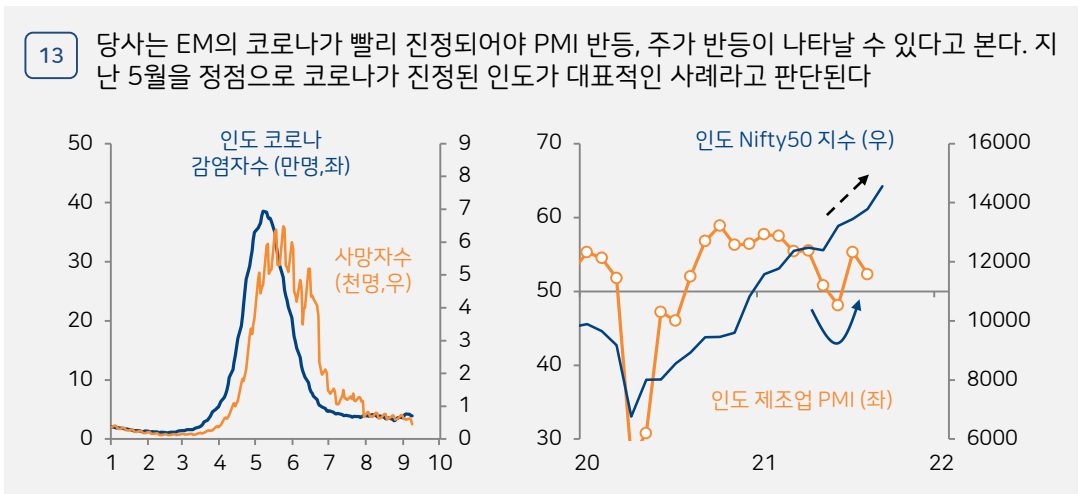
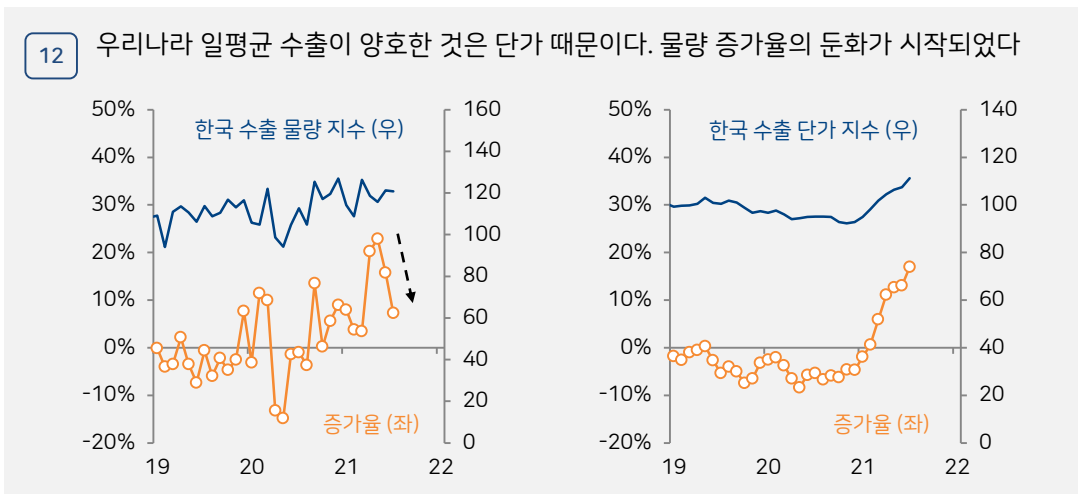
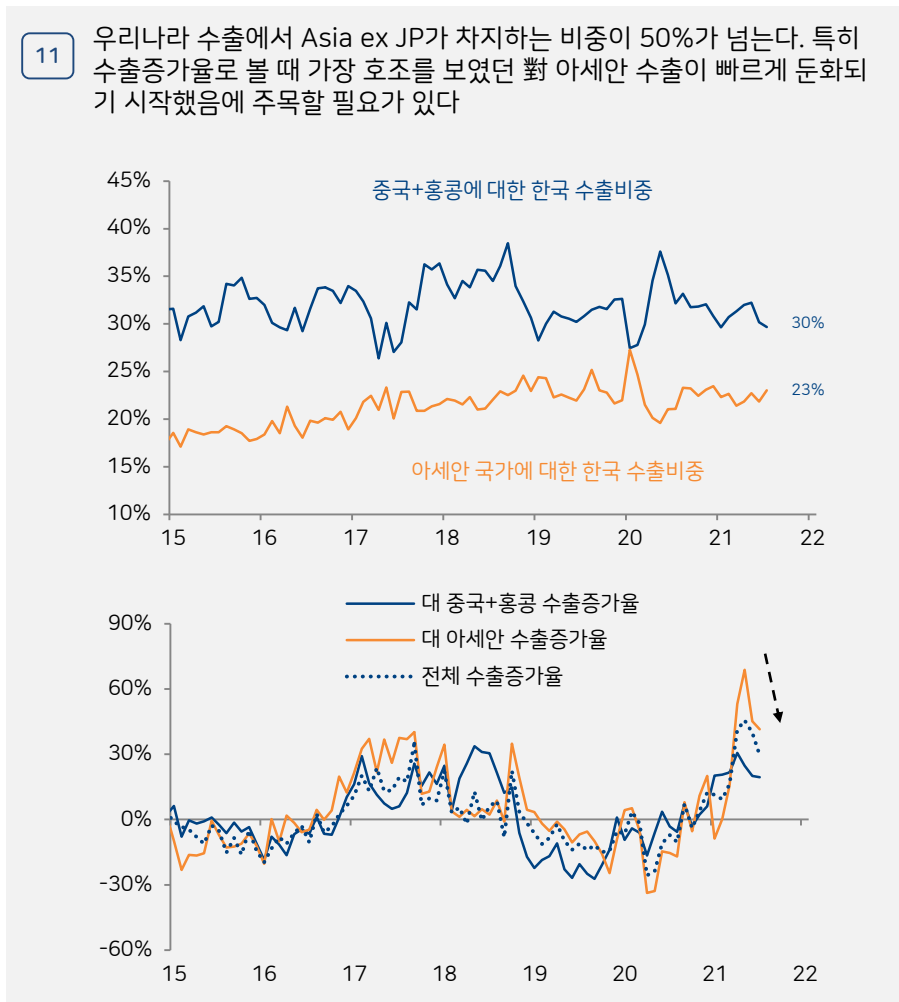
# 코로나19 확산으로 EM의 제조업 PMI가 50을 하회하기 시작

- 우리가 동남아를 중심으로 코로나19가 확산되는 것을 EM 증시의 불안 요인으로 보는 것은 이들 지역의 경기가 이미 무너져 내리기 시작했기 때문이다
- 인도네시아, 말레이시아, 베트남 등 일부 국가의 제조업 PMI가 40 포인트 선으로 후퇴한 것이다. 이로 인해 현재 Asia ex Japan 국가 중 제조업 PMI가 50을 넘는 국가의 비율은 불과 33% 밖에 안 된다. 중국도 이미 50 밑으로 떨어졌고, 우리나라도 50을 깨기 직전까지 내려왔다
- 아시아 뿐만 아니라 남미, 러시아도 코로나19의 영향권에 있기 때문에 Markit EM 제조업 PMI가 8월에 50을 깼다(49.6)는 점에 주목해야 한다



# 결국 우리나라 입장에서 보면 수출에 대한 불안이다

- 아시아 등 이머징 마켓에서 코로나19가 번지고, 그 영향으로 인해 경기가 약화되는 것을 우리나라 입장에서 보면 결국 수출에 대한 불안감의 확대라고 볼 수 있다. 중국을 포함한 아시아는 수요 뿐만 아니라 공급 체인 측면에서 보더라도 우리나라 수출에 막대한 영향을 미치기 때문이다
- 최근 우리나라 수출이 일평균 금액 기준으로 양호하다고 하지만, 이는 단가 요인의 영향이 크다고 본다. 물량 기준 수출증가율이 빠르게 둔화되고 있다는 것이 좋은 신호는 아니다. 당사는 이머징 마켓의 코로나가 빨리 진정되어야 PMI의 반등과 주가의 상승이 나타날 수 있다고 본다. 인도의 경우를 참고할 필요가 있다



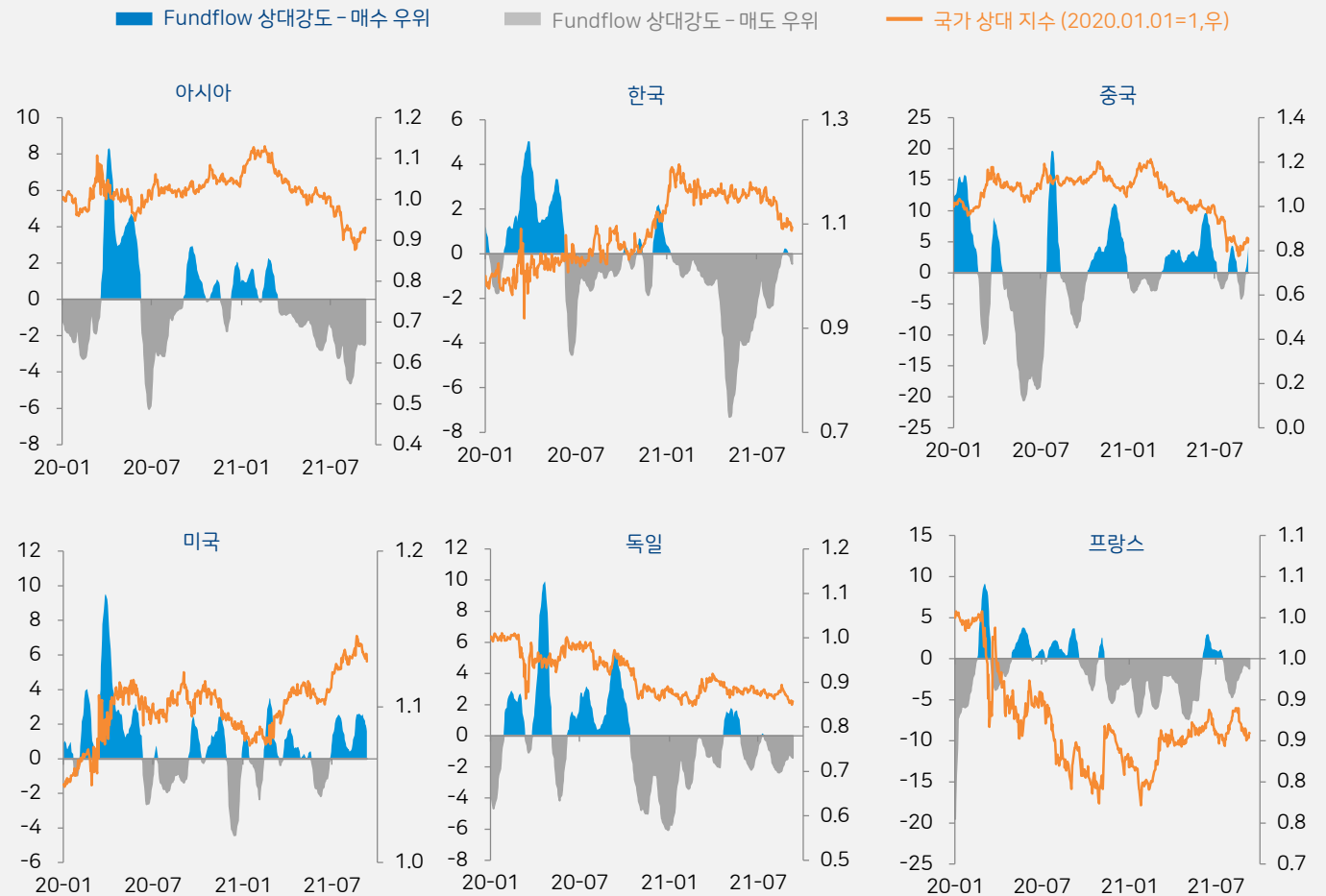
# DM vs EM : 여전히 DM 선호이지만, 한국, 중국 개선중

- 여전히 미국 등 선진국 증시가 선호되고 있으나, 단기적으로 일부 EM으로의 단기 시그널이 플러스 반전하였다
- 우리나라에 대한 ETF Wave 계속 플러스 유지되고 있으며, EM 내에서 중국 선호 현상이 지속되고 있다

14 여전히 미국이 선호되고 있으나 일부 EM에 대한 단기 시그널이 플러스 반전하였다. 우리나라에 대한 ETF Wave 단기 시그널이 크게 개선되었다

지역	A	B
DM	-0.1	-0.1
US	1.6	0.3
EAFE	-0.3	-0.4
일본	0.5	-0.6
유럽	0.6	-0.5
독일	-1.4	1.1
영국	-1.0	-1.7
프랑스	-1.2	2.0
EM	-1.0	0.1
아시아(일본제외)	-2.4	1.4
한국	-0.5	0.5
중국	4.3	4.6
중국 테크	19.7	6.0
대만	-0.5	-0.3
인도	-1.9	-1.6
베트남	-0.5	-0.4
남미	-4.1	0.2
브라질	-3.5	0.0
멕시코	-2.8	-2.1
러시아	-5.3	-0.2

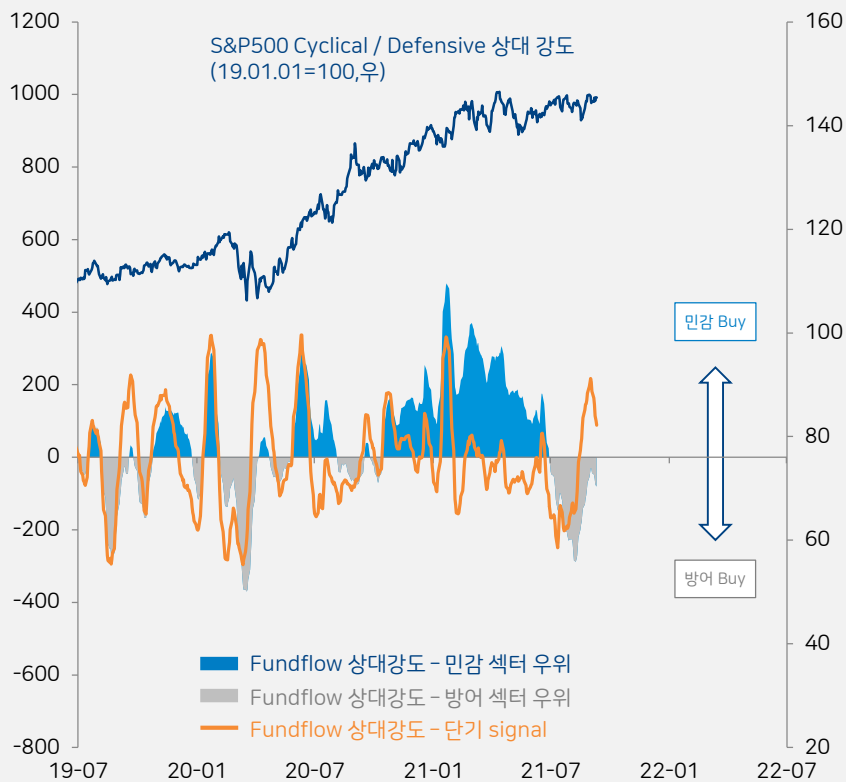
A : 지역 ETF fundflow의 3개월 유입 강도의 글로벌 대비 상대 강도  
 B : 지역 ETF fundflow의 1개월 유입 강도와 3개월 유입 강도의 차이. 이것의 글로벌 대비 상대 강도



### 3. 민감 vs 방어 : 경기민감주 선호 다시 약화

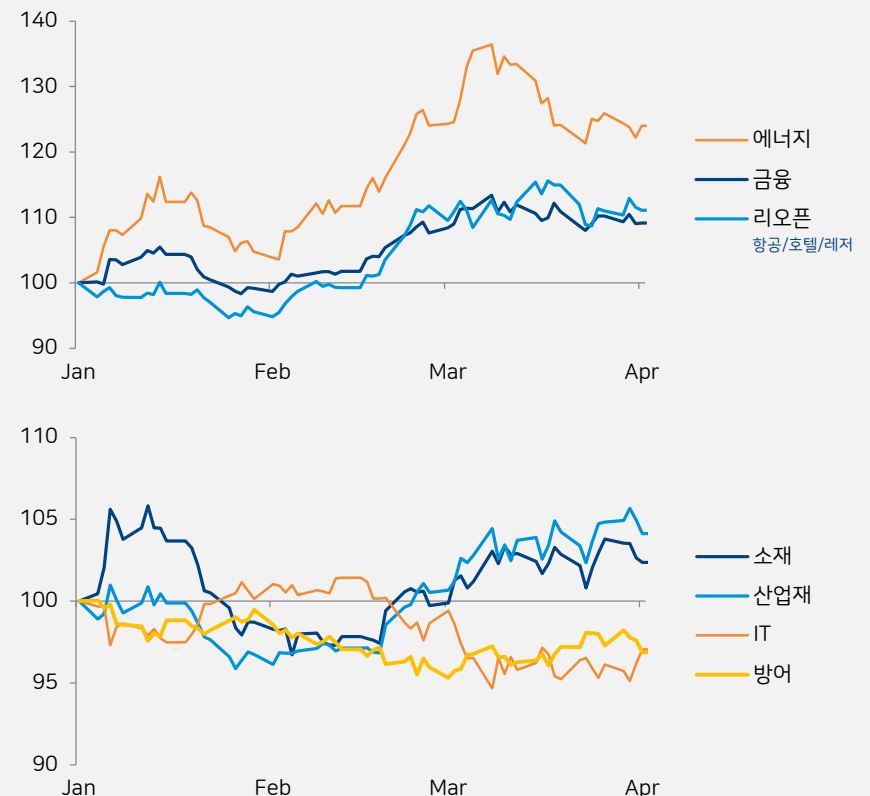
- 2주전 단기 시그널로 볼 때 강하게 경기민감주로 전환되었던 ETF Wave가 다시 꺾였다. 미국의 주요 경제지표들이 최근 더 악화된 것이 원인인 것으로 판단된다. 당사는 향후 '민감 vs 방어' 로테이션 역시 미국 코로나19 감염자수의 감소 여부가 결정할 것으로 보고 있다
- 앞서 미국에서 코로나19 감염자수가 감소하기 시작하면 올 1분기를 참고할 필요가 있다고 했는데, 이 때 강세를 보인 업종이 '가치주 범주의 Cyclical' 즉, 리오픈, 에너지, 금융, 소재, 산업재 업종이었기 때문이다. 아직 리오픈 업종이 약세를 보이고 있는 것을 보면 시장이 감염자의 감소를 확신하지 못하고 있는 것으로 보인다

15 미국의 최근 경제지표가 더 악화되었기 때문에 경기민감주로의 ETF Wave가 다시 꺾인 것으로 판단된다. 향후 섹터 로테이션 역시 미국의 코로나19 감염자수 감소 여부가 결정할 것으로 판단된다



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

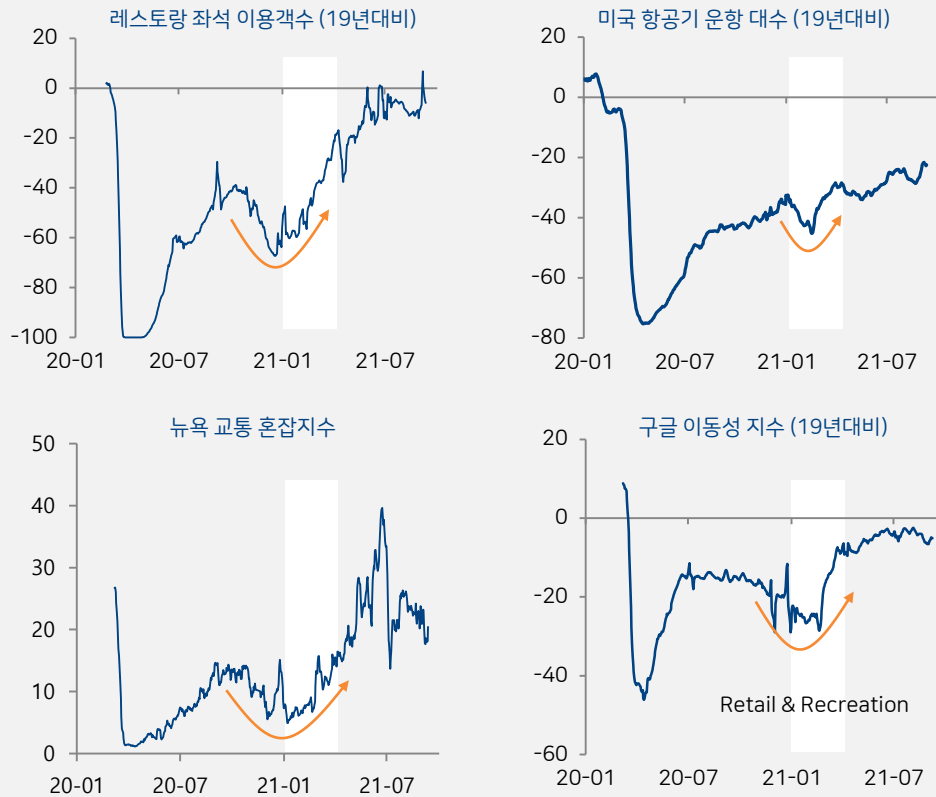
16 올 1분기 당시 섹터 성과 : 코로나19의 감소와 함께 가치주 범주의 Cyclical 즉, 리오픈, 에너지, 금융, 소재, 산업재 업종이 강세를 보였다. 반면, 민감주 내에서 IT가 약세를 보였고, 대부분의 방어주도 약세를 보였다



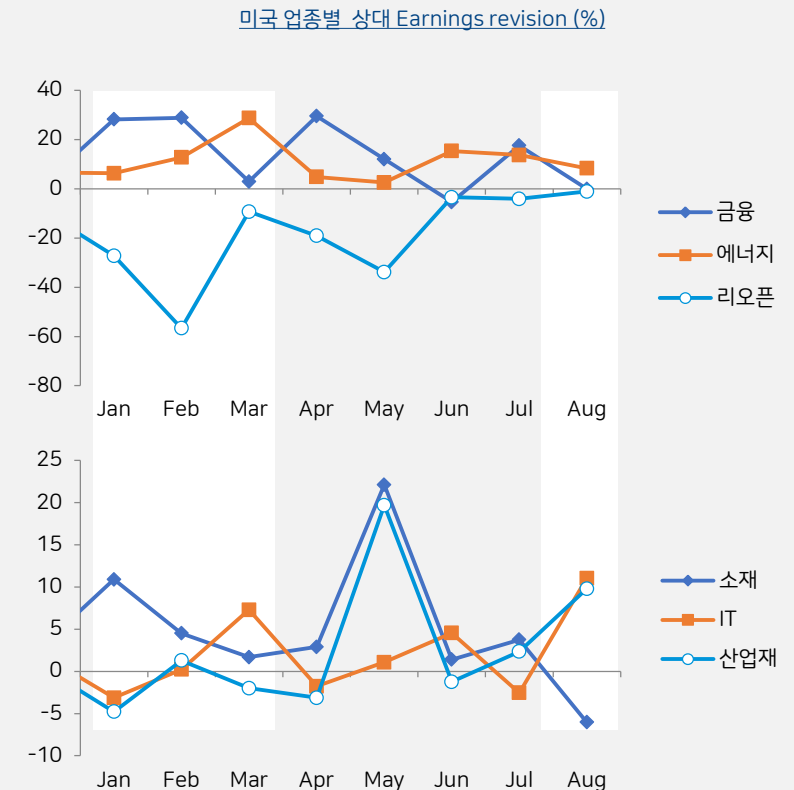
# 1분기와와의 비교 : 경제활동지수가 무너지지 않아서...

- 당사는 향후 미국의 코로나19 감염자수가 감소한다면 1분기 때와 비슷하게 가치주 범주의 Cyclical들이 '상대적'으로 주가가 좋을 것으로 보고 있다
- 그러나 이번에 주의해서 접근해야 할 업종이 리오픈 업종이다. 작년 겨울에 코로나19가 확산될 때는 미국의 모든 경제활동 지표가 악화되었다가 다시 개선되었는데, 이번에는 백신 효과로 거의 악화되지 않았다. 이로 인해 리오픈 주가가 크게 내리질 않아서 향후 주가 상승 폭에 대한 기대감이 당시와 다를 수 있다고 본다
- 당사는 미국의 감염자가 줄어드는 신호가 강해질수록 리오픈 업종이 오를 것으로 보지만, 지난 1분기보다는 기대 수준을 낮출 필요가 있다고 본다

17 미국 경제활동 지수 : 지난 겨울 코로나가 확산되었을 때는 모든 지수가 악화되었다가 감염자가 감소하면서 1분기에 개선되었다. 그러나 이번에는 코로나19의 확산에도 불구하고 대부분 지표가 양호하다는 특징을 가지고 있다



18 업종별 상대 ER의 변화 : 지난 1분기 때 금융, 에너지, 소재 등의 ER이 시장보다 강했기 때문에 상대 주가가 강했던 것이다. 리오픈은 당시보다 ER이 강해졌으나 심리적 기대감은 오히려 약해진 것으로 보인다



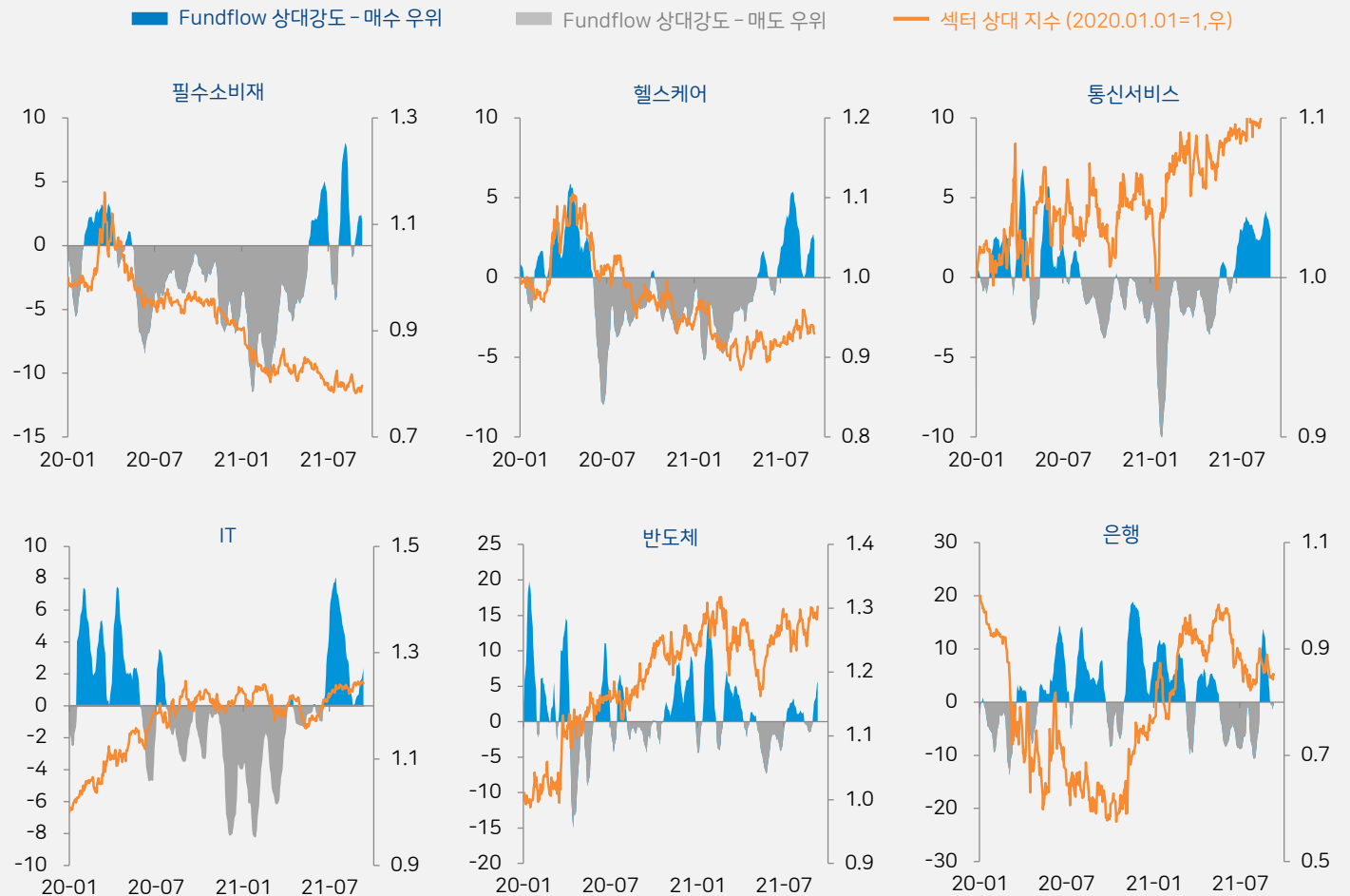
# 민감 vs 방어 : 일부 방어주로 이동, IT 유입, 금융주 다시 유출

- 섹터 ETF Wave 모델을 보면 다시 방어주로의 자금 유입이 강화된 것으로 나타났다. 필수소비재, 헬스케어, 통신, 유틸리티 등 업종에서 Wave의 상승이 나타나고 있다. 그러나 반도체를 중심으로 IT 업종으로의 자금 유입이 다시 강화된 것을 볼 때 민감주를 완전히 버리는 것은 아닌 듯 하다. 강한 자금 유입이 있었던 은행 등 금융주에서 유출이 발생했는데, 이는 여전히 금리 상승을 시금조로 보기 때문인 것으로 판단된다

19 글로벌 섹터 ETF로 보면 방어주로의 유입이 뚜렷하다. 민감주를 보면 IT 매수, 금융주 매도 기조가 나타나고 있다

섹터	A	B
에너지	-0.6	0.6
소재	-3.6	-1.8
철강	-9.0	-6.0
산업	-2.7	-2.6
경기 소비재	-0.1	-0.1
필수 소비재	1.9	-2.8
헬스케어	2.3	-0.4
금융	-0.3	-0.5
은행	-0.4	-6.3
IT	2.4	0.6
반도체	5.7	5.0
인터넷	-0.5	-0.3
통신 서비스	2.9	-1.3
유틸리티	1.4	-2.5
부동산	0.5	0.1

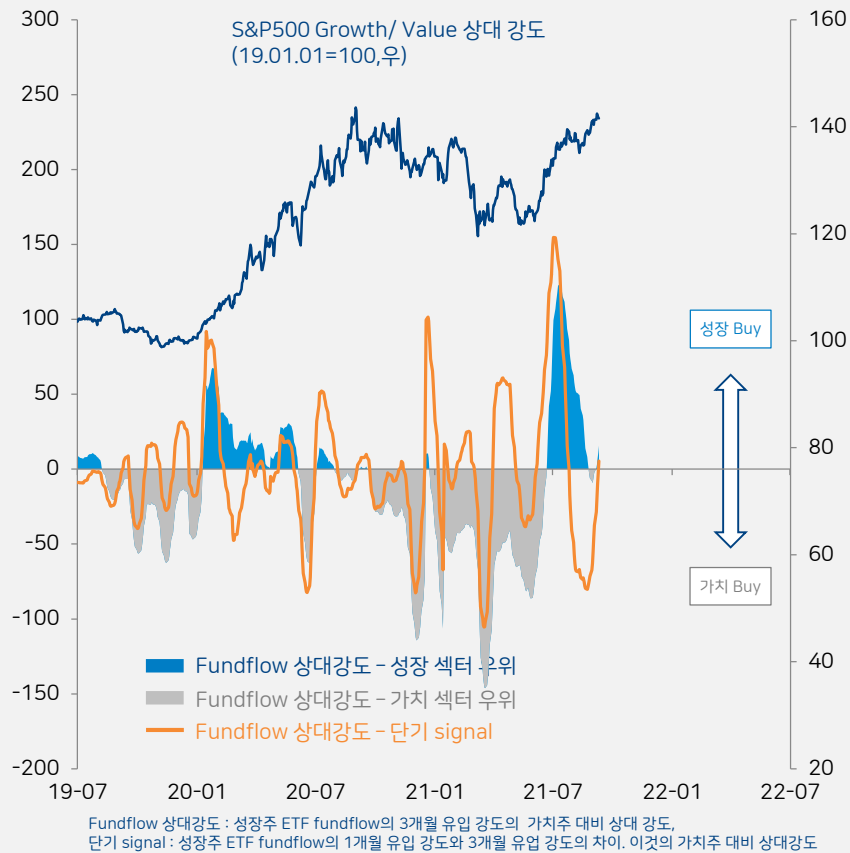
A : 섹터 ETF fundflow의 3개월 유입 강도의 시장 대비 상대 강도  
 B : 섹터 ETF fundflow의 1개월 유입 강도와 3개월 유입 강도의 차이. 이것의 시장 대비 상대강도



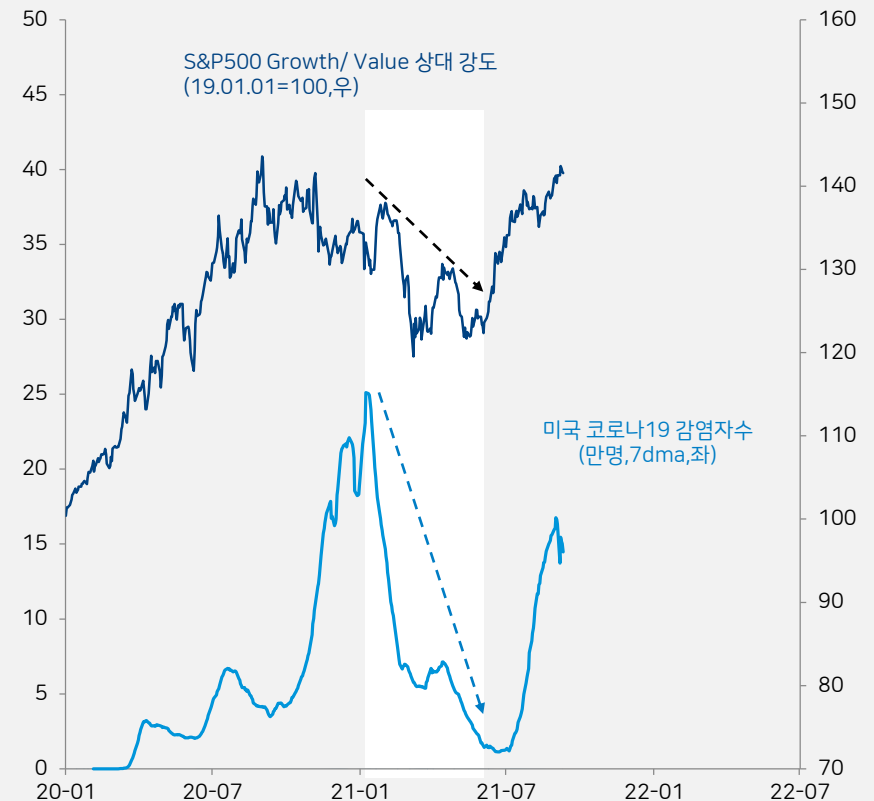
## 4. 성장 vs 가치 : 성장주가 잘 나가고 있지만...

- 성장주가 여전히 강세를 보이고 있다. '성장 vs 가치' ETF Wave가 단기적으로 잠시 가치주 쪽으로 움직였지만, 주가는 성장주가 계속 이기고 있고 Wave 역시 다시 성장주로 향했다. 그러나 당사는 이러한 성장주 쪽으로의 자금 이동이 이제 리스크가 있다고 보는 입장이다
- 우리가 이렇게 보는 이유는 올 4분기 동안 미국 코로나 감염자수의 감소 가능성, 그에 따른 고용 회복의 가능성, 금리 상승의 가능성을 보고 있기 때문이다. 지난 1분기 당시 코로나 감염자수가 감소할 때 가치주가 강세를 보였다는 점을 감안할 필요가 있다는 뜻이다

20 성장 vs 가치 ETF Wave가 잠시 가치주 쪽으로 향했었지만, 다시 성장주 쪽으로 움직였고, 주가 역시 성장주의 강세가 지속되고 있다



21 그러나 당사는 4분기 동안 미국 코로나 감염자수의 감소 가능성, 그에 따른 고용 회복의 가능성, 금리 상승의 가능성을 감안할 때 성장주의 비중 확대를 서서히 멈출 필요가 있다고 보고 있다. 1분기 가치주의 강세를 참고하자



# 성장 vs 가치 內 테마틱 ETF : 카본, 전기차, 바이오텍 선호

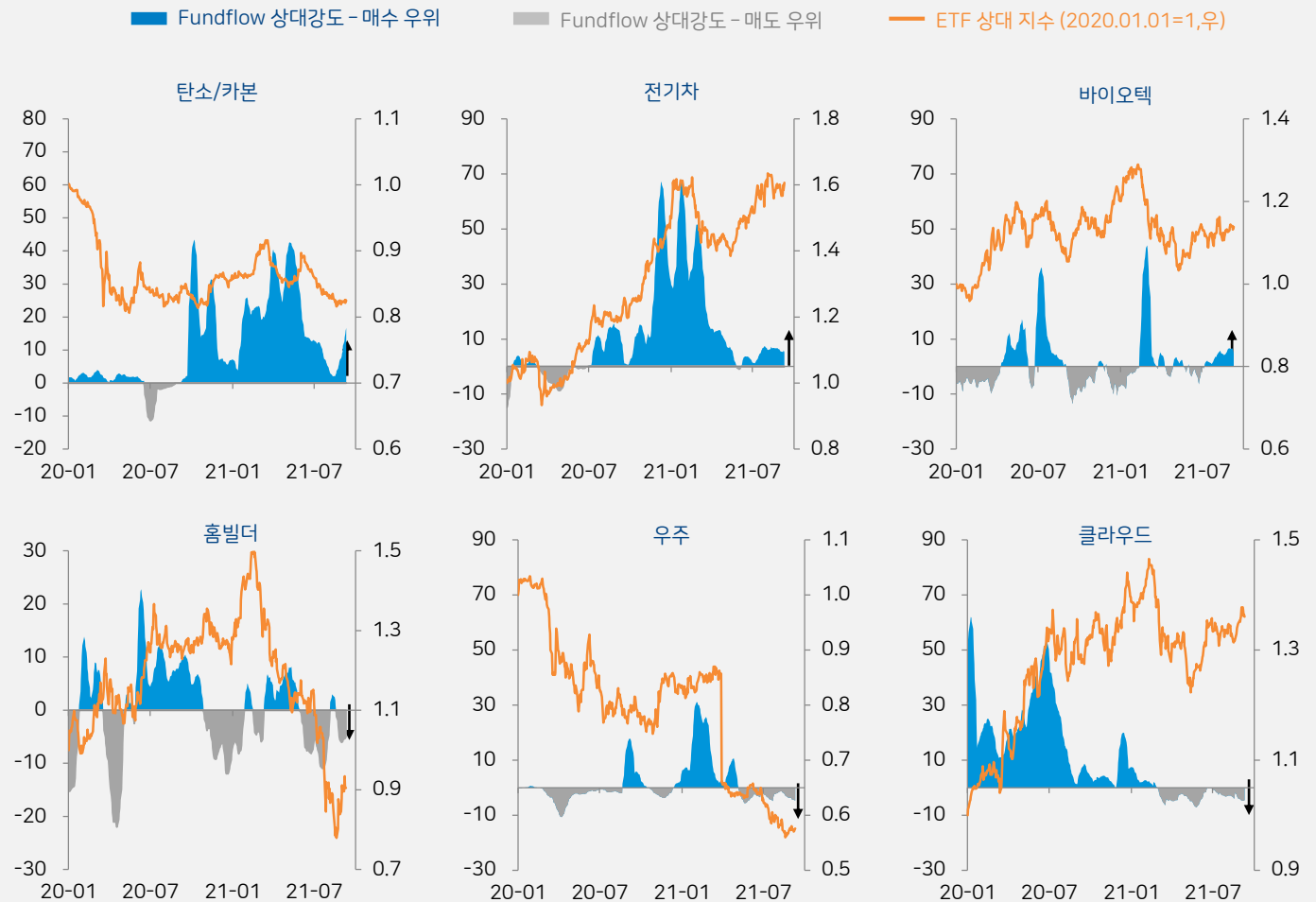
- 테마틱 ETF를 분석한 결과, 탄소/카본 관련 ETF에 대한 자금 유입이 계속 강한 것으로 나타났다. 아울러 전기차/배터리, 바이오텍 ETF로 자금이 유입되고 있다. 이에 반해 홈빌더, 우주, 클라우드 ETF에서 자금이 유출되고 있는 것으로 나타났다. 리오픈 업종의 단기 시그널이 플러스 반전한 것에 주목할 필요가 있다

22

성장주와 가치주 내에 여러 테마틱 ETF를 분석한 결과 계속해서 탄소/카본, 전기차, 바이오텍 관련 ETF가 선호되고 있는 것으로 나타났다

섹터	A	B
탄소/카본	16.7	13.4
전기차	5.2	-1.8
바이오텍	4.5	-1.1
사이버보안	3.4	0.4
혁신기업	1.8	3.4
자율주행	1.4	-9.7
인프라	0.9	-1.3
블록체인	0.4	3.9
5G	-0.8	-0.7
FAANG	-0.9	0.7
로봇/AI	-1.4	2.7
핀테크	-2.4	0.5
항공/여행/호텔	-3.4	4.4
이커머스	-3.4	6.9
신재생	-3.6	1.2
클라우드	-4.6	-1.1
우주	-4.8	-2.3
홈빌더	-4.9	-4.0

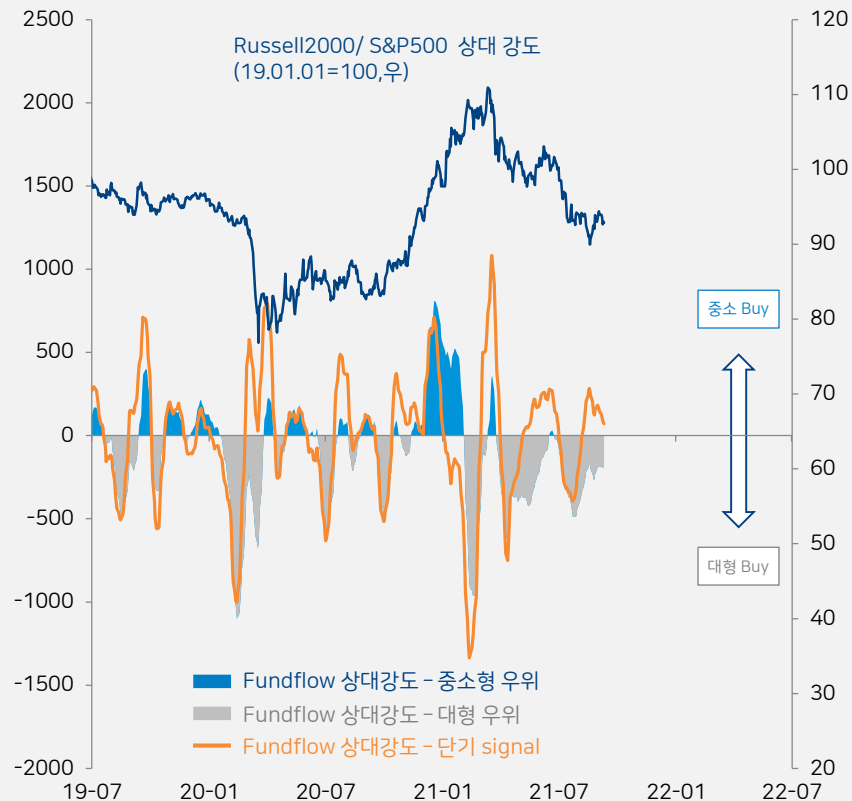
A : 테마틱 ETF fundflow의 3개월 유입 강도의 시장대비 상대 강도  
 B : 테마틱 ETF fundflow의 1개월 유입 강도와 3개월 유입 강도의 차이. 이것의 시장 대비 상대강도



## 5. 중소형 vs 대형 : 중소형주 성과가 약화되었다

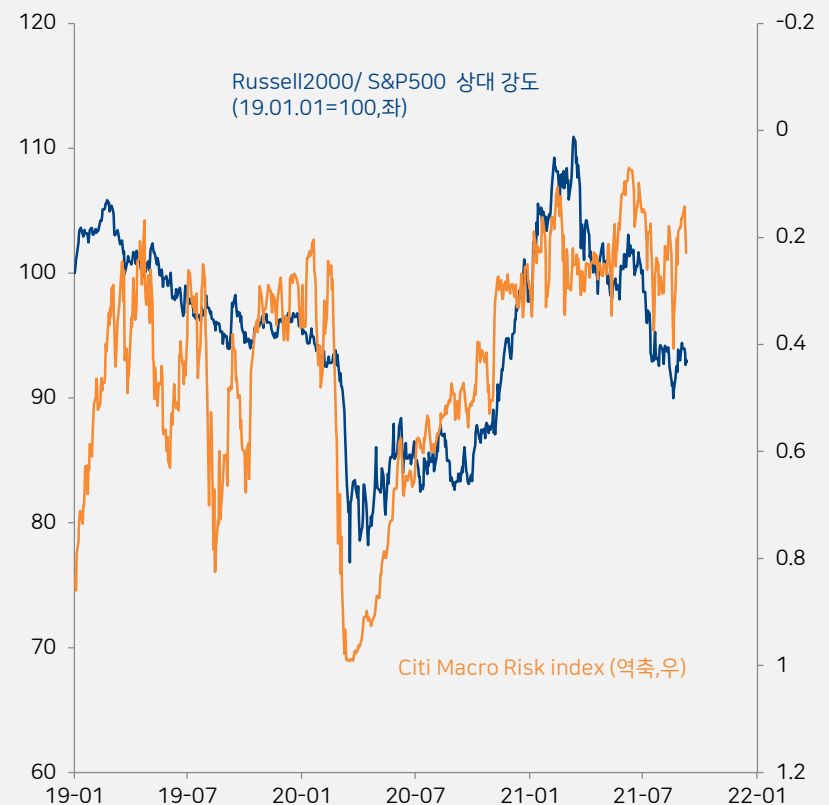
- 그나마 조금 반등하던 중소형주의 상대 성과가 다시 대형주를 하회하였다. 이는 지난 본고에서도 언급했듯이 미국을 비롯하여 코로나19가 계속 확산되고 있기 때문에 진정한 Risk-on이 쉽지 않기 때문인 것으로 판단된다
- 사실 지난 겨울 미국에서 코로나19가 크게 확산되는 동안 중소형주의 엄청난 강세가 있었는데, 그 때는 코로나19 초기에 중소형주의 주가가 워낙 급락하였고, 그러한 낙폭 과대에 대한 매수가 있었기 때문이었다. 당사는 당분간 Size factor가 주가에 대한 중요한 결정 요인이 아니라고 보고 있다

23 중소형주에 대한 단기 시그널이 상승하던 것이 꺾였다. 또한 주가도 다시 대형주가 중소형주를 상회하였다



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

24 이는 지난 본고에서도 언급한 바와 같이 코로나19가 전세계적으로 확산되는 상황 이라서 본격적인 Risk-on이 쉽지 않기 때문인 것으로 판단된다

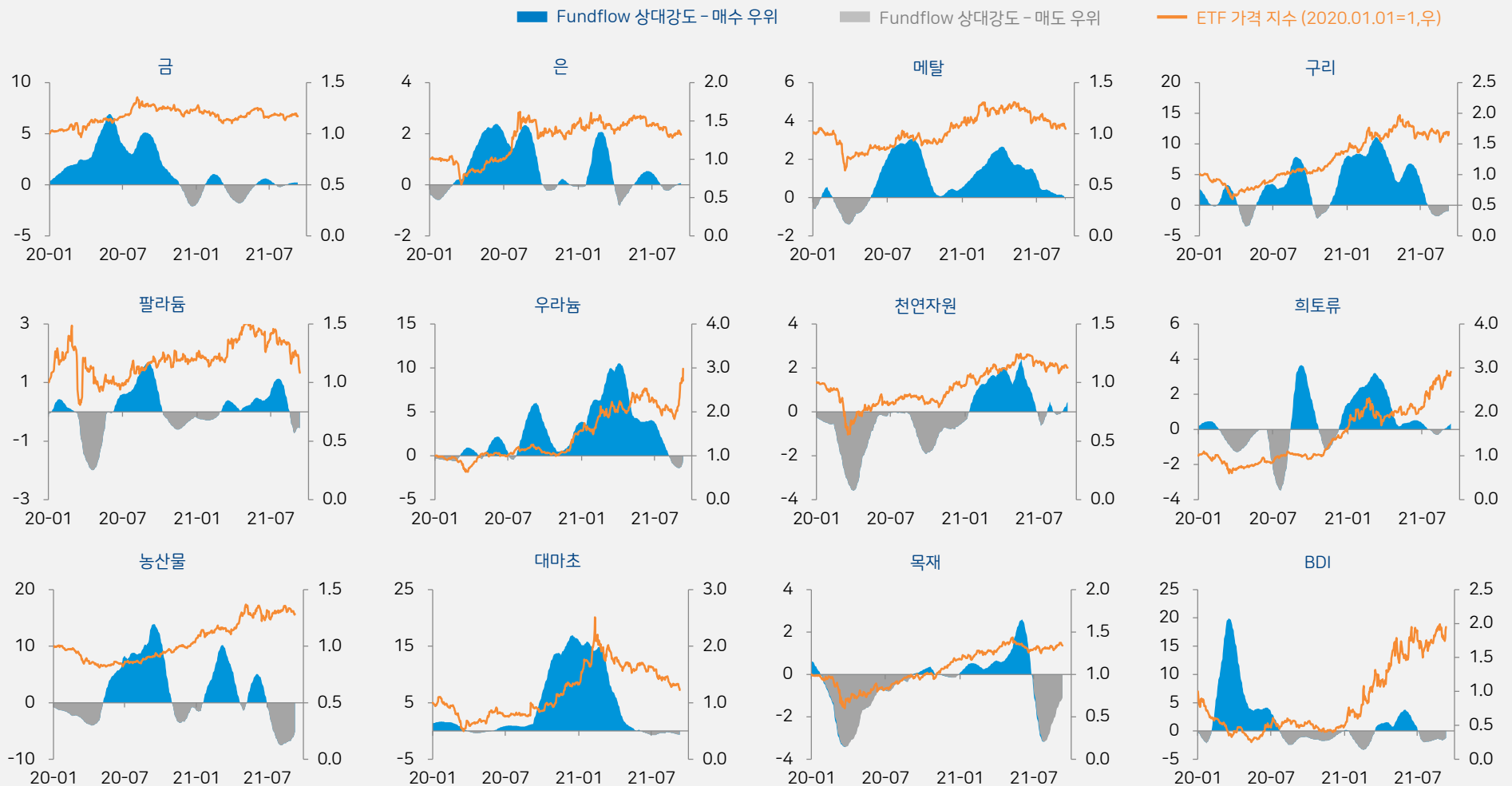


## 6. 원자재 : 변동성이 커지는 양상

- 원자재가 품목마다의 가격 추이가 다르게 나타나고 있다. 메탈에서 알루미늄, 니켈 등의 강세, 천연가스의 강세, 추락했던 통나무 가격의 강세 등이 나타나고 있으나, 반대로 농산물, 귀금속, 대마초 등의 약세가 지속되고 있다. 우라늄의 급등에 주목할 필요가 있다

25

원자재가 품목마다 가격 추이가 다르게 나타나고 있다. 알루미늄, 니켈, 천연가스, 통나무, 우라늄 등의 강세에 주목할 필요가 있다



## Compliance Notice

---

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

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