

목차

- I. ETF가 주도하는 시장 상승과 Risk ..... 1
  - 1. ETF가 주도하는 시장 상승
  - 2. 빠른 속도와 쏠림에 대한 불편함
  - 3. 장기 투자자를 위한 조언
- II. 프랑스 대선, 유럽 정치 Risk 점검 ..... 8
  - 1. 국가주의(Nationalism)와 이민자 문제
  - 2. 프랑스 대선과 “르펜 리스크”
  - 3. 9월 독일 총선
  - 4. 이탈리아 총선
- III. 밸류에이션 갭을 이용한 전략: 유럽은 정말 싸가? ..... 20
  - 1. 유럽은 정말 싸가?
  - 2. 유럽과 미국의 밸류에이션 비교
  - 3. 밸류에이션 갭을 이용한 투자전략
- ETF 수익률 – Winner & Loser ..... 31
- ETF Technical Ranking ..... 34

ETF가 주도하는 시장: 리스크 점검

ETF가 주도하는 시장 상승과 Risk

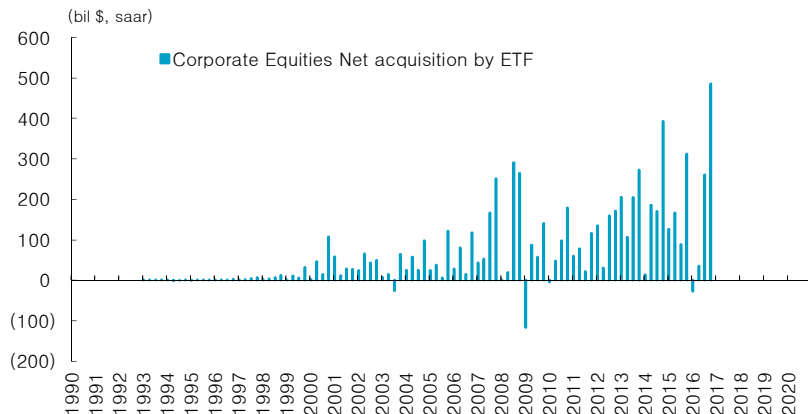
2016년 4분기에 ETF의 주식 매수가 사상 최대를 기록했다. 액티브에서 패시브로의 자금이동은 대세지만 최근의 빠른 속도는 부담이다. ETF가 액티브펀드보다 밸류에이션에 덜 민감하다는 점에서 ETF가 주도하는 상승은 위험 요인을 내포하고 있다. 쏠림도 문제다. 대부분 ETF는 시가총액 가중방식 주가지수를 단순 추적하는 상품이기 때문에 ETF로 자금유입이 많아질수록 단순히 시가총액이 큰 주식으로 더 많은 돈이 몰리게 될 위험이 있다. S&P500 동일가중의 S&P500 대비 상대강도, KRX100 동일가중의 KRX100 대비 상대강도, KOSDAQ의 KOSPI 대비 상대강도는 모두 최근 몇 년 이래 가장 낮은 수준으로 하락했다. 오름세가 지속되기 위해서는 건전한 조정이나 상승 종목의 확산이 필요할 것으로 판단된다.

유럽 정치 Risk 점검, 밸류에이션 갭을 이용한 유럽 투자전략

4월에 프랑스 대선이 있다. 시장이 우려하는 르펜의 대통령 당선 가능성은 높지 않을 것으로 판단한다. 대선 이후 우려가 해소된다면 정치 우려에 대한 디스카운트 축소로 시장은 긍정적으로 반응할 수 있다. 유럽 주가는 미국과 비교하면 역사상 가장 낮은 수준이다. 하지만 그것만으로는 유럽이 싸다는 근거가 될 수 없다. 유럽 주가가 미국 대비 정말 싸가를 판단하기 위해 유럽과 미국의 업종 구성을 동일하게 맞춰 밸류에이션 차이를 비교하고, 이를 투자전략에 적용한 결과, 상당히 긍정적인 성과를 거둘 수 있었다. 3월 초 기준으로 유럽은 미국보다 여전히 상당히 싼 상황이다.

- KOSDAQ150 ETF → KODEX, TIGER, KINDEX 코스닥150 ETF, 레버리지 ETF
- 유럽투자 ETF → VGK, EZU, FEZ, EWQ, EWG

미국, ETF의 주식 매수 추이 (Quarterly, SAAR)



자료: Financial Accounts of the United States, Federal Reserve

강승철 3276-6181  
sckang@truefriend.com

김영민 3276-6194  
ymkim@truefriend.com

## I. ETF가 주도하는 시장 상승과 Risk

### 1. ETF가 주도하는 시장 상승

2016년 4분기  
ETF 주식 매수 사상 최대

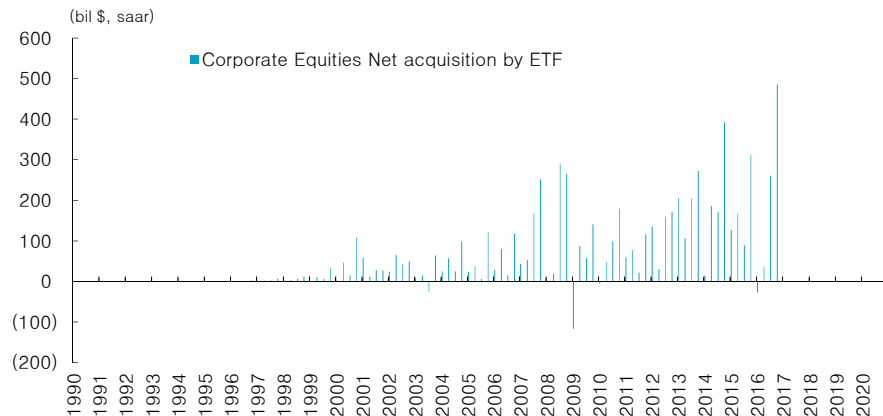
“Financial Accounts of the United States”는 연준이 매 분기 발표하는 보고서로 정부, 가계(Households), 비 금융기업, 금융기관 등 미국 내 모든 경제 주체들의 자금 유출입(Flow of Funds) 추이와 재무상태 현황(Balance sheets)을 담고 있다. 보고서는 200페이지에 달하는 뽁뽁한 표와 데이터로 구성되는데, 이를 통해 특정 경제 주체의 재무 건전성뿐만 아니라 새로운 경제 트렌드 및 금융상품의 발달, 부의 구성의 변화 등을 유추할 수 있다.

지난 3월 9일 2016년 4분기까지의 데이터를 정리한 보고서가 발간됐는데, 방대한 표와 자료 중에 주목해야 할 데이터가 하나 있다. 바로 미국 주식시장에서 누가 주식을 사고 있는지, 주식의 수요(demand) 주체에 대한 것이다.

데이터를 보면 뮤추얼펀드는 2015년 4분기부터 2016년 4분기까지 5분기 연속 주식을 팔았다. 이 기간 동안 미국기업 주식에 대한 순매도 금액은 1,510억 달러에 이른다. 반면 ETF는 같은 기간 2,660억 달러의 주식을 순매수했다. 작년 4분기에는 연율로 환산해 4,850억 달러(분기\*4)의 주식을 순매수하면서 사상 최대를 기록하기도 했다[그림 1].

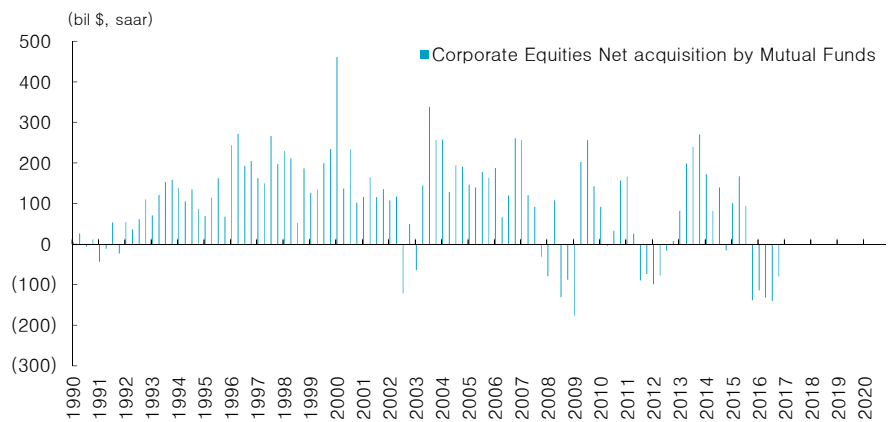
미국시장에서 작년 한 해 동안 ETF는 주식의 최대 매수 주체였다. 뮤추얼펀드 외에 보험사, 연기금 등 여타 기관투자자들 모두 주식을 팔았다. 외국인(Non US resident)도 2015년과 2016년에 주식을 파는 주체(net-seller)였다.

[그림 1] 미국, ETF의 주식 매수 추이 (Quarterly, SAAR)



자료: Financial Accounts of the United States, Federal Reserve, 계절조정 연율화

[그림 2] 미국 - 뮤추얼 펀드의 주식 매수 추이 (Quarterly, SAAR)



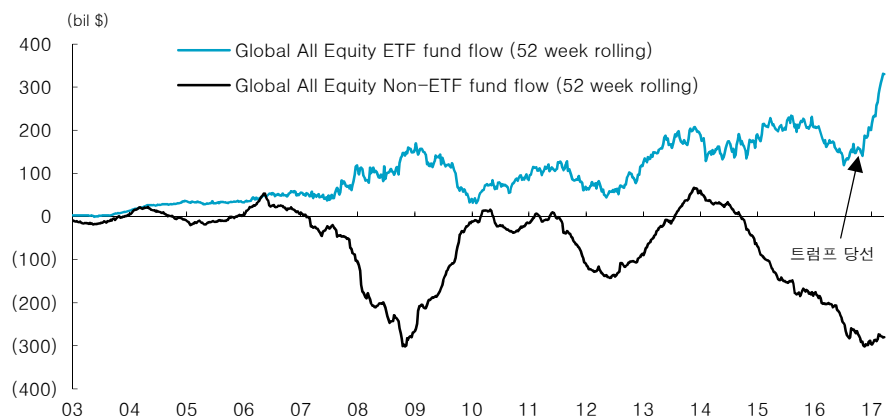
자료: Financial Accounts of the United States, Federal Reserve, 계절조정 연율화

**트럼프 당선 이후  
ETF로 자금유입 급증**

ETF의 주식 매수가 증가한 것은 ETF로 자금이 유입되기 때문일 것이다. 마찬가지로 액티브 펀드가 주식을 파는 건 펀드에서 자금이 계속 빠져나가기 때문이다. 이러한 현상, 즉 액티브 펀드에서 돈이 빠져 패시브펀드(ETF)로 가는 것은 미국뿐 아니라 글로벌리 공통적으로 나타나고 있다.

EPFR에 따르면 최근 1년 동안 글로벌 전체 주식형 액티브펀드에서는 2,800억 달러의 자금이 순유출된 반면 ETF로는 3,300억 달러가 순유입됐다<sup>1</sup>. 최근 1년간 글로벌 주식형 ETF로의 순유입액 역시 사상 최대 수준이다. 액티브에서 패시브로의 자금이동은 이미 수년 전부터 계속되고 있는 트렌드이지만 특히 작년 트럼프 당선 이후 ETF로의 유입 속도가 급격히 빨라졌다[그림 3].

[그림 3] 미국 - 뮤추얼 펀드의 주식 매수 추이 (Quarterly, SAAR)



자료: EPFR, 한국투자증권

<sup>1</sup> 3/22일 기준, 최근 52주 순유입 합계

## 밸류에이션에 덜 민감한 투자자

### 2. 빠른 속도와 실패에 대한 불편함

ETF로의 자금 이동은 정보 접근의 용이성, 기술 발달과 가격 하락, 점점 스마트해지는 개인 등과 같은 구조적인 요인들이 그 배경으로 작용하고 있다. 그러나 가장 결정적인 원인은 액티브펀드의 성과 부진이다. Citi research의 최근 자료에 따르면 미국에서 최근 5년간 시장을 이긴 액티브펀드는 전체의 10%에 불과했다. 90%가 시장수익률을 따라가지 못했다는 얘기다. 부진한 성과와 함께 액티브펀드의 상대적으로 높은 비용과 ETF의 낮은 비용도 자금 이탈의 또 다른 원인이 되고 있다.

대세는 거스를 수 없다 해도, 최근의 속도는 불편하다. 그리고 이런 빠른 속도에 불편함을 느끼는 게 필자 혼자 만든 아닌 것 같다. Yardeni Research의 Ed Yardeni는 ETF가 전통적 투자자인 액티브펀드보다 밸류에이션에 덜 민감하다는 점을 지적하고 있다. 필자 역시 이런 시각에 동의한다.

액티브펀드는 패시브펀드보다 주식의 밸류에이션에 더 민감하다. 액티브펀드를 운용하는 펀드매니저들은 상대적으로 비싸 보이는 주식을 피할 것이다. 물론 시장 상황에 따라 어떤 때는 비싼 주식이 오히려 인기를 끌기도 한다. 하지만 통상적인 경우, 그리고 중장기적 투자 시계를 가진 매니저에게 특정 주식의 밸류에이션은 주식을 사고 파는 데 있어 중요한 판단 기준 중 하나가 된다.

상대적으로 패시브펀드는 주식의 싸고 비싸고를 따지지 않는다. 스마트베타 등 일부 다른 유형의 ETF가 있기는 하지만, 거의 대부분의 주식 ETF는 시가총액 가중 방식으로 산출되는 주가지수를 단순하게 추적하는 상품이다. ETF로 유입되는 자금이 많아질수록 단순히 시가총액이 큰 주식에 더 많은 돈이 몰리게 될 위험이 있다.

시장의 쏠림 현상 심화

이와 관련해 최근 미국시장에서 오르는 종목이 계속 오르는 쏠림 현상이 나타나고 있는 점은 주목할 부분이다. 아래 [그림 4]는 S&P500 동일가중(EW)지수의 S&P500 대비 상대강도 추이를 나타낸 것인데, 최근 3월 초에 상대강도가 급락하면서 RSI가 30 이하로 떨어졌다. 이는 기술적인 과매도(oversold)를 시사하는 것으로 상대강도 하락세가 심했다는 뜻이다.

시장은 오르는데 동일가중지수 상대강도가 하락하는 건 쉽게 얘기하면 하락종목 수가 상승종목 수보다 많다는 뜻이다. 기술적으로는 Market Breadth가 좋지 않다고도 하는데, 이 역시 시장 오름세가 몇몇 종목들에 쏠려있다는 의미이다. 더구나 S&P500은 대형주(Large cap)만으로 구성되는 지수다. 동일가중지수 상대강도가 하락한다는 건 대형주 중에서도 초대형주들이 시장(S&P500) 상승을 주도하고 있다는 의미가 된다. 과거 상대강도의 RSI가 30을 하회했던 경우는 3차례 있었는데, 이후 주식시장은 공통적으로 5~10%의 조정을 보였다<표 1>.

[그림 4] S&P500 동일가중(EW) vs S&P500 상대강도 - RSI 30 하회



자료: Stockcharts.com, 한국투자증권

<표 1> S&P500 동일가중(EW) vs S&P500 상대강도 - RSI 30 하회 이후 S&P500 수익률

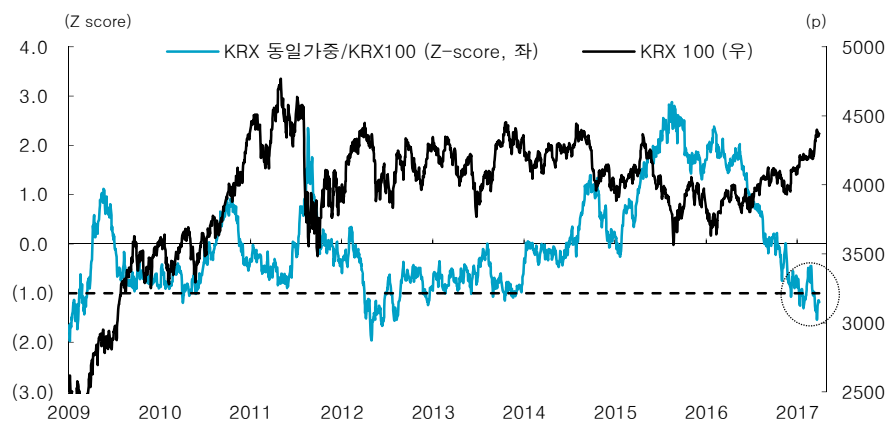
DATE	S&P500 (p)	S&P500 지수 수익률						
		1w	2w	3w	4w	3M	6M	12M
2011-07-26	1331.9	-9.9%	-9.6%	-11.6%	-11.9%	-7.7%	2.5%	8.5%
2014-09-22	1994.3	-2.4%	-4.4%	-2.7%	0.0%	3.4%	6.0%	4.3%
2015-07-15	2107.4	-1.3%	-0.7%	-1.1%	-10.2%	-0.9%	-9.0%	2.6%
2017-03-10	2372.6	-1.2%	-0.2%					

자료: 한국투자증권, Stockcharts.com

이런 쏠림 현상은 한국도 마찬가지다. 코스피와 코스닥을 포함해 시총 상위 100개 대표종목으로 구성하는 KRX100의 동일가중지수 상대강도는 최근 2012년 이후 가장 낮은 수준으로 하락했다[그림 5].

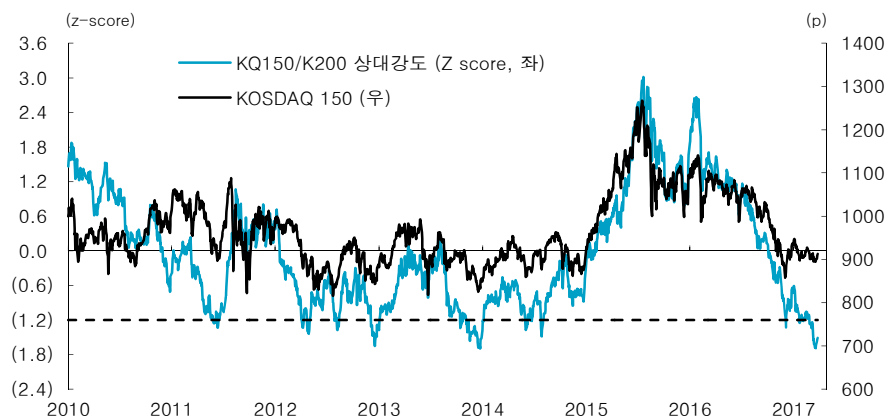
시장이 오르는 와중에 몇몇 종목들만 강세를 보이는 상태가 오랫동안 지속되면 상승 지속성과 관련해 부정적이다. 오름세가 지속되기 위해선 건전한 조정이나 상승종목의 확산이 필요하다. 동일가중지수 상대강도와 비슷하게 코스닥의 코스피에 대한 상대강도 역시 역사적 바닥권이다. KOSDAQ150 지수의 KOSPI200 대비 상대강도는 지지난주에 -1.7 표준편차까지 하락했는데, 이는 2013년 말의 사상 최저치와 같은 수준이다[그림 6].

[그림 5] KRX100 동일가중(EW) vs KRX100 상대강도 - 2012년 이후 최저



자료: wisefn, 한국투자증권

[그림 6] KOSDAQ150 vs KOSPI200 상대강도 추이 - Historic Low



자료: wisefn, 한국투자증권

**밸류에이션은 싸지 않다**

**3. 장기 투자자를 위한 조언**

ETF Rush에 힘입어 주식시장의 밸류에이션은 Historic High에 근접하는 수준으로 상승했다. MSCI ACWI(전세계) 12개월 포워드 PER은 최근 16.3배 수준인데, 금융위기 이후로는 2015년 4월 16.5배까지 상승했던 것을 제외하면 가장 높다.

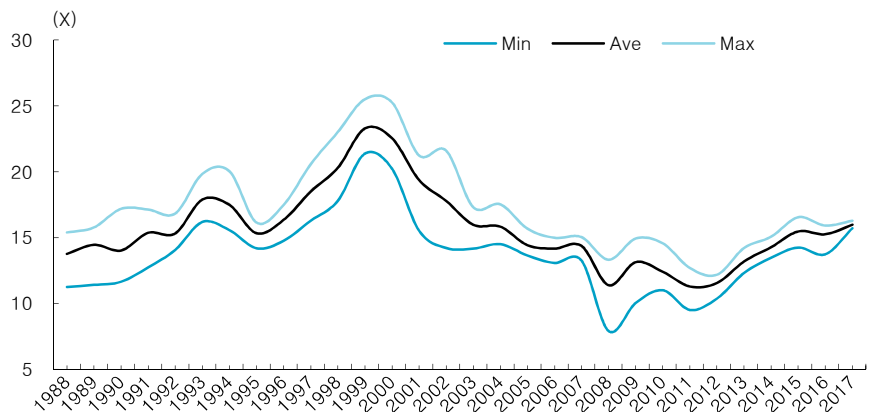
올해 전세계 이익(EPS)은 전년대비 12.6% 증가할 것으로 컨센서스가 형성돼 있는데<sup>2</sup>, 올해를 포함해 최근 7년간 이익 증가율이 평균 2.3%라는 점을 감안하면 16.3배의 밸류에이션은 낮다고 보기 어렵다. [그림 7]에서 ACWI PER은 이익 부진에도 불구하고 금융위기 이후 지속적으로 높아졌는데, 저금리와 QE 정책의 영향으로 봐야 할 것이다.

주식시장은 밸류에이션이 높다는 이유만으로 조정을 보이진 않는다. 이익 증가세가 지속되는 한 높은 밸류에이션에도 불구하고 오름세가 지속될 수 있다. 최근 글로벌 증시 상승에는 세 금 감면, 규제완화, 인프라 투자 확대 등 트럼프가 약속한 정책에 대한 기대감이 크게 작용하고 있는데, 이런 정책들이 시행된다면 이익 증가와 함께 밸류에이션이 낮아질 수도 있다.

그럼에도 불구하고 높은 밸류에이션은 부담이 된다. 글로벌 랠리의 주도주라고 할 수 있는 미국 증시의 현재 밸류에이션은 어떤 방식으로 측정해도 싸지 않다[그림 8]. 이러한 밸류에이션 상승을 ETF가 주도하고 있다는 것은 또 다른 위험요인이다.

Yardeni의 표현대로 우리는 ETF가 주도하는 Melt-up 장세를 보고 있는 것일 수 있다. 그러나 ETF 자금이탈을 유발하는 트리거가 발생하면 주식시장은 상당한 조정을 겪을 공산이 크다. 당장 조정이 오지 않는다 하더라도 분명한 것은 밸류에이션을 따지는 장기 투자자에게 지금은 시장에 뛰어들기에 다소 늦은 감이 있어 보인다는 점이다.

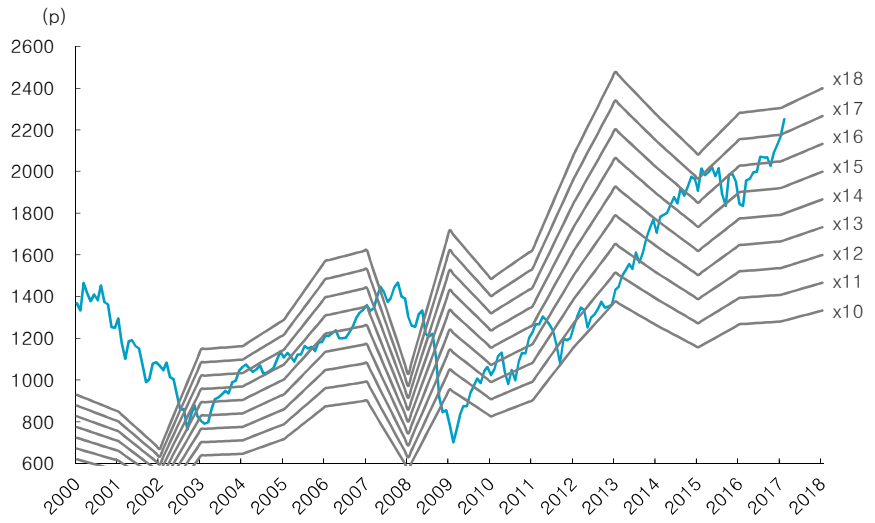
**[그림 7] MSCI ACWI, 12개월 Fwd PER - 연도별 최고, 평균, 최저 추이**



자료: Thomson I/B/E/S, 한국투자증권

<sup>2</sup> 3/17일 기준

[그림 8] MSCI US, 12개월 Fwd PER 밴드



자료: Thomson I/B/E/S, 한국투자증권

## II. 프랑스 대선, 유럽 정치 Risk 점검

### 1. 국가주의(Nationalism)와 이민자 문제

유럽의 정치 리스크에  
쏟린 관심

글로벌화(Globalization)와 국가주의(Nationalism)의 뚜렷한 대립구도가 나타나고 있다. 브렉시트와 트럼프의 대통령 당선을 겪으며 세계는 지금까지 글로벌화를 통해 허물어 왔던 국가 간 장벽을 다시 세우고 자국의 이익을 우선하자는 국민들의 의지를 확인했다. 다음은 유럽이다. 2017년 유럽은 브렉시트의 구체화, 3월 15일 네덜란드 총선, 4~5월 프랑스 대선, 9월 독일 선거, 이탈리아 조기 총선 등 정치일정이 집중돼 있다. 그리고 주요 국가들에서 반(反)-EU, 반(反)-기득권 정당들이 강세를 보이며 현 유럽체제의 붕괴 가능성을 높이고 있다.

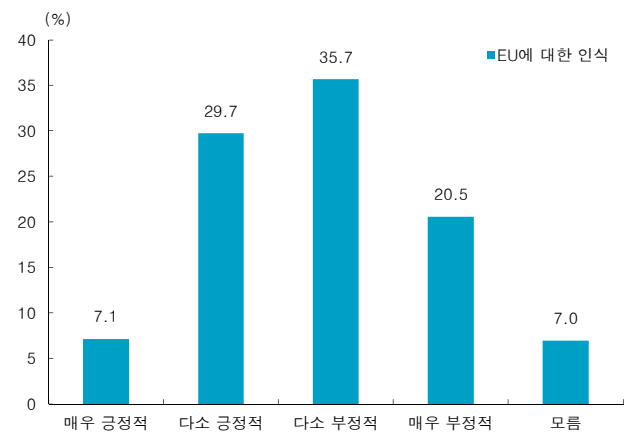
올해로 유럽연합은 60주년을 맞지만 아무도 축하할 수 없는 분위기다. 과거 소련 연방 11개국을 포함하며 성공적인 민주화를 이끌고, 부의 불평등이 만연한 시기에 세계에서 가장 낮은 소득 격차를 자랑했지만 현재의 유럽연합을 바라보는 시선은 그리 긍정적이지 않다. 브렉시트, 이민자 문제와 유로화 사용에 대한 회의적 시각, 이탈리아 부채 문제 등이 불거지며 경제공동체제의 지속성에 대한 의구심은 커져가고 있다. 당장 올해 선거를 통해 극우 정치세력이 기득권 정당을 대체하지 못한다고 해도(우리는 그럴 가능성이 높을 것으로 판단한다), EU의 변화가 필요한 시점이다.

[그림 9] 유럽연합 내 갈등 고도화



자료: Google, 한국투자증권

[그림 10] EU에 대한 시각은 부정적



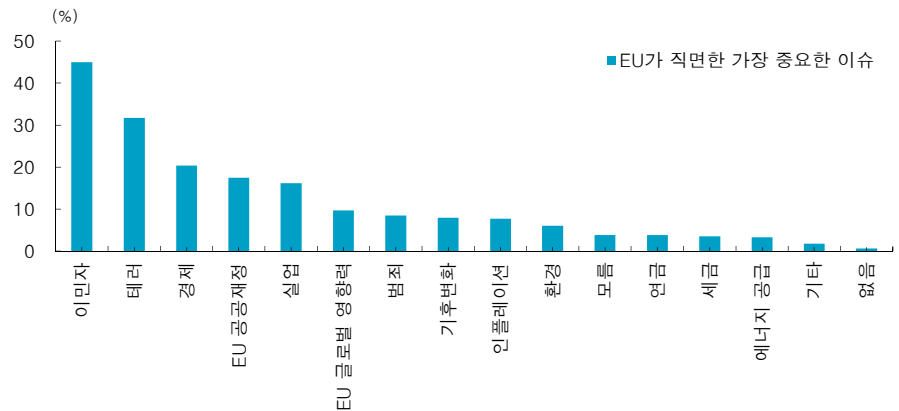
자료: Eurobarometer, 한국투자증권

유럽의 이민자 문제,  
peak는 지난 듯

이민자 문제는 유럽연합이 해결해야 할 가장 중요한 이슈다. 실제로 유럽인들은 EU가 직면한 가장 중요한 두 가지 이슈로 이민자 정책과 테러를 꼽았다[그림 11]. 1985년 생겐조약<sup>3</sup> 체결 이후 과거 유럽연합의 눈부신 성장에는 이민자의 뒷받침이 있었지만, 최근 이민자를 바라보는 시선은 곱지않은 않다.

<sup>3</sup> 유럽 내의 국경을 허물어 사람과 제품의 자유로운 이동을 약속한 조약

[그림 11] EU를 둘러싼 가장 중요한 이슈 - 이민자와 테러



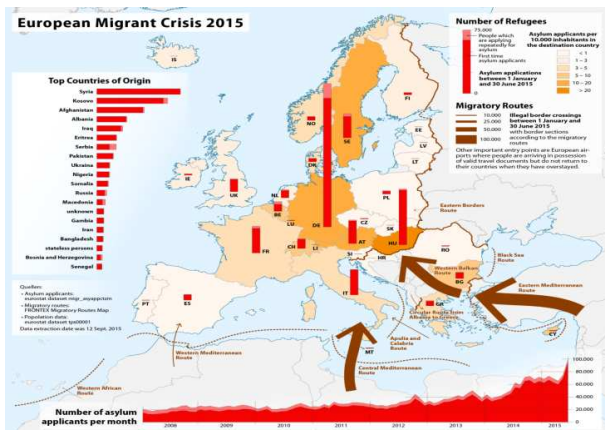
자료: Eurobarometer, 한국투자증권

글로벌 금융위기 이후 유럽국가들의 실업률이 급격히 상승한 가운데 이민자가 꾸준히 증가하자 유럽은 지속적인 이민자 수용에 의구심을 품기 시작했다. 반 이민자 정서는 특히 2015년 유럽 난민사태를 맞으며 정점을 찍었는데, 중동과 아프리카 지역의 내전과 혼란 속에 지중해와 남동 유럽을 통해 유입되는 난민이 급증하며 유럽연합 국가들의 갈등이 빚어졌다.

유럽연합은 불법 이민자 통제를 위한 국경순찰대 예산 증액, 새로운 난민 할당제 수립 등을 통해 대처했지만 난민을 수용하는 국가와 거부하는 국가간 갈등이 심화됐다. 특히 독일, 스웨덴, 프랑스, 이탈리아가 수용하는 망명자 수가 전체의 3분의 2 이상에 이르자 국가간의 균등한 난민수용을 주장하는 목소리가 커졌다.

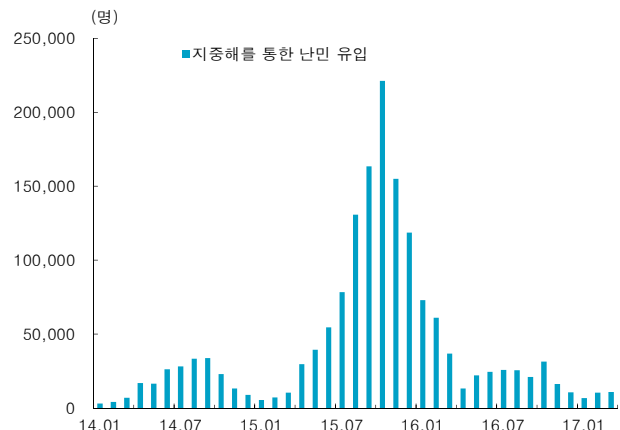
유입되는 난민 중 혼란을 틈타 IS대원들이 잠입해 유럽에 테러가 빈번해진 것도 문제다. 이에 따라 중동국가의 난민 수용에 대한 여론이 악화됐고, 난민 수용을 테러 증가로 인식하며 반난민, 반무슬림 여론이 증폭됐다. 친 이민정책을 주장하는 정치인들이 비난의 중심이 되는 와중에 강경한 반 이민정책을 외치는 극우 정치인들이 지지를 얻고 있는 이유다. 다만 이민자 문제와 관련해 한 가지 다행스러운 것은 2015년을 peak로 유럽에 유입되는 난민이 감소하고 있다는 점이다[그림 13].

[그림 12] 지중해를 통해 유입되는 난민



자료: Google, 한국투자증권

[그림 13] 2015년을 peak로 난민 유입 감소



자료: UNHCR, 한국투자증권

## 2. 프랑스 대선과 “르펜 리스크”

### 프랑스 대선 방식, 일정

유럽은 3월 15일 네덜란드 총선에서 극우자유당(PVV)이 집권당에 패배하며 정치 리스크에 대한 우려가 일부 완화됐지만 여전히 리스크는 남아있다. 당장 4월에는 네덜란드보다 중요한 프랑스 대선이 예정돼 있다.

프랑스는 우리나라와 다르게 결선투표제를 시행하는데, 1차 투표에서 50% 이상의 득표율을 기록한 후보가 없으면 상위 득표자 2명이 다시 2차 결선투표를 통해 최종적으로 대통령을 결정하게 된다. 대선 1차 투표는 4월 24일, 2차 결선투표는 5월 7일이다.

〈표 2〉 2017년 프랑스 선거 일정

구분	날짜	비고
프랑스 대선 1차 투표	2017년 4월 24일	단일 후보 과반수 이상 득표 시 2차 투표 없이 당선 확정
프랑스 대선 2차 투표	2017년 5월 7일	1차 투표 상위 득표자 2명 대상 재투표
국회의원 선거	2017년 06월 11일	
국회의원 선거	2017년 06월 18일	

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 프랑스 대통령 후보별 정책 공약

	마린 르펜	에마뉘엘 마크롱	프랑수아 피용
소속당	국민전선(Front National)	전진당(En Marche!)	공화당(Republican)
특징	‘프랑스의 트럼프’	노르딕 경제모델, 중도성향	‘대처리즘’, 카톨릭 보수성향
이민	<b>강력한 반이민정책</b> - 무허가 이민자 거주 합법화 불허 - 시민권 취득 조건 강화(출생시민권 폐지) - 이민자 수용인원 연 10,000명으로 축소 (80% 감축) - 무상복지(교육, 의료 등) 혜택 대상자 프랑스 거주자(residents)에서 자국민(citizens)으로 축소 - 외국인 고용 시 특별세(임금의 10%만큼 기업에 부과)	<b>친이민정책 찬성</b> - 난민 요청은 6개월 내에 처리 - 반세속주의 - 독일의 “open-door policy” 지지	<b>반이민주의</b> - 쟁점 조약 재검토 - 유럽의 국경경비대 필요성 강조 - 이민자 수용 할당 인원 수 프랑스 국회 재량으로 변경 - 이민자 권리 제한
경제	<b>프랑스 우선주의</b> - 2018년 경제 성장률 목표치 2%, (프랑스 은행의 전망치는 1.4%). 5년 임기 후 매년 2.5% 성장률 목표 - 법적 근무시간 현행 주당 35시간 유지 - 자국 통화(Franc) 사용 추진	<b>기업친화적</b> - 법인세 현 33%에서 25%로 인하 - 현재 주당 35시간 법적 근무시간은 유지하되, 실질 근무시간 관련 협상권은 기업에 부여 - 올랑드 정부의 임금 세제혜택 유지	<b>공급중시 경제학(Supply-side Economics)</b> - 공무원 근무시간 39시간으로 연장, 민간 기업은 근로기준법상 근무시간 폐지 - 법인세 25%로 인하(현 33%) - 고용과 해고 절차 간소화를 통해 노동시장 유연성 제고
유럽연합	<b>강력한 Eurosceptic</b> - 선거 직후 6개월 동안 EU 회원국들과의 협상을 통해: 1) 프랑스 Franc화 사용, 2) 자유국경 지역 폐지, 3) EU 예산법 폐지 - 6개월 안에 르펜의 제안이 수용되지 않으면 EU 탈퇴 국민투표 진행	<b>European Dream의 재건</b> - EU의 문제점, 몇몇 규제에 대한 수정 필요성 공감, 하지만 EU 탈퇴 반대 - 독일과 함께 EU 투자 계획 협의, 유럽 경제 회복 약속 - Protective Europe: 연합 차원에서 외국기업의 유럽 주요산업 인수를 저지하는 장치 구축	<b>Pro-EU, 하지만 개혁은 필요</b> - 유럽연합 집행위원회의 권력 축소, 이사회 확대 - “유럽연방(Federal Europe)”의 꿈을 버리고 실용적인 EU 구축
공공지출	<b>긴축재정 반대, 복지혜택 확대</b> - 기업 탈세, EU 정책 협상, 이민 정책, 행정개혁을 통한 정부지출 절약으로 가계 조세감소, 복지 혜택 확대	<b>Nordic Economic Model</b> - 재정적자 한도 EU 권고사항 준수(GDP 3%이내) - 2022년까지 재정지출 600억 유로 축소 - 공공부문 일자리 12만개 감축 - 5년 동안 500억 유로 투자하여 취업교육, 녹색 경제로 전환	<b>정부의 역할 축소</b> - 공공지출 5년 동안 1,000억 유로 감소 - 2022년 재정적자 0 목표 - 공공부문 일자리 50만개 축소
무역	<b>보호무역주의</b> - 자국 기업만을 통한 공공조달 - 3% 수입세 부과 - 무역협정 탈퇴(TTIP, CETA 등)	<b>자유무역주의</b> - 국경 없는 자유로운 무역 추구 - 미국이 자국중심의 무역, 세금 정책을 통해 자국기업에 위협할 시 대응	<b>친자유시장</b> - 기업친화적인 성향으로 자유무역주의 찬성 간주, 세부적인 정책공약은 없음

자료: 각종 언론, 한국투자증권

## 관건은 마린 르펜의 대통령 당선 가능성

프랑스 대선의 최대 관건은 극우정당 국민전선(Front National)의 마린 르펜의 대통령 당선 가능성이다. ‘프랑스의 트럼프’라고도 불리는 르펜은 난민수용 금지, EU 탈퇴, 프랑화 재사용 등 자국주의 정책을 공약으로 내세우며 반기독교 세력을 결집하고 있다. 르펜은 유로화가 독일에서 15% 저평가되어 있으나 프랑스에서는 6% 고평가되었다 언급하며 EU 가입은 프랑스 경제에 악영향을 미친다고 주장한다. 프렉시트(Frexit), 프랑스의 EU 탈퇴를 주장하는 주된 이유이다.

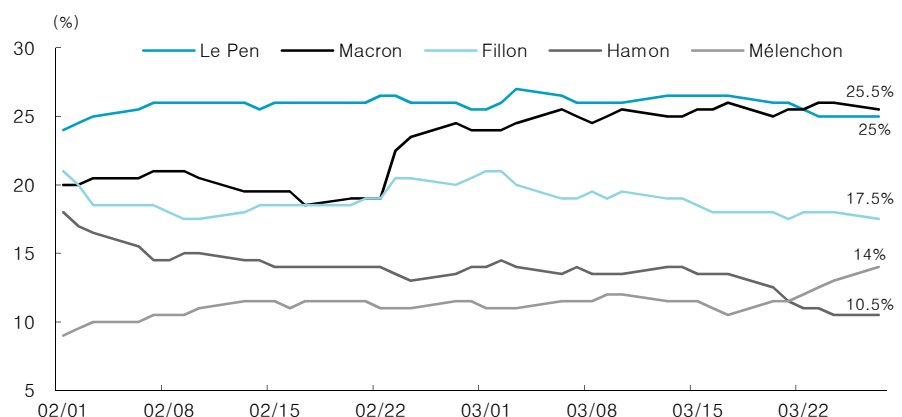
이에 맞서는 후보는 프랑스 경제장관 출신의 엠마뉼 마크롱이다. 마크롱은 EU 내 프랑스 지위와 유로화의 구조적 문제에 대한 변화의 필요성은 느끼지만, 기본적으로 EU 경제공동체를 지지한다. 프랑스 경제 취약성의 근본적 문제점을 EU가 아닌 경직된 노동시장과 과세 체계 등 프랑스의 경제구조에서 찾고 해결방안을 제시하고 있다. 대표적인 공약으로 주당 35시간 근무제 폐지, 법인세 인하(현 33%에서 EU 평균 25%로 인하)와 같은 기업친화적 정책들을 내세우고 있다.

마케팅 대치의 정책 기조와 가톨릭 정신을 신봉하는 프랑수아 피용 후보는 자유시장경제와 자유민주주의를 약속하고 있다. 또한 프랑스의 전통적 가치를 강조하고 이를 훼손하는 무슬림 이민자를 비판해 높은 지지를 받아왔다. 대선 초기 가장 유력한 후보로 꼽혔지만 비리의혹에 휩쓸리며 르펜과 마크롱에 뒤처지며 지지율 3위로 급락했다. 가족을 거짓 채용한 의혹뿐 아니라 최근에는 로비 의혹까지 불거지며 반전을 피하기 어려운 상황에 놓여있다.

3월 27일 기준 1차 투표 지지율 여론조사를 보면 1위 전진당(En Marche!)의 엠마뉼 마크롱 25.5%, 2위 국민전선(Front National) 마린 르펜 25%, 3위 공화당(Republicans) 프랑수아 피용 17% 순으로 나타났다. 마린 르펜은 대선 초기부터 1위 자리를 굳건히 지켜왔으나 마크롱의 지지율이 빠르게 올라오며 최근 르펜을 앞질렀다. 르펜과 마크롱은 1차 투표 지지율에서 근소한 차이로 1, 2위를 다투고 있지만, 1차 투표 지지율로만 보면 여전히 르펜은 최종 대통령 당선을 겨루는 2차 결선 투표에 올라갈 가능성이 높다.

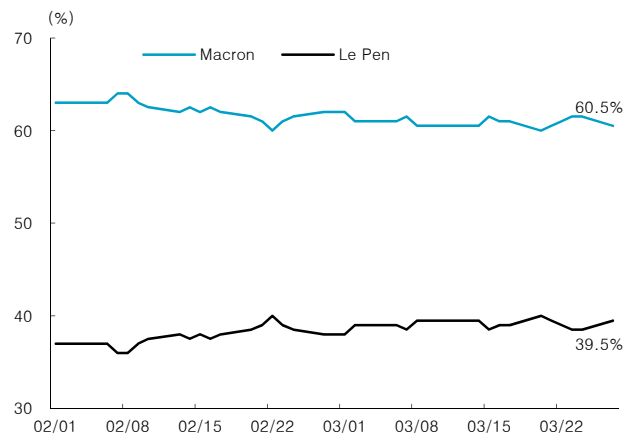
2차 투표 지지율은 다소 다른 결과를 보여준다. 마크롱 vs 르펜의 2차 투표 지지율 여론조사에서 마크롱은 60.5%, 르펜은 39.5%를 기록했고, 최근 여러 의혹들이 불거진 피용과의 2차 투표 지지율에서도 피용 55%, 르펜은 45%로 나타나 르펜의 패배 가능성을 높게 점치고 있다.

[그림 14] 1차 투표: 후보 별 지지율



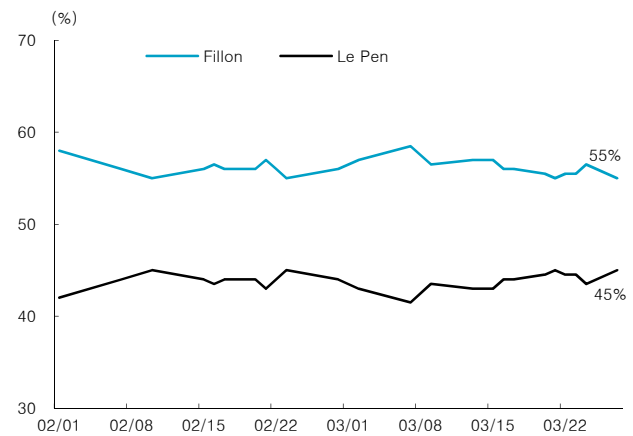
주: 3/27일 기준  
자료: Ifop-Fiducial, 한국투자증권

[그림 15] 2차 투표: 마크롱 vs. 르펜



주: 3/27일 기준  
 자료: Ifop-Fiducial, 한국투자증권

[그림 16] 2차 투표: 피용 vs. 르펜



주: 3/27일 기준  
 자료: Ifop-Fiducial, 한국투자증권

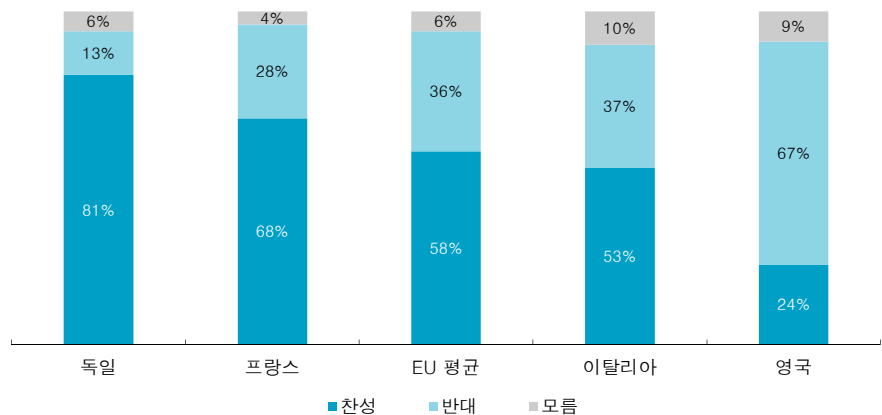
실현 가능성 낮아

여론조사 추이 외에도 르펜의 대통령 당선 가능성은 높지 않을 것으로 판단한다. 첫 번째 이유는 프랑스의 결선투표제 선거 방식이다. 1차 투표에서 과반 득표자가 없을 때 상위 2명의 후보자만으로 결선 2차 투표를 치러 최종 대통령을 뽑는 방식은 르펜에 부정적으로 작용한다.

금번 선거의 최대쟁점 중 하나는 이민자 정책과 EU 탈퇴 지지 여부인데, 반EU, 반 이민자 정책을 외치는 유권자들은 르펜의 국민전선에 집결하는 반면 친EU, 친 이민자정책을 주장하는 유권자들은 피용 후보와 마크롱 후보로 분산되어 있다. 실제로 마크롱 후보와 피용 후보의 1차 지지율을 보면 두 후보의 지지율이 반대 방향으로 움직이는 것을 볼 수 있다. 피용 후보의 비리 의혹으로 지지율이 떨어진 시점과 마크롱 후보의 지지율 상승 시점이 동일한데, 이는 단순한 우연이 아니다.

비리 사건으로 피용에게서 이탈한 유권자들이 정책 방향성이 유사한 마크롱 후보로 옮겨가고 있는 것으로 보이는데, 이는 마크롱과 피용, 둘 중 누가 2차 결선투표로 올라가더라도 둘 중 한쪽의 지지층이 르펜보다는 상대후보로 집결될 가능성이 높다는 것을 뜻한다.

[그림 17] 유로화 사용 찬성/반대 여론조사



자료: Eurobarometer, 한국투자증권

2015년 12월 지방선거 결과도 르펜 대통령의 가능성을 낮게 보는 이유다. 2015년은 마린 르펜과 국민전선이 세를 얻기에 가장 좋은 환경이었다. 유럽 난민사태로 갈등이 고조화됐고, 2015년 11월에 프랑스는 역사상 최악의 테러를 경험했다.

당시 테러가 일어나고 불과 한달 뒤 진행되는 지방선거에서 반EU, 반이민을 외치는 국민전선과 마린 르펜이 큰 지지를 받을 것으로 예상됐지만, 결과는 달랐다. 전체 18개 지역에서 국민전선은 단 한 개의 지역에서도 승리하지 못했다. 당시 르펜의 지지율은 28%였는데, 현재는 25%로 그 때보다 낮다. 반EU, 반이민 정서가 정점을 찍었던 2015년 지방선거 때보다 지지율이 낮은 현 시점에서 르펜의 대통령 당선을 기대하기는 어려울 것이다.

최악(?)의 경우에 르펜이 대통령이 되더라도 극단적인 공약을 실천에 옮기는 데에는 많은 장애물이 있다. 프랑스는 의원집정부제 형태의 정치 구조를 가지고 있는데, 크게 외치(국방, 외교)를 관장하는 대통령과 내치를 관장하는 총리로 권력이 이원화 되어 있다. 여당과 의회 다수당이 동일할 경우 대통령이 총리를 지명할 수 있지만, 그렇지 않을 경우 의회 다수당이 총리를 선출해 내각을 구성하게 된다.

2015년 지방선거에서 보았듯 이번 의회 선거에서 국민전선이 집권해 르펜의 정책에 힘을 실어줄 가능성은 낮아 보인다. 극우 대통령과 다른 정치 성향을 가진 총리가 꾸리는 동거정부(cohabitation)에서는 르펜이 원하는 정책들을 이행하기 어렵다. 프랑스 역사상 동거정부는 3번의 사례가 있었는데, 3번 모두 대통령의 권한이 대폭 축소됐다. 특히 보수 진영의 자크 시라크 대통령은 본인의 동거정부 당시를 “마비 정부”라고 표현했는데, 그만큼 정책 이행에 어려움이 컸고 정치적 영향력을 행사하기가 어려웠음을 의미한다.

#### 〈표 4〉 3번의 동거정부 사례

구분	날짜	비고
제 1차 동거 정부 (1986~1988)	대통령: 프랑수아 미테랑(Francois Mitterrand) 총리: 자크 시라크(Jacques René Chirac)	사회당(Parti Socialiste) 공화국연합(RPR)
제 2차 동거 정부 (1993~1995)	대통령: 프랑수아 미테랑(Francois Mitterrand) 총리: 에두아르 발라뒤르 (Édouard Balladur)	사회당(Parti Socialiste) 공화국연합(RPR)
제 3차 동거 정부 (1997~2002)	대통령: 자크 시라크(Jacques René Chirac) 총리: 리오넬 조스팽(Lionel Jospin)	공화국연합(RPR) 사회당(Parti Socialiste)
현재 정부	대통령: 프랑수아 올랑드(Francois Hollande) 총리: 베르나르 카즈뇌브(Bernard Cazeneuve)	사회당(Parti Socialiste) 사회당(Parti Socialiste)

자료: 한국투자증권

[그림 18] 프랑스-독일 10년 국채 스프레드와 르펜 당선 가능성



자료: Bloomberg, 한국투자증권

시장은 여전히 리스크를 반영하고 있음

Bloomberg에 따르면 최근 다소 하락했지만 마린 르펜의 대통령 가능성은 아직 25%로 비교적 높은 수준이다. 수치만으로는 작년 미국 대선 이전 트럼프의 대통령 당선 가능성과 비슷하다. 프랑스-독일 국채 스프레드 역시 여전히 높은 수준을 유지해, 시장이 “르펜 리스크”를 일정 부분 반영하고 있는 것으로 판단된다. 프랑스 대선 이후 우려가 해소된다면 정치적 리스크에 대한 디스카운트가 축소되며 금융시장은 긍정적으로 반응할 것이다.

### 3. 9월 독일 총선

독일 총선 일정

9월에 있는 독일 총선에도 주목해야 한다. 독일의 총선제도는 한국과 유사하다. 국민 한 명당 두 개의 투표권을 얻는데, 하나는 지역구 후보를, 다른 하나는 지지 정당을 뽑게 된다. 지역구 대표로 뽑힌 후보는 국회로 진출하며, 정당 투표는 득표 비율에 따라 연방의회 의석 수가 결정되는 비례대표제도이다. 이렇게 직접투표와 비례대표를 통해 각각 299명씩 총 598명의 연방 하원의원이 선출되고, 이 중 과반수를 얻은 정당의 대표가 총리로 임명된다.

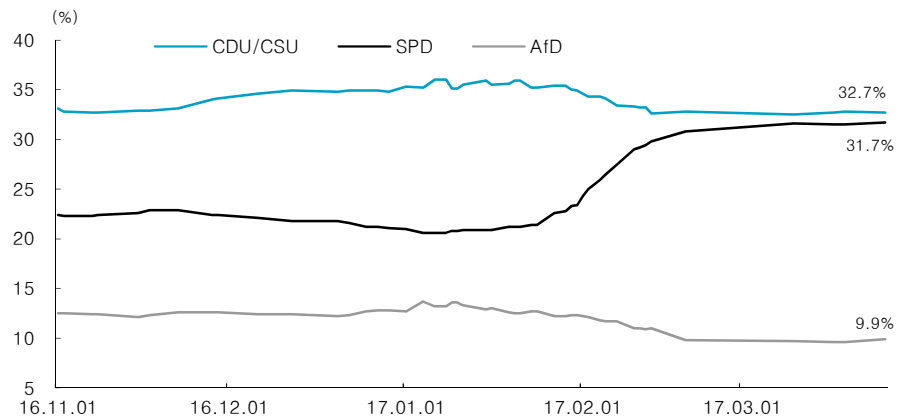
<표 5> 2017년 독일 선거 일정

구분	날짜	비고
연방대통령 선거	2017년 2월 12일	사회민주당 프랑크발터 슈타인마이어 당선
자를란트 주 의회선거	2017년 3월 26일	기민당 40.7%, 사민당 29.6%, 대안당 6.2%
슐레스비히홀슈타인 주 의회선거	2017년 5월 7일	
노르트라인베스트팔렌 주 의회선거	2017년 5월 14일	
총선	2017년 9월 24일	

자료: 한국투자증권

독일 총선의 관건은 기독교민주당(Christian Democratic Union, CDU) 대표인 앙겔라 메르켈 총리의 4번째 연임 여부이다. 메르켈 총리의 연임은 그 어느 때보다 큰 의미를 가질 것으로 보이는데, 트럼프의 당선 이후 ‘민주주의의 마지막 보루’라 불리는 메르켈의 당선 여부에 따라 유럽연합(EU)과 이민자 문제 등 유럽의 큰 방향이 바뀔 것으로 예상되기 때문이다.

[그림 19] 독일 정당별 지지율



주: 3/26 일 기준  
 자료: Ifop-Fiducial, 한국투자증권

### 메르켈의 연임 여부에 관심

하지만 한때 90% 이상의 지지율을 자랑했던 메르켈 총리의 재선이 마냥 수월해 보이지는 않는다. 기존 정치권에 지친 유권자들을 비롯해 무조건적인 난민 수용 정책은 메르켈 총리의 지지율 하락을 초래했다.

메르켈 총리는 많은 비난에도 불구하고 난민 포용정책을 유지해왔는데, 이러한 문호개방정책(open door policy)에 대한 국민들의 불만은 2016년 9월 베를린 주의회 의원선거에서 명확히 나타났다. 메르켈의 기독교민주당 득표율이 17.7%에 그치며 2011년 선거 당시 28.3%에 비해 크게 하락한 반면 극우정당인 대안당(Alternative fuer Deutschland, AfD)은 득표율 14.5%를 기록하며 당 역사상 처음으로 베를린 주의회에 입성했기 때문이다.

메르켈은 대외적으로도 압박에 시달리고 있는데, 트럼프 대통령은 독일의 친 이민정책을 비난하고 있고, 이탈리아와 그리스는 자국 경제난에 대해 독일의 책임을 주장하고 있다. 영국의 EU 탈퇴와 이웃국가들의 국수주의 행보가 이어지는 가운데 기성정치의 중심에 선 메르켈 총리는 어려운 상황에 놓여있다.

메르켈 총리의 지지율 하락을 틈타 마르틴 슈츠(Martin Schulz)가 이끄는 중도좌파 성향의 사회민주당(Social Democratic Party, SPD)은 지지율이 반등하며 1위 자리를 넘보고 있다. 여론조사 기관마다 조금 차이가 있지만 최근인 3월 26일 기준으로 기독교민주당과 사회민주당 지지율은 각각 32.7%과 31.7%로 양 당간 차이가 1%p에 불과하다.

독일의 EU 체제 지지율은 80% 이상으로, 유로 지역 평균인 70%보다 월등히 높는데, 20년 넘게 EU 의회에서 일하며 의장직까지 맡았던 슈츠 후보의 단호한 “EU 화합”의 목소리는 메르켈 총리의 조심스런 접근보다 유권자들에게 매력적으로 다가가고 있다. 오랫동안 지속된 복지 축소 정책에서 복지 증대 정책으로의 전환을 주장하고 있는 것도 지지율 상승의 이유로 판단된다.

**독일의 정치 리스크는  
크지 않음**

프랑스에 국민전선과 마린 르펜이 있다면, 독일에는 극우정당인 대안당(Alternative fuer Deutschland, AfD)의 프라우케 페트리가 정치 리스크로 작용하고 있다. 극우, 포퓰리스트라는 호칭을 거부하며 자신을 민족보수주의자라 주장하는 페트리는 반이민과 유로존 탈퇴를 주장하고 있다. 특히 독일 고유의 정체성을 지키기 위해 반이슬람, 다문화정책 폐지 등 민족주의적 목소리를 내고 있는데, 이민자에 대해선 정치적 탄압을 받는 사람들의 망명은 보장하지 않  
만 경제적 난민에 대해서는 자국 수요에 따라 결정해야 한다고 주장하며 선택적인 이민자 수용 정책을 제안하고 있다.

〈표 6〉 주요 후보별 정책

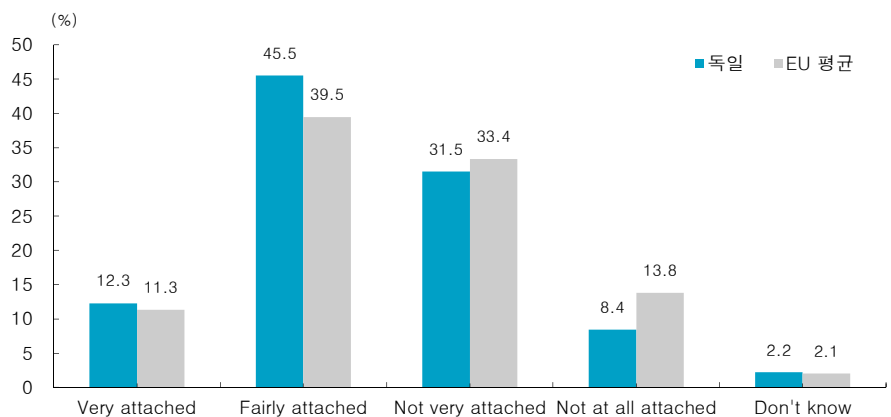
	앙겔라 메르켈	미르틴 슐츠	프라우케 페트리
소속당	기독교민주당	사회민주당	대안당
특징	현 독일 총리	전 유럽의회 의장	민족보수주의자
이민	<b>무조건적 수용 정책 철회</b> - '부르크카' 착용 금지 - 난민 대거 유입에 대해 사과	<b>친이민주의</b> - 대안당의 반무슬림, 반이민 운동 비판	<b>반이민주의</b> - 다문화정책 폐지 - 자국내 수요에 따른 이민자 수용
유럽연합	<b>친EU</b> - 독일의 실질적 리더 역할 지속	<b>강경한 EU 지지자</b> - 23년간 EU에서 근무	<b>Euroceptic</b> - 유럽연합의 권한 축소 - 궁극적으로 EU 탈퇴
공공지출/복지	복지정책 축소	복지정책 확대	여성을 위한 복지 확대
무역/국제관계	자유무역주의 지지	자유무역주의 지지	<b>세계화 반대</b> - TTIP 철회

자료: 한국투자증권

독일의 정치 리스크는 우려만큼 크지 않다고 판단한다. 가장 큰 이유는 독일의 유럽연합에 대한 지지가 확고하기 때문이다. 이는 여러 여론조사에서 나타나고 있는데, 독일의 유로화 사용 지지율은 80% 이상이고 유럽연합에 대한 애착심을 묻는 설문조사에서도 응답자의 57% 이상이 긍정적인 답변을 내놓았다. 50%를 간신히 넘는 유럽연합 평균보다 높은 수준이다[그림 20].

반(反) EU를 주장하며 유로화에 대해 “상이한 문화, 경쟁력을 보유한 유럽국가에 불협화음을 초래”한다는 이유로 유로화 폐지를 외치는 극우정당 대안당이 독일에서 집권하기는 어려워 보인다. 또한 과거에 극우정당이 세를 얻을 수 있었던 것은 반이민, 반난민정책을 주장한 부분이 크게 작용했는데, 최근 메르켈 총리 또한 유권자들의 요구에 부응해 기존의 무조건적인 난민 포용 기조에서 방향을 틀었다. 대안당의 selling point가 줄어든 반면 메르켈 총리의 정책 유연성을 보여주는 단면이기도 하다.

〔그림 20〕 유럽연합에 대한 애착 (Attachment to European Union)



자료: Eurobarometer, 한국투자증권

## 메르켈의 연임 실패는 오히려 기회

한편 메르켈 총리가 재선에 실패하고 사민당의 마르틴 슈츠가 총리가 된다고 해도 이는 리스크가 아닌 기회가 될 수 있다. 슈츠가 메르켈보다 “EU 화합”에 대해 더 강력한 목소리를 내고 있기 때문이다. 앞서 언급했듯이 슈츠는 20년 넘게 EU 의회에서 일하며 의장직까지 맡았던 강력한 EU 지지자이다.

메르켈 총리의 장기 집권으로 새로운 인물에 대한 막연한 두려움이 있을 수 있지만 크게 우려할 필요는 없다. 통상 메르켈을 유럽 화합과 안정화의 기둥으로 인식하지만, 의구심을 품는 목소리도 적지 않다. 2015년 난민 사태 당시 불거졌던 국가간 갈등은 유럽연합의 리더 역할을 하는 메르켈의 대처 능력에 회의적 시각을 보내는 대표적 사례이다.

9월 총선 이전에 있는 주의회 선거 결과는 총선 결과 예측의 기늴자가 될 전망이다. 기독교민주당과 사회민주당 지지율이 1%p 정도 미세한 차이를 보이는 가운데 주의회 선거 결과는 총선에 대한 중간점검이 될 수 있다. 3월 26일 자를란트 주의회 선거에서 기독교민주당은 40.7%를 득표하며 29.6%의 사회민주당에 10%p 이상 격차를 벌리며 승리했다. 기대를 걸었던 슈츠의 사회민주당에게는 실망스러운 결과다. 극우정당인 대안당은 5.9%를 기록했는데, 선거 직전 여론조사 당시 10%에 달했던 지지율과 비교하면 상당히 낮아졌다. 5월에 2개 주의회 선거가 있는데 메르켈 총리의 건재함을 보여줬던 3월 선거와 유사한 결과를 보일지 주목할 필요가 있다.

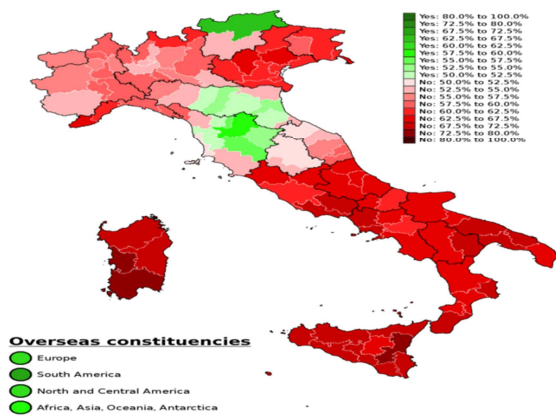
#### 4. 이탈리아 총선

##### 이탈리아는 유럽의 가장 큰 위협요인

유럽의 세 번째 경제대국인 이탈리아는 유럽의 가장 큰 리스크다. 이탈리아의 유럽연합 탈퇴 찬성 지지율이 최근 반대 지지율을 넘어섰고, 유로화 사용 찬성 지지율도 2002년 87%에서 지속적으로 하락해 55% 이하로 떨어졌다. EU에 대한 회의감은 오성운동과 같은 포퓰리즘 야당의 지지율 상승으로 이어지고 있다.

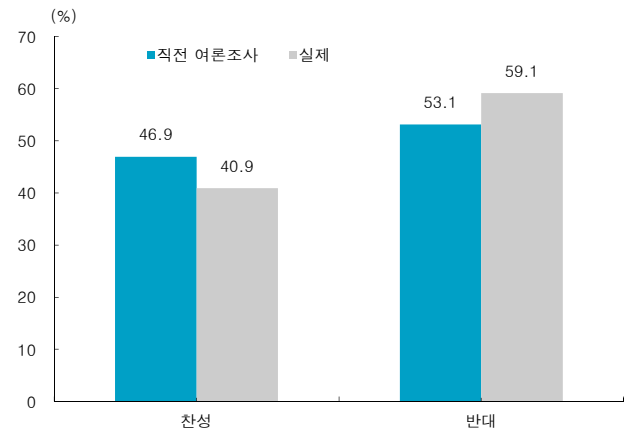
이탈리아는 이미 포퓰리즘의 승리를 경험했다. 2016년 12월 4일 상원의 권한을 줄이고 정부의 권력을 강화하겠다는 내용의 개헌 국민투표가 압도적인 표 차이로 부결됐다. 극우 성향의 오성운동(5 Star Movement)은 당시 개헌 반대의 선봉에 섰다. 마테오 렌치가 총리직을 걸고 추진한 개헌 투표에서 예상을 크게 상회하는 59%의 반대 표가 나오면서 렌치 총리는 사퇴했으며 다음 총선에서 극우정당인 오성운동이 승리할 가능성을 배제할 수 없는 상황이다.

[그림 21] 이탈리아 개헌 투표: 지역별 선거 결과



자료: Google, 한국투자증권

[그림 22] 예상보다 큰 폭의 반대 표

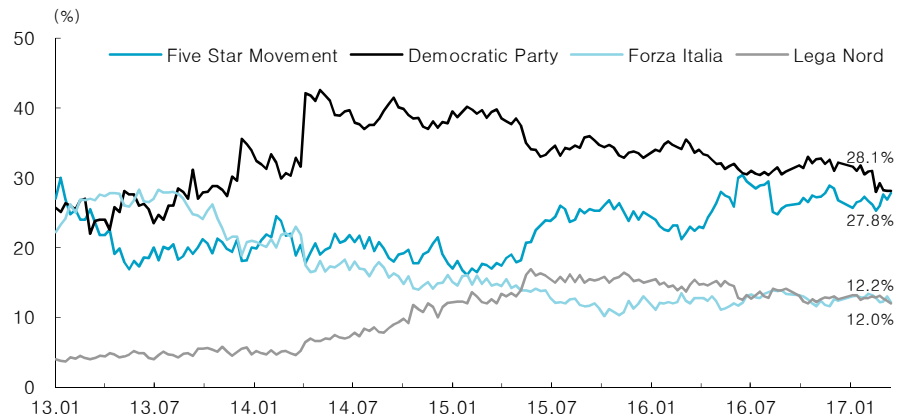


자료: Eurostat, 한국투자증권

제1야당인 오성운동의 베페 그릴로 대표가 총리로 당선되면 유로화 폐지 및 리라(lira)화로의 회귀, 유로존 탈퇴 국민투표 등 반 유럽연합 움직임이 커질 수 있다.

정당 별 지지율 추이를 보면, 난민 유입이 정점을 찍었던 2015년을 기점으로 집권당인 민주당의 지지율은 지속적으로 하락한 반면 오성운동은 빠르게 상승, 민주당의 1위 자리 탈환을 노리고 있다. 문제는 오성운동만이 아니다. 3위와 4위인 전진이탈리아(Forza Italia)와 북부 리그(Lega Nord) 모두 유럽연합 탈퇴를 주장하는 정당이라는 점에서 이탈리아의 정치 리스크는 무시할 수 없다. 반 유럽연합을 외치는 3개 정당의 지지율은 총 52%로 이미 과반수를 넘긴 상태다.

[그림 23] 이탈리아 주요 정당 별 지지율 추이



주: 3/22일 기준  
자료: SWG, 한국투자증권

## 다만 리스크는 올해보다는 내년

관건은 선거 시점이다. 원래대로라면 다음 이탈리아 총선은 렌치 총리의 5년 임기가 만료되고 70일 후인 2018년 5월 23일 전에 실시되어야 한다. 오성운동을 비롯해 전진이탈리아(Forza Italia), 북부리그(Lega Nord) 등 대다수 야당은 즉각적인 조기총선을 요구하고 있다. 작년 국민투표 이후 렌치 전 총리와 민주당의 지지율 급락하고 오성운동의 지지율은 상승한 부분이 빠른 총선을 주장하는 이유이다.

하지만 민주당 대표직에서 물러난 렌치 전 총리가 올해 6월 조기 총선을 제안했지만, 민주당 내부의 반발에 부딪치면서 현재로서는 총선은 현행 의회의 임기가 끝나는 내년 2월에 열릴 가능성이 높다. 이탈리아 리스크가 불거질 시점이 내년으로 미뤄질 가능성이 높다는 뜻이다.

선거 시점이 미뤄질 경우 극우 정당들에게는 불리하게 작용할 수 있다. 유럽연합에 대한 이탈리아 국민들의 반감이 높지만, 정치적 기반이 약한 오성운동은 시간이 흐를수록 문제점이 부각될 수 있기 때문이다. 코미디언 출신인 오성운동 대표 베페 그릴로는 당내에서 큰 영향력을 행사해 ‘베페 그릴로의 1인 정당’이라는 비판이 나오고 있다. 베페 그릴로는 본인이 직접 의원직을 맡지는 않을 것이라 언급하며 논란을 잠재우려 했지만 잡음이 끊이지 않고 있다. 정치적 경험이 적은 그릴로 대표가 이끄는 오성운동이 지금과 같은 지지율을 유지할 수 있을지 의구심이 제기되는 상황이다.

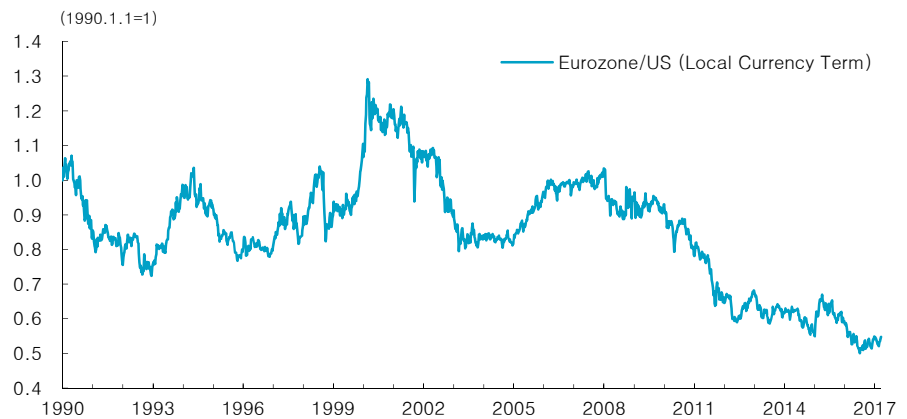
### III. 밸류에이션 갭을 이용한 전략: 유럽은 정말 싼가?

#### 1. 유럽은 정말 싼가?

미국 대비 매우 부진했던  
유럽 주가

정치 리스크를 배제하면 유럽을 보는 투자포인트 중 하나는 싸다는 것이다. 특히 다른 선진국 대표지수나 미국에 비해 싸다는 얘기를 많이 한다. 실제로 미국과 비교해 보면 유럽 주가는 역사상 가장 낮은 수준이다. 미국 주가가 이미 금융위기 이전 수준을 훌쩍 뛰어넘은 반면 유럽 주가는 여전히 금융위기 이전 수준에 머물고 있다[그림 24~26]. 하지만 단순히 주가가 덜 올랐다는 이유로 유럽이 싸다고 할 수 있을까? 비슷한 얘기로 유럽의 밸류에이션이 미국보다 낮다는 이유로 유럽이 싸다고 할 수 있을까?

[그림 24] 미국 대비 유럽 주가추이 (Euro Stoxx 50 / S&P 500), Local 통화 기준



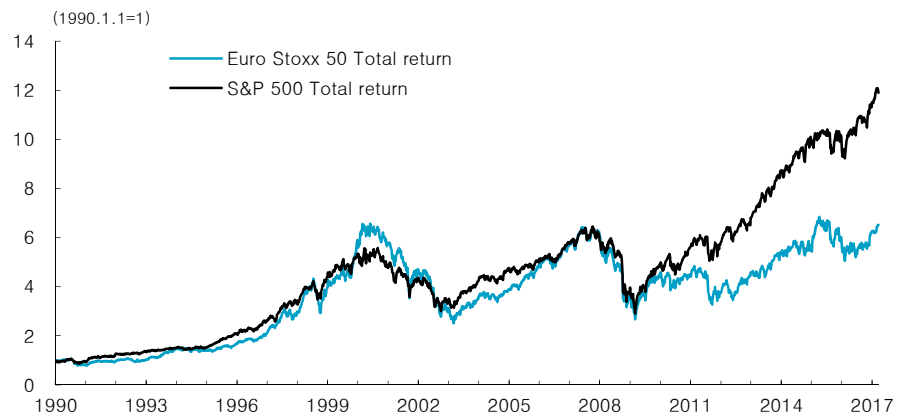
자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 25] 미국 대비 유럽 주가추이 (Euro Stoxx 50 / S&P 500), US 달러 기준



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 26] Euro Stoxx 50, S&amp;P 500 주가추이



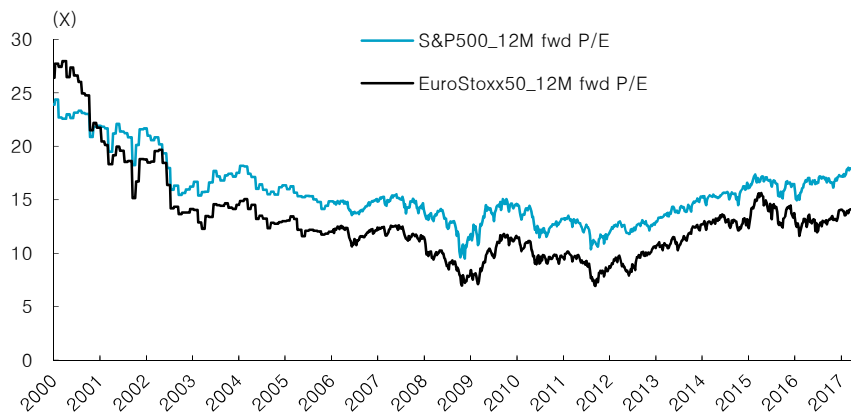
자료: Bloomberg

## 2. 유럽과 미국의 밸류에이션 비교

유럽은 항상 싼다

유럽이 미국보다 낮은 밸류에이션에 거래되고 있는 건 맞지만, 그것만으로는 유럽이 싸다는 근거가 될 수 없다. 일단 유럽은 거의 항상 미국보다 낮은 밸류에이션에 거래되어 왔다. 유럽의 낮은 밸류에이션은 보다 구조적인 문제일 수 있다.

[그림 27] Euro Stoxx 50, S&amp;P 500 - 12개월 Fwd P/E ; 유럽은 항상 싼다



자료: Thomson I/B/E/S

구조적인 문제 중 하나는 미국과 유럽의 업종 구성 차이이다. 유럽과 미국의 대표적인 지수를 비교하면 Euro Stoxx 50과 S&P 500의 업종 구성은 상당히 다르다. 미국은 통상적으로 밸류에이션이 높은 Tech, 헬스케어, 에너지 등의 구성 비중이 유럽보다 높다. 이는 미국의 밸류에이션이 유럽보다 높은 이유 중 하나가 된다.

<표 7> Eurozone, US 섹터 구성 비중\*

(단위: %, %p)

	Eurozone	US	US - Eurozone
Financials	19.1	14.6	-4.6
Industrials	15.3	9.7	-5.6
Consumer Discretionary	13.9	12.7	-1.2
Consumer Staple	10.9	9.3	-1.7
Materials	8.6	2.9	-5.7
Health Care	8.0	13.9	5.9
IT	7.7	21.6	14.0
Energy	5.6	6.7	1.1
Telecom Service	4.6	2.5	-2.1
Utilities	4.5	3.2	-1.4
Real Estate	1.8	3.0	1.2
Total	100	100	0.0

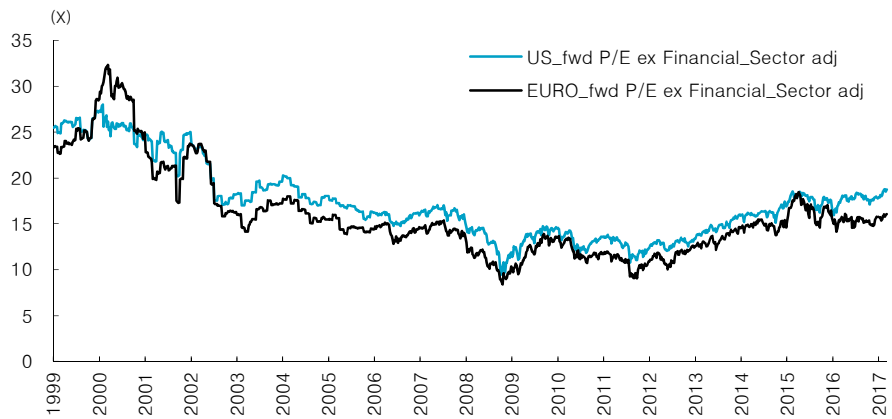
주: MSCI EMU, MSCI US 섹터 구성비중, 2월 말 기준  
 자료: MSCI

**업종구성 차이를 보정한  
 밸류에이션 비교**

이러한 문제를 감안하고도 유럽의 밸류에이션이 정말 싼가를 판단하기 위해 다른 방식으로 접근했다. 두 국가의 업종 구성을 동일하게 맞춘 후 밸류에이션을 비교하는 것이다. 이때 다른 업종과 밸류에이션 판단 잣대가 많이 다른 금융업종은 분석에서 제외했다. 즉, 우리는 1) 금융을 제외한 나머지 업종을 대상으로, 2) 유럽과 미국의 업종 구성비중이 동일하다고 가정했을 때 양 국가간 밸류에이션을 비교했다.

아래는 1), 2)의 과정을 거친 미국과 유럽의 밸류에이션(12개월 Fwd P/E) 추이를 나타낸 것이다.

[그림 28] MSCI US, MSCI Eurozone - 12개월 Fwd P/E, 금융 제외, 섹터 비중 동일하게 조정

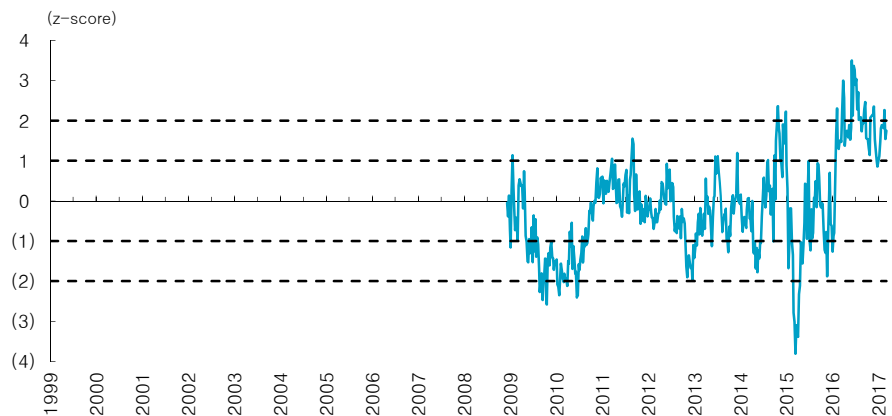


자료: 한국투자증권, Thomson I/B/E/S

(특히 미국과 비교했을 때) 유럽의 밸류에이션이 싸다는 것을 어떤 방식으로 판단할 것인가? 그리고 투자 측면에서는 어떻게 활용할 수 있을까? 우리는 위와 같은 방식으로 조정한 밸류에이션이 각각의 과거 장기평균과 얼마나 많은 차이가 있는지, 즉 어느 쪽의 밸류에이션이 과거 평균 대비 더 낮은 수준인지 비교했다.  $A = (\text{미국 현재 밸류에이션} - \text{미국 과거 장기평균 밸류에이션})$ ,  $B = (\text{유럽 현재 밸류에이션} - \text{유럽 과거 장기평균 밸류에이션})$ 이라고 한다면  $A - B$  값으로 유럽이 얼마나 싼지를 판단할 수 있다.  $A$ 가  $B$ 보다 크면 미국이 상대적으로 비싸다는 의미이다. 밸류에이션의 단순한 차이가 아니라 과거 평균과 비교한 차이를 보는 것은 업종 구성 이외에 다른 구조적인 이유로 밸류에이션에 차이가 있을 수 있기 때문이다.

아래는 밸류에이션 차이,  $A - B$  값 추이를 그린 것이다. 과거 최근 5년 동안의 수치를 이용해 이동평균 방식으로 표준화(Z-score)했다. 2016년 6월  $A - B$ 의 값은 +3 표준편차를 상회해 역사상 최고치를 기록했고, 가장 최근인 올해 3월에도 +2 표준편차를 상회했다. 해당 시점에서는 상당한 정도로 유럽의 밸류에이션이 미국보다 싸다는 것을 뜻한다.

[그림 29] 미국 - 유럽 밸류에이션 Gap (Z-score)



자료: 한국투자증권, Thomson I/B/E/S

### 3. 밸류에이션 갭을 이용한 투자전략

**밸류에이션 갭을 이용한  
전략은 상당히 긍정적인 성과**

위와 같은 신호가 실제 투자에서도 의미를 가질 수 있을까? 밸류에이션 갭 신호가 나타난 이후 주가를 비교해 본 결과, 상당히 긍정적인 성과를 거둘 수 있었다.

단순하게 2가지 전략을 시험했다. 첫 번째는 +2 표준편차 이상으로 밸류에이션 차이가 벌어질 경우, 즉 상당한 수준으로 유럽의 밸류에이션이 미국보다 싼 경우 유럽을 long하고 미국을 short하는 전략, 두 번째는 +2 표준편차 이상으로 밸류에이션 차이가 벌어질 경우, 유럽을 long만 하는 전략이다.

결론적으로 첫 번째 전략의 성과는 그다지 인상적이지 않았지만, 두 번째 즉, 밸류에이션 차이가 클 때 유럽을 사는(long) 전략은 상당히 인상적인 성과를 냈다. 아래는 신호 발생 시점과 성과를 정리한 것이다. 주간 기준 데이터를 이용했으며, 수익률은 신호 발생 후 3개월(13주), 6개월(26주), 12개월(52주), 24개월(104주) 이후의 Euro Stoxx 50지수의 총수익(Total Return)이다. 3개월, 6개월, 24개월 수익률은 연율화 되지 않은 값이다.

6개월 뒤 수익률을 확인할 수 있는 경우는 17번, 1년 뒤 수익률을 확인할 수 있는 경우는 3번 있었는데, 표에서 보는 것처럼 해당 경우 모두 지수가 (+) 수익률을 기록했다. 3개월의 타임 호라이즌(time horizon)보다 6개월, 1년일 때 (+) 수익을 기록한 확률이 더 높았다는 점은 장기 투자에 있어 진입 시점의 밸류에이션이 중요하다는 것을 보여준다는 측면에서 의미가 있다.

가장 최근인 3월 초에도 +2 표준편차 이상의 신호가 발생했다. 지금도 유럽의 밸류에이션이 상대적으로 싼 국면이라고 판단된다. 정치 리스크는 유럽 증시가 디스카운트 받는 중요한 원인 중 하나이므로, 정치 리스크에 대한 우려 완화는 유럽 증시의 밸류에이션 상승 요인이 될 수 있다.

**<표 8> 전략 성과 정리 - +2 표준편차 상회 시 유럽 long**

DATE	Z-score	이후 수익률 (Return)*			
		3M	6M	12M	24M
2014-11-07	2.36	11.3%	20.5%	16.0%	1.8%
2015-01-09	2.23	25.9%	18.3%	2.2%	15.2%
2016-02-19	2.30	4.7%	5.8%	18.7%	
2016-04-01	2.28	-0.3%	4.1%		
2016-04-08	3.00	-0.5%	5.4%		
2016-04-15	2.56	-1.1%	1.3%		
2016-06-17	3.50	3.3%	15.1%		
2016-06-24	2.13	9.5%	18.6%		
2016-07-01	3.37	4.4%	14.8%		
2016-07-08	3.26	5.9%	17.6%		
2016-07-15	2.89	2.5%	13.0%		
2016-07-22	3.03	3.8%	11.6%		
2016-07-29	2.28	3.2%	11.0%		
2016-08-05	2.71	-0.5%	10.7%		
2016-08-12	2.02	-0.3%	8.1%		
2016-08-19	2.07	2.1%	12.2%		
2016-08-26	2.08	1.6%	10.4%		
2016-09-23	2.28	8.4%			
2016-09-30	2.46	9.9%			
2016-11-11	2.08	8.4%			
2016-11-18	2.11	9.9%			
2016-11-25	2.14	8.7%			
2016-12-02	2.15	13.2%			
2016-12-09	2.36	7.2%			
2017-03-03	2.27				
<b>수익률 평균</b>		5.9%	11.7%	12.3%	8.5%
<b>(+) 수익/전체 확률</b>		79%	100%	100%	100%

주: 수익률은 Euro Stoxx 50 Total Return 기준, 연율화 되지 않은 수치  
 자료: 한국투자증권

<표 9> 전략 성과 정리 - +2 표준편차 상회 시 유럽 long + 미국 short

DATE	Z-score	이후 수익률 (Return)*			
		3M	6M	12M	24M
2014-11-07	2.36	9.7%	15.3%	10.6%	-5.3%
2015-01-09	2.23	22.5%	15.7%	6.2%	-1.0%
2016-02-19	2.30	-2.9%	-9.3%	-6.5%	
2016-04-01	2.28	-2.3%	-1.6%		
2016-04-08	3.00	-5.1%	-0.9%		
2016-04-15	2.56	-5.6%	-2.3%		
2016-06-17	3.50	-0.5%	4.9%		
2016-06-24	2.13	2.7%	6.3%		
2016-07-01	3.37	0.8%	7.2%		
2016-07-08	3.26	4.3%	9.6%		
2016-07-15	2.89	3.3%	6.6%		
2016-07-22	3.03	4.9%	6.1%		
2016-07-29	2.28	4.9%	4.3%		
2016-08-05	2.71	3.5%	4.4%		
2016-08-12	2.02	0.1%	0.9%		
2016-08-19	2.07	1.6%	3.4%		
2016-08-26	2.08	-1.0%	0.1%		
2016-09-23	2.28	3.2%			
2016-09-30	2.46	6.1%			
2016-11-11	2.08	0.8%			
2016-11-18	2.11	1.6%			
2016-11-25	2.14	1.2%			
2016-12-02	2.15	3.9%			
2016-12-09	2.36	1.6%			
2017-03-03	2.27				
수익률 평균		2.5%	4.2%	3.4%	-3.2%
(+ 수익/전체 확률		75%	76%	67%	0%

주: 수익률은 Euro Stoxx 50 Total Return - S&P 500 Total Return, 연율화 되지 않은 수치  
 자료: 한국투자증권

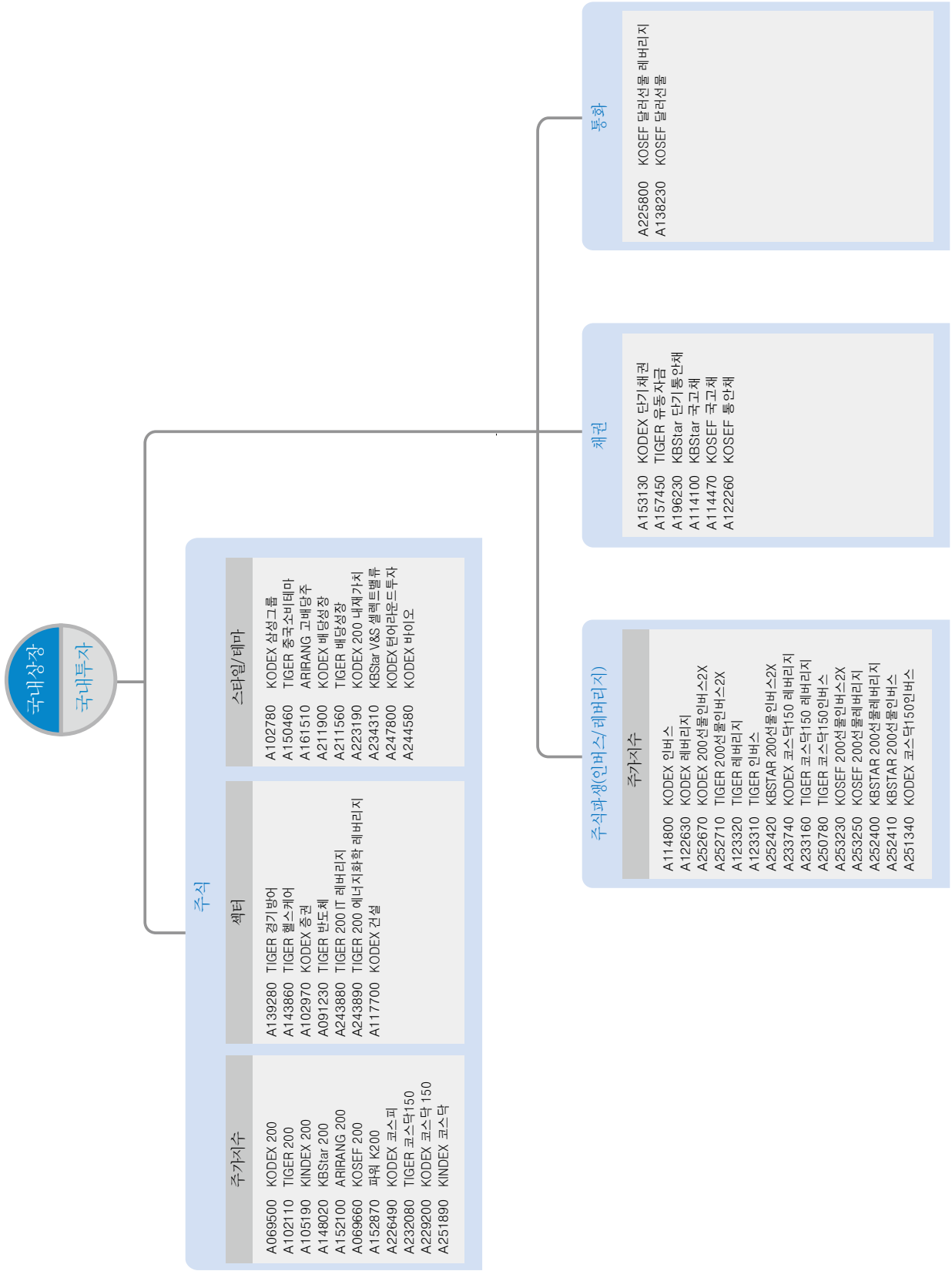
[그림 30] Euro Stoxx 50 Total Return, Z score +2 표준편차 상회 시점



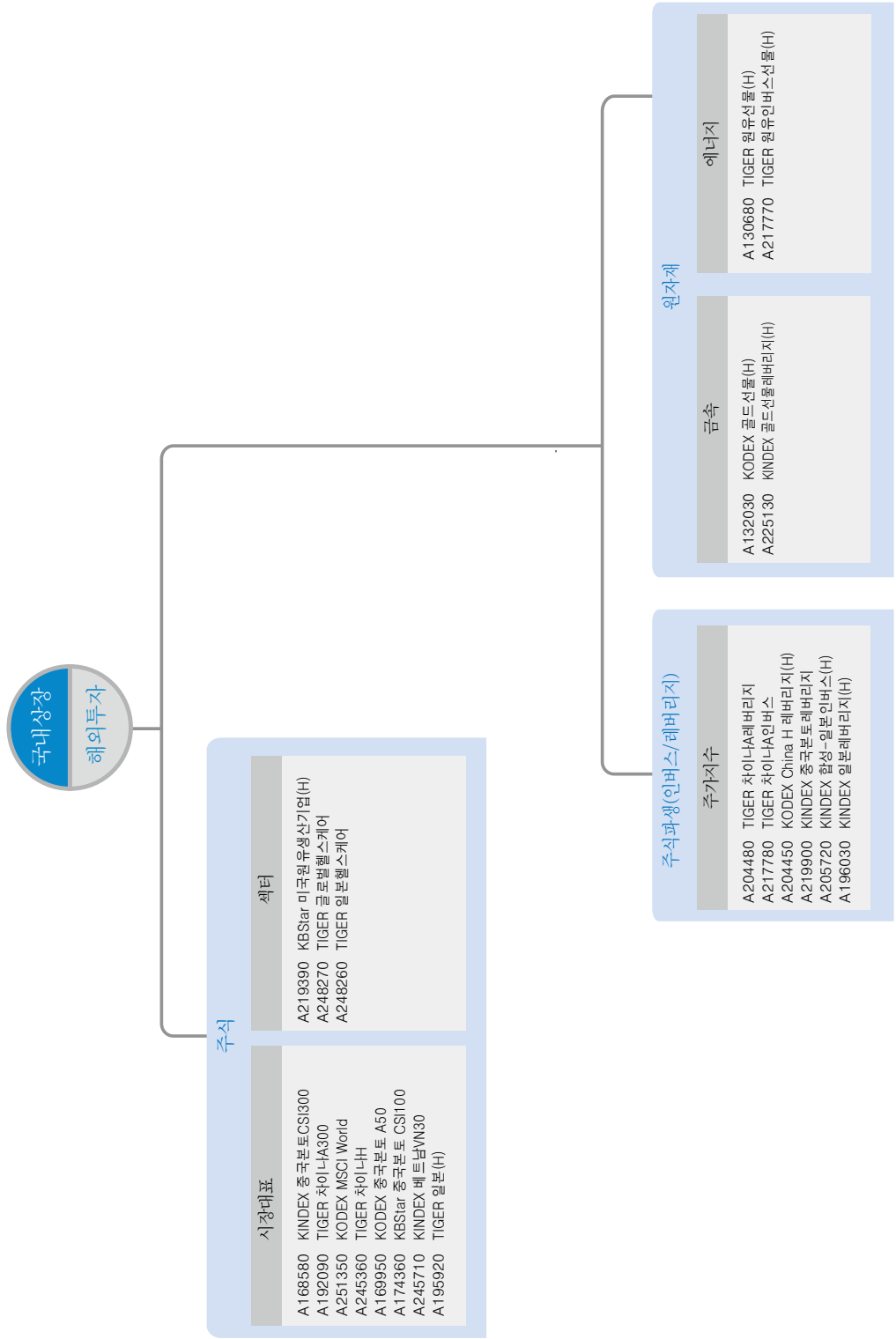
자료: 한국투자증권, Bloomberg

*This page is left blank intentionally*

[ETF 자산배분: 투자 가능한ETF 유니버스 - 국내상장 / 국내투자]



ETF 자산배분: 투자 가능한 ETF 유니버스 - 국내상장 / 해외투자

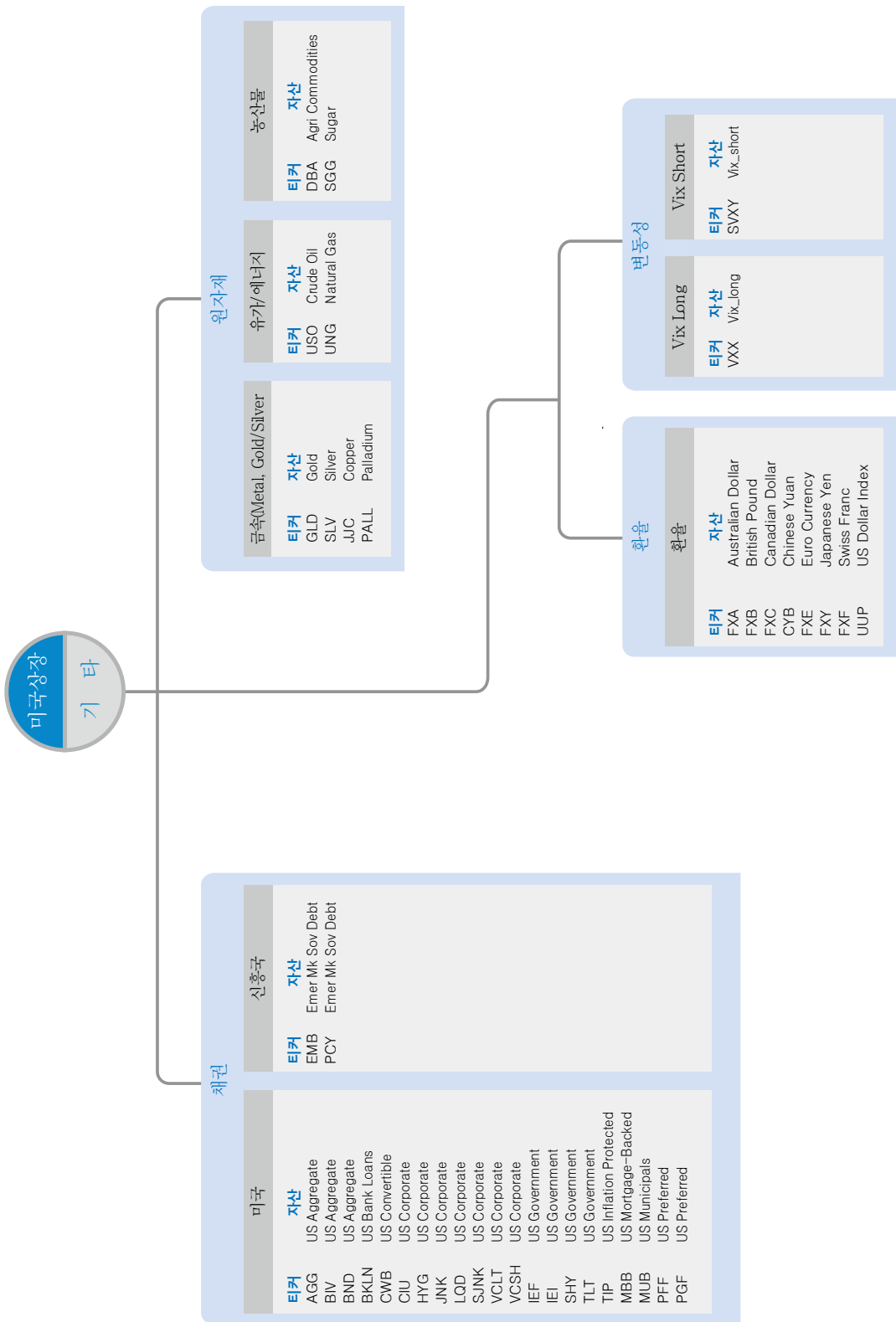


ETF 자산배분: 투자 가능한 ETF 유니버스 - 미국상장 / 주식



미국		미국 외 지역				미국 외 지역		스마일/테마																																									
티커	자산	티커	자산	티커	자산	티커	자산	티커	자산																																								
<p><b>미국</b></p> <p><b>시장대표(Broad Market)</b></p> <p>VTI Broad Market VTV Broad Market VUG Broad Market DIA DJIA QQQ Nasdaq 100 QOEW NDX Equal Weight IWM Russell 2000 VB U Russell 2000 OEF SP100 MDY SP400 Mid-Cap RSP SP500 Equal Weight SPY SP500 Large-Cap IUR SP600 Small-Cap</p>										<p><b>미국 외 지역</b></p> <p><b>티커</b> HEDJ Europe VIG Europe EZU Europe FEZ Europe HEZU Europe EWQ France EWG Germany HEWG Germany EWI Italy EWP Spain EWL Switzerland EWU United Kingdom DXJ Japan EWC Japan EWH Canada VPL HongKong EFA Asian Pacific EFAE EAFE Index DEM Emerging Markets EEM Emerging Markets EEMV Emerging Markets VWO Emerging Markets GMF Asian Pacific ex Japan AAXJ Asian Pacific ex Japan EPP Asian Pacific ex Japan GML Emer Mk Latin Am EWA Australia EWZ Brazil FXI China 25 EPI India EIDO Indonesia</p>										<p><b>미국 외 지역</b></p> <p><b>티커</b> IDX Indonesia EWM Malaysia EWW Mexico EPHE Philippines RSX Russia EWS Singapore EZA South Africa EWO South Korea EWT Taiwan THD Thailand TUR Turkey VNM Vietnam ACWI Global IOO Global VEU Global ex US VSS Global ex US AFK Africa GAF Middle East</p>										<p><b>미국 외 지역</b></p> <p><b>티커</b> MOO Agribusiness KOL Coal GDX Gold Miners REMX Rare Earth Metal RWO Real Estate VNQI Real Estate CUT Timber URA Uranium SLX Steel</p>										<p><b>스마일/테마</b></p> <p><b>티커</b> VIG Dividend VYM Dividend DYY Dividend USMV Min vol</p>									
<p><b>미국</b></p> <p><b>섹터</b></p> <p><b>티커</b> ITA Aerospace/Defenc KRE Bank Regional IBB Biotech IAI Broker/Dealer XLY Consumer Discrec XLP Consumer Staples IYT DJ Transports XLE Energy XLF Financial XLV Health Care IHF Healthcare Provd ITB Home Builders XHB Home Builders XLI Industrial KIE Insurance FDN Internet XLB Materials IHI Medical Devices XME Metals &amp; Mining IGE Natural Resources IGN Network XES Oil Service IEO Oil/Gas Explorin XPH Pharmaceutical IYR Real Estate VNQ Real Estate XRT Retail SOXX Semiconductor IGV Software XLK Technology IYZ Telecom XLU Utilities</p>										<p><b>미국 외 지역</b></p> <p><b>섹터</b></p> <p><b>티커</b> IDV Dividend ACWV Min vol</p>																																							

[ETF 자산배분: 투자 가능한 ETF 유니버스 - 미국상장 / 기타]



## ETF 수익률 - Winner &amp; Loser

한국상장 ETF - 1개월, 3개월, YTD, 1년 수익률 (원화 기준, 3월 31일 마감 기준)

1개월			3개월			YTD			1년		
순위	이름	수익률	순위	이름	수익률	순위	이름	수익률	순위	이름	수익률
1	TIGER 200IT레버리지	13.99	1	TIGER 200IT레버리지	25.30	1	TIGER 200IT레버리지	30.60	1	TIGER 레버리지	34.23
2	TIGER 200에너지화학레버리지	11.76	2	KODEX China H 레버리지	16.64	2	KODEX China H 레버리지	20.97	2	KODEX 레버리지	33.85
3	KBSTAR 200선물레버리지	8.61	3	TIGER 레버리지	14.39	3	TIGER 레버리지	17.18	3	KODEX China H 레버리지	32.94
4	TIGER 레버리지	8.57	4	KODEX 레버리지	14.11	4	KODEX 레버리지	16.72	4	KINDEX 일본레버리지	30.18
5	KOSEF 200선물레버리지	8.42	5	KODEX 증권	14.02	5	KBSTAR 200선물레버리지	16.59	5	TIGER 반도체	25.75
6	KODEX 레버리지	8.42	6	KOSEF 200선물레버리지	13.85	6	KOSEF 200선물레버리지	16.16	6	KBStar 미국원유생산기업	24.06
7	TIGER 원유인버스선물	6.05	7	KBSTAR 200선물레버리지	13.68	7	KODEX 증권	16.09	7	KODEX 200 내재가치	22.18
8	TIGER 반도체	5.74	8	KINDEX 골드선물레버리지	13.68	8	KINDEX 골드선물레버리지	14.29	8	ARIRANG 200	18.44
9	TIGER 코스닥150 레버리지	5.17	9	TIGER 원유인버스선물	10.08	9	TIGER 200에너지화학레버리지	14.12	9	KINDEX 200	18.38
10	KODEX 코스닥150 레버리지	5.03	10	TIGER 200에너지화학레버리지	8.21	10	TIGER 원유인버스선물	9.40	10	TIGER 200	18.29
11	TIGER 중국소비테마	4.97	11	KODEX 삼성그룹	7.64	11	KINDEX 200	8.58	11	KBStar 200	18.28
12	ARIRANG 200	4.54	12	ARIRANG 200	7.61	12	KOSEF 200	8.44	12	KODEX 200	18.22
13	KINDEX 200	4.47	13	KINDEX 200	7.42	13	KBStar 200	8.42	13	파워 K200	18.19
14	KODEX 삼성그룹	4.39	14	KOSEF 200	7.36	14	KODEX 200	8.41	14	KOSEF 200	17.99
15	KBStar 200	4.38	15	파워 K200	7.36	15	TIGER 200	8.37	15	KINDEX 일본Nikkei225	17.45
16	파워 K200	4.36	16	KBStar 200	7.29	16	ARIRANG 200	8.12	16	ARIRANG 고배당주	14.50
17	KOSEF 200	4.35	17	KODEX 200	7.19	17	KODEX 200 내재가치	8.04	17	KODEX 삼성그룹	13.83
18	KODEX 200	4.33	18	TIGER 200	7.07	18	파워 K200	8.02	18	TIGER 원유선물	13.09
19	TIGER 200	4.24	19	TIGER 중국소비테마	7.00	19	KODEX 삼성그룹	7.95	19	KODEX 코스피	11.41
20	KODEX 200 내재가치	4.16	20	KODEX 200 내재가치	6.44	20	KODEX 골드선물	6.95	20	KODEX 증권	9.62
21	KODEX 코스피	4.02	21	KODEX 골드선물	6.16	21	KODEX 코스피	6.83	21	KINDEX 중국본토CSI300	1.41
22	ARIRANG 고배당주	3.58	22	KODEX 코스피	5.83	22	ARIRANG 고배당주	5.73	22	KBStar 단기통안채	1.33
23	KODEX 증권	3.40	23	ARIRANG 고배당주	4.95	23	KODEX 턴어라운드투자	4.75	23	TIGER 유동자금	1.29
24	TIGER 경기방어	3.35	24	KODEX 턴어라운드투자	4.69	24	TIGER 중국소비테마	4.31	24	KODEX 단기채권	1.28
25	KODEX 턴어라운드투자	3.03	25	TIGER 경기방어	3.69	25	KBStar V&S 셀렉트밸류	3.21	25	KOSEF 통안채	1.26
26	KINDEX 베트남VN30	3.00	26	KBStar V&S 셀렉트밸류	3.57	26	TIGER 반도체	2.58	26	KOSEF 국고채	0.81
27	KBStar V&S 셀렉트밸류	2.81	27	TIGER 차이나인버스	2.73	27	KINDEX 베트남VN30	2.40	27	KBStar 국고채	0.77
28	KINDEX 코스닥	2.48	28	KINDEX 베트남VN30	2.00	28	TIGER 차이나H	2.14	28	KODEX 중국본토 A50	0.67
29	TIGER 차이나인버스	2.45	29	TIGER 글로벌헬스케어	1.22	29	TIGER 경기방어	1.91	29	KBStar 중국본토 CSI100	0.53
30	TIGER 코스닥150	2.31	30	TIGER 반도체	0.98	30	TIGER 차이나인버스	1.54	30	TIGER 차이나A300	0.41
31	TIGER 배당성장	2.31	31	KBStar 국고채	0.42	31	TIGER 글로벌헬스케어	1.11	31	TIGER 차이나인버스	0.24
32	KODEX China H 레버리지	2.09	32	KOSEF 통안채	0.39	32	TIGER 배당성장	0.68	32	KBStar V&S 셀렉트밸류	-0.80
33	KODEX 배당성장	2.06	33	TIGER 차이나H	0.39	33	KBStar 국고채	0.50	33	KODEX 골드선물	-1.21
34	KODEX 코스닥 150	2.04	34	KOSEF 국고채	0.37	34	KINDEX 일본레버리지	0.49	34	TIGER 배당성장	-2.11
35	KINDEX 골드선물레버리지	1.97	35	KBStar 단기통안채	0.35	35	KOSEF 통안채	0.45	35	KOSEF 달러선물	-2.65
36	KINDEX 합성-일본인버스	1.63	36	KODEX 단기채권	0.35	36	KOSEF 국고채	0.40	36	KODEX 배당성장	-3.06
37	KODEX 바이오	0.99	37	TIGER 유동자금	0.30	37	KODEX 배당성장	0.39	37	KINDEX 골드선물레버리지	-3.84
38	KODEX 골드선물	0.48	38	KODEX 코스닥150인버스	0.09	38	KODEX 단기채권	0.38	38	TIGER 차이나레버리지	-7.84
39	KBStar 국고채	0.38	39	TIGER 코스닥150인버스	-0.05	39	KBStar 단기통안채	0.38	39	KINDEX 중국본토레버리지	-8.01
40	KOSEF 국고채	0.33	40	TIGER 배당성장	-0.37	40	KODEX 코스닥150인버스	0.38	40	KOSEF 미국달러선물 레버리지	-8.74
41	KOSEF 통안채	0.12	41	KODEX 배당성장	-0.42	41	TIGER 유동자금	0.32	41	TIGER 경기방어	-11.20
42	KODEX 단기채권	0.10	42	KINDEX 일본레버리지	-0.49	42	TIGER 코스닥150인버스	0.28	42	TIGER 코스닥150	-14.05
43	KBStar 단기통안채	0.10	43	KINDEX 합성-일본인버스	-0.96	43	KODEX 코스닥 150	-1.07	43	KODEX 코스닥 150	-14.32
44	TIGER 유동자금	0.09	44	KODEX MSCI World	-0.99	44	KINDEX 일본Nikkei225	-1.21	44	KODEX 인버스	-14.38
45	TIGER 헬스케어	-0.24	45	KINDEX 일본Nikkei225	-1.09	45	TIGER 코스닥150	-1.27	45	TIGER 인버스	-14.46
46	KBStar 중국본토 CSI100	-1.41	46	KODEX 코스닥 150	-1.12	46	KINDEX 합성-일본인버스	-1.51	46	TIGER 중국소비테마	-15.80
47	KINDEX 중국본토CSI300	-1.66	47	TIGER 코스닥150	-1.33	47	KINDEX 코스닥	-1.57	47	KINDEX 합성-일본인버스	-19.63
48	KBStar 미국원유생산기업	-1.83	48	KODEX 코스닥150 레버리지	-1.82	48	KODEX MSCI World	-1.66	48	TIGER 원유인버스선물	-20.75
49	KODEX 중국본토 A50	-2.03	49	TIGER 일본헬스케어	-2.01	49	KINDEX 중국본토CSI300	-1.76	49	TIGER 코스닥150 레버리지	-21.73
50	TIGER 차이나H	-2.18	50	TIGER 코스닥150 레버리지	-2.29	50	KODEX 코스닥150 레버리지	-1.88	50	KODEX 코스닥150 레버리지	-22.71

미국상장 ETF – 1개월, 3개월, YTD, 1년 수익률 (달러 기준, 3월 31일 마감 기준)

1개월			3개월			YTD			1년						
순위	티커	Description	수익률	순위	티커	Description	수익률	순위	티커	Description	수익률	순위	티커	Description	수익률
1	UNG	Natural Gas	10.67	1	EPI	India	18.77	1	EPI	India	19.83	1	KOL	Coal	85.62
2	EWP	Spain	8.14	2	EWV	Mexico	17.28	2	URA	Uranium	19.27	2	SLX	Steel	61.11
3	EWY	South Korea	7.17	3	URA	Uranium	15.67	3	PALL	Palladium	17.21	3	SOXX	Semiconductor	50.23
4	EWV	Mexico	6.69	4	ITB	Home Builders	15.65	4	ITB	Home Builders	16.50	4	XME	Metals & Mining	49.27
5	EPI	India	6.17	5	IGV	Software	15.02	5	EWV	Mexico	16.37	5	KRE	Bank Regional	47.10
6	EWI	Italy	4.93	6	EWY	South Korea	14.51	6	EWY	South Korea	16.25	6	EWZ	Brazil	42.12
7	EIDO	Indonesia	4.58	7	TUR	Turkey	13.98	7	IGV	Software	16.24	7	PALL	Palladium	40.63
8	VNM	Vietnam	4.47	8	AAXJ	Asian Pacific ex Japan	13.47	8	GML	EM Latin America	14.93	8	IAI	Broker/Dealer	37.45
9	AAXJ	Asian Pacific ex Japan	4.29	9	IHI	Medical Devices	13.43	9	EWP	Spain	14.71	9	XLF	Financial	31.12
10	KOL	Coal	4.14	10	EWS	Singapore	13.31	10	AAXJ	Asian Pacific ex Japan	14.58	10	RSX	Russia	28.81
11	SOXX	Semiconductor	3.92	11	EWP	Spain	13.26	11	EWS	Singapore	14.45	11	ITA	Aerospace/Defense	28.22
12	EWT	Taiwan	3.81	12	GML	EM Latin America	12.70	12	EWV	Hong Kong	14.22	12	FDN	Internet	28.04
13	EWQ	France	3.47	13	EWV	Hong Kong	12.37	13	SLV	Silver	14.16	13	HEDJ	Europe	25.87
14	HEDJ	Europe	3.42	14	KOL	Coal	11.98	14	IHI	Medical Devices	13.82	14	IGN	Network	25.68
15	EEM	Emerging Markets	3.14	15	PALL	Palladium	11.85	15	EWT	Taiwan	13.14	15	IWM	Russell 2000	25.62
16	THD	Thailand	3.08	16	SOXX	Semiconductor	11.84	16	KOL	Coal	12.81	16	EPI	India	25.36
17	PALL	Palladium	2.98	17	EWT	Taiwan	11.74	17	EEM	Emerging Markets	12.51	17	HEWG	Germany	25.28
18	VGK	Europe	2.92	18	SLV	Silver	11.72	18	EWZ	Brazil	12.36	18	KIE	Insurance	24.97
19	EWA	Australia	2.87	19	EEM	Emerging Markets	11.18	19	QQQ	Nasdaq 100	11.96	19	IGV	Software	24.82
20	GDX	Gold Miners	2.75	20	QQQ	Nasdaq 100	10.97	20	SOXX	Semiconductor	11.84	20	GML	EM Latin America	24.20
21	EWG	Germany	2.72	21	QWEW	NDX Equal Weight	10.59	21	EWA	Australia	11.76	21	IJR	SP600 Small-Cap	24.18
22	ITB	Home Builders	2.61	22	VVO	Emerging Markets	10.01	22	QWEW	NDX Equal Weight	11.76	22	EWT	Taiwan	23.34
23	EWV	Hong Kong	2.58	23	EWA	Australia	9.81	23	VVO	Emerging Markets	11.21	23	IHI	Medical Devices	23.06
24	HEWG	Germany	2.43	24	XLK	Technology	9.68	24	FXI	China 25	10.89	24	EWA	Australia	22.62
25	EWM	Malaysia	2.42	25	FXI	China 25	9.50	25	XLK	Technology	10.66	25	REMX	Rare Earth Metal	22.39
26	EWS	Singapore	2.38	26	FDN	Internet	8.97	26	IBB	Biotech	10.62	26	DXJ	Japan	22.32
27	GML	EM Latin America	2.26	27	EWZ	Brazil	8.71	27	FDN	Internet	10.28	27	QWEW	NDX Equal Weight	21.84
28	FXI	Japanese Yen	2.26	28	IBB	Biotech	8.63	28	TUR	Turkey	10.26	28	JJC	Copper	21.40
29	EFA	EAFE Index	2.23	29	EWM	Malaysia	8.51	29	HEDJ	Europe	9.58	29	XLK	Technology	21.34
30	VVO	Emerging Markets	2.18	30	EWG	Germany	8.49	30	VPL	Asian Pacific	9.10	30	QQQ	Nasdaq 100	21.19
31	VEU	Global ex US	2.18	31	HEDJ	Europe	8.25	31	GDX	Gold Miners	9.03	31	IEO	Oil/Gas Exploration	20.69
32	IGV	Software	2.10	32	EWL	Switzerland	8.15	32	VEU	Global ex US	8.61	32	XES	Oil Service	20.60
33	VPL	Asian Pacific	1.97	33	VPL	Asian Pacific	8.04	33	EWM	Malaysia	8.59	33	SLV	Silver	20.29
34	VNQI	Real Estate	1.93	34	VEU	Global ex US	7.83	34	EWG	Germany	8.57	34	EWV	South Korea	20.28
35	FXB	British Pound	1.84	35	THD	Thailand	7.80	35	EWL	Switzerland	8.55	35	VPL	Asian Pacific	19.63
36	FXI	China 25	1.64	36	VGK	Europe	7.80	36	XLY	Consumer Discretionary	8.37	36	XLI	Industrial	19.29
37	EWU	United Kingdom	1.62	37	XLY	Consumer Discretionary	7.73	37	GLD	Gold	8.31	37	IGE	Natural Resources	18.98
38	EWL	Switzerland	1.62	38	EWQ	France	7.50	38	XLV	Health Care	8.25	38	DIA	DJIA	18.94
39	SLV	Silver	1.59	39	GLD	Gold	7.47	39	THD	Thailand	8.18	39	THD	Thailand	18.81
40	FDN	Internet	1.43	40	EFA	EAFE Index	7.23	40	VGK	Europe	8.15	40	ITB	Home Builders	18.54
41	XLY	Consumer Discretionary	1.39	41	XLV	Health Care	6.86	41	EFA	EAFE Index	7.90	41	XLB	Materials	18.17
42	CWB	US Convertible	1.39	42	VNQI	Real Estate	6.82	42	HEWG	Germany	7.70	42	AAXJ	Asian Pacific ex Japan	17.97
43	PFF	US Preferred	1.36	43	XLU	Utilities	6.70	43	VNM	Vietnam	7.52	43	EWJ	Japan	17.96
44	TLT	US Government	1.35	44	IHF	Healthcare Provider	6.65	44	EWQ	France	7.46	44	EWP	Spain	17.84
45	EPHE	Philippines	1.27	45	JJC	Copper	6.63	45	VNQI	Real Estate	7.44	45	FXI	China 25	17.79
46	QQQ	Nasdaq 100	1.25	46	HEWG	Germany	6.38	46	XPH	Pharmaceutical	7.08	46	EEM	Emerging Markets	17.58
47	XLK	Technology	1.24	47	CWB	US Convertible	6.36	47	IHF	Healthcare Provider	7.07	47	VVO	Emerging Markets	17.49
48	IEF	US Government	1.13	48	EIDO	Indonesia	6.09	48	EIDO	Indonesia	6.88	48	IYT	DJ Transports	17.26
49	GLD	Gold	1.03	49	FXA	Australian Dollar	6.04	49	SLX	Steel	6.83	49	MOO	Agribusiness	17.25
50	ACWW	Min vol	0.95	50	ACWW	Min vol	5.95	50	XLU	Utilities	6.44	50	XLE	Energy	17.23
51	EMB	EM Sov Debt	0.87	51	VNM	Vietnam	5.73	51	CUT	Timber	6.34	51	CUT	Timber	17.07
52	MBB	US Mortgage-Backed	0.87	52	XLP	Consumer Staples	5.72	52	EWI	Italy	6.32	52	EWV	Hong Kong	16.82
53	QWEW	NDX Equal Weight	0.85	53	USMV	Min vol	5.71	53	ACWW	Min vol	6.23	53	RSP	SP500 Equal Wght	16.53
54	TIP	US Inflation Protected	0.83	54	FXI	Japanese Yen	5.68	54	FXA	Australian Dollar	6.22	54	CWB	US Convertible	16.51

(계속)

1개월				3개월				YTD				1년			
순위	티커	Description	수익률	순위	티커	Description	수익률	순위	티커	Description	수익률	순위	티커	Description	수익률
55	PGF	US Preferred	0.81	55	EWU	United Kingdom	5.65	55	CWB	US Convertible	6.22	55	SPY	SP500 Large-Cap	16.29
56	FXA	Australian Dollar	0.76	56	AFK	Africa	5.56	56	GAF	Middle East	6.12	56	EWC	Canada	15.90
57	IEI	US Government	0.76	57	EPHE	Philippines	5.40	57	XLP	Consumer Staples	6.11	57	EWG	Germany	15.43
58	FXF	Swiss Franc	0.71	58	CUT	Timber	5.36	58	ITA	Aerospace/Defense	6.06	58	VEU	Global ex US	15.14
59	BND	US Aggregate	0.70	59	XLB	Materials	5.17	59	EWU	United Kingdom	6.06	59	JNK	US Corporate	14.90
60	AFK	Africa	0.68	60	SPY	SP500 Large-Cap	5.12	60	USMV	Min vol	5.99	60	DVY	Dividend	14.77
61	LQD	US Corporate	0.62	61	EWI	Italy	5.10	61	SPY	SP500 Large-Cap	5.92	61	UNG	Natural Gas	14.52
62	FXC	Canadian Dollar	0.56	62	GDX	Gold Miners	4.83	62	XLB	Materials	5.78	62	USO	Crude Oil	14.05
63	RSX	Russia	0.54	63	PFF	US Preferred	4.75	63	JJC	Copper	5.72	63	EWQ	France	13.86
64	TUR	Turkey	0.53	64	ITA	Aerospace/Defense	4.67	64	PFF	US Preferred	5.57	64	GDX	Gold Miners	13.70
65	CYB	Chinese Yuan	0.51	65	DIA	DJIA	4.58	65	AFK	Africa	5.51	65	HYG	US Corporate	13.70
66	IGN	Network	0.44	66	EWJ	Japan	4.55	66	EZA	South Africa	5.40	66	EFA	EAFE Index	13.58
67	FXE	Euro Currency	0.41	67	PGF	US Preferred	4.54	67	EWJ	Japan	5.40	67	XLY	Consumer Discretionary	12.54
68	XLU	Utilities	0.35	68	GAF	Middle East	4.42	68	EPHE	Philippines	5.37	68	URA	Uranium	12.37
69	SHY	US Government	0.29	69	XLI	Industrial	4.42	69	PGF	US Preferred	5.30	69	EWL	Switzerland	11.10
70	EWJ	Japan	0.25	70	EZA	South Africa	4.41	70	REMX	Rare Earth Metal	5.29	70	AFK	Africa	10.98
71	IHI	Medical Devices	0.23	71	RSP	SP500 Equal Wght	4.40	71	RSP	SP500 Equal Wght	5.23	71	EWI	Italy	10.95
72	HYG	US Corporate	0.18	72	XPH	Pharmaceutical	4.36	72	DIA	DJIA	5.06	72	VGK	Europe	10.93
73	EWC	Canada	0.15	73	IGN	Network	4.20	73	XLI	Industrial	5.04	73	XLV	Health Care	10.22
74	JNK	US Corporate	0.03	74	EMB	EM Sov Debt	4.01	74	FXY	Japanese Yen	4.85	74	USMV	Min vol	10.10
75	USMV	Min vol	-0.11	75	REMX	Rare Earth Metal	3.95	75	IGN	Network	4.44	75	EIDO	Indonesia	9.88
76	XLB	Materials	-0.16	76	MOO	Agribusiness	3.81	76	EMB	EM Sov Debt	4.37	76	GAF	Middle East	9.77
77	BKLN	US Bank Loans	-0.41	77	SLX	Steel	3.67	77	IAI	Broker/Dealer	4.12	77	IBB	Biotech	9.55
78	IEO	Oil/Gas Exploration	-0.45	78	KIE	Insurance	3.65	78	MOO	Agribusiness	4.11	78	IHF	Healthcare Provider	9.31
79	CUT	Timber	-0.49	79	IAI	Broker/Dealer	3.26	79	KIE	Insurance	3.94	79	EWS	Singapore	9.30
80	XLP	Consumer Staples	-0.49	80	DVY	Dividend	3.21	80	CYB	Chinese Yuan	3.93	80	EWU	United Kingdom	8.87
81	IYR	Real Estate	-0.50	81	CYB	Chinese Yuan	2.91	81	DVY	Dividend	3.65	81	EZA	South Africa	8.72
82	RSP	SP500 Equal Wght	-0.54	82	IYR	Real Estate	2.58	82	IYR	Real Estate	2.99	82	EMB	EM Sov Debt	8.16
83	IJR	SP600 Small-Cap	-0.55	83	FXE	Euro Currency	2.46	83	EWC	Canada	2.79	83	ACWW	Min vol	7.48
84	IWM	Russell 2000	-0.56	84	FXB	British Pound	2.35	84	JNK	US Corporate	2.76	84	BKLN	US Bank Loans	7.03
85	SPY	SP500 Large-Cap	-0.69	85	FXF	Swiss Franc	2.34	85	HYG	US Corporate	2.74	85	IYZ	Telecom	6.58
86	MOO	Agribusiness	-0.74	86	HYG	US Corporate	2.32	86	XLF	Financial	2.43	86	XLU	Utilities	6.53
87	UUP	US Dollar Index	-0.84	87	JNK	US Corporate	2.25	87	IWM	Russell 2000	2.24	87	PFF	US Preferred	6.10
88	XRT	Retail	-0.87	88	EWC	Canada	2.21	88	DXJ	Japan	2.18	88	UUP	US Dollar Index	5.79
89	XPH	Pharmaceutical	-0.93	89	IWM	Russell 2000	1.74	89	TLT	US Government	1.96	89	PGF	US Preferred	5.62
90	DVY	Dividend	-1.00	90	TLT	US Government	1.53	90	FXB	British Pound	1.56	90	SGG	Sugar	5.10
91	IGE	Natural Resources	-1.03	91	LQD	US Corporate	1.36	91	TIP	US Inflation Protected	1.44	91	VNQI	Real Estate	5.04
92	IYZ	Telecom	-1.38	92	TIP	US Inflation Protected	1.35	92	LQD	US Corporate	1.44	92	IYR	Real Estate	4.97
93	XLI	Industrial	-1.46	93	XLF	Financial	1.30	93	FXF	Swiss Franc	1.42	93	XLP	Consumer Staples	4.35
94	DIA	DJIA	-1.51	94	IYT	DJ Transports	1.23	94	IEF	US Government	1.18	94	VNM	Vietnam	3.87
95	XLV	Health Care	-1.54	95	IEF	US Government	1.23	95	FXE	Euro Currency	1.12	95	XPH	Pharmaceutical	2.78
96	GAF	Middle East	-1.67	96	BND	US Aggregate	0.97	96	BND	US Aggregate	0.98	96	LQD	US Corporate	2.44
97	KIE	Insurance	-1.83	97	FXC	Canadian Dollar	0.95	97	IYT	DJ Transports	0.97	97	GLD	Gold	1.53
98	ITA	Aerospace/Defense	-1.85	98	IEI	US Government	0.81	98	IJR	SP600 Small-Cap	0.91	98	TIP	US Inflation Protected	1.52
99	DXJ	Japan	-1.94	99	MBB	US Mortgage-Backed	0.74	99	FXC	Canadian Dollar	0.91	99	BND	US Aggregate	0.44
100	EZA	South Africa	-2.09	100	DXJ	Japan	0.42	100	MBB	US Mortgage-Backed	0.79	100	FXA	Australian Dollar	0.41
101	JJC	Copper	-2.15	101	SHY	US Government	0.36	101	IEI	US Government	0.78	101	SHY	US Government	0.25
102	IHF	Healthcare Provider	-2.24	102	IJR	SP600 Small-Cap	0.35	102	BKLN	US Bank Loans	0.44	102	MBB	US Mortgage-Backed	0.10
103	XLE	Energy	-2.32	103	BKLN	US Bank Loans	0.31	103	SHY	US Government	0.28	103	FXY	Japanese Yen	-0.17
104	DBA	Agri Commodities	-2.66	104	DBA	Agri Commodities	-0.90	104	XME	Metals & Mining	0.16	104	IEI	US Government	-0.84
105	EWZ	Brazil	-2.90	105	KRE	Bank Regional	-1.43	105	DBA	Agri Commodities	-0.95	105	IEF	US Government	-2.46
106	IBB	Biotech	-2.95	106	XME	Metals & Mining	-2.03	106	KRE	Bank Regional	-1.43	106	FXC	Canadian Dollar	-2.53
107	IAI	Broker/Dealer	-3.00	107	UUP	US Dollar Index	-2.81	107	UUP	US Dollar Index	-1.93	107	EWV	Mexico	-3.12
108	URA	Uranium	-3.94	108	RSX	Russia	-4.39	108	RSX	Russia	-2.59	108	DBA	Agri Commodities	-3.47

## ETF Technical Ranking

ETF 상대강도 모델은 ETF 가격지표를 통해 자산별 상대강도의 순위를 매기는 모델이다. 0에서 99까지의 상대강도 점수(ranking)를 매기는데 숫자가 높을수록 상대강도 순위가 높다는 뜻이다. 90~99는 기술적 지표를 통해 판단한 상승세가 가장 강한 상위 10%, 반대로 0~10은 상승세가 가장 약한 하위 10%에 해당한다<sup>4</sup>.

상대강도 점수가 가장 높은 ETF들은 현재 시장 주도주, 가장 낮은 ETF는 현재 시장 Laggard로 볼 수 있다. 상대강도 모델을 위해 주도주와 Laggard를 구분하는 것은 주도주를 추종하지만, 동시에 Laggard 중에서 컨트래리언(contrarian) 투자 아이디어를 찾기 위한 목적도 있다.

<sup>4</sup> 상대강도 점수(SCTR)는 2개 장기(Long Term) 지표, 2개 중기(Mid Term) 지표, 2개 단기(Short Term) 지표 등 총 6개 기술적 지표를 통해 산출된다. 장기 지표는 200일 이평선 이격도 외 1개, 중기 지표는 50일 이평선 이격도 외 1개, 단기 지표는 14일 RSI외 1개이며, 장기 지표에 60% 웨이트, 중기 지표에 30% 웨이트, 단기 지표에 10% 웨이트를 둔다. SCTR에 대한 자세한 설명은 <http://goo.gl/KsU5UK> 에서 볼 수 있다.

## 미국상장 ETF – Technical ranking (3월 31일 마감 기준)

순위	티커	ETF	카테고리(Category)	SCTR	1주 변화
1	SOXX US Equity	iShares PHLX Semiconductor ETF	Semiconductor	99.4	-0.2
2	EWP US Equity	iShares MSCI Spain Capped ETF	Spain	98.7	-0.6
3	KOL US Equity	VanEck Vectors Coal ETF	Coal	98.6	-0.8
4	SLX US Equity	VanEck Vectors Steel ETF	Steel	98.5	0.3
5	KRE US Equity	SPDR S&P Regional Banking ETF	Bank Regional	98.3	7.7
6	EPI US Equity	WisdomTree India Earnings Fund	India	97.5	3.1
7	ITB US Equity	iShares U.S. Home Construction ETF	Home Builders	97.1	-0.4
8	EWI US Equity	iShares MSCI Italy Capped ETF	Italy	97.0	-1.4
9	IAI US Equity	iShares U.S. Broker-Dealers & Securities Exchanges ETF	Broker/Dealer	96.7	3.9
10	XLF US Equity	Financial Select Sector SPDR Fund	Financial	94.2	2.8
11	URA US Equity	Global X Uranium ETF	Uranium	93.6	17.1
12	IGV US Equity	iShares North American Tech-Software ETF	Software	92.0	2.3
13	PALL US Equity	ETFS Physical Palladium Shares	Palladium	91.8	-6.9
14	XLK US Equity	Technology Select Sector SPDR Fund	Technology	91.7	1.2
15	JJC US Equity	iPath Bloomberg Copper Subindex Total Return ETN	Copper	91.6	-1.3
16	GML US Equity	SPDR S&P Emerging Latin America ETF	EM Latin America	91.5	7.8
17	QQQ US Equity	PowerShares QQQ	Nasdaq 100	91.4	3.7
18	EWY US Equity	iShares MSCI South Korea Capped ETF	South Korea	90.2	-6.7
19	KIE US Equity	SPDR S&P Insurance ETF	Insurance	89.5	5.8
20	EWA US Equity	iShares MSCI Australia ETF	Australia	89.5	6.6
21	EWQ US Equity	iShares MSCI France ETF	France	89.0	-0.9
22	ITA US Equity	iShares U.S. Aerospace & Defense ETF	Aerospace/Defense	87.0	5.6
23	DXJ US Equity	WisdomTree Japan Hedged Equity Fund	Japan	86.5	-4.0
24	EWG US Equity	iShares MSCI Germany ETF	Germany	86.2	-1.1
25	XLY US Equity	Consumer Discretionary Select Sector SPDR Fund	Consumer Discretionary	86.0	13.1
26	EWX US Equity	iShares MSCI Mexico Capped ETF	Mexico	83.9	-12.6
27	DIA US Equity	SPDR Dow Jones Industrial Average ETF	DJIA	83.0	-1.9
28	EWZ US Equity	iShares MSCI Brazil Capped ETF	Brazil	82.5	3.3
29	IJR US Equity	iShares Core S&P Small-Cap ETF	SP600 Small-Cap	80.4	31.4
30	EWT US Equity	iShares MSCI Taiwan ETF	Taiwan	80.3	-13.9
31	THD US Equity	iShares MSCI Thailand Capped ETF	Thailand	79.7	-3.3
32	IGN US Equity	iShares North American Tech-Multimedia Networking ETF	Network	78.5	-7.5
33	IWM US Equity	iShares Russell 2000 ETF	Russell 2000	78.3	30.4
34	EWS US Equity	iShares MSCI Singapore ETF	Singapore	77.6	-4.0
35	XLI US Equity	Industrial Select Sector SPDR Fund	Industrial	74.8	-2.5
36	FDN US Equity	First Trust Dow Jones Internet Index Fund	Internet	73.0	5.0
37	VGK US Equity	Vanguard FTSE Europe ETF	Europe	71.9	-9.9
38	AAXJ US Equity	iShares MSCI All Country Asia ex Japan ETF	Asian Pacific ex Japan	69.9	-18.1
39	XLB US Equity	Materials Select Sector SPDR Fund	Materials	68.9	6.8
40	SPY US Equity	SPDR S&P 500 ETF	SP500 Large-Cap	65.2	0.0
41	RSX US Equity	VanEck Vectors Russia ETF	Russia	65.0	-25.2
42	EEM US Equity	iShares MSCI Emerging Markets ETF	Emerging Markets	63.1	-25.2
43	EFA US Equity	iShares MSCI EAFE ETF	EAFE Index	59.5	-16.8
44	CWB US Equity	SPDR Barclays Convertible Securities ETF	US Convertible	59.3	9.7
45	VEU US Equity	Vanguard FTSE All-World ex-US ETF	Global ex US	58.3	-21.4
46	XME US Equity	SPDR S&P Metals and Mining ETF	Metals & Mining	57.7	22.6
47	IYT US Equity	iShares Transportation Average ETF	DJ Transports	57.5	12.3
48	IHI US Equity	iShares U.S. Medical Devices ETF	Medical Devices	56.8	-17.6
49	VPL US Equity	Vanguard FTSE Pacific ETF	Asian Pacific	52.4	-23.4
50	CUT US Equity	Guggenheim Timber ETF	Timber	51.2	-8.6
51	DVY US Equity	iShares Select Dividend ETF	Dividend	50.9	1.4
52	XLU US Equity	Utilities Select Sector SPDR Fund	Utilities	50.2	-20.8
53	EWL US Equity	iShares MSCI Switzerland Capped ETF	Switzerland	48.4	-24.9
54	MOO US Equity	VanEck Vectors Agribusiness ETF	Agribusiness	48.1	-13.8

(계속)

순위	티커	ETF	카테고리(Category)	SCTR	1주 변화
55	USMV US Equity	iShares Edge MSCI Minimum Volatility USA ETF	Min vol	47.9	-11.5
56	IHF US Equity	iShares U.S. Healthcare Providers ETF	Healthcare Provider	47.0	9.0
57	EWK US Equity	iShares MSCI Hong Kong ETF	Hong Kong	46.5	-30.6
58	EWU US Equity	iShares MSCI United Kingdom ETF	United Kingdom	44.2	-8.7
59	EWG US Equity	iShares MSCI Canada ETF	Canada	39.2	6.5
60	REMX US Equity	VanEck Vectors Rare Earth/Strategic Metals ETF	Rare Earth Metal	38.6	5.8
61	JNK US Equity	SPDR Barclays High Yield Bond ETF	US Corporate	36.7	5.1
62	HYG US Equity	iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond ETF	US Corporate	36.4	5.8
63	FXI US Equity	iShares China Large-Cap ETF	China 25	36.3	-37.3
64	XLP US Equity	Consumer Staples Select Sector SPDR Fund	Consumer Staples	33.7	-8.8
65	XLV US Equity	Health Care Select Sector SPDR Fund	Health Care	33.6	-3.3
66	EIDO US Equity	iShares MSCI Indonesia ETF	Indonesia	32.9	-23.2
67	AFK US Equity	VanEck Vectors Africa Index ETF	Africa	30.5	-28.8
68	UUP US Equity	PowerShares DB US Dollar Index Bullish Fund	US Dollar Index	29.5	8.0
69	IYR US Equity	iShares U.S. Real Estate ETF	Real Estate	27.3	11.3
70	BKLN US Equity	PowerShares Senior Loan Portfolio	US Bank Loans	26.9	0.6
71	IBB US Equity	iShares Nasdaq Biotechnology ETF	Biotech	25.8	9.3
72	EMB US Equity	iShares JPMorgan USD Emerging Markets Bond ETF	EM Sovereign Debt	25.1	-6.7
73	SLV US Equity	iShares Silver Trust	Silver	24.1	16.3
74	FXA US Equity	CurrencyShares Australian Dollar Trust	Australian Dollar	20.9	-1.2
75	XES US Equity	SPDR S&P Oil & Gas Equipment & Services ETF	Oil Service	19.8	12.5
76	VNM US Equity	VanEck Vectors Vietnam ETF	Vietnam	19.8	-2.6
77	EWM US Equity	iShares MSCI Malaysia ETF	Malaysia	19.7	-15.6
78	TIP US Equity	iShares TIPS Bond ETF	US Inflation Protected	18.2	-2.5
79	SHY US Equity	iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF	US Government	18.1	-3.3
80	IEO US Equity	iShares U.S. Oil & Gas Exploration & Production ETF	Oil/Gas Exploration	17.9	12.8
81	IGE US Equity	iShares North American Natural Resources ETF	Natural Resources	15.8	6.7
82	IYZ US Equity	iShares U.S. Telecommunications ETF	Telecom	14.2	5.4
83	MBB US Equity	iShares MBS ETF	US Mortgage-Backed	13.7	-2.4
84	CYB US Equity	WisdomTree Chinese Yuan Strategy Fund	Chinese Yuan	13.4	-8.9
85	LQD US Equity	iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond ETF	US Corporate	13.1	-3.5
86	IEI US Equity	iShares 3-7 Year Treasury Bond ETF	US Government	13.0	-2.2
87	BND US Equity	Vanguard Total Bond Market ETF	US Aggregate	12.3	-3.1
88	GAF US Equity	SPDR S&P Emerging Middle East & Africa ETF	Middle East	11.5	-83.8
89	FXC US Equity	CurrencyShares Canadian Dollar Trust	Canadian Dollar	10.8	1.3
90	XLE US Equity	Energy Select Sector SPDR Fund	Energy	10.4	0.7
91	GLD US Equity	SPDR Gold Shares	Gold	9.5	-2.9
92	FXB US Equity	CurrencyShares British Pound Sterling Trust	British Pound	8.0	-2.3
93	IEF US Equity	iShares 7-10 Year Treasury Bond ETF	US Government	7.8	-3.2
94	EZA US Equity	iShares MSCI South Africa ETF	South Africa	7.4	-88.0
95	TUR US Equity	iShares MSCI Turkey ETF	Turkey	7.3	-9.1
96	XPB US Equity	SPDR S&P Pharmaceuticals ETF	Pharmaceutical	7.3	3.4
97	FXF US Equity	CurrencyShares Swiss Franc Trust	Swiss Franc	7.0	-13.2
98	XRT US Equity	SPDR S&P Retail ETF	Retail	6.5	3.1
99	FXJ US Equity	CurrencyShares Japanese Yen Trust	Japanese Yen	5.6	-3.4
100	FXE US Equity	CurrencyShares Euro Trust	Euro Currency	5.1	-9.0
101	UNG US Equity	United States Natural Gas Fund	Natural Gas	5.0	0.3
102	USO US Equity	United States Oil Fund, LP	Crude Oil	4.7	2.7
103	EPHE US Equity	iShares MSCI Philippines ETF	Philippines	4.3	-2.8
104	DBA US Equity	PowerShares DB Agriculture Fund	Agri Commodities	4.3	-3.1
105	TLT US Equity	iShares 20+ Year Treasury Bond ETF	US Government	3.6	-2.3
106	GDX US Equity	VanEck Vectors Gold Miners ETF	Gold Miners	2.9	-0.2
107	SGG US Equity	iPath Bloomberg Sugar Subindex Total Return ETN	Sugar	0.4	-0.1
108	VXX US Equity	iPath S&P 500 VIX Short-Term Futures ETN	Vix_long	0.0	-0.1

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.