

## 사이드카가 일상인 시대

- 코스피 서킷브레이커(6/8), 매수(6/9, 6/12)/매도 사이드카(6/10)
- VKOSPI 89.9%로 역대 최대 수준. 일간수익률 기댓값으로 환산 시 5.6%
- 이를 이탈할 확률이 1/3 수준. 95% 신뢰수준은 11.1%

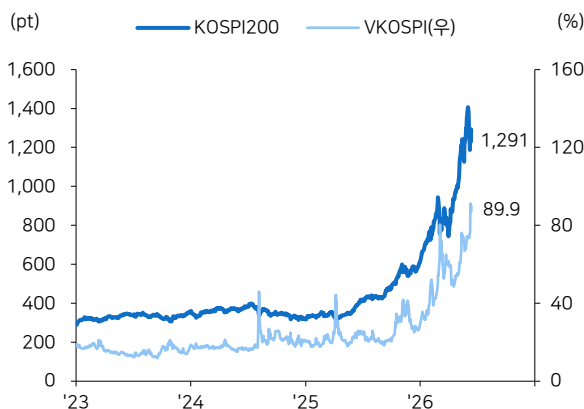
### 퀀트/ETF

Analyst 이상현  
sanghyeon.lee@meritz.co.kr

KOSPI 야간 선물 -8.0%, iShares MSCI South Korea ETF(EWY) -14.1%, 필라델피아 반도체 지수 -10.3%의 어두운 그림자는 월요일(6/8) KOSPI -8.5% 하락, 서킷브레이커 발동의 결과로 이어졌다. 6/10 발표된 미국 5월 물가지표가 대체로 부합으로 발표된 가운데 미국-이란 전쟁 리스크 격화, 휴전 기대로 급등락을 반복했다. 레버리지 ETF 영향에 대한 민감도가 높아진 가운데 목요일 선물옵션 만기일 이벤트를 소화하며 금요일 매수 사이드카로 증시는 마무리되었다.

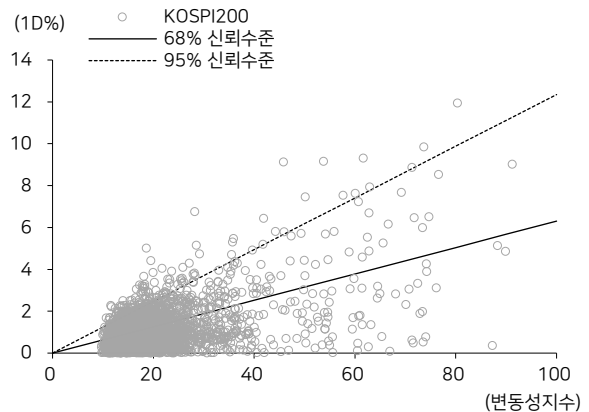
KOSPI200 옵션 가격으로 역산한 변동성 지수인 VKOSPI는 금요일 종가 기준 89.9%이다. 이는 이론적으로 1표준편차에 해당하는 일간수익률 기댓값이 5.6%에 해당한다는 뜻이다( $89.9/\sqrt{252}=5.6$ ). 일간수익률이 정규분포를 따른다고 가정할 때  $\pm 1\sigma$  이내에 포함될 확률은 68%이다. 즉 이를 이탈할 가능성이 1/3 수준이라는 뜻이다. VKOSPI 지수가 높을수록 일간수익률 변동폭이 클 수 있어 한번의 선택이 이전보다 더 큰 결과를 낳을 수 있다. 레버리지/곱버스 ETF로 투자할 경우에는 이의 2배에 해당하는 변동성이 일어날 수 있어 보다 더 깊은 주의가 필요하다.

그림1 KOSPI200, VKOSPI 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2010년~현재 KOSPI200 일간수익률 vs VKOSPI



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## ETF Weekly Review

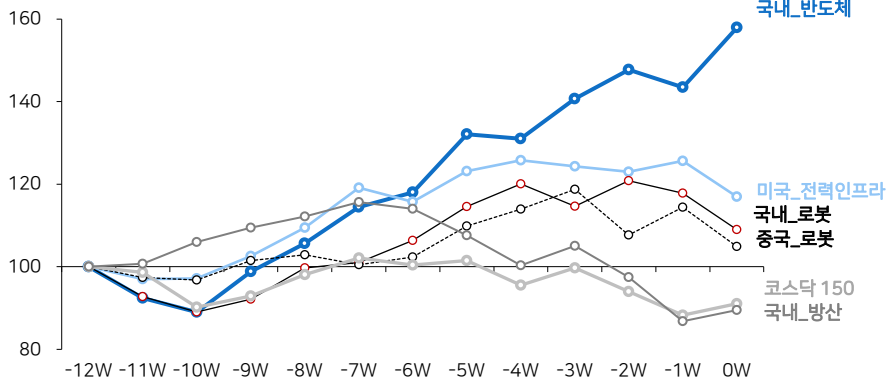
- 전반적 Risk-Off 국면. 상위 강세 테마의 유동성 편차 확대되며 추세 추종과 과열 관리의 병행이 필요한 구간. 미국-이란 전쟁 리스크 급변에 급등락
- **국내\_반도체(+10.1%)** 상승하며 **전주(-2.9%)** 약세 탈피, 상승 모멘텀 재가열. **코스닥 150(+3.1%)**, **국내\_방산(+3.1%)** 등 기존 약세 테마 반등
- **미국\_전력인프라(-6.9%)**, **국내\_로봇(-7.5%)**, **중국\_로봇(-8.3%)** 등 기존 강세 테마 중 반도체 제외하고는 약세 구간에 머물러 있음. 금주 모멘텀 재가열 여부가 관건

그림3 주요 강세/약세 테마 최근 12주 추세

ETF 분석 개요

분석 테마수	70개
분석 ETF수	383개
1W 평균	-2.51%
1M 평균	-0.5%
YTD 평균	43.7%
상승 테마	16개
하락 테마	54개
상승 비율	22.9%

(-12W=100)



주: 주식형 ETF 중 인버스/레버리지 제외. 일평균 거래대금(ADV) 12주 평균 10억원 이상  
 자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표1 주간 강세 테마 (Top 10)

순위	테마	1W (%)	1M (%)	YTD (%)	Heat Ratio (배)
1	국내_반도체	10.1	17.0	151.6	1.3
2	코스닥_시장대표	5.4	-5.1	-5.1	0.7
3	국내_엔터테인먼트	4.6	-6.4	-29.0	0.9
4	코스닥 150	3.1	-8.0	14.9	1.1
5	국내_방산	3.1	-15.8	26.5	0.5
6	국내_화학품	1.6	-12.9	10.8	0.4
7	국내_IT	1.4	13.5	122.3	1.3
8	국내_원자력	1.3	-20.3	66.9	0.3
9	국내_전략산업	1.1	3.1	64.1	0.6
10	국내_수출	0.7	-1.1	43.5	0.4

주: Heat Ratio = 지난주 일평균 거래대금(ADV)/12주 평균 ADV  
 자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표2 주간 약세 테마 (Bottom 10)

순위	테마	1W (%)	1M (%)	YTD (%)	Heat Ratio (배)
70	미국_원자력	-11.3	-15.1	-4.1	0.5
69	글로벌_금	-9.9	-17.7	-5.6	0.8
68	글로벌_에너지	-9.0	-11.7	40.3	0.4
67	중국_로봇	-8.3	-5.6	-8.0	1.1
66	글로벌_원자력	-7.9	-18.1	11.2	0.5
65	국내_로봇	-7.5	-7.8	22.7	1.0
64	미국_양자컴퓨팅	-7.3	4.8	28.1	0.7
63	글로벌_전력인프라	-7.2	-0.6	79.0	0.8
62	국내_자동차	-7.1	13.3	105.1	0.7
61	미국_전력인프라	-6.9	-7.7	33.9	0.6

주: Heat Ratio = 지난주 일평균 거래대금(ADV)/12주 평균 ADV  
 자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

## 모멘텀 × 유동성 교차 분석 - 국내 주식형 테마

표3 ETF 구성종목 모멘텀 가중평균 점수 Top 10 테마

순위	테마	ETF수	모멘텀 점수	1W (%)	1M (%)	YTD (%)
1	국내_반도체	19	80.3	10.1	17.0	151.6
2	국내_네트워크	1	79.0	-2.4	31.0	238.3
3	국내_전략산업	2	71.9	1.1	3.1	64.1
4	코스피 200	19	69.4	-1.3	8.4	113.1
5	코스피_시장대표	11	68.5	-0.8	7.8	98.5
6	국내_IT	8	68.2	1.4	13.5	122.3
7	코스닥_시장대표	3	67.5	5.4	-5.1	-5.1
8	국내_전략형_밸류업	8	63.5	0.0	7.3	117.4
9	국내_대형	5	62.7	-0.9	7.6	89.3
10	국내_전략형_커버드콜	12	61.8	-0.4	4.5	46.1

자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표4 ETF 구성종목 Heat Ratio 가중평균 점수 Top 10 테마

순위	테마	ETF수	Heat Ratio 점수	1W (%)	1M (%)	YTD (%)
1	국내_반도체	19	80.5	10.1	17.0	151.6
2	국내_네트워크	1	79.0	-2.4	31.0	238.3
3	국내_IT	8	71.6	1.4	13.5	122.3
4	국내_시테크	9	68.4	-2.6	12.9	75.1
5	국내_경기소비재	1	67.9	-3.3	28.9	68.1
6	국내_자동차	3	66.0	-7.1	13.3	105.1
7	코스피 200	19	64.9	-1.3	8.4	113.1
8	국내_전략형_밸류업	8	64.7	0.0	7.3	117.4
9	코스피_시장대표	11	64.4	-0.8	7.8	98.5
10	국내_전략형_커버드콜	12	64.4	-0.4	4.5	46.1

주: Heat Ratio = 지난주 일평균 거래대금(ADV)/12주 평균 ADV

자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표5 ETF 구성종목 거래 회전율 가중평균 점수 Top 10 테마

순위	테마	ETF수	거래 회전율 점수	1W (%)	1M (%)	YTD (%)
1	코스닥_시장대표	3	71.4	5.4	-5.1	-5.1
2	국내_반도체	19	53.2	10.1	17.0	151.6
3	코스닥 150	7	51.9	3.1	-8.0	14.9
4	국내_로봇	5	45.7	-7.5	-7.8	22.7
5	국내_네트워크	1	45.3	-2.4	31.0	238.3
6	국내_IT	8	44.7	1.4	13.5	122.3
7	국내_시테크	9	43.8	-2.6	12.9	75.1
8	국내_자동차	3	34.6	-7.1	13.3	105.1
9	국내_에너지	8	31.1	-2.0	-12.9	59.3
10	국내_경기소비재	1	30.7	-3.3	28.9	68.1

주: 거래 회전율(Turnover Ratio) = 일평균거래대금(ADV)/시가총액

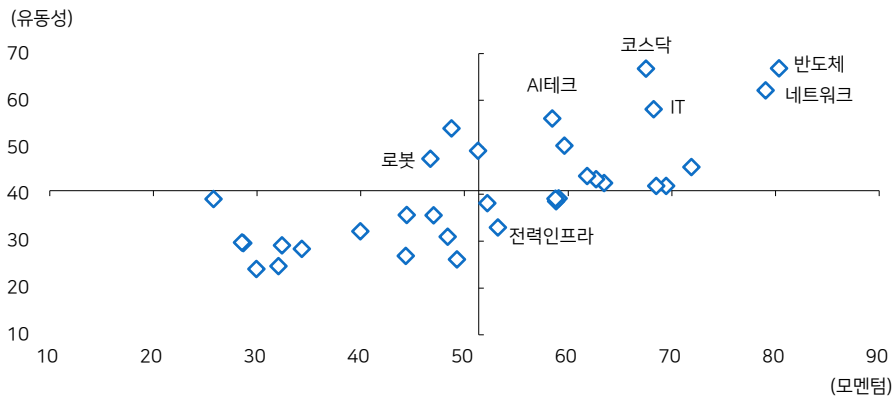
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표6 유동성(Heat Ratio + 회전율) 종합 Top 10 테마

순위	테마	ETF수	유동성 점수	Heat Ratio 점수	회전율 점수	1W (%)	1M (%)	YTD (%)
1	국내_반도체	19	66.8	80.5	53.2	10.1	17.0	151.6
2	코스닥_시장대표	3	66.8	62.2	71.4	5.4	-5.1	-5.1
3	국내_네트워크	1	62.1	79.0	45.3	-2.4	31.0	238.3
4	국내_IT	8	58.1	71.6	44.7	1.4	13.5	122.3
5	국내_시테크	9	56.1	68.4	43.8	-2.6	12.9	75.1
6	코스닥 150	7	54.0	56.2	51.9	3.1	-8.0	14.9
7	국내_자동차	3	50.3	66.0	34.6	-7.1	13.3	105.1
8	국내_경기소비재	1	49.3	67.9	30.7	-3.3	28.9	68.1
9	국내_로봇	5	47.6	49.4	45.7	-7.5	-7.8	22.7
10	국내_전력산업	2	45.8	62.9	28.8	1.1	3.1	64.1

자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림4 테마별 모멘텀 × 유동성 4분할 분석



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

- (모멘텀↑+유동성↑) 우상단 진영 추세+자금 동반 강세, **국내\_반도체·국내\_네트워크·국내\_IT**는 Q1 유지하며 핵심 주도주 지위 유지
- (모멘텀↓+유동성↑) **국내\_로봇** 시장 급등락 추세에 모멘텀 약화, Q1에서 Q2로 이탈. 코스닥 내 반도체 소부장 자금 풀림으로 소외 가능성. 추세 약화 위험, 새로운 모멘텀 필요
- (모멘텀↑+유동성↓) **국내\_전력인프라**(Q1→Q3→Q4) 모멘텀 회복에 Q4로 이동, 반도체 강세장 속 AI인프라 모멘텀 회복 시 유동성 동반 회복, Q1 이동 기대

## 저평가 × 성장 스크리닝 - 국내 주식형 테마

표7 국내 주식형 ETF 테마별 저평가 + 성장 동반 복합 Rank

순위	테마	복합 Rank	가치 Rank	성장 Rank	PER (배)	PBR (배)	PSR (배)	EPS 1M Chg (%)	EPS 3M Chg (%)	1W (%)	1M (%)
1	국내_지주	4.3	2.0	6.7	10.9	0.5	0.4	25.0	34.7	-2.8	-6.7
2	국내_금융	7.3	3.0	11.5	7.9	0.8	0.8	4.3	12.7	-2.7	-3.7
3	국내_전략산업	7.8	11.7	3.8	9.4	2.4	2.1	9.0	77.5	1.1	3.1
4	국내_네트워크	8.9	15.7	2.2	11.8	3.9	2.9	9.0	84.2	-2.4	31.0
5	국내_IT	9.4	14.3	4.5	12.0	2.5	2.8	9.0	56.9	1.4	13.5
6	국내_에너지	9.6	9.7	9.5	18.8	1.1	0.8	7.1	42.9	-2.0	-12.9
7	국내_반도체	10.2	17.7	2.7	13.4	4.4	4.5	8.8	63.6	10.1	17.0
8	국내_수출	10.3	15.0	5.5	12.8	3.1	2.4	8.9	53.7	0.7	-1.1
9	국내_경기소비재	10.3	3.7	16.8	11.7	0.9	0.7	3.8	11.2	-3.3	28.9
10	국내_시테크	10.9	13.7	8.2	15.8	2.0	1.8	5.1	30.2	-2.6	12.9
11	국내_건설중공업	11.3	8.3	14.2	16.6	1.0	0.7	3.7	13.2	0.3	-17.3
12	국내_게임	11.3	7.3	15.3	10.6	1.0	1.8	2.7	14.9	-4.0	-5.0
13	국내_2차전지	12.2	13.3	11.0	39.7	1.1	0.9	4.8	78.0	-3.3	-17.6
14	국내_화장품	12.3	11.3	13.2	14.0	2.0	1.2	3.6	12.2	1.6	-12.9
15	국내_조선	12.8	12.7	12.8	14.1	2.2	1.5	3.6	10.2	0.3	-14.3
16	국내_자동차	12.9	9.0	16.8	13.8	1.3	0.8	3.1	11.7	-7.1	13.3
17	국내_여행레저	13.1	8.7	17.5	27.6	1.0	0.5	28.9	-11.5	0.3	-4.7
18	국내_엔터테인먼트	14.3	9.7	18.8	15.2	1.1	1.1	0.9	-5.3	4.6	-6.4
19	국내_방산	15.6	17.7	13.5	23.3	3.2	2.0	3.5	5.6	3.1	-15.8
20	국내_전력인프라	16.7	19.0	14.3	33.1	4.5	1.7	2.9	6.8	-0.3	-28.1
21	국내_로봇	16.7	18.0	15.3	32.2	3.1	2.1	3.0	10.6	-7.5	-7.8
22	국내_원자력	17.1	12.7	21.5	21.0	1.9	1.1	-8.3	-11.1	1.3	-20.3
23	국내_바이오	21.2	22.0	20.3	38.2	4.2	6.6	-1.1	7.9	-5.3	-18.1

주: 복합/가치/성장 Rank는 값이 낮을수록 저평가&고성장. 12MF EPS/BPS/SPS 기준

자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

- **국내\_지주**(PER 10.9배, PBR 0.5배, EPS 1M +25.0%, EPS 3M +34.6%)로 밸류·성장 동반 상위. 1M 수익률 -6.7% 지분 가치 상승에 따른 모멘텀 기대
- **국내\_금융**(PER 7.9배, PBR 0.8배, EPS 3M +12.7%) 펀더멘털 모멘텀 견조함. 가격 모멘텀 둔화 구간에서 복합 상위 테마는 중기 재평가 후보로 관찰 필요

## Appendix. ETF 테마 밸류/성장/모멘텀/유동성 지표 산출 방법

### 1. 가치 Rank

- 1) 구성종목 주가와 EPS/BPS/SPS를 보유수량(qty) 가중 합산을 통해 개별 ETF의 밸류에이션 비율을 산출

$$PER = \frac{\Sigma(price_i \times qty_i)}{\Sigma(EPS_i \times qty_i)}, PBR = \frac{\Sigma(price_i \times qty_i)}{\Sigma(BPS_i \times qty_i)}, PSR = \frac{\Sigma(price_i \times qty_i)}{\Sigma(PS_i \times qty_i)}$$

- 2) 개별 ETF에 대해 밸류에이션 지표별로 오름차순 순위 부여(밸류에이션 값이 낮을수록 높은 순위)
- 3) 테마별로 해당 테마에 속하는 개별 ETF의 밸류에이션 지표별 순위의 평균치를 가치 Rank로 산출

### 2. 성장 Rank

- 1) 구성종목 현재 EPS/BPS/SPS와 1개월전/3개월전 EPS/BPS/SPS를 보유수량(qty) 가중 합산을 통해 개별 ETF의 1M/3M Growth 지표를 산출

$$EPS_{growth}^{1m} = \frac{\Sigma(EPS_i \times qty_i)}{\Sigma(EPS_i^{-1m} \times qty_i)} \times 100 - 100$$

- 2)~3)은 가치 Rank 산출 방식과 동일

### 3. 모멘텀 점수

- 1) ETF 구성종목에 해당하는 개별 주식종목에 대해 수익률 변화(1W, 1M, 3M, 6M, 12M)를 상하위 5% 원저화 및 min(0)-max(100) 스코어링
- 2) 구성종목 CU 비중(pct\_cu)로 가중 합산하여 ETF 수준 점수를 산출

$$pct\_cu_i = \frac{(qty_i \times price_i)}{\Sigma(qty_j \times price_j)}$$

$$ETF \ momentum \ Score = \Sigma(pct\_cu_i \times momentum\_score_i)$$

- 3) 1W/1M/3M/6M/12M 5개 기간 모멘텀 점수의 단순 평균으로 ETF 테마 모멘텀 점수를 산출

### 4. 유동성 점수

- 1) ETF 구성종목에 해당하는 개별 주식종목에 대해 거래 회전율, Heat Ratio에 대해 상하위 5% 원저화 및 min(0)-max(100) 스코어링
- 2)~3)은 모멘텀 점수 산출 방식과 동일

---

#### Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

---