

## ΔQ=Δ자금효과+Δ바스켓효과

- ETF 1CU당 구성종목 수 \* 전체 CU 개수로 종목 ETF 편입금액 환산
- 지난주 ETF 내 종목 보유금액 40조원 감소. 수량주도금액 약 25조원
- Top10 ETF 보유금액 15.8조원 감소 중 10.1조원 수량주도

퀀트/ETF

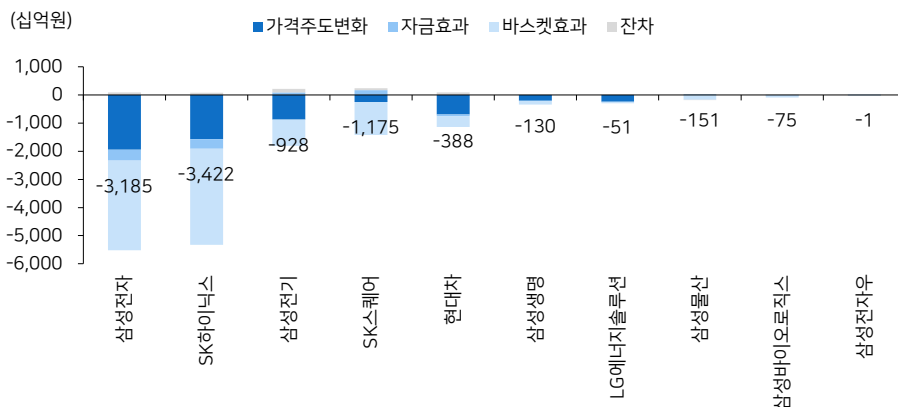
Analyst 이상현

sanghyeon.lee@meritz.co.kr

전체 ETF 바스켓을 합산했을 때 해당 종목이 ETF 유니버스 내에 얼마나 들어가 있는가를 계산하기 위해서는 ETF CU(Creation Unit) 개념에 대해 알아야 한다. 펀드 상장을 위해 CU구성좌수에 따라 개별 ETF 5만주(예)를 1개의 CU로 설정하여 상장시킨다. ETF 구성종목 표는 ETF 1CU가 보유하고 있는 개별종목의 주식 수가 나온다. 만약 총 10CU로 구성된 ETF가 1CU당 SK하이닉스 보유수가 5만개 라면, 해당 ETF는 총 SK하이닉스를 50만개 보유하고 있는 것이다.

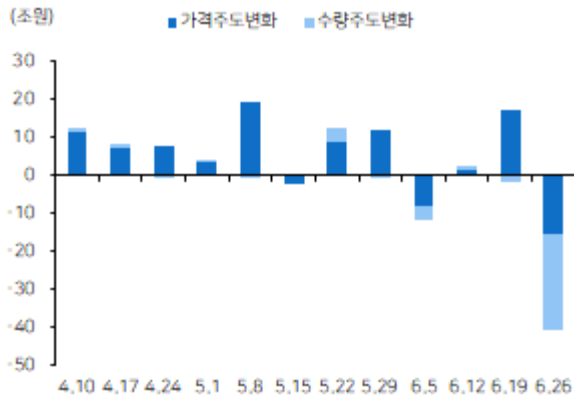
투자자의 수요에 따라 ETF 신규 설정/환매가 이루어지고 이에 따라 전체 CU 수의 변동이 생긴다. 반면 시가총액 변화, 운용역의 판단 등에 따라 1CU당 보유종목 수(바스켓 비중 확대/축소)에도 변동이 생기게 된다. 결국 전체 ETF가 특정 종목을 보유하고 있는 수량에는 자금유입/환매 혹은 바스켓 비중 확대/축소, 두 축에 의해 변경되게 된다. 최근 12주 흐름을 확인해보면 ETF내 종목 보유금액에서 수량주도 변화보다는 가격주도 변화가 컸음을 알 수 있다. 다만 지난 주에는 ETF환매, 바스켓 비중 축소로 인한 수량 변화가 크게 영향을 끼치며 총합 40조원에 가까운 이탈세를 보여 Top10 중심의 회복세가 선제되어야 할 것으로 보인다.

그림1 시총 Top10 ETF 보유금액 주간변동 분해



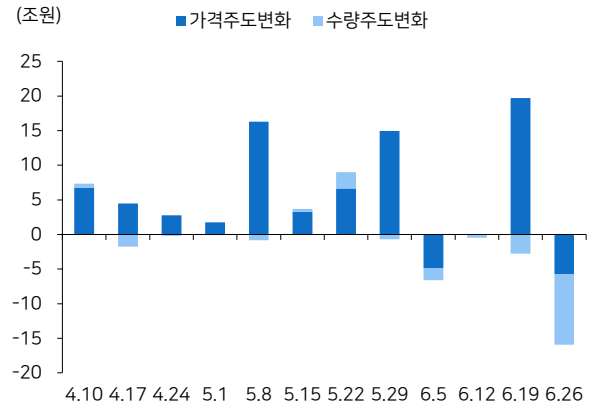
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림2 국내 증시 ETF 내 종목 보유금액 변화



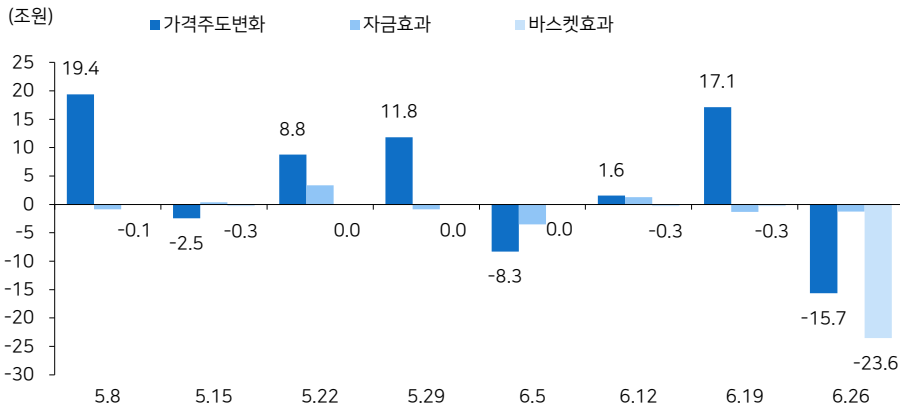
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림3 시가총액 Top10 ETF 보유금액 변화



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림4 국내 증시 ETF 내 종목 보유 금액 최근 8주 분해



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

## ETF Weekly Review

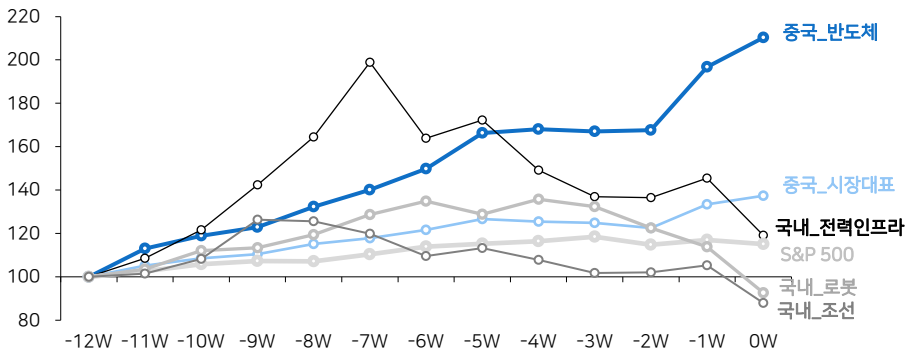
- 전형적 Strong Risk-Off 국면임. 71개 테마 중 단 6개만 상승. 핵심 특징은 국내 주식형 테마의 동반 급락과 해외(중국·베트남·인도) 테마의 상대 강세가 극명히 갈린 디커플링
- 상위 6개만 플러스 수익률이고 7위부터 마이너스로, 강세 진영 자체가 매우 협소. **중국\_반도체(+6.8%)** 5주 박스권 후 직전 2주 연속 급등
- **국내\_로봇(-18.6%)·국내\_전력인프라(-18.1%)** 반도체 제외 직전 강세 주도주가 가장 큰 낙폭. 전력인프라는 YTD +61.1%로 연중 강세 보였으나 최근 한달(-30.1%)로 약세 폭 심화

그림5 주요 강세/약세 테마 최근 12주 추세

### ETF 분석 개요

분석 테마수	71개
분석 ETF수	390개
1W 평균	-7.13%
1M 평균	-7.1%
YTD 평균	40.7%
상승 테마	6개
하락 테마	65개
상승 비율	8.5%

(-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	중국_반도체	6.8	17.7	101.8	1.7
2	중국_시장대표	3.0	6.1	39.6	1.2
3	베트남_시장대표	2.3	1.0	6.5	0.8
4	미국_전략형_고배당	1.9	0.1	22.7	0.9
5	인도_시장대표	0.8	2.9	-6.2	1.0
6	미국_에너지	0.5	-6.0	26.1	0.3
7	글로벌_시장대표	-1.6	-0.4	19.3	0.7
8	글로벌_전략형_커버드콜	-1.6	-2.4	-2.2	0.8
9	S&P 500	-1.6	-0.2	15.3	1.2
10	미국_전력인프라	-1.6	0.1	43.4	0.9

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)
71	국내_로봇	-18.7	-29.3	-6.7	0.6
70	국내_전력인프라	-18.1	-30.1	61.1	0.6
69	국내_자동차	-17.1	-19.9	71.4	0.6
68	국내_2차전지	-17.1	-31.7	0.8	0.7
67	국내_방산	-16.8	-29.5	0.3	0.7
66	국내_조선	-16.5	-26.1	-5.9	0.7
65	국내_에너지	-16.5	-27.9	33.0	0.5
64	국내_원자력	-16.5	-29.2	37.2	0.5
63	국내_건설중공업	-15.2	-27.3	27.6	0.5
62	국내_엔터테인먼트	-14.5	-20.5	-40.6	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_전략형_주주가치	3	76.5	-5.6	9.5	139.1
2	국내_네트워크	1	76.3	-10.0	6.8	253.5
3	코스피 200	19	75.3	-6.4	8.4	126.5
4	국내_반도체	20	74.6	-4.8	2.5	139.0
5	국내_전략산업	2	74.5	-8.0	-1.7	65.3
6	코스피_시장대표	11	74.2	-6.6	6.8	109.5
7	국내_전략형_밸류업	8	68.5	-7.4	3.2	121.7
8	국내_전략형_기타	4	66.8	-5.2	8.1	91.9
9	국내_대형	5	64.5	-7.6	0.5	93.8
10	국내_전략형_커버드콜	13	64.3	-4.6	0.9	45.2

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_전략형_주주가치	3	82.4	-5.6	9.5	139.1
2	코스피 200	19	80.4	-6.4	8.4	126.5
3	코스피_시장대표	11	79.1	-6.6	6.8	109.5
4	국내_전략산업	2	76.0	-8.0	-1.7	65.3
5	국내_네트워크	1	74.8	-10.0	6.8	253.5
6	국내_반도체	20	73.0	-4.8	2.5	139.0
7	국내_전략형_밸류업	8	72.8	-7.4	3.2	121.7
8	국내_대형	5	71.5	-7.6	0.5	93.8
9	국내_전략형_기타	4	69.2	-5.2	8.1	91.9
10	국내_전략형_커버드콜	13	68.3	-4.6	0.9	45.2

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	56.6	-9.4	-24.1	-20.6
2	코스닥 150	7	41.2	-10.3	-23.8	-3.1
3	국내_반도체	20	40.7	-4.8	2.5	139.0
4	국내_네트워크	1	35.5	-10.0	6.8	253.5
5	국내_IT	8	33.5	-9.4	-0.4	123.6
6	국내_전략형_기타	4	29.8	-5.2	8.1	91.9
7	국내_로봇	5	27.8	-18.7	-29.3	-6.7
8	국내_에너지	8	26.1	-16.5	-27.9	33.0
9	국내_전략산업	2	25.9	-8.0	-1.7	65.3
10	국내_시테크	11	25.6	-12.1	-8.1	62.1

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

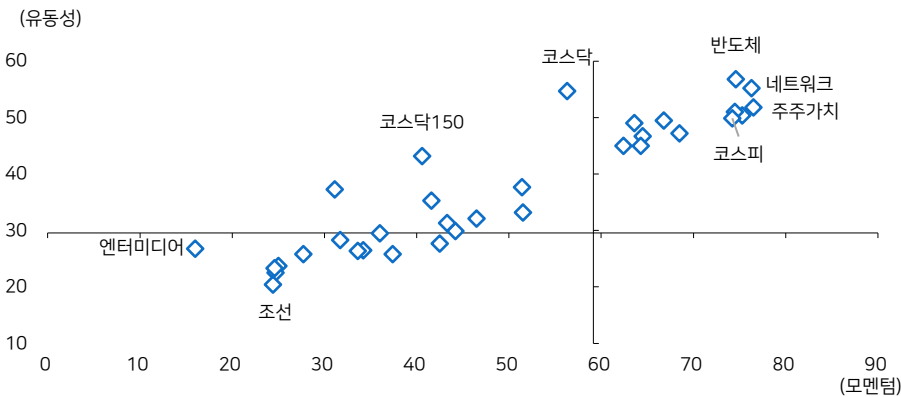
자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

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	20	56.8	73.0	40.7	-4.8	2.5	139.0
2	국내_네트워크	1	55.2	74.8	35.5	-10.0	6.8	253.5
3	코스닥_시장대표	3	54.7	52.9	56.6	-9.4	-24.1	-20.6
4	국내_전략형_주주가치	3	51.8	82.4	21.1	-5.6	9.5	139.1
5	국내_전략산업	2	51.0	76.0	25.9	-8.0	-1.7	65.3
6	코스피 200	19	50.4	80.4	20.5	-6.4	8.4	126.5
7	코스피_시장대표	11	49.9	79.1	20.7	-6.6	6.8	109.5
8	국내_전략형_기타	4	49.5	69.2	29.8	-5.2	8.1	91.9
9	국내_IT	8	49.0	64.4	33.5	-9.4	-0.4	123.6
10	국내_전략형_밸류업	8	47.2	72.8	21.7	-7.4	3.2	121.7

자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

그림6 테마별 모멘텀 × 유동성 4분할 분석



자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

- (모멘텀↑+유동성↑) 우상단 진영 추세+자금 동반. 반도체, 네트워크, 전략형\_주주가치, 코스피 200 등. 실질적 테마 자금 집중. 단 본주 전 종목 약세로 추세 동반은 약화, 단기 과열보다 차익실현 경계 구간. 대표 ETF: SOL AI반도체 TOP2플러스(1W -7.25%, 거래대금 1.37조원)
- (모멘텀↓+유동성↓) 좌하단 소외 테마, 자금·추세 모두 부재. 엔터테인먼트, 조선, 방산, 2차전지 등 3주 연속 3사분면 위치. 고착화 우려

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	5.2	2.0	8.3	9.8	0.5	0.4	8.0	34.1	-7.7	-16.4
2	국내_전략산업	8.1	13.0	3.2	9.1	2.4	2.1	9.4	78.7	-8.0	-1.7
3	국내_금융	8.7	3.3	14.0	6.9	0.7	0.6	1.0	11.0	-11.1	-13.1
4	국내_네트워크	8.9	16.0	1.8	11.5	3.8	2.6	10.3	82.5	-10.0	6.8
5	국내_건설중공업	9.8	7.3	12.2	13.5	0.8	0.6	3.4	12.6	-15.2	-27.3
6	국내_IT	9.9	14.7	5.2	11.5	2.2	2.7	6.5	51.7	-9.4	-0.4
7	국내_경기소비재	10.2	4.7	15.7	10.6	0.8	0.6	2.7	12.5	-4.8	7.0
8	국내_수출	10.3	15.7	4.8	12.4	2.3	2.0	7.1	50.0	-9.2	-6.8
9	국내_반도체	10.5	18.3	2.7	12.3	4.3	4.6	7.9	62.9	-4.8	2.5
10	국내_에너지	10.9	9.3	12.5	14.9	0.9	0.6	1.3	41.9	-16.5	-27.9
11	국내_시테크	11.2	14.3	8.0	14.0	1.8	1.6	4.9	31.7	-12.1	-8.1
12	국내_자동차	11.6	5.7	17.5	10.2	0.9	0.6	2.1	6.3	-17.1	-19.9
13	국내_화장품	12.1	12.3	11.8	13.1	1.8	1.2	2.9	12.2	-2.4	-10.0
14	국내_2차전지	12.6	13.3	11.8	35.6	1.0	0.8	1.8	63.2	-17.1	-31.7
15	국내_여행레저	12.7	9.3	16.0	23.1	0.9	0.5	30.3	-8.0	-9.4	-13.6
16	국내_조선	12.7	12.0	13.3	12.0	1.9	1.3	2.4	10.3	-16.5	-26.1
17	국내_게임	13.1	7.7	18.5	9.1	0.9	1.6	-1.7	13.4	-13.3	-16.9
18	국내_로봇	14.7	15.7	13.7	24.2	2.2	1.3	2.5	8.2	-18.7	-29.3
19	국내_방산	15.3	18.0	12.5	20.8	2.6	1.8	3.5	8.9	-16.8	-29.5
20	국내_엔터테인먼트	15.5	9.7	21.3	12.4	0.9	0.9	0.2	-5.0	-14.5	-20.5
21	국내_전력인프라	15.7	18.7	12.7	27.8	3.9	1.5	2.3	6.3	-18.1	-30.1
22	국내_원자력	16.3	12.3	20.2	17.3	1.5	0.8	-1.8	-8.2	-16.5	-29.2
23	국내_바이오	20.5	22.7	18.3	37.5	4.1	6.5	1.8	2.5	-5.8	-18.7

주: 복합/가치/성장 Rank는 값이 낮을수록 저평가&고성장. 12MF EPS/BPS/SPS 기준  
 자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

- **국내\_지주**(PER 9.8배, PBR 0.46배, EPS 3M +34.1%) 저PBR+이익개선 동반 복합 1위. 가격은 -7.70% 약세이나 밸류·펀더 우위로 반등 시 우선 후보임
- **국내\_전략산업**(PER 9.1배, EPS 3M +78.7%)·**국내\_네트워크**(PER 11.5배, EPS 3M +82.5%) 초고성장 동반 저평가로 펀더 신뢰도 높음. 단 본주 가격 급락(-8.0%, -10.0%)으로 가격-펀더 괴리 확대.
- **국내\_금융**(PER 6.9배, PBR 0.72배) 최저 밸류 그룹이나 성장 랭크는 중위. 안정형 가치주 성격임

## 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.

---