



Quant/ETF Navigator 24-12

ETF 배분 최적화 및 연말 배당 투자 아이디어

이정빈 수석연구원

✉ jblee3280@shinhan.com

박우열 FRM, 수석연구원

✉ wooyeol.park@shinhan.com

이민재 연구원

✉ minjae@shinhan.com

배당주 연말 수급 유입효과는 유효하다고 판단한다. 선배당액 확정 및 후 지급일 설정으로 배당 정책 변경 이후 2023년 연말부터 배당주 수급 유입 효과는 그 다음해 1분기까지 지속되었다. 본 자료에서는 최근 국내 장세와 같은 변동성 확대 국면에서 저배타와 배당수익률을 제공하는 배당주를 선정해 제시한다. 또한, ETF 기반 자산배분 펀드 성과를 비교하고 위험 배분비 최적화 방안을 제시한다.



저변동성의 강자, 배당주와 연말 투자 아이디어



Quant Analyst

이정빈

☎ (02) 3772-2919

✉ jblee3280@shinhan.com

이민재

☎ (02) 3772-1538

✉ minjae@shinhan.com

차별화되는 배당주의 선택: 외국인 비중과 고배당 트렌드

KOSPI 고배당 50 지수 2024년 연초대비수익률 18.02%p 기록

KOSPI 고배당 50 지수는 2024년 연초부터 누적 기준 KOSPI를 상회하는 초과 성과를 달성하고 있다. 동 지수의 초과수익률 극대화 구간은 2024년 하반기다. 최근 계엄령 사태 이후 시중 은행의 단기 변동성이 커지며 배당주 수익률 상승세가 다소 주춤하고 있지만 지방 은행과 통신주, 필수소비재 종목들이 변동성을 제어하고 있다. 배당주는 KOSPI가 박스권이거나 하락장일 때 성과가 두드러진다.

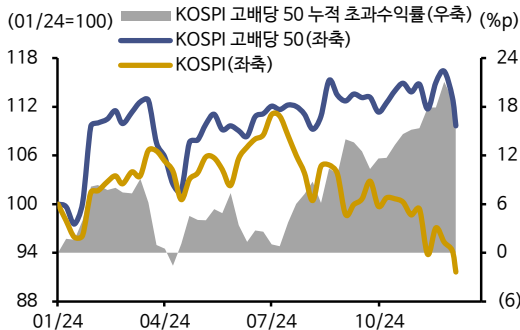
저변동성, 가치주와 상관계수가 높은 배당주와 연말 투자 전략

2024년 배당주 연말 수급 유입효과는 유효하다고 판단한다. 선 배당액 확정 및 후 지급일 설정으로 배당 정책 변경 이후 2023년 연말부터 배당주 수급 유입 효과는 그 다음해 1분기까지 지속되었다. 뿐만 아니라 지금 KOSPI 주시장은 단기 변동성이 확대되는 국면이다. 배당주는 저변동성과 주가 상관계수가 높아 변동성 국면에서 가격 하락 방어 기능을 제공한다. 따라서 변동성이 높은 장세에서 저배타와 배당수익률이라는 두 마리 토끼를 동시에 잡을 수 있다.

배당주 내에서도 차별화가 나타나며 외국인 비중이 낮은 종목에 주목

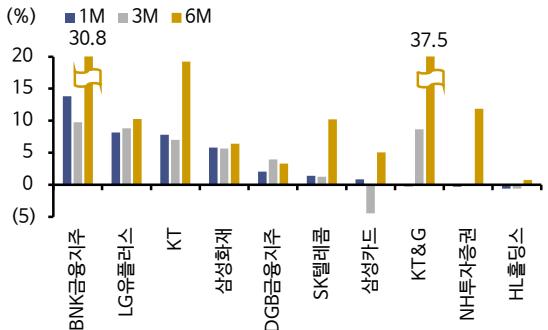
배당주 포트폴리오 안에서도 가격 차별화가 나타나고 있다. 외국인 이탈이 가속화되며 밸류업 정책 불확실성에 대한 우려와 함께 대형 은행주들의 주가 낙폭이 과했다. 이런 상황에서 수급은 상대적으로 주가 변동성이 낮은 지방 은행과 통신주, 필수소비재로 이동했다. 배당주 중 외국인 지분율이 상대적으로 낮고 1개월 수익률이 높은 종목에는 BNK금융지주, LG유플러스, KT, 삼성카드, NH투자증권 등이 해당된다.

KOSPI 고배당 50 누적 초과수익률



자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: BM은 KOSPI

KOSPI 고배당 50 내 수익률 상위 종목



자료: FnGuide, 신한투자증권

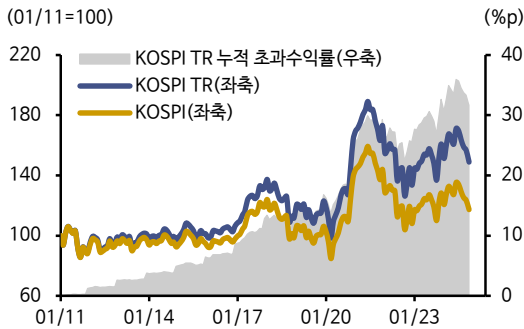
국내 배당 지수 성과 요약

국내 배당 지수 성과 - KOSPI 총수익, KOSPI 200 고배당

2011년 이후 배당주
누적 초과수익률

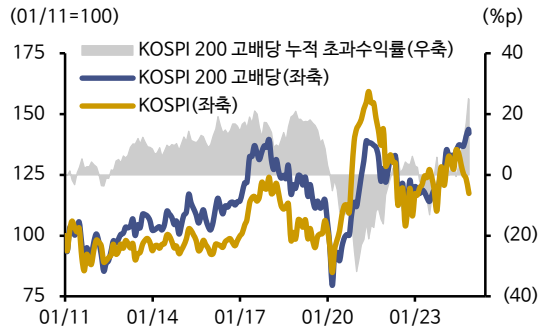
2011년부터 배당을 재투자한 KOSPI 총수익 지수는 KOSPI 대비 31.6%p 누적 초과수익률 기록했다. KOSPI 총수익 지수는 배당에 대한 재투자 복리 효과로 인해 시장 대비 유의미한 초과 성과를 달성했다. 한편 KOSPI 200 고배당 지수는 상승장에서 KOSPI 대비 언더퍼폼했으나 최근 2024년 하반기와 같이 단기 변동성이 확대되는 구간에서는 초과수익률이 극대화되는 모습을 보였다.

KOSPI 총수익지수 누적 초과수익률



자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: BM은 KOSPI

KOSPI 200 고배당 누적 초과수익률

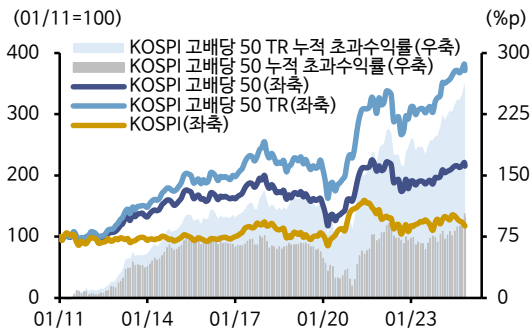


자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: BM은 KOSPI

KOSPI 고배당 50 TR과
KOSPI 배당성장 TR
2011년 이후
누적 초과수익률

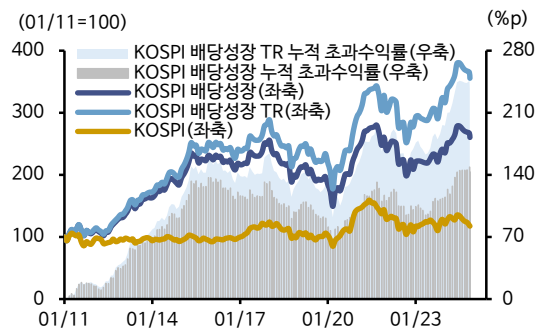
KOSPI 고배당 50 총수익 지수는 누적 초과수익률 254%p를 기록했다. KOSPI 배당성장 총수익 지수도 누적 초과수익률 238%p를 기록하며 눈에 띄는 성과를 보여줬다. 해당 지수들의 초과 성과가 KOSPI 총수익 지수와 KOSPI 200 고배당 지수 대비 아웃퍼폼하는 이유는 종목 선택효과 때문이다. KOSPI 고배당 50 지수와 KOSPI 배당성장 지수는 각각 50개 종목으로 구성되어 있다. 해당 지수들의 초과수익률이 상승장에서 극대화되는 이유는 종목 구성이 압축적이기 때문이다.

KOSPI 고배당 50 총수익지수 누적 초과수익률



자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: BM은 KOSPI

KOSPI 배당성장 총수익지수 누적 초과수익률



자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: BM은 KOSPI

상승장/박스권/하락장
국면별 배당주 성과

KOSPI TR, KOSPI 고배당 50 TR, KOSPI 배당성장 50 TR 지수는 박스권에서 좋은 성과를 기록했다. 해당 국면에서 배당 재투자 효과와 종목 선택효과가 극대화되기 때문이다. 반면 상승장에서는 고배당 가격 지수가 대체로 KOSPI 수익률을 하회했는데 삼성전자 등 대형주가 강세를 보이는 구간에서 배당주의 상대수익률이 부진하기 때문이다. 요약하면 배당주는 총수익 관점에서 배당에 대한 이점이 존재하나 가격 측면에서는 KOSPI 상승장에서 상대적으로 불리한 단점도 있다.

KOSPI 고배당 관련 지수 연도별 수익률

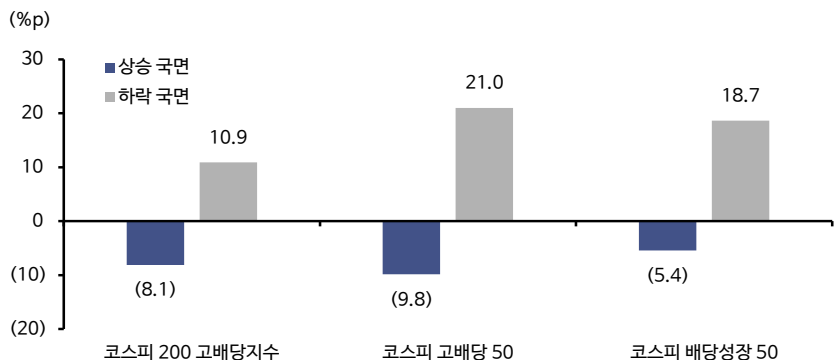
연도	KOSPI TR	KOSPI	KOSPI 200 고배당	KOSPI 고배당 50	KOSPI 고배당 50 TR	KOSPI 배당성장 50	KOSPI 배당성장 50 TR	삼성전자
2011	0.0	(10.7)	(10.6)	(5.1)	0.0	7.1	0.0	12.0
2012	10.8	9.4	8.7	12.9	17.3	24.4	26.8	43.5
2013	1.9	0.7	5.7	23.7	27.7	24.8	26.8	(9.9)
2014	(3.5)	(4.8)	(5.2)	12.8	16.2	12.8	14.4	(3.3)
2015	3.8	2.4	3.0	7.3	10.7	25.9	28.0	(5.1)
2016	5.0	3.1	8.9	0.9	3.5	(5.3)	(4.0)	43.7
2017	24.2	21.9	19.0	17.4	22.3	14.6	17.2	42.5
2018	(15.4)	(17.3)	(12.4)	(15.3)	(11.5)	(21.2)	(19.1)	(24.1)
2019	10.1	7.7	(4.0)	(0.6)	3.5	0.4	3.0	44.2
2020	33.0	30.8	(0.9)	(0.6)	3.9	17.1	20.2	45.2
2021	5.8	3.6	12.3	33.5	39.7	13.0	16.6	(3.3)
2022	(23.2)	(25.3)	(11.5)	(17.7)	(11.0)	(20.6)	(16.2)	(29.8)
2023	18.1	16.4	7.6	7.2	9.1	12.5	13.8	38.7
2024	(0.7)	(2.7)	14.0	8.5	14.9	10.3	14.6	(24.6)

자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 회색 음영은 박스권, 주황색 음영은 상승장, 파란색 음영은 하락장, 녹색은 밸류업 정책 모멘텀

배당주는 저변동성
특징을 가지고 있어
가격하락 방어 기능 有

배당주는 일반적으로 KOSPI 하락 국면에서 강한 성과를 보여준다. 반대로 배당주는 상승 국면에서는 시장 수익률을 하회한다. 배당주가 하락 국면에서 초과 성과를 달성하는 이유는 저변동성 특징 때문이다. 배당주의 매력은 1) 배당을 재투자해서 복리 효과를 얻는 것과 2) 하락장에서 방어적으로 대응하면서 초과 성과를 누적해나가는 것이다.

KOSPI 200 고배당지수와 고배당 50 지수 상승/하락 국면 초과 성과

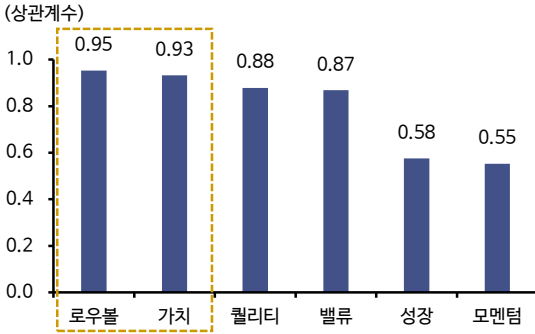


자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 1) 2010년부터 월평균 초과수익률 연율화 2) BM은 KOSPI

배당주는 저변동성, 가치주와 높은 상관관계를 보임

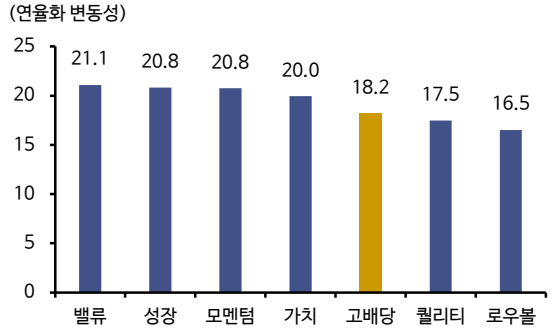
배당주는 저변동성, 가치주와 높은 상관관계를 보인다. 2017년 이후 고배당 지수와 저변동성 및 가치주의 주가 상관계수는 각각 0.95, 0.93으로 매우 높은 수준이다. 고배당, 저변동성, 가치주 주가는 동행한다. 고배당주는 다른 스타일 대비 주가 변동성이 낮아 하락장 대응에 적합하다.

KOSPI 200 고배당 지수와 스타일 상관계수



자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 2017년 이후 주간수익률

스타일별 연율화 변동성(표준편차)

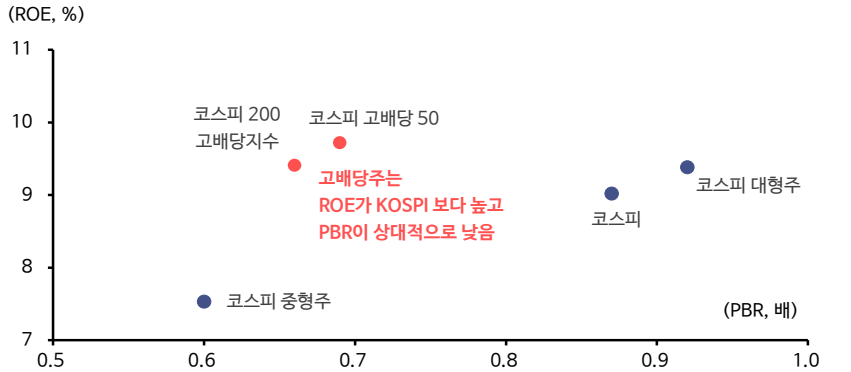


자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 2017년 이후 주간수익률

고배당주 ROE는 높고 PBR은 낮아 수익성과 밸류에이션 모두 충족

고배당 종목들의 2024년 ROE가 KOSPI ROE 보다 높다. 자동차 업종의 호실적 영향 때문이다. 밸류업 등 정부 정책이 수반되다 보니 배당주에 대한 기대감이 커질 수 밖에 없다. 또한 KOSPI 고배당 50 지수 2024년 PBR은 KOSPI PBR 보다 낮은 수준이며 가격 메리트가 존재한다.

KOSPI200 고배당, KOSPI 고배당 50, KOSPI 배당성장 50 지수 ROE와 PBR

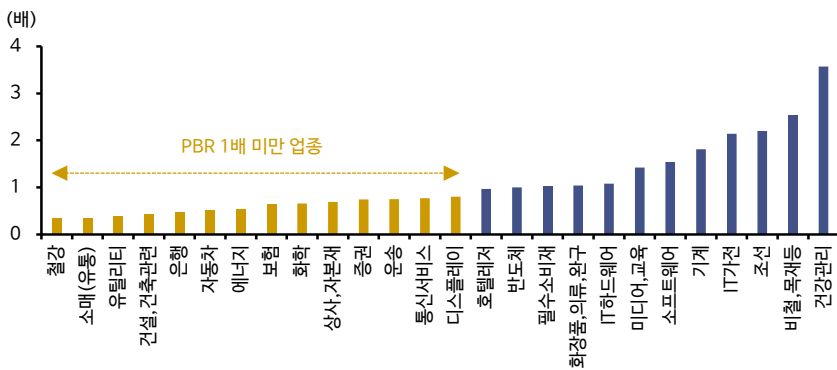


자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 2024년 컨센서스 재무지표 기준

국내 PBR 1배 미만
업종

국내 주식시장에서 PBR 1배 미만 업종이 절반을 넘는다. 헬스케어, 비철금속, 조선, IT가전, 기계를 제외하고 전반적으로 상대 밸류에이션이 낮은 수준이다. 코리아 디스카운트가 주요 원인인데 투자자들은 향후 해당 원인이 해소될 것인가에 주목하고 있다. 국내 상장 배당주는 PBR 1배 미만 업종에 대한 익스포저가 비교적 높다. 은행, 통신서비스 등 저PBR 종목이 많기 때문이다.

국내 26개 업종 PBR - PBR 1배 미만 업종은 14개

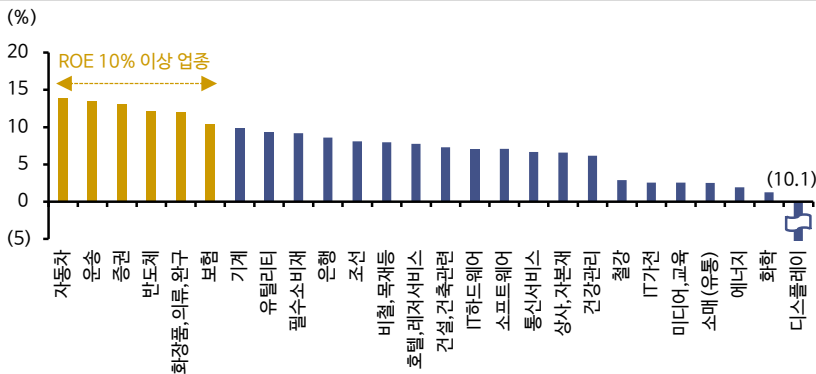


자료: FnGuide, 신한투자증권

국내 ROE 10% 이상
업종

ROE와 PBR은 밀접한 연관성이 있다. 국내에서 ROE가 10% 이상인 업종은 자동차, 운송, 증권, 반도체, 화장품, 보험이 있다. 수출 증가에 따른 기업 실적 컨센서스 상향 조정 효과로 자동차와 반도체 등이 포함된다. 앞서 언급한 고ROE 업종 가운데 저PBR과 교집합을 만들어내는 업종은 자동차, 운송, 증권, 보험이다.

국내 26개 업종 ROE - ROE 10% 이상 업종은 6개



자료: FnGuide, 신한투자증권

KOSPI 고배당 50 포트폴리오

코드	기업명	업종	배당수익률	배당수익률	수익률	수익률	ROE	PBR
			(FY1, %)	(FY0, %)	(1M, %)	(3M, %)	(12MF, %)	(12MF, 배)
A138930	BNK금융지주	은행	6.3	7.1	13.8	9.8	7.6	0.3
A032640	LG유플러스	통신서비스	5.9	6.4	8.1	8.8	6.9	0.5
A000810	삼성화재	보험	5.6	6.1	5.8	5.6	13.6	0.9
A033780	KT&G	필수소비재	4.7	6.0	(0.3)	8.7	11.4	1.3
A139130	DGB금융지주	은행	6.5	6.5	2.1	3.9	7.1	0.2
A018670	SK가스	유틸리티	3.6	5.4	(1.2)	23.0	11.4	0.6
A029780	삼성카드	은행	6.7	7.7	0.9	(4.5)	7.5	0.5
A030200	KT	통신서비스	4.6	5.7	7.8	7.0	8.7	0.6
A001430	세아베스틸지주	철강	6.3	4.8	(20.8)	(0.5)	5.9	0.3
A060980	HL홀딩스	자동차	5.9	6.0	(0.6)	(0.6)	8.8	0.3
A005940	NH투자증권	증권	6.8	7.7	(0.3)	(0.2)	9.0	0.6
A017670	SK텔레콤	통신서비스	6.2	7.1	1.4	1.2	10.4	1.0
A016360	삼성증권	증권	7.8	5.7	(3.0)	(2.8)	11.8	0.5
A316140	우리금융지주	은행	7.8	7.7	(5.4)	(2.9)	9.0	0.3
A030000	제일기획	미디어,교육	6.7	5.8	(1.8)	(4.6)	15.1	1.2
A300720	한일시멘트	건설,건축	6.0	6.3	(4.1)	(5.4)	8.6	0.5
A000270	기아	자동차	7.1	5.6	(1.1)	(8.7)	17.6	0.6
A024110	기업은행	은행	7.5	8.3	(3.4)	2.8	8.2	0.3
A175330	JB금융지주	은행	5.4	7.5	(1.8)	24.7	12.1	0.6
A086790	하나금융지주	은행	6.2	7.8	(6.5)	(6.5)	9.1	0.4
A123890	한국자산신탁	은행	7.9	7.0	(3.6)	(3.5)	7.0	0.3
A003690	코리안리	보험	6.1	7.6	(1.8)	10.5	8.5	0.4
A122900	아이마켓코리아	상사,자본재	7.7	7.0	(6.0)	(9.2)	7.8	0.7
A214320	이노션	미디어,교육	6.2	5.5	(4.8)	0.7	10.6	0.8
A018880	한온시스템	자동차	5.3	4.3	(5.7)	(9.0)	6.3	1.0
A001120	LX인태내셔널	상사,자본재	6.0	4.1	(6.0)	(6.4)	10.7	0.4
A071050	한국금융지주	증권	5.3	4.3	(5.1)	4.6	11.6	0.4
A003540	대신증권	증권	7.5	8.4	(4.7)	(2.9)	5.2	0.3
A213500	한솔제지	비철,목재등	6.1	4.7	(7.4)	(9.9)	9.4	0.3
A051600	한전KPS	유틸리티	5.8	6.3	(7.6)	0.4	13.6	1.3
A138040	메리츠금융지주	증권	1.7	4.0	(7.0)	9.5	22.3	1.5
A069260	TKG휴켄스	화학	5.6	4.7	(4.8)	(0.8)	10.2	0.7
A078930	GS	에너지	6.3	6.1	(5.8)	(13.0)	8.2	0.3
A005930	삼성전자	반도체	2.7	1.8	(6.3)	(20.9)	9.4	0.9
A005830	DB손해보험	보험	6.9	6.3	(6.9)	(10.6)	19.8	0.6
A000240	한국엔컴퍼니	자동차	7.2	4.5	(4.8)	(10.5)	9.6	0.3
A055550	신한지주	은행	4.3	5.2	(10.7)	(9.6)	8.7	0.4
A105560	KB금융	은행	3.8	5.7	(11.2)	0.6	9.1	0.5
A004000	롯데정밀화학	화학	5.5	3.5	(15.2)	(30.1)	7.0	0.3
A001450	현대해상	보험	2.8	6.7	(16.6)	(24.6)	18.0	0.3
A005490	POSCO홀딩스	철강	4.0	2.0	(20.8)	(23.3)	4.0	0.3
A011780	금호석유	화학	3.2	2.2	(27.4)	(38.4)	6.7	0.4

자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 컨센서스 데이터가 없는 기업 제외

ETF 배분 Guide Book: 자산군 계량 비교 및 최적화 방안



Global ETF Analyst

박우열, FRM

☎ (02) 3772-2324

✉ wooyeol.park@shinhan.com

ETF 배분 Guide Book: 자산군 계량 비교 및 최적화 방안

ETF 활용 자산 배분: 배분형 ETF, TDF, EMP 비교

ETF를 매니저가 골라 담은 펀드를 EMP(ETF Managed Portfolio)라 한다. ETF도 분산 투자 상품인데 ETF 묶음을 다시 펀드에 편입하는 재간접 투자 유형으로 초분산투자로 불린다. 이 유형의 대표 상품은 TDF(Target Date Fund)로 은퇴 예정일이 2060년으로 먼미래에 있는 젊은층에게는 주식 비중을 90%까지 확대해 위험자산 비중을 높이고 은퇴자를 위한 TDF 2025는 주식 비중을 50%까지 축소해 안정성을 높인다. 올해의 경우 주식의 성과가 좋았고 특히 미국 성과가 좋았으므로 미국 비중이 높은 TDF 2065일수록 성과가 좋았다.

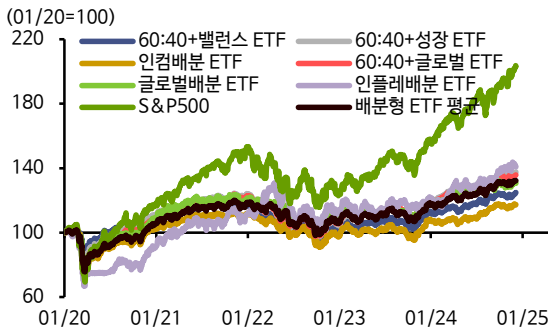
미국 쏠림이 계속되는데도 불구하고 글로벌 자산배분을 하는 이유

미국으로의 쏠림은 내년에도 계속될 것으로 보이는데, 주식, 채권, 대체 자산군 중 주식만이 성과가 좋고 주식 중에는 미국만 계속 좋을 것이라면 글로벌 자산 배분을 하는 이유는 무엇인가? 새롭게 들어서는 트럼프 행정부 하 미국 우선주의로 앞으로도 미국이 계속 좋을 것이라면, 계속 성과가 좋을 미국 주식을 두고 다른 지역이나 다른 자산군에 배분할 이유는 없다. 그럼에도 불구하고 배분을 염두해두고 있다면 장기 평균 회귀에 대한 기술적 이유와 리스크 분산 때문이다.

자산군 계량 비교 및 최적화: 위험, 중립, 안정형 ETF 포트폴리오

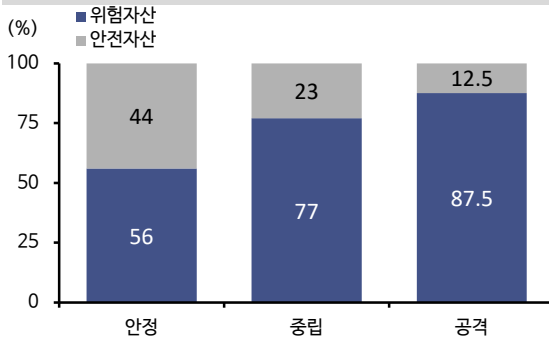
투자 성향별 위험자산 보유비 산출 방식은 다양하지만 꾸준히 자금이 유입되는 대표적 위험배분 방식인 TDF의 글라이드패스에서 힌트를 얻을 수 있다. 1) TDF 2025, 2030을 안정형으로 2) TDF 2035, 2040, 2045를 중립형으로 3) TDF 2050, 2060을 공격형으로 분류한다면 글라이드패스에 내재돼 일반적으로 많이 활용되는 TDF(안정, 중립, 공격)의 위험자산 배분비는 (56%, 77%, 87.5%)이다.

주요 배분형 ETF 성과 비교



자료: LSEG, 신한투자증권

투자성향별 위험자산 비중 (글라이드패스 내재)



자료: LSEG, 신한투자증권

자산군 계량 비교 및 최적화 방안

ETF 활용 자산 배분: 배분형 ETF, TDF, EMP 비교

뮤추얼 펀드의 문제점을 보완하는 ETF의 장점

미국에서 2세대 자산배분 모형인 블랙-리터만이 등장한 1990년도 캐나다에서는 최초로 ETF가 상장됐고 미국 상장 상품인 SPY는 1993년 등장했다. 펀드는 높은 수수료, 보유 현황을 실시간으로 알 수 없다는 점, 실시간 매매가 불가하다는 단점이 있는데 ETF는 이를 극복해 꾸준히 성장세에 있다. 초창기 상장된 ETF는 지수 추종형으로 지수 종목들에 기계적으로 분산투자하는 것이었다.

미국 외 지역에 대한 배분, 자산군에 대한 배분을 가능케 하는 ETF

이후 ETF 상품은 더 다양해지면서 미국 외 지역에 대한 배분과 주식 외 자산군에 대한 배분까지 포괄하게 됐다. 자산군 배분 균형값으로 널리 사용되는 주식/채권 60/40 배분을 기본형으로 다양한 전략을 구사하는 배분형 ETF가 등장했다. 어떤 나라의 주식 베타 혹은 어떤 자산군의 기대 수익률이 높을지가 중요해졌다.

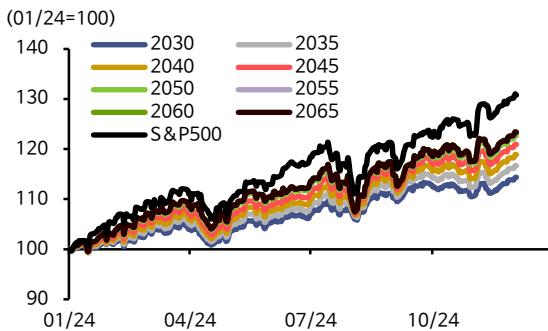
액티브 ETF의 발전: 초집중 vs 초분산 양극화

미국 ETF 시장에 액티브 ETF가 등장하기 시작한 것은 2008년도다. 금융위기 당시 지수 투자도 손실을 기록하면서 패시브 투자 역시 위험 국면에서 안전하지 못하다는 인식이 생겼다. 현재 이 시장은 배분 관점에서 아예 양극단의 상품이 끌고가는 중인데 초집중과 초분산이다. 초집중 ETF는 도입 당시의 취지와 정반대로 단일주/레버리지/테마형 ETF 기반 집중 투자 상품으로 많은 자금을 끌어들이고 있다. 반대로 단일 권역의 베타나 단일한 자산군 내의 배분을 넘어서 다양한 자산군과 지역을 포괄하는 자산배분형 ETF는 안정성으로 주목받는다.

초분산투자 대표 유형: TDF ∈ EMP, 펀드와 ETF 유형 모두 존재

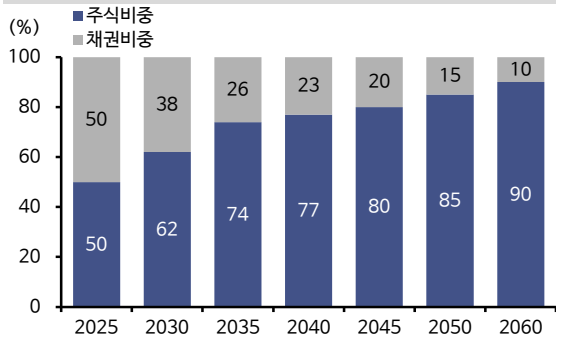
ETF를 매니저가 골라 담는 펀드를 EMP(ETF Manged Portfolio)라 한다. ETF도 분산 투자 상품인데 ETF 묶음을 다시 펀드에 편입하는 재간접 투자 유형으로 초분산투자로 불린다. 이 유형의 대표 상품은 TDF(Target Date Fund)로 은퇴 예정일이 2060년으로 먼미래에 있는 젊은층에게는 주식 비중을 90%까지 확대해 위험자산 비중을 높이고 은퇴자를 위한 TDF 2025는 주식 비중을 50%까지 축소해 안정성을 높인다. 올해의 경우 주식의 성과가 좋았고 특히 미국 성과가 좋았으므로 미국 주식 비중이 높은 TDF 2065에 가까울수록 성과가 좋았다.

TDF ETF 유형별 연초 이후 성과 추이



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: iShares ETF 기준

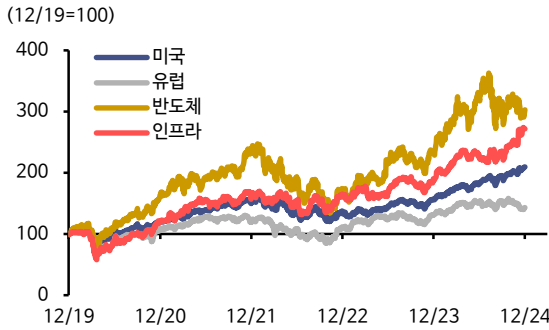
글라이드패스: 은퇴예정일 고려 위험자산 배분



자료: LSEG, 신한투자증권
주: 미국 상장 TDF ETF 글라이드패스 평균치

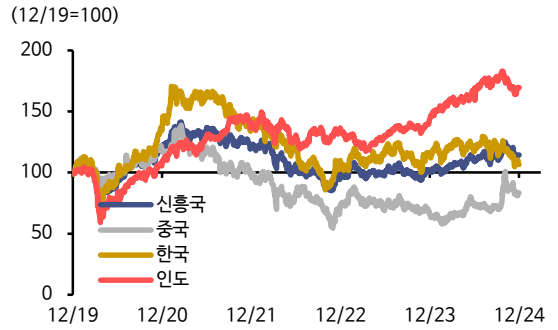
ETF 차트북 ① 신한 배분형 포트폴리오 편입 주요 ETF 장기 성과 비교

선진 주식 ETF 성과 비교



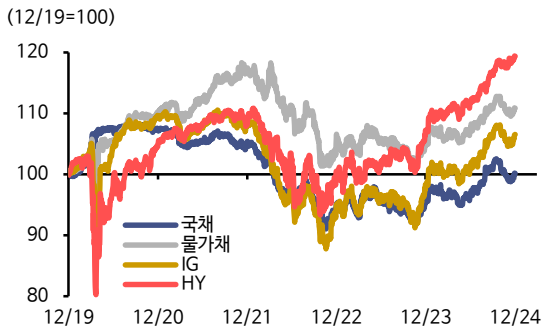
자료: LSEG, 신한투자증권

신흥 주식 ETF 성과 비교



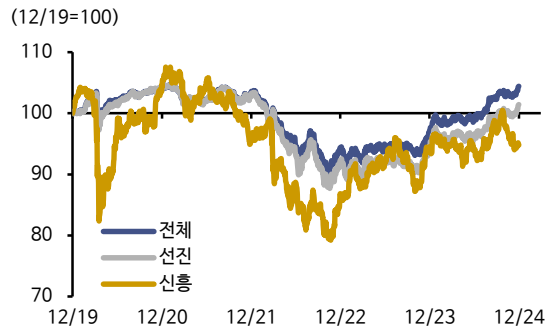
자료: LSEG, 신한투자증권

미국 채권 ETF 성과 비교



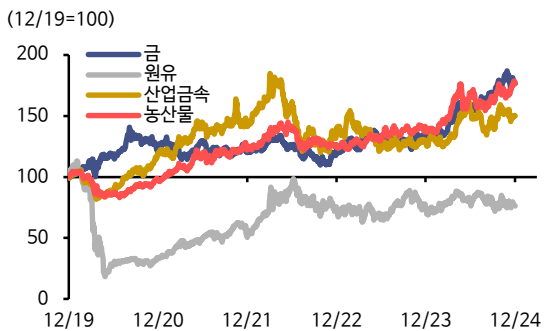
자료: LSEG, 신한투자증권

글로벌 채권 ETF 성과 비교



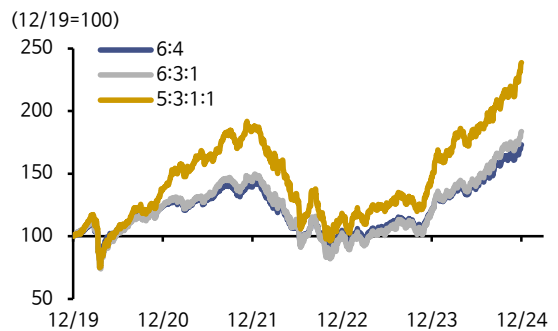
자료: LSEG, 신한투자증권

원자재 ETF 성과 비교



자료: LSEG, 신한투자증권

자산배분 비율별 포트 성과



자료: LSEG, 신한투자증권

주: 순서대로 주식, 채권, 대체, 암호화폐 자산 비중

미국 쓸림이 계속되는데도 불구하고 글로벌 자산배분을 하는 이유

2024년 배분 성과:
주식으로, 미국으로, 기술
주로 쓸림 심화 지속

2024년 자산배분형 ETF 중 S&P500 성과를 상회한 상품은 없었다. 자산군 중에서는 주식으로, 주식 내에서는 미국으로, 미국에서는 기술주로 쓸림 현상이 계속되고 있기 때문이다. 앞서 평가한 TDF도 마찬가지로 1) 주식 비중이 높은 TDF 2065에 가까울수록 2) 주식 내에서도 미국 비중이 높은 유형일수록 3) 미국 내에서도 IT 비중이 높은 상품일수록 성과가 좋았다.

그럼에도 자산배분을 하는
이유: 장기 평균 회귀 및
리스크 분산

미국으로의 쓸림은 내년에도 계속될 것으로 보이는데, 주식, 채권, 대체 자산군 중 주식만이 성과가 좋고 주식 중에는 미국만 계속 좋을 것이라면 글로벌 자산배분을 하는 이유는 무엇인가? 새롭게 들어서는 트럼프 행정부 하 미국 우선주의로 앞으로도 미국이 계속 좋을 것이라면, 계속 성과가 좋을 미국 주식을 두고 다른 지역이나 다른 자산군에 배분할 이유는 없다. 그럼에도 불구하고 배분을 염두해두고 있다면 장기 평균 회귀에 대한 기술적 이유와 리스크 분산 때문이다.

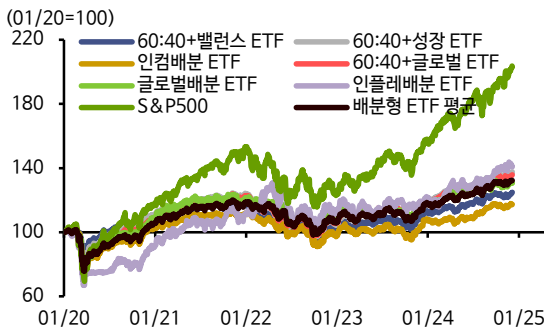
장기 평균 회귀상 미국
주식 쓸림 심화와
밸류에이션 부담은 상당함

1) 투자 시계를 얼마나 장기적으로 볼지 2) 미국 주식 쓸림에 대한 평균 회귀가 작동할지 3) 미국 주식 밸류에이션과 성장 전망이 지속 가능한지 4) 미국 주식과 상관성이 낮은 자산은 무엇인지가 핵심이다. 2010년 이래 계속된 지수 우상향으로 미국 주식에 대한 신화가 만들어지고 있지만, 투자 시계를 충분히 길게 분석하면 2000년대에는 미국 주식도 홍보하는 10년을 겪었다. 어떻게 산출해도 밸류에이션 부담이 상당한데 전통 가치평가 방법론이 작동하지 않아 새로운 논리가 기승을 부린다. 그럼에도 이러한 사실이 당장 어떤 증시 조정을 유발할 트리거가 되지는 않고 있다.

장기 평균 대비 불균형을
보이는 다수의 지표:
CAPE, 버핏지수 등

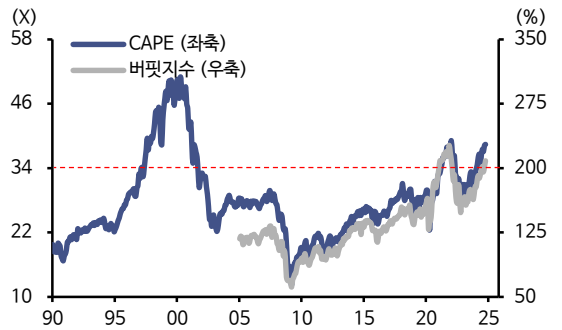
대표적으로 불균형을 보이는 지표는 경기조정 주가수익비율(CAPE)로 과거 10년 물가를 조정한 미국의 이익 대비 주가지수는 38.9배 수준이다. 다음으로 많이 언급되는 지표는 버핏 지수로 GDP 대비 미국 시가총액은 현재 219% 수준이다. 밸류가 부담된다는 사실 그 자체가 당장 조정을 유발하지는 않지만, 투자 시계를 10년 이상 길게 고려하는 투자자라면 욕심을 부리기보단 조심해야할 구간이다. 반대로 올해 성과가 저조했던 신흥국 주식들의 밸류에이션은 평균 이하의 저렴한 구간인데 인니, 멕시코, 남아공 등은 수익성-성장성 모델에도 개선되고 있다.

주요 배분형 ETF 성과 비교



자료: LSEG, 신한투자증권

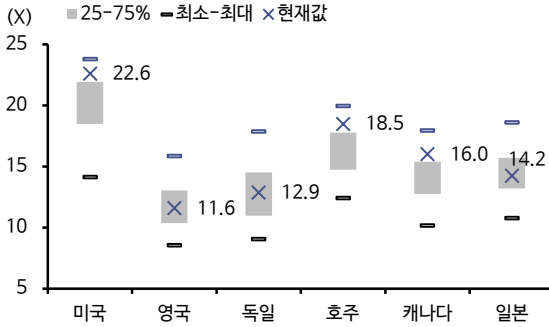
미국 주식 쓸림에 높아진 밸류에이션 부담



자료: LSEG, 신한투자증권

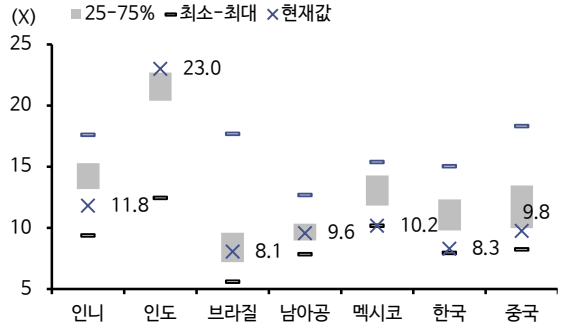
ETF 차트북 ② 국가별 밸류에이션과 수익성, 성장성 모멘텀

P/E 밸류에이션 멀티플 추이: 선진국



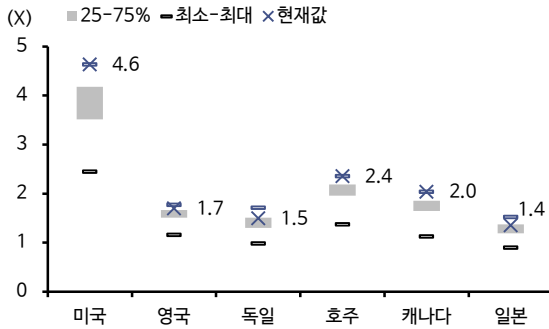
자료: LSEG, 신한투자증권
 주: MSCI 지수 기준, 최소-최대 및 25-75% 분포는 과거 5년치

P/E 밸류에이션 멀티플 추이: 신흥국



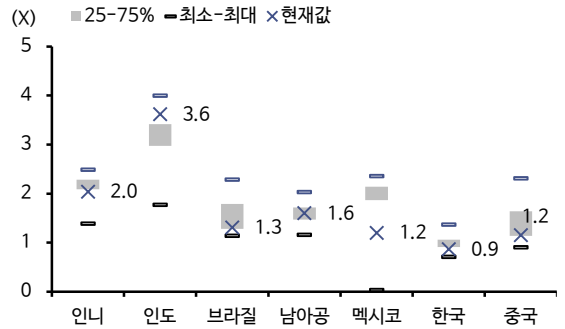
자료: LSEG, 신한투자증권

P/B 밸류에이션 멀티플 추이: 선진국



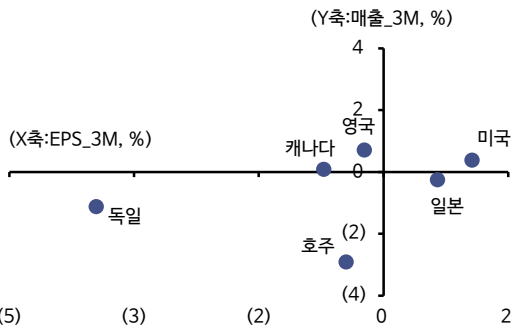
자료: LSEG, 신한투자증권

P/B 밸류에이션 멀티플 추이: 신흥국



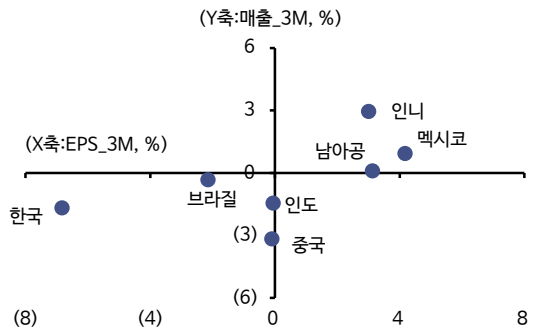
자료: LSEG, 신한투자증권

수익성 - 성장성 모멘텀_3M: 선진국



자료: LSEG, 신한투자증권
 주: 12개월 선행 EPS 3개월 변화율을 X축으로,
 12개월 선행 매출 추정치 3개월 변화율을 Y축으로 도식

수익성 - 성장성 모멘텀_3M: 신흥국



자료: LSEG, 신한투자증권

자산별, 지역별 추정 기대 수익률 산출 방안 및 함의

일마넨 기대 수익률:
 벨류에이션 반비례, 성장
 전망은 반영 X

세계 최대 헷지 펀드인 AQR에서 제시한 일마넨 포트폴리오 기대 수익률 산출 공식은 $(E/P * 1.075 + D/P + 1.5\%) / 2$ 이다. 산식을 뜯어보면 경기조정 PER 배수의 역수로 환산하는 이익 수익률에 EPS 성장률 값을 가정한 상수를 곱한 것과 배당 수익률에 1.5%를 더한 값의 단순 평균이다. 다만 벨류에이션만을 사용하고 이익 추정이나 성장 전망은 사용하지 않으므로 고밸류를 정당화하는 성장성은 반영하지 않는다.

**이익과 지급을 고려한
 기대 수익률 추정은
 합리적**

주식 외 자산에 대해서는 10년 국채 실질 수익률에서 물가 전망치를 차감해 채권 수익률을 산출하며 원자재의 경우 통계적으로 유의미한 추정치가 없어 장기 평균 수익률 값으로 대체한다. 그런데 현금 흐름과 배당 등 직접 수익만을 고려하는 것은 합리적인 방식이지만 한계도 있다.

기대 수익률 공식의 한계

주식의 기대 수익률은 벨류에이션의 역수로 산출하는 D/P, E/P를 주요 투입물로 산출하므로 1) 금리 변화에 따른 멀티플의 확장은 고려하지 않으며 2) 주가 하락 압력이 심해 벨류에이션이 낮은 주식은 기대 수익률을 높게 산출하고 3) 미국, 인도 등 모멘텀이 계속되어 밸류가 높아진 주식은 기대 수익률을 낮게 산출해 단순화하는 부분이 있다.

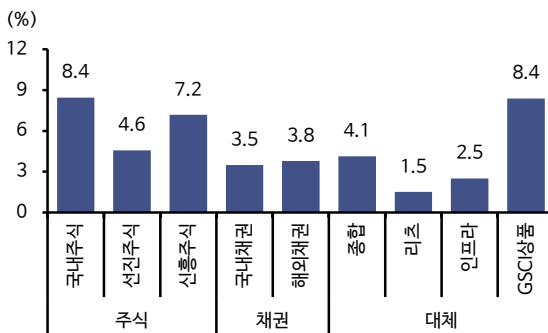
**짧은 기간의 변곡점과
 매수/매도에 대한 시점에
 대한 정보는 제한적**

그 결과 전반적으로 부진했던 신흥 주식의 기대 수익률을 높게 평가하게 되는데 이렇게 높여있던 주식들이 언제, 어떻게 변곡점을 만날지에 대해서는 별다른 정보를 주지 않는다. 물가를 조정해 10년치 데이터에 근거하므로 정확한 시점을 제시하기 보다는 “5-10년의 중기 기대 수익률”이라고 단서를 달아두는 이유다.

**12개월 선행 추정치로
 대체해 1년 기대 수익률
 산출**

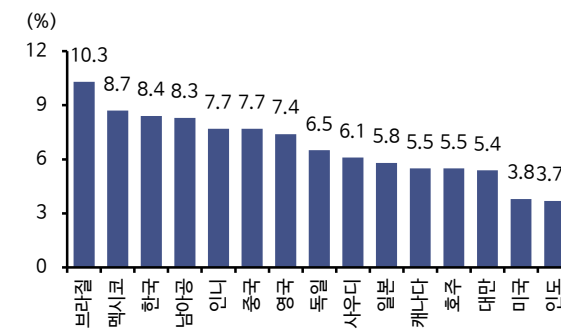
시점에 대한 판단을 보다 단기에 할 수 있도록 10년 평균 물가 조정치로 산출했던 부분을 12개월 선행치로 대체해 산출하면 아래와 같다. 12개월 선행치로 대체하더라도 전반적으로 AQR이 제시한 것과 크게 다르지 않은데 결국 벨류에이션이 낮은 신흥국일수록 기대 수익률을 높게 평가하게 된다.

자산별 기대 수익률 (원자재는 과거 10년 평균)



자료: LSEG, 신한투자증권

국가별 주식 기대 수익률 (= 벨류에이션 역수)



자료: LSEG, 신한투자증권

주: $AVG(12MFE/P * 1.075, 12MFD/P + 1.5\%)$ 로 산식 조정

글로벌 ETF로 투자 가능한 국가: 밸류에이션 및 기술적 지표 비교

국가를 분류하는 방법:
xUS 기회 포착 필요

국가를 분류하는 방법은 다양하지만 투자 가능한 주식 ETF 상장 여부를 중심으로 구성할 수 있다. 인구 규모가 충분히 큰 나라 중 1인당 GDP 순서로 내림차순하여 선진→신흥 지역 순서로 한 눈에 보이게 정리했다. 미국 솔림이 계속되고 있지만, 미국 외 지역에 대한 배분을 통해 리스크를 배분하고자 하는 투자자라면 그동안 소외된 지역에서도 기회를 찾아볼 필요가 있다.

지역별 밸류에이션 비교

앞서 산출한 일마넨 수익률 기대값이 선진국일수록 낮고 신흥국일수록 높은 이유는 밸류에이션 때문이다. 성장성이 높고 모멘텀이 지속되는 지역이 밸류가 비싸다는 이유만으로 조정되지는 않지만 조심해야할 구간에 진입했다. 반대로 쏟아지는 악재에 주가가 모멘텀을 잃어버린 신흥국이라도 역사적 저점 수준에 진입한 지역들은 회복을 기대해볼만 하다. 대표적인 디밸류 지역은 한국으로 12개월 선형 PBR은 0.87배, PER은 8.29배로 역사적 저점 수준이다.

지역별 기술적 지표 비교

한국 주식은 하강 추세가 뚜렷하지만 과매도 구간에 진입한 것도 사실이다. 이익수정비율(ERR)도 여전히 (-)로 추정치를 내리고 있는 애널리스트 숫자가 더 많지만, 그 강도는 전월 -29%였던 것이 현재값은 -14%로 완화되고 있다. 반대로 미국은 여전히 강한 모멘텀이지만 과매수 구간에 진입했다.

글로벌 ETF 투자 가능한 국가 분류																												
분류	국가	1인당 GDP (USD)	GDP (YoY)	인구 (백만)	증가율 (3Y)	CLI (MoM)	CLI (YoY)	국면 순위	ETF	TER (%)	사본 (%)	변동성 (%)	거래량 (만주)	수익률 (1M)	수익률 (3M)	수익률 (1Y)	PBR (배)	PER (배)	EPS (3M)	EPS (1Y)	ERR (%)	ERR (-1M)	RSI	MACD	추세	상위	스마크 (1Y)	
3인불이상	미국	75,269	2.1	338	0.9	0.2	1.1	확장 5	SPY	0.1	0.7	9.8	4,284	2.8	12.8	35.5	4.6	22.6	254	14.3	(4.2)	(11.8)	70.2	1.1	상승	과매수		
	캐나다	55,646	3.4	38	5.1	0.3	2.7	확장 1	EWC	0.5	0.5	12.0	188	3.1	9.1	25.6	2.0	16.0	205	8.2	(4.7)	(21.9)	57.2	1.5	상승	중립		
	독일	48,845	1.8	83	1.4	0.1	1.3	확장 4	EWG	0.5	0.2	13.0	78	2.6	5.4	19.0	1.5	12.9	92	1.7	(0.4)	(21.6)	67.9	0.5	상승	중립		
	영국	45,485	4.1	68	1.2	(0.0)	1.6	2	EWU	0.5	0.2	11.3	128	0.7	(1.6)	5.9	1.7	11.6	204	5.3	(11.9)	(21.1)	55.5	0.6	상승	중립		
	프랑스	43,061	2.6	65	0.6	0.1	0.1	확장 13	EWQ	0.5	(0.1)	15.5	50	0.6	(3.3)	1.8	1.7	13.3	192	7.8	(21.3)	(11.3)	56.4	(1.3)	하강	중립		
	일본	34,135	1.0	124	(0.9)	(0.0)	0.1	14	EWJ	0.5	0.2	12.4	459	2.5	4.4	5.9	1.4	14.2	116	8.8	9	0	64.2	0.8	상승	중립		
	이탈리아	34,053	3.7	59	(0.8)	0.2	1.4	확장 3	EWI	0.5	0.2	16.0	34	1.5	0.1	18.6	1.3	9.9	107	4.4	(4.0)	4.3	62.6	(0.9)	하강	중립		
	한국	32,138	2.6	52	0.1	(0.1)	1.0	11	EWY	0.6	(0.2)	20.8	486	(7.4)	(9.2)	(7.8)	0.87	8.29	92	26.7	(11.6)	(21.7)	30.8	(1.1)	하강	과매도		
	3인불이상	사우디	30,436	8.7	36					KSA	0.8	(0.0)	14.4	37	(1.0)	(0.3)	8.2	2.1	15.9	82	14.5	(11.4)	(21.8)	53.5	(0.7)	하강	중립	
	3인불미만	스페인	29,385	5.5	48	2.5	0.2	0.6	확장 12	EWV	0.5	0.1	17.3	42	2.1	1.4	3.6	1.3	10.3	113	1.4	31.3	(11.1)	57.1	(0.4)	하강	중립	
폴란드		17,266	4.9	40	(0.8)				EPOL	0.8	0.0	16.2	20	3.5	(2.4)	8.0	1.0	7.3	193	8.2	(1.1)	0	61.6	(0.0)	하강	중립		
아르헨티나		13,904	5.2	46					ARGT	0.6	0.6	24.0	32	29.8	29.9	69.9	-	-	-	-	-	-	71.4	4.4	상승	과매수		
중국		12,598	3.0	1,426	(0.2)				FXI	0.7	0.2	25.4	4,461	(2.9)	20.7	32.3	1.2	9.8	6	9.6	(11.8)	(21.2)	51.5	(1.7)	하강	중립		
멕시코		11,091	3.1	128		(0.1)	(0.6)	15	EWV	0.5	(0.4)	18.6	232	(1.2)	0.5	(17.0)	1.2	10.2	-	13.2	(11.0)	4	54.7	(1.0)	하강	중립		
1인불이상	터키	10,616	5.6	85	2.4	0.3	0.9	확장 7	TUR	0.6	0.0	26.0	14	2.8	2.8	11.3	0.8	5.2	-	44.5	(11.5)	(21.7)	71.4	3.5	상승	과매수		
	1인불미만	브라질	8,918	2.9	215	1.5	(0.2)	1.2	8	EWZ	0.6	(0.5)	16.9	2,082	(0.8)	(13.9)	(19.6)	1.3	8.1	-	12.9	(11.7)	(21.6)	30.7	(2.8)	하강	과매도	
	태국	6,909	2.6	72					THD	0.6	0.0	20.8	6	(0.8)	(1.6)	8.3	1.7	16.7	29	13.5	(11.7)	(11.9)	52.8	(0.6)	하강	중립		
	남아공	6,776	2.0	60	2.2	0.1	0.9	확장 9	EZA	0.6	0.2	17.5	14	(2.2)	6.5	25.2	1.6	9.6	180	25.2	(11.8)	(11.4)	53.4	(0.7)	하강	중립		
	5인불이상	콜롬비아	6,630	7.5	52	2.7				GXG	0.6	0.2	16.9	2	4.1	3.2	18.4	0.9	6.6	376	2.1	50.0	0	58.6	2.1	상승	중립	
5인불미만	인도	4,788	5.3	276	2.1	0.1	1.2	확장 6	EIDO	0.6	(0.1)	17.8	44	(2.0)	(7.1)	(1.8)	2.0	11.8	590	5.8	0	31.9	48.4	(1.1)	하강	중립		
	이집트	4,295	6.6	111	5.3				EGPT	0.9	0.1	38.3	-	0.0	0.0	(10.1)	1.6	5.2	1,066	19.4	64.7	(11.7)	34.7	0.0	하강	과매도		
	베트남	4,164	8.0	98	2.0				VNM	0.6	(0.2)	16.9	42	(0.3)	(4.8)	(7.7)	-	-	-	-	-	-	56.9	(0.1)	하강	중립		
	필리핀	3,499	7.6	116	2.6				EPHE	0.6	(0.0)	18.0	6	(3.9)	(5.0)	5.8	1.6	11.2	109	0.4	23.1	30.8	45.4	(0.8)	하강	중립		
	인도	2,389	7.0	1,417	2.6	0.1	0.9	확장 10	INDA	0.6	0.3	11.1	521	1.0	(1.5)	17.6	3.6	23.0	125	15.2	(21.0)	(11.3)	60.1	0.8	상승	중립		

자료: LSEG, WB, Bloomberg, 신한투자증권
 주: 인구 3,500만 이상인 국가 대상, 1인당 GDP 내림차순, 인구증가율은 3년 CAGR, 거래량은 일평균 거래량, 미국 상장 ETF로 달러 표시 수익률

자산군 계량 비교 및 최적화: 위험, 중립, 안정형 ETF 포트폴리오

투자 성향별 위험자산 보유 비율

투자 성향별 위험자산 보유비 산출 방식은 다양하지만 꾸준히 자금이 유입되는 대표적 위험배분 방식인 TDF의 글라이드패스에서 힌트를 얻을 수 있다. 1) TDF 2025, 2030를 안정형으로 2) TDF 2035, 2040, 2045를 중립형으로 3) TDF 2050, 2060을 공격형으로 분류한다면 글라이드패스에 내재돼 일반적으로 많이 활용되는 (안정, 중립, 공격)의 위험자산 배분비는 (56%, 77%, 87.5%)이다.

글로벌 자산배분형 포트폴리오 시뮬레이션 성과

당사에서 제시하는 글로벌 자산배분형 포트폴리오는 올해 1) 자산군 중 주식 비중 확대 2) 주식 중에는 미국 비중 확대 3) 미국 내에서는 기술주 확대를 적용해 2024년 YTD +352bps의 초과 성과를 기록하고 있다. 벤치마크는 주식(MSCI ACWI) 60%, 채권(Bloomberg Barclays Bond Index) 30%, 대체(GSCI 상품종합지수, 글로벌 리츠지수, 글로벌 인프라지수 동일 가중) 10%이다. 주식+대체를 위험자산으로 합산하면 위험자산 비중은 70%로 글라이드패스 내재 중립 비중 77%보다 위험자산 비중이 낮아 안정성이 높다.

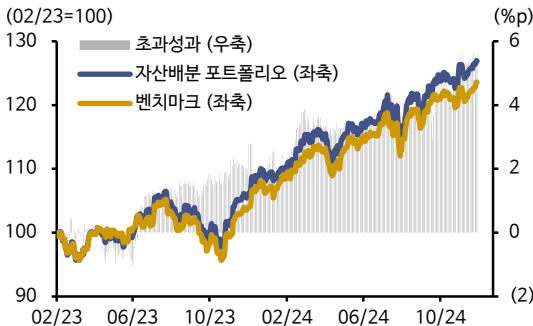
한계 리스크 기여분 평가

한계 리스크 기여분(MCTR: Marginal Contribution to Total Risk)을 계산해 포트폴리오 비중을 조절하는 것도 중요하다. $MCTR_i = 1/\sigma * (w_i * Var_i + \sum w_j * Cov_{ij})$ 으로 정의되는 자산 i의 한계 리스크 기여분은 1) 스스로의 변동성이 높은지 2) 타 편입 자산과의 상관계수가 높은지에 비례한다. 미국 쓸림이 계속될 것으로 예상된다면, 미국과 상관성이 낮은 자산군을 찾아 비중을 확대할 필요가 있다.

자산배분형 포트폴리오 적용 중인 전략

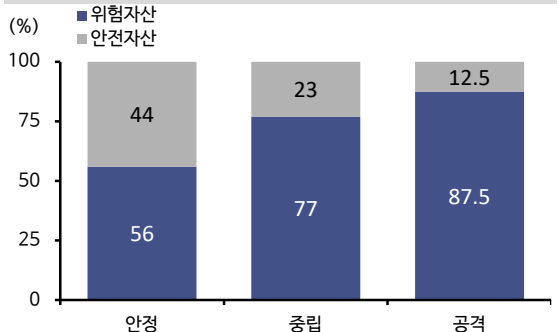
현재 자산군 배분은 주식 +4%, 채권 -2%, 대체 -2%로 64/28/8의 비중이다. 주식 내 미국 비중 확대로 스타일 배분은 성장주(VUG.US), 업종 배분은 핀테크(FINX), 운송(IYT), IPO(FPX), 인프라(PAVE), 은행(KBE), 클라우드(SKYY) ETF에 대한 비중을 확대하고 있다. 채권은 단기채 OW/중장기채 UW를 적용했으며 대체는 원자재 중심으로 비중을 축소했다.

신한 글로벌 자산배분형 포트폴리오 성과



자료: LSEG, 신한투자증권

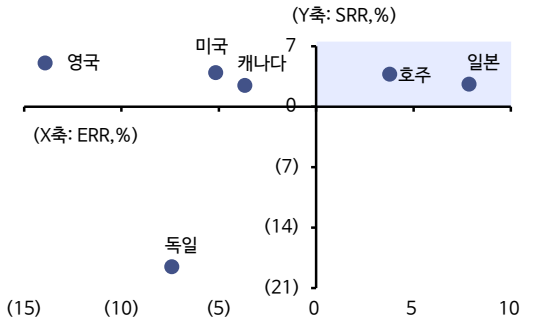
투자 성향별 위험자산 비중 (글라이드패스 내재)



자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: iShares TDF ETF 편입비 기준 산출

ETF 차트북 ③ 국가별 이익 & 매출 추정치 수정비율 추이

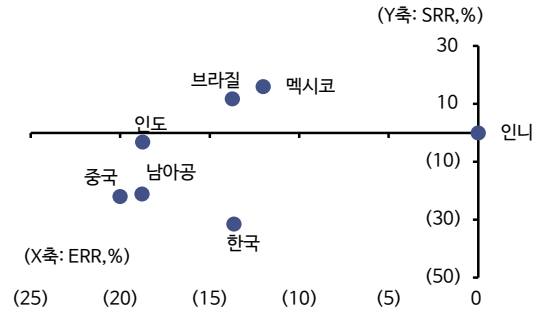
수익성 - 성장성 수정비율: 선진국



자료: LSEG, 신한투자증권

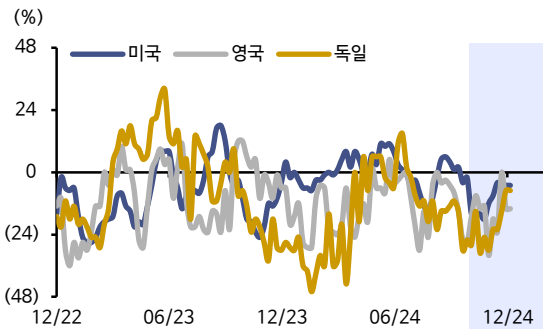
주: 이익수정비율(ERR: Earnings Revision Ratio)을 X축으로, 매출 수정비율(SRR: Sales Revision Ratio)을 Y축으로 도식. 수정비율 산식은 애널리스트 (추정치 상향#-추정치 하향#) / (전체 추정치#)

수익성 - 성장성 수정비율: 신흥국



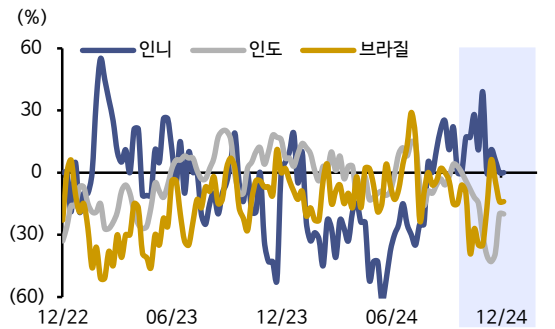
자료: LSEG, 신한투자증권

이익수정비율: 선진국1



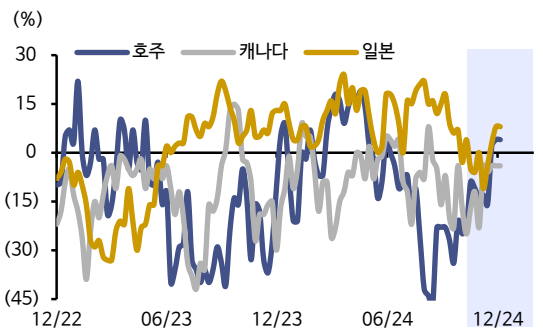
자료: LSEG, 신한투자증권

이익수정비율: 신흥국1



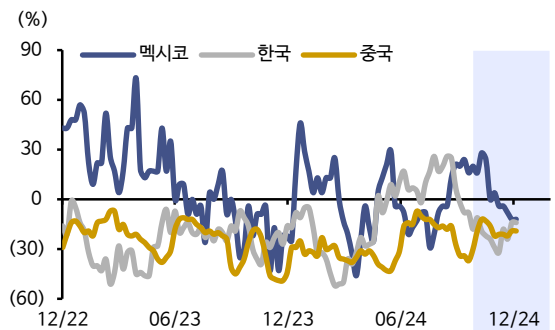
자료: LSEG, 신한투자증권

이익수정비율: 선진국2



자료: LSEG, 신한투자증권

이익수정비율: 신흥국2



자료: LSEG, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이정빈, 박우열, 이민재).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.