



A주보다 미중의 자본시장 이전에 관심

1. A주보다 China ex A, 알리바바 영향이 높았다

- 11월 MSCI 리밸런싱으로 한국의 신흥국 비중은 전월대비 -0.63%p 감소(11.6%). A주(+1.47%p)보다 A주 제외 중국의 영향이 높은 편(+2.19%p)
- 알리바바 비중은 +0.82%p 증가. 홍콩 상장주식수의 MSCI 편입은 2월 정기변경에 적용, 영향력은 낮을 것
- 당분간 MSCI 관련 의미있는 이슈는 아람코 상장. 신흥국 편입비율은 +0.39 수준. 한국의 신흥국 비중축소는 -0.06%p에 불과 예상

2. 완화될 가능성이 높은 A주 추가편입

- MSCI의 추가적인 A주 지수편입비율 증가 계획은 없는 상황. 발표되더라도 5개월 가량의 타임랙, 올해 리밸런싱도 피드백 후에 분산된 점(2회→3회)을 감안하면 영향력은 제한적일 것
- 중국의 자본시장 개방은 우려 요인이지만, 제조업의 외국인 보유한다가 30%인 점은 리레이팅에서 한계 요인

3. 자본시장에서 이전 중인 G2, 신흥국의 기회 요인

- 중국은 자국기업의 홍콩 상장으로 패시브 자금유입, 강구통 채널을 통한 자국 기관 투자비중을 높일 목적. 알리바바의 항셱지수 편입은 차등의결권 허용(5월 검토), 강구통 허용은 이중상장 불허가 선결될 필요
- 중국의 자본유입을 제한하고자 하는 미국의 조치도 위협적. 미 상장 중국 기업의 상장폐지, 연기금의 중국주식 투자 중단, MSCI 등 지수 컴파일러에 중국주식 퇴출 요구에 대한 미 재무부 답변은 유보적
- 미 상원에서 추진 중인 미 연기금의 중국주식 투자방지 법안 발의는 한국 등 신흥국에 기회요인(EM 기준 한국 비중증가: +5.9%p)



주식시장 투자전략

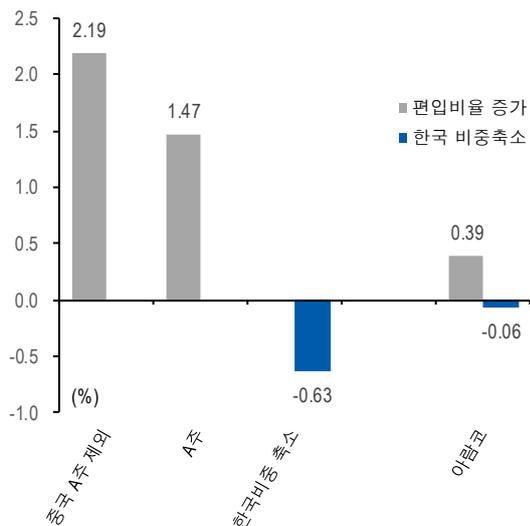
1. A 주보다 China ex A, 알리바바 영향이 높았다

11월 MSCI 리밸런싱으로 한국의 신흥국 비중은 -0.63%p 감소한 11.6%를 기록했다.(전월대비 기준) 중형주 유니버스가 8월 예상보다 증가했지만, A주 증가폭은 +1.47%p 수준이었다. 이번 정기변경에서 한국의 비중축소에 영향력이 높았던 세그먼트는 A주 제외 중국이었다.(전월 대비 +2.19%p 증가)

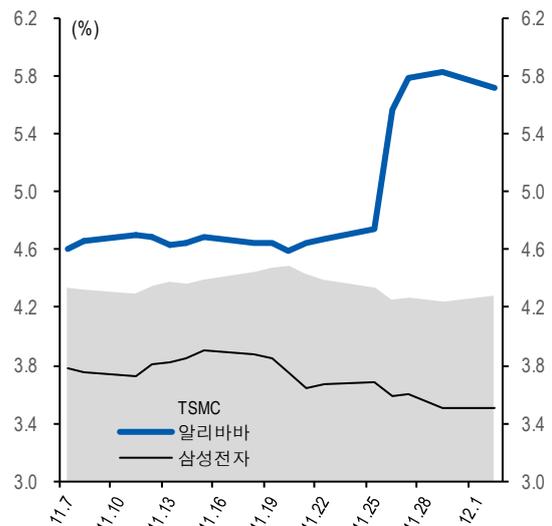
특히, MSCI 신흥국 비중 1위인 알리바바의 비중증가가 눈에 띈다. 리밸런싱(11/26) 전후 알리바바 비중은 +0.82%p 증가했다. 홍콩 거래소 상장 준비과정에서 주식수 증가와 유동비율 증가(대주주 또는 SA 투자자의 지분 감소 등)가 영향을 미쳤을 것으로 생각된다. 홍콩 상장 주식수의 MSCI 편입은 아직 진행되지 않았고 2월 정기변경에 적용될 예정이다. 바로 반영되지 않은 이유는 전체 상장주식수의 5% 미만으로 낮기 때문인데, 그만큼 리밸런싱 영향력도 낮은 것으로 평가할 수 있다.

당분간 MSCI 지수 관련 이슈는 아랍코 상장이 의미가 있는 소재로 볼 수 있으며, 신흥국 편입비율은 +0.39%(공모가 상단 기준, 가격은 한국시간 12/6 결정) 수준으로 예상된다. 한국의 신흥국 비중 축소는 -0.06%p에 불과하다. 물론 상장일과 T+1일의 추가 상승이 높을 경우, 편입비율은 더 증가할 수도 있지만, 기관투자자의 보호예수와 개인투자자 물량의 GCC 국가제한을 감안하면 영향력이 낮아질 유인이 더 큰 편이다.(상장일의 12/12 전후 여부에 따라 12/17 이전 또는 내년 1/5 이후로 반영)

[차트1] 11월 MSCI 리밸런싱에서 한국의 비중축소는 A주 편입보다 A주 제외 중국의 비중증가 영향이 높은 편



[차트2] 알리바바의 유동비율과 주식수 증가가 원인. 홍콩 상장주식수의 MSCI 반영은 2월 정기변경에 적용될 예정



주: 전월말 대비 증감. 아랍코는 공모가 상단 기준



주식시장 투자전략

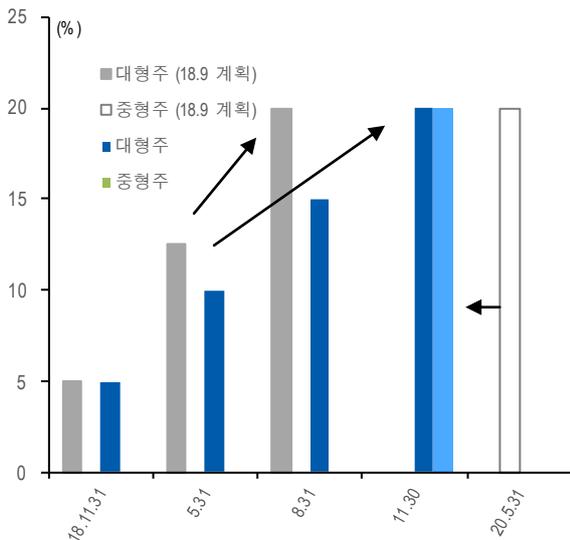
2. 완화될 가능성이 높은 A 주 추가편입

2020년 A주의 지수편입비율 증가에 대한 MSCI의 추가 계획은 없는 것으로 확인된다. 작년의 프로세스를 참고하면, 18년 9월말 계획안 발표→기관투자자 피드백 접수(~19년 2월)→19년 3월초 최종안 발표→5월, 8월, 11월 리밸런싱 진행의 과정이 있었다. 추가 계획안이 발표된다고 하더라도 관련 내용 확정에는 5개월 가량의 타임랙이 있기 때문에 자금흐름의 충격은 제한적일 것으로 판단한다. 올해 A주의 편입 계획도 5, 8월의 2단계 진행에서 3단계로 리밸런싱 부담이 분산되었던 전례에서도 볼 수 있듯이, 추종자금의 피드백도 완화된 반응을 재차 요구할 것으로 예상된다.

물론 중국의 자본시장 개방이 빠른 속도로 추진되고 있는 점은 우려가 되는 부분이다. 7월 다보스포럼에서 리커창 총리는 금융업 개방을 기존계획보다 1년 앞서 내년에 진행할 계획임을 시사했다. 미국의 자본시장 개방 요구를 수용한 언급이기도 하지만, 일반적으로 외국인 투자한도의 완화는 유동성 측면에서 MSCI의 지수편입비율을 제고할 요인으로 작용한다.

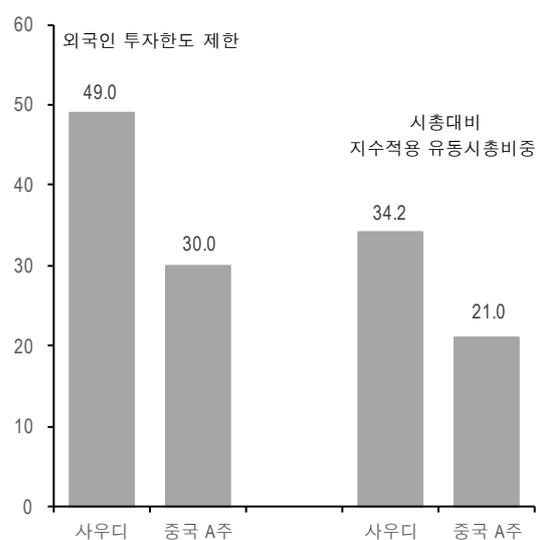
다만, 아직은 리레이팅이 어려울 것으로 보는 이유는 제조업의 외국인 보유한도가 30% 이하로 제한되고 정부 지분이 높은 종목도 많기 때문이다. 금융업 개방을 보더라도 은행은 이미 외국인 보유한도를 철폐했으나, 외국인의 시장 참여율은 낮아 정부지분이 높은 편이며, MSCI에서도 제조업과 같은 수준의 유동비율을 적용받는 것으로 보인다.

[차트3] 추가적인 A 주 지수편입비율 증가에 대한 계획은 없는 상황. 제기되더라도 스케줄은 완화될 가능성이 높음



주: 19년 중국 A 주 리밸런싱 계획, 18년 9월 초안과 비교

[차트4] 중국의 빠른 자본시장 개방은 지수편입비율을 제고할 요인이지만, 낮은 외국인 보유한도는 장애로 작용



주: 사우디 지수편입비율은 100%, A 주는 20%



주식시장 투자전략

3. 자본시장에서 이전 중인 G2, 신흥국의 기회 요인

알리바바 케이스로 확인되는 중국의 그림은 미국 상장 자국기업을 홍콩 거래소로 이전 상장하여 패시브자금 유입을 높이고, 강구통 채널을 이용해 자국 내 기관투자자 자금으로 기업 지배력을 높이는 것으로 유추해 볼 수 있다. 강구통에서 거래될 수 있다면 해외시장 자국기업을 위안화 기준으로 매수할 수 있으며, 환율약세도 제한요인이 되지 않을 수 있다. 이 같은 기대감은 최근 알리바바의 주가강세를 이끄는 모멘텀으로도 작용하고 있다. 다만, 항생지수 편입을 위해서는 차등의결권 허용이 선결되어야 하고(5월 변경여부 검토, 승인 시 9월 편입), 강구통은 이중상장을 허용하지 않기 때문에 역시 개정이 필요한 부분이다.

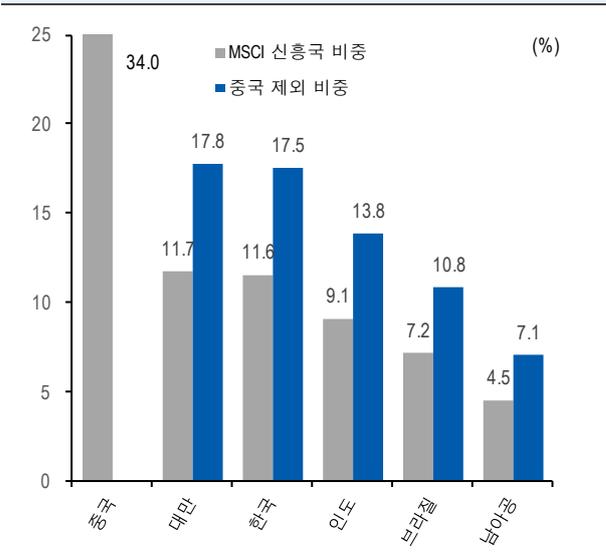
하지만, 중국의 자본유입을 제한하고자 하는 미국의 조치도 위협적이다. 10/27일 알리바바(-5.2%)를 비롯해 MSCI 중국 지수는 -1.6% 하락했다. 미 행정부의 1) 미 상장 중국기업의 상장폐지, 2) 공적 연기금의 중국주식 투자 중단, 3) MSCI 등 지수 컴파일러에 중국주식 퇴출 요구 등을 준비 중이라는 언론 보도의 사실여부를 묻는 질문에 대해, 미 재무부의 '지금은' 검토하고 있지 않다는 답변이 시장의 불안을 고조시켰다. 공화당 루비오 의원을 비롯한 강경파가 연기금의 중국주식 투자를 제한하는 안을 발의한 점도 중국 주식비중을 높이려는 미 연기금의 운용에 일정부분 제약을 줄 것으로 생각된다.

미 상원에서 추진 중인 중국을 제외한 BM 기준에서 한국의 비중은 신흥국 기준 +5.9%p 증가하는 자금유입 효과를 기대할 수 있다.(미 연방연기금 운용자금은 \$1.2조 수준)

[표1] 미 강경파의 중국주식 투자방지 법안 발의와 재무부의 유보적 답변에서 미 연기금의 대중국 투자가 저해될 요인으로 작용

Date	내용
9/27	미 재무부, 1) 미 상장 중국기업의 상장폐지, 2) 공적 연기금의 중국주식 투자 중단, 3) MSCI 등 지수 컴파일러에 중국주식 퇴출 요구 등을 준비 중이라는 언론 보도 사실여부를 묻는 질문에 대해, '지금은' 검토하고 있지 않다는 답변. 중국 ADR주 급락
10/22	루비오 공화당 의원 포함 초당파 의원단, 미 연방 퇴직연금투자위원회(FRTIB)에 서신 송부. 연방 공무원 저축계정(TSP)이 적대국의 군사행동과 인권침해 기업에 투자될 것에 대해 우려 표명. 중국 포함 BM 운용 전환 촉구. MSCI에 대해서도 인덱스에 포함된 중국기업을 감시하고 있지 않다고 지적
10/25	페르난데스 MSCI CEO, 미국 자본의 중국유입 제한은 공급망 붕괴에 이어 글로벌 자본시장에 파멸적 영향을 줄 우려 표명. MSCI의 중국기업 감시 의무에 대해, 중개기관에 불과함을 시사
11/6	초당파 의원단, 공무원, 군인 퇴직연금의 중국주식 투자 방지 법안 발의
11/13	FRTIB, 상원의원 반대에도 불구하고, 중국을 포함한 BM 적용을 결정. 루비오 의원, 중국주식 투자 방지법안 통과 촉구 성명 발표

[차트5] 미 연기금 운용의 BM 에서 중국이 제외될 경우, 이외 신흥국의 자금유입 수혜는 높아질 것



주: 11 월말 기준