



미중 자본시장 이전(移戰) - 중국 ADR의 홍콩 상장

1. 중국 ADR 규제 강화는 홍콩 2차 상장을 촉진

- 한국의 신흥국 비중은 2월 -0.25%p, 6월 -0.32%p 감소. 알리바바 등 중국 ADR의 홍콩 2차 상장이 원인
- 미 상원은 5월 외국 지주회사 책임 법안을 통과. 중국 ADR 31 종목 중 알리바바, 넷이즈, JD.com은 홍콩증시에 2차 상장. 이외 13개 기업이 2차 상장을 검토 중
- 상해거래소는 홍콩에 상장된 SMIC의 추가 상장을 역대 최단기간에 승인

2. 홍콩 2차 상장의 패시브 실익

- 중국 ADR의 2차 상장은 추가상장의 주식수 증가, 확약물량의 보호예수 해제로 편입비중 증가를 유도. IPO 모멘텀과 대표지수 편입 관련 자국 패시브 자금 유입도 수혜 가능
- 알리바바는 19.11월 홍콩 2차 상장으로 MSCI 신흥국 지수에서 19.11월 +0.82%p, 2월 +0.35%p, 5월 +0.59%p의 비중 증가를 경험
- USD 300억 수준의 항생지수(HSI) 추종자금도 유입될 것. 알리바바, 샤오미, 메이투안 디엔핑 등은 9월, JD.com, 넷이즈 등은 내년 3월 편입 유력
- 홍콩거래소가 차등의결권에 부정적인 점은 다행인 부분. 알리바바 등 차등의결권 종목의 항생지수 편입비중은 5% Cap을 적용. 강구통 편입 리스트의 해당종목 배제도 중국 증감위에 제안 중

3. 알리바바는 부담, SMIC 특례편입은 제한적 이슈

- 알리바바 금융 자회사 앤트 그룹의 IPO 모멘텀(지분 33% 보유)은 단기 부담이 될 것. 이외 2차 상장에서 패시브 효과가 의미있는 수준일 ADR은 JD.com, 넷이즈, 바이두 등 소수에 불과
- SMIC의 상해 상장주식의 MSCI 특례편입이 7/29 장마감에 반영될 예정. 리밸런싱 수요는 19.12월 아람코 편입 당시의 26%. 국내 증시에서 소화될 수 있는 수준



주식시장 투자전략

1. 중국 ADR 규제 강화는 홍콩 2차 상장을 촉진

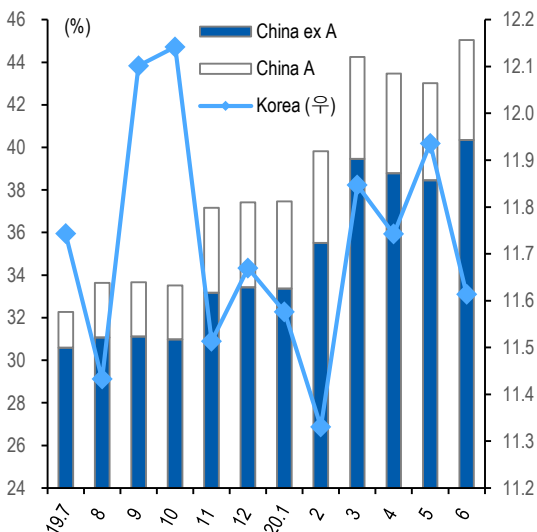
5월 예정이었던 쿠웨이트의 MSCI 신흥국 지수 편입도 COVID-19로 11월로 연기되었다. 올해는 A주 지수편입비율 상향조정도 없지만, 한국의 신흥국 비중은 2월 -0.25%p, 6월 -0.32%p 감소했다. 공통적인 특징은 중국(A주 제외) 비중이 증가한 점인데, 작년 말 제기한 중국 ADR의 홍콩 2차 상장과 관련이 깊다.

미중 분쟁은 자본시장으로 이전되고 있다. 작년 중국 ADR 상장폐지 검토가 제기되었고, 알리바바, 넷이즈, JD.Com 등은 홍콩에 2차 상장했다. 거래소가 차등의결권 종목 상장을 18년부터 허용하면서 가능해진 조치였다.

미 상원은 5월 외국 지주회사 책임 법안을 만장일치로 통과했고, 최근 미 국무부는 미중 회계협정 파기 가능성을 시사했다. 루이싱 커피의 분식회계가 빌미이지만, 작년 트럼프 행정부의 카드가 중국의 견제라는 어젠다로 초당적으로 결정된 점은 ADR 상장 중국기업의 출구전략을 촉진하고 있다. 미 상장 31 종목 중 13개 기업이 2차 상장을 검토 중이다.

중국의 대응도 빠른 편이다. 상해거래소는 홍콩에 상장된 SMIC의 추가 상장을 역대 최단기간(증권신고서 제출 경과 29일)에 승인했다.

[차트1] A 주 지수편입비율 상향조정 이슈 종료 후 한국의 비중축소는 중국(A주 제외)의 영향이 높은 편



[표1] 미중 분쟁지속과 루이싱 커피 사태로 중국 ADR 종목의 규제는 강화. 홍콩 2차 상장을 촉진

Date	내용
19/9/27	미 재무부, 미 상장 중국기업의 상장폐지를 준비 중이라는 언론 보도 사실여부를 묻는 질문에 대해, '지금은' 검토하고 있지 않다는 답변. 중국 ADR주 급락
11/26	알리바바 홍콩 2차 상장
5/19	NASDAQ, 루이싱 커피 상장폐지 통보(6/29 상장폐지)
5/22	미 상원, 외국 지주회사 책임 법안 만장일치 통과. 상장 ADR 시가총액 90% 이상이 중국 발행
6/2	홍콩자치법 미 상원, 하원 통과
6/4	폼페이오 미 국무부 장관, "회계 부정을 일삼는 중국기업에 대한 NASDAQ의 조치가 전세계의 본보기가 되어야 한다." 발언
6/11	넷이즈 홍콩 2차 상장
6/18	JD.com 홍콩 2차 상장
7/13	키스 크라크 미 국무부 경제차관, 2013년 체결 미중 회계협정 파기 압박 시사
7/16	SMIC, 상해증시 2차 상장(기존 홍콩 상장). 최단기간 심사(29일)



주식시장 투자전략

2. 홍콩 2차 상장의 패시브 실익

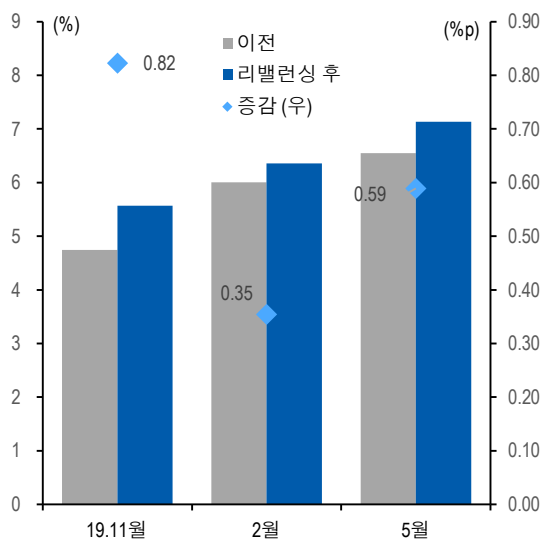
중국 ADR의 2차 상장이 패시브에서 이슈가 되는 점은 추가상장의 주식수 증가와 기관 투자자 확보물량의 보호예수 해제가 편입비중 증가로 연결되기 때문이다. IPO 모멘텀은 시가총액 반영으로 비중을 높일 소재이며, 추가상장 국가의 대표지수 편입으로 자국 패시브 자금유입도 기대할 수 있다.

알리바바는 19.11월 홍콩 2차 상장으로 MSCI 신흥국 지수에서 19.11월 +0.82%p, 2월 +0.35%p, 5월 +0.59%p의 편입비중 증가가 적용되었다. 적용 전 4.74%였던 비중은 7.42%까지 증가했다.

홍콩 2차 상장종목은 USD 300억 수준의 항생지수(HSI, 50종목) 추종자금 유입도 향유할 것이다. 5월 홍콩 거래소는 차등의결권 클래스 주식 발행기업의 동 지수편입이 가능하도록 기준을 변경했다. 관련 문제로 편입되지 못했던 알리바바, 샤오미, 메이투안디엔핑 등은 9월에, 최근 상장된 JD.com, 넷이즈 등은 내년 3월 항생지수 편입 가능성이 높다.

다만 홍콩거래소가 미국에 선점을 뺏겼던 범중화권 종목 유치를 위해 상장은 허용했지만, 차등의결권에 부정적인 점은 다행스러운 부분이다. 1) 알리바바 등 차등의결권 종목의 항생지수 편입비중은 5% Cap을 적용하고 2) 중국 증감위에 강구통 편입 리스트에 이들 종목의 배제 유지를 제안한 점이 그렇다.

[차트2] 알리바바는 홍콩 2차 상장으로 주식수 증가와 보호예수 해제로 MSCI 편입비중이 증가



[표2] 홍콩 2차 상장으로 얻는 패시브 자금의 수혜. 홍콩거래소가 차등의결권에 부정적인 점은 다행인 부분

구분	편입 이슈
항생지수 (HSCI)	'19.12.9 편입
MSCI	'19.11월, '20.2월, 5월 정기변경 주식수 증가, 기관투자자 확보물량 감소 반영
항생지수 (HSI, 50종목)	'20.5월 차등의결권, 2차상장 제외 개정. 9월 지수 편입. 차등의결권 종목은 5% CAP 적용 (c.f 텐센트 등 상위종목비중 10%) 추종자금 USD 300억 수준
강구통	현재 2차 상장종목 불허. 2월 홍콩거래소는 중 증감위에 차등의결권 종목 제의를 제안. 허용 시 중국 본토 기관투자자의 위안화 투자가 가능

주: 편입일은 알리바바 기준



주식시장 투자전략

3. 알리바바는 부담, SMIC 특례편입은 제한적 이슈

중국 ADR의 2차 상장이 연쇄적인 패시브 효과를 얻지만, 일부 상위종목에 국한될 이슈로 평가한다.

알리바바에 금융 자회사 앤트 그룹의 IPO 모멘텀(지분 33% 보유)까지 가세되는 것은 단기 부담이 될 것이다. 이외 상위종목에서 2차 상장의 패시브 효과가 의미있는 수준인 ADR은 JD.com, 넷이즈, 바이두 등으로 추려진다. 잔여종목의 지수편입비중은 낮고, 상위 종목의 언택트 모멘텀이 약화된다면 국내 종목에 위협이 될 소지는 더 낮아질 것으로 판단된다.

7/29 장마감에 SMIC의 상해 상장주식의 MSCI 특례편입이 반영된다. 특례 편입의 키워드가 높아진 유동성을 자극하거나, 짧은 기간의 day-to-cover가 외국인 투자 쿼터 한계와 결부되어 자국 증시 모멘텀으로 작용할 가능성은 있다고 본다. 하지만, 실제 리밸런싱 수요를 기반했을 때, 국내 MSCI 편입종목이나 반도체 업종의 영향은 제한적으로 평가한다.

A주는 지수편입비율이 낮게 적용되기 때문에 SMIC의 리밸런싱 예상금액은 19.12월 아람코 편입 당시의 26% 수준이다. 개별종목 편입은 국내 증시에 소화될 수 있는 수준이며, 아람코 편입 반영일에 국내 MSCI 종목은 오히려 4,749억원의 외국인 순매수를 기록한 점은 주지할 부분이다.

[표3] 자회사 IPO 모멘텀도 부각될 알리바바의 비중증가는 단기 부담이지만, 이외 ADR 은 낮은 비중으로 2차 상장의 패시브 효과는 일부 상위종목에 국한될 이슈

중국 ADR 종목	'19.12	현재	비고/ 종목 #
ALIBABA	5.82	7.52	홍콩 2차 상장
JD.COM	0.41	0.82	홍콩 2차 상장
NETEASE	0.38	0.60	홍콩 2차 상장
BAIDU	0.55	0.53	이전상장 검토
TAL EDUCATION	0.30	0.47	
PINDUODUO	0.12	0.33	
NEW ORIENTAL EDUCATION	0.30	0.33	
YUM CHINA	0.28	0.30	이전상장 검토
Others	1.30	1.75	28
Total	9.46	12.65	31

[차트3] 7/29에는 상해에 추가상장된 SMIC A 주가 MSCI 특례편입 되지만, 국내 수급 영향은 미미할 것

