



혼재된 정기변경 이슈, 효율적인 세그먼트는

1. MSCI 지수선물 청산 리스크의 잔존

- 11월 MSCI 정기변경도 리밸런싱(11/30, 29일도 가능) 전 변동성 회피가 필요. 다만 이외 신흥국 지수선물의 청산 가능성이 존재
- 최근 아시아 지수선물 유치경쟁이 과열 양상을 보이는 점도 계좌해지 관련 청산을 높일 유인

2. 선호도가 높아질 인도, 리밸런싱일 휴장 관련 선수요

- 이번 MSCI 정기변경에서 인도의 비중증가(+0.8%p), 쿠웨이트 편입(+0.6%p)로 한국의 비중축소는 -0.3%p로 예상. 인도 증시의 선호도 증가로 매도수요가 확대될 가능성은 유의 필요
- MSCI 리밸런싱일(11/30) 인도와 필리핀은 휴장. 추적오차에 민감한 지수완전복제 자금은 기존 스케줄대로 리밸런싱을 진행하지만, Enhanced 패시브 자금은 거래 편의성 등에서 인도 리밸런싱일인 29일에 반영할 가능성도 상존

3. 아모레퍼시픽우 지수 편출, 배당수익률의 제고

- 11월 편출 종목 중 아모레퍼시픽우는 유동시가총액 하회로 MSCI 유니버스에서 제외 예정. 스몰캡 지수 편입수요 없이 청산되기 때문에, 이외 종목 대비 외국인 매도레벨이 더 클 것
- 배당투자자 관점에서는 추가하락으로 배당수익률을 높일 계기. 다만, 지수편출 종목은 리밸런싱 T+1일에도 외국인 매도레벨이 높았던 점에서 매수 Mix는 배분 필요

4. 효율적인 세그먼트는 KOSPI200 편입군

- 결과 발표 모멘텀이 강할 종목: 한화시스템
- 거래대금 대비 리밸런싱 수요가 높은 종목: 키움증권, 삼양식품, 지누스
- 편입 이후에도 Follow-up이 유지될 수 있는 이익모멘텀이 높은 종목: 키움증권, 한화시스템, 빅히트, 씨에스원드



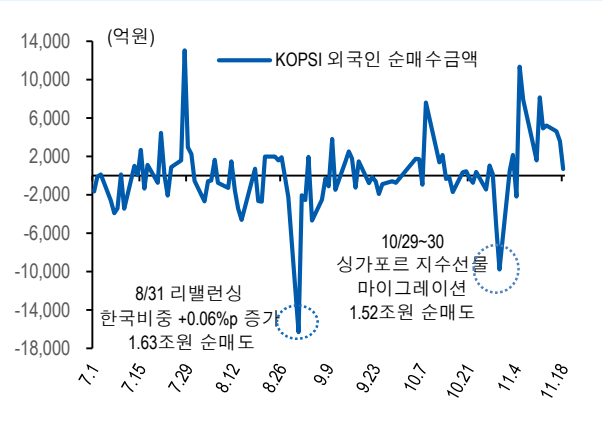
주식시장 투자전략

1. MSCI 지수선물 청산 리스크의 잔존

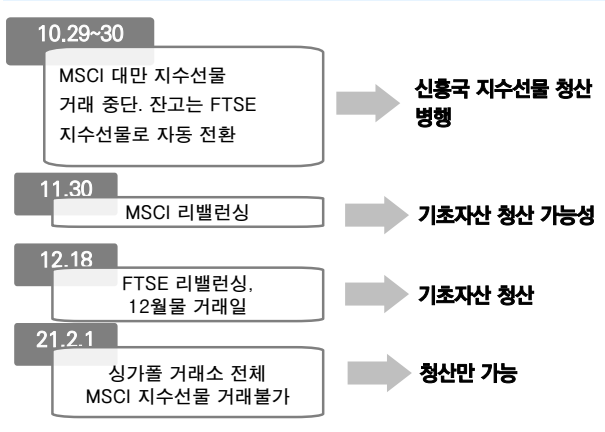
11월 MSCI 정기변경도 리밸런싱(11/30, 29일도 가능) 전 변동성 회피가 필요하다고 본다. 특징적인 이슈를 정리하면, 1) 아시아 선물의 마이그레이션 수요 잔존, 2) 인도, 쿠웨이트 비중증가 관련 매도 출회, 3) 인도 휴장 관련 리밸런싱 선진행 수요 등이다.

8/31 외국인 순매도(KOSPI 1.63조원), 9/18 FTSE 편입종목의 높은 순매수 배경을 싱가포르 거래소의 MSCI 지수선물 라이선스 종료로 제시한 바 있다. 10/29~30일 외국인 매도(1.52조원), 싱가포르 거래소 대만 지수선물의 스위칭, 홍콩거래소의 잔고증가를 보면 마이그레이션은 상당 부분 진행된 것으로 보인다.

[차트1] 8월, 10월말 외국인 순매도 레벨은 이례적인 수준. 아시아 지수선물의 마이그레이션과 연관이 높음



[차트2] 10월말 대만지수 선물의 스위칭 이후에도 정기변경일과 선물거래일, 이전 기간의 매도 리스크는 유의 필요



하지만, 연계 복잡도가 높은 지수스왑, 선물스왑 물량과, 대만 이외 신홍국 지수선물의 청산 스케줄이 내년 2/1인 점을 감안하면, 추가적인 계좌해지나 청산이 진행될 수 있다. 청산 기점(MSCI 정기변경일, 12월물 거래일-12/18, 1월말)과 이전 기간의 매도 가능성은 유의할 필요가 있다.

최근 아시아 지수선물 유치경쟁이 과열 양상을 보이는 점도 계좌청산 가능성을 높일 유인으로 생각한다. 싱가포르 거래소의 아시아 지수선물계약의 대부분은 6월에 Eurex로 이전된 것으로 보인다.(MSCI와의 계약해지 발표는 5월) Eurex는 아시아 지수선물 M/S를 높이기 위해, 내년 9월까지 1년간 거래수수료 면제 혜택을 부여하고, 마이그레이션한 브로커리지에게 인센티브를 지급할 계획을 발표했다.

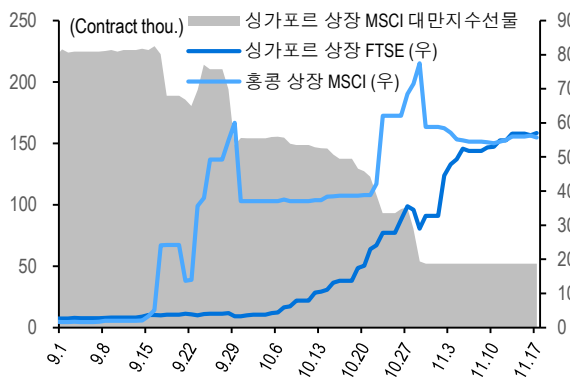


주식시장 투자전략

홍콩거래소는 MSCI 지수선물 라이선스 계약 유치에 적극적으로 나서, 결국 싱가포르 거래소 라이선스를 가져올 수 있었으며, 최근 Eurex 대비 약점이 될 수 있는 휴일 거래, 잔고청산 매커니즘을 구현할 것을 시사했다. 싱가포르 거래소는 FTSE와 라이선스 계약을 체결해, 거부 의사를 밝히지 않은 계좌에 MSCI 지수선물 출고, FTSE 지수선물 입고를 자동 처리할 예정이고, 대만지수 선물의 스위칭은 10월말에 완료했다.

각 거래소의 지수선물 잔고 수준만 본다면 Make up이 빠른 속도로 진행되어 8월과 10월의 수급이 재현되지 않거나, 오히려 현물 편입수요가 강할 가능성도 있다. 하지만, 잔고의 Put/Call 포지션 확인이 불가능한 점과, 계좌해지의 경우 잔고 청산→현물 매도로 이어지는 점에서, 방향성을 예측할 수 없다면 보수적 대응이 우선이라는 생각이다.

[차트3] 시그널링 지표가 되는 싱가포르 상장 대만지수선물 잔고는 상당 부분 이전되었지만, 청산 가능성이 높은 잔고는 잔존



[표1] 각 거래소의 아시아 선물 유치경쟁으로 계좌 이전과 잔고 청산, 최종적으로 현물 매도로 이어질 수 있음

거래소	지수선물 관련 조치
Eurex	아시아 지수선물 1년간 거래수수료 면제 아시아 지수선물 마이그레이션 브로커리지 인센티브 지급
홍콩거래소	5월 MSCI 지수 라이선스 계약 체결, 휴일 선물거래, 잔고청산 플랫폼 구축 시사
싱가포르 거래소	FTSE 지수선물 계약 체결 거부권 미행사 계좌, MSCI 지수선물 청산, FTSE 지수선물 입고 자동처리 진행 10/30 대만지수선물 청산 선진행

2. 선호도가 높아질 인도, 리밸런싱일 휴장 관련 선수요

이번 MSCI 정기변경에서 인도는 외국인 지분을 완화로 신흥국 비중은 +0.8%p 증가할 예정이다. 쿠웨이트도 신흥국 지수 승격으로 +0.6%p 편입이 예상된다. MSCI가 예상한 한국의 비중축소는 -0.3%p이다.

하지만, 인도 비중증가가 2주만에 반영되는 이벤트인 점과 신흥국 내 선호도 증가(비중 증가 1위, 12종목 편입 발표)에서 이외 국가의 감소폭이 MSCI 전망치보다 높을 가능성은 염두에 둘 필요가 있다. 작년 5월 중국 A주의 지수편입비율 증가, 사우디 1차 편입 조치, 미중 무역분쟁 이슈로 한국의 신흥국 비중은 예상치인 -0.4%p를 넘어 -0.7%p까지 감소했고, 외국인 순매도는 7,356억원을 기록했다.

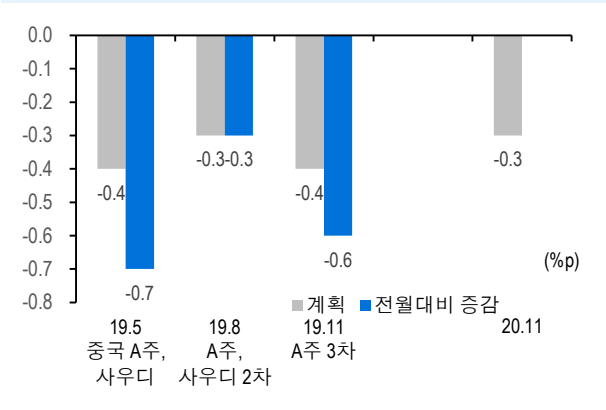


주식시장 투자전략

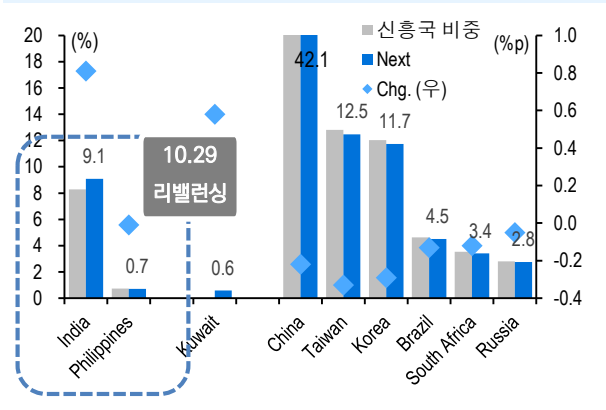
MSCI 리밸런싱일(11/30) 인도와 필리핀의 휴장도 고민이 필요하다. MSCI 리밸런싱일과 필리핀 휴장일의 중첩은 다수 있었지만, 음력 공휴일인 인도 휴장이 겹치는 것은 이번이 처음이다. 인도의 비중은 필리핀처럼 낮지도 않고, 이번 정기변경에서 (자금을 유입해야 하는) 매수 오버헤드가 가장 높은 국가이다.

추적오차에 민감한 지수완전복제 자금은 기준일인 11/30 장마감에 리밸런싱을 진행할 가능성이 높다고 본다. 하지만, 지수추종에서 여유가 있는 Enhanced 패시브 자금은 거래 편의성이나, 자금 효율성에서 인도 리밸런싱일인 29일에 진행할 가능성도 상존해 있다. 정기변경 이벤트를 활용하는 투자자는 이번 수급이 양일간 출회될 가능성을 염두에 뒀다 한다.

[차트4] 리밸런싱 예상비중과 실제 조정은 괴리가 존재. 구성종목의 주가변화가 반영되기 때문. 인도의 선호도 증가로 매도 수요가 확대될 수 있음



[차트5] 이번 정기변경에서 편입수요가 가장 높은 인도는 휴장으로 10/29에 리밸런싱 진행. 거래 편의 측면에서 일부 자금은 선반영을 진행할 개연성이 존재



3. 아모레퍼시픽우 지수 편출, 배당수익률의 제고

11월 MSCI 정기변경은 SK 케미칼, 두산중공업, SK 바이오팜의 3종목이 편입되었고, BNK 금융지주, 포스코인터내셔널, 아모레퍼시픽우 등의 편출로 발표되었다. 전형적인 MSCI 편입 모멘텀 전략 외에도 배당투자자가 활용할 만한 이슈는 아모레퍼시픽우의 지수편출로 생각한다.

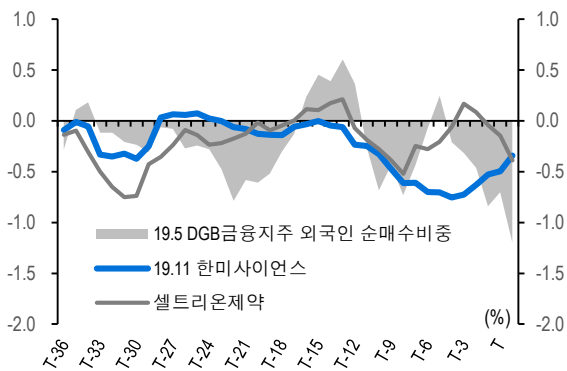
11월 편출 종목 중 아모레퍼시픽우는 유동시가총액 하회로 MSCI 유니버스에서 제외된다.(이외 종목은 하위 클래스인 스몰캡 지수로 편입) 유니버스 제외는 스몰캡 지수 편입 수요없이 청산만이 진행되기 때문에, 이외 종목 대비 외국인 매도레벨이 더 큰 경향을 보였다. 18.11월 한미사이언스의 지수 제외와 올해 5월 한진칼의 편입 실패가 대표적이다.



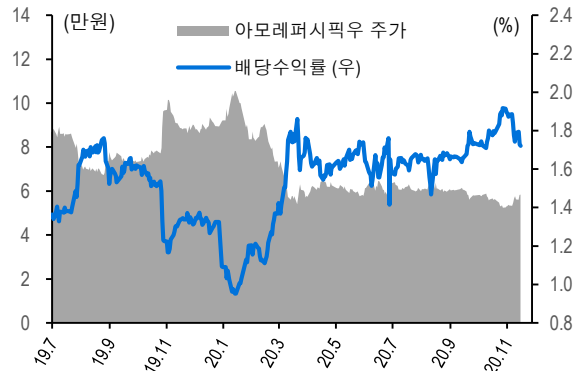
주식시장 투자전략

배당투자자 관점에서 보면 주가 하락으로 배당수익률이 제고될 수 있고, 12월 기산일도 남지 않았기 때문에 효율을 높일 계기가 될 것이다. 다만 최근 MSCI 지수편출 종목은 리밸런싱 T+1일에도 높은 수준의 외국인 매도레벨이 확인되기 때문에(편출 종목의 편입종목 대비 낮은 트레이킹 부담, 지수추종 부담이 낮은 Enhanced 패시브 자금 관여 등) 매수 Mix는 배분할 필요가 있다.

[차트6] 아모레퍼시픽은 유동시가총액 하회로 유니버스에
서 완전히 제외. 스물덱 지수로 강등되는 편출 종목보다 외
국인 순매도 레벨이 높을 것



[차트7] 12월 배당기산 직전 리밸런싱일 주가 하락은 배당
수익률을 높일 계기. 다만, 지수편출 종목은 D+1일 매도도
높았던 점에서 매수 Mix는 배분할 필요



주: 한미사이언스는 유동시가총액 하회로 유니버스 제외. 이외 종목은 스물덱 지수 강등

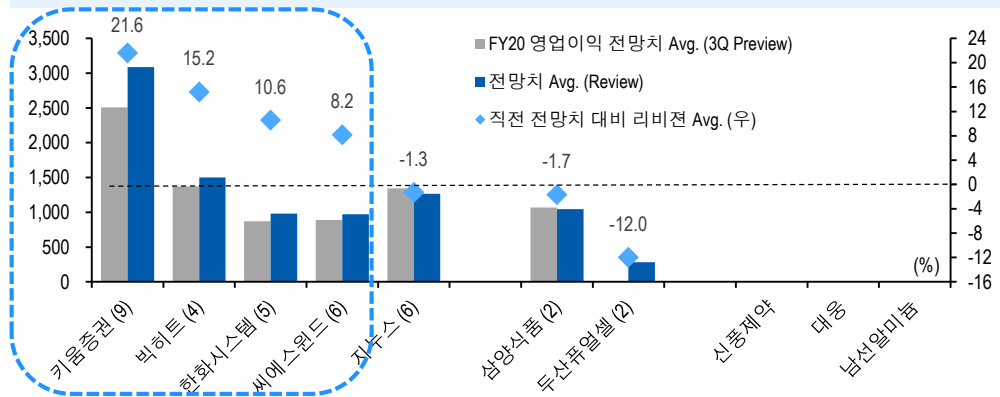
4. 효율적인 세그먼트는 KOSPI200 편입군

하반기 KOSPI200/KOSDAQ150 지수 정기변경 발표(11월 하순)가 얼마 남지 않았다. MSCI 편입종목의 외국인 매수레벨 증가는 확인되지만, KOSPI200/KOSDAQ150 편입 예상군의 기관 순매수비중은 낮은 편이다. 최근 외국인 수급이 국내 정기변경 발표에 민감한 점과, MSCI 정기변경 관련 매도출회 리스크, 높아진 거래대금 대비 각 지수의 편입종목의 기대수급이 낮은 점을 고려하면, 효율이 높은 세그먼트는 KOSPI200 일부 종목으로 추려진다. 간단히 요점을 정리하면 다음과 같다.

- 1) 편입 컨센서스에 이견이 있는 종목으로 발표 모멘텀이 강할 종목: 한화시스템. 당사는 산업재 버퍼를 충족으로 편입 예상
- 2) 거래대금 대비 리밸런싱 수요가 높은 종목: 키움증권, 삼양식품, 지누스
- 3) 편입 이후에도 BM으로서 Follow-up이 유지될 수 있는 종목. 즉, 커버리지가 확보되고 이익모멘텀이 높은 종목: 키움증권, 한화시스템, 빅히트, 씨에스윈드

주식시장 투자전략

[차트8] KOSPI200 편입 예상군 중 커버리지가 확보되고, 이익모멘텀이 높은 종목은 BM 으로서 Follow-up 이 유지될 수 있는 점에서 편입수요가 높을 것



주: ()는 Review 전망치 수

빅히트는 특례편입 요건을 충족했다. 1개월 보호예수분 해제(상장주식수 대비 3.7%)와 11월초 Well Blink의 상환전환우선주 전환 행사 관련 매물(2.2%)은 유의할 부분이다. 다만, 1개월 보호예수 해제 경과에도 불구하고, 3Q 실적발표 후 이익모멘텀으로 기관은 매수우위를 보이고 있다. 빅히트 편입으로 편출될 종목은 세방전지로 판단한다.

KOSDAQ150의 카카오게임즈는 리밸런싱 진행일이(12/10) 보호예수 해제일과 겹친다. 리밸런싱 수급을 기대하며 보유하기보다는 발표 모멘텀을 편취하고 비중축소하는 전략이 합리적으로 생각된다.

[표2] KOSPI200 편입종목 예상 수급

종목	산업군	평균 거래대금	시가총액	예상 비중	순매수 예상	거래대금 대비	시총대비	1M 수익률	3M 수익률
신용제약	건강관리	2,402	63,847	0.41	2,635	1.10	4.13	1.3	44.3
빅히트	커뮤니케이션	1,159	64,657	0.16	994	0.86	1.54	-9.5	-29.7
키움증권	금융/부동산	120	25,792	0.13	804	6.70	3.12	20.4	8.4
두산퓨얼셀	산업재	448	23,307	0.09	581	1.30	2.49	-9.6	12.1
씨에스윈드	산업재	587	22,039	0.08	521	0.89	2.37	23.2	63.0
지누스	자유소비재	107	12,678	0.08	499	4.66	3.94	11.1	7.6
대웅	건강관리	88	12,704	0.05	325	3.70	2.56	-14.8	-33.8
남선알미늄	소재	229	4,661	0.04	257	1.12	5.51	-15.9	-13.3
삼양식품	필수소비재	32	7,488	0.04	282	8.86	3.77	-1.1	-10.5
한화시스템	산업재	57	12,621	0.04	267	4.66	2.11	5.5	15.0



주식시장 투자전략

[표3] 편출 종목 예상 수급

종목	산업군	평균 거래대금	시가총액	예상 비중	순매수 예상	거래대금 대비	시총대비	1M 수익률	3M 수익률
동아에스티	건강관리	20	7,481	-0.06	-391	-19.10	-5.23	1.1	-8.8
동아쏘시오홀딩스	건강관리	101	8,870	-0.05	-316	-3.13	-3.56	26.8	35.7
LF	자유소비재	28	4,576	-0.03	-186	-6.65	-4.07	9.8	23.7
한라홀딩스	자유소비재	16	3,854	-0.03	-175	-10.95	-4.53	14.3	27.6
태영건설	산업재	38	4,046	-0.02	-144	-3.76	-3.55	7.0	14.6
롯데푸드	필수소비재	8	3,752	-0.02	-130	-16.49	-3.46	8.2	1.8
남해화학	소재	16	4,297	-0.02	-117	-7.20	-2.73	7.5	6.1
세아베스틸	소재	13	3,712	-0.01	-84	-6.66	-2.25	5.3	0.5
대교	자유소비재	11	3,265	-0.01	-45	-3.95	-1.38	-1.0	-4.7
세방전지	자유소비재	17	4,760	-0.03	-163	-9.59	-3.43	22.5	13.1

[표4] KOSDAQ150 편입종목 예상 수급

종목	산업군	평균 거래대금	시가총액	예상 비중	순매수 예상	거래대금 대비	시총대비	1M 수익률	3M 수익률
카카오게임즈	커뮤니케이션	286	35,664	1.00	279	0.98	0.78	5.2	-22.7
메드팩토	건강관리	316	20,315	0.95	265	0.84	1.30	-17.2	16.7
솔브레인	정보기술	121	18,801	1.05	294	2.44	1.57	4.5	12.9
바이넥스	건강관리	672	9,335	0.85	238	0.35	2.55	11.8	50.0
엘앤씨바이오	건강관리	117	7,602	0.49	137	1.17	1.80	-25.7	-13.6
에스앤에스텍	정보기술	136	8,452	0.60	167	1.23	1.97	5.3	-9.2
알서포트	정보기술	286	7,537	0.41	116	0.40	1.54	-0.4	8.4
대주전자재료	정보기술	140	6,560	0.46	129	0.92	1.97	5.4	-2.5
피엔티	산업재	130	4,980	0.41	116	0.89	2.32	9.2	32.1
씨아이에스	산업재	83	4,019	0.34	94	1.14	2.35	-0.9	-10.7
서울바이오시스	정보기술	54	6,250	0.22	62	1.14	0.99	-14.2	-28.8
동국S&C	산업재	199	4,749	0.24	66	0.33	1.39	-2.4	34.5
제이엔티씨	정보기술	21	6,219	0.17	49	2.32	0.78	-4.4	-11.9
노바렉스	필수소비재	17	3,448	0.17	47	2.72	1.36	0.3	-6.4
레몬	소재	35	4,520	0.16	45	1.28	0.99	-6.1	-30.3
코리아센터	자유소비재	101	2,507	0.08	23	0.22	0.90	44.6	58.1
한국기업평가	금융	6	4,259	0.11	30	5.04	0.70	1.1	12.6
상아프론테크	정보기술	98	6,707	0.35	99	1.01	1.48	7.0	-1.3



주식시장 투자전략

[표5] KOSDAQ150 편출종목 예상 수급

종목	산업군	평균 거래대금	시가총액	예상 비중	순매수 예상	거래대금 대비	시총대비	1M 수익률	3M 수익률
디오	건강관리	32	4,874	-0.33	-93	-2.87	-1.91	8.1	16.7
지노믹트리	건강관리	57	3,338	-0.30	-84	-1.46	-2.52	-13.7	1.8
모두투어	자유소비재	114	3,137	-0.24	-68	-0.59	-2.15	27.7	46.3
바텍	건강관리	21	3,387	-0.17	-47	-2.24	-1.39	5.6	4.3
파워로직스	정보기술	449	2,960	-0.21	-59	-0.13	-1.99	27.2	18.0
휴온스글로벌	건강관리	9	3,485	-0.16	-45	-4.77	-1.29	-0.2	-5.7
코원테크	산업재	9	1,915	-0.16	-44	-4.74	-2.27	2.0	-7.2
인바디	건강관리	22	2,395	-0.17	-47	-2.08	-1.95	11.8	7.7
미래컴퍼니	정보기술	58	3,466	-0.13	-36	-0.62	-1.03	4.0	66.5
나스미디어	커뮤니케이션 서비스	7	2,758	-0.13	-35	-4.80	-1.28	-1.4	2.1
우리기술투자	금융	2,082	4,444	-0.18	-50	-0.02	-1.13	134.1	101.5
한국전자금융	산업재	8	2,076	-0.12	-34	-4.44	-1.63	2.4	3.4
성광밴드	산업재	34	2,105	-0.11	-31	-0.91	-1.47	18.7	1.5
태광	산업재	12	1,842	-0.09	-26	-2.28	-1.43	12.8	-0.7
연우	소재	5	2,411	-0.10	-28	-5.46	-1.14	4.0	16.1
CJ프레시웨이	필수소비재	12	2,131	-0.09	-26	-2.14	-1.21	5.9	15.8
이지홀딩스	필수소비재	81	2,365	-0.17	-48	-0.59	-2.03	8.4	-5.6
에이치엘사이언스	필수소비재	10	2,250	-0.09	-25	-2.58	-1.10	-0.6	-7.5