



## 연초 패시브 이슈 점검

### 1. 강화될 트럼프 행정명령 효과

- 트럼프의 '중국군 지원기업 투자제한' 행정명령 관련, MSCI 지수에서 11종목이 편출(1/5). 국내 증시의 유입효과는 3,622억원
- 최근 미 정부는 지분율 50% 이상 관계사 요건 외에도 국방부 협의 하에 지정된 관계사도 대상에 포함시킬 것을 발표
- 차이나모바일 등이 편출될 수 있는 사유. 뉴욕거래소는 중국 통신 3사의 ADR 상장폐지를 발표(1/11 이전 거래정지). MSCI 등도 추가 편출할 가능성이 높음

### 2. 미국 외 투자유치가 필요한 중국, 마윈 보복의 실기

- 행정명령 발표 당시 리스트는 31종목. 1개월 가량 경과한 현재 40종목까지 증가. 미 상무부의 대중 제재 리스트 60종목을 감안하면 추가될 공산이 큼
- 중국의 EU와의 포괄적 투자협정(CAI) 체결 등은 미국 외 권역 투자유치를 제고해야 하는 상황이 반영된 것으로 판단
- 반면, 중국의 마윈 보복조치는 패시브적 gain을 감소시키는 기제. 반독점 규제 등으로 알리바바 등이 급락하면서 신흥국 1위는 TSMC가 차지

### 3. 국내 레버리지/인버스 2X ETF 규제

- 국내 레버리지/인버스 2X ETF 규제로 거래대금이 감소할 것. 금일부터 기존 투자자도 예탁금 제도를 적용
- 레버리지 ETF는 투기적 수요이기는 하지만, 설정 목적의 현물, ETF 매수로 연결. 지수급락 국면에서 KOSDAQ150 지수의 완충효과가 약화될 것
- KOSPI200도 인버스 2X ETF 규제로 지수선물 매도가 약화될 것. 인버스 2X ETF 향 지수선물 저평가 해소로, 베이스스 개선 시 삼성전자, SK하이닉스 중심의 급등 현상은 감소할 것



주식시장 투자전략

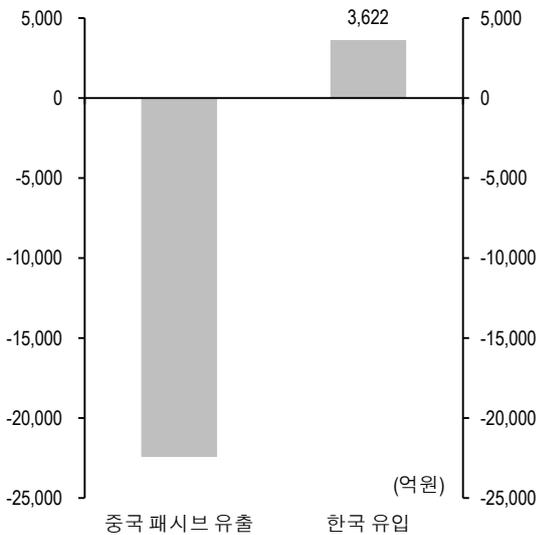
1. 강화될 트럼프 행정명령 효과

트럼프의 '중국군 지원기업 투자제한' 행정명령(11/12)이 중국의センチ먼트를 악화시키고 있다. 직접적인 패시브 자금이탈이 높다고 보기는 어렵다. 1/5 장마감 기준, MSCI 지수에서 11종목이 편출될 것이다. 신흥국 기준 0.28%의 비중축소로 국내 패시브 유입 금액은 3,622억원으로 추정되며, 높아진 거래대금 대비 강도는 낮은 편이다. FTSE, S&P 등도 편출을 발표하고 있지만, 추종자금 AUM이 낮고 디비전 차이(한국은 선진국, 중국은 신흥국)에서 영향은 미미할 것이다.

최근 행정명령의 유권해석이 발표되면서 추가적인 이슈가 불거지고 있다. 미 재무부와 국방부 간의 이전 보도에 대해, 지분을 50% 이상 관계사 요건 외에도 (국방부와 재무부의 협의 하에) 고시되는 관계사 리스트에도 적용된다는 점을 고시했기 때문이다.

차이나모바일 등이 편출될 수 있는 사유로, 뉴욕거래소는 중국 통신 3사의 ADR을 상장폐지할(1/11 이전 거래정지) 것을 시사했으며, FTSE 등도 추가 리스트 발표를 예고했다. MSCI는 추가적인 언급이 없었지만(12월말 리스트를 최종확정), 제외할 가능성이 높다고 본다. 1/5 편출 리스트에서 제외된 종목들의 배제사유를 유권해석 이전의 관계사 룰을 근거로 제시했기 때문이다.

[차트1] 중국군 지원기업 투자자 제한 행정명령 종목의 MSCI 지수편출은 1/5에 반영. 직접적인 국내 증시의 수혜가 높은 편은 아니지만, 중국의センチ먼트 악화가 이득인 것은 사실



[표1] 미 정부의 행정명령 유권해석 발표로, 추가적인 지수 편출과 ADR 상장폐지 가능성이 대두

구분	종목	비중	비고
MSCI 편출	SMIC	0.13	
	Hangzhou Hikvision Digital Technology	0.05	
	China Communications Construction	0.02	
	China United Network Communications	0.02	ADR폐지
	China Railway Construction	0.02	
	Etc	0.04	
MSCI 미편출	CHINA MOBILE	0.44	ADR폐지
	CHINA TELECOM	0.05	ADR폐지
Etc		0.25	

주: 제재 40 기업 중 상장종목. 신흥국 비중 기준



주식시장 투자전략

## 2. 미국 외 투자유치가 필요한 중국, 마윈 보복의 실기

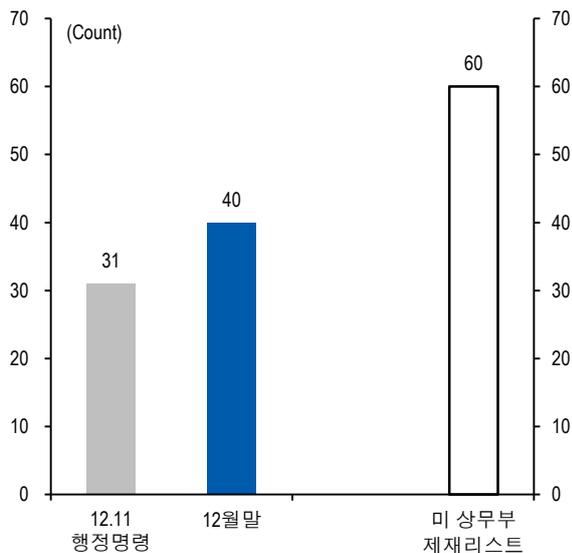
동 이슈가 중국에 부정적인 이유는 블랙리스트 등재만으로 미국 투자자 거래의 불가능, 주요지수 편출과 ADR 상장폐지가 쉽게 진행될 수 있기 때문이다. 행정명령 발표 당시 리스트는 31종목이었지만, 1개월 가량 경과된 현재는 40개까지 증가했다. 미 상무부의 대중 제재 종목이 60개임을 감안하면, 리스트 추가가 이어질 공산이 크다.

최근 중국의 EU와의 포괄적 투자협정(CAI) 합의에는 동 측면이 고려되었을 것으로 생각된다. 다만 협정 발효까지 EU의회 비준이 필요하고, 승인되더라도 미 행정명령의 투자제한의 실질적인 시행(21.11월)과는 시차가 존재할 것이다. 체결 전 바이든 캠프에서 동 협정에 부정적인 의견을 시사했던 점에서, 미국-EU 간 추가협약의 변수와, 트럼프의 행정명령의 철회, 수정할 가능성이 낮다는 점도 짐작할 수 있다.

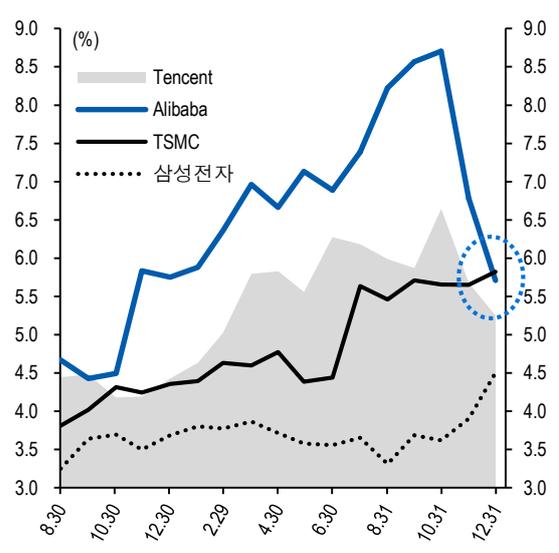
미국 투자자 제한조치임에도 불구하고, 주요 지수편출이 결정된 배경에는 미국 외 권역의 자금이지만 미국계 브로커리지, LP를 이용하는 추종자금이 다수였던 점도 작용했다. 비미국계 자금도 적용받을 가능성이 높은 광범위한 규제 특성이 한계를 높이고 있다.

중국의 마윈 보복조치도 추가적 측면일 뿐이지만, 패시브 gain을 감소시키고 있다. 최근 알리바바는 반독점 규제 발표로 -13.3% 급락했다.(12/24) 앗트 그룹 상장취소에 이은 반독점 규제와 가격조작 처벌의 명분은 텐센트, 메이투안, JD.com에도 부정적인 영향을 미치고 있다. 19.10월 이후 알리바바가 유지했던 신흥국 1위도 12월말부터 TSMC가 차지했다.

[차트2] 미국의 블랙리스트 지정증가로 주요지수 편출 등에 봉착할 중국은 미국 외 권역 투자유치를 높여야 할 상황



[차트3] 반독점 규제 등 마윈에 대한 보복조치로 중국 주요 종목의 센터먼트가 악화. 신흥국 1위는 TSMC로 역전



주: 중국군 지원기업 제재는 재무부 소관

주: MSCI 신흥국 비중



주식시장 투자전략

### 3. 국내 레버리지/인버스 2X ETF 규제

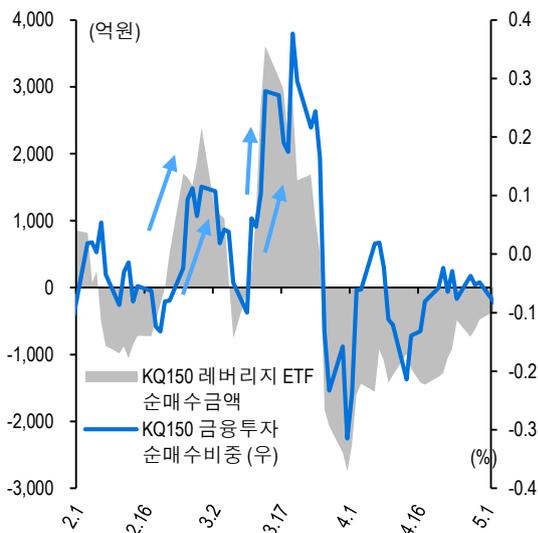
국내 규제도 간과할 부분이 아니다. 국내 레버리지 ETF/ETN(인버스 2X 포함) 규제로 거래대금 감소가 예상되기 때문이다. ETF/ETN 건전화 방안으로 1) 기본예탁금 제도 도입, 2) 투자자 교육 이수 등이 도입되었는데, 금일부터(1/4) 기존 투자자의 예탁금 제도가 시행되기 때문이다. (신규 투자자는 '20.9.7에 시행)

증권사별 자율 적용으로 차이는 있지만, 대체로 기본예탁금은 1,000만원 수준으로 책정되어 주요 투자주체인 개인에게 부담이 될 수 있는 수준이다. 11년 예탁금 1,500만원 예치 시행으로 ELW 거래량이 급감한 점을 참고하면, 레버리지/인버스 2X ETF/ETN의 거래감소도 불가피하다.

투기적 수요이기는 하지만, 레버리지 ETF의 높은 거래량으로 설정 목적의 현물, ETF 매수가 연결될 수 있었다. 지수급락 국면에서, 레버리지 ETF 거래량 감소로 금융투자 등의 수급이 이전보다 약화될 수 있다. 특히 거래량 대비 기초지수 Size가 작은 KOSDAQ150 지수의 완충이 약화될 가능성이 높다.

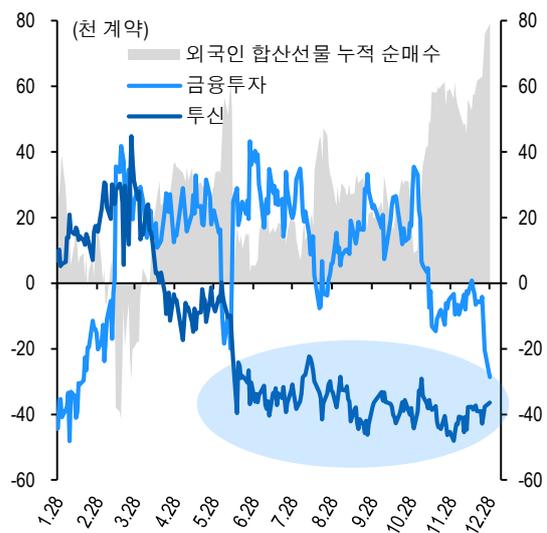
KOSPI200도 인버스 2X ETF 규제로 투신의 지수선물 매도가 약화될 것으로 본다. 작년 인버스 2X ETF 향 지수선물 저평가 심화로, 소폭의 베이스스 개선만으로 삼성전자, SK하이닉스의 (매도차익잔고 청산 수요의) 급등이 확인되는데, 동 현상은 감소할 것으로 판단된다.

[차트4] 금일 시행되는 레버리지 ETF 규제로 KOSDAQ150 지수급락 국면에서 완충할 수급이 약화될 것



주: 1/4 부터 기존 투자자도 1,000 만원 수준의 기본 예탁 필요

[차트5] KOSPI200 2X 인버스 ETF 규제는 선물 저평가→베이스스 개선 시 대형주 급등 현상을 감소시킬 것



주: 인버스 2X ETF 매수급증으로 투신의 지수선물 매도 물오버 증가