



가격하락이 극소한 한국 ETF의 최대유출

1. 역대 최고의 한국 ETF 순유출

- MSCI Korea ETF는 4월에만 -8.8억\$이 순유출. 역대 최고 수준
- 4월 중순부터 ETF 설정좌수가 -11.8% 급감한 것이 원인. 작년 11월 이후 증가분을 반납
- 반면, ETF Flow, 설정좌수 급감 대비 ETF 가격하락이 동반되지 않는 이례적인 현상

2. 가격하락이 동반되지 않는 배경, ETF 공매도

- 가격하락이 동반되지 않는 이유는 발행시장에서 AP를 이용한 설정/해지가 진행되었기 때문으로 판단
- 설정좌수 급감은 ETF 해지가 증가한 것인데, ETF 공매도가 배경
- 테슬라 공매도 실패, 1월 게임스탑 사태 이후 헤지펀드의 공매도는 포지션 노출 최소화해 중점. ETF 우회 공매도 활용이 증가

3. 감소될 것이지만 간과하기 어려운 공매도 지표

- 작년 11월 이후 MSCI Korea ETF의 강한 inflow는 한국의 모멘텀 외에도 공매도 금지와 연관된 외국인의 우회매도가 배경
- MSCI Korea ETF의 대차잔고 비중은 15.1%까지 상승, 역대 최고수준
- ETF 설정좌수 급감은 5/3 공매도 재개로 ETF 공매도 수요가 해소되고 있음을 의미
- ETF 공매도 수요는 감소하겠지만, 공매도 대기수요가 높고, 헤드라인일 뿐이지만 ETF outflow는 패시브 리스크로 인지될 것

1. 역대 최고의 한국 ETF 순유출

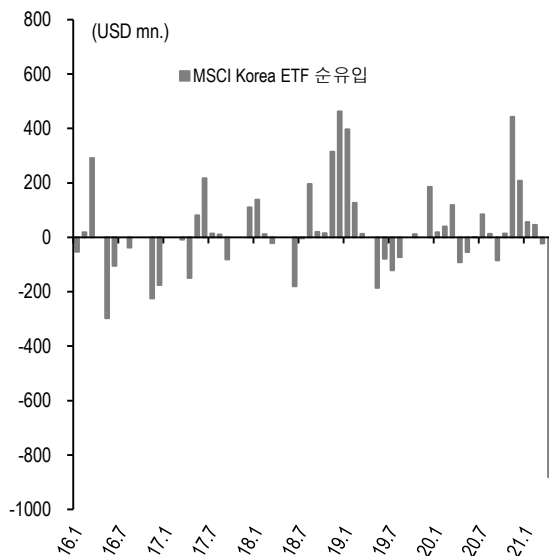
최근 패시브 Flow에서 주목할 점은 MSCI Korea ETF 순유출 급증으로 판단한다. 미 대선, 화이자 백신 이슈가 호재로 작용한 작년 11월부터 3월까지 +7.3억\$의 순유입을 기록했는데, 4월에만 -8.8억\$이 순유출되었다. MSCI Korea ETF 설정 이후 역대 최고의 유출규모이다.

배경은 ETF 설정좌수의 급감이다. 작년 11월부터 ETF 설정좌수는 +12.2% 증가했는데, 4월 중순부터 -11.8% 급감했다. 레벨만 본다면 KOSPI 3,000pt 돌파를 이끈 외국인 수급기제가 소멸된 것이 아닌가를 고민하게 할 요소이다.

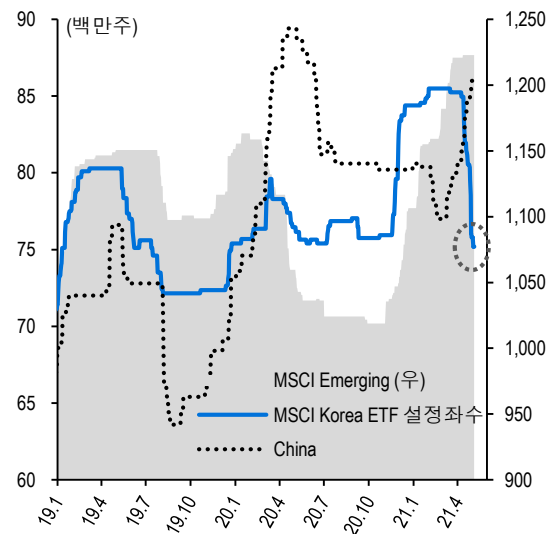
하지만 동 현상은 이례적인 특징을 보이고 있다. ETF 설정좌수 감소는 자금 순유출을 의미하고, 평가금액 하락과 함께 유출이 가속되는 것이 일반적이다. 반면, 최근 MSCI Korea ETF의 Flow와 설정좌수의 급감 대비, ETF 가격은 소폭 하락에 그치고 있다. 기존 순유출 대비 외국인 매도레벨이 상대적으로 낮은 배경도 이와 관련이 깊어 보인다.

국가나 권역 선호의 변화로 판단하기는 어려워 보인다. 1분기 대비 레벨은 크게 감소했지만 신흥국 ETF Flow는 유입우위를 유지하고 있다. 미 행정명령 이슈로 연초 순유출 규모가 컸던 MSCI China ETF의 설정좌수 레벨이 3월 이후 회복국면인 것 외에 특별한 변화는 감지되지 않는다.

[차트1] 4월 MSCI Korea ETF 순유출은 역대 최고 수준. 반면 ETF 가격은 소폭 하락에 그침



[차트2] ETF 설정좌수 급감이 배경. 중국의 Flow 회복 외에는 특별한 변화는 감지되지 않는 상황



2. 가격하락이 동반되지 않는 배경, ETF 공매도

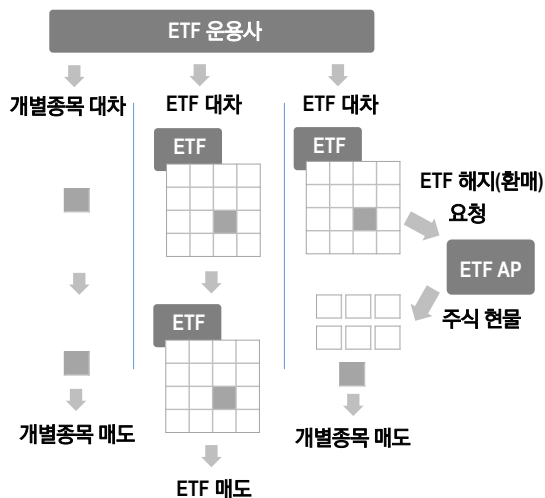
가격하락이 동반되지 않는 ETF 설정좌수 변화의 배경은 다음으로 생각할 수 있다. 1) 거래량의 급증감, 2) 액면분할/병합 등 ETF 가격조정 요인, 3) 발행시장에서 AP를 이용한 설정/해지의 변화 등이다. MSCI Korea ETF는 거래량 변화나 가격조정 발표가 확인되지 않는다. 따라서 설정좌수 급감은 발행시장 변화가 주요인으로 추정된다.

이는 외국인 중에서도 기관투자자 자금이 ETF 해지를 전례에 없던 수준으로 진행하고 있음을 의미하는데, ETF 공매도가 배경으로 판단된다.

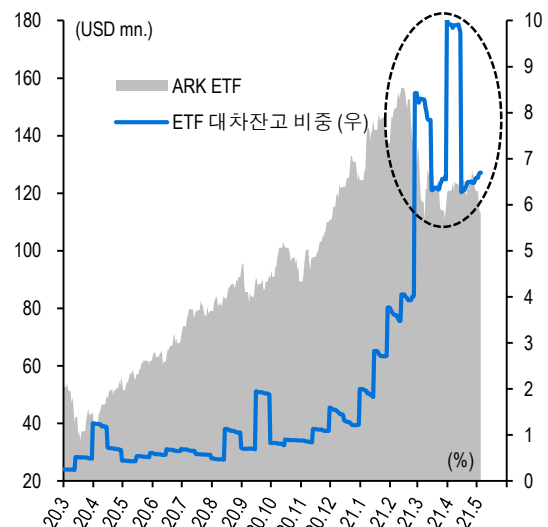
작년 하반기 테슬라 공매도 실패, 1월 게임스탑 사태 이후 헤지펀드의 공매도는 포지션 노출을 최소화하는 데에 중점을 두는 경향이 강해지고 있다. 유동성 장세의 개별종목의 가격상승은 대차수수료 부담증가를 수반했다.

ETF를 대차하여 대상종목을 공매도한 후 숏커버링 후 거래하지 않은 다른 종목과 바스켓으로 상환하면, 포지션 노출 없이 개별종목 공매도 효과를 얻을 수 있다. 다른 종목과 분산되어 있기 때문에 대차수수료를 낮출 수 있는 이점도 있다. 특히 주가가 급등한 종목일수록 ETF 편입비중도 상승하기 때문에 개별종목 공매도와 상환도도 높아져 효과를 제고할 수 있다.

[차트3] 가격 하락이 동반되지 않는 이유는 발행시장에서의 해지가 증가했기 때문. ETF 공매도가 주배경



[차트4] 테슬라 급등, 게임스탑 사태 이후 헤지펀드는 포지션 노출이 최소화되는 ETF 공매도를 선호하는 경향



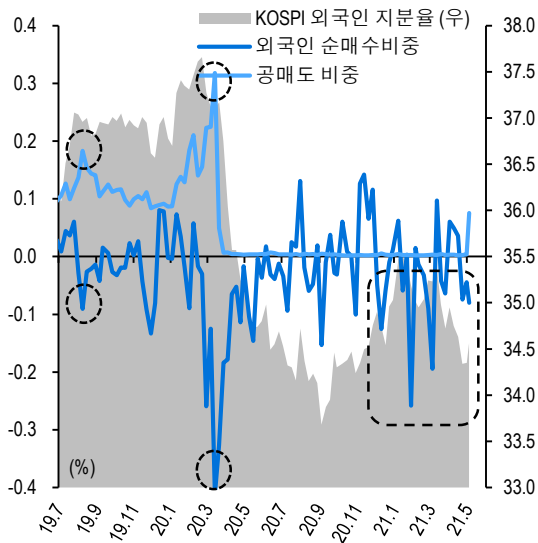
3. 감소될 것이지만 간과하기 어려운 공매도 지표

ETF 공매도 측면을 고려한다면, 작년 11월 이후 MSCI Korea ETF의 강한 inflow는 교역량 회복 관련 한국의 모멘텀 외에도, 최장기간 진행된 공매도금지와 연관된 외국인의 ETF 우회매도 수요가 유입된 것으로 해석할 수 있다. 개별주식선물 외에도 ETF를 활용하여 개별종목을 매도하는 방법이 고안된 것으로 추론된다.

실제로 MSCI Korea ETF의 대차잔고 비중은 15.1%까지 상승했고, 역대 최고수준을 기록했다. 신흥국 ETF 자금과 동반된 견조한 유입에서도 KOSPI 외국인 순매도 레벨이 높았던 배경이 설명될 수 있는 부분으로 생각된다.

MSCI Korea ETF 설정좌수가 4월 중순부터 급감하는 현상은 5/3 공매도 재개로 ETF 공매도 수요가 해소되고 있음을 시사한다. 여전히 외국인 수급 리스크는 잔존해 있는 것으로 판단된다. 1) 공매도 재개로 설정좌수가 급감하기 직전, 사상 최대의 ETF 대차잔고 레벨은 공매도 대기수요가 높음을 의미한다. 2) ETF 우회 공매도는 헤지펀드 등에서 고안될 만큼 전형적인 방법이 아니다. 공매도 재개로 직접적인 공매도를 활용하는 외국인의 저변, 공매도 규모가 확대되는 것은 불가피하다. 3) 헤드라인상의 넘버일 뿐이지만, ETF outflow는 패시브 리스크로 인지될 것이다. MSCI Korea ETF는 NASDAQ, Russell2000 ETF 등과 함께 4월 유출 랭크상위에 리스팅되어 있다.

[차트5] 작년 11월 이후 MSCI Korea ETF 유입은 한국의 모멘텀 외에도 공매도금지와 결부된 ETF 대차 매도수요 증가가 배경



주: 5MA 기준

[차트6] 설정좌수 급감은 공매도 재개로 ETF 공매도 수요가 감소될 것을 시사. 반면, 사상 최대의 ETF 대차잔고 레벨은 공매도 수요가 높음을 의미

