



## 아시아 선물 마이그레이션 영향이 있다면

### 1. 리밸런싱일 변수가 될 아시아 선물 마이그레이션

- 금일 MSCI 리밸런싱에서 한국의 MSCI 신흥국 비중은 +0.12% 증가. 지수에 영향을 미칠 수준은 아님
- 작년 8월~올해 2월 1조원을 상회한 매도와 8월 +1.12조원 순매수는 싱가포르, 홍콩 간 아시아 지수선물 마이그레이션이 배경

### 2. 홍콩거래소의 A주 역외선물 출시, ADR 본토 종목의 편입

- 최근 홍콩거래소의 A주 역외 지수선물 출시는 싱가포르 선물 플레이어의 홍콩 이전을 본격화할 계기
- 11월 리밸런싱에서 JD..com, 넷이즈는 ADR 대신 본토 상장종목으로 지수 추종 필요. 5월 알리바바 조치에 이어, 아시아 거래를 높일 유인. 해지거래 수요로 지수선물 거래량도 증가 예상

### 3. 1회성에 그칠 수급

- MSCI 리밸런싱일 수급충격이 강한 배경은 1) 추종자금의 지수스왑 편입과 활용 증가, 2) 지수선물 연계 구조화 상품 설정액 증가와도 관련
- 금일 오후 외국인 수급에 과도한 레벨변화가 감지되면 추세대응과 장종료 시점 역포지션 대응이 필요. 과거 리밸런싱일 수급은 1회성에 그친 경험

## 1. 리밸런싱일 변수가 될 아시아 선물 마이그레이션

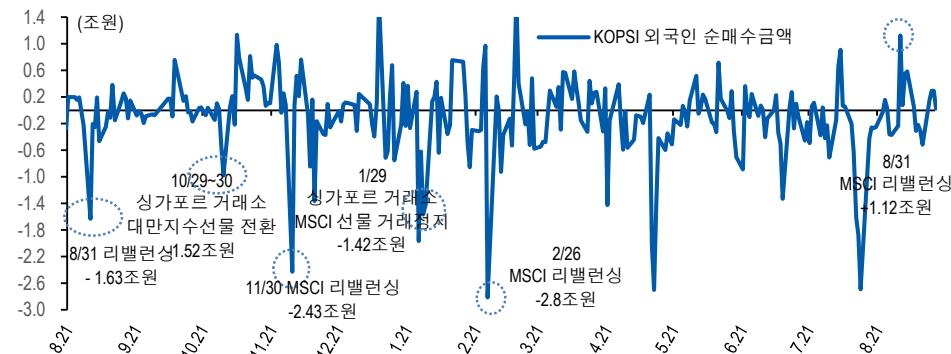
금일 MSCI 리밸런싱(11/30)에서 외국인의 장중 수급레벨이 높다면 대응이 필요해 보인다. 이번 정기변경에서 한국의 MSCI 신흥국 비중증감은 +0.12%p로 국가별 비중변화는 지수수준까지 영향을 미칠 유인은 아니라고 생각한다.

작년 8월부터 공매도 금지와 제한적인 한국비중 축소에도 불구하고 MSCI 지수 리밸런싱일에 출회되는 수급을 주목해 왔고, 싱가포르 거래소의 MSCI 지수선물 라이선스 종료를 배경으로 지목했다. 해당 MSCI 리밸런싱일과 아시아 지수선물 마이그레이션 기준일에 Record High를 기록했던 외국인 순매도는 상관관계가 높아 보인다.

5월 MSCI 리밸런싱일 외국인 매도레벨이 낮아지면서 아시아 지수선물 마이그레이션 이슈는 종료된 것으로 판단했다. 하지만 8월 리밸런싱일의 KOSPI 기준 +1.12조원의 외국인 순매수는 고민할 문제로 생각한다.

배경은 홍콩거래소로 지수선물 거래 이전이 증가하면서 연관된 설정수요도 증가한 점으로 생각한다. 아시아 지수선물 거래의 독보적인 M/S를 점하던 싱가포르 거래소의 지수선물 거래유인이 감소하면서, 홍콩거래소, Eurex, 미국 ICE 등의 지수선물 계좌 유치경쟁은 격화되고 있다. 거래수수료 면제, 브로커리지 인센티브 제공 등 신규계좌 유치 프로모션은 여전히 진행되고 있다.

**[차트1] 20.8월-21.2월 주요 기준일의 외국인 순매도는 싱가포르 거래소의 MSCI 지수선물 계약종료가 배경. 반면, 8월 MSCI 리밸런싱에서 외국인은 강한 순매수로 전환**



## 2. 전환점이 될 홍콩거래소의 A주 역외선물 출시

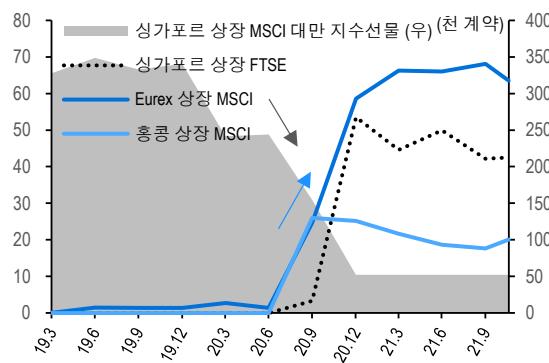
하지만 지배적인 위치를 다툴 거래소는 아시아 표준시 거래에 이점이 있는(브로커리지 콜, 시스템, 거래소 대응 등에서) 홍콩과 싱가포르로 판단한다. 그리고 그 경쟁에서 점차 홍콩 거래소로 이전할 유인이 높아지고 있는데, 초기 부족했던 지수선물 라인업도 대폭 보강되고 있다.

특히 선물 플레이어를 자극할 이슈는 홍콩거래소의 A주 역외 지수선물 출시로 판단한다. MSCI 지수 추종자금은 포지션 해지, 거래비용 절감, 지수추종 다양화 측면에서 지수선물 활용도가 높은 편이다. 최근 중국의 빅테크/사교육 규제, 협다 리스크, 공동보유 이슈 등 중국 증시의 변동성이 확대되면서 해지 수요도 크게 증가하고 있다.

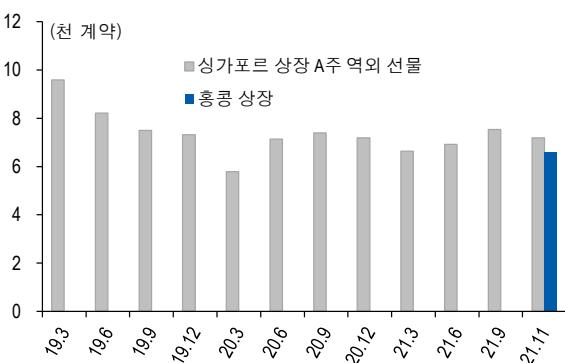
중국 A주의 편입비중 증가도 관련 유인을 배가시키고 있는데 반해, 글로벌 펀드의 지수선물 해지는 A주 역외 지수선물에 국한되며, 종목도 50개에 불과하다. A주 역외 지수선물 거래는 싱가포르 거래소에서만 가능했던 점이, 기존 선물 플레이어들의 홍콩 이전을 제약하는 계기였다고 본다.

하지만, 최근 홍콩거래소가 동 지수선물을 출시하면서 결점은 해소되었고, 선물 플레이어의 이전도 본격화되고 있는 것으로 보인다. A주 역외 지수선물 잔고도 싱가포르와 대등한 수준까지 증가했다.

[차트2] 싱가포르 거래소의 MSCI 지수선물 계약종료 후 선물잔고는 타 거래소로 이전



[차트3] 싱가포르가 독점하던 중국 A주 역외선물을 홍콩 도 출시하면서 거래소 이전 유인이 높아짐



주:



### 3. 중국 ADR, 본토 종목의 MSCI 대체편입 증가

MSCI 지수에 편입된 중국 ADR을 홍콩상장 종목으로 대체하는 조치도 생각할 부분이다. 이번 11월 리밸런싱에서 JD.com과 넷이즈가 현재 편입된 ADR 대신 홍콩상장 종목으로 대체된다. 이미 5월 리밸런싱에서 알리바바를 대체한 것과 동일한 조치이다. 해당 종목의 직접적인 리밸런싱 충격은 제한적일 것으로 생각된다. 지수 추종자금은 기존 ADR의 해지(원주로 전환)만 하면 지수추종에는 문제가 없기 때문이다.

ADR 종목의 대체전환이 5월 아시아 지수선물 향 수급이 약했던 배경일 수 있다.(대체전환으로 청산 또는 설정이 유보되었다는 가정 하) 하지만, 결과적으로 아시아 지수선물 거래 수요를 높일 유인이 된다.

MSCI의 대체전환 조치는 본국 종목의 거래비중 상승의 결과이고, 아시아 표준 시간대 거래량 증가에 따라 해지거래 유인도 높아졌음을 방증하기 때문이다. 작년말부터 이어진 미 행정명령과 ADR 상장폐지 리스크, 홍콩 H주 변동성 증가 등은 잔여 종목의 대체전환을 가속화할 것이다. 알리바바 포함 3종목의 ADR 내 비중이 높은 점도 투자자가 ADR 대신 홍콩 상장종목 직접 투자로 전환하는데 일조할 것이다.

**[표1] MSCI 추종자금은 중국 ADR을 홍콩 종목으로 대체편입 필요. 아시아 표준시 거래량 증가는 지수선물 활용 필요성과 홍콩 거래소 이전을 촉진시키는 계기**

구분	ADR 추종	홍콩 상장종목 추종
알리바바	~5/27	5/28~
JD.com	~11/30	12/1~
넷이즈		

### 4. 1회성에 그칠 수급

관련 수급이 MSCI 리밸런싱일을 중심으로 출회되는 배경은 다음으로 생각한다.

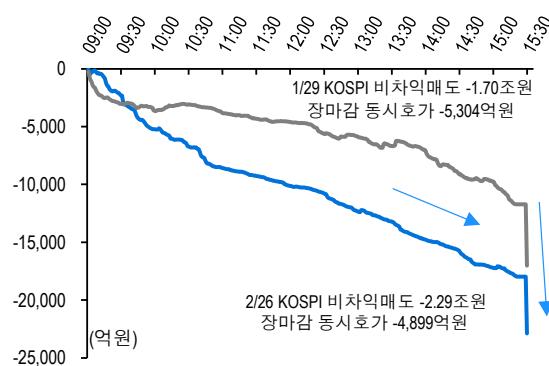
- 1) 주요 수급주체는 계좌 개설/해지 등 관리를 위임받은 인터브로커나, 선물 유동성 공급 의무를 지닌 브로커리지일 가능성이 높다. 추종자금이 지수선물을 해지 차원에서 운용하지만, 개별 거래소의 포지션 이동/청산의 세부적인 과정까지 인지하거나 관여하기는 어렵다고 본다.

2) ETF/인덱스 펀드가 지수스왑을 직접 편입하거나, 운용과정에서 이들의 활용빈도가 높은 점, 지수선물과 연계된 구조화 상품 설정액 증가도 원인으로 생각된다. 지수스왑은 거래 상대방의(PBS)의 지금 불이행 익스포져 축소를 위해 담보물 변화에 따른 설정/해지 빈도가 높은 편이다. 담보물인 구성종목 변경이 되는 MSCI 리밸런싱은 해당 지수스왑을 해지/설정할 계기가 된다. 활용된 지수선물의 청산과 매수가 진행될 가능성이 높다.

수급충격이 다소 약했던 5월 리밸런싱을 고려하면, 전술한 수급이 출회될지, 방향성도 가늠하기 어렵다. 당사 패시브의 판단은 홍콩거래소 플레이어의 설정목적 거래의 우위 쪽에 기울지만, 싱가포르 거래소 향의 청산이 선행될 수 있기 때문에 매도충격도 클 수 있다. 1월말 MSCI 라이선스 종료로 대부분 청산된 것으로 보이지만, 아직 거래소에 요청해 청산할 선물잔고는 존재할 수 있다.

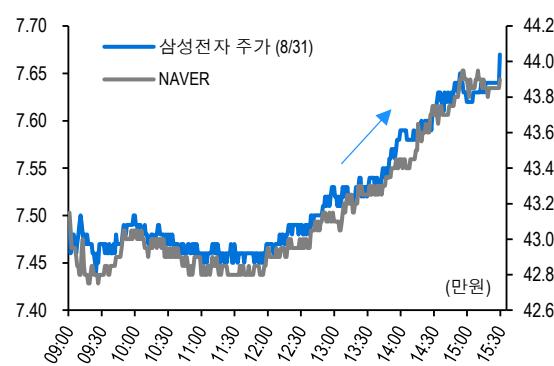
금일 오후 외국인 수급에 과도한 레벨변화가 감지되면 추세대응이 필요하며, 장종료 시점에 적극적인 역포지션 대응하는 것이 합리적으로 생각된다. 동 수급은 시장조성 과정에서 진행되므로 과거 MSCI 리밸런싱일에도 1회성에 그쳤던 점을 참고할 필요가 있다.

[차트4] 아시아 지수선물 이슈 관련 청산은 오후 시간대에 집중된 경험

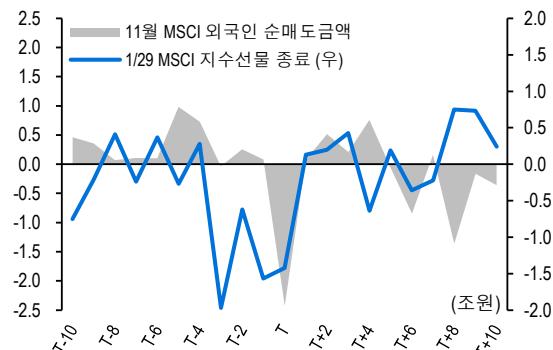


주:

[차트5] 외국인 순매수가 강했던 8월 MSCI 리밸런싱 때  
도 오후 시간대에 추세가 확연

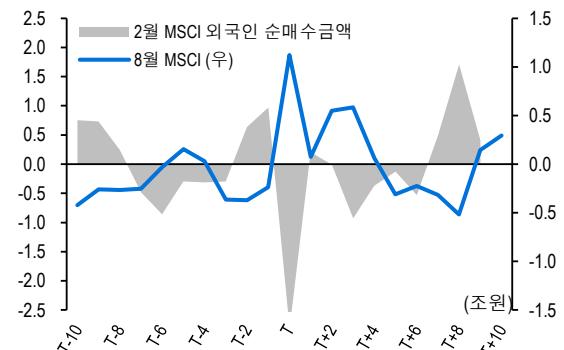


[차트6] 아시아 지수선물 이슈와 연계된 수급은 리밸런싱일 등 주요 기준일에만 출회된 1회성 이벤트



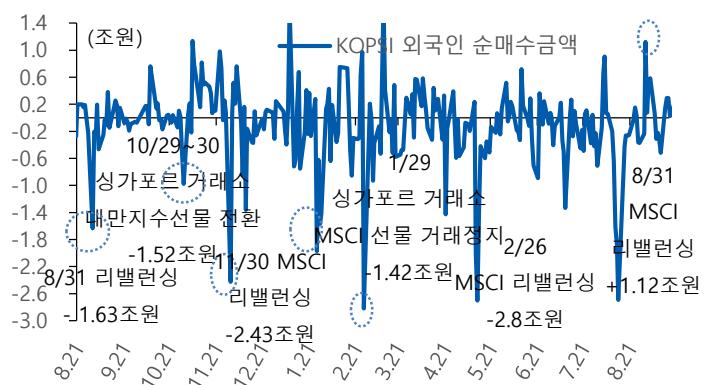
주:

[차트7] 오후 추세대응 후 장마감 동시호가에 역포지션 대응이 필요



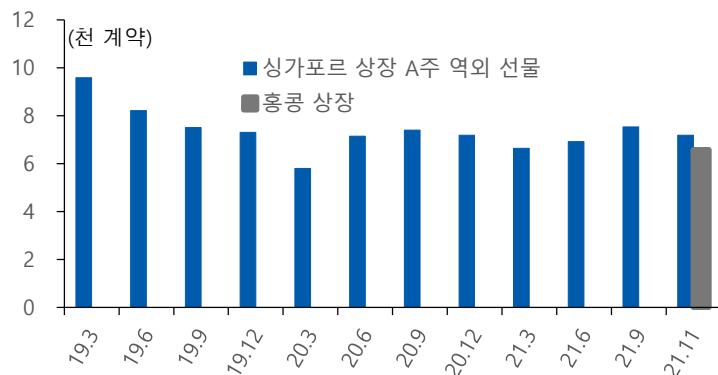
## Key Chart

20.8월 이후 MSCI 리밸런싱일  
수급충격은 아시아 선물 마이그레이션 이슈가 배경



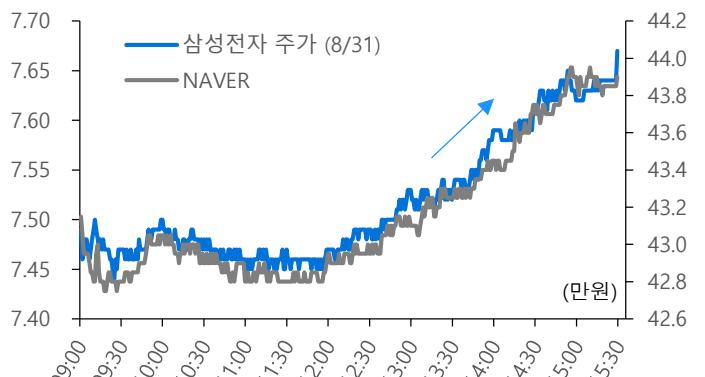
자료: 유안타증권 리서치센터

싱가포르가 독점하던 중국 A주 역외선물을 홍콩도 출시하면서 거래소 이전 유인이 높아짐



자료: 유안타증권 리서치센터

아시아 지수선물 이슈 관련 청산/매수는 오후 시간대에 집중된 경험



자료: 유안타증권 리서치센터