



중국의 Captive Flow가 바뀔 때

1. 중국 증시 변동성 증가가 남긴 과제

- 작년 중국 증시 변동성 증가로 GEM 펀드의 변동성 헤지수요도 급증
- 자주 활용하는 proxy는 A주 대형주 역외선물과 ETF. 본토 지수 대비 A주 대형주 지수급락은 기존 헤지의 효용성 감소 문제를 유발

2. 신규 A주 대형주 ETF와 역외 선물의 런칭

- 작년말 출시된 MSCI A주 대형주 ETF AUM은 기존 FTSE 지수의 절반까지 도달
- ETF 출시와 홍콩거래소의 A주 대형주 역외선물 출시가 병행되었기 때문

3. 합리적인 섹터 배분, 헤지 효용성의 증가

- MSCI A주 대형주 ETF와 역외선물이 센세이션이 되었던 배경은 중국 본토 증시의 구조적 변화를 잘 반영했기 때문
- 기존 A주 대형주 지수는 시총상위 금융, 필수소비재 비중증가가 반복되는 것이 문제. FTSE-싱가포르 거래소 파트너십도 올해 변경 예정
- 신흥국 투자에서 부족했던 헤지거래 효용성이 제고될 이슈. 동 자금의 Captive Flow 성격을 볼 때, IT, 산업재, 소재, 헬스케어의 패시브 수급효과 확대도 주지 필요

1. 중국 증시 변동성 증가가 남긴 과제

올해 신흥 아시아 패시브에서 주목할 흐름은 대 중국시장 헤지 Proxy의 변화와 여기에서 유발될 중국 Captive 자금의 구조적 변화로 생각한다.

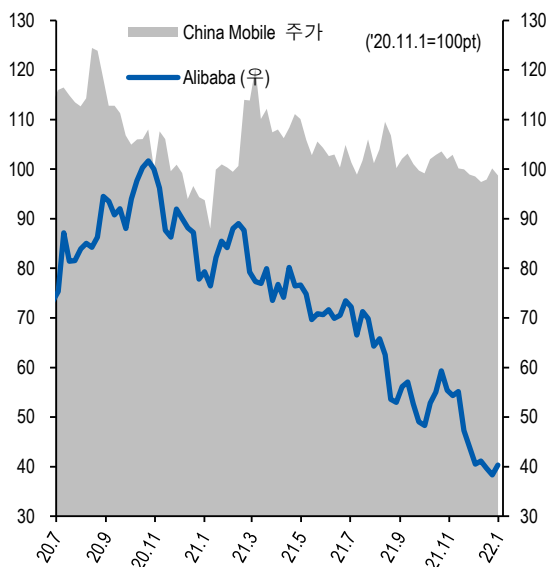
작년은 중국 증시의 변동성이 크게 증가했다. 연초 중국군 규제 관련 미 행정명령 이슈를 시작으로, 빅테크/사교육 규제와 공동부유 이슈, 헝다 리스크 등에서 비롯된 중국 지수급락으로 GEM 펀드의 변동성 헤지수요도 크게 증가했다.

외국인이 중국 본토 종목 리스크를 헤지할 수단은 QFII, RQFII 투자자에게 허용된 선물 거래로 가능하지만, 최근 중국 당국의 규제완화 기조에도 라이선스 신청과 당국의 관리감독은 일반적인 펀드에게 부담 요인으로 작용한다.

자주 활용하는 proxy는 A주 대형주 역외선물과 ETF이다. 03년 중국의 경제개방부터 거래되어 유동성이 풍부하고, 대형주의 안정성과 본토 증시와 상관관계가 높은 지수 대표성을 갖췄기 때문이다.

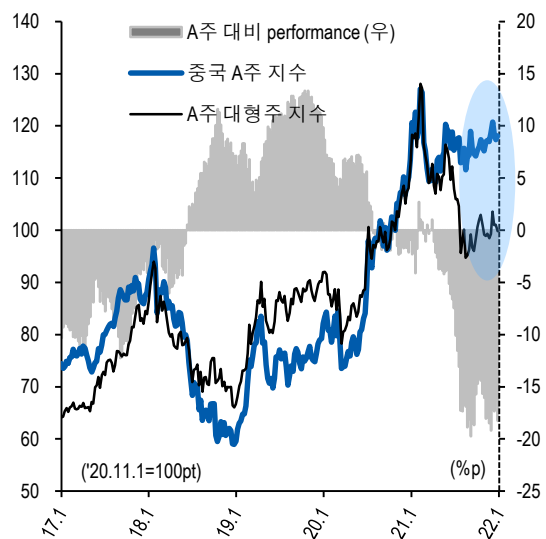
하지만, 작년 중국 증시조정에서 돋보인 점은 본토 지수하락 대비 A주 대형주 지수급락이 더 가팔랐고 변동성도 높았던 점이었다.

[차트1] 작년 중국 증시의 급락과 변동성은 크게 증가



자료: 유안타증권 리서치센터

[차트2] 리스크 헤지로 활용되는 A주 대형주 지수는 본토 대비 언더퍼폼이 심화



자료: 유안타증권 리서치센터

2. 신규 A주 대형주 ETF와 역외 선물 시장의 런칭

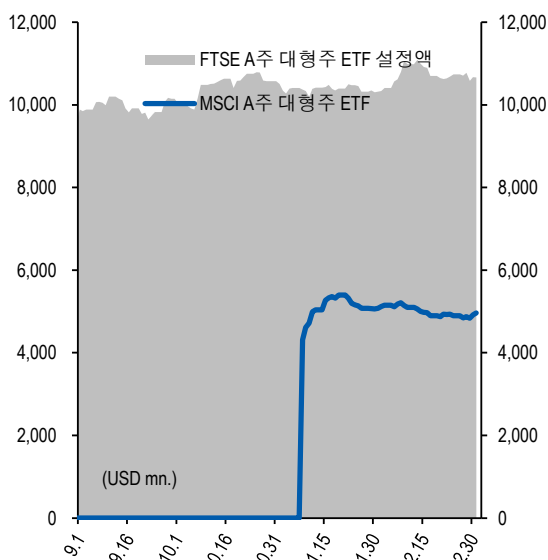
이런 상황에서 작년말 MSCI의 A주 대형주 ETF 출시는 GEM 펀드 관점에서는 센세이션이 될 만 했다. 중국 운용사 4사가 출시한 ETF 설정액은 기존 FTSE 지수 AUM의 절반 수준에 이르렀다.

ETF 차익거래를 포함한 헤지거래는 선물 거래와 연관성이 높을 수 밖에 없다. 작년 말 동 ETF 출시가 기존 대 중국 ETF 라인업과 대비되는 시사점은 여기에 있다고 본다.

ETF 출시와 병행된 홍콩거래소의 A주 대형주 역외선물 출시는 선물 플레이어까지 자극할 만한 재료였기 때문이다. 작년 상반기까지 아시아 선물 M/S에서 독보적인 입지를 가진 싱가포르 거래소가 MSCI 라이선스 종료로 외형은 크게 감소했지만, A주 대형주 역외 선물 거래가 유일하게 가능했던 점이 홍콩 등 타 거래소 이전을 유보하는 기제로 작용했다.

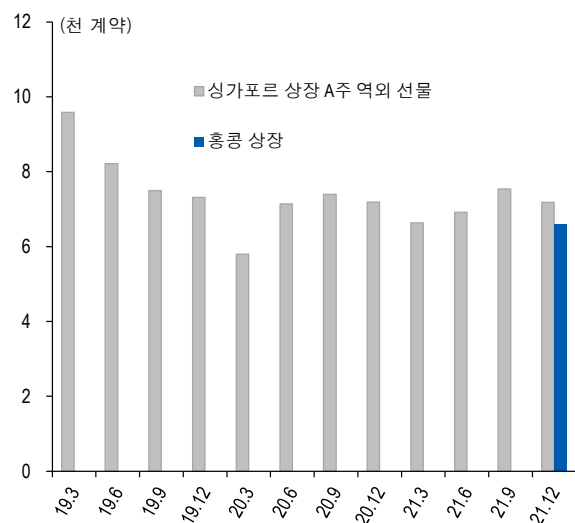
하지만, 작년 말 홍콩거래소가 동 지수선물을 출시하면서 결점은 해소되었고, 선물 플레이어의 이전도 본격화되고 있는 것으로 보인다. A주 대형주 역외 선물 잔고도 싱가포르와 대등한 수준까지 증가했다.

[차트3] MSCI A주 대형주 ETF 설정액은 기존 FTSE의 절반 수준까지 도달



자료: 유안타증권 리서치센터

[차트4] 싱가포르 거래소가 독점하던 A주 대형주 역외선물도 홍콩에서 출시



자료: 유안타증권 리서치센터

3. 합리적인 섹터 배분, 헤지 효용성의 증가

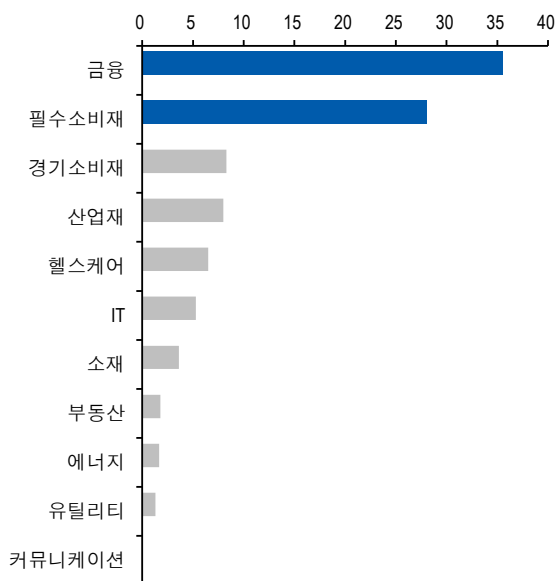
MSCI A주 대형주 ETF와 역외선물의 초기 설정잔고와 거래량이 높았던 배경은 지수투자 수요에 부응해 중국 본토 증시의 구조적 변화를 잘 반영한 기초지수 출시에 있었다고 본다.

기존 A주 대형주 지수는 전형적인 유동시가총액 가중 방식의 지수로 구성되었다. 중국 투자에 대한 inflow는 지속적으로 유입되고, 과소한 종목수로 A주 대형주의 기존 시총상위 섹터인 금융, 필수소비재 비중이 증가하는 재귀현상이 이어졌기 때문이다.

MSCI-홍콩거래소 파트너십의 ETF와 역외선물이 흥행하면서 FTSE-싱가포르 거래소 파트너십의 대응도 조속히 진행되고 있다. 작년 말, A주 대형주 지수변경에 대한 투자자 피드백을 수렴했고, 올해에는 지수변경안이 발표될 것으로 예상된다.

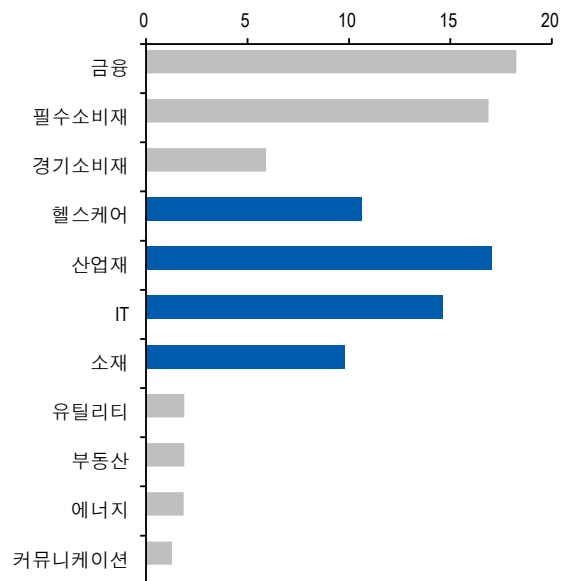
앞으로 신흥국 투자에서 다소 부족했던 헤지거래 효용성이 제고될 이슈로 생각된다. 직접적인 수급변화까지 도출된다고 보기는 어렵지만, 동 자금의 Captive Flow(자금이 지속적으로 유입되는) 성격은 주지할 필요가 있어 보인다. 비중이 크게 상승하는 섹터 - IT, 산업재, 소재, 헬스케어의 패시브 수급효과가 확대될 부분은 참고할 만 하다.

[차트5] 기존 A주 대형주 지수는 금융과 필수소비재의 쏠림 현상이 극심한 편



자료: 유안타증권 리서치센터

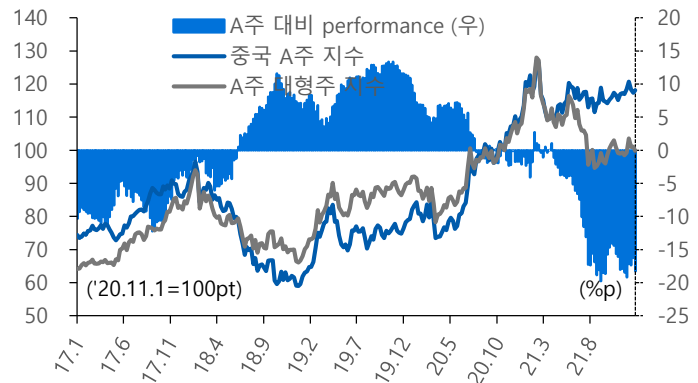
[차트6] MSCI ETF 출시, FTSE의 변경 검토로 합리적인 섹터배분과 헤지거래 효용성이 증가할 것



자료: 유안타증권 리서치센터

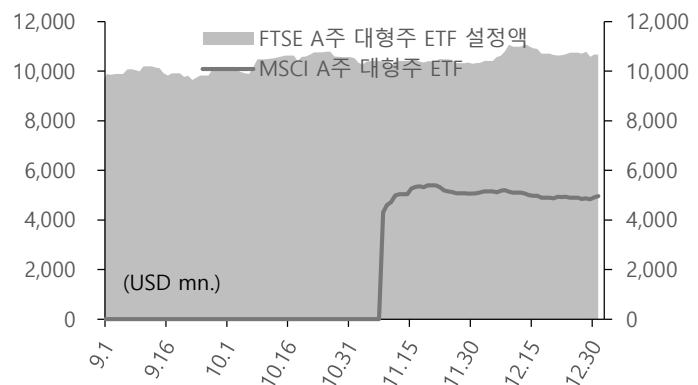
Key Chart

중국시장의 리스크 헤지로 활용되는 A주 대형주 지수는 본토 대비 언더퍼폼이 심화



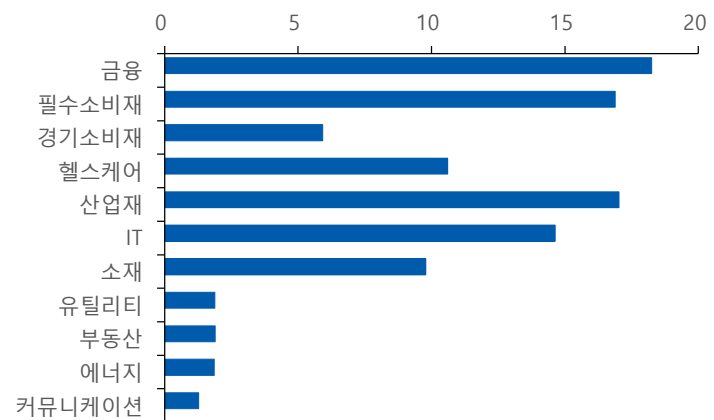
자료: 유안타증권 리서치센터

MSCI A주 대형주 ETF 설정액은 기존 FTSE의 절반 수준까지 도달



자료: 유안타증권 리서치센터

MSCI ETF 출시, FTSE의 변경 검토로 합리적인 섹터배분과 헤지거래 효용성이 증가할 것



자료: 유안타증권 리서치센터