



## 주식시장 투자전략

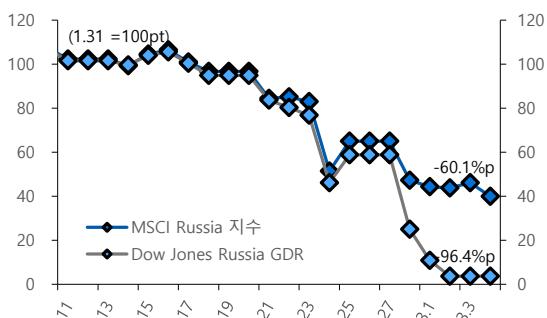
2022.3.8

## MSCI 러시아 편출, 고려할 3가지

## 1. MSCI 러시아 지수 편출

- MSCI는 러시아 지수를 3/9 종가(한국은 3/8) 기준으로 신흥국 등 주요 지수에서 편출 예정.
- 러시아 지수의 MSCI 신흥국 비중은 1.4%까지 급감. 러시아 종목 매도가 용이했다면 한국 증시 유입금액은 7,323억원~9,171억원 수준.
- 러시아 GDR 종목은 전월 대비 -96.4%p 급락. 모스크바 증시 종목 하락은 거래정지로 1/3 수준에 불과. 인덱스 펀드/ETF 향 자금의 이외 신흥국 유입은 악화될 것.

DR 급락을 감안하면, 거래재개 시 러시아 종목도 급락해 이외 신흥국 유입은 악화될 것



자료: 유안타증권 리서치센터

## 2. 장외파생 청산과 연기금의 리포지셔닝

- 3/8 리밸런싱일도 구조화 상품, 스왑에서 기인된 수급도 출회될 수 있음. 오후 대형주 추이에 주목 필요
- MSCI는 러시아 지수의 신흥국 재편입은 6월 시장 재분류에서 검토할 예정. 접근성 이슈가 선결되어야 하고, 실제 편입은 23.5월 이후에나 가능할 것
- 노르웨이 연기금 등의 러시아 종목 청산 등을 감안하면 장기적으로 신흥 아시아 등을 inflow 유입을 기대 가능

방향성 예측은 어렵지만 오후 대형주 수급의 추세대응과 장마감 역포지션은 고려 필요



자료: 유안타증권 리서치센터

## 1. MSCI 러시아 지수 편출

MSCI는 최근 모스크바 증시의 거래정지 등 투자 접근성이 제한되면서 러시아 지수를 3/9 종가 기준으로 Stand Alone 지수로 분류 결정했다. 이는 MSCI 신흥국 지수, ACWI 등 주요 지수에서 편출됨을 의미한다.

일부에서 제기되는 한국의 4조원 이상 유입은 과도하게 높은 수준인 것으로 판단한다. 이는 MSCI가 반기마다 발표하는 신흥국 액티브+패시브 추종자금 1.8조 달러에 입각한 것인데, 주요 글로벌 액티브 자금의 편입비중은 BM과 큰 괴리를 보이고 있다. 러시아 지수는 에너지 51.2%, 금융 19.6%, 소재 17.9% 등으로 한국이 섹터 측면에서 수혜를 입을 부분도 낮은 편이다.

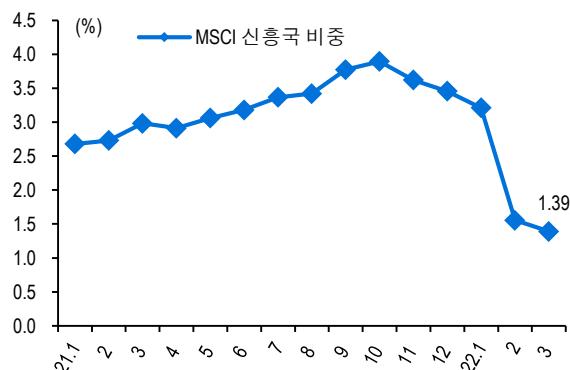
[표1] MSCI 추종자금 발표

구분	Active	Indexed	Total
TOTAL	11,762	4,569	16,331
ACWI	4,458	205	4,663
EAFE	1,395	362	1,757
EM	1,444	369	1,813
World	2,850	643	3,493
USA	168	464	632
Europe	602	185	787
Asia	398	504	902
Other	447	1,837	2,284

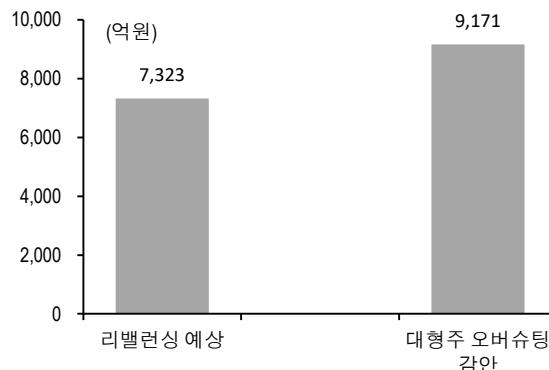
주: 21.6.30 기준. USD bil.

러시아 지수의 신흥국 비중은 현재 1.4% 수준까지 급감했다. 지수급락 외에도 ADR, GDR의 급락, 루블화 가치하락까지 가중된 결과이다. 거래재개 가정 하에서 러시아 지수 편출 관련 한국 증시의 유입금액은 7,323억원 수준으로 판단한다. 대형주 중심의 오버슈팅을 감안하면 9,171억 수준으로 예상한다.

[차트1] MSCI 러시아 지수의 신흥국 비중은 1.4%까지 하락



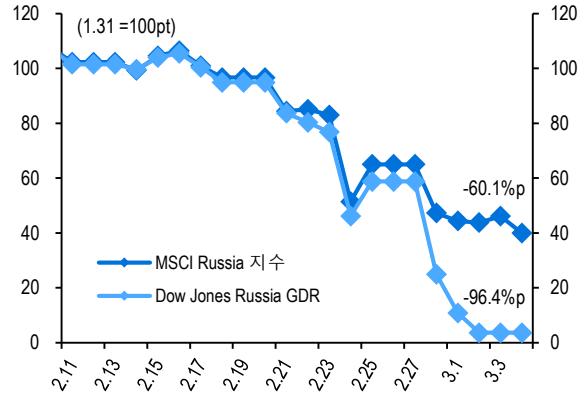
[차트2] 인덱스 펀드/ETF 의 러시아 종목 매도가 원활할 경우 한국 증시의 유입금액 예상



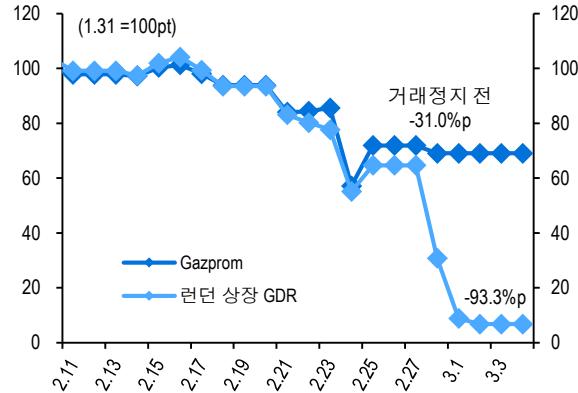
인덱스 펀드/ETF는 현금 비중이 낮기 때문에 리밸런싱은 편출되는 종목을 매도하고 편입종목을 매수하는 방식으로 진행한다. 모스크바 증시의 거래정지와 자본유출 제한으로 리밸런싱 효과는 낮아질 것이다. 런던거래소에 상장된 GDR은 신흥국 지수 기준 0.07%까지 비중이 감소했고 3/3부터 거래가 정지되었다. ADR 종목은 매도가 가능하지만 0.04%의 비중에서 반사이익을 기대하기 힘들다.

이번 리밸런싱은 MSCI 지수에서 러시아 종목 가격을 사실상 0에 가깝게 조정하는 과정이기 때문에 이외 국가의 종목 비중은 물리적인 매매 없이도 자연히 증가한다. 모스크바 증시 거래가 재개되면, 러시아 종목은 현금 등가물이 된다. 정상적인 시장 상황이면 지수 추적오차를 축소하기 위해 러시아 종목을 매도하고 다른 신흥국 종목의 비중 확대로 이어질 것이다.

[차트3] DR 급락을 감안하면, 거래재개 시 러시아 종목의 급락도 불가피



[차트4] 모스크바 증시의 거래정지로 원주의 하락폭은 1/3 수준만 반영된 상황





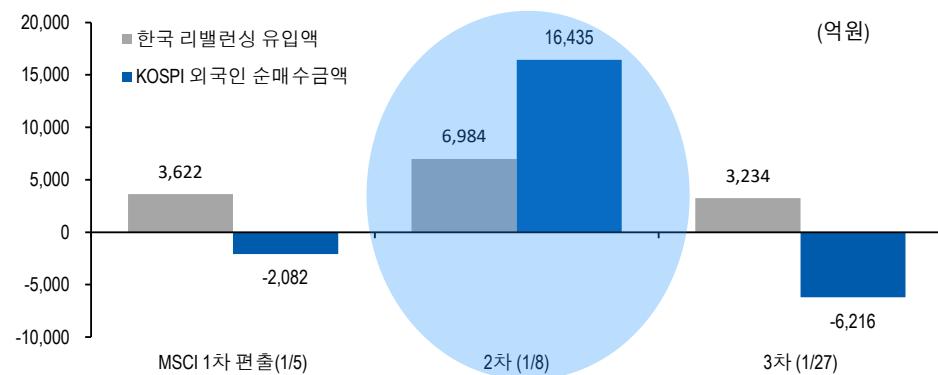
문제는 모스크바 증시의 거래정지 기간 동안 해외 상장된 GDR, ADR 하락이 가파르게 진행된 점에 있다. MSCI 러시아 지수는 전월 대비 -60.1%p 급감했는데, GDR 종목만 본다면 -96.4%p 급락, 사실상 전량 매도했다. -31.0%p에서 거래정지된 모스크바 증시 종목의 주가추이를 예상할 수 있는 대목이다. 자본 유출 과정에서 루블화 가치하락, 러시아 당국의 제재 등은 결국 인덱스 펀드/ETF 향 자금의 이외 신흥국 유입을 약화시킬 것이다.

## 2. 구조화 상품, 지수스왑 등의 수급 출회 가능성

리밸런싱일(3/9, 한국은 대선 휴장으로 3/8)에는 인덱스 펀드/ETF 수급이 제한적이라도 1) 구조화 상품과 2) 스왑 등 장외파생상품에서 기인한 수급이 출회될 수도 있다.

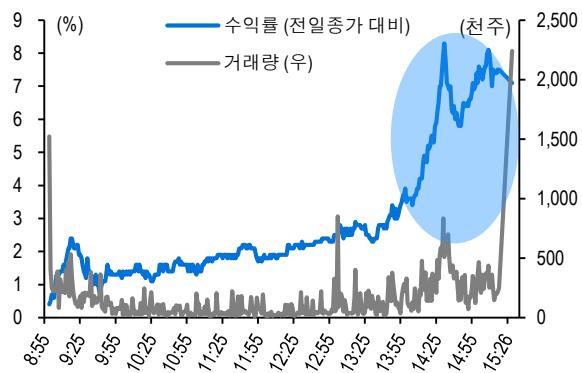
작년 1월 중국 통신 3사의 2차 MSCI 편출 당시, KOSPI 기준 1.64조원의 매수가 유입되었고, 단기 반영 측면에서 외국인 매수도 삼성전자, SK하이닉스 등 대형주에 집중되었다. 당시 삼성전자 4Q 실적은 기대치를 하회했지만, 주가는 급등했고 신흥국 상위 종목에도 공통적으로 발견되는 부분이었다.

[차트5] 작년 1월 중국군 규제 미 행정명령 관련 MSCI 편출 - 2차 편출(중국 통신 3사) 당시 1.64조 원이 유입

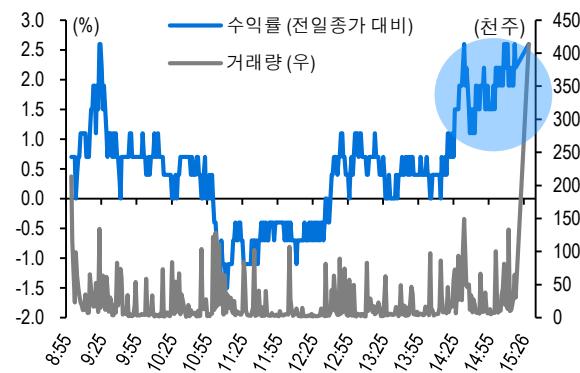


## 주식시장 투자전략

[차트6] 작년 1/8, 삼성전자는 실적 하회에도 오후 주가는 급등



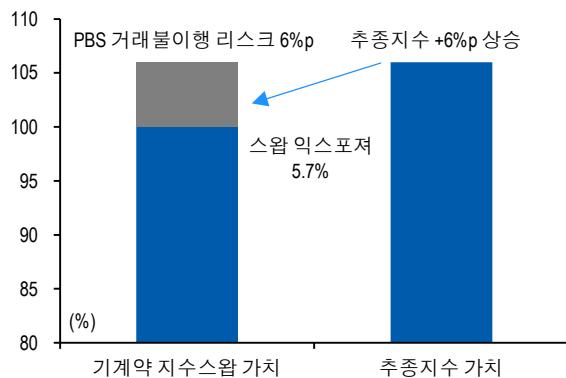
[차트7] SK 하이닉스 주가 - 방향성 예측은 어렵지만 오후 대형주 수급의 추세대응과 장마감 역포지션은 고려 필요



스왑의 경우, 거래 상대방인 PBS의 부도, 지급 불이행 리스크를 방지 차원에서 익스포져 수준을 낮게 유지하기 위해, 기초지수 수익률이 증가/감소 시 기존계약 설정을 해지하고 재투자 형식의 설정을 진행한다. MSCI 지수변경과 같은 이벤트는 관련 유인을 높이는 계기로 작용한다.

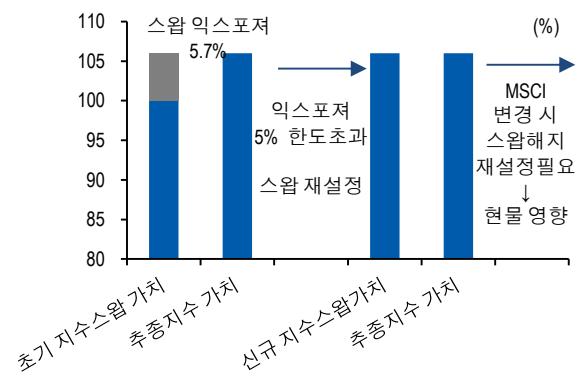
매수/매도 우위의 방향성을 예단하기는 어렵지만, 관련 수급이 출회될 경우 오후 추세가 더 강화된 패턴을 보였다. 이를 자금은 리스크 해지 차원에서 다자간 계약이 체결되어 있고 장외 상품이기 때문에 규모 추정이 어렵다. 다만 역시 리밸런싱일에는 민감한 자금으로 오후 대형주 수급의 추세대응과 장마감 역 포지션 등은 고민할 필요가 있어 보인다.

[차트6] 추종지수 변화는 거래 불이행 익스포져



주: 스왑 익스포져 = 추종지수 증감분 / 추종지수 가치

[차트7] MSCI 지수 변경 등은 스왑 등 장외파생상품의 재설정과 청산을 가중



주: 스왑 익스포져가 5%로 제한된 펀드/ETF에서 익스포져가 상회할 경우 재설정

### 3. 주요 연기금의 리포지셔닝에 주목

MSCI는 러시아 지수의 시장 재분류는 6월 연례평가에서 검토할 것을 발표했다. 신흥국 지수 등에 재편입되려면 SWIFT 제재 등 현재의 시장 접근성 문제가 해결되어야 한다. 일반적으로 실제 편입은 평가 후 1년 소요되는 점을(23.5월) 고려하면 러시아 지수 편출은 단기 이슈가 아니다.

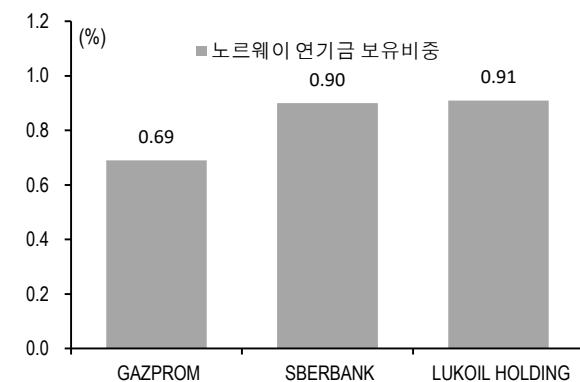
MSCI 조치와는 독립적으로, 노르웨이 정부는 러시아 제재 일환으로 연기금의 러시아 종목 청산을 지시했다. 노르웨이 연기금은 신흥국 보유비중이 높은 편이지만, 러시아 종목 비중이 특히 높은 것으로 알려져 있다. 다만, 동 조치는 모스크바 증시의 거래정지 전일에 지시되어 기존 지분의 상각은 피할 수 없게 되었다.

버지니아, 콜로라도 등 미국 주립 퇴직연금 및 대학 기금에서도 주정부 차원에서의 관련 조치 촉구와 해당 자금의 검토 시시가 이어지고 있다. 러시아 비중이 높았던 신흥국 유럽 권역은 폴란드 등 우크라이나 인접 국가와 터키, 그리스 등 시장 접근성이 낮은 국가비중이 제고될 것이다. 신흥국 라틴 권역도 원자재 상승에 기인한 점을 감안하면, 향후 주요 연기금의 inflow가 신흥 아시아에 집중될 가능성도 높은 점은 고려될 필요가 있다.

**[표2]** 러시아가 신흥국 등 주요지수에 재편입되기 위해서는 6월 이전에 접근성 문제 해결 필요. 편입은 1년이 더 소요

일정	내용
22.6월	신흥국 편입 검토 – SWIFT 등 접근성 문제 해결 필요
23.5월	MSCI 정기변경에 편입

**[차트8]** 노르웨이 연기금은 MSCI 와 독립적으로 러시아 종목 청산을 진행 예정. 신흥 아시아 inflow 유입으로 연결될 소재



주: 20.12월 기준