

Strategist Jr. 김정윤

jungyoon.kim@daishin.com

Strategist 이경민

kyoungmin.lee@daishin.com

# MSCI 선진국 편입 이슈: 이상과 현실의 괴리 극복이 우선

- 정부 주도 자본시장 선진화 방안은 긍정적 변화지만 MSCI 조건 충족에 미달
- 올해 MSCI 선진국 관찰대상국(Watchlist) 등재 가능성은 낮다고 판단
- 선진국 편입 이슈는 단기 이벤트에 불과. 결국 증시 핵심은 펀더멘털

## 올해 MSCI 선진국 관찰대상국(Watchlist) 등재 가능성은 낮다

2023 MSCI 시장 접근성 평가에서 “-”가 여전히 6개가 있을 것으로 예상되는 점에서 Watchlist 등재 가능성을 낮게 본다. 한편, 2008년 한국이 외환시장 자유화, 경쟁적 구도, 이체성을 포함한 3개의 항목에서 “-” 평가를 받고 있었음에도 선진국 지수 Watchlist에 올랐다는 사례를 보면 2024년 Watchlist 등재는 불가능은 아닐 것으로 본다. 2024년 시장 접근성 평가에서는 외환시장 자유화, 투자 상품의 가용성 항목에 대해서만 “-” 평가를 받을 것으로 예상되는데 MSCI는 해당 두 항목에 대한 뚜렷한 개선을 조건으로 한국을 Watchlist에 올릴 가능성은 존재한다. 다만, 2025년에 편입 확정이 바로 이루어질 가능성은 낮다고 판단한다.

## 과거 사례 분석. 편입 이슈로 수급과 밸류에이션 영향을 모두 설명할 수 없다

국가 펀더멘털 여건이 뒷받침되어 있는 상황에서 선진국 지수 편입 이벤트가  $+α$  효과로 이어질 수 있다. 수급의 경우 적어도 MSCI 편입 이벤트 기간 동안에는 3개의 사례(포르투갈, 그리스, 이스라엘) 모두 외국인 투자자의 자금유입이 관측되었으나 이는 편입 이슈로 발생한 수급이라고 결론짓기 어렵다. 더불어 밸류에이션 re-rating은 복합적인 원인이 포함된 만큼 선진국 지수 편입이 곧 밸류에이션 상승으로 이어진다고 결론짓기에는 제한적이다. 선진국 지수 편입으로 밸류에이션 상승의 upside가 높아지는 효과를 기대할 수 있다고 보는 것이 타당하다고 판단한다.

## 선진국 편입 이슈는 단기 이벤트에 불과. 증시 향방의 핵심은 결국 펀더멘털

한국의 MSCI 선진국 편입시 잠재적으로 -327억달러 순유출이 발생할 가능성이 있다. 다만, 자금 유출입 추정은 단순 참고 차원으로 이로 인해 한국이 MSCI 선진국에 편입될 경우 외국인이 무조건적으로 한국 시장에 대해 매도하는 것은 아니다. 오히려 편입 시기에 한국의 매크로/금융시장 환경이 우호적으로 뒷받침해주면 외국인 투자자들의 액티브 자금이 활발하게 들어올 가능성도 고려해야 한다.

올해 발표한 정부의 자본시장 선진화 방안들이 예정대로 시행되는 조건하에 외국인 투자자들의 한국 시장 접근성 제고, 배당 절차, 장외 거래 등의 절차들이 선진국 수준에 가까워 짐으로서 현재보다 밸류에이션 re-rating upside가 높아질 것을 기대할 수 있다. 그러나, MSCI 선진국 편입이 결코 증시 레벨업과 직결되는 것은 아니다. 결국 핵심은 펀더멘털이다. 국내 펀더멘털 여건이 증시 향방을 결정지을 것이고 편입에 따른 밸류에이션 re-rating upside 증가, 변동성 축소 등의 효과들은 부가적으로 기대할 수 있는 요인들이다.

# I. 험난한 MSCI 선진국으로 가는 길

## 연이은 MSCI 선진국 Watchlist 등재 불발. 무엇이 문제인가?

선진국(Developed 혹은 Advanced Country), 고도의 경제 발전을 이룬 국가를 지칭하는 용어로 UN, IMF, World Bank 등 주요 국제기구 기준으로 한국은 선진국에 해당된다. 경제 수준 뿐만이 아니라 금융시장 규모 및 선진화 수준, 시장 접근성에 따른 평가를 바탕으로 한국은 FTSE, S&P 다우존스 등 주요 글로벌 지수 산출 기관 기준으로 선진국에 해당된다.

그러나 MSCI(Morgan Stanley Capital International) 기준으로 한국은 1992년 1월 최초 편입 이후 줄곧 MSCI 신흥국 지수에 머무르고 있다. 2008년 MSCI 선진국 승격 관찰대상국(이하 Watchlist)에 등재되어 선진국 지수 편입 기대감을 키웠으나 2014년에는 Watchlist에서 아예 제외되었다. 이후 현재까지도 Watchlist 재등재는 연이어 불발되었다.

표 1. MSCI 지역별 경제 및 시장 요건

항목	프론티어	신흥국	선진국
<b>1. 경제 발전</b>			
경제 발전 지속성	조건 無	조건 無	3년 연속 인당 GNI가 세계은행 기준 고소득 기준치(12,695달러)의 25% 이상
<b>2 규모 및 유동성 요건</b>			
아래 조건 충족 기업 수	2	3	5
기업 규모(총 시가총액)	10.7억달러	21.39억달러	42.78억달러
기업 규모(유동 시가총액)	9,100만달러	10.7억달러	21.39억달러
증권 유동성	2.5% ATVR	15% ATVR	20% ATVR
<b>3. 시장 접근성 평가</b>			
외국인 보유 개방도	최소 일부	상당 수준	매우 높음
자본 유출입 용이성	최소 부분적	상당 수준	매우 높음
운영체제 효율성	보통	검증 완료	매우 높음
투자 상품 가용성	높음	높음	제한 없음
제도 안정성	보통	보통	매우 높음

자료: MSCI, 대신증권 Research Center

그림 1. 현재 MSCI 선진국 지수 구성 국가

Developed Markets			
Americas	Europe & Middle East		Pacific
Canada	Austria	Italy	Australia
USA	Belgium	Netherlands	Hong Kong
	Denmark	Norway	Japan
	Finland	Portugal	New Zealand
	France	Spain	Singapore
	Germany	Sweden	
	Ireland	Switzerland	
	Israel	United Kingdom	

자료: MSCI, 대신증권 Research Center

## MSCI 시장 접근성 평가에서 지적 항목 중 개선 부족

2014년 MSCI 선진국 Watchlist 제외 이후 연도별 시장 접근성 평가 결과를 보면 MSCI의 지적 항목 중 ‘외국인 투자 여력’을 제외하고 개선된 항목은 없었다. 개선 사항이 부재한 상황에서 연이은 Watchlist 등재는 사실상 예견된 수준이었다. MSCI가 지속적으로 지적한 항목은 1) 외환시장 자유화 수준, 2) 투자자 등록 및 계좌 개설, 3) 정보흐름, 4) 청산 및 결제, 5) 이체성, 6) 투자 상품의 가용성으로 2022년 MSCI 시장 접근성 평가에서 다음과 같은 평가를 발표했다:

- 1) 외환시장 자유화 수준: 역외 환율 시장 부재 및 역내 시장에서 제약 지속.
- 2) 투자자 등록 및 계좌 개설: 투자 등록은 필수적이며 상당한 양의 제반 문서 요구(RC: 외국인 투자자등록제도).
- 3) 정보흐름: 영문공시는 개선되었으나 모든 기업에 대해 적시에 준비되지 않음. 한국 기업들은 배당금액을 배당기준일 이후 공시하며 이는 국제 표준에서 벗어난 방식. 예상 배당금액 정보도 대체로 미제공.
- 4) 청산 및 결제: 옴니버스(Omnibus) 계좌는 통합된 주문을 가능하게 하지만 결제는 투자자 ID별로 이루어짐. 증권 결제 목적의 당좌대월 이용도 불가능.
- 5) 이체성: 비실용적인 승인절차의 경직성으로 계좌간 이전 및 장외 거래는 매우 제한적.
- 6) 투자 상품 가용성: 증권시장 데이터 사용 규제에 따른 투자 상품 가용성 제한.

MSCI는 이외에도 글로벌 기관 투자자들이 한국 기업들의 지배구조 스탠더드에 대한 의문을 지속적으로 제기해왔고, 공매도도 여전히 제한적인 점을 지적했다.

2008년 한국이 MSCI 선진국 Watchlist에 등재된 시기의 평가도 거의 동일한 내용을 담았다. 당시 한국의 선진국 격상을 놓고 투자자 의견 수렴 과정에서 발표한 예비 평가를 보면 역외 외환시장의 부재를 포함한 원화 환전 불완정성, 투자자등록시스템이 주요 문제점으로 지적되었다. 뿐만 아니라 증권 시장 데이터의 적시적 제공이 공평하지 않는 등 반경쟁적 요소가 존재, 은행법과 외환 규제 간의 충돌로 외국인 투자자들의 현금 차입 규제도 이슈로 제기되었다.

표 2. 2022년 MSCI 시장 접근성 평가에서 한국의 주요 지적 항목 및 항목별 MSCI 표준 정의

항목	정의 및 설명
외환시장 자유화 수준	선진화된 역내 및 역외 외환 시장 여부
투자자 등록 및 계좌 개설	국제 투자자들의 등록 제도 여부 및 복잡성 국내 계좌 개설에 대한 복잡성(필요 서류 및 서류 준비 소요 기간 고려)
정보흐름	증권 시장의 완전한 정보에 대한 적시적 영문 공시 여부
청산 및 결제	증권대금동시결제(DVP)를 포함해 BIS 기준에 부합하는 청산/결제 시스템 여부 당좌대월 이용 및 실질적 옴니버스 구조 가용 여부 사전예치금 요건 혹은 관련 규제의 부재
이체성	장외 거래 및 현물 인도 가능 여부
투자 상품의 가용성	투자상품 가용성을 제한하는 정도의 증권시장 데이터 사용 관련 규제 여부

자료: MSCI, 대신증권 Research Center

표 3. 2014년 MSCI 선진국 Watchlist 제외부터 2022년까지 한국 시장 접근성 평가 결과

	'14년	'15년	'16년	'17년	'18년	'19년	'20년	'21년	'22년
<b>1. 외국인 보유 개방</b>									
투자자 적격요건	++	++	++	++	++	++	++	++	++
투자자 보유한도 제한	+	+	+	+	+	+	++	++	++
외국인 추가투자 어려움	-/?	-/?	-/?	-/?	-/?	-/?	+	++	+
외국인 투자자 동등한 권리	+	+	+	+	+	+	+	+	+
<b>2. 자본유출입 용이성</b>									
자본흐름의 제한 수준	++	++	++	++	++	++	++	++	++
외환시장 자유화 수준	-/?	-/?	-/?	-/?	-/?	-/?	-/?	-/?	-
<b>3. 운영체제 효율성</b>									
시장 진입									
투자자 등록 및 계좌 개설	-/?	-/?	-/?	-/?	-/?	-/?	-/?	-/?	-
시장 구성									
시장규제	++	++	++	++	++	++	++	++	++
경쟁구조	+	+	+	+	-/?				
정보흐름	-/?	-/?	-/?	-/?	-/?	-/?	-/?	-/?	-
시장 구조									
청산 및 결제	-/?	-/?	-/?	-/?	-/?	-/?	-/?	-/?	-
수탁	++	++	++	++	++	++	++	++	++
등록/보관	++	++	++	++	++	++	++	++	++
거래	++	++	++	++	++	++	++	++	++
이체성	-/?	-/?	-/?	-/?	-/?	-/?	-/?	-/?	-
대주	++	++	++	++	++	++	++	++	++
공매도	++	++	++	++	++	++	++	+	+
<b>4. 투자 상품의 가용성</b>									
<b>5. 제도 안정성</b>									
	+	+	+	+	+	+	+	+	+

자료: MSCI, 대신증권 Research Center

주: ++(문제 없음), +(큰 문제 없으나 개선사항 존재), -/?-(개선 필요)

### 선진국으로 이미 승격된 FTSE의 평가는?

2008년 9월 FTSE는 한국의 선진국 증시 승격을 발표하고 이듬해 9월에 편입이 이루어졌다. 승격 근거로는 1) FTSE 시장 평가(Quality of Markets) 21개 항목 중 19개에 대해 합격, 2) '제한' 평가를 받은 2개의 항목(선진화된 외환시장, 장외거래 허용) 관련해서 개선 움직임을 보이고, 3) 해당 항목은 선진국 편입에 따른 해외 투자 촉진이 해당 이슈를 해소할 수 있을 것이라는 당시 컨센서스 등 3가지를 언급했다.

FTSE는 2013년에 한국의 선진국 승격과 관련해서 백서까지 발간한 바가 있다. 단순히 평가 항목 합격 여부가 아닌 시장 전문가, 참여자들로 구성된 전문 외부 위원회들부터 받은 의견을 중요시 여기며 한국의 선진국 승격이 이루어졌다고 밝혔다. FTSE는 글로벌 경제 속에서 드러나는 한국의 위상엔 대한 인식, 투자자들의 인식의 중요성을 강조하면서 한국의 선진국 승격은 당시 한국이 선진국 위상에 올라왔다는 인식의 정성평가가 적지 않은 비중을 차지했음을 알 수 있다.

표 4. 2006~2009년 FTSE의 한국 시장 평가

항목	'06년	'07년	'08년	'09년
1. 세계은행 기준 1인당 GNI 수준	높음	높음	높음	높음
2. 시장 및 규제 환경				
공식 증권시장 규제기관의 적극적인 시장 감독	합격	합격	합격	합격
소수주주들에 대한 공정하고 차별 없는 대우	합격	합격	합격	합격
외국인 보유 규제(부재 혹은 제한적)	합격	합격	합격	합격
자본 투자, 자본/소득의 본국 환류 제한/규제/패널티 여부	합격	합격	합격	합격
자유롭고 선진화된 증권시장	합격	합격	합격	합격
자유롭고 선진화된 외환시장	제한	제한	제한	제한
외국인 투자자 등록 제도 부재 혹은 간단한 절차	합격	합격	합격	합격
3. 청산 및 결제				
결제 - 거래 실패 사례 극소수	합격	합격	합격	합격
수탁 - 높은 수준의 수탁 서비스 제공할 경쟁력	합격	합격	합격	합격
청산 및 결제 - T+3, Frontier 국가는 T+5	합격	합격	합격	합격
대주 허용	합격	합격	합격	합격
결제 - 계좌간 주식 이체 허용	합격	합격	합격	합격
수탁 - 외국인 투자자들을 위한 옴니버스 계좌 기능 가용	합격	합격	합격	합격
4. 거래 환경				
브로커리지 - 수준 높은 브로커리지 제공할 경쟁력	합격	합격	합격	합격
유동성 - 대규모 글로벌 투자 지원 가능한 수준	합격	합격	합격	합격
거래 비용 - 합리적이고 경쟁력 있는 암묵/명시적 비용	합격	합격	합격	합격
공매도 허용	제한	합격	합격	합격
장외 거래 허용	제한	제한	제한	제한
효율적인 트레이딩 시스템	합격	합격	합격	합격
투명성 - 시장 정보 투명하고 적시적인 보고 절차	합격	합격	합격	합격
5. 파생상품 시장				
선진화된 파생상품 시장	합격	합격	합격	합격
6. 시장 규모				
시가총액(백만달러)	648,043	834,404	1,122,606	470,797
상장 기업 수	702	1,689	1,757	1,789

자료: FTSE, 대신증권 Research Center

그러나, 가장 최근인 2022년 기준 FTSE의 한국 시장 평가를 보면 선진국 지수 지위가 유지될 수 있다고 마냥 자신할 수 없는 상황이다. 1) 외국인 보유 규제, 2) 선진화된 외환시장, 3) 공매도 허용, 4) 장외거래 허용, 5) 효율적인 트레이딩 시스템, 6) 결제(거래 실패 관련 비용), 7) 결제(계좌간 주식 이체 허용), 8) 수탁 수준(증권, 현금)에서 운영되는 계좌 구조를 포함해 8가지 항목에서 '제한' 등급을 받아 여타 선진국(최대 2개)대비 가장 낮은 수준의 시장 평가를 받았다. 특히, 선진화된 외환시장 항목에서 유일하게 '제한' 등급을 받았다.

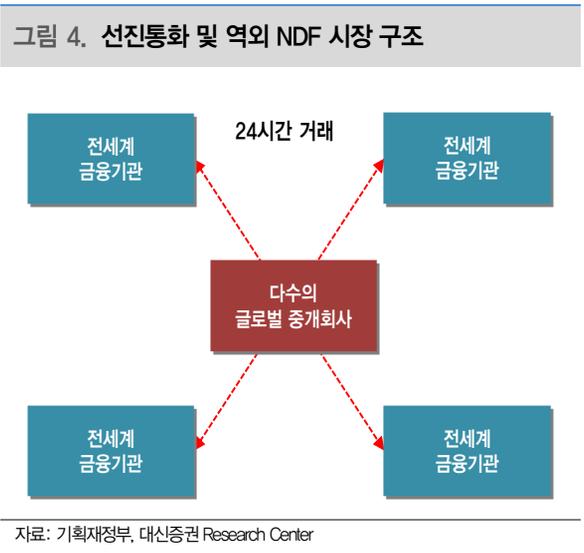
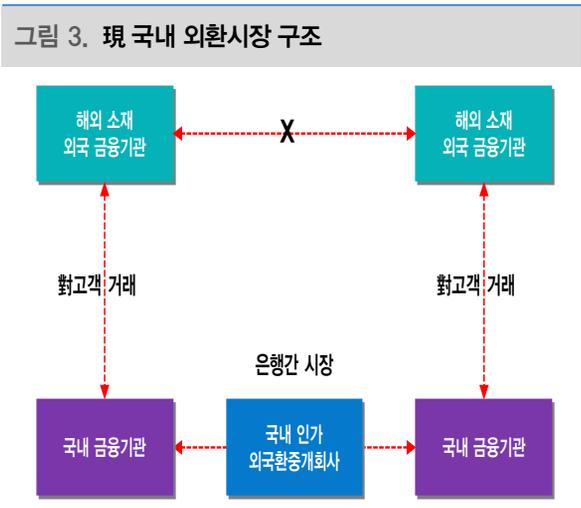
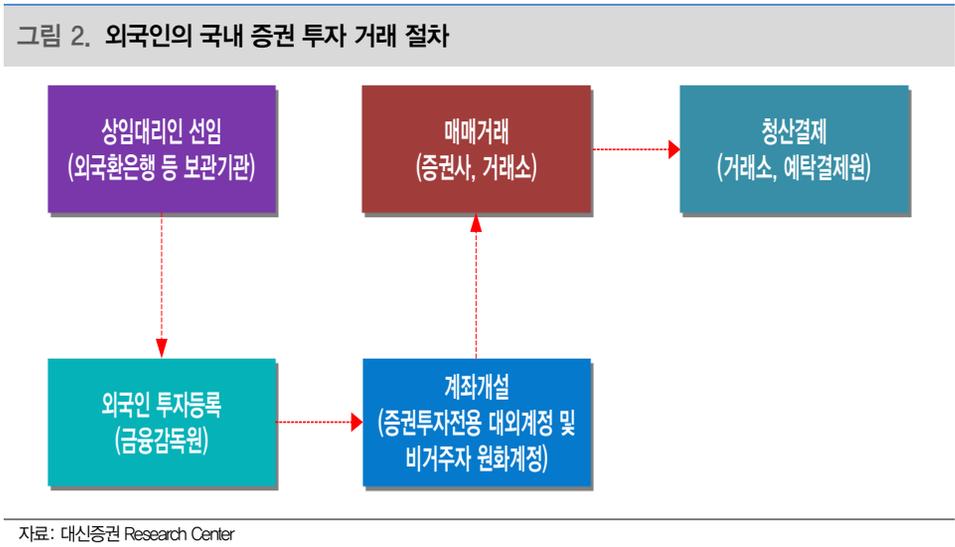
MSCI 선진국으로의 승격 뿐만 아니라 FTSE 선진국 지위를 유지하기 위해 해당 항목들에 대한 정부 차원의 개선이 시급하다고 판단한다. 본 자료에서는 각각의 문제점과 최근 정부의 자본시장 선진화 정책을 기반으로 MSCI 선진국 편입 이슈를 분석하고, 현실적으로 실현 가능한 편입 타임라인을 보고자 한다.

## II. 향후 MSCI의 한국 시장 평가 예상

### 1. 외국인 투자자들의 오랜 염원: 역외 외환시장

외국인이 국내 증권에 투자하기 위해서는 1) 외국환은행, 보관기관 등에서 상임대리인을 선임, 2) 금융감독원을 통해 투자자 등록 3) 증권투자전용 대외계정 및 비거주자 원화계정 개설이라는 과정을 거쳐야 한다.

외국인 투자자들이 이 과정 속에서 불편함을 느끼는 것은 바로 원화의 접근성 문제다. 시장 참여 및 거래 시간 모두 제약이 존재한다. 외국환거래법에 따르면 국내 금융기관만 국내 외환시장의 참여를 허용하고 거래 중개는 정부 인가를 받은 외국환중개회사만 가능하다고 명시하고 있다. 더불어 외국 금융기관 간 역외 외환시장에서 원화 거래가 불가능해 외국인 투자자 입장에서는 외환 거래의 선택지가 제한적으로 느껴지는 것이다. 거래시간의 경우 한국은 15시반에 마감하는 반면, 선진통화는 외국환중개사들의 글로벌 서비스망을 통해 24시간 거래가 용이하다.



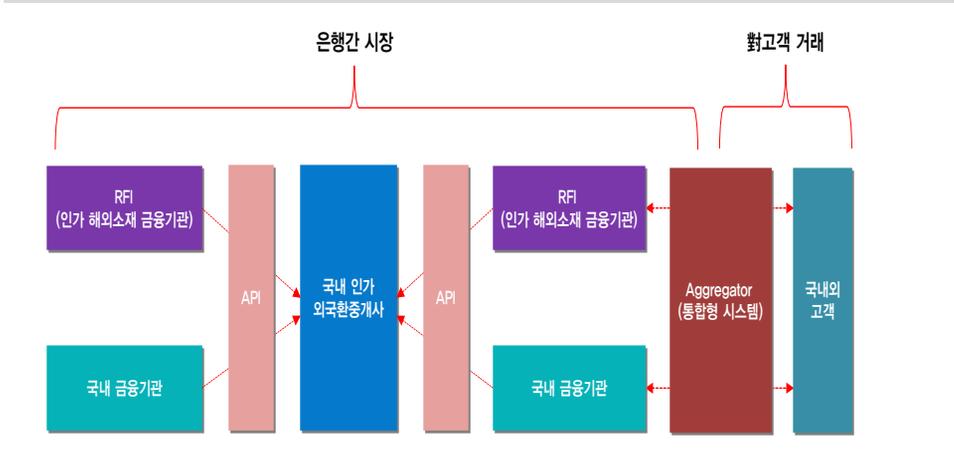
국내 외환시장의 접근성 제고를 위해 금융당국은 1) 국내 외환시장 대외 개방, 2) 개장시간 대폭 연장, 3) 선진수준 시장 인프라 구축을 포함해 3대 정책과제를 발표했다.

외환시장 대외 개방으로 국내 금융기관들에게만 허용되었던 국내 외환시장 참여는 해외 금융기관까지도 가능하게 할 계획이다. 다만, 국내 업권법상 외국환거래법 범주에 상당하는 영업을 영위하고 정부 인가를 받은 해외소재 외국 금융기관(RFI, Registered Foreign Institution)에 대해서만 국내 은행간 시장 참여를 허용할 방침이다. 해외소재 외국 금융기관 내에서도 현재 은행간 시장에 참여 가능한 외국환업무취급기관과 동일 유형의 글로벌 은행, 증권사 등으로 제한하는 내용이 골자다. 인가를 받은 RFI는 국내 금융기관과 동일하게 역내외 고객 모두와 현물환 및 FX스왑거래를 허용하는 점도 해외 금융기관의 시장 참여 활성화를 촉진시킬 수 있을 것으로 보인다.

현재 국내 외환시장 마감이 15시 30분인 관계로 마감 이후 외국인들은 불리한 환율로 환전이 불가피하며 글로벌 투자기관들의 벤치마크 환율의 경우 원화는 여타 통화와 다른 기준을 적용받았다. 이를 개선하기 위해 우선 국내 외환시장 마감 시간을 런던 금융시장 마감 시간인 한국 시각 02시까지 연장하고 이후 은행권 준비 및 시장 여건에 따라 24시간까지 확대할 계획이다.

외환시장 인프라의 경우 현재 국내 외국환중개사가 국내 금융기관에 제공하는 API를 RFI에도 연결을 가능하게 할 계획이다. 더불어 對고객 외국환 전자중개를 위한 Aggregator(통합형 시스템)도 제도화로 허용할 계획이다. 이를 통해 RFI들은 실시간으로 통합된 형식으로 호가를 확인할 수 있으며 최적가 거래 체결이 더 용이해질 것이다.

그림 5. RFI, API, Aggregator 적용시 거래 절차



자료: 기획재정부, 대신증권 Research Center

표 5. 외환시장 인프라 선진화 계획 핵심

항목	주요 내용
전자거래	- 국내 외환중개사가 국내 금융기관에 제공하는 API를 RFI에도 연결 - 對고객 외국환 전자중개업무 시스템(Aggregator) 허용
제 3자 외환거래	- 외국 금융기관 등 비거주자가 본인 명의의 계좌가 없는 은행과도 외환매매 허용
동시결제	- RFI가 CLS 국내 결제대행은행에 결제계좌 개설시 원화 관련 CLS 동시결제 서비스 이용 가능
보고	- RFI가 한국은행이 운영 중인 외환전산망을 통한 거래내역 등 보고가 어려워 이를 개선하기 위해 별도 보고시스템 마련할 계획

자료: 기획재정부, 대신증권 Research Center

외환시장 구조 개선방안을 보면 외국인 투자자들 입장에서는 긍정적인 소식이다. 다만, 금번 발표된 계획으로 MSCI에서 지적인 사항들이 완전히 해소되는 것은 아니다. RFI, 거래 시간 연장(24시간일 경우) 등으로 외국인의 원화 접근성 제약 완화는 기대되지만 역외 시장 부재로 원화의 완전한 태환성(convertibility)으로 이어지기에는 제한이 존재한다.

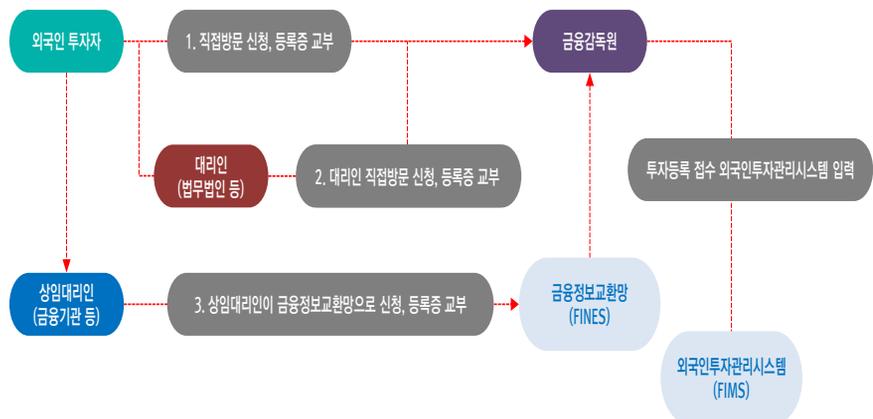
당장 내년에도 MSCI의 연례 시장 분류 평가에서 한국의 외환시장 관련 평가가 개선될 가능성은 낮다고 판단한다. 외환시장 구조 개선 계획에 따르면 2024년 하반기부터 정식 시행될 예정이다. 따라서, 2023년과 2024년 6월에 발표될 MSCI 시장 접근성 평가의 외환시장 항목에서 한국은 “-(개선 필요)\* 평가가 유지될 것으로 예상된다. 이후 정식 시행 과정을 거치고 외환시장 거래가 24시간까지 확대되면 2025년 평가에서 “+”로 상향될 것으로 예상된다. 외환시장 구조 개선의 실제 시행에 따라 외국인 투자자들의 원화 거래 관련 편의성 확대 예상과 한국 금융당국의 개선 노력까지 감안한 것이다. 다만, 여타 선진국과는 다르게 역외 외환시장에서 원화 거래가 불가능하다는 점 때문에 “++” 평가는 받기 어려울 것이다. \* 평가 기준: ++(문제 없음), +(큰 문제 없으나 개선사항 존재), -/?.(개선 필요)

## 2. 30년 넘게 이어온 외국인 투자자 등록제도의 과감한 폐지

현행 제도에서 외국인들은 1) 직접방문, 2) 대리인, 3) 상임대리인을 통해 투자자 등록을 할 수 있다. 외국인 투자관리시스템 등록을 위해 반드시 사전에 금융감독원에 등록할 것을 규정하고 있다. 이를 위해 법인설립증명서류, 대리인계약서, 투자등록신청서, 상임대리인계약서 등 번역과 공증을 거쳐야 하는 상당한 양의 문서를 요구하는 점이 MSCI의 주요 지적 사항 중 하나다.

정부는 외국인 투자자의 자본시장 접근성 제고 방안에서 외국인의 한국 자본시장 접근성 제고를 위해 30년 이상 이어온 외국인 투자자 등록제도를 과감하게 폐지하겠다고 발표했다. 개선된 제도에서는 외국인들은 금융감독원에 사전 등록 절차 없이 증권사에서 실명 확인 후 개인은 여권 번호, 법인은 LE(Legal Entity Identifier)를 식별수단으로 투자를 할 수 있다. 주요 규제 사항이었던 모니터링도 실시간 수집이 아닌 필요 범위 내에서만 사후적으로 수집할 계획이다. 개선된 외국인 투자 제도가 자본시장법 시행령, 금융투자업 규정 및 전산개발이 마치는 3분기 이후 시행될 예정이다. 따라서 2023년 MSCI 시장 접근성 평가에서 ‘투자자 등록 및 계좌 개설’ 항목에서 “-”를 유지하고, 2024년부터는 바로 “++”로 상향될 것으로 예상된다.

그림 6. 現 외국인 투자자 등록 절차



자료: 금융감독원, 대신증권 Research Center

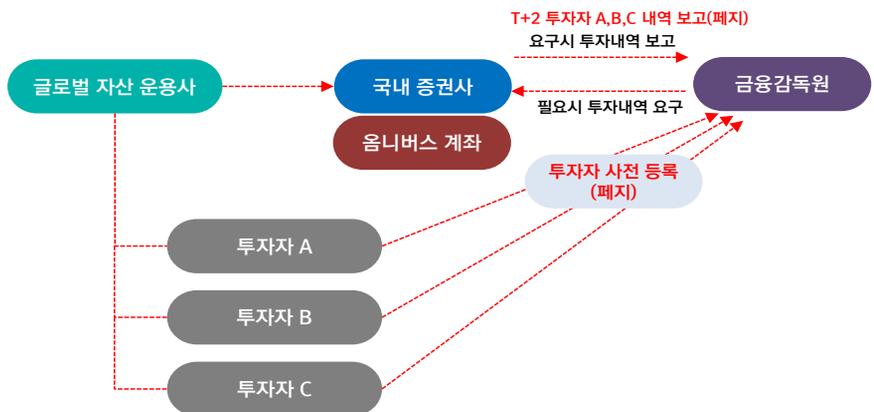
### 3. 청산 및 결제. 절반의 개선

옵니버스(Omnibus, 통합) 계좌는 글로벌 자산운용사 혹은 증권사가 다수 투자자들의 주식매매를 통합 처리할 목적으로 2017년에 도입되었으나 활용도가 떨어져 사용된 사례가 없었다. MSCI에서 지적한 것과 같이 최종투자자(각각의 외국인 투자자)별로 사전에 투자자 등록 시 부여 받은 외국인 ID가 필요했고 결제 즉시(T+2) 투자내역을 보고해야 하는 번거로운 규정 때문에 국내 옵니버스 계좌 활용이 활성화되지 못했다.

이를 개선하기 위해 정부는 최종 투자자별 투자내역 보고의무를 폐지할 계획이며 감독 목적으로만 필요시 투자내역을 요구할 방침이다. 위의 외국인 투자자 등록제도까지 폐지되면서 외국인들의 옵니버스 계좌를 활용한 투자는 더욱 활성화될 것으로 기대한다.

다만, MSCI의 추가 지적사항인 증권결제 목적의 당좌대월 부채 관련해서는 개선 언급이 없었기 때문에 청산 및 결제 항목은 절반의 개선만 이루어진 것으로 본다. 통합계좌 활성화를 위한 규정 및 시행세칙 개정과 전산 개발이 추진이 올해 2~3분기에 이루어지는 점을 고려하면 2023년 MSCI 시장 접근성 평가에서 청산 및 결제 항목은 “-”평가를 유지하고 2024년에는 “+”로 상향될 것으로 예상된다.

그림 7. 외국인 투자자별 보고 의무, 사전 등록제 폐지로 절차 간소화



자료: 기획재정부, 대신증권 Research Center

### 4. 장외거래. 외국인 신고부담 축소는 긍정적

지속적으로 지적되었던 외국인 투자자들의 장외거래 제한에 대해 금융당국은 올해 2분기 중 금융투자업 규정 및 시행세칙을 개정하며 장외거래 편의성을 제고할 계획이다. 우선, 현행 법률 해석을 보면 자본시장법은 외국인 상장증권을 매매하는 경우 금융위원회가 고시하는 경우를 제외하고는 증권시장을(장내)을 통하여 매매할 것을 명시하고 있다. 금융투자업규정에서 명시한 “금융위원회가 고시하는 경우”의 장외에서 상장증권 매매 또는 이외의 거래방식은 직접투자, 조건부매매, 워런트 권리행사 등으로 장외거래가 가능한 범위가 제한적이다. 시행세칙에서는 이 때 장외거래는 금융감독원에 지체없이 신고되어야 한다고 강조한다.

이외에 거래는 부득이한 경우로서 금융감독원장이 인정하는 경우라고 명시되어 있고 이는 사전 심사가 요구된다. 즉, 현재 법률상 외국인의 장외거래에 대해서는 사후신고 범위가 제한적이고 사전신고 부담이 높은 것이다. 이를 개선하기 위해 사후신고 대상 중 서류심사 필요성이 낮은 유형(대상의 약 80%)은 심사 없이 거래 이후 바로 FMS(외국인투자관리시스템)에 입력할 수 있게 할 방침이다.

사전심사의 경우 심사 필요성이 낮고 외국인들의 장외거래 수요가 높은 유형은 사후신고 대상에 포함할 계획이다. 기업합병 및 구조개편에 따른 현물출자, 펀드 청산에 따른 현물교부, 외국법인 보유한 보통주를 외국인 주주에게 현물배당 하는 등의 거래들의 대상이다. 뿐만 아니라 펀드 합병, 모자펀드간 이전, 운용사-펀드간 이전, 동일 운용사 내 이전 등으로 실소유자 미변경 거래도 대상에 포함함으로써 MSCI에서 지적한 이체성 문제도 개선될 것으로 본다.

다만, 규정 및 시행세칙의 개정 이후 실제 시행까지의 시차를 고려하면 2023년 MSCI 시장 평가에서는 이체성 항목의 “-” 평가가 유지될 것으로 예상된다. 2024년부터는 “+”로 상향될 것으로 본다. “++”를 받지 못할 것으로 예상하는 이유는 아직까지 외국인의 장외거래가 전면허용이 아니기 때문이다. 대만 평가를 참고하면 MSCI는 대만에서 “장외거래 및 계좌간 이전 거래는 허용되지만 일부 사례에서는 실행이 어렵다”며 이체성 항목에서 “+” 평가를 받고 있다.

## 5. 정보흐름 평가. 영문공시는 선진국 수준의 평가를 받기 어렵다

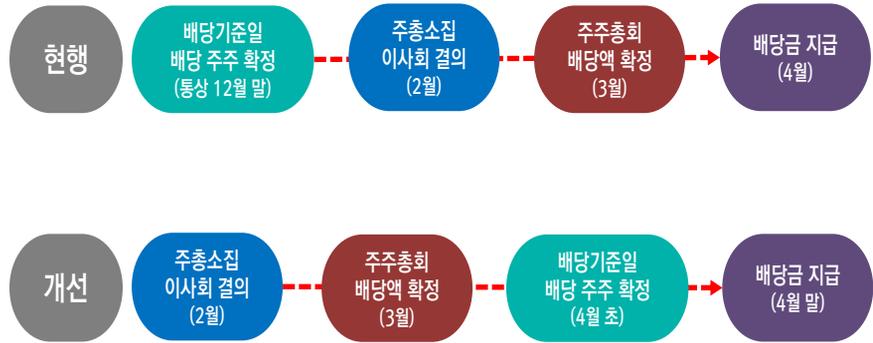
MSCI 신흥국 중 정보흐름 항목에서 “-” 평가를 받은 국가는 한국과 쿠웨이트뿐이다. 이유는 쿠웨이트는 시장 정보 내용이 불완전하고 적시에 제공되지 않은 점, 한국은 영문 공시가 개선되었지만 모든 기업들에 대해 적시에 제공되지 않고 배당 절차도 국제 스탠다드와 다르다는 점 때문이다. MSCI 신흥국 지수 내에 절반 이상인 13개 국가가 시장 정보 영문 공시 관련 지적을 받았으나 이들 모두 “+” 평가를 받을 수 있었던 이유는 배당 절차에 대한 지적이 없었기 때문이다.

해당 지적사항에 대해 정부는 배당제도를 수정하고 영문공시의 단계적인 확대를 도입할 방침이다. 우선 현행 배당제도의 경우 통상적으로 3월 정기 주주총회에서 배당액이 결정된다. 하지만 배당 받을 주주를 확정하는 배당기준일은 12월 말에 이루어진다.

先배당액확정, 後배당기준일 절차를 가지고 있는 여타 선진국과는 정반대의 절차를 가지고 있다. 투자자 입장에서는 배당액에 대한 예측이 없는 상태에서 투자를 결정해야 하는 불편함이 있다. 한국의 배당성향 자체도 상대적으로 낮은 상황에서 제도의 불편함까지 더해지며 배당투자 저해로 이어질 수 밖에 없는 환경이다.

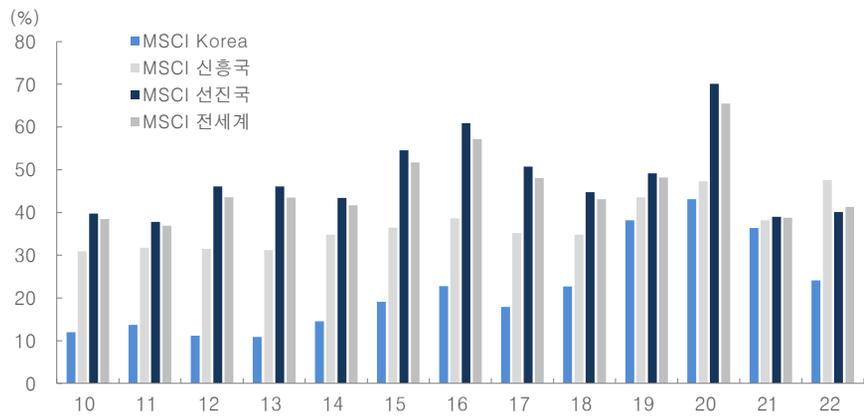
이에, 의결권기준일과 배당기준일을 분리하여 주주총회일 이후로 배당기준일을 정할 수 있도록 법무부는 상법 제354조(주주명부의 폐쇄, 기준일)에 대해 유권해석을 1월에 즉시 안내했다. 상장법인의 분기 배당도 先배당액확정, 後배당기준일이 가능하도록 올해 상반기 중 자본시장법 개정안을 발의할 계획이다. 다만, 위 개선사항은 강제사항이 아닌 점에서 기업들의 적극적인 참여를 위해 상장사 표준정권 개정안을 마련하고 기업지배구조 보고서에서 배당절차 개선 여부를 공시하도록 할 계획이다.

그림 8. 先배당액확정, 後배당기준일로 배당절차 개선



자료: 금융위원회, 대신증권 Research Center

그림 9. MSCI 주요 지역 대비 낮은 한국 배당성향



자료: MSCI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 10. 12개월 Trailing 배당수익률. 한국은 2021년 이후 개선 움직임



자료: MSCI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

영문공시의 경우 2022년 기준 KOSPI 영문공시 비율은 13.7%로 2018년 4.7%에서 5년 사이 개선되었다. 영문공시를 제공하는 상장사의 비율도 17.5%로 2018년 5.3%에서 10%p 이상 늘어났다. 다만, 아직까지 시스템에 의한 영문 자동변환, 기업의 자율적 영문공시 제출에 의존하고 있어 외국인 투자자들의 정보 접근성이 제한되고 있는 상황이다.

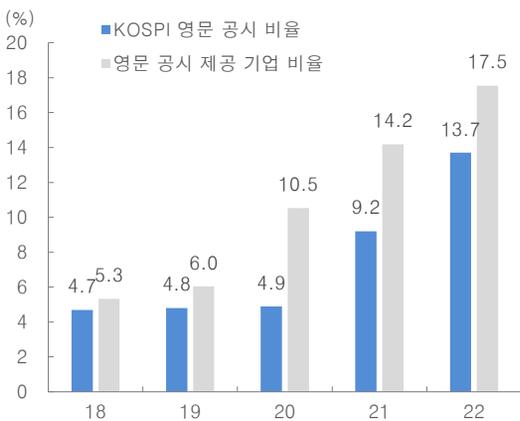
이를 개선하기 위해 2단계로 나눠서 영문공시 의무화 제도가 도입될 예정이다. 1단계(2024~2025년) 과정에서는 외국인 지분율 5% 미만인 상장사를 제외하고 자산 10조원 이상 KOSPI 상장사 혹은 외국인 지분율 30% 이상(단, 자산 2~10조원) KOSPI 상장사를 대상으로 시장에서 중요한 정보를 중심으로 영문공시를 의무화할 계획이다.

2단계(2026년~)부터는 자산 2조원 이상 상장사로 확대해 기존의 영문공시에 일부 법정공시의 영문 요약도 포함할 예정이다. 2021년 상장사별 총자산 기준 1단계에서 영문공시 의무화 대상 KOSPI 상장사 비율은 12.8%, 2단계부터는 29.2%로 늘어날 것으로 보인다.

계획대로 영문공시 의무화 제도 도입 시 분명 개선은 맞지만 선진국 수준의 평가를 받기에는 부족한 것으로 판단한다. 일본 사례를 보면, 도쿄증권거래소에서 2022년 영문공시 제공 법인 비율은 60%를 상회한다. Prime 시장은 무려 97.1% 수준이다. 공시 구분별로는 Prime 시장에서 실적보고서의 영문 공시 비율은 88.8%, 실적을 제외한 수시 공시의 영문 제공 비율은 거의 50%에 근접하고 있다. 한국이 영문공시 의무화 2단계를 시행해도 일본과 상당한 격차가 나타날 것이다.

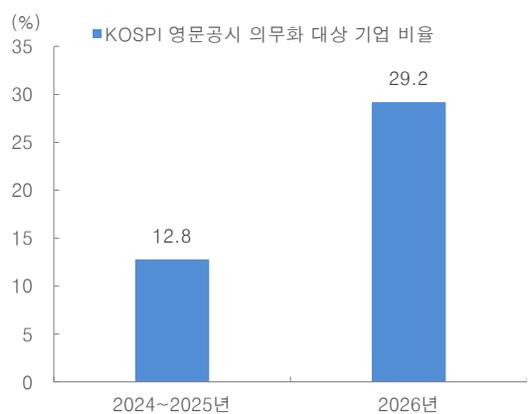
종합하면, 개선된 배당절차가 2024년부터 적용되는 것은 MSCI 시장 접근성 평가 “정보흐름” 평가에서 긍정적인 요인이다. 다만, 영문공시의 경우 개선 조치에도 선진국 수준에는 못 미칠 것으로 보인다. 따라서 2023년 MSCI 시장 접근성 평가에서는 정보흐름의 “-” 평가가 유지되고 2024년에는 “+”로 상향될 것으로 예상된다.

그림 11. 2022년 영문 공시 제공 법인 비율 17.5%



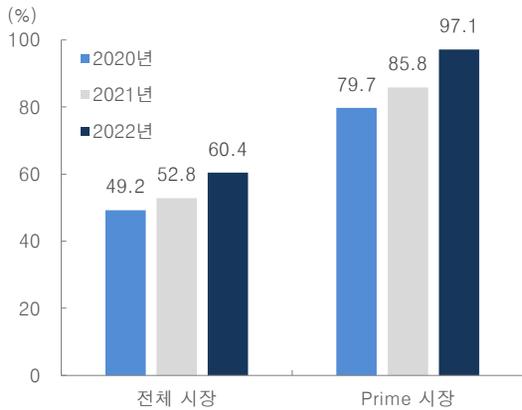
자료: 한국거래소, 대신증권 Research Center

그림 12. 21년 총자산 기준 영문공시 의무화 대상 법인



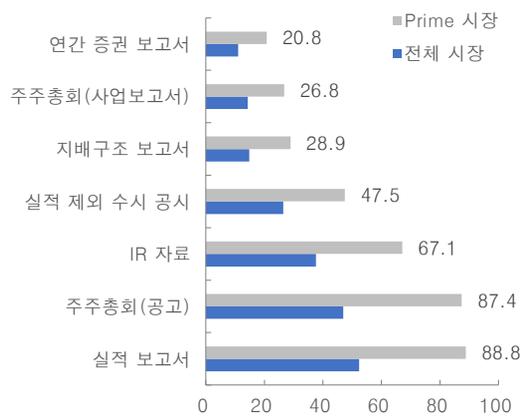
자료: FnGuide, 대신증권 Research Center

그림 13. 도교증권거래소 영문 공시 제공 법인 비율



자료: Japan Exchange Group, 대신증권 Research Center

그림 14. 공시 구분에 따른 영문 제공 비율



자료: Japan Exchange Group, 대신증권 Research Center

마지막 “투자상품 가용성” 항목에 대해 MSCI는 한국은 증권시장 데이터 사용 규제에 따른 투자 상품 가용성 제한된다고 평가했다. 한국거래소는 2023년 핵심전략을 발표하면서 증시 데이터의 해외투자자 접근성 강화를 위해 1) 해외거래소 등과의 연계협력 추진을 통한 데이터 접근성 제고, 2) 신규 데이터 콘텐츠 및 서비스 발굴, 유통채널 다양화(API 제공 등) 하겠다고 언급한 바가 있다. 그러나, 이외에 아직까지 구체적인 실행계획과 타임라인이 부재하다는 점에서 2023년 MSCI 시장 접근성 평가에서 해당 항목의 개선은 없을 것으로 본다. 하반기에 구체적인 내용이 가시화되어도 실제 시행까지의 시차를 감안할 필요가 있어 2024년에도 “-”평가를 유지할 것으로 예상된다.

## 6. 종합 판단: 올해 MSCI 선진국 Watchlist 등재 가능성은 낮다

MSCI 시장 접근성 평가 항목, 정부의 외국인 투자자 접근성 제고방안 등을 기반으로 분석한 결과 한국이 2023년 MSCI 선진국 Watchlist에 등재될 가능성은 낮다고 판단한다. 정부의 개선조치 발표에도 불구하고 단순히 계획이 아닌 실제 실행 시점과 개선 조치의 MSCI 조건 충족 여부를 감안해서 판단한 결과다. MSCI의 주요 지적사항에 대한 평가 변화 예상은 다음과 같다:

- 1) 외환시장 자유화 수준: 2023년 “-”(개선 필요) 유지, 2024년 “-”(개선 필요) 유지 예상
- 2) 투자자 등록 및 계좌 개설: 2023년 “-”(개선 필요) 유지, 2024년 “+”(문제 없음) 상향 예상
- 3) 정보흐름: 2023년 “-”(개선 필요) 유지, 2024년 “+”(큰 문제 없으나 개선 사항 존재) 상향 예상
- 4) 청산 및 결제: 2023년 “-”(개선 필요) 유지, 2024년 “+”(큰 문제 없으나 개선 사항 존재) 상향 예상
- 5) 이체성: 2023년 “-”(개선 필요) 유지, 2024년 “+”(큰 문제 없으나 개선 사항 존재) 상향 예상
- 6) 투자 상품 가용성: 2023년 “-”(개선 필요) 유지, 2024년 “-”(개선 필요) 유지

표 6. 2023년, 2024년 한국의 예상 MSCI 시장 접근성 평가 예상

	'22년	'23년 예상	'24년 예상
<b>1. 외국인 보유 개방</b>			
투자자 적격요건	++	++	++
투자자 보유한도 제한	++	++	++
외국인 추가투자 여력	+	+	+
외국인 투자자 동등한 권리	+	+	+
<b>2. 자본유출입 용이성</b>			
자본흐름의 제한 수준	++	++	++
외환시장 자유화 수준	-	-	-
<b>3. 운영체제 효율성</b>			
시장 진입			
투자자 등록 및 계좌 개설	-	-	++
시장 구성			
시장규제	++	++	++
경쟁구조			
정보흐름	-	-	+
시장 구조			
청산 및 결제	-	-	+
수탁	++	++	++
등록/보관	++	++	++
거래	++	++	++
이체성	-	-	+
대주	++	++	++
공매도	+	+	+
<b>4. 투자 상품의 가용성</b>			
	-	-	-
<b>5. 제도 안정성</b>			
	+	+	+

자료: MSCI, 대신증권 Research Center

주: ++(문제 없음), +(큰 문제 없으나 개선사항 존재), -/?.-(개선 필요)

2023 MSCI 시장 접근성 평가에서 “-”가 여전히 6개가 있을 것으로 예상되는 점이 Watchlist 등재 가능성을 낮게 보는 이유이다. 한편, 2008년 한국이 외환시장 자유화, 경쟁적 구조, 이체성을 포함한 3개의 항목에서 “-” 평가를 받고 있었음에도 선진국 지수 Watchlist에 올랐다는 사례를 보면 2024년 Watchlist 등재는 불가능은 아닐 것으로 본다. 2024년 시장 접근성 평가에서는 외환시장 자유화, 투자 상품의 가용성 항목에 대해서만 “-” 평가를 받을 것으로 예상되는데 MSCI는 해당 두 항목에 대한 뚜렷한 개선을 조건으로 한국을 Watchlist에 올릴 가능성은 존재한다. 다만, 2025년에 편입 확정이 바로 이루어질 가능성은 낮다고 판단한다.

통상적으로 Watchlist 등재, 이후 1년의 기간이 경과하고 편입 확정, 이후 추가 1년의 기간이 경과하고 실제 편입이 이루어진다. Watchlist 등재 이후 편입 확정 전까지 MSCI는 편입 대상 국가의 시장에 대해 Consultation 및 Preliminary Assessment를 진행한다. 한국의 경우 이 과정이 1년 이상이 될 것으로 본다. 2024년 하반기부터 정식 시행될 정부의 외환시장 개선 조치의 실제 영향을 파악할 시간이 필요하고 추가적으로 그 동안 지속적으로 지적되어왔던 한국 기업들의 지배구조 개선이 단기간에 이루어지기 어렵다는 점에서 2024년에 한국이 Watchlist에 오르더라도 편입 확정은 2025년이 아닌 그 이후에 이루어질 것으로 예상된다

### III. 선진국 편입을 서두를 이유는 없다

#### 1. 포르투갈, 그리스, 이스라엘의 선진국 지수 편입 사례 분석

과거 MSCI 신흥국 → 선진국 승격 사례 분석을 통해 선진국 편입의 효과를 점검하고자 한다. MSCI 선진국에 처음으로 승격된 국가는 포르투갈로 '97년 4월에 편입이 발표되고 실제 편입 효력은 '98년 5월에 발생했다. 편입 발표일 기준 이후 1년간 MSCI 포르투갈 지수는 약 88% 급등하며 MSCI 전세계 지수대비 +62%p의 상대수익률을 기록했다. 포르투갈이 연 4%대 성장 달성기가 맞물리면서 펀더멘털 측면에서 우호적인 여건이 형성되어 지수가 급등세를 보였다. 편입 발표 ~ 편입 효력 발생 기간 동안 포르투갈의 외국인 포트폴리오 투자(주식) 자금 순유입은 36.7억달러였다. 밸류에이션 측면에서 포르투갈은 이미 95년부터 PER 레벨업이 진행되었고 MSCI 선진국지수 편입이후 밸류에이션 re-rating 속도 가속화되어 단기간이었지만 98년도에는 오히려 MSCI 선진국 지수 보다 높은 수준의 PER를 기록했다.

그림 15. 포르투갈 선진국 편입 당시 상승추세 국면



자료: MSCI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 16. MSCI 글로벌 대비 상대적 강세 전개



자료: MSCI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

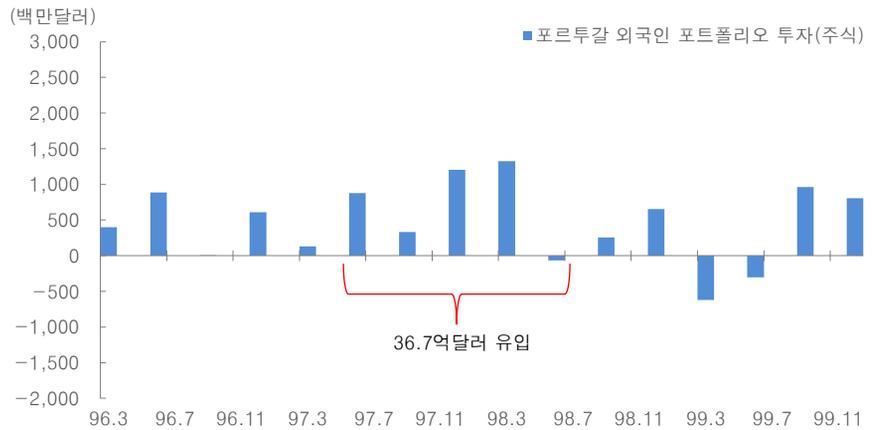
표 7. 포르투갈 MSCI 선진국 편입 발표 및 효력일 전후 지수 수익률

(%, %p)

국가지수	선진국 편입 날짜	주가 수익률	-6M	-3M	+3M	+6M	+12M
MSCI 포르투갈	편입 발표: 1997년 4월 29일  편입 효력: 1998년 5월 29일	편입 발표일 기준	37.0	9.7	23.1	21.1	88.4
		실제 편입일 기준	44.2	11.8	-14.5	-16.4	-18.9
		<b>MSCI 전세계 대비 상대수익률</b>	<b>-6M</b>	<b>-3M</b>	<b>+3M</b>	<b>+6M</b>	<b>+12M</b>
		편입 발표일 기준	26.0	5.4	6.9	13.1	61.8
		실제 편입일 기준	28.7	8.0	-5.3	-16.6	-30.4

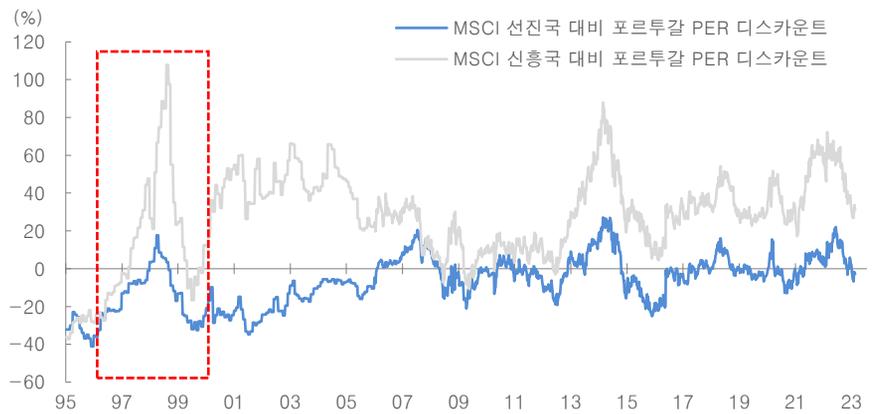
자료: MSCI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 17. '97년 2분기 ~ '98년 2분기까지 외국인 자금 36.7억달러 유입



자료: IMF, CBC, 대신증권 Research Center

그림 18. 편입 이슈 당시 포르투갈의 밸류에이션 re-rating



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

포르투갈 이후 그리스는 '00년 7월에 MSCI 선진국 편입이 발표되었고 '01년 5월에 편입 효력이 발생했다. 편입 이슈 기간 동안 MSCI 그리스는 포르투갈과 상반된 지수 움직임을 보였다. 편입 발표 이후 1년간 37% 하락했다. MSCI 전세계 대비 상대수익률은 약 -20%로 상대적 약세가 전개되었다. 당시 글로벌 전반적인 증시 변동성 뿐만 아니라 9.11테라 등의 지정학적 악재까지 겹쳤다. 지수는 하락세 전개되었으나 편입 이슈 기간의 외국인 포트폴리오 투자(주식) 자금은 26.8억달러 순유입 되었다. 밸류에이션의 경우 포르투갈 만큼의 급격한 속도는 아니지만 금융위기 이전까지 꾸준히 선진국지수와 밸류에이션 격차를 줄임.

그림 19. 그리스 선진국 편입 당시 하락추세 국면



자료: MSCI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 20. MSCI 글로벌 대비 상대적 약세 전개



자료: MSCI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

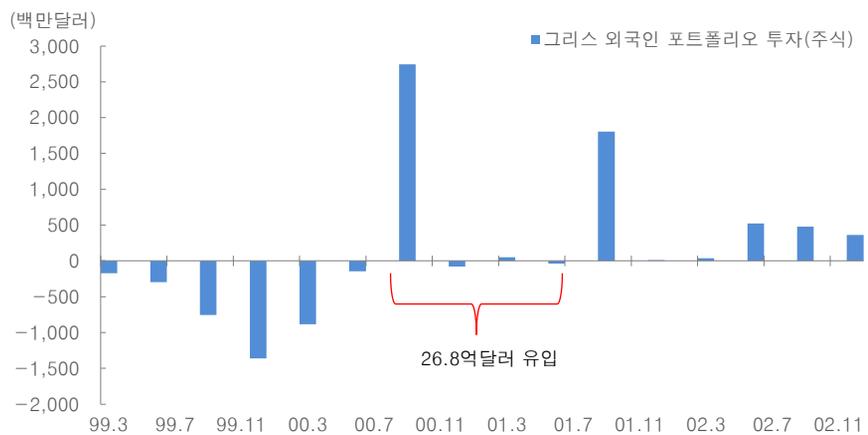
표 8. 그리스 MSCI 선진국 편입 발표 및 효력일 전후 지수 수익률

(%, %p)

국가지수	선진국 편입 날짜	주가 수익률	-6M	-3M	+3M	+6M	+12M
MSCI 그리스	편입 발표: 2000년 7월 31일  편입 효력: 2001년 5월 31일	편입 발표일 기준	-15.8	-4.2	-6.9	-20.9	-37.0
		실제 편입일 기준	-12.4	-4.3	-12.0	-15.4	-30.2
		<b>MSCI 전세계 대비 상대수익률</b>	<b>-6M</b>	<b>-3M</b>	<b>+3M</b>	<b>+6M</b>	<b>+12M</b>
		편입 발표일 기준	-17.4	-1.9	-4.4	-14.7	-19.6
		실제 편입일 기준	-7.2	-5.4	-0.6	-3.1	-14.2

자료: MSCI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 21. '00년 3분기 ~ '01년 2분기까지 외국인 자금 26.8억달러 유입



자료: IMF, CEC, 대신증권 Research Center

그림 22. 강도는 약하지만, 실제 편입 이후 금융위기 전까지 선진국과 밸류에이션 격차 축소



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

‘08년 한국과 같이 MSCI 선진국 승격 Watchlist에 올랐던 이스라엘은 ‘09년 6월 편입이 발표되고 ‘10년 5월에 편입 효력이 발생했다. MSCI 선진국 편입 발표 이후 1년간 MSCI 이스라엘 지수는 10.8% 상승했다. 다만, MSCI 전세계 대비 -5.1%p의 상대수익률을 기록했다. 이스라엘의 경우 금융위기 회복 시기에 편입 이슈 발생했다는 점에서 해당 기간 이스라엘 증시 수익률이 편입 이벤트의 결과라고 보기 어려움. 밸류에이션 측면에서는 오히려 편입 이후 13년 중반까지 선진국, 신흥국 대비 할인율이 더욱 높아지며 re-rating 효과는 없었다. 수급 측면에서는 MSCI 편입 이벤트 동안 외국인의 포트폴리오 투자(주식) 순유입은 9.4억달러 규모로 이전에 그리스, 포르투갈 사례 만큼 크지 않은 수준이었다.

그림 23. 금융위기 이후 반등국면에서 이스라엘 편입



자료: MSCI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 24. 편입 이후 글로벌 대비 상대강도 하락세 지속



자료: MSCI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

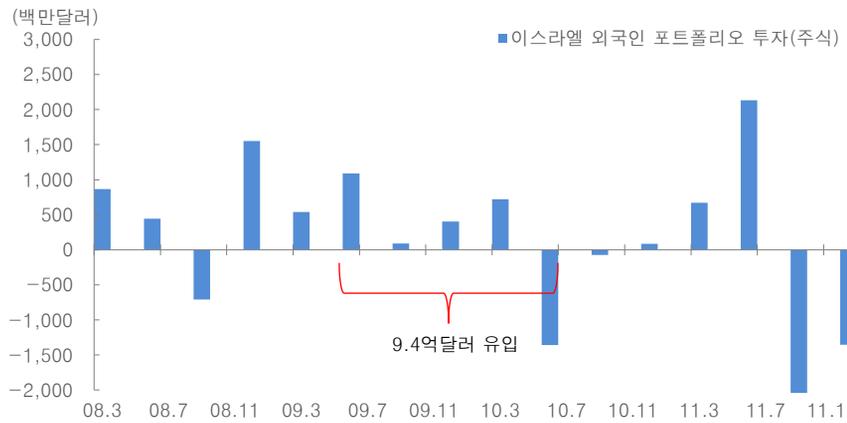
표 9. 이스라엘 MSCI 선진국 편입 발표 및 효력일 전후 지수 수익률

(%, %p)

국가	편입 날짜	주가 수익률	-6M	-3M	+3M	+6M	+12M
MSCI 이스라엘	편입 발표: 2009년 6월 15일	편입 발표일 기준	25.6	11.4	5.9	16.8	10.8
		실제 편입일 기준	-3.1	-9.6	-1.2	0.8	-5.8
	편입 효력: 2010년 5월 31일	<b>MSCI 전세계 대비 상대수익률</b>	<b>-6M</b>	<b>-3M</b>	<b>+3M</b>	<b>+6M</b>	<b>+12M</b>
		편입 발표일 기준	16.1	-11.3	-6.8	0.1	-5.1
		실제 편입일 기준	0.3	-6.7	-3.0	-8.3	-21.7

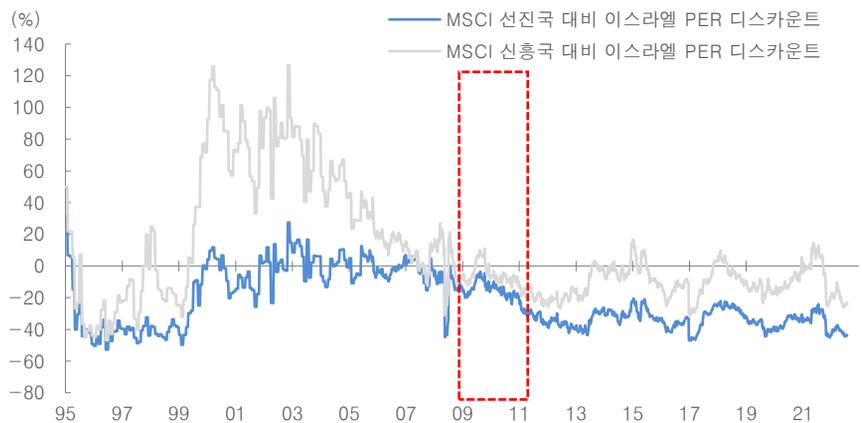
자료: MSCI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 25. '09년 2분기 ~ '10년 2분기까지 외국인 자금 9.4억달러 유입



자료: IMF, CIBC, 대신증권 Research Center

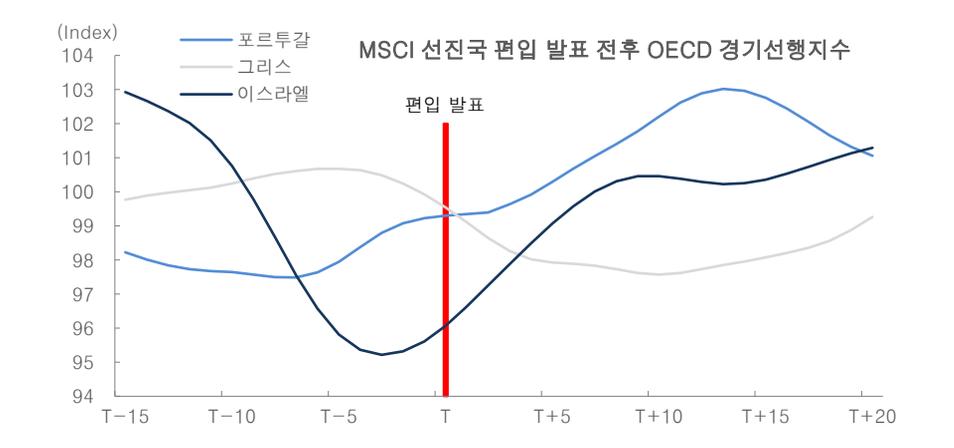
그림 26. 이스라엘 밸류에이션 re-rating 은 부재



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

MSCI 선진국지수 편입 당시 국가별 OECD 경기선행지수를 보면 포르투갈은 강한 확장국면 시기에 편입해 주가 상승에 우호적인 반면 그리스는 수축국면에 편입되었다. 편입 이후 전세계 지수 대비 상대적 강세 기록한 포르투갈과 달리 그리스는 약세를 기록했다. 해당국의 펀더멘털 여건이 뒷받침되어 있는 상황에서 선진국 지수 편입 이벤트가 + $\alpha$  효과로 이어질 수 있다는 것을 시사한다. 이스라엘의 경우 금융위기 회복 과정에서 편입되면서 글로벌 전반적인 증시 반등과 궤도를 같이 했다. 수급의 경우 적어도 MSCI 편입 이벤트 기간 동안에는 3개의 사례 모두 외국인 투자자의 자금유입이 관측되었으나 밸류에이션 re-rating은 복합적인 원인이 포함된 만큼 선진국 지수편입이 곧 밸류에이션 상승으로 이어진다고 결론짓기에는 제한적이다. 선진국 지수 편입으로 밸류에이션 상승의 upside가 높아지는 효과를 기대할 수 있다고 보는 것이 타당하다고 판단한다.

그림 27. OECD 경기선행지수



자료: OECD, Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 2. 한국의 MSCI 선진국 편입시 예상할 수 있는 변화

앞서 살펴본 포르투갈, 그리스, 이스라엘 사례에서 언급했듯이 MSCI 선진국 편입 시기에 나타난 외국인 자금 유입은 단순히 편입 이슈로 설명할 수 없다. 자금 유입은 궁극적으로 복합적인 매크로 및 금융시장 환경이 달려 있는 문제다. 따라서, 한국이 MSCI 선진국 지수에 편입될 경우 외국인의 자금 유입 예상은 유의성이 떨어지는 영역이다. MSCI 지수를 추종하는 자금 규모도 추정도 정확하게 이루어지기 어렵고 편입 당시의 매크로/금융시장 환경이 가장 중요하기 때문이다.

다만, 단순 참고 차원에서 가용한 데이터 범위 내에서 예상되는 외국인 자금 유출입 규모를 추정하면 한국이 선진국에 편입되면 잠재적으로 -327억달러 규모 자금 유출이 나타날 수 있다. 우선 현재 유동시가총액 및 국가별 지수 비중을 바탕으로 한국의 선진국 편입 비중을 예상하면 1.37%로 나타난다. 호주(2.18%)를 뒤이어 선진국 지수 내에 9번째에 위치할 것으로 보인다.

선진국 시장 내에서는 선진국 지수 뿐만 아니라 한국이 편입될 수 있는 MSCI EAFE, MSCI Pacific 등의 별도 지수도 존재한다. 각각의 한국 비중을 예상하면 EAFE은 4.5%, Pacific은 12.21%로 추정된다.

현재 한국은 MSCI EM, MSCI EM Asia에서 각각 11.17%, 14.29%의 비중을 차지한다. REFINITIV, Bloomberg에서 집계되고 있는 Fund Data 기준 각각의 추종자금은 약 7,575억달러, 120억달러로 한국이 신흥국 지수에서 편출되면 약 863억달러 규모의 자금유출이 발생할 수 있다. 선진국 시장에서는 World, Pacific, EAFE 추종자금과 각각의 예상되는 한국 비중으로 계산하면 536억달러 규모 자금 유입이 가능하며 총 합계로 한국 시장에 대해 -327억달러 순유출이 발생할 수 있다.

표 10. 한국 MSCI 선진국 편입시 잠재적인 327억달러 규모 유출 가능성 (% %p, 십억달러)

		현재 한국 비중	편출입 이후 비중	비중 변화	지수 추종자금	한국 자금 유출입
EM 추종 자금	EM	11.17	0.00	-11.17	757.48	-84.61
EM Asia 추종 자금	EM Asia	14.29	0.00	-14.29	12.03	-1.72
DM(World) 추종 자금	World	0.00	1.37	1.37	1219.81	16.71
Pacific 추종 자금	Pacific	0.00	12.21	12.21	12.46	1.52
EAFE 추종 자금	EAFE	0.00	4.50	4.50	786.28	35.38
<b>합계</b>						<b>-32.71</b>

자료: REFINITIV, Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 11. 한국의 MSCI 선진국 편입 가정 시 신흥국, 선진국 국가별 비중 변화

현재 MSCI EM(신흥국) 비중		한국 편출 이후 비중	비중 변화	현재 MSCI World(선진국) 비중		한국 편입 이후 비중	비중 변화
중국	31.87	35.88	4.01	미국	67.10	66.18	-0.92
대만	15.33	17.26	1.93	일본	6.48	6.39	-0.09
인도	13.57	15.27	1.71	영국	4.43	4.36	-0.06
<b>한국</b>	<b>11.17</b>	<b>0.00</b>	<b>-11.17</b>	프랑스	3.67	3.62	-0.05
브라질	5.12	5.76	0.64	캐나다	3.38	3.34	-0.05
사우디	4.05	4.56	0.51	스위스	2.89	2.85	-0.04
남아공	3.57	4.01	0.45	독일	2.53	2.50	-0.03
멕시코	2.67	3.01	0.34	호주	2.21	2.18	-0.03
태국	2.15	2.43	0.27	<b>한국</b>	<b>0.00</b>	<b>1.37</b>	<b>1.37</b>
인도네시아	1.90	2.14	0.24	네덜란드	1.30	1.29	-0.02
말레이시아	1.49	1.68	0.19	스웨덴	0.99	0.97	-0.01
UAE	1.37	1.54	0.17	덴마크	0.87	0.85	-0.01
카타르	0.99	1.12	0.12	홍콩	0.80	0.79	-0.01
쿠웨이트	0.96	1.08	0.12	스페인	0.77	0.76	-0.01
폴란드	0.74	0.83	0.09	이탈리아	0.74	0.73	-0.01
필리핀	0.73	0.82	0.09	싱가포르	0.43	0.42	-0.01
터키	0.72	0.81	0.09	핀란드	0.29	0.29	0.00
칠레	0.41	0.47	0.05	벨기에	0.29	0.29	0.00
그리스	0.40	0.45	0.05	아일랜드	0.23	0.23	0.00
페루	0.27	0.31	0.03	이스라엘	0.21	0.20	0.00
헝가리	0.20	0.22	0.02	노르웨이	0.20	0.20	0.00
체코	0.18	0.20	0.02	뉴질랜드	0.06	0.06	0.00
이집트	0.09	0.10	0.01	포르투갈	0.06	0.06	0.00
콜롬비아	0.06	0.06	0.01	오스트리아	0.06	0.06	0.00

자료: MSCI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

표 12. EM 지수 내에 EM Asia 지수 및 World 지수 내에 EAFE, Pacific 지수 국가별 비중 변화

현재 MSCI EM Asia 비중		한국 편입 이후 비중	비중 변화	현재 MSCI EAFE 비중		한국 편입 이후 비중	비중 변화
중국	40.75	47.54	6.79	일본	21.96	20.97	-0.99
대만	19.60	22.86	3.27	영국	14.99	14.32	-0.67
인도	17.34	20.24	2.89	프랑스	12.42	11.86	-0.56
<b>한국</b>	<b>14.29</b>	<b>0.00</b>	<b>-14.29</b>	스위스	9.78	9.34	-0.44
태국	2.75	3.21	0.46	독일	8.58	8.20	-0.39
인도네시아	2.43	2.83	0.40	호주	7.50	7.16	-0.34
말레이시아	1.91	2.23	0.32	<b>한국</b>	<b>0.00</b>	<b>4.50</b>	<b>4.50</b>
필리핀	0.94	1.09	0.16	네덜란드	4.42	4.22	-0.20
				스웨덴	3.34	3.19	-0.15
				덴마크	2.93	2.80	-0.13
				홍콩	2.72	2.60	-0.12
현재 MSCI Pacific 비중		한국 편입 이후 비중	비중 변화	스페인	2.62	2.50	-0.12
일본	64.87	56.95	-7.92	이탈리아	2.52	2.41	-0.11
호주	22.14	19.44	-2.70	싱가포르	1.45	1.39	-0.07
홍콩	8.05	7.06	-0.98	핀란드	0.99	0.95	-0.04
싱가포르	4.29	3.77	-0.52	벨기에	0.99	0.94	-0.04
뉴질랜드	0.65	0.57	-0.08	아일랜드	0.78	0.75	-0.04
<b>한국</b>	<b>0.00</b>	<b>12.21</b>	<b>12.21</b>	이스라엘	0.70	0.67	-0.03
				노르웨이	0.68	0.65	-0.03
				뉴질랜드	0.22	0.21	-0.01
				포르투갈	0.21	0.20	-0.01
				오스트리아	0.20	0.19	-0.01

자료: MSCI, Bloomberg, 대신증권 Research Center

위의 자금 유출입 추정은 단순 참고 차원으로 이로 인해 한국이 MSCI 선진국에 편입될 경우 외국인이 무조건적으로 한국 시장에 대해 매도하는 것은 아니다. 오히려 편입 시기에 한국의 매크로/금융시장 환경이 우호적으로 뒷받침해주면 외국인 투자자들의 액티브 자금이 활발하게 들어올 가능성도 고려해야 한다.

앞서 분석한 정부의 자본시장 선진화 방안들이 예정대로 시행되는 조건하에 외국인 투자자들의 한국 시장 접근성 제고, 배당 절차, 장외 거래 등의 절차들이 선진국 수준에 가까워 짐으로서 현재보다 밸류에이션 re-rating upside가 높아질 것을 기대할 수 있다. 추가적으로 신항구 증시가 선진국 증시대비 평균적으로 더 높은 변동성을 기록했는데 한국이 선진국 지수에 편입될 경우 국내 증시 변동성이 감소하는 효과도 나타날 것으로 기대한다.

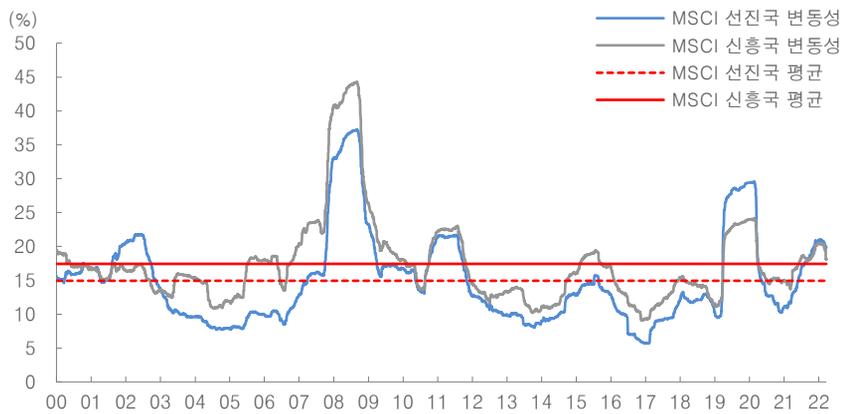
그러나, MSCI 선진국 편입이 결코 증시 레벨업과 직결되는 것은 아니다. 결국 핵심은 펀더멘털이다. 국내 펀더멘털 여건이 증시 향방을 결정지를 것이고 편입에 따른 밸류에이션 re-rating upside 증가, 변동성 축소 등의 효과들은 부가적으로 기대할 수 있는 것들이다. 현재로서는 MSCI 선진국 편입 이슈에 지나치게 얽매일 이유는 없다고 판단한다.

그림 28. 신흥국, 선진국 지수 대비 밸류에이션 디스카운트 축소 기대



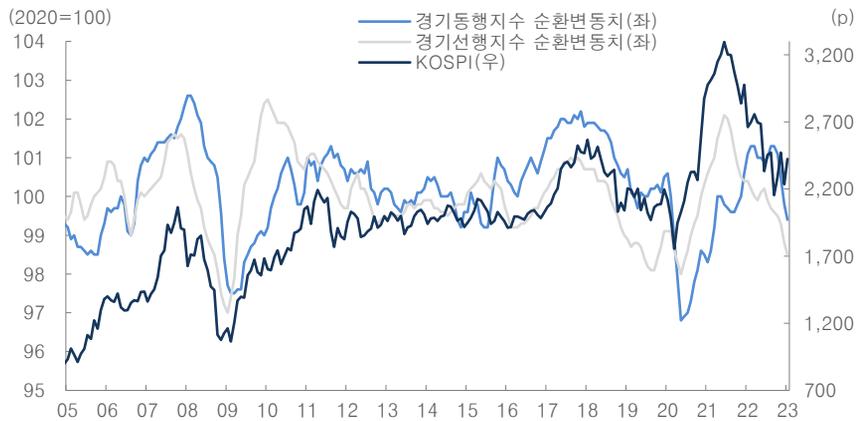
자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

그림 29. 선진국 편입으로 축소되는 변동성도 기대 효과



자료: I/B/E/S, 대신증권 Research Center

그림 30. 결국 증시는 경기와 궤도를 같이 한다



자료: 통계청, FnGuide, 대신증권 Research Center

## Compliance Notice

---

금융투자업규정 4-20조 1항5호시목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해 관계가 없습니다. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 김정윤, 이경민)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

---