

# Morning Meeting Notes

2026-06-30

내일의 차이  
현대차증권

## What's Inside

[자산배분] 자산배분 전략 - 선진국 지수 편입 기대와 한국 자본시장의 과제  
[중국] China Issue - 바이두의 하락을 막은 쿤룬칩 벌류 500억\$

## 주식시장

국내 증시는 업종별 순환매 이루어지며 혼조 마감. 외국인인 코스피를 7.7조원 순매도. 반도체 대형주 약세가 코스피 지수 끌어내림 반면 건설, 바이오, 화학, 내수(백화점 제외) 등 코스피 내 비반도체 업종은 상승. 코스닥은 바이오, 2차전지 중심으로 대부분 업종 강세 보이며 급등  
미국 증시는 상승 마감. 이날 그간 부진했던 빅테크주 중심으로 저가 매수세가 몰리며 투자 심리 호조. 업종별로는 일의 소비재가 +2.68%, 통신서비스는 +3.11%, 기술은 +1.69% 상승. 특징 종목으로 컴캐스트는 두개의 상장 회사로 분사할 것이라는 발표에 주가가 +4.53% 상승

## 금리&환율

국고채 금리는 상승 마감. 국고채는 원/달러 환율 상승에 더해, 이재명 대통령이 그래픽처리장치(GPU) 물량 확보를 위한 추가경정예산 편성 가능성을 언급한 점이 약세 재료로 작용  
미국채 금리는 혼조 마감 주말간의 미-이란 충돌 여파로 국제유가가 반등하며 단기물 금리 중심으로 상승하였으나, 미국 고용지표 경제감속세에 변동폭은 제한적  
원/달러 환율은 전장 대비 13.20원 오른 1,545.20원에 마감. 이날 외인인 국내주식을 7조 7천억원 순매도하자 원/달러는 상당 압력을 받음  
달러인덱스는 101.13로 하락. 파운드 강세 속, 미-이란 추가 협상 추이를 주시하며 달러는 약세 예상

## 주요뉴스

트럼프, 카타르 도하에서 이란과 회담 열릴 것  
트럼프 대통령은 29일(현지시간) 이란의 요청으로 내일 카타르 수도 도하에서 회담이 열릴 것이라고 발표  
이란 외교부 대변인은 이란의 협상 실무 대표단이 도하로 향할 예정이지만, 모든 전선에서 휴전, 이란산 석유 판매 허가, 이란 동결자산 해제 등이 선행되기 전에는 본격적인 협상에 들어갈 수 없다는 취지의 발언도 동반되었음

## New Publications

[반도체/전기전자/디스플레이/AI/로보틱스] 일본 기업 방문 후기 - Bottleneck 해소에는 시간 필요(2026-06-24)  
[반도체/전기전자/디스플레이/AI/로보틱스] 대만 Computex 방문 후기 - Agentic AI가 AX 견인(2026-06-10)  
[경제] 2026년 하반기 경제 전망: 기호지세(騎虎之勢) - Ride With Us or Collide With Us(2026-06-02)  
[투자전략] 2026년 하반기 투자전략 전망: AI 압축 포트폴리오 돌파하라(2026-05-29)  
[전기전자/디스플레이](OVERWEIGHT) 2026년 전기전자/디스플레이 하반기 전망 - 아직 Peak는 오지 않았다(2026-05-29)  
[건설](OVERWEIGHT) 2026년 건설업종 하반기 전망 SCREENING(2026-05-28)  
[자산배분] 하반기 자산배분 전략 - 한국 주식 중심, 채권은 캐리 중심 대응(2026-05-26)  
[투자전략] 2026년 하반기 투자전략 전망: 기호지세(騎虎之勢) - Ride With Us or Collide with Us(약약)(2026-05-26)  
[음식료/화학품](OVERWEIGHT) Glow Beauty, Select Food(2026-05-22)  
[자동차/모빌리티] (OVERWEIGHT) 전략적 실용주의, Legacy의 China Speed를 대응하는 생존형 Pivot(2026-

## Rating, Target Price Changes

SK하이닉스	BUY	2,650,000 원	▷ BUY	3,300,000 원	(2026-06-24)
삼성전기	BUY	2,300,000 원	▷ BUY	2,800,000 원	(2026-06-24)
테스	BUY	156,000 원	▷ BUY	234,000 원	(2026-06-24)
한화에너지	신규		▷ BUY	1,780,000 원	(2026-06-19)
현대로템	신규		▷ BUY	284,000 원	(2026-06-19)
LIG디펜스앤에어로스페이스	신규		▷ BUY	1,320,000 원	(2026-06-19)
한화시스템	신규		▷ BUY	125,000 원	(2026-06-19)
한국항공우주	신규		▷ BUY	202,000 원	(2026-06-19)
한솔케미칼	신규		▷ BUY	410,000 원	(2026-06-19)
와이씨	신규		▷ BUY	19,000 원	(2026-06-19)
한일시멘트	M.PERFORM	21,000 원	▷ BUY	19,000 원	(2026-06-19)
SNT에너지	BUY	62,000 원	▷ BUY	52,000 원	(2026-06-19)
아이에스동서	BUY	48,000 원	▷ BUY	31,000 원	(2026-06-19)
한미글로벌	BUY	32,000 원	▷ BUY	29,000 원	(2026-06-19)
LX세미콘	BUY	62,000 원	▷ BUY	60,000 원	(2026-06-19)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
삼성전기	103,580	삼성전자	1,602,027
KODEX 삼성전자단일종목레버리지	86,737	SK하이닉스	1,456,423
TIGER SK하이닉스단일종목레버리지	75,967	SK스퀘어	467,844
LG에너지솔루션	62,557	삼성SDI	171,866
두산에너지	46,856	HD현대중공업	119,027
외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
삼성전기	-3,867,486	KODEX SK하이닉스단일종목레버리지	-231,045
SK하이닉스	-3,298,459	TIGER SK하이닉스단일종목레버리지	-148,426
삼성전자우	-237,947	KODEX 삼성전자단일종목레버리지	-147,755
SK스퀘어	-222,340	한미반도체	-91,405
HD현대중공업	-76,435	TIGER 삼성전자단일종목레버리지	-87,054

국내시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	8,394.65	-0.20	-4.48
대형주	9,319.70	-0.60	-4.16
중형주	4,187.68	+5.77	-8.93
소형주	2,312.20	+5.42	-7.82
KOSDAQ	920.57	+8.13	-12.33

투자자별 매매동향	개인	외국인	기관
KOSPI	(억원)	(억원)	(억원)
순매수	45,975	-77,560	29,327
누적순매수(D-20)	415,604	-448,047	22,139

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	499,124	608,097	822,233

업종별 지수	증가	D-1(%)	D-20(%)
건설	160.90	+10.19	-11.43
금융	1,243.80	+0.46	+2.12
운수장비	5,717.35	+4.33	-21.95
유통	751.30	-1.31	+2.95
음식료	4,643.80	+4.82	-3.41
의약품	15,465.27	+8.73	-0.24
전기전자	146,591.80	-2.04	-2.00
철강금속	6,739.44	+6.64	-16.04
화학	4,462.24	+8.83	-9.66
유틸리티	1,147.28	+3.17	-2.34
통신	609.36	+0.50	-12.56

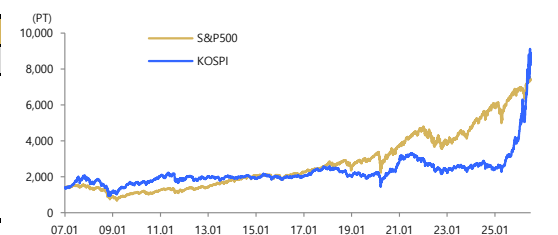
해외시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	7,440.27	+1.17	-2.10
NASDAQ	25,820.14	+2.07	-4.68
일본	69,468.11	+0.15	+3.79
중국	4,073.90	+1.16	+0.40
독일	24,626.89	-0.18	-1.33

주요 금리 동향	증가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.73	+1.10	-5.70
국고채 (10년)	4.14	+2.70	-3.00
은행채AAA (3년)	4.10	+2.10	+1.70
미국국채 (2년)	4.11	+1.50	+7.40
미국국채 (10년)	4.38	+0.55	-7.75

환율 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,545.20	+0.86	+2.72
원/백 엔	954.32	+0.76	+1.30
원/위안	227.45	+0.93	+2.29
달러/유로	1.14	+0.33	-1.80
위안/달러	6.79	-0.07	+0.42
엔/달러	161.92	+0.10	+1.40
Dollar Index	101.13	-0.24	+1.94

상품시장 동향	증가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	70.75	+2.20	-23.23
금 (usd/oz)	4,035.72	-1.01	-9.10
BDI	2,490.00	-1.35	-22.77
천연가스(NYMEX)	3.18	-1.55	+0.06

## KOSPI, S&P 추이



본 조서지표는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사 신의할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



# 자산배분 전략: 선진국 지수 편입 기대와 한국 자본시장의 과제

자산배분/스타일전략 김중원

02) 3787-2290

simon@hmsec.com



# Executive Summary

## 1. 선진국 편입 기대와 코리아 디스카운트 완화 가능성

- MSCI는 글로벌 자산운용사와 미국계 기관투자자가 가장 널리 활용하는 대표 벤치마크
- 한국은 FTSE와 S&P Dow Jones 계열 지수에서는 이미 선진국으로 분류되어 있으나, MSCI에서는 여전히 신흥국으로 분류
- 시장에서는 MSCI 선진국 편입이 글로벌 패시브 자금 유입과 투자심리 개선을 통해 코리아 디스카운트 완화의 계기가 될 것으로 기대
- 다만 선진국 편입 효과는 단기 수급 측면에서 중요하지만, 장기 밸류에이션 리레이팅을 보장하는 요인은 아님

## 2. 시장 분류 변경 사례: 장기 성과는 펀더멘털이 결정

- 이스라엘은 2010년 MSCI 선진국 편입 이후에도 밸류에이션 할인폭이 확대되며, 선진국 편입 자체가 리레이팅의 충분조건이 아님을 확인
- 한국은 2013년 뱅가드 벤치마크 변경 과정에서 FTSE 선진국 분류가 오히려 한국 비중 축소와 단기 매도 압력으로 연결
- 그리스는 2013년 MSCI 신흥국 강등 직후 자금 유출을 경험했으나, 이후 외국인 자금 유입과 증시 회복이 가능했음
- 시장 분류 변경은 단기 외국인 수급에 영향을 미치지만, 장기 주가와 밸류에이션은 시장 펀더멘털과 투자매력이 결정

## 3. 선진국 지수 편입은 목적이 아니라 자본시장 선진화의 결과

- 일본은 이미 MSCI 선진국 시장이었음에도 장기간 저평가가 지속됐으나, 2023년 이후 ROE 개선과 주주환원 확대를 바탕으로 PBR 중심 리레이팅 진행
- MSCI가 한국에 요구하는 핵심은 밸류에이션이 아니라 외국인 투자자의 시장접근성과 투자환경 개선
- 한국 정부는 외환시장 개방, 공매도 제도 개선, 영문공시 확대, 결제제도 개선 등 시장접근성 제고 정책을 추진
- 코리아 디스카운트 해소는 자본시장 제도 선진화와 기업 경쟁력 강화가 함께 이루어질 때 가능하며, MSCI 선진국 편입은 그 결과로 자연스럽게 따라오는 과정



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

---

**왜 선진국 지수 편입을 기대하는가?**

# MSCI란 무엇인가?

- 세계 주식시장의 대표 벤치마크로는 MSCI, FTSE Russell, S&P Dow Jones 등이 있으며, 한국은 FTSE와 S&P Dow Jones 계열 지수에서는 이미 선진국으로 분류되어 있으나 MSCI에서는 아직 신흥국으로 분류
- MSCI는 글로벌 자산운용사와 미국계 기관투자자가 가장 널리 활용하는 벤치마크로, 지수 변경은 글로벌 패시브 자금의 국가별 자산배분에 직접적인 영향을 미침
- MSCI는 국가를 선진국 · 신흥국 · 프론티어로 구분하며, 특히 시장접근성(Market Accessibility)을 선진국 편입의 핵심 평가 기준으로 활용

MSCI 시장 분류체계: 선진국 · 신흥국 · 프론티어 구분 기준

구분	선진국	신흥국	프론티어
① 경제 발전 정도	높은 소득 수준과 경제 안정성 요구	중간 수준의 경제발전	상대적으로 낮은 경제발전 단계
② 주식시장 규모·유동성	대형주 수, 시가총액, 거래대금 기준 모두 높음	일정 수준 이상 규모와 유동성 필요	규모와 유동성 기준이 상대적으로 낮음
③ 시장접근성	외국인 투자, 자금 입출금, 결제, 공매도, 정보 접근성이 매우 원활	기본적 투자는 가능하나 일부 제도·운영 제약 존재	외국인 투자와 자금 이동, 거래 인프라 제약이 큼
대표 지수	MSCI World	MSCI Emerging Markets	MSCI Frontier Markets
주요 국가	미국, 일본, 영국, 독일, 프랑스, 이스라엘	한국, 중국, 대만, 인도, 브라질, 그리스	베트남, 루마니아, 모로코, 카자흐스탄

자료: MSCI 홈페이지, 현대차증권

## 한국의 MSCI 선진국 편입 쟁점은 경제 규모보다 시장접근성



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE

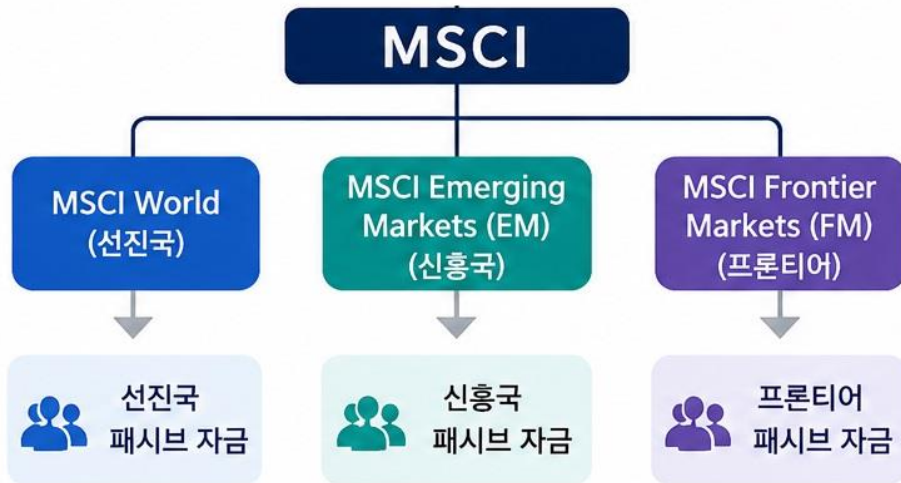


GLOBALITY

# MSCI를 추종하는 자금은 얼마나 될까?

- MSCI는 글로벌 패시브 투자자와 기관투자자가 가장 많이 활용하는 대표 벤치마크
- MSCI 지수 변경은 글로벌 패시브 자금의 국가별 자산배분과 투자 비중 조정으로 연결
- 따라서 국가별 MSCI 분류 변경은 단기적으로 외국인 수급에 중요한 영향을 미칠 수 있음

## 글로벌 벤치마크 (글로벌 패시브 투자 기준)



자료: MSCI 홈페이지, 현대차증권

## MSCI 시장별 추종자금 규모(추정)

시장분류 (MSCI 지수)	추종 자금 규모(추정)
MSCI ACWI 전세계	약 17~18조 달러
MSCI World 선진국	약 14~15조 달러
MSCI Emerging 신흥국	약 1.8~1.9조 달러
MSCI Frontier 프론티어	약 200~300억 달러

자료: 언론종합, 현대차증권

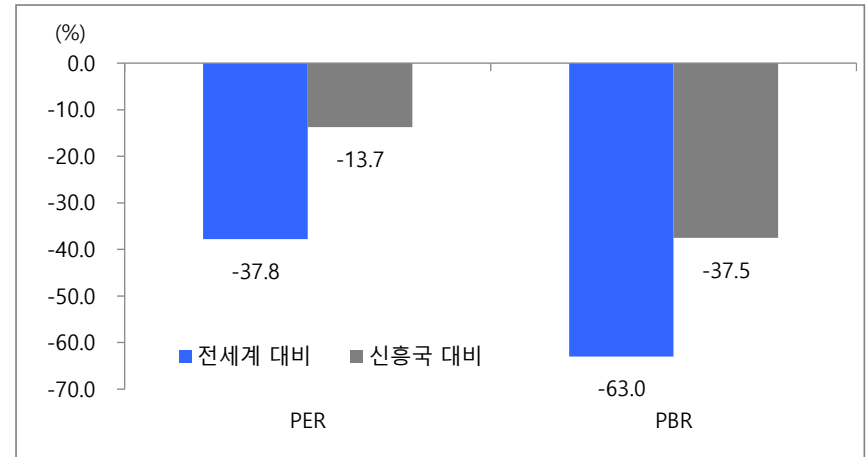
**MSCI 선진국 추종자금은 신흥국 대비 약 8배 규모**



# 코리아 디스카운트란?

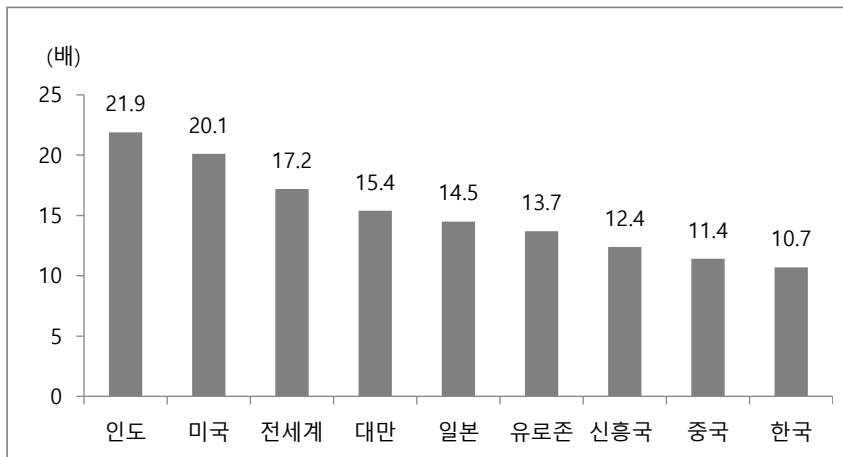
- 한국 증시는 글로벌 주요국과 신흥국 대비 낮은 밸류에이션 수준이 장기간 지속되며 대표적인 '코리아 디스카운트' 시장으로 평가
- 낮은 ROE와 주주환원율, 지배구조에 대한 우려, 지정학적 리스크 등이 코리아 디스카운트의 주요 원인으로 지적
- 시장에서는 MSCI 선진국 편입이 글로벌 투자자의 자금 유입과 투자심리 개선으로 이어져 코리아 디스카운트 완화의 계기가 될 것이라는 기대가 존재

글로벌 및 신흥국 대비 한국 할인율



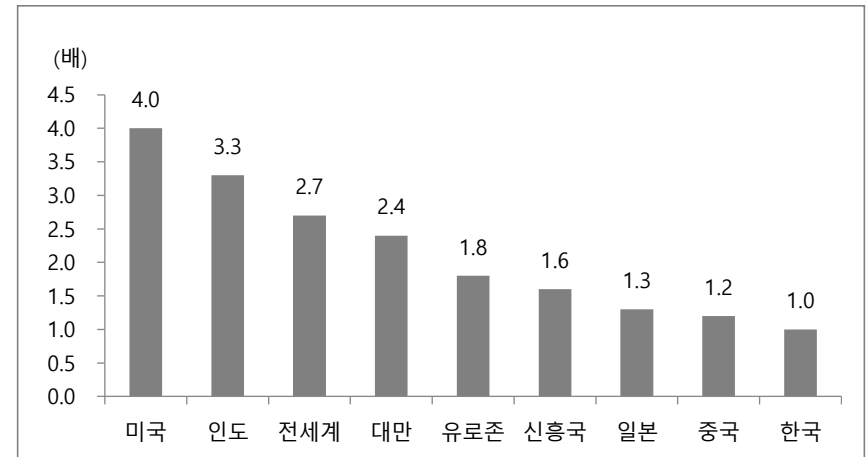
주: 2021년부터 2025년까지 평균 12M FWD PER과 PBR 기준  
자료: Refinitiv, 현대차증권

주요국 12개월 선행 PER 비교



주: 2021년부터 2025년까지 평균 12M FWD PER 기준  
자료: Refinitiv, 현대차증권

주요국 12개월 선행 PBR 비교



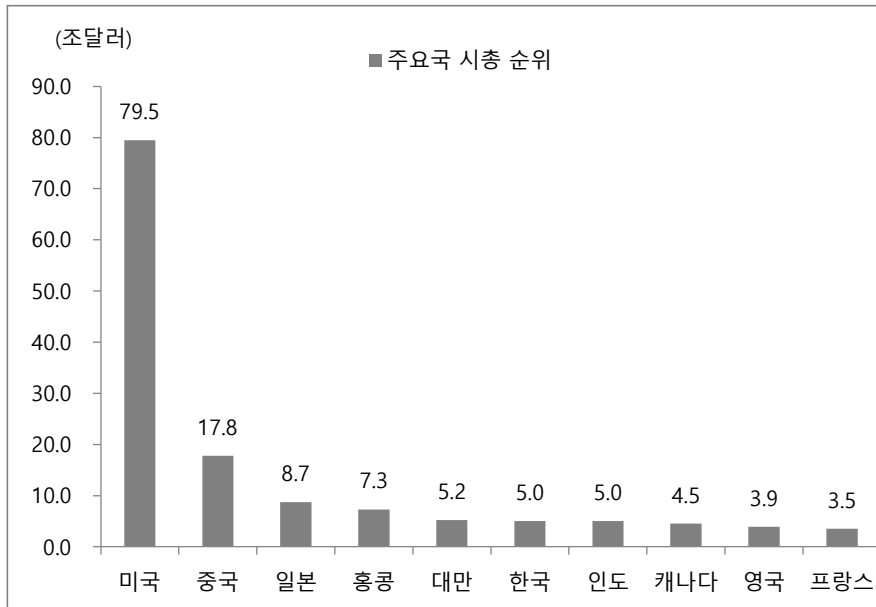
주: 2021년부터 2025년까지 평균 12M FWD PBR 기준  
자료: Refinitiv, 현대차증권



# MSCI 선진국 편입으로 기대되는 효과

- MSCI 선진국 편입 시 더 큰 규모의 글로벌 패시브 자금 유입 기대
- 외국인 투자 저변 확대와 함께 코리아 디스카운트 완화 기대
- 이에 따라 국내 증시 밸류에이션 리레이팅 가능성에 대한 기대 확대
- 최근 한국 증시 시가총액이 글로벌 6위권까지 확대되면서 선진국 지수 편입에 대한 기대도 높아지는 상황

글로벌 주요국 주식시장 시가총액



주: 2026년 6월 기준  
자료: Bloomberg, 현대차증권

MSCI 선진국 편입 시 예상 자금 유출입

구분	시장 추정
신흥국 지수 제외에 따른 유출	약 50억 달러 내외
선진국 지수 편입에 따른 유입	약 300억 달러 내외
예상 순유입 효과	약 250억 달러 내외

자료: 언론종합, 현대차증권



---

# 시장 분류 변경 사례

# 왜 이스라엘 사례를 먼저 살펴보는가?

- 이스라엘은 혁신경제와 자본시장의 경쟁력을 바탕으로 MSCI 선진국 시장에 편입된 대표 사례

## 이스라엘을 선정한 이유



### 2010년 MSCI 선진국 지수 편입

2010년 5월, MSCI 선진국 지수에서 선진국 지수(D Developed Market)로 편입



### 한국과 자주 비교되는 대표 사례

경제규모, 시장구조, 산업구성 측면에서 한국과 가장 많이 비교되는 국가



### 세계 최고 수준의 혁신·기술 중심 경제

IT·첨단산업과 스타트업 생태계를 기반으로 글로벌 경쟁력을 확보



### 한국과 유사한 소규모 개방경제

인구 약 1,000만명, 작은 내수시장, 수출·외국인 투자에 의존하는 구조



### Why Israel?

이스라엘은 '선진국이라서 혁신국가가 된 것'이 아니라, 혁신경제와 자본시장의 경쟁력을 바탕으로 MSCI 선진국 시장에 편입된 대표 사례이다.

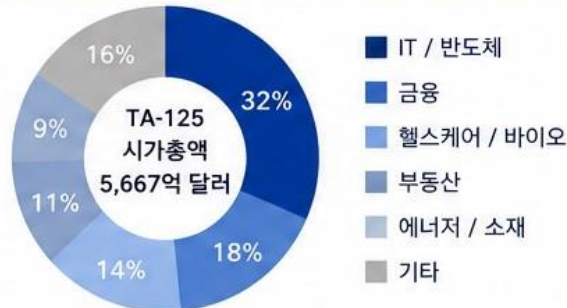
## 이스라엘 개요



	인구 (2024)	약 1,000만명
	GDP (2023)	4,137억 달러
	1인당 GDP (2024)	\$41,845
	상장기업 수	약 500여 개
	대표지수	TA-125 Index
	시가총액 (2026.6.30)	5,667억 달러

자료: World Bank, IMF, Bloomberg, TASE (2026.6.30 기준)

## 주요 산업 구성 (시가총액 기준, 2026.6.30)



자료: TASE (2026.6.30 기준)

## 글로벌 기업 R&D / 투자 거점



글로벌 빅테크 기업들의 핵심 R&D 센터 운영

이스라엘은 선진국 편입보다 선진국 시장으로 성장한 과정이 더 큰 시사점을 제공



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

# 2008년 같은 Watch List, 2010년 엇갈린 결과

- 이스라엘은 2010년 MSCI 선진국 지수에 편입된 반면, 한국은 편입에 실패하며 이후 Watch List에서도 제외



## 이스라엘 (TA-125 Index)

선진국(DM) 편입 성공

**2008** 2008년 7월: 관찰대상국(Watchlist) 등재  
한국과 함께 MSCI 선진국 지수 편입을 위한 공식 검토 단계 진입.

---

**2009** 2009년 6월: 승인 및 발표  
주요 접근성 요건 충족에 따라 2010년 5월 편입 확정 발표.

---

**2010** 2010년 5월: 선진국 지수 최종 편입 완료  
실제 지수 변경 개시 및 대표 지수(TA-125) 글로벌 수급 전환.

**성공 요인: 시장접근성 개선 및 인프라 선진화**

- 외환시장 자유화 및 투자자금의 원활한 입출금 환경 구축
- 국제 기준에 부합하는 결제 인프라 도입
- 외국인 투자자 등록 절차 간소화 및 정보 접근성 제고
- 투명한 시장 운영 및 기업 지배구조 개선 노력 지속



## 대한민국 (KOSPI 200)

신흥국(EM) 유지

**2008** 2008년 7월: 관찰대상국(Watchlist) 등재  
외환거래 자유화 및 자본시장 선진화 로드맵 제안과 함께 등재 성공.

---

**2009** 2009년: 편입 유보  
여러 외환 시장 규제 및 외국인 ID 제도 등으로 인해 편입 유보 결정.

---

**2014** 2014년 6월: 관찰대상국(Watchlist) 제외  
제도 개선 정체로 관찰대상국 지위 마저 상실 (현재까지 EM 분류 유지).

**주요 요인: 시장접근성 제약 지속**

- 외환시장 규제 및 투자자금의 원활한 입출금 제한
- 외국인 전용 유니버스 운영 등 차별적 제도 유지
- 결제·보관 인프라 및 정보 접근성 개선 지연
- 제도 개선의 일관성 및 실행력 부족

자료: 언론종합, 현대차증권

**이스라엘과 한국은 같은 시기 MSCI 선진국 편입 후보군에 올랐지만,  
시장접근성 개선 여부에 따라 서로 다른 결과로 연결**



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

# 이스라엘, 편입 이후 수급보다 펀더멘털이 중요

- MSCI 선진국 편입 직후 이스라엘 증시는 단기적으로 외국인 순매도에도 불구하고 TA-35 지수는 상승세를 유지.
- 이는 선진국 편입 자체보다 시장 펀더멘털과 투자심리가 주가 흐름에 더 중요하게 작용했음을 시사.

MSCI 선진국 편입 전후 이스라엘 외국인 수급 및 주가 변화

구분	외국인 순매수	이스라엘 TA-35 지수 수익률
편입전 6개월	+1.80억 달러 순매수	+1.70%
편입 직후 3개월	-1.35억 달러 순매도	+3.30%
편입 후 6개월	+2,307만달러 순매수	+15.10%

자료: Bloomberg, 현대차증권

선진국 편입은 단기 수급 이벤트일 수 있으나, 주가의 지속성은 결국 시장 펀더멘털이 결정



# 이스라엘, 선진국 편입 이후에도 밸류에이션 할인 확대

- 이스라엘 TA-125 지수는 MSCI 선진국 편입 이후 5년간 ROE가 14.1%에서 14.3%로 소폭 개선됐으나, 12개월 선행 PER은 12.9배에서 9.2배, PBR은 1.82배에서 1.32배로 하락.
- 이는 선진국 편입 자체가 밸류에이션 리레이팅을 보장하지 않으며, 시장 멀티플은 편입 이후에도 거시환경 · 지역 리스크 · 투자심리 등에 따라 달라질 수 있음을 시사.

MSCI 선진국 편입 전후 이스라엘 밸류에이션 비교

구분	편입 전 5년	편입 후 5년	변화
12M Fwd PER	12.9배	9.2배	-3.7배
선진국 대비	-4.8%	-29.6%	할인 확대
12M Fwd PBR	1.82배	1.32배	-0.50배
선진국 대비	-7.5%	-23.0%	할인 확대
ROE	14.1%	14.3%	+0.2%p
선진국 대비	-0.2%p	+1.2%p	소폭 개선

주: TA-125 지수 기준  
자료: Refinitiv, 현대차증권

**선진국 편입은 밸류에이션 리레이팅의 충분조건이 아님**



CUSTOMER



CHALLENGE



COLLABORATION



PEOPLE



GLOBALITY

# 2013년 뱅가드 벤치마크 변경과 한국 매도 압력

- 뱅가드(Vanguard)는 세계 최대 패시브 운용사 중 하나로, ETF와 인덱스펀드를 중심으로 2013년 당시 약 2조 달러 이상 운용
- 2012년 운용비용 절감을 위해 MSCI 대비 지수 사용료가 낮은 FTSE 지수로 일부 ETF의 벤치마크를 변경한다고 발표
- 한국은 MSCI에서는 신흥국, FTSE에서는 선진국으로 분류되어 있어 벤치마크 변경 과정에서 한국 비중이 단계적으로 축소
- FTSE는 시장 충격 완화를 위해 FTSE Emerging Transition Index를 도입하여 2013년 1~6월 한국 비중을 매주 4%씩 축소

뱅가드 벤치마크 변경 구조

구분	변경 전	변경 후
벤치마크	MSCI Emerging Markets	FTSE Emerging
한국 분류	신흥국	선진국
한국 비중	포함	제외
시장 영향	신흥국 ETF 내 한국 보유	한국 비중 축소에 따른 매도 압력

자료: FTSE, 언론보도, 현대차증권

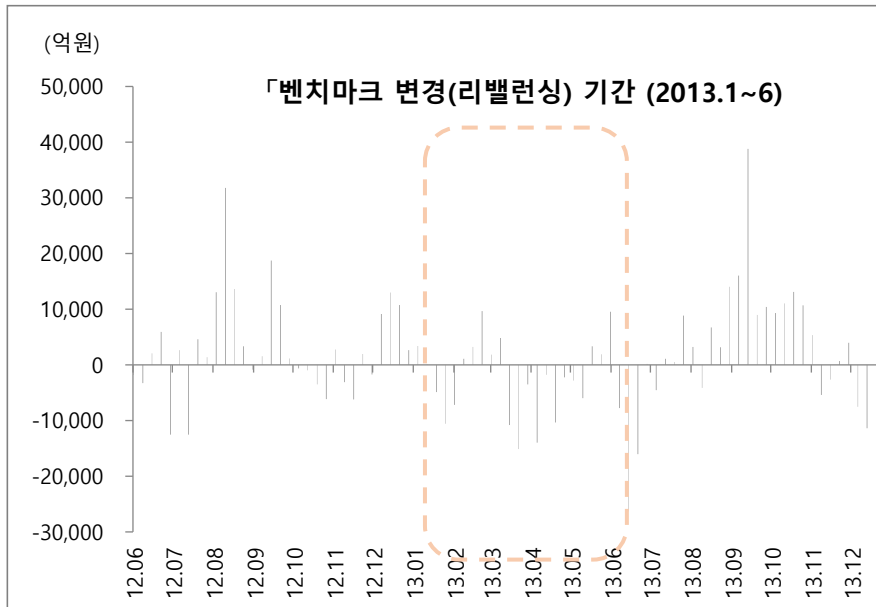
**FTSE 선진국 분류가 오히려 한국 비중 축소와 매도 압력으로 연결**



# 2013년 벵가드 리밸런싱과 한국 증시

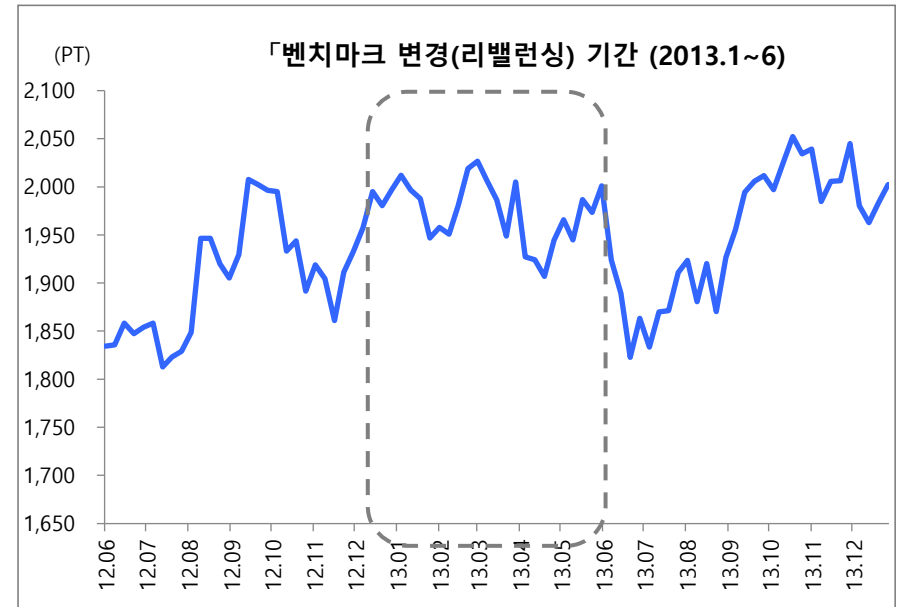
- 2013년 1~6월 FTSE Transition Index 적용에 따라 한국 비중이 단계적으로 축소
  - 리밸런싱 기간(2013.1~6) 유가증권시장에서 외국인은 약 10조원 순매도, 코스피 6.6% 하락
  - 그러나 2013년 연간 외국인은 약 3조원 순매수, 코스피도 연간 기준 보합권으로 회복
- 패시브 리밸런싱은 단기 이벤트였으며, 장기 시장 흐름은 펀더멘털이 결정

벤치마크 변경 전후 유가증권 시장 외국인 순매수 추이



자료: 애프인가이드 QuantiWise, 현대차증권

벤치마크 변경 전후 코스피 추이



자료: 애프인가이드 QuantiWise, 현대차증권



# 2013년 그리스, MSCI 신흥국으로 강등

- ✓ 2001년 유로존 가입 이후 MSCI 선진국 지수에 편입
  - 2001년 유로존 가입과 함께 MSCI 선진국(Developed Market)으로 분류
- ✓ 재정위기 심화로 시장 접근성 및 투자 매력 급격히 악화
  - 정부 부채 급증, 경기 침체 장기화로 투자자 신뢰 저하
- ✓ 2013년 6월, MSCI 선진국 지수에서 신흥국 지수로 강등
  - 그리스 증시의 시장 접근성, 유동성 요건 미달로 MSCI 지수 편입 기준 충족 실패
- ✓ 선진국 지수 내 존재감이 매우 약화된 것이 강등의 주요 배경
  - 선진국 지수 내 비중이 2010년 0.16%에서 2012년 0.03%로 축소

## 그리스 MSCI 지수 분류 변화



➤ 선진국 내 존재감 약화와 시장 접근성 악화가 2013년 그리스의 신흥국 강등을 결정

# 그리스 신흥국 강등 이후 외국인 자금 유입 회복

- 2013년 6월 그리스는 재정위기 장기화와 공매도 금지 등 시장 접근성 저하를 이유로 MSCI 선진국에서 신흥국으로 강등.
- 강등 직후에는 패시브 리밸런싱에 따른 자금 유출이 나타났으나, 이후 신흥국 내 상대적 비중이 확대되면서 외국인 자금은 점진적으로 유입세로 전환.



### MSCI 신흥국 강등 전후 외국인 자금 유출입

(단위 : 백만 달러)

구분	외국인 순매수 (백만 달러)
강등 전 12개월 (2012.6말 ~ 2013.5말)	+9.06
강등 직후 6개월 (2013.6말 ~ 2013.11말)	-85.65
강등 후 12개월 (2013.6말 ~ 2014.5말)	+80.86

자료: Bloomberg, 현대차증권

신흥국 강등 직후에는 자금 유출이 나타났지만, 이후 외국인 자금은 다시 유입세로 전환

# 시장 분류 변경 사례가 보여주는 공통점

- 이스라엘은 선진국 편입 이후에도 밸류에이션 리레이팅이 나타나지 않음
- 한국은 FTSE 선진국 분류에도 벤치마크 변경 과정에서 단기 매도 압력을 경험
- 그리스는 신흥국 강등 이후에도 외국인 자금 유입과 증시 회복이 가능했음

시장 분류 변경 전후 주요 사례 비교

사례	단기 수급 (직후 3~6개월 외국인)	장기 주가 (이후 6~12개월)	시사점
이스라엘	순매도	상승	펀더멘털 중요
한국(뱅크)	대규모 매도	회복	리밸런싱은 단기 이벤트
그리스	강등·유출	회복	시장 분류보다 투자매력

자료: Bloomberg, 애프엔가이드 QuantiWise, 현대차증권

**시장 분류 변경은 단기 수급에는 영향을 주지만, 장기 성과는 시장 펀더멘털이 결정**



---

# MSCI 선진국 편입의 진짜 의미

# 일본 리레이팅의 핵심은 선진국 지위가 아닌 ROE 개선

- 일본은 오래전부터 MSCI 선진국 시장으로 분류됐지만, 장기간 낮은 ROE와 자본효율성으로 글로벌 대비 저평가가 지속
- 2023년 이후 기업가치 제고(Value-up) 정책과 ROE 개선, 주주환원 확대를 바탕으로 PBR 중심의 리레이팅 진행
- 일본 사례는 선진국 편입보다 ROE와 자본효율성이 장기 밸류에이션을 결정함을 시사

일본 밸류업 정책 전후 밸류에이션 변화

구분	밸류업 이전 (2016년부터 2020년)	밸류업 이후 (2022년부터 현재)	변화
12M Fwd R.O.E	8.5%	9.6%	▲ 개선
12M Fwd PBR	1.22배	1.41배	▲리레이팅
12M Fwd PER	13.9배	14.7배	→ 큰 변화 없음

자료: Refinitiv, 현대차증권



# MSCI 선진국 편입의 핵심은 시장접근성

- MSCI 선진국 편입의 직접 쟁점은 밸류에이션이 아니라 외국인 투자자의 시장접근성
- 한국은 외국인 투자자 등록제 폐지, 영문공시 확대, 외환시장 개장시간 연장 등 제도 개선을 진행
- 다만 외환시장 접근성, 공매도 운영에 대한 시장 신뢰, 제도 개선의 실효성은 여전히 주요 과제로 평가

MSCI 선진국 진입 핵심 장벽 및 평가

구분	MSCI 핵심 지적 사항	현재 핵심 문제점
외환시장 접근성	•외환시장 거래시간은 확대됐으나, 역외 원화시장 접근성과 야간 유동성은 여전히 제한	•환전과 외환 운용의 유연성이 여전히 제약됨
공매도 제도	•전면 재개 과정에서 도입된 규제, 중앙점검 시스템(NSDS) 등 실시간 감시 체계	•시장감시 체계는 개선됐으나 글로벌 투자자의 신뢰 회복에는 시간이 필요
투자환경 개선	•외국인 투자자 등록제(IRC) 폐지 완료 •기업 밸류업 연계 영문 공시 확대 등	•제도적 개선은 인정하나 시장 참가자들의 실질적인 적응 시간 필요

자료: 언론보도, 기획재정부, 금융위원회, 한국거래소, 현대차증권



# MSCI 선진국 편입을 위한 정책 방향

- 정부는 MSCI의 주요 지적 사항을 반영해 외환시장, 공매도, 투자환경 등 자본시장 제도 개선 추진
- 영문공시 확대, T+1 결제체계 도입 등 글로벌 기준에 맞춘 시장접근성 개선 지속
- 향후 제도의 실효성 검증과 글로벌 투자자의 신뢰 확보가 MSCI 선진국 편입의 핵심 과제

MSCI 주요 지적 사항에 대한 한국 정부의 대응 및 개선 방향

핵심 과제	MSCI 지적 사항	정부의 향후 대응 및 개선 방향
외환시장 유동성 보완	야간 거래시간 연장에도 글로벌 투자자가 체감하는 실질 유동성 부족	<ul style="list-style-type: none"> <li>•원화 거래 허가 외국 금융기관(RFI) 참여 확대 유도</li> <li>•새벽 시간대 외환시장 유동성 공급 확대</li> </ul>
공매도 운영 부담 완화	무차입 공매도 방지 시스템(NSDS)이 글로벌 펀드에 운영 부담으로 작용	<ul style="list-style-type: none"> <li>•NSDS 도입에 따른 내부 통제 의무의 구체적 지침 가이드라인 제공</li> <li>•글로벌 투자자의 제도 신뢰 회복</li> </ul>
글로벌 인프라 조기 안착	개선된 제도들의 체감 접근성 및 적응 시간 부족	<ul style="list-style-type: none"> <li>•자산 2조 원 이상 법인 대상 영문 공시 의무화 단계적 의무화 확대</li> </ul>
지수 사용권	글로벌 투자상품 개발을 위한 지수 활용 환경	<ul style="list-style-type: none"> <li>•국내 투자상품 경쟁력 제고를 위한 중장기 협의 과제</li> </ul>

자료: 언론보도, 기획재정부, 금융위원회, 한국거래소, 현대차증권



# MSCI 선진국 편입은 목적이 아닌 결과

- MSCI는 국가의 밸류에이션 수준보다 외국인 투자자의 시장접근성과 투자환경을 중심으로 선진국 편입 여부를 평가
- 주식시장의 장기 밸류에이션은 선진국 편입 자체보다 기업의 ROE 개선, 자본효율성 제고, 기업가치 향상에 의해 결정
- 코리아 디스카운트 해소는 자본시장 제도 선진화와 기업 경쟁력 강화가 함께 이루어질 때 가능하며, MSCI 선진국 편입은 그 결과로 자연스럽게 따라오는 과정



## 핵심 결론

### 1 시장 분류 변경은 단기 수급에 영향을 미친다



편입·강등 또는 리밸런싱 과정에서 패시브 자금의 이동으로 단기 매수·매도 압력이 발생한다.

### 2 장기 밸류에이션은 ROE와 기업가치가 결정한다



주식시장의 장기 성과와 밸류에이션은 시장 분류보다 기업의 ROE, 자본 효율성, 기업가치 향상에 의해 결정된다.

### 3 MSCI 선진국 편입은 목적이 아닌 결과이다



자본시장 제도 선진화와 기업 경쟁력 강화를 통해 코리아 디스카운트가 해소될 때, MSCI 선진국 편입도 자연스럽게 따라온다.

MSCI 선진국 편입은 한국 증시 리레이팅의 출발점이 아니라, 한국 자본시장이 선진화된 결과이다

# China Issue

## 바이두의 하락을 막은 쿨론티 밸류 500억\$

### 바이두 주가 5%급등의 원인: 쿨론티 밸류 500억\$

-전일(6/29) 홍콩 증시의 바이두(09888.HK) 주가가 +5.62%(장중 고점 +8.75%)상승하며 연이은 하락에서 벗어남

-바이두의 주가 상승은 바이두가 설립한 쿨론티의 밸류가 500억\$(2025년 라운드D 밸류는 210억 위안)에 달한다는 외신의 보도가 원인으로 쿨론티의 추정 밸류 500억\$(약 3,921억HKD)가 현실화된다면 대주주인 바이두의 시가 총액인 2,839억 HKD도 크게 웃돌게 됨

-쿨론티는 2011년 바이두의 '스마트 칩 및 아키텍처 부문'이 전신으로 해외 AI칩에 대한 의존도를 낮추기 위해 자체 칩 개발을 시작하면서 설립. 2021년 4월 바이두에서 독립 법인으로 분사했지만 여전히 바이두는 지분 57.67%를 보유한 쿨론티의 최대주주

### 쿨론티에 대한 시장의 기대

-쿨론티는 IPO를 준비하며 홍콩과 상해 증시의 과다판 두 증시에 동시 상장을 추진하고 있으며, 중국내 투자자들의 관심이 높은 점은 크게 3가지 이유가 있음

-①LLM모델에 부합하는 제품 개발: 2011년 설립된 후 FPGA프로젝트부터 시작해 2018년 1세대 쿨론티 AI칩을 출시했고, 2020년에서야 양산에 성공, 2021년 바이두에서 분사 후 2세대 쿨론티 AI칩을 양산, 2024년 대형모델 AI시스템에 부합하는 3세대 쿨론티 AI칩까지 양산에 성공해 중국 AI칩 분야에서 대표 기업 중 하나로 인정받고 있음

-②자체 아키텍처 보유: 제품들이 GPU가 아닌 AI디러닝 전용의 자체 개발 XPU 아키텍처를 사용. AI추론에 최적화되어 바이두의 원신일언 외에 DeepSeek, 알리바바 Qwen 모델 등을 지원 가능함

-③중국 대형 고객 확보: AI 가속카드의 연간 생산량이 11.6만장에 달해 바이두 외에도 주요 고객으로 텐센트, 차이나모바일, 초상은행, 남방전력, VIVO 등을 확보하고 있으며, 바이트댄스도 쿨론티 구매를 고려 중인 것으로 알려지는 등 정부의 자국산 반도체 구매 장려 정책의 수혜 기업 중 하나

### CXMT에 이은 하반기 중국 반도체 IPO의 대어가 될 전망

-중국 AI칩의 대표 기업은 연간 80만 장 이상의 Ascend 칩을 생산하는 화웨이지만, 화웨이의 IPO 계획이 부재한 상황에서 중국 A증시와 홍콩 증시 모두에 쿨론티의 IPO가 완료될 경우 외국인 개인 투자자들의 직접 투자도 가능할 뿐만 아니라, Cambricon, Hygon 등과 함께 중국 AI 반도체 테마 상품 포트폴리오에 편입될 수밖에 없음

-CXMT의 IPO에 이어 중국 반도체 기업 IPO랠리를 이어갈 하반기 대어가 될 예정

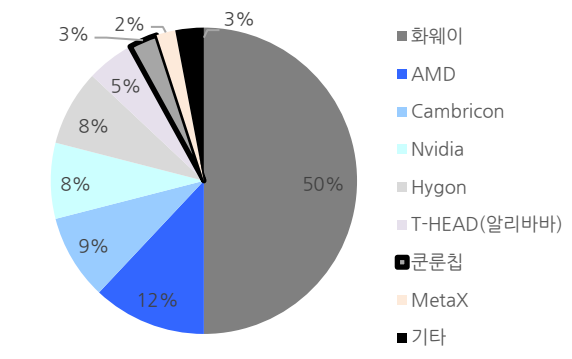
Analyst 여태경 Tk.yeo@hmsec.com

<그림1> XPU 아키텍처: PCIe 4세대 인터페이스 지원



자료: 쿨룬칩, 현대차증권

<그림2> 2026년 중국 AI 가속기 브랜드별 M/S 전망



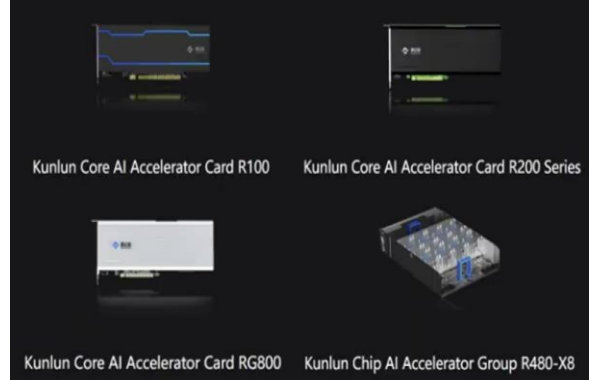
자료: Bernstein Analysis and estimates, 현대차증권

<그림3> 쿨룬 1세대 AI칩 기반 AI 가속기



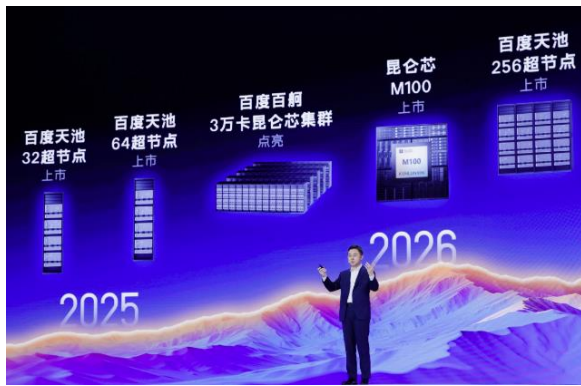
자료: 쿨룬칩, 현대차증권

<그림4> 쿨룬 2세대 AI칩 기반 AI 가속기



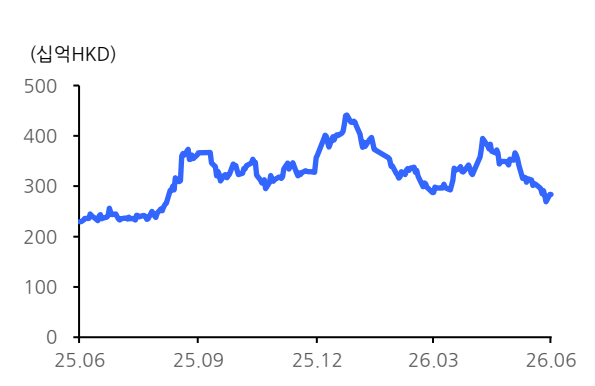
자료: 쿨룬칩, 현대차증권

<그림5> 2026년 쿨룬M300 칩과 바이두전치 슈퍼노드 발표 계획



자료: 쿨룬칩, 현대차증권

<그림6> 바이두 시가총액 추이



자료: Wind, 현대차증권

### ▶ Compliance Notice

- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

### ▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
  - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
  - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
  - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
  - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
  - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
  - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

### ▶ 투자등급 통계 (2025.04.01~2026.03.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181건	93.8%
보유	12건	6.2%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.