

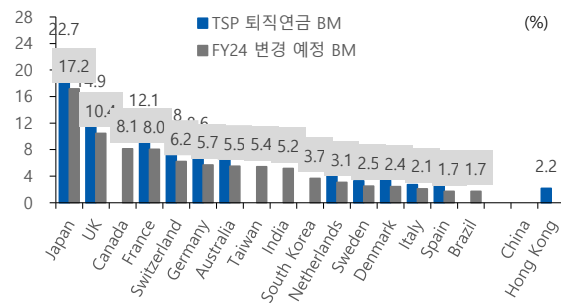


미 연방 공무원 퇴직연금 BM 벤치마크 변경

1. 미 연방 공무원 퇴직 연금(TSP)의 BM 변경

- 24년 미 연방 공무원 퇴직 연금(TSP)의 I Fund 벤치마크는 선진국에서 중국, 홍콩 제외 전세계 지수로 변경 예정.
- 캐나다(+8.1%), 인도(+5.2%), 한국(+3.7%) 편입비중 증가 예상.
- 캐나다, 인도 등에 초기 관심이 집중되겠지만, 인도 증시의 밸류 부담, MSCI 섹터와의 괴리 등을 보면 한국, 대만 등이 이후 주목될 가능성이 높음.

24년 미 연방 공무원 퇴직 연금(TSP)의 I Fund 벤치마크 변경.

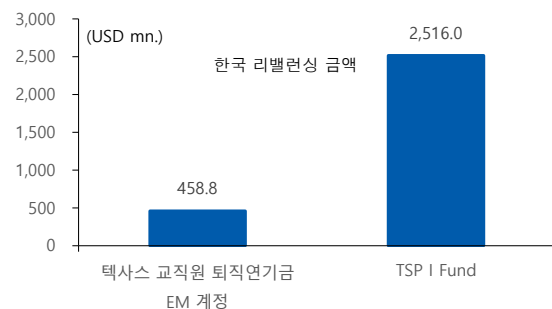


자료: 유안타증권 리서치센터

2. 차원이 다른 Size, 관심을 앞서 가져야 하는 이유

한국 리밸런싱 유입 금액은 \$25.2억에 육박

- 22.10월~23.3월 6개월간 진행된 텍사스 교직원 퇴직연금 리밸런싱과 비교하면 AUM은 4.6배 수준.
- 비중 증가 폭을 감안하면 한국 리밸런싱 규모는 \$25.2억 수준.
- 컨설팅 사의 원안대로 승인된다면 리밸런싱은 4개월만에 진행.



자료: 유안타증권 리서치센터

1. 미 연방 공무원 퇴직 연기금의 BM 변경

24년 미 연방 공무원 퇴직 연기금(TSP)의 해외계정인 I Fund 벤치마크 변경 이슈에 주목할 시점으로 판단한다. 이미 19년부터 기존 선진국 지수에서 신흥국을 포함한 전 세계 지수로 변경될 것을 언급한 바 있다.

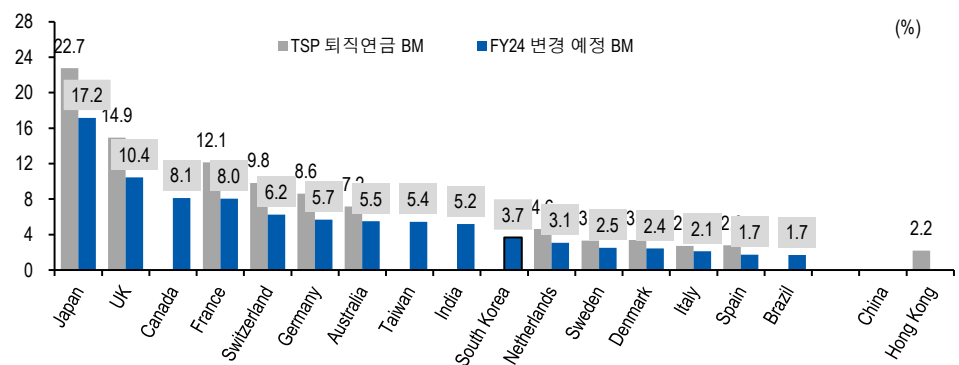
당시 TSP의 퇴직연금 투자 위원회(FRTIB)는 중국 투자를 반대하는 공화당 루비오 의원 등 초당파 의원들의 제지에도 BM 변경을 진행할 것을 시사했다. 하지만, 20년 5월 트럼프가 위원 3명을 교체 지명하면서, 이사장의 사임과 무기한 보류로 일단락 되었다.

최근 11월, 투자위원회는 I Fund의 BM을 '전세계 지수에서 중국, 홍콩을 제외'한 지수로 변경하고 24년에 반영할 것을 발표했다.

BM에 미편입되었던 캐나다, 인도, 대만에 이어 한국도 신규 편입될 것이다. 한국의 BM 비중은 3.7% 수준이 될 것으로 판단한다. 신규 편입국가의 리밸런싱은 기존 편입 국가였던 일본, 영국 등의 비중축소와 병행될 것으로 판단한다.

BM만 본다면 중국은 전후 편출입이 없기 때문에 이번 변경에서 중립적이다. 하지만, 선진국으로 분류된 홍콩 증시 종목들의 직접적인 편출과, Ex China 트렌드가 주요 연기금에서도 반영되는 점에서 패시브 Flow에서는 부정적이다.

[차트1] 24년 미 연방 공무원 퇴직 연기금(TSP)의 I Fund 벤치마크는 선진국 지수에서 중국, 홍콩을 제외한 전세계 지수로 변경.

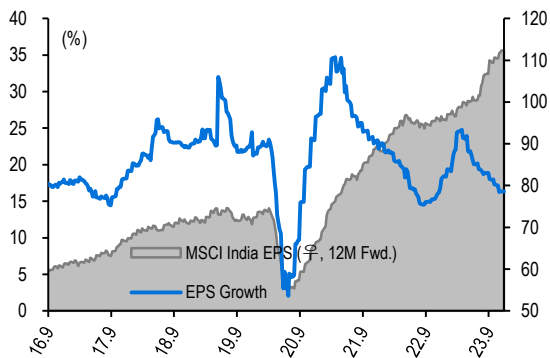


2. 캐나다, 인도에 집중될 관심

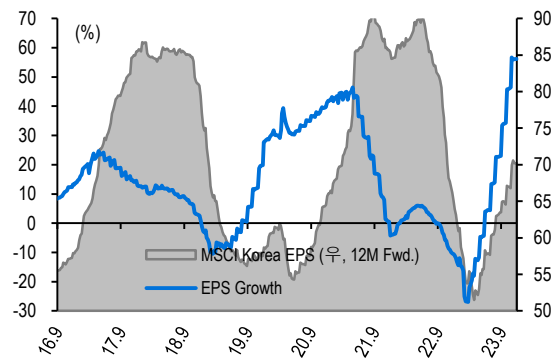
이번 BM 변경의 초기 관심은 캐나다와 인도에 집중될 것으로 판단된다. 캐나다는 8.1%, 인도는 5.2%로 신규로 편입되는 국가에서도 편입비중이 가장 높다.

특히 인도는 Post China의 프리미엄과 함께 ex China의 최대 편입비중 국가로 동 이슈가 더 부각될 수 있다. 하지만 지수 상승률 수준이 상당히 높으며, 둔화된 이익 트렌드 대비 밸류는 다소 부담이 될 수 있는 수준으로 판단된다.

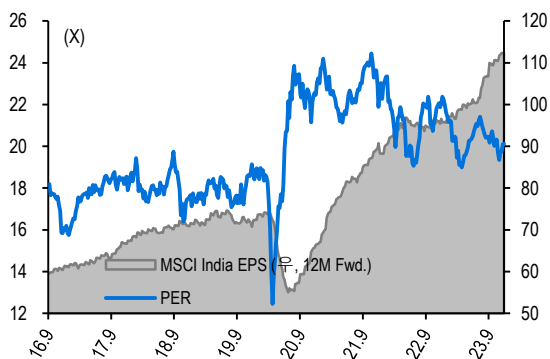
[차트2] 인도의 이익 레벨은 높지만 증감률은 다소 둔화되는 흐름.



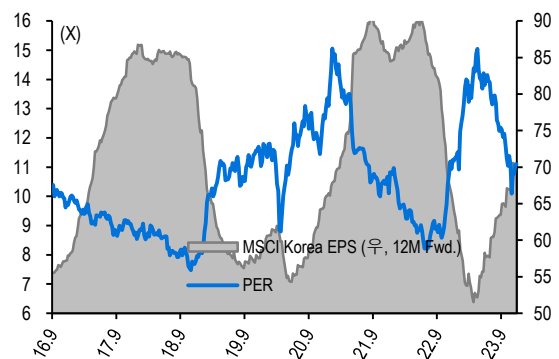
[차트3] 국내 증시는 IT 등의 시클릭 업종의 이익증감률 개선이 확인.



[차트4] 인도 증시의 장기 랠리로 밸류 부담은 낮지 않은 편.

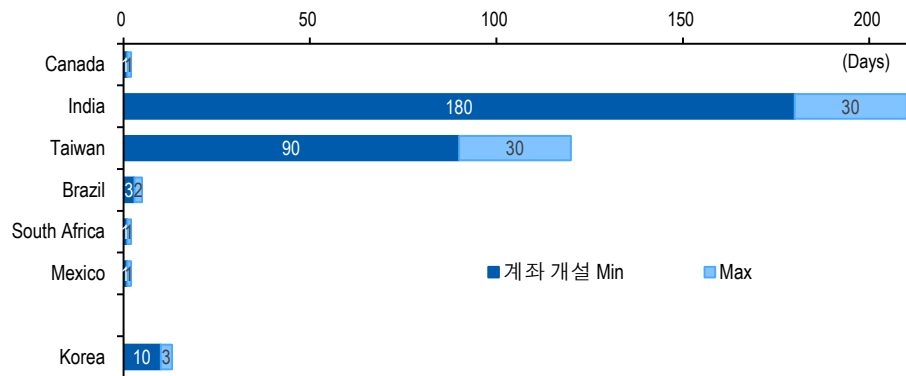


[차트5] 국내 증시는 이익 개선으로 멀티플은 하락



벤치마크의 신규 편입은 해당 국가에서의 운용 계좌 개설과도 연계된다. 인도, 대만 등은 계좌 개설이 최장 7개월까지 소요될 수 있는데, DR, ETF 등 구조화상품으로 우회될 것이며, 경우에 따라서는 배제될 수도 있다. 양국의 높은 편입비중을 감안하면 관련 가능성은 낮지만, 지수추적 오차 등에서 편입비중이 디스카운트 될 수 있다.

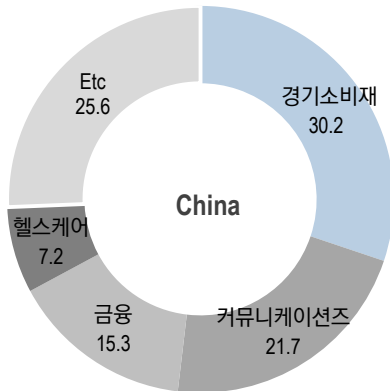
[차트6] 인도, 대만의 운용계좌 개설 지연은 지수추적 오차 문제를 유발. 실제 편입비중 대비 디스카운트될 수 있는 요인.



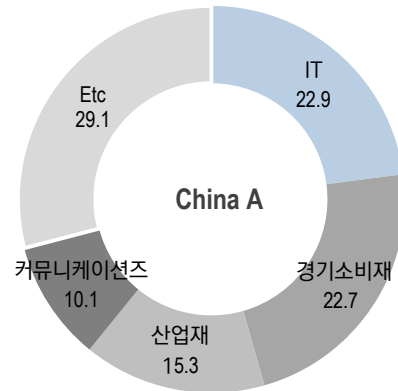
투자자 관념과 벤치마크의 괴리도 생각할 부분이다. TSP가 정치권의 제지에도 BM 변경을 진행했던 이유는 기금 수익률 제고이다. 외국인 보유제한의 완화로 인도의 지수 편입비중은 높아졌지만, 금융 섹터 비중이 다소 높은 편이다.

G2의 대립 이전, 중국 지수의 편입비중 증가에 시장이 주목한 것은 신흥국 지수로서의 성장성에 있다고 판단된다. 한국과 대만은 IT 등 시클리컬 섹터 비중이 더 높은 점에서 신흥국 투자의 함의에 더 부합하는 편이다. 현 시점에서 IT의 이익 컨센서스 증감률이 높은 점도 인도에서 양국으로 관심이 이전될 가능성이 높게 판단된다.

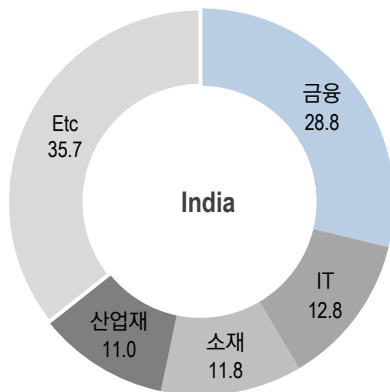
[차트7] 중국의 섹터 비중 - 신흥국 투자의 주요 관점은 성장성.



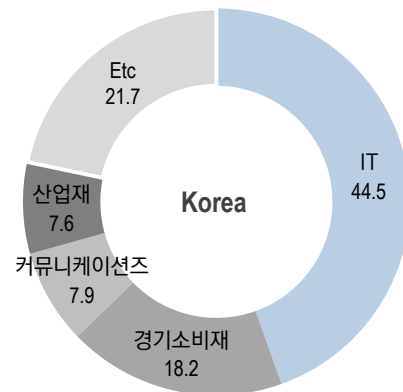
[차트8] 중국 A 주의 편입비중 증가는 본토 증시의 성장성을 반영하려고 했던 결과.



[차트9] 인도의 MSCI 지수 비중은 금융 중심으로 실제 Post China 투자자의 관념과는 괴리.



[차트10] Ex China 에서 대외 성장성을 본다면, 시클리컬 섹터 비중이 높은 한국과 대만이 더 부합하는 편.



3. 차원이 다른 Size, 관심을 앞서 가져야 하는 이유

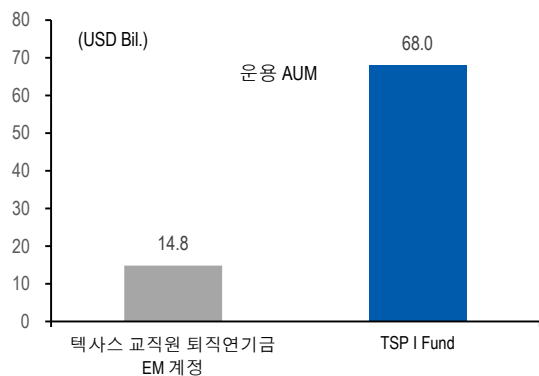
BM 변경만 결정되었을 뿐, 구체적인 리밸런싱 스케줄은 정립되지 않았다. 그럼에도 불구하고, 동 이슈에 대한 조기 대응이 필요하다고 판단된다.

최근 해외 연기금의 BM 변경이 국내 증시에 영향력을 미쳤던 사례는 텍사스 교직원 퇴직 연기금 Case로 판단한다. 22.10월~23.3월 6개월 간 신흥국 계정의 BM을 중국을 제외한 신흥국 지수로 리밸런싱하면서, 외국인 수급 강도도 강했다.

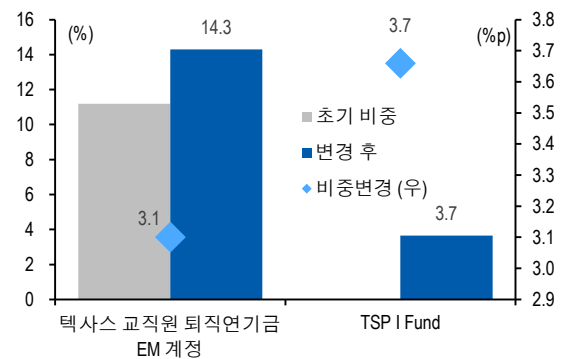
TSP의 I Fund는 10월 현재, \$680억으로 텍사스 교직원 퇴직 연기금의 EM 계정의 4.6배 수준에 가까우며, 비중 증가 폭도 +0.6%p 상회한다. 한국에 유입될 리밸런싱 금액만 \$25.2억에 달한다.

BM 변경을 컨설팅한 AON의 검토 초안대로 리밸런싱이 진행될 경우 반영 주기는 4개월로 텍사스 퇴직 연기금 당시보다 2개월 짧다. 이 경우 월간 리밸런싱 금액은 텍사스 교직원 퇴직 연기금 Case의 8.1배 수급 강도로 추산된다.

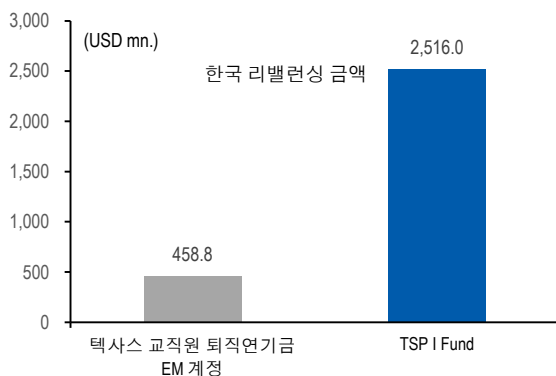
[차트11] 미 연방 공무원 퇴직연금(TSP)의 I Fund는 텍사스 교직원 퇴직연기금의 신흥국 계정 AUM의 4.6배



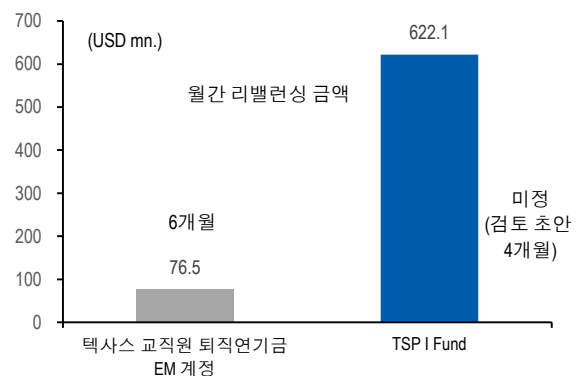
[차트12] 지수 편입비중 증가 폭도 텍사스 교직원 퇴직연기금 Case를 상회.



[차트13] 한국 리밸런싱 유입 금액은 \$25.2억에 육박

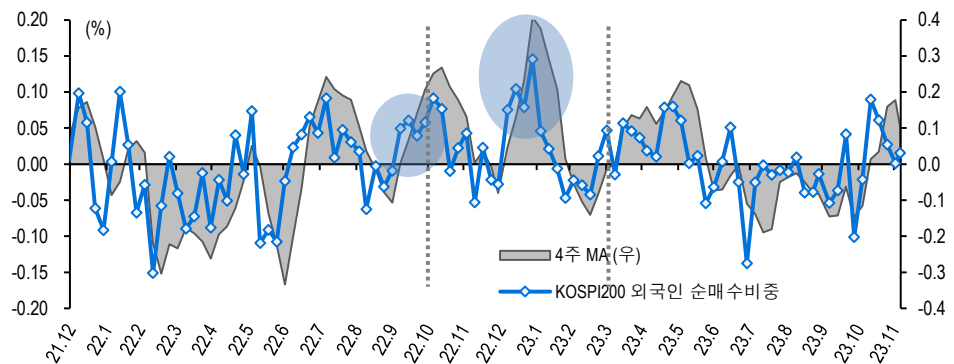


[차트14] 컨설팅사의 검토 원안이 승인된다면 4개월만에 리밸런싱을 진행. 2개월이 더 짧은 편.



텍사스 교직원 퇴직 연기금 Case 당시 수급은 리밸런싱 직전월인 22.9월 외국인 수급의 전환이 진행되었다. 실제 리밸런싱 전에 위탁운용사, PBS의 매매가 선행된 가능성도 낮지 않아 보인다.

[차트15] 텍사스 교직원 퇴직 연기금 리밸런싱 당시, 직전월인 22.9월에 외국인 수급의 전환이 강했던 경험.



19년 진행된 중국 A주의 MSCI 비중 증가도 실제 리밸런싱 금액 대비 미중 무역분쟁 이슈 반영 측면이 강했다고 판단된다. 하지만 동 이슈가 언급된 18년말부터 이미 중국 증시의 모멘텀은 다소 빠르게 반영되는 측면을 보였다. 실제 리밸런싱 시기보다 동 사안에 대한 포지션을 앞서 가져갈 필요가 있다고 판단한다. 패시브 드리븐 수급을 감안하면 Size 상 대형주 portion을 높일 시점으로 생각한다.

[차트16] 19년 중국 A주 MSCI 편입비중 증가 당시도 실제 리밸런싱보다 18년말부터 모멘텀이 부각되면서 중국 증시는 아웃퍼폼.

