

<http://dx.doi.org/10.17703/JCCT.2024.10.4.711>

JCCT 2024-7-83

## 중국 A주 시장의 대외개방이 주가에 미친 영향

### Impact of the Opening Policy of China's A-Share Market on the Stock Market

김부용\*, 신선희\*\*

Furong Jin\*, Shanji Xin\*\*

**요약** 본 연구는 기관투자자 제도, 해외 증시와의 교차거래 제도, A주의 글로벌 지수 편입, 신규 보드 개설 등의 네 가지 측면에서 중국 A주 시장의 대외개방 정책 및 그 성과에 대해 살펴보았으며, 아울러 이러한 A주 시장의 대외개방 정책이 상하이종합주가지수와 선전종합주가지수에 미치는 영향에 대해 1994년 1월 3일부터 2024년 5월 30일까지의 시계열 자료를 이용하여 실증적으로 분석하였다. 분석 결과 QFII·RQFII와 같은 기관투자자 제도, 후강통·선강통과 같은 해외 증시와의 교차거래 제도, A주의 MSCI EM 지수나 FTSE Russell 지수와 같은 글로벌 지수에의 편입, 과학혁신보드와 같은 신규 보드 개설 등의 모든 대외개방 정책이 주가지수에 통계적으로 유의미한 양의 영향을 미침이 확인되었다. 이러한 분석 결과를 토대로 우리는 중국이 향후 주식시장 대외개방을 더욱 확대해야 하고, 특히 개인투자자들의 중국 주식시장에 대한 접근성을 더욱 확대해야 하며, 외국과 정치적 갈등을 완화하고 이해를 증진시키기 위한 상호 노력이 필요하며, 부동산을 비롯한 산업규제 완화가 중국의 경기회복과 외국인의 A주 시장 투자에 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 결론을 도출하였다.

**주요어** : A주 시장, QFII, RQFII, 후강통, MSCI

**Abstract** This study examined the policy of opening up the Chinese A-share market and its performance in four aspects: institutional investors system, cross-trading system with overseas stock markets, inclusion of A-shares into global indices, and establishment of a new board. Then, the impact of these policies on the Stock Index was empirically analyzed, and it was confirmed that institutional investors system such as QFII and RQFII, cross-trading system with overseas stock markets such as Shanghai-Hong Kong Stock Connect and Shenzhen-Hong Kong Stock Connect, inclusion of A-shares into global indices such as the MSCI EM index and FTSE Russell index, and the establishment of a new board of the Science Innovation Board all had statistically significant positive impacts on the stock index. Based on the results of these analysis, we conclude that China should further expand its stock market opening to the outside world, that mutual efforts are needed to alleviate political conflicts and improve understanding, and that easing industry regulations, including real estate, will help China's economic recovery and foreigners' investment in the A-share market.

**Key words** : A-share market, QFII, RQFII, Shanghai-Hongkong Stock Connect, MSCI

\*정희원, 인천대학교 동북아국제통상물류학부 부교수 (제1저자) Received: May 13, 2024 / Revised: May 30, 2024

\*\*정희원, 경제추격연구소 연구원 (교신저자)

Accepted: June 15, 2024

접수일: 2024년 5월 13일, 수정완료일: 2024년 5월 30일

\*\*Corresponding Author: sunny06126@snu.ac.kr

게재확정일: 2024년 6월 15일

Center for Economic Catch-up, Korea

## I. 서 론

중국은 1990년 상하이증시와 선전증시를 개장한 이래 비유통주의 개혁과 같은 대내개방과 더불어 2002년 적격외국인기관투자자(Qualified Foreign Institutional Investors, QFII) 제도 도입을 시작으로 A주 시장의 대외개방도 추진하였다. QFII 제도 도입 전 외국인의 중국 주식시장에 대한 투자는 1992년 개장한 B주 시장을 통해서만 가능하였으나, B주 시장은 우량기업들보다는 중소기업들이 상장하는 경향이 컸고 A주에 비해 저평가되었으며 발전이 더뎠다. QFII 제도에 이어 중국 정부는 2011년 위안화적격외국인기관투자자(RMB Qualified Foreign Institutional Investors, RQFII) 제도를 도입함으로써 적격외국인기관투자자들이 외화뿐만 아니라 위안화로도 중국 주식시장에 투자할 수 있는 통로를 개척하였다. 이어 2014년, 2016년, 2019년에는 후강통, 선강통, 후분통을 잇달아 개시함으로써 외국인 기관투자자들뿐만 아니라 개인투자자들도 중국 A주 시장에 투자할 수 있도록 하였다. 중국 정부는 또 2019년 7월 22일 상하이증권거래소에 기술기업 전용증시인 과학혁신보드를 출범시켰으며, 2021년 11월 15일에는 중소 혁신기업에 대한 자금지원을 목적으로 베이징증권거래소를 개장하였다. 이러한 대외개방 조치에 힘입어 중국 A주는 2018년과 2019년에 모건스탠리캐피털인터내셔널(Morgan Stanley Capital International, MSCI) 신흥국 시장(Emerging Market, EM) 지수, 파이낸셜타임즈스톡익스체인지(Financial Times Stock Exchange, FTSE) 러셀(Russell) 지수, 스탠더드앤드푸어스(Standard and Poor's, S&P) Emerging 브로드마켓지수(Broad Market Index, BMI) 등 글로벌 3대 벤치마크 지수에 모두 편입되었다.

이처럼 중국 정부가 2000년대 들어, 특히 2018년 이후 A주 시장의 대외개방에 속도를 낸 데에는 여러 가지 이유가 있다. 첫째는 2001년 세계무역기구(World Trade Organization, WTO) 회원국이 되면서 WTO 양허안에 따라 증권시장을 단계적으로 개방하기로 하면서 A주 시장의 대외개방도 본격적으로 추진하게 되었다. 둘째는 중국 자본시장을 발전시키고 위안화 국제화를 추진하기 위해서다. 셋째는 2018년 이후 불거진 미중 무역분쟁으로 미국의 대중 견제가 지속되는 상황에서 A주 시장 개방을 통해 외국 자금을 끌어들이는 한

편 미국의 대중 자본시장 개방 압력도 어느 정도 완화하기 위함이다. 이밖에 자국 기술기업과 중소기업을 육성하기 위한 차원에서도 A주 시장 개방이 필요하다고 볼 수 있다.

중국 주식시장과 관련된 기존의 연구는 주로 WTO 가입 후 중국 증권시장의 변화를 분석하거나[1-3], 자본시장 전반의 이모저모에 대해 분석하거나[4-6], 중국 주식시장의 특정 대외개방정책에 대해 산발적으로 다루고 있다[7-9]. 이밖에 중국 금융시장 전반에 대해 개방 추진 현황을 분석한 연구가 있다[10]. 한편, 본 연구와 가장 밀접한 관계에 있는 연구로 중국 증권시장의 개방정책이 주식시장에 미친 영향을 분석한 연구가 있으나, 분석기간이 2001년 12월부터 2006년 12월까지로 최근 몇 년 사이 대대적으로 추진된 A주시장의 대외개방 내용 및 그 영향은 반영되지 못하고 있다[11].

이러한 선행연구를 바탕으로 본 연구는 21세기 들어 추진된 중국 A주 시장의 대외개방 정책을 가장 최근의 상황까지 살펴보고, 그 성과에 대해서도 살펴봄, 이러한 정책이 상하이종합주가지수와 선전종합주가지수에 미치는 영향도 분석하고자 한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 우선 서론에 이어 2절에서는 중국 A주 시장의 대외개방 정책을 기관투자자 제도, 해외 증시와의 교차거래 제도, A주의 글로벌 지수 편입, 신규 보드 개설 등 네 가지 측면에서 살펴본다. 3절에서는 상술한 네 개 정책의 성과에 대해서 살펴본다. 4절에서는 상술한 네 개 정책이 상하이종합주가지수와 선전종합주가지수에 미치는 영향에 대해 시계열 자료로 실증적으로 분석한다. 끝으로 4절에서는 본문의 내용을 요약하고 결론을 맺는다.

## II. 중국 A주 시장의 대외개방 정책

### 1. 기관투자자 제도

중국 정부는 2002년 11월 5일 QFII 제도를 출범하고 2002년 12월 1일부터 시행함으로써, 그동안 외국인에게 개방하지 않았던 A주 시장을 제한적으로 개방하게 된다. 이 제도는 이름 그대로 적절한 자격요건을 갖춘 외국의 은행과 증권사, 자산운용사, 보험사 등의 기관투자자들에게 그동안 중국 내국인에게만 허용되어 있던 A주 주식시장에 대한 거래를 개방하는 제도이다. 여기서 적절한 자격요건이라 함은 사업경력, 건전한 재무상황,

건전한 내부통제제도 등을 말한다. 적격외국인기관투자자는 중국 증권감독관리위원회의 비준을 받은 후에 국가외환관리국에 투자한도를 신청하여 한도액 내에서 투자할 수 있다. 또한 단일 상장회사에 대한 단일 적격외국인기관투자자의 주식 보유 비율은 해당 상장회사 전체 주식의 10%를 초과할 수 없도록 하였으며, 단일 상장회사에 대한 모든 적격외국인기관투자자의 총 지분율도 해당 상장회사 총 주식의 20%를 초과할 수 없도록 규정하였다[12].

QFII 제도 도입의 목적은 중국의 자본계정과 위안화의 자유태환이 완전히 실현되지 않은 상태에서 실력 있고 건전한 외국인기관투자자들의 중국 자본시장 진입을 일정한 한도 내에서 허용함으로써 가치투자과 합리적인 투자를 위한 시장분위기를 조성하고 중국 자본시장이 전면적인 대외개방으로 나아가는 과정에서 경험을 쌓기 위한 것이라 볼 수 있다. 또한 그동안 내국인에게만 개방했던 A주 시장을 최초로 외국인에게 개방했다는 측면에서 의미가 있다.

QFII 제도를 도입한 데 이어 중국 정부는 또 2011년 12월 16일 RQFII 제도를 공포하여 시행하였다. RQII 제도는 외국인기관투자자들이 위안화를 이용하여 중국 A주 시장에 투자할 수 있도록 한 제도이다. 즉 QFII 제도가 외국인기관투자자들이 중국 내 외환시장에서 달러를 바꾸어 위안화로 투자할 수 있도록 한 제도라면, RQFII 제도는 외국인기관투자자들이 해외에서 조달한 위안화를 이용하여 바로 투자할 수 있도록 한 제도이다. 또한 QFII 제도의 경우 투자자산의 50% 이상을 주식에 투자해야 하는 반면, RQFII 제도는 자산배분에 제약이 없다. 그러나 개별 기관투자자들이 주식에 투자할 수 있는 자금은 조달한 전체 위안화 자금의 20%를 초과할 수 없도록 규정하였다. QFII와 마찬가지로 RQII도 중국 금융당국이 국가별, 기관별로 한도를 정해 허용하고 있다. RQFII 제도는 외국인기관투자자들에게 해외에서 조달한 위안화를 통해 중국 주식시장에 투자할 수 있도록 함으로써 위안화 국제화를 추진하기 위한 측면에서 도입된 것이라 볼 수 있다.

QFII와 RQFII 제도는 도입된 이후 투자한도 상향 조정, 신청 자격요건 완화, 투자 허용범위 확대 등 다방면에서 개방을 확대해 왔다.

## 2. 해외 증시와의 교차거래 제도

중국 정부는 QFII와 RQFII를 통해 기관투자자의 중국 A주 시장에 대한 투자를 허용함과 동시에 후강통, 선강통, 후룬통 등 중국 증시와 해외 증시 간의 교차거래 시스템을 통해 개인투자자들의 중국 A주 시장에 대한 접근도 가능토록 하고 있다.

우선 중국 정부는 2014년 11월 17일 후강통을 개통시켰다. 후강통은 상하이로 뜻하는 후와 홍콩을 뜻하는 강과 상호 통하게 한다는 통을 조합해 만들어진 용어로, 상하이증권거래소와 홍콩증권거래소 간의 교차 매매를 허용하는 제도이다. 이는 상하이와 홍콩 거래소 간의 거래 및 결제 연동 서비스를 의미하는 것으로, 이 시스템 하에서 두 시장의 투자자는 현지 증권사와 현지 증권거래소를 통해 상대 지역의 시장에 상장된 주식을 거래할 수 있다[7]. 후강통은 다시 홍콩거래소를 통해 중국으로 투자하는 후구통과 상하이거래소를 통해 홍콩으로 투자하는 강구통으로 나뉜다. 후강통의 실시로 해외 개인투자자들도 대상 기업과 투자한도 내에서 상하이거래소의 A주 종목을 거래할 수 있게 되었다. 또한 중국인 투자자들도 후강통을 통해 홍콩 주식시장에 투자함으로써 주식 포트폴리오를 다각화할 수 있게 되었다. 후강통 실시 전 중국 투자자들이 홍콩을 비롯한 해외의 주식을 매입하기 위해서는 적격국내기관투자자(Qualified Domestic Institutional Investors, QDII)제도를 통해서만 가능하였다. 후강통의 실시는 중국 자본시장을 발전시키고, 상하이와 홍콩 두 지역의 금융기능을 향상시키며 위안화 국제화를 가속화시킬 수 있다는 측면에서 그 의의를 찾아볼 수 있다.

후강통에 이어 2016년 12월 5일부터는 선강통을 시행하였다. 선강통은 선전증권거래소와 홍콩증권거래소 간 교차매매를 허용하는 제도로, 기본 골격은 후강통과 같다. 선강통의 실시로 외국인 개인투자자들은 대상 기업과 투자한도 내에서 선전거래소의 A주 종목도 거래할 수 있게 되었다. 한편, 선강통의 시행은 외국인 개인투자자들이 중국의 중소기업과 벤처기업에 많은 투자가 가능해졌음을 의미한다. 이는 에너지와 국영기업 등 규모가 큰 우량주나 대형주 위주의 메인보드가 중심이 된 상하이거래소와 달리 선전거래소는 메인보드와 창업보드의 종목들이 비슷한 비중으로 구성되어 있기 때문이다. 또한 산업재와 경소비재 외에 IT, 바이오, 헬스케어 등 미래가치를 담은 성장주들이 많은데 중국 1위 전기차회사인 비야디, 최대 영화 배급사인 완

다시네마, 헬스케어 회사인 상하이라이스 등이 선전증시의 대표 종목이다.

이어 2019년 6월 17일에는 상하이증권거래소와 런던증권거래소 간 주식 교차거래 시스템인 후룬통이 정식으로 출범하였다. 현지 증권거래소를 통해 상대 지역의 시장에 상장된 주식을 거래할 수 있도록 한 후강통이나 선강통과 달리, 후룬통은 조건에 부합되는 상하이거래소 상장사 또는 런던거래소 상장사들이 상대 시장의 법률법규에 따라 예탁증서를 발행하여 상대 시장에 상장되고 거래될 수 있도록 한 제도이다. 후강통, 선강통과 마찬가지로 후룬통 역시 중국 자본시장을 발전시키고 위안화 국제화를 추진하기 위한 전략 중 하나이다. 그러나 후룬통은 기존의 후강통이나 선강통과 비교하여 자본시장 개방의 측면에서는 위안화 국제화의 측면에서 더 큰 의의를 가진다. 이는 두 가지 측면에서 설명될 수 있다. 하나는 후룬통이 사실상 중국과 해외증권거래소와의 첫 교차거래 시스템으로, 향후 여타 국가와의 교차거래 개통에도 영향을 미칠 것이기 때문이다[13]. 다른 하나는 런던거래소가 상장사 2,300여 개에 시가총액이 3조 달러에 달하는, 세계에서 가장 성숙하고 가장 영향력 있는 증권거래소 중 하나이기 때문이다.

### 3. A주의 글로벌 지수 편입

중국 A주는 2018년 6월 1일에 MSCI EM 지수에 편입되었다. MSCI 지수는 글로벌 최대 투자은행인 미국 모건스탠리의 자회사 모건스탠리 캐피탈 인터내셔널에서 발표하는 글로벌 주가 지수로, 전 세계 기관투자자가 가장 널리 참고하는 지수이다. 여기에 편입된다는 것은 기본적으로 주식시장의 제도나 운영 시스템이 글로벌 기준에 부합한다는 것을 의미한다. 기관투자자가 MSCI 지수를 바탕으로 자산을 배분하는 경우가 많기 때문에, 해당국 증시에 미치는 실질적 영향도 상당하다. MSCI는 국가별로 주식시장의 발전 단계에 따라 선진국시장(Developed Market, DM), EM, 프런티어시장(Frontier Market, FM), 독립시장으로 나누고 있다. DM 지수에는 미국, 일본, 호주, 싱가포르 등 23개국이 포함되어 있고 EM 지수에는 한국, 중국, 대만, 인도 등 27개국이 포함되어 있다. MSCI는 2018년 5월 14일 중국 본토에 상장된 A주 종목을 EM 지수에 편입한다고 발표하였으며 2018년 6월 1일부터 적용시켰다. 중국 공산은행과 건설은행, 페트로차이나 등 대형주들이 이번

편입 종목에 포함됐다. 중국 A주 시가총액의 2.5%(226개 종목)가 1차로 편입되었으며, 2018년 9월 3일 추가 편입을 통해 중국 A주 시가총액의 5%(236개 종목)가 EM 지수에 반영되었다[14]. 또한 2019년에는 6월 1일, 9월 1일, 12월 1일의 3단계에 걸쳐 EM 지수에 편입되는 중국 A주의 시가총액 비중이 5%에서 20%(421개)로 확대되었다[15].

중국 A주는 MSCI EM 지수 편입에 이어 2019년 FTSE Russell 지수에도 편입됐다. 이 지수는 글로벌 주식 벤치마크 제공업체이자 London Stock Exchange Group의 자회사인 FTSE Russell에서 제공하는 지수로, 중국 A주는 2019년 6월 24일 개장부터 동 지수에 편입되었다. 총 1,051개의 중소형 및 대형주가 편입됐으며, FTSE Emerging 지수에서 차지하는 비중은 6%에 달한다[16].

또 다른 글로벌 지수 산출기관인 S&P 다우존스인디스(Dow Jones Indices, DJI)도 2019년 9월 1,099개 중국 A주 상장사를 Emerging BMI에 편입하기로 결정하였으며, 2019년 9월 23일 개장부터 정식으로 반영하였다. 이들 1,099개 종목은 147개 대형주, 251개 중형주, 701개 소형주로 구성되었으며 S&P Emerging BMI에서 6.2% 비중을 차지한다[17].

이처럼 글로벌 3대 벤치마크 지수가 잇달아 중국 A주 편입을 선언한 것은 중국 주식시장 개방이 지속적으로 이루어지면서 외자가 중국 A주 시장에 참여할 기회가 많아졌기 때문이다. 앞서 살펴보았듯 중국은 QFII, RQFII, 후강통, 선강통, 후룬통 등을 통해 외국인 투자자들이 중국 A주 시장에 참여할 수 있는 통로를 확대하고 있다. 중국 A주의 글로벌 지수 편입은 외국인 투자자들의 중국 증시 유입을 촉진함으로써 중국 증시의 글로벌화에 일조할 것으로 기대되고 있다.

### 4. 신규 보드 개설

중국 정부는 2019년 7월 22일 상하이증권거래소에 기술기업 전용증시인 과학혁신보드를 출범시켰다. 과학혁신보드는 IT, 첨단장비, 빅데이터, 인공지능, 신소재, 바이오, 신에너지 등 중국 정부가 육성하는 신산업 분야 기술기업들을 유치할 목적으로 출범되었다. 미중 무역분쟁이 기술분쟁으로 확산되는 가운데 첨단산업에 대한 미국의 대중국 견제와 봉쇄를 뚫고 기술자립을 이루기 위해서는 기술기업 육성이 시급했기 때문이다. 또

한 미국과의 규제 마찰도 커황반 출범 원인으로 꼽힌다. 미국 증시에 상장된 중국 기업에 대한 미국 당국의 회계 감시를 중국 정부가 수년째 거부하면서, 미국 증권거래위원회에서 외국기업 증시 퇴출 규정을 승인해 중국 기업들이 퇴출 위기에 몰렸기 때문이다. 그리고 중국도 이참에 미국에서 받을 뼈 해외 증시가 아닌 자국 증시에 상장하도록 유도하고 있다. 커황반은 나스닥 처럼 기업공개 등록제를 시행해 상장 절차와 과정을 간소화하고 있으며, 사업성이 높고 요건에 부합하면 적자 기업도 상장할 수 있도록 하는 등 기술기업들의 자금조달을 용이하게 하고 있다.

아울러, 중국 정부는 2021년 11월 15일 베이징증권거래소를 개장하였다. 기존 중소기업 전용 장외 주식시장 기업 중 핵심층을 독립시킨 형태로, 중소 혁신기업에 대한 자금 지원이 목적이다. 소액 투자자는 참여할 수 없고 감독 당국이 정한 자격을 갖춘 전문 투자자와 기관을 위주로 운영된다. 또한 외국인 투자자들은 일단 참여가 불허되었고, 향후 규정을 정비한 뒤 외국인들의 투자를 허용할 방침이다. 커황반과 베이징증권거래소의 설립으로 중국 주식시장의 구조는 한층 다양화되었다.

### III. 중국 A주 시장 개방 성과

#### 1. 기관투자자 제도 추진 성과

QFII와 RQFII 제도는 각각 2002년과 2011년부터 추진된 이래 투자승인 금액이 크게 증가하였다. 그림 1에 보인 바와 같이 QFII 투자승인 금액은 2003년 6월의 4억 2,500만 달러에서 2020년 5월에는 1,162억 5,900만 달러로 늘어났으며, RQFII 투자승인 금액 역시 2011년 12월의 107억 위안에서 2020년 5월에는 7,229억 920만

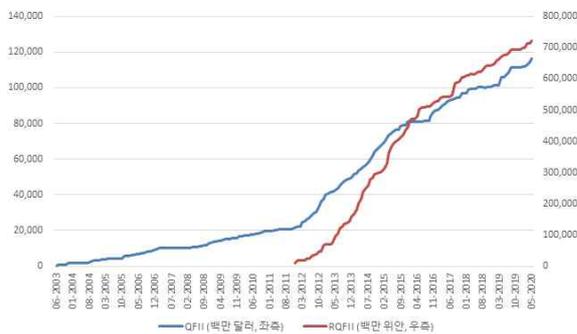


그림 1. QFII와 RQFII 누적 투자승인 금액 추이  
 Figure 1. Trend of cumulative investment approval amount of QFII and RQFII  
 자료: [19].

위안으로 증가하였다. 또한 2023년 5월 현재 QFII 자격을 취득한 기관은 780여개에 달하는 것으로 나타났다[18].

그러나 QFII와 RQFII 모두 총 승인한도 대비 실제 사용률은 높지 않은데 2020년 5월 기준 QFII의 실제 사용률은 38.2%, RQFII의 실제 사용률은 35.8%에 불과한 것으로 나타났다[20]. 이는 투자범위, 투자수익 해외송금 제한, 세무정산 절차 등 여러 규제가 적용되었기 때문인 것으로 분석되고 있다[10].

#### 2. 해외 증시와의 교차거래 제도 추진 성과

후강통과 선강통이 각각 2014년과 2016년부터 추진된 이래 외자의 중국 주식 거래액이 크게 증가하였다. 그림 2에 보인 바와 같이 후구통을 통한 외자의 중국 A주 거래액은 2014년 11월 17일의 121억 위안에서 2024년 5월 17일에는 679억 위안으로 5배 이상 증가하였으며, 선구통을 통한 외자의 중국 A주 거래액 또한 2016년 12월 5일의 27억 위안에서 2024년 5월 17일에는 651억 위안으로 무려 30배가량 증가하였다.

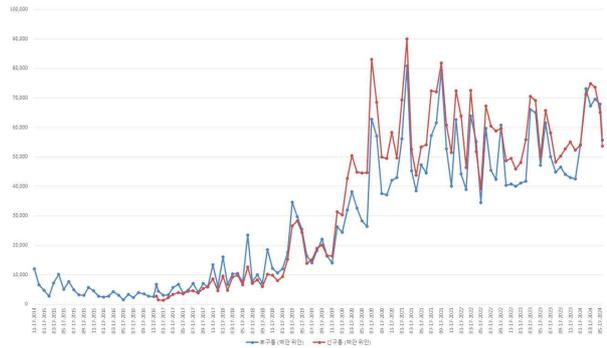


그림 2. 후구통 및 선구통 거래액 변동 추이  
 Figure 2. Trend of daily transaction amount of Shanghai-Hong Kong Stock Connect and Shenzhen-Hong Kong Stock Connect  
 자료: [19].

그러나 전반적으로 보아서는 외자의 중국 주식 거래액이 큰 폭의 증가 추세를 보였지만 좀 더 자세히 들여다보면 2020년 이후 변동성이 확대된 것을 확인할 수 있다. 이는 중국 정부가 코로나19를 극복하는 과정에서 취했던 도시 봉쇄 정책, 공동번영을 추진하는 과정에서 취했던 플랫폼산업·부동산·교육 등 부문에 대한 규제 정책, 미국과의 분쟁 등 여러 요인이 서방기업의 중국 주식시장 투자에 영향을 미친 결과로 볼 수 있다.

#### 3. A주의 글로벌 지수 편입 성과

중국 A주는 2018년 6월 MSCI EM 지수에 편입된 이후 MSCI 신흥국 지수에서 차지하는 비중이 증가하며 2020년 9월에는 38.5%로 최고치에 달했다. 그러나 그림 3에 보인 바와 같이 이후 비중이 조금씩 하락하며 2024년 2월에는 25.4%에 이르고 있다. MSCI 신흥국 지수에서 차지하는 중국 주식시장 비중의 하락은 앞서 언급했듯 코로나 제로 정책, 미국과의 분쟁, 부동산 침체, 일부 산업 규제 등으로 중국의 경기 회복이 지연된 결과로 볼 수 있다.

한편, MSCI 신흥국 지수에서 차지하는 중국의 비중이 줄어들면서 다른 신흥국의 비중은 증가하였는데 인도 가 가장 대표적이다. 그림 3에 보인 바와 같이 2024년 2월 기준 인도는 MSCI EM 지수에서 18.2%의 비중을 차지하며 중국과의 격차를 크게 좁혀오고 있다.



그림 3. MSCI 지수에서 중국의 비중  
Figure 3. China's weight in MSCI EM index 자료: [21].

#### 4. 신규 보드 개설 성과

2019년 7월 22일 상하이증권거래소에 기술기업 전용 증시인 과학혁신보드가 출범된 이래 시가총액이 크게 증가하였다. 그림 4에 보인 바와 같이 2019년 7월 시가

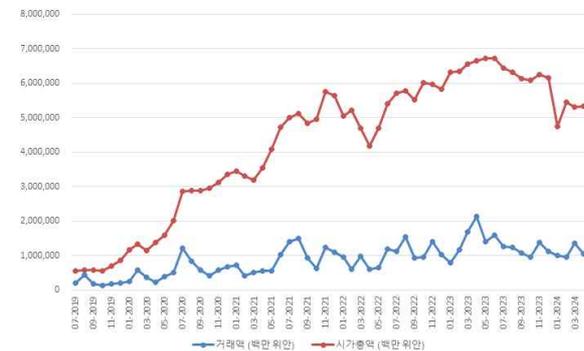


그림 4. 과학혁신보드 시가총액 및 누적 거래액 추이  
Figure 4. Trend of Science Innovation Board market capitalization and cumulative transaction amount 자료: [17].

총액 5,607억 위안에서 출발한 과학혁신보드는 2024년 4월에는 무려 5조 3,269억 위안이라는 시가총액을 달성하였다. 누적 거래액 또한 2017년 9월부터 2024년 4월 기간 2,131억 위안에서 2조 3,831억 위안으로 증가하였다.

## IV. A주 시장 대외개방이 주가에 미친 영향 분석

본 절에서는 2절에서 분석한 A주 시장 대외개방 정책이 상하이종합주가지수와 선전종합주가지수에 어떤 영향을 미쳤는지 파악하고자 한다. 분석기간은 데이터 접근이 가능한 1994년 1월 3일부터 가장 최근인 2024년 5월 30일까지이며 시계열 분석을 시행한다. 각각의 정책이 주가에 미친 영향을 분석하기 위해 정책터미변수를 사용하였다.

### 1. 기관투자자 제도와 주가지수와의 상관관계

우선, QFII와 RQFII와 같은 기관 투자자 제도가 상하이와 선전 종합주가지수(SPI)에 미친 영향을 분석하기 위해 QFII 정책에 대해 2002년 11월 30일까지는 0으로 설정하고, 2002년 12월 1일부터는 1로 설정하였다. RQFII 정책에 대해서는 2011년 12월 15일까지는 0으로, 2011년 12월 16일부터는 1로 설정하였다. 사용된 회귀 분석 모형은 수식 (1)과 같다.

$$SPI_t = \alpha + \beta_1 QFII_t + \beta_2 RQFII_t \quad (1)$$

표 1에 보인 바와 같이 회귀분석 결과, QFII와 RQFII 모두 상하이종합주가지수와 선전종합주가지수에 통계적으로 유의미한 양의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 유의도 또한 1% 수준으로 매우 높았다. 이는 기관 투자자 정책이 주가상승의 효과를 보임을 의미한다.

표 1. 기관투자자 제도가 주가지수에 미친 영향  
Table 1. Impact of institutional investors policy on stock price index

	상하이종합주가지수	선전종합주가지수
QFII	1,108.176 (0.000)***	376.995 (0.000)***
RQFII	605.789 (0.000)***	979.386 (0.000)***
constant	1,248.503 (0.000)***	368.974 (0.000)***
R-sq	0.487	0.698

주: 괄호 안은 p값을 나타내며, \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함.

2. 해외 증시와의 교차거래 제도와 주가지수와의 상관관계

다음으로, 중국 본토 증시와 해외 증시와의 교차거래 제도가 주가지수에 미친 영향을 분석하기 위해 후강통(ShangH) 정책에 대해 2014년 11월 16일까지는 0으로 설정하고, 2014년 11월 17일부터는 1로 설정하였다. 선강통(ShenH) 정책에 대해서는 2016년 12월 5일부터 1로 설정하고 그 이전은 0으로 설정하였으며, 후룬통(ShangL) 정책은 2019년 6월 17일부터 1을, 그 이전은 0을 부여하였다. 사용된 회귀분석 모형은 수식 (2)와 같다.

$$SPI_t = \alpha + \beta_1 ShangH_t + \beta_2 ShenH_t + \beta_3 ShangL_t \quad (2)$$

표 2에 보인 바와 같이 회귀분석 결과, 후강통과 선강통의 실시는 각각 상하이종합주가지수와 선전종합주가지수에 1% 유의수준에서 통계적으로 유의미한 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 후룬통의 경우 상하이종합주가지수에 양의 영향을 미치는 것은 통계적으로 유의하지는 않았는데, 이는 중국과 영국 간 정치관계가 불안정면서 한동안 후룬통 운영이 정지된 것과 관련이 있을 것이다.

표 2. 해외 증시와의 교차거래 제도가 주가지수에 미친 영향  
 Table 2. Impact of cross-trading system with overseas stock markets on stock price index

	상하이종합주가지수	선전종합주가지수
ShangH	1,327.042 (0.000)***	
ShenH		1,193.100 (0.000)***
ShangL	22.105 (0.509)	
constant	1,859.582 (0.000)***	745.116 (0.000)***
R-sq	0.373	0.529

주: 괄호 안은 p값을 나타내며, \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함.

3. A주의 글로벌 지수 편입과 주가지수와의 상관관계

이어, A주의 글로벌 3대 벤치마크 지수 편입이 주가지수에 미친 영향을 분석하기 위해 MSCI EM 지수 편입, FTSE Russell 지수 편입, S&P Emerging BMI 지수 편입에 대해 각각 편입 시점인 2018년 6월 1일, 2019년 6월 24일, 2019년 9월 23일부터 1을 부여하고 그 이전은 0을 부여하였다. 사용된 회귀분석 모형은 수식 (3)

와 같다. 다중공선성 문제로 인해 세 독립변수를 동시에 넣지 않고 하나씩 회귀분석을 실시하였다.

$$SPI_t = \alpha + \beta_1 MSCI_t + \beta_2 FTSE_t + \beta_3 SP_t \quad (3)$$

표 3에 보인 바와 같이, 3대 글로벌 지수 편입은 모두 1% 유의수준에서 중국의 주가지수에 통계적으로 유의한 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

표 3. A주의 글로벌 지수 편입이 주가지수에 미친 영향  
 Table 3. Impact of A-share inclusion in the global index on stock price index

	상하이종합주가지수			선전종합주가지수		
MSCI	1,068.530 (0.000)***			1,127.644 (0.000)***		
FTSE		1,109.846 (0.000)***			1,197.107 (0.000)***	
S&P			1,117.405 (0.000)***			1,215.595 (0.000)***
constant	2,069.513 (0.000)***	2,100.016 (0.000)***	2,108.480 (0.000)***	817.146 (0.000)***	845.324 (0.000)***	852.914 (0.000)***
R-sq	0.175	0.162	0.157	0.404	0.391	0.386

주: 괄호 안은 p값을 나타내며, \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함.

4. 신규 보드 개설과 주가지수와의 상관관계

끝으로, 2019년 상하이증권거래소에 출범된 기술기업 전용증시인 과학혁신보드(STIB)가 상하이종합주가지수에 미친 영향을 살펴보기 위해 2019년 7월 21일까지는 0으로, 2019년 7월 22일부터는 1로 설정하고 회귀분석을 실시하였다. 사용된 회귀분석 모형은 수식 (4)와 같다.

$$SPI_t = \alpha + \beta_1 STIB_t \quad (4)$$

표 4. 과학혁신보드 개설이 주가지수에 미친 영향  
 Table 4. Impact of the establishment of the Science and Technology Innovation Board on stock price index

	상하이종합주가지수
STIB	1111.190 (0.000)***
constant	2102.810 (0.000)***
R-sq	0.160

주: 괄호 안은 p값을 나타내며, \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함.

표 4에 보인 바와 같이 회귀분석 결과, 과학혁신보드의 개설은 1% 유의수준에서 상하이종합주가지수에 통

계적으로 유의미한 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

## V. 결론

본 연구는 기관투자자 제도, 해외 증시와의 교차거래 제도, A주의 글로벌 지수 편입, 신규 보드 개설 등의 네 가지 측면에서 중국 A주 시장의 대외개방 정책 및 그 성과에 대해 살펴보았다. 아울러 이러한 A주 시장의 대외개방 정책이 상하이종합주가지수와 선전종합주가지수에 미치는 영향에 대해 1994년 1월 3일부터 2024년 5월 30일까지의 시계열 자료를 이용하여 실증적으로 분석하였다.

분석을 통해 우리는 다음과 같은 결과를 도출하였다. 첫째, 중국은 2002년 QFII 제도를 도입함으로써 그동안 내국인에게만 개방했던 A주 시장을 최초로 외국인기관투자자들에게 개방하였다. 이는 중국의 자본계정과 위안화의 자유태환이 완전히 실현되지 않은 상태에서 실력 있고 건전한 외국인기관투자자들의 중국 자본시장 진입을 일정한 한도 내에서 허용함으로써 가치투자자와 합리적인 투자를 위한 시장분위기를 조성하고 중국 자본시장이 전면적인 대외개방으로 나아가는 과정에서 경험을 쌓기 위한 것이라 볼 수 있다. 이어 2011년에는 RQFII 제도를 도입함으로써 외국인기관투자자들이 외화뿐만 아니라 위안화를 통해서도 중국 A주 시장에 투자할 수 있도록 하였는데 이는 위안화 국제화를 추진하기 위한 목적이 크다. QFII와 RQFII 제도는 도입된 이후 투자한도 상향 조정, 신청 가격요건 완화, 투자 허용범위 확대 등 다방면에서 개방을 확대해 왔으며, 그 결과 투자승인 금액이 크게 증가하는 성과를 거두었다. 둘째, 중국은 2014년, 2016년, 2019년에 차례로 후강통, 선강통, 후룬통 등 중국 증시와 해외 증시 간의 교차거래 시스템을 통해 개인투자자들도 중국 A주 시장에 투자할 수 있도록 하였다. 해외 증시와의 교차거래 제도 실시는 중국 자본시장을 발전시키고, 상하이와 선전의 금융기능을 향상시키며, 위안화 국제화를 가속화시킬 수 있다는 측면에서 그 의의를 찾아볼 수 있다. 동 제도의 실시로 후구통과 선구통을 통한 외국인의 A주 거래액이 크게 증가하는 성과를 보였다. 그러나 제로 코로나 정책, 미국과의 분쟁, 부동산 침체, 일부 산업 규제 등 여러 요인으로 2020년 이후 외국인의 A주 거래

액 변동성이 크게 확대되었다. 셋째, 중국 A주는 2018년과 2019년에 MSCI EM 지수, FTSE Russell 지수, S&P Emerging BMI 지수 등 글로벌 3대 벤치마크 지수에 잇달아 편입되었는데, 이는 중국 주식시장 개방이 지속적으로 이루어지면서 외자가 중국 A주 시장에 참여할 기회가 많아졌기 때문이다. MSCI EM 지수에서 차지하는 중국 A주의 비중은 2020년 9월 최고치에 달한 이후 하락하고 있는데 이는 앞서 언급한 여러 가지 중국경제 하방 요인이 작용한 결과이다. 넷째, 중국 정부는 신산업 분야 기술기업 육성을 목적으로 2019년 7월 상하이증권거래소에 과학혁신보드를 출범시켰으며, 과학혁신보드는 출범 이래 시가총액이 크게 증가하는 성과를 거두었다. 다섯째, 실증분석 결과 상술한 기관투자자 제도, 해외 증시와의 교차거래 제도, A주의 글로벌 지수 편입, 신규 보드 개설 등의 대외개방 정책은 모두 상하이종합주가지수와 선전종합주가지수에 통계적으로 유의미한 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 다만 후룬통의 경우, 중국과 영국 간 정치적 관계의 불안정으로 후룬통 운영이 한동안 정지된 원인으로 주가지수에 통계적으로 유의미한 양의 영향을 미치지 못했다.

이상의 분석 결과에 따라 우리는 다음과 같은 몇 가지 시사점을 제시해본다. 첫째, 실물부문의 대외개방이 거의 이루어진 현재, 중국은 향후 주식시장 개방을 더욱 확대해야 하며, 특히 개인투자자들의 중국 주식시장에 대한 접근성을 더욱 확대해야 한다. 이는 자본시장의 발전을 위해서든, 기술기업과 중소기업의 육성을 위해서든, 미국과의 관계 개선을 위해서든, 위안화 국제화를 추진하기 위해서든 모두 필요하다. 이는 또한 중국 농촌지역의 금융발전을 위해서도 필요하다[22-23]. 둘째, 외국과의 정치적 관계가 외국인투자자들의 중국 A주 시장에 대한 투자에 영향을 미치는바, 정치적 갈등을 완화하고 이해를 증진시키기 위한 상호 노력이 필요하다. 셋째, 최근 들어 중국 정부는 다시 부동산을 비롯한 몇몇 산업부문에 대한 규제를 완화하고 있는데 이러한 규제 완화는 중국의 경기회복과 외국인의 A주 시장 투자에 긍정적인 영향을 미치게 될 것이다. 이는 또 한 중 양국의 기존 경제 및 무역 관계 심화와 글로벌 경제 도전에의 공동 대응 및 상생 발전에도 긍정적인 영향을 미칠 수 있을 것이다[24].

## References

- [1] K. Li, “China’s Securities Industry and Foreign Investment under the WTO System,” in *Market Opening of China’s Service Industry and Entry Plan for Foreign Companies*, pp. 65–86, Korea Institute for International Economic Policy, 2002.
- [2] S. S. Park and K. B. Ku, “Analysis and Outlook on China’s Securities market Following China’s Capital Market Opening,” *Sino-Soviet Affairs*, Vol. 26, No. 4, pp. 32–55, 2002.
- [3] K. B. Ku, “A Structural Change of Capital Market of China in the 21<sup>st</sup> Century and QFII,” *The Journal of Chinese Studies*, Vol. 28, pp. 595–617, 2004.
- [4] X. M. Zhang, and M. C. Choi, “Study on the Development Strategy of Ant Financial,” *International Journal of Financial Research*, Vol. 10, No. 5, pp. 262–268, June 2019, <https://doi.org/10.5430/ijfr.v10n5p262>.
- [5] X. L. Piao, M. C. Choi, X. F. Shang, J. H. Han, and X. C. Pan, “A Study on the Organizational Culture and Performance of Xiaomi Corporation,” *International Journal of Advanced Culture Technology*, Vol. 9 No. 1, pp. 52–57, 2021, <https://doi.org/10.17703/IJACT.2021.9.1.52>.
- [6] S. M. Yoon and Z. H. Jiang, “A Study on the Co-movement between the Chinese Stock Market and the Major Stock Markets in the World,” *Journal of the Korean Data Analysis Society*, Vol. 20, No. 5, pp. 2397–2411, 2018, <http://dx.doi.org/10.37727/jkdas.2018.20.5.2397>.
- [7] K. B. Ku, “The Effect against Stock Market of the Non-circulating Stock Reform of Listed State-owned Enterprises in China,” *Journal of Sinology and China Studies*, Vol. 41, pp. 15–38, 2007.
- [8] Y. X. Fan, H. J. Jeong, and J. H. Kim, “The Effects of Stock Market Liberalization on the Corporate Innovation in China: Based on the Empirical Evidence from Shanghai, Shenzhen-Hong Kong Stock Connect,” *Journal of Corporation and Innovation*, Vol. 45, No. 2, pp. 73–91, 2022, <http://dx.doi.org/10.22778/jci.2022.45.2.73>.
- [9] Z. H. Jiang, S. H. Kang, and S. M. Yoon, “The Effects of Financial Reform on the Chinese Stock Market: Focusing on Market Efficiency,” *Journal of northeast Asian economic studies*, Vol. 24, No. 2, pp. 221–248, 2012.
- [10] K. U. Cho, “Recent Status and Evaluation of China’s Financial Market Opening Promotion,” *Basic Research* 19–20, pp. 1–27, Korea Institute for International Economic Policy, 2019.
- [11] K. B. Ku and K. C. Lee, “The Opening Policy of Securities Market of China and its Effect on Stock Market,” *Sino-Soviet Affairs*, Vol. 32, No. 1, pp. 113–139, 2008.
- [12] China Securities Regulatory Commission and the People’s Bank of China, “Provisional Measures on Administration of Domestic Securities Investments of Qualified Foreign Institutional Investors,” November 5, 2002.
- [13] Newspim, “Chinese Stocks Traded in London, Shanghai-London Cross-Trading Surfaced,” April 18, 2018.
- [14] MSCI, “China A Share Inclusion,” July 1, 2018.
- [15] MSCI, “Further Weight Increase of China A Shares in MSCI Indexes,” February 28, 2019.
- [16] LSEG, “FTSE Russell Completes Landmark Inclusion of China A Shares,” June 22, 2020.
- [17] China Daily, “1,099 China A-shares to Be Added to S&P Emerging BMI,” September 9, 2019.
- [18] The Financial Community, “QFII 20 years! The Long on China,” July 2, 2023.
- [19] CEIC Data, <https://info.ceicdata.com/> (Search date: May 5, 2025).
- [20] Interface News, “Big Financial Opening Event! Limits on Quotas for Foreign Institutional Investors Have Been Lifted, and the Traffic Volume of Investment Lanes in China Has Been Fully Expanded,” May 7, 2020.
- [21] Bharath Rajeswaran, “India Narrows Gap with China in Key MSCI Index with Weight Hitting New High,” February 13, 2024.
- [22] L. L. Zhou and J. Y. Sim, “Efficiency Evaluation of Financial Support for Rural Industry Revitalization in Eastern China,” *International Journal of Advanced Smart Convergence*, Vol. 11, No. 1, pp. 101–110, 2022, <https://doi.org/10.7236/IJASC.2022.11.1.101>.
- [23] Y. Pan, K. H. Kim, and J. H. Yan, “Research on Technology Production in Chinese Virtual Character Industry,” *International Journal of Internet, Broadcasting and Communication*, Vol. 14, No. 4, pp. 64–79, 2022, <https://doi.org/10.7236/IJIBC.2022.14.4.64>.
- [24] D. H. Kim and D. Y. Jiang, “Research on the Impact of Korea-China Trade Following the Reopening of China,” *The Journal of the Convergence on Culture Technology*, Vol. 10, No. 2, pp. 245–255, 2024, <https://doi.org/10.17703/JCCT.2024.10.2.245>.