

Derivatives Dynamics

(3월 만기) 셀트리온 관련 기관 증가 PR 매도는 4천억원 전후

- 빠른 KOSPI 이전 상장 탓에 이번 만기 다음 날, 셀트리온의 K200 지수 특례 편입 확실
- 셀트리온 지수 구성 비중 4.06%. 인덱스 펀드(투신+연금+보험) 실 수요는 1.32조원+α
- 셀트리온 매수만큼 기관 비차익 매도 쏟아질 것. 단, 조기 집행돼 만기일 증가 매물 감소
- 이벤트 드리븐 청산+리버스 전략+증권 헤지 물량 청산 탓에 셀트리온 상승 폭도 제한적
- 시총 대형 종목 특례 편입 사례. 재 조정 미리 진행돼 만기일 증가 충격 예상보다 미미
- 36.5% 진행. 이번 주 같은 속도 유지되면 만기일 증가 재 조정용 PR 매도는 4천억원 전후

빠른 KOSPI 이전 상장 탓에 이번 3월 만기 다음 날, 셀트리온의 K200 지수 특례 편입 확실

- K200 지수의 '수시 변경 특례' 규정에 따르면, 유가증권시장에 신규 상장된 종목 중에서 상장 일로부터 15매매거래일간 일 평균 시가 총액이 유가증권시장의 보통주 상위 50위 이내인 종목은 산업군별 비중, 유동성 등을 감안하여 구성 종목으로 선정 가능. 이때 수시 변경일은 15매매거래일이 경과한 날 이후 처음 도래하는 K200 지수 선물 만기 다음 날

- '셀트리온'은 시장의 예상보다 이른 2/9일, 유가증권시장에 상장되었음. 따라서, 3/7일이면 '15매매거래일 경과 조건' 충족. 아직까지는 상장 이후 15일이 지나지 않아서 일 평균 시가 총액 순위를 정확하게 산출할 수는 없지만 3/2일까지 '3위'를 유지했기 때문에 '50위 이내 조건' 역시 충족 확실. 때문에 셀트리온은 이번 3월 만기일 장 종료 직후에 K200 지수에 편입될 것

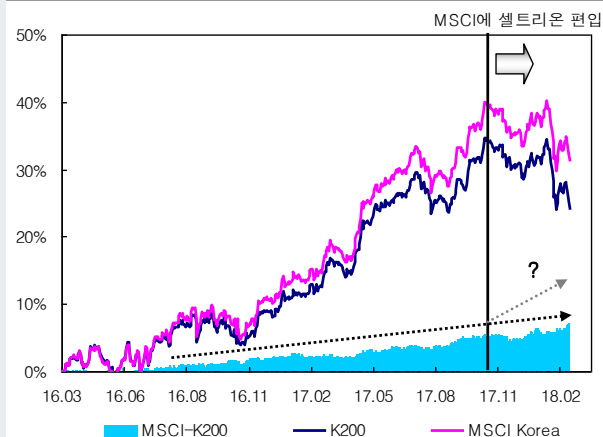
셀트리온의 지수 구성 비중은 4.06%. 인덱스 펀드(투신+연금+보험)의 '실 수요'는 1.32조원+α

- 포인트는 3가지: ① 셀트리온의 K200 지수 구성 비중, ② K200 지수를 추종하는 인덱스 펀드의 규모, ③ 인덱스 펀드의 재 조정(rebalancing) 진행률

- 첫째, 3/2일, K200지수의 유동 시가 총액은 847조 3,620억원. 셀트리온의 유동 시가 총액은 35조 8,360억원, 제외될 예정인 '한솔테크닉스'의 유동 시가 총액은 2,280억원(모두 체크 단말기 기준). 한솔테크닉스가 제외되고 셀트리온이 편입되면 K200지수의 유동 시가 총액은 882조 9,700억원으로 +4.2% 늘어나며 셀트리온의 K200 지수 구성 비중은 대략적으로 4.06% 전후

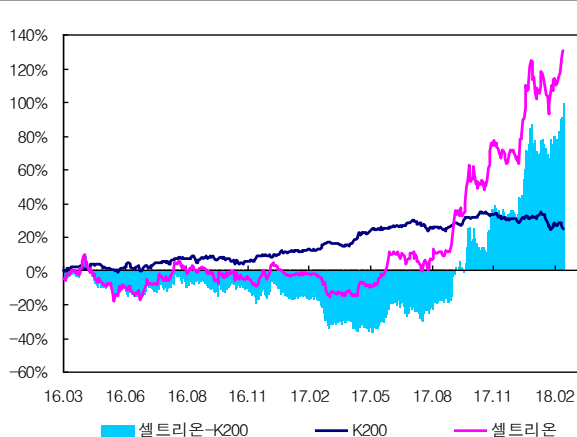
- 둘째, K200 지수를 따르는 인덱스 펀드의 정확한 규모는 알 수 없음. 먼저 해외 인덱스 펀드가 K200 지수를 추종할 가능성은 희박. 게다가 대부분 해외 인덱스 펀드는 이미 셀트리온 편입. MSCI KOREA 지수는 11월에 편입했으며 1/31일 비중은 2.78%. 때문에 K200 지수 편입에 따른 외인 순 매수 가능성은 희박. 오히려 이벤트 드리븐(event driven) 청산이 부담[그림 1, 2, 3]

그림 1. MSCI KOREA 지수의 셀트리온 편입 효과는 크지 않은 듯



주: 로그 수익률의 단순 누적
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 이벤트 드리븐의 수익은 최고 130%



주: 로그 수익률 단순 누적
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

- 국내 기관의 인덱스 펀드 중에서 가장 뚜렷한 ‘실 수요’는 K200 ETF. 3/2일, 설정 잔고는 13.5조원. 여기서 K200 레버리지 ETF, K200 헬스케어 ETF나 K200 대형주 ETF까지 포함하면 셀트리온의 실 수요는 대략 14조원 이상으로 늘어날 것. 보험은 2002년부터 최근까지 +5.8조원의 PR 순 매수를 누적했는데 상당 부분은 변액보험에 포함된 인덱스 펀드(K200 ETF 제외)

- 국민연금은 ‘17년 4분기 말 기준으로 국내 주식 투자 규모 131.5조원. 점차 패시브 전략을 강화했기 때문에 역시 상당 부분의 인덱스 펀드 포함. 2016년말 기준으로 삼성전자(23.2%), SK하이닉스(3.2%) 및 NAVER(2.7%) 등, 시가 총액 상위 종목들에 대한 보유 비중이 K200지수의 유동 시총 비중과 비슷하다는 점도 같은 증거. 이들은 이미 지난 해 5월부터 +3,843억원 순 매수

- 다만, ETF와 다르게 변액보험이나 국민연금은 순수 인덱스 펀드가 아니라 ‘인덱스+알파 펀드(enhanced index fund)’. 때문에 반드시 이번 만기 직후에 셀트리온을 전량 편입할 이유는 없으며 시차를 두고 점진적으로 집행할 수도. 다만, 시총 상위 종목들의 지수 구성 비중과 국민연금 보유 비중이 비슷하다는 사실을 감안하면 최종적으로는 +3.9조원(4%)까지 누적할 것 [그림 4]

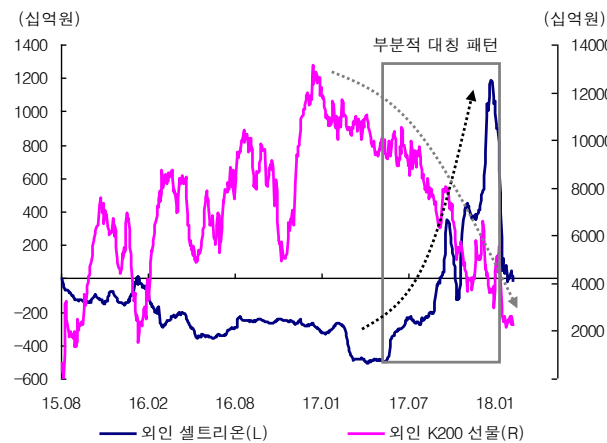
- 이제까지 논의를 정리하면, ETF 14조원, 보험 6조원, 국민연금 13조원. 국민연금은 2002년부터 최근까지 +12.9조원의 PR 순 매수를 누적했는데 이것을 인덱스 펀드라고 가정함(ETF 제외). 따라서, 인덱스 펀드 규모는 최소한 ‘33조원+ α ’. 지수 구성 비중이 4%라면 셀트리온의 실 수요는 ‘1.32조원+ α ’가 되며, 만기일을 중심으로 ‘투신+연기금+보험’의 순 매수가 집중될 것

셀트리온 매수 대금만큼 기관 비차익 PR 매도 쏟아질 것. 다만, 조기 집행돼 만기일 증가 매물은 감소

- 문제는 인덱스 펀드가 셀트리온을 1.32조원+ α 만큼 매수하려면 기존에 보유한 주식 바스켓을 그만큼 매도해야 한다는 점. 예를 들어 삼성전자의 K200 지수 구성 비중은 25.8%에서 24.8%로 낮아지며 인덱스 펀드는 3,433억원 이상을 매도해야 함. 결국, 재 조정(rebalancing)은 셀트리온에게는 막대한 상승 압력이지만, 여타 K200 지수 구성 종목들에게는 하락 압력으로 작용

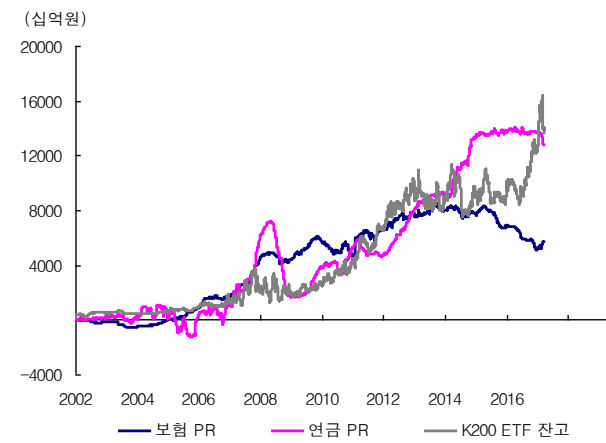
- 다만, 셀트리온의 거래대금은 일 평균 6,006억원. 때문에 전량 체결을 가정해도 편입 실 수요가 소화되려면 최소 2.2일 이상 소요. 체결율이 절반 이하라면 5일 이상. 따라서, 추적 오차가 허용되지 않는 ETF를 제외한 다른 인덱스+ α 펀드는 이미 재 조정을 시작했을 것. 때문에 만기일 증가에 기관의 연합 PR ‘매도’는 1.32조원에 미달할 것이며 지수 하락 압력도 다소간 경감될 것

그림 3. 외인, 셀트리온 순 매수+K200 선물 순 매도 → Event Driven?



주: 만기일 구분 없이 일별 순 매수 단순 누적
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 인덱스 펀드 전성시대(全盛時代) → 지수 재조정 충격 증대



주: 일별 순 매수 단순 누적. ETF 잔고는 8개 ETF 설정 주수X주가의 합계
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

이벤트 드리븐의 역 회전 및 리버스 전략, 증권 헤지 물량 청산 탓에 셀트리온의 상승 폭도 제한될 것

- 한편, 셀트리온은 ‘외인 이벤트 드리븐의 역 회전’, ‘증권 주식 선물/옵션 헤지용 매수의 청산’ 및 ‘리버스 이벤트 드리븐 수요’에 따라 주가 상승 폭이 다소간 제한될 수도. 셀트리온은 지난 해 9/14일 이후 217% 급등. 수급상 증권(+2,987억원), 연기금(+2,879억원), 외인(+2,099억원) 순 매수가 겹친 탓. 증권은 주식 선물/옵션 헤지, 연기금은 인덱스 수요, 외인은 이벤트 드리븐 유력

- 외인은 9/15~1/16일까지 +1조 3,796억원을 순 매수했으나 이후부터 반전해 -1조 1,697억원을 순 매도. 이는 이벤트 드리븐 진입과 청산. 물론, K200 지수 편입일까지 시간이 남았지만 주가 급락하자 조기 청산에 나선 것. 현재 잔고는 2천억원에 불과하지만 증권 헤지 물량과 함께 역 회전되고 리버스 전략¹까지 가세한다면 -5천억원 이상이므로 주가 상승에 발목 잡을 수도

- 한편, 지수 정기 변경 시 이벤트 드리븐 전략은 일반적으로 ‘편입 종목 매수, 제외 종목 공매도’. 때문에 이것이 청산되면 편입 종목 매도, 제외 종목 환매되므로 각각에 대해 하락 압력, 상승 압력으로 작용. 그러나, 이번 사례에서는 ‘셀트리온 매수, 지수 선물 매도’가 유력. 따라서, 만기일 지수 선물 매도 포지션을 결제 청산한다면 PR 순 매수로 직결되지 않을 것[그림 5]

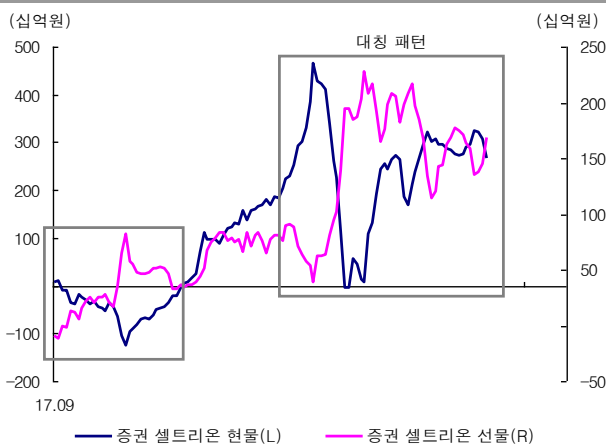
시총 대형 종목의 특례 편입 사례. 재 조정이 미리 진행된 탓에 만기일 증가 충격은 예상보다 미미한 편

- 과거에 시총 대형 종목이 K200 지수에 편입된 사례는 NAVER와 삼성생명. NAVER는 2009년 3월 만기 직후, 삼성생명은 2010년 9월 만기 직후에 특례 편입. 당시 이들의 K200 지수 구성 비중은 각각 1.82%, 0.96%. 그러나, 당시에는 인덱스 펀드 규모가 미미했던 데다(K200 ETF 잔고 2.35조원), 증가에 투신의 매수 차이거래가 대량 진입한 탓에 지수는 오히려 소폭 상승

- 또한, 가까운 사례는 삼성SDS와 제일모직으로 2015년 3월 만기 직후 특례 편입. 지수 구성 비중 삼성SDS 1.23%. 제일모직 0.93%. 당시 K200 ETF 잔고 8.2조원. 따라서, 투신의 예상 매물은 1,771억원+ α (일반 인덱스 펀드). 실제로 만기일 투신은 장 중 -699억원, 증가 -1,810억원 비차익 순 매도. 때문에 K200 지수는 장 중 +0.56p 상승, 증가 -0.77%(-1.95p) 반락[그림 6]

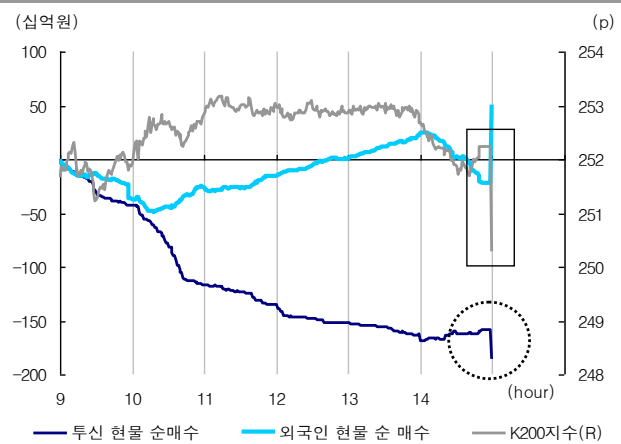
- 단, 당일 보험의 비차익 PR은 장 중 -134억원, 증가 +78억원에 불과. 이는 만기 전날까지 재 조정 작업이 대부분 완료되었기 때문. 2015년 2/2~3/11일까지 25일간, -2,933억원의 비차익 PR 순 매도가 집중된 것이 근거. 따라서, 이번 만기에도 중요한 것은 투신, 보험, 연기금 재 조정 진행 상황. 만기 전까지 충분히 진행된다면 증가 PR 순 매도 충격도 그만큼 줄어들 것[그림 7]

그림 5. 증권, 셀트리온 순 매수의 일부는 주식 선물/옵션 헤지용



주: 만기 구분 없이 일별 순 매수 단순 누적
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 2015년 3월 만기: 증가 투신 비차익 순 매도로 지수 하락



주: 장 중 1분 데이터
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

1 이벤트 드리븐은 지수 편입일 전에 인덱스 펀드의 ‘실 수요’를 노리고 미리 매수했다가 편입일 직전에 매도하는 ‘가 수요’를 의미. 리버스 이벤트 드리븐(reverse event driven)은 편입 직후 상대적 하락에 베풀기 위해 공매도하는 가 수요. 과거 경험상 편입 종목은 편입 이전에 상대적으로 상승했다가 편입 직전부터 반락, 편입 이후에도 한 동안 하락세가 이어지는 경우 빈번

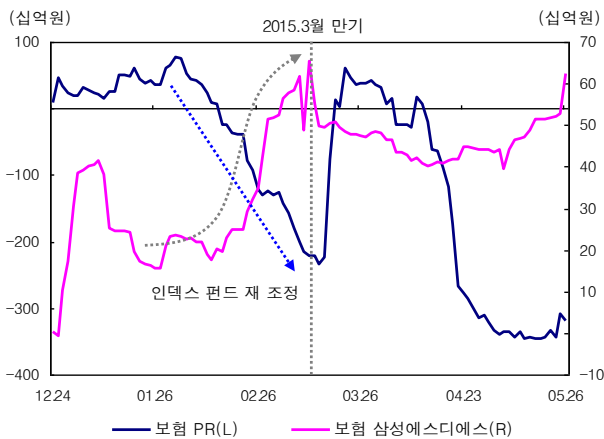
주말까지 36.5% 진행. 이번 주중 같은 속도 유지되면 만기일 증가 재 조정용 PR 매도는 4천억원 전후

- 연금은 셀트리온과 비차익의 대칭 패턴이 비교적 뚜렷해 재 조정 작업 유력. 1/4~3/5일 사이 셀트리온 +2,795억원 순 매수, 비차익 -7,900억원 순 매도. 반면, 투신, 보험은 대칭 패턴 없어 진행 상황 추측 곤란. 투신은 2/9일부터 셀트리온 +695억원, 비차익 PR +1,070억원 동반 순 매수. 보험은 1/26일부터 셀트리온 +1,326억원, 비차익 PR 역시 +5,387억원 순 매수

- 만일 셀트리온 순 매수를 기준으로 한다면 주말까지 +4,816억원 재 조정. 진행률은 36.5%. 만기 주간에는 재 조정 속도가 더욱 빨라질 것이므로 4~5천억원이 추가로 재 조정된다면 만기일 증가에 투신+보험+연기금의 PR 매도 규모는 4천억원 전후로 줄어들 것. 다만, 전체 PR 순 매매 우위는 여가 증권 매수 차익잔고 청산 여부와 외인의 비차익 순 매수 더해야 확정될 것

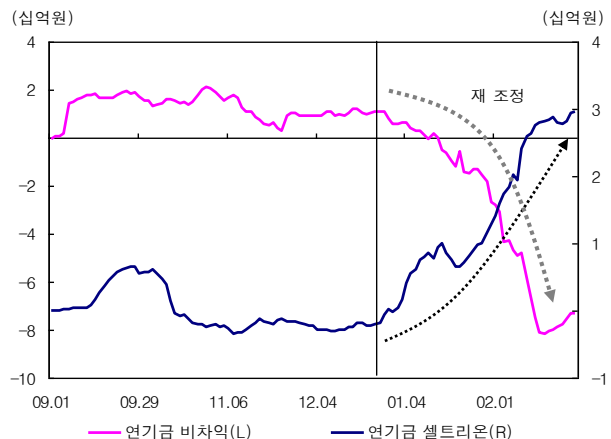
※ 증권의 PR 순 매도 여부, 외인 비차익 순 매수 여부는 다음 편에서 다룰 예정

그림 7. 2015년 3월 만기 전후 보험 인덱스 펀드의 재 조정 과정



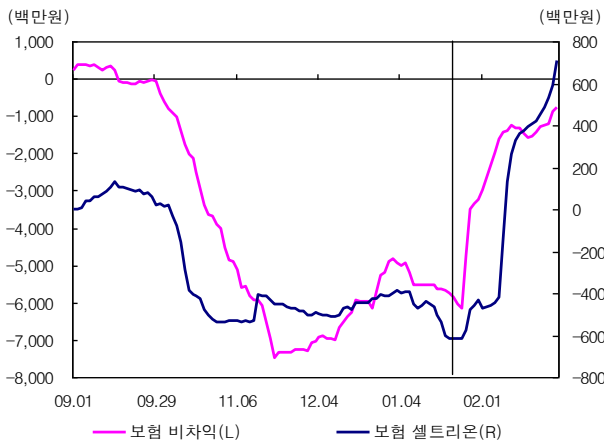
주: 일별 순 매수 단순 누적
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 연기금, 셀트리온과 비차익. 재 조정 진행 중



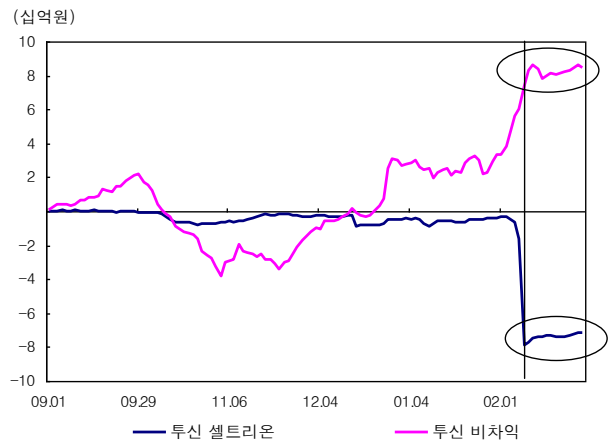
주: 일별 순 매수 단순 누적
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 보험, 셀트리온과 비차익의 수급. 동반 순 매수



주: 일별 순 매수 단순 누적
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 투신, 셀트리온과 비차익의 수급. 동반 순 매수



주: 일별 순 매수 단순 누적
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.