



파생상품 특자의 바이블 이종호입니다.

(02)3770-3482 joongho.lee@tongyang.co.kr



# Derivatives Profit & Loss

## 멀고도 가까운 환율과 파생상품의 상관관계

### Derivatives Analyst

이종호

02-3770-3482

joongho.lee@tongyang.co.kr

### RA

정준섭

02-3770-3484

junsup.jung@tongyang.co.kr



### Why This Report

최근 QE3가 언급되며 환율의 변화에 대해 주목하고 있는 투자자가 늘어나고 있습니다. 특히 현물을 투자하는 입장에서는 환율 수혜주, 불리주 찾기에 나서는 등 바쁜 선별작업이 나타나고 있습니다. 이번 자료에서는 환율이 파생상품시장 특히 현물시장의 매수에 우호적인지 그렇지 않은지를 파생상품 관점에서 보고자 노력하였습니다. 특히 환율이 크게 하락할수록 외국인 투자자의 국내 시장 유출이 나타난다는 일부 시각은 과거부터 잘못된 것이었다는 판단입니다.

### Investment Point

#### 프로그램매매 대규모 유입 된 것으로 보긴 어려워

- ▶ 지난 주 외국인 프로그램매매(차익PR + 비차익PR) 1조원 가량 유입. 그러나 QE3 고려한다면 큰 규모 아님
- ▶ 높은 시장Basis, 환율 하락 가능성이 외국인 투자자에게 좋은 투자 기회 제공!

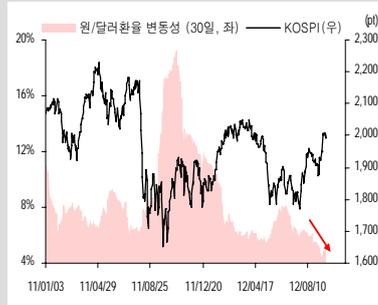
#### 환율하락, 시장에 악재라는 판단을 선불리 하지 말 것!

- ▶ 급격한 원/달러 환율변동성 하락, 환율과 KOSPI 강한 음(-)의 상관관계, 외국인 투자자의 차익PR 및 비차익PR 등이 환율과 연계되는 것 등등은 모두 환율 하락이 KOSPI 상승의 원인이 될 수 있음을 의미
- ▶ 과거 외국인 차익PR, 비차익PR은 환율 하락 구간에서 주로 유입, 환율 상승 시 유출 발생. 이는 환율 하락이 외국인 투자자에게 좋은 투자 기회 제공하는 것
- ▶ 따라서 환율이 추가적으로 하락할 것이 없어 자금 유입 및 KOSPI, 파생상품시장에 호재로 작용하기 힘들다는 분석은 기우인 것으로 판단함. 환율이 상승하는 것이 확인될 때부터 시장이 위축될 것임

#### 환율하락은 시장에 호재로 작용할 가능성이 매우 크다

- 현물 뿐만 아니라 파생상품시장에서도 환율하락은 매우 좋은 투자 기회
- 환율이 더 이상 하락할 것이 없어 자금유입이 불가능하다는 분석은 기우

원/달러 환율의 변동성과 KOSPI



자료: 동양증권 리서치센터

원/달러 환율 변동과 비차익PR 추이



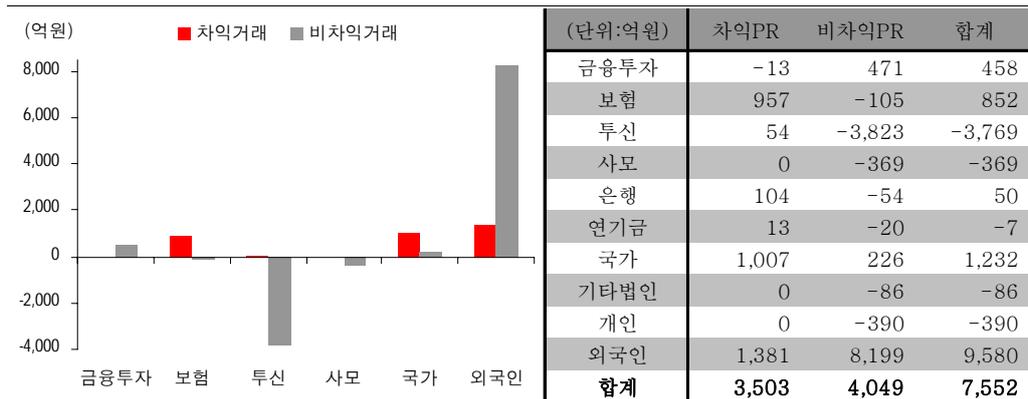
자료: 동양증권 리서치센터

## 프로그램매매 대규모로 유입된 것 아냐

지난주 외국인 차익 PR 및 비차익 PR 이 1조원가량 유입되었음. 상대적으로 비차익 PR 이 컸지만 이는 QE3 시행이라는 이벤트로 볼 때는 그렇게 큰 규모가 아닌 것으로 판단됨(보다 자세한 분석은 다음 단락을 참고). 물론 시장 Basis 가 높았던 원래의 이유도 있음.

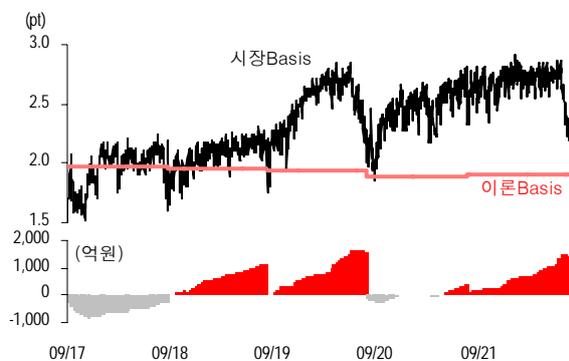
직전 6월, 9월 선물과 같이 이번 12월물 역시 만기가 길게 남았음에도 불구하고 높은 시장 Basis 가 유지되며 차익PR 매수 유입에 좋은 환경을 제공하고 있음. 이는 높은 환율에서 낮은 환율로 이동할 가능성이 있는 상황까지 더해져 외국인 투자자에게는 아주 좋은 프로그램매매 투자 기회가 되고 있는 상황임. (반대로 국내 단기 차익거래자는 오로지 시장Basis 의 높은 수준 때문에 유입 되는 것)

한주간 투자자별 프로그램매매 현황



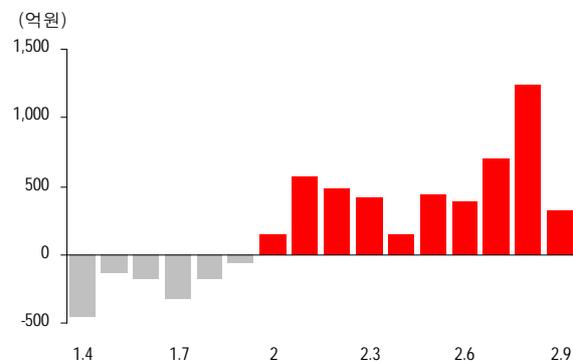
자료: 동양증권 리서치센터, KRX

시장 Basis 와 차익거래 유/출입 추이



자료: 동양증권 리서치센터

시장 Basis 별 차익거래 유/출입 규모



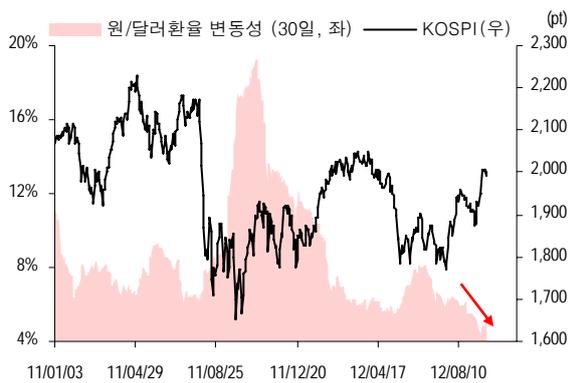
자료: 동양증권 리서치센터

## 환율하락은 외국인 투자자 입장에서 좋은 투자기회!

투자자들은 환율이 증시에 미치는 영향에 대해 큰 관심을 갖고 있음. 특히 현물시장에선 수혜주와 비수혜주 구분에 매우 관심이 큼. 하지만 파생상품시장에서 환율은 각 파생상품 자체에 대해선 중립적인 영향이며(환율과 연계된 일부 파생상품은 제외) 더불어 환율에 연계된 투자주체의 투자 행동에 영향을 줄지에 대한 분석이 필요할 뿐임.

이런 의미에서 QE3에 의해 원/달러 환율 하락이 나타난다면 KOSPI 상승의 원인이 될 수 있다는 판단임. 최근의 환율변동성이 과거 보다 더욱 급격하게 하락하는 모습이나 환율과 KOSPI의 상관계수가 최근에 다시 높은 수준으로 지속 유지되고 있는 것을 보면 이러한 가능성에 더욱 힘을 실는다는 판단임.

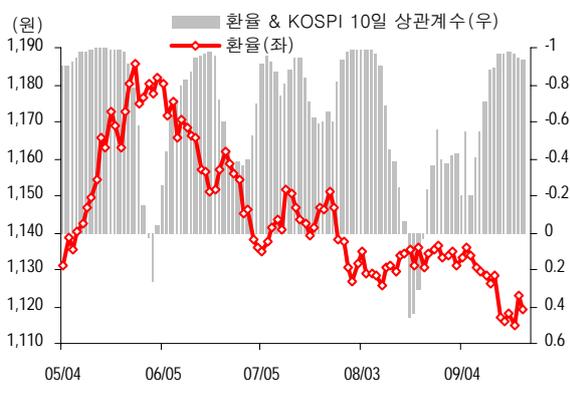
원/달러 환율 변동성 지속 감소



자료: 동양증권 리서치센터

- 원/달러 환율 변동성(30일) 지속 감소중
- KOSPI 상승과 환율의 변동성이 역의 상관관계를 갖는 것은 당연하나 최근의 경우 KOSPI 상승에 비해 지나치게 낮은 환율 변동성 구간으로 접어듦
- 이는 환율의 하방경직성(추가 하락이 쉽지 않음)이 생각보다 큰 것으로 판단할 수도 있다는 의미가 됨

환율과 KOSPI의 10일 상관계수

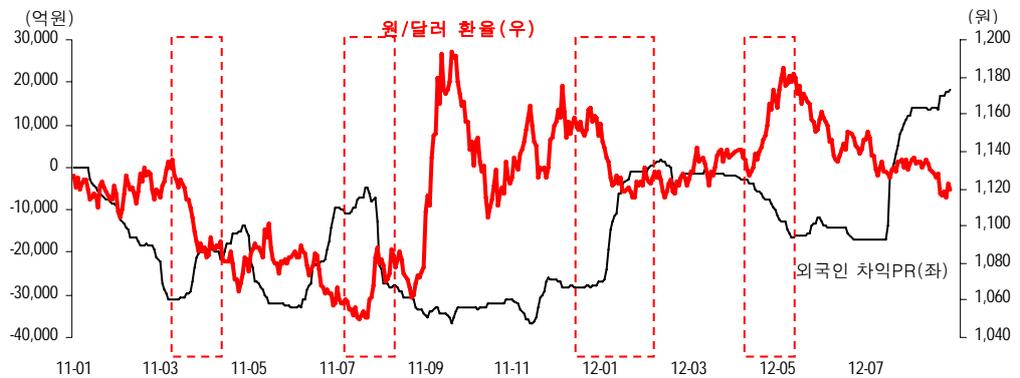


자료: 동양증권 리서치센터

- 환율 하락이 KOSPI 상승과 동반된다는 기존의 논리는 크게 다르지 않음
- 그러나 환율이 너무 많이 하락하여 추가 하락할 틈이 없어 수급 유입이 어렵다는 분석은 옳지 않아
- 과거 환율이 높아지는 구간에서 유동성이 축소되었던 사례가 더 많이 때문

실제 최근 2년간 외국인 차익PR의 추이를 보면 환율 하락 구간에서 유입이 많이 발생했음을 확인할 수 있음. 더불어 환율이 급격하게 하락하였을 때 유입이 줄어드는 것이 아닌 환율이 급격히 상승할 때 오히려 차익PR 유출이 발생하는 점도 확인할 수 있었음. 이는 외국인 비차익PR에서도 동일하게 나타나는 현상임. 결국 환율은 어쩔 수 없이 외국인 투자자에게는 좋은 국내 투자 요인이 되는 요소라는 점임.

환율과 외국인 차익PR의 비교



자료: 동양증권 리서치센터

원/달러 환율 변동과 비차익PR 누적

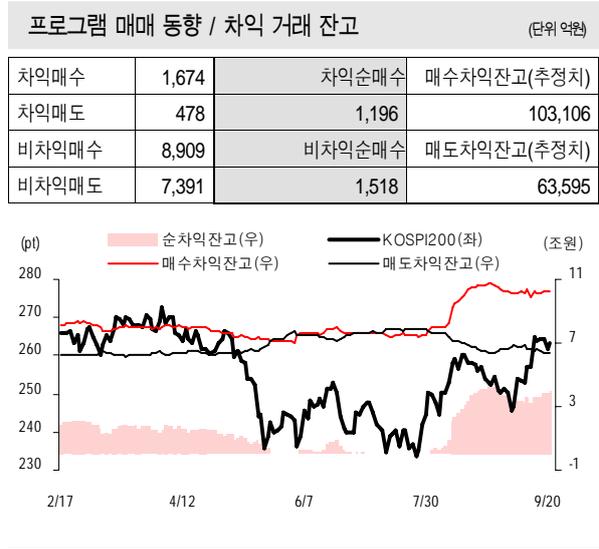


자료: 동양증권 리서치센터

- 외국인 투자자 비차익 PR 역시 위의 차익 PR 과 동일하게 환율 하락에서 유입 및 환율 상승에 유출이 발생
- 특히 환율이 급격하게 하락할 때 환율이 더 하락할 여지가 없어 유입이 힘들다는 논리는 어디에서도 확인하기 어려움

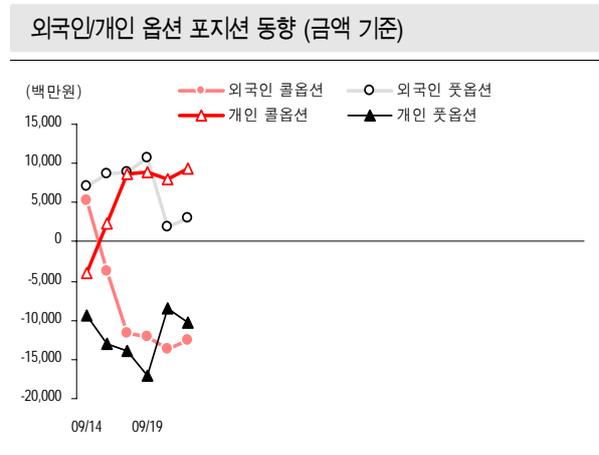
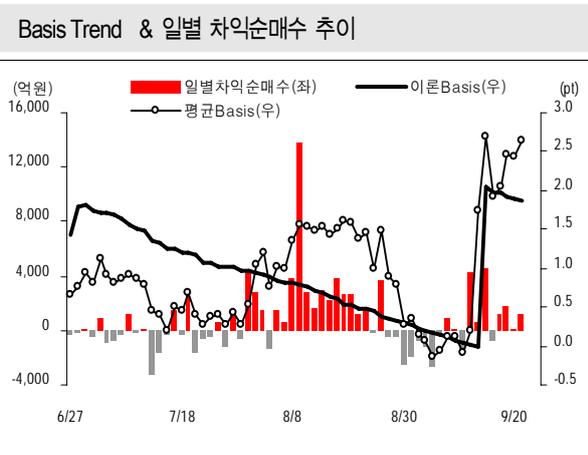
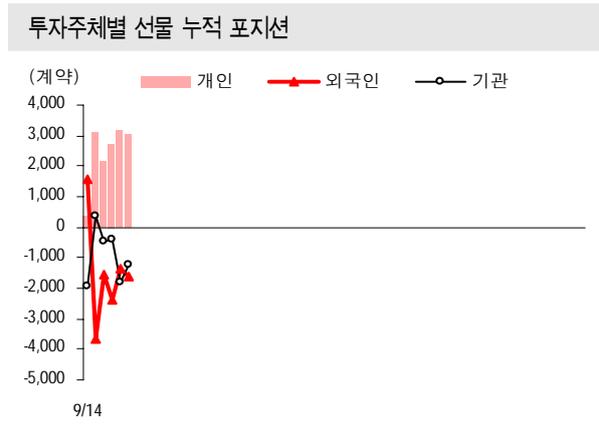
단 참고적으로 원/달러 환율과 외국인 선물의 순매매, 원/달러 환율과 순차익잔고의 증감, 원/달러 환율과 옵션투자 주체별 매매 동향 등에서 특이점을 발견하기 어려웠음. 결국 환율은 외국인 투자자를 중심으로 한 차익거래 및 지수관련 매매에 상대적으로 큰 영향을 미친다는 것이 확인 가능함.

Market Data				
	선물12월물	선물3월물	KOSPI200	KOSPI
시가	266.05	265.20	263.26	2,000.05
고가	266.55	265.65	264.05	2,005.11
저가	264.55	264.35	262.16	1,991.56
종가	265.05	264.35	263.41	2,002.37
전일대비	0.70	0.65	1.54	12.04
전일비	0.26%	0.25%	0.59%	0.60%
거래량	177,567	77	거래량(천주)	649,195
미결제약정	99,874	2,463	거래대금(억원)	49,644
시장 Basis	1.64	장중평균 Basis	2.63	
이론 Basis	1.90	이론가과리율(%)	-0.10	
제1스프레드	-0.75	SP 거래량	115	



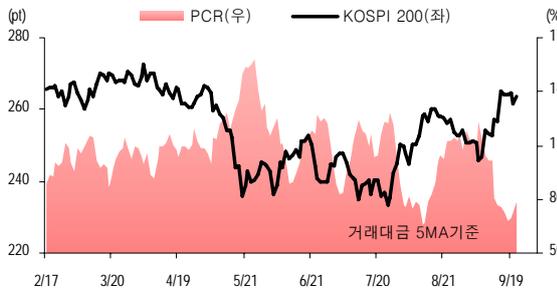
투자주체별 매매동향

	외국인	개인	기관
현물(억원)	1,680	-1,427	-207
선물(계약)	-256	-142	552
선물 누적	-1,609	3,028	-1,259
콜옵션(계약)	-2,022	5,063	-2,273
콜옵션 누적	-8,487	7,101	4,301
풋옵션(계약)	6,898	-2,324	-4,701
풋옵션 누적	39,820	-10,758	-24,652



자료: KRX, 동양증권 리서치센터

Put Call Ratio



	PCR	전일 대비	5MA
거래량 기준	91.09	-13.16	91.74
거래대금 기준	83.25	-13.86	78.65

Historical Volatility (30일) & VKOSPI



	VKOSPI	H.V	대표 Call I.V	대표 Put I.V
전일	18.15	17.18	16.00	17.60
증감	-0.49	-0.88	-1.50	0.80

주식선물시장 동향(거래량 상위 18종목)

종목	기초자산			주식선물						거래대금 비율 선물/현물(%)
	가격	등락률	거래대금	가격	등락률	거래대금	거래량	미결제약정	베이스스	
SK 하이닉스	23,850	-0.21	114,756	23,975	-0.1	45,178	187,605	164,595	125	39.37
LG 디스플레이	28,500	-2.73	118,034	28,800	-2.54	26,069	90,982	42,887	300	22.09
대우증권	13,300	1.14	18,927	13,300	0.95	7,335	55,209	105,727	0	38.75
LG 전자	75,200	-0.66	108,223	75,500	-0.4	23,549	31,297	30,751	300	21.76
우리금융	11,700	0	24,889	11,775	0	2,981	25,243	59,783	75	11.98
두산인프라코어	19,850	0.76	19,024	20,025	1.26	3,138	15,742	31,210	175	16.50
한국전력	25,750	1.18	29,862	25,900	1.17	2,365	9,143	42,545	150	7.92
KT	35,900	0.56	30,670	36,125	0.49	2,692	7,419	48,530	225	8.78
SK 이노베이션	168,500	0.9	67,939	170,500	1.79	12,362	7,307	8,677	2,000	18.20
KT&G	90,000	3.33	36,664	90,050	2.56	6,526	7,244	5,549	50	17.80
기아차	73,200	0.27	82,185	73,700	-0.07	4,283	5,791	23,694	500	5.21
현대차	241,000	-0.41	89,523	242,750	-0.41	12,259	5,035	12,164	1,750	13.69
신한지주	38,800	-1.4	42,522	39,025	-0.89	1,593	4,049	7,680	225	3.75
삼성전자	1,302,000	1.17	388,452	1,313,500	1.04	44,014	3,349	15,952	11,500	11.33
KB 금융	41,050	-0.85	38,249	41,000	-1.44	1,381	3,342	15,259	-50	3.61
대한항공	50,300	0	32,631	50,550	-0.3	1,694	3,318	10,376	250	5.19
하나금융지주	37,050	-1.72	34,956	37,250	0.74	599	1,596	4,530	200	1.71
GS 건설	81,200	1.75	13,211	82,250	2.56	1,255	1,538	2,949	1,050	9.50
			1,290,715			199,272	465,209	632,858		15.44

단위: 가격(원), 거래대금(백만원), 베이스스(원) / 등락률 (%) / 거래량, 미결제약정 (계약)

	주식선물 투자자별 매매 동향				
	외국인	개인	기관합계	금융투자	투신
수량 (계약)	-8,577	8,351	-360	1,333	546
대금 (백만원)	-2,707	-1,920	4,475	-357	1,587

자료: KRX, 동양증권 리서치센터

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이종호)
- 당사는 등 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.