

Derivatives Issue

Derivatives Analyst 김현준
02.6915.5744
kimhj@ibks.com

10월 옵션만기, 적절한 대응은 콜매도

〈Summary〉

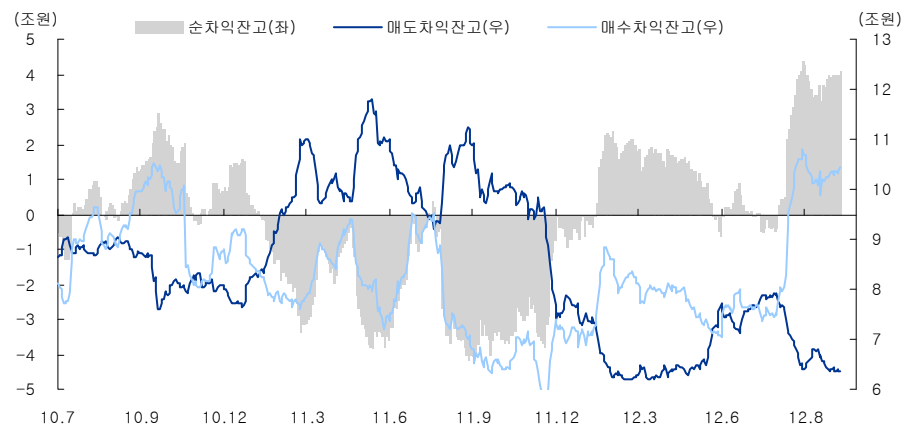
- 10월 옵션만기, 중립 이하의 프로그램 수급 전망. 콜매도 전략 유효
- 컨버전 조건이 -1.3P 이상으로 개선되며 국가기관 매수차익잔고 일부 청산 가능성 높아져
- 최근 원화 강세에 따라 환차익을 확보한 약 4조원 이상의 외국인 매수차익잔고 일부의 차익실현 유의
- 한국관련펀드로의 자금 순유입 감소시 외국인 비차익 순매수가 만기일 매물 부담 일부 상쇄할 전망

이번 옵션만기는 국가기관과
외국인 매물 부담
가능성으로 중립 이하의
프로그램 수급 전망

10월 옵션만기, 중립 이하의 프로그램 수급 전망. 콜매도 전략 유효

이번 옵션만기는 중립 이하의 프로그램 수급을 전망한다. 1) 약 9,000억원 규모의 국가기관 매수차익잔고 일부의 컨버전 전환 가능성과 2) 최근 원/달러환율이 1,110원대로 내려오면서 환차익을 확보한 약 4조원 이상의 외국인 매수차익잔고 일부의 차익실현 가능성이 부담 요인이다. 주체별 매수차익거래 여력이 미미한 가운데 신규 매수차익거래가 유입되기 위해서는 베이스스가 2.60P대까지 개선될 필요가 있으나, 캘린더 상으로 만기일까지 적극적인 선물 매수세를 유발할 모멘텀이 나타나기는 어려워 베이스스의 급격한 개선 가능성은 낮다. 다만 지난주 한국관련펀드로의 자금 순매수 유입 규모 등을 감안했을 때 외국인 비차익 순매수가 만기일 매물 부담을 일부 상쇄할 수 있을 것으로 판단된다.

그림 1. 역대 최대치 수준에 근접한 순차익잔고, 이번 만기 때 일부 청산될 것인가?



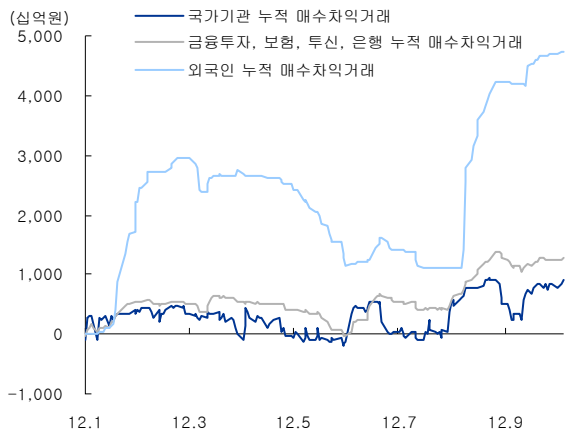
자료: KOSCOM, IBK투자증권

10 월 옵션만기, 매물 부담은 국가기관과 외국인에서 나올 수 있다

이번 옵션만기의 관건은
국가기관 컨버전 설정과
외국인 매수차익잔고의
환차익 여부

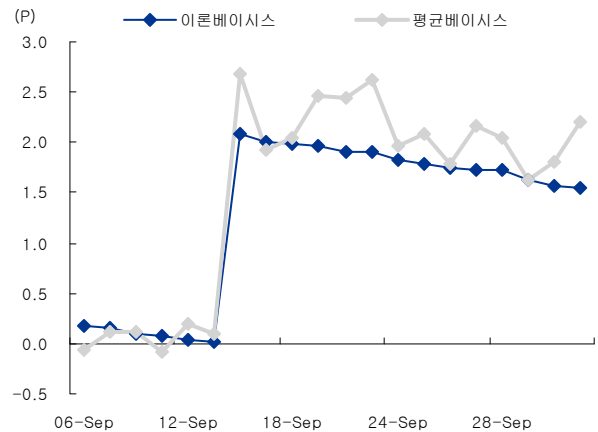
이번 옵션만기의 관건은 4.08조원까지 증가한 순차익잔고 일부의 청산 여부이다. 특히 이번 만기 때 청산이 가능해 관찰이 필요한 주체별 물량은 1) 약 9,000억원 규모의 국가기관 매수차익잔고 일부와 2) 환차익을 확보한 약 4조원 이상의 외국인 매수차익잔고 일부이다. 약 1조원 이상의 국가기관을 제외한 기관(금융투자, 투신, 보험, 은행 등)의 매수차익잔고 일부의 청산도 고려해 볼 수 있으나, 이들 매물이 출회 가능한 조건은 베이스 1.0P 이하로 5일 평균베이스 2.23P대비 너무 낮아 이번 보고서에서는 논외로 한다.

그림 2. 주체별 매수차익잔고는 높은 수준



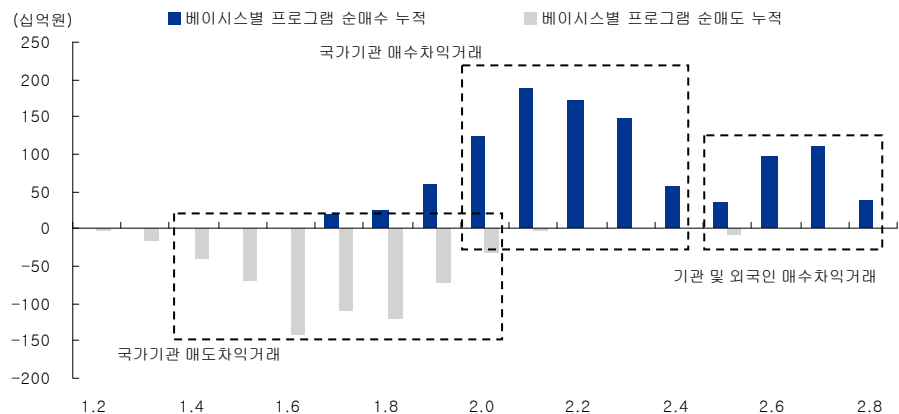
자료: KOSCOM, IBK 투자증권

그림 3. 평균베이스는 아직은 높아 기관의 매물 부담 걱정은 덜어



자료: KOSCOM, IBK 투자증권

그림 4. 컨버전 조건 -1.1P 이상 개선시 베이스 2.1P 이상에서 설정된 국가기관 매수차익잔고 청산 가능

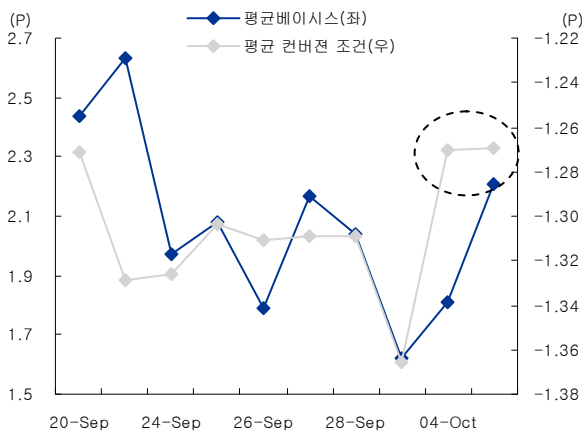


주: 2012.09.17~2012.10.05 기간 동안 베이스별 프로그램 매매를 누적한 값
자료: KOSCOM, IBK투자증권

국가기관의 매수차익잔고
일부 청산은 컨버전 조건 -
1.1P 이상에서 본격화

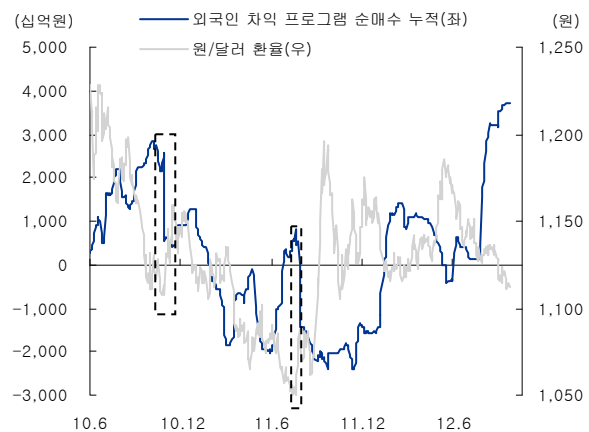
국가기관 매수차익잔고 일부가 청산될 가능성이 높아졌다. 최근 컨버전 조건이 -1.3P 이상으로 개선되며 베이스 2.3P 이상에서 설정된 국가기관 매수차익잔고가 수익구간으로 진입해 청산이 가능해졌기 때문이다. 9월 중순 이후 이자비용 약 0.7P, 거래비용 0.3P(거래수수료 0.15P, 시장충격비용 0.15P)로 가정했다. 실제로 지난 5일 국가기관은 약 230억원의 컨버전을 설정한 것으로 추정된다. 지금까지 설정된 컨버전 규모는 미미한 수준이나, 이번 주간 컨버전 조건이 -1.1P 이상으로 개선된다면 지난 9월 중순 이후 베이스 2.1P 이상에서 설정된 5,000억원 이상의 매수차익잔고 일부가 컨버전 설정되며 옵션만기일 매물 부담으로 작용할 수 있다.

그림 5. 지난주후반 컨버전 조건이 1.3P 이상으로 개선



자료: KOSCOM, IBK 투자증권

그림 6. 외국인 환차익 확보해 매수차익잔고 청산시 수익볼 수 있어



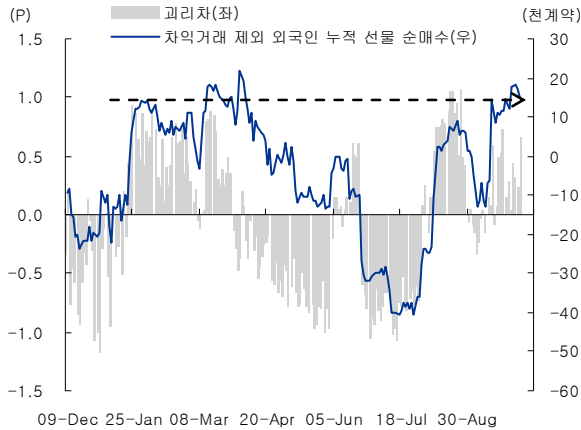
자료: KOSCOM, IBK 투자증권

환차익을 확보한 약 4조원
이상의 외국인 매수차익잔고
일부의 청산 우려 부담 요인

약 4조원 이상의 외국인 매수차익잔고의 일부 청산 우려도 부담 요인이다. 이들 물량은 최근 평균베이스 2.23P 수준에서는 이론적으로 청산 가능성이 낮다. 하지만 최근 원/달러환율이 1,110원대로 하락하며 환차익을 확보해 평균베이스가 높은 수준이더라도 매수차익잔고 청산이 이득인 경우가 발생했다. 약 3조원이 유입됐던 지난 8월의 외국인 매수차익거래를 기준으로 계산해보면 원/달러 환율 평균 1,132.0원을 가정시 약 1.85%의 환차익을 확보해 현재 베이스에서 청산시 손해비용인 0.40%(약 1.0P)를 커버하고도 약 1.45%의 수익을 확보한 셈이다. 이는 연환산수익률 기준으로 약 10%에 해당된다. 지난 2010년 11월 11일 옵션만기 동시호가 때 약 2조원 이상의 프로그램 매도 물량이 쏟아졌던 도이치사태도 환차익의 대표적인 사례이다.

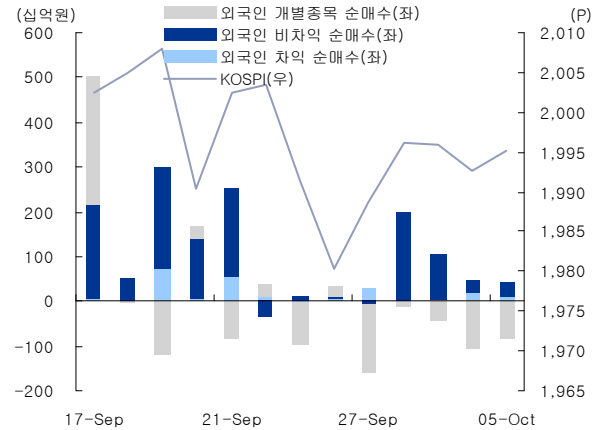
국가기관의 매물 출회 트리거는 컨버전 조건으로 비교적 명확한 반면 외국인의 매물 출회 트리거는 분명히 알기 어렵다. 이들의 청산 여부는 환차익 확보가 충분한지에 대한 내부적인 판단에 달려있기 때문이다. 외국인의 청산 움직임은 이번주간 컨버전 조건의 설정 여부에 따라 그나마 추정할 수 있는데, 10월 11일 발간된 최종 옵션만기보고서를 통해 이를 논의할 예정이다.

그림 7. 차익거래 제외한 외국인 누적 선물 순매수 규모는 최대 수준



자료: KOSCOM, IBK 투자증권

그림 8. 지난 17일 이후 외국인 수급 중 비차익이 가장 양호



자료: KOSCOM, IBK 투자증권

선물 외국인의 낮은 매수
여력과 캘린더 상 모멘텀
부재로 만기일 급격한
베이스스 개선 가능성 낮아

만기일 이전까지 급격한 베이스스 개선 가능성도 낮다. 1) 베이스스를 주도하는 선물 외국인의 실질적인 매수 여력이 크지 않고 2) 캘린더 상으로 만기일까지 적극적인 선물 매수를 이끌만한 모멘텀도 많지 않기 때문이다. 지난 5일 일별 매수차익거래를 제외한 외국인 누적 선물 순매수 추정치는 약 14,000계약 수준으로 지난 2월 최대 수준에 근접했다. 9-12 스프레드를 통해 약 2만계약의 매도 롤오버가 있었음에도 이들 대부분이 약 4조원 이상의 매수차익잔고 일부임을 감안하면 실질적인 매도포지션은 많지 않았던 셈이다. 이는 외국인의 추가 선물 순매수 여력과 베이스스의 추가 개선 여력 모두 크지 않음을 의미한다. 캘린더 상으로도 만기일까지 적극적인 선물 매수를 이끌 모멘텀이 많지 않다. ECB의 OMT나 FED의 QE3 이후 서방의 강력한 정책 대응이 이미 시장에 반영됐기 때문이다. 중국의 정책 선회가 외국인 선물 순매수를 이끌 수 있으나, 11월 8일 18차 당대회를 멀리 앞두고 갑작스레 중국 정책 대응 기대감이 살아날 가능성은 낮다고 판단한다.

외국인 비차익 수급이
만기일 매물 부담을 일부
상쇄

다만 외국인 비차익 수급이 만기일 매물 부담을 일부 상쇄할 수 있을 것이다. 실제로 지난 17일 이후 외국인 수급 중 비차익 순매수가 약 1.1조원 유입되며 가장 양호한 모습을 보였다. 지난주 한국관련펀드로의 자금 순유입과 글로벌 유동성을 감안했을 때 외국인 비차익 수급은 이번주에도 긍정적인 가능성이 높다고 판단한다.

투자전략: OTM 콜매도 대응 전략 유효

수급적인 관점에서 이번 만기일은 OTM 콜매도 대응이 유효할 전망이다. 1) 앞서 언급했던 국가기관과 외국인 매물 부담이 높은 가운데 2) 외국인 추가 선물 매수 여력 감소와 캘린더상 모멘텀 부재로 매수차익거래가 유입될 가능성이 낮기 때문이다. 즉, 이번 만기는 낮아진 수급 개선 여력과 이에 따른 지수 상단 제한에 초점을 맞출 필요가 있다.