



피생상품 투자의 바이블 이중호입니다.

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



10월 옵션 만기일 Review

Derivatives Analyst

이중호

3770-3482

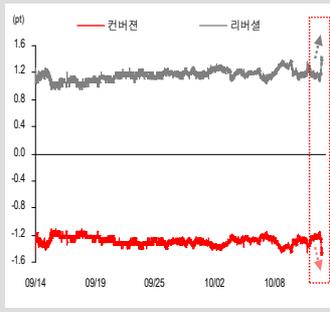
joongho.lee@tongyang.co.kr

종가 동시호가 차익PR 순매수

(단위: 억원)	차익	비차익	PR합계
금융투자	0	213	213
보험	0	48	48
투신	-31	325	294
사모	0	-148	-148
은행	13	37	50
연기금	0	3	3
국가/지자체	-361	-1,026	-1,387
기타법인	0	-44	-44
개인	0	0	0
외국인	10	131	141
합계	-370	-461	-831

자료: 동양증권 리서치센터

컨버전/리버설 추이



자료: 동양증권 리서치센터

Why This Report

소문난 잔치에 먹을 것 없다는 말이 있습니다. 만기일 증가 대규모 매도를 예상한 애널리스트들이 많았지만 결국 막판에 들어온 리버설 및 장중 시장 Basis 하락에 따라 장중 청산되고 시장이 끝나버리는 상황이 되었습니다. 10월 옵션 만기일을 정리해 보고 앞으로 시장에 차익PR 부담이 발생할지 여부에 대해 말씀드리도록 하겠습니다.

Investment Point

막판 리버설 작동, 매도 규모 대규모 축소!

- ▶ 주가지수 하락 → 풋옵션 내재변동성 폭등 → 리버설 가격 상승 → 기존 컨버전 리버설로 재스위칭 → 증가 차익 PR -370억원 매도에 그침
- ▶ 전일 만기는 1) 시장 Basis 하락, 2) 투자자들 불안 심리에 기인한 풋옵션 내재변동성 급등에 영향 받아 장중 매도 수준으로 국한되었음

만기일 후폭풍 없지만 다음 만기는 부정적!

- ▶ 전일 급한 차익 PR 및 비차익 PR 청산 이루어짐. 만기 이후 장중 시장 Basis 하락에 따른 차익 PR 매도 예상되나 이는 만기일 이벤트와 무관
- ▶ 앞으로 만기에는 외국인 차익 PR 매도에 주목할 것. 연말 배당 기대수준 높지 않고 환율 상승시 차익 PR 청산 가능성 높아 환율의 변화에 외국인 차익 PR 민감하게 작용할 가능성 높기 때문!
- ▶ 다가오는 11월 옵션 만기 및 12월 동시 만기는 이런 측면에서 기존 10월 만기 보다 불확실성이 큰 것으로 판단됨

리버설 가격상승으로 인해 증가 청산 물량 급감

- 리버설 상승으로 증가 청산 물량이 대거 장중 청산 물량으로 변화
- 앞으로의 만기에는 환율 및 배당에 대한 투자자 관심 더욱 높아질 것!

결국 리버설이 작동 하다!

결국 지난 4월 만기와 같은 막판 리버설 작동이 주요했음. 장중 소규모로 유입되던 컨버전이 2시 이후 갑자기 시장에 형성된 리버설로 인해 거의 전량 재스위칭 되었기 때문임. 컨버전에서 리버설로 조건이 바뀐 이유는 오후 2시 이후 지속적으로 하락하는 지수에 맞춰 풋옵션 매수가 몰린 영향 때문으로 판단됨. (풋옵션 매수 → 풋 내재변동성 폭등!)

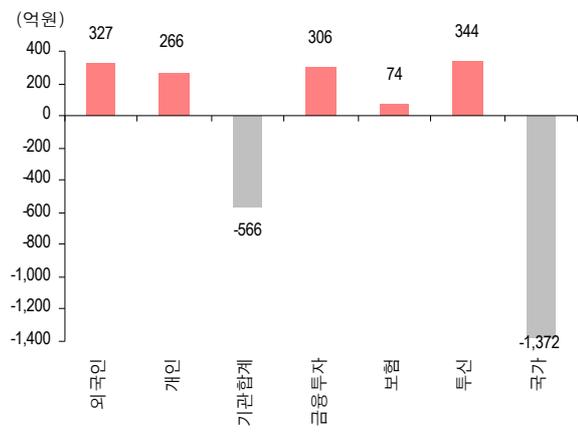
일중 프로그램매매 현황

(단위 : 백만원)

구분	매도금액	매수금액	순매수	
차익거래	동시호가이전	354,898	171,859	-183,039
	증가동시호가	61,936	24,903	-37,033
	합 계	416,834	196,762	-220,072
비차익거래	동시호가이전	542,802	453,541	-89,261
	증가동시호가	144,497	98,394	-46,103
	합 계	687,299	551,935	-135,364
프로그램 전체	동시호가이전	897,700	625,400	-272,300
	증가동시호가	206,433	123,297	-83,136
	합 계	1,104,133	748,697	-355,436

자료: 동양증권 리서치센터

증가 동시호가 투자자별 현물 순매수 현황



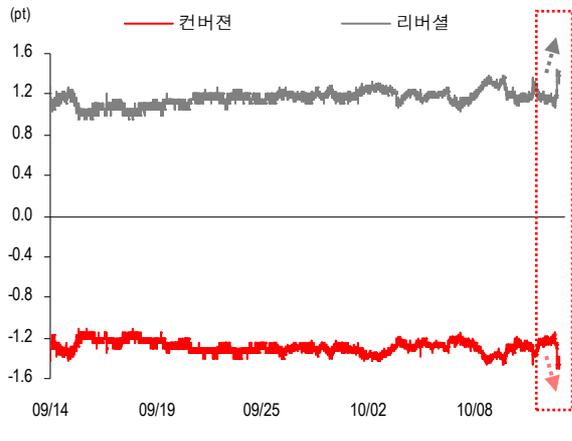
자료: 동양증권 리서치센터

결국 내재변동성 폭등은 합성선물 매수(콜 매수 + 풋 매도)의 가격을 낮춰 리버설 가격을 폭등 시킨 것임. **리버설 가격 상승은 컨버전의 리버설 재스위칭을 이끌어내 증가 부근에 차익PR 매도를 370억원에 불과하게 만들었음.**

무엇보다도 만기일이라는 **불확실성 속에 지수가 하락할 수 있다는 투자자들의 투자심리에 영향을 받아 풋옵션 내재변동성이 크게 상승했던 점이 시장의 주요한 변수가 되었던 것임.** 거기에 더불어 만기일 아시아 지수가 전반적으로 약세를 보이며 비차익PR의 매도가 겹친 점이 상대적으로 프로그램매매 전체에 대한 매도 공포를 부채질한 꼴이 되었음(비차익PR 역시 장중 -1,354억 출회 되었음).

전전일 외인 대규모 선물 매도로 인해 만기일 불안이 더 커진 점도 시장 투자자에게 지수를 부정적으로 보게 만들었다는 판단임. 따라서 앞으로의 만기일은 상당수 시장 참여자의 투자심리에 영향을 받을 수밖에 없음을 인지해야 할 것임.

컨버전/리버설 추이



자료: 동양증권 리서치센터

전일 투자자별 프로그램 매매 현황

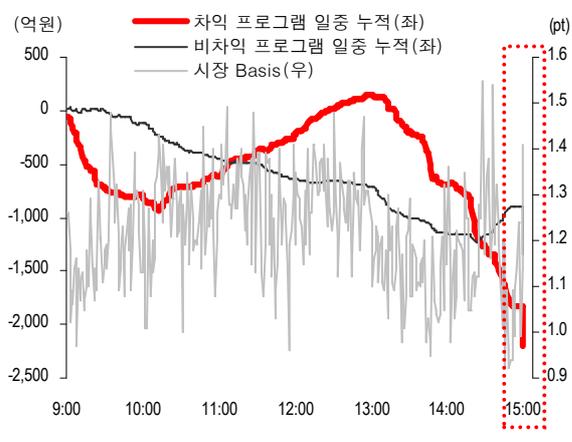
(단위: 억원)	차익	비차익	PR합계
금융투자	-113	216	103
보험	-189	44	-146
투신	-95	94	-1
사모	0	-125	-125
은행	-100	53	-46
연기금	-25	154	129
국가/지자체	-1,688	-1,262	-2,950
기타법인	0	-27	-27
개인	0	130	130
외국인	9	-633	-624
합계	-2,201	-1,354	-3,554

자료: 동양증권 리서치센터, KRX

전일은 시장Basis의 움직임이 좋지 못했음. 따라서 시장Basis 하락과 컨버전 가격수준을 놓고 밀고 당기기가 있었다고 볼 수 있음. 시장Basis가 1.2pt 상황에서 컨버전도 -1.2pt라면 서로 균형은 이루어지지만 시장Basis가 1pt까지 하락하는 외중에 컨버전이 -1.2pt에 머물고 리버설이 폭등한다면(1.4pt 이상), 합리적인 투자자라면 누구나 컨버전을 리버설로 재스위칭 한 후 장중 시장Basis 하락에 청산해 버릴 것이기 때문.

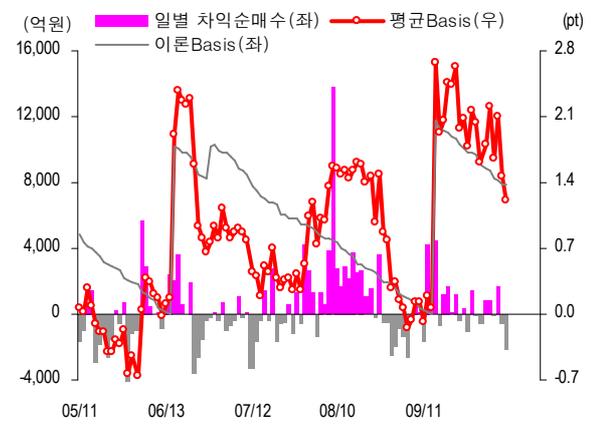
(즉 현물 매수 + 선물 매도 상황인 매수차익 상태에서 선물 매수 + 합성선물 매도인 컨버전을 행했을 경우 현물 매수 + 합성선물 매도 상황이 됨. 여기서 다시 리버설인 선물 매도 + 합성선물 매수를 진행한다면 포지션은 현물 매수 + 선물 매도 상황이 될 것임. 그리고 이를 장중 시장Basis 하락에 청산 한다면 더 유리할 수 있는 것임)

전일 프로그램매매 추이



자료: 동양증권 리서치센터, KRX

일별 차익거래와 시장 Basis 추이



자료: 동양증권 리서치센터

만기일 후폭풍과 외국인 차익PR 청산은 언제가 될까?

당장 이번 10월 만기 이후 만기일 후폭풍은 없을 것. 왜냐하면 전일 오히려 당장 급한 차익PR의 청산 및 비차익PR의 청산은 모두 진행이 되었기 때문임. 오히려 장중 시장Basis가 하락하며 장중 차익PR 매도가 발생할 가능성이 더 커진 상황. (이는 만기일 이벤트와는 무관한 청산이 될 것임)

앞으로 중요한 것은 이번 10월 옵션만기에 전혀 나타나지 않았던 외국인 투자자의 차익PR 청산 여부임. 당초 예상대로 아직까지는 환율이 하락추세에 있어 외국인 투자자의 차익PR 청산이 필요하지 않지만 시간이 지나면 언젠가 환율 하락은 멈출 것이기 때문임. 게다가 연말 배당 역시 작년 수준보단 못할 것으로 예상되고 있어 결과적으로 외국인 투자자가 연말까지 현 차익 거래포지션을 유지해야 할 이유가 없기 때문임.

따라서 **돌아오는 11월 옵션 만기 및 12월 동시 만기는 지금보다 부정적인 관점에서 만기일을 전망 할 수 밖에 없을 것**이라는 판단임. 게다가 11월은 지난 2010년 11월 11일 도이치 사건과 만기일이 같아 묘한 긴장감을 주고 있기도 함. 따라서 투자자들은 외국인 차익PR의 핵심적인 대외변수 중 하나인 환율의 변동에 대해 주목해야 할 것이라는 판단임.