



파생상품 투자에 바이블 이중호입니다.

(02)3770-3482

joongho.lee@tongyang.co.kr



동양증권

## 2월 옵션 만기일 Review

Derivatives Analyst

이중호

3770-3482

joongho.lee@tongyang.co.kr



### Why This Report

단순한듯이 보였던 옵션 만기지만 '역시 옵션 만기!'라는 생각이 들게끔 하는 만기였습니다. 시장Basis의 급등락이 어떤 복잡한 상황을 만들어 줄수 있는지 여실히 보여준 만기였다는 판단입니다. 이번 자료에서는 전일 발생한 시장상황에 대해서 설명해 보고 앞으로 만기일 후폭풍이 존재할 수 있는지 판단해 보는 시간을 갖도록 하겠습니다.

### Investment Point

#### 만기일 결정한 건 시장 Basis!

- ▶ 선물 포지션 변화 → 선물 미결제약정 변화 → 시장 Basis 영향 → 장 중 차익 PR 및 KOSPI200지수 등락 모습 나타남!
- ▶ 장후반 이례적 상황(시장 Basis 및 리버설 상승)
  - 금융투자 합성매수차익거래, 외국인과 금융투자의 리버설 설정
  - 동시호가 차익 PR 매도, 비차익 PR 매수 동시 발생
- ▶ 향후 옵션 만기는 같은 주체내 다른 전략 & 소규모 매매가 지수에 큰 영향 미치는 현상 나타날 것이란 판단

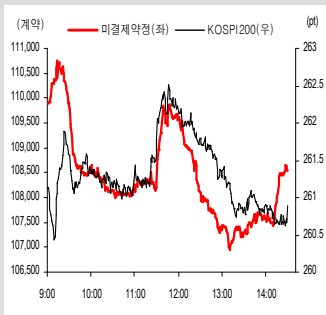
#### 만기 후폭풍 없을 것!

- ▶ 만기일 후폭풍 존재하지 않을 전망. 시장 Basis 개선 전망되며 Basis 등락에 차익 PR 유/출입 거듭할 것
- ▶ 외부 경제상황 안정되면 현 수준의 차익잔고, 시장 Basis 는 지수 상승에 긍정적 요소로 작용 예상됨

#### 만기일 후폭풍은 없을 것!

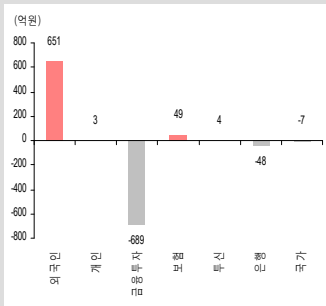
- 만기일 시장 Basis 상승 및 리버설 상승이라는 특이점 나타났으나 큰 충격 X
- 시장 Basis 등락에 따른 차익거래 유출/입 나타날 것

만기일 선물 미결제약정과 KOSPI200지수



자료: 동양증권 리서치센터

동시호가 투자자별 현물 순매수 현황



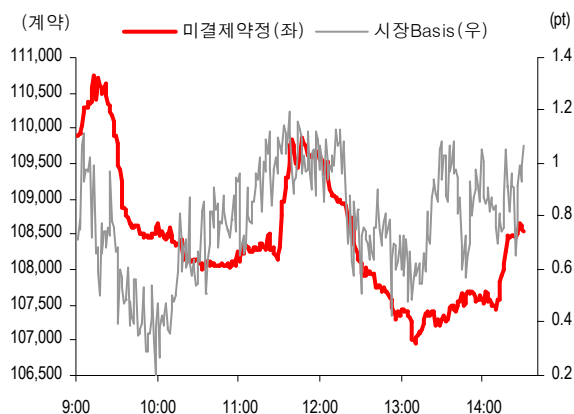
자료: 동양증권 리서치센터



## 혼란스러웠지만 결국 시장Basis에 지배 받은 만기일

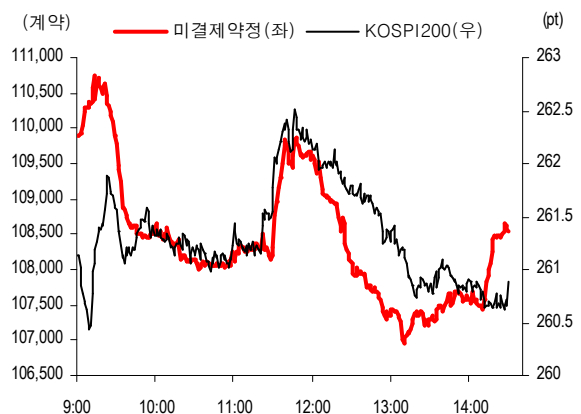
만기일 다운 혼란스러움은 존재했지만 결국 시장Basis에 연동된 만기일이었음. 장중 차익PR에 대부분의 영향을 받은 상황 때문임. 오전장엔 전일의 높은 시장Basis가 완화되는 듯한 모습을 일시적으로 나타냈으나 장중 KOSPI 상승과 함께 시장Basis가 상승했음. 따라서 차익PR은 소폭이나마 장중 유입 되었음(약 300억 가량). 실제로 전일의 경우 시장Basis와 KOSPI200지수의 움직임이 유사하고 보다 객관적으로는 선물의 미결제약정 수량 추이와 KOSPI200지수가 유사한 궤적을 보였음. 이는 선물 시장에서 특정 주체들이 포지션을 설정 혹은 청산할 때 영향을 그대로 시장(선물 시장 및 장중 KOSPI지수)이 받았음을 의미 하는 것임. (이는 결국 전전일 선물 매수를 청산하는 매도가 만기일(전일) 발생했음을 의미함)

만기일 선물 미결제약정과 시장Basis(14:30까지)



자료: 동양증권 리서치센터

만기일 선물 미결제약정과 KOSPI200지수(14:30까지)



자료: 동양증권 리서치센터

하지만 오후 2시 이후 상황은 달랐음. 무엇보다 장중 시장Basis 상승 및 리버설 상승이라는 상당히 이례적인 시장 움직임이 발생했기 때문임. 시장Basis 상승은 컨버전의 하락을 불러오지만 전일의 경우엔 시장Basis+컨버전 조건이 +0.5pt까지 발생했음. 이는 합성매수차익거래를 유발시킬수 있는 수치임. (합성매수차익거래는 장중 매수차익거래처럼 유입되나 종가 동시호가에 유입된 물량이 대부분 청산됨) 동시에 리버설의 경우엔 리버설 설정(선물 매도+합성선물 매수) 후 종가 비차익PR 매수를 하면 매수차익PR을 한것과 동일하게 됨.

결국 합성매수차익거래분의 청산(매도)과 리버설을 이용한 비차익(매수)가 종가 동시호가에 동시에 나타나게 된다는 것임. 그래서 결과적으로 차익PR은 종가 매도를 비차익PR은 종가 매수를 나타내게 된 것으로 판단됨.

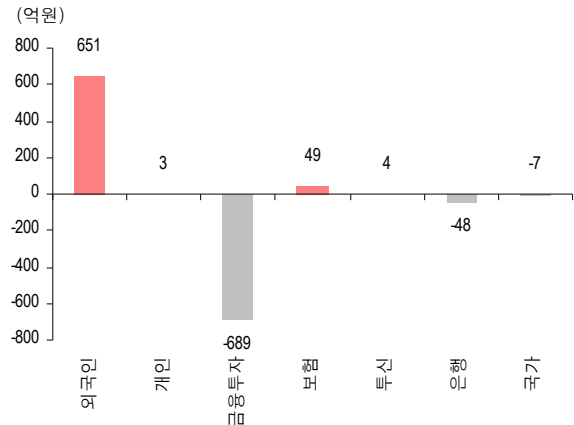
일중 프로그램매매 현황

(단위 : 백만원)

| 구분       |        | 매도금액    | 매수금액    | 순매수     |
|----------|--------|---------|---------|---------|
| 차익거래     | 동시호가이전 | 5,036   | 67,889  | 62,853  |
|          | 증가등시호가 | 88,662  | 2,942   | -85,720 |
|          | 합 계    | 93,698  | 70,831  | -22,867 |
| 비차익거래    | 동시호가이전 | 381,856 | 535,197 | 153,341 |
|          | 증가등시호가 | 9,679   | 92,266  | 82,587  |
|          | 합 계    | 391,535 | 627,463 | 235,928 |
| 프로그램 전 체 | 동시호가이전 | 386,892 | 603,086 | 216,194 |
|          | 증가등시호가 | 98,341  | 95,208  | -3,133  |
|          | 합 계    | 485,233 | 698,294 | 213,061 |

자료: 동양증권 리서치센터

증가 등시호가 투자자별 현물 순매수 현황

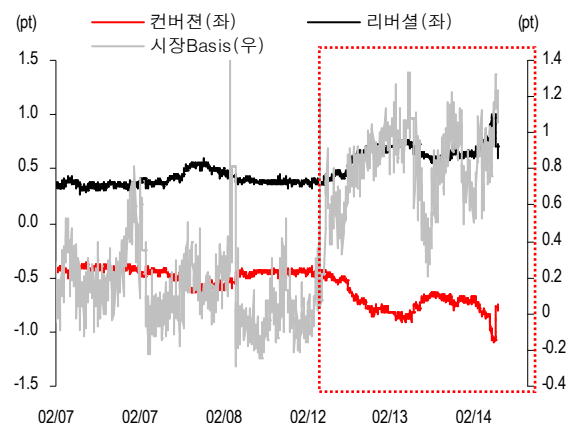


자료: 동양증권 리서치센터

만기일 근본적인 매커니즘은 시장Basis의 급등에 있었고 만기일 증가 등시호가의 모습은 소폭의 하락으로 끝난 것임. 더불어 합성매수차익거래는 주로 금융투자 주체가 수행한 것으로 보이며 리버설+비차익매수는 금융투자 및 외국인 투자자에 의해 수행되었다는 판단임.

어떻게 보면 앞으로의 옵션 만기는 위와 같이 같은 주체내에서도 다른 전략이 나타나는 등 차익거래의 복잡성이 한층 증가할 것이라는 판단마저 가능하게함. 또한 거래대금이 적은 상황에서는 소규모의 매매로도 지수의 변화를 크게 이끌어 낼수 있다는 어찌보면 당연한 이치를 다시한번 확인해준 만기일이었음.

2013년 2월 컨버전/리버설과 시장Basis 추이



자료: 동양증권 리서치센터

전일 투자자별 프로그램 매매 현황

(단위: 억 원)

|        | 차익   | 비차익   | PR합계  |
|--------|------|-------|-------|
| 금융투자   | -366 | 716   | 350   |
| 보험     | 13   | 24    | 37    |
| 투신     | 98   | 85    | 183   |
| 사모     | 0    | -36   | -36   |
| 은행     | 0    | -4    | -4    |
| 연기금    | 0    | 79    | 79    |
| 국가/지자체 | 0    | -19   | -19   |
| 기타법인   | 0    | -1    | -1    |
| 개인     | 0    | -5    | -5    |
| 외국인    | 25   | 1,520 | 1,545 |
| 합계     | -229 | 2,359 | 2,131 |

자료: 동양증권 리서치센터, KRX

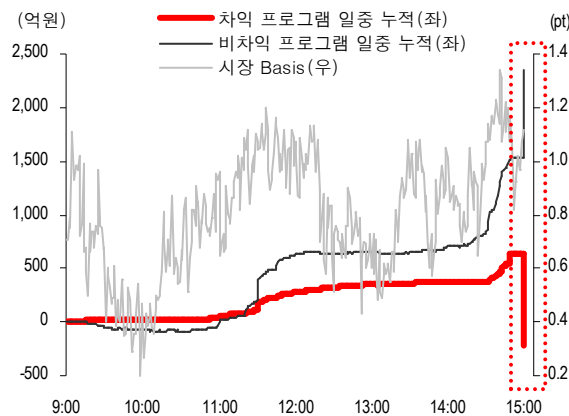
## 만기일 후폭풍? No! 시장Basis는 개선될 것!

만기일이 지나갔고 만기 당일에도 시장Basis의 단기 바닥을 확인한 만큼 앞으로 시장Basis는 개선될 것이란 판단임. 따라서 만기일 후폭풍은 존재하지 않을 것임. 만기일 후폭풍의 경우 만기당일 복잡한 합성선물예의한 거래 규모가 커야 발생할 수 있으나 전일의 경우 대부분의 합성선물 전략이 당일 종료되는 전략이었기 때문임.

게다가 시장Basis까지 이론Basis 수준으로 단기 급등한 상황이므로 차익PR 매도 보다는 차익PR 매수 유입 가능성이 더 큰 것임. 특히 굳이 따지자면 외국인 차익PR매도가 20일 연속매도에서 멈춘후 2일째 매수 유입되고 있다는 점도 호재라면 호재가 될 것임. (차익거래와 관련없는 외국인 현물 순매수도 5일째 지속되고 있음!)

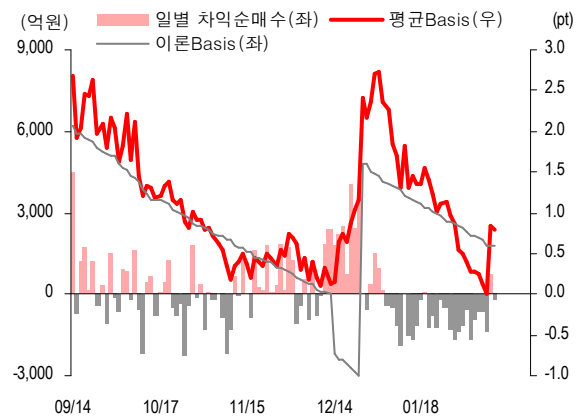
따라서 앞으로의 차익PR은 만기일 후폭풍 보다는 시장Basis 등락에 따라 유/출입을 거듭할 것임. 게다가 외부 경제적상황이 안정된다면 그 이후부터 현재의 차익거래잔고 및 시장Basis는 지수의 방향성 선택에 있어 매우 긍정적 요소인 것으로 보일것이란 판단임. 즉, 상당한 잔고가 청산되어 잔고의 부담이 줄었다는 점이 점점 시장에 부각될 것이고 이는 지수 상승의 촉매 역할을 할 것이라는 점임.

전일 프로그램매매 추이



자료: 동양증권 리서치센터, KRX

일별 차익거래와 시장 Basis 추이



자료: 동양증권 리서치센터