



3월 동시 만기 Final 대응전략

Why This Report

3월 동시 만기일입니다. 예상보다 높은 시장Basis로 인해 충분한 만기전 청산 없이 만기를 맞이하였습니다. 그러나 과거보다 현저히 높은 스프레드 가격으로 인해 만기일 부담은 상당부분 소멸된 상황입니다. 문제는 시장Basis가 낮아지면서 필수적으로 청산되어야 할 차익PR 물량에 대한 청산이 원활히 이루어지지 않았다는 점입니다. 따라서 오늘 만기일은 시장Basis 하락에 따른 장중 차익PR 여부와 종가 동시호가시 움직일 물량에 대한 전망의 두가지 관점으로 접근해야 할 것이라 판단됩니다.

잔고 규모 크지만 청산 단정하긴 어렵다

- 2012년 8월 대규모 유입된 잔고(외국인 투자자) 및 2013년 2월 만기 이후 단기간 설정된 잔고(국내 기관 투자자) 청산 가능성에 대한 주의 필요
- 하지만 동시 만기일 청산 여부는 시장Basis와 스프레드가 결정. 시장Basis 등락이 장중 차익PR 움직임을, 스프레드 가격 수준이 종가 동시호가 매물 출회 여부(혹은 매수 여부)를 결정하기 때문
- 외국인 선물 순매수도 중요한 투자 지표. 금일 외국인 투자자 선물 매매가 시장Basis 등락으로 이어져 차익PR에 영향 미칠 수 있음

스프레드(SP) 유례없는 고평가! 매수차익잔고 대부분 롤오버 예상

- 현 3/6 스프레드 가격(괴리차) 5년래 최고 수준의 고평가 상태
 - ➔ 기존 매수차익잔고 대부분 롤오버(3월 만기 잔고를 6월 만기 잔고로 바꿈) & 신규 매수차익PR 소폭 유입 예상
- 매수차익잔고 증가 규모 큰 주체인 외국인과 금융투자자의 스프레드 매도 규모 주목. 스프레드 매도 규모 클수록 만기일 청산 진행하지 않는다는 의미가 되기 때문 (과거와 유사하거나 소폭 증가한 스프레드 매도 나타나)

3월 동시 만기일 혼풍을 기대해 보자~

- 차익잔고 대부분 롤오버되어 만기일 부담 없을 것 예상. 오히려 소폭의 매수차익PR 유입될 가능성 존재함. 최대 2,000 억원 가량 유입 예상! (만기일 스프레드 상단은 전일의 고점인 2.1pt 수준 예상)
- 더불어 장중 PR매매와 종가 PR매매 방향성 다를 수 있음 주의할 것

스프레드 강세는 만기일 혼풍을 기대하게 한다!

- 스프레드 강세로 인해 대부분의 차익잔고 롤오버 되고 추가 매수 나타날 가능성 커
- 장중 PR 매매와 종가 PR 매매의 방향성이 바뀔 가능성엔 주의! (변형 매수차익 PR 은 비차익 PR 로 집계)

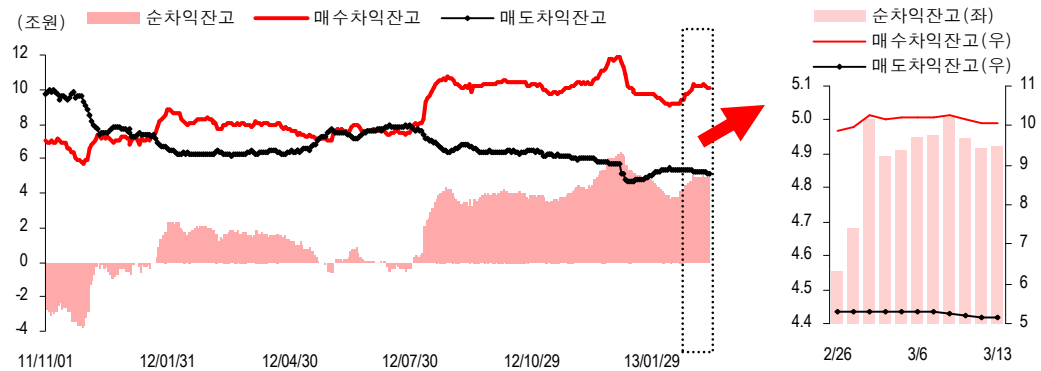
파생상품 이슈분석

잔고 규모 크지만 동시 만기일은 조건에 따를 뿐

3/13일 종가 기준 순차익잔고는 4조 9,248억원. 지난 12월 유입된 차익거래 잔고는 대부분 청산되었지만, 작년 8월 유입된 대규모 외국인 투자자의 매수차익 PR 잔고와 2월 만기일 이후 단기 설정된 국내 기관투자자의 매수차익 PR 잔고에 주의해야 할 때. 2월 만기 이후 지속적으로 높은 상태 유지했던 시장 Basis로 인해 차익 PR 유입된 것.

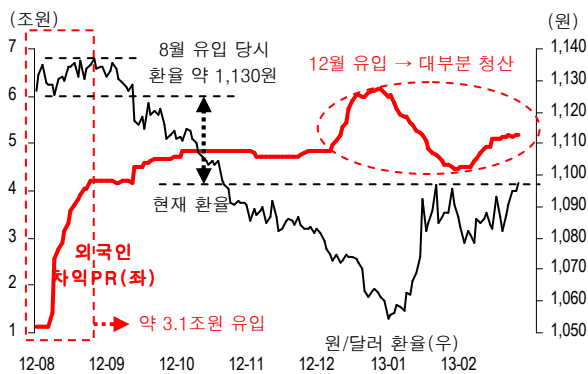
국내 기관투자자는 금융투자(주로 증권)와 보험 투자자로 나뉠수 있으며, 금융투자자의 경우 주로 시장 Basis에 영향 받는 측면이 크고 보험 투자자의 경우 외국인 투자자를 추종하는 스타일을 유지하고 있음. (보험과 외국인 투자자의 상관관계 0.78)

순차익잔고 및 매수/매도 잔고 추이



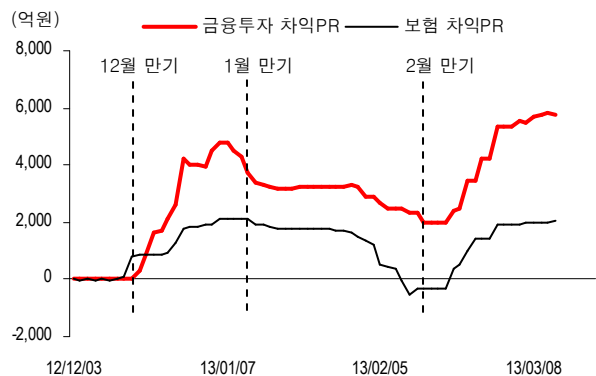
자료: 동양증권 리서치센터

외국인 차익 PR 과 원/달러 환율



자료: 동양증권 리서치센터

금융투자, 보험 차익 PR 추이

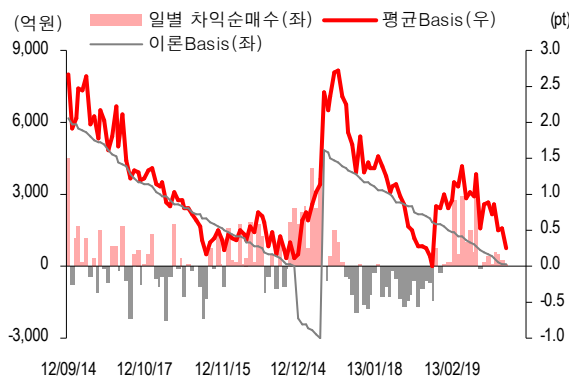


자료: 동양증권 리서치센터

하지만 동시 만기일 차익거래 잔고의 청산 여부는 시장 Basis 와 스프레드 가격에 있음. 즉 시장 Basis 의 등락에 따라 만기일 장중 차익 PR 의 움직임을 예측할 수 있으며 스프레드 가격에 따라 중가 동시호가의 매물 출회 여부(혹은 매수 여부)를 판단할 수 있기 때문임.

실제로 현재 시장 Basis 의 평균인 평균 Basis 경우 이론 Basis 보다 매우 높은 수준을 유지하고 있으며 만기일 전일인 어제까지도 평균 0.25pt 를 유지할 정도로 높은 수준이었음. 높은 평균 Basis 를 갖는다는 것은 아직까지 단기 차익 PR 에 대한 청산이 원활히 이루어지지 못했음을 의미함. (물론 전일 장중 한때 시장 Basis 가 백위데이션 수준까지 하락한 적이 있으나 머물렀던 시간이 짧고 충분한 수준까지 하락한 것으로 보기 어려워 원활한 청산 조건이 되었다고 판단하긴 어려움)

평균 Basis 와 차익 PR 추이



자료: 동양증권 리서치센터

시장 Basis 괴리차와 외국인 선물 추이



자료: 동양증권 리서치센터

한편으로는 외국인 선물 순매수도 매우 중요한 투자 지표가 될 수 있음. 평균 Basis 와 이론 Basis 의 괴리차는 외국인 투자자 선물 움직임에 상당히 영향을 많이 받기 때문임. 실제로 괴리차가 많이 나는 구간에서 외국인 투자자 및 국내 기관투자자는 유입되었고 괴리차가 줄어들 때 청산을 했기 때문이기도 함. 따라서 외국인 투자자가 전일 및 전전일 상당규모의 매도를 나타낸 추세를 이어 만기일 대규모 선물 매매에 나선다면 단기적으로 시장 Basis 는 해당 방향으로 이동할 가능성이 큼. (현재 상황에선 단기적으로 선물 매수 보다는 매도에 나설 가능성이 커 보임)

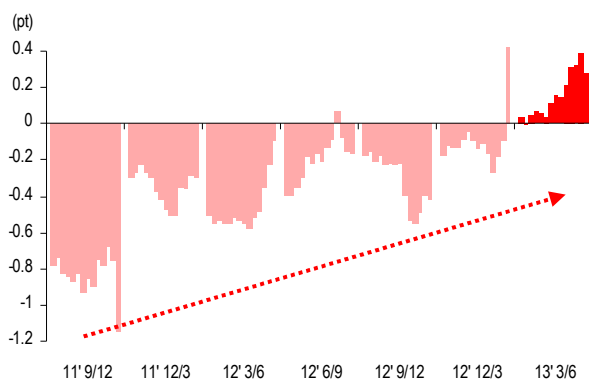
스프레드(SP) 과거 유례없는 고평가 상태

이번 동시 만기 스프레드(SP) 가격은 과거 유례없는 고평가 상태를 나타내고 있음. 직전 2012년 12/3 스프레드가 고평가라고 언급했으나 그 수준을 초과하여 고평가 상황을 나타낸 것임.

파생상품 이슈분석

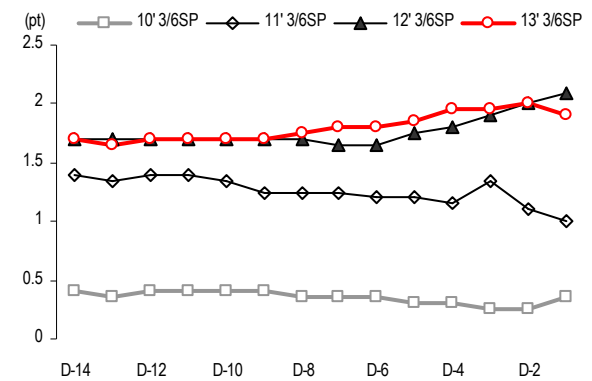
이론 스프레드 가격이 1.62pt 인 점을 감안할 때 한때 2.1pt 까지 상승한 가격은 이론가격 대비 130%에 육박하는 수준이기 때문. 스프레드 괴리차 기준으로 과거 5년래 최고 수준이라고 판단할 수 있음. (물론 전일 장 막판 스프레드 가격의 하락이 나타났으나 외국인 선물 매도와 함께 나타났기 때문에 이는 순수한 의미의 스프레드 매도가 될지에 대한 만기일 장중 판단이 필요함. 스프레드가 너무 급등하자 가격 조정 차원에서 근월물을 매도하고 스프레드는 매도하는 외국인 투자자들의 판단이 수행 되었을 가능성 존재함)

각 만기별 스프레드 괴리차 추이



자료: 동양증권 리서치센터

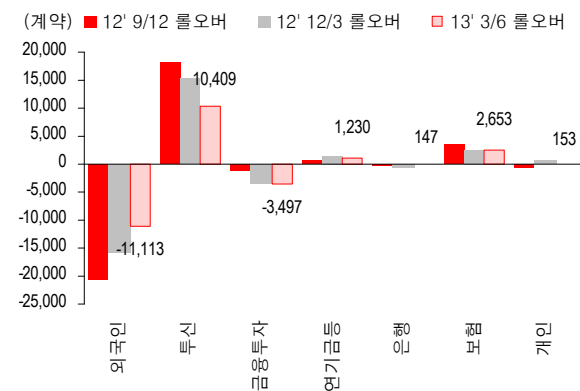
과거 및 현재 3/6 스프레드 가격 추이



자료: 동양증권 리서치센터

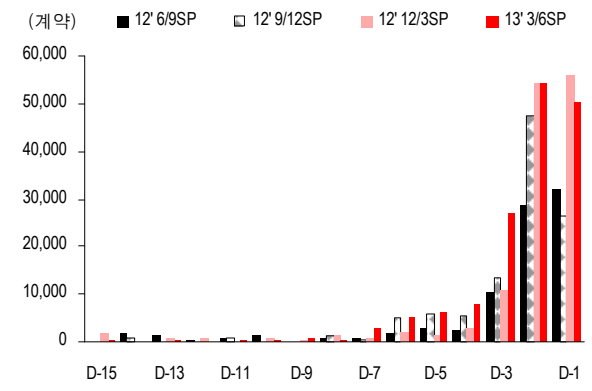
스프레드 가격의 고평가는 자연스럽게 차익 PR 의 상당부분을 매도 물오버(3월 만기의 잔고를 6월 만기의 잔고로 바꿔줌)하게 될 것이라는 판단. 기존 3월물 매수차익잔고의 상당부분을 6월물 매수차익 잔고로 옮겨준다는 의미임. 따라서 앞서 언급하였던 대규모의 매수차익거래 잔고의 증가도 사실상 스프레드 고평가에선 큰 만기일 청산 이슈가 되지 못함.

투자자별 스프레드 롤오버 진행 규모



자료: 동양증권 리서치센터

최근 만기 스프레드 거래량 추이



자료: 동양증권 리서치센터

파생상품 이슈분석

더불어 스프레드의 매도 주체도 확인해 보아야 할 변수임. 외국인 투자자가 전일까지 -11,113계약 매도한 것으로 판단되고 있으며, 금융투자 주체는 -3,497계약 매도한 것으로 판단됨. 이는 직전 2번의 동시 만기를 고려할 때 유사하거나 오히려 조금더 큰 규모임.

외국인 투자자와 금융투자 주체의 스프레드 매도량이 중요한 이유는 해당 주체들이 가장 많은 매수차익잔고의 증가분을 갖고 있기 때문임. 매수차익잔고가 많을수록 스프레드 매도를 많이 해야 하는데 고평가된 스프레드 가격에서 많은 규모의 스프레드 매도를 한다는 의미는 3월 동시 만기일에 청산을 진행하지 않을 것이라는 또다른 표현이 될 수 있음.

또한 지난 12월 만기에서는 고평가된 스프레드를 이용하여 스프레드를 먼저 매도하고 차후 비차익 PR 매수를 통해 6월물 매수차익거래 포지션을 만드는 변종 매수차익거래도 나타난 것으로 확인되고 있음. 이번 3월 동시 만기 및 스프레드 고평가는 그런면에서 매우 긍정적인 상황이 펼쳐지고 있는 것임.

결론: 만기일 훈풍을 기대해 보자~

금번 3월 선물/옵션 동시 만기는 대부분의 외국인 및 국내 기관 투자자 차익 PR 이 롤오버 될 것으로 판단됨. 오히려 높은 스프레드 가격을 활용해 소폭이나마 종가 매수차익거래에 나설 수도 있을 것으로 판단됨. 시장 Basis 가 높아 단기 차익 PR 에 대한 청산이 부족했던 측면이 있거나 전일 백워테이션에서도 청산(차익 PR 매도)이 발생하지 않았고 스프레드 역시 크게 하락 하지 않고 높은 가격을 유지했기 때문임.

하지만 이 규모는 크지 않을 것이라는 판단임. 스프레드 가격이 매우 높은 가격인 2.1pt(이론가대비 130% 수준)까지 상승했으나 올해부터 적용되고 있는 주식 매도시 거래세를 반영할 경우 절대적인 수익의 범주에는 들어가지 않기 때문임. 따라서 기존 매수차익 PR 잔고를 보유한 투자자라면 합리적으로 모든 잔고를 6월물 선물 매도로 롤오버 시키는 것이 옳지만 신규 유입에 대해선 상대적으로 제한적일 수 밖에 없음. 당사는 최대 2,000억원 가량의 매수 유입 가능성을 예상함.

더불어 이번 만기일 장중 프로그램(PR)매매와 종가 프로그램매매의 방향성이 다를 가능성도 주의가 필요함. 기본적으로 변종 매수차익 PR 의 경우 종가에 비차익 PR 매수로 집계될 가능성을 내포하고 있기 때문임. 또한 시장 Basis 가 지속적인 고평가 상태를 유지하였기 때문에 만기일 초반 시장 Basis 하락에 일부 차익 PR 매도가 장중 출회 될 수도 있기 때문임. 마지막으로 국내 지정학적 요인으로 인한 환율의 상승이 나타나고 있어 이에 대한 대응의 차원도 존재함.

파생상품 이슈분석

동시 호가간 프로그램매매 및 변화					(단위: 억원, pt)
년도	월물	차익거래	비차익거래	전체프로그램	KOSPI200 지수
10년	3월물	-2,973	2,862	-110	-0.53
	6월물	-55	-132	-187	-1.03
	9월물	1,039	-783	256	0.09
	12월물	4,426	20	4,446	1.01
11년	3월물	-2,250	1,714	-537	-0.59
	6월물	545	-1,849	-1,304	-0.74
	9월물	697	1,010	1,707	0.84
	12월물	-1,064	1,270	207	-0.57
12년	3월물	-1,998	1,765	-233	-0.23
	6월물	-1,823	5,416	3,593	1.48
	9월물	-145	694	549	0.69
	12월물	-302	4,983	4,681	1.44

자료: 동양증권 리서치센터