7월 옵션 만기 : 비차익 중심 매수 우위 예상

Derivatives Analyst 김영일 769-2176 ampm01@daishin.com

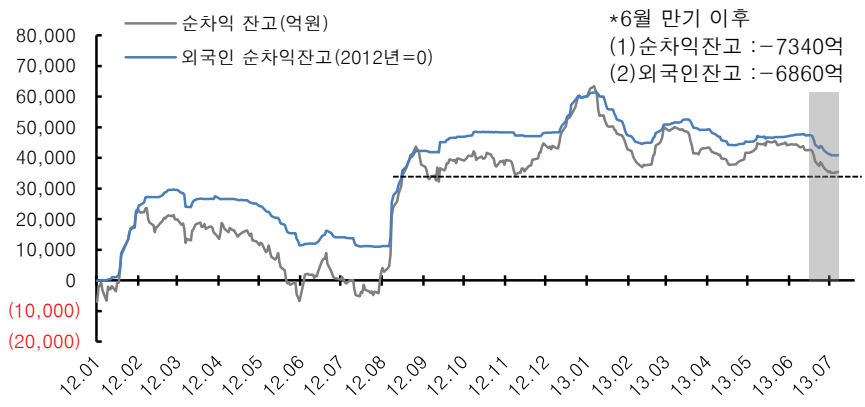
2013년 들어 순차익잔고는 1조 3천억원의 제한된 수준에서 증감을 반복하고 있고 차익 거래 방향성은 외국인이 주도하고 있다.

7월 8일 현재 순차익잔고는 3조 5117억원으로 6월 동시 만기 이후 7672억원 감소했는데 같은 기간 외국인 순차익잔고는 6876억원 감소했다.

연초 이후부터 감소하기 시작한 순차익 잔고는 2012년 9월 수준까지 내려왔다.

2012년 9월 이후 유입된 부분은 대부분 청산된 것으로 판단된다. 7월 만기에 예상되는 차익 물량 부담은 6월 동시 만기 이후 유입된 800억원 정도이다.

그림 1. **순차익 잔고와 외국인 순차익 잔고**



자료: KOSCOM, 대신증권 리서치센터

문제는 2012년 8월 유입된 3조 5천억원의 순차익 잔고이다. 이들 물량이 청산에 나선다면 의외의 변수가 될 수 있지만 이번 만기에 현실화될 가능성은 낮다.

다음 페이지의 (그림 2)는 원/달러 환율 챠트이다. 차익 거래를 하는 외국인 입장에서는 원화 약세가 추세적으로 진행된다면 환차손에 노출될 수 밖에 없다.

2013년 원/달러 환율은 1월에 1050원 중반에서 저점을 기록한 이후 추세적인 상승을 나타내고 있다. 올해 외국인 순차익 잔고가 추세적으로 감소하는 이유는 원화 약세 때문일 가능성이 높다. 같은 맥락에서 작년 8월 유입된 대규모 차익 잔고의 청산 여부도 환율 상황에 따라 달라질 것으로 예상된다.

2012년 8월 유입된 3조 5천억원의 순차익 잔고는 원/달러 환율 기준 1130~1135원 수준에서 유입되었다. 전일 원/달러 환율이 1152.30으로 마감되었는데 단순히 생각하면 원화 약세 리스크가 커진 외국인 차익 매수분이 청산되어야 한다.

그런데 원/달러 환율이 10원이나 급등하고 시장 베이시스가 이론 베이시스보다 낮았던 전일에 오히려 외국인 차익 순매수가 유입되었다. 최소한 7월 만기까지는 대규모 차익 물량 청산이 본격화될 가능성이 낮음을 엿볼 수 있는 대목이다.

2012년 8월에 유입된 3조 5천억원의 순차익 잔고는 원/달러 환율이 1160원에 안착하며 레벨-업에 성공해야 청산이 본격화될 것으로 예상되는데 단기적으로 현실화될 가능성은 낮다고 판단된다.

원/달러 환율은 2013년 상승 과정에서 장기 하락 추세선에 도달하고 있어 단기적으로 1160원 수준에서 속도 조절에 나설 가능성이 높다(그림 2).

외환 선물 시장에서 외국인 순매수 포지션도 지난 2년간의 최대 수준에 도달해 달러 강세가 빠르게 나타나지 않는다면 외국인이 원/달러 선물 시장의 추가 상승에 베팅하는 것은 쉽지 않을 것이다.(그림 3)

결국 2012년 8월 유입된 순차익 잔고의 청산 우려는 아직 시기 상조이며 이번 만기에는 차익 매매에서 800억 수준의 물량 부담만 있는 것으로 판단된다.

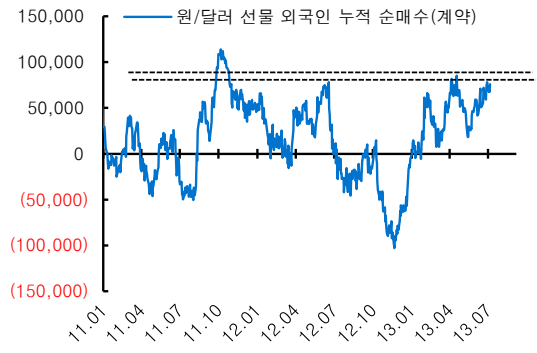
참고로 금번 만기에 합성 선물을 이용한 청산 전략 가능성은 낮다.

컨버전 수익은 -0.9, 리버설 수익은 0.8 수준에서 형성되고 있는데 베이시스 약세가 지속되고 있어 활용 가능한 수준에 이르지 못하고 있다. 합성 선물의 시장 영향은 중립으로 예상된다.

그림 2. 원/달러 환율 추가 약세 가능성 낮아

자료: Bloomberg, 대신증권 리서치센터

그림 3. 원/달러 선물 외국인 순매수 포지션 임계치 도달



자료: KOSCOM, 대신증권 리서치센터

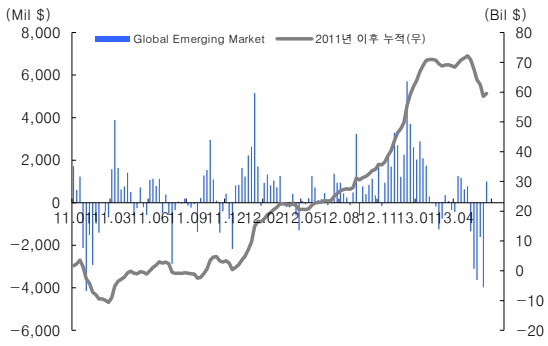
2013년 들어 차익 거래가 급감하며 비차익 매매의 만기 영향력이 커졌다.

비차익 매매는 해외 펀드 플로우와 국내 기관 자금 집행에 영향을 받기 때문에 예측이 쉽지 않지만 두가지 측면에서 7월 만기에 긍정적인 요인으로 작용할 것으로 판단된다.

비차익 매매의 우호적인 영향을 예상하는 첫번째 이유는 지난주 개선세를 나타낸 국내외 자금 동향 때문이고 두번째는 2013년 만기 주의 패턴 때문이다.

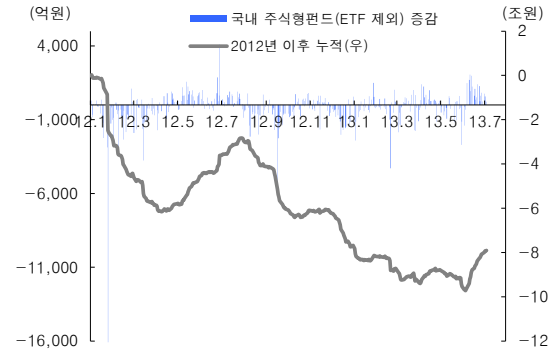
지난 주 GEM 펀드는 6주 만에 순유입 전환이 확인되었고(그림 4) 국내 주식형 펀드로도 20일 연속 순유입(그림 5)이 지속되고 있어 국내외 자금의 비차익 매매를 통한 순매수가 이어질 가능성이 높다는 판단이다.

그림 4. GEM 펀드 순유입 전환



자료: EPFR, 대신증권 리서치센터

그림 5. 주식형 펀드로 자금이 유입 됨



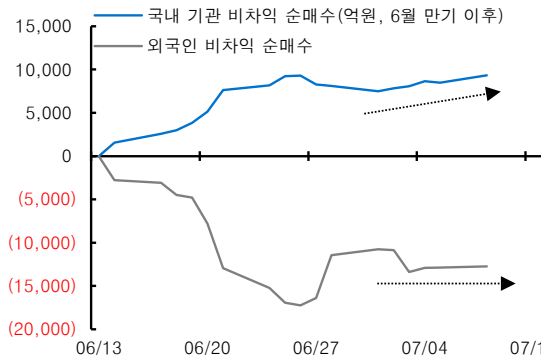
자료: 금투협, 대신증권 리서치센터

만기 주 예상되는 비차익 순매수 유입 수준은 2000억 내외이다.

이는 만기 주에 비차익 매매가 일정한 방향성을 나타낸다는 가정에 의한 것이다. 지난 3일간 유입된 일평균 비차익 금액인 640억원(기관 420억원, 외국인 220억원)인데 이 추세가 지속될 경우 예상되는 수치가 2000억원 내외이다.

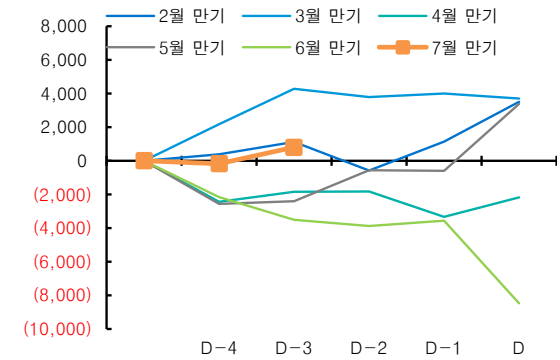
올해 만기전 5일간 유입된 비차익 순매수 추이도 주목할 만하다. 과거 만기 일주일전부터 2일간 비차익 매매가 누적 순매수를 기록한 경우 만기일까지 순매수를 기록했었고 5일간의 순매수 규모는 3500억원 수준이였다.(현재 +800억원)

그림 6. 6월 만기 이후 비차익 매매 동향



자료: KOSCOM, 대신증권 리서치센터

그림 7. 만기 5일전 비차익 매매 추이



자료: KOSCOM, 대신증권 리서치센터

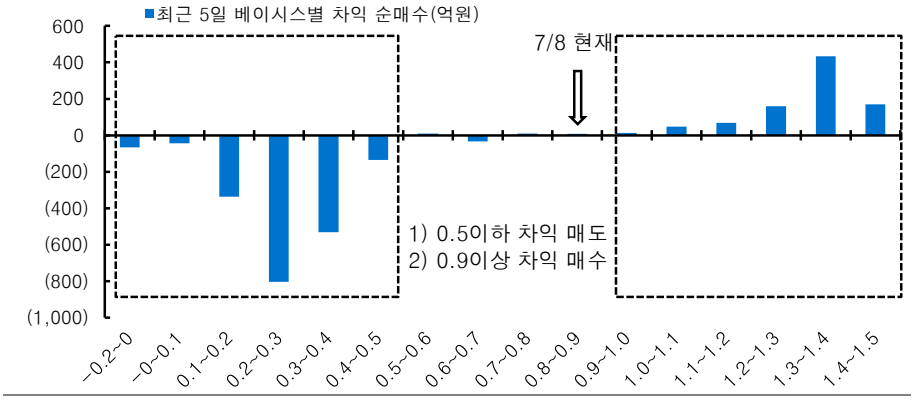
종합적으로 7월 만기까지 최소 1000억원 이상의 프로그램 순매수가 예상되며 만기 이슈는 KOSPI에 긍정적 영향을 미칠 것으로 판단된다.

다만, 외국인 선물 매매와 그에 따른 시장 베이시스 수준에 따라 차익 매매의 유입액 수준이 달라질 수 있는 만큼 이들 변수를 주시할 필요가 있다.

(그림 8)은 최근 5일 베이시스별 차익 순매수 규모를 나타낸다. 최근 5일 차익 순매도는 베이시스 0.5이하에서 출회되었고 차익 순매수는 0.9이상 유입되었다.

전일 시장 베이시스는 0.8 수준을 기록하고 있어 차익 유출입은 미미한 상황이며 현재의 베이시스가 유지된다면 차익 부담(800억 수준)은 희석될 수도 있다.

그림 8. **최근 5일 베이시스별 차익 순매수 규모**

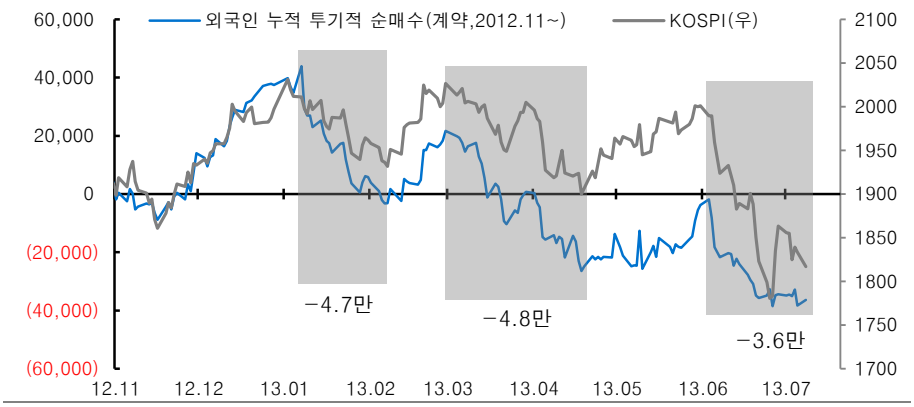


자료: KOSCOM, 대신증권 리서치센터

베이시스에 영향을 미칠 수 있는 변수는 외국인 선물 매매이다. 지난 6월 이후 진행된 외국인 투기적 순매도는 3만 6천계약에 달해 과거 경험치의 75% 수준까지 진행되었다. 통계적으로 추가 매도 여력은 1만 계약 내외로 추정된다.

외국인의 투기적 선물 매도가 7부 능선을 넘어서고 있어 추가 매도가 진행되더라도 베이시스 영향은 제한적일 가능성이 높다. 급격한 선물 매도만 아니라면 차익 물량 출회도 제한될 것이다. 7월 만기 이후 외국인의 선물 매도 클라이맥스를 확인할 필요가 있다. 외국인 심리 변화의 선행 지표일 수 있기 때문이다.

그림 9. **외국인 누적 투기적 순매도 임계치 근접**



자료: KOSCOM, 대신증권 리서치센터

▶ Compliance Notice

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.