

9월 동시 만기 (중립 이하) : 안전? 부정적 요인 주목

Derivatives Analyst 김영일 769-2176 ampm01@daishin.com

안전해 보이는 만기. 외국인 비차익 매매 의외의 변수

낮은 순차익 잔고 수준, 양호한 베이스는 금변 만기의 긍정적 변수지만 외환 시장과 외국인 비차익 순매수의 임계점 도달은 부정적 변수이다. 2013년 비차익 매매의 만기 영향력이 컸다는 점을 감안하면 금변 만기는 KOSPI에 부정적일 것으로 예상된다.

2013년은 순차익 잔고의 추세적 감소로 차익 거래 만기 영향력은 작아지고 있는 반면 비차익 매매 영향은 커지고 있다. 9월 6일 현재 순차익 잔고는 3조 296억원으로 6월 만기 이후 1조 2500억원 감소했다. 차익 잔고 부담은 상당부분 낮아진 상태이다.

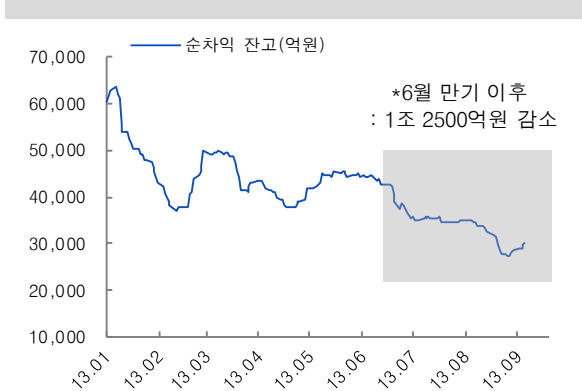
8월 만기 이후 26일까지 순차익 잔고가 가파르게 감소했다. 8월 중순에 시장 베이스가 백워드이션을 기록하며 매수 차익 잔고 감소와 매도 차익 잔고 증가가 동시에 나타났다. 8월 23일 이후 순차익 잔고가 증가세로 반전했는데 세부적으로 보면 매도 차익 잔고 감소가 아닌 매수 차익 증가에 주요 원인이 있다. 이 물량에 대해서는 경계감을 가질 필요가 있다.(그림 2)

9월 동시 만기에 차익 거래 쪽에서 부담이 될 수 있는 물량은 8월 26일 이후 순차익 잔고 증가분인 3500억원 수준이나 실제 매물화될 가능성은 낮다고 생각한다.

다음 페이지 (그림 3)은 주체별 차익 순매수 규모(8/26 이후)를 나타내는데 보험, 외국인, 투신이 고르게 1000억원 정도를 순매수했다. 이들 물량 출회 여부가 금변 만기의 첫번째 키포인트가 될텐데 최근 베이스는 출회 가능성이 낮음을 시사하고 있다.

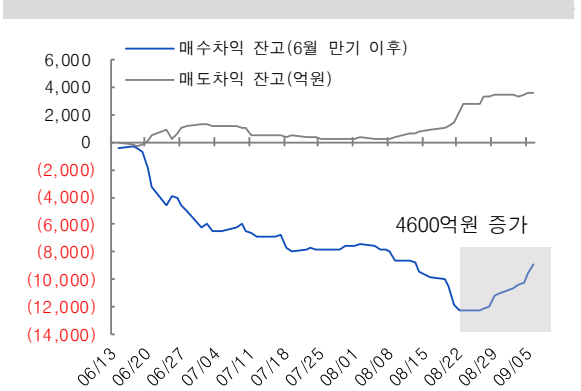
8월 말 이후 유입된 차익 매수는 베이스 +0.5~+0.7 수준에서 유입된 것으로 추정되는데 제비용을 감안할 경우 시장 베이스가 -0.3을 하회하지 않는다면 청산을 시도할 가능성이 낮아 실질적 만기 부담으로는 작용하지 않을 전망이다.

그림 1. 6월 만기 이후 순차익 잔고 1조 2500억원 감소



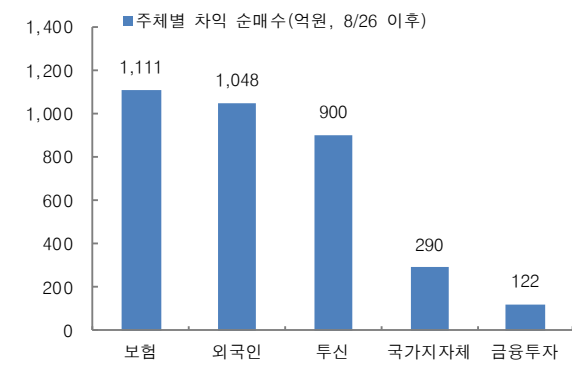
자료: KOSCOM, 대신증권 리서치센터

그림 2. 8월 23일 이후 매수차익 잔고 증가는 부담



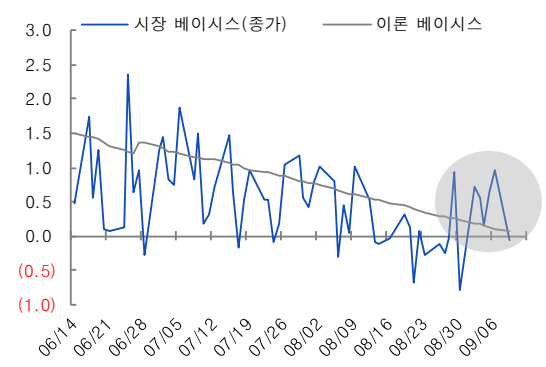
자료: KOSCOM, 대신증권 리서치센터

그림 3. 보험, 외국인, 투신 1천억원 내외 차익 부담되나



자료: KOSCOM, 대신증권 리서치센터

그림 4. 베이스스 양호해 실질적 부담은 낮을 듯



자료: KOSCOM, 대신증권 리서치센터

6월 동시 만기에 비해 롤-오버 부담은 크지 않아

9월 동시 만기에는 6월 동시 만기에 비해 롤-오버 부담이 크지 않다.

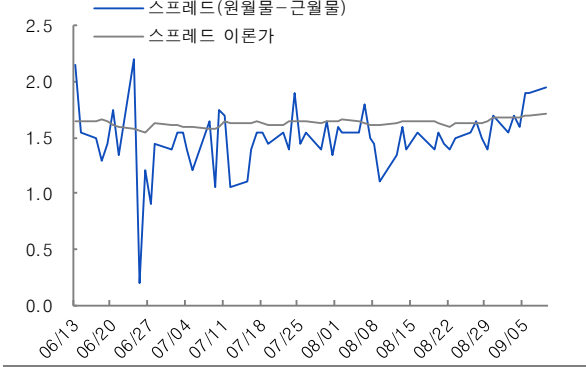
6월 만기 이후 순차익 잔고는 1조 2500억원 감소한 상태이고 9-12 스프레드도 강세를 나타내고 있어 ‘스프레드 매도+현물 매수’ 까지도 기대해 볼 수 있는 상황이다.

지난 6월 만기의 경우 6-9 스프레드가 악화됐었지만 9-12 스프레드는 9월 9일 현재 1.95를 기록하며 이론가(1.71)를 상회하고 있다.

9-12 스프레드 강세는 두 가지 의미를 갖는다. 첫번째는 스프레드 강세로 순차익 잔고의 무난한 롤-오버가 가능해 만기 부담이 작아진다는 것이고 두번째는 KOSPI200 지수 전망이 긍정적으로 바뀌고 있다는 것이다(차월물 상승>근월물 상승).

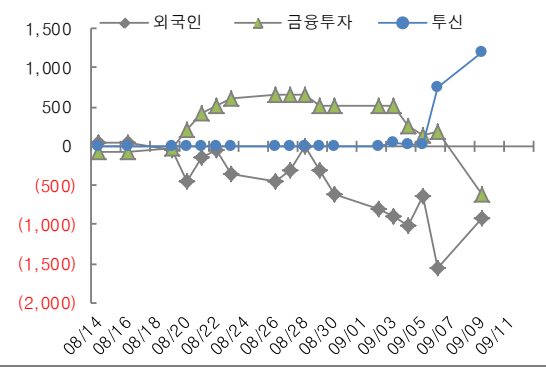
지난 주 이후 나타나고 있는 스프레드 가격 동향은 순차익 잔고의 만기 부담이 상당히 낮음을 시사하고 있다. 9-12스프레드가 2.0이상으로 상승한다면 ‘스프레드 매도+ 현물 매수’ 전략이 작동해 KOSPI 수급에 우호적인 상황이 발생할 수 있지만 9-12 스프레드 2.0 수준에서 외국인 스프레드 매도가 본격화되고 있어 현실화될 가능성은 낮다는 판단이다. 스프레드 강세에 따른 플러스 알파 효과는 추이를 좀 더 지켜봐야 한다.

그림 5. 9-12 스프레드 강세



자료: KOSCOM, 대신증권 리서치센터

그림 6. 외국인 9-12스프레드 매도 본격화



자료: KOSCOM, 대신증권 리서치센터

지금까지와는 달라질 수 있는 외국인 비차익 매매

차익 거래에서는 중립 이상이 예상되지만 비차익 거래는 우호적이지 못할 전망이다. 2013년 만기 효과가 비차익 매매에 의해 결정되었다는 점을 감안하면 전체적으로 이번 만기는 비차익 매매로 인해 KOSPI에 유리하지 못할 수도 있다.

숫자상으로 보면 비차익 매매는 매수쪽에 힘이 실려야 한다. 8월 이후 비차익 매매에서 기관은 순매도, 외국인은 순매수를 나타내고 있지만 외국인 매수 강도가 절대적으로 크기 때문이다.(그림 7)

필자는 외국인 비차익 매매의 반대편을 보고자 한다.

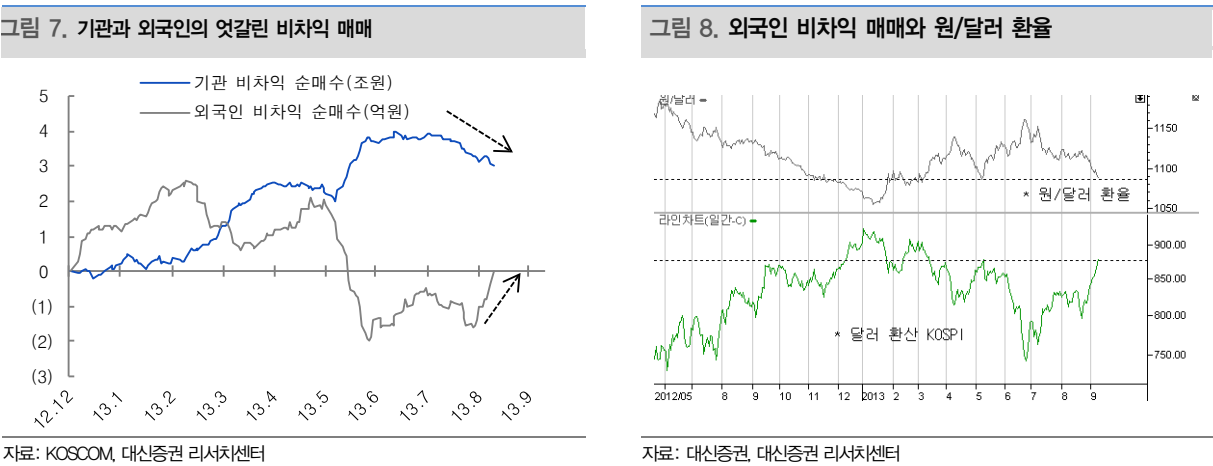
(그림 8)은 원/달러 환율과 외국인 비차익 매매를 나타낸다. 전일 원/달러 환율은 1086원을 기록하며 5월 중순 저점에 도달했다. 원/달러 환율이 1085원을 이탈해 한 단계 레벨이 낮아진다면 원화 강세에 베팅하는 외국인 비차익 매수가 유입될 수 있겠지만 아직은 불확실한 상태이다. 참고로 전일 외국인 원/달러 선물 시장에서 1만 7천계약을 순매수했다(원화 약세 베팅).

달러 환산 KOSPI 역시 가격 부담을 느낄 수 있는 수준에 도달했다. 달러 환산 KOSPI는 5월 고점 수준에 도달해 저항선 돌파를 위해서는 KOSPI 추가 강세 이외에도 원화 강세에 대한 확신이 필요한 상황이다.

기술적으로도 KOSPI 1970p이상은 단기 과열 영역이며 원달러 환율의 레벨이 한 단계 낮아질 뚜렷한 모멘텀이 없다는 점을 감안하면 외국인이 추가 상승에 베팅할 유인이 낮다는 판단된다.

결국, 외국인 비차익 매매의 경우 ‘1) KOSPI 1970p 이상 2) 원/달러 1185원 수준’ 조합에서는 강한 매수세가 유입되기 힘들 것이며 중립 이하의 영향을 미칠 것이다. 국내 기관의 경우 1900p 이상에서 지속되고 있는 펀드 환매가 비차익 매매에 부정적 영향을 미칠 것이다.

전체적으로 금번 만기 비차익 매매는 국내 기관 중심의 순매도가 예상되는 상황이다.



만기 이후 선물 시장 한 템포 쉴 가능성 높아

8월 선물 시장의 가장 큰 변화는 연초 이후 어어져 온 외국인의 선물 매도 사이클이 마무리 되었다는 것이다.

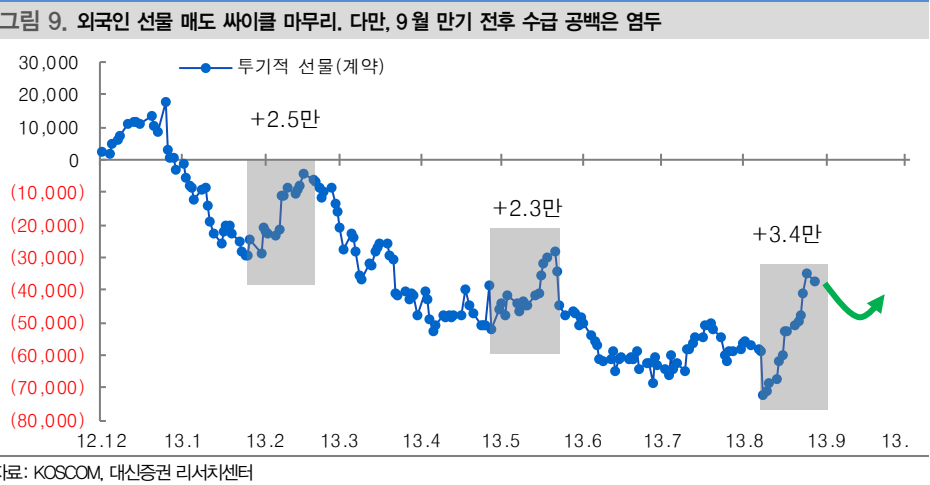
(그림 9)는 차익 거래에 이용된 선물 매매를 제외한 외국인 선물 누적 순매수를 나타낸 다(투기적 선물). 연초 이후 외국인은 순매도 기조를 유지하는 가운데 2.3~2.5만 계약을 전매하는 패턴을 나타냈는데 8월에는 이러한 패턴을 넘어서는 순매수를 기록했다 (3.4만 계약).

향후 외국인의 투기적 선물 매매는 추세적 순매수를 나타낼 가능성이 높다. 이는 국내 시장에 대한 외국인 시각 변화의 증거가 될 수 있다.

다만, 만기 전후 일시적으로 선물 시장에서 외국인 수급 공백 가능성은 염두해야 한다.

8월 이후 진행된 외국인 투기적 선물 누적 순매수는 지난 5월 고점 수준에 근접하고 있어 추가 매수 여력이 제한적인 것으로 판단되기 때문이다.

원/달러 환율과 달러 환산 KOSPI 가격 부담으로 9월 동시 만기 전후에 외국인의 차익 실현 가능성을 열어 둘 필요가 있다. 단기적으로 9월 만기 전후 선물 시장에 대한 주의가 필요하다는 판단이다.



▶ Compliance Notice

- ✓ 본 자료에 수록된 내용은 당 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로 얻어진 것이나 정확성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 본 자료는 고객 의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- ✓ 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 위 애널리스트는 재산적 이해관계가 없습니다.
- ✓ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하였습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.