글로벌 투자 파트너 –
MIRAE ASSET
미래에셋대우

Spot Comment
2018.2.8

Derivatives Dynamics

(이슈) 2월 만기 점검: 종가에 다소간의 충격에 대비할 것

- 1월 만기 정리: 예상된 충격. 종가에 증권+국가/지자체 순 매도로 K200 지수 -1.0p 하락
- 11/1일 이후 증권 차익잔고(LP 헤지)는 여전히 +2.9조원. 금일 종가 폭발물은 여전히 충분
- 증권은 종가에 -3천억원 전후의 매수 차익 청산 유력. 금일 컨버전 가세하면 늘어날 수도
- 국가/지자체 차익잔고는 336억원(현물 컨버전 포함). 금일 합성 고 평가 회복되면 증가
- 외인 종가 비차익 순 매수 유력하지만 12월, 1월처럼 정성적 지수 하락 방어력은 약할 듯
- 시황 포인트: '선물 외인 순 매도 → 괴리차 하락 → 증권 현물 순 매도'가 지수 하락 주도

[ETF/AI/파생]

심상범
02-3774-1876
Sangbum.sim@miraeasset.com

1월 만기일 정리: 예상된 충격. 종가에 증권과 국가/지자체의 순 매도 탓에 K200 지수는 -1.0p 하락

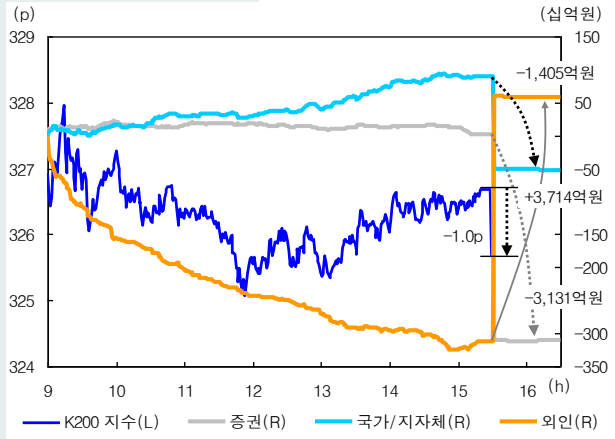
- 직전 1월 만기 당일, K200 지수는 종가에만 -1.0p(-0.31%) 하락. 수급상 증권 -3,131억원과 국가/지자체 -1,405억원의 순 매도가 집중된 까닭. 외인이 종가에만 +3,714억원을 순 매수했지만 지수 하락을 막지 못해. 12월 만기와 마찬가지로 PR 수급에 비해 지수 낙 폭 과대했던 이유는 외인이 증권과 국가/지자체의 매물을 예상하고 매수 호가를 그만큼 낮추었기 때문[그림 1]

- 증권의 종가 순 매도는 비차익 PR -1,376억원과 개별 종목 -1,755억원으로 구성. 이는 ① 기말 배당 차익거래의 청산, ② 미니 선물/개별 주식 선물에 연결된 차익거래(LP 헤지 포지션)의 청산이 겹친 것. 국가/지자체의 종가 순 매도는 당일 장 중에 진입한 +830억원의 현물 컨버전(콜, 풋 각각 1,420계약)과 전날까지 누적된 +600억원의 매수 차익잔고가 동반 청산된 것[그림 2]

11/1일 이후 증권의 각종 차익잔고(LP 헤지 포함)는 여전히 +2.9조원. 금일 종가 폭발물은 여전히 충분

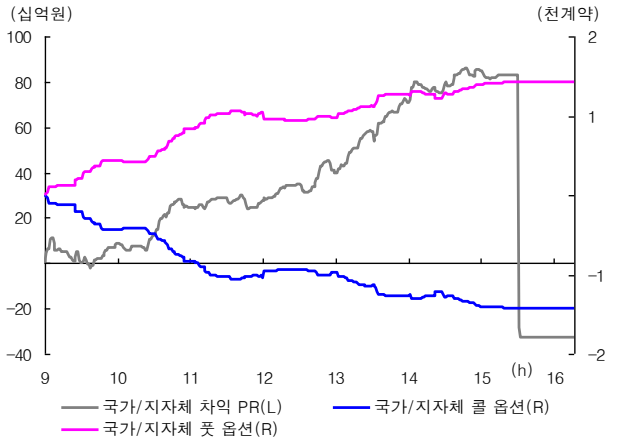
- 11/1일부터 2/7일까지 누적한 증권의 '현물+K200 ETF' 순 매수는 +2조 8,632억원. 2/1일, 최대 +5조 741억원 이후 순 매도가 연속되면서 급감했으나 여전히 폭발물(?)의 규모는 위력적. 이는 배당락 직전, +4조 9,898억원 이후 줄었으나 1/23일부터 다시 늘어난 것. 전자(前者)는 '기말 배당용 매수 차익', 후자는 괴리차 반등에 따른 '일반 매수 차익(LP 헤지 포함)'[그림 3][1]

그림 1. 1월 만기일: 증권+국가/지자체 순 매도와 외인 순 매수 충돌



주: 장 중 1분 데이터. 현물 순 매수 누적
자료: Q-way, KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 국가/지자체 종가 순 매도는 장 중 현물 컨버전의 청산



주: 장 중 1분 데이터. 순 매수 단순 누적
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

[1] 단, 11/1일 이전에도 차익잔고가 있었을 가능성이 있기 때문에 실제 잔고는 이보다 많을 수도. 따라서, +2.9조원은 최소 잔고에 해당

- 특히, 2/2일부터 4일간, -2조 2,110억원의 순 매도가 집중되었는데 기본적으로 선물 외인의 순 매도(-2조 2,958억원)가 집중되자 괴리차가 -0.391p 하락하면서 저 평가로 돌아선 탓[그림 4]. 또한, 국가/지자체가 11월 만기 이후부터 면세 차익거래에 ETF 사용을 줄였던 점과 지수 급락 불구, 레버리지 ETF 잔고 증가가 미진했던 점도 증권 순 매도를 부추긴 요인[그림 5, 6][2]

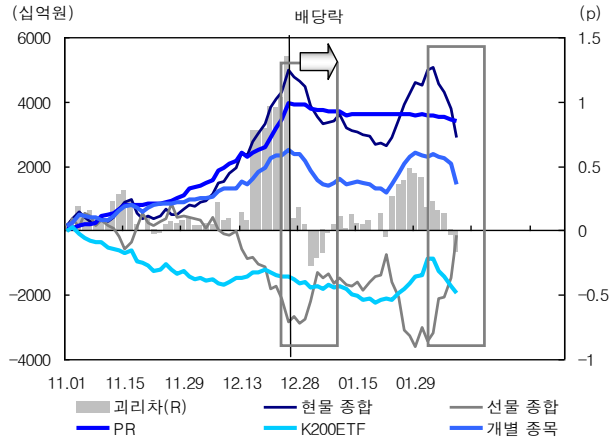
증권은 종가에 다소간의 매수 차익잔고 청산 유력. 규모는 -3천억 전후. 금일 컨버전 가세하면 증가

- 중요한 것은 +2.9조원(최소)의 차익잔고 중에서 당장 금일 위협이 되는 부분. 미니 선물과 주식 선물은 금일 만기가 도래하는 반면, K200 선물은 3월이 만기. 따라서, 미니 선물과 주식 선물 매수 차익잔고는 롤-오버되지 않는 이상, 금일 종가에 청산. 반면, K200 선물 매도와 연결된 매수 차익잔고는 '선물 컨버전(=선물 환매+ 합성선물 신규매도)'을 해야만 금일 종가에 청산 가능

(1) 미니 선물과 주식 선물: 최대 -3,009억원. 단, 롤-오버 탓에 실제 순 매도는 훨씬 적을 것

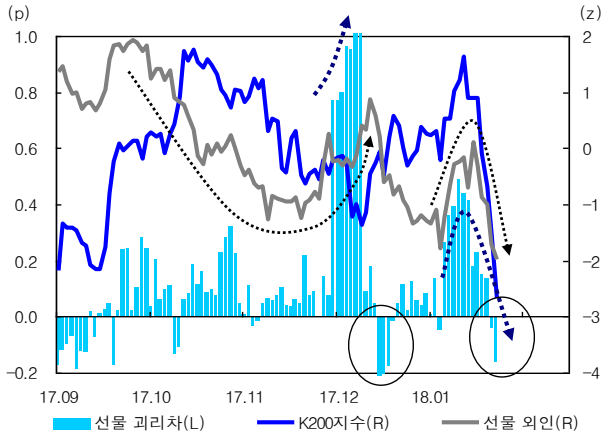
- 1월 만기 이후부터 2/7일까지 누적된 미니 선물은 +422억원 순 매수 우위. 1/29일까지 최대 -5,730억원 순 매도 우위였으나 이후부터 꾸준히 줄어 순 매수로 반전한 것. 때문에 1월 만기 이후에 누적된 미니 선물 관련 매수 차익잔고는 이미 상당 부분 조기 청산된 듯[그림 7]. 물론, 1월 만기 이전에 누적된 차익잔고가 롤-오버되었을 가능성도 있기 때문에 방심할 수 없어

그림 3. 증권, 2/2일부터 4일간 현물+ETF 대량 순 매도



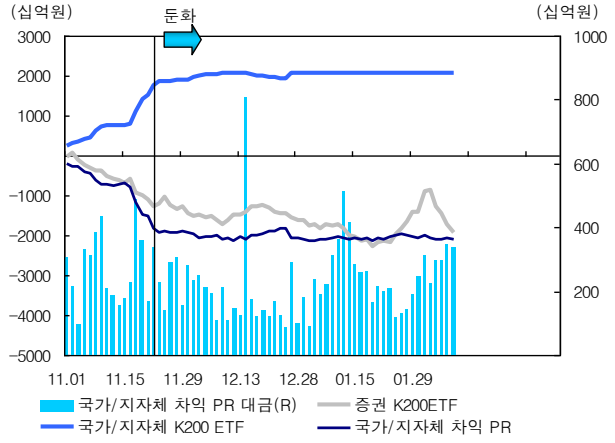
주: 일별 순 매수 단순 누적
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 선물 외인 순 매도 → 괴리차 급락, 저 평가 반전



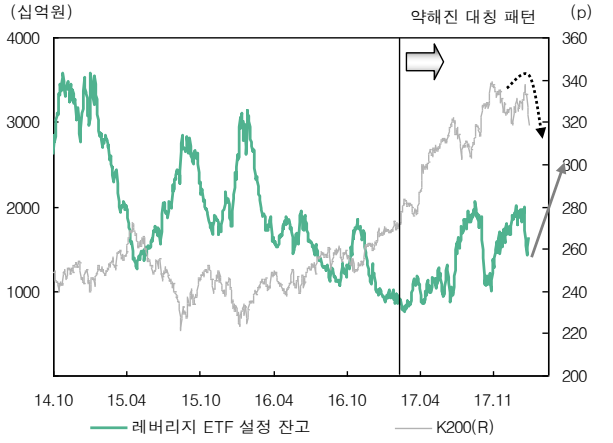
주: 괴리차는 K200 선물, 장 중 1분 평균. 선물 외인은 K200 선물 일별 순 매수 누적
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 국가/지자체, 11월부터 免稅 차익에 K200 ETF 사용 안 해



주: 일별 순 매수 단순 누적
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 지수 급락 불구, 예전보다 Lev.ETF 잔고 급증하지 않아



주: 잔고에 포함된 ETF는 KODEX, KBSTAR, TIGER
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

[2] 배경은 ETF 매수 후 ETF 환매 및 PR 매도 반복할 경우, 거래세 증가에 직접 기여할 수 없다는 점이 부담으로 작용한 듯. 레버리지 ETF 잔고 증가 미진은 저가 매수가 주저한 점과 코스닥 레버리지 ETF로 수요가 분산된 탓으로 추정됨

- 11/1일 이후부터 2/7일까지 누적된 증권의 개별 종목 순 매수는 +1조 4,207억원. 이것의 상당 부분은 미니 선물 및 개별 주식 선물과 관련된 차익거래. 물론, 일부는 PR 순 매도나 K200 ETF 순 매도로 이미 청산돼 실제 잔고는 훨씬 적을 것. 1월 만기일, 2월물 미결제는 4,368억원(26,839계약). 여기서 절반이 증권의 매도 미결제라고 '가정'한다면 잔고는 대략 1,762억원 전후

- 1월 만기 이후 주식 선물은 -1,247억원 순 매도 우위. 역시 1/29일 최대 -1,950억원에서 감소한 것. 이 물량은 금일까지 롤-오버되지 않을 경우, 종가에 현물 순 매도로 직결. 결국, 미니 선물+주식 선물 매수 차익잔고가 전량 청산된다고 가정하면, 종가 현물 순 매도는 -3,009억원. 그러나, 과거 경험상 잔고의 일부는 항상 롤-오버되었기 때문에 실제 현물 순 매도는 훨씬 적을 것

(2) K200 선물: ELS 헤지용 신규매수 탓에 잔고 불확실. 선물 컨버전은 금일 장 중이 고비

- 1월 만기 이후에 증권은 K200 선물시장에서 +1조 6,323억원을 순 매수. 주목할 것은 동 기간 현물+K200 ETF 순 매도 -3,058억원에 비해 선물 순 매수가 과다하다는 점. 추정 원인은 지수 단기 급락 과정에서 조기 상환형 ELS의 헤지용 신규매수가 포함된 탓. ELS의 '+' 델타는 조기 행사가격/배리어 직전까지는 상승하는 구조. 단, 향후 지수가 반등하면 반사적으로 전매될 것

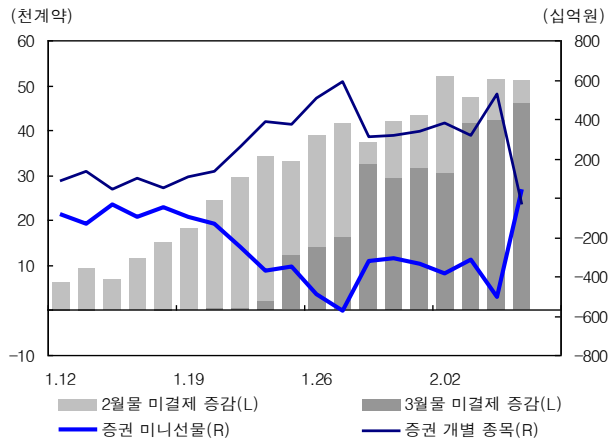
- ELS 헤지 수요가 개입된 탓에 선물 수급으로는 정확한 차익잔고 파악 불가. 다만, 동 기간에 현물+K200 ETF 순 매도가 적었기 때문에 11월초부터 1월 만기일까지 누적된 매수 차익잔고는 여전할 듯. 앞서 추정한 미니 선물과 주식 선물의 잔고를 감안하면 사실상 매수 차익잔고의 대부분은 K200 선물 관련 물량. 설령 금일 청산되지 않더라도 당분간 증권의 매물 이어질 수도

표 1. 기간별 증권의 현/선물 순 매수 누적 비교

기간		11/1~11/9일	~12월 만기	~1월 만기	~2/7일	합계(평균)
K200 지수 등락 폭(p)		1.07%	-3.68%	0.29%	-4.66%	-6.92%
기간 괴리차 평균(p)		0.112	0.095	0.380	0.171	0.190
현물	개별 종목	2,964	11,458	-176	-40	14,207
	차익 PR	887	9,338	4,343	-17	14,551
	비차익 PR	3,725	8,916	8,559	-1,887	19,312
	소계	7,576	29,711	12,726	-1,943	48,071
K200 ETF		-3,781	-10,373	-4,170	-1,115	-19,439
현물+ETF(A)		3,795	19,338	8,557	-3,058	28,632
선물	K200	6,449	-8,798	-2,906	**16,323**	11,068
	미니	-4,030	-998	-4,285	**422**	-8,890
	개별 주식	679	-2,245	-960	**-1,247**	-3,774
	소계(B)	3,098	-12,041	-8,151	15,497	-1,596
(A+B)		6,894	7,297	406	12,439	27,036

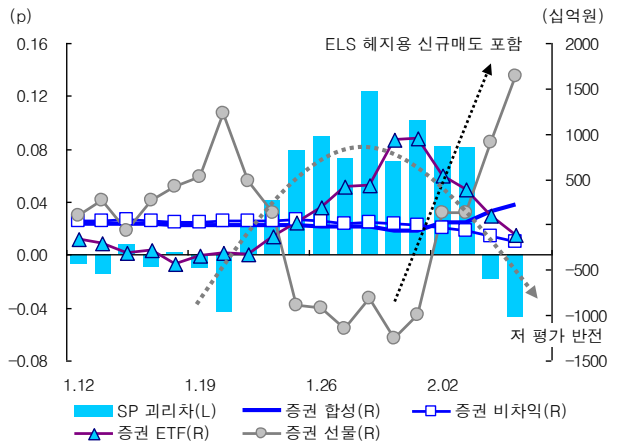
주: K200 ETF는 8개 ETF 기준
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 1월 만기 이후 진입한 미니 선물 차익잔고는 전량 청산



주: 일별 증감 혹은 순 매수 단순 누적
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 증권 선물 대량 순 매수에는 ELS 헤지 포함



주: SP 괴리차는 장 중 10분 평균이며 '선물 괴리차 - 합성선물 괴리차'
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

- 한편, 1월 만기 직후부터 2/6일까지 증권의 합성선물 수급을 추정한 결과, 오히려 +2,200억원의 순 매수 우위(행사가격 별 수급은 체크 단말기 추정치 이용). 1/31일에 최저 -698억원 순 매도였으나 이후부터 반전. 단, 선물-합성선물 SP 괴리차가 1/30일, 최고 +0.124p 이후 반락했으며 2/7일은 -0.046p 저 평가 반전. 때문에 금일 장 중 선물 컨버전 가능성은 여전한 편[그림 8]

국가/지자체의 차익잔고는 336억원. 일부는 현물 컨버전. 금일 합성 고 평가 회복되면 늘어날 수도

- 2/7일 기준으로 국가/지자체의 매수 차익잔고는 대략 336억원[그림 9]. 1월 만기 이후부터 전일까지 합성선물 순 매도 -272계약(-215억원) 누적돼 일부는 '현물 컨버전'. 따라서, 1월 만기일처럼 금일 장 중에 진입할 여력은 충분. 문제는 1/26일 최고 +0.489p였던 합성선물 괴리차가 이후부터 꾸준히 하락해 전일 -0.084p의 저 평가로 돌아섰다는 점[그림 10]

- 금일도 저 평가 상태가 이어진다면 현물 컨버전 진입은 무리. 다만, 미 증시의 연속 반등에 반등해 선물 외인의 환매가 시작된다면 합성선물 괴리차가 반등할 수도. 대략 +0.20p 이상에서는 현물 컨버전 진입 가능. 이것은 장 중에 차익 PR 순 매수 누적이나 콜 순 매도 누적, 풋 순 매수 누적 등을 통해 실시간으로 확인 가능. 물론, 장 중 누적된 물량은 종가에 전량 역 회전[그림 2]

외인 종가 비차익 순 매수 유력하지만 12월이나 1월처럼 실질적인 지수 하락 방어력은 약할 듯

- 현물 외인은 1/30일부터 비차익 PR 순 매도 반전. 규모는 7일간 -6,476억원. 다만, 종가에는 2/5일부터 순 매수로 복귀. 물론, 규모는 2/7일 최대 +566억원에 불과. 그러나, 과거 만기일 종가에는 직전 대비 순 매수 늘어나는 경향 뚜렷. 1월 만기일에도 장 중에 -363억원 순 매도 우위였으나 종가에만 +3,205억원 집중되기도[그림 11]

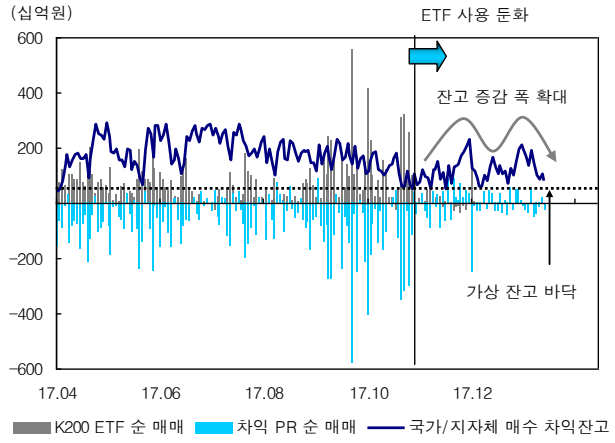
- 다만, 외인 순 매수 불구, 지수 하락 방어에는 실패. 1월 만기일 종가에 전체 PR 수급은 +361억원 순 매수 우위였으나 지수는 -0.27% 하락. 12월 만기일에도 종가에 외인이 +3,342억원을 순 매수했으나 지수는 -1.06% 폭락. 이는 외인의 매수 수량은 충분했지만 호가가 그만큼 낮았기 때문. 금일 역시 증권+국가/지자체의 종가 순 매도가 확실할수록 매수 호가는 낮아질 것

시황 포인트: '선물 외인 순 매도 → 괴리차 하락 → 증권 현물 순 매도' 연결이 지수 하락 주도

- 전일 현물 외인 순 매도는 -1,961억원으로 직전 6일 평균 -3,770억원 대비 -48% 감소. 그럼에도 불구하고 전일 장 중 지수 낙 폭은 -3.6%로 직전 6일 평균 -0.34%의 11배에 달해. 원인은 증권이 -7,142억원을 순 매도했기 때문. 사실 이 현상은 이미 2/2일부터 시작된 것. 4일간 외인 순 매도는 -1조 4,057억원, 증권은 -1조 1,448억원 순 매도. 기중 K200 지수는 -6.86% 하락

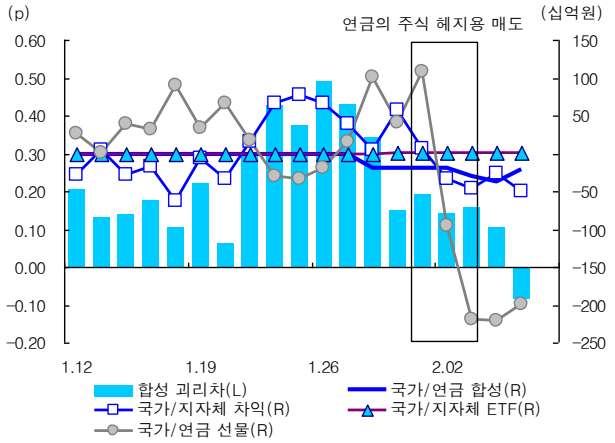
- 증권 순 매도가 시작되기 전인 1/30~2/1일, 외인 순 매도는 -1조 523억원, 증권 순 매도는 -548억원. 지수는 -1.39% 하락. 결국, 지수의 장 중 하락은 현물 외인보다 증권이 주도. 앞서 언급했듯이 증권 현물 및 ETF 순 매도의 상당 부분은 괴리차 하락에 따른 매수 차익거래 청산. 괴리차 하락은 선물 외인 순 매도 탓. 결국, 선물 외인 순 매도가 증권 현물 순 매도로 연결된 셈

그림 9. 국가/지자체, ETF 사용 둔화 이후 잔고 변동성 확대



주: 매수 차익잔고는 'ETF 순 매수 누적+차익 PR 순 매수 누적'으로 추정
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

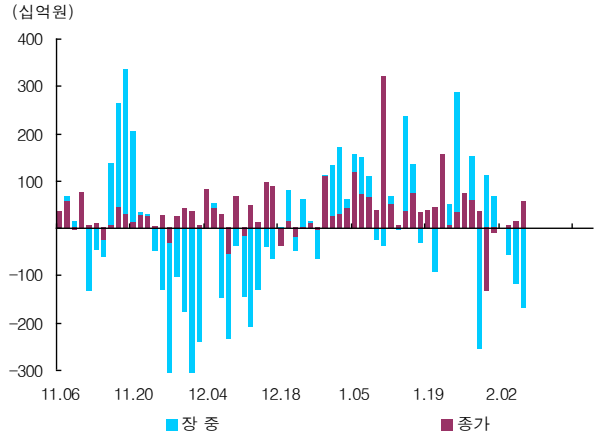
그림 10. 과도한 선물 매도는 연금의 주식 헤지용 신규매도 유력



주: 일별 순 매수 단순 누적
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

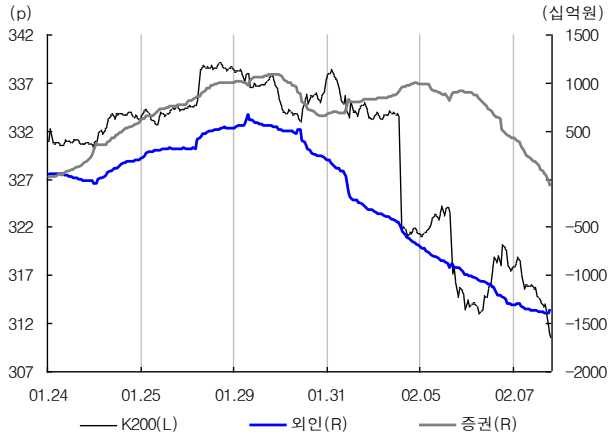
- 긍정적인 것은 선물 외인 순 매도의 상당 부분이 단기 투기 세력의 신규매도라는 점. 기본적으로 증거금에 한계가 있는 데다, '스윙 매매(swing trading)'에 가까워서 조만간 역 회전에 나설 것. 이 과정에서 괴리차가 고 평가로 회복되면, 이는 증권 현물 순 매도 둔화, 지수 반등으로 이어질 것. 장 중에는 외인과 증권의 매매 방향이 일치하는 쪽으로 지수 방향 결정될 것[그림 12]

그림 11. 외인 종가 비차익 순 매수 회복세. 단, 방어력은 약할 것



주: 일별 외인 비차익 PR 순 매수를 장 중과 종가로 구분한 것
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 지수는 외인과 증권의 순 매도가 일치해야 본격 하락



주: 장 중 15분 데이터의 연결. 2/2일은 missing data
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

Compliance Notice
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.