글로벌 투자 파트너 –
MIRAE ASSET
미래에셋대우

Spot Comment
2018.2.20

Derivatives Dynamics

[ETF/AI/파생]

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

(시황) 선물 외인은 환매 차례. 옵션 외인은 불안정한 반등에 베팅

- 지수 급락 및 반등 과정에서 현물 외인 수급의 무게 중심은 액티브 펀드의 삼성전자 매매
- 액티브 펀드 삼전 비중 2% 이하. 향후 일방적 순 매도보다 순 매수가 빈번하게 섞일 듯
- 증권 현물+ETF 순 매도는 괴리차 하락에 따른 차익잔고 청산. 추가 순 매도 여력 1.1조원
- 선물 외인, '신규매도 > 전매'. 장기 세력 이탈보다 단기 세력 신규매도 회전. 곧 환매 차례
- 옵션 외인은 '–' 델타 축소, '+' 베가 확대. 직역하면 지수 반등 지속. 단, 추세는 불안정

지수 급락 및 반등 과정에서 현물 외인 수급의 무게 중심은 액티브 펀드의 삼성전자 매매

- 현물 외인은 1/30~2/9일까지 9일간, -2조 6,866억원을 순 매도했으나, 2/12~14일은 +3,609억원 순 매수. 때문에 순 매도 기간에 -9.02% 급락했던 KOSPI도 3일간 +2.46% 반등. 순 매도 성분은 개별 종목 -1조 9,534억원, 비차익 PR -7,171억원, 차익 PR -162억원. 직후 순 매수는 개별 종목 +2,468억원, 비차익 PR +1,083억원, 차익 PR +57억원으로 구성[그림 1]

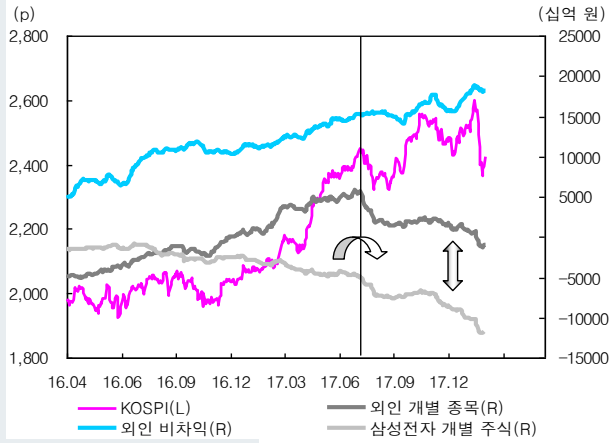
- 요컨대, 순 매도와 순 매수의 무게 중심은 모두 개별 종목 쪽. 미 증시 급락에 대해 '해외 인덱스 펀드' 보다는 '해외 액티브 펀드'의 반응이 격렬했던 셈. 특히, 해외 액티브 펀드의 매매는 상당 부분 '삼성전자'에 집중. 동 기간, -1조 7,873억원을 순 매도했다가 직후에 +3,251억원을 순 매수(외인 PR 매매에서 삼성전자의 비중을 7.5%로 가정하고 전체 순 매매에서 차감한 것)

해외 액티브 펀드의 삼성전자 비중은 2% 이하. 향후 일방적 순 매도 보다는 순 매수가 빈번하게 섞일 듯

- 이들의 삼성전자 순 매수는 당분간 이어질 듯. 일단 1/26일에 자사주 매입 종료. 이후에도 미 증시 급락 과정에서 -65.5만주를 집중 순 매도해 '08년 11/20일 이후 해외 액티브 펀드의 누적 순 매수는 +2.41백만주로 급감. 이는 '14년 11/10일(+12.5백만주) 이후 -80.7%나 줄어든 것. 예컨대, 당시 해외 액티브 펀드에서 삼성전자 비중이 최대 10%였다면 현재는 2% 안팎

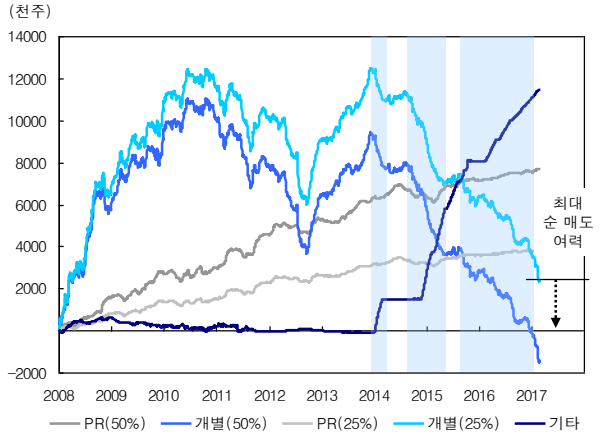
- IT 섹터에서 삼성전자가 차지하는 비중을 감안하면 해외 액티브 펀드에서 이를 완전히 제거할 가능성은 낮은 편. 삼성전자 순 매수가 이어지면 개별 종목 수급 역시 순 매수 우위 유력. 다만, 이것이 의미하는 것은 '지수 하락 종료'일 뿐, 지수가 본격적으로 반등하려면 해외 인덱스 펀드의 순 매수 가속이 필수. 이것은 미국의 매크로 지표나 펀더멘탈 개선이 확인되어야 가능[그림 2]

그림 1. 지수 급락은 외인 액티브 펀드의 삼전 집중 순 매도 때문



주: 개별 종목 = 전체 순 매수 – PR 순 매수, PR에서 삼성전자 비중은 7.5%로 가정
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 외인 액티브 펀드의 삼전 누적 순 매수는 -81% 감소



주: PR(50%)는 외인 PR에 포함된 삼전 비중이 K200 비중의 50%를 가정했다는 뜻
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

증권의 현물+ETF 대량 순 매도는 괴리차 하락에 따른 차익잔고 청산. 추가 순 매도 여력은 1.1조원

- 수급상 지수 급락을 설명하는 두 번째 주체는 증권. 이들은 1/30~2/13일까지 11일간, -2조 5,389억원을 순 매도. 절대 규모로는 외인에 버금갈 정도. 성분은 개별 종목 -1조 8,919억원, 비차익 PR -5,945억원 및 차익 PR -525억원. 동 기간에 현물 이외에도 K200 ETF를 -9,441억원 순 매도. 결국, 현물 순 매도와 K200 ETF 순 매도의 합계는 -3조 4,831억원에 달해[그림 3]

- 이것은 짧게는 1/22일부터(+1조 9,633억원), 길게는 지난 해 11월초부터(+4조 5,874억원) 누적된 순 매수의 역 회전. 배경은 괴리차 하락에 따른 선물 LP 및 ETF LP의 매수 차익잔고(기말 배당용 포함) 청산. 근거는 첫째, 1/26일, 최고 +0.489p였던 K200 선물 괴리차가 이후부터 꾸준히 하락해 2/6일부터는 저 평가로 돌아섰으며 2/12일에는 최저 -0.335p를 기록했던 점

- 둘째, 현물 및 ETF 집중 순 매도 기간에 K200 선물 +2조 3,855억원, 미니 선물 +1조 3,172억원 및 주식 선물 +851억원을 순 매수했던 점. 선물 순 매수 합계는 +3조 7,877억원으로 현물+ETF 순 매도를 살짝 상회. 한편, 선물 괴리차가 하락한 원인은 미 증시 하락에 자극을 받은(?) 선물 외인이 K200 선물과 미니 선물 양 방향으로 순 매도를 집중한 까닭[그림 4]

- 긍정적인 것은 2/1일, 최대 +5조 741억원에 달했던 증권의 현물+K200 ETF 순 매수 누적이 급격한 청산 탓에 +1조 1,000억원으로 감소했다는 점. 때문에 설령 이후에 순 매도가 재개되더라도 '-3,166억원/day(순 매도 기간의 일 평균)'의 속도를 유지한다면 3~4일만에 전량 소진될 것. 이후에는 증권의 순 매도가 약화될 수 밖에 없어 지수 하락 둔화 혹은 상승 가속 가능

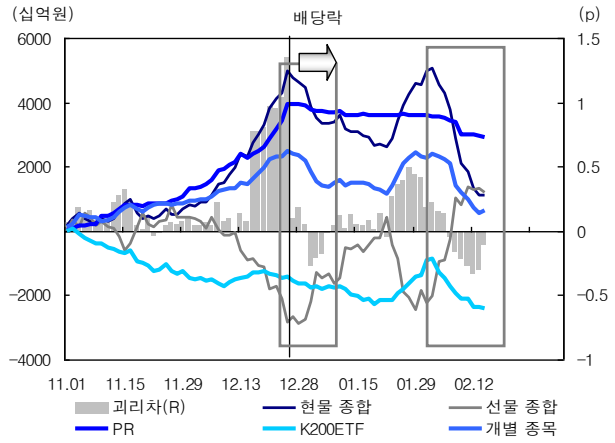
선물 외인은 '신규매도 > 전매'. 장기 세력의 이탈 보다는 단기 세력의 신규매도 회전. 조만간 환매 차례

- 선물 외인은 K200 선물시장에서 2/1일부터 순 매도 반전, 규모는 2/14일까지 -3조 4,016억원(-42,108계약). 동 기간 미결제는 -7,467계약 감소해 표면적으로는 '전매 > 신규매도'. 그러나, 증권이 +2조 4,065억원(+29,727계약)을 순 매수했으며 대부분은 매수 차익잔고 청산을 위한 '환매'. 이를 감안하면 미결제 감소는 미미. 때문에 외인은 '신규매도 > 전매' 가능성 높아

- 여기서 신규매도는 지수 급락에 편승한 '투기성 추격 매도'. 전매는 1/23~1/31일 사이에 진입했던 신규매수의 청산. 당시 외인은 +2조 4,910억원(+31,533계약)을 순 매수했으며 미결제는 +18,642계약 증가. 가중 평균 매수 단가는 K200 지수 기준 332.24p, 매도 단가는 321.58p. 따라서, 계약당 -10.66p(-3.21%)의 손실 실현(증거금 7.5% 모두 사용하면 -42.8%)[그림 5]

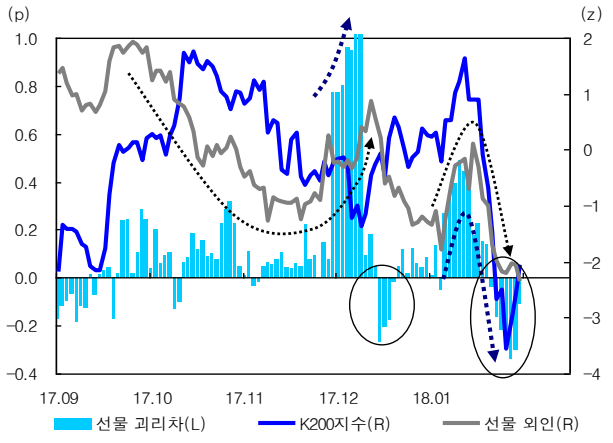
- 한편, 미니 선물시장에서는 2/7일부터 순 매도 반전. 13일까지 -1조 2,377억원(-79,194계약). 미결제가 +15,273계약 늘었으며 증권 순 매수 +1조 2,090억원(+77,383계약)이 모두 매수 차익 청산용 환매여서 내부적으로 '신규매도 > 전매' 확실. 신규매도는 K200 선물과 마찬가지로 단기 투기 세력의 진입. 전매는 2월 만기일 롤-오버된 '롱-숏(Long-Short)용 신규매수'의 청산

그림 3. 증권의 '현물+K200 ETF' 순 매도 여력 1.1조원으로 급감



주: 현물 종합 = 개별 종목+PR, 선물 종합 = K200 선물+미니 선물+주식 선물
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 외인 순 매도 탓에 괴리차 급락해 저 평가 반전



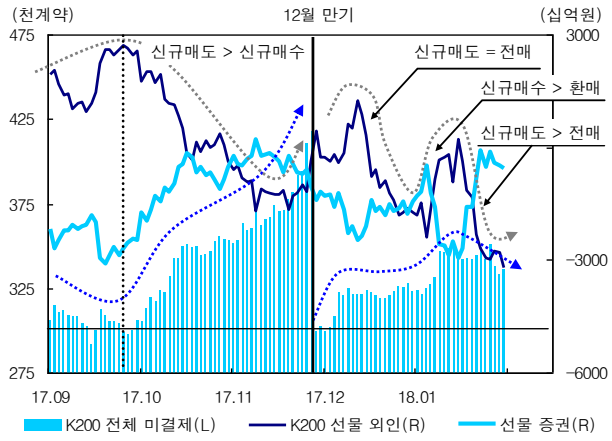
주: 선물 괴리차는 K200 선물 장 중 1분 데이터의 산술 평균
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

- 정리하면, 양 시장 모두 '신규매도 > 전매' 유력. 때문에 결정적인 지수 하락 신호인 '장기 매수 세력의 국내 증시 이탈(대량 연속 전매)'은 아직까지 확인되지 않아. 향후 증권의 차익잔고가 전량 청산된 이후에도 미결제 감소를 동반한 외인의 순 매도가 계속된다면 경고등 켜질 것. 최종적으로는 3월 만기일까지 누적된 외인의 SP 순 매수 규모를 통해 확인될 것[그림 6]

- 당장 주목할 것은 오랜만에 양 시장에서 동반 신규매도를 누적한 단기 투기 세력의 행보. 과거 순 매도 규모를 감안하면 이미 증거금 소진돼 지수 방향과 무관하게 환매 차례. 물론, K200 선물 시장에서는 전매가 신규매도로 연결될 경우 순 매도가 조금 더 지속될 수도. 현물 외인 순 매수 반전과 지수 반등에도 불구, 선물 외인의 환매가 미진한 것은 지수 추가 하락에 대한 기대

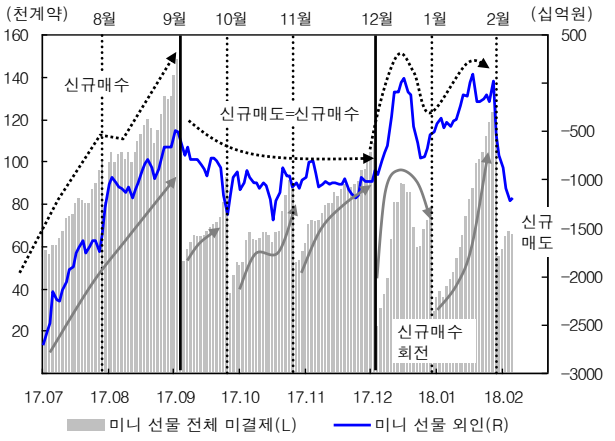
- '현물 외인의 순 매수'와 '선물 외인의 순 매도'가 충돌하면 선물 괴리차는 추가 하락할 것이며, 이는 증권의 현물 순 매도(매수 차익잔고 청산)으로 연결돼 지수에 물리적인 하락 압력 가할 것. 다만, 선물 외인의 추가 순 매도 여력이나 증권의 매수 차익잔고 모두 많지 않아서 이러한 패턴의 하락 압력은 오래가지 않을 것. 당분간 지수는 등락하겠지만 중기적으로는 추가 상승 가능

그림 5. 외인 순 매도와 증권 순 매수 충돌+미결제 감소는 미미



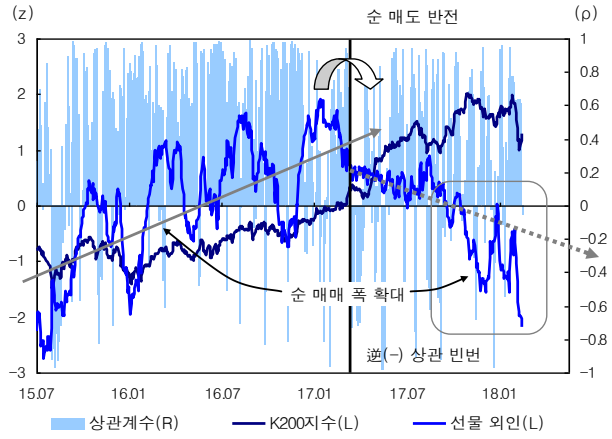
주: 만기 구분 없이 순 매수 연속 누적
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 외인 미니 선물 순 매도 역시 '신규매도 > 전매'



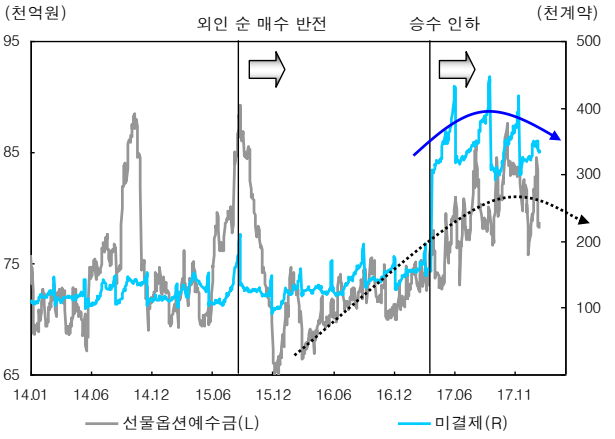
주: 만기 구분 없이 일별 순 매수 연속 누적
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. 선물 외인, '17년 2월부터 순 매도 반전, 8월부터는 순 매도 증감 폭 확대되며 과거와 유사한 스윙 패턴 재개



주: 1) 상관계수는 일별 순 매수와 일별 지수 등락 폭에 대해 5일 구간으로 측정
2) 선물 외인은 일별 순 매수 금액 기준. K200 선물+미니 선물 기준
3) 비교를 위해서 지수와 일별 순 매수 모두 정규화(normalization)
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 선물옵션 예수금 증가세 둔화, 미결제 감소. 3월 만기까지 누적되는 외인 SP 순 매수 감소 여부가 결정적



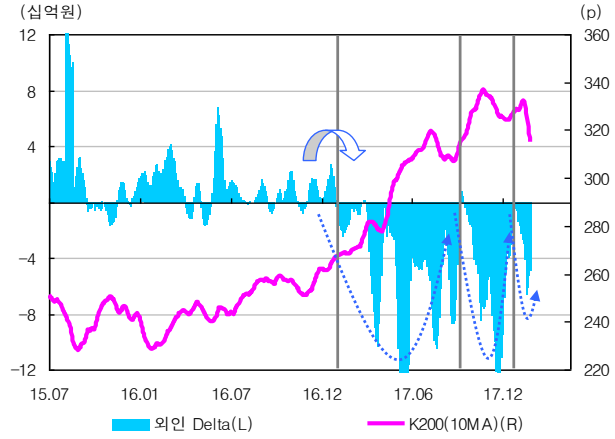
주: 1) 선물옵션 예수금에는 현금 증거금 포함
2) 미결제는 K200 선물 기준
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

옵션 외인은 '-' 델타 축소, '+' 베가 소폭 확대. 직역하면 지수 반등 지속. 단, 추세는 불안정할 것

- 옵션 외인의 포지션 델타(delta)는 1/17일, 최소 '-4.95억원/p'으로 줄었으나, 이후부터 꾸준히 하락해 2/7일에는 최대 '-66.9억원/p'를 기록하기도. 포지션의 '-' 델타가 늘어난 시점이나 줄어든 시점은 공히 지수의 고점과 저점에 선행했지만, 과거에도 선행하는 경우가 많았기에 큰 의미는 없어. 오히려 12월 만기 전(-144억원/p)보다 델타 낮아 지수 하락 신호는 약한 편[그림 9]

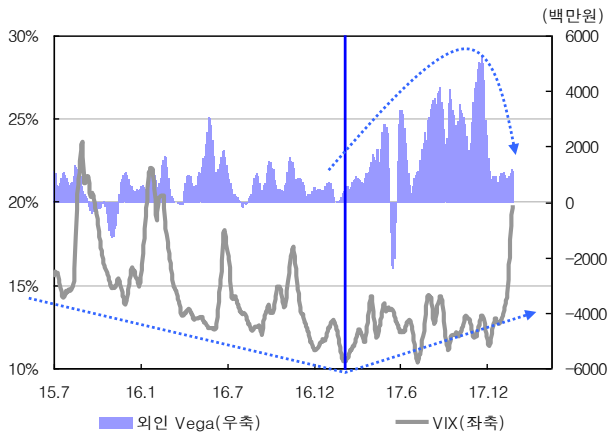
- 포지션 베가(vega)도 마찬가지. 12/8일, 최고 +52.98억원에 달했으나 이후부터 급감. 1/12일, 최저 +5.24억원 이후 늘었지만 최고는 2/13일, +11.94억원에 그쳐. 이처럼 '-' 델타나 '+' 베가 개방도가 낮았던 것은 외인도 지수 낙 폭을 예상하지 못했다는 뜻. 다만, '-' 델타가 줄어들고 있는 것은 지수 반등 지속을, '+' 베가가 평소보다 높다는 것은 지수 반등 불안정을 암시[그림 10]

그림 9. 외인 포지션의 '-' 델타는 예전보다 크지 않은 편



주: 행사가격 별 순 매매에다 승수와 델타를 곱하고 합산한 것
자료: Q-way, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. VIX 급등 불구, 외인의 '+' 델타는 선제적으로 늘지 않아



주: 1) 행사가격 별 순 매매에다 승수와 베가를 곱하고 합산한 것
2) VIX는 최근월물과 차근월물의 ATM 내재변동성으로 계산한 것
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.