시황저격

3월 선물옵션 동시만기 전망: 외국인 매도 앞에 장사 없다

Investment Idea

Derivatives

파생/주식시황 김용구
02-3771-7526
sniper@hanafn.com

RA 김민수
02-3771-7735
kms1110@hanafn.com

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

외인 현선물 Sell-off 기류 확연. 시장 추세반전 트리거는 3/6 SP 0.67p 상승전환

3/6월 지수선물 스프레드의 현격한 저평가 구도가 지속되고 있다. 외국인 지수선물 매도 포지션 롤오버와 삼성전자/POSCO를 위시한 KOSPI200 주요기업 1분기 배당실시 영향 때문이다. 6월물 지수선물에 반영된 KRX 제공 배당액 지수는 0.287323pt (2017년 1Q 배당 실제치 반영)고, 이를 감안한 3/6 SP 이론가는 1.06pt에 준하고 있으나 시장가는 0.25pt에 불과하다. 당사 KS200 기업 1Q 분기 배당 예상치(표 1)에 근거해 주체별 3/6 실질 이론 SP를 재산출해보면, 국내기관 투자가는 0.67pt(CD91일물), 외국인은 1.79pt(LIBOR+100bp)에 해당한다.

1) 금융투자를 위시한 기관권 차익잔고 부담 해소, 2) Mini 선물 연계 금융투자 현물 포지션 매수선회 가능성(4,600억원 상당), 3) 투신권 KOSPI200 레버리지 ETF 발 선물 매수 롤오버 수요 추가유입 가능성 등은 매수우위의 3월 동시만기주 수급 환경을 기대케하는 긍정요인일 것이나, 현선물 동반 Sell-off 기류가 완연한 외국인 수급 방향성은 일말의 긍정적 기대를 상쇄하며 쉼 없이 계속될 시장 험로를 암시하고 있다. 상황반전의 트리거는 3/6 SP의 실질 이론가(0.67pt) 수준까지의 상승반전이 될 것인데, 외국인 매도 앞에선 그 누구도 장사가 될 수 없는 국내증시다.

궁금한 점은 시장 추세반전의 선결과제라 할 수 있는, 외국인 수급선회의 실마리를 찾는 일이라 할 수 있다. 최근 일련의 외국인 선물 매도는, 1) 글로벌 물가 및 금리 급등(인플레 텐트럼), 2) Hawkish Fed에 대한 사전적 경계감, 3) 보호무역주의를 위시한 트럼프 정책 불확실성 재점화, 4) EM 매크로 Slowdown, 5) 한국 실적 모멘텀 Peak-out 등이 복합반영된 결과로 해석함이 옳다. 우선은 3월 FOMC(21일)가 반전의 서곡 정도에 해당할 것이나, 중립이하의 1Q 실적시즌과 5월 중국 A주 MSCI 지수편입에 연유한 수급 노이즈, 뒤이어 찾아올 6월 FOMC 등을 고려할 경우 그 여지가 만만치 않다. 지뢰밭 통과와 다름 없는 상반기 국내증시인 셈이다.

3월 동시만기와 관련한 추가변수에 대한 고려 역시 중요하다. 1) KQ150 레버리지 ETF 발 선물 롤오버 수요와 증권 KQ150 선물 연계 현물 포지션(-4,600억원) 매수선회 여지 등은 KOSDAQ 시장 상승전환을 기대케 하는 긍정요인이겠으나, 3월 FOMC를 앞두고서 보수적 색채가 짙어지는 외국인 수급기류를 고려할 경우 당장 모종의 상황변화를 기대하는 것은 어려울 것으로 본다. 리스크 관리와 옥석 가리기가 중요한 시점인 것이다. 2) 셀트리온은 3/9일(3월 동시만기 익일) KOSPI200 지수에 특례편입된다(한솔테크닉스 제외). 30조원 규모 KOSPI200 BM 추종 자금 감안시, 총 9,800억원 수준의 신규 트레킹 수요가 유입될 것으로 본다. 다만, 9월 이래 지속유입 됐던 이벤트 플레이 사전 포석격 액티브 수요와 절대적으로 높아진 주가/밸류 부담 등을 고려할 경우, 이번 BM 편입은 전략변화의 분기점으로 기능할 공산이 크다. 3) 같은 날 KOSPI 사이즈 지수 변경이 실시된다. 그간의 경험칙에 의거할 경우 시장 투자가 초점은 중형주 지수 신규편입 기업에 집중될 소지가 다분하다. 중형주 지수 신규편입, 대형주에서 중형주 지수로의 이동, 소형주에서 중형주 지수로의 이동 등이 이에 해당한다. 실적과 수급 모멘텀 등을 복수 고려해 동 이벤트 플레이 대안을 추려보면, 현대건설기계/진에어/덴티움/롯데제과/제일기획/농심 등이 도출된다. 춘궁기를 이겨내는 이벤트 플레이 전략대안인 셈이다.

하나금융투자

표 1. KOSPI200 기업 1분기 분기배당 예상

종목명	1Q 예상 배당 (원)	현 주가 (원)	배당 수익률 (%)	유동 시총 (십억원)	KOSPI200 내 비중 (%)
삼성전자	17,750	2,301,000	0.8	215,654.6	25.9
POSCO	1,500	348,500	0.4	24,307.7	2.9
코웨이	800	85,800	0.9	4,493.6	0.5
한온시스템	80	12,400	0.6	2,051.9	0.2
쌍용양회	350	20,400	1.7	452.3	0.1

주: 쌍용양회(시장 컨센서스) 제외한 나머지 기업은 하나금융투자 리서치센터 추정치에 의거
자료: KRX, Quantiwise, 하나금융투자

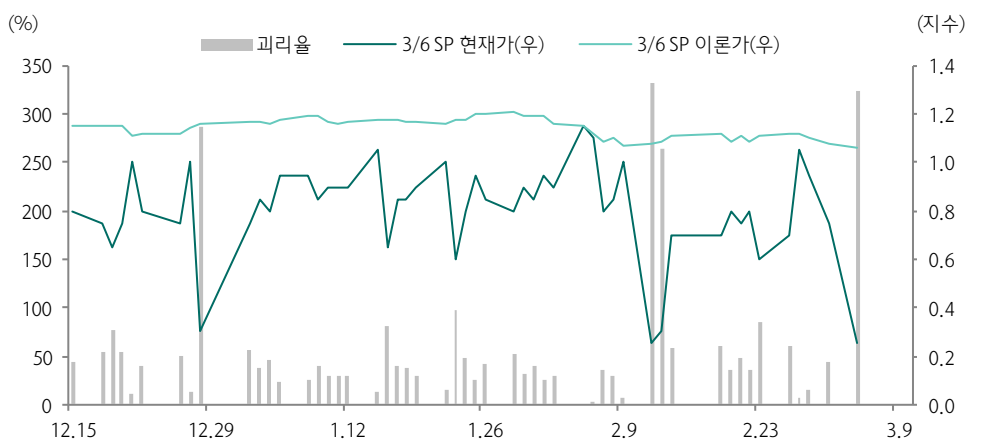
표 2. 3/6 SP는 실질 이론가 대비 현격한 저평가 국면

구분		KRX 기준	2017년 기말 예상배당 반영 예상치	
			CD 91일물(국내)	LIBOR 3M+100bp(외국인)
배당액 지수		0.287323	0.679368	0.681357
이론가	3월물	304.64	304.64	304.68
	6월물	305.70	305.31	306.47
	3/6 SP	1.06	0.67	1.79
시장가	3월물	304.35		
	6월물	304.60		
	3/6 SP	0.25		
괴리차	3월물	-0.29	-0.29	-0.33
	6월물	-1.10	-0.71	-1.87
	3/6 SP	-0.81	-0.42	-1.54

주: CD 91일물 1.650%, 외국인 금리 3.02519%(LIBOR 3M + 100bp) 가정
자료: KRX, 하나금융투자

3/6 SP 시장가는 이론가를 크게 하회하는 저평가 국면이 지속. 이는 투신 ETF 롤오버 수요가 완충요인으로 기능하고 있으나, 외국인 Sell-off 기류가 관련 영향을 압도하는 양상

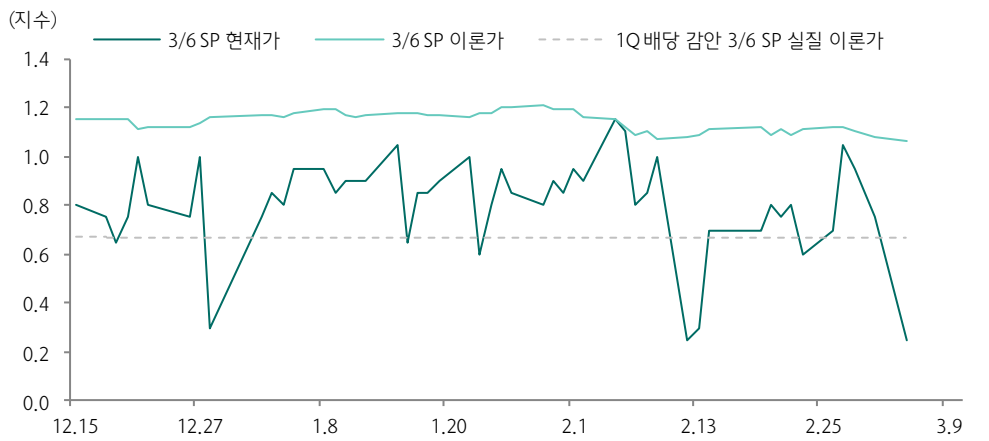
그림 1. 3/6 SP 시장가, 이론가, 괴리율 추이



자료: KRX, 하나금융투자

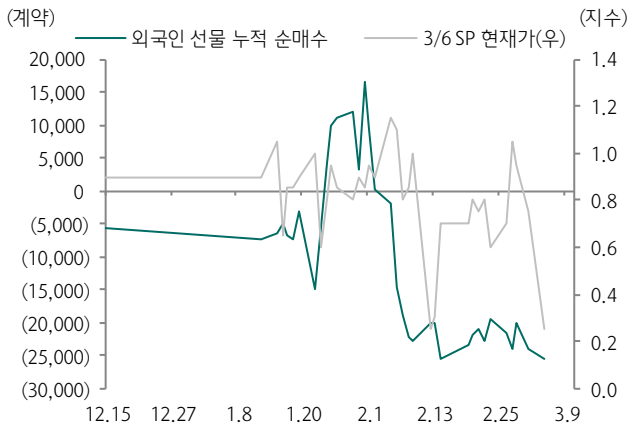
CD 91일물 적용한 국내 투자가 3/6 SP 실질 이론가는 0.67pt이나 현 시장가는 0.25pt 수준.
SP 상승전환이 시장 상황변화의 직접적 트리거로 작용할 전망이나, 험로를 암시 중인 외국인 수급 방향성을 고려시 상기 기대는 난망

그림 2. 3/6 SP 시장 및 이론가와 기말배당 감안 실질 이론가(CD 91일물 적용)



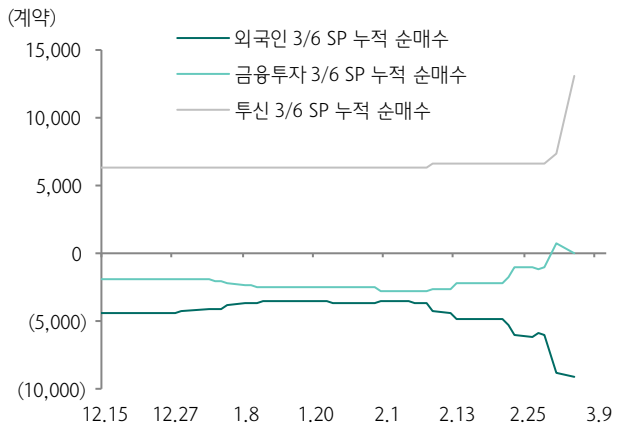
자료: KRX, 하나금융투자

그림 3. 외국인 수급 초점은 SP 저평가에도 불구, 매도 포지션 롤오버에 집중



자료: KRX, 하나금융투자

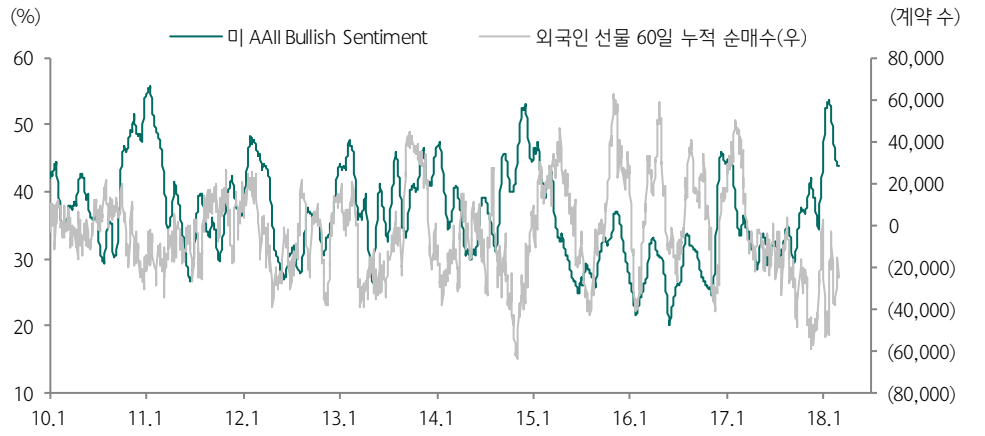
그림 4. KOSPI200 레버리지 ETF발 투신 매수 롤오버 수요만이 SP 시장의 완충기제로 작동하는 양상



자료: KRX, 하나금융투자

미국을 위시한 글로벌 증시의 긴축 발작격 냉각기류는 국내증시 외국인 선물 수급환경의 제약요인.
3월 FOMC 전까진 기간조정 지속 가능성에 무게를 둘 필요

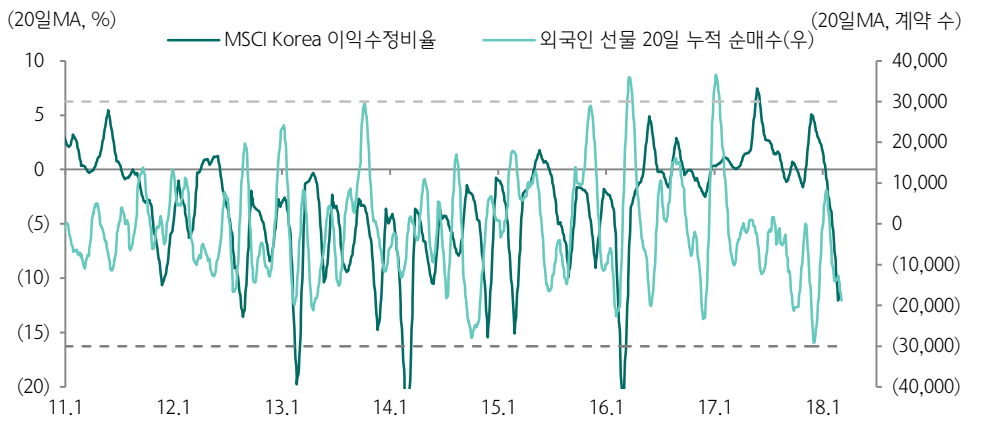
그림 5. 전미 투자가협회(AAII) Bullish 심리지수와 외국인 선물 60일 누적 순매수



자료: Thomson Reuters, KRX, 하나금융투자

실적 모멘텀 피크아웃 우려 역시 외국인 현선물 러브콜을 제약하는 부정 요인으로 작용

그림 6. MSCI Korea 이익수정비율과 외국인 선물 20일 누적 순매수

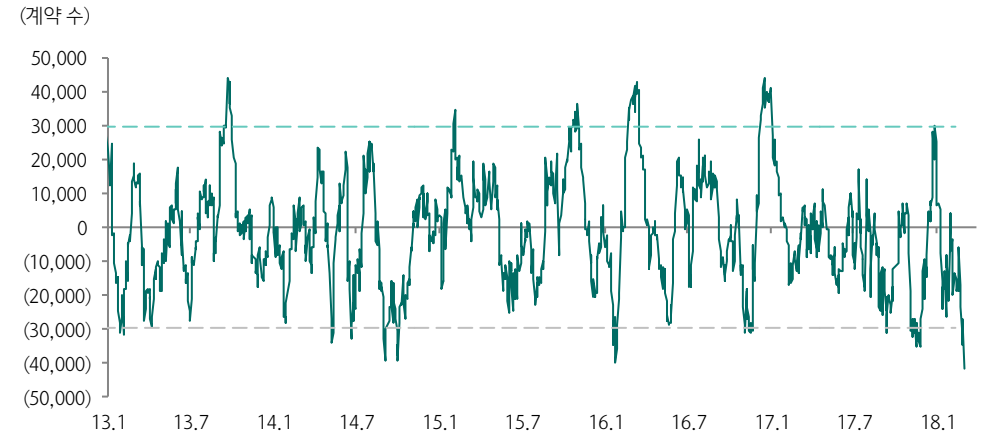


자료: Thomson Reuters, KRX, 하나금융투자

통상 3만 ~ -3만 계약 순매수 경로를 순환하는 외국인 지수선물 20일 누적 순매수 추이는 매도 클라이막스에 준하는 통계적 저점구간에 위치.

단, 계속된 이벤트 리스크와 매크로/펀더멘탈 모멘텀 피크아웃 우려는 외국인 수급선회를 제약하는 명징한 부정요인

그림 7. 외국인 선물 20일 누적 순매수 추이

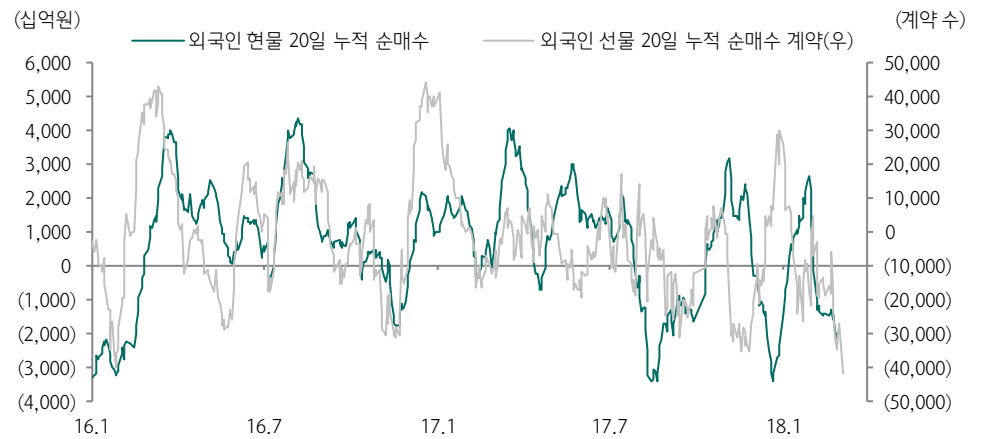


자료: KRX, 하나금융투자

외국인 지수선물은 매도 클라이막스를 통과한 상황이나, 매수선회를 위한 반전의 트리거 역시 마땅치 않은 상황

이는 외국인 현물 러브콜 추세화 가능성과 함께 시장 추동력을 제약할 소지가 다분. 업종간 단기 순환매 구도에 초점을 맞출 필요가 있을 것

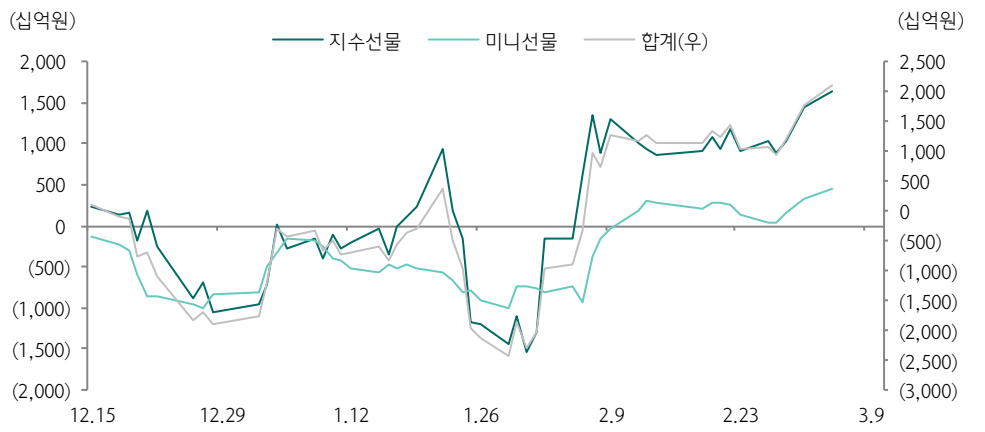
그림 8. 외국인 현/선물 20일 누적 순매수



자료: KRX, 하나금융투자

금융투자 매수차익잔고 부담은 2월 조정과 함께 상당부분 해소.
단, 중립이하의 외국인 선물 수급은 금투 현선 연계 수급의 매수선회 가능성을 제약할 전망

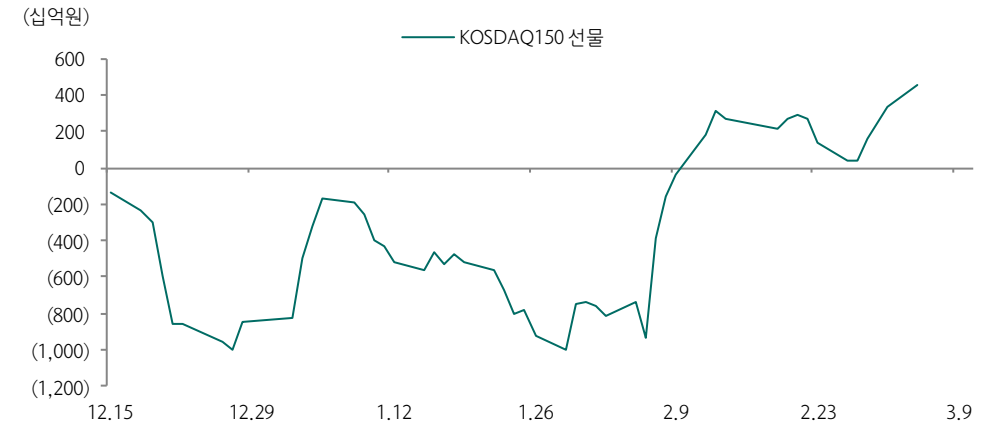
그림 9. 금융투자 Big(KOSPI200 지수선물) & Mini 선물 누적 순매수



자료: KRX, 하나금융투자

증권 KOSDAQ150 선물연계 현물 수급은 -4,600억원 수준. 단, 3월 Fed 금리인상 리스크와 이에 연유한 시장 보수화 기류는 매수선회 가능성을 제약할 전망

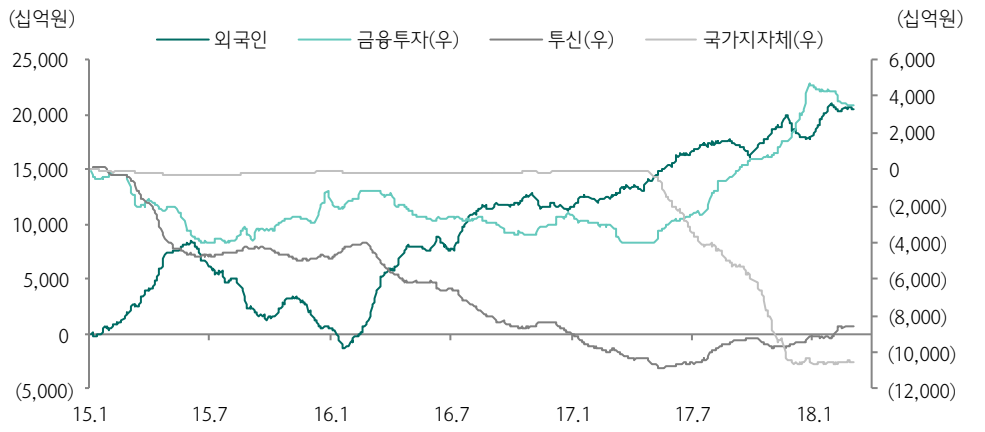
그림 10. 금융투자 KOSDAQ150 선물 누적 순매수



자료: KRX, 하나금융투자

이번 3월 동시만기주 수급환경은 차익잔고 부담이 완화된 금융투자 매수선회 가능성 및 투신 SP 저가 매수세와 중립이하의 외국인 수급간 대결구도로 전개될 전망.
단, 상반기 이벤트 리스크와 매크로/펀더멘탈 피크아웃 우려는 외국인 수급변수의 험로 통과 가능성을 암시

그림 11. 주요 주체별 프로그램 누적 순매수 추이



자료: KRX, 하나금융투자

표 3. 셀트리온 3월 신규상장 특례편입 감안한 KOSPI200 종목비중 및 추종자금 변화 추정

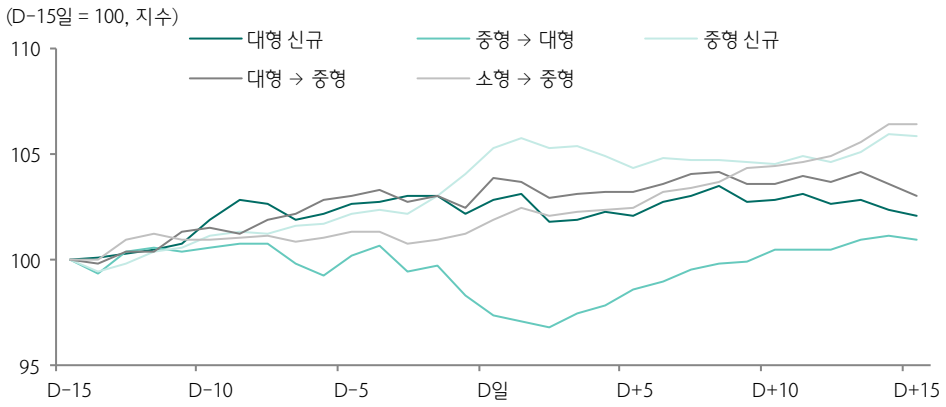
구분	종목명	유동비율(%)	현 시총(십억원)	유동시총(십억원)	KOSPI200 예상 편입비중(%)			KOSPI200 추종 자금(30조원 가정, 십억원)		
					현재(A)	셀트리온 편입 후(B)	유동비율 변화(B-A, %pt)	현재(A)	셀트리온 편입 후(B)	추종자금 변화(B-A)
1	삼성전자	73	295,417	215,655	25.76	24.92	-0.83	7,726.6	7,476.3	-250.3
2	SK하이닉스	77	56,347	43,387	5.18	5.01	-0.17	1,554.5	1,504.2	-50.4
3	셀트리온	62	45,632	28,292		3.27	3.27		980.8	980.8
4	POSCO	80	30,385	24,308	2.90	2.81	-0.09	870.9	842.7	-28.2
5	현대차	66	34,363	22,680	2.71	2.62	-0.09	812.6	786.3	-26.3
6	KB금융	85	26,550	22,568	2.70	2.61	-0.09	808.6	782.4	-26.2
7	NAVER	78	25,909	20,209	2.41	2.34	-0.08	724.1	700.6	-23.5
8	신한지주	86	22,027	18,943	2.26	2.19	-0.07	678.7	656.7	-22.0
9	LG화학	65	27,072	17,597	2.10	2.03	-0.07	630.5	610.0	-20.4
10	현대모비스	68	21,464	14,596	1.74	1.69	-0.06	522.9	506.0	-16.9
11	하나금융지주	90	14,445	13,000	1.55	1.50	-0.05	465.8	450.7	-15.1
12	SK이노베이션	67	19,187	12,855	1.54	1.49	-0.05	460.6	445.7	-14.9
13	SK텔레콤	63	18,935	11,929	1.42	1.38	-0.05	427.4	413.6	-13.8
14	삼성물산	46	24,280	11,169	1.33	1.29	-0.04	400.2	387.2	-13.0
15	LG전자	66	16,528	10,909	1.30	1.26	-0.04	390.8	378.2	-12.7
16	한국전력	49	21,121	10,349	1.24	1.20	-0.04	370.8	358.8	-12.0
17	LG생활건강	60	17,102	10,261	1.23	1.19	-0.04	367.6	355.7	-11.9
18	삼성생명	42	24,000	10,080	1.20	1.16	-0.04	361.2	349.5	-11.7
19	KT&G	74	13,523	10,007	1.20	1.16	-0.04	358.5	346.9	-11.6
20	SK	49	19,666	9,636	1.15	1.11	-0.04	345.3	334.1	-11.2
21	넷마블게임즈	75	12,754	9,566	1.14	1.11	-0.04	342.7	331.6	-11.1
22	삼성화재	66	13,454	8,880	1.06	1.03	-0.03	318.2	307.8	-10.3
23	삼성SDI	75	11,724	8,793	1.05	1.02	-0.03	315.1	304.8	-10.2
24	아모레퍼시픽	53	16,105	8,536	1.02	0.99	-0.03	305.8	295.9	-9.9
25	우리은행	76	11,086	8,426	1.01	0.97	-0.03	301.9	292.1	-9.8
26	기아차	62	13,580	8,419	1.01	0.97	-0.03	301.7	291.9	-9.8
27	삼성에스디에스	43	18,416	7,919	0.95	0.92	-0.03	283.7	274.5	-9.2
28	LG	54	14,409	7,781	0.93	0.90	-0.03	278.8	269.7	-9.0
29	롯데케미칼	47	16,264	7,644	0.91	0.88	-0.03	273.9	265.0	-8.9
30	엔씨소프트	85	8,205	6,974	0.83	0.81	-0.03	249.9	241.8	-8.1
31	삼성바이오로직스	22	30,800	6,776	0.81	0.78	-0.03	242.8	234.9	-7.9
32	LG디스플레이	63	10,466	6,594	0.79	0.76	-0.03	236.2	228.6	-7.7
33	카카오	65	9,722	6,319	0.75	0.73	-0.02	226.4	219.1	-7.3
34	이마트	72	8,697	6,262	0.75	0.72	-0.02	224.4	217.1	-7.3
35	KT	83	7,233	6,003	0.72	0.69	-0.02	215.1	208.1	-7.0
36	S-Oil	37	14,185	5,249	0.63	0.61	-0.02	188.1	182.0	-6.1
37	삼성전기	74	6,797	5,030	0.60	0.58	-0.02	180.2	174.4	-5.8
38	현대중공업	66	7,423	4,899	0.59	0.57	-0.02	175.5	169.8	-5.7
39	코웨이	70	6,419	4,494	0.54	0.52	-0.02	161.0	155.8	-5.2
40	고려아연	47	9,454	4,443	0.53	0.51	-0.02	159.2	154.0	-5.2
41	현대제철	63	6,939	4,372	0.52	0.51	-0.02	156.6	151.6	-5.1
42	한국타이어	58	7,445	4,318	0.52	0.50	-0.02	154.7	149.7	-5.0
43	현대로보틱스	62	6,938	4,302	0.51	0.50	-0.02	154.1	149.1	-5.0
44	기업은행	45	9,380	4,221	0.50	0.49	-0.02	151.2	146.3	-4.9
45	미래에셋대우	65	6,097	3,963	0.47	0.46	-0.02	142.0	137.4	-4.6
46	LG유플러스	64	5,414	3,465	0.41	0.40	-0.01	124.1	120.1	-4.0
47	한국항공우주	72	4,767	3,432	0.41	0.40	-0.01	123.0	119.0	-4.0
48	한국금융지주	75	4,458	3,344	0.40	0.39	-0.01	119.8	115.9	-3.9
49	한화케미칼	63	5,307	3,343	0.40	0.39	-0.01	119.8	115.9	-3.9
50	DB손해보험	67	4,914	3,292	0.39	0.38	-0.01	117.9	114.1	-3.8

주: 셀트리온 편입 및 한솔테크닉스 제외 기준. 3/5일 종가 기준
자료: KRX, Quantiwise, 하나금융투자

통상, 정기변경일 D-15일 시점부터 KOSPI 중형주 지수 편입 종목군의 차별적 성과가 구체화

중형주 지수와 관련해선, 1) 소형에서 중형주로의 이동, 2) 중형주 신규편입, 3) 대형에서 중형주로의 이동 순으로 양호한 투자성과를 시현

그림 12. KOSPI 사이즈 지수 변경(대형/중형) 관련 투자성과(2011~2017년 평균)



자료: KRX, 하나금융투자

표 4. 2018년 3월 코스피 중형주 지수 종목변경 예상('17. 12 ~ '18. 2월 평균 시총 기준)

구분	종목명	평균 시가총액(십억원)	KOSPI 시총순위
中 신규	현대건설기계	1,773.5	124
	SK케미칼	1,276.2	152
	현대일렉트릭	1,093.0	167
	진에어	869.0	195
	쿠쿠홈시스	837.5	200
	덴티움	731.5	215
	제일약품	683.8	222
	롯데제과	670.0	224
	케이씨텍	414.3	288
大 → 中	현대백화점	2,384.7	101
	대우건설	2,374.4	102
	제일기획	2,318.2	103
	두산	2,240.1	105
	농심	2,010.7	111
	영풍	1,947.2	114
	한전KPS	1,812.8	120
	한화테크윈	1,732.1	126
	두산중공업	1,691.9	128
	오리온홀딩스	1,618.3	133
	BGF	774.3	208
小 → 中	F&F	657.5	228
	에이프로젠KIC	651.1	230
	씨에스윈드	538.5	251
	삼익THK	497.5	262
	유나이티드제약	492.6	264
	대덕GDS	477.1	270
	자화전자	453.4	277
	신풍제약	439.2	280
	환인제약	437.2	282
	삼화콘덴서	432.1	285
	한독	426.5	286
	STX	426.0	287
	아세아시멘트	399.5	293
	에이블씨엔씨	393.3	297
	코스모화학	392.6	298

주: 음영표시는 KOSPI 중형주 지수 편입예상 기업 중 실적/수급 모멘텀 상위 종목('[시황저격] 2018 KOSPI 사이즈 지수 정기변경과 투자전략', 2/19일 발간, 김용구 참고)
자료: KRX, 하나금융투자