글로벌 투자 파트너 –
MIRAE ASSET
미래에셋대우

Spot Comment
2018.11.07

Derivatives Dynamics

(11월 만기) 종가에 지수는 제한적 상승

- 10월: 종가 국가/지자체 컨버전 역 회전 불구, 외인 비차익 순 매수 반전으로 낙 폭 억제
- 11월: 증권+외인 순 매수 > 국가/지자체 순 매도. 10월과 반대로 지수는 제한적 상승 전망
- 증권: 개별 종목 순 매수(주식선물 매도 차익 청산) > 비차익 PR 순 매도(K200 ETF 환매)
- 국가/지자체: 컨버전 여력 2,500억원. 합성 B +0.1p 이상에서 진입. 단, 기회 부족할 듯
- 현물 외인: 11/31일부터 인덱스 펀드 매수 재개. 종가 비차익 PR 순 매수 가능성 높아져

[ETF/AI/파생]

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

10월 리뷰: 종가에 국가/지자체 현물 컨버전 역 회전 불구, 외인 비차익 PR 순 매수 반전으로 낙 폭 억제

- 10월 만기일, K200지수는 장 중 -5.49p(-1.95%) 급락, 종가 -0.88p(-0.32%) 추가 하락. 수급상 장 중 하락은 외인 개별 종목(-3,398억원)+ 비차익 PR 순 매도(-2,525억원) 집중, 종가 하락은 국가/지자체 차익 PR(-1,339억원)+ 개별 종목(-268억원) 동반 순 매도 때문

- 여기서 국가/지자체 종가 차익 PR 순 매도는 현물 컨버전의 만기 청산. 10/4일부터 누적되었으며 만기일 장 중에만 최대 + 1,327억원 집중. 이들의 종가 개별 종목 순 매도는 주식선물 매수 차익잔고의 만기 청산. 근거는 9월 만기 직후부터 누적된 주식선물 순 매도 -552억원

- 증권은 장 중에 개별 종목 순 매수(+ 2,132억원), 비차익 PR 순 매수(+ 219억원)로 지수 하락 방어. 종가에 비차익 PR이 순 매도로 돌아섰으나(-1,722억원) 개별 종목 순 매수(+ 1,903억원)가 더욱 늘어나 지수 하락 압력 내부 상쇄

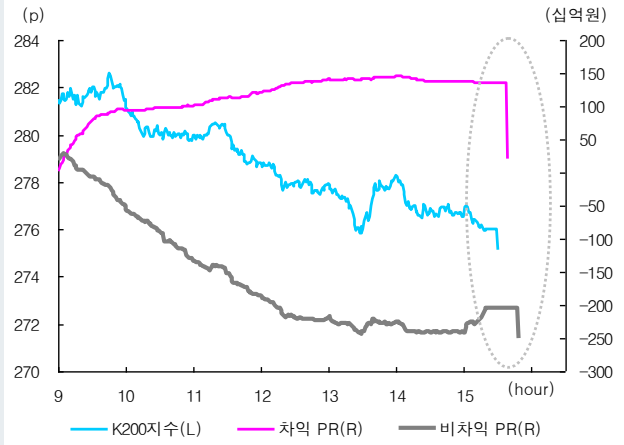
- 여기서 장 중 및 종가 개별 종목 순 매수는 미니선물 LP의 11월물 매도 포지션 헤지+ 주식선물 매도 차익잔고 만기 청산. 종가 비차익 PR 순 매도는 ETF 재고의 환매. 이는 지수 급락 불구, 레버리지 ETF 수요가 늘어나지 않은 탓. 이미 은행을 중심으로 악성 재고가 잔뜩 누적된 까닭

표 1. 10월 만기일 주요 주체 별 현물 수급 분해 (단위:억원)

주체	장중			종가		
	차익 PR	비차익 PR	개별 종목	차익 PR	비차익 PR	개별 종목
K200 지수	-5.49p(-1.95%)			-0.88p(-0.32%)		
금융투자	+135	+219	+2,132	+196	-1,722	+1,903
보험	0	+168	-73	0	+66	+3
투신/사모	0	-251	-537	0	+3	+31
연기금	0	+392	+177	0	0	+1
국가/지자체	+1,231	+37	+101	-1,339	0	-268
외국인	-12	-2,525	-3,398	+2	+1,194	-159

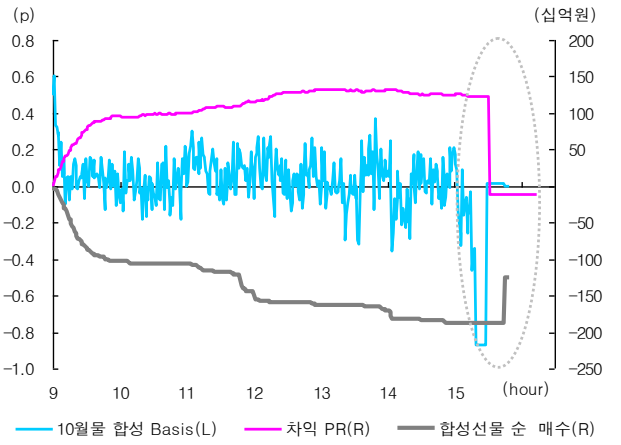
주: 개별 종목 = 전체 순 매수 – PR 순 매수
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 10월 만기일, 장 중 차익 순 매수가 종가에 전량 역 회전



주: 장 중 1분 데이터 기준
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 국가/지자체 차익 순 매수는 합성 B +0.1p 부근에서 반응



주: 장 중 1분. 차익 PR은 국가/지자체, 합성 순 매수는 연기금(국가/지자체 포함)
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

- 한편, 외인의 종가 비차익 PR 순 매수는 9월 만기일 경험으로 이미 예측된 바. 단, 외인 개별 종목 순 매도와 내부 충돌해 지수 방어력 약화 예상했으나, 장 중에 집중되었던 개별 종목 순 매도가 종가에 둔화된 탓에 다소나마 지수 하락 방어에 성공

- 장 중 외인 대량 현물 순 매도는 기본적으로 액티브 펀드의 이익 실현이 진행되는 과정에서 새벽 미 증시 급락하자(S&P500 -3.29%) 가속된 것. 당시 K200지수는 -6.33p(-2.2%)의 갭 다운으로 출발. 여기다 만기일 특유의 유동성 증가 역시 현물 외인의 순 매도가 늘어난 이유

11월 전망: 종가에 증권+외인 순 매수 〉 국가/지자체 순 매도. 따라서 10월과 반대로 지수는 제한적 상승

- 결론부터 정리하면, 이번 만기일 종가에 지수는 제한적으로 상승할 듯. 일단 수급 구도는 10월과 동일. 증권은 종가에 개별 종목 순 매수 > 비차익 PR 순 매도, 국가/지자체는 장 중 차익 PR 순 매수 후 종가 전량 역 회전. 외인은 종가에 비차익 PR 순 매수 유력

- 또한, 수급 균형은 10월과 달리 순 매수 우위로 예상. 나머지는 10월과 대동소이하지만 국가/지자체의 현물 컨버전 규모는 줄어들 수 있기 때문. 근거는 지수 상승에 따른 합성선물 베이시스의 고 평가 부족. 이 부분은 실제로 장 중에 확인한 다음 대응해도 늦지 않을 것

- 만기 이후에도 지수 상승이 이어지겠지만 패턴은 불안정할 것. 지수가 BEP를 상회하면서 외인 액티브 펀드의 잔여 물량이 이익 실현에 나설 수 있으며 이번 만기에 롤-오버된 증권의 미니선물 매수 차익잔고도 청산될 수 있기 때문

증권: 개별 종목 순 매수(주식선물 매도 차익 청산) 〉 비차익 PR 순 매도(K200 ETF 환매)

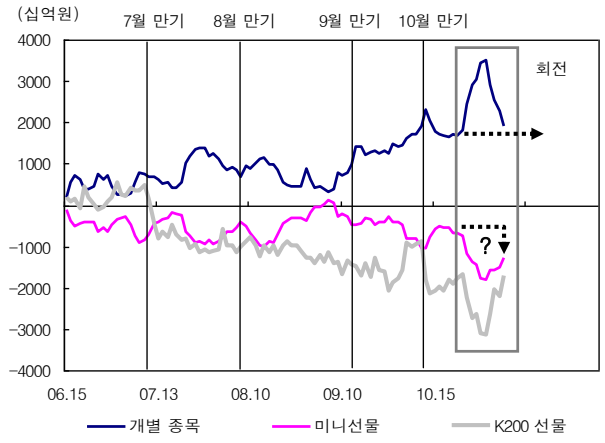
- 증권은 10월처럼 이번 만기일 종가에도 개별 종목 순 매수와 비차익 PR 순 매도가 내부 충돌할 듯. 전자가 비교적 클 것이므로 전체 수급은 순 매수 우위. 다만, 지수 상승 폭이 커서 레버리지 ETF의 손절성 환매가 급증한다면 전체 순 매수 규모는 다소간 줄어들 수도

- 첫째, 종가에 증권 개별 종목 수급은 다소간의 순 매수 우위 예상. 미니선물 LP의 매수 차익잔고가 남았지만 역시 만기 청산 보다는 롤-오버 또는 신규 진입 유력. 반면, 주식선물 매도 차익잔고는 만기 청산 가능성 높기 때문. 따라서, 대체로는 10월 만기일 종가와 유사한 패턴**[그림 3]**

- 먼저 10월 만기일, 미니선물 11월물+12월물 미결제 합계는 60,205계약. 당시 K200지수로 시가 평가하면 8,283억원. 단, 롤-오버된 매도 미결제가 모두 증권 LP의 것일 가능성은 희박. 증권의 매매 비중은 25% 전후이므로 대략 절반만 인정한다면 증권의 매수 차익잔고는 4,141억원

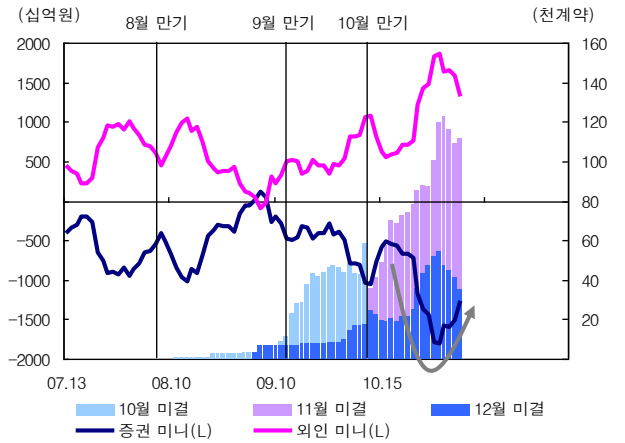
- 증권은 이후부터 11/5일까지, 미니선물 -2,032억원 순 매도. 10/31일, 최대 -7,566억원까지 누적되었다가 줄어든 것. 미결제 역시 꾸준히 늘었다가 이때부터 감소했기 때문에 신규매도-환매 회전 유력. 즉, 매수 차익잔고가 추가 누적되었다가 일부가 조기 청산된 것**[그림 4]**

그림 3. 증권 LP, 개별 종목에 비해 미니선물 순 매수 부족



주: 1) 일별 순 매수 단순 누적
2) 개별 종목에 비해 미니선물 회전 규모 적은 것은 합성선물의 존재를 암시
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 증권 LP, 대략 6천억원의 매도 포지션 보유한 듯



주: 증권과 외인의 미니는 만기 구분 없이 일별 순 매수 단순 누적
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

- 11월물과 12월물 미결제 비중을 적용하면 증권 LP의 매수 차익잔고는 대략 11월물 4,242억원, 12월물 1,931억원. 따라서, 11/5일 기준으로 이번 만기일 종가에 출회 가능한 물량은 -4,242억원. 단, 이것도 실제로 전량 청산될 가능성은 없으며 상당 부분 12월물로 롤-오버될 전망[1]

- 또한, 증권은 10/31~11/5일, -1조 5,985억원의 개별 종목을 순 매도. 이는 10/19~10/30일에 순 매수한 +1조 8,580억원의 역(逆) 회전 유력. 단, 당시 미니선물 순 매도는 -1조 2,561억원에 달했으나 10/31일부터 유입된 순 매수는 +5,533억원에 불과. 즉, 현물 순 매도와 불균형

- 이는 미니선물 순 매도의 상당 량이 청산되지 않고 합성선물 순 매수로 헤지되었음을 암시. 여기서 합성선물 매수는 이번 만기에 결제 청산되거나, 현물 매수 또는 K200선물 매수로 교체되어야 함. 카운터파트인 외인 매수 포지션이 롤-오버된다면 후자의 가능성이 높아짐

- 이 때 K200선물이 충분히 저 평가된다면 K200선물 매수로 교체되겠지만 그렇지 않다면 현물 매수로 연결될 것이며 이는 만기일 종가에 개별 종목 순 매수로 나타날 것. 신규 진입에 해당하는 셈. 10월 만기일에 증권의 개별 종목 순 매수가 늘어난 것도 같은 원리였던 것으로 추측됨

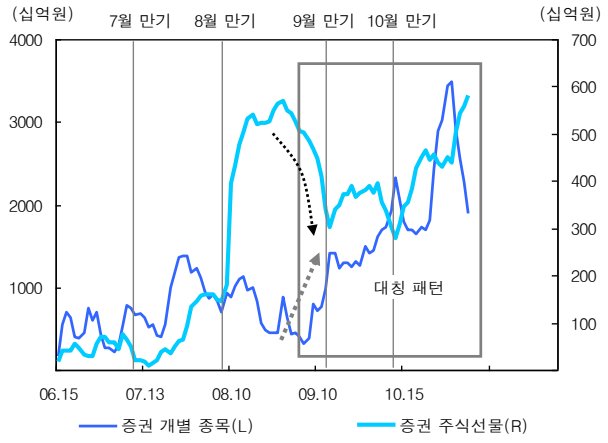
- 한편, 증권은 10월 만기 이후에 +3,014억원의 주식선물을 순 매수. 역시 반대 편에는 대등한 규모의 개별 종목 공매도 누적. 과거 경험상 주식선물 매도 차익잔고는 롤-오버보다 만기 청산 비중 많은 편. 배경은 카운터파트에 회전이 빠른 개인 비중이 상대적으로 높기 때문**[그림 5]**

- 둘째, 증권의 종가 비차익 PR 수급은 다소간 순 매도 우위 유력. 레버리지 ETF 잔고는 지난해 11/3일, 5,340만주였으나 이후 지수가 하락하자 꾸준히 늘어 최근에는 22,650만주로 +324% 증가. 설정 단가는 K200지수 기준 303.24p, 평균적으로 -10.94% 평가 손실 상태**[그림 6]**

- 일단 지수는 기술적으로 반등 국면. 외인 현물 순 매도 역시 어느 정도 완료된 상태. 지수가 추가 상승하면 레버리지 ETF 잔고의 일부는 손절성 환매될 것이며, 이는 K200 ETF 환매(비차익 PR 매도)로 이어질 것. 선물이 저 평가 상태이므로 ETF LP가 재고로 쌓을 가능성은 낮은 편

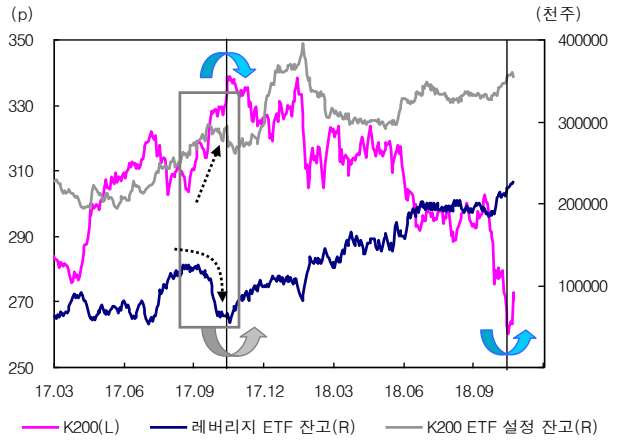
- 끝으로 주의할 것은 향후 지수 상승 국면에서 증권의 매물이 부담으로 작용할 수 있다는 점. 이들은 직전 4일간 -1.6조원의 현물을 순 매도. 11/5일에는 외인 현물 순 매도 -638억원과 증권 현물 순 매도 -3,698억원이 겹치자 KOSPI가 전일 대비 -19.08p(-0.91%) 하락하기도**[그림 7]**

그림 5. 증권 LP, 주식 선물 매도 차익잔고 직전 최대치 경신



주: 만기 구분 없이 일별 순 매수를 단순 누적한 것
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 지수 반등하면 레버리지 ETF 잔고 감소 → PR 순 매도



주: 레버리지 ETF에는 선물 레버리지 ETF 불포함
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

[1] 증권 LP 포지션의 롤-오버는 SP 괴리차보다 카운터파트인 외인 매수 포지션의 롤-오버 여부에 의존. 외인 미니선물 매수는 상당 부분 K200선물 매도와 연결(스프레드 매매). 근거는 단독 만기일에 평균 -30% 감소하는 전체 미결제가 동시 만기일에 -70% 가까이 격감하는 현상. 미니선물 10월물 매수+K200선물 12월물 매도는 '스프레드 매도'에 해당하지만, 이를 2회 롤-오버하면 미니선물 12월물 매수+K200선물 12월물 매도가 되므로 '매수 차익거래'가 됨. 종가에 청산한다면 더 이상 스프레드 변동 위험 없어 진입 시 수익 보전 가능. 때문에 외인 매수 포지션은 이번 만기일에도 대부분 롤-오버되었다가 12월 만기일에 대거 청산될 전망. 특히, 12월 만기일 이후에는 연말 계좌 폐쇄(book closing)까지 겹치기 때문에 청산 가능성은 더욱 높은 편

- 증권 미니선물 LP 매수 차익잔고는 6,173억원 이상. 주식선물 LP 매도 차익잔고는 3,014억원. 따라서, 순 잔고 -3,159억원. 레버리지 ETF 잔고는 저점 대비 +1조 7,312억원 증가. 여기서 25%가 K200 ETF로 구성되었다면 대략 -4,328억원의 비차익 PR 순 매도 가능**[그림 8]**

- 선물은 기본적으로 델타가 1.0 이하인데다, 수급적 특성까지 겹쳐 현물보다 움직임 느릴 수도. 때문에 지수 상승하면 괴리차 하락해 매수 차익잔고 청산. 레버리지 ETF도 지수가 하락하면 저가 매수 늘고 반등하면 이익 실현 늘어 반대 움직임. 때문에 증권 수급은 대체로 지수와 반대

국가/지자체: 현물 컨버전 여력 2,500억원. 합성선물 Basis +0.1p 이상에서 진입 후 전량 종가 청산

- 이번 만기에도 종가 지수 하락 압력은 국가/지자체가 담당. 현물 컨버전을 포함한 K200선물 매수 차익잔고는 143억원에 불과하며 주식선물 매수 차익잔고도 414억원이므로 만기일 장 중에만 최대 2,500억원의 현물 컨버전 진입 가능. 물론, 이는 종가에 전량 역 회전될 것

- 11/5일, 국가/지자체의 K200선물 매수 차익잔고(ETF+ 차익 PR+ 저점 보정)는 143억원에 불과. 10/24일, 최대 1,677억원까지 늘었다가 꾸준히 감소. 잔고 줄어든 만큼 신규 진입 여력도 확보. 과거 잔고 최대치+ 장 중 회전 규모 감안하면 가용 자금은 대략 3~4천억원**[그림 9]**

- 지난 10월에는 만기 나흘 전부터 현물 컨버전 누적되었으나 이번에는 아직 잠잠한 편. 확인된 것은 11/2일, 합성선물 100계약(금액 기준 68억원) 매도에 불과. 물론, 과거 경험상 현물 컨버전의 대부분은 만기 당일에 집중되므로 여전히 가능성 배제할 수 없어

- 다만, 만일 지수 상승 이어진다면 합성선물이 크게 고 평가될 가능성도 낮아지므로 만기일 국가/지자체의 현물 컨버전은 10월 대비 감소할 것. 합성선물 베이시스는 10/17일, 최고 +0.65p였으나 이후부터 하락. 10/30일부터 지수가 반등하자 저 평가 반전. 10/31일에는 최저 -0.39p

- 10월 만기일, 현물 컨버전에 진입한 합성선물 베이시스는 순 매수 가중 평균 +0.095p. 조기 청산한 베이시스는 -0.0219p. 따라서, 진입-청산의 진폭(수익)은 0.117p. 이번에도 합성선물 베이시스가 +0.10p를 상회하면 장 중 차익 PR 순 매수가 누적되었다가 종가에 대량 청산될 것

- 한편, 주식선물 매수 차익잔고 역시 10/25일 최대 1,380억원까지 누적되었으나 이후부터 내내 줄어든 탓에 11/5일에는 414억원에 불과. 만기 전에 추가로 청산된다면 만기일 종가에 개별 종목 순 매도는 크지 않을 듯**[그림 10]**

현물 외인: 11/31일부터 인덱스 펀드 저가 매수 유입. 만기일 종가에 비차익 PR 순 매수 가능성 높아져

- 이번 만기에도 종가에 외인 비차익 PR 순 매수 가능성 높을 듯. 외인 비차익 PR은 이미 10/31일부터 순 매수 반전. 11/6일까지 5일간 +1조 496억원. 물론, 개별 종목은 여전히 순 매도 우위였지만 같은 기간 -2,488억원으로 규모는 현저히 감소**[그림 11, 12]**

그림 7. 증권 현물 수급은 지수와 역(逆) 사이클 빈번

주: 일별 순 매수 단순 누적. ETF에는 K200 관련 ETF를 모두 합산한 것
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 지수 반등하자 괴리차는 반락 → PR 순 매도로 연결

주: 선물 괴리차는 장 중 1분 데이터 평균
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터