

# Derivatives Dynamics

## 3-6 SP(3): 외인 SP 순 매수 지속, 시장가 추가 상승

- 3-6 SP 시장가 추가 상승. 롤-오버 집중돼 6월물과 3월물 미결제 역전
- SP 이론가 0.542p. +0.224p 고 평가 불구, ETF 매수 차익 진입에는 다소 미진
- 외인 매도 포지션 결제 → SP 순 매수 증가 → SP 추가 상승 → 증가에 증권 내부 총돌
- 외인 SP 순 매수 추정치 +20,302계약으로 상향 조정. 투신은 최대 -16,249계약
- 증권의 미스터리. 대량 순 매수한 KODEX 200 ETF는 어디로 갔을까?
- 투신, 추정 SP 순 매도는 최대 -16,249계약. 전일까지 최소 61% 롤-오버 완료

### 3-6 SP 시장가 추가 상승. 롤-오버 집중돼 6월물과 3월물 미결제 역전

- 전일 3-6 SP 시장가는 증가 기준 0.75p(+0.05), 거래량 기준 평균 기준 0.766p(+0.123). SP 거래량은 61,964계약으로 전일 대비 +48% 증가

- 3월물 미결제는 83,068계약(-33,555)으로 감소한 반면, 6월물 미결제는 89,050계약(+38,603 계약)으로 증가해 처음으로 3월물과 역전. 협의 대량 매매는 3월물이 18,780계약, 6월물은 16,930 계약으로 동반 급증. 3월물 협의 대량 매매는 지난 해 9월 7일, 19,025계약 이후 최대, 사상 2번째

- SP 누적 거래량은 122,360계약으로 12월 동기 대비 -7.1%. 최근월물 미결제는 -8.2%, 차근월 물 미결제는 +13.7%. 즉, 전일 대량 롤-오버에 따라 진행률은 12월 동기를 상회. SP 거래 역시 12월에 근접. 6월물 미결제 증가의 44%는 협의 대량 매매, 나머지는 SP 매매를 통해 롤-오버

### SP 이론가 0.542p. +0.224p 고 평가 불구, ETF 매수 차익 진입에는 다소 미진

- 전일 3-6 SP 이론가는 콜 금리 기준 0.808p, 분기 배당 감안할 경우 0.542p. 때문에 장 중 평균 기준으로 괴리차는 +0.224p 고 평가 상태. 아직까지는 ETF 매수 차익 진입에 미진. SP 시장가가 대략 +0.95p 상회해야만 진입 활발할 것

### 외인 매도 포지션 결제 → SP 순 매수 증가 → SP 추가 상승 → 증가 증권 내부 총돌

- 본격 롤-오버 직전에 3월물 미결제는 135,796계약. 따라서, 만기 결제 없다면 6월물 미결제 증가 여력은 최대 +46,746계약. 단, 중기 세력(B)의 스퀘어링(squaring) 포지션 하체 뚜렷. 때문에 12월과 반대로 이번에는 매도 포지션이 만기 결제될 수 있어 미결제 증가 여력은 줄어들 것

- 미니 선물 3월물 미결제는 3월 2일, 27,349계약을 저점으로 오히려 증가했으며 전일은 31,344 계약(+3,995계약). 반면, 동 기간에 4월물 미결제는 6,373계약에서 6,670계약으로 +297계약 증가에 그쳐. 이는 외인 미니 선물 매수 포지션의 롤-오버 포기를 암시

- 이에 따라 K200 선물에 걸려있는 외인의 매도 포지션 역시 만기 결제 유력. 이것의 의미는 ① 외인 SP 순 매수의 증가 및 SP 시장가 추가 상승 → 증권 매수 차익거래 진입, ② 미니 선물에서 증권 LP가 보유하고 있는 헤지용 현물 매수 포지션의 전량 청산 → 증권 내부에서 양자가 충돌할 것

### 외인 SP 순 매수 추정치 +20,302계약으로 상향 조정. 투신은 최대 -16,249계약

- 외인은 전일 하루에만 +11,495계약 SP 순 매수. 때문에 누적 순 매수는 +13,790계약. 과거 61개 월물에 대해서 산출한 선물 순 매수-SP 순 매수 증감의 선형 관계에 따르면, 외인의 추정 순 매수 규모는 +20,302±8,474계약(+11,828~+28,776). 따라서, 순 매수 여력은 +6,512~+14,986계약

- 외인과 반대로 증권은 -4,011계약(누적 -5,201), 투신은 -6,168계약(-10,779계약)을 순 매도 증권의 SP 순 매도는 예상되었으나 여전히 예상보다 낮은 편. 때문에 SP 시장가 추가 상승에 빌미 제공. 투신은 최대 -16,249계약을 순 매도해야 하므로 2일간 -5,470계약을 추가로 순 매도할 듯

### 증권의 미스터리. 대량 순 매수한 KODEX 200 ETF는 어디로 갔을까?

- 증권은 12월 만기 직후부터 3월 3일까지 +1조 5,211억원의 K200 ETF를 순 매수.<sup>1</sup> 대부분은 만기 직후부터 1월 만기일 사이에 집중되었으며, 2월 들어서는 감소하기 시작. 같은 기간에 PR 순 매도는 -5,101억원. 설정 잔고는 -2,603억원 감소. 따라서, 보유 물량의 일부는 환매를 통해 청산된 듯. 따라서, 남은 보유 규모는 최소 +1조 110억원

- 미스터리(?)는 이에 대한 '헤지 수단'이 보이지 않는다는 점. K200 ETF 재고를 헤지(hedge)하려면 K200 선물 혹은 미니 선물을 순 매도하거나, 인버스 혹은 인버스 2X ETF를 순 매수해야 함. 그러나, 기중에 K200 선물은 +4,468억원, 미니 선물은 +1,895억원 순 매수 우위, 인버스 ETF는 -2,721억원, 인버스 2X는 -4,115억원의 순 매도

- 물론, 1월 만기일이나 2월 만기일까지는 합성선물 순 매도를 이용할 수도 있지만, 3월에는 만기가 겹치기 때문에 미니 선물 LP가 아닌 이상, 가장 유동성이 풍부한 K200 선물이 효율적. 때문에 이전에 누적된 합성선물 순 매도 역시 2월 만기일 이후에는 K200 선물 순 매도로 교체되어야 정상. 그러나, 이러한 움직임의 흔적도 전혀 없어

- 때문에 제기될 수 있는 가설은 2가지. 첫째는 우리가 모르는 방법(?)으로 이미 청산된 탓에 선물 순 매도 역시 소멸 → 어떤 방법으로? 둘째는 K200 ETF 순 매수가 별다른 헤지 없이 그대로 개방(naked)된 상태 → 증권 위험 투자 시대의 서막? 어느 쪽이든, 선물 순 매도는 없기 때문에 SP 순 매도 역시 늘지 않을 것. 그렇다면 SP 시장가에 대한 하락 압력도 낮아질 수 밖에

표 1. 증권의 수급 대차대조표(3월 3일 기준) (단위: 억원)

구분	순 매수	순 매도	합계
차익		-547	
비차익		-4,554	
개별 종목		-3,129	
<b>현물 합계</b>		<b>-8,231</b>	<b>-8,231</b>
K200	15,211		
레버	4,050		
인버		-2,721	
인버 2X		-4,115	
레버 잔고	-7,546		
인버 잔고		2,856	
인버 2X 잔고		3,987	
<b>ETF 합계</b>	<b>11,715</b>	<b>7</b>	<b>11,722</b>
K200 선물	4,468		
미니 선물	1,895		
주식 선물		-695	
<b>선물 합계</b>	<b>6,363</b>	<b>-695</b>	<b>5,668</b>
<b>전체</b>	<b>18,078</b>	<b>-8,919</b>	<b>9,159</b>

주: 1) 12월 만기 직후부터 3월 3일까지 누적

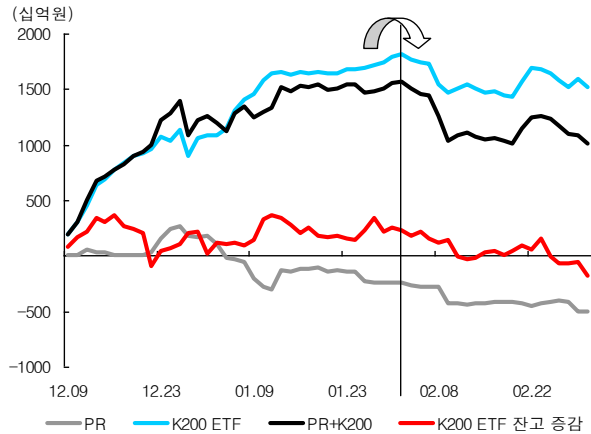
2) 레버리지 ETF를 순 매수했으나 그보다 더 크게 잔고가 줄었기 때문에 헤지 수요는 오히려 감소

3) 인버스 ETF를 순 매도했으나 잔고 증가를 감안하면 설정 후 매도였기 때문에 헤지 수요 없음

자료: KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

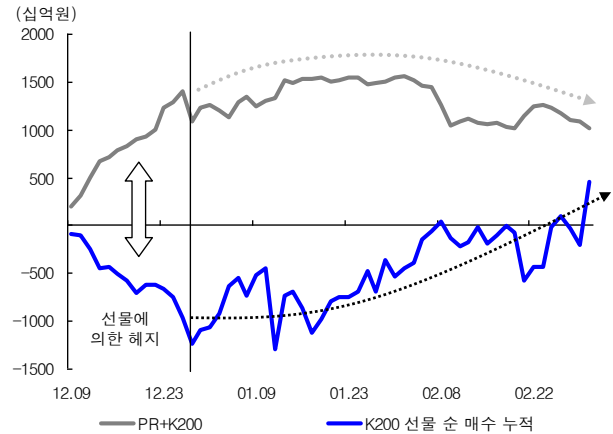
<sup>1</sup> K200 ETF 순 매수의 84%는 'KODEX 200'. 매매 상대방은 투신으로 -1조 785억원 순 매도. 지수 상승 과정에서 레버리지 ETF가 환매되면서 부속품이었던 K200 ETF가 투신(매도)에서 증권 LP(매수) 쪽으로 이동한 듯. 그러나, 이후부터는 종적(蹤迹)이 없어

그림 1. 증권 순 매수한 K200 ETF의 상당 부분을 아직까지 보유 중



주: 12월 만기 이후 일별 순 매수/잔고 증감의 단순 누적  
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 증권, K200 선물로는 PR+K200 ETF 순 매수 누적 설명할 수 없어



주: 12월 만기 이후 일별 순 매수 단순 누적  
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

**투신, 추정 SP 순 매도는 최대 -16,249계약. 전일까지 최소 66% 롤-오버 완료**

- 투신은 착실하게 SP 순 매도 누적 중. 용도는 파생 ETF에 포함된 선물의 롤-오버. 규정상 만기 4 일 전부터 등속으로 이전하게 되어있기 때문. 3월 6일 기준으로 매수 포지션은 6,648계약, 매도 포지션은 22,897계약. 이를 전량 롤-오버하기 위해서는 -16,249계약의 SP 순 매도 필요. 다만, 여기에 레버리지 펀드까지 포함하면 실제 SP 순 매도 규모는 다소간 줄어들 것

표 2. ETF 내부의 선물 포지션 현황(3월 6일자)

(단위: 개, %, 계약수)

구분	CU	증권수			잔고
		3월물	6월물	롤-오버 비중	
KODEX 레버리지	315	14.34	3.18	18.2%	5,519
TIGER 레버리지	64	5.59	1.84	24.8%	476
KBSTAR 200선물레버리지	13	10.69	3.54	24.9%	185
KOSEF 200선물레버리지	158	1.14	0.37	24.5%	239
ARIRANG 200선물레버리지	8	11.45	4	25.9%	124
KINDEX 레버리지	17	2.29	0.82	26.4%	53
KOSEF 200 선물	73	0.55	0.18	24.7%	53
<b>매수 포지션 합계</b>					<b>6,648</b>
KINDEX 인버스	11	-4.18	-1.36	24.5%	-61
KOSEF 200선물인버스	97	-0.52	-0.16	23.5%	-66
KBSTAR 200선물인버스	23	-5.17	-1.7	24.7%	-158
ARIRANG 200선물인버스2X	6	-9.5	-3	24.0%	-75
KOSEF 200선물인버스2X	181	-0.89	-0.29	24.6%	-214
TIGER 인버스	107	-4.05	-1.38	25.4%	-581
KBSTAR 200선물인버스2X	181	-9.1	-3.02	24.9%	-2,194
TIGER 200선물인버스2X	254	-9.08	-2.88	24.1%	-3,038
KODEX 200선물인버스2X	579	-9.2	-3.05	24.9%	-7,093
KODEX 인버스	1,865	-3.77	-1.28	25.3%	-9,418
<b>매도 포지션 합계</b>					<b>-22,897</b>
<b>전체</b>					<b>-16,249</b>

주: 1) CU는 ETF의 최소 설정 단위, 증권 수는 1CU당 선물의 계약수, 잔고는 CU X 증권 수

2) 증권 수에서 '-'는 매도 포지션을 의미. 신규 상장은 선물 레버리지, 선물 인버스2X 잔고의 합계

자료: KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

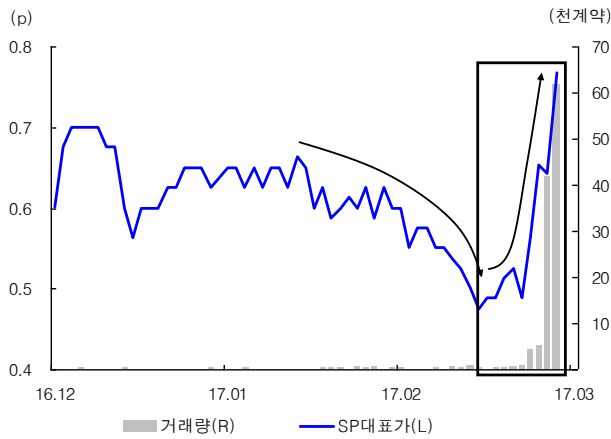
표 3. 주체 별 SP 매매 동향(3월 7일 기준)

(단위: 계약 수, %)

구분		외인	투신	보험	국가	증권	은행	개인	전체 합
12월	매수	142,575	23,546	2,497	3,036	69,205	187	6,144	247,364
	매도	132,676	26,982	4,679	29	76,669	208	5,784	247,355
	순매수(A)	9,899	-3,436	-2,182	3,007	-7,464	-21	360	9
전일	매수	45,960	2,910	243	189	13,044	184	261	62,794
	매도	34,465	9,078	1,501	0	17,055	27	660	62,806
	순매수	11,495	-6,168	-1,258	189	-4,011	157	-399	-12
3월	매수	92,723	5,381	809	1,283	22,387	1,822	2,893	127,414
	매도	78,933	16,160	1,581	-1	27,588	422	2,749	127,441
	순매수(B)	13,790	-10,779	-772	1,283	-5,201	1,400	144	-27

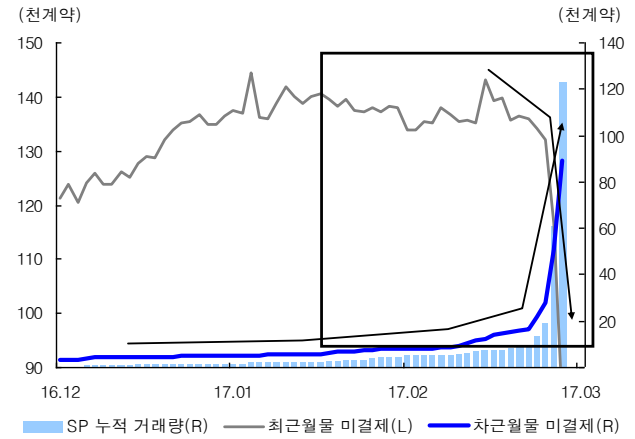
자료: 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 전일 SP 시장가는 상승 재개해 장 중 0.8p 노크



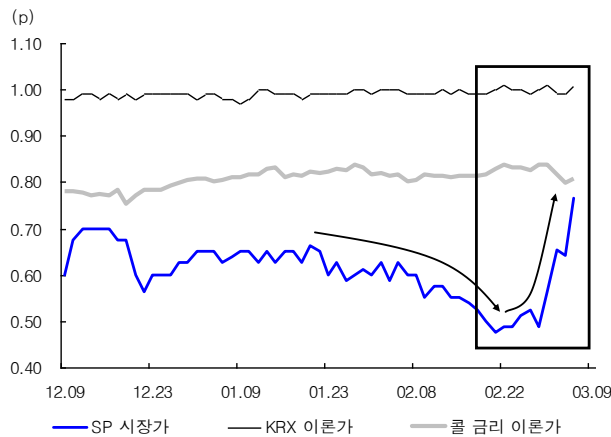
주: 대표가는 시고저종가 단순 평균. 만기일 부근은 1분 데이터 거래량 가중 평균  
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 3월물과 6월물의 미결제 역전 6월물 증가 여력은 최대 +4만 계약



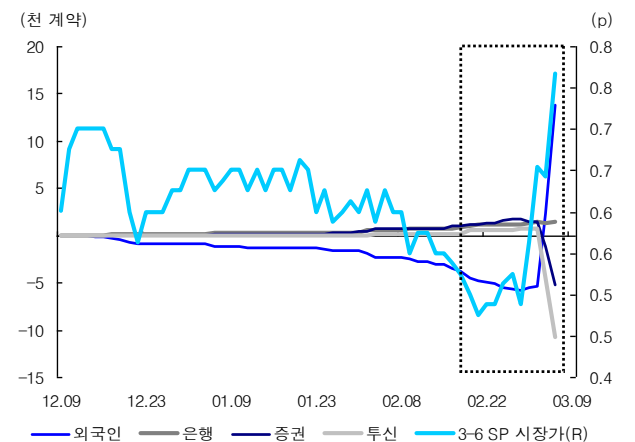
주: 누적 거래량은 12월 만기일 직후부터 일별 거래량 단순 누적  
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 분기 배당 감안하면, SP 시장가는 사실상 +0.22p 고 평가상태



주: KRX 이윤가는 CD 91일을 금리. 삼성전자, POSCO 분기 배당 반영하지 않은 것  
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 외인 순 매수와 증권+투신 순 매도의 총돌. 상대적으로 외인이 강한 편



주: 일별 SP 순매수 단순 누적  
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 당시의 글로벌투자전략부가 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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.