

[파생상품]

심상범

02-3774-1876

[메일@miraes.com](mailto:meil@miraes.com)

Derivatives Dynamics

(5월 만기) 증권, 장 중 순 매수 감소, 증가 순 매도 여전

- 3가지 유의한 변화에 주목. 모두 만기일 증가에 지대한 영향을 미칠 수 있어
- 미니 선물 외인, 6월물 미결제 조기 누적. 이는 증권 LP 활동과 만기일에 영향 미칠 수도
- 증권, 미니 선물 LP 헤지에서 현물 바스켓 공매도보다 본 선물/합성선물 매도 비중 늘어
- 국가/지자체의 면세 매수 차익잔고는 1,354억원. 규모 작고 회전 빨라 만기 영향 낮을 듯

- 만일 2일간 별다른 변화가 없다면, 5월 만기일은 4월과 만기일과 비슷할 전망. 다만, 증권의 장 중 현물 바스켓 순 매수는 4월 대비 줄어들 것. 증가에는 4월처럼 다소간의 현물 바스켓 순 매도 예상되지만, 증권의 PR 순 매수 혹은 외인의 바스켓 순 매수에 의해 상쇄될 것이므로 지수 하락 압력은 크지 않을 듯. 근거는 다음 3가지

- 만기일 증권의 현물 바스켓 수급은 미니 선물 LP의 헤지용. 이는 외인의 미니 선물 매매 방향과 청산 여부가 좌우. 외인은 이미 3월 만기 직후부터 미니 선물 6월물 미결제를 꾸준히 누적. 이는 본 선물과 미니 선물이 연결되었다는 증거. 따라서, 5월물에서 6월물로 롤-오버되는 물량은 줄어들 수 도. 외인은 미니 선물 순 매도 우위. 때문에 증권 LP는 순 매수 우위

- 과거에 증권 LP는 미니 선물 순 매수를 헤지하기 위해 현물 바스켓 공 매도. 때문에 외인 미니 선물 순 매도가 청산되면 이는 증권의 현물 바스켓 순 매수로 연결(사례: 4월 만기 장 중). 그러나, 증권은 4월 만기 이후부터 미니 선물 순 매수 헤지에 현물 바스켓 공 매도 보다는 본 선물 혹은 합성 선물 순 매도 사용 비중 확대. 때문에 현물 바스켓 순 매수 여력은 그만큼 줄어

- 때문에 증권의 장 중 순 매수는 4월 만기일보다 줄어들 것. 오히려 외인 미니 선물 4월물 순 매도가 롤-오버되고 본 선물이 저 평가된다면 증권의 합성선물 순 매도가 증가에 현물 바스켓 순 매도로 연결될 수도. 다만, 증권이 현물 바스켓 공 매도를 사용하지 못한 이유가 계속된다면 불가피하게 본 선물 순 매도로 연결. 때문에 증가 현물 바스켓 순 매도가 크게 늘어날 가능성은 여전히 낮은 편

- 한편, 4월 28일부터 국가/지자체의 면세 차익거래 시작. ETF 매수로 진입했다가 이를 환매하고 차익 PR 순 매도로 청산하는 방식 관찰. 현재 잔고는 1,354억원으로 크지 않은 편이며 워낙 회전이 빠르기 때문에 만기일 영향 가능성은 낮은 편. 다만, 합성선물 상대적 고 평가된다면 컨버전을 시도 할 수도 있어 만기일 증가 직전까지 예의 주시해야 할 것

3가지 유의한 변화에 주목. 모두 만기일 증가에 지대한 영향을 미칠 수 있어

- 만기일 역학(力學) 관계(?)가 점차 복잡해지고 있음. 주목해야 할 변화는 다음 3가지. 이들은 모두 ‘모수’나 ‘상수’가 아니라 ‘변수’. 때문에 불확실성 증폭. 다만, 이들의 시나리오에 따라 만기일 증가의 수급 균형은 달라질 수 있기 때문에 계속 추이를 살펴봐야 함

첫째, 3월 만기 이후부터 미니 선물 외인이 조기에 6월물 미결제를 누적하기 시작한 점

둘째, 4월 만기 이후부터 증권 미니 선물 LP의 헤지용 현물 바스켓 사용량이 줄었다는 점

셋째, 4월 28일부터 국가/지자체(우본)의 면세(免稅) 차익거래가 시작되었다는 점

미니 선물 외인, 6월물 미결제 조기 누적. 이는 증권 LP 활동과 만기일에 영향 미칠 수도

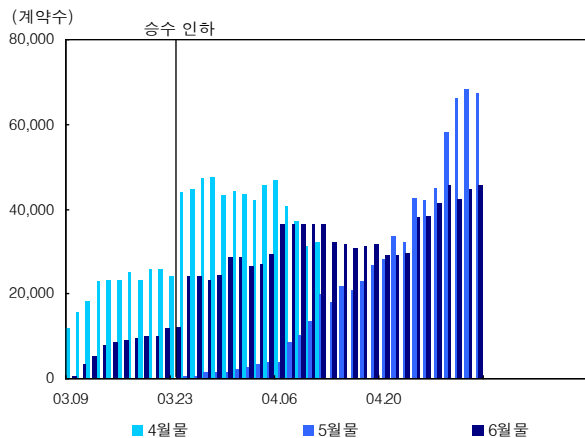
- 5월 8일, 미니 선물의 전체 미결제는 112,320계약. 여기서 5월물 미결제는 66,930계약, 6월물 미결제는 45,364계약. 즉, 6월물의 비중이 이미 40.4% 달해. 5월물 미결제가 줄지 않은 점, 6월물 미결제가 이미 3월 만기 이후부터 누적되기 시작된 점 등을 감안하면 이는 일반적인 롤-오버 현상이라고 볼 수 없어. 이러한 현상은 지난 해 9월 만기 이후부터 시작[그림 1]

- 게다가 직전 4월 만기 당일에 차근월물인 5월물 미결제는 17,833계약에 불과했으나 6월물 미결제는 이미 36,179계약에 육박. 따라서, 6월물 미결제가 일찍 늘어난 원인은 차근월이었기 때문이 아니라 본 선물과 만기가 일치했기 때문. 기중 외인의 매매 비중은 일 평균 63.8%. 결국, 이는 외인 미니 선물 포지션의 상당 부분이 어떤 식으로든, 본 선물과 연결되었다는 증거[그림 2]

- 잔뜩 누적된 6월물 미결제는 당연히 이번 만기일에 전량 유지. 반면, 6월 만기일에는 과거 경험상 대부분 청산될 듯. 여기서 중요한 것은 2가지. ① 만기 도래하는 5월물 미결제 중에서 롤-오버되지 않고 결제 청산되는 물량. ② 이 중에서 증권 LP가 보유한 물량. 이것이 만기일 증가에 증권의 현물 바스켓 수급과 직결되기 때문

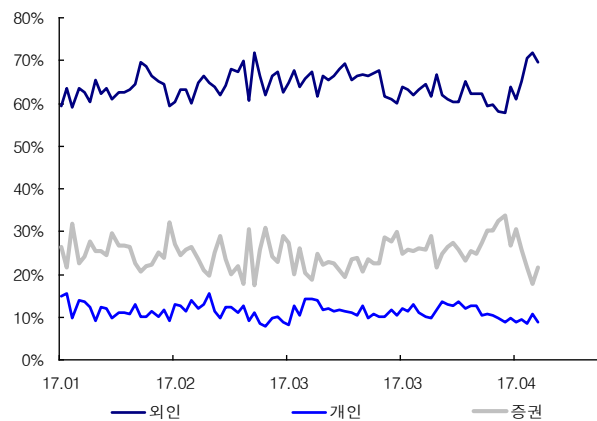
- 극단적인 시나리오는 5월물 미결제가 전량 ‘회전성 투기’인 경우. 대부분 롤-오버되지 않고 청산될 것. 근거는 만기 근접에도 불구하고 아직까지 5월물 미결제 감소나 6월물 미결제 증가 가속 등이 관찰되지 않고 있다는 점. 다만, 4월 만기 전날, 5월물 미결제는 19,634계약으로 4월물 미결제의 61%. 때문에 6.7만 계약이 전량 청산될 가능성은 낮을 듯

그림 1. 미니 선물의 6월물 미결제는 3월 만기 이후부터 꾸준히 누적



주: 일별 미결제약정
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 미니 선물 외인 비중 70% 육박. 미결제 상당 부분은 외인의 것



주: 매매 비중 = (매수+매도)/(총 거래량X2)X100(%)
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

- 만일 4월과 같은 비중으로 툴-오버가 진행된다면 만기 청산 물량은 26,103계약. 금액으로는 3,914억원. 4월 만기 이후 증권은 미니 선물 +3,626억원 순 매수. 미결제 +62,537계약 늘어 내부적으로 '신규매수>신규매도' 유력[그림 3]. 만일 증권 신규매수가 대부분 5월물이고 현물 바스켓 공매도로 헤지되었다면, 만기일 장 중 혹은 증가에는 미니 선물 순 매수에 상당하는 현물 바스켓 순 매수 가능

- 그러나, 증권의 신규매수가 모두 5월물이라는 보장은 없음. 기술적으로 증권의 순 매수를 5월물과 6월물로 구분하는 방법은 존재하지 않아. 게다가 내부적으로 신규매도 역시 보유하고 있으며 이는 현물 바스켓 매수로 헤지되었을 수도. 그렇다면 증권의 현물 바스켓은 4월 만기일처럼 장 중에는 순 매수 우위(+2,064억원), 증가에는 순 매도 우위(-297억원)가 될 수도[그림 4]

증권, 미니 선물 LP 헤지에서 현물 바스켓 공매도 보다는 본 선물/합성선물 매도 비중 늘어

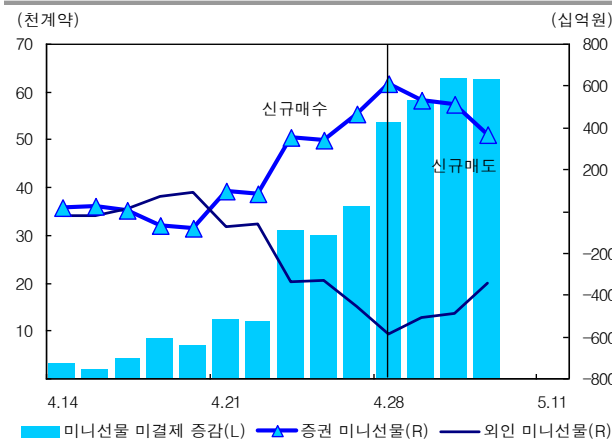
- 증권은 4월 만기 이후 미니 선물 +3,626억원 순 매수 반면, 주식 선물 -2,135억원 순 매도. 합계는 +1,491억원. 미니 선물 순 매수 헤지하려면 현물 바스켓 공매도, 주식 선물 순 매도 헤지하려면 현물 종목 매수 필요. 따라서, 현물 (바스켓) 순 매도 -1,491억원이 정상(?). 그러나, 실제로는 현물 (바스켓) +3,192억원, 차익 PR -14억원, 비차익 PR +473억원을 순 매수[그림 5]

- 즉, 현물 쪽에서는 미니 선물+주식 선물 순 매수에 대한 카운터 순 매도 흔적 찾을 수 없어. 4월 만기 이전까지 미니 선물+주식 선물 순 매수 사이클은 현물 (바스켓) 순 매도 사이클과 거의 대칭 패턴이었으나, 이후부터는 대칭 패턴 희미해져. 이는 현물 (바스켓)에 내부에 투기성 순 매수가 다량 섞이기 시작했거나, 더 이상 현물 (바스켓)을 헤지에 이용하지 않고 있다는 뜻

- 그렇다면 증권의 미니 선물 순 매수는 무엇으로 헤지되었을까? 가장 유력한 것은 '본 선물' 또는 '합성선물'. 증권은 4월 만기 이후에 -1,899억원의 선물을 순 매도. 합성선물은 'Q way기준'으로 -6,753억원, 체크 단말기 기준으로는 -3,650억원을 순 매도. 물론, 국지적으로는 미니 선물 +주식 선물 순 매수와 맞지 않는 부분도 있지만 흐름은 거의 일치하는 듯[그림 6]

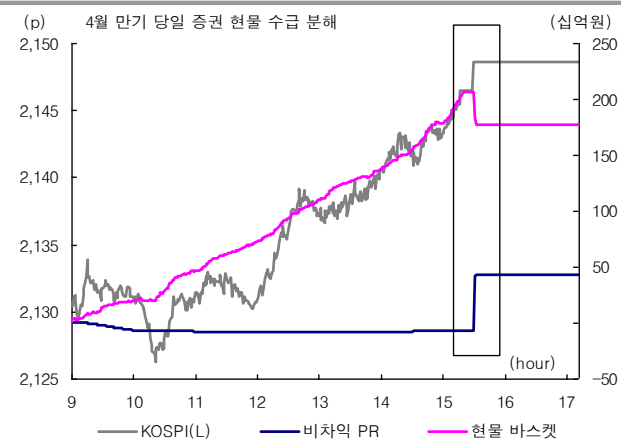
- 만일 예전처럼 '미니 선물 순 매수 누적+현물 바스켓 공매도 누적' 상태에서 만기일 증가에 미니 선물 순 매수가 일부나마 결제 청산된다면 현물 바스켓 순 매수 우위 가능. 그러나, 이번 만기에는 현물 바스켓 보다는 본 선물 또는 합성선물 순 매도로 헤지된 상태이므로 설명 미니 선물 순 매수 중 일부가 청산되더라도 현물 바스켓 순 매수로 연결될 수 없어

그림 3. 증권의 미니 선물 순 매수는 내부적으로 '신규매수>신규매도'로 구성



주: 일별 미니 선물 순 매수 누적과 미결제 증감 누적
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 4월 만기일, 증권의 현물 바스켓은 장 중 순 매수, 증가순 매도



주: 장 중 1분 데이터. 현물 바스켓 = 전체 순 매수 - 차익 PR - 비차익 PR
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

- 오히려, 합성선물 순 매도로 헤지된 미니 선물 순 매수의 일부가 6월물로 롤-오버된다면, 그리고 상대적으로 만기일에 본 선물이 저 평가된다면, 만기가 도래한 합성선물 순 매도가 장 중 혹은 증가에 현물 바스켓 순 매도로 연결될 수도. 다만, 현물 바스켓 공 매도를 사용하지 않은(못한) 이유가 여전하다면, 불가피하게 본 선물 순 매도로 연결될 것이므로 현물 하락 충격은 불발

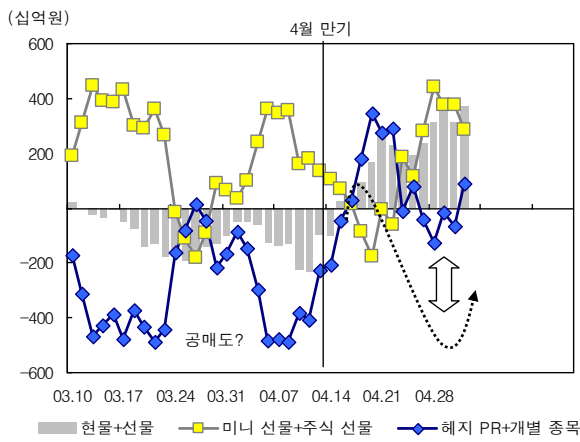
국가/지자체의 면세 매수 차익잔고는 1,354억원 규모 작고 회전 빨라 만기 영향 낮을 듯

- 국가/지자체(우정사업본부)는 4월 28일부터 면세(免稅) 차익거래 재개. 알려진 바, 초기에는 현금 5천억원 전후의 자금 투입된 듯. 따라서, 1차 타깃은 매수 차익거래. 보유 중인 인덱스 펀드가 투입되지 않았기 때문에 당장 스위칭 매도는 어려울 듯. 바스켓을 차입할 수 있다면 교과서적인 공 매도 차익거래도 가능하지만 규모는 제한적일 듯

- 4월 28일부터 5월 8일까지 4일간, 차익 PR 순 매도 -3,174억원. 단, 이 물량은 공 매도 차익거래의 진입 보다는 매수 차익거래의 청산 유력. 매수 차익거래의 진입은 K200 ETF 순 매수 + 4,528억원. 즉, K200 ETF 매수로 진입한 다음, ETF를 환매하여 차익 PR 매도로 청산한 셈. 다소 논란의 여지가 있는 방법이지만 일단 과감하게 출발한 듯¹

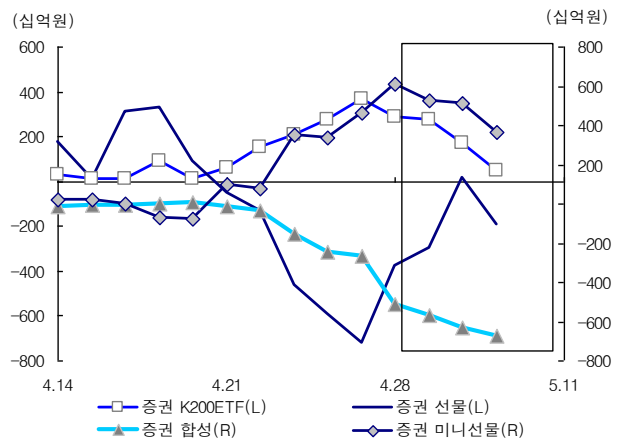
- 따라서, 현재 매수 차익잔고는 1,354억원 가량. 미니 선물의 거래가 전혀 없는 점, 합성선물에서 다소간 순 매수가 누적된 점을 감안하면 대부분 본 선물 순 매도와 연결. 같은 기간 국가/지자체는 -1,682억원 순 매도. 일단 규모가 작은 데다, 본 선물은 만기가 아니므로 만기일 증가 청산 가능성은 낮은 편. 그러나, 워낙 회전이 빠른 편이므로 가능성을 완전히 배제할 수는 없어

그림 5. 4월 만기 이후, 증권, 미니 선물과 현물 바스켓의 대칭 패턴 약화



주: 일별 순 매수 단순 누적. 헤지 PR = 전체 순 매수 - 차익 PR - 비차익 PR
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 증권, 미니 선물 순 매수의 일부는 합성선물 순 매도로 헤지



주: 증권 합성은 Q way 기준
 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.

¹ K200 ETF 매수를 통해 매수 차익거래에 진입하는 방법은 진입 시점에서 바스켓의 구성이나 체계를 회피할 수 있는 장점이 있음. 다만, ① 바스켓에 비해 대량 매매를 체결시키기 어려우며, ② 진입과 청산 방법이 틀려 잔고 집계가 어렵고, ③ 바스켓 매수가 생략되면서 정부(기재부)가 기대했던 세수 증가 효과가 약화되며, ④ 지수에 대해 상대적으로 상승 충격 보다는 하락 충격이 가해지는 단점이 있음.