글로벌 투자 파트너 –
MIRAE ASSET
미래에셋대우

Derivatives Dynamics

Spot Comment
2017.11.2

[ETF/AI/파생]

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

(시황/이슈) 증권 현물 순 매도 여력과 삼성전자 자사주 매입

- (시황) 선물 외인, 장기 투기 세력은 여전히 매수 풀 베팅. 최근 신규매도는 단기 투기 세력
- (이슈 1) 지수 상승할수록 괴리차 하락해 증권과 국가/지자체 매물 압력 증가할 것
- (이슈 2) 삼전, 4차 자사주 매입. 액티브 펀드 매물 줄어 주가 상승 → 지수 상승할 듯

선물 외인, 장기 투기 세력은 여전히 매수 풀 베팅. 최근 신규매도는 단기 투기 세력

- 선물 외인은 10/18~10/31일까지 10일간, K200 선물 -1조 5,250억원(-18,455계약), 미니 선물 -3,194억원(-19,197계약) 동반 순 매도. 기중에 미결제는 각각 +32,610계약, +11,267계약 증가. K200 선물의 경우, 미결제 증가는 순 매도가 신규매도였다는 뜻. 단, 미결제 증가에 비해 순 매도 규모가 적었기 때문에 내부에 적잖은 신규매수가 섞였을 것**[그림 1]**

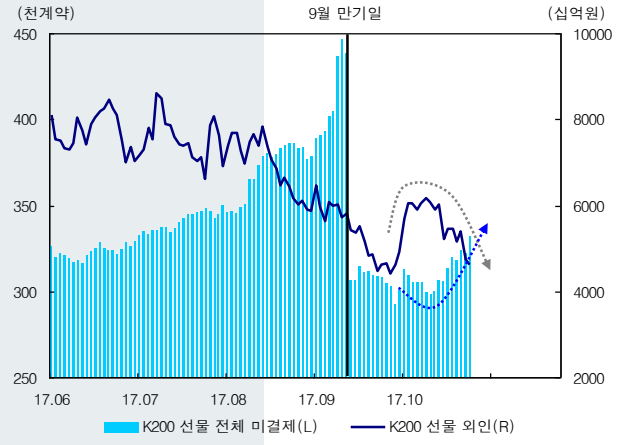
- 미니 선물의 경우에도 직관적으로는 신규매도. 그러나, 기중 일별 순 매수와 순 매도를 별도로 합산하면 각각 +15,536계약, -34,733계약, 미결제는 각각 +13,158계약, -1,891계약. 즉, 미결제는 대부분 순 매수 쪽에서 증가. 따라서, 순 매수는 대부분 신규매수. 순 매도는 '전매>신규매도'였던 셈. 신규매수로 진입했다가 상당 부분 청산하고 신규매도로 재 진입했을 가능성 높아

- 지난 9월 만기일 외인은 +24,573계약의 SP 순 매수 누적. 만기 당일의 차근월물(12월물) 미결제는 263,351계약. 지난 해 12월에는 SP 수급 +19,798계약, 미결제 238,188계약으로 다소 줄었으나 3월은 각각 +34,266계약, 263,634계약으로 증가(이상 승수 조정), 6월은 +23,838계약, 260,631계약. 요컨대 올 들어 최소한 +23,000계약 이상의 '매수 롤-오버'가 연속된 셈

- 지난 해 12월에 SP 순 매수와 미결제가 잠시 줄었던 것은 일부 투기 세력이 연말을 맞아 매수 포지션을 청산하고 잠시 출국했던 것, 3월에 일시적으로 늘었던 것은 이탈한 세력의 입국(?)을 의미. 이것은 우리가 계속 주장한 외인 장기(長期) 투기 세력 매수 풀 베팅 가설의 증거. 이들은 여전히 뚜렷한 전매 흔적 없어 대량 매수 포지션 유지. 이것은 강력한 지수 상승 신호**[그림 2]**

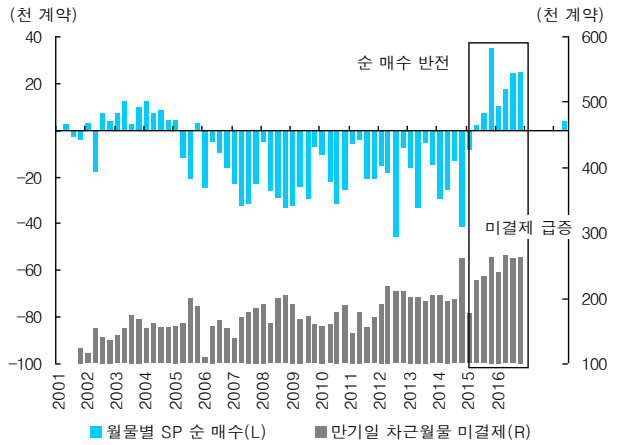
- 때문에 최근 10일간 관측된 신규매도는 당연히 매도를 반복하고 있는 단기(短期) 투기 세력 유력. 그리고 내부적으로 이와 충돌한 신규매수는 장기 매수 세력의 추가 진입 혹은 스프레드 세력의 진입. 장기 매수 세력이 실제로 풀 베팅 상태여서 증거금 여력이 없다면 후자일 가능성 높아. 미니 선물에서 뒤늦게 누적된 신규매도가 이들과 연결되었을 가능성도 있어

그림 1. 10/18 이후 선물 외인 순 매도는 단기 투기성 신규매도



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

그림 2. 2016년 3월부터 매수 포지션 꾸준히 롤-오버



주: 월물별 외인 SP 순 매수 누적. 만기 당일 차근월물 미결제(종가 기준)
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

(이슈 1) 지수 상승할수록 괴리차 하락해 증권과 국가/지자체 매물 압력 증가할 것

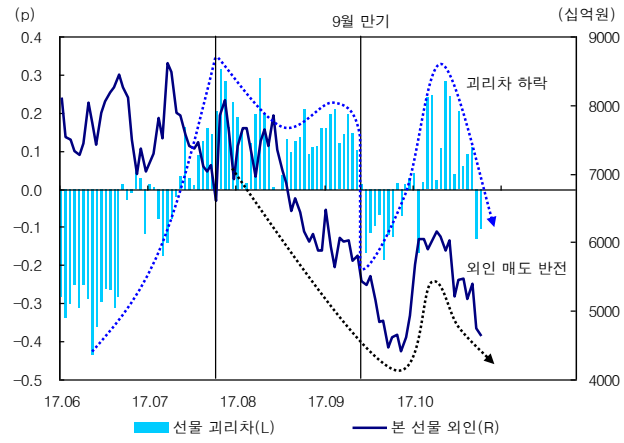
- 선물 외인 단기 투기 세력의 신규매도에 따라 괴리차는 하락 반전**[그림 3]**. 10/19일, 선물 괴리차는 +0.283p였으나 이후부터 급락해 10/30일에는 최저 -0.131p 저 평가 반전. 물론, 기중에 현물 지수가 +10.9%나 급등하자 선물이 이를 따르지 못한 탓도 있어**[그림 4]**. 기중 괴리차 낙폭이 -0.388p였기 때문에 면세(免稅) 매수 차익거래는 평균적으로 조기 청산 가능

- 괴리차 하락하자 10/18~10/31일, 국가/지자체는 차익 PR -1조 7,990억원 순 매도, 증권은 미니 선물/주식 선물 헤지용 바스켓 -1,486억원 순 매도(10/30, 10/31일은 -3,060억원 집중). 증권은 동 기간에 PR +947억원 순 매수했지만 이는 ETF 생산용. 기중 증권 ETF 순 매도는 -1조 5,503억원이었으며 대부분은 국가/지자체가 차익거래 용도로 순 매수(+1조 7,593억원)[1]

- 국가/지자체의 매수 차익거래는 워낙 회전이 빨라 거의 잔고로 누적되지 않는 편. 때문에 잔고 누적에 따른 진입 여력 감소는 기대 불가. 유일한 한계는 차익거래를 위해 준비한 '자금 규모'. 6천억원 이하로 알려져 있으며, 실제로 4/28일 이후 최대 차익 PR 순 매도는 10/23일의 -5,820억원으로 일치. 괴리차 저 평가 상태 이어진다면 이들의 차익 순 매도 역시 지속 불가피**[그림 5]**

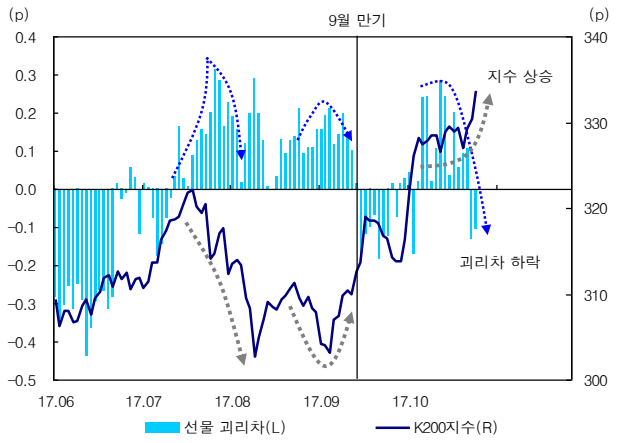
- 한편, 증권이 국가/지자체에게 ETF를 공급하려면 ① 미리 재고를 보유하고 있거나 ② 없다면 신규로 생산해야 함. 후자의 경우에는 PR 순 매수로 연결. 때문에 이것이 시차(+/-)를 두고 유입된다면 국가/지자체의 차익 PR 순 매도에 의한 지수 하락 압력을 상쇄할 수도. 그러나, 앞서 언급했듯이 증권은 동 기간에 ETF 순 매도 -1.55조원에 비해 PR 순 매수는 +947억원에 불과

그림 3. 선물 외인 순 매도 반전에 따라 괴리차 역시 하락 반전



주: 선물 괴리차는 장 중 1분 산술 평균(종가 제외)
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 현물의 상대적 상승 가속 역시 괴리차에 하락 압력 가해



자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

- 따라서, 이는 증권의 ETF 재고가 많았다는 뜻. 증권의 ETF+PR 합산 순 매수(가상 ETF 재고)는 '15년 9/7일 이후 +1.18조원 누적. 이것은 올해 2월초 최대 +5.04조원에 달했으나 이후부터 내내 감소한 결과. 아직도 재고가 있기에 'ETF 순 매도 > PR 순 매수'는 당분간 지속될 것이며, 증권 PR 순 매수가 국가/지자체 차익 PR 순 매도를 완전히 상쇄하지 못할 것**[그림 6]**[2]

[1] 증권 LP가 공급하는 K200 ETF의 수요처는 크게 2가지로 첫째는 본문에서 언급한 국가/지자체의 면세 매수 차익거래, 둘째는 레버리지 ETF를 생산하는 투신. 그러나, 지수가 장기적으로 상승하면서 레버리지 ETF 수요 급감. 때문에 투신은 10/18~10/31일 사이에 ETF -931억원 순 매도

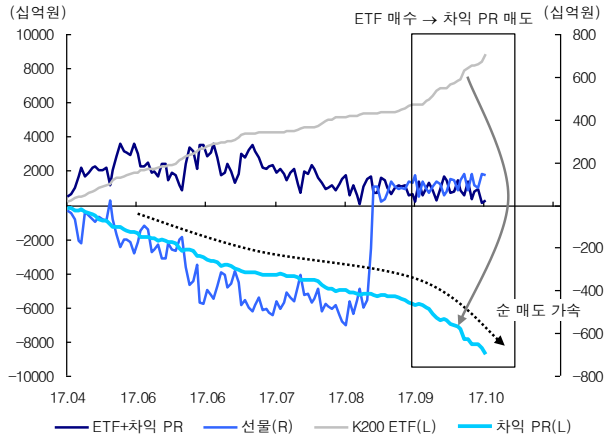
[2] 여기에 대해서는 2가지 다른 해석(가설)도 가능.

(가설 1) 'ETF 순 매도'에 비해 'PR 순 매수'가 적은 것은 재고 탓이 아니라 '헤지용 바스켓 순 매수'에 의해 생산되었기 때문. 헤지용 바스켓 순 매수는 전체 현물 순 매수에서 PR 순 매수(차익+비차익)를 차감한 부분으로, 내부에는 미니 선물 헤지용 바스켓 매매, 주식 선물 헤지용 개별 종목 매매 및 일반적인 개별 종목 매매 등으로 구성. 여기서 미니 선물 헤지용 바스켓 매매는 사실상 PR 매매. 미니 선물 LP는 헤지용 바스켓 매도 시 거래세 면세. 때문에 굳이 ETF를 경유하여 매도할 필요 없음. 다만, 헤지용 바스켓 순 매수가 과다하게 누적되었으며(4/11일 이후 +4.24조원) 별다른 청산이 없었다는 점을 감안하면 ETF로 생산된 후 청산되었을 가능성도 있음.

(가설 2) 미니 선물 LP가 현물 매수 시에는 '헤지용 바스켓'으로 신고했다가 매도 시에는 'PR'로 신고한 까닭에 PR 순 매수가 ETF 순

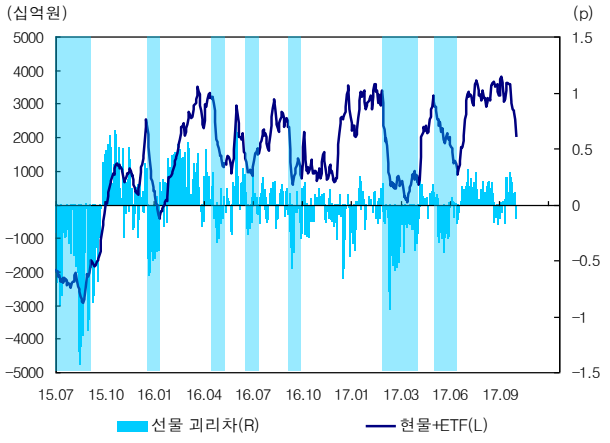
- 단순하게 증권의 현물+ETF 순 매수 누적을 기준으로 한다면 올해 4월 이후 +1조 9,242억원 잔여. 9/27일에 최대 +3조 7,269억원이었으나 이후부터 18일간 급격하게 감소한 것. 물론, 여기에는 순수 LP 물량도 포함되었기 때문에 미니 선물시장에서 외인이 순 매도를 집중하지 않는 이상 전량 청산은 불가능. 다만, 괴리차 저 평가 상태가 이어진다면 현물 순 매도 지속은 가능

그림 5. 국가/지자체의 ETF 매수 → 차익 PR 매도는 '무한 루프'



주: 일별 순 매수 누적. 선물에는 국가/지자체에다 연기금도 포함. 양자 분리 안 됨
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 괴리차 하락 시 증권의 순 매도 여력은 최소 -1.9조원



주: 증권의 일별 순 매수 단순 누적
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

매도에 비해 줄어든 것. 근거는 10/31일 기준으로 미니 선물의 총 미결제가 61,827계약, 시가 평가하면 1조 312억원에 불과하다는 점. 즉, 증권의 헤지용 바스켓 순 매수 누적은 미니 선물 미결제를 상회하는 셈. 이는 현실적으로 불가능. 따라서, 증권의 헤지용 바스켓 순 매수 누적은 '다른 방법'으로 이미 청산되었을 가능성 높아. 특히, 헤지용 바스켓 순 매수 누적은 올해 4월까지는 대략 0~+2조원 사이에서 증감을 반복했으나 이후부터는 꾸준히 누적돼 최대 +4조원을 상회. 따라서, 4월부터 다른 방법이 시작되었을 가능성 높아

이러한 가설들에 따르면 증권의 'ETF 재고'를 추정하는 것은 무의미. 증권의 현물 순 매도 여력은 오로지 현물 순 매수 누적+ETF 순 매수 누적일 뿐

(이슈 2) 삼성전자, 4차 자사주 매입 시작. 액티브 펀드 매물 줄어 주가 상승 → 지수 상승 가능성 높아

- 10/31일, 삼성전자는 11월 1일부터 3개월간 보통주 71.2만주(당일 주가 기준 1조 9,608억원), 우선주 17.8만주(3,987억원)를 매입하여 소각하기로 결의. 이는 올해 예정된 마지막(4차) 자사주 매입에 해당. 60일간 등속(等速) 매입한다면 각각 '11,870주/day, 2,970주/day'의 속도. 이는 직전 3개월간 일 평균 거래량의 5.2%, 8.63%에 해당. 그 밖에 주당 7천원의 3Q 분기 배당도 발표

- 주목할 점은 직전 1~3차와 달리 4차 자사주 매입의 경우, 시장에 매물이 부족할 가능성(?). 과거에 자사주 매입의 상당 부분은 외인의 이익 실현성 매물과 체결되었는데 직전 자료에서도 언급했듯이 꾸준한 청산으로 외인 액티브 펀드의 삼성전자 보유 비중이 상당 부분 줄었음. 또한, 외인 인덱스 펀드는 삼성전자만 별도로 청산할 수 없는 데다 최근 들어 순 매수가 이어지고 있기 때문

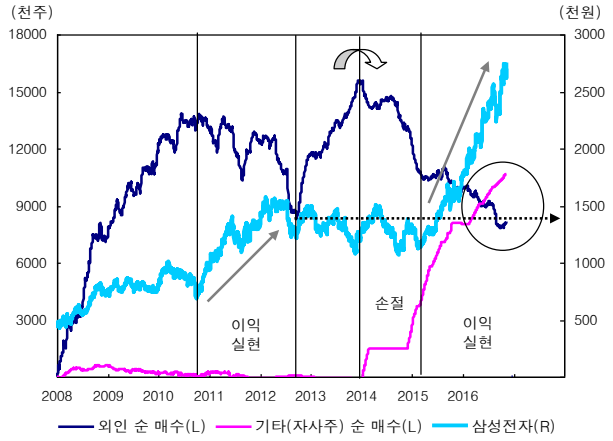
- 먼저 올 들어 1~3차 자사주 매입 기간에 자사주 매입(기타 순 매수) 대비 외인 순 매도 비율은 각각 -53.6%(~4/10, 51일간), -14.5%(~7/20, 55일간), -102.4%(~10/23, 55일간). 여기서 외인 순 매도는 내부에 '매도>매수'가 섞인 것이므로 실제 자사주 매입을 노린 '매도 규모'는 더 크다고 봐야 할 것. 때문에 자사주 매입의 상당 부분은 외인과 체결되었을 가능성 높아**[그림 7]**

- 외인은 2008년 11월 20일부터 삼성전자 순 매수 재개. 당시부터 최근까지 +8.168백만주 순매수 누적. 만일 인덱스 펀드에 삼성전자가 평균적으로 7.29%(K200지수 구성 비중의 25%) 가량 포함되었다고 가정한다면, 인덱스 펀드의 순 매수는 +4.39백주, 액티브 펀드는 +3.78백만주로 구분. 참고적으로 'MSCI Emerging Index'에서 삼성전자가 차지하는 비중은 4.21%

- 여기서 액티브 펀드의 순 매수 누적은 2014년 11월 10일, 최대 +12.49백만주에 달했으나 이후부터 꾸준히 감소한 결과. 감소율은 -65% 달해. 예컨대, 액티브 펀드에서 삼성전자의 구성 비중이 10%였다면 현재는 3.51%에 불과한 셈. 특히, 자사주 매입의 시작과 순 매도 반전 타이밍이 일치하는 점을 감안하면 자사주 매입에 대한 조준 사격(?)은 대부분 액티브 펀드였을 것

- 물론, 만일 액티브 펀드가 삼성전자의 비중을 0.00%까지 줄이겠다면 이후에도 -4.4백만주 추가 순 매도 가능. 그러나, 액티브 펀드가 꾸준히 실적이 상향되고 있는 삼성전자를 완전히 청산할 가능성은 극히 희박. 때문에 액티브 펀드의 삼성전자 이익 실현은 계속될 수 있지만 점차 둔화될 것. 따라서, 수급만 놓고 볼 때 삼성전자 주가는 추가 상승할 수 밖에**[그림 8]**

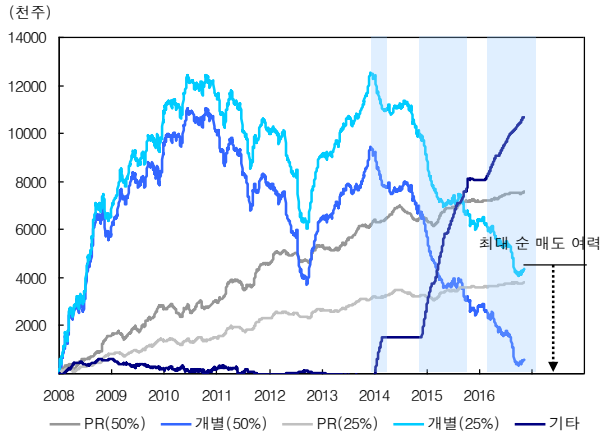
그림 7. 외인 삼성전자 순 매도는 자사주 매입을 조준 사격한 것



주: 일별 순 매수 누적

자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 외인 액티브 펀드의 삼성전자 보유 수량은 -65% 감소



주: 50%는 K200지수 구성 비중의 50%라는 뜻.

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.