

Derivatives Dynamics

(이슈) 뒤늦은 코스닥 지수 급등. 선물시장 성장에 촉매될 것

- KQ150 지수 급등. 단, 상승세 이어지겠지만 K200 수익률에 근접해 잠시 탄력 둔화될 수도
- 지수 급등 기간에 선물 거래량 2.2배 급증. 변동성 확대 계속되면서 2차 성장기 도래할 듯
- 주체 별로는 증권 신규매도와 투신 신규매수의 충돌. 용도는 레버리지 ETF의 설정/환매

KQ150 지수 급등. 단, 상승 추세 이어지겠지만 K200 지수 수익률에 근접해 잠시 탄력 둔화될 수도

- KOSDAQ150지수(이후부터 KQ150)는 8/14~11/20일 사이에 +38.4%(로그 수익률 누적)나 급등. 동 기간 K200지수 상승 폭은 +9.51%에 불과(?)

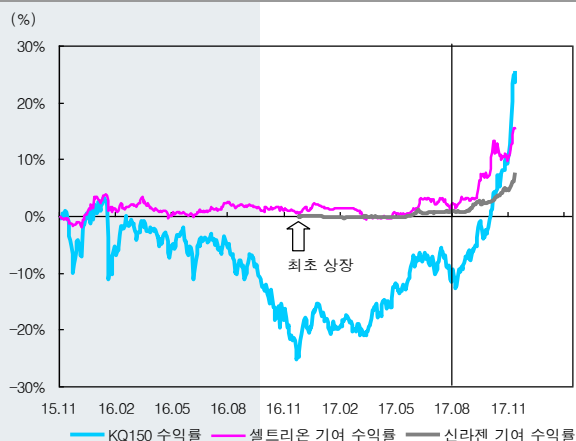
- 배경은 ① 장기 상승에 따른 K200지수의 기술적 부담 고조('16.1/21~'17.8/11일, +29.88%), ② KQ150지수의 상대적 저 평가(동 기간, -13.66%), ③ 한중 관계 정상화 호재에 대한 높은 민감도, ④ 기말 배당 기대감+ 거래소 이전 상장에 따른 셀트리온 급등(구성 비중 19.53%, 기중 수익률 +104.82%, 기여 수익률 +11.7%)**[그림 1]**, ⑤ 수급 측면에서는 일부 현물 외인이 '코스피+삼성전자'에서 '코스닥+셀트리온'으로 환승(換乘)했기 때문

- KQ150지수는 추가 상승 가능하지만 조만간 상승 탄력은 둔화될 수도. 일단 한중 관계 정상화에 따른 호재는 막 시작된 것이며, 향후 실제 수익 개선으로 확인되면 2차 상승으로 이어질 것. 셀트리온 효과 역시 짧게는 배당락, 길게는 내년 2월로 예정된 K200지수 편입까지 지속 가능

- 다만, 이번에 지수가 급등하면서 최대 -35.94%까지 벌어졌던 K200지수 대비 초과 수익률은 최근에 -4.70%까지 줄어든 상태**[그림 2]**. 이것이 '+'로 반전하면 가격 측면의 상대적 장점은 희석될 것이며 K200지수와 마찬가지로 기술적 부담 고조되면서 상승 감속될 듯

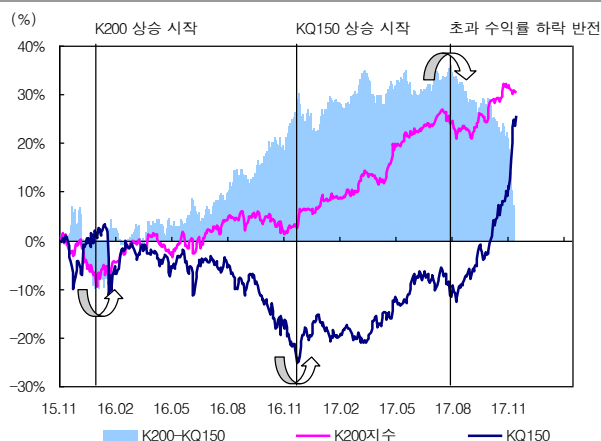
- 이 같은 기초자산의 급등/락(변동성 확대)은 선물시장의 초기 성장에 필요충분조건. KQ150지수는 지난 해 8/11~12/7일까지 80일간, -21.38% 급락하는 과정에서 거래량 늘었지만 이후부터 80일간의 지수 상승 폭은 +8.29%에 그쳐 '1차 성장기'는 미약하게 종료. 그러나, 이번 지수 급등에 따라 '2차 성장기'에 진입할 수도

그림 1. KQ150지수는 신라젠과 셀트리온이 상승 견인



주: 기여 수익률 = \sum 개별 로그 수익률 X 유동주식 비중
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. KQ150지수, 8월 중순부터 급등해 K200지수 상승률 근접

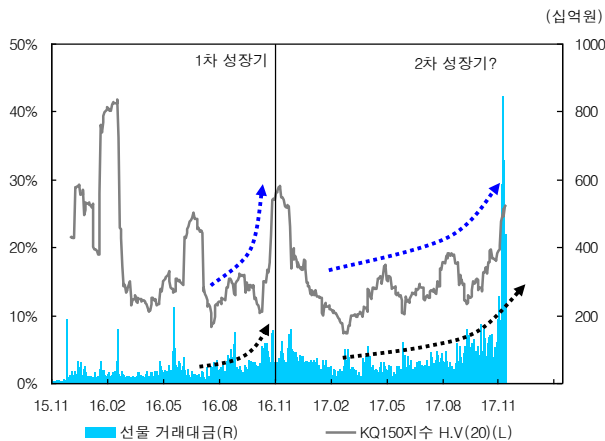


주: 개별 로그 수익률 단순 누적
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

지수 급등 기간에 선물 거래량 직전 대비 2.2배 급증. 변동성 확대 이어질 수 있어 2차 성장기 도래 가능

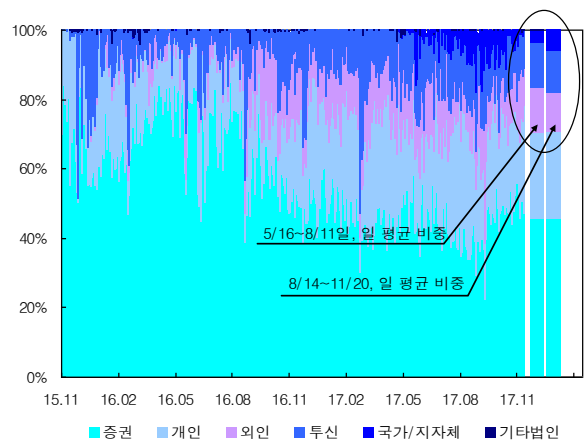
- 8/14일 이후 KQ150지수 선물 거래량은 일 평균 11,902계약, 최대는 11/15일의 60,830계약. 그 전 동일 기간의 일 평균 거래량은 5,381계약이므로 2.2배나 급증한 셈
- 배경은 앞서 언급했듯이 KQ150지수가 2015년 7월 이후(143일간 +39.45%) 최대 폭으로 상승하면서 투기거래가 활발해졌기 때문[그림 3]. 이 때문에 유동성이 확보되자 국가/지자체의 면세(免税) 매수 차이거래가 진입한 것도 다소나마 거래량 증가에 기여[그림 4]
- KQ150지수의 20일 역사적 변동성(Historical Volatility)은 3/9일, 최저 7.39%(年率)였으나 이후부터 등락-확대돼 11/20일에는 26.13%를 기록. 특기할 것은 변동성이 이번 지수 급등 국면(8/14~)에서만 +8.46%p나 확대되었다는 점
- 일반적으로 지수와 변동성은 역(逆) 상관성을 가지는 편이지만 간혹 지수가 '등락하며 상승 가속되는 경우'에는 정(正) 상관성도 가능. 때문에 이후에 설령 지수가 반락하더라도 느리게 하락하지 않는다면 변동성은 추가 확대 가능. 선물 거래량은 변동성에 비례하므로 당분간 현재 수준이 유지되거나 증가세 이어질 수도
- 한편, 이번 지수 급등 과정에서 선물의 주체 별 매매 비중은 일 평균 기준으로 '증권 45.35% > 개인 25.44% > 투신 11.83% > 외인 10.99% > 연/기금(국가/지자체) 6.21%'의 순서. 직전 동일 기간과 비교하면 연/기금(국가/지자체)은 +2.58%p 늘어난 반면, 외인과 투신은 각각 -1.72%, -1.25% 감소. 여기서 연/기금의 비중 증가는 매수 차이거래가 활발해졌기 때문(後述)
- 비록 지수 급등 국면에서 KQ150지수 선물 거래량이 급증했지만 아직도 갈 길은 멀어. KQ150지수 선물 거래대금은 동일 기간 K200지수 선물의 0.91%, 미니 선물의 14.99%에 불과[그림 5]
- KQ150지수의 '현물 거래대금'은 동 기간에 일 평균 1조 6,914억원으로 K200지수의 37% 수준. 만일 KQ150지수 선물 거래대금이 현물 쪽과 같은 비중까지 늘어난다면 일 평균 6조 2,032억원. 즉, 현 수준의 43배나 높아야 함
- 또한, 지수 급등 구간에 (K200지수 선물+ 미니 지수 선물)의 '현/선 배수'는 일 평균 3.74배, 동 기간에 KQ150지수 선물은 0.08배. KQ150지수 선물의 현/선 배수가 3.74배까지 오르려면 일 평균 거래대금은 6조 3,204억원이 필요[그림 6]
- 국내 K200계열(K200+ 미니+ 개별 주식) 선물 거래대금은 경험적으로 한계(안정권?)에 도달. 2014년 중순부터 지금까지 지수 등락에도 불구하고 뚜렷한 추세 없이 일 평균 17조 1,436억원 부근을 맴돌았기 때문(표준편차 2조 3,452억원)[그림 7]. 물론, 2017년 들어 개별 주식 선물 거래대금이 꾸준히 늘었지만 최대 1조 6,466억원(10월 일 평균)에 불과

그림 3. 변동성 확대 지속될 가능성 높아 2차 성장기 도래할 수도



주: H.V(20)는 20일 구간으로 측정된 지수 로그 수익률의 역사적 변동성
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 국가/지자체 비중 증가는 免税 매수 차익 활발해졌기 때문



주: 비중 = (주체 별 매수+매도)/(전체 매수+매도)X100(%)
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

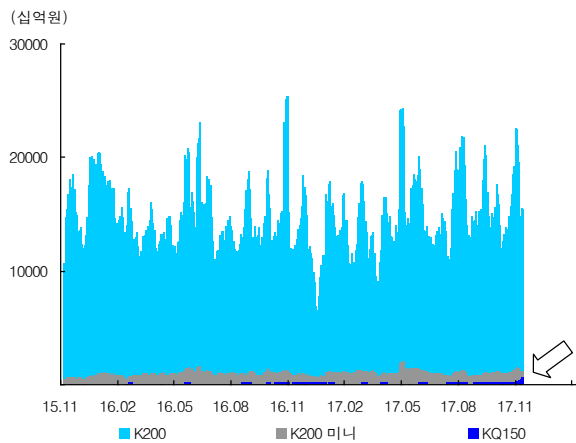
- 따라서, 외부로부터 '신규 자금 유입'에 의한 KQ150지수 선물의 거래대금 증가를 기대하기는 어려우며, 기존 K200지수 선물 수요 중 일부가 KQ150지수 선물로 이동할 가능성 높아. 주목할 것은 '외인 투기세력'. K200지수 선물시장에서 70%에 육박하는 외인 매매 비중은 KQ150지수 선물시장에서 10% 초반 불과. 이들이 '시장간 이동'하면 KQ150지수 선물시장 성장 지속 가능

- 이번 지수 급등 기간에 KQ150지수 선물의 회전율(=거래량/미결제)은 일 평균 0.34회에 불과. 같은 기간 K200지수 선물은 0.59회, 미니 선물은 0.92회. 이는 KQ150지수 선물시장의 단기 투기세력 비중이 K200지수 선물이나 미니 선물에 비해 낮다는 증거. 이는 앞서 언급했듯이 외인 투기세력이 진입하지 않았기 때문[그림 8]

- 특히, 거래량에 비해 미결제가 과대한 편인데[그림 9], 원인은 '레버리지 ETF'. 선물 상장 초기와 지난 해 10월 미결제 증가는 레버리지 ETF의 상장 및 대량 설정 때문. 이것은 부분적으로 거래량 증가에 기여할 수 있지만, 회전율이 낮아지는 부작용도 있어 '대형 고 회전성 투기세력'에게는 진입 기피 요인이 될 수도. 여기서 대형 고 회전성 투기세력은 대부분 외인[그림 10]

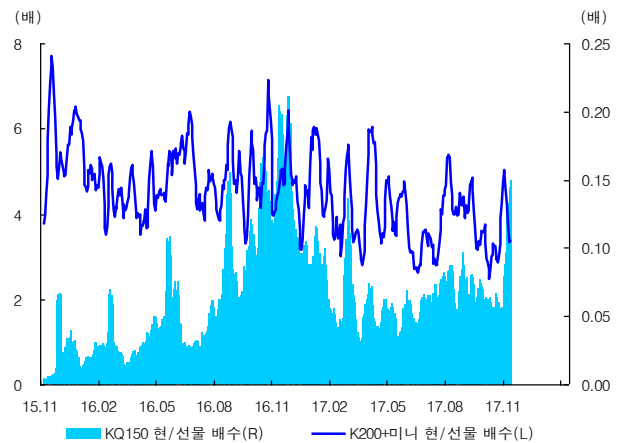
- KQ150 레버리지 ETF 설정 주수는 지난 해 12월에 최대 4,545만주를 기록한 이후부터 줄었지만 이번 지수 급등 국면에서 다시 급증해 3,918만주에 도달. 때문에 미결제도 79,934계약으로 사상 최대치를 경신. 지수 급등 직전과 비교하면 +110%(+ 41,833계약)나 급증한 셈. 특히, ETF 설정 주수에 비해 미결제 증가 폭이 더욱 컸기 때문에 투기거래 역시 늘었을 것

그림 5. KQ150 지수 선물 거래대금은 K200+미니의 0.85% 불과



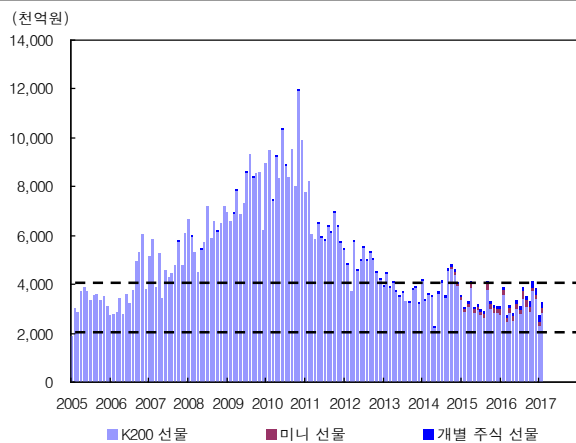
주: 일별 거래대금을 SMA로 평활화한 것
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. KQ150 지수 선물의 현/선 배수는 아직 1.0에 크게 미달



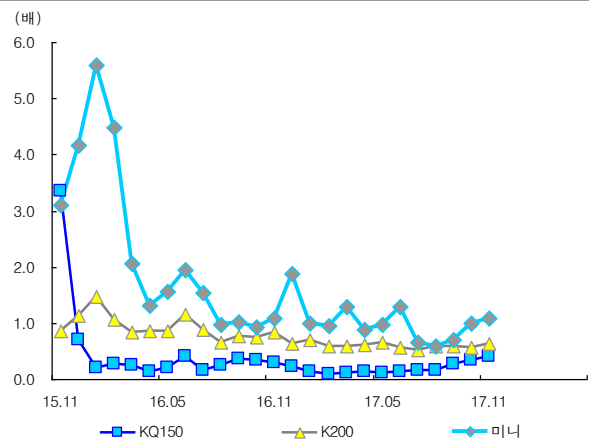
주: 현/선물 배수 = 선물 거래대금/현물 거래대금
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. K200계열 선물 거래대금은 안정 상태. 한계로 해석될 수도



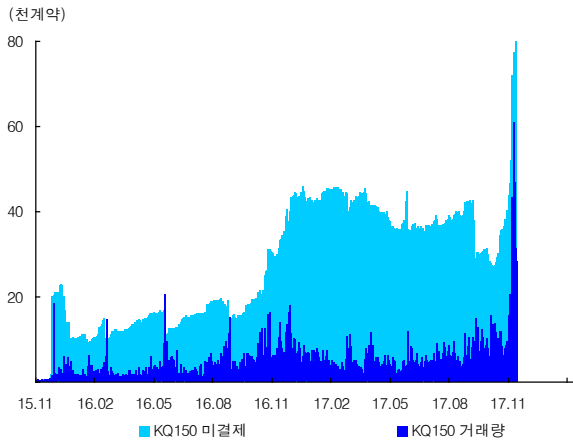
주: 월별 거래대금 합계
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 투기세력 비중은 KQ150 지수 선물시장이 가장 낮아



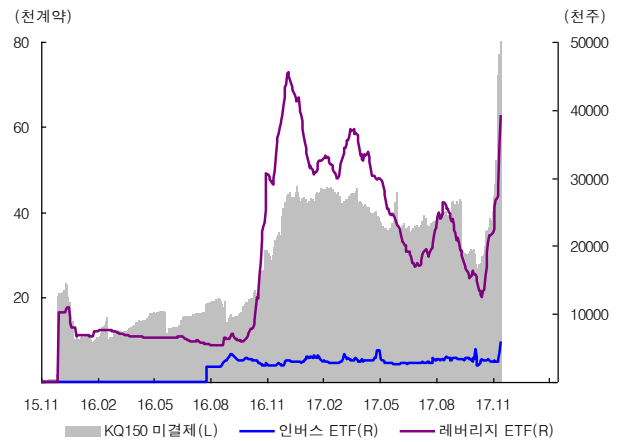
주: 월별 일 평균 회전율. 회전율=거래량/미결제
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. KQ150지수 선물은 거래량에 비해 미결제 과다한 편



주: 일별 미결제와 거래량
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 미결제 증감은 대부분 레버리지 ETF에 의해 설명 가능

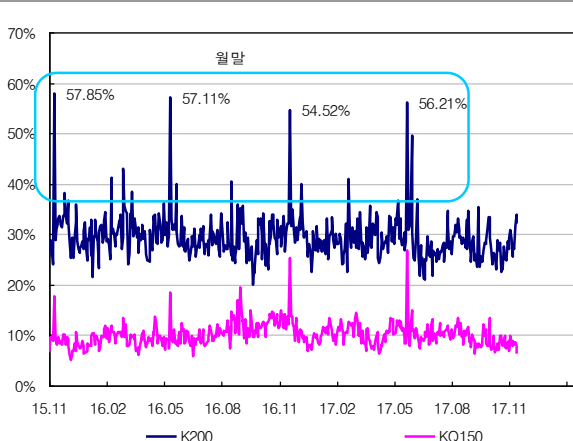


주: 현/선물 배수 = 선물 거래대금/현물 거래대금
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

주체 별로는 증권 신규매도와 투신 신규매수의 총돌. 용도는 레버리지 ETF의 설정/한매

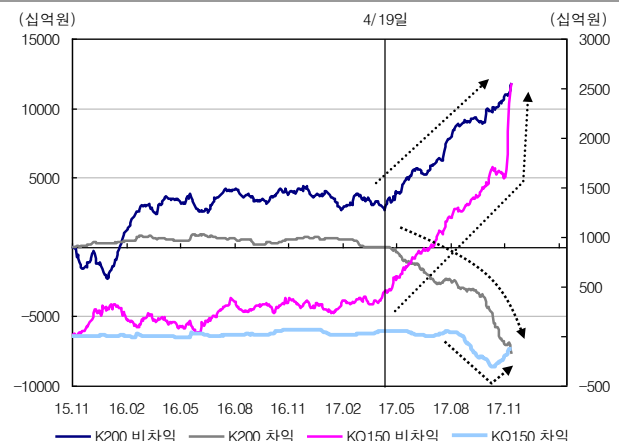
- K200지수의 현물 거래대금에서 ‘PR 매매(차익+ 비차익)’가 차지하는 비중은 29.38%(2015년 11/23일 이후~최근까지 일 평균). 반면, KQ150지수는 10.05%에 불과. 그나마 월말에 일시적으로 비중이 2배나 급증하는 현상(월말 효과)은 K200지수나 KQ150지수 모두 동일[그림 11]
- 일반적으로 PR 매매는 ‘액티브 펀드’ 보다는 ‘인덱스 펀드’의 행태. 따라서, KQ150지수의 PR 매매 비중이 비교적 낮다는 것은 이 지수를 추종하는 인덱스 펀드나 ETF가 아직 많지 않다는 뜻. ‘비차익 PR’은 4/13일부터 일정한 속도로 순 매수 누적. 이것은 K200지수와 KQ150지수에서 공통적으로 관측되는 현상[그림 12]. 그러나, 세부적인 내용은 다소간 상이한 듯
- K200 비차익 PR 순 매수 누적은 외인 등속(等速) 순 매수가 지속되는 가운데, 증권이 순 매수 반전했기 때문. 이는 K200 ETF 생산 용도. 생산된 ETF를 국가/지자체에게 넘기고, 국가/지자체는 ETF를 환매하여 다시 차익 PR 순 매도로 청산. 때문에 4월말부터 비차익 PR 순 매수와 차익 PR 순 매도가 ‘대칭 패턴’을 이룬 것. 이는 국가/지자체의 면세 차익거래 시점과 일치[그림 13]
- 한편, KQ150 비차익 PR 순 매수 누적은 기본적으로 외인 순 매수 가속에다 최근에는 일부 기관마저 순 매수에 가세한 탓. ‘15년 11/23일 이후, 외인 비차익 순 매수는 일 평균 +40억원에 그쳤지만 올해 4/13일부터는 +138억원으로 급증. 즉, K200의 비차익 순 매수 누적이 차익거래 탓이었다면, KQ150 비차익 순 매수는 ‘순수(?)한 지수 상승 베팅’에 해당. 이것은 4/13일 이후 지수 반등의 메인 엔진. 순 매수가 지속된다면 KQ150지수도 추가 상승할 수 밖에[그림 14]

그림 11. KQ150지수의 인덱스 펀드(?)는 K200지수의 1/3 수준



주: 일별 K200 현물과 KQ150 현물 거래대금에서 PR 매매가 차지하는 비중
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 4월부터 K200과 KQ150 동시에 비차익 순 매수 시작

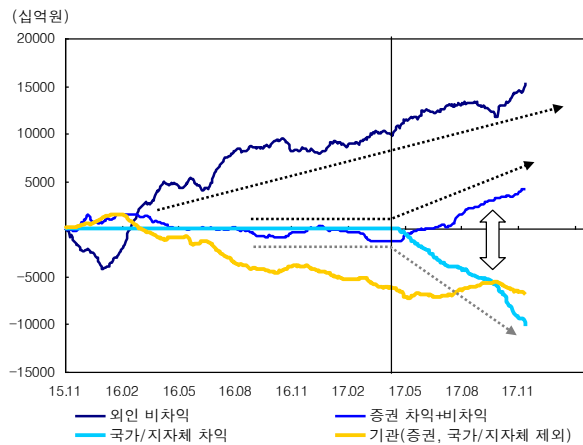


주: 일별 차익, 비차익 PR 전체 순 매수의 단순 누적
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

- KQ150지수 선물은 주체 별로 증권의 순 매도와 투신의 순 매수가 대칭 패턴을 형성. 개인의 매매 비중은 25%에 달하지만 대부분 장 중 회전이며 오버나잇되지 않아 일별 순 매수 누적은 미미한 편. 증권과 투신의 대량 순 매매 증돌은 예외 없이 미결제 증가를 동반. 때문에 각각 신규매도와 신규매수가 체결되었을 가능성 높아[그림 15]

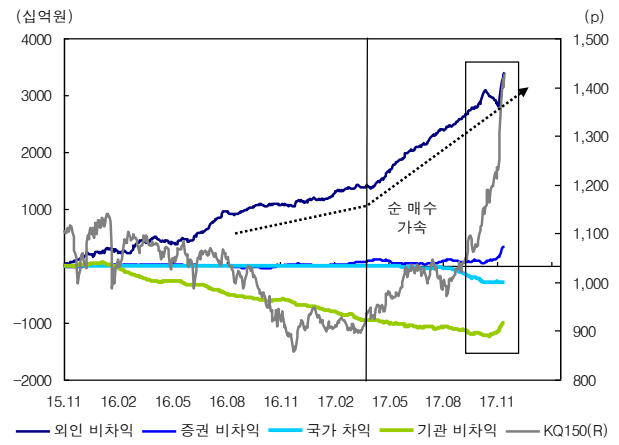
- 투신의 신규매수는 '레버리지 ETF 설정용'. 근거는 같은 타이밍에 KQ150 ETF를 순 매수한 것과 레버리지 ETF의 설정 잔고가 늘어난 것. 증권은 KQ150지수 선물의 LP이면서 ETF LP이므로 투신과 대칭 패턴을 형성한 것. 이렇게 생산된 레버리지 ETF는 대부분 개인에게 공급. 최근에는 은행도 순 매수를 시작했는데, 기존에 K200 레버리지를 대상으로 회전하던 투기 수요의 일부가 KQ150 레버리지로 이동한 것[그림 16]

그림 13. K200: 증권 PR 순 매수는 국가 차익 PR 순 매도로 청산



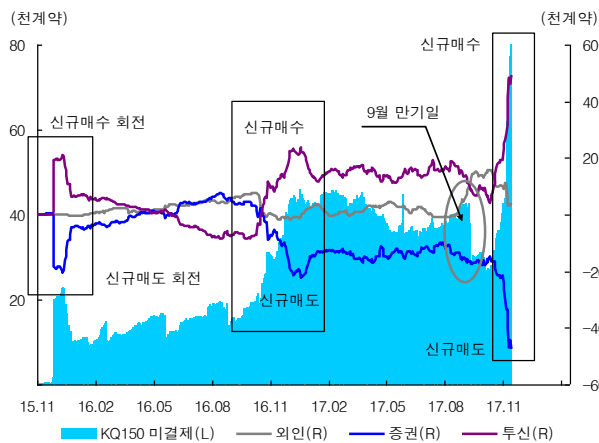
주: 일별 순 매수 단순 누적
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. KQ150: 외인 비차익 순 매수 가속 → 코스닥 비중 확대?



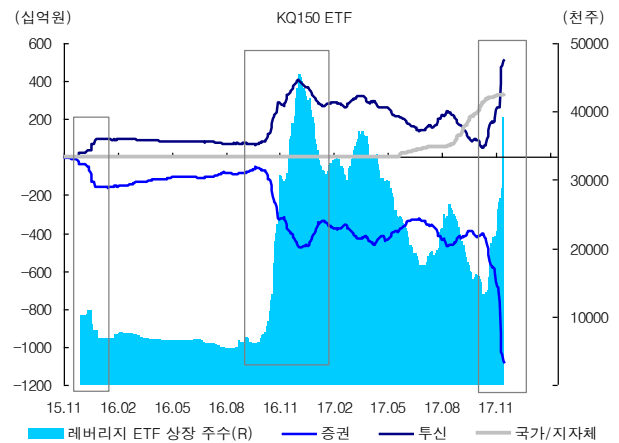
주: 일별 순 매수 단순 누적
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. KQ150 선물은 투신 순 매수 vs. 증권 순 매도의 구도



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

그림 16. 투신 선물 신규매수는 레버리지 ETF 생산 용도



주: 일별 순 매수 단순 누적. 국가/지자체 ETF 순 매수는 매수 차익거래 용도
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 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.