

Derivatives Dynamics

(시황) 선물/옵션 외인, 단기 세력만 추격 매도. 장기 세력은 아직

- 외인 선물 순 매도는 '전매 > 신규매도'. 단기 투기 세력이 신규매수에서 신규매도로 반전
- 미니 선물은 신규매수와 신규매도 내부 충돌. 신규매도는 지수 하락 노리는 단기 투기
- 단, 아직도 장기 투기 세력의 대량 전매 없어 본격적인 지수 하락의 시작으로 볼 수 없어
- 옵션 외인도 '17년 2월부터 포지션 델타 '-' 반전, 베키는 '+' 확대. 단, 과도한 선행인 듯
- 선물 외인 순 매도 계속되면 증권 현물 순 매도로 연결 가능. ETF 포함 매도 여력 -4조원

선물 외인 순 매도는 '전매 > 신규매도'. 단기 투기 세력이 신규매수에서 신규매도로 돌아선 듯

- 선물 외인은 2/1~5일까지 3일간, K200 선물을 -1조 5,281억원(-18,493계약) 순 매도. 동 기간 미결제가 -1,021계약 줄었던 점은 '전매'를 의미하며, 순 매도 규모에 비해 미결제 감소가 적었던 점은 내부에 '신규매도'가 섞였다는 첫 번째 증거[그림 1]

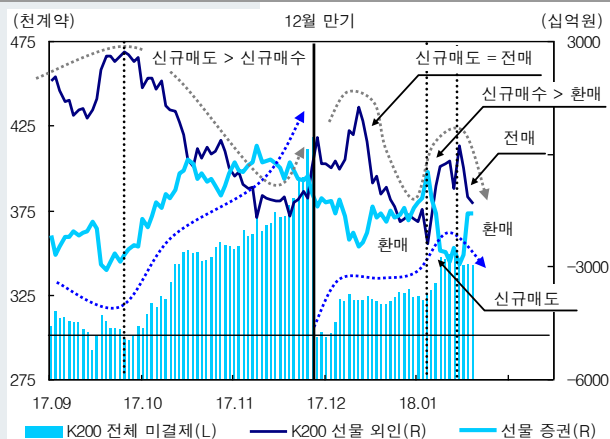
- 또한, 외인의 주요 카운터 파트는 증권으로 +1조 3,909억원 순 매수. 이들은 동 기간에 K200 ETF -5,511억원, 비차익 PR -765억원 및 개별 종목 -433억원을 순 매도. 따라서, 이들의 선물 순 매수는 헤지용 매도 포지션의 청산(=환매) 유력. 그럼에도 불구하고 미결제 감소가 적었던 것은 역시 외인의 순 매도에 신규매도가 다량 섞였다는 두 번째 증거

- 외인의 순 매도 중에서 전매는 1/23~31일 사이에 진입한 신규매수의 청산. 당시 순 매수 규모는 +31,533계약, 미결제는 +18,642계약 늘어 상대적으로 '신규매수 > 환매'. 다만, 가중 평균 매수 단가는 K200 지수 기준 332.24p. 따라서, 최근 전매는 '손절매'에 해당. 표면적인 실현 손실은 -0.96%, 레버리지 10배 가정하면 -9.6%. 빠른 회전을 감안하면 단기 투기 세력들 확실

미니 선물에서는 신규매수와 신규매도 내부 충돌. 신규매도 쪽은 지수 추가 하락 노리는 단기 투기 세력

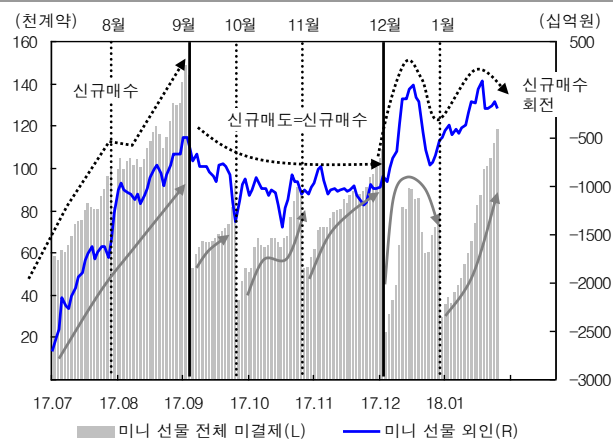
- 한편, 직전 3일간, 미니 선물시장에서는 +1.4억원(-125계약)의 미미한 순 매수 우위. 2/1, 2일에 각각 +240억원, +423억원 순 매수였으나 2/5일에 -661억원 순 매도로 돌아서면서 상쇄. 동 기간 미결제가 +17,456계약이나 늘었기 때문에 신규매수와 신규매도가 섞인 듯. 신규매수의 일부는 K200 선물 매도와 엮인 롱-숏(Long-Short). 신규매도 쪽은 역시 단기 투기 유력[그림 2]

그림 1. K200 선물 외인, 전매 > 신규매도. 직전 신규매수 손절



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

그림 2. 미니 선물, 외인은 신규매수 회전+신규매도 내부 충돌



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

- K200 선물과 미니 선물 양쪽으로 신규매도 관찰되었으나 모두 '단기 투기 세력'. 아직까지 대규모 전매 없었기 때문에 2016년 2월부터 신규매수를 누적한 '장기 투기 세력'의 시장 이탈 흔적은 불명확.¹ 선물시장의 본격적인 지수 하락 신호는 '① 선물 외인 연속 순 매도+ ② 미결제 감소+ ③ 선물옵션 예수금 감소+ ④ 외인 SP 순 매수 감소/순 매도 반전' 등이 모두 겹쳐야 확인될 것

단, 아직까지 장기 투기 세력의 대량 전매 관찰되지 않아 본격적인 지수 하락 국면의 시작으로 볼 수 없어

- 물론, 선물 외인은 이미 2017년 2월부터 순 매도를 시작. 그러나, 기중에 지수가 꾸준히 상승했기 때문에 신호의 정확도는 낮은 편. 설령 이것이 '선행 매도'라 하더라도 대량 손실 불가피. 한편, 동시에 미결제가 늘었기 때문에 직전까지 누적된 신규매수의 청산 보다는 동명이인(同名異人)의 신규매도 진입 가능성 높아. 2016년 2월부터 누적된 신규매수는 여전한 듯[그림 3]

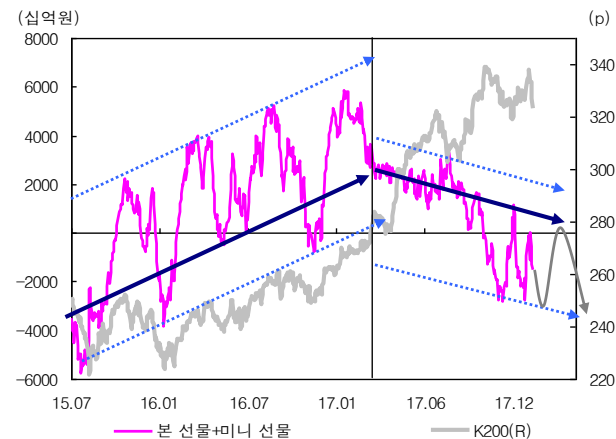
- 물론, 12월 만기 이후 일 평균 미결제는 32,6061계약으로 직전 2개월물보다 줄었지만 과거에도 3월물 미결제는 계절적으로 여타 월물에 비해 낮은 편이므로 유의하지 않아. 선물옵션 예수금의 감소도 마찬가지. 11월 만기일, 최고 8조 7,568억원이었으나 이후부터 감소해 1월 만기 직후에는 최저 7조 5,758억원. 그러나, 과거에도 매년 12~1월 사이에는 예수금 급감 빈번[그림 4]

- 결정적으로 2016년 3월 만기일부터 8개월물 연속으로 SP 순 매수가 유지되고 있으며 최근까지도 그 규모가 줄지 않았다는 점은 장기 투기 세력의 매수 포지션이 유지되고 있다는 증거. 만일 미결제 감소나 선물옵션 예수금 감소가 예전과 같은 계절적 요인이 아니라면 이번 3월 만기일에는 외인 SP 순 매수의 유의한 감소 혹은 순 매도 반전으로 연결되어야 할 것

옵션 외인 역시 '17년 2월부터 포지션 델타 '- 반전, 베가는 '+ 확대. 단, 너무 과도하게 선행(先行)한 듯

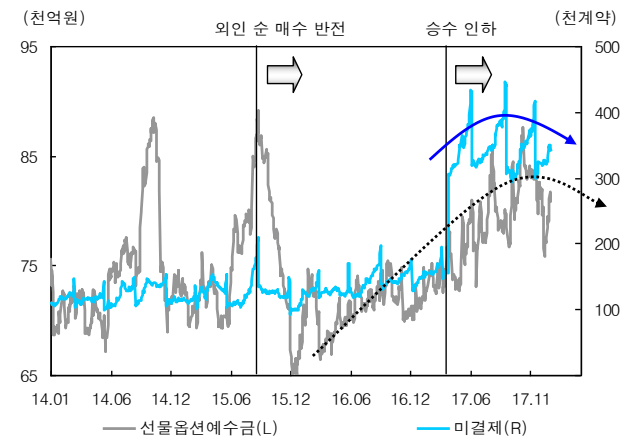
- 한편, 선물 외인과 마찬가지로 옵션 외인 역시 2017년 2월부터 포지션 델타(delta)가 '-로 반전(short delta). 특히, 델타의 개방 폭은 일 평균 -50억원으로 직전 동기간의 +10.4억원의 5배에 달해[그림 5]. 외인의 포지션 베가(vega) 역시 이전과 같이 '+' 상태를 유지했으나(long vega) 개방 폭은 일 평균 +17억원으로 직전의 +7.8억원보다 훨씬 확대[그림 6]

그림 3. 선물 외인, 6월 이후 지수 역(逆) 방향 매매 심화



주: 일별로 K200 선물과 미니 선물 순 매수 누적을 합산
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 2017년 들어 선물옵션 예수금 증가. 최근 감소는 계절성



주: 미결제는 K200 선물 기준. 선물옵션 예수금에는 현금 증거금 포함
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

¹ 이들은 2016년 2월부터 본격적으로 신규매수를 누적한 세력. 지수 장기 상승 국면의 시작과 일치했기 때문에 가장 정확도 높아. 다만, 1년간 신규매수를 누적하고 계속 롤-오버한 탓에 한정된 증거금은 모두 소진. 때문에 2017년 2월부터는 매매 둔화되었으며 때문에 단기 세력의 순 매도 회전만 부각. 그러나, SP 순 매수가 계속되고 있어 대량 매수 포지션은 여전한 듯. 정확도를 감안하면 이들의 시장 이탈이 곧 지수 장기 하락 국면의 시작일 것

- 이를 직관적으로 해석하면 이미 2017년 2월부터 지수 하락을 예견했다는 뜻. 지수와 변동성의 역 상관성을 생각하면 ‘+’ 베타가 늘어난 것(변동성 매수)도 같은 맥락. 포지션의 ‘+’ 베타와 ‘-’ 델타를 동시에 늘렸다는 것은 단순히 헤지를 위한 미세 조정이 아니라 강력한 투기성 지수 하락 베타를 의미.² 다만, 기중에 지수는 꾸준히 상승했기 때문에 역시 정확도는 신뢰하기 어려워

- 포인트는 향후 이들 포지션의 변화 여부. 오매불망(寤寐不忘)해던 지수 급락이 왔기 때문에 1차 목적은 달성. 만일 이번 지수 급락이 장기 하락 국면의 시작이라면 여전히 높은 ‘+’ 베타와 ‘-’ 델타를 유지하겠지만, 일시적인 조정에 그칠 것으로 예상했다면 조만간 ‘+’ 베타를 줄이고 ‘+’ 델타로 복귀할 수도. 12월에 비해 ‘-’ 델타나 ‘+’ 베타가 크게 줄어든 점이 힌트

선물 외인 순 매도 계속되면 증권의 현물 순 매도로 이어질 수도. ETF 포함하면 매도 여력은 -4조원

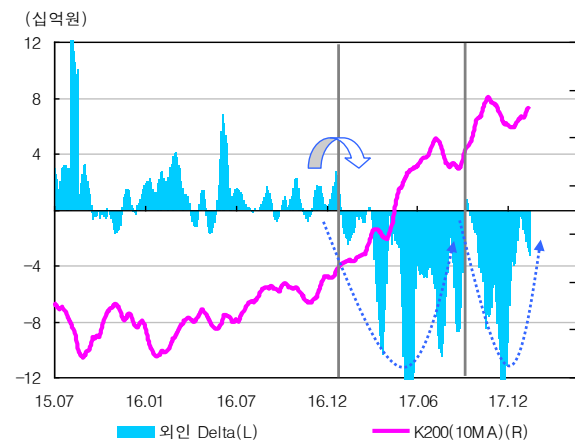
- 선물 외인의 순 매도가 이어지면 선물 괴리차도 추가 하락 불가피. 1/26일에 최고 0.489p(장중 1분 평균)였던 K200 선물 괴리차는 이후 반락해 2/5일에는 최저 +0.137p. 같은 추세가 이어지면 저 평가로 반전될 것[그림 7]. 1/3~8일 사이에도 일 평균 -0.167p의 저 평가 상태 지속된 바 있으며 기중에 증권은 현물 순 매도 -1조 276억원, K200 ETF -877억원 순 매도

- 증권은 배당락 직후에 개별 종목과 K200 ETF를 순 매도했으나 1/22일부터 괴리차가 상승하자 다시 순 매수를 재개한 탓에 11/1일 이후 누적된 ‘현물+K200 ETF’ 순 매수는 여전히 +4조 2,911억원에 달해. 괴리차가 저 평가로 반전된다면 출회 가능한 물량은 충분하며 이번 2월 만기일 증가에도 다소간의 하락 충격으로 작용할 가능성 있어[그림 8]

- K200 지수는 1/30일부터 5일간 -14.76p(-4.37%) 급락. 시가 갭으로 -6.4p, 장 중으로는 -8.36p. 즉, 낙 폭의 43%는 갭 다운. 국내 고유 요인 보다는 해외 요인이 상대적으로 컸던 셈. 미 증시 급락의 경우, 금리 인상 가속 등 여러 가지 하락 요인들이 제기되고 있지만 지수 낙 폭을 설명하기에는 불충분. 때문에 수급적 요인이 개입되었을 가능성 높으며 이는 장기화될 수 없어

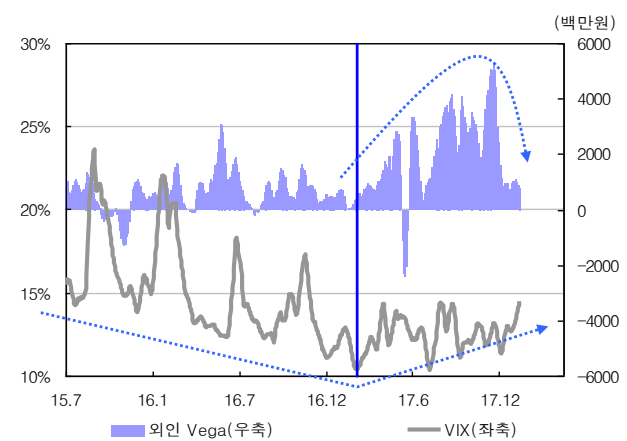
- 기계적 매도가 둔화되면 미 증시는 반등을 모색할 것. 이때 포인트는 국내 선물 외인의 순 매수 반전 여부. 미 증시 반등 국면에 선물 외인 순 매도가 이어진다면 오히려 괴리차 하락 가속돼 증권 현물 순 매도가 국내 증시 반등 폭을 제한할 수도. 다만, 현재 선물 외인 신규매도는 단기 투기 수요이므로 지속 가능성은 낮은 편. 1/22일에도 -11,639계약 이후 5일 연속 순 매수하기도

그림 5. 옵션 외인, ‘17년 2월부터 포지션 델타 ‘-’로 반전



주: 델타는 Σ 행사가격 별 순 매수 계약수(추정치) X 델타 X 승수. 10MA로 평활화
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

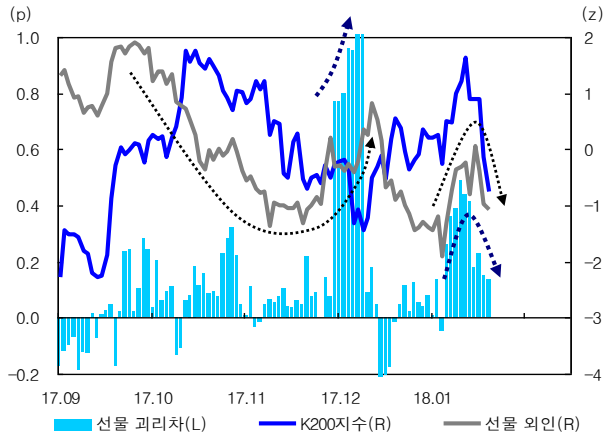
그림 6. 옵션 외인, ‘17년 2월부터 포지션 베타 ‘+’ 상승세



주: 베타는 Σ 행사가격 별 순 매수 계약수(추정치) X 베타 X 승수. 10MA로 평활화
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

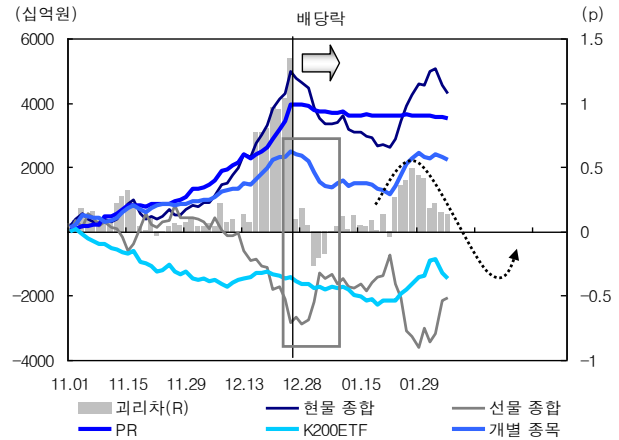
² 일반적으로 변동성 스프레드 전략은 ‘델타 중립(neutral)’이 기본. 그러나, 지수와 변동성이 강한 역(逆) 상관성을 가지므로 의도적으로 델타를 다소나마 개방하는 편(tilting). 예를 들어서 변동성 매수 포지션에서 델타를 ‘+’로 개방하면 이것은 ‘헤지 목적’. 예상과 달리 변동성이 하락했을 때 지수는 상승하는 편이므로 베타에서 손실이 나더라도 델타의 수익이 이를 상쇄할 수 있음

그림 7. 선물 외인 순 매도로 괴리차 저 평가되면 지수 반등 지연



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

그림 8. 증권, 괴리차 하락 시 현물 순 매도 여력은 아직도 충분



주: 11월 1일부터 일별 순 매수 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 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.