

[ETF/AI/파생]

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

Derivatives Dynamics

(7월 만기) 증가에 증권+국가/지자체 연합 순 매도 충격에 주의

- 증권, 증가에 현물 순 매도 예정. 규모는 -3,752억원 이하. 코스닥에서는 순 매수 우위
- 국가/지자체, 합성선물 -237억원 순 매도. 금일 추가로 늘어날 수도. 코스닥은 -266억원
- 증가에 외인 비차익 순 매수 유입되었지만 예전보다 약해 지수 하락 방어 어려울 것

증권, 금일 증가에 현물 순 매도 예정. 규모는 -3,752억원 이하. 코스닥에서는 소량의 순 매수 우위

- 결론부터 얘기하면, 금일 증가에 증권은 -3,752억원 전후의 개별 주식 및 헤지 순 매도가 예약되어 있으나, ETF 공매도 차익잔고의 청산이나 ETF 생산 수요에 의한 순 매수로 내부 상쇄될 것이므로 전체 순 매도 규모는 줄어들 것

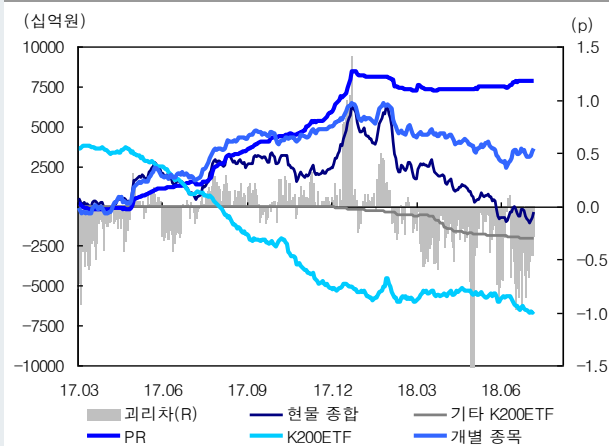
- 증권은 6/15~7/9일 사이, +1조 723억원의 현물을 순 매수(직전 4.5개월은 -4조원 순 매도). 순 매수 성분을 주문 유형별로 분해하면 '개별 종목 및 헤지 +7,789억원 > 비차익 PR +2,516억원 > 차익 PR +417억원'의 순서

- 순 매수 용도는 '미니 선물 헤지 수요'와 'ETF 생산 수요'가 섞인 듯. 근거는 동 기간에 K200 관련 ETF -1조 549억원, 미니 선물 -8,978억원을 순 매도했던 점. 여기서 선물 괴리차가 일 평균 -0.653p(장 중 평균 기준)나 저 평가된 점까지 감안하면 'K200 선물 관련' 매수 차익잔고가 누적되었을 가능성은 희박[그림 1]

- 한편, 'ETF 공매도 차익잔고'가 누적되었을 가능성이 있지만 증거는 불충분. 최근 6/28~7/9일에 K200 선물 +3,989억원 순 매수 반면, ETF는 -3,251억원 순 매도로 '대칭적 패턴' 관찰. 동 기간 미결제가 +24,322계약(+1조 8,049억원) 급증한 점은 신규매수를 암시. 기중 선물 괴리차는 일 평균 -0.569p로 여전히 심한 저 평가여서 기회도 충분

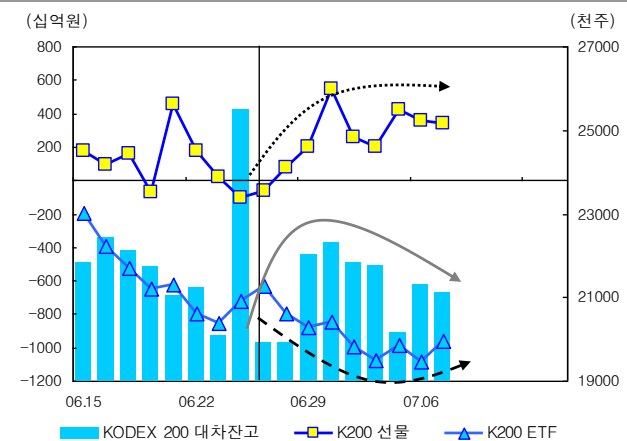
- 다만, 대표 ETF인 KODEX 200의 대차잔고는 동 기간 +364억원 늘어나는데 그쳐 '명시적 증거'는 약한 편. 그러나, ETF LP인 증권이 통계에 잡히지 않는 다른 경로(?)로 ETF를 차입했을 가능성도 있어 매도 차익거래의 가능성을 완전히 배제할 수는 없음[그림 2]

그림 1. 증권, 현물+ETF 순 매도 둔화. 개별 종목 중심 1조원 누적



주: 1) 일별 순 매수 단순 누적, 현물 종합 = 개별 종목+PR+K200 ETF+기타 K200ETF
2) 기타 K200 ETF에는 K200 TR, KRX300, 코스피 등을 포함
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 증권, ETF 공매도 차익잔고 존재할까?



주: 1) KODEX 200 대차잔고는 우측. 나머지는 일별 순 매수의 단순 누적
2) K200 ETF에는 8개 ETF에 대한 수급을 합산한 것
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

- 이것이 존재할 경우, 금일 조기 청산되려면 현재 K200 선물 매수 포지션을 합성선물 매수(선물 리버설)나 미니 선물 매수로 교체해야 함. 7/9일까지는 흔적 없었지만 금일 장 중이라도 K200 선물이 상대적으로 고 평가되거나, 합성선물이나 미니 선물이 상대적 저 평가된다면 조기 청산에 나설 수 있으며 이는 금일 증가에 PR 순 매수로 연결될 것. 장 중 실시간 확인 필수

- 반대로 이번 7월 만기일 증가의 매물 충격은 ㉠ 미니 선물 매도 포지션의 헤지에 사용된 현물 순 매수 규모와 ㉡ 미니 선물 매도 포지션의 롤-오버 비중에 달려있어

- 가장 순 매수 비중이 컸던 개별 종목 및 헤지 순 매수의 상당 부분은 미니 선물 매도 헤지 용도가 유력. 6월 만기 이후 양자의 일별 수급에 대한 상관계수는 -0.923에 달해. 즉, 이는 거의 대칭으로 움직였다는 뜻. 규모도 각각 +7,789억원, -8,978억원으로 비슷한 편 **[그림 3]**

- 만일 이 물량이 금일 증가에 전량 만기 청산된다면 지수 급락은 불가피. 그러나, 2가지 측면에서 볼 때 만기 청산 물량은 제한적일 것

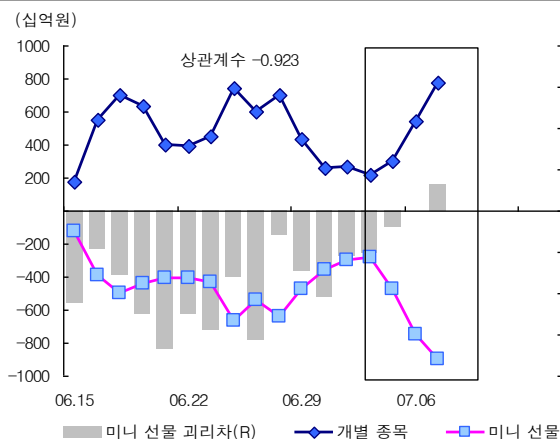
- 첫째, 미니 선물을 저 평가 상태에서 매도했기 때문에 만기 청산하면 손실 불가피. 6월 만기 이후 미니 선물의 괴리차는 일 평균 -0.366p. 이것은 동반된 현물 순 매수가 차익거래가 아니라 순수 헤지 용도였다는 뜻. 결국, 금일 증권의 의사결정은 손실을 감수하고 청산하든가 아니면 일단 롤-오버한 다음 후일을 도모하거나(단, 최근에 누적된 물량은 저 평가 심하지 않은 편)

- 둘째, 증권의 카운터파트는 외인. 이들은 같은 기간에 +9,278억원의 미니 선물을 순 매수. 기중 7월물 미결제는 +51,454계약(+7,503억원), 9월물 미결제는 +21,072계약(+3,109억원) 늘었기 때문에 증권의 순 매도나 외인은 순 매수는 대부분은 신규매매 확실. 증권의 매도는 LP로서 외인 매수에 대한 유동성 공급에 불과. 결국, 롤-오버 결정권은 증권이 아니라 외인이 가져

- 미결제 비중은 7/9일 기준으로 7월물이 74%에 달하지만 만기에 근접하면서 9월물 미결제가 빠르게 늘고 있기 때문에 롤-오버 가능성은 높은 편(증권 순 매도가 9월물일 수도). 과거 경험상 동시 만기일이 아닐 경우, 롤-오버 비중은 최소 27%였으며 평균적으로는 40~50% 사이. 이처럼 롤-오버 비중이 높았던 원인은 외인의 미니 선물 매매가 K200 선물과 엮였기 때문 **[그림 4]**

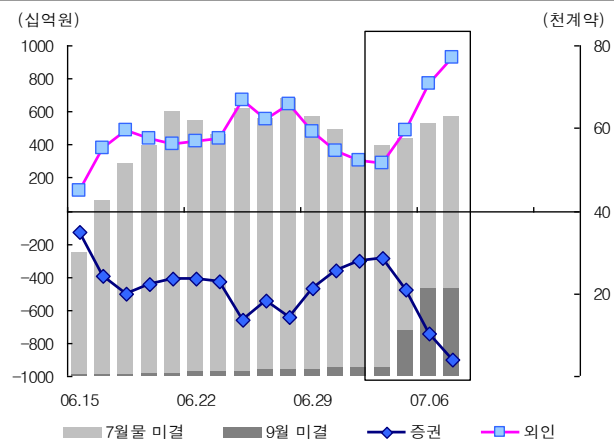
- 따라서, 7월물 미결제의 50%가 롤-오버되고 나머지 절반이 만기 청산된다면 이번 만기일 증가에 증권의 개별 종목 및 헤지 순 매도는 대략 -3,752억원 전후가 될 것. 한편, 증권의 내부 상쇄 가능성은 앞서 언급한 ① ETF 공매도 차익거래의 조기 청산에다 ② ETF 생산용 PR 순 매수의 증가 진입 등 2가지

그림 3. 증권, 최근 누적된 미니 선물 매도는 저 평가 심하지 않아



주: 1) 일별 순 매수 단순 누적
2) 괴리차는 '장 중 1분 평균 베이스스 - 이론 베이스스' 기준
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 증권, 순 매도와 함께 급증하는 9월물 미결제



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

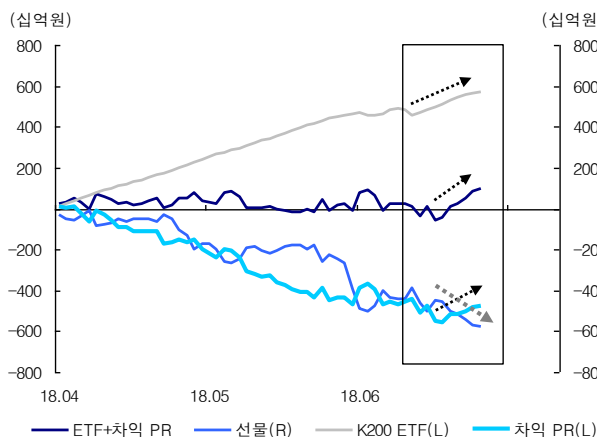
1 이 시나리오가 맞다면 동 기간 ETF 순 매도 규모에 비해 현물 순 매수 규모가 너무 작은 편. 이는 6월 만기 당일(PR 기준 +1,279억원)과 그 이전에 진입한 현물 순 매수가 ETF 생산에 동원되었을 가능성 높아

- 지난 6월 만기일 증가에 증권은 +1,238억원의 비차익 PR 순 매수를 집중하며 지수 하락을 방어. 이후 ETF 대량 순 매도를 감안하면 ETF 공매도 차익잔고의 만기 청산 보다는 ETF 생산 용도 유력. 다만, ETF 생산 수요가 늘어나려면 지수가 하락해야 하는데 현재는 '기술적으로' 지수 반등 기간이므로 6월에 비해 같은 이유에 따른 비차익 PR 순 매수는 약화될 수 밖에
- 한편, 코스닥 시장에서 증권은 6월 만기 이후 +915억원의 현물을 순 매수한 반면, -772억원의 ETF를 순 매도. KQ150 선물의 일 평균 괴리율은 -0.50%로 K200 선물에 비해 심한 저평가 상태 유지. 증권은 KQ150 선물을 +339억원 순 매수
- 비록 현물+ETF가 순 매수 우위지만 선물의 저평가 상태가 심한 점이나 선물 순 매수가 누적된 점을 감안하면 이론상 매수 차익거래 가능성은 희박. 오히려 ETF 공매도 차익잔고가 다소나마 누적되었을 듯. 따라서, 금일 코스닥 시장에서 증권은 증가에 소량의 PR 순 매수 유력

국가/지자체, 전일까지 증가 매물 -237억원 예약. 단, -1천억원 이상으로 증가 가능. 코스닥은 -266억원

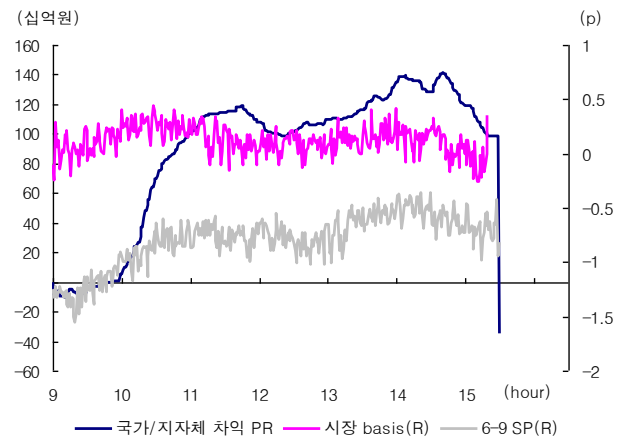
- 결론적으로 금일 증가에 국가/지자체의 매물은 최소한 -237억원이 예약되어 있으며(합성선물 순 매도 기준) 적극적으로 손절매에 나선다면 -1,000억원까지 늘어날 것. 물론, 그 밖의 여력도 3천억원에 달하므로 장 중에 합성선물이 고 평가된다면 이들의 증가 순 매도는 더욱 늘어날 수도
- 국가/지자체는 6월 만기 이후부터 7/9일까지 K200 ETF +1,138억원을 순 매수한 반면, 차익 PR은 -68억원 순 매도에 불과. 동 기간에 비차익 PR 순 매도가 -2,418억원에 달했지만 3일간(6/22~26일) 순 매도가 집중된 데다, 규정상 이 주문으로는 거래세 보상 안돼 차익거래와 무관한 인덱스 바스켓의 비중 축소 유력. 또한, 기중 K200 지수 선물 순 매도는 -1,826억원[그림 5]
- 따라서, ETF 매수로 매수 차익거래에 진입했다가 아직도 청산되지 못하고 남아있는 잔고가 최소 +1천억원에 달하는 듯(ETF+ 차익 PR 기준). 동 기간에 개별 주식 선물 역시 -1,525억원 순 매도였지만 국가/지자체의 개별 주식 및 헤지(=전체 순 매도-PR 순 매도)가 -462억원 순 매도 우위였기 때문에 매수 차익거래로 단정할 수는 없어
- 기중에 선물이 꾸준히 저평가 상태였던 점을 감안하면 누적된 ETF+ 차익 PR 순 매수는 사실 매수 차익거래 보다는 '현/선물 베이스 매매'에 가까워. 회전(조기 청산)하지 못하고 누적된 배경은 괴리차가 예상보다 추가 하락하지 않았거나 오히려 반등했기 때문인 듯
- 이들의 ETF+ 차익 PR 순 매수 누적은 K200 선물 9월물 순 매도와 연결되었기 때문에 이번 만기일과는 무관. 다만, 4천억원으로 추정되는 차익거래 가용 자금 중에서 1천억원이 손실 상태로 묶여있는 것은 고 회전성 투기 매매 입장에서 바람직하지 않아. 때문에 금일 합성선물을 이용하여 손절매에 나설 가능성도 배제할 수 없어

그림 5. 국가/지자체, ETF와 차익 PR 동반 순 매수 누적



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

그림 6. 국가/지자체, 6월 만기 당일 증가에 대량 역 회전



주: 6월 장 중 1분 데이터. 시장 베이스는 6월물
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

- 실제로 연/기금등(국가/지자체 포함)은 7/6일부터 최근까지 콜 옵션 -322계약 순 매도, 풋 옵션 + 322계약을 순 매수했는데 이는 상기에서 언급한 용도의 합성선물 순 매도 유력. 비록 금액 기준으로는 -237억원에 불과하지만 금일 장 중에 추가로 늘어날 수 있어 주의. 이들의 합성선물 순 매도 누적은 금일 증가에 차익 PR 순 매도로 직결될 것

- 지난 5월 옵션 만기일 증가에 국가/지자체의 차익 PR 순 매도는 -474억원에 그쳤지만, 6월 선물 만기일에는 -1,333억원의 차익 PR 순 매도를 집중해 K200 지수를 -0.38p 하락시키기도. 이는 만기 당일 장 중에 누적된 차익 PR 순 매수의 역 회전[그림 6]

- 한편, 코스닥 시장에서도 +266억원의 차익 PR 순 매수와 -274억원의 지수 선물 순 매도 누적했는데 이는 명백한 매수 차익잔고의 흔적. KQ150 선물의 괴리율 역시 K200 선물과 마찬가지로 6월 만기일 이후 일 평균 -0.49% 저 평가 상태. 때문에 정상적으로는 매수 차익거래 진입했다더라도 만기 청산 수익 가능성은 희박. 손절매에 나선다면 역시 지수에 다소간 매물 부담될 것

단순히 통계적 측면에서는 증가에 외인 비차익 순 매수에 의한 지수 하락 방어 가능성은 예전보다 낮은 편

- 과거에는 증권과 국가/지자체의 증가 순 매도에도 불구하고 외인 비차익 순 매수에 의해 지수 하락이 방어되는 경우 빈번. 그러나, 단순히 통계적인 측면에서는 이번 만기일 증가에는 외인 비차익 순 매수에 의한 지수 하락 방어 가능성은 예전보다 낮은 전망

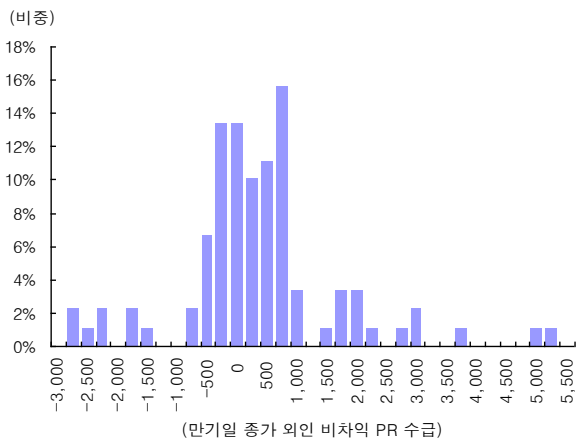
- 과거에 현물 외인은 만기일 증가에 대부분 비차익 PR 순 매수 우위. ‘11년 1월 옵션 만기 이후 90개 선물/옵션 만기일 사례를 살펴보면, 증가에 비차익 PR 순 매도 우위였던 경우는 28개에 불과, 나머지 62개는 순 매수 우위. 또한, 순 매수는 평균 +1,053억원, 순 매도는 -751억원. 최대 순 매수는 ‘17년 6월 만기일의 +5,295억원, 최대 순 매도는 ‘11년 6월 만기일의 -2,542억원

- 그렇다면 외인의 비차익 순 매수 덕분에 증가에 지수는 올랐을까? 외인 비차익 증가 순 매수와 증가 지수 등락 폭의 상관계수는 +0.099에 불과. 양자의 선형관계가 가지는 R²값도 0.0099. 즉, 외인 증가 비차익 순 매수는 증가 지수 등락과 전혀 상관이 없었던 셈. 이는 외인의 증가 비차익 순 매수가 결정 변수 보다는 지수 등락을 설명하는 여러 요인의 하나일 뿐이라는 뜻[그림 7, 8]

- 통계에 따르면 만기일 증가에 외인 비차익이 순 매수 우위일 확률은 69%. 그렇다면 만기일 증가 순 매수의 여부와 규모를 미리 알 수 있을까?

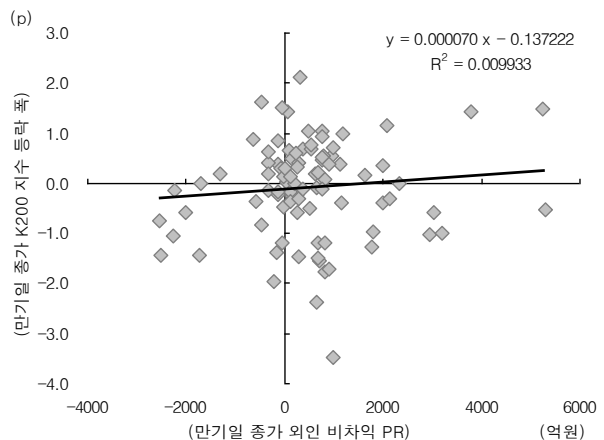
- 만기 직전의 5일간, 10일간, 20일간에 대해 일 평균 외인 비차익 순 매수를 구하고 이것과 만기 당일 증가 비차익 PR 수급의 상관 계수를 분석한 결과, 5일은 +0.319, 10일은 +0.276, 20일은 +0.130이었음. 즉, 직전 5일간의 일 평균 순 매수와 상대적으로 밀접했던 셈. 그러나, 가장 높은 계수 값이 +0.319에 불과했으며 이것의 선형 관계 설명력도 고작 10%여서 신뢰성은 없음

그림 7. 만기일 증가 외인 비차익 PR 수급 분포



주: 과거 90개 선물/옵션 만기일 증가 외인 비차익 PR 수급 대상
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 증가에 외인 비차익과 지수 등락 폭은 거의 관계 없음

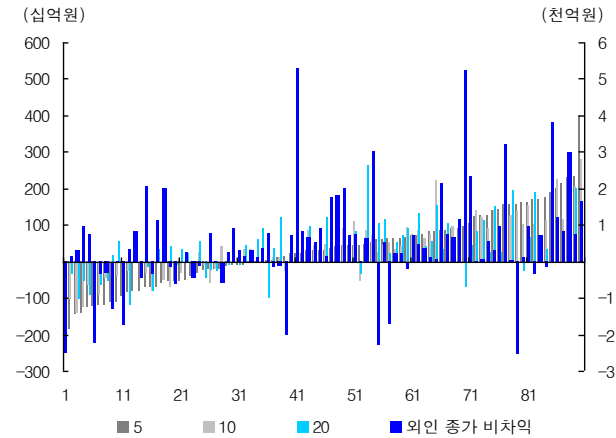


주: 지수 등락 폭은 만기일 마감 당시 호가 기준
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

- 다만, 주목할 것은 과거에 5일, 10일, 20일의 일 평균 수급이 모두 순 매도였던 경우는 18차례 였는데 직후 만기 당일 증가에 외인의 비차익 PR 순 매도가 나타났던 경우는 11차례로 61%에 달해. 그 밖의 조건에서 순 매도가 나타났던 경우는 17차례로 23.6%에 불과[그림 9, 10]

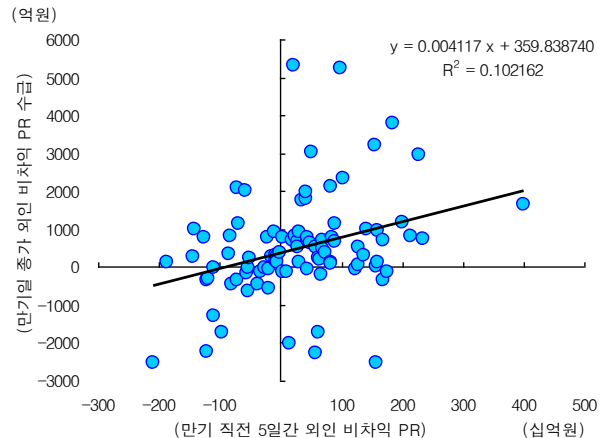
- 요컨대, 만기 직전에 안정적으로 순 매도 우위였던 경우에는 만기 당일 증가에도 순 매도가 이어지거나 설령 순 매수로 돌아서더라도 그 강도가 약해질 가능성 높다는 의미. 7/9일 기준으로 직전 5일간, 10일간, 20일간의 일 평균 비차익 수급은 각각 -547억원, -586억원, -853억원으로 모두 순 매도 우위. 통계에 따르면 금일 증가에 순 매도가 나타날 확률은 61%

그림 9. 만기 전 순 매도 지속성 높을수록 증가 순 매도 유력해져



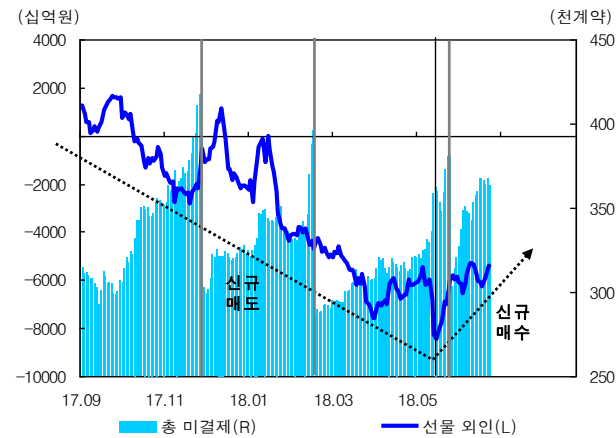
주: 5, 10, 20은 만기일 직전 5일, 10일, 20일간 일별 외인 비차익 PR 수급 평균
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 직전 5일간 비차익 순 매도는 증가 순 매도로 연결될 수도



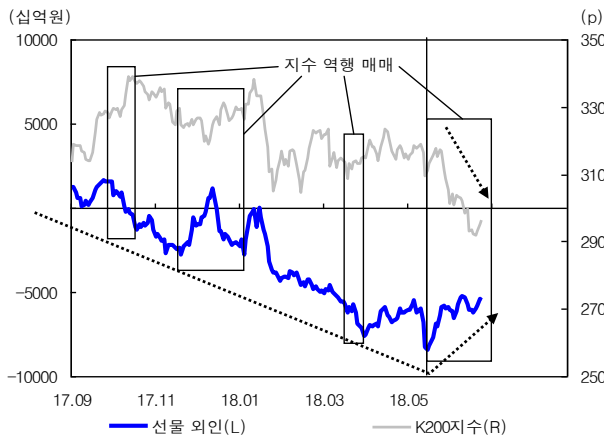
주: 만기일 증가 외인 비차익과 직전 5일간 일 평균 비차익의 선형 관계
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 선물 외인은 내부적으로 신규매수와 신규매도 대량 충돌



주: 선물 외인은 K200 선물과 미니 선물 합계
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 지수 하락 불구, 추격 매도 보다는 저가 매수(?)에 나서



주: 선물 외인은 K200 선물과 미니 선물 합계
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.