

Futures & Options Weekly

DERIVATIVES WEEKLY

파생상품시장 발전방안

금융투자업의 파생상품시장 대응전략 근본적인 변화 필요



Analyst
전 군
gyun.jun@samsung.com
02 2020 7044

- 2014년 6월 발표된 ‘파생상품시장 발전방안’ 은 2013년 11월의 ‘금융업 경쟁력 강화 방안’ 중 파생상품시장의 실천과제를 반영한 금융당국의 정책입안서임. 발전방안에서는 “파생상품시장의 위험관리기능을 확충하고 자율성을 높이는 방향으로 파생상품시장발전을 위한 구조적인 개선방안” 을 제시하였음.
- 장내파생상품시장에서는 ①개별주식 선물·옵션의 상장/폐지를 거래소 자율적으로 수행하며, ②변동성지수선물과 섹터지수선물, 미국달러 야간선물, 장기국채선물을 순차적으로 도입하고 ③적격 개인투자자 제도와 은행의 자기매매 허용 등의 시장참여자 제도변화를 모색함. ④결제안정성 확보를 위한 동적 변동성완화 제도를 도입하고 사후증거금계좌 개설요건을 강화하는 조치를 취함. 장외파생상품시장에서는 중앙청산소의 의무청산 대상거래를 확대하고 거래정보저장소를 도입할 예정임. 파생결합증권시장에서는 ETN 도입을 허용하고 ELS/DLS의 공시시스템을 구축하며, ELW의 발행조건을 표준화하고 유동성 부족한 ELW를 상장폐지할 예정임
- 개별주식선물의 기초자산 확대와 섹터지수선물 도입은 KOSPI200 지수선물에 한정된 Macro 대응방식을 섹터와 개별주식까지 Micro하게 확장할 수 있을 것임. 변동성지수선물 도입은 본격적으로 변동성위험을 관리할 수 있는 수단을 마련한다는 점에서 국내 파생상품시장의 한 단계 발전을 도모할 수 있는 계기임. 시장참여자 제도변화는 개인투자자의 파생상품시장 진입억제(적격 개인투자자 제도)와 전문투자자 주도의 거래활성화(은행의 자기매매 허용)를 추구하는 것임. 시장참여자 제도변화가 현재 시장구조에 당장 영향을 미칠 사안은 아니지만, 금융투자업자로서는 파생상품시장의 위탁영업방식의 근본적인 변화가 불가피하며 시장주도권을 두고 여타 전문투자자와 경쟁을 해야 하는 상황에 직면한 것임. 또한 자기매매회원의 문호를 개방했다는 점에서, 전문 유동성공급회원(Dedicated market Maker)제도의 도입 가능성도 배제할 수 없을 것임.
- ETN 도입은 금융투자업자로서 상품개발/능력의 증진과 중위험중수익 금융투자상품의 확충, 그리고 신용위험관리능력 보강을 동시에 추구할 수 있는 계기가 될 것임. 다만 금융당국의 과도한 상품규제(발행상품에 대한 가이드라인)는 상품개발능력의 위축을 초래할 수 있음. ELS/DLS의 비교공시 시스템 구축 역시 실효성있는 정보파악이 우선되어야 함.
- 파생상품시장 진입단계의 투자자 규제와 함께 전문투자자 중심의 장내파생상품시장 육성이라는 ‘발전방안’ 의 정책목표에 걸맞도록 전문투자자의 창의적이고 자율적인 파생상품 거래를 위해 각종 규제의 완화가 동반되어야 할 것임. 파생상품 위험평가액 산정의 탄력적 적용이나 장내 파생상품의 대량거래 전면허용 등 파생상품 거래제도의 전향적인 제도개선이 필요함.

■ 본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

■ 목차

발전방안 개요	p2
장내파생상품시장 발전방안 평가	p3
파생결합증권시장 발전방안 평가	p5
발전방안으로 밑그림을 그린다면	p6

파생상품시장 발전방안

발전방안 개요

'13년, 금융업 경쟁력 강화방안
'14년, 파생상품시장 발전방안

금융당국(금융위, 금감원, KRX, 금투협)에서 6월 17일 발표한 『파생상품시장 발전방안』(이하 발전방안)은 지난해 11월에 발표한 『금융업 경쟁력 강화방안』(이하 강화방안)에서 제시한 ‘파생상품시장 균형발전 도모’의 실무적 접근으로 이해됨. ‘강화방안’에서는 “투자자의 다양한 투자수요에 부응하고, 현물거래에 대한 적절한 위험관리 수단 제공 등을 위해 파생상품시장 활성화 방안을 마련할 것”으로 제시하였음. 금번 ‘발전방안’에서는 “파생상품시장의 위험관리기능을 확충하고 자율성을 높이는 방향으로 파생상품시장 발전을 위한 구조적인 개선방안”을 제출하였음.

발전방안에서 파악한
국내 파생상품시장의 문제점

우선 ‘발전방안’에서 금융위가 평가하고 있는 국내 파생상품시장의 문제점은 다음과 같음. 장내파생상품은 주식기초 상품에 편중되어 있으며 투기거래 양상이 여전히 높은 상태임. 장외파생상품은 거래현황 파악이 불투명하기 때문에 시스템 리스크 확산여지가 있음. 파생결합증권은 상품의 난립과 투자자 보호장치 미흡이 문제점임.

시장별로 발전목표와 규제원칙을
세분하여 제시

‘발전방안’에서는 시장별로 발전목표와 규제원칙을 제시하였음. 장내파생상품은 시장 자율성 확대와 신시장 개설 등을 통해 전문투자자 위주의 위험관리시장으로 발전을 모색함. 장외파생상품시장에서는 중앙청산소(CCP)의 확대와 거래정보저장소(TR) 도입 등을 통해 거래위험 경감과 투명성 개선을 추구함. 파생결합증권시장은 개인투자자 중심의 건전한 투자시장으로 유도하기 위해 투자상품을 다양화하고 상품간 비교가능성을 높이도록 유도함.

‘발전방안’에서 제시된 각종 제안을 시장별로 살펴보면 다음과 같음.

장내파생상품시장의 발전방안
- 자율성 제고와 신상품 상장
- 투자자 진입규제 개선
- 결제안정성 강화

장내파생상품시장에서는 ①개별주식 선물·옵션의 상장/폐지를 거래소 자율적으로 수행하여 개별주식선물의 확충과 개별주식옵션의 선별을 추구하며, ②2014년 연내에 변동성지수 선물과 섹터지수선물, 미국달러 야간선물을 상장하며, 1~2년 내에 만기 20년 국채선물을 상장할 예정임. ③개인투자자의 장내파생상품 거래자격을 강화하여 실질적인 투자능력을 갖춘 개인투자자에 한해 신규거래를 허용하며, ④국채·외환 파생상품에 대한 은행의 직접거래(거래위탁 불필요)를 단계적으로 허용함. ⑤동적 변동성완화 제도를 도입하여 순간적인 가격급변을 방지하며 ⑥고빈도거래(High frequency trading)의 사후증거금계좌 개설요건을 강화하고 시장감시기능을 확충하여 불공정거래를 차단할 예정임.

장외파생상품시장,
CCP의 대상상품 단계적 확대와 TR 도입

장외파생상품시장에서는 ①중앙청산소(Central Counterparty)의 의무청산 대상거래를 이자율스왑(IRS)에서 NDF와 CDS로 순차적인 확대를 진행하며 ②거래정보저장소(TR, Trade Repository)를 도입할 예정임.

파생결합증권시장,
ETN 도입 및 공시시스템 구축
ELW발행조건 표준화 및 상장폐지요건 명시

파생결합증권시장에서는 ①상장지수증권(ETN) 도입을 허용하며 담보형 ELS 등 다양한 구조의 상품발행을 유도하며 ②파생결합증권의 공시시스템을 구축하여 상품정보파악과 비교를 용이하게 하며, ELW의 발행조건을 표준화하고 유동성 부족한 ELW를 상장폐지할 예정임.

발전방안,
금융당국의 파생상품시장에 대한
고민을 집약한 정책자료
향후 핵심 정책방향을 제시함

‘발전방안’은 궁극적으로 전문투자자 중심의 장내파생상품시장 육성과 투명한 장외파생상품시장 추구, 그리고 투자자 보호를 강화한 파생결합증권시장 유도를 제시한 것임. ‘발전방안’은 금융위기 이후 지속된 금융당국의 파생상품시장에 대한 고민을 집약한 것으로, 향후 국내 파생상품시장의 핵심 정책방향으로 자리잡을 것임.

장내파생상품시장 발전방안 평가

개별주식선물 기초자산 확대 가능성

개별주식 선물·옵션의 상장과 폐지를 KRX에서 자율적으로 진행할 수 있다는 점에서, 현재 개별주식선물 25개와 개별주식옵션 33개의 기초자산 종류가 변동할 수 있을 것임. 현재 개별주식선물의 경우 유동성 편차가 극심하기 때문에, 유동성 부족한 기초자산 주식선물을 상장폐지하고 신규 기초자산 주식선물을 상장시킬 수 있을 것임.

개별주식선물 기초자산별 2013년 및 2014년(1월~5월) 일평균 거래량

종목	2013년	2014년	종목	2013년	2014년
SK하이닉스	109,539	90,909	대한항공	1,500	7,322
두산인프라코어	30,524	76,453	KB금융	5,679	7,087
GS건설	13,991	41,885	하나금융지주	7,249	5,815
대우증권	30,454	19,577	현대중공업	4,004	5,399
LG디스플레이	32,992	19,151	삼성물산	3,150	5,229
한국전력	27,158	18,875	SK이노베이션	3,951	4,545
기아차	25,828	18,064	삼성전자	5,883	4,308
LG전자	15,720	11,097	현대제철	2,845	4,076
우리금융	28,388	10,758	NAVER	566	3,464
KT	9,608	9,765	SK텔레콤	3,892	2,432
현대차	9,170	8,673	POSCO	1,066	1,525
신한지주	7,153	7,332	KT&G	795	673
			이마트	37	58

참고: 우리금융 등 일부 거래정지 및 재상장 종목 반영
자료: KRX, 삼성증권

상장가능성 높은 개별주식선물 종목

발전방안에서는 개별주식선물 기초자산으로 약 60개를 제시하였으며, 채택 가능한 종목은 아래와 같음. 1~2년에 걸쳐 순차적으로 상장상품을 늘려갈 것으로 예상됨. 개별주식선물의 기초자산 확충은 Long/Short 전략의 구사는 물론 개별 종목의 이벤트에 대한 즉각적인 대응능력이 확대될 수 있다는 점에서 주식 파생상품시장에 있어 긍정적인 것임.

개별주식선물 기초자산과 신규상장가능 기초자산

현행 주식선물 기초자산 (25개)	신규상장 가능 기초자산 (35개, 삼성증권 예상)
삼성전자, 현대차, SK하이닉스, NAVER, POSCO 한국전력, 기아차, 신한지주, SK텔레콤, 현대중공업 KB금융, LG전자, KT&G, 삼성물산, 하나금융 LG디스플레이, SK이노베이션, 우리금융, 현대제철 KT, 이마트, 대우증권, 두산인프라코어, 대한항공 GS건설	현대모비스, 삼성생명, LG화학, LG, 현대글로벌비스 롯데쇼핑, SKC&C, SK, 한국타이어, 기업은행 삼성SDI, 고려아연, LG생건, S-Oil, 삼성중공업 롯데케미칼, 강원랜드, 현대건설, 한화생명, 한국가스공사, 대우조선해양, 삼성카드, 현대위아 삼성전기, CJ제일제당, CJ, LG유플러스, OCI, GS, 대우인터내셔널, 엔씨소프트, 호텔신라, 삼성증권, LG이노텍 등

참고: 신규상장가능 기초자산은 기존 상장기준과 함께 KOSPI200 구성종목 중 52주 일평균 시가총액 1조원 이상 종목으로 한정. 6월 19일 증가 기준
자료: KRX, 삼성증권

개별주식옵션, 압축선별 예상 거래제도 개선하여 유동성 확충해야

한편 개별주식옵션의 경우 기존 상품의 축소 등이 불가피할 것으로 예상되지만, 이와 함께 거래제도의 개선도 시급함. 금번 ‘발전방안’ 에서 장내 파생상품의 세부 운영방안을 거래소로 위임하였기 때문에, 권리행사가격의 간격 등의 조정은 물론 6개월 이상의 장기월물 도입과 대량매매제도 허용 등 실질적인 유동성 확충방안이 필요한 상황임.

**변동성지수선물, 섹터지수선물, 미국달러 야간선물
현물시장 유동성 확충과 다양한 투자전략 개발에 긍정적일 것임**

개별주식선물의 기초자산 확대와 함께 연내에 변동성지수선물과 섹터지수선물, 그리고 미국달러 야간선물 등이 도입될 예정임. 변동성지수선물(V-KOSPI200 선물)은 미국의 VIX 선물과 마찬가지로 변동성위험 관리수단으로 각광을 받을 것으로 예상됨. 특히 현재와 같이 역사적 저점을 기록하고 있는 변동성 상황에서 향후 변동성 상승에 따른 구조화 상품과 옵션 포트폴리오, 그리고 연관 파생상품 등의 변동성위험 헤지를 변동성지수선물로 대응할 수 있음. 섹터지수선물의 상장은 그동안 KOSPI200 지수선물의 Macro 대응에서 개별 업종별 Micro 대응으로 확장할 수 있는 계기임. Sector rotation 전략은 물론 Sector간 Long/Short 전략, Sector와 개별주식의 Long/Short 전략 등 매우 다양한 투자전략을 구현할 수 있을 것임. 또한 Sector Inverse ETF도 설계할 수 있다는 점에서, 현물시장의 유동성 확충에 긍정적인 영향을 미칠 것임. 미국달러 야간선물은 KOSPI200 야간선물과 함께 Overnight risk를 최소화시킬 수 있는 수단임.

**적격 개인투자자 제도,
개인투자자의 파생상품시장 진입억제**

시장참여자 제도개선은 논란이 많은 부분임. 적격 개인투자자 제도 신설과 은행의 자기거래 허용은 기존의 장내 파생상품시장의 판도를 크게 바꿀만한 제도임.

적격 개인투자자 제도는 신규 파생상품 거래자에 한해 기본예탁금 상향(3,000만원 ~ 5,000만원)과 상품이해를 위한 교육이수(모의거래 포함), 그리고 거래가능 상품의 구분(선물상품 ~ 옵션상품)을 통해 개인투자자의 시장진입을 제어하는 조치임.

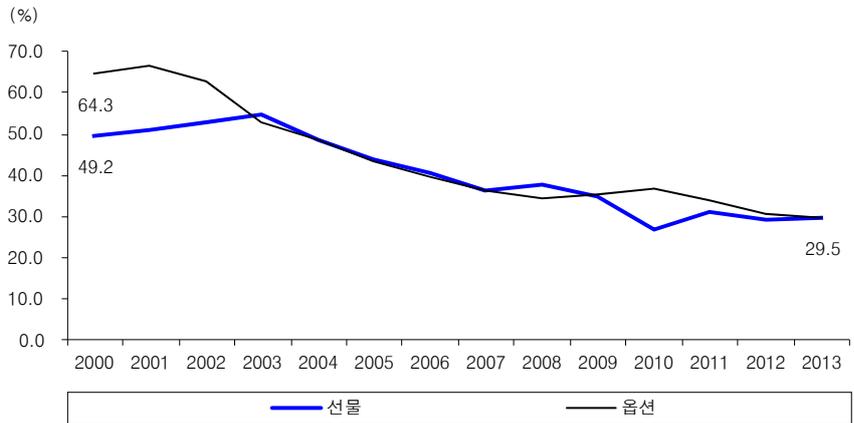
**전문투자자 중심으로
장내 파생상품을 육성하기 위해
적격 개인투자자 제도 도입**

KOSPI200 선물·옵션시장에서 개인투자자의 비중은 2000년대 60% 초반에서 2013년에는 30%를 하회하였음. 10여년에 걸쳐 거래비중이 절반으로 줄어들었음. 그럼에도 불구하고 금융당국은 개인투자자의 비중이 높은데다 소액투자자의 투기적 거래가 지속되고 있다는 인식임. 장내 파생상품시장을 전문투자자 중심으로 유도하겠다는 금융당국의 정책방향이 장기적으로 유효하다는 점에서, 적격 개인투자자 제도가 기존 투자자에 적용되지 않지만 향후 개인투자자의 파생상품시장 진입을 억제하는 조치가 될 것임.

**금융투자업자,
개인기반 영업패턴에서 벗어나
기관투자자 중심으로 변모해야**

따라서 금융투자업자 역시 개인투자자 기반의 위탁영업을 줄이고 전문투자자 대상의 파생상품 중개(B2B 거래)에 주력할 필요가 있음. 최종 상품(펀드)에 편입된 파생상품의 중개는 물론 거래기관의 일상적인 헤징거래를 위한 파생상품 중개와 신규 투자아이디어 제공을 통한 파생상품 수요창출 등을 고민할 시점임.

KOSPI200 선물/옵션 개인투자자 거래비중



참고: 연간 누적거래 비중, 거래량 기준
자료: KRX, 삼성증권

**은행의 국채/외환 파생상품
자기매매회원 활동 허용**

한편 은행의 채권 및 외환파생상품시장에서의 자기거래 허용은 거래소 설립원칙의 변화 가능성은 물론 시장 주도권의 변동도 유발할 수 있는 조치임. 거래소는 회원제로 운용되며, 결제회원은 자기매매는 물론 투자자의 현물/파생상품의 거래를 위탁처리할 수 있는 반면 자기매매회원은 중개업무가 불가능하며 자기매매분에 대해서만 직접 거래가 가능함. 따라서 은행이 채권 및 외환 파생상품시장에서 자기매매회원으로 참여할 경우, 위탁거래에 따른 수수료 등의 비용이 절감될 것임. 또한 은행의 자기매매 물량이 증가할수록 해당 시장에서 차지하는 은행의 (가격결정력은 물론 제도입안과정에 까지) 영향력이 높아질 것임.

**막강한 현선물 시장장악력을 감안하면
은행과 여타 투자자의 정보비대칭 문제
해소할 장치가 필요**

은행의 자기매매 가능상품이 미국달러선물과 20년 국채선물(향후 1~2년 이내 도입예정)에 한정될 것이라는 점에서, 금융투자업자의 위상을 흔들만한 은행권의 시장잠식은 당분간 이루어지지 않을 것으로 예상됨. 그러나 현물시장에서 강력한 영향력을 발휘하고 있는 은행권이 미국달러선물시장에 참여함으로써 정보의 비대칭 문제를 해소할 제도적 장치가 마련되지 않을 경우 가격결정권이 은행에 집중될 우려가 있음.

**시장활성화 위한 은행의 자기매매허용,
궁극적으로 전문 유동성공급업자 등의
자기매매회원 문호 개방할 수 있어**

궁극적으로 장내 파생상품시장에서 자기매매회원의 문호를 개방했다는 점에서, 전문 유동성공급회원(Dedicated market Maker)제도의 도입 가능성도 배제할 수 없을 것임. 금번 은행권의 자기매매회원 허용이 장내 파생상품의 거래 활성화 차원에서 이루어졌다는 점에서, 향후 신규 파생상품의 거래 활성화를 위해 전문 투자자(헤지펀드 또는 해외 유동성공급 전문 금융기관 등)의 자기매매회원 등록을 허용할 수 있는 여지가 만들어진 것임.

시장참여자 제약 이외에
 전문투자자의 파생상품 거래제한
 완화해야...
 델타중립 위험회피거래의 탄력적 적용 등

시장참여자 제도의 변화는 궁극적으로 파생상품시장을 전문투자자 중심으로 육성하겠다는 입장을 반영한 것임. 이와 관련하여 전문투자자의 파생상품 거래규제를 완화해야만 ‘발전방안’의 정책방향을 충족할 수 있을 것임. 예를 들어 파생상품펀드의 위험평가액 산정에서 ‘델타중립의 위험회피거래’에 대한 예외규정이 엄격하게 적용되고 있지만, 델타중립의 범위를 탄력적으로 적용할 수 있는 제도개선이 필요함. 또한 장내 파생상품에 대한 대량거래 또는 장외(내)거래의 장내(외)청산제도 등도 모든 장내파생상품시장에 확대 시행할 필요가 있음.

HFT거래자의
 사후증거금 계좌개설요건 강화

고빈도매매(HFT, High Frequency Trading) 관련 시장감시 강화조치는 최근 국제적으로 진행되고 있는 HFT에 대한 규제강화와 일맥상통하는 조치임. 예를 들어 사후증거금계좌의 개설을 기존에는 증권사 자체 심사로 가능했지만, 향후에는 파생상품 예약액 잔고가 일정금액(예, 20억원)이상이거나 해외거래소 회원등록 기관 또는 적격기관투자자 요건을 충족하는 모회사의 자회사 등인 경우에만 사후증거금 계좌를 개설할 수 있음. 알고리즘 매매에 대해 세부 거래규정은 이미 거래소에서 시행하고 있지만, ‘발전방안’에서는 사후증거금 계좌개설부터 요건을 강화한 조치임.

초대형 HFT 거래자의 독점적 지위
 인정할 가능성도 고려해야

결제불이행으로 소형 회회사의 파산까지 다다른 사건을 감안할 때 HFT의 결제안정성 확보조치는 금융시스템 차원에서 불가결한 조치로 이해됨. 비정상적인 착오주문이나 시스템 장애로 인해 감당하기 어려운 결제상황이 발생할 경우를 사전에 방지하려는 것임. 다만 결제안정성과 거래투명성을 동시에 강화하기 위해 HFT 거래자의 시장진입 자체를 막을 수 있는 과도한 규제강화는 지양할 필요가 있음. 자칫 초대형 HFT 거래자의 독점적 지위만 인정하는 결과를 초래할 수 있기 때문임.

동적 상하한가 제도 도입

한편 장중 변동성 완화장치로 동적 상하한가 제도를 도입하였음. 직전 체결가격의 일정 범위 내에서만 거래가 체결될 수 있도록 허용하여 순간적인 가격급변 상황을 방지하는 제도임. 직전 체결가격을 중심으로 일정한 가격변동범위를 제한하는 방식이며, 사례로 KOSPI200 지수선물은 직전 체결가격 대비 상하 1.0%, KOSPI200 지수옵션은 직전 체결가격 대비 상하 2.0% 변동률을 제시하였음. 가격제한폭 제도가 존재하고 Circuit Break 제도가 적용되고 있지만, 일시적인 가격급변을 방지하기 위해 추가로 동적 상하한가 제도를 도입한 것임.

파생상품시장의 차익거래 기능을 고려하여
 탄력적인 가격변동을 적용이 바람직

현물시장과 달리 파생상품시장은 매수/매도를 통해 적극적인 무위험 차익거래를 추구할 수 있는 거래가 가능하기 때문에, 비정상적인 가격급변 상황이 발생할 경우 차익거래를 통해 직전 시장균형가격으로 회귀하는 경향이 높음. 이 같은 파생상품시장의 특성을 감안한다면, 가격변동률을 최근 시장의 변동성을 고려하여 탄력적으로 적용할 필요가 있음.

파생결합증권시장 발전방안 평가

ETN 도입으로 금융투자업자는
 상품개발/운용 능력확대와
 중위험 중수익 금융투자상품 확충 추구

상장지수증권(ETN, Exchange Traded Note)의 도입은 금융투자업계의 숙원이었음. 자산 운용업계의 상장지수수익증권(ETF)이 급성장하는 과정에서 금융투자업계도 ETN을 통해 상품개발/운용 능력의 확대와 중위험 중수익 금융투자상품의 확충, 그리고 신용보강을 통한 장기채권의 활성화 등을 추구하였기 때문임.

발행상품에 대한 엄격한 가이드라인,
 상품개발능력 위축 우려

다만 ‘발전방안’에서는 발행주체의 제한과 발행상품의 통제를 명시하였음. 장기 채권인 데다 발행사의 신용위험이 반영되었기 때문에, ETN 발행사를 우량 금융투자회사로 제한하는 것은 적절한 조치임. 그러나 도입 초기에 레버리지가 배제되고 안정적인 수익실현이 예상되는 상품을 우선 상장시키겠다는 금융당국의 입장은 매우 엄격한 가이드라인임. 전 세계적으로 ETN은 ETF 자산규모 대비 10% 미만으로 ETF가 진입하지 못하는 자산이나 전략 등을 구현하는 틀(vehicle)로 활용되고 있음. 변동성 ETN이나 MLP ETN은 물론 레버리지/인버스 ETN 상품도 다수 존재함. 그럼에도 불구하고 금융당국의 ETN 가이드라인은 개발 가능한 상품군의 제약은 물론 금융투자회사의 상품개발 능력의 위축을 초래할 수 있음. 따라서 상품유형에 대한 제약보다는 ETN 운용의 적정성과 투명성을 강화하는 방향으로 ETN 관리감독을 집중할 필요가 있음.

Futures & Options Weekly

파생결합증권의 정보비교 시스템 구축

파생결합증권시장의 투자자보호 강화차원에서 ELS·DLS의 기초자산, 손익구조, 기대수익률 등에 대해 간편한 비교 공시체계 구축을 추진할 예정임. 중복되는 기초자산과 유사한 수익구조가 많은 ELS의 경우 관련 정보의 비교공시가 가능하다면, 상품간 경쟁을 촉진하고 투자자 효용을 높일 것으로 기대됨.

2013년 연말기준 미상환 ELS 21.2만개
세부정보를 담지 못하면
정보비교 유효성이 떨어질 수 있음

다만 2013년에 발행된 ELS가 공모 6,830개, 사모 9,521개로 모두 16,351개에 달함. 더구나 미상환 ELS는 2013년 연말 기준으로 모두 21.2만개나 남아있음. 따라서 비교공시체계의 시스템 구축이 비교적 세분화된 정보를 반영하지 못할 경우 유효한 성과를 거두기 힘들 가능성이 있음.

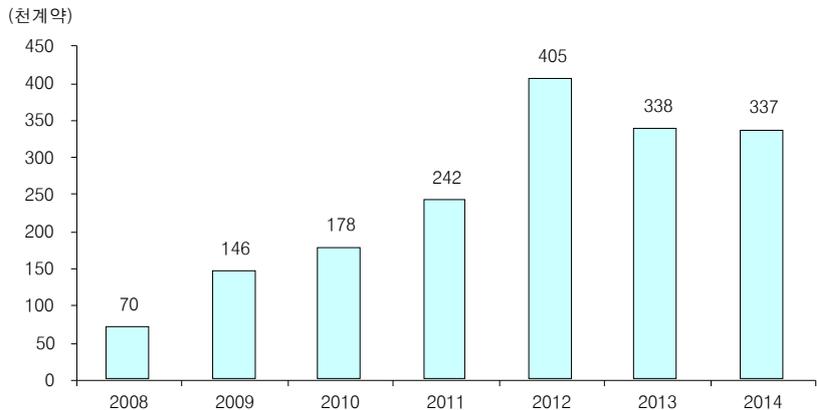
발전방안으로 밑그림을 그린다면

개별주식선물의 기초자산 확대와
섹터지수선물 도입은
지수선물옵션시장의 거래위축을
상쇄할 수 있는 계기로 작용할 것

주식기초 장내파생상품시장이 KOSPI200 지수선물과 지수옵션의 독주 속에서 개별주식선물의 도약이 진행되고 있지만, 각종 규제와 변동성 하락으로 시장위축이 장기화되고 있음. ‘발전방안’의 개별주식선물 기초자산 확대와 섹터지수선물 도입은 신규 상품의 공급을 통해 위축된 시장을 활성화시킬 수 있는 계기로 작용할 것임. 개별주식선물시장이 시장개설 초기 3년 동안 CAGR 300%가 넘는 성장세를 기록하였다는 점에서, 섹터지수선물의 상장과 개별주식선물의 기초자산 확대가 KOSPI200 지수선물/옵션시장의 거래량 위축을 상쇄할 수 있는 대안으로 작용할 것임.

또한 섹터지수선물을 편입한 Sector Inverse ETF 개발과 개별주식선물을 활용한 Long/Short 전략의 활성화 등은 파생상품시장뿐만 아니라 현물시장의 유동성 확충에도 긍정적인 역할을 할 것임.

개별주식선물 연도별 일평균 거래량



참고: 2014년은 5월 현재
자료: KRX

VKOSPI선물,
시기적으로 적절한 상장타이밍

또한 V-KOSPI200 지수선물을 통해 변동성 위험헤징과 변동성 방향성투자, 그리고 변동성 구조화상품 설계가 가능할 것임. 특히 변동성이 역사적 저점까지 하락한 상황에서 변동성지수선물의 매수거래는 향후 변동성 상승에 따른 포트폴리오 위험을 방어할 수 있어, 시기적으로 매우 적절한 상품도입으로 평가할 수 있음.

시장참여자 제도개선은
금융투자자 입장에서 위탁영업방식의
변화와 시장 주도권 경쟁을 준비해야 하는
장기과제

은행의 자기거래 허용과 적극 개인투자자 제도도입은 현재의 시장구조에 즉각 영향을 줄 사안은 아님. 장기적으로 금융투자업계의 위탁영업방식의 변화와 시장 주도권 경쟁을 준비하는 장기과제라는 점을 인식할 필요가 있음.

Market Data (6월 20일 현재)

KOSPI200 선물 거래동향

(계약수)	증권	개인	투신	연기금	외국인
매도	25,786	31,799	1,893	106	73,672
매수	34,489	35,255	2,837	157	61,524
당일 순매수	8,703	3,456	944	51	(12,148)
누적 포지션*	11,038	6,945	8,219	(198)	(23,066)

참고: * 누적 포지션은 6월 13일부터 당일 순매매의 누적임

자료: KRX, 삼성증권

9월물 선물 기술적 지표 (pt, %)

피봇 2차 저항	261.73	지수 3일 MA	257.83
피봇 1차 저항	259.12	지수 5일 MA	258.94
피봇 포인트	257.68	지수 10일 MA	260.63
피봇 1차 지지	255.07	지수 20일 MA	261.93
피봇 2차 지지	253.63	볼린저밴드 상단	264.71
D.Mark High	258.40	볼린저밴드 하단	256.54
D.Mark Low	254.35	%b 지표	-0.01

참고: 지수 이동평균선은 전일 종가를 금일 개장 가격으로 의제하여 산출

볼린저 밴드는 지수 10일 이동평균선을 기준으로 함

자료: KRX, 삼성증권

Volatility Data (%)

(대표) Imp. Vol 현재	10.86	His. Vol 현재	9.93
Imp. Vol 5일 전	11.36	His. Vol 5일전	10.71
Imp. Vol 20일 전	10.56	His. Vol 20일전	9.65
Imp. Vol Max (20일 중)	13.26	His. Vol Max(20일중)	10.71
Imp. Vol Min (20일 중)	9.79	His. Vol Min(20일중)	9.04

자료: KRX, 삼성증권

옵션 투자자별 매매동향

		증권	개인	외국인	투신
Call	누적 (계약)	(63,115)	49,014	19,565	(1,467)
	누적 (백만원)	4,986	(12,087)	12,478	(287)
Put	누적 (계약)	6,795	(24,982)	21,972	(70)
	누적 (백만원)	3,458	(12,149)	10,220	(307)

참고: 누적 포지션은 6월 13일 이후부터 집계함

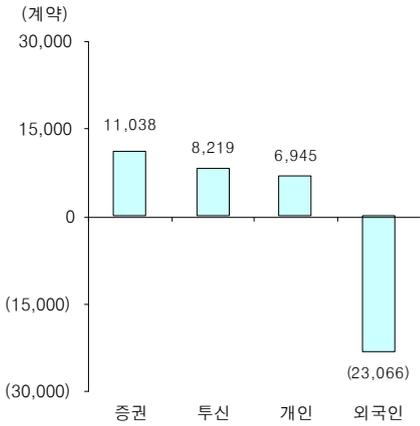
자료: KRX, 삼성증권

Market Data (6월 20일 현재)

• 외국인투자자, 선물매도 압력 증가

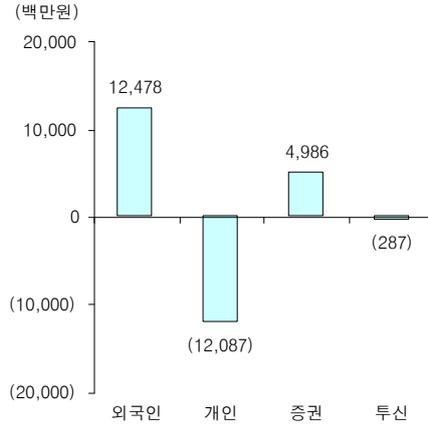
- 6월물 만기 이후 매도압력 지속하는 외국인투자자
- 주요 기업의 실적우려와 지정학적 위험 고려한 Short 포지션 구축
- 연중 세번째 많은 매도포지션 구축한 상태
- 외국인투자자, 옵션 Long position 구축
: 낮은 변동성 상황에서 옵션매입을 통한 Gamma 수익 확보차원
- 당분간 매크로 이벤트보다는 지정학적 위험 등 해외 돌발변수로 영향을 받을 것임

선물 투자자별 매매동향



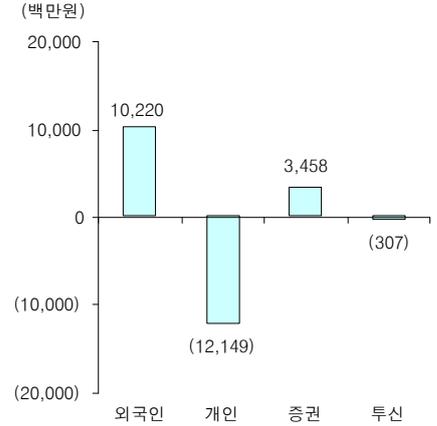
참고: 6월 13일 이후 순매매 누적
자료: KRX, 삼성증권

콜옵션 투자자별 매매동향 (매매대금기준)



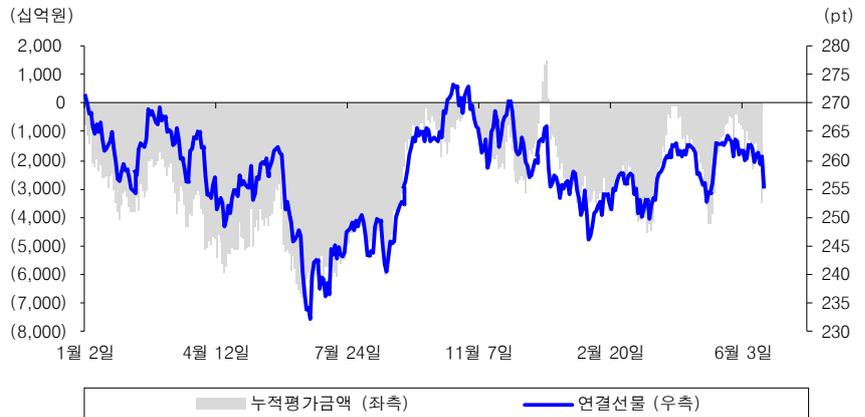
참고: 6월 13일 이후 순매매 누적
자료: KRX, 삼성증권

풋옵션 투자자별 매매동향 (매매대금기준)



참고: 6월 13일 이후 순매매 누적
자료: KRX, 삼성증권

외국인투자자 누적 선물규모



참고: 최근월물 기준 (정규+야간), 만기일 rollover 포함
자료: KRX, 삼성증권

시장 자금현황

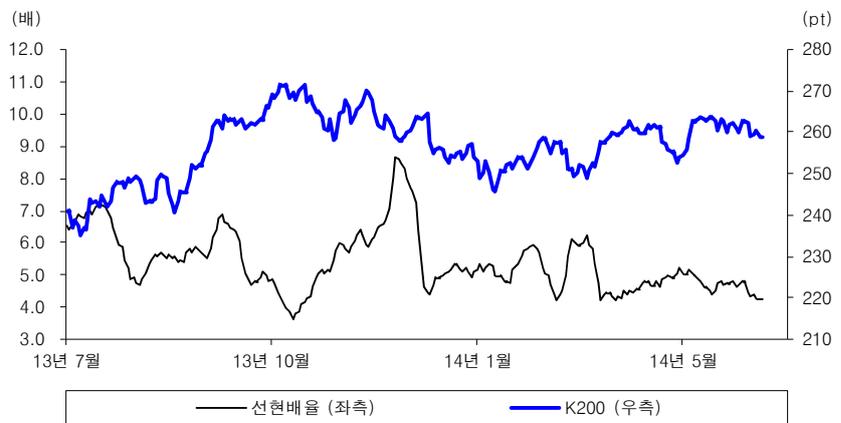
• 선현배율, 정체상태 지속

- 주식시장의 박스권 등락이 장기화되면서 선현배율도 바닥권 정체 지속함
- 6월 이후 가격조정 진행되면서 선현배율 상승반전 가능성 높아져
- KOSPI200 기준 250pt 증반을 이탈할 경우 추가 가격조정 발생할 수 있어
- 선현배율이 주식시장 하락세에도 불구하고 바닥권을 유지할 경우
현물시장의 반등탄력은 그만큼 미약한 상태로 전개됨.

• 파생상품예수금 감소세

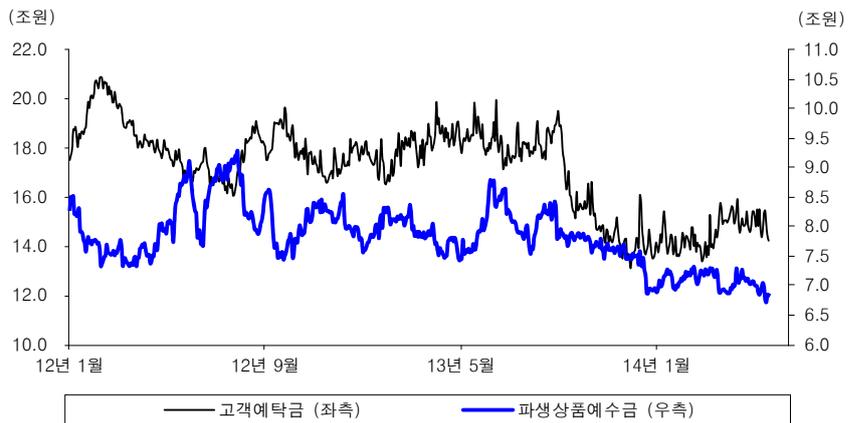
- 파생상품예수금과 고객예탁금 모두 2014년 전후 1조원 가량 감소
- 파생상품예수금, 2012년 이후 최저치까지 하락
- 일부 외국인투자자의 시장이탈 등도 파생상품예수금 감소의 배경으로 이해됨

주가와 KOSPI200 선물의 선현배율 추이



참고: 선현배율은 10일 이동평균
자료: KRX, 삼성증권

파생상품거래예수금과 고객예탁금 추이



자료: KRX, 삼성증권

현물시장 관련 Data

- 한국 증시가 상관계수가 zero에 가깝게 형성되면서 미/일/중 주식시장과 무관한 흐름을 보임. 미국과 일본의 증시는 상대적으로 상관성이 높은 반면, 중국과 미/일 증시의 상관성은 오히려 negative 양상을 보임. 2분기에 전세계 주식시장은 동행성보다는 개별적인 주가흐름을 보이고 있음. 하반기 이후 미 연준의 Tapering 이슈 등으로 전세계 주식시장의 동행성은 재차 높아질 것임.
- N일후 예상 지수대는 직전 주가 추세와 변동성을 동시에 고려하여, 해당 상황이 지속될 것을 가정하여 변동 가능한 주가패턴의 상단과 하단을 추정하는 것임. 현재 N일후 예상 지수대는 하락형 패턴을 연출하고 있으며, 상단밴드는 기술적인 반등시 예상되는 저항대로 작용할 것임. 현재 KOSPI200은 250pt 중반 지지여부 관건임.
- 6월 중 외국인투자자가 프로그램매매에서는 9,000억원이 넘는 순매수를 기록하였지만, KOSPI 시장 전체적으로는 1,500억원 순매수에 그침. 바스켓 매수에 버금가는 개별종목 매도압력이 6월에 급격히 증가한 것임. 증권과 투신의 KOSPI시장 순매도가 1조원에 육박하는 등 국내기관과 외국인의 현물매도가 6월 주식시장의 약세를 주도하였음.

지수별 기술적 지지/저항대

(pt)	KOSPI	KOSPI 200
종가	1,968.07	255.31
피봇 2차 저항선	2,000.25	260.02
피봇 1차 저항선	1,984.16	257.66
피봇 포인트	1,974.64	256.35
피봇 1차 지지선	1,958.55	253.99
피봇 2차 지지선	1,949.03	252.68
20일중 MAX	2,022.59	264.50
20일중 MIN	1,965.12	255.03

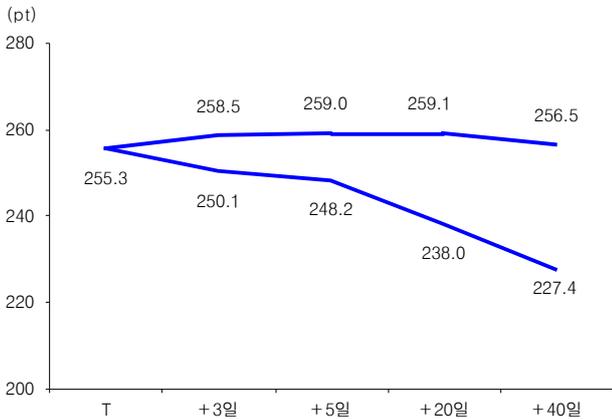
참고: 일별 데이터, 6월 20일 현재
 자료: 삼성증권

시장별 상관관계

	KOSPI	KOSDAQ	DJIA	NASDAQ	NIKKEI	상해A
KOSPI						
KOSDAQ	-0.02					
DJIA	0.22	-0.58				
NASDAQ	0.20	-0.73	0.81			
NIKKEI	0.15	-0.65	0.65	0.85		
상해A	0.08	0.20	-0.45	-0.19	-0.13	

참고: 60일 기간
 자료: 증권전산 CHECK

N일 후 예상지수대



참고: 지수의 변동성과 신뢰수준을 고려한 상단/하단 지수대
 자료: 삼성증권

투자자별 주식매매현황 (유가증권 시장)

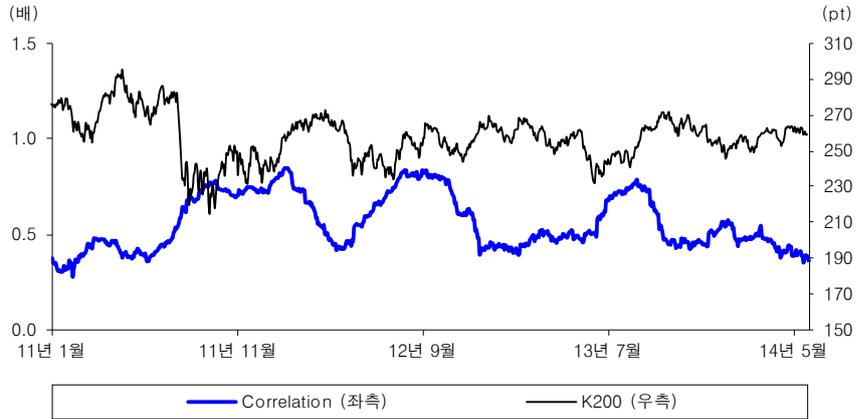
(십억원)	2013년	2014년
외국인	+3,411	+1,389
개인	-5,639	+1,313
금융투자	+1,589	-3,509
투신	-5,397	-1,095
보험	+1,729	+719
연기금	+10,194	+2,953
은행	-2,544	-1,018

참고: 6월 20일 현재
 자료: KRX

KOSPI200과 KOSPI200 Sub Sector Cross-Correlation

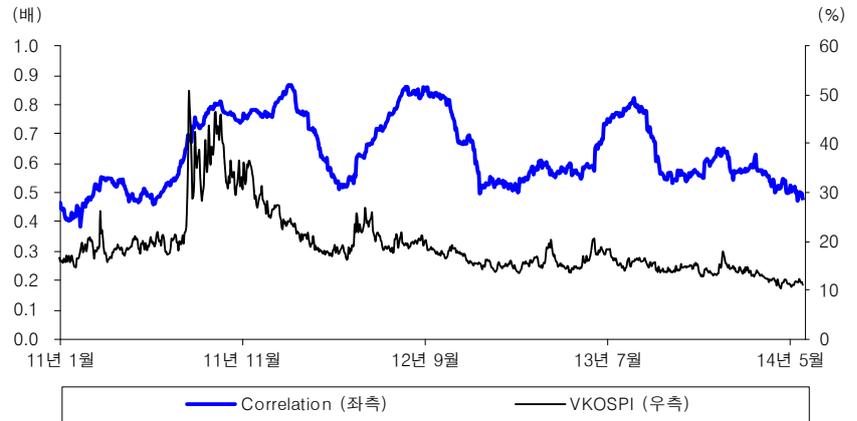
- KOSPI200 하부섹터 Cross-Correlation, 바닥권 정체
 - (지수설명) KOSPI200 하부섹터지수의 시장대비 상관관계를 종합적으로 표현
 - 관련 자료는 "SFON Weekly: 주식 Correlation Trading (2012.1.13)" 참조
 - (지수설명) 변동성과 Cross-Correlation은 동행하는 경향 높은 편임
 - Sub-Index간 Correlation은 2011년 이후 최저 수준으로 하락하였음.
 - 주식시장의 박스권 등락과 특정 그룹주 등락으로 지수와 업종간의 동행성이 크게 낮아짐
 - 업종별 동조화가 가장 낮게 형성되고 있어, Long/Short 거래환경은 최적의 상태임
 - 다만 시총 대형주의 급등락이 반복되고 있어, 매매주기가 단축되어야만 시장대응이 가능함
- Cross-Correlation과 변동성지수
 - 변동성 하락과 상관계수 저공비행으로 투자자의 안도(무방비)상태 지속
 - 하반기 전 세계 금융시장의 변화가 급격히 진행될 경우 위험지표의 상승폭 확대될 수 있음
 - 상관계수의 바닥권에도 불구하고 Long/Short 기대 수익률 높지 않은 편
 - Long/Short 포지션에 대한 레버리지 확대는 주의해야 할 것임
 - 2분기 말부터 Long/Short 거래에 대한 위험관리가 필요한 시점임.

KOSPI200과 KOSPI200 Sub Sector Correlation



참고: 각 지수의 수익률 변동성은 60일 rolling 표준편차
자료: KRX, 삼성증권

KOSPI200 Sub Sector Correlation과 VKOSPI



참고: 각 지수의 수익률 변동성은 60일 rolling 표준편차
자료: KRX, 삼성증권

차익거래 관련 Data

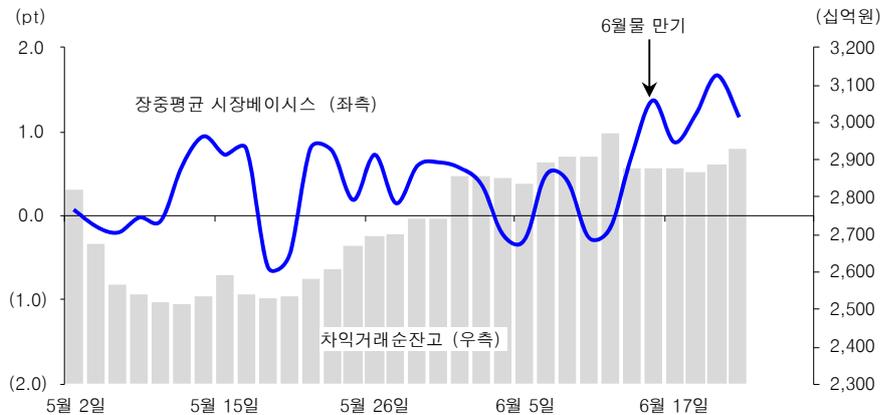
• **차익잔고 변동없음**

- 6월물 만기 당시 형성된 6-9 스프레드가격이 9월물 시장베이스스에 반영
- 6월물 만기 거치면서 차익잔고 변동은 나타나지 않음
- 당분간 시장베이스스는 +1.5pt 중심으로 등락 예상
: 시장베이스스 +1.7pt 이상에서 소폭 차익매수 유입
- 현물시장 정체국면 장기화될 경우, 현재의 차익잔고 역시 상당기간 유지될 것임

• **비차익거래, 정체**

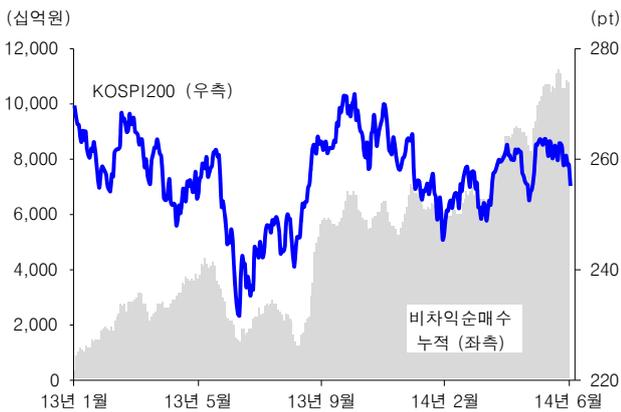
- 비차익 유입강도가 약화되거나 오히려 매도 출회 양상
- 외국인, 6월 0.8조원 비차익 순매수 기록중(5월, 2.1조원 순매수)
- 국내 기관, 금융투자 중심으로 비차익 순매도 지속
- 개별 종목에 대한 매도공세가 비차익 매수를 압도하는 상황 전개

차익 순잔고와 장중평균 시장베이스스 추이



참고: 시장베이스스는 최근월물 기준
자료: KRX, 삼성증권

비차익거래 누적현황



참고: 2013년 1월 이후 비차익거래 순매수 누적
자료: KRX, 삼성증권

투자자별 차익/비차익 순매수 동향 (십억원)

	증권	보험	투신	연기금	국가	외국인
차익						
1월	(148)	(173)	(65)	12	(1)	(360)
2월	(51)	(103)	91	16	(1)	(249)
3월	6	(33)	9	19	0	(594)
4월	69	59	50	35	(1)	23
5월	(80)	77	3	(1)	0	(6)
6월	(1)	45	(1)	2	2	125
비차익						
1월	(543)	(94)	179	9	(16)	(307)
2월	(261)	140	(93)	268	32	480
3월	(37)	60	(135)	105	1	811
4월	(215)	(42)	(713)	92	27	2,296
5월	(109)	235	(633)	(14)	(47)	2,124
6월	(165)	32	23	72	17	792

참고: 투신은 사모 포함, 6월 20일 현재
자료: KRX, 삼성증권

시장 변동성 관련 Data

• VKOSPI, 미약한 반등

- 6월 현재 5월말 대비 KOSPI200 -1.2% 하락 & VKOSPI +5.7% 반등
- 상하단 박스권 OTM 종목의 약세흐름 지속으로 VKOSPI 반등폭 제약
- 7월물 Put OTM의 내재변동성, 10% 초반에 불과한 상태
- KOSPI200 기준으로 250pt 증반을 이탈해야 의미있는 변동성 상승이 나타날 것
- 하단 표는 VKOSPI를 기준으로 KOSPI200의 향후 5일~30일 예상 주가 변동폭을 추정함

VKOSPI 반영 KOSPI200 예상 등락구간

Up 5일	Up 10일	Up 15일	Up 20일	Up 25일	Up 30일
256.93	257.60	258.11	258.54	258.93	259.27
Down 5일	Down 10일	Down 15일	Down 20일	Down 25일	Down 30일
253.69	253.02	252.51	252.08	251.69	251.35

참고: 6월 20일 종가 기준

자료: KRX, 삼성증권

• SKEW 급등

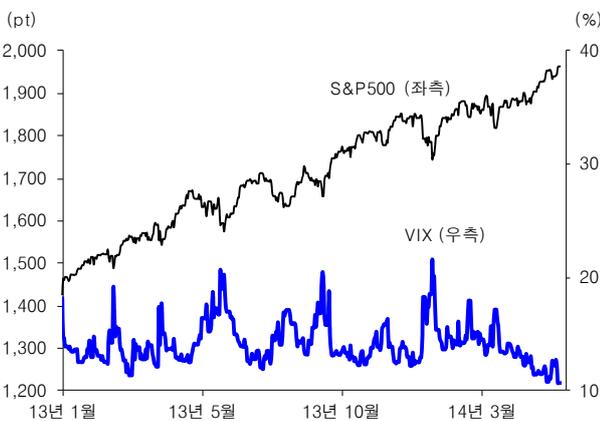
- S&P 500의 사상 최고치 경신에도 불구하고 SKEW지수도 급등하였음
- SKEW가 130%를 상회하는 것은 하락반전을 대비하는 투자심리가 강화되었음을 의미함
- 기술적 반락에 대한 대비로 해석됨
- VIX가 10%선을 위협하는 상황이지만 현물시장의 Valuation 부담감도 높아짐

VKOSPI



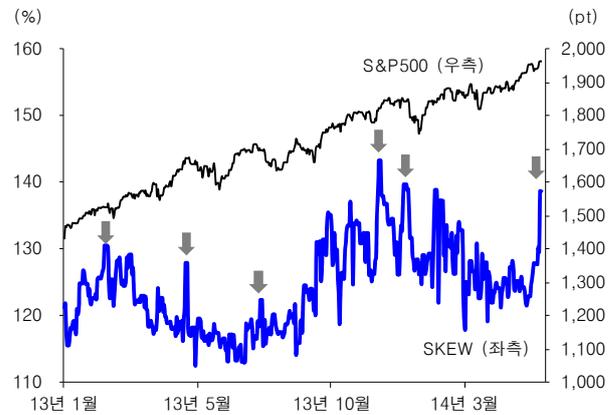
자료: KRX, 삼성증권

미국 S&P500 변동성 지수 VIX



자료: CBOE

미국 CBOE SKEW (Tail risk measure)



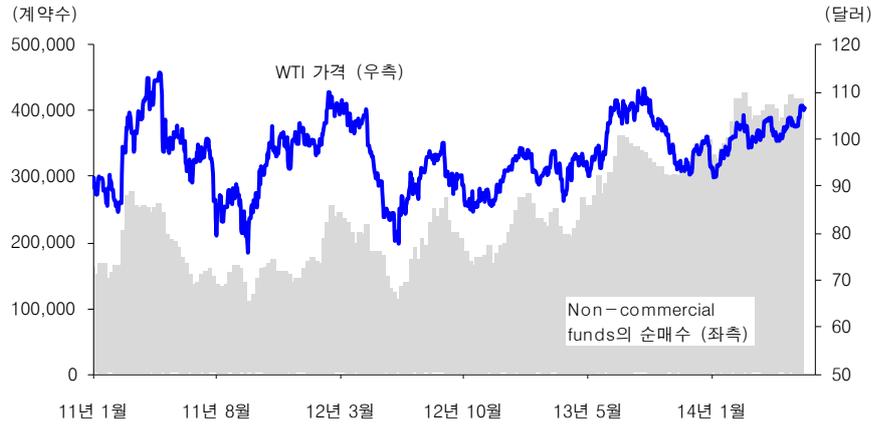
자료: CBOE

해외 Commodity Futures 투자자별 거래동향 (6월 19일 현재)

- 미 CFTC (Commodity Futures Trading Committee)에서 발표하는 Commodity Futures의 투자자별 거래동향 추이
- Non-commercial vs Commercial Investors의 순 포지션 비교
- Non-commercial Investor를 헤지펀드 등 투기적 거래 목적의 투자자로 분류

지정학적 위험이 고조되는데다 달러화 약세로 인해 국제유가가 강세를 지속함. 투기적 선물 순매수 포지션 역시 증가세를 기록하면서 연중 최고치에 근접함.

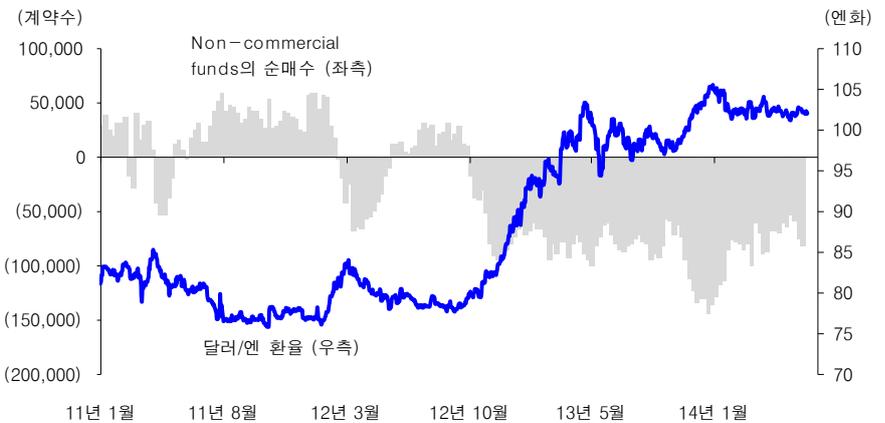
WTI.Oil 선물 투자자별 거래동향 (시장: New York Mercantile Exchange)



참고: 계약 단위는 1,000배럴
자료: CFTC, 삼성증권

엔화의 100~102엔 정체가 장기화되면서 1분기에 유입되었던 투기적 선물매도 포지션이 증가세로 반전함.

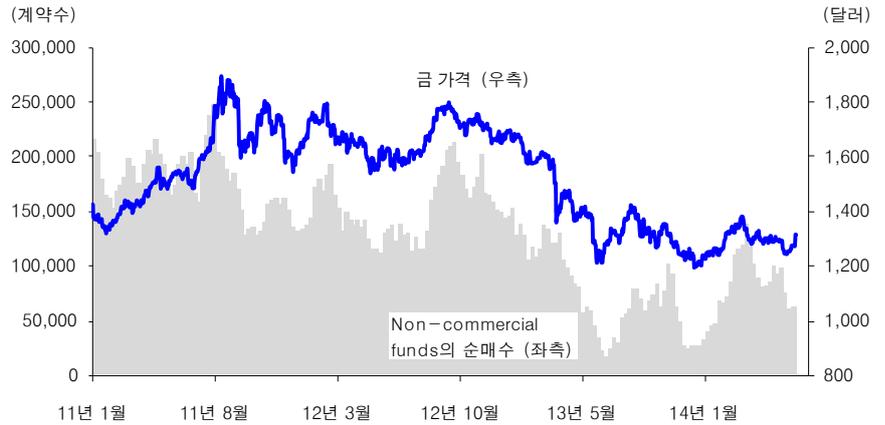
일본 엔화선물 투자자별 거래동향 (시장: Chicago Mercantile Exchange)



참고: 계약 단위는 12,500,000엔
자료: CFTC, 삼성증권

지정학적 위험의 고조와 달러화 약세, 그리고 기술적 반등이 겹치면서 국제금값은 온스당 1300달러를 회복함. 단기간에 급감한 투기적 선물매수포지션의 회복이 기대됨

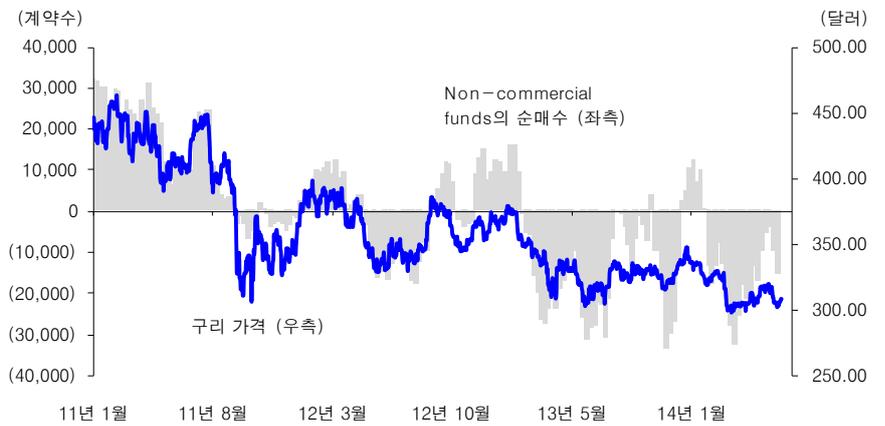
금선물 투자자별 거래동향 (시장: Commodity Exchange Inc.)



참고: 계약 단위는 100 troy 온스
자료: CFTC, 삼성증권

구리 수급에 있어 중국의 비정상적인 금융조달 관련 이슈가 매도압력으로 작용하면서 구리가격의 장기하락세가 지속됨.

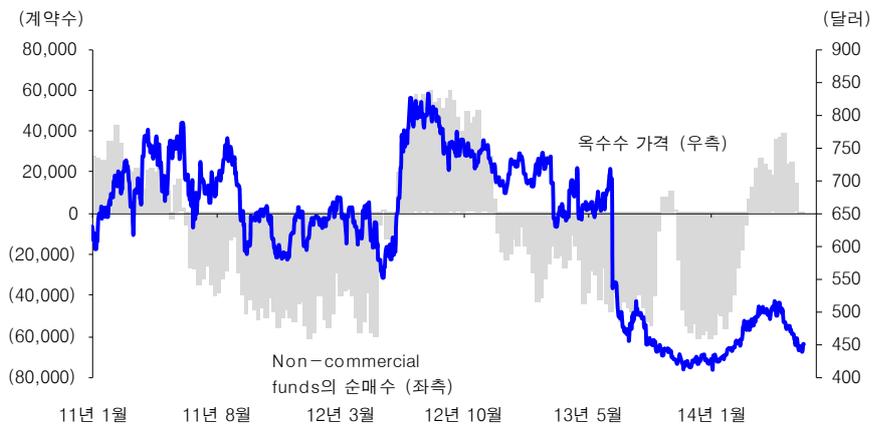
구리선물 투자자별 거래동향 (시장: Commodity Exchange Inc.)



참고: 계약 단위는 5,000파운드
자료: CFTC, 삼성증권

엘리노 효과가 단기간에 그치고 공급량 증가로 인한 매도압력이 가시화되면서 옥수수 가격이 약세반전하였음. 투기적 선물매수포지션 역시 급감함.

옥수수 선물 투자자별 거래동향 (시장: New York Board of Trade)



참고: 계약 단위는 5,000부셸
자료: CFTC, 삼성증권



create with you

삼성증권



- 서울특별시 중구 태평로2가 250번지 삼성본관빌딩 12층 리서치센터 / Tel: 02 2020 8000
- 삼성증권 지점 대표번호 1588 2323 / 1544 1544 ■ 고객 불편사항 접수 080 911 0900