

[파생상품]

심상범  
02-768-4125  
sangbum.sim@dwsec.com

# 선물옵션 분석

## 이슈 분석: 섹터 선물 추가 상장(2)-성공 가능성/요건들



### SUMMARY

- Check 1. 이슈 분석: K200섹터 선물 추가 상장(2)-성공 가능성과 요건들
- Check 2. 변동성 점검: I.V는 경험적 바닥에 근접. 점차 반등 시도 빈번할 듯
- Check 3. 옵션 투자자별 동향: 외인, '4' 델타 감소 반전. 지수 상승 전망 후퇴
- Check 4. 선물옵션 통계

### 요약

내재변동성은 바닥에 근접했기 때문에 점차 반등 시도가 빈번할 전망이다. 특히, 과거 경험상 '대형 변동성' 직후에는 시차를 두고 '소형 변동성'이 뒤따른 적이 많았다(Volatility clustering). 단, 역사적 변동성은 단기 변동성의 하락, 그림자 효과의 소멸을 감안할 때 다소간 추가 하락도 가능하다.

옵션 외인은 전일 '풋 백 SP+ 콜 백 SP'를 추가했다. 누적 포지션의 델타와 베가는 모두 '+'였으며, 유효 만기 BEP는 지수 252.5p 이상이므로 아직까지는 지수 추가 상승 및 변동성 확대에 무게를 둔 상태다. 다만, 마음에 걸리는 점은 델타가 감소 반전한 점이다. 과거 경험상 이들의 델타는 지수 예측력이 꽤 높은 편이었다.

지난 3월 28일부터 'K200섹터 선물'이 추가 상장되었으며, 몇 가지 제도가 변경되었다. ① 추가 상장된 섹터 선물의 소개와 제도 변화의 의의, ② 국내 증시에서 섹터 선물의 성공 가능성, ③ 만일 성공한다면 여타 시장에 미치는 영향 및 ④ 섹터 선물의 활용 전략 등에 대해 4편에 걸쳐 연재하고자 한다. 본 자료는 2편이다.

'14년 11월 옵션 만기 이후부터 추가 상장 직전까지 334일간 총 거래량은 186계약, 일 평균 미결제는 24계약에 불과했으나, 3개 섹터 추가 상장 이후에는 17일간 4,357계약이 거래되었으며, 일 평균 미결제도 90계약으로 늘었다. 특히, 신규 상장된 3개 섹터의 거래량 비중은 59.6%, 기존 섹터 비중 역시 40.4%를 차지했다.

거래량 급증 배경은 상장 초기 효과 보다는 LP 제도 강화 탓이었다. 첫째는 경쟁이 치열한 주식 선물 LP에다 섹터 선물 LP를 엮였으며, 둘째는 LP의 헤지용 현물 매도에 한시적으로 거래세가 면제되었다. 향후에도 섹터 선물의 성장을 위해서는 왕성한 LP 활동이 필요하다. 단, 이것은 필요 조건일뿐, 충분 조건은 아니다.

섹터 선물이 상장된 국가는 6개에 불과하며, 가장 활발한 EUREX의 경우, 지수 선물 대비 섹터 선물 거래 비중은 6.5%에 불과했다. CME의 경우에는 0.17%에 그쳤다. 이는 기본적으로 섹터 수요가 지수 수요에 비해 적다는 증거다. '섹터'는 '지수'와 '개별 종목'의 가교 역할을 하지만, 그만큼 성격도 애매하기 때문이다.

국내 증시 특성상 섹터는 지수 보다는 종목에 가깝다. 일부 섹터를 제외하면 섹터 보다는 대표주를 선택하는 것이 낫다. 단, 종목과 섹터가 닮은 점은 향후 롱-숏 매매에서 새로운 지평을 열 것이다. 섹터를 근간으로 하는 새로운 주식 포트폴리오 접근법이 정착되어야 하며 ETF가 더불어 활성화 되어야 할 것이다.

### Check 1. 이슈 분석: K200섹터 선물 추가 상장(2)-성공 가능성과 요건들

지난 3월 28일부터 'K200섹터 선물'이 추가 상장되었으며, 몇 가지 제도가 변경되었다. ① 추가 상장된 섹터 선물의 소개와 제도 변화의 의의, ② 국내 증시에서 섹터 선물의 성공 가능성, ③ 만일 성공한다면 여타 시장에 미치는 영향 및 ④ 섹터 선물의 활용 전략 등에 대해 4편에 걸쳐 연재하고자 한다. 본 자료는 2편이다.

#### 섹터 선물 시장의 현황 평가: 최초 상장 직후에는 미미했으나 추가 상장 직후에는 거래량 급증

초기 상장 이후 334일간 총 거래량은 186계약에 불과. 일 평균 미결제도 24계약 그쳐

2014년 11월 옵션 만기 이후부터 이번 추가 상장 직전까지 섹터 선물시장(4개 섹터 합계)의 거래량은 극히 미미했다. 334일간 총 누적 거래량이 186계약에 불과했으며, 실제로 1계약이라도 거래가 있었던 날은 37일에 그쳤다. 일 평균 거래량은 5계약, 최대 거래량은 15계약이었으며, 일 평균 미결제도 24계약에 불과했다.

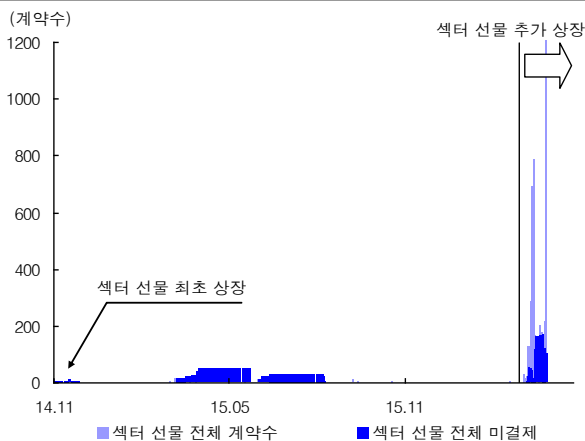
표 1. 섹터 선물의 거래 현황

(단위: 계약수, 백만원, 일수)

섹터		헬스케어	정보기술	에너지	건설	중공업	금융	경기소비	전체
추가 상장 직전 (351) (*14.11.17~*16.3.24)	총 거래량		0	97			88	1	186
	총 거래대금		0	4,911			3,150	88	8,149
	실 거래일수	미상장	0	22	미상장	미상장	22	1	37
	평균 거래량		0	4			4	1	5
	평균 거래대금		0	223			143	88	220
	평균 미결제		0	15			13	0	24
추가 상장 직후 (17) (*16.3.25~*4.19)	총 거래량	1,902	1,168	594	642	51	0	0	4,357
	총 거래대금	46,697	15,426	7,869	1,857	142	0	0	71,991
	실 거래일수	13	11	10	13	7	0	0	15
	평균 거래량	146	106	59	49	7	0	0	290
	평균 거래대금	3,592	1,402	787	143	20	0	0	4,799
	평균 미결제	22	35	7	47	11	0	0	90

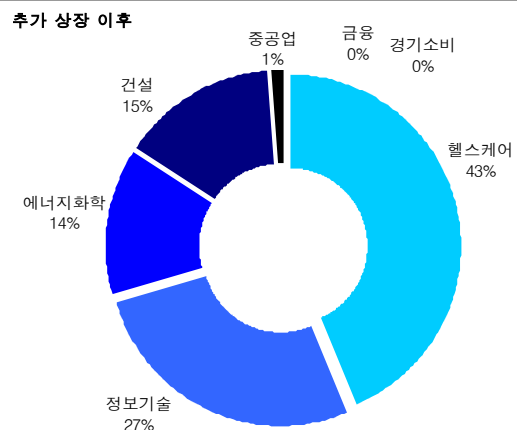
- 주: 1) 추가 상장 직전의 총 거래일수는 351일, 직후는 17일
  - 2) 실 거래일수는 총 거래일 중에서 거래가 있었던 일수
  - 3) 평균 거래량, 거래대금, 미결제는 실제로 거래가 있었던 날을 기준으로 산출
- 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 섹터 선물 총 거래량과 미결제 추이



주: 7개 섹터 선물의 계약수, 미결제 합계  
자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 추가 상장 이후 섹터 별 거래량 비중



주: \*16.3.25 이후 총 누적 거래량 비중  
자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

게다가 거래량의 대부분은 ‘에너지화학’과 ‘금융’이 양분했으며, ‘경기소비재’는 미미했고 ‘정보기술’은 전혀 거래가 없었다. 양적으로나 질적으로 ‘실패한 시장의 전형(典型)’이었던 셈이다.

추가 상장 이후 총 거래량은 17일간 4,357계약, 일 평균 미결제도 90계약으로 증가

그러나, 이번에 3개 섹터가 추가 상장되면서 분위기가 조금 바뀌었다. 경과 기간은 17일에 불과했으나 15일간 거래가 있었으며 총 누적 거래량은 4,357계약에 달했다. 일 평균 290계약이 체결된 셈이다. 일 평균 미결제도 90계약으로 늘었다. 거래량에 비해 미결제 증가가 적었던 것은 대부분 ‘회전성 매매’였다는 뜻이다.

총 누적 거래량에서 신규 상장된 3개 섹터의 거래량 비중이 59.6%였으며, 기존에 상장된 정보기술과 에너지화학이 40.4%를 차지했다. 신규 상장 섹터들뿐만 아니라 기존 섹터들 역시 거래량이 급증한 셈이다. 반면, 금융과 경기소비재는 여전히 거래가 전혀 없었다.

추가 상장 섹터뿐만 아니라 기존 섹터 역시 거래 증가. 즉, 상장 효과 보다는 LP 제도 강화 탓

이처럼 단기간 거래량이 급증한 것은 섹터 추가 상장의 ‘초기 효과’도 있지만, 근본적으로는 ‘LP 제도 강화’ 때문이다. 경험적으로 파생상품 시장에서 신규 상품이 상장되면 초기에는 조금이라도 거래가 된다. 투기 세력이 호기심(?)으로 방문하는 데다, LP도 의욕이 있기 때문이다. 그러나, 이것은 오래가지 않는 편이다[그림 3].

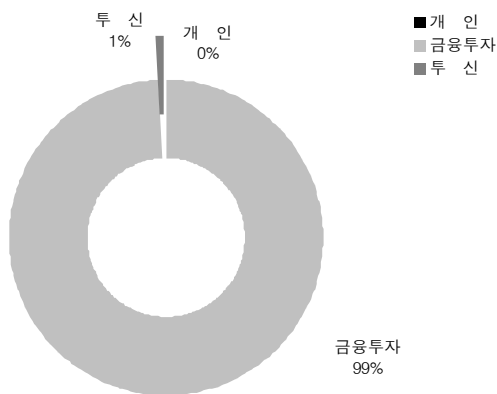
거래소가 시행한 LP 제도 강화는 크게 2가지인데, 첫째는 경쟁이 치열한 주식 선물 LP에다 섹터 선물 LP를 엮였으며(?), 둘째는 LP의 헤지용 현물 매도에 한시적으로 거래세가 면제되었다. 이 때문에 LP 과정에서 차익이 가능해졌고 이에 따라 LP 영역에서 경쟁이 치열해져 섹터 LP가 걸가지로 붙을 수 있었다[그림 4].

**섹터 선물의 거래가 부진했던 태생적인 원인은 섹터라는 ‘카테고리’와 ‘섹터의 특성’ 때문**

왕성한 LP 활동은 섹터 선물 성장의 필수 조건. 단, 충분 조건이 될 수는 없어

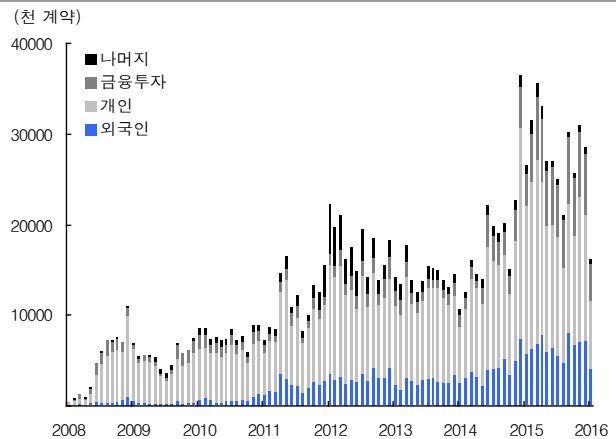
이번에 신규 섹터 선물이 추가 상장되면서 기존 섹터 선물의 거래량까지 덩달아 늘어난 것은 그 전까지 거래 침체의 원인이 섹터 고유 특성 보다는(즉, 상장할 섹터를 잘 못 고른 탓) LP 활동 부진이었다는 증거다. 따라서, 섹터 선물이 향후에도 계속 성장하려면 기본적으로 왕성한 LP 활동이 이어져야 한다.

그림 3. 섹터 선물 매매의 99%는 증권. 아직까지 참여지는 LP뿐



주: 섹터 선물 전체의 주체별 매매 비중  
 자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 폭증하는 주식 선물 거래량. 증권(LP) 비중은 13.9%



주: 주체별 주식 선물 전체 거래량의 월별 합계  
 자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

다만, 이것은 시장 성장의 ‘필요 조건’일뿐, ‘충분 조건’은 아니다. LP만 열심히 한다고 되는 문제가 아니라는 얘기다. 거래가 안 되는 더욱 근본적인 원인은 ‘섹터’라는 카테고리 즉, ‘태생적인 곳’에 있다. 그 증거는 ① 다른 파생상품 선진국의 사례와 ② 섹터 구성 종목의 특성 등 2가지에서 찾을 수 있다.

**미국, 유럽에서도 지수 선물 대비 섹터 선물 비중은 최대 6.5%에 불과. 태생적으로 수요 적은 듯**

홍콩을 포함하면 6개국에서 섹터 선물 상장. 지수 선물에 비해 상장 국가 수는 적은 편

섹터 선물이 상장된 국가와 거래소는 미국의 CME, 유럽의 EUREX, 호주의 ASX, 대만의 TFEX 및 싱가포르의 SGX 등이며 최근인 5월 9일에는 홍콩의 HKEX에서 7개 섹터 선물을 상장했다. 즉, 기본적으로 지수 선물에 비해 섹터 선물이 상장된 국가는 그리 많지 않은 셈이다.

여기서 준거 집단으로 삼을만한 것은 역시 미국의 CME와 유럽의 EUREX다. 특히, EUREX는 ‘EURO STOXX® 섹터 선물’과 ‘STOXX® Europe 600 섹터 선물’로 나누어져 있으며 각각에 대해 공히 18개 섹터 선물이 상장되어 있다. 물론, 섹터의 분류 체계가 다른 탓이지만 미국 CME의 9개 섹터와 비교하면 압도적이다.

주식 계열 선물에서 섹터 선물의 비중은 EUREX가 6.5%, CME가 0.17% 그쳐. 단, 아직 성장 중

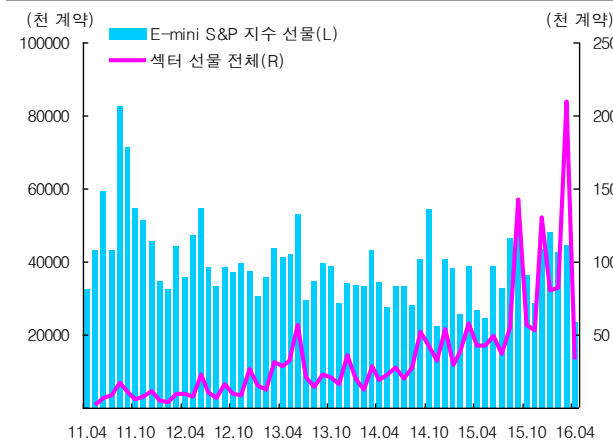
그렇다면 ‘주식 계열 선물(지수, 섹터, 주식)’에서 섹터 선물 비중은 얼마나 될까? 2015년 기준으로 EUREX의 지수 선물 거래량은 4억 2,980만 계약, 섹터 선물 거래량은 2,814만 계약으로 지수 선물의 6.5%에 불과했다. CME 역시 같은 해 섹터 선물 거래량은 732,739계약으로 지수 선물 거래량의 0.17%에 그쳤다.

즉, 주식 계열 선물이 발달한 국가들도 섹터 선물의 거래 비중은 지수 선물에 비해 상대적으로 미미(?)했던 셈이다. 이는 기본적으로 섹터 수요가 지수 수요에 비해 적다는 증거다. 다만, 섹터 선물은 지수 선물에 비해 역사가 짧으며 유럽이나 미국 모두 꾸준하게 거래량이 증가하고 있다. 아직 성장 중인 셈이다[그림 5, 6].

EUREX를 목표로 한다면 국내 섹터 선물 거래량은 일 평균 8,939계약으로 11배 성장해야

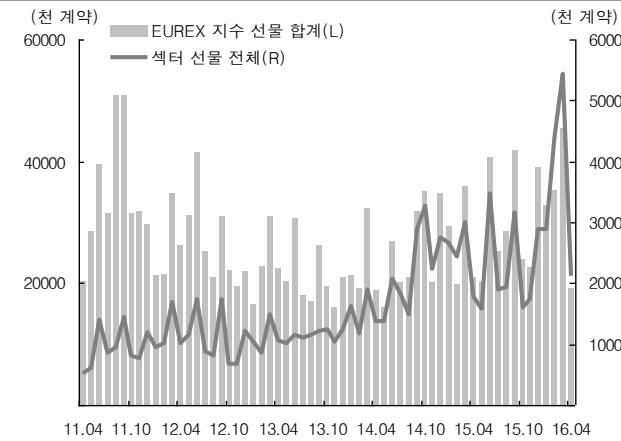
물론, 국가별로 주식 매매 패턴이나 수급 지형이 달라서 단적인 비교는 불가능하지만, 만일 조건이 동일하다면 EUREX를 목표로 할 경우, 국내 섹터 선물시장의 하루 거래량은 대략 8,939계약(2015년 기준)이 된다. 3월 28일 이후 일 평균 거래량이 791계약이므로 향후 11배나 커져야 한다. 이 정도만 해도 일단 성공이다.

**그림 5. CME, 섹터 선물 비중은 낮지만 '15년 후반부터 급성장 중**



주: 월별 거래량 합계  
자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

**그림 6. EUREX, '14년부터 섹터와 지수 선물 거래량 동반 증가세**



주: 월별 거래량 합계  
자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

**섹터라는 카테고리의 한계. 섹터 매매 보다는 주도주 매매가 훨씬 유리**

이론상으로 ‘섹터’는 ‘지수’와 ‘개별 종목’의 가교 역할을 하지만, 그만큼 성격도 애매하다. 과연 주식시장에서 섹터의 수요는 얼마나 될까? 유의한 ‘틈새 시장’을 형성할 수 있을까? 또한, 파생상품의 수요 스펙트럼 역시 그만큼 다양할까? 만일 섹터가 지수 혹은 개별 종목과 차별화되지 못한다면 수요 창출도 불가능하다.

지수=분산 투자. 단, 섹터는 지수에 비해 분산 투자 효과 없고 개별 종목에 가까워

지수의 기본적인 효능(?)은 ‘분산 투자(diversification)’다. 기관 투자자 입장에서 이 효과는 K200 ETF/선물을 편입함으로써 극대화된다. 여기서 섹터 ETF/선물을 추가 편입하더라도 분산 투자 효과가 크게 개선되지는 않는다. 그 보다는 일부 개별 종목을 선별적으로 편입해 플러스 알파를 노리는 것이 낫다(core+ satellite).

개인 투자자 입장에서도 섹터는 애매한 분산 투자 수단이다. 만일 특정 섹터에 호재가 있더라도 섹터 구성 종목들의 편차가 워낙 심해서 어느 종목이 오를지 알 수 없다면 주식 보다는 섹터가 우월한 수단이다. 구성 종목간의 ‘+’ 상관관계수가 충분히 낮거나 ‘-’라면 그만큼 분산 투자 효과는 극대화된다.

개인 입장에서 섹터와 종목이 차별되려면 섹터 내에서 종목 선정이 어려워야 함

그러나, 반대로 구성 종목이 모두 일률적으로 동일하게 움직인다면, 그리고 특정 종목의 구성 비중이 워낙 커서 섹터와의 차이가 크지 않다면, 또는 섹터의 주도주가 뚜렷하다면, 섹터 보다는 직접 주식을 매매하는 것이 낫다. 물론, 이러한 특성은 섹터의 사이즈, 구성 종목의 수나 비중 분포 등에 따라 달라질 수 있다.

**표 2. 섹터 특성 비교(1)**

구분	건설	중공업	철강소재	에너지	정보기술	금융	생활소비	경기소비	산업재	헬스케어	
종목	분산(A)	1.533	0.557	2.557	0.073	0.333	0.044	0.063	1.297	1.953	0.297
	공분산(B)	2.016	4.453	0.631	3.405	1.337	1.449	5.521	0.085	-0.172	7.170
	(A+B)	3.550	5.010	3.188	3.478	1.670	1.493	5.583	1.382	1.782	7.467
지수	분산	3.558	4.513	3.219	3.401	1.342	1.487	1.079	1.111	1.824	7.553
상위 30% 비중		51.2%	60.0%	90.7%	80.3%	85.0%	68.3%	78.7%	84.6%	67.8%	59.7%
시총 최상위	현대산업	현대중공	POSCO	LG 화학	삼성전자	신한지주	한국전력	현대차	한국항공	한미약품	
	비중	20.4%	36.6%	54.9%	27.3%	61.9%	20.4%	13.1%	20.3%	27.7%	26.8%
	베타	1.29	1.12	1.18	1.21	1.00	1.06	0.82	1.38	1.27	1.43
	상관계수	0.72	0.88	0.36	0.84	0.70	0.80	0.53	0.80	0.64	0.84
	추적오차	11.5%	11.4%	6.3%	6.7%	6.1%	6.0%	13.4%	6.6%	25.3%	17.2%

주: 1) 종목 분산과 공분산은 섹터 구성 비중의 가중 평균. 비중은 유동 시가 총액 기준이며 관측 기간 일 평균 기준

2) 분산은 워낙 작은 수이므로 비교를 용이하게 하기 위해 'x10000'을 적용

3) 지수 분산은 일반 구성 비중을 적용한 지수 수익률로부터 산출한 것이므로 종목 분산(A+B)와 차이가 있음

4) 시총 상위 30% 비중은 구성 종목이 10개일 경우 상위 3개의 비중 합계

5) 시총 최상위 종목의 비중은 1년 평균, 베타는 해당 지수 대비로서 1년 데이터 기준

6) 추적오차는 종목 누적 수익률-지수 누적 수익률 차이의 절대값을 평균한 것으로 1년 데이터 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

섹터 구분이 잘 되어있을수록 구성 종목은 일제히 같은 방향으로 움직이는 편

철강 소재, 경기 소비재, 산업재 등 3가지 섹터를 제외한 나머지 7개 섹터의 경우, 공분산(covariance)이 지수 분산에서 차지하는 비중은 평균적으로 87.9%에 달했다. 이는 섹터 구성 종목이 일제히 같은 방향으로 움직인다는(즉, 종목간 상관계수가 높다는) 뜻이므로 분산 투자 효과가 거의 없는 셈이다. 아이러니하지만, 섹터 지수는 종목 분류가 잘 되어있을수록 공분산이 높아질 수 밖에 없다.

또한, 시총 '순위' 30%의 종목들이 차지하는 비중은 평균 72.6%를 상회했으며, 철강 소재는 90.7%에 달했다. 소수 특정 종목들이 섹터 지수를 좌우하는 셈이다. 특히, 정보기술에서 삼성전자 비중은 61.9%, 배타는 1.0이었다. 장기적으로 '정보 기술 섹터=삼성전자'의 등식이 성립하므로 굳이 섹터를 선택할 이유가 없다.

국내 섹터는 일부 대표 종목들의 유출 비중이 워낙 높아 섹터를 좌우하는 편

위험 분산 효과가 가장 두드러지는 섹터는 산업재였다. 유일하게 공분산이 '-'  
'였는데 내부에 상반되게 움직이는 종목들이 공존한다는 뜻이다. 그러나, 이것은 섹터의 분류가 애매한 탓이다. 가장 비중이 큰 것은 한국항공우주였는데 해당 분야의 호재가 여타 종목에도 영향을 줄 가능성은 낮다. 역시 섹터 보다는 종목인 셈이다.

결국, '지수-섹터-종목'의 카테고리에서 섹터는 지수보다 종목에 가깝다. 그만큼 종목과 차별화하기 어렵기 때문에 섹터 또는 종목의 선택에서 종목에게 밀릴 가능성이 높다. 다만, 이것은 후술하는 '섹터-종목'의 통-숫에서 장점으로 작용한다. 주도주와 섹터 지수는 완벽한 공적분(co-integration) 관계를 가지기 때문이다.

**섹터 선물이 유리한 경우는 헬스케어, 정보기술. 단, 곧 역전되거나 절대적으로 유리하지는 않아**

주식 선물이 상장되지 않았거나, 주식 선물이 섹터 선물보다 큰 경우는 섹터 선물이 유리

한편, 설령 섹터보다 개별 종목이 여러모로 우월하다고 해도 굳이 섹터를 선택할 수 밖에 없는 경우도 있다. 해당 섹터에 주식 선물이 전혀 상장되지 않았거나, 주식 선물 1계약의 명목 거래대금 또는 증거금이 너무 커서 소액 투자자들이 충분한 수량을 확보할 수 없는 경우다. 대표적인 사례는 '헬스케어'와 '삼성전자'다.

헬스케어를 제외한 9개 업종들은 모두 대표주를 포함한 시가 총액 상위 종목들에 대해 주식 선물이 상장된 상태다. 각 섹터에서 주식 선물 상장 종목이 커버하는 유동 시가 총액 비율은 평균적으로 72.2%에 달한다. 때문에 상장된 주식 선물로 섹터 바스켓을 구성한다면 어느 정도 섹터 선물을 복제할 수도 있다.

표 3. 섹터별 주식 선물 상장 현황과 비교

(단위: %, 원)

구분	중공업	헬스케어	건설	에너지화학	금융	경기소비재	정보기술
구성 종목 수	11	14	11	25	17	44	17
주식 선물 상장 종목 수(%)	7	0	2	9	13	12	11
주식 선물 시총 커버리지	86.5%	0.0%	32.9%	81.1%	74.5%	66.8%	97.0%
지수 수준	271.42	2421.65	293.86	1337.57	659.74	1738.07	1330.11
명목 거래대금	2,714,200	24,216,500	2,938,600	13,375,700	6,597,400	17,380,700	13,301,100
증거금을	13.5	19.5	12.75	15	10.5	10.5	10.5
계약당 증거금	366,417	4,722,218	374,672	2,006,355	692,727	1,824,974	1,396,616
주식 선물 대표주(시총 최상위)	현대중공업	미 상장	현대건설	LG 화학	신한지주	현대차	삼성전자
섹터 비중	36.6%		16.4%	27.3%	20.4%	20.3%	61.9%
주가	101,000		32,350	270,000	39,150	133,500	1,271,000
명목 거래대금	1,010,000		323,500	2,700,000	391,500	1,335,000	12,710,000
증거금을	23.25		21	24	13.5	18.75	14.25
계약당 증거금	234,825		67,935	648,000	52,853	250,313	1,811,175

주: 주식 선물 시총 커버리지, 섹터 비중은 모두 유동 시가 총액 기준

자료: 미래에셋대우 리서치센터

그러나, 현재까지 헬스케어 섹터에 포함된 14개 종목들 중에서 주식 선물로 상장된 것은 없다. 물론, 2015년 7월에 셀트리온, 씨젠이 주식 선물로 상장되었지만 모두 코스닥 시장에 상장된 종목들이다. 다만, 오는 7월에 한미약품과 유한양행이 추가 상장될 예정이므로 역시 주도권은 섹터에서 종목으로 넘어갈 가능성이 높다.

헬스케어는 이제까지 상장된  
주식 선물 없었지만 곧  
한미약품, 유한양행 상장될 예정

대부분의 경우, 섹터 선물의 계약당 증거금은 해당 섹터에 포함된 대표주 선물의 계약당 증거금보다 평균적으로 6배 가량 많다. 이는 소액 투기세력에게 다소 불리한 부분이다. 다만, 정보기술 섹터 선물의 계약당 증거금은 1.40백만원이나, 대표주인 삼성전자 주식 선물은 1.81백만원이다.

삼성전자의 유동 시가 총액 비중이 62%에 달하므로 섹터 선물과 삼성전자 선물의 움직임은 거의 같다. 때문에 다소나마 증거금을 절감하기 위해서는 삼성전자 선물보다 섹터 선물을 선택할 가능성도 있다. 다만, 역시 그 차이는 유의적으로 크지 않기 때문에 정보기술 섹터 선물이 절대적으로 유리한 것은 아니다.

#### 결론. 과연 섹터 선물은 성공할 수 있나? 성공하기 위해서 필요한 것은 무엇인가?

섹터 선물 성장 가능하지만 한계 뚜렷. 니치 마켓을 노려야 할 것. 개인, 외인보다 기관 역할 중요

가능하다. 그러나, 해외 사례를 보더라도 한계가 분명하므로 욕심(?)을 내서는 안 된다. 비록 위에서 언급했듯이 ‘섹터’가 ‘종목’보다 여러모로 불리하지만 섹터를 위한 ‘니치 마켓(niche market)’은 분명히 존재한다. ① K200지수의 낮은 변동성이 불만인 투기 세력, ② 개별 종목 선정 위험을 피하고 싶은 투기 세력이 대상이다.

특히, 거래소와 증권사는 ‘새로운 주식 투자 방법’인 섹터에 대해서 홍보 및 전략 개발에 노력해야 한다. 주식 투자에서 섹터는 늘 언급되는 ‘용어’였을 뿐, 실제로 접근 가능한 영역은 아니었다. 탑 다운(top-down) 전략은 언제나 ‘종목’으로 귀결되었다. 그러나, 섹터 선물이나 ETF가 상장되면서 물리적으로 접근이 가능해졌다.

또한, 일반적으로 파생상품의 선도적 투기세력은 개인과 외인이었으나, 이 상품에 한해서는 투신 등 기관 투자자가 주도해야 한다. 온전히 국내 주식 포트폴리오를 운용하는 주체로서 섹터라는 영역에 가장 가깝기 때문이다. 외인 역시 국내 주식 포트폴리오를 보유하고 있지만 이는 글로벌 바스켓의 부품일 뿐이다.

섹터를 이용하는 새로운  
포트폴리오 운용 방식 나타날  
것. ETF와 연계되어야 성장 가능

섹터에 대한 직접적인 접근이 가능해졌기 때문에 기존의 주식 포트폴리오는 크게 ‘인덱스+ $\sum$ 종목(인덱스+a)’ 또는 ‘ $\sum$ 종목’의 2대 카테고리 구분이 되었다. 그러나, 섹터에 대한 직접적인 접근이 가능해졌기 때문에 이후 주식 포트폴리오는 ‘인덱스+ $\sum$ 섹터’, ‘ $\sum$ 섹터’가 추가되어 4대 카테고리가 된다. 섹터 영역이 극단적으로 발달하면 향후에 ‘Active ETF’나 ‘스타일 ETF’의 운용에도 영향을 줄 것이다.

무엇보다도 중요한 것은 LP의 원활한 유동성 공급이며, 이를 위해서는 LP의 헤지가 최대한 용이해야 한다. LP의 거래세 면제는 필요 조건이지만 충분 조건은 될 수 없다. 매수와 매도에 동일한 유동성을 공급하려면 섹터 바스켓의 공매도가 원활해야 한다. 그러나, 현물시장에서 직접 주식을 차입하는 것은 한계가 있다. 따라서, 섹터 ETF의 상장이 필요하며 재고 확보를 위해 레버리지 섹터 ETF 역시 상장되어야 한다.

### Check 2. 변동성 점검: I.V는 경험적 바닥에 근접. 점차 반등 시도 빈번할 듯

I.V는 바닥 근접해 반등 시도. 단, H.V는 단기 변동성이 낮아 추가 하락도 가능

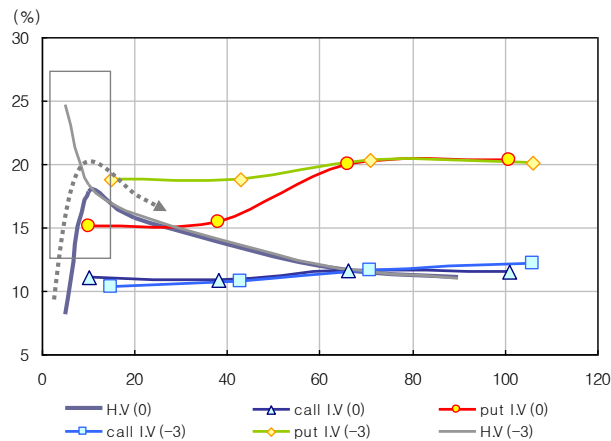
전일 VKOSPI는 12.80p(+0.42)로 6일만에 반등했으며, H.V(22) 역시 15.98%(+0.03)로 이를 연속 반등한 반면, EWMA(22)는 15.42%(-0.39)로 6일째 하락했다. I.V의 반등은 지수 하락의 반동(反動), H.V는 낮은 지수 수익률(6/2, +0.25%)이 계산에서 빠진 탓이었다. 단, EWMA는 최근 데이터의 가중치가 높아서 이 효과가 없었다. 기간 구조에서 5일 변동성은 8.1%로 20일보다 낮은 반면, 10일 변동성은 17.8%로 높다. 즉, 낙타형 커브(humped curve)인데 채찍 효과(whipping effect)에 따라 H.V는 단기적으로 상승했다가 이내 반락할 전망이다. 그림자 효과의 소멸을 감안해도 결론은 같다. 특히, 내일은 6월 7일 지수 수익률(+1.41%)이 탈락할 예정이므로 낙 폭은 클 것이다. VBB에서 VIX는 하한까지 거리가 있지만 경험적 저점에 도달해 추가 하락은 제한될 것이며 꾸준히 반등 시도가 뒤따를 전망이다.

표 4. 변동성 동향 및 지수 변동 폭 환산

		Total	Call	Put
20 day	Im.Vol	11.7	10.8	12.9
	change	0.10	0.50	-0.20
	Max	17.5	15.8	22.2
	Mean	13.7	12.2	16.0
	Min	10.7	09.0	11.2
20 day	His.Vol	16.0	5 day	08.2
	change	0.03	10 day	18.0
	Max	16.0	15 day	16.0
	Mean	13.2	20 day	16.0
	Min	09.5	25 day	15.1
percentiles	Vol. Cone	EST. Max		EST. Min
	1st	4.4	248.93	245.05
	25th	7.4	250.24	243.77
	Median	10.1	251.48	242.57
	75th	12.5	252.57	241.53
	100th	20.8	256.30	238.01
T.T.M(day)		8	C.S	-2.347713003

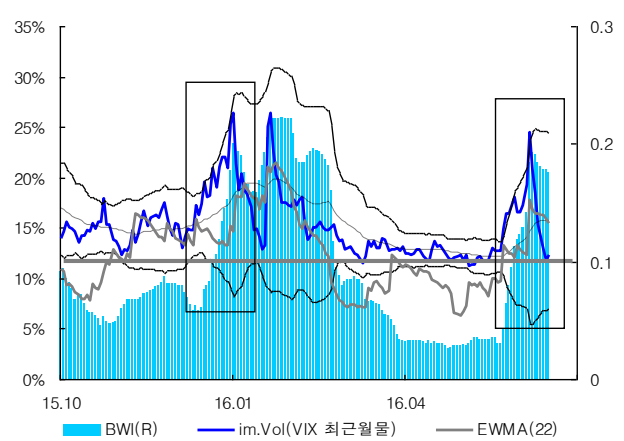
- 주 1) 20 day는 지난 20일 동안의 통계치를 의미함
- 2) 역사적 변동성(His.Vol)의 경우, 22일 기준임
- 3) 5~30 day는 현재로부터 5~30일간의 Vol을 의미함
- 4) 변동성 콘(Vol.Cone)의 기준은 현재 잔존일(T.T.M)
- 5) EST.Max/Min : 변동성을 지수 범위로 환산한 것임
- 6) TTM : 잔존만기, C.S : 왜도 계수(역TTM 대상)

그림 7. Vol.T.S: 단기 변동성 급락. 결국 중기 변동성도 반락할 것



주: 0은 전일, -3은 3일전. Call/Put는 행사가격별 거래량 가중 평균 내재변동성  
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. VBB: 경험적 저점에 복귀. 등락하며 반등 시도 빈번할 것



주: BWI는 Band Width Indicator. VIX 최근월물은 real ATM 내재변동성만 이용한 것  
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터



상대적으로 외인 누적 델타의 지수 예측력이 누적 베가의 변동성 예측력보다 높은 편

### Check 3. 옵션 투자자별 동향: 외인, '+' 델타 감소 반전. 지수 상승 전망 후퇴

전일 외인은 ATM 부근에서 콜, 풋을 모두 순 매도한 반면, OTM은 모두 순 매수 우위였다. 결합하면 '풋 백 SP+ 콜 백 SP'였던 셈이다. 이 포지션의 델타는 '+'였으며 베가는 '-'였지만, 지수 반락 탓에 누적 포지션의 '+' 델타와 '+' 베가는 모두 줄었다. 지수 상승 및 변동성 확대 전망에서 계속 후퇴한 셈이다. 물론, 이들의 유효 만기 BEP는 지수 252.5p 이상이므로 아직까지는 추가 상승에 무게를 둔 상태다. 그러나, 과거 경험상, 포지션 베가의 변동성 예측력은 낮았지만 포지션 델타의 지수 예측력은 꽤 높았다. 델타가 계속 감소한다면 지수 반락에 대비해야 한다.

표 5. 주체 별 지수 방향과 변동성 방향 전망 (단위: p)

구분	BEP	Max level		지수	변동성
		이익	손실		
외인	상한	252.5	++	235.0	↑
	하한	227.5	++	235.0	
개인	상한	242.5	++	0	↑
	하한	242.5	0	--	
투신	상한	247.5	0	--	↓
	하한	247.5	++	0	
증권	상한	257.5	232.5	--	↑
	하한	227.5	255.0	--	

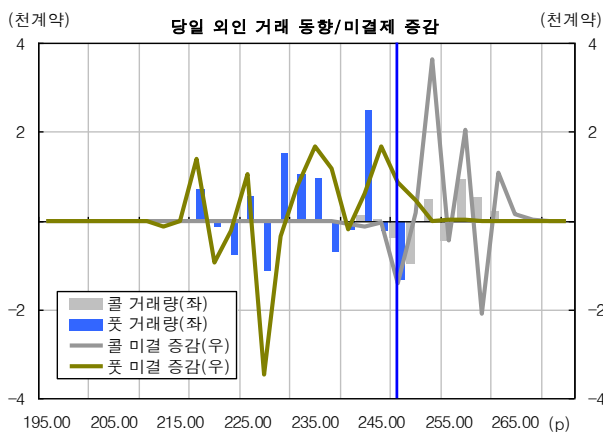
주: 1) BEP 상한(하한)은 지수 상승(하락)시 손익이 전환되는 레벨  
 2) Max level 상한(하한) 이익/손실은 지수 상승(하락)시 최대 수익 발생하는 지수 레벨, '++(--)'는 최대 손익이 무한대  
 3) 지수/변동성의 화살표는 Greeks와 결합 포지션에 근거해 자의적으로 해석한 각 투자자의 지수/변동성 방향 예측  
 자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 6. 주체 별 포지션 Greek's (단위: 백만원)

구분		Delta	Gamma	Theta	Vega
외인	누적	1853.19	104.32	-230.88	386.63
	당일	68.33	-23.15	46.87	-85.76
개인	누적	1727.17	-339.14	680.16	-1256.43
	당일	489.87	-17.06	30.49	-63.17
투신	누적	-829.22	-60.47	131.77	-224.02
	당일	-2.75	0.23	-0.44	0.84
증권	누적	436.77	47.15	-99.97	174.55
	당일	22.74	-45.62	93.49	-169.03

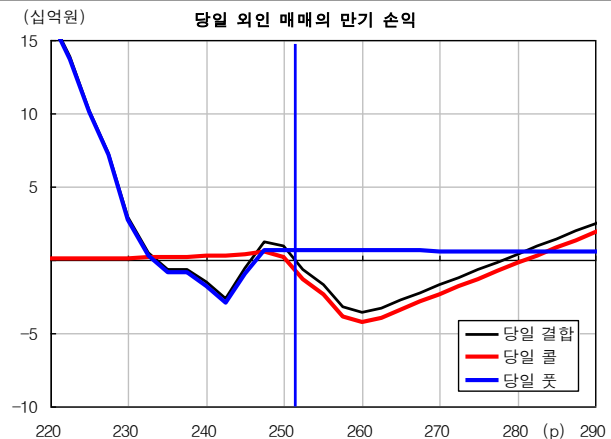
주: 1) 행사가격별 Greeks는 대우증권 Q way TR[3216]의 최근월물 기준을 사용  
 2) 누적 Greeks는 콜/풋 행사가격별 Greeks 총 합계로 (특정 행사가격의 누적 손매수 X 해당 행사가격의 당일 Greeks)을 사용함  
 3) Gamma는 여타 Greeks와 절대 비교를 위해 1/2를 적용. S<sup>2</sup>를 적용하면 됨. 모든 Greeks는 백만원 단위, ΔS=1p, Δσ=1%p임  
 자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 9. 외인, ATM 콜+풋 순 매도, OTM 콜+풋 순 매수



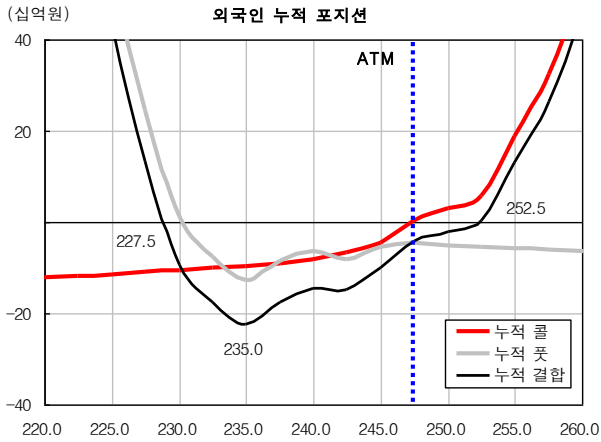
주: 행사가격 별 순 매수는 당사 Qway 기준  
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 10. 외인, 결합 포지션은 전형적인 '풋 백 SP+콜 백 SP'



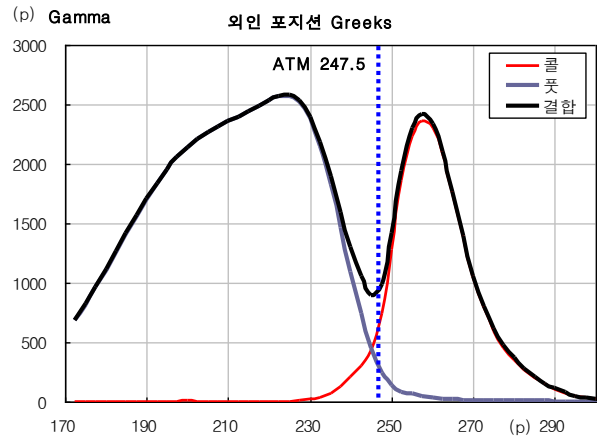
주: 전일 행사가격별 순 매수 누적의 만기 손익  
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 11. 외인, 누적 포지션의 유효 BEP는 지수 252.5p 이상



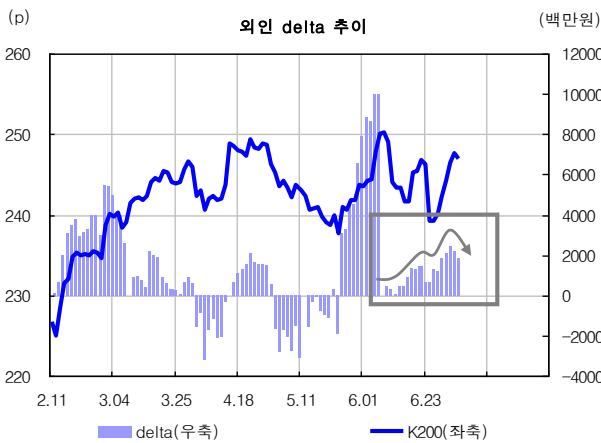
주: 행사가격 별 누적 순 매수를 지수 수준 별 만기 손익으로 표시한 것  
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 12. 외인, 여전히 Gamma는 낮은 수준을 유지



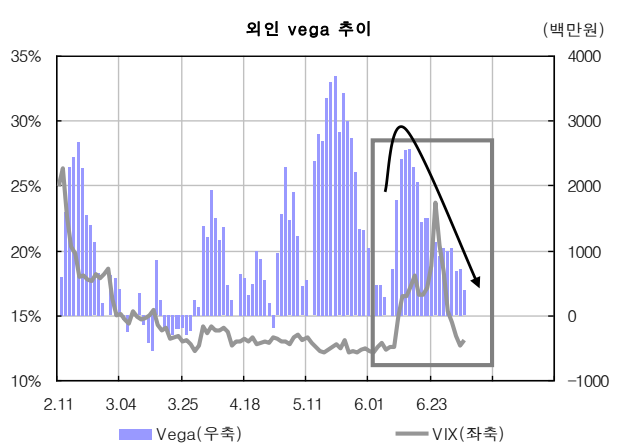
주: 행사가격 별 델타의 합계  
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 13. 외인, 6월 만기 이후부터 포지션 '+' 델타 낮은 수준 유지



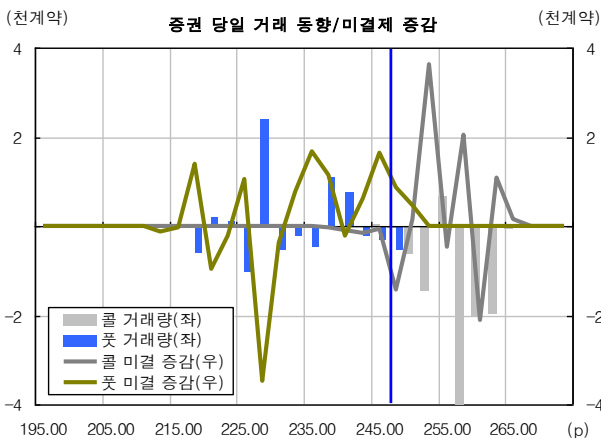
주: 포지션 델타의 추이  
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 14. 외인, 델타에 비해 베가의 변동성 예측력은 비교적 낮아



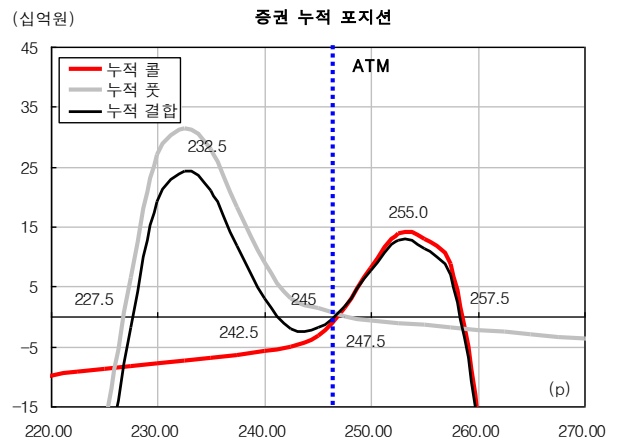
주: 포지션 베가의 추이  
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 증권, 전일 풋 백 SP+콜 매도



주: 행사가격 별 순 매수 누적은 Qway 참조  
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 증권, 전형적인 '풋 레이스 SP+콜 레이스 SP'



주: 행사가격별 순 매수 누적을 지수 수준 별 만기 손익으로 표시한 것  
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

### Check 4. 선물옵션 통계

#### 주가지수선물 가격정보

	KOSPI200	1609	1612	1703	9LCS
기 준 가 격	247.62	248.05	248.15	245.30	0.75
시 가	247.67	247.60	248.25	244.65	0.75
고 가	247.84	247.90	248.50	244.65	0.75
저 가	246.51	246.75	247.60	244.65	0.75
종 가	246.91	247.40	248.20	244.65	0.75
전 일 대 비	-0.71	-0.65	0.05	-0.65	-
이 른 가 격	-	247.52	248.37	245.33	0.85
총 약 정 수 량 *	53,391	81,926	474	1	27
총 약 정 금 액 **	2,440,959	10,130,586	58,788	122	6,682
미 결 제 약 정	-	110831 (-509)	7231 (126)	809 (-9)	-
배 당 지 수 ***	1.37% (CD금리)	0.00	0.00	3.88	-
반 응 배 수		0.86	0.68	0.00	
장 중 평 균 배 이 시 스		0.390			
전 일 대 비		-0.035			

주: 단위 (\* 천주, 계약 \*\* 백만 \*\*\* 포인트)

반응배수 = 일중 선물가격변동폭/일중 현물가격변동폭, 9LCS : 9월물과 12월물과의 스프레드를 의미함  
 장중 평균 배이스는 1분 평균이며, 만기익일의 경우 전일대비는 직전 최근월물과의 비교이므로 의미없음

#### 주가지수선물 투자자별 매매현황

(단위: 계약수)

		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	국가
	매 수	48,471	21,164	11,126	406	985	76	473	133
	매 도	48,675	21,030	10,276	37	2,055	119	507	136
	비 중	58.6%	25.5%	12.9%	0.3%	1.8%	0.1%	0.6%	0.2%
순 매 수 누 적	전 일	-204	134	850	369	-1,070	-43	-34	-3
	누 적	-6,216	-1,095	7,071	-1,242	1,977	-523	-89	145
매 매 편 향 강 도		-0.21%	0.32%	3.97%	83.30%	-35.20%	-22.05%	-3.47%	-1.12%

주: 누적은 지난 쿼드러플워칭데이 이후부터 현시점까지 당일 순매수 미결제약정의 증감을 누적이한 것임  
 매매편향강도(%)=(순매수/(매수+매도))X100, 절대수치가 클수록 단방향으로의 집중력이 높다는 의미임

#### ETF 가격정보

	전일대비	등락을 거래량(천주)	거래대금(백만원)	외국인보유		TIGER200	KODEX200	
TIGER200	-15	-0.06%	2,033	50,174	13.94%	NAV	24,731	24,708
KODEX200	-30	-0.12%	1,974	48,645	5.76%	(ETF-NAV)%	-0.17%	-0.22%
						T/E	0.00%	0.00%
증가/100	246.90	246.55	246.78	247.40	246.86	설정주수(천주)	0	1,500
eff.delta	0.21	0.42	-0.01	0.92	0.00	환매주수(천주)	1,550	2,900
diff/basis	0.00%	-0.15%	-0.05%	0.49	-0.05	상장주수(천주)	64,950	177,450

주 1 : effective delta(유효델타) = ETF등 전일대비 증감분/KOSPI200 전일대비 증감분  
 2 : 합성현물 = (C-P)+X exp[-rt], 합성선물 = (C-P)exp[rt]+X, 거래량, 설정-환매-상장 등의 단위는 천주  
 3 : 괴리/베이스스 - KOSPI200 대비 괴리율/베이스스, 거래대금의 단위는 백만원  
 4 : TE(tracking error)=[(NAV/(KOSPI200X100))-1]X100(%)

주가지수옵션 가격정보

대표 내재변동성 (%)	11.7%	콜평균 (%)	10.8%	풋평균 (%)	12.9%	역사적 (5일, %)	8.1	역사적 (20일, %)	15.8
월물 행사가격	1607					1608			
	252.5	250.0	247.5	245.0	242.5	250.0	247.5	245.0	
Call	가격 (p)	0.21	0.60	1.48	2.96	4.89	2.24	3.44	4.84
	전일 대비 (p)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	내재변동성 (%)	10.50	10.30	10.50	11.00	11.30	10.70	11.20	11.40
	거래량 (계약수)	115,412	106,275	72,036	22,492	1,842	1,680	480	838
	미결제 (계약수)	64,642	39,861	24,015	16,164	11,183	3,306	1,143	1,522
Put	가격 (p)	5.87	3.76	2.12	1.09	0.55	5.14	3.84	2.77
	전일 대비 (p)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	내재변동성 (%)	12.40	11.60	11.40	11.90	12.80	11.30	11.70	12.00
	거래량 (계약수)	214	5,558	46,766	81,486	91,306	253	409	2,843
	미결제 (계약수)	1,358	5,496	13,407	20,254	26,741	2,364	376	4,996

주 : 역사적 변동성, 내재변동성 등은 CHECK II 단말기를 기준으로 한 것임

주가지수옵션 투자자별 매매현황

(단위: 계약수)

Call		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	국가
	매수	233,987	129,397	156,626	0	25	20	5,134	0
	매도	233,753	120,616	165,998	0	15	0	4,811	0
	비중	44.5%	23.8%	30.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	0.0%
순매수 누적	전일	234	8,781	-9,372	0	10	20	323	0
	누적	50,722	12,208	-53,261	0	-2,118	1,011	-8,616	39
Put		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	국가
	매수	283,229	131,782	92,215	0	31	46	45	3,853
	매도	278,752	136,440	91,609	0	9	130	41	4,220
	비중	55.0%	26.2%	18.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%
순매수 누적	전일	4,477	-4,658	606	0	22	-84	4	-367
	누적	132,972	-71,050	-53,713	0	187	-1,074	-493	-6,829

주 : 누적은 직전 옵션만기일 이후부터 당일 순매수 미결제약정 증감을 누적한 것임

주체 별 프로그램 매매 동향

(단위:억원)

구분	항목	합계	외인	기관 합계	증권	보험	투신/사모	은행	기타법인	연금/국가
당일	현물 전체		131	-2,103	-161	-571	-850	-84	591	-419
	개별 종목	1,201	519	-1,309	-112	-265	-371	-55	585	-488
	차익 PR	-232	-144	-88	-26	0	-62	0	0	0
	비차익 PR	-969	-245	-706	-22	-306	-417	-30	6	69
	매매 비중	28.3%	80.5%	18.9%	3.6%	3.6%	8.2%	0.3%	0.3%	3.2%
누적	현물 전체		-5,376	-1,346	-1,800	-2,936	-881	-287	8,828	4,448
	개별 종목	9,322	4,661	-2,099	-2,551	-1,676	920	-111	8,753	1,276
	차익 PR	-274	6	-279	-269	48	-73	0	0	14
	비차익 PR	-9,049	-10,043	1,033	1,020	-1,307	-1,728	-176	76	3,157

주: 현물 전체는 K200 기준

개별 종목 = 현물 전체 - 차익 PR - 비차익 PR

매매 비중 = 주체별 PR 매수+매도/전체 PR 매수+매도, 합계의 매매 비중은 현물 전체에서 PR의 매매 비중

누적은 선물 만기일 이후부터 당일까지 누적한 것

본 조사분석자료는 당시의 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 당시의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.