

선물옵션 분석

이슈 분석: 섹터 선물 추가 상장(3)- 시장 영향력과 LP의 미래



SUMMARY

- Check 1. 상황/전망: 제한적 추가 하락. 상승 쇄기형 하방 이탈
- Check 2. 이슈 분석: 섹터 선물 추가 상장(3)- 시장 영향력과 LP의 미래
- Check 3. 선물옵션 통계

[파생상품]

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

요약

기술적으로는 추가 하락이 예상된다. 물론, 전일 상승 쇄기형 하한에서 지지되었지만 소점(消點)에 근접해 곧 이탈할 수 밖에 없다. 현물 외인 순 매수가 약화된 점, Stochastic slow가 하락하고 있는 점을 감안하면 상방보다 하방 이탈이 유력하다. 1차 지지는 2K, 2차는 상승 채널 하한과 60MA가 교차하는 1980p다.

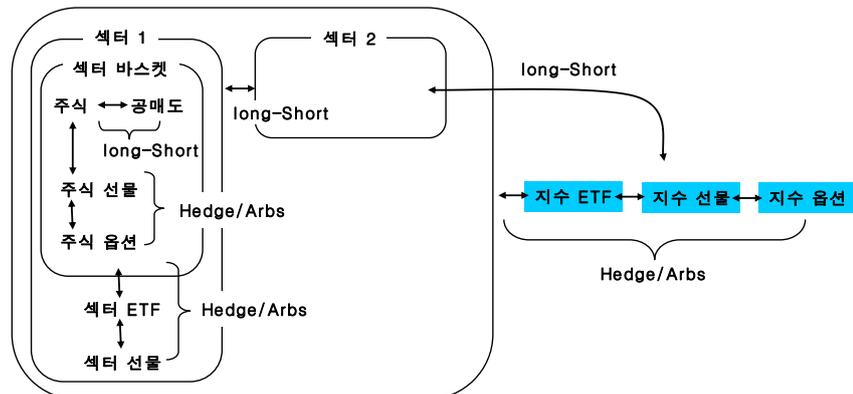
수급도 마찬가지다. 7월 11일 이후 패턴이 유효하므로 금일 외인 비차익 매수는 감소 차례다. 증권을 제외한 기관 현물 순 매도도 여전하다. 외인이 개별 종목 순 매수(삼성전자 포함)를 재개할 수 있지만 이때는 증권이 순 매도 반전할 것이므로 영향력은 낮다. 전일 선물 외인은 신규매수였지만 규모가 작아서 유의하지 않다.

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 연재한다. 본 자료는 3편이다.

물론, 섹터 선물이 국내 증시에 정착하지 못한다면 이것이 시장에 미치는 영향도 없다. 그러나, 충분히 발달하여 현/선물 배수(=선물 거래대금/현물 거래대금)가 대략 1.0을 상회한다면 선물이 본격적으로 현물에 영향을 줄 것이며, 여타 선물에도 다소간의 긍정적/부정적 영향을 미칠 수 있다. 이는 다음의 5가지로 정리된다.

첫째, 섹터 선물 차익거래가 발달해 섹터 구성 종목들의 '동조성'이 강화된다. 둘째, 섹터 구성 종목의 현물 거래량이 다소 늘어난다. 셋째, 다만 주식 선물이 충분히 발달하면 거래량 증가 효과는 희석된다. 넷째, 섹터나 일부 종목의 주가 변동성이 확대된다. 다섯째, 증권의 LP 활동이 통합되면서 새로운 영역으로 진입한다.

증권 통합 LP 센터의 전략/전술 '종횡무진(縱橫無盡)'



자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

Check 1. 시황/전망: 제한적 추가 하락. 상승 쇠기형 하방 이탈

전일 K200지수는 갭 업(+0.45p) 직후 반락했으며 막판에 반등해 다소간 낙 폭을 줄였다(시가-0.67p). 장 중 하락은 수급상 외인 현물 순 매수가 약화된 탓이었으며, 막판 반등은 기술적으로 상승 쇠기형의 하한에서 지지 받은 탓이었다. 장 중 지수 추세 상관계수는 ‘현물 기관’이 +0.91로 가장 높았다.

기술적/수급적 제한적 추가 하락. 외인 비차익 순 매수 감소로 상승 쇠기형 하방 이탈할 듯

기술적으로는 추가 하락이 예상된다. 물론, 전일 상승 쇠기형 하한에서 지지되었지만 소점(消點)에 근접해 곧 이탈할 수 밖에 없다. 현물 외인 순 매수가 약화된 점, Stochastic slow가 하락하고 있는 점을 감안하면 상방보다 하방 이탈이 유력하다. 1차 지지는 2K, 2차는 상승 채널 하한과 60MA가 교차하는 1980p다[그림 1].

수급도 마찬가지다. 7월 11일 이후 패턴이 유효하므로 금일 외인 비차익 매수는 감소 차례다. 증권을 제외한 기관 현물 순 매도도 여전하다. 외인이 개별 종목 순 매수(삼성전자 포함)를 재개할 수 있지만 이때는 증권이 순 매도 반전할 것이므로 영향력은 낮다. 전일 선물 외인은 신규매수였지만 규모가 작아서 유의하지 않다.

외인 비차익, 금일은 순 매수 감소할 차례. 단, 20일처럼 전일 대비 낙 폭은 크지 않을 수도

전일 외인 비차익 순 매수는 +1,427억원으로 예정대로 20일(+1,243억원)보다 늘었다. 7월 11일부터 시작된 ‘격일제 매수 증감 패턴(?)’이 계속된 셈이다. 전일 대비 증가율은 +14.8%로 19일의 +100.3%에 비해 급감했지만, 이는 증가 순 매수가 +130억원으로 급감한 탓이며 장 중 기준 증가율은 +61.9%였다[그림 2].

그러나, 같은 기준으로 19일 증가율은 +158%였기 때문에 비차익 매수의 점진적 약화는 확실하다. 또한, 순 매수의 증가는 매수 증가(+1%)보다 매도 감소(-2%) 탓이었는데, 장 중 평균 괴리차가 전일 대비 +0.235p나 급등한 점을 감안하면 비공식 차익 매도 감소 때문이었을 가능성이 있다. 그만큼 의미는 반감(半減)된다.

상승 채널? Or 등락-횡보? 외인 비차익 순 매수 감소 차례지만 낙 폭은 제한될 것

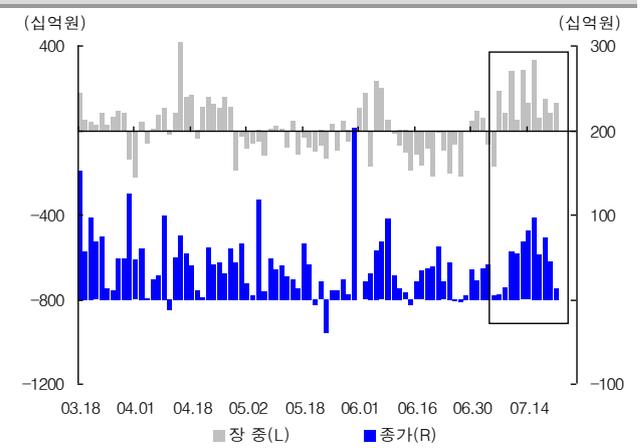
외인 비차익 매수 격일제 증감 패턴 유효. 금일은 감소 차례. 증가 순 매수는 전일부터 감소

그림 1. 추가 하락하면 상승 쇠기형 하방 이탈 → 상승 채널 전환



주: 각종 추세선은 당사 임의 작도
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 외인 비차익, 전일 증가 순 매수 급감, 장 중 순 매수 증가



주: 일별 외인 비차익 순 매수를 장 중과 종가로 구분한 것
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

종합하면, GEM 펀드에 자금이 순 유입 점차 둔화되고 있는 것으로 추측된다. 7월 7~20일 사이, 2주 연속으로 주당 +20억 달러 이상의 자금 순 유입되었기 때문에 최소한 일시적인 둔화는 불가피해 보인다. 다만, 3월과 같은 패턴이라면 한 주 쉬었다가 재개될 수도 있어서 이것을 지수 하락 반전의 신호로 볼 수 없다[그림 3].

GEM, 2주간 대량 순 유입 후
감속. 비차익 순 매수 줄어도
지수 낙 폭 확대되지 않을 것

다만, 금일은 순서상 비차익 매수가 감소할 차례다. 기관 비차익 순 매도가 유지된다면 전체 비차익 순 매도는 전일보다 늘어날 것이다. 그러나, 이것이 ‘장 중 지수 등락’을 좌우하겠지만 ‘전일 대비 등락 폭’과 비례하지는 않을 것이다. 외인 비차익 순 매수가 줄었던 20일 지수 낙 폭은 -0.07%, 늘었던 전일 낙 폭은 -0.16%였다.

기관 현물 순 매도 동반 감소해 지수 낙 폭 제한. 외인, 삼성전자 종목 순 매수 복귀도 마찬가지

이처럼 외인 비차익 순 매수의 증감이 지수 낙 폭과 비례하지 않았던 것은 기관의 현물 순 매도가 외인에 맞춰 강도를 조절했기 때문이다. 기관은 KOSPI가 2K를 상회하면서 본격적으로 이익 실현에 나섰는데, 순 매도 규모(증권 제외)는 -1.34조원이었으며, 내부적으로 개별 종목 -4,509억원, PR -8,908억원이었다.

기관, 외인 순 매수 강도에 맞춰
현물 순 매도 조절. 금일은
약화될 것

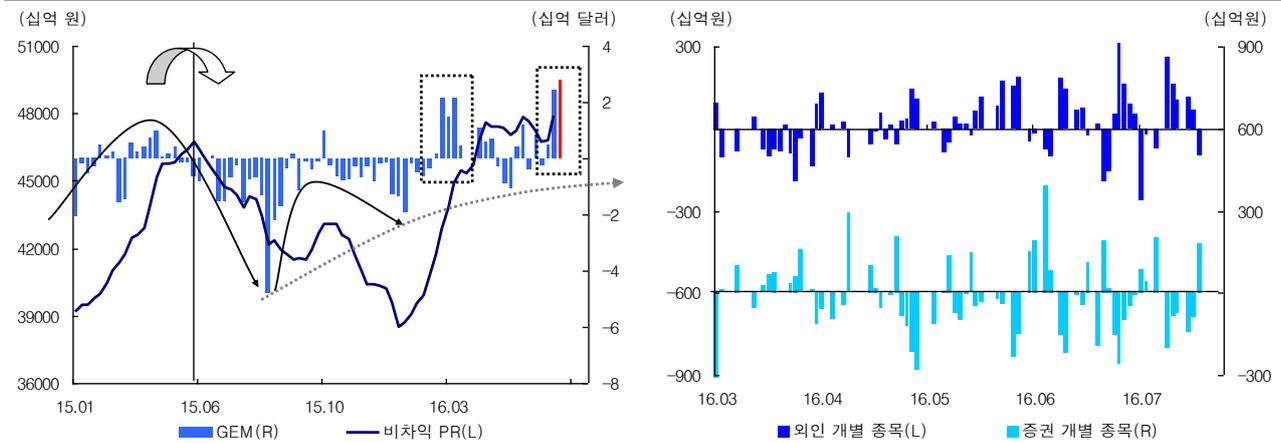
특히, 20일에 -1,222억원으로 줄었던 순 매도는 전일 -2,544억원으로 2배나 늘었다. 외인 비차익 순 매수가 늘어나자 조준 사격(?)한 것이다. 같은 패턴이라면 금일 외인 비차익 순 매수가 약해질 경우, 기관 순 매도 역시 동반 감소할 것이다. 이들의 목적은 ‘지수 하락 주도’가 아니라 ‘주식 비중 축소’이기 때문이다.

한편, 외인의 개별 종목은 전일 -1,008억원으로 7일만에 순 매도였는데, 삼성전자가 6일만에 -457억원의 순 매도로 반전했기 때문이다. 그럼에도 불구하고 삼성전자 주가가 전일 대비 +0.19% 상승한 것은 증권의 순 매수로 돌아선 탓이었다. 이러한 양자의 대칭 매매 패턴은 주식 스왑(Equity Swap) 때문일 가능성이 있다.

삼성전자 포함 개별 종목은 외인
순 매수, 증권 순 매도로 복귀할
것. 지수 영향력은?

이것이 신규 진입이었다면 일시적인 것이므로 금일 외인은 삼성전자 순 매수, 증권은 순 매도로 돌아설 것이며 때문에 개별 종목도 하루 만에 순 매수로 복귀할 것이다. 이때 상대적으로 외인 순 매수가 강하다면 삼성전자의 하락은 여전히 상대적으로 제한될 것이므로 지수 하락 방어에 기여할 수 있다[그림 4].

그림 3. GEM, 2주간 집중 순 유입 후 감소 유력. 일시적? 추세적? 그림 4. 개별 종목에서 외인-증권 대칭 패턴 지속



주: 주간 단위 자금 순 유출/입, 비차익은 주간 단위 순 매수 누적. 7/13 이후는 추정치
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

주: 개별 종목 = 전체 순 매수 - PR 순 매수
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

선물 외인, 소량 신규매수 가능하지만 여전히 방향성 없어. 이에 따르면 지수 등락-횡보할 수도

전일 선물 외인은 이틀 만에 순 매수였는데, 미결제가 +1,773계약 늘어난 점을 감안하면 신규매수 비중이 많았다. 단, 종가 기준으로 순 매수 규모가 +216계약에 불과했던 점과 장 중에 뚜렷한 방향성 없이 -447~+396계약 사이를 왕복했던 점을 감안하면 직전 3일에 비해 크게 나아진 것은 없어 보인다[그림 5].

중기 세력은 4일간 소량의 전매와 신규매수 반복. 여전히 지수 방향성 자신감 상실

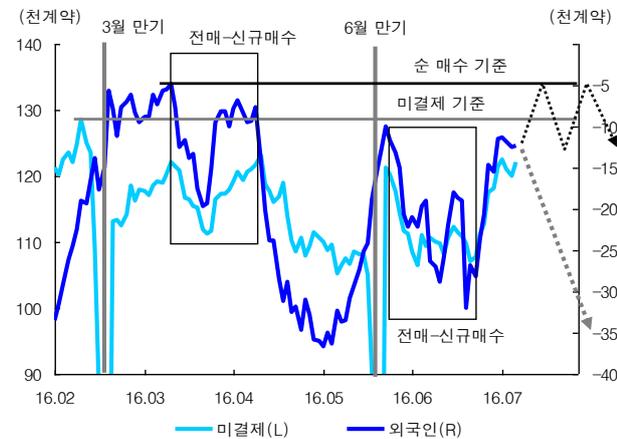
장 중 최대 순 매매에 비해 최대 미결제 증가(+2,973계약)가 컸던 점은 신규매수와 신규매도의 내부 충돌을, 막판 미결제 감소는 회전을 뜻한다. 역시 초 단기 세력들이 유력했던 셈이다. 다만, 미니 선물에서 +6,968계약, 미결제 +3,611계약 증가를 감안하면 중기 세력의 신규매수 오버나잇도 배제할 수 없다[그림 6].

다만, 설령 그렇다고 하더라도 과거 경험상 중기 세력의 신규매수 여력이 순 매수 기준으로 +7,887계약, 미결제 기준으로 +6,313계약 남았음에도 불구하고 여전히 신규매수가 뚜렷하지 않다는 것은 여전히 향후 지수 방향성에 대해 자신감이 없다는 뜻이다. 계약당 +1.79p의 수익 상태이므로 전매 역시 억제되고 있다.

전망 보다는 전략. 베팅 보다는 대응이 바람직. 역으로 해석하면 지수 등락-횡보 유력

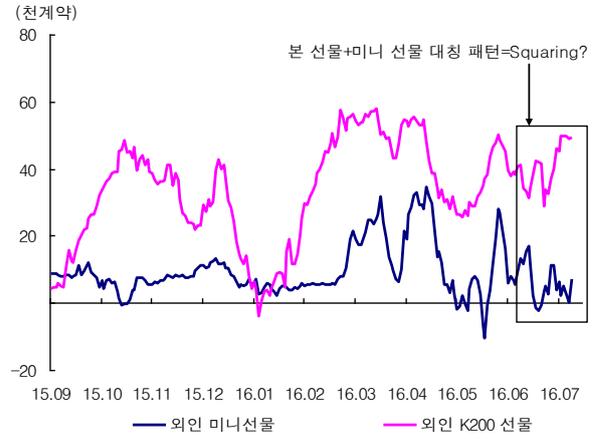
이런 경우에는 ‘전망’ 보다는 ‘전략’이며, ‘베팅’ 보다는 ‘대응’이 바람직하다. 선물 외인조차도 지수 방향을 예측할 수 없는 상태에서 앞서 나갈 필요는 없다. 또한, 이들이 다소간의 신규매수를 누적한 상태에서 관망하고 있는 것을 역으로 해석한다면 당분간 지수가 크게 움직이지는 않을 것이란 뜻이다.

그림 5. 선물 외인, 여전히 방향성 상실. 신규매수도 전매도 약해



주: 미결제는 최근월 기준. 외국인은 투기/헤지 기준
 자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 본 선물-미니 선물의 양건 포지션 지속



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

Check 2. 이슈 분석: 섹터 선물 추가 상장(3)- 시장 영향력과 LP의 미래

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 연재한다. 본 자료는 3편이다.

물론, 섹터 선물이 국내 증시에 정착하지 못한다면 이것이 시장에 미치는 영향도 없다. 그러나, 충분히 발달해 현/선물 배수(=선물 거래대금/현물 거래대금)가 1.0을 상회한다면 선물이 본격적으로 현물에 영향을 줄 것이며, 여타 선물에도 다소간의 긍정적/부정적 영향을 미칠 수 있다.

첫째, 섹터 선물의 차익거래가 발달하면서 섹터를 구성하는 종목들의 '동조성'이 강화된다.

섹터 선물/ETF가 발달하면 섹터 내 종목들에 대해 물리적인 힘(수급)이 작용한다

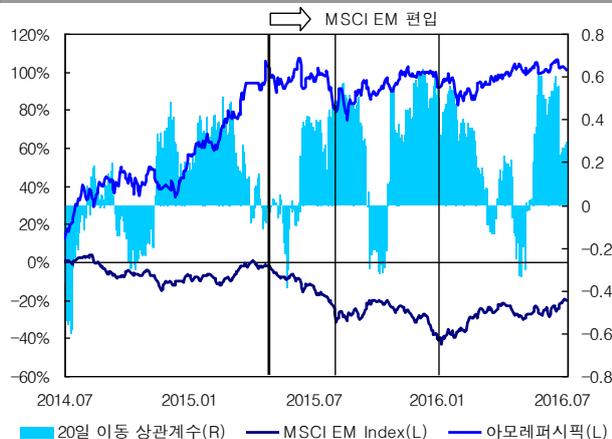
물론, 예전에도 이들의 주가는 같이 움직이는 편이었지만, 이는 공유 특성이나 섹터 구분에 따른 '명목적인 것'이었을 뿐이며 '물리적인 것'은 아니었다. 섹터 내 상호 비교를 통해 소수의 종목들만 선택되는 편이므로 오르는 종목과 오르지 않는 종목이 생기거나, 오르는 종목들 사이에도 '속도 차이'나 '시간 차이'가 발생했다.

그러나, 섹터 선물이 충분히 성장하면 더불어 차익거래도 늘어날 것이므로 구성 종목들은 '물리적인 응집력(수급)'을 가지게 된다. 예를 들어 해당 섹터에 특정 호재가 발표되었을 경우, 투기 세력의 매수세가 몰려 섹터 선물이 고 평가되면 차익거래자가 이를 매도하고 헤지(hedge)를 위해 '주식 바스켓'을 매수할 것이다. 따라서, 여기에 포함된 종목들은 수급상 일제히 상승 모멘텀이 발생한다.

섹터 선물 차익거래에서는 지수 선물 차익거래와 달리 소외 종목(?)이 없다

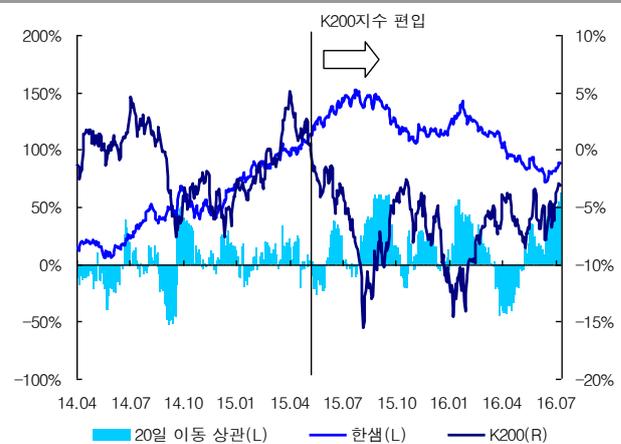
특히, K200지수 선물 차익거래와 다르게 섹터 선물 차익거래는 구성 종목 수가 적어서 대부분의 종목들이 주식 바스켓에 포함될 가능성이 높다. 때문에 과거에는 소외되었던 주변 종목들(?)까지 호재를 누릴 수 있다. 게다가 이것은 바스켓 매매여서 반응 시차도 없다. 다만, 종목별 영향력은 다를 수 있는데, 유동 시가 총액 비중이 크면서 유동성(거래량)이 낮을수록 주가에 미치는 영향도 클 것이다.

그림 7. 아모레 퍼시픽의 MSCI EM 편입 전후 동기성 변화



주: 1) 로그 수익률 누적, 2) 상관계수는 20일 구간으로 측정
자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 한샘, K200 편입 후 지수 상관계수 +0.028 → +0.200



주: 상관계수는 전체 구간 대상. 그림의 상관계수는 20일 구간 로그 수익률 대상
자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

둘째, 선물 거래가 활발한 섹터는 구성 종목의 현물 거래량도 다소간 늘어난다.

이것은 선물 상장이 기초자산에 미치는 일반적 영향이다. 먼저 거래량 측면에서는 ‘감소 효과’와 ‘증가 효과’가 공존한다. 선물은 기본적으로 현물과 동행하며 상대적으로 나은 몇 가지 속성(거래비용 감소, 원활한 공매도)을 가진다. 이 때문에 선물이 현물을 대체하면 기초자산의 거래량은 줄어들 수 있다.

현물 대체에 따른 거래량 감소 효과와 차익거래에 따른 거래량 증가 효과 공존

반면, 차익거래가 활발해지면 직접적인 거래량 증가로 이어질 수 있으며, 헤지 수단 제공에 따라 간접적인 거래량 증가에 기여할 수도 있다. 특히, 외국인은 선물이 상장된 현물(헤지 수단이 존재하는 현물)과 그렇지 않은 현물을 차별하는 경향이 있다. MSCI의 지수 편입 조건 중에서 선물 상장 여부가 포함된 것도 이 때문이다.

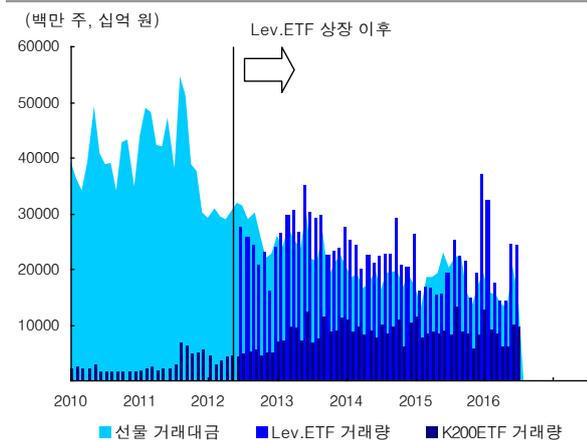
일반적으로 감소 효과 보다는 증가 효과가 상대적으로 큰 편이며, 섹터 선물의 경우에는 더욱 그럴 것이다. 주식 선물은 주식 현물은 대체할 수 있지만, 섹터 선물은 ‘섹터 현물’이 없기 때문이다. 가장 유사한 것은 ‘섹터 ETF’인데, 성장 초기에는 양자가 대체재 보다는 보완재(補完財)에 가까워서 거래량이 동반 증가한다.

현물 바스켓-섹터 ETF-섹터 lev.ETF-섹터 선물 라인업. 하나가 성공해야 나머지도 성공

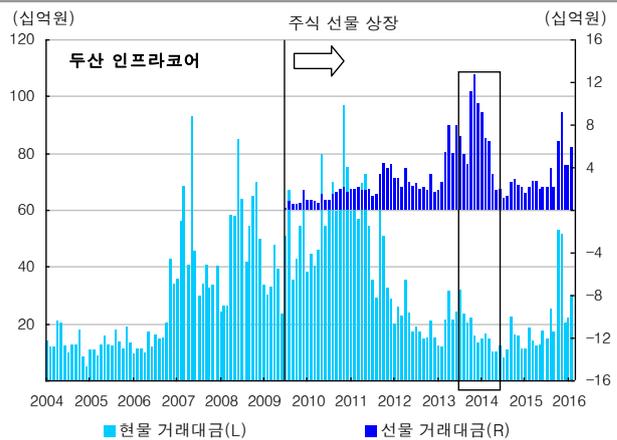
LP 입장에서 선물 매수를 공급하기 위해서는 섹터 바스켓의 공매도가 가능해야 하는데, 일일이 구성 종목을 차입하는 것보다는 한번에 섹터 ETF를 차입하는 것이 여러모로 유리하다. 섹터 ETF의 대여 풀(pool)이 충분히 형성되려면 섹터 레버리지 ETF가 동반 성장해야 하며, 이것은 다시 섹터 선물의 유동성이 필요하다.

반대로 섹터 ETF LP의 입장에서 유동성 공급하는 과정에서 노출되는 시장 위험을 헤지하려면 반드시 섹터 선물이 필요하다. 결국, ‘섹터 선물-섹터 ETF-섹터 레버리지 ETF’는 거의 한 세트(set)로 묶여있는 셈이며, 셋 중에서 어느 하나라도 충분히 성장해야만 다른 두 쪽도 성장 가능한 구조다.¹

그림 9. Lev.ETF 상장 후 선물은 거래 일부 감소, K200ETF는 증가 그림 10. 주식 선물 상장이 현물 거래량에 미치는 영향은?



주: 월별 거래량 평균, 선물은 K200지수 선물, ETF는 TIGER와 KODEX 2개 합계
자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터



주: 월별 일 평균 거래대금
자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

¹ 본문에서 언급한 선물이 현물 거래량에 미치는 효과는 이론적, 논리적인 것이며 이를 실제로 검증하기는 어렵다. 상장 직후에는 선물 거래량이 미미하므로 영향력이 적다. 또한, 이후에도 선물 거래량이 충분히 늘어나지 않는다면 여전히 현물에 미치는 영향은 적다. 현/선물 배수가 어느 정도 올라와야만 선물이 현물에 영향을 미치기 시작할 것이다. 이는 본문에서 후술하는 롯데 케미칼의 사례에서 어느 정도 확인된다. [그림 7], [그림 8]을 참조하라.

셋째, 주식 선물이 충분히 발달한다면 섹터 선물에 의한 거래량 증가 효과는 희석될 수 있다.

섹터 선물의 LP 입장에서 가장 이상적인 것은 ‘섹터 ETF’를 활용하는 것이다. 그러나, 섹터 ETF의 유동성이 부족하다면 불가피하게 직접 ‘섹터 바스켓’을 운용해야 한다. 섹터 바스켓은 보통 주식 현물로 구성되지만, 대신에 주식 선물을 편입시킬 수도 있다. 각 섹터 별로 주식 선물의 커버리지는 평균적으로 72%에 달한다.

주식 선물과 섹터 선물의 영역은 상당 부분 겹칠 것. 내부적으로 상쇄되거나 증폭되거나

여기서 섹터 선물 LP와 주식 선물 LP의 방향이 반대라면 효과적이다. 예를 삼성전자의 경우, 개인이 삼성전자 선물을 매수할 경우, LP는 이를 매도해야 하며 헤지를 위해서 삼성전자 현물을 매수해야 한다. 한편, 외인이 정보기술 섹터 선물을 매도한다면, LP는 이를 매수해야 하며 헤지를 위해서 정보기술 섹터 바스켓을 공매도해야 한다. 이 바스켓에는 당연히 삼성전자가 62% 가량 포함되어 있다.

결국, LP의 내부에서 현물 매수와 현물 공매도가 충돌하면서 현물 매매 수요가 소멸된다. 삼성전자 선물 매도를 정보기술 선물 매수로 헤지한 셈이다. 궁극적으로 K200지수 전 종목에 대해 주식 선물이 상장되고 유동성마저 충분하다면 현물 매매 없이 주식 선물 바스켓과 섹터 선물을 이용한 LP가 가능해진다. 이 경우에는 섹터 선물 상장에 따라 오히려 일부 종목의 현물 거래량이 줄어들 수도 있다.

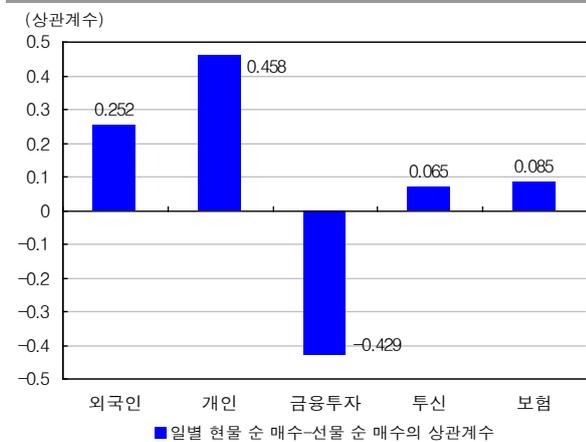
넷째, 섹터나 일부 종목의 주가 변동성이 확대될 수 있다.

주식 선물과 섹터 선물의 LP 방향이 겹치면 해당 주가에 물리적 영향을 줄 수도

상기 사례에서 반대로 섹터 선물 LP와 주식 선물 LP의 방향이 겹친다면? 예를 들어서 개인이 삼성전자 선물을 매수하고 동시에 외인이 정보기술 섹터 선물을 매수한다면, LP는 양자를 헤지하기 위해서 삼성전자 현물을 두 배로 매수해야 한다. 즉, 현물 수요가 상쇄되는 것이 아니라 오히려 증가하는 셈이다.

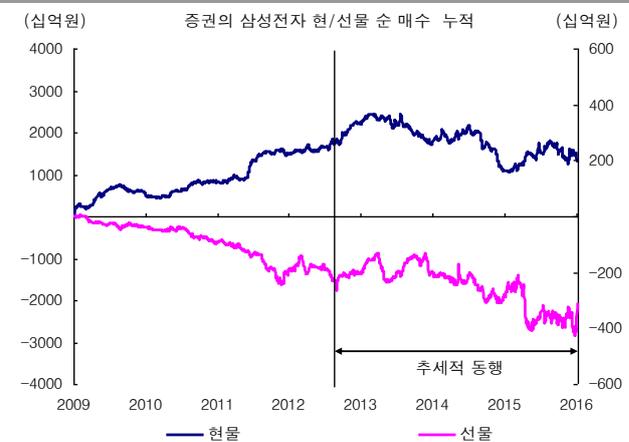
이것은 사실상 삼성전자에 대한 개인과 외인의 주식 매수 수요가 주식 선물이나 섹터 선물을 통해 증권 LP로 이전된 것과 같다. 여기서 만일 현물 수요의 일부가 선물 시장으로 단순 이동했다면 삼성전자에 대한 ‘총 수요’에는 변화가 없기 때문에 거래량 증가 혹은 주가 변동성 확대로 연결되지는 않을 것이다.

그림 11. 삼성전자 현/선물, 외인, 개인은 동행, 증권은 역행하는 편



주: 측정 기간은 2009.5.4~2016.7.20, 일별 순 매수 금액 기준
자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

그림 12. 단, 증권 역시 2013년부터는 추세적으로 현/선물 동행



주: 삼성전자에 대해 만기 구분 없이 일별 순 매수를 단순 누적
자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

그러나, 선물 상장에 따라 삼성전자에 대한 신규 수요가 발생하거나, 주식에서 선물로 이동한 수요가 적극적으로 레버리지를 사용한다면 얘기는 다르다. 현물 거래량이 늘어나면서 주가 변동성 역시 확대될 것이다. 특히, 투기 세력이 현물에서 선물로 이동한 가장 큰 동기는 ‘레버리지’ 때문이므로 실현 가능성이 높다.

현물 대체 수요가 선물로 이동하면 레버리지 활용. 현물 거래량/변동성 증가 가능

예를 들어 6배의 레버리지를 가정한다면, 주식시장에서 1억원의 삼성전자 매수가 주식 선물 또는 섹터 선물로 이동할 경우 명목 거래대금 기준으로 6억원의 매수가 가능하며, LP는 실제로 삼성전자를 6억원어치 매수해야 한다. 결국, 1억원이었던 개인과 외인의 수요가 6억원으로 증폭된 셈이다.

또한, 레버리지가 클수록 개인이나 외인의 보유 기간은 짧아질 수 밖에 없다. 즉, 회전율이 높아지면서 거래량은 한번 더 늘어나게 되며 주가 역시 짧은 등락을 거듭할 것이므로 변동성은 더욱 확대된다. 정리하면 ‘명목 거래대금 증가 X 회전율 상승=현물 거래량 증가 & 주가 변동성 확대’가 되는 셈이다.

교과서에서 얘기하는 선물 상장의 일반적 효용에는 주가 변동성의 축소가 있다. 헤지 수단 제공에 따라 주식 매도 수요가 줄면서 주가 낙 폭이 제한될 수 있다는 얘기다. 그러나, 헤지는 주가 불확실성을 제거하거나 급락을 방어하는 단기적인 수단일 뿐이다. 이보다는 레버리지에 의한 변동성 확대 가능성이 더욱 높다.

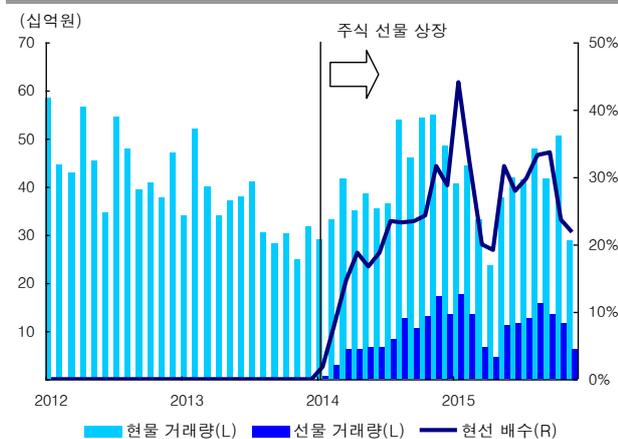
다섯째, 증권의 LP 활동이 내부적으로 통합(integration)되면서 새로운 영역으로 진입하게 된다.

주식과 지수는 멀지만 섹터가 끼면 가까워져. 현물 바스켓이 모일 가능성 높아져

외인, 개인 및 기관에게 섹터 선물은 ‘선택’이지만, 증권 LP에게는 ‘필수’다. 이제 까지 미니 선물 LP와 주식 선물 LP는 증권사 내부적으로 별도로 운영되는 편이었다. 그러나, 섹터 LP가 발달하면 양자를 연결해 ‘미니 선물 LP-섹터 선물 LP-주식 선물 LP’가 통합 관리될 것이다. LP는 새로운 영역에 진입하는 셈이다.

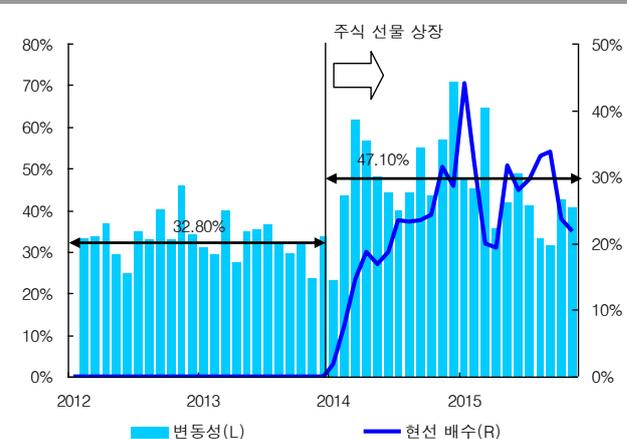
LP의 포지션은 시장 위험 회피를 위해 항상 중립 상태(neutral)가 유지된다. LP가 레버리지 ETF를 매수한 다음, 일시적으로 채고 보유하게 되면 헤지를 위해서 같은 규모의 지수 선물을 매도한다. 이때 헤지 수단은 본 선물, 미니 선물, 본 옵션(합성선물), 미니 옵션(합성선물) 및 K200 ETF 공매도 등 5가지다.

그림 13. 롯데케미칼, 상장 후 현/선 배수는 평균 24.4%로 최고



주: 월별 일 평균 거래대금. 현/선 배수 = 선물 거래대금/현물 거래대금 X 100%
 자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

그림 14. 롯데 케미칼, 상장 이후 변동성 뚜렷하게 확대



주: 변동성은 로그 수익률의 20일 표준편차를 연분화한 것
 자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

LP는 이 중에서 가급적 가장 비싼 수단을 매도해 수익을 챙긴다. 이후에도 거래비용을 감안해도 더욱 비싼 수단이 생긴다면 기존 수단을 환매하고 더 비싼 수단으로 갈아탄다. 이 과정이 계속 반복되면 레버리지 ETF 재고가 유지되는 가운데 꾸준히 소정의 수익이 누적된다. 계속 차익거래(arbitrage)가 작동하고 있는 것이다.

ETF가 가입한다면 주식-섹터, 섹터 ETF와 지수 ETF의 형태로 결합될 수도

현재까지 이 과정에서 지수형 파생상품의 LP는 ‘현물 바스켓-ETF-지수 선물-미니 선물-지수 옵션-미니 옵션’의 라인 업을, 주식형 파생상품의 LP는 ‘현물-주식 선물-주식 옵션’의 라인 업을 가졌는데, 현물 바스켓과 현물 주식의 간극이 워낙 커서 양자는 겹치지 않았다. 증권사 내부적으로 LP 활동이 이원화된 셈이다.

미니 선물 LP는 지수에 포함된 상당 수의 종목들을 커버하지만 가급적 바스켓 형태 보다는 ETF 형태로 설정하여 처리한다. 주식 선물 LP는 자신이 담당하고 있는 소수의 개별 종목만 커버한다. 때문에 실무적으로 양자의 영역은 겹치지 않았다. 만일 섹터 선물 LP 역시 ETF를 경유한다면 역시 영역은 단절될 수도 있다.

그러나, 증권 LP는 한정된 반면, 상장되는 주식 선물의 수는 점차 늘어날 것이므로 현물 주식의 커버리지도 그만큼 커질 것이다. 이것이 일정 수준을 넘어서면 주식 바스켓은 섹터에 근접할 것이며, 몇몇 섹터가 모이면 섹터 바스켓은 지수에 근접할 것이다. 주식 바스켓, 섹터 바스켓과 지수의 공유 영역이 넓어지는 셈이다.

LP의 중심은 인덱스 바스켓. 궁극적으로는 PBS와도 통합 가능. 주식 대차 풀 커질 것

이러한 상태에서도 여전히 미니 선물 LP, 섹터 선물 LP와 주식 선물 LP가 각자 단독으로 운영된다면 비효율적이다. 인덱스 바스켓을 중심으로 지수 ETF, 섹터 ETF, 섹터 바스켓, 주식 바스켓이 동시에 운용되어야 한다. 또한, 이것은 궁극적으로 PBS(Prime Brokerage Service)와 연결될 것이다.

이제까지 주식 선물 LP는 주로 ‘매도 유동성’을 공급했기 때문에 헤지를 위해서 현물 주식을 매수했지만(개인과 외인은 매수. 즉, 이들은 주식 선물을 현물의 대체재로 사용한 셈), 점차 시장에 질적으로 성장하면 선물 매도 수요(헤지 수요)가 늘어날 것이므로 현물 주식을 공매도해야 한다.

현재 PBS는 공매도 중개 서비스를 위해서 다양한 방법으로 외인, 연/기금, 기관투자자 등 외부인만으로 구성된 대차 풀(pool)을 운용했다. 그러나, 주식 선물-섹터 선물-미니 선물의 라인업이 구축되고 이들 중심에 ‘인덱스 바스켓’이 자리한다면, PBS는 ‘외장(外裝) 배터리(?)’에다 ‘내장(內裝) 배터리’를 추가하게 된다.

해외 IB는 내부에 델타 원 혹은 델타 제로의 데스크 운용. 즉, 인덱스 펀드 보유하고 있어

통합 LP(가칭)가 가지는 인덱스 바스켓은 내부적으로 현물 주식과 지수 ETF, 섹터 선물과 섹터 ETF, 주식 선물 등으로 구성되어 있으며, 시장 위험은 지수 선물이나 지수 옵션(합성선물) 매도로 헤지되어 있다. 물론, LP 과정에서 미세하게 비체계적 위험에 노출될 수 있지만 그보다 큰 수익을 위해 감내해야 한다.

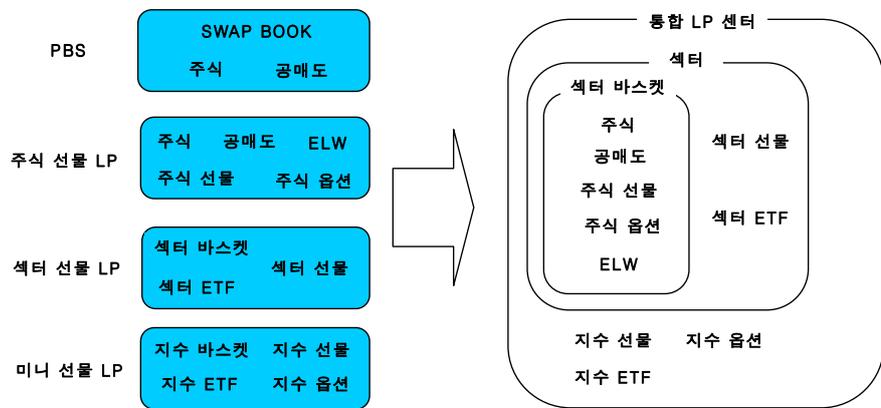
이러한 운용 사례는 해외에서 쉽게 찾아볼 수 있다. 대형 IB는 내부적으로 인덱스 바스켓을 운용하는 편인데, 일반적으로 ‘델타 원(delta one)’이나 ‘델타 제로 데스크(delta zero desk)’로 불린다. 이들이 굳이 관리 비용이 소요되는 인덱스 바스켓을 운용하고 있다는 것은 그만큼 수익이 적지 않다는 증거다.

그간 국내에서 활약했던 외인 차익거래 역시 대부분 이들이었으며, 낮은 조달 금리를 무기로 국내 차익거래의 절반 이상을 차지하기도 했다. 그러나, 금리 차이가 줄어들던 데다, ETF 시장이 발달하면서 거래세 회피가 가능해졌으며, 미니 선물/섹터 선물/주식 선물 LP의 거래세가 한시적으로 면제되면서 사정은 달라졌다.

한시적 거래세 면제를 최대한 활용하기 위해서는 통합 LP 센터 필요할 것

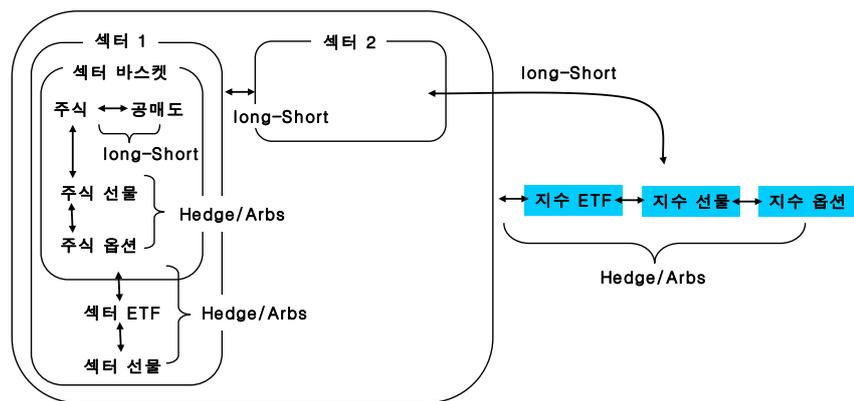
더 이상 LP는 증권사의 부수적인 업무가 아니다. 또한, 수동적으로 시장에 유동성만 공급하는 공공재(公共財)도 아니다. 통합 LP 센터의 인덱스 바스켓을 중심으로, 수수료 수익에서 운용 수익으로 전환해야 하며, 시장 위험을 배제하는 차익거래에서 이를 감수하고 더 높은 수익을 창출하는 롱-숏 매매로 전환해야 한다.

그림 15. 공통 인자의 결합(주식 c 섹터 c 지수 바스켓)에 의한 통합 LP 센터



주: 당사 임의 작도
 자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

그림 16. 통합 LP 센터의 전략/전술 ‘종횡무진(縱橫無盡)’



주: 당사 임의 작도
 자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

Check 3. 선물옵션 통계

주가지수선물 가격정보

	KOSPI200	1609	1612	1703	KSPL9LCS
기 준 가 격	250.66	250.90	251.60	248.90	0.90
시 가	251.11	251.70	252.20	249.45	0.75
고 가	251.36	251.85	252.55	249.45	0.80
저 가	249.72	250.40	251.25	249.00	0.75
종 가	250.44	250.90	251.60	249.15	0.75
전 일 대 비	-0.22	-	-	0.25	-0.15
이 른 가 격	-	250.91	251.76	248.73	0.85
총 약 정 수 량 *	62,925	72,703	260	17	3
총 약 정 금 액 **	2,739,930	9,128,054	32,756	2,118	755
미 결 제 약 정	-	122143 (1773)	8642 (43)	884 (10)	-
배 당 지 수 ***	1.36% (CD금리)	0.00	0.00	3.88	-
반 응 배 수		0.88	0.79	0.27	
장 증 평 균 배 이 시 스		0.536			
전 일 대 비		0.225			

주: 단위 (* 천주, 계약 ** 백만 *** 포인트)

반응배수 = 일종 선물가격변동폭/일종 현물가격변동폭, KSPL9LCS : 9월물과 12월물과의 스프레드를 의미함
 장증 평균 배이스는 1분 평균이며, 만기약일의 경우 전일대비는 직전 최근월물과의 비교이므로 의미없음

주가지수선물 투자자별 매매현황

(단위: 계약수)

		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	국가
	매 수	42,219	20,460	8,841	70	958	52	789	139
	매 도	42,003	20,664	8,831	120	935	61	787	127
	비 중	57.3%	28.0%	12.0%	0.1%	1.3%	0.1%	1.1%	0.2%
순 매 수 누 적	전 일	216	-204	10	-50	23	-9	2	12
	누 적	1,282	2,590	1,511	-431	-4,435	-415	-289	202
매 매 편 향 강 도		0.26%	-0.50%	0.06%	-26.32%	1.22%	-7.96%	0.13%	4.51%

주: 누적은 지난 쿼드러플워칭데이 이후부터 현시점까지 당일 순매수 미결제약정의 증감을 누적인 것임

매매편향강도(%)=(순매수/(매수+매도))X100, 절대수치가 클수록 단방향으로의 집중력이 높다는 의미임

ETF 가격정보

	전일대비	등락율	거래량(천주)	거래대금(백만원)	외국인보유	TIGER200	KODEX200
TIGER200	20	0.08%	852	21,359	11.59%	NAV	25,088
KODEX200	25	0.10%	1,225	30,649	5.77%	(ETF-NAV)%	25,060
							-0.21%
							-0.26%
						T/E	0.00%
							0.00%
증가/100	250.35	249.95	250.35	250.90	250.55	설정주수(천주)	100
eff.delta	-0.91	-1.14	0.09	-	0.14	환매주수(천주)	900
diff/basis	-0.04%	-0.20%	-0.03%	0.46	0.11	상장주수(천주)	600
							184,750

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

대 표	11.4%	콜평균(%)	10.4%	풋평균(%)	12.6%	역사적 (5일,%)	4.5	역사적 (20일,%)	16.1
내재변동성(%)									
월물 행사가격		1608					1609		
		255.0	252.5	250.0	247.5	245.0	252.5	250.0	247.5
Call	가 격 (p)	0.97	1.81	3.05	4.67	6.71	3.56	4.71	6.18
	전 일 대 비 (p)	-0.07	-0.10	-0.10	-0.11	0.02	-0.01	-0.16	-0.26
	내 재 변 동 성 (%)	10.40	10.70	11.10	11.60	12.80	11.60	11.50	11.60
	거 래 량 (계약수)	61,218	51,945	12,062	1,313	109	160	25	2
	미 결 제 (계약수)	20,791	15,898	11,458	4,790	2,964	390	5,256	1,133
Put	가 격 (p)	5.39	3.74	2.50	1.62	1.03	5.40	3.95	3.03
	전 일 대 비 (p)	-0.05	-0.07	-0.07	-0.07	-0.07	-0.43	-0.21	-0.27
	내 재 변 동 성 (%)	10.80	11.00	11.50	12.00	12.60	12.30	11.90	12.30
	거 래 량 (계약수)	482	3,867	34,000	39,204	50,664	16	110	120
	미 결 제 (계약수)	858	4,075	9,318	11,116	19,069	79	4,323	2,545

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
	매 수	170,131	113,050	93,312	0	37	0	4,679	37
	매 도	172,577	110,854	92,801	0	44	0	5,033	37
	비 중	44.9%	29.3%	24.4%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	0.0%
순매수 누적	전 일	-2,446	2,196	511	0	-7	0	-354	0
	누 적	2,463	11,117	-11,285	0	-2,780	-25	528	-134
Put		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	국가
	매 수	190,566	95,369	35,263	0	55	30	299	4,323
	매 도	175,575	108,215	37,290	0	35	110	296	4,384
	비 중	56.2%	31.2%	11.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.3%
순매수 누적	전 일	14,991	-12,846	-2,027	0	20	-80	3	-61
	누 적	75,054	-70,531	-3,411	0	-817	176	-29	-442

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		393	-775	1,731	-1,296	-840	10	42	-339
	개별 종목	45	-1,008	639	1,823	-681	-325	9	42	-146
	차익 PR	-4	-26	22	22	0	0	0	0	0
	비차익 PR	-41	1,427	-1,436	-114	-615	-515	1	0	-193
	매매 비중	26.5%	81.8%	17.8%	4.0%	4.7%	6.1%	0.1%	0.0%	2.8%
누적	현물 전체		18,969	-24,822	-4,143	-7,127	-13,598	-914	11,034	1,870
	개별 종목	1,279	8,688	-13,513	-3,616	-3,228	-5,818	-678	10,985	466
	차익 PR	-1,641	-1,062	-578	-280	37	-354	0	0	19
	비차익 PR	361	11,343	-10,730	-247	-3,936	-7,426	-235	49	1,385

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.