Futures & Options Weekly

2016. 7. 29

세법개정안과 파생상품시장

Liquidity와 Depth의 경쟁

전균
Analyst
gyun.jun@samsung.com
02 2020 7044

김수명
Research Associate
soomyung.kim@samsung.com
02 2020 7754

차익거래 증권거래세 면제 등

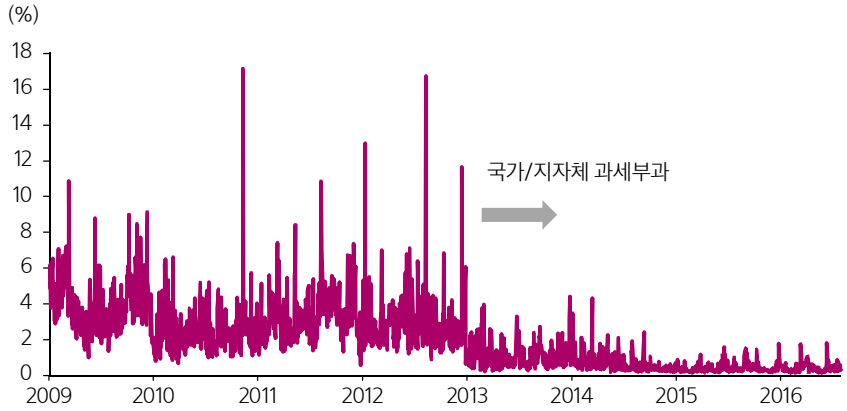
2016년 세법개정안: 정부는 성장동력의 확충과 과세형평성 제고, 그리고 안정적 세입기반 확충을 목적으로 2016년 세법개정안을 발표하였음. 자본시장과 관련해서는 합병·분할 등 기업 구조조정에 대한 세제지원을 강화하고 상장법인 대주주의 범위를 확대하여 자본소득 과세의 실효성을 높이는 조치를 취하였음. 또한 기업소득 환류세제를 임금과 투자증대로 이어질 수 있도록 세율을 조정하였음. 파생상품과 관련하여 KOSPI200 ELW에 대한 양도차익 과세를 부과하고 우정사업본부의 차익거래에 대한 증권거래세 면제를 추진할 예정임.

유동성 보강 기대, 외부효과 고려할 필요: 2012년까지 한시적으로 적용되었던 우정사업본부의 차익거래에 대한 증권거래세 면제조치가 2013년부터 일몰되면서 직전까지 활발하게 차익거래를 수행하던 우정사업본부는 거래규모를 급격하게 줄였음. 이후 외국인 투자자들의 차익거래 장악력이 급증하였음. 금번 우정사업본부의 차익거래에 대한 증권거래세 한시적 면제는 현물시장 유동성을 증진시키는데 결정적인 기여를 할 것으로 예상됨. 또한 우정사업본부의 차익거래 활성화는 지수선물의 괴리율을 축소할 것임. 차익거래의 활성화로 여타 파생상품(개별주식, 섹터, 변동성 등)에서의 투자기회가 확대될 수 있을 것임.

유동성(liquidity)의 개선에도 불구하고 시장심도(market depth)의 강화는 상충될 가능성이 높음. 차익거래의 단기화는 경량화된 low latency를 추구하기 때문에, 호가의 확대가 제한적일 수 있음. 이와 함께 지수형 ETF와 여타 파생상품 유동성공급자의 역할도 위축될 가능성을 고려해야 함.

KOSPI200 ELW에 대한 양도차익과세는 ELW시장의 위축을 강화할 것임. ELW에 대한 규제완화(LP호가 제한완화 등)가 시급함.

KOSPI시장에서 차익거래 비중추이



자료: KRX, 삼성증권

Contents

세법개정안 p2
우정사업본부 차익거래 과세면제 p2
차익거래 활성화의 시장영향 p4
외부효과도 고려해야 p6
ELW 양도차익과세 부과 p6

세법개정안과 파생상품 시장

세법개정안

2016년 세법개정안

기획재정부는 '2016년 세법개정안'을 발표하면서 부진한 경제상황을 타개하고 경제활력을 제고할 수 있는 조세체계 합리화를 목표로 하였음. 세제개편안의 기본방향으로 ① 산업 세제지원 강화를 통한 경제활력 제고, ② 민생안정을 위한 세제지원, ③공평과세 제고와 세제 합리화를 통한 조세제도 경쟁력 강화 등을 제시하였음.

자본시장 관련 세법개정안 내용들

2016년 세법개정안에서 자본시장과 관련된 이슈는 다양하게 존재함. 기업구조조정 지원항목에서는 ① 물적분할·현물출자시 계속 과세이연 범위확대 ② 완전자회사간 합병시 과세이연 허용 ③ 분할합병·주식의 포괄적 교환시 과세이연 요건완화 ④ 기업재무안정 PEF에 대한 증권거래세 면제 적용기한 연장 등이 포함되었음. 또한 공평과세 항목에서는 ① 상장주식 과세대상 대주주 범위 확대 ② KOSPI200 ELW의 양도차익에 대한 과세시행 ③ 배당소득 증대세제 개선(분리과세에서 세액공제로 전환 및 세액공제액 한도설정) 등이 자본시장과 관련하여 반영되었음. 마지막으로 조세제도 합리화 항목에서는 ① 우정사업본부 차익거래에 대한 증권거래세 면제 (조특법 117조) ② 매매거래정지 또는 관리종목 지정 상장주식의 평가방법 개선 등이 포함되었음.

금번 세법개정안에서 주식파생시장과 직접적으로 연결되는 내용은 우정사업본부의 차익거래에 대한 증권거래세 면제와 KOSPI200 ELW에 대한 양도차익 과세 방침임. 그리고 상장주식 과세대상 대주주의 범위확대도 주식시장의 수급에 영향을 미칠 수 있는 항목임.

우정사업본부 차익거래 과세면제

우정사업본부의 차익거래에 대한 증권거래세 면제시행

'2016년 세법개정안'에서 우정사업본부의 차익거래에 대한 증권거래세 면제가 한시적으로 2017년 4월 ~ 2018년 12월까지 시행될 것으로 밝혀짐. 차익거래에 관련한 과세추이를 살펴보면 다음과 같음.

과세와 차익거래 변천 history

2009년 사모펀드에 대한 증권거래세 부여가 시행되면서 공모펀드를 이용한 변형 차익거래가 외국인투자자 중심으로 성행하였으며, 2010년 공모펀드와 연기금 등에 대한 증권거래세 면제조치 일몰로 투신권 차익거래가 급감하였음. 2011년부터 2012년까지 국가/지자체의 증권거래세 면제를 이용하여 국가기관(우정사업본부)이 차익거래를 활발하게 시행하였음. 2013년 국가/지자체의 증권거래세 면제조치 일몰과 함께 조달비용이 낮은 외국인투자자들이 차익거래 시장을 장악하였음. 2015년과 2016년 주식선물과 미니지수선물 LP(유동성공급자)의 헤지거래에 대한 증권거래세 면제로 관련 차익거래 또는 바스켓 매매가 활성화되었음.

과세와 차익거래 영향

시기	과세내용	영향
2010년	공모펀드,연기금 증권거래세 부과	투신권 차익거래 위축
2013년	국가/지자체 증권거래세 부과	우정사업본부 차익거래 위축
2014년 이후	공평과세 시행	조달비용 낮은 외국인 차익거래 확장
2015년	주식선물 LP 증권거래세 면제	개별주식 차익거래 활성화
2016년	미니선물 LP 증권거래세 면제	미니선물 연계 바스켓매매 활성화

자료: 삼성증권

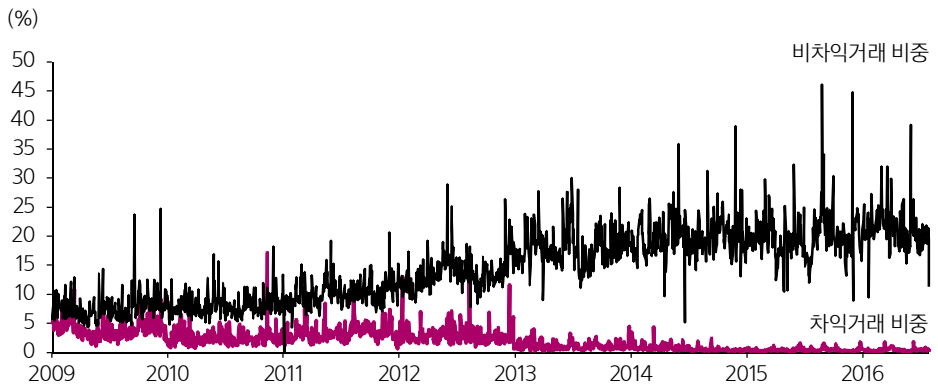
차익거래, 세금부과로 투자자 유인급감

KOSPI 시장에서 차익거래가 차지한 비중은 공모펀드 증권거래세 부과전인 2009년 일평균 4.0%를 기록한 이후 공모펀드 증권거래세 부과이후 2010년에는 2.4%까지 감소하였음. 우정사업본부가 활발하게 차익거래를 하였던 2011년과 2012년에는 차익거래비중이 3.4%과 2.9%를 유지하였음. 이후 공평과세가 시행되면서 2014년 1.0%까지 차익거래비중이 감소하였으며, 2015년 이후에는 일평균 0.6%에 불과한 상황임. 차익거래 규모에 과세가 미친 영향력이 결정적이었음을 확인할 수 있음.

비차익거래, Algorithm trading과 ETF 성장 등으로 확대일로

한편 비차익거래 비중은 꾸준하게 증가하였음. 선물과 연계되지 않은 채 Algorithmic trading 기법의 증가와 ETF시장의 팽창 등으로 인해 비차익거래 비중은 2011년 일평균 10.1%에서 2015년 이후에는 일평균 20.3%으로 증가하였음. 외국인과 기관투자자들의 주식시장 접근방식이 기존 개별주식 매매에서 프로그램매매, 특히 비차익거래 위주로 변화된 것임.

차익거래 및 비차익거래의 KOSPI시장 비중 추이

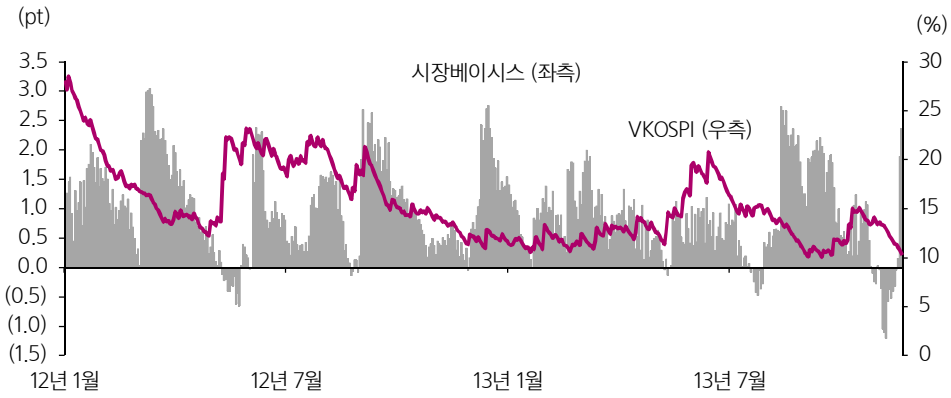


자료: KRX, 삼성증권

2012년과 2013년 시장베이시스 비교, 변동성 고려하면 2013년에 베이시스 확대

2012년과 2013년의 시장베이시스 추이를 보면, 일평균 시장베이시스는 2012년 1.02pt, 2013년 0.86pt로 절대값 수치는 2012년이 높게 형성되었지만, 시장 변동성을 감안하면(2012년 17.6%, 2013년 13.2%) 상대적으로 2013년 시장베이시스가 높았던 것으로 판단됨. 즉 우정사업본부의 차익거래가 위축된 2013년부터 실질적인 시장베이시스는 확대된 것으로 해석됨.

시장베이시스와 변동성지수(VKOSPI)



참고: 시장베이시스는 장중평균
자료: KRX, 삼성증권

단기 차익거래 활성화의 시장영향

2012년 국가/지자체 차익거래 비중 57%

2012년 차익거래시장에서 우정사업본부의 차익거래 비중은 압도적으로 높았음. 국가(우정사업본부)는 2012년 일평균 차익거래 1,613억원을 거래하여, 전체 시장의 57%를 차지하였음. 증권거래세가 부과된 2013년에는 일평균 차익거래 18억원을 거래하여 전체 시장의 2%에 불과한 참여비중을 기록하였음.

세금은 차익거래의 중요한 hurdle

현선물 차익거래는 선물가격과 현물가격의 비정상적인 가격괴리가 발생할 경우 고평가된 자산의 매도와 동시에 저평가된 자산의 매수거래를 실행하고, 가격괴리가 해소되는 시점(만기일 또는 만기일 이전)에서 해당 포지션을 청산하는 거래임. 상호 반대방향의 포지션을 구축하고 있기 때문에, 가격변동에 따른 위험은 최소화되고 가격괴리 수준의 적은 수익을 추구함. 이 때문에 거래비용의 최소화가 관건이며, 2012년 당시 국가(우정사업본부)는 여타 투자자들에 비해 증권거래세 면제지위를 이용하여 적극적인 차익거래를 수행하였음.

우정사업본부, 단기 베이시스 차익거래 집중

특히 국가(우정사업본부)의 차익거래 전략은 대체로 거래비용 우위를 이용한 단기 베이시스 거래이었음. 진입시점의 베이시스 대비 거래비용(무세금, 주문수수료&시장충격비용)을 초과한 수준의 베이시스 축소가 이루어질 경우 청산이 가능함. 예를 들어 KOSPI200이 현재 250pt일 경우, 증권거래세(0.3%) 부담은 0.75pt를 차지함. 여타 투자자들은 최소한 0.75pt+수수료비용 이상으로 베이시스 축소가 이루어져야만 차익거래 청산이 가능하지만, 국가(우정사업본부)는 0.75pt를 부담하지 않고 상대적으로 높은 시장베이시스에서도 청산할 수 있음. 우정사업본부를 제외한 나머지 투자자들은 '거래세로 인한 basis hurdle' 때문에 차익거래를 수행하기 어려웠음.

투자자별 일평균 차익거래 대금

	2012년(백만원)	비중(%)	2013년(백만원)	비중(%)
금융투자	4,719	1.68	7,442	8.97
보험	21,403	7.63	7,530	9.08
투신	7,825	2.79	6,257	7.54
사모	2,491	0.89	2,052	2.47
은행	9,200	3.28	645	0.78
연기금	1,112	0.40	1,620	1.95
국가	161,394	57.57	1,878	2.26
기타	342	0.12	104	0.13
외국인	71,861	25.63	55,412	66.81
전체	280,347	100	82,940	100

자료: 박종원,이우백, "거래비용이 차익거래시장에 미치는 영향", 한국증권학회 학술발표대회, 2015.5

우본의 차익거래참여는 주식시장 유동성 보강에 중요한 역할을 할 것임

2012년의 거래패턴처럼 단기 베이시스 차익거래를 수행할 경우 주식시장에 대한 유동성 보강이 가능할 것임. 주식시장 거래대금 규모와 차익거래 시장비중에 따라 차익거래 유발 유동성이 다를 것임. 예를 들어 현재와 같은 0.4%의 차익거래 비중을 유지할 경우 400억원 내외의 거래가 이루어질 것으로 전망됨. 만일 차익거래 비중이 1.0% 수준까지 높아질 경우 1,500억원 내외의 거래가 이루어질 수 있음.

KOSPI 거래대금과 차익거래 참여비중별 거래유발 규모추정(일평균)

(십억원)	2014년	2015년	2016년
KOSPI 일평균 거래대금	3,983	5,351	4,705
0.4% 차익비중	32	43	38
1.0% 차익비중	80	107	94
1.5% 차익비중	119	161	141
2.0% 차익비중	159	214	188

참고: 시장거래대금은 한편넣기, 거래유발 규모는 양편넣기(차익거래자-상대방), 2016년은 7월 현재
자료: KRX, 삼성증권

시장베이시스의 진폭을 줄이는 효과기대

단기 베이시스 차익거래가 활성화될 경우, 선물 시장베이시스의 비정상적인 등락은 상대적으로 완화될 것임. 현선물의 비정상적인 가격괴리를 수익을 추구하는 차익거래 기능상 시장베이시스의 확대는 차익거래의 진입/청산의 기회이기 때문임. 특히 기존에는 거래세 이상으로 시장베이시스의 등락이 확대되어야만 차익거래가 가능했지만, 2017년부터는 상대적으로 낮은 시장베이시스에서도 우정사업본부의 차익거래가 진입과 청산을 반복할 것임. 결국 시장베이시스의 진폭을 축소하고 현물과 선물의 가격괴리를 줄이는 역할을 할 것임.

주식시장 유동성보강과 세수증대, 우본의 수익성 개선 등을 동시에 추구

차익거래로 유발된 거래 중에서 우정사업본부는 증권거래세를 납부하지 않지만 거래상대방은 세금을 납부해야 함. 우정사업본부에 의해 차익거래가 유발될수록 거래상대방으로부터 수취할 수 있는 세금도 동반 증가할 것임. 이를 감안하면 **조세특례법 개정(우정사업본부의 차익거래에 대한 증권거래세 면제)의 목적에는 주식시장의 유동성공급과 세수증대, 그리고 우정사업본부의 수익성 개선을 동시에 추구하는 것**으로 해석할 수 있음.

시장 동조성이 커지면 개별주식선물 활용한 Long/Short 기회도 늘어날 것

이와 함께 여타 파생상품 등에서의 투자기회가 확대될 수 있음. KOSPI200 지수선물을 이용한 현선물 차익거래의 활성화는 KOSPI200 구성종목의 동조화를 더욱 증폭시킬 것임. 지수구성종목이기 때문에 펀드멘탈과 무관하게 가격변동이 발생할 수 있음. 즉 개별주식의 가격흐름이 펀드멘탈보다 주가지수 향방에 연동되는 경우가 많아질 것임. 따라서 개별주식의 경우 펀드멘탈 대비 고평가/저평가 상황이 상대적으로 자주 발생할 것이며, 이를 이용한 Long/Short 기회가 많아질 것임. 특히 차익거래는 평균회귀성향을 기본전제로 하기 때문에, 개별주식의 가격변동성이 일정한 회귀성을 보일 것임. Long/Short거래의 가시성을 높이는 변수로 현선물 차익거래가 작용할 수 있음.

섹터지수선물, leverage ETF와의 차익거래 등로 가능할 것

개별주식의 Long/Short뿐만 아니라 시장지수와 섹터지수의 Long/Short 거래도 가능할 것임. 개별주식의 Long/Short이나 섹터지수의 Long/Short 거래를 위해 주식선물 또는 섹터지수선물의 활용도가 증가할 수 있음. 또한 향후 2x leverage ETF가 출시될 경우 현선물 차익거래과정에서 2x leverage ETF 간의 차익거래 기회도 발생할 수 있을 것임.

시장변동성 헤지를 위한 VKSOPI선물 활용기회 많아질 것

현선물 차익거래잔고가 증가할 경우 만기일 또는 현선물 괴리율이 축소되는 시점에서 차익거래 포지션의 청산이 집중적으로 이루어질 수 있음. 주식시장의 변동성을 확대하는 변수로 작용할 수 있음. 시장 변동성을 방어할 수 있는 VKOSPI선물의 활용기회도 증가할 것임. 또한 현선물 차익거래로 일정한 수익을 추구하면서 주식시장의 시스템 위험을 헤지할 수 있는 수단으로 VKOSPI선물을 매입하는 펀드개발도 가능함.

2012년과 지금의 상이한 투자환경

다만 2012년과 상이한 시장환경도 고려해야 할 것임. 우선 주식시장의 변동성이 감소하였음. VKOSPI 기준으로 2012년에는 일평균 19.3%를 기록하였지만, 2016년은 7월 현재 13.6%임. 변동성이 낮은 환경에서는 선물가격의 고평가(저평가) 발생빈도가 상대적으로 줄어들기 때문에 차익거래의 기회도 그만큼 적을 수 있음. 또한 선물시장의 거래대금이 위축되고 있음. 2012년 지수선물의 일평균 거래대금은 28.4조원이었지만, 2016년은 7월 현재 15.9조원 수준임. 선물시장의 거래가 위축되면서 차익거래 실행기반(선물시장 유동성) 자체가 축소된 상태임.

차익거래시장의 쏠림현상 유발가능성

마지막으로 차익거래 시장 자체가 위축되어 있음. 2012년에는 KOSPI 거래대금의 2.9%(2,800억원)를 차지하였지만, 2016년에는 0.4%(180억원)에 불과함. 현재는 공평과세 기반에서 차익거래가 형성되고 있지만, 2017년 4월부터는 '거래세 hurdle'이 존재하는 상황에서 여타 투자자들의 거래기회가 축소될 수 있어 차익거래시장의 쏠림현상이 심화될 수 있음.

외부효과도 고려해야

유동성 개선과 시장심도의 약화 충돌 가능성

현선물 차익거래가 활성화될 경우 외부효과도 고려해야 할 것임. 먼저 유동성(liquidity)의 개선에도 불구하고 시장심도(market depth)의 개선은 상충될 가능성이 높음. 단기 베이시스 차익거래는 경량화된 low latency를 추구하기 때문에, 최우선호가에서 경쟁적으로 신속한 체결을 추구할 것임. 비차익거래자의 경우 체결순위에서 밀릴 가능성이 높으며, 비차익거래자의 체결비용이 상대적으로 상승할 가능성도 배제할 수 없음(최우선호가가 아닌 차선호가 등에서의 체결 가능성). 이 과정에서 호가의 쏠림 또는 호가의 위축이 발생할 수 있음.

ETF LP의 수익성에 영향을 미칠 수 있어

이와 함께 ETF와 여타 파생상품 유동성공급자의 역할도 위축될 가능성을 고려해야 함. ETF에 대한 유동성공급자(LP)는 ETF 차익거래를 수행하는 과정에서 증권거래세를 납부할 의무가 있음. ETF LP는 현물바스켓과 ETF, ETF와 선물, 현물바스켓과 선물 등을 활용하여 유동성공급과 ETF 차익거래를 병행함. 우정사업본부가 거래세 면제를 기회로 차익거래를 확장할 경우, 거래세를 납부해야 하는 ETF LP들은 상대적으로 호가체결과 베이시스 확보 경쟁력에서 열위에 있을 수 밖에 없음. ETF LP의 위축은 ETF시장의 성장에도 영향을 미친다는 점에서, 2017년 ETF시장의 성장과정에 간접적인 영향을 미칠 수 있음.

Large선물의 시장베이시스 진폭이 줄어들면 Mini선물도 진폭이 줄어들 수 있어, Mini선물 LP의 수익성에 영향을 미칠 가능성

Mini선물에 대한 시장조성자는 헤지거래 과정에서 발생하는 거래세를 현재 한시적으로 면제받고 있음. 신생상품의 유동성 보강을 위한 조치임. Mini선물의 시장조성자(금융투자)는 올해 일평균 500억~ 1,000억원의 헤지거래(주식매매)를 수행하고 있음. 2017년 우정사업본부가 Large선물을 이용한 현선물 차익거래를 공격적으로 진행할 경우, Large선물의 시장베이시스 진폭을 축소하면서 동시에 Mini선물의 시장베이시스 역시 진폭을 축소할 것임. 시장베이시스의 진폭이 줄어들면 Mini선물의 시장조성자가 헤지거래로 얻을 수 있는 수익원이 그만큼 축소될 수 있음. 즉 Mini선물의 유동성에 일정한 영향을 미칠 것으로 전망됨.

ELW 양도차익과세 부과

금번 세법개정안 중 공평과세 항목에 'KOSPI200 ELW'의 양도차익과세 부과가 포함되었음. KOSPI200 옵션과 경제적 실질이 동일한 상품이라는 점에서 파생상품 등 양도소득세 과세대상에 KOSPI200 ELW를 추가한 것임. ELW시장의 주요 투자자들이 개인투자자(55%)라는 점에서 (개인을 대상으로 하는)양도차익과세 부과는 ELW 시장의 몰락을 유발할 수도 있는 이슈임.

KOSPI200 ELW 투자자별 거래비중 (2016.1~7)

(%)	개인	금융투자	외국인	기타
매수	54.3	31.1	8.5	6.2
매도	55.1	32.1	5.8	7.1

자료: KRX

ELW시장은 지난 2012년 금융당국의 유동성공급자의 호가제공 제출제한(비 LP호가가 존재할 경우 LP는 현재가 대비 8%~15%범위에서 호가제출 가능) 조치로 인해 거래규모가 직전보다 1/10 수준으로 급감하였음. 2012년 호가제출 제한조치 직전까지 일평균 8,900억원의 거래대금을 기록하였지만, 호가제출 제한조치 직후 2012년 일평균 890억원을 기록하였으며, 올해는 850억원을 유지하고 있음.

시장의 위축으로 인해 투자자와 ELW 공급자가 시장에서 이탈하면서, ELW의 상장종목수와 기초자산도 크게 감소하였음. 2012년 호가제출 제한조치 당시 5,725종목 123개의 기초자산을 기록하고 있었지만, 2016년 7월 현재 2,162종목 66개의 기초자산에 불과함.

ELW시장의 위축은 관련 시장에 상당한 파급효과를 유발하였음. ELW의 유동성공급자(금융투자)가 헤지거래를 위해 장내 선물과 옵션을 활용하였지만, 시장규모 축소로 금융투자의 장내 선물과 옵션시장의 거래비중은 1/2으로 감소하였음. 또한 ELW 헤지구조가 'Long option = Long volatility' 구조이므로, ELS 중 Stepdown 형식의 헤지구조인 'Short option = Short volatility'에 대한 counter party 역할을 운용 Book 내부에서 일부 처리할 수 있었음. 그러나 ELW시장의 위축과 ELS시장의 확장으로 ELS 헤지운용자는 운용 Book외부(=시장)에서 헤지거래를 하게되면서, 주식파생시장에 직접적인 영향을 미쳤음(변동성 하향압박, Knock-in시 시장충격 등).

ELW 과세는ELW시장의 회생가능성을 억압할 것

위축되어 있는 ELW 시장에 양도차익과세를 부과하는 것은 ELW시장의 회생가능성을 억압하는 조치로 이해됨. 현재 ELW시장에서 KOSPI200지수형 ELW는 548개로 전체 상장종목수의 25%에 불과하지만, 평가금액은 3.3조원으로 전체 시장의 83%를 차지하는 규모임. 앞서 KOSPI200 ELW에 대한 개인투자자들의 거래비중이 55% 수준이라는 점에서 양도차익과세는 개인투자자의 거래동기를 크게 훼손하는 요인으로 작용할 것임.

ELW시장 상장상품 현황

	종목수 (개)	평가액 (십억원)	발행량 (백만주)
KOSPI200 지수	548	3,392	15,432
KOSPI 주식	1,581	671	8,406
KOSDAQ 주식	33	8	183
합계	2,162	4,071	24,021

참고: 7월 29일 현재
자료: KRX

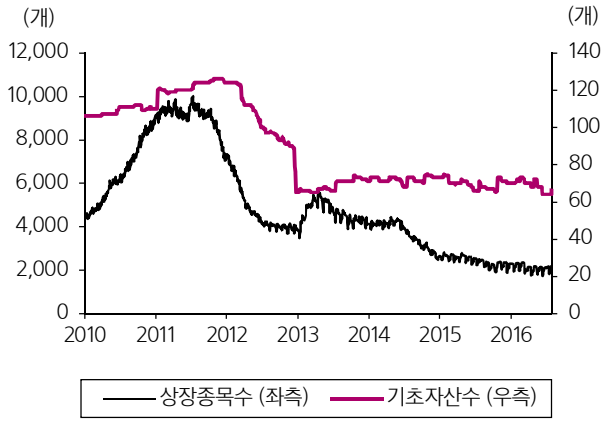
호가제출 제한조치의 완화가 선행되어야

ELW시장에 대한 거래소의 개선조치가 수 차례 진행되었지만(지수형 상품의 표준화 등), ELW시장은 수년째 정체상태를 거듭하고 있음. ELW시장의 불안정성이 크게 개선되었지만, 여전히 시장규모가 정체를 보이는 것은 LP에 대한 호가제출 제한조치 때문임. LP에 대한 호가제출 제한조치가 개선된 상황에서 양도차익과세가 진행되어야만 ELW시장의 존속가능성을 기대할 수 있음.

ELW의 경제적 기능을 유지하기 위한 제도개선 필요

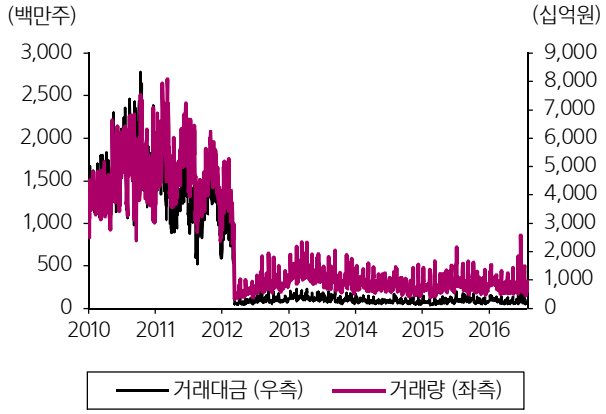
ELW가 개인투자자들의 레버리지 투자는 물론 Short 포지션 구축에도 유용한 상품이며, 현재 부진한 주식옵션시장을 대신하여 개별주식의 volatility 투자가 가능한 상품이라는 점에서 ELW시장의 경제적 기능은 유지되어야 할 것임. ELW시장에 대한 전향적인 제도개선이 사전에 이루어져야만 양도차익과세의 충격을 일부 흡수할 수 있을 것임.

ELW 기초자산과 상장종목수



자료: KRX, 삼성증권

ELW 거래량과 거래대금 추이



자료: KRX, 삼성증권

Market Data (7월 29일 현재)

KOSPI200 선물 거래동향

(계약수)	증권	개인	투신	연기금	외국인
매도	18,334	30,723	2,284	122	79,047
매수	17,448	29,864	955	394	81,696
당일 순매수	(886)	(859)	(1,329)	272	2,649
누적 포지션*	1,255	1,433	(6,050)	571	3,670

참고: * 누적 포지션은 6월 10일부터 당일 정규시장 순매매의 누적임
자료: KRX, 삼성증권

9월물 선물 기술적 지표 (pt, %)

피봇 2차 저항	254.67	지수 3일 MA	252.22
피봇 1차 저항	253.53	지수 5일 MA	252.65
피봇 포인트	252.67	지수 10일 MA	251.77
피봇 1차 지지	251.53	지수 20일 MA	249.64
피봇 2차 지지	250.67	볼린저밴드 상당	253.31
D.Mark High	254.10	볼린저밴드 하단	250.23
D.Mark Low	252.10	%b 지표	0.71

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	11.05	His. Vol 현재	11.65
Imp. Vol 5일 전	11.80	His, Vol 5일전	12.60
Imp. Vol 20일 전	14.03	His, Vol 20일전	14.67
Imp. Vol Max (20일 중)	14.96	His. Vol Max(20일중)	15.95
Imp. Vol Min (20일 중)	9.13	His. Vol Min(20일중)	11.65

자료: KRX, 삼성증권

옵션 투자자별 매매동향

		증권	개인	외국인	투신
Call	누적 (계약)	(35,713)	29,910	13,221	(3,264)
	누적 (백만원)	(1,222)	2,830	(178)	(1,163)
Put	누적 (계약)	(37,593)	(22,671)	131,204	(810)
	누적 (백만원)	1,111	(5,188)	7,160	(376)

참고: 누적 포지션은 7월 15일 이후부터 집계함
자료: KRX, 삼성증권

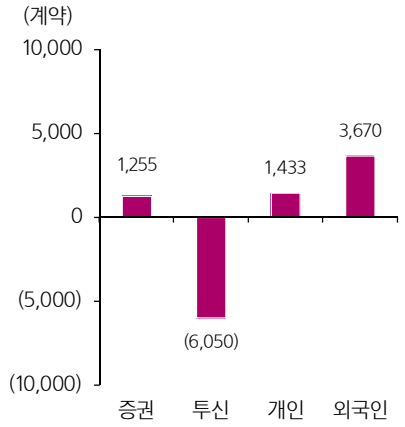
Market Data (7월 29일 현재)

외국인투자자, 7월말 불규칙 매매심화

- 외국인투자자, 7월말 대규모 매수와 매도를 반복하는 불규칙 매매 반복함
- 장기누적포지션은 역사적 고점 수준에 근접한 상태
- 추가 포지션 확보보다는 단기뉴스에 연동한 투기적 매매가 증가한 상태임
- 8월 이후 주요국 경제지표 상황에 따라 글로벌 주식시장의 변동성 확대될 수 있어
- 외국인투자자들의 불규칙한 대규모 선물매매는 더욱 빈번해질 것임
- 투신권, 인버스ETF 자산총액 증가로 선물매도포지션 확대 지속

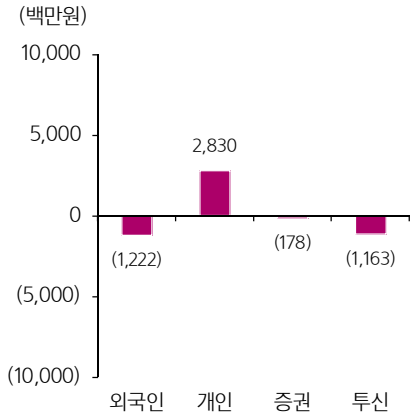
- 외국인, 변동성 저점근접으로 옵션포지션 축소하여 향후 변동성 변화에 대비하는 듯
- 증권, Put매수 강화는 현선물에 대한 헤지포지션으로 추정

선물 투자자별 매매동향 (정규시장)



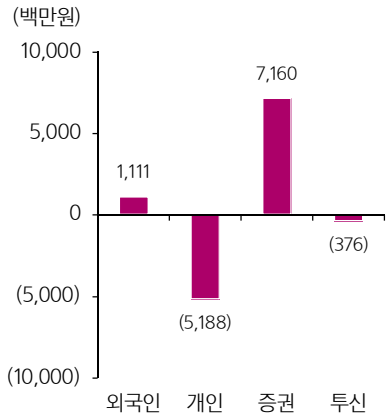
참고: 6월 10일 이후 순매매 누적
자료: KRX, 삼성증권

콜옵션 투자자별 매매동향 (매매대금기준)



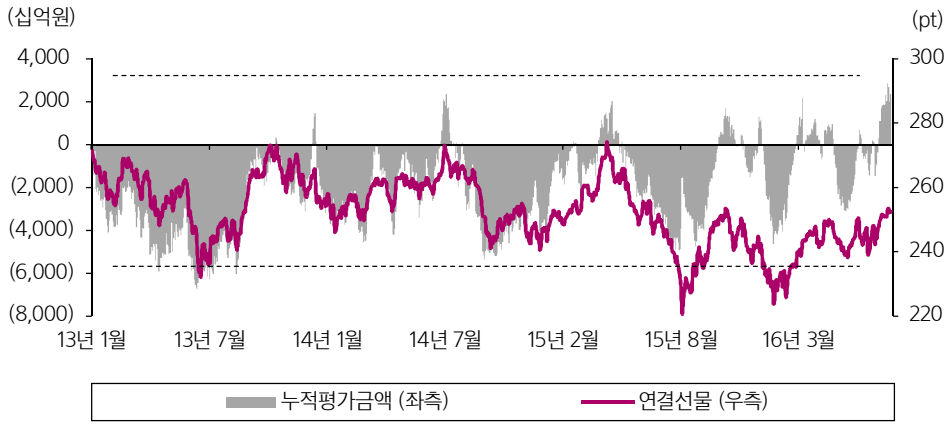
참고: 7월 15일 이후 순매매 누적
자료: KRX, 삼성증권

풋옵션 투자자별 매매동향 (매매대금기준)



참고: 7월 15일 이후 순매매 누적
자료: KRX, 삼성증권

외국인투자자 누적 선물규모



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

삼성 Investment Risk Index

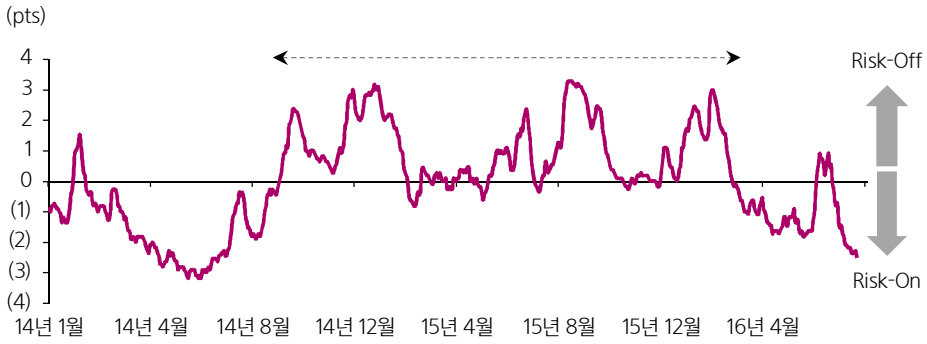
투자위험 평가지표: 삼성 투자위험지표 (삼성 IRI)

- 자료참조: 전균,"삼성 Investment Risk Index"(2015.2.4 발간)
- 금융시장 변동성과 자금동향, 수급동향을 종합한 투자위험 평가지표
- 기준선 상회는 Risk-Off 국면, 기준선 하회는 Risk-On 국면
- 일상적으로 감내 가능한 등급은 +2.0pt 이하
- +3.0pt 이상은 시스템위기 고조
- +2.0pt ~ +3.0pt 구간에서는 위험선호도에 따라 보수적/적극적 상황별 대응필요

7월 삼성투자위험지수, Risk-On 국면 순항

- 삼성투자위험지수, 연중 최저수준(Risk-on 극대화)으로 하락함
- 주식, 채권, 신용시장 모두 Risk-on 상황 진입
- 선진국 외환시장은 위험중립국면에 위치함
- 3분기 각국 통화정책에 따라 시장변동성 재개될 가능성 남아있음
- 3분기 중반까지는 삼성투자위험지수가 Risk-On 상황을 유지할 것임

삼성 Investment Risk Index



자료: KRX, 삼성증권

구성항목별 월중 일평균 등급

	2016년 5월	2016년 6월	2016년 7월
VIX	(1.80)	(0.05)	(1.95)
VKOSPI	(2.05)	(0.05)	(0.80)
VSTOXX	(1.75)	(1.10)	(2.40)
VXFXI	(1.20)	1.90	(1.25)
MOVE	(2.40)	0.19	(0.05)
FX Vol	1.35	1.81	0.40
회사채스프레드	(3.00)	(2.10)	(2.70)
EMBI+ Spread	(1.95)	(1.57)	(2.70)
IG CDX	(1.30)	(1.43)	(2.25)
CDS 스프레드	(0.35)	(1.52)	(3.50)
Fund Flow	(0.95)	1.00	(1.00)

참고: 7월 28일 종가 기준 자료: 삼성증권

※ 본 투자위험지수는 금융시장의 위험수준 확대(risk-Off)와 축소(Risk-On)를 파악하기 위해 개발됨.
따라서 위험고조 국면(지수 고점)에서 역행전략(contrarian approach)을 위해 투자신호(signal)로 해석할 경우 투자성과를 보장할 수 없음

주식시장 Data

- Brexit 이후 주요국 중앙은행의 부양책 집행기대감 등으로 위험자산이 동반 강세를 보였음. 각국 주식시장의 동조성이 높아진 배경임. 선진국과 신흥국의 상관성이 동반 증가하였다는 점에서 현재는 일시적인 동반랠리로 판단됨. 8월 이후 각국의 경제정책 상황에 따라 각국 주식시장은 독자적인 패턴을 보일 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 중앙확산형 패턴으로 전환하고 있음. 1주일전에는 우상향 패턴을 보였지만, 주식시장의 정체가 지속되면서 중앙확산형 패턴으로 변화하고 있음. 상단가격대와 하단가격대 내에서 당분간 주식시장은 등락이 지속될 것임.

- 외국인투자자들은 7월 4조원의 순매수를 기록하여 연중 최대를 기록하였음. 해당 규모는 2015년 4월 +4.6조원 순매수 이후 최대 수치임. 반면 투신과 보험을 중심으로 펀드환매물량도 꾸준하게 출회됨. 위험자산 선호심리가 글로벌 전반적으로 유지되고 있기 때문에, 기술적인 자산배분 측면에서 한국물에 대한 프로그램매매 차원의 자금유입이 지속되고 있음.

지수별 기술적 지지/저항대

(pt)	KOSPI	KOSPI 200
종가	2,016.19	251.48
피봇 2차 저항선	2,033.26	254.00
피봇 1차 저항선	2,024.72	252.74
피봇 포인트	2,020.46	252.11
피봇 1차 지지선	2,011.92	250.85
피봇 2차 지지선	2,007.66	250.22
20일중 MAX	2,023.22	251.76
20일중 MIN	1,900.83	236.68

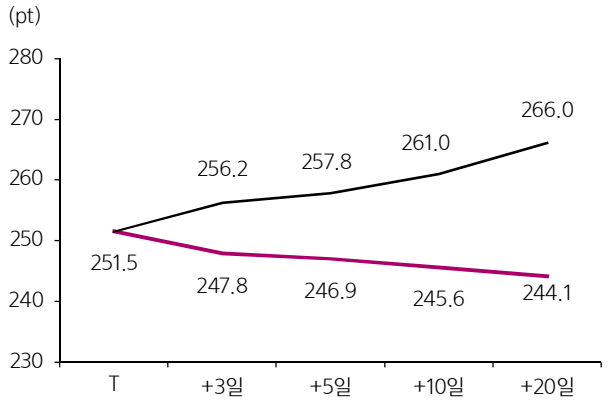
참고: 일별 데이타, 7월 29일 현재
자료: 삼성증권

시장별 상관관계

	KOSPI	KOSDAQ	DJIA	NASDAQ	NIKKEI	상해종합
KOSPI						
KOSDAQ	0.75					
DJIA	0.78	0.57				
NASDAQ	0.77	0.57	0.91			
NIKKEI	0.32	0.52	0.20	0.31		
상해종합	0.64	0.33	0.75	0.63	-0.26	

참고: 60일 기간
자료: 증권전산 CHECK

N일 후 예상지수대



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

투자자별 주식매매현황 (유가증권 시장)

(십억원)	2015년	2016년
외국인	(3,579)	7,711
개인	(403)	(4,445)
금융투자	(2,369)	(1,046)
투신	(5,037)	(3,293)
보험	285	1,370
연기금	9,124	491
은행	(1,166)	(779)

참고: 7월 29일 현재
자료: KRX

주식선물 주간 거래동향(일평균)

종목	거래량 (계약)	거래대금 (백만원)	선현배율 (%)	미결제약정 (계약)
BGF리테일	94	197	1.31	264
BNK금융지주	2,011	178	2.06	9,455
CJ	644	1,342	10.74	3,533
CJ CGV	780	717	5.22	626
CJ E&M	927	658	4.77	2,517
CJ오쇼핑	181	292	7.76	84
CJ제일제당	20	80	0.67	167
DGB금융지주	1,225	110	2.64	12,559
GKL	1,009	257	2.87	1,060
GS	1,646	801	7.86	3,132
GS건설	14,979	4,185	20.04	24,184
GS리테일	32	17	0.12	376
KB금융	17,013	6,121	11.41	27,828
KB손해보험	195	55	1.12	467
KCC	22	86	0.67	44
KT	8,720	2,764	14.85	95,312
KT&G	1,373	1,698	4.17	5,661
LG	1,997	1,293	9.44	4,990
LG디스플레이	36,886	11,145	22.75	38,344
LG상사	810	299	5.40	869
LG생활건강	655	6,714	6.07	257
LG유플러스	5,839	639	3.48	17,120
LG이노텍	3,792	3,456	24.45	3,102
LG전자	17,395	9,545	23.17	35,102
LG하우시스	27	34	0.33	96
LG화학	3,025	7,417	15.07	9,712
LIG넥스원	148	151	1.21	281
NAVER	451	3,211	6.06	1,940
NH투자증권	6,927	720	3.94	18,694
OCI	2,929	2,762	9.09	7,580
POSCO	4,972	11,174	17.22	12,093
S-Oil	3,878	2,973	10.36	4,857
SK	302	634	3.94	1,116
SK네트웍스	2,069	130	3.10	3,047
SK머티리얼즈	1,222	1,760	14.63	1,006
SK이노베이션	4,355	6,459	15.18	11,686
SK텔레콤	1,254	2,884	7.42	3,001
SK하이닉스	78,533	25,675	19.56	68,859
강원랜드	465	191	1.74	1,348
고려아연	441	2,271	10.97	913
금호석유	452	282	5.90	1,275
기아차	17,698	7,597	14.98	24,436

종목	거래량 (계약)	거래대금 (백만원)	선현배율 (%)	미결제약정 (계약)
기업은행	11,151	1,310	5.84	53,381
넥센타이어	1,052	142	8.54	1,766
농심	40	138	1.59	70
다우기술	406	107	2.70	465
대림산업	3,928	3,297	21.06	3,762
대상	2,119	641	13.91	4,584
대우조선해양	-	-	-	8,439
대한유화	181	432	3.79	528
대한항공	3,188	886	9.74	17,423
동부화재	98	62	0.54	334
두산인프라코어	63,462	4,924	13.38	58,675
두산중공업	10,299	2,647	12.19	9,411
로엔	520	426	26.63	194
롯데쇼핑	155	302	2.78	1,813
롯데케미칼	3,712	11,057	23.51	6,317
만도	1,364	3,401	10.13	2,317
메디톡스	9	38	0.54	39
메리츠종금증권	15,452	592	2.96	32,224
미래에셋대우	68,303	6,172	23.94	34,489
미래에셋증권	9,215	2,454	15.79	13,233
삼성SDI	1,920	2,055	12.45	4,279
삼성물산	5,703	7,770	17.44	15,927
삼성생명	631	625	4.57	3,847
삼성에스디에스	600	937	6.28	2,071
삼성전기	4,577	2,539	11.62	6,579
삼성전자	8,705	132,483	47.58	26,513
삼성중공업	10,490	1,083	7.22	22,959
삼성증권	3,721	1,418	12.34	6,601
삼성카드	1,983	852	14.96	1,812
삼성화재	31	84	0.70	544
서울반도체	2,684	459	3.23	10,651
셀트리온	1,324	1,373	3.16	12,283
신세계	27	51	0.58	106
신한지주	12,234	4,895	15.04	22,505
씨젠	399	143	2.90	1,755
아모레G	552	812	2.62	501
아모레퍼시픽	4,518	17,974	21.10	3,768
에스에프에이	197	115	2.16	599
에스원	63	66	0.59	424
엔씨소프트	2,856	7,461	17.04	2,708
영원무역	241	88	1.30	870
와이지엔터테인먼트	344	132	4.03	1,254

종목	거래량 (계약)	거래대금 (백만원)	선현배율 (%)	미결제약정 (계약)
우리은행	7,560	779	3.30	34,317
웹젠	352	66	2.67	9,217
유한양행	316	945	4.29	262
이마트	155	254	1.51	1,300
제일기획	2,427	432	5.20	15,952
카카오	351	321	1.67	2,850
컴투스	191	223	2.74	173
코스맥스	86	126	0.99	213
코웨이	1,493	1,323	4.58	958
파라다이스	780	124	1.24	2,844
포스코 ICT	5,452	330	8.22	12,641
포스코대우	3,023	651	8.93	5,033
하나금융지주	35,917	9,834	20.38	99,252
하나투어	132	98	1.10	236
하이트진로	1,246	288	4.88	5,025
한국가스공사	1,822	755	8.41	8,986
한국금융지주	1,000	464	6.76	1,837
한국전력	11,308	6,988	15.64	23,509
한국콜마	314	296	3.13	244
한국타이어	2,125	1,158	7.79	2,971
한국항공우주	5,383	4,367	11.82	7,029
한미사이언스	190	281	1.23	322
한미약품	123	764	1.20	176
한샘	160	280	2.92	551
한온시스템	1,716	192	1.16	2,267
한전KPS	355	242	2.16	257
한화	553	200	2.96	4,972
한화생명	2,162	125	3.02	6,958
한화케미칼	8,674	2,233	11.01	21,348
한화테크윈	2,706	1,457	13.49	13,994
현대건설	13,219	4,667	14.37	8,226
현대글로비스	178	307	1.35	1,136
현대모비스	2,639	6,930	19.03	4,482
현대미포조선	2,559	1,965	11.94	2,111
현대백화점	46	58	0.95	129
현대위아	2,160	1,910	9.41	2,632
현대제철	5,582	2,816	13.38	14,119
현대중공업	7,363	8,834	14.36	9,605
현대차	9,930	13,503	12.71	15,478
현대해상	463	138	2.71	977
호텔신라	7,069	4,363	10.52	8,777

참고: 미결제약정은 7월 29일 종가 기준, 선현배율은 거래량 기준
자료: KRX, 삼성증권

차익거래 관련 Data

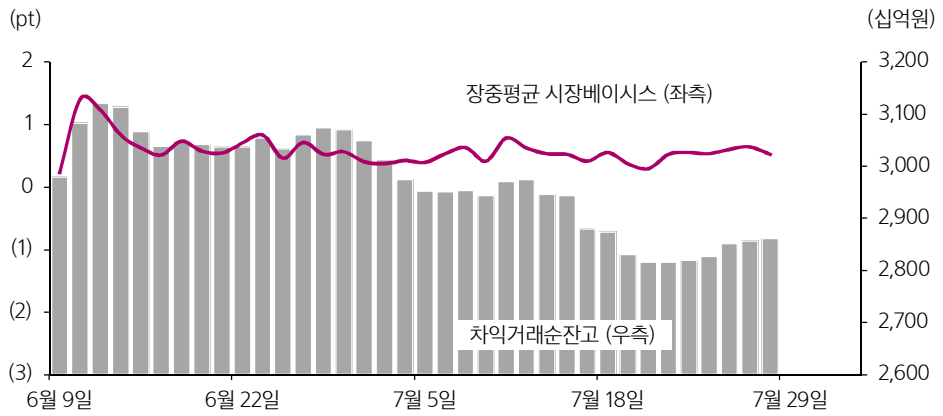
9월물 시장베이시스, 정체

- 7월 후반들어 시장베이시스 정체로 차익잔고 변동은 미미함
- 8월 주식시장의 변곡점에서 외국인의 선물매매 확대될 경우 시장베이시스 진폭 늘어날 것
- 시장 변곡점에서 ETF 차익거래도 활발하게 늘어날 것임

외국인의 비차익매수

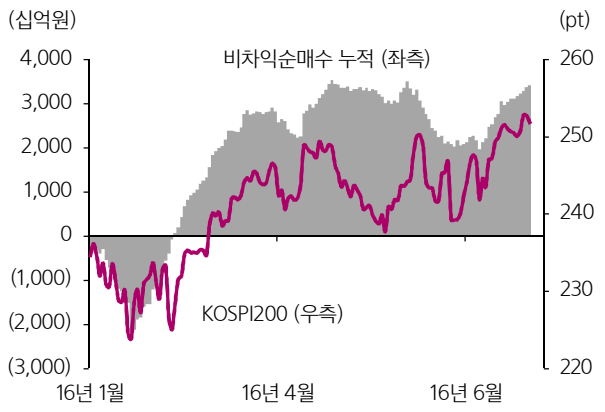
- 외국인의 비차익매수가 주식시장 반등을 주도하고 있음
- 비차익 누적순매수, 연중 최대규모에 근접함
- 7월 외국인 KOSPI 순매수 +4.0조원 중 프로그램순매수 +2.9조원 기록
- 보험과 투신, 주가 반등에 따른 펀드환매 압박에 따른 비차익매도 지속

차익 순잔고와 장중평균 시장베이시스 추이



참고: 시장베이시스는 최근월물 기준
자료: KRX, 삼성증권

비차익거래 누적현황



참고: 2016년 1월 이후 비차익거래 순매수 누적
자료: KRX, 삼성증권

투자자별 차익/비차익 순매수 동향

(십억원)	증권	보험	투신	연기금	국가	외국인
차익						
2월	12	(3)	65	11	(6)	77
3월	218	16	(98)	1	0	196
4월	(203)	0	(55)	1	0	31
5월	(95)	0	(14)	7	4	20
6월	16	18	32	9	2	280
7월	(13)	(1)	(59)	1	0	(171)
비차익						
2월	543	84	121	(121)	(43)	2,277
3월	(415)	(247)	(1,841)	(57)	1	117
4월	(672)	(147)	(580)	(6)	(6)	2,044
5월	(336)	(13)	310	215	47	(317)
6월	15	(209)	(373)	173	5	(347)
7월	(121)	(468)	(772)	(296)	(1)	3,087

참고: 투신은 사모 포함, 7월 29일 현재
자료: KRX, 삼성증권

시장 변동성 관련 Data

VKOSPI, 하락세 지속

- 주식시장의 정체로 옵션시장의 시간가치 감소효과 증폭
- VKOSPI는 7월중 최저 수준으로 하락한 상태, Brexit 이전보다는 아직 높은 상태

VKOSPI 반영 KOSPI200 예상 등락구간

	5일	10일	15일	20일	25일	30일
Up	253.25	253.99	254.55	255.03	255.45	255.83
Down	249.71	248.97	248.41	247.93	247.51	247.13

참고: 7월 29일 종가 기준
자료: KRX, 삼성증권

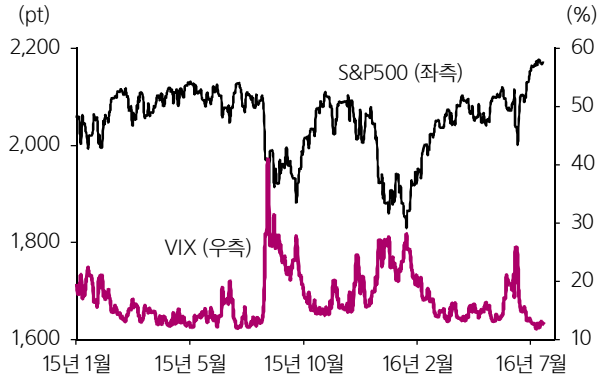
주식시장 정체로 변동성지표 소폭 반등시도

- S&P500 사상최고치 경신이후 주춤거리자 변동성지수 VIX의 반등시도 나타남
- 주식시장의 속도조절로 하방위험 반영하는 SKEW의 기대감은 상대적으로 높지 않음

VKOSPI 추이

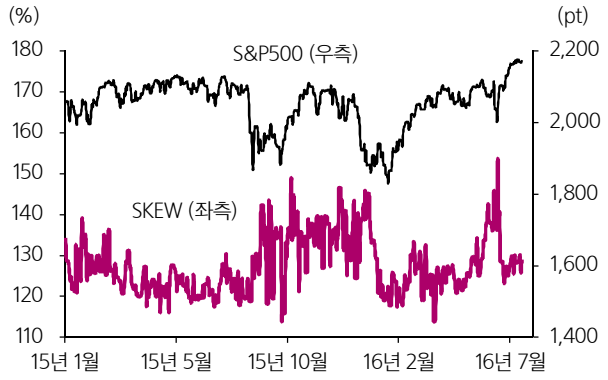
자료: KRX, 삼성증권

미국 S&P500 변동성 지수 VIX



자료: CBOE

미국 CBOE SKEW (Tail risk measure)



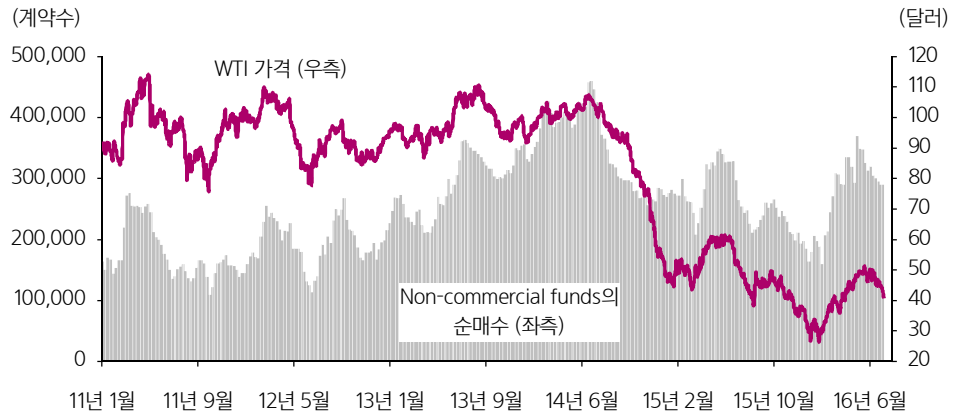
자료: CBOE

해외 Commodity Futures 투자자별 거래동향 (7월 28일 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

공급량 증가와
하절기 수요부진으로
WTI는 배럴당 40달러
초반까지 하락함

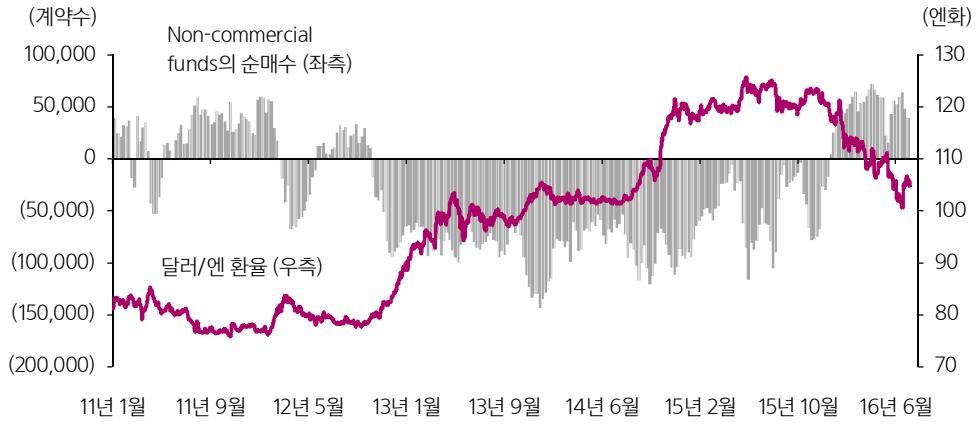
WTI Oil 선물 투자자별 거래동향 (시장: New York Mercantile Exchange)



참고: 계약 단위는 1,000배럴
자료: CFTC, 삼성증권

BOJ의 추가 부양책에 대한
불확실성으로
105엔 중반에서 등락 거듭

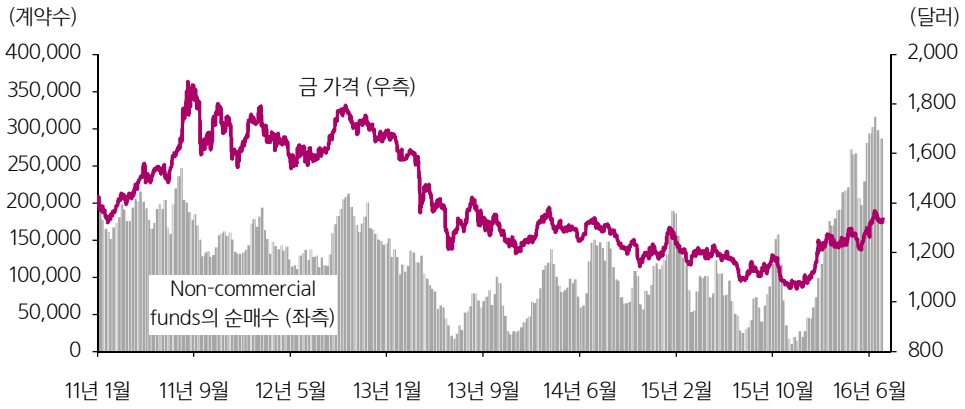
일본 엔화선물 투자자별 거래동향 (시장: Chicago Mercantile Exchange)



참고: 계약 단위는 12,500,000엔
자료: CFTC, 삼성증권

인플레이션 기대심리와
중앙은행 통화정책의
불확실성으로
국제금값은
일시적으로 반등

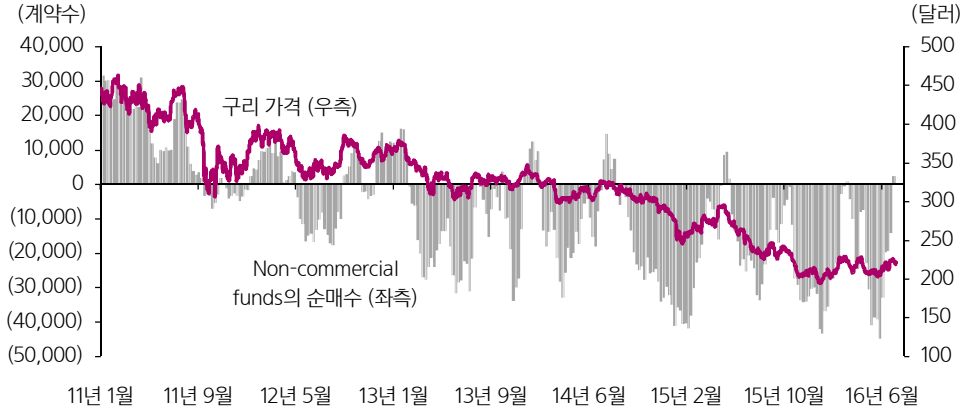
금선물 투자자별 거래동향 (시장: Commodity Exchange Inc.)



참고: 계약 단위는 100 troy 온스
자료: CFTC, 삼성증권

1년만에 투기적
선물포지션이
매도에서 매수로 반전함
구리수급의 불일치로
구리가격 상승세유지

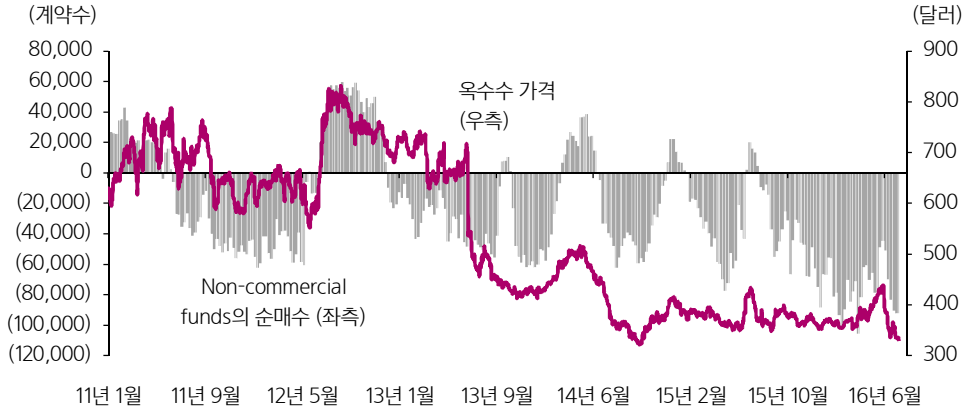
구리선물 투자자별 거래동향 (시장: Commodity Exchange Inc.)



참고: 계약 단위는 5,000파운드
자료: CFTC, 삼성증권

공급량 증대로
옥수수 선물가격 하락세
투기적선물매도포지션
사상 최대

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



참고: 계약 단위는 5,000부셸
자료: CFTC, 삼성증권

삼성증권주식회사
04514 서울특별시 중구 세종대로 67 삼성본관빌딩 12층 리서치센터
02 2020 8000

지점 대표번호
1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수
080 911 0900

samsung POP.com

신뢰에 가치로 답하다

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.