

2019. 11. 12

Derivatives Issue

2020년 파생상품시장 전망

Liquidity Paradox와 Volatility Risk



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

진중현
Research Associate
chonghyeon.jin@samsung.com
02 2020 7870

기저에 깔린 금융시장 불안요인으로 변동성 하단이 높아진 2019년

2019년 글로벌 주식시장의 변동성은 선진국 중앙은행의 완화적 통화정책과 전년도 변동성 확장에 대한 투자자들의 학습효과 등으로 2018년보다 다소 안정화되었음. 다만 채권시장에서 장단기 금리역전이 발생하고 원자재시장에서 경기부진으로 부진한 원자재가격을 보였으며, 외환시장에서는 포치(破七)를 비롯한 이벤트가 빈번하였음. 기저에 깔린 금융시장의 불안요인을 반영하여 변동성의 하단은 최근 5년래 가장 높은 수준으로 상승함. 변동성의 불안정한 등락으로 2019년 KRX 파생상품시장의 거래규모는 전년보다 5% 내외 성장하였음.

금융당국의 획기적인 시각전환으로 마련된 '19년5월 발표된 '파생상품시장발전방안'은 개인투자자의 시장접근성 완화와 신상품 상장, 파생상품시장 인프라 개선을 촉진하여 2020년 파생상품시장의 양적 성장을 도모할 수 있는 기반을 마련하였음. 'DLF시대'는 파생결합증권의 성장경로를 재조정하는 계기로 작용하였음.

Liquidity paradox와 Volatility risk에 노출될 2020년

2018년 이후 중앙은행의 정책 여력이 줄어들면서 그동안 가격변수에서 고려하지 않았던 '유동성 위험'이 새로운 변수로 등장하였음. 거시적으로는 여전히 풍부한 유동성 환경이 유지되고 있지만, 미시적으로는 유동성 고갈로 인한 변동성 확산 이벤트가 빈번하게 발생하였음. 2020년에는 변동성의 확대가 기저에 깔려 있는 상황에서 그동안 간과하였던 '유동성 위험'을 반영하는 흐름이 본격적으로 나타날 것임. 변동성과 유동성의 비대칭성(Asymmetry)이 2020년 전반을 장악할 것임. 불확실성이 고조될 경우 변동성의 확산과 유동성 위험으로 'Tail risk'에 노출될 것임.

당사는 KOSPI200의 2020년 VKOSPI를 평균 '18%'으로 상정하고 '19년 이후 높아진 VKOSPI 하단을 유지하고 상단을 '19년보다 상향 조정함.

Tail Risk와 쏠림에서 포트폴리오의 회복력을 유지해야

금융시장의 변동성이 구조적으로 높아지고 유동성 발작이 빈번하게 발생하면서 포트폴리오의 '안정성'과 '수익성'을 중심으로 ETF 자금이동이 발생할 것임. 2020년 변동성 하단이 높아진 가운데 돌발 재료에 의해 유동성 발작과 같은 Tail risk가 발생할 확률이 높아질 것임. 주요국의 정치일정은 물론 경기지표의 해석에 따른 쏠림현상 등이 반복적으로 나타날 수 있음. 위험요인의 축소 또는 위험확산의 방어전략으로서 Tail Risk Hedging 전략은 스트레스 상황에서 체계적인 의사결정을 진행할 수 있도록 대비하는 것임.

삼성투자위험지수 측면에서 2020년은 기준선을 중심으로 혼란스러운 등락을 지속할 것으로 예상되며, 상대적으로 'Risk-Off' 국면에 경도될 확률이 많을 것임. 변동성 상승을 완화할 수 있는 분산투자과 헤지전략이 2020년의 주된 대응전략임.

'Negative Volatility Cycle'에 의한 금융시장의 혼란이 발생할 위험은 한층 높아진 상황에서 2020년에는 포트폴리오의 회복력(resilience)를 높일 수 있는 유동성 확보와 목표 변동성 설정, 파생상품 overlay를 수반한 분산투자 등을 실시해야 함.

Contents

2019년 주식파생상품시장 동향 p2
 2020년 주식파생상품시장 전망 p19
 2020년 주식파생상품시장 전략 p31

2019년 주식파생상품시장 동향

높아진 변동성 하단

2019년 글로벌 금융시장 '18년의 우려를 진정시키고 Risk-On 양상 연출

2019년 글로벌 주식시장은 미-중 무역분쟁 진전과 선진국 중앙은행의 완화적 통화정책, 그리고 2018년 변동성 확장에 대한 투자자들의 학습효과 등으로 미국(S&P500)과 유럽(EuroStoxx50), 일본(Nikkei225)과 중국(상해종합) 등이 20% 내외의 상승률을 기록하였음. 주식시장의 강세는 변동성의 하방압력으로 작용하여, 2018년에 비해 변동성의 Spike가 둔화되었음. 2018년말 중앙은행의 긴축과 무역마찰 등으로 인해 본격적인 불확실성의 시대로의 진입이 예상되었던 글로벌 금융시장은 2019년에 안정감을 되찾았음.

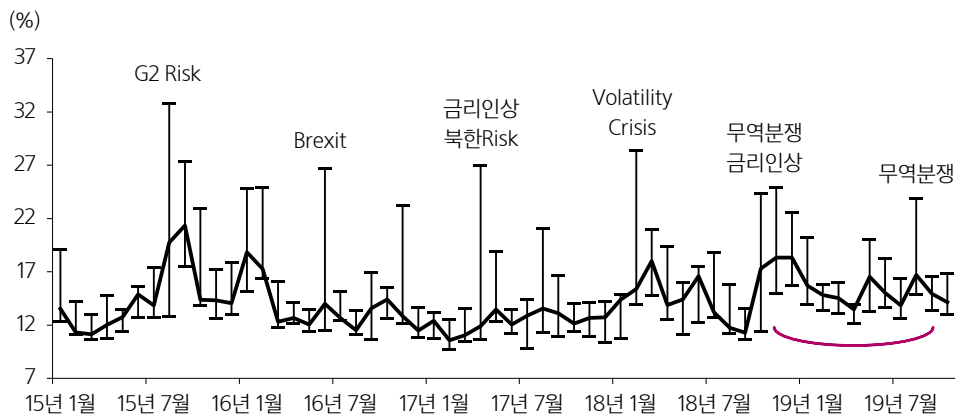
글로벌 주식시장을 제외한 여타 금융시장은 위험/경계신호 표출

그러나 글로벌 주식시장의 Risk-On 상황에도 불구하고 다양한 자산에서 위험신호가 내재되어 있음. 미국 채권시장에서 나타난 장단기 수익률의 역전현상은 경기침체의 전조로 해석됨. 중국 위안화의 7위안 상향돌파(破七)와 금융선진시장인 홍콩의 지정학적 위험고조는 중화권 경기부진과 맞물려 중국에 대한 기대를 약화시킴. 한국과 태국, 홍콩과 인도네시아 등 동아시아 주식시장은 상대적으로 부진한 흐름에서 벗어나지 못하였으며, 국제 유가와 구리 등 글로벌 경기동향과 밀접한 원자재 가격도 정체상태를 지속함. 더불어 안전자산의 일종인 금(Gold) 등 귀금속 자산은 고평가 논란에도 불구하고 강세를 기록하였음.

최근 5년중 하단이 가장 높게 형성된 2019년 VKOSPI

2019년 글로벌 주식시장의 Risk-On 상황으로 변동성지수의 Spike는 둔화되었지만, 변동성의 하단은 이전에 비해 상향 조정되었음. 한국 변동성지수인 VKOSPI의 경우, 2015년 이후 최하단의 평균치가 12.09%를 기록하였지만, 2019년 1월~10월 최하단의 평균치는 13.32%으로 상승하였음. G2 Risk으로 주식시장의 폭락이 발생하였던 2015년에도 하단 평균은 12.60%이었으며, 금리인상 불안감에 시달렸던 2018년에도 12.64%에 불과하였지만, 2019년은 최근 5년중 가장 높은 하단을 형성하였음. 글로벌 주식시장의 강세에도 불구하고 한국 변동성지표는 하방위험에 대한 불안감을 떨치지 못하는 모습임.

VKOSPI 추이



참고: 굵은 실선은 월평균 VKOSPI, 상하단은 월중 고점/저점
 자료: KRX, 삼성증권

VKOSPI,
'18년 월평균 15.2%
'19년 월평균 14.9%

VKOSPI의 월평균 추이를 살펴보면, 2017년 연평균 12.3%에서 2018년에는 연평균 15.2%까지 상향조정되었음. 2017년 선진국 중앙은행의 금리인하 정책효과와 신흥국의 경기진작 대책 등이 맞물려 글로벌 주식시장이 급등세를 기록하였지만, 2018년에는 미국 FRB의 양적긴축과 미-중 무역마찰 심화 등으로 위험자산에 대한 투자위험이 고조되었음. 2019년 연평균 VKOSPI는 14.9%를 기록하였음. 무역분쟁으로 인한 불확실성과 경기부진 여파로 변동성의 고공행진이 2018년 이후 지속되었음. 근본적으로 투자심리의 불안정성이 VKOSPI의 하단을 높인 원인으로 판단됨.

변동성 불안정한 흐름으로
KRX 파생상품 유동성 확대

변동성의 불안정한 강세흐름은 파생상품의 매매기회를 늘리는 배경으로 작용함. 2019년 1월~10월 KRX에 상장된 모든 파생상품(선물+옵션)의 거래량과 거래대금은 각각 13.1억 계약과 9,489조원을 기록하였음. 2019년 연간으로 KRX 파생상품의 거래량과 거래대금은 14.0억 계약과 1.05경(京)원을 기록할 것으로 전망됨. 2018년 연간으로 KRX 상장 모든 파생상품의 거래량과 거래대금이 각각 11.5억 계약과 9,528조원이었음. '18년 대비 '19년 KRX 파생상품의 연간 거래규모는 약 5% 내외의 성장세를 기록할 것으로 전망됨.

선물, 거래량 중심으로 성장
옵션, KS200옵션 거래승수
인하로 '15년보다 낮은
거래대금 기록

KRX 파생상품을 선물(Futures)과 옵션(Options)으로 구분하여 보더라도 2019년 파생상품시장의 유동성은 최근 수년래 최대치를 기록하였음. 선물상품의 거래량과 거래대금은 각각 2015년 이후 CAGR 23%와 2%의 성장세를 기록하였음. 주식파생상품의 거래승수 인하와 Mini상품/개별주식선물 거래활성화 등으로 거래량이 큰 폭으로 늘어났음. 옵션상품의 경우 거래량은 2015년 이후 CAGR +6% 증가한 반면 거래대금은 2015년 이후 CAGR -7%의 감소세를 기록하였음. 옵션상품의 거래대금 감소는 거래승수 인하가 주된 배경임.

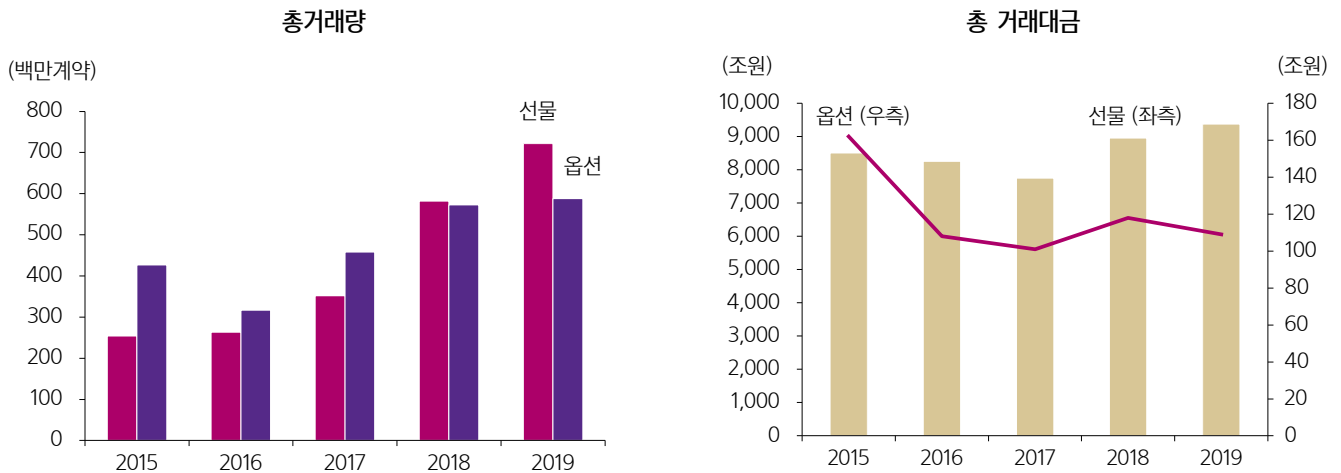
주식현물시장 유동성
'18년보다
30~40% 줄어들어

주식현물시장의 경우 글로벌 시장과 달리 한국 주식시장의 정체로 인해 2018년보다 저조한 유동성을 기록하였음. KOSPI200의 경우 2019년(1월~10월) 월평균 69.0조원의 거래대금을 기록하여, 전년 같은 기간의 99.8조원에 비해 30% 낮아진 거래를 보였음. KOSDAQ150 역시 2019년(1월~10월) 월평균 26.3조원의 거래대금을 기록하여, 같은 기간의 2018년 월평균 41.8조원에 비해 40% 가까이 감소하였음.

현물시장을 대신하여
파생상품으로
복제/헤지/대체 거래활발

변동성이 불안정한 흐름을 보이는 가운데 주식현물시장은 유동성이 감소하고 파생상품시장은 유동성이 증가한 것은 그만큼 불확실한 국면을 대응하기 위해 투자자들이 파생상품을 적극적으로 활용한 근거로 해석할 수 있음. 특히 유동성이 줄어든 현물시장을 대신하여 파생상품이 복제와 헤지, 대체 투자수단으로 활용되었음.

KRX상장 선물/옵션상품 (매년 1월~10월 누적)



자료: KRX, 삼성증권

KOSPI200 Big & Mini Futures

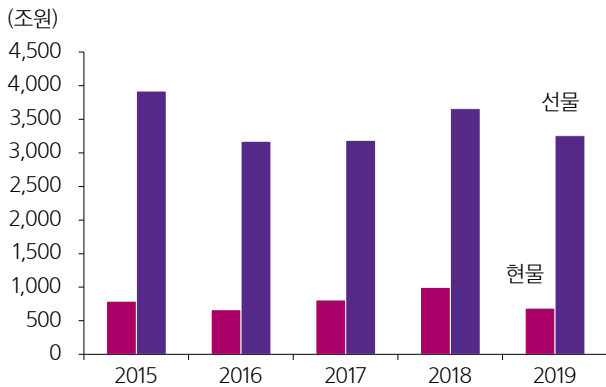
KS200(Big)선물
현선배율 증가

2018년 KS200(Big)선물의 거래대금(1월~10월)이 3,600조원을 기록한 반면 2019년(1월~10월)에는 3,200조원 수준으로 소폭 감소하였음. 2018년과 달리 주식현물시장의 박스권 등락이 지속되면서 KS200(Big)선물의 거래대금이 감소하였음. 현물시장 거래대금 역시 2018년에 비해 30% 이상 감소하였음. 그럼에도 불구하고 주식현물시장의 거래대금 감소로 거래대금 기준 선물/현물배율은 2018년 3.6배에서 2019년에는 4.7배로 증가하였음. 현물시장의 유동성을 크게 넘어서는 파생상품의 활용이 KS200(Big)선물에서도 이루어졌음.

Mini/Big 선물거래대금 비중
'18년 7.0%에서
'19년 8.0%으로 증가

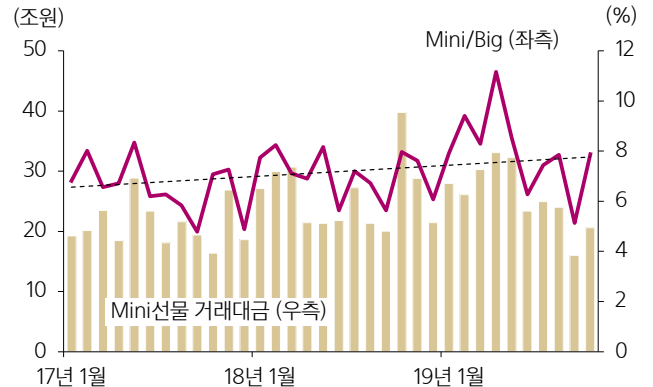
Mini KS200선물의 유동성은 점진적으로 개선되고 있음. Mini/Big 선물거래대금 비율이 '18년 1월~10월 월평균 7.0%에서 '19년 1월~10월 월평균 8.0%으로 상승하였음. 특히 '19년 4월에는 Mini/Big 선물거래대금 비율이 11.2%까지 늘어나, Mini선물이 2015년 상장된 이후 안착하였음을 보여줌. 우려했던 Big선물과 Mini선물 사이의 유동성 잠식효과는 나타나지 않았음.

KOSPI200 현물과 KS200(Big)선물 연간 거래대금 비교



참고: 매년 1월 ~ 10월 자료: KRX, 삼성증권

Mini KOSPI200 선물 거래대금과 Mini/Big 거래대금 비중



자료: KRX, 삼성증권

외국인, Big에서는 비중증가
Mini에서는 거래비중 감소

외국인투자자들이 KS200(Big & Mini)선물시장에서 주도권을 공고히 하고 있음. 외국인투자자들은 Big선물에서 2018년에 비해 거래비중이 증가하였지만 Mini선물에서는 거래비중이 줄어들었음. 개인투자자들은 KS200선물시장에서 점차 약화되고 있음. Mini선물시장에서도 개인투자자들의 거래비중이 '18년보다 크게 축소되었음.

금융투자,
Mini선물시장 활발한 참여

금융투자업자는 Big선물시장에서는 정체를 보인 반면 Mini선물시장에서는 큰 폭으로 거래비중이 늘어났음. Mini선물 유동성 공급자의 증가와 Mini선물을 활용한 차익거래 활성화 등으로 금융투자가 Big선물보다 Mini선물에서 보다 적극적인 참여를 보였음. 연기금과 투신 역시 점진적으로 참여비중이 늘어남. 차익거래와 헤지거래 등으로 수익창출을 하려는 투자수요 증가를 반영함.

KS200 Big선물과 Mini선물 투자자별 거래비중

(%)	2019년		2018년	
	Big	Mini	Big	Mini
외국인	65.7	62.8	64.2	64.2
개인	22.2	7.8	23.4	9.6
금융투자	7.2	28.7	7.5	25.9
투신	2.2	0.4	2.0	0.1
연기금	1.1	0.0	0.9	0.0
기타법인	1.1	0.2	1.4	0.2

참고: 1월~10월 누적거래대금 기준 자료: KRX, 삼성증권

Equity Index Options

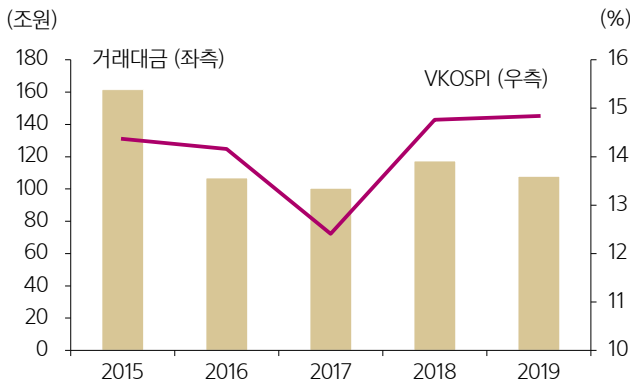
KS200(Big)옵션, '18년대비 거래량은 늘어난 대신 거래대금은 감소

KS200(Big)옵션의 누적 거래대금은 2019년(1월~10월) 107.7조원을 기록하여 2018년 같은 기간 117.4조원에 비해 소폭 감소하였음(-9%). 거래량은 '18년 1월~10월 5.43억계약에서 '19년 1월~10월 5.45억 계약으로 소폭 증가하였음. 2018년에는 'Vol-mageddon'과 같은 변동성 Spike가 수차례 발생하면서 옵션가격의 상승압력이 높았던 반면, 2019년에는 VKOSPI의 하단이 전반적으로 높아지면서 OTM옵션에 대한 거래수요가 증가한 것이 거래량 증가로 이어졌음.

KS200(mini)옵션, 정체 지속

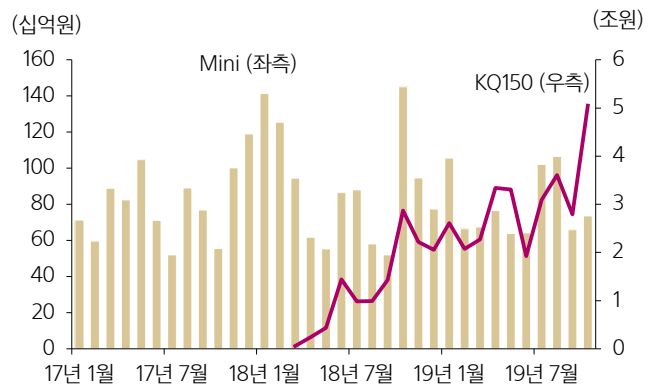
KS200(Mini)옵션은 2018년 1월~10월 누적거래대금 9,080억원에서 '19년 같은 기간 7,920억원으로 감소하였음. KS200(Mini)선물시장은 유동성공급자의 차익거래 수요가 Mini선물의 유동성 증가 요인으로 작용하고 있지만, Mini옵션시장에서는 개인투자자의 활발한 진입이 이루어지지 않으면서 정체상태를 쇠퇴양상을 보임.

KOSPI200(Big) 옵션 연간 거래대금과 VKOSPI 연평균



참고: 매년 1월 ~ 10월
자료: KRX, 삼성증권

Mini KS200 옵션과 KOSDAQ150옵션 월별 거래대금 추이



참고: KOSDAQ150옵션은 '18년3월 상장됨
자료: KRX, 삼성증권

외국인, Big옵션은 거래활발 Mini옵션은 거래부진

외국인투자자들이 KOSPI200 Big옵션의 시장장악력을 높인 반면 Mini옵션시장에서는 참여도를 낮추었음. 유동성이 풍부한 KS200(Big)옵션시장에서 외국인투자자들은 변동성 트레이딩을 통한 수익창출에 적극 참여한 반면 Mini옵션시장에서는 비정보투자자들의 진입이 부진함에 따라 시장참여비중을 줄인 것으로 판단됨.

국내투자자, KS200옵션시장 전반에서 시장참여 줄어들어

국내투자자들은 Big옵션은 물론 Mini옵션에서도 거래비중이 전반적으로 감소하였음. 한편 개인투자자들이 Mini옵션시장에 이탈하면서 유동성 공급자인 금융투자의 거래비중이 상대적으로 증가하였음. KS200 선물시장을 비교적 적극 활용하였던 투신과 연기금은 KS200 옵션시장에서는 별다른 활동을 보이지 않았음. 거래 제약과 전략 부재 등이 참여부진의 배경임.

KS200 Big 옵션과 Mini옵션 투자자별 거래비중

(%)	2019년		2018년	
	Big	Mini	Big	Mini
외국인	66.4	51.6	65.5	55.2
개인	26.6	8.9	26.9	9.7
금융투자	5.1	39.6	5.3	35.0
투신	0.3	0.0	0.3	0.0
연기금	0.0	0.0	0.0	0.0
기타법인	1.5	0.1	1.9	0.0

참고: 1월~10월 누적거래대금 기준

자료: KRX, 삼성증권

KOSDAQ150 Futures & Options

KOSDAQ150
2년연속 두자리수 하락

KOSDAQ150 지수는 2018년 이후 2년 연속 두자리의 손실을 기록하였음('18년 -17.5%, '19년 -12.3%). 2017년 +51%의 폭발적인 상승 이후 KOSDAQ150 내 기술주의 약세로 인해 KOSDAQ150은 KOSDAQ보다 underperform 하였음(KOSDAQ '18년 -15.3%, '19년 -1.9%). KOSDAQ150의 급격한 침체로 인해 KOSDAQ150 파생상품의 거래규모도 동반 감소하였음. 2018년 월평균 15조원의 거래대금에서 2019년 1월~10월 월평균 12조원으로 급감하였음.

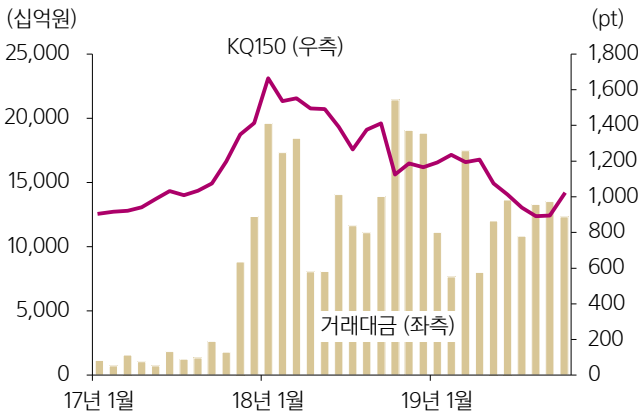
KQ150 레버리지/인버스
ETF 순자산총액 감소
헤지/방향성투자수요
확대로 KQ150선물
미결제약정은 늘어나

KOSDAQ150의 침체로 KOSDAQ150 연계 레버리지/인버스 ETF의 순자산총액도 감소하였음. 2017년말 1.3조원에 달하였던 KQ150 레버리지/인버스 ETF의 순자산총액은 '18년말 2.0조원까지 일시적으로 증가하였지만, '19년10월말 1.7조원으로 감소하였음. KQ150선물의 주요 투자처였던 레버리지/인버스 ETF의 순자산총액이 감소하였지만, KQ150선물의 미결제약정은 증가하였음. KQ150선물을 활용한 차익거래 활성화와 헤지/방향성투자 기회 증가로 KQ150선물 미결제약정의 증가세로 이어졌음.

KQ150옵션시장,
유동성 점진적인 확충

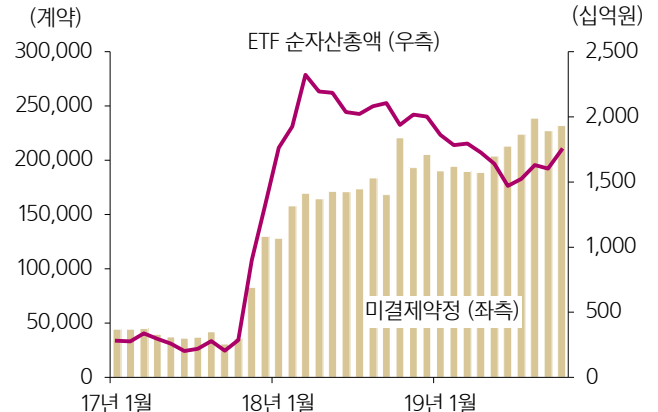
KQ150옵션은 점진적으로 유동성이 보장되고 있음. 2018년 연간(3월~12월)으로 127억원 거래대금을 기록한 반면 2019년 1월~10월까지 누적거래대금 300억원을 기록함. KQ150선물과 연계된 선물옵션 차익거래와 KQ150옵션에 대한 유동성공급자 참여 등으로 KQ150옵션시장의 유동성이 확충되고 있음(5pg 차트 참조).

KOSDAQ150 선물 거래대금 추이



자료: KRX, 삼성증권

KQ150 선물 미결제약정과 KQ150 레버리지 ETF 순자산총액 추이



자료: KRX, 삼성증권

외국인 거래비중 급증

외국인투자자의 KQ150선물시장 참여도가 '18년보다 급증하였음. KQ150현물에 대한 투자수요 증가와 더불어 헤지/방향성 투자수요가 동반하였기 때문임. 또한 금융투자자와 연기금의 차익거래와 투신권의 Proxy/헤지거래를 위한 KQ150선물의 활용도가 증가하면서 외국인투자자들은 거래 상대방으로서의 역할을 확대한 것으로 판단됨. 개인투자자들의 거래참여도는 감소한 반면 기타법인의 거래비중은 증가하였음.

KOSDAQ150선물 투자자 거래비중

(%)	외국인	개인	금융투자	투신	연기금	기타법인
2019년	43.4	13.3	25.9	13.6	2.3	1.2
2018년	36.9	17.4	27.4	15.4	2.4	0.5

참고: 매년 1월~10월 누적 거래대금 기준
자료: KRX, 삼성증권

Single Stock Futures & Options

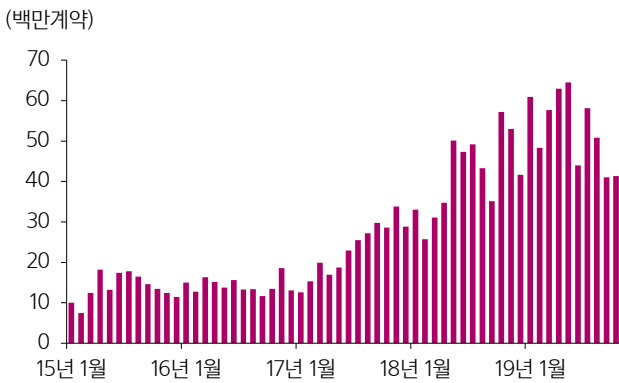
개별주식선물, '18년에 비해 '19년 월평균거래량 +30% 증가

'19년10월말 현재 개별주식선물의 기초자산은 138종목(KOSPI 120종목, KOSDAQ 18종목)임. '19년 7월 4종목(KOSPI 3종목, KOSDAQ 1종목)을 추가 상장하여, '18년말 대비 기초자산이 소폭 증가하였음. 개별주식선물 총 거래량은 2018년 1월~10월 월평균 4,070만계약에서 2019년 같은 기간 5,299만계약으로 +30% 증가하였음. 특히 '19년5월에는 월간 6,455만계약으로 사상 최대 거래량을 기록하였음.

개별주식옵션, 월평균거래량 '18년에 비해 '19년 +21% 개선

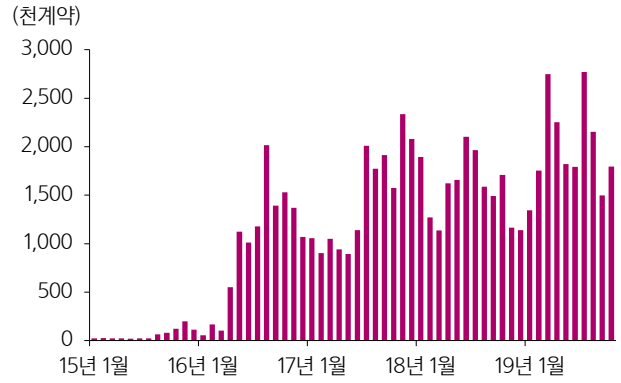
개별주식옵션의 기초자산은 '19년10월 현재 33종목(KOSPI 32종목, KOSDAQ 1종목)임. 주식선물과 동시에 '19년7월에 주식옵션 2종목(KOSPI 2종목)을 추가 상장하였음. 개별주식옵션의 총거래량은 '18년 1월~10월 월평균 164만계약에서 '19년 1월~10월 월평균 199만계약으로 +21% 증가하였음. 개별주식옵션시장에서 시장조성자의 역할이 증가하면서 개별주식옵션의 유동성이 점진적으로 개선되었음.

개별주식선물 거래량 추이



자료: KRX, 삼성증권

개별주식옵션 거래량 추이



자료: KRX, 삼성증권

외국인, 주식옵션시장 이탈

외국인투자자들이 개별주식옵션시장에서 2019년에 전혀 거래를 하지 않았음. 한국 개별주식옵션 시장에서 외국인투자자들이 완전 이탈하였음. 반면 개인투자자들이 주식옵션시장에 적극적으로 참여하고 있음. 개별주식옵션시장의 투자자 구성이 단순화되었으며, 외국인 및 기관투자자의 시장진입을 유도할 수 있는 제도개선이 시급한 상황임.

주식선물 활용하는 연기금

개별주식선물시장에서 연기금의 비중이 급증함. 우정사업본부의 차익거래가 지수상품에서 개별주식선물로 확산된 결과임. 또한 외국인투자자들이 개별주식선물시장에서 HFT 등의 전략을 활용한 통계적 차익거래를 수행하면서 거래비중이 크게 증가함.

개별주식선물과 개별주식옵션 투자자별 거래비중

(%)	개별주식선물		개별주식옵션	
	2019년	2018년	2019년	2018년
금융투자	15.92	14.92	66.83	68.91
투신	2.86	3.92	2.54	3.88
연기금	12.63	9.79	0.00	0.00
기타법인	0.59	0.45	0.13	0.02
개인	21.87	28.64	30.50	27.02
외국인	45.43	34.27	0.00	0.14

참고: 1월~10월 누적거래량 기준
자료: KRX, 삼성증권

[참고] 국제선물 및 통화선물

선진국 통화정책의
급선회

2018년과 2019년은 미국 연준의 정책선회로 인한 글로벌 금융시장의 반응이 극적으로 반전되는 양상이었음. 통화정책 정상화를 위해 2017년말부터 양적 긴축을 실시하였던 미국 연준은 경기부진과 미-중 무역분쟁에 따른 글로벌 교역량 감소 등의 상황을 타개하기 위해 금리인상을 멈추고 (1분기 FOMC 담화문 주제 "Be patient") 하반기에 보험성 금리인하를 3차례 실시하였음. 이에 따라 글로벌 채권금리는 2018년말에 비해 전반적으로 우하향 하였음.

주요국 10년물 국채금리 추이

(%)	미국	독일	일본	한국
2018년말	2.683	0.2386	-0.0051	1.945
2019년 6월	2.005	-0.3279	-0.1667	1.602
2019년 10월	1.687	-0.407	-0.1444	1.735

자료: Bloomberg, 삼성증권

채권시장 변동성 확대로
채권선물 거래대금 급성장
10년물 전년대비
+30% 증가

글로벌 채권시장의 변동성이 확대될 수 있는 환경에서 국내 채권선물시장 역시 유동성이 큰 폭으로 늘어났음. 거래대금 기준으로 국채선물 3년물 선물은 2018년 1월~10월 2,076조원을 기록하였지만, 2019년 같은 기간 2,385조원을 기록하였음. 국채선물 10년물 역시 2018년 1,472조원에서 2019년 1,928조원을 기록하였음. 3년물과 10년물 각각 +14.8%와 +30.9% 증가하였음. 글로벌 채권시장에서 장단기 수익률의 역전 현상이 발생하면서 장기물 중심으로 변동성이 확대되어, 국내 10년물 채권선물시장의 거래도 폭발적으로 증가하였음.

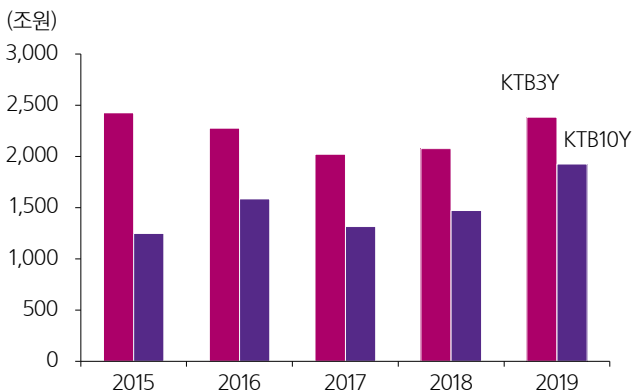
채권선물시장,
외국인 비중 증가세

국채선물시장의 거래가 급증하는 가운데 외국인투자자들의 시장참여가 폭발적으로 증가하였음. 2018년 1월~10월중 3년물과 10년물 국채선물시장에서 외국인투자자들의 거래비중은 각각 36.5%와 34.2%를 차지하였지만, 2019년 같은 기간에는 3년물과 10년물 국채선물시장에서 42.2%와 41.7%에 달함. 외국인투자자가 신흥국 국채파생상품의 대표상품으로 한국 국채선물을 적극적으로 활용하였음.

달러선물시장, '17년보다
15% 거래대금 증가

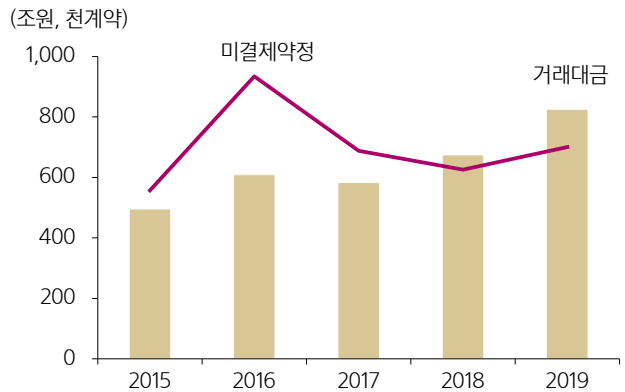
미국 연준의 통화정책 변경으로 달러화의 약세가 확산되면서 미국달러화 선물을 활용한 헤지/방향성 투자수요가 급격히 증가하였음. 미국달러 선물시장의 2019년 1월~10월 누적 거래대금은 825조원을 기록하여 전년 같은 기간에 비해 +22% 증가하였음. 특히 2019년 거래대금은 사상 최대규모임. 미국달러 선물시장에서 외국인투자자들의 시장참여가 큰 폭으로 증가하였음. 2018년 1월~10월외국인투자자들의 거래비중은 42.5%이었지만, 2019년 같은 기간에서는 47.6%으로 증가하였음. 환헤지 수요에 비해 상대적으로 HFT 등 장중 단기거래수요가 증가한 것으로 추정됨.

국채선물 연간 거래대금 추이



참고: 매년 1월~10월 누적거래대금 자료: KRX, 삼성증권

미국달러선물 거래대금 및 미결제약정



참고: 매년 1월~10월 누적거래대금 자료: KRX, 삼성증권

ETF 시장

'18년 대비
ETF시장 한자리수 성장

2019년 10월말 현재 국내 ETF시장은 순자산총액 44.4조원과 상장종목 445개임. 2018년말 순자산총액 41.0조원과 상장종목 413개에 비해 각각 +8.3%와 +7.7%의 성장세를 기록하였음. 국내 ETF시장의 순자산총액의 증가속도가 점차 둔화되고 있음. 2011년 10조원에서 2014년 20조원까지 4년 소요되었지만, 20조원에서 40조원까지의 성장은 5년 소요됨.

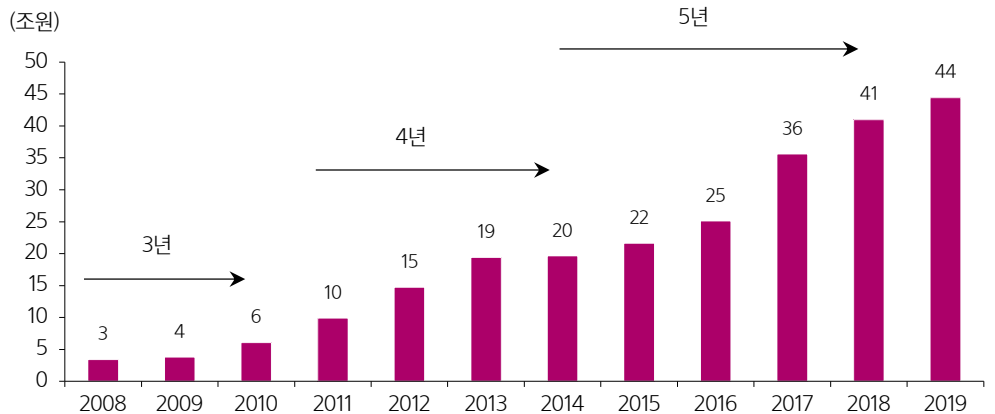
국내ETF시장
한계체증현상이 점차
두드러져

국내 ETF시장은 매년 양(+의 성장세를 지속하고 있음. 다만 하단의 차트에서 확인할 수 있는 것처럼 직전 대비 2배 성장을 달성하기 위해 걸리는 시간이 점차 늘어나고 있음. 일종의 한계체증현상이 국내 ETF시장에서 나타나고 있음. 국내 비주식 자산군과 해외 자산군으로 ETF의 성장 잠재력이 여전히 풍부하지만, 국내 주식 자산군에서는 ETF 개발여력이 일정한 한계에 도달한 것으로 평가할 수 있는 부분임.

채권과 전략형 ETF으로
투자자의 관심 이동과
ETF운용자의 상품개발 주력

국내 ETF시장의 성장성이 한계체증 현상을 보이는 과정에서 2019년 연간으로 순자산총액이 증가한 상품을 보면, 일종의 'Upgrade'과정을 거치고 있는 것으로 평가할 수 있음. 순자산총액 증가 상품 중 채권형 ETF가 다수를 차지한 것은 미국 등 선진국 ETF시장의 발전경로(주식→채권)를 따라가고 있음을 확인할 수 있음. 반면 순자산총액 감소가 두드러진 종목은 대부분 주식형 ETF이며 시장대표지수형 ETF에 집중되어 있음. 투자자들이 단순 Passive 상품에서 자산배분과 전략형 상품으로 ETF의 활용도를 높이고 있음을 확인할 수 있는 수치임.

ETF시장 연도별 순자산총액과 Double성장 달성소요시간



자료: KRX, 삼성증권

2019년 YTD 순자산총액 증감 상위 10개종목

종목	증가 (백만원)	종목	감소 (백만원)
KODEX 종합채권 액티브	744,692	KODEX 200	(1,222,367)
TIGER TOP10	709,675	TIGER 200	(690,360)
HANARO 200	559,961	KODEX MSCI Korea TR	(559,259)
KODEX 단기채권	543,037	KBSTAR 단기통안채	(192,888)
SMART 200TR	348,786	KODEX KQ150레버리지	(174,762)
TIGER 단기통안채	329,592	TIGER 코스닥150	(169,842)
KODEX 200TR	300,108	KODEX 코스닥150	(115,526)
KODEX 200선물인버스2X	297,425	KBSTAR 국고채3년인버스	(95,951)
KBSTAR 코스피	160,722	TIGER 대형가치	(90,394)

참고: 2019년 1월~10월

자료: KRX, 삼성증권

ETN 시장

ETF, 2019년에 정체상태

ETN시장의 총지표가치(Total indicative value, 명목개념)가 2018년말 7.2조원에서 '19년10월말 현재 7.3조원으로 소폭 증가하였음. 상장종목수는 '18년말 206개에서 '19년 10월말 현재 192개로 감소하였음. '17년 대비 '18년에는 총지표가치와 상장상품수가 큰 폭으로 증가한 반면, 2019년에는 전반적으로 정체상태를 벗어나지 못한 것으로 평가할 수 있음. 하단의 차트에서 2019년 신규 상품수를 보면, ETF는 36종목이 신규상장된 반면 ETN 신규상장종목은 13종목에 불과함. 한계체증 단계에 진입한 ETF시장에 비해서도 ETN의 신규상품 개발이 부진한 편임.

ETN시장 총지표가치와 상장상품수

	2015년	2016년	2017년	2018년	2019년
총지표가치 (십억원)	1,930	3,470	5,212	7,208	7,346
상품 (개수)	78	132	137	206	192

참고: 매년말, 2019년은 10월말 기준
 자료: KRX, 삼성증권

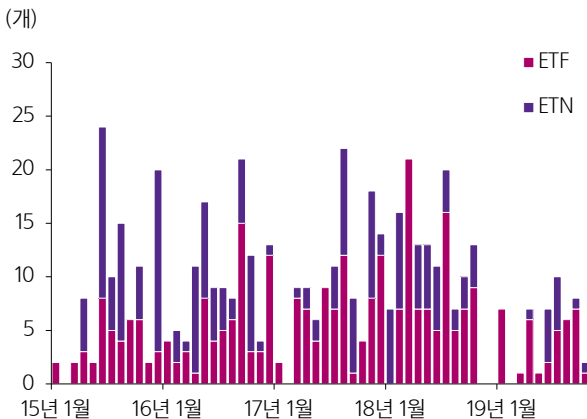
양매도 ETN의 위축
 ETN시장 전반으로 확산

2019년 ETN시장의 위축은 무엇보다 양매도 ETN의 쇠퇴가 결정적인 영향을 미쳤음. "TRUE 코스피 양매도 5%(A570019)"의 매출주수(상장주수-LP보유주수) 기준 지표가치는 2018년말 8,300억원에서 '19년6월말 7,230억원으로 줄어들었으며, '19년10월말 현재 3,250억원까지 감소하였음. 거래대금도 '18년 하반기 누적 8,260억원에서 '19년 1월~10월 누적 8,990억원에 그쳤음. 유사 상품이 2018년 하반기부터 다수 상장되었지만, Flagship 상품의 부진으로 관련 상품도 동반 침체에서 벗어나지 못하였음.

상품발행은 늘어도
 매출주수는 오히려 감소

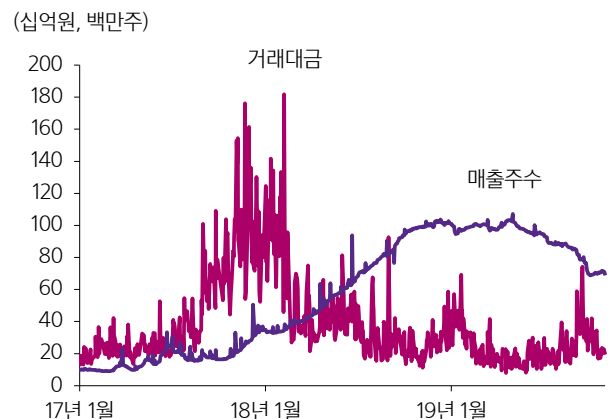
ETN시장의 유동성 부진은 ETN의 매출주수 감소에서도 확인할 수 있음. 2018년말 ETN시장의 총 매출주수는 1.01억주이었던, '19년10월말 현재 0.69억주에 불과함. 30% 이상 매출주수가 감소하였음. 매출주수의 감소는 미매각 발행물량의 증가를 의미하는 것으로, 상품발행은 늘어났지만 실제 투자자들에게 침투하는 규모는 오히려 줄어들었음. 그만큼 투자자들이 ETN시장에 대한 관심을 이전보다 낮추고 있음.

ETF/ETN 신규상품 상장추이



자료: KRX, 삼성증권

ETN시장의 거래대금 및 매출주수 추이



자료: KRX, 삼성증권

ELW 시장

ELW시장
'19년 23.6조원 거래기록
상장종목수,
'18년말 대비 30% 증가

ETN시장이 유동성 감퇴에 시달리는 동안 ELW시장은 상대적으로 안정적인 시장유동성을 확보하고 있음. 2018년 1월~10월 ELW시장의 누적거래대금은 24.4조원(일평균 1,200억원)이었으며, 2019년에는 같은 기간 누적거래대금 23.6조원(일평균 1,150억원)을 기록하여 전년과 유사한 수준을 유지하였음. ELW시장의 전체 평가금액(시가총액)은 2018년말 13.2조원에서 '19년10월말 14.8조원으로 소폭 증가하였음. 상장종목수가 2,534개('18년말)에서 3,225개('19년10월말)으로 물량증가에 따른 평가금액 성장이 이루어졌음.

기타법인의
ELW시장 적극참여

ELW시장에서 개인투자자와 외국인투자자들이 전체 거래의 70%를 차지함. 개인투자자는 2017년에 비해서는 비교적 큰 폭의 비중감소를 기록한 반면 외국인투자자들이 시장참여를 늘렸음. 흥미로운 부분은 기타법인의 ELW시장 참여도가 여전히 높게 유지되고 있다는 점임. 2018년 8.6%에서 소폭 낮아진 6.7%의 거래비중을 차지하고 있지만, LP인 금융투자 거래비중의 절반에 가까운 비중을 차지하고 있어, 매우 적극적인 시장참여를 하고 있는 것으로 판단됨.

ELW시장 투자자별 거래비중 (거래대금 기준)

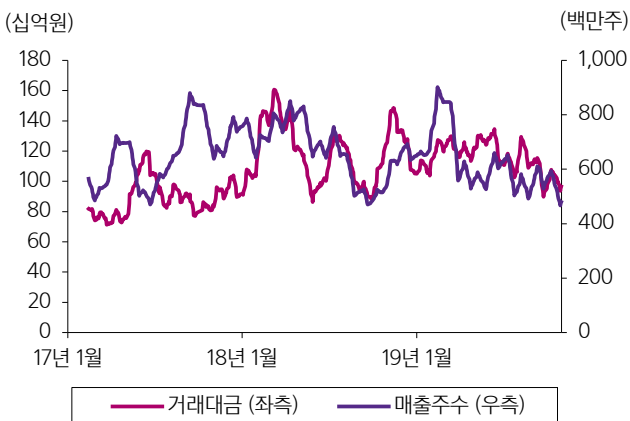
(%)	2019	2018	2017	2016
개인	47.5	49.6	55.9	53.3
외국인	32.6	30.9	21.6	24.8
금융투자	12.8	10.5	14.6	14.5
기타법인	6.7	8.6	4.9	5.9

참고: 연간 및 2019년 1월~10월
자료: KRX, 삼성증권

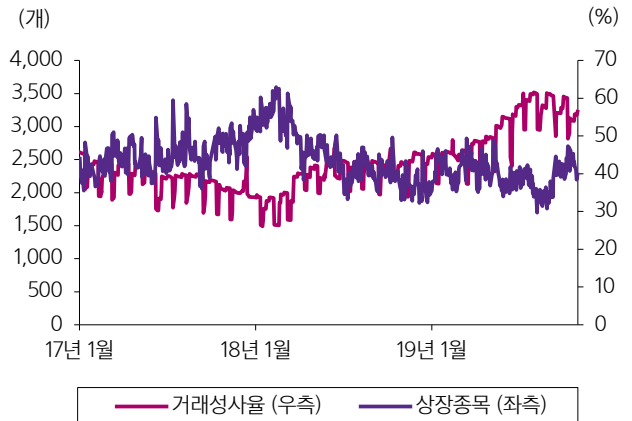
변동성 진정으로
거래규모는 줄었지만
내실이 강하게 다져진
2019년

2019년 들어 주식시장의 변동성이 상대적으로 진정되면서 ELW시장의 거래는 시간이 갈수록 줄어들었음. 2018년에는 변동성 상승이 빈번하게 발생하면서 ELW 거래가 활발하게 이루어진 반면 2019년에는 거래대금과 매출주수가 모두 우하향하였음. 다만 하단의 그림에서 보듯이 상장종목 중 거래가 이루어진 ELW의 비중(거래성사율)은 2018년 이후 꾸준히 우상향하였음. 거래가능한 ELW가 증가한 것은 그만큼 ELW시장이 정상화되었음을 반영함. 2019년 ELW시장은 밋밋하지만 내실을 다지는 기간으로 평가할 수 있음.

ELW 거래대금과 매출주수 추이



ELW 상장종목과 거래성사율(거래종목/상장종목)



참고: 30일평균 rolling
자료: KRX, 삼성증권

자료: KRX, 삼성증권

파생결합증권

주권연계 파생결합증권
‘19년 상반기 ‘발행초과’에서
하반기 ‘상환초과’로

2019년 주권연계 파생결합증권(ELS/ELB)의 발행규모는 71.0조원(1월~10월 누적)으로 2018년 같은 기간의 68.1조원을 상회하였음. 중국 주식시장의 강세에 연동하여 홍콩 HSCEI 등 ELS 주요 기초자산(EuroStoxx50, HSCEI)을 활용한 ELS 발행이 전체 발행의 80%를 상회할 정도로 과열양상이 발생하였음. 그러나 ‘19년 하반기 들어 미-중 무역분쟁 격화와 홍콩의 지정학적 위험고조로 HSCEI의 급락이 진행되면서 ELS 발행규모가 급감하였음. 이에 따라 ‘19년 상반기 ‘발행초과’ 상태에서 하반기에는 ‘상환초과’ 상태로 반전하였음.

DLS/DLB발행
은행권 “DLF판매사건”으로
하반기 발행물량 급감

2019년 비주권연계 파생결합증권(DLS/DLB)의 발행규모는 23.3조원(1월~10월 누적)으로 ‘18년 같은 기간의 25.1조원에 비해 소폭 감소하였음. DLS/DLB의 상환물량은 ‘19년 1월~10월 25.5조원으로 ‘18년 같은 기간의 21.8조원에 비해 큰 폭으로 증가한 반면 발행물량이 감소하였음. 특히 은행권의 ‘DLF판매’ 사고로 인해 ‘19년9월 발행물량(1.3조원)은 ‘15년12월 이후 최저 수준을 기록하였음. 이에 따라 DLS/DLB시장도 ‘19년 하반기에 ‘상환초과’시장으로 반전하였음.

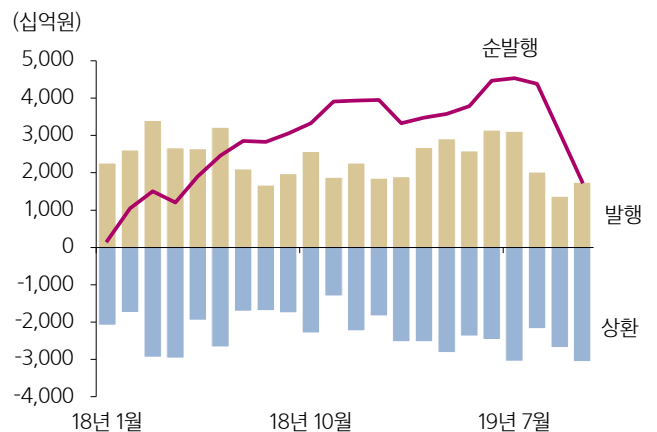
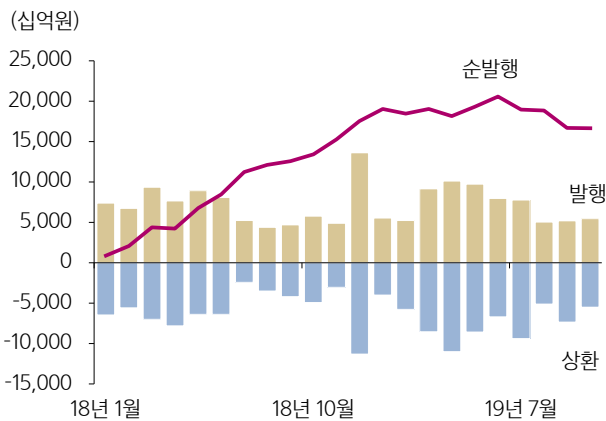
판매채널의 파생결합증권에
대한 인식개선의 계기

은행권의 ‘DLF판매’사건은 판매채널의 중요성을 각인시켜 준 계기임. 은행권의 특정금전신탁 중 ELT는 ‘19년1분기 현재 44.9조원의 잔고를 기록하여, 특정금전신탁 중 MMT(52.9조원)을 제외하고 가장 큰 규모를 차지하고 있음. 금융투자의 ELS/DLS 발행물량 중 50% 이상이 은행을 통해 개인투자자에게 판매되고 있음. 파생결합증권시장의 막강한 판매력을 보유한 은행에서 파생결합증권에 대한 인식과 투자자보호 시스템 등이 엄밀하게 작동하지 못할 경우 판매채널의 이슈에서 발행측면까지 영향을 미칠 수 밖에 없는 상황임.

4년간 100조원 상회발행
시장신뢰도 저하와
경쟁상품 대두로
구조적 한계 직면 가능성

국내 파생결합증권시장은 2015년 연간 발행규모 100조원을 상회한 이후 2017년 111조원, 2018년 115조원의 발행량을 기록하였음. 2019년 10월 현재 파생결합증권 전체 발행물량은 94조원으로 최근 수년간 100조원을 상회한 기록을 유지할 것으로 예상됨. 다만 ELS/ELB시장의 대안상품으로 기대를 모았던 DLS/DLB시장에 대한 시장 신뢰도의 저하와 경쟁상품으로서의 대체투자 등의 활성화로 파생결합증권시장은 구조적인 한계에 직면하고 있는 것으로 판단됨.

파생결합증권 발행/상환 추이 (좌: ELS/ELB, 우: DLS/DLB)



참고: 순발행은 2018년 이후 누적
자료: KRX, 삼성증권

국내투자자의 해외파생상품 거래동향

국내투자자의
해외파생상품거래규모
매년 증가세

금융투자협회에서 제공하는 “국내투자자의 해외파생상품 거래동향”을 살펴보면, 2019년 1월~9월 누적거래대금은 4.07조달러, 거래량 781만계약을 기록하였음. 2018년 같은 기간 누적거래대금 3.37조달러와 거래량 692만계약에 비해 각각 +20%와 +13% 증가하였음. 2017년 같은 기간에 비해서는 거래대금 +81%와 거래량 +55%의 급성장을 기록하였음. 국내 자금의 해외자산 투자가 활성화되고 있는 가운데, 해외파생상품에 대한 국내투자자들의 거래규모가 매년 증가하고 있음. 한편 개인투자자와 증권고유(prop)가 해외파생상품거래의 대다수를 차지하고 있음.

개인투자자
주가지수와 원자재,
통화상품에 주력

개인투자자들은 주가지수 상품과 원자재, 그리고 통화상품에 집중적으로 투자하고 있으며, 증권고유(Prop)는 ELS/DLS 헤지운용을 위한 주가지수 및 채권상품에 국한된 매매를 하고 있음. 거래량 기준으로 개인투자자들이 가장 많이 거래한 상품은 Eurex에 상장된 KOSPI200옵션선물임. 2018년과 동일하게 거래량 1위를 차지하였음. 개인투자자들은 미국 주가지수 선물과 WTI/Gold 선물, 그리고 유로화/호주달러화/엔화 등 외환선물도 활발하게 투자하였음. 거래대금 기준으로 개인투자자들이 집중 투자한 품목도 주가지수와 WTI/Gold, 유로달러/엔달러 등임.

증권고유,
지수선물과 채권선물
거래집중

증권고유(Prop)에서는 ELS/DLS 헤징 목적으로 EuroStoxx50과 HSCEI, 미국채 선물거래를 집중적으로 진행하였음. 특히 거래대금 기준으로 2018년에는 HSCEI와 EuroStoxx50선물을 가장 많이 거래한 반면 2019년에는 미국채 2년물과 10년물 거래를 가장 많이 거래하였음. 주식시장의 변동성이 확대되었던 2018년에는 주가지수선물 거래규모가 최상위를 차지한 반면, 채권시장의 변동성이 확대된 2019년에는 미국채선물 거래가 급증하였음.

FX마진거래,
'18년에 비해 큰 폭으로
신장

흥미로운 것은 개인투자자들이 참여하는 FX마진거래가 2018년에 비해 거래규모 증가를 기록한 것임. 2018년 1월~9월 누적거래대금 340억달러/29만계약에서 2019년 같은 기간 568억달러/42만계약으로 높은 신장세를 기록하였음. 달러화의 약세와 위안화의 7위안 상향돌파 등 이벤트가 많았던 2019년에 방향성투자로서의 외환파생상품 투자수요가 급증한 결과로 해석됨.

국내 투자자들의 해외 파생상품 거래규모 상위상품

거래량 (천계약)				거래대금 (백만달러)			
Products	위탁자	거래소	거래량	Products	위탁자	거래소	거래대금
KOSPI200 Option(overnight)	개인	Eurex	12,415	NASDAQ 100 E-mini	개인	CME	613,809
Crude Oil, WTI	개인	NYMEX	9,804	Crude Oil, WTI	개인	NYMEX	549,083
Silver	기타법인	LBMA	9,522	S&P 500 E-mini	개인	CME	274,137
NASDAQ 100 E-mini	개인	CME	4,276	US Treasury Note, 2Yr	증권	CBOT	187,726
EuroStoxx 50	증권	Eurex	3,142	US Treasury Note, 10Yr	증권	CBOT	142,371
HSCEI	증권	HKFX	2,743	Gold, 100 oz	개인	NYMEX	128,734
Silver	증권	LBMA	2,328	HSCEI	증권	HKFX	128,561
S&P 500 E-mini	개인	CME	2,162	EUR/USD Future	개인	CME	124,243
KOSPI200 Option(overnight)	선물	Eurex	1,614	Gold	개인	LIFFE	118,177
US Treasury Note, 10Yr	증권	CBOT	1,127	Hang Seng	개인	HKFX	117,899
Gold, E-micro	개인	NYMEX	1,058	US Treasury Note, 5Yr	증권	CBOT	94,694
Micro E-mini Nasdaq-100 F	개인	CME	1,035	Mini HSCEI	개인	HKFX	91,758
Gold, 100 oz	개인	NYMEX	963	JPY/USD Future	개인	CME	80,251
EUR/USD Future	개인	CME	884	Gold, TAS	개인	NYMEX	80,077
AUD/USD Future	개인	CME	881	US Treasury Note, 10Yr	개인	CBOT	69,683

참고: 2019년 1월~9월, 거래대금은 명목기준(Notional value)

자료: 금융투자협회, 삼성증권

2019년 파생상품시장 특징

금융당국, 파생상품시장 발전방안 제시

파생상품시장 발전방안

2019년 5월말 금융당국(금융위, 금감원)과 관련기관(한국거래소, 금투협)에서는 “혁신성장과 실물경제 지원을 위한 파생상품시장 발전방안(이하 발전방안)”을 발표하였음. “발전방안”에서 주목할 부분은 파생상품의 수요/공급 확대를 위해 개인투자자의 진입규제를 합리화하고 신규 파생상품을 상장하는 부분임. 장내 파생상품을 거래하기 위한 기본예탁금을 인하하고 사전교육 및 모의거래를 단축하는 방안은 투자자들의 시장접근성을 대폭 개선할 것으로 기대됨. 또한 Weekly 옵션과 국채선물스프레드거래는 선진시장에서 이미 활발하게 거래되고 있는 상품을 도입하는 것으로 관련 상품과의 연계 거래를 통해 파생상품시장의 유동성 확충에 기여할 것으로 전망됨.

2010년대 규제중심
대책에서
2019년 획기적인 시각전향

금융당국의 파생상품시장에 대한 인식은 2011년 “장내옵션/ELW/FX마진 건전화 방안”과 2012년 “KOSPI200옵션 거래승수 인상조치 및 ELW LP 호가규제”, 그리고 2014년 “적격 개인투자자 제도 도입” 등에서 드러나듯이 개인투자자의 파생상품시장 진입규제와 과도한 투기거래 방지에 초점이 맞추어졌음. 결과적으로 KOSPI200선물옵션시장은 2012년을 기점으로 큰 폭의 거래규모 감소를 경험하였으며, 파생상품을 활용한 정상적 위험관리 기능도 제약은 받는 상황까지 전개되었음. 2019년 “발전방안”은 지금까지 ‘규제위주’의 금융당국 시각이 획기적으로 전향된 결과물임. 급격하게 위축된 파생상품시장을 활성화하여 현물시장의 위험관리 기능확충과 금융혁신 유도를 촉발할 목적으로 마련된 “발전방안”임.

Weekly옵션 상장
개인투자자 진입규제 완화

“발전방안”에 따라 지난 9월말 KOSPI200 Weekly Options이 상장되었으며, 12월중 국채선물 3년-10년 스프레드거래를 상장할 예정임. 동시에 12월부터 개인투자자의 진입규제 완화를 위해 기본예탁금 완화와 사전교육/모의거래시간 단축이 시행될 예정임. Weekly옵션의 도입과 함께 선물·옵션 만기일 프로그램매매 사전보고제도를 폐지하였음.

개인 전문투자자 요건완화
'19년 11월부터 시행

“발전방안”과 별도로 개인 전문투자자의 인정요건을 올해 11월부터 완화하는 조치도 발표되었음. 이미 '19년1월 “개인 전문투자자 진입요건 개선방안”에서 마련된 내용으로서, 개인 전문투자자의 요건을 확대하고, 개인 전문투자자의 인정절차를 간소화하는 방안임. “발전방안”에 따르면 전문투자자의 경우 파생상품 거래를 위한 기본예탁금을 징수하지 않기로 되어 있어, 전문투자자 요건완화와 “발전방안”의 결합으로 2020년에는 파생상품시장에 개인(전문)투자자의 활약이 두드러질 것으로 기대됨.

파생상품시장 발전방안 3전략과 15개 과제

전략 1. 시장수요 공급 기반확충

과제 1	개인투자자 진입규제 합리화	기본예탁금 완화, 사전교육 및 모의거래 실질화
과제 2	기관투자자 참여 활성화	신용위험관리 기준 합리화
과제 3	외국인투자자 편의성 제고	알고리즘계좌 등록수 확대, Kill-switch 시스템 개선
과제 4	시장조성기능 강화	시장의무 대상종목과 시장조성 인센티브 동반 확대
과제 5	다양한 장내 파생상품 개발 유도	Weekly옵션, 국채선물스프레드거래

전략 2. 상품개발관련 시장자율성 제고

과제 6	장내 파생상품 상장체계 개선	Negative 방식의 상품개발/상장체계 마련
과제 7	파생상품 개발 활성화 여건 마련	시장주도의 지수개발 및 상품개발 활성화 독려

전략 3. 시장안정성 및 건전성 강화

과제 8	금융시장 위기상황 대응체계 강화	스트레스테스트 모델 개선과 외화유동성 확보
과제 9	담보자산 관리제도 개선	비현금성 담보자산 제한, 관계사 발행증권 담보납입 금지
과제 10	중앙청산소(CCP) 청산대상 확대	CCP 청산대상 단계적 확대
과제 11	거래정보저장소 (TR) 운영개시	2020년 10월 가동
과제 12	파생결합증권의 기초자산 쏠림방지	리스크관리 강화조치 시행

자료: 금융위원회, 금융감독원, 한국거래소, 한국금융투자협회

Weekly옵션, 성공적인 정착

Weekly옵션
직전주 목요일에 상장되어
금주 목요일에 최종거래

KOSPI200 Weekly옵션은 ‘매주 목요일’ 최종거래를 맞는 거래기간 1주일짜리 옵션상품임. 기존 KOSPI200 (Big)옵션과 거래제도는 거래승수와 가격제한폭, 만기결제 방식 등에서 대부분 유사하며, 만기일 주기와 행사가격 상장기준 등에서만 차이가 존재함. Weekly옵션은 직전주 목요일에 상장하여 금주 목요일에 최종거래일을 맞춤. 기존 KOSPI200(Big)옵션의 만기 주간에는 유동성의 분산을 막기 위해 Weekly옵션은 상장되지 않음.

Weekly옵션 상장일과 만기일 예시

상장기간	11월 1주	11월 2주	11월 3주	11월 4주	12월 1주	12월 2주	12월 3주
Weekly	10/31~11/7	비상장	11/14~11/21	11/21~11/28	11/28~12/5	비상장	12/12~12/19
기존옵션	14일 만기						12일 만기

자료: KRX, 삼성증권

Weekly옵션의 장단점

Weekly옵션의 잔존기간이 최대 7일(목요일~목요일)에 불과하기 때문에, Weekly옵션가격은 만기 1개월 옵션의 1/3~1/2에서 형성되며 각 옵션의 Gamma는 1개월 옵션에 비해 첨예한 형태를 보임. Weekly옵션의 장점으로 매입자 입장에서 낮은 가격으로 옵션투자 효과를 기대할 수 있으며 매도자 입장에서 짧은 잔존기간으로 손실위험을 제한할 수 있음. Weekly옵션의 단점으로 매입자 입장에서 투기수요가 쏠릴수록 고평가된 옵션가격을 거래할 수 밖에 없으며, 매도자 입장에서는 상대적으로 높은 gamma risk에 노출될 수 있음.

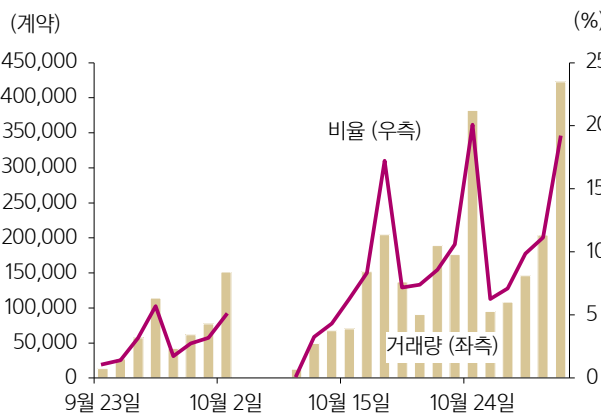
**Weekly옵션,
한달만에 거래량 확보**

9월23일 상장된 KOSPI200 Weekly옵션은 비교적 빠른 속도로 시장에 안착하였음. 기존 상품의 제도를 유지하면서 잔존기간의 축소로 단기투자 수요를 빠르게 흡수한 것으로 평가할 수 있음. 거래량 기준으로 지난 10월31일 42.2만계약이 거래되어 상장이후 최대 거래량을 기록하였음. 당일 거래대금 역시 304억원으로 최대 거래대금을 기록하였음. 참고로 10월31일은 5번째 Weekly옵션의 만기일이었음.

**Weekly옵션,
빠르게 시장안착**

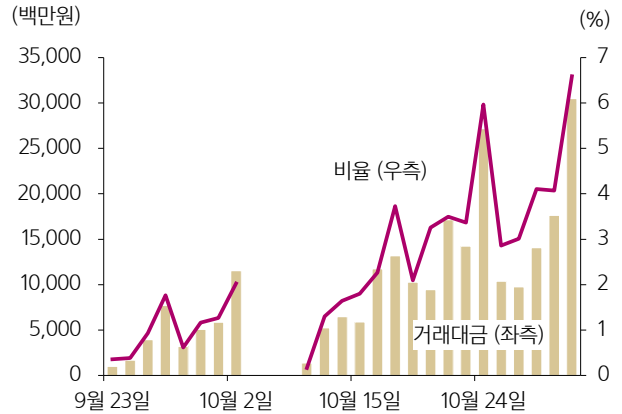
Weekly옵션과 기존 KOSPI200(Big)옵션의 유동성을 비교하면, 하단의 그림처럼 거래량은 최근 3번의 만기를 거치면서 기존 옵션 거래량의 20%에 달하는 수준으로 유동성이 확보되었음. 한편 거래대금은 Weekly옵션의 낮은 옵션가격으로 인해 기존 옵션의 거래대금 보다 5% 내외의 비율로 거래되었음. 만기일 뿐만 아니라 비만기일의 거래량과 거래대금도 상장 초기보다 점진적으로 늘어나고 있어, Weekly옵션이 빠르게 안착하고 있는 것으로 평가할 수 있음.

Weekly옵션 거래량과 기존 KS200옵션 대비 비율



참고: KOSPI200(Big)옵션 총 거래량 대비 Weekly옵션 거래량
자료: KRX, 삼성증권

Weekly옵션 거래대금과 기존 KS200옵션 대비 비율



참고: KOSPI200(Big)옵션 총 거래대금 대비 Weekly옵션 거래대금
자료: KRX, 삼성증권

개인투자자의 적극적인
투자기회 모색

Weekly옵션의 투자자별 거래비중을 보면, 개인투자자의 비중이 기존 KS200(Big)옵션시장에 비해 2배 내외로 많은 편임. 개인투자자들이 Weekly옵션시장에서는 40% 이상의 시장참여를 보이는 반면 기존 KS200(big)옵션시장에서는 26% 수준의 거래비중에 그쳐 있음. 단기 투자수요를 충족시키는 수단으로 Weekly옵션을 개인투자자들이 적절하게 활용하고 있음을 확인할 수 있음. 특히 10월까지 거래된 Weekly옵션의 개인투자자들은 “발전방안”에 의한 진입장벽 완화 시행전이기에 때문에, 기존 KS200(Big/Mini)옵션시장에서 거래를 하고 있는 개인투자자들임. 투자기회를 포착한 개인투자자들이 Weekly옵션을 병행하여 투자하고 있는 것으로 추정됨.

외국인투자자,
발빠른 Weekly옵션시장
침투

외국인투자자들의 Weekly옵션시장 참여도 매우 빠른 편임. 거래량 기준으로 35%, 거래대금 기준으로 50%를 차지할 정도로 Weekly옵션에 대한 침투력을 검증하였음. 기존 옵션과 더불어 옵션간 스프레드거래와 차익거래 등을 위한 전략 시스템 등을 이미 해외 시장에서 검증한 외국인투자자들이 한국 Weekly옵션시장에서도 빠르게 시장을 장악하고 있음. 금융투자는 상대적으로 소극적인 시장참여를 하고 있으며, 오히려 기타법인이 적극적으로 Weekly옵션을 거래하고 있음.

KS200 기존 옵션과 Weekly옵션 투자자별 거래비중 (9/23~10/31)

(%)	거래량		거래대금	
	기존	Weekly	기존	Weekly
외국인	55.9	34.8	66.7	50.1
개인	27.2	45.3	26.5	42.1
금융투자	14.1	18.6	4.7	6.5
투신	0.3	0.1	0.3	0.1
연기금	0.0	0.0	0.0	0.0
기타법인	2.3	1.2	1.6	1.2

자료: KRX, 삼성증권

미국과 대만, 기존 옵션을
상회하는 Weekly옵션시장
형성

Weekly옵션시장은 해외시장에서 이미 성공적인 평가를 받고 있음. 지난 9월27일 한국과생상품학회와 자본시장연구원이 개최한 “파생상품시장의 안정적 경쟁력 강화방안”에서 발표된 자본시장연구원의 Weekly옵션시장 분석자료에 따르면, 미국의 S&P500 Weekly옵션과 E-mini S&P500 Weekly옵션, 그리고 대만의 TAIEX Weekly옵션은 2016년~2017년에 기존 옵션의 거래량을 상회할 정도로 활발한 거래를 기록하고 있는 것으로 조사되었음. 즉 기존 옵션보다 더욱 많은 인기를 얻고 있는 것으로 나타남. 물론 EuroStoxx50 Weekly옵션처럼 수년째 기존 옵션의 10%에도 미치지 못하는 거래량을 기록하는 상품도 있음. 한국 KOSPI200 Weekly옵션은 이미 정규 상품의 20%에 달하는 거래량을 기록하고 있어, 성공사례인 미국과 대만 Weekly옵션시장에 가까운 시장으로 성장할 가능성이 높음.

주요 Weekly옵션 거래량과 상대비중 추이

(만계약, 배)	S&P500 W		E-mini S&P500 W		EuroStoxx50 W		TAIEX W	
	거래량	상대비중	거래량	상대비중	거래량	상대비중	거래량	상대비중
2014년	146	0.17	3,011	0.41	1,430	0.06	6,002	0.66
2015년	133	0.15	3,586	0.46	1,458	0.05	8,881	0.86
2016년	540	0.95	6,474	1.1	1,522	0.05	8,483	1.03
2017년	948	1.92	7,607	1.49	1,761	0.07	9,638	1.07
2018년	611	1.54	8,710	1.19	2,185	0.08		

참고: 상대비중 = 정규옵션 거래량 대비 배수, 대만 데이터는 2017년까지만 확보

자료: “시장수요에 대응하는 장내파생상품 개발”, 자본시장연구원, 2019.9.27 발표자료

파생결합증권시장, 성장경로 재조정

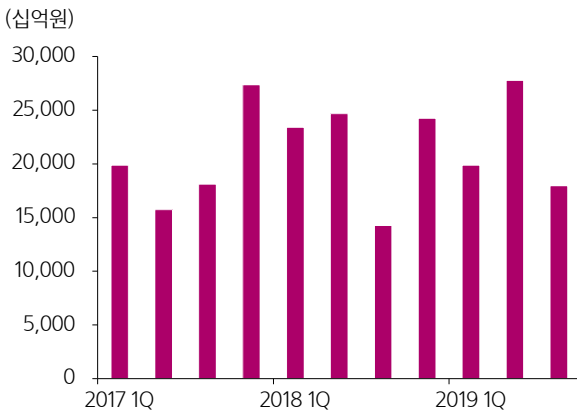
상반기와 하반기가
극명하게 갈린
파생결합증권시장

파생결합증권시장은 2019년 상반기와 하반기에 극명하게 다른 시장환경이 연출되었음. 상반기에는 시중금리 인하와 글로벌 주식시장 호조로 주가연계 파생결합증권(ELS/ELB)가 47.6조원 발행되어, '18년 상반기에 이어 최대 발행을 기록할 정도로 호조를 띄었음. 반면 하반기에는 미-중 무역분쟁 격화와 홍콩의 지정학적 위험고조로 중국/홍콩 주식시장이 급락하면서, 주가연계 파생결합증권의 발행규모는 상반기 월평균 7.9조원에서 7월~10월 월평균 5.8조원으로 위축되었음. 비주권연계 파생결합증권도 'DLF 사태'가 불거지기 이전인 1월~8월 월평균 2.5조원 발행에서 9월~10월에는 월평균 1.5조원 수준으로 급감하였음.

'19년3분기, 최근 3년중
최저수준의 발행량 기록

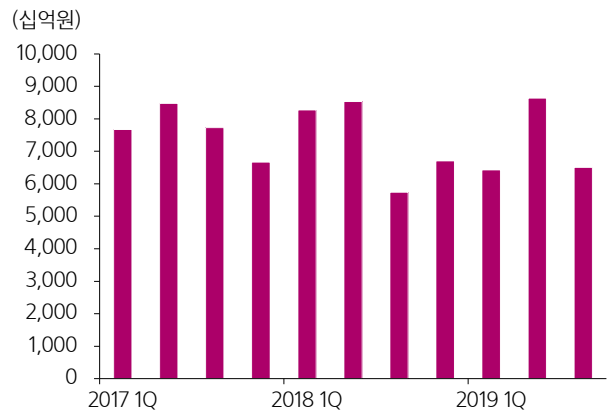
결과적으로 '19년 3분기 파생결합증권의 발행규모는 2017년 이후 최저 수준에 근접할 정도로 위축되었음. 최근 3년동안 최저 발행규모는 '18년 3분기이며, 당시 미-중 무역분쟁과 선진국 양적 긴축 우려로 인해 글로벌 금융시장이 Risk-Off 국면에 진입한 구간이었음. '18년 3분기는 글로벌 금융시장 환경요인에 의해 파생결합증권의 발행이 위축된 반면 '19년 3분기는 판매이슈로 인해 발행이 축소되었음.

주권연계증권 분기별 발행규모



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

비주권연계증권 분기별 발행규모



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

금융감독원에 따르면, ELS와 DLS의 투자손익은 매년 등락을 거듭하는 것으로 나타남. ELS의 경우 2016년과 2018년 글로벌 주식시장이 약세를 보인 시기에는 2% 중후반의 수익률을 기록한 반면 2017년과 2019년 글로벌 주식시장의 Risk-On 국면에서는 4% 이상의 수익률을 기록하였음. DLS 역시 2016년과 2018년에는 1%를 밑도는 성과를 기록한 반면, 2017년과 2019년에는 상대적으로 높은 수익률을 기록하였음. 참고로 DLS는 대부분 ETF, 원자재, 신용위험, 환율 등을 연계한 상품이며, 금리연계 상품은 대부분 DLB으로 발행되었음. 파생결합증권의 성과가 기초자산인 글로벌 금융시장의 환경에 직결된다는 것을 확인할 수 있는 지표임.

파생결합증권 투자손익

(%)	ELS	DLS
2016년	2.9	0.6
2017년	4.1	1.6
2018년	2.6	0.6
2019년 상반기	4.9	3.3

참고: 상환물량의 연환산 수익률, "증권회사 파생결합증권 발행운용 현황" 참조
자료: 금융감독원, 삼성증권

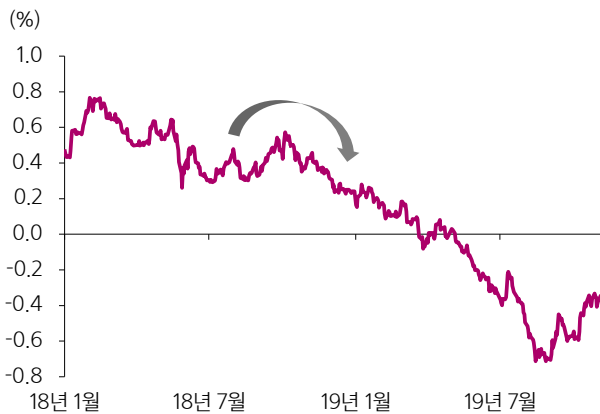
기초자산의 전환여부를 분석해야 파생결합증권의 성과를 예상할 수 있다

금번 'DLF 사태'에 활용된 해외 금리를 보면, 추세 전환을 검증하지 못한 상태에서 반복적으로 동일 구조의 상품이 발행된 것으로 추정할 수 있음. 2018년 하반기 미국 연준의 양적긴축 스탠스로 인해 전 세계 주요 금리가 상승반전하였지만, 2018년 연말 이후 경기부진과 미-중 무역분쟁으로 인한 글로벌 교역축소 우려로 선진국 주요 금리는 하락반전하였음. 더구나 2019년 들어 미 연준의 '보험성 금리인하'까지 거론되면서 독일 10년물 채권은 '마이너스 금리'로 역전하였으며, 미국과 영국 CMS 금리도 2018년말 대비 50% 이상 급감하였음. 'DLF 사태'는 궁극적으로 파생결합증권의 기초자산에 대한 보다 면밀한 분석과 전망을 기반으로 상품설계와 판매가 이루어질 필요가 있다는 것을 반증하는 사례임.

원금손실 위험상품 판매의 위험통제 강화해야

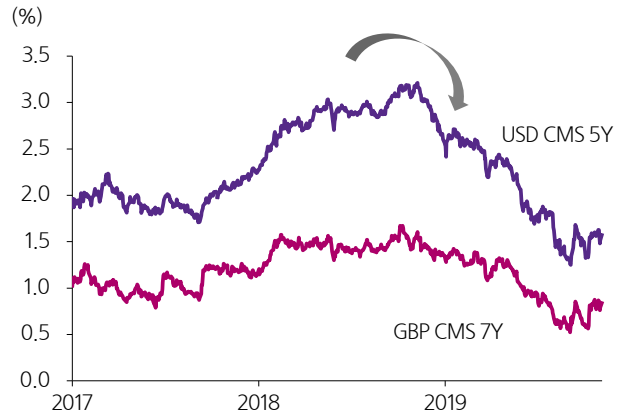
'DLF 사태'에서 이슈가 된 부분은 "하방이 열려있는(원금손실 위험이 존재하는)" 채권상품이 기관투자자가 아닌 개인투자자에게 판매되었다는 점임. 금융투자협회에 따르면, 금리연계 파생결합증권 중 DLB와 DLS의 발행비중은 2013년 1월 ~ 2019년 9월까지 전체 발행물량의 86:14임. 2016년 이후로 좁혀보더라도 78:22 수준으로 DLS의 발행비중은 상대적으로 적었음. 금리연계 상품 중 예외적인 상품이 일반투자자에게 판매될수록 '적합성'과 '적정성', 그리고 보다 충실한 위험고지가 적용되었어야 했음.

독일국채 10년물 금리추이



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

USD CMS 5Y & GBP CMS 7Y 금리추이



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

DLF사태, 파생결합증권의 위험관리 강화계기

'DLF 사태'는 파생결합증권에 대한 신뢰도 저하로 이어지는 중대한 이벤트임. 저금리 환경에서 파생결합증권은 고금리 상품을 찾는 고객의 수요에 대응할 수 있는 최적의 금융투자상품으로 활용되었음. 'DLF 사태'는 파생결합증권의 발행과 판매, 사후처리 전반의 프로세스를 전반적으로 점검하도록 만든 계기가 되었음. 기초자산의 동향에 연동된 파생결합증권 상품의 위험관리를 더욱 강화할 필요가 증대하였음.

비대해진 파생결합증권, 성장경로 재조정 불가피

연간 110조원 내외의 발행규모를 기록하고 있는 파생결합증권시장은 국내 전체 금융자산에 있어 상대적으로 비대해진 금융투자상품임. 한계체증의 성장이 불가피한 파생결합증권 시장은 당분간 성장경로를 재조정하고 판매채널의 강화와 업무 프로세스의 개선에 주력할 필요가 있음. 파생결합증권의 성장경로를 지금까지의 '단편적 상품공급'에서 '상품의 다양성'과 '고객층의 다변화', '기초자산의 확대와 융합' 등으로 확장(재조정)해야 할 것임.

Contents

2019년 주식파생상품시장 동향 p2
 2020년 주식파생상품시장 전망 p19
 2020년 주식파생상품시장 전략 p31

2020년 주식파생상품시장 전망

2019년 전망을 복기하면

'18년에 바라본 '19년, 변동성 재교정 (Volatility Recalibration) 필요성 증대

당사는 지난해 “2019년 주식파생상품시장 전망(2018.11)”에서 금융위기 이후 중앙은행의 유동성공급 (Central Bank’s Put)으로 인해 낮아진 변동성 환경이 2018년 ‘Icarus Trading’ 장세를 거치면서 불규칙한 변동성 폭발을 연출하였으며 2019년에는 글로벌 경기둔화로 인한 변동성 확장으로 전개될 것임을 전망하였음. 이에 따라 금융위기 이후 수년간 안정세를 보였던 변동성 수준을 재교정 (Recalibration)할 필요가 있으며, 2019년 이후로는 ‘High Volatility Regime’으로 진입할 가능성이 상대적으로 높다고 전망하였음.

변동성 발작('18년)으로 '19년에는 변동성 재교정 필요

2008년 금융위기 이후 지속된 유동성 장세는 2018년 ‘Icarus trading’구간을 거치면서 임계점을 빈번하게 넘어서는 변동성 장세(Incredible Hulk’s market)로 탈바꿈하였음. 2017년 이례적으로 낮은 변동성 침잠(‘Vol-sleeping’)에서 2018년 변동성 발작(‘Vol-mageddon’)으로 급변하였으며, 2019년 이후로는 ‘High Volatility Regime’으로 진입할 가능성이 높음…(중략)… 지난 수년간 진행되었던 변동성 안도구간의 평균치보다 상대적으로 높은 변동성 수준을 전제할 필요가 있음. 즉 변동성의 재교정(Volatility recalibration)이 필요한 시기임. 최근 5년간의 변동성을 기반으로 산출한 VaR(Value at Risk)가 향후 도래할 변동성 확대국면에서 상대적으로 낮은 위험만을 반영할 수 있기 때문임…(중략)… 결국 2019년은 변동성 위험에 항시적으로 노출되는 상황이 전개될 것임

(전균, “2019년 주식파생상품시장 전망”, 2018.11.16, 31pg)

양적완화와 미중무역분쟁 진정으로 전반적인 변동성 수준은 2018년보다 소폭 안정화

그러나 당초 2019년 전망과 달리 VKOSPI 기준으로 2019년에 월평균 14.9%를 기록하였음. 2018년의 15.2%에 비해 소폭 안정화된 변동성 수준임. 또한 변동성의 충격 정도를 파악할 수 있는 VKOSPI의 고점(월평균)도 2019년 17.7%를 기록하여 2018년의 19.7%에 비해 낮아졌음. 당초 2019년의 전망과 달리 변동성 상방이 억눌린 것은 미국 연준의 ‘보험성 금리인하’ 정책과 미-중 무역분쟁에 대한 시장의 학습효과 등이 작용하였기 때문으로 판단됨.

변동성 하단은 최근 5년중 가장 높은 수준, 투자위험을 인식한 시장

그럼에도 불구하고 주목할 부분은 2019년 VKOSPI의 저점 평균이 2018년보다 상승하였으며, 2015년 이후 가장 높은 수준을 유지하였다는 점임. 2019년 VKOSPI 저점 평균은 13.3%으로 변동성 발작이 빈번하였던 2018년 저점 평균 12.6%보다 높게 형성되었음. 2017년 10.8%에 비해서는 비교적 크게 반등함. 변동성의 하단이 이전에 비해 상향조정된 것은 그만큼 투자자들이 금융시장의 투자위험을 인지하고 위험자산에 대한 평가에서 변동성을 상대적으로 높게 반영하였기 때문임.

변동성의 고점이 억눌린 것 '변동성 재교정'은 정확한 표현

따라서 전년도에 전망한 2019년의 ‘변동성 재교정(Volatility recalibration)’ 전략은 절반의 성공이었음. 오히려 시장 자체적으로 투자위험을 이전에 비해 높게 반영하였다는 점에서 변동성 재교정은 정확한 표현이라고 평가할 수 있음. 물론 미국 채권시장에서 나타난 장단기 수익률의 역전현상(경기침체 압박 징후)에도 불구하고 중앙은행의 양적완화와 정치적 불확실성의 진전 때문에, 위험자산에 대한 선호도가 상대적으로 강화되면서 변동성의 고점이 억눌렸음.

'19년에도 이어진
중앙은행의 Put,
변동성 상단 압박요인

2019년 변동성 상단을 억눌렀던 요인은 무엇보다 선진국과 신흥국 모두 통화정책의 공조를 통해 경기 부진을 만회하려는 시도임. 보험성 금리인하를 시도하였던 미국은 물론 유럽과 일본 등 선진국 중앙은행은 양적완화 정책을 고수하였음. 또한 인도와 러시아, 브라질 등 신흥국 중앙은행도 적극적인 금리인하를 통해 성장률에 대한 기대심리를 진작하기 위해 노력하였음. 금융위기 이후 지속된 중앙은행의 'Put'이 2019년에도 변동성 상단을 억눌렀던 중요 변수이었음.

2019년 주요국 기준금리 변동추이

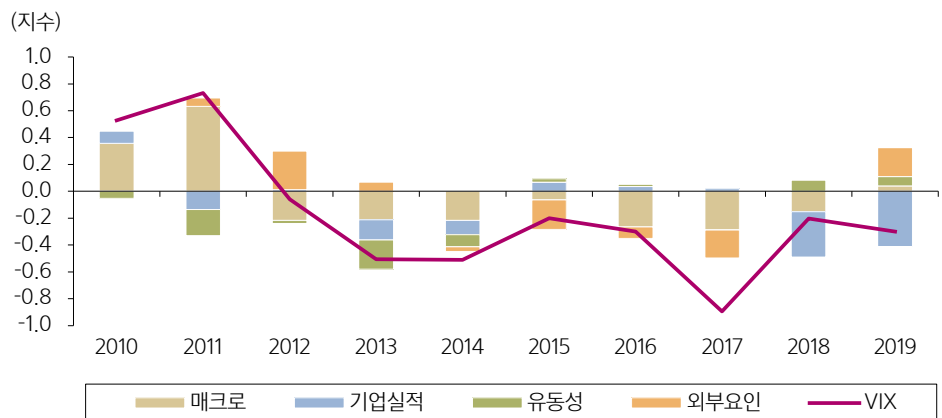
	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	현재
미국							25		25	25	1.75
유로존											0.00
영국											0.75
일본											(0.10)
호주						25	25			25	0.75
홍콩								25	25	25	2.00
한국							25			25	1.25
중국(LPR)								6	5		4.20
대만											1.38
브라질							50		50	50	5.00
러시아						25	25		25	50	6.50
인도		25		25		25		35	25	25	5.15
남아공							25				6.50
인도네시아							25	25	25	25	5.00
멕시코								25	25		7.75
태국								25			1.50

자료: Bloomberg, 삼성증권

매크로와 기업실적이
변동성 하락요인
유동성과 외부요인이
변동성 상승요인

미국 변동성지수 VIX의 변동요인을 살펴보면, 글로벌 교역 축소와 미-중 관세부과로 기업실적이 악화될 것이라는 우려에도 불구하고 매크로와 기업실적은 최근 수년간 변동성 하락요인으로 작용하였음. 반면 유동성(연준의 통화정책 등)은 2018년 이후 변동성 상승요인으로 작용하였으며, 미-중 무역분쟁 등 외부요인이 2018년부터 변동성을 끌어올리는 주요 변수로 작용하였음. QE가 작동하던 2010년대 초반은 변동성 하락요인으로 작동한 '유동성'이 2018년 이후에는 변동성 상승요인으로 작용하고 있음.

미국 VIX의 변동요인

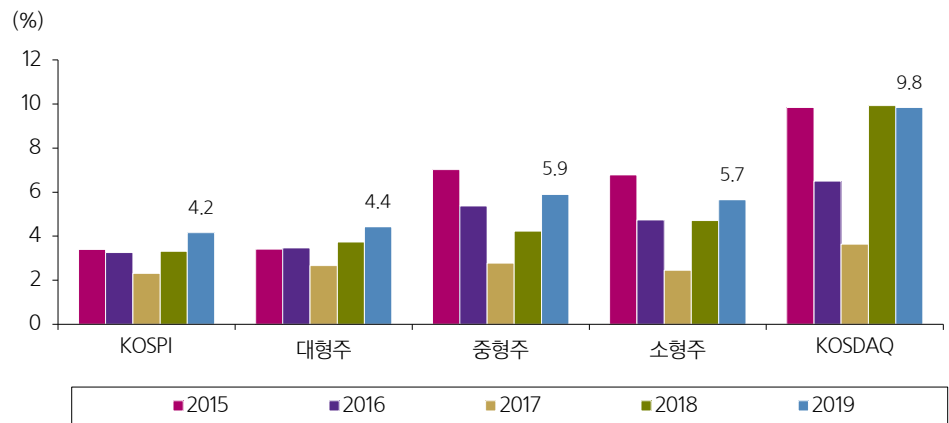


참고: Data는 IMF 자체 VIX 분석모델에서 추출, 평균대비 편차를 표시, 2019년 상반기 현재
자료: IMF, "Global Financial Stability Report", 2019.10

국내 주식시장의
변동성수준은 최근 5년중
가장 높은 편

글로벌 매크로 변수의 완화로 변동성 상단이 막혔지만, 2019년 국내 주식시장은 최근 4~5년중 가장 높은 변동성 구간을 거쳤음. KOSPI 대형주는 2015년 이후 가장 높은 변동성을 기록하였으며, 중소형주(KOSDAQ 포함)는 2016년 이후 최고 수준의 변동성을 기록하였음. 특히 경기부진과 매크로 변수의 불확실성으로 'High Volatility Regime'을 거치는 과정에서, 2019년 국내 주식시장은 변동성 측면에서 대형주와 중소형주의 양극화가 더욱 심화되어 내부적으로 시장의 안정성이 약화되었음.

시장별 기간 평균변동성 비교

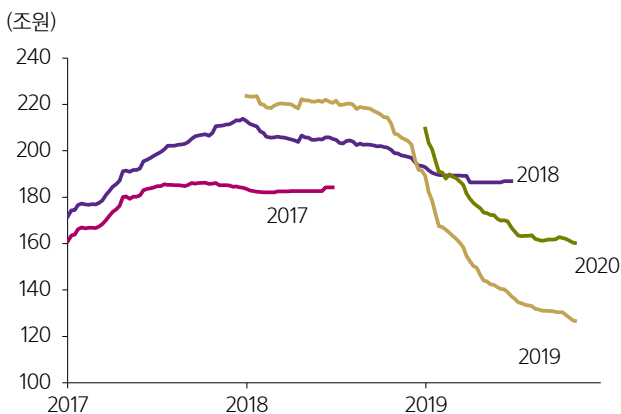


참고: 일별 시/고/저/종가를 대상으로 Garman-Klass 변동성산출방식을 적용함. 60일간 변동성을 연율화함
매년 10월말 기준 직전 1년 변동성의 평균
자료: KRX, 삼성증권

2019년 영업이익 전망치
급감이
변동성 상승의 배경

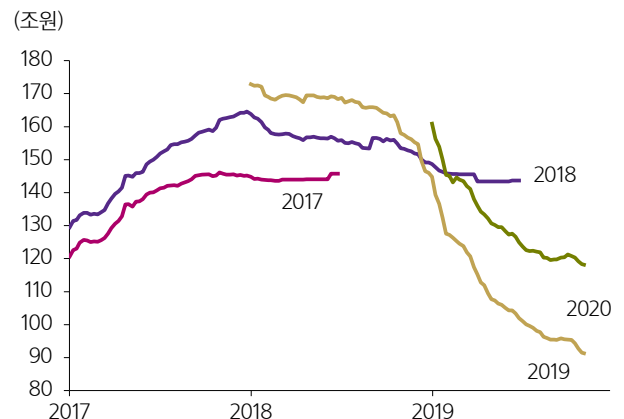
미국 변동성지수 VIX의 최근 하락요인이 '매크로'와 '기업실적'이었다면, 국내 주식시장은 기업실적에 대한 감익추정이 심각하게 이루어지면서 한국 주식시장의 높은 변동성을 유발한 것으로 판단됨. KOSPI200 구성기업의 2019년 영업이익 추정치는 2018년 연초에는 220조원을 넘어섰지만, 2018년 연말 190조원으로 하향조정되었으며, '19년6월말 140조원대로 급감하였음. 2019년 영업이익에 대한 전망치 하향조정은 동시에 2020년 전망치에 대한 감익까지 유발하였음. 2019년 전망치의 감익이 급격하게 이루어짐에 따라 기대수익률의 약화와 투자위험의 상승으로 주식시장의 변동성은 상대적으로 높게 형성될 수 밖에 없었음.

KOSPI200 구성기업 영업이익의 전망치 추이



자료: Quantiwise, 삼성증권

KOSPI200 구성기업 순이익의 전망치 추이



자료: Quantiwise, 삼성증권

Liquidity Crunch Events

‘유동성’은 산소와 같지만
투자심리 악화시
시장을 얼어붙게 만들어

2019년 8월5일 Financial Times지 “**Illiquidity will amplify magnitude of next bear market**” 기사는 중앙은행의 양적완화가 ‘유동성(liquidity)’을 보장할 것이라는 환상을 부풀려, 펀드멘탈과 크게 유리된 채 불안정한 투자심리에 의해 금융시장이 결정되고 있다고 비판하고 있음. 만일 약세시장이 닥쳐 매수자가 사라진다면, 유동성 부족현상은 고평가된 자산가치에 엄청난 과급효과를 미칠 것으로 전망함. 유동성에 있어 투자자들의 신뢰는 핵심 변수이지만, 약세 국면에서 투자심리는 불안정해지고 시장을 급격하게 얼어붙게 만들어 버림. ‘유동성’은 일종의 ‘산소’와 같은 존재이기 때문에 자산배분을 고려할 때 가장 간과되는 자산이지만, 다른 자산과 달리 분산을 통해 위험을 낮출 수 있는 존재가 아니라고 강조함.

비유동적 자산투자로
성과를 높일 경우 유동성
위험에 직면할 수 있어

저금리 상황에서 투자자들이 선택할 수 있는 방법은 파생상품 등을 활용하여 레버리지를 동원하거나 보다 높은 risk premium와 yield를 제공하는 자산까지 투자범위를 넓혀 투자수익률을 높이는 것임. 특히 비유동적(illiquid)이지만 상대적으로 높은 수익률을 제공하는 자산은 시장 유동성이 풍부한 시기에 투자자의 성과를 개선할 수 있는 효과적인 수단임. 그러나 비유동적 자산은 공정가치 평가와 유동화(=환매) 측면에서 제약이 존재함. 더구나 환매 소요기간과 해당 자산의 유동성 수준이 불일치할 경우 여타 자산이나 시장으로 위험을 증폭시킬 수 있음. 2008년 금융위기 당시 CDO에 투자한 헤지펀드의 환매압력이 보험사와 증권사의 유동성 부족을 유발하고 글로벌 금융시장의 시스템위험을 증폭시킨 것은 유동성 위험이 가장 폭발적으로 나타난 사례임.

거시적으로는 유동성 풍부
미시적으로는
유동성 고갈현상
나타날 수 있어

금융위기 이후 거시적 측면에서는 중앙은행의 양적완화로 유동성이 풍부하지만 미시적 측면에서는 유동성 부족이 발생하는 경우가 점차 늘어나고 있음. 저금리가 변동성을 압박하고 유동성 위험을 간과하도록 만들지만, 예상과 다른 경제지표나 이벤트가 발생할 경우 변동성의 민감도는 더욱 증폭되고 유동성 부족이 유발하는 자산가격 왜곡은 더욱 심화될 수 있음. 특히 2019년에는 거시적으로 풍부한 유동성과 미시적으로 빈약한 유동성의 역설(paradox of macro liquidity and micro illiquidity)을 보여주는 사례가 다수 발생하였음.

H2O Asset management: 2018년 자산규모 325억 유로화에 달하는 영국계 대형 자산운용사 H2O Asset Management가 2019년 상반기에 대규모 펀드런(Fund Run) 사태를 겪었음. Financial Times지에서 유동성이 떨어지는 무등급 채권을 대규모 보유하고 있다는 기사가 발표된 후, 보름만에 80억달러가 환매되었음. 보유자산 규모는 비록 적은 편이지만 관련 펀드에 대한 투자자들의 환매요청으로 여타 자산까지 매도를 하는 상황이 전개되었음. 특히 경기부진과 Brexit으로 금융시장 환경이 불투명한 영국 금융시장에서 유동성에 관련한 투자심리 악화가 개별 운용사뿐만 아니라 전체 금융시장에 부정적인 영향을 미친 사건임.

Woodford Equity Income Fund: 영국의 유명 스타매니저가 운용하는 ‘Equity Income Fund’가 수익률 부진으로 ‘19년6월 환매를 중단하고 ‘19년10월 펀드청산을 공시하였음. 한때 100억 파운드에 달하는 자산을 운용하였지만, 수년간 저조한 성과로 인해 ‘19년6월 한달 동안 수십억 파운드가 유출되었음. Woodford에서는 6월 환매중단을 결정하고 포트폴리오 재조정을 시도했지만, 10월에 최종 청산을 결정하였음. 특히 공모형 펀드임에도 불구하고 비상장 주식이나 투기등급 자산을 다량 보유하고 있어, 유동성 측면에서 치명적인 약점을 보유하고 있었음. Woodford의 사태로 영국 금융청에서는 공모형 펀드에서 비유동성 자산을 보유하는 것은 매우 위험한 도박(betting)이며, 잠재적으로 금융시장 전반으로 시스템위험을 유발할 수 있는 계기가 될 수 있다고 경고함.

부동산연계 DLT: ‘19년7월 독일 부동산개발 펀드연계 DLS가 만기에도 불구하고 원리금을 지불하지 않고 만기를 연장하였음. 해당 DLS는 독일 부동산개발업체의 프로젝트에 투자하는 싱가포르 운용사의 부동산 펀드의 성과에 연동된 파생결합증권임. 독일의 프로젝트가 지연되면서 투자성과를 얻지 못한 싱가포르 운용사의 원리금 지급불능이 만기연장의 배경임. 통상적인 해외 부동산펀드의 만기에 비해 상대적으로 짧은 2년 만기로 구조화된 DLS이지만, 부동산개발의 지연으로 만기연장과 환매제약이 발생하였음.

사모전문집합투자기구의 환매중단: 국내 유력 헤지펀드가 1.5조원에 달하는 펀드자산에 대해 일시적으로 환매중단을 결정하였음. 언론에 따르면, 메자닌을 집중 투자한 포트폴리오는 주식시장 약세로 인해 가치하락과 유동성 부족으로 현금화에 상당한 제약이 존재하고, 일부 사모사채의 이익 상실로 원리금 삭감이 발생하는 등의 사유로 환매중단을 결정하였음. 자금조달과 자산운용의 만기 미스매칭으로 발생한 사건임. 유동성이 풍부하고 자산시장이 강세일 때는 자금운용이 유연하지만, 자산가격의 하락과 유동성이 부족할 때는(partly over) 운용계약이 발생할 가능성이 높음. 국내 전문사모펀드 업계가 유동성 리스크에 노출된 대표적인 사례임.

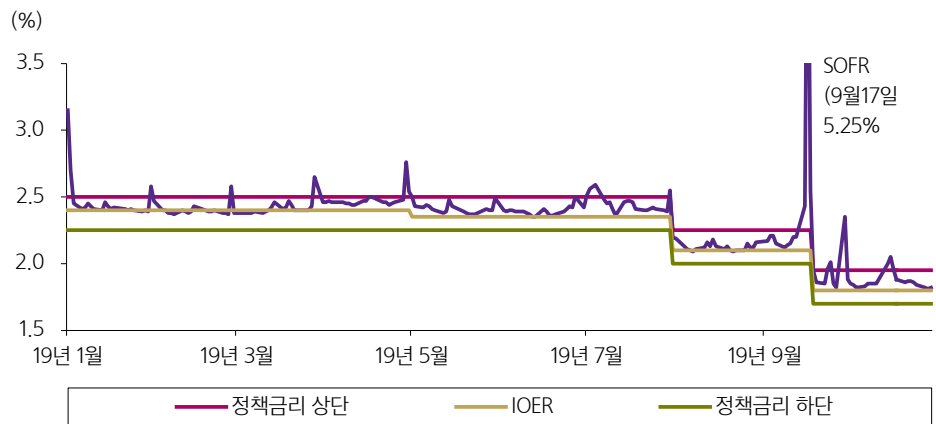
유동성 역설과 변동성 장세

거시적으로 풍부한 유동성 상황과 미시적으로 고갈되는 유동성 현상을 ‘유동성 역설(liquidity paradox)’이라고 부른다면, 금융시장의 변동성이 안정적인 상황에서 유동성 역설은 수면 위로 드러나지 않을 것임. 앞서 IMF의 “Financial Stability Report”에서 미국 VIX의 변동요인으로 유동성 역할을 확인할 수 있음. 미국 연준의 QE로 주식시장의 변동성이 억눌리는 시기에는 유동성 역시 VIX의 하락요인으로 작용하였음. 그러나 2018년 양적긴축과 미-중 무역분쟁으로 주식시장의 변동성이 확대되는 구간에서 유동성은 변동성의 가장 강력한 상승요인으로 작동하였음. 2019년에도 외부요인과 더불어 유동성은 변동성 상승요인으로 작용하였음. ‘유동성 역설’은 변동성이 상승하는 구간에 금융시장의 혼란요인으로 등장하는 현상임. 앞서 살펴본 2019년 펀드환매 중단/연기 등은 유동성 역설이 등장한 사례에 불과함.

9월 Repo금리 발작현상

2019년 3분기에 발생한 미국 단기자금시장(Repo)의 금리폭등 사례는 유동성 퍼즐이 극단적으로 드러난 이벤트임. 양적완화를 시행하고 있는 미국 금융시장에서 9월17일 익일물 Repo금리가 10%에 근접할 정도로 폭등하면서 정책상단이었던 2%를 상향돌파하는 사건이 발생하였음. 미국 연준은 단기자금시장에 유동성을 직접 공급하는 방식으로 개입하여 단기자금시장을 진정시켰지만, 이후에도 수차례 Repo금리가 정책상단 금리를 상회하는 상황이 반복되었음. ‘19년10월 FOMC에서 1년이하 단기국채 매입과 Repo시장에 대한 유동성 공급을 당분간 지속하겠다고 밝힌 것은 단기자금시장의 진정을 위한 조치로 해석됨.

9월 단기자금시장의 금리발작 현상



자료: Bloomberg, 삼성증권

지준 배분의 비효율성, 문제는 유동성

9월 단기자금시장의 발작현상은 세금납부와 국채/회사채 발행 중복으로 인한 일시적인 지준부족으로 해석되지만, 궁극적으로는 예금기관의 단기자금 배분이 비효율적으로 이루어졌기 때문에 발생한 사태로 판단됨. 특히 대형 은행들이 건전성 규제에 맞춰 효율적인 유동성 관리를 위해 지준을 과다보유하고 있어, 일반 중소형 은행과 단기자금 수요자들의 자금조달 여건이 불안정해진 결과임(삼성선물, “연준 정책체계 변화와 단기자금시장 A to Z”, 2019.10.30 참조).

현금성자산 부족이
유동성 발작의 배경

유동성의 배분이 비효율적이라는 부분은 예금기관이 무위험 자산인 지준보유를 통해 건전성 제고와 향후 스트레스 국면에 대비할 목적이기 때문임. 일부 대형은행들이 효율적인 유동성 관리를 위해 적정 수준 이상으로 보유하고 있기 때문에, 단기금리시장에서 자금배분이 원활하지 않은 상황이 만성적으로 지속되었음. 더구나 미국 정부의 적자재정 운영과 기업들의 자금조달용 회사채 발행으로 현금성 자산이 부족해지는 상황에서 일시적인 유동성 부족현상이 발생한 것임.

경기둔화를 대비한
현금성자산 확보

무엇보다 미국 단기자금시장에서 발생한 유동성 발작은 최근 미국 채권시장의 장단기 금리 역전으로 인해 높아지고 있는 경기침체 우려가 근저에 작용하고 있기 때문임. Late Cycle 후반에서 미국 연준의 보험성 금리인하로 경기확장을 도모하고 있지만, 각종 경기침체확률 지표는 미국 경제의 위축가능성이 최근 수년래 가장 높은 수준까지 높아졌음을 보여주고 있음.

NY Fed 경기침체 확률지표,
금융위기 이후 가장 높아

New York Fed에서 발표하고 있는 향후 12개월 경기침체(recession) 확률지표는 2020년 10월('19년 10월 기준 향후 12개월)에 29.03%를 기록하고 있음. 직전 2020년 8월에는 37.93%까지 경기침체 확률이 상승하였지만, 미-중 무역분쟁의 진전과 연준의 보험성 금리인하 등으로 경기침체확률이 소폭 하락하였음. 그럼에도 불구하고 현 수준은 2008년 이후 가장 높은 수준임.

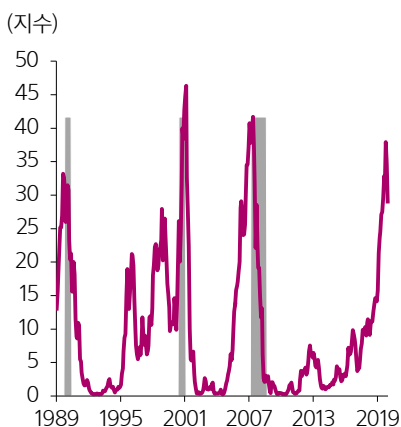
Bloomberg 경기침체확률,
2016년이후 가장 높아

Bloomberg에서 발표하고 있는 미국 경기침체의 경제적 확률 역시 '19년10월 현재 26%를 기록하고 있음. 2018년말 49%까지 치솟았던 경기침체 확률이 다소 진정된 상태로, 장단기 역전이 일부 해소되고 노동시장이 여전히 견조한 흐름을 보이는 데다 주식시장이 강세를 보인 결과임. 그럼에도 불구하고 기업 영업이익이 둔화되고 정책 불확실성이 여전히 높기 때문에 경기침체 확률이 전 저점 수준으로 하락하지 않고 있음. 현재 수준은 지난 2016년 이후 가장 높은 상태임.

Cleveland연준의
경기침체확률,
2008년 이후
가장 높은 수준

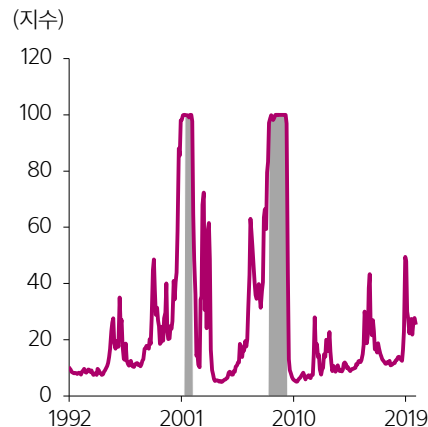
Cleveland 연준에서 발표하고 있는 Yield Curve에서 추출한 경기침체확률은 '20년9월 기준으로 37.9%를 기록하고 있음. 직전 '20년8월 44.1%까지 치솟았던 경기침체확률은 9월 37.9%와 10월 31.0%으로 점진적인 하락을 기록하고 있음. 앞서 두 경기침체확률과 마찬가지로 미-중 무역협상 진전과 보험성 금리인하 등으로 9월 전후로 경기침체확률이 다소 낮아졌음. 그럼에도 불구하고 현재 수준은 2008년 금융위기 당시와 유사한 수준을 기록하고 있음.

NY Fed's Probability of Recession US in 12M



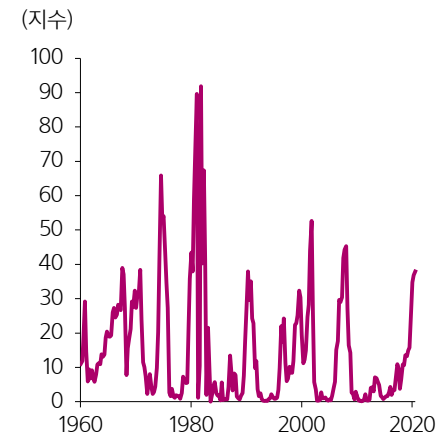
자료: NY Fed, Bloomberg, 삼성증권

Bloomberg Economics Probability of
US Recession next 12M



자료: Bloomberg, 삼성증권

Cleveland FED Probability of Recession
from Yield Curve



자료: Cleveland Fed, Bloomberg, 삼성증권

저신용 부채에 대한 투자위험 고조

다양한 형태의 경기침체확률 지표가 금융위기 이후 가장 높은 수준을 기록하고 있으며 가장 위험이 낮은 단기자금시장에서 유동성 발작이 발생하는 상황이라면, 저신용등급 회사채와 Leverage Loan이 포함된 CLO(Collateralized Loan Obligation)등에 대한 투자위험은 불가피하게 고조될 수 밖에 없음.

투기등급 채권발행 급증

저금리 상황에서 기업들은 자금조달과 주주환원을 위해 낮은 조달비용으로 채권을 대량으로 발행하였음. Bloomberg(League Table)에 따르면 금융위기 이후 2018년 연준의 양적긴축 이전까지 High Yield 채권은 2.9조달러 발행되었으며, 투기등급(Investment Grade) 채권은 10.5조달러가 발행되었음. 2018년 금리반등이 진행되면서 발행규모가 다소 줄어들었지만, 2019년 재차 발행이 증가하는 추세임. BIS에 따르면, 미국 달러화 표시 투기등급(IG) 채권 내에서도 투기등급으로 하락할 가능성이 높은 BBB 등급의 채권비중이 2008년 48%에서 2018년 58%으로 증가하였음.

레버리지론의 폭발적인 증가

투기등급 채권과 함께 'Leverage Loan'과 이를 활용한 CLO도 금융위기 이후 급격히 증가하였음. Leverage Loan은 저신용등급 기업들의 선순위 담보부 은행대출을 의미함. 저금리 상황에서 은행 담보대출로 자금조달을 하는 기업들이기 때문에 투기등급으로 분류됨. Leverage Loan은 금융위기 이후 2018년까지 8.6조달러가 발행되었음. 투기등급(High Yield) 채권의 발행량을 크게 웃도는 규모임.

CLO시장 급성장

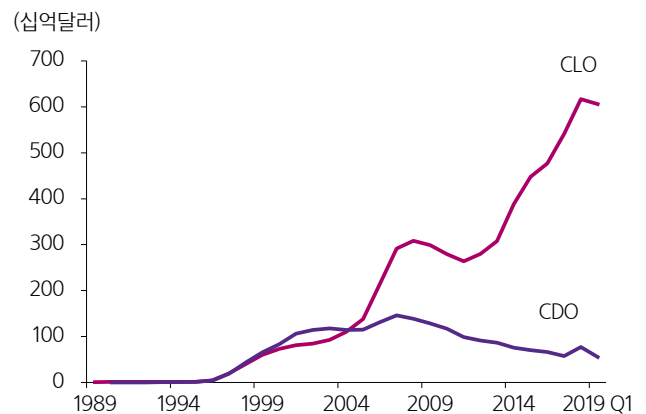
CLO는 투기등급인 레버리지론 등으로 구성된 포트폴리오로서 분산투자자와 신용보강 등을 통해 투자등급을 부여받는 구조화 증권임. 금융위기 당시 투기등급 채권을 모은 CDO(Collateralized Debt Obligation)는 각종 규제 등으로 발행이 급감한 반면 CLO는 은행대출 담보자산을 모아 일반 회사채보다 높은 수익률을 제공함에 따라 발행규모가 급격히 증가하였음. 금융위기 이후 CLO는 2019년 1분기 기준으로 6,000억달러를 상회함. CDO에 비해 현금과 기업대출로만 구성되어 있다는 이점 때문에 투자위험에 대한 경계감이 상대적으로 낮은 편임.

미국 High Yield와 Leverage Loan 발행규모



참고: Bloomberg의 League Table 참조
자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 CDO/CLO 누적잔고



자료: SIFMA, 삼성증권

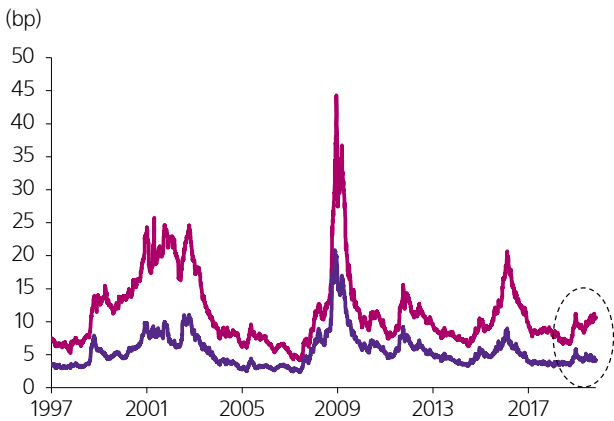
경기둔화 국면에서 저신용등급의 부채상환 부담 증가시 금융시스템 위험으로 전이가능

저금리 상황에서 기업의 부채, 특히 투기등급과 은행대출 중심의 저신용등급의 부채가 급격히 증가하면서 레버리지비율(부채/자본)이 금융위기 수준으로 높아진 상태임. 향후에 경기둔화 국면에서는 기업이익의 감소가 레버리지 비율이 높은 저신용등급의 부채상환 부담으로 이어질 것이며, Leverage Loan 부실이 발생할 경우 이를 기반으로 구성된 CLO의 투자위험은 증폭될 것임. 결과적으로 약한 고리에서 출발한 부도위험이 금융시장 불안과 경기침체를 더욱 앞당기는 2008년 금융위기 상황을 재현할 수 있는 위험에 근접하고 있음.

투기등급 회사채 스프레드 상승과
상업은행 연체율 증가

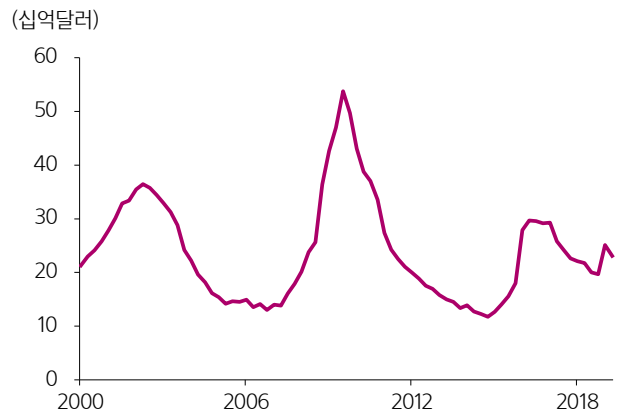
투기등급인 CCC 등급이하의 회사채 스프레드는 2018년 후반부터 상승세로 반전하였음. 미 연준의 양적긴축과 미-중 무역분쟁의 여파로 기업실적 둔화가 우려되는 가운데 투기등급 회사채 수익률이 상승한 것임. 반면 B등급 회사채 스프레드는 2018년 이후에도 상대적으로 안정적인 수준을 유지하고 있음. 또한 미국 전체 상업은행의 소비자/기업의 대출연체(Delinquencies on all Loans and Leases, Commercial & Industrial)규모가 최근 수년간 증가세를 기록하고 있음. 저신용등급 부채에 대한 시장의 회피심리가 점차 높아지고 있으며, 앞서 확인한 것처럼 경기위축 국면에 대비하여 과도한 레버리지 수준에 대한 경계를 하는 것으로 해석할 수 있음.

미국 회사채 CCC등급이하와 B등급 Option-adjusted Spread 추이



참고: Bloomberg의 League Table 참조
자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 상업은행의 소비/산업 신용대출의 연체규모(Delinquency)

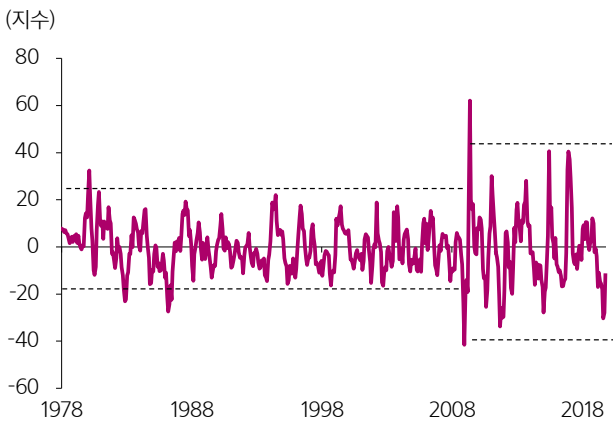


자료: SIFMA, 삼성증권

채권시장 전반에 대한
경계감이 점증한 2019년

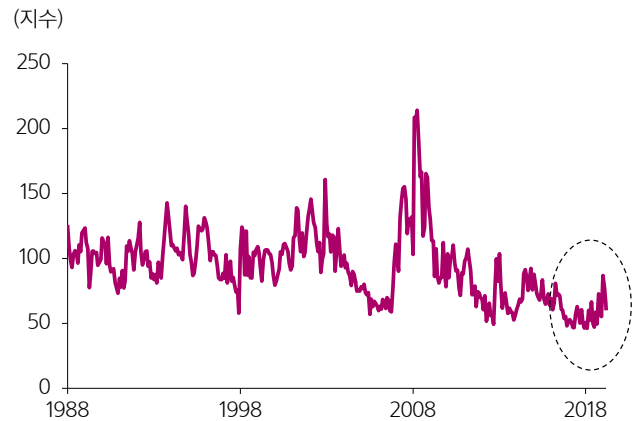
저신용 부채에 대한 경계감과 함께 일반 채권시장에서의 변동성 역시 점진적으로 높아지고 있음. 금융위기 이전에 비해 국채금리의 변동성이 큰 폭으로 확대되면서, 자산배분에서 안전자산 역할을 해야 하는 채권의 활용이 제약받고 있음. 더구나 최근에는 채권시장의 변동성지표 MOVE가 우상향 흐름을 지속하고 있음. 2018년 양적긴축과 2019년 보험성 금리인하 등으로 채권시장의 가시성이 낮아지고 단기금리시장의 이상현상 등으로 채권시장의 변동성이 상승한 결과임. 2019년은 채권 전반에 대한 경계감이 점증하는 단계를 거치고 있음.

안전자산의 변동성 확대 (30년물 국채금리 수익률)



참고: 6개월 수익률 rolling 자료: Bloomberg, 삼성증권

채권시장 변동성지수(MOVE) 상승압력



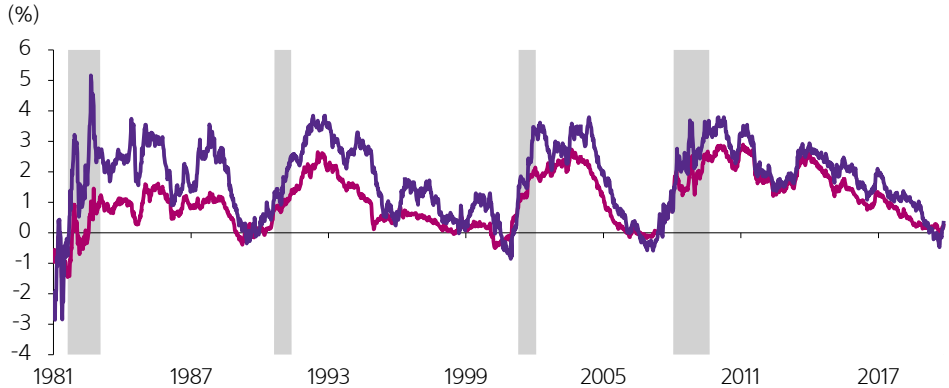
자료: Bloomberg, 삼성증권

장단기 스프레드 역전과 변동성

장단기 스프레드 역전은 경기침체 조짐 신호

2019년 글로벌 금융시장의 핵심 화두는 미국 채권시장의 장단기수익률 역전과 경기침체이었음. 미국채 10년물과 3개월물 금리가 '19년3월에 역전된 이후 5월~10월까지 5개월동안 역전상태를 유지하였음. 미국채 10년물과 2년물 금리도 '19년8월 일시적으로 역전되었으며, 3분기에 스프레드가 0%pt에 근접하는 상황이 나타났음.

장단기스프레드와 미국경기 침체국면



참고: 10년물과 2년물 & 10년물과 3개월물 금리차이, 음영표시는 미국 경기침체 구간
자료: FRED, 삼성증권

장단기 금리역전이후 1년 내외에서 경기침체 진행

장기적으로 미국의 장단기 금리역전 이후 0.7년 ~ 1.5년 이내에 경기침체가 시작되었음. 1980년대에는 2차 오일쇼크(인플레이션)와 저축대부조합의 부실(신용위기)이 경기침체의 배경으로 작용하였으며, 2000년대 이후에는 IT버블과 서브프라임 모기지 부실 등 자산버블의 종식으로 경기침체가 비롯되었음. 경기침체에 앞서 장단기금리가 모두 역전되었기 때문에, 2019년에 발생한 장단기금리 역전도 미국의 경기수축이 임박했음을 예시하는 전조로 이해할 수 있음.

역전이후에도 주식시장은 강세기록

흥미로운 부분은 장단기금리 역전이 발생한 이후 경기침체에 진입하기 전까지 주식시장은 2000년대를 제외하고 모두 상승하였다는 점임. 경기상승 국면에 유동성을 기반으로 위험자산에 대한 투자와 기대심리가 지속된 결과임. 참고로 '19년5월 10년물과 3월물의 금리역전이 진행된 이후 현재까지 S&P500은 약 +10%의 상승률을 기록하였음.

미국 장단기금리역전과 경기침체 진입시기

10년-3개월 금리역전 발생	경기침체 진입	지연기간	침체사유
1980년 11월	1981년 7월	9개월	2차 오일쇼크
1989년 7월	1990년 7월	12개월	저축대부조합 부실
2000년 8월	2001년 3월	8개월	IT버블, 911테러
2006년 8월	2007년 12월	15개월	서브프라임모기지 부실

자료: NBER, 삼성증권

미국 장단기금리역전과 경기침체진입 구간의 S&P500 등락률

10년-3개월 금리역전	경기침체 진입	지연기간 중 S&P500 등락률 (%)
1980년 11월	1981년 7월	+3.9
1989년 7월	1990년 7월	+15.5
2000년 8월	2001년 3월	(4.9)
2006년 8월	2007년 12월	+21.3

자료: Bloomberg, NBER, 삼성증권

장단기 스프레드와 변동성의 순환구조

장단기 역전에도 불구하고 변동성은 아직 낮은 편
2008년의 패턴 재연 여부 주목

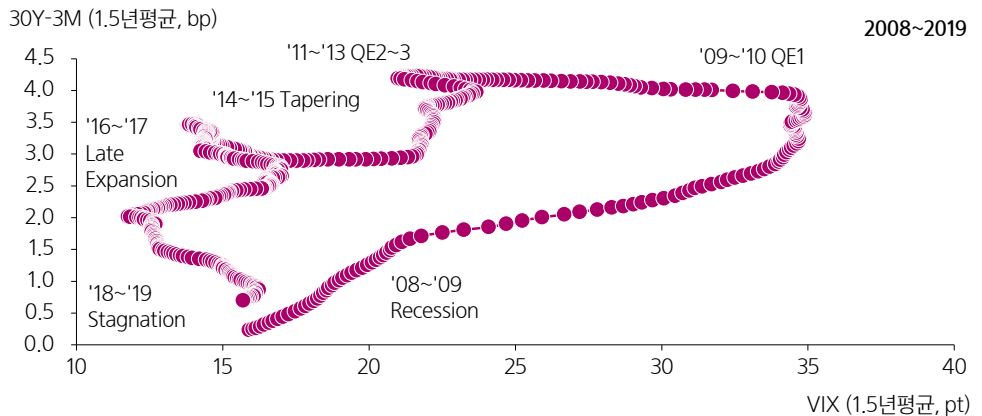
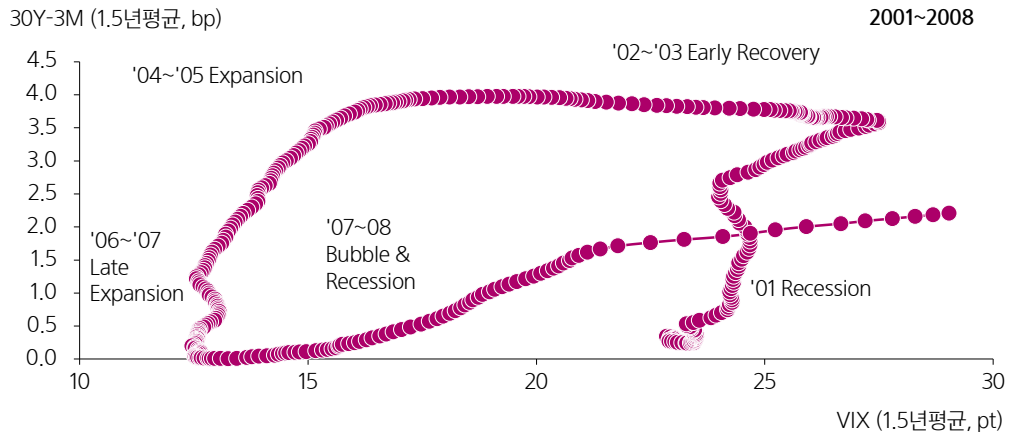
포트폴리오 안정성을 보완할 수 있는 투자자산이 희박해져

미국의 장단기 스프레드와 함께 미국 주식시장 변동성 수준의 변화를 동시에 관찰하면, 금융시장의 국면별 상황을 종합적으로 파악할 수 있음. 하단의 그림은 미국 장단기 스프레드(30년물-3개월물)와 미국 변동성지수(VIX)의 관계를 제시한 것으로 국면별로 순환적인 흐름(역시계방향)을 보임.

2006년 중반부터 금리역전이 진행되었지만 VIX는 매우 낮은 수준을 유지하였고, 2008년 금융위기가 현실화되는 시점에 변동성이 폭발적으로 급등하였음. 2006년 금리역전 이후에도 주식시장이 추가 상승을 보였고 해당 구간에 변동성은 안정적인 흐름을 유지하였음. 2019년에도 장단기 금리가 역전하였지만, 여전히 변동성은 매우 낮은 수준에 머물러 있고 주식시장은 상승하였음. 만일 2008년의 패턴이 반복된다면, 장단기금리의 역전이 일정 기간 경과된 이후 변동성의 급등과 주식시장의 약세흐름이 연출될 것임.

이전과 다른 점은 앞서 확인한 것처럼 채권시장의 변동성이 금융위기 전보다 높은 수준을 유지하고 있는데다, 중앙은행의 금리정책 여력이 낮다는 점임. 금융위기 이후 중앙은행의 Put으로 거시적인 유동성 환경을 탄력적으로 유지하였지만, 향후에는 중앙은행의 Put이 유동성을 담보해 줄 여력은 상대적으로 약화되었으며, 분산효과를 위한 채권투자가 포트폴리오의 변동성을 오히려 높일 수 있는 방향으로 작용할 수 있다는 점임.

미국 장단기스프레드와 변동성지수의 관계



참고: 30년-3개월 스프레드, 1.5년평균
자료: Bloomberg, 삼성증권

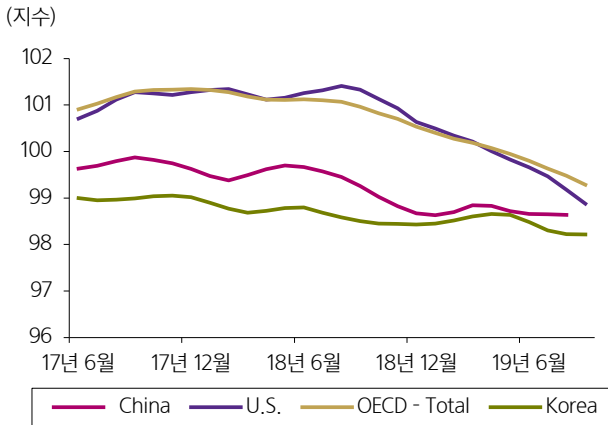
OECD 기업신뢰지수 악화

글로벌 교역의 위축과 글로벌 전반적인 경기 부진 등으로 OECD에서 발표하는 기업신뢰지수(Business Confidence Index)는 2019년 2분기부터 100 이하를 기록하였음. 한국과 중국은 2017년부터 100이하를 기록하면서 경기부진에 대한 우려가 점증하였으며, 미국과 독일은 2019년 들어 100이하로 하락하여 경기둔화에 대한 불안감이 짙어졌음. 장단기 금리의 역전이 경험적으로 향후 12개월 내외에서 경기침체를 예시하는 지표로 인식되는 상황에서, 기업신뢰지수와 같은 Soft 지표가 채권시장의 우려와 동행하는 양상을 보임.

OECD 경제성장률 둔화

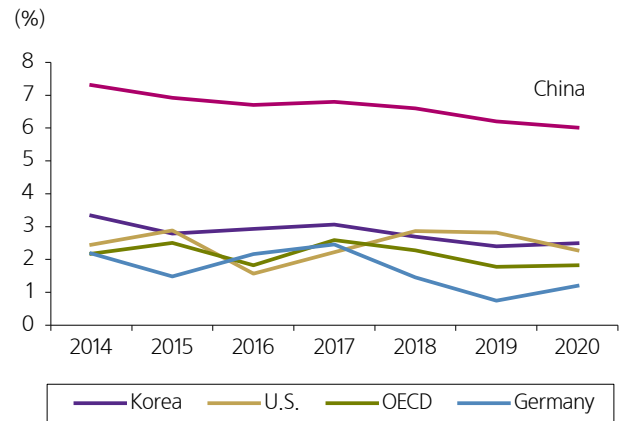
OECD에 따르면 OECD 전체적으로 2016년 일시적으로 2.0%대를 하회하였던 실질GDP가 2017년과 2018년에 2% 중반으로 회복하였지만, 2019년에 재차 2.0%를 하회할 것으로 전망하였음. 2020년에 소폭의 회복이 예상되지만, 2.0%를 넘지 못하는 1.8%의 성장을 기대하고 있음. 2000년대 이후 세계경제의 성장엔진 역할을 하였던 중국의 GDP 성장률은 2019년 6.2%에서 2020년 6.0% 유지가 관건일 정도로 위협을 받고 있음. 미국은 2019년 2.8%의 GDP 성장률을 기록할 것으로 예상하고 있지만, 2020년 2.2% 수준까지 성장탄력이 둔화될 것으로 전망하였음.

OECD 주요국 기업신뢰지수(BCI)



자료: OECD, 삼성증권

OECD 주요국 Real GDP 전망



자료: OECD, 삼성증권

미국경제, 위험요인 잠복

OECD에 따르면 미국의 장단기 금리 역전에도 불구하고 2020년 경기침체로 진입할 가능성은 상대적으로 낮은 편임. 최근 수년간의 양적완화 정책을 기반으로 안정적인 고용과 양호한 기업실적이 유지되고 있기 때문에, 본격적인 경기침체 징후를 아직 찾기 어려운 상황으로 판단함. 다만 다자간 무역분쟁으로 인한 글로벌 교역 축소와 비용인상으로 인한 소비둔화, 정책 불확실성 고조 등으로 인해 미국 경제가 예상보다 낮은 성장세를 기록할 위험은 여전히 내재되어 있음.

Great Recession에서 Great Stagnation으로 - Mervyn King

전 영국은행 총재(2003년~2013년) Mervyn King은 '19년10월 IMF 연설에서 현 금융환경을 극단적인 불확실성에 휩싸여 실물투자가 위축되고 자원배분이 비효율적으로 이루어지고 있는 상황으로 평가함. 1970년~1980년대 'Great Inflation' 시기에서 1990년~2000년대 'Great Stability' 시대를 거쳐, 2008년 'Great Recession'의 충격을 벗어난 세계경제는 금융위기 이후 디레버리징이 장기화되면서 저성장의 뒷에 갇힌 'Great Stagnation' 국면에 진입하고 있다고 평가하였음.

경기부진과 정책불확실성이 변동성 하단을 높여

성장의 둔화와 정치적·경제적 불확실성이 중첩되어 있는 현재 금융시장의 불안정성은 확대될 수밖에 없음. 2019년 중앙은행의 돌발적인 양적완화 선회로 인해 변동성의 상단은 눌렸지만, 기저에는 경기 부진과 정책 불확실성을 반영하여 변동성의 하단은 최근 수년래 가장 높은 수준으로 상승한 배경이기도 함.

2020년 변동성 전망

2019년은
유동성 역설과
변동성이 드러난 시기

2018년 이후 중앙은행의 정책 여력이 줄어들면서 그동안 가격변수에서 고려하지 않았던 '유동성 위험'이 새로운 변수로 등장하였음. 거시적으로는 여전히 풍부한 유동성 환경이 유지되고 있지만, 미시적으로는 유동성 고갈로 인한 변동성 확산 이벤트가 빈번하게 발생하였음. 미국의 장단기 금리 역전이 경기침체의 전조로 알려진 상황에서 금융시장은 이미 변동성을 가격에 반영하였음(변동성 하단의 상승).

2020년
유동성 위험에 노출되는
상황이 잦아질 것

2019년은 양적완화로 인해 변동성의 상방이 억눌렸지만, 정책불확실성과 경기둔화를 반영하여 변동성의 하단은 높아졌음. 2018년에 전망하였던 2019년의 변동성 재조정(Volatility Recalibration)이 실질적으로 이루어졌음. 2020년에는 여전히 변동성의 확대가 기저에 깔려 있는 상황에서 그동안 간과하였던 '유동성 위험'을 반영하는 흐름이 본격적으로 나타날 것임.

2020년 변동성과 유동성의
비대칭으로 인한
Tail risk 발현

변동성이 낮은 구간에서 유동성 위험은 잠복해 있지만 변동성이 상승·확산되는 국면에서는 '유동성 위험'이 투자심리를 악화시키고 금융시장의 시스템위험을 전이시키는 촉매제로 작용할 수 있기 때문임. 변동성과 유동성의 비대칭성(Asymmetry)이 2020년 전반을 장악할 것임. 불확실성이 고조될 경우 변동성의 확산과 유동성 위험의 출현이 동시에 나타날 것이며, 소위 'Tail risk'에 빈번하게 시달릴 것으로 예상됨.

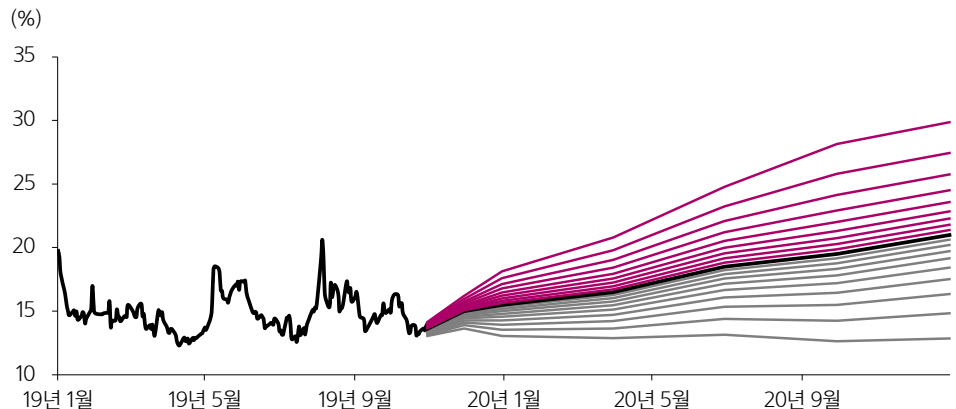
2020년 KOSPI200
연평균 변동성 18% 제시

당사는 KOSPI200의 2020년 변동성 수준을 평균 18%으로 상정하고 최대(연중 변동성의 80%-tile 범위) 29%, 최소(연중 변동성의 20%-tile 범위) 12%를 가정함. 2019년 VKOSPI 평균 14.9%와 최대 23.8% 및 최소 12.1%에 비해 하단은 유지한 채 상단을 소폭 상향조정하였음. 2019년 변동성의 하단이 최근 수년래 가장 높게 형성된 것은 경기부진과 정책 불확실성을 반영한 결과라는 점에서, 2020년에도 경제 침체 우려와 정치적·경제적 불확실성이 변동성에 있어 전반적으로 상승압력으로 작용할 것임.

정치적 변수로
정책불확실성 가중

더구나 2020년에는 국내의 중요한 정치일정(선거)가 산재해 있어 기존 경제정책의 강화 또는 반전이 발생할 수 있다는 점에서, 정책적 불확실성이 2019년과 마찬가지로 매우 높은 변동성 상승요인으로 작용할 수 있음.

KOSPI200 변동성(VKOSPI) 전망



참고: 기존 data는 VKOSPI, Fan chart 방식 활용하여 예상치 전망
자료: KRX, 삼성증권

Contents

2019년 주식파생상품시장 동향 p2
 2020년 주식파생상품시장 전망 p18
 2020년 주식파생상품시장 전략 p31

2020년 주식파생상품시장 전략

2020년, 불확실성에서 벗어나는 전략이 필요

글로벌 금융시장 점검이 가능한 삼성투자위험지수

금융시장 투자환경을 실시간으로 검증할 수 있는 지표로 당사는 국내외 주식/채권/외환/신용위험시장의 변동성지표와 수급동향을 등을 종합하여 금융시장 상황을 점검할 수 있는 삼성투자위험지수(Samsung Investment Risk Index)를 개발하였음(전균, “삼성 Investment Risk Index” 2015.02 참조). 기준선을 중심으로 상방은 투자위험 고조 구간(Risk-Off)이며, 기준선 하방은 투자위험 진정 구간(Risk-On)을 의미함.

Risk-On과 Risk-Off 구간을 직관적으로 파악가능

삼성투자위험지수가 상승할수록 투자환경이 불안정해지며, 일상적으로 감내할 수 있는 구간은 +2pt 이내임. 삼성투자위험지수가 +3pt를 상회하면 금융시스템의 경고신호로 인식할 필요가 있음. 지수산출 이후 +3pt를 상회한 경우는 2008년 금융위기와 2011년 유럽재정위기, 2012년 미국 신용등급 하락과 2014년 Taper Tantrum, 2015년 G2 risk 상황이었음. 2018년 2월과 10월에도 삼성투자위험지수가 +3pt에 근접하여 금융시스템 전반의 긴장도를 확인할 수 있었음.

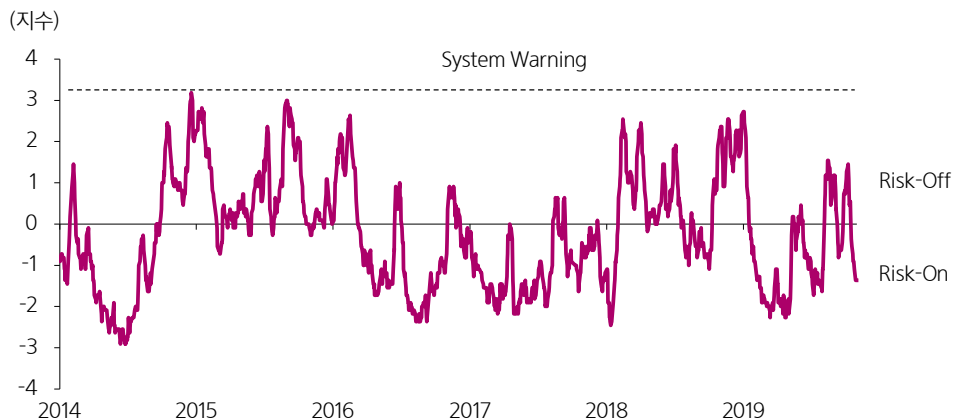
2019년 상반기 Risk-On에서 하반기 혼조양상

삼성투자위험지수는 2019년에 평균적으로 Risk-On 구간을 유지하였지만, '19년 하반기부터 Risk-Off 구간으로 진입하는 회수가 많아졌음. 미국 통화정책의 반전으로 미국 채권과 선진국 외환시장의 변동성지표가 급등하였으며, 아르헨티나를 비롯한 신흥국가의 약한 고리에서 신용위험이 높아졌음. 4분기 들어 미-중 무역협상의 진전과 기업실적 감익에 대한 우려 완화로 삼성투자위험지수는 재차 Risk-On 국면으로 진입하였음.

삼성투자위험지수, 보수적/헤지강화 or 공격적/헤지완화 자산배분 제시

삼성투자위험지수는 전술적 자산운용 측면에서 보수적 or 공격적 자산배분 또는 헤지비중의 강화 or 약화 등을 결정하는 보조지표로 활용할 수 있음. 2015년 하반기 이후 삼성투자위험지수는 Risk-off 국면을 지속하면서 보수적/헤지강화 전략을 유도하였으며, '16년~'17년에 삼성투자위험지수는 Risk-on국면을 유지하여 공격적/헤지완화 전략이 유효한 선택이었음을 입증함. 2019년은 상반기와 하반기를 구분하여 보다 세밀한 접근이 필요한 시기였음을 삼성투자위험지수가 제시하고 있음.

삼성투자위험지수 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

2019년 정책적 불확실성이
금융시장의 혼란을 부추겨

삼성투자위험지수에 따르면, 2019년은 Risk-On 또는 Risk-Off를 추세적으로 판명하기 어렵고 혼란스러운 투자환경이 조성되었음. 금융시장의 변동성 지표에서 포착되는 글로벌금융시장의 투자 환경이 2019년 좌충우돌하는 양상이 발생하게 된 것은 정책 불확실성이 과도하게 금융시장을 억누르고 있었기 때문으로 해석됨. 미-중 무역분쟁의 악화와 진전이 빈번하게 나타나면서 불확실한 정보를 시장에 전달하였음.

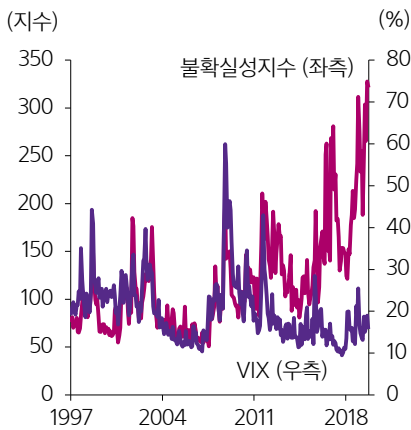
경제정책 불확실성 지표
사상 최고치
대륙간 또는 선진/신흥의
패권경쟁

2019년 세계 경제정책의 불확실성 지표는 사상 최고 수준을 기록하고 있으며, 세계교역의 불확실성 지수 역시 사상 최고치에 머물러 있음. 미-중 무역분쟁이 미국과 중국의 양국 이슈가 아니라 선진시장과 신흥시장의 자본주의 패권의 경쟁이며, 아시아와 아메리카의 주도권 싸움이라는 점에서 정책적 불확실성은 극도의 혼란에 빠진 상태임. 더구나 선진국이 취하고 있는 자국우선주의는 기존의 신자유화·글로벌화와 정면으로 배치되는 패러다임이라는 점에서, 전세계 자본과 노동의 자유로운 이동을 제한하는 국가간 장벽을 설치하는 것임. 세계교역에 대한 불확실성이 사상최고에 머무를 수 밖에 없는 정책환경에 휩싸였음. 구조적인 불확실성이 2019년 글로벌 금융시장을 억누르고 있었음.

2020년 삼성투자위험지수
기준선을 중심으로
'Risk-Off'로 경도된
전개 예상

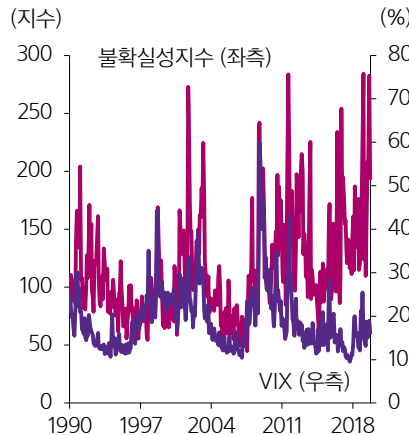
특히 2019년 금융시장의 변동성은 상대적으로 안정적인 흐름을 유지하였음에도 불구하고 정책적 불확실성이 극도로 높아졌다는 점에서, 2020년은 정책적 불확실성의 해소 또는 격화라는 양극단의 분기점에 놓여있는 시기임. 경기회복을 위한 각국의 통화/재정정책이 일시적으로 공조를 보일 지라도 임계점 이상에서는 환율과 국경을 넘는 자본흐름에 대해 경계를 높일 것임. 삼성투자위험지수 측면에서 2020년은 2019년과 마찬가지로 기준선을 중심으로 혼란스러운 등락을 지속할 것으로 예상되며, 상대적으로 'Risk-Off' 국면에 경도될 확률이 상대적으로 많을 것임. 변동성 상승을 완화할 수 있는 분산투자자와 헤지전략이 2020년 주된 대응전략이어야 할 것임.

Global Economic Policy Uncertainty Index와
VKOSPI



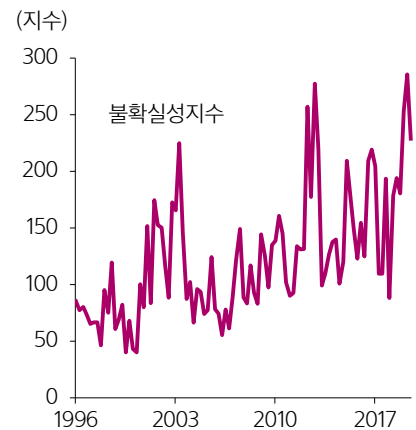
자료: EUI, Bloomberg, 삼성증권

U.S. Economic Policy Uncertainty Index와
VKOSPI



자료: EUI, Bloomberg, 삼성증권

WUI World Trade Uncertainty Index



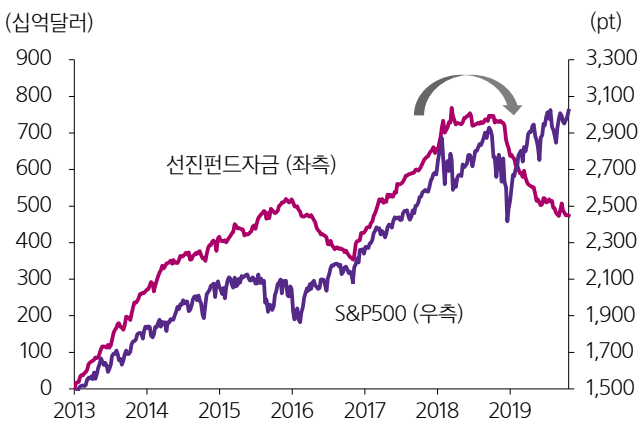
자료: WUI, Bloomberg, 삼성증권

Fund Flow, 안정을 강조한다

주식형 자금이탈
채권형 자금유입

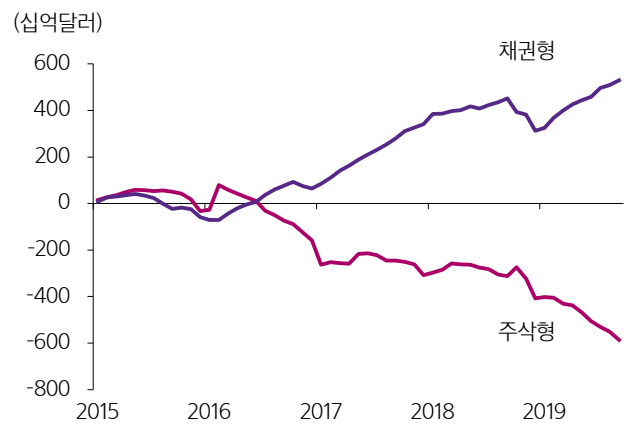
최근 수년간 주식형 펀드의 자금유출과 채권형 펀드로의 자금유입은 고착화된 현상으로 여겨졌음. 2018년 미국 연준의 양적긴축 시기에 일시적으로 채권형 펀드에서 자금이 유출되었지만, 주식형 펀드에서의 자금유출은 진정되지 않았음. Bloomberg에 따르면 2019년 1월~9월까지 주식형 뮤추얼펀드에서는 -1,800억달러의 자금이 유출된 반면 채권형 뮤추얼펀드로는 +2,200억달러에 달하는 자금이 유입되었음. S&P500이 2019년에 사상 최고치를 경신하는 강세흐름이었음에도 불구하고 주식형 뮤추얼펀드에서의 자금이탈은 진정되지 않았음. ETF를 포함한 선진시장 펀드에서의 자금유출은 2018년 이후 장기화된 현상임. 하단의 차트에서 확인할 수 있듯이 선진시장 펀드는 주식시장의 강세흐름과 무관하게 자금유출이 지속되고 있음.

S&P500과 선진시장 주식형펀드자금 추이



참고: ETF 포함 자료: EPFR, 삼성증권

미국 뮤추얼펀드 주식형 및 채권형 자금유출입 추이

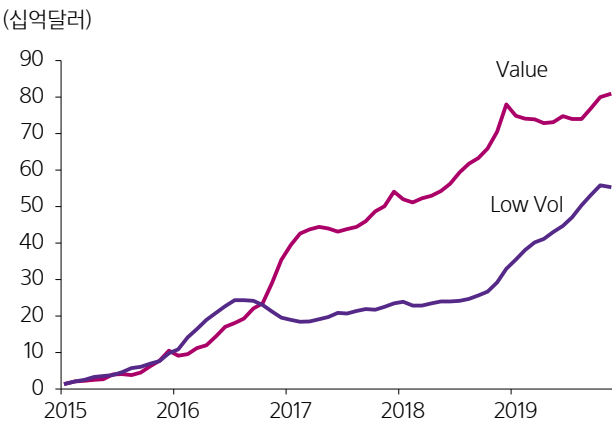


참고: ETF 제외 뮤추얼 펀드 자료: Bloomberg, 삼성증권

Value/LowVol은 자금유입,
Growth/Momentum은
자금정체

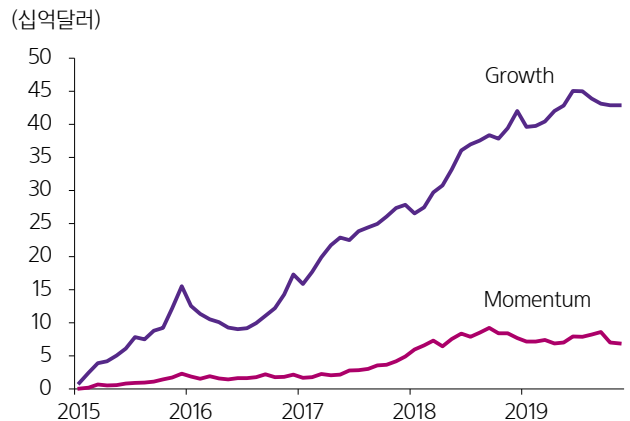
Fund Flow 관점에서 위험자산에 대한 투자수요는 감퇴하고 있는 반면 안전자산에 대한 투자수요는 꾸준한 증가세를 보임. 극단적으로 안정성을 강조하는 자금흐름임. Smart Beta ETF의 Fund Flow 역시 동일한 현상을 보임. 'Value'와 'Low Vol' ETF는 2019년에 꾸준한 증가세를 기록한 반면, 'Growth'와 'Momentum' ETF는 2019년 들어 자금유입이 정체되거나 오히려 이탈하고 있음. Smart Beta ETF에서도 위험보다는 안정을 선호하는 투자수요가 지배적임.

Value & Low Vol Factor ETF 자금추이



자료: Blommberg, 삼성증권

Growth & Momentum Factor ETF 자금추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

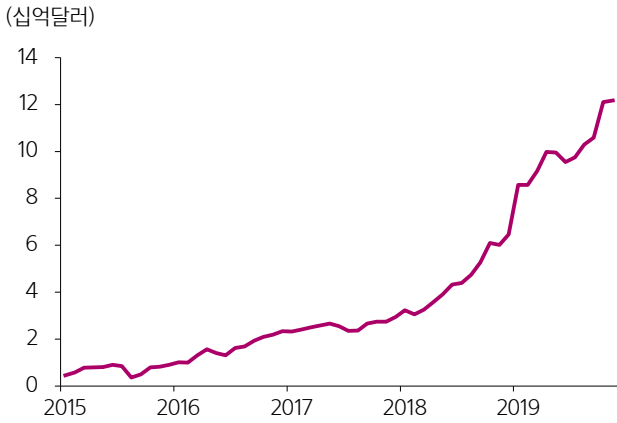
Quality ETF로의 자금유입
가속화

장단기금리 역전 이후에도 주식시장의 상승세가 이어질 수 있지만, 중앙은행의 대응여력이 제한적인 상황에서 향후 경기위축에 대비하여 포트폴리오의 안정성을 높이는 방향으로 투자자금이 이동하고 있음. Quality Factor ETF에 대한 투자수요가 지속적으로 증가하고 있는 현상은 안정성과 실적을 동시에 추구하려는 투자수요가 반영된 결과임. Bloomberg에 따르면 Quality ETF으로 2018년 연간 35억달러 유입에 이어 2019년 1월~10월 57억달러 유입으로 자금유입규모가 가속화되었음.

안전자산 ETF로 자금유입
지속된 반면
레버리지/인버스ETF에서는
자금 이탈

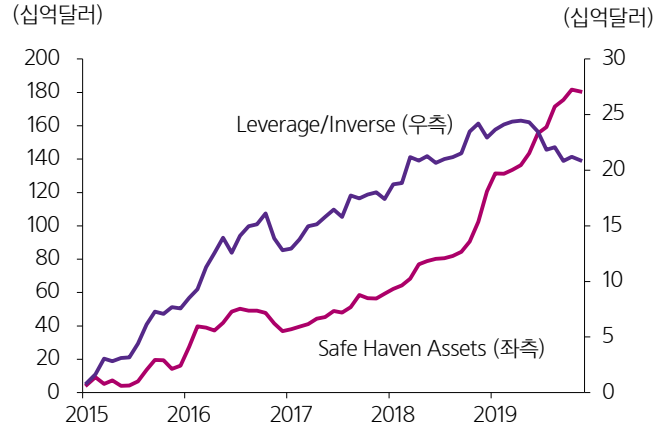
이와 함께 기존 상품에서 Low-Vol ETF와 Gold ETF 등 소위 'Safe Haven'으로 유입되는 자금규모가 급격히 증가하고 있는 반면 Leverage/Inverse ETF의 자금은 2019년 들어 유출로 전환되었음. 정책적 불확실성이 고조되고 금융시장의 혼조가 지속되면서 레버리지를 활용한 투자에 대해 경계감이 높아진 결과임. 국내 ETF시장에서도 채권형과 배당재투자(TR) ETF에 자금이 유입된 반면 변동성이 높았던 KOSDAQ150과 레버리지/인버스 상품에서는 순자산총액이 감소하였음.

Quality Factor ETF 자금유입 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

Safe Haven Assets ETF vs Leveraged/Inverse ETF



자료: Bloomberg, 삼성증권

2019년 1월~10월 순자산가치 증감 상위 10 ETF

순자산증가	금액 (백만원)	순자산감소	금액 (백만원)
KODEX종합채권액티브	753,088	KODEX 200	(1,466,629)
TIGER TOP10	698,401	TIGER 200	(819,839)
HANARO 200	551,470	KODEX MSCI Korea TR	(570,439)
KODEX 단기채권	542,943	KODEX KQ150레버리지	(209,999)
TIGER 단기통안채	349,755	KBSTAR 단기통안채	(192,913)
SMART 200TR	344,497	TIGER KQ150	(178,891)
KODEX 200선물인버스2X	308,092	KODEX KQ150레버리지	(167,200)
KODEX 200TR	289,637	KBSTAR KQ150	(116,625)
KOSEF 200TR	193,033	KBSTAR국채3년선물인버스	(95,969)
KBSTAR 코스피	159,468	TIGER 대형가치	(90,513)

자료: KRX, 삼성증권

2020년에도
안정성과 수익성 위주로
Fund flow 전개예상

2020년에도 이 같은 현상이 더욱 심화될 것으로 예상됨. 변동성이 구조적으로 높아지고 유동성 발작이 빈번하게 발생할 것으로 예상되는 상황에서 포트폴리오의 '안정성'과 '수익성'을 중심으로 ETF 자금이동이 발생할 것임. 특히 ETF 기초자산의 유동성에 대한 고려가 한층 강화될 것임. 소위 'Implied Liquidity'를 ETF 선별의 중요한 기준으로 채택해야 유동성 고갈로 인한 변동성 위험에서 벗어날 수 있을 것임.

Tail Risk Hedging

2020년 미시적으로 유동성공갈 현상이 빈번하게 나타날 것

2020년은 글로벌 경기둔화 위험에 노출되어 있음에도 그동안 금융시장의 변동성 상방을 억눌렀던 중앙은행의 Put 효력이 상대적으로 제약을 받는 환경에 놓일 것임. 미국 연준은 보험성 금리 인하 이후 당분간 정책금리를 총수요의 부진으로 인한 저성장의 뒷에서 벗어나기 위한 다양한 정책(재정 + 통화)이 동원될 것이지만, 그동안 거시적으로 풍부한 유동성 환경에서 점차 약한 고리로부터 미시적인 유동성 고갈 현상이 빈번하게 발생할 가능성을 배제할 수 없음.

유동성 발작에 의한 Tail Risk 방어전략 필요

2020년에는 변동성 하단이 높아진 가운데 돌발 재료에 의해 유동성 발작과 같은 Tail risk가 발생할 확률이 높을 것으로 전망됨. 주요국의 정치일정은 물론 경기지표의 해석에 따른 쏠림현상 등이 반복적으로 나타날 수 있음. 예를 들어 소비가 기대이상으로 견조한 지표가 발표될 경우 중앙은행의 금리인상 우려가 유동성 발작으로 이어질 수 있기 때문임. 이 같은 Tail Risk를 방어할 수 있는 투자전략이 2020년에는 유효할 것으로 예상됨.

Low Volatility Portfolio 전략
Market Timing 전략

Tail Risk Hedging 전략을 좀더 세분화하면, 주식기반 전략과 자산배분전략, 그리고 파생상품을 활용하는 전략이 있음. 저변동성 종목을 중심으로 포트폴리오를 운용하는 Low Volatility Portfolio 전략은 이미 Smart Beta 전략으로도 다양하게 활용되고 있음. 국면파악을 통해 주식시장이 약세구간일 경우 고베타(고위험)자산을 줄이고 저베타(저위험) 자산의 비중을 늘리는 Market Timing 전략은 Long/Short 거래를 통해 알파를 창출할 수 있는 기회를 갖을 수 있지만, 분석모델의 오류로 국면파악에 실패할 위험도 내재하고 있음.

Target Vol 전략,

Target Vol 전략은 포트폴리오에 목표 변동성(Target Volatility)을 설정하고 포트폴리오의 변동성이 목표 수준을 상회할 경우 주식비중을 줄이거나 선물매도를 통해 포트폴리오의 변동성을 목표 변동성 이내로 관리하는 전략임. 투자자 입장에서 목표변동성을 설정하는 것은 상대적으로 용이하지만 Gap 등락으로 목표변동성을 일시적으로 상회할 경우 자산재구성 과정에서 불필요한 기회비용이 다수 발생할 수 있음. Risk Parity 전략도 일종의 Target Vol 전략의 일환으로 자산별 기여변동성을 동등하게 하여 포트폴리오의 변동성을 안정화시키는 방안임. Tail Risk가 대부분 위험자산에서 발생한다는 점에서 위험자산 비중을 줄이고 안전자산 비중을 늘리는 방식으로 대응할 수 있음.

Risk Parity 전략

변동성선물매수 또는 OTM Put 옵션 매수

변동성선물매수 또는 OTM Put 옵션 매수는 파생상품을 활용하는 전략임. 특히 변동성지수선물 매수는 변동성 자체만을 헤지할 수 있다는 장점이 존재하며, OTM Put 옵션 매수는 과도한 주가하락으로 인한 쏠림상황이 발생할 때 옵션 수익으로 포트폴리오 손실을 만회할 수 있는 전략임. 다만 변동성지수선물 매수와 OTM Put 옵션 매수전략은 파생상품 매입비용이 낮은 변동성 구간에서는 포트폴리오의 손실로 인식된다는 점이 단점임. 또한 자산과 파생상품 간의 (-)의 상관관계를 갖지 않고 오히려 (+)의 상관성을 보이면 헤지효과가 나타나지 않을 위험도 존재함.

Tail Risk Hedging 전략 유형

구분	전략내용	장점	단점
주식기반	저변동성 종목 중심의 포트폴리오 운용	낮은 변동성으로 주식성과를 추적	High Beta 환경에서 성과저조
Market Timing	국면파악을 통해 고위험자산 축소와 저위험자산 비중 증가증가	Long/Short거래로 알파창출 가능	국면파악 실패위험
Target Volatility	포트폴리오의 목표변동성을 설정하여 파생상품 등으로 관리	목표변동성 설정용의	Gap등락 방어미흡
Risk-Parity	구성자산의 조정(채권증가/주식감소)으로 포트폴리오 베타관리	분산투자 효과	채권비중 확대에 따른 Duration 위험
변동성선물매수	스트레스 국면에서 변동성지수선물 매수	변동성만 별도 헤지가능	변동성과 자산의 동조시 손실위험

자료: 삼성증권

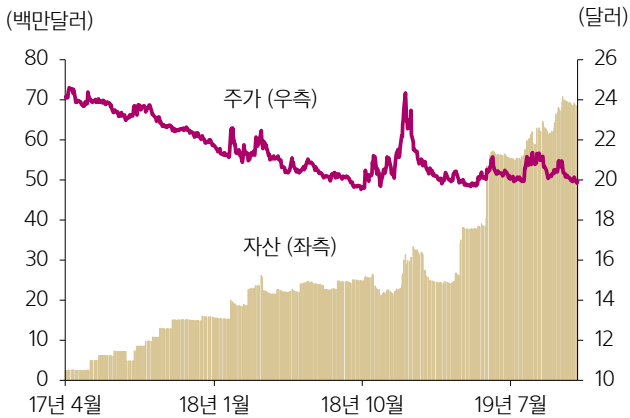
Cambria Tail Risk ETF

참고로 Tail Risk Hedging 전략을 상품으로 구체화한 펀드가 Cambria Tail Risk ETF(Ticker: TAIL)임. TAIL은 미국 국채에 자산 대부분을 투자하면서 이자수익으로 OTM Put옵션을 매입하는 전략을 취하고 있음. 따라서 주식시장 하락시 Put옵션 프리미엄으로 수익을 얻을 수 있지만, 주식시장 상승국면에서는 Put옵션 매입비용이 손실로 계상되는 구조임.

CBOE Tail Hedge Index

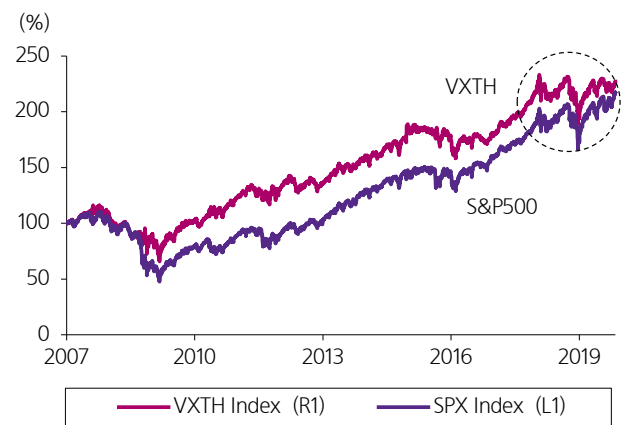
CBOE에서는 CBOE Tail Hedge Index(VXTH)를 발표하고 있음. 지수 구조는 S&P500 보유와 1개월물 30delta VIX Call옵션 매입으로 이루어짐. VIX Call옵션은 변동성 상승시 수익을 얻을 수 있는 옵션이며, 30delta는 OTM 상품을 의미함. VXTH는 주가 약세로 변동성이 높아지는 시기에 주식 손실과 VIX Call옵션 수익으로 시장하락을 방어할 수 있는 전략을 반영함. 물론 주식시장이 강세를 유지하며 변동성이 낮은 시기에는 주식의 성과를 상쇄시키는 비용이 발생함.

Cambria Tail Risk ETF 가격과 자산규모 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

S&P500과 CBOE Tail Hedge Index(VXTH) 성과비교



참고: 2007년 = 100 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

TAIL ETF, '18년말 대비 자산규모 2배 증가, Tail Risk 헤지에 대한 투자수요 확인

TAIL ETF와 VXTH 지수를 보면, 2019년 들어 흥미로운 현상이 관찰됨. TAIL ETF는 2018년말 22달러에서 2019년 현재 20달러를 밑돌고 있음. 주식시장의 상승세가 지속되면서 Put옵션 매입비용이 손실로 인식되었기 때문임. 그럼에도 불구하고 TAIL ETF의 자산규모는 2018년말 2,900만 달러에서 2019년 현재 6,800만달러로 2.3배 증가하였음. 가격 하락에도 불구하고 자산규모가 2배 이상 증가한 것은 Tail risk 헤지를 위한 투자자들의 투자수요가 증가한 결과로 해석됨.

VXTH, '19년 성과저조는 VIX Call옵션 가격요인 Tail Risk 헤지를 위한 변동성Call옵션 투자수요 팽배

CBOE의 Tail Hedge Index(VXTH)의 경우, 상대지수인 S&P500이 2018년말 이후 2019년 현재 +21%에 달하는 상승세를 기록한 반면 VXTH는 +13% 상승에 그쳤음. 1개월물 30delta VIX Call옵션을 매입하는 비용이 주가지수 상승의 일부를 잠식한 결과임. 반면 유사하게 주식시장 급등세가 나타났던 2017년에는 연간 S&P 상승률이 +19%인 반면 VXTH의 상승률은 +21%에 달하였음. 2019년 VXTH의 성과가 S&P500의 60%에 불과한 것은 그만큼 Tail Risk 헤지를 위해 소요되는 VIX Call옵션가격이 상대적으로 비쌌기 때문임. 다시 말해 Tail Risk를 헤지하기 위한 시장의 투자수요가 늘어나면서 VIX Call옵션의 옵션가격이 상승한 결과임.

2020년 Tail Risk헤지수요 증폭예상

결국 TAIL ETF와 VXTH 지수의 2019년 상황은 Tail Risk에 대비하려는 투자수요가 꾸준하게 형성되어 있었다는 것을 의미함. 미-중 무역분쟁의 불확실성이나 장단기 금리역전에 따른 경기침체 우려 등으로 인해 2019년에는 수시로 Tail risk를 방어하려는 투자수요가 존재하였음. 2020년에는 이 같은 Tail Risk Hedging 수요가 더욱 증폭될 것으로 예상됨.

Volatility Convexity Trading

Tail Risk의 정의

“Tail Risk”를 일률적으로 정의하기는 쉽지 않음. 통상 금융자산가격의 분포가 ‘Bell Curve’를 보인다는 관점에서 Tail Risk는 “정상적인 시장환경에서는 발생하기 어려운, 예상치 못한 대규모 손실”을 의미함. 통계적으로는 ‘3 standard deviation’ 이상에서 발생하는 손실위험을 지칭함. Tail Risk가 발생하면 위험회피심리가 즉각적이면서 심각한 수준으로 증가하며, 동시에 변동성과 자산간 상관관계가 급격히 상승함. 이 때문에 분산투자로는 포트폴리오의 위험을 충분히 제거할 수 없는 상황에 처하게 됨.

변동성과 위험자산 이탈의 비선형적인 관계 = Tail risk 효과

‘Tail Risk’는 낮은 확률(low probability)이지만 심각한 영향(high impact)을 미치는 사건임. 더구나 예상치 못한 충격이라는 점에서 소위 ‘Black Swan’처럼 기존의 균형상태를 크게 벗어나게 만들고 장기간 영향력이 지속될 수 있음. 쏠림현상과 제도효과(경기순응적 대응에 따른 자산건전성 확보강제) 등으로 Tail Risk가 발생하면 위험자산으로부터의 이탈현상은 악순환 고리를 창출하는 경향이 강함. 따라서 Tail Risk를 대비하는 투자전략을 수립하는 것은 위험요인의 축소 또는 위험확산의 방어전략을 구축하여 최악의 상황에서도 체계적인 의사결정을 진행할 수 있도록 대비하는 것임.

앞서 Tail Risk Hedging 전략을 소개하였으며, 변동성지수선물 매수 등 변동성 관리전략과 저변동성 포트폴리오 구성과 같은 변동성 회피전략이 제시되어 있음.

변동성/옵션매수전략은 Volatility Convexity Trading

변동성지수선물 매수 또는 Put옵션 매수와 같은 ‘변동성관리전략’은 일종의 ‘Volatility (positive) Convexity Trading’을 유발하는 거래전략임. ‘볼록성’ 특성은 하한은 제한된 반면 이익은 기하급수적으로 증가하는 수익구조(asymmetric payoff)를 의미함. 투자자 입장에서 옵션(=변동성)을 매수한 구조임.

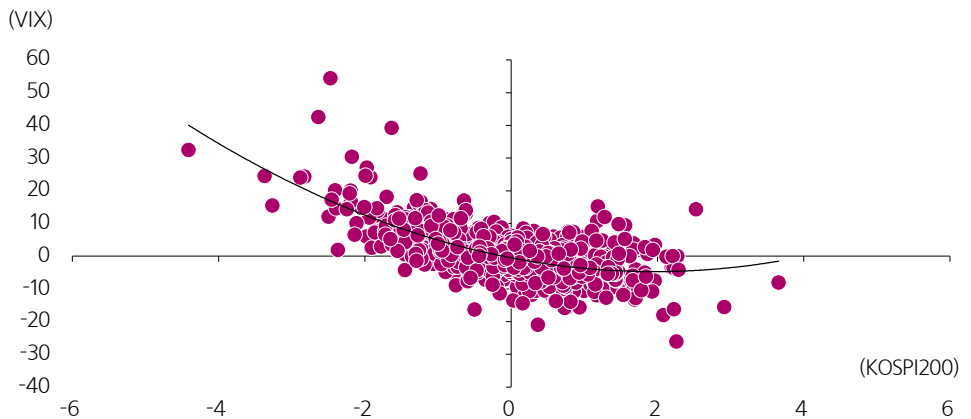
변동성 상승시 위험자산 비중축소규모는 기하급수적으로 증가

하단의 변동성지수 VKOSPI와 주가지수 KOSPI200의 수익률 분포를 보면, 좌상향 기울기가 점차 가팔라지는 구조임. 주식시장이 하락할수록 변동성지수선물 또는 Put옵션 매수포지션의 가치는 기하급수적으로 증가할 수 있으며, 현물의 손실위험에 비해 파생상품의 수익이 더욱 큰 전략임. 반대로 해석하면 주식시장이 급격한 하락구간에 진입할 경우 변동성의 등락을 현물비중 축소로 Delta hedging하는 경우 주식매도 규모가 급격히 증가하는 구조임(=볼록성 매도거래 촉발).

Tail Risk 헤지전략 수립시 손실최소화 가능

결국 Tail Risk 헤지전략이 사전에 수립되지 않았을 경우에는 주식매도 규모가 변동성이 상승하는 구간에 기하급수적으로 증가할 수 밖에 없지만, 변동성지수선물 매수 등 Tail Risk를 관리하기 위한 전략을 사전에 수립하였을 경우 포트폴리오의 손실을 최소화할 수 있음.

KOSPI200과 VKOSPI의 수익률 분포 - Volatility (positive) Convexity 사례



참고: 2014년 1월 ~ 2019년 10월, 일별수익률
 자료: KRX, 삼성증권

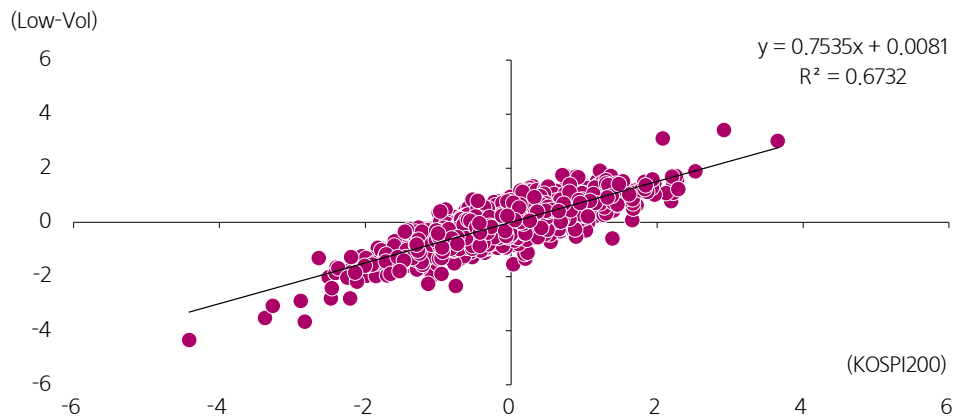
Low-Vol전략은 (negative) Convexity

저변동성 주식포트폴리오와 같은 변동성 회피전략은 일종의 'Volatility (Negative) Convexity Trading' 수익구조를 유도하는 전략임. 투자자 입장에서 'Negative Convexity (= Concave)'의 특징은 옵션 (=변동성)을 매도한 구조로서, 일정 구간 내에서 수익률의 변동성을 줄이고 수익을 극대화하는 전략임.

최소변동성지수, 시장대비 완만한 수익률 유지

하단의 그림은 KOSPI200과 KRX 최소변동성지수(구성종목 121개, 삼성전자 비중 11% - '19년10월말 현재)의 일별 수익률 분포임. 주식시장이 하락구간에 진입할 때 최소변동성지수의 성과는 시장에 비해 상대적으로 낮은 손실률을 기록함. 물론 주식시장이 상승구간에 진입할 때 최소변동성지수의 성과는 시장에 비해 상대적으로 적은 수익률을 기록함. 2014년 이후 2019년 현재까지 KOSPI200과 KRX 최소변동성지수의 선형관계는 1.00 : 0.75 수준으로, KRX 최소변동성지수가 시장대비 둔감한 포트폴리오임을 확인할 수 있음($R^2 = 0.673$).

KOSPI200과 KRX 최소변동성지수의 수익률 분포 - Volatility (negative) Convexity 사례



참고: 2014년 1월 ~ 2019년 10월, 일별수익률
자료: KRX, 삼성증권

유동성 위험의 불록성 효과

금융시장의 변동성이 낮은 구간에서는 파생상품의 불록성 역시 완만한 편임. 변동성 등락에 따른 주식시장의 쏠림현상도 상대적으로 미미한 편임. 반면 변동성이 확대되는 시기에는 파생상품의 불록성도 동시에 높아지고, 위험자산으로부터 이탈하려는 쏠림현상은 더욱 심화됨. 변동성이 낮은 구간에서 유동성 위험이 간과되다가 변동성이 높은 구간에서는 유동성 위험으로 인한 자산 가격 왜곡현상이 심화되는 것과 유사한 패턴임.

채권시장의 불록성매수 사례

참고로 '불록성'에 의한 현선물 연계거래의 증폭현상은 채권시장에서 종종 발생하는 이벤트임. 미국 연준의 금리하락이 계기가 되어 미국 중장기 국채금리가 급격히 하락하는 경우, 이를 불록성 매수(Convexity buying)의 효과로 설명할 수 있는 메커니즘이 존재함. 금리하락시 주택담보대출자들은 활발하게 리파이낸싱(refinancing)을 통해 이자부담을 줄이려는 경향이 존재함. 모기지 담보증권(MBS) 등을 보유한 채권투자자들 입장에서 대출자들의 리파이낸싱으로 모기지 채권의 현금흐름 감소와 듀레이션 축소가 발생하여 수익악화에 직면하게 됨. 수익성 악화를 방어하기 위해 중장기 국채를 매수하여 이자수익을 보전하려는 헤지거래를 수행하게 되며, 이 같은 헤지거래가 일시에 쏠리면 중장기 국채의 금리를 밑으로 끌어내리는 수급으로 작용하게 됨.

2020년 회복력(Resilience)이 중요하다

불확실성과 변동성의 동조관계

중앙은행의 지속적인 완화적 통화정책에도 불구하고 총수요 부족에 따른 글로벌 경기의 구조적 둔화를 벗어나지 못하고 있어, 금융시장에서 불확실성(Uncertainty)과 변동성(Volatility)은 상시 동반하는 위협요인으로 작동할 가능성이 높음. 불확실성의 증가는 금융시장의 변동성 상승으로 연결되며, 변동성 상승이 스트레스를 심화시키거나 시장 추세의 반전을 유발하는 계기로 작용할 수 있음. CME 자료(K.M. Kaminski, "Managed Futures and Volatility: Decoupling a 'Convex' Relationship with Volatility Cycles", 2011)에서 변동성의 부정적(negative) 사이클과 긍정적(positive) 사이클에 따른 시장상황을 정리하였음.

Negative Volatility Cycle

금융시장이 스트레스 상황에서는 그동안 인식하지 못하였던 위험이 부각되면서 변동성 상승과 시장에 대한 경계감이 높아지고(Threat 단계), 시장의 불확실성이 더욱 높아지면 이전의 위기상황에 대한 공포감이 재연되면서 변동성이 극단적으로 상승하게 됨(Traumatic Stress 단계). 투자자들의 극단적인 풀림과 위험자산으로부터의 회피가 금융시장을 더욱 혼란스럽게 조장함. 일정 시간이 경과하고 정책대응이 이루어지면 정상상태로 복귀하려는 움직임이 발생하면서 변동성은 안정화됨(Return Normal 단계). 특히 'Negative Volatility Cycle'에서는 이전에는 간과되었던 유동성 위험(liquidity risk)이 자산가격에 결정적인 위협요인으로 등장하는 경우가 많음.

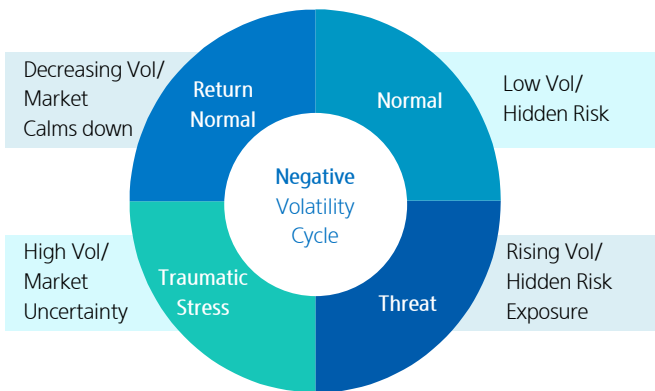
Positive Volatility Cycle

'Positive Volatility Cycle'은 시장에 대한 과신(overconfidence)을 바탕으로 숨겨져 있는 위험보다 현재의 상승추세에 몰입하는 상황을 의미함. 풍부한 유동성으로 장단기 금리역전에도 불구하고 위험자산의 가격상승으로 인해 변동성이 하락하지만, 과도한 밸리가 결국 시장반전(market reversal)으로 귀결되면서 변동성이 급등하게 됨. 다만 변동성의 상승은 단기간에 그치고 시장은 정상상태로 빠르게 회복되는 경우가 'Positive Volatility Cycle' 구조임.

포트폴리오 회복력을 유지해야
변동성과 유동성 충격에서 견딜 수 있어

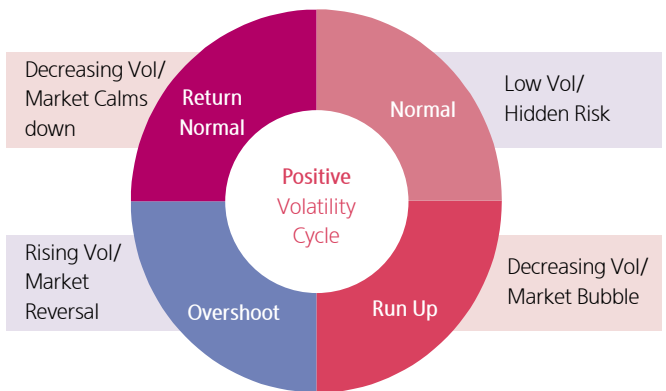
중앙은행의 완화적 통화정책에도 불구하고 글로벌 경기둔화가 구조적으로 심화되는 상황에서 'Negative Volatility Cycle'에 의한 금융시장의 혼란이 발생할 위험은 한층 높아졌음. 구조적으로 변동성의 상승압력이 존재하는 2020년에 Tail Risk로 인한 유동성 충격이 발생할 가능성도 점차 높아질 것임. 이에 따라 2020년에는 포트폴리오의 회복력(resilience)이 운용의 핵심으로 자리잡아야 함. 스트레스 상황에서 회복력을 유지하기 위해서는 균형된 포트폴리오 또는 분산된 포트폴리오를 기반으로 유동성 비중을 적정 수준으로 유지할 필요가 있음.

Negative Volatility Cycle



참고: "Managed Futures and Volatility: Decoupling a 'Convex' Relationship with Volatility Cycle", 2011. 그림 전제
자료: CME

Positive Volatility Cycle



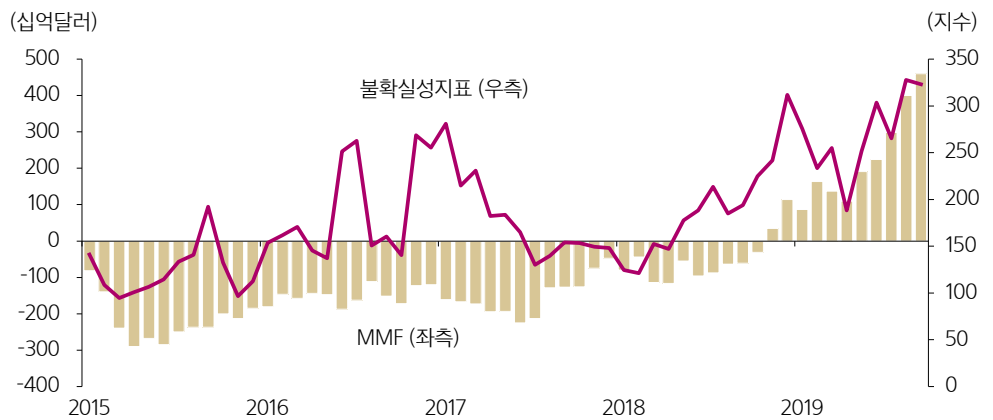
참고: "Managed Futures and Volatility: Decoupling a 'Convex' Relationship with Volatility Cycle", 2011. 그림 전제
자료: CME

포트폴리오의 회복력을 위해서는 개별 자산이 내재하고 있는 위험을 분산하거나 유동성 위험을 최소화할 수 있도록 일정한 수준의 유동성을 확보하는 것이 중요함.

미국 MMF펀드로의 자금유입 가속화

미국 뮤추얼펀드 내에서 MMF펀드로의 자금유입이 2018년 이후 급격하게 증가하고 있음. 하단의 차트를 보면, 경제정책 불확실성이 고조되는 시점에서 MMF로의 자금유입이 급증한 것을 확인할 수 있음. 2019년 1월~10월 누적 유입규모는 +3,400억달러에 달해, 2018년 연간으로 유입된 +1,600억달러의 2배에 달하는 규모임. 2019년 주식시장의 강세에도 불구하고 주식형 펀드에서 자금유출이 지속되는데다 단기 유동성자금에 급증한 것은 위험자산의 비중을 줄이고 회복력을 높이기 위해 포트폴리오의 자산비중을 재조정된 것으로 판단됨.

MMF Fund 자금유출입과 경제정책 불확실성지표



자료: Bloomberg, 삼성증권

변동성 제한 또는
주식/채권 동적자산배분
포트폴리오 회복력
확보방안

포트폴리오의 목표변동성을 일정 수준으로 제한하거나 개별자산의 비중을 시장국면에 따라 동적으로 조정하는 것도 포트폴리오의 회복력을 확보하는 방안 중 하나임. 포트폴리오의 위험을 낮추어 스트레스 상황에서도 위험자산에 대한 비중축소에 대한 부담을 줄일 수 있는 방안임. 예를 들어 KOSPI200의 목표변동성을 10%으로 제한한 KOSPI200 Risk Control 10%지수는 2018년 이후 KOSPI200보다 5%pt 초과성과를 기록하고 있으며, KOSPI200과 미국국채를 대상으로 일정한 교환옵션(Exchange Options) 개념으로 구성된 주식-미국채DAE지수는 2018년 이후 KOSPI200보다 9%pt 우위를 유지하고 있음.

Risk Control Index (KOSPI200 R.C. 10%)



참고: 2018년 1월 = 100 기준 자료: KRX, 삼성증권

주식-미국채권 DAE(Dynamic Asset Exchange)지수



참고: 2018년 1월 = 100 기준 자료: KRX, 삼성증권

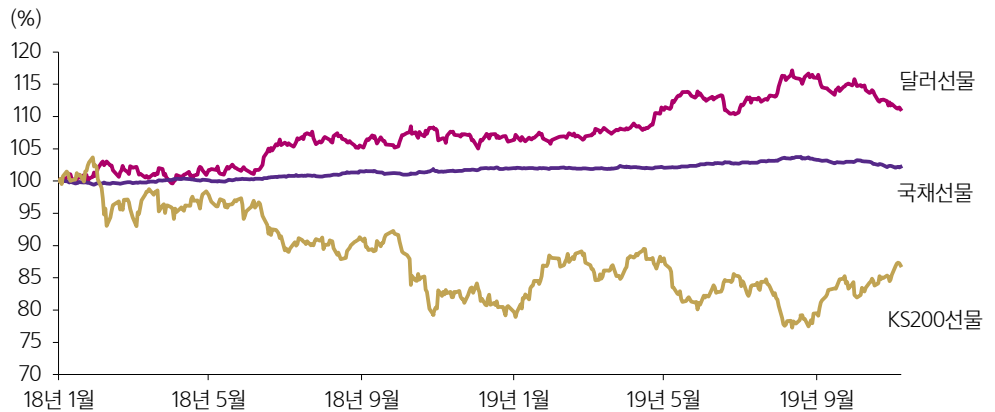
파생상품 Overlay 전략

분산투자 역시 포트폴리오의 회복력을 높이는 방안 중 하나임. 특히 파생상품을 활용한 overlay 전략(포트폴리오의 일부 자산을 파생상품에 투자하고 나머지 자산을 Core 자산에 투자하는 방식)은 비용 효율성과 여타 자본의 활용가능성을 높일 수 있음. 예를 들어 Core 자산 이외에 Negative correlation을 보이는 주가지수선물과 채권선물, 또는 주가지수선물과 통화선물을 결합하면 포트폴리오의 분산투자 효과와 자본활용의 효율성을 추구할 수 있음.

주식-채권-통화로 구성된 분산투자 효과

하단의 차트를 보면, 2018년 이후 KOSPI200선물지수는 우하향 패턴을 보이고 비교적 큰 폭의 등락을 지속한 반면, 국채선물지수는 완만한 우상향 패턴을 유지함. 또한 미국달러선물지수는 2018년 이후 달러화 강세로 우상향 패턴을 지속함. 특히 미국달러선물지수와 KOSPI200선물지수는 2018년 이후 상관계수 -0.84를 기록하여, 국내 주식시장과 외환시장의 역 상관을 반영하고 있음. 한편 국채선물지수와 KOSPI200선물지수도 2018년 이후 -0.89의 상관계수를 보여, 주식과 채권의 역상관 양상을 보여주고 있음. 이에 따라 KOSPI200선물과 국채선물 또는 KOSPI200선물과 미국달러선물의 pair를 보유하고(선물 증거금 투자), 나머지 Core 자산을 Income 자산 등으로 확보할 경우, 일정한 스트레스 상황에서도 포트폴리오의 분산투자 효과를 향유하면서 Core자산의 성과를 추구할 수 있음.

KOSPI200선물지수, 국채선물지수, 미국달러선물지수



참고: 2018년1월 = 100 기준, 국채선물지수는 3년물 기준
 자료: KRX, 삼성증권

Risk-Off 상황에서 포트폴리오의 회복력 유지가 중요

저금리 상황에서 자본이동은 환율과 해당 시장의 자산수익률에 민감하게 반응할 수 밖에 없으며, 글로벌 경기 둔화가 심화되는 2020년에는 자국의 경제력 회복을 위해 시행되는 대규모 재정 및 통화정책이 시차를 두고 자국내 자산가격은 물론 주변 국가의 공평화 또는 선진/신흥시장의 격차 확대에 영향을 미칠 수 있음. 특히 경기위축이 현실화될 경우 유동성 충격과 변동성 위험은 'Negative Volatility Cycle'으로 확대재생산될 수 있음. 이 같은 Risk-Off 상황에서 포트폴리오의 회복력을 유지하기 위해서는 전술적으로 포트폴리오의 변동성을 제한하거나 유동성을 일정 수준으로 확보할 필요가 있으며, 변동성 상승에 따른 충격에 탄력적으로 대응하기 위해 분산투자과 파생상품 overlay 전략 등을 강구할 필요가 있음.

CFD(Contract for Difference) 성장기대

가격등락에 따른 차익을 일일정산하는 장외파생상품	CFD(차익정산결제)는 장외에서 거래되는 파생상품임. 거래구조는 FX마진과 유사하며, 가격등락에 따른 차익을 정산하는 거래임. 원금이 투입되지 않는 Swap 거래이며, 일정한 만기가 존재하지 않는 상품임. 정산기간은 대체로 일일 정산이기 때문에 만기결제가 없는 선물상품으로 이해할 수 있음. CFD 거래는 FX마진과 마찬가지로 레버리지 투자가 가능하기 때문에, 고위험 고수익 상품으로 분류할 수 있음.
CFD 공급자와 투자자의 사적 계약	CFD 거래는 장외에서 거래되는 파생상품이며, CFD 공급자(금융기관)와 CFD 투자자 사이의 사적 계약으로 이루어짐. CFD 공급자는 CFD 매수자에게 CFD 매도호가를 제공하고 CFD 매도자에게는 CFD 매수호가를 제공하는 방식으로 거래를 유도함. CFD 공급자는 거래비용을 감안한 호가를 제시하기 때문에, 기초자산의 가격과 CFD 가격의 괴리가 일정 부분 발생할 수 있음. 특히 CFD 거래는 공급자와 투자자의 사적계약이기 때문에 거래비용이 장내파생상품에 비해 상대적으로 높게 형성될 가능성이 존재함.
국내의 다양한 자산에 대한 CFD 거래 가능	CFD 투자자 입장에서는 레버리지를 이용한 투자가 가능하며, 매수 뿐만 아니라 매도거래도 가능함. 거래소의 개별주식선물 또는 주가지수선물 등과 동일한 구조이지만, 거래소 상장상품에 비해 CFD 공급자가 공급가능한 상품이 보다 다양할 것임. 심지어 국내 주식 뿐만 아니라 해외 개별주식이나 주가지수에 대한 CFD 거래도 CFD 공급자 역량에 따라 가능함.
전문투자자에 한정된 CFD 거래	CFD 거래는 장외파생상품이기 때문에, 전문투자자의 자격을 취한 투자자만 거래가 가능함. 개인 투자자는 장외파생상품을 헤지목적으로만 거래할 수 있지만, 전문투자자는 장외파생상품에 대한 투자위험을 감당할 수 있는 자격을 갖고 있는 것으로 간주하기 때문임.
CFD 공급자의 대차중개 및 헤지기능 확충이 성장의 전제조건	CFD 거래가 활성화되기 위해서는 무엇보다 CFD 공급자의 운용Book 규모가 확대되어야 하며, 해외 자산에 대한 중개능력이 확보되어야 함. 예를 들어 CFD 공급이 가능한 주식군을 확보해야 하기 위해 자체적으로 주식의 대차중개기능을 확충해야 하며, 경쟁력있는 호가공급을 위해서 보유 잔고의 위험관리를 실시간으로 실행할 수 있는 능력을 갖추어야 함. 기존 헤지펀드 서비스에 국한된 Delta One 기능을 CFD까지 확충해야 함.
대차중개시장과 Swap 시장 동반성장 시장조성자의 역할 중요	CFD 거래가 활성화되면, 국내자산에 대한 대차중개시장이 동반 성장할 것이며 Equity Swap등 장외파생상품거래도 증가할 것임. 또한 주식시장의 시장조성자가 CFD 운용 Book과 연결될 경우 시장조성자는 자체 헤지와 함께 외부 중개(CFD거래)를 통한 위험전가도 가능할 것임. 시장조성자로서는 파생상품이 존재하지 않는 주식에 대한 헤지를 CFD 중개로 해결할 수 있기 때문임.
규제리스크에 노출되어 있는 CFD	다만 CFD 거래가 높은 레버리지와 손실위험이 상존하는 상품이기에 때문에, '규제리스크'에 항상 노출될 수 밖에 없음. 참고로 유럽금융감독당국(ESMA)는 일반투자자들이 손실위험 큰 CFD 거래에 접근하는 것을 제한하기 위해 레버리지 규제와 CFD 공급자에 대한 개입조치 등을 2019년에 도입하기로 하였음(ESMA 2018년3월 보도자료, "ESMA Agrees to Prohibit Binary Options and Restrict CFDs to Protect Retail investors" 참조). 참고로 FX마진 거래도 2011년 레버리지 규제 이후 거래규모가 급감하였음.

파생결합증권, 강화된 통제

비은행권
거시건전성관리
강화방안
파생결합증권도 대상

2019년 1월 금융감독당국은 “비은행권 거시건전성관리 강화방안(이하 관리강화방안)”을 발표하였음. 제2금융권(보험, 증권, 여신, 자산운용 등)이 금융시스템에서 차지하는 비중이 점차 증가함에 따라, 비은행권에 내재된 특유의 리스크 증폭요인을 통제하기 위해 비은행권의 건전성 강화를 추진하는 조치임. 예를 들어 익일물에 쏠려있는 RP 거래를 기일물로 확대하기 위해 증권사와 자산운용사에게 RP차입에 연동하는 ‘현금성자산 보유비율 규제’를 실시함. 또한 헤지펀드의 정보파악을 위한 모니터링 강화와 비등록 유동화증권에 대한 공시의무 강화 및 범위 확대 등을 시행함.

분야별 금융시장 잠재 시스템리스크

분야	잠재적 리스크
RP시장	RP시장 충격시 단기자금시장 전반으로 리스크 증폭 전이
채권대차	RP와 채권대차의 레버리지 확대로 리스크 파급
헤지펀드	시장불안 전이 매개체으로 작동
MMF	선환매로 인한 펀드런 유발 위험
자산유동화	정보비대칭으로 인한 부실화 위험
파생결합증권	기초자산 쏠림과 증권사 운용자산의 리스크 확대
채무보증대출	자산의 경기순응성 확대와 자금시장 불안확산
보험사 환헤지	환헤지의 차환리스크 및 손실위험
여전사 자금조달	여전사-타금융권의 연계성 증가로 리스크 전이위험
부동산 금융	경기둔화시 금융권 수익성 및 건전성 악화

참고: “비은행권 거시건전성 관리강화방안” 2019.1 참조
자료: 금융위 등, 삼성증권 정리

변동성가중자산비율
제도 도입

“관리강화방안”에서는 파생결합증권에 대한 건전성 강화조치도 포함되어 있음. 우선 특정 기초자산에 대한 쏠림을 제어하기 위해 ‘변동성가중자산(Volatility based Asset) 비율’을 도입하는 방안이 제안됨. 개별 증권사 또는 시장 전체를 대상으로 변동성가중자산 비율이 특정 기준(threshold)를 초과할 경우 리스크관리 강화를 시행하는 방식임. 리스트관리 강화조치는 변동성가중자산 비율 감축계획을 제출하게 하거나, 유동성 규제를 보다 강화하는 방식 등이 가능할 것임.

$$\text{변동성가중자산비율(\%)} = \frac{\{\text{특정자산발행잔액} \times \text{해당자산변동성}\}}{\{\text{전체잔액} \times \text{자산별변동성}\}}$$

파생결합증권 관련
위험지표 개발과 적용

이와 함께 ‘파생결합증권 관련 위험지표’가 통상적인 수준을 초과할 경우 해당 증권사에 대해서는 리스크관리 강화계획을 제출하도록 하고 이를 공시하는 방안을 제안하였음. ‘위험지표’에는 ① 차입부채 중 매도파생결합증권의 비율, ② 손실감내율(자기자본 대비 자체헤지 비율), ③ 유동성 Gap비율 등이 포함될 것으로 보임.

기초자산 쏠림현상 제어를
위한 강제장치

파생결합증권에 대한 거시건전성 관리방안은 2020년에 시행될 예정임. 변동성가중자산비율이 시행될 경우 현재 EuroStoxx50 또는 HSCEI 등 ELS에서 가장 많이 채택하는 자산이 적용될 가능성이 높음. 기초자산의 다양화 또는 발행물량의 축소를 통해 변동성가중자산비율을 특정 기준으로 낮추어야 함. 시장 전체적으로 특정자산으로의 쏠림현상을 강제적으로 제한하는 조치이지만, 기초자산의 다각화가 어려울 경우에는 발행물량의 축소가 불가피하기 때문에 최종수요자 입장에서는 상품선택권에 제약이 발생할 수 있음.

자체헤지 제약하는
손실감내율 지표

또한 ‘관련 위험지표’ 중 손실감내율(자기자본 대비 자체헤지 비율)의 경우 자체 헤지를 늘릴 수록 위험지표가 높아질 수 밖에 없음. 자체 운용을 통한 신상품 개발과 운용수익 확보가 절실한 상황에서 자체헤지를 일정 수준으로 제한해야 하는 조치임. 특히 선진 금융파생상품의 설계와 운용의 경험을 원천적으로 제약하는 조치라는 점에서 수정보완이 필요함.

거시건전성 통제와
판매채널 규제

파생결합증권에 대한 거시건전성 통제방안은 2019년에 발생한 'DLF 사태'로 인해 예상되는 판매규제와 더불어 2020년 파생결합증권시장에 중대한 규제장치로 작용할 가능성을 배제할 수 없음. 'DLF 사태'로 파생결합증권의 판매채널이 협소해질 경우, 그동안 파생결합증권의 최대 판매창구인 은행권의 투자수요가 위축될 가능성이 높음.

파생결합증권(특히 ELS)의
과반수를 은행고객이 흡수

금융감독원에 따르면, ELS의 인수자 중 은행신탁이 '19년 상반기에 27.7조원을 인수하여 전체 발행량의 58.2%를 차지함. 증권사 직접공모로는 '19년 상반기 10.4조원(전체 발행량의 21.9%)이 인수되었으며, 자산운용사의 ELF로는 '19년 상반기 5.2조원(전체 발행량의 10.9%) 판매되었음. DLS/DLB에 대한 인수자 현황은 공개되지 않았지만, DLS 역시 은행신탁과 증권사 직접공모, 그리고 자산운용사의 펀드 형태로 소화될 것으로 추정됨. 금번 'DLF 사태'의 경우 자산운용사의 펀드로 개발되어 판매되었음.

발행 ELS의 인수자

(조원)	총액	은행신탁	일반공모	자산운용	퇴직연금	기타
2018 1Q	23.4	13.6	4.7	2.3	0.9	1.9
2018 2Q	24.7	15.3	5.2	2.4	0.9	0.9
2018 3Q	14.3	9.0	2.5	1.5	0.6	0.7
2018 4Q	24.3	8.4	9.5	1.3	4.7	0.4
2019 1Q	19.8	11.7	4.2	1.9	1.1	0.9
2019 2Q	27.8	16.0	6.2	3.3	1.2	1.1

참고: 분기별 증권회사 파생결합증권 발행/운용 현황 보도자료
자료: 금융감독원, 삼성증권

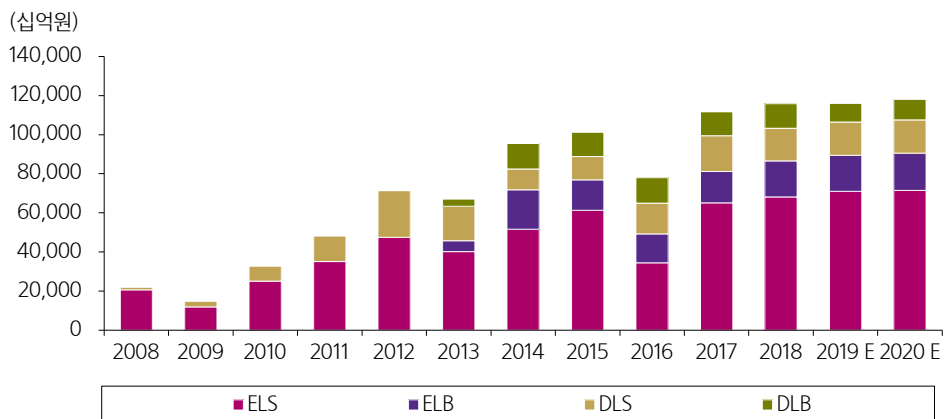
2019년과 유사한 수준에
머물 2020년
파생결합증권시장

2020년 파생결합증권시장의 위험요인은 판매채널의 위축과 발행측면의 규제강화임. 금융시장 환경에 따라 발행규모의 증감이 이루어지겠지만, 제도적인 측면에서 파생결합증권에 대한 압박이 예상됨. 이에 따라 2020년 파생결합증권의 발행규모는 2019년과 유사할 것으로 전망됨.

2020년 파생결합증권
118조원 발행예상

2019년 ELS와 ELB는 연간으로 89조원의 발행이 예상되며, DLS와 DLB는 26조원 발행을 기대함. 2020년에는 파생결합증권 전체적으로 118조원(ELS/ELB 91조원, DLS/DLB 27조원)이 발행될 것으로 전망됨. 파생결합증권이 국내 금융투자자산에서 가장 유력한 투자대상이라는 점에서 완만하나마 발행규모가 2019년보다 소폭 증가할 것으로 기대됨.

파생결합증권 발행추이와 전망



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

파생상품시장 활성화 방안	2020년 파생결합증권시장에서 주목할 부분은 “기초자산의 다양화”임. ‘19년5월에 발표된 “파생상품시장 활성화 방안”에서 공모 파생결합증권의 기초자산의 활용범위를 확대하는 조치가 포함되어 있음. EuroStoxx50이나 HSCEI 등에 과도하게 쏠려있는 ELS 발행행태를 제어하기 위해 제안된 조치로, 공모형 파생결합증권의 기초자산으로 ‘전략형 지수’를 활용하는 것을 허용하는 것임.
공모형 파생결합증권에 전략형지수 채택가능	공모형 파생결합증권은 일반 투자자를 대상으로 발행되기 때문에, 투자자가 직관적으로 이해할 수 있는 대표 주가지수나 우량 개별종목, 또는 뉴스 등을 통해 용이하게 가격흐름을 파악할 수 있는 국제 금가격이나 원유가격 등을 기초자산으로 활용하도록 금융당국이 유도하고 있음. 일반 투자자가 쉽게 이해하기 힘든 전략형 지수는 그동안 공모형 파생결합증권의 기초자산으로 채택하는 것이 매우 제한적이었음.
Low Vol지수 등 전략형지수 활용 가능	금번 조치가 시행될 경우, Risk control Index나 Low-Vol Index 등 다양한 전략형지수가 파생결합증권의 기초자산으로 채택될 수 있을 것임. 전략형 지수는 소위 ‘Rule-based Index’로서 특정 Factor를 지수산출의 기준으로 활용하는 ‘Smart beta index’부터 손실위험 제한을 가정한 ‘Protected Index’, ‘Options strategic Index’ 등이 포함될 것임.
전략형지수 채택은 파생결합증권시장의 신성장동력	전략형 지수를 파생결합증권의 기초자산으로 채택할 수 있다면, 파생결합증권의 신성장 동력을 확보하는 중요한 계기가 될 것으로 기대됨. 전략형 지수를 활용하여 중위험 구조의 신종 파생결합증권을 설계할 수 있음. 예를 들어 현재는 연금용으로 단기형 상품에 치중되어 있는 파생결합증권에서 안정적인 성과를 장기간 추구할 수 있는 연금형 파생결합증권을 개발할 수 있음. 기존 Step-down 위주의 수익구조에서 전략형 지수를 활용하여 보다 단순한 수익구조로 다양화할 수 있음. 물론 전략형지수에 대한 헤지운용 여부가 관건이며, 투자자들의 이해와 교육도 상당한 시간이 소요될 수 있음.
Active 영역을 침투하는 구조화상품	파생결합증권에서 전략형 지수를 다양하게 채택한다면, 파생결합증권에 가해지는 제도측면의 규제압박을 우회할 수 있는 유력한 대안이 될 것임. 더불어 구조화상품까지 전략형 지수를 채택할 경우 Active 운용의 입지는 더욱 좁혀질 것임. 이미 Passive 운용이 Smart Beta와 ESG 등의 영역까지 침투하는 상황에서 약정된 수익구조를 제공하는 구조화상품(파생결합증권)까지 Active 영역을 잠식하는 상황이 전개될 것임.

2020년 Check Points 1. 대체기준금리(Alternative Reference Rate)

선진국, 새로운 벤치마크 개발주력

2017년 영국 금융청(FCA)에 의해 천명된 LIBOR 고시의무 종료(패널 은행들의 LIBOR 호가 제출 의무를 2021년말까지만 유지)에 의해, 전 세계적으로 새로운 벤치마크 금리를 개발하고 정착키는 과정을 진행하고 있음. 참고로 LIBOR가 연계된 금융거래규모는 Oliver Wyman에 따르면 240조 USD에 달하며, USD표시 LIBOR거래가 180조 USD 수준임(Oliver Wyman, "Changing the World's Most Important Number", 2017 참조). 기간물로는 1개월~3개월에 대부분 금융거래가 집중되어 있음. 다만 국제적으로 핵심적인 금융지표임에도 불구하고 LIBOR 산출방식은 적은 유동성으로 인해 실제 거래보다는 내부적 산출방식에 의해 호가가 제출되는 경우가 많았음.

미국 SOFR과 영국 SONIA 등 대체기준금리 마련

미국에서는 대체금리(Alternative Reference Rate)로 SOFR(Secured Overnight Financing Rate)를 2017년에 공식 채택하여 2018년부터 산출하고 있음. SOFR의 근간은 미국 국채 1일물 Repo거래의 금리이며, 자금거래시장에서 실제 거래를 반영하도록 설계되어 있음. 영국에서는 익일물 무담보금리로 SONIA(Sterling Overnight Index Average)를 2017년에 LIBOR의 공식대체금리로 선정하였으며, 2018년부터 산출하고 있음. 유로존에서는 기존 EONIA(Euro Overnight Index Average)를 대체하는 무위험 준거금리로 ESTR(Euro Short-term rate)을 선정하여 '19년10월부터 ECB에서 고시하고 있음.

금융거래지표의 조건

금융거래지표로 선정되기 위해서 각국에서는 ① 풍부한 유동성(거래량), ② 변동성을 적절히 반영하되 특이요인에 의한 영향 최소화 (안정성), ③ 금융기관의 자금조달비용 반영 (조달여건 반영), ④ 파생상품 연계 및 기간구조 형성 (활용 가능성), ⑤ 산출 및 공표기관의 신뢰성(지표 관리체계) 등을 기준으로 무위험 지표금리를 선정하였음.

최근 ISDA(International Swaps and Derivatives Association)에서는 각국의 무위험 금리지표 개발과 관련하여 기존 LIBOR를 대체하기 위한 대비조항(Interbank Offered Rates Fallbacks)의 초안을 공개하고 2019년 연말에 최종안을 확정할 예정임.

주요국 무위 대체지표금리 선정

국가	지표명	산출기관	고지시기	참고
미국	국채담보 익일물 RP (SONIA)	FRB NY	18년 4월	신규지표 개발
영국	무담보 익일물 금리 (SONIA)	BOE	18년 4월	기존지표 개선
유로	무담보 익일물 금리 (ESTR)	ECB	19년 10월	기존지표 개선

자료: 한국은행, 삼성증권

'19년10월, 금융거래지표관리법 제정

국내에서도 '18년8월 '금융거래지표의 관리에 관한 법률'을 공표하고, '19년10월 국회 본회의를 통과하였음. '금융거래지표'란 대출이나 파생상품 계약 등 각종 금융거래에서 지급·교환하는 금액 또는 금융상품의 가치를 결정할 때 준거(reference)가 되는 수치임. 국내에서 통상적으로 이자율 스왑거래를 할 때 CD+*bp의 조건을 제시할 때 CD금리가 일종의 금융거래지표임. CD금리나 코픽스(KOFIX) 등이 금융거래의 중요지표로 활용되고 있지만, 산출기관의 독립성과 공정성을 법적으로 담보할 수 있는 규율 근거가 마땅치 않았음.

EU의 동등성 승인을 위한 국내법률 정비

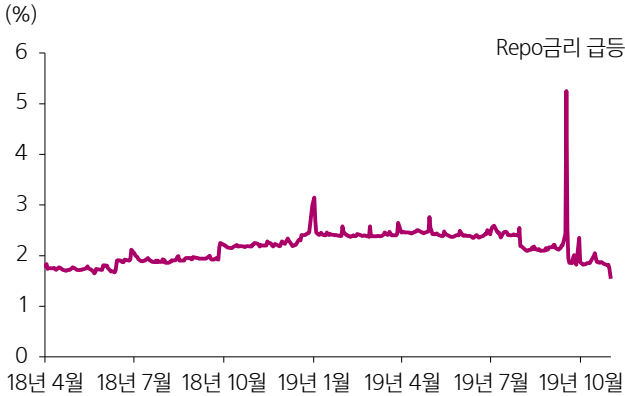
금번에 통과된 "금융거래지표 관리법률"에서는 중요지표의 요건과 산출기관의 역할, 그리고 제재조항 등을 포함하고 있음. EU의 경우 2022년부터 EU의 승인을 받은 금융거래지표를 활용한 금융거래만 허용할 예정이기 때문에, 국내의 "금융거래지표 관리법률" 제정으로 EU의 동등성 승인(국내법과 EU법의 동등함을 승인)을 받고 한국 금융회사가 한국금융거래지표를 사용하여 EU 금융회사와 금융거래를 지속할 수 있을 것으로 기대됨.

국내에서는 '19년 10월에 법안이 통과되었으므로, 2021년 이후 활용될 금융거래지표를 정립하기 위해 기존 거래지표(CD금리 등)의 개선 또는 신규 지표의 개발, 그리고 산출기관의 선정 등을 신속하게 진행해야 하는 상황임.

미국 SOFR 거래동향

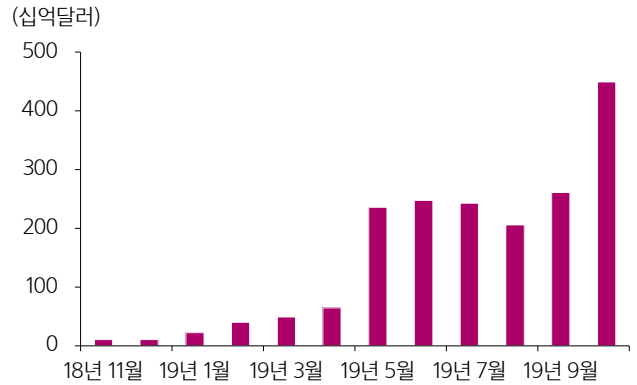
미국 SOFR는 2017년 6월에 무위험 지표금리로 선정되어 2018년 4월부터 고시되고 있음. 지난 '19년9월 Repo시장의 일시적인 유동성 부족으로 인해 Repo금리가 폭등하는 상황이 발생하였으며, SOFR 역시 당시 5%가 넘는 금리급등을 기록하기도 하였음. 벤치마크로서 가장 활발하게 활용되는 거래가 이자율스왑거래임. SOFR 기반 SWAP 거래잔액은 2018년말 100억달러에서 '19년 10월 현재 4,490억달러까지 급증하였음.

SOFR 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

SOFR 기반 SWAP 거래잔액

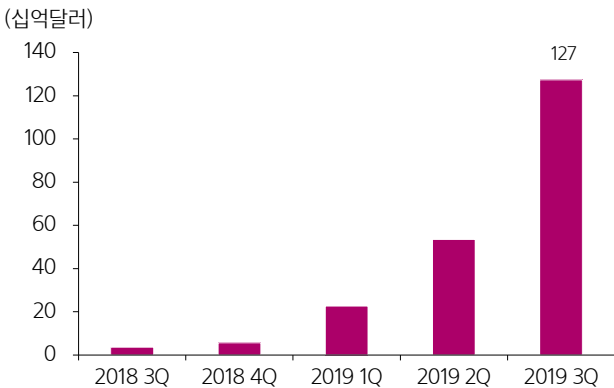


자료: LCG SwapClear, 삼성증권

SOFR 스왑 및 선물시장

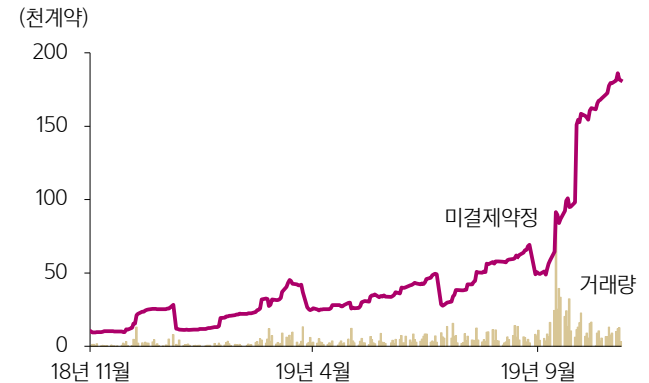
SOFR 기반 변동금리채(FRN)는 '19년 3분기에 1,270억달러 규모가 발행되었음. 2018년 하반기에 90억달러가 발행된 것에 비해, 급성장하였음. CME에 상장된 SOFR 선물도 유동성 보장이 진행되고 있음. 특히 지난 9월에 발생한 미국 REPO시장의 금리급등 시점에 SOFR 선물의 거래량은 사상 최고치(9월17일 1개월물 7.5만계약, 9월20일 3개월물 1.4만계약)를 기록하였음. 단기금리시장의 변동성이 폭발하면서 SOFR 선물을 활용한 헤지거래 등이 급증한 결과임. SOFR 선물의 미결제약정은 '19년 10월말 현재 사상 최대 규모를 기록하고 있음.

SOFR 기반 변동금리채(FRN) 발행 현황



자료: Bloomberg, 삼성증권

SOFR 선물(1개월 + 3개월물) 거래량 및 미결제약정



자료: CME, Bloomberg, 삼성증권

SOFR 등 각국 기준금리에 대한 점검과 거래가능성 타진필요

SOFR 연동 금융상품의 거래가 활성화되고 각국이 기준금리(벤치마크) 개선에 주력하고 있어, 2021년 이후에는 LIBOR의 대표성이 현저히 떨어질 수 있음. LIBOR의 퇴출 가능성에 대비하여 국내 금융기관도 SOFR 등 각국 기준금리에 대한 점검과 연계거래 시도, 그리고 국내 기준금리 개발에 대비해야 할 것임.

2020년 Check Points 2. 시장조성자 = 정보전달과 위험완화 기능

파생상품 시장조성자

KRX가 지정한 파생상품 시장조성자는 국내 12개사와 외국계 서울지점 1개사(중국은행)임. 시장조성상품은 Mini KOSPI200 선물·옵션, KOSDAQ150 선물·옵션, KRX300선물, 변동성지수선물, 개별주식 선물·옵션, 통화선물 등임. 주식관련 시장조성업무를 맡는 금융투자는 헤지거래를 위한 주식 매도시 거래세 면제혜택을 한시적으로 받고 있음. 이 때문에 주식관련 파생상품의 시장조성자는 실질적으로 파생상품과 현물의 저비용 차익거래를 수행할 수 있는 여건임.

Mini선물, 개별주식선물
시장조성으로
금융투자의 대형주
거래비중 증가세

금융투자의 파생상품 시장조성자 역할은 파생상품 뿐만 아니라 연계 현물시장에도 수급측면에서 긍정적인 영향력을 미침. Mini KOSPI200선물시장에서 금융투자는 '18년 1월~10월 중 25.9%에서 '19년에는 28.7%으로 거래비중이 증가하였음. Mini KOSPI200에 대한 금융투자의 거래가 대부분 시장조성물량이라는 점에서, KOSPI200 또는 KOSPI 대형주에서 금융투자의 거래비중이 2019년 급증한 것과 직접적인 연결성을 보임. 개별주식선물에서도 금융투자의 거래비중이 2018년에 비해 2019년에 증가하였으며, KOSPI 대형주의 금융투자 거래비중 증가와 연결되는 부분임.

KOSDAQ150선물
시장조성과 현물거래 연계

KOSDAQ150선물의 경우 금융투자의 거래비중은 소폭 감소하였음. 2019년 KOSDAQ시장의 약세로 인해 외국인투자자와 개인투자자의 헤지/방향성 거래가 증가한 것에 따른 반대효과임. 2019년 KOSDAQ150 선물 거래규모가 증가하였기 때문에, 금융투자의 거래규모도 절대적인 측면에서 늘어났으며, 동시에 KOSDAQ150 주식현물시장에서도 3% 이상의 거래비중을 기록하였음.

시장조성자, 정보전달과
위험이전 기능수행

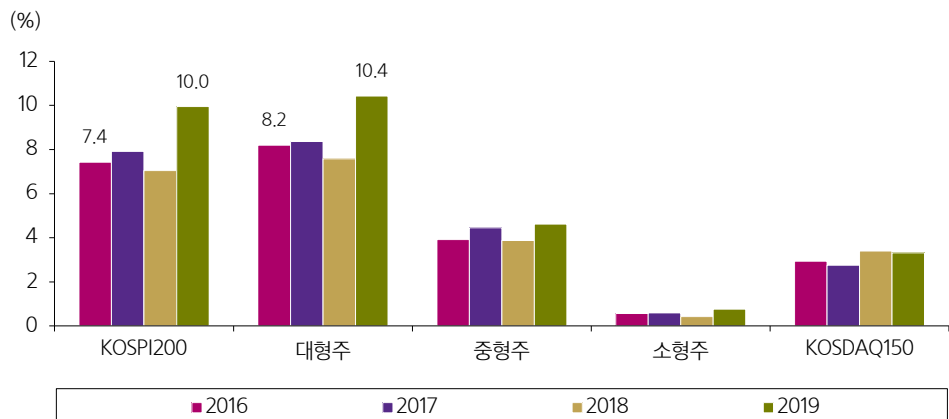
금융투자의 시장조성 기능이 개별 파생상품의 시장조성 기능부터 관련 현물시장의 유동성 공급까지 진행됨에 따라 현물과 파생상품시장의 정보전달(Information transference) 효과와 개별 상품 내 위험완화(Risk mitigation) 기능을 수행하고 있다고 평가할 수 있음. 예를 들어 선물시장의 고평가 상태에서 시장조성자는 균형가격 형성을 위해 선물매도를 진행하면서 헤지를 위해 현물시장에서 주식매수를 수행함. 파생상품시장에서 형성된 미래가격에 대한 기대심리를 현물시장으로 이전시키는 역할을 수행하는 것임.

파생상품 시장조성대상 금융투자 거래비중

(%)	Mini선물	KQ150선물	주식선물	주식옵션
2017년	26.9	43.2	19.2	73.2
2018년	25.9	27.4	14.9	68.9
2019년	28.7	25.9	15.4	62.5

참고: 매년 1월~10월 누적 거래대금 기준 자료: KRX, 삼성증권

금융투자의 주식시장 거래비중 (금액기준)



참고: 매년 1월 ~ 10월 기간누적 자료: KRX, 삼성증권

주식시장 시장조성자 제도

한편 KRX에서 2017년에 주식현물시장에 대한 시장조성자(Market maker) 제도를 도입한 이후 2019년 6월 현재 국내 9개 회원사와 해외 3개사가 시장조성자로 참여하고 있음. KRX가 정의하는 시장조성자는 거래소와 증권회사의 협약을 통해 KRX가 지정하는 종목에 대해 적극적으로 호가를 공급하는 의무를 이행해야 함. 대신 유동성 공급과정에서 발생하는 증권거래세를 면제받음. 따라서 유동성공급을 할수록 파생상품과 현물의 차익거래와 마찬가지로 유동성공급종목 유니버스 내에서 Long/Short 거래 등이 가능할 것임.

외사, 적극적인 시장조성업무 진행

흥미로운 부분은 2019년 연초에 시장조성자로 지정된 외국계 증권회사(GS, SG, CLSA) 중 GS와 SG의 경우 시장조성 대상종목으로 각각 187종목과 142종목을 지정하였음. 국내 회사 중에서는 가장 많은 시장조성종목이 152개인 것에 비해 매우 공격적인 시장조성업무를 진행하는 것임. 현재 파생상품시장에서는 외국계 증권회사가 시장조성자로 지정되지 않은 반면 현물시장에서는 외국계 증권회사가 시장조성자로 진입하여 Market making 수익을 창출할 것으로 예상됨.

현물시장에서 market making 확산

Market making을 통한 수익창출은 기본적으로 호가스프레드에서 확보하지만, 보유잔고에 대한 헤지와 Carry투자를 통해서도 수익을 창출할 수 있음. 시장충격비용 분석과 HFT 등 다양한 Algorithmic trading 전략을 비롯하여 Market making에 선도적인 경험과 시스템을 갖춘 외사가 시장조성자에 진출한 것은 국내 주식현물시장에서 본격적인 Market making business를 수행할 목적으로 이해됨.

주식현물 시장조성 현황

	2017년	2018년	2019년1월	2019년6월
시장조성 대상종목 (종목수)	30	82	500	554
시장조성자 국내 (회사)	5	7	7	9
시장조성자 해외 (회사)	0	0	3	3

자료: KRX

시장조성자와 유동성공급자의 구분

	시장조성자	유동성공급자
계약형태	거래소와 증권회사	상장기업과 증권회사
대상종목군	거래량 및 스프레드가 일정 기준에 해당하는 종목	초저유동성 종목군
호가의무	적극적 호가제출 의무	수동적 호가제출의무
혜택	증권거래세 면제	상장기업, 유동성공급 대가지급

자료: KRX, 삼성증권

파생과 현물시장에서 존재감 드러내는 시장조성자

2017년 이후 파생상품시장의 시장조성자가 헤지거래 목적으로 현물시장에 영향을 미치기 시작하였으며, 2019년 이후 주식현물시장의 시장조성자가 현물시장에서 점진적으로 유동성을 제공하고 있음. 따라서 파생상품시장의 시장조성자가 현물-파생상품 시장 사이의 정보전달과 위험이전 기능을 수행하고 있다면, 주식현물시장의 시장조성자는 유동성 창출(Liquidity creation)과 정보 확산(Information diffusion)의 역할을 수행하고 있다고 평가할 수 있음.

시장조성업무를 위한 시스템경쟁과 전략개발이 2020년 활발하게 진행예상

특히 시장조성자는 거래세 면제혜택을 받고 있기 때문에, 증권거래세의 인하가 본격적으로 시행되기 이전에 market making을 통한 수익창출과 거래경험 확보를 위해 시장조성업무를 보다 적극적으로 수행할 것으로 예상됨. 따라서 2020년에는 파생상품과 주식현물시장에서 금융투자의 시장조성업무가 더욱 치열해지고 시스템 경쟁과 수익성 확보를 위한 다양한 거래전략이 개발될 것으로 기대됨.

2020년 Check Points 3. Capped Index

KOSPI200 CAP 조항 신설

KRX는 2019년 6월부터 KOSPI200 내 특정 종목의 편입비중을 일정 수준으로 제한하는 시가총액 상한제도(CAP)를 시행하였음. 지수 내 특정종목의 편입비중이 과도하게 높아질 경우, 리스크 분산효과 저하와 수급의 쏠림현상, 자산운용의 어려움 등의 부작용을 완화하고 주가지수의 투자가능성(Investability)을 강화할 목적으로 '비중 상한제'를 도입한다고 공지하였음.

해외 주가지수도 CAP 적용

KRX가 제시하는 '시가총액 상한비중'은 30%임. 해외 주요 주가지수도 대부분 '시가총액 상한제(CAP)'를 적용하고 있음. MSCI의 Capped Index 역시 유동시가총액 가중방식을 채택하면서 초대형 섹터 또는 종목의 편입비중이 과도하게 차지하는 것을 방지하기 위해 CAP을 적용하는 방식을 취하고 있음. MSCI에서는 'MSCI 10/40' 또는 'MSCI 25/50' Capped Index를 발표하고 있음.

해외 주요주가지수 CAP적용 현황

국가	주가지수	CAP적용	적용비율	조정주기
미국	S&P500	X	-	-
미국	NASDAQ100	O	20%	분기
영국	FTSE100	X	-	-
독일	DAX	O	10%	분기
유럽	Stoxx50	O	10%	분기
프랑스	CAC40	O	15%	연1회
홍콩	HangSeng	O	15%	분기

참고: "코스피200 시가총액비중 상한제도 도입" 2018.11.21, KRX 보도자료 참조
 자료: KRX

5월/11월말 기준
 직전3개월평균 시총비중
 30% 초과여부

KRX의 KOSPI200 시가총액 상한제도는 다음과 같음. CAP 적용기준은 기준일로부터 직전 3개월간 일평균 편입비중이 30%를 초과할 경우이며, 매년 2회(유동주식비율 조정시기, 6월/12월) 실시함. 만약 기준일로부터 산출한 특정종목의 일평균 시가총액 비중이 30%를 초과하지 않을 경우, 실제로 CAP 적용을 받는 종목은 발생하지 않음. 대상지수는 KOSPI200, KOSPI100과 KOSPI50, 그리고 KRX300임.

시가총액 상한비중 적용제도

구분	내용
상한비중	30% (보통주 유동주식시준 시가총액 기준)
적용주기	1년 2회 (6/12월 선물만기일 익영업일)
상한비중 기준일	매년 5월 및 11월 마지막 영업일
상한비중 결정	기준일로부터 직전 3개월간 평균 편입비중 30% 초과여부
상한비중 적용방법	CAP비율 (0 ~ 1, 1은 CAP 미적용)
대상지수	KOSPI200, KOSPI100, KOSPI50, KRX300
시행시기	2019년 6월

자료: KRX

CAP비율

예를 들어 CAP 적용 기준일에 특정종목의 (유동주식)시가총액 비중이 직전 3개월 동안 평균 31%를 기록하였다면, 30%으로 제한하기 위해 해당 종목의 가격변동에 대해 0.967의 CAP 비율을 적용해야 할 것임 $\{(1.000 \times 30\%) / 31\% = 0.967\}$.

CAP 적용사례 예시

대형종목 비중	CAP비율
29%	1.000
30%	1.000
31%	0.967
32%	0.937
35%	0.857

참고: 소수점 자리는 당사가 임의제시함 (KRX, 소수점 자리수 미공개) 자료: 삼성증권

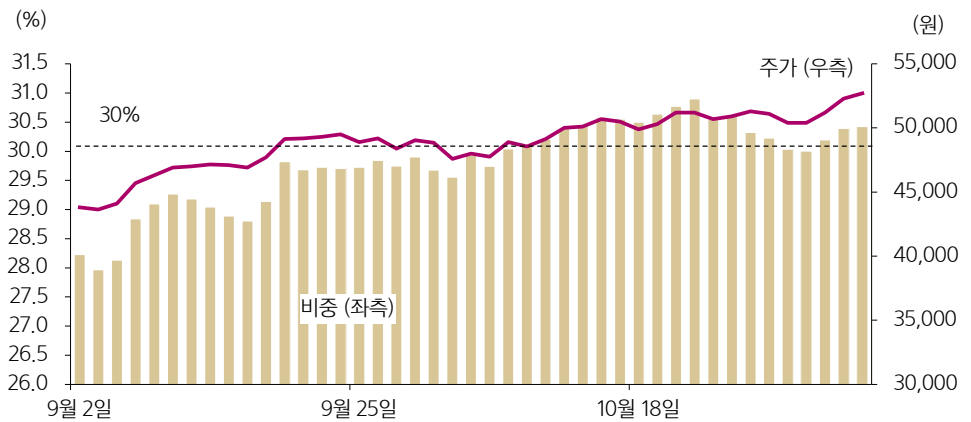
CAP적용시 다음 적용일까지 고정된 CAP비율이 주가변동분에 반영

'19년9월~10월
일평균 시총비중 29.7%

CAP 적용이 확정되면 6월/12월 선물만기일 익영업일부터 해당종목의 가격변동에 대해 0.967만 큼만 주가지수 시가총액 산출에 반영됨. 적용방식은 시가총액 산출을 위한 유동주식 중에서 0.967만큼만 적용할 것임. 해당종목을 제외한 잔존 종목의 시가총액은 CAP 적용시점에서 CAP 적용종목의 시가총액비중 감소분을 안분비례되어 증가할 것임.

'19년 9월~11월 현재까지 삼성전자의 일평균 시가총액 비중은 약 29.5%임. 아직 일평균 시가총액이 30%를 상회하지 않고 있지만 11월말까지 삼성전자의 주가 강세가 지속되고 여타 종목이 상대적인 약세를 보일 경우, '19년 12월부터 삼성전자에 대한 CAP적용 가능성을 배제할 수 없음. '19년 12월에 CAP 적용이 이루어지지 않더라도 '20년 3월~5월에 삼성전자의 시총비중이 30%를 상회할 경우에는 '20년6월에 CAP 적용이 이루어질 수 있음.

삼성전자의 시가총액비중(유동주식기준) 추이



자료: KRX, 삼성증권

CAP적용시 패시브자금의 일시적인 매물출회

KOSPI200 시가총액 CAP 적용은 Passive 운용(인덱스펀드, ETF)에 직접적인 영향을 미침. CAP 적용시 삼성전자의 보유비중을 적용시점마다 일시적으로 축소해야 함. 삼성전자의 주가가 상승할수록 CAP적용에 따른 매물화 물량이 증가할 수 밖에 없는 상황임. 또한 KOSPI200을 BM으로 활용하는 연기금은 '운용성과 측정'과 '추적지수 추종'이라는 상충되는 이슈에 대해 고민할 수 밖에 없음. BM을 상회하는 성과를 얻기 위해서 CAP을 적용하지 않는 방법도 고려할 수 밖에 없기 때문임.

ETF 30% 제한규정과 더불어 인덱스펀드의 중요한 제약사항으로 작용예상

이와 함께 주식형 ETF 역시 개별 종목의 30% 한도제한 규정을 충족하기 위해 삼성전자에 대한 비중조정을 상시 진행해야 하는 상황임. KOSPI200 CAP 적용은 1년 2회(6월/12월)로 한정되어 있지만, ETF는 30% 한도를 초과하는 시점부터 3개월 이내에 이를 보정해야 하기 때문에, 수시로 삼성전자에 대한 비중조정(삼성전자선물 활용 등)을 수행해야 함. 2020년에는 삼성전자에 대한 CAP 적용이 인덱스펀드/ETF의 성과와 연기금 운용에 중요한 제약사항으로 작용할 것임.



삼성증권주식회사

06620 서울특별시 서초구 서초대로 74길 11 10층 리서치센터
02 2020 8000

지점 대표번호

1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수

080 911 0900

samsungPOP.com

신뢰에 가치로 답하다



MEMBER OF
**Dow Jones
Sustainability Indices**
In Collaboration with RobecoSAM

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대어할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이며, 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.