



상반기 파생 시장의 변화(요약)

1. 금융투자의 미니선물 유동성 공급 중단

- 3월 만기 후 금융투자의 미니선물 유동성 공급 중단되면서 미니선물 시장 거래 축소. 유가증권시장 대비 미니선물 거래대금 비율은 연초에서 3월 11일까지 평균 27.24%, 그 후 6월 18일까지는 평균 13.57% 기록
- 금융투자는 3월 만기 후 미니 옵션시장에서 유동성 공급. 연초부터 3월 12일까지 미니옵션 시장의 일평균 거래대금은 104억원에서 3월 12일 이후 최근까지 373억원으로 증가

2. 역사적 변동성 극단적 축소와 위클리 옵션 시장의 변화

- 5월 중반 이후 KOSPI가 꾸준히 상승하면서 20일 기준 역사적 변동성도 지속적으로 축소되어 10% 하회. 일반적으로 축소와 확장을 반복하는 역사적 변동성의 흐름상 조만간 변동성 확대를 예상할 수 있음
- 4월 초 이후 9번의 위클리 옵션 만기일 중 6번 KOSPI200 옵션보다 위클리 옵션 거래량이 많았음. 연초에서 3월 말까지 중 9번 중 4번 위클리 옵션의 거래가 많았음

3. 공매도 재개 이후의 선물 시장

- 공매도 재개에도 불구하고 6월 만기 후 장 중 평균 시장 베이스스가 -1pt를 하회하는 백워드이션 자주 나타남
- 이는 기관투자자들의 차익거래가 원활하게 진행되지 않았기 때문에 나타난 현상으로 당분간 지속될 전망

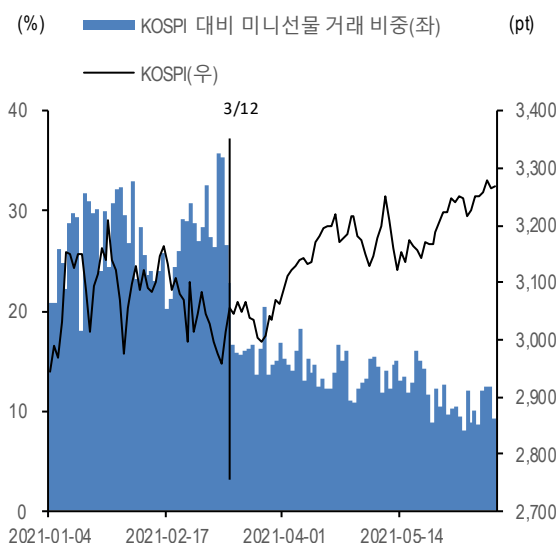
1. 금융투자의 미니선물 유동성 공급 중단

지난 3월 11일 3월물 파생 만기 이후로 금융투자는 KOSPI200 미니선물(이하 미니선물) 유동성 공급을 중단하게 되었다. 미니선물 시장의 유동성이 이미 풍부하고, 금융투자의 유동성 공급 과정에서 공매도 문제로 인해 유동성 공급이 중단된 것으로 풀이된다.

3월물 만기 다음 날인 3월 12일 이후 미니선물 시장은 꾸준히 위축되어갔다. 아래 차트에서 볼 수 있듯이 KOSPI 대비 미니선물 거래대금 비율은 연초에서 3월 11일까지 평균 27.24%였지만 그 후 6월 18일까지는 평균 13.57%였고, 6월 중에는 10.45%를 기록했다. 3월 중반 이후 KOSPI가 완만하게 상승하면서 파생시장이 상대적으로 위축된 측면이 있지만 금융투자 거래대금 급감으로 인해 시장 위축 속도가 더 빠르게 나타났다고 판단된다.

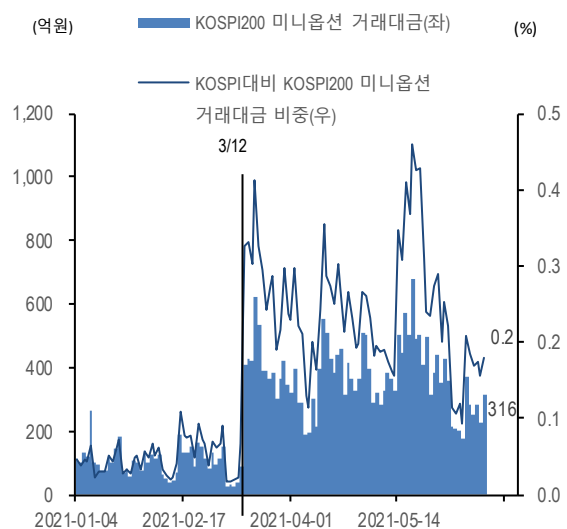
금융투자는 미니 옵션시장에서 유동성을 공급하면서 거래를 늘리기 시작했다. 연초부터 3월 12일까지 미니옵션 시장의 일평균 거래대금은 104억원이었던 반면 3월 12일 이후 최근까지 일평균 거래대금은 373억원을 기록했다. 유가증권 시장대비 거래대금 비중이 0.2%에 그쳐 시장 전체적으로 영향을 미칠만한 수준은 아니지만 그 동안 침체되었던 시장이 활성화되는 점은 긍정적으로 평가할 수 있을 것이다.

[차트1] KOSPI와 유가증권 시장 대비 KOSPI200 미니선물 거래대금 비율 추이



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

[차트2] KOSPI200 미니옵션 거래대금과 유가증권 시장 대비 거래대금 비중 추이



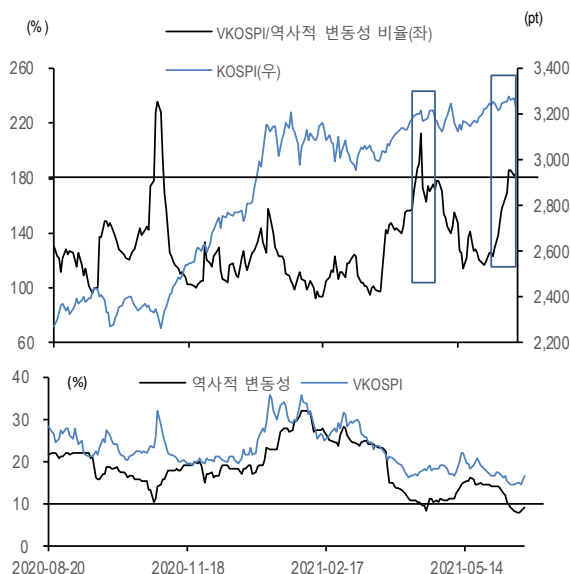
자료: Check, 유안타증권 리서치센터

2. 역사적 변동성 극단적 축소와 위클리 옵션 시장의 변화

5월 중반 이후 KOSPI가 꾸준히 상승세를 형성하면서 KOSPI200 지수의 20일 기준 역사적 변동성도 지속적으로 축소되어 10%를 하회하고 있다. 옵션의 내재 변동성을 지수화한 것이 VKOSPI인데 옵션의 역사적 변동성은 대체로 VKOSPI와 유사하게 움직이게 된다. 그런데 최근에는 옵션의 역사적 변동성이 지속적으로 축소되면서 역사적 변동성 대비 VKOSPI 비율이 180%를 넘어선 상황이다. 이는 시장의 변동성이 다소 과도하게 축소되었다는 의미라고 해석할 수 있다. 일반적으로 축소와 확장을 반복하는 역사적 변동성의 흐름상 조만간 변동성 확대를 예상할 수 있는 모습이다.

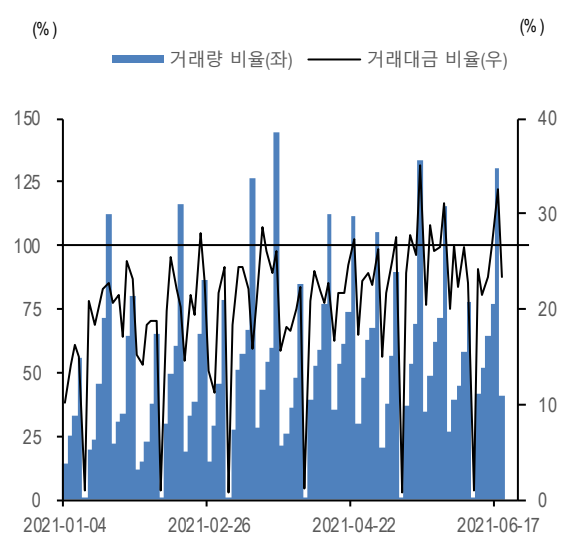
한편 주간 단위로 만기가 돌아오는 위클리 옵션 시장은 올해에도 성장세를 이어가고 있다. KOSPI200 옵션 대비 위클리 옵션의 거래대금 비율은 20%를 전후한 수준에서 형성되고 있지만 위클리 옵션 만기일의 거래량은 대부분 당일 KOSPI200 옵션의 거래량보다 많게 나타나고 있다. 4월 초 이후 9번의 위클리 옵션 만기일 중 6번 KOSPI200 옵션보다 위클리 옵션 거래량이 많았다. 연초에서 3월 말까지 9번의 위클리 옵션 만기일 중 4번의 사례에서 위클리 옵션의 거래량이 많았던 것에 비하면 상대적으로 높은 성장세를 보였다고 할 수 있다.

[차트3] KOSPI와 VKOSPI, 20일 기준 역사적 변동성 추이, 역사적 변동성 10% 하회하는 변동성 축소 국면 진행 중



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

[차트4] KOSPI200 옵션 대비 KOSPI200 위클리 옵션 거래대금과 거래량 비율



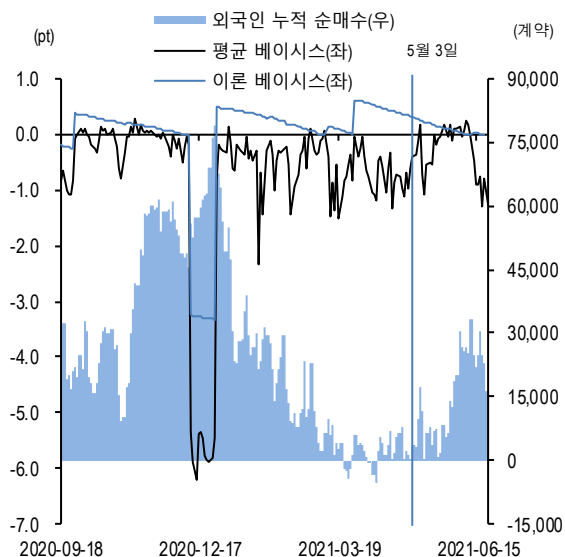
자료: Check, 유안타증권 리서치센터

3. 공매도 재개 이후의 선물 시장

한편 올해 KOSPI200 선물 시장과 관련해 가장 중요한 이벤트로 5월 3일부터 공매도가 재개된 것을 들 수 있을 것이다. 일반적으로 공매도가 재개되면 차익거래가 활발해지고 시장 베이스는 이론가에 수렴하는 것을 예상할 수 있다. 6월 말에 중간 배당락이 있기 때문에 선물 가격에 배당 지수가 반영되어 현재 공식적인 선물 이론베이스는 -0.02pt 수준이다. 여기서 이론가를 산정할 때 배당액 지수는 전년과 동일한 수준으로 배당하는 것을 가정해서 계산한다. 그러나 당사 애널리스트들의 추정에 의하면 전체 배당 규모가 전년대비로 약 13.5% 증가할 것으로 예상되었다. 이를 고려하면 배당액 지수는 0.74pt가 되고 수정 이론 베이스는 -0.11pt가 된다.

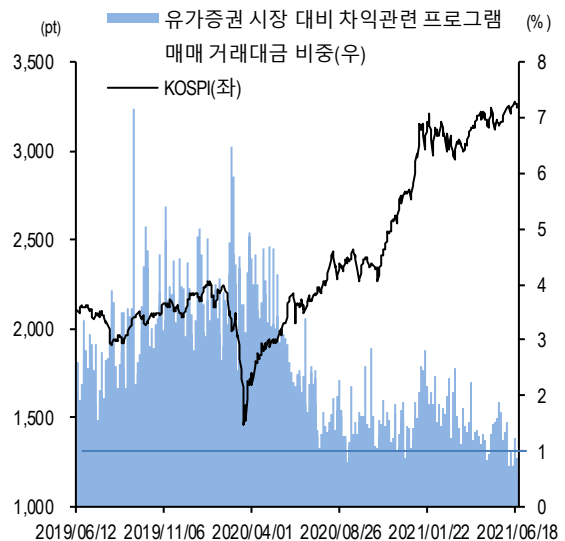
그렇다 하더라도 최근 시장 베이스가 -1pt를 하회하는 것은 다소 과도한 수준이라 할 수 있다. 이렇게 이론가 괴리율이 큰 이유는 차익거래가 원활하지 않기 때문에 나타난 현상이다. [차트6]을 보면 작년 초에서 3월 공매도 금지 이전에 차익관련 프로그램 매매 규모가 유가증권 시장 거래대금 대비 3.6%를 기록했는데, 금년 5월 초 이후로 현재까지는 1.08%에 그치고 있다. 공매도 재개에도 차익거래가 원활하지 않다면 당분간 시장 베이스도 정상화 되기 어려울 것이라 판단된다.

[차트5] KOSPI200 선물 장 중 평균 시장베이스, 이론 베이스와 외국인 누적 순매수 추이



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

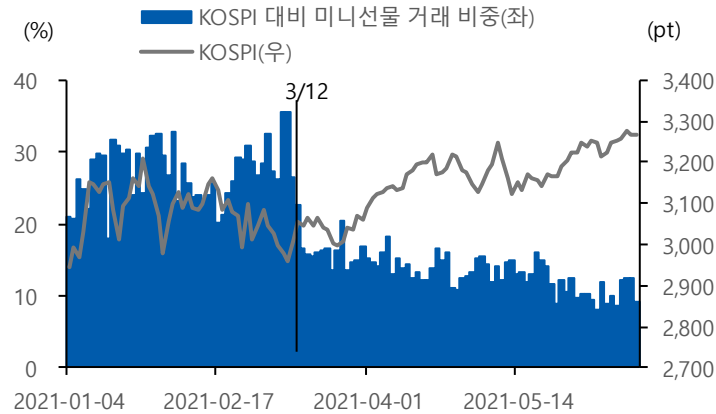
[차트6] 유가증권 시장 대비 차익관련 프로그램 매매 거래대금 비중 추이



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

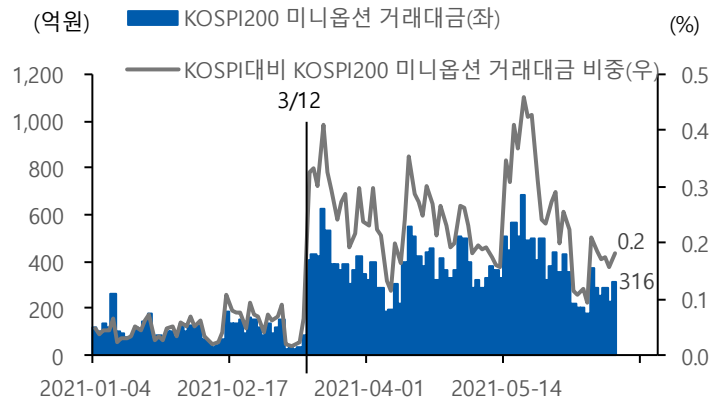
Key Chart

금융투자의 미니선물 유동성 공급이 3월 만기 후 중단되면서 유가증권시장 대비 미니선물 거래 대금 비중 꾸준히 감소



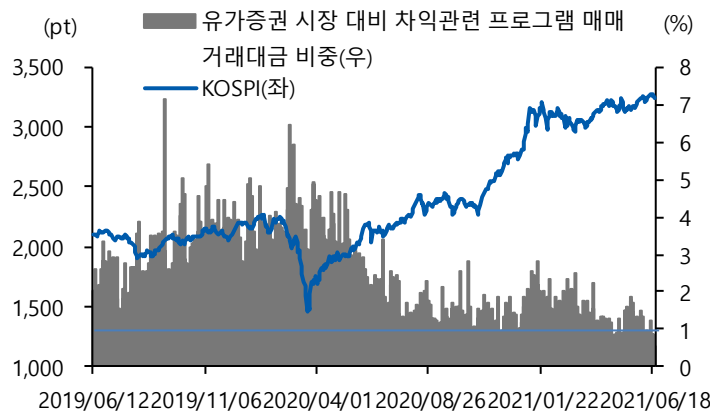
자료: 유안타증권 리서치센터

3월 만기 후 금융투자가 KOSPI200 미니 옵션 시장에서 유동성 공급하면서 미니 옵션의 거래대금 급격히 증가



자료: 유안타증권 리서치센터

공매도 재개 이후에도 유가증권 시장 거래대금 대비 차익관련 프로그램 매매 비중이 1%를 하회하는 경우가 나타나 차익거래가 원활하지 않은 모습



자료: 유안타증권 리서치센터

