



12월 만기, 대부분 포지션 롤오버 전망

1. 시장 스프레드 저평가

- 당사 애널리스트 추정치 기준, 삼성전자 특별 배당 없을 경우 3월물과 12월물의 이론 스프레드는 -2.14pt, 특별 배당 가정 시 -2.84pt 수준. 작년 배당 가정 시 현재 이론 스프레드는 -2.72pt 수준
- 시장 스프레드는 -3.6pt 수준에서 형성. 시장 스프레드 저평가되어 스프레드 매수세 유입 용이한 상황

2. KOSPI200 선물 관련 충격 제한적 전망

- 스프레드 거래 포함한 금융투자 선물 누적수는 -27,547계약. 이와 관련된 주식 매수 포지션 존재하지만 대부분 배당 관련 차익거래로 추정. 금융투자 스프레드 매도 포지션 구축해 롤오버 가능성 높음
- 외국인 역시 선물 +81,173계약 순매수한 가운데 전일까지 4만계약 스프레드 매수로 매수 포지션 롤오버 가능성 높음

3. 주식선물과 미니선물 관련 전망

- 미니선물은 금융투자 LP 종단 후 시장 영향력 크게 감소. 주식 관련 차익거래가 아닌 다른 파생상품 차익거래를 하는 모습 보임
- 연기금 관련해서 만기에 약 -1천억원 가량의 매물 출회 가능하지만 시장에 충격을 줄 수 있는 규모가 아님

1. 시장 스프레드 저평가

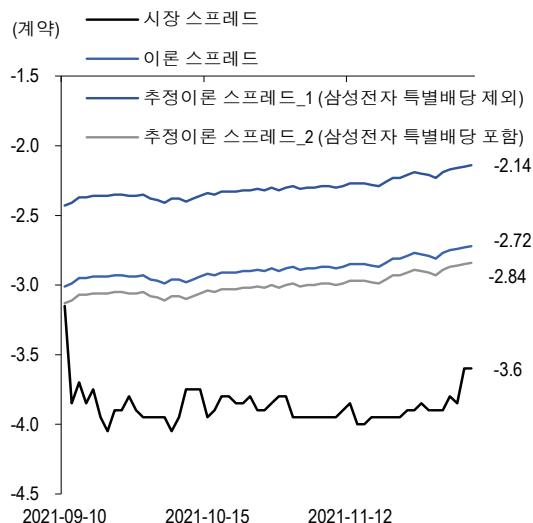
12월 9일 선물옵션 동시 만기가 지나면 내년 3월물이 최근월물이 된다. 12월 말에는 배당락이 있기 때문에 3월물은 배당락을 고려해 그 만큼 이론가가 낮게 형성된다. 3월물의 이론가를 계산할 때 배당락 지수를 제외한 선물 이론가격에서 12월말 기준 배당을 고려한 배당액 지수를 차감해서 3월물 이론가를 구한다. 배당액 지수는 KRX에서 작년 배당금을 기준으로 구하므로 정확한 배당액 지수의 계산을 위해서 올해 배당을 추정해야 한다.

당사 애널리스트들의 추정을 통해 계산한 금년 배당은 약 24.23조원이다. 이는 삼성전자 특별배당을 제외한 전망치이고, 삼성전자 특별배당을 가정하면 약 5.14조원의 추가 배당이 가능하기 때문에 29.23조원이 된다. 다만 당사에서는 올해 특별 배당 가능성을 높게 평가하지는 않고 있다. 삼성전자 특별배당이 없다고 가정할 때 3월물과 12월물의 이론 스프레드는 약 -2.14pt이고, 특별배당이 있다고 가정하면 -2.84pt이다. 작년과 같은 배당을 가정할 때 이론 스프레드는 -2.72pt이다. 현재 시장에서는 -3.6pt 수준에 시장 스프레드 가격이 형성되고 있다. 당사 애널리스트들의 배당 전망이 다소 보수적일 수 있지만 현재 시장에서 형성되는 스프레드 가격은 연말 배당을 과대 평가한 숫자라 판단된다. 차익거래를 하는 투자자들은 스프레드 매수세가 유입될 수 있는 여건이라 할 수 있다.

[차트1] KOSPI200 선물 3월물 배당액 지수 추정. 삼성전자 특별 배당 제외 시 배당금 전년보다 낮아질 전망

A	당사 애널리스트 추정 4분기 배당 (113종목, 삼성전자 제외)	18.35조원
B	작년 4분기 배당(113 종목, 삼성전자 제외)	14.03조원
C	배당 증가율(A/B-1)	31%
D	추정치 없는 종목 작년 4분기 배당(86종목)	2.84조원
E	추정치 없는 종목 올해 4분기 배당 예상(D*(C+1))	3.72조원
F	삼성전자 제외 4분기 배당 추정(A+E)	22.07조원
G	삼성전자 4분기 일반배당 포함 추정(F+2.16조원)	24.23조원
H	삼성전자 특별 배당 가정 추정(G+5.14조원)	29.23조원
I	작년 4분기 KOSPI200 배당	28.4조원
J	KRX 제공 배당액 지수	3.97pt
K	삼성전자 특별 배당 제외 배당액 지수(J*G/I)	3.39pt
L	삼성전자 특별 배당 포함 배당액 지수(J*H/I)	4.09pt

[차트2] KOSPI200 선물, 3월물과 12월물 이론 스프레드와 시장 스프레드, 추정 이론 스프레드 추이

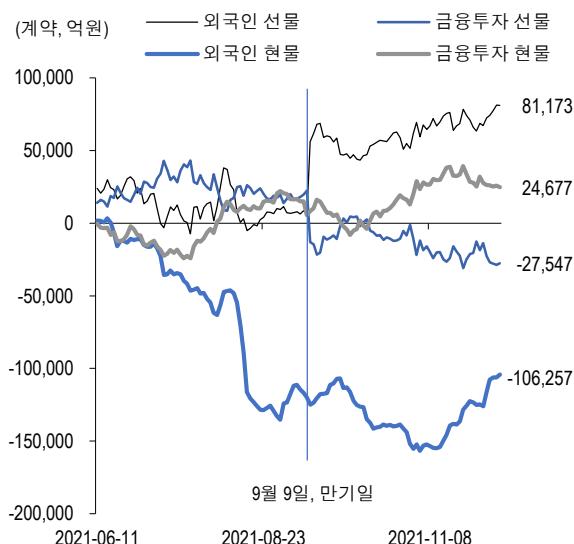


2. KOSPI200 선물 관련 충격 제한적 전망

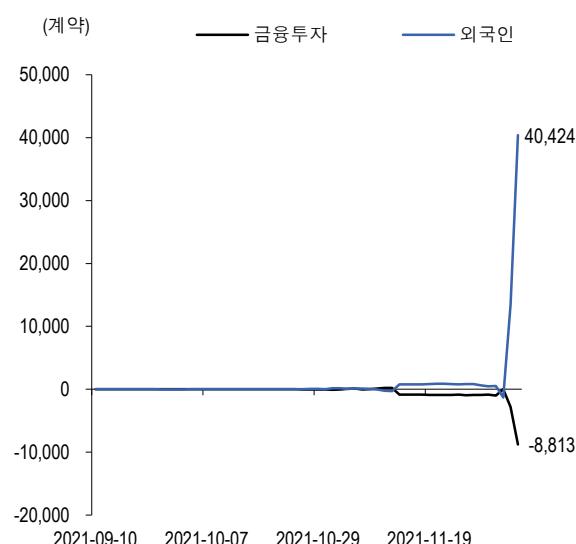
지난 9월 만기 후 스프레드 거래를 포함한 금융투자 선물 누적 순매수는 -27,547계약 순매도이다. 6월 만기 이후 계산한 유가증권 시장에서 주식 순매수는 2조 4,677억원이다. [챠트3]에서 볼 수 있듯이 금융투자의 선물과 현물 순매수는 대칭을 이루면서 누적 포지션이 변해가는 모습이다. 12월 말에는 배당락이 있기 때문에 배당을 노린 차익거래가 활발하게 이뤄지는 경향이 있다. 따라서 현물은 매수하고, 선물은 매도하게 될 것이다. [챠트4]에서 볼 수 있듯이 만기주가 되면서 금융투자는 스프레드 매도를 통해 선물 매도를 롤오버하고 외국인 투자자들은 스프레드 매수를 통해 매수 포지션을 롤오버 하는 모양이다.

금융투자의 경우 현재 스프레드 가격이 저평가 되어 있지만 연말까지 주식 매수 포지션을 유지해야 하기 때문에 헛지 포지션인 선물 매도를 유지할 가능성이 높다. 따라서 다소 불리할 수 있지만 스프레드 매도 포지션을 쌓아가는 것으로 판단된다. 반면 외국인 입장에서는 낮은 스프레드 가격으로 매수 포지션을 롤오버할 수 있기 때문에 선물 매수 포지션을 롤오버하는 것이 유리할 것이다. 결과적으로 주요 거래 주체인 외국인과 금융투자 모두 만기에 포지션을 정리하기 보다는 롤오버하는 것이 유리한 상황이라 선물관련 만기 충격은 제한적일 가능성이 높다고 판단된다.

[챠트3] KOSPI200 선물과 현물, 외국인과 금융투자 누적 순매수 추이. 금융투자는 차익거래로 배당 투자 나선 모습



[챠트4] 외국인과 금융투자 9월 만기 이후 누적 스프레드 순매수 계약 추이, 금융투자 매도 롤오버 진행 중



자료: Check, 유안티증권 리서치센터

자료: Check, 유안티증권 리서치센터

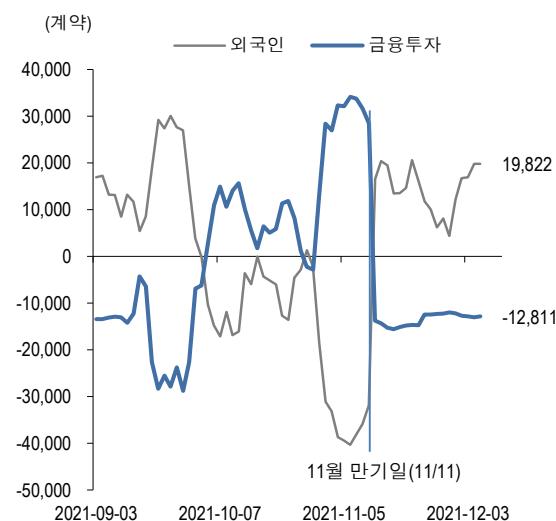
3. 주식선물과 미니선물 관련 전망

미니선물은 금융투자 LP 중단 이후 거래 규모도 줄었지만 만기 충격도 크게 줄어든 모양이다. 다만 지난 11월 만기에 약 3만계약에 가까운 순매수 규모를 가지고 있어 관련 매수세 유입이 예상되었는데, 결국 주식이 아닌 KOSPI200 선물 매수세가 유입되었다. 거래세로 인해 금융투자의 미니선물 햇지는 이제 주식이 아닌 관련 파생상품이 되고 있는 모양이다. 현재 금융투자 누적 순매도는 약 -12,811계약인데 주식과 관련이 있다면 배당 차익거래일 가능성이 높기 때문에 만기에 매물로 출회될 가능성은 낮다는 판단이다.

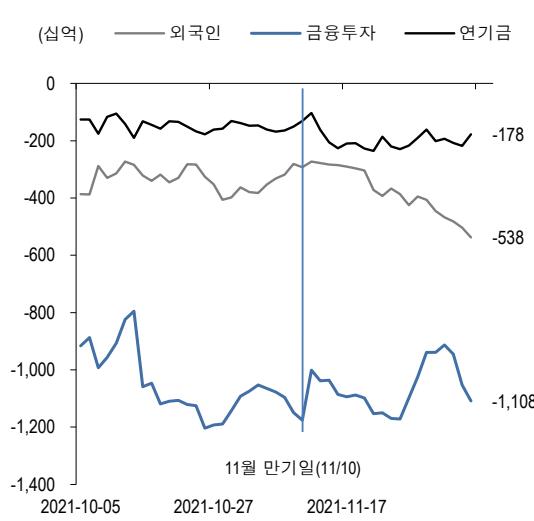
주식선물은 현재 금융투자의 누적 순매도 금액이 -1조 1,080억원이지만 금융투자는 대체로 -1조원 정도의 스프레드 매도를 하는 경향이 있어 현재 포지션은 시장에 큰 부담이 되지 않을 전망이다. 연기금은 대략 -500~1,000억원 가량 롤오버하는 경향이 있는데 현재 누적 순매도 금액이 -1,780억원 수준으로 대략 -1천억원 정도 매물이 출회될 가능성 존재한다.

이상을 종합하면 KOSPI200 선물 포지션도 대부분 롤오버 될 것으로 보이고, 미니선물관련 포지션 역시 롤오버 되거나 매물로 출회되어도 충격은 제한될 가능성이 높다. 주식선물 관련 연기금 매물 약 -1천억원 나올 수 있지만 시장 영향은 제한적일 전망이다.

[챠트5] 외국인과 금융투자 미니선물 누적 순매수 추이, 금융투자 매도, 외국인 매수 포지션 구축 중



[챠트6] 개별 주식 선물 주요 거래 주체별 누적 순매수 추이, 롤오버로 인해 시장 충격 제한적일 전망

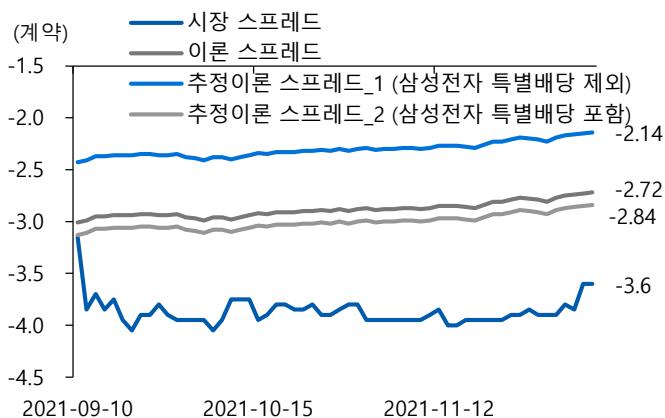


자료: Check, 유안티증권 리서치센터

자료: Check, 유안티증권 리서치센터

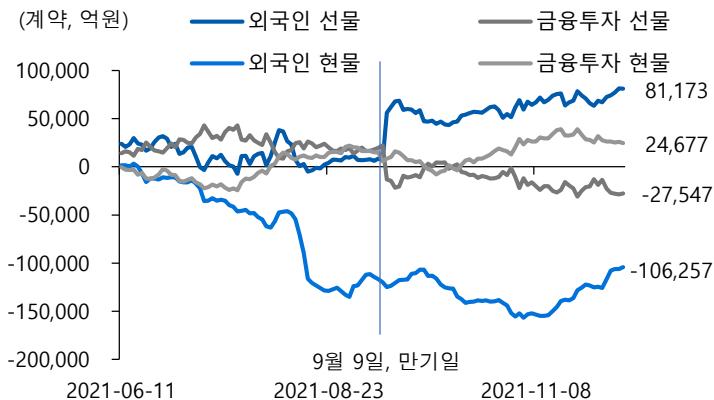
Key Chart

KOSPI200 선물, 3월물과 12월물
이론 스프레드와 시장 스프레드,
추정 이론 스프레드 추이



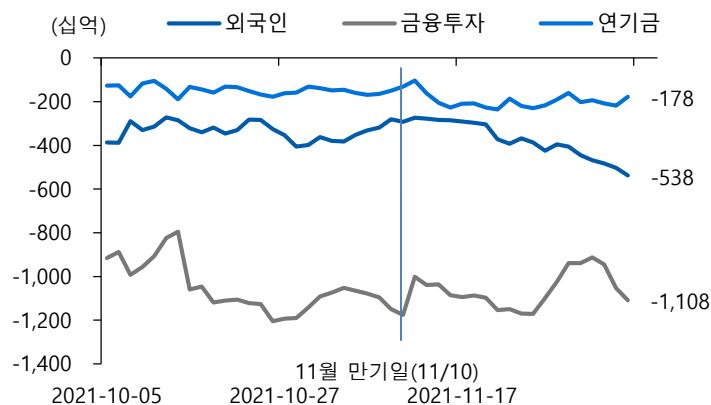
자료: 유안타증권 리서치센터

KOSPI200 선물과 현물, 외국인
과 금융투자 누적 순매수 추이. 금
융투자는 차익거래로 배당 투자
나선 모습



자료: 유안타증권 리서치센터

개별 주식 선물 주요 거래 주체별
누적 순매수 추이. 롤오버로 인해
시장 충격 제한적일 전망



자료: 유안타증권 리서치센터