

3월 Derivatives Monthly

KOSPI200 선물, 제한적 조정 기대

Derivatives Analyst



정인지

02 3770 3528

inji.jung@yuantakorea.com

KOSPI200 선물, 제한적 수준의 조정 기대

인플레이션 리스크 재부각, 작년 8, 11월 고점대 돌파 실패로 KOSPI200 선물 단기 조정 국면 진행
 길어진 고점대 형성 기간, 거래량과 미결제 약정의 추세적 감소, 추세적으로 매수하는 비차익 프로그램
 매매 패턴 고려 시 조정 가능 폭 제한적 전망

KOSDAQ150 선물, 견조한 조정 국면

연초 이후 강한 상승으로 11월 고점대 돌파했지만 최근 상승 탄력 둔화
 현선물 시장에서 지속된 외국인 매수세와 주가 흐름 고려 시 기간 조정 가능성 우위
 거래량과 미결제약정 기초적 감소로 중장기로 상승 국면 전환 가능성 존재

KOSPI200옵션, 위클리 옵션의 약진

위클리 옵션 거래량 평균적으로 월간 옵션 상회. 개인 투자자 비중 높고 상대적으로 투기적 거래 많음
 외국인 월간 옵션 포지션, 주가 하락 제한되는 가운데 변동성 축소 기대하는 모습

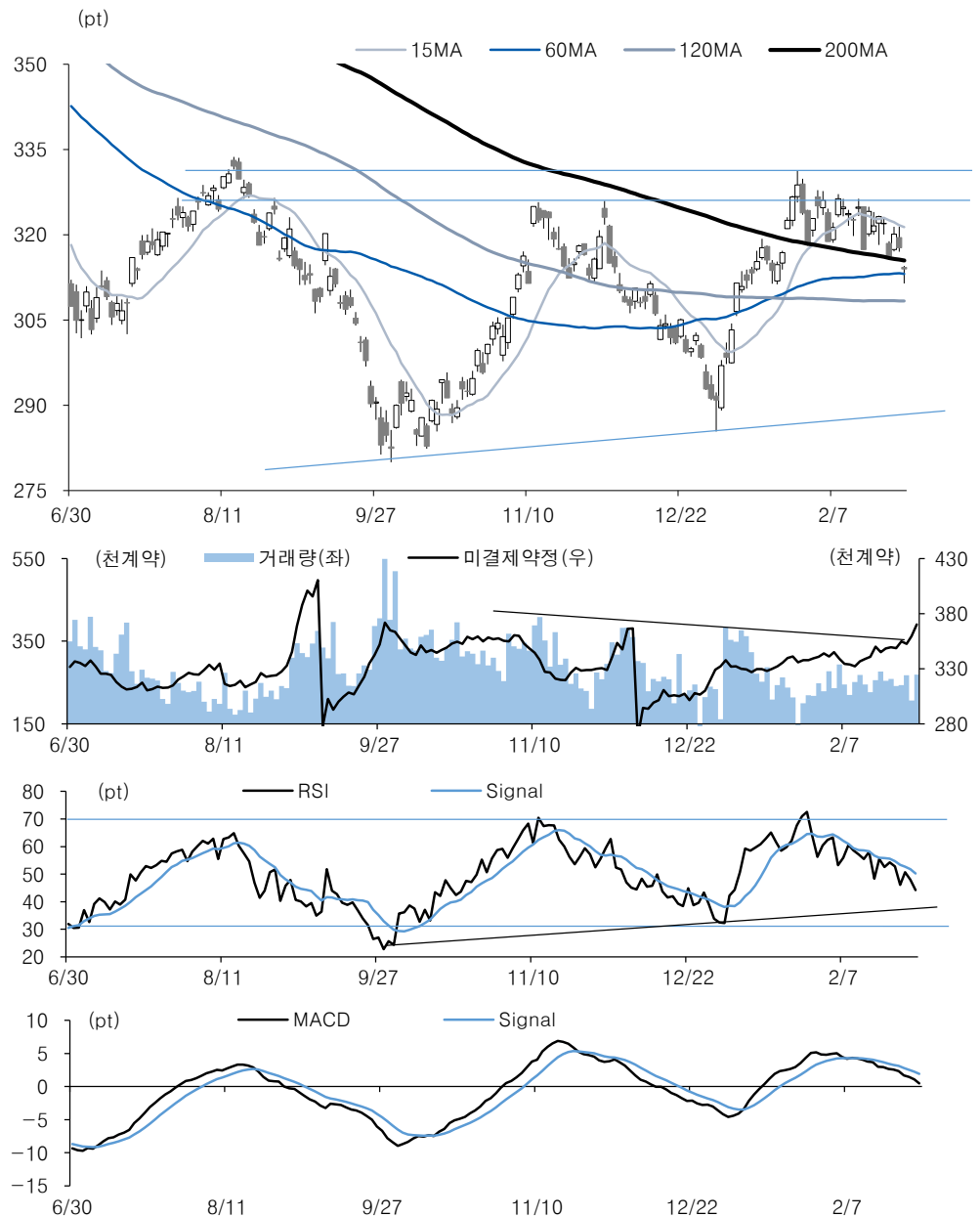
KOSPI200 선물 가격과 이동평균선



자료: 유안타증권 리서치센터

KOSPI200 선물 : 제한적 수준의 조정 전망

KOSPI200 최근월물 선물 가격과 RSI, MACD, 근월물과 차월물 거래량과 미결제약정 함께 추이



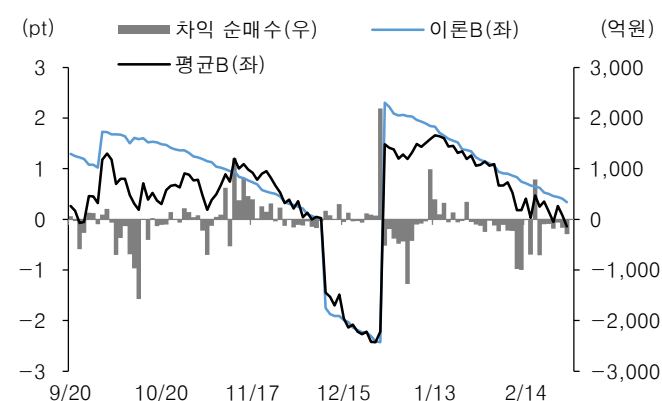
자료: Check, 유안타증권 리서치센터

2월 중 KOSPI200 선물 가격은 작년 8월과 11월 고점대 사이에서 상승이 제한되면서 횡보하다가 점차로 하방으로 방향을 진행되었다. 특히 전일에는 2월 중 내내 지지되던 200일 이평선을 이탈하면서 추가 하락에 대한 우려감이 부각되었다.

인플레이에 대한 우려가 완화되면서 반등하다가 FOMC를 거치거나 연준 인사들의 매파적 발언이 나오면 다시 하락하는 패턴은 작년 하반기부터 내내 반복되었고, 지금도 계속되고 있다. 다만 그 과정에서도 8월, 11월, 2월의 고점대 형성 과정을 보면 시간이 경과할수록 고점대 형성 기간이 길어졌다. 반면 지난 1월 저점은 10월보다 높은 곳에서 나왔고, 바닥 형성 기간도 짧았다. 기존의 패턴이 이어진다면 최근 진행 중인 하락은 작년 12월보다 약하게 나타나고, 저점도 1월 보다 높을 것으로 가늠할 수 있을 것이다.

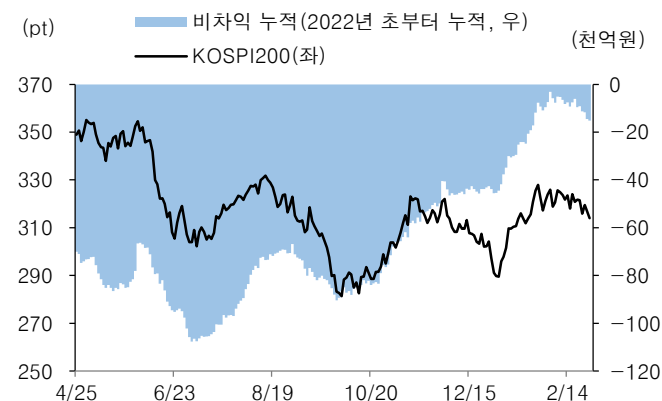
KOSPI200 선물시장의 거래량 지표를 보면 작년 9월 급락 후 점차로 줄어드는 추세를 보이고 있어 매도세가 점차로 약해지는 모습으로 해석할 수 있다. 스윙 관련 보조지표인 RSI에서도 지난 9월 말 이후 저점을 높이고 있어 RSI 지표로는 이미 상승 추세선에 근접한 모양이다. 아직은 단기 하락세 진행 중으로 일정한 바닥 확인 과정 필요하지만 하락 가능 폭이 제한적일 것이라는 전망은 다양한 지표를 통해 예상 가능한 상황이다.

차익관련 프로그램 매매와 이론 베이스, 평균 베이스 추이



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

비차익 프로그램 누적 순매수와 KOSPI200 지수 추이

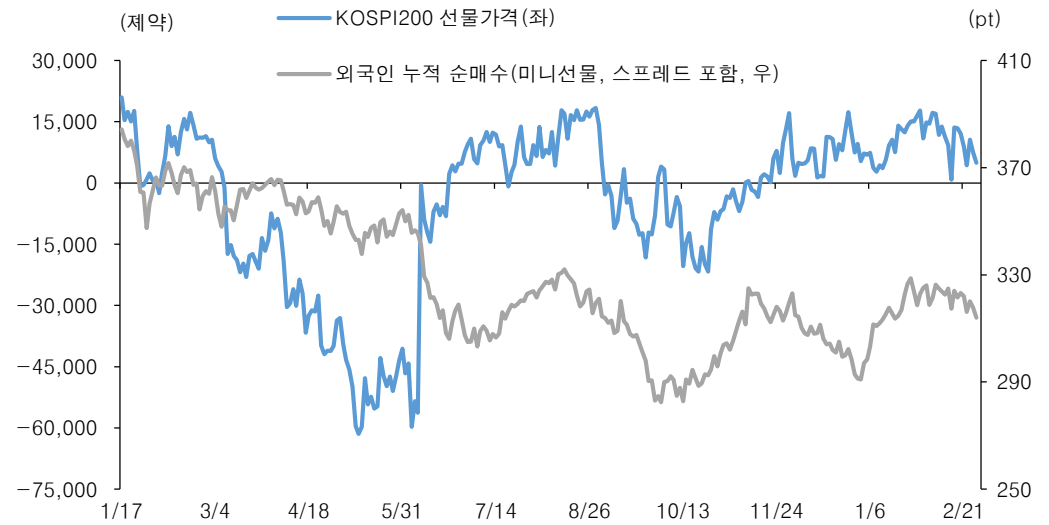


자료: Check, 유안타증권 리서치센터

1월 중에는 주식시장이 강세를 보였지만 연초 이후 대부분 장 중 평균 베이스가 이론 베이스를 하회하는 모습을 보였다. 다만 차익거래 시장 자체가 크지 않아 차익관련 프로그램 매물이 많이 나오는 날에도 1천억원대에 머물어 시장에 미치는 영향은 제한적이었다.

시장에 좀 더 강한 영향을 미치는 것은 차익보다는 비차익 프로그램 매매라고 할 수 있다. 위의 우측 차트에서 볼 수 있듯이 지난 6월 말 이후 비차익 프로그램 매수는 약 10조원 가량 유입되었고, 그 간의 단기 조정 국면에서는 비차익 프로그램 매물이 출회되는 모습을 보였다. 2월 중에도 완만하게 비차익 매물이 출회되면서 KOSPI200 지수 흐름이 조금씩 아래로 기울었다.

외국인 선물누적 순매수(미니선물과 스프레드 포함)와 KOSPI200 선물 가격 추이

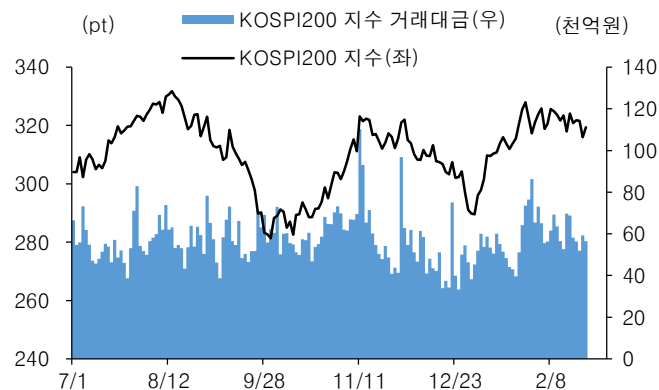


자료: Check, 유안타증권 리서치센터

KOSPI200 선물 수급 상으로 외국인 포지션은 매수 우위지만 적극적이지 않은 모습이다. 작년 11월 중에 누적 순매수 포지션이 순매도에서 순매수로 전환되었지만 18,000계약을 넘긴 적이 없었고, 그나마 2월 중에는 고점이 조금씩 낮아지는 모습을 보였다. 특히 장 중에 대규모로 매수하거나 매도할 경우 장 막판에 포지션을 크게 줄이는 등 주로 장 중 매매에 임하는 모습이었고, 시장의 방향성은 상승에 무게를 두지만 적극적인 방향성 베팅을 하지 않고 있는 것으로 보인다.

거래대금 기준으로 KOSPI200 선물은 현물 대비 약 400% 정도, 미니 선물은 20% 부근의 거래대금을 형성 중이다. 주가 흐름에 따른 현물 대비 선물 거래대금의 패턴은 두 선물이 비슷하게 나타났다는데, 조정 시점에서 현물 대비 선물 거래대금 비중이 증가하는 일반적인 모습을 보였다.

KOSPI200 지수와 거래대금 추이



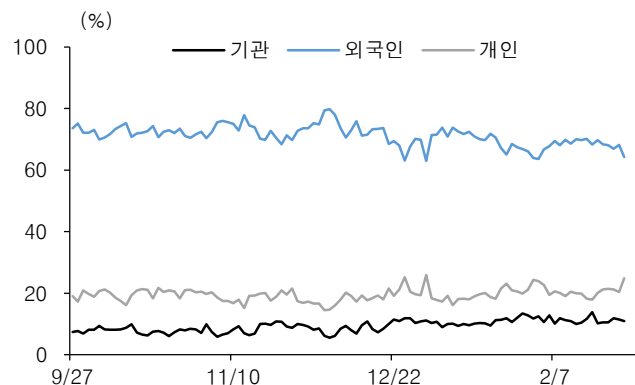
자료: 유안타증권 리서치센터

KOSPI200 지수 현물 대비 KOSPI200 선물과 미니 선물 거래대금 비율 추이



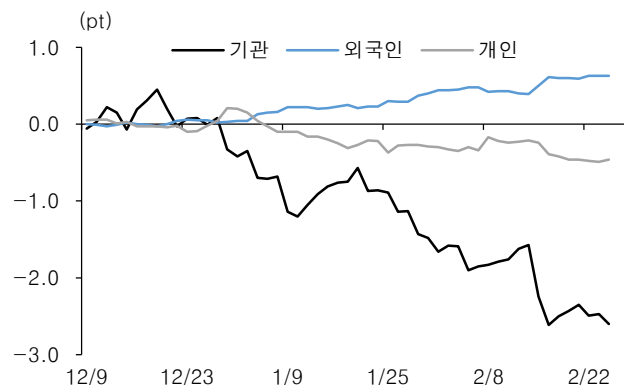
자료: 유안타증권 리서치센터

KOSPI200 선물, 투자 주체 별 거래대금 비중 추이



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

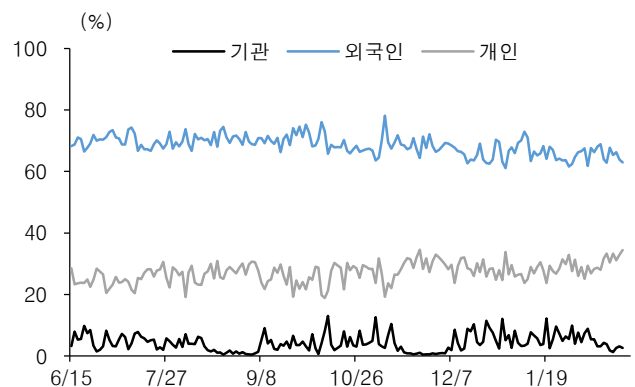
KOSPI200 선물, 투자 주체 별 장중 평균 매도 단가 - 매수 단가 누적 추이



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

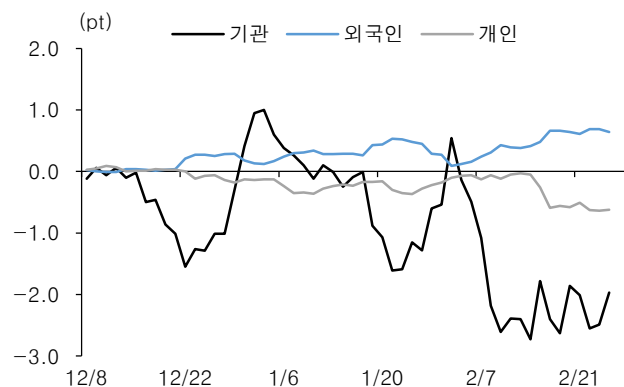
KOSPI200선물의 경우 외국인 70%, 개인 20%, 기관 10% 정도의 비중을 형성 중이다. 장 중 평균 매도가격에서 매수 가격을 뺀 수치를 누적해보면 외국인은 꾸준히 수익을 내고 있고, 개인과 기관은 손실이 누적되는 것을 볼 수 있는데, 기관은 대부분 헷지 내지 차익거래를 하기 때문에 반드시 손실이라고 보기는 어려울 것이다. 미니 선물은 기관 비중이 평균 4% 정도로 특히 낮게 나타나고 있고, 개인 비중이 약 27%로 상대적으로 높은 모습을 보였다. 누적 거래 손익은 KOSPI200 선물과 마찬가지로 외국인 수익에 개인과 기관의 손실로 볼 수 있다.

미니 선물, 투자 주체 별 거래대금 비중 추이



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

미니 선물, 투자 주체 별 장중 평균 매도 단가 - 매수 단가 누적 추이



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

KOSDAQ150 선물 : 견조한 조정 국면

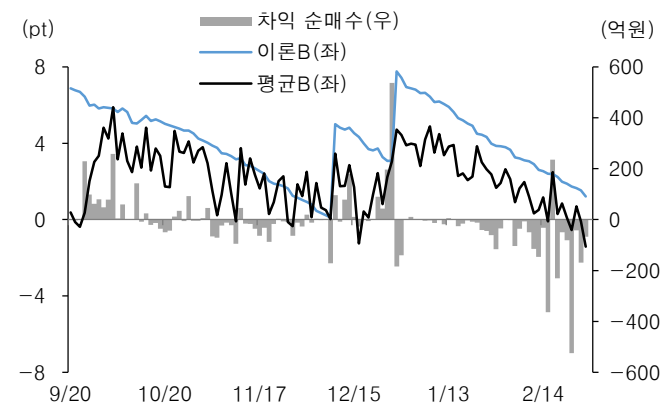
KOSDAQ150 최근월물 선물 가격과 MACD, 근월물과 차월물 거래량과 미결제약정 함께 추이



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

KOSDAQ150 선물 가격은 연초 이후 최근까지 꾸준히 상승세를 보이다가 2월 말경에 조정이 시작되면서 추세지표인 MACD에서 매도 신호가 발생한 상황이다. 현물과 선물 시장에서 외국인 투자자들이 매수세를 형성해 연초부터 KOSDAQ시장에서 약 7,000억원 순매수했고, KOSDAQ선물 금액 기준으로 약 6,250억원 순매수해 시장을 견인했다. 최근 인플레이에 대한 우려감이 다시 부각되면서 탄력 둔화 중이지만 200일 이평선과 11월 고점대 등이 지지대로 자리잡았고, KOSPI 시장에 비해 상대적으로 견조한 흐름을 보이고 있어 조정 가능 폭은 제한적이라 전망된다. 또한 선물 거래량과 미결제 약정이 작년 9월 말 이후 추세적으로 줄어들고 있어 점차로 강세 기조로 변해가는 과정에 있다는 판단이다.

KOSDAQ150 선물 이론베이스와 평균베이스, 차익관련 프로그램 매매 추이



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

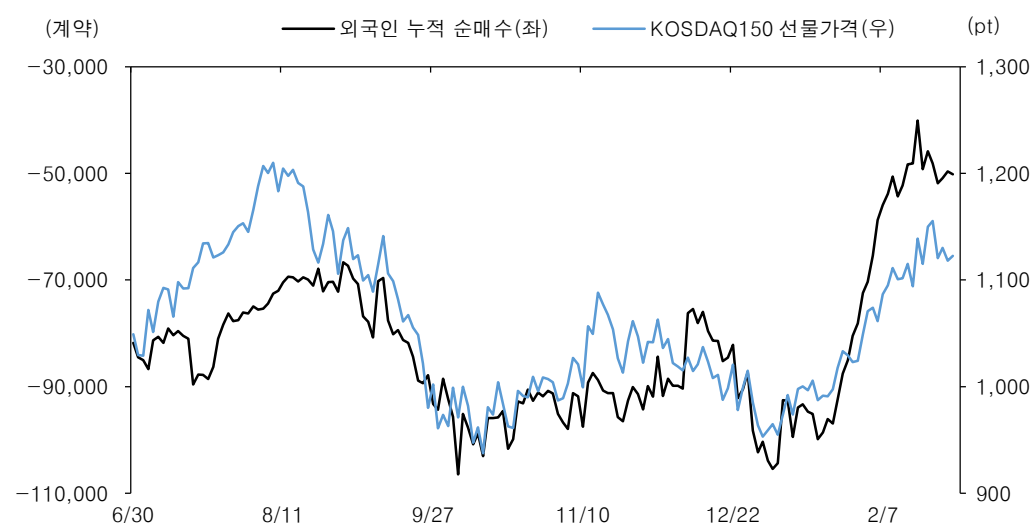
비차익 프로그램 누적 순매수와 KOSDAQ150 지수 추이



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

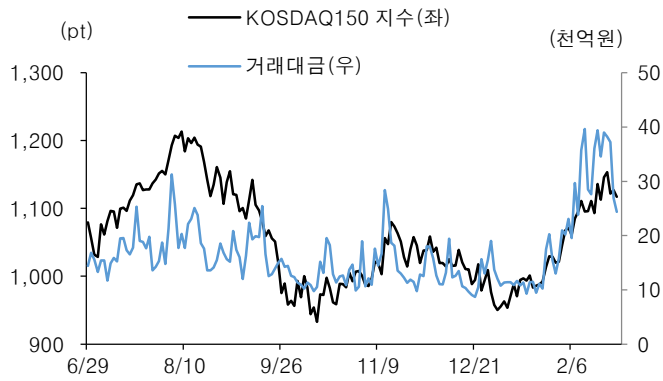
KOSDAQ150 선물 가격은 대체로 이론 베이스를 하회하는 모습을 보이는 가운데 차익 관련 프로그램 매매가 존재하지만 차익 매물이 크게 출회되는 날에도 600억원을 초과하지 않아 시장에 큰 영향을 주지 못하고 있다. 다만 비차익 프로그램 매매와 외국인 선물 포지션은 시장의 방향성에 결정적인 역할을 하고 있다. 상단 우측의 비차익 프로그램 누적 순매수는 저점 대비로 약 1조원 가량의 매수세가 유입되었는데, 이들 비차익 프로그램 매매의 대부분은 외국인 투자자들이 차지하고 있다. 한편 아래 차트에서 볼 수 있듯이 외국인 투자자들의 선물 누적 순매수 포지션 역시 시장의 방향성과 중요한 상관관계를 갖는 것을 알 수 있다. 최근에는 선물시장에서 외국인 매수세가 주춤하면서 선물 가격도 탄력이 둔화된 모양이다.

KOSDAQ150 선물 가격과 외국인 누적 순매수(스프레드 거래 포함) 추이



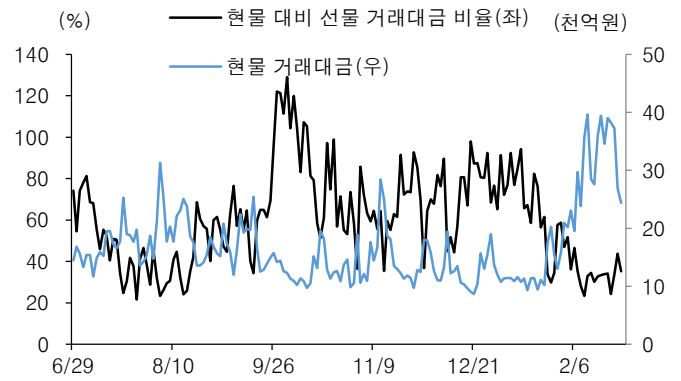
자료: Check, 유안타증권 리서치센터

KOSDAQ150 지수와 거래대금 추이



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

KOSDAQ150 지수 현물 거래대금과 현물 대비 선물 거래대금 추이

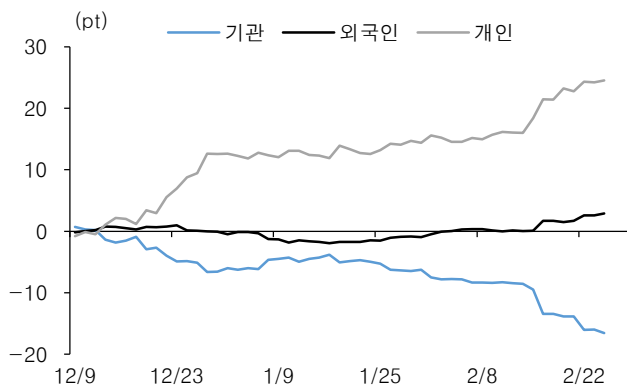


자료: Check, 유안타증권 리서치센터

일반적으로 상승 시 주식 거래량이 증가하고 하락 시 선물 거래량이 증가하는데, KOSDAQ150 선물 시장에서도 이런 모습이 관찰된다. 좌측 상단의 KOSDAQ150지수 가격은 거래대금과 상관관계가 높게 나타나지만 우측의 현물대비 선물 거래대금은 하락 국면에서는 100%를 넘기기도 하지만 상승 시에는 20%대에 머물기도 했다.

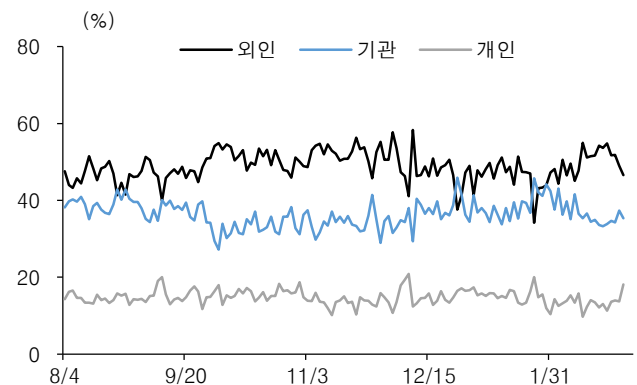
외국인과 기관, 개인의 작년 하반기 이후 평균 거래대금 비중은 각각 49%, 36%, 15%를 기록 중이다. 재미 있는 것은 다른 선물과 달리 작년 12월 만기 이후 개인투자자들의 평균 매도단가에서 매수단가를 뺀 값의 누적치가 우상향하는 모습을 보였다는 점이다. 외국인들은 사실상 중립에 가깝고 기관 투자자들은 우하향 했다. 기관의 경우 ETF 등의 기초자산으로 활용된 점을 고려하면 반드시 손해라고 할 수는 없을 것이다.

KOSDAQ150 선물 투자 주체 별 장중 평균 매도 단가 - 매수 단가 누적 추이



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

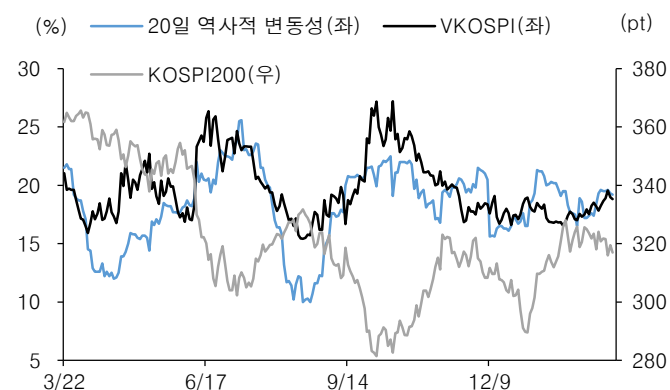
KOSDAQ150 선물 투자 주체 별 거래대금 비중 추이



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

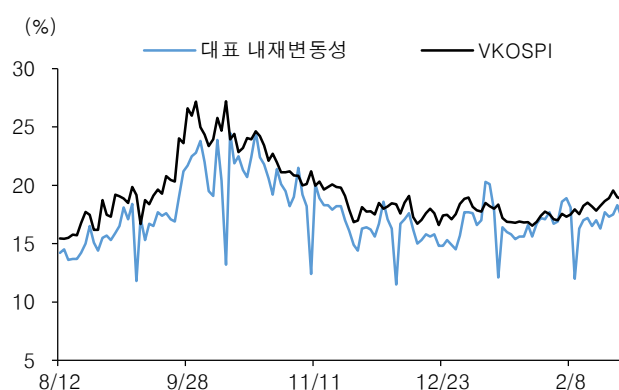
KOSPI200 옵션(월간, 위클리, 미니 옵션) : 위클리 옵션의 약진

VKOSPI, 역사적 변동성, KOSPI200 지수 추이



자료: 한국예탁결제원, 유안타증권 리서치센터

VKOSPI와 옵션 대표 내재 변동성 추이

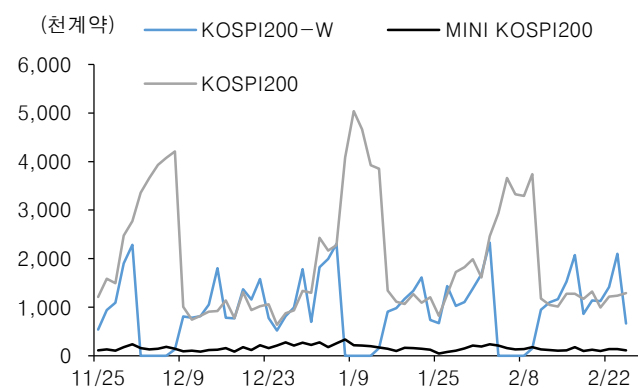


자료: 한국예탁결제원, 유안타증권 리서치센터

옵션의 가격을 나타내는 변동성 지수는 일반적으로 기초자산인 KOSPI200지수와 반대로 움직이는 경향이 있다. 그러나 작년 11월 이후의 등락 과정에서 VKOSPI는 그다지 큰 변화를 보이지 않은 가운데 점차로 하향 안정되다가 최근 주가 조정과 더불어 점차로 상승하는 모습을 보이고 있다. KOSPI200 지수의 조정 폭이 확대되면 다시 변동성 지수도 확장되겠지만 2021년 하반기부터 일시적인 변동성 축소 이후 급격한 확대를 반복했던 흐름과는 크게 달라진 모습이다

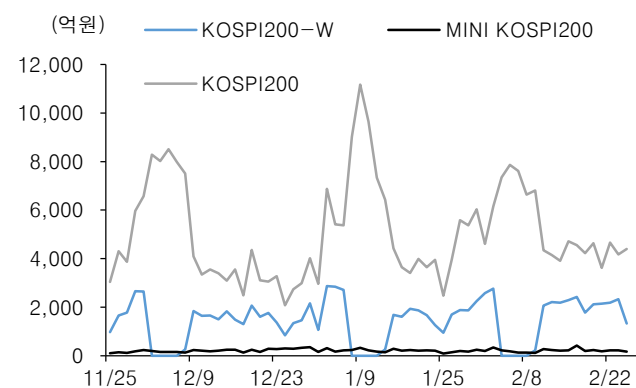
옵션시장 수급에서 가장 눈에 띄는 현상은 위클리 옵션 시장의 성장이다. 위클리 옵션의 거래량은 월간 옵션의 거래량과 유사한 수준을 보이고 있다. 거래대금이 월간 옵션보다 낮은 것은 위클리 옵션은 만기가 짧기 때문에 월간 옵션에 비해 가격이 낮아서 나타난 현상이다. 다만 월간 옵션의 만기주 거래량은 여전히 위클리 옵션의 두배 수준에서 형성되고 있다.

옵션 종류별 거래량 추이



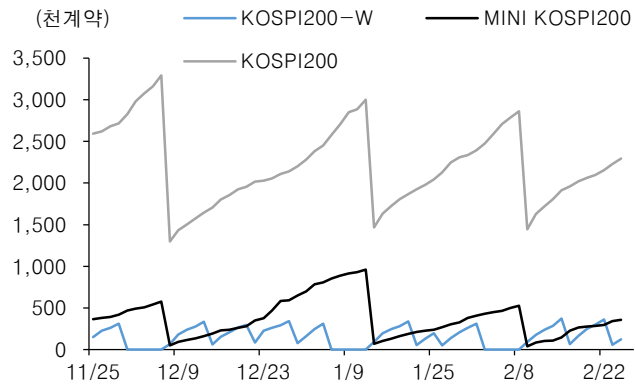
자료: Check, 유안타증권 리서치센터

옵션 종류별 거래대금 추이



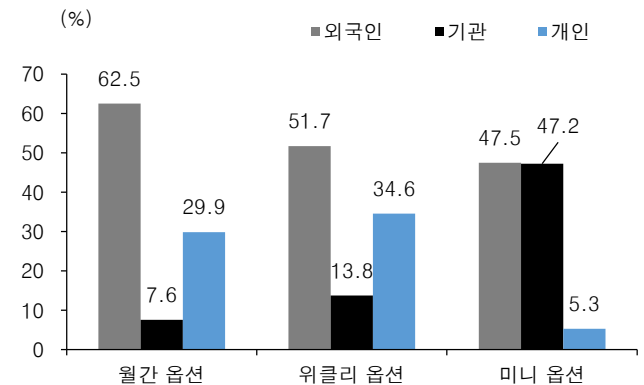
자료: Check, 유안타증권 리서치센터

옵션 종류별 미결제약정 추이



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

옵션 종류별 거래량 비중(연초 이후)

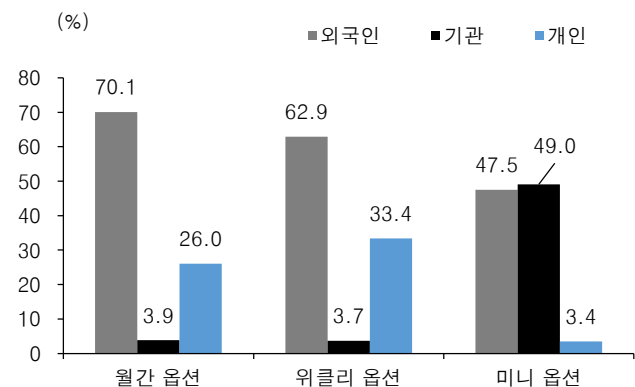


자료: Check, 유안타증권 리서치센터

재미 있는 점은 KOSPI200 미니 옵션의 일평균 거래대금(연초 이후)이 약 220억원으로 위클리 선물의 약 12%에 불과하지만 미결제 약정은 셋째 주부터는 대부분 미니 옵션의 미결제 약정이 위클리 옵션보다 많게 나타난다. 이는 그 만큼 위클리 옵션의 단기 매매가 성행하고 반대로 미니 옵션은 포지션 구축 중심으로 매매를 하는 것을 알 수 있다.

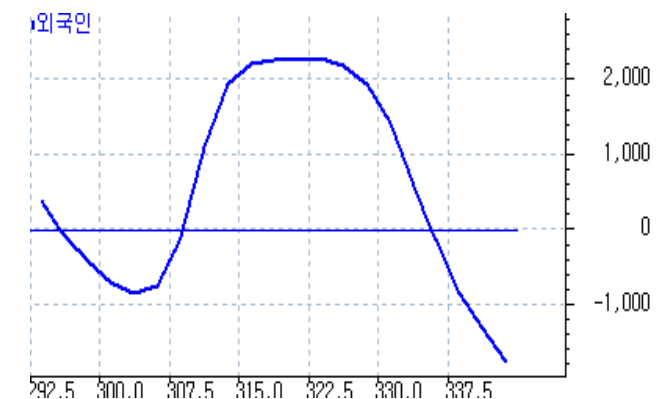
미니 옵션의 경우 외국인과 유동성 공급을 하는 기관(금융투자)가 절반씩 거래를 하고 개인의 비중은 거래대금 기준 5.3%로 낮은 상황이다. 반면 위클리 옵션의 개인 거래대금 비중은 34.6%로 월간 옵션의 30%보다 높은 수치를 기록 중이다. 한편 현재 외국인 월간 옵션 포지션을 살펴보면 방향성은 추가로 하락하지 않는 가운데 변동성이 축소될 가능성을 높게 평가하는 모습이라 할 수 있다.

옵션 종류별 거래대금 비중(연초 이후)



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

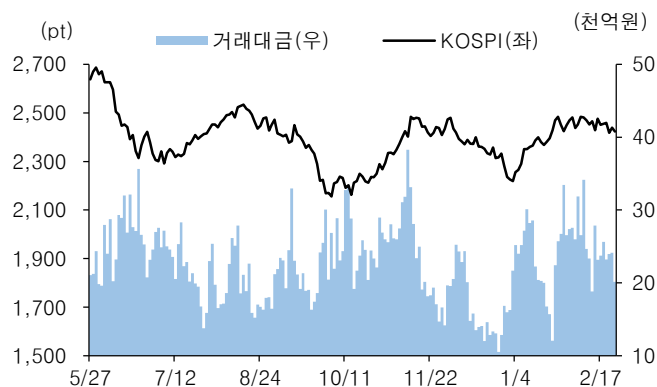
외국인 옵션 추정 합성 포지션(2월 만기 이후 누적)



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

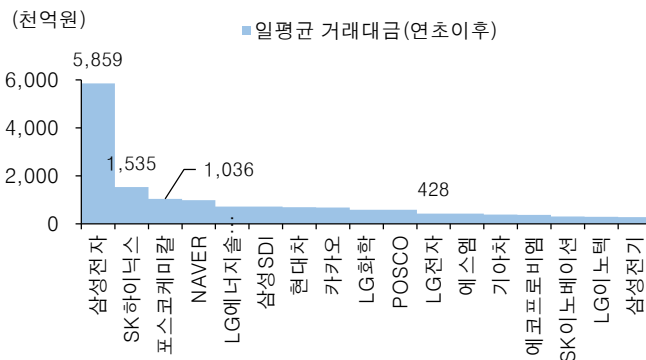
개별주식 선물 : 연기금이 수급 주도

KOSPI와 개별주식선물 전체 거래대금 추이



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

일평균 거래 대금 상위 종목(연초 이후)

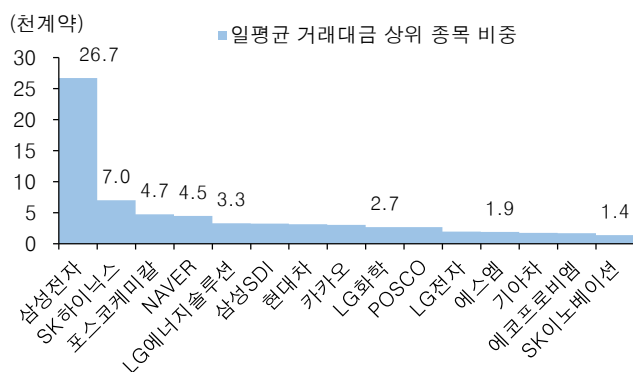


자료: Check, 유안타증권 리서치센터

개별주식 선물은 개별 주식을 기초자산으로 하고, 그 종목 수는 177개이다. 매년 7월에 기초자산의 변화에 따라 신규 종목을 상장하기 때문에 기초자산 수는 꾸준히 증가하고 있다. 연초 이후 일평균 거래대금은 약 2.4조원인데, 시장 상황에 따라 거래대금이 1조원대에서 3조원대까지 변화한다. 개별 주식 선물은 주식의 성격과 선물의 성격을 모두 가지고 있어 주가가 중기 저점을 형성하거나 고점을 형성할 때 거래가 증가한다.

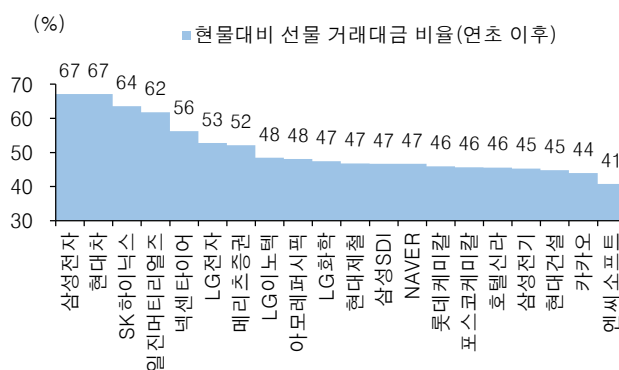
개별주식 선물은 최근월물 수는 177개이지만 전체 거래대금의 26.7%가 삼성전자로 절대적 우위를 점하고 있고, 그 다음으로 SK하이닉스(7%), 포스코케미칼(4.7%) 등이 뒤를 잇는 가운데 이후 거래대금 비중 감소세는 매우 완만하게 나타난다. 현물대비 선물 거래대금 비율은 삼성전자가 67%로 가장 높게 나타났고, 다른 주요 종목들은 대체로 30~40% 수준의 비율을 보이고 있다.

거래대금 상위 비중(연초 이후)



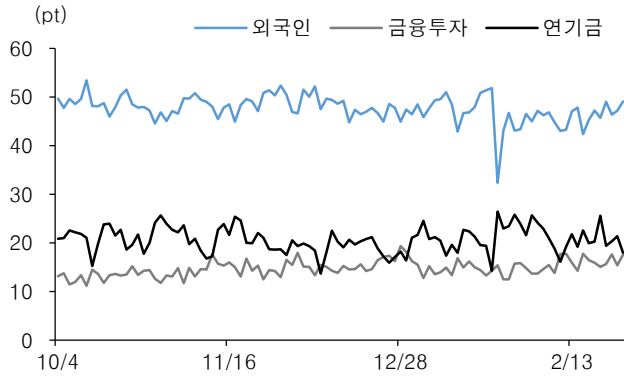
자료: Check, 유안타증권 리서치센터

현선비율 상위 종목(연초 이후)



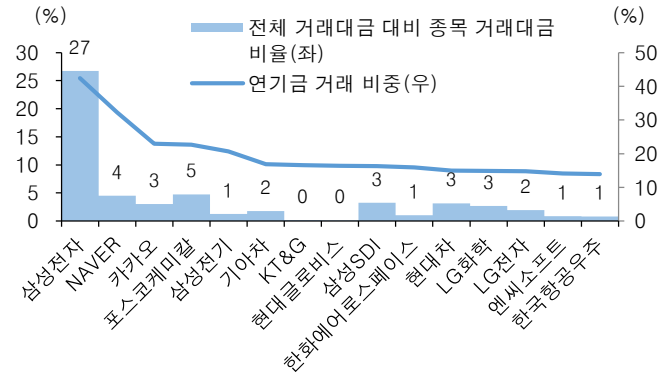
자료: Check, 유안타증권 리서치센터

개별 주식 선물 투자 주체별 거래 비중 추이



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

연기금 거래 비중 상위 종목의 전체 거래대금 대비 종목 거래대금 비중

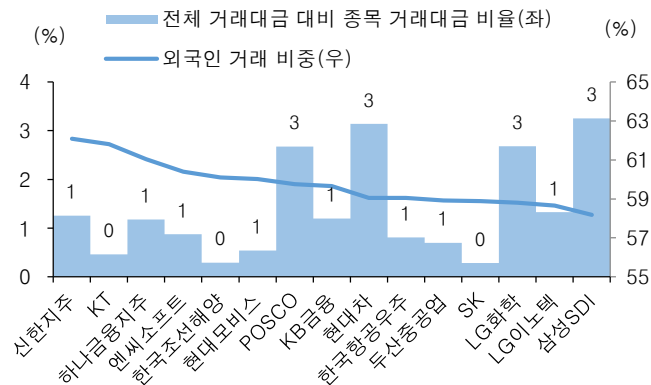


자료: Check, 유안타증권 리서치센터

개별 주식 선물 시장에서 거래 비중이 가장 높은 주체는 외국인으로 연초 이후 46.4%를 기록했고, 그 다음이 연기금(21.2%), 개인(15.6%), 금융투자(15.1%) 순이다. 금융투자는 유동성공급자(LP)역할을 하기 때문에 사실상 주도적 참여자로 보기 어렵고, 연기금은 주로 차익거래를 하고 있기 때문에 유동성이 풍부한 종목들을 중심으로 거래한다. 우측 상단의 차트는 연기금 거래 비중이 높은 종목들의 저네 대비 거래대금 비중을 나타내고 있는데, 삼성전자, NAVER, 카카오 등 연기금 거래 비중이 높은 종목들은 대부분 거래 비중이 높은 종목들이다.

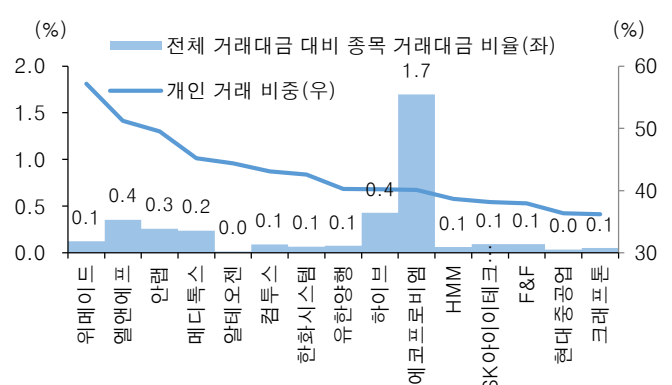
외국인들은 전방위적으로 주식선물 거래에 참여하고 있어 외국인 비중이 높은 종목들이 반드시 유동성이 풍부한 종목이 아님을 알 수 있다. 한편 개인 거래 비중이 높은 종목들은 외국인과 연기금의 참여가 저조한 종목들로 대부분 거래가 활발하지 않은 종목들이다.

외국인 거래 비중 상위 종목의 전체 거래대금 대비 종목 거래대금 비중



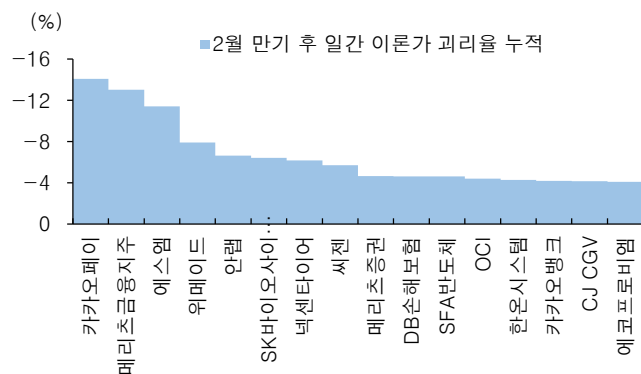
자료: Check, 유안타증권 리서치센터

개인 거래 비중 상위 종목의 전체 거래대금 대비 종목 거래대금 비중



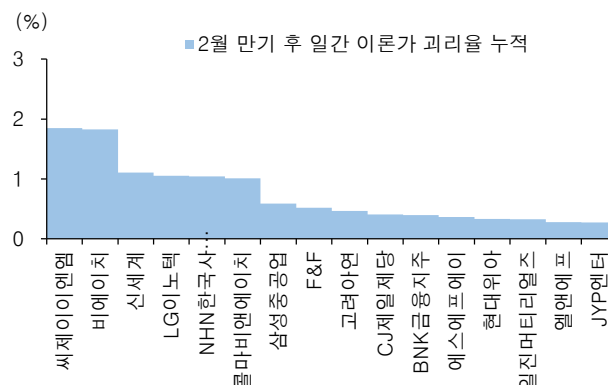
자료: Check, 유안타증권 리서치센터

일간 (평균베이스스-이론베이스스)/평균가격*100 누적 하위 종목



자료: 유안타증권 리서치센터

일간 (평균베이스스-이론베이스스)/평균가격*100 누적 상위 종목



자료: 유안타증권 리서치센터

시장 베이스라는 관점에서 볼 때, 일반적으로 거래량이 풍부한 종목들은 차익거래 기회를 좀처럼 허용하지 않는다. 시장 베이스는 대체로 이론 베이스 수준에서 움직인다. 특히 접근이 쉬운 매수 차익거래 기회는 좀처럼 발생하지 않아 우측 상단의 차트에서와 같이 2월 만기 후에 일간 이론가 괴리를 합계치 최상위 종목도 2%를 넘지 못하고 있다.

반면 이론가 괴리를 크게 하회하는 종목들은 간간히 나타나는데 카카오페이의 경우 2월 만기 후 12거래일 간 일간 이론가 괴리율 합계치가 -14%에 육박한다. 이는 거의 매일 이론가 괴리율이 -1%를 유지했다는 의미이다. 이런 수치가 유지될 수 있는 이유는 이론가 괴리율은 낮게 나타났지만 유동성 한계로 인해 실제 거래 기회가 많지 않았고, 공매도 여건이 용이하지 않았기 때문으로 추정된다. 어쨌든 유동성이 풍부한 경우라면 개별 주식 선물 시장에서 차익거래 기회는 좀처럼 존재하지 않는 모습을 보였다.

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 정인지)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.