

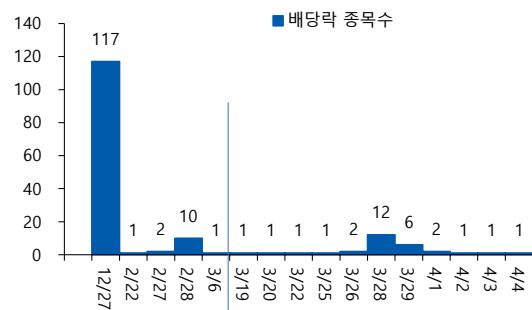


## 시장 스프레드 고평가 국면

### 1. 3월물 이론 가격 계산에서 고려할 점

- KOSPI200 선물 3월물 이론 가격 계산과 관련하여 거래소 이론가 계산 규정 변화.
- 내년 3월 만기까지 배당락일이 올해 연말 뿐 아니라 내년 2월까지 여러 차례 있을 것으로 예상되기 때문.
- KOSPI200 지수 종목 중 작년 연말 배당락은 117종목. 3월 만기 전까지 배당락된 나머지 종목은 14종목임.

KOSPI200 종목 중 2023년 연말 배당에 대한 배당락일과 배당락일 별 배당 종목 수



자료: 유안타증권 리서치센터

### 2. 시장 스프레드 고평가 국면

- KRX에서 발표한 3월물 배당액 지수는 3.28pt 이는 작년과 같은 배당을 전제로 계산된 수치라 올해 배당 추정을 통해 수정해야 함.
- 작년 3월 만기 전까지 배당락된 종목들의 배당금은 16.79조원, 올해 추정은 16.53조원임.
- 수정 이론 스프레드는 -0.51pt인 가운데 시장 스프레드가 -0.16pt로 시장 스프레드가 고평가된 상황.

KOSPI200선물, 이론 스프레드와 장 중 평균 시장 스프레드 추이. 최근 시장 스프레드 이론가 상회



자료: 유안타증권 리서치센터

## 1. 3월을 이론가격 계산에서 고려할 점

지난 11월 11일 주가지수선물 이론가격 계산에 대한 거래소 규정이 개정되었다. 이전 까지는 지수선물 만기 전에 배당락일이 한번 밖에 없었지만 작년부터 연말배당 기준 일이 여러 개가 되면서 배당액지수 계산 방식에 변화가 필요했기 때문이다.

[차트1]에서 볼 수 있듯이 각 회사별로 배당락일에서 만기까지 남은 기간  $t_i$  와 해당 기간에 적용되는 선도금리  $f_i$  를 기준으로 종목별 배당액 지수를 정하고 그것을 합산 한 값인  $\sum D_i$  를 지수선물의 배당액 지수로 산정하게 되었다.

작년에 KOSPI200 지수 종목들 중 배당이 있었던 종목들은 159개 종목이고, 연말 기준으로 배당락이 있었던 종목이 117개이고, 2024년 중 3월 만기 이전에 배당락이 있었던 종목은 14개였다.

거래소에서 발표하는 배당액 지수는 작년 배당액을 기준으로 하기 때문에 KOSPI200 선물 2025년 3월물의 이론가격을 계산하는 데 있어서 배당과 관련하여 고려할 종목은 131개이고, 이 종목들의 올해 배당 추정치를 추가로 반영해야 할 것이다.

[차트1] KOSPI200 선물 이론가격 계산공식, 연말 배당일의 변화로 다소 복잡해진 상황

$$F = S \times \left(1 + r \times \frac{t}{365}\right) - \sum D_i$$

$$D_i = \frac{Div_i}{MC} \times 100 \times \left(1 + f_i \times \frac{t_i}{365}\right)$$

$F$  : 선물 이론가격,  $S$  : 전일 기초자산 기준가격,

$r$  : 무위험 이자율,  $t$  : 만기까지 잔존일수,

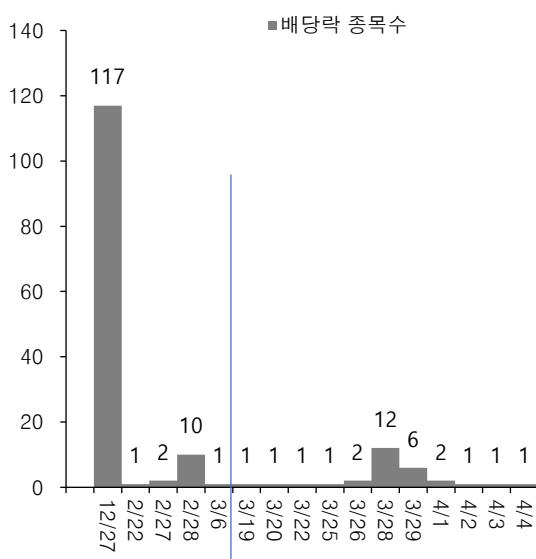
$D_i$  : 선물배당액지수,  $Div_i$  : 현금배당금총액,

$MC$  : 주가지수 기준시가총액,

$t_i$  : 배당락일에서 최종거래일까지 기간 일수

$f_i$  :  $r$ 을 이용하여 산출한  $t_i$  기간에 적용되는 선  
도금리

[차트2] KOSPI200 종목 중 2023년 연말 배당에 대한 배  
당락일과 배당락일 별 배당 종목 수



## 2. 시장 스프레드 고평가 국면

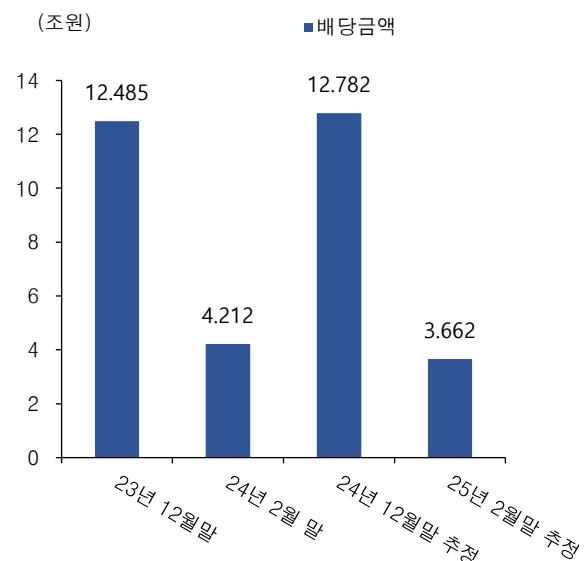
KRX에서 제공하는 2025년 3월물의 배당액 지수는 전일 기준 3.28pt이다. 이는 [차트1]에서 제시한 공식에 작년 배당금을 대입해서 얻은 수치이다. 수정 배당액지수를 구하기 위해서는 이 수식에 올해 배당금 추정치를 산입하면 될 것이다.

계산의 단순화를 위해서 배당락일을 올해 연말과 내년 2월 말 2회로 가정하고, 선도금리를 현재 무위험이자율로 대체하고, 작년 연말에 배당한 주식과 2월말 전후해 배당한 주식들의 올해 배당 추정치를 기준으로 계산하면 배당액 지수는 3.22pt가 된다.

배당 추정은 당사 애널리스트의 추정치가 있는 경우 그것을 사용했고, 없는 종목들은 시장 컨센서스나 작년 배당을 올해 배당 추정치로 활용했다. 작년 연말과 3월 만기 전까지 배당 금액은 16.79조원인데, 올해 추정치는 16.53조원이다.

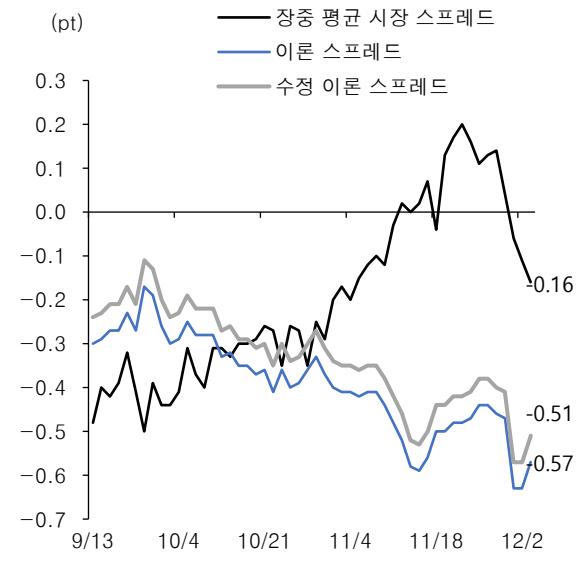
따라서 현재 3월물 이론가에 비해서 0.06pt 정도 이론가가 높게 형성되어야 하고, 이론 스프레드는 -0.51pt 정도 되어야 할 것이다. 현재 시장 스프레드가 -0.16pt 수준에서 형성되어 이론가에 비해 상당히 고평가된 것을 알 수 있다.

[차트3] 배당락 기간별 작년 배당 금액과 올해 배당 금액 추정치 분포



자료: 유안타증권 리서치센터

[차트4] KOSPI200선물, 이론 스프레드와 장 중 평균 시장 스프레드 추이. 최근 시장 스프레드 이론가 상회



자료: 유안타증권 리서치센터

### 3. 외국인 선물 장 중 순매수 패턴

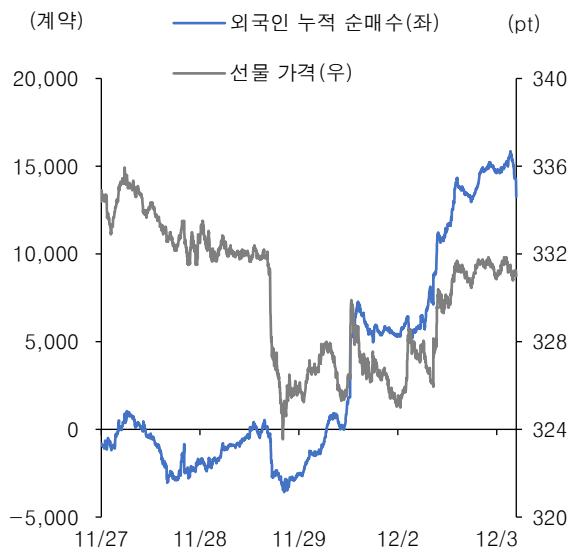
전일 외국인 투자자들은 유가증권 시장에서 5,645억원 순매수했고, KOSPI200 선물 시장에서는 5,039억원, 6,128계약 순매수를 기록했다. 미니선물과 스프레드를 고려한 누적 순매수는 11월 27일 11,767계약에서 전일 26,811계약으로 늘었다.

[차트5]에서 볼 수 있듯이 KOSPI200 선물 시장에서 외국인 투자자들은 지난 11월 27일 이후 선물 가격 하락 과정에서도 순매도가 제한된 가운데 점차로 순매수 규모를 늘려 나가면서 상승에 대비하는 모습이었다.

KOSPI200 옵션 시장에서 외국인 투자자들은 만기(12/12)까지 약 340pt에 도달하면 가장 유리한 포지션을 구축했다. 전일 KOSPI200 지수가 331.44pt로 약 8.5pt 정도의 상승을 예상하는 모습이다.

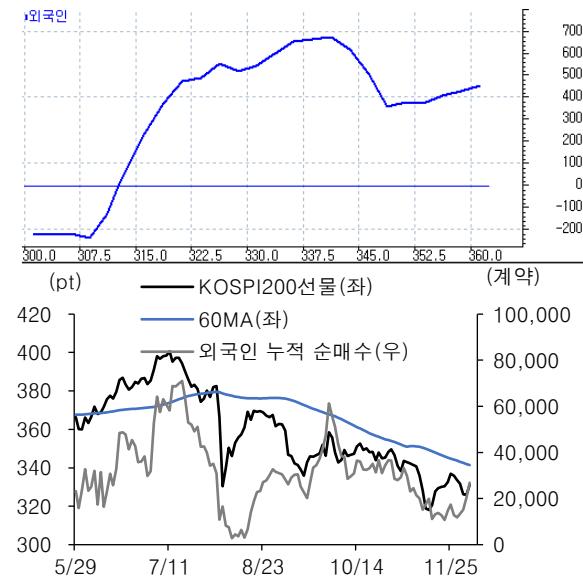
현재 KOSPI200 선물 가격의 60일 이평선이 341.42pt에 존재해 하락 속도를 고려하면 만기까지 60일 이평선 수준까지의 지수 반등 가능성을 타진할 수 있을 것이다. 8월 2일 이후로 60일 이평선을 회복한 적이 없기 때문에 동 이평선은 주가 흐름상 매우 중요한 분기점이 될 것이다.

[차트5] KOSPI200 선물 가격과 외국인 장 중 누적 순매수, 최근 단기 조정 과정에서도 외국인 순매도 제한



자료: 유안타증권 리서치센터

[차트6] KOSPI200선물 외국인 누적 순매수와 KOSPI200 옵션 외국인 누적 포지션



자료: 유안타증권 리서치센터