

2024. 11. 21

ETP전략팀

전군

팀장, Derivatives Strategist
gyun.jun@samsung.com

한수진

Research Associate
Soojin.han@samsung.com

2025년 파생상품시장 전망

Volatility, To Be or Not To Be

- 2024년, 중앙은행의 PIVOT 기대감으로 과도기적 평온함이 지배함. 미국 경제의 회복탄력성과 성장산업에 대한 선반영으로 글로벌 금융시장은 변동성 안정을 향유함
- 2025년, 미국 행정부의 정책불확실성이 야기할 불안정성과 선반영된 기대를 충족시키기 어려운 펀드멘탈로 인해 금융시장은 반복적으로 변동성 Spike가 발생할 듯
- 글로벌 금융환경이 복잡하고 불확실하며 변동성에 휘둘리는 모호한 상황으로 포트폴리오의 변동성 위험을 관리하는 것이 핵심적인 대응전략임

WHAT'S THE STORY?

2024년, 과도기적 평온함: 2024년 상반기에는 중앙은행의 금리인상 중단과 성장산업에 대한 선반영으로 변동성 억압이 지속되었지만 하반기 들어 끈적한 인플레이션과 성장산업의 과도한 밸류에이션 등으로 글로벌 금융시장의 변동성이 우상향하였음. 미국 대선으로 인한 정책 불확실성과 향후 경로의 모호함이 적절한 투자결정을 방해하는 노이즈로 작용하였음. 국내 파생상품시장은 선물 시장의 성장과 옵션의 정체가 특징됨. 변동성의 안정화로 옵션거래 수요는 부진한 반면 방향성 투자에 대한 수요가 선물로 집중되었음. 홍콩 HSCEI 연계 ELS의 손실로 파생결합증권은 위축된 반면 ETF시장은 신기록을 연일 경신하고 있음.

2025년, 복잡하고 불확실하며 변동성에 휘둘리는 모호한 투자환경: 미국 행정부의 정책 불확실성이 2025년 투자환경에 결정적인 변동성 요인으로 작용할 수 있음. 관세인상과 보호무역주의 강화가 인플레이션을 자극하고 성장잠재력을 훼손할 수 있음. 재정적자로 인한 금리 상승이 미국 연준의 금리인하를 지연시킬 수 있음. 미국 금융시장에서 발생한 변동성이 글로벌 시장으로 전염될 가능성이 한층 높아졌음. 다만 정책불확실성이 해소되고 미국이외 지역의 경기회복이 가시화된다면 하반기에는 글로벌 금융시장의 변동성이 진정될 기회를 확보할 것임.

2025년 파생상품 대응전략, Volatility To Be or Not To Be: 미국발 노이즈로 인해 글로벌 금융시장의 변동성이 반복적으로 Spike를 연출할 수 있음. 매크로 환경이 악화될 경우에는 금융시장의 변동성이 추세적으로 우상향할 수도 있어, 포트폴리오의 변동성 관리가 2025년 핵심적인 투자전략임. 특히 돌발 악재로 인한 포트폴리오 손실위험을 통제하기 위해 Tail Risk Hedging을 고려해야 함. 금리인하로 인해 High coupon 상품에 대한 투자수요가 급증할 것이며 이에 대한 파생결합증권의 전략적 대응이 필요함. 성장하는 해외파생상품에 대한 국내 기관투자자들의 전략적인 포지셔닝이 시작되어야 함. 2025년에는 파생상품 야간시장 개설과 공매도 재개, 주식시장 ATS 도입 등 구조적인 시장환경 변화가 예상됨. 야간시장 개설로 해외 시장의 이벤트를 실시간으로 대응할 수 있으며 WGBI 편입과 외환시장 선진화 등으로 FICC 파생상품시장에 새로운 투자자들이 유입될 수 있음. 공매도 재개에도 불구하고 성장동력을 확보한 개별주식선물 옵션의 자발적인 확장이 기대됨. 거래소 경쟁체제로 latency arbitrage 기회와 현물-파생상품의 확장된 차익거래 기회가 새로운 투자환경을 조성할 것임.

Compliance Note

본 조사항목은 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에
있습니다. 본 조사항목은 당사의 동의 없이 어떠한 경
우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할
수 없습니다. 본 조사항목에 수록된 내용은 당사 리서치
센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나,
당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따
라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결
과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수
없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없
이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

2024년 파생상품시장 동향

각종 시장외적 위험과 기대를 앞선 금리인하 기대감의 충돌

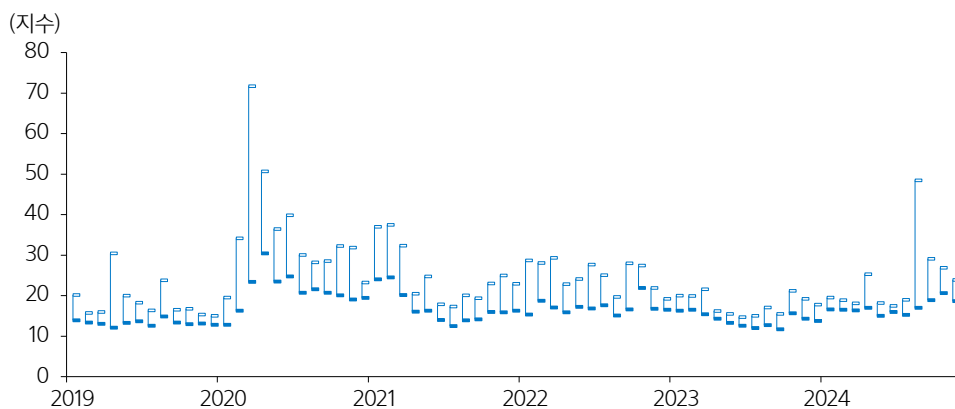
각종 시장외적 위험 vs 금리인하 기대감 충돌: 2024년 글로벌 금융시장의 변동성 흐름은 IT 섹터의 강세로 평안했던 상반기와 시장외부 위험이 금융시장을 혼란스럽게 한 하반기로 구분할 수 있음. 상반기에는 시가 선도하는 IT섹터, 소위 Magnificent 7이 주도한 주식시장의 상승세가 고금리와 경기부진의 우려를 압도하였음. 하반기에는 미국 연준의 금리인하에 대한 성급한 기대감으로 글로벌 금융시장이 혼란스러운 시간을 보냈음. 더구나 지정학적 위험과 미국 대선의 불확실성이 맞물려 8월에는 변동성의 발작까지도 연출되면서 하반기에는 변동성의 우상향 흐름이 진행되었음.

미국 M7의 압도적인 성과가 IT섹터에 한정되고 견고한 미국 경제에도 불구하고 중국 등 신흥국의 부진과 유럽 등 선진국의 취약함이 미국 예외주의를 더욱 심화시켰음. 미국 S&P500은 2023년말 대비 2024년 10월까지 25% 넘게 상승하였지만 유럽 EuroStoxx50과 중국 상해종합지수, 그리고 한국 KOSPI는 각각 +6%와 +16%, 그리고 -4%의 성과를 기록하였음.

14개월 동안 고정되었던 미국 연준의 정책금리는 2024년 9월 Big Cut을 계기로 금리인하 사이클에 진입하였음. 다만 장기간의 고금리로 인해 소비위축과 실업증가가 현실적 위험으로 부상하면서 미국경제의 침체 위험(Sahm's Rule)이 높아졌음. 이미 금리인하를 선방영하였던 주식시장은 침체 위험과 실적부진의 우려와 맞물리면서 2024년 3분기에 변동성의 일시적 발작을 초래하기도 하였음.

2024년 연중 내내 증폭된 지정학적 위험과 미국 대선의 불확실성은 글로벌 금융시장의 취약성을 더욱 부각시켰음. 강달러로 대변되는 미국 예외주의와 시장외적 위험으로 미국을 제외한 여타 금융시장은 2023년 대비 상대적으로 높은 변동성에 노출되었음. 한국의 변동성지수 VKOSPI는 2023년의 저점에서 점진적으로 우상향하는 반전을 보였으며 2020년 COVID-19 사태에 버금가는 변동성 Spike를 3분기에 연출하기도 하였음.

VKOSPI 월중 고점과 저점 추이: 2024년, 우려의 벽을 타고 일시적 발작까지



자료: KRX, 삼성증권

장내 파생상품시장 동향

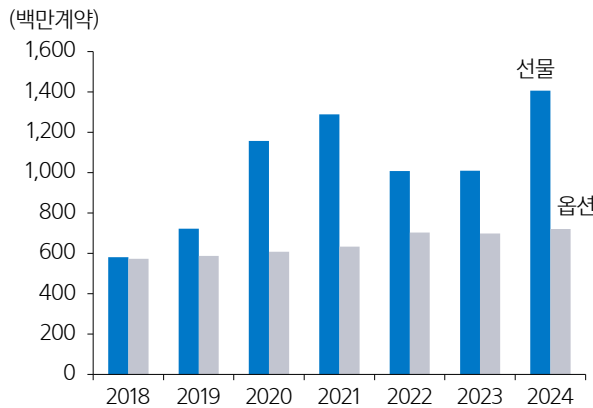
선물 거래량, 2023년 대비 39% 증가: 한국거래소(KRX)에 상장된 전체 선물상품(주식, 채권, 외환 등)의 거래량이 2023년 대비 2024년에 +39.3%(매년 1월~10월 누적 거래량) 증가하였음. 거래대금도 2023년 대비 2024년 +13.6% 증가한 13.3조원을 기록하였음(매년 1월~10월 거래대금). 2023년 대비 2024년에 변동성의 상승반전과 시장외적 위험의 상존 등으로 선물 거래가 크게 증가하였음.

2024년 선물 총거래량은 14억계약으로 국내 선물시장 개설(1996년) 이후 사상 최대 거래량을 기록하였음. 또한 2020년 이후 5년 연속으로 10억계약을 상회하는 거래량을 기록하였음. 2022년과 2023년 일시적으로 선물 총거래량이 정체를 보였지만 2024년에 사상 최대를 경신하였음. 2024년(1월~10월 누적) 거래대금은 1.3경원을 기록하였음.

옵션상품, 2013년 이후 최대 거래량: 한국거래소(KRX)에 상장된 전체 옵션상품(주식, 채권 등)의 거래량은 2024년(1월~10월 누적) 7.2억계약을 기록하였음. 2013년 이후 최대치임. KRX 옵션상품은 2012년 KOSPI200옵션 거래수수 인상이후 침체를 거듭해왔지만 2020년 COVID-19사태 등으로 변동성 확장국면을 거치면서 거래량이 점진적으로 증가하였음.

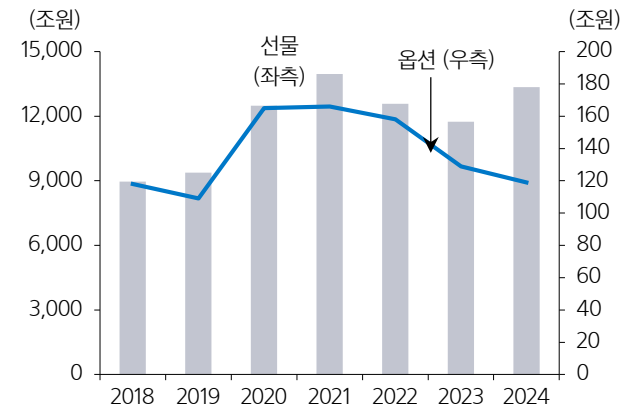
2024년 옵션상품의 거래량은 2013년 이후 최대치를 경신하였지만 옵션 거래대금은 3년 연속 줄어들었음. 2021년(1월~10월) 166조원의 옵션 거래대금을 기록하였지만, 2022년 158조원, 2023년 129조원에 이어 2024년에는 119조원으로 위축되었음. 2024년 119조원의 옵션 거래대금은 2020년 이후 가장 낮은 수준임. 거래량은 늘어나고 거래대금이 줄어든 것은 KOSPI200 Mini상품과 Weekly상품의 거래가 확대된 반면 기존 Monthly KOSPI200 상품의 거래가 위축되었기 때문임.

KRX 상장 선물/옵션 전체 거래량 (매년 1월~10월)



자료: KRX, 삼성증권

KRX 상장 선물/옵션 전체 거래대금 (매년 1월~10월)



자료: KRX, 삼성증권

선물상품의 성장과 옵션상품의 부진: KRX의 선물과 옵션상품의 전체 거래량은 2024년 1월~10월 누적 21.2억계약을 기록하여, 2012년 이후 처음으로 20억계약을 상회하였음. 참고로 2012년 이전에는 옵션 거래가 개인투자자들의 적극적인 시장참여로 20억 계약을 수년간 유지하였음. 2024년 1월~10월 선물과 옵션상품 전체 거래대금은 1.3경원으로 2023년 같은 기간에 비해 13% 증가하였음. 대부분 선물상품에서 거래량과 거래대금 증가가 이루어졌음.

2023년 대비 2024년의 변동성 수준이 상대적으로 높음에도 불구하고 옵션상품의 성장이 정체를 보이고 있음. 기존 Big옵션에서 Mini & Weekly옵션으로 분화되는 과정에서 옵션상품의 양적 수축이 진행되고 있음. 기초자산과 상품유형(만기/크기)의 다양화가 보다 적극적으로 진행되어야 함.

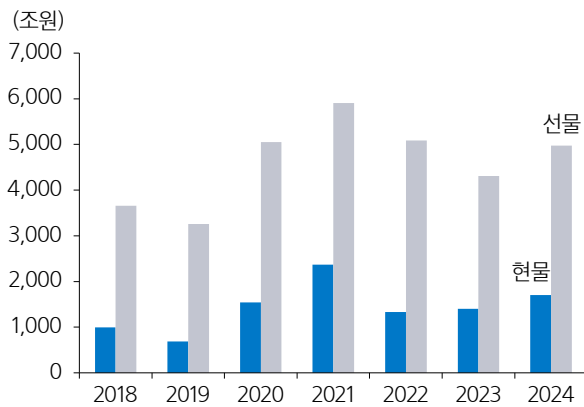
KOSPI200 Big & Mini Futures

2024년 1월~10월 KOSPI200 (Big)선물의 누적 거래대금은 4,975조원을 기록하였음. 2023년 같은 기간의 4,307조원 대비 15% 증가하였음. KOSPI200 주식현물의 거래대금도 2024년 1월~10월 누적으로 1,699조원으로 전년 같은 기간에 비해 +20% 성장하였음. 2023년 대비 상대적으로 변동성 증가와 잦은 외부 충격으로 선물은 물론 현물시장의 거래도 증가하였음.

KOSPI200 주식현물과 지수선물의 선현배율(선물/현물 거래대금 비율)은 2023년 3.1배에서 2024년 2.9배로 감소하였음. 2020년 이후 5년평균 KOSPI200 선물 거래대금은 5,065조원인 반면 현물 거래대금은 1,669조원으로 5년 평균 선현배율이 3.0배를 기록하고 있음. 2024년의 선현배율은 5년 평균 대비 소폭 낮은 편임.

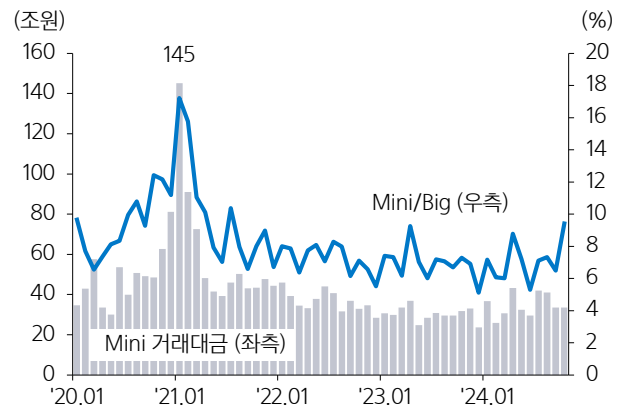
Mini KOSPI200선물의 거래대금은 2024년 1월~10월 누적 348조원을 기록하여, 2023년 같은 기간의 305조원보다 +14% 증가하였음. 2022년에 Mini KOSPI200선물에 대한 시장조성이 중단되면서 2023년에 Mini선물의 거래가 줄어들었지만, 2024년에는 금융투자자의 단기 현선물 차익거래의 수단으로 적극 활용되고 Weekly옵션 등 단기 파생상품의 성행으로 Mini 선물의 활용도가 늘어났음.

KOSPI200 현물 vs 선물 거래대금 (매년 1월~10월)



참고: KOSPI200 선물은 Big선물 대상
자료: KRX, 삼성증권

Mini KOSPI200 선물 거래대금 & Mini/Big 거래대금 비교



자료: KRX, 삼성증권

KOSPI200 Big & Mini 선물시장 투자자 거래비중에서 가장 큰 변화는 2023년에 비해 2024년 개인투자자의 위축과 금융투자자의 비중 증가임. 이 같은 현상은 2년 연속 나타나고 있음. 또한 외국인투자자의 비중도 소폭 줄어들었음. 금융투자자는 헤지거래와 현선물(or 선물옵션)차익거래 등의 목적으로 선물을 활용하고 있음. 실질적인 기관투자자로서 투신의 파생상품 활용도는 여전히 미진한 편임.

KOSPI200 Big & Mini 선물 투자자별 거래비중

(%)	2024년		2023년	
	Big	Mini	Big	Mini
외국인	68.3	65.6	68.8	67.1
개인	17.2	23.6	19.1	25.9
금융투자	10.1	9.4	7.3	6.0
투신	1.9	0.3	2.3	0.1
연기금	0.3	0.0	0.4	0.0

참고: 1월~10월 거래대금 기준
자료: KRX, 삼성증권

KOSPI200 Big & Mini, Weekly Options

KOSPI200 Big옵션의 2024년 1월~10월 누적 거래대금은 81조원으로 2001년 이후 가장 적은 거래규모를 기록하였음. KOSPI200 Big옵션은 2020년에 151조원을 기록한 이후 연평균성장률(CAGR) -14%의 역 성장을 거듭하고 있음. 2020년 COVID-19 사태로 금융시장의 변동성이 폭발한 이후 변동성의 침잠과 고난도 금융상품 제도도입으로 인한 옵션투자 위축 등으로 KOSPI200 옵션시장의 부진이 거듭되고 있음.

Weekly옵션은 2019년 도입이후 꾸준하게 유동성이 늘어나고 있음. 매년 1월~10월 누적거래대금은 2020년 11.7조원, 2021년 22.7조원, 2022년 30.0조원, 그리고 2023년 32.0조원과 2024년 35.0조원을 기록하였음. Monthly옵션(Big 옵션)의 거래가 위축되는 사이에 만기가 짧은 Weekly옵션의 거래가 점진적으로 늘어나고 있음. 짧은 만기와 높은 민감도로 인해 옵션투자자들의 관심이 기존 Monthly 옵션에서 Weekly 옵션으로 이동하는 양상이 관찰됨. Weekly옵션의 거래대금과 Big(Monthly)옵션의 거래대금 비율은 2023년 1 : 2.9배에서 2024년 1 : 2.3배로 격차가 줄어들었음. 다만 Big옵션의 감축 대비 Weekly옵션의 성장이 상대적으로 더더 전체 KOSPI200옵션의 거래규모가 매년 감축되는 양상임.

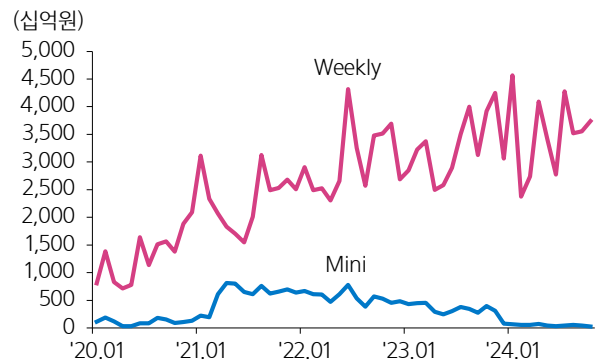
Mini KOSPI200 옵션의 거래는 3년 연속 감소세를 기록함. 매년 1월~10월 누적거래대금은 2022년 5.7조원에서 2023년 3.5조원, 2024년 0.5조원으로 위축되었음. 옵션 투자의 무게중심이 Monthly에서 Weekly으로 이동하고 금융투자의 시장조성 활동 역시 2022년에 비해 위축됨에 따라 Mini옵션의 유동성은 갈수록 줄어들고 있음.

KOSPI200 (Big)옵션과 VKOSPI 연평균 추이 (매년 1월~10월)



자료: KRX, 삼성증권

Mini KS200 옵션과 Weekly옵션 월별 거래대금 추이



자료: KRX, 삼성증권

KOSPI200옵션 (Monthly, Weekly, Mini)시장의 투자자 구성에서는 2023년과 달리 외국인투자자의 거래가 전반적으로 증가한 반면 금융투자의 KOSPI200 Mini옵션의 거래비중이 급격히 감소한 것이 특징임. 반면 개인투자자들이 KOSPI200 Mini옵션을 적극적으로 활용하기 시작하였음.

KOSPI200 (Monthly(Big), Weekly, Mini)옵션 투자자별 거래비중

(%)	2024년			2023년		
	Monthly	Weekly	Mini	Monthly	Weekly	Mini
외국인	71.0	65.8	58.1	69.3	64.1	48.1
개인	24.6	29.9	24.1	25.8	30.5	3.8
금융투자	2.8	3.3	16.7	3.3	3.8	47.8
투신	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.0
기타법인	1.4	1.4	1.4	1.3	1.4	0.3

참고: 1월~10월 거래대금 기준

자료: KRX, 삼성증권

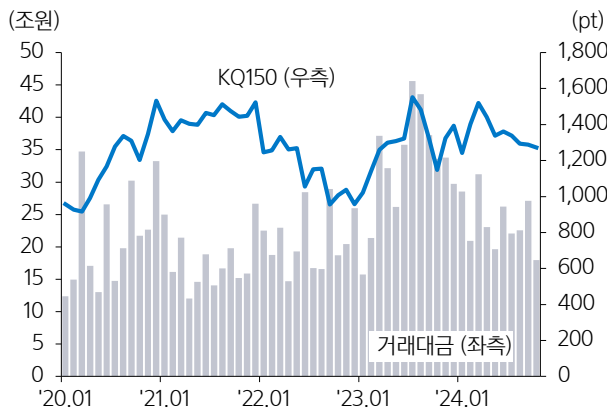
KOSDAQ150 Futures & Options

KOSDAQ150선물의 2024년 1월~10월 누적거래대금은 239조원으로 2023년 같은 기간의 329조원에 비해 27% 감소하였음. KOSDAQ150 주식현물의 거래대금도 2024년 1월~10월 563조원으로 2023년 같은 기간의 816조원에 비해 31% 급감하였음. 2023년 KOSDAQ시장은 2차전지 등 테마주의 폭발과 투자심리의 불안정한 변화 등으로 큰 폭의 유동성 증가를 기록하였지만 2024년에는 2차전지 대형주의 급락과 반도체 밸류체인인 약세 등으로 거래침체를 경험하였음. 2024년 KOSDAQ150 현물시장의 침체로 인해 선물시장도 위축되었음.

KOSDAQ150선물 미결제약정의 상당부분을 KOSDAQ150 추종하는 레버리지/인버스 ETF에서 차지하고 있음. 10월말 현재 KOSDAQ150선물 최근월물의 미결제약정이 29만계약이며, 이중 KOSDAQ150 레버리지 ETF가 보유하고 있는 KOSDAQ150선물의 매수포지션이 13만계약, KOSDAQ150 인버스 ETF가 보유하고 있는 KOSDAQ150선물 매도포지션이 2만계약에 달함. 2024년 들어 KOSDAQ150 레버리지/인버스 ETF의 순자산총액이 점증하고 있으며, 이에 소요되는 KOSDAQ150 선물의 미결제약정도 동반 증가하고 있음. ETF에 편입되는 포지션의 상대(counter)포지션은 대부분 외국인과 금융투자가 보유하고 있을 것으로 추정됨.

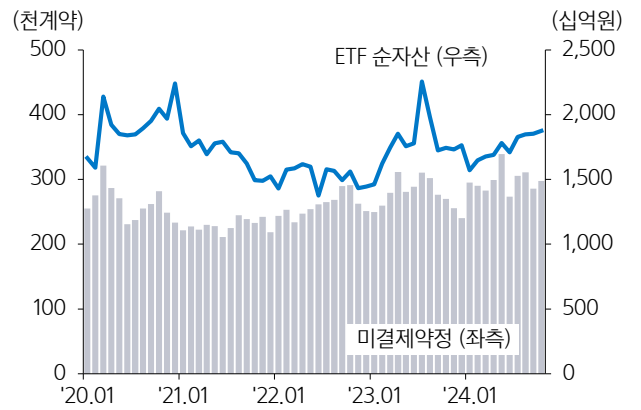
KOSDAQ150 옵션시장은 정체상태를 벗어나지 못함. '24년 1월~10월 누적 거래대금이 69억원에 불과함. 옵션상품의 유동성 진작을 위해서 Weekly옵션의 도입 등이 필요한 상황임.

KOSDAQ150 선물 거래대금 추이



자료: KRX, 삼성증권

KQ150선물 미결제약정과 KQ150 레버리지/인버스 ET AUM 추이



참고: KOSDAQ150 추종 레버리지/인버스 ETF 순자산총액 합계
자료: KRX, 삼성증권

KOSDAQ150선물시장의 투자자 거래비중을 보면, 금융투자 비중이 감소하고 외국인투자자 비중이 증가하였음. 외국인투자자들이 KOSDAQ150 선물을 현물 포트폴리오의 헤지수단 또는 바스켓 차익거래 수단으로 활용하면서 외국인투자자들의 KOSDAQ150 거래비중이 늘어났음. 투신과 연기금 등은 KOSDAQ150선물을 이용하여 KOSDAQ시장의 exposure를 조절하고 있음.

KOSDAQ150 선물시장 투자자별 거래비중 (매년 1월~10월)

(%)	외국인	개인	금융투자	투신	연기금
2024년	50.1	13.8	23.8	9.3	0.9
2023년	47.1	13.5	27.1	9.4	0.8
2022년	47.2	15.0	27.9	8.9	0.3

자료: KRX, 삼성증권

Single Stock Futures & Options

개별주식선물 시장전체 2024년 1월~10월 누적 거래량은 11.5억계약으로 2023년 같은 기간 7.7억계약 대비 +49% 증가하였음. 개별주식옵션 시장전체 2024년 1월~10월 누적 거래량 1.2억계약으로 2023년 같은 기간의 0.5억계약 대비 2.4배나 증가하였음. 개별주식선물과 개별주식옵션 모두 2024년에 폭발적인 양적 팽창을 연출하였음.

2020년 이후 두차례의 공매도금지('20년4월~'21년5월, '23년11월~현재) 기간에 개별주식선물은 현물 Short 포지션의 대응으로 거래가 급증하는 효과를 거둠. 한편 개별주식옵션은 1차 공매도금지 기간에는 거래가 전혀 이루어지지 않았지만 2차 공매도금지 기간에는 옵션거래가 폭발적으로 성장하였음. 2023년부터 외국인투자자들이 개별주식옵션시장에 적극 참여하고 있어 개별주식옵션시장의 내부 동력이 점차 형성되고 있음.

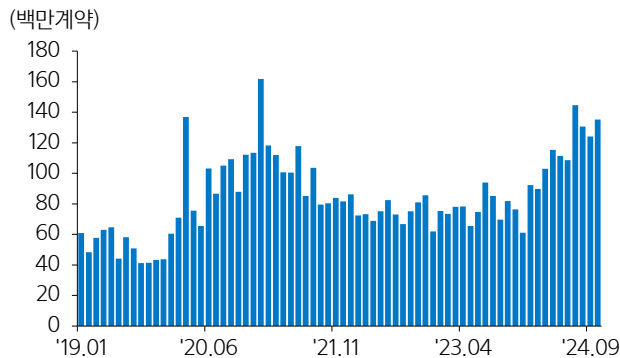
KRX는 KOSPI200 구성종목과 KOSDAQ 글로벌지수 구성종목에 대한 주식선물을 2024년에 모두 상장하였음. 유가증권 대형주에 대한 주식옵션도 대부분 상장되었음. 주식선물과 주식옵션으로 대형주에 대한 포트폴리오 헤지와 복제거래가 대부분 이루어질 수 있는 기초자산 Line-up을 구축하였음.

주식선물/주식옵션 기초자산 추가상장 현황

(개)	2020년 9월	2022년 7월	2023년 7월	2024년 4월	2023년 7월	현 상장종목
주식선물	9	20	25	32	36	258
주식옵션	3	5	5	5	6	58

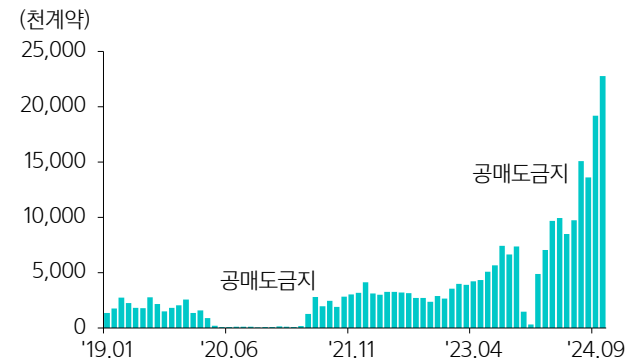
자료: KRX, 삼성증권

개별주식선물 거래량 추이



자료: KRX, 삼성증권

개별주식옵션 거래량 추이



자료: KRX, 삼성증권

금융투자자는 개별주식옵션시장에서, 투신은 개별주식선물시장에서 전년보다 참여비중이 증가함. 개인투자자들의 시장참여비중은 선물과 옵션 모두 감소하였음. 연기금은 개별주식선물시장에서 전년에 비해 참여빈도가 소폭 줄어들었음.

주식선물 및 주식옵션 투자자별 거래비중 (1월~10월 거래량 기준)

(%)	주식선물		주식옵션	
	2024년	2023년	2024년	2023년
외국인	45.7	44.7	42.6	42.3
개인	12.9	14.1	2.3	5.9
금융투자	20.8	21.2	54.9	51.6
투신	3.4	1.5	0.1	0.0
연기금	15.9	17.1	0.0	0.0

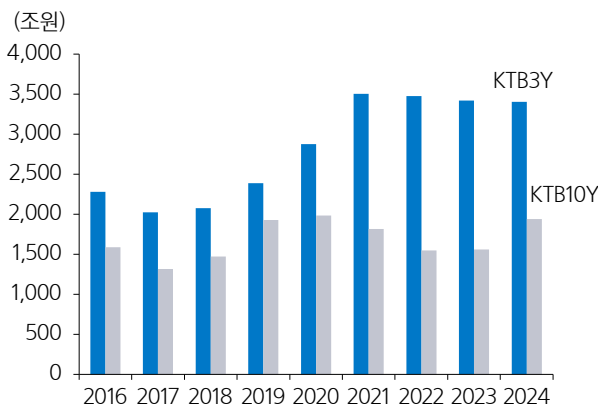
자료: KRX, 삼성증권

[참고: KTB Futures & USD Futures]

KTB 선물(3년물, 10년물) 거래가 2024년 1월~10월 누적 5,340조원을 기록하면서 역대 최대치를 경신하였음(직전 최대치 2021년 5,316조원). 미국 연준의 금리인하 사이클 진입을 앞두고 국내외 채권시장의 변동성이 확대됨에 따라 장기물(10년물) 중심으로 활발한 거래를 보였음. 3년물 채권선물은 최근 3년간 정체를 보인 반면에 10년물 채권선물의 거래대금은 2023년 대비 +24% 증가하였음. 초장기물인 30년물 채권선물이 2024년 2월에 신규상장 되었지만 월평균 거래량이 2,000계약 수준에 머물러 있음.

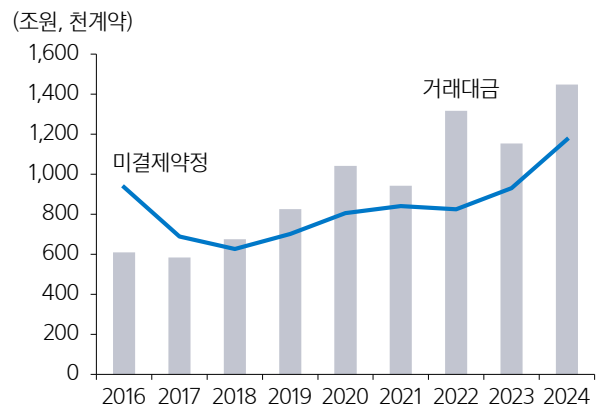
미국달러선물은 2024년 1월~10월 누적거래대금 1,448조원을 기록하여 사상 최대를 기록하였음. 미국 예외주의로 인한 달러화의 강세와 주변국(중국) 통화의 약세로 인해 원/달러는 2024년 내내 약세흐름을 지속하였음. 헤지목적의 미국달러선물 거래가 늘어나게 된 배경임. 미국달러선물의 2024년 10월말 현재 미결제약정은 사상 처음으로 1백만 계약을 상회하였음.

국채선물 연간거래대금 추이 (매년 1월~10월)



참고: 스프레드 거래 제외
자료: KRX, 삼성증권

미국달러선물 거래대금 및 미결제약정



참고: 거래대금은 1내년 1~10월 누적, 미결제약정은 매년10월말 기준
자료: KRX, 삼성증권

채권선물시장의 투자자들은 외국인투자자와 금융투자가 가장 많은 비중을 차지하고 있음. 채권시장의 불확실성이 높아지면서 단기 트레이딩과 차익거래에 집중하는 외국인투자자와 금융투자가 대거 참여하였음. 반면 투신과 은행, 연기금 등은 채권선물의 활용규모가 전년 수준과 유사한 수준에 그침. 국내 채권시장이 과매수/과매도에 진입함에도 해외 변수로 인해 많은 투자기관들이 관망세를 보였음.

미국달러선물시장에서 외국인과 금융투자의 거래는 크게 증가하였음. 2023년 이후 달러화의 강세가 지속되고 엔캐리 청산 등 외환시장의 변동성이 높아짐에 따라 단기 트레이딩 위주의 외국인투자자와 금융투자의 달러화선물 참여가 급증하였음.

채권선물과 미국달러선물의 투자자별 거래규모

(조원)	채권선물		미달러선물	
	2024년	2023년	2024년	2023년
외국인	5,333	4,613	1,397	1,080
금융투자	4,136	4,131	908	660
투신	193	208	84	78
은행	714	644	158	181
연기금	66	77	-	-

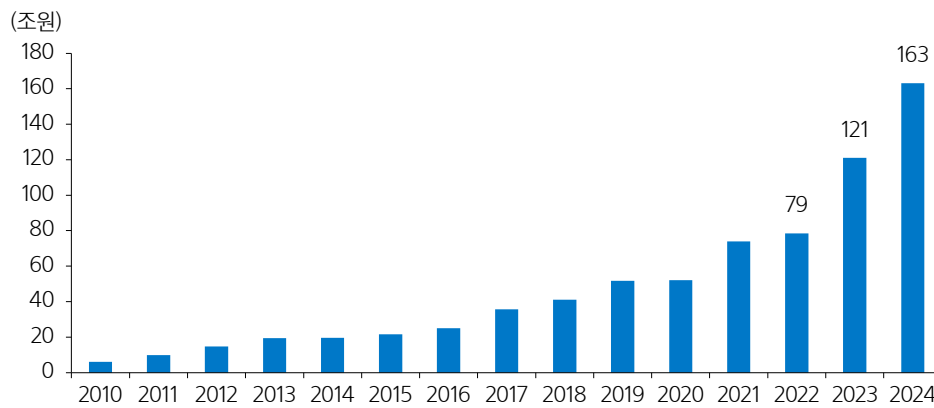
참고: 1월~10월 누적 거래대금 (매수+매도)
자료: KRX, 삼성증권

ETF 시장

2023년 10월말 국내 ETF시장은 순자산총액 162.9조원, 상장상품수 911개를 기록하였음. 2020년 이후 ETF시장의 순자산총액의 연평균성장률(CAGR)은 +25%에 달함. 특히 2023년말 대비 2024년 10월말 순자산총액의 증가율은 +34%에 달함. 2024년 11월에도 밸류업 ETF가 대거 상장(12종목)되면서 순자산총액이 165조원에 달할 정도로 빠른 성장세를 유지하고 있음.

ETF 운용사는 2024년 현재 25개사임. ETF시장의 성장과 Active ETF의 확산을 계기로 관망세를 보이던 운용사까지 신상품을 출시하면서 ETF 시장에 본격적으로 참여하고 있음. 특히 퇴직연금의 성장과 ISA 투자한도 증대 등 투자여력의 확충이 지속됨에 따라 ETF가 가장 큰 폭의 수혜를 받고 있음.

ETF시장 순자산총액 추이



참고: 매년말 및 2024년 10월말 기준
자료: KRX, 삼성증권

2024년 10월말 현재 순자산총액 증가 상위 10개 종목 중 미국 주식 ETF가 8종목 9.4조원 차지하였음. 미국 국채 ETF까지 포함하면 9종목 11.3조원에 달함. 2024년은 미국 주식의 해라고 해도 과언이 아님. 반면 순자산총액 감소 상위 10개 종목 중 국내 주식 ETF는 6종목 1.9조원이 포함되었으며, 국내 채권까지 포함하면 9종목 2.7조원이 감소하였음. 국내 자산시장에서 자금이 이탈하여 미국 주식으로 유입되는 상황이 ETF에서도 확연하게 나타남.

2024년 YTD 순자산총액 증감 상위10종목

종목	증가 (백만원)	종목	감소 (백만원)
KODEX CD금리A(합)	2,877,231	TIGER KOFR금리A(합)	-1,388,418
TIGER 미국S&P500	2,769,069	KODEX 200	-874,882
TIGER 미국나스닥100	1,249,995	PLUS 국고채30년A	-345,884
KODEX 미국S&P500TR	1,194,606	PLUS 국고채10년A	-253,418
TIGER 미국배당다우존스	1,189,112	TIGER 200IT	-233,229
TIGER 미국필라델피아반도체나스닥	1,171,831	HANARO 200	-229,625
TIGER 미국테크TOP10INDXX	1,142,748	TIGER TOP10	-209,618
ACE 미국30년국채A(합)	1,096,551	TIGER 단기채권A	-205,123
TIGER 25-10회사채(A+이상)A	800,613	TIGER 2차전지테마	-190,766
KODEX 미국나스닥100TR	721,154	TIGER 2차전지소재Fn	-188,060

참고: 신규상장종목은 상장이후, ETF 끝의 A는 Active의미, '24년 10월말 현재
자료: KRX, 삼성증권

ETN 시장

2014년 11월에 개설된 ETN시장이 10주년을 맞았음. 10년간 상장종목수 40배, 지표가치총액 36배 성장함. 일평균 거래대금은 시장개설 당시에 비해 폭증하였음. KRX에 따르면, 2006년에 개설된 미국 ETN시장에 비해 한국 ETN시장이 양적·질적으로 선진적인 시장으로 성장하였음.

ETN 상장종목수는 2024년 10월말 현재 402개를 기록하여 사상 최대를 기록하였음. 2023년말 375개종목에서 +7.2% 늘어났음. ETF시장의 전체 지표가치도 2024년 10월말 현재 16.5조원으로 사상 최대를 기록하였음. 2023년말 대비 +19% 증가하였으며 2020년 이후 연평균성장률(CAGR) +16%를 기록하였음. ETN 발행사는 10개사이며, 1사당 평균 40개 종목을 상장하였음. 다만 지표가치 측면에서 최대 발행사 2.6조원부터 최소 발행사 3,200억원까지 양극화된 분포를 보임.

ETN 상품구성 측면에서 유동성 측면에서는 주가지수와 원자재를 기초자산으로 하는 레버리지/인버스 ETN이 거래규모의 상위권을 차지하고 있지만, 자산규모 측면에서는 CD금리 ETN이 시가총액 상위권을 점령하고 있음. CD금리를 기초자산으로 활용하는 ETF와의 연계거래(TRS 등) 목적으로 CD금리 ETN이 최근 1~2년 사이에 다수 상장되었음. 2024년 1월~10월 투자자별 동향에서도 CD금리 ETN은 대부분 발행사의 매출(금융투자 매도)과 투신의 매수로 연결되는 구조를 보임.

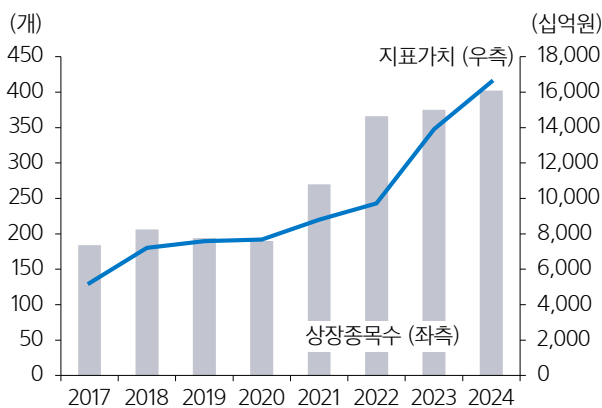
ETN 시총 상위종목

ETN	시가총액 (백만원)	LP보유율 (%)	발행사	상장일
메리츠 KIS CD금리투자 ETN	1,064,496	28.3	메리츠증권	23/04/06
하나 CD금리투자 ETN	767,137	33.2	하나증권	24/03/10
N2 KIS CD금리투자 ETN	741,440	34.4	NH투자증권	23/04/06
삼성 레버리지 WTI원유선물 ETN	520,756	91.9	삼성증권	17/07/03
KB KIS CD금리투자 ETN	511,450	55.8	KB증권	24/03/20

참고: '23년 10월말 현재 120일 기준 거래대금 상위
자료: KRX, 삼성증권

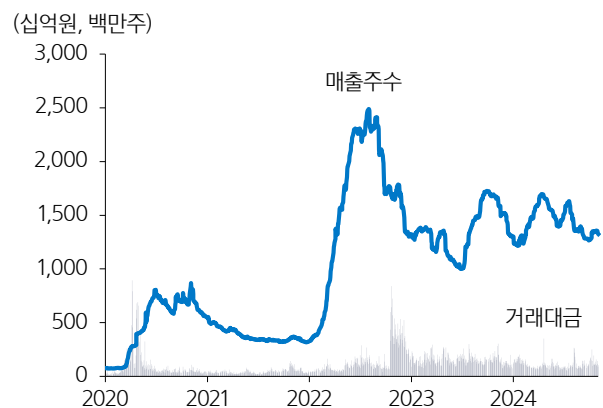
ETN의 전체 거래대금은 2024년 1월~10월 일평균 1,090억원 수준임. 2023년 같은 기간에 일평균 1,580억원 거래된 것에 비해 거래규모가 축소되었음. KOSDAQ시장의 부진과 천연가스 및 원유시장의 변동성 억제등이 거래 감소의 배경으로 인식됨. 2024년 1월~10월 일평균 거래종목/상장종목 비율은 81% 수준으로 거래가 전혀 이루어지지 않는 상품도 상장종목 중 20%에 달하는 것으로 나타남.

ETN 상장종목 및 총지표가치



참고: 매년 말 및 2022년 10월말 기준
자료: KRX, 삼성증권

ETN시장 전체 거래대금 및 매출주식수



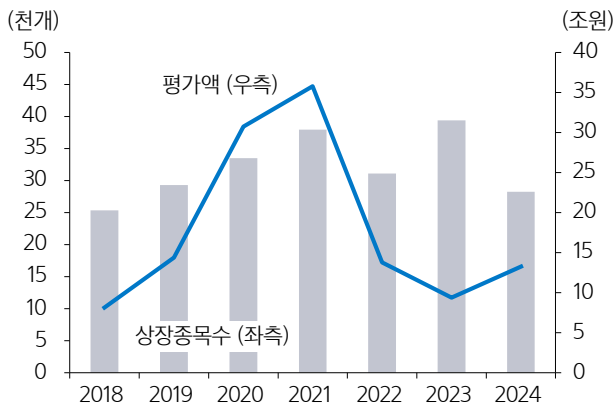
참고: 매출주식수 = 발행주식수 - LP보유주식수
자료: KRX, 삼성증권

ELW 시장

ELW시장의 2024년 10월말 현재 상장종목수는 2,827개로 2019년 연말 2,931개 이후 5년만에 최저 수준을 기록하였음. 반면 ELW시장의 전체 평가금액은 2023년 일평균 9.4조원에서 2024년(1월~10월) 일 평균 13.2조원으로 증가하였음. 2023년 대비 주식시장의 변동성이 상승반전함에 따라 ELW의 가치도 변동성 상승에 대응하여 소폭 증가하였음. 상장종목수는 2023년에 비해 감소하였지만 ELW의 평가금액은 늘어남에 따라 ELW의 평균단가도 소폭 상향조정되었음.

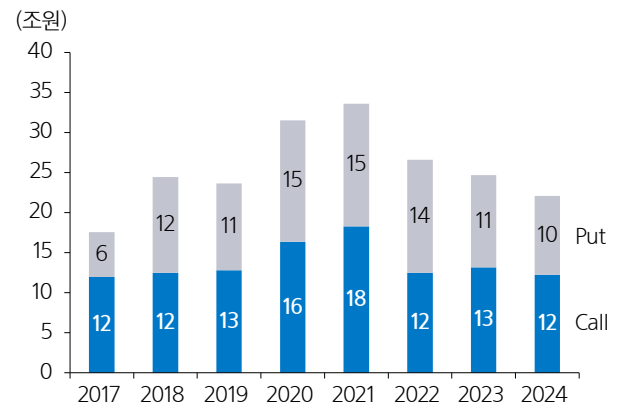
ELW시장의 거래는 2021년을 기점으로 3년 연속 감소세를 기록함. 2024년 1월~10월 누적 거래대금은 22.0조원으로 2021년 33.6조원 대비 35% 축소되었음. 2023년 같은 기간의 24.6조원에 비해서도 11% 감소하였음. Call ELW가 Put ELW에 비해 상장종목수 기준으로 3배에 달하는 ELW 상품구조의 편향성으로 주식시장이 상승국면에서는 ELW 전체 거래규모가 늘어나지만 위축국면에서는 ELW 전체 거래 규모가 Call ELW의 침체로 인해 가파른 감소를 보임.

ELW 상장종목수와 평가금액



참고: 상장종목수 - 매년 말 및 2024년 10월말 기준
평가금액 - 매년 일평균 및 2024년 10월 YTD
자료: KRX, 삼성증권

ELW Call 및 Put 거래대금 추이 (매년 1월~10월)



자료: KRX, 삼성증권

ELW시장의 투자자 구성에서 2023년 대비 2024년 특징은 개인투자자와 기타법인의 비중 축소임. 개인 투자자는 ELW 시장에서 점진적으로 거래비중이 줄어는 반면 기타법인은 2023년 10%에 육박하는 활발한 시장참여를 보였지만 2024년에는 거래비중이 크게 감소하였음. ELW 대비 상대적으로 투자기회가 많은 해외 옵션상품으로 기타법인의 투자관심이 이동한 것으로 추정됨. 외국인투자자의 거래비중이 40%를 상회함. HFT 등 알고리즘 매매로 대응하는 외국인투자자들의 참여가 점증하는 것으로 판단됨.

ELW시장 투자자 참여비중 (매년 1월~10월 거래대금 기준)

(%)	2024년	2023년	2022년	2021년
외국인	44.0	39.8	38.3	38.9
개인	41.9	43.4	46.7	45.7
금융투자	8.4	7.5	9.7	10.9
기타법인	5.7	9.3	5.4	4.5

참고: 매년 1월~10월 거래대금 기준
자료: KRX, 삼성증권

파생결합증권시장

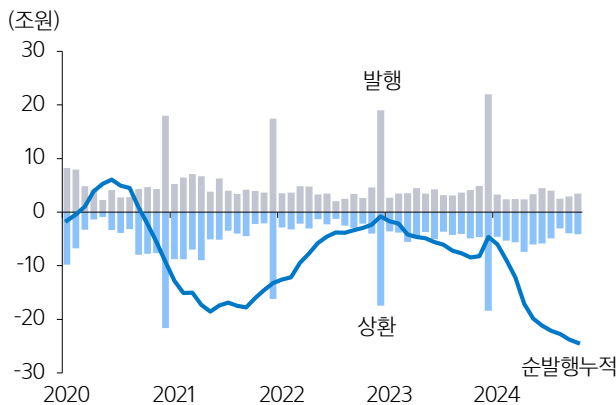
2024년에는 파생결합증권, 특히 홍콩 HSCEI 연계 ELS의 손실상환 만기도래로 인해 투자자의 상품 배척과 금융당국의 배상 개입, 판매사의 환매 손실 등이 동시에 발생하였음. 2024년 1월~10월 누적으로 만기상환된 ELS는 모두 16.7조원임. 2023년 같은 기간 0.2조원에 불과하였던 만기상환 물량이 2024년에 집중된 것은 2021년에 발행된 홍콩 HSCEI 연계 ELS의 만기상환이 집중되었기 때문임. 특히 2024년 상반기에 만기도래한 11.8조원 대부분이 홍콩 HSCEI 연계 상품이며, 이중 약 90%가 손실상환된 것으로 추정됨. 투자자의 손실에 대해 금융당국이 불완전판매 여부를 조사하면서 판매사가 배상까지 진행되었음. 2024년은 지난 20년의 파생결합증권 판매기간 중 사상 최대의 손실상환 만기가 도래한 시기임.

ELS/ELB의 2024년 1월~10월 누적 발행규모는 31.2조원으로 2023년 같은 기간의 35.9조원에 비해 13% 감소하였음. 상환규모는 2024년 1월~10월 누적으로 50.9조원으로 발행물량 대비 1.6배에 달함. 순상환(발행<상환)으로 인해 ELS/ELB의 미상환잔고는 2024년 10월말 현재 47.1조원에 그침. 2023년 연말 66.9조원에 비해 70% 수준에 불과함.

DLS/DLB의 2024년 1월~10월 누적 발행규모는 15.5조원으로 2023년 같은 기간의 13.2조원보다 증가하였음. ELS가 홍콩 HSCEI의 손실상환 이슈로 발행감축을 경험하였지만, DLS/DLB는 채권시장과 외환시장의 변동성 상승을 계기로 투자수요가 증가하였음. 상환물량은 2024년 1월~10월 누적 13.0조원으로 순발행(발행>상환)을 기록하였음. 참고로 2023년 같은 기간 DLS/DLB의 상환규모는 15.1조원임.

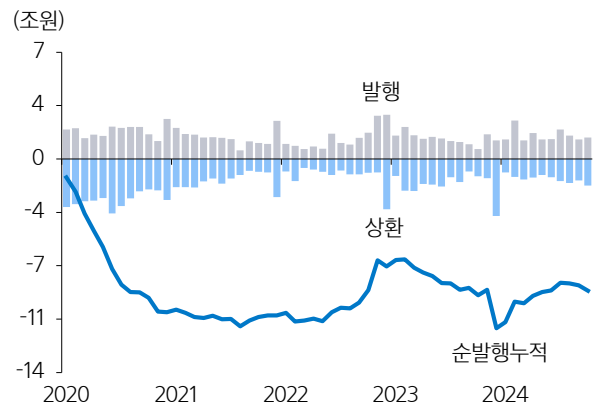
홍콩 HSCEI 연계 ELS의 만기상환이 2024년에 대부분 이루어짐에 따라 발행사 입장에서는 헤지운용의 부담이 크게 경감되었음. 다만 신규발행이 급격히 위축됨에 따라 헤지운용 자산규모도 동시에 감소하였음. 더구나 주요 판매처인 은행신탁의 위축이 불가피할 것이므로 2025년 파생결합증권의 발행규모는 2024년 수준을 넘어설 가능성이 크지 않음. 파생결합증권 발행사 입장에서는 수익원의 다양화가 필요한 시점이며 강화된 규제를 극복할 수 있는 원금보장형 상품의 개발이 시급함. 2024년에도 ELS보다 ELB 발행이 압도적으로 많았다는 점은 투자자의 선호도 변화와 홍콩 HSCEI 연계 ELS 손실에 따른 풍선 효과로 해석됨.

ELS/ELB 발행/상환 및 순발행 누적추이



참고: 순발행누적은 2020년 이후
자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

DLS/DLB 발행/상환 및 순발행 누적추이



참고: 순발행누적은 2020년 이후
자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

국내투자자의 해외파생상품 거래현황

금융투자협회의 “국내투자자 해외파생상품 거래현황”을 살펴보면, 2022년 연간 9.9조달러에서 2023년 연간 7.8조달러로 22% 감소하였음. 2024년 1월~10월 누적 거래대금이 7.4조달러로 연간으로는 약 8.9조달러에 달할 것으로 예상됨. 2023년 연간 거래규모를 상회할 것으로 보이지만 2022년 거래를 넘어서기는 어려울 것임. 2025년 글로벌 금융시장의 변동성이 확대될 경우 2022년 거래규모를 상회할 것으로 기대됨.

대부분의 거래가 선물상품 위주로 이루어졌으며, 개인투자자가 전체 해외 파생상품 거래에서 차지하는 비중이 점증하고 있음. 2022년 개인투자자들의 거래비중은 전체의 80.2%를 차지하였으며, 2023년과 2024년에는 각각 80.8%와 83.6%으로 증가하였음. 기관투자자 중에서는 증권이 해외파생상품 거래를 주도하고 있으며, 증권외의 해외파생상품 거래는 ELS와 ETF 헤지운용 목적이 대부분임.

옵션 거래규모는 2022년 1,670억달러에서 2023년에 이어 2024년에도 연간 400억달러 수준에 그칠 것으로 보임. 2023년에 홍콩 HSCEI 연계 ELS 대부분이 Knock-in된 상태로 ELS 발행사들은 Delta trading에 한정된 헤지운용을 하였고 2024년에는 만기상환이 대거 이루어졌기 때문에, 최근 2년간 해외 옵션에 대한 파생결합증권 발행사의 헤지거래 수요가 크게 줄어들었음. 다만 Covered Call ETF의 부상으로 증권/투신 중심으로 미국 지수옵션에 대한 매매가 일부 진행되었음.

국내투자자의 해외 파생상품 거래규모

(십억달러)	2024년	2023년	2022년	2021년	2020년
전체 시장	7,415 (8,898)	7,859	9,958	8,576	7,771
선물거래	7,383 (8,859)	7,828	9,791	8,340	7,630
옵션거래	32 (39)	31	167	236	140
개인거래	6,201 (7,441)	6,356	7,988	6,604	5,783

참고: 매년 연간 및 2024년 10월말 현재, 2024년의 ()는 10월까지의 거래분을 연간으로 단순환산한 수치
 자료: 금융투자협회, 삼성증권

개인투자자들은 CME의 e-Mini 선물 또는 Micro 선물을 집중적으로 거래하였으며, WTI와 Gold 등 원자재 선물도 활발하게 매매하였음. 또한 유로화와 3개월 SFOR(무위험금리) 선물거래까지 개인투자자들이 활발하게 진행하였음. 기관투자자들은 미국 국채선물과 홍콩 HSCEI 선물 등을 집중 거래하였음. 대부분 증권사가 거래한 품목으로 파생결합증권 헤지목적으로 미국 국채 또는 홍콩 HSCEI 선물 등을 거래한 것임. 베트남지수선물 역시 Swap의 헤지목적으로 거래를 진행한 것으로 추정됨.

국내투자자들의 해외파생상품 거래규모 상위종목

개인투자자				기관투자자			
상품	거래소	거래량 (천계약)	거래대금 (백만달러)	상품	거래소	거래량 (천계약)	거래대금 (백만달러)
NASDAQ 100 E-mini	CME	6,908	2,557,682	NASDAQ 100 E-mini (기타)	CME	577	213,279
Micro E-mini Nasdaq-100	CME	43,773	1,644,797	US T Note, 2Yr (증권)	CBOE	878	180,278
Gold, 100 oz	NYMEX	1,043	226,584	HSCEI (증권)	HKFE	2,322	60,114
Crude Oil, WTI	NYMEX	3,354	204,794	US T Note, 2Yr (은행)	CBOE	204	41,762
S&P 500 E-mini	CME	828	160,644	NASDAQ 100 E-mini (증권)	CME	99	36,859
EUR/USD	CME	974	131,578	S&P 500 E-mini (증권)	CME	206	37,306
Gold, E-micro	NYMEX	3,298	78,672	US T Note, 5Yr (증권)	CBOE	278	29,316
Hang Seng	HKFE	744	80,242	VN30 Index (증권)	Hanoi	1,001	28,434
Eurex Daily Futures on KOSPI 200	EUREX	1,095	72,727	US T Note, 10Yr (증권)	CBOE	192	21,191
3M SOFR	CME	241	58,038	EuroStoxx50 (증권)	EUREX	966	19,026

참고: 2024년 1월~10월, 거래대금은 명목기준 (거래승수 반영), 기관투자자의 ()는 거래주체를 표시함
 자료: 금융투자협회, 삼성증권

글로벌 파생상품시장 거래동향

FIA(Futures Industry Association)의 통계에 따르면, 전세계 장내 파생상품의 거래규모는 2024년 1월~9월 누적으로 1,364억계약에 달함. 2023년 같은 기간 946억계약이 거래된 것에 비해 +44%나 급증하였음. 거래가 급증한 자산은 주식과 에너지임. 주식상품의 거래가 60%나 급증하였음. 증가분의 대부분을 인도의 지수옵션거래가 차지한 것으로 추정됨. 국제 유가와 천연가스의 급등락 반복으로 에너지 상품의 거래가 전년 대비 활발한 거래를 기록하였음.

통화(Currency) 상품은 2년 연속 감소세를 기록함. 거래의 대부분은 미국 달러 대비 엔화와 위안화 등 아시아지역 통화에서 이루어지며, 달러화의 강세 지속으로 환헤지의 수요가 위축되었기 때문임. 채권 파생상품은 정체 상태를 보임. 미국 연준의 금리인하 사이클 진입까지 2024년에 3분기가 소요되면서 이자율 관련 파생상품 거래가 지지부진하였음.

지역별로 구분하면, Asia-Pacific 지역의 장내 파생상품 거래가 가장 큰 폭으로 성장하였음. 인도와 중동 지역의 파생상품시장 거래가 상당한 규모를 차지하였으며, 주식과 외환 관련 상품 중심으로 거래량이 급증한 것으로 추정됨. 유럽지역의 장내파생상품 거래량은 2023년 감소세에서 2024년 증가세로 반전함. OTE 옵션과 TRF 등 새로운 상품 등장으로 유럽지역 파생상품 거래가 증가하였음. 북미지역은 주식 상품 중심으로 거래가 전년과 비슷한 수준을 유지한 상태에서 외환 관련 상품의 부진으로 2023년과 유사한 수준을 기록하였음.

인도의 경우 개인투자자들의 파생상품에 대한 과도한 레버리지 투자를 통제하기 위해 보유 미결제약정과 거래한도 등을 규제하는 조치를 2024년 4분기에 시행하였음. 그럼에도 불구하고 10월 이후의 인도 옵션시장 거래규모는 직전 3분기와 별다른 차이를 보이지 않았으며 오히려 거래량이 증가하였음. 10월 이후 인도 주식시장의 가격조정으로 옵션 등 파생상품의 투자수요가 더욱 증가한 것으로 추정됨.

전 세계 장내파생상품시장 자산별 거래량 현황 (1월~9월)

Asset	2023년 (천계약)	2024년 (천계약)	증가율(%)
Agriculture	2,360,243	1,981,594	-16.0
Currency	5,561,477	2,513,444	-54.8
Energy	1,985,253	2,348,027	18.3
Equity	75,545,057	121,116,175	60.3
Interest Rate	4,531,049	4,692,691	3.6
Metal	1,895,836	2,060,710	8.7
Other	2,742,826	1,693,682	-38.3
Total	94,621,741	136,406,323	44.2

자료: FIA, 삼성증권

전 세계 장내파생상품시장 지역별 거래량 현황 (1월~9월)

자산	2022년 (천계약)	2023년 (천계약)	증가율 (%)
Asia-Pacific	69,381,310	111,428,086	60.6
Europe	3,614,469	3,945,053	9.1
Latin America	6,463,226	6,607,420	2.2
North America	13,253,582	12,981,629	-2.1
Other	1,909,155	1,444,136	-24.4
Total	94,621,742	136,406,324	44.2

자료: FIA, 삼성증권

장외 파생상품시장 동향

2024년 상반기 국내 금융기관의 장외파생상품 거래는 2023년 상반기와 비교하여 모든 기초자산에서 증가하였음. 2024년 상반기 OTC 파생상품 거래규모는 12.8경원으로 2023년 상반기 11.7경원에 비해 9% 증가하였음. 기초자산별로 주식 관련 +41%, 이자율 관련 +13%, 외환 관련 +7% 증가하였음. 2023년에 주식관련 OTC 파생거래가 부진하였지만 2024년에는 ELS 상환 및 신규설정 등으로 거래가 증가하였음. 이자율과 외환관련 거래는 글로벌 채권시장의 높은 변동성과 미국 달러의 지속적인 강세로 인해 OTC 파생거래 수요가 늘어났음.

2024년 상반기에 비해 2024년 하반기에 글로벌 금융시장의 변동성이 전반적으로 상승하였기 때문에, 2024년 연간으로 장외파생상품 거래규모는 2023년 연간 23.6경원을 상회할 가능성도 배제할 수 없음. 현재 속도로 2024년 연간 거래규모가 약 25경원에 달할 수 있어 사상 최대를 경신할 가능성도 높음.

거래기관별로 보면, 보험의 OTC 파생거래가 2023년 상반기 대비 2024년 상반기에 2배 육박하는 성장세를 보였음. 특히 외환 관련 OTC 파생거래가 2023년 상반기 86조원에서 2024년 상반기 205조원으로 3배이상 증가하였음. 달러화 강세로 인한 FX거래 수요가 급증한 것으로 추정됨. 은행은 주식관련 OTC 거래는 위축된 반면 이자율과 외환 관련 OTC거래는 증가하였음. 대출규모 증가에 따른 이자율 변동위험 헤지를 위해 은행에서 이자율 관련 OTC 거래를 늘린 것으로 판단됨. 증권은 주식 관련 OTC 거래가 급증함. ELS의 만기상환과 교체수수 등으로 2023년에 비해 주식관련 OTC 거래가 늘어났음.

파생상품 총거래잔액(장내+장외)은 2023년 연말 대비 2024년 상반기 기준으로 자산과 기관에서 모두 소폭 증가하였음. 은행의 이자율과 외환 OTC 잔액이 증가한 것은 달러화 강세와 채권 금리의 급변동에 따른 헤지거래 목적으로 포지션을 늘렸을 것임. 보험 역시 이자율과 외환 OTC의 포지션을 늘렸으며, 특히 회계기준 변경(IFRS 17)에 따른 따른 채권손익의 변동을 헤지하기 위해 이자율 OTC 거래(Bond Forward 등)를 수행한 것으로 판단됨. 증권은 주식과 이자율 OTC 포지션이 2023년 연말 대비 소폭 감소하였으며 외환과 상품 포지션이 소폭 증가하였음. ELS 만기상환으로 파생결합증권 미상환잔고가 감소함에 따라 OTC 포지션의 축소가 동반된 것으로 해석됨.

장외파생상품 거래규모

(십억원)	2023년 연간			2024년 6월말		
	은행	증권	보험	은행	증권	보험
주식	3,386	173,094	909	414	129,976	335
이자율	3,791,850	2,144,350	59,222	2,191,961	1,106,830	36,499
외환	15,282,042	1,736,069	366,091	8,225,789	903,209	205,204
상품	9,018	33,672	0	6,168	23,084	0
장외전체	19,086,298	4,087,188	426,222	10,424,334	2,163,100	242,038
장내전체	1,362,765	14,105,381	320,113	963,878	7,373,204	86,438

자료: 금융감독원, 삼성증권

파생상품 총거래잔액

(십억원)	2023년 연말			2024년 6월말		
	은행	증권	보험	은행	증권	보험
주식	36,263	122,681	5,451	11,956	115,984	5,770
이자율	6,372,376	2,050,701	139,173	6,416,675	2,042,956	165,139
외환	3,873,879	328,882	134,081	4,394,348	382,825	148,522
상품	4,496	31,012	5	7,584	35,613	10
전체	10,287,016	2,533,288	278,712	10,830,564	2,577,379	319,442

자료: 금융감독원, 삼성증권

2024년 파생상품시장 특징

홍콩 HSCEI 연계 ELS의 손실상환

2024년 파생결합증권 시장은 홍콩 HSCEI 연계 ELS의 손실상환으로 상반기 내내 곤욕을 치루었음. KIS 채권평가에 따르면, 2024년 1분기에 만기상환된 ELS의 상환수익률이 월평균 -10.6%에 달하는 것으로 나타남. 한국예탁결제원에 따르면, 홍콩 HSCEI 연계 ELS 기준으로 2024년 1분기에만 평균 -16%의 손실률을 기록하였음.

ELS의 평가손실이 일시적으로 확대된 경우는 일부 있었지만 ELS의 만기상환 손실이 수분기까지 지속된 경우는 2024년이 처음임. 하단의 그림을 보면, 만기상환 성과가 손실을 기록한 적은 2015년~2016년 1Q, 2022년~2023년 2Q에 일부 발생하였음. 당시 만기상환 수익률은 월평균 각각 -2.1%와 -1.6% 수준이었음. 그러나 2024년 상반기에는 월평균 -8.8%에 달하며 특히 1월에는 -11.9%의 손실을 기록하였음.

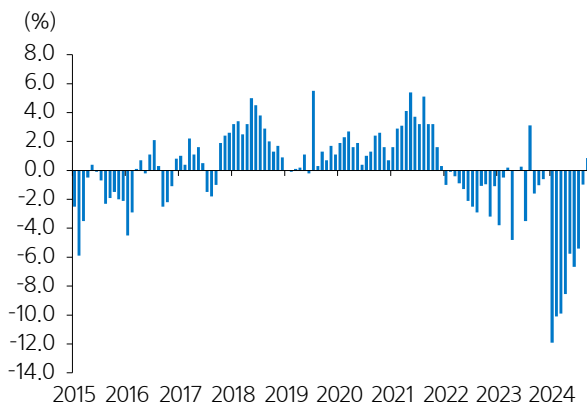
월별 상환종목 중 손실상환 종목비율의 추이를 보면, 2024년에 압도적으로 많은 손실상환 종목이 발생하였음. 2015년 9월~2016년 2월에 손실상환 종목비율이 월평균 14%를 기록한 이후 수년간 low single digit 수준을 유지하였음. 그러나 2024년 상반기에는 월평균 22%에 달하는 손실상환 종목비율을 기록하였음.

다행히 2024년 3분기 들어 만기상환 수익률이 positive로 반전하였고 손실상환 종목비율도 single digit 수준으로 회복하였음. 홍콩 HSCEI 연계 ELS의 손실상환이 2024년 3분기 이후 점차 완화되거나 해소되는 국면에 진입하였음.

ELS의 대규모 손실상환이 예정된 상황에서 금융감독원은 2024년 3월 ELS 검사결과와 분쟁조정기준안을 제시하였고, 2024년 5월 은행의 분쟁조정에 대해 배상비율을 결정하였음. 3월 검사결과에서는 ELS 불완전판매가 일부 확인되어 고객피해 배상이 필요하다는 결정을 하였음. 판매사와 투자자의 책임을 종합적으로 반영할 수 있는 배상비율을 제시하였음. 5월 금융감독원은 대표적인 분쟁사례에 대해 각종 위반사항(설명 의무, 적합성 원칙, 부당권유 금지 등)에 따라 투자자의 손실 배상비율을 30%~65%로 결정하였음.

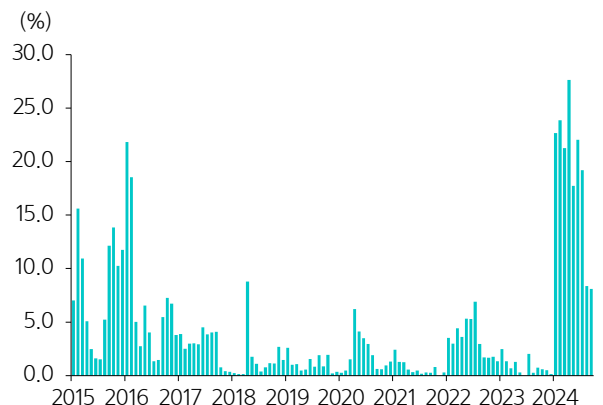
주요 판매사인 은행권은 자율조정을 통한 배상을 진행하였음. 이에 따라 시중은행권의 영업외 손익은 2024년 상반기 기준으로 1.6조원을 기록함(은행계정 요약손익계산서 기준). 대부분 ELS 배상에 따른 손실처리로 보임.

ELS 만기상환 수익률 추이



참고: 만기 상환된 ELS의 연율화된 수익률(자산규모 가중평균)
 자료: KIS채권평가, 삼성증권

ELS 손실상환 종목비율



참고: 월별 전체 상환종목 중 손실상환 종목 비율
 자료: KIS채권평가, 삼성증권

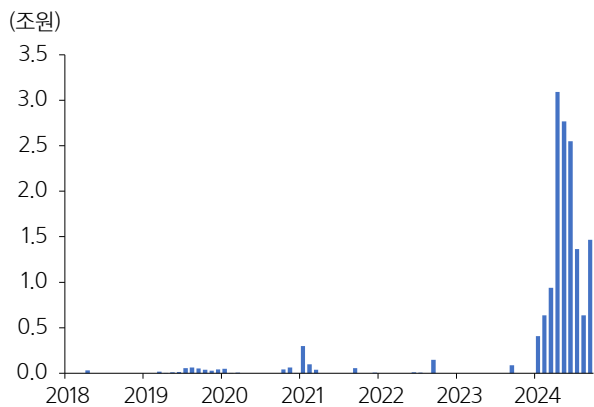
국내 ELS 수익구조 중 대표적인 상품이 Auto-callable 상품이며, 만기 상환보다 조기 상환에 대한 투자 수요가 압도적으로 높은 편임. 상대적으로 높은 coupon과 유리한 환금성이 ELS 투자의 매력으로 자리 잡았음. 때문에 국내 ELS의 만기상환 비율은 그동안 상대적으로 높지 않았음. 그러나 2024년은 ELS가 국내에 선보인 이후 처음으로 만기상환이 집중적으로 발생한 시기임.

2018년 이후 2023년까지 조기상환 물량 대비 만기상환 물량의 비율은 월평균 3% 수준임. 2020년 4월과 5월 COVID-19 충격으로 글로벌 금융시장이 붕괴되는 시기에 일시적으로 만기상환 물량이 조기상환 물량에 버금갈 정도로 높아졌던 경우를 포함하더라도 6% 수준에 불과함. 그러나 2024년에는 월평균 77%에 달할 정도로 조기상환 대비 만기상환 물량이 급증하였으며, 2024년 4월과 9월에는 조기상환을 넘어서는 만기상환 물량이 기록되기도 하였음.

만기상환의 급증은 ELS의 미상환잔고의 감소로 직결됨. 2024년 3분기말 현재 ELS의 미상환잔고는 11.8조원을 기록하였음. 2020년 2분기에 52.6조원을 기록하였던 것에 비하면 1/5 수준에 불과함. 12조원 밑으로 ELS 잔고가 감소한 것은 2010년 11.6조원을 기록한 이후 최저 수준임.

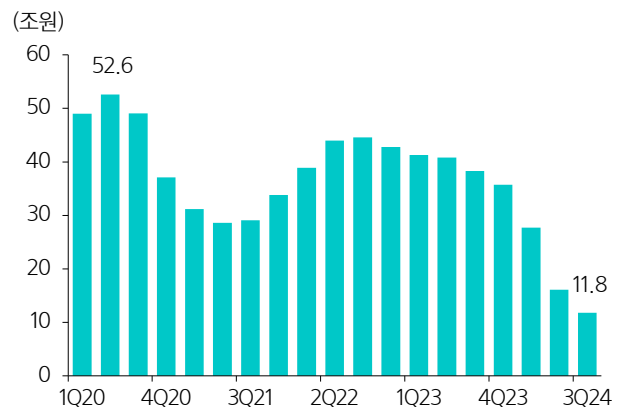
역설적으로 ELS 만기상환 규모의 감소는 ELS의 잠재된 손실위험 규모가 축소되고 있음을 의미하는 것임. 그동안 조기상환을 달성하지 못한 채 만기도래한 ELS가 상환되면서 그만큼 ELS의 손실상환 잔존규모가 비례적으로 축소되었음. 이에 따라 ELS에 대한 투자수요가 회복될 수 있는 기반이 마련되고 있다고 평가할 수 있음. 발행사 입장에서도 장기간 헤지 운용에 부담이 되었던 재고물량의 해소로 새로운 상품발행에 상당한 여력이 발생하였음.

ELS 만기상환 규모



참고: 원화 & 외화 합계
자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

ELS 미상환잔고 추이



자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

ELS의 미상환잔고 감소는 양면적 효과가 존재함. 우선 투자자 입장에서 손실 상환 가능성이 높았던 상품의 만기도래로 해당 상품에 묶여 있던 유동성이 재투자 또는 이탈할 기회가 주어졌다는 점임. 손실상환시 재투자보다는 ELS로부터 이탈 가능성이 높지만 주식시장 상황에 따라 ELS 재투자의 가능성도 배제할 수 없음. 다른 한편으로 발행사 입장에서 만기까지 ELS 헤지운용을 진행해야 하는 부담이 해소되었다는 점임. 특히 만기에 근접하면서 수익상환 또는 손실상환의 경계선상에 있을 경우 헤지운용의 부담이 Pin Risk으로 인해 급증할 수 있어, 발행사 입장에서는 헤지운용의 부담 해소가 긍정적인.

파생결합증권의 미상환 잔고 규모는 투자자 입장에서 해당 상품의 매력도를 의미하는 것이며, 발행사 입장에서 해당 상품을 통해 추구할 수 있는 영업이익의 규모를 의미하는 것임. 발행사 입장에서 파생결합증권의 미상환 잔고가 계속 줄어든다는 것은 파생결합증권의 발행과 헤지 운용으로 창출 가능한 영업 수익의 규모가 감소할 위험에 노출되었다는 것을 의미함.

기초자산별 발행 규모 비교

시기	구분	발행 규모 (십억원)		발행종목수 (건수)	
		ELB	ELS	ELB	ELS
2024년 1월~10월	지수형	5,323	11,094	1,404	4,633
	(국내외)주식형	11,620	1,562	1,836	1,091
	혼합형	410	1,054	111	801
2023년 1월~10월	지수형	3,324	23,673	572	9,463
	(국내외)주식형	6,091	1,310	1,160	938
	혼합형	411	1,073	70	718
2022년 1월~10월	지수형	1,908	23,584	503	9,537
	(국내외)주식형	5,964	752	817	570
	혼합형	1,086	820	121	624
2021년 1월~10월	지수형	1,041	40,321	273	11,098
	(국내외)주식형	5,549	1,105	698	680
	혼합형	1,103	1,975	114	1,170

참고: 지수형에는 금융기관 자체지수형은 제외함

자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

2024년 ELS/ELB 발행의 특징은 ELB 발행의 급증임. 특히 국내외 주식형 ELB 발행이 이전 3년에 비해 2배 가까이 증가하였음. 홍콩 HSCEI 연계 ELS의 손실상황으로 투자수요가 위축된 상황에서 원금보장형 상품으로 대응하기 위해 상대적으로 높은 coupon으로 설계할 수 있는 개별주식형 ELB 발행을 전략적으로 진행하였기 때문임.

원금 비보장형 상품의 잔고를 줄이고 원금 보장형 상품의 잔고를 늘린 발행사의 경우, 기존 ELS 등에서 확보할 수 있었던 헤지운용 수익규모는 상대적으로 위축되는 반면 원금보장형 상품에서 확보할 수 있는 조달비용은 상대적으로 유리해질 수 있음. 파생결합증권 운용자산에서 원금비보장형 상품의 비중이 압도적으로 클 경우에는 헤지운용을 위한 조달비용과 헤지비용 역시 동반 증가하게 되지만, 원금보장형 상품이 늘어날수록 운용채권 규모가 증가하면서 내부 조달비용이 유리해질 수 있기 때문임.

금융감독원의 주가연계증권 인수자(=수요자) 통계에 따르면, 기존에는 은행신탁이 압도적인 비중을 차지하였지만 2024년에는 증권사 일반공모에서 소화(인수)된 규모가 은행신탁을 초과하였음. ELS의 인수자 트렌드가 은행 신탁에서 증권사 일반공모로 집중되는 현상은 ELS 발행사 입장에서 판매채널의 축소와 수익확대 기회라는 “양날의 칼”을 잡은 상황으로 판단됨.

2020년부터 2023년까지는 은행 신탁의 인수규모가 증권사 일반공모보다 2배 내외로 많았음. 그러나 2024년에는 증권사 일반공모 인수규모가 은행 신탁을 압도하였음. 2024년 은행 신탁에서 홍콩 HSCEI 연계상품 이슈로 기존 상품의 환매에 집중하는 사이에 증권사 일반공모로 자금이 일부 유입된 것으로 추정됨. ELS 투자자가 접근할 수 있는 판매창구의 제약(은행 신탁 위축)으로 증권사의 일반공모에 대한 수요가 집중된 것임. 발행사(증권사) 입장에서는 일반공모의 확장을 통해 은행 신탁의 축소를 극복할 수 있는 방안을 모색해야 하는 시점임.

주가연계증권 인수자 규모

기간	은행 신탁 (조원)	증권 일반공모 (조원)	증권/은행 (%)
2020년	26.4	15.2	57.6
2021년	32.2	22.6	70.2
2022년	20.2	9.8	48.5
2023년	23.7	9.7	40.9
2024년 상반기	5.9	6.1	103.4

참고: 2024년 상반기 기준

자료: 금융감독원, 삼성증권

개별주식옵션시장의 부활

2024년 개별주식옵션의 거래가 사상 최대규모를 기록하였음. 1월~10월 누적거래량은 2024년 1,204만 계약으로 2023년 같은 기간 520만계약의 2.3배나 거래가 급증하였음. 더구나 2023년 11월부터 시행중인 공매도 금지조치로 시장조성자의 헤지활동이 원활하지 않은 상태임에도 불구하고 개별주식옵션 거래가 폭증하였음. 참고로 지난 2020년~2021년 공매도 금지기간에는 개별주식옵션 거래가 일평균 1만 계약을 넘지 못하였음.

기초자산별로 보면, 한국전력 주식옵션은 2023년 1월~10월 대비 2024년 같은 기간 거래량이 870% 늘어났으며(2023년 109만계약 vs 2024년 1,061만계약), LG화학은 무려 11배가 넘는 거래량을 기록하였음(2023년 11만계약 vs 2024년 131만계약). 삼성전자와 SK하이닉스의 주식옵션 거래량은 2023년 대비 2024년 각각 2.3배와 1.3배 증가하였음. 반면 KB금융과 현대차, SK텔레콤 등은 2023년 대비 2024년 주식옵션 거래가 감소하였음. 2024년에 신규로 상장된 주식옵션을 제외하면, 46개 기초자산의 개별주식옵션 거래량은 2023년 대비 2024년 평균 3배가 늘어났음.

개별주식옵션 거래량 상위종목의 2024년 vs 2023년 비교

기초자산	2024년 (계약)	2023년 (계약)	증가율 (%)	기초자산	2024년 (계약)	2023년 (계약)	증가율 (%)
한국전력	10,613,133	1,094,684	870	두산에너빌리티	1,851,362	2,468,580	(25)
LG유플러스	8,416,554	1,546,141	444	SK하이닉스	1,801,461	778,604	131
신한지주	7,517,888	2,290,740	228	아모레퍼시픽	1,725,278	896,777	92
삼성전자	7,223,092	2,179,288	231	SK이노베이션	1,695,278	819,458	107
현대제철	5,614,855	1,521,992	269	카카오	1,601,975	555,465	188
하나금융지주	5,180,926	1,757,895	195	NAVER	1,589,871	463,753	243
HD현대인프라코어	5,059,480	4,073,441	24	포스코DX	1,493,319	N.A	N.A
카카오뱅크	5,012,719	1,431,556	250	SK텔레콤	1,395,848	1,769,626	(21)
KT	4,227,592	3,584,035	18	LG화학	1,309,179	115,049	1,038
현대건설	3,723,893	853,647	336	LG전자	1,271,079	735,258	73
한국항공우주	3,598,596	665,200	441	셀트리온	1,243,034	470,879	164
넷마블	3,458,574	1,568,304	121	현대모비스	1,241,187	588,774	111
LG디스플레이	3,184,209	1,887,186	69	현대차	1,130,442	1,446,969	(22)
한화솔루션	2,947,257	596,380	394	KB금융	964,903	1,727,165	(44)
미래에셋증권	2,689,043	3,706,268	(27)	삼성물산	943,007	786,654	20
SK바이오사이언스	2,437,953	523,722	366	SK IET	911,325	281,603	224
HD한국조선해양	2,406,421	1,766,986	36	엔씨소프트	851,855	320,260	166
기아	2,194,714	1,612,093	36	카카오페이	846,472	497,739	70
호텔신라	2,178,626	795,574	174	삼성에스디에스	726,536	580,955	25
HMM	2,142,319	244,992	774	삼성전기	703,746	553,274	27

참고: 매년 1월~10월 누적 거래량
자료: KRX, 삼성증권

공매도 금지로 시장조성자의 헤지거래가 원활하지 않은 상황에서도 2023년에 비해 개별주식옵션 거래가 큰 폭의 성장을 보인 것은 무엇보다 투자자들의 시장참여도가 크게 신장되었기 때문임. 개별주식옵션시장의 주요 투자자는 시장조성자인 금융투자자와 시장참여자인 개인 및 외국인투자자임. 2023년에 비해 금융투자자와 개인, 외국인투자자의 2024년 개별주식옵션 거래 규모는 모두 2배 이상 증가하였음. 무엇보다 외국인투자자들의 적극적인 시장참여가 시장조성자인 금융투자의 대응을 유발하면서 시장 전반적으로 개별주식옵션 시장규모가 성장하였음.

개별주식옵션시장에서 금융투자는 시장조성 역할을 수행하고 있으며, 2024년 거래비중은 55% 수준임. 외국인투자자들이 개별주식옵션시장에 적극 참여하면서 2024년 거래비중은 42%에 달함. 개인투자자들은 여전히 미흡한 수준으로 2024년 거래비중은 2%에 불과함. 외국인투자자들은 2020년까지 개별주식옵션시장에 전혀 참여를 하지 않았지만 2021년부터 점진적으로 거래규모를 늘려가 2024년에는 사상 최대 규모의 거래량을 기록하였음. 결국 외국인투자자들이 KOSPI200 옵션시장에 이어 개별주식옵션시장에서도 시장지배력을 높이고 있음.

개별주식옵션 투자자별 거래현황

(천계약)	2024년 1월~10월			2023년 1월 ~ 10월		
	Call	Put	Total	Call	Put	Total
금융투자	69,710	62,667	132,377	28,411	25,436	53,848
투신	1	0	1	1	0	1
기타법인	31	51	82	49	40	89
개인	3,273	2,339	5,613	3,708	2,520	6,229
외국인	54,233	48,480	102,713	23,154	20,933	44,087
합계	127,250	113,537	240,788	55,324	48,930	104,254

참고: 매수+매도 합계
자료: KRX, 삼성증권

삼성전자 주식옵션의 경우, 2024년 1월~10월 누적거래에서 외국인의 Short Delta (Bull < Bear) 포지션에 대해 금융투자가 Long Delta (Bull > Bear) 포지션으로 대응하였음. 삼성전자의 부진에 대해 외국인투자자들이 주식옵션시장에서 Short Delta로 위험관리를 진행한 것으로 추정됨. 금액 기준으로도 외국인투자자들은 Bull포지션보다 Bear포지션 규모를 크게 유지하였음.

삼성전자 주식옵션 투자자별 거래규모(거래량)

(계약)	Bull (Call매수 + Put매도)	Bear (Call매도 + Put매수)	순매수
외국인	3,031,715	3,109,729	-78,014
개인	536,239	522,708	+13,531
금융투자	3,652,614	3,587,582	+65,032

참고: 2024년 1월~10월 누적
자료: KRX, 삼성증권

또한 최근월물 뿐만 아니라 중장기물에 대한 거래도 간헐적으로 이루어지고 있음. 삼성전자 주식옵션의 경우 11월 현재 2025년 1월물과 3월물과 6월물에 대규모 미결제약정이 설정되어 있음. 예를 들어 Put 옵션 2025년 3월물 행사가격 52,000원에 21,000계약의 미결제약정이 설정되어 있으며, 동일 행사가격의 Put 옵션 2025년 6월물에 10,000계약의 미결제약정이 설정되어 있음. 일종의 Time Spread를 구축한 것으로 추정됨. 더구나 2025년 6월물 Call옵션 행사가격 68,000원에 5,000계약의 미결제약정이 설정되어 있어, Call매도-Put매수의 Collar 포지션일 가능성도 있음.

삼성전자 주식옵션 거래월물별 미결제약정 특이사항

(계약)	25년 1월	25년 3월	25년 6월
Call옵션	N.A	N.A	68,000원(5,000계약)
Put옵션	50,000원(15,000계약)	56,000원(8,000계약) 52,000원(21,000계약)	52,000원(10,000계약)

참고: 2024년 11월 현재, ()는 행사가격별 미결제약정 수량임
자료: KRX, 삼성증권

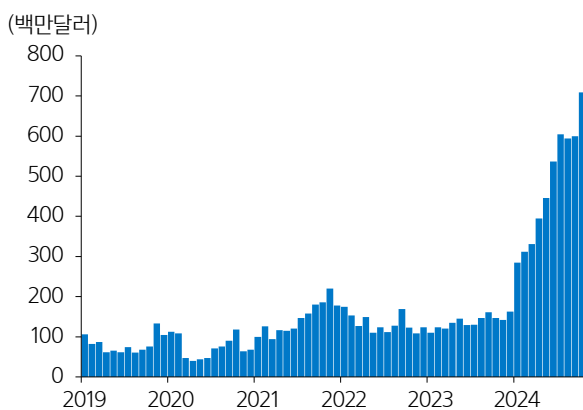
Options 활용 펀드와 ETF 팽창

Options을 활용한 펀드와 ETF 자산규모가 빠르게 증가하고 있음. 국내에서는 Covered Call ETF가 급성장하였으며, 미국에서는 Buffer ETF를 중심으로 Options 활용 상품들이 성장세를 보임. Morningstar에 따르면, 전세계 ETF 시장에서 ‘Options Trading’ 범주로 구분할 수 있는 ETF의 자산규모는 2024년 10월 현재 7.1억달러에 달함. 2023년말 1.6억달러에 불과하였던 Options 활용 ETF의 자산규모가 1년이 채 안 되는 사이에 4.3배나 성장하였음. ETF를 포함하여 전세계 펀드시장에서 Options을 활용한 펀드의 자산 규모는 2024년 9월 현재 470억달러에 달함. 2020년 268억달러에서 1.7배나 늘어나는 성장세를 기록함.

Options을 활용한 ETF와 펀드의 성장 배경에는 구조화된 수익 패턴과 Income 수익을 추구할 수 있는 장점이 작용하였음. 미국에서 큰 폭의 성장을 보인 Buffer ETF는 손실이 일정 수준에서 방어되는 구조이며 RIA(Registered Investment Advisor)등이 고객의 자산 손실을 방어하면서 다양한 투자전략을 취할 수 있다는 점에서 선호하는 상품으로 자리잡았음. Buffer ETF는 손실을 일정 비율로 방어하면서 동시에 수익의 제한을 두는 상품이며, 심지어 하단 100% 손실을 방어하는 ETF도 출시되었음.

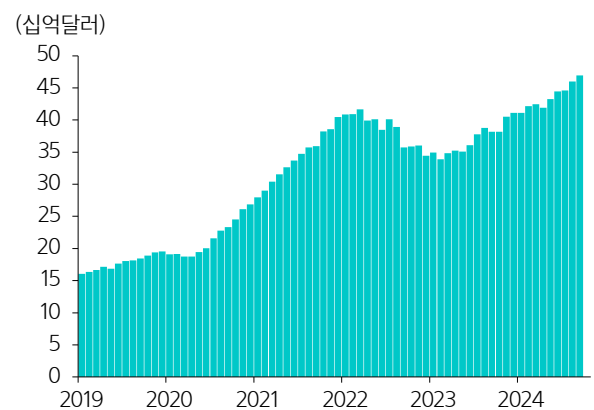
국내에서는 Covered Call ETF가 큰 폭의 성장을 기록함. 2023년말 대비 약 4조원 가까이 순자산총액이 증가하였음. 국내에서 Covered Call ETF가 신장세를 보인 배경에는 상대적으로 높은 Income 수익을 기대하는 연금투자자들이 선호한 결과임. 더구나 2024년 하반기 들어 주식과 채권 모두에서 불안정한 양상을 보임에 따라 Plain Passive 상품에 비해 변동성이 상대적으로 낮은 Covered Call ETF의 매력도가 높아졌음.

글로벌 Options Trading ETF AUM 추이



자료: Morningstar, 삼성증권

글로벌 Options Trading Fund AUM 추이



참고: Morningstar에서는 ‘Equity Hedged’ 카테고리 분류
 자료: Morningstar, 삼성증권

Covered Call ETF의 전세계적인 성장은 주식시장 변동성의 구조적인 하락압박을 가하는 요인으로 지목되기도 하였음. BIS의 “Quarterly Review” 2024년 3월호에서는 당시 변동성지수 VIX의 하락요인의 하나로 Volatility Selling Fund의 성장세를 지목하였음. Covered Call 등 옵션 매도포지션이 결합된 펀드는 ‘변동성 매도’전략을 취하는 상품이며, 해당 상품의 성장세가 주식시장의 변동성지표에 하락압력으로 작용하여, 변동성지수가 기능할 수 있는 주식시장의 시스템 위험 포착 기능을 방해할 수 있다고 지적함.

한편 Covered Call 등 변동성 매도전략은 주식시장이 충격으로 급락하는 시기에 상당한 손실을 입을 수 있음. Morningstar에 따르면 2020년 3월 Options Trading ETF 자산규모는 직전 2월에 비해 57%나 감소하였음. 주식시장의 급락에 따른 평가금액의 감소와 함께 유동성 이탈 등으로 해당 ETF의 자산규모가 급감한 것임. 2025년에도 변동성 확대와 주식시장 급락의 이벤트가 발생할 경우 Covered Call ETF 등의 자금이탈 가능성을 유의해야 할 것임.

해외주식 CFD 급성장

2023년 CFD(Contract For Difference) 주가조작 사건이후 금융당국은 CFD 거래의 거래참여 요건을 강화하고 CFD의 종목별 잔고를 공시하여 거래의 투명성을 보이는 조치를 취하였음. 이에 따라 금융투자협회에서는 2023년 8월말부터 CFD의 종목별 잔고를 공표하고 있음. 증권회사 역시 CFD 거래의 레버리지 비율을 낮추고 전문투자자의 CFD 거래요건을 제약하는 내부통제를 취하였음.

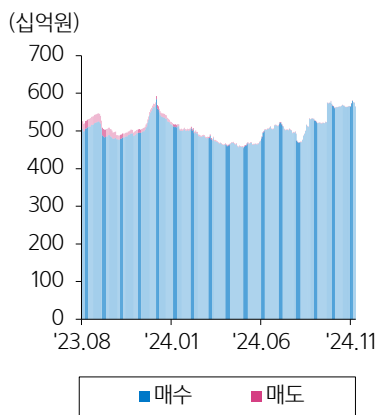
2023년 8월말 이후 국내 주식을 대상으로 한 CFD 거래는 정체를 지속함. 유가증권시장을 대상으로 한 CFD 거래잔고는 2023년 8월말 매수포지션 5,056억원과 매도포지션 205억원에서 2024년 10월말에는 매수포지션 5,634억원과 매도포지션 4억원을 기록하였음. 코스닥시장의 CFD 규모는 현물시장의 약세 기조로 CFD 잔고도 감소하였음. 2023년 8월말 매수포지션 5,736억원과 매도포지션 59억원을 기록하였지만 2024년 10월말 매수포지션 4,755억원과 매도포지션 15억원으로 급감하였음. 국내 주식시장의 전반적인 약세 흐름으로 CFD의 매수포지션은 정체되거나 감소되었으며 공매도 금지조치로 매도포지션은 최소한으로 줄어들었음.

국내 CFD 거래가 감소를 보인 반면 해외주식을 대상으로 한 CFD 거래는 꾸준히 성장하였음. 2023년 8월말 해외주식 CFD 잔고는 매수포지션 1,632억원과 매도포지션 34억원이었으며, 2024년 10월말에는 매수포지션 2,981억원과 매도포지션 200억원을 기록하였음. 매수포지션은 82% 증가하였으며, 매도포지션은 490%에 달하는 폭증세를 보였음. CFD마저 국내 주식에서 해외 주식으로 거래 대상을 이전하고 있음.

해외주식의 대부분은 미국 주식일 가능성이 높음. 2024년 이후 해외 CFD 잔고가 급증하는 패턴과 미국 주식시장의 추세가 유사한 편임. 한편 2024년 하반기 들어 CFD 중 매도포지션 규모가 점증하고 있음. 미국 주식의 밸류에이션 부담과 주가 변동성 확대로 일부 종목에 대한 매도포지션이 동반 증가한 것으로 추정됨. 참고로 금융투자협회에서 고시하는 종목별 CFD 잔고는 국내 주식에 한정되어 있어 해외주식 CFD 잔고의 종목별 현황은 확인하기 어려움.

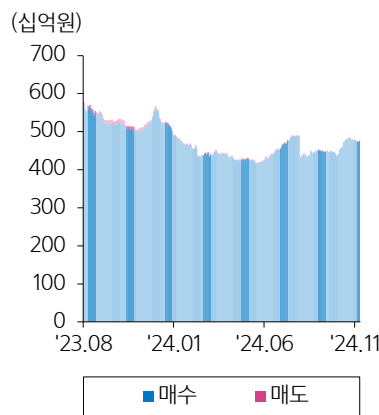
해외주식 CFD 거래는 당분간 성장할 것으로 기대됨. 국내 주식에 대한 CFD 거래규제로 인한 풍선효과는 물론 미국 주식과 CFD의 과세 차이도 고려대상이기 때문임. CFD는 파생상품양도세(11%)를 적용받는 반면 미국 주식은 양도차익과세(22%)를 적용받기 때문임. 전문투자자일 경우 CFD가 과세 측면에서 유리할 수 있음.

유가증권시장 CFD 잔고(매수+매도)



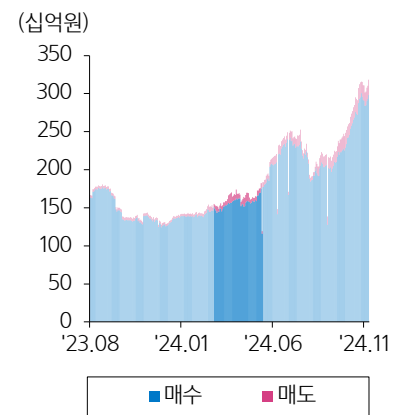
참고: 증거금 포함 잔고, 명목금액 기준
자료: 금융투자협회, 삼성증권

코스닥시장 CFD 잔고(매수+매도)



참고: 증거금 포함 잔고, 명목금액 기준
자료: 금융투자협회, 삼성증권

해외주식 대상 CFD 잔고(매수+매도)



참고: 증거금 포함 잔고, 명목금액 기준
자료: 금융투자협회, 삼성증권

2025년 파생상품시장 전망

2024년 파생상품시장 전망의 복기

2024년, 금융시장의 일성적인 변동성 Spike 예상: 당사는 매년 파생상품시장의 전망을 작성하면서, 해당 연도의 시장상황을 정리할 수 있는 부제를 첨가하였음. 2022년 파생상품시장 전망의 자료에는 “Volatility, No Time To Die”를 제시하였음. 채권시장의 불안정성이 점증하는 상황에서 글로벌 금융시장의 변동성이 쉽게 진정되지 않을 것이라는 경고를 제시하였음. 2023년 파생상품시장 전망의 자료에는 “Volatility Crossover”를 제시하였음. 2023년에는 고물가/고금리 환경으로 취약해진 경제체질과 약한 고리의 신용위험 증대, 글로벌 경제성장률의 둔화로 자산가격의 변동성이 연쇄 확산(Volatility Crossover) 될 위험에 노출될 수 있는 상태임을 제시하였음.

2024년 전망자료에서는 “사이렌의 유혹을 피하는 통제된 레버리지 투자”를 부제로 제시하였음. 기준금리 동결로 조성된 과도기적 평온함이라는 사이렌의 노래에 유혹당하지 않기 위해서 오디세우스가 돛대에 몸을 결박하였듯이 레버리지가 통제된 파생상품 투자전략을 갖추어야 한다고 제안하였음.

2024년에는 중앙은행의 긴축 스탠스가 동결되고 완화 스탠스로 이동할 가능성이 높은 편임. 이에 따라 금리 Peak에 대한 기대감이 형성되어 있음. 2023년에 글로벌 경제를 괴롭혔던 인플레이션 압력은 2024년에 점진적으로 완화될 것으로 예상됨. 다만 경제 성장률의 획기적인 반전은 어려울 것으로 전망됨. 고금리의 중압감으로 마이크로 데이터에서는 부실 우려가 확산되고 있으며, 미국 이외의 경제지역에서 글로벌 성장을 주도할 만한 동력을 찾기가 어려운 상황임. 2024년 경제 성장에 대한 불확실성이 높은 상황에서 지정학적 위험 등 돌발변수가 발생할 경우 경제와 금융시장에 미치는 파급력은 상대적으로 클 것임.

(중략) 금리 Peak에 대한 기대감이 높지만 물가 압력의 둔화가 예상보다 부진하거나 고금리/고물가의 중압감으로 신용위험의 약한 고리가 파열음을 발생할 경우 금융시장은 지난 2023년 1분기 SVB 사태보다 더욱 민감하게 반응할 수 있음. 금리의 안정화 경로와 경기 회복의 양상이 확인되는 2024년 상반기(특히 2분기)가 금융시장 측면에서는 Inflection Point(분기점)이 될 가능성이 높음.

2024년 글로벌 경제가 Soft Landing의 기반을 조성하지 못하거나 Higher for Longer 환경을 상당 기간 지속한다면, 2024년 금융시장의 변동성은 반복적인 Spike를 유발할 것임. 특히 2024년 하반기에는 경기 침체의 도래 여부에 따라 금융시장의 민감도가 더욱 높아질 것이며, 중앙은행의 금리 인하 시점과 경기 침체가 맞물릴 경우 High Volatility Regime으로 진입할 가능성이 높을 것임. 2023년에 Pivot과 금리 Peak 기대감으로 금융시장(특히 위험자산)이 버텼다면, 2024년에는 중앙은행의 금리 인하 만이 금융시장의 변동성을 잠재울 수 있다는 점에서 외통수에 걸릴 수 있음.

당사는 2024년 금융시장의 변동성 상황을 불규칙하지만 우상향 가능성이 높을 것으로 전망함.

(전균, 이영훈, “2024년 파생상품시장 전망” 중 34pg 발췌)

과도기적 평온함의 쓸림현상의 표출, M7: 2024년 전망을 바탕으로 재점검해보면, 2024년 상반기에는 중앙은행의 정책금리 동결과 금리인하 기대감이 위험자산에 우호적인 환경을 조성하였음. 특히 AI/반도체 투자활황에 기반한 미국 기술주의 상승세가 주식시장의 변동성을 압박하였음. 과도기적 평온함으로 발생한 쓸림현상이 바로 Magnificent 7임. Passive beta 투자환경의 가속화와 고금리에도 불구하고 성장산업으로 집중된 투자자금이 Magnificent 7을 창출하였고, 나머지 시장(ex M7 S&P500부터 미국 이외의 글로벌 주식시장까지)의 상대적 부진함이 연출되었음.

2024년 하반기에 들어서면서 AI 성장을 위한 대규모 투자에 비해 실적 가시성이 낮다는 우려가 제기되고 가변적인 인플레이션 압력으로 인해 글로벌 금융시장이 상당한 혼란을 경험하였음. 미국 변동성지수 VIX는 2020년 이후 가장 높은 수준까지 폭등하기도 하였음(8월 발작). 시장외적 위험(지역분쟁과 미국 대선 등)의 가중과 달러화 강세로 인해 미국을 제외한 글로벌 금융시장은 '엔캐리 트레이드 청산'과 같은 유동성 이탈 등을 경험하였음.

결과적으로 상반기 금리동결로 조성된 과도기적 평온함 이후에 하반기에는 과잉 투자의 후폭풍과 시장외적 위험의 가중으로 인해 글로벌 금융시장은 변동성의 일상적인 Spike를 경험하였음. 결국 2024년 하반기 이후 글로벌 금융시장은 Risk-Off 상태에 진입하였음.

2024년 변동성 흐름, 상저하고: 주식부터 외환과 채권, 금의 변동성지수 흐름은 2024년 상저하고의 패턴을 연출하였음. 상반기에는 과도기적 평온함으로 안정적인 변동성 흐름을 보였지만 하반기 들어 PIVOT에 대한 성급한 기대와 실망이 반복되고 AI산업에 대한 과잉투자 우려가 부상하면서 유동성의 쓸림현상이 반전되었음. 특히 2024년 8월의 변동성 폭등은 선진 주식시장 뿐만 아니라 신흥 주식시장과 외환시장까지도 영향을 미쳤음.

2024년 8월 글로벌 주식시장의 변동성 폭발은 2008년 금융위기 이후 매우 이례적인 일회성 급등임. 시스템 충격으로 발생한 변동성 급등은 일정기간 변동성 군집현상(Volatility clustering)을 보이지만 2024년 8월의 변동성 폭발은 군집이 아닌 단기간의 해소로 이어졌음. BIS에 따르면, OTM Put옵션의 낮은 유동성과 시장조성자의 확대된 호가스프레드 등으로 인해 VIX의 급등이 발생한 것으로 해석됨.

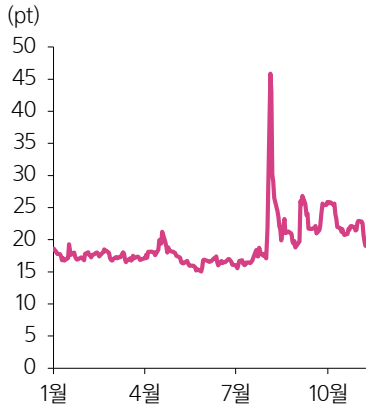
일회성이지만 2024년 8월의 변동성 폭발은 2024년 글로벌 금융시장에 warning signal로 작용하였음. 상반기의 안정적인 변동성 흐름이 하반기에는 반복적으로 spike를 보이거나 추세적인 위상향의 흐름으로 반전하였음. 11월 미국 대선의 결과가 조기에 확정됨에 따라 대선 전의 불확실성이 빠르게 해소되었지만, 미국 행정부의 정책 불확실성과 글로벌 교역에 미칠 악영향 등에 대한 우려는 여전히 기저에 깔려 있음. 또한 인플레이션과 재정적자의 부담으로 미국 국채금리가 2024년 하반기에 4.5%에 근접하는 상승세를 보임에 따라 중앙은행의 PIVOT에 대한 기대감은 크게 낮아졌음.

2025년 상반기까지 Risk-Off 가능성: 2024년 글로벌 금융시장의 변동성 흐름은 상저하고를 보였으며, 2025년 상반기까지 Risk-Off 상태가 지속될 개연성이 높은 편임. 미국 행정부의 보호무역주의와 관세인상이 유발할 글로벌 교역 위축과 공급망 불확실성에 의한 기업실적 둔화 우려가 빠르게 해소될 가능성은 낮음. 또한 2025년 상반기에 미국 연준의 기준금리 인하가 지연될 경우 상대적인 고금리 상태로 인해 대출환경의 경색과 기업실적의 부진이 유발될 수 있음. 전반적으로 위험자산에 대한 할인율 상승으로 이어질 수 있음. 미국 예외주의의 강화로 달러화의 오버슈팅이 발생할 경우 2024년에 발생한 'Yen carry trade'의 청산이 반복될 수도 있음.

2025년 하반기 변동성 진정여부: 2025년 하반기에 미국 행정부의 정책 불확실성이 일부 완화되고 미국의 내수진작을 위한 세금감면 및 규제완화 등이 실효성있게 추진된다면 경기둔화에 대한 우려가 불식될 것임. 미국 이외의 지역에서 경기회복이 가시화되고 글로벌 유동성이 미국에서 여타 국가로 확산된다면 쓸림현상으로 인한 변동성 Spike는 상대적으로 잦아들 것임. 물가압력의 약화와 기준금리의 완만한 인하가 글로벌 금융시장에 우호적인 환경으로 작용할 수 있을 것임.

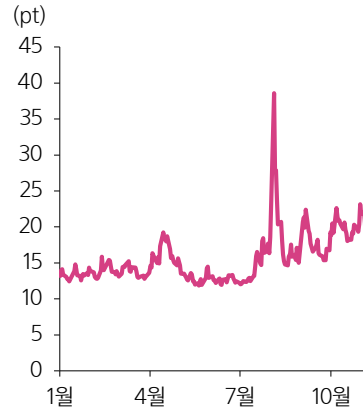
주요 금융시장 관련 변동성 지수

VKOSPI (KOSPI200)



자료: Bloomberg, 삼성증권

VIX (S&P500)



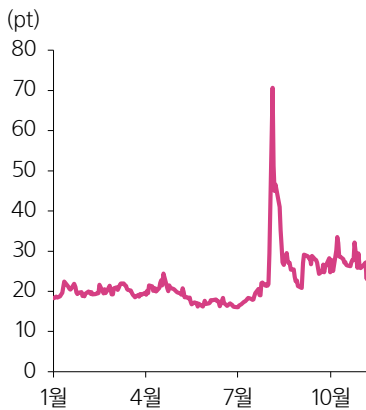
자료: Bloomberg, 삼성증권

VSTOXX (EuroStoxx50)



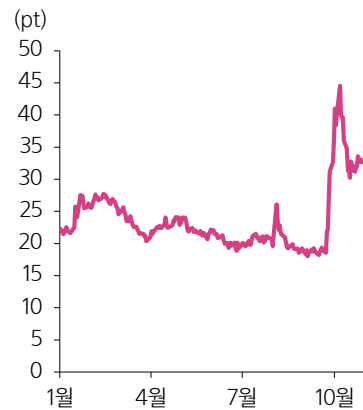
자료: Bloomberg, 삼성증권

VNKY (Nikkei225)



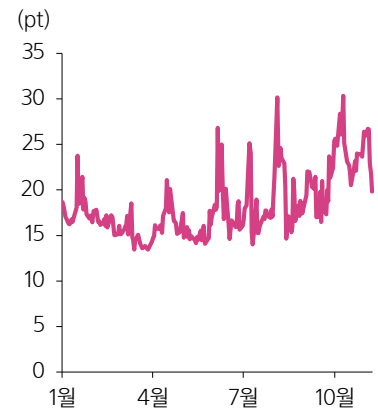
자료: Bloomberg, 삼성증권

VHSI (Hang Seng)



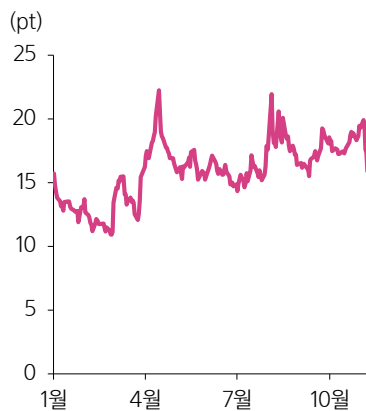
자료: Bloomberg, 삼성증권

VXEEM (EM ETF)



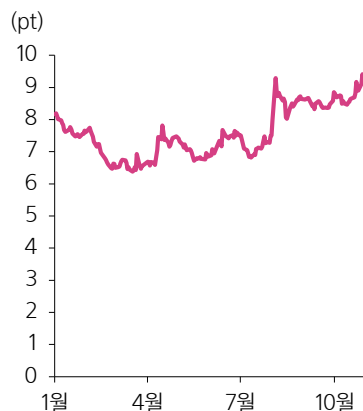
자료: Bloomberg, 삼성증권

GVZ (Gold)



자료: Bloomberg, 삼성증권

JPMVXYGL (Currency)



자료: Bloomberg, 삼성증권

MOVE (US Fixed Income)



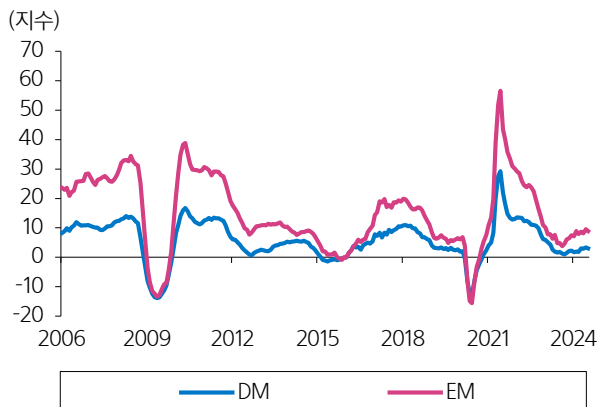
자료: Bloomberg, 삼성증권

평온하지만 기저에 깔린 불안정: 2024년 글로벌 경기에 대해 고금리로 인한 경기침체 우려를 상당수가 제기하였음. 미국 국채의 장단기 수익률 역전부터 끈적이는 인플레이션 지표 등으로 미국의 경기침체 가능성이 지표상으로는 높게 형성되었음. 미국에서는 확장적 재정정책과 경기순응적인 통화정책으로 조성된 '정책여력'이 성장을 이끌었음. 그러나 미국 이외의 글로벌 경제는 부진한 경기회복과 부채함정으로 인한 정책여력 소진 등으로 정체 또는 침체에서 쉽게 벗어나지 못하였음.

Brookings와 FT가 합작한 "Tracking Indexes for the Global Economy Recovery(TIGER)"를 보면, 선진국과 신흥국 모두 실제 경기활동은 COVID 사태 직후 급격히 호전되었다가 2022년을 기점으로 둔화되었음. 공급망 붕괴와 인플레이션 부담, Lock-down 여파 등으로 2023년까지 경제의 활력은 크게 약화되었음. 2024년 글로벌 경제의 침체까지 우려해야 하는 상황이었음. 그러나 2024년에 선진국과 신흥국 모두 경제활력이 반등하고 있음. 선진국에 비해 신흥국의 반등폭이 크게 형성되는 것은 일종의 기저효과와 Lock-down 해제로 인한 소비회복 등이 반영된 결과임.

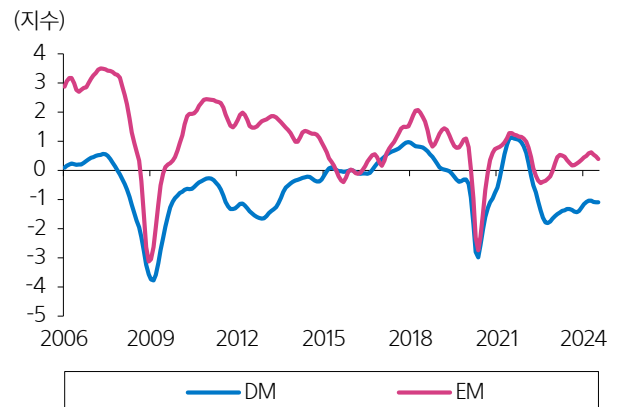
고용과 GDP, 수출입과 산업생산활동으로 평가되는 Real Activity Index는 표면상 완만하지만 경기회복의 기대감을 반영하고 있음. 반면 체감지표인 기업과 소비자신뢰지수로 평가되는 Confidence Index는 잠복한 불안감을 그대로 표출하고 있음. 성장탄력이 여전히 취약하고 미국에 국한된 성장동력과 제반 글로벌 매크로 환경의 불확실성을 반영하여 신뢰지수와 경제활동지수 사이의 단절이 형성됨. FT는 이를 두고 "표면상으로는 안정되었지만 기저에는 불안감이 깔려 있다(Calm on the surface, Turbulence beneath)"라고 평가함.

TIGER Real activity Index (선진 vs 신흥)



참고: Brookings-FT의 "Tracking Indexes for the Global Economy Recovery"
Activity - 고용과 GDP, 산업생산과 수출입, 실업률 지표를 반영
자료: Brookings, 삼성증권

TIGER Confidence Index (선진 vs 신흥)



참고: Brookings-FT의 "Tracking Indexes for the Global Economy Recovery"
Confidence - 기업 및 소비자신뢰지수 반영
자료: Brookings, 삼성증권

선방한 경제와 금융시장의 선진: IMF의 세계경제전망(World Economic Outlook)에서 미국을 중심으로 선진국의 2024년 GDP 성장률 전망치는 2023년 10월 1.4% 성장에서 2024년 10월 1.8% 성장으로 꾸준히 상향 조정되었음. 2024년 미국 경기의 침체우려를 불식시키는 경제활동이 이루어졌음. 한편 중국과 인도 중심의 신흥국 2024년 GDP 성장률 전망치는 2023년 10월 4.2% 성장에서 2024년 10월 4.0% 성장으로 오히려 하향조정되었음. 중국의 경기회복을 위한 대규모 부양정책이 지연되면서 부동산 부채상황이 해소되지 않았으며 인도의 급격한 성장통으로 인한 물가압력 등이 2024년 신흥국 GDP 성장에 부담으로 작용하였음.

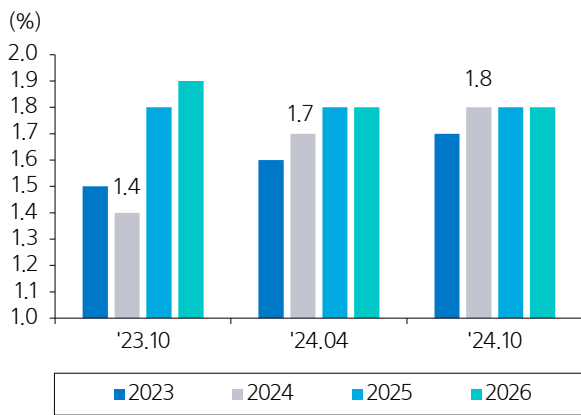
TIGER 지표에서 확인하였듯이 2024년 글로벌 경제는 표면적으로 미국 경제의 호조로 안정세를 보였지만 비대칭적인 경제성장과 신흥국의 경기부진 등으로 기저에는 상당한 불안정성이 내재되어 있음.

다만 금융시장은 실물경제에 비해 상대적으로 호조를 보였음. 중앙은행의 금리인상 중단이 가져온 과도 기적 평온함과 COVID 충격에서 벗어난 공급망 압력의 해소, 미국경제의 복원력과 AI산업의 성장에 대한 기대감 등이 중첩된 결과가 2024년 미국 금융시장의 강세를 설명할 수 있음. 특히 2024년 3분기에 진행되는 연준의 PIVOT 기대감은 위험자산에 대한 선반영을 극대화하였음.

Magnificent 7으로 대표되는 미국의 초대형 기술주의 성장이 2024년에 극단적으로 표출되었음. 미국 주식시장의 시가총액은 2023년말 50조달러에서 2024년 4분기에 60조달러를 넘어섰음. 미국 금융시장의 호조가 미국 주식시장에 집중적으로 반영된 결과임. 이에 따라 전세계 주식시장에서 차지하는 미국의 비중도 50%를 상회함. 반면 중국 주식시장은 2021년 이후 정체 또는 수축기에 진입하였음. 중국 주식시장의 시가총액은 2021년 12조달러를 상회하였으나 2024년에는 10조달러 내외에 머물러 있음. 금융시장의 강세가 글로벌 전반적으로 균질적으로 확산되지 않고 미국 예외주의로 집중되었음.

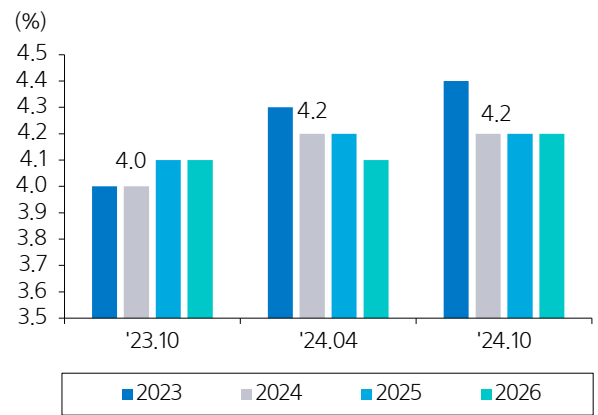
이에 따라 2025년 글로벌 금융시장의 향방은 미국 금융시장, 특히 미국 주식시장의 행보에 전적으로 달려있음. 그러나 미국 행정부의 정책불확실성과 이에 따른 물가/금리의 불확실한 행보로 인해 미국 주식시장의 변동성 상승이 여타 글로벌 시장에 전염될 개연성이 상대적으로 높아진 상태임.

선진국 GDP 성장률 전망 변화



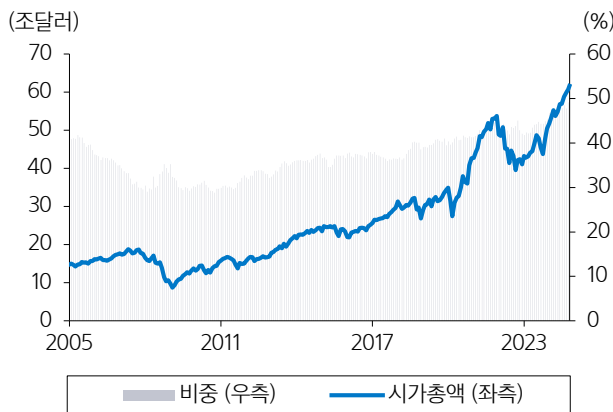
참고: 2023년 10월, 2024년 4월, 2024년 10월 전망
자료: IMF, 삼성증권

신흥국 GDP 성장률 전망 변화



참고: 2023년 10월, 2024년 4월, 2024년 10월 전망
자료: IMF, 삼성증권

미국 주식시장 시가총액과 전세계 주식시장에서의 비중



참고: Bloomberg 집계 전세계 주식시장 시총에서 미국이 차지하는 비중
자료: Bloomberg, 삼성증권

중국 주식시장 시가총액과 전세계 주식시장에서의 비중



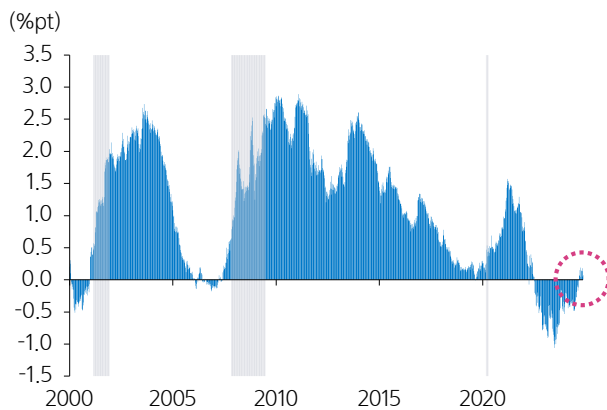
참고: Bloomberg 집계 전세계 주식시장 시총에서 중국이 차지하는 비중
자료: Bloomberg, 삼성증권

장단기 수익률의 역전 해소와 경기침체 확률: 미국 연준이 기준금리를 인상하기 시작한 2022년 2분기부터 미국의 장단기 국채수익률은 역전되었음. 2년물과 10년물 국채금리 차이는 2021년 4분기에 120bp 까지 확대되었지만, 2022년 역전된 이후에는 2023년 3분기에 -100bp에 달하는 역전을 기록하였음. 이후 2024년 9월 FOMC에서 50bp Big Cut을 하기 직전에 정상으로 반전되었음.

지난 2000년 이후 장단기 수익률이 역전되었다가 정상화된 이후 미국 경제는 항상 경기침체를 경험하였음. 2001년 1월에 장단기 수익률이 정상화된 이후 2개월만에 경기침체에 진입하였으며, 2007년 2분기에 장단기 수익률이 정상화된 이후 2007년 4분기부터 2년에 걸친 경기침체를 경험하였음. 이 때문에 장단기 금리차의 역전이 경기침체를 예시하는 가장 확실한 지표로 인정받음.

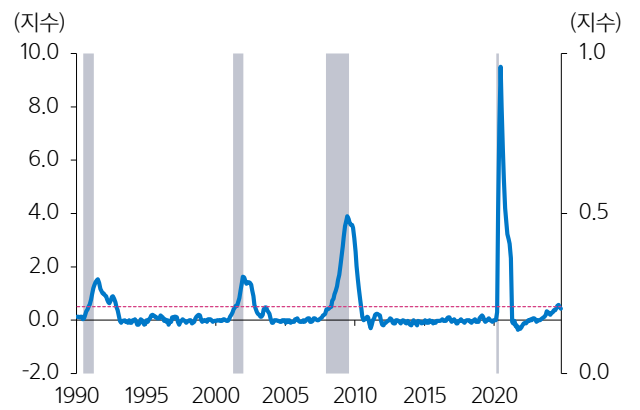
2024년 4분기에 정상화된 미국 장단기 수익률로 인해 2025년 경기둔화 또는 경기침체 가능성을 완전히 배제할 수 없음. Sahm Rule에 기반한 경기침체지수 역시 장기평균을 2024년 4분기에 상회하고 있어, 2025년 미국의 경기침체 발생 우려를 잠재울 수 없음. 더구나 미국 행정부의 정책불확실성이 정상적인 경기판단에 상당한 노이즈를 유발할 수 있고 경제주체의 합리적인 의사판단에 방해로 작용한다면, 2025년 경기판단과 금융시장의 펀드멘탈 분석이 더욱 모호해질 것임.

장단기 수익률 역전 해소에 이은 경기침체 상황



자료: FRED, 삼성증권

Sahm Rule의 경기침체 지수



자료: FRED, 삼성증권

하단의 표는 미국 연준의 금리인하와 해당 기간 미국 주식과 채권의 성과를 비교하였음. 100bp 미만의 금리인하는 일종의 보험성 금리인하라는 점에서 경기침체로 이어지지 않았음. 반면 500bp 내외의 금리인하를 진행한 시기에는 경기침체로 이어졌으며 해당기간 주식시장은 약세를 기록하고 채권시장은 강세를 유지하였음. 향후 1~2년내에 200bp~300bp의 금리인하가 예상되는 상황이므로 이전의 경험을 주목해야 함. 참고로 1990년대 초반은 걸프전쟁으로 물가압력이 고조되면서 경기침체가 진행되었지만, 독일 통일 등 공산권의 자본주의 시장 편입과 신흥국의 성장에 힘입어 주식시장이 독보적인 성과를 기록한 예외적인 시기임.

금리인하 국면의 주식과 채권 성과

금리인하	인하폭 (bp)	S&P500 (%)	채권 (%)	경기침체
1989.06 ~ 1992.09	675	28.1	44.6	O
1995.07 ~ 1996.01	75	16.2	7.0	X
2001.01 ~ 2001.12	475	-11.4	9.1	O
2007.09 ~ 2008.12	500	-38.2	5.3	O
2019.07 ~ 2019.10	75	1.1	2.3	X

참고: 채권성과는 Barclays US Agg. Bond Index 활용

자료: Bloomberg, 삼성증권

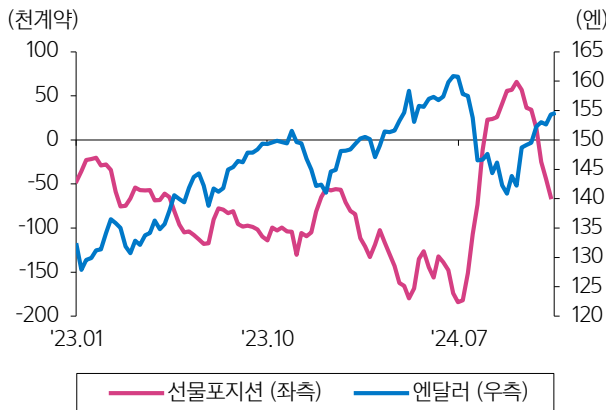
※ Yen Carry Trade 청산위험

2024년 8월에 Yen Carry Trade의 청산 충격으로 글로벌 금융시장이 발작적 증상을 연출하였음. 일본 BOJ의 금리정책 반전 기대와 엔화 약세에 대한 일본 당국의 개입, 그리고 미국과 일본의 금리차 축소 등으로 7월 160엔을 상회하던 일본 엔화가 8월에는 140엔대 초반까지 급격하게 강세로 반전하였음. 초저금리인 엔화 자산을 차입하여 고수익 자산에 투자하던 Yen Carry Trade의 손실 우려로 해당 포지션이 급격하게 청산되었으며, 이 과정에 고수익 자산의 일부인 미국 기술주나 신흥국 채권자산이 급격한 매물 압박에 노출되었음.

BIS에 따르면 비거주자의 엔화대출 잔액이 2019년말 27조엔에서 2024년 6월말 41조엔까지 급증하였음. COVID 사태를 맞아 전세계 국가가 적극적인 통화완화 정책과 막대한 유동성 공급으로 경기를 부양하였음. 위험자산의 가치가 급등하고 자금조달 비용이 저렴해지면서 각종 Carry trade가 성행하였음. 특히 엔화의 약세가 추세적으로 진행되면서 Yen Carry Trade 규모가 급증하였음. 한국은행에 따르면, Yen Carry Trade의 투자규모는 글로벌 은행의 엔화대출과 일본 거주자의 해외증권투자, 선물포지션 등을 모두 합할 경우 최대 506조엔까지 추정됨(한국은행, “최근 엔캐리 트레이드 수익률 변화와 청산가능규모 추정”, 2024.9 참조)

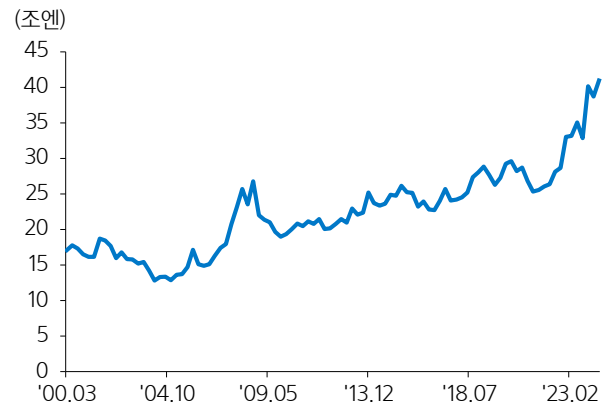
2024년 8월의 Yen Carry Trade 청산과정에서 선물포지션은 대부분 해소된 상태임. 2024년 2분기초 엔화선물 순매도포지션은 최대 18만계약에 달하였지만 2024년 11월 현재 6.5만계약 수준으로 감소하였음(2024년 9월에는 일시적으로 순매수 포지션으로 반전하였음). 또한 미국 국채금리가 2024년 4분기 이후 급등함에 따라 미국과 일본의 금리차도 재차 확대(6월초 10년물 미국-일본 국채금리 기준 3.327%pt → 10월말 3.350%pt)됨에 따라 Yen Carry Trade의 청산위험은 다소 완화되었음.

엔/달러 환율과 엔화선물 비상업투자자 순매수 포지션 추이



자료: Bloomberg, 삼성증권

비거주자(비금융기관)의 엔화 대출잔액 추이



참고: 2024년 6월 현재
자료: BIS, 삼성증권

2025년 상반기에 BOJ의 스탠스 변화가 나타날 가능성이 높은 반면 미국 연준의 기준금리 인하는 점진적으로 진행될 것임. 즉 미국과 일본의 금리차 축소가 재연될 수 있음. Carry Trade의 속성상 낮은 변동성과 저금리에서 활발하게 포지션을 구축하지만 금융자산의 변동성 수준이 2024년에 비해 높아진다면 Carry Trade의 기대수익률이 낮아져 일정한 trigger가 발생할 경우 Carry Trade의 청산압력은 일시적으로 확대될 수 있음. IMF 역시 금융안정보고서 최근호에서 Carry Trade는 변동성에 취약하고 단기간에 대규모로 집중적인 청산이 이루어질 수 있기 때문에, 변동성 상승국면에서 Carry Trade의 청산위험은 점증할 수 있음을 강조하였음.

기업실적에 대한 기대와 현실: KOSPI200 구성기업의 2024년도 영업이익의 전망치(FnGuide 기준)는 반도체 밸류체인의 부진으로 인해 2023년 후반에 추정된 250조원 수준에서 크게 벗어나지 못하였음. 오히려 2024년 11월 현재의 전망치는 2023년 후반 추정치를 소폭이나마 밑도는 양상임. 2024년 경제환경은 수출 부진과 내수 침체로 인해 기업실적의 개선 여지가 매우 협소한 상황이었음.

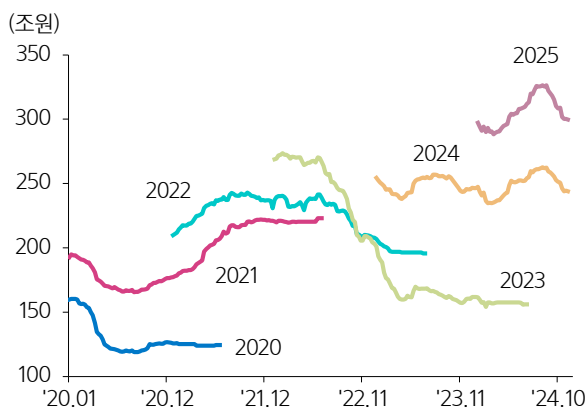
한국 증시의 2025년 이익 전망치는 2024년 상반기 중에 증가세를 보였지만 하반기 들어 하락반전하였음. 2024년 상반기에는 AI산업의 투자 쏠림과 주가 상승으로 인해 기업이익에 대한 기대가 점증하였지만 하반기에 글로벌 금융시장의 변동성이 일시적으로 확대된 이후 영업이익의 전망이 보수적으로 전환되었음. 특히 반도체 업종의 부진이 국내 주식시장에서 차지하는 반도체의 비중을 고려할 때 시장 전반의 투자심리를 크게 위축시켰음. 또한 에너지와 화학업종에서 보인 큰 폭의 감익은 중국 경제의 부진과 글로벌 교역의 위축 등이 반영된 결과임.

2025년에 미국 행정부의 보호무역주의와 관세인상으로 글로벌 교역이 위축되고 글로벌 금융시장의 변동성이 높아지면, 기업이익에는 상당한 악재로 작용할 것임. 이와 함께 중국을 중심으로 신흥국 경기부진이 지속되면 기업이익에 대한 낙관적 전망을 수용하기 어려울 것임. 현재 추정되고 있는 2025년 기업이익의 추가 하락이 나타날 가능성을 배제할 수 없는 배경임.

업종별로 보면 글로벌 AI산업의 성장세를 고려할 때 반도체의 이익전망치가 추가로 하향조정될 가능성은 상대적으로 낮은 편임. 다만 AI산업의 주축이 H/W에서 S/W으로 확산하는 경향이 뚜렷하지 않을 때 투자자들의 기대치가 위축될 수밖에 없음. 신재생에너지와 2차전지 밸류체인은 미국 행정부의 정책 편향으로 인해 이익전망이 추가로 낮아질 수 있음. 지정학적 위험의 해소여부에 따라 에너지와 화학업종의 이익전망이 크게 달라질 것이며, 중국 등 신흥국의 경기부진이 장기화될 경우 전반적인 기업이익의 하락압박이 병행될 것임.

2025년 상반기의 글로벌 금융시장의 변동성 상승국면을 극복하고 글로벌 경기의 회복이 하반기부터 가시화된다면 기업이익 전망치의 하향 추세는 진정될 수 있음. 결국 2025년 글로벌 경기 방향과 미국 행정부의 정책편향으로 인한 노이즈가 기업이익 전망을 불투명하게 만들고 불확실성을 더욱 가중시킬 것임. 기업이익에 대한 불확실성이 높아질수록 금융시장의 변동성은 더욱 확대될 것임.

KOSPI200 연도별 영업이익의 전망치 추정



자료: QuantiWise, 삼성증권

KOSPI200 2025년 당기순이익 추정치 변화

업종	24년 9월 (조원)	24년 11월 (조원)	변화 (%)
유틸리티	5.5	7.6	38.2
커뮤니케이션	7.3	7.5	2.7
금융	38.6	38.7	0.3
철강/소재	4.2	4.2	0.0
자유소비재	35.5	34.9	(1.7)
헬스케어	3.5	3.4	(2.9)
중공업	6.9	6.6	(4.3)
산업재	11.2	10.7	(4.5)
필수소비재	6.1	5.8	(4.9)
건설	5.1	4.8	(5.9)
정보기술	86.7	77.6	(10.5)
에너지	4.5	3.6	(20.0)
화학	8.0	6.4	(20.0)
합계	223.3	211.7	(5.2)

자료: QuantiWise, 삼성증권

2025년 변동성 전망

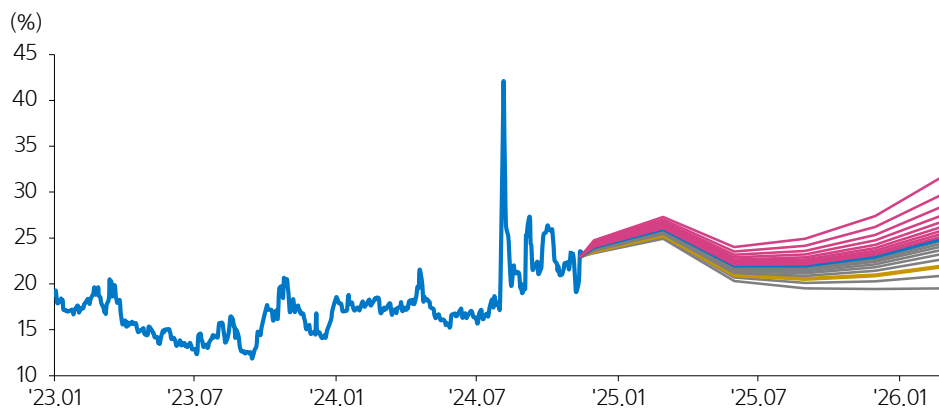
2025년 변동성 상고하저 기대: 2023년부터 이어진 중앙은행의 긴축정책의 반전(Pivot) 기대감으로 2024년 상반기까지 위험자산의 강세와 변동성의 억압이 실현되었음. 시산업의 성장성에 대한 과도한 기대가 밸류에이션 부담에도 불구하고 초대형주로의 쏠림현상을 유발하였음. 반면 미국 이외의 경제지역에서는 부진한 경기와 제한된 정책여력으로 경제 탄력성이 크게 약화되었음. 미국을 제외한 금융시장 역시 불안정한 정체를 거듭하였음. 2024년 하반기에는 끈적한 인플레이션으로 인한 PIVOT 기대감의 후퇴와 과도한 기대에 비해 상대적으로 취약한 시산업 기반 등으로 금융시장의 발작증세가 반복적으로 나타났음. 미국 대선에 대한 불확실성과 향후 정책의 불투명성이 경제와 금융의 지속가능성을 제약한 노이즈로 작용하였음.

2024년에는 중앙은행의 금리인상 중단과 PIVOT 기대감으로 조성된 과도기적 평온함으로 미국을 중심으로 금융시장이 호조세를 보였음. 2025년에는 이미 선반영된 기대감을 충족시킬 수 있는 경제환경의 도래가 관건임. 2025년에는 정책불확실성이 극단적으로 높아진데다 금리인하의 여력이 상대적으로 제한될 수 있는 상황임. 2024년에 비해 변동성 수준 자체가 상향조정되고 빈번하게 Spike가 발생할 가능성이 높음.

2025년 상반기에는 미국 행정부의 정책 편향과 노이즈가 경제 주체의 합리적인 의사결정에 장애로 작용할 수 있음. 보호무역주의와 관세인상이 안정화되어가는 인플레이션을 자극할 수 있으며, 재정 적자로 말미암은 채권금리의 상승이 연준의 금리인하 속도를 지연시킬 수 있기 때문임. 미국 행정부의 정책에 대한 상대국가의 반응이 격화될 경우에는 글로벌 교역의 위축과 공급망 혼란을 부추겨 글로벌 경제 성장이 당초에 기대한 연착륙 경로에서 벗어날 수 있는 위험도 존재함. 물론 정책불확실성이 해소되고 연착륙이 가시화된다면 2025년 하반기에는 금융시장의 변동성이 잦아들 수 있음.

2025년 경제와 금융환경은 복잡하고 불확실하며 변동성에 휘둘리는 모호한 국면이 연속될 것임. 이에 따라 당사는 2025년 금융시장의 변동성 수준이 2024년에 비해 한단계 높아지고 반복적인 Spike가 발생할 것으로 전망함.

한국 주식시장 변동성 전망 - VKOSPI



자료: KRX, 삼성증권

2025년 파생상품시장 전략

Volatility, To Short or To Long

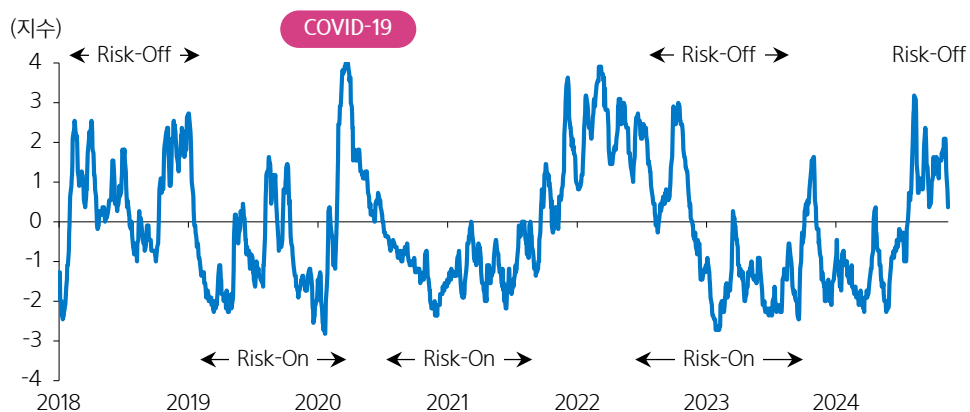
삼성투자위험지수, Risk Off: 당사에서 산출하고 있는 삼성투자위험지수는 주식과 채권, 외환과 신용시장의 변동성지표를 종합하여 투자위험의 강도를 파악하는 지표임. 기준선 상방으로 올라갈수록 Risk-Off가 심화되며, 경험적으로 +3pt를 상회하는 상황이 금융시스템 위기국면으로 인식할 수 있음.

2022년 Risk-Off 구간을 거쳤던 글로벌 금융시장은 2023년 들어 Risk-On 구간으로 반전하였음. 중앙은행 Pivot 기대감이 Risk-On은 결정적인 변수로 작용하였음. 2024년 상반기까지 PIVOT 기대감이 글로벌 금융시장의 과도기적 평온함을 조성하는 가운데 AI/반도체 중심의 성장주가 위험자산의 돌파구를 연출하였음. 2024년 하반기에는 인플레이션의 불안정한 행보와 AI에 대한 과도한 쏠림의 경계, 그리고 미국 대선 등 시장외적 불확실성이 가중되면서 삼성투자위험지수가 Risk-Off 상태로 반전하였음.

2025년 상반기에는 미국 행정부의 정책 강도에 따른 파급효과가 돌발 변수로 작용할 수 있는 가운데 미국을 중심으로 인플레이션 완화와 기준금리 인하 속도에 대한 투자자들의 성급한 기대와 실망이 금융시장의 변동성을 자극할 것임. 미국 이외 지역의 경기회복 수준이 기대보다 낮을 경우 달러화 강세를 촉발하면서 해외 유동성의 무작위적인 쏠림현상을 가속시킬 것임. 또한 과잉투자까지 우려되는 AI 산업의 실적 검증과정에서 흥분(euphoria)과 실망(panic)이 수시로 엇갈릴 수 있음. 2025년 상반기는 전반적으로 정책 불확실성과 자금흐름의 불안정성으로 Risk-Off 상태를 지속할 가능성이 높음.

2025년 하반기에 미국 이외 지역의 경기회복과 달러화 약세가 가시화된다면 해외 유동성의 확산을 계기로 쏠림현상이 완화될 수 있음. 또한 낮아진 금리 수준으로 글로벌 경제가 회복의 모멘텀을 얻게 되면 변동성의 우하향도 기대할 수 있음. 하반기에는 Risk-On으로의 복귀를 기대함. 다만 중앙은행의 금리인하 중단과 경기 둔화가 가시화될 경우 금융시장은 경기침체 우려에 빠져 들어갈 수 있는 Tail risk도 존재함.

삼성투자위험지수: Risk-On으로의 전환 여부



참고: 주식/채권/외환/신용시장의 변동성지표를 종합하여 기준선 상방은 'Risk-Off', 기준선 하방은 'Risk-On'을 의미함
 자료: Bloomberg, KRX, 삼성증권

복잡하고 불확실하며 변동성에 휘둘리는 모호한 2025년 금융시장: IMF에 따르면 2024년 대비 2025년 미국 경제는 소비 둔화로 2024년보다 GDP 성장률이 낮아질 것으로 예상하고 신흥국 역시 중국과 인도의 경기부진이 지속될 것으로 전망하였음. 반면 중앙은행의 금리인하 기조는 인플레이션 완화기조에 힘입어 2025년 내내 완만하게 지속될 것으로 기대됨. 금융시장의 변동성을 증폭시킬 펀드멘탈의 악화와 위험자산 선호를 부추길 수 있는 유동성 개선이 2025년에 혼재되어 나타날 수 있음.

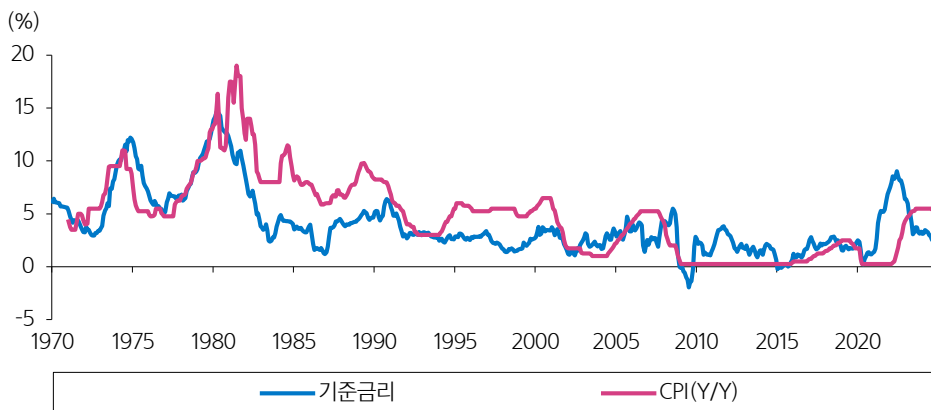
이에 따라 2025년 글로벌 금융시장은 복잡하고(Complex) 불확실하며(Uncertain) 변동성에 휘둘리고 (Volatile) 모호한(Ambiguous) 상태(CUVA)에 놓일 것으로 전망함. 금융시장이 가장 두려워하는 CUVA 상태에 빠져들 가능성이 높음. 더구나 미국의 신정부에 의해 조장될 수 있는 교역전쟁과 공급망 혼란, 관세 인상에 따른 글로벌 인플레이션 상승조장 등은 이 같은 CUVA 상태를 더욱 부추기고 시장 참여자들의 혼란스러운 불안감이 극단적인 쏠림 현상으로 표출될 수 있음.

PIVOT 기대감이 부메랑으로 돌아올 수 있어: 2024년 11월 현재 미국의 소비자물가는 전년대비 2.6% 수준임. 2022년 한때 6.0%를 기록하기도 하였지만 미국 연준의 금리인상과 과열 경기의 진정으로 소비자물가가 2%대로 진입하였음. 2023년 이후 금융시장은 미국 연준을 중심으로 중앙은행의 PIVOT에 대한 기대감으로 고물가-고금리 국면에서도 자산가격의 강세가 연출되었음.

2024년 9월에 시작한 미국 연준의 금리인하는 현재 기준으로 2026년 중반까지 점진적으로 이어질 것으로 전망됨. 다만 미국 신정부의 등장과 CUVA 환경의 조성, 고물가/고금리의 복귀 등의 위험이 남아 있기 때문에 중앙은행의 PIVOT에 기대감은 상당부분 해소되었을 가능성이 높음. 더구나 미국 신정부가 저금리와 약달러를 지향하지만 정책실행 단계에서는 인플레이션 압박과 금리 상승으로 인한 강달러 환경을 유발할 가능성이 높음.

결과적으로 자산가격에 선반영된 기대감에 비해 실제 성과가 부진하거나 불확실한 매크로 환경으로 금융시장의 변동성이 높아질 경우 자산시장의 투자심리가 급격히 악화될 수 있음. 특히 중앙은행의 금리 인하가 제반 매크로 환경으로 지연되거나 중단될 경우에는 위험자산으로부터의 이탈과 투자 포트폴리오의 보수화가 촉발될 수 있음.

미국 연준의 기준금리 추이와 미국 소비자물가 추이

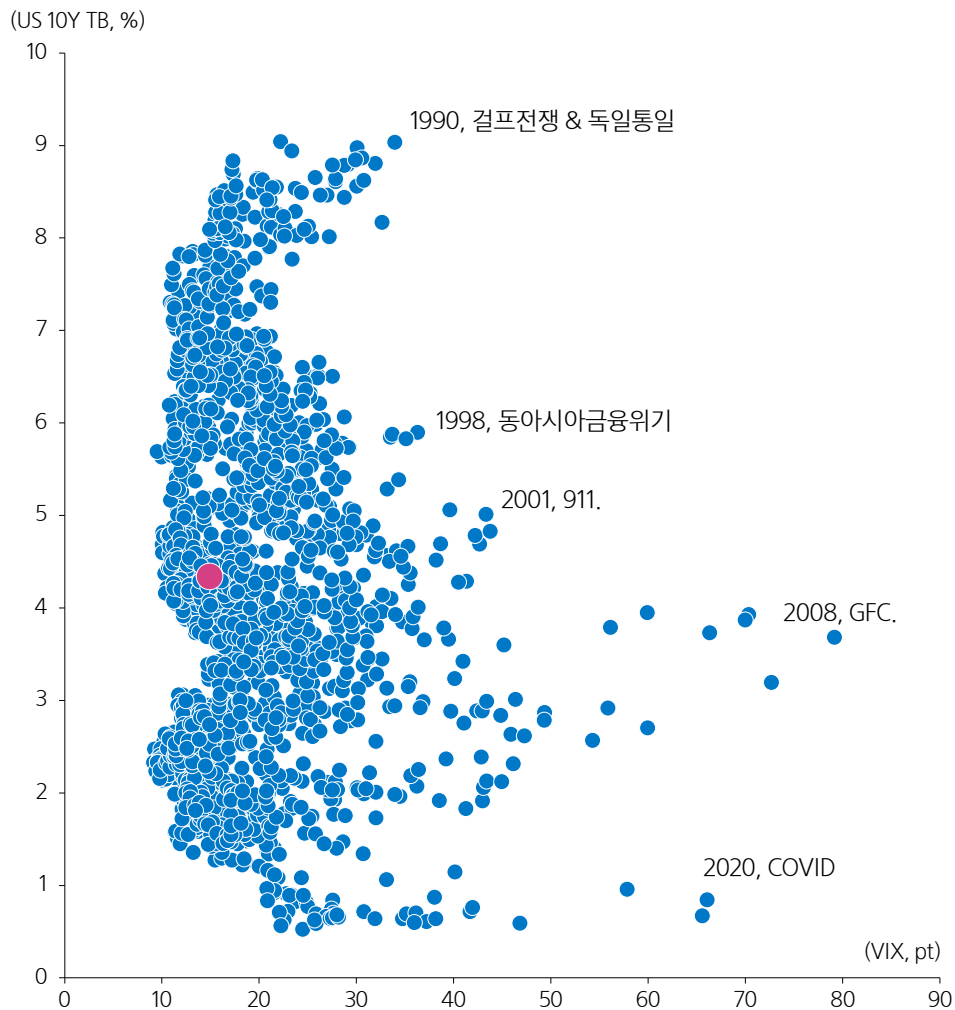


자료: Bloomberg, 삼성증권

Volatility, To Be or Not To Be: 1990년 이후 미국 국채 10년물과 VIX의 관계를 보면, 국채 수익률이 4% 이상에서는 상대적으로 VIX의 급등(spike)이 적은 반면 4% 이하 국면에서 변동성의 급등이 빈번하게 나타남. 2008년 금융위기부터 2011년 미국 재정위기, 2020년 COVID 사태 등 저금리 기조에서 금융시장의 민감한 반응이 폭발적으로 나타나는 경우가 많았음. 2000년대 이전과 달리 2008년 이후 진행된 저금리와 과금융화(over-financializing)가 금융시장의 불안정성을 더욱 자극하는 상호연쇄효과(cross-chain effect)를 유발한 것임. 초저금리에서도 VIX Spike가 발생하였으며, 3%~5% 중금리 기간에서 변동성 폭발이 빈번하게 발생하였음.

현재 미국 국채금리 4% 초반과 VIX 10% 후반은 금리와 변동성의 불안정한 균형상태를 반영하고 있음. 금리가 하락하는 변수 중 경기침체 요인이 강하다면 금융시장은 불안정한 흐름을 보일 것이며, 금리가 상승하는 변수 중 인플레이션 요인이 강하다면 금융시장은 재차 불안정한 등락을 연출할 것임. 반면 2024년과 유사하게 경기흐름이 양호하고 인플레이션 압력이 순차적으로 둔화된다면 금융시장은 안정적인 골디락스를 향유할 것임. 결국 2025년에는 변동성의 상승압박이 상시적으로 나타날 수 있지만 의외로 변동성의 침잠이 발생할 가능성도 남아있음(Volatility To Be or Not To Be).

변동성지수 VIX와 미국 국채 10년물 금리의 분포 (weekly 데이터)



참고: 붉은 색은 2024년 11월 현재
 자료: Bloomberg, 삼성증권

Volatility Convexity Selling: 미국 변동성지수 VIX의 경우 2022년 고점을 기록한 이후 2023년과 2024년 상반기까지 우하향 추세를 지속하였음. 2024년 상반기까지도 변동성 매도전략이 유효한 Carry 투자의 일환이었음. 참고로 한국 변동성지수 VKOSPI의 경우 2022년 고점을 기록한 이후 2023년까지 하향 안정화를 기록하였지만, 2024년에 주요 대기업의 주가 부진과 미국 대선의 불확실성으로 변동성 상승 반전을 보였음.

미국의 변동성 흐름이 최근 2년간 우하향 안정화 패턴을 보였기 때문에, Carry 투자의 일환으로 Volatility Convexity Selling 거래가 압도적인 비중을 차지하였음. Volatility risk premium을 수익으로 추구하는 Volatility Convexity Selling 전략은 예를 들어 VIX Short 거래나 옵션 매도 거래 등이 대표적임. 2024년 연말까지 미국 주식시장의 우상향 흐름이 지속됨에 따라 변동성 매도전략의 수익성이 담보되는 상황임.

미국 VIX와 한국 VKOSPI 연도별 일평균 수치

(단위: %)	2021년	2022년	2023년	24년 1H	24년 2H
VIX	19.39	25.33	16.67	13.70	17.73
VKOSPI	19.57	20.37	15.64	17.33	21.61

참고: 2024년 11월 현재

자료: Bloomberg, KRX, 삼성증권

2025년에도 변동성 매도거래에 대한 수요가 존재할 것임. 미국의 신정부가 펼치는 보호무역주의와 관세인상 등의 경제정책은 글로벌 금융시장에 혼란을 가중시킬 수 있으며, 중국 등의 대응여부에 따라 글로벌 교역 분쟁이 심화될 수 있음. 특히 2025년 상반기에 글로벌 금융시장의 혼란이 가중될 수 있어 변동성 상승압력이 강화될 것임. 변동성 수준이 일정 수준, 예를 들어 2022년 평균 수준인 20% 초반을 상회하는 구간에 변동성의 평균회귀를 기대하는 변동성 매도전략이 집중적으로 발생할 수 있음. 다만 해당 전략은 미국 경제가 2025년에도 골디락스에 준하는 경기흐름을 보일 것이라는 전제가 필요함.

Vol-mageddon 위험: 2024년 8월 미국 주식시장은 외부의 충격보다는 AI/반도체로의 과도한 쏠림에 대한 경계와 인플레이션 경로의 불확실성이 심화되는 과정에서 발생한 변동성 폭발(spiral)임. 특히 수일에 걸쳐 주식시장의 급등락이 대표 대형주 중심으로 발생하면서 투자자들의 혼란이 가중되었음. 2024년 8월 VIX는 38.5pt를 기록하여 2022년 3월 러시아-우크라이나 전쟁으로 기록한 직전 고점 36.4pt를 상회하였음. 2022년 러-우 전쟁에 따른 지정학적 위험 고조와 글로벌 공급망 붕괴라는 매크로 전반의 충격을 상회하는 2024년 8월 변동성 폭등은 시장외적 충격이 아닌 시장 내부의 쏠림과 반작용으로 발생한 사례임.

2025년에 미국 중앙은행과 미국 행정부의 엇갈리 정책(기준금리 인하 vs 재정적자 확대)이 글로벌 금융시장의 변동성을 자극할 수 있음. 또한 미국 신정부의 보호무역주의 공세로 글로벌 교역이 악화되고 여타 국가의 경기진작을 위한 완화적 통화정책이 경쟁적으로 진행될 경우 미국 달러화의 강세와 글로벌 유동성의 쏠림 현상이 나타날 수 있음. 미국 정부의 경제정책 가시성이 낮아질 경우 금융시장은 발작 증상을 보일 수 있음. 미국 연준의 금리인하 속도가 시장 기대에 미치지 못할 경우 2023년 SVB사태와 같은 금융기관 부실위험이 재발될 위험도 부정할 수 없음.

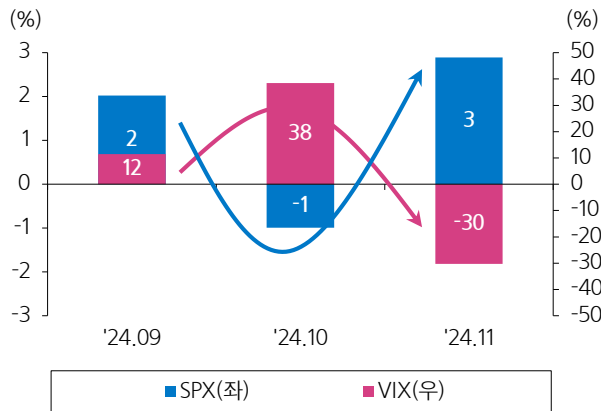
변동성 매도전략의 최대 위험은 변동성 발작(spiral) 상황에서 레버리지 해소를 위해 담보자산의 연쇄 청산을 유발할 수 있다는 점임. 2018년 Vol-mageddon 상황은 연기금을 중심으로 Risk-parity 펀드나 Target vol 펀드의 청산이 집중적으로 이루어지면서 금융시장 전반의 불안정성을 고조시켰음.

Volatility, To Short or To Long: 2025년의 복잡하고 불확실하며 변동성이 휘둘리는 모호한 CUVA 상황은 변동성 매수 또는 변동성 매도 모두 기회를 제공할 것임. 변동성 매수는 포트폴리오의 위험헤지 차원에서 이루어져야 하며 변동성 매도는 Risk-on 국면에서만 yield harvesting 전략으로 활용되어야 함.

2025년 상반기, Euphoria와 Fear의 불안정성에 대응할 전략

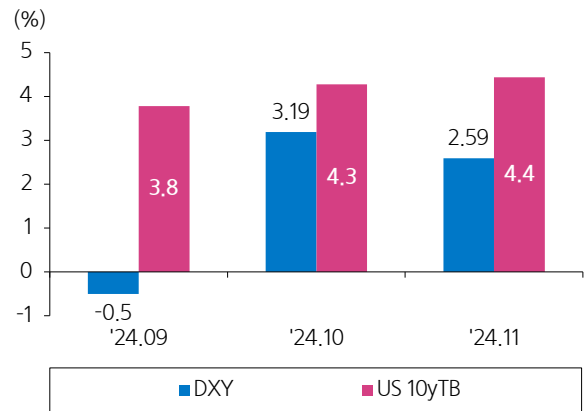
희열과 공포의 불안정한 균형: 2024년 11월 미국 대통령선거 직후 불확실성 제거라는 호재에 주식시장이 폭등하였음. 트럼프의 경제 정책이 대외적으로는 보호무역주의와 관세인상에 맞추어져 있지만 대내적으로는 내수진작을 위한 규제완화와 세금감면을 내세움에 따라 주식시장이 단기적으로 폭발적인 반응을 보였음. 하단의 그림에서 변동성(VIX)은 진정되고 주식시장은 반등하였음. 미국 채권금리는 상승하고 미국 달러화지수도 강세를 기록함. 대선의 불확실성에 대한 시장의 공포는 사라지고 안도감과 희열감이 주식시장의 반등을 이끌었음.

주식시장은 10월 이후 반등하고 변동성은 하락함



참고: 월간 등락률, 11월은 15일 현재
자료: Bloomberg, 삼성증권

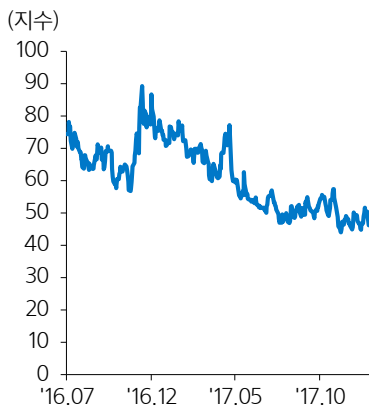
채권 수익률이 높아지면서 달러화도 강세로 반전



참고: DXY는 월간 등락률 & 미국채10년물은 매월말 수익률, 11월은 15일 현재
자료: Bloomberg, 삼성증권

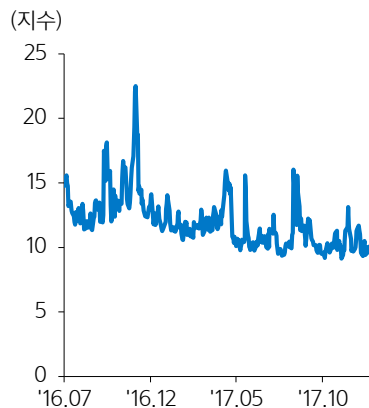
트럼프 1기 초반 VIX Spike 빈번: 2024~2025년 미국의 트럼프 정부가 들어서기 전까지 정책의 공백과 직전 상승탄력의 관성 등으로 어울려진 허니문 랠리가 이어질 수 있음. 반면 트럼프 정부의 취임 100일은 보호무역주의와 관세인상, 여타 국가에 대한 내러티브 공세 등으로 글로벌 금융시장의 변동성이 급격히 상승할 수 있음. 2017년에 트럼프 1기정부가 들어선 이후 미국 주식시장 변동성지수 VIX는 수시로 Spike를 일으켰으며, 채권시장과 외환시장의 변동성 역시 2017년 2분기 이후 상승세로 반전하였음. 주식시장은 정책 변화에 즉각적으로 반영한 반면 채권과 외환시장은 정책효과가 가시화되는 시점에서 변동성의 변화가 관찰됨.

미국 채권시장 변동성지수 MOVE



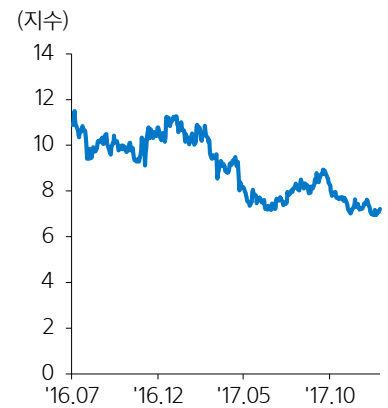
자료: Bloomberg, 삼성증권

미국 주식시장 변동성지수 VIX



자료: Bloomberg, 삼성증권

선진국 외환시장 변동성지수 JPMX

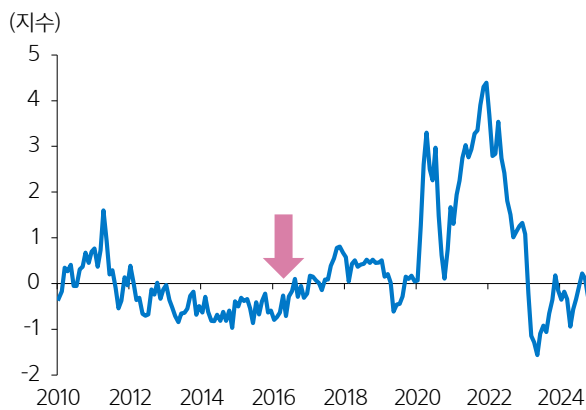


자료: Bloomberg, 삼성증권

2025년 상반기, 관세와 인플레이션 위험: 미국 행정부의 관세인상 정책은 글로벌 공급망 위축과 무역 긴장을 유발할 것임. 관세인상으로 기업의 원부자재 비용이 증가하면 생산자 물가를 자극할 수 있음. 행정부의 주요 정책인 이민 억제는 서비스 노동력의 축소로 이어져 소비자 물가에 압력을 가할 수 있음. 행정부의 정책강도와 범위에 따라 파급효과가 상이하겠지만 성장 잠재력을 잠식하고 인플레이션을 자극할 수 있는 상황임.

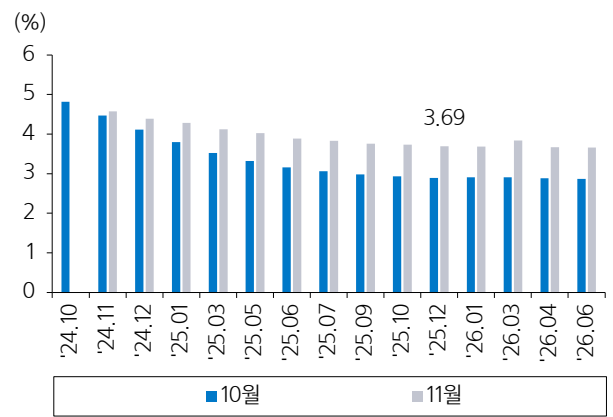
트럼프 당선 직후 미국 연방기금의 내재금리는 10월초에 예상하였던 수준에 비해 하락폭이 크게 둔화되었음. 10월에는 2025년 연말 기준으로 3%를 밑돌 것으로 기대되었지만 11월에 확인된 기준금리 수준은 2025년 연말에 3% 중반에 위치할 것으로 산출되었음.

완화된 공급망 압력의 가중 여부



참고: 기준선 위의 공급망 압력 가중을 의미
자료: FRED, 삼성증권

미국연준 금리인하 기대감 약화



참고: 10월초와 11월 FOMC 직후 반영된 연방기금 내재금리
자료: Bloomberg, 삼성증권

2025년 상반기 투자전략: 미국 미국 행정부로 인해 고금리가 장기화되고 물가압력이 재현된다면 금융 시장의 혼란과 불안정성은 심화될 것임. 특히 2025년 상반기에는 정책 관련 내러티브가 금융시장에 노이즈로 작용할 수 있으며, 관세 상대국의 반응 강도에 따라 악순환이 심화되는 양상으로 전개될 수 있음. 물론 행정부의 세금인하와 규제완화로 수혜를 입을 수 있는 업종이 나타나겠지만 매크로 환경의 악화로 금융시장의 변동성이 상승할 수 있음.

S&P500에 대한 Bear Spread. 2025년 6월말을 만기로 설정하는 Bear Spread를 통해 주식시장의 하방 위험을 커버하고 높은 변동성으로 인한 포트폴리오의 불안정성을 완화시킬 수 있음. Put 100% 매수와 Put 95% 매도로 이루어지는 Bear Spread는 vanilla Put 100% 옵션매수에 비해 프리미엄의 절감(매도옵션의 프리미엄으로 매수옵션의 프리미엄 일부를 지급함)이 가능함.

S&P500 Risk-Reversal Spread. 105% Call 매도와 95% Put 매수로 상하 5%의 구간에서 보유 포트폴리오의 손익을 고정시킬 수 있음. 유사한 OTM 매매이기 때문에 거래비용이 크게 낮아짐.

S&P500 Knock-in down Put 매수. ATM 행사가격과 95% Barrier의 Put옵션 매수는 하락세가 심화되는 시점(주가 -5% 하락)에서 Put옵션의 효력이 발휘될 수 있음. Plain Put 매수에 비해 상대적으로 옵션 매수비용이 저렴함.

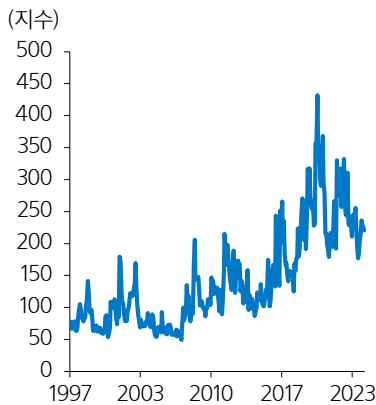
Tail Risk Hedging 전략

Expecting the Unexpected: 2025년에는 미국 행정부의 정책편향에 따른 불확실성과 노이즈로 인해 글로벌 금융시장의 변동성이 우상향하면서 지역별로 또는 산업별로 노이즈가 빈번하게 발생하는 환경이 조성될 것으로 예상됨. 본격적인 금리인상이나 경기침체 우려보다 돌발재료에 의한 변동성 spike가 발생할 수 있다는 점에서 2025년에는 예상치 못한 위험에 대비할 수 있는 Tail Risk Hedging 전략이 필수 불가결한 대응방안임.

2025년의 주요 Left-tail risk 변수로는 교역분쟁으로 불거질 외환시장 불안정성(Carry trade 청산위험 포함)과 재정적자로 인한 채권금리의 Higher for Longer 흐름 및 이에 따른 한계기업 부도위험 증폭, 과잉 투자와 성장기대로 급등한 미국 기술주의 밸류에이션 부담 등이 포함될 것임. 또한 지정학적 위험의 확산과 공급망 혼란에 따른 원자재 가격의 급등도 하방위험을 증폭시킬 수 있음.

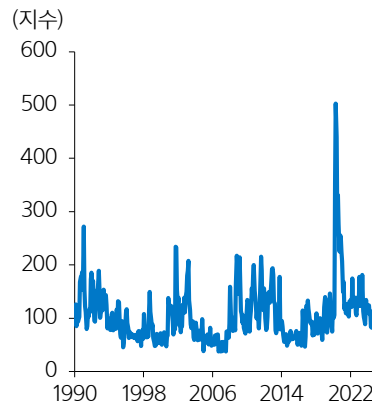
불확실성 지수를 전 세계 및 각국 경제에 특화하여 산출하고 있는 EPU에 따르면, 글로벌 경제정책 불확실성지수는 2020년대 특이점을 거치고 하락반전 하였지만 2020년 이전의 수준에 비해 높은 불확실성을 유지하고 있음. 미국의 경제정책 불확실성 지수 역시 2020년 일시적인 폭증이후 하락하였지만 장기평균에 비해서는 높은 수준을 유지하고 있음. 특히 미국의 무역정책 불확실성 지수는 트럼프 1기에 폭증한 이후 안정화되었지만 2024년 들어 재차 상승반전하고 있음. 2025년에는 미국 행정부의 정책편향이 미국과 글로벌 경제 전반적으로 정책불확실성을 심화시킬 것이며, Tail Risk의 발생 빈도를 더욱 증폭시킬 것으로 예상됨.

글로벌 경제정책 불확실성 지수



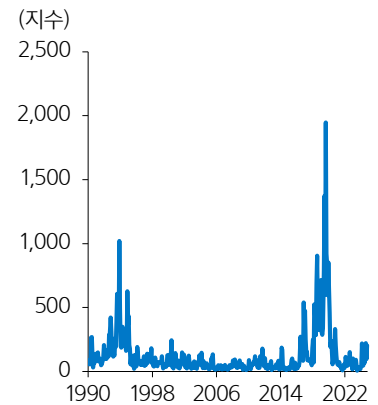
자료: EPU

미국 경제정책 불확실성 지수



자료: EPU

미국 무역정책 불확실성 지수



자료: EPU

분산투자를 넘어선 Tail Risk Hedging 전략: 자산별 분산된 포트폴리오를 구축하여 포트폴리오의 회복 탄력성을 높이는 것이 교과서적인 대응임. 그러나 주식과 채권의 상관관계가 positive로 반전하거나 시장외부 요인에 의해 금융시장의 변동성이 높아지는 시스템 위험에 노출되는 경우에는 분산 포트폴리오임에도 불구하고 하방위험에 민감하게 노출될 수 있음. 일례로 2022년은 금융자산이 전반적으로 약세를 보이는 가운데 주식과 채권의 정(正)의 상관관계로 인해 6:4 포트폴리오가 매우 부진한 성과를 기록하였음.

Direct Hedging. 포트폴리오의 위험을 직접 줄이기 위해 자산의 Put옵션을 매입하거나 자산의 변동성 지수상품(Futures, Call options)을 매입하는 방식으로 대응할 수 있음. 신용위험에 노출될 경우 credit protection 상품에 투자할 수 있음. 다만 비용이 수반되거나 자산가격이 우상향할 경우 수익을 향유하지 못하는 단점이 존재함. 또한 직접 헤지를 위해 지불해야 하는 보험비용에 비해 실제 보험효과가 적을 수도 있음.

Indirect Hedging. 투자자산의 하방위험을 상쇄하기 위해 해당 자산과 역의 상관성을 갖는 파생상품 등을 투자하는 직접 헤지와 달리 간접 헤지는 투자자산의 위험 속성을 헤지 전략으로 변화시키는 방식임. 예를 들어 지정학적 위험에 노출된 자산에 대해 외환 파생상품으로 비대칭적 헤징을 하는 방식임. 비선형적(non-linear)인 속성을 보이는 파생상품을 활용하여 정상적인 상황에서는 투자자산과 상관성이 낮지만 스트레스 국면에서 투자자산의 하방위험에 대해 negative 상관성을 보이도록 설계하는 것도 간접헤지의 방식임. 주식 포트폴리오에 대해 변동성지수 Call 옵션을 매입하여 tail risk가 발생할 때 투자 자산의 손실을 변동성지수 Call 옵션의 수익으로 만회하는 방법도 고려할 수 있음.

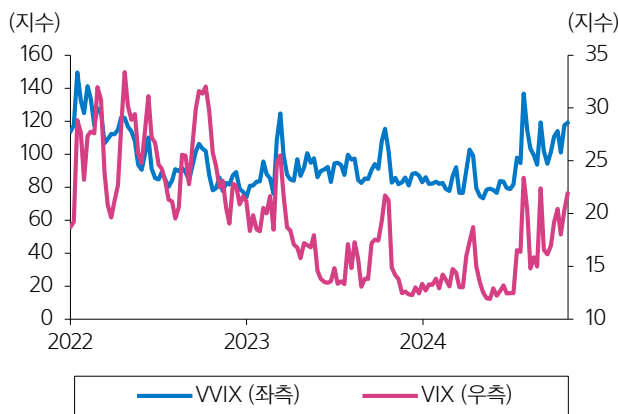
Volatility Curvature Long 전략도 투자 포트폴리오의 하방위험을 방어할 수 있는 간접 헤지임. 파생상품에 대한 추세종중 매매로 상방과 하방 모두 수익을 창출하는 것이 목적인 Volatility curvature 전략은 투자자산의 위험성향을 'U'자형으로 변형시킬 수 있음.

Uncorrelated return 추구. 투자자산과 헤지상품을 결합하여 포트폴리오의 성과를 매크로 환경에 종속되지 않도록 하는 헤지방식도 Tail Risk hedging으로 분류할 수 있음. 매크로 변수와 독립적인 자산(실물자산 등)을 결합하여 전체 포트폴리오의 성과를 면역화시키는 방식이 대표적인 패턴임.

VWIX와 SKEW으로 Tail risk 감지하기: 변동성지수 VIX의 변동성을 보여주는 VWIX는 VIX에 비해 변동성 상승에 상대적으로 민감한 편임. 하단의 그림에서 2023년 이후 VIX는 우하향하지만 VWIX는 일정 수준에서 정체를 보이다가 2024년 하반기부터 큰 폭의 반등을 보이면서 상승세로 반전하였음. SKEW는 S&P500 옵션시장에서 하방/상방위험의 쏠림 정도를 파악할 수 있는 지표임. SKEW가 일정 수준을 상회한다면 OTM Put옵션에 대한 시장의 기대감이 상대적으로 높아졌음을 의미하며, 조만간 현물시장의 의미있는 조정이 발생할 수 있음을 선행적으로 파악할 수 있음. 2024년 상반기에 SKEW는 수차례 연중 고점을 기록하였으며, 결국 2024년 8월 변동성의 폭발이 발생하였음.

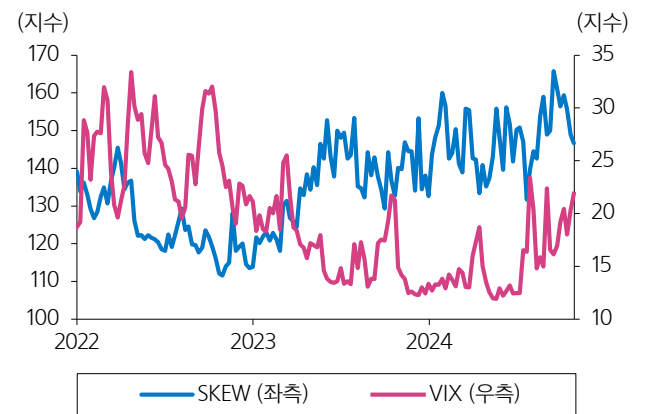
2025년에도 VWIX와 SKEW의 Tail Risk 감지기의 역할을 기대함. OTE 옵션의 성장으로 30일 옵션을 기반으로 산출되는 VIX 자체의 설명력이 둔화되었다고 하지만 변동성이 전반적으로 상향 흐름을 보일 2025년 상반기에는 VIX의 시장 민감도는 유효할 것으로 기대됨. VIX의 선행지표 역할을 하는 VWIX와 SKEW의 움직임도 주목할 필요가 있음. 예를 들어 SKEW가 2024년의 고점을 넘어서는 상승세를 보인다면 Tail risk 도래 가능성이 그만큼 더욱 커졌다는 것을 의미할 것임.

VIX와 VWIX



자료: Bloomberg, 삼성증권

VIX와 SKEW



자료: Bloomberg, 삼성증권

해외 선물/옵션에 대한 전략적 포지셔닝 구축해야

해외 현물투자자와 동반성장하는 해외 파생투자: 국내 투자자의 해외투자가 구조적으로 성장하는 가운데 국내 투자자의 해외 장내파생상품 거래 역시 증가세를 지속하고 있음. 2022년 국내투자자들의 해외 장내파생상품 거래규모는 9.9조달러로 사상 최대를 기록한 이후 2023년 7.8조달러로 감소하였지만, 2024년에는 9.0조달러에 육박하는 거래 회복세를 보일 것으로 전망됨.

2024년 1월~10월 누적거래 규모로 최대 거래를 기록한 상품은 Nasdaq 100 E-mini Futures으로 2.6조달러가 거래되었음. Micro E-mini Nasdaq 100 Futures가 1.6조달러 거래되어 Nasdaq 100 Futures에만 4.2조달러에 육박하는 거래가 이루어졌음. 미국에서 선풍적인 인기를 모으고 있는 ODTE Options에 해당하는 CBOE의 E-mini S&P500 Weekly Options의 경우 2024년 1월~10월 누적 거래대금이 모두 126억달러에 달함. 옵션 프리미엄 기준이기 때문에, 명목거래대금 기준으로 E-mini S&P500 Futures 거래에 버금가는 규모로 추정됨.

2024년 국내투자자들의 해외 파생상품 거래상위품목

품목명	위탁자	거래소	계약	거래량 (천계약)	거래대금 (백만달러)	품목명	위탁자	거래소	계약	거래량 (천계약)	거래대금 (백만달러)
NASDAQ 100 E-mini	개인	CME	선물	6,876	2,557,647	E-mini S&P500 Weekly Op. WK4	증권	CME	옵션	49	11,576
Micro E-mini Nasdaq-100	개인	CME	선물	43,768	1,644,795	HSCEI	증권	HKex	옵션	1,002	9,480
Gold, 100 oz	개인	NYMEX	선물	965	226,521	Euro Stoxx 50	증권	EUREX	옵션	678	3,659
NASDAQ 100 E-mini	기타	CME	선물	577	213,275	Nikkei 225 (weekly option)	증권	OSE	옵션	2	650
Crude Oil, WTI	개인	NYMEX	선물	3,186	204,687	E-mini S&P500 Weekly Op. WK4	개인	CME	옵션	170	610
US Treasury, 2Yr	증권	CBOE	선물	878	180,278	Nikkei 225	증권	OSE	옵션	132	567
S&P 500 E-mini	개인	CME	선물	705	160,559	Nikkei 225	은행	OSE	옵션	65	452
EUR/USD	개인	CME	선물	967	131,567	Nikkei 225 (weekly option)	은행	OSE	옵션	2	432
Hang Seng	개인	HKex	선물	703	80,230	Micro E-mini Nasdaq-100	증권	CME	옵션	-	414
Gold, E-micro	개인	NYMEX	선물	3,298	78,672	Euro Stoxx 50	은행	EUREX	옵션	889	265
AUD/USD	개인	CME	선물	889	58,790	Crude Oil, WTI	증권	NYMEX	옵션	3	225
JPY/USD	개인	CME	선물	714	58,068	S&P 500 E-mini	증권	CME	옵션	67	206
3Month SOFR	개인	CME	선물	241	58,038	Gold Options	개인	NYMEX	옵션	1	176
Copper	개인	NYMEX	선물	561	57,143	Hang Seng	증권	HKex	옵션	10	167
Micro E-mini S&P 500	개인	CME	선물	2,095	56,124	NVIDIA	개인	CBF	옵션	518	126
HSCEI	증권	HKex	선물	1,320	50,634	E-mini S&P 500 Weekly Op. WK1	개인	CME	옵션	232	111
Euro Bund	개인	EUREX	선물	317	46,309	Crude Oil, WTI	개인	NYMEX	옵션	168	107
Nikkei 225 Yen	개인	CME	선물	65	43,313	E-MINI S&P500 WEEKLY Op.	개인	CME	옵션	200	99
US Treasury, 2Yr	개인	CBOE	선물	204	41,956	TESLA	개인	CBF	옵션	357	90
US Treasury, 2Yr	은행	CBOE	선물	203	41,762	US Treasury, 10Yr	증권	CBOE	옵션	3	90

참고: 2024년 1월~10월 누적거래

자료: 금융투자협회, 삼성증권

개인은 선물에, 증권은 옵션에 치우쳐진 거래양상: 해외 장내파생상품 거래에서 투자자별 특징을 보면, 개인투자자들은 선물거래 중심인 반면 증권은 상대적으로 옵션거래 중심으로 재편되어 있음. 개인투자자들은 방향성 투자를 위해 선물매매를 집중적으로 매매하는 편임. 미국 주식은 물론 유가 등 원자재와 채권선물과 금리선물까지 개인투자자들이 적극적으로 거래하고 있음. 2024년 1월~10월 누적 해외선물 거래대금이 7.4조달러인 가운데 개인투자자들이 6.2조달러를 차지할 정도임.

반면 옵션상품에 대해서는 상대적으로 개인투자자의 비중이 적은 편임. 2024년 1월~10월 누적 해외옵션 거래대금이 총 320억달러이며 이중 개인투자자들은 30억달러 거래에 그침. 증권의 해외옵션 거래규모가 272억달러에 달함. 증권의 경우 Covered Call ETF의 시장조성과 AP(설정/환매)를 위해 미국 주가지수옵션 중심으로 거래를 활발하게 하고 있음. HSCEI 옵션거래는 ELS 헤지를 위해 증권사가 많은 비중을 차지함.

CTA 등 간접투자 상품의 개발 필요: 해외 파생상품시장이 국내 투자자들에게 인기를 얻고 있지만 증권을 제외한 기관투자자의 참여는 매우 미미함. 투신의 경우 2024년 1월~10월 누적으로 해외선물 거래규모는 462억달러, 해외옵션 거래규모는 1.7억달러에 불과함. 해당 기간 전체 선물거래의 1%에 불과하며 옵션거래의 0.5%에 그치는 시장 참여임.

투신의 선물거래는 해외주식 ETF 또는 펀드의 익스포저를 확보하기 위한 거래가 대부분으로 추정됨. 채권과 원유, 금선물에 대한 거래가 일부 있지만 대부분 주식 포지션에 치우쳐 있음. 투신의 옵션거래에서 주목할 부분은 미국 변동성지수에 대한 옵션거래가 가장 많은 비중을 차지하고 있다는 점임. 변동성 헤지를 위해 변동성지수옵션을 활용하는 것임. 그 외에는 선물과 마찬가지로 대부분 주식 포지션임.

2024년 투신의 해외 파생상품 거래상위품목

품목명	거래소	계약	거래량 (천계약)	거래대금 (백만달러)	품목명	거래소	계약	거래량 (천계약)	거래대금 (백만달러)
Micro E-mini Nasdaq-100	CME	선물	251	9,370	SPX Volatility Index	CBOE	옵션	4	85
NASDAQ 100 E-mini	CME	선물	16	6,005	E-mini Nasdaq-100 Weekly Op.	CME	옵션	5	19
S&P 500 E-mini	CME	선물	16	4,323	iShares TR 20yr Bond ETF	CBOE	옵션	202	16
Micro E-mini S&P 500	CME	선물	120	3,072	NASDAQ 100	CME	옵션	-	9
US Treasury Ultra Bond	CME	선물	23	2,980	S&P 500 Index Options	CBOE	옵션	2	8
US Treasury, 10Yr	CME	선물	18	2,447	Nasdaq-100	NASDAQ	옵션	-	7
Micro E-mini Russell 2000	CME	선물	210	2,178	Nikkei 225	OSE	옵션	1	7
Crude Oil, WTI	NYMEX	선물	28	2,125	Euro Stoxx 50	EUREX	옵션	1	6
HSCEI	HKex	선물	56	2,112	S&P 500 Weekly Op.	CBOE	옵션	2	5
Gold, 100 oz	NYMEX	선물	6	1,380	HSCEI	HKex	옵션	2	5

참고: 2024년 1월~10월 누적거래

자료: 금융투자협회, 삼성증권

개인투자자들의 해외파생상품 직접참여가 급증하고 있는 상황에서 기관투자자의 해외 파생상품 활용은 제한적인 수준에 그침. 증권은 ETF나 ELS 운용차원에 국한되어 있으며 투신은 ETF나 펀드의 익스포저 관리에 한정된 매매를 하고 있음.

국내 헤지펀드는 2024년 10월 현재 자산규모 54조원 펀드 3,492개에 달함. 2023년말 44조원 2,949개 펀드에서 큰 폭의 신장을 보였음. 그럼에도 불구하고 국내 헤지펀드 대다수가 국내 자산 중심으로 운영되고 공매도 금지와 레버리지 확보의 제한 등으로 협소한 투자자산과 한정된 투자전략에 과도한 경쟁을 벌이고 있는 것이 사실임. 일부 헤지펀드에서 해외주식 Long/Short 전략을 채택하고 있지만, 전체 펀드규모에서 차지하는 비중은 상대적으로 적은 편임.

CTA(Commodity Trading Advisor)는 주로 파생상품을 활용하여 Macro 매매(추세추종)나 변동성매매, Quant 기반의 Long/Short 매매 등 헤지펀드 스타일의 운용전략을 펼침. 투자자산은 원자재 뿐만 아니라 주식과 채권, 외환까지 모든 자산을 섭렵함. 헤지펀드 조사업체 Aurum에 따르면, 2023년 기준으로 지난 10년간 CAT 성과는 3% 초반을 안정적으로 유지하고 있음(Aurum, "Hedge Fund Industry Deep Dive, 2023" 참조).

반면 국내 헤지펀드의 경우 투자자의 기피와 Credit Line의 부족, 매매경험의 일천함 등으로 CTA 전략이 성장하지 못하고 있음. 최근 국내 최대 연기금은 해외주식에 대한 직접투자 비중을 늘리고 펀드멘탈 기반의 Long/Short은 물론 Overlay 전략도 채용할 것으로 알려짐. Overlay 전략이 파생상품으로 익스포저를 관리하면서 'Portable alpha'를 창출하는 것이라는 점에서, 국내 기관투자자가 CTA 등으로 해외 파생상품에 대한 전략적인 포지셔닝을 구축해가야 할 필요성이 높아졌음. 해외 파생상품을 이용하여 단순한 비중 조정에서 적극적인 수익창출의 전략 개발이 필요한 시점임.

QIS(Quantitative Investment Strategy)의 대두

QIS 전략의 대두: 파생상품 전문잡지인 RISK.net의 2024년 “Asia Award”에서는 주식과 채권 등 자산 별 Derivatives House를 선정하고 선정된 배경을 서술하는 기사가 게재되었음. 2024년 Asia Award에서 특징적인 내용으로는 한국과 일본의 Retail Structured Products 시장이 위축된 반면 보험사 등 기관투자자에 적합한 투자전략 모델이 부상하였다는 점임.

QIS(Quantitative Investment Strategy)는 기존의 Quant 전략을 구조화 상품까지 확장한 개념으로 이해됨. Alternative Risk Premium을 추구하는 Carry 전략이나 Relative Value 전략 등 개별적 투자개념을 구조화상품으로 commodity화 하여 파생상품의 비즈니스 기회를 확장한 것임. 예를 들어 Short Volatility 전략을 Carry의 주요 수익원으로 설계한 VIX Short ETN 등이 이에 해당함.

다양한 투자 Factor를 전략적 접근으로 구현할 수 있는 QIS 상품은 기관투자자에게 적합한 상품군으로 유용할 수 있음. 특히 QIS 상품은 개별 기관투자자의 투자성향과 자본활용도 등을 고려하여 유연하게 맞춤형 설계가 가능한 것으로 알려짐. Carry generating, Convexity 등 기관투자자의 투자목적에 적합한 투자전략과 투자자산을 선별할 수 있기 때문임.

QIS 기반으로 맞춤형 구조화상품이 기관투자자에게 제안되는 경우가 많은 것으로 Risk.net에서는 서술하고 있음(Risk, “Quant finance house of the year 2024”, Oct. 2024 기사 참조). 예를 들어 2024년 일본 은행들은 초저금리 상황에서 인플레이션 위험과 BOJ의 정책반전 등으로 이자율 변동위험에 노출되어 있음. 이에 따라 이자율 변동위험을 헤징하면서 안정적인 Carry 수익을 얻을 수 있는 구조화 상품에 대한 수요가 매우 높아, 일부 투자은행이 달러표시 Swaption을 대상으로 이자율 변동성 매도전략이 내재된 구조화 상품을 제안하였음. 또한 주식시장 대표지수는 물론 채권이나 투자전략이 가미된 Cross-Asset Index가 다양하게 활용되고 있음. 특히 보험업계에서 성장세가 거둬지고 있는 Fixed Indexed Annuity에 제공할 수 있는 전략지수(Strategic Index)를 QIS 기반으로 생성하여 채용하고 있음.

국내에서 ELS 또는 DLS의 기초자산은 대부분 S&P500이나 EuroStoxx50, KOSPI200 등 대표적인 주가지수를 활용함. 주요 투자자가 개인 고객 중심이기 때문에 상대적으로 정보 습득과 상품 이해가 용이하기 위해 대표적인 주가지수를 활용하는 것임. 반면 발행자의 자체지수를 활용한 파생결합증권의 발행은 매우 부진함. 금융기관의 자체지수 대부분이 QIS 방식으로 산출된 전략형 Index임. 하단의 표에서 2020년 이전까지 금융기관의 자체지수를 활용한 파생결합증권 발행이 상대적으로 활발하였지만 2020년 이후에는 발행규모가 급감하였음. ELS/ELB에서 2023년 이후 소폭이나마 발행이 증가하는 모습임.

국내에서도 판매제약이 높은 개인투자자 이외의 구조화상품 수요자 발굴을 위해 기관투자자 맞춤형 QIS 상품을 개발할 필요가 있음. QIS 기반으로 설계된 전략형지수 또는 자산배분형 지수로 차별화된 성과를 제시할 수 있어야 할 것임.

파생결합증권 - 자체지수 활용 발행규모

연도	ELS/ELB		DLS/DLB	
	발행규모 (십억원)	종목수 (건)	발행규모 (십억원)	종목수 (건)
2024년	137	29	0	0
2023년	63	11	16	2
2022년	0	0	0	0
2021년	0.5	1	0	0
2020년	0	0	21	4
2019년	20	1	160	31
2018년	3	3	345	27
2017년	131	26	355	82

참고: 2024년은 10월말 현재, 나머지는 연간, 원금보장 및 비보장 합계
 자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

금리 인하기 구조화 상품 대응

금리 Peak & 점진적 인하: 미국 연준이 2023년 7월을 마지막으로 금리인상을 중단하고 2024년 9월 50bp의 금리인하를 시행하는 과정에서 글로벌 금융시장은 금리인상 휴지기의 위험자산 투자에 열중이 었음. 2025년은 글로벌 중앙은행이 펼치는 본격적인 금리인하 국면에 진입한 시점이지만 동시에 여전히 높은 인플레이 압력으로 금리인하 경로가 불확실하거나 금리인하가 중도에 중단될 수 있는 위험에 노출되어 있음.

중앙은행의 기준금리 상승국면에서는 높은 금리를 활용한 Carry 투자가 우선시되었음. 구조화 상품에서는 높은 금리를 기반으로 High coupon을 얻을 수 있는 단기위주의 상품이 인기를 모았음. 그러나 중앙은행의 금리인하 사이클에서는 경기흐름과 자본시장 상황에 따라 금융시장의 변동성이 높아질 수 있기 때문에 단기 위주의 High coupon 보다는 중장기적으로 안정적인 수익을 확보할 수 있는 금융투자상품이 선호될 수 있음. 일종의 대안적 저축(alternative saving) 프로그램과 같은 구조화 상품에 대한 수요가 높아질 수 있음.

채권 Ladder 전략: 채권 Ladder 전략을 내재화한 상품도 금리 인하기에 상대적으로 높은 금리를 수취할 수 있음. Ladder 전략은 다양한 만기를 동일 금액으로 보유하고 단기물이 만기가 되면 상환자금을 만기가 가장 먼 장기물에 재투자하는 방식임. 금리 하락기에는 Ladder 전략은 전반적인 채권 포트폴리오의 금리 수준을 시장보다 상대적으로 높게 유지할 수 있어 유리한 전략임.

채권 Ladder 전략을 내재화한 “Auto-rolling” 전략형 상품도 금리인하기에 대응 가능함. BlackRock의 iShares iBONDS ETF 시리즈는 국채와 회사채, 지방채와 HY, 심지어 물가채(TIPS)까지 2024년부터 2029년까지 매년 만기매칭형 상품을 상장하고 2024년 상품의 만기가 도래하면 사다리 끝의 새로운 만기상품인 2030년 만기상품을 신규상장하는 방식으로 Ladder 전략을 수행할 수 있는 채권 ETF임.

BlackRock iBONDS ETF 시리즈 상장현황

Year	Treasury	Corporate	Municipals	HY	TIPS
2024	IBTE	IBDP	IBMM	IBHD	IBIA
2025	IBTF	IBDQ	IBMN	IBHE	IBIB
2026	IBTG	IBDR	IBMO	IBHF	IBIC
2027	IBTH	IBDS	IBMP	IBHG	IBID
2028	IBTI	IBDT	IBMQ	IBHH	IBIE
2029	IBTJ		IBMR	IBHI	IBIF

참고: 2024년 11월 현재, 만기는 매년 10월 또는 12월에 도달하도록 설계함
 자료: BlackRock

레버리지 펀드: 레포펀드(Repo Fund)는 금리인하 국면에서 레버리지를 활용하여 수익의 극대화를 추구할 수 있는 채권 투자전략임. 국채를 매수하여 이를 담보로 환매조건부채권(RP)으로 자금을 차입하고 이를 고이율 채권에 투자하는 방식으로 레버리지를 일으켜 펀드의 성과를 끌어올리는 상품임.

금리 인하 국면에서 2010년대 인기를 모았던 CMS Spread Note의 부활도 기대할 수 있음. 한국과 미국의 장단기 수익률 곡선이 정상 상태로 복귀하는 상황이기 때문에 CMS Leverage Spread note와 같은 상품에 대한 기회가 조성될 수 있음. 미국채 CMS Spread 상황에서 Repo 등을 활용하여 레버리지화 한다면 High Coupon을 기대할 수 있음.

High Coupon 원금보장형 파생결합증권: 각국 중앙은행의 기준금리 인하가 당분간 이어지는 상황에서 시장금리의 하향 안정화 국면에서는 상대적으로 High coupon 상품에 대한 투자수요가 높아질 수밖에 없음. 더구나 금융시장의 변동성이 상대적으로 높고 불확실한 국면일수록 위험자산을 통한 수익 추구보다는 안전자산을 활용한 안정적 yield 추구에 대한 수요가 높아질 것임.

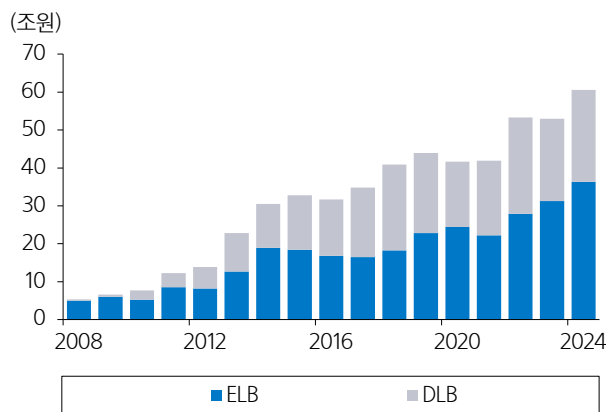
국내 파생결합증권시장에서 원금보장형 상품(ELB/DLB)의 미상환잔고는 2024년 3분기말 현재 60조원에 달함. 반면 원금비보장형 상품(ELS/DLS)의 미상환잔고는 2024년 3분기말 현재 17조원에 불과함. 불과 4년전인 2020년말 기준으로 원금비보장형 상품의 미상환잔고는 47조원인 반면 원금보장형 상품의 미상환잔고는 41조원이었던 것을 고려하면 원금보장형 상품의 약진이 두드러지게 나타남.

2024년 3분기말 기준으로 ELB 36조원과 DLB 24조원으로, ELB는 사상 최대를 기록하였으며 DLB는 사상 최고치인 2022년 25조원에 육박한 상태임. 퇴직연금 등에서의 꾸준한 유입과 안정적 성과를 추구하는 투자수요가 맞물리면서 원금보장형 파생결합증권이 성장하고 있음. 특히 ELB의 경우 개별주식을 기초자산으로 하는 상품이 대부분을 차지하고 있음. 상대적으로 높은 개별주식의 변동성을 활용하여 Range Note 등의 High coupon을 제공할 수 있는 상품구조가 인기를 모으고 있음. DLB는 기관투자자 중심으로 시장금리보다 높은 이자수익을 기대할 수 있는 Range Note 또는 Range accrual 수익구조로 개발되고 있음.

은행권 역시 금리인상기에는 초단기 정기에금 중심으로 자금이 유입되었지만 금리인하기를 앞두고는 상대적으로 Duration이 긴 단기 정기에금 중심으로 자금이 유입되고 있음. 한국은행의 통계에 따르면, 2022년 금리인상 국면에서는 6개월미만 정기에금으로 100조원이 유입되고 6개월~2년 정기에금으로는 94조원이 유입되었음. 반면 2024년 금리인하를 앞둔 시기에 2023년말 대비 2024년 9월까지 6개월 미만 정기에금으로는 21조원이 유입된 반면 6개월~2년 정기에금으로는 47조원이나 유입되었음. 기준금리 인하 전에 금리 고점을 의식한 투자자금이 단기에금 중심으로 유입된 것임.

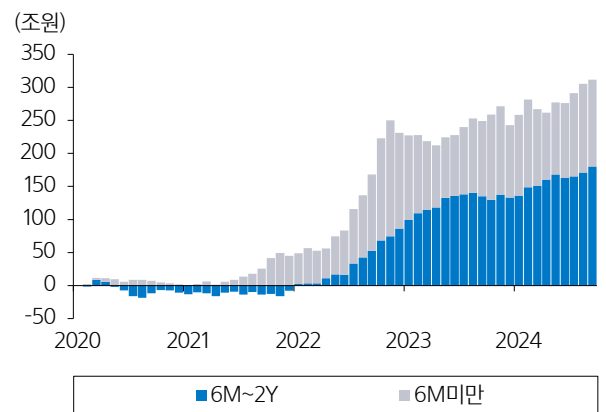
원금보장형 파생결합증권과 단기 정기에금으로의 자금수요가 빠르게 늘어나고 있다는 것은 금리인하 국면에서 자금의 향방을 파악할 수 있는 신호임. 파생결합증권시장에서 원금보장형 상품에 대한 투자수요가 계속 늘어날 수 있는 환경이며, 발행사 입장에서는 상대적으로 높은 coupon을 창출할 수 있는 수익구조의 개발이 절실함. 기존에는 단일 개별주식을 대상으로 한 Range Note 중심이었다면 dual single stock 또는 Basket 등으로 기초자산을 확장하고 High-Five 유형 등으로 수익구조를 다양화해야 함.

ELB / DLB 미상환잔고 추이



참고: 2024년 3분기말 현재
 자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

예금은행 정기에금 초단기 vs 단기 잔고 증가추이



참고: 전월 대비 증감분의 누적추이
 자료: 한국은행, 삼성증권

주목할 ETF

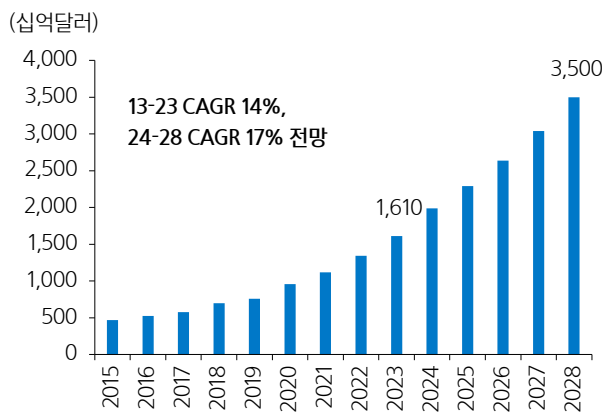
대체투자 ETF: 2023년과 2024년에 글로벌 자본시장에서 급격히 부상한 투자대상은 사모대출(Private Debt)임. 2023년초 미국의 SVB사태와 기준금리 인상 등으로 은행권의 대출상황이 경색되면서 사모대출 시장이 활성화되었음. 특히 직접대출(Direct lending)의 성장세가 두드러졌음. 낮은 신용등급과 부족한 정보에도 불구하고 중견기업에 대한 직접대출을 시행하는 사모대출은 기업주식을 선순위 담보로 확보하고 변동금리 대출 등으로 수익성을 유지함.

글로벌 사모대출펀드의 자산규모는 2023년 1.6조달러에 달하며, 사모 대체투자시장의 12%를 차지할 정도임. 블랙록은 2028년까지 CAGR 15%의 성장세를 보일 것으로 전망하였음. 사모대출 운용사는 BDC(Business development company) 형태로 운용되는 경우가 많음. BDC는 모험자본에 의한 중소기업 대출전문 회사이며, 수익의 대부분을 투자자에게 배분하는 구조로 운영됨(세금 혜택). BDC는 2023년 현재 3,150억달러 규모로 추정되며(LSEG 데이터), 사모와 공모 BDC가 동반성장하는 양상임.

IMF와 OECD에 따르면, 글로벌 경제가 2025년 점진적인 둔화를 겪을 것으로 예상되며 보호무역과 공급망 혼란 등으로 기업실적이 위축될 위험을 하방위험으로 선정하고 있음. 미국의 재정적자 증가로 미국 채권금리의 하락세가 중단될 경우 악화된 경영환경과 상대적으로 높은 자금조달 비용 등으로 한계기업이나 중소기업의 대출시장 경색은 더욱 심화될 수 있음. BDC를 비롯한 사모대출시장이 2025년에도 성장세를 보일 수 있는 시장환경임.

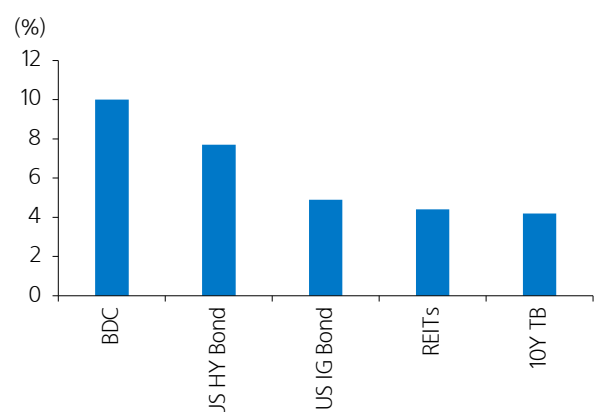
BDC 포트폴리오로 구성된 BDC ETF는 BDC의 성장과 상대적으로 높은 배당수익을 기대할 수 있다는 점에서 2025년에 주목할 ETF 중의 하나로 관심을 가져야 할 것임. BDC 뿐만 아니라 PEF에 투자할 수 있는 Private Alternative ETF도 2025년의 니치마켓으로 주목해야 함.

글로벌 사모대출시장 AUM 시장전망



참고: Blackrock(전망치), Preqin(과거 수치)
 자료: 삼성증권, "대체투자:사모대출", 2024.10 참조

BDC와 여타 자산의 수익률 비교



참고: BDC 성과는 MVIS BDC지수, 2023년말 기준
 자료: VanEck

사모대체투자 관련 ETF List

티커	종목명	투자 대상	AUM (백만달러)	연초 이후 성과 (%)	최근 3개월 성과 (%)
PSP	Invesco Global Listed Private Equity ETF	Private Equity	255	16.2	11.0
A426410	PLUS 미국대체투자TOP10	Private Fund	3	51.3	+13.5
BIZD	VanEck BDC Income ETF	Private Debt - BDC	1,176	9.2	-1.5
PBDC	Putnam BDC Income ETF	Private Debt - BDC	105	12.0	-0.9
BDCZ	ETRACS MARKETVECTOR BDC Liquid Index ETN	Private Debt - BDC	20	7.6	-2.6

참고: 2024년 10월 31일 종가, 성과는 Total Return 기준
 자료: Bloomberg, 삼성증권

가상자산 ETF: 2024년 미국 대선 결과로 큰 수혜를 받은 금융자산 중 가상자산이 포함됨. 가상자산에 대한 전향적인 정책이 기대되는 정권이 수립된 것에 대한 긍정적인 반응이 가상자산 관련 자산가격의 급등으로 나타났음.

국내투자자들의 미국 주식거래 상위종목을 살펴보면, 2024년 1월~10월까지 NVIDIA와 TESLA, Apple 등 대표적인 IT 주식에 대한 선호가 이어지는 가운데, 가상자산 관련기업이나 ETF에 대한 투자수요도 꾸준하였음. 대표적으로 Microstrategy와 Coinbase에 대한 국내 투자자들의 투자수요는 상당한 규모임. 또한 2X Bitcoin Strategy ETF(BITX)와 ProShares Ultra Bitcoin ETF(BITU)도 국내투자자들이 선호하는 자산으로 자리매김함. 특히 11월 미국 대선 전후로 가상자산 관련 주식과 ETF에 대한 투자수요가 급증하였음. 11월 1일~15일 사이에 Microstrategy와 BITX에 대한 거래규모는 Apple의 수준을 상회하였으며, Coinbase와 BITU는 Apple 거래규모에 버금가는 수준으로 거래가 이루어졌음.

금융위원회에 따르면, 2024년 11월에 제1차 '가상자산위원회'를 개최하여 가상자산의 제도권화를 위한 제반 법령 및 규제체계 수립과 블록체인 생태계 육성, 가상자산 거래지원 개선 문제 등을 민간과 관계 부처가 합동으로 논의하였음(관련 보도자료 참고). 특히 1차 가상자산위원회에서는 법인에 대한 실명계좌 발급 이슈 등이 다루어진 것으로 알려짐. 블록체인과 가상자산 기술이 산업 전반에서 광범위하게 활용되고 있는데다 미국 등 선진국에서는 법인 중심의 가상자산 생태계가 구축되고 있기 때문에, 법인의 가상자산 생태계 진출을 위한 제도적 기반을 마련하는 차원에서 법인의 실명계좌 발급 이슈가 다루어진 것으로 보임.

전 세계적으로 가상자산의 제도권 진입이 광범위하게 이루어지고 있는 상황에서 국내에서도 가상자산 관련 ETF의 거래 가능성 및 상품 출시 등에 대한 기대감이 점차 높아지고 있음.

국내 투자자의 미국주식 매매 현황 - 가상자산 관련 매매

(단위: 백만달러)	1월~10월	11월	YTD
NVIDIA	38,858	1,739	40,597
TESLA	29,405	4,945	34,350
APPLE	7,893	404	8,297
Microstrategy	3,736	710	4,446
2X Bitcoin Strategy ETF	3,583	550	4,133
Coinbase Global	1,984	335	2,319
ProShares Ultra Bitcoin ETF	1,186	285	1,471

참고: 11월15일 현재

자료: 한국예탁결제원, 삼성증권

2025년 파생상품시장 이슈

파생상품 야간시장 개설

EUREX 야간시장 현황: KRX는 현재 유럽 EUREX 연계 “1일물 KRX 파생상품(KOSPI200 선물/옵션, 달러 선물 등)”을 운용하고 있음. 거래시간은 한국시간으로 정규시장 마감 후 18:00부터 익일 아침 05:00까지임. 상장된 상품은 2010년 KOSPI200옵션 야간시장 개설이후 2016년 Mini KOSPI200선물, 2021년 KOSPI200선물과 미국달러선물, 2022년 KOSPI200 Weekly옵션을 기초자산으로 하는 1일물 선물임. 1일물 선물은 EUREX에서 당일 거래후 당일 최종결제를 진행하기 위한 구조임.

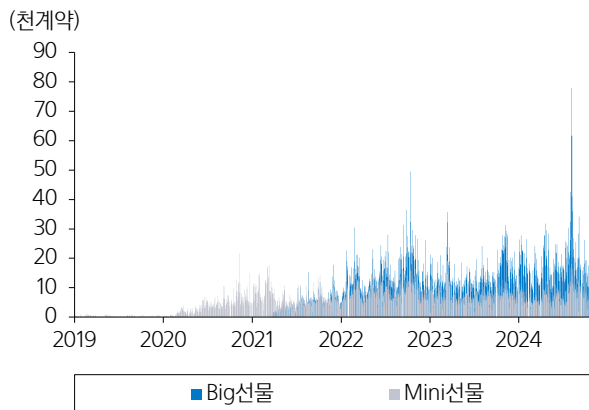
EUREX에 상장된 상품은 한국의 파생상품을 기초자산으로 하는 1일물 선물상품이며, 익일 KRX에서 연속적으로 해당 상품을 거래할 수 있도록 실물인수도 결제를 진행함. 즉 EUREX에서 거래후 체결된 미결제약정을 익일 KRX으로 실물인수도하여 연속적인 거래가 가능함.

KRX 파생상품의 EUREX 연계거래 구조

구분	내용
대상	KRX 파생상품을 기초자산으로 하는 1일물 선물
거래일	월요일 야간 ~ 토요일 오전
거래시간	한국 18:00 ~ 익일 05:00
기준가격	익일 정규거래 기준가격과 동일한 기준가격 적용
상장기간	1일
최종결제	실물인수도
일일정산	익일 KRX의 기준가격
결제통화	원화

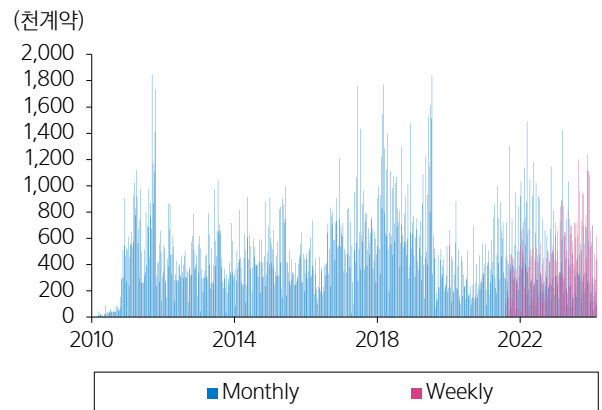
자료: KRX

EUREX KOSPI200 선물 & Mini 선물 거래량 추이



자료: KRX, 삼성증권

EUREX KOSPI200 옵션 & Weekly 옵션 거래량 추이



자료: KRX, 삼성증권

EUREX에서 거래되는 KOSPI200 파생상품의 2024년 연간 거래량은 KOSPI200 선물과 Mini KOSPI200 선물의 경우 KRX 정규시장에서 거래되는 상품 거래량 대비 각각 7.0%와 10.6% 수준임. EUREX KOSPI200 선물의 경우 2024년 일평균 거래량이 1.7만계약이며 지난 8월5일 글로벌 주식시장의 폭락 시기에는 7.7만계약이 거래되기도 하였음. KOSPI200 옵션과 KOSPI200 Weekly옵션의 경우 2024년 정규시장 연간 거래량 대비 각각 4.9%와 8.4%를 차지함. EUREX에서는 Big선물과 KOSPI200 Weekly옵션의 거래가 Mini KOSPI200선물과 Monthly옵션에 비해 거래가 활발한 편임.

EUREX KOSPI200 파생상품 연도별 일평균 거래량

유형	상품	2024년 (계약)	2023년 (계약)
선물	KOSPI200	17,771	13,759
	Mini KOSPI200	7,602	7,405
옵션	KOSPI200	1,587,528	2,079,922
	Weekly KOSPI200	2,646,054	1,908,940

참고: 2024년 10월말 현재

자료: KRX, 삼성증권

KRX, 2025년 파생상품 야간시장 개설 예정: KRX는 2024년 연초 KRX 사업계획의 일환으로 파생상품시장의 자체 야간시장 개설을 제시하였음. 정규시간(08:45 ~ 15:45) 이후에도 거래의 연속성과 해외시장의 이벤트를 실시간으로 반영할 수 있도록 자체 야간시장을 운영할 계획임. 이미 2024년 1월에 “KRX 파생상품시장 야간시장 시스템 구축을 위한 감리용역 제안”을 하였으며, 2024년 8월에는 “파생상품 야간거래 원가/기대이익 분석 연구용역”을 발주하였음. KRX 파생상품의 야간선물시장이 2025년 개설되면 실질적인 24시간 거래가 가능해질 것임.

참고로 EUREX 연계상품의 경우 시장관할권이 EUREX에 있고 해당상품이 국내상장 파생상품이 아닌 해외상장 파생상품이기 때문에 해외선물옵션 거래계좌를 별도로 개설해야만 거래가 가능함. 이에 따라 국내 투자자들의 EUREX 시장접근성이 낮고 KRX 회원사도 EUREX 회원사에 거래를 위탁하는 구조이기 때문에 비용이 높은 편임.

KRX의 파생상품 야간시장은 EUREX와 동일하게 한국 정규시장 마감 이후 18:00부터 익일 06:00까지 거래가 이루어질 것으로 알려짐. 이에 따라 정규시장 7시간(08:45 ~ 15:45)과 야간시장 12시간(18:00 ~ 익일 06:00)으로 총 19시간의 파생상품 거래가 가능할 것임.

야간시장에서 거래된 포지션은 익일 정규거래와 동일한 거래로 취급될 것임. 따라서 야간시장에서 매수한 KOSPI200선물 포지션은 익일 정규시장의 종가 기준으로 일일정산을 진행하게 됨. 즉 야간시장에서 거래된 거래월물의 결제는 익일 정규시장의 거래와 합산하여 결제를 진행할 것으로 보임. 현재 KRX 파생상품의 일일 결제는 T+1일이므로, 10월31일 야간시장에 거래된 포지션은 11월1일 정규시장 거래분과 합산하여 11월2일에 결제되는 방식임.

KRX 파생상품 정규시간 및 야간시간

	00:00	06:00	07:00	08:30	08:45	12:00	15:30	15:45	16:00	18:00
정규 시장				시가단일가	정규 개장		현물 종료	정규 종료		
야간 시장		야간 종료								야간 개장

자료: KRX

파생상품의 가격발견 기능 강화 및 유동성 확충 기대: KRX 파생상품의 야간시장 개설은 정규시장 마감 이후 진행되는 해외 시장의 상황을 야간시장에서 실시간으로 대응할 수 있는 기회를 제공할 것임. 낮은 시장접근성과 상대적으로 높은 거래비용 때문에 야간시장을 활용하지 못한 국내 투자자들이 KRX의 자체 야간시장을 통해 포트폴리오 헤지를 실시하고 파생상품의 야간시장 거래동향을 통해 정규시장에 미칠 영향을 가늠할 수 있을 것임. 예를 들어 EUREX 야간시장을 통해 지난 8월초 글로벌 주식시장의 폭락 국면에서 대규모 야간선물 거래가 발생한 것도 야간시장을 통해 헤지와 방향성 거래를 시도하려는 투자자들이 존재하였음을 보여주는 사례임.

물리적 거래시간대의 확장으로 야간시장에서 거래되는 상품의 거래량 증가는 물론 정규시장 연계과정에서 정규시장의 거래량도 동반 늘어나는 효과를 기대할 수 있음. KOSPI200 선물과 주식관련 파생상품의 조기개장(08:45분 개장)으로 유동성 확충이 이루어졌음을 확인하였으며, 야간시장에서 형성된 가격 흐름을 시초가에 반영하기 위해 정규시장의 거래가 더욱 늘어날 수 있음.

한국 채권시장의 WGBI 편입과 KTB선물 야간시장 개장: 한국 채권시장이 2025년 11월부터 FTSE Russell WGBI(세계국채지수, World Government Bond Index)에 편입될 예정임. FTSE Russell은 2025년 11월부터 지수에 한국 채권비중을 반영하여 산출할 것이며 1년동안 분기별로 단계적인 비중확대를 진행할 것으로 알려짐.

기획재정부에 따르면, WGBI에서 한국의 비중은 2.2% 수준으로 편입국가 중 9번째로 큰 규모임. WGBI를 추종하는 자금이 약 2.5조달러로 추산되므로 약 560억달러에 달하는 매수 자금이 유입될 것으로 예상됨. WGBI에 한국 채권시장 비중이 완전히 반영되는 기간이 12개월이므로 월별로 단순평균 40억달러 이상이 유입될 수 있음.

한국 국채시장의 WGBI 편입은 글로벌 유동성 흐름에 한국 채권시장이 더욱 밀접하게 연동될 수 있음을 의미함. 한국 채권시장은 물론 외환시장까지 외국인 채권투자 flow에 민감도가 높아질 수 밖에 없는 상황임. 채권시장에서는 WGBI의 듀레이션 측면에서 중장기 투자자들이 유입될 것으로 기대되며 외환 시장에서는 중장기 채권투자 목적의 한국물 매입에 따른 원달러 수급의 긍정적인 요인으로 작용할 수 있음.

더구나 2025년 상반기 중으로 파생상품시장의 자체 야간시장이 개설되고 국채선물도 준 24시간 거래가 가능해 질것임. 아시아 거래시간 뿐만 아니라 유럽과 미국 거래시간에도 한국의 국채선물을 활용할 수 있는 기회가 외국인투자자들에게 열릴 것임. 선진국 거래시간에 발생할 수 있는 중요 이벤트에 대해 기존에는 오버나잇 리스크에 노출된 채 포지션을 유지하거나 아예 포지션을 일시적으로 청산하는 매매가 많았다면, 야간선물을 이용하여 실시간 대응이 가능해질 것임. 또한 야간선물시장의 가격발견기능으로 국내 정규시장의 개장시 시초가의 Jump risk를 축소할 것으로 기대됨.

WGBI 편입으로 국채선물시장에 참가하는 외국인투자자들의 다양성도 늘어날 것임. 기존에는 단기투자 중심의 헤지펀드 위주의 채권선물 투자를 하였다면 WGBI 편입 이후에는 Macro Trading 뿐만 아니라 중장기적인 관점에서의 선진/신흥시장의 전략적 채권투자 또는 Passive 채권투자자도 한국 국채선물시장에 진입할 것으로 기대됨. 물론 미국 국채시장에서 증가하고 있는 'Basis Trading'이 한국 채권시장에서도 증폭될 가능성도 높음. 이에 따른 국채현물시장과 선물시장의 변동성 증폭 현상이 빈번하게 발생할 여지도 존재함.

인도는 2024년 7월 JP모건의 신흥시장 채권지수에 편입되었음. 편입 전후 NSE of India의 채권선물 거래는 별다른 변화를 보이지 않았음. 국내 투자자에 한정된 거래상황으로 외국인투자자의 시장 접근이 상대적으로 제한적인 배경이 작용한 것으로 추정됨. 다만 TRS 방식으로 인도 채권에 대한 익스포저를 확보하려는 해외 투자자들의 수요에 대응하기 위해 외국계 금융기관의 Swap 거래가 증가한 것으로 알려짐(Risk.Net, "Asia Award: Interest rate derivatives of the year 2024" 참조). 한국 역시 현물투자 뿐만 아니라 TRS와 같은 OTC 방식이나 국채선물과 같은 장내파생상품으로 접근하는 투자자들이 증가할 것으로 기대됨.

외환시장 선진화와 FICC 파생상품: 정부 당국은 2023년부터 국내 외환시장의 접근성을 글로벌 수준으로 제도하기 위해 “외환시장 구조개선 방안”을 마련하여 2024년부터 외국 금융기관의 국내 외환시장 참여 허용과 국내 외환시장의 개장시간 연장(새벽 2시까지 연장) 등 비거주자의 국내 외환시장 참여를 촉진하는 조치를 시행하고 있음. 예를 들어 역외 금융기관이 일정요건을 갖추고 외환당국에 등록하면 (RFI, Registered Foreign Institution) 국내 은행간 외환시장에 참여할 수 있는 자격을 부여하였음. RFI를 취득하면 국내 은행간 외환시장을 통해 현물환과 FX Swap거래가 가능함. 그리고 외환시장 운영시간을 새벽 2시까지 연장하여 역외 NDF 물량의 일부를 국내 외환시장으로 유인하는 조치도 취하였음.

KRX의 자체 야간시장 플랫폼 개설과 외환시장의 거래시간 연장으로 장내 통화선물의 거래가 급증할 수 있는 인프라를 구축하였음. 외환시장의 시장접근성을 높임에 따라 역외 투자자 등 시장참가자의 확대와 글로벌 시장에 대한 국내 원화의 민감도가 더욱 높아질 것임. 현물환과 FX Swap거래의 증가는 헤지수요의 동반 성장을 유도할 것임.

WGBI의 편입과 외환시장의 접근성 확대, KRX의 파생상품 야간시장의 개설로 FICC 파생상품의 유동성 개선은 물론 Multi asset trading에 대한 수요가 늘어날 수 있음. KRX 파생상품시장이 상대적으로 Equity에 편중된 성장을 해왔다면 2025년에는 FICC 상품의 양적 질적 성장이 기대됨.

참고: 해외 거래소 야간거래 운영사례: 미국과 유럽의 주요 파생상품 거래소들은 주간과 야간이 구분없는 실질적인 24시간 거래체제를 갖추고 있음. 미국의 CME와 유럽의 ICE, EUREX의 경우 주간과 야간을 별도로 구분하지 않고 있으며 거래가능시간도 최대 23시간(CME)에 달함. 선진 파생상품 거래소들은 글로벌 금융시장의 주도권을 확보하기 위해 24시간 운영체제를 구축하고 있음. 또한 축적된 거래경험과 선진적인 IT 시스템으로 막대한 거래 체결과 포지션 청산을 실시간으로 처리하는 시스템을 갖추었음.

선진 파생상품 거래소 운영시간

구분	CME (미국)	ICE (유럽)	EUREX (유럽)
거래시간	23시간	22시간	21시간 30분
운영형태	주야간 구분없음	주야간 구분없음	주야간 구분없음

자료: KRX

선진 파생상품 거래소 뿐만 아니라 아시아 지역의 파생상품 거래소 역시 자체 운영하는 야간시장 플랫폼을 갖추고 있음. 예를 들어 일본 JPX의 경우 주간 6.5시간과 야간 13.3시간에 걸쳐 총 20시간의 파생상품 거래가 가능함. 대만 TAIEX는 정규시장의 짧은 거래시간을 보완하기 위해 오후 3시부터 야간거래가 가능하도록 설계하여, 총 19시간의 거래시간을 확보하였음. 일본 JPX의 경우 야간시장의 거래가 주간시장 거래량 대비 약 60%에 달하는 것으로 알려짐. 한국과 동일한 시간대의 정규시장을 마감하고 유럽과 미국의 정규시장 거래시간에 일본에서도 동시간대에 파생상품을 활용하여 포트폴리오 헤징과 차익 및 방향성 거래를 활발하게 진행하고 있음.

아시아 지역 파생상품 거래소 거래시간

구분	JPX	TAIFEX	HKEx	SGX
주간 거래	08:45~15:15	08:45~13:45	09:15~16:30 (중식휴장)	09:00~16:30
야간 거래	16:30~06:00	15:00~05:00	17:15~03:00	17:00~05:15
야간시장 운영	자체 운영	자체 운영	자체 운영	자체 운영

자료: KRX

2025년에 KRX가 자체적으로 파생상품 야간시장을 운영하게 되면 아시아 지역의 파생상품 거래소와 경쟁을 해야 하는 상황임. 특히 일본이나 홍콩과 동시간대에 해외 시장의 상황을 반영한 거래가 가능하기 때문에 선진시장인 일본이나 홍콩의 파생상품에 투자하는 외국인투자자들이 상대적으로 많을 것임. KRX 입장에서는 국내투자자 뿐만 아니라 외국인투자자의 in-bound 수요를 확보해야 자생적인 유동성을 갖출 수 있을 것임.

공매도 재개

공매도 재개를 위한 시스템 정비: 금융당국은 지난 2024년 6월에 발표한 “공매도 제도개선 방안”에서 ① 무차입 공매도 방지를 위한 공매도 전산시스템을 구축하고 ② 기관 및 외국인은 물론 개인의 대차 거래 조건을 통일하고 ③ 불법 공매도에 대한 처벌을 강화하는 방안을 발표하였음.

공매도 전산시스템은 기관투자자가 자체적으로 기관내 잔고관리 시스템을 구축하고 거래증권사가 시스템을 구축한 기관투자자의 공매도 주문만 수탁하도록 하였음. KRX가 중앙점검 시스템(Naked Short Sale Detecting System, NSDS)을 구축하여 기관의 자체 시스템과 거래소의 중앙 시스템을 매칭하여 원천적으로 불법 공매도가 발생하지 않도록 전산시스템을 구축하는 것임. 기본적으로 공매도를 실행하는 기관투자자가 자체 잔고시스템을 구축하고 내부통제를 강화하는 방향으로 공매도 전산시스템 구축방향을 설정하였음.

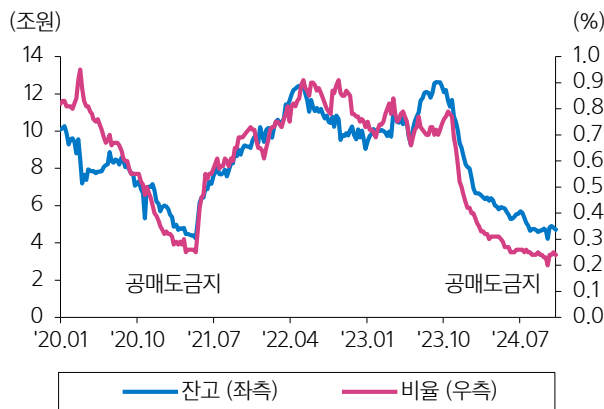
모든 투자자가 동일하게 공매도를 위해 차입한 증권의 상환기간은 90일로 통일하고 최장 12개월까지 연장할 수 있음. 차입을 위한 담보비율은 현행처럼 현금 105%와 주식 135% 이상을 적용하면서 대주에 대해서도 현금 105%와 주식 120% 이상으로 적용하여 차입과 대주의 담보비율을 통일하였음.

금융당국은 지난 2024년 9월에 “공매도 통합 가이드라인”을 발표하였음. 가이드라인에서는 기관투자자가 공매도 주문을 집행하기 전에 ‘매도가능잔고’를 확인하는 방법과 공매도를 위해 차입한 증권의 인식시점 등을 정리하였음. 또한 공매도 잔고에 대한 보고와 공시 기준을 적시하였음. 감독원 보고의무가 발생하는 시점은 공매도 잔고가 상장주식수 대비 0.01% 이상 & 공매도 잔고 평가액 1억원 이상이거나 공매도 잔고 평가액이 10억원 이상일 경우임. 공매도 잔고가 상장주식수의 0.5% 이상인 투자자는 공시 대상임.

2025년 1분기 공매도 재개예상: 금융당국은 2025년 1분기에 공매도를 재개할 것으로 알려짐(2025년 3월30일까지 공매도 금지시한을 제시함). 공매도 금지이전에 적용하였던 KOSPI200과 KOSDAQ150 구성 종목에 한정할 지 전체 상장종목으로 공매도 가능종목을 확장할 지에 대해서는 미확정된 상태이지만, 공매도 재개에 대해서는 금융당국이 2025년 재개를 언급하고 있음.

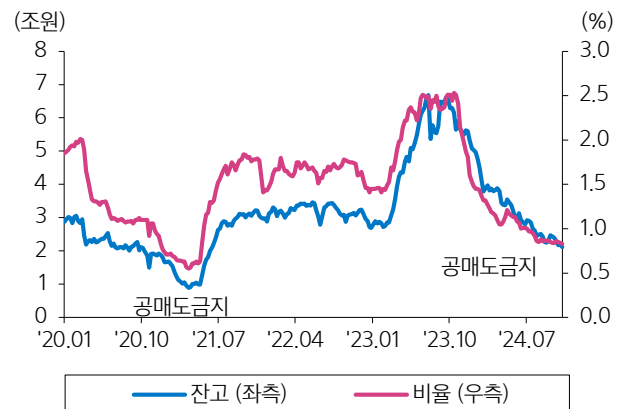
지난 2021년 공매도 금지가 해제된 이후 3개월 동안 KOSPI200과 KOSDAQ150의 차입공매도 잔고는 각각 3.4조원과 1.9조원이 증가하였음. 2021년 4월말 대비 2021년 7월말까지 KOSPI200과 KOSDAQ150의 차입공매도 잔고는 각각 81%와 192% 증가하였음. 유사한 패턴이 반복된다면, 2025년 1분기말에 공매도가 재개되고 상반기중에 차입공매도 잔고는 빠르게 증가할 것으로 예상됨.

KOSPI200 업종 차입공매도 잔고 ('22.10 ~ '23.11)



참고: 차입공매도 비율은 상장주식수 대비임
자료: KRX, 삼성증권

KOSDAQ150 업종 차입공매도 잔고 ('22.10 ~ '23.11)



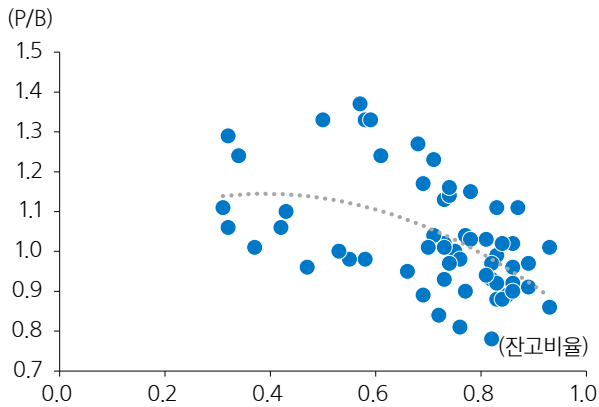
참고: 차입공매도 비율은 상장주식수 대비임
자료: KRX, 삼성증권

주가 수준과 차입공매도 잔고비율: 하단의 그림은 KOSPI200과 KOSDAQ150의 시장 P/B(FY0 기준)와 시장별 차입공매도 잔고비율의 관계임. KOSPI200의 경우 P/B가 낮을수록 차입공매도 잔고비율이 높아지는 역의 상관성을 보이는 경향이 높음. 주식시장 하락과정에서 공매도가 동반되는 양상을 반영하는 것임. KOSDAQ150의 경우에도 경향적으로 주식시장이 가격조정 압력을 받는 시점에서 차입공매도 잔고비율이 증가하는 모습을 보임.

직관적으로는 주식시장이 고평가 상태일 때 공매도가 늘어날 것으로 예상되지만 실제로는 주식시장이 저평가 상태일 때 상대적으로 차입공매도 잔고비율이 높아지는 경향이 존재함. 주식시장 상승국면에서는 공매도로 인한 손실위험이 높아지지만 주식시장이 추세적인 하락세를 보이는 구간에서는 공매도의 수익기회가 높아지는 것을 반영한 현상임.

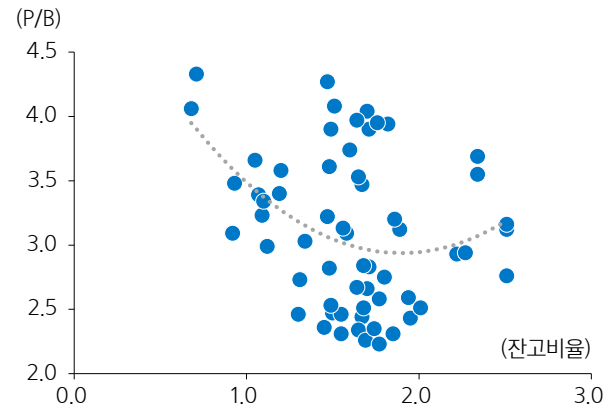
2025년 상반기에 공매도 금지가 해제되면 일시적으로 공매도가 급증할 것임. 특히 당시 주식시장의 시장상황이 강세일 때는 차입공매도 잔고비율이 완만한 수준으로 늘어나겠지만 주식시장이 약세흐름을 보인다면 공매도 증가세가 가파를 수밖에 없음.

KOSPI200 업종 차입공매도 잔고비율과 시장 P/B 수준



참고: FY0 P/B, 공매도금지 구간은 제외
자료: QuantiWise, 삼성증권

KOSDAQ150 업종 차입공매도 잔고비율과 시장 P/B수준



참고: FY0 P/B, 공매도금지 구간은 제외
자료: QuantiWise, 삼성증권

공매도 전산화는 새로운 비즈니스 기회: 공매도의 전산시스템 구축은 일종의 'Reg-Tech'임. 복잡한 규정과 잔고 모니터링의 전산화를 통해 규제와 처벌 위험에서 벗어날 수 있으며, 공매도 주문과 체결의 흐름을 실시간으로 확인할 수 있기 때문임. 개별 기관투자자 또는 개별 증권회사의 자체 시스템을 종합 모니터링하는 KRX의 중앙집중 시스템까지 연결되면 공매도 주문의 흐름과 시장충격비용까지 분석할 수 있을 것임.

증권회사의 Delta One 데스크에서는 자체 유가증권 대차 프로세스와 함께 개별 기관투자자의 공매도 잔고모니터링 시스템을 연결하여 개별 고객에 맞춤형 공매도 서비스를 제공할 수 있음. 예를 들어 기관 투자자에게 Long/Short 바스켓에 해당하는 Synthetic Index를 제공하고 증권사가 헤지 운용을 진행할 수 있음. 또는 Short Swap process를 통해 특정 고객의 개별적인 공매도 거래 수요를 대응할 수 있으며, 중앙집중적인 잔고 관리를 통해 증권회사의 대차잔고 및 Swap Book 운용을 효율적으로 진행할 수 있음.

대체거래소 도입과 파생상품 활용기회

NEXTRADE 출범 예상: 2025년 3월에 대체거래소(ATS, 다자간매매체결회사)가 출범할 예정임. 대체거래소 NEXTRADE는 KRX보다 낮은 매매체결 수수료와 늘어난 매매시간(오전 8시 ~ 오후 8시)을 장점으로 내세우고 있으며, ‘중간가 호가’와 ‘스톱지정호가’ 등 KRX와 차별화된 주문제도를 도입할 것으로 알려짐. 특히 KRX의 KOSPI 및 KOSDAQ 종목 중 800여개 종목이 거래대상으로 지정되고, ETF와 ETN도 대체거래소에서 거래가 가능함.

금융당국은 지난 2024년 5월 “ATS 운영방안”을 발표하였음. KRX의 거래소 독점이 무너지고 KRX와 ATS의 거래소 경쟁관계가 형성됨에 따라 운영방안에서는 투자자 보호와 시장효율성 제고를 위해 ‘최선 집행의무’ 가이드라인 등을 제시하였음. 최선집행의무는 ① 투자자 지시를 최우선으로 고려하며 ② 비용 또는 체결 가능성 측면에서 가장 유리한 시장에서 체결해야 하며 ③ 증권회사는 전산시스템(SOR, Smart Order Routing)을 구축하여 투자자 주문을 실시간으로 자동 집행해야 함.

미국 ATS 거래현황: 미국은 넓은 국토와 다수의 거래소 경쟁에 따른 시장분할 이슈를 해결하기 위해 ATS가 발달하기 시작하였으며, 2005년에 제정된 Reg NMS(Regulation national Market System)을 통해 기존 거래소 뿐만 아니라 ATS와 내부시장, OTC 등을 시장으로 수용하였음. 이에 따라 국내의 거래소 집중제에 비해 미국은 ATS는 물론 OTC 거래도 활발한 편임.

2023년 미국 주식거래 규모는 정규거래소가 전체 거래의 58%를 차지하고 ATS는 13%, OTC는 28% 수준임. 2020년에는 정규거래소 61%, ATS 11%, OTC 27%의 비중으로 3년 후인 2023년에 ATS와 OTC가 차지하는 거래비중이 소폭 증가하였음. 가장 활발한 거래를 보이는 곳은 UBS ATS이며, 대형 투자은행이 운영하는 ATS가 거래규모 상위에 포진해 있음.

미국 거래소 형태별 거래규모 (NMS Stocks Trading by Venue Type)

거래유형		2020년	2021년	2022년	2023년
일평균 거래량	Exchange	43,086,738	51,276,383	51,447,764	51,697,501
	ATS	6,283,268	7,791,035	7,866,283	11,905,844
	Non ATS OTC	9,282,650	13,141,709	11,667,571	10,483,445
일평균 거래대금 (십억달러)	Exchange	296.3	368.0	364.7	300.3
	ATS	54.4	65.6	67.4	68.8
	Non ATS OTC	130.4	153.9	181.0	147.4

자료: FINRA

미국 ATS별 2024년 3분기 거래규모 상위 10개사

ATS Name	Total Trades (USD)	Total Shares (주수)
UBS ATS	187,694,893	15,016,058,118
INTELLIGENT CROSS LLC	154,001,338	11,800,831,972
SIGMA X2	143,824,937	10,516,236,446
LEVEL ATS	160,728,224	7,106,673,331
MS POOL (ATS-4)	33,593,653	6,295,084,342
INSTINCT X	46,300,715	5,884,670,629
MS TRAJECTORY CROSS (ATS-1)	62,392,153	4,587,545,681
JPM-X	37,751,112	3,602,342,824
THE BARCLAYS ATS	30,922,462	3,336,326,075
BIDS ATS	2,869,314	2,494,475,993

자료: FINRA, 삼성증권

최선집행의무와 SOR: 금융당국이 2024년 5월에 발표한 “ATS 운영방안”에서는 최선주문집행 의무를 증권사에게 부과하고 증권사가 가격과 수량, 수수료와 체결가능성 등을 고려하여 투자자의 주문을 집행해야 한다고 명시하였음. 투자자의 지시가 있다면 지시에 따라 정규거래소 또는 ATS으로 주문을 집행해야 하며, 지시가 명확하지 않다면 거래비용과 체결가능성이 유리한 곳으로 주문을 집행해야 함. 거래비용은 주문집행과 관련하여 고객이 직접 지불하는 모든 비용(수수료)을 의미함.

최선집행의무를 준수하기 위해서는 증권회사가 SOR(Smart Order Routing)을 구축하여 최선의 주문조건을 자동으로 선택하고 주문을 처리하는 시스템과 거래기준을 갖추어야 함. SOR은 거래시장에서 관찰 가능한 유동성을 포착하여 주문을 체결하는 방법임. 따라서 SOR 시스템이 발달할수록 고객에게 차별화된 서비스를 제공할 수 있음. 실시간 데이터를 반영해야 하는 SOR의 특성상 주문 전송과 주문 흐름을 분석하여 알고리즘 매매를 고도화시킬 수 있음.

NEXTRADE사가 2024년 10월에 개최한 “SOR 글로벌 세미나”에서 미국의 ATS 관계자들은 복수거래소의 도입으로 ① 시장 유동성 확대 ② 스프레드 축소 ③ 최선의 시장 선택가능 ④ 거래시장의 장애 리스크 감소 ⑤ 기술 혁신 촉진이 이루어졌다고 평가하고 있음. 특히 SOR의 발전이 알고리즘 전략의 발달과 HFT(High Frequency Trading) 성장에 기여했다고 인식함. 최선집행의무는 고객의 주문을 최선의 가격으로 집행하는 것이므로 체결가능성은 시장 전반적으로 높아지고 시장 충격이나 정보 유출은 최소화할 수 있음. 심지어 AI를 SOR과 결합하여 최상의 체결가격을 탐색하는 기술도 개발되고 있음(참고: “SOR글로벌 세미나 발표자료 요약”, NEXTRADE).

대체거래소+SOR = TCA와 Algorithmic Trading: 대체거래소 도입과 증권사의 SOR 구축은 결과적으로 고객의 주문을 최상의 조건으로 체결시키기 위한 알고리즘의 발달로 이어질 것임. 주문 체결의 효율성을 분석하기 위해서는 해당 주문의 거래비용을 파악하고 최소한의 거래비용을 유발하는 시장과 주문유형을 적용할 수 있음. 이 때문에 대체거래소 도입과 SOR 구축은 거래비용분석(Transaction Cost Analysis, TCA)의 중요성을 높이는 계기로 작용할 것임. 고객에게 제공할 목적의 사후 거래비용분석은 물론 주문집행을 효율적으로 진행하기 위한 사전 거래비용분석도 필요함.

거래비용은 시장충격(market impact)을 포함하여 주문집행과정에서 발생하는 모든 비용을 의미하며, 거래비용의 규모에 따라 기대수익 대비 실제 체결된 자산의 성과가 결정되기 때문에 거래비용분석은 투자사결정 과정에서 매우 핵심적인 부분임. 수수료와 세금과 같이 가시적인 거래비용(명시적 거래비용)은 물론 시장충격과 스프레드변동, timing risk와 기회손실위험 등 거래집행단계 전 과정에서 발생할 수 있는 잠재적 비용(묵시적 거래비용)이 거래비용을 구성함(전근, “Transaction Cost Analysis”, 2013년, 삼성증권 참조).

증권회사는 SOR의 구축과 함께 제반 거래비용을 감안한 최선의 가격으로 고객의 주문이 체결될 수 있는 고도의 주문집행전략(알고리즘 거래전략)을 내재화해야 함. 따라서 Algorithmic trading은 거래비용의 감소와 주문집행의 자동화, 모니터링과 거래기회 포착, 주문속도 단축과 복수자산(종목)의 주문체결 기능 등을 아우르는 개념임. 단순 VWAP과 TWAP부터 dynamic MOC(Market on close) 주문이나 Adaptive shortfall을 고려한 트레이딩 전략, Pegging 등의 주문전략을 개발해야 함.

거래소와 ATS, 주식선물과 주식옵션: ATS 도입으로 거래소와 ATS에서 가격차이 또는 시간차이가 순간적으로 발생할 가능성이 높아졌음. 거래소에서 형성된 A주식의 현재가격과 ATS에서 형성된 A주식의 현재가격이 상이할 수 있으며, 유동성이 많은 거래소의 현재가격에 ATS의 현재가격이 후행하는 경향이 발생할 수 있음. 일종의 Latency Arbitrage가 발생할 수 있음.

Latency Arbitrage는 SOR에 의해 여러 거래시설(거래소, ATS등)로 회송되는 주문에서 체결까지의 미세한 시간차로 인해 발생하는 시세변동, 시장간 격차 등을 이용하여 먼저 도달한 거래시설의 호가 및 약정 정보를 고속 통신설비를 이용하여 취득하고 다른 거래시설에서 매각하는 방식으로 수익을 얻는 거래전략을 의미함(자본시장연구원, “복수 거래시장 체제도입과 국내 증권사의 최선집행 방안” 2023 참조)

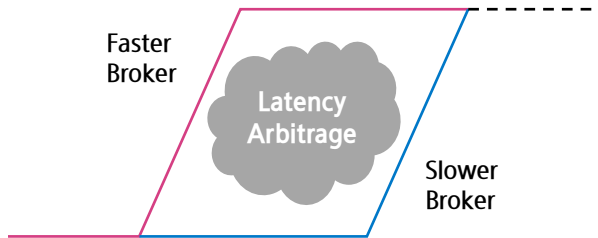
물론 증권사의 SOR 시스템이 고도화되어 시장간 가격차이를 실시간으로 해소할 수 있다면 차익거래 기회가 축소되겠지만, SOR 시스템의 안정적인 정착이 이루어지기 전까지는 거래소와 ATS에서 형성되는 주식의 가격차이가 빈번하게 발생할 수 있음.

현재 개별주식선물과 거래소(KRX)의 주식현물 사이에서도 차익거래가 활발한 편임. 주식선물의 시장조성자의 헤지거래는 물론 거래비용이 낮은 기관투자자의 차익거래 등이 대형주 중심으로 빈번하게 발생하고 있음. 개별주식선물과 주식현물의 선현배율이 높을수록 차익거래의 기회가 상대적으로 낮아지겠지만 주식선물시장과 주식현물시장의 유동성 차이와 외부 충격에 대한 반응속도의 차이 등으로 Latency Arbitrage 기회가 종종 발생함.

ATS가 도입되면 주식선물 차익거래자들은 현물주식의 Latency Arbitrage 상황을 이용하여 보다 다양한 매매기회를 얻을 수 있을 것임. 예를 들어 단수 거래소에서는 KRX의 주식현물가격과 주식선물가격의 1:1 매칭이 가능한 반면, 복수 거래소에서 시장간 Latency가 발생할 것으로 가정하면 2곳의 주식현물가격 중에서 상대적으로 유리한 가격으로 체결할 수 있음. 하단의 사례에서 복수 거래소에서 주식현물의 Latency가 발생한다면 현선물 차익거래의 기대수익이 증가할 가능성이 높을 수 있음을 보여줌. 다만 SOR이 고도화된다면 이 같은 차익거래의 기회는 바로 소멸될 수 있기 때문에, 증권사 또는 투자자의 속도경쟁은 더욱 치열해질 것임.

ATS가 도입되면 개별주식선물 또는 개별주식옵션을 활용한 차익거래 등 거래기회가 확충될 것으로 기대되기 때문에, ATS 도입이 개별주식선물과 개별주식옵션의 유동성 보강에 직접적인 기여를 할 것으로 예상됨.

Latency Arbitrage 개념도



자료: 삼성증권

단수 vs 복수 거래소의 현선물 차익거래 구형

거래소	현물	호가	선물	호가
단수	KRX	(S)10,510 ~ (L)10,500	선물	(S)10,530 ~ (L)10,520
	체결: 선물 10,520 매도 ~ 주식 10,510 매수			
단수 거래소에서 차익거래 기대수익 10원				
복수	KRX	(S)10,510 ~ (B)10,500	선물	(S)10,530 ~ (B)10,520
	ATS	(S)10,500 ~ (B)10,490		
체결: 선물 10,520 매도 ~ ATS 10,500 매수				
복수 거래소에서 차익거래 기대수익 20원				

참고: 매도(S)는 매수(L)호가에, 매수(L)는 매도(S)호가에 체결
 자료: 삼성증권

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA