

Derivatives Dynamics

선물 외인 대형 세력의 이탈로 PR 순 매도 폭발은 자연 불가피

- Intro: 지수 하락은 예상 안. 단, 원인은 예상 밖. 선물 외인이 아니라 현물 외인 순 매도가 원인
- 외인 매수 차익잔고 여전히 8조 원대. PR 순 매도 가능한 물량만 6.6조원. 잠재 폭발물은 충분
- 일시적 충격 감수하고 전량 청산해야 향후 지수 상승에 도움. 그러나, 문제는 느린 청산 속도
- 원인은 괴리차 하락이 불충분했기 때문. 외인 기준 괴리차 -0.38p 하회해야 본격적 청산 가능
- 괴리차 하락이 불충분했던 원인(1): 선물 외인의 순 매도 기간 및 규모 부족
- 괴리차 하락이 불충분했던 원인(2): 증권+투신의 선물 순 매수에 의한 하락 방어
- 괴리차 하락이 불충분했던 원인(3): 괴리차 하락 직후 빠른 반등은 현물의 상대적 상승 둔화 탓
- 증권+투신 순 매수의 저항은 계속될 것. 따라서, PR 매도 폭발하려면 외인 순 매도 강화 필수
- 외인 대형 세력이 시장 이탈해 PR 매도 폭발 자연 불가피. 지수 하락은 가능해도 급락은 어려워

- Intro: 지수 하락은 예상 안. 단, 원인은 예상 밖. 선물 외인이 아니라 현물 외인 순 매도가 원인
 - 예상했던 지수 하락이지만 원인은 예상 밖. 수급 측면에서 예상과 달리 선물 외인이 아니라 현물 외인 순 매도에 의해 하락했기 때문. PR 순 매도가 불발된 원인은 선물 외인 대형 투기 세력이 신규매도에 동참하지 않은 탓
 - 향후에도 이들이 나서지 않는다면 선물 외인-PR 순 매도에 의한 지수 급락은 기대하기 어려울 듯. 다만, 지수가 현물 수급에 의해 단독 상승한다면 비로소 외인 매수 차익잔고가 부채 상황(?)에 나설 것이므로 지수 상승 속도는 느릴 수 밖에
- 외인 매수 차익잔고 여전히 8조 원대. PR 순 매도 가능한 물량만 6.6조원. 잠재 폭발물은 충분
 - 1/24일 기준으로 외인 매수 차익잔고는 8조 290억 원(당사 추정. 차익 PR+비차익 PR 일부+K200 ETF 기준). 여기서 PR 순 매도로 직접 청산될 가능성이 낮은 K200 ETF 매수 차익잔고 1조 4,231억 원을 제외하더라도 6조 6,059억 원에 달해[그림 1]
 - 이 물량은 지난 해 8/28일부터 집중 유입되며 지수 상승에 일조. 12월초부터 일부 청산되었으나 여전히 물량은 부담스러운 수준. 여기서 외인은 물론, 투신이나 보험 등 국내 기관의 인덱스 펀드 스위칭 매도 여력까지 가산한다면 부담은 배가될 것[그림 2]
- 일시적 충격 감수하고 전량 청산해야 향후 지수 상승에 도움. 그러나, 문제는 느린 청산 속도
 - 포인트는 현재와 같은 지수 하락 국면에서 잔고를 전량 청산해야 한다는 것. 이 잔고가 계속 남아있다면 향후 지수 상승 국면에서 걸림돌이 될 수 있기 때문. 물론, 전량 청산에 따라 일시적 하락 충격은 불가피하지만 이후 지수 상승 시 보조 엔진 역할 가능
 - 그러나, 지난 해에 비해 외인 매수 차익잔고의 청산 속도는 현저히 느린 편. 지난 해 매수 차익잔고는 최대치 직후 23일간 51%가 집중 청산. 이번에는 최대치(11/1일) 이후 57일이나 경과했지만 청산율은 17%에 그쳐[표 1]
- 원인은 괴리차 하락이 불충분했기 때문. 외인 기준 괴리차 -0.38p 하회해야 본격적 청산 가능
 - 지난 해 외인 매수 차익잔고는 3차례에 걸쳐 전량 청산. 외인 기준으로 청산 괴리차(차익 PR 순 매도 가중 평균)는 각각 +0.45p, +0.21p, -0.28p. 1~2차 청산에서 고 평가 불구, 청산 가능했던 것은 진입 괴리차가 워낙 높았기 때문[그림 3]

- 과거 매수 차익잔고는 3차례 걸쳐 누적되었으며 진입 괴리차는 각각 +1.01p, +1.22p, +2.18p. 즉, 1~2차 청산은 대부분 3차 진입분의 청산 유력. 3가지 사례에 따르면 외인은 청산 괴리차가 진입 괴리차에 비해 -1.5p 하회하면 본격적 청산 시작[그림 4]
- 이번에 누적된 매수 차익잔고의 진입 괴리차는 +1.11p. 따라서, 괴리차 -0.38p 이하에서 폭발 가능. 그러나, 11월부터 현재까지 청산 괴리차는 +0.068p. 외인 기준 괴리차는 일 평균 +0.41p. 즉, 평균적으로 폭발 트리거에 미달해 일부만 청산된 셈[표 1]
- 괴리차 하락 부족 원인을 파악하기 위해 2013년 초부터 8차례의 괴리차 하락 구간을 조사한 결과, ① 선물 외인 연속 순 매도 부족, ② 증권, 투신 등의 선물 순 매수에 의한 괴리차 하락 방어, ③ 현물의 상대적 상승 둔화에 의한 괴리차 급등 등 3가지

■ 괴리차 하락이 불충분했던 원인(1): 선물 외인의 순 매도 기간 및 규모 부족

- 선물 외인 단위 계약수 대비 괴리차 하락 폭은 매수 차익잔고가 청산된 1~4차 구간에서 평균 '-0.105p/천 계약'. 이후 5~8차는 '-0.140p/천 계약'. 즉, 동일 규모의 외인 선물 순 매도에 의한 괴리차 낙 폭은 오히려 5~8차 구간이 더욱 큰 편[그림 5, 표 2]
- 그럼에도 불구하고, 5~8차 구간의 괴리차가 외인 매수 차익잔고의 청산 트리거에 미달했던 것은 기본적으로 순 매도 기간 및 규모가 부족했기 때문
- 지난 해 매수 차익잔고가 청산된 1~4차 괴리차 하락 국면에서 선물 외인 순 매도는 평균적으로 27.8일간, -21,560계약. 그러나, 지난 해 9월 이후부터 관찰된 4차례 순 매도는 12.8일간, -12,657계약. 즉, 순 매도 유지 기간/규모가 직전의 절반에 불과

■ 괴리차 하락이 불충분했던 원인(2): 증권+투신의 선물 순 매수에 의한 하락 방어

- 선물 외인 순 매도의 카운터 파트는 개인+증권+투신의 순 매수. 특히, 증권과 투신은 5~8차 외인 순 매도 구간에서 평균적으로 각각 +8,537계약, +3,169계약을 순 매수¹
- 특히, 증권은 지난 해 8/23~10/22일 사이, +1조 9,688억 원의 레버리지 ETF 순 매수. 기중에 레버리지 ETF 설정 잔고는 -1조 3,267억 원 감소. 즉, 잔고 감소로 연결되지 않은 +6,421억 원의 순 매수는 매수 차익잔고(LP의 ETF 재고)에 해당[그림 6]
- 이 물량이 회전 및 청산되면서 괴리차 하락을 억제. 이들은 거래세가 없어 괴리차가 ±0.4p~±0.6p를 이탈하면 회전 가능. 괴리차가 -0.6~-0.4p 부근에서 반복적으로 하방 경직성을 보였던 것도 증권 ETF 매수 차익 청산(=선물 환매)이 집중된 탓[그림 7]
- 투신도 마찬가지. 연결 고리는 '선물 외인 순 매도-괴리차 하락-PR 순 매도-지수 하락-레버리지 ETF 설정 증가'. 10/23~1/24일, 지수 하락하자 투신 레버리지 ETF 설정 잔고는 +7,351억 원 증가. 때문에 투신 선물 순 매수 늘어 괴리차 하락 방해[그림 8]

■ 괴리차 하락이 불충분했던 원인(3): 괴리차 하락 직후 빠른 반등은 현물의 상대적 상승 둔화 탓

- 1~4차 구간에서 '출발 괴리차'는 각각 +2.11p → +0.99p → +0.53p → +0.36p로 점차 낮아진 반면, 5~8차에서는 각각 +1.01p → +1.20p → +0.86p → +1.31p로 꾸준히 높은 수준 유지. 즉, 그만큼 높은 수준에서 하락했기 때문에 트리거에 미달할 수 밖에
- 괴리차 상승 구간에서 외인 선물 순 매수가 직전 순 매도보다 적었음에도 불구하고, 괴리차가 급등한 것은 현물 상승 속도가 선물보다 느렸기 때문. 기중 선물 외인은 순 매수 회전을 반복한 반면, 현물 외인은 11월부터 -3조 4,286억 원을 꾸준히 순 매도[그림 9]

¹ 여기서 증권의 순 매수는 지수형 ELS 헤지용, ETF 매수 차익잔고 청산(환매) 및 ETF 매도 차익거래 진입(신규매수) 용도. 투신의 순 매수는 레버리지 ETF 설정용. 즉, 이들의 순 매수는 괴리차 및 지수 하락에 대한 일종의 조건 반시었던 셈

■ 증권+투신 순 매수의 저항은 계속될 것. 따라서, PR 매도 폭발하려면 외인 순 매도 강화 필수

- 증권외인 레버리지 ETF 매수 차익잔고는 4,768억 원(1/24일 기준, 당사 추정치)에 불과해 지수와 괴리차가 추가 하락한다면 조만간 청산 완료. 그러나, 증권외인 '재고'가 소진되면 이후부터는 '생산(설정 수요)'이 늘어날 것. 따라서, 무게중심이 증권에서 투신으로 이동할 것이며 선물 순 매수는 계속될 것
- 따라서, 지수 하락 국면에서 괴리차가 이들의 저항을 뚫고 트리거에 도달하기 위해서는 '보다 강력한 연속 선물 순 매도'가 필요. 이는 외인외인 선물 순 매도가 2013년 초반처럼 강화되거나, 외인외인 개인의 연합 순 매도에 의해서 가능

■ 외인 대형 세력이 시장 이탈해 PR 매도 폭발 지연 불가피. 지수 하락은 가능해도 급락은 어려워

- 외인 선물 순 매도는 2차례에 걸쳐 약화. 1차는 지난 해 9월 이후, 2차는 올해 1월 대량 전매 이후. 추측 가능한 배경은 ① 기존 대형 세력이 매매 실패에 따라 증거금이 위축되었거나, ② 기존 대형 외인이 시장을 이탈하고 소형 세력만 남았거나
- 여기서 지난 해 6월 만기 직후부터 선물옵션 예수금이 꾸준히 줄어든 점, 특히 1월 대량 전매 이후 급감한 점 등은 대형 세력의 시장 이탈 가능성을 지지. 지난 해 6/24일, 8.8조 원에 달했던 선물옵션 예수금은 1/13일, 6.9억 원으로 -21.7% 감소[그림 10]
- 현재 남아있는 '초 단기 세력'은 최대 가용 순 매도가 -7천 계약에 불과해 증권+투신의 순 매수 방어선 돌파 불가. 때문에 대형 세력이 시장에 복귀하기 전까지는 괴리차가 PR 순 매도 폭발 트리거를 하회하기는 어려울 듯
- 현물과 달리 선물은 지수 방향성보다 변동성이 중요. 현물 외인외인 증시 이탈은 지수 하락 가능성을 의미하지만, 선물 외인외인 증시 이탈은 변동성 축소 가능성을 암시. 또한, 신규매수 회전을 반복했던 외인외인 이탈은 그만큼 지수 상승 가능성이 낮다는 의미

표 1. 각 구간별 외인 PR 순 매매와 괴리차 수준

(단위: 억 원, p)

구분	진입 1	청산 1	청산 2	진입 2	청산 3	진입 3	청산 4	진입 4	청산 5	진입 5	청산 6	진입 6	청산 7
시작	11.11.28	12.02.29	12.06.04	12.08.01	12.10.12	12.12.12	13.01.09	13.02.13	13.03.18	13.04.23	13.06.12	13.08.29	13.11.04
종료	12.02.28	12.06.01	12.07.31	12.10.11	12.12.11	13.01.08	13.02.12	13.03.15	13.04.22	13.06.11	13.08.28	13.11.01	14.01.24
일수	64	64	41	49	43	16	24	22	26	33	55	42	57
차익 PR	38,368	-18,257	-391	37,456	-199	13,064	-16,791	7,948	-8,348	3,546	-15,202	12,263	-4,471
비차익 PR	71,771	-26,261	22,120	69,895	15,801	33,046	4,868	3,888	-11,310	-3,134	-20,993	81,597	-11,777
평균 차익 PR	599	-285	-10	764	-5	816	-700	361	-321	107	-276	292	-78
평균 비차익 PR	1,121	-410	540	1,426	367	2,065	203	177	-435	-95	-382	1,943	-207
평균 괴리차(국내)	0.077	-0.237	-0.439	0.352	0.033	1.143	0.009	0.491	-0.162	0.049	-0.415	0.615	0.073
평균 괴리차(외인)	0.660	0.494	0.257	0.821	0.320	1.813	0.457	0.653	0.473	0.273	-0.029	1.009	0.414
진입/청산(국내)	0.576	-0.592	-0.820	0.765	-0.260	1.449	0.002	0.673	-0.423	0.289	-0.703	0.798	-0.274
진입/청산(외인)	1.009	-0.250	0.021	1.228	0.055	2.176	0.452	0.845	0.213	0.550	-0.281	1.116	0.068

주: 1) 기간 구분은 당사 임의. 진입은 구간 차익 PR 순 매수 누적, 청산은 구간 차익 PR 순 매도 누적을 의미. [그림 4] 참조할 것

2) 차익, 비차익 PR은 구간 일별 순 매매의 합계. 평균은 합계를 일수로 나눈 것

3) 평균 괴리차는 일별 장 종 평균 괴리차의 산술 평균

4) 국내는 거래소 기준, 외인은 금리 1.5% 일률 적용

5) 진입/청산 괴리차는 차익 PR 매매 가중 평균

자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

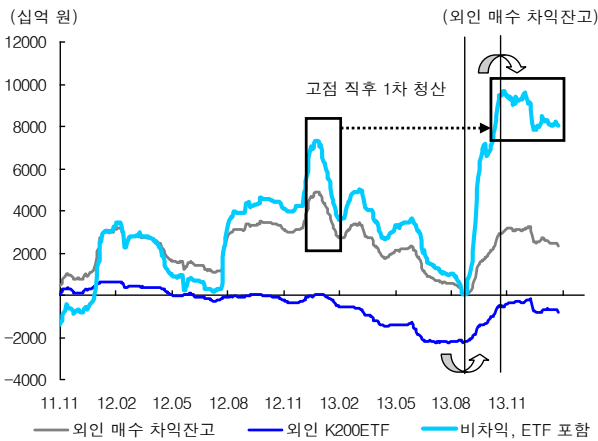
표 2. 괴리차 하락 구간별 외인 선물 순 매도와 괴리차 낙 폭

(단위: 계약수, p)

구분		1	2	3	4	5	6	7	8
시작		12.12.26	13.02.28	13.05.16	13.08.05	13.09.16	13.10.22	13.11.28	13.12.26
종료		13.02.12	13.04.17	13.07.01	13.08.23	13.10.10	13.11.13	13.12.06	14.01.15
일수		32	34	31	14	14	17	7	13
선물 외인(단순)		-28,475	-37,107	-8,959	-11,699	-8,824	-6,583	-11,339	-23,883
선물 외인(투기/헤지)		-39,988	-41,604	-13,872	-16,376	-7,143	-5,239	-11,282	-25,683
괴리차 낙 폭(국내)		-2.752	-1.826	-1.502	-1.226	-1.210	-1.525	-1.292	-1.828
괴리차 낙 폭(외인)		-3.242	-1.489	-1.173	-1.378	-1.407	-1.734	-1.361	-2.014
단위 계약당 낙 폭(국내)		0.097	0.049	0.168	0.105	0.137	0.232	0.114	0.077
출발 괴리차(국내)		2.114	0.995	0.534	0.359	1.011	1.202	0.856	1.313
출발 괴리차(외인)		2.877	1.119	0.755	0.651	1.727	1.633	0.960	1.941
최저 괴리차(국내)		-0.638	-0.831	-0.968	-0.867	-0.199	-0.323	-0.436	-0.515
최저 괴리차(외인)		-0.365	-0.330	-0.418	-0.727	0.320	-0.101	-0.401	-0.072

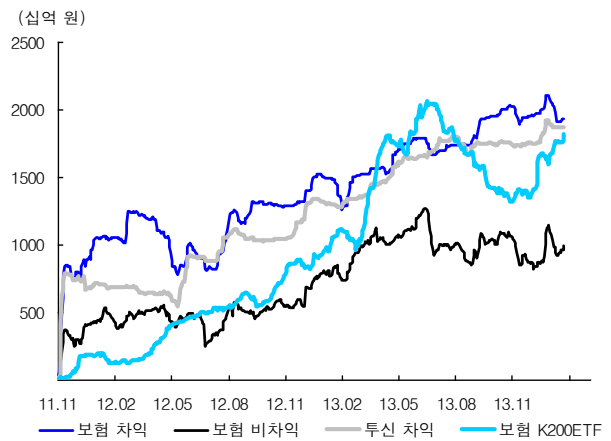
주: 1) 선물 외인은 구간 내 일별 순 매수의 합계
 2) 투기/헤지는 전체 순 매수에서 차익용 순 매수를 차감한 것
 3) 괴리차 낙 폭은 출발 괴리차와 최종 괴리차의 차이
 4) 단위 계약당 낙 폭은 국내 괴리차의 낙 폭을 선물 외인(단순) 순 매도(천 계약)로 나눈 것
 자료: KRX, KOSCOM, KDB대우증권 리서치센터

그림 1. 2013년 초반에 비해 외인 매수 차익잔고 청산 속도 느린 편



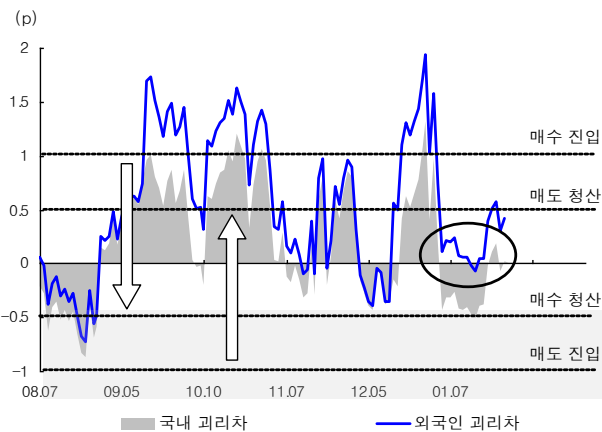
주: 당사 추정치. 매수 차익잔고는 차익 PRAN 이용하여 추정한 것
 자료: KRX, 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. 일반적으로 누적된 투신+보험 PR 순 매수도 스위칭 매도 어려



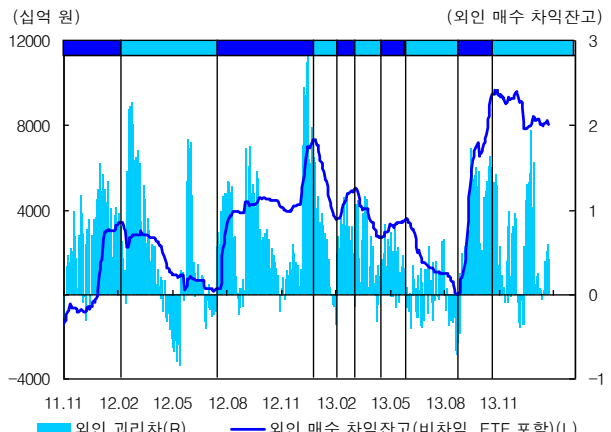
주: 일별 순 매수의 단순 누적
 자료: KRX, 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

그림 3. 국내 괴리차와 달리 외인 괴리차는 아직까지 저 평가 불충분



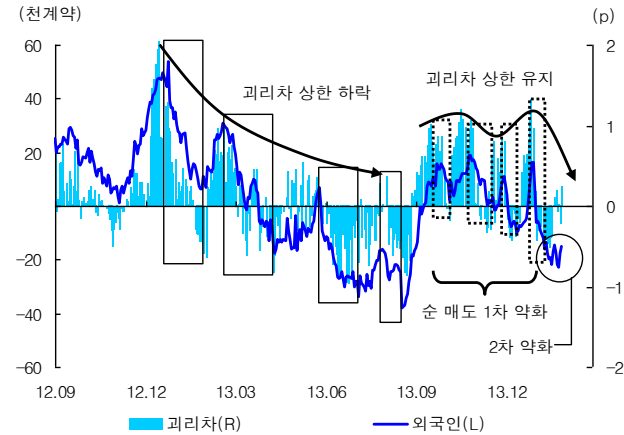
주: 괴리차 = 선물 시장가 - 이론가. 외인 이론가에는 금리 1.5% 일률 적용
 자료: KRX, 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

그림 4. 외인 매수 차익거래의 진입과 청산 구간 분할



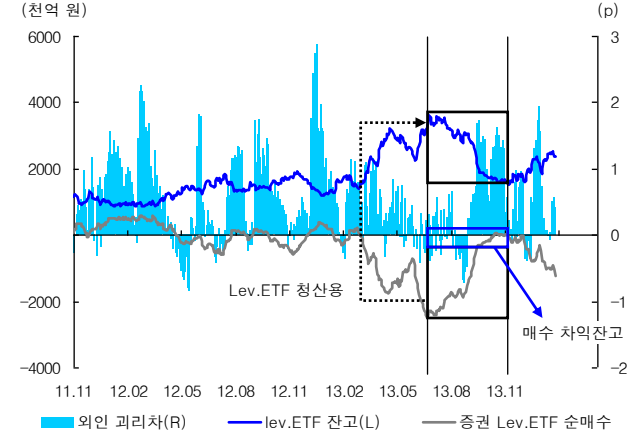
주: 구간 분할 기준은 임의
 자료: KRX, 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 2013년 9월부터 외인 순 매도 약화되자 괴리차 하락도 둔화



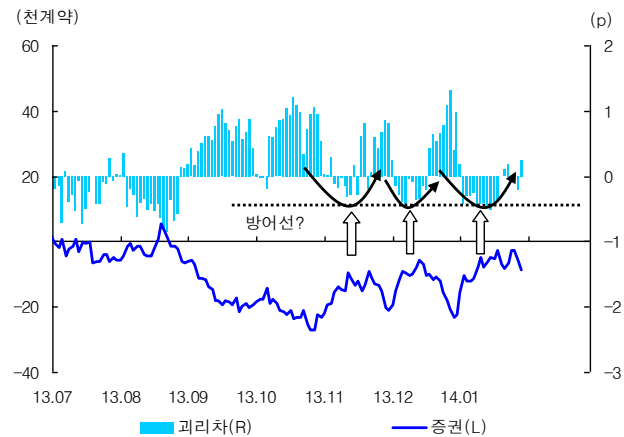
주: 외국인은 투기/헤지 기준. 괴리차는 국내 기준으로 장 중 1분 데이터 산술 평균
 자료: KRX, 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

그림 6. Lev. ETF 잔고 감소 상회하는 증권의 순 매수는 매수 차이잔고



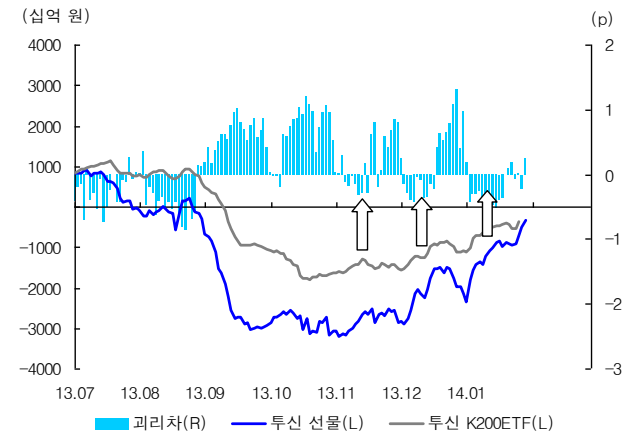
주: 상장된 4개 Lev.ETF 설정 잔고 및 거래량의 합계
 자료: KRX, 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

그림 7. 점차 강화된 증권 선물 순 매수가 괴리차 하방 경직성을 형성



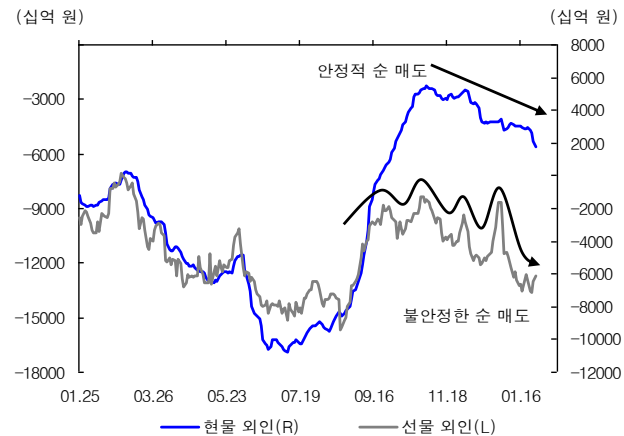
주: 괴리차는 장 중 1분 데이터 산술 평균 기준
 자료: KRX, 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. 투신 선물+ETF 순 매수(Lev.ETF 설정) 역시 괴리차 하락 방어



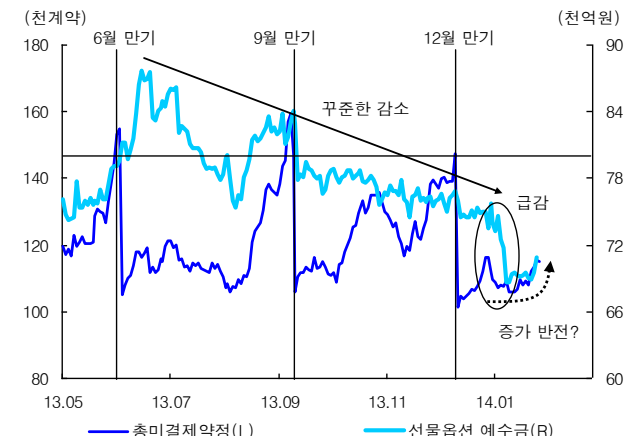
주: 일별 순 매수 단순 누적
 자료: KRX, 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

그림 9. 선물과 달리 현물 외인은 일시적 순 매수 없이 순 매도 누적



주: 일별 순 매수 단순 누적
 자료: KRX, 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

그림 10. 6월 만기 이후 선물옵션 예수금 감소는 대형 세력 이탈을 암시



주: 선물옵션 예수금은 현금 증거금 포함. 총 미결제는 4개월물 미결제 합계
 자료: KRX, 증권전산, KDB대우증권 리서치센터