

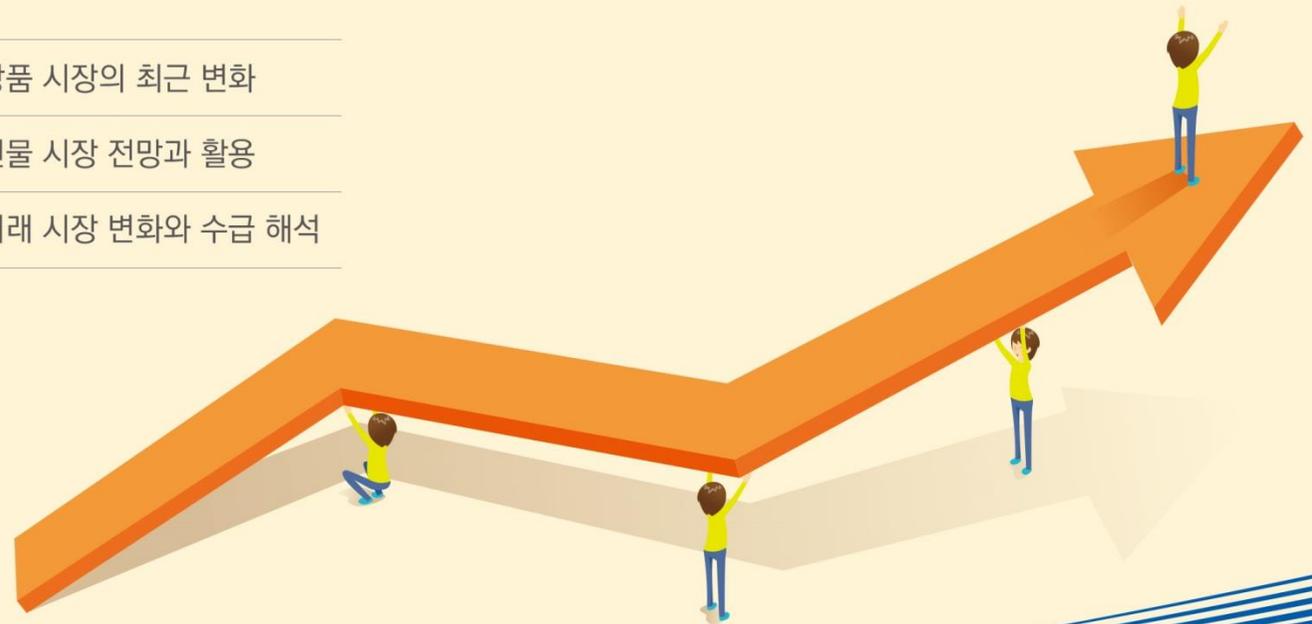
# 반드시 알아야 할 파생상품시장 변화

## 주식선물과 차익거래

Part 1. 파생상품 시장의 최근 변화

Part 2. 주식선물 시장 전망과 활용

Part 3. 차익거래 시장 변화와 수급 해석



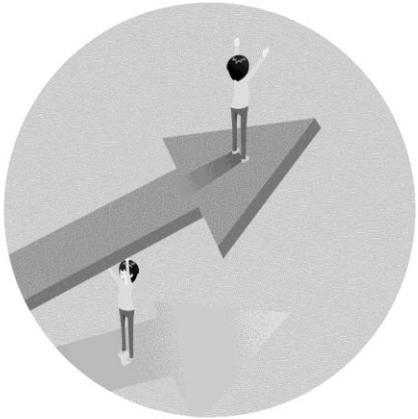




Derivatives Issue

# 반드시 알아야 할 파생상품시장 변화

## 주식선물과 차익거래





## Contents

---

<b>Part 1. 파생상품 시장의 최근 변화</b>	07
<b>Part 2. 주식선물 시장 전망과 활용</b>	15
<b>Part 3. 차익거래 시장 변화와 수급 해석</b>	33

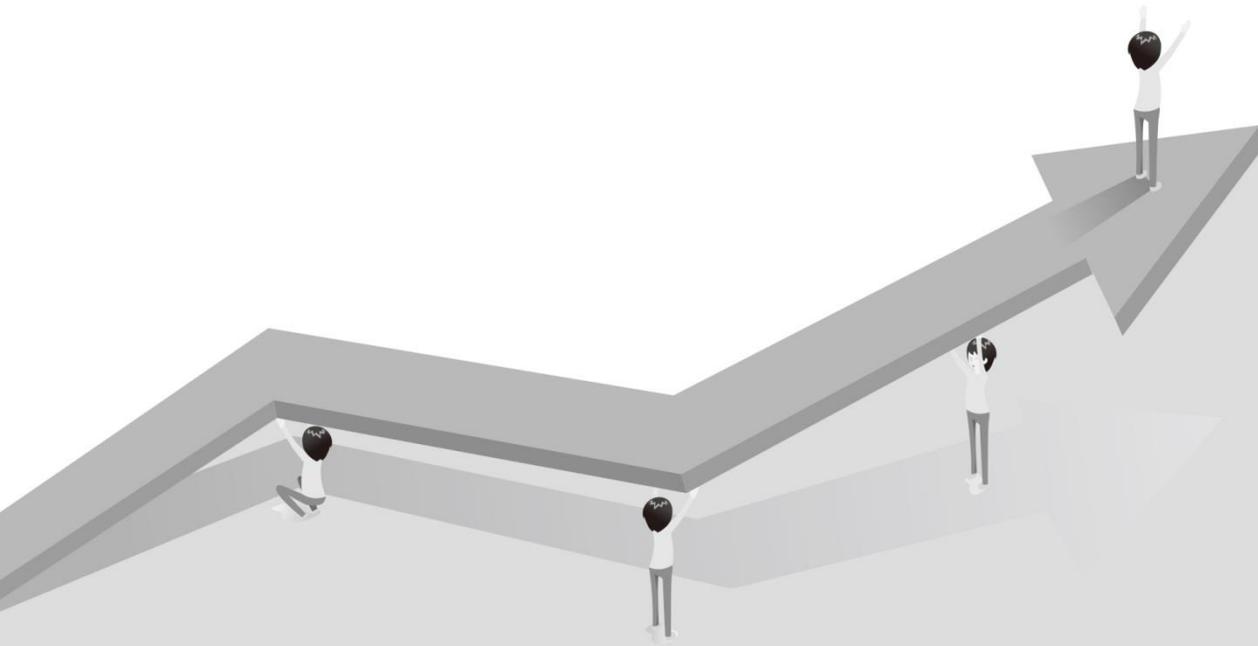
---

## 내용

- 최근 나타나고 있는 주식파생상품 시장의 2가지 변화에 주목한다. 첫 번째는 주식선물 시장의 성장이고, 두 번째는 차익거래 시장의 영향력 확대이다. 이러한 일련의 변화는 1) 금융당국의 파생상품 활성화 및 건전화 의지 2) ETF 시장의 성장 등에서 비롯됐는데, 지속가능한 변화 방향이라고 판단한다.
- 주식선물 시장의 지속적인 성장을 예상한다. 이 시장의 거래대금은 최근 3년간 3배 이상 성장했고, 이제 유동성이 유동성을 부르는 유동성 확대 사이클에 접어들었다고 판단한다. 1) 헷지펀드 시장의 성장 2) ETF 시장의 성장도 주식선물 시장의 성장을 뒷받침하는 요인이다.
- 향후 주식선물 시장의 유동성이 늘어한다면 1) 투기자(Speculator)는 좀더 저렴한 비용으로 개별주식에 대한 롱/숏 포지션을 잡을 수 있고 2) 레버리지 사용도 용이하며 3) 헷저(Hedger)는 섹터/팩터별로 좀더 정교한 헷지 포트폴리오를 운용하는데 활용할 수 있다. 주식선물을 활용한 차익거래 메커니즘과 만기일 영향에 대해 설명한다.
- 차익거래 시장의 영향력은 확대되고 있는 반면, 그 해석에는 난이도가 높아지고 있다. 최근 활발히 나타나고 있는 1) ETF 차익거래 2) 미니선물 차익거래를 설명한다. 차익거래의 해석과 대응을 위해 전통적인 컨버전/리버설, SP 뿐만 아니라 ETF-NAV차, 미니선물 SP, 개별주식의 차익잔고, 스프레드 등도 확인이 필요해졌다.
- 차익거래자가 아닌 입장에서 시장 수급 해석을 위한 조언은 다음과 같다. 1) 현물 수급의 경우 주체별 단순 현물 수급과 함께 현물 + ETF 수급을 함께 살펴봐야 한다. 2) 선물 수급의 경우 주체별 합산선물(본선물 + 미니선물) 수급을 살펴봐야 한다.

Part 1.

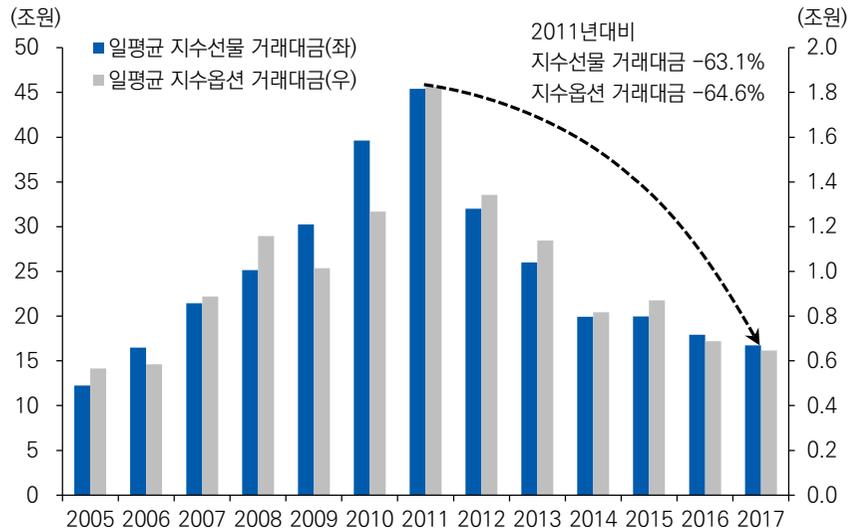
# 파생상품 시장의 최근 변화



## 2011년을 피크로 국내 파생상품시장 거래 위축

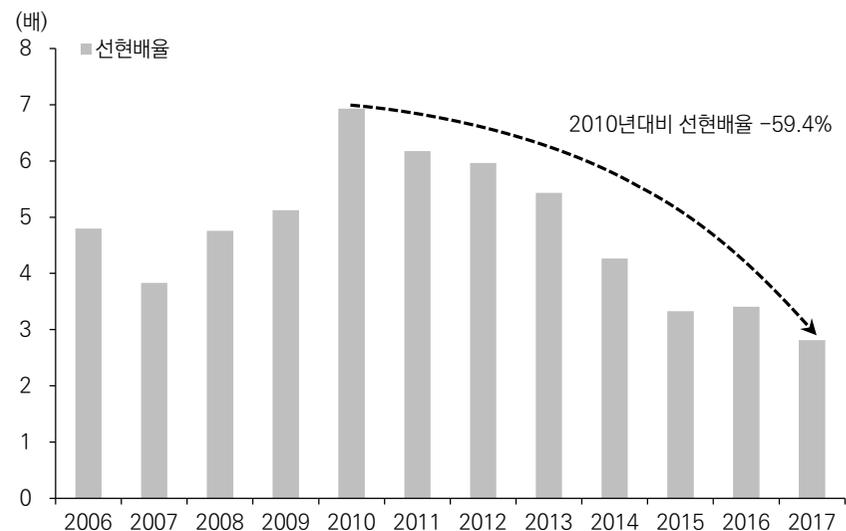
- 2017년 지수선물과 지수옵션의 일평균 거래대금, 2011년대비 각각 -63.1%, -64.6% 감소
- 선현배율(현물대비 선물거래 규모)은 역대 최저치 수준인 2.81배까지 하락. 2010년대비 -59.4% 감소
- 파생상품 시장의 유동성 감소는 1) 차익거래 시장 2) ELS 등의 파생결합증권 시장 3) ETF 등 인덱스 시장 등에 대한 거래비용을 높여 자본시장 전반의 유동성 감소로 이어질 수 있음

### 2011년 이후 지수 선물옵션 거래대금 모두 감소



주: 지수선물, 옵션 모두 CME 야간 및 mini 거래 포함  
자료: Check, 유안타증권 리서치센터

### 선현배율은 역대 최저치인 3배 미만까지 하락



주: 일평균 현물 거래대금은 KOSPI 전체 + ETF 전체 거래대금 사용  
자료: Check, 유안타증권 리서치센터

## 파생상품시장 위축의 주요 원인은 금융당국의 규제

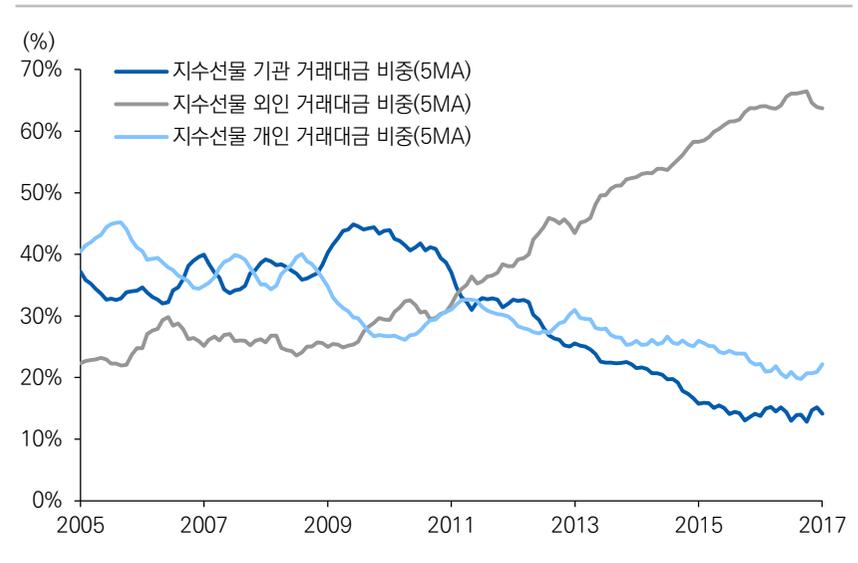
- 금융당국은 2011년 “파생상품 건전화방안”을 통해 1) 옵션 승수 인상 2) 개인투자자 위탁증거금 상향 조정 3) 개인투자자 신규 계좌의 옵션시장 진입 규제 4) ELW시장 규제 등의 대책을 발표
- 당국의 문제인식은 1) 현물대비 과도한 파생상품 시장 규모 2) 개인투자자들의 무분별한 파생상품 시장 진입이었음
- 파생상품 규제 효과에 대한 논란은 여전. 1) 개인보다 기관투자자의 파생상품 비중이 급감했다거나 2) 대여업체 등을 통한 음성적인 개인 매매를 부추겼다는 등의 비판도 존재

### 2011년 “파생상품 건전화방안” 주요 내용

규제 대상	내용
장내파생시장	KOSPI200 옵션 1계약 거래승수 상향 조정
	개인투자자 현금예탁비율 상향 조정
	개인투자자 모의 파생거래시스템 제공 및 교육 실시
ELW시장	유동성공급 목적 이외에 LP의 호가 제출 제한
	ELW상장 종목수 제한
	시세조종 등 불공정거래에 대한 감시 강화
FX마진시장	증거금 인상을 통한 거래규모의 적정화 유도
	거래 위험에 대한 고지 강화
	증권/선물사의 과도한 고객유치행위 제한

자료: 금융위, 유안타증권 리서치센터

### 금융 규제 의도와 다르게 개인보다 기관 비중 더 급감. 외국인 비중만 증가



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

## 최근 금융당국의 태도는 적극적인 규제에서 활성화 및 다양화로 선회

- 지난해 발표한 “파생상품 시장의 경쟁력 제고 방안” 등 최근 금융당국의 태도 변화 감지
- 금융당국은 거래승수 조정 등을 통해 파생상품 시장 활성화 의지를 내비침
- 다만, 규제 완화의 방향은 매우 점진적이고, 제한적으로 진행. 특히, 개인투자자의 무분별한 시장 진입 가능성은 차단 지속
- 전반적인 정책 방향이 시장의 기대치에 못 미친다는 평가도 있으나, 금융당국의 태도 변화 자체를 긍정적으로 볼 수 있음
- 향후 파생상품 시장은 과거와 같은 대규모 유동성을 기대하기는 어려워졌으나, 수요/공급에 따라 다양한 파생상품 활성화는 가능한 시장으로 변화 예상

### 2016년 “파생상품 시장의 경쟁력 제고 방안” 주요 내용

규제 대상	내용
장내파생시장	상장절차 간소화(거래소가 개별 상품 상장 여부 결정)
	다양한 파생상품 상장
	거래승수 등 조정
	개별주식옵션 활성화
	투자자 진입규제 정비
장외 파생상품시장	외국인 통합계좌 도입
	CCP 청산대상 상품 확대
	TR 제도화
	증거금 제도 가이드라인 마련
	전자거래플랫폼 도입 검토
ELS/DLS 시장	ELS/DLS 리스크 관리
	투자자 보호체계 강화
	ETN 등 ELS 대체상품 활성화

자료: 금융위, 유안타증권 리서치센터

### 개인투자자 파생시장 진입 요건 규제 완화는 매우 제한적으로 진행되는 중

#### 〈개인투자자 파생시장 진입요건 개선〉

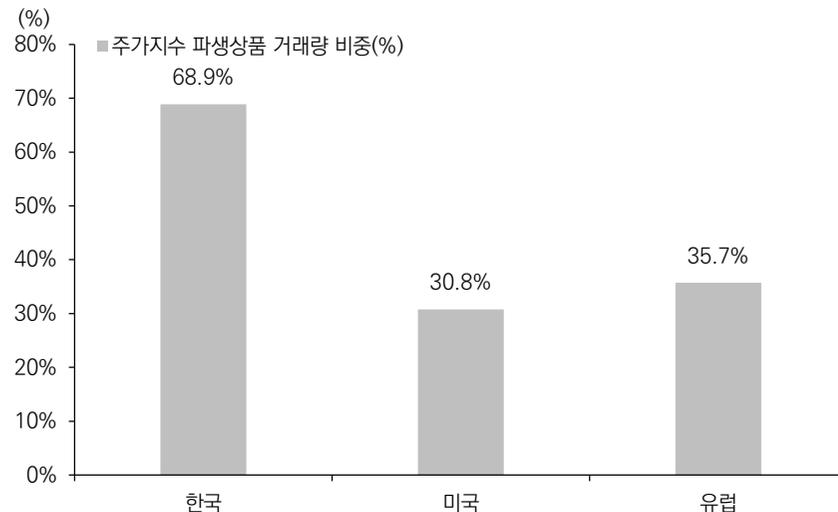
	구분	투자가능 상품	기본예탁금	기타 진입요건
현황	1단계	선물 (변동성선물 제외)	3,000만원	• 의무교육 30시간 • 모의거래 50시간
	2단계	모든 선물, 옵션	5,000만원	• 1단계 거래경험 • 파생상품계좌 개설일로부터 1년 이상 경과
개선	헤지 전용 계좌	개별주식 및 주가 지수 선물, 옵션	-	• 의무교육 10시간 • 모의거래 50시간 * 단, 기존 교육 이수자거래경험자 등은 면제
	1단계	선물(변동성선물 제외), 옵션매수	3,000만원	• 의무교육 20시간 • 모의거래 50시간
	2단계	전체 선물, 옵션	5,000만원	• 의무교육 10시간 • 1단계 거래경험 • 파생상품계좌 개설일로부터 1년 이상 경과

자료: 금융위, 유안타증권 리서치센터

## 금융당국의 파생상품 시장 상품 다양화 노력

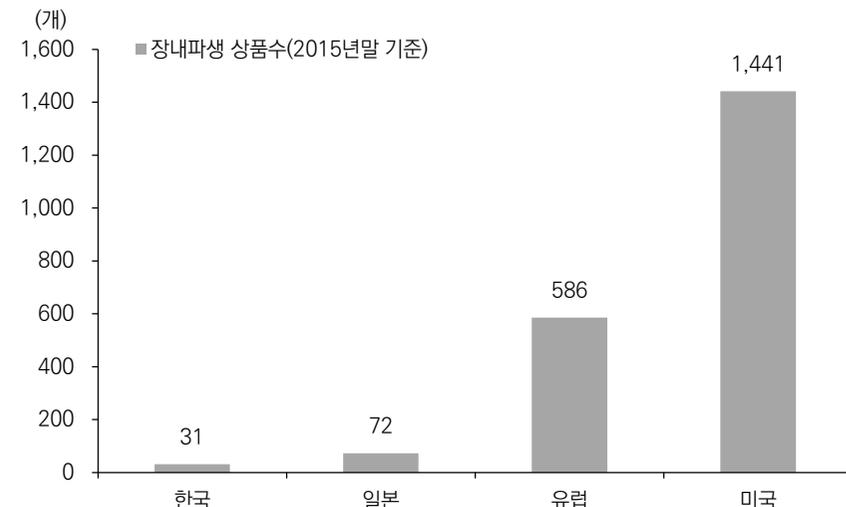
- 금융당국의 파생상품 시장 정책 방향은 다양화. 국내시장은 여타 선진시장 대비 지수 파생상품 의존도 여전히 높은 반면, 장내파생 상품수는 상대적으로 부족하기 때문
- 금융당국의 파생상품 시장 다양화 노력은 다음과 같음. 1) 주식선물, ETF선물, 섹터선물, 글로벌지수 선물, 변동성선물, 지수 미니선물 등 다양한 신규 상장 및 상장상품수 확대 2) 금융투자 유동성공급자(이하 LP)에 대한 거래세 면제 인센티브 부여 3) 국가기관의 거래세 비과세 4) 주식선물, 옵션 등에 대한 양도소득세 면제 등을 시행
- 올해 하반기에는 애플 등 해외주식선물 상장도 추진 중

국내증시, 주가지수 파생상품 거래량 비중 높아



주: 2015년 기준  
자료: 금융위, 유안타증권 리서치센터

국내증시, 장내파생 상품수 선진국증시대비 절대 부족 수준

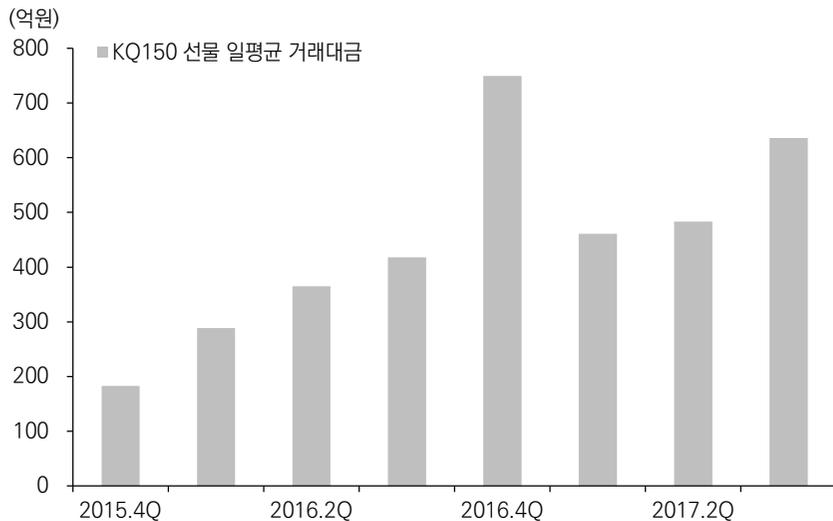


자료: 금융위, 유안타증권 리서치센터

## 일부 파생상품 시장에서 상품 다양화 정책 효과 발생

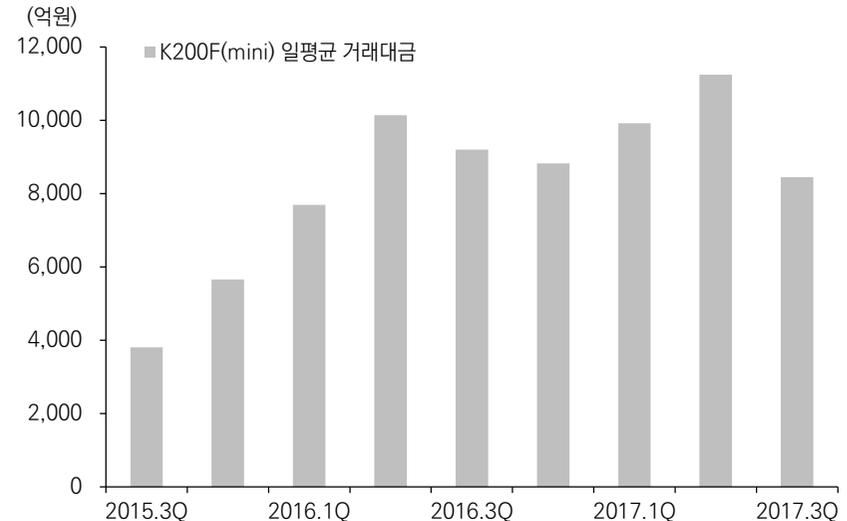
- 금융당국의 정책 노력으로 일부 파생상품 거래량 증가 시작
- KOSDAQ150 선물의 일평균 거래대금은 약 700억원 수준으로 선현배율 약 7.8%. 거래 규모 자체는 아직 미미한 편이나, 현재 거래량 증가 추세 감안시 향후 활성화 가능성 높다고 판단
- KOSPI 미니선물도 본선물의 보조 상품으로 자리잡기 시작. 일평균 거래대금 1조원 내외 수준으로 성장
- 반면 변동성선물과 글로벌지수 선물은 여전히 수요 부족으로 거래 미미. 일평균 10억원 미만. 주식옵션 또한 아직 활성화를 기대할 수 없는 수준

KOSDAQ150 선물 거래 규모 증가세



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

KOSPI200 미니선물, 본 선물의 보조 상품으로 자리잡기 시작

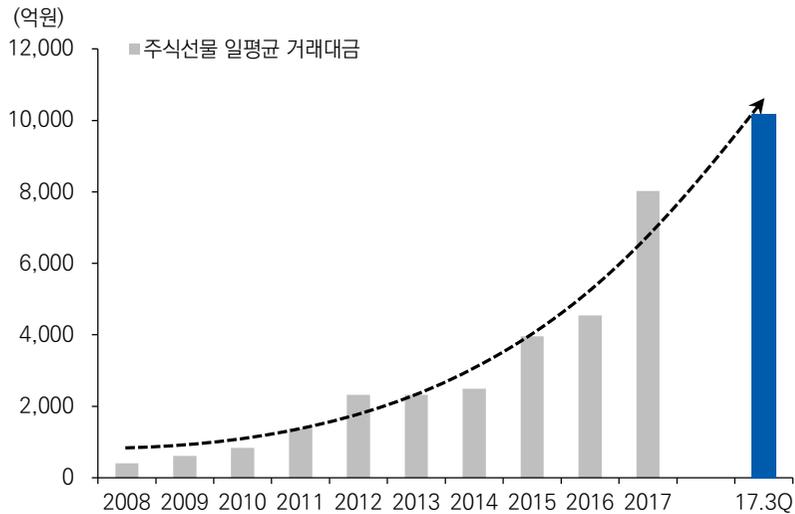


자료: Check, 유안타증권 리서치센터

## 파생상품 시장의 중요 변화 - 1) 주식선물 시장, 급격한 성장을 이룬다

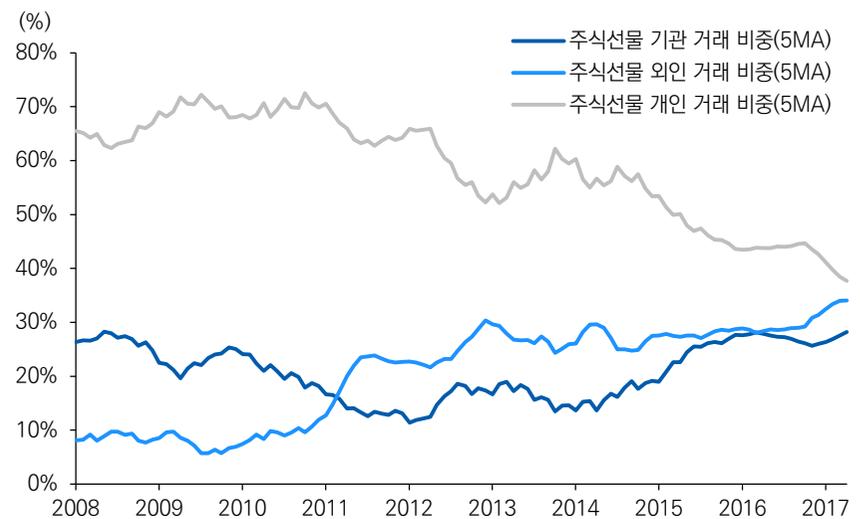
- 파생상품 다양화 정책 방향의 최대 수혜는 바로 주식선물 시장. 일평균 명목거래대금 8,000억원 수준까지 성장. 전년대비 76.6% 증가
- 3분기 기준으로는 명목거래대금 1조원 돌파. 3년 만에 3배 이상 성장
- 당국의 파생상품 활성화 의지와 시장 수요가 결합한 결과. 기관과 외국인의 주식선물 시장 참여 확대 중
- 주식선물 시장의 급격한 성장 이유는 1) 국가기관과 금융투자 LP 차익거래 활성화 2) 파생상품 양도세 비과세 3) 개인투자자 계좌 개설 1단계 거래가능 상품으로 비교적 낮은 진입 장벽 4) 공매도 규제 강화에 따른 대안 투자 유입 등
- 주식선물의 성장세 지속 전망. 주식선물에 대한 적극적인 활용 고려 필요

2017년 주식선물 거래대금, 전년대비 76.6% 증가



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

주식선물 주체별 거래대금 비중



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

## 파생상품 시장의 주요 변화 - 2) 차익거래 시장의 복잡도 증가 및 영향력 확대

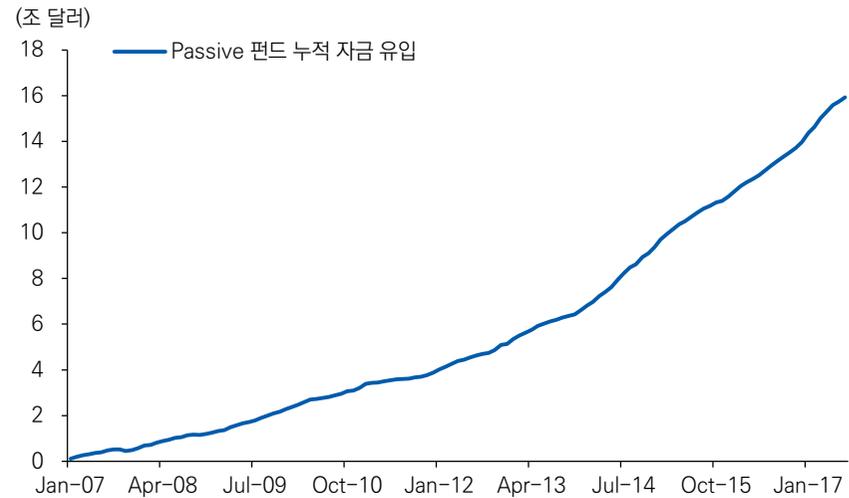
- 국가기관과 금융투자 LP를 중심으로 차익거래 시장 활성화 시작. 차익거래 비중 0.5%에서 2%대로 확대 중
- 비차익 프로그램 순매수 비중 증가는 ETF 등 패시브 자금의 규모 확대 영향으로 추정
- 다양한 파생상품의 거래량이 늘면서 일반적인 차익거래 뿐만 아니라 ETF 차익거래 및 개별주식 차익거래도 활발해지는 중
- 차익거래 시장의 변화 이해를 통해 올바른 수급 해석이 가능해짐. 추가 알파 기회도 창출 기대

### 최근 차익 프로그램 순매수 비중 증가



주: 20일 이동평균 적용  
자료: Check, 유안타증권 리서치센터

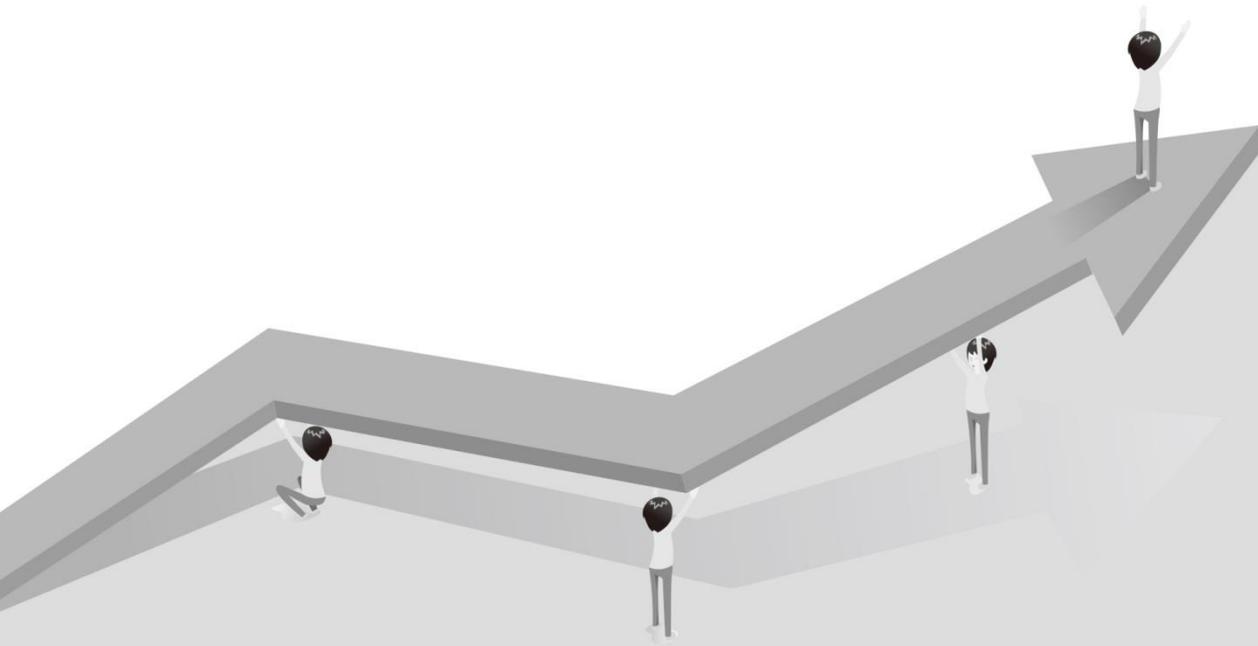
### 패시브 펀드로의 자금 유입 가속화



자료: 모닝스타, 유안타증권 리서치센터

Part 2.

## 주식선물 시장 전망과 활용



## 주식선물 시장 개요

- 현재 총 131개 주식선물(대우조선해양 제외) 거래 가능. KOSPI 112종목, KOSDAQ 19종목. ETF 선물도 3종목 상장
- 매년 6월 추가 상장/폐지 주식선물을 선정. 안정성 기준(자본잠식 여부, 감사의견 적정 여부, 단기과열 지정 횟수 등)과 유동성 기준(유통주식수, 연간 거래대금 등)을 감안해 거래소 판단 하에 최종 결정
- 파생상품 시장 활성화와 다양화 관점에서 상장주식수를 늘리는 정책 방향 전개 기대

### 주식선물 주요 내용

구분	내용
기초자산 (총 131개 종목)	정보기술(18종목), 자유소비재(28종목), 필수소비재(13종목), 에너지(3종목), 소재(10종목), 산업재(28종목), 건강관리(7종목) 금융(19종목), 유틸리티/통신서비스(5종목)
명목대금	주식선물가격의 10배. 예를 들어, 삼성전자 선물 1주를 2,400,000원에 매수할 경우 명목대금은 24,000,000원
결제월	현재: 기타월(1,2,4,5,7,8,10,11월) 2개, 분기월(3,9월) 2개, 반기월(6월) 2개, 연월(12월) 3개(1개월마다 만기 도래) 2018년 이후 변경사항: 분기월(3,9월) 2개, 반기월(6월) 2개, 연월(12월) 3개(3개월마다 만기 도래)
호가가격단위	10,000원 미만 → 10원 10,000원 ~ 50,000원 미만 → 50원 50,000원 ~ 100,000원 미만 → 100원 100,000원 ~ 500,000원 미만 → 500원 500,000원 이상 → 1,000원
최종거래일	각 결제월의 두 번째 목요일(공휴일인 경우 순차적으로 앞당김)
가격제한폭	1단계: 기준가격대비 ±10%(5분 휴장 후 거래 재개) 2단계: 기준가격대비 ±20%(5분 휴장 후 거래 재개) 3단계: 기준가격대비 ±30%
결제방식	현금결제

주: GICS 분류 기준 적용

자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

## LP의 유동성 공급 방식

- 2017년 하반기 기준 총 9개 금융투자(증권사)에서 131개 주식선물에 대해 유동성 공급 의무를 수행. 종목당 1~2개의 금융투자 할당
- 금융투자 LP는 유동성 공급 의무가 있는 주식선물에 대해 의무발생시간(09:05~15:20) 사이에 거래소에서 부여한 의무스프레드와 의무수량의 매수/매도 호가를 제공
- 유동성 공급 평가 기준을 통해 반기마다 금융투자의 유동성 공급 의무 대상 상품을 변경
- 거래소는 금융투자에게 유동성 공급에 따른 대가 일부와 거래세 면제 인센티브를 부여

2017년 하반기 기준, 금융투자별 유동성 공급 의무 주식선물

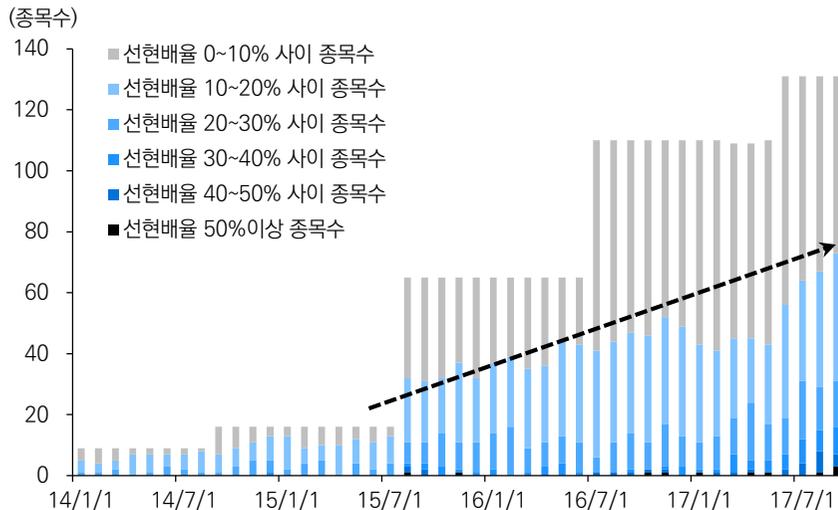
금융투자	유동성 공급 의무 종목
KB증권 (26종목)	BGF리테일, LG생활건강, LIG넥스원, OCI, 벡센타이어, 농심, 동부화재, 두산인프라코어, 롯데쇼핑, 메리츠증권, 미래에셋대우, 삼성SDS, 셀트리온, 신세계, 씨젠, 아모레퍼시픽, 안랩, 엔씨소프트, 와이지엔터, 제일기획, 카카오, 케이티앤지, 포스코 ICT, 한미사이언스, 한미약품, 현대위아
NH투자증권 (26종목)	CJ오쇼핑, DGB금융지주, GS, GS리테일, JW중외제약, LG, SK네트웍스, SK머티리얼즈, 강원랜드, 로엔, 삼성생명, 삼성카드, 삼성화재, 신세계, 에스원, 원익IPS, 유한양행, 이마트, 제일기획, 파라다이스, 포스코대우, 한국가스, 한세실업, 한화생명, 현대건설, 현대모비스
대신증권 (26종목)	CJ, CJ제일제당, DGB금융지주, LG상사, LG생활건강, LG유플러스, NAVER, SK네트웍스, SK하이닉스, 강원랜드, 기아차, 다우기술, 대림산업, 대한유화, 삼성증권, 씨젠, 파트론, 포스코 ICT, 하이트진로, 한국타이어, 한미약품, 한샘, 한화, 한화케미칼, 현대산업개발, 현대엘리베이터
미래에셋대우 (26종목)	CJ CGV, GKL, KT, LG디스플레이, SK머티리얼즈, SK텔레콤, 벡센타이어, 만도, 메디톡스, 메리츠증권, 삼성SDS, 삼성카드, 삼성화재, 서울반도체, 아모레G, 에스엠, 와이지엔터, 우리은행, 웹젠, 이마트, 파라다이스, 하이트진로, 한전KPS, 현대글로벌비스, 현대백화점, 현대중공업
메리츠증권 (28종목)	BGF리테일, BNK금융지주, CJ, GS건설, LG하우시스, SK, S-Oil, 금호석유, 기업은행, 다우기술, 대우조선해양, 메디톡스, 삼성물산, 삼성중공업, 삼성증권, 아모레G, 에스엠, 영원무역, 우리은행, 유한양행, 코스맥스, 한국콜마, 한온시스템, 한화, 현대글로벌비스, 현대산업개발, 현대차, 현대해상
신영증권 (26종목)	BNK금융지주, CJ E&M, GKL, GS리테일, JW중외제약, KB금융, LG상사, LIG넥스원, NH투자증권, 고려아연, 대상, 대한항공, 두산밥캣, 두산중공업, 삼성전기, 신한지주, 웹젠, 코웨이, 한국가스, 한국전력, 한세실업, 한화케미칼, 한화테크윈, 현대위아, 현대제철, 현대중공업
신한금융투자 (26종목)	CJ E&M, GS건설, KCC, NH투자증권, OCI, POSCO, SK이노베이션, 기업은행, 대상, 두산중공업, 로엔, 롯데케미칼, 만도, 삼성중공업, 셀트리온, 영원무역, 원익IPS, 카카오, 포스코대우, 한국금융지주, 한국타이어, 한미사이언스, 한온시스템, 한화생명, 현대해상, 호텔신라
유안타증권 (27종목)	CJ CGV, CJ오쇼핑, LG유플러스, LG이노텍, LG전자, LG하우시스, 고려아연, 농심, 대우조선해양, 두산인프라코어, 미래에셋대우, 삼성SDI, 삼성생명, 에스에프에이, 에스원, 컴투스, 케이티앤지, 코스맥스, 코웨이, 하나투어, 한국금융지주, 한국콜마, 한국항공우주, 한전KPS, 현대미포조선, 현대백화점, 호텔신라
한국투자증권 (26종목)	CJ제일제당, KCC, LG화학, S-Oil, 금호석유, 대림산업, 대한유화, 대한항공, 동부화재, 두산밥캣, 삼성전기, 삼성전자, 서울반도체, 안랩, 에스에프에이, 컴투스, 파트론, 하나금융지주, 하나투어, 한국항공우주, 한샘, 한화테크윈, 현대건설, 현대미포조선, 현대엘리베이터, 현대제철

주: 실무적으로는 금융투자 LP의 유동성 공급 의무는 주식선물 뿐만 아니라 KOSDAQ150/미니/섹터/배당/변동성/유로스톡스/ETF/동화 선물과 미니옵션, 주식옵션에 대해서도 부여됨  
자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

## 거래 가능한 주식선물 개수 증가

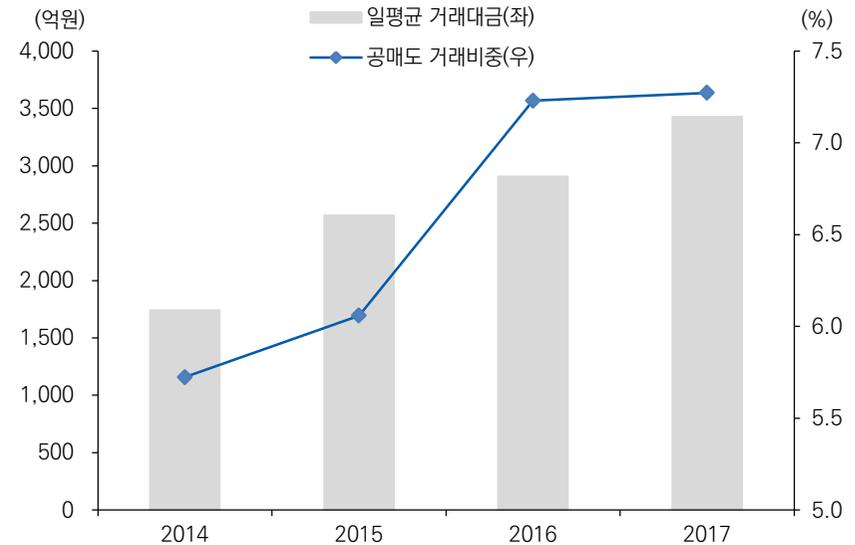
- 상장 주식선물의 선현배율이 전반적으로 개선되는 중. 몇 종목의 거래량 증가가 아니라 주식선물 시장 전반의 질적 성장을 의미
- 선현배율 10% 이상 종목수 9월 기준 약 73개 종목까지 증가
- 선현배율 40% 이상되는 주식선물 꾸준히 증가. 삼성전자, SK하이닉스, LG전자 등 아직은 대형주 위주
- 헷지펀드 성장과 투자기법의 다양화로 국내증시의 공매도 거래비중 및 절대 거래대금도 함께 증가 중
- 주식선물의 성장으로 공매도 수요의 일부가 주식선물로 대체될 것으로 판단

선현배율 기준으로 거래할만한 주식선물 종목수 증가 중



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

공매도 거래비중 및 거래대금 증가 중

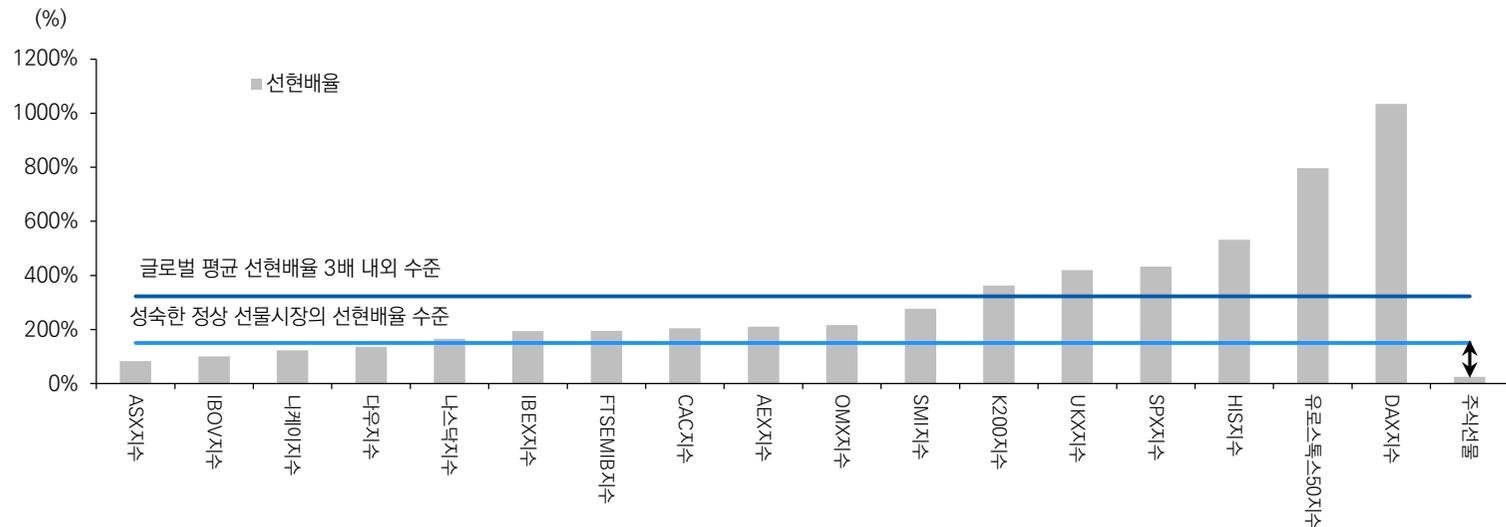


자료: Check, 유안타증권 리서치센터

## 선현배율 고려 시 국내 주식선물 시장은 향후 약 4배 내외 성장 가능

- 글로벌 주요 대표 지수들의 선물시장 선현배율은 80% ~ 1000% 내외로 다양. 글로벌 평균 지수선물 선현배율은 약 300% 수준
- 시장 상황과 규제 정도에 따라 다르나, 성숙한 정상 선물시장의 적정 선현배율은 최소 100% 이상. 선현배율 100% 이상은 시장충격비용 측면에서 선물시장이 현물시장보다 개선됨을 의미
- 8월 주식선물의 선현배율 평균은 약 25% 수준. 주식선물의 거래량이 정상화된다면 가정하면 이 시장의 거래대금은 최소 4배 이상 성장 여력 존재. 금융당국의 목표치도 이와 유사한 수준일 가능성 높다고 판단

글로벌증시 선현배율 대비 주식선물 선현배율 성장 여력 있어

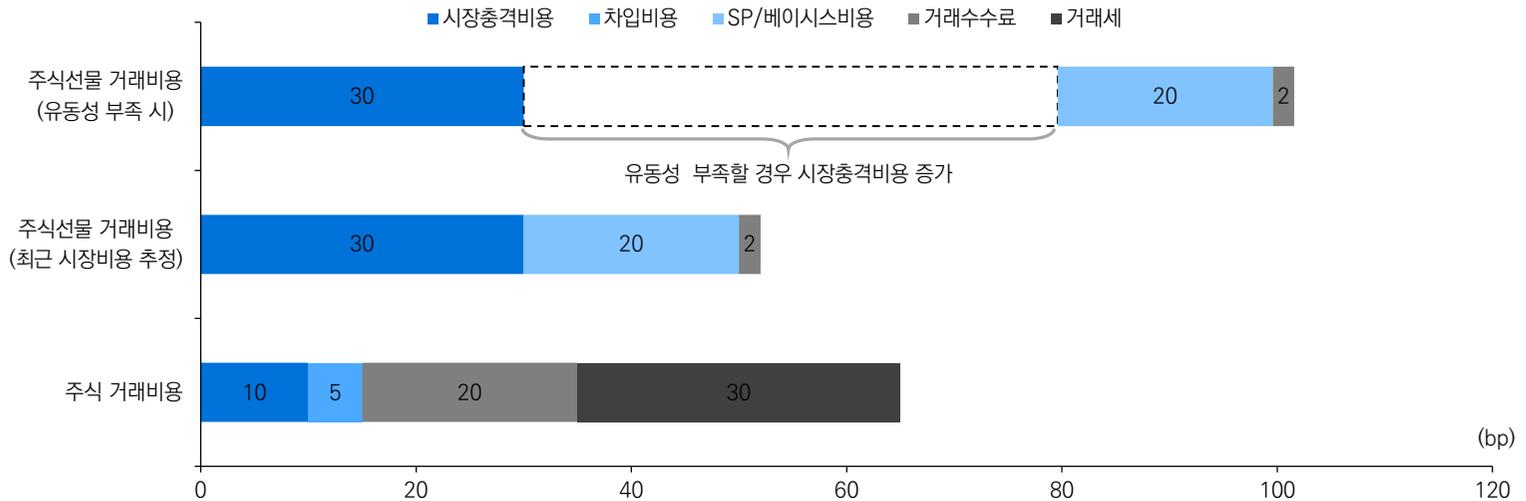


주: 최근 20거래일의 거래대금 적용  
자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 1. 저렴한 비용으로 주식에 대한 롱/숏 포지션 구축 가능

- 주식 매매와 주식선물 매매 시의 거래비용 비교 필요. 주식선물 시장충격비용 급감으로 주식 매매보다 거래비용 적은 경우 찾아졌기 때문
- 대규모 공매도의 경우 공시 부담도 발생
- 거래비용만 비교하면 주식선물 매매가 약 48bp 거래비용 절감 효과 발생(일반 기관 매매 기준)
- 과거에는 주식선물 유동성 부족으로 시장충격비용이 컸으나, 현재는 시장충격비용 감소로 거래비용 동반 감소

주식매매와 주식선물 매매 비용구조



## 2. 레버리지 활용

- 헷지펀드의 경우, 약 200%까지 레버리지 활용 가능(최저 가입한도 3억원 이상인 경우 400%)
- 주식선물을 활용한 레버리지의 핵심은 증거금률. 증거금률 20%인 주식선물의 최대 레버리지는 5배
- 주식선물의 증거금률은 기초자산의 변동성에 따라 분기 조정. 변동성이 큰 종목일수록 증거금률을 높여 레버리지를 제한
- 2017년 3Q 기준 위탁증거금률 최고는 50.25%(안랩), 최저는 9.00%(KT)

주식선물 종목별 위탁증거금률과 개별주식 변동성(3Q 기준)

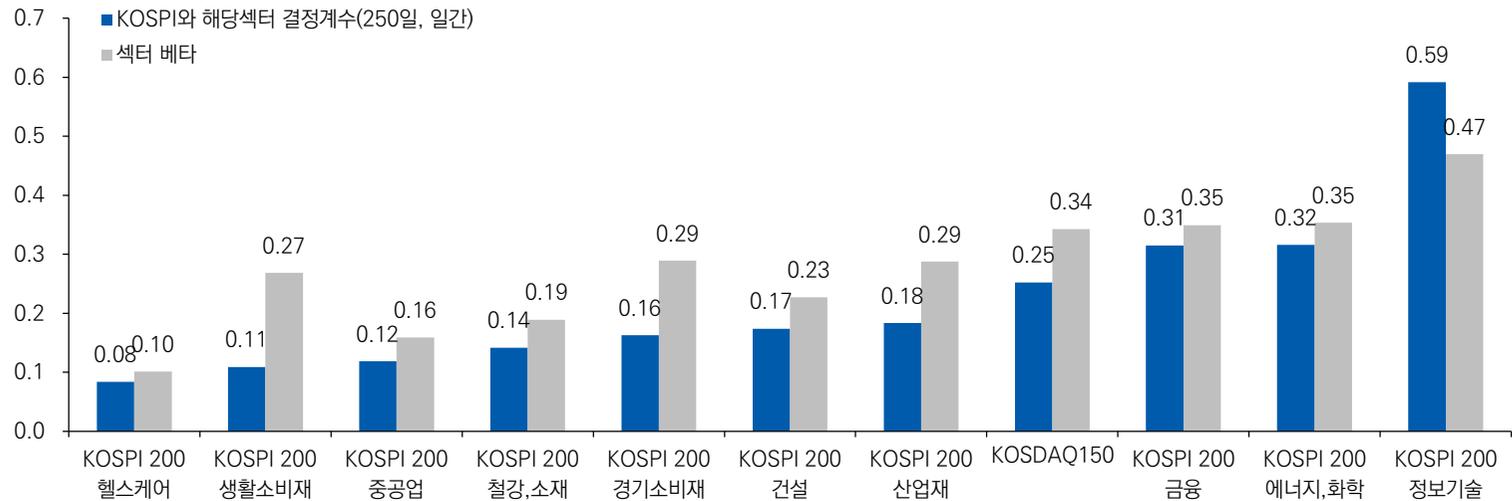
증거금률 하위 10종목			증거금률 상위 10종목		
종목명	증거금률	변동성	종목명	증거금률	52주 변동성
KT	9.0%	16.1%	안랩	50.3%	74.7%
삼성화재	11.3%	20.1%	한미사이언스	33.8%	50.9%
하이트진로	11.3%	20.1%	한미약품	30.8%	46.1%
BNK금융지주	12.0%	19.9%	두산인프라코어	27.8%	34.1%
기업은행	12.0%	19.4%	코스맥스	26.3%	43.0%
GS	12.0%	21.3%	한화테크윈	25.5%	43.1%
SK텔레콤	12.0%	19.5%	OCI	24.8%	35.3%
CJ오쇼핑	12.0%	26.1%	파라다이스	24.0%	33.7%
DGB금융지주	12.8%	23.2%	웹젠	24.0%	38.7%
두산밥캣	12.8%	24.5%	메디톡스	24.0%	41.2%

주: 변동성은 52주 주간 변동성을 사용  
 자료: KRX, Quantwise, 유안타증권 리서치센터

### 3. 정교한 헷지 포트폴리오 구축

- 주식선물 성장 이전까지는 포트폴리오를 헷지하기 위해 KOSPI200 지수선물/옵션 또는 공매도(또는 매도)를 활용할 수 밖에 없었음
- 하지만, 지수선물/옵션 헷지는 그 효과가 떨어지는 경우(특히 액티브 펀드) 자주 발생
- 예를 들어, 섹터별로만 보더라도 IT를 제외한 섹터베타와 결정계수(설명력)은 0.4 미만
- 즉, 시장(지수)은 개별 섹터와 생각보다 상관관계가 낮아 특정 섹터 비중 의존도가 높은 포트폴리오의 경우 헷지 효과 적음
- 주식선물 유동성만 받쳐준다면, 주식선물로 직접 포트폴리오를 구성해 헷지하는 것이 효과적인 경우 존재

섹터에 대한 헷지를 지수선물/옵션으로 하는 경우 헷지 효과 낮아



주: 섹터 구분은 KOSPI200 섹터 구분을 사용  
자료: Check, 유안타증권 리서치센터

### 3. 정교한 헷지 포트폴리오 구축

- 실제로 주식선물이 있는 종목으로 섹터지수를 구성하여 기존 섹터지수를 추종할 경우 그 베타와 설명력이 높은 수준
- 즉, 주식선물로 섹터를 구성해도 기존 섹터지수의 대부분을 낮은 추적오차로 추종 가능. 심지어 주식선물 시총 커버율이 낮은 산업재, 건설, 중공업, 헬스케어, KOSDAQ150 업종도 설명력이 높은 편
- 경우에 따라 주식선물로 구성된 포트폴리오를 헷지 단위로 사용하는 것이 효율적임을 의미

주식선물의 KOSPI200 섹터별 유통시총 커버율 및 종목수 커버율

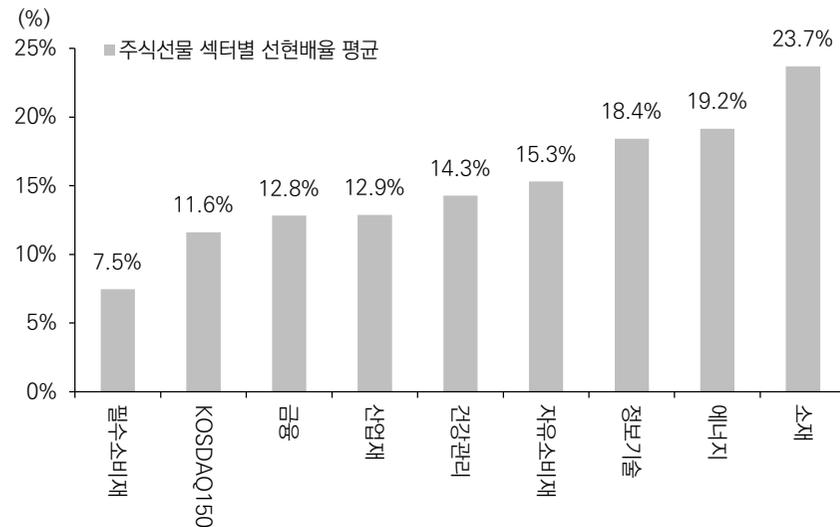
	유통시총	유통시총 (주식선물 구성)	주식선물 시총 커버율	섹터종목수	종목수 (주식선물 커버)	주식선물 종목수 커버율	베타	주식선물 포트폴리오 설명력
K200	840,571.3	776,916.4	92.4%	200	109	54.5%	1.03	0.99
건설	15,689.3	11,109.2	70.8%	13	6	46.2%	1.05	0.91
중공업	18,375.6	12,897.8	70.2%	10	7	70.0%	1.04	0.77
철강소재	33,145.6	30,019.9	90.6%	10	3	30.0%	1.10	0.84
에너지화학	72,977.2	62,768.6	86.0%	24	11	45.8%	1.07	0.98
IT	370,440.5	364,507.4	98.4%	18	12	66.7%	0.96	0.73
금융	106,594.2	106,595.1	100.0%	17	17	100.0%	1.01	0.97
생활소비재	94,185.1	84,215.9	89.4%	37	19	51.4%	1.04	0.99
경기소비재	93,234.8	86,691.4	93.0%	40	23	57.5%	1.04	0.99
산업재	17,552.3	11,419.8	65.1%	13	7	53.8%	1.20	0.88
헬스케어	183.8	66.9	36.4%	18	4	22.2%	1.21	0.87
KOSDAQ150	64,669.8	23,271.4	36.0%	150	18	12.0%	0.80	0.75

주1: 섹터 구분은 KOSPI200 섹터 구분을 사용. 주2: 베타는 해당지수에 대한 주식선물 유통시총 가중 지수의 베타를 의미. 주3: 베타는 최근 250일 거래일의 일간수익률 사용  
자료: Check, 유안타증권 리서치센터

### 3. 정교한 헷지 포트폴리오 구축

- 헷지 포트폴리오를 구성할 때 거래량은 여전히 유의 필요. 일부 주식선물의 유동성 부족으로 섹터 헷지 비용이 높아 실제 헷지 시행에는 어려운 섹터 존재하기 때문. 예를 들어, 필수소비재나 중소형주 등은 아직 대규모 헷지 시 시장충격비용이 높아질 수 있음
- 향후 KOSDAQ150 선물과 섹터지수 선물이 추가로 성장한다면 헷지비용 추가 절감 가능
- 지금까지 섹터를 중심으로 헷지 포트폴리오 구성 가능성을 제시했으나, 실제로는 섹터 뿐만 아니라 팩터로도 확장 가능
- 주식선물을 활용해 이러한 헷지 포트폴리오를 구성하기 위해서는 보유한 포트폴리오의 섹터/팩터별 익스포저와 이에 대한 위험 요인들에 대한 분석 필수

일부 섹터는 유동성 부족으로 주식선물 포트폴리오 헷지가 어려움



주: GICS 기준으로 주식선물 분류  
자료: Check, 유안타증권 리서치센터

헷지 포트폴리오의 구성 개념

$$R_t = \sum B_i F_{it} + \varepsilon_t$$

- $R_t$ : 현재 시점 포트폴리오 수익률
- $B_i$ : 팩터/섹터 익스포저
- $F_{it}$ : 팩터 수익률
- $\varepsilon_t$ : 비팩터 수익률

자료: 유안타증권 리서치센터

### 3. 정교한 헷지 포트폴리오 구축 - 예시

- AUM 1,000억원인 펀드에서 현재 20%인 에너지화학 섹터 비중을 10%로 줄인다고 가정. 실제 에너지화학 섹터 시총비중은 약 8.6% 수준
- 먼저, 헷지가 필요한 섹터 헷지 포트폴리오 1단위 구성한 후 목표 섹터 비중 결정. 예를 들어, 섹터 비중 20% → 10%
- 헷지 포트폴리오 공식을 활용하면, 총 20단위의 헷지 포트폴리오 필요
- 니즈에 따라 변동성(또는 베타) 등을 고려한 좀더 정교한 헷지 모델 구성 가능

헷지 포트폴리오 구성 예시(에너지화학 섹터)

	유통시총	시총비중	선물 증가	주식선물 1계약 가치	1단위 필요계약수	실제 헷지 계약수
LG화학	18,196.1	28.99%	401,000	4,010,000	36	181
SK이노베이션	11,537.7	18.38%	189,000	1,890,000	49	243
SK	8,960.0	14.27%	263,000	2,630,000	27	136
롯데케미칼	6,169.4	9.83%	387,500	3,875,000	13	63
S-Oil	4,792.6	7.64%	116,500	1,165,000	33	164
한화케미칼	3,857.1	6.14%	37,350	373,500	82	411
GS	3,321.2	5.29%	67,100	671,000	39	197
한화	1,978.5	3.15%	47,050	470,500	33	167
OCI	1,810.3	2.88%	108,500	1,085,000	13	66
금호석유	1,338.3	2.13%	77,100	771,000	14	69
대한유화	807.5	1.29%	258,500	2,585,000	2	12

주: 1단위 금액은 5억원

자료: Check, 유안타증권 리서치센터

간단한 헷지 포트폴리오 구성의 예

$$N = (E_t - E_p) \times \frac{P}{P_s}$$

- $P$ : 현재 포트폴리오 가치
- $P_s$ : 헷지 포트폴리오 1단위 가치
- $N$ : 필요 헷지 포트폴리오 개수
- $E_t$ : 목표 섹터 익스포저(%)
- $E_p$ : 현재 섹터 익스포저(%)

자료: 유안타증권 리서치센터

## 주식선물 차익거래의 이해

- 최근 주식선물 거래량 증가로 이에 대한 차익거래 활발. 거래세 비과세인 금융투자 LP와 국가기관이 이를 주도
- 종목별로 베이시스에 따라 매수/매도차익잔고 설정. 주식선물 만기 때마다 청산/롤오버 여부 결정
- 만기일 동시호가 때 지수옵션 차익거래 청산 물량과 함께 종목별 등락 확대 요인으로 작용
- 주식선물의 성장과 함께 만기일 종목별 영향력은 커질 전망
- 차익잔고 청산 시기를 활용해 반대 포지션을 잡는다면, 시장충격비용 절감 가능

### 금융투자 LP의 주식선물 매수차익거래 및 만기 청산 메커니즘

<b>1. 시장 유동성 공급</b>	의무 스프레드 범위 내 해당 주식선물 매도 호가 주문
<b>2. 체결</b>	주식선물 매도 체결
<b>3. 현물 헷지</b>	주식선물 매도 체결과 동시에 현물 매수로 헷지
<b>4. 매수차익잔고</b>	주식선물 매도 + 주식 매수
<b>5-1. 만기일 청산</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 주식선물 결제</li> <li>• 주식 매도 (만기일 증가)</li> </ul>
<b>5-2. 장중 청산</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 주식선물 매수</li> <li>• 주식 매도</li> </ul>
<b>5-3. SP 롤오버</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• SP 매도 롤오버 (근월물 매수, 차월물 매도)</li> </ul>

자료: 유안타증권 리서치센터

### 금융투자 LP의 주식선물 매도차익거래 및 만기 청산 메커니즘

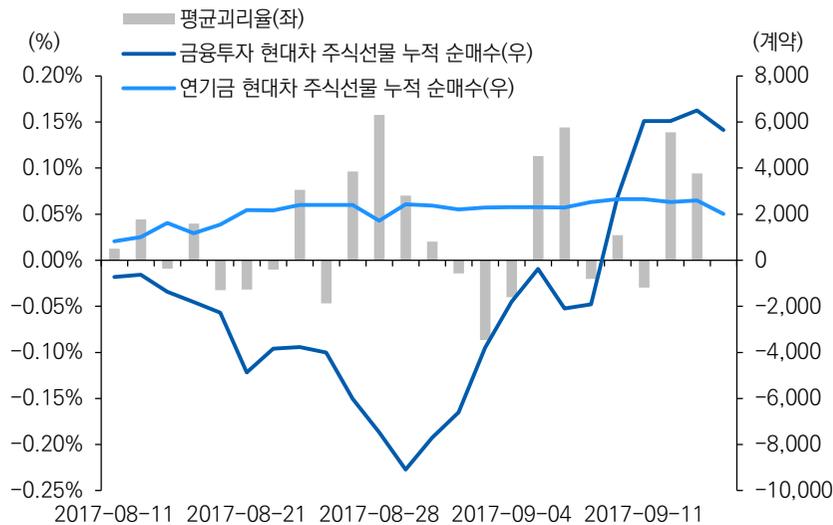
<b>1. 시장 유동성 공급</b>	의무 스프레드 범위 내 해당 주식선물 매수 호가 주문
<b>2. 체결</b>	주식선물 매수 체결
<b>3. 현물 헷지</b>	주식선물 매수 체결과 동시에 현물 (공)매도로 헷지
<b>4. 매도차익잔고</b>	주식선물 매수 + 주식 매도
<b>5-1. 만기일 청산</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 주식선물 결제</li> <li>• 주식 매수 (만기일 증가)</li> </ul>
<b>5-2. 장중 청산</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 주식선물 매도</li> <li>• 주식 매수</li> </ul>
<b>5-3. SP 롤오버</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• SP 매수 롤오버 (근월물 매도, 차월물 매수)</li> </ul>

자료: 유안타증권 리서치센터

## 주식선물 차익거래의 이해 - 만기일 매도차익잔고 청산 예시

- 9월 장마감 동시호가 때 현대차 등락률은 +1.49%. 매도차익잔고 청산으로 동시호가 매수 물량 유입 영향 추정
- 현대차 주식선물의 주체별 누적 추이를 보면, 만기일 이전 매도차익잔고 설정을 위한 금융투자의 해당 주식선물 순매수 누적 발생
- 2017년 하반기 현대차 주식선물의 유동성 공급자는 메리츠증권임
- 해당 창구의 만기주 매매를 보면, 만기 이전인 9/11~13일 매도차익잔고를 싹다가(창구별로 주식은 매도, 주식선물은 매수), 만기일에 매도차익잔고 청산(매수) 움직임 관찰

현대차 주식선물 주체별 순매수 누적 추이



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

9월 만기주 창구별 현대차 매매 현황

〈9/11~9/13일 현대차 순매도 상위 창구5〉					
(단위: 수량, %)	순매수	매수	매수비중	매도	매도비중
CS	-28,929	26,460	1.8	55,389	3.8
제이피모간	-36,970	2,637	0.2	39,607	2.7
메리츠증권	<b>-49,390</b>	117,282	8.1	166,672	11.4
메릴린치	-117,545	31,042	2.1	148,587	10.2
모간스탠리	-161,477	21,576	1.5	183,053	12.6

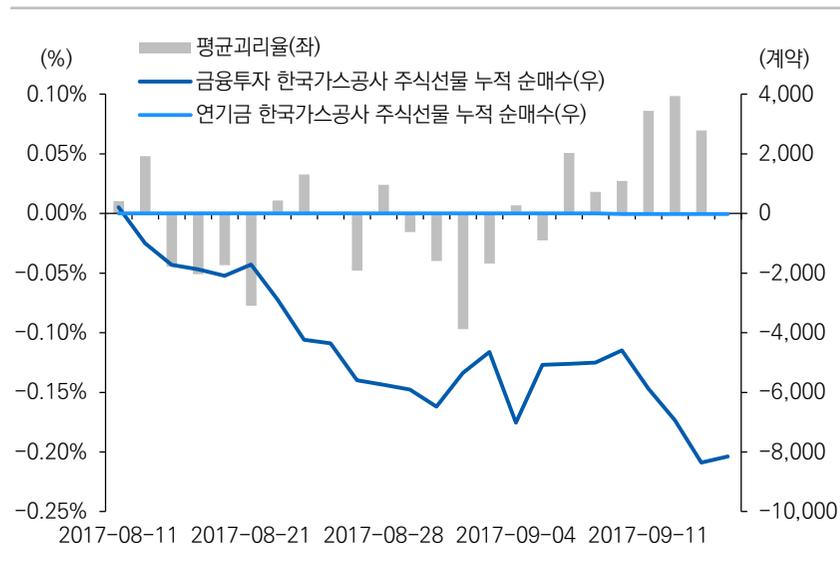
〈9/14(만기일) 현대차 순매수 상위 창구5〉					
(단위: 수량, %)	순매수	매수	매수비중	매도	매도비중
UBS	85,211	153,211	16.9	68,000	7.5
메리츠증권	<b>71,948</b>	104,335	11.5	32,387	3.6
삼성증권	62,026	98,772	10.9	36,746	4.1
CLSA	60,916	61,992	6.9	1,076	0.1
한국증권	54,172	72,931	8.1	18,759	2.1

자료: Check, 유안타증권 리서치센터

## 주식선물 차익거래의 이해 - 만기일 매수차익잔고 청산 예시

- 9월 장마감 동시호가 때 한국가스공사 등락률은 -1.16%. 매수차익잔고 청산으로 동시호가 매도 물량 출회 영향 추정
- 한국가스공사 주식선물의 주체별 누적 추이를 보면, 만기일 이전 매수차익잔고 설정을 위한 금융투자의 해당 주식선물 순매도 누적 발생
- 2017년 하반기 한국가스공사 주식선물의 유동성 공급자는 NH투자증권과 신영증권임
- 해당 창구들의 만기주 매매를 보면, 만기 이전인 9/11~13일 매수차익잔고를 쌓다가(창구별로 주식은 매수, 주식선물은 매도), 만기일에 매수차익잔고 청산(매도) 움직임 관찰

한국가스공사 주식선물 주체별 순매수 누적 추이



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

9월 만기주 창구별 한국가스공사 매매 현황

〈9/11~9/13일 현대차 순매수 상위 창구5〉					
(단위: 수량, %)	순매수	매수	매수비중	매도	매도비중
모간스탠리	32,071	45,819	8.3	13,748	2.5
NH투자증권	<b>23,469</b>	69,843	12.6	46,374	8.4
신영증권	<b>22,479</b>	38,904	7.0	16,425	3.0
CS	15,700	29,000	5.3	13,300	2.4
하나금융투자	13,217	21,997	4.0	8,780	1.6
〈9/14(만기일) 현대차 순매도 상위 창구5〉					
(단위: 수량, %)	순매수	매수	매수비중	매도	매도비중
신영증권	<b>-9,435</b>	14,259	3.9	23,694	6.5
삼성증권	-12,761	14,131	3.9	26,892	7.4
UBS	-16,328	5,863	1.6	22,191	6.1
메릴린치	-18,909	7,835	2.2	26,744	7.4
NH투자증권	<b>-56,014</b>	51,932	14.3	107,946	29.8

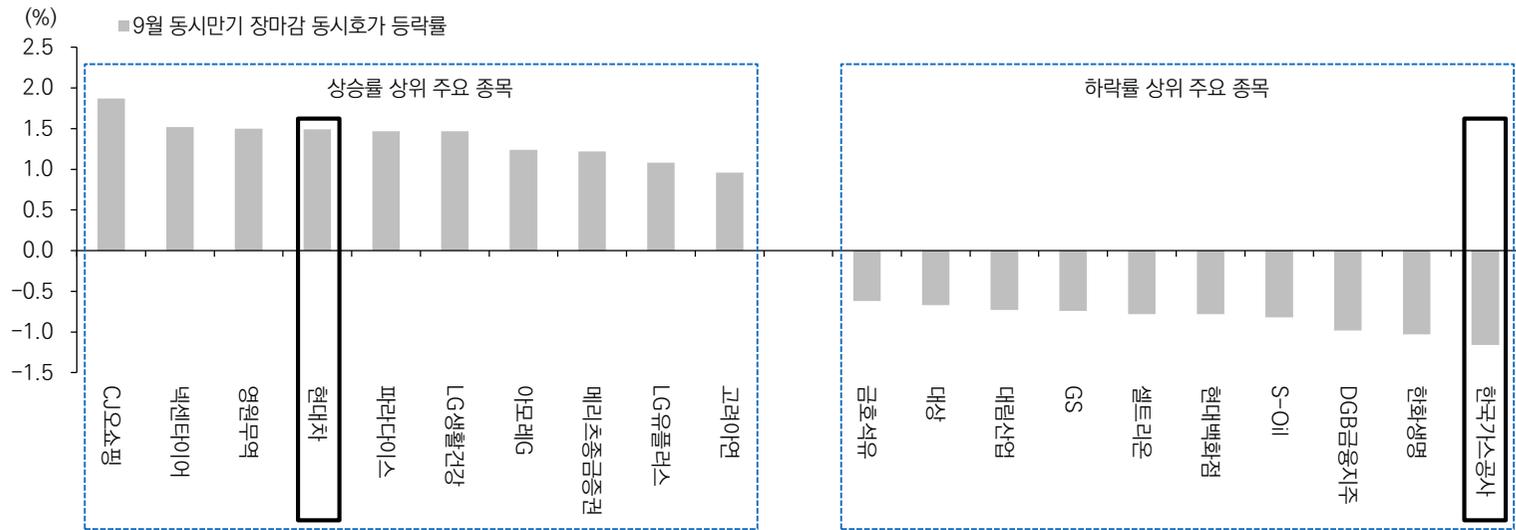
자료: Check, 유안타증권 리서치센터

## 주식선물 차익거래의 이해

- 주식선물을 살때 가장 중요한 지표는 괴리율(또는 베이스)과 스프레드. 이를 통해 만기주 매물 부담을 추정
- 반면 개별주식 차익잔고에 대한 추정은 상대적으로 정확성이 떨어지는 편
- 다만, 미결제약정, 괴리율, 금융투자 및 연기금등\*의 주식선물 포지션 증감을 통해 의미있는 차익잔고 증가는 참조 필요

\*파생상품시장에서는 연기금과 국가기관을 “연기금등”으로 통합하여 공표

9월 동시만기 장마감 동시호가 때 종목별 등락률



주: 주식선물이 존재하는 131개 종목 중 선별  
자료: Check, 유안타증권 리서치센터

## 상장 주식선물 현선배율 및 증거금률(현선배율 순) - 1

(단위: 억원)	일평균 현물거래대금	일평균 선물거래대금	현선배율	증거금률		현물거래대금	선물거래대금	현선배율	증거금률
삼성전자	5,677	2,883	50.8%	14.3%	금호석유	100	19	19.1%	19.5%
SK하이닉스	2,383	1,186	49.7%	17.3%	삼성증권	99	19	18.9%	13.5%
LG이노텍	283	133	47.0%	19.5%	한국가스공사	106	20	18.4%	13.5%
현대차	667	294	44.1%	15.0%	한국전력	394	72	18.3%	12.8%
LG전자	889	386	43.4%	17.3%	한국금융지주	116	21	18.1%	15.8%
엔씨소프트	786	330	41.9%	19.5%	미래에셋대우	267	48	17.9%	18.8%
삼성전기	709	285	40.2%	17.3%	한화케미칼	354	63	17.8%	18.8%
POSCO	717	288	40.1%	17.3%	두산인프라코어	257	44	17.2%	27.8%
메디톡스	166	62	37.3%	24.0%	LG유플러스	328	55	16.9%	15.0%
기아차	322	120	37.2%	12.8%	한화	138	23	16.6%	15.0%
CJ오쇼핑	74	27	36.6%	12.0%	롯데쇼핑	250	41	16.5%	17.3%
롯데케미칼	470	170	36.3%	18.8%	대한항공	186	30	16.2%	21.0%
대림산업	94	30	31.7%	15.0%	삼성SDS	140	22	16.1%	15.8%
SK텔레콤	392	121	30.8%	12.0%	현대위아	160	26	16.0%	19.5%
KT	189	58	30.6%	9.0%	NAVER	768	121	15.8%	16.5%
LG화학	885	263	29.7%	18.0%	두산중공업	106	17	15.8%	20.3%
KB금융	496	146	29.5%	12.8%	신한지주	438	69	15.7%	13.5%
LG디스플레이	833	236	28.3%	15.8%	동부화재	113	16	14.0%	12.8%
한국항공우주	1,240	338	27.3%	20.3%	카카오	875	123	14.0%	18.0%
현대제철	238	64	26.9%	16.5%	웹젠	32	4	13.8%	24.0%
호텔신라	219	59	26.9%	23.3%	LG생활건강	199	27	13.8%	15.0%
SK이노베이션	494	131	26.6%	15.0%	현대중공업	462	59	12.9%	21.8%
OCI	248	64	26.0%	24.8%	셀트리온	787	100	12.7%	13.5%
한화테크윈	214	56	25.9%	25.5%	대한유화	145	17	11.9%	21.8%
현대해상	118	30	25.9%	14.3%	SK머티리얼즈	76	9	11.8%	20.3%
삼성물산	471	116	24.6%	18.8%	현대모비스	343	40	11.7%	15.0%
GS건설	145	34	23.8%	18.0%	한미사이언스	152	18	11.6%	33.8%
하나금융지주	383	90	23.6%	16.5%	NH투자증권	132	15	11.4%	18.0%
S-Oil	342	79	23.1%	15.0%	BGF리테일	165	18	10.8%	22.5%
아모레퍼시픽	312	61	19.7%	18.8%	GS	160	17	10.8%	12.0%
현대미포조선	159	31	19.4%	22.5%	JW중외제약	36	4	10.4%	23.3%
삼성SDI	584	112	19.1%	19.5%	하나투어	65	7	10.4%	20.3%
현대건설	161	31	19.1%	18.0%	현대백화점	97	10	10.2%	12.8%

주: 거래대금은 8월 한달 기준

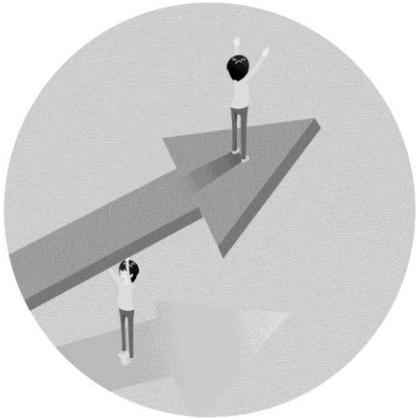
자료: Check, 유안타증권 리서치센터

## 상장 주식선물 현선배율 및 증거금률(현선배율 순) - 2

	일평균 현물거래대금	일평균 선물거래대금	선현배율	증거금률		현물거래대금	선물거래대금	선현배율	증거금률
한국타이어	129	13	10.1%	16.5%	우리은행	311	17	5.6%	14.3%
하이트진로	67	6	9.0%	11.3%	영원무역	35	2	5.3%	21.0%
로엔	15	1	8.8%	15.8%	씨젠	41	2	5.1%	18.8%
고려아연	231	20	8.8%	14.3%	한전KPS	76	4	5.0%	18.0%
LG	213	18	8.5%	13.5%	삼성카드	38	2	5.0%	16.5%
대상	25	2	8.3%	16.5%	포스코ICT	41	2	4.7%	15.0%
에스원	51	4	8.0%	13.5%	제일기획	52	2	4.7%	16.5%
SK네트웍스	144	11	7.9%	15.0%	한온시스템	227	11	4.7%	17.3%
CJ	122	10	7.8%	18.8%	넥센타이어	14	1	4.6%	13.5%
이마트	216	16	7.4%	13.5%	GKL	44	2	4.5%	18.0%
LIG넥스원	78	6	7.2%	17.3%	메리츠종금증권	105	5	4.3%	18.0%
코웨이	128	9	7.2%	16.5%	한국콜마	109	5	4.2%	19.5%
CJ E&M	127	9	7.2%	21.0%	농심	51	2	4.2%	15.0%
한미약품	299	21	7.1%	30.8%	코스맥스	109	4	3.9%	26.3%
KCC	86	6	7.1%	15.0%	아모레G	113	4	3.8%	20.3%
포스코대우	74	5	7.1%	19.5%	서울반도체	172	7	3.8%	17.3%
기업은행	165	12	7.1%	12.0%	현대엘리베이터	55	2	3.7%	13.5%
만도	111	8	7.0%	18.8%	다우기술	32	1	3.6%	21.8%
CJ CGV	95	7	6.9%	18.8%	강원랜드	83	3	3.6%	13.5%
에스에프에이	115	8	6.5%	15.8%	한화생명	285	10	3.4%	13.5%
삼성생명	281	18	6.3%	13.5%	두산밥캣	88	3	3.3%	12.8%
파트론	37	2	6.3%	14.3%	에스엠	92	3	3.0%	14.3%
GS리테일	192	12	6.3%	15.8%	한샘	152	4	2.4%	20.3%
와이지엔터테이먼트	16	1	6.2%	16.5%	KT&G	307	7	2.2%	15.0%
신세계	128	8	6.2%	17.3%	삼성화재	217	5	2.2%	11.3%
LG하우시스	40	2	6.2%	18.0%	DGB금융지주	58	1	2.1%	12.8%
현대글로벌비스	161	10	6.1%	15.8%	BNK금융지주	119	2	2.1%	12.0%
삼성중공업	177	10	5.8%	22.5%	유한양행	70	1	2.0%	20.3%
SK	274	16	5.8%	15.0%	CJ제일제당	121	2	2.0%	13.5%
컴투스	50	3	5.7%	18.0%	한세실업	54	1	1.8%	20.3%
파라다이스	107	6	5.7%	24.0%	현대산업	148	3	1.8%	14.3%
원익PS	81	5	5.7%	15.0%	안랩	50	0	0.9%	50.3%
LG상사	52	3	5.6%	17.3%					

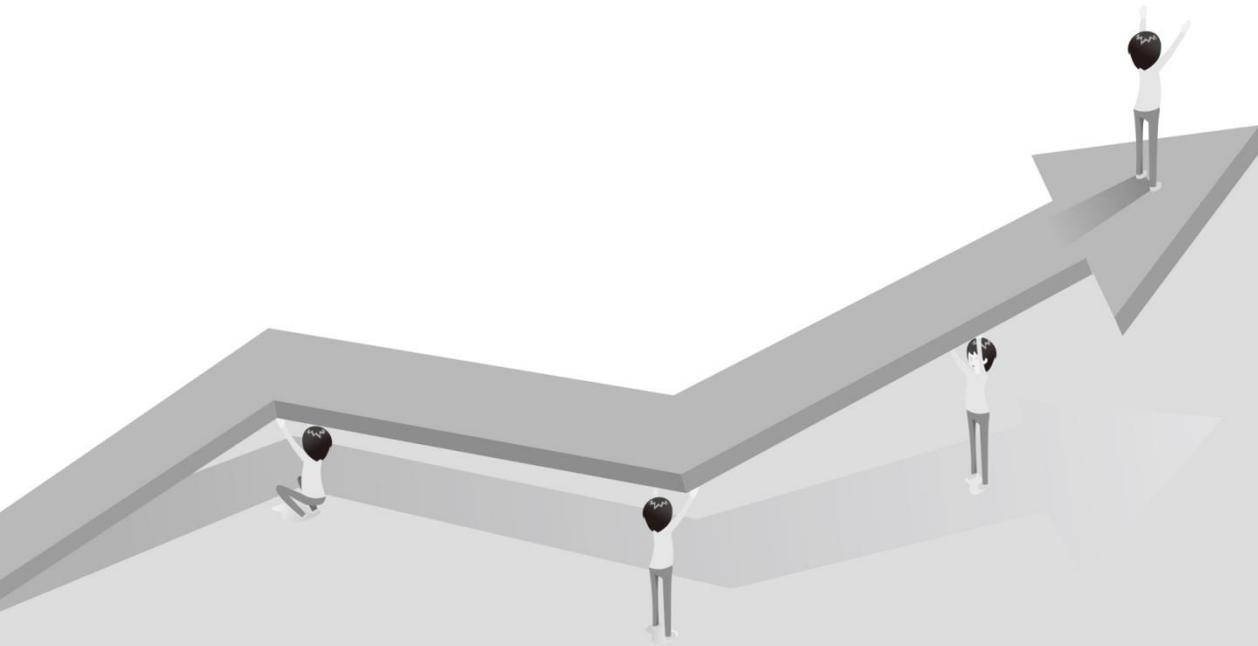
주: 거래대금은 8월 한달 기준

자료: Check, 유안타증권 리서치센터



Part 3.

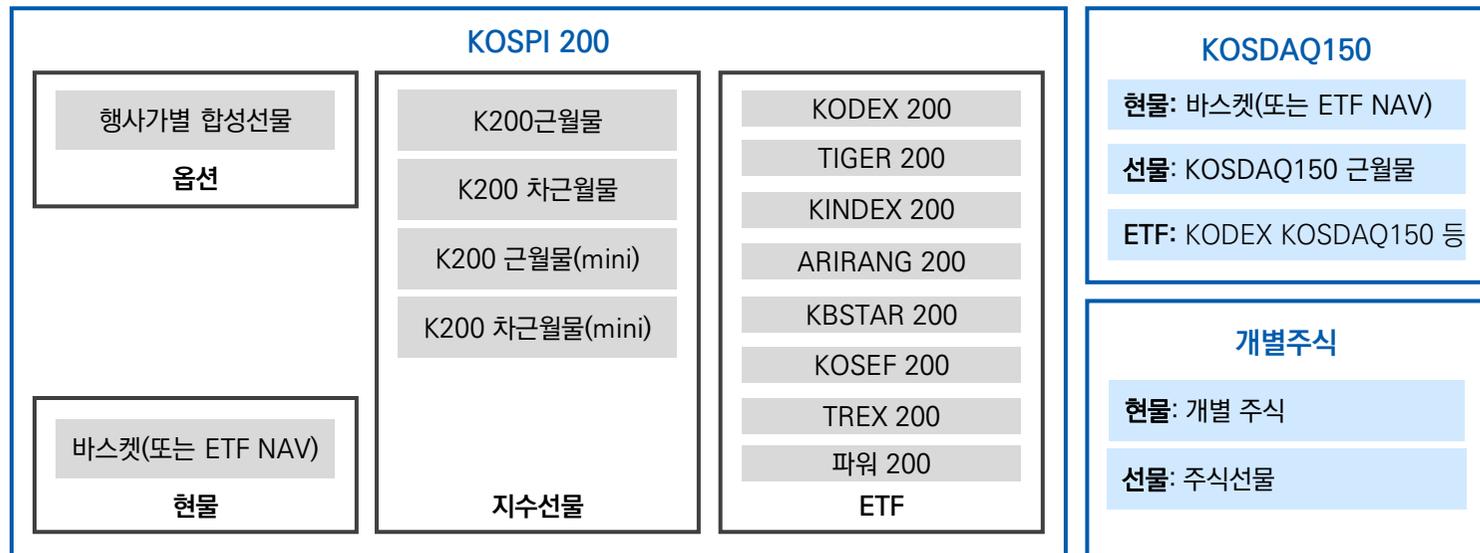
## 차익거래 시장 변화와 수급 해석



## 차익거래 영향력 확대된 반면 해석 난이도는 증가

- 파생상품 다양화 정책 방향과 ETF시장 성장이 주요 원인
- 최근 차익거래 시장은 거래세 비과세 혜택을 받고 있는 금융투자 LP와 국가기관이 주도
- 차익거래 시장을 이해함으로써 시장 수급 해석 및 추가 알파 기회 창출에 활용 가능
- 차익거래가 복잡해진 이유는 시장 위험(Market Risk)이 동일한 상품 개수 증가 때문

KOSPI200과 시장 위험이 동일한 상품은 현물/선물/합성선물/ETF 포함 총 10개 이상

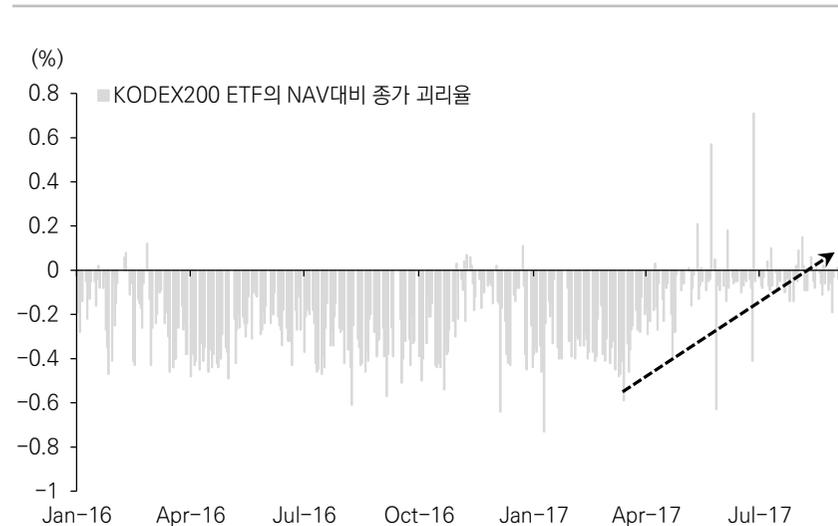


자료: 유안타증권 리서치센터

## 주목할 차익거래 유형 - 1) ETF 차익거래

- ETF와 ETF NAV(ETF의 순자산가치로 현물 바스켓을 의미, 이하 NAV) 또는 ETF 간 가격 차이 발생시 차익거래 가능
- 국가기관의 거래세 면제 이전까지는 거래세가 없는 ETF가격이 NAV대비 0.3% 정도 저평가되는 것이 일반적이었음
- 최근 국가기관이 거래세 면제 이후 저평가된 ETF를 사고, NAV를 파는 차익거래를 시작
- 차익거래 과정에서 기술적으로 거래세 면제 조건을 위해 선물 매도/매수를 함께 수행

국가기관 ETF 차익거래로 ETF-NAV 괴리차 축소



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

국가기관이 주로 수행한 ETF 차익거래 메커니즘

	ETF	현물	선물
1) 매수차익거래	매수(+)		매도(-)
2) ETF 환매	매도(-)	매수(+)	발행시장 경유해 수급 집계 잡히지 않음
3) 매도차익거래		매도(-)	매수(+)

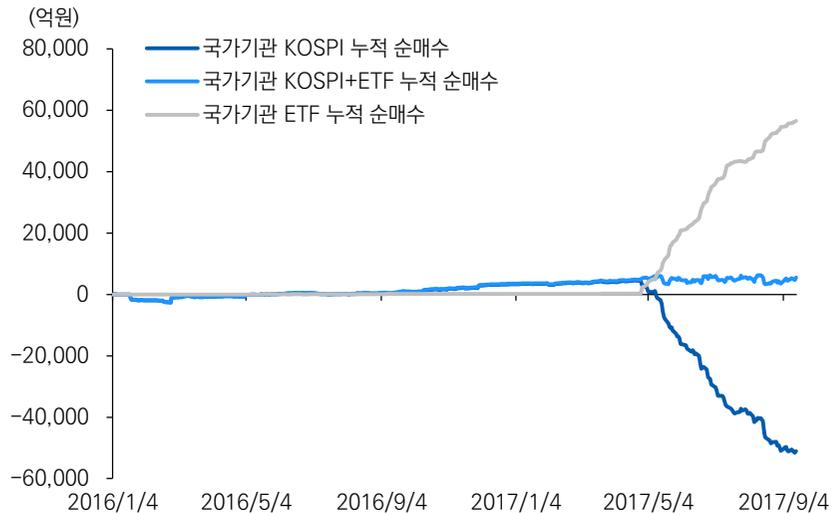
ETF 차익거래 이후 포지션 없음  
다만, 수급 상으로 국가기관 ETF 매수, **현물 매도로 집계**

자료: 유안타증권 리서치센터

## 주목할 차익거래 유형 - 1) ETF 차익거래

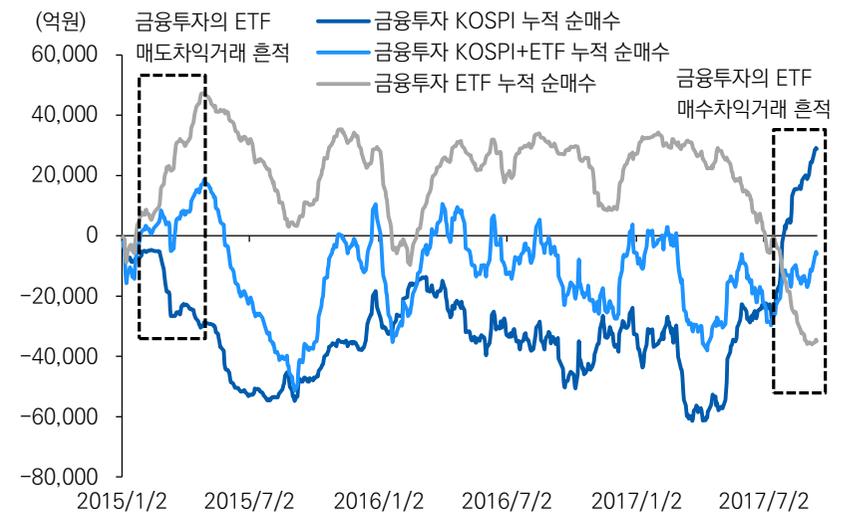
- 지난 4월 이후 국가기관의 ETF 차익거래 재개로 현물 수급 왜곡 발생. 현물 매도처럼 보이지만, ETF 매수를 감안하면 거의 중립 수준
- 7월 이후 금융투자 현물 순매수 규모는 약 5조원이나, ETF와 연계된 차익거래성격의 LP 물량이 상당수 포함된 것으로 추정
- 금융투자의 이러한 형태의 ETF 매매는 LP 초기인 2015년 상반기에도 활발했었음
- 단, ETF 차익거래 종료 후 파생상품 포지션은 없기 때문에 만기일에 미치는 영향은 없고, 수급 왜곡만 발생

국가기관, 차익거래 재개 이후 ETF 차익거래 활발히 수행



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

최근 금융투자의 현물 수급도 ETF 차익거래 영향으로 왜곡 발생

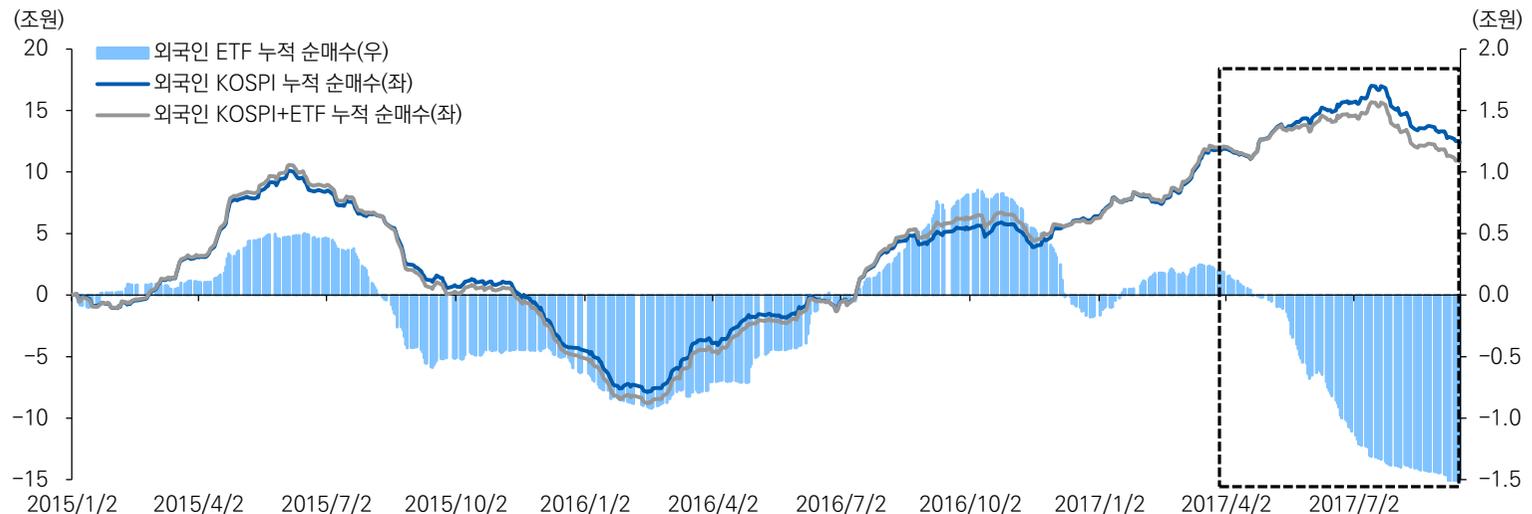


자료: Check, 유안타증권 리서치센터

## 주목할 차익거래 유형 - 1) ETF 차익거래

- 외국인의 ETF 설정을 통한 바스켓 매도도 감지. ETF-NAV차가 좁혀지면서 현물 바스켓 매도보다 ETF 매도가 거래세 면제되는 만큼의 거래비용 절감이 가능해졌기 때문. 즉, 바스켓을 ETF로 설정해 시장에 매도하는 것
- 국가기관의 차익거래가 재개된 지난 4월말 이후 외국인의 ETF 매도 규모는 약 1.6조원 수준으로 2015년 이후 최대. 이중 현물 매도 수요를 ETF로 설정 후 매도하면서 거래비용 절감 효과를 노린 물량 상당수 포함 추정
- 이러한 매도 기법은 바스켓 매도 수요가 있는 국내기관에서도 활용 가능

국가기관의 ETF 차익거래로 ETF-NAV차가 좁혀진 이후 외국인 바스켓 매도 중 ETF를 경유하는 물량이 포함된 것으로 추정

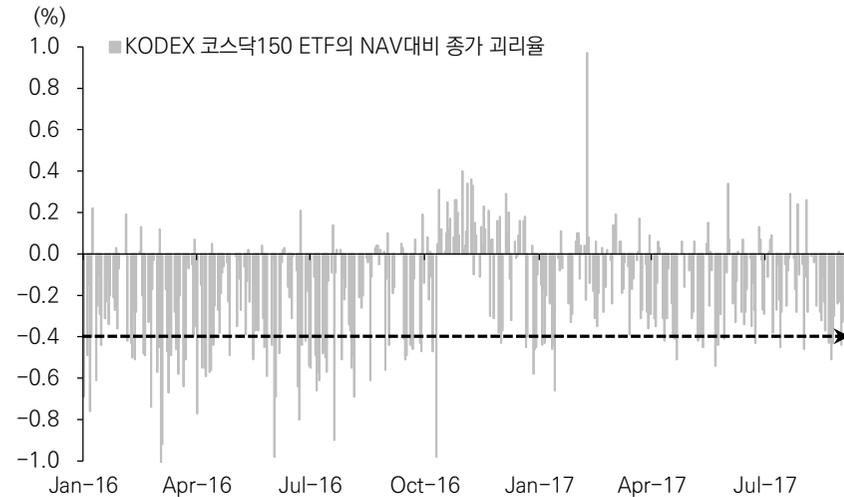


자료: Check, 유안타증권 리서치센터

## 주목할 차익거래 유형 - 1) ETF 차익거래

- KOSPI200 관련 ETF를 제외한 대부분의 ETF는 여전히 NAV대비 거래세 30bp 정도 저평가 상태
- ETF 차익거래는 기술적으로 거래 과정 상에 선물 매매가 필요해 선물시장의 시장충격비용을 거래비용으로 감내해야 하는데, KOSPI200 선물을 제외하고 시장충격비용이 커서 ETF 차익거래가 이뤄지지 않기 때문
- 향후 KOSDAQ150 선물 거래 규모가 늘어나 시장충격비용이 감소할 경우, KOSDAQ150 차익거래 활발해질 가능성 있음

KOSDAQ ETF는 여전히 NAV대비 저평가 상태



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

KOSDAQ150 선물의 선현배율 개선된다면 향후 ETF 차익거래 가능



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

## 주목할 차익거래 유형 - 1) ETF 차익거래

- 향후 수급 확인 시에는 “현물+ETF” 수급도 함께 확인하는 것이 필요. 투자자의 ETF 매매 방법에 따라 수급 집계가 달라지기 때문
- 일반적인 뮤추얼펀드의 경우 펀드 설정/환매가 모두 투신 매수/매도로만 나타나는 반면, ETF의 매매 방법은 크게 2가지로 분류
- 예를 들어, ETF 매수자는 1) ETF 매도 또는 2) ETF 해지 후 PDF(바스켓) 매도 모두 가능한데, 수급 상으로는 1)번의 경우 ETF 매도로, 2)번의 경우 현물 매도로 집계
- 이 현상은 ETF를 통해 발행시장과 유통시장을 넘나들 수 있기 때문에 발생

투자주체의 ETF 취급 방식에 따라 수급 집계에 영향 끼쳐



자료: 유안타증권 리서치센터

## 주목할 차익거래 유형 - 1) ETF 차익거래

- 선물 포지션도 레버리지나 인버스 X2 ETF를 통하면, 수급 왜곡 여지 충분. 이들 ETF의 PDF에 선물 포지션이 포함됐기 때문
- 예를 들어, 레버리지 ETF를 매수하는 방법은 2가지가 있는데, 1) ETF 유통시장에서 매수할 경우 ETF 매수로, 2) PDF(KOSPI200 바스켓과 선물 매수)를 시장에서 매수한 후 ETF로 설정할 경우 현물 매수 + 선물 매수로 집계. 매도의 경우도 마찬가지
- 9/18일 현재, KODEX 레버리지와 인버스, 선물 인버스 2X의 시가총액은 각각 1.9조원, 1.1조원, 0.4조원 수준. 이를 보면, 0.3~0.4조원(=1.9조원/2 - 1.1조원 - 0.4조원/2) 정도의 선물 수급이 KODEX 관련 ETF에 숨어있는 것으로 추정 가능

### 대표적인 파생형 ETF의 PDF 구성 주요 종목

〈"KODEX 레버리지"의 PDF 구성 주요 종목〉				
구분	ISIN	종목코드	종목명	주식수(주)
1	KR4101MC0005		F 201712	42
2	KR7069500007	069500	KODEX 200	31,020
3	KR7005930003	005930	삼성전자	239
4	KR7000660001	000660	SK하이닉스	1,398
〈"KODEX 200선물 인버스 2X"의 PDF 구성 종목〉				
구분	ISIN	종목코드	종목명	주식수(주)
1	KR4101MC0005		F 201712	-16
2	CASH00000001		설정현금액	643,874,400
3	KRD010010001		원화예금	584,704,240
4	KR7114800006	114800	KODEX 인버스	9,422
〈"KODEX 인버스"의 PDF 구성 종목〉				
구분	ISIN	종목코드	종목명	주식수(주)
1	CASH00000001		설정현금액	630,201,267
2	KRD010010001		원화예금	630,201,267
3	KR7069500007	069500	KODEX 200	-1,638
4	KR4101MC0005		F 201712	-7

주: 2017년 9월 15일 기준

자료: KODEX, 유안타증권 리서치센터

### 레버리지 ETF 매매 방법에 따른 수급 집계 차이

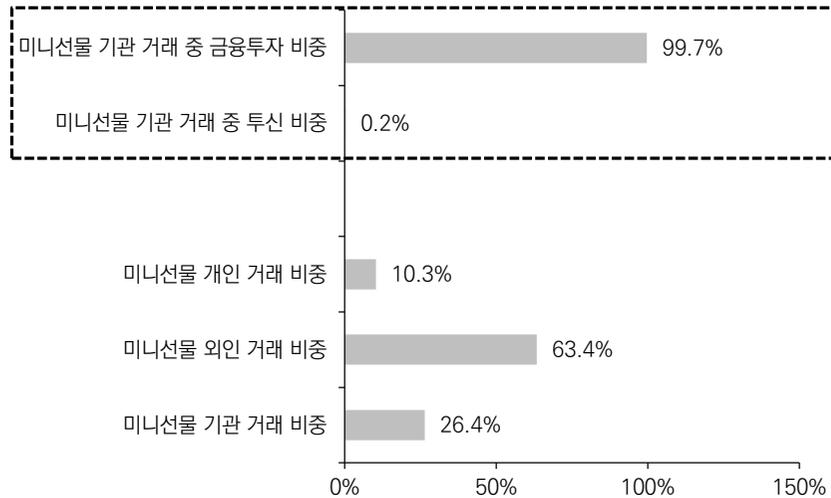


자료: 유안타증권 리서치센터

## 주목할 차익거래 유형 - 2) K200 미니선물 차익거래

- 최근 미니선물 거래량 증가로 이를 활용한 금융투자 LP 중심의 현선물 차익거래 활발
- 차익거래 방식은 기존 KOSPI200을 활용한 현선물 차익거래와 동일. 다만 대상 상품이 미니선물로 변경
- 미니선물의 거래 비중은 외인이 63.4%이고, 기관과 개인이 각각 26.4%와 10.3% 차지(2017년 연간 기준)
- 기관 매매는 금융투자 LP의 차익거래 물량이 대부분으로 추정

### 미니선물 차익거래는 주로 금융투자가 주도



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

### 금융투자 LP의 미니선물 매수차익거래 메커니즘

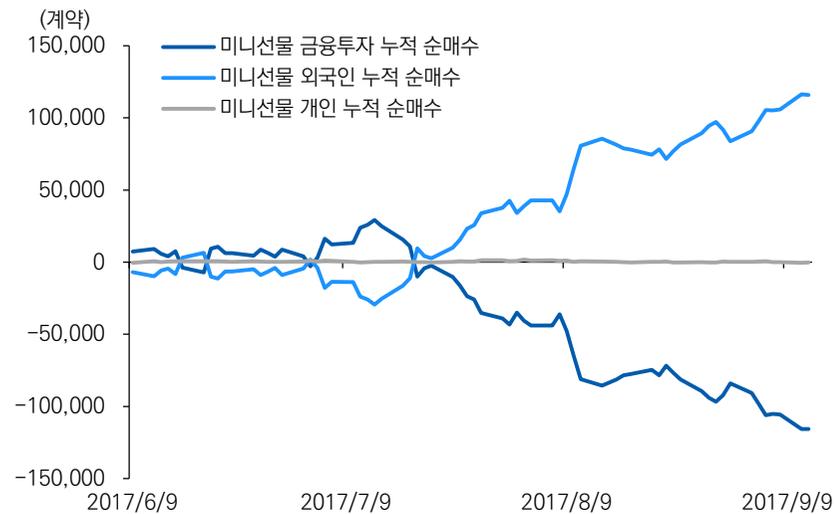
1. 시장 유동성 공급	의무 스프레드 범위 내에 미니선물에 대한 매수/매도 호가 주문
2. 선물 매도 체결	미니선물 매도 체결
3. 현물 매수 헷지	선물 매도와 동시에 현물 매수로 헷지
4. 매수차익잔고	미니선물 매도 + 주식 매수

자료: 유안타증권 리서치센터

## 주목할 차익거래 유형 - 2) K200 미니선물 차익거래

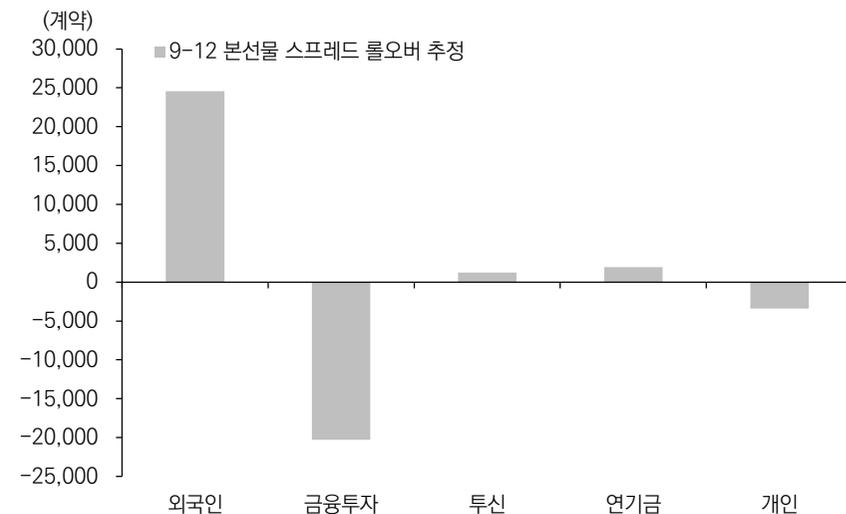
- 외국인 순매수 영향으로 미니선물 베이스스 흐름은 양호
- 미니선물 누적 포지션, 외국인은 10만계약 순매수, 금융투자사는 10만계약 순매도
- 최근 금융투자사의 현물 순매수에는 일부 미니선물 차익거래 물량이 섞여 있던 것으로 추정 가능
- 이후 9-12 본선물 스프레드 매도를 통해 미니선물 매수차익잔고를 롤오버하면서 본선물(12월물) 매수차익잔고로 변경했음을 의미

외국인 미니선물 매수로 최근 금융투자 매수차익잔고 증가 추정



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

금융투자, 9월 만기 때 본 선물 스프레드 매도로 매수차익잔고 롤오버



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

## 주목할 차익거래 유형 - 2) K200 미니선물 차익거래

- 선물 수급은 합산선물 수급 확인 필요. 본선물과 미니선물의 투자주체별 합산을 확인한다는 의미
- 본선물이나 미니선물은 1계약의 가치가 5배 차이 날 뿐 결국 같은 상품이기 때문
- 만기주 미니선물 매수 포지션을 보유한 상태에서 본선물의 SP 매수로 롤오버 포지션 변화없이 롤오버 가능
- 최근 외국인 미니선물 매수도 SP 매수로 본선물로 롤오버된 것으로 추정

외국인의 미니선물 매수와 이에 따른 금융투자 LP의 미니선물 매수차익거래 메커니즘

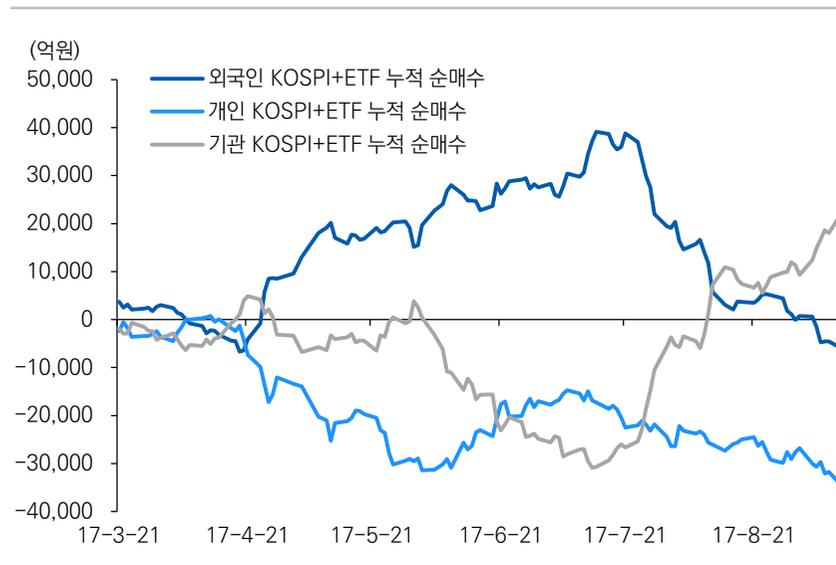
	외국인			금융투자			
	미니선물 (근월)	본선물 (근월)	본선물 (차월)	미니선물 (근월)	본선물 (근월)	본선물 (차월)	현물 (바스켓)
1. 외국인 미니선물 순매수	매수(+)			매도(-)			
2. 금융투자 매수차익거래							매수(+)
3. 본선물 SP 롤오버 (외인 매수/금융투자 매도 롤오버)		매도(-)	매수(+)		매수(+)	매도(-)	
4. 만기일 결제	포지션 상쇄			포지션 상쇄			
<b>5. 최종 포지션</b>			<b>매수(+)</b>			<b>매도(-)</b>	<b>매수(+)</b>

자료: 유안타증권 리서치센터

## 파생시장을 고려한 최근 수급 해석

- 현물+ETF 수급을 감안하면, 지난 7/24일 조정 이후 국내증시를 받친 수급은 약 5.4조원 규모의 기관 순매수
- 기관 주체별 순매수 규모는 금융투자 / 투신 / 은행 / 연기금 각각 1.4조원, 2.1조원, 0.2조원, 1.6조원 수준
- 현물 수급만 본다면 1) 금융투자(+4.6조원)/국가기관(-1.3조원)의 수급에서 차익거래 물량을 가려내기 어렵고 2) 연기금/투신/ 은행의 ETF를 통한 국내주식 추가 매수도 확인하기 어려움 → 현물+ETF 수급 확인이 필요한 이유

현물 + ETF 수급을 보면, 최근 조정에 기관은 순매수로 대응



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

ETF 시장 발달로 단순 현물 수급보다는 현물+ETF 수급을 함께 확인 필요

(단위: 조원)	금융투자	투신	은행	연기금	국가	외국인
주체별 KOSPI 누적 순매수 (7/24~9/18)	4.6	0.9	-0.2	1.0	-1.3	-4.4
주체별 ETF 누적 순매수 (7/24~9/18)	-3.2	1.2	0.4	0.7	1.4	-0.3
주체별 KOSPI+ETF 누적 순매수 (7/24~9/18)	1.4	2.1	0.2	1.6	0.1	-4.7

자료: Check, 유안타증권 리서치센터

## 파생시장을 고려한 최근 수급 해석

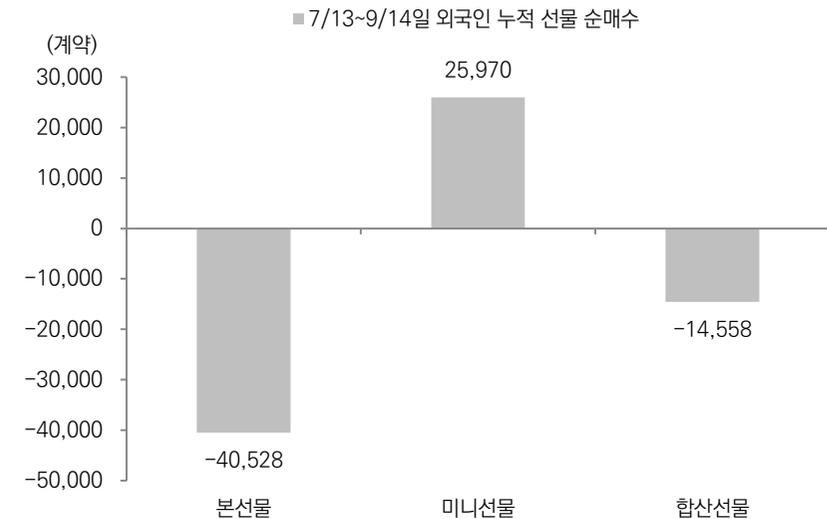
- 최근 베이스스 개선으로 금융투자 중심의 매수차익잔고 설정. 약 1조원 규모 추정. 베이스스 개선의 이유는 외국인 현물 매도 강도가 선물 매도 강도보다 컸기 때문으로 판단
- 7/13일 ~ 9/14일 사이 외국인 현물+ETF 누적 순매도 규모는 약 4조원인 반면 합산선물 기준 외국인 누적 선물 순매도 규모는 1.4만계약(약 1조원)에 불과
- 외국인 본선물 기준으로 본다면 4만계약 순매도로 오해 여지 발생 → 합산선물 수급 확인이 필요한 이유

### 외국인 미니선물 영향력 확대



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

### 외국인 본선물 누적 순매도 규모 왜곡 발생. 주체별 합산선물도 확인 필요

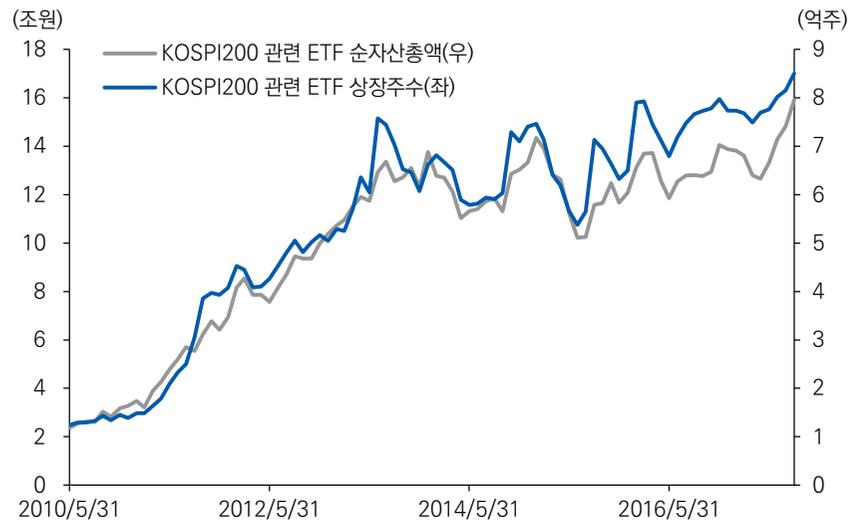


자료: Check, 유안타증권 리서치센터

## 파생시장을 고려한 최근 수급 해석

- 종합하면 최근 기관 순매수 경로는 크게 3가지로 추정. 1) ETF 등 국내 주식형 펀드로의 자금 유입(주로 투신, 은행, 연기금) 2) Long-biased 스타일 헤지펀드로의 자금 유입(주로 투신, 사모펀드) 3) 베이스스 개선에 따른 매수차익거래(주로 금융투자, 국가기관)
- 올해 들어 국내주식형펀드로의 자금 순유출은 둔화된 가운데, ETF로의 수급 개선 확인
- 실제로 ETF의 상장주수와 순자산총액은 동반 증가 중. ETF시장의 영향력 확대를 반영
- ETF 성장세와 함께 ETF 관련 수급과 펀드플로우에 관심 필요

ETF 순자산총액 및 상장주수 증가 중



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

국내 주식 관련 펀드플로우는 전반적으로 개선되는 중



자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터



이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김현준)

당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

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



Derivatives Issue

# 반드시 알아야 할 파생상품시장 변화

주식선물과 차익거래