# 투기적 순매수의 맵핵

고경범 Passive/Quant
gyeongbeom.ko@yuantakorea.com

## DMA High Frequency, 신용융자 스캘핑, CFD

### 주가는 매도자 호가, 매수자 호가의 체결가 / 대형주의 일중 변동성 증가

최근 MSCI 리밸런싱 수준의 비차익 외국인 프로그램 매수, 비차익 외국인 매도가 출회되는 것은 이례적. 일반적인 펀드 자금은 거래비용 측면에서 비선호. 대선 1주 전부터 시가총액 10억원, 5억원 이상의 종목 분위에서도 장중 +10% 이상의 급등하는 높은 변동성이 확인.

### 개인 외국인의 과도한 회전율 / 대형주에 집중되는 신용융자 스캘핑

LG씨엔에스는 상장주식수의 2%대가 외국인에서, 7%대의 매수가 출회. 상장주식수의 1.4%의 신용융자가 체결과 당일 상환도 관찰. KOSPI 대형주 기준 신용융자 체결 비중 21.1월 현대차 애플 협업 이슈, 23.7월 2차 전지 급등락의 역대 고점을 갱신. 이전과 같은 1거래일 이슈가 아니라 5월말부터 지속되는 것도 부담. 신용융자 미산정으로 스캘퍼들의 레버리지 투자 전략이 KOSDAQ이 아닌 KOSPI 대형주에 과잉 유입되는 것이 부담.

### JP 모건, 모건 스탠리 거래원 / 외국계 CFD가 집계되지 않는 규제 공백

MSCI 리밸런싱일(5/30) 편입 종목의 매수 주체는 ETF LP, Market Maker 등으로 추정. 해당 수급에서는 낮은 비중을 차지하고 있는 JP모건과 모건스탠리의 외국계 거래원 비중은 최근 모멘텀 주에서는 크게 증가. 외국인의 높은 회전율은 두 거래원에서 출회되는 것으로 추정. 23.5월 4대 감독 유관기관의 CFD 규제 보완책으로 언급한 CFD 거래 실제 투자자 표기는 미실시. CFD 잔고 공시도 강제성 부여가 결여되어 외국계 증권사의 참여 유인이 낮음.

### DMA / Open API 채널의 High Frequency 매매

높은 일중 변동성은 23년 2월 2차 전지 국면과 유사. Open API는 해당 증권사에서 네트워크 트래픽을 제한할 수 있어서 영향이 낮을 수 있지만, DMA(Direct Market Acess)는 증권사 내 서버 접속으로 빠른 주문 체결이 가능. 최근 AI 기술 관련 H/W, S/W 개선으로 마이크로 세컨드(1/1,000,000) 수준이 현실적인 속도. 6/23일 미래에셋증권의 장중 상한가 등에는 DMA 수준의 거래 주문 급증이 확인.

### 소수계좌 집중, 매매관여 / 순환될 성(聲)과 격(擊) – 회전율을 높일 필요

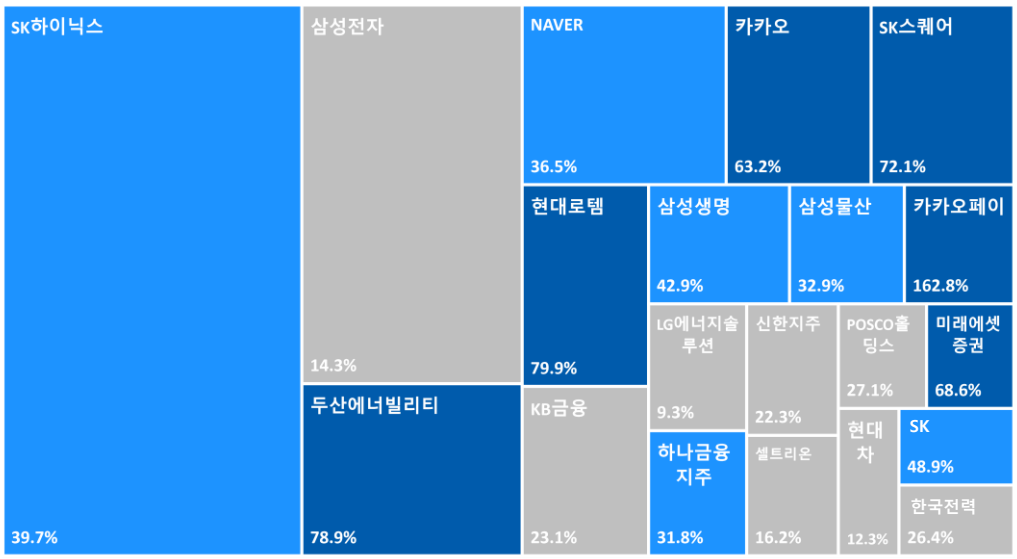
카카오페이, 삼성생명, SK스퀘어, 두산, NHN, 한화, 한전기술, 풍산 등은 특정계좌 매매관여 과다 종목, 소수계좌 매수 관여 과다 종목으로 지정. 수급 주도 투자자가 한정적임을 유추할 수 있는 대목. 시장 투자자들이 수급에 현혹되는 것은 개인 수급 역량을 과소평가하기 때문. 존 주도주에서는 초과 수익이 한계가 있기 때문에 매도를 하고 다른 업종/테마를 매일 순환매하다가 수거래일 후에 재매수했던 23년의 Case는 반복될 것. 일반 투자자 보호를 위해 CFD 레버리지 매도 제한 조치도 필요해 보임.

# 주가는 매도자 호가, 매수자 호가의 체결가

주가는 매도자와 매수자 호가의 체결가이다. 또한, 국내 주식시장은 투자자 등록제 하에서 운영되고 있다. 밸류 리레이팅, 모멘텀, 이익 트렌드 등을 주가 상승/하락의 소재로 평가하는 것은 2차적인 과정이다. 그 전에 직시해야 할 지표는 수급이다.

21년 초가 대형주 중심의 랠리였다면, 2번째 3,000pt는 모멘텀 스타일이 주도하고 있다. 이 가운데서 발견되는 것은 초대형주의 주가 변동성이 더 큰 부분이다.

[차트] 2 차 3,000pt 돌파는 모멘텀 중심으로 반영.




주: 5/19~ 7/3 누적 MWI 수익률 기준. 음영은 +50% 이상 / + 30% 이상 / +20% 이상 / 기타로 구분. 자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

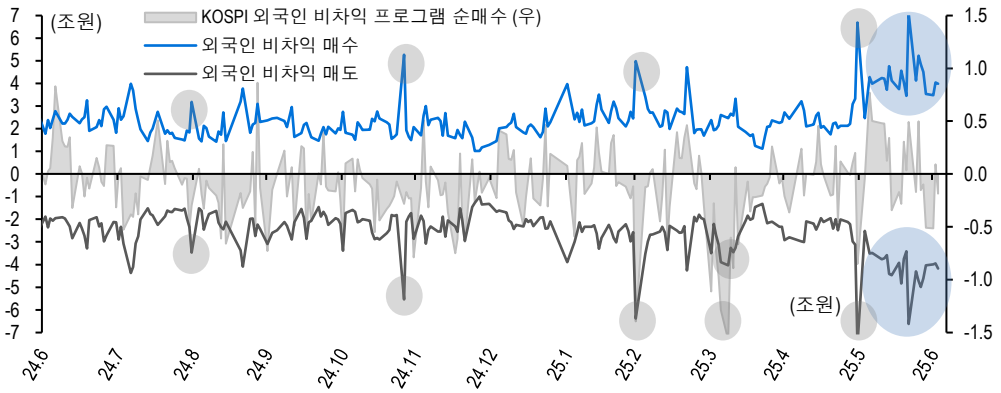
MSCI는 6월, 25년 연간 시장 분류 평가에서 역외 환율 시장 부재 등 한국의 외환시장 경직성을 지적했다. MSCI 리밸런싱일에, 지수 추적오차에 민감한 대규모 거래를 지원하기 위한 환율 유동성에 대한 부분이 중요함을 추가적으로 언급했다.

해당 부분은 KOSPI 외국인 비차익 프로그램 수급에서도 확인된다. 즉, 2, 5, 8, 11월 말 지수 리밸런싱에서 비차익 매수금액, 비차익 매도금액이 크게 증가하는 패턴은 자주 목격되는 부분이었다.

지수 리밸런싱일에 KOSPI 기준 1조원 이상의 순매수나 순매도가 출회되는 배경은 주식 스왑 등은 기초 자산의 담보가치가 변경되기 때문에, 바스켓의 전부 청산과 재매수가 진행되어야 하기 때문이다.

하지만, 최근 외국인 수급을 보면 순매수 레벨은 상쇄되는 경우가 있어도 매일 MSCI 리밸런싱 수준의 비차익 프로그램 매수, 비차익 매도가 출회되고 있다. GEM 펀드 등 일반적인 펀드 자금에서는 이렇게 거래비용을 높이는 플레이를 선호하지 않는 편이다. 과도한 거래비용 역시 운용 성과를 저해하는 요소가 되기 때문이다.

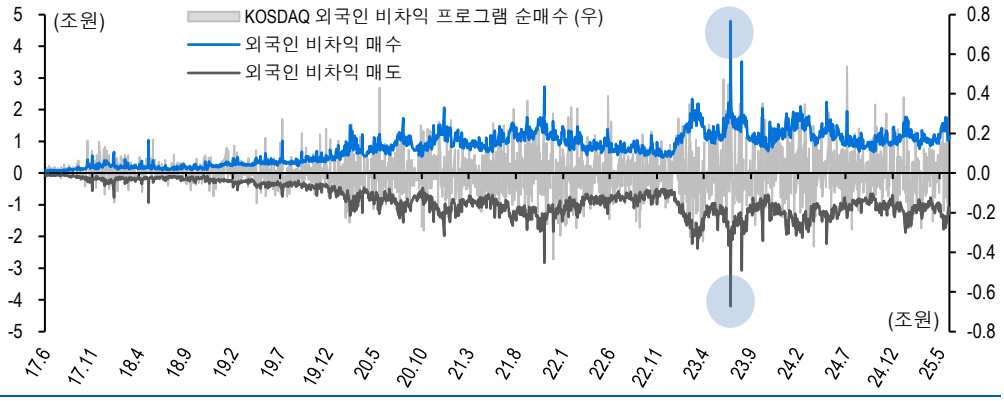
[차트] KOSPI 외국인 비차익 프로그램 매수, 매도의 회전율 - 관세 이슈보다 MSCI 리밸런싱일이 높았고, 근접한 수준이 지속 출회.




주: 2,5, 8, 11 월은 MSCI 리밸런싱일, 4 월초는 상호 관세 이슈로 비차익 순매도. 자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

MSCI 추종자금의 편입 수준이 낮은 KOSDAQ 시장에서 프로그램 매매 수급의 왜곡점은 분명히 확인된다. 23년 7월 26일, 비차익 프로그램 매수, 비차익 매도 수준은 Record High를 기록했다. 국내 시장에서 의문점이 존재했던 2차 전지 대표 종목의 오전 급등, 오후 급락이 있던 거래일이었다.

[차트] KOSDAQ 외국인 비차익 프로그램 매수, 매도의 회전율 - 23.7 월 Record High 를 기록.

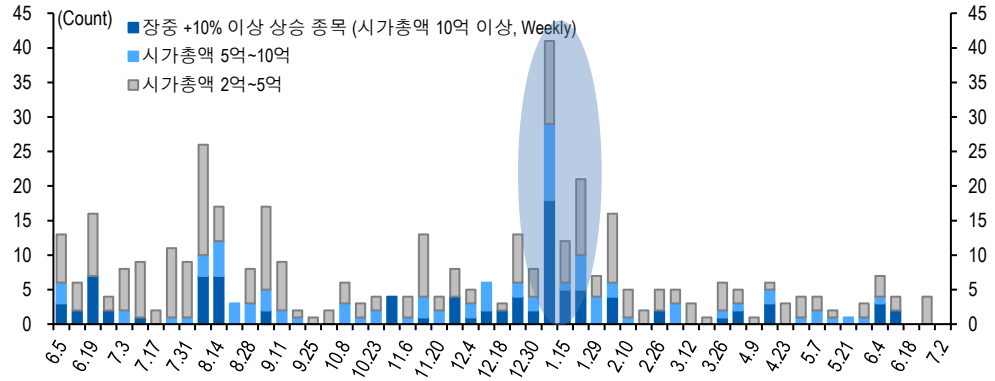



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

# 대형주의 일중 변동성 증가

개별 종목의 장중 변동성 증가도 과거와는 크게 대비된다. 1차 3,000pt 돌파한 21.1월 증시 대형주의 급등은 이례적이었다. 현대차가 애플카 협업 이슈 등이 존재했지만, 삼성전자 등 전반적인 대형주 중심으로 급등했다.

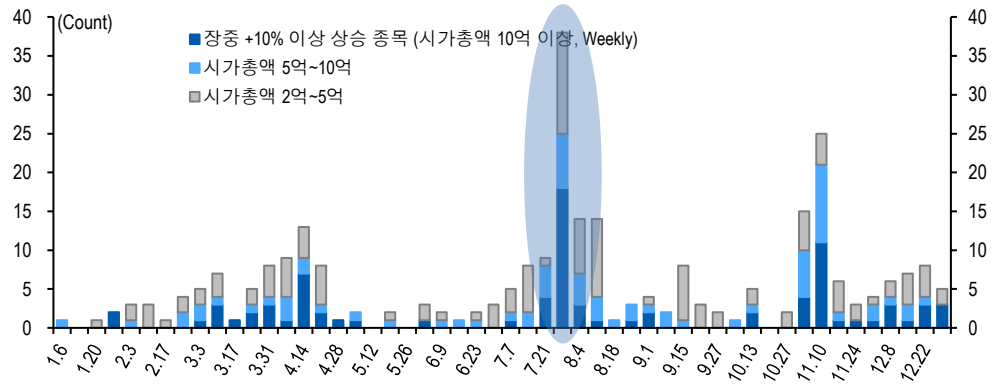
[차트] 20.1 월 장중 +10% 이상 상승 종목 - 삼성전자 4Q 실적 하회에도 급등. 현대차 애플카 협업 뉴스




주: +10% 상승 횟수 기준. 동일 종목이 장중 +20% 상승 시 2 회로 Count. 자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

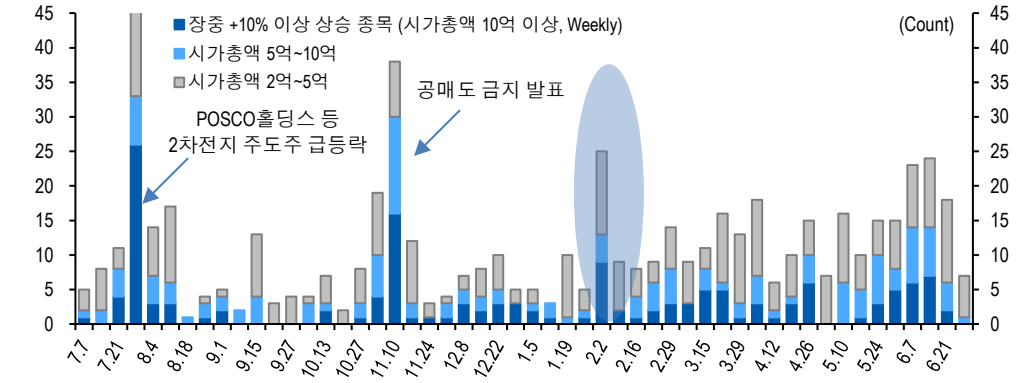
23.7월 2차 전지 대표주의 급등락도 의심스러운 부분은 존재했지만, KOSPI 대형주 변동성은 1주를 경과하지 못했다. 작년 상반기 증시의 대표적인 어젠다였던 밸류업 모멘텀도 마찬가지였다.

[차트] 23.7 월 - POSCO 홀딩스 등 2 차전지 주도주 오전 급등, 오후 급락 시




주: +10% 상승 횟수 기준. 동일 종목이 장중 +20% 상승 시 2 회로 Count. 자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

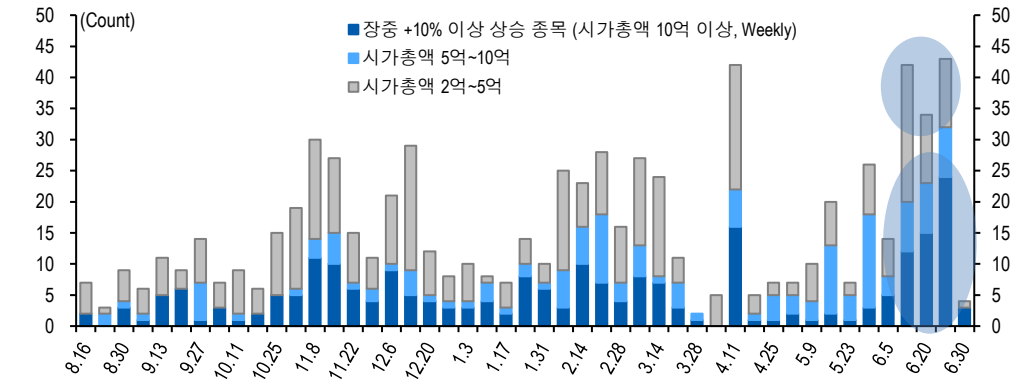
[차트] 24.1 월 - 밸류업




주: +10% 상승 횟수 기준. 동일 종목이 장중 +20% 상승 시 2 회로 Count. 자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

상법 개정 등 모멘텀 선반영을 감안하더라도 대선 1주 전부터 시가총액 5억원 이상의 종목은 장중 +10% 이상의 급등되는 높은 변동성을 보였다. 해당 종목군의 시가총액이 10억원 이상의 분위로 진입해서도 동 현상은 재확인된다.

[차트] 장중 +10% 이상 상승 종목의 최근 증가. 초대형주의 변동성도 크게 증가.



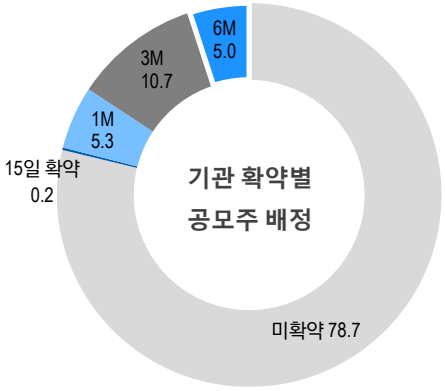

주: +10% 상승 횟수 기준. 동일 종목이 장중 +20% 상승 시 2 회로 Count. 자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

## 과도한 수준의 개인과 외국인의 거래 회전율

개별 종목 수급을 살펴볼 필요가 있는데, LG씨엔에스는 최근 수급 흐름을 확인할 수 있는 합리적인 표본으로 판단된다. 스테이블 코인 테마의 모멘텀이 부여되어 있으며, 상장 5개월 정도 밖에 경과하지 않아, MSCI, KOSPI200 등의 주요 벤치마크에 미편입되어 추종자금도 낮은 수준이다.

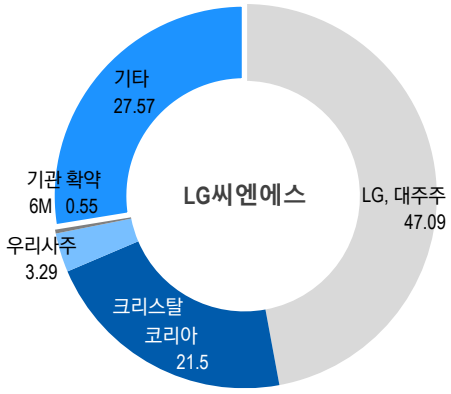
동사 공모 당시 IPO 확약에 대한 배정 수준은 낮았던 점도 유통시장 중심의 수급을 분석하는데 도움이 될 요소이다. 특히 Pre-IPO로 2대 주주인 크리스탈 코리아 지분의 21.5%는 8/5일 보호예수가 해제되기 때문에 일반적인 펀드 자금은 오버행 이슈를 민감하게 판단할 수 있다. 하지만, 6/9일부터 12거래일 간 외국인의 순매수로 주가는 급등했다.

[차트] LG 씨엔에스 공모는 낮은 확약률을 기록




자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트] 2 대 주주 크리스탈 코리아의 8/5 일 오버행 이슈




자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

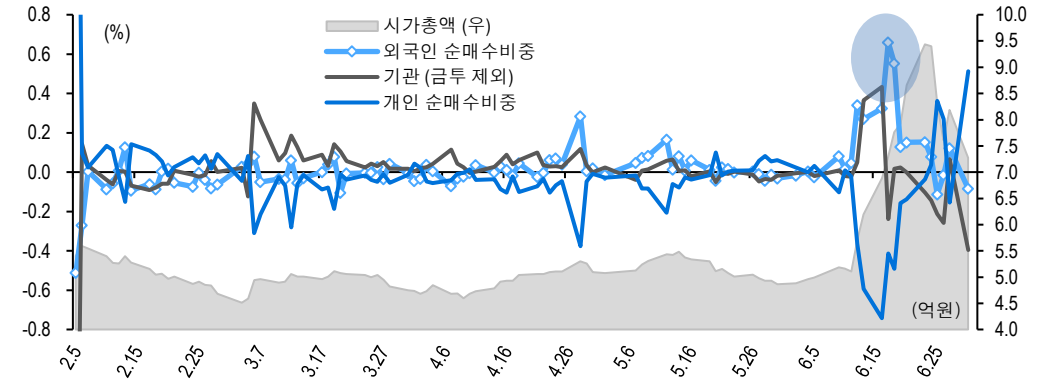
투자자들은 일반적으로 투자자별 순매수에 주목한다. 하지만, 동사 수급을 면밀히 보면, KOSPI 지수 비차익 프로그램 매매와 유사하게 외국인 매수금액과 매도금액의 높은 레벨 증가가 확인된다.

대주주와 보호예수 지분을 제외한 27.5%의 종목에서 2%를 상회한 지분 수준의 외국인 매매가 당일 높은 회전율을 발생시키면서 거래된 것이 확인된다.

개인 수급 역시 마찬가지이다. 높은 개인 매수금액과 매도금액은 상장주식의 7% 수준을 상회한다. 평균 거래대금 대비 3배 수준은 일반적인 MSCI 지수 편입 종목의 2주간 외국인 리밸런싱 영향력과 유사하다. 이 수준이 1거래일에 매수되고, 매도되었다. 그리고 재차 출회되고 있다.

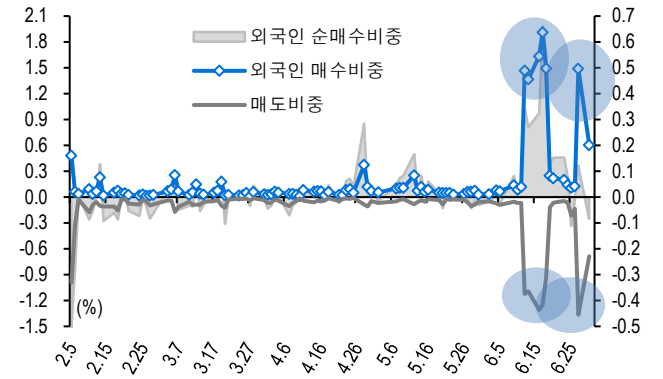
신용융자 잔고도 증가했지만, 주목하는 부분은 신용융자 체결과 당일 상환이다. 동사는 상장주식수의 1.4%가 신용융자 체결되고 상환된 것이 확인된다. 동 거래는 개인의 높은 회전율에도 기여하고 있는 것으로 볼 수 있다.

[차트] LG 씨엔에스 - 스테이블 코인 테마로 외국인 순매수의 증가



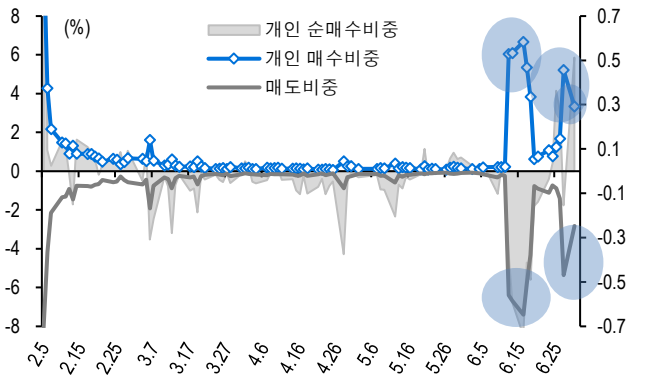

자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[차트] 외국인의 매수, 매도의 높은 회전율 증가가 확인



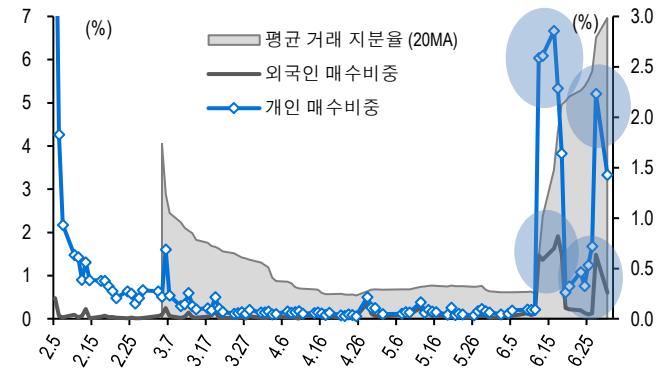

자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[차트] 개인의 매수, 매도도 높은 회전율이 증가



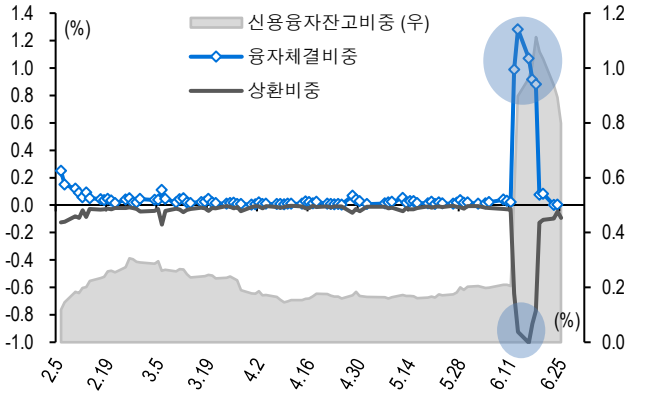

자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[차트] 동일 거래일 외국인, 개인의 매매 레벨이 크게 증가하는 특징




자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[차트] 신용융자 체결, 당일 상환 수준도 높은 수준




자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

# KOSPI 대형주에 집중되는 신용융자 스캘핑

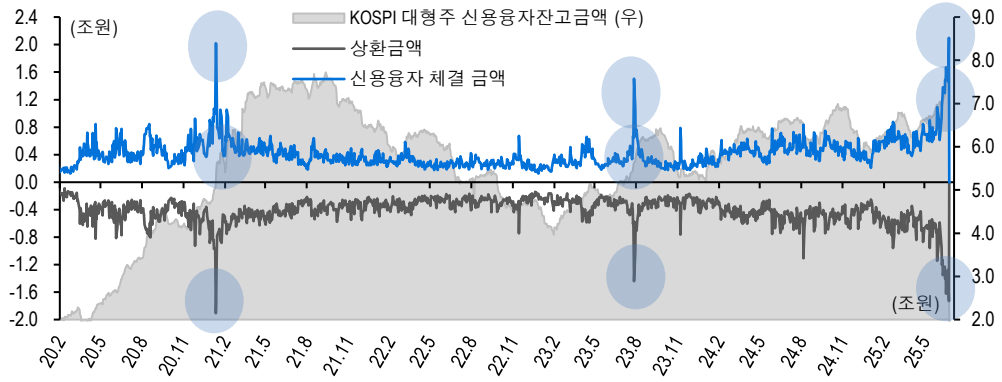
신용융자거래의 변화는 지수 전반에서도 확인된다. KOSPI 대형주 지수는 시가총액 상위 100개 종목으로 구성되어, 대형주 변화를 관찰하는데 합리적인 지수로 생각한다.

KOSPI 대형주 지수 신용융자잔고 금액과 시가총액 비중이 상승하긴 했지만, 기존 신용잔고 대상 종목의 주가 상승으로 평가자산 상승 측면도 크다고 본다. 이 부분은 리스크 요인으로 판단되지 않는다.

하지만, 신용융자 체결금액 급증은 과거와는 다른 부분이다. LG씨엔에스와 유사하게, 지수 전반의 신용융자체결금액과 당일 상환금액은 크게 증가하고 있다. 이전 고점은 21.1월 현대차 애플카 협업 이슈와 23.7월 2차 전지의 급등락 때였다.

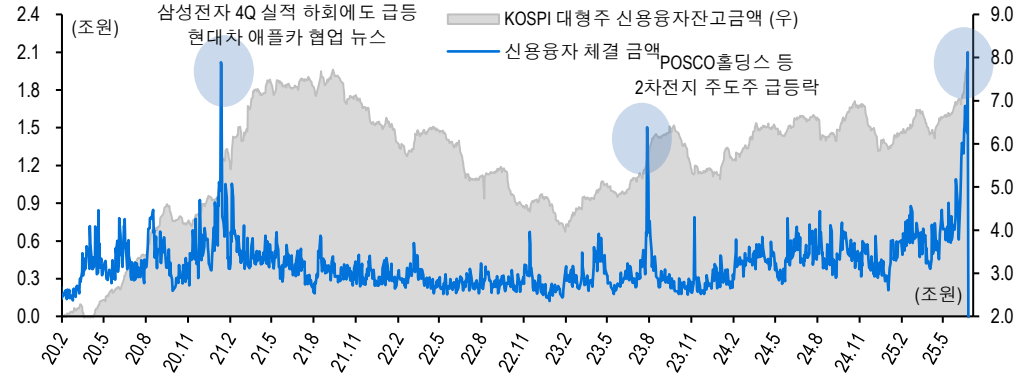
지수 상승 측면을 고려하더라도, 현재 시가총액 대비 레벨은 Record High를 넘어섰다. 이전 Case의 1~2거래일 간의 단기 이벤트가 아니라, 5월말부터 지속되고 있다. 당사 패시브의 고민은 여기에 있다.

[차트] 신용융자잔고는 큰 변화 없지만, 당일 신용융자거래 체결과 당일 상환이 급증



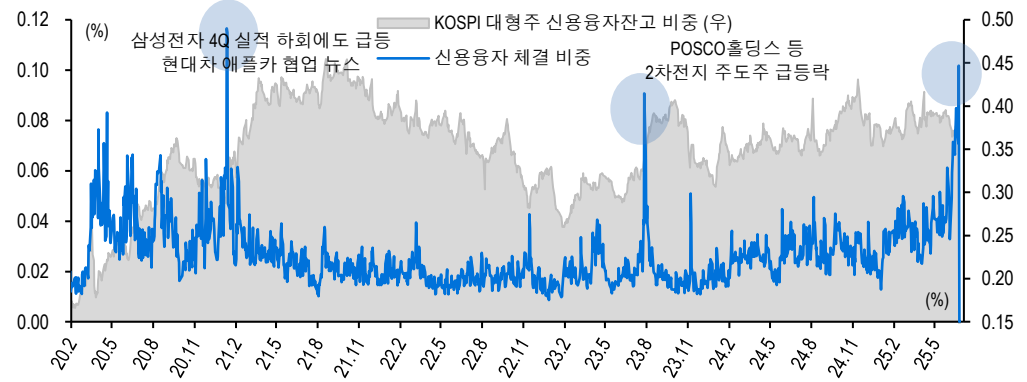

자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트] 신용융자 체결은 20.1 월 애플카 협업 뉴스, 23.7 월 2 차전지 주도주 급등락 시기와 유사한 수준




자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트] 지수 시가총액 대비 신용융자 체결 비중




자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

신용융자거래의 당일 체결과 당일 상환 물량이 과도한 수준으로 출회되는 것은 비용 효율적인 영향이 짙다. 당일 상환한 신용융자거래 물량은 민법 상 초일 불산입의 원칙 하에서 1) 당일 상환의 경우 신용융자 이자가 미산정되며, 2) 중도상환수수료가 미부과되기 때문이다.

[표] 당일 신용융자 상환은 대출 이자, 중도상환수수료가 면제.

| 구 분 | | 당일 상환 | ~7일 | 8일~15일 | 16일~90일 | 90일 초과 | 연체 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 신용융자 이자 | | 면제 | 연 5.4% | 7.7% | 8.5% | 9.1% | 9.7% |
| 중도상환수수료 | 매도 상환 | 면제. 매매제비용만 발생 | | | | | |
| | 현금 상환 | 면제 | | | | | |

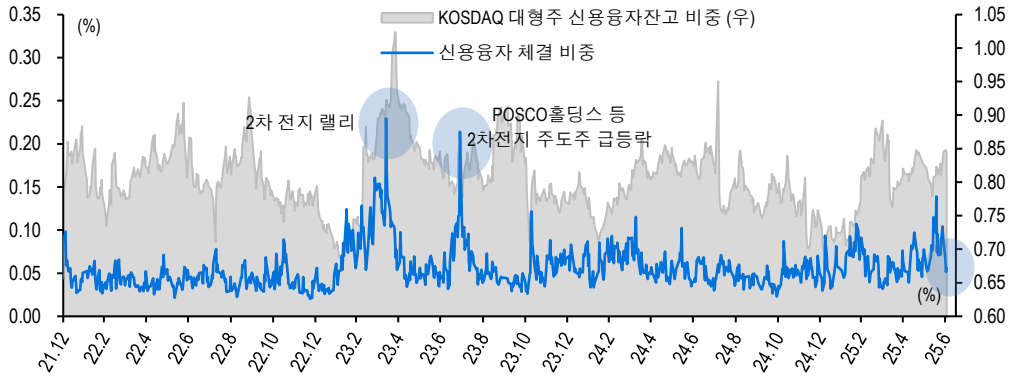
주: A 증권사 기준. 자료 : 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

보통 스캘퍼들이 레버리지 투자에 많이 활용하는 편이며, 일반적으로 KOSDAQ 중소형주에 많이 발견되는 현상이었다. 하지만, 23년부터는 2차 전지 모멘텀 종목군을 중심으로 신용융자 체결 비중은 급증했다.

레버리지 투자 성격에서, KOSPI 대비 KOSDAQ 시장의 레벨이 높은 것이 일반적이었다. 하지만, 지금 시장은 KOSPI 대형주 중심으로 레버리지 포지션이 과도하게 유입되는 것이 과거와는 대조적이다.

23년 2차 전지 모멘텀 종목군은 감독 당국과 각 증권사의 리스크 관리로 증거금 비율 상향조정이나 신용융자 거래 제한 등의 조치가 진행되었다. 하지만, KOSPI 대형주 대부분은 우량주로 인식되어 있다. 신용융자 거래가 제한되기는 어렵고, 증거금 비율이 낮아 레버리지 배율은 더 높다. 투기 수요가 가세된다면 그 영향력은 더 높고 지속될 것이다.

[차트] KOSDAQ 은 23 년 2 차 전지 랠리 당시 신용융자 체결이 급증. 최근은 KOSDAQ 대비 KOSPI 대형주에서 심화.




자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

# JP 모건, 모건 스탠리 거래원을 이용하는 외국인

최근 외국인 수급의 또 다른 특징은 국내 뉴스 플로우에 대한 민감도가 높다는 점에 있다. outbound call이 빠르게 전달되지 않는 이상, 외국인 수급이 조기 반영되기는 쉽지 않다.

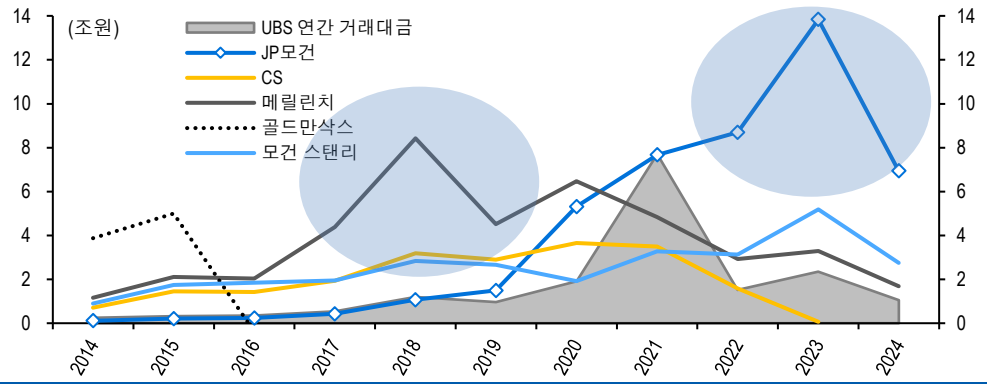
LG씨엔에스의 경우 오버행 이슈와 멀티플 부담에 불구하고, 외국인 순매수는 지속적인 매수 우위를 보이고 있다. 개인 순매수는 다른 방향성을 보이고 있지만, 외국인, 개인 모두 높은 회전율의 매수와 매도가 출회되는 것이 유사하다. 매수금액, 매도금액 각각을 보면 동일한 방향성의 매매가 발생되며, 순매수 포지션을 보면 거래 상대방으로 체결되고 있음이 확인된다.

문제는 이와 같은 흐름이 LG씨엔에스에 국한되지 않는 점이 있다. 최근 증시를 견인한 모멘텀주의 경우 유사한 외국인, 개인의 매수금액, 매도금액 증가와 높은 회전율이 관찰되고 있다. 순매수 방향성은 다르지만, 매수금액, 매도금액 각각을 보면 동일한 방향성을 보이고 있음이 확인된다.

관련 종목의 다른 특징은 장중 호가물량의 외국계 거래원에서 JP 모건과 모건스탠리 창구(거래원)가 자주 확인되는 점에 있다.

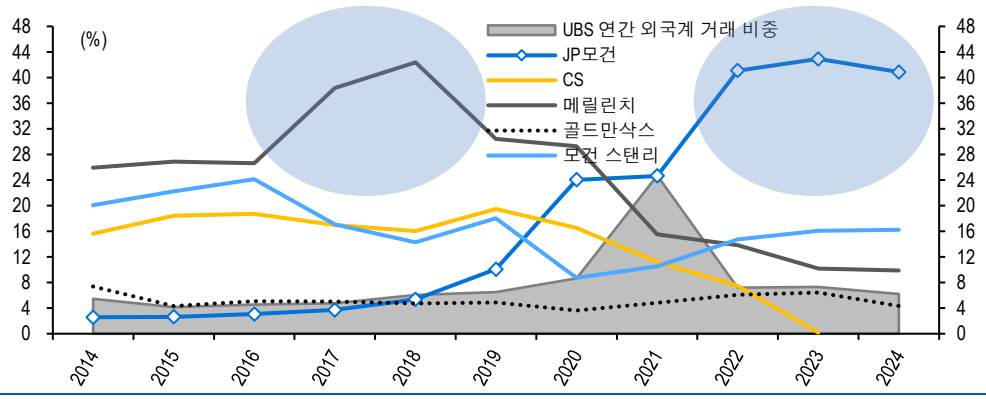
KOSPI, KOSDAQ 시장에서도 양 거래원의 거래금액의 레벨은 크게 증가했다. JP 모건은 22년부터 최고 거래원으로 올라섰고, 모건스탠리도 증가세가 눈에 띈다.

[차트] KOSDAQ 외국계 거래원 대금 추이 - JP 모건의 거래금액은 17~18 년 메릴린치 수준을 상회




주: 24 년 거래대금은 YTD 기준(~24.9.2) 자료 : KRX

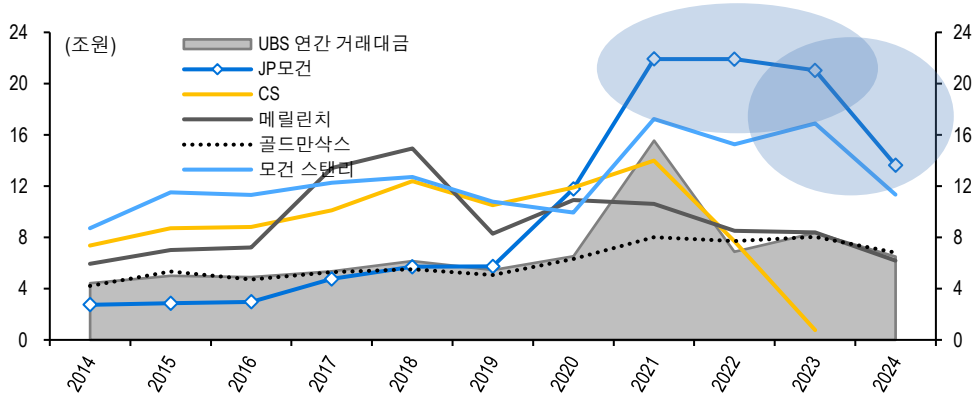
[차트] KOSDAQ 외국계 거래원 M/S 비중 - 40% 수준에 육박




주: 24 년 거래대금은 YTD 기준(~24.9.2) 자료 : KRX

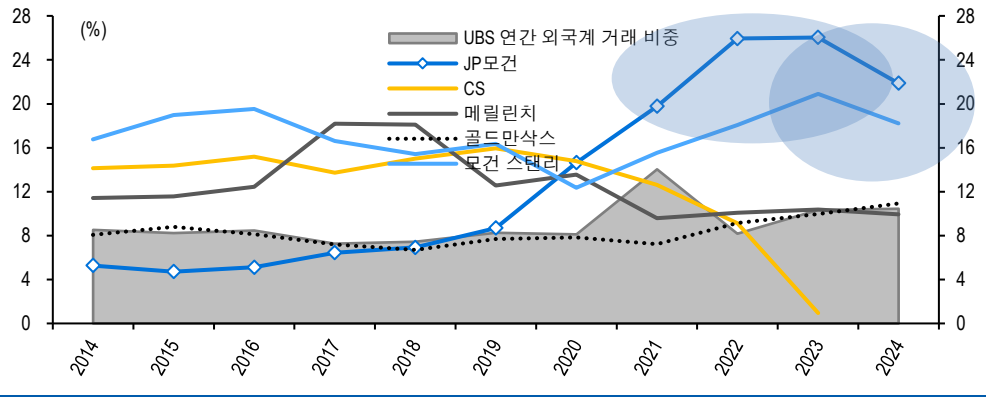
변동성 확대는 KOSDAQ 시장만의 일이 아니다. KOSPI 시장에서도 JP모건 창구의 거래대금은 크게 증가하고 있다. 21년부터 3년간 거래대금은 20조원 수준을 상회했고, M/S 비중도 20%중반을 유지했다.

[차트 16] KOSPI 외국인 거래원 대금 추이 - JP 모건 창구 영향력은 크게 증가




주: 24 년 거래대금은 YTD 기준(~24.9.2) 자료 : KRX

[차트 17] KOSPI 외국계 거래원 M/S 비중 - 27% 수준에 육박



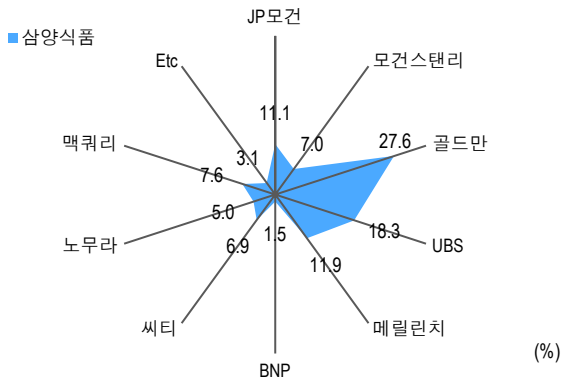

주: 24년 거래대금은 YTD 기준(~24.9.2) 자료 : KRX

일반적으로 동 거래원은 GEM 펀드의 자금의 창구로 인식되고 있다. MSCI 리밸런싱일을 기점으로 동 수급은 분리될 수 있다고 생각한다.

MSCI 지수 편출입의 수급 영향력이 인지되면서 지수변경 모멘텀에 대한 자금 선반영은 강화되고 있다. MSCI 리밸런싱일에 매수하는 자금은 이 이벤트 드리븐의 종료 시점을 인지하면서도 매수거래를 진행한다. ETF 등 지수 추적오차에 민감한 자금, 즉 ETF LP(유동성 공급자)와 지수 스왑 등의 Market Maker(시장 조성자)로 추정할 수 있다.

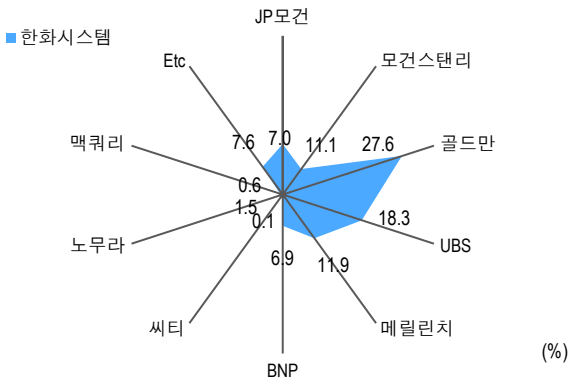
최근 MSCI 지수에 편입된 한화시스템, 삼양식품의 5/30일 리밸런싱일 외국계 거래원 매수금액만 본다면,(매도는 선반영 자금의 Exit라는 가정 하에서) JP 모건과 모건스탠리 창구는 매수 거래원의 일정 부분을 담당하고 있는 것이 확인된다.

[차트] MSCI 편입일(5/30)의 외국계 거래원의 편입종목 매수 비중




자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

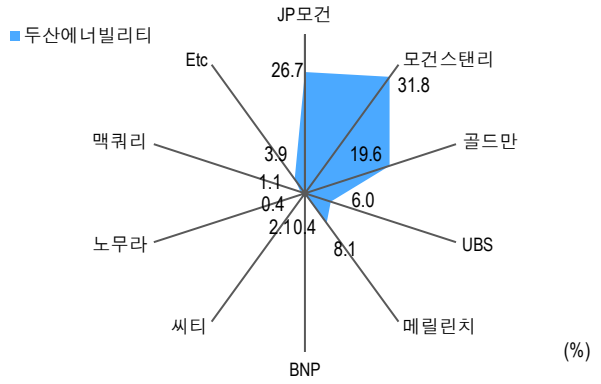
[차트] ETF LP, Market Maker 의 수준은 JP 모건과 모건스탠리에서 높지 않음




자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

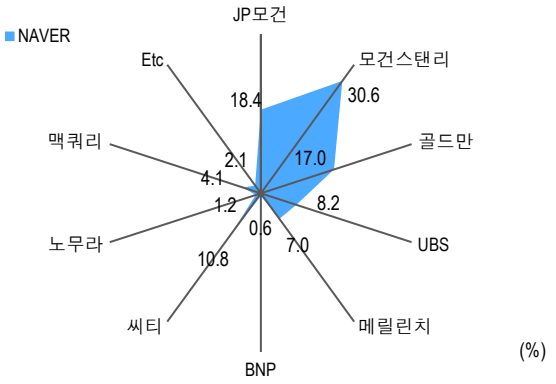
최근 모멘텀 주의 외국계 거래원 전체 매수대금 수준을 보면, 지수 대비 JP 모건, 모건 스탠리의 거래비중은 크게 증가한다. 순매수금액에 상쇄되는 과도한 외국인 매수금액과 매도 금액의 회전율, 개별 종목군의 높은 일중 변동성은 이 두 거래원을 중심으로 출회되는 것으로 추정할 수 있다.

[차트] 최근 모멘텀 종목의 외국계 거래원 비중




자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[차트] JP 모건과 모건스탠리 비중이 높은 것이 확인




자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

## 외국계 CFD가 집계되지 않는 규제의 공백

개별 종목의 높은 일중 변동성을 보이는 현상, 외국인과 개인의 매매 회전율 증가, JP모건과 모건스탠리 중심의 거래 증가는 23년 2차 전지 랠리 때와 유사한 모습을 보인다. 여기서 고민되는 것은 이러한 외국계 거래원 수급이 CFD 거래 성격으로 판단되는 데에 있다.

23.7월 한국거래소는 23.4월 라덕연 사태로 유명한 SG(Société Générale) 증권 CFD 청산 사태를 계기로 20.1월~23.4월 간 CFD 계좌 거래를 특별 점검하였다. 동 과정에서 CFD 계좌와 일반 위탁계좌 간의 시세조종 행위가 적발되었다.

CFD 계좌로 대규모 매수 후 일반 위탁 계좌로 시세를 견인하고, 주가 상승 시 CFD 계좌 보유 물량을 매도하는 패턴이 적시되었다. 외국계 CFD(Back to Back)를 사용한다는 가정 하에서, 이를 투자주체별 측면에서 보면 외국인 수급이 매수하고 개인이 주가를 견인하고, 다시 외국인이 매도하는 패턴이다.

일부 증권사의 CFD 주문 화면에서는 외국계 PB(Prime Broker)를 선택할 수 있는 U/I가 확인된다. 투자자 편의와 선택지를 제공한 기획이, 다른 측면에서 보면 CFD 투자자가 본인의 매매를 외국인 수급으로 기성할 수 있는 여건으로 악용될 소지가 있어 보인다.

[차트] A 증권사 CFD 주문 화면- 주문 시 외국계 PBS 를 선택할 수 있는 U/I 를 적용.

자료: A 증권사 홈페이지

23.5월 4대 증권 감독 유관기관의 CFD 규제 보완책에서는 CFD 거래 및 실제 투자자 표기가 계획되었지만, 실제 투자자별 매매동향에서 CFD 수급의 분리 표기는 시행되지 않고 있다.

23.9월부터 CFD 잔고 공시도 시행되었지만, 통합 신용공여 한도 기준 금액과, 증권사 제공에 기초한 집계방법 측면에서 사실상 국내 증권사의 개인 CFD 잔고만이 집계될 가능성이 높다.

우선 금융투자협회에 잔고 보고가 규정되어 있는데, 회원사와 협회의 관계는 강제성 부여가 약하다. 외국계 증권사는 관련 제 양식 보고를 준수하지 않을 가능성이 존재한다.

[차트] CFD 보고는 금융투자협회에 보고. 외국계 증권사 보고 유인이 낮은 편.

자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

기본적으로 CFD 잔고금액 보고는 신용융자 거래 등과의 통합 신용한도 설정에 기초하고 있다. CFD 명목 계약 중 투자자는 일반적으로 40% 수준의 증거금을 부담하는데, 남은 60%가 거래 증권사의 익스포져가 되기 때문이다.

외국계 PB와의 중개 거래 시 잔고 산정의 모호성도 문제로 생각한다. 해당 CFD 증권사가 (거래상의 신용위험도 부담할 수 있으므로) 직접 운용 계정과 외국계 PB 중개 거래를 합산하여 보고하는 것이 합리적이지만, 통합 신용공여한도 관점에서 타 증권사 명의 및 계산으로 진행되는 CFD 거래 중개는 사실상 배제될 것으로 사료된다.

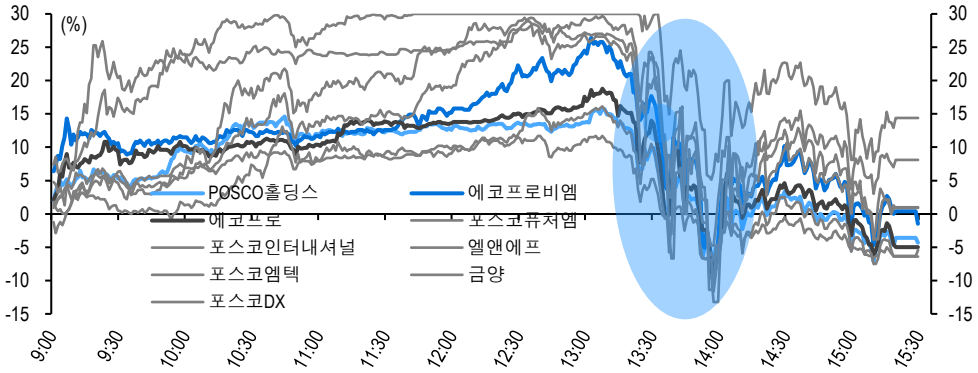
CFD는 개인 전문투자자 뿐 아니라 투자자문사 등의 법인 CFD도 존재하고, 외국인/법인이 해외에서 국내 증시에 투자하는 역외 CFD의 잔고 또한 높아 보이는데, 이것이 배제될 가능성이 높다.

# DMA / Open API 채널의 High Frequency 매매

최근 증시 개별 종목의 일중 변동성 증가도 23년 2차 전지 랠리 국면과 유사한 부분을 보이고 있다. 개별 종목의 매수/매도 시간도 매우 짧은 편이다.

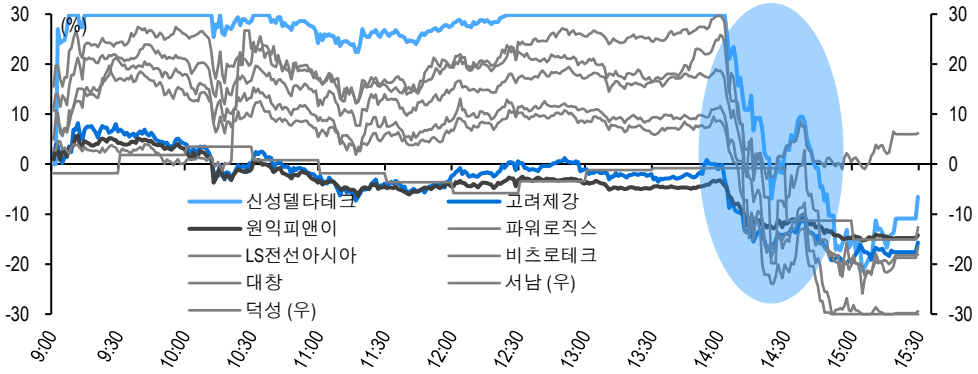
23.7월 2차 전지 급등락 Case나 초전체주 테마의 급락은 단순 개인의 주문으로 일단하기는 어려운 짧은 시간의 거래량 폭증과 호가 하락을 보였다.

[차트] 23.7 월말 2 차전지 관련주 급등 후 급락



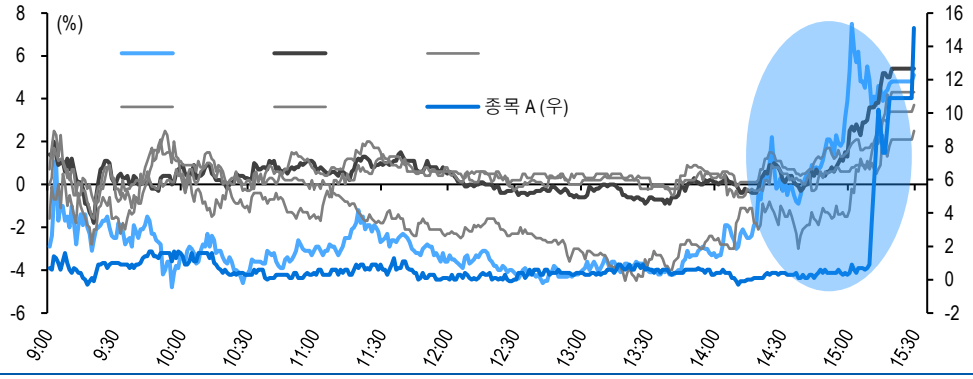

자료 : KRX

[차트] 초전도체 관련주 급락 당시 때도 8 분 내에 급락




자료 : KRX

[차트] 매도 시점의 동시간대에 중소형주 주가 상승, 거래량 급증이 확인

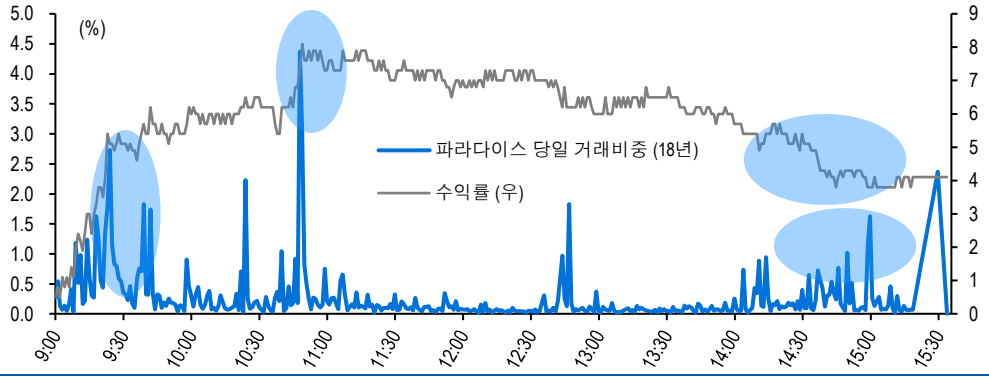



자료 : KRX

High Frequency 알고리즘 매매 등이 의심되는데, 국내 증시에서는 시타델 사태(17.10월부터 18년) 가 대표적이다. 동사는 DMA를 통해 호가, 체결 정보를 입수해, 호가 생성과 취소를 단기간에 진행하는 알고리즘 매매를 진행했다.

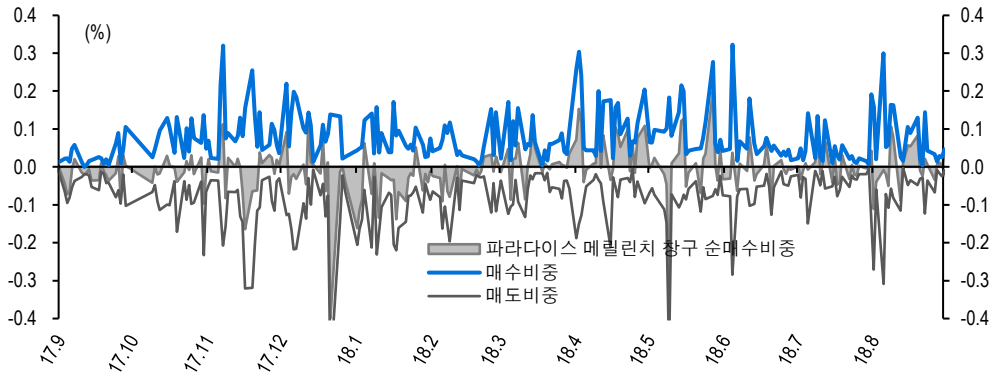
동 과정에서 반복적인 고가물량 소진 매수와 호가 공백 메우기로 관련주의 상승, 하락이 자주 진행되었고, 당시 동사가 거래한 DMA 채널인 메릴린치 창구의 외국인 거래가 주목을 받았었다.

[차트] 17~18년 시타델 DMA 사태 - 고가물량 소진, 호가 공백 메우기로 주가 상승을 유발. 해당 주문 청산으로 하락도 유발




자료 : KRX

[차트] 동사가 거래했던 DMA 창구의 거래량 회전율도 높았던 편.

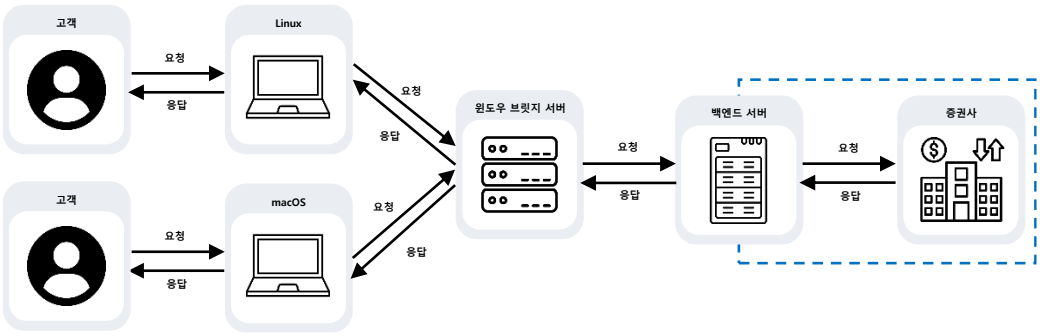



자료 : KRX

최근의 시장 상황도 알고리즘 매매로 의심되는 Case가 자주 발견되고 있다. Open API는 증권사 제공 API를 통한 프로그래밍 매매 방식이다. 서버 등을 활용할 경우, 증권사 DMZ 영역(내부 네트워크와 외부 네트워크의 중계/점이 지대)에 서버가 위치하는데, 역으로 중앙에서 관리 통제되지 않아 당국의 현황 파악이 가장 어려운 부분이 아닐까 한다.

하지만, 동 방식은 거래량이 크게 증가할 경우 해당 증권사에서 네트워크 트래픽을 제한할 수 있기 때문에 대량 매매는 한계가 존재할 수 있어 보인다.

[차트] Open API 알고리즘 매매 - 증권사 DMZ 네트워크에서 송신, 수신. 증권사에서 네트워크 제어 가능성



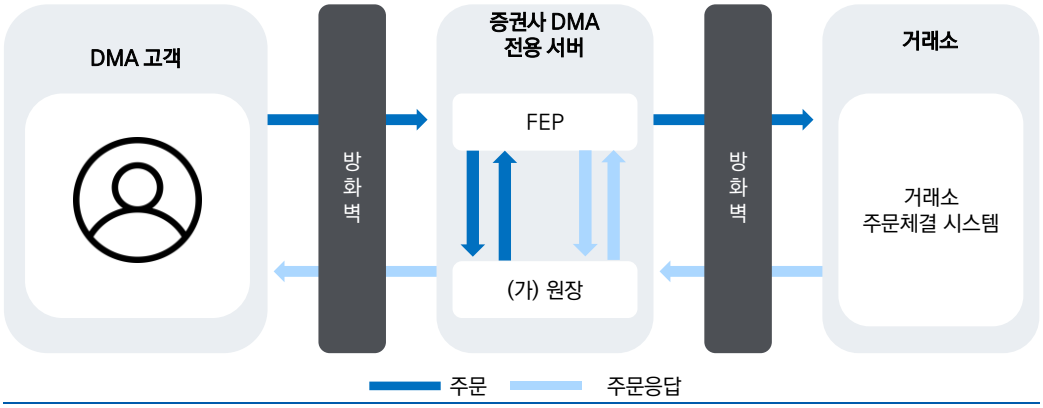

자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

DMA (Direct Market Acess)는 증권사의 주문 대행을 거치지 않고, 증권사 내에 위치한 주문 서버로 투자자가 직접 주문을 거래소에 제공하는 방식이다. 체결 속도가 가장 빠르기 때문에 시타델 사태 당시도 해당 계약을 체결하고 거래가 진행되었다.

AI 기술의 성장으로 H/W 사양은 더 강화되고 있으며, 알고리즘 코딩에 대한 부분도 개선되고 있다. DMA 의 주문 속도도 더 진화할 수 밖에 없다. 초기 밀리 세컨트 (1/1,000) 기준의 거래에서 시작되었지만, 현재는 나노 세컨드(1/1,000,000,000초)가 시사될 수준까지 진화되었다.

기본적인 네트워크 latency 가 존재하기 때문에 현실적인 수준은 마이크로 세컨드(1/1,000,000초)가 현실적인 수준으로 생각된다.

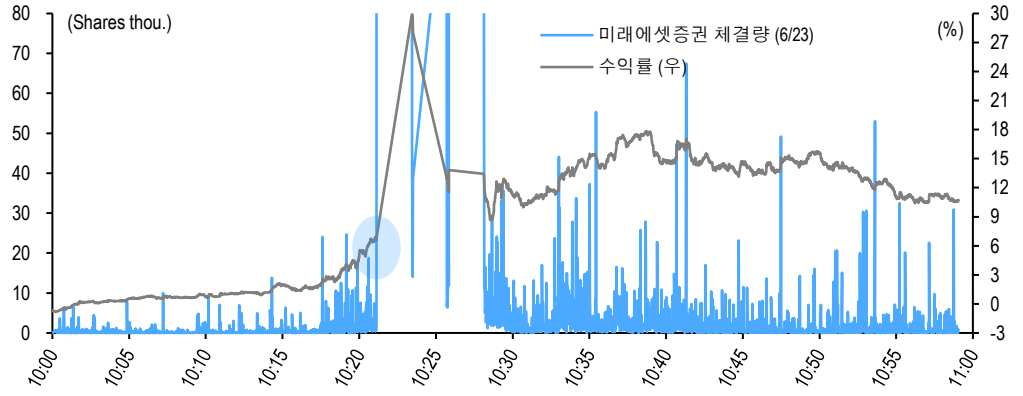
[차트] DMA - 전용 서버를 통한 직접 접속으로 빠른 주문 처리가 가능.




자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

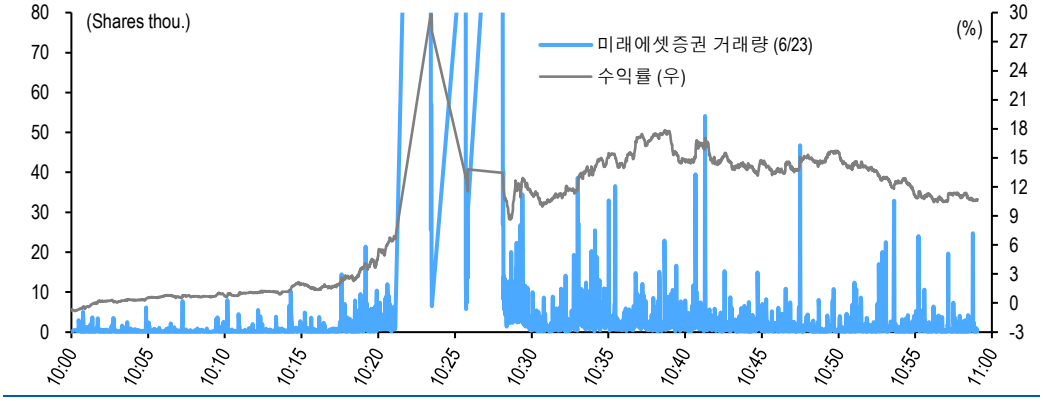
6/23일 미래에셋증권은 10:24분 경에 상한가까지 기록하고 급락 후 다시 주가 강세를 유지했다. 상당 동 거래일 10:21분 48초, 10:26분 32초의 체결량과 거래량이 급등하는 것이 확인된다. 주가는 10:24분 10초에 급등했으며, 39.1만주의 거래가 체결되었다.

[차트] 미래에셋증권 6/23 체결량 추이



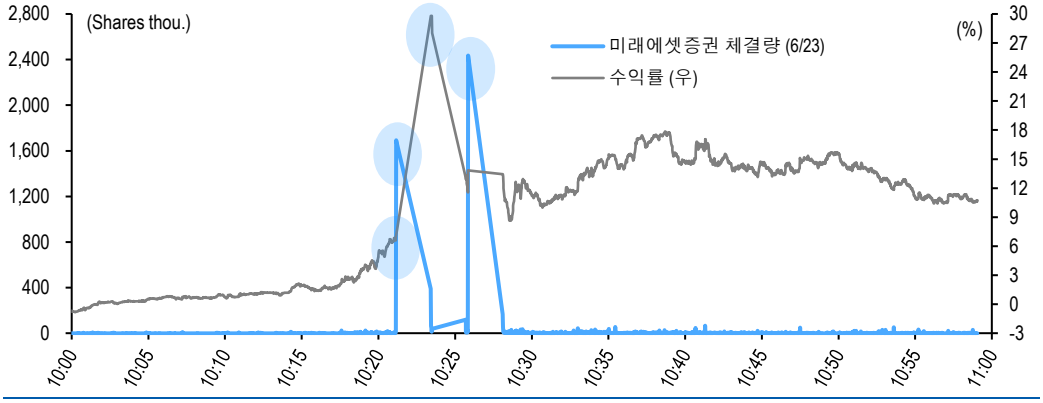

자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트] 거래량 추이



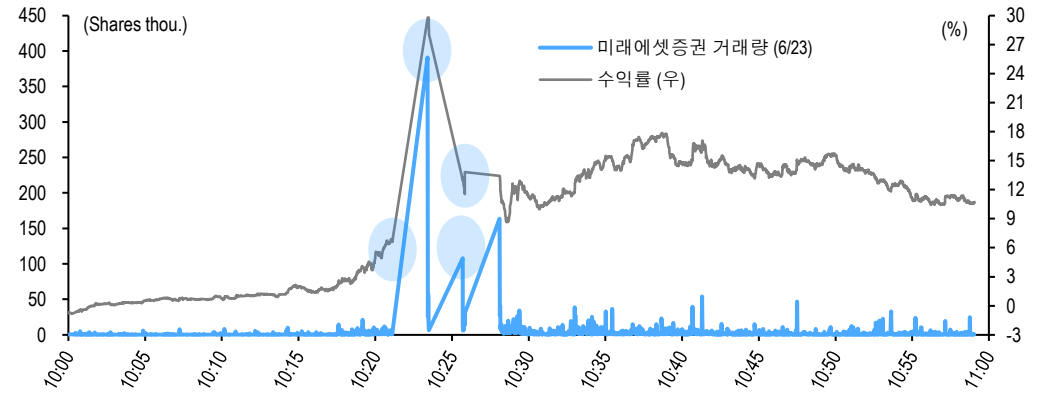

자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트] 10:20~10:30 에 체결량 급증



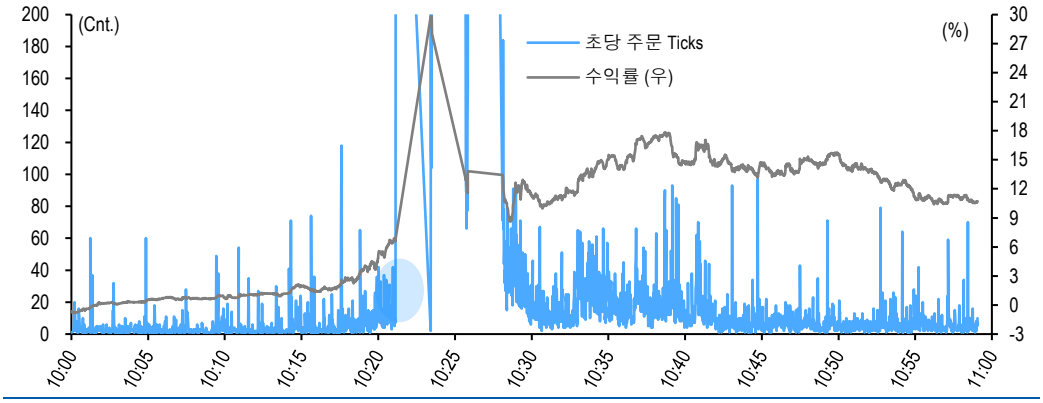

자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트] 거래량 증가로 주가는 상승



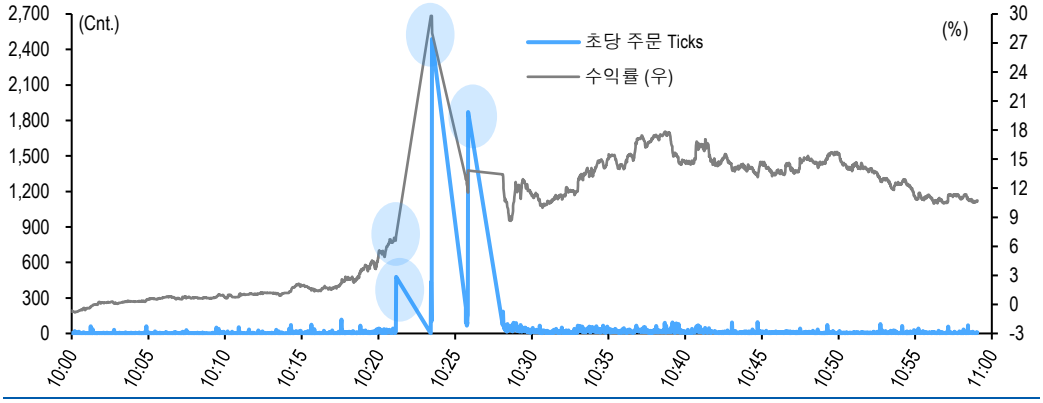

자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트] 미래에셋증권 6/23 거래 초당 주문 Ticks 수




자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트] 3 회의 순간에서 마이크로 세컨드(1/1,000,000)의 주문이 체결




자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

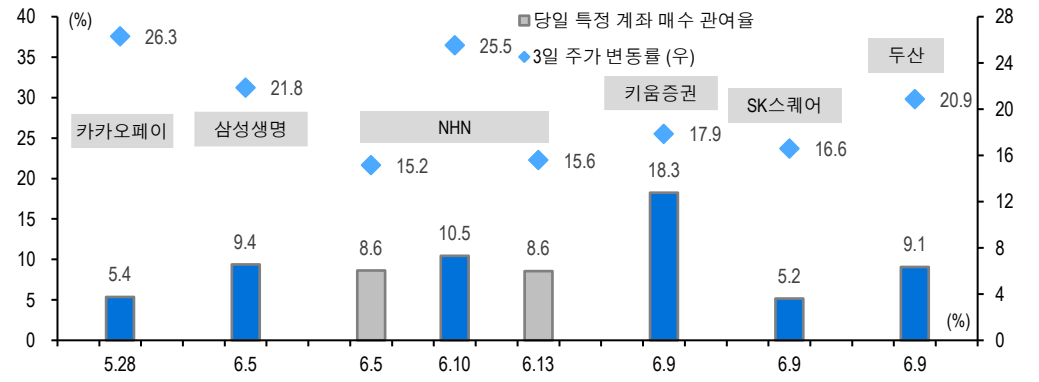
# 소수 계좌 집중, 매매 관여 과다의 시그널

일반적으로 대형주가 투자경고 종목으로 지정되는 Case는 경영권 분쟁 등의 이슈 등을 제외하면 흔하지 않다. 최근 증시에서 다른 특징은 5월말부터 대형주에 대한 투자경고 공시가 크게 증가한 점에 있다.

투자 경고 공시에는 3일 간 15% 상승, 15일 간 75% 등의 여건에 따라 후행적으로 확인되는 경우가 많다. 블록딜 등의 특수 Case를 제외하고는 소수 계좌의 거래비중이 높은 경우는 보통 중소형주에서 발견되는 특징이다.

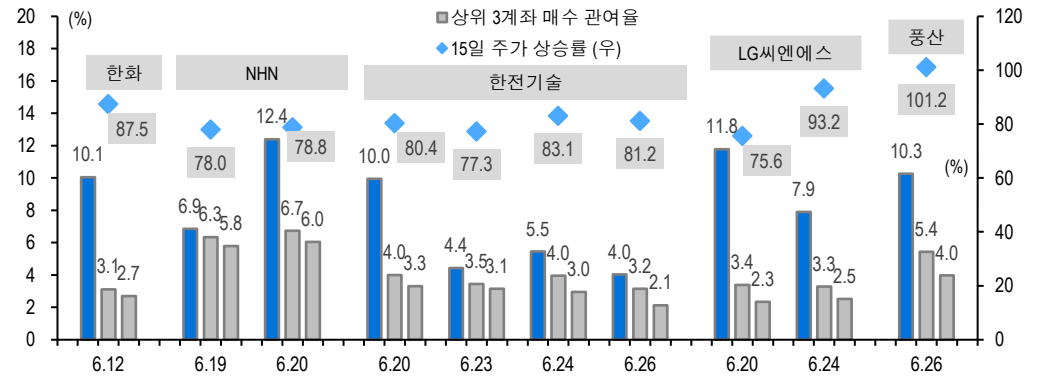
하지만, 최근 모멘텀주로 볼 수 있는 카카오페이, 삼성생명, SK스퀘어, 두산, NHN, 한화, 한전기술, 풍산 등의 종목에서 이와 같은 일부 계좌의 매수 관여율이 높은 점이 확인된다. 테마성 이벤트를 감안하더라도 경영권 분쟁이나 블록딜 수준은 아닐 것으로 사료된다. 그리고 추가적인 고민은 이 후행적인 누적수익률이 높은 점에 있다.

[차트] 특정 계좌 매매 관여 과다 종목



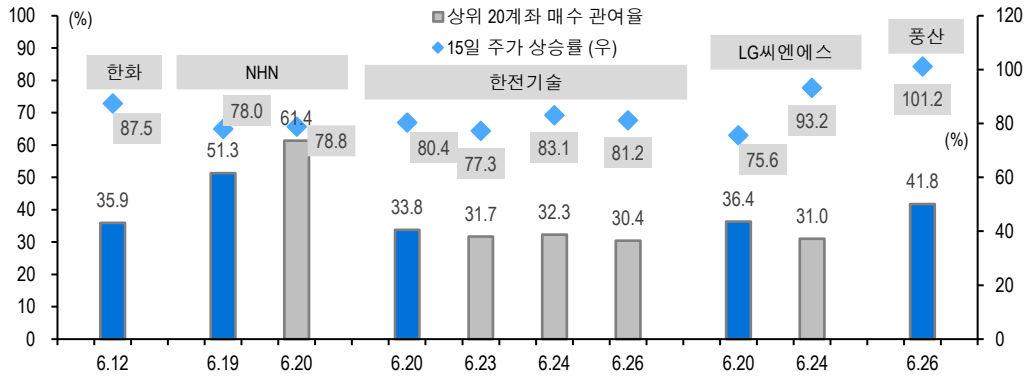

주: 3 일 간 특정 계좌의 매수관여율이 5% 이상인 거래일이 2 일 이상 기준. 자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트] 소수 계좌 매수 관여 과다 종목 (1/2) - 수급 주도 투자자가 한정적임을 유추할 수 있는 대목이면서




주: 15 일 간 상승 종목의 당일 소수계좌 매수 관여율 상위 기준. 자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트] 소수 계좌 매수 관여 과다 종목 (2/2) - 현재 매물대에서 추가적인 거래 체결이 제한적임을 시사.




주: 15 일 간 상승 종목의 당일 소수계좌 매수 관여율 상위 기준. 자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

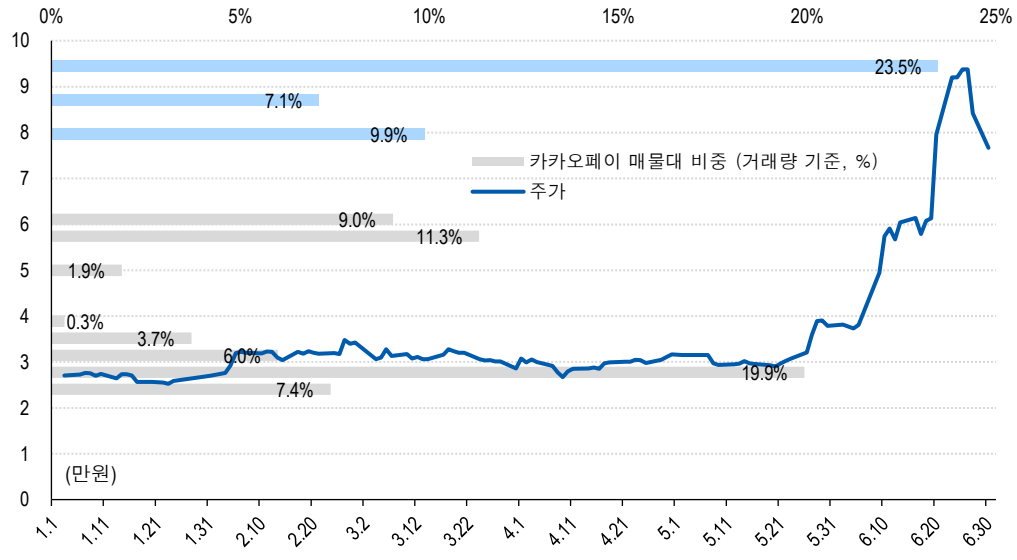
# 순환될 성(聲)과 격(擊) - 거래 회전율을 높일 필요

시장 투자자들이 수급에 현혹되는 것은 개인 수급 역량을 과소평가하기 때문이다. 23년 2차 전지 랠리에서 해당 수급에 대한 문제점을 시사하고 모니터링해 온 당사 패시브가 경험한 바로는 관련 자금의 수급 장악력은 강했다.

회전율을 기반한 수급은 밸류적 부담으로 다른 투자자의 Exit로 수급 영향력과 관련 종목의 변동성은 더 크게 증가했다. 하지만, 투자경고종목 수준까지 상승한 종목은 절대 수익률 측면에서 한계에 직면할 수 밖에 없었고 이후 매일 업종/테마를 순환매 하며 높은 회전율을 유지했다.

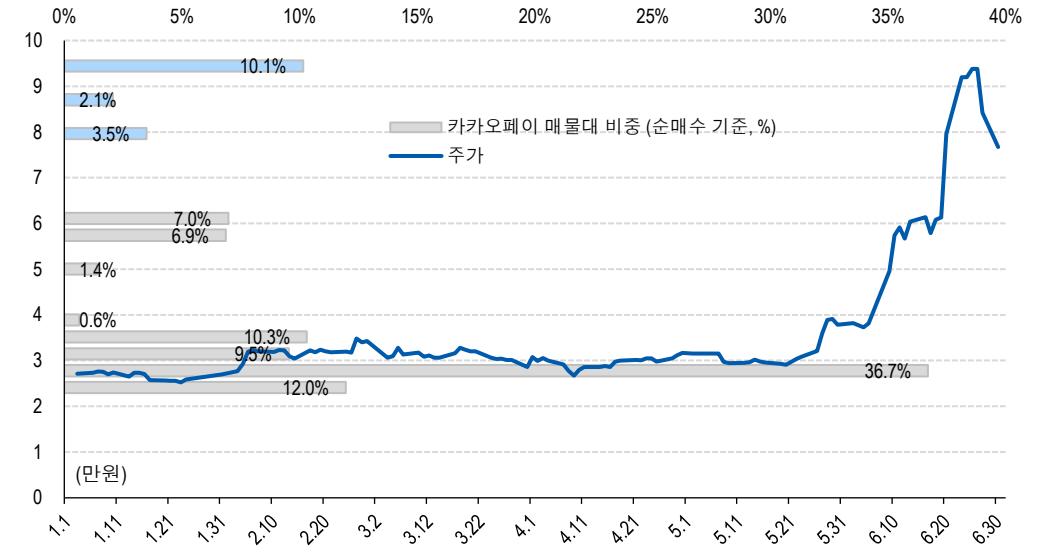
5월말부터 지속된 외국인과 개인의 회전율로 모멘텀주의 하지만, 거래대금 대비 매물대 대비 실제 순매수 레벨은 크게 낮다. 기존 주도주에서는 초과 수익이 한계가 있기 때문에 매도를 하고 다른 업종/테마를 매일 순환매하다가 수거래일 후에 재매수했던 23년의 Case는 반복될 것으로 생각한다.

[차트] 최근 거래대금 상승 국면에서 매물대는 많아 보일 수 있지만




주: 5/19~ 7/3 누적 MWI 수익률 기준. 음영은 +50% 이상 / + 30% 이상 / +20% 이상 / 기타로 구분. 자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트] 실제 순매수 체결 비중과 매매 성과는 제고되지 못할 경우 Daily 순환매 후 재진입할 것으로 보임.




주: 5/19~ 7/3 누적 MWI 수익률 기준. 음영은 +50% 이상 / + 30% 이상 / +20% 이상 / 기타로 구분. 자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

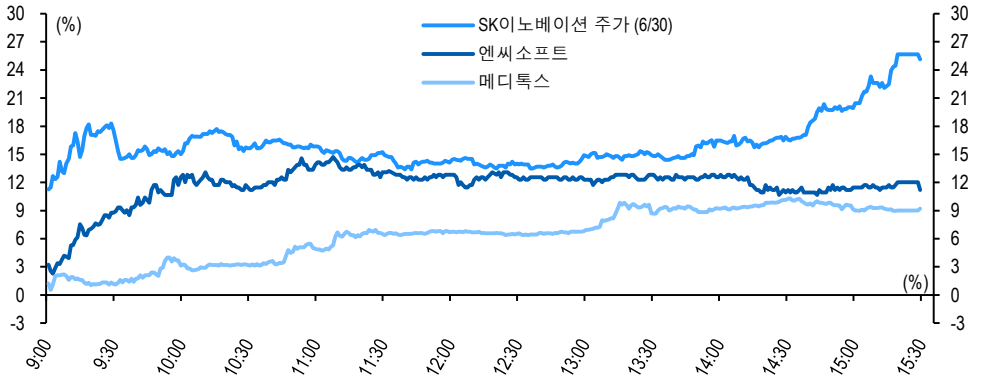
시타델 사태 등과 같이 감독 당국이 해당 부분을 인지하고, 심의에는 상당 기간의 시간이 소요된다. 일반적인 투자자들의 Buy & Hold 전략은 정상적인 시장 환경에서 기대할 수 있는 것으로 생각한다.

사소한 뉴스 플로우나 의미 있는 수준의 Preview 업데이트나 수주 공시, 실적 발표, 최근 거래일 상대수익률 저조나 수급 공백 종목, 과도한 대차잔고 종목의 숏 스퀴즈 등 투기적 수요의 패턴을 분석하고, 다음 거래일 진입할 선택지를 사전에 대응해야 한다.

이들의 수급은 강하며, 그래서 확률이 높지는 않을 것으로 보지만, 여전히 CFD는 약점에 무너질 수 있는 위험한 잔존 요인으로 본다. 당국이 현황 파악에 소요보다 선결되어야 할 요건은 CFD 레버리지 매도 금지로 생각한다. 모멘텀에 대한 부분으로 일반 투자자가 투기적 포지션

낮은 증거금율로 2.5배의 매도를 하는 행위는 차단되어야 한다. 일반 매도만 허용하면 자산 평가 CFD 미결제 약정 등의 동결과 같은 조치보다 반발도 없을 것으로 생각한다.

[차트] 6/30 급등락 종목 시간대별 추이




| 수익률 상위 | 수익률 하위 |
|---|---|
| - 국내 첫 원전 해체 승인에 따라 관련주 상승. 북미향 전력 인프라 및 전선 수요 관련 기대감으로 전력기기 관련주 강세. | '- 테슬라 유럽 판매 부진 및 로보택시 출시 이후 기대 소멸 등의 영향으로 2차전지 약세. |
| - 단기 조정 중이던 방산주, NATO 방위비 증액 기대감으로 반등. 특히, 한화에어로스페이스 대규모 전투기 엔진 수주로 지주사인 한화(+5.01%) 동반 상승. | - 스테이블코인 관련 IT 서비스 종목 차익실현 매물 출회하며 하락세. 기대감으로 상승했던 카카오페이(-10.23%) 역시 주가 조정 및 거래제한 해제 후 급락. |
| - 두산로보틱스(+6.44%), 독일 뮌헨 로봇 박람회 참가로 시장 기대감 증가. | |
| - 고려아연(+6.43%), 영풍의 신주 발행 무효 소송 승소로 경영권 분쟁 장기화 예상으로 주가 급등. | |

자료 : 유안타증권 리서치센터

## Appendix

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

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