김지현 시황/파생 분석 jeehyun12@daolfn.com

DAOL 다올투자증권

# Derivative Market Point

## 극단적 변동성은 ETF 리밸런싱 확대 영향, 기술적 반등 가능한 구간

- 3/4 코스피 -12.1%, 코스닥 -14.0% 하락하며 사상 최대 일간 하락폭을 기록, 양 시장 모두 매도 사이드카, 서킷브레이크 발동. 그럼에도 외국인은 현선물 순매수로 대응했으며 특히 선물은 2.3 조원 순매수로 지난 2/12 이후 최대 규모 일간 순매수 기록. 일부 반도체 소부장 비롯 코스닥 순매수 강도가 더 강했던 건 다음주 예정된 코스닥 액티브 ETF 상장을 앞둔 선제적 매수세일 가능성.

(3/4 수급)

- KOSPI: 개인 -3,606 억원, **외국인 +1,351 억원, 금융투자 -1,879 억원**
- KOSDAQ: 개인 -1.1 조원, 외국인 +1.2 조원, 금융투자 +688 억원
- 선물: 개인 -1.1 조원, **외국인 +2.3 조원, 금융투자 +1.2 조원**

- 금융투자는 KOSPI 현물 YTD 19 조원 순매수, 2025 년 연간 순매수 규모(30 조원)의 60% 수준을 2 개월만에 달성. 이는 개인들의 ETF 수요 증가(개인 ETF 매수 증가 → 금투 ETF 매도 및 설정 대응 → 주식현물 바스켓 매수), 지수 상승에 따른 레버리지, 인버스 등 파생 ETF AUM(순자산총액) 확대 등에 기인.
- 실제로 YTD 기준 개인은 국내 상장 ETF 26 조원 순매수, 금융투자 -39 조원 순매도. ETF 상장좌수 증가(자금유입)로 금융투자 현물 순매수 동반 증가. 지수상승과 자금 유입 영향으로 ETF AUM (순자산총액)은 YTD 80 조원 증가. 이 과정에서 LP 는 ETF 설정에 따른 헤지 목적으로 현물 매수와 동시에 선물 매도 포지션을 구축.
- 다만 3 월 3~4 일 금융투자는 KOSPI 현물 1.3 조원 순매도, 선물 순매수하며 기존 ETF 설정 구조와 반대되는 수급을 보임. 이는 시장 급락 과정에서 기존 선물 매도 헤지 포지션 청산 성격의 거래로 해석 가능.
- 외국인은 2 월 KOSPI 현물 21 조원 순매도하며 YTD 26 조원 순매도, 선물 역시 5.6 조원 순매도. 2/12 선물옵션 만기일 전후로 KOSPI 5,500pt, KOSPI200 800pt 돌파 과정에서 선물을 일시적으로 5.7 조원 순매수하며 누적 숏포지션을 일부 청산했으나 이후 2 월 말 재차 매도 전환. 미결제 약정 수량은 2/26 기점으로 소폭 증가, 그러나 20 일 이동평균 기준으로 유의미한 포지션 증가로까지는 이어지지 못했음.
- 전일 VKOSPI 는 80.37pt 기록, 2008 년 10 월 29 일(89.3pt) 이후 최고치. 이를 일일 변동성으로 환산하면 약 ±5% 수준의 변동폭을 의미. 전일 종가 5,094pt 기준 단기 예상 변동 범위는 4,830~5,350pt 수준으로 추정 가능. 2008 년과 같은 시스템 리스크 확산이라기 보다는, 레버리지 ETF AUM 확대에 따른 종가 리밸런싱 수요가 확대되며 실제 시장 변동성이 증폭된 영향으로 판단.
- 현선물 스프레드는 2 월말부터 외국인 현물 매도세 확대된 영향으로 전일 기준 +4.61bp 까지 확대. 극단적 선물 고평가 영역 진입함에 따라 금일 현물 순매수 유입 및 기술적 반등 가능한 상황. 전일 외국인 2 시경부터 현선물 동시 순매수 전환, 패시브 성격의 프로그램 비차익 매매는 3/3 3 조원 순매도 이후 3/4 4,400 억원 유입(코스닥은 1.1 조원 순매수), 외국인 풋옵션 2.2 만 계약 대규모 순매도 등 단기 저점 가능성도 일부 확인.

*fig. 1* KOSPI 주체별 누적 순매수(22년 누적)

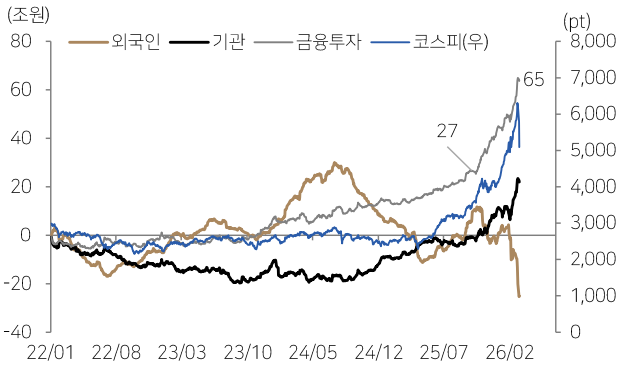



*fig. 2* KOSDAQ 주체별 누적 순매수(22년 누적)

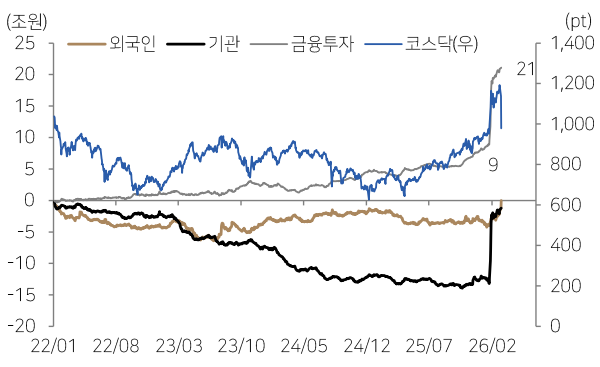



*fig. 3* 외국인 현선물 누적 순매수(YTD)

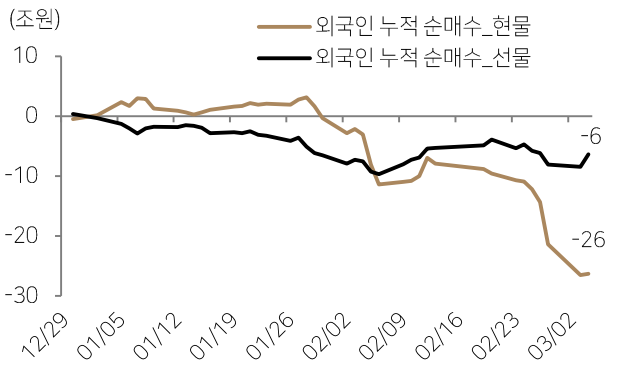



*fig. 4* 금융투자 현선물 누적 순매수(YTD)

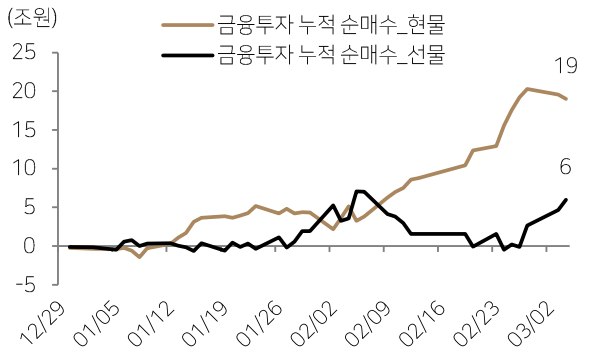
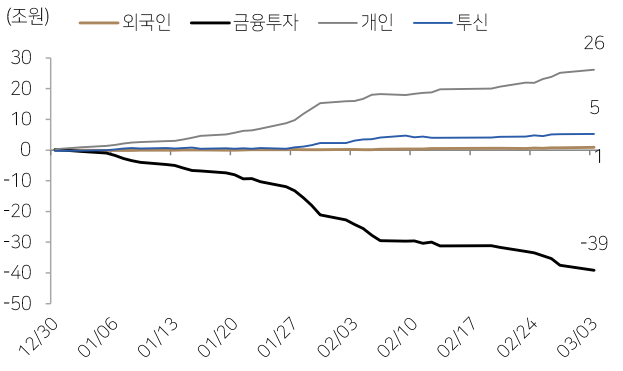
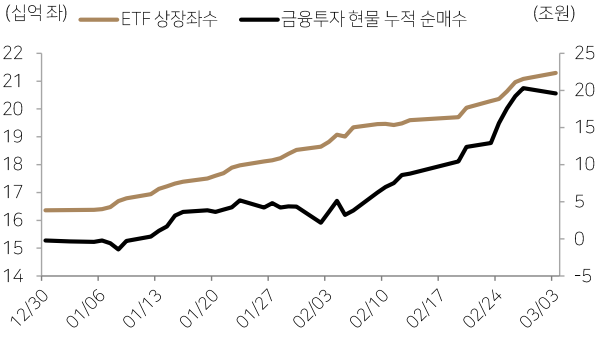



*fig. 5* 국내ETF 주체별 누적순매수(YTD)




Source: KRX, Quantiwise, 다올투자증권

*fig. 6* 국내ETF 상장좌수, 금융투자 KOSPI 누적순매수(YTD)




Source: KRX, Quantiwise, 다올투자증권

*fig. 7* KOSPI200 최근+차근월물 미결제약정

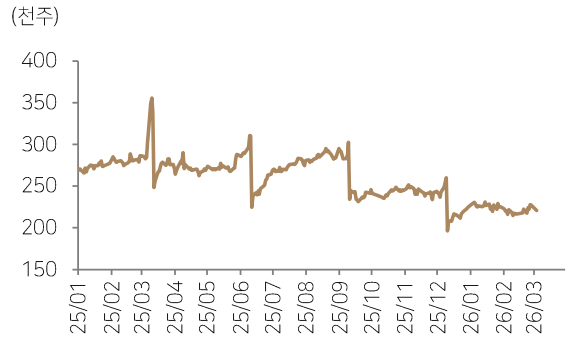



*fig. 8* KOSPI200 최근+차근월물 미결제약정 20일 이동평균

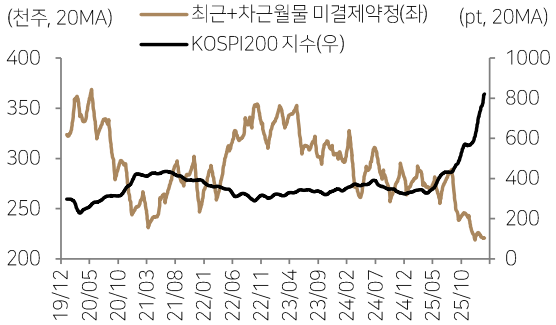
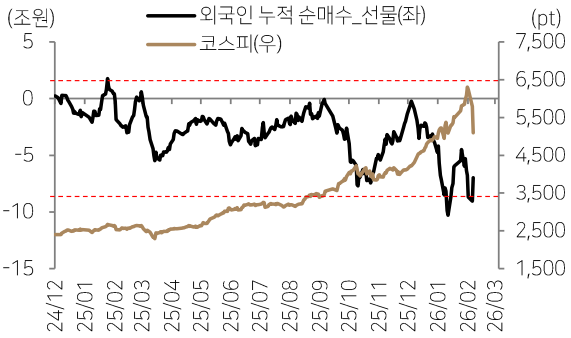
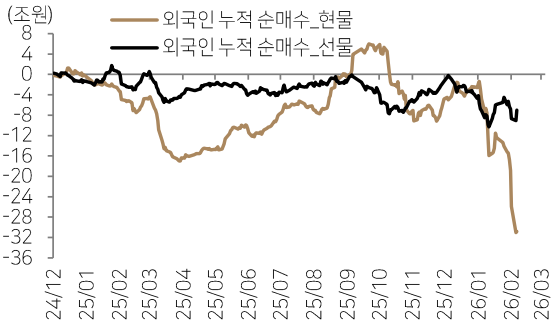



*fig. 9* 외국인 선물 누적순매수, KOSPI




Source: Quantiwise, 다올투자증권

*fig. 10* 외국인 현선물 누적 순매수




Source: Quantiwise, 다올투자증권

## KOSPI200 선물옵션

*fig. 11* KOSPI200 선물 일간 동향

| | | 3/4 | 3/3 | 2/25 | 2/2 | 증감 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | D | 1D | 1W | 1M | 1D | 1W | 1M |
| 지수 | 선물 | 761.40 | 859.60 | 907.30 | 722.60 | -11.42 | -16.08 | 5.37 |
| (pt, %) | KOSPI200 | 756.79 | 859.40 | 903.83 | 725.46 | -11.94 | -16.27 | 4.32 |
| | 시장베이시스 | 4.61 | 0.20 | 3.47 | -2.86 | | | |
| | 이론가 | 757.25 | 860.00 | 903.34 | 725.84 | | | |
| | 이론괴리율 | 0.55 | -0.05 | 0.44 | -0.45 | | | |
| | 3-6 스프레드 | 2.95 | 2.60 | 3.30 | 1.90 | | | |
| 거래량 | 선물 | 338,775 | 307,252 | 207,739 | 404,373 | 31,306 | 104,698 | 252,009 |
| (계약, 천주) | KOSPI200 | 463,176 | 431,870 | 358,478 | 211,167 | 31,523 | 131,036 | -65,598 |
| 거래대금 | 선물 | 670,153 | 684,796 | 468,772 | 749,060 | -14,643 | 201,381 | -78,907 |
| (억원) | KOSPI200 | 573,317 | 480,539 | 308,062 | 292,219 | 92,778 | 265,255 | 281,098 |
| 미결제약정 | 3 월물 | 201,900 | 205,062 | 208,413 | 212,652 | -3,162 | -6,513 | -10,752 |
| (계약) | 6 월물 | 18,646 | 17,114 | 13,553 | 9,794 | 1,532 | 5,093 | 8,852 |
| | 합계 | 220,546 | 222,176 | 221,966 | 222,446 | -1,630 | -1,420 | -1,900 |

Source: Quantiwise, 다올투자증권
참고: Big 선물 최근월 기준

*fig. 12* KOSPI200 Big 선물 일간 거래대금

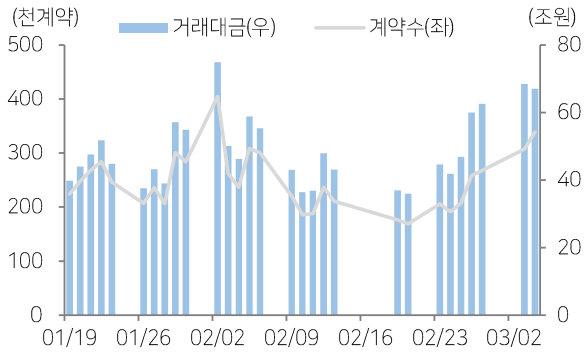



*fig. 13* KOSPI200 현물, 선물 거래대금

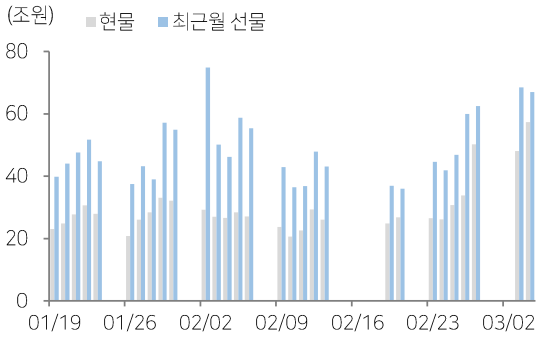
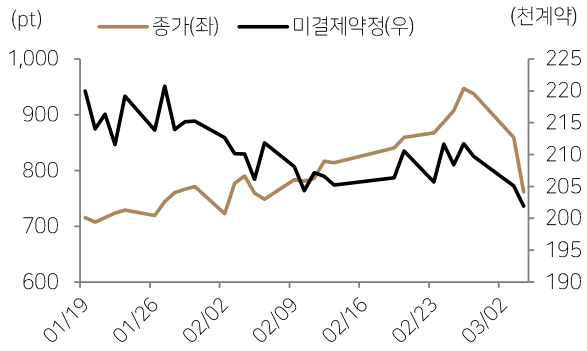
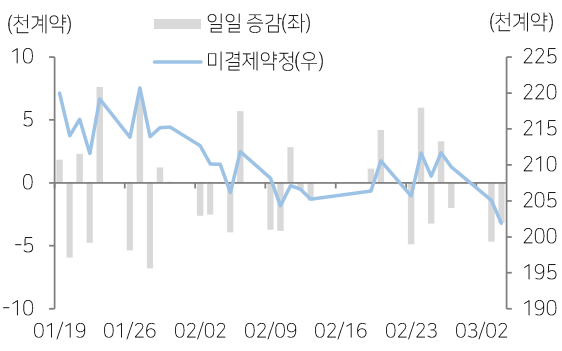



*fig. 14* KOSPI200 Big 선물 종가, 미결제약정




Source: Quantiwise, 다올투자증권

*fig. 15* KOSPI200 Big 선물 미결제약정, 일일 증감



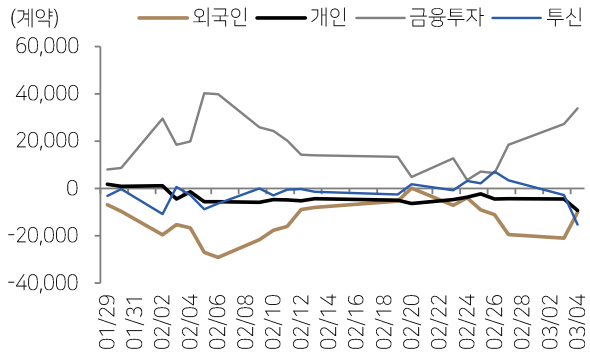

Source: Quantiwise, 다올투자증권

*fig. 16* **주체별 KOSPI200 선물거래 누적 동향**

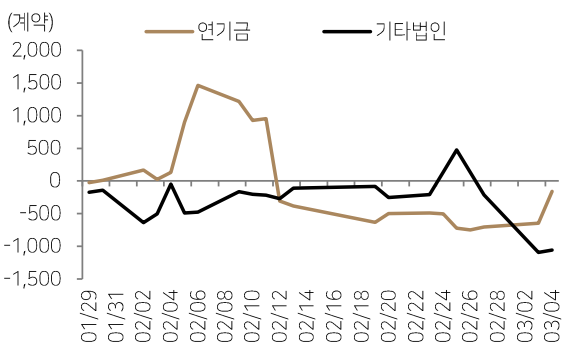
| | 외국인 | 개인 | 금융투자 | 투신 | 연기금 | 기타법인 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| (Big) 선물 당일 순매수(계약) | 11,122 | -4,818 | 6,548 | -12,685 | 484 | 60 |
| (Big) 선물 누적포지션(계약) | -3,751 | -9,420 | 46,085 | -15,429 | 999 | -922 |
| (Mini) 선물 당일 순매수(계약) | -1,186 | 66 | 442 | 784 | 0 | -107 |
| (Mini) 선물 누적포지션(계약) | -31,788 | 589 | 37,142 | 589 | -5,800 | -676 |
| 전체 누적포지션(계약) | -10,109 | -9,302 | 33,828 | -15,311 | -161 | -1,057 |
| 전체 누적순매수대금(억원) | -12,342 | -21,133 | 53,215 | -21,354 | -459 | -1,993 |
| (Big) 선물 거래비중(%) | 70.4 | 17.9 | 7.3 | 2.1 | 0.9 | 1.2 |
| (Mini) 선물 거래비중(%) | 66.4 | 26.7 | 5.7 | 0.2 | 0.1 | 0.7 |

Source: Quantiwise, 다올투자증권
참고: 최근 30일 누적거래대금 기준, 전체 누적포지션 = Big 선물 누적포지션 + Mini 선물 누적포지션/5

*fig. 17* **주체별 선물 누적포지션 추이**




Source: Quantiwise, 다올투자증권




Source: Quantiwise, 다올투자증권

**fig. 18 주체별 KOSPI200 옵션거래 누적 동향**

| | | 외국인 | 개인 | 금융투자 | 투신 | 연기금 | 기타법인 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Call | 누적 수량(계약) | 23,577 | 9,473 | -21,552 | -10,569 | -160 | -830 |
| | 누적 순매수(백만원) | -38,945 | 24,554 | 39,831 | -31,550 | -158 | 3,080 |
| Put | 누적 수량(계약) | 57,121 | -12,081 | -49,370 | 222 | 160 | 3,933 |
| | 누적 순매수(백만원) | -60,686 | 64,194 | 3,645 | -1,752 | 167 | -5,439 |

Source: Quantiwise, 다올투자증권
참고: 최근 30일 누적거래대금 기준, Big 옵션 최근월 기준

**fig. 19 주체별 콜옵션 누적포지션 추이**

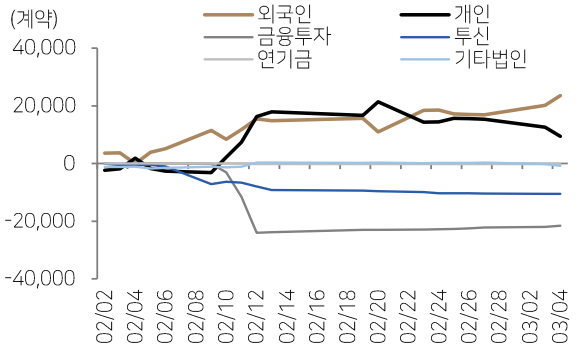



**fig. 20 주체별 풋옵션 누적포지션 추이**

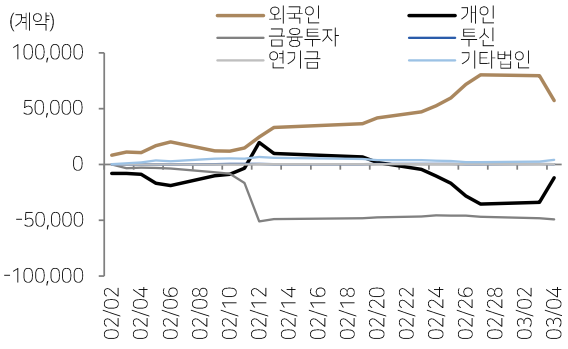



**fig. 21 코스피, VKOSPI지수**

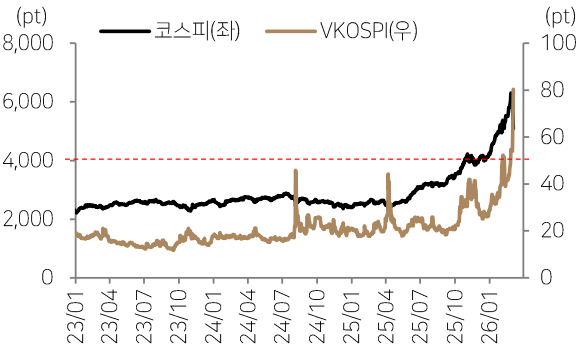



**fig. 22 S&P500, VIX지수**

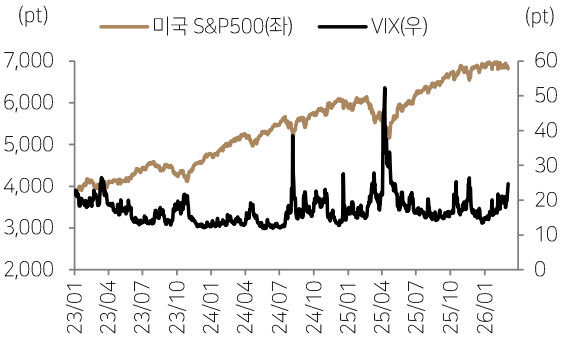
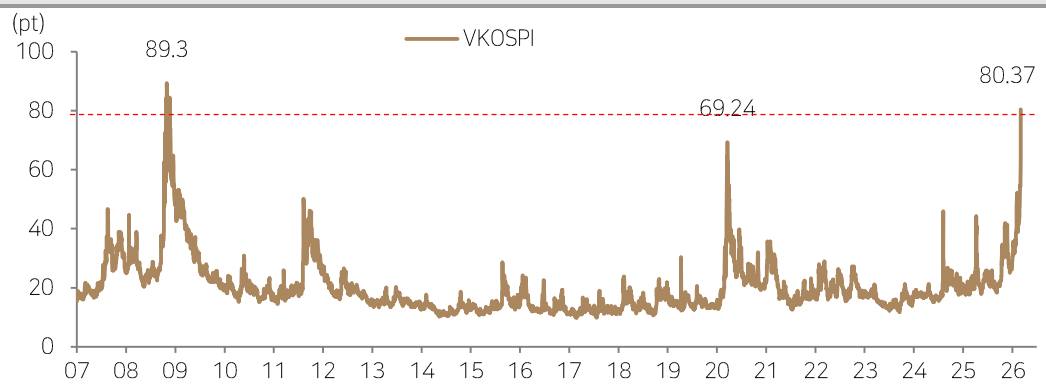



**fig. 23 VKOSPI지수(2008년 이후)**




Source: Quantiwise, 다올투자증권

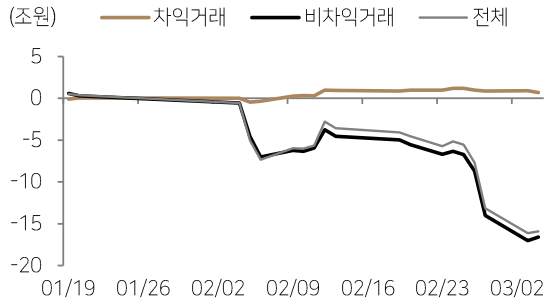
## 프로그램 매매

*fig. 24* **프로그램 매매 동향**

| | 3/4 | 3/3 | 2/25 | 1/20 | 증감 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | D | 1D | 1W | 1M | 1D | 1W | 1M |
| 차익 순매수 (억원) | -2,359 | 452 | -51 | 1,326 | -2,811 | -2,308 | -3,685 |
| 비차익 순매수 (억원) | 4,391 | -30,032 | -3,758 | -2,848 | 34,423 | 8,149 | 7,240 |
| 전체 순매수 (억원) | 2,032 | -29,580 | -3,809 | -1,522 | 31,612 | 5,841 | 3,554 |
| KOSPI 거래대금 (억원) | 628,650 | 527,947 | 352,710 | 320,858 | | | |
| 프로그램매매 비중 (%) | 75.25 | 75.34 | 70.13 | 71.69 | | | |

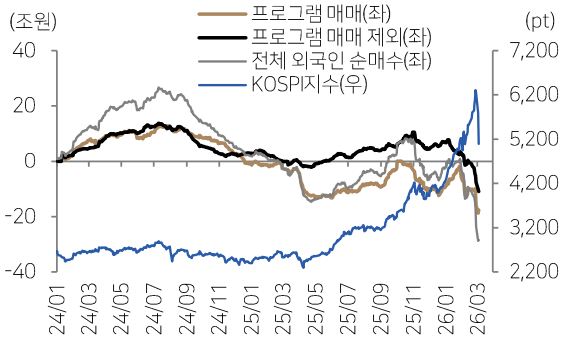
Source: Quantiwise, 다올투자증권

*fig. 25* **프로그램 매매 누적 순매수 추이**




Source: Quantiwise, 다올투자증권
참고: 최근 30일 누적거래대금 기준

*fig. 26* **외국인 전체 누적 순매수, 프로그램 매매 누적 순매수 추이**




Source: Quantiwise, 다올투자증권

## Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.
당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어OTF'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.