기이한 레버리지 Stat

미수금, ETF Put옵션, CFD 마진콜 / 효과적인 디레버리징에 대하여

고경범 Passive/ETF
gyeongbeom.ko@yuantakorea.com

미수금의 증가, 증권에 대한 유비(有備)

신용융자잔고 32.3조원(KOSPI 21.8조, KOSDAQ 10.4조)은 수급에 부담이 될 수 있지만, 최근 2일간 위탁매매 미수금은 2.1조원을 기록(+1.0조원 증가)

이전 미수금 1조원대는 23.10월 영풍제지 하한가 사태 때 인식된 4,943억원과 연관. 당시 키움증권의 평가 손실로 회계처리되었고, 시장 충격으로 미전이.

숏텀 트레이딩 관점에서 일부 증권사에서 만에 하나 발생할 수 있는 리스크 회피는 필요해 보임.

MSCI Korea, 3x 레버리지 ETF Flow, Put 옵션의 증가

MSCI Korea ETF의 YTD 순유입은 +47.7억$을 기록. 작년 하반기 누적분 +13.8억$의 3.5배 수준이 약 2개월만에 유입.

MSCI Korea 지수 일간 수익률의 3배를 추종하는 Direxion Daily MSCI South Korea Bull 3X ETF(KORU)의 2월 중하순 +3.3억$ 순유입. 하지만, 패시브 Flow의 현물 영향에서 보면 2월 일평균 외국인 거래대금 10.2조원 대비 한계는 존재.

2월 중하순부터 MSCI Korea ETF의 Put 옵션 미결제약정과 거래량은 크게 증가. 1) Direction Korea Bull 3x ETF(KORU)의 3배의 Long 포지션을 추종에 대한 헤지로 LP의 Short 헤지 포지션을 구축에 활용. 2) 2) CFD 등 TRS(Total Return Swap)의 Long 포지션이 과잉 구축되어 있을 때, Prime Broker의 Short 포지션 조합 요구에 따른 결과로 추정.

CFD 마진콜, 위험한 능선은 넘은 상황

호르무즈 해협 봉쇄 이후 외국인의 -10.2조원의 순매도도 높지만, 수급적 포모가 형성된 거래일은 3/4(수)의 -12.1% 지수 하락.

3/4(수) 지수 전반의 조정은 마진콜 성격으로 추정. 해당 반대매매 청산의 트리거는 역외 Swap 계약, CFD의 마진콜이 1차적으로 발생하고, 2차적으로 국내 외국계 Back-Bone CFD의 장중 청산으로 이어진 것으로 추론됨.

Margin 계산 방식에 대해서는 개별 계약에 상이하지만 일반적인 증거금 40% 수준이 2.5배인 점을 감안하면, 전술한 3배를 추종하는 KORU ETF의 수익률은 관련 바로미터로 활용 가능.

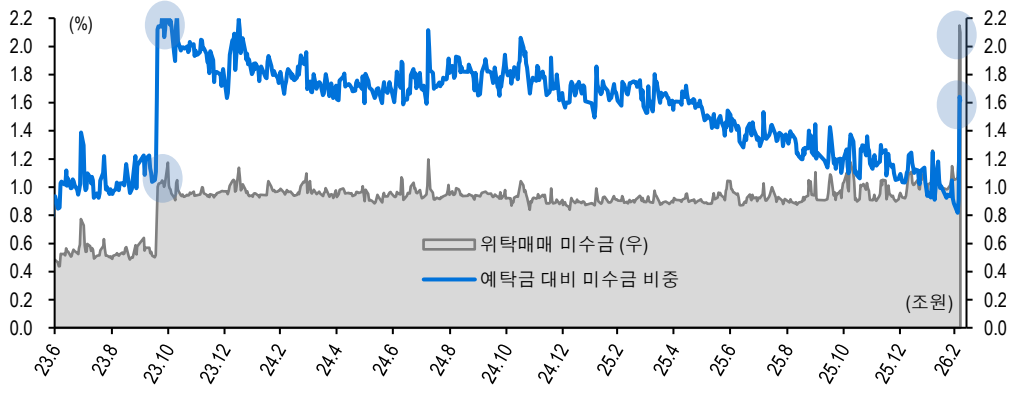
미국 시간 3/3일 기준 -30% 수준의 하락에서는 3/4일 국내 증시 조정에 영향을 미쳤지만, 3/5일 -18.5% 하락에 대해서는 지수 조정은 제한적.

미수금의 증가, 증권에 대한 유비(有備)

호르무즈 해협 봉쇄의 경제적 손실은 유사한 권역이었지만, 아시아에서도 한국의 조정은 크게 체감되고 있는 이슈였다.

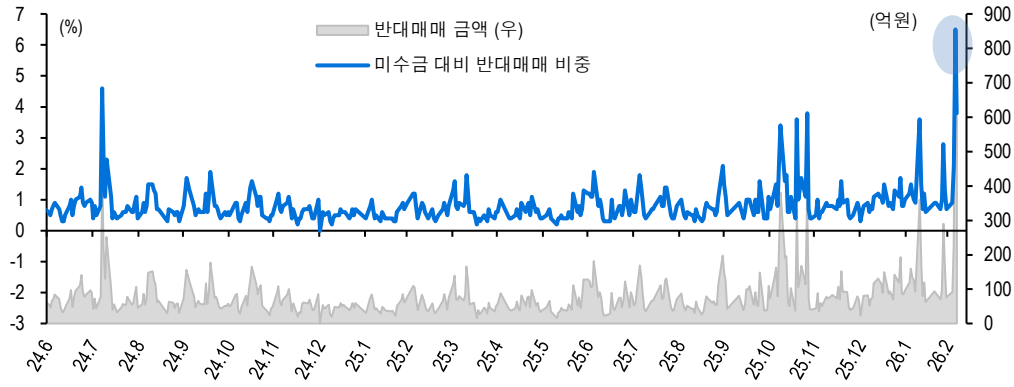
지수 급락으로 신용융자잔고 32.3조원(KOSPI 21.8조, KOSDAQ 10.4조)은 수급에 부담이 될 수 있다. 이보다 체감이 되는 점은 최근 2일간 위탁매매 미수금이 2.1조원까지 급등한 점이다. 이전 미수금 규모 대비 +1.0조원이 급등한 점인데, 반대매매의 리스크는 존재하는 것은 사실이다.

[차트 1] 최근 2일 간 위탁매매 미수금은 2.1 조원까지 급등.



자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

[차트 2] 미수금의 +1.0 조원 증가에서 보면, 반대매매 리스크가 존재하는 것은 사실



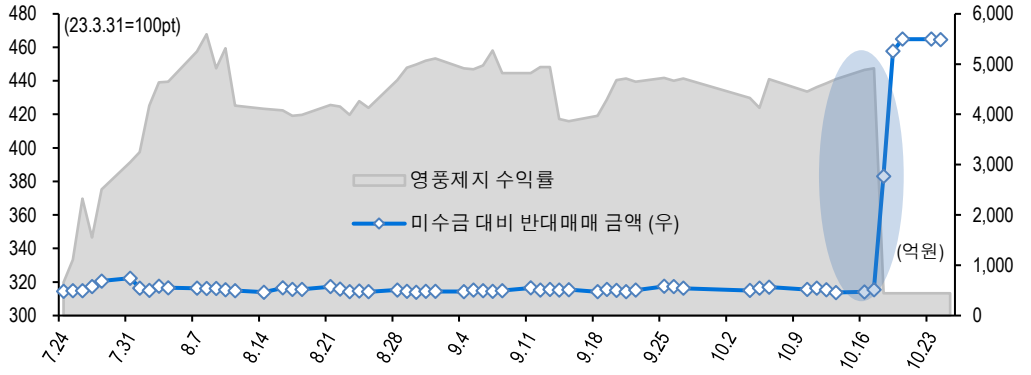
자료: 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

하지만, 이전 미수금 1조원대는 23.10월 영풍제지 하한가 사태 때 인식된 4,943억원과 연관이 깊다. 당시 키움증권의 평가 손실로 회계처리되었고, 시장 충격으로 전이되지는 않았다. 개별 종목 이슈로 인식되며 잔여 종목의 주가는 특이점이 없었다.

분명 올해 지수 상승과 동반된 개인 위탁자금의 구조적 증가를 감안해야 하고 반대매매의 출회에 대한 부분은 확인되어야 하겠지만, 신용융자거래와 미수금 측면 만으로 시장을 불안하게 바라볼 요인은 아니라고 생각한다.

다만, 23.10월 미수금 사태에서 대해서 키움증권은 610억원 수준을 회수하고 잔여 미수금 4,333억원은 충당금으로 손실 처리한 경험이 있다. 숏텀 트레이딩 관점에서 일부 증권사에서 만에 하나 발생할 수 있는 리스크를 회피하는 것이 합리적으로 생각된다.

[차트 3] 23.10 월 미수금 증가는 영풍제지 하한가 사태가 영향. 키움증권의 충당금 반영에서 보면 증권주의 단기 리스크 회피 필요



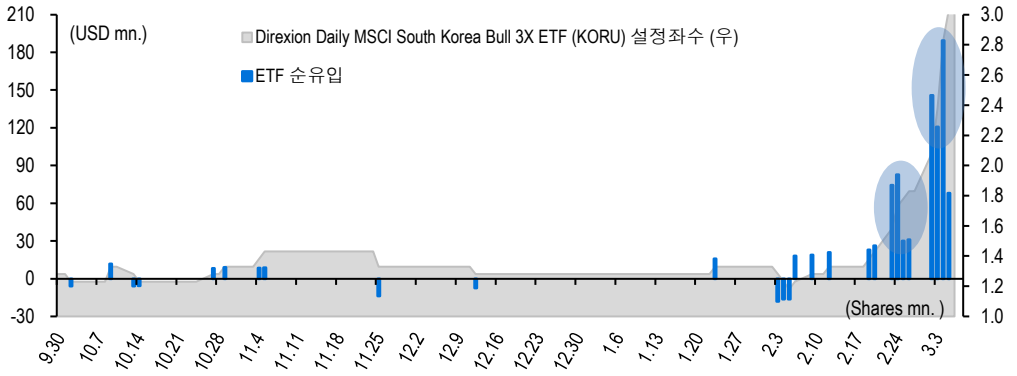
자료: KRX, 금융투자협회, 유안타증권 리서치센터

MSCI Korea, 3x 레버리지 ETF Flow, Put 옵션의 증가

올해 MSCI Korea ETF 의 YTD 순유입은 +47.7억$을 기록했다. 상법 개정 모멘텀과 DRAM 숏티지 이슈가 반영된 작년 하반기 누적분 +13.8억$의 3.5배 수준이 약 2개월만에 유입되고 있다. 2월 하순부터 일평균 +2.3억$의 자금이 유입되는 것은 높은 수준이다.

또한 아시아 패시브 Flow 에서 MSCI Kore ETF 의 압도적인 순유입 외에도 주목할 부분은 2월 하순 이후 미국에 상장된 MSCI Korea 지수 일간 수익률의 3배를 추종하는 Direxion Daily MSCI South Korea Bull 3X ETF(KORU)의 순유입이 크게 급증한 점이다.

[차트 4] MSCI Korea 지수 일간 수익률의 3 배를 추종하는 Direxion MSCI South Korea Bull 3X ETF(KORU)의 순유입 급증

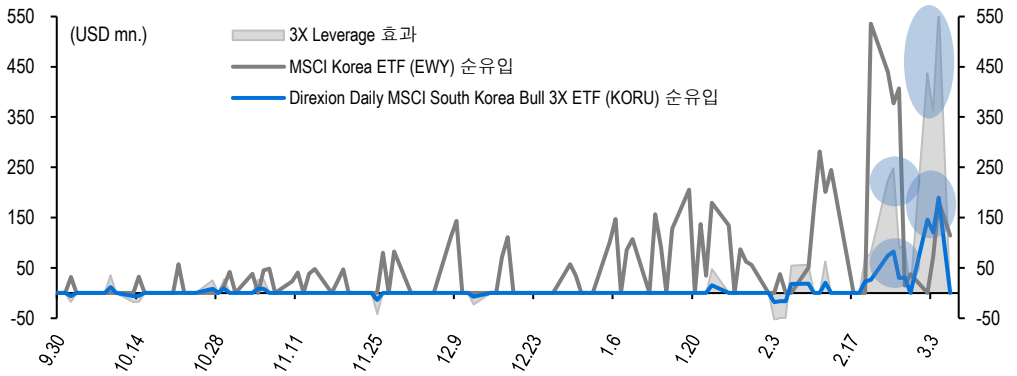


자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

3월 이후 순유입 급증은 한국 증시의 급락에 대한 과잉 유입으로 보더라도 2월 중하순 +3.3억$의 순유입은 지수상승의 부담 국면에서 급증한 점이 동 ETF 포함 레버지리 ETF 의 일반적인 Flow 와는 대비되는 흐름을 보였다.

하지만, MSCI Korea ETF 나 Direction Korea Bull 3x ETF(KORU)의 순유입 규모에서 보면 직접적인 현물 시장 영향은 제한적으로 평가한다. 다른 패시브 자금 유입까지 감안해도 해당 패시브 Flow 가 지수를 견인했다고 보기에는 2월 일평균 외국인 거래대금 10.2조원 대비 한계는 존재한다.

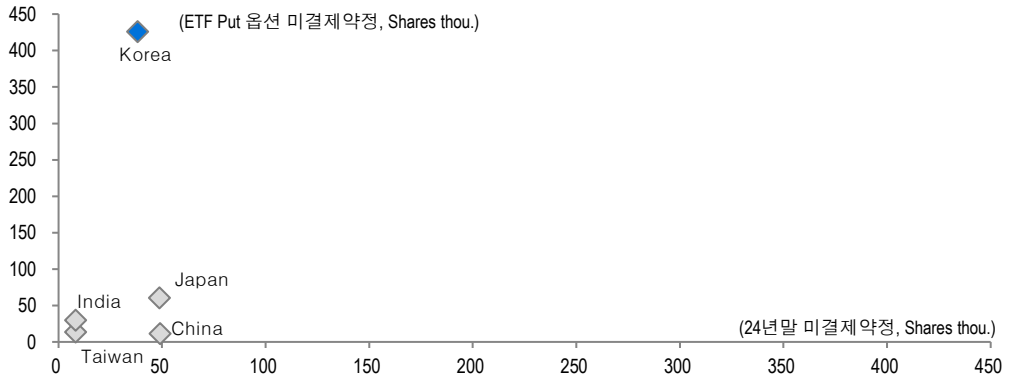
[차트 5] MSCI Korea ETF, Direction Korea Bull 3x ETF(KORU)의 순유입 규모에서 보면 현물 시장 영향은 제한적



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

주목하는 점은 해당 ETF 와 연관된 포지션에서 촉발될 수 있는 국내 지수의 변동성 증가 측면이다. 미국은 ETF 와 옵션 시장의 구조적 성장에 기반해 ETF 기반 옵션 거래가 활성화되어 있다. 반면, 아시아 국가 ETF 는 옵션 시장 유동성이 낮기 때문에 관련 포지션은 미미한 수준에 불과했다.

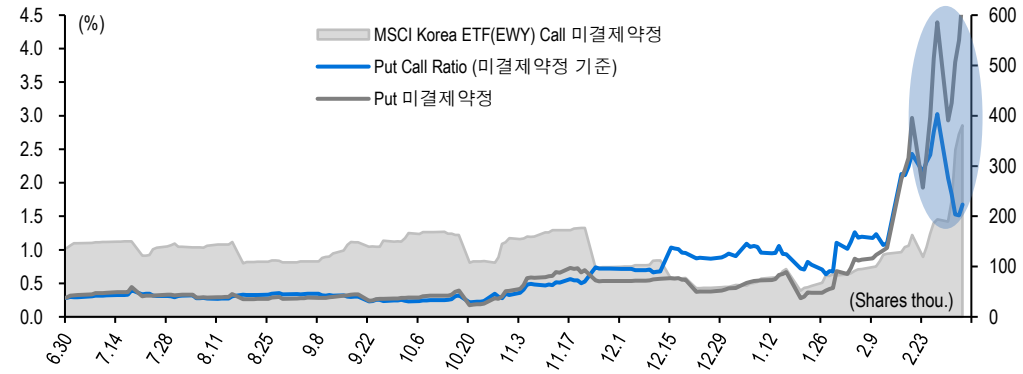
[차트 6] MSCI Korea ETF 의 Put 옵션 미결제약정과 거래량은 크게 증가



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

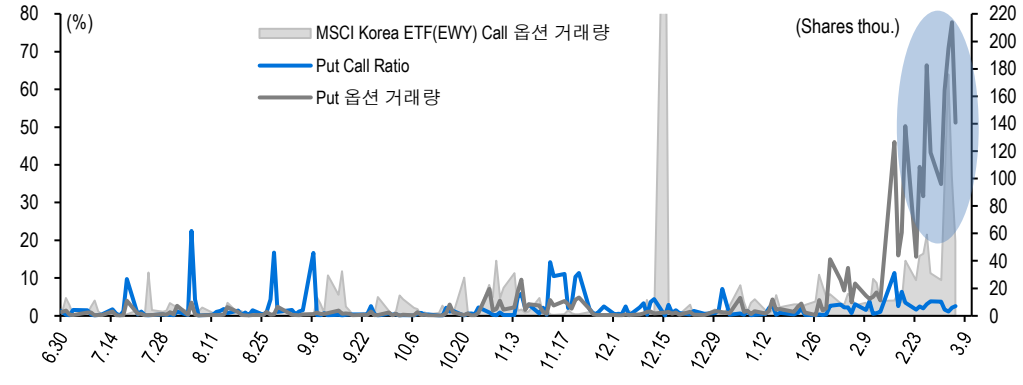
2월 중하순부터 MSCI Korea ETF 의 Put 옵션 미결제약정과 거래량은 크게 증가했다. 유동성이 확보된 지수선물 시장에서는 Put 옵션 거래량 증가를 긍정적인 시그널로 해석할 수 있지만, 거래 유동성이 부족한 ETF 옵션 시장에서는 LP(유동성 공급자), Market Maker(시장 조성자) 등의 매도 포지션 증가로 해석된다.

[차트 7] MSCI Korea ETF 의 Put 옵션 미결제약정의 증가



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

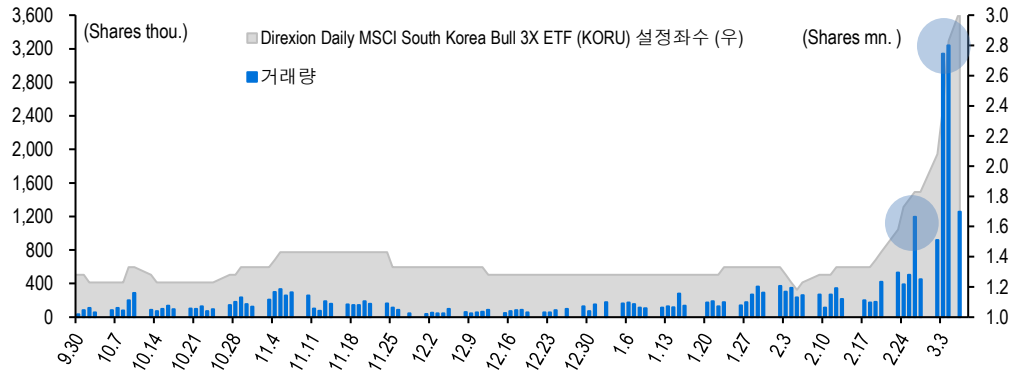
[차트 8] 동 ETF 의 Put 옵션 거래량도 증가. LP(유동성 공급자), Market Maker(시장 조성자) 등의 매도 포지션 증가로 해석



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

관련 유인은 크게 2가지로 사료된다. 1) Direction Korea Bull 3x ETF(KORU)는 MSCI Korea 지수를 3배의 Long 포지션을 추종하고, 관련 유입은 크게 증가하고 있다. LP 등은 투자자 거래를 체결해 주고, 자신의 포지션을 헤지하기 위해 Short 포지션을 구축해야 하는데 동 과정에서 ETF Put 옵션을 활용하는 것으로 판단된다.

[차트 9] Direction Korea Bull 3x ETF(KORU)의 3 배 Long 포지션 거래 증가에 대한 LP 의 Short 포지션 구축에 Put 옵션을 활용



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

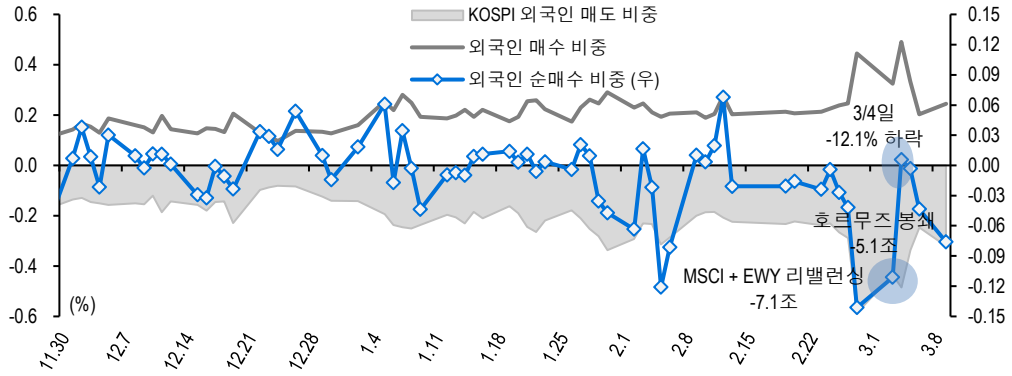
2) CFD 등 TRS(Total Return Swap)의 Long 포지션이 과잉 구축되어 있을 때, Prime Broker 는 투자자의 포지션의 Short 포지션 조합을 요구한다. 동 ETF 의 Put 옵션 물량도 이와 관련된 수요에 사용될 수 있다.

아시아 국가 대비 높지만, ETF Put 옵션의 직접적인 현물 시장 영향력은 낮을 것으로 사료된다. 다만, 이를 통해서 포지션을 예측하기 어려운 CFD, TRS 등의 장외파생 계약의 바로미터로 활용할 수 있다.

CFD 마진콜, 위험한 능선은 넘은 상황

호르무즈 해협 봉쇄 이후 외국인의 -10.2조원의 순매도도 높은 수준이었지만, 특히 수급적 포모가 형성된 거래일은 3/4(수)의 -12.1% 지수 하락 시점이었다. 과거 조정 국면에서의 반등에 익숙해진 투기적 순매수가 과잉 유입에도 지수 전반의 종목에서 조정이 지속되었다.

[차트 10] 호르무즈 해협 봉쇄 이슈에서 한국의 조정이 특히 심화. 3/4 일 -12.1% 급락은 FOMO 를 형성.

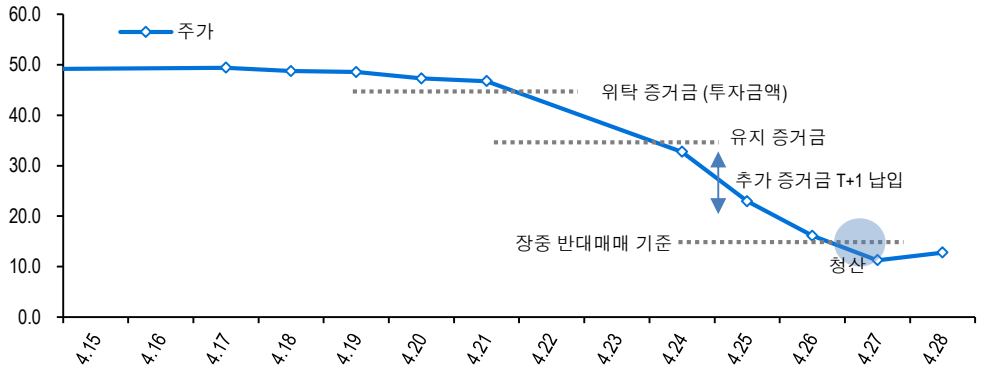


자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

3/4(수) 지수 전반의 조정은 마진콜 성격으로 추정된다. 1차적으로 보는 배경은 장중 CFD 반대매매 청산이다. CFD 계좌 투자금액으로 볼 수 있는 '위탁 증거금' 을 근거로 '유지 증거금' 수준이 설정되어 있다. 계좌 평가액이 이를 하회할 경우, 결손분은 T+1일 오전에 입금해야 하는 점이 기간의 차이는 있지만 신용융자 거래와 유사하다.

문제는 유지 증거금보다 더 낮은 '장중 반대매매 기준' 이 설정되어 있는데, 계좌 평가액이 이 수준을 하회할 경우 장중 청산이 진행되게 된다.

[차트 11] CFD 예탁자산 평가액이 유지 증거금을 하회하면 T+1 일 증거금 납입 필요. 장중 반대매매 기준을 하회하면 실시간 청산



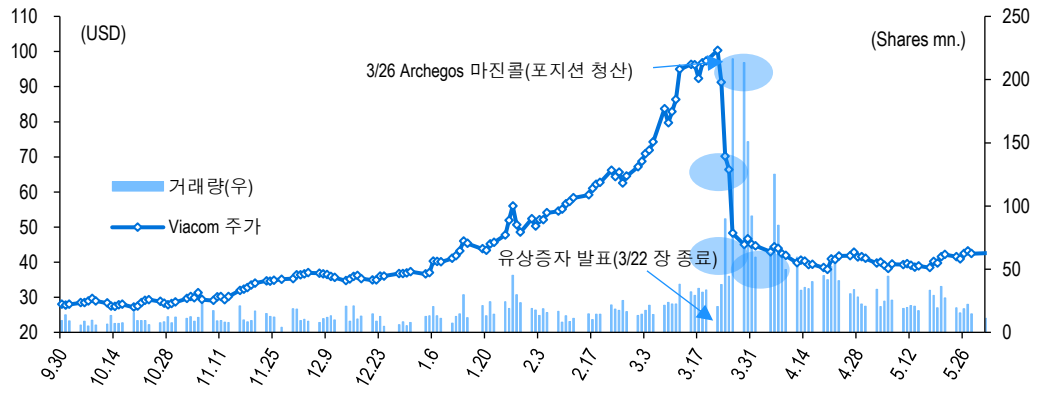
자료: 유안타증권 리서치센터

외국계 Back-Bone CFD(국내 증권사가 외국계 증권사에 중개 주문해 투자자 수급이 외국인으로 기록) 잔고가 미파악되는 규제 공백을 당사 패시브는 몇 차례 지적했었다. 현행 제도에서 공시되는 CFD 잔고는 국내 증권사의 자기 계정만이 한정되어 자율 보고되어 극히 제한적인 물량이다. 실제 잔고 수준이 매우 높을 것으로 추정되는 외국계 중개 물량은 보고 의무가 없어 실체 파악도 되지 않는 것으로 추정된다.

하지만, 개별 계좌 수익률의 차이가 있더라도 연초 이후 국내 증시 랠리에서 보면, 국내 CFD 계좌들이 연쇄적인 장중 반대매매 청산이 진행될 정도로 계좌 평가액이 하회했는지 의문이다. 해당 반대매매 청산의 트리거는 역외 Swap 계약, CFD 의 마진콜이 1차적으로 발생하고, 2차적으로 국내 외국계 Back-Bone CFD 의 장중 청산으로 이어진 것으로 추론된다.

미국의 경우, 국내와 같이 감독 당국이 주도하는 일괄 규정이 존재하는 것은 아니지만, 주식 결제일 T+1일 기준으로 국내보다 반대매매 기준일이 앞설 뿐 아니라, 각 브로커리지 증권사의 CFD 와 유사한 장중 반대매매 기준과 즉시 청산을 우선적으로 하고 있다.

[차트 12] 21.3 월 Archegos 사태의 마진콜



자료: 유안타증권 리서치센터

21.3월 아케고스 사태와 미국 옵션시장의 구조적 성장에 따른 스퀴즈 증가로 자체적인 리스크 관리도 강화되면서 실시간 마진콜은 점차 선행되어 진행되는 경향을 보이고 있다.

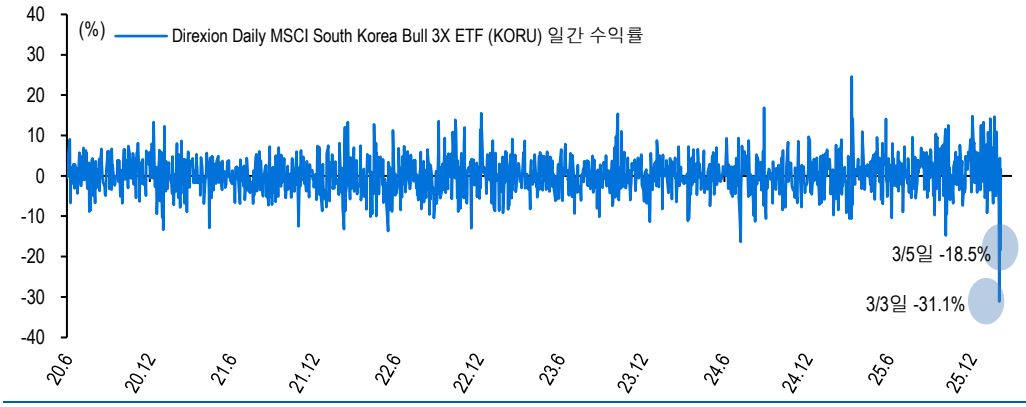
이 부분을 감안해서 보면 일반적으로 국내 투자자는 신용융자 거래, 미수거래의 반대매매를 T+3일로 판단하지만, 역외 마진콜의 경우 조기 진행될 수 있음을 인지할 수 있다.

21.3월 사태 미국, 유럽의 CFD 등의 TRS 계약 규제는 아케고스와 같은 Family Office(사모펀드 규제보다 작은 운용사로서 규제가 상대적으로 낮은 자문사 성격)의 레버리지 비율에 대한 규제도 강화되었다.

이는 증거금 비율 강화로 마진콜 이후 추가 마진콜이 제한적인 부분을 볼 수 있는 부분이다. Margin 계산 방식에 대해서는 개별 계약에 상이하지만 일반적인 증거금 40% 수준이 2.5배인 점을 감안하면, 전술한 3배를 추종하는 KORU ETF 의 수익률은 관련 바로미터로 활용할 수 있다.

미국 시간 3/3일 기준 -30% 수준의 하락에서는 3/4일 국내 증시 조정에 영향을 미쳤지만, 3/5일 -18.5% 하락에 대해서는 지수 조정은 높지 않았다. 해당 부분을 감안하면 지정학적 이슈의 불확실성은 상존하는 이슈이지만, 수급적인 마진콜 등은 다소 제한적일 것으로 판단한다.

[차트 13] 레버리지 배율에서 공모가 산정의 비교군인 Rakuten Bank는 TOPIX 은행 섹터에서도 압도적인 PBR 수준



자료: Bloomberg, 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.