Derivatives Dynamics

2021.10.26

주간 현/선물 수급: 외인의 저가 매수와 증권의 기말 배당 특수

심상범 sangbum.sim@miraeasset.com

외인 순 매도의 일부는 공매도와 인덱스 스위칭 매도

10월 초반, 공매도와 인덱스 스위칭 매도 가세하며 외인 현물 순 매도 일시적 가속

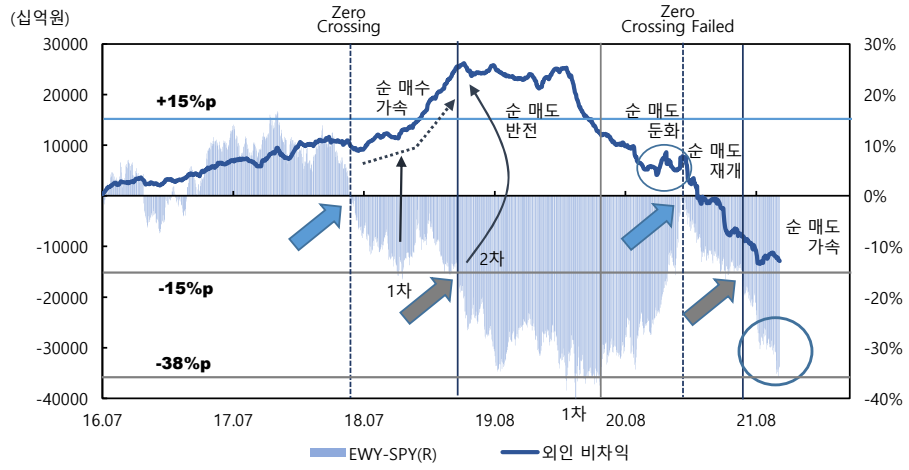
- KOSPI는 9월 28일~10월 12일, -6.93% 하락. 8월 하락(-6.7%)에 비해 기간은 짧고 낙 폭은 확대. 수급상 배경은 외인(-2.8조원)과 증권(-9,738억원)의 동반 순 매도 반전
- 외인 순 매도는 비차익 PR(-1.44조원)과 개별 종목(-1.33조원)으로 구성. 공매도 거래량(+26.9%)과 잔고 증가(+610만주) 감안하면 개별 종목 순 매도의 상당 량은 공매도
- 비차익 PR에는 인덱스 스위칭 매도 다량 포함. 선물 괴리차 급락(최저 -1.31p), K200 선물 순 매수(9월 29일 이후 +6,645억원), 직전 대비 차익 PR 순 매도 증가 등이 근거
- 단, 이를 제외해도 외인은 여전히 순 매도 우위. 자금 순 유입 지속된 한국 관련 해외 인덱스 펀드 보다는 액티브 펀드나 해외 연기금의 한국 비중 줄이기 계속되고 있는 듯

미 증시에 대한 한국 증시의 초과 손실은 직전 저점에 근접

외인의 9월 비차익 순 매수는 저가 매수. 증권은 11월 만기 이후 기말 배당 투자 시작

- 최근 SPY에 대한 EWY(MSCI Korea 25/50) 초과 손실이 -31.7%p(20MA)까지 확대되면서 전 저점(-35.8%p) 근접. 국내 증시의 상대적 하락에다 환율 상승까지 겹친 탓
- 때문에 신흥국 ETF 중에서 VWO(한국 미포함)에 대한 IEMG(한국 13.5% 포함)의 초과 수익도 가파른 축소 추세. EWY의 발행 주식 수도 10월 들어 다시 감소세로 복귀
- '18년 11월, SPY에 대한 EWY 초과 손실이 -15%p에 처음 도달했을 때 반응은 순 매수 가속. 이는 초과 손실의 축소 반전을 노린 저가 매수. 단, 이를 하회하자 곧장 둔화
- 9월 관측된 외인 비차익 PR 순 매수도 초과 손실의 저점 근접에 따른 저가 매수인 듯. 이를 하회하면 순 매도 재개하겠지만 이미 한국 비중을 30% 줄여 규모는 제한될 수도
- 증권 순 매도는 괴리차 하락에 따른 차익거래의 조건 반사. 이후 괴리차 반등하자 순 매수 반전해 지수 반등에 기여. 11월 만기 이후에는 본격적으로 기말 배당 투자 시작할 것

SPY에 대한 EWY의 초과 손실은 직전 저점에 근접. 때문에 일부 외인(비차익 PR)은 저가 매수 시도하기도



주: 1) EWY는 iShares MSCI South Korea ETF, SPY는 SPDR S&P 500 ETF Trust. 일별 로그 수익률 단순 누적
2) 외인 비차익은 일별 비차익 PR의 단순 누적
자료: Bloomberg, KOSCOM, 미래에셋증권 리서치센터

외인의 저가 매수와 증권의 기말 배당 특수

KOSPI는 2차 급락 후 반등. 수급상 급락은 외인과 증권의 순 매도가 겹쳤기 때문

- 7월 6일 고점 이후 67일간 KOSPI 낙 폭은 -8.78%로 확대. 특히, 9월 28일~10월 12일 사이에만 -217.26p(-6.93%) 급락했는데, 이는 8월 지수 급락(-219.87p, -6.7%)과 닮은 꼴. 10월 12일 최저 2916.38p를 기록했으나 이후 반등하면서 낙 폭의 일부를 만회했으며 3000p대 복귀

- 10월 지수 급락은 수급상 기관 순 매도가 지속되는 가운데 외인마저 순 매도에 가세한 탓. 7월 고점 이후 지수는 두 차례에 걸쳐 '완만한 하락→급락→반등'의 패턴을 반복했는데, 첫 번째 사이클은 외인이 주도하고 기관이 보조했지만 두 번째 사이클은 기관이 좌우. 근거는 기관 수급 방향과 지수 방향이 일치했던 점과 기관 순 매매가 외인에 비해 상대적으로 커졌다는 점**[표 1, 그림 1]**

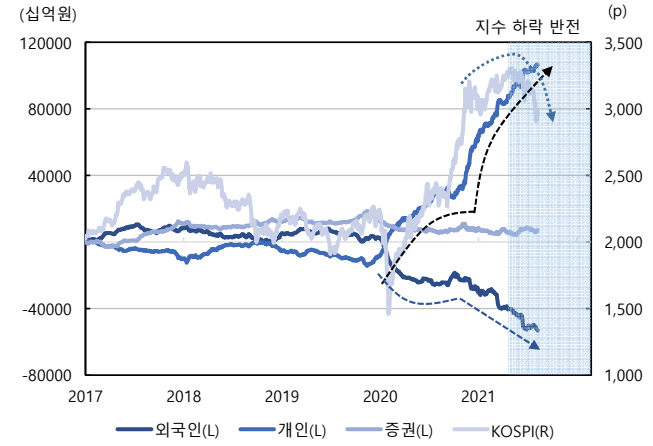
표 1. 지수 국면 별/주체 별 현물 수급(단위: %, 억원)

No	국면	기간	일자	등락(%)	외국인	개인	기관						
							합계	연기금	보험	사모	기타 법인	증권	투신
1	하락	7/7~8/4	21	-0.751	-33,709	38,586	-5,549	-13,269	-4,909	-4,504	435	22,959	-4,952
2	급락	8/5~20	11	-6.703	-81,317	103,825	-15,552	-5,550	-705	-5,392	-7,247	-807	-2,139
3	반등	8/23~9/6	11	4.667	17,177	-16,395	4,019	-9,951	-1,593	3,842	-4,728	6,381	5,497
4	하락	9/7~27	12	-2.176	4,441	8,058	-15,616	-4,298	-649	-1,288	3,187	-10,629	1,683
5	급락	9/28~10/12	9	-6.933	-28,000	38,601	-12,880	-2,874	-1,935	-950	2,158	-9,738	2,281
6	반등	10/13~15	3	3.384	-5,689	-9,455	14,866	1,162	62	72	287	11,732	2,056
합계		7/7~10/15	67	-8.779	-127,098	163,220	-30,712	-34,779	-9,729	-8,220	-5,907	19,898	4,426

주: KOSPI 기준, 수급은 일별 순 매수 단순 합계
자료: KOSCOM, 미래에셋증권 리서치센터

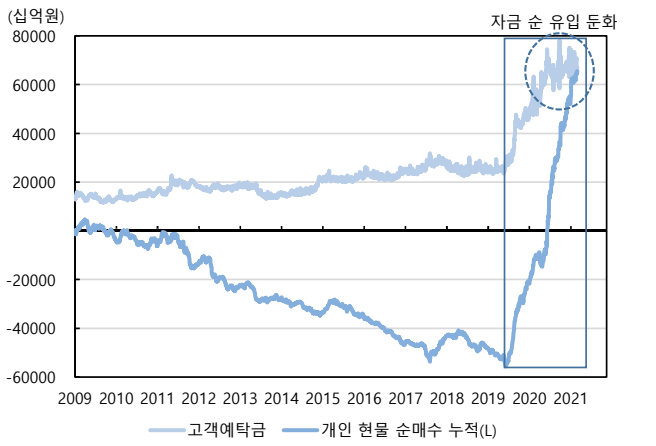
- 첫 번째와 비교할 때, 두 번째 사이클은 다음 몇 가지 변화가 관찰됨. 첫째, 지수 등락 폭은 비슷했지만 경과 시간은 훨씬 줄었음. 결국, '시간당 등락 폭'이 커진 셈인데 이는 지수 변동성 확대를 의미. 둘째, 외인이 9월 28일부터 순 매도를 재개했지만 첫 번째와 비교하면 규모나 강도는 모두 약화. 단, 이것은 개인 순 매수도 마찬가지. 지수 반등 실패에 대한 불안감을 반영한 듯**[그림 2]**

그림 1. 지수 하락 반전은 수급상 외인+증권 순 매도 때문



주: KOSPI 일별 순 매수 단순 누적
자료: KOSCOM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 개인 순 매수 이어지고 있지만 정성적으로는 약화



주: KOSPI 일별 순 매수 단순 누적
자료: KOSCOM, 미래에셋증권 리서치센터

- 기관은 전반적으로 순 매도, 순 매수 규모 모두 첫 번째 사이클보다 늘어남. 첫 번째 사이클에 비해 지수 영향력이 높아진 것은 이 때문인 듯. 연기금은 확실히 예전보다 순 매도 감소했으며, 보험, 사모도 마찬가지. 기타 법인이나 투신은 두 번째 국면에서 순 매수 반전하기도. 결국, 두 번째 국면에서 지수 하락을 주도한 기관 투자자는 증권

외인 현물 수급 분해(1): 개별 종목 순 매도의 상당 부분은 공매도

- 외인은 8월 23일부터 9월 27일까지 23일간 +2조 1,617억원 순 매수였으나 이후부터 10월 14일까지 11일간은 -3조 4,556억원 순 매도. 9월 순 매수는 비차익 PR이 +2조 2,162억원으로 대부분이었으며 차익 PR과 개별 종목은 각각 -366억원, -178억원 순 매도. 10월 순 매도는 '개별 종목 -1조 6,496억원 〉 비차익 PR -1조 6,423억원 〉 차익 PR -1,638억원'으로 구성**[그림 3]**

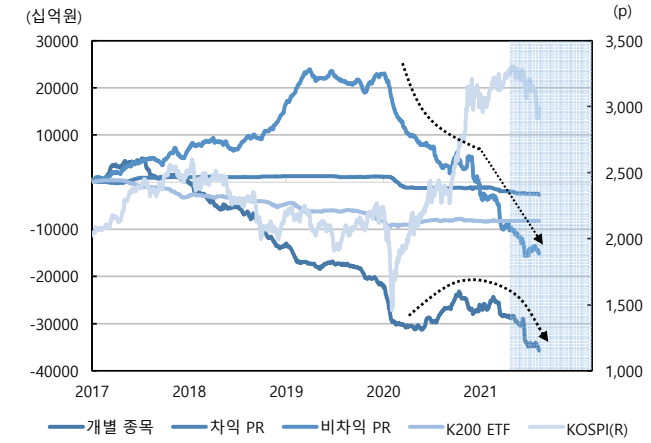
- 즉, 비차익 PR이 순 매도로 반전한 데다, 개별 종목 순 매도마저 급증하면서 외인 순 매도가 집중된 것. 여기서 늘어난 개별 종목 순 매도의 일부는 공매도가 유력. 동 기간에 대차 잔고와 공매도가 급증했기 때문. 대차 잔고는 순 매수 기간에 +31.96억주, 이후에는 +70.84억주 증가. 순 매도 기간이 상대적으로 짧았던 점을 감안하면 대차 잔고는 직전 대비 7.5배나 급증한 셈**[그림 4]**

- 또한, 순 매수 기간에 일 평균 771만주였던 공매도 수량은 순 매도 기간에 978만주로 +26.9% 증가. 다만, 순 매수 기간에 공매도 잔고는 +1,954만주 증가했으나 순 매도 기간에는 +610만주 증가에 그쳤는데 이는 공매도 뿐만 아니라 환매도 직전 대비 늘었다는 뜻. 만일 동일 주체의 동일 종목이었다고 가정한다면 그만큼 '회전'이 심해졌다는 해석도 가능

- 한편, 공매도의 상당 부분은 외인이 유력하지만 증권도 가세한 듯. 순 매수 기간에 외인의 순 차입 물량(=대여-차입)은 -2,112만주였으며 차입에서 이들이 차지한 비중은 72.12%, 대여 비중은 67.18%. 직후 순 매도 기간에 순 차입 물량은 -1,739만주, 차입 비중은 68.51%, 대여 비중은 61.29%. 즉, 외인의 순 차입 물량과 차입 비중 모두 직전 대비 감소한 것

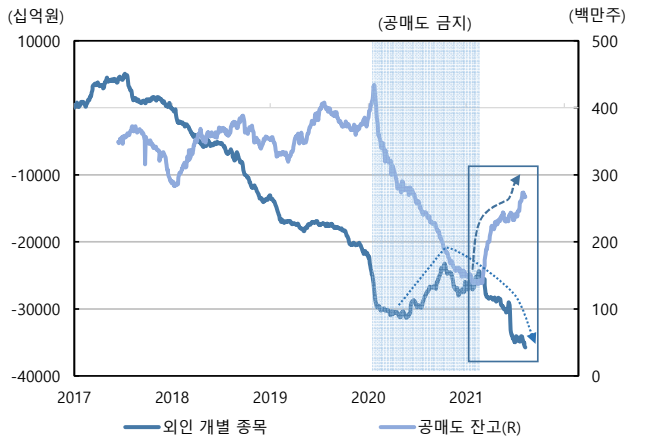
- 물론, 외인의 개별 종목 순 매도에서 공매도가 차지한 비중은 알 수 없음. 다만, 순 매도 기간에 외인의 개별 종목 '매도' 금액은 7.4조원이며 전체 공매도 금액은 5.8조원이므로 공매도의 70%가 외인이라고 가정한다면 외인 개별 종목 매도의 절반 이상인 54.3%가 공매도였던 셈. 그럼에도 불구, 개별 종목 순 매도가 -1.6조원에 그쳤던 것은 그만큼 환매가 많았다는 뜻[1]

그림 3. 지수 급락은 외인 비차익과 개별 종목 순 매도 재개된 까닭



주: K200 ETF는 K200 지수를 추종하는 9개 ETF 순 매수 합계
자료: KOSCOM, 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 잔고 급증해 외인 개별 종목 순 매도는 상당 부분 공매도 유력



주: 공매도 잔고는 K200 지수 기준
자료: KOSCOM, 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

[1] 여기서 개별 종목 매도 금액이 적은 것은 외인 현물 매매의 상당 부분이 PR 주문을 경유하기 때문. 순 매도가 집중된 기간에 외인 KOSPI 거래대금(매수+매도) 중에서 PR 매매 비중은 81.1%로 순 매수 기간의 78.3%보다 증가. 물론, PR 매매 주문을 이용한 바스켓 공매도 역시 불가능하지는 않지만 업 틱(Up-tick) 규정 탓에 체결이 어려운 편

표 2. 지수 국면 별 외인 현물 수급 분해와 대차 잔고 및 공매도(단위: %, 억원, 만주)

No.	지수 국면	KOSPI 등락 율	외인					대차 잔고 증감	공매도	
			전체	개별 종목	차익 PR	비차익 PR	K200 ETF		수량	잔고 증감
1	하락	-0.751	-33,709	-13,037	-2,795	-17,878	214	-2,929	14,389	51
2	급락	-6.703	-81,317	-42,839	-963	-37,515	260	2,293	8,503	948
3	반등	4.667	17,177	125	301	16,750	-106	-297	7,982	-215
4	하락	-2.176	4,441	-304	-667	5,411	-179	2,455	9,747	2,169
5	급락	-6.933	-28,000	-13,252	-321	-14,427	-410	6,490	8,779	966
6	반등	3.384	-6,556	-3,244	-1,317	-1,996	30	1,206	1,979	-356
합계		-9.578	-127,965	-72,550	-5,762	-49,653	-190	9,219	51,379	3,563

주: 1) 6 국면은 10월 14일까지 집계
2) KOSPI 등락 율의 단위는 %, 외인은 억원, 대차 잔고 증감, 공매도 수량 및 공매도 잔고 증감은 모두 만주
자료: KOSCOM, 미래에셋증권 리서치센터

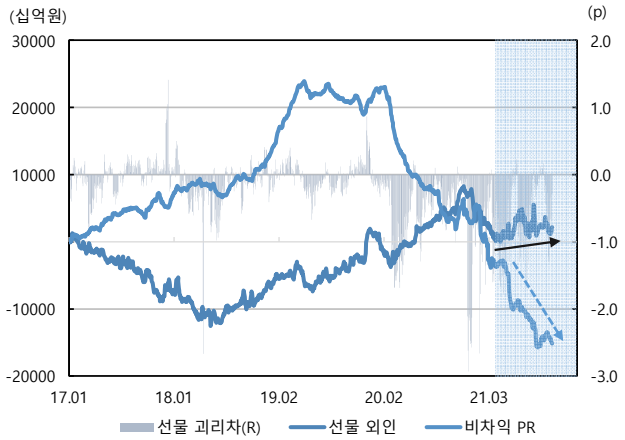
외인 현물 수급 분해(2): 비차익 PR 순 매도의 일부는 인덱스 스위칭 매도

- 한편, 외인 비차익 PR 수급은 9월 들어 순 매수가 빈번했으나 월말부터는 다시 순 매도로 반전. 다만, 이 물량의 일부는 순수 바스켓 매물이 아니라 '인덱스 스위칭 매도'가 유력했는데, 동 기간에 관찰된 선물 괴리차 하락, 외인 차익 PR 순 매도 증가 및 선물 순 매수 반전 등이 근거. 같은 기간에 증권의 차익 PR 순 매도가 늘어난 것도 같은 맥락**[그림 5]**

- 선물 괴리차는 9월 중순까지 일 평균 -0.102p였으나(장 중 1분 평균 기준) 9월 28일부터 급락했으며 10월 14일까지 일 평균 -0.784p를 기록. 이 기간에 외인 차익 PR 순 매도는 -1,638억원으로 직전 대비 4.5배 증가. 물론, 기중에 외인 선물 수급은 -4,932억원 순 매도였지만 -1.2조원의 순 매도가 집중된 9월 28일을 제외하면 +6,645억원 순 매수 우위

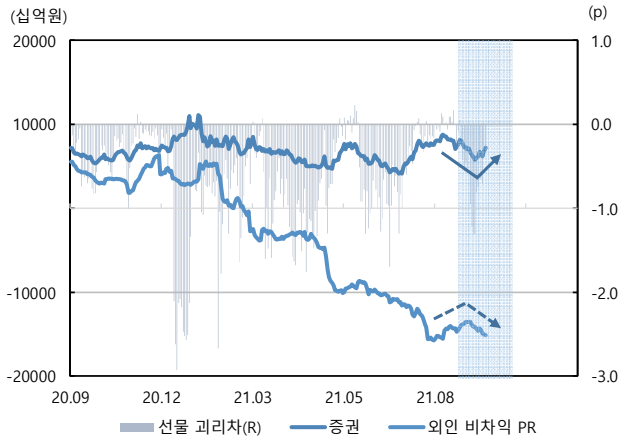
- 증권의 차익 PR 수급 역시 직전까지 +2,175억원 순 매수였으나 9월 말부터 순 매도로 반전. 다만, 괴리차가 10월 1일, 최저 -1.31p 이후 반등하자 증권의 PR 순 매도는 뚜렷하게 감속한 반면, 외인 비차익 PR은 여전히 순 매도 지속. 이는 외인 비차익 PR 순 매도 내부에 순수 바스켓 매물도 많았다는 뜻**[그림 6]**

그림 5. 외인 비차익 순 매도는 선물 저 평가, 외인 선물 순 매수 동반



주: 1) 선물 괴리차는 K200 선물 장 중 1분 평균
2) 선물 외인, 비차익 PR은 일별 순 매수 단순 누적
자료: KOSCOM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 선물 괴리차 반등 불구, 외인 비차익 순 매도 지속



주: 일별 순 매수 단순 누적
자료: KOSCOM, 미래에셋증권 리서치센터

여전히 해외 주식형 펀드에 자금 순 유입 지속. 외인 현물 순 매도 설명하기 어려워

- 같은 기간에 국내 증시와 관련된 해외 주식형 펀드의 자금 흐름을 살펴보면, 외인 순 매수가 관측된 8월 19일~9월 29일까지 7주간, 글로벌 신흥국 펀드(GEM)는 +2조 3,413억원(+20.2억달러), 일본 제외 아시아 펀드(AEJ)는 +14조 6,765억원(+125.5억달러), 선진 아시아 태평양 펀드(DAP)에는 +3조 3,213억원(+28.1억달러). 즉, 모든 카테고리에서 순 유입 관측**[그림 7, 8]**

- 또한, 이후부터 외인 순 매도가 계속된 10월 13일까지 2주간은 각각 +7,784억원(+6.6억달러), +2조 9,004억원(+24.3억달러), +4조 4,701억원(+37.7억달러) 순 유입. 결국, 다소간의 속도 차이는 있었지만 기본적으로 외인이 순 매도로 반전한 기간에도 해외 펀드에는 자금 순 유입이 계속되었던 셈. 따라서, 외인 순 매도 배경은 자금 순 유출 탓이 아니라 '한국 비중 줄이기' 때문

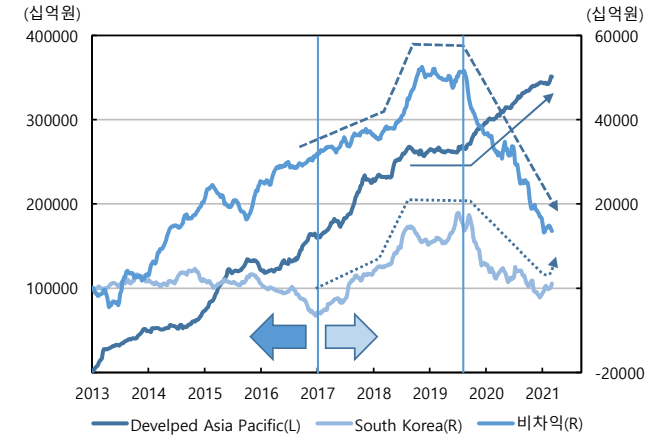
- 다만, 글로벌 신흥국 펀드의 자금 순 유입은 4월 말부터 뚜렷하게 둔화되었는데 이를 전후로 외인 개별 종목은 순 매도 반전, 비차익 PR은 순 매도 재개. 따라서, 이 카테고리에 포함된 펀드 중에서 한국 비중이 낮은 펀드에는 자금 순 유입이 이어진 반면, 한국 비중이 높은 펀드에서 자금이 순 유출되었을 가능성도 있음. 현재 관측되는 외인 현물 순 매도는 결국 후자의 활동이었던 셈

미국 대비 초과 손실은 직전 저점 부근에 도달. 손절매 가속 또는 저가 매수 재개

- 직전 자료에서 우리는 ① 외인 현물 순 매도의 주체가 해외 주식형 펀드 보다는 해외 연기금이며, ② 이들의 순 매도 배경은 국내 증시의 상대적 성과 부진 확대라고 언급한 바 있음. 전자의 증거는 한국이 포함된 해외 주식형 펀드에 자금 순 유입이 이어지고 있는 점이며, 후자 쪽은 미 증시에 대한 국내 증시의 초과 손실 폭 확대였음

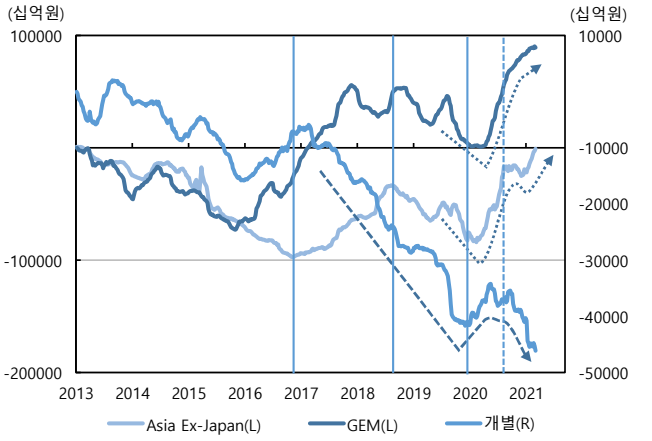
- 주목할 점은 미 증시 대비 국내 증시의 초과 손실 폭이 직전 저점 부근에 도달했다는 점. 'SPY'에 대한 'EWY'[2]의 초과 손실 폭은 20MA 기준으로 올해 2월 8일, -2.51%p까지 복구되었으나, 이후부터 재차 확대되었으며 10월 14일에는 -31.714%p를 기록. 2016년 7월부터 측정한 바, 직전 최대 초과 손실 폭은 지난 해 5월에 관측된 -35.82%p. 따라서, 여기까지 여유는 -4.11%p

그림 7. 선진 아시아 펀드 자금 순 유입 재개 불구, 비차익 순 매도 지속



주: 1) 주간 펀드 자금 흐름을 해당 주간 일 평균 원/달러 환율 적용하여 원화 환산한 다음 누적
2) 선진 아시아 퍼시픽 펀드에는 일본, 홍콩, 호주, 싱가폴이 대부분
3) 비차익은 주간 단위 외인 비차익 PR 순 매수 누적
자료: EPFR, KOSCOM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. GEM, AEJ 펀드 자금 순 유입 불구, 외인 종목 순 매도 가속



주: 1) 환율(주간 단위 일 평균) 감안한 주간 단위 펀드 자금 흐름 누적
2) 개별은 주간 단위 외인 개별 종목 순 매수 누적
자료: EPFR, KOSCOM, 미래에셋증권 리서치센터

[2] SPY는 'SPDR S&P 500 ETF Trust'로 기초 지수는 S&P 500 Index, EWY는 'iShares MSCI South Korea ETF'로 기초 지수는 MSCI Korea 25/50 Index

- 특히, EWY의 초과 손실 폭은 7월초부터 빠르게 확대되었는데, 74일간 SPY는 +3.32% 상승한 반면, EWY는 -15.87%나 하락했기 때문(로그 수익률 기준). 여기다 원/달러 환율 역시 동 기간에 +5.27% 상승하면서 초과 손실 확대에 기여. 유사한 지수인 MSCI Korea Index의 하락 율이 -12.46%였던 것을 감안하면 환차손은 대략적으로 -3.4%p 이상일 것[3]**[그림 9, 10]**

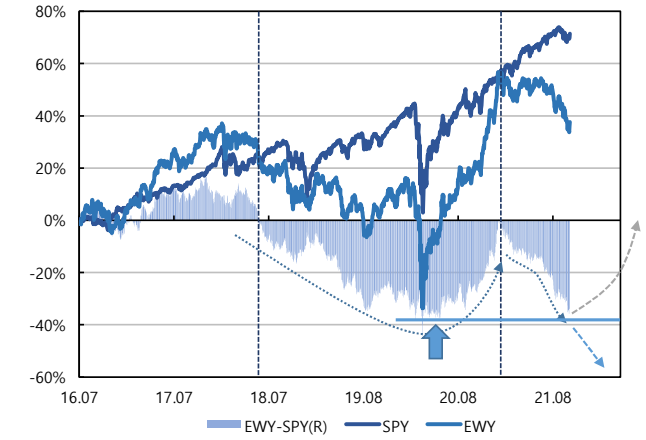
- 여기서 포인트는 두 가지로 ① 향후 초과 손실의 향방과 ② 외인의 반응. 과연 미 증시에 대한 국내 증시의 초과 손실은 추가 확대될까? 아니면 축소로 돌아설까? 만일 미국 경제와 한국 경제가 '장기적 균형 관계'에 있다면 양자의 차이는 과다하게 벌어질 수 없으므로 국내 증시의 초과 손실은 결국 줄어들 것. 지난 해 5월부터 올해 2월까지 초과 손실이 크게 줄어든 것이 실례(實例)

- 그러나, 설령 장기 균형 관계가 있다고 하더라도 직전 최대 손실이 한계라는 경험적 증거는 부족하며, 양자의 속도 차이를 조정하지 않았기 때문에(ex. 공적분 계수) 사이클의 고/저점에 대한 오류 가능성이 있음. 예컨대, 미 증시에 비해 한국 증시의 상승 속도가 장기적으로 느린 편이라면 초과 손실은 아직 저점까지 여유가 있을 수도

- 만일 초과 손실이 한계에 도달했다면 미국 비중을 줄이고 한국 비중을 늘여야 함. 수렴형 롱-숏 매매[4]라면 미국 매도(Short)+한국 매수(Long) 타이밍에 해당. 8월 23일~9월 27일 사이에 관측된 순 매수도 예전처럼 초과 손실의 축소 반전에 베팅한 듯. 다만, 2018년 10월~2019년 5월 사이에도 초과 손실 축소 반전에 베팅했다가 실패한 바 있기 때문에 이러한 수요는 많지 않을 듯

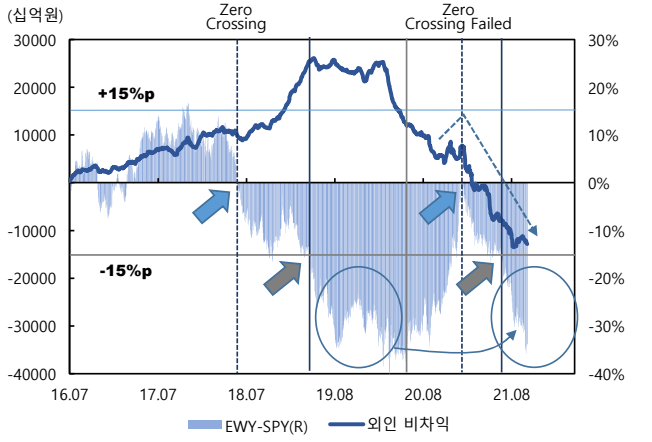
- 반대로 초과 손실이 추가 확대되거나 당분간 회복(수렴)이 어렵다고 판단한다면 한국 비중 줄이기가 더욱 가속될 수도. 신흥국 ETF 중에서 한국이 포함된 EEM과 포함되지 않은 VWO의 수익률을 비교하면, EEM에 대한 VWO의 초과 손실은 8월 중순 -16.07%p 이후 꾸준히 줄었으며 10월 14일에는 -7.26%p까지 회복. 한국 비중이 낮을수록 유리했다는 뜻**[그림 11]**

그림 9. 미국 대비 한국 초과 손실은 직전 저점에 근접



주: SPY: SPDR S&P 500 ETF Trust, EWY: iShares MSCI South Korea ETF
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 초과 손실이 저점 근접하자 일부 외인은 저가 매수 나서기도



주: 일별 로그 수익률 단순 누적, 일별 순 매수 단순 누적
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

[3] 같은 기간에 KOSPI의 낙 폭은 -9.81%, K200은 -11.9%. EWY의 낙 폭이 상대적으로 컸던 것은 국내 시장 지수에 비해 상대적으로 구성 종목 수가 적고 그만큼 대형주 비중이 높았기 때문

[4] 수렴형 롱-숏 매매(convergence long-short)는 벌어졌던 초과 손익 사이클이 0.0p로 수렴하는 것을 노림. 트리거는 과거에 경험적으로 관찰된 저점. 일반적으로 $\pm1\sigma$~$\pm2\sigma$를 이용. 발산형 롱-숏 매매에 비해 수익률은 낮지만 상대적으로 안전한 편. 초과 손익이 트리거를 벗어났다가 다시 진입할 때 매매 체결. 만일 예상과 다르게 초과 손실이 수렴하지 않고 다시 트리거를 벗어난다면 손절매. 발산형은 초과 손익의 확대를 노리는데, 일반적으로 추세를 확인하기 위해 사이클이 0.0p를 통과했을 때(Zero-crossing) 진입하는 편. 수렴형에 비해 단위 매매 당 수익률이 높지만 상대적으로 위험한 편. 수렴형은 양자의 장기적 균형 관계가 필요하지만 발산형은 이와 무관하게 실행 가능

- EWY 자금 흐름을 살펴보면, 7월 말 이후 순 유출이 진정되었으며 산발적으로 순 유입이 관측되었지만 10월 들어서는 다시 순 유출이 빈번. 동 기간 EEM에는 9.86억달러, VWO에는 12.2억달러 순 유입돼 역시 상대적으로 한국 증시에 대한 부정적 시각 확인. 다만, 이미 한국 비중을 30% 줄였기 때문에 설령 순 매도가 이어지더라도 예전보다 강도는 약해질 듯[5]**[그림 12]**

증권의 베이시스 매매가 지수에 캐스팅 보트 행사. 곧 기말 배당 특수 시작될 것

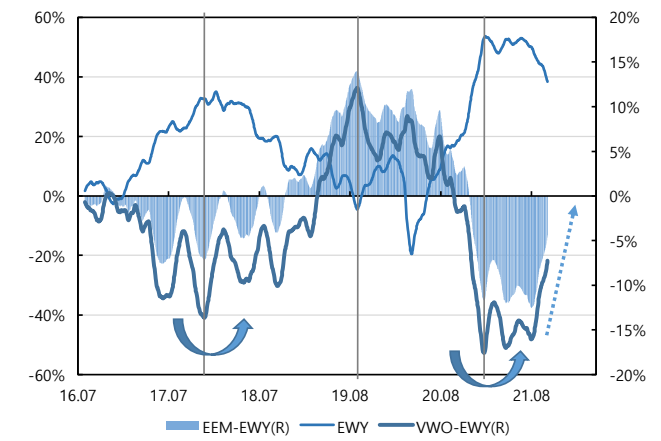
- 증권의 현물 거래대금 비중은 5% 내외(KOSPI, 60MA 기준)로 외인의 1/5에 불과하지만 워낙 매매 편향성이 강해서 수급상 '캐스팅 보트'를 행사. 8월 31일부터 10월 1일까지 21일간 -3조 114억원을 순 매도했으나, 이후부터 10월 19일까지 10일 동안은 반대로 +1조 6,534억원을 순 매수. 때문에 외인 순 매도 지속에도 불구하고 지수는 다소간 반등에 성공**[그림 13]**

- 10월 초까지 출회된 증권 현물 순 매도는 '개별 종목 -2조 7,706억원 〉 비차익 PR -1,375억원 〉 차익 PR -1,032억원'으로 구성. 즉, 전(全) 방위 순 매도였던 셈. 여기다 K200 ETF 역시 -3,236억원 순 매도. 반면, K200 선물은 +1조 9,438억원, 미니 선물은 +1,458억원, 개별 주식 선물은 +89억원으로 모두 순 매수 우위. 따라서, 현물 순 매도의 상당 부분은 차익거래였던 셈

- 최근까지 지속된 순 매수도 마찬가지. 이는 '개별 종목 +1조 4,918억원 〉 비차익 PR +1,154억원 〉 차익 PR +462억원'의 순서였으며 동 기간 K200 선물은 -1조 5,791억원 순 매도. 선물 괴리차가 반등하자 매수 차익거래에 진입한 것. 증권 내부적으로는 과거 미니 선물 LP가 K200 선물과 미니 옵션을 이용한 합성선물을 이용하여 차익거래를 연명하고 있는 듯

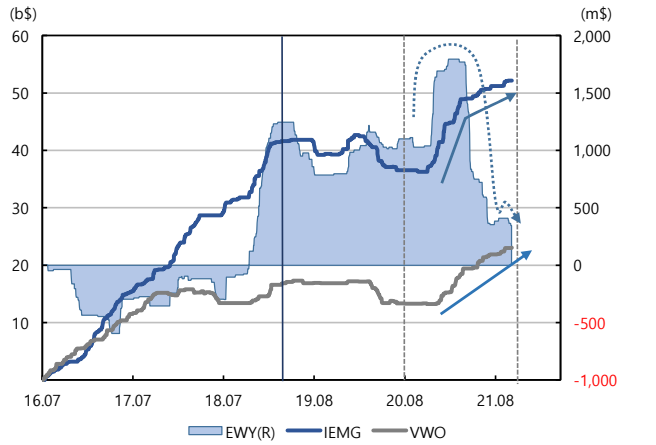
- 증권의 현물+ETF 순 매수 누적은 뚜렷한 사이클 패턴을 보이고 있는데, 대략 3.8조원 전후의 자금이 차익거래에 사용되는 것으로 추정되며, 현재 잔고(즉, 순 매도 여력)는 +2조 966억원, 추가 순 매수 여력은 +1.75조원인 것으로 추측됨. 일부는 저 평가에서 진입했다가 더 낮은 저 평가에서 청산하고 있어 '무 위험 차익거래' 보다는 '현/선물 베이시스 매매'에 가까운 편

그림 11. 한국 포함하지 않은 신흥국 ETF가 더욱 유리해져



주: 1) 일별 로그 수익률 누적 후 20MA 적용
2) EEM: iShares MSCI Emerging Markets ETF
3) VWO: Vanguard FTSE Emerging Markets ETF, EWY: iShares MSCI South Korea ETF
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. IEMG 자금 순 유입 상대적 둔화. EWY는 다시 순 유출



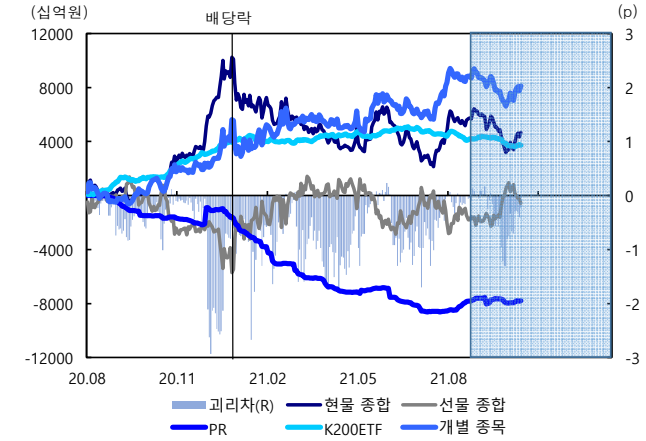
주: ETF 일별 자금 흐름 누적
자료: KOSCOM, 미래에셋증권 리서치센터

[5] 2009년 1월부터 누적된 외인 비차익 PR 순 매수는 2019년 5월 8일까지 최대 +104조 1,508억원 누적되었다가 이후부터 감소. 10월 14일 기준으로는 +65조 800억원 잔여. 시가 평가 기준으로는 대략 31.6%가 청산된 셈이며 잔고는 108조 1,651억원

- 따라서, 잔고가 K200 선물 만기일에 전량 청산될 가능성은 낮으며 가급적 조기 청산되거나 만기 이연될 듯.[6] 그만큼 진입이나 역 회전에 따른 충격은 분산될 것이며 선물 괴리차에 가장 영향력이 높은 선물 외인의 매매 방향에 따라 좌우될 것. 또한, 11월 만기 이후부터는 이른 기말 배당 특수가 진입할 것이므로 순 매수 우위 가능성이 높을 전망

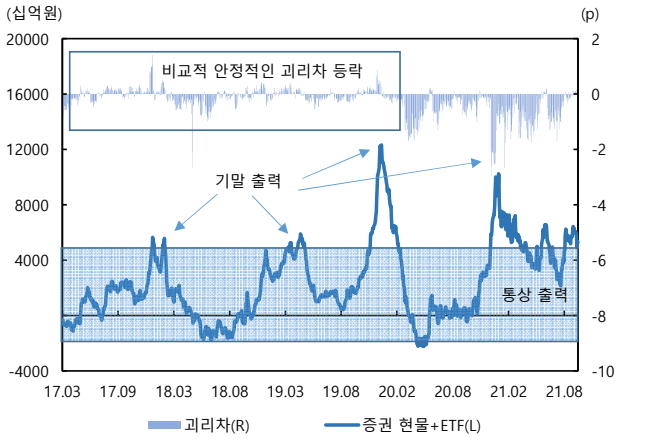
- 특히, 과거 경험상 기말 배당 특수는 비상금(?)까지 동원되는 편이므로 증권의 현물 순 매수 여력은 더욱 늘어날 수도. 지난 해에는 11월 만기 이후부터 배당부일까지 +3조 8,412억원의 순 매수가 집중되며 지수 상승 가속에 기여한 바 있음(K200 ETF까지 포함하면 +5조 4,229억원). 외인 현물 순 매도가 이를 노리고 가속하지 않는다면 지수 하락 방어 가능할 수도**[그림 14]**

그림 13. 증권, 괴리차 상승하자 현물 순 매수 반전해 지수 반등 주도



주: 1) 괴리차는 K200 선물 1분 평균 기준
2) 현물 종합은 개별 종목+PR+K200 ETF, 선물 종합은 K200 선물+미니 선물+주식 선물
3) K200 ETF는 ARIRANG, TIGER, KODEX, KOSEF, KBSTAR, TREX, KINDEX, 파워 합계
자료: KOSCOM, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 증권은 11월 만기 직후부터 기말 배당 특수 시작될 것



자료: KOSCOM, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

[6] 만일 저 평가 상태에서 진입한 매수 차익거래가 만기 결제한다면 저 평가된 만큼 확정 손실이 발생함. 현/선물 베이시스 매매는 차익거래와 동일한 행동 양식을 갖지만 진입 시점에 만기 청산 수익을 확보하지 못한 상태에서 선물 괴리차의 추가 하락에 베팅하는 것이므로 스프레드 매매처럼 저 위험 투기 거래에 해당