Derivatives
WEEKLY

2021. 12. 3

글로벌투자전략팀

전균
Derivatives Strategist
gyun.jun@samsung.com

12월 파생만기 대응전략

- KS200선물 12-3 스프레드 가격이 -3.5pt 이상으로 상승할 경우에는 배당연계 현물 매수가 기대되며, -3.9pt 이하로 하락할 경우에는 매도가 일시 출회될 수 있음
- KOSDAQ150 선물의 최근월물 베이시스가 개선되면서 단기 베이시스 트레이딩이 가능하지만, 스프레드의 저평가로 만기일에 금융투자의 역Carry가 발생할 수 있음.
- KOSPI200과 KOSDAQ150 구성종목의 정기변경과 유동주식비율 조정작업이 만기일에 시행됨. Passive 자금의 리밸런싱과 공매도 대상 지정/배제의 충격에 유의.

12월 파생만기 대응전략

KOSPI200선물, 12-3스프레드 -3.9pt의 위력: '21년 연말배당의 불확실성이 존재하지만, 시장에서는 12-3스프레드 -3.9pt를 parity으로 평가하고 있음. 스프레드 가격이 -3.5pt 이상으로 상승할 경우 현물매수가 유리하고 -4.0pt 이하로 하락할 경우에는 선물매수가 유리해질 것임. 만기일까지 높은 변동성 국면이 유지될 것이며, 금융투자의 배당연계 매수차익 잔고청산은 만기일 일시적으로 출회되겠지만, 만기일 이후 재차 누적될 수 있음.

KOSDAQ150선물, 스프레드와 베이시스의 괴리: KQ150선물의 스프레드는 2020년 이후 저평가 상태에서 벗어나지 못한 채 만기를 맞는 반면 최근월물의 시장베이시스는 만기일에 근접하는 시기에만 일시적으로 고평가로 반전하는 경향이 반복되고 있음. 최근 유입된 금융투자의 KQ150 주식현물 매수의 청산 가능성을 유의해야 함.

주가지수 정기변경 리밸런싱 충격여부: KOSPI200 6종목과 KOSDAQ150 15종목의 정기변경으로 Passive 자금(ETF 등)은 만기일 종가에 집중적으로 보유종목 교체를 진행할 것임. 일부 종목은 유동성 대비 교체매매로 인한 가격충격이 발생할 수 있음. 구성종목 편입/제외로 공매도 대상의 지정/배제가 결정되므로, 종목별 가격변동성 역시 유의해야 함.

* **주간 선물옵션 동향:** 돌발 충격(오미크론 변이)으로 글로벌 금융시장의 변동성이 폭등하였음. 투기거래로 인해 선물가격의 방향성이 모호해진 상황임. 단기 대응에 국한해야 함

KOSPI200 주간 예상 밴드: 370pt (연중저점) ~ 400pt 초반

Compliance Note

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

주간 선물/옵션 시황

Tail Risk으로 인한 변동성 급등

- 미국 VIX 30% 상향 돌파, 한국 VKOSPI 2분기 이후 가장 높은 수준
  - 오미크론 변이 발생에 따른 글로벌 금융시장 혼란과 주식시장의 변동성 상승
  - 단기 투자위험뿐만 아니라 중장기 경제 회복경로의 불확실성 가중
- KOSPI200, YTD 기준 (-)수익률 기록
  - KS200 연초 시가 389.5pt → 11월 말 370.8pt까지 하락
  - 제반 이동평균선 하회하면서 역배열 상태로 반전

KS200선물, 외국인 단기 불규칙 매매와 금융투자의 연말 배당연계 차익거래

- 11월 후반 -1.31만 계약 순매도에서 12월 초 +1.0만 계약 순매수로 급반전
  - 단기 급락구간에서 대규모 "But the Dip" 진행
  - 원화 강세에 따른 트레이딩 차원의 접근

KOSDAQ150선물, 단기 가격조정에도 불구하고 시장베이시스 개선

- 만기 근접에 따른 선물 저평가 해소과정
  - 11월 후반 시장베이시스 일평균 -14pt → 12월 초 시장베이시스 일평균 -2pt
  - 만기일 근접 & 시장조성자의 포지션 조정으로 선물 베이시스 개선
  - KQ150선물 스프레드는 여전히 -19pt 수준에서 저평가 지속

스프레드 가격의 변동여부 주의

- KS200 12-3 스프레드 -3.9pt & KQ150 12-3 스프레드 -19pt가 기준점
  - 삼성전자 특별배당 규모에 따라 KS200 12-3 스프레드 가격변동 가능
  - KQ150선물, 시장베이시스 축소와 무관하게 스프레드 가격은 유지할 것

KOSPI200 주간 예상: Tail Risk 출현으로 가격등락 확대 불가피

- 13pg 예상 지수대 전망 참조
  : 저점 - 370pt (연중 저점)
  : 고점 - 400pt 초반 (이평선 하락에 따른 저항대 형성)

12월 파생만기 대응전략

KOSPI200 만기, 12-3 스프레드 가격추이가 핵심

12-3스프레드 -3.85pt 형성: 당사는 시장컨센서스를 종합하여 KOSPI200 구성종목의 유동주식 기준 연말 배당규모는 **15.2조원** 수준으로 추정하고 있음(12월 정기변경 종목을 사전에 반영하여 산출함). '삼성전자' 특별배당 규모와 여타 대형주의 배당규모 등이 여전히 불확실하기 때문에, 예상 배당금의 규모는 여전히 변동 가능함.

선물시장에서 거래되는 KS200선물 12-3 스프레드 시장가격은 -3.85pt를 유지하고 있음. 스프레드 시장가격은 '22년 3월물과 '21년 12월 선물가격의 차이이며 3월물에는 '21년 연말배당(비용)이 반영되어 있기 때문에, 배당규모가 늘어날수록 12-3 스프레드 시장가격은 낮아지게 됨. 현재 시장에서 형성되고 있는 -3.85pt의 스프레드 시장가격을 역산하면, (유동주식기준) 배당규모는 **15.9조원**에 이르는 것으로 산출됨. 당사가 추정하는 연말 예상배당규모 15.2조원에 비해 비교적 많은 배당을 기대하는 것임.

KOSPI200 배당규모의 상당한 비중을 차지하는 삼성전자 배당의 경우, 앞서 말하였듯이 연말 특별배당에 대한 논란이 많은 편임. 시장에서 형성되는 삼성전자 연말배당 규모를 추정할 수 있는 방법이 삼성전자 주식선물의 '22년 1월물 선물가격과 '21년 12월물 선물가격의 차이, 12-1 스프레드 가격임. 11월 후반에는 삼성전자 12-1스프레드 가격이 -700원을 형성하였지만, 현재는 -500원으로 거래됨. 특별배당 논란이 불거지면서 스프레드 가격이 상승하였음(-700원 → -500원).

삼성전자 주식선물의 12-1 스프레드 가격을 반영하면, KOSPI200선물의 12-3 스프레드 가격 -3.85pt가 당사의 판단으로는 **저평가**된 상태임. 삼성전자의 특별배당이 줄어들어 전체 연말 배당규모가 감소한다면, KS200선물 12-3 스프레드 가격은 상승해야 하기 때문에, 당사의 시장컨센서스 기반 연말 예상배당규모 15.2조원을 반영하여, KS200선물 12-3 스프레드 가격은 **-3.65pt** 수준으로 상향조정될 필요가 있음.

12-3 스프레드 대응전략: 당사는 시장 컨센서스를 종합한 12-3 스프레드 적정 가격은 -3.65pt 수준으로 예상하는 반면 선물시장에서는 -3.85pt 수준에서 형성되고 있음. 최근월물 선물의 저평가 상태를 고려하더라도 당사가 추정하는 적정가격에 비해 소폭 낮은 수준임.

12월물 만기를 통해 기존 포지션의 이월을 시도하려는 투자자는 12-3스프레드 가격의 상황에 대응하여 거래할 필요가 있음. 매수(Long) 포지션을 이월하려는 투자자는 적정 가격보다 저평가되어 있는 현재 시장가격 -3.85pt 수준에서 매수거래를 실행하는 것이 유리할 것으로 판단됨. 현재의 12-3 스프레드 시장가격에서 하락할수록 매수 이월거래는 유리할 것임. 반면 매도(Short) 포지션을 이월하려는 투자자는 적정 가격보다 고평가된 가격에서 거래를 수행해야 할 것임. 당사가 제시하는 적정가격보다 높은 -3.6pt 이상에서는 매도로 대응하는 것이 유리할 것임.

COVID-19 변이에 따른 글로벌 금융시장의 변동성이 높은데다 연말 배당을 앞두고 외국인투자자와 기관투자자의 현물매수 가능성 등을 고려하면, 만기일까지 현선물시장의 가격 등락이 비교적 큰 폭으로 발생할 수 있음. 최근월물 기준으로 시장베이시스의 등락도 확대될 것임. 만기일까지 KOSPI200의 가격변동 예상폭이 상대적으로 클 것임.

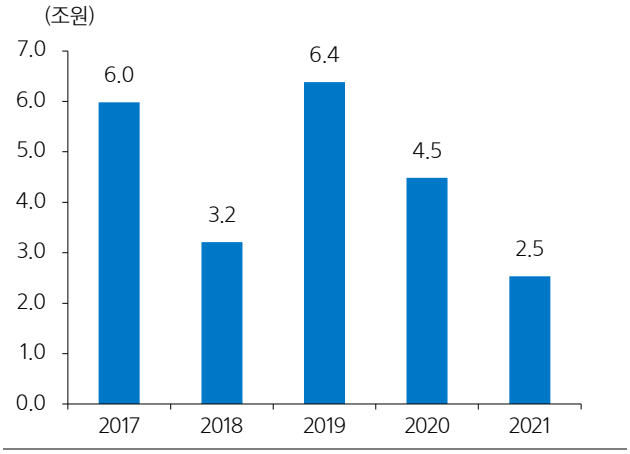
따라서 만기일까지의 대응은 12-3 스프레드 가격의 상승 or 하락 여부에 따라 포지션의 이월 여부를 결정하는 것이 필요함. 당사는 12-3 스프레드의 예상 등락 구간을 -4.1pt ~ -3.5pt 수준으로 제시함. 수급의 쏠림에 따라 예상 구간을 벗어날 수 있음. 금융투자를 중심으로 한 기관투자자의 현물매매 역시 12-3 스프레드 가격이 상승할수록 만기일에 현물 매입 가능성이 높아질 것이며, 반대로 12-3 스프레드 가격이 하락할수록 만기일에 현물 매도 출회가 나타날 수 있음.

금융투자의 연말 배당연계 현물매수: 금융투자는 매년 4분기에는 연말 배당을 확보하는 동시에 현선물 차익거래 포지션으로 추가 이익을 노리는 "현물매수 & 선물매도" 포지션을 구축하였음. 예를 들어 2019년 4분기에 금융투자는 KOSPI200 주식현물에 대해 +6.4조원의 순매수를 기록하였으며, 동시에 선물시장에서는 -7.2조원의 순매도를 기록하였음. '20년 4분기에는 주식현물 +4.5조원 매수와 파생 -4.1조원 매도를 기록하였음. '21년 현재는 주식현물과 파생상품(Mini옵션 포함)에 대해 각각 2.5조원에 달하는 포지션을 구축하고 있음.

참고로 2019년 이후 금융투자는 Mini KOSPI200선물의 시장조성자 활동을 하면서 배당연계 매수차익의 파생상품 거래를 Mini 선물 중심으로 진행하였음. 또한 2021년에는 Mini KOSPI200 선물의 시장조성이 중단되면서 4월부터 Mini KOSPI200 옵션에 대한 시장조성 활동을 진행하고 있으며, 4분기에 진행되는 금융투자의 배당연계 매수차익 포지션의 일부를 Mini 옵션으로 수행하고 있음.

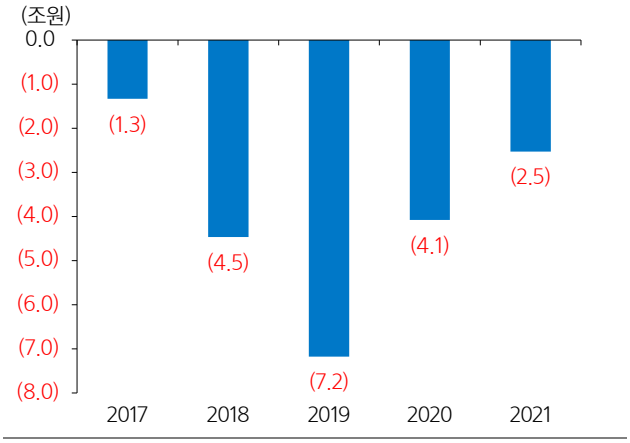
올해는 분기배당 확대로 연말 배당규모가 이전에 비해 감소하였으며, 시장금리의 상승으로 인해 현물 Carry 전략의 금융비용이 이전에 비해 상승한 상태임. 이전에 비해 기대수익이 낮을 수 있음. 연말까지 금융투자가 진행할 배당연계 매수차익 물량은 현수준에서 2조원 내외로 추정됨. 또한 배당락 이후에는 가급적 빠른 시일 내에 해당 포지션을 청산하려고 할 것임

2017년 이후 매년 4분기 금융투자 KOSPI200 주식현물 순매수



자료: KRX, 삼성증권

2017년 이후 매년 4분기 금융투자 KOSPI200 선물/옵션 순매수



참고: 2017~2020년은 Big선물과 Mini선물 매매합계
2021년은 Big선물과 Mini선물 거래액 + (Mini 옵션 거래량으로 환산한 규모)
자료: KRX, 삼성증권

금융투자는 12월물 만기일 전후로 시장상황에 따라 매매패턴을 다양하게 보일 것임. 그럼에도 불구하고 전반적으로 금융투자는 연말 배당락 이전까지 배당연계 매수차익 포지션의 구축을 계속 시도할 것임.

만기일 이전에는 최근월물(12월물) 고평가 상황에 따라 단기 베이시스 트레이딩을 진행할 것이며, 특히 12-3 스프레드 가격이 추가 상승할 경우 연말 배당연계 매수차익 포지션을 구축할 것임.
만기일 당일에는 직전에 구축한 단기 베이시스 트레이딩 물량의 청산과 함께 당일 형성되는 12-3 스프레드 가격의 변동에 따라 추가로 연말 배당연계 매수차익 포지션을 구축할 것임. 만기일 당일에는 KOSPI200 정기변경으로 인한 바스켓 리밸런싱이 필요하기 때문에, 장종료 시점에는 금융투자의 매수와 매도가 상호 중첩될 수 있음.
만기일 이후에는 최근월물(3월물)의 실질적인 고평가 여부에 따라 연말 배당락 직전까지 배당연계 매수차익 포지션을 구축할 것임.

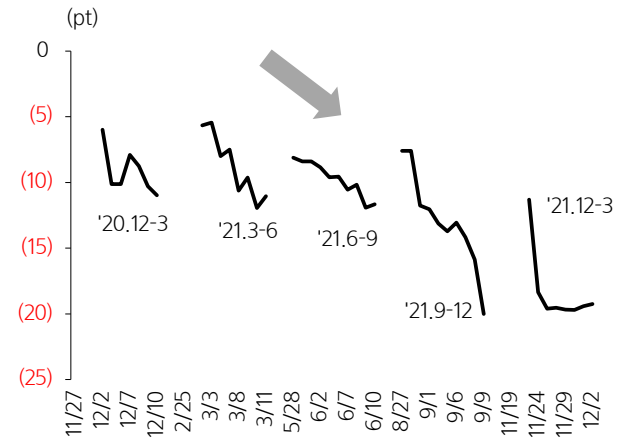
KOSDAQ150 12월 만기, 스프레드와 시장베이시스의 괴리

KOSDAQ150서물, 스프레드와 시장베이시스의 괴리: KOSDAQ150 선물의 스프레드 가격과 시장베이시스가 만기일에 근접할수록 상반된 가격흐름이 반복적으로 나타나고 있음. 이 때문에 KOSDAQ150 선물 포지션을 보유하고 있는 투자자들이 이월(roll-over)을 결정하기 위한 매매 기준을 설정하는데 혼란이 발생함.

하단의 챠트를 보면, 스프레드 가격은 만기일에 근접할수록 저평가가 심화되는 반면 최근월물의 시장베이시스는 만기일에 근접할수록 직전의 저평가를 빠르게 해소하는 경향이 나타남. 우선 최근월물의 시장베이시스가 만기일에 근접할수록 저평가를 해소하는 패턴은 현물과 선물의 간격을 줄이려는 시장의 자율적인 기능으로 이해됨. 특히 KOSDAQ150과 연계된 장외파생상품(Swap 등)을 설정한 투자자들이 정산을 위해 저평가된 선물을 매수하는 경우가 발생할 수 있음. 이와 함께 만기를 앞두고 단기 베이시스 트레이딩 차원에서 선물매수+주식매도의 역Carry 전략을 하는 것도 선물의 저평가를 해소하는 매매로 이해됨.

반면 스프레드의 저평가 심화현상은 일상적으로 반복되는 KOSDAQ150선물의 저평가 현상이 차근월물에도 반복될 것이라는 기대감을 반영한 것으로 해석됨. 즉 최근월물 선물의 베이시스가 상승하기 직전의 수준과 스프레드 가격이 형성되는 가격수준이 유사한 편임. 예를 들어 '21년 12월물의 시장베이시스가 반등하기 직전의 수준이 -18pt내외이며, 현재 12-3스프레드 가격이 -19pt에서 형성되고 있음.

만기일 -10일전부터 최근월물 스프레드 가격추이



자료: KRX, 삼성증권

만기일 -10일전부터 최근월물 시장베이시스 추이

참고: 베이시스는 일중 평균
자료: KRX, 삼성증권

시장베이시스의 개선, 단기 베이시스 트레이딩 유발: KOSDAQ150 선물의 저평가로 인해 "선물매수+주식매도"의 포지션을 유지하던 시장조성자 입장에서는 최근 선물 시장베이시스의 개선으로 해당 포지션을 청산하고 있음. 오히려 만기 주간에 12월물의 시장베이스가 강세로 반전할 경우 단기 베이시스 트레이딩(선물매도+주식매수)까지 진행할 수 있음.

KOSDAQ150선물의 시장조성을 맡고 있는 금융투자의 경우 만기일에 근접할수록 기존 포지션(선물매수+현물매도)과 단기 베이시스 트레이딩(선물매도+주식매수)의 포지션 설정과 청산을 반복적으로 진행할 것임. 특히 만기일에는 12-3 스프레드의 추가 하락여부에 따라 재차 선물매수+주식매도의 거래를 진행할 수 있음. 예를 들어 현재 형성되고 있는 12-3 스프레드 가격 -19pt에 비해 추가로 하락할 경우에는 선물매수+주식매도가 발생할 수 있음.

KOSPI200 / KOSDAQ150 정기변경 시장충격 여부

만기일 수급변동 유의: KOSPI200과 KOSDAQ150의 정기변경으로 12월10일부터는 신규편입된 종목들이 해당 지수에 반영됨. 따라서 해당 지수를 추적하는 Passive 자금(ETF 등)은 12월9일 종가기준으로 편출입 종목에 대한 리밸런싱을 마무리해야 함. 즉 12월9일 만기일 종가에 Passive 자금의 주가지수 정기변경에 따른 종목 리밸런싱 매매가 집중적으로 이루어질 수 있음.

해당 지수를 벤치마크로 활용하는 연기금 등도 종목 변경에 따른 보유종목 교체가 이루어지겠지만, 시장 충격과 가격 변동성을 고려하여 만기일 종가의 리밸런싱 과정에 참여하기 보다는 변경일 전후로 최적의 편출입 시점을 찾아 거래할 것임.

KOSPI200 리밸런싱 압력 노출: 신규편입 대상종목 중에서 리밸런싱으로 인한 유동성 충격이 클 것으로 예상되는 종목은 '메리츠금융지주'임. 최소한의 리밸런싱 자금(22조원)으로도 일평균 거래대금의 3배 이상이 매수압력으로 유입될 것이며, 리밸런싱 자금을 40조원까지 확대할 경우 매수압력은 6배로 증가함. '에스엘' 역시 일평균 거래대금의 1.7배~3.1배의 매수압력에 노출될 것으로 예상됨.

제외대상 종목의 경우 '이노션'은 일평균거래대금의 4배~7배에 달하는 매도압력에 노출될 수 있음. '삼양식품'과 '롯데하이마트', '일양약품' 등도 매도압력이 유동성에 비해 2배~4배에 달할 것으로 추정됨.

KOSPI200 편입대상 종목의 시장충격 분석

(단위:백만원)	일평균 거래대금	추적자금 22조원	추적자금 40조원
카카오페이	184,243	178,131	323,874
현대중공업	20,921	20,224	36,772
메리츠금융지주	6,593	22,221	40,402
명신산업	10,678	14,015	25,482
PI첨단소재	20,923	11,277	20,504
에스엘	5,379	9,301	16,911

참고: 12월2일 종가기준, 일평균 거래대금은 20일 평균
자료: KRX, FnGuide, 삼성증권

KOSPI200 제외대상 종목의 시장충격 분석

(단위:백만원)	일평균 거래대금	추적자금 22조원	추적자금 40조원
이노션	3,428	-13,622	-24,767
F&F홀딩스	11,957	-10,042	-18,258
일양약품	3,035	-6,897	-12,540
LX홀딩스	3,672	-7,087	-12,886
LX하우시스	4,478	-6,774	-12,316
삼양식품	2,884	-6,355	-11,554
롯데하이마트	1,737	-3,851	-7,001

참고: 12월2일 종가기준, 일평균 거래대금은 20일 평균
자료: KRX, FnGuide, 삼성증권

KOSDAQ150 리밸런싱 매매압력 노출: 신규편입 대상 중 리밸런싱 압력에 노출될 수 있는 종목은 '코미코'임. 일평균 거래대금의 1배~3배의 리밸런싱 매수압력이 예상됨. '엠투엔', '나노스', '코나아이' 등은 연기금까지 리밸런싱에 참여할 경우(추적자금 5.5조원 가정) 매수압력이 일평균 거래대금의 3배에 달할 것으로 추정됨.

제외대상 중 '유비쿼스홀딩스'와 '유틸렉스' 등이 리밸런싱 압력에 노출될 수 있으며, 연기금까지 리밸런싱에 참여할 경우 매도압력이 높아지는 종목은 '유비쿼스홀딩스'와 '유틸렉스' 이외 '위닉스', '슈피겐코리아', '레몬', '텔콘RF제약' 등도 매도압력에 노출될 수 있음.

KOSDAQ150 편입대상 종목의 시장충격 분석

(단위: 백만원)	일평균 거래대금	추적자금 1.5조원	추적자금 5.5조원
에코프로에이치엔	32,150	11,142	40,855
바이오니아	40,411	10,109	37,068
HK이노엔	42,949	9,281	34,030
한국비엔씨	146,157	8,306	30,454
압타바이오	32,172	5,459	20,015
코미코	6,104	5,616	20,592
원익QnC	13,988	5,780	21,192
쿠콘	12,381	5,272	19,331
셀리드	13,663	4,594	16,845
인터파크	7,172	3,467	12,712
코나아이	4,778	3,506	12,856
엠투엔	3,931	3,377	12,381
나노스	4,285	3,469	12,720
티케이케미칼	7,573	2,846	10,437
휴온스글로벌	3,542	1,689	6,193

참고: 11월24일 종가기준, 일평균 거래대금은 20일 평균 자료: KRX, FnGuide, 삼성증권

KOSDAQ150 제외대상 종목의 시장충격 분석

(단위:백만원)	일평균 거래대금	추적자금 1.5조원	추적자금 5.5조원
엔케이맥스	32,354	-7,827	-28,699
크리스탈지노믹스	5,351	-5,003	-18,346
지트리비앤티	9,588	-4,720	-17,306
메디포스트	4,081	-3,838	-14,073
아이큐어	25,294	-4,315	-15,821
텔콘RF제약	2,510	-2,871	-10,525
유틸렉스	1,522	-2,440	-8,948
와이솔	2,222	-2,362	-8,659
위닉스	1,544	-1,967	-7,212
슈피겐코리아	1,506	-1,834	-6,724
동국S&C	1,586	-1,715	-6,288
케이피엠테크	2,342	-1,793	-6,573
유비쿼스홀딩스	953	-1,364	-5,001
레몬	811	-1,072	-3,931

참고: 11월24일 종가기준, 일평균 거래대금은 20일 평균 자료: KRX, FnGuide, 삼성증권

공매도 지정/배제에 따른 가격변동성 유의

공매도 지정/배제(12월10일): KOSPI200과 KOSDAQ150의 구성종목이 되는 시점(12월10일)부터 해당 종목에 대한 공매도가 가능함. 리밸런싱 당일(만기일, 12월9일)에 편입종목에 대한 Passive 자금의 편입수요가 유입될 수 있지만, 직후부터는 공매도 압력에 노출될 수 있음. 이에 따라 리밸런싱 매수압력에 노출되는 종목 또는 valuation 논란이 있는 종목의 경우, 만기일 전후로 가격변동성이 확대될 수 있음.

KOSPI200과 KOSDAQ150에서 제외되는 시점(12월10일)부터 제외종목은 공매도가 불가능해짐. 이에 따라 리밸런싱 당일(만기일, 12월9일)까지 해당 종목에 설정되어 있는 공매도 잔고를 청산할 가능성이 있음(12월10일 이후에도 공매도 잔고를 보유할 수 있지만, 추가 공매도는 불가능함). 따라서 리밸런싱 당일 제외로 인한 Passive 자금의 매도압력과 환매수(Short cover) 압력이 상호 충돌할 가능성을 배제할 수 없음.

KOSPI200 제외종목 중에서는 'F&F홀딩스'와 '삼양식품', '일양약품' 등이 유동주식 대비 공매도 잔고가 상대적으로 높은 편임. 해당 종목의 경우 리밸런싱 당일 Short cover 유입여부를 점검할 필요가 있음. KOSDAQ150 제외종목 중에서는 '엔케이맥스'와 '지트리비앤티', '텔콘RF제약'과 '크리스탈지노믹스', 그리고 '동국S&C', '위닉스' 등이 유동주식 대비 공매도 잔고가 많은 편임.

KOSPI200 제외대상 종목의 차입공매도 잔고

종목	공매도 잔고(주수)	유동주식 대비(%)
이노션	71,940	0.52
F&F홀딩스	324,973	10.16
일양약품	436,470	3.32
LX홀딩스	1,855,961	4.50
LX하우시스	29,479	0.50
삼양식품	178,040	4.39
롯데하이마트	201,829	2.65

참고: 12월2일 기준, 공매도는 2일 전 잔고
자료: KRX, FnGuide, 삼성증권

KOSDAQ150 제외대상 종목의 차입공매도 잔고

종목	공매도 잔고(주수)	유동주식 대비(%)
엔케이맥스	1,978,274	6.45
크리스탈지노믹스	2,881,009	4.74
지트리비앤티	1,557,880	6.06
메디포스트	402,258	2.68
아이큐어	143,077	1.87
텔콘RF제약	3,376,909	4.23
유틸렉스	133,566	1.38
와이솔	410,045	2.34
위닉스	317,922	4.39
슈피겐코리아	40,554	1.17
동국S&C	1,211,541	4.46
케이피엠테크	1,313,317	1.10
유비쿼스홀딩스	82,039	1.15
레몬	269,987	1.94

참고: 12월2일 기준, 공매도는 2일 전 잔고
자료: KRX, FnGuide, 삼성증권

Market Data (12월 3일 현재)

KOSPI200 Big 선물 거래동향

(계약수)	외국인	금융투자	투신	연기금
Big선물 당일 순매수	3,049	(855)	(2,234)	43
Big선물 누적포지션*	22,857	(15,872)	8,683	(861)
Mini선물 누적포지션**	4,482	(436)	226	0
전체 누적포지션***	23,753	(15,959)	8,728	(861)

참고: * Big선물 누적포지션은 2021/9/10부터 순매매의 누적임
** Mini선물 누적포지션은 2021/11/12부터 순매매의 누적임
*** 전체 포지션은 Big선물누적 + Mini선물누적/5로 산출함
자료: KRX, 삼성증권

Big선물 12월물 기술적 지표 (pt, %)

피봇 2차 지지	383.15	지수 3일 MA	388.08
피봇 1차 지지	387.70	지수 5일 MA	384.40
피봇 포인트	390.45	지수 10일 MA	384.40
피봇 1차 저항	395.00	지수 20일 MA	388.95
피봇 2차 저항	397.75	볼린저밴드 상당	396.86
최근 5일 고가	393.20	볼린저밴드 하단	371.94
최근 5일 저가	370.45	%b 지표	0.82

참고: 지수 이동평균선은 전일 종가를 금일 개장 가격으로 의제하여 산출. 볼린저 밴드는 지수 10일 이동평균선을 기준으로 함
자료: KRX, 삼성증권

Volatility Data (%)

(대표) Imp. Vol 현재	20.09	His. Vol 현재	18.10
Imp. Vol Max (5일 중)	22.04	His, Vol 5일전	18.05
Imp. Vol Min (5일 중)	20.01	His, Vol 20일전	18.10
Imp. Vol Max (20일 중)	24.98	His. Vol Max(20일중)	18.00
Imp. Vol Min (20일 중)	15.90	His. Vol Min(20일중)	18.10

참고: Historical Volatility는 30일간 수익률의 연율화된 표준편차
자료: KRX, 삼성증권

(Big)옵션 투자자별 매매동향

		외국인	금융투자	투신	기타법인
Call	누적 (계약)	66,256	(54,034)	(1,183)	(15,751)
	누적 (백만원)	(7,982)	1,253	(1,881)	(2,024)
Put	누적 (계약)	237,411	(8,318)	(841)	(34,348)
	누적 (백만원)	1,921	(20,683)	(1,025)	1,355

참고: 누적 포지션은 2021/11/12 이후부터 집계함
자료: KRX, 삼성증권

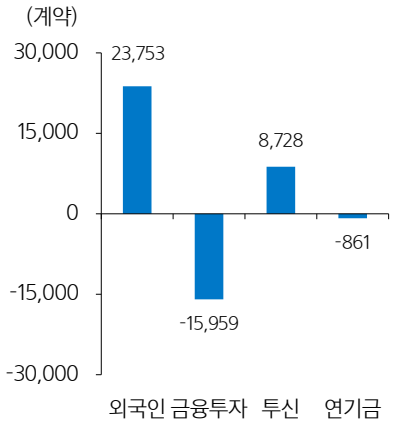
Market Data (12월 3일 현재)

외국인투자자, 3개월 연속 순매수 (KS200 Big 선물)

- Big선물, 외국인 10월 +0.3조, 11월 +1.5조, 12월 +0.9조원
- 현물 매수와 더불어 단기 급락 이후 기술적 반등국면에서 외국인의 현선물 매수 유입
- 금융투자, 11월 -1.2조, 12월 -1.3조 순매도로 배당연계 매수차익 구축 지속
- 외국인 선물매수에도 불구하고 선물 시장베이시스는 약세 반전

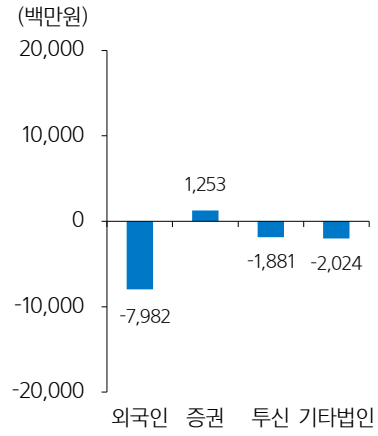
- 외국인, 주식시장 반등에도 불구하고 Call옵션 매도 → 고평가된 OTM 옵션의 매도압박 추정
- 금융투자, Put옵션 대규모 매도로 하방위험 배제한 단기 대응
- 외국인의 Put옵션 매매방향이 관건

선물 투자자별 매매동향(Big+Mini)



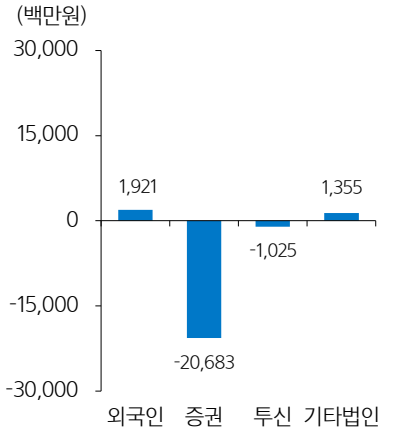
참고: 2021/9/10 이후 순매수 누적
Mini선물은 2021/11/12 이후 순매수 누적
자료: KRX, 삼성증권

(Big)Call옵션 투자자별 매매동향



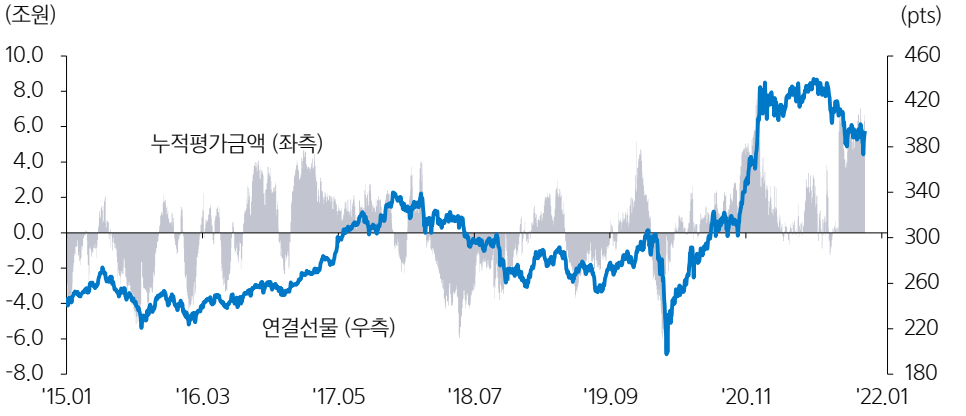
참고: 2021/11/12 이후 순매수 누적, 거래대금 기준
자료: KRX, 삼성증권

(Big)Put옵션 투자자별 매매동향



참고: 2021/11/12 이후 순매수 누적, 거래대금 기준
자료: KRX, 삼성증권

외국인투자자 장기누적 선물포지션



참고: 최근월물 기준 정규(Big+Mini)+야간('20년 4월 이후 중단)+Roll-over 반영, '17년 3월 27일 이후 거래승수 조정 반영
자료: KRX, 삼성증권

삼성 Investment Risk Index

투자위험 평가지표: 삼성 투자위험지표 (삼성 IRI)

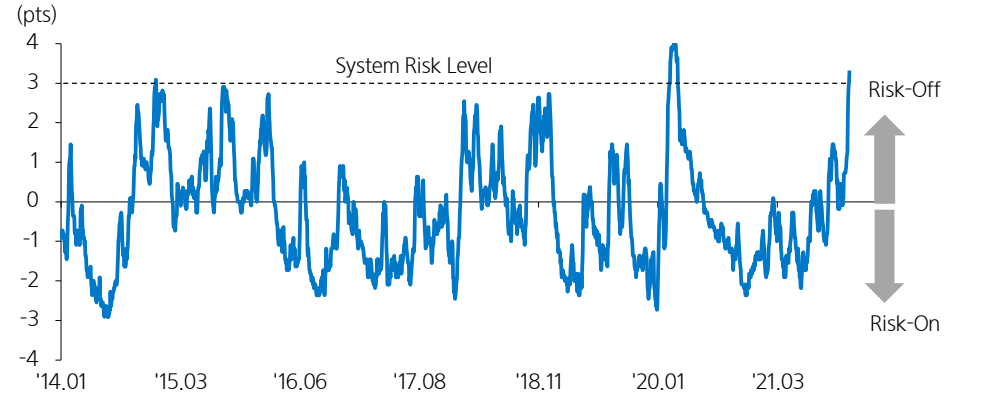
- 자료참조: 전균, "삼성 Investment Risk Index" (2015.2.4 발간)
- 금융시장 변동성과 자금동향, 수급동향을 종합한 투자위험 평가지표
- 기준선 상회는 Risk-Off 국면, 기준선 하회는 Risk-On 국면
- 일상적으로 감내 가능한 등급은 +2.0pt 이하
- +3.0pt 이상은 시스템위기 고조
- +2.0pt ~ +3.0pt 구간에서는 위험선호도에 따라 보수적/적극적 상황별 대응 필요

※ 삼성투자위험지수는 금융시장의 위험수준 확대/축소를 파악하기 위해 개발됨
위험고조국면(+3pt 이상)에서 역행전략(주식매수)을 위한 투자신호로 해석할 경우 투자성과를 보장할 수 없음

삼성투자위험지수, 오미크론 변이로 시스템위험에 근접

- 11월 말 발생한 오미크론 변이로 인해 글로벌 금융시장의 변동성이 폭발적으로 상승함
- 삼성투자위험지수 역시 시스템 경고단계인 +3을 일시적으로 상회하였음.
- 주식시장의 변동성지수가 대부분 극단적인 Risk-Off 단계로 진입하였음
- 미국 채권시장과 선진국 외환시장, 국내외 신용위험시장도 불안정한 양상을 지속함
- '20년3월과 유사한 흐름이지만, 변동성의 상승국면에서 발생한 급등으로 여진이 지속될 수 있음
- 섣부른 변동성 매도보다는 현금확보 위주의 보수적인 대응이 필요

삼성투자위험지수



자료: Bloomberg, KRX, 삼성증권

구성항목별 월별 일평균 수준

(지수)	2021년 9월	2021년 10월	2021년 11월
VIX(미국)	(0.41)	(0.62)	(0.64)
VKOSPI(한국)	(1.77)	(0.38)	(0.32)
VSTOXX(유럽)	0.86	0.05	(0.82)
VXFXI(중국)	2.14	0.48	0.18
MOVE(미국채권)	(0.27)	1.81	3.77
FX Vol(환율)	(2.50)	(0.48)	1.91
회사채스프레드(한국)	3.09	3.33	4.00
EMBI+ Spread(신흥국)	(0.68)	2.33	1.50
IG CDX(미국)	(2.00)	1.43	0.73
CDS 스프레드(한국)	(1.59)	0.33	(0.14)
Fund Flow(아시아)	0.41	0.43	(0.95)

참고: 12월 2일 종가 기준　　자료: 삼성증권

시장변동성 관련 Data

변동성지수, 20% 초반까지 상승 이후 정체

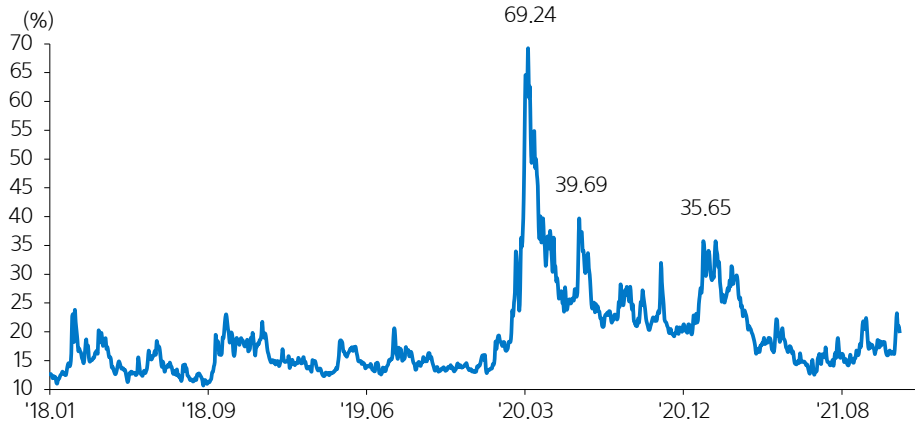
- 글로벌 금융시장 변동성 상승에 연동하여 국내 주식시장 변동성 급등
- 만기일까지 20% 미만으로 안정화 여부가 관건

VKOSPI반영 KOSPI200 예상 등락구간

(pt)	5일	10일	15일	20일	25일	30일
Up	394.79	395.96	396.86	397.62	398.29	398.89
Down	389.13	387.96	387.06	386.30	385.63	385.03

참고: 12월 3일 종가 기준
자료: KRX, 삼성증권

VKOSPI 추이

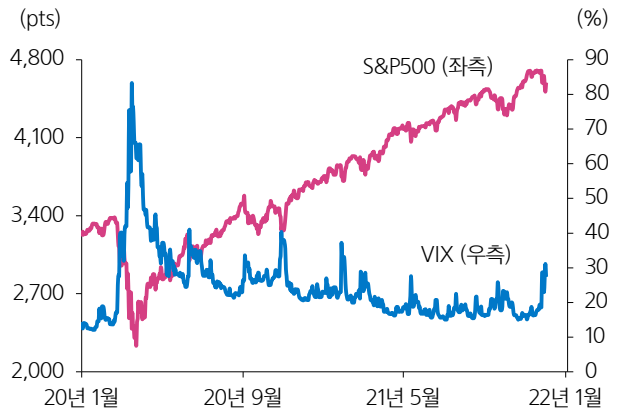


자료: KRX, 삼성증권

COVID-19 변종 출현에 따른 주식시장 단기조정

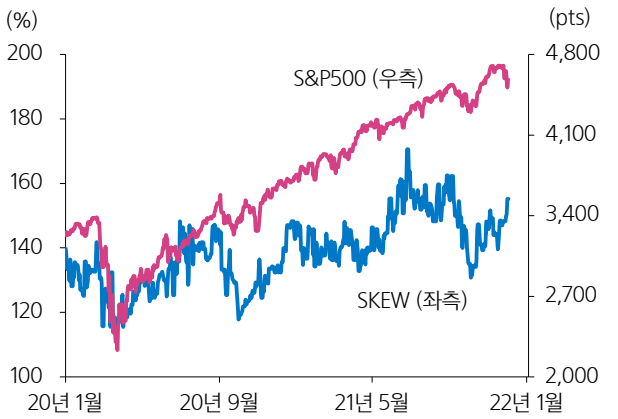
- VIX, 연중 최고 수준에 근접하는 급등세 시현
- SKEW, 하반기에 가장 높은 수준으로 상승하여 추가적인 기술적 조정 가능성 예상

미국 S&P500과 변동성지수 VIX



자료: CBOE, Bloomberg, 삼성증권

미국 S&P500과 SKEW지수



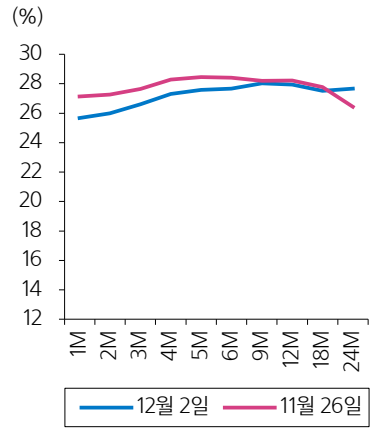
자료: CBOE, Bloomberg, 삼성증권

분산 스왑(Variance Swap) 기간구조

분산스왑 기간구조, Tail Risk으로 단기변동성 급등

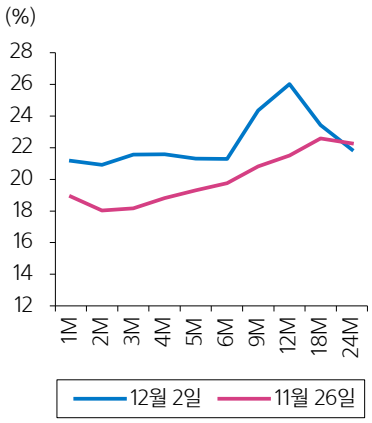
- 오미크로 변이출현으로 글로벌 금융시장 변동성 폭등
- 대부분의 시장에서 단기변동성 중심으로 급등
- 한국/홍콩, 중장기 변동성도 반등하면서 '2022년 경제 불확실성 증폭을 반영
- 미국/유럽, 분산스왑 기울기의 평탄화로 단기 불확실성 반영
- 일본/유럽, 단기 변동성의 과도한 상승으로 분산스왑 기울기가 우하향 반전됨
- 변동성 폭발 이후 하향 안정화 과정은 시장마다 다양하게 나타날 것

S&P500 Variance Swap Term-structure



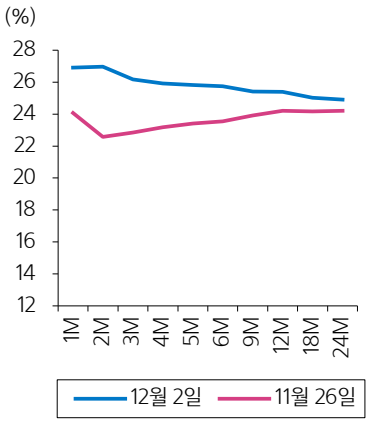
자료: Bloomberg, 삼성증권

KOSPI200 Variance Swap Term-structure



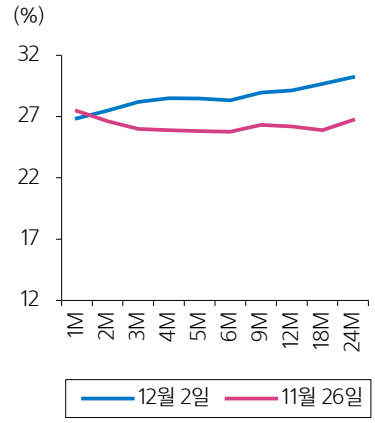
자료: Bloomberg, 삼성증권

Nikkei225 Variance Swap Term-structure



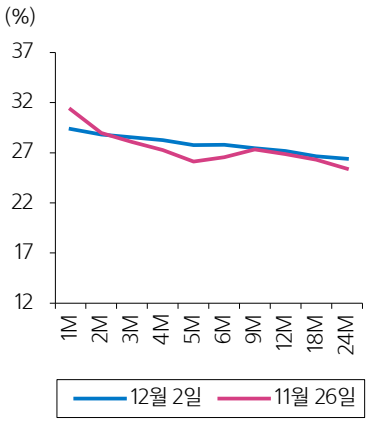
자료: Bloomberg, 삼성증권

HSCEI Variance Swap Term-structure



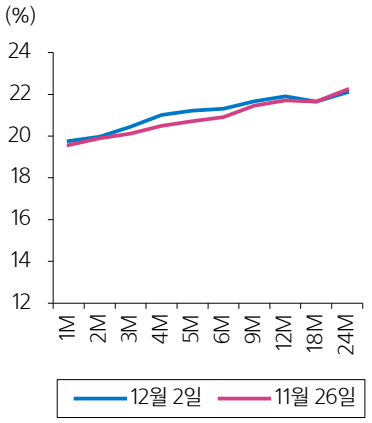
자료: Bloomberg, 삼성증권

Stoxx50 Variance Swap Term-structure



자료: Bloomberg, 삼성증권

TWSE Variance Swap Term-structure



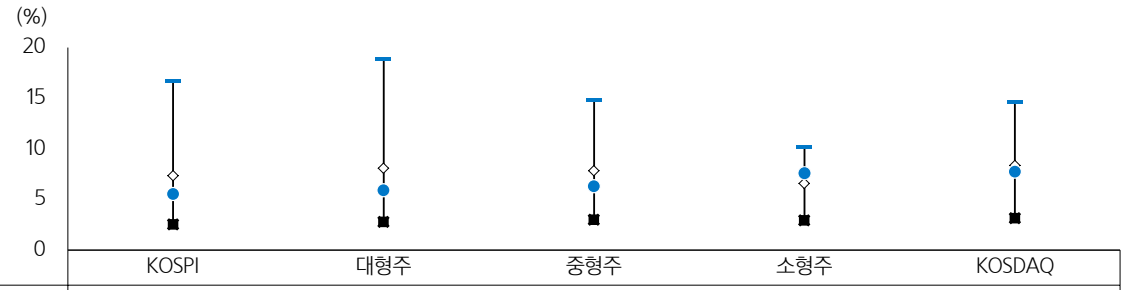
자료: Bloomberg, 삼성증권

주식시장 역사적 변동성 분포

(KOSPI & KOSDAQ) KOSPI 소형주의 변동성 수준이 1년 평균을 상회하는 상승흐름을 보임. KOSDAQ시장 역시 변동성 수준이 최근 1년 평균에 근접하였음. 11월 말 오미크론 변이출현에 따른 글로벌 금융시장의 혼란과 주식시장의 단기 가격조정으로 인해 주식시장의 변동성이 전반적으로 상승하였음. 특히 시장 충격에 취약한 중소형 주식과 KOSDAQ시장이 불확실성에 휩싸였음. 연말까지 백신 호재가 가시화되지 않을 경우 주식시장의 변동성 장세가 지속될 수밖에 없음. 상대적으로 낮은 변동성을 보이는 대형주 중심으로 대응할 필요가 있음.

(KOSPI 산업지수) 비금속과 의약품, 기계와 금융 업종의 변동성이 최근 1년 중 평균을 상회하거나 근접하였음. 주식시장 전반적으로 변동성이 높아지면서, 경기민감주 중심으로 주가 등락이 확대되어 변동성이 상승하였음. 반면 전기가스와 통신, 건설 등은 방어주 성향으로 인해 상대적으로 안정적인 변동성 수준을 유지하였음. 연말까지 시장의 변동성 장세가 지속될 경우 업종별 변동성 역시 전반적으로 상승할 가능성이 높음.

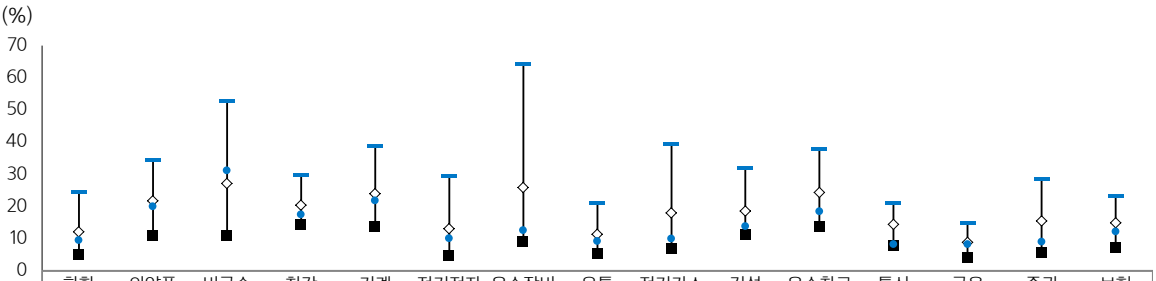
KOSPI 시가총액규모지수 및 KOSDAQ 역사적 변동성 분포



	KOSPI	대형주	중형주	소형주	KOSDAQ
◇1Y 평균	7.33	8.09	7.84	6.57	8.36
– High	16.70	18.82	14.77	10.20	14.59
■ Low	2.52	2.77	2.99	2.92	3.15
● Now	5.55	5.91	6.29	7.59	7.74

참고: 일별 시/고/저/종가를 대상으로 Garman-Klass 변동성산출방식을 적용함. 60일간 변동성을 연율화함, 12월 2일 현재
자료: KRX, 삼성증권

KOSPI 산업지수 역사적 변동성 분포



	화학	의약품	비금속	철강	기계	전기전자	운수장비	유통	전기가스	건설	운수창고	통신	금융	증권	보험
◇1Y 평균	12.05	21.71	27.05	20.37	23.91	13.06	25.83	11.31	17.94	18.53	24.23	14.34	8.74	15.39	14.83
– High	24.45	34.39	52.77	29.75	38.72	29.39	64.06	20.90	39.42	31.76	37.76	20.90	14.82	28.38	23.17
■ Low	4.93	10.94	11.00	14.36	13.71	4.57	8.96	5.43	6.79	11.16	13.69	7.84	4.03	5.55	7.04
● Now	9.47	19.90	31.08	17.42	21.79	10.07	12.55	9.20	9.94	13.75	18.39	8.23	8.19	9.00	12.10

참고: 일별 시/고/저/종가를 대상으로 Garman-Klass 변동성산출방식을 적용함. 60일간 변동성을 연율화함, 12월 2일 현재
자료: KRX, 삼성증권

주식시장 Data

- 11월 후반 이후 발생한 Tail Risk에 대응하는 각국 주식시장의 반응이 제 각각으로 나타나, 한국 주식시장은 미국과 중국 시장과는 다시 역행하는 양상을 보임. 상대적으로 약세를 보였던 한국 주식시장이 미/중 주식시장과 더욱 멀어지는 계기가 되었음. 반면 미국과 중국의 주식시장은 동행성이 더욱 강화됨. 선진국과 신흥국의 관계가 아니라 G2 국가의 경쟁력과 내부 투자동력의 유사성으로 인해 두 시장의 동행성이 높아진 것으로 판단됨.
- N일후 예상 지수대는 직전 주가 추세와 변동성을 동시에 고려하여, 해당 상황이 지속될 것을 가정하여 변동 가능한 주가패턴의 상단과 하단을 추정하는 것임. 현재 예상 지수대는 중앙확산형 패턴으로 뚜렷한 추세가 부재한 상태로 변동성 장세를 반영함. 11월 말 단기 가격조정 이후 기술적 반등이 진행되면서 가격 변동성은 높아지고 방향성을 상대적으로 모호해진 상태임. 상단 저항대의 돌파 시 연말 상승 추세 형성 가능할 것임.
- 12월 외국인투자자들은 단기간에 +1.7조원을 순매수하였음. 11월 +2.5조원에 이어 연말 한국물 비중확대에 나선 모습임. 특히 Passive 자금뿐만 아니라 Active성 자금까지 유입되고 있어 매수강도가 비교적 강한 편임. 금융투자는 선물의 저평가 반전으로 기존 매수포지션의 청산을 진행하고 있음. 연기금은 '20년 6월 이후 처음으로 월간 순매수로 반전하였음. 한국 주식비중의 목표치 도달로 추가적인 매도압박이 약화될 것으로 기대됨.

지수별 기술적 지지/저항대

	KOSPI	K200
종가	2,968.33	391.96
피봇 2차 저항선	2,992.36	396.34
피봇 1차 저항선	2,968.81	392.99
피봇 포인트	2,921.73	386.29
피봇 1차 지지선	2,898.18	382.94
피봇 2차 지지선	2,851.10	376.24
20일중 MAX	3,018.01	399.88
20일중 MIN	2,822.73	370.86

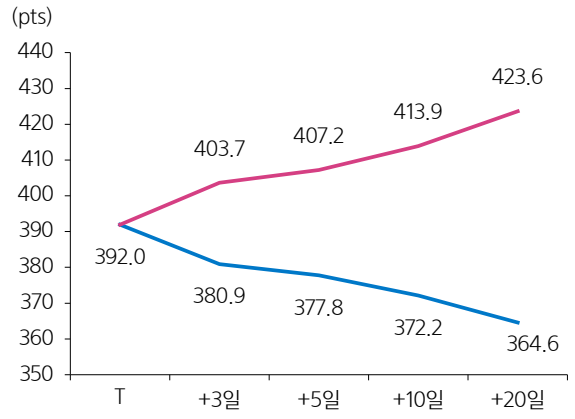
참고: 12월 3일 현재
자료: KRX, 삼성증권

시장별 상관관계 분석

	KOSPI	KOSDAQ	DJIA	Nasdaq	N225	중국상해
KOSPI						
KOSDAQ	0.71					
DJIA	-0.12	-0.12				
Nasdaq	-0.12	-0.12	0.98			
N225	0.71	0.84	-0.23	-0.22		
중국상해	-0.11	-0.12	0.98	0.98	-0.23	

참고: 60일 일별 수익률의 상관계수
자료: Bloomberg, 삼성증권

KOSPI200 예상 지수대 전망



참고: 지수의 변동성과 신뢰수준을 고려한 상하단 예상 지수대 전개
자료: KRX, 삼성증권

투자자별 KOSPI200 연간 순매수

(십억원)	2020년	2021년
외국인	(17,907)	(22,396)
개인	34,686	62,167
금융투자	(8,006)	(964)
투신	(4,925)	(4,178)(
은행	(616)	(1,297)
보험	(2,328)	(4,714)
연기금	(2,129)	(25,047)

참고: 12월 3일 현재, 투신은 사모 포함
자료: KRX, 삼성증권

차익거래 관련 Data

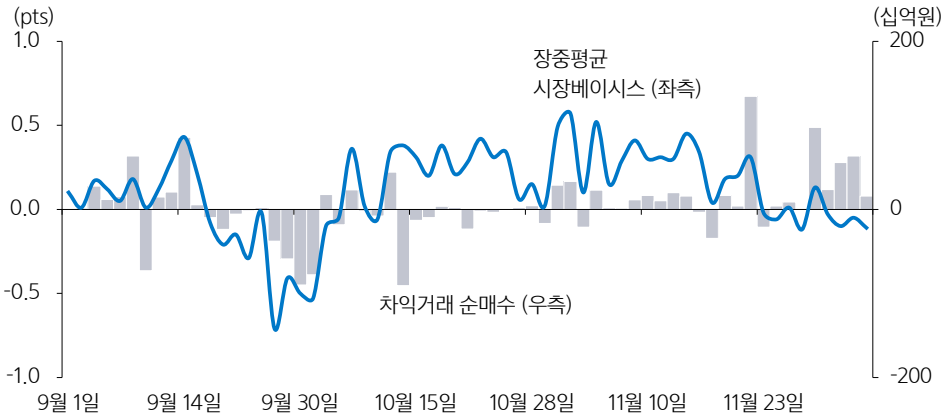
12월들어 시장베이시스 약세 반전

- 12월물 만기일 근접에도 불구하고 선물 시장베이시스 약세 진전
- 현물시장의 상대적인 강세와 헤지세력의 선물매도 등으로 상대적 약세 진행
- 12-3 스프레드 시장가격은 -3.85pt 수준에서 정체 지속
- 만기주간에 스프레드 시장가격 변동에 따라 금융투자의 현물매매 방향 달라질 것

외국인, 11월에 이어 12월에도 비차익 순매수

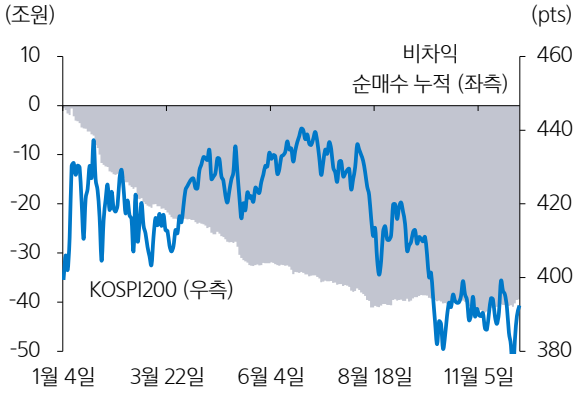
- 외국인, 대규모 현물매수로 연말 한국비중 확대
- Active 자금과 동반하여 유입되고 있어 저가매수 차원의 Long money일 가능성 높아
- 금융투자, 선물베이시스 위축으로 기존 누적한 배당연계 매수물량의 청산 지속
- 연기금, 주가 하락과 주식매도 등으로 한국 주식비중 목표치 도달 가능성

시장베이시스와 일별 차익거래 순매매



참고: 시장베이시스는 장중평균
자료: KRX, 삼성증권

비차익거래 누적과 KOSPI200



참고: 2020년 1월 이후 누적
자료: KRX, 삼성증권

투자자별 프로그램매매 월간 추이

(십억원)	증권	보험	투신	연기금	외국인
차익					
7월	(330)	(9)	(10)	24	(455)
8월	370	1	57	(8)	(30)
9월	(74)	2	64	(1)	(41)
10월	(11)	1	10	13	(182)
11월	303	(3)	15	(6)	27
12월	128	0	0	9	(3)
비차익					
7월	(304)	3	(113)	(331)	(2,517)
8월	613	(108)	(118)	(487)	(1,880)
9월	(184)	(274)	(94)	(379)	453
10월	222	(151)	249	(330)	(1,544)
11월	375	(112)	(257)	(377)	395
12월	24	(3)	43	89	1,351

참고: 투신은 사모포함, 12월 3일 현재 자료: KRX, 삼성증권

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권 SAMSUNG

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

NCSI KS-SQI KCSI Interbrand Best Korea Brands 2020 MEMBER OF Dow Jones Sustainability Indices In Collaboration with RobecoSAM