Derivatives
WEEKLY

2024. 05. 03

ETP전략팀

**전균**
Derivatives & Delta-One Strategist
gyun.jun@samsung.com

**한수진**
Research Associate
su.jin.han@samsung.com

삼성증권

# 채권 ETF에 자금이 몰리는 이유

## 주식과 채권 ETF의 자금 흐름이 상이한 배경

- TMF(Direxion daily 20+ Year Treasury Bull 3X shares) ETF는 연초 이후 30%의 하락을 기록하였지만, 연중 14억 달러의 자금 순유입을 기록하였음.
- TQQQ(ProShares UltraPro QQQ) ETF는 연초 이후 반등하였지만 연중 22억 달러의 자금 순유출이 발생하였음.
- 금리 인하 시점의 불확실성이 확대되었음에도 불구하고 채권 ETF으로의 자금 유입이 집중되고 있음. 주식에 비해 채권에 대한 기대감이 상대적으로 강한 편임.

### 채권과 주식, 동상이몽?

**금리 인하 시점의 불확실성 고조:** CME의 연방기금선물에서 관찰되는 25bp 금리 인하 확률이 6월 FOMC의 경우 1분기에는 60%를 상회하였지만 2분기에는 10% 수준으로 급감하였음. 반면 9월 FOMC에서의 금리 인하 확률은 점진적으로 높아지고 있음. 전년 말부터 1분기까지는 미국 연준의 금리 인하에 대한 기대감이 비교적 높았지만, 인플레이션 압력의 둔화가 지연되면서 금리 인하 시점과 기대감 약화되었음.

**채권 ETF으로 자금 유입:** TLT(iShares 20+Years Treasury Bond) ETF는 연초 이후 5월 현재 10%에 달하는 하락세를 기록하였지만, 연중 자금 유출은 7억 달러에 그침. 2023년에 247억 달러가 순유입된 것을 고려하면 채권 ETF에서 자금이 본격적으로 유출되었다고 평가하기 어려움. 3X 레버리지 상품인 TMF의 경우 올해 들어 30%의 하락을 기록하였지만 연중 14억 달러의 자금 순유입을 기록하였음. 반면 기술주 레버리지 ETF인 TQQQ(3X Bull QQQ)는 올해 22억 달러의 자금 순유출이 발생하였음. QQQ ETF의 경우 2분기 들어 자금 유입이 정체됨.

금리 인하의 불확실성이 높아졌음에도 주식과 채권 ETF의 자금 흐름이 상반된 것은 시간이 갈수록 금리 인하가 구체화될 것이라는 채권 투자 수요의 시각과 예상과 다른 불확실성으로 투자 수요가 위축된 주식의 투자 지평선(horizon)이 상이하기 때문임. 2분기 중 주식 ETF으로 자금 유입이 재개되는 시점을 주목해야 할 이유임.

*** 주간 KOSPI200 전망:** 기간 조정 예상

**KOSPI200 주간 예상 밴드: 360pt 중반 (지수 120일 이평선 지지 예상)**
**~ 370pt 후반 (연중 고점)**

Compliance Note
본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 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 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

## 주간 선물/옵션 시황

### 일단 지수 20일 이평선까지 반등하였다

- KOSPI200과 KOSDAQ150, 모두 지수 120일 이평선에서 반등 성공
  - 4월 가격조정 이후 기술적 반등 진행
  - 단기 저항선인 지수 20일 이평선을 회복
  - 5월 들어 달러 약세 반전 및 채권금리 하락 반전으로 매크로 환경 변화

### KOSPI200선물, 외국인 선물 매도지속

- 외국인 4월 4.2조원 순매도 & 5월 1.0조원 순매도
  - 시장 변동성 확대에 따른 포트폴리오 변동성 헤지 매도
  - 기존 Long Beta 포지션 축소 및 추세 반전에 따른 전술적 매도 물량
  - 외국인의 선물 매수 반전 시 시장 반등 탄력 강화 가능
- 외국인, 채권선물 매수 반전 여부도 주목해야
  - 외국인, KTB3y선물 1~4월 순매도 지속 (금리 상승에 따른 매도 대응)
  - 5월 중 소폭 매수 우위 반전 → 채권 및 주식 선물 순매수 반전 여부 주목

### KOSDAQ150, 기간조정 국면

- '23년 말~24년 초 형성한 고점 1,400pt의 지지 확인
  - 지수 120일 이평선에서 지지 성공 및 지수 20일 이평선 회복하는 기술적 반등
  - 1,400pt대의 강한 지지선 확보
- 대형주, 2차전지 외 대부분 연중 고점 육박
  - 제약 및 반도체 등 기술주, 연중 고점에 다시 근접하는 반등세
  - 2차전지 실적 부진 우려 해소 시 반등 탄력 강화 예상

### 기간조정 예상

- 예상 지수대 전망 참조
  : 저점 - 350pt 중반 (120일 이평선 지지 예상)
  : 고점 - 370pt 후반 (연중 고점)

# 채권 vs 주식, 동상이몽?

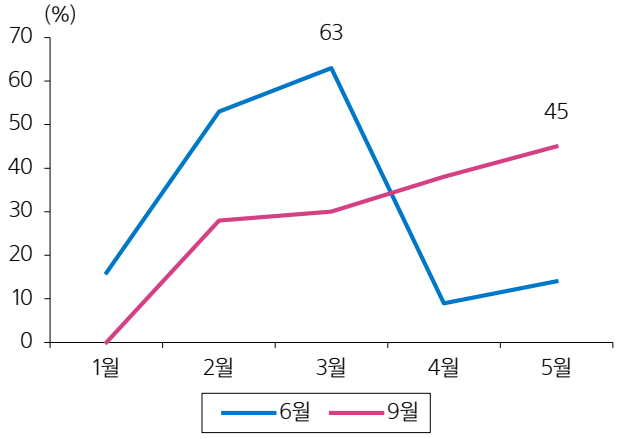
## 채권 ETF에 자금 유입되는 배경

**FOMC의 금리 인하 전망 지연:** 지난 연말부터 올해 연초까지 글로벌 주요 IB들의 미 연준 금리 인하 기대감은 평균 4~5회 시행할 것으로 전망하였음. 인플레이션 압력이 둔화될수록 미 연준의 기준금리 인하 압력이 높아질 것이며, 최초 금리 인하 시점을 6월로 지목한 경우가 대다수였음. 이를 반영하여 CME에서 거래되는 연방기금선물에 내재된 25bp 금리 인하 확률은 6월 FOMC의 경우 1분기에 가파르게 높아져 3월에는 60%를 상회할 정도로 강한 기대감을 반영하였음.

그러나 1분기의 인플레이션 압력이 일시적이지 않을 가능성이 대두되면서 6월 FOMC에서 금리 인하를 실시할 확률은 4월 중 10%대를 밑도는 급락세를 기록하였음. 불과 한달만에 금리 인하 시점에 대한 시장의 기대감이 크게 후퇴하였음. 5월 FOMC에서 파월 의장이 향후 금리정책은 인하 또는 동결이라며 인상 가능성을 배제하는 발언으로 금융시장을 진정시켰으며, 이에 따라 5월 2일 기준으로 CME 연방기금선물에서 6월 FOMC의 25bp 금리 인하 확률은 소폭 높아진 10% 초반대를 형성하였음.

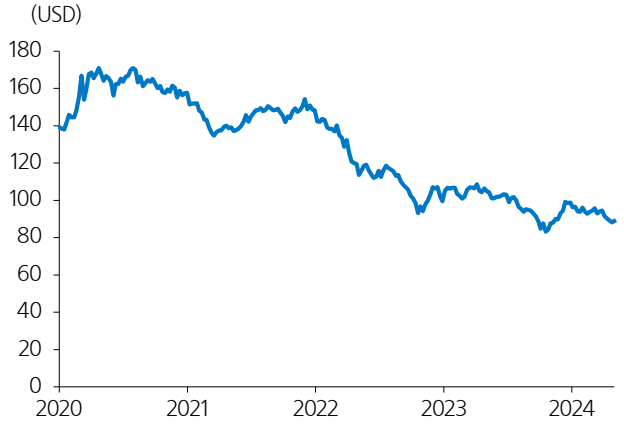
그럼에도 불구하고 1분기에 형성된 6월 FOMC의 금리 인하 기대감에 비해서는 매우 낮은 확률임. 금리 인하 시점이 불확실해지면서 미국 국채 10년물 금리는 연초 3.8%대에서 4월 중 4.5%대를 상회하는 상승세를 지속하고 있음. 장기채 ETF인 TLT(iShares 20+ Year Treasury Bond) ETF의 경우, 2023년 말 대비 5월 현재 -10%의 하락을 기록하고 있음. 1년 전에 비해서는 -16% 하락한 상태임.

**CME 연방기금선물에 반영된 6월/9월 25bp 금리 인하 확률**




참고: 매월 말 & 5월2일 기준
자료: CME, 삼성증권

**TLT (iShares 20+ Year Treasury Bond) ETF**




자료: Bloomberg

예상과 다른 금리 인하 시기와 채권금리의 상승으로 인해 2023년 이후 집중되었던 채권투자 수요가 위축될 환경에 놓여있음. TLT의 경우 연초 이후 -10%에 달하는 하락을 기록하고 있어, 해당 ETF에 대한 투자 수요가 위축되거나 기존 자금을 유출할 가능성도 높아진 상태임.

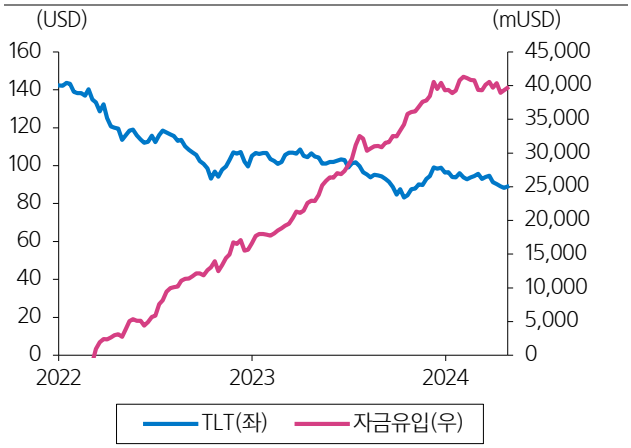
**TLT에 대한 투자 수요 여전:** 2022년 이후 지속적인 약세를 기록한 TLT임에도 불구하고 해당 ETF로의 자금 유입은 지속되었음. 2022년 연간으로 156억 달러가 순유입되었으며, 2023년에는 연간 247억 달러가 순유입되었음. 2023년까지 금리 인하 기대감이 강하게 유지되면서 TLT에 대한 자금 유입이 지속되었음.

2024년에는 2월 초반까지 9억 달러의 자금이 순유입되었지만 2월 후반 들어 금리 인하 시점에 대한 불확실성이 높아지면서 16억 달러의 자금이 순유출되었음. 이에 따라 연간으로 7억 달러의 자금 유출이

확인된 상태임. TLT가 연초 이후 10%에 달하는 약세를 기록한 반면에 자금 유출은 상대적으로 제한적인 수준에 그쳤음.

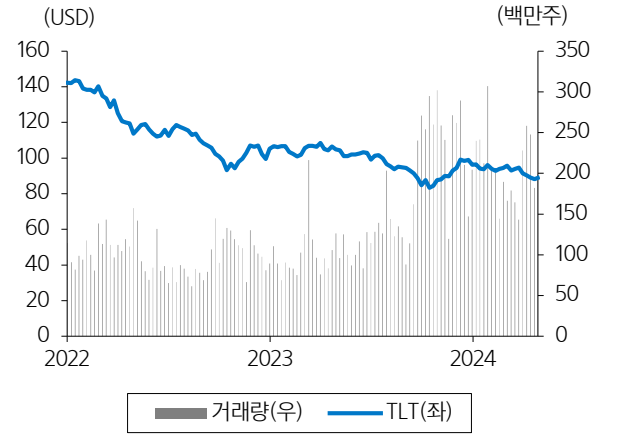
TLT 주가가 하락세를 기록함에도 불구하고 투자 수요가 위축되지 않는 모습임. TLT 거래량은 2022년 일평균 1,000만주를 기록한 반면 2023년에는 일평균 1,470만주로 증가하였음. 2024년 5월현재까지 일평균 거래량은 2,060만주에 달해 2022년 일평균 거래량의 2배까지 늘어났음. 기존 보유물량의 손절매가 포함되었지만 금리 인하 시점의 불확실성에도 불구하고 TLT 거래가 급증하였다는 것은 그만큼 저점 매수에 대한 수요도 많다는 것을 반영하는 모습임.

**TLT 주가와 자금 순유입 누적 추이 (주간 단위)**




참고: 2022년 이후 자금 순유입 누적
자료: Bloomberg, 삼성증권

**TLT 주가와 거래량 (주간 단위)**

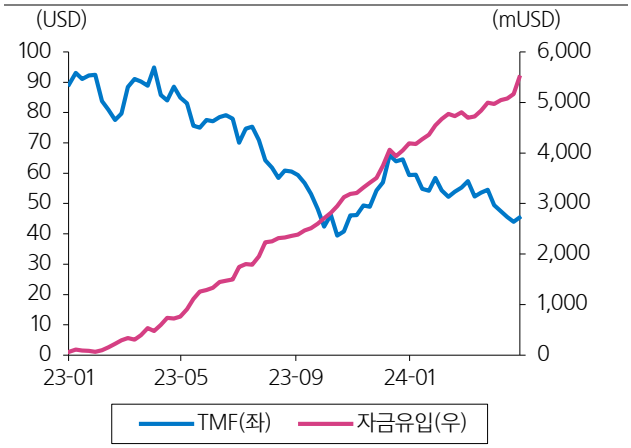



자료: Bloomberg

흥미로운 점은 TLT의 레버리지/인버스 상품인 TMF(Direxion daily 20+ Year Treasury Bull 3X shares)과 TMV(Direxion daily 20+ Year Treasury Bear 3X shares)의 자금 유출입이 극명하게 다르다는 점임. 3배 레버리지 상품인 TMF(3X Bull)의 경우 올해 들어 약 30%에 육박하는 약세를 기록하였음에도 불구하고 연초 이후 14억 달러의 자금이 순유입되었음. 반면 인버스 상품인 TMV(3X Bear)의 경우 연초 이후 30% 초반대의 상승률을 기록하였지만 자금은 7백만달러 이상 유출하였음.

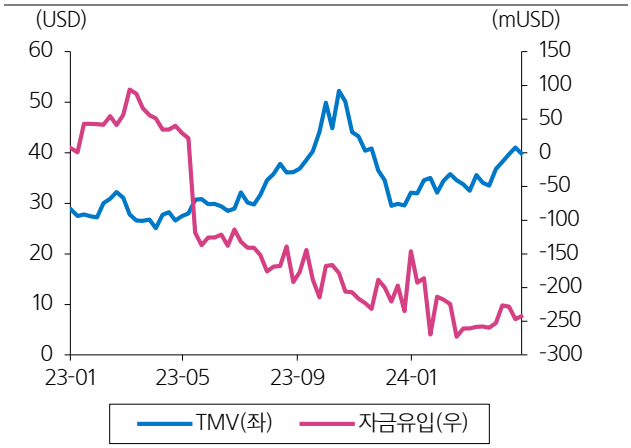
TMF의 상당한 주가하락에도 불구하고 대규모 자금이 순유입되었다는 것은 금리 인하 시점의 논란에도 불구하고 미국채 금리 하락 반전에 대한 기대감이 매우 높다는 것을 반영함. 국채 금리의 상승세가 진행되었음에도 불구하고 역설적으로 TLT와 TMF에 대한 투자 수요는 더욱 늘어났음을 확인할 수 있음.

**TMF (3X Bull) 주가와 자금 순유입 누적 추이 (주간 단위)**




참고: 2023년 이후 자금 순유입 누적
자료: Bloomberg, 삼성증권

**TMV(3X Bear) 주가와 거래량 (주간 단위)**



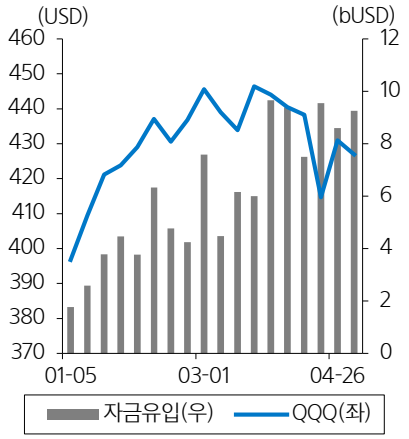

참고: 2023년 이후 자금 순유입 누적
자료: Bloomberg, 삼성증권

**기술주에 대한 투자 수요 혼조:** 미국 Nasdaq 100지수를 추종하는 QQQ(Invesco QQQ Trust Series 1) ETF는 전년 말 대비 5월 현재 4%의 상승률을 기록하고 있음. 3월에 형성한 연중 고점 대비 4% 하락률을 기록하고 있지만, 연초 대비 (+) 성과를 유지하고 있음. QQQ에 대한 자금 순유입은 연초 이후 5월 현재 92억 달러가 기록되었음. QQQ의 3월 고점 당시 96억 달러의 누적 유입을 기록하였으며, 이후 4월 중에 20억 달러의 유출이 발생하기도 하였지만 5월 현재는 연중 최고 수준에 육박하는 자금 유입(누적)을 기록하고 있음. 다시 말해 기술주가 일시적으로 조정을 보였지만 투자 수요는 비교적 굳건하게 유지되고 있음.

QQQ의 레버리지/인버스 상품인 TQQQ(ProShares UltraPro QQQ, 3X Bull) ETF와 SQQQ(ProShares UltraPro Short QQQ, 3X Bear) ETF의 자금 유입 추이에서는 반전이 나타났음. SQQQ의 경우 3월까지 5억 달러가 넘는 자금 유입(누적)을 기록하였지만, Nasdaq시장이 조정을 보이는 시기에 오히려 6억 달러에 달하는 대규모 자금 유출이 발생하였음. 주식시장 조정으로 SQQQ의 성과가 개선되었음에도 시장에서는 자금 유출이 발생하였음.

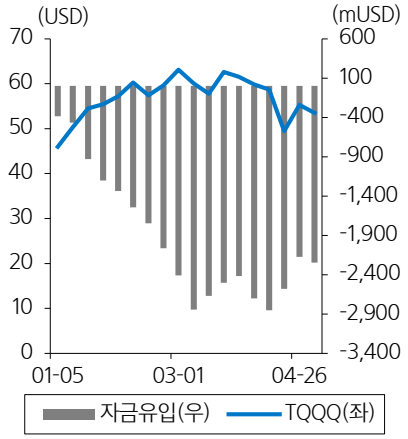
TQQQ는 올해 들어 지속적인 자금 유출이 관찰되었음. 1분기 Nasdaq 시장의 상승세에도 불구하고 자금 유출이 지속되었으며, 4월 Nasdaq 시장의 조정 시기에 소폭의 자금 유입이 이루어진 것을 제외하면 연중 내내 자금 유출이 지속되었음. 연초 이후 5월 현재까지 약 22억 달러의 자금이 유출되었음. 자금 유출 배경으로는 M7 위주로 단기 급등에 따른 Valuation 논란이 가중된 데다 국채금리의 상승세로 인한 할인율 상승, 역설적 투자패턴 등이 작용한 것으로 추정됨.

**QQQ주가와 누적 자금 순유입 추이**



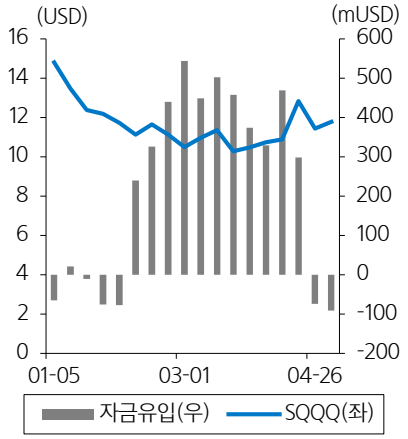

참고: 연초 이후 자금 순유입 누적, 주간 단위
자료: Bloomberg, 삼성증권

**TQQQ주가와 누적 자금 순유입 추이**




참고: 연초 이후 자금 순유입 누적, 주간 단위
자료: Bloomberg, 삼성증권

**TQQQ주가와 누적 자금 순유입 추이**




참고: 연초 이후 자금 순유입 누적, 주간 단위
자료: Bloomberg, 삼성증권

**기술주와 상이한 채권 ETF 자금 흐름:** 채권 ETF인 TLT와 TMF는 가격 하락에도 불구하고 자금 유입이 집중된 반면에 기술주 ETF인 QQQ와 TQQQ는 자금 유입의 정체 또는 레버리지 ETF에서의 자금이탈이 가중되는 양상임. 다시 말해 채권시장에서는 금리 인하 시점의 지연 가능성에도 불구하고 중장기적으로 금리 인하 기대감이 오히려 강화되고 있지만 주식시장에서는 금리 인하 시점의 불확실성이 단기적으로 투자 수요를 위축시키는 주요 변수로 작용하고 있는 것으로 해석할 수 있음. 일종의 투자 지평선(horizon)의 차이에서 발생하는 자금 흐름의 변화임. 이에 따라 주식 ETF으로 자금 흐름이 전환되는 시점을 주목할 필요가 있음.

## Market Data (5월 3일 현재)

### KOSPI200 Big & Mini 선물 거래 동향

| (계약수) | 외국인 | 금융투자 | 투신 | 연기금 |
|---|---|---|---|---|
| Big선물 당일 순매수 | (5,818) | 3,772 | 820 | 188 |
| Big선물 누적포지션* | (42,646) | 35,235 | (2,895) | 2,367 |
| Mini선물 누적포지션** | (28,801) | 41,818 | (1,441) | 0 |
| 전체 누적포지션*** | (48,406) | 43,599 | (3,183) | 2,367 |

참고: * Big선물 누적포지션은 2024/03/15부터 순매매의 누적임
** Mini선물 누적포지션은 2024/04/11부터 순매매의 누적임
*** 전체 포지션은 Big선물누적 + Mini선물누적/5로 산출함
자료: KRX, 삼성증권

### Big선물 6월물 기술적 지표 (pt, %)

| | | | |
|---|---|---|---|
| 피봇 2차 지지 | 372.17 | 지수 3일 MA | 365.77 |
| 피봇 1차 지지 | 368.33 | 지수 5일 MA | 365.74 |
| 피봇 포인트 | 366.42 | 지수 10일 MA | 361.94 |
| 피봇 1차 저항 | 362.58 | 지수 20일 MA | 365.10 |
| 피봇 2차 저항 | 360.67 | 볼린저밴드 상당 | 368.34 |
| 최근 5일 고가 | 370.25 | 볼린저밴드 하단 | 355.53 |
| 최근 5일 저가 | 363.35 | %b 지표 | 0.70 |

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 | 17.51 | His. Vol 현재 | 19.30 |
| Imp. Vol Max (5일 중) | 18.68 | His, Vol 5일전 | 20.06 |
| Imp. Vol Min (5일 중) | 17.22 | His, Vol 20일전 | 20.80 |
| Imp. Vol Max (20일 중) | 25.29 | His. Vol Max(20일중) | 19.30 |
| Imp. Vol Min (20일 중) | 17.06 | His. Vol Min(20일중) | 20.80 |

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

### KOSPI200 Big & Mini 옵션 투자자별 매매 동향

| | | 외국인 | 금융투자 | 투신 | 기타법인 |
|---|---|---|---|---|---|
| Call | 누적 (계약) | 62,909 | (14,888) | (16,294) | (23,023) |
| | 누적 (백만원) | (15,679) | 13,076 | (3,293) | (1,214) |
| Put | 누적 (계약) | 249,763 | (34,208) | (46,292) | (49,360) |
| | 누적 (백만원) | (4,759) | 4,062 | (145) | (4,635) |

참고: 누적 포지션은 2024/4/11 이후부터 집계함
자료: KRX, 삼성증권

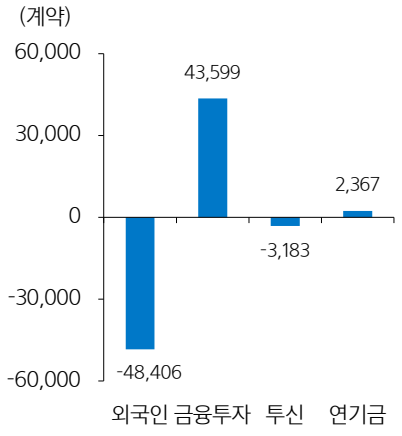
## Market Data (5월 3일 현재)

### 외국인, 4월에 이어 5월에도 매도 우위 지속

- 4월 4.2조원 순매도 & 5월 1.0조원 순매도
- 포트폴리오 변동성 확대에 따른 헤지성 매도 및 일부 Long Beta 플레이의 비중 축소
- 외국인, 선물 매수 반전 시 반등 탄력 강화 기대
- 선물 시장베이시스 +1pt 수준에서 정체 → +1pt 미만으로 축소 시 금융투자 매도 압박 예상

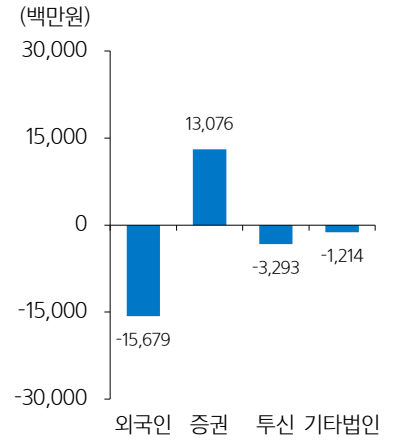
- 외국인, 양매도 포지션 강화 (4월에 비해 둔화된 변동성으로 Vol 매도 포지션 구축)
- 금융투자, 양매수 (Call 옵션 - 기존 매도포지션의 청산)
- 기타법인, Put옵션 대규모 매도 압박

**선물 투자자별 매매 동향(Big+Mini)**



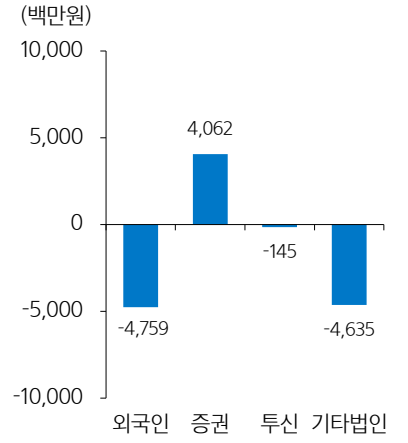

참고: 2024/03/15 이후 순매수 누적
Mini선물은 2024/04/11 이후 순매수 누적
자료: KRX, 삼성증권

**Call옵션 투자자별 매매 동향(Big+Mini)**



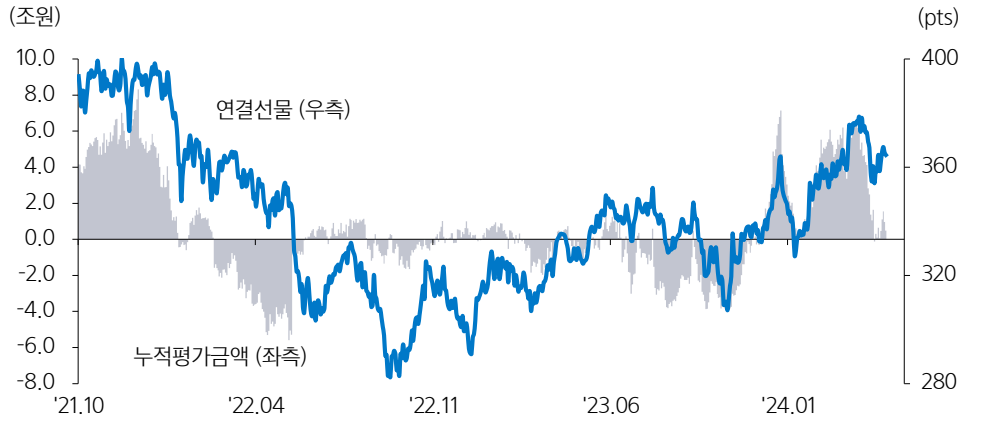

참고: 2024/04/11 이후 순매수 누적, 거래대금 기준
자료: KRX, 삼성증권

**Put옵션 투자자별 매매 동향(Big+Mini)**




참고: 2024/04/11 이후 순매수 누적, 거래대금 기준
자료: KRX, 삼성증권

**외국인 투자자 장기누적 선물포지션 (5월 3일 현재 +0.4조원 순매수 추정)**




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 투자위험 지표 (삼성 IRI)

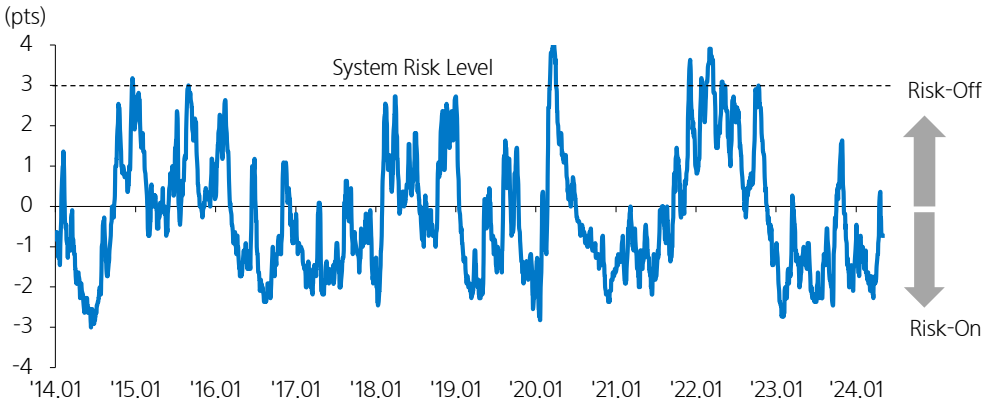
- 자료 참조: 전균, "삼성 Investment Risk Index" (2015.2.4 발간)
- 금융시장 변동성과 자금 동향, 수급 동향을 종합한 투자위험 평가지표
- 기준선 상회는 Risk-Off 국면, 기준선 하회는 Risk-On 국면
- 일상적으로 감내 가능한 등급은 +2.0pt 이하
- +3.0pt 이상은 시스템위기 고조
- +2.0pt ~ +3.0pt 구간에서는 위험선호도에 따라 보수적/적극적 상황별 대응 필요

※ 삼성 투자위험 지수는 금융시장의 위험수준 확대/축소를 파악하기 위해 개발됨
위험 고조 국면(+3pt 이상)에서 역행 전략(주식 매수)을 위한 투자신호로 해석할 경우 투자 성과를 보장할 수 없음

### 삼성 투자위험 지수, 중립구간 등락 지속

- 4월 주식시장 이외에는 여타 금융자산에서 변동성 안정화
- 국내외 신용위험은 극단적인 안도감 유지
- 미국 채권시장과 선진국 외환시장의 변동성지표는 Risk-On 상태 유지
- 한국, 주식변동성과 국가신용위험 지표가 상대적으로 높게 유지 (고환율 배경)
- 당분간 삼성투자위험지수는 중립구간에 등락 지속 예상
- 주식시장의 기간조정 길어질 경우 Risk-On 국면으로 심화 가능

### 삼성 투자위험 지수




자료: Bloomberg, KRX, 삼성증권

### 구성 항목별 월별 일평균 수준

| (지수) | 2024년 2월 | 2024년 3월 | 2024년 4월 |
|---|---|---|---|
| VIX(미국) | (0.71) | (0.90) | 1.10 |
| VKOSPI(한국) | 2.10 | 1.33 | 2.14 |
| VSTOXX(유럽) | (1.71) | (2.10) | 0.29 |
| VXEEM(EM) | (1.81) | (3.24) | (1.24) |
| MOVE(미국채권) | (1.29) | (2.81) | (1.67) |
| FX Vol(환율) | (2.81) | (4.00) | (1.81) |
| 회사채스프레드(한국) | (3.29) | (4.00) | (4.00) |
| EMBI+ Spread(신흥국) | (3.14) | (4.00) | (3.71) |
| IG CDX(미국) | (3.00) | (2.90) | (1.67) |
| CDS 스프레드(한국) | (0.05) | 1.10 | 2.71 |
| Fund Flow(아시아) | (0.81) | (0.10) | (0.48) |

참고: 5월 2일 종가 기준　　자료: Bloomberg, 삼성증권

## 시장변동성 관련 Data

### 국내외 변동성지수 17%대로 소폭 하향 안정화

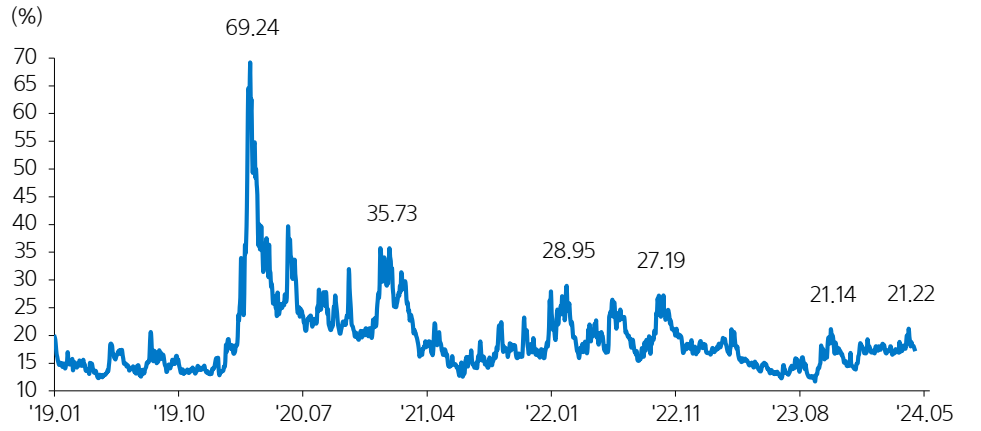
- 주식시장 기간조정으로 VKOSPI 17%대로 하향 안정화
- 10% 초반으로 하락하지 않는 것은 고환율 등 매크로 변수에 대한 위기의식이 남아있는 상태

### VKOSPI반영 KOSPI200 예상 등락구간

| (pt) | 5일 | 10일 | 15일 | 20일 | 25일 | 30일 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| Up | 367.69 | 368.74 | 369.56 | 370.24 | 370.84 | 371.39 |
| Down | 362.57 | 361.52 | 360.70 | 360.02 | 359.42 | 358.87 |

참고: 5월 3일 종가 기준
자료: KRX, 삼성증권

### VKOSPI 추이

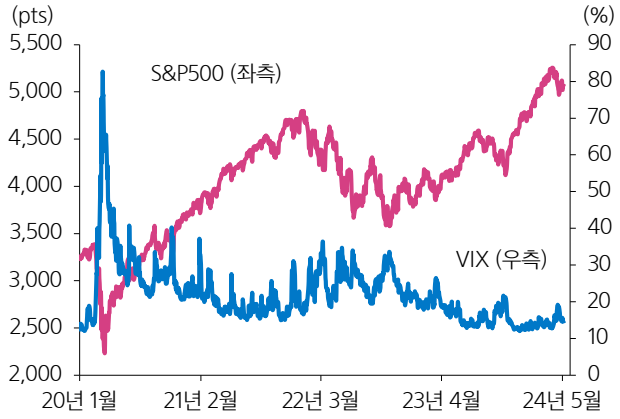



자료: KRX, 삼성증권

### 주식시장 기간 조정과 변동성지표의 정체

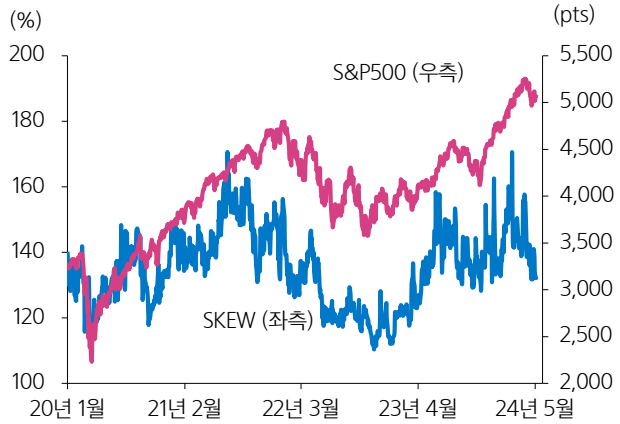
- 주식시장, 단기 지지선 확보와 기간조정 지속으로 변동성 하향 안정화
- SKEW, 연중 최저 수준으로 반락 → 가격 하락압박 상대적으로 낮아진 편

### 미국 S&P500과 변동성지수 VIX




자료: CBOE, Bloomberg, 삼성증권

### 미국 S&P500과 SKEW지수



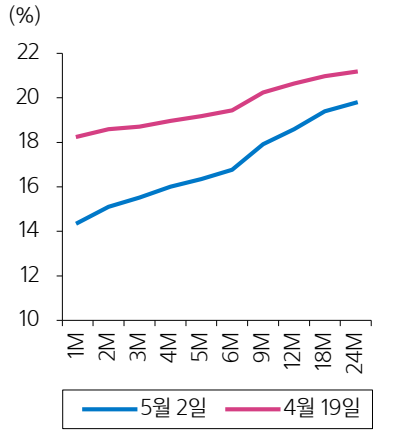

자료: CBOE, Bloomberg, 삼성증권

## 분산 스왑(Variance Swap) 기간구조

### 분산스왑 기간구조, 4월 중순에 비해 안정된 변동성

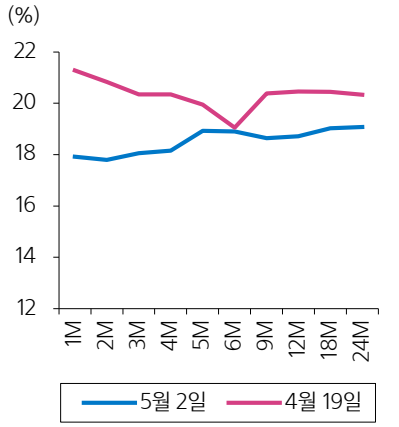
- 모든 시장에서 4월 중순에 비해 5월 초 변동성 수준이 하향 안정화되었음
- 한국/일본/대만, 4월 중순에 비해 하향 안정화되면서 평탄화 진행됨
- 미국/유럽, 우상향 패턴을 유지하면서 변동성 전반적으로 하향 안정화
- 홍콩, 단기 변동성은 4월 중순에 비해 상승반전
- 2분기 초반의 불안정한 국면에서 5월에는 기간조정 흐름을 보일 가능성 높아짐
- 2분기 중반까지 정상적 우상향 유지할 경우 위험자산 긍정적 신호

S&P500 Variance Swap Term-structure



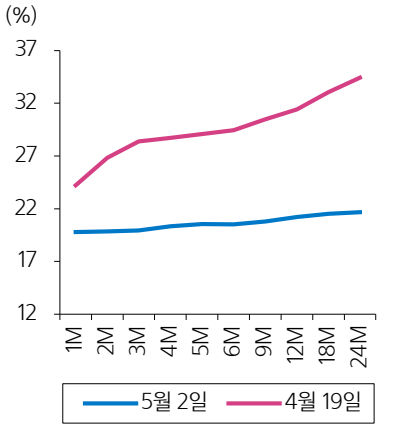

료: Bloomberg, 삼성증권

KOSPI200 Variance Swap Term-structure



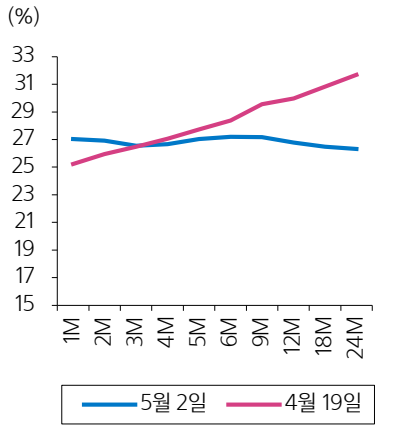

자료: Bloomberg, 삼성증권

Nikkei225 Variance Swap Term-structure



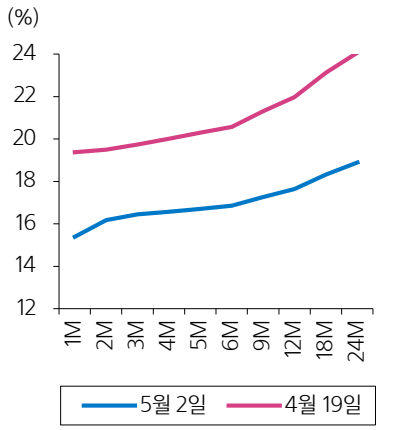

자료: Bloomberg, 삼성증권

HSCEI Variance Swap Term-structure



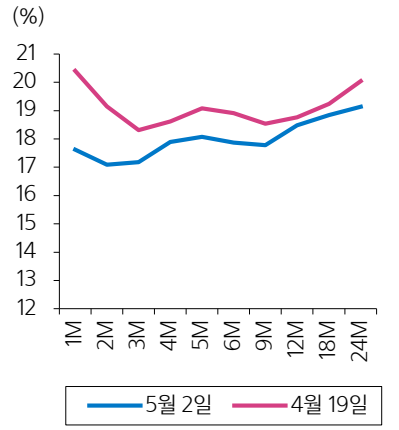

자료: Bloomberg, 삼성증권

Stoxx50 Variance Swap Term-structure




자료: Bloomberg, 삼성증권

TWSE Variance Swap Term-structure



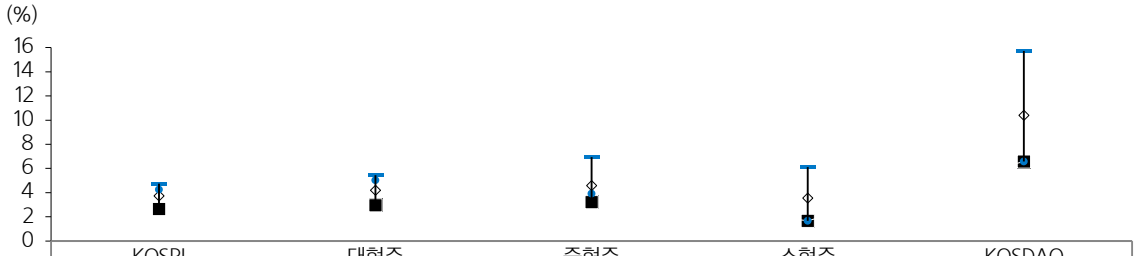

자료: Bloomberg, 삼성증권

### 주식시장 역사적 변동성 분포

**(KOSPI & KOSDAQ)** KOSPI 대형주의 변동성 수준이 최근 1년 중 최고치에 근접할 정도로 높아진 반면 KOSPI 소형주와 KOSDAQ시장의 변동성 수준은 1년 중 가장 낮은 수준으로 낮아졌음. KOSPI 시장이 대형주 중심으로 등락을 지속하는 대형주 장세에서 벗어나지 못하였음을 확인할 수 있는 흐름임. 2분기에 주식시장의 변동성이 확대되면서 그동안 시장의 관심이 낮았던 중소형주 중심의 개별종목 장세가 형성될 가능성이 높아졌음.

**(KOSPI 산업지수)** 업종별 변동성 수준이 극단적인 양극화 양상을 형성하고 있음. 화학과 비금속, 철강과 건설업종의 변동성 수준은 지난 1년 중 가장 낮은 수준까지 하락한 반면 기계와 운수장비, 유통과 전기가스, 통신과 금융 및 증권과 보험업종의 변동성 수준은 최근 1년 중 가장 높은 수준을 기록하였음. 변동성이 높아진 업종은 대부분 1분기에 형성되었던 정부의 정책 모멘텀에 영향을 받았던 업종임. 정책 모멘텀과 이익실현 매물 압박 등으로 일시적인 주가 등락을 기록하면서 변동성이 확대되었음. 변동성의 진정이 나타날 때까지 투자 결정을 다소 관망하는 것도 필요할 것임.

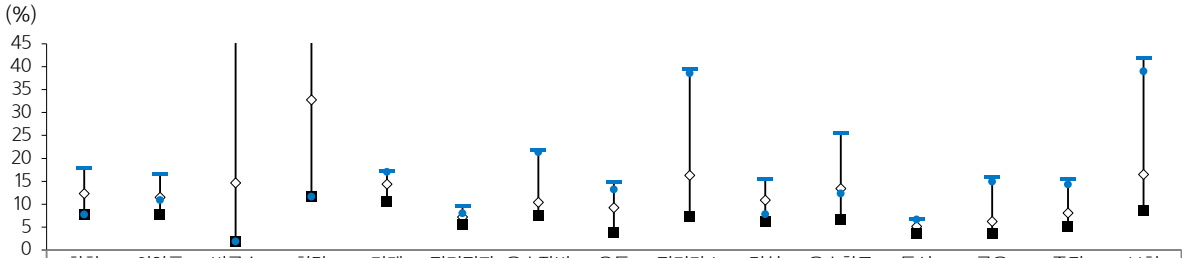
**KOSPI 시가총액규모지수 및 KOSDAQ 역사적 변동성 분포**




| | KOSPI | 대형주 | 중형주 | 소형주 | KOSDAQ |
|---|---|---|---|---|---|
| ◇ 1Y 평균 | 3.75 | 4.20 | 4.60 | 3.55 | 10.41 |
| – High | 4.74 | 5.45 | 6.93 | 6.10 | 15.71 |
| ■ Low | 2.67 | 2.97 | 3.21 | 1.66 | 6.57 |
| ● Now | 4.24 | 5.04 | 3.92 | 1.66 | 6.57 |

참고: 일별 시/고/저/종가를 대상으로 Garman-Klass 변동성산출방식을 적용함. 60일간 변동성을 연율화함, 5월 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 | 12.34 | 11.47 | 14.66 | 32.77 | 14.33 | 7.20 | 10.39 | 9.23 | 16.28 | 10.86 | 13.43 | 5.15 | 6.23 | 8.06 | 16.51 |
| – High | 17.94 | 16.46 | 62.21 | 68.72 | 17.27 | 9.55 | 21.90 | 14.83 | 39.47 | 15.44 | 25.54 | 6.76 | 15.89 | 15.40 | 41.91 |
| ■ Low | 7.71 | 7.72 | 1.86 | 11.64 | 10.62 | 5.52 | 7.37 | 3.72 | 7.17 | 6.29 | 6.60 | 3.64 | 3.61 | 5.08 | 8.52 |
| ● Now | 7.71 | 10.89 | 1.86 | 11.64 | 17.02 | 7.99 | 21.33 | 13.20 | 38.56 | 7.82 | 12.35 | 6.66 | 14.94 | 14.32 | 38.97 |

참고: 일별 시/고/저/종가를 대상으로 Garman-Klass 변동성산출방식을 적용함. 60일간 변동성을 연율화함, 5월 2일 현재
자료: KRX, 삼성증권

## 주식시장 Data

- 2분기 들어 중국과 글로벌 주식시장의 동조성이 1분기에 비해 다소 낮아졌음. 글로벌 주식시장이 미국 연준의 금리 인하 시점의 불확실성 등으로 변동성이 높아진 반면 중국 주식시장은 정책 모멘텀과 밸류에이션 이점으로 반등세를 보였기 때문임. 특히 미국 Nasdaq과 중국/홍콩 주식시장의 상관성은 거의 '0'에 가까울 정도로 낮아졌음. 상대적으로 한/미/일의 주식시장 동조성은 여전히 높게 형성되고 있음.
- 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 비추세 구간임을 의미함. 현재 KOSPI200이 4월 가격조정 이후 5월 기술적 반등을 보였기 때문에 당분간 기간조정을 거칠 가능성이 높음. 예상 지수대의 상하단 가격대가 기간조정의 저항/지지대로 작용할 것임.
- 외국인, KOSPI200 주식현물에 대해 '23년 11월 이후 6개월 연속 순매수 지속하였으며, 5월에도 순매수 유지함(0.1조원). 외국인투자자의 5월 프로그램매매 0.2조원 순매수를 고려하면 개별종목에 대한 매도가 일부 출회되었음. 금융투자는 4월 3.3조원 순매도에 이어 5월에도 0.1조원 순매도 지속함. 연기금이 4월 중 0.6조원 이상 순매수를 기록하였으며, 5월에는 현재 강보합 수준임.

### 지수별 기술적 지지/저항대

| | KOSPI | K200 |
|---|---|---|
| 종가 | 2,676.63 | 363.58 |
| 피봇 2차 저항선 | 2,698.62 | 366.78 |
| 피봇 1차 저항선 | 2,691.13 | 365.54 |
| 피봇 포인트 | 2,684.99 | 364.46 |
| 피봇 1차 지지선 | 2,677.50 | 363.22 |
| 피봇 2차 지지선 | 2,671.36 | 362.14 |
| 20일중 MAX | 2,746.39 | 376.20 |
| 20일중 MIN | 2,553.55 | 347.12 |

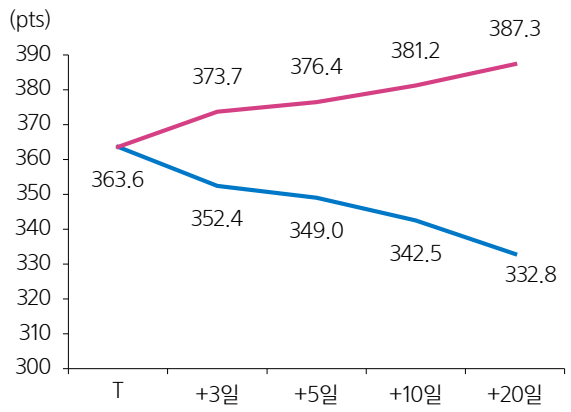
참고: 5월 3일 현재
자료: KRX, 삼성증권

### 시장별 상관관계 분석

| | KOSPI | KOSDAQ | Nasdaq | N225 | 중국상해 | HSCEI |
|---|---|---|---|---|---|---|
| KOSPI | | | | | | |
| KOSDAQ | 0.84 | | | | | |
| Nasdaq | 0.60 | 0.63 | | | | |
| N225 | 0.71 | 0.80 | 0.70 | | | |
| 중국상해 | 0.45 | 0.48 | 0.24 | 0.46 | | |
| HSCEI | 0.37 | 0.30 | 0.05 | 0.21 | 0.65 | |
| 변동성(%) | 16.21 | 16.28 | 16.79 | 18.63 | 16.08 | 21.84 |

참고: 60일 일별 수익률의 상관계수, 변동성은 60일 수익률의 표준편차 연율화
자료: KOSCOM, 삼성증권

### KOSPI200 예상 지수대 전망




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

### 투자자별 KOSPI200 연간 순매수

| (십억원) | 2024년 | 2023년 |
|---|---|---|
| 외국인 | 17,566 | 10,496 |
| 개인 | (10,265) | (14,503) |
| 금융투자 | (2,287) | 7,277 |
| 투신 | (2,195) | (1,947) |
| 은행 | (3,153) | (396) |
| 보험 | (474) | (613) |
| 연기금 | 101 | (2,897) |

참고: 5월 3일 현재, 투신은 사모 포함
자료: KRX, 삼성증권

## 차익거래 관련 Data

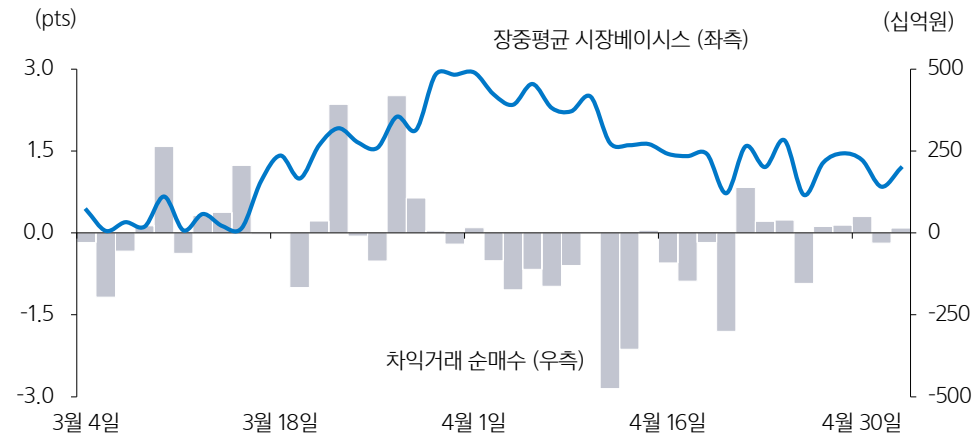
### 시장베이시스, +1pt 수준에서 정체

- 4월 가격조정과 5월 기술적 반등으로 선물시장은 비추세 구간으로 진입
- 시장베이시스 역시 +1pt 수준에서 정체 유지함
- 외국인의 선물매매 방향에 따라 확대 또는 축소 진행될 것임
- 5월물 만기일 이후 6-9 Spread 가격에 대한 주목이 필요함

### 외국인, 5월 프로그램매매 +0.2조원 순매수

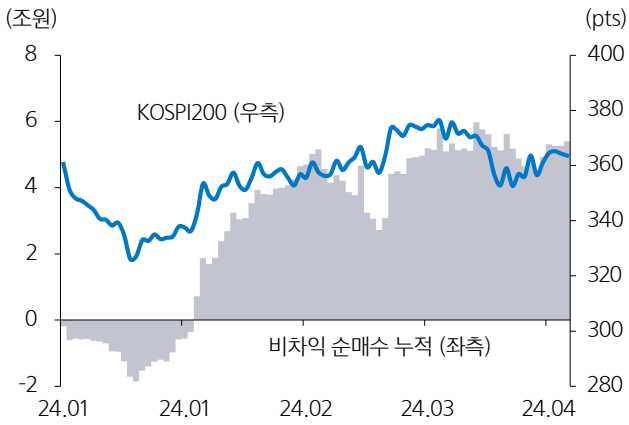
- 외국인, 비차익 중심으로 프로그램매매 +0.2조원 순매수
- 전체 KOSPI200 주식 순매수에 비해 프로그램매매 많은 편 → passive 접근 우위
- 5월 이후 개별주식 비중 조정여부 주목
- 금융투자, 차익/비차익 매도 우위 → 선물 저평가에 따른 포지션 청산

### 시장베이시스와 일별 차익거래 순매매




참고: 시장베이시스는 장중평균, 12월물 만기일 이후
자료: KRX, 삼성증권

### 비차익거래 누적과 KOSPI200




참고: 2024년 1월 이후 누적
자료: KRX, 삼성증권

### 투자자별 프로그램매매 월간 추이

| (십억원) | 증권 | 보험 | 투신 | 연기금 | 외국인 |
|---|---|---|---|---|---|
| 차익 | | | | | |
| '23.12월 | 3,408 | 28 | 61 | (42) | 70 |
| '24.1월 | (1,859) | 0 | (1) | (1) | 37 |
| '24.2월 | 471 | (2) | 9 | (27) | 31 |
| '24.3월 | 852 | 23 | (5) | 12 | 48 |
| '24.4월 | (1,887) | 0 | (7) | 17 | 31 |
| '24.5월 | (7) | 0 | (3) | 1 | 0 |
| 비차익 | | | | | |
| '23.12월 | 1,104 | (80) | 83 | 186 | 1,991 |
| '24.1월 | (1,037) | (22) | (243) | (325) | 913 |
| '24.2월 | (84) | (216) | (136) | 233 | 5,302 |
| '24.3월 | 176 | (72) | (611) | 50 | 997 |
| '24.4월 | (527) | (59) | (328) | 27 | 956 |
| '24.5월 | (15) | (11) | (35) | (12) | 233 |

참고: 투신은 사모 포함, 5월 3일 현재 자료: KRX, 삼성증권

## Compliance notice

- 본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 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 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확히 반영되었습니다.

# 삼성증권

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

**삼성증권 Family Center:** 1588 2323

**고객 불편사항 접수:** 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA