

## 10월 5주차 신문 스터디

### - 3주차 요약

(a) 10월 22일 : 미국 증시 과매수 국면? 연준의 금리 인하 속도 둔화 우려 심화

⇒ 지난 FOMC에서 연준이 금리를 50bp나 인하했음에도 미국 국채 매도세가 계속해서 이어지고 있음, 2년물 국채 금리는 9월 금리 인하 이후 34bp나 상승했으며 10년물 국채 금리도 4.2%까지 상승했음, 이는 연준의 인하폭이 채권 시장의 예상보다 약했음을 의미하고 장기적으로 인하세가 약화될 수 있음을 반영하는 것으로 보임, 실제로 미국 경기는 고금리 하에서도 계속해서 강한 모습을 보이고 있고 시장은 다시 인플레이션을 우려하고 있음, 이러한 미국 국채 수익률 강세는 다른 시장에 대한 투자 매력도를 떨어뜨릴 수 있음, 연준은 추가 금리 인하를 선호한다고는 하나 초기의 인하폭과 많은 괴리가 있을 수 있고 인하 시기도 둔화될 수 있을 것으로 보임

⇒ 이스라엘은 계속해서 헤즈볼라에 맹공을 펴고 있는 중, 레바논 내 헤즈볼라 자금줄을 타격하는 것과 더불어 시리아의 수도인 다마스쿠스를 표적 공습해 이란에서 자금을 전달하던 헤즈볼라 간부를 사살함, 또한 헤즈볼라의 수장 후계자인 하심 사피에딘도 공식적으로 사살했다고 발표했다

(b) 10월 23일 : 대형 이벤트들을 앞두고 시장은 관망세?

⇒ 미국 증시는 대형 이벤트들을 앞두고 하락세를 보이고 있음, 앞으로 3주 동안 빅테크 기업들의 실적 발표와 더불어 10월 고용 보고서 발표 및 미국 대선과 연준 금리 결정이 예정되어 있음, 이러한 대형 이벤트들은 증시의 변동성을 높일 수 있는데 현재 시장이 과매수 및 탐욕 국면에 있는 상황에서는 이런 리스크를 지지 않기 위해 수익을 실현하고 빠져나가거나 추가 진입을 하지 않을 수 있음, 실제로 신규 매수세는 굉장히 저조한 상태, 다른 주요 포인트는 계속해서 상승하는 국채 금리, 10년물 채권수익률은 어느새 4.25%에 근접하는 강한 모습을 보이고 있음, 이는 트럼프 전 대통령의 당선 가능성이 높아지면서 재정적자 확대 및 보호무역주의 등에 따른 인플레이션 불확실성이 프리미엄으로 표현되고 있다는 것이 대체적인 해석임

⇒ 테슬라의 실적 발표가 있었음, 올해 실적 발표 동안 항상 기대 EPS를 하회하는 실망스러운 모습을 보여줬던 테슬라였던 만큼 반드시 좋은 실적이 필요한 상황이었음, 자동차 기업인 테슬라는 타 회사와 다르게 높은 P/E 평가를 받고 있는데 이는 AI와 자율주행 등의 독보적 기술을 통해 차후 매출 성장을 기대하기에 가능한 수치임, 일례로 테슬라의 P/E는 대략 50~60 사이인데 반해 포드는 11에 불과하고 제너럴 모터스는 약 5에 불과함, 그러나 테슬라는 로봇택시 발표 등 굵은 건을 준비했음에도 불구하고 실적이 기대 이하인 모습을 계속 보여왔기에 시장의 의심이 만연했으나 이번에는 어닝 서프라이즈

1) 매출액 : **\$251.8억 ▼** (예상 : \$254.3억)

2) 주당순이익 : **\$0.72 ▲** (예상 : \$0.60)

3) 마진율 : **19.8% ▲** (예상 : 16.8%)

(c) 10월 24일 : 미국 경제는 강했다, 테슬라는 어닝 서프라이즈를 앞세우며 폭등

⇒ 신규실업수당청구건수가 다시 한 번 시장의 컨센서스를 하회, 연속실업수당청구건수는 약한 상승을 보임, 여전히 노동 시장은 흔들리지 않는 편안함을 보여주는 중, 또한 S&P 글로벌에서 발표한 제조업 및 서비스업 PMI 모두 예상을 상회하는 모습을 보임, 다만 부진했던 제조업은 여전히 47~48 밴드에 묶여있는 상태, 9월 주택판매도 기대치를 상회하며 미국 내수가 견고함을 보여줬으나 시장은 이에 대해 큰 반응을 보이지는 않았음

1) 미국 신규 실업수당청구건수 : **227K ▼** (예상 : 242K, 이전 : 242K)

2) 미국 연속 실업수당청구건수 : **1897K ▲** (예상 : 1875K, 이전 : 1869K)

3) 미국 10월 S&P글로벌 제조업 PMI : **47.8 ▲** (예상 : 47.5, 이전 : 47.3)

4) 미국 10월 S&P글로벌 서비스업 PMI : **55.3 ▲** (예상 : 55.0, 이전 : 55.2)

5) 미국 10월 S&P글로벌 합성 PMI : **54.3 ▲** (예상 : 53.8, 이전 : 54.0)

6) 미국 9월 신규주택판매 : **738K ▲** (예상 : 720K, 이전 : 716K)

⇒ 매그니피센트 7의 일각인 테슬라가 빅테크 실적 발표에 호조의 스타트를 알렸음, 이에 주가가 22%

급등하며 2013년 5월 9일 이후 최고의 상승률을 기록했으며 일론 머스크는 내년 차량 판매가 20~30% 성장할 것으로 전망했음, 그러나 S&P 500 기업 전반적인 성적표는 기대 미달인 상태임, 지수에 포함된 기업들 중 160여 개의 회사들이 실적을 발표했으나 전반적인 수익 성장률은 아쉬운 상태, FactSet에 따르면 이미 발표된 실적과 발표될 실적 추정치를 합산한 전체 수익 성장률은 전년 동기 대비 3.4%에 그쳐 애널리스트들의 예상을 하회했음

- 1) 구글 실적 발표 일정 : 10월 29일
- 2) 마이크로소프트 실적 발표 일정 : 10월 30일
- 3) 메타 실적 발표 일정 : 10월 30일
- 4) 아마존 실적 발표 일정 : 10월 31일
- 5) 애플 실적 발표 일정 : 10월 31일
- 6) 엔비디아 실적 발표 일정 : 11월 14일

⇒ 일본은행의 우에다 총재는 G20 재무장관 회의에서 ‘우리의 금융 정상화 대응은 이제 막 시작됐다’라며 기준금리 인상을 시사했음, 그는 ‘일본은행은 여전히 완화적인 통화정책을 유지하고 있다, 우리는 인플레이션 기대치를 새로운 수준으로 끌어올리고자 한다, 지속 가능한 방식으로 2%의 인플레이션에 도달하려면 아직 시간이 걸린다, 문제는 매우 점진적으로 진행하며 금리가 장기간 낮은 수준에 머무를 것이라는 기대를 갖게 되면 이는 엄청난 양의 투기적 포지션이 축적되는 결과로 이어질 수 있다는 것, 다른 나라의 통화 정책 변화가 우리의 경제와 인플레이션에 상당한 영향을 미치는 경우가 있기 때문에 우리는 미국과 유럽에서 일어나는 일들을 매우 주의 깊게 살펴볼 것이다, 앞으로 금리 인상의 적절한 규모를 확정하기는 매우 어렵다’고 발언했음

(d) 10월 25, 26, 27일 : 이시바 내각은 총선에서 참패, 중동 리스크는 완화되나?, 이창용 총재 발언

⇒ 주말 사이에 이스라엘은 이란의 미사일 공격에 대한 보복으로 군사 목표물을 타격했음, 미국이 자체 요청을 했던 석유 시설과 핵시설 등 주요 시설은 타격하지 않음, 이란 측은 즉각적인 보복 선언은 하지 않았으며 오히려 공격의 규모와 효과를 축소하면서 가자지구와 레바논 휴전의 중요성을 강조, 미국은 이스라엘과 ‘비례적 대응’을 위해 협력했으며 이란에 추가 보복 자제를 촉구, 투자 전문가들은 이란의 최고지도자인 하메네이의 향후 발언이 추가 확전 여부를 가늠할 중요한 지표가 될 것이라고 분석함

⇒ 이시바 내각의 자민당은 지역구 및 비례대표를 합쳐 191석을 획득했는데 이는 지난 선거 261석에 한참 못 미치는 성적임, 단독 과반 실패를 넘어 자민-공명 연립 정권의 과반 또한 붕괴, 이러한 참패의 원인으로는 통일교 게이트와 기시다 내각의 인플레이션 대응 실패로 인한 민생경제 악화가 지목되었음, 일본은 조기 중의원 해산에 따라 총선거가 치뤄지면 특별 국회를 열어 다시 총리를 지명함, 자민-공명 연립이 과반을 차지하지 못하면 총리 지명조차 제대로 진행하지 못할 수 있음, 야당은 현재 자민당의 연립 제안을 거부하고 있음, 제1야당인 노다 요시히코 입헌민주당 대표는 ‘여당이 과반에 못 미칠 경우 다른 야당과 협력해 정권을 교체하겠다’는 입장을 밝혔음

⇒ 이창용 한은 총재가 미국에서 한국 기자단과 간담회를 진행하며 ‘금리 조정 실기론’에 대해 반박하고 11월 금통위에서 주목할 점에 대한 힌트를 제공했음, 이창용 총재에 의하면 11월 금통위에서는 환율 이슈에 대해 크게 주목할 것이라고 함

- 1) 금리 인상 폭이 미진했다는 비판에는 ‘금리를 많이 올려서 자영업자를 더 힘들게 만들고 부동산 PF들을 망가뜨린 다음 금리를 낮춰서 ‘이제 좀 덜 힘들지?’라고 말하라는 것이냐, 우리 경제에 큰 충격을 주지 않고 물가를 잡으려 했다, 미국보다 금리를 조금 올리면서도 물가를 2% 대로 빨리 잡았다, 효과적으로 물가를 잡았다고 칭찬을 해줘야 하는 것’이라고 전했음
- 2) 낮은 금리 인하가 내수 침체를 유발했다는 비판에는 ‘7월 금리 조기 인하를 주장하는 분들은 9월에 가계부채가 10조원까지 늘어나고 서울 부동산 가격이 상승하는 문제에 대한 답을 주면서 비판했으면 좋겠다, 금리를 먼저 내리지 않아서 내수가 나빠졌다고 하는데 3분기를 보면 정작 내수 지표는 올라갔다’고 전했음
- 3) 11월 금통위에 대해서는 환율에 대해서 언급했음, ‘원/달러 환율은 특정한 타겟보다 변동성에 중점을 두고 있음, 환율이 너무 빨리 절상 또는 절하되는지에 주목할 것, 미국 물가가 안정되

며 연준이 기준금리를 빠르게 낮출 것으로 예상하나 현재 미국은 전 세계에서 나 홀로 호황이라고 할 정도로 경기가 좋음, 기준금리 인하 페이스가 예상보다 빠르지 않을 것이라는 시각이 우세해지고 있다, 여기에 더해 미국 대선 이후 재정적자 규모가 커지고 달러가 더 강세를 보일 것이라는 견해가 힘을 얻고 있다, 민주당 후보가 되든 공화당 후보가 되든 재정정책은 계속 팽창적으로 갈 것이고 이것이 전 세계 금리 수준을 낮추는데 굉장히 오랜 시간이 걸리게 만들 수 있다는 견해가 많다, 미국 재정적자가 지속적으로 확대되면 미국 금리는 높은 수준으로 유지될 것이고 통화정책은 굉장히 어려워질 수 있다'

- 4) 한은이 제시한 '금융안정' 판단 지표는 '수도권과 지방 간 부동산 가격 격차', '가계대출 증가세', '외환시장 변동성'으로 9월 이후 부동산 가격 격차 및 가계대출 증가폭은 완화되고 있는 중, 그러나 외환시장 변동성이 커지며 통화정책의 폭이 좁아지는 중

(e) 10월 28일 : 트럼프 트레이드 강세, 중국은 새로운 부양책 발표

⇒ 중국 인민은행은 시장 유동성 공급 및 은행 시스템 신용 흐름 지원을 위해 새로운 단기 통화 제도인 '공개시장 아웃라이트 역레포'를 도입, 연말에 만기가 도래하는 2조 9천억 위안 규모의 중기 대출 부담 완화와 은행 투자 자금 조달 지원 및 경제 성장 촉진을 목표, 기존 역레포보다 긴 1년 미만의 기간으로 운영되고 매월 정기적으로 거래될 것, 현행 역레포 기간은 7/14/28일임

⇒ 트럼프 전 대통령의 재선 가능성이 높아지면서 '트럼프 트레이드'가 주목 받고 있는 상태, 트럼프 전 대통령이 재선한다면 수혜를 받을 것이 예상되는 섹터와 자산에 자금이 몰리고 있음, 대표적인 이러한 자산군으로는 달러와 비트코인 및 은행주가 있음, 한편 해리스와 트럼프 두 대선후보 모두 재정지출을 더 늘릴 것으로 예상되기 때문에 재정적자 우려로 채권금리가 급등하는 중, 월가의 베테랑 투자자 에드 야데니는 이러한 모습을 보고 '본드 비질란테'가 증가하고 있다고 경고, 두 대선후보 모두 국가 부채의 감축이나 급증하는 이자 비용 문제를 해결하기 위한 구체적인 계획을 제시하지 않고 있다고 언급했음, '본드 비질란테'란 1980년대에 미국 정부의 재정 긴축을 유도하기 위해 채권을 매각하는 투자자들을 의미하는 용어로 에드 야데니가 처음 사용한 용어임

- 1) 미국 2년물 국채수익률 : **4.136%**
- 2) 미국 10년물 국채수익률 : **4.282%**

⇒ 일본 중의원 선거에서 연립여당이 과반수 의석 확보에 실패하며 정치적 불확실성이 증가, 엔화 가치 또한 3달 만에 최저 수준으로 하락했음, 이시바 총리는 취임 이전 매파적인 향보를 보일 것으로 예측이 되었으나 예상과 달리 이달 초에 굉장히 도비쉬한 모습을 보이며 시장에 혼란을 준 바가 있음, 이러한 상황 속에서 여당이 선거에 참패하면서 이시바 정권의 유지 여부까지 불투명해졌음, 당장 내일 일본의 기준금리 결정이 있는데 현재로서는 동결 가능성이 크다는 시각이 우세함

## - 원자재 선물 시장에 대한 기본 이해

(a) 원자재가 선물로 거래되는 이유 : 판매 측과 구매 측 모두 선물 거래의 유인이 존재

⇒ 원자재는 생산 국가의 정치와 군사 및 외교적 이슈 등과 세계의 거시 경제 상황 등으로 인해 가격 변동성이 굉장히 큰 상품이기에 생산회사와 구매회사 모두 이러한 리스크를 헤지하고 싶은 유인이 있음, 생산회사는 이를 통해 차후 매출 계산 이점과 총매출을 고정시킬 수 있다는 장점이 있음, 구매회사는 차후 가격 변동성 리스크를 줄일 수 있으며 매출원가를 고정시킬 수 있게 됨

⇒ 이러한 유인들로 인해 원자재 시장은 현물보다 선물시장이 더 활성화되어 있고 그렇기에 시세 표기 시 반드시 현물과 선물 시세를 동시에 공지하게 되어 있음

(b) 인도월(만기일) : 선물 계약을 이행하게 되는 시점으로 이 시기가 오면 결제가 발생

⇒ 결제란 원래의 계약 내용에 따라 인도 책임을 이행하게 되는 것, 쉽게 말해 실물 인도가 되는 것

⇒ 만기 전에 선물 거래자는 3가지 옵션을 가지게 됨

- 1) 반대매매를 통해 포지션 청산(중도포지션청산) : 가장 간단하고 흔하게 사용되는 방법, 실물 및 현금 인도 없이 그 포지션과 관련된 모든 손익 실현 가능, 예를 들어서 WTI 원유 9월물 2계약을 가지고 있는 트레이더는 같은 만기를 가진 WTI 원유 9월물 매도 포지션

2계약을 매수하여 포지션을 중립으로 만들어 청산 가능

- 2) 롤오버(Roll Over) : 포지션을 최근월물로부터 미래의 다음 월물로 이월, 예를 들어 WTI 원유 9월물 4계약의 매수 포지션을 가지고 있는 트레이더는 9월물 4계약을 매도하면서 동시에 WTI 12월물 4계약을 매수해 롤오버 가능(9월 → 12월), 포지션의 롤오버는 만기 전이라면 언제나 가능하나 만기가 가까워질수록 시장 유동성이 부족해지기 때문에 항상 만기가 다가오는 종목의 거래량을 자세히 관찰할 필요가 있음, 롤오버의 비용은 차월물 구매 비용 + 당월물 청산을 위한 반대매매 비용으로 볼 수 있음
- 3) 해당 계약을 만기 종료하여 결제 : 트레이더가 만기 전 포지션을 상쇄 및 롤오버하지 않으면 기초 자산을 계약 조건대로 인도해야 하는 의무를 지님, 매수 포지션을 가진 트레이더는 기초 자산을 수령해야 하는 의무를 지니게 되고 매도 포지션을 가진 트레이더는 기초 자산을 계약 조건대로 인도해야 하는 의무를 지니게 됨, 시장에 참가하는 대부분의 트레이더는 기초 자산 인수도를 원하지 않기 때문에 해당 상품의 만기일과 롤오버 유동성에 많은 주의를 기울임

(c) 증거금 : 트레이더가 선물 포지션을 개설할 때 중개 회사에 반드시 예치하고 유지해야 하는 금액

⇒ 증거금에는 개시 증거금과 유지 증거금 총 2가지 종류가 있음

- 1) 개시 증거금 : 선물 포지션을 개설하기 위해서 거래소가 요구하는 금액
- 2) 유지 증거금 : 주어진 시간 동안 트레이더 계좌에서 유지되어야 하는 최소 금액으로 유지에 실패한다면 마진콜 요청이 있을 수 있음

⇒ 유지 증거금이 일정 수준 미만으로 떨어질 경우 마진콜이 발생할 수 있음, 마진콜이란 개시 증거금 수준으로 되돌리기 위해 추가 자금을 즉시 예치할 것을 요구하는 추가 증거금 납부 요청임, 이에 응하지 못할 경우 반대매매로 포지션이 강제 청산당할 수 있음

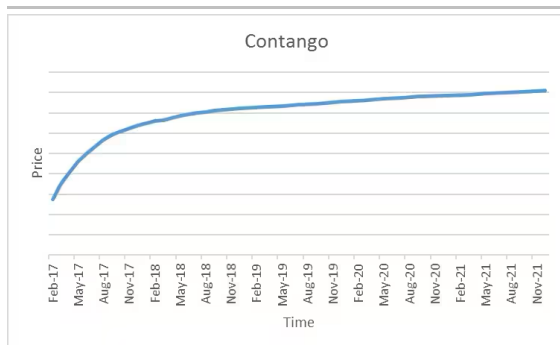
(d) 콘탱고와 백워데이션 : 베이스스(선물가격 - 현물가격)에 따른 분류

⇒ 베이스스는 선물가격에서 현물가격을 뺀 값, 즉 일종의 프리미엄 또는 할인 가격이라고 볼 수 있음, 동일한 기초자산을 공유하나 현물가격과 선물가격이 항상 동일한 속도로 변화하지는 않기 때문에 만기 이전에 베이스스의 값은 일정하지 않은 모습을 보임, 만기에는 이론적으로 선물과 현물가격간의 만기일 수렴현상에 따라 0이 됨

⇒ 콘탱고 : 베이스스가 (+)인 정상적인 시장, 기본적으로 선물은 인수도가 현물상품보다 늦게 이뤄짐, 그렇기 때문에 그 기간 동안의 보관료와 보험료 및 투자금액에 대한 이자 등이 반영되어 현물가격보다 높음, 콘탱고 시장에서는 만기가 돌아오는 근월물 가격이 차월물보다 싸기 때문에 근월물을 판매하고 차월물을 구매하는 롤오버 과정에서 그 차액만큼 롤오버 비용이 발생함

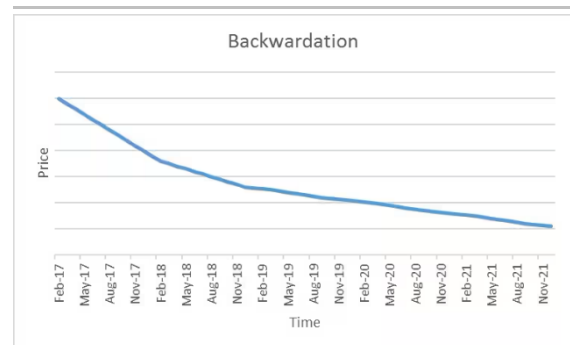
⇒ 백워데이션 : 베이스스가 (-)인 비정상 시장(역조 시장), 시장 참여자들이 현물가격이 떨어질 것으로 예측할 경우 선물을 미리 팔다보니 선물의 매도 물량이 지나치게 많아져서 현 시점에서 선물의 가격이 현물가격보다 낮아지는 현상, 백워데이션 시장에서는 근월물 가격이 차월물보다 비싸기 때문에 롤오버 과정에서 그 차액만큼 롤오버 수익이 발생함

도표 1. 콘탱고 시장



자료: CME Group

도표 2. 백워데이션 시장



자료: CME Group

(e) Case Study 1 : 2020년 사상 초유의 유가 마이너스 사태

도표 1. WTI 선물 마이너스 호가



자료: Wolfstreet.com

⇒ 2020년 4월 20일에 5월물 WTI 원유 선물 가격이 믿을 수 없는 가격인 -37.67\$를 기록함, 이는 만일 5월물 원유 선물 증권을 인수한다면 현금 -37.67\$와 더불어 원유 1 배럴을 모두 얻을 수 있는 일종의 1+1 기회라고 볼 수 있음, 이런 말도 안되는 일이 벌어진 근본적인 이유로는 시장에 과도하게 공급된 원유 공급과 코로나로 인해 극단적으로 쪼그라든 원유 수요에 더해 원유 시장에 급증한 투기적 자본 유입의 콜라보라고 볼 수 있음

- 1) 2020년 당시 상대적으로 손해가 크지 않던 러시아가 OPEC의 석유 감산 협상을 거부하면서 원유 생산량 조절 합의에 실패, 사우디는 이에 대응하여 아예 대규모로 석유 증산을 해버리는 초유의 사태가 발생했음
- 2) 그러나 코로나로 인해서 실물 경기도 부진해지고 여행 등의 원유를 다량 소비하는 산업들도 셧다운에 들어가게 됨, 이로 인해 원유 수요가 엄청나게 부진하며 시장에 나온 원유를 전부 소비하지 못하는 상황이 발생하게 되었음
- 3) 이러한 수요 부진으로 인해 팔리지 못한 실물 원유가 세계 각국의 저장고에 쌓이기 시작했음, 이 상황이 지속되며 전 세계의 원유 저장시설이 포화상태에 이르게 되며 실물 원유를 수령한 후 저장할 공간이 마땅치 않은 문제가 발생하게 됨
- 4) 원유 가격이 코로나로 인해 급감하면서 원유 가격이 언젠가 돌아올 것이고 그렇다면 수익을 거둘 수 있을 것이라고 생각하는 일반 투자자들이 급증, WTI 단기 선물시장에 과도한 자금이 투입되었고 이로 인해 미결제약정이 굉장히 큰 규모로 남아 있었음, 미결제약정이란 청산되지 않고 남아있는 잔고 계약수를 의미함

⇒ 상기의 요인이 합쳐져서 원유 가격 마이너스라는 전대미문의 호가창을 만들어냄

- 1) 원유 시장에 뛰어들어 투자자들은 대부분 실물 원유 인도를 원하지 않는 투기적 자본임, 실물 인도를 원하지 않는 이러한 자본은 만기가 도래하기 전 롤오버를 하는 것이 기본인데 과도한 투기자본 유입으로 인해 미결제약정이 굉장히 규모가 컸음, 이것은 만기가 다가오는 시기에 5월물 매도세 및 6월물 매수세가 굉장히 강해짐을 의미함
- 2) 원유 선물 계약의 만기가 다가 왔으나 저장고 포화 이슈 등으로 다른 시장 참여자들이 매수 호가를 던지기 힘든 상황이었고, 비대해진 매도세에 비해 매수세가 부족한 현 상황을 이용하고자 하는 타 선물 투자자들 또한 그들의 포지션을 받아주지 않으면서 선물가격이 계속해서 하락하기 시작했음
- 3) 파생상품 시장에서 가격 하락은 죽음의 소용돌이를 통해서 기술적으로 추가 하락을 만들어냄, 죽음의 소용돌이란 특정 자산의 가치 하락이 이와 연동된 다른 자산 가치 하락으로 이어지는 현상을 의미함, 선물가격이 하락하면서 투자자들의 증거금이 동시에 줄어들기 시작했고 이는

마진콜로 이어졌으며 추가 증거금을 납부 못한 투자자들이 청산당하기 시작하며 매도세는 더 강해지기 시작했음, 위 과정을 통해 가격 하락은 더 큰 가격 하락을 유발하고 이 하락 또한 마진콜을 계속해서 일으키며 가격은 급속도로 폭락하게 됨

- 4) 이러한 폭락은 누군가에게는 기회가 되었음, 결국 원유를 저장할 공간만 있다면 돈을 벌 수 있는 희한한 상황이 온 것인데 골드만삭스와 모건스탠리 등 글로벌 IB들은 유조선을 빌려서 원유를 저장하기 시작했음, 이로 인해 유조선의 용선료가 3배 넘게 폭등하는 사태가 발생함, 유조선 업체들은 뜻밖의 임대 호황을 누리게 되었음

⇒ 이러한 사례의 시사점으로는 2가지가 있음, 첫 번째로는 선물과 실물을 착각하면 안된다는 점임, 이 케이스의 투자자들은 원유 가격이 굉장히 저평가되어 있기 때문에 사서 가지고만 있어도 결국에는 제 값을 받을 것이라고 생각했음, 그러나 투자자들은 원유를 5월에 수령하는 계약을 구매한 것이지만 실물을 구매한 것이 아님, 실물가격은 언젠가 다시 제 궤도를 찾을 것이지만 그 계약은 그럴 것이라는 보장이 없음, 실물 상품을 수령하더라도 이를 유지하는데 비용이 발생함, 또한 계약에는 만기일이 존재하기에 끝까지 버티는 일명 ‘존버’도 불가능, 두 번째는 선물 투자를 할 때에는 항상 만기일과 롤오버 유동성에 주의해야 한다는 점임, 이번 케이스처럼 만기일에 롤오버 유동성이 굉장히 경색되면 큰 손실을 겪을 수 있음

(f) Case Study 2 : 2022년 니켈 선물 가격 250% 급등 사태

도표 2. 니켈 가격 이상 급등



자료: Wise

⇒ 속칭 ‘니켈왕’이라고 불리우던 중국 칭산 그룹의 시앙 광다 회장은 향후에 니켈 가격이 하락할 것에 대비하여 일종의 헤징 수단으로 니켈 선물 숏 포지션을 구축했음, 칭산 그룹은 중국 최대의 민간 철강 기업으로 실물을 많이 보유하고 있기에 니켈 시장에 큰 영향을 끼칠 수 있음, 일반적으로 니켈 시장은 박스권에서 횡보하는 모습을 보이는데 가격이 박스권 상단에 도달했고 칭산이 니켈 재련 관련 신기술을 발표하며 이로 인해 시앙 광다 회장은 차후 가격이 하락할 것이라고 예상했고 가격 평단 2만 달러로 대략 60억 달러의 대규모 매도 포지션을 구축했음

⇒ 시나리오대로 흘러간다고 가정했을 때 니켈 값이 하락하더라도 손실을 최소화할 수 있음, 니켈 값이 내린다고 해도 매도 포지션 금융 수익이 있기에 실물 판매로 인한 손실폭을 줄일 수 있기 때문, 그리고 설사 가격이 큰 폭으로 올라 매도 포지션에 큰 손실이 나서 청산당해도 실물 니켈을 인도해주면 된다고 생각했기 때문에 과감히 포지션을 구축할 수 있었음, 그러나 광다 회장의 생각과는 다르게 니켈 가격이 계속해서 올라가기 시작하며 이런 시나리오에 차질이 생기기 시작함

- 1) 첫 번째 상승 원인은 신원 미상의 비축업자의 등장이었음, 해당 비축업자는 런던금속거래소 (LME)에서 니켈 재고의 절반 가량을 통제하고 있었으며 LME에서 실물 보관에 따라 발행한 니켈 창고증권의 50 ~ 80%를 소유하고 있었다고 함, 광다 회장의 ‘빅 쇼트’와 신원 미상의 비축업자의 ‘빅 롱’ 간의 포지션 대결이 벌어지게 되었음

- 2) 두 번째 상승 원인은 블라디미르 푸틴 대통령의 우크라이나 침공 때문이었음, 러시아는 니켈 광석의 최대 생산국 중 하나인데 전쟁에 뛰어들면서 니켈 시장에 공급 충격을 주었음
- 3) 이런 외생적 충격은 포지션 대결에 균열을 주기에 충분했음, 대다수의 시장 참여자들이 둘의 포지션 대결을 알고 있었는데 상황이 ‘빅 롱’의 흐름으로 가자 시장 참여자들이 롱 포지션을 구축하기 시작했고 이는 포지션 대결을 급속도로 무너뜨리게 됨
- 4) 니켈 선물 증권의 가격이 급등하기 시작하면서 광다 회장의 증거금이 녹아내리기 시작했고 이는 마진콜을 불러 오게 됨, 처음에는 마진콜에 대응을 할 수 있었으나 포지션이 흔들리자 롱 포지션 유입은 계속됐고 이로 인해 가격이 계속해서 오르게 됨, 그 결과 더 이상 마진콜에 대응을 할 수 없게 되었고 이에 중개업자들은 자동반대매매를 통한 숏 커버링에 나서게 되며 매수 포지션의 가격은 견잡을 수 없이 상승하게 되었음, 이에 상기했던 ‘죽음의 소용돌이’가 다시 한 번 등장하면서 (매수 포지션 가격 상승 → 마진콜 → 자동반대매매 → 매수 포지션 가격 상승 → 마진콜.....)의 연쇄고리에 빠지게 됨
- 5) 결과적으로 1톤에 약 3만 달러 정도 하는 니켈 현물이 일시적으로 선물 시장에서는 1톤에 약 10만 달러를 넘어가는 상황이 발생, 그럼에도 청산 그룹의 매도 포지션이 전부 청산되지 못하면서 니켈 매수 포지션의 가격은 계속해서 상승하고 있었음, 이 거대한 시스템 리스크를 지켜볼 수 없었던 LME가 니켈의 거래를 중지시키며 상승 릴리는 10만 달러에서 멈추게 되었음, 만일 청산 그룹이 디폴트를 선언하게 되면 거래를 중개한 글로벌 금융사들과 거래소가 저 손실을 감당해야 되는 상황이 올 수 있었고 그러면 큰 금융 리스크가 닥칠 수가 있었음, 최종 마진콜 규모는 LME의 소송 자료에 따르면 약 200억 달러(약 27조원) 규모였다고 함, 그러나 청산 그룹의 디폴트를 바라지 않았던 글로벌 금융사들이 마진콜을 정지해주고 LME는 10만 달러 이상으로 거래된 많은 금액들을 취소해 주면서 청산 그룹의 손실액은 약 10조원으로 추산됨

⇒ 청산 그룹은 다량의 실물 니켈을 보유하고 있었고 설사 매수 포지션의 가격이 올라 매도 포지션에서 손실이 나더라도 숏 커버링을 들어가지 않고 만기일에 실물 인도를 통해 상환을 할 수 있었기 때문에 완전한 헛징이라고 생각했을 수 있음, 그러나 급격한 가격 변동이 마진콜을 유발하여 계약 만기 이전에 반대매매로 포지션을 강제 청산 당한다면 실물 인도 가능 여부와 무관히 큰 손실을 입을 수 있음, 이번 케이스 또한 현물과 선물 증권은 엄연히 다른 상품임을 증명한 사례라고 볼 수 있음, 이 사건으로 인해 LME 거래소는 신뢰에 치명타를 입었고 거래 취소로 인해 다수 금융회사들의 소송에 직면하게 되었음, 청산 그룹의 숏 커버링이 계속될 것이라고 예측하고 고점에서 매수 포지션을 잡았던 일반 투자자들도 거래 취소 및 정지와 마진콜 유예로 큰 손해를 입게 되었음, 이에 기관들의 손실을 일반 투자자들에게 전가했다는 큰 비판을 받았음