

Derivatives Analyst

최창규

02)768-7600, gilbert.choi@wooriwm.com

김기보

02)768-7582, gjbo.kim@wooriwm.com

주식선물을 이용한 차익거래의 장점은 ‘단순함’에 있어

- 주식선물을 이용한 차익거래는 주식 바스켓 매매가 필요한 KOSPI 200 선물과 달리 기초주식 10주와 주식선물 1계약의 단위만 맞춰주면 가능하다는 장점을 지니고 있음. 이를 이용한 주식선물 차익거래의 아이디어는 다음과 같음

- 1) 주식선물의 가격에는 기초주식의 배당만큼 차감되어 거래되는 것이 일반적이나 확정배당과 차이가 발생할 수 밖에 없음. 따라서 연말배당을 앞두고 기초주식을 매수하고 주식선물을 매도한다면 확정배당의 차이만큼을 무위험하게 획득할 수 있음. 이 경우 연말배당에 대한 정교한 예측이 필수적임
- 2) 신한지주와 KB금융은 유상증자를 진행하면서 유상증자 신주인수권을 상장함. 이는 해당 주식에 대한 콜옵션의 성격을 지니고 있는데 이를 매수하고 주식선물을 매도하는 차익거래도 가능함. 신한지주의 경우 높은 수익률을 기록했으나 유상증자 가격 대비 Deep ITM이었던 KB금융은 마이너스의 수익률로 마감함
- 3) 주식선물의 베이스를 이용한 전통적인 현/선 차익거래도 가능함. 그러나 유동성 기준 상위 4개 주식선물의 괴리율을 조사한 결과 대부분 이론가를 하회하는 저평가를 보이고 있음. 즉 매도차익 위주의 차익거래가 유리하다는 의미인데 대차거래의 번거로움을 감안한다면 수익기회는 많지 않아 보임

• 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 • 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

목 차

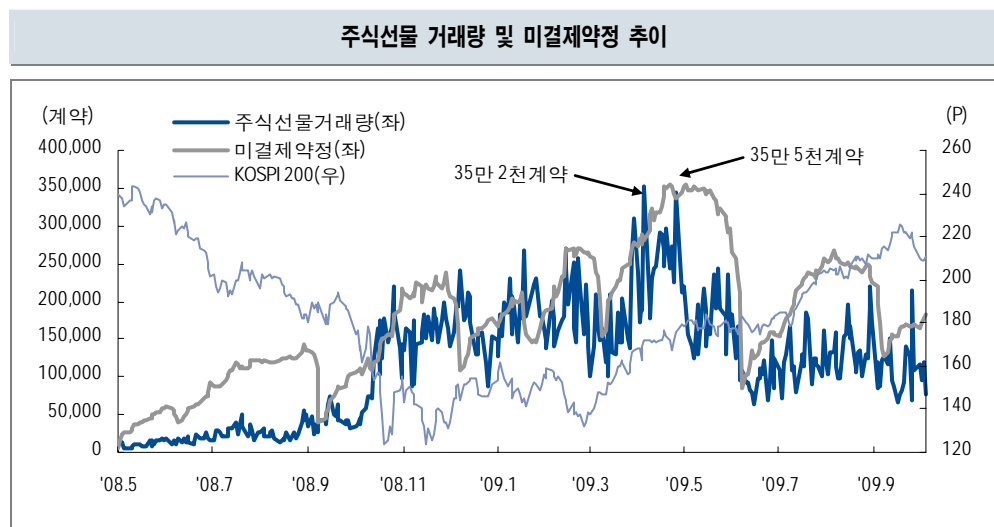
I. 서론	3
II. 주식선물을 이용한 차익거래 전략은?	5
1. 무위험 배당수익을 겨냥한 배당차익거래	
2. 유상증자를 이용한 차익거래 전략	
3. 선물 베이스를 이용한 전통적인 현/선 차익거래	
III. 기타 주식선물을 이용한 전략은?	9
1. 우선주와 주식선물을 이용한 Long/Short 전략	
2. 외국인의 방향성을 이용한 매매전략	
IV. 결론.....	11

I. 서론

주식선물을 이용한 전략의 가장 큰 특징은 “무위험(No Risk)”에 있다. 가격이 올라야 수익이 발생하는 주식과 달리 매도가 가능하다는 장점이 무위험 전략 수립의 배경이다. 이러한 전략을 소위 차익거래(Arbitrage Trading)이라고 부르며, KOSPI 200 선물과 KOSPI 200 바스켓을 이용한 현/선 차익거래가 대표적이다. 차익거래의 기본원리는 기초자산과 해당 선물의 방향성을 엇갈리게 매매해 방향성을 중립화시키는 것이다. 즉 주식을 매수했을 경우 해당 선물을 매도하는 방식이다.

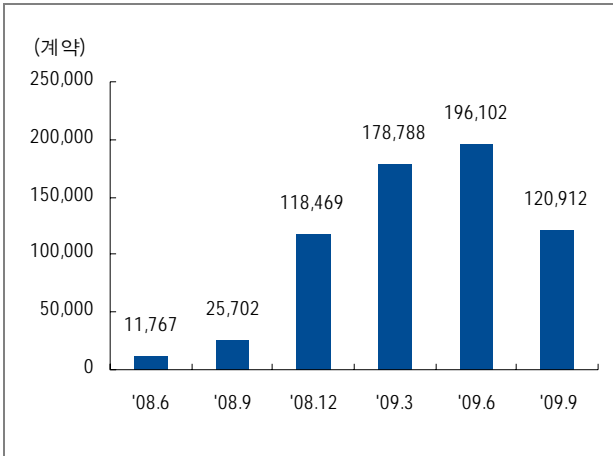
주식선물을 이용한 현/선 차익거래의 가장 큰 장점은 단순함에서 찾을 수 있다. 대표적인 차익거래라고 설명했던 KOSPI 200 선물과 현물의 차익거래는 KOSPI 200을 구성하는 종목으로 바스켓을 구성한 후 이를 매매하는 과정이 필요하다. 체결의 어려움이 뒤따를 수 밖에 없지만 주식선물을 이용한다면 주식 10주와 주식선물 1계약만 맞춰주면 차익거래는 완성된다. 다만 주식선물 차익거래는 단순함에도 불구하고 치명적인 단점을 지니고 있다. 바로 유동성의 문제이다. 주식선물의 월물별 평균 거래량을 조사한 결과 지난 2009년 6월물의 19만계약이 최대였고 최근 12만계약으로 감소하였다. 주식선물 상장 종목별로 살펴보면 거래량 1위인 우리금융 선물을 제외할 경우 1만계약 이상의 거래량이 뒷받침되고 있는 종목은 전무한 실정이다.

투기와 헤지 그리고 차익거래 등 다양한 목적의 거래가 맞물려야 유동성이 풍부해진다는 기본적인 사실을 감안하면 우리나라 주식선물은 아직도 투기거래 위주로 편식을 하고 있는 셈이다.



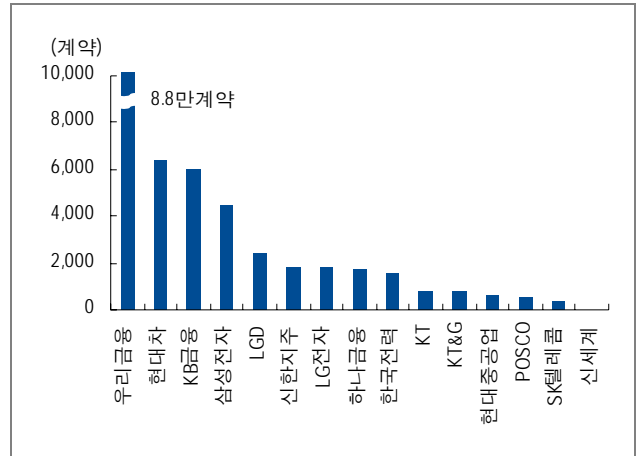
자료: 우리투자증권 리서치센터

주식선물 월별 평균거래량



자료: 우리투자증권 리서치센터

주식선물 종목별 평균거래량



자료: 우리투자증권 리서치센터

II. 주식선물을 이용한 차익거래 전략은?

1. 무위험 배당수익을 겨냥한 배당차익거래

이제 주식선물을 이용한 다양한 차익거래 전략을 모색해 볼 차례이다. 차익거래는 아이디어와 타이밍의 싸움이다. 앞서 현/선 차익거래를 언급했다. 주식선물을 이용한 현/선 차익거래는 너무 많이 노출되어 이를 노리고 있는 투자자가 상당히 많은 편이다. 다른 아이디어로 접근해야 하는데 가장 먼저 주목한 차익거래 전략은 바로 배당이다. 연말 배당락 이전에 해당 종목을 매수하고 주식선물을 매도해 주식선물에 미반영된 연말배당과 추가 수익을 노리는 것이다.

이를 위해 주식선물 기초자산의 최근 5년간 연말배당 추이를 조사하였다. 신세계와 POSCO 그리고 삼성전자와 SK텔레콤 등은 비교적 일정한 배당규모를 유지하고 있는 반면 금융업종과 KT 등은 지난 해 배당규모를 축소하였다. 2008년 연말 배당과 배당락 전일 종가와 배당락 당일 시가의 차이(=현금 배당락)을 비교해 보았다. 현대차는 850원을 배당했지만 오히려 주가는 500원 상승했고 삼성전자의 경우 주가 변화가 없었다. 이 경우 “주식 매수 + 주식선물 매도” 형태의 차익거래를 진행한다면 배당과 베이스스 괴리만큼의 추가수익이 가능하나 정교한 예측은 불가능에 가깝다.

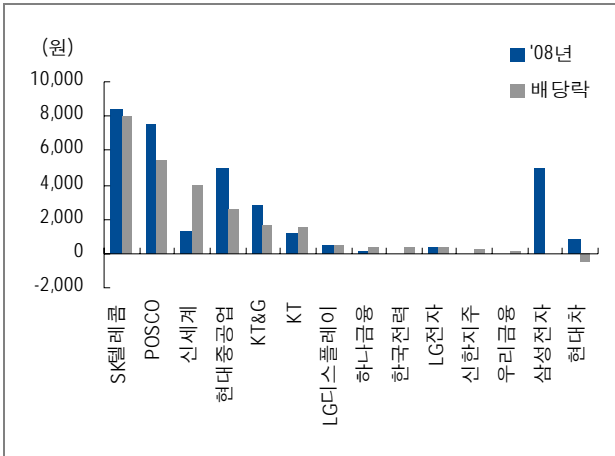
연말배당을 앞둔 주식선물 가격에는 예상배당만큼 차감되어있다. 배당락 전일이었던 2008년 12월 26일의 종가 베이스스는 대부분 마이너스였지만, 백위데이션의 폭은 확정배당보다 작았던 것으로 조사되었다. 즉 주식선물의 가격에는 연말배당이 정확하게 반영되지 않았다는 의미이다. 현대차 선물의 베이스스는 -200원이었으나 실제 배당은 850원이었고, 전통적 고배당 종목인 SK텔레콤 역시 약 900원 가량의 플러스가 발생한 것으로 나타났다. 연말배당 전부는 아니지만 일부를 무위험하게 획득할 수 있는 기회를 확인한 것이다.

2008년 연말 배당락 전일 종가 기준으로 해당 기초자산을 매수하고 주식선물을 매도한 후 2009년 3월 동시만기일에 청산하는 배당차익거래를 시뮬레이션 하였다. 종목마다 다소 편차가 발생했지만 8개 종목에서 플러스의 수익률을 기록했고 15개 종목의 합산 수익은 1.03%였다. 지난 해의 경우 금융위기의 여파로 배당규모를 축소한 종목이 많았다는 점에서 나쁘지 않은 성적표로 평가된다.

	'04년	'05년	'06년	'07년	'08년
신세계	1,000	1,250	1,250	1,250	1,250
현대차	1,150	1,250	1,000	1,000	850
POSCO	6,500	6,000	6,000	7,500	7,500
삼성전자	5,000	5,000	5,000	7,500	5,000
현대중공업	1,250	1,500	2,500	7,500	5,000
한국전력	1,150	1,150	1,000	750	0
SK 텔레콤	9,300	8,000	7,000	8,400	8,400
KT	2,000	2,000	2,000	2,000	1,120
KT&G	1,600	1,700	2,400	2,600	2,800
LG 디스플레이				750	500
우리금융	150	400	600	250	0
신한지주	750	800	900	900	0
LG 전자	1,500	1,250	750	850	350
하나금융		50	550	800	100

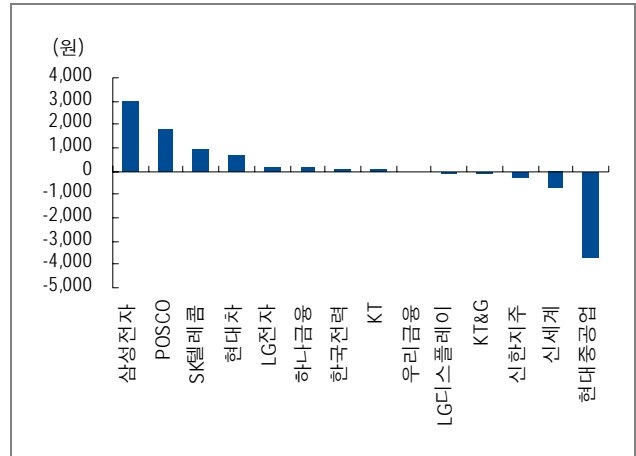
자료: FnGuide, 우리투자증권 리서치센터

2008년 연말배당과 배당락



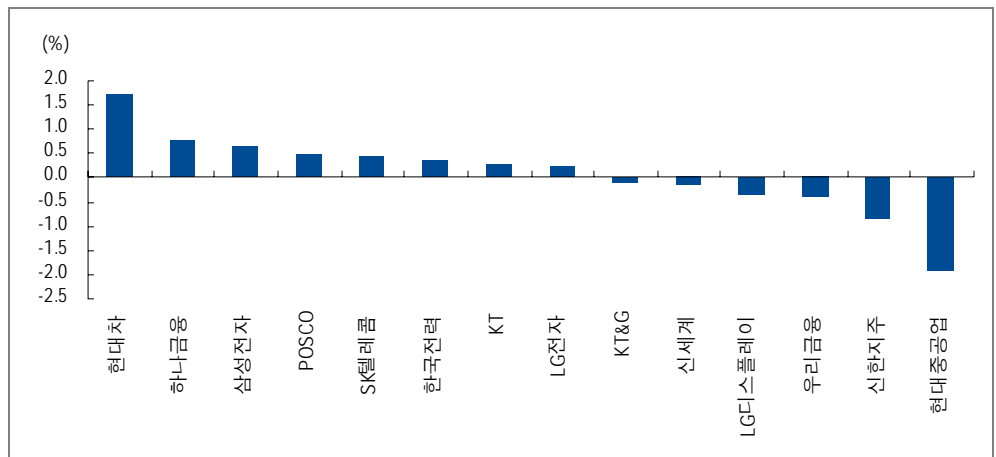
자료: 우리투자증권 리서치센터

2008년 연말배당과 선물 베이스스 합



주: 2008년 확정배당과 연말 배당락 전일 주식선물의 베이스스를 합산한 수치임
자료: 우리투자증권 리서치센터

2008년 연말 배당차익거래 수익률

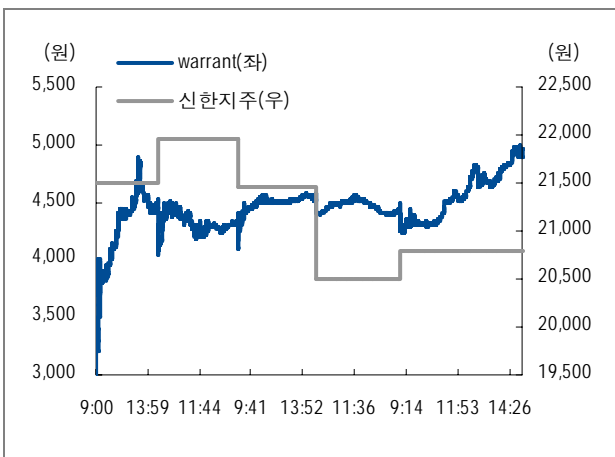


자료: 우리투자증권 리서치센터

2. 유상증자를 이용한 차익거래 전략

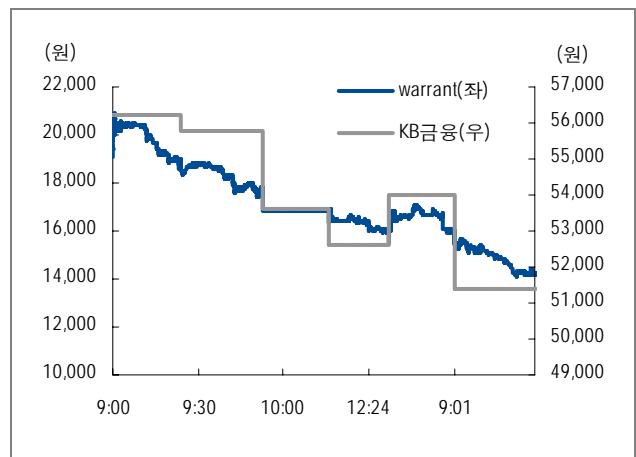
주식선물 기초자산 중에서 신한지주와 KB금융은 각각 지난 3월과 8월 유상증자를 진행했다. 아직 금융업종 종목에 대한 공매도가 금지되어 있는 상황이어서 주식선물은 유상증자에 따른 추가회석에 대비할 수 있는 유용한 수단이었다. 유상증자에 부담을 느끼는 투자자의 경우 유상증자를 통해 획득할 신주의 규모만큼 주식선물을 매도하는 방식을 선택할 수 있기 때문이다. 이러한 매매가 차익거래는 아니다. 지난 3월 유상증자를 진행했던 신한지주는 유상증자의 성공이 무엇보다 중요했다. 금융위기의 여파가 남아 있었기 때문인데 이를 위해 유상증자 신주인수권 상장이라는 방법을 선택했다. KB금융도 동일한 방법으로 유상증자를 진행했다. 유상증자 신주인수권의 경우 주식과 동일해 이를 매수하고 주식선물을 매도하는 차익거래 아이디어를 생각할 수 있었다. 동일한 금액으로 유상증자 신주인수권 매수와 해당 종목 주식선물을 매도하는 차익거래를 시뮬레이션 했는데 신한지주와 KB금융은 상반된 결과를 나타내었다. 신한지주의 경우 무려 100%에 달하는 수익률을 기록한 반면 KB금융은 마이너스의 수익률로 마감했다. KB금융의 경우 유상증자 가격대비 Deep ITM 상황이어서 KB금융 주가하락이 유상증자 신주인수권 가격 하락으로 고스란히 이어진 결과였다.

신한지주 유상증자 Warrants 가격 추이



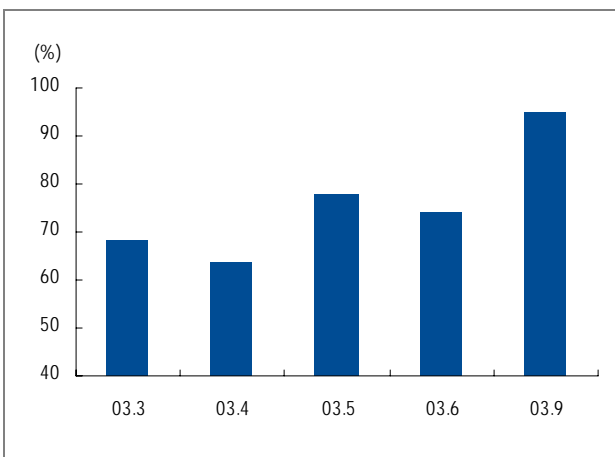
자료: 우리투자증권 리서치센터

KB금융 유상증자 Warrants 가격 추이



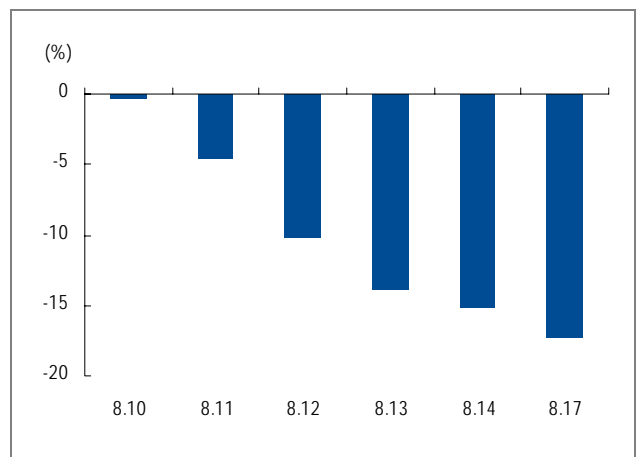
자료: 우리투자증권 리서치센터

신한지주 Warrants 매수 + 주식선물 매도



자료: 우리투자증권 리서치센터

KB금융 Warrants 매수 + 주식선물 매도

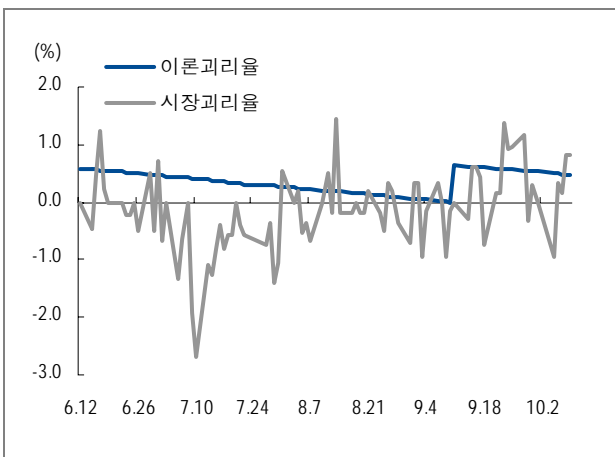


자료: 우리투자증권 리서치센터

3. 선물 베이스를 이용한 전통적인 현/선 차익거래

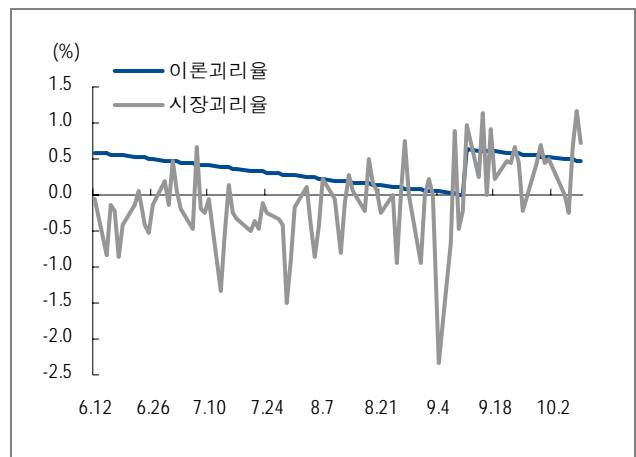
주식선물은 만기까지 받게 되는 금융소득만큼 비싼 것이 정상이다. 이때 주식을 매수하고 주식선물을 매도한다면 주식과 주식선물의 가격 차이 즉, 선물 베이스만큼 무위험 수익이 발생하게 된다. 이를 전통적인 현/선 차익거래라고 부르는데 대표적인 차익거래 방법이다. 그러나 현실은 그렇지 못했다. 먼저 해당 주식선물의 유동성이 풍부하지 못해 차익거래 진입시 체결 리스크가 크고, 대차거래가 필요한 매도차익거래의 현실적 어려움 때문이다. 뿐만 아니라 제한적인 매매기회의 발생도 문제다. 평균 거래량 기준 상위권인 우리금융과 현대차 그리고 KB금융과 삼성전자 선물의 괴리율을 조사하였다. 대부분 이론가를 하회하는 수준에서 형성되었고 극단적인 콘탱고는 드물었다. 즉, 주식선물이 저평가되는 경우가 대부분이었다는 의미인데 주식선물의 활용범위가 아직 헤지수요가 대부분이라는 점과 관련이 깊어 보인다. 결국 매도차익거래 위주로 현/선 차익거래가 이루어져야 한다는 의미이다. 또한 주식매매에 따른 세금과 수수료 부담도 차익거래의 기대수익률을 높이는 요인으로 작용하고 있다. 극단적인 콘탱고가 발생한다면 Spot 성격의 현/선 차익거래는 효과적이겠지만 지속 가능한 전략으로 보기는 어렵다.

우리금융 선물 괴리율 추이



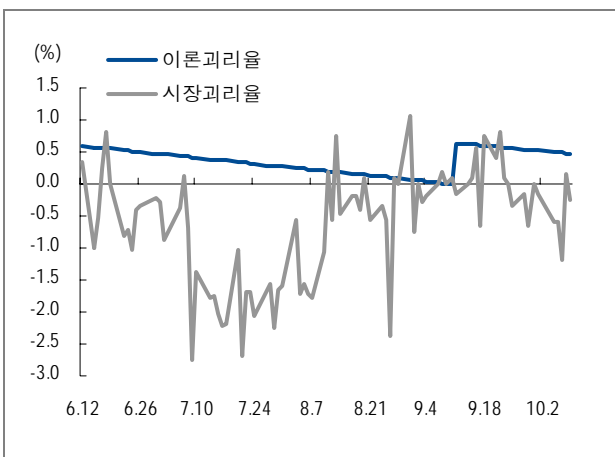
자료: 우리투자증권 리서치센터

현대차 선물 괴리율 추이



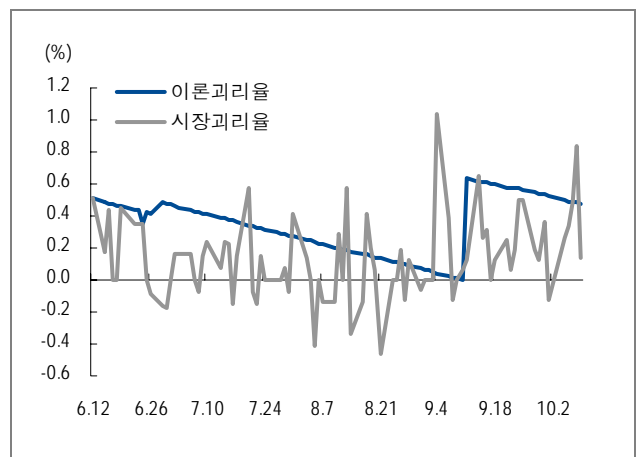
자료: 우리투자증권 리서치센터

KB 금융 선물 괴리율 추이



자료: 우리투자증권 리서치센터

삼성전자 선물 괴리율 추이



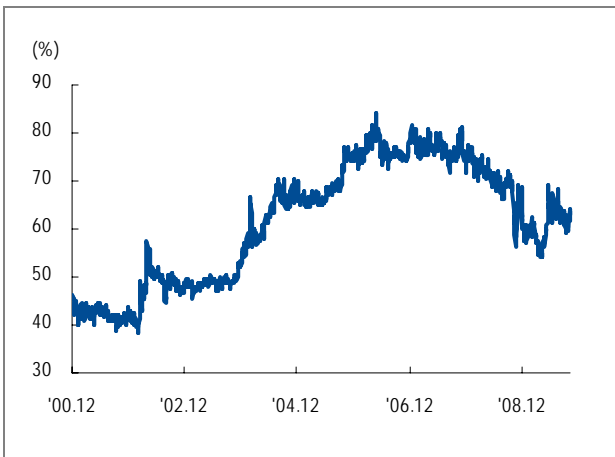
자료: 우리투자증권 리서치센터

III. 기타 주식선물을 이용한 전략은?

1. 우선주와 주식선물을 이용한 Long/Short 전략

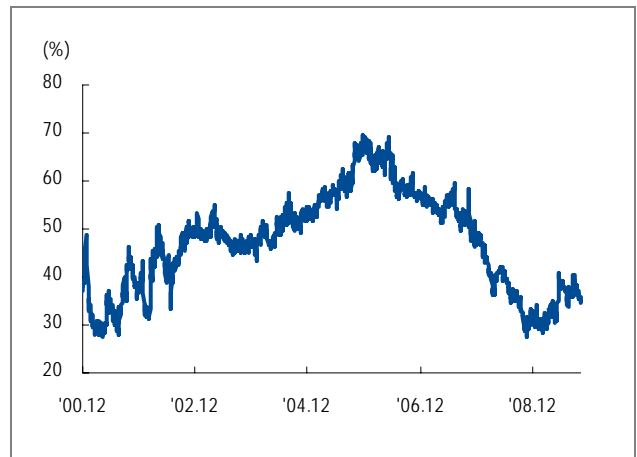
보통주와 우선주의 괴리는 대표적인 Long/Short 전략 중 하나이다. 이를 주식선물에 확장하는 것도 좋은 아이디어라는 판단이다. 먼저 주식선물 기초자산 중 우선주가 상장되어 있는 종목 중 우선주의 유동성이 충분한 삼성전자와 현대차를 선택했다. 2000년부터 현재까지 보통주와 우선주의 괴리율을 분석하였는데 삼성전자는 대략 61%였고 현대차는 47% 가량이었다. 즉 우선주의 주가가 해당 수준 이하일 경우에는 저평가 상황으로 인식할 수 있어 우선주를 매수하고 주식선물을 매도하는 전략을 시뮬레이션 하였다. 그러나 주식선물의 상장 기간이 짧아 주식선물 매도는 해당 보통주의 주가를 이용해 수익률을 계산하였다. 해당 전략의 승률은 상당히 높은 편이었다. 문제는 매매 회수가 많지 않았다는 점이다. 우선주의 고평가 또는 저평가가 상당기간 유지되는 성향을 보이고 있기 때문이다. 다만 연말배당에 대한 메리트가 발생하는 9월 이후부터는 우선주의 주가가 보통주 대비해 개선되는 것으로 나타나고 있어 배당투자의 관점으로 접근해도 좋을 것이다.

삼성전자 보통주와 우선주 괴리율 추이



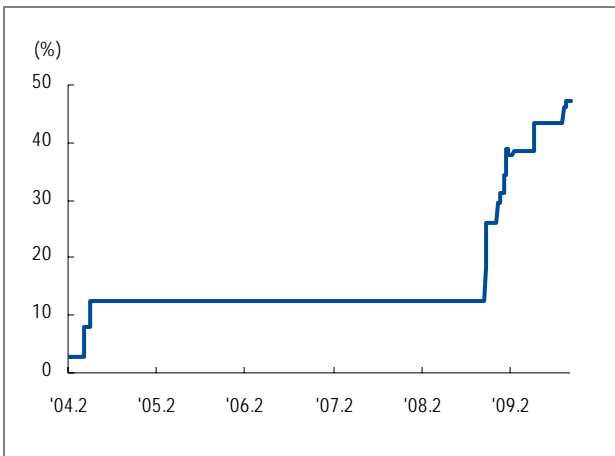
자료: 우리투자증권 리서치센터

현대차 보통주와 우선주 괴리 추이



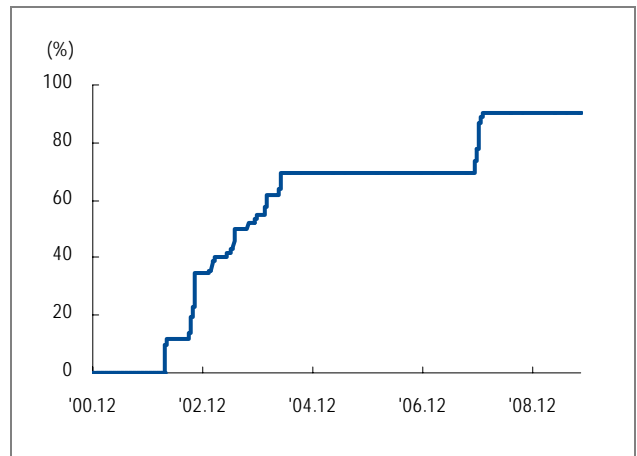
자료: 우리투자증권 리서치센터

삼성전자 보통주 매수 + 주식선물 매도 전략



자료: 우리투자증권 리서치센터

현대차 보통주 매수 + 주식선물 매도 전략

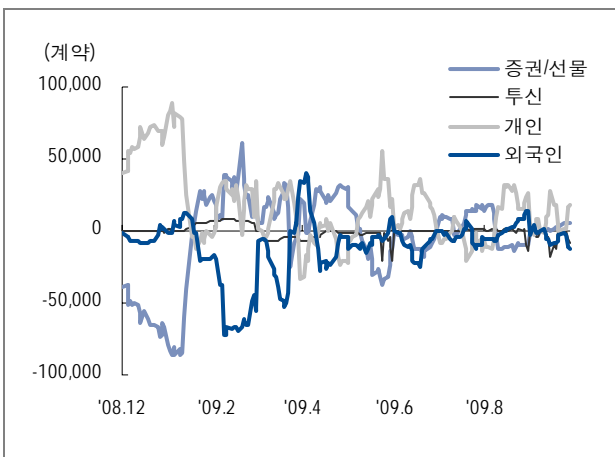


자료: 우리투자증권 리서치센터

2. 외국인의 방향성을 이용한 매매전략

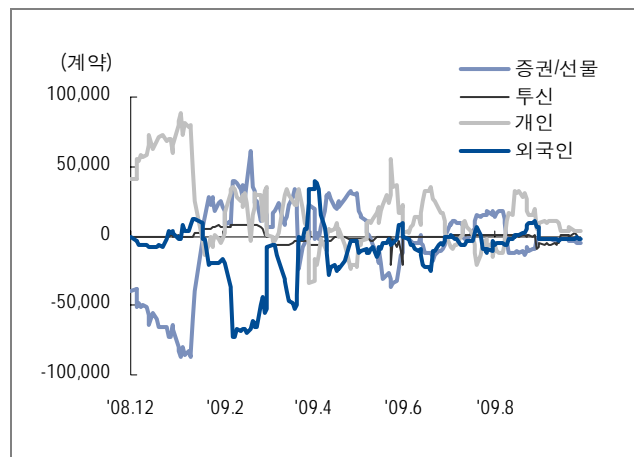
KOSPI 200 선물시장에서 가장 중요한 투자주체는 단연 외국인이다. 외국인의 선물 방향성은 물론 동시만기를 전후해 진행되는 롤 오버 역시 관심의 대상이다. 통상 외국인 선물포지션의 방향성은 향후 지수전망에 있어 중요한 단서로 꼽힌다. 이와 같은 관점에서 주식선물을 접근했다. 즉 주식선물에 투자하는 외국인의 방향성을 이용해 주식선물 매매에 적용하는 것이다. 가장 유동성이 풍부한 우리금융과 현대차 선물을 대상으로 해당 전략을 시뮬레이션 하였다. 외국인의 선물 누적포지션이 순매수와 순매도로 전환되는 시점을 매매 타이밍으로 설정했다. 또한 청산과 동시에 해당 방향으로 포지션을 진입하는 방식을 선택했다. 해당 전략의 수익률은 좋지 못했다. 우리금융과 현대차 선물 모두 마이너스 수익률을 기록했기 때문이다. 이러한 결과가 발생한 이유는 주식선물에 대한 외국인의 시각 차이에서 발생한다고 볼 수 있다. 즉 KOSPI 200 선물은 프로그램매매 등을 다양하게 활용하기 때문에 방향성이 일치하는 경우가 많지만 주식선물은 철저하게 헤지수단으로 이용하고 있어 어긋난 결과가 발생한 것으로 판단된다. 따라서 주식선물시장 외국인의 방향성에 대해 절대적인 신뢰는 위험해 보인다.

우리금융 선물 투자자별 추이(거래량)



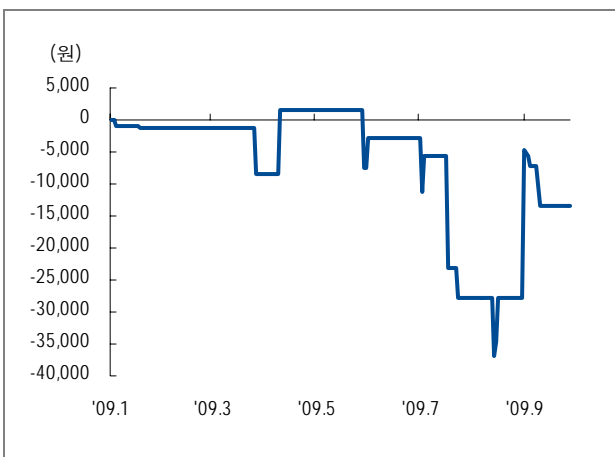
자료: 우리투자증권 리서치센터

현대차 선물 투자자별 추이(거래량)



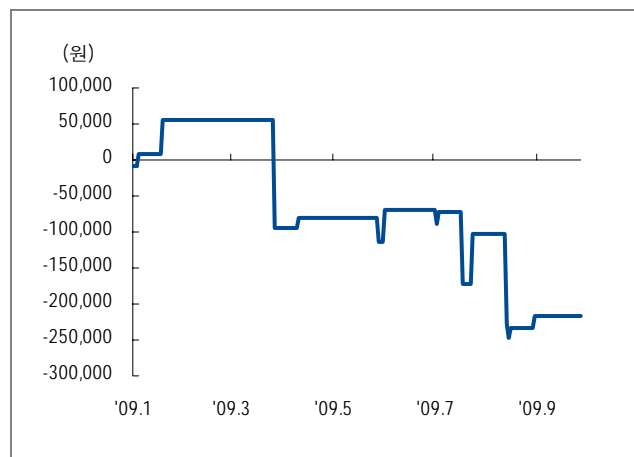
자료: 우리투자증권 리서치센터

외국인 선물 방향성 이용 매매 누적 수익(우리금융)



자료: 우리투자증권 리서치센터

외국인 선물 방향성 이용 매매 누적 수익(현대차)



자료: 우리투자증권 리서치센터

IV. 결론

이상과 같이 주식선물을 이용한 차익거래와 기타 전략에 대해 고민해 보았다. 기본적인 차익거래의 논리는 주식과 주식선물의 가격 괴리를 이용한 현/선 차익거래인데 이를 응용해 배당을 겨냥한 배당차익거래 등으로 확장하였다. 현재로서는 가장 효율적인 차익거래 전략은 이러한 배당을 겨냥한 배당차익거래로 파악되고 있는데 중간배당과 같이 인식하지 못한 배당의 경우 더욱 효율적인 것으로 나타났다. 이 외에도 보통주와 우선주의 괴리를 이용한 Long/Short 전략도 주식선물을 이용해 확장해 보았다. 승률 측면에서는 탁월하였으나 매매 기회가 많지 않다는 한계를 드러내었다. 또한 외국인의 주식선물 방향성을 참고해 주식선물 매매에 적용해 보았으나 수익률은 좋지 못했다.

현재 주식선물은 중요한 갈림길에 놓여 있다. 상장 초기 주식시장의 급락과 함께 하락형 상품으로써의 장점이 부각되면서 초기 안착에 성공했지만 올해 3월 이후 전개되고 있는 주식시장의 상승흐름으로 인해 유동성의 급감이 나타나고 있기 때문이다. 앞서 설명한 차익거래의 활성화는 주식선물의 유동성 보강에 1차적인 과제라고 할 수 있다. 다양한 차익거래 기회를 찾을 수 있는 창의적인 생각이 절실한 시기이다.

우리투자증권 Issue 발간 목록

작성일	종류	작성자	제목
2009-06-01	Derivatives Weekly	최창규	6월 동시만기 리포트(上): 스프레드는 하락 중
2009-06-08	Derivatives Weekly	최창규	6월 동시만기 리포트(下): 긍정적 만기효과 기대
2009-06-15	Derivatives Weekly	최창규	6월 ELW/주식선물 Chart Book
2009-06-22	Derivatives Issue	최창규	주식관련 사채와 신형 우선주를 활용한 Long/Short 전략
2009-06-29	Derivatives Issue	최창규	파생시장의 외국인 매매비중 증가가 갖는 의미
2009-07-06	Derivatives Weekly	최창규	7월 옵션만기 리포트: 단기 차익거래의 전성시대
2009-07-13	Derivatives Weekly	최창규	7월 ELW/주식선물 Chart Book
2009-07-27	Derivatives Issue	최창규	ELS의 헤지범위에 노출된 종목을 공략하라
2009-08-03	Derivatives Issue	최창규	BW의 신주인수권(Warrants)을 이용한 매매전략
2009-08-10	Derivatives Issue	최창규	신한지주의 사례를 참고한 KB금융 유상증자 신주인수권 매매전략
2009-08-17	Derivatives Weekly	최창규	8월 ELW/주식선물 Chart Book
2009-08-31	Derivatives Weekly	최창규	9월 동시만기 리포트(上): 선물 외국인의 선택은?
2009-09-21	Derivatives Issue	최창규	KOSPI 200 연말 배당수익률 1.05% 추정
2009-09-28	Derivatives Issue	최창규	거래세 부과가 주식형펀드와 파생상품에 미칠 영향
2009-10-07	Derivatives Comment	최창규	10월 옵션만기 - 만기부담에 대비해야 할 듯
2009-10-12	Derivatives Weekly	최창규	10월 ELW/주식선물 Chart Book

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.