

## 주식 선물 (5) : 기관 투자자들의 활용 방안

인덱스 펀드, 액티브 펀드 및 시장 중립형 펀드에서 주식 선물을 이용할 경우 운용 효율성 배가할 수 있어

- 인덱스 펀드 : 주식형 바스켓을 주식 선물을 포함한 하이브리드 바스켓으로 변경하여 거래비용 감소 및 2way 교체 가능
- 액티브 펀드 : 주식 매매나 기증치 조절 없이 일시적으로 보유 종목의 기증치를 조절. 보유 한도 회피용으로 사용 가능
- 시장 중립형 펀드 : 거래비용 밴드가 축소되면서 기존에 불가능했던 pairs trading이 가능해지며, 기회가 급증함

### ■ Introduction : 기관 투자자가 주식 선물을 이용하기 위한 선결 조건은 ‘약관 수정’과 ‘최소 유동성’ 확보

개인 투자자 못지 않게 기관 투자자 역시 다양한 분야에서 주식 선물을 응용할 수 있다. 기관 투자자들의 형태를 크게 인덱스 펀드(Enhanced index funds), 액티브 펀드(active funds) 및 시장 중립형 펀드(market neutral funds) 등으로 구분했을 때 각각에 대한 주식 선물의 기대 효과를 살펴보면, 인덱스 펀드와 액티브 펀드에는 거래세 절감과 매도 해지를 통해 ‘운용의 묘’를 살리는 쪽이며, 시장 중립형 펀드에는 ‘신상품 개발’에 기여하는 쪽이 될 것이다.

다만, 기관 투자자들이 이를 100% 이용하려면 2가지 조건의 충족이 필요한데 첫째는 ‘약관의 수정’, 둘째는 ‘최소 유동성’이다. 일반 펀드가 주식 선물을 이용하는 기본적인 형태는 대략 ① 주식 대체(주식↔주식 선물), ② 주식 보완(주식+ 주식 선물 매수) 및 ③ 주식 (매도) 해지(주식+ 주식 선물 매도) 등이다. 여기서 만일 펀드의 약관에 ‘파생상품을 이용한 매도 해지 가능성’이 이미 언급되어 있다면 별다른 약관의 변경 없이 주식 (매도) 해지는 가능하다.

그러나, 주식 대체/보완은 약관에 ‘파생상품의 매수 포지션’과 관련된 조항이 있어야만 가능하다. 파생상품 펀드와 달리 기존에 발매된 일반 펀드에는 이러한 조항이 없는 경우가 많다. 따라서, 이들이 주식 대체/보완 전술을 사용하려면 약관을 수정해야 하는데, 기존 펀드 가입자들에게 이를 고지하거나 동의를 얻는 과정이 필요하므로 당장 주식 선물을 100% 활용할 수 없다. 물론, 신규 펀드의 약관에는 관련 규정을 포함시킬 것이므로 사정이 다르다.

표 1. 주식 선물 시리즈 목차

구분	제목	주요 내용
1편	주식 선물의 개요(제도 소개)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 주식 선물의 주요 거래 제도, 결제 제도</li> <li>- 지수 선물과의 차이점 혹은 주식 선물 거래의 특징(미결제약정)</li> </ul>
2편	주식 선물의 성장 가능성	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 해외 사례(미국, 인도, 남아공)</li> <li>- 장내 파생상품의 성장 과정(투기→차익→해지)을 통해 살펴본 주식 선물의 성공 가능성</li> </ul>
3편	주식 선물이 주식시장에 미치는 영향	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 주식에 파생상품의 지배구조(?) 완성(체계적 영향 : 지수 선물, 비체계적 영향 : 주식 선물)</li> <li>- 직접적인 영향(긍정적, 부정적)</li> <li>- 간접적인 영향(각종 주식 파생상품의 창구 단일화 효과)</li> </ul>
4편	주식 선물의 활용	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 일반 주식 투자 대체</li> <li>- 주식 미수/신용거래 대체</li> <li>- 주식 공매도 수단 제공</li> <li>- 지수 선물 퇴출자 구제</li> <li>- 지수 선물 대체</li> <li>- 지수 선물 증거금 효율성 제고</li> <li>- 주식 차익/해지/스프레드 수단 제공</li> </ul>
5편	기관 투자자	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 바스켓 내부의 주식 대체(active fund) : 차익거래, 변동성 해지, 비용/운용 효율성 제고</li> <li>- 차익거래(enhanced index fund) : 지수 선물 차익거래 대체 및 보완</li> <li>- 종목/업종별 스프레드 거래(market neutral fund, hedge fund) : 공매도 대체 수단 제공</li> <li>- ELS/ELW 해지 수단 제공</li> <li>- 보유한도 회피(계열사 보유 한도 회피, 외국인 보유한도 회피)</li> </ul>

주 : 1) 1편은 2008년 4월 17일 발간된 대우 데일리의 데스크 분석 ‘주식 선물(1) : Warming Up! 거래 제도의 해설’을 참조할 것

2) 2편은 2008년 4월 25일 발간된 대우 데일리의 데스크 분석 ‘주식 선물(2) : 성장 가능성 점검’을 참조할 것

3) 3편은 2008년 5월 2일에 발간된 대우 데일리의 데스크 분석 ‘주식 선물(3) : 영향과 충격 가능성 점검’을 참조할 것

4) 4편은 2008년 5월 6일에 발간된 대우 데일리의 데스크 분석 ‘주식 선물(4) : 개인 투자자들의 활용 방안’을 참조할 것

자료: 대우증권 리서치센터

한편, 기관 투자자들은 운용 규모가 크기 때문에 개인 투자자와는 달리 유동성이 불충분하면 애초부터 주식 선물의 사용이 불가능하다. 과연 어느 정도 유동성으면 기관 투자자들의 활용이 가능할까? 이에 대해서는 여러 학문적, 실무적 기준들이 있지만, 직관적으로는 최소한 기초자산의 유동성과 같거나 많아야만 한다. 경험상 주식 선물의 거래량이 해당 주식 거래량 수준에 도달하려면 다소간 시간이 필요하므로 당분간 기관 투자자들의 자유로운 활용은 어렵다.<sup>1</sup>

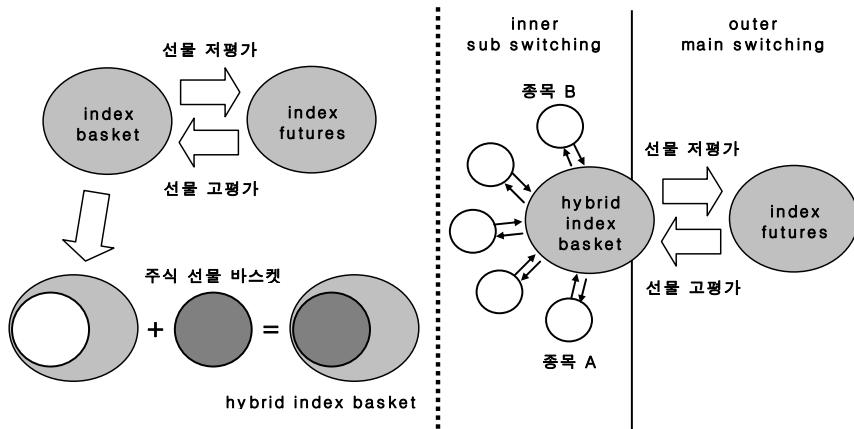
## ■ Part 1. 인덱스 펀드의 주식 선물 활용 방안

ETF를 제외한다면 순수한 인덱스 펀드는 존재하지 않으며 대부분 알파(alpha:  $\alpha$ )를 추구한다. 알파를 얻는 방법은 크게 2가지로 구분되는데, 첫째는 주식을 기반(stock-based)으로 한 것으로서 ‘코어-새틀라이트(core-satellite)’ 전략이며, 둘째는 선물을 기반(cash based)으로 한 것으로서 ‘인덱스 스위칭 매매(index switching)’다. 前者는 액티브 펀드와 닮았기 때문에 그 쪽에서 같이 다루기로 하고 여기서는 후자에 집중해보자.

### (1) 하이브리드 바스켓(hybrid basket) 외부의 메인 스위칭(outer main switching)을 이용한 비용 절감 및 기회 확대

선물을 기반으로 하는 EIF의 수익 근원은 주식이 아니라 선물에 있다. 지수 선물이 일정 수준 이하로 저평가되면 이를 매수하고 보유하던 인덱스 바스켓을 PR 주문으로 매도한다. 즉, 주식 매수 포지션을 지수 선물 매수 포지션으로 교체(switching)하는 셈이다. 필연적으로 인덱스 바스켓 전체에 대한 매매가 동반되는데, 이 때 주식 수수료, 거래세 및 선물 수수료 등의 거래 비용이 소요된다. 이는 기관 투자자에 따라 상이하지만 대략 매매 금액의 0.54% 전후다.

그림 1. (인덱스 펀드) 하이브리드 바스켓을 이용한 2 way switching의 구조



주 : 하이브리드 인덱스 펀드는 기본 인덱스 펀드에서 주식 선물이 상장된 15개 종목을 주식 선물로 교체한 펀드

자료 : 대우증권 리서치센터

<sup>1</sup> 사실 이것은 상당히 어려운 문제다. 선물의 유동성은 기본적으로 모자라는 안 되지만, 너무 많아도 곤란하기 때문이다. 일반적으로 해지 세력이 별다른 시장 마찰 없이 자유자재로 진입/청산하기 위해서는 최소한 3배 기량의 투기 세력이 필요하지만(min), 거래대금 기준으로 선물시장의 규모가 현물시장보다 1.5배 이상 커지게 되면 소위 ‘웨더독(wag the dog) 현상’이 발생할 수 있다(max). 여기서 키 포인트는 투기와 해지의 밸런스다. 해지 가능 물량은 기본적으로 투기 수요에 의해 제한될 수 밖에 없다. 해지의 목적은 ‘보유’에 있으며, 투기의 목적은 ‘매매’에 있다. 따라서, 투기는 선물의 유동성 증가 요인이며, 해지는 유동성 잠식(?) 요인이 된다. 만일 해지 수요가 과다하게 집중 유입된다면 유동성이 줄어들어 투기 세력의 이탈이 어려워질 수 있다. 이는 투기 세력의 진입 기피로 연결되므로 유동성은 더욱 감소하게 되며 해지 세력의 진입/청산 역시 어렵게 된다. 이후 운신의 폭이 좁아진 해지 세력이 이탈하면 유동성은 다시 회복되며, 이는 투기 세력의 진입을 유도할 것이므로 유동성은 더욱 늘어난다. 이 과정이 반복되면서 투기와 해지의 밸런스가 형성되는 것이다. 문제는 지수 선물에 비해 주식 선물의 해지 수요가 더 많다는 점이다. 본문에서 언급했던 주식 대체/보완 역시 목적은 매매가 아니라 ‘보유’ 쪽이므로 해지 수요에 포함된다. 때문에 주식 선물의 투기 수요는 지수 선물보다 더욱 많아야 하며, 최소한 주식 거래량을 상회해야 하는 것이다. 다만, 상장 초기에 기관 투자자들이 손 놓고 주식 선물의 거래량 증가를 기다리는 것은 마치 ‘김나무에서 감이 떨어지기를 기다리는 것’과 같다. 하나의 유동성은 또 다른 유동성을 불러온다. 증권사가 아닌 기관 투자자들 역시 시장 조성에 적극적으로 나서야만 여타 투기세력이 유입되면서 충분한 유동성이 형성될 수 있다. 지금은 모든 기관 투자자에게 ‘十匙一飯’의 자세가 필요한 때다.

만일 20억원 규모의 인덱스 바스켓(선물 20계약 수준)을 매매한다면 대략 1,080만원의 비용이 필요한 셈이다. 그러나, 애초부터 인덱스 바스켓에서 15개 종목을 주식 대신 주식 선물로 교체한다면 비용은 0.29%로 급감한다. 주식 선물이 상장된 15개 종목이 130개 종목으로 구성된 인덱스 바스켓에서 차지하는 비중은 54.8%에 달하므로 이에 대한 주식 거래 비용(거래 대금의 0.5%)이 절감된다는 얘기다. 예전과 동일한 기회라면 순이익률 그만큼 높아진다.

뿐만 아니라 교체 기회도 훨씬 많아진다. 거래 비용이 0.54%라면 선물의 괴리차가 -0.54%를 하회해야만 순이익이 발생한다. 그러나, 실제로 직전 1년간, 선물의 장 중 평균 괴리차가 -0.54%를 하회했던 경우는 고작 13일에 불과했다. 그만큼 진입 기회가 적었던 셈이다. 그러나, 거래 비용이 0.29%로 반감된다면 진입 기회는 78일로 급증한다. 만일 단위 기회당 수익 규모가 동일하다면 본 전략의 연간 수익률은 예전보다 5배 이상 개선되는 셈이다.

## (2) 하이브리드 바스켓 내부의 ‘서브 스위칭(inner sub switching)’을 이용한 수익 확대

기존의 EIF는 오로지 ‘인덱스 바스켓↔지수 선물’의 교체에만 의존했다. 만일 지수 선물의 고평가 상태가 지속된다면 달리 사용 가능한 전략이 없기 때문에 당분간 주식을 보유한 체 쉴(?) 수 밖에 없다. 그러나, 하이브리드 바스켓이라면 얘기가 다르다. 바스켓에 포함된 15개 종목의 주식 선물 중에서 일정 수준 이상으로 고평가된 것이 있으면 이를 주식으로 교체함으로써 추가적인 알파를 얻을 수 있기 때문이다. 즉, 교체 대상이 1개에서 16개로 늘어나는 셈이다.

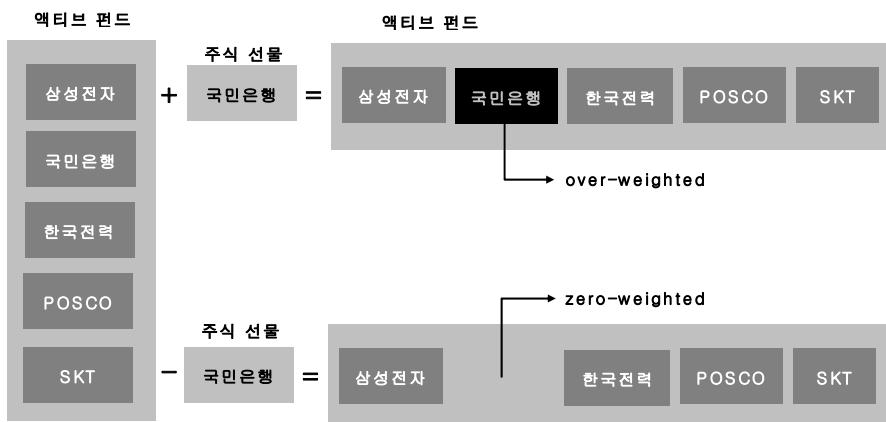
단, 주의할 것은 하이브리드 바스켓 내부적으로 주식 선물에서 주식으로 교체된 종목수가 많아지면 이에 따라 거래 비용이 늘기 때문에 지수 선물 교체 기회가 줄어들거나, 수익률이 낮아질 수 있다는 점이다. 비록 단일 종목의 알파 수익률이 클 수 있지만, 수익 규모 측면에서는 지수 선물 쪽의 알파가 클 것이므로 경중을 따져서 교체에 임해야 할 것이다. 또한, 가급적이면 종목 스위칭의 사이클은 짧게 가져가는 것이 인덱스 스위칭을 대비하는데 바람직하다.

## ■ Part 2. 액티브 펀드의 주식 선물 활용 방안

### (1) Portable alpha – 일시적인 위험 노출도 조절 및 차익거래를 이용한 비용 절감과 수익 확대

일반적인 액티브 펀드는 내부적으로 분리 가능한 별도의 인덱스 블록(core bloc)이 없으며, 설령 있다고 하더라도 파생상품과 관련한 규정에 따라 지수 선물로 교체할 수 없다(물론, ETF 설정은 가능). 그러나, ‘인덱스 단위’가 아니라 ‘종목 단위’로 내려온다면 역시 알파의 기회를 찾을 수 있다. 그 첫 번째가 주식 선물을 이용한 ‘일시적’인 위험 노출도의 조절이다.

그림 2. (액티브 펀드) 주식 선물을 이용한 보유 종목의 일시적인 가중치 조절



주 : '+'는 주식 선물 매수, '-'는 주식 선물 매도를 의미

자료 : 대우증권 리서치센터

만일 포트폴리오에 포함된 특정 종목에 호재가 떠서(?) 일시적인 주가 급등이 예상된다면 보유 주식을 대용 증거금으로 설정하고 해당 주식 선물을 매수한다. 물론, 주가 급등이 종료되면 즉각 포지션을 푼다. 반대의 경우도 마찬가지 인데, 악재에 따라 일시적인 주가 급락이 예상된다면 역시 해당 종목을 대용 증거금으로 설정하고 해당 주식 선물을 매도한다. 즉, 전자는 레버리지를 통해 노출도(exposure)를 늘리는 것이며, 후자는 해지를 통해 줄이는 것이 된다.

본 전술의 첫 번째 장점은 기존 주식 포트폴리오를 일절 건드리지 않아도 된다는 점이다. 보통 추가 자금 유입이 없는 상태에서 특정 종목의 구성 비중을 높이려면 일시적으로 현금 비중(10%)을 낮추거나, 여타 종목들을 조금씩 매도하여 현금을 확보해야 한다. 반대로 급락이 확실한 특정 종목을 매도하면 전체 주식 비중이 낮아지므로 여타 종목들의 가중치를 높이거나 새로운 종목을 물색해야 한다. 어느 쪽이든 주식 선물을 이용하면 일단 거래세를 피할 수 있다.

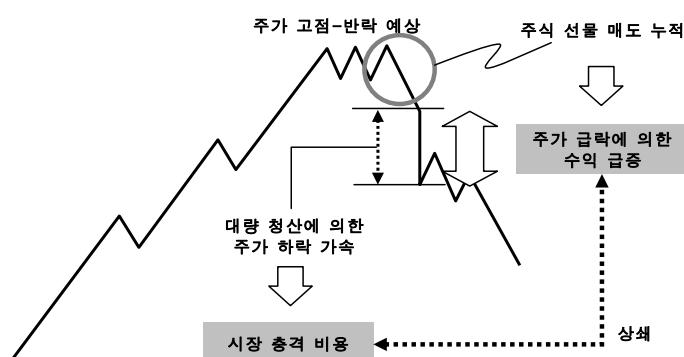
두 번째 장점은 EIF처럼 주식 선물이 저평가될 경우 보유 주식을 주식 선물로 교체하거나, 주식 선물이 고평가되면 해당 주식 비중을 늘이고 그 만큼의 주식 선물을 매도하여 차익거래를 할 수 있다는 점이다. 첫 번째와 마찬가지로 어떤 경우에도 포트폴리오의 전체 위험 평가액에는 변화가 없다. 다만, 매수 차익거래(주식 추가 매수+주식 선물 매도)의 경우에는 종목 보유 한도에 주의해야 한다. 귀찮은 전술(?)이지만 누적되면 수익률 차이는 무시할 수 없다.

물론, 주식 선물을 이용한 가중치 조절은 어디까지나 ‘단기적인 쳐방’에 불과하다. 만일 특정 종목의 상승/하락이 완만하고 장기적이라면 주식 선물 보다는 역시 주식의 가중치를 직접 건드리는 편이 낫다. 더욱 주의할 것은 보유 주식 매도 대신에 주식 선물을 매도할 경우는 ‘해지’에 해당하므로 전혀 문제가 없지만, 반대로 주식 선물을 매수하면 포트폴리오 위험 평가액이 90%를 상회할 수도 있다는 점이다. 이런 상태가 장기화되면 문제가 될 수 밖에 없다.<sup>2</sup>

## (2) Instant hedge – 대량 매수 혹은 매도 직전 선물을 이용한 시장 충격 비용의 상쇄

과거 현물 쪽 외국인이 애용(?)했던 수법이다. 특정 종목의 대량 매도를 계획하는 기관 투자자는 으레 시장 충격 비용이 부담될 수 밖에 없다. 특히, 상승 국면에서 저속으로 청산할 때는 그나마 문제가 덜하지만, 이미 하락이 시작된 경우에는 더욱 그렇다. 저속이든, 고속이든지 청산 과정에서 일정한 손실은 불가피하기 때문이다. 이러한 시장 충격 비용의 문제는 반대로 상승 국면의 대량 매수 과정에서도 고스란히 적용된다.

그림 3. (액티브 펀드) 보유 종목 대량 매도 직전에 주식 선물 매도를 이용한 시장 충격 비용 상쇄 전략



주 : 이해를 돋기 위해서 가상으로 주기를 설정한 것

자료 : 대우증권 리서치센터

<sup>2</sup> 일반적으로 펀드의 위험 자산 평가는 6개월 단위로 진행되며 일평균 수치가 한도를 초과하면 제재가 가해진다.

이 때 미리 시장 충격 비용을 커버할 정도의 주식 선물을 사전에 매도(매수)한 다음, 이후에 주식 현물을 매도(매수)하면 문제는 해결된다. 매도(매수) 해지에 따라 시장 충격 비용은 주식 선물의 이익으로 상쇄되기 때문이다. 물론, 본 전략은 관리/실행에서 몇 가지 어려움이 있지만<sup>3</sup>, 기술적 정교함을 떠나 일단 실행하면 무조건 소기의 성과(?)를 달성할 수 있기 때문에 적극 권장된다. 다만, 과도한 해지 비율은 가격 조작 의혹을 초래할 수 있어서 주의해야 한다.<sup>4</sup>

### (3) 동일 종목/계열사 보유 한도의 회피

이는 액티브 펀드가 가장 쉽게 활용할 수 있는 부분이다. 일반 주식형 펀드는 동일 종목에 대해 펀드 자산 총액의 10% 이상을 매수할 수 없다. 그러나, 삼성전자 등 일부 대형주는 시가 총액 비중 자체가 10%를 상회한다. 설상가상으로 몇몇 기관 투자자들은 ‘계열사 한도 제한’까지 적용 받는데, 계열사들이 발행한 주식을 펀드 자산 총액의 10% 이상 매수할 수 없다는 규정이다. 삼성 그룹 계열사들의 전체 시가 총액 비중은 이 기준을 한참 상회한다.

이러한 상한선은 펀드 운용에 결정적인 걸림돌인데, 해당 종목의 주가 상승을 예상했음에도 불구하고 수익을 얻을 수 없기 때문이다. 이 때 주식 선물을 활용하면 문제는 어느 정도 해결된다. 펀드의 파생상품 운용 제도에 따르면 ① 파생상품 매수 포지션의 위험 평가액은 총 위험 평가액의 10% 이하이며, ② 동일 회사를 기초자산으로 하는 파생상품 위험 평가액은 펀드 자산 총액의 10% 이하다. 물론, 이들은 비파생상품(주식) 위험 평가액에 포함되지 않는다.

삼성전자의 예를 든다면, 펀드 자산의 9%까지 삼성전자 주식을 매수한 상태에서 다시 최대 9%의 삼성전자 주식 선물을 매수하여 전체 포지션을 18%까지 유지할 수 있다는 얘기가 된다. 물론, 이미 삼성전자 주식 콜 옵션/콜 ELW를 매수했다면 동일 회사 파생상품 제한 규정에 따라 삼성전자 주식 선물의 매수 포지션은 제한되지만, 주식 옵션이나 ELW는 기술적으로 정확히 주식을 대체(복제)하기 어렵기 때문에 모두 주식 선물로 교체하는 것이 유리하다.

표 2. 간접투자자산 운용법에서 종목 한도 및 파생상품에 관한 규정

#### 제 88조(자산운용의 제한)

##### ① 항-2호

- 가. 각 펀드의 10% 이상을 동일 종목의 유가 증권에 투자하는 행위. 이 때 동일회사가 발행한 투자증권 중 주식을 제외한 투자증권(채권 등)은 동일 종목으로 간주
- 나. 전체 펀드의 자산 총액으로 동일회사가 발행한 주식 총수의 20%를 초과하여 투자하는 행위
- 다. 각 펀드의 자산 총액으로 동일회사가 발행한 주식 총수의 10%를 초과하여 투자하는 행위

##### ② 항-3호

- 가. 동일회사가 발행한 투자증권을 기초자산으로 하는 장내파생상품 및 장외파생상품의 거래에 따른 위험 평가액이 각 펀드 자산 총액의 10%를 초과하는 행위
- 나. 장내파생상품을 거래하는 경우 당해 거래에 따른 위탁증거금의 합계액이 각 펀드 자산 총액의 15%를 초과하는 행위

주 : 파생상품의 위험 평가액은 명목 계약 금액 기준

자료 : 간접투자자산 운용업법, 시행령, 시행규칙(2008. 3. 14일 기준), 자산운용협회

<sup>3</sup> 가장 좋은 방법은 완전 해지 상태에서 주식 현물 매도와 동시에 해지 비율을 등속도로 줄이는 것임지만, 선물 유동성이 불충분하면 주식 선물 매도 포지션을 필요한 만큼 누적하는데 적잖은 시간이 소요되며, 이 과정에서 선물가격이 하락 압력을 받아 저평가된다면 차익거래에 의해 주가 하락이 가속될 수도 있다.

<sup>4</sup> 2008년 5월 2일에 발간된 대우 데일리의 데스크 분석 ‘주식 선물(3) : 영향과 충격 가능성 점검’을 참조할 것

### ■ Part 3. 시장 중립형 펀드의 주식 선물 활용 방안

주식 선물의 상장에 따른 가장 큰 수혜는 각종 시장 중립형 펀드(market neutral fund) 쪽이다. 시장 중립형 펀드의 운용에 있어서 가장 큰 걸림돌은 거래세와 대주(수수료, 조기 상환 조건, up-tick) 등인데 주식 선물을 이용하면 두 가지를 동시에 해결할 수 있기 때문이다. 주식과 관련한 시장 중립형 펀드는 종목의 선정 방법에 따라 크게 2가지로 구분되는데, 첫째는 기술적인 것(technical)이며, 둘째는 기본적인 것(fundamental)이다.

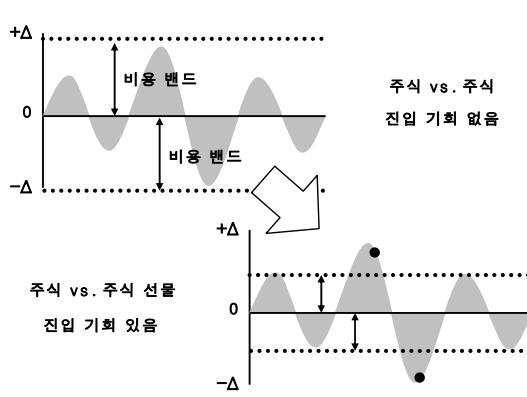
여기서 기본적인 것은 기본적 분석에 따라 고평가된 종목과 저평가된 종목을 찾아서 전자는 공매도하고 후자는 매수하는 것이다. 대략적인 분류는 주식 헤지(equity hedge)에 속하는 것인데, 액티브 펀드의 종목 선정 방법과 유사하며 일부 인덱스 펀드(130/30과 같은 quant based fund)에서도 발견된다. 액티브 펀드에서는 단순히 고평가된 종목을 저평가된 종목으로 교체하는데 그치지만, 본 펀드는 적극적으로 고평가된 종목을 공매도한다는 점이 다르다.

한편, 기술적인 것은 순수한 기술적 분석이나 각종 시계열 모형들을 이용하여 공적분 관계(co-integration)가 존재하는 2개 종목을 추출하고 양자의 사이클에 따라 하락하거나 상대적으로 상승이 둔화될 종목을 공매도하고, 상승하거나 상대적으로 상승이 가속될 종목을 매수하는 방법이다(Long-short). 정확히 구분되지는 않지만, 일반적으로 기본적인 운용 방안은 사이클이 길고 수익률이 높은 반면, 기술적인 방안은 사이클이 짧고 수익률 역시 낮은 편이다.

만일 매매(trading)가 목적이라면 다소나마 기술적 방안이 선호될 수도 있는데, 이 때 문제는 2종류의 주식을 각각 매수-공매도할 경우 발생하는 거래 비용(대략 총 거래대금의 0.5%. 대주 수수료 불포함)이다. 만일 안정적인 공적분 관계가 밝혀졌다고 해도 매매 수익이 거래 비용을 충분히 상회하지 않는다면 실행할 이유가 없다. 실제로 기술적 방안에 의해 추출된 종목쌍들 중에서 사이클이 짧은 것들은 수익률이 거래 비용을 넘어서지 못하는 경우가 많다.

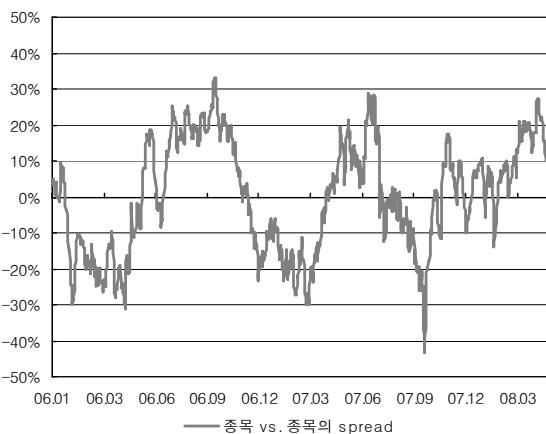
그러나, 두 종목 중 한 종목만 주식 선물을 사용한다면 거래 비용은 대략 절반 가량(0.26%)으로 줄어들며, 두 종목 모두 주식 선물을 사용한다면 거래 비용은 0.02%로 급감한다. 즉, 기존에는 실행에 불가능했던 각종 종목쌍들이 주식 선물의 상장에 따라 유효하게 된 셈이다. 물론, 주식 선물이 상장된 종목수는 15개에 불과하지만, 이들이 공매도 종목을 담당하고 매수 종목은 이들을 제외한 여타 주식시장 전체에서 찾는다면 경우의 수는 그리 적지 않을 것이다.

그림 4. (시장 중립형 펀드) 거래 비용 밴드의 축소



주 :  $\ln(A) - \ln(B) = \pm\Delta$ . 여기서 A와 B는 각 종목의 주가  
자료 : 증권전산, 대우증권 리서치센터

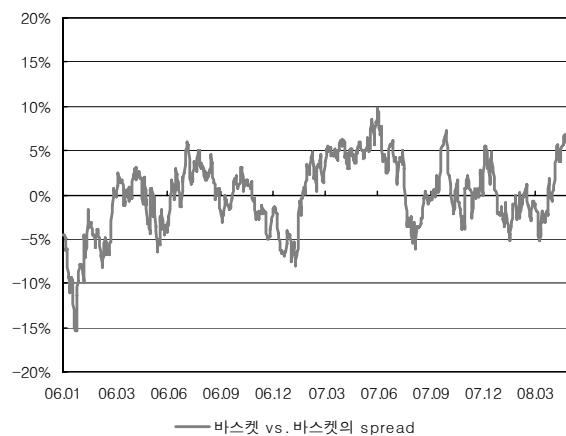
그림 5. (시장 중립형 펀드) 종목 vs. 종목의 Spread 사례



주 : 포스코와 KT&G에 대한 spread 사례  
자료 : 증권전산, 대우증권 리서치센터

게다가 ‘종목 vs. 종목’의 pairs trading은 수익률이 높은 대신 공적분 관계가 불안정한 편인데, 이를 해소하기 위해서 ‘바스켓 vs. 바스켓’의 조합도 생각해 볼 수 있다. 즉, 15개 종목으로 주식 선물 바스켓을 구성한다면 경우의 수는 더 옥 많아질 수 있다는 얘기다. 더 나아가서 15개 종목으로 구성된 바스켓은 K200 지수의 54%를 설명하므로 양자는 기본적으로 공적분 관계를 가진다. 지수 선물과 주식 선물의 매수-공매도 역시 가능하다는 의미다.

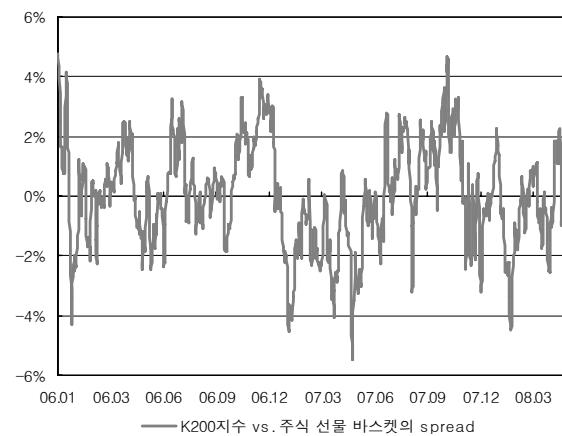
그림 6. (시장 중립형 펀드) 바스켓 vs. 바스켓의 사례



주 : 바스켓 1(하나금융, 한국전력), 바스켓 2(국민은행, KT&amp;G)

자료 : 증권전산, 대우증권 리서치센터

그림 7. (시장 중립형 펀드) K200 vs. 바스켓의 사례



주 : 하나금융, 현대차, SKT를 제외한 12개 종목으로 구성한 바스켓

자료 : 증권전산, 대우증권 리서치센터

본 자료는 2008년 5월 15일 당사 홈페이지에 게시된 자료입니다. 이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.