

(4) :

주식 '先物(futures)'은 개인 투자자에게 가장 큰 '贈物(gift)'. 주식 매매, 주식 신용, 주식 공매도, 지수 선물 등을 대체할 것

- 주식 선물은 '제 2의 주식'으로서 개인 투자자에게 가장 친밀한 상품. 단순 주식 투자, 주식 신용, 공매도, 지수 선물을 대체
- 기존 주식 투자자가 주의할 것은 주식 계좌가 아니라 선물 계좌가 필요한 점이며, 초기 1,500만원의 예치금이 필요하다는 점
- 주식 선물을 매도함으로써 주식 투자의 불확실성을 제거. 차익거래도 가능하지만, 기관 투자자에 비해 불리하므로 실용성 낮아

■ Introduction : 주식 '先物(futures)'은 개인 투자자에게 가장 큰 '贈物(gift)'

앞서 살펴본 대로 주식 선물은 충분한 성장 가능성을 가지고 있으며, 거래량이 어느 정도 늘게 되면 주식 시장에 다소간의 긍정적 혹은 부정적인 영향을 미칠 것이다. 다음은 이를 활용할 차례다. 특히, 본 상품은 주식시장이나 지수 선물시장에 있는 개인 투자자들의 매매 패턴에 큰 영향을 줄 것으로 판단되는데, 주식 선물은 '제 2의 주식'이라 언급될 정도로 개인 투자자와 가까운 상품이기 때문이다.

따라서, 이제껏 지수 선물/옵션을 강 건너 불 구경(?)했던 주식시장의 개인 투자자들도 주식 선물로부터는 더 이상 자유로울 수 없다. 본 편에서는 이들이 어떻게 주식 선물을 활용할 것인지에 대해서 다루었다. 주요 활용 방안에는 ① 일반 주식 투자의 대체, ② 주식 신용 거래의 대체, ③ 주식 공매도의 대체, ④ 지수 선물 투자의 대체, ⑤ 주식 헤지 거래와 ⑥ 주식 차익거래 등이 있다. 이것은 주식 선물 시리즈의 4편에 해당한다(표 1 참조).

기존에 지수 선물을 매매하던 개인 투자자들은 상관 없지만, 처음 주식 선물을 매매하는 주식 투자자들은 몇 가지 주의 사항이 있다. 첫째, 증권사 지점에서 선물옵션 계좌를 개설해야 주식 선물 매매가 가능하다는 점이며 둘째, 이를 위해서는 초기에 소정의 예치금(1,500만원)이 필요하다는 점이다. 물론, 주식 선물의 증거금에 비하면 예치금이 조금 과다한 점이 있는데, 이는 추후 '주식 선물 전용 계좌' 등의 도입을 통해 개선되기를 기대해 본다.

표 1. 주식 선물 시리즈 목차

구분	제목	주요 내용
1편	주식 선물의 개요(제도 소개)	- 주식 선물의 주요 거래 제도, 결제 제도 - 지수 선물과의 차이점 혹은 주식 선물 거래의 특징(미결제약정)
2편	주식 선물의 성장 가능성	- 해외 사례(미국, 인도, 남아공) - 장내 파생상품의 성장 과정(투기→차익→헤지)을 통해 살펴본 주식 선물의 성공 가능성
3편	주식 선물이 주식시장에 미치는 영향	- 주식에 파생상품의 지배구조(?) 완성(체계적 영향 : 지수 선물, 비체계적 영향 : 주식 선물) - 직접적인 영향(긍정적, 부정적) - 간접적인 영향(각종 주식 파생상품의 창구 단일화 효과)
4편	주식 선물의 활용	일반 투자자 - 일반 주식 투자 대체 - 주식 미수/신용거래 대체 - 주식 공매도 수단 제공 - 지수 선물 퇴출자 구제 - 지수 선물 대체 - 지수 선물 증거금 효율성 제고 - 주식 차익/헤지/스프레드 수단 제공
5편		기관 투자자 - 바스켓 내부의 주식 대체(active fund) : 차익거래, 변동성 헤지, 비용/운용 효율성 제고 - 차익거래(enhanced index fund) : 지수 선물 차익거래 대체 및 보완 - 종목/업종별 스프레드 거래(market neutral fund, hedge fund) : 공매도 대체 수단 제공 - ELS/ELW 헤지 수단 제공 - 보유한다 회피(계열사 보유 한도 회피, 외국인 보유한다 회피)

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

자료: 대우증권 리서치센터

■ Part 1. 단순 주식 투자의 대체

- 동기 : 주식 선물에 레버리지를 배제하고 저렴한 수수료와 거래세 면제를 통해 투자 수익을 제고
- 방법 1 : 주식 10주 대신 주식 선물을 1계약 매수. 남은 82%의 현금은 CMA나 MMF에 예치하여 이자를 챙김
- 방법 2 : 주식 선물의 한계 매수 단가는 주가보다 1.41% 높은 수준. 이보다 비싸면 주식 선물보다 주식이 유리

아래 <표 2>에서 확인할 수 있듯이 주식과 주식 선물의 투자 수익은 거의 동일하며 수수료나 세금 등 제반 비용까지 감안하면 결코 주식 투자는 주식 선물 투자를 따를 수 없다. ‘주식’을 대신하여 ‘주식 선물’을 투자한다면 초기에는 가급적 ‘레버리지(leverage)’를 사용하지 않는 편이 바람직하다. 물론, 이후 주식 선물에 충분히 익숙해지면 레버리지를 1.0~5.6배까지 자유롭게 사용하면서 수익과 손실의 속도를 조절할 수 있다.

여기서 주의할 것은 첫째, 주식 선물 가격은 주가보다 ‘이자’만큼 비싼 편이라는 점 둘째, 호가가 주식의 절반이라는 점 셋째, 3, 6, 9, 12월에 만기가 있기 때문에 이 기간을 넘어 계속 보유하기 위해서는 반드시 롤오버(roll-over)해야 한다는 점 넷째, 실제 현금 지출은 주식 매수 대금의 18%에 불과한데 남은 현금에 반드시 CMA나 MMF 등에 예치하여 이자를 얻어야만 주식보다 더 비싸게 주식 선물을 매수하면서 발생한 기회 비용을 커버할 수 있다는 점 등이다.

한편, 개인 투자자 입장에서 주식 대신 주식 선물을 사는 이유는 상대적으로 낮은 수수료와 거래세 면제 때문인데, 이러한 장점들을 모두 상쇄할 만큼 주식 선물 가격이 비싸다면 굳이 주식 선물을 살 필요가 없다. 이를 주식 선물의 한계 매수 단가라고 하는데, 예를 들어 삼성전자 주가가 614,000원일 때, 삼성전자 선물 이론가는 616,614원이며, 한계 매수 단가는 622,658원이 된다. 즉, 주식 선물 가격이 이보다 비싸다면 그냥 주식을 사는 것이 유리하다.<sup>1</sup>

표 2. 단순 주식 투자와 주식 선물 투자의 비교 (단위 : 원, %)

구분	삼성전자 주식	삼성전자 선물	비고
단가(현재)	659,000	662,000	선물은 이론가 기준
주수/계약수	10주	1계약	선물 1계약=주식 10주
포지션	6,590,000	6,620,000	
실제 현금 지출	6,590,000	1,186,200	증거금 18%
결제 가격(미래)	700,000	700,000	선물 만기일
매매 차이	410,000	380,000	(결제 가격-단가) X 주수
기회이익	0	19,987	잔여 현금 82% MMF 예치
총수익(차익+기회이익)	410,000	399,987	수익 차이 -10,013
매매 수수료	88,950	1,362	수수료 차이 -87,588
순이익(총수익-수수료)	321,050	398,625	수익 차이 77,575
수익률(%)	4.87	6.02	수익률 차이 1.15

주 : 1) 선물 이론가에 적용된 CD 91일물 금리는 5.18%, 잔존만기는 30일  
 2) 결제 가격은 선물 만기일 주가의 증가  
 3) 잔여 현금에 MMF에 예치. MMF 금리는 CD 91일물보다 낮은 4.5%  
 4) 매매 수수료율은 주식의 경우 1.3%, 선물의 경우 0.02%(온라인 기준)를 적용

자료 : 대우증권 리서치센터

<sup>1</sup> 주식 선물은 주가보다 이자만큼 비싸다. 이는 주식 매수에는 전액 현금이 소요되지만, 주식 선물 매수에는 18%의 증거금만 예치하면 되며 사실상 현금 '지출'은 없기 때문에 이 부분에서 이자가 발생한다. 즉, 선물 매수자는 그만큼 유리하기 때문에 선물 매도자가 주가에 비해 이자만큼 비싸게 파는 것이다. 주식 선물의 적정(이론) 가격은 주가 + 이자 - 배당인데, 여기서 이자는 CD91일물 금리가 적용된다. 한편, 주식 선물의 한계 매수 단가는 주가 + 실제 이자 수익 + 상대 수수료 수익으로 구성되어 있는데, 일반적으로 실제 이자 수익에 비해서 상대 수수료 수익이 더욱 큰 편이다. 상대 수수료 수익은 주식 수수료 - 선물 수수료로 이루어진다.

■ Part 2. 주식 신용 거래의 대체

- 동기 : 주식 선물 5.6배 레버리지를 100% 활용. 동시에 저렴한 수수료와 거래세 면제를 통해 투자 수익 제고

- 방법 : '보유 현금/계약당 증거금' 만큼의 주식 선물을 매수

만일 주가의 방향을 100% 확신한다면 주식 신용거래를 하지 않을 수 없다. 그러나, 이제부터 그런 상황이라면 반드시 주식 신용 대신에 주식 선물을 사용해야 한다. 주식 신용거래의 최대 레버리지는 2.5배인 반면, 주식 선물의 기본 레버리지는 5.6배이며, 수수료와 거래세, 차입 이자 등을 감안하면 그 차이는 더욱 벌어지기 때문이다. 예를 들어 보유 현금 620만원으로 삼성전자 주식 매수, 신용 매수 및 주식 선물 매수 등을 비교한 결과는 아래의 <표 3>과 같다.

현금 620만원으로 가능한 삼성전자 주식 신용 매수는 최대 25주이며, 주식 선물은 5계약(50주)이다. 이후 선물 만기일에 청산하면 순이익률은 주식 단순 매수가 +11.5%, 주식 신용 매수는 +26.5%, 주식 선물 매수는 +71.6%이다. 즉, 실제로 주식 선물에 사용된 레버리지는 5.0배이지만, 수수료와 거래세의 차이에 따라 6.2배나 높은 수익률을 얻은 셈이다. 최소한 주식 선물이 상장된 15개 종목에 대한 신용 매수는 더 이상 존재할 이유가 없다.

표 3. 주식, 주식 신용, 주식 선물의 비교

(단위 : 원, 주)

구분	삼성전자 주식	삼성전자 주식 신용	삼성전자 주식 선물
보유 현금	6,200,000		
기초자산 레벨	620,000	←	←
매매 단위	10주	25주	5계약(50주)
호가 단위(tick)	1,000	1,000	500
틱 값(tick value)	10,000	25,000	25,000
소요 현금	6,200,000	6,200,000	5,580,000
매매 대금	6,200,000	15,500,000	31,000,000
레버리지(배)	0.0	2.5	5.0
매도 단가	700,000	←	←
차익	800,000	2,000,000	4,000,000
수수료(왕복)	87,000	217,500	6,600
차입 이자(원)	없음	-137,589	없음
순이익	713,000	1,644,911	3,993,400
순이익률(%)	+11.5	+26.5	+71.6

주 : 1) 삼성전자 주식 선물의 계약수 = 6,200,000원/1,116,000원 = 5계약, 소요 현금 = 1,116,000원 x 5계약

2) 주식 신용거래의 차입 이자는 6%, 차입 기간은 90일

3) 순이익 = 차익 - 수수료 - 차입 이자, 순이익률 = 순이익/소요 현금

자료 : 증권에탁원, 대우증권 리서치센터

혹자는 이렇게 반문할 것이다. 일반적으로 신용 매수는 주로 단가가 싸고, 장 중 등락폭이 큰 종목에 대해서만 제한적으로 이루어지는 반면, 주식 선물이 상장된 15개 종목은 비교적 단가가 비싸고, 상대적으로 장 중 등락폭이 적은 종목들이므로 신용 매수보다 유리할 것이 없지 않냐고. 그러나, 단순히 신용 매수가 가능한 몇몇 종목들만 비교하더라도 우위는 금세 가려지는데, 워낙 레버리지의 차이가 커서 웬만한 종목의 신용 매수는 주식 선물보다 불리하다.

특정 종목의 신용 매수가 삼성전자 주식 선물보다 유리하려면 기본적으로 종목의 단가는 1/10인 7만원 이하가 되어야 하며, 장 중 등락폭은 최소 8%(삼성전자의 3배)가 넘어야 한다. 이러한 종목은 극히 드물 뿐만 아니라 혹여 있다고 하더라도 워낙 위험하므로 해당 종목에 대한 증권사들의 증거금율이 높아지기 일수다. 결국, 대부분의 신용 매수는 삼성전자 주식 선물로 이길 수 없으며, 이보다 더욱 투기적인 '현대중공업' 주식 선물이라면 비교는 불가하다.

■ Part 3. 주식 공매도의 대체

- 동기 : 주가 상승 뿐만 아니라 주가 하락이 확실할 경우에도 수익 가능. 동시에 저렴한 수수료와 거래세 면제 혜택
- 방법 1 : 15개 종목 중에서 하락이 확실한 종목을 선택하여 주식 선물을 매도. 레버리지는 1.0~5.6배까지 자유롭게 설정
- 방법 2 : 주식 선물을 이론가에 매도하고 동등한 량의 주식을 매수하면 91일물 CD에 투자하는 것과 같은 효과

이제까지 개인 투자자들은 ‘오를만한 종목’을 찾는데 혼신의 힘을 기울여 왔지만, 이제부터는 ‘떨어질만한 종목’을 찾는 데도 신경을 써야 한다. 물론, 과거에도 주식을 빌려 (공)매도하면 주가 하락에 따라 소기의 수익을 얻을 수 있었지만, 이는 제도적/실무적 측면에서 적잖은 장애가 있어서 개인 투자자들에게는 ‘그림의 떡’이었다. 때문에 개인 투자자들에게는 그 동안 ‘주식 투자=상승 종목 탐색’이라는 일반적인 등식이 성립했던 것이다.

그러나, 주식 선물의 도입에 따라 개인 투자자 역시 기관 투자자처럼 공매도가 자유로워졌다. 게다가 설령 개인 투자자들이 기관 투자자처럼 주식 대주 및 공매도가 가능하다고 해도 주식 선물 매도를 당할 수 없다. 대주-공매도는 높은 수수료 및 거래세 부담뿐만 아니라, 110%에 달하는 담보, 3~6%(연률)의 대주 수수료, 대역자의 조기 상환 권리 및 시장가 매도 불가 등의 다채로운(?) 단점들을 피할 수 없지만, 주식 선물은 이러한 단점들이 전혀 없기 때문이다.

예를 들어보자. 삼성전자의 하락을 확신하고 이를 공매도하는 것과 주식 선물을 매도하는 것을 비교한 결과가 아래의 <표 4>이다. 주가 하락 시 공매도의 수익은 +8.92%인 반면, 주식 선물 매도의 수익은 +10.4%에 달한다. 왜 주식 선물 매도의 수익이 더 높을까? 물론, 앞선 사례에서와 마찬가지로 수수료와 거래세의 차이가 크다. 그러나, 이 차이를 배제하더라도 양자의 수익 차이는 여전히 5,626원에 달하는데, 그 배경은 금리가 다르기 때문이다.

주식을 빌려다 팔면 현금이 유입되며, 이를 재투자하여 이자 수익을 얻는다. 문제는 재투자 수익인데, 이때 대부분의 소액 개인 투자자는 CMA나 MMF 이상의 금리를 얻을 수 없다. 그러나, 주식 선물을 이론가격 이상으로 매도한다면 CMA나 MMF보다 훨씬 높은 CD91일물 금리를 얻게 된다. 선물의 이론가격은 CD91일물 금리로 계산되는 탓이다. ‘주식 선물 매도+주식 매수’는 사실상 소액 개인 투자자가 공시된 CD91일물 금리를 얻을 수 있는 유일한 방법이다.

표 4. 삼성전자 선물 매도와 공매도의 비용 비교 (단위 : 원)

구분	삼성전자 주식	삼성전자 선물	비고
단가	659,000	662,000	선물은 이론가격
주수/계약수	10주	1계약	선물 1계약=주식 10주
포지션	6,590,000	6,620,000	
결제 가격	593,000	593,000	만기 결제
매도 수익	660,000	690,000	(단가 - 결제 가격) X 주수
기회이익	24,374	0	재투자 금리 4.5%
총수익	684,374	690,000	수익 차이 5,626
매매 수수료	80,390	1,255	수수료 차이 -79,135
대주 수수료	16,249	0	
순이익	587,735	688,745	수익 차이 101,010
수익률(%)	8.92	10.40	수익률 차이 1.49

주 : 1) 선물에 적용된 CD91일물 금리는 5.18%, 잔존만기와 대주 기간은 30일  
 2) 주식 매각대금에 대한 재투자 수익률은 4.5%를 가정, 대주 수수료는 3.0%. 모두 年率 기준  
 3) 결제 가격은 선물 만기일 주가의 증가  
 4) 매매 수수료율은 주식의 경우 1.3%, 선물의 경우 0.02%(온라인 기준)를 적용

자료 : 대우증권 리서치센터

■ Part 4. 지수 선물의 대체

- 동기 : 지수 선물보다 주식 선물이 훨씬 투기적. 증거금의 효율성을 크게 높일 수도 있어

- 방법 : 단일 종목의 주식 선물을 매수하는 것 보다는 주식 선물로 포트폴리오를 구성하는 것이 바람직할 것

선물시장에서 ‘지수 선물과 주식 선물’의 선택은 곧 주식시장에서 ‘주식과 ETF’를 저울질하는 것과 같다. 이것만 고려해도 누가 유리한지는 금세 답은 나온다. 물론, 종목별로 차이는 있지만 일반적으로 ‘투기성’에 있어서 ‘지수’는 ‘종목’을 이길 수 없기 때문이다. 게다가 지수 선물에 대한 주식 선물의 결정적인 강점은 낮은 증거금과 이에 따라 획득되는 높은 증거금 효율성에 있다(표 5 참조).

예를 들어 현금 2,900만원이 있을 때, 지수 선물 증거금은 계약당 15,496,500원이므로 1계약 매수 후 나머지 1,350만원은 그저 놓게 된다. 엄청난 기회 비용이 아닐 수 없다. 그러나, 만일 같은 현금으로 삼성전자 주식 선물을 매매한다면 증거금은 계약당 1,116,000원이므로 25계약을 매수할 수 있으며, 남은 현금은 1,100,000원에 불과하다. 자본금의 효율성을 비교한다면 지수 선물은 53.4%인 반면, 주식 선물은 96.2%에 달하는 셈이다.

물론, 그렇다고 이제까지 열심히 했던 지수 선물을 버리고 주식 선물에 ‘올-인’하라는 얘기는 아니다. 주식 선물의 결정적인 위험은 ‘종목 선정 위험’에 있다. 만일 투자 자금이 충분하고 종목에 대해 잘 모른다면 그냥 지수 선물을 계속 하는 것이 유리하다. 물론, 가장 이상적인 경우는 주식 선물과 지수 선물을 병행하는 것인데, 이는 자본금의 효율성을 극대화할 뿐만 아니라, ‘주식+인덱스 펀드’의 결합에다 레버리지까지 곁들일 수 있는 1석 3조의 효과를 가진다.

표 5. 지수 선물과 주식 선물의 강/약점 비교

구분	강점	약점	비고
지수 선물	-낮은 증거금을 (높은 레버리지 파워) -높은 장 중 최대 변동폭(tick) -단일 종목. 유동성 집중 -체계적 위험 only	-높은 단위 계약당 증거금 (낮은 접근 가능성) -낮은 단위 금액당 tick값 -종목보다 낮은 변동성	
주식 선물	-낮은 단위 계약당 증거금 (높은 접근 가능성) -높은 단위 금액당 tick값 -지수보다 높은 변동성	-높은 증거금을 (낮은 레버리지 파워) -낮은 장 중 최대 변동폭(tick) -복수 종목. 유동성 편중/분산 -체계적+비체계적 위험	단, 최대 변동 폭은 상대적으로 좁지만, 금액당 tick값이 커서 이를 보충할 수 있음

자료 : KRX, 대우증권 리서치센터

틱 따먹기와 같은 ‘스캘핑’에 있어서 가장 유리한 종목은 수정 틱 수익률이 가장 높은 한국전력, 우리금융지주, SK텔레콤 등인데, 한국전력의 경우 ‘1틱’만 얻더라도 순이익률은 0.86%에 달한다. 또한, 데이-트레이딩 기준으로 장 중 저가에 사서 고가에 판다면 수정 최대 순이익률이 가장 높은 현대중공업, 신한금융지주, 우리금융지주 등이 유리하다. 현대중공업은 제대로 맞췄다면 일 평균으로 27.9%의 높은 순이익률을 보장한다. 지수 선물의 수정 틱 수익률은 0.03%이며, 수정 최대 순이익률은 13.1%에 불과하므로 애초부터 이들의 상대가 될 수 없다(표 6 참조).

그러나, 이러한 비교는 기본적으로 주거나 지수의 방향을 맞출 수 있다는 기본 전제가 따른다. 만일 15개의 주식 선물 중에서 한 종목을 골라야 한다면, 종목 자체의 투기성 보다는 ‘방향성이 확실한 종목’을 고르는 것이 중요하다. 상기에서 제시한 종목들은 무척 투기성이 높지만, 방향이 틀렸을 경우 더 큰 손실을 입게 되므로 지수 선물보다 빠른 속도로 오링(?) 당할 수 있다. 주식시장과 다르게 선물시장에서는 ‘살아남은 사람’이 ‘잘 하는 사람’이다.

표 6. 주식 선물과 지수 선물의 투기성 비교

(단위 : p, 원, %)

구분	지수	삼성전자	포스코	국민은행	한국전력공사	신한금융지주
증가	206.62	606,000	451,000	50,500	28,650	47,000
변동성	26.3%	35.3%	45.8%	33.7%	25.9%	35.6%
등락폭(tick)	82	29	47	42	18	42
베타	1.00	0.85	1.29	0.78	0.56	0.82
증거금	15,496,500	1,090,800	811,800	90,900	51,570	84,600
가능 계약수	1	14	19	170	300	183
수정 증거금	15,496,500	15,271,200	15,424,200	15,453,000	15,471,000	15,481,800
수정 틱값	25,000	70,000	47,500	42,500	150,000	91,500
수정 최대 수익	2,050,000	2,001,943	2,230,385	1,797,561	2,666,599	3,812,994
수정 수수료	20,662	16,968	17,138	17,170	17,190	17,202
수정 순이익	2,029,338	1,984,975	2,213,247	1,780,391	2,649,409	3,795,792
수정 틱 수익률	0.03%	0.35%	0.20%	0.16%	0.86%	0.48%
수정 최대 순이익률	13.1%	13.0%	14.3%	11.5%	17.1%	24.5%

구분	지수	우리금융지주	SK텔레콤	현대자동차	현대중공업	KT
증가	206.62	15,600	182,500	72,700	345,000	49,200
변동성	26.3%	29.8%	31.9%	35.2%	58.9%	30.9%
등락폭(tick)	82	24	26	40	69	45
베타	1.00	0.54	0.51	0.65	1.54	0.32
증거금	15,496,500	28,080	328,500	130,860	621,000	88,560
가능 계약수	1	551	47	118	24	174
수정 증거금	15,496,500	15,472,080	15,439,500	15,441,480	14,904,000	15,409,440
수정 틱값	25,000	137,750	117,500	59,000	60,000	43,500
수정 최대 수익	2,050,000	3,343,923	3,021,700	2,353,789	4,167,449	1,948,342
수정 수수료	20,662	17,191	17,155	17,157	16,560	17,122
수정 순이익	2,029,338	3,326,732	3,004,545	2,336,632	4,150,889	1,931,221
수정 틱 수익률	0.03%	0.78%	0.65%	0.27%	0.29%	0.17%
수정 최대 순이익률	13.1%	21.5%	19.5%	15.1%	27.9%	12.5%

구분	지수	LPL	엘지전자	신세계	하나금융지주	KT&G
증가	206.62	45,500	124,000	575,000	37,100	75,100
변동성	26.3%	45.0%	44.5%	37.5%	32.5%	28.9%
등락폭(tick)	82	67	55	43	57	46
베타	1.00	0.98	0.89	0.77	0.63	0.50
증거금	15,496,500	81,900	223,200	1,035,000	66,780	135,180
가능 계약수	1	189	69	14	232	114
수정 증거금	15,496,500	15,479,100	15,400,800	14,490,000	15,492,960	15,410,520
수정 틱값	25,000	47,250	17,250	70,000	58,000	57,000
수정 최대 수익	2,050,000	3,142,221	950,943	2,992,713	3,285,101	2,622,462
수정 수수료	20,662	17,199	17,112	16,100	17,214	17,123
수정 순이익	2,029,338	3,125,022	933,831	2,976,613	3,267,887	2,605,339
수정 틱 수익률	0.03%	0.19%	0.00%	0.37%	0.26%	0.26%
수정 최대 순이익률	13.1%	20.2%	6.1%	20.5%	21.1%	16.9%

주 : 1) 변동성, 등락 폭(tick), 베타는 직전 1년간을 기준으로 산출  
 2) 등락 폭(tick)=(고가-저가)/tick, 증거금은 지수 선물 15%, 주식 선물 18%  
 3) 주식 선물의 가능 계약수=지수 증거금/주식 증거금, 수정 증거금=가능 계약수 X 주식 선물 증거금  
 4) 수정 틱값=틱값(틱X승수)X가능 계약수, 수정 최대 수익=장 중 최대 변동폭 X 수정 틱값  
 5) 수정 수수료=현물X승수X가능 계약수X0.02%, 수정 순이익=수정 최대 수익-수정 수수료  
 6) 틱 수익률=(틱값-수수료)/증거금, 수정 최대 순이익률=(수정 최대 수익-수정 수수료)/수정 증거금

자료 : KRX, 대우증권 리서치센터

■ Part 5. 주식의 헤지

- 동기 : 주가 하락이나 상승이 불확실할 때, 주식 선물 매도로 가격 고정. 주식 매도에 따른 수수료와 거래세 절감

- 방법 : 보유 종목과 동일하거나 유사한 종목을 주식 선물을 보유 주식수에 맞춰 매도

일반적으로 주가 하락이 이어지다가 특정 지지선에 걸렸을 때 주식을 팔아야 할지, 계속 보유해야 할지 애매해지는 순간이 있다. 물론, 추가 하락이 확실하다면 주식 매도가 답이지만, 문제는 ‘그것을 모른다’는데 있다. 만일 주식을 팔았다가 반등하는 바람에 다시 사게 되면 1회전 수수료와 거래세(합 1.3%)를 지불해야 하며, 주식을 보유했다가 추가 하락하게 되면 손실을 더욱 확대될 수 밖에 없다. 이 때 고려할 수 있는 방안이 주식 선물을 이용한 ‘헤지(hedge)’다.

이는 주식 선물이 상장된 근본 취지에 해당하는 것으로서 동일 종목을 주식 선물을 보유 수량만큼 매도하는 것이다. 예를 들어 삼성전자를 20주 보유했을 때, 삼성전자 선물을 2계약 매도하면 주식이 하락하여 손실을 입더라도 주식 선물에서 동등한 수익이 생성되므로 전체적으로는 손실이 상쇄된다(표 7 참조). 물론, 지수 선물로 개별 주식을 헤지할 수도 있지만, 불안정한 베타를 계속 조정해야 하는 등 기술적인 어려움이 따른다. 그러나, 보유 주식을 대우증권으로 이용하고 주식 선물을 매도하면 조정 없이 정확하게 헤지가 걸리므로 더 이상 주가는 움직이지 않게 된다.

표 7. 삼성전자 주식 선물을 이용한 완전 헤지

(단위 : 원)

구분	주가 방향	현재(D-40)	미래(D-20)	
			주가 상승(+10%)	주가 하락(-10%)
주식 포지션	주가	659,000	725,000	593,000
	20주 보유	13,180,000	14,500,000	11,860,000
	손익	0	+1,320,000	-1,320,000
선물 포지션	선물 가격	662,000	727,000	594,000
	2계약 매도	13,240,000	14,540,000	11,880,000
	손익	0	-1,300,000	+1,360,000
총 손익		0	+20,000(+1.52%)	+4,000(+3.03%)

주 : 1) D-40과 D-20은 잔존만기를 의미하며, 선물 가격은 금리 4.5%를 이용한 이론가격

2) 주가 상승이나 하락에도 불구하고 일정한 수익이 남는 이유에 대해서는 각주 14를 참조할 것

자료 : 대우증권 리서치센터

다만, 주의할 것은 이렇게 헤지가 걸린 보유 주식은 주가 하락시 손실을 방어해 주지만, 주가가 상승하더라도 수익을 얻을 수 없다는 점이다. 즉, 기회 이익을 상실하는 셈이다. 그러나, 억울할 것은 전혀 없다. 여기서 잃는 기회 이익은 주가의 불확실성을 제거하기 위해 지불한 보험료에 해당하기 때문이다. 만일 보험료를 지불하지 않고 불확실성을 제거하고자 한다면 그것은 무료로 거액의 생명보험에 들겠다는 것과 같은 ‘도둑놈 심보(?)’다.

한편, 보유 종목과 같은 주식 선물이 상장되지 않았을 경우에는 교차 헤지(cross hedge)를 실시한다. 즉, 보유 주식과 가장 비슷하게 움직이는 주식 선물을 매도하는 것이다. 예를 들어서 하이닉스는 주식 선물이 상장되지 않았는데, 이를 헤지하기 위해서는 같은 반도체 업종에 포함되는 삼성전자 주식 선물을 매도하면 된다. 다만, 주의할 것은 하이닉스와 삼성전자는 주가 수준과 주가 등락 속도가 다르다는 점이다.

일반적으로 하이닉스 주가보다 삼성전자 주가가 비싸므로 동일한 수익률에서 발생 가능한 수익/손실 규모가 다르다. 일단 이를 보정하기 위해 하이닉스 보유 금액을 삼성전자 주가로 나누어 삼성전자 선물 매도 계약수를 산출한다. 한편, 하이닉스에 비해 삼성전자의 수익률이 느리게 움직이므로 다시 이를 보정하기 위해 앞서 산출된 계약수를 좀 더 늘려준다(삼성전자 선물 매도 계약수=하이닉스 보유 금액/(삼성전자 주가X10주X하이닉스에 대한 베타계수).

■ Part 6. 주식의 차익거래

- 동기 : 주식 투자가 아닌 현금 운용 및 CD 투자에 대한 대안. 무위험으로 시중 금리 이상의 수익을 획득
- 방법 : 특정 주식 선물이 저평가(고평가) 되었을 때, 이를 매수(매도)하고 보유 주식 매도(해당 주식을 같은 수량 매수)
- 단점 : 기관 투자자들에 비해 개인 투자자들의 거래비용이 높기 때문에 차익 기회가 이어질 가능성은 낮은 편

차익거래는 선물 가격이 일시적으로 고평가(저평가)되었을 경우, 이를 매도(매수)하고 반대로 주식을 매수(공매도)하여 헤지를 하는 것인데, 향후 선물 만기일 증가에 주식과 선물을 모두 정리하면 주가 방향과 무관하게 처음 관찰된 선물의 고평가 폭(각종 수수료 차감)을 얻게 되는 매매 기법이다. 이제껏 개인 투자자에게 지수 선물 차익거래는 그림의 떡이었는데, 이를 위해서는 막대한 현금과 관리가 필요한 인덱스 바스켓을 매매해야 하기 때문이다. 그러나, 주식 선물은 단 한 종목을 사고 팔면 되기 때문에 개인 투자자 역시 충분히 시행이 가능하다(표 8 참조).

표 8. 매수 차익거래의 사례

(단위 : 원)

구분		현재	만기일	
			하락	상승
주식-매수	주가	659,000	527,000	791,000
	포지션(10주)	6,590,000	5,270,000	7,910,000
	손익	0	-1,320,000	1,320,000
	기획비용	0	-11,880	-11,880
	매매 수수료	0	-75,110	-96,230
	소계		-1,406,990	1,211,890
선물-매도	선물가격	672,000	527,000	791,000
	포지션(1계약)	6,720,000	5,270,000	7,910,000
	손익	0	1,450,000	-1,190,000
	매매 수수료	0	-1,199	-1,463
	소계		1,448,801	-1,191,463
합계			41,811	20,427
주당 순이익			4,181	2,043

주 : 1) CD91일물 금리 4.5%, 잔존만기 20일. 실제 획득 가능한 대어 금리 3.5%, 현금 증거금을 6%

2) 주식 매매 수수료(왕복) 1.3%, 선물 매매 수수료(왕복) 0.02%

3) 본문의 설명과 달리 만기일 상승/하락에 따라 수익이 달라진 이유는 진입 시점과 청산 시점의 주가가 달랐기 때문

자료 : 대우증권 리서치센터

다만, 실제로 개인 투자자가 이를 이용하여 차익을 얻는 것은 쉽지 않다. 본 거래는 선물의 고평가(저평가) 폭이 본 거래에 소요되는 각종 거래 비용(주식 1회전 수수료+ 선물 1회전 수수료) 이상으로 벌어져야만 차익을 얻을 수 있는데, 기관 투자자들의 각종 거래 비용은 개인 투자자에 비해 낮기 때문에 선물이 고평가(저평가)되더라도 기관 투자자들이 먼저 이를 차지할 것이므로 차익거래의 기회가 개인 투자자까지 이어지지 않을 가능성이 높다.

본 자료는 2008년 5월 5일 당사 홈페이지에 게시된 자료입니다. 이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 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.