

## 제2장 주식선물 활용전략

## 1 헤지거래 전략

헤지거래란 현물(주식) 포지션과 반대되는 파생상품(선물, 옵션 등) 거래를 함으로써 주가 변동위험을 상쇄시키고자 하는 전략입니다.

주식선물을 이용할 경우 기존에 보유 중인 주식과 반대 포지션을 취함으로써 주가 변동 위험의 상쇄가 가능합니다.

## ■ 완전헤지

보유 중인 주식 포지션 전체에 대한 주가 변동 위험을 제거하는 방식입니다. 아래 식에 의한 헤지비율 만큼 주식선물을 거래할 경우 완전헤지가 가능하며, 헤지를 실시한 후 추가적인 조치를 하지 않는 경우를 정적헤지라 합니다.

$$\text{헤지비율(선물계약수)} = \frac{\text{주식포지션 금액}}{\text{주가} \times \text{승수}} = \frac{\text{보유주식수량}}{10}$$

## 【완전헤지 사례】

- '09년 9월 15일 보유 중인 삼성전자 주식 20주에 대해서 삼성전자 선물 2계약 매도
- '09년 10월 7일 주가가 6%하락하여 주식에서 94만원의 손실이 났음에도 선물에서 91만원 수익이 나서 전체적 손실은 3만원으로 축소(주가상승 시에는 이익 축소)



구분	내용	포지션설정	주가상승	주가하락
		'09.9.15	'09.9.22	'09.10.7
주식 포지션	주가	769,000	825,000	722,000
	주식 20주 매수	15,380,000	16,500,000	14,440,000
	주식손익	0	1,120,000	-940,000
선물 포지션	선물가격	771,000	825,500	725,500
	선물 2계약 매도	15,420,000	16,510,000	14,510,000
	선물손익	0	-1,090,000	910,000
총 손익		0	30,000	-30,000

### ■ 부분헤지

부분헤지란 보유 중인 주식 포지션의 일정 부분에 대해서만 주가 변동 위험을 제거하는 방식입니다.(주가의 등락을 감속시키는 효과)

헤지를 실시한 후 주가 하락 여부를 확인하면서 헤지 비율의 가감이 필요하며(동적 헤지), 완전헤지비율에 일정 비율(0% ~ 100%)을 곱한 만큼 주식선물을 거래합니다.

$$\begin{aligned}
 \text{부분헤지비율} &= \text{완전헤지비율} \times (0\% \sim 100\%) = \frac{\text{주식포지션 금액}}{\text{주가} \times \text{승수}} \times (0\% \sim 100\%) \\
 &= \frac{\text{보유주식수량}}{10} \times (0\% \sim 100\%)
 \end{aligned}$$

#### 【부분헤지 사례】

- '09년 9월 15일 보유 중인 삼성전자 주식 20주에 대해서 삼성전자 선물 1계약 매도로 부분 헤지(50%)
- '09년 10월 7일 주가가 6% 하락하여 주식에서 94만원의 손실이 났음에도 선물에서 45만 5천원 수익이 나서 전체적인 손실은 48만 5천원으로 축소

구분	내용	포지션설정	주가상승	주가하락
		'09.9.15	'09.9.22	'09.10.7
주식 포지션	주가	769,000	825,000	722,000
	주식 20주 매수	15,380,000	16,500,000	14,440,000
	주식손익	0	1,120,000	-940,000
선물 포지션	선물가격	771,000	825,500	725,500
	선물 1계약 매도	7,710,000	8,255,000	7,255,000
	선물손익	0	-545,000	455,000
총 손익		0	575,000	-485,000

### ■ 교차헤지

교차헤지란 어떤 A종목이 주식선물로 상장되어 있지 않은 경우 그 주식과 같은 업종 등의 이유로 가격 추이가 유사한 B종목의 주식 선물을 사용하여 헤지하는 것을 말합니다.

이 경우 A주식과 B주식간의 가격 상관 정도(베타,  $\beta$ )가 헤지 비율에 영향을 미치게 되는데 베타( $\beta$ )는 'A주식 가격 수익률 = 베타( $\beta$ ) × B주식 가격 수익률' 식의 회귀분석을 통하여 산출합니다.

$$\text{교차헤지비율} = \frac{\text{A종목 주식포지션 금액}}{\text{B주식 가격} \times \text{승수} \times \text{베타}}$$

#### 【 교차헤지 사례 】

- '09년 9월 14일 삼성중공업 주식115주를 보유한 투자자가 현대중공업 선물 2계약을 이용해서 헤지
  - ※ '08.10.1 ~ '09.9.30 기간 동안 주가 수익률의 회귀식을 통해 베타 0.85 산출
  - ※헤지비율(매도 선물계약수) = 
$$\frac{27,400\text{원(삼성중공업 주가)} \times 115\text{주}}{192,000\text{원(현대중공업 주가)} \times 10(\text{승수}) \times 0.85(\text{베타})} = 1.93$$
- '09년 10월 7일 삼성중공업 주가 하락으로 주식포지션에서 29만원 손실이 난 것을 현대중공업 선물 포지션에서 수익이 나서 전체 손실은 8천원으로 감소

구분	내용	포지션설정	주가상승	주가하락
		'09.9.14	'09.9.22	'09.10.7
삼성중공업 주식포지션	주가	27,400	29,050	24,850
	주식 115주 매수	3,151,000	3,340,750	2,857,750
	주식손익	-	189,750	-293,250
현대중공업 선물포지션	선물가격	191,750	205,500	177,500
	선물 2계약 매도	3,835,000	4,110,000	3,550,000
	선물손익	-	-275,000	285,000
총손익		-	-85,250	-8,250



## ■ 연계헤지

【우리금융을 기초자산으로 하는 Call ELW 발행시 헤지 사례】

### 〈 발행조건 〉

- “한국6564우리금융콜” (상장일 : 2009,9,10)
- 델타 0.506, 전환비율 0.20, 행사가격 17,000원
- 우리금융 ELW가 340원에 1,000,000주가 매도된 경우
- 우리금융주식 현재가 : 16,300원

- Call ELW 발행시 발행사는 우리금융 주식가격이 행사가격을 상회할 경우 Call ELW 매수자가 이익을 향유하기 위하여 행사할 위험에 직면

상 황	ELW 가격	ELW수량	총 액
우리금융 콜 ELW 발행	350원	200,000	70,000,000원
1개월 후 추가상승 (16,300원 → 18,000원)	533원	200,000	106,600,000원
손익			- 36,600,000원*
ELW 수익률			- 52.29%*

\* 투자자가 우리금융 Call ELW를 행사할 경우의 손실금액 및 손실률

- 기초자산의 가격 상승시(16,300원→18,000원) 3,660만원의 손실이 발생하며, 발행사는 이에 대한 헤지가 필요

### ① 우리금융 주식 매수를 통한 헤지 방법

상 황	주가	수량	총 액
ELW 발행 시 주식매수 (Delta = 0.506)	16,300원	20,240주 <sup>주1)</sup>	329,912,000원
1개월 후 매도 (16,300원 → 18,000원)	18,000원	20,240주 <sup>주2)</sup>	364,320,000원
손익			+ 34,408,000원
주식매수 수익률			+ 10.43%

주 1)  $200,000 \times 0.20 \times 0.506$

주 2) 주가 변화에 따라 추가 상승 시 (delta 증가)에는 추가 매수, 하락 시 (delta 감소)에는 매도하여 동적으로 헤지하는 경우를 배제

주식선물시장의 이해

〈 주식을 이용하여 헤지한 결과 〉

총 손익	- 2,192,000원* (=34,408,000원 - 36,600,000원**)
투입 총 현금	329,912,000원 (주식 매수금액)

\* 손실액 2,192,000원은 옵션을 이용한 감마헤지 필요

\*\* 헤지하지 않을 경우 손실액은 3,660만원에 달하게 됨

② 우리금융 주식선물 매수를 통한 헤지의 경우

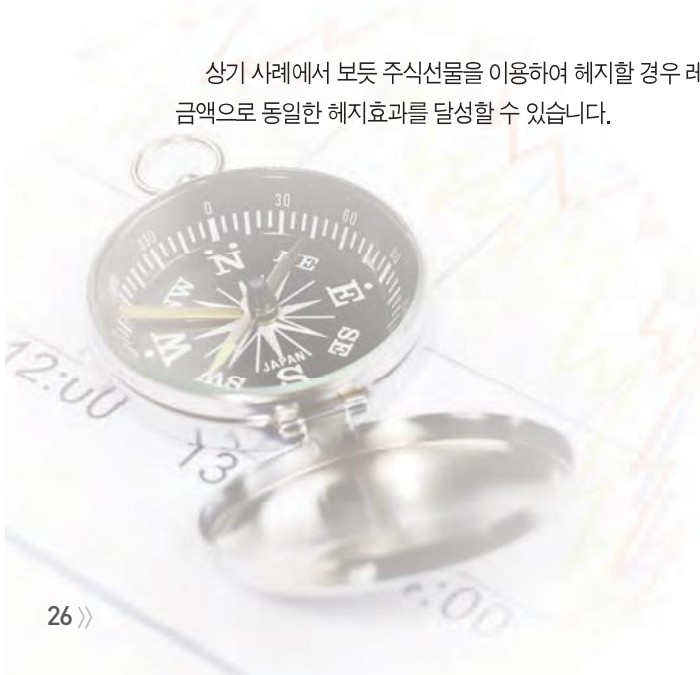
상 황	선물가격	수량(승수 10)	총 액
ELW 발행 시 주식선물매수	16,325원	2,024계약	330,418,000원
1개월 후 상환 (16,325원 → 18,025원)	18,025원	2,024계약	364,826,000원
손익			+ 34,408,000원
주식선물 매수 수익률			+57.85%

※  $200,000 \times 0.20 \times 0.506 \div 10 = 2,024$ 계약

〈 주식선물을 이용하여 헤지한 결과 〉

총 손익	- 2,192,000원 (=34,408,000원 - 36,600,000원)
투입 총 현금	59,475,240원 (주식선물 매수금액 330,418,000원 × 18%)

상기 사례에서 보듯 주식선물을 이용하여 헤지할 경우 레버리지 효과로 인해 더 적은 금액으로 동일한 헤지효과를 달성할 수 있습니다.



## 2 차익거래 전략



### ■ 차익거래 개요

차익거래란 두 종목이나 상품 간의 가격 괴리에서 이익을 추구하는 매매기법을 말합니다.

일반적으로 선물가격이 일시적으로 고(저)평가되었을 경우 이를 매도(수)하고 상대적으로 저렴한(비싼) 주식을 반대로 매수(도)함으로써 이익을 얻고자 하는 전략입니다.

KOSPI200지수선물을 이용하여 차익거래를 하고자 할 경우 대규모 자금이 필요하기 때문에 개인투자자들의 참여는 현실적으로 다소 어렵지만, 주식선물을 이용하면 개인투자자도 차익거래를 통해 이익을 얻을 수 있게 됩니다.

주식선물을 활용할 경우 다음과 같은 다양한 차익거래가 가능합니다. 이 중 차익거래의 기본인 현선차익거래에 대해 사례와 함께 살펴보고, 여타 거래에 대해서는 외부 기고를 통해 알아보도록 하겠습니다.

차익거래 종류	매매 대상	예
현선차익거래	주식선물 + 기초주식	우리금융선물 + 우리금융주식
개별종목간 차익거래	주식선물 + 주식선물	우리금융선물 + KB금융선물
신주인수권 차익거래	주식선물 + 기초주식 신주인수권	KB금융선물 + KB금융주식 신주인수권
배당차익거래	주식선물 + 기초주식	
주식선물 · 합성선물간 차익거래	주식선물 + 합성선물(콜 · 풋옵션)	삼성전자선물매수 + 합성선물매도 (삼성전자콜옵션매도 + 삼성전자풋옵션매수)
주식선물 · ETF간 차익거래	주식선물 + 섹터ETF	우리 · KB · 신한 · 하나금융 선물 매도 + KODEX은행ETF매수

### ■ 현선차익거래

현선차익거래란 주식선물 가격이 일시적으로 고(저)평가되었을 때 주식선물과 해당 기초자산 가격의 괴리를 이용하여 이익을 추구하는 전략입니다.

구분	실행시기	전략
매수차익거래	주식선물 고평가	주식선물 매도 + 주식 매수
매도차익거래	주식선물 저평가	주식선물 매수 + 주식 매도

#### [ 현선차익거래 사례 ]

- 우리금융 주식 및 주식선물을 이용하여 차익거래를 시도
- '09.9.30 우리금융 주가가 15,950원이므로 12월물의 이론 선물가격은 16,036,87원임  
 ※  $16,036,87 = 15,950 \times \{1 + \text{금리} \times (\text{잔존기간} \div 365)\}$ 에서  
 금리는 2.80%, 배당은 없는 것으로 가정, 잔존기간은 71일
- ① 주식선물가격이 16,000원으로 이론가격 보다 낮으므로 주식선물을 매수하고 현물주식을 매도하는 매도차익거래를 시도

구분	현재	만기주가하락시	만기주가상승시	
주식	주가	15,950	14,350	17,550
	수량	100주		
	금액	1,595,000	1,435,000	1,755,000
	수수료*	1,595	1,435	1,755
	세금*	4,785		
	손익		152,185	-168,135
선물	가격	16,000	14,350	17,550
	계약수	10계약		
	금액	1,600,000	1,435,000	1,755,000
	수수료*	160	144	176
	세금			
	손익		-165,304	154,665
총 손익		-13,119	-13,471	

\* 주식거래수수료 0.1%, 선물거래수수료 0.01%, 증권거래세 등 0.3% 기준



-차익거래 결과, 만기 시 주가등락에 관계없이 손실이 발생하므로 차익거래를 하지 않는 것이 유리합니다.

② 만일, 주식선물가격이 15,850원이었을 경우 동일한 매도차익거래를 시도하면

구분		현재	만기주가하락시	만기주가상승시
주식	주가	15,950	14,350	17,550
	수량	100주		
	금액	1,595,000	1,435,000	1,755,000
	수수료*	1,595	1,435	1,755
	세금*	4,785		
	손익		152,185	-168,135
선물	가격	15,850	14,350	17,550
	계약수	10계약		
	금액	1,585,000	1,435,000	1,755,000
	수수료*	159	144	176
	세금			
	손익		-150,302	169,666
총 손익			1,883	1,531

\* 주식거래수수료 0.1%, 선물거래수수료 0.01%, 증권거래세 등 0.3% 기준

-차익거래 결과, 만기 시 주가등락에 관계없이 이익이 발생하므로 차익거래를 하는 것이 유리합니다.

차익거래를 하고자 하는 경우 주식선물과 주식의 가격차이(베이시스)가 어느 수준일 때 가능한지는 알기 어렵지만, 일반적으로 이론베이시스를 상회할 경우 차익거래 가능성이 높다고 할 수 있습니다.

또한, 실제 매매에 있어서는 차익거래 이익이 거래비용(수수료, 거래세)을 초과할 경우에만 수익을 낼 수 있습니다.

※ 위의 사례에서 주식선물가격이 15,900원일 경우 거래비용을 고려하지 않으면 수익이 발생하지만, 거래비용을 고려하면 손실이 발생



[ 이하에 내용은 우리투자증권 최창규 애널리스트께서 작성해 주셨습니다 ]

## 주식선물을 이용한 차익거래 전략 모색

### 주식선물을 이용한 차익거래의 장점은 “단순함”에 있어

주식선물을 이용한 전략의 가장 큰 특징은 “무위험(No Risk)”에 있다. 가격이 올라야 수익이 발생하는 주식과 달리 매도가 가능하다는 장점이 이러한 무위험 전략 수립의 배경으로 꼽힌다. 이러한 전략을 소위 차익거래(Arbitrage Trading)이라고 부르며 KOSPI200 선물과 KOSPI200 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 KOSPI200 선물과 현물의 차익거래는 KOSPI200을 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 19만 계약이 최대였고 최근 12만계약으로 감소한 것으로 나타났다. 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.

## ■ 서론

주식선물을 이용한 전략의 가장 큰 특징은 “무위험(No Risk)”에 있다. 가격이 올라야 수익이 발생하는 주식과 달리 매도가 가능하다는 장점이 이러한 무위험 전략 수립의 배경으로 꼽힌다. 이러한 전략을 소위 차익거래(Arbitrage Trading)이라고 부르며 KOSPI200 선물과 KOSPI200 바스켓을 이용한 현/선 차익거래가 대표적이다. 차익거래의 기본원리는 기초자산과 해당 선물의 방향성을 엇갈리게 매매해 방향성을 중립화 시키는 것이다. 즉 주식을 매수했을 경우 해당 선물을 매도하는 방식이다.

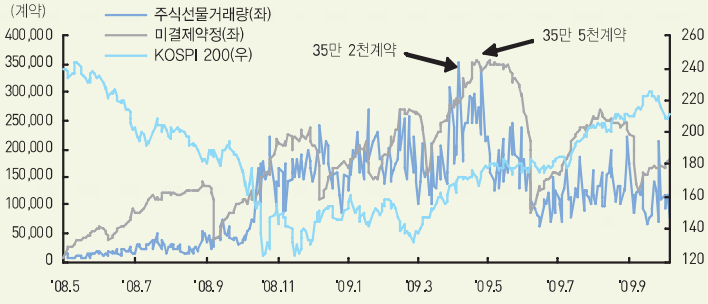
주식선물을 이용한 현/선 차익거래의 가장 큰 장점은 단순함에서 찾을 수 있다. 대표적인 차익거래라고 설명했던 KOSPI200 선물과 현물의 차익거래는 KOSPI200을 구성하는 종목으로 바스켓을 구성한 후 이를 매매하는 과정이 필요하다. 체결의 어려움이 뒤따를 수 밖에 없지만 주식선물을 이용한다면 주식 10주와 주식선물 1계약만 맞춰주면 차익거래는 완성된다. 다만 주식선물 차익거래는 단순함에도 불구하고 치명적인 단점을 지니고 있다. 바로 유동성의 문제이다. 주식선물의 월물별 평균 거래량을 조사한 결과 지난 2009년 6월물의 19만계약이 최대였고 최근 12만 계약으로 감소한 것으로 나타났다. 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.



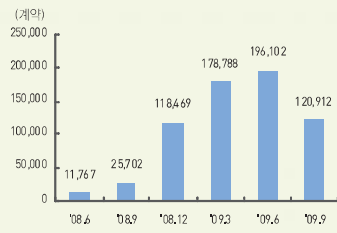
주식선물시장의 이해

주식선물 거래량 및 미결제약정 추이



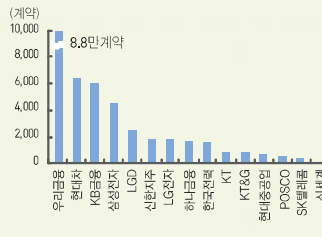
자료 : 우리투자증권 리서치 센터

주식선물 월별 평균거래량



자료 : 우리투자증권 리서치 센터

주식선물 종목별 평균거래량



자료 : 우리투자증권 리서치 센터





## ■ 주식선물을 이용한 차익거래 전략은?

### (1) 배당을 무위험하게 받을 수 있는 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 노리고 있는 투자자가 상당히 많다. 다른 아이디어로 접근해야 하는데 가장 먼저 주목한 차익거래 전략은 바로 배당이다. 연말 배당락 이전에 해당 종목을 매수하고 주식선물을 매도해 주식선물에 미반영된 연말 배당과 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 큰 폭으로 줄이는 모습이었다. 2008년 연말 배당과 배당락 전일 증가와 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.

당연히 주식선물에는 예상배당만큼 차감해서 거래가 이루어진다. 배당락 전일 있었던 2008년 12월 26일의 증가 베이스스는 대부분 마이너스였다. 그러나 백워데이션의 폭은 확정배당보다 작았던 것으로 조사되었다. 즉 주식선물의 가격에는 연말 배당이 정확하게 반영되지 않았다는 의미이다. 현대차 선물의 베이스스는 -200원이었지만 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.

주식선물시장의 이해

2008년 연말 배당락 전일 증가 기준으로 해당 기초자산을 매수하고 주식선물을 매도한 후 2009년 3월 동시만기일에 청산하는 배당차익거래를 시뮬레이션 하였다. 종목마다 다소 편차가 발생했지만 8개 종목에서 플러스의 수익률을 기록했고 누적 수익은 1.03%였다. 지난 해의 경우 금융위기의 여파로 배당규모를 축소한 종목이 많았다는 점에서 나쁘지 않은 성적표로 평가되며 올해는 배당규모 확대가 예상되어 해당 전략의 유용성은 확대될 전망이다.

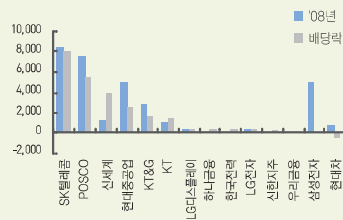
주식선물 기초자산의 연말배당 추이

(단위 : 원)

	'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
SK텔레콤	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
LG디스플레이				750	500
우리금융	150	400	600	250	0
신한지주	750	800	900	900	0
LG전자	1,500	1,250	750	850	350
하나금융		50	550	800	100

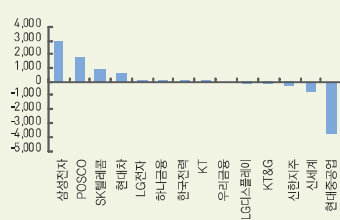
자료 : Fn Guide 우리투자증권 리서치센터

2008년 연말배당과 배당락



자료 : 우리투자증권 리서치 센터

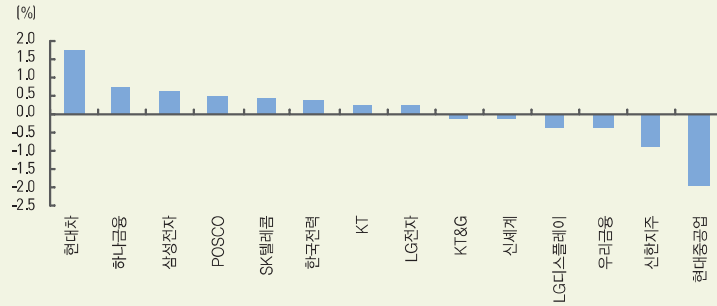
2008년 연말배당과 선물 베이스합



자료 : 우리투자증권 리서치 센터



2008년 연말 배당차익거래 수익률



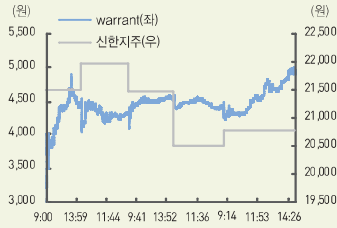
자료 : 우리투자증권 리서치 센터

## (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 주가회색에 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 신주 인수권 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. 이와 같은 결과가 나타난 이유는 아무래도 유상증자를 진행할 당시의 주식시장의 상황과 연관이 큰 것으로 판단된다.

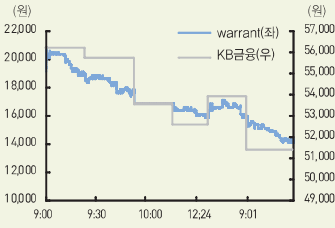
주식선물시장의 이해

신한지주 유상증자 Warrants 가격 추이



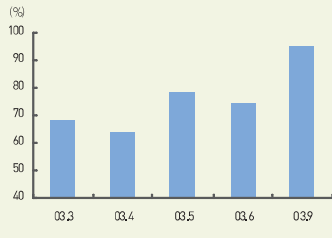
자료 : Fn Spectrum

KB금융 유상증자 Warrants 가격 추이



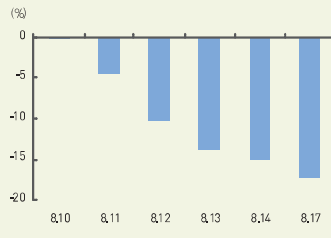
자료 : 제로인

신한지주 Warrants매수 + 주식선물 매도



자료 : 금융투자협회, 우리투자증권 리서치 센터

KB금융 Warrants매수 + 주식선물 매도



자료 : 제로인

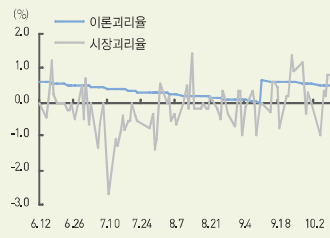
(3) 선물베이스스를 이용한 전통적인 현/선 차익거래

주식선물은 만기까지 받게 되는 금융소득만큼 비싼 것이 정상이다. 이때 주식을 매수하고 주식선물을 매도한다면 주식과 주식선물의 가격 차이 즉 선물 베이스스 만큼 무위험 수익이 발생하게 된다. 이를 전통적인 현/선 차익거래라고 부르며 가장 간단한 차익거래 방법이다. 그러나 현실은 그렇지 못했다. 먼저 해당 주식선물의 유동성이 풍부하지 못해 차익거래 진입시 체결 리스크가 크고, 대차거래가 필요한 매도차익 거래의 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



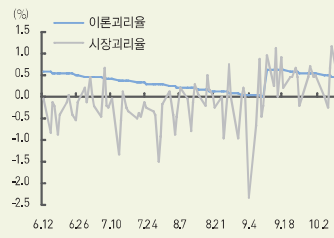
매도 차익거래 위주로 현/선 차익거래가 이루어져야 한다는 의미이다. 또한 주식 매매에 따른 세금과 수수료 부담도 차익거래의 기대수익률을 높이는 요인으로 작용하고 있다. 극단적인 콘탱고가 발생한다면 이벤트적인 현/선 차익거래는 효과적이겠지만 지속 가능한 전략으로 보기는 어렵다.

**우리금융 선물 괴리율 추이**



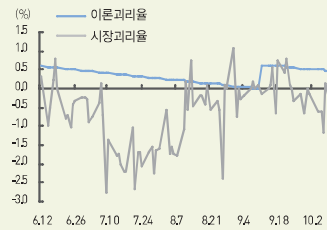
자료 : 우리투자증권 리서치 센터

**현대차 선물 괴리율 추이**



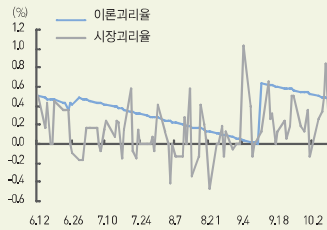
자료 : 우리투자증권 리서치 센터

**KB금융 선물 괴리율 추이**



자료 : 우리투자증권 리서치 센터

**삼성전자 선물 괴리율 추이**



자료 : 우리투자증권 리서치 센터

**■ 기타 주식선물을 이용한 전략은?**

**(1) 우선주와 주식선물을 이용한 Long/Short 전략**

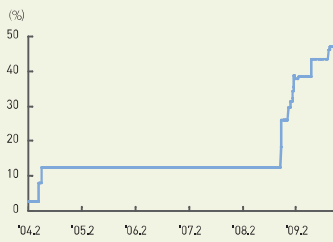
보통주와 우선주의 괴리는 대표적인 Long/Short 전략 중 하나이다. 이를 주식선물에 확장하는 것도 좋은 아이디어라는 판단이다. 먼저 주식선물 기초자산 중 우선주가 상장되어 있는 종목 중 우선주의 유동성이 충분한 삼성전자와 현대차를 선택했다. 2000년부터 현재까지 보통주와 우선주의 괴리율을 분석하였는데 삼성전자는



주식선물시장의 이해

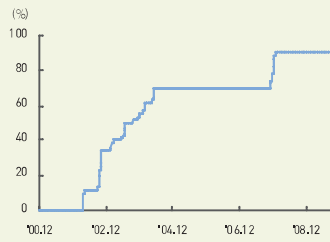
대략 61%였고 현대차는 47% 가량이었다. 즉 우선주의 주가가 해당 수준 이하일 경우에는 저평가 상황으로 인식할 수 있어 우선주를 매수하고 주식선물을 매도하는 전략을 시뮬레이션 하였다. 그러나 주식선물의 상장 기간이 짧아 주식선물 매도는 해당 보통주의 주가를 이용해 수익률을 계산하였다. 해당 전략의 승률은 상당히 높은 편이었다. 문제는 매매 회수가 많지 않았다는 점이다. 우선주의 고평가 또는 저평가가 상당기간 유지되는 성향을 보이고 있기 때문이다. 다만 연말배당에 대한 메리트가 발생하는 9월 이후부터는 우선주의 주가가 보통주 대비해 개선되는 것으로 나타나고 있어 배당투자의 관점으로 접근해도 좋을 것이다.

삼성전자 보통주 매수 + 주식선물 매도 전략



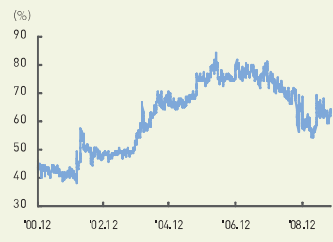
자료 : 금융투자협회

현대차 보통주 매수 + 주식선물 매도 전략



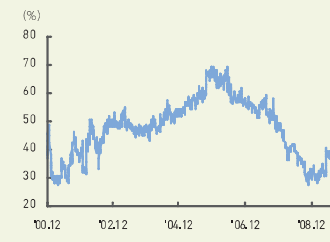
자료 : Fn Guide

삼성전자 보통주와 우선주 괴리율 추이



자료 : 우리투자증권 리서치 센터

현대차 보통주와 우선주 괴리 추이



자료 : 우리투자증권 리서치 센터

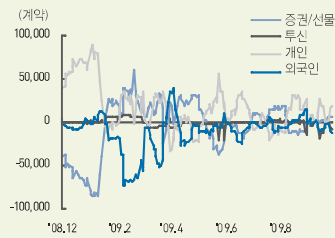
(2) 외국인의 방향성을 이용한 매매전략

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



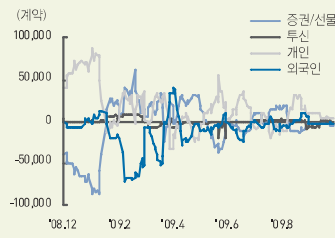
같은 관점에서 주식선물을 접근했다. 즉 주식선물에 투자하는 외국인의 방향성을 이용해 주식선물 매매에 적용하는 것이다. 가장 유동성이 풍부한 우리금융과 현대차 선물을 대상으로 해당 전략을 시뮬레이션 하였다. 외국인의 선물 누적포지션이 순매수와 순매도로 전환되는 시점을 매매 타이밍으로 설정했다. 또한 청산과 동시에 해당 방향으로 포지션을 진입하는 방식을 선택했다. 해당 전략의 수익률은 좋지 못했다. 우리금융과 현대차 선물 모두 마이너스 수익률을 기록했기 때문이다. 이러한 결과가 발생한 이유는 주식선물에 대한 외국인의 시각 차이에서 발생한다고 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)**



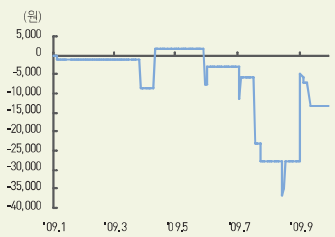
자료 : 제로인

**현대차 선물 투자자별 추이(거래량)**



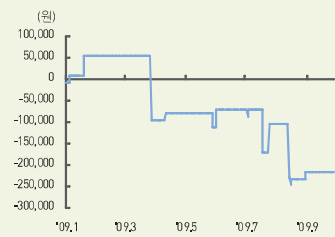
자료 : 제로인

**외국인 선물 방향성 이용 매매 누적 수익 (우리금융)**



자료 : 우리투자증권 리서치 센터

**외국인 선물 방향성 이용 매매 누적 수익 (현대차)**



자료 : 제로인

### ■ 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. 이외에도 보통주와 우선주의 괴리를 이용한 Long/Short 전략도 주식선물을 이용해 확장해 보았다. 승률 측면에서는 탁월하였으나 매매기회가 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.





### 3 스프레드거래 전략

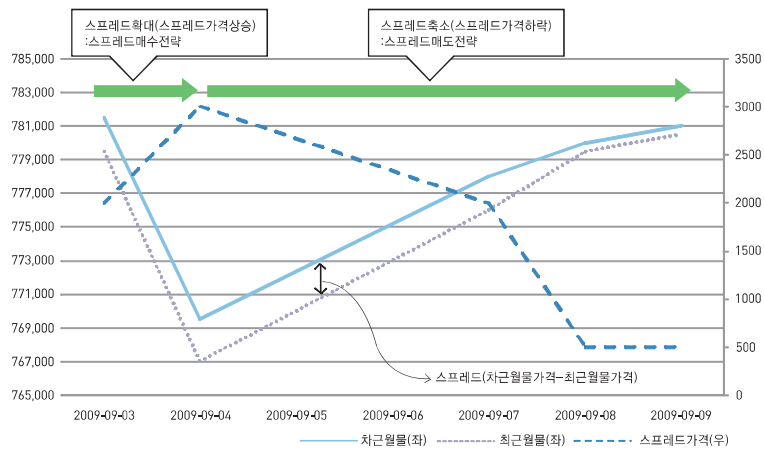
스프레드 거래란 기초자산이 동일하지만 결제월이 다른 종목 또는 기초자산은 서로 다르지만 결제월이 동일한 종목 간의 가격 차이를 이용하여 수익을 추구하는 전략입니다.

일반적으로 선물시장에서의 스프레드 거래란 최근월물과 차근월물 간의 가격차이를 거래하는 것으로서 매수 스프레드는 차근월물을 매수하고 최근월물을 매도하는 거래이며, 매도 스프레드는 차근월물을 매도하고 최근월물을 매수하는 거래입니다.

#### ■ 스프레드 투기 거래

차근월물과 최근월물의 가격차(스프레드)에 대해 투자하는 것으로서 일반적으로 스프레드 확대가 예상되면 스프레드 매수(차근월물 매수 + 최근월물 매도)를, 스프레드 축소가 예상되면 스프레드 매도(차근월물 매도 + 최근월물 매수)를 시행합니다.

■ 삼성전자 '09년 9월~12월 스프레드선물 가격 추이



### ■ 만기 이월 전략(롤오버)

헤지거래나 차익거래의 목적으로 보유중인 주식선물 포지션의 효율적\*인 만기 이월을 위해 스프레드 거래를 이용하는 경우입니다.

\* 최근월물, 차근월물을 각각 1회씩 주문할 필요없이 스프레드 1계약 주문으로 만기 이월 가능

보유 포지션이 매수포지션인 경우 스프레드 매수(매수 롤오버 : 차근월물 매수 + 최근월물 매도와 동일)를 실행하고 매도포지션인 경우 스프레드 매도(매도 롤오버: 차근월물 매도 + 최근월물 매수와 동일)를 실행합니다.



**KOREA  
EXCHANGE  
2010**

## 4 투기거래 전략



### ■ 레버리지 투자

주식선물 투자 시 레버리지 효과\*를 활용하면 주식 투자에 비해 최대 5.6배의 수익 창출이 가능합니다.

\*주식선물의 위탁증거금율(18%) 만큼의 투자금액으로 100% 투자효과

그러나 주가의 방향이 예상과 달라 손실이 날 경우 손실의 폭도 크므로 주의가 필요합니다.

#### 【 주식 · 주식선용 · 주식선물 투자 사례 】

- '09년 8월 17일 현대차 주식 · 주식선물을 매수하여' '09년 8월 24일 매도(증가 기준)한 경우

구 분	'09.8.17(매수)	'09.8.24(매도)	비 고
주식가격	89,600원	107,500	수수료: 0.1% 세금: 0.3%
주식선물가격	89,400원	107,500	수수료: 0.01%

- 초기자본 200만원을 가정하면 주식투자 시 22주 매수 가능한 반면 주식선물 투자 시 12계약(주식120주 해당) 가능(5.4배 투자 효과)

주식선물시장의 이해

내역	주식매수	주식신용	주식선물매수	비고
초기자본(①)	200만원			
매수 주식수 선물계약수(②)	22주	55주	12계약 (주식120주 해당)	①÷가격(8.17) 매수수수로,세금, 증거금, 담보율 고려
매수거래대금(③)	1,971,200	4,928,000	10,728,000	②×가격(8.17)
실제투자금액(④)	1,971,200	1,971,200	1,931,040	증거금을, 담보율 고려
매수수수로(⑤)	1,971	4,928	1,073	③×수수료율
잔여현금(⑦)	26,829	23,872	67,887	①-④-⑤-⑥
매도거래대금(⑧)	2,365,000	5,912,500	12,900,000	②×가격(8.24)
매도수수료(⑨)	2,365	5,913	1,290	⑧×수수료율
매도세금(⑩)	7,095	17,738		⑧×세율
매매수익(⑪)	382,369	955,922	2,169,637	⑧-③+⑥-⑨-⑩
수익률(⑫)	19.4%	48.5%	112.4%	⑪÷①
수익률비교		2.5	5.8	주식투자대비

※ 잔여현금(⑦)의 운용수익은 제외.

○ 위의 사례에서 보듯 수익률은 주식선물 > 주식신용 > 주식의 순서로 높게 나타나고 있습니다.

### ■ 모멘텀 전략

모멘텀 전략이란 개별 종목의 Earning 변화나 다른 모멘텀이 발생할 경우를 활용하는 것으로서 레버리지 투자 전략의 일종이라고 할 수 있습니다.

상승 모멘텀 발생 시 주식선물의 레버리지 매수 전략을 활용할 경우 주식투자에 비해 높은 수익의 추구가 가능합니다.