

주식옵션, 주식선물, 기초자산 주식 간 합성차익거래 전략

이중호*



- 1. Introduction
- 2. 다양한 전략들 그 중에서 왜 합성차익거래 인가?
- 3. 시장의 가격은 3개(?)가 존재한다?!
: Put-Call parity를 이용한 합성선물 가격 생성
- 4. 합성차익거래 방법론
: 현/선차익거래 사례 및 합성선물 활용 사례
- 5. 기타 참고해 볼 수 있는 주식옵션 합성전략
- 6. 글로벌 동향과 우리의 과제

1. Introduction

2014년 6월 발표된 '파생상품시장 발전방안'에 포함된 개별주식 선물 및 옵션 시장의 활성화를 위한 제도 개선이 시행되었다. 개별주식선물(이하 주식선물)의 시행은 지난 9월 15일부터 주로 적용되며, 개별주식 옵션(이하 주식옵션)의 시행은 11월 17일부터 주로 시작된다(일부 항목의 경우 시행시점이 다를 수 있음).

주식선물과 주식옵션의 거래제도 요약은 아래와 같다.

* 유안타증권 리서치센터 파생상품 분석, 수석연구위원

표 1 개별주식선물 거래제도

항목	내용
기초자산(*)	25종목 ⇒ 60종목 확대
거래시간	09:00 ~ 15:15
계약가치	주식선물 가격 * 10 (거래승수)
결제월(*)	[총 7개] 분기월(1년) 2개, 반기월(2년) 2개, 연월(3년) 3개
호가가격단위(*)	현물 주식과 동일
최종거래일	각 결제월의 두 번째 목요일
결제방식	현금결제
가격제한폭	기준가격 대비 상하 15%
기타 내용(*)	1. 호가종류 : 지정가 주문한정 2. 협의대량거래 실시 : 100계약 이상(직전 가격 대비 5% 이내) 3. 호가한도 수량 : 1,000계약
증거금률(*)	기초자산별 위험 고려해 차등 증거금률 적용

※ (*) 표시는 이번 거래제도 변경에 포함된 부분

※ KRX, 유안타증권 리서치센터

표 2 개별주식옵션 거래제도

항목	내용
기초자산(*)	33종목 ⇒ 10종목(감소)
거래시간	09:00 ~ 15:15
계약가치	주식옵션 가격 * 10(거래승수)
결제월(*)	[총 9개] 기타월(3월) 2개, 분기월(1년) 2개, 반기월(2년) 2개, 연월(3년) 3개
호가가격단위	옵션 가격 수준에 따라 상이(1,000원 미만 10원, 2,000원~5,000원 50원, 5,000~10,000원 100원, 10,000원 이상 200원 등)
행사가격 수	ATM 기준 상하 최소 4개
행사가격 간격(*)	연속 3개월물(100원~5만원), 그 외 결제월(200원~10만원)
최종거래일	각 결제월의 두 번째 목요일
결제방식	현금결제
가격제한폭	기초자산 가격제한폭에 해당하는 옵션 이론가격
기타 내용(*)	1. 호가종류 : 지정가 주문한정 2. 협의대량거래 실시 : 100계약 이상(직전 가격 대비 5% 이내)
증거금률(*)	기초자산별 위험 고려해 차등 증거금률 적용

※ (*) 표시는 이번 거래제도 변경에 포함된 부분

※ KRX, 유안타증권 리서치센터

이번 변경의 핵심은 거래가 적은 시장 상황을 탈피하고 투자자로 하여금 주식선물 및 주식옵션을 활용 해 더욱 양호한 투자수익을 추구할 수 있도록 하기 위함이었다. 결과적으로는 이미 나와 있는 상품들의 리 모델링을 통해 개선하는 데 그 주안점이 있을 것이다.

하지만 투자전략 측면에서는 다른점이 있다. 주식선물 및 옵션은 거래세 면제, 낮은 수수료, 대차 및 공 매의 어려움 없음, 레버리지 활용 등 효용성을 열거하자면 끝이 없다. 따라서 앞으로 주식 및 시장 투자에 있어서 주식선물 및 옵션을 활용하는 쪽과 그렇지 않은 쪽의 차이는 크게 다를 것이다.

이번 자료에서는 주식선물과 주식옵션을 동시에 활용할 수 있는 전략을 소개하고자 한다. 물론 상대적으로 거래가 전무한 주식옵션을 활용해야 한다는 측면에서 부담이 존재할 수 있다. 하지만 내년 1월 1일 이 후 주식옵션의 유동성이 보장될 수 있는 측면 및 상대적으로 합성차익거래(Synthetic arbitrage trading) 가 유동성을 잠식하기보다는 제공한다라는 측면이 있다는 점에서 본 투자전략은 현 상황에 매우 적합한 방 법이라 할 수 있다.

참고 주식선물 상장 기초자산 리스트

업종	종목명	비고	업종	종목명	비고	업종	종목명	비고	
금융업	신한지주	기존	서비스업	NAVER	기존	운수장비	현대차	기존	
	KB금융	기존		SK이노베이션	기존		기아차	기존	
	하나금융지주	기존		LG	신규		현대중공업	기존	
	우리금융	기존		SK	신규		현대모비스	신규	
	대우증권	기존		GS	신규		삼성중공업	신규	
	삼성생명	신규		엔씨소프트	신규		대우조선해양	신규	
	기업은행	신규		CJ	신규		현대위아	신규	
	삼성카드	신규	삼성엔지니어링	신규	한국항공우주	신규			
	삼성증권	신규	유통업	삼성물산	기존	건설업	GS건설	기존	
	한국금융지주	신규		이마트	기존		현대건설	신규	
미래에셋증권	신규	롯데쇼핑		신규	대림산업		신규		
전기전자	삼성전자	기존		대우인터내셔널	신규	전기 가스업	한국전력	기존	
	SK하이닉스	기존	호텔신라	신규	한국가스공사		신규		
	LG전자	기존	화학	LG화학	신규	기계	두산중공업	신규	
	LG디스플레이	기존		S-Oil	신규		기계정밀	두산인프라코어	기존
	삼성SDI	신규		한국타이어	신규	기타제조	KT&G	기존	
	삼성전기	신규		롯데케미칼	신규		운수창고업	대한항공	기존
	음식료품	삼성테크윈	신규	철강금속	POSCO	기존	통신업	SK텔레콤	기존
		하이트진로	신규		현대제철	기존		KT	기존
대상		신규	고려아연		신규	LG유플러스		신규	

※ KRX 유안타증권 리서치센터

참고 주식옵션 상장 기초자산 (후보) 리스트

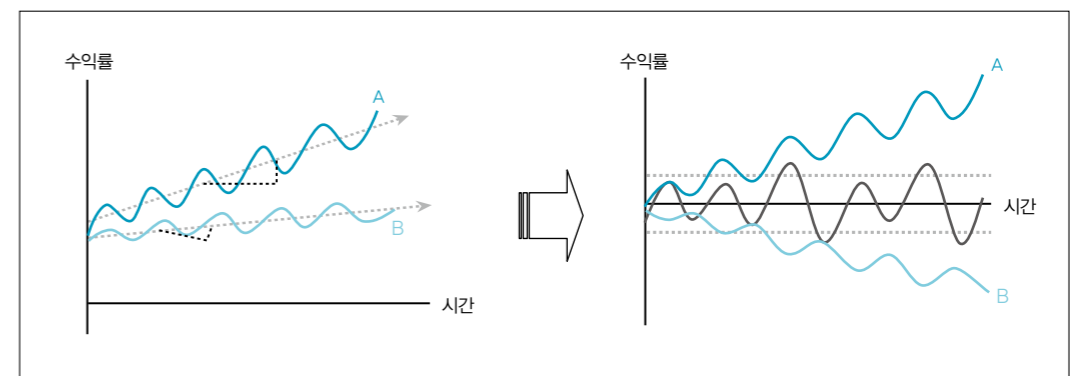
업종	종목명	비고
전기전자	삼성전자	기존
	SK하이닉스	기존
	LG전자	기존
	LG디스플레이	기존
금융업	KB금융	기존
	하나금융	기존
운수장비	현대차	기존
	기아차	기존
화학	LG화학	신규
	롯데케미칼	신규

※ KRX 유안타증권 리서치센터(주 : KRX는 14. 10월말 최종 리스트를 발표 예정으로 추후 변경될 수 있음)

2. 다양한 전략들 그 중에서 왜 합성차익거래 인가?

세상에는 정말 많은 투자전략이 있다. 단순투기거래, 헤지거래, 페어트레이딩, 변동성거래, 감마트레이딩 등등 수없이 많은 방법과 수단이 존재하는 것이다. 하지만 대부분의 투자자들은 단순한 투기거래 및 기껏 이용해 봐야 헤지거래 정도에 주목하고 있을 뿐이다. 최근 사례로 시장에서 관심을 끈 페어트레이딩 기 법도 그 중의 한 가지가 될 것이다. 대부분의 국내 헤지펀드에서 활용하고 있는 롱/숏 전략의 기본으로 특 정 A라는 종목과 B라는 종목의 관계를 이용한 매수/매도 전략이 그런 것이다(조금 구체적으로 설명하자 면 A, B 각각의 종목 추세를 제거한 이후 잔차(표준편차)의 밴드를 확정해 해당 밴드를 초과할 때 트레이 디ング에 진입하는 방식이다).

그림-1 시장에 일반적으로 통용되고 있는 Pair-Trading 기법



※ KRX Market 제111호 그림4 각색, 유안타증권 리서치센터

하지만 실제로 시장의 가격은 현물가격과 선물가격 외에 합성선물가격이 존재한다. 기본적으로 합성선물 가격은 다음과 같은 풋-콜 패리티(Put-Call parity)를 고려한다.

$$C + Ke^{-rT} = P + S_0$$

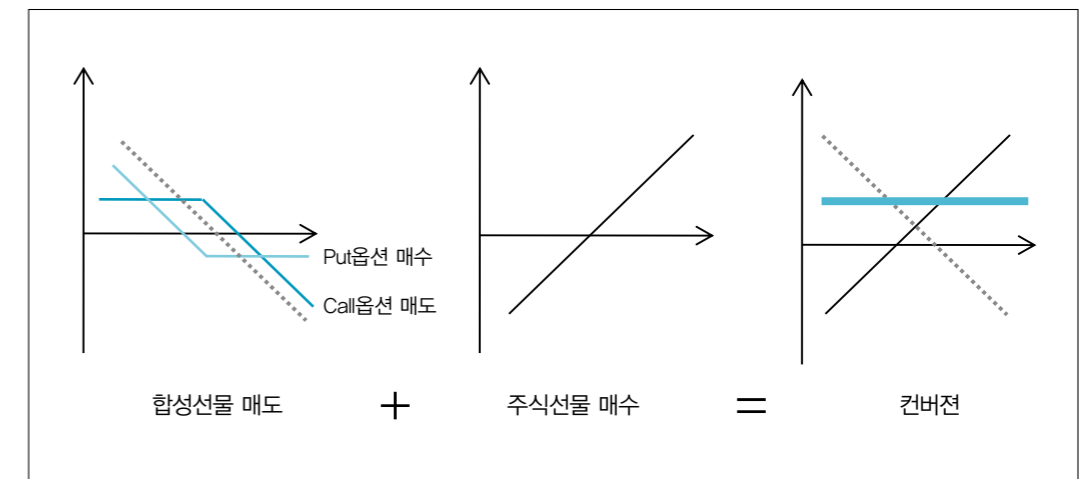
(C : 콜옵션, P : 풋옵션, K : 행사가격, r : 이자율, T : 만기, S : 현물가)

합성선물은 콜옵션과 풋옵션을 조합하여 선물 매수 혹은 선물 매도 포지션을 복제하는 것이다. 즉, 기존의 현물가격, 선물가격 외에 주식옵션을 이용한 합성선물 가격을 또 하나 만들어 낼 수 있는 것이다. 위 3가지 가격은 모두 만기일날 현물가격으로 정산되기 때문에 동일한 만기를 지닌 것과 같고 각 주식옵션 및 주식선물 가격 변화에 따라 계속 가격이 변할 것이다.

보다 구체적으로 설명하자면, 위에 있는 풋-콜 패리티를 이용해 선물 매수 혹은 매도 포지션을 만들어 내는 것이다. 예를 들어 합성선물 매수는 행사가격(K)에 콜옵션 매수 + 풋옵션 매도를 결합하면 얻을 수 있다. 행사가격(K)이 120만원인 콜옵션(C)의 가격이 5,000원, 풋옵션(P)의 가격이 10,000원 이라면 120만 + 0.5만 - 1만 = 119.5만원에 합성선물 매수 포지션을 구축할 수 있는 것이다. 반대로 합성선물 매도 포지션의 경우는 120만 + 1만 - 0.5만 = 120.5만원이 될 것이다. 결국 현물가격 120만원, 선물가격 121.5만원, 합성선물 가격 119.5만(혹은 120.5만)의 가격 3가지가 시장에 존재하게 되는 것이다.

이에 따라 주식선물과 주식옵션(합성선물)만 놓고 볼 땐 아래와 같은 방식으로 구분해 볼 수 있다. 바로 컨버전(Conversion)과 리버설(Reversal)로 구분할 수 있는 것이다. 컨버전은 합성선물 매도 + 주식선물 매수이며 리버설은 합성선물 매수 + 주식선물 매도를 동시에 진입하는 것을 말한다.

그림-3 컨버전(Conversion) 구조



※ 유안타증권 리서치센터

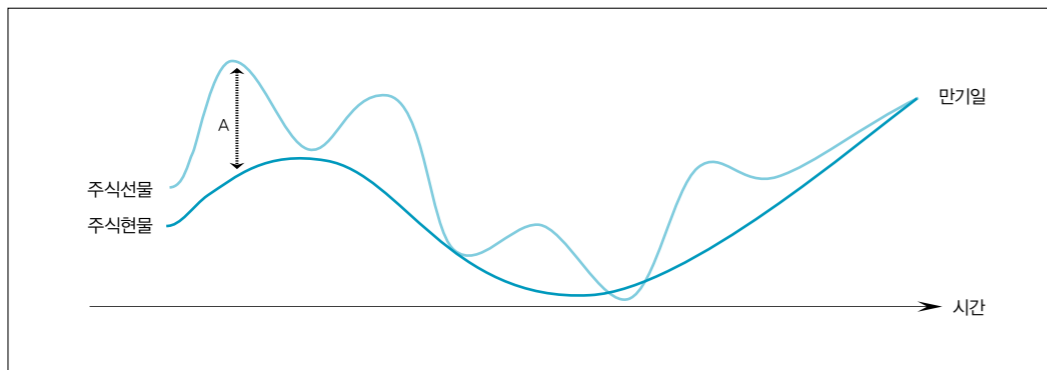
물론 위와 같은 전략은 주식선물 활용 전략으로는 매우 합리적인 전략이다. 하지만 주식옵션을 대상으로는 활용이 거의 어렵다. 주식옵션도 결국 옵션의 성격을 나타내기 때문에 시간가치 및 변동성 변화를 고려한 전략을 활용해야 하기 때문이다. 즉, 위에서 언급한 헤지거래, 페어트레이딩 등은 적합한 주식 옵션 투자전략이 될 수 없다.

하지만 차익거래는 개념이 다르다. 기본적으로 동일한 가치를 가진 대상물의 상대적인 차이를 갖고 투자를 추구한다. 더불어 이것이 만기가 길고 짧은 문제만 해결된다면 반복적으로 거래가 나타날 수 있어 유동성이 적은 시장에선 오히려 유동성을 증가시키며 시장을 활성화시킬 수 있는 측면이 존재한다. 결국 합성 차익거래는 주식선물과 주식옵션 시장 모두를 활용하여 투자수익도 추구하고 시장도 활성화시킬 수 있는 일거양득의 투자전략이 되는 것이다. 게다가 기본적으로 위험성이 존재하는 레버리지 시장인 주식선물 및 주식옵션 시장에서 위험을 어느 정도 제어할 수 있는 매우 효율적인 투자방법이 된다.

3. 시장의 가격은 3개(?)가 존재한다? : Put-Call parity를 이용한 합성선물 가격 생성

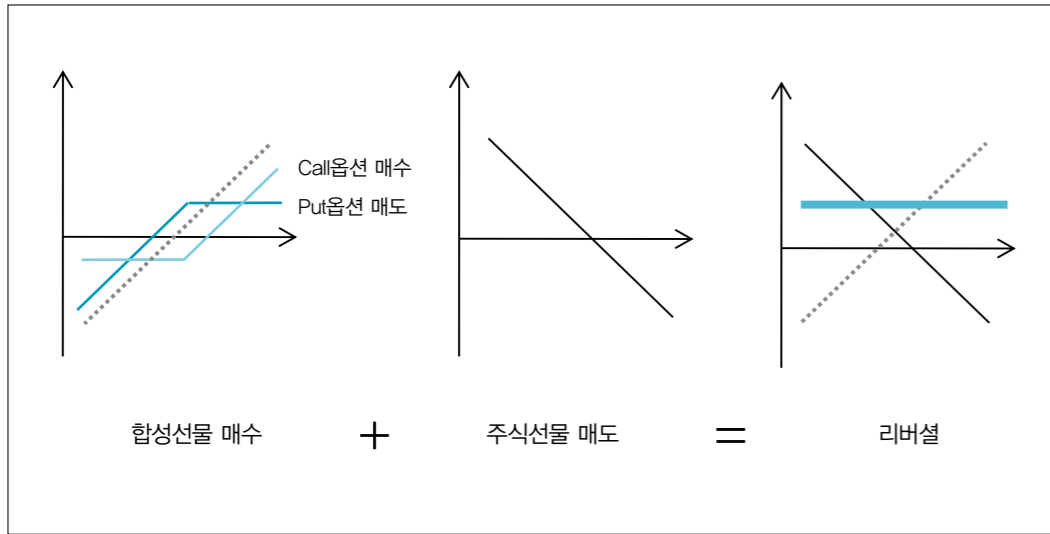
기본적으로 합성차익거래 전략은 다음과 같다. 만기가 동일한 자산에 대해 저평가된 자산을 매수하고 고평가된 자산을 매도한다. 그런데 만기가 동일한 자산이 3가지다. 엉? 만기가 동일한 자산이 3가지라고? 이하에서는 어떻게 기초자산의 가격이 3개가 될 수 있는지에 대한 기본적인 개념부터 설명하겠다. 일반적으로 투자자들이 많이 알고 있는 방식은 현/선 차익거래이다. 고평가된 선물을 매도하고 저평가된 현물을 매수해 만기일 가격이 동일해지면 청산해 이익을 획득하는 방법이다. [그림 2]를 보면 일시적으로 선물이 고평가된 상태[A]에서 차익거래를 진입하는 방식이 되며, 시간이 흘러 만기일에 현물 가격으로 결제(정산)되는 선물의 특성을 이용한 전략이다.

그림-2 주식 현/선 차익거래 구조도



※ 유안타증권 리서치센터

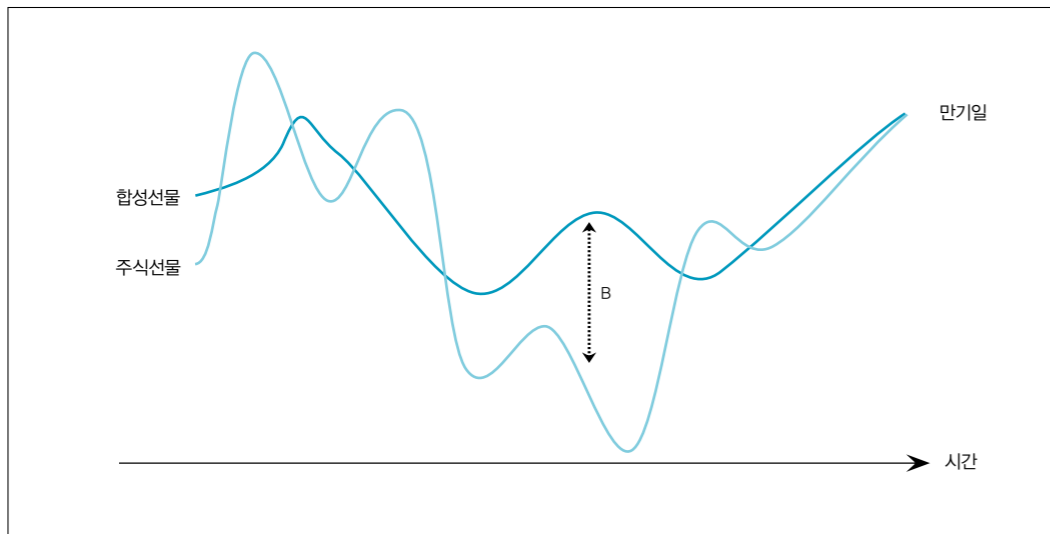
그림-4 리버설(Reversal) 구조



※ 유안타증권 리서치센터

그리고 앞서 [그림 2]와 같은 표현으로 아래 [그림 5]를 참고하면 [B]의 상황에서 컨버전(선물 매수 + 합성선물 매도)을 진입 가능하게 되는 것이다. 결과적으로는 개별 주식을 이용한 현물/선물 차익거래의 개념을 도입해 개별주식을 기초자산으로 하는 선물/옵션(합성선물) 차익거래를 수행할 수 있게 되는 것이다.

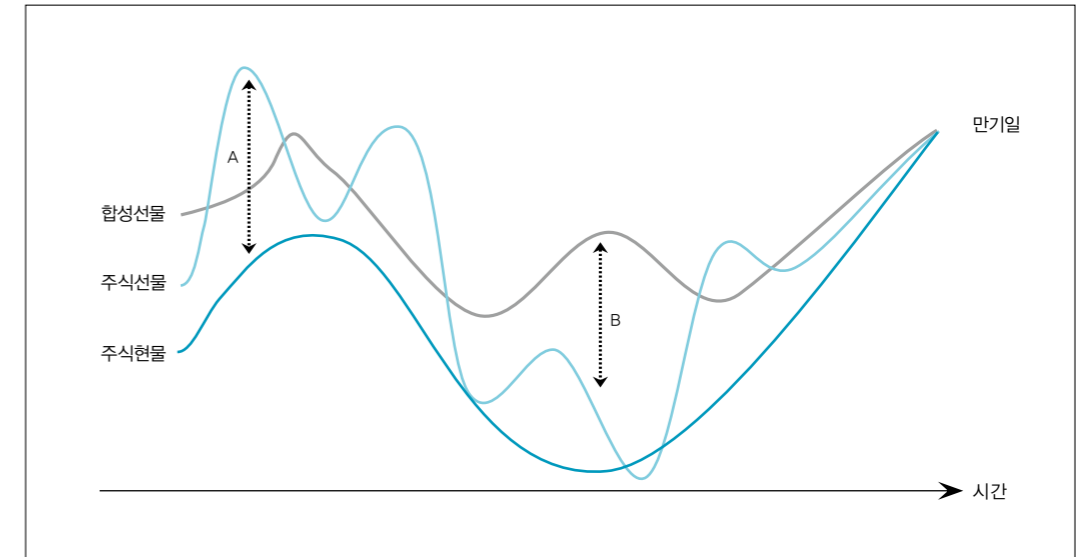
그림-5 선물/옵션(합성선물) 차익거래 구조도



※ 유안타증권 리서치센터

[그림 2]와 [그림 5]를 합치면 결국 시장은 [그림 6]과 같이 움직이게 된다. 다소 시장 상황을 극적으로 표현하긴 했지만 [A]상황에서 현/선 매수차익거래로 진입한 상태에서 [B]상황에서 컨버전을 활용하게 된다면 결과적으로 만기일날 [A]와[B]의 수익 모두를 획득할 수 있는 것이다.

그림-6 주식 현물/선물/옵션(합성선물) 차익거래 구조도



※ 유안타증권 리서치센터

여기서 현명한 투자자라면 한 가지 더 질문을 하게 되는데, 과연 이런 괴리 차이가 비용을 커버할 수 있느냐 하는 점이다. 주식선물과 주식옵션의 장점은 이런 거래비용을 커버할 수 있다는 점이며 상대적으로 현물보다 훨씬 저렴한 가격에 활용될 수 있다. 즉 세금이 없는 입장에서 합성차익거래는 상당히 유용한 전략이 되는 것이다.

특히 과거 KOSPI200지수를 이용한 차익거래와 달리 개별주식 차익거래는 현물의 규모가 작아 거래비용이 절대적으로 적으며, 특히 주식선물의 가격 등이 급등락을 나타내는 경우가 많아 주식옵션의 호가만 정상적으로 제공된다면 충분히 활용될 수 있을 것이란 판단이다.

단, 주의할 것은 주식선물과 연계된 차익거래는 주식선물의 만기가 3개월마다 돌아오는 반면에 주식옵션의 경우 1개월마다 만기가 돌아온다. 따라서 만기를 매칭시키는 문제를 고려해야 하며, 더불어 11월 17일 있을 주식옵션 리모델링에서는 주식옵션의 거래대상 종목이 줄어들 것이기 때문에 전략을 운용하는 데 있어 주식옵션의 호가 제공 상황을 면밀히 관찰해야 할 것이다.

4. 합성차익거래 방법론 : 현/선차익거래 사례 및 합성선물 활용 사례

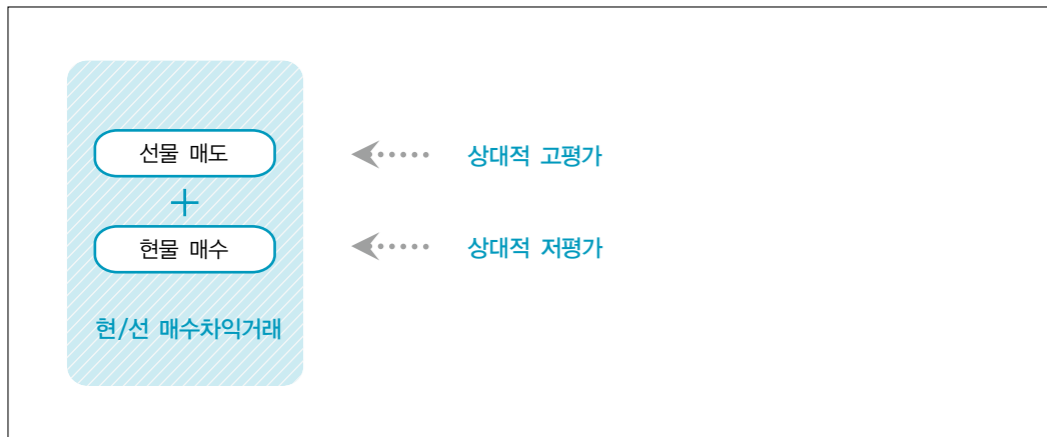
앞선 장에서는 주식현물 및 주식선물, 주식옵션을 이용한 합성선물의 생성 및 구조까지 살펴보았다. 이번 장에서는 [그림 6]과 같은 상황을 구체적인 사례를 들어 방법론적으로 설명하고자 한다. 어떻게 보면 [그림 6]의 재설명 정도로 이해할 수 있을 것이다.

방법론은 크게 매수차익거래 사례와 매도차익거래 사례, 그리고 변종 차익거래 사례로 나누었다.

1) 매수차익거래 사례

상대적으로 주식현물과 주식선물이 상대적인 고평가와 저평가로 괴리가 생겼을 때이다. 보통 이런 괴리를 베이스(Basis)라고 하는데 큰 이윤 수준 이상의 베이스가 발생한다면 현물을 매수하고 선물을 매도하는 매수차익거래를 실행할 수 있을 것이다. 여기서는 가정상 현물 1만원 매수, 선물 1.1만원 매도로 가정해 보겠다[그림 7].

그림-7 현/선매수차익거래



※ 유안타증권 리서치센터

매수차익거래가 진입된 상태에서 시간이 흘러 우연한 기회에 합성선물이 고평가되는 상황을 맞이하면 컨버전(선물 매수 + 합성선물 매도)을 진입할 것으로 판단된다. 이 경우 기존의 선물 매도와 컨버전 상의 신규 선물 매수가 서로 상쇄될 것이다. 컨버전 진입 당시 선물 매수 가격을 1.3만원, 합성선물 매도 가격은 1.35만원으로 가정한다[그림 8].

그림-8 현/선 매수차익거래 + 컨버전 활용

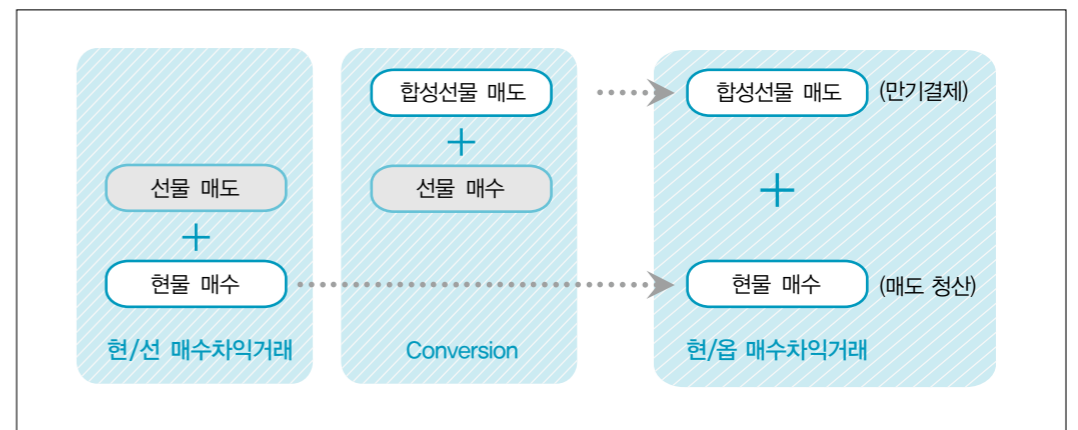


※ 유안타증권 리서치센터

결과적으로 1만원에 매수한 현물 매수와 1.35만원에 매도한 합성선물 매도가 존재하게 될 것이다[그림 9]. 물론 중간에 상쇄되는 과정에서 0.2만원의 손해가 있었다(1.3만원-1.1만원). 총 계로는 0.15만원의 차익이 생기는 것이다(0.35만원~0.2만원). 이 포지션이 옵션 만기일이 되면 주식옵션으로 구성된 합성선물은 현물 가격으로 정산될 것이다. 따라서 2시 50분 이후의 동시호가에 나머지 현물 매수 분을 청산하는 주문을 택한다면 결과적으로 증가 현물의 가격 수준과 상관없이 0.15만원의 이익을 얻게 되는 것이다.

앞서 [그림 7] 상황에서 현/선 매수차익거래 상태로만 청산한다면 0.1만원의 이익에 불과하였을 것이지만, 컨버전을 활용함으로써 추가 0.05만원의 이익을 얻을 수 있는 것이다. 물론 [그림 9]와 같은 매도 청산 상황에서는 옵션 만기일에 일시 청산되는 문제로 인해 해당 종목에 충격을 줄 수 있으나 합성차익거래자 입장에선 충격과는 거리가 멀다.

그림-9 합성 매수차익거래의 완성 및 만기일 청산



※ 유안타증권 리서치센터

이러한 합성차익거래의 특징은 4가지다.

첫째, 높은 회전율을 자랑한다. 현재 개편된 주식선물 및 주식옵션의 시장 상황에서 주식옵션의 만기는 매달 돌아온다. 따라서 주식선물의 사이클인 3달이 아닌 매달 기존 매수차익거래 분을 상황에 따라 청산할 수 있게 되는 것이다.

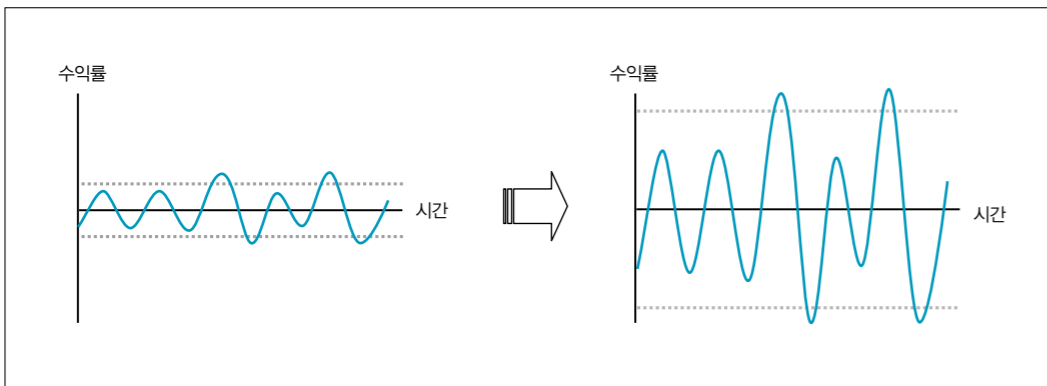
물론 매달 베이스가 확대되고 컨버전이 형성되는지에 대한 판단은 때에 따라 다르겠지만 적어도 이론적으로 기존의 현/선 차익거래보다 훨씬 높은 고회전율이 나타날 가능성이 높다.

둘째, 기존 KOSPI200지수 차익거래보다 단기간에 손쉽게 이루어질 수 있다. 과거 KOSPI200지수 차익거래에서는 KOSPI200지수를 복제한 주식 바스켓(Basket)을 거래해야 하는 단점이 있었다. 주식 바스켓이 적어도 120종목, 많을 경우 150종목 이상을 한꺼번에 체결시켜야 했기에 실제 전략의 수행에 있어서 주식 선물 및 옵션을 활용한 합성차익거래에 비할 바가 못 된다. 단 한 종목의 현물가격 상황과 선물가격 상황 그리고 두 종목(콜, 풋)의 옵션 가격 상황만 맞으면 얼마든지 합성차익거래를 수행할 수 있는 것이다.

셋째, 레버리지를 이용하여 수익을 증폭시킬 수 있다. 헤지펀드의 성격을 차익거래나 주식선물, 주식옵션을 이용해 이뤄낼 수 있는 것이다. 보통의 헤지펀드 경우 자금 차입을 통해 레버리지를 키우지만 주식선물이나 주식옵션은 그 자체가 레버리지를 활용하고 있기 때문이다[그림 10].

실제로 위의 사례 역시 주식 1주에 1만원의 사례로 구성된 것인데 위 매수차익거래 1set를 하는 데 투입되는 자금은 불과 15만원 내외다(주식 10주, 선물 1계약, 콜/풋 옵션 각 1계약. 주식 10주에 10만원 및 선물 1계약 증거금 약 12%를 계산해도 1.3만원 내외. 게다가 옵션의 경우엔 매수/매도를 통해 상쇄 되기에 실제 증거금 기준으로 1set은 15만원에 못미칠 가능성이 크다). 중요한 것은 차익거래라는 것을 매우 적은 금액으로도 실제 전략으로 수행할 수 있다는 점이다.

그림-10 레버리지를 활용한 수익 증가



※ 유안타증권 리서치센터

넷째, 시장에 유동성 공급자의 기능이 존재한다. 위 전략에서 거래되는 대상인 현물 및 선물, 옵션 모두에서 유동성 공급자적인 역할을 할 수 있다는 것이다. 상대적으로 위 전략을 활용하게 된다면 유동성이 적은 시장에 주문호가를 제출하고 체결을 기다리는 방식을 활용할 가능성이 높기 때문이다.

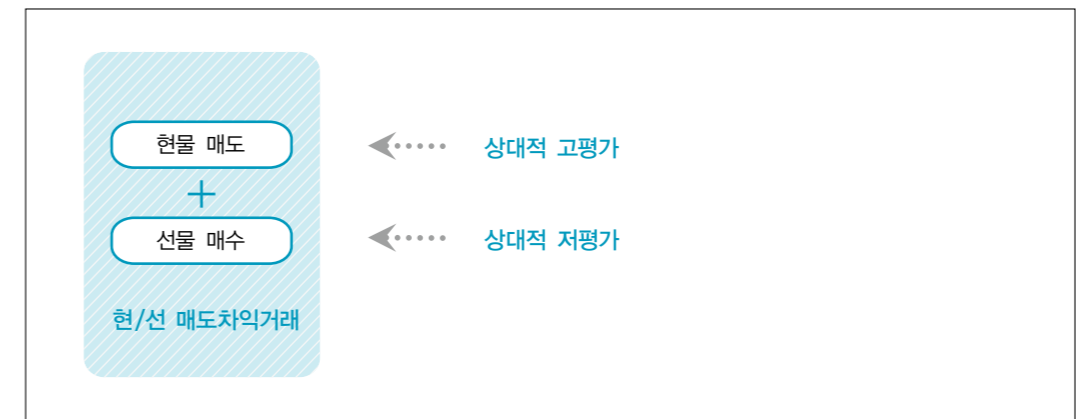
일반적으로 유동성이 큰 시장인 현물시장의 거래량 증가는 추가적으로 이루어질 수 있으며, 주식옵션의 경우에도 유동성 호가를 콜옵션 및 풋옵션 양쪽으로 제시할 가능성이 높다. 거래량이 적은 시장에선 상대적으로 가격을 기다리는 전략으로 쓰일 가능성이 높기 때문이다.

2) 매도차익거래 사례

이번에 언급할 사례는 위의 사례와 반대의 경우이다. 주식선물의 가격이 급격히 하락해 매수차익거래보다는 매도차익거래가 더욱 적합한 경우인 것이다[그림 11]. 물론 이 경우에는 현물을 매도하기 위해 해당 종목을 대차해야 하는 번거로움은 추가로 발생한다. 하지만 현재 예정되어 있는 주식옵션의 상장 예정종목 10종목이 모두 KOSPI시장에선 상당히 거래규모가 큰 종목이기에 대차의 어려움은 크지 않다는 판단이다.

게다가 상대적으로 매수차익거래보다는 매도차익거래의 빈도가 적다. 실제로 선물의 가격움직임에 있어 백워드이션(Backwardation, 현물 가격보다 선물 가격이 낮아지는 현상)이 발생할 경우는 극히 드물기 때문이다. 기존 거래가 존재하던 주식선물의 사례에서도 특별한 이벤트적 요소가 발생한 경우 이외에는 백워드이션 발생 빈도가 크지 않았다. 따라서 상대적으로 매수차익거래 사례보다는 발생 빈도가 낮을 가능성이 높다.

그림-11 현/선 매도차익거래



※ 유안타증권 리서치센터

결국 합성차익거래에 있어 매수차익거래 구조나 매도차익거래 구조 모두 합성선물을 활용한 컨버전, 리버설 트레이딩을 통해 전략이 완성되는 것이다. 따라서 이번 주식선물 리모델링과 주식옵션 리모델링은 사실 떼려야 뗄 수 없는 관계가 되는 것이다.

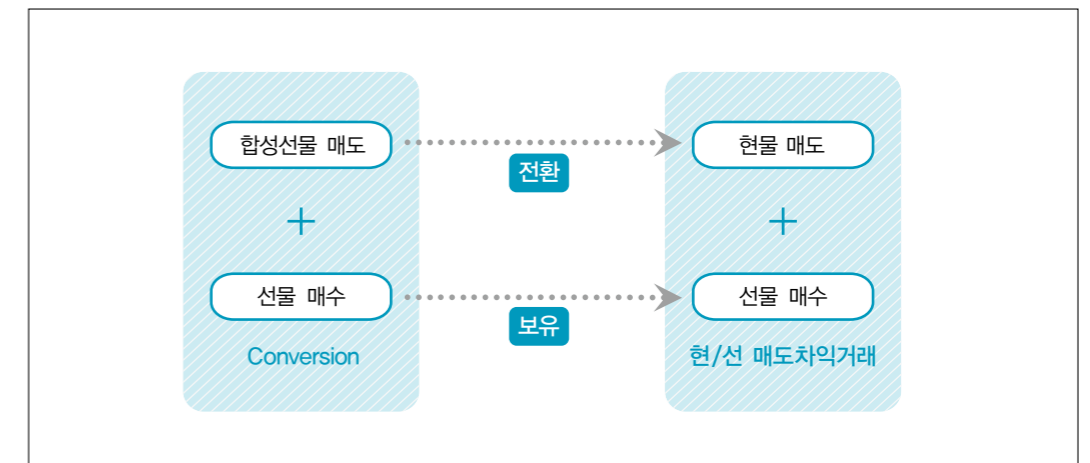
3) 변종 차익거래 사례

이번에 언급할 사례는 어떻게 보면 앞서 소개한 전략들의 변종 형태다. 하지만 이런 형태 역시 시장에서 일반적으로 많이 활용되고 있다는 측면에서 차익거래의 한 종류 및 사례로 주목해 볼 필요가 있다.

기본적으로 동 전략은 매수차익거래 혹은 매도차익거래 진입 상황에서 합성선물을 활용하는 것이 아닌 합성선물(컨버전, 리버설)을 먼저 활용한 상태에서 현물을 통한 전략의 보장이 기본이다. 따라서 주식 옵션 입장에서 볼 때는 오히려 기존 1), 2)보다 더욱 많은 시장 유동성을 제공할 수 있는 사례로 판단해 볼 수도 있다.

더불어 이번 전략을 통해 사실상 컨버전 및 리버설의 성격을 규명할 수도 있다. 컨버전이 활용되는 경우엔 일률적으로 현물 매도라는 결과물이 발생하고, 리버설이 활용되는 경우엔 일률적으로 현물 매수라는 결과물이 발생하는 것이다. 이는 전환의 대상이 되는 대상이 합성선물이기 때문인데 컨버전의 경우는 합성선물 매도가 리버설의 경우엔 합성선물 매수가 활용되는 것이 결과적으로 현물의 활용과 짝지어진다고 할 수 있겠다[그림 14, 15].

그림-14 컨버전을 활용한 변종 차익거래



※ 유안타증권 리서치센터

매도차익거래 사례에서는 매도차익거래 진입 후 리버설 설정 가능성을 주의 깊게 살펴야 할 것이다. 실제로 리버설 설정이 이루어진다면 만기일에는 오히려 해당 종목에 긍정적인 수급 효과가 나타날 가능성이 크기 때문이다[그림 12]. 매도차익거래 사례 역시 주식선물 매수와 매도가 상쇄되는 현상이 나타나며, 현물 매도 + 합성선물 매수 구조가 시장에 잔존하는 상황이 된다[그림 12].

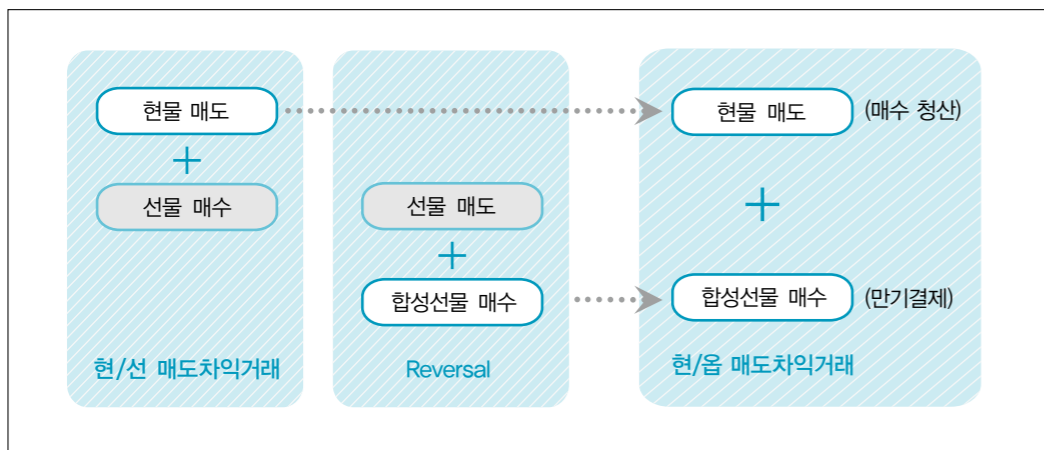
그림-12 현/선 매도차익거래 + 리버설 활용



※ 유안타증권 리서치센터

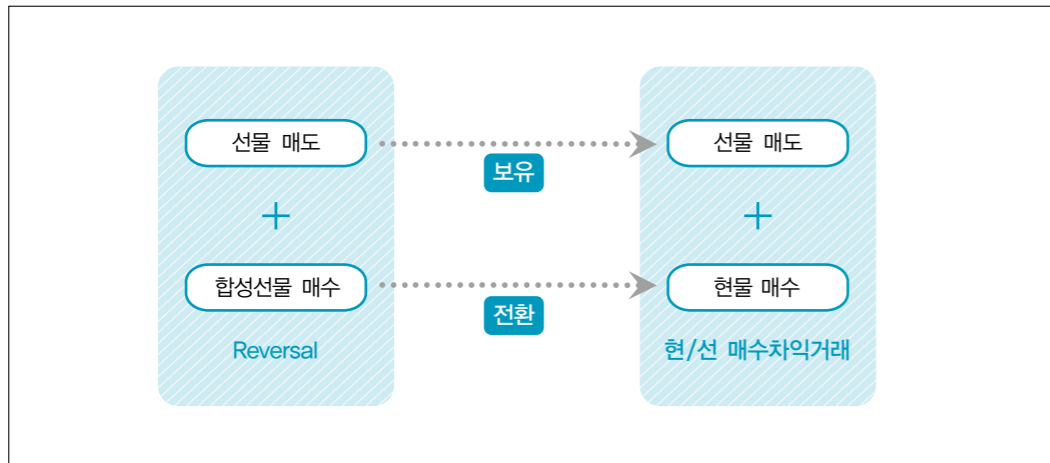
결국 매도차익거래와 리버설의 활용은 만기일 증가 동시호가에 해당 종목에 대한 매수우위 수요를 나타낸다고 할 수 있을 것이다. 이는 앞서 살펴본 매수차익거래 사례와는 정반대의 결과로 기본적으로 차익거래가 매수차익거래나 매도차익거래냐에 따라 최종적으로 미치는 시장의 영향력은 상반된다는(매수차익거래 => 매도, 매도차익거래=>매수) 사실이 흥미롭다[그림 13].

그림-13 합성 매도차익거래의 완성 및 만기일 청산



※ 유안타증권 리서치센터

그림-15 리버설을 활용한 변동 차익거래



※ 유안타증권 리서치센터

변동 차익거래에서는 합성선물을 대신할 현물의 전환이 중요한데 이 역시도 선물의 가격이 결정되는 종가 동시호가(2시 50분 이후) 때에 현물을 매매하는 것이 특징이다. 결국 차익거래 전략상 어떤 전략을 쓰든지 간에 주식선물, 주식옵션을 활용한 전략은 종가 동시호가 간의 변동성을 증가시키는 요소가 될 수 있는 것이다.

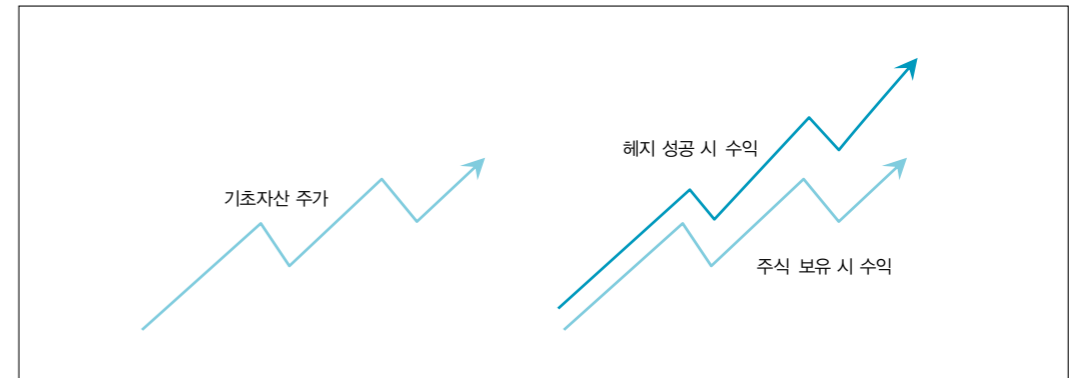
물론 최근 시장의 경우엔 이것마저 크게 나타나고 있지 않는데 이는 KOSPI200지수를 기초자산으로 한 차익거래가 쉽게 나타나지 못하는 시장 상황이 되고 있기 때문이다. 하지만 앞서 언급했지만 주식선물 및 옵션은 상황이 다를 것이다. 상대적으로 차익거래 기회가 더욱 많이 발생할 수 있는 개별주식인 데다 거래의 용이성 및 종목의 변동성이 더욱 커 소위 말하는 기회(?)가 더욱 많이 발생할 개연성을 갖고 있기 때문이다.

5. 기타 참고해 볼 수 있는 주식옵션 합성전략

이번 장(Chapter)에서는 앞선 내용에서 살짝 벗어난 것으로 주식옵션의 합성전략을 언급해 보고자 한다. 사실 앞선 합성차익거래 전략은 차익거래라는 범주 내에 모든 것을 맞추지만 실제로 합성전략이라는 것이 꼭 차익거래에만 있는 것은 아니다.

우리가 일반적으로 알고 있는 대표적인 주식옵션의 합성전략은 커버드콜(Covered Call)이라 불리우는 전략도 있기 때문이다. 일반적인 헤지(Hedge)전략의 경우 헤지를 통해 초과수익을 얻는 데 그 주안점을 두었다[그림 16].

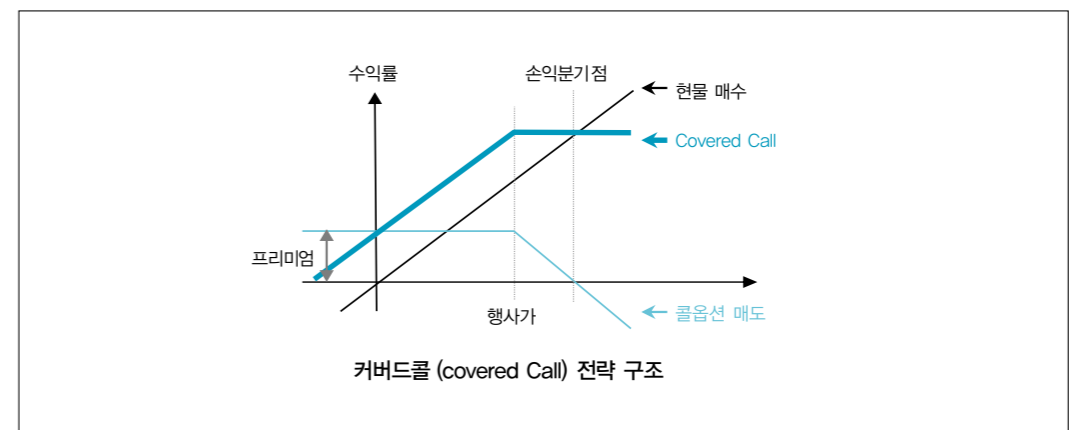
그림-16 헤지한 경우의 수익률 추이 개념



※ 유안타증권 리서치센터

하지만 커버드콜 전략은 헤지전략이라고 하기엔 위험에 노출되는 정도가 크고 완전히 투기전략이라고 하기엔 위험이 적은, 말 그대로 합성이 되는 구조이기 때문이다. 커버드콜 전략은 일부 위험을 줄이고 시간가치를 획득하는 전략으로 초과수익을 얻는 데 그 주안점을 둔 것이다. 이는 아쉽게도 차익거래 전략은 아니지만 약간은 구조화된 거래 형태로 시장의 위험을 줄이면서 초과수익을 얻고자 하는 합성전략임에는 틀림이 없다. 커버드콜 전략은 기본적으로 현물(혹은 주식선물) 매수 상황에서 콜옵션 매도를 더한 구조를 말한다. 콜옵션 매도의 수준에 따라 매우 공격적일 수도 혹은 매우 방어적일 수도 있는 구조를 만들 수 있다 (*과거 KOSPI200지수 선물 사례에서는 ATM+4(At-the-money+4)에서 가장 전략의 수익률도 높고 옵션이 행사될 확률도 낮은 안전한 구조를 나타냈음. 하지만 ATM+2나 +3에서는 수익률은 높아지지만 옵션이 행사될 확률이 상승했으며, 반대로 ATM+5나 +6에서는 옵션 행사 확률은 급격히 낮아졌으나 동시에 수익률 또한 낮아졌음).

그림-17 커버드콜 (Covered Call) 전략의 구조 수익률



※ 유안타증권 리서치센터

커버드콜 합성전략의 특징은 다음 3가지로 요약할 수 있다.

첫째, 커버드콜(Covered call) 전략이 프로텍티브풋(Protective put) 전략보다 우월하다. 이는 과거 지수 선물을 통해 검증된 결과로 포지션의 방어를 위해 풋옵션을 매수하는 것보다 콜옵션을 매도하는 것이 더 낫다는 것이다. 마찬가지로 주식현물의 헤지 및 초과수익 달성용으로 주식옵션을 활용하고자 한다면 풋옵션을 매수하는 것보다는 콜옵션을 매도하는 것이 낫다.

둘째, ATM+4 행사가의 시뮬레이션 결과가 가장 우수하다. 과거 2005년부터 지수옵션을 활용하여 ATM~ATM+7까지의 행사가를 시뮬레이션 한 결과 ATM+4 행사가가 매매성공률이나 평균 초과수익률 측면에서 가장 우수했다. 이를 일률적으로 주식옵션에 적용하기는 쉽지 않지만 적어도 현재까지의 주식옵션 거래빈도를 고려했을 시 분명히 참고할만한 지표가 될 것이라 판단이다.

셋째, 합성전략은 단기보다 장기 투자자에게 유용하다. 커버드콜 전략은 시간가치의 획득이 주요한 투자 전략이 되는 합성전략이다. 따라서 단기 투자자보다는 장기 투자자에서 꾸준히 우수한 성과가 나타난다.

장기간 주식현물을 보유할 투자자가 추가적인 수익 획득 목적으로 주식옵션으로 커버드콜 전략을 수행하는 것은 매우 이로운 일이라 할 수 있다. 특히 단순히 주식의 헤지 차원을 넘어 초과수익을 달성할 수 있는 기회가 될 수 있다는 점을 기억해야 할 것이다.

이번 장(Chapter)을 통해 나타내고자 하는 것은 기존 현물을 단순히 보유하는 것보다는 주식옵션 콜 옵션 매도를 포함한 합성전략으로 충분히 초과수익을 올릴 수도 있음을 투자자는 주목해야 한다는 의미가 될 것이다.

6. 글로벌 동향과 우리의 과제

우리는 합성차익거래와 기타 참고해 볼 수 있는 주식옵션 합성전략을 확인해 보았다. 모든 전략이 그리 하듯 실제 전략을 적용하는 데 있어 다양한 비용이 발생할 수 있을 것이라 판단이다. 무엇보다 거래규모에 따라 거래비용(Transaction cost)이 발생할 것이며, 이는 시장에서 제공되는 호가에 따라 즉 Bid/Ask Spread의 차이를 추가로 반영할 것이다. 위에서 언급한 전략들이 전부 현재의 가격들로 시뮬레이션 한 것이 아닌 개념적 혹은 현재 일부 활용되고 있는 전략에 부가적인 전략을 추가하였기 때문이다.

여기서 한 가지 확인해 볼 필요가 있는 것은 전 세계적인 동향은 어떻게 되고 있느냐 하는 것이다. 전 세계적으로 주식선물과 주식옵션의 활용은 과연 클까? 그리고 이러한 활용 내에서 국내 주식선물 및 주식옵션을 활용한 전략이 쓸모가 있겠는가? 하는 것이다.

표 3 상위 15개 주가지수 선물 및 옵션 거래 추이

등수	종류	승수	2012년 말	2013년 말	% 변화
1	CNX Nifty Options, NSE India	50루피	803,086,926	874,835,809	8.93%
2	SPDR S&P 500 ETF Options	N/A	585,945,819	596,304,426	1.77%
3	KOSPI 200 Options, Korea Exchange	500,000만원	1,575,394,249	580,460,364	-63.15%
4	E-mini S&P 500 Futures, CME	50달러	474,278,939	452,291,450	-4.64%
5	Euro Stoxx 50 Futures, EUREX	10유로	315,179,597	268,495,189	-14.81%
6	RTS Futures, Moscow Exchange	2달러	321,031,540	266,131,127	-17.10%
7	Nikkei 225 Mini Futures, OSE	100엔	130,443,680	233,860,478	79.28%
8	Euro Stoxx 50 Options, EUREX	10유로	280,610,954	225,105,846	-19.78%
9	S&P 500 Options, CBOE	100달러	174,457,138	207,488,939	18.93%
10	CSI 300 Futures, CFFEX	300인민폐	105,061,825	193,220,516	83.91%
11	VIX Options, CBOE	100달러	110,739,796	142,999,960	29.13%
12	S&P BSE 100 Options, BSE	50루피	86,243,943	141,727,404	64.33%
13	iShares Russell 2000 ETF Options	N/A	124,525,874	134,857,623	8.30%
14	S&P Sensex India Options, BSE	15루피	148,314,519	108,612,615	-26.77%
15	Powershares QQQ ETF Options	N/A	113,719,614	94,302,472	-17.07%

※ FIA 유안타증권 리서치센터

위 표는 2013년 말 전 세계 상위 주가지수 선물 및 옵션의 거래 추이를 살펴본 것이다. 위를 통해서도 알 수 있지만 최근의 파생상품시장은 1) 아시아권 지수의 빠른 성장, 2) 기존 기초자산과 다른 변동성 기초자산의 약진, 3) 각종 지수의 ETF 옵션 거래 활성화 4) 해외 주식 및 기초자산 대상 선물/옵션 상장 등이 특징으로 나타나고 있다. 이는 다시 이야기하면 기존 지수 및 상품의 리모델링 등으로 참여자들에게 다양한 자산에 대한 투자기회를 제공하고 있는 것이다.

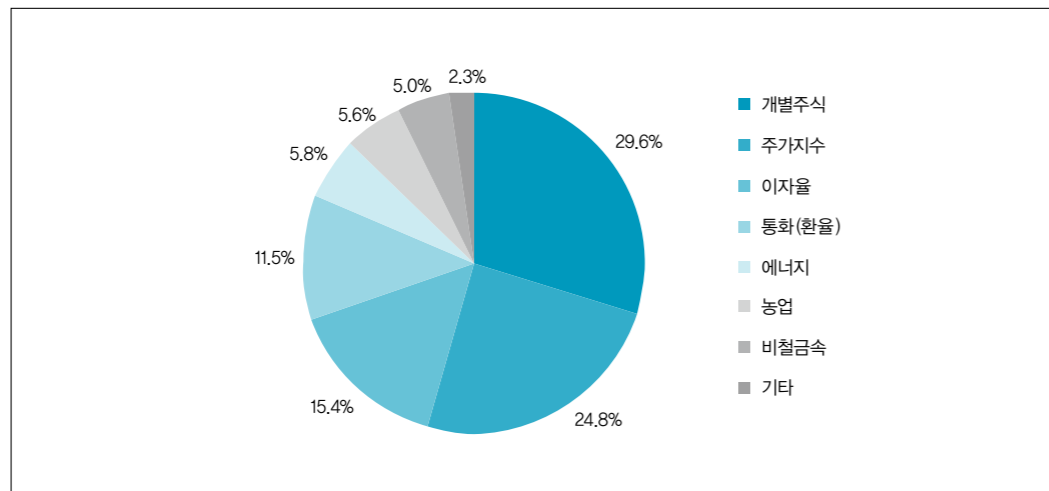
표 4 세계 장내파생상품 기초 자산별 거래량

(단위 : 백만계약, %)

기초자산	13년	비중	12년	11년	
금융	주가지수	5,371	24.8%	6,048	8,462
	개별주식	6,402	29.6%	6,470	7,062
	통화	2,491	11.5%	2,434	3,147
	단기금리	1,795	8.3%	1,609	1,929
	채권	1,536	7.1%	1,322	1,561
	소계	17,594	81.3%	17,884	22,163
합계 (일반상품 포함)	21,643	100%	21,190	24,981	

※ FIA, KRX, 유안타증권 리서치센터

그림-18 글로벌 선물, 옵션 거래량 비중



※ 유안타증권 리서치센터

[표 4] 및 [그림 18]은 글로벌 선물, 옵션의 기초자산별 거래량 및 비중이다. 위에서 알 수 있듯이 금융 기초자산의 개별주식 비중이 29.6%이며 주가지수 24.8%, 이자율(장, 단기 합산) 15.4% 등이다. 이는 2012년 대비 이자율 및 통화 파생상품시장의 비약적인 발전을 나타낸 것으로 사실 이번 개별주식(주식선물, 주식옵션) 파생상품의 경우 -1.1% 감소한 수치이다.

하지만 국내 파생상품 시장의 경우 주가지수 파생상품이 전체 거래의 77%를 차지할 정도로 쏠림현상이 심하며, 현 상황을 볼 때 당장 시장을 활성화시켜야 할 대상으로 개별주식 선물 및 옵션이 우리에게 존재하는 것이다(물론 이와는 별개로 변동성지수 선물, 섹터지수 선물, 달러 야간 선물 등 앞으로 시장에 등장할 상품도 많을 것이라 판단이다).

이런 언급을 하는 이유는 앞의 장들에서 살펴본 합성차익거래 전략 및 주식옵션 합성 전략 등이 최소한의 유동성은 보장된 상태에서 수행할 수 있는 전략이라는 점이다. 물론 다른 전략과 달리 동 전략들이 유동성을 제공하는 측면이 있어 국내시장에 양호한 형태임에는 분명하지만 이마저도 가장 기본적인 유동성은 제공되는 상태에서 수행할 수 있다는 것이다.

올해 주식선물, 주식옵션 리모델링 직전까지 주식옵션의 경우엔 거래량이 전무했다. 따라서 어떤 전략을 제공하기에 앞서 가장 기본적인 시장의 유동성을 확보하는 것이 관건이라는 판단이다. 더불어 위의 합성선물 차익거래의 경우 합성선물을 계약 및 거래할 수 있는 시스템적인 발전이 있다면 매우 유용할 가능성이 크다. 실제로 KOSPI200지수 합성선물 역시 이러한 계산 시스템이 광범위하게 HTS(Home trading system)에 탑재되면서 시장에서 널리 활용된 경험이 있었기 때문이다.

따라서 위의 어떠한 주식옵션 전략도 결국 필요한 건 가장 기본적인 유동성이다. 주식옵션의 기본적인 유동성이 확보된다면 합성 차익거래 및 주식옵션 합성 전략은 더욱 시장에 유동성을 불어넣어 줄 것이다. 더불어 투자자 입장에서 투자방식의 다양화 수익의 개선 등이 필연적으로 따라올 것이다. 결국 합성 차익거래 전략은 투자자들에게 더 큰 성취감과 제한된 리스크 대비 수익을 보장하는 전략이 될 가능성이 클 것이다.

KRX

The logo graphic consists of three curved segments forming a partial circle. The top-left segment is light blue, the top-right segment is light gray, and the bottom-right segment is light blue. The text 'KRX MARKET' is positioned to the left of the bottom-right segment.

KRX
MARKET

증권·파생상품 2014. 10. 제116호