

[파생상품]

심상범
02-768-4125
Samsung.sim@dwsec.com

Derivatives Dynamics

미니 선물/옵션(1): 개요, 의의와 성공 가능성 조기 정착을 위한 3대 조건

■ 미니 선물/옵션의 개요와 의의

- 승수 1/5로 축소. 투기 증거금 효율성 증대. ETF 차익, 소액 헤지에 유용
- 호가 단위 절반으로 축소. 차익, 헤지, 알고리즘에 유리. 단, 투기성은 저하
- 지정가 주문만 가능. 평소에는 문제 없으나 가격 급변하면 괴리차 확대될 수도
- 상장 기간은 6개월. 매달 만기 도래. 이제는 쿼드러플 위칭이 아니라 섹스터플 위칭
- 월물 같다면 정산 가격, 기준 가격은 K200 지수 선물/옵션의 종가. 제도적 수렴 장치
- 월물 같다면 미니 선물/옵션과 K200 지수 선물/옵션의 미결제 상쇄. 제도적 연결 고리
- 야간 시장에서 매매되지 않음. 매우 아쉬운 부분. 향후 허용할 수도

■ 미니 선물/옵션의 성공 가능성

- 미니 선물/옵션에 대한 기본 예탁금 인하 없이는 단순 이동뿐, 신규 수요 창출 불가
- LP 혹은 마켓 메이커에 대한 현물 거래세 면제해야 외인-개인의 전투 시작될 것
- 지수 변동성 확대되지 않으면 미니 선물/옵션은 물론, 원 선물/옵션도 살기 어려워

EZ summary

꼭 기억해야 할 사항

7월 20일부터 K200 미니 선물/옵션이 상장되었다. 이 상품의 특징은 7가지다. 첫째, 승수가 1/5로 줄었다. 투기거래의 증거금 효율성이 증대되고, ETF 차익거래나 소액 헤지에 유용하다. 둘째, 호가 단위도 0.02p, 0.10p(옵션 10p 이상)로 절반으로 줄었다. 차익거래나 헤지거래, 알고리즘 매매에 다소 유리한 반면, 틱 값이 적어 투기성은 다소 떨어진다.

셋째, 지정가 주문만 가능하다. 평소에는 전혀 문제가 없지만, 가격 급변하면 개인은 체결이 어려울 수 있으며 원 선물과의 괴리차가 순간적으로 확대될 수도 있다. 넷째, 만기는 6개월이며 매달 만기가 도래한다. 매월 만기일은 쿼드러플 위칭 데이(미니 선물+미니 옵션+지수 옵션+주식 옵션)가 되며 3, 6, 9, 12월 만기는 섹스터플 위칭 데이(쿼드러플+지수 선물+주식 선물)가 된다.

다섯째, 월물 같다면 정산 가격, 기준 가격은 K200 지수 선물/옵션의 종가다. 이는 제도적인 수렴 장치에 해당한다. 또한, 월물 같다면 미니 선물/옵션과 K200 지수 선물/옵션의 미결제는 상쇄될 수 있다. 단, 하반기에 시스템이 갖춰진 다음 시행된다. 아쉬운 점은 미니 선물/옵션이 야간에 거래되지 않는다는 점이다. 향후 도입을 기대해 본다.

미니 선물/옵션은 원 선물/옵션에 비해 상대적으로 장점이 많다. 또한, 이미 상장된 해외 국가들 중 미니 선물/옵션이 실패한 사례는 없다. 그러나, 국내 증시에서 이것이 조기에 정착되기 위해서는 한시적으로나마 3가지 조건이 충족되어야 한다. 첫째는 미니 선물/옵션에 대한 기본 예탁금 인하, 둘째는 미니 선물/옵션 LP에 대한 거래세 면제, 셋째는 지수 변동성의 확대다.

기본 예탁금 인하가 없다면 신규 수요 창출 없이 시장간 유동성이 이동할 뿐이다. LP 면세의 효능은 이미 개별 주식 선물/옵션에서 충분히 검증되었다. 설령 이 두 가지 조건이 충족되더라도 지수 변동성이 여전히 낮다면 미니 선물/옵션은 고사하고 K200 지수 선물/옵션 역시 유동성을 기대할 수 없다. 잠시 규제를 풀었다가 변동성이 높아진 이후 규제하는 것이 필요하다.

K200 미니 선물/옵션의 개요와 의의

KRX는 7월 20일부터 K200 미니 선물/옵션을 상장한다. 기초자산은 기존의 K200 지수 선물/옵션과 같은 'K200지수'다. 다만, K200 지수 선물/옵션 승수를 1/5로 줄인 것이다.

미니 선물/옵션의 상품 명세는 K200 지수 선물/옵션과 대동소이하므로 기존 선물/옵션 투자자가 특별히 공부해야 할 것은 없다. 다만, 다음 6가지에 대해서는 주의해야 한다.

첫째, 승수가 1/5로 줄었다.

원 선물 1계약은 주식 1.3억원, 미니 선물 1계약은 주식 2.5천만원에 해당

이 상품의 본질이다. K200 지수 선물/옵션의 승수는 50만원, 미니 선물/옵션의 승수는 10만원이다. K200지수가 250.23p라면 K200 지수 선물 1계약의 명목 거래대금(notional amount)은 1억 2,512만원, 미니 선물 1계약은 2,502만원이다.

따라서, '미니 선물/옵션 5계약 = K200 지수 선물/옵션 1계약'이라는 등식이 성립한다. 증거금은 양자가 동일한 7.5%(위탁 기준)다. 이것은 K200지수의 변동성이 근간이며 양자의 기초자산은 동일하므로 다를 수 없다. K200지수 250.23p에서 각각의 증거금은 938만원, 188만원이다.

이는 소액 투자자들에게 한정된 증거금의 효율성을 높여준다. K200지수가 250p일 경우, 3천만원의 기본 예탁금으로 가용한 K200 지수 선물은 3계약, 증거금 사용률은 93.8%다. 미니 선물은 16계약이며 증거금 사용률은 100.0%다. 즉, 사실상 미니 선물 1계약을 더할 수 있는 셈이다.

지수의 일정 영역에서 산발적으로 증거금 효율성 높아지며 소액 헤지에 유용

단, 이 같은 효율성은 항상 일정한 것이 아니라 가격 수준에 따라 증감한다. 예를 들어 K200지수가 250.23p로 오르면 미니 선물 가용 계약수는 15계약으로 줄어들며 사용률도 93.8%로 K200 지수 선물과 같아진다. 결국, 이 효과는 지수의 일정 영역에서 산발적으로 발휘된다.

승수 인하로 명목 거래대금이 줄었기 때문에 소액 헤지가 용이해졌다. 예를 들어 K200ETF를 이용해 차익거래에 나설 경우, K200 지수 선물 1계약에 K200ETF 5,022주가 필요했던 반면, 미니 선물이라면 1,004주면 된다. 그만큼 시장 충격 비용을 줄이면서 차익거래가 가능해진 셈이다.

둘째, 호가 단위 역시 절반으로 줄었다.

K200 지수 옵션 호가 단위가 10p 이하에서 일치하는 점이 더욱 반갑다

미니 선물/옵션의 호가 단위(tick)는 각각 0.02p, 0.10p(옵션 10p 이상)다. K200 지수 선물/옵션 호가 단위는 각각 0.05p, 0.01p(옵션 10p 미만)다. 지수 옵션의 경우, 기준에는 3.0p 기준으로 호가 단위가 0.01p, 0.05p로 구분되었지만, 이번에 미니 옵션과 동일한 10p로 높였다. 때문에 예전에 ATM 주변에서 발생했던 호가 차이에 의한 헤지 오차는 상당 부분 해소될 전망이다.

요컨대, 미니 선물의 호가 단위는 K200 지수 선물의 절반으로 줄어든 반면, 미니 옵션의 호가 단위는 K200 지수 옵션의 두 배로 늘어난 셈인데, 배경은 ① 기본적으로 미니 상품의 틱 사이즈를 줄이면서, ② 선물-옵션 간의 '틱 값(tick value)'를 맞추고, ③ 동시에 K200 지수 옵션과의 틱 값 비율을 맞추기 위함이다.

승수 차이를 감안했을 때, K200 지수 선물/옵션의 틱 값(최소 호가 변동 금액)은 각각 25,000원, 5,000원/25,000원이며, 미니 선물/옵션의 틱 값은 각각 2,000원, 2,000원/10,000원이다. 즉, 대략 미니 선물/옵션의 틱 값은 K200지수 옵션의 절반 가량이다.¹ 금액 기준(dollar amount) 헤지에 나선다면 미니 선물/옵션 두 결음(틱)에 K200 지수 옵션 한 결음(틱)이라고 보면 된다.

¹ 미니 선물의 틱 값은 K200 지수 선물의 1/10에도 못 미친다. 그러나, 이것을 옵션처럼 절반 수준으로 올린다면 틱 사이즈는 0.10p로 K200 지수 선물의 2배가 되어야 한다. 그러나, 가뜩이나 명목 거래대금이 작은 미니 선물의 호가 스프레드(bid-ask spread)가 K200 지수 선물의 2배가 되면 배보다 배꼽이 커진다. 때문에 미니 선물을 희생(?)하고 타깃을 만기가 완전히 일치하는 옵션 쪽으로 맞춘 것으로 추정된다.

틱 사이즈가 줄면? 거래량 증가, 슬리퍼지 감소. 단, 원 선물과 괴리차 발생할 수도

평소에는 크게 불편하지 않겠지만 급변할 때는 개인에게 불리할 수도

이제부터 3, 6, 9, 12월은 쿼드러플이 아니라 섹스터플 위칭 데이

K200 지수 선물/옵션은 옵션 가격 10p 이상에서 호가 단위가 일치하는 반면, 미니 선물/옵션은 10p 이하에서 일치한다. 표면적으로 OTM~ATM을 선물과 엎을 때 K200 지수 옵션에 비해 유리해진 셈이지만, 기본적으로 ITM의 활용도(거래량)가 낮은 편이므로 큰 의미는 없다.

일반적으로 틱 사이즈가 줄면 가격의 운동성이 활발해지는 장점이 있으며, 이는 유동성 증대로 연결된다. 또한, 매수-매도 호가 차이(bid-ask slippage)가 줄어들어 시스템 매매나 알고리즘 매매에 유리하며, K200지수와 틱 사이즈의 차이가 줄기 때문에 헤지의 효율성도 높아진다. 단, 시장이 급변할 경우에는 미니 선물이 K200지수 선물을 따라가지 못해 괴리가 발생할 수 있다.

셋째, 지정가 주문만 가능하다. 대신에 실시간 가격 제한이 없다.

K200 지수 선물/옵션과 다르게 미니 선물/옵션은 시장가 주문이 불가능하다. 기본적인 취지는 특정 주체의 대량 주문에 의한 가격 왜곡을 억제하기 위함이다. 그 대신에 미니 선물/옵션에는 K200 지수 선물/옵션에 있는 실시간 가격 제한(직전 체결가±X.Xp)이 적용되지 않는다.

가격 흐름이 완만하다면 지정가 주문만으로도 충분하다. K200 지수 선물/옵션 역시 시장가보다 지정가 비중이 훨씬 높다. 문제는 K200 지수 선물/옵션 가격이 순간적으로 급변할 경우다. 가뜩이나 틱 사이즈가 작은 데다, 시장가 주문마저 불가능하다면 미니 선물/옵션이 이를 쫓아가지 못할 수 있다. 순간적으로 양자간에 괴리차가 확대될 것이다.

물론, 이러한 괴리차는 알고리즘 트레이더에게 좋은 먹잇감(?)이므로 길게 유지되지는 않을 것이다. 그러나, ① 만기가 다를 경우에는 차익거래가 작동하지 않아 100% 회복되지 않을 수도 있으며, ② 기관이나 외인의 알고리즘과 다르게 개인 투기세력의 경우에는 ‘날아가는 가격’을 기계가 아닌 손(?)으로 잡아야 하므로 가격 급변동시에는 그만큼 체결에 불리해질 수 밖에 없다.

넷째, 상장 기간은 6개월로 고정되어 있으며 매달 만기가 도래한다.

또 하나의 결정적 차이다. K200 지수 옵션처럼 미니 선물도 매달 만기가 도래한다. 미니 선물은 6개월짜리 만기가 ‘6개 연속’으로 상장된다. 즉, 매달 만기가 도래하는 셈이다. 3, 6, 9, 12월물의 경우에는 K200 지수 선물과 만기가 겹치지만 1, 2, 4, 5, 7, 8, 10, 11월물은 겹치지 않는다. 미니 옵션 역시 미니 선물과 마찬가지로 6개월짜리가 6개 연속으로 상장된다.

결국, 이제부터 매달 만기가 도래하는 것은 K200 지수 옵션/미니 선물/미니 옵션/주식 옵션 등 4 가지다. 따라서, 이제 매달 2번째 목요일이 ‘쿼드러플 위칭 데이(quadruple witching day)’가 되며, 3, 6, 9, 12월 2번째 목요일은 K200 지수 선물/주식 선물까지 겹쳐 ‘섹스터플(sextuple) 위칭 데이’가 된다. 만기일 종가 충격의 셈법도 더욱 복잡해진 셈이다.

파생상품의 거래량은 최근월물에 집중된다. 따라서, 만기가 자주 도래할수록 롤-오버 부담도 커진다. 때문에 장기적인 헤지가 목적이라면 미니 선물/옵션은 적합하지 않다. 반면, 반대 매매 이외에 ‘만기 결제’라는 청산 방식을 활용할 수 있기 때문에 투기거래나 차익거래는 유리하다.²

² 최근월물에 거래가 집중되는 것은 투기나 차익거래가 헤지보다 많다는 증거다. 투기거래나 차익거래가 최근월물을 선호하는 이유 중 하나는 만기가 가까워 반대 매매 이외에 ‘만기 결제’라는 청산 방식을 활용할 수 있기 때문이다. 만일 외인 투기 세력의 대량 순 매수로 선물 가격이 올랐다면, 이후 대량 순 매도 과정에서 선물 가격은 하락한다. 그만큼 이들의 수익도 줄어드는 것이다. 그러나, 만기 결제로 청산한다면 대량 순 매도에 의한 가격 하락 즉, 막대한 시장 충격 비용을 피할 수 있다.

이는 차익거래도 마찬가지다. 지수 선물 차익거래의 시장 충격 비용은 0.4~0.5p에 달한다. 이는 대부분 현물バス켓을 시장 가로 매매할 때 발생한다. 그러나, 만기 결제한다면 K200지수 종가로 결제되므로 이러한 비용 부담은 없다. 게다가 차익거래는 소정의 무 위험 수익을 높은 회전수로 불려나가는 전략이다. 만기가 자주 도래할수록 회전수를 늘릴 수 있다. 다만, 이는 거래세가 없을 경우에 유효하며 거래세가 있다면 오히려 만기 청산 보다는 롤-오버가 유리하다.

향후 원 선물과 만기가 일치할 때 미니 선물의 거래량도 더욱 늘어날 것

한편, 미니 선물과 K200 지수 선물은 3, 6, 9, 12월을 제외하면 만기가 일치하지 않기 때문에 ‘차익 관계(arbitrage)’가 아니라 ‘스프레드 관계(spread)’가 형성된다. 따라서, ‘미니 선물-K200 지수 선물’보다 ‘미니 선물-미니 옵션’, ‘미니 선물-K200 지수 옵션’, 미니 옵션-K200 지수 옵션 및 ‘현물/ETF-미니 선물/미니 옵션/K200 지수 옵션’의 차익거래 혹은 대체가 활발할 것이다.

다섯째, 월물이 같을 경우 정산 가격과 기준 가격은 K200 지수 선물/옵션을 따른다.

예를 들어서 미니 선물 3월물의 종가가 245.22p, K200 지수 선물 3월물의 종가가 245.45p라고 한다면 장 종료 후 미니 선물의 정산에 사용되는 가격은 245.22p가 아니라 245.45p가 된다는 얘기다. 양자의 차이는 0.23p에 달한다. 미니 선물 매수 미결제를 오버나잇시킨다면 정산 과정에서 +0.23p의 추가 수익이 가능하며, 매도 미결제의 경우에는 그만큼 손실이 발생할 수 있다.

한편, 다음날 기준 가격은 일반적으로 전일 종가(정산 가격)다. 이때도 마찬가지로 245.22p가 아니라 245.45p를 사용한다. 다만, 문제는 호가 단위가 다르기 때문에 245.45p를 그대로 사용한다면 245.47, 245.49, 245.51p 등 더 이상 0.02p로 나누어지지 않는 가격대가 발생한다. 따라서, 245.45p를 전날 종가와 반대로 하향 조정해 245.44p를 기준 가격으로 사용한다.

월물이 같다면 미니 선물은 원 선물 가격으로 정산. 일종의 제도적 차익거래

이것은 월물이 같을 경우에만 해당된다. 예를 들어 미니 선물 2월물과 K200 지수 선물 3월물 사이에는 적용되지 않는다. 미니 옵션의 경우에도 마찬가지다. 월물이 같을 경우, K200 지수 옵션의 종가를 정산 가격 및 기준 가격으로 이용한다.

왜 이런 제도를 만들었을까? 사실 동일 월물의 경우, 장 중에 0.23p의 가격 차는 용납될 수 없다. 즉각 대량의 차익거래가 발생해 순식간에 양자의 가격 차를 수수료 범위 이내로 복귀시킬 것이다. 그러나, 마감 단일가 매매에서는 차익거래가 제대로 작동할 수 없기 때문에 양자의 가격 차이는 얼마든지 벌어질 수 있다.

이 때문에 특정 대형 주체가 대량 매매로 덩치가 적은 미니 선물의 종가를 조작할 가능성이 존재한다. 이를 방지하기 위해서 미니 선물의 정산 가격을 덩치가 큰 K200 지수 선물에다 엮어놓은 것이다. 일종의 제도적 차익거래가 작동하는 셈이다.

다만, 이 제도를 역으로 이용하는 기법도 발달할 전망이다. 예를 들어 특정 주체가 상기 사례에서 미니 선물의 종가가 K200 지수 선물의 종가보다 유의하게 낮을 것이라고 확신했다면 마감 단일가에서 미니 선물은 매수, K200 지수 선물은 매도한다.

결국, 양자의 정산가격은 일치할 것이므로 +0.23p의 수익을 무 위험으로 얻을 수 있다. 게다가 향후에는 양자의 미결제가 상쇄되므로 수익을 실현하기 위한 반대 매매도 불필요하다. 결국, 종가 부근에는 이러한 차이를 감지하기 위한 기계(알고리즘)들이 다수 매복하고 있을 것이다.

여섯째, 월물이 같을 경우, 미니 선물/옵션과 K200 지수 선물/옵션의 미결제가 상쇄된다.

당장은 안 된다. 그러나, 하반기에 관련 전산 시스템이 완료되면 시행될 제도다. 예를 들어서 미니 선물 매수 미결제 13계약을 보유한 상태에서 K200 지수 선물 매도 2계약을 주문하면서 ‘상쇄’를 요청하면 K200 지수 선물 매도 미결제 2계약이 추가되는 것이 아니라, 미니 선물 매수 미결제가 10계약 줄어든다. 즉, 미니 선물에 대한 ‘전매’ 주문이 되는 셈이다.

장 중에 수수료를 상회하는 미니 선물과 원선물의 괴리차는 허용되지 않을 것

이것은 동일한 월물에 한해서 가능하며, 주문 시 상쇄를 요청해야 한다. 만일 상쇄를 요청하지 않는다면 상기 주문에서는 실제로 K200 지수 선물 매도 미결제가 2계약 추가되면서 일종의 박스(box) 포지션이 된다. 물론, 미결제가 상쇄되지 않더라도 증거금은 미니 선물과 K200 지수 선물의 기초자산이 동일하므로 상쇄된다.

단, 완전 상쇄 보다는 ‘일방 해소 증거금’이 부과된다. 최근 월물-차근월물 페어(pair)인 스프레드 매매와 달리 이 포지션은 시차를 두고 매수나 매도 한 쪽을 청산할 것이기 때문이다. 이는 미니 선물과 K200 지수 선물의 월물이 다른 경우와 같다. 박스 포지션은 일종의 ‘양전 제도’다. 투기 거래에서 활용도가 높을 것이며 양 시장 유동성을 동시에 제고할 수 있다. 자세한 내용은 후술한다.

월물이 같다면 박스도 되고 청산도 된다. 소액 투기에 새로운 전략적 도구 제공

그 밖에 차이점은 K200 지수 선물/옵션과 다르게 야간 시장에서 매매되지 않는다는 점이다.

그러나, 향후 제도적으로
열어줄 가능성도 있을 듯

포지션을 오버나잇하지 않는 데이-트레이더에게는 무관하겠지만, 스윙-트레이더에게 야간 시장을 활용할 수 없다는 점은 약점이다. 물론, 향후 미결제가 상쇄된다면 야간 시장에서 K200 지수 선물/옵션을 이용해 청산할 수 있다. 그러나, 아직 관련 규정은 밝혀진 바 없으며 설령 허용하더라도 월물이 같을 때만 가능하므로 사용은 제한적이다. 야간 시장에서 K200 지수 선물/옵션에 반대 포지션을 설정해 헤지를 걸어놓는 것이 유일한 방법이다.

표 1. 미니 선물/옵션과 K200 지수 선물/옵션의 비교

구분	미니 선물	미니 옵션	K200 선물	K200 옵션
기초자산	K200지수	K200지수	K200지수	K200지수
승수	10만원	10만원	50만원	50만원
틱	0.02p /0.10p(10p 이상)	0.05p /0.05p(10p 이상)	0.01 /0.05p(10p 이상)	
틱 값	2,000원 /10,000원	2,000원 /10,000원	25,000원	5,000원 /25,000원
호가 종류	지정가 (실시간 가격 제한 X)	지정가 (실시간 가격 제한 X)	지정가, 시장가 조건부 지정가 최유리 지정가 (실시간 가격 제한 O)	지정가, 시장가 조건부 지정가 최유리 지정가 (실시간 가격 제한 O)
결제월 수 (거래기간)	연속 6개 월물 (6개월 만기)	연속 6개 월물 (6개월 만기)	분기월 2개 (3, 9월, 1년 만기), 반기월 2개 (6월, 2년 만기) 연월물 3개 (12월, 3년 만기)	연속 비 분기월 4개 (6개월 만기) 분기월 2개 (3, 9월, 1년 만기) 반기월 2개 (6월, 2년 만기) 연월물 3개 (12월, 3년 만기)
행사가격	-	최근월 6개 (2.5p 간격 25개)	-	최근월 6개 (2.5p 간격 25개) 7, 8 근월물 (5.0p 단위 13개) 나머지 3개 원월물 (10.0p 단위 7개)
정산가격	최종 약정가격 (동일 월물은 원 선물)	원 선물 동일 월물 최종 약정가격	최종 약정 가격	최종 약정 가격
기준가격	전일 정산 가격 (동일 월물은 원선물) (호가 단위 조정)	원 선물 동일 월물 정신가격 (호가 단위 조정)	전일 정산 가격	전일 정산 가격
호가 수량 한도	5,000계약	5,000계약	1,000계약	1,000계약
미결제 한도	10,000계약 (원 선물 합산)	10,000계약 (원 옵션 합산) (순 델타 기준)	10,000계약	10,000계약 (순 델타 기준)

자료: KRX, KDB대우증권 리서치센터

미니 선물/옵션의 성공 가능성

**미니 선물/옵션이 실패(?)한
국가는 없다. 다만, 정착
방법이 달랐을 뿐**

결론부터 얘기하면 미니 선물/옵션의 성공 가능성은 충분하다. 투기나 차익, 해지에서 모두 기준의 K200 지수 선물/옵션에 비해 자기만의 장점을 있기 때문이다. 오래 전부터 미니 선물/옵션을 상장했던 선진국의 사례를 보더라도 마찬가지다.

다만, 3가지 조건이 충족되지 않는다면 국내 정착에 상당한 시일이 걸릴 수 있다. 조건은 ① 미니 선물/옵션에 대한 기본 예탁금 인하, ② LP 혹은 마켓 메이커에 대한 현물 거래세 면제 및 ③ 지수 변동성 확대다. 여기서 ①과 ②는 통제 가능한 내생 변수, ③은 외생 변수다. 논리는 이렇다.

(1) 미니 선물/옵션에 대한 기본 예탁금 인하 없이는 신규 수요 창출 어려울 것

**유동성만 있으면 거래대금이
작아서 ETF 차익거래나
소액 해지에 유용**

파생상품의 성공 기준은 높은 유동성과 안정된 가격이다. 특히, 유동성이 전제되지 않는다면 가격이 안정돼도 소용 없다. 미니 선물/옵션은 현물, ETF 또는 K200 지수 선물/옵션과 결합할 경우, 차익거래 전략의 저변이 넓어진다. 또한, 명목 거래대금이 작아 소액 해지에도 좋은 수단이다.

그러나, 이러한 차익거래나 해지거래를 위해서는 먼저 유동성이 보장되어야 하며, 이를 위해서는 시장 초기 단계에서 충분한 투기 수요가 확보되어야 한다. 그렇다면 과연 미니 선물/옵션에 대한 투기 수요는 충분할까? 일단 개인의 상당 부분을 차지하는 소액 투기 세력에게 미니 선물/옵션은 충분히 매력적이다.

K200 지수 선물은 현재 기본 예탁금 3천만원으로 최대 3계약이 가능하다. 따라서, 소액 투기 세력에게 포지션 진입/청산은 3단계로 제한된다. ‘미니멈 베팅’이 ‘테이블 머니’의 1/3인 셈이다. 이것은 소액 투기 세력에게 부담스러운 수준이다. 몇 차례 실패한다면 금새 마진콜이다. 때문에 고작 1~2계약을 넣었다 빼다 하거나 확신이 없다면 애당초 진입을 기피할 것이다.

그러나, 미니 선물이라면 미니멈 베팅은 기본 예탁금의 1/15로 대폭 줄어든다. 그만큼 세밀하게 위험 노출도(risk exposure)를 조정할 수 있기 때문에 다소 불확실성이 높더라도 일단 1계약으로 게임에 참가할 가능성이 높아진다. 만일 K200 지수 선물/옵션에서 미니 선물/옵션으로 유동성이 단순 이동하더라도 거래량은 ‘5배+ α ’만큼 많아질 것이다.

한편, 미니 선물의 만기가 매달 도래하는 것은 외국인과 같은 대형 투기 세력 및 차익거래자에게 유리하다. 앞서 언급했듯이 만기 전 반대 매매 없이 만기 결제를 통해 시장 충격 없이 대량 포지션을 청산할 수 있기 때문이다. 거래세가 없는 ETF 차익거래도 회전율을 높여 수익성을 높일 수 있다. 다만, 뚜렷한 만기 전략이 없는 소액 투기 세력에게 매달 만기는 거추장스러울 수 있다.

제도적인 측면에서 한가지 아쉬운 것은 미니 선물의 틱 사이즈가 너무 작다는 점이다. 틱 사이즈가 작아질수록 매도-매수 호가 차이는 줄어든다. 이 경우 유리한 것은 차익거래, 해지거래 및 시스템(알고리즘, 고빈도) 매매 등이다. 차익/해지거래는 세밀한 해지 비율 조정이 가능해지며, ‘틱 따먹기(?)’를 무한 반복하는 시스템 매매도 호가 차이 확대에 따른 손실 가능성이 줄어든다.

그러나, 틱 사이즈가 줄어들면 그만큼 투기성도 약화된다. 1틱의 수익으로는 각종 수수료 등 거래비용을 보상할 수 없다. 가뜩이나 승수가 1/5로 줄었기 때문에 틱 값은 더욱 줄어든다. 때문에 오히려 미니 선물의 틱 사이즈는 K200 지수 선물보다 높여야만 저 회전성 투기 세력에게 유리하다. S&P500 지수 선물(0.1p)보다 미니 선물(0.25p)의 틱 사이즈가 높은 것도 이 때문이다.

거래소 입장에서는 ‘저(低) 회전성 소액 투기 세력’ 보다는 ‘고(高) 회전성 대형 투기 세력’이나 ‘차익 및 해지세력’을 적극적으로 유도하기 위해서 틱 사이즈를 줄인 것으로 추측된다. 물론, 알고리즘 매매가 거래량에서 차지하는 비중을 감안하면 이는 불가피한 선택일 수 있다.

그러나, 더욱 결정적인 문제는 미니 선물/옵션이 ‘신규’ 투기 수요를 창출할 수 없다는 점이다. 이들은 평소 선물/옵션에 관심은 있지만 기존 지수 선물/옵션의 규모가 부담스러워 시장에 진입하지 못했던 세력이다. 물론, K200 지수 선물/옵션 투기 세력이 미니 선물/옵션으로 진입할 수 있지만, 이는 단순 이동에 불과하므로 전체 시장 유동성은 그대로이며 성공했다고 판단할 수도 없다.

**기본 예탁금 3천만원으로
15계약 가능. 그만큼 위험
노출도 세부 조정 가능해져**

**외인 같은 대형 투기 세력은
짧은 만기가 매력적. 단, 틱
사이즈가 작아 아쉬울 듯**

시장간 이동이 아니라 신규
수요 창출하려면 미니
상품에 대해 예탁금 낮춰야

때문에 소액 투기 세력의 진입을 유도하기 위해서 관련 기본 예탁금 역시 1/5로 낮춰야 한다. 이를 위해서 예전의 옵션 매수 전용 계좌처럼 미니 선물/옵션 전용 계좌를 만드는 것도 하나의 방법이다. 또한, 어차피 이들은 예탁금이 부족하기 때문에 전용 계좌로 진입 장벽을 만들지 않더라도 K200 지수 선물/옵션을 매매하기는 어려울 것이다.³

(2) LP 혹은 마켓 메이커에 대한 현물 거래세 면제

일반적으로 파생상품이 시장 초기에 빠르게 정착하기 위해서는 시장 조성자(market maker)나 최소한 유동성 공급자(liquidity provider)가 필요하다. 투기 세력에게 카운터 파트가 있어야 한다는 얘기다. 그리고 유동성 공급자를 적극적으로 달리게(?) 하려면 적당한 채찍과 당근이 필요하다. 여기서 채찍은 ‘규정과 감독’이며, 당근은 LP 과정의 부산물인 ‘차익거래 수익’이다.

LP는 유동성 공급 과정에서 떠안게 되는 재고(포지션)에 대해 시장 위험을 회피하기 위해서 적극적으로 혜택한다. 물론, 미니 선물/옵션의 혜택은 현재 유동성이 확보된 K200 지수 선물/옵션으로 어느 정도 가능하다. 그러나, 문제는 이러한 혜택으로 충분한 수익을 얻을 수 없다는 점이다. 물론, 거래소가 각종 수수료를 보상해 줄 수도 있지만 역시 한계가 있다.

초기 시장에 LP가 필요 없는
파생상품은 없으며 공짜
LP는 성공할 수 없어

때문에 LP에게 가장 매력적인 보상은 미니 선물/옵션 LP 과정에서 현물 매도 시 발생하는 거래세를 한시적으로나마 면제해 주는 것이다. 물론, K200ETF를 이용해 혜택하는 방법도 있지만, K200ETF는 현물시장에 비해 덩치가 작아서 K200 지수 선물에 끌려 다니므로 차익거래 기회나 수익이 적다. 결국, 충분한 수익을 위해서는 현물 바스켓을 동원해야 한다.

물론 이것은 LP에게 차익거래 독점권을 부여하는 것으로 해석될 수도 있다. 그러나, LP는 공짜 서비스가 아니다. 또한, 이미 주식 선물/옵션에서 LP의 한시적 거래세 면제 사례가 있는 데다, 기술적으로 미니 선물/옵션 재고 혜택용에 대해서만 현물 거래세를 면제한다면 만기가 다른 K200 지수 선물 차익거래는 독점권의 문제를 회피할 수도 있다.

미니 선물/옵션보다 성공
조건이 양호한 개별 주식
선물에도 LP 효과는 뚜렷해

현재까지 알려진 바로 미니 선물/옵션에 대한 ‘의무/지정 LP’는 없다. 거래소는 이미 K200 지수 선물/옵션 거래가 활발하므로 미니 선물/옵션에 대해서는 특별히 LP가 필요하지 않으며, 증권사가 자발적으로 LP에 나설 가능성이 높다고 판단한 듯 하다. 규모가 작고 만기가 빠른 미니 선물/옵션은 현재 증권사의 주요 영역인 ELW 및 ETF LP에 안성맞춤인 혜택 수단이기 때문이다.

그러나, 소액 투기 세력이나 대형 외인 투기 세력은 물론이고 증권 역시 미니 선물/옵션 시장의 초기에는 손 놓고 관망할 가능성이 높다. 물론, 사용할 수 있으면 좋겠지만 없어도 썩 불편하지 않으며 굳이 자신을 희생하면서 이 시장을 살릴 의지가 없기 때문이다. 이들은 더 이상 1996년에 K200 지수 선물이 첫 상장될 때의 그들이 아니다.

LP의 거래세 면제 효과는 명확하다. 가까운 사례는 올해 들어 시행된 개별 주식 선물/옵션 LP의 거래세 면제다. 물론, 지난 해 9월부터 상장 종목 수가 60개로 확대되면서 거래량이 늘었지만 그래도 직전 고점 수준이었다. 그러나, 올해 들어 LP의 거래세를 면제하자 개별 종목의 일 평균 거래량은 655,968계약으로 전년 대비 67.8%, 미결제 역시 1,443,239계약으로 51.9% 늘었다.

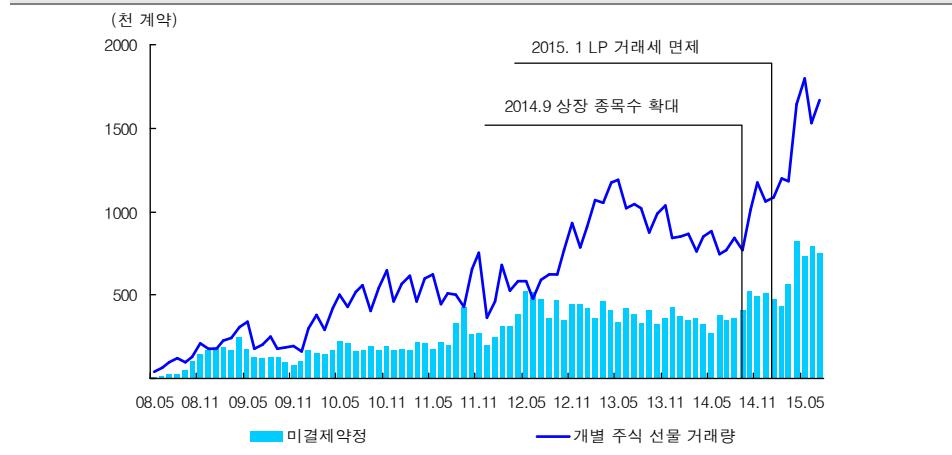
³ 물론, 소액 투기 세력의 진입을 유도하는 것은 당국이나 거래소에게 부담스러운 정책이다. 여태껏 대부분의 규제가 이들의 진입을 억제하는 것이었기 때문이다. 그러나, 기본 예탁금 인상을 통한 진입 규제는 한계가 뚜렷하고 부작용까지 동반한다. 부채를 통해 기본 예탁금을 마련할 수 있기 때문에 근본적으로 진입을 막을 수 없으며 레버리지가 급증해 더욱 위험해진다. 또한, 여기서 퇴출 당한 소액 투기 세력은 음성적 불법 선물시장으로 진입할 수도 있는데, 이러한 시장은 K200 지수 선물/옵션시장에 비해 더욱 위험한 편이다. 극단적 가정으로 설명 소액 투기 세력은 반드시 망한다(?)고 전제하더라도 부채 없이 망하는 것이 나오며, 음성적인 불법 시장 보다는 제도권 내부에서 망하는 것이 조금이라도 피해를 줄일 수 있는 방법이다.

LP가 없다면 개인과 외인은 결국 눈치만 볼 것. 누군가 나서야 한다

몇몇 대형 종목을 제외한 대부분의 개별 주식/옵션은 미니 선물/옵션보다 단위 거래 규모가 적은 반면에 변동성이 훨씬 높다. 파생상품으로서 훨씬 나은 성공 조건을 가진 셈이다. 그럼에도 불구하고 종목 수가 대폭 늘어나기 전까지는 거래량의 증가세가 빠르지 않았다. LP의 활동이 부진했던 탓이다. 아무리 좋은 조건을 가진 파생상품이라도 ‘인큐베이터’가 필요하다는 반증이다.

설령 LP가 없더라도 미니 선물/옵션은 성장할 수 있다. 그러나, 이미 개별 주식 선물/옵션에서 확인된 것처럼 그 속도는 매우 느릴 것이다. 빠른 정착을 위해서는 반드시 LP가 필요하며 이들의 적극적인 활동을 위해서는 한시적인 거래세 면제가 필요하다[그림 1].

그림 1. LP의 효과: LP 거래세 면제하자 개별 주식 거래량의 폭증



주: 월별 일 평균 거래량과 미결제. 개별 주식 선물시장 전체 합계 기준

자료: KRX, 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

(3) 지수 변동성 확대

파생상품의 거래량
= f(변동성)

일반적으로 파생상품의 거래량은 변동성의 함수다. 변동성이 늘어날수록 거래량도 늘어나고 그 반대도 성립한다. 물론, 현물시장의 거래량 역시 변동성에 영향을 받지만 그 정도는 파생상품시장에 비해 덜하다. 때문에 파생상품의 흥망성쇠는 변동성 수준에 달려있다고 봐도 된다.

과거 경험상 LP가 없더라도 파생상품이 조기에 정착하는 경우가 간혹 있었는데 대부분 배경은 기초자산의 변동성이 급팽창했기 때문이다. K200 지수 선물/옵션 역시 각각 96년, 97년 상장 이후 한동안 거래가 부진했으나 IMF가 터지면서 지수 변동성이 급팽창했던 탓에 파생상품 선진국에 비해 훨씬 빨리 정착에 성공했다.

2011년 이후 만성적 저
변동성이 K200 선물/옵션
거래량 감소의 1차 원인

그러나, K200 지수 선물의 월별 일 평균 거래량은 2011년 8월 최대 454,016계약 이후부터 내내 감소했으며 올해 2월에는 최저 103,446계약으로 2006년 11월의 점점 138,735계약을 하회하기도 했다. 각종 규제가 점철된 탓도 있지만 근본적으로는 2011년 9월에 최고 40.8%를 기록했던 일 평균 내재 변동성이 꾸준히 축소되어 올해 3월에는 10.6%까지 낮아진 까닭이다.

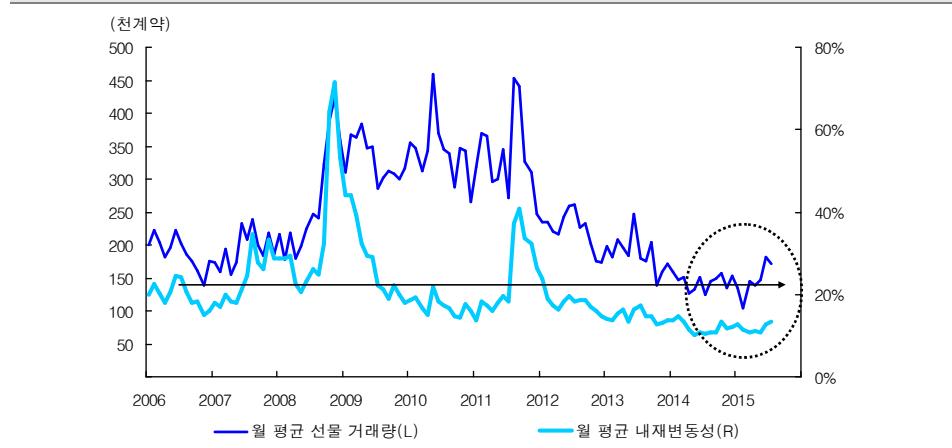
소액 투기 세력은 고 변동성
찾아 국내 증시 이탈. 미니
선물 상장으로 해결 안 돼

이처럼 지수 변동성이 계속 저조하다면 K200 지수 선물/옵션의 유동성 저하는 물론, 신규 상장한 미니 선물/옵션의 성장 역시 지연될 수 밖에 없다. 시장 일각에서는 이번 미니 선물/옵션의 상장으로 전기(轉機)를 마련할 것이란 기대가 있지만 제 아무리 성능이 좋은 스포츠카도 연료가 없으면 장식품에 불과하듯이 미니 선물/옵션 역시 높은 변동성이 없다면 뾰족한 수가 없다.

오히려 미니 선물/옵션의 주요 대상인 소액 투기 세력은 고 변동성을 찾아서 해외로 이탈할 가능성이 높다. 금융투자협회에 따르면, 해외 증시에 상장된 주가 지수 선물에 대한 국내 투자자들의 거래량은 점차 빠르게 늘어나고 있다. CME의 S&P500 미니 선물의 경우, 2010년의 총 거래량은 276,000계약이었으나 2013년에는 최대 1,494,000계약으로 급증했다.

그러나, 이것은 단순히 미니 선물을 찾아간 것이 아니라 높은 변동성을 찾아 떠나고 있는 것이다. 미니 선물뿐만 아니라 홍콩이나 일본 등에서 원 선물에 대한 국내 투자자의 거래량 역시 늘어나고 있는 것이 그 증거다. 물론, 일부는 ELS 헤지를 위한 증권의 수요지만 소액 개인 투기 세력의 비중 역시 적지 않을 것으로 추정된다.

그림 2. K200 지수 선물 거래량 감소의 내부 원인은 규제, 외부 원인은 변동성 축소



주: 내재변동성은 모든 행사가격의 내재 변동성을 거래량으로 가중 평균한 것

자료: KRX, 증권전산, KDB대우증권 리서치센터

변동성은 외생 변수. 일단 예탁금 인하, LP 면세 한시적 적용하고 기다릴 수 밖에

문제는 앞서 언급한 미니 선물/옵션에 대한 기본 예탁금 인하나 미니 선물/옵션 LP에 대한 현물 거래세 면제 등은 정책 당국의 의지에 따라 시행 가능한 반면, 지수 변동성의 확대는 단순히 의지만 가지고 해결할 수 없다는 점이다. 국내 주가 지수의 변동성이 저하된 근본 원인은 기본적으로 국내 경제가 그만큼 침체되어 있으며, 대내외적으로 주식 투자 수요가 줄었기 때문이다.

결국, 설령 나머지 2가지 조건이 해결되더라도 저 변동성 고착에 따라 미니 선물/옵션의 정착에는 시일이 걸릴 가능성이 있다. 때문에 정책 당국 입장에서 가장 좋은 방안은 일단 2가지 조건을 충족하고 최대한 미니 선물/옵션의 정착을 이끌었다가 향후 변동성이 일정 수준 이상으로 오르고 유동성도 충분히 확보된 후 다시 점진적으로 규제를 가해 시장을 안정시키는 것이다.

물론, 정책의 일관성도 중요하지만 시황에 따른 유연한 대응도 중요하다. 거래소가 행하고 있는 지수 변동성에 따른 증거금률 조정이 좋은 사례다. 비록 정책 당국이 허용하고 거래소가 상장한 상품이지만, 이것의 성장이나 정착에 대한 열쇠는 정책 당국이 쥐고 있는 셈이다. 허용했을 때 가졌던 취지를 실현시키기 위해 정책 당국의 후속적인 조치를 기대해 본다.

※ 미니 선물/옵션이 시장에 미치는 영향 및 미니 선물/옵션 활용 방안은 (2)편에서 다룰 예정

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.