

[파생상품]

심상범

02-3774-1876

sangbum.sim@miraeasset.com

선물옵션 분석

이슈 분석: 장내 파생상품 경쟁력 제고 방안에 대한 리뷰



SUMMARY

- Check 1. 이슈 분석: 장내 파생상품 경쟁력 제고 방안에 대한 요약과 평가
- Check 2. 선물옵션 통계

요약

11월 23일에 금융위원회는 ‘파생상품시장 경쟁력 제고 및 파생결합증권시장 건전화 방안’을 발표했다. 본 자료는 그 중에서 ‘장내 파생상품시장 경쟁력 제고 방안’을 리뷰했다. 이 밖에도 주목할 만한 것은 ‘손실 제한형 ETN’의 출시, ‘펀드 파생상품 위험 평가 방식의 변경(델타 기준)’ 등이다.

주목할 것은 1) ETF 파생상품 상장, 2) K200지수 선물/옵션 거래 승수 인하, 3) 개별 주식 옵션 상장 종목 수 확대 및 거래 승수 탄력적 적용, 4) 개인 투자자 진입 규제 정비 등 4가지다. 결론적으로 거래 승수 인하, 주식 옵션 투가 상장 및 개인 진입 규제 정비 등은 긍정적 효과가 예상되지만 역시 기대에는 못 미친다.

ETF 파생상품은 미국에서 시장성이 확인되었지만 국내 정착은 의문이다. 유동성 위주로 기초자산을 고르면 K200계열이 유력한데 ‘팀 킬’되거나 무시될 가능성이 있다. 차별화를 위해 승수를 낮추겠지만 그렇다고 개인이 이동할 가능성은 낮다. 다양성을 위해 다른 기초자산을 고른다면 헤지가 어려워 LP가 기피할 것이다.

거래 승수를 인하하면 거래량은 ‘ $2+\alpha$ 배’까지 늘어난다. 여기서 $+\alpha$ 는 증거금 효율성이 높아진 부분이다. 승수를 절반으로 인하하면 효율성은 최대 98%까지 오른다. 이것은 개인과 같은 소액 투기 세력에게 유리한 점이다. 물론, 계약당 틱 값도 절반으로 줄지만 주문 수량을 2배로 늘이면 되므로 문제는 없다.

주식 옵션 추가 상장과 승수 탄력 적용은 긍정적이거나 이 때문에 거래가 급증할 가능성은 낮다. 주식 선물은 되는데 주식 옵션은 안 되는 이유는 낮은 현물 대체성, 상이한 수요층, LP의 어려움 등 3가지다. 옵션 전문가의 종목 이동이 계속되어야 하며, 종목 전문가에게 옵션을 가르쳐야 한다. 증권사가 오랜 기간 희생해야 한다.

기대했던 기본 예탁금 폐지나 옵션 매수 전용 계좌의 부활은 없었다. 대신에 기본 예탁금이 없는 헤지 전용 계좌가 도입되었고 옵션 매수에 한해 기본 예탁금이 인하되고 1년간의 거래 경험이 면제되었다. 후자는 그나마 긍정적 효과가 기대되지만 전자는 세부 시행 규정이 궁금하며 실 수요의 존재 여부가 의문이다.

Check 1. 이슈 분석: 장내 파생상품 경쟁력 제고 방안에 대한 요약과 평가

금융위는 11월말에 헤지 전용 계좌 등 6가지의 장내 파생상품 경쟁력 제고 방안을 발표

지난 11월 23일에 금융위원회와 유관 기관들은 ‘파생상품시장 경쟁력 제고 및 파생결합증권시장 건전화 방안’을 발표했다. 이것은 장내, 장외 파생상품 및 파생결합증권(ELS, DLS) 등으로 구성되어 있는데, 그 중에서 ‘장내 파생상품시장 경쟁력 제고 방안’을 요약하면 다음의 [표 1]과 같다.

손실 제한형 ETN 출시, 펀드 파생상품 위험 평가는 델타 기준으로 변경

이 밖에도 주목할 만한 것은 ETN이나 파생상품 투자 펀드의 활성화 대책이다. ETN의 경우, 현재 상장된 것은 대부분 단순 지수 추종형이지만 거래소 규정을 바꾸어 ‘손실 제한형 ETN’¹이 출시될 계획이다. 한편, 펀드의 파생상품 위험 평가 방식을 금액 기준이 아니라 델타(delta) 기준으로 변경할 예정이다.

표 1. 장내 파생상품시장 경쟁력 제고 요약

구분	내용		시행 일자
공급 측면			
상장 절차 간소화	현행	- 파생상품의 기초자산(주로 지수형)은 모두 금융위 사전 승인 필요 (단, 개별 주식은 거래소가 결정)	'16.4Q~
	개선	- 금융위는 기초자산의 범위(ex. 국제적으로 공인된 에너지 기구에서 산출한 가격)만 명시하고 세부 기초자산은 거래소가 결정(ex. WTI, Brent 등등)	
다양한 파생상품 상장	현행	- 31개 파생상품 상장. 그 중에 17개는 추가 지수에 편중	
	개선	- ETF를 기초자산으로 하는 파생상품 상장 - 국제선물, 미니달러선물 등 금리, 통화 파생상품 다양성 도모 - 해외 주요 파생상품 국내 상장 추진(ex. 홍콩, 인도 추가지수, 원유) - 섹터 지수 선물 추가 상장(생활소비재, 철강/소재, 산업재)	
지수 선물/옵션 거래 승수 조정	현행	- K200 지수 선물 50만원, 미니선물 10만원	
	개선	- K200 지수 선물 25만원, 미니선물 5만원	
주식 옵션 활성화 ELW 수요 흡수	현행	- 상장 종목 수 20개(ELW는 64개)(‘15년말 기준) - 추가 수준과 무관하게 동일한 승수 10 적용	
	개선	- 상장 종목 수를 ELW 수준으로 단계적 확대 - 거래승수를 추가에 따라 탄력적으로 적용 - 협의 거래 최소 수량을 최소 1계약으로 인하	
수요 측면			
투자자 진입 규제 정비	현행	- 선물 거래(변동성 지수 선물 제외)를 위해서는 3천만원의 기본 예탁금과 30시간의 의무 교육, 50시간의 모의 거래 이수 - 옵션 거래를 위해서는 선물 거래 진입 후 1년 이상 경과, 5천만원의 기본 예탁금	헤지 전용 계좌 '17.2Q
	개선	- 헤지 전용 계좌 도입 - 기본 예탁금 없음. 거래 한도는 보유 현물 자산(개별 주식, ETF 등) 범위 내. 의무 교육 30시간, 모의 거래 50시간 이수 - 옵션 매수에 대해서는 기본 예탁금 3천만원으로 인하 - 선물 거래 의무 교육을 20시간으로 축소. 모의거래는 50시간 유지 - 옵션 거래를 위한 의무 교육 10시간 신설. 1년간의 선물 거래 경험 조건은 유지	개인 진입 요건 개선 '17.1Q
외국인 통합 계좌 도입	현행	- 국내 증권사에 내방해 파생상품 계좌 개설	'17.2Q
	개선	- 옴니버스(통합) 계좌 도입(해외 증권사가 자국에 거주하는 다수 투자자들의 거래 주문을 위해 국내 증권사에 개설한 하나의 계좌) - 주식 옴니버스 계좌는 '16년 5월말부터 모의 거래 시행 중이며 2017년부터 본 시행	

자료: 금융위원회, ‘(보도 참고)파생상품시장 경쟁력 제고 방안’, 2016. 11. 23

¹ ETN은 만기가 존재하는 ETF. 만기 시점 이전에는 정해진 지수의 등락에 연동되어 가격이 움직이지만 만기 시점에서는 지수가 크게 하락하더라도 미리 정해진 최저 상환 금액을 지급하는 상품. 이는 일종의 PI(portfolio insurance) 펀드로 볼 수 있음.

다소나마 유효한 것은 거래 승수 인하, 주식 옵션 상장 종목 수 확대, 옵션 매수 예약금 인하

이 중에서 기존의 주가지수 선물/옵션 투자자에 조금이라도 해당 사항이 있는 것은 ① ETF 파생상품 상장, ② K200지수 선물/옵션 거래 승수 인하, ③ 개별 주식 옵션 상장 종목 수 확대 및 거래 승수 탄력적 적용, ④ 개인 투자자 진입 규제 정비 등 4가지다.

① ETF 파생상품 상장: ETF 유동성 일부 종목 편중돼 상장 제약 심하고 신규 수요 창출 어려워

먼저 ETF 파생상품은 ETF를 기초자산으로 하는 선물 또는 옵션이다. 선물은 미국에서 이미 다수 상장돼 어느 정도 시장성이 확인된 바 있다(284종목 상장). 그러나, 이것을 그대로 국내에 도입하는 것은 쉽지 않다.

주로 유동성이 풍부한 ETF가 기초자산의 대상인데 국내에서 이 조건을 ‘완전히’ 충족하는 것은 K200지수 계열 ETF(KODEX, TIGER)뿐이다. 상장 파생상품 중에서 주가지수 계열의 수가 절반 이상인 상태에서(31개 중 17개) 또다시 비슷한 상품이 추가되는 셈이다. 게다가 한 종목이 아니라 여러 종목이 상장될 수도 있다.

이것은 동시에 발표된 금융위의 파생상품 다변화(多邊化) 정책에 배치된다. 따라서, 이것을 상장하려면 동시에 같은 수의 비(非) 주가지수 파생상품을 상장해 균형을 맞춰야 한다. 이에 대한 부담은 LP에게 귀속된다. 채권이나 통화 관련 ETF의 LP를 끌어들여야 할 가능성이 있다는 얘기다.

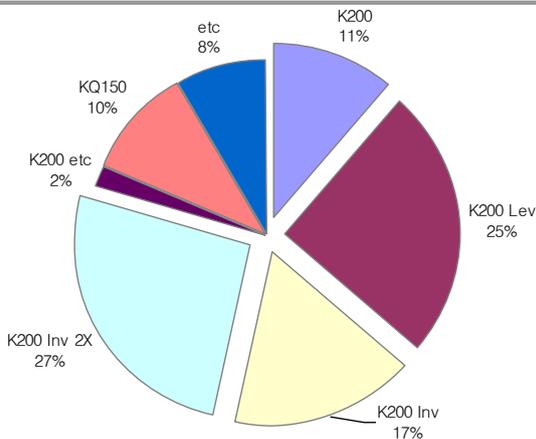
한편, 만일 이것이 충분히 발달한다면 기초자산인 ETF 시장에 도움을 줄 것이며 현물 바스켓까지 ‘낙수(落水) 효과’가 미칠 수도 있다. 그러나, 이 과정에서도 선물 수요가 신규로 창출될 가능성은 낮다.

만일 KODEX200과 TIGER200을 대상으로 선물을 상장한다면 지수 선물이나 미니 선물과 수요가 겹친다. 때문에 상장 초기의 1차 타깃은 개인과 증권이 된다. 기존에 상장된 선물과 차별화를 위해서 ETF 선물의 명목 거래대금은 상대적으로 작을 것이며 이는 개인에게 유리하다. ETF LP인 증권도 마찬가지다. 기초자산이 ETF여서 지수 선물보다 효과적으로 ETF 재고를 헤지할 수 있다.

ETF 파생상품 대상은 유동성 기준 KODEX200, TIGER200뿐. 주가지수 선물 편중 현상 심화

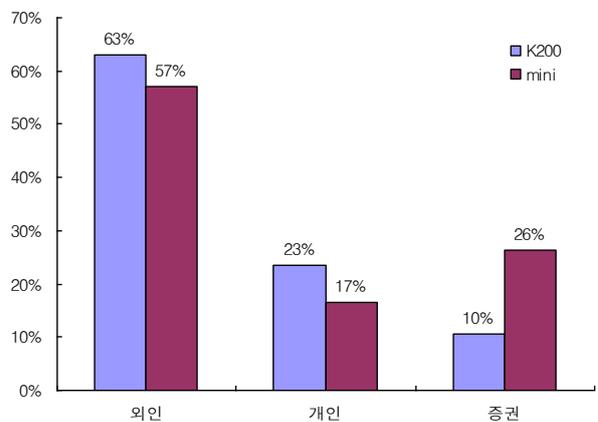
K200ETF 선물은 지수 선물, 미니 선물과 겹쳐 신규 수요 창출 곤란. 개인 유인 어려워

그림 1. K200계열 ETF의 거래 비중은 81.5%



주: 직전 20일간 일별 거래량 합계 기준
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 승수가 작은 미니 선물시장에서 개인 비중은 가장 적어



주: 직전 1년간, 주체별 일별 매매 비중의 평균
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그러나, 실제로 개인과 증권이 이동할 가능성은 낮고, 실령 이동하더라도 그 규모는 적을 것이며, 유동성이 분산되거나, 호가가 편중되는 문제가 발생할 수 있다.

과연 개인은 기초자산이 같은 선물일 경우 명목 거래대금이 작은 쪽으로 이동할까? 이 가설은 이미 미니 선물시장에서 기각된 바 있다. 미니 선물시장에서 개인의 비중은 일 평균 16.9%로 K200지수 선물시장의 24%에 비해 낮다. 여전히 개인의 주력은 미니 선물이 아니라 본 시장에 남은 셈이다.

지수 선물 보다는 상대적으로 미니 선물에서 ETF 선물로 이동하는 개인 수요 있을 것

따라서, 만일 개인 중에서 명목 거래대금이 낮은 쪽으로 이동하는 수요가 실존한다면 본 시장이 아니라 미니 선물시장으로부터 ETF 선물시장으로 이동할 가능성이 높다. 이것은 현재 한시적으로 거래세가 면제된 미니 선물 LP 입장에서는 썩 바람직하지 않은 현상이다.

한편, 실령 개인이 이동하더라도 외인은 이동하지 않을 것이다. 과거에는 개인의 비중이 워낙 높았기 때문에 개인이 이동하면 외인 역시 따를 수 밖에 없었다. 그러나, 현재는 외인의 비중이 절반을 충분히 상회하므로 개인이 없어도 어느 정도 체결이 가능해졌다. 오히려 개인과 증권이 외인의 유동성에 의존할 정도다.

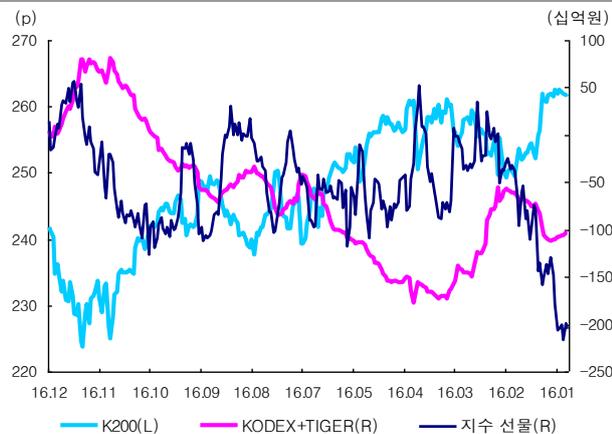
K200지수 선물이나 미니 선물은 사실상 단일 종목이다. 그러나, ETF 선물은 최소한 KODEX와 TIGER 2가지 이상에 대해 상장될 가능성이 높다. 따라서, K200지수 선물이나 미니 선물의 유동성이 이동하더라도 양쪽으로 분산될 수 밖에 없다. 가득이나 적은 량에다가 이것마저 분산된다면 거래는 더욱 어려워진다.

ETF 쪽에서는 개인과 증권의 매매 방향 반대지만, ETF 선물 쪽에서는 매매 방향 겹쳐

만일 외인이 이동하지 않는다면 개인과 증권이 상호 체결되어야 한다. 일반적으로 지수가 하락하면 개인은 ETF나 선물을 (저가)매수하는 나쁜 버릇(?)을 가지고 있다. 이 과정에서 증권은 보유 ETF를 매도하여 유동성을 공급한다. 당연히 더 이상 헤지용 선물 매도 포지션은 불필요하므로 선물은 환매하게 된다.

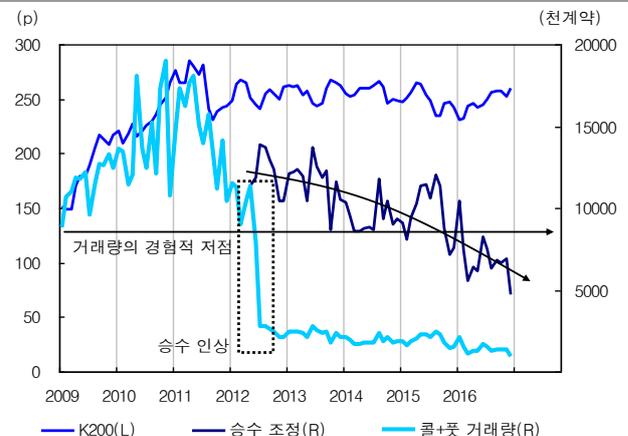
결국, ETF 쪽에서는 개인과 증권의 매매 방향이 반대지만, 선물 쪽에서는 일치한다. 따라서, 지수 등락에 따라 호가가 한 쪽으로 편중될 가능성이 있다.

그림 3. 개인은 지수와 반대. 선물에서는 증권과 충돌할 수도



주: 일별 순 매수 단순 누적. 지수 선물의 단위는 천억원
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 2012년 지수 옵션 승수 인상의 효과는 '거래량/5-α'



주: 월별 일 평균 거래량. 승수 조정은 'X5'
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

② K200지수 선물/옵션 승수 인하: 거래량 2+ α 배 증가, 소액 투기 세력의 증거금 효율성 제고

배경은 현재 거래 승수가 글로벌 파생시장에 비해 상대적으로 높다는 것이다. 일단 거래 승수를 인하하면 단위 계약당 명목 거래대금이 절반으로 줄어들기 때문에 거래량은 '2+ α 배'까지 늘어난다.

지수 수준에 따라 다르지만 승수 인하하면 증거금 효율성은 최대 98%까지 향상될 것

또한, 다소나마 증거금의 효율성 역시 높아질 수 있다. 현재 K200지수 262p에서 3천만원의 기본 예탁금으로 가용한 주문 수량은 2계약이다. 이 경우에 증거금의 효율성은 79%다. 승수가 절반으로 인하된다면 주문 수량은 5계약으로 늘어나며 기본 예탁금의 최대 98%까지 사용할 수 있다. 이 사례에서는 1계약이 + α 가 되는 셈이다. 이것은 소액 투기 세력에게 유리한 점이다.

물론, 계약당 틱 값(tick value)이 25,000원에서 12,500원으로 줄지만 주문 수량을 2배로 늘이면 되므로 문제는 없다. 이 경우에 명목 거래대금은 동일해지므로 수수료가 정률제(定率)라면 역시 예전과 차이는 없다.

③ 개별 주식 옵션 상장 종목 수 확대 및 거래 승수 탄력 적용: 거래 규모 늘겠지만 한계 있을 것

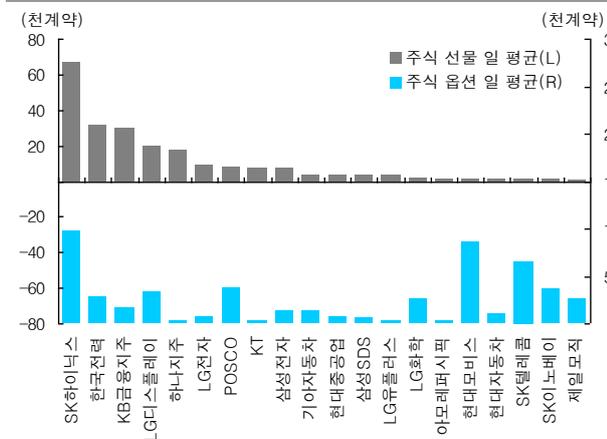
역시 다소나마 긍정적 효과가 예상된다. 현재 20개 종목에 대해 개별 주식 옵션이 상장되어 있는데 상장 종목 수가 늘어나면 그만큼 선택의 폭도 넓어질 것이며 전체 거래량도 더불어 늘어날 것이다.

또한, 현재 삼성전자 ATM 콜 옵션 최근월물의 단가는 42,200원인데, 승수가 10이므로 422,000원의 현금이 필요하다. 같은 조건의 풋 옵션은 56,200원으로 더 비싼데 양자의 차이는 기말 배당 때문이다. 승수를 1로 낮춘다면 42,200원으로 콜 옵션 1계약을 매수할 수 있다. 소액 투기자의 부담이 그만큼 덜어지는 셈이다.

주식 옵션시장 침체 원인은 상장 종목 수나 거래 승수 문제가 아니라 선물 vs. 옵션의 문제

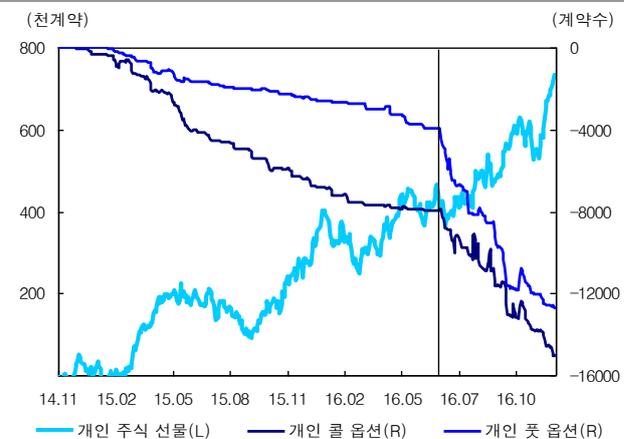
그러나, 이 두 가지 조치 때문에 개별 주식 옵션의 거래량이 극적으로 늘어날 가능성은 낮다. 이것은 '종목의 문제'나 '승수의 문제'가 아니라 '선물 vs. 옵션의 문제'이기 때문이다.

그림 5. 주식 선물 거래량과 주식 옵션 거래량은 비례하지 않아



주: 직전 20일간 종목별 일 평균 거래량. 옵션은 풋+콜
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

그림 6. 주식 옵션의 개인은 양 매도 전략 → 옵션 전문가의 증거



주: 개별 순 매수를 만기 구분 없이 단순 누적한 것
자료: KRX, KOSCOM, 미래에셋대우 리서치센터

주식 옵션이 상장된 20개 종목들의 주식 선물 거래량은 평균적으로 10,979계약이었다(직전 20일 구간 일 평균 기준). 동 기간에 주식 선물이 상장된 124개 종목 전체의 거래량은 평균적으로 4,854계약이었다. 즉, 전체 평균 거래량에 비해서 20개 종목을 평균 거래량이 두 배 이상 높았던 것이다.

물론, 주식 선물 거래량은 SK하이닉스나 한전 등 5개 종목에 편중된 것이 맞다. 그러나, 이들을 제외한 15개 종목들의 평균 거래량은 3,633계약으로 주식 선물 119개 종목을 평균인 3,671계약과 큰 차이가 없었다. 즉, 종목을 잘 못 골랐기 때문에 주식 옵션 거래가 부진했던 것은 아닌 셈이다. 그렇다면 상장 종목 수를 확대하더라도 주식 선물만큼 거래가 늘어날 가능성은 낮다.

한편, K200지수 ATM 콜 옵션 최근월물의 단가는 0.79p, 풋 옵션은 4.81p다. 1계약 매수를 위해서는 각각 395,000원, 2,405,000원의 현금이 필요하다. 양자의 차이는 역시 기말 배당 탓이다. 이처럼 지수 옵션 가격이 주식 옵션에 비해 훨씬 비싸지만 거래량은 훨씬 많다. 결국, 승수의 문제도 아닌 셈이다.

그렇다면 결론은? 주식 ‘선물’은 되고 주식 ‘옵션’은 안 된다는 얘기가 된다. 원인을 세분화하면 ① 수익 구조가 다르다는 점, ② 수요 층이 다르다는 점, ③ LP가 어렵다는 점 등 3가지다.

**주식 선물은 주식 대체가 쉽지만
옵션은 어려워. 옵션의 특성을
활용할 수 있는 수요 필요**

첫째, 현재 주식 선물 거래는 대부분 ‘현물 대체 수요’다. 주식 선물은 주식 현물과 수익 구조가 같아서 손쉽게 주식 매수나 공매도를 대체할 수 있다. 그러나, 주식 옵션은 수익 구조가 달라서 합성선물을 만들지 않는 이상, 완전히 주식을 대체할 수 없다. 또한 콜과 풋의 유동성 불일치 탓에 합성선물을 만들기도 어렵다.

주식 옵션의 특기는 여러 행사가격과 콜, 풋의 조합을 통해 현물이나 선물로는 도저히 불가능한 다양한 수익 및 위험 구조를 만드는 것이다. 때문에 이것이 발달하려면 단순한 현물 대체 수요가 아니라 ‘각 종목별로 수익과 위험을 세밀하게 관리하려는 고도의 기술적 수요’가 필요하다.

**종목 전문가+옵션 전문가의 결합
필요. 주식 옵션 전문 파생상품
펀드의 발달도 중요**

둘째, 주식 선물시장의 개인은 ‘종목 전문가’지만 지수 옵션시장의 개인은 ‘옵션 전문가’다. 영역이 다르다는 얘기가. 전자는 다수의 종목들을 꿰고 있지만 옵션처럼 복잡한 상품은 기피한다. 후자는 옵션의 특성과 변동성을 전망할 수 있지만 어떤 종목을 매매해야 할 지 모른다. 이때는 그저 지수가 답(?)이다.

결국, 주식 옵션시장이 성장하려면 종목 전문가가 옵션을 공부해야 하며, 옵션 전문가가 종목을 연구해야 한다. 그렇지 않다면 종목 전문가와 옵션 전문가가 의기투합(?)해야 한다. 중요한 것은 증권사의 노력이다. 이들이 종목 전문가와 옵션 전문가를 연결시키거나 직접 파트너가 되어야 한다.

한편, 관련 파생상품 펀드가 발달해야 한다. 예를 들어서 20~30개 종목들을 엄선해서 각각에 대해 강세 스프레드(bull spread) 전략을 구사하고 이를 포트폴리오로 만든다면 얼마든지 ‘중 위험-중 수익’의 상품을 만들 수 있다. 각 종목별 위험은 옵션이 커버할 것이며 종목 선정의 위험은 포트폴리오가 커버할 것이다.

주식 선물과 달리 주식 옵션은 LP 어려워. 오랜 기간 증권사가 희생(?)해야 정착 가능할 것

셋째, 종목+ 옵션 전문가가 뭔가 해보려고 해도 유동성이 없다면 허사다. 따라서, 초기 시장에서는 LP가 무엇보다 중요하다. 그러나, 주식 선물과 달리 주식 옵션은 LP가 극히 어려운 상품이다.

주식 선물은 사실상 단일 상품이지만 주식 옵션은 다양한 행사가격이 존재한다. 예를 들어 삼성전자 주식 옵션의 경우에는 최근월물만 콜 옵션 14개, 풋 옵션 14개 합계 28개가 상장되어 있다. 상품 수가 많기 때문에 LP가 수동으로 유동성을 공급하기 어렵다. 시스템을 이용하여 자동으로 유동성을 공급해야 한다.

또한, 주식 선물과 달리 ‘동적 델타 헤징(dynamic delta hedging)’이 필수다. 설령 보유 주식 옵션 바스켓에 변화가 없더라도 주가나 변동성이 움직이면 헤지 수량을 조정해야 한다. 이 작업을 기계적으로 한다면 항상 시장에 후행하기 때문에 헤징 과정에서 다소간의 손실은 불가피하다. 증권사가 기피할 수 밖에 없다.

주식 ELW는 LP 독점, 주식 계좌, 낮은 승수 탓에 발달. 주식 옵션은 이 같은 방법이 불가능해

그렇다면 과거에 주식 옵션과 달리 주식 ELW가 활발했던 이유는 뭘까? 이것은 LP가 독점 공급하는 상품이므로 매도 가격에다 각종 헤지 비용을 보상할 만큼 충분한 마진을 붙일 수 있었다. 주식 계좌에서 주문이 가능하므로 접근성도 용이했다. 승수도 워낙 낮았기 때문에 개인이 저렴한 맛(?)에 매수할 수 있었다.

이 3가지는 주식 옵션이 극복할 수 없는 주식 ELW의 장점들이다. 때문에 동일한 방법으로 성장할 수는 없다. 결국, 주식 옵션 시장의 성장은 상당한 시간과 노력이 필요하다. 증권사의 인식이 바뀌지 않는다면 요원한 일이다.

④ 개인 규제 정비: 옵션 매수 예약금 인하는 제한적 효과. 헤지 계좌는 2가지 문제 해결 필요

일단 기대했던 ‘기본 예약금 폐지’는 없었다. 금융 당국의 논리는 ‘소액 투자자=선물옵션 비전문가=손실 불가피’다. 그러나, 이것은 항등식(恒等式)이 아니다. 거액 투자자들도 마진 콜이 빈번하다. 반대로 시장에서 잔뼈가 굵어진 소액 투자자들이 더욱 안정적으로 운용하는 사례도 많다.

따라서, 기본 예약금으로 시장 진입을 규제하는 것은 유효하지 않다. 오히려 대출을 받아서 기본 예약금을 만들었다면 더 위험해진다. 때문에 기본 예약금은 폐지하되 초보자들에게는 매매 한도를 설정하는 것이 바람직하다. 성과를 측정해서 점차 나아진다면 단계적으로 매매 한도를 넓혀주는 것이다.

옵션 매수는 의무 교육 20시간으로 단축, 선물 매매 경력 1년 불필요, 기본 예약금 3천만원으로 인하

특기할 것은 ‘옵션 매수’에 대한 규제 완화다. 이제까지는 옵션 매수를 위해서 ‘의무 교육 30시간+ 모의거래 50시간+ 선물 매매 경력 1년+ 기본 예약금 5천만원’이 필요했다. 그러나, 이후부터는 의무 교육이 20시간으로 줄고, 선물 매매 경력 1년도 불필요하며, 기본 예약금도 3천만원으로 줄어든다.²

² 금융 당국이 옵션 매수 규제를 완화한 배경은 손실 위험이 제한적이라는 것이다. 그러나, 사실 시장에서는 옵션 매도에 비해 옵션 매수의 ‘기대 손실’이 더욱 큰 편이다. 옵션 매도자가 기본 예약금을 모두 날리는 경우는 생각보다 드물다. 그만큼 대박이 없다는 뜻이다. 그러나, 매수자가 예약금을 탕진(?)하는 경우는 빈번하다. 필자 개인적인 생각으로는 옵션 매수는 매도에 버금갈 만큼 어렵다.

사실 시장은 기본 예탁금이 없는 옵션 매수 전용 계좌의 부활을 기대했지만 금융 당국은 허용하지 않았다. 한편, 선물 매매 또는 옵션 매수의 초기 진입 시 의무 교육 시간이 30시간에서 20시간으로 줄었지만, 1년 후에 옵션 매도를 하기 위해서는 다시 10시간의 의무 교육을 받아야 하며 기본 예탁금을 5천만원까지 채워야 한다.

대신에 도입된 것은 개인을 위한 ‘헤지 전용 계좌’라는 것이다. 예를 들어서 삼성 전자 현물을 보유한 투자자가 이를 증거금으로 설정하고 삼성전자 주식 선물을 매도하거나 삼성전자 풋 옵션을 매수할 수 있다는 얘기다. 단, 보유하고 있는 현물 포지션 이상으로 선물을 매도할 수는 없다. 즉, 소위 ‘오버 헤지’가 금지된 셈이다.

헤지 전용 계좌: 기본 예탁금 없음. 의무 교육 30시간, 모의 거래 50시간, 현물과 기초자산 같은 선물, 옵션 모두 가능

헤지 전용 계좌에 대해서는 기본 예탁금이 없다. 즉, 주식 보유 금액이 3천만원 이하라고 하더라도 파생상품을 매매할 수 있다. K200ETF를 보유한 투자자 역시 지수 선물/옵션을 헤지 용도로 매매할 수 있다. 다만, 의무 교육 30시간과 모의 거래 50시간은 예전의 선물/옵션 전용 계좌와 마찬가지로 적용된다.

여기에는 2가지 문제가 제기될 수 있다. 첫째는 헤지의 정의와 수단의 범위다. 선물의 경우, 삼성전자 주식 100주를 보유한 투자자는 삼성전자 주식 선물을 매수할 수 없으며 매도는 최대 10계약으로 한정된다. 다만, 이것이 장 중에 전산을 통해 실시간으로 규제 가능한지는 의문이다.

또한, 선물은 주식이나 옵션과 다르게 ‘현금 결제 방식’에다 ‘일일 정산’이 있다. 삼성전자 주가가 상승하면 헤지용 선물 매도 포지션에서 손실이 발생한다. 이것은 익일 오전에 계좌에서 인출되므로 삼성전자 주식 100주 이외에도 충분한 현금이 있어야 한다. 그렇지 않다면 주식의 일부가 강제로 반대 매매된다.

주식 선물을 사용할 경우 보유 주식에다 현금도 있어야만 반대 매매 피할 수 있어

게다가 기관에 비해 상대적으로 어렵지만 개인도 담보를 설정하고 삼성전자를 공매도할 수 있다. 이때 공매도 포지션을 증거금으로 설정하고 헤지를 위해 주식 선물을 매수할 수 있을까? 이론상으로는 당연히 가능해야 하지만 실행 가능 여부는 불확실하다. 좀 더 구체적인 시행안이 발표되어야 확인될 것이다.

선물과 다르게 옵션의 경우에는 삼성전자 주식 100주에 대해서 단순히 풋 옵션 매수 10계약으로 헤지의 정의와 범위를 한정할 수 없다. 주식 매수를 헤지하기 위해서 풋 옵션을 단순 매수하는 것은 교과서에나 나오는 얘기다. 실전에서는 매수 비용을 줄이기 위해 약세 스프레드(bear spread)를 쓰는 경우가 일반적이다.

따라서, 헤지의 부속품으로 풋 옵션 매도 역시 가능해야 한다. 또한, 약세 스프레드는 콜 옵션으로도 만들 수 있기 때문에 헤지 수단을 풋 옵션에만 한정할 수 없다. 결국, 가장 실용적인 헤지의 정의는 ‘보유 주식 포지션의 델타를 줄이는 방향’이 되어야 하며, 이를 위해서는 어떤 수단도 사용할 수 있어야 한다.

주식 옵션은 단순 풋 매수가 아니라 풋 매수/매도, 콜 매수/매도 모두 가능해야 함

다만, 헤지의 정의를 포지션 델타 감소로 한다면 오버 헤지의 문제가 발생할 수 있다. 설령 ATM 풋 옵션을 10계약 매수하더라도 결합 포지션의 델타는 절반만 줄어든다. 델타를 완전히 중립으로 보내기 위해서는 대략 20계약을 매수해야 하며, 이 상태에서 지수가 급락하면 델타는 ‘-’로 반전된다.

정리하면 헤지 전용 계좌가 성공하기 위해서는 결합 포지션의 '+' 델타를 줄이는 방향으로 어떤 수단도 가능해야 하며 일시적인 델타의 '-' 반전을 용인해야 한다. 계약 수 기준으로 풋 옵션 매수에 한정한다면 의미는 없다. 전산으로 이를 규제하려면 광범위한 사례 분석 등 상당한 연구가 필요해 보인다.

헤지는 수단보다 인식이 중요. 개인 투자자 계몽(?)을 위해서 거래세 면제 등 유인 필요할 것

둘째는 개인의 주식 헤지 수요다. 헤지는 '실행 가능성' 이전에 '투자 철학(?)'이 더욱 중요하다. 헤지는 불확실성을 해소하는 수단일 뿐, 주가 하락 방어가 목적이 아니다. 주가 하락 방어를 목적이라고 생각한다면 주가 상승 시 발생하는 기회 손실을 용인할 수 없다. 주가 하락을 확신한다면 헤지가 아니라 주식 매도가 답이다.

기관 투자자들조차도 거의 헤지를 하지 않는데, 과연 개인이 적극적으로 헤지에 나설까? 물론, 헤지는 파생상품이 존재하는 근본적인 이유이며, 현물로는 흉내낼 수 없는 독보적인 기능이다. 기존의 투자 전략에다 헤지라는 수단을 추가한다면 장기적으로는 예전보다 안정적인 수익이 가능하다.

따라서, 헤지 전용 계좌가 활성화되려면 개인에게 헤지의 필요성을 제대로 '인식' 시켜야 한다. 기본적으로는 교육이나 홍보에 힘써야 하지만 보다 적극적인 방법으로는 한시적으로 결합 포지션에 대해 주식 거래세를 면제해 주는 방법도 있다.

실무적으로 헤지는 룡-숏 매매가 아닌 이상, 주가의 등락을 '잠시' 묶었다가 푸는(?) 행위다. 헤지에 진입한 이후 실제로 주가 하락이 확인되면 보유 주식과 헤지 포지션을 시차를 두고 동반 청산하는 것이 맞다. 이 과정에서 헤지된 부분에 한해서는 주식 매도 시 거래세를 면제시켜 주는 것이다.

헤지 전용 계좌에 선물옵션 전문가 수준의 교육 및 모의 거래는 과잉 규제. 증권 전문가의 자문으로 충분

물론, 차익거래와 달리 주식 거래자에게 0.3%의 거래세는 의사 결정에 미치는 영향이 크지 않다. '면세'라는 상징적인 보상만 있을 뿐이다. 또한, 주가가 상승하면 보유 주식은 그대로 두고 헤지 포지션만 청산할 것이므로 이것이 반드시 정부의 거래세 수입 감소로 연결되는 것도 아니다. 정부 입장에서 이는 '홍보비'일 뿐이다.

더불어 헤지가 용이하도록 다양한 제도적 뒷받침을 해야 한다. 단순히 단발성 헤지를 원하는 주식 보유자가 선물옵션의 전문가가 될 필요는 없다. 이들에게 일반 선물옵션 참가자들에 준하는 30시간의 교육이나 50시간의 모의 투자는 다소 과잉이다. 증권사의 선물옵션 담당자들이 자문해도 충분하다.

Check 2. 선물옵션 통계

주가지수선물 가격정보

	KOSPI200	1703	1706	1709	3M6S
기 준 가 격	261.90	258.90	259.45	260.75	0.60
시 가	262.35	258.90	259.55	260.75	0.60
고 가	262.85	259.50	260.05	260.75	0.60
저 가	261.79	258.85	259.50	260.75	0.60
종 가	262.49	259.50	259.85	260.75	0.60
전 일 대 비	0.59	0.60	0.40	-	-
이 른 가 격	-	259.42	260.41	261.30	0.99
총 약 정 수 량 *	52,535	34,008	57	-	-
총 약 정 금 액 **	2,140,360	4,408,209	7,407	-	-
미 결 제 약 정	-	132040 (3394)	4252 (2)	603 (125)	-
배 당 지 수 ***	1.54% (CD금리)	3.88	3.90	4.10	-
반 응 배 수		0.61	0.52	-	
장 중 평 균 배 이 시 스		-3.098			
전 일 대 비		-0.121			

주: 단위 (* 천주, 계약 ** 백만 *** 포인트)

반응배수 = 일중 선물가격변동폭/일중 현물가격변동폭, 3M6S : 3월물과 6월물과의 스프레드를 의미함
 장중 평균 배이스는 1분 평균이며, 만기일일의 경우 전일대비는 직전 최근월물과의 비교이므로 의미없음

주가지수선물 투자자별 매매현황

(단위: 계약수)

		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	국가
	매 수	20,472	9,322	1,822	165	1,664	65	361	188
	매 도	18,769	9,740	3,453	361	1,180	36	347	179
	비 중	57.6%	28.0%	7.7%	0.8%	4.2%	0.1%	1.0%	0.5%
순 매 수 누 적	전 일	1,703	-418	-1,631	-196	484	29	14	9
	누 적	19,408	-3,963	-7,861	-21	-8,707	221	220	631
매 매 편 향 강 도		4.34%	-2.19%	-30.92%	-37.26%	17.02%	28.71%	1.98%	2.45%

주: 누적은 지난 퀴드러플워칭데이 이후부터 현시점까지 당일 순매수 미결제약정의 증감을 누적인 것임
 매매편향강도(%)=(순매수/(매수+매도))X100, 절대수치가 클수록 단방향으로의 집중력이 높다는 의미임

ETF 가격정보

	전일대비	등락율	거래량(천주)	거래대금(백만원)	외국인보유	TIGER200	KODEX200
TIGER200	30	0.11%	919	24,096	15.67%	NAV	26,251
KODEX200	40	0.15%	2,498	65,508	5.51%	(ETF-NAV)%	26,248
						T/E	-0.08%
							-0.09%
							0.00%
							0.01%
증가/100	262.30	262.25	258.63	259.50	258.81	설정주수(천주)	300
eff.delta	0.51	0.68	0.88	1.02	0.87	환매주수(천주)	0
diff/basis	-0.07%	-0.09%	-1.47%	-2.99	-3.68	상장주수(천주)	76,850
							182,700

주 1 : effective delta(유효델타) = ETF등 전일대비 증감분/KOSPI200 전일대비 증감분
 2 : 합성현물 = (C-P)+X exp[-rt], 합성선물 = (C-P)exp[rt]+X, 거래량, 설정-환매-상장 등의 단위는 천주
 3 : 괴리/베이스스 - KOSPI200 대비 괴리율/베이스스, 거래대금의 단위는 백만원
 4 : TE(tracking error)=[(NAV/(KOSPI200X100))-1]X100(%)

주가지수옵션 가격정보

대 표	9.7%	콜평균(%)	9.4%	풋평균(%)	10.4%	역사적 (5일,%)	2.7	역사적 (20일,%)	9.9
내재변동성(%)									
월물 행사가격	1701					1702			
	267.5	265.0	262.5	260.0	257.5	265.0	262.5	260.0	
Call	가 격 (p)	0.11	0.29	0.73	1.56	2.89	1.35	2.24	3.26
	전 일 대 비 (p)	0.01	0.03	0.11	0.21	0.32	0.03	0.15	0.13
	내 재 변 동 성 (%)	9.30	9.10	9.20	9.40	9.80	9.70	10.10	10.20
	거 래 량 (계 약 수)	21,141	34,051	31,874	27,941	12,640	886	294	97
	미 결 제 (계 약 수)	32,966	28,720	25,863	21,221	11,818	3,914	1,455	1,477
Put	가 격 (p)	8.90	6.68	4.42	2.76	1.60	7.75	5.76	4.26
	전 일 대 비 (p)	-0.49	-0.28	-0.40	-0.26	-0.20	0.00	-0.31	-0.33
	내 재 변 동 성 (%)	10.80	10.80	9.30	9.50	9.90	11.40	10.50	10.50
	거 래 량 (계 약 수)	1	66	296	8,891	19,158	0	82	2
	미 결 제 (계 약 수)	67	373	1,611	6,376	13,336	40	92	583

주 : 역사적 변동성, 내재변동성 등은 CHECK II 단말기를 기준으로 한 것임

주가지수옵션 투자자별 매매현황

(단위: 계약수)

Call		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	국가
	매 수	65,398	68,073	30,250	0	482	78	2,981	132
	매 도	66,881	65,467	31,446	3	595	41	2,838	121
	비 중	39.5%	39.9%	18.4%	0.0%	0.3%	0.0%	1.7%	0.1%
순매수 누적	전 일	-1,483	2,606	-1,196	-3	-113	37	143	11
	누 적	2,990	11,467	-6,991	-34	-1,528	-1,483	-4,356	-28
Put		외국인	개인	증권	보험	투신	은행	기타법인	국가
	매 수	71,387	45,883	25,577	0	610	61	1,666	0
	매 도	72,938	44,841	25,428	0	291	62	1,622	0
	비 중	49.7%	31.2%	17.6%	0.0%	0.3%	0.0%	1.1%	0.0%
순매수 누적	전 일	-1,551	1,042	149	0	319	-1	44	0
	누 적	116,396	-79,005	-25,711	0	42	-403	-11,348	3

주 : 누적은 직전 옵션만기일 이후부터 당일 순매수 미결제약정 증감을 누적한 것임

주체 별 프로그램 매매 동향

(단위:억원)

구분	합계	외인	기관 합계	증권	보험	투신/사모	은행	기타법인	연금/국가
당일	현물 전체	934	1,736	645	364	12	-40	-71	760
	개별 종목	-1,289	224	1,096	451	267	-246	-46	674
	차익 PR	186	24	162	52	64	45	0	0
	비차익 PR	1,103	686	478	141	33	213	6	86
	매매 비중	26.2%	65.9%	33.1%	3.8%	8.8%	16.3%	0.5%	0.1%
누적	현물 전체	6,331	1,871	8,851	-1,930	-9,296	-428	-82	4,783
	개별 종목	5,991	8,398	5,306	6,213	-758	-4,064	-315	-3
	차익 PR	250	-29	279	505	51	-196	0	-81
	비차익 PR	-6,241	-2,038	-3,714	2,133	-1,222	-5,037	-113	-79

주: 현물 전체는 K200 기준

개별 종목 = 현물 전체 - 차익 PR - 비차익 PR

매매 비중 = 주체별 PR 매수+매도/전체 PR 매수+매도, 합계의 매매 비중은 현물 전체에서 PR의 매매 비중

누적은 선물 만기일 이후부터 당일까지 누적한 것

본 조사분석자료는 당시의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 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 당시의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.