

금리

스왑스프레드 거래

2013년 12월 2일

John W. Labuszewski

Managing Director

연구&상품개발팀

312-466-7469

jlalab@cmegroup.com

많은 거래자들이 이미 연준의 정책변경이나 역동적인 거시경제 상황에 대응하여, 수익률 하락(상승)에 예상될 경우 이를 활용하기 위해 금리선물을 매수(매도)하는 것을 고려합니다. 나아가 수익률 곡선의 형태 변화를 이용하기 위해 예를 들어 시카고 거래소(CBOT)의 국채선물간스프레드 거래와 같이 좀 더 정교한 방법을 사용하는 이들도 있습니다. 하지만 CBOT의 DSF(Deliverable Swap Futures) 상품이 출시되기 전에는 금리선물 계약을 이용하여 신용스프레드를 구성하기란 쉽지 않았습니다. 본 문서에서는 DSF와 CBOT의 국채선물을 이용하여 금리스왑과 국채금리간의 스프레드를 반영한 '스왑스프레드(Swap Spread)'를 살펴보고자 합니다.

DSF 소개

2012년 12월에 첫 선을 보인 DSF는 CME 청산소 시설을 통해 장외 금리스왑(IRS)을 인도해야 합니다. 이렇게 인도된 스왑은 표준화 또는 플레인바닐라(Plain Vanilla) 조건을 이용하여 구성됩니다.

별도로 상장되는 계약은 명목가치 \$100,000의 2년, 5년, 10년 또는 30년 만기 스왑을 인도해야 합니다. 해당 계약은 0.5%, 1.0%, 1.5%, 2.0% 등 현재 시장금리에 가까운 고정 쿠폰(이표)금리가 적용됩니다.

DSF는 3월, 6월, 9월, 12월 분기월 중 해당 계약월의 세 번째 수요일 직전 월요일에 만기가 돌아옵니다. DSF는 인도 대상 스왑의 액면가치에 무액면가치(NPV)를 더한 100%의 값으로 표시됩니다.

스왑의 NPV(무액면가치)는 현재 우세한 스왑금리와 고정 쿠폰금리간의 관계에 따라 양(+) 또는 음(-)의 값을 가지게 됩니다. 그러므로 미 국채와 마찬가지로 101%나 98%처럼 100%를 기준으로 웃돌거나 밑도는 값으로 표시됩니다.

또한 국채선물과 마찬가지로 액면가치 \$100,000의 1%의 분수 값인 틱으로 표시되는데, 예를 들어 10년 만기 DSF의 틱은 1/32의 1/2에 해당하는 \$15.625입니다.

인도가 되면 DSF 계약의 매수자는 인도된 스왑의 고정금리 수취자(변동금리 지급자)가 됩니다. 반면 매도자는 고정금리 지급자(변동금리 수취자)가 됩니다. 인도 대상 스왑은 고정 쿠폰금리 대비 변동 3개월 리보금리를 기준으로 합니다.

스왑 인도과정은 일반적으로 기관투자자 등의 적격계약참가자(Eligible Contract Participant, ECP)만 참여할 수 있습니다. 그러나 인도과정에 관여하기 전에 청산한다는 조건으로 일반 투자자 또한 DSF 거래에 자유롭게 참여할 수 있습니다.

신용스프레드

민간부문 신용리스크는 리보금리에 반영되는 반면 공공부문 신용리스크는 미 국채에 반영됩니다. 신용여건이 악화되면 민간부문 금리는 공공부문 금리에 비해 상승하는 경향이 있습니다. 그리고, 스왑금리에서 그에 상응하는 만기의 국채금리를 뺀 스왑스프레드는 증가합니다. 이러한 상황은 대체로 2008년 서브프라임 위기사태 이후에 발생했습니다.

반면 신용여건이 개선되면 민간부문 금리는 공공부문 금리에 비해 하락하고 스왑스프레드는 감소하는 경향이 있습니다. 따라서 미국 경제가 위기사태로부터 서서히 회복함에 따라 스왑스프레드는 대체로 정상 수준까지 하락했습니다.

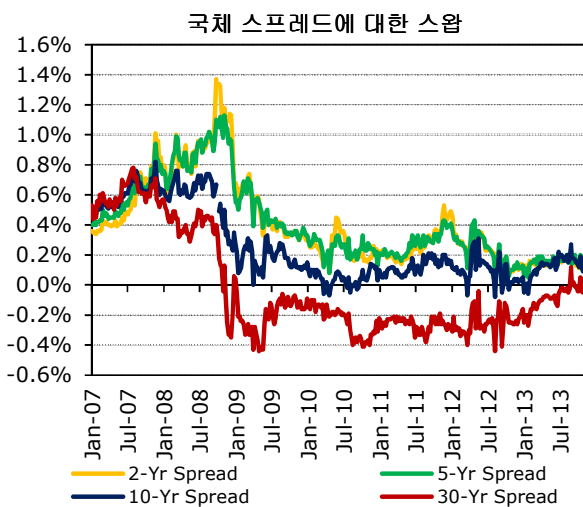
투자자는 민간부문 리스크를 반영하는 DSF와 공공부문 리스크를 반영하는 국채선물간 스프레드 거래를 통해 신용여건 관련 예상을 이용할 수 있습니다. 신용관련사건의 발생이 예상되고 스프레드가 확대될 경우 국채선물을 매수하고 DSF를 매도합니다. 신용등급의 개선이 예상되고 스프레드가 축소될 경우 국채선물을 매도하고 DSF를 매수합니다.



일반적으로 차입 시 민간부문 금리는 공공부문 금리에 비해 높을 것으로 예상합니다. 하지만 그 같은 예상이 항상 맞는 것은 아닙니다. 30년물 스왑스프레드는 서브프라임 위기사태 이후에 음(-)의 영역으로 하락했으며 최근에서야 비로소 정상 수준으로 회복하고 있습니다. 이 같은 상황이 초래된 이유는 무엇일까요?

- '대마불사(Too Big to Fail)' - 서브프라임 위기 당시 미 연준은 은행업계를 지원한 데 반해 S&P는 2011년 8월 미국의 장기 국가부채 신용등급을 하향 조정했습니다. 이에 따라 민간부문 및 공공부문의 신용리스크가 내재적으로 수렴되었습니다.

- IRS 구조 - 국채를 매입할 때에는 보통 현금으로 결제합니다. 하지만 IRS 상품의 경우 거래당사자간 선금 지급 없이 거래가 가능합니다. 결과적으로 국채에 비해 스왑의 신용 리스크가 감소하게 되었습니다.



- LDI 변동 - 연금기금, 보험사 및 기타 장기부채를 안고 있는 기관들은 부채연계투자(liability-driven investment, LDI) 전략을 채택했습니다. 이 전략을 따르는 투자 운용사들은 투자 기간을 부채의 기간과 일치시켜야 합니다. 현재 많은 이들이 장기 국채 대신 초장기 스왑을 주로 이용하고 있고 결과적으로 30년물 스왑스프레드가 음(-)의 수준까지 하락했습니다.

스프레드 구성

신용여건은 악화되고 10년물스왑스프레드는 오를 것으로 예상된다고 가정해보겠습니다. 그렇게 되면 10년물 국채선물을 매수하고 10년물 DSF는 매도해야 할 것입니다. 그렇다면 어떻게 해야 스프레드가 해당 계약의 수익률 변화에만 민감하게 반응하고 그 밖의 요인에는 반응하지 않도록 할 수 있을까요?

이는 다음과 같이 '헤지비율'을 이용하여 10년물 DSF 대비 10년물 국채선물의 상대적 변동성에 의한 비율로 스프레드에 가중치를 부여하면 됩니다.

$$HR = \left(\frac{BPV_{ctd}}{CF_{ctd}} \right) \div BPV_{DSF}$$

여기서 BPV는 수익률이 0.01%(1 베이스포인트) 변할 때의 베이스포인트가치(basis point value) 또는 예상되는 달러가치 변화, CF(conversion factor)는 채권의 선물계약 표준물에 대한 전환계수, CTD(cheapest-to-deliver)는 최저가인도채권으로서 국채 선물 중 최저가 종목을 의미합니다.

예: 2013년 11월 22일 현재, 2020년 만기 2-1/8% 국채는 10년 국채선물 2013년 12월물 대비 최저가인도채권으로 CF는 0.7939, 액면가 \$100,000당 BPV는 \$63.20였습니다. 2013년 12월물 10년 DSF의 BPV는 \$76.88였습니다. 2013년 12월물 10년 DSF의 BPV는 \$76.88였습니다.¹

$$HR = \left(\frac{\$63.20}{0.7939} \right) \div \$76.88 = 1.04$$

위의 공식에 따라 산출된 헤지비율은 1.04이며 이는 해당 스프레드를 거의 1:1로 거래할 수 있음을 의미합니다. 다시 말해 10년 DSF 1계약 매도 시 10년 국채선물 1계약을 매수할 수 있습니다. 계약단위를 높이면 10년 DSF 21계약 매도 시 10년 국채선물 20계약을 매수할 수 있습니다.

결론

CME Group의 금리 상품과 관련하여 더욱 자세한 내용은 웹사이트 <http://www.cmegroup.com/trading/interest-rates/>를 참고하시기 바랍니다.

¹ 해당 수치는 아래의 CME Group 웹사이트를 참고하실 수 있습니다. <http://www.cmegroup.com/trading/interest-rates/duration-flash.html>