

CME그룹의 E-mini S&P 500지수선물로 투자의지평확대

거래층이 두껍고 유동성이 높은 미국시장, 한국투자자에게도 기회

로렌스 모건 (LAWRENCE MORGAN)

2013. 3. 4

한국거래소(KRX)는 코스피 200선물 시장의 성공적인 성장을 자랑스러워 할 만 하다. 코스피 200선물은 1996년 도입 이후 한국의 거래자와 투자자, 펀드매니저뿐 아니라 해외의 투자매니저들로부터도 큰 관심을 받아왔다. 그러나 투자자들이 세계를 인식하고 있는 마당에 자국 시장에만 머무르는 것은 심히 제한적이다. 거래층이 두껍고 유동성 높은, 이 훌륭한 코스피 200선물은 그것의 시장동향 및 변동성으로 거래자와 투자자에게 큰 수익을 안겨왔다. 그러나 지금껏 코스피 200선물에만 집중 투자해 온 국내 투자자는 새로운 주가지수선물을 추가하여 자신의 포트폴리오를 확대할 수 있다. 특히 CME그룹의 E-mini S&P 500 지수선물이 (그리고 그 원조인 S&P 500선물이) 탁월한 선택이 될 것이다.

E-MINI S&P 선물계약의 장점을 살펴보자.

- 미국증시의 표준척도가 된다. 투자전문가들은 말할 것도 없고 학자들까지 미국증시의 장기수익률 및 일일가격변동을 주시할 때 S&P 500지수를 참고하고 있다.
- E-mini S&P 500 선물은 거의 24시간 거래가 가능하며 매우 거래층이 두텁고 유동성이 높다. 심지어 미국이 한 밤중인 한국증시의 개장시간 중에도 매수-매도 스프레드가 좁다(일반적으로 틱 사이즈는 최대 0.25 포인트, 틱 가치는 12.5달러). 그리고 매수 및 매도 규모는 보통 75 내지 150계약으로 매우 넉넉하며 코스피 200선물의 매수 및 매도 규모와 비슷한 수준이다(물론 미국증시의 개장시간 중에는 그 규모가 훨씬 크다).

- 가령 일일가격변동 범위의 측면에서 가격변동성이 주목할 만한데 보통 약 19포인트에 1계약당 약 950달러(약 백만원)이다. 이에 E-mini S&P 500선물은 일일변동 범위가 약 2포인트에 마찬가지로 1계약당 백만원인 코스피 200선물과 비교해 뒤지지 않는다.
- E-mini S&P 500 계약은 CME그룹의 Globex 전자거래 플랫폼과 한국 선물중계업체에서 제공하는 전문 거래시스템을 통해 이용할 수 있다. 이러한 시스템은 빠르고 신뢰할 수 있으며 거래자의 다양한 욕구를 충족시킬 수 있다.

당연한 사실이지만 E-mini S&P 500선물 가격변동은 통상적으로 미국증시의 개장시간 중에 가장 크게 나타난다. E-mini S&P 500선물이 미국의 경제소식과 미국기업의 수익 및 매출 보고서, 미국정부 및 중앙은행의 상황에 우선적으로 반응하는 미국주가의 지수이기 때문이다. 하지만 모든 거래자가 알고 있듯이 시장은 한 국가에 국한되지 않으며 주가는 시시각각 전세계 모든 곳의 사건과 정보에 반응한다.

예컨대 코스피 200지수가 그러하듯, E-mini S&P 500 선물 가격은 세계 2위 경제대국인 중국의 경제소식에 매우 민감하게 반응한다. 동아시아 증시의 개장시간 동안 발생하는 역내의 모든 상황은 모두가 예의주시하고 있으며 아시아의 주가 및 지수에 뜻지 않게 미국의 주가 및 지수에도 영향을 미친다. 게다가 S&P 500지수에 포함된 미국기업들조차 재원과 소비자를 찾아 아시아 시장에 진출하고 있다. 그 결과 한국, 중국 또는 일본의 개인적인 소비보고서가 이들 시장에

진출하려는 미국기업들에겐 중대한 영향을 미칠 수 있다. 뿐만 아니라 대다수 미국기업의 수익보고서는 미국 증시가 마감한 직후에 작성되고 있다.

그렇게 되면 아시아의 거래자들은 (그리고 미국의 '야간조' 거래자들은) E-mini S&P와 같은 미국 주가지수에서도 해당 정보를 재빨리 이용할 기회를 갖게 된다.

시장유동성과 효율적인 실행엔진, 양호한 가격변동 및 한국증시 개장시간 중 가격반응. 이 모두를 지닌 E-mini S&P 500선물 계약은 한국 투자자들이 자신의 포트폴리오에 포함시키고 싶을 만큼 충분히 매력적이다. 이런 매력들은 코스피 200선물의 상대가치 기준 거래와 아웃라이트 거래(Outright Trading)에 적용되며, 각각 장기 및 단기 포지션 또는 일중거래에도 해당된다.

기관투자자

앞서 언급한 것들 모두가 개인투자자뿐 아니라 펀드매니저 및 기타 기관투자자에게도 해당된다. 정확한 매수-매도 스프레드, 두터운 거래층과 높은 유동성, 효율적인 거래실행 그리고 가격변동성, 이 모두가 분명한 지향성을 갖고 시장 포지션을 취하는 투자전문가의 관심을 끈다. 그 중에서도 거래층이 두텁다는 점이 아마도 가장 중요할 것이다. 기관투자자들은 대규모 포지션을 취할 가능성이 높으며 대규모 거래를 신속하게 처리할 수 있기를 원하기 때문이다. 그들에게 한국증시 개장시간의 매수-매도 평균 75~150 계약은 명목가치로 약 5백만~천백만 달러(약 53억원~117 억원)에 해당하는 큰 금액이다.

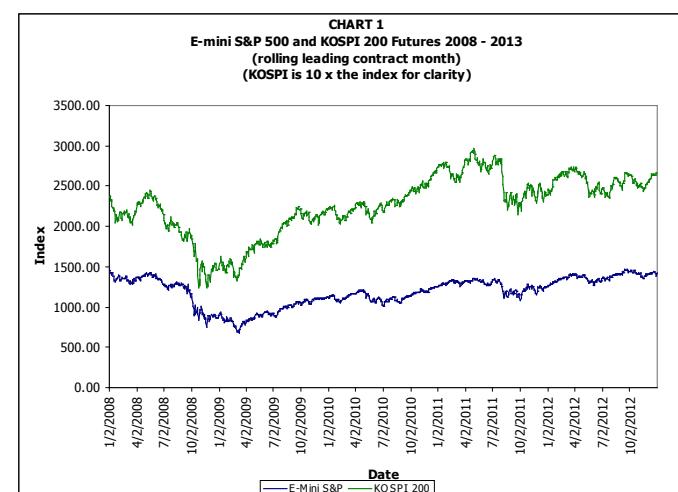
당연한 얘기이지만 미국증시 개장시간엔 거래층이 이보다 훨씬 두텁다. E-mini S&P 500선물 계약을 이용하는 기관투자자들은 다양한 형태의 상대가치거래 및 정교한 포트폴리오 구성을 이용할 수 있다. 이를 통해 한국과 미국 주가지수선물의 익스포저를 합치고 균형을 잡음으로써 양국 시장의 상대적 수익기회 및 리스크에 대한 투자자의 견해를 더욱 정확히 나타낼 수 있다.

다음으로는 기관투자자들이 고려할 수 있는 조합을 몇 가지 보여주고자 한다. (단, 그 중 어느 것도 특정 포지션에 대한

필자의 권고사항이 아님을 명심하기 바란다. 오히려 다양한 환경 하에서 시장의 포지션을 어떻게 취할 것이며 그 결과는 어떠할지를 보여준다.)

(가) 코스피200선물이 오르고 S&P 500선물이 하락할 경우 (또는 정 반대의 경우)

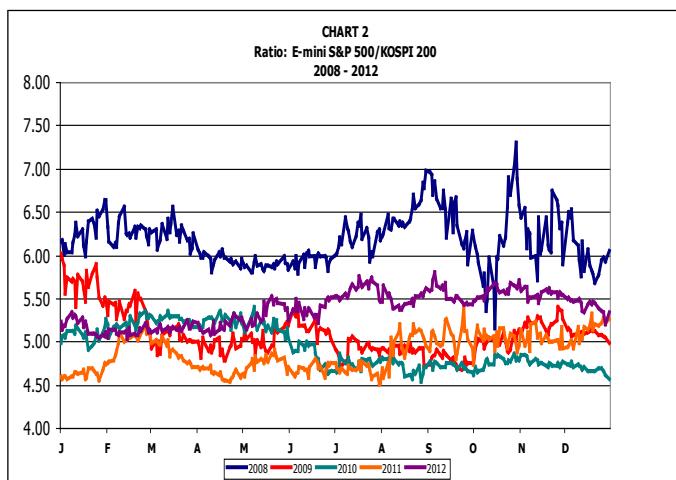
이는 분명히 발생할 수 있는 상황으로 지난 몇 년간 두 지수의 방향이 때로는 서로 반대 방향으로 움직였다. 아래 차트1에서 볼 수 있듯이 두 지수는 전반적으로 같은 방향으로 나아간다. (코스피200선물을 나타내는 선은 편의상 S&P 500선물과의 비교를 위해 실제 지수의 10배로 표시하였다) 사실 지난 5년간(2008~2012) 두 선물 계약간의 상관관계 값은 0.80 또는 80%로 매우 높은 수치이나 두 지수는 짧게 여러 차례 서로 엇갈리었다. 심지어 이 같은 상관관계도 지난 수년간 일관성이 없었는데 2008년과 2009년에는 약 95%였으나 2010년에는 72%로 하락했고 2011년에 다시 89% 였으나 2012년에는 52%로 하락했다.



(나) 코스피200선물과 S&P 500선물 모두 오를 경우

(가)에 비해 훨씬 일반적인 상황이다. 최근 몇 년간 모든 주가지수 간 상관관계 값이 대체로 높았으나 (이는 2007년 글로벌 금융위기가 촉발된 이후로 상당한 관심을 끌었다) 코스피와 S&P는 종종 확연히 다른 움직임을 보였다.

2008년부터 2012년까지의 추이를 다룬 차트2에 쓰여진 지수의 비율에서 이를 확인할 수 있다. 가령 2012년엔 코스피200선물에 대한 E-mini S&P 500선물의 비율이 약 5.0과 5.8 사이에서 등락을 보였는데 이는 비율의 14~16% 변화에 해당한다. 뿐만 아니라 이 비율은 한 방향으로만 움직인 것이 아니라 2012년 초의 약 5.0에서 가을 경엔 5.8로 증가했다가 연말에 다시 5.2로 감소했다. 사실 2012년엔 주목할만한 단기 움직임이 있었다(가령 7월에 5.75에서 8월에 5.4로 감소했다가 9월에 다시 5.8로 증가). 모든 연도에, 특히 2008년에 이 비율과 유사한 등락을 보였다. 두 지수의 비율 수준은 또한 해마다 상당한 편차를 보였다. 이런 접근할만한 기회는 시장의 일반적인 특징이다. 다시 말해 투자자가 이 같은 움직임을 예측할 경우 큰 기회를 얻게 된다는 것이다.



투자자가 지수 비율의 변화를 예측할 때 명심해야 할 점은 선물계약의 지수와 명목가치가 상당히 다르다는 사실이다 (코스피200선물의 명목가치는 지수에 50만원을 곱한 값인 반면 E-mini S&P 500선물의 경우 지수에 50달러를 곱한 값이다 – 다음에 나오는 비교표 참고). 다시 말해 상품시장에서의 헤저(Hedger)와 마찬가지로 포지션의 값에 균형을 맞춰야 한다는 것이다. 2012년 말의 지수를 사용하면 다음과 같은 값을 얻게 된다:

	KOSPI 200	E-mini S&P500	Ratio
Index level	266.10	1420.00	—
Index value* (KRW)	133,050,000	75,490,040	1.7625
Index value* (USD)	125,136	71,000	1.7625

* 2012년 12월 31일 달러/원화 1063.24

그러므로 이 비율 포지션에는 다음의 값으로 균형을 맞춰야 한다. 코스피200선물 100계약당 E-mini S&P 500선물 176.25계약(실제로는 176계약)이 필요하다. 만약 지수 비율이 변하지 않으면 지수가 변한다 하더라도 해당 포지션은 균형을 유지하고 있다.

다시 말해 이익도, 손실도 없다. 코스피200선물을 매수하고 E-mini S&P 500선물을 매도하는 전략을 한번 가정해보자. 애초에 두 지수선물 모두 오르되 코스피가 조금 더 오를 거라 예상했으나 둘 다 10%씩 올라서 코스피200선물은 292.71이고 E-mini S&P 500선물은 1,562가 되었다고 치자. 그로 인해 코스피200선물 포지션에서는 이익이, E-mini S&P 500선물 포지션에서는 손실이 발생하여 거의 정확히 서로 상쇄하게 된다. 애초의 예상대로 코스피가 S&P보다 더 오른다면 코스피200선물의 이익이 E-mini S&P 500선물의 손실을 초과하여 순이익이 발생한다. 값은 다음과 같이 변화할 것이다:

		100 KOSPI 200 futures	176 E-mini S&P 500 futures
CASE 1: both indexes rise 10%			
INITIAL	Index	266.10	1420.00
	Contract value (KRW)	133,050,000	75,490,040
	Position value (KRW)	13,305,000,000	13,286,247,040
FINAL	Index	292.71	1562.00
	Contract value (KRW)	146,355,000	83,039,044
	Position value (KRW)	14,635,500,000	14,614,871,744
PROFIT/LOSS		+1,330,500,000	-1,328,624,744
Net		+1,875,256	
CASE 2: KOSPI 200 rise 12%, E-mini S&P 500 rises 10%			
INITIAL	Index	266.10	1420.00
	Contract value (KRW)	133,050,000	75,490,040
	Position value (KRW)	13,305,000,000	13,286,247,040
FINAL	Index	298.03	1562.00
	Contract value (KRW)	149,015,000	83,039,044
	Position value (KRW)	14,901,500,000	14,614,871,744
PROFIT/LOSS		+1,596,500,000	-1,328,624,744
Net		+267,875,255	

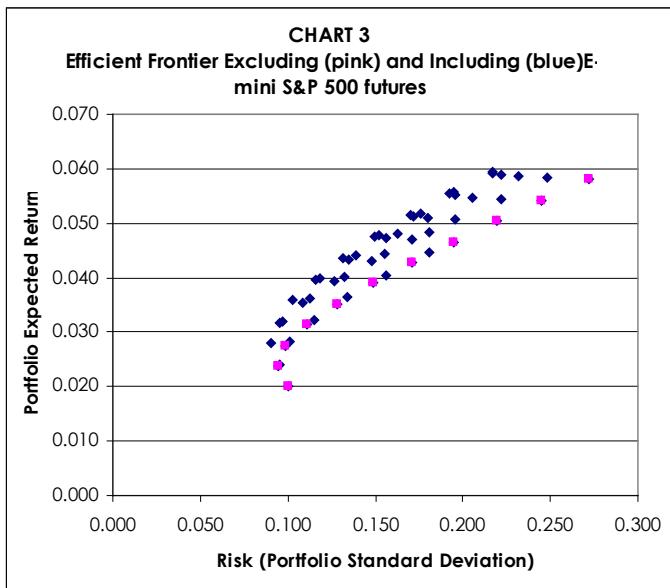
게다가 이러한 전략을 취한 투자자는 자국통화가 원화이든지 달러이든지 간에 통화 리스크에 직면하게 된다. 위의 계산은 1063.24의 고정환율을 전제로 하고 있다. 역외선물환(NDF) 또는 CME나 한국거래소의 달러/원화 선물거래를 통해 통화 헤지를 하는 것이 바람직하며 심지어 그럴 필요가 있다.

(다) 효율적투자기회선(Efficient Frontier) 확대

대다수 기관투자매니저들의 관심사는 절대적 시장방향 또는 심지어 상대가치의 예측에 있지 않다. 오히려 투자 포트폴리오의 가장 포괄적인 효율적 투자기회선(Efficient Frontier)을 따라 리스크와 보상의 균형을 최적화하는 데 있다. 일반적으로 투자 포트폴리오에 포함된 자산 또는 자산군이 많으면 많을수록 더욱 우수한 조합이 가능하다. 그 결과 예상 수익이 더욱 높거나 예상 변동성이 더욱 낮을 수 있으며 두 가지를 동시에 충족할 수도 있다.

한국의 투자자들이 자신의 포트폴리오에 E-mini S&P 500 선물을 추가하는 경우가 이에 해당할 것이다. 아래 차트(차트7)는 매우 개략적이긴 하지만 기본 원칙을 잘 보여준다. 분홍색 점들은 코스피200선물과 한국 국채로만 구성된 포트폴리오인 반면, 파란색 점들은 여기에 E-mini S&P 500 선물을 포함하는 포트폴리오를 보여준다. 포트폴리오의 구성이 다양해질수록 효율적 투자기회선은 “북서쪽”으로 넓혀지고 더욱 유리한 쪽으로 리스크와 보상이 균형을 잡혀갈 것이다.

본 차트는 매우 개략적이며 결코 가용한 모든 자산군을 포함하고 있지 않음을 거듭 강조하고 싶다. 단지 한국의 기관투자자가 효율적 투자기회선을 유용하게 확대하고 개선할 수 있도록 방법을 알려주기 위함이다. 즉 자신의 투자 포트폴리오에 거래종이 매우 두터운 E-mini S&P 500선물 계약을 추가함으로써 투자자로 하여금 최적의 포트폴리오 전략을 실행할 기회가 커지게 된다.



결론

CME그룹의 E-MINI S&P 500선물 계약은 유동성이 높고 거래성이 두터우며 거의 24시간 이용이 가능한 시장을 개인투자자 및 프로페셔널 자산관리자 모두에게 제공한다. 이들은 한국 또는 미국증시의 개장시간 동안 이를 이용하여 미국증시에 관여하고, 한국과 미국의 주식 (그리고 간접적으로는 세계의 주식)과 관련하여 상대가치 기회를 활용하며, 가용한 투자 포지션의 폭을 넓힐 수 있다.

독자들은 또한 지금까지 소개한 접근방법이 코스피200 선물과 E-mini S&P 500선물을 함께 활용해야 가능하다는 사실을 명심하기 바란다.

CME그룹에서 제공하는 모든 주가지수 거래와 관련하여 추가 정보가 필요한 경우, cme.com/equity를 방문하시오. 코스피200선물 및 옵션과 관련하여 추가 정보가 필요한 경우, krx.co.kr/index를 방문하시오.

최근 금융 선물 및 옵션 중계업계에서 은퇴한 로렌스 모건(Larry Morgan)은 지난 33년간 주로 채권 및 통화시장의 헤징·매매전략을 설계하고 실행하며 기관투자자들을 지원했다. 그의 고객에는 북미와 유럽, 동아시아 지역의 상업은행과 투자은행, 헤지펀드, 보험사 및 기업재무담당자 등이 있었다.

중계업계에 몸담았던 기간 내내 파생상품 분석과 교육을 병행한 그는 미국의 증권사 딘위터레이놀즈(Dean Witter Reynolds)와 한국금융연수원(KBI), 중국인민대학에서 강사를 지내는 등 파생상품 시장의 이론 및 실행과 관련하여 고객들을 가르쳤다. 그 전에는 시카고상품거래소(CBOT)의 선임경제학연구원으로 활동했다. 현재 시티컬리지오브시카고(City Colleges of Chicago)의 경제학 시간강사이다.