

Futures Report

글 박문서(서울증권 투자분석팀 선임연구원)

스프레드 거래를 기존의 종목별 시장과는 별개의 시장으로 취급하기 때문에 만기시에 원월물의 유동성이 부족하더라도 스프레드 거래의 활성화가 가능하게 되는 것이다. 스프레드 주문이 체결된 후에는 스프레드에 포함된 미결제약정수량은 KOSPI200선물의 개별 결제월종목에 편입되어 동일하게 관리된다.

KOSPI200선물 스프레드 거래의 이해와 실제

1. 선물 스프레드 거래란 무엇인가?

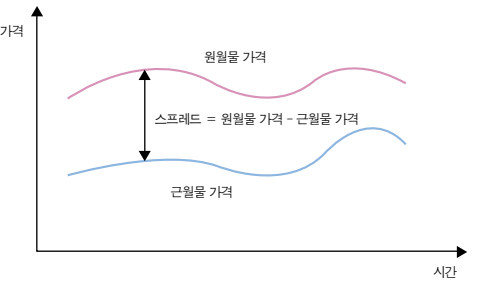
선물 스프레드란 서로 다른 두개의 선물상품 또는 결제월 종목간의 가격 차이를 말하며, 선물 스프레드 거래란 이러한 서로 다른 두개의 선물 상품 또는 결제월 종목을 동시에 사고 파는 거래를 말한다.

$$\text{스프레드(Spread)} = \text{원월물의 가격} - \text{근월물의 가격}$$

$$\text{비교) 베이스(Basis)} = \text{선물} - \text{현물}$$

따라서 KOSPI200선물 스프레드 매수주문이란 4개의 상장종목(3월물, 6월물, 9월물, 12월물) 중 원월종목을 매수하고 동시에 최근월종목을 매도하는 주문이며, 선물스프레드 매도 주문이란 원월종목을 매도하고 동시에 최근월종을 매수하는 주문을 의미한다.

예를 들어 선물 6월물을 1계약 매도하고, 동시에 선물 9월물 1계약을 매수하는 거래를 말한다. KOSPI200선물 스프레드 거래는 호가방식(복합주문)이 아닌 종목방식(단일주문)으로 처리하며, 기존 KOSPI200선물 결제월종목과 분리하여 스프레드 호가간의 경합에 의하여 매매거래를 성립시키는 방식을 취하고 있다. 이러한 방식을 채택한 이유는 원월물의 경우 유동성이 낮아 거래체결에 어려움이 있기 때문이다.



예를 들어, 2005년 9월 매수포지션과 12월물 매도포지션으로 구성된 스프레드 포지션을 원하는 투자자는 9월물과 12월물을 각각 따로 거래하는 것이 아니라, 투자자가 원하는 스프레드 종목과 스프레드에 포함된 종목간의 가격차이(스프레드)를 호가하여 스프레드 종목별로 당해 종목의 호가간에 경합에 의하여 매매하는 방식이다.

따라서 스프레드 거래를 기존의 종목별 시장과는 별개의 시장으로 취급하기 때문에 만기시에 원월물의 유동성이 부족하더라도 스프레드 거래의 활성화가 가능하게 되는 것이다.

스프레드 주문이 체결된 후에는 스프레드에 포함된 미결제약정수량은 KOSPI200선물의 개별 결제월종목에 편입되어 동일하게 관리된다.

2. 스프레드의 가격은 어떻게 결정되는가?

주가지수 선물가격은 시장에서 개별 종목별로 매도호가와 매수호가에 의해 결정되지만, 선물종목의 최종거래일이 도래하면 현물주가지수로 최종 결제되기 때문에 기본적으로는 현물주가지수와 밀접한 관련성을 갖고 형성된다.

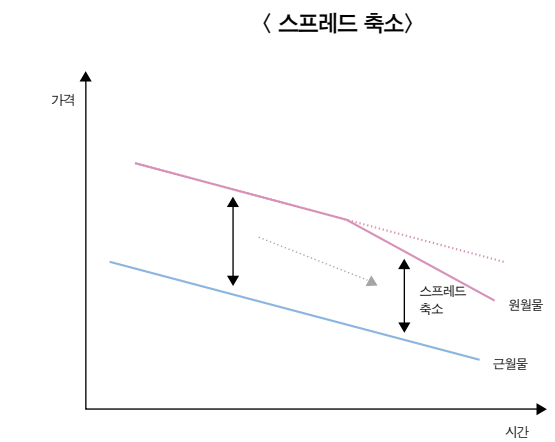
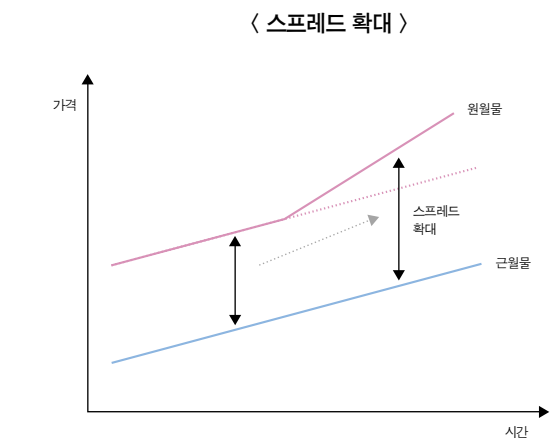
즉, 선물가격은 현물가격에 최종거래일까지의 보유 비용을 감안하여 산출한 선물이론가격과 유

사한 가격으로 형성되는 것이다. 그러나 시장에서는 각 투자자별로 향후 주식시장에 대한 전망이 달라 종목별로 매수호가와 매도호가 간의 경쟁에 의하여 선물가격이 결정되기 때문에 현물지수를 이용한 선물이론가격과 항상 일치하지는 않는다.

일반적으로 선물가격은 향후 주식시장이 상승할 것으로 전망되면 이론가격보다 높게 거래되고, 하락할 것으로 예상되면 이론가격보다 낮게 거래된다.

예를 들면, 현물주가지수가 100pt이고 최종거래일까지의 보유비용(이자비용 - 배당수입)이 2pt라고 하면 선물가격은 102pt 내외에서 각 투자자의 향후 장세 전망 및 호가 상황에 따라 형성된다.

또한 주가지수선물거래의 경우 일반적으로 결제월이 가까운 종목(근월물)의 가격에 비하여 결제월이 먼 종목(원월물)의 가격이 기대요인으로 인하여 크게 움직인다. 따라서, 시세가 상승추세에 있는 경우에는 근월물보다 원월물 가격의 상승이 크며, 반대로 하락 추세에 있는 경우에는 근월물보다 원월물 가격의 하락폭이 커 스프레



드의 확대, 축소를 야기하게 된다.

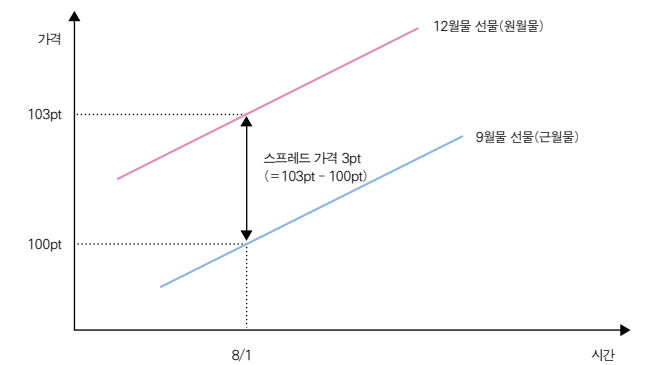
그렇다면 스프레드 가격은 어떻게 결정되는 걸까? 앞서 언급했듯이 선물 스프레드 거래의 가격은 원월물의 가격에서 근월물의 가격을 뺀 수치로 나타낸다. 이는 주가지수 선물의 경우 일반적으로 원월물의 가격이 근월물의 가격보다 이론적으로 높기 때문이다.

선물 스프레드 거래의 가격은 원월종목이 최근월종목보다 가격이 높은 경우에는 양수(+)이고, 반대로 원월종목이 최근월종목보다 가격이 낮은 경우에는 음수(-)가 되며, 같은 경우에는 0으로 표시된다.

스프레드 거래시에 매도와 매수의 기준은 원월물을 기준으로 명명한다. 따라서 스프레드 매도는 원월물 매도와 근월물 매수를 말하며, 스프레드 매수는 원월물 매수와 근월물 매도를 의미한다.

스프레드 가격의 결정 과정을 예를 통해 이해해 보자, 2005년 8월 1일 현재 9월물과 12월물이 상장되어 있는 경우에 선물 스프레드 1계약을 +3pt에 매도하였다면 12월물 1계약을 매도하고 9월물 1계약을 동시에 매수한 것을 의미하며 그 체결가격은 근월물인 9월물 가격(현재 100pt로 가정)을 원월물 103pt에서 차감한 값이 된다.

스프레드 거래시 유의할 점은 기존에 9월물 매도 포지션 1계약을 소유하고 있는 투자자의 경우 앞의 사례와 같이 스프레드 1계약을 매도할 경우 9월물은 자동으로 환매수되어 기존의 보유 매도 포지션은 청산되게 되며 투자자는 12월물 매도 포지션 1계약만을 보유하게 된다는 것이다.



3. 왜 스프레드 거래를 하는가?

스프레드 거래의 순포지션은 제로(0), 즉 현물가격 변동에 따른 선물가격의 변동이 서로 차감되기 때문에 하나의 종목을만 거래하



는 일방거래에 비하여 투자위험이 낮아 손실이 적은 반면에 기대이익 또한 낮은 특징을 갖고 있다.

스프레드 거래에 의한 두 가지의 상이한 포지션 보유는 시장가격이 투자자의 기대와는 반대로 움직였을 때 손실을 완화시켜 주는 역할을 한다. 즉, 스프레드의 한쪽 포지션에서 생기는 손실이 나머지 포지션에서 생기는 이익에 의해 상쇄되므로 단순 투기에 비해 위험이 낮고, 증거금 수준도 낮은 장점이 있는 반면에 기대이익이 낮다는 것이 단점이다.

그렇다면 투자자들은 왜 스프레드 거래를 하는 걸까? 3가지 측면에서 그 이유를 찾을 수 있다.

1) 포지션 이월(Roll-over)

현재 현물 주식과 9월물 선물 매도포지션을 보유하고 있는 투자자가 앞으로 현물가격이 하락할 것을 예상하여 12월물로 보유 매도 포지션을 이월하려고 한다면 스프레드 매도(9월물 매수 + 12월물 매도) 주문을 제출하여 동 주문이 체결된다면 기존의 9월물 매도포지션은 상쇄되고, 12월물 매도포지션이 새로 생성되어 결과적으로 현물과 12월물 선물 매도포지션을 보유하게 된다.

예를 들면, 8월 1일 현재 현물주식 50억원과 선물 9월물 매도포지션을 100계약 보유하고 있는 기관투자자가 보유주식에 대한 헤지

스프레드 거래에 의한 두 가지의 상이한 포지션 보유는 시장가격이 투자자의 기대와는 반대로 움직였을 때 손실을 완화시켜 주는 역할을 한다. 즉, 스프레드의 한쪽 포지션에서 생기는 손실이 나머지 포지션에서 생기는 이익에 의해 상쇄되므로 단순 투기에 비해 위험이 낮고, 증거금 수준도 낮은 장점이 있는 반면에 기대이익이 낮다는 것이 단점이다.

기간을 12월까지 이월시키기 위하여 9월물과 12월물로 구성된 선물 스프레드를 3pt에 매도하였다면 선물 스프레드 체결 후의 포지션은 12월물 매도포지션 100계약만 남게 된다.

8월 1일 현재	현물 주식	선물 9월물 매도포지션	선물 12월물 매수포지션
	50억원	100계약	0계약
포지션이월(Roll-over)를 위한 선물스프레드 거래체결 (스프레드 매도)	변동 없음	선물 9월물 100계약 매수	선물 12월물 100계약 매도



스프레드 거래 체결 이후	현물 주식	선물 9월물 매도포지션	선물 12월물 매수포지션
	50억원	0계약	100계약
거래결과	기존에 보유한 9월물 선물 매도포지션 100계약은 선물 스프레드 거래결과 9월물 매수포지션 100계약과 서로 상쇄되어 9월물 보유포지션은 0이 되고 체결된 스프레드에 포함된 12월물 매도포지션 100계약만이 신규로 생성되어 결과적으로는 현물 주식과 선물 12월물 매도포지션을 보유하게 됨		

2) 투기적 거래

스프레드 확대(상승)가 예상될 때

8월 1일 현재 KOSPI200 현물지수가 100pt이고 KOSPI200 9월물은 103pt, 12월물은 105pt라고 가정하자. 이에 따라 투자자는 9월물의 이론가격 102pt, 12월물의 이론가격 106pt에 비해 9월물은 고평가되어 있고, 12월물은 저평가 되었다고 판단하여 선물 스프레드가 +2pt에 선물 스프레드 5계약을 매수했다.

시간이 지나 8월 8일에 이르러 선물 스프레드가 +4pt로 상승(확대) 하였을 때 스프레드 거래 결과는 다음과 같다.

구분	주문유형	스프레드 구성 종목 거래내역	
		근월물(9월물)	원월물(12월물)
2005년 8월 1일	스프레드 +2pt에 매수	KOSPI200 9월물 5계약 103pt에 매도	KOSPI200 12월물 5계약 105pt 매수
2005년 8월 8일	스프레드 +4pt에 매도	KOSPI200 9월물 5계약 104pt에 매수	KOSPI200 12월물 5계약 108pt 매도
거래결과	스프레드 +2pt 확대	-1pt(103pt-104pt) × 50만원 × 5계약 = 250만원 손실	+3pt(108pt-105pt) × 50만원 × 5계약 = 750만원 이익
	전체 손익 : 500만원 이익(= 2pt × 50만원 × 5계약)		

스프레드 축소(하락)가 예상될 때

8월 1일 현재 KOSPI200 현물지수가 100pt이고 KOSPI200 9월

물은 103pt, 12월물은 106pt라고 가정하자. 이에 따라 투자자는 9월물의 이론가격 104pt, 12월물의 이론가격 105pt에 비해 9월물은 저평가되어 있고, 12월물의 경우에는 고평가되어 있음을 발견하고 선물 스프레드 가격 +3pt에 선물 스프레드 5계약을 매도하였다.

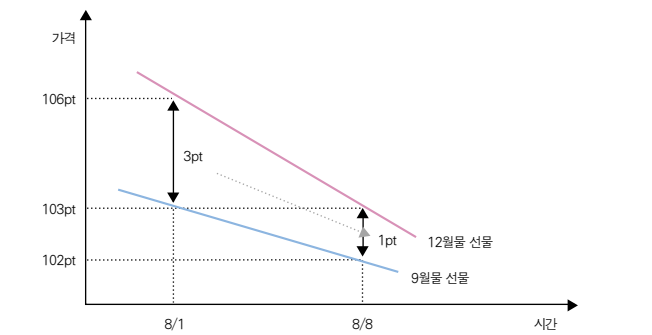
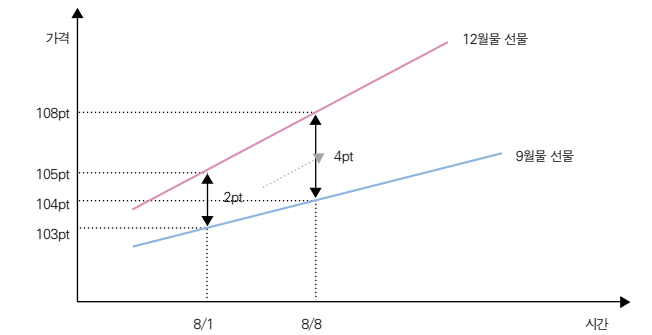
시간이 지나 8월 8일에 이르러 선물 스프레드가 +1pt로 하락(축소)하였을 때 선물 스프레드 거래 결과는 다음과 같다.

구분	주문유형	스프레드 구성 종목 거래내역	
		근월물(9월물)	원월물(12월물)
2005년 8월 1일	스프레드 +3pt에 매도	KOSPI200 9월물 5계약 103pt에 매수	KOSPI200 12월물 5계약 106pt 매도
2005년 8월 8일	스프레드 +1pt에 매수	KOSPI200 9월물 5계약 102pt에 매도	KOSPI200 12월물 5계약 103pt 매수
거래결과	스프레드 +2pt 축소	-1pt(102pt-103pt) × 50만원 × 5계약 = 250만원 손실	+3pt(106pt-103pt) × 50만원 × 5계약 = 750만원 이익
	전체 손익 : 500만원 이익(= 2pt × 50만원 × 5계약)		

3) 차익거래

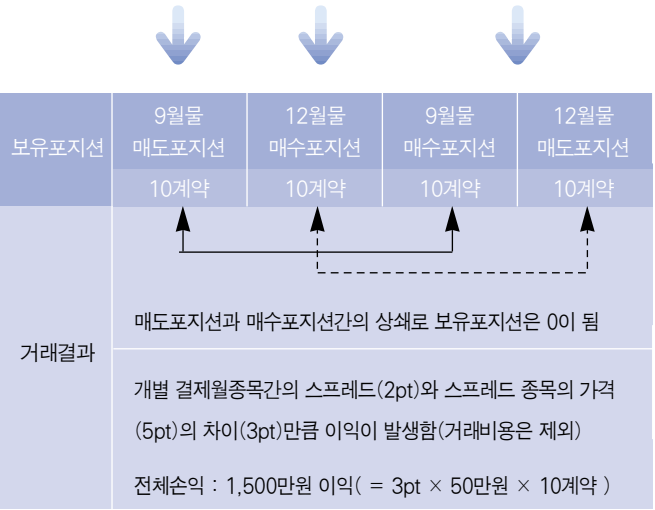
선물시장에서 거래되는 개별결제월 종목(예 : KOSPI200 9월물과 12월물)간의 가격차이와 스프레드 종목(예 : 9월물+12월물)의 거래 가격의 차이를 이용하여 무위험수익을 얻을 수도 있다.

예를 들면, 선물시장에서 9월물이 100pt, 12월물이 102pt에 거래되고 있으며, 스프레드시장에서 스프레드 종목(9월물 + 12월물)이 +5pt에 거래되고 있다면, 스프레드 종목(9월물 + 12월물)을 +5pt



에 10계약 매도하고 개별종목, 즉 9월물을 100pt에 10계약 매도하고 동시에 12월물을 102pt에 10계약 매수하였다면 거래결과는 다음과 같다.

구분	선물시장		선물 스프레드시장
	9월물	12월물	스프레드종목(9월물 + 12월물)
시장가격	100pt	102pt	+5.00pt
거래내역	100pt에 매도	102pt에 매수	+5.00pt에 매도



앞서 살펴본 스프레드 거래의 목적을 바탕으로 시장에서 스프레드의 거래의 기능을 살펴보면 첫째, 포지션 이월(Roll-over)의 원활화를 들 수 있다.

만기 도래에 따른 포지션 이월(Roll-over)시 발생하는 원월물의 일시적인 수급불균형에 따른 시장 충격을 완화시켜 포지션 이월을 용이하게 한다.

둘째, 스프레드 거래는 포지션 거래자의 시장 참여를 촉진시키게 된다. 포지션의 Roll-over의 원활화로 헤지거래와 차익거래 등 포지션을 장기 보유하고자 하는 포지션 거래자의 시장 참여를 활성화시키게 된다.

셋째, 선물가격을 안정화시킨다. 스프레드 거래의 형성가격과 일반 결제월 종목간의 가격차를 이용한 차익거래에 의해 결제월 종목간 적정 가격형성을 촉진하여 선물가격 안정화에 기여하게 된다.

넷째, 스프레드 거래는 새로운 투자수단을 제공한다. 개별종목의 거래에 비하여 스프레드 거래는 작은 리스크를 갖기 때문에 급변하는 시장 상황에서 커다란 손실을 입지 않고도 투자에 참여할 수 있게 한다.

4. 실패매매에서 스프레드 거래를 어떻게 이해해야 할까?

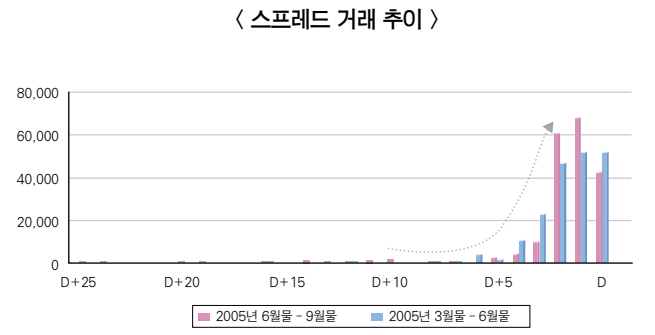
먼저 국내증시에서 나타나고 있는 스프레드 거래와 관련하여 몇 가지 체크해야 할 특징이 있다. 국내증시에서 스프레드 거래는 2001년 9월 만기부터 시작되어 오늘에 이르고 있다.

매매주체별 매매비중은 외국인이 70% 이상을 기록, 절대적인 비중을 차지하고 있으며 증권, 투신, 기금, 개인의 순이다. 스프레드 거래는 선물옵션만기일(Triple Witching Day) D-2일~만기일까지의 거래가 3개월 동안 거래의 85% 수준에 달할 정도로 거래가 편중되는 특징이 있으며, 대체로 만기일 D-5일부터 거래가 활성화되기 시작한다.

〈 매매주체별 스프레드 매매 비중 〉

	외국인	기관	개인
합계(계약)	144,386	52,547	2,339
비중	72.5%	26.4%	1.2%

자료 : 증권전산, 서울증권
2005년 3월 11일 ~ 6월 선물옵션만기일(6월 9일) 거래 기준



자료 : 증권전산, 서울증권

만기일이 임박하게 되면 스프레드 거래에 참여하지 않는 투자자라고 할지라도 스프레드 가격 추이에 관심을 갖게 된다. 이는 스프레드 가격이 만기일까지의 매매주체들의 매매 동향이나 프로그램 물량 출회 수준과 밀접한 관련성을 가지고 있기 때문이다.

이에 따라 투자자들은 만기일을 앞두고 스프레드 가격이 상승할 것인지, 하락할 것인지를 예측하게 되고 투자자들은 각각의 전망에 근거해 스프레드 매매 전략이나 만기일 대응 전략을 구상하

게 된다.

스프레드 가격의 예측과 관련하여 중요하게 고려해야 할 변수로는 선물 지수와 Basis의 방향이다. 일반적으로 지수 상승(하락)시에는 스프레드 또한 확대(축소)되나 경우에 따라서 예외적인 상황이 발생할 수 있기 때문에 Basis의 방향을 함께 고려하는 것이 스프레드 가격 예측의 정확성을 높일 수 있다.

즉, 선물 지수와 Basis의 방향이 일치할 경우 일반적으로 스프레드 가격 또한 동일한 방향으로 예측하고 지수와 Basis가 역방향일 경우 스프레드 가격은 Basis의 방향을 따르는 것이 바람직하다.

또한 스프레드 가격 예측과 관련하여 외국인의 스프레드 매매동향을 주목할 필요가 있다. 외국인은 스프레드 매매 비중의 70%이상을 차지하고 있는데다 헤지거래 외에 투기적인 수요도 많아 스프레드 가격에 미치는 영향이 높기 때문이다.

그동안 외국인의 스프레드 매매 추이를 살펴본 결과 외국인은 만기일 이전까지 매수로 대응해 스프레드 가격이 상승하게 되면 만기일 1~2일을 앞두고 청산에 나서 (일시적인)스프레드 가격 하락의

원인을 제공하는 매매 특성을 자주 보여주고 있다.

스프레드 매매를 통해 포지션을 이월(Roll-over)하고자 하는 투자자의 경우 만기일이 임박하게 되면 기존 포지션의 적절한 Roll-over 시점을 포착하기 위해 고민하게 된다.

그러나 어렵게도 시의적절한 시점을 예측하는데 해답은 없다. D-2일부터 거래가 활발하고 스프레드 가격의 변동성 또한 높아지는 점을 고려할 때 만기일 이전 3일동안 일정량을 배분하여 순차적으로 Roll-over를 진행하는 것이 리스크를 분산할 수 있다는 점에서 바람직하다는 생각이다.

또한 만기일 1~2일전까지 외국인이 매수중심의 매매를 주로 해왔고 스프레드 가격 또한 완만한 상승 흐름을 보여 왔던 점을 고려할 때 매도 포지션을 보유하고 있는 투자자의 경우 스프레드 가격이 그동안의 일반적인 추이에서 벗어나지 않는다면 Roll-over시점을 만기일 D-3일까지 늦추는 것도 확실적인 측면에서 유리할 것으로 판단된다.