

교육목적 이외 사용을 금지하며 투자 조언이 아님

2021 년 4 월

이번 달 유렉스는 EURO STOXX 50®, 독일의 DAX®, 그리고 스위스의 SMI® 등 유럽의 3대 주요지수에 대한 “마이크로” 선물상품을 출시합니다 (<https://www.eurex.com/micro>). 이에 앞서 CME 와 보르사 이탈리아나가 각각 미국 4대 지표 (<https://www.cmegroup.com/trading/equity-index/usindex/micro-e-mini-futures.html>)와 이태리 FTSE MIB 지수(<https://www.borsaitaliana.it/derivati/specifichecontrattuali/microfuturesftsemib.en.htm>)의 마이크로 상품을 성공적으로 런칭한 바 있습니다. 전산으로 거래되는 기존 주가지수선물 계약들의 명목금액을 1/5 또는 1/10 규모로 분할함으로써, 개인투자자는 “ETF 의 대안”으로 더욱 쉽게 접근할 수 있게 되었고, 대규모 트레이더와 헷지 투자자는 거래의 정확성이 향상되었습니다. 이번 글에서는 새로운 유렉스 마이크로 선물계약에서 다루는 세 개의 지수 벤치마크를 살펴보고, 이를 활용한 몇 가지 실제 사례를 연구해보고자 합니다.

### EURO STOXX 50, DAX, 그리고 SMI 는 무엇일까요?

EURO STOXX 50®지수 (<https://www.stoxx.com/index-details?symbol=sx5E>)는 유로존에서 가장 크고 유동적인 주식 50 개를 추종합니다. 이 지수는 상당히 유동적인 선물들이 추종하며, 평균적으로 하루 백만 계약 이상(380 억 유로 이상의 명목가치에 해당) 거래되고 있습니다. 이와 유사하게 DAX®지수는 독일에서 가장 자본화되고 많이 거래되는 30 개 기업을 커버하며 (<https://www.dax-indices.com/index-details?isin=DE0008469008>), 이 중 상당수가 EURO STOXX 50® 내의 독일기업과 중첩됩니다. 스위스는 그들의 SMI® 벤치마크를 통해 유로존을 벗어난 분산효과를 제공합니다. 이 벤치마크는 유로지수와 겹치지 않는 20 개 기업 (<https://www.six-group.com/en/products-services/the-swissstock-exchange/market-data/indices/index-explorer/index-details.html?valorId=CH0009980894CHF9#/components>)을 커버하며, 이 중에는 스와치, 게버릿, 리치몬트와 같은 세계적으로 명망있는 다국적 기업들이 다수 포함되어 있습니다.

아래 첫번째 표는 MSCI 유럽 지수의 상위 25 개 구성종목을 나타내며, 2021 년 3 월 기준으로 이 종목들이 EURO STOXX 50®, DAX®, SMI®에서 어떻게 커버되는지를 보여줍니다.

기업명	섹터	지역	MSCI 유럽	EURO STOXX 50	DAX	SMI
NESTLE SA	필수 소비재	스위스	3.1			17.3
ROCHE HOLDING PAR AG	헬스케어	스위스	2.3			17.2
ASML HOLDING NV	기술주	네덜란드	2.2	6.9		
NOVARTIS AG	헬스케어	스위스	1.8			16.5
LVMH	자유 소비재	프랑스	1.7	5.2		
UNILEVER PLC	필수 소비재	영국	1.4			
SAP	기술주	독일	1.3	4.2	9.6	
ASTRAZENECA PLC	헬스케어	영국	1.3			
HSBC HOLDINGS PLC	금융	영국	1.2			
SIEMENS N AG	산업재	독일	1.2	3.7	9.1	
NOVO NORDISK CLASS B	헬스케어	덴마크	1.2			
TOTAL	에너지	프랑스	1.2	3.9		
SANOFI SA	헬스케어	프랑스	1.0	3.3		
ALLIANZ	금융	독일	1.0	3.2	7.7	
DIAGEO PLC	필수 소비재	영국	0.9			

교육목적 이외 사용을 금지하며 투자 조언이 아님

2021 년 4 월

LOREAL SA	필수 소비재	프랑스	0.9	2.8		
RIO TINTO PLC	원자재	영국	0.9			
BP PLC	에너지	영국	0.9			
ROYAL DUTCH SHELL PLC	에너지	영국	0.9			
GLAXOSMITHKLINE PLC	헬스케어	영국	0.9			
BRITISH AMERICAN TOBACCO	필수 소비재	영국	0.8			
SCHNEIDER ELECTRIC	산업재	프랑스	0.8	2.6		
BASF N	원자재	독일	0.8	2.4	5.8	
ENEL	유틸리티	이태리	0.8	2.3		
IBERDROLA SA	유틸리티	스페인	0.8	2.2		

출처: 블랙록 (<https://www.ishares.com/uk>)

국가별 익스포져 관점에서 EURO STOXX 50®, DAX®, 그리고 SMI®는 주로 영국과 스칸디나비아 국가를 제외한 나머지 유럽대륙의 대부분의 기업들을 커버한다는 점에서 광범위한 정의의 유럽을 커버하는 MSCI Europe 과는 구분이 됩니다. 이를 통해 지수선물 트레이더는 유럽의 가장 유동적인 벤치마크를 통화별로 매우 명확하게 구분할 수 있으며, 이는 주식시장위험과 통화위험을 분리하는데 유용하게 사용될 수 있습니다.

국가	MSCI 유럽	EURO STOXX 50	DAX	SMI
영국	23.2			
프랑스	17.6	36.5		
독일	14.9	32.5	100.0	
스위스	14.6			100.0
네덜란드	6.4	14.3		
스웨덴	5.7			
이태리	4.0	4.7		
스페인	3.8	6.3		
덴마크	3.7			
핀란드	1.6	1.6		
벨기에	1.5	1.6		
아일랜드	1.1	2.1		
노르웨이	1.0			
오스트리아	0.3			
포르투갈	0.2			

출처: 블랙록 (<https://www.ishares.com/uk>)

유럽주식 포트폴리오를 섹터별로 구분해보면, 유로존 바스켓이 자유 소비재와 기술주 (LVMH, ASML, SAP 등) 섹터에 더욱 치중된 반면, 스위스는 헬스케어(ROCHE, NOVARTIS)와 필수 소비재(Nestle) 섹터에 더 치중해 있음을 확인할 수 있습니다.

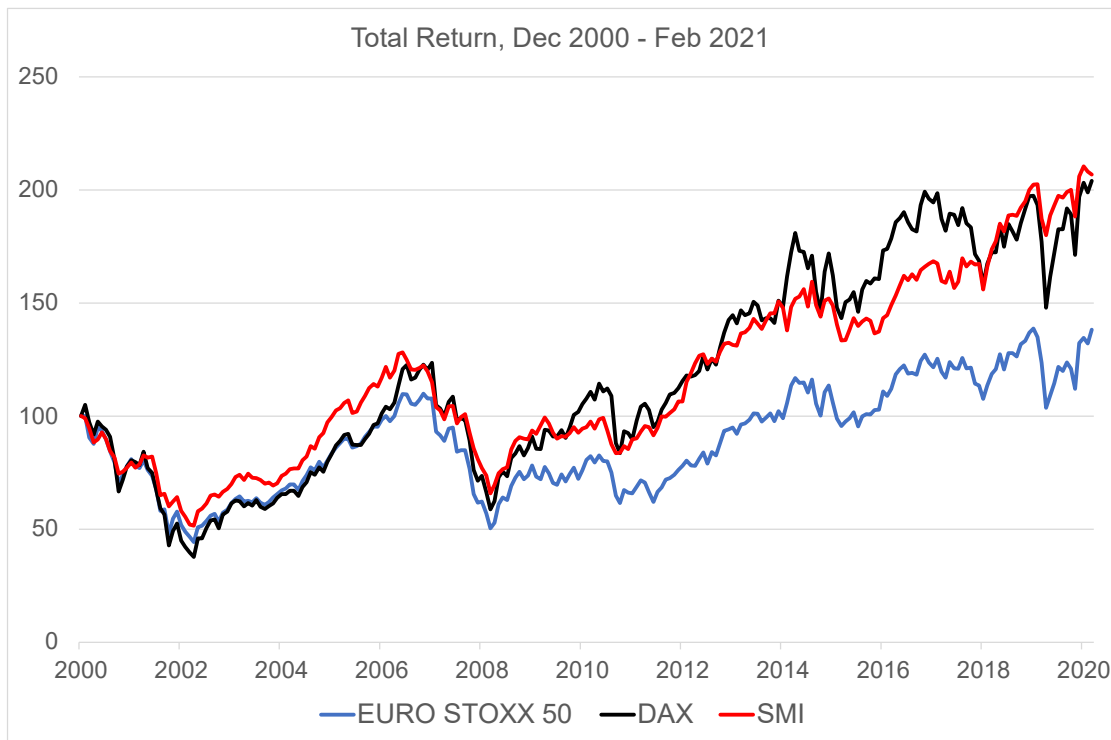
교육목적 이외 사용을 금지하며 투자 조언이 아님

2021년 4월

섹터	MSCI 유럽	EURO STOXX 50	DAX	SMI
통신	3.9	2.7	4.4	1.1
자유 소비재	11.7	18.2	17.7	5.1
필수 소비재	12.4	7.7	2.1	17.3
에너지	4.9	4.8		
금융	16.6	14.2	15.1	19.0
헬스케어	13.5	6.7	8.5	40.4
산업재	14.6	14.3	13.9	8.3
기술주	7.6	14.7	13.5	
원자재	8.5	9.9	17.7	8.5
부동산	1.3	1.0	3.6	
유틸리티	4.5	5.3	3.6	

출처: 블랙록 (<https://www.ishares.com/uk>)

성과 측면에서 EURO STOXX 50®, DAX®, 그리고 SMI®는 2000년부터 2008년까지 서로 밀접하게 추종하는 모습을 보였으나, 2008년 이후 10여년간 독일과 스위스 주식 성과가 (독일을 제외한) 유로존을 앞지르는 모습을 보여줍니다. 가장 큰 원인으로 이탈리아와 스페인 주식 성과가 2008년 이후 심각하게 부진했기 때문입니다.



출처: 블랙록 (<https://www.ishares.com/uk>)

단기적으로 EURO STOXX 50®와 DAX®는 95%라는 매우 높은 월별 상관계수를 나타냄으로써 93%인 광역 MSCI 유럽 지수보다 높은 상관관계를 나타내고 있습니다. 이렇게 EURO STOXX 50®, DAX®, 그리고 MSCI 유럽이 월별로 비슷한 움직임을 보이는 경향은 부분적으로 이들의 종목이 겹침으로써 설명될 수 있습니다. 또한 이러한 경향은 ETF, 선물 및 관련 상품을 사용하여 이러한 시장을 거래하는 포트폴리오 매니저들 때문에 증폭되기도 합니다. SMI®와 유로존 주식

교육목적 이외 사용을 금지하며 투자 조언이 아님

2021년 4월

간의 상관계수는 80% 이하이며, 지수간 종목 중복이 완벽하게 없음을 고려하면 다소 높아 보일 수 있으나, 스위스를 포함한 유럽 포트폴리오를 구성하는데 있어 어느 정도의 변동성을 제거하는 데는 충분할 정도로 낮습니다.

	<i>MSCI Europe</i>	<i>EURO STOXX 50</i>	<i>DAX</i>
<b>EURO STOXX 50</b>	<b>0.96</b>	1	
<b>DAX</b>	<b>0.93</b>	<b>0.95</b>	1
<b>SMI</b>	<b>0.83</b>	<b>0.79</b>	<b>0.74</b>

출처: 블랙록 (<https://www.ishares.com/uk>)

### 주가지수선물 활용전략 #1 : 레버리지 롱 익스포져

아마도 주가지수선물의 가장 단순한 활용방법은 동일 주가지수를 추종하는 ETF 를 대체하거나 교체하는 것입니다. 3,800 명목가치 측면에서, 마이크로 EURO STOXX 50® 선물 1 계약은 3,800 유로 상당의 명목가치 만큼의 익스포져를 제공할 수 있습니다. 이는 주당 38 유로인 iShares Core EURO STOXX 50 UCITS ETF (<https://www.ishares.com/uk/professional/en/products/251781/ishares-euro-stoxx-50-ucits-etf-inc-fund>) 100 주에 해당합니다. ETF 와 선물계약의 첫번째 차이점은, ETF 가 해당 익스포져를 취하기 위해서는 3,800 유로가 필요한 반면 선물은 **500 유로 이하**의 증거금으로 동일한 익스포져를 취할 수 있다는 것입니다. 마진콜 방지를 위해 2,000 유로를 유지하더라도 여전히 비용측면에서 소매마진( retail margin)이나 롬바드 대출 금리(Lombard loan rates)보다 훨씬 효율적입니다.

비교적 보수적인 투자자 조차도 이러한 선물계약을 활용한 방법이 자산을 주식과 채권에 동시에 배분하는데 효과적임을 발견할 수 있습니다. 예를 들어 십만 유로 달러 상당의 채권을 보유한 투자자는 마이크로 EURO STOXX 50® 여섯 계약을 매수함으로써 기존 보유채권을 매각하거나 수익률을 포기하지 않고서도 대략 20%에 해당하는 주식배분을 추가할 수 있습니다.

ETF 와 선물계약의 두번째 차이점은 바로 ETF 는 ETF 내에 투자한 펀드에 운용보수를 부과한다는 점입니다. 반대로 주가지수선물은 노골적인 “운용보수”를 부과하지 않으며 대신 선물 매수 시 매매수수료를 부과하고 있습니다. 일반적으로, 투자자는 익스포져를 유지하기 위해 매 3-6 개월 주기로 오래된 선물계약을 매도하고 직후만기계약을 매수해야 하며, 이러한 행위를 보통 선물계약의 “롤오버”라고 부릅니다. 장기적 투자자는 ETF 를 활용해 주가지수에 대한 익스포져를 유지하기 위해 필요한 비용과 시간에 따른 선물계약의 롤오버로 인한 비용을 비교해야 합니다.

ETF 와 지수선물의 세번째 주요한 차이점은 롤오버 과정에 있습니다. EURO STOXX 50® 선물의 경우 원월물이 근월물보다 낮은 가격에 거래되는 모습이 종종 관측됩니다. 예를 들어 2021년 3월 22일 기준, 6월 만기계약이 3,773에 거래될 때, 9월 만기계약은 3,759에 거래되었습니다. 이러한 낮은 원월물 가격은 주로 6월과 9월 사이에 EURO STOXX 50® 구성종목들이 지급할 것으로 예상되는 배당금을 반영합니다. EURO STOXX 50®와 SMI®는 모두 “가격 지수(price return)”로써, 이는 배당 수익률이 지수에 반영되지 않음을 의미합니다. 이 때, 선물 매수자는 높은 가격의 근월물에서 낮은 가격의 원월물로 롤오버하는 과정에서 배당금을 벌게 됩니다. 이것과는 반대로, DAX 는 “총 수익(total return)”지수이며, 이는 배당 수익률이 지수에 반영됨을 뜻합니다. DAX® 선물에서 “롤오버 디스카운트”가 발생하는 경우 가격지수보다 작은 규모로 발생하고 배당금이 아닌 마이너스 이자수익률과 대차 수익률을 반영한다는 점에서 일반 배당금과는 차이가 있습니다.

## 주가지수선물 활용전략 #2: 시장하락에 대한 헷징

주가지수선물을 활용하는 두번째 방법으로는 더 큰 시장 벤치마크의 전체적인 하락을 헷지하는데 사용할 수 있다는 점입니다. 예를 들어, 우량주로 포트폴리오를 꾸린 투자자가 시장이 상대적으로 과열되었다고 우려하는 경우를 가정해봅시다. 만약 투자자가 보유주식을 매도하지 않고 하락에 대한 익스포저를 줄이고 싶다면 투자자는 주가지수선물 매도 포지션을 통해 효율적으로 시장 하락 리스크를 헷지 할 수 있습니다.

선물매도는 선물매수 만큼이나 간단하며, 유사한 수준의 증거금으로 반대 익스포저를 제공할 수 있습니다. 또한 투자자는 (ETF 공매도에서 필수적인) 주식차입을 할 필요가 없기 때문에 차입비용 또는 증거금 이자를 아낄 수 있습니다. 마이크로 EURO STOXX 50® 선물 한 계약을 3,800 포인트에 매도하는 것은 단순히 지수가 계약 당 1 포인트가 떨어질 때 1 유로의 수익을 거둔다는 것을 의미하며, 반대로 지수가 올라가면 계약 당 1 유로를 잃는다는 것을 의미합니다. 모든 유형의 공매도와 같이, 선물매도는 지수상승에 대한 제한이 없기 때문에 이론적으로 투자자는 무한 손실에 노출될 수 있습니다. 그러나 헷지 용도로 된다면 이론적으로 선물매도는 매수포지션의 무제한 상승에 의해 상쇄될 것입니다.

## 주가지수선물 활용전략 #3: 스프레드 트레이딩

한 주가지수의 선물을 매수하고 다른 주가지수를 매도하는 것은 두 시장 간의 수익률 스프레드 또는 상대적인 성과(relative performance)를 거래하는 가장 효율적인 방법 중 하나일 것입니다. 예를 들어, 독일시장이 평균적인 유로존보다 빠르게 회복함에 따라 DAX®가 EURO STOXX 50® 보다 더 높은 성과를 기록할 것으로 예상한다고 가정해봅시다. 이런 경우, 투자자는 1 개의 마이크로 DAX® 계약을 매수하고 4 개의 마이크로 EURO STOXX 50® 계약을 매도할 수 있습니다. 이론가치가 계약 당 약 14,800 유로인 마이크로 DAX®와 계약 당 약 3,800 유로인 마이크로 EURO STOXX 50® (4 개의 경우 15,200 유로)의 이론금액이 정확히 매칭되진 않지만, 기존의 더 오래되고 큰 규모의 계약보다는 더욱 정확한 매칭이 가능합니다. 만약 투자자의 예상이 맞아 떨어져 EURO STOXX 50®는 8%가 떨어져 3,496 포인트를 기록한 반면, DAX®는 5%만 떨어져 14,060 포인트를 기록했다고 가정해 봅시다. 투자자는 매수 포지션으로 720 유로를 잃더라도 손실은 매도 포지션으로 벌은 1,216 유로로 메꿀 수 있기 때문에 결국 스프레드 매매로 인해 496 유로의 순이익을 올릴 수 있습니다. 물론 반대로 EURO STOXX 50®이 DAX® 보다 더 높은 성과가 기대된다면 손쉽게 반대 포지션으로 거래를 체결할 수 있습니다.

위에서 언급된 상품들과 스위스 SMI® 간의 스프레드 트레이드는 SMI® 선물이 스위스 프랑으로 거래된다는 차이 외에는 유로거래 상품들과 동일합니다.

유렉스와 해외 선물 모두 접근할 수 있는 계정은 마이크로 계약들을 활용해 유럽과 해외시장 사이 더욱 정밀한 스프레드 트레이딩이 가능합니다. 예를 들어 투자자가 US S&P 500 지수가 EURO STOXX 50® 지수를 아웃퍼폼할 것이라 예상한다면 마이크로 e-mini S&P500 지수 선물 한 계약을 매수하고 4-5 개의 마이크로 EURO STOXX 50® 계약을 매도하면 됩니다. 각각의 마이크로 S&P 500 계약은 지수 포인트 당 5 불이 오르거나 내리지만, 마이크로 EURO STOXX 50® 계약은 지수 포인트 당 1 불이 움직입니다. 그러므로 S&P 500 지수가 100 포인트 하락하고 EURO STOXX 50®이 200 포인트 하락할 경우 이 스프레드 트레이딩으로 인한 손익은 아래와 같습니다.

- 마이크로 S&P 500 1 계약 매수 포지션 x -100 포인트 x 5 불/포인트 = -500 불
- 마이크로 EURO STOXX 50® 4 계약 매도 포지션 x -200 포인트 x 1 유로/포인트 = +800 유로

현재 1 개의 마이크로 S&P 계약 당 4~5 개의 마이크로 EURO STOXX 50® 계약 비율은 두 지수가 (현재 글 쓰는 시점 기준 3800~4200 포인트 수준) 비슷한 레벨이고, 유로-달러 비율이 1.2 수준임을 가정한 것입니다.



## 주가지수선물 활용전략 #4: 효율적인 크로스 보더 접근성

글로벌 투자자들에게 있어 선물계약은 외화 익스포저를 최소화 하면서도 해외 지수의 등락을 추종할 수 있는 가장 간단한 방법입니다. 예를 들어, 한 개의 마이크로 EURO STOXX 50® 선물계약을 3,800 포인트에 매수하고자 하는 미화 달러 계정은 4,560 달러(3,800 유로에 EUR/USD 1.2 적용 기준) 만큼을 유로로 환전하지 않고도 유로존 주가지수에 대한 익스포저를 3,800 유로만큼 늘릴 수 있습니다. 만약 지수가 급격하게 상승하여 4,000 포인트(+5% 수준)에 도달했을 때 EUR/USD 환율이 1.14(-5% 수준)로 떨어진다면 USD 계정은 여전히 선물계약으로 200 유로만큼의 수익을 실현시킬 수 있을 것입니다. 떨어진 환율로 계산하더라도 여전히 이것은 228 달러만큼의 수익으로, 이는 최초 4,560 달러 익스포저의 +5% 수익에 해당합니다. 이와 반대로 만약 같은 4,560 달러를 헷지 되지 않은 EURO STOXX 50® ETF에 투자하였다면, (같은 시나리오를 가정할 경우) 환율 하락분이 지수 상승으로 인한 수익을 완전히 없앨 것입니다.

즉, 해외 주가지수에 대해 선물 계약을 매매하는 경우, 오직 증거금과 손익만이 해외 통화 리스크에 노출되며 계약의 전체 명목가치는 노출되지 않습니다. 위에서 예시로 든 투자자의 경우 물론 4,560 달러를 유로로 환전할 수 있을 것입니다. 그러나 해외통화를 활용한 투자자에게는 여전히 선물 계약이 지수 트레이딩과 환율 트레이딩을 좀 더 명확히 구분할 수 있게 도와줍니다.

크로스보더 투자자에게는 외화표시 주식의 크로스 보더 수탁과 세금 및 배당금에 대한 해외 원천세 부과 등의 문제 또한 짚고 넘어가야 할 사안입니다. 이러한 골치거리는 선물주권 대신 선물을 사용함으로써 또한 해결될 수 있습니다. 선물은 단 한번의 결제로 간단하게 선물계약 매수 시점과 매도 시점 간의 차이를 정산할 수 있습니다.

## 결론

(현재 지수 수준에서) 최소 계약 규모가 약 4,000 유로 수준인 마이크로 EURO STOXX 50® 선물은 100주 단위의 선도적인 EURO STOXX 50® ETF와 직접적인 경쟁관계에 있지만, 투자자에게 효과적인 레버리지 기회, 손쉬운 숏포지션 구성, 외화 익스포저 제거 옵션 등의 이점을 추가로 제공합니다. DAX®와 SMI® 각각의 마이크로 최소 계약 규모는 좀 더 큰 14,000 유로, 10,000 프랑이며, 비교적 단위가 큰 편이지만, 여전히 5~25 배 더 큰 기존 보통 계약보다 더 정밀한 추종이 가능하다는 점 등 동일하게 우수한 이점을 제공합니다.

마이크로 EURO STOXX 50®과 마이크로 DAX® 선물 매매가 중부유럽시간 기준 오전 1:10 또는 썸머타임 기준 오전 2:10 (싱가폴 기준 오전 8:10)에 시작하여, 프랑크푸르트 시간 기준으로 오후 10 시(뉴욕 기준 오후 4 시) 경에 마감될 예정이라는 점에서 비 유럽 트레이더는 시차면에서 혜택을 누릴 수 있을 것입니다. SMI® 상품의 거래는 매일 약 7 시간 후에 시작하지만 마감은 똑같은 시간에 될 예정입니다.

Tariq Dennison TEP는 홍콩에서 근무하는 WM 매니저로 개인 고객을 대상으로 세계적 수준의 투자 포트폴리오를 제공합니다. 그는 GFM 자산운용사 (<https://gfmasset.com/>)를 운영하고 있으며, 본지에서 피력된 모든 의견은 개인의 의견일 뿐입니다.

유렉스는 투자자 교육목적에서 이 기사를 후원하였습니다.