



## 베이스스 약세의 원인과 전망(요약)

### 1. KOSPI200 선물 시장의 역동성 감소

- 공매도 금지 후 대부분 백워데이션 상태 유지. 과거 공매도 금지 시점 대비 시장 베이스스 악화되는 모습
- 2008년 현선 비율 620%, 2011년 808%, 현재 325%로 선물 시장 규모 축소. 선물시장의 규모 축소는 투기적 거래자의 감소와 연관. 선물 시장의 가격 발견 기능 감소. 선물 시장의 역동성 떨어져 주가 반등 과정에서도 선물 가격이 상대적으로 강하게 오르지 못함

### 2. 차익거래 시장의 규모 축소

- 2008년에는 공모펀드 차익거래 비과세로 공매도 금지 기간에도 시장 베이스스 안정
- 2011년과 2020년으로 진행되면서 KOSPI대비 차익관련 프로그램 매매 금액 감소. 과거에 비해 차익거래 규모 자체가 작아 공매도 금지의 효과가 크게 나타남

### 3. 인버스 ETF헷지 수요로 인한 선물 매도

- 3월 급락 후 반등 과정에서 인버스 ETF 발행이 크게 증가하고 이에 대한 헷지로 선물 매도 증가. 3월 만기일 이후 지금까지 투신의 KOSPI200 선물 순매도 금액은 약 2.8조원 수준. 인버스 ETF헷지용 선물 순매도가 시장 베이스스 약세에도 기여
- 차익거래 원활하지 않은 상황에서 베이스스는 시장 심리에 따라 움직임. 당분간 시장 베이스스는 0선을 중심으로 등락할 가능성 높다고 판단됨



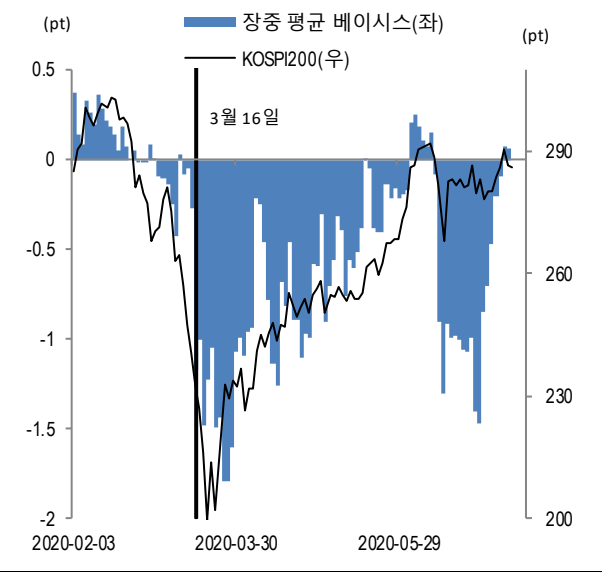
주식시장 투자전략

### 1. KOSPI200 선물 시장의 역동성 감소

현선물 간의 가격을 조절하는 1차적인 장치는 차익거래이고, 공매도가 금지된 상태에서 현물시장의 상대적 강세는 자연스런 현상이지만 선물시장의 가격 발견 기능이 절저히 작용한다면 주가 반등 과정에서 선물가격이 상대적으로 강하게 오르는 현상이 나타날 수 있을 것이다.

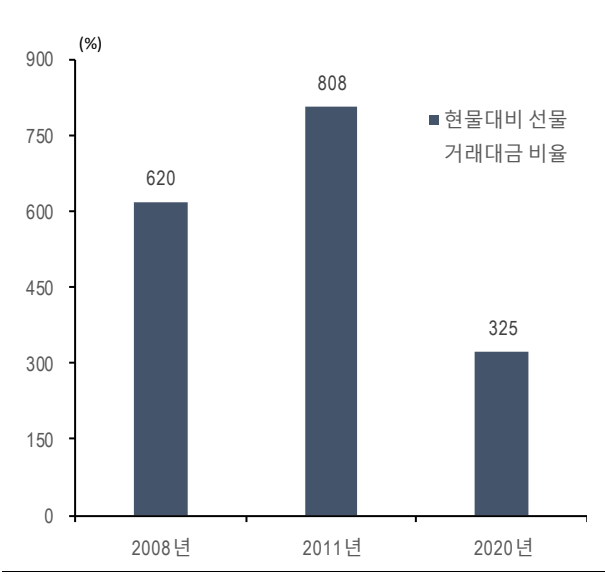
그런데 과거 공매도 금지 시점과 달리 백워데이션이 지속되고 있다는 것은 선물시장의 가격 발견 기능이 그 전에 비해 원활하게 작용하지 못하고 있다는 의미로 해석할 수 있을 것이다. 이전 페이지 하단과 위의 차트에도 나타나듯이 2008년 공매도 금지 시점의 일 평균 현물대비 선물 거래대금 비율은 620%였고, 2011년에는 808%를 기록했다. 그런데 지난 3월 15일 이후 이 비율은 325%에 그쳐 이전 공매도 금지 시점의 절반 정도의 수준에 불과하다. 따라서 선물시장 자체의 역동성이 과거만 못하기 때문에 주가 반등 과정에서도 백워데이션이 유지되는 것으로 보인다. 이와 같은 선물시장의 위축은 국내 투자자들의 거래 감소와 관련이 깊다. 기관투자자들의 선물 거래 비중을 보면 거의 전 기간에 걸쳐서 변화가 없다가 선물 만기일 전후해서 거래가 급증하는 모습을 보면 이들은 대부분 차익거래를 하고 있는 모양이다. 이렇게 투기적 거래가 크게 줄어드는 과정에서 선물 시장의 가격 발견 기능도 감소했을 것이라는 판단이다.

[차트1] 장 중 평균 시장 베이스와 KOSPI200지수, 공매도 금지 후 시장 베이스 대부분 백워데이션 상태 유지



자료: 유인타증권 리서치센터

[차트2] 공매도 금지 기간 현물대비 선물 거래대금 비율, 2020년은 325%로 과거의 절반 수준에 그침



자료: 유인타증권 리서치센터



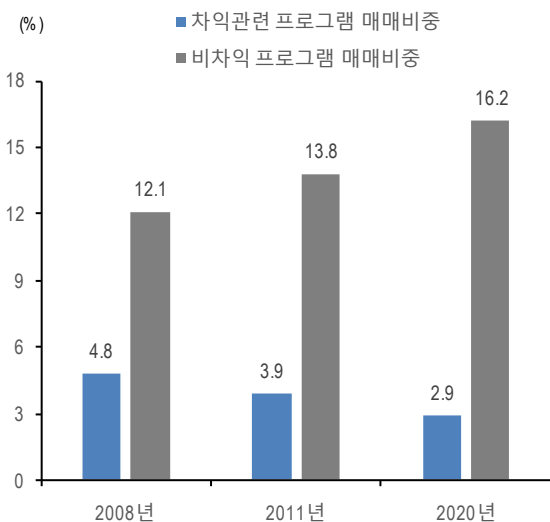
주식시장 투자전략

## 2. 차익거래 시장의 규모 축소

선물시장이 정상화되지 못하는 가장 직접적인 이유는 차익거래 시장이 원활하지 않기 때문이다. [차트3]을 보면 2008년 공매도 금지 기간의 KOSPI 대비 차익관련 프로그램 매매 비중은 4.8%였는데, 2011년에는 3.9%, 올해는 2.9%로 줄었다.

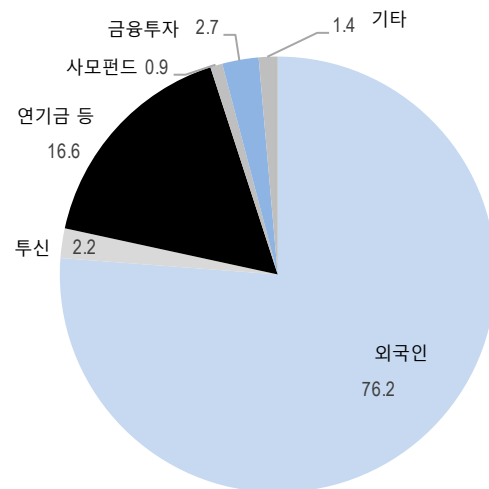
2009년까지는 공모펀드 차익거래에 대해서 주식 거래세가 면제되어 투신을 중심으로 차익거래가 활발하게 이뤄져 2009년에는 전체 차익거래 금액 중 투신에서 거래된 금액이 76.5%를 차지했다. 그런데 2010년 초부터 공모펀드 차익거래에 대한 면세 혜택이 사라지면서 투신의 차익거래 비중은 10.2%로 줄었고, 외국인과 국가 지자체의 비중이 크게 증가했다. 2008년에는 공매도 금지 기간에도 사실상 백위데이션을 기록한 기간이 얼마되지 않고, 시장 베이스도 이론 베이스와 거의 비슷하게 형성되었던 것을 알 수 있을 것이다. 반면 2011년에는 시장베이스의 흐름이 상당히 불규칙하게 나타났다. 2008년에는 공매도가 금지된 상황에서도 차익거래 시장이 그런대로 작동하는 모습을 보였지만 2011년과 최근의 흐름은 2008년과는 큰 차이가 있는 모양이다. 금융투자는 유동성 공급자(LP)역할을 하면서 차익거래 통계로 잡히지 않는 차익거래를 하고 있지만 적극적인 차익거래가 아닌 소극적 헷지 거래로 볼 수 있기 때문에 시장을 정상화시키는 힘은 크지 않은 듯하다.

[차트3] 차익거래 금지 기간 KOSPI 대비 차익관련 프로그램 매매 대금 비중, 2008년 이후 지속적 감소



자료: 유인타증권 리서치센터

[차트4] 차익거래 투자자별 시장 점유율, 차익거래는 외국인 비중이 가장 높고 그 다음이 연기금 등임



자료: 유인타증권 리서치센터



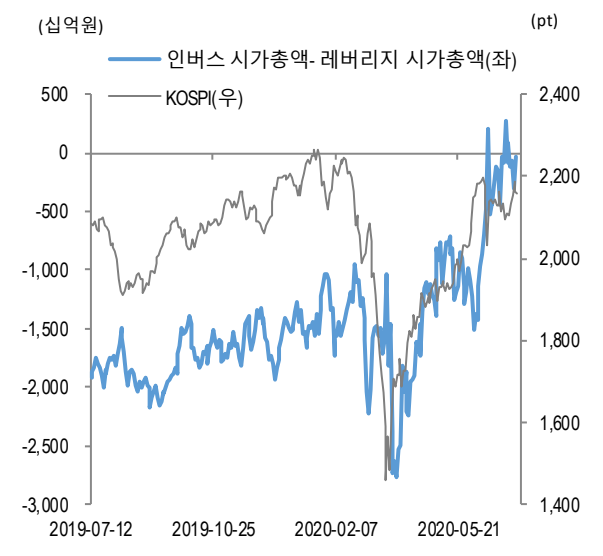
주식시장 투자전략

### 3. 인버스 ETF 헷지 수요로 인한 선물 매도

선물 시장에서 올해 반등하는 과정에서 지속적으로 매도세를 형성한 주체는 투신임을 알 수 있다. 투신의 매도는 레버리지와 인버스 ETF 와 관련이 깊다. 레버리지 ETF 를 발행하면 이것을 헷지하기 위해서 선물을 매수하고, 인버스 ETF 를 발행하면 역시 헷지를 위해서 선물을 매도하게 된다. 흔히 곱버스라 불리는 KODEX200 인버스2X 는 3월 급락 후 반등 과정에서 꾸준히 발행이 증가되어 인버스 시가 총액에서 레버리지 시가총액을 뺀 금액은 3월 25일 - 2조 7,300억원에서 7월 1일에는 플러스 수준까지 올라섰다. 이 만큼 선물 매도를 통한 헷지가 있었을 것이고, 그것도 시장 베이스 약세에 영향을 줬을 것으로 판단된다.

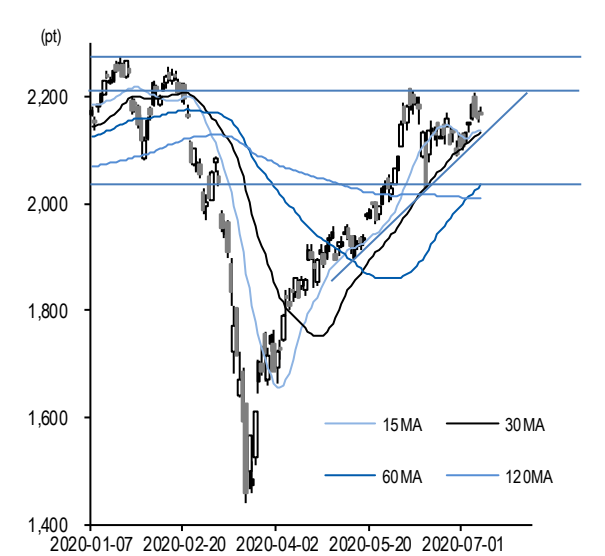
기술적으로 볼 때, KOSPI는 방향을 내기 어려운 상황으로 보인다. 2,200pt 수준의 6월 고점 저항이 강하고, 하방으로는 30일 이평선과 중기 상승 추세선이 지지되면서 낙폭을 제한하고 있다. 단기 내지는 중기로 상승이 제한될 가능성이 높기 때문에 2,000pt 부근까지 일시적으로 하락할 가능성이 있는 상황이라 시장 베이스가 지속적으로 콘탱고를 유지하기는 어렵겠지만, 2,000pt 부근에서의 하방 경직성은 강할 것으로 보여 이전과 같이 -0.5pt 를 하회하는 깊은 백위레이션이 나타날 가능성은 낮다고 판단된다. 따라서 시장베이스는 당분간 0선을 중심으로 등락을 거듭할 것이고, 시장이 연초 고점을 경신하는 강세로 진행된다면 이론 베이스에 근접하는 수준까지 상승도 가능할 것이다.

[차트5] KOSPI 지수와 (인버스 시가총액 - 레버리지 시가총액), 주가 반등 과정에서 인버스 레버리지 발행 크게 증가



자료: 유인타증권 리서치센터

[차트6] KOSPI 일봉, 중기 상승 추세 유지되고 있지만 상방의 저항 강한 모습. 방향성 형성 어려운 상황



자료: 유인타증권 리서치센터

