



## 공매도 금지가 파생시장에 미친 영향(요약)

### 1. 시장 베이스의 왜곡

- 공매도 금지로 시장 베이스 약세 현상 나타남. 지난 3월 16일 이후 장중 평균 베이스는 대부분 백워드이션 상태에 머뭄.
- 과거 공매도 금지 국면에 비해 최근 공매도 금지 국면은 시장 베이스가 확연히 낮음. 이는 CD금리 하락으로 인해 낮게 형성된 이론 베이스와 높은 기초자산으로 인한 착시 현상임. 이론가 괴리율은 과거와 유사

### 2. 차익거래 기회 확대

- KOSPI200 선물가격의 장중 (평균 매도가격 - 평균 매수가격)은 매매 주체별로 공매도 금지 이후 변화
- 차익거래를 중심으로 하는 금융투자자와 연기금 등은 공매도 금지 후 수익 기회가 증가한 것으로 보임. 반면 개인투자자들은 공매도 금지 후 선물 거래 가격이 불리해진 것으로 나타남

### 3. 헷지 관련 파생상품 거래 증가

- 지난 3월 급락 과정에서 개별 주식선물 거래 대금 급증했고, 이후 주가 반등 과정에서도 지속적으로 거래 증가. 2018~2019년 주간 평균 거래대금 6.3조원, 3월 초에서 8월 말까지는 14조원으로 2배 이상 증가
- 개별 주식선물 외국인 거래비중은 연초에서 2월 말까지 42%였는데, 3월 초에서 8월 말까지 51%로 증가. 공매도 금지로 외국인 매도 수요가 개별 주식 선물 시장으로 전이된 것으로 보임



주식시장 투자전략

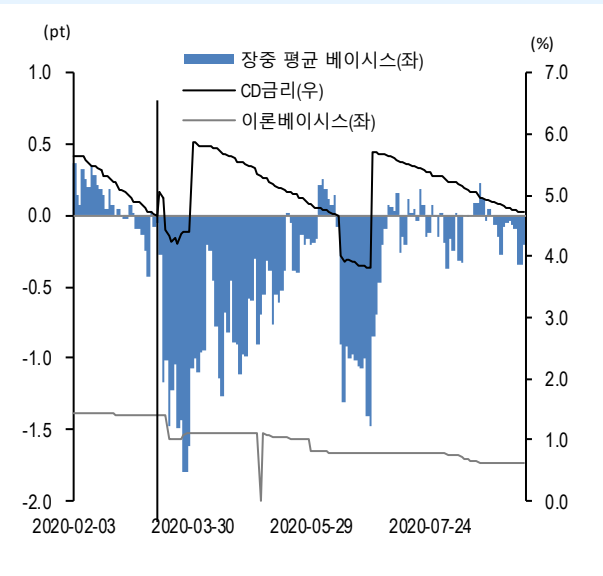
### 1. 시장 베이스의 왜곡

공매도 금지로 인해 파생 시장에서 가장 두드러지게 나타난 모습은 시장 베이스의 왜곡현상이다. 공매도 금지 후 시장 베이스는 주로 백워테이션을 기록했다. 코로나19로 투자심리가 악화된 데에다가 매도차익거래(주식 매도 - 선물 매수)가 제한되어 선물 가격은 이론 가격에 비해서 대부분 저평가 되었다. 공매도 금지 이전에는 이론가 괴리율 [(장중 평균 시장 베이스 - 이론 베이스)/기초자산가격]이 +0.2 ~ -0.2% 사이에 있었는데 공매도 금지로 시장 베이스는 이론가를 하회하는 폭이 크게 나타났다.

이전에 공매도가 금지되었던 경우는 2008년 10월과 2011년 8월 두 차례 있었다. 이번 공매도 금지 국면에서는 시장 베이스가 백워테이션을 기록하는 기간이 과거에 비해 길게 나타났다.

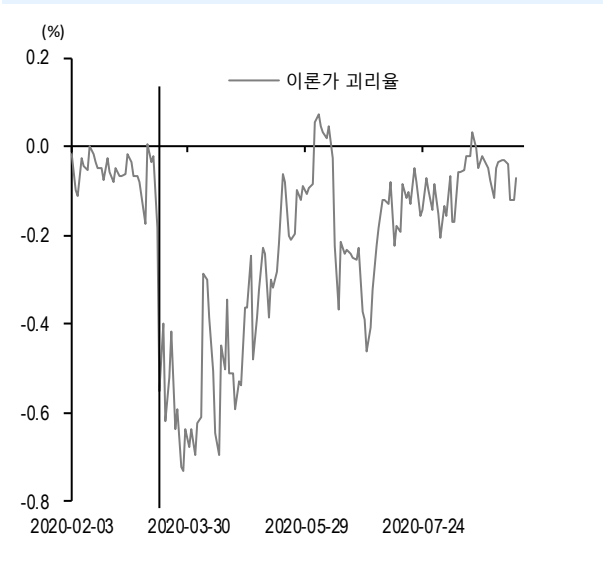
시장 베이스만 기준으로 보면 과거와 현재 국면이 달라 보이지만 이론가 괴리율이라는 관점에서 보면 과거와 현재는 크게 다르지 않다. 2008년의 경우 투신이 차익거래를 하던 시절이라 공매도 금지 국면에서 이론가 괴리가 크지 않았지만 2011년의 이론가 괴리율은 지금보다 더 크게 나타났다. 지금은 CD 금리 하락으로 이론 베이스 자체가 낮고, 기초자산 수준이 과거 보다 높기 때문에 선물 가격의 저평가 수준이 커 보이지만 선물의 이론가 괴리율로 보면 과거와 크게 다르지 않은 수준이라 할 수 있다.

[차트1] 이론 베이스와 시장 베이스 추이, 과거 공매도 금지 구간과 달리 대부분 시장 베이스가 백워테이션 수준에 머물



자료: 유안타증권 리서치센터

[차트2] 이론가 괴리율, 이론가 괴리율은 최저점이-0.7% 수준으로 과거 공매도 금지 국면과 대동소이. 최근 베이스 악화는 이론 베이스 수준으로 인한 착시 현상임



자료: 유안타증권 리서치센터



주식시장 투자전략

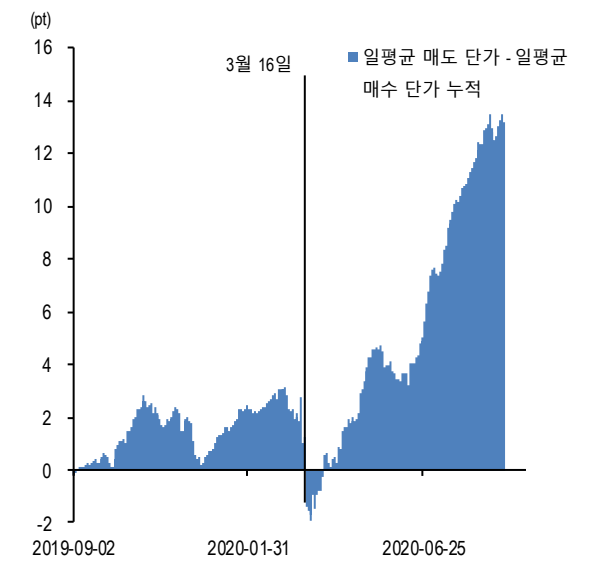
2. 차익거래 기회 확대

[차트3은] 금융투자예 대하여 KOSPI200 선물의 일평균 매도 단가에서 매수 단가를 뺀 금액을 누적한 것이다. 이 수치를 누적으로 표현하면 추세적으로 수익이 발생하는지 손실이 발생했는지를 쉽게 알 수 있을 것이다. 금융투자의 경우 반면 3월 16일 이후에는 추세적으로 증가하는 모습을 보여 수익이 그 전보다 커졌음을 짐작할 수 있다. 이런 현상은 시장 베이스의 변동 폭이 크고 불규칙하기 때문에 차익거래자 입장에서는 포지션을 유리하게 끌고 갈 수 있었기 때문에 발생한 현상일 것이다.

외국인의 경우 베이스가 큰 백워테이션을 기록할 때 수익이 가파르게 증가했지만 6월 말 이후 시장 베이스가 어느 정도 정상화 되면서 수익을 키우지 못하는 모양이다. 반면 헷지 거래를 중심으로 하는 투신과투기거래를 중심으로 하는 개인투자자들은 손실이 확대되는 모습을 보였다. 특히 투신의 손실 폭이 확대되었는데, 이는 ETF 헷지 과정에서 나타난 것으로 보인다.

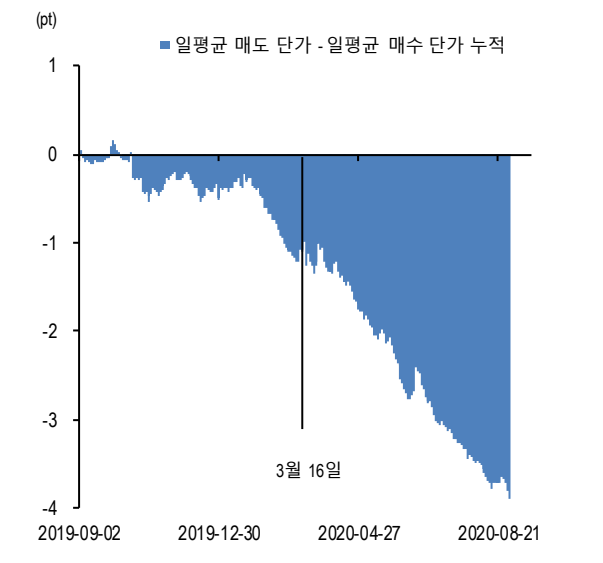
미니선물에서는 이런 현상이 좀 더 노골적으로 나타난다. 금융투자예는 유동성 공급자로서 어느 정도 공매도가 허용되기 때문에 3월 16일 이후로 지속적으로 우상향하는 모습을 보인다. 반대로 방향성 매매를 위주로 하는 외국인의 경우 3월 16일 이후 매도 단가에서 매수 단가를 뺀 수치의 누적 값이 지속적으로 하락세를 형성하는 모습을 보였다.

[차트3] 금융투자, KOSPI200 장 증 (평균 매도 단가 - 평균 매수 단가) 누적 추이, 이전에는 사이클 형성했지만 공매도 금지 후 꾸준히 증가



자료: 유안타증권 리서치센터

[차트4] 개인, KOSPI200 장 증 (평균매도 단가 - 평균 매수 단가) 누적 추이, 이전에는 손실 구간이었지만 공매도 금지 후 본격적으로 손실 폭 확대



자료: 유안타증권 리서치센터



주식시장 투자전략

3. 헷지 관련 파생상품 거래 증가

공매도 금지 이후 가장 눈에 띄는 현상은 주식선물의 거래대금 증가이다. 2018~2019년 개별 주식 선물의 평균 주간 거래 대금은 약 6.3조원이었는데, 올해 3월부터 8월 말까지 주간 평균거래대금은 14조원으로 코로나19로 인한 급락 과정에서 이전에 비해 2배 이상 거래대금이 증가한 것으로 볼 수 있다. 일간으로 환산하면 하루 평균 1.54조 증가한 것으로 볼 수 있다.

물론 주식선물 시장의 성장에는 기존에 성장세를 보였던 흐름과 3월 급락 후 확대된 주식시장의 거래량 등의 변수도 무시할 수 없을 것이다. 그런데 중요한 점은 시장 성장 과정에서 외국인 매매 비중이 증가했다는 점이다. 올해 연초에서 2월 말까지 외국인 거래 비중은 42%였고, 3월 초에서 8월 말까지 비중은 51%로 거래 비중이 가장 뚜렷하게 증가했다. 개인은 11%에서 8.2%로 줄었고, 연기금은 18%에서 19%로 증가했다. 주로 유동성 공급자 역할을 하는 금융투자는 14%에서 10%로 줄었다.

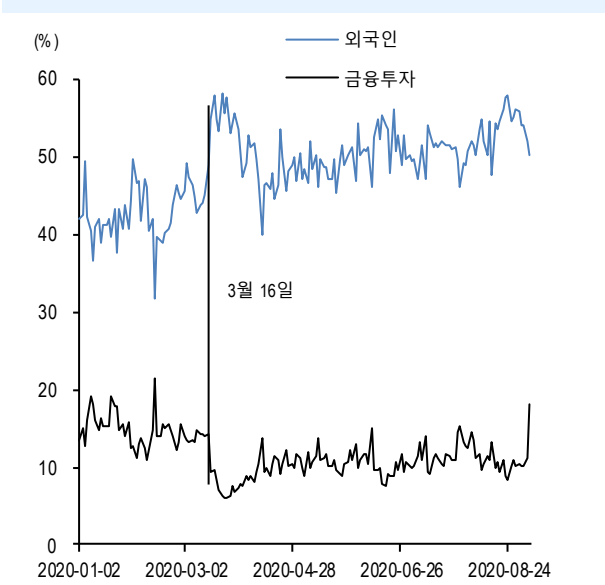
외국인 투자자들의 거래 비중이 늘었다는 점은 시장 자체의 성장으로 볼 수도 있지만 외국인들이 기존 공매도 시장의 50%를 차지하고 있었기 때문에 공매도 시장을 활용하지 못하게 되면서 주식선물의 거래 비중이 늘었을 것이라 추정할 수 있을 것이다.

[차트5] KOSPI 와 주간 주식선물 거래대금 추이, 3월 급락 과정에서 급격히 증가했지만 6월 이후에도 거래대금 증가세 유지



자료: 유안타증권 리서치센터

[차트6] 주식선물 주체 별 매매 비중, 외국인 투자자 점차로 증가하는 가운데 금융투자 거래 비중 3월 16일 이후 소폭 감소



자료: 유안타증권 리서치센터

