



공매도 이후의 파생 시장[요약]

1. 현물시장에서 공매도로 인한 충격은 제한적

- 공매도 재개 후 거래대금 대비 공매도 거래대금 비율이 높은 5개 종목 대상으로 분석
- 공매도 재개 전 2주간보다 재개 후 2주간 매수 성향 체결률이 5개 종목 모두 높게 나타났지만, 4개 종목에서 공매도 재개 이전에 비해 이후의 장 중 상승률이 낮게 나타나 매물 부담 존재
- 공매도 재개 전 2주간과 재개 후 2주간 평균 시가 대비 종가 상승률이 각각 -0.27%와 -0.18%로 시장 충격 제한적. 매수세가 공매도 물량부담 소화한 모습

2. KOSPI200 선물, 제한적 수준의 베이스스 정상화

- KOSPI200 선물 시장에서 이론가 괴리율은 공매도 재개 후 이전에 비해서 0에 가까운 모습 보여 베이스스 정상화 과정 진행됨
- 거래세 등의 거래 비용과 공매도 시 업틱룰로 인해 시장 베이스스가 완전히 이론가에 수렴되지는 못하는 모습
- KOSPI200 선물 장 중 평균 매도 가격에서 매수 가격을 누적해 보면 매매 주체 중 연기금에서 4월 말 이후 선물 매매 불리하게 진행되는 모습

3. 개별주식 선물, 시장베이스스 낙폭 축소

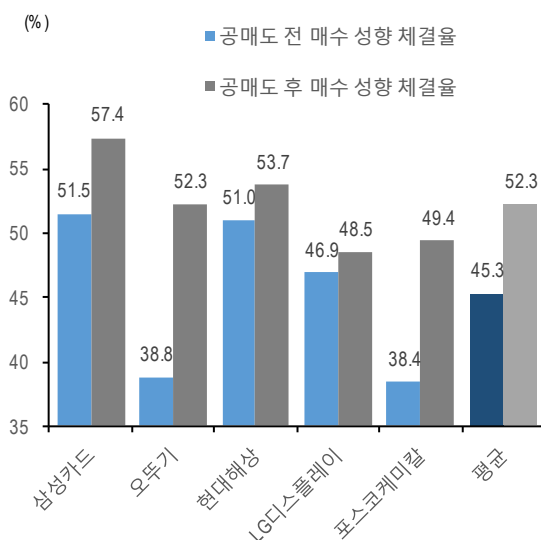
- 공매도 금지 기간 동안 백워데이션 폭이 컸던 종목들의 시장베이스스는 공매도 재개로 낙폭 축소
- KOSDAQ150 지수 선물 시장에서도 백워데이션 폭 축소되고 있지만 0~5pt 사이의 시장 베이스스 형성할 전망

1. 현물시장에서 공매도로 인한 충격은 제한적

5월 3일에서 14일까지 2주에 걸쳐 일간 거래대금 대비 공매도 대금 비율 상위 5위 (18.4%~36.6%)까지 종목들 대상으로 장중 모든 체결 데이터를 가지고 공매도 재개 이전과 이후의 흐름을 비교해 보았다(Check에서 제공한 장 중 tick 체결 데이터 사용). [차트 1]에 종목별로 공매도 재개 이전 2주 전과 후의 기간 동안 일평균 매수 성향 체결률을 나타냈다. 매수 성향 체결이란 최우선 매도 호가로 제출된 주문을 매수자가 체결시키는 것으로서 이 숫자가 많을수록 매수세가 강한 것이라 할 수 있다. 매수성향 체결률은 장 중 전체 체결량 대비 매수 성향 체결량의 비율을 의미한다.

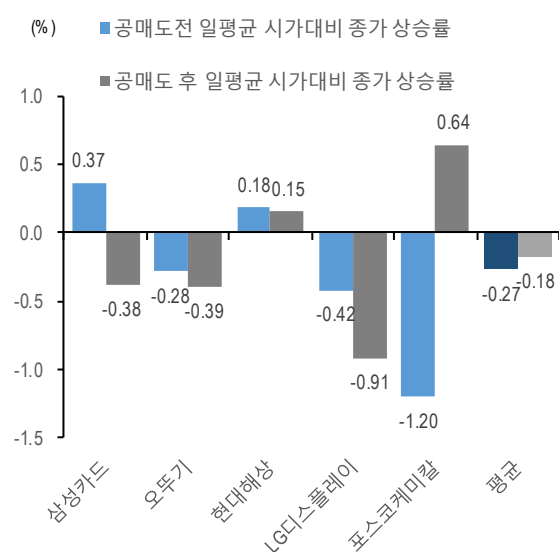
공매도 거래 비율 상위 5개 종목들은 모두 공매도 재개 이전에 비해서 이후의 매수 성향 체결률이 높게 나타났다. 그러나 포스코케미칼을 제외한 4개 종목들에 있어서 공매도 이전의 장 중 상승률이 이후보다 높게 나타났다. 공매도로 인한 매물 부담이 있었다는 의미다. 그렇지만 이들 5개 종목들의 공매도 재개 이전 2주간 평균 시가 대비 증가 상승률은 -0.27%였고, 공매도 재개 후에는 -0.18%였다. 공매도 비율이 높은 금액들은 그 만큼 매물 부담이 있었지만 매수세가 그것을 대부분 소화했고, 가격 하락 압력으로 작용하는 정도는 제한적이었다고 해석할 수 있을 것이다.

[차트1] 공매도 비중 상위 종목들의 공매도 재개 이전과 이후 2주간 일평균 매수 성향 체결률 분포



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

[차트2] 공매도 비중 상위 종목들의 공매도 재개 이전과 이후 2주간 시가 대비 증가 상승률 분포



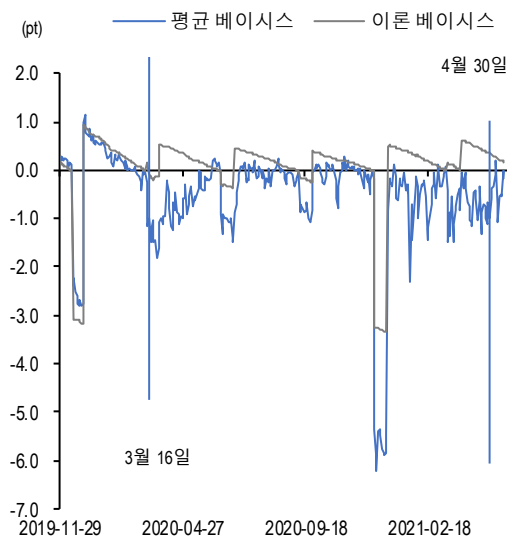
자료: Check, 유안타증권 리서치센터

2. KOSPI200 선물, 제한적 수준의 베이스스 정상화

공매도 금지로 매도 차익거래가 원활하지 않게 되면 시장베이스스는 이론가를 하회하고, 원활한 차익거래가 진행되면 시장베이스스는 이론 베이스스에 수렴될 것이다. 그런데 공매도 재개 후에도 시장베이스스는 대체로 이론가를 하회하는 수준에서 형성되고 있다. 연초에서 4월 30일까지 장중 평균 이론가 괴리율은 -0.21%이고, 5월 3일부터 20일까지는 -0.15%로 이론가를 하회하는 폭이 작아진 것은 사실이다. 또한 공매도 이후 장 중에는 이론가를 상회하는 수준까지 시장 베이스스가 상승하는 경우도 있기 때문에 공매도 금지의 상황과는 차이를 보이고 있다. 다만 공매도 과정에서 업틱롤이 강하게 적용되고, 주식 매도 시 거래세를 부담해야 하는 현실상 매도 차익거래는 여전히 한계가 있다고 할 수 있다. 또한 선물 가격은 시장 심리에 민감하게 반응하기 때문에 작금의 불안한 시장 상황도 선물 가격이 이론가를 넘지 못하게 하는 요인이 되고 있다고 판단된다.

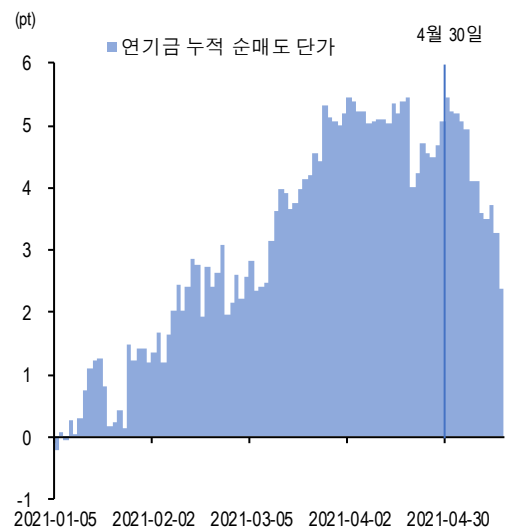
매매주체별로 KOSPI200 선물 시장에서 장 중 평균 매도단가에서 평균 매수 단가를 뺀 수치를 누적한 값을 볼 때 공매도 이후 가장 큰 차이를 보인 주체는 연기금이다. KOSPI 200 선물 시장에서 가장 자유롭게 차익거래를 하는 주체라고 할 수 있는데, 역시 공매도 재개 후 선물 매매가 이전에 비해 불리하고 진행되고 있음을 알 수 있다.

[차트3] KOSPI200 선물 이론 베이스스와 평균 베이스스 추이(2019.11~2021.5)



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

[차트4] KOSPI200선물 연기금 일평균 (매도단가 - 매수 단가) 누적치 추이(2021년)



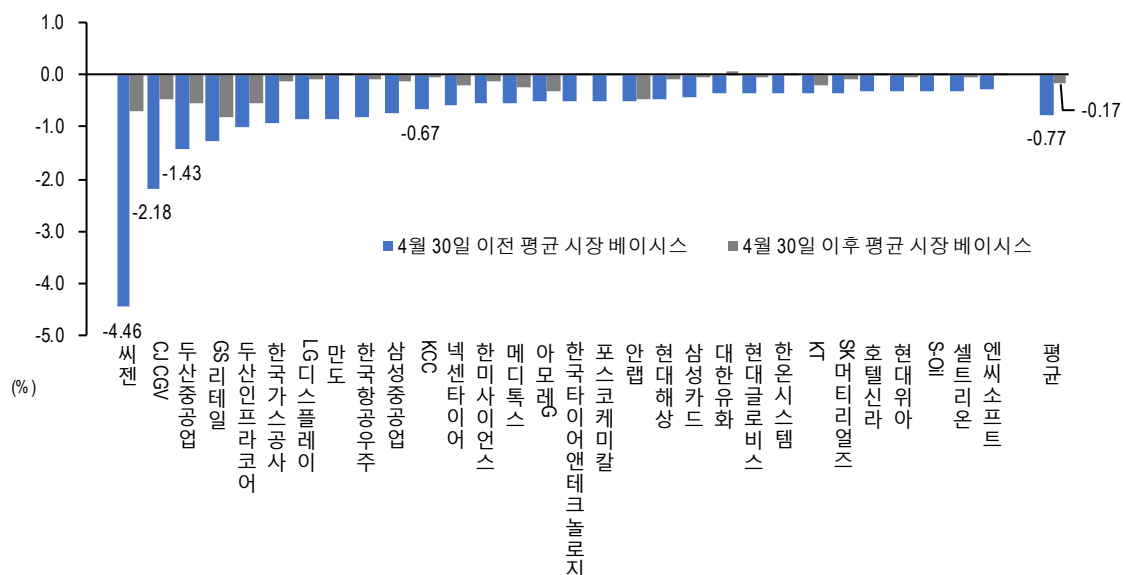
자료: Check, 유안타증권 리서치센터

3. 개별주식 선물, 시장베이스스 낙폭 축소

2020년 3월 코로나로 인한 시장 급락 후 가장 성장세가 두드러졌던 파생상품은 개별주식 선물이다. 2019년 10월초에서 2020년 3월 13 1.6조원인 반면 2020년 3월 16일부터 현재까지 일평균 거래대금은 4.2조원으로 증가했다. 개별주식선물 시장에서도 공매도와 관련해 가장 두드러진 특징은 시장베이스스의 정상화이다. [차트5]는 4월 만기일인 4월 8일 이후 4월 30일까지 일평균 베이스스 하위 종목들의 일평균 시장베이스스와 같은 종목들의 5월 이평균 시장베이스스 분포를 나타낸 것이다. 공매도 이전에 시장베이스스 수준이 가장 낮았던 씨젠은 4월 만기 후 평균 -4.46%였지만 5월 평균 -0.68%로 높아졌고, 그 다음인 CJCGV도 -2.18%에서 -0.46%로 상승했다. 이들 종목들의 공매도 이전 평균치는 -0.77%였는데 이후에는 -0.17%로 높아졌다. 이와 같이 베이스스 정상화 과정이 진행되어 베이스스를 이용한 수익의 기회는 그 만큼 줄어들 것으로 전망된다.

KOSDAQ150 지수 선물의 베이스스 역시 공매도 재개로 빠르게 상승하는 모양이다. 4월 30일 평균 시장베이스스는 -16.76pt에서 5월 21일에는 -2.29pt까지 줄어들었다. 원래 KOSDAQ150 선물은 베이스스가 백워데이션 상태에 있었기 때문에 약 0~5pt사이의 시장베이스스를 형성할 것으로 전망된다.

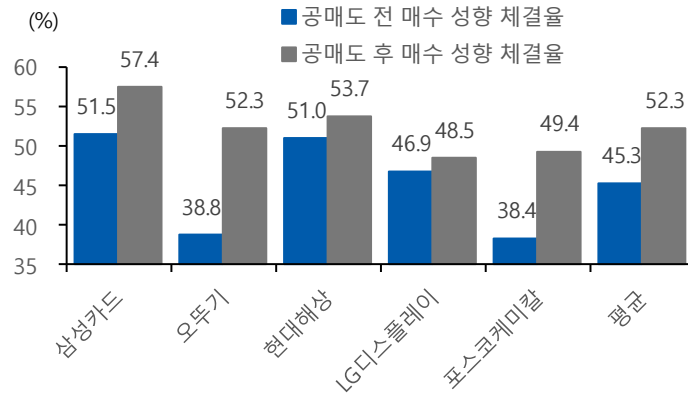
[차트5] 공매도 재개 전 일평균 시장 베이스스 하위 종목들의 공매도 재개 이전과 이후의 평균 베이스스 분포. 공매도 재개 후 극단적인 백워데이션을 기록했던 종목들의 시장 베이스스 상승



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

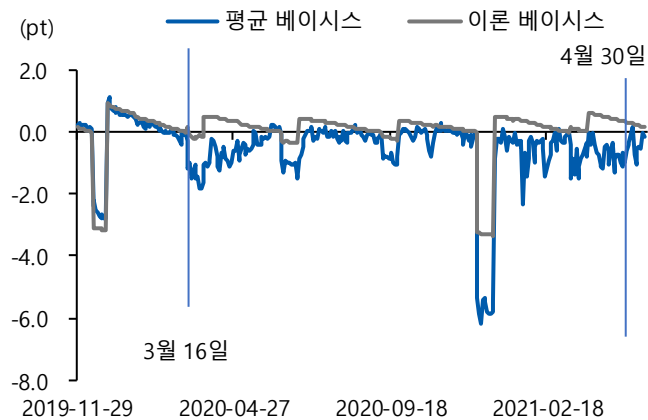
Key Chart

공매도 거래 비중 상위 종목들의 공매도 재개 이전과 이후 2주간 일평균 매수 성향 체결률 분포



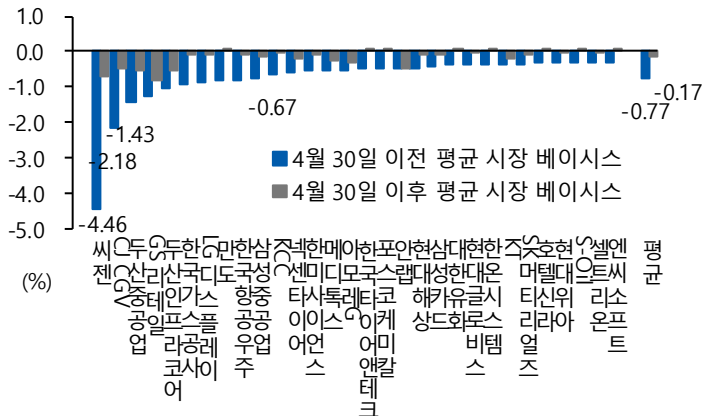
자료: 유안타증권 리서치센터

KOSPI200 선물 이론 베이스와 평균 베이스 추이(2019.11~2021.5)



자료: 유안타증권 리서치센터

공매도 재개 전 일평균 시장 베이스 하위 종목들의 4월 파생 만기 후 공매도 재개 이전과 이후의 평균 베이스 분포



자료: 유안타증권 리서치센터

