

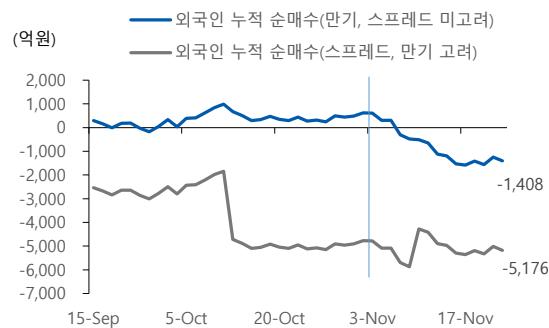


공매도 금지 이후의 파생 시장

1. 공매도 금지 이후의 변화

- 11월 6일 갑작스런 공매도 금지로 공매도 수요가 개별주식 선물 시장으로 이전될 가능성 부각.
- 공매도 금지 이전과 현선 비율 등은 큰 차이를 보이지 않았지만 개별주식 선물 시장에서 외국인 순매도 규모 확대.
- 개별주식 선물 미결제 약정은 이전 고점 대비 백만계약 이상 증가해 장중 거래 아닌 헛지 포지션으로 수급이 몰렸을 것으로 추정.

공매도 금지 이후 개별 주식 선물 시장에서 외국인 순매도 규모 증가

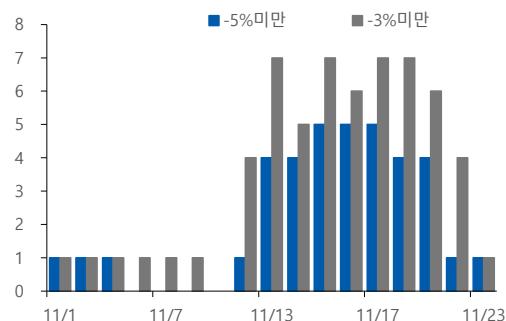


자료: Check, 유안타증권 리서치센터

2. 개별 주식선물 베이시스 악화

- 11월 6일 공매도 금지 이후로 개별 주식 선물 시장에서 일부 종목 시장 베이시스 크게 악화.
- 일반적인 경우라면 차익거래로 쉽게 가격이 정상화될 수 있지만 공매도에 제약이 있을 경우 가격 왜곡 지속 가능.
- 업틱률을 적용 받지 않는 공매도 역시 감소해 시장 전체적인 효율성도 낮아진 것으로 추정됨.

11월 중 평균 시장 베이시스 고리율 -5%, -3% 미만인 종목 수 추이, 공매도 금지 후 차익거래 기회 확대



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

1. 공매도 금지 이후의 변화

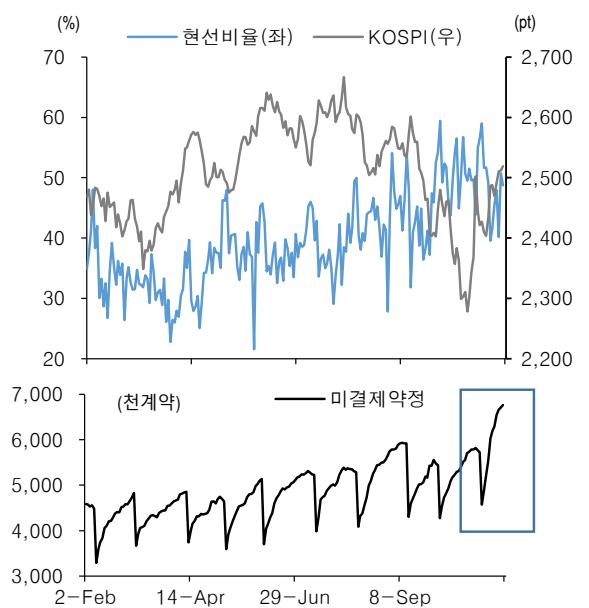
지난 11월 6일 금융당국의 갑작스런 한시적 공매도 금지 조치로 개별주식 선물 시장이 공매도의 대체 수단으로 주목받게 되었다. [차트1]에서 볼 수 있듯이 개별주식 선물 시장의 현물 대비 선물 거래대금 비율은 11월 7~9일에 걸쳐 55% 전후한 수준에서 형성되었지만 10일부터 50% 부근으로 떨어져 이전과 유사한 비율을 기록 중이다.

이전과 차이가 있다면 미결제 약정이 급증했다는 것인데, [차트1]에서 볼 수 있듯이 만기와 다음 만기까지 일정한 수준에서 등락을 거듭하던 미결제 약정 수량이 11월 9일 만기 후 꾸준히 상승해 이전 고점대를 백만 계약 가량 넘어선 모습이다.

수급이라는 관점에서 외국인 투자자들의 매도세가 11월 6일 이후 이어지고 있는데, 스프레드와 만기를 고려한 경우와 그렇지 않은 경우 약간의 차이는 존재하지만 외국인 투자자들 중심으로 매도 포지션에 진입하는 것으로 볼 수 있다.

이상을 정리하면 하루에 2조원 이상 거래되는 개별주식 선물 시장에서 공매도 금지로 인한 선물 거래 증가가 눈에 띌 정도는 아니지만 외국인들의 매도 포지션 진입을 중심으로 일부 공매도 거래가 이전되고 있다고 추정된다.

[차트1] 공매도 금지 이후 개별주식 선물 거래량은 크게 변하지 않았지만 미결제 약정 급격히 증가



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

[차트2] 공매도 금지 이후 개별 주식 선물 시장에서 외국인 순매도 규모 증가



자료: Check, 유안타증권 리서치센터

2. 개별 주식선물 베이시스 악화

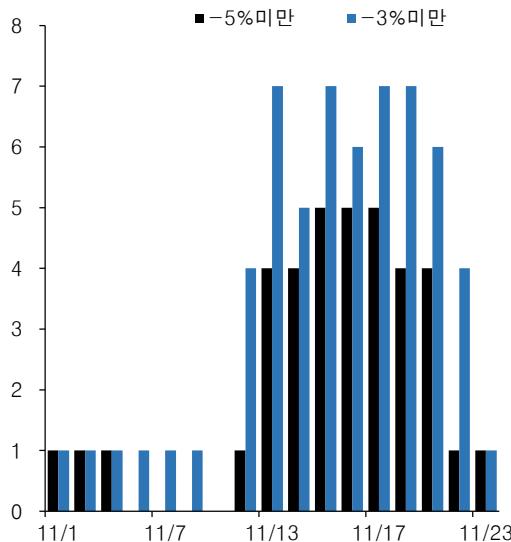
공매도 금지 후 가장 두드러진 현상은 개별주식 선물 가격의 왜곡이 쉽게 해소되지 않는다는 점이다. [차트3]에서 볼 수 있듯이 11월 6일 이후 장 중 평균 시장 베이시스와 이론가와의 괴리율이 -3%를 넘어서는 종목들이 5종목인 경우가 3일 있었다.

선물 가격이 이론가를 크게 하회하면 선물 매수와 주식 매도로 차익 거래를 함으로써 현선물 가격의 균형이 맞춰지는데, 공매도 금지로 인해 이런 차익거래에 제한이 생기면서 가격 괴리가 좁혀지지 않는 모습이다.

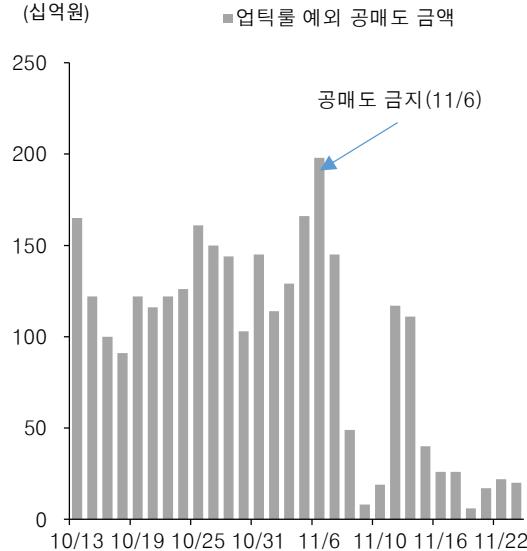
이번 공매도 금지 조치에도 불구하고 유동성 공급자 등 시장 조성에 필요한 경우 공매도를 계속 허용하고 있지만 [차트4]에서 볼 수 있듯이 이들이 공매도 금액도 이전보다 크게 줄어든 모습이다.

예외적으로 공매도가 허용된 투자자들이라도 차익거래에 나선다면 가격 괴리가 줄어들 수 있겠지만 이들 역시 적극적으로 차익거래에 나서지 않으면서 개별주식 선물 시장에서 비정상적인 가격은 자주 관찰될 것으로 전망된다.

[차트3] 11월 중 평균 시장 베이시스 괴리율 -5%, -3% 미만인 종목 수 추이, 공매도 금지 후 차익거래 기회 확대



[차트4] 공매도 금지 시점을 전후한 업틱률 예외 공매도 금액 추이, 업틱률 예외 공매도 금액도 감소



3. 공매도 세력은 얼마나 벌었을까?

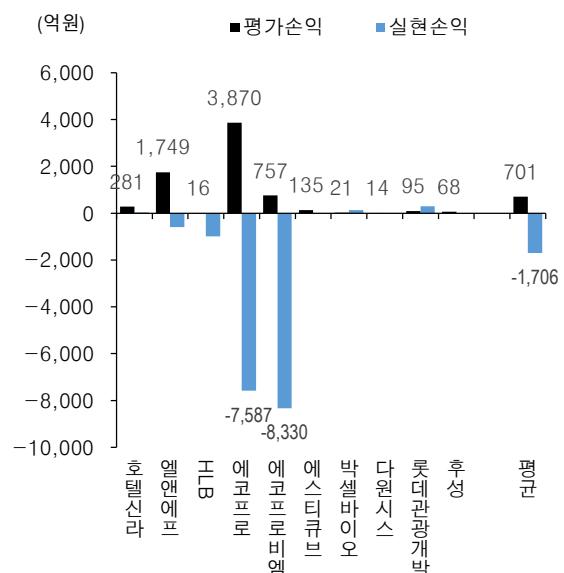
그렇다면 그 동안 공매도 세력은 얼마나 돈을 벌었을까? KRX에서 제공하는 종목별 공매도 잔고의 변화를 중심으로 종가 기준으로 거래했다고 가정하고, 공매도 잔고 비율이 높은 10개 종목으로 2021년 5월 3일 이후 금년 11월 20일까지 누적 실현 손익과 보유 손익을 계산해 보았다.

[차트5]에 결과가 정리되어 있는데, 10개 중 8개 종목은 수익이 발생했는데, 에코프로와 에코프로비엠에서 발생한 손실이 너무 커서 전체적으로 손실이 발생한 것으로 나타났다.

[차트6]에서 공매도 비중이 2위인 엘앤에프의 주가와 공매도 손익 추이를 보면 주가가 하락할 경우 공매도 포지션은 이익이 증가하지만 반대로 주가가 상승할 경우에는 손실이 빠르게 확대되는 모습을 볼 수 있다.

공매도의 가장 어려운 점은 이론적으로 손실이 무한대가 될 수 있다는 점이다. 한 두 종목의 실패가 전체 투자 실패로 이어질 수 있다는 점에서 공매도 거래는 특히 주의가 필요하다고 판단된다.

[차트5] 공매도 비율 상위 10개 종목 2021년 5월 공매도 재개 후 11월 20일까지 공매도로 인한 추정 손익 분포



자료: KRX, 유인티증권 리서치센터

[차트6] 엘앤에프 주가와 추정 공매도 손익 추이, 공매도 잔고 증감 기준, 종가 거래 가정하고 추정



자료: KRX, 유인티증권 리서치센터