



공매도 금지로 나타난 현상들

1. 공매도 금지로 대차 잔고 축소

- 2020년 3월 60조원대였던 대차 잔고는 작년 말 기준으로 34조원대로 감소. 약 26조원의 대차 잔고 줄어든 모습
- 작년 3월 공매도 금지 이전까지 일간 2,000~5,500억원대에서 움직이던 일간 공매도 금액은 작년 3월 16일 이후 일평균 110억원 기록. 유동성 공급자에 한해서 공매도 일부 허용

2. 삼성전자 주가 상승으로 대차 수요 증가 예상

- 삼성전자 대차 잔고 작년 3월 1.9억주에서 최근 6천만주대로 감소. 잔고 감소한 가운데 주가 상승해 주가대비 평균 대여 가격 비율 70% 수준까지 떨어져 공매도 수요가 증가할 수 있음
- 2012년 초 이후 삼성전자를 통한 추정 누적 대여 손실은 -6.8조원으로 나타남. 정확한 숫자는 아니지만 삼성전자 주가가 장기로 상승해 순수 대차거래자는 수익 발생 가능성 낮음

3. 주식시장 변동성 확대

- 최근 KOSPI 상승 과정에서 역사적 변동성과 VKOSPI 모두 증가하는 모습. 작년 2분기부터 추세 상승으로 진행되었지만 역사적 변동성은 과거 저점대 보다 높아진 모습
- 특히 KOSPI 3,000pt 돌파 후 장 중 저점 대비 고점 상승률이 평균 2.95% 기록해 쓸림 현상 강하게 나타남. 이는 공매도 부재와 관련이 있을 것으로 추정됨.

1. 공매도 금지로 대차잔고 축소

작년 3월 16일 코로나19로 인한 시장 급락으로 공매도가 6개월 간 금지되었다. 6개월이 지난 작년 9월에는 다시 공매도 금지가 연장되어 올해 3월 15일까지 공매도는 금지된 상태다. 공매도 금지 기간이 두 달도 안 남은 상황에서 다시 올해 3월 공매도 허용 여부에 대한 논란이 지속되고 있다. 이에 공매도 금지로 인해 나타난 현상을 몇 가지 짚어보자 한다.

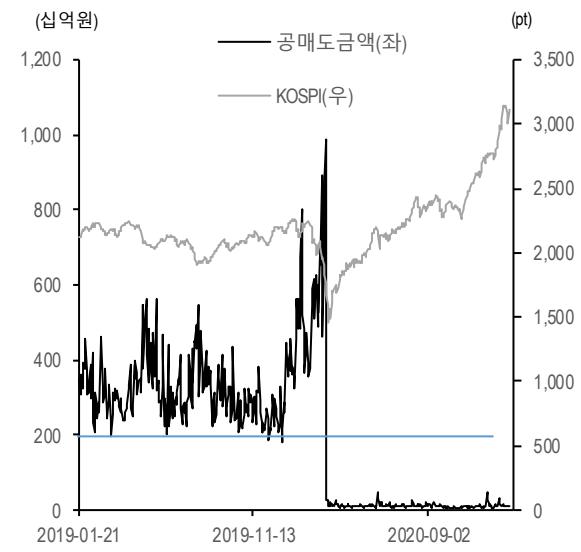
먼저 공매도 금지로 인해 대차 잔고가 크게 줄었다. 2009년 12월에 11조원대까지 출었던 대차잔고는 꾸준히 증가해 2018년 5월에 61조원대로 증가했다. 이후 등락을 거듭하다가 공매도 금지가 실시된 2020년 3월을 기점으로 감소해 작년 말 기준으로 34조원대까지 떨어진 상황이다. 2020년 3월 고점에서 60조원이었던 점을 고려하면 약 26조원의 대차 잔고가 줄어든 모양이다. 일간 공매도 금액은 작년 3월 공매도 금지 이전 까지 일간 2,000~5,500억원 수준에서 형성되다가 3월 중 급락으로 8,720억원까지 증가했다가 3월 16일 이후 일 평균 110억원의 공매도를 기록 중이다. 이는 기관 투자자들 중심으로 유동성 공급자에 한해서 제한적으로 공매도를 허용했기 때문에 나타난 현상이다. 공매도가 재개된다면 다시 대차 잔고가 증가할 것으로 공매도 금액은 이전과 같이 일간 2천억원 이상의 수준으로 회귀할 수 있을 것이다.

[차트1] KOSPI 와 대차 잔고 추이, 2020년 3월 60조원대였던 대차잔고가 작년말 기준 34조원대로 감소



자료: 한국예탁결제원, 유안티증권 리서치센터

[차트2] 공매도 금액 추이, 일간 2천억원을 상회하던 공매도 금액은 작년 3월 16일 이후 일평균 110억원 기록



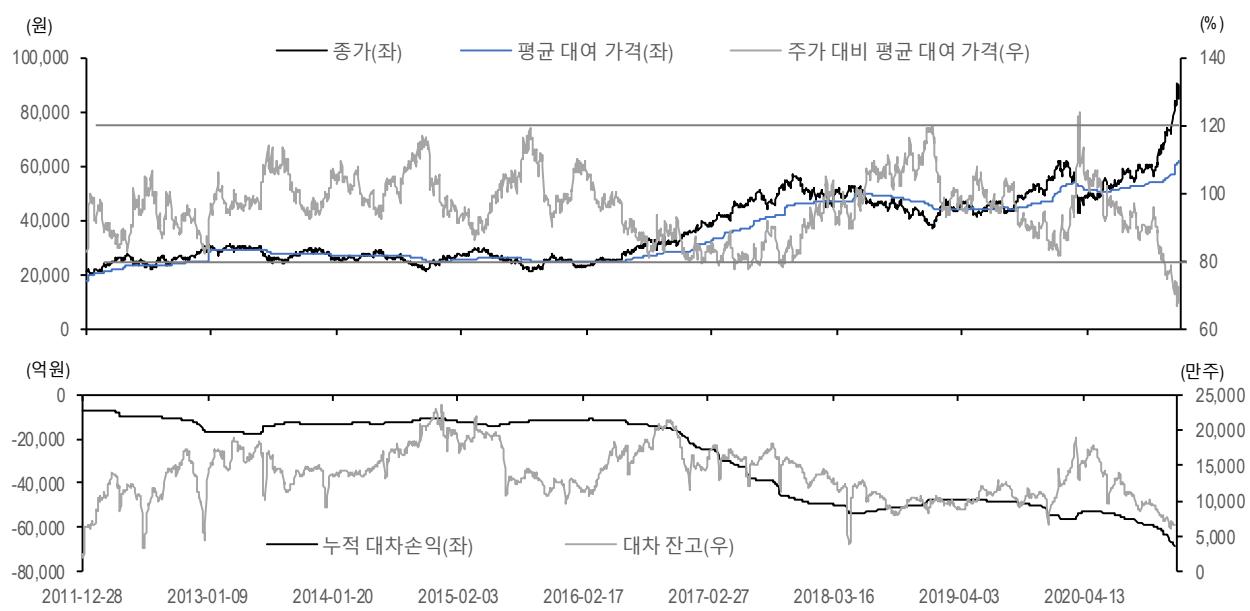
자료: KRX, 유안티증권 리서치센터

2. 삼성전자 주가 상승으로 대차 수요 증가 예상

현재 대차잔고가 가장 많은 삼성전자를 중심으로 공매도에 관한 몇 가지 변수들을 살펴보자 한다. 작년 3월에 1억 9천만주까지 늘었던 대차 잔고는 최근 6천만주대로 약 1/3로 감소했다. 중요한 것은 현재 주가 수준 대비 평균 대여 가격의 수준이다. 평균 대여 가격은 대차 잔고가 증가할 때에만 당시 주가를 반영하여 변화하는 것으로 구했다. 이 비율은 과거 80~120% 수준에서 움직였는데, 최근 대차 잔고의 감소로 평균 대여 가격은 상승하지 않은 가운데 삼성전자 주가만 상승해 70%까지 떨어진 상황이다. 2017년 같은 상승장에서는 주가 상승 시마다 대여 단가가 올라가면서 이 비율이 80% 아래로 떨어지지 않았는데, 지금은 주가 상승 과정에서 잔고가 감소해 공매도 재개 시 대차 수요가 증가할 수 있는 원인이 되고 있다.

2012년 초 이후 평균 대여 단가에서 상환 시의 가격을 뺀 것을 대차 손익으로 보고 그것을 누적하면 약 -6.8조원에 달한다. 물론 이 금액이 실제로 대차 거래를 한 투자자의 손실이라고 규정할 수는 없지만 장기적으로 삼성전자 주가가 상승했기 때문에 순수하게 대차 거래만을 놓고 보면 이익이 발생했을 가능성은 낮다고 할 수 있다. 일반적인 공매도는 통숏거래의 일부로 진행되기 때문에 공매도를 하면서 다른 주식을 매수해 이 손실을 메웠을 것으로 추정할 수 있다.

[차트3] 삼성전자, 주가와 평균 대여 가격, 대차 잔고와 누적 대차 손익 흐름. 삼성전자 주가 대비 평균 대여 가격 비율은 역사적으로 80~120% 수준에서 움직였지만 삼성전자 대차잔고 감소와 주가 상승으로 최근 70% 수준까지 하락한 상황.



자료: 한국예탁결제원, 유안티증권 리서치센터

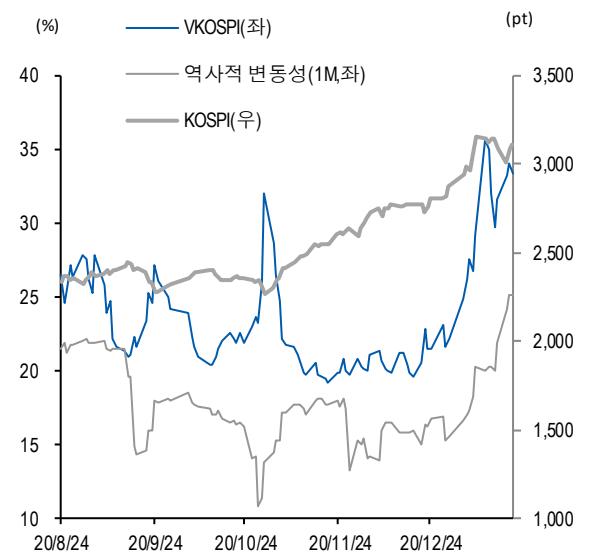
3. 주식시장 변동성 확대

공매도 금지 이후 가장 체감적으로 느끼는 현상은 주가 변동성의 확대이다. KOSPI로 구하는 역사적 변동성은 KOSPI의 일간 수익률의 20일 표준편차를 연율화해서 구한다. 20일 간 매일 수익률이 같다면 역사적 변동성은 0이 될 것이다.

[차트6]은 2008년 초 이후 월 평균 일간 역사적 변동성과 KOSPI의 월간 종가 추이를 나타낸 것이다. 일반적으로 역사적 변동성은 주가가 급락할 때 증가하지만 상승하면서 축소되는 모습을 보인다. 작년에도 3월 급락으로 인해 3월 평균 역사적 변동성은 40.93%, 4월은 53%를 기록했다. 그런데 이후 주가 상승 과정에서 역사적 변동성은 축소되었지만 월평균 15%아래로 내려가지 않았고, 올해 1월 평균은 20.48%를 기록 중이다. 특히 KOSPI 가 3,000pt 를 돌파한 후에는 평균 장 중 저가 대비 고가 상승률은 2.95%였고, 작년 3월 16일부터 3,000pt 돌파 전까지는 1.76%, 2019년 초에서 작년 3월 16일까지는 1.07%였다.

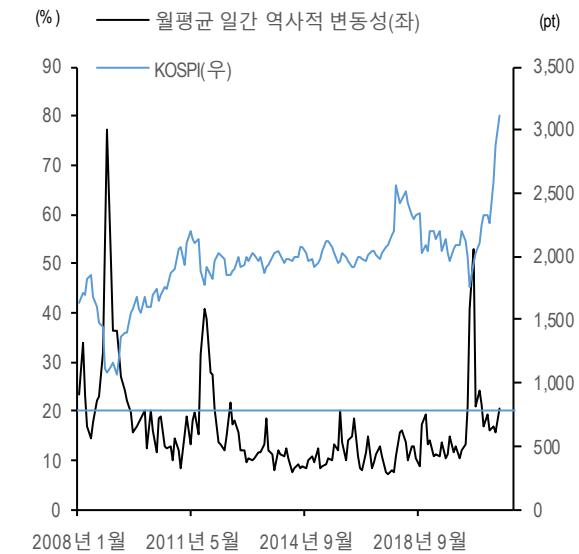
공매도가 존재하지 않는 시장에서 장 중 움직임의 속도도 빨라지고 쿨림 현상도 이전에 비해서 강하게 나타나고 있다. 상승할 때 강하게 상승하는 점은 긍정적이라고 할 수 있지만 그로 인해 조정 폭이 커질 수 있다는 양면성이 있다는 점도 같이 고려해야 할 요인이라 판단된다.

[차트4] V-KOSPI 와 역사적 변동성 추이, 최근 KOSPI 상승 과정에서 역사적 변동성과 내재 변동성 모두 증가



자료: 유안티증권 리서치센터

[차트5] KOSPI, 작년 2분기부터 추세 상승으로 진행되었지만 역사적 변동성 높은 수준에서 유지됨



자료: 유안티증권 리서치센터



주식시장 투자전략