

2. 프로그램 매매와 증시 침체

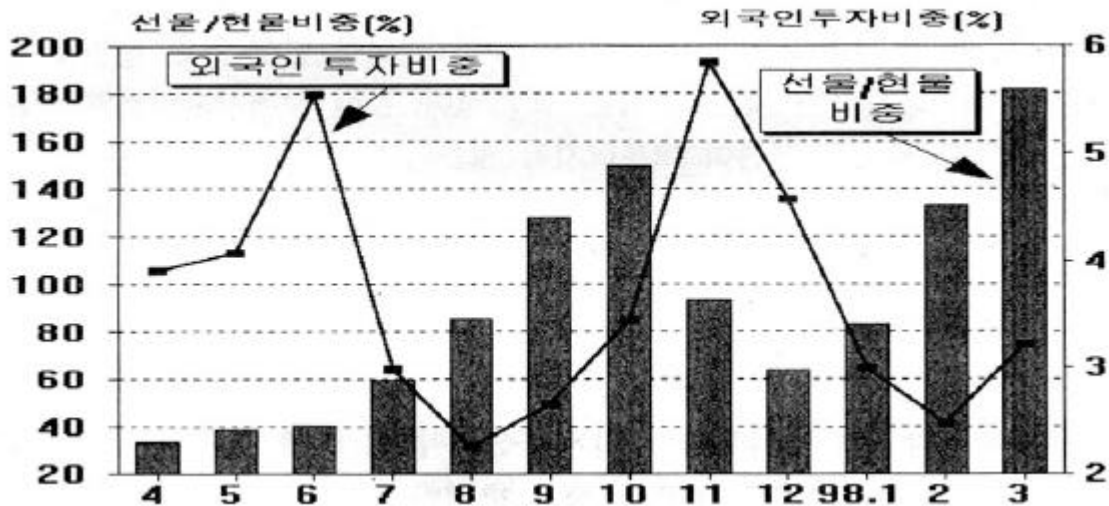
- (동향) 4월말 이후부터 주가지수선물 가격이 종합주가지수보다 낮은 현상이 발생함에 따라 선물매수, 현물매도라는 현물매도시세차익 프로그램 매매가 성행하면서 주가지수의 하락을 더욱 부채질하였음
- (전망) 주가지수선물 가격이 종합주가지수보다 낮은 현상은 곧 하반기 주가의 전망이 불투명하다는 것을 의미함. 투기성이 강한 주가지수선물의 프로그램 매매에 대한 제도적 개선이 이루어지지 않는다면 주가의 변동성은 더욱 심화될 것임

□ 프로그램 매매 성행

- (배경) 주가하락기에 주가보다 주가지수선물이 더 크게 하락할 경우, 선물매도 포지션을 취해 시세차익을 얻을 기회가 발생함에 따라 프로그램 매매가 성행
 - 주가지수선물시장의 왜곡된 프로그램 매매는 주가지수선물 차익거래(裁定거래)로서 상대적으로 비싼 것은 팔고, 싼 것을 사서 두 상품의 가격이 같아질 때 이익을 보는 거래기법임
 - 만기 이전에 선물가격이 현물가격보다 낮다면, 현물은 매도하고 선물은 매수하는 프로그램 매매가 발생하게 됨
 - 이 경우 결제일에 선물가격과 현물가격이 같아지게 되므로 낮은 가격에 매수한 선물은 시세차익을 볼 수 있으며, 반대로 높은 가격에 공매도(short sale)¹⁾한 주식은 나중에 현물 주식을 사서 변제하면 되므로 선물과 현물에서 모두 시세차익을 얻을 수 있음
 - (선물 거래 비중) 98년 들어서면서부터 주가지수선물 거래 비중이 급증, 3월 현재 일 평균 거래 대금 기준으로 선물 거래가 현물거래의 18배에 달함
 - 97년 주가지수선물시장이 개설된 이후 줄곧 거래 비중이 증가하는 추세를 보이다가 외환위기를 겪으면서 급격히 감소했으나 최근 들어 다시 급증함
 - 주가지수선물 거래의 대부분은 증권회사와 개인 투자자들이 약 90% 이상을 차
- 1) 주가가 더 이상 상승하지 않고 하락할 것으로 전망될 경우, 투자자가 증권회사에서 주식을 빌려 상대적으로 높은 가격인 현재 시점에서 주식을 매도하고 나중에 주가가 하락한 시점에서 상대적으로 낮은 가격의 같은 주식을 매수하여 이를 증권회사에 되갚음으로써 그 만큼의 시세차익을 얻는 제도임. 이는 주가가 앞으로 하락할 것이 예상될 경우에 많이 이용함

지하고 있으며 외국인의 투자비중은 3~6%로 미미한 실정이어서 이들의 프로그램 매매 행태는 미미한 실정임

< 주가지수선물 거래 비중 및 외국인 투자 비중의 추이 >

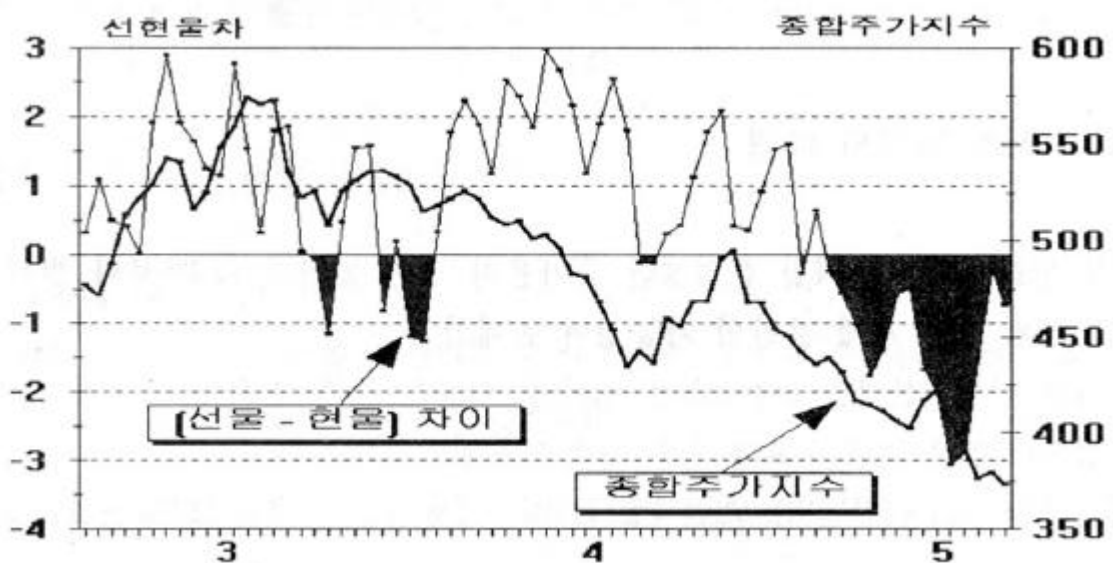


□ 주가 하락 가속화

- (프로그램 매매 주가하락 가속화) 주가지수선물 거래 비중이 크게 높아짐에 따라, 선물가격과 이론가격(=현물가격+보유비용) 차이에서 발생하는 시세차익을 실현하기 위한 프로그램 매매가 주가 하락을 가속화시키고 있음
 - 본격적인 금융개혁 및 기업구조조정으로 주가가 더욱 하락할 것이라는 투자심리의 불안으로 인해 현물가격보다 선물가격이 더 하락하는 현상이 발생하고 있음. 이에 따라 프로그램 매매를 통한 시세차익의 기회가 크게 증가하였음
 - 4월말 이후부터 선물가격이 현물가격보다 낮아졌으며 그 결과 선물 매수, 현물 매도의 프로그램 매매가 이루어짐에 따라 주가의 하락을 크게 부채질하였음
 - 선물가격과 현물가격의 차가 0.5 ~ 1.0 포인트 차이일 경우에는 프로그램 매매의 실익이 없으므로 거래가 일어날 수 없지만, 4월말에 접어들면서 가격차가 무려 3.0 포인트까지 확대되었음(이론가격은 최고 6.0 포인트까지 확대)
- (그 외 주가 하락 요인) 프로그램 매매 외에도 외국인 주식투자자금 이탈이 주가 하락 요인으로 작용함

- 노동자 시위, 금융개혁 및 기업구조조정 지연에 따른 신용등급 하향 조정, 일본 경제의 불안, 중국 위안화 평가절하 가능성, 인도네시아 사태 악화 등으로 증가세를 보이던 외국인 주식투자자금의 유입이 4월부터는 감소세로 반전함
- 외국인 주식투자자금 유입 규모: 97년 12월 4.2억 달러 → 98년 1월 9.5억 달러 → 98년 2월 17.9억 달러 → 98년 3월 12.5억 달러 → 98년 4월 -2억 달러

< 선물과 현물 가격차에 따른 주가지수 추이(98년) >



- (정책 과제) 프로그램 매매와 같은 선물시장의 투기적 요인이 발생하지 않도록 제도적 개선이 이루어져야 함. 즉 선물시장 본연의 기능인 위험 회피 기능을 최대한 발휘하게 하여 선물시장이 순기능적 역할을 하도록 유도해야 할 것임
- 경제의 근본적인 체질 개선 없이는 주가 상승은 기대하기 어려울 전망이다. 최근 주가하락세는 근본적으로 금융개혁 및 기업의 구조조정 진행 이전에 나타나는 불안 요인에 바탕을 두고 있음
- 그러나 이러한 경제적인 요인 이외에 시장 내적인 요인으로서 선물시장의 투기적 프로그램 매매가 성행이 주가의 회복에 저해 요인으로 작용하고 있으므로 이에 대한 적절한 대책을 강구해야 할 것임

(천 일 영 iycheon@hri.co.kr ☎724-4013)