



## 공매도, 烏飛梨落 [요약]

### Prologue – 역대 최장기간 공매도 금지

- 14개월간의 공매도 금지 조치는 증시의 빠른 회복으로 이어짐
- 개인은 공매도 금지 이후 14개월간 73.4조원 순매수
- 3월 만기를 끝으로 LP 계약도 종료, 지수 변동성 낮아지는 추세
- 공매도 재개로 비정상적인 백워데이션은 더 이상 나타나지 않을 것

### Part 1. 대차잔고 & 공매도, 오해와 진실

- 대차잔고는 다양한 이유로 증가
- 증가한 대차잔고가 반드시 공매도로 출회되는 것은 아님
- 공매도는 고점을 만드는 것이 아니라, 증시 하락을 가속화시키는 것
- 공매도는 하락을 예상하는 과정이 아닌, 하락에 대응하는 과정에서 발생

### Part 2. 대차잔고 & 공매도, 종목별 Check Point

- 현재 추가, 대차잔고 수준, 증감 외 다른 조건을 추가한 스크린이 필요
- 뚜렷한 숫자로 나타나는 Fundamental이 판단의 근거
- 가장 빠른 시점에서 확인할 수 있는 1분기 실적에 주목할 필요
- (전망치를 하회할 경우) 부진한 이익이 도드라져 보일 수 있는 종목
- (전망치를 하회할 경우) 시장의 높아진 기대가 무너질 수 있는 종목

## Prologue – 역대 최장기간 공매도 금지

작년 3월 KOSPI 지수는 급락했고, 이에 금융당국은 공매도 금지 카드를 꺼내들었다. 그리고 공매도 제한은 시장이 안정을 되찾는데 큰 도움이 됐다. 최초 예정된 6개월이 지난 9월, KOSPI 지수는 충분히 회복된 상태였지만, 금융당국은 이를 6개월 연장했고, 또 한 차례 연장되며 현재에 이르렀다.

공매도 금지 속 시중 유동성이 확대되며 증시로도 자금이 유입됐다. 대형 IPO가 있었던 것도 고객예약금 증가에 영향을 줬다. 개인은 공매도가 금지된 3/16일 이후 14개월 간 73.4조원을 순매수하며 증시 상승을 이끌었고, 증시 거래대금도 급증했다.

공매도가 금지되며 외국인의 헤지수단은 선물 매도로 제한됐다. 그리고 이는 비정상적인 백워데이션을 만들었는데, 이는 금융투자의 차익거래가 활발해 질 수 있는 조건이었다. 3월 만기 이후 LP 계약이 종료됐고, 그에 따른 증권거래세 면세 또한 종료됐기 때문에 향후 차익거래에 의한 변동성 확대는 제한적일 것으로 보인다. 그리고 5/3일 공매도 재개는 베이스스를 정상화 시킴으로써 증시 안정에 도움이 될 수 있을 것이라는 판단이다.

[차트1] 1~2월, 차익거래 활발해지며 현물지수 변동성 크게 확대

	거래일	수익률(%)	1~2% 등락		2%이상	
			상승	하락	상승	하락
20년 2월	20	-6.2	3	4	1	2
3월	22	-11.7	2	1	5	10
4월	20	11.0	5	3	3	1
5월	19	4.2	3	1	1	1
6월	22	3.9	5	1	2	3
7월	23	6.7	5	1	-	-
8월	20	3.4	8	3	-	2
9월	21	0.1	4	3	-	2
10월	19	-2.6	1	-	-	1
11월	21	14.3	6	1	1	-
12월	21	10.9	5	2	1	-
21년 1월	20	3.6	2	1	5	4
2월	18	1.2	4	2	2	2
3월	22	1.6	6	3	-	-
4월	16	3.8	1	1	-	-

자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

[차트2] 4월 들어 VKOSPI 지수 급락, 지수 변동성 낮아짐



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

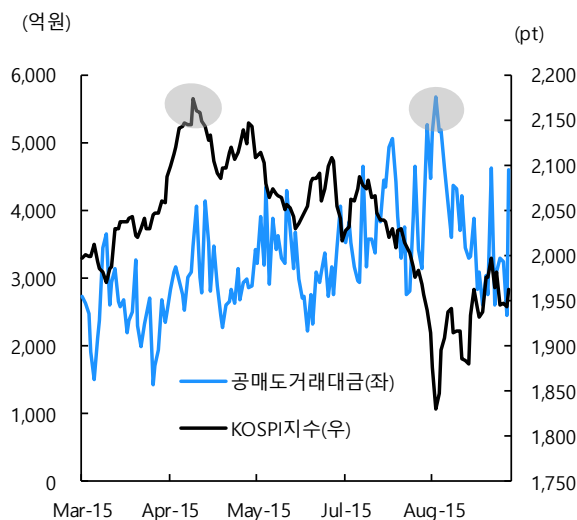
## Part 1. 대차잔고 &amp; 공매도, 오해와 진실

무차입 공매도를 금지하는 한국 시장에서 공매도가 이뤄지기 위해서는 해당 물량만큼의 대차가 필요하다. 하지만 반대로 대차잔고가 늘어났다고 해서 그 물량이 반드시 공매도로 출회되는 것은 아니다. 대차는 공매도 이외에 CB나 BW에 대한 헤지로 활용되는 경우도 있고, 종목별 보유 비중을 맞추기 위해 활용되기도 한다.

대규모 공매도가 이뤄진 종목은 상승이 쉽지 않다. 하지만, 공매도가 고점을 만드는 것은 아니다. 공매도가 금지되지 않았던 지난 2번의 증시 고점(15년, 18년)을 살펴보면, 공매도가 크게 증가하는 시점은 고점 이후 본격적인 하락이 진행되는 시점이다. 공매도는 증시 하락을 가속화시키는 요인이지만, 상승하는 증시의 방향성을 돌리지는 않는다.

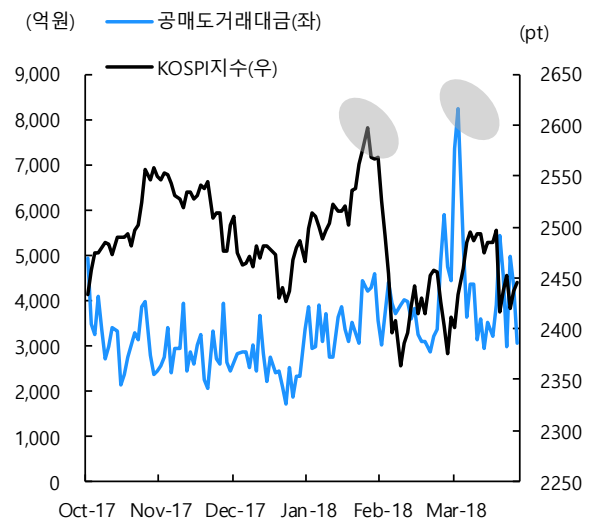
한편, 대차잔고의 증가 시점은 특정되지 않는다. 미리 하락에 대비한 물량확보가 진행되는 경우도 존재하지만, 대차물량의 확보가 하락을 예상하는 것은 아니다. 하락을 예상할 수 있다면, 대차잔고의 증가와 함께 공매도가 증가해야 하지만, 대차잔고와 공매도의 상관관계는 높지 않다. 공매도 역시 하락을 예상한 움직임이라기 보다는 하락에 대응하는 과정에서 매도세가 강해지는 것으로 이해해야 할 것이다.

[차트3] 2015년 4월의 지수 고점, 공매도 급증은 8월



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

[차트4] 2018년 2월의 지수 고점, 공매도 급증은 3월



자료: Dataguide, 유안타증권 리서치센터

## Part 2. 종목별 Check Point (1) – 안 좋은데 더 안 좋다

공매도는 무엇인가 안 좋은 종목에서 나올 것이다. 롱-숏 개념으로 접근한다면, ‘안 좋다’의 판단은 상대적일 것이며, 그런 의미에서 Fundamental에 조금 더 집중할 필요가 있다. 현 시점에서 가장 빠른 시점에서 확인할 수 있는 Fundamental 지표는 1분기 실적이다.

먼저 살펴볼 종목군은 안 좋은데 더 안 좋을 종목이다. 증시 전체 1Q 증감률은 +83.6%로 높는데, 그 와중에 마이너스 증감률을 기록할 것으로 예상되는 종목도 존재한다. 이들의 경우 최근 전망치 하향 조정을 겪고 있었다면, 실제 이익이 전망치보다 낮을 가능성이 더 높을 것으로 보인다.

정리하자면, 1분기 이익이 부진할 것으로 예상된 종목이 예상보다 더 부진하다면, 해당 종목에 대해서는 경계가 필요할 것이다. 1) 1Q 증감률 낮고, 2) 이익의 Level이 낮으며, 3) 최근 전망치의 하향조정 여부를 기준으로 스크린 된 종목은 다음과 같다. 대부분 코로나19 이후 상대 수익률이 낮은 종목들인데, 이들 종목의 1분기 실적 결과가 전망치를 하회한다면, 부진은 더욱 길어질 가능성이 있다.

[차트5] (실제치가 전망치를 하회할 경우) 부진한 이익이 상대적으로 도드라져 보일 수 있는 종목

코드	종목명	시가총액 (억원)	21년 1Q 전망치(억원, %)		최근 5년 1Q		대차잔고		
			4월평균	YoY	평균(억원)	평균대비	연초	현재	증감
A079160	CJ CGV	9,302	-741	적지	172	적전	2.22	10.72	8.50
A036420	제이콘텐트리	7,300	-86	적지	67	적전	0.00	0.78	0.78
A114090	GKL	9,557	-471	적전	299	적전	1.04	2.16	1.13
A042660	대우조선해양	31,436	10	-99.6	1,595	1%	1.13	1.39	0.26
A015760	한국전력	154,713	656	-73.4	5,887	19%	0.31	0.96	0.65
A011210	현대위아	20,695	274	-67.6	459	74%	2.52	3.25	0.72
A047810	한국항공우주	33,385	225	-64.5	468	50%	3.04	2.49	-0.54
A032500	케이엠더블유	24,291	25	-62.7	50	49%	16.10	14.54	-1.56
A036570	엔씨소프트	186,609	1,234	-49.5	1,197	102%	1.94	2.26	0.32
A066970	엘앤에프	28,528	8	-46.5	15	53%	3.05	3.37	0.32
A263750	펄어비스	41,030	261	-44.9	264	96%	8.55	1.60	-6.95
A128940	한미약품	41,912	175	-39.1	270	65%	2.09	2.46	0.37
A294870	HDC 현대산업개발	18,487	985	-31.3	1,026	92%	0.80	1.32	0.52
A010120	LS ELECTRIC	17,940	348	-22.0	371	85%	0.76	1.20	0.44
A214320	이노션	12,180	243	-15.2	235	98%	0.91	1.20	0.29
A218410	RFHIC	9,086	14	-14.9	23	65%	4.99	3.61	-1.38
A056190	에스에프에이	15,243	373	-13.3	426	87%	1.41	1.82	0.40
A036460	한국가스공사	30,740	9,056	-9.6	9,075	96%	0.89	0.91	0.01
A024110	기업은행	68,179	6,016	-9.2	6,457	93%	0.95	1.67	0.72
A078340	컴투스	21,912	227	-7.3	399	55%	2.56	2.83	0.26

주: 유니버스 200 종목 기준, 최근 5년 평균은 16~20년 1분기만 비교, 최대, 최소치 제외 3개 값의 평균

자료: Dataguide, 유안타증권

## Part 2. 종목별 Check Point (2) – 좋을 줄 알았는데 안 좋다

반대의 경우도 있다. 좋을 거라 생각했던, 그래서 주가도 상승했던 종목의 실제치가 전망치를 하회하는 경우다. 이들의 경우 전망치를 충족한 종목과의 차별화가 나타날 것이며, 그 과정에서 롱-숏의 열위에 놓이게 될 것이다.

1) 높은 1분기 증감률, 2) 최근 5년 평균 대비 높은 이익의 level을 만족한 종목들 가운데, 3) 최근 대차잔고가 증가했거나, 대차잔고 비중이 시총의 3%가 넘는 종목을 4) YTD 수익률을 기준으로 정렬했다. 이들의 전망치 변화는 종목별로 다른데, 최근의 전망치 변화와 별개로 전망치 달성여부에 관심을 두고 1분기 실적에 관심을 기울일 필요가 있다.

오히려 이들 종목이 전망치를 하회하고, 공매도가 실제로 진행된다면, 주가에 미치는 영향은 더 클 수 있다는 판단이다. 기대감이 높았던 만큼 주가도 상승했기 때문에, 공매도를 통해 거둘 수 있는 수익이 더 크기 때문이다.

(자세한 내용은 4/26 발간 [Quant Issue] 공매도, 烏飛梨落 참조)

[차트6] (실제치가 전망치를 하회할 경우) 시장의 높아진 기대가 무너질 수 있는 종목

코드	종목명	시가총액 (억원)	21년 1Q 전망치(억원, %)		최근 5년 1Q		대차잔고		
			4월평균	YoY	평균(억원)	평균대비	연초	현재	증감
A011200	HMM	116,570	8,896	흑전	-1,332	흑전	10.09	5.07	-5.02
A011780	금호석유	85,157	4,644	247.3	1,141	405%	0.52	1.99	1.47
A048260	오스템임플란트	13,214	155	279.0	86	181%	2.42	3.19	0.77
A108320	실리콘웍스	16,525	298	148.6	68	430%	3.23	3.61	0.38
A267270	현대건설기계	11,249	524	391.0	267	196%	0.10	1.26	1.16
A120110	코오롱인더	17,239	528	101.1	459	116%	1.57	2.50	0.93
A011790	SKC	55,098	768	181.1	384	201%	1.41	2.39	0.99
A067160	아프리카 TV	10,748	152	88.1	63	242%	5.91	4.91	-1.00
A010060	OCI	34,105	501	흑전	348	140%	6.88	3.13	-3.74
A035720	카카오	521,476	1,542	75.9	451	344%	2.72	3.04	0.32
A020150	일진머티리얼즈	35,044	180	64.3	102	176%	1.75	3.05	1.30
A006650	대한유화	21,483	864	흑전	795	111%	0.74	1.68	0.93
A034220	LG 디스플레이	94,463	4,921	흑전	-636	흑전	8.90	6.54	-2.36
A012450	한화에어로스페이스	20,277	293	768.4	29	968%	1.91	2.08	0.17
A071050	한국금융지주	60,184	3,889	흑전	1,739	238%	1.34	1.57	0.23
A105630	한세실업	9,020	107	106.8	48	226%	0.00	0.76	0.76
A008560	메리츠증권	31,669	2,053	52.7	1,259	176%	1.23	1.79	0.56
A240810	원익 IPS	27,683	322	118.3	143	221%	2.29	2.82	0.53
A103140	풍산	9,724	454	흑전	334	141%	1.68	1.94	0.26
A267260	현대일렉트릭	7,155	210	393.6	-87	흑전	0.60	0.81	0.21

주: 유니버스 200 종목 기준, 최근 5년 평균은 16~20년 1분기만 비교, 최대, 최소치 제외 3개 값의 평균

자료: Dataguide, 유안타증권