

2025년 3월 27일

KIWOOM 이슈 분석

키움증권 리서치센터 투자전략팀 | 시황/ESG 이성훈 shl076@kiwoom.com
Strategist 한지영 hedge0301@kiwoom.com

공매도 재개의 증시 영향

SUMMARY

- ✓ 3월 이후 코스피와 코스닥 간 엇갈린 주가 패턴, 업종간 빠른 순환매 등 전략적인 측면에서 대응하기가 쉽지 않은 환경이 조성 중이 가운데, 3월 31일 재개되는 공매도가 잠복 변수로 떠오르는 중
- ✓ 하지만 공매도는 단기적인 수급 노이즈에 국한될 것이며, 특정 업종들에게는 투자기회를 제공할 가능성
- ✓ 과거 공매도 재개 사례를 살펴보면 약 1달 정도 개별 업종 혹은 종목단에서 단기적으로 변동성은 확대되었으나, 증시의 추세적인 방향성에 영향을 주지는 않았음. 오히려, 공매도 재개 이후 급감하였던 증시 내 외국인 거래대금 비중이 상승했다는 점에서 향후 외국인 수급 여건의 점진적인 개선이 기대
- ✓ 공매도 재개를 목전에 둔 현 시점에서는 대차잔고비중이 큰 2차전지, 바이오, 조선, 방산 업종은 공매도 압력에 노출될 수 있으므로 단기적으로 유의해야 할 필요. 밸류에이션 부담이 덜한 대형 가치주는 공매도 리스크가 적다는 측면에서 상대적으로 유리할 것으로 판단

연초 이후 국내 증시는 주가 복원력이 지속되고 있기는 하지만, 3월 들어 시간이 지날수록 코스피와 코스닥 간 수익률 편차가 발생하고 있는 가운데 업종간 순환매도 여전히 빠르게 진행되고 있는 상태다(3월 이후 코스피 +4.4% vs 코스닥 -3.7%). 4월에도 오로지 윗방향으로만 지속적인 주가 베팅을 하는 한계가 있어 보인다. 2월 중 1,420원대까지 레벨다운 되기도 했던 달러/원 환율은 3월 26일 현재 1,460원대까지 재차 급등하면서 환율 부담을 만들어 내고 있다. 트럼프의 상호 관세, 미국 경기와 연준의 통화정책 향방 등 미국발 불확실성도 상당기간 주식시장이 짊어지고 가야 하는 과제다.

물론 외국인이 3월 이후 코스피에서 약 4,600억원 순매수를 기록하며 지난 7개월간의 공격적인 순매도세를 종료했다는 점은 위안거리이긴 하다. 하지만 3월 31일부로 재개되는 공매도가 외국인의 한국 증시 매도를 자극하면서 지수 전반적인 레벨 다운을 만들어 내거나, 반도체, 방산 등 특정 주력 업종의 주가 모멘텀을 약화시킬 것이라는 불안이 수면위로 부상하고 있는 실정이다. 3월 말로 갈수록 코스닥의 주가가 취약해진 것이나 코스피 내에서 업종간 손바뀜의 강도가 거세진 현상을 공매도 리스크를 시장이 선제적으로 반영하고 있다는 의견도 존재한다.

실제로, 지난 2월 말 금융위가 공매도 재개를 공식화한 이후 공매도의 선행지표로 해석되는 대차거래잔고수량은 3월 한 달 동안 코스피와 코스닥 각각 20.2%, 43.5% 증가한 상황이다. 외국인 및 기관 투자자들이 공매도 시행을 앞두고 본격적인 준비 작업에 나서고 있는 것으로 풀이된다. 지난 2021년과 달리 공매도 재개 조치 이후 약 2,700여개의 상장사 전 종목에 공매도를 할 수 있다는 점도 그러한 의견에 신빙성을 부여한다.

여기서 공매도가 증시 상승을 억제하는 리스크인지에 대해 의문을 던져볼 필요가 있다. 결론부터 이야기하자면, 공매도 재개는 단기적인 수급 노이즈만 일으키는데 국한될 것이며, 오히려 이 같은 수급 노이즈는 역설적으로 특정 업종에 투자 기회를 만들어낼 것으로 판단한다.

우선 과거 3차례('09년, '11년, '21년)의 공매도 재개 이후 수익률을 살펴보면, 평균적으로 코스피와 코스닥은 중기적으로 오히려 상승했다는 점에 주목해야 한다(D+40 : 코스피 +4.9%, 코스닥 +2.3%, D+60 : 코스피 +8.9%, 코스닥 + 2.9%). 다만, 공매도 재개 이후 1개월 간 평균적으로 코스피(+2.2%)가 코스닥(-0.9%) 대비 양호한 수익률을 기록하였다. 코스닥은 유가증권시장 대비 상대적으로 밸류에이션 부담이 높고 공매도 타겟이 될 수 있는 바이오, 2차전지 종목의 비중이 높기 때문에 단기적으로는 부진한 수익률을 기록했다. 이는 공매도 재개 이후 펀더멘털이 견조한 대형주가 상대적인 우위를 보일 수 있음을 시사한다.

코스피와 환율: 주가 복원력은 유지하고 있지만, 업종간 손바뀜은 빠르게 일어나고 있으며, 환율 부담도 다시 생긴 국내 증시

미국 무역정책 불확실성 지수: 4월 2일 이후 예정된 트럼프의 상호 관세 불확실성, 아직 시장이 그 윤곽을 파악하지 못하고 있는 상태



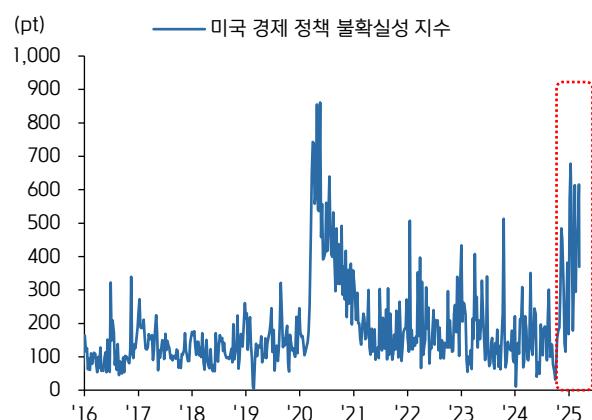
출처: Quantwise, 키움증권 리서치센터



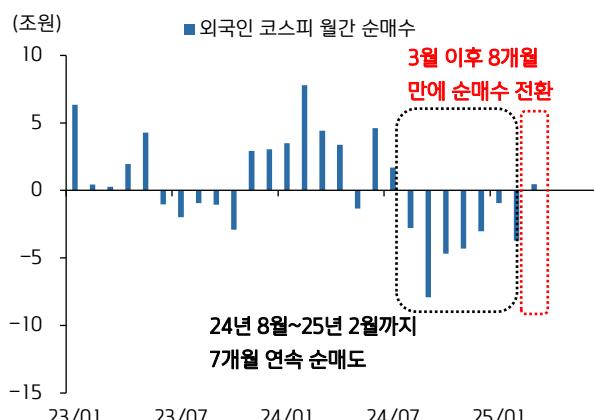
출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 경제정책 불확실성 지수: 미국 침체, 연준의 정책 등을 둘러싼 미국발 경기 불확실성도 아직 높은 상태

외국인 월간 코스피 순매수: 외국인이 8개월만에 순매수로 전환했지만, 3월 31일 공매도 재개가 단기 변수로 떠오른 상태. 하지만 공매도 재개가 국내 증시의 발목을 잡는 리스크인지에 대해 의문을 가져보는 것이 타당

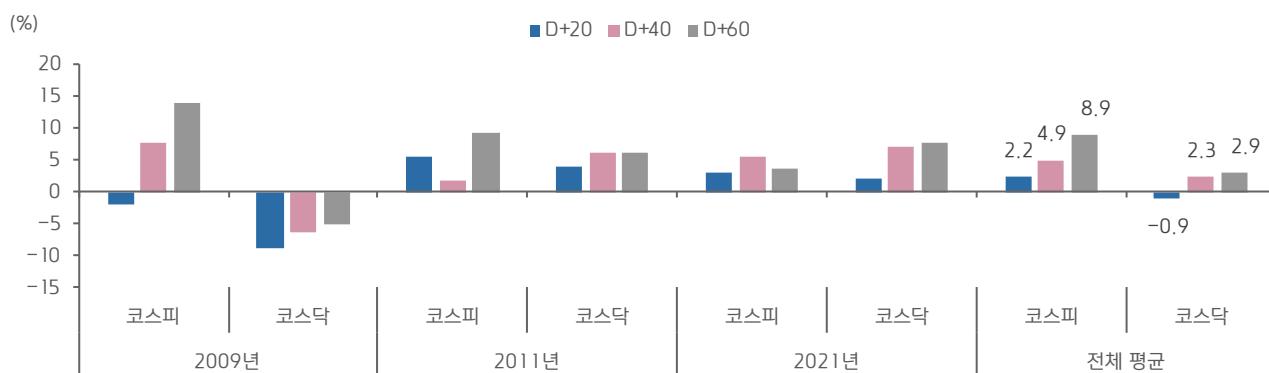


출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



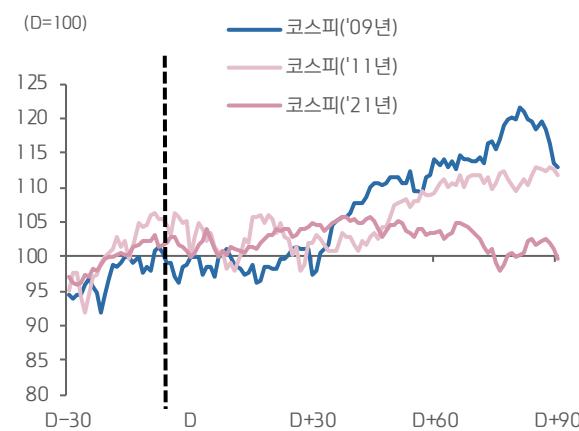
출처: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

과거 공매도 재개(D) 이후 D+20, D+40, D+60, 코스피와 코스닥 수익률 비교



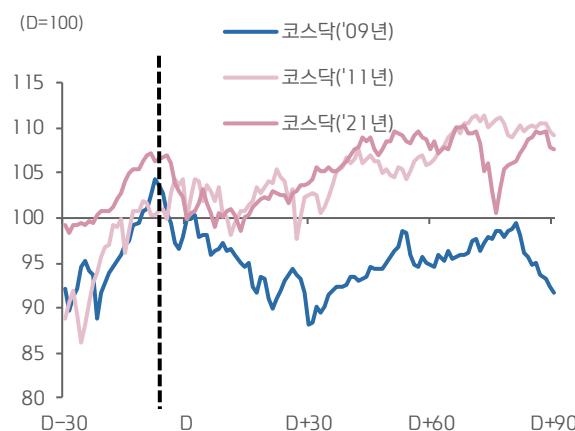
출처: FnGuide, 키움증권 리서치센터

과거 공매도 재개(D) 30일 이전 ~ 이후 90일, 코스피 추이



출처: FnGuide, 키움증권 리서치센터

과거 공매도 재개(D) 30일 이전 ~ 이후 90일, 코스닥 추이



출처: FnGuide, 키움증권 리서치센터

현재 시장에서 우려하고 있는 것과 달리 외국인의 수급 여건도 공매도 재개 이후 점차적으로 개선될 전망이다. 과거 3차례 ('09년, '11년, '21년) 공매도 금지 기간 동안 급감하였던 외국인의 국내 증시 참여 비중은 공매도 재개 이후 모두 증가하였다. 구체적으로, 6개월 동안 코스피 전체 거래대금 대비 외국인의 비중은 '09년 16.0% → 21.8%, '11년 16.7% → 21.8%, '21년 17.2% → 21.0%로, 3차례 평균적으로 약 4.9%p의 외국인 비중이 증가했다. 외국인 순매수 측면에서 살펴보아도 동학개미운동으로 인해 개인투자자 주도의 수급 장세였던 '21년도 사례를 제외한 '09년과 '11년 사례에서 공매도 재개 이후 국내 증시로의 외국인 순매수는 증가하였다. 이는 공매도 재개에 따른 글로벌 루骚 헤지펀드 등의 국내 투자 유인이 증대됨에 따라 국내 증시로의 외국인 수급 여건이 개선되었음을 의미한다.

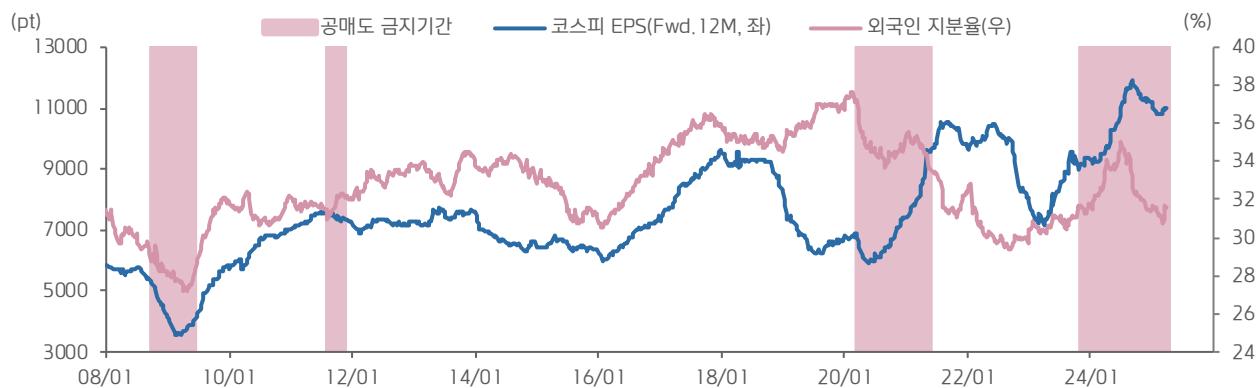
물론, 외국인 추세적인 수급 방향성은 국내 상장사의 이익 전망치와 같은 편디멘털 요인이 결정한다. 현재 코스피의 12개월 선행 EPS는 반도체 업황 조기 턴어라운드 기대감이 반영되며 바닥을 다지고 점진으로 반등하는 모양새를 갖추고 있다. 이와 더불어 지난해 삼성전자를 필두로 한 외국인의 국내 반도체주 순매도세로 인해 현재 외국인의 코스피 지분율은 지난해 7월 고점(35.0%) 대비 약 3.5%p 하락한 31.6% 수준이다. 즉, 이는 외국인을 자극할만한 트리거만 존재한다면 국내 증시를 매수할 수 있는 외국인의 수급 여력이 충분히 존재하고 있다는 점을 의미한다. 1분기 실적 시즌을 거치면서 국내 증시의 이익 전망치가 반등세를 보이며 외국인 순매수 기조가 지속될 경우, 공매도 재개 이벤트는 외국인 국내 증시 참여 유인을 제고시키며 외국인 수급 여건 개선이라는 결과를 가져올 수 있다고 판단한다.

역대 공매도 금지 기간과 재개 이후 코스피 전체 거래대금 대비 외국인 비중 변화



출처: FnGuide, 키움증권 리서치센터, 주) 음영은 공매도 금지 구간, 60일 누적 거래대금 기준

코스피 12개월 선행 EPS와 외국인 지분율 추이



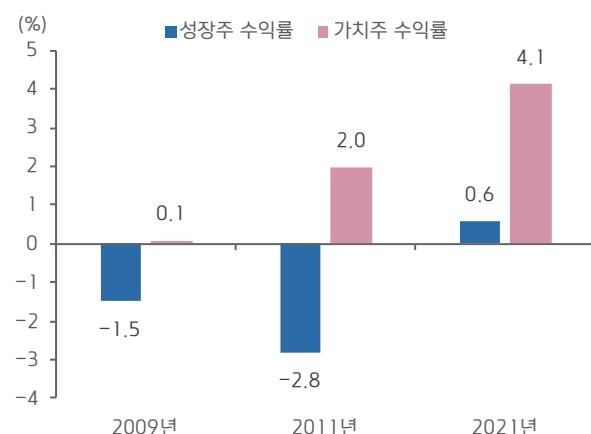
출처: FnGuide, 키움증권 리서치센터

스타일 측면에서 본다면 공매도 재개 이후 약 1달 가량은 단기적으로 성장주 대비 가치주의 수익률이 양호한 흐름을 보였으며, 평균적으로 가치주는 성장주의 수익률을 약 3.3%p 상회하였다. 공매도 재개로 인해 증시 내 자금이 단기적으로 공매도 리스크가 적다고 판단되는 저밸류 종목으로 유입되었기 때문이다. 이는 최근 증시 흐름과 일맥 상통한다. 연초 급등세를 보이며 밸류에이션 부담에 노출된 조선, 방산 등의 주도주가 조정세를 보이고 있는 반면, 반도체, 자동차 등의 대형 밸류 스타일이 우위를 보이고 있는 상황이다.

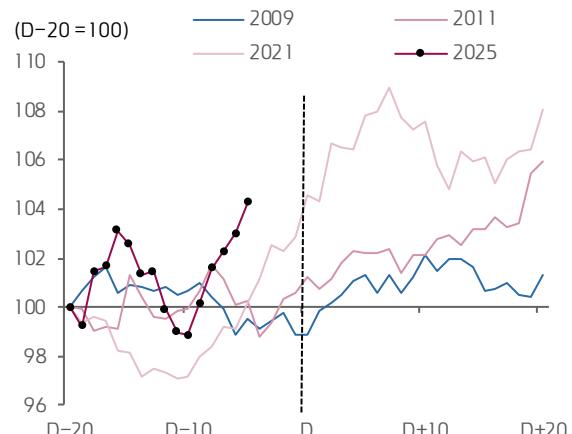
업종별 대차거래잔고 비중을 살펴보면, 2차전지 종목이 다수 포함된 IT가전(14.5%), 화학(8.5%)을 비롯해서 건강관리(5.5%), 조선(5.3%), 상사,자본재(5.2%) 등의 업종 순으로 대차잔고 비중이 높다. 특히, IT가전, 조선, 상사,자본재(방산) 등의 업종은 3월 이후 최근 1달 동안 대차거래잔고 비중이 여타 업종 대비 큰 폭으로 증가했다는 점이 확인 가능하다. 이처럼, 해당 업종들의 경우에는 공매도 재개에 따른 수급 변동성에 노출될 가능성이 있기 때문에 단기적으로 유의할 필요가 있다.

이에 전체 상장사 중 대차거래잔고 비중이 5% 이상이고, 최근 1달 간 대차거래잔고 비중의 증감 폭이 0.5%p 이상인 종목들을 선별하였다. 해당 종목들은 공매도 재개를 목전에 둔 현 시점부터 유의할 필요가 있으며, 조선, 방산 등과 같은 펀더멘털 측면에서 견조한 기준 주도주는 공매도에 따른 단기 변동성 장세를 거친 이후에 매수 대응 전략이 유리하다.

공매도 재개 이후 성장주와 가치주 수익률(1M) 비교



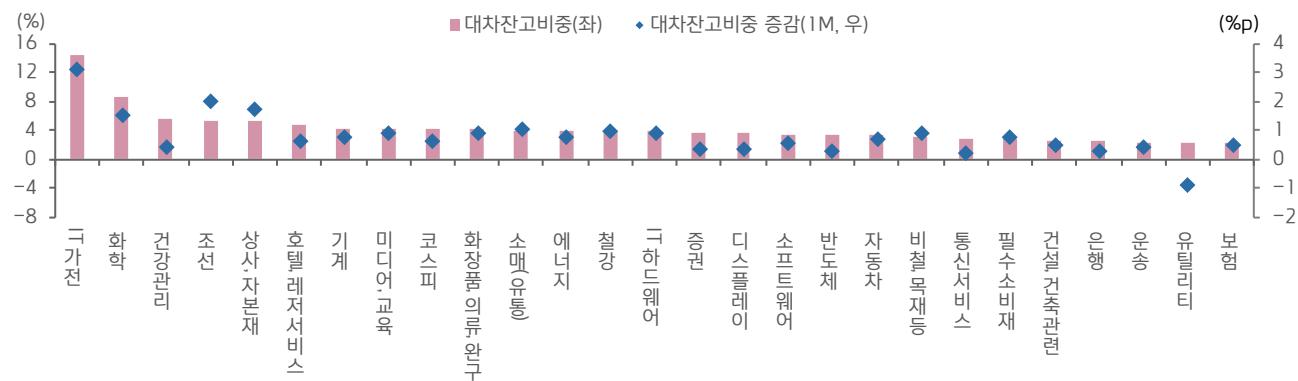
역대 공매도 재개(D) ~ +1M, 성장주 대비 가치주 상대강도



출처: FnGuide, 키움증권 리서치센터, 주) WMI500 순수성장, 순수가치 지수

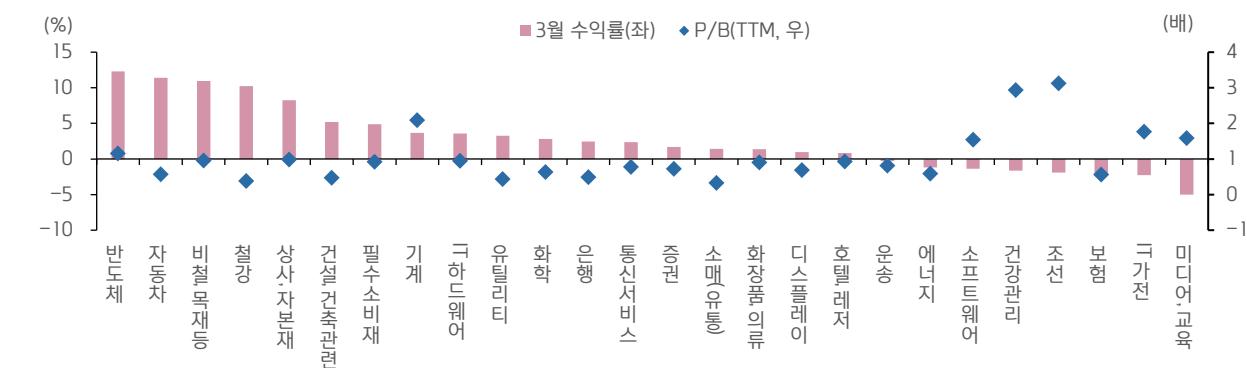
출처: FnGuide, 키움증권 리서치센터, 주) D = 공매도 재개일

업종별 대차거래잔고 비중과 최근 한달 간 대차잔고비중 증감 폭 비교



출처: FnGuide, 키움증권 리서치센터, 주)대차잔고비중 = 대차거래잔고금액/유동시가총액*100

업종별 3월 수익률과 12개월 후행 PBR 비교



출처: FnGuide, 키움증권 리서치센터

대차거래잔고 비중 상위 종목 스크리닝 (대차잔고비중 순으로 정렬)

종목코드	기업	WI26 업종 분류	P/E		P/B		대차잔고 비중	대차잔고 증감(1M)	YTD 신용잔고 증가율
			Fwd.12M (배)	TTM (배)	Fwd.12M (배)	TTM (배)			
A247540	에코프로비엠	IT가전	357.1	—	7.8	6.1	15.0	2.7	19.7
A003670	포스코퓨처엠	화학	681.3	—	4.8	3.5	12.5	3.5	10.0
A066970	엘엔에프	IT가전	—	—	3.2	3.2	12.0	2.4	23.0
A086520	에코프로	화학	—	—	—	4.9	11.3	3.8	3.8
A000100	유한양행	건강관리	64.1	144.9	4.3	4.5	11.1	2.0	5.4
A028300	HLB	건강관리	—	—	—	—	8.0	0.8	−3.0
A042700	한미반도체	반도체	19.6	54.2	7.8	15.0	7.9	4.9	36.4
A007660	이수페타시스	IT하드웨어	19.8	—	4.4	—	7.9	4.8	−0.7
A011790	SKC	화학	—	—	4.5	3.4	7.5	0.6	46.0
A039030	이오테크닉스	반도체	23.9	42.2	2.6	3.0	7.4	0.5	13.4
A121600	나노신소재	화학	—	—	—	3.2	7.2	1.0	3.0
A122870	와이지엔터테인먼트	미디어, 교육	23.3	—	2.3	—	7.1	0.6	−7.1
A008770	호텔신라	소매(유통)	32.3	—	1.9	1.2	6.9	1.4	−9.1
A240810	원익IPS	반도체	18.7	60.4	1.3	1.4	6.8	1.1	0.3
A140410	메지온	필수소비재	—	—	—	21.1	6.6	0.6	27.5
A010120	LS ELECTRIC	기계	16.7	24.0	2.6	3.1	6.4	0.6	29.9
A053030	바이넥스	건강관리	32.1	—	3.2	3.0	6.0	1.3	31.9
A450080	에코프로모터	IT가전	—	—	—	6.4	6.0	2.7	26.3
A348370	엔켐	IT가전	—	—	—	—	6.0	0.5	16.1
A006400	삼성SDI	IT가전	19.7	23.7	0.6	0.7	6.0	2.5	49.4
A005290	동진쎄미켐	반도체	—	10.4	—	1.6	5.8	0.7	31.3
A036930	주성엔지니어링	반도체	16.8	18.0	2.5	3.2	5.8	0.8	0.5
A222800	신텍	IT하드웨어	45.9	—	1.5	1.5	5.8	0.7	88.2
A137400	피엔티	IT가전	7.6	7.9	1.5	1.8	5.7	0.5	14.0
A078340	컴투스	소프트웨어	13.5	—	0.5	—	5.7	0.8	17.4
A032350	롯데관광개발	호텔, 레저	—	—	1.6	—	5.6	0.9	12.2
A012450	한화에어로스페이스	상사, 자본재	18.4	13.9	3.7	6.0	5.6	2.6	−12.0
A090430	아모레퍼시픽	화장품, 의류, 완구	21.8	12.7	1.3	1.4	5.6	1.8	34.1

출처: FnGuide 컨센서스, 키움증권 리서치센터

주) 시가총액 5,000억원 이상 상장사 중 대차거래잔고금액 비중 5% 이상, 최근 한 달간 대차잔고 증감폭 0.5%p 이상 상승한 종목

Compliance Notice

- 당사는 3월 26일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.