

공매도 파훼법

2025 ver.





주식전략팀



노동길 연구위원
주식전략파트장 / 국내주식전략
02) 3772-4455
dk.noh@shinhan.com



김성환 수석연구원
주식전략팀장 / 글로벌주식전략
02) 3772-2637
shwan.kim@shinhan.com



신승웅 수석연구원
중국주식전략
02) 3772-3175
aidenshin@shinhan.com



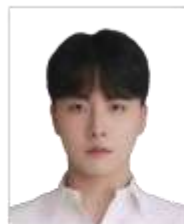
강진혁 선임연구원
주식시황
02) 3772-2329
kjinhyeok@shinhan.com



오한비 연구원
글로벌주식전략 (Jr.)
02) 3772-1525
hanbi.oh@shinhan.com



홍지연 연구원
글로벌자산배분 (Jr.)
02) 3772-1554
h.jiyeon@shinhan.com



이재원 연구원
국내주식전략 (Jr.)
02) 3772-2328
jayone@shinhan.com



조민규 연구원
국내주식전략 (Jr.)
02) 3772-2833
minkyu.cho@shinhan.com

Summary

3월 31일 공매도가 재개된다. 투자자들이 공매도에 느끼는 상념은 과거 경험칙이다. 공매도가 과거 지수 변동성 확대 구간에서 필요 이상 지수를 하락시켰던 전례 때문이다. 대외 불안이 상존한 이 시점에서 공매도 재개가 변동성을 키우지 않을까하는 우려도 팽배하다. 공매도는 하락 시 낙폭을 더 키우는 요소는 맞다. 이 주장이 힘을 얻으려면 주가가 펀더멘털대비 과도하게 상승했어야 한다. 현산물 가격 차인 베이스스로 파악할 수 있다. KOSPI200, KOSDAQ150 이론가와 시장가 괴리가 크지 않아 과잉을 과도하게 반영하지 않았다고 판단한다. 수급 축이 개인에서 기관(연기금, 기타법인)으로 이동했기 때문이다.

외국인이 공매도를 계기로 유입될 것이라는 기대도 막연한 듯하다. 외국인 국내 주식시장 수급은 글로벌 펀드 흐름 한 갈래다. 공매도 제도 뿐만 아니라 제조업 경기, 환율, 유동성, 리스크에 따라 복합적으로 움직인다. 외국인은 과거 공매도 재개 시 일정한 패턴을 반복하지 않았다. 이를 종합적으로 고려하면 공매도 자체가 지수 변곡점 매개는 아니라는 판단이다. 공매도 환경 속에서도 전략은 존재한다. 지수 측면에서는 KOSPI보다 KOSPI200을 선호한다. 수급은 KOSDAQ보다 KOSPI에 더 나은 환경을 단기적으로 제공할 전망이다. 펀더멘털 향방은 시간이 지나 점차 중소형주로 이동한다. 밸류에이션 관점에서 공매도 타겟이 될 업종을 분류할 수 있다. 단순 밸류에이션 자체가 높은 업종을 고르기보다 밸류에이션과 공매도 간 상관관계를 고려했다. KOSPI는 철강, 화학, 비철, KOSDAQ은 미디어, 헬스케어로 분류한다. 업종 내 pairs trade 선별, 주식선물과 현물 간 가격 차 활용한 전략도 대비해야 한다.

제도 변화도 감지된다. 전종목 공매도는 팬데믹 이후 5년만이다. 정책 당국은 기울어진 운동장 교정을 비롯해 공매도 전산화 및 불법 공매도 처벌 강화를 통해 의구심을 해소하겠다는 입장이다. 정책 당국은 법 개정없이 가능한 사항을 먼저 추진했다. 작년 9월 공매도 전산 시스템, 내부통제 기준, 증권사 확인 및 대차상환기간 제한을 담은 자본시장법 개정안을 통과시켰다. 1) 공매도 과열종목 지정제도 강화, 2) 대차 상환기간 및 담보비율 개정, 3) 거래소 중앙점검 시스템(NSDS) 통한 공매도 전산화, 4) 처벌 강화 및 제재수단 다양화 등이다. CB(전환사채), BW(신주인수권부사채) 취득 제한기간도 구체화했다. 국내 주식시장 투자자라면 반드시 체크해야 할 변화들이다.

Contents

| | |
|---|----|
| I. 2025년 공매도 변화 포인트 순기능 살리는 한편 시장 신뢰도 제고 | 5 |
| II. 과거 주식시장 사례 복기 펀더멘털 > 이벤트 | 14 |
| III. 공매도 재개의 주식시장 영향 과잉, 과거보다 크지 않다 | 23 |
| IV. 공매도 환경 속 투자전략 파고를 활용하는 법 | 38 |

I. 2025년 공매도 변화 포인트

순기능 살리는 한편 시장 신뢰도 제고



의심의 벽을 타고 발전해온 공매도 제도



말도 많고 탈도 많은 공매도 찬반 논란

- 공매도는 '자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 자본시장법)'에 의해 규제. 국내에서 차입 공매도 허용+ 무차입 공매도 원칙적 금지
- 다만 결제 이행의 위험이 없는 경우에 한해 무차입 공매도로 간주하지 않는 예외 규정이 존재(자본시장법 제180조 제2항)하며, 차입 공매도라고 하더라도 증권시장의 안정성 및 공정한 가격 형성을 저해할 우려가 있는 경우에 제한 가능(동법 제180조 제3항)
- 주요국과 규제 수준을 비교해보면, 한국은 가장 엄격한 나라 중 하나. 시장 변동성을 줄이고 개인투자자를 중심으로 투자심리 개선에 긍정적이나 과도한 규제로 인해 유동성 공급이 충분히 이뤄지지 않거나 가격 발견 기능이 제대로 작동하지 않는 등 부작용도 우려

차입 공매도와 달리 무차입 공매도는 국내에서 원칙적 금지



* 시장감시위원회 매입
오후 1시 입고여부 확인



자료: 금융위원회, 신한투자증권

주요국의 공매도 관련 규제 현황 비교

| 국가 | 무차입공매도 금지 | 업틱룰 | 공매도 과열종목 | 공매도 호가표시 | 투자자별 잔고보고 | 잔고공시 | |
|----|--------------|------|-------------|-------------|--------------|------|------|
| | | | | | | 투자자별 | 종목 |
| 한국 | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ | ○ |
| 미국 | △(1) | △(2) | X | ○ | X(4) | X | ○(4) |
| 영국 | ○ | X | X | X | ○ | ○ | X |
| 독일 | ○ | X | X | X | ○ | ○ | X |
| 일본 | ○ | △(2) | X | ○ | ○ | ○ | X |
| 홍콩 | ○ | ○ | △(3) | ○ | ○ | X | ○ |

- (1) 무차입공매도를 악의적으로 남용하는 경우만 금지하며, 시장조성자는 무차입공매도가 가능
 (2) 추가 전일 대비 10% 하락시만
 (3) 공매도 가능종목을 분기별로 재지정
 (4) '24.10월부터 강화된 잔고보고 및 종목별 잔고고시 예정

자료: 금융위원회, 신한투자증권

의심의 벽을 타고 발전해온 공매도 제도



개인투자자는 여전히 공매도가 밍다

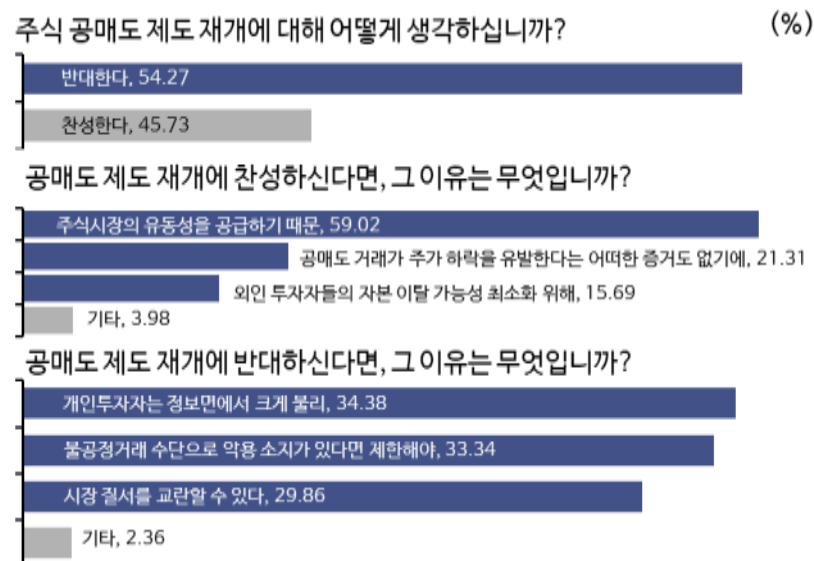
- 국내에서 공매도는 늘 개인투자자의 원망의 대상. 자본시장법 제정 이전부터 공매도에 대한 제도 개선 요구와 실제 규제는 꾸준히 진행
- 공매도 논쟁은 크게 몇 가지 쟁점으로 구분. ① 기울어진 운동장론 → 기관·외국인은 하락장에서도 수익을 내지만 개인은 상대적으로 공매도 접근성이 제한적인 만큼 개인만 손실을 보는 구조, ② 주가 조작 및 시세 조종 의심 → 공매도 세력이 악성 루머를 퍼뜨리거나, 펀더멘털과 무관하게 주가 하락을 유도한다는 주장. 특히 불법 공매도에 대한 처벌 수위가 낮다는 점이 불만의 핵심, ③ 기업의 성장 및 투자 유인 저해 → 高PER 성장주나 중소형주 중심 공매도에 취약하며, 과도한 공매도로 펀더멘털 대비 주가가 저평가된다는 주장

금융당국, 그간 공매도 부작용 해소 위한 제도개선 지속 추진



자료: 금융위원회, 신한투자증권

그럼에도 개인투자자는 여전히 공매도 재개에 반대 의견이 우세



자료: 서치통, 신한투자증권 / 주: 936명 참여, 1월 17일 마감

공매도 제도개선 종합 대책 발표(2024/6/13)



운동장 평탄화 & 개인 의구심 해소

- 펀더멘털 대비 이미 저렴한 주가에 공매도를 치는 것은 손익비 관점에서 타당성 부족
- 결국 정부는 기울어진 운동장의 교정을 비롯해서, 공매도 전산화 및 불법 공매도의 처벌 강화 통해 의구심 해소를 추구
- 법 개정 없이 가능한 사항 先 추진(개인 대상 대주서비스 담보비율 조정, MM·LP의 공매도 목적 대차거래 상환기간 제한 등)
- 법 개정 사항인 공매도 전산시스템, 내부통제 기준, 증권사 확인 및 대차상환기간 제한 등은 자본시장법 개정안 국회 통과(2024/9/26)
- 2월 국무회의(2/18)에서 자본시장법 시행령 개정안 의결. 공매도 목적 대차 상환기간 제한 (90일 이내, 연장 포함 12개월). 무차입공매도 방지 조치(기관투자자·법인·증권사) 등 구체화

현 시점 '공매도 제도개선 방안(2024/6/13)' 세부 항목별 추진 현황

| | | | | |
|---------|-----------------------|-------------------|---|---|
| 상환기간 | 90일, 연장 포함 전체 1년 | 완료 | 법률 개정(9/26), 하위법령 예고(11/21), MM·LP 우선적용(11/1~), 시행령 개정(2/18), 3/31 시행 | |
| 담보비율 | 대주 120% → 105% | 완료 | 규정 개정(10/14), 3/31 시행 | |
| 공매도 전산화 | 기관 투자자 | 기관내 잔고관리 전산시스템 구축 | 정상 | 가이드라인제시(8/21), 법률 개정(9/26), 하위법령예고(11/21), 시행령 개정(2/18), 3/31 시행 |
| | 거래소 | 중앙점검 시스템(NSDS) 구축 | 정상 | NSDS개발완료 및 테스트 진행 중 가이드라인제시(8/21), 법률 개정(9/26), 하위법령예고(11/21), 시행령 개정(2/18), 3/31 시행 |
| | 모든 법인 | 내부통제기준 의무화 | 정상 | 가이드라인제시(8/21), 법률 개정(9/26), 하위법령예고(11/21), 시행령 개정(2/18), 3/31 시행 |
| | 증권사 | 내부통제기준 및 전산시스템 확인 | 정상 | 가이드라인제시(8/21), 법률 개정(9/26), 하위법령예고(11/21), 시행령 개정(2/18), 3/31 시행 |
| 공시 | 공시기준 강화(0.5% → 0.01%) | 완료 | 시행령 개정(11/5), 12/1 시행 | |
| CB·BW | 공매도 거래 시 CB·BW 취득 제한 | 완료 | 법률 개정(9/26), 하위법령 예고(11/21) 시행령 개정(2/18), 3/31 시행 | |
| 처벌 | 벌금형 강화, 징역 가중처벌 | 완료 | 법률 개정(9/26) | |
| 제재 | 제재수단 다양화 | 완료 | 법률 개정(9/26), 하위법령 예고(12/27) 4/23 시행 | |

자료: 신한투자증권

제도개선 ① - 공매도 과열종목 지정제도



전 종목 대상 공매도 재개와 병행해 사용될 완충장치

- 공매도 비정상적 급증 & 가격 급락 종목을 매일 장마감 후 공매도 과열종목으로 지정(2017/3/27), 다음 거래일 하루 간 공매도 제한
- 자본시장법이 아닌 거래소 업무규정 및 시행세칙에 근거. 시장 충격에 보다 민감하게 반응할 수 있도록 요건 완화(2022/10/24) → ① 신규 유형 추가(주가 3% ↑ 하락+공매도 비중 30% ↑+공매도 거래대금 2배 ↑), ② 금지일에 5% ↑ 하락시 금지기간 자동 연장
- 금융위, 전 종목 대상 공매도 재개하되 개별 종목 충격에 대해서는 한시적으로 공매도 과열종목 지정제도 확대 등 완충장치 마련 방침. 다만 연구에 따르면 공매도 과열종목으로 지정된 이후 주가의 하락이 멈춘다는 증거를 찾을 수 없다는 결론(이관휘 등, 2021)

공매도 과열종목 적출유형 추가를 통해 과열종목 지정 종목 확대

| 유형 | 주가하락률 | 공매도비중 | 공매도거래대금 증가배율 | 공매도 비중평균 |
|----------------------|----------------|---|-------------------------------|----------|
| 유형1 (공통) | △50이상 ~ △10%미만 | - 코스피: 직전분기 코스피 공매도 비중의 3배 이상(상한 20%) - 코스닥, 코넥스: 직전분기 코스닥 150 공매도 비중의 3배 이상(상한 20%) | 코스피: 6배 코스닥: 5배 코넥스: 5배 | - |
| 유형2 (공통) | △10%이상 | - | - | - |
| 유형3 (코스닥) | - | - | 코스닥: 5배 | 5% 이상 |
| (신규) 유형4 (공통) | △3% 이상 | 해당 종목의 당일 전체 거래 대금 대비 공매도 거래대금 비중 30% 이상 | 코스피: 2배 코스닥: 2배 코넥스: 2배 | - |

자료: 한국거래소, 신한투자증권

공매도 금지 기간에 주가 5% 이상 하락시 금지기간 자동 연장

| T일 | T+1일 | T+2일 | T+3일 | T+4일(~) | | | |
|---------------|--------|------------|----------|---------------------|----------|---------------------|-----|
| 공매도 과열종목 최초지정 | 공매도 금지 | 수익률 > -5% | 공매도 재개 | 기존 공매도 과열종목 적출기준 적용 | | | |
| | | | | 수익률 > -5% | 공매도 재개 | 기존 공매도 과열종목 적출기준 적용 | |
| | | 수익률 <= -5% | 공매도 금지연장 | 수익률 <= -5% | 공매도 금지연장 | 공매도 재개 | |
| | | 수익률 <= -5% | 공매도 금지연장 | 수익률 <= -5% | 공매도 금지연장 | 공매도 금지연장 | (~) |

자료: 한국거래소, 신한투자증권

제도개선 ② - 상환기간 및 담보비율 개정



공매도 거래조건 통일로 기울어진 운동장 바로잡기

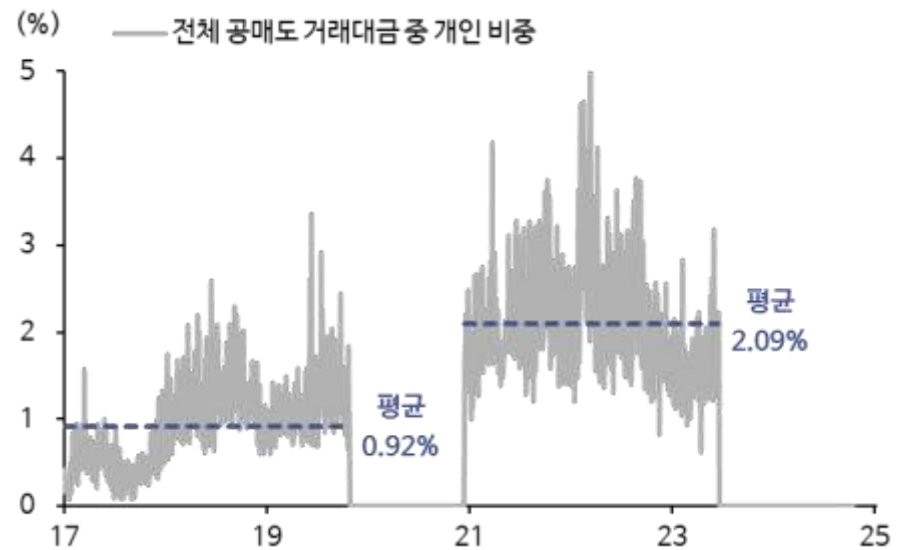
- 개인들이 그간 불만을 토로해온 가장 큰 문제중의 하나는 '기울어진 운동장'. 즉, 대차(기관·법인) 및 대주(개인)의 제도 갭이 존재해 개인투자자가 기관투자자에 비해 불리하다는 지적 → 상환기간 90일 단위 연장(총 12개월 제한) 및 담보비율 105%로 통일
- 법 개정 없이 가능했던 '대주제도(개인) 담보비율 조정'은 작년 10월 14일 금융투자업 규정 개정을 통해 완료 → 일부 조건은 기관보다 더 유리. 개인의 공매도는 점차 활발해지는 추세인 만큼 이번 공매도 재개 이후 개인 참여 확대 예상
- 법 개정 사항인 대차상환기간 제한 등은 자본시장법 개정안 국회 통과(2024/9/26), 시행령 개정안이 국무회의 의결(2/18)되며 마무리

대차(기관·법인) 및 대주(개인) 제도 개선 통해 공매도 거래조건 통일

| | 상환기간 | | 담보비율 | |
|---------|--|--|--|--|
| | 현행 | 개선 | 현행 | 개선 |
| 기관 - 대차 | <ul style="list-style-type: none"> · 기간 제약 없음 · 대여자 요구시 상환 | <ul style="list-style-type: none"> · 90일, 연장 (최대 12개월) · 대여자 요구시 상환 | <ul style="list-style-type: none"> · 현금 105% · 주식 135% ↑ | <ul style="list-style-type: none"> · 현금 105% · 주식 135% ↑ |
| 개인 - 대주 | <ul style="list-style-type: none"> · 90일, 연장 · 중도상환요구 X (90일 보장, 개인만 참여) | <ul style="list-style-type: none"> · 90일, 연장 (최대 12개월) · 중도상환요구 X (90일 보장, 개인만 참여) | <ul style="list-style-type: none"> · 현금 120% ↑ · 주식 120% ↑ | <ul style="list-style-type: none"> · 현금 105% · 코스피200 120% (기타주식 대차수준) |

자료: 금융위원회, 신한투자증권

대주 제도 개선에 따라 개인투자자의 공매도 거래 확대 전망



자료: FnGuide, 신한투자증권

제도개선 ③ - 공매도 전산화



공매도에 대한 뿌리 깊은 불신 해소

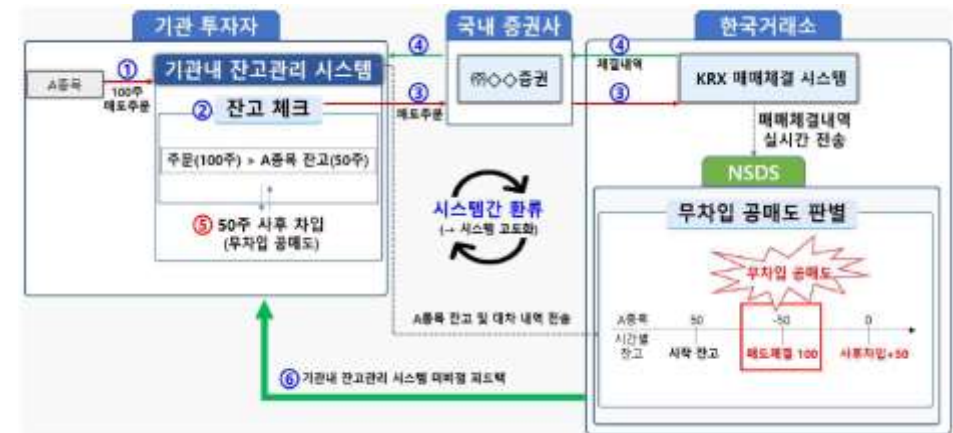
- 개인투자자는 1) 주문을 수탁하는 증권사가 잔고를 관리하며 2) 잔고 부족시 매도 주문이 불가능한 반면, 기관·법인은 1) 잔고를 직접 관리하는 경우가 다수로 내부통제 미흡에 따른 무차입 공매도가 반복적으로 발생
- 거래소 중앙점검 시스템(NSDS)도 개발이 완료되어 테스트가 진행중. 대차 여부 실시간 확인하며 불법 공매도를 집계, 탐지하는 역할
- 금감원은 공매도 통합 가이드라인 마련(1/19), 1) 기관투자자 내 잔고관리 시스템 및 내부통제 기준, 2) 증권사 확인의무 등 안내

불법 공매도(무차입 거래) 발생시 주요국 처벌 규정 비교

| | 한국 | 미국 | 홍콩 | 일본 | 영국 | 싱가포르 |
|--------------|-------------------------|---------------------------|----------------------------|-------------|-------------|---|
| 무차입 거래 허용 여부 | 금지 | 금지 | 금지 | 금지 | 금지 | 금지 |
| 무차입 거래시 제재 | 주문금액 기준 과징금 부과 1년 이상 징역 | 500만 달러 이하 벌금이나 20년 이하 징역 | 10만 홍콩달러 이하 벌금 또는 2년 이하 징역 | 30만엔 이하 과태료 | 상한선 없는 벌금부과 | 무차입 거래가액 5%만큼 위약금 일별 5000 싱가포르 달러 벌금 가산 |
| 담보 비율 | 기관 120% 개인 105% | 개인.기관 150% | 브로커리지 따라 차이 | 개인.기관 130% | 담보율 정하지 않음 | 개인.기관 120% |

자료: 언론 종합, 신한투자증권

무차입 공매도 집계·탐지를 위한 중앙점검 시스템(NSDS) 운영 구조



자료: 금융감독원, 신한투자증권

제도개선 ④ - 처벌 강화 및 제재수단 다양화



계속·반복적인 무차입 공매도 발생에 따른 대응

- 과거 무차입 공매도에 대해 최대 1억원 이하의 과태료만 부과되어 제재 실효성에 대한 의문이 제기. 자본시장법 개정(2021/4/6 시행)으로 형사처벌(1년↑ 유기징역 or 이익이나 회피한 손실액의 3배~5배 벌금) 및 과징금(위법한 공매도 주문금액 범위 내) 도입
- 2023년 3월, 공매도 규제 위반행위에 대한 과징금 최초 부과 사례 발생(A사 38.7억원, B사 21.8억원). 다만 이후에도 지속, 반복적으로 무차입 공매도가 적발되면서 처벌 강화 및 제재수단 다양화에 대한 요구 발생 → ① 벌금 상향, ② 징역 가중처벌 도입 등 형사처벌 강화
- 불법 공매도 불공정거래시 ① 금융투자상품 거래 제한, ② 상장사 등 임원 선임 제한, ③ 계좌 지급정지 등 제재수단의 세부사항 규정

불법 공매도 대상 벌금 상향 및 징역 가중처벌 적용 등 형사처벌 강화

| | 현행 | 개선 |
|--------------------------|------------------------|-------------------------------|
| 벌금 | · 부당이득액의 3~5배 (최소 5억원) | · 부당이득액의 4~6배 (최소 5억원) |
| 부당이득액 | · 1~30년 | · 1~30년 · 3~30년 · 5년~무기 |
| 징역 기본 5~50억원 50억원~ | | |

자료: 금융위원회, 신한투자증권

불공정거래·불법공매도에 따른 제재수단 다양화로 실효성 확보

| 제재수단 | 세부 내용 |
|----------------|--|
| 금융투자상품 거래 제한 | 조사 결과 불공정거래·불법공매도 시 최대 5년 금융투자상품 거래 제한 → 위반행위가 시세·가격에 미치는 영향, 공매도 주문금액, 부당이득의 크기 등을 고려해 제한기간 세분화 → 거래 제한 이전부터 보유&불공정 거래와 관련 없는 상품 등 예외 |
| 상장사 등 임원 선임 제한 | 임원 선임 제한 대상을 주권상장법인+대통령령으로 정하는 법인에 확대 → 시행령은 금융회사(은행·보험사·상호저축은행 등) 추가 |
| 계좌 지급정지 | 불공정거래 의심 계좌 전부/일부에 대해 최대 1년간 지급정지 요청 가능 → 타 법안 상 지급정지에 준하는 조치가 부과된 경우, 수사기관이 지급정지 요청을 철회한 경우 등을 지급정지 해제 가능 사유로 추가 |

자료: 국가법령정보센터(자본시장법, 동법 시행령), 신한투자증권

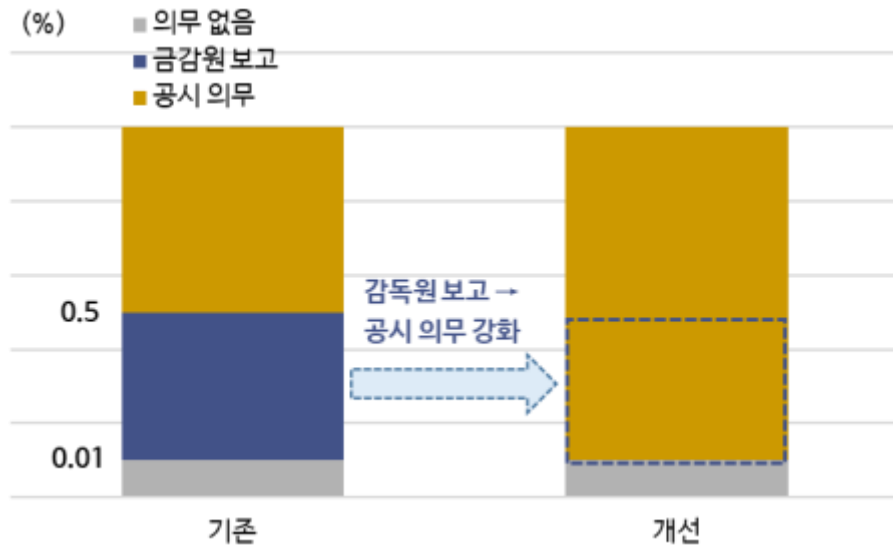
제도개선 ⑤ - 기타 제도개선 사항



공시기준 강화, CB·BW 취득제한 기간 구체화, ATS 표시의무 등

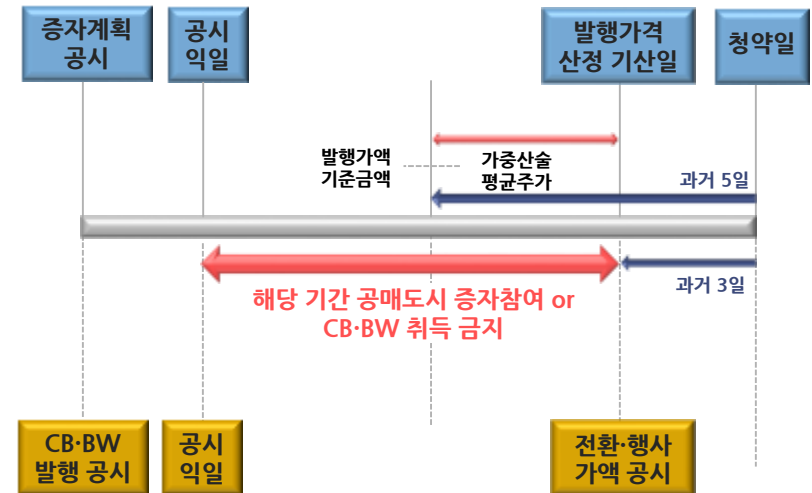
- (공시기준 강화) '공매도 잔고 공시 의무 부과 제도(2016/6/30)' 상 공시 기준 강화. 기존 공매도 잔고가 발행량의 0.5% 이상일 경우에만 공시됐고, 발행량 0.01%(1억원 미만 제외) 이상 또는 10억원 이상 공매도 잔고 보유자는 금감원 보고 대상이었으나 현재는 모두 공시
- (공매도시 CB·BW 취득제한 기간 구체화) CB·BW 발행 공시 다음날~발행전 전환가액·행사가액 공시된 날. 해당 기간 동안 공매도를 한 수량보다 더 많은 수량을 장내 매수하는 경우에는 예외를 적용하는 등 현행 공매도시 유상증자 신주 취득 제한과 동일하게 운영
- (ATS 공매도 표시의무 명확화) ATS에 공매도 주문시 공매도 주문임을 표시 → ATS는 접수된 공매도 주문 내역을 거래소에 제출

공매도잔고 발행량 0.01% 이상 0.5% 미만이 공시대상에 포함



자료: 신한투자증권 / 주: 발행량 대비 공매도잔고 비중

유상증자 신주 취득이 제한되는 공매도 시점 예시



자료: 신한투자증권

II. 과거 주식시장 사례 복기

펀더멘털 > 이벤트



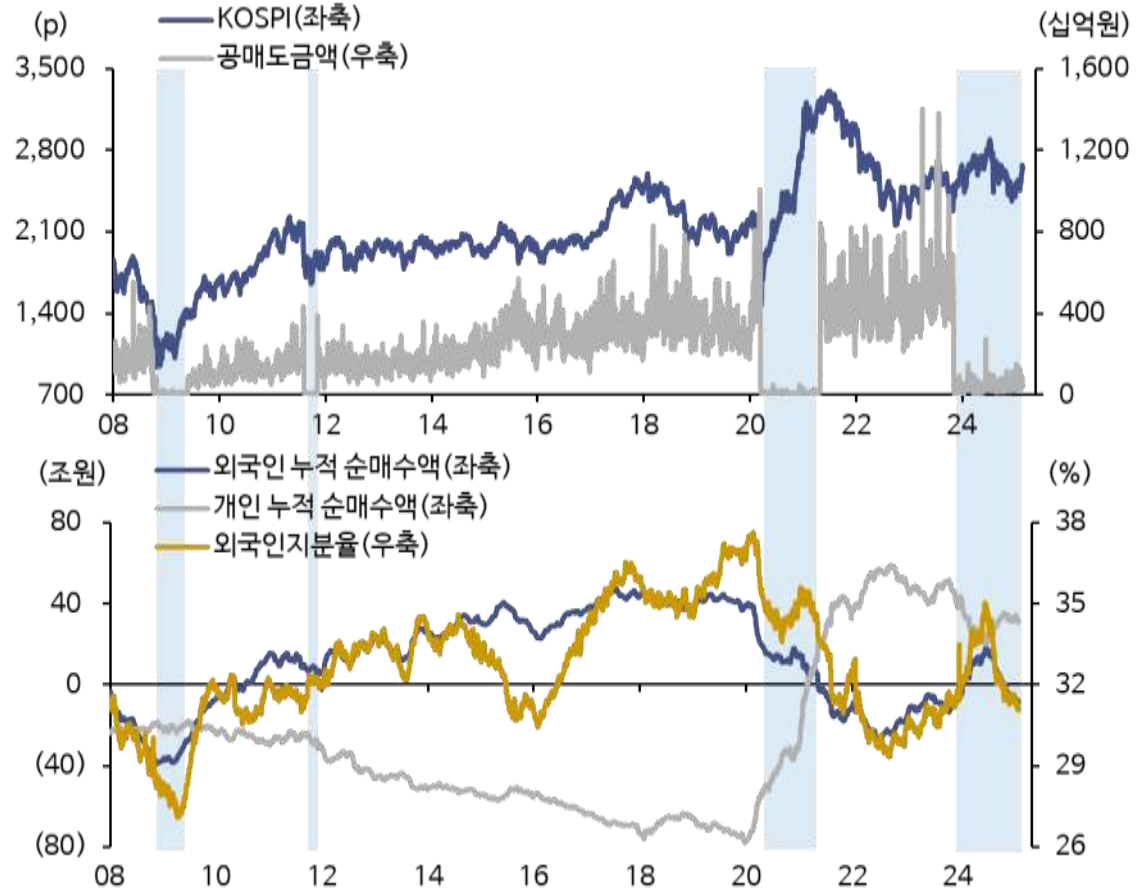
과거 공매도 사례



5년 만에 공매도 전면 재개

- 국내에서 공매도가 전면 금지된 것은 네 차례
 - ① 2008년 글로벌 금융위기 (2008/10/1~2009/5/31, 약 8개월)
 - ② 2011년 유럽 재정위기 (2011/8/10~2011/11/9, 약 3개월)
 - ③ 2020년 코로나19 팬데믹 (2020/3/16~2021/5/3, 약 14개월, KOSPI200 + KOSDAQ150 부분 재개)
 - ④ 2023년 윤석열 정부 (2023/11/5~2025/3/30, 약 17개월)
- ①~③은 외부에서 발생한 시스템 리스크로, 비이성적 투매가 나타날 수 있는 만큼 공매도 금지는 시장 패닉을 어느 정도 막아주는 역할. 단, 현재의 공매도 금지는 내부적 이슈에 기인
- 이번 공매도 재개는 특히 1) Trump 통상 정책 불확실성과, 2) 미국·한국 등 경기 부진 우려, 3) 대통령 탄핵 정국에 따른 조기 대선 가능성 등으로 변동성이 높아진 가운데 진행

과거 공매도 금지 및 재개 전후 시장 동향



자료: FnGuide, 신한투자증권

공매도를 보는 이론적 분석



실증분석 결과 국내 공매도 재개와 주가 등락 간 상관성 낮음

- 공매도 재개는 공매도 전면 금지의 영향과 대칭적으로 나타남. 즉, 단기적으로 음(-)의 초과수익률이 관찰되나, 가격 효율성이 개선되고 변동성과 극단 수익률 발생 빈도가 감소하며 거래회전율 증가하는 긍정 효과(자본시장연구원, 2022)
- 국내 주식시장에 대한 분석에서는 공매도가 주가변동성에 영향을 주지 않거나 감소시킨다는 결과가 다수. 실제 과거 공매도 재개 관련 주가 등락 간의 상관성을 찾기 어려움. 공매도 존재보다는 경제 및 산업 펀더멘탈, 개별 기업의 전망 등이 주가에 영향을 미치기 때문

국내 주식시장 공매도 연구 결과 주가 등락에 유의미한 영향 부재

| 주요 논문 | 세부 내용 |
|--------------------|---|
| Jung et al. (2013) | 국내 주식시장에서 개인투자자들의 공매도 거래가 수익률 왜도와 주가변동성에 영향을 미치지 않았다는 결론을 도출 |
| Wang & Lee (2015) | 외국인 투자자의 공매도 거래가 주가의 변동성에 통계적으로 유의적인 영향을 미치지 않음을 보고 |
| Kim et al. (2016) | 2008년 글로벌 금융위기시의 공매도 금지조치로 인해 오히려 주가의 변동성이 증가하였다는 결과를 제시 |
| Wang & Lee (2015) | 한국 시장에서 외국인 투자자들은 역모멘텀 방식의 공매도 거래전략을 주로 활용하고 있으며, 주가변동성에 영향을 주지 않는다는 결과를 제시 |
| 이관휘 등 (2021) | 코로나19 이후 공매도 전면 금지 조치가 주가하락을 방어하거나, 변동성을 줄인다는 증거를 찾을 수 없음을 보고. 또한 공매도 과열종목 지정 이후 주가하락이 멈춘다는 증거를 찾을 수 없다는 결론을 도출 |
| 최용준·김철중 (2014) | 국내 시장 저변동성 시기는 공매도가 주가변동성에 유의미한 영향 X. 단, 고변동성 시기에는 공매도가 주가변동성을 확대시킨다는 결과를 보고 |
| 황세운 (2017) | 2011년 공매도 전면금지 기간동안 주가변동성이 줄어들었다는 결론 |
| 이영섭·한상범 (2015) | 가격하락 국면에서 약탈적인 공매도거래가 증가하지 않으며 비공매도 거래가 공매도 거래에 비해 더 공격적이라는 결과를 도출 |

자료: 자본시장연구원, 신한투자증권

다만 주가 분포의 왜도가 증가한다는 결과는 다수 도출

| 주요 논문 | 세부 내용 |
|---|---|
| Bris et al. (2007) | 46개국 주식시장에 대한 횡단면 및 시계열 정보 분석을 통해 공매도가 금지된 국가에서 시장수익률의 왜도가 크다는 결과를 보고 |
| Chang et al. (2007), Blau & Whitby (2016) | 공매도가 주가수익률의 왜도를 감소시킨다는 결과를 제시 |
| Saffi & Sigurdsson (2011) | 26개국에 대한 분석에서 공매도를 완화한다고 해서 주가변동성이 증가하거나 극단적인 음의 수익률 발생빈도가 증가하지 않는다는 분석 |
| Chang et al. (2007) | 홍콩시장 분석에서 공매도의 허용은 주가수익률 변동성을 증가 |
| Chang et al. (2014) | 중국 분석에서 공매도 허용이 주가수익률 변동성을 감소시키는 결과 |

자료: 자본시장연구원, 신한투자증권

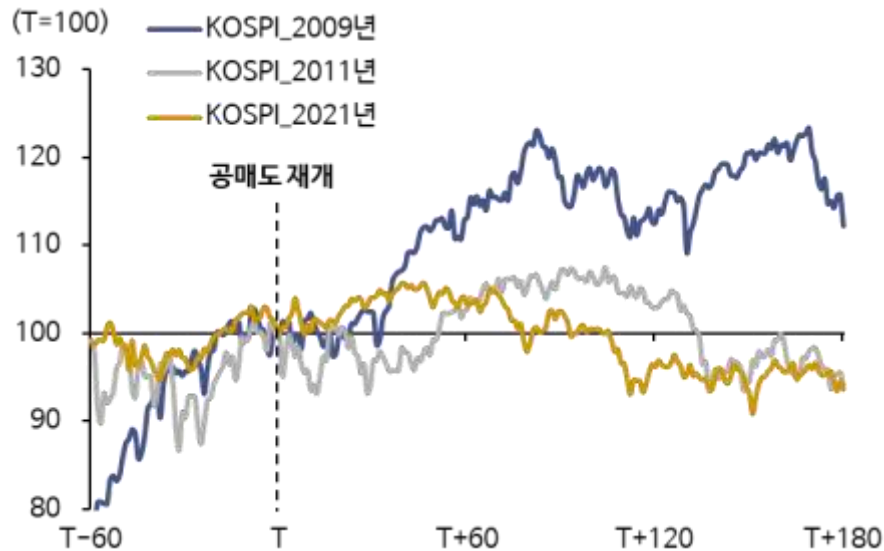
지수 영향은 제한적, 펀더멘털에 집중



과거 공매도 재개 이후 지수의 영향은 중립적

- 과거 3번의 공매도 재개 후 주식시장 흐름을 살펴보면, KOSPI는 단기적으로 횡보하는 모습을 보인 이후 차별화 양상. KOSDAQ은 재개 전후로 단기 하락 추세가 형성됐다가 회복하는 등 패턴이 발생
- 지수는 선물 매도를 통해 하락에 베팅할 수 있는 만큼 현물 공매도 재개 영향은 제한적일 것으로 판단. KOSPI가 더욱 중립적일 이유
- 따라서 펀더멘털에 집중할 필요. 공매도잔고는 이익과 반비례. 즉, 이익이 감소할 것으로 예상될 경우 공매도 잔고가 증가할 것으로 생각해볼 수 있음. 올해 KOSPI 영업이익 추정치는 연초 대비 6% 가량 하향. Trump의 관세 불확실성, 수출 둔화 등 영향 가능

공매도 재개 이후 KOSPI 흐름은 당시 상황에 따라 차별화



자료: FnGuide, 신한투자증권

공매도 재개 이후 KOSDAQ은 단기 하방 충격 이후 회복 연출



자료: FnGuide, 신한투자증권

지수 영향은 제한적, 펀더멘털에 집중



KOSPI 차별화, KOSDAQ 대차 잔고 증가

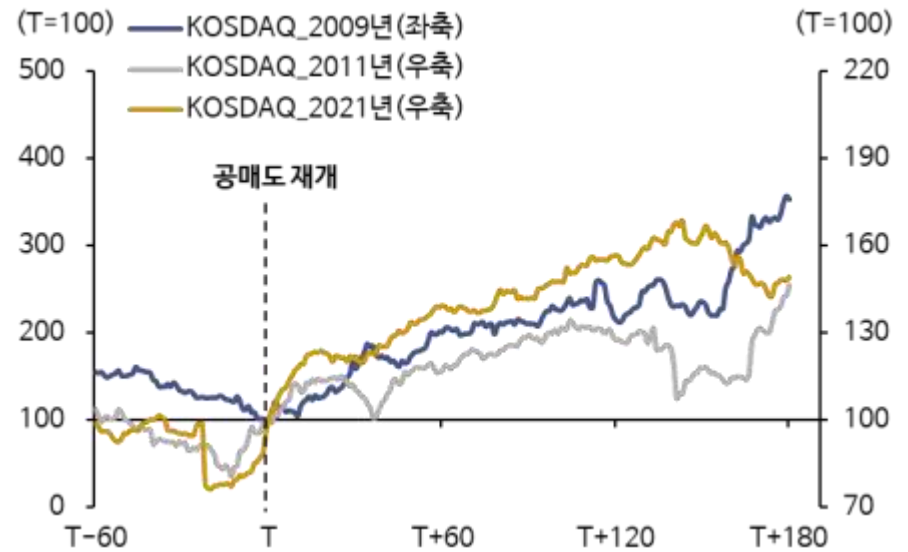
- 국내 증시는 차입 공매도만 허용하는 만큼 공매도에는 대차거래가 필수적으로 선행. 대차잔고 증감을 통해 공매도 방향성 유추 가능
- KOSPI는 공매도 재개 전후에서 대차잔고의 큰 변화는 나타나지 않음. 이미 개별주식선물을 통해 일부 헷지 수단을 확보할 수 있는 만큼 공매도 재개 영향 제한적. 다만 팬데믹 이후 유동성 랠리가 나타났던 2021년의 경우 단기적으로 가파른 대차잔고 증가도 연출
- KOSDAQ은 공매도 재개 이후 대차잔고가 증가하는 공통적인 패턴이 연출. 즉 성장주 중심의 KOSDAQ에 타격이 있을 수 있음을 시사

KOSPI는 공매도 재개 이후 대차잔고 비중에 큰 변화 없지만,



자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 시가총액 대비 대차잔고 비중

KOSDAQ은 공매도 재개 이후 대차잔고 증가하는 패턴



자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 시가총액 대비 대차잔고 비중

스타일 측면에서는 단기적 가치주 우위



고평가 성장주 중심 공매도 타겟 되며 KOSDAQ 대형주 부진

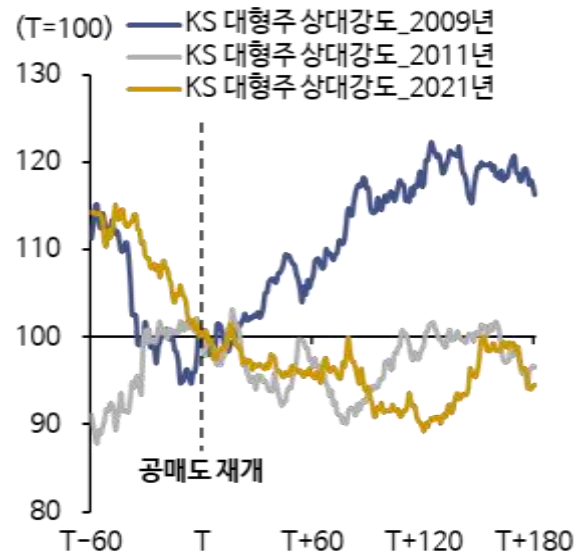
- 공매도가 기본적으로 주가가 많이 올랐거나 고평가된 종목군을 위주로 이뤄진다는 점에서 높은 밸류를 받는 성장주는 주요 타겟. 과거 3번의 공매도 재개 시기 모두 단기적으로 성장주 대비 가치주가 아웃퍼폼하는 패턴
- 사이즈 스타일로 보면, KOSPI는 공매도 재개 이후 대형주/중소형주 모두 비슷하게 약세를 보이며 대형주 상대강도는 단기적으로 횡보. 반면 KOSDAQ은 중소형주 대비 대형주의 낙폭이 더욱 크게 나타나며 대형주 상대강도가 공통적으로 약해지는 모습

공매도 재개 이후 단기적으로 성장주 열위



자료: FnGuide, 신한투자증권

KOSPI는 사이즈 무관 단기 부진한 모습



자료: FnGuide, 신한투자증권

KOSDAQ은 대형주 상대 약세가 뚜렷



자료: FnGuide, 신한투자증권

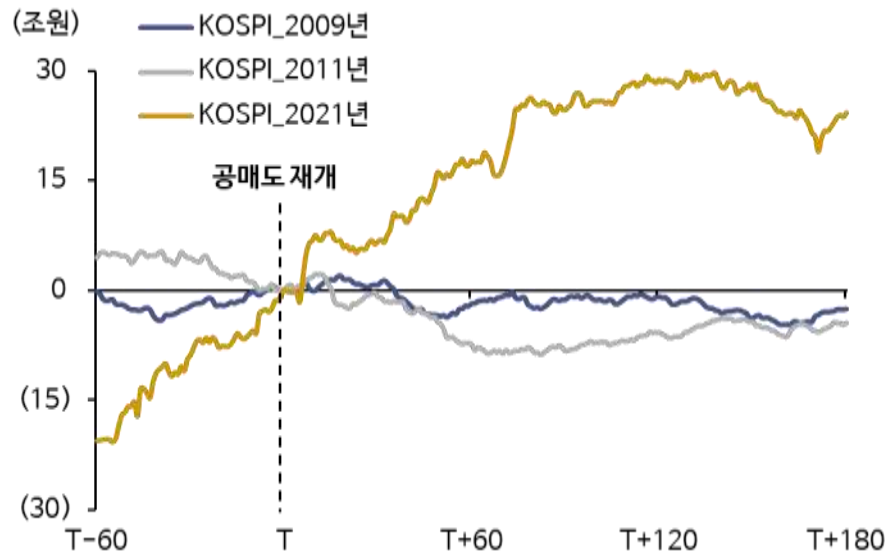
개인은 KOSPI 순매도, KOSDAQ 순매수 확대



2021년 동학개미운동 재현은 쉽지 않아

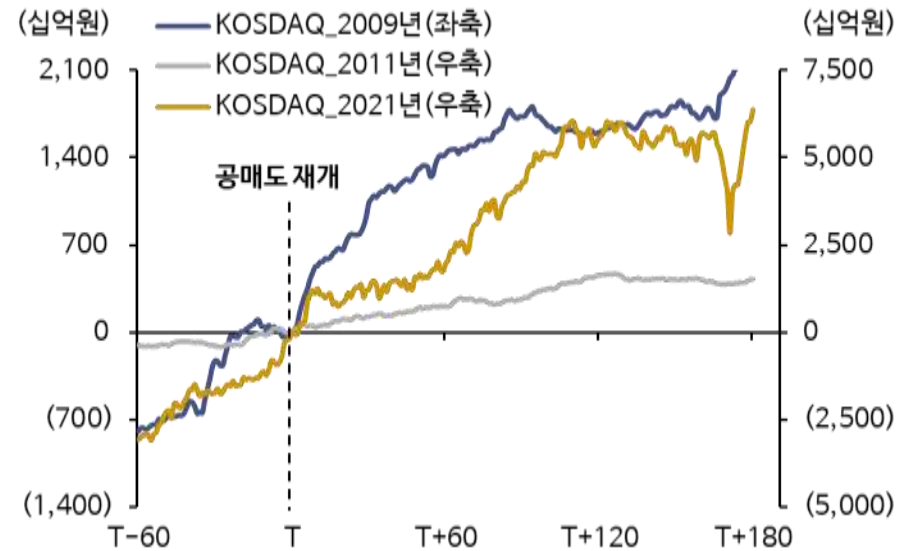
- 과거 공매도 재개 이후 개인의 수급을 살펴보면 KOSPI에서 2009·2011년은 순매도를 보였고, 2021년은 순매수. 다만 2021년은 공매도 재개와 무관하게 동학개미운동에 의해 개인의 증시 유입이 급격하게 증가하던 시기인 만큼 예외 케이스로 볼 수 있음
- 개인의 거래 비중이 높은 KOSDAQ에서는 공매도 재개 이후 개인의 순매수가 확대되는 모습이 공통적으로 연출

KOSPI 시장에서 개인의 수급 패턴은 대체로 순매도 패턴



자료: FnGuide, 신한투자증권

개인은 공매도 재개 이전부터 수급 유입되며 재개 후에도 유입 확대



자료: FnGuide, 신한투자증권

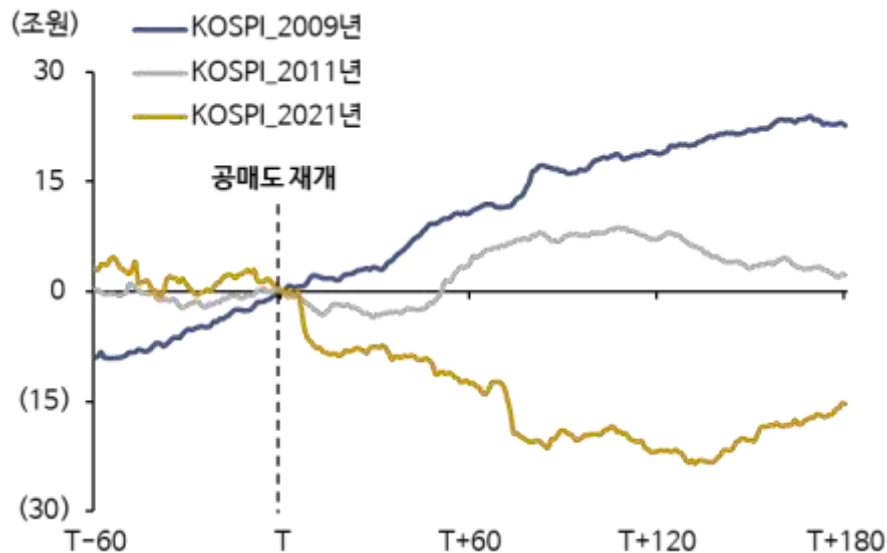
외국인은 KOSPI 순매수, KOSDAQ 단기 순매도



외국인은 개인 수급과 대칭적인 모습

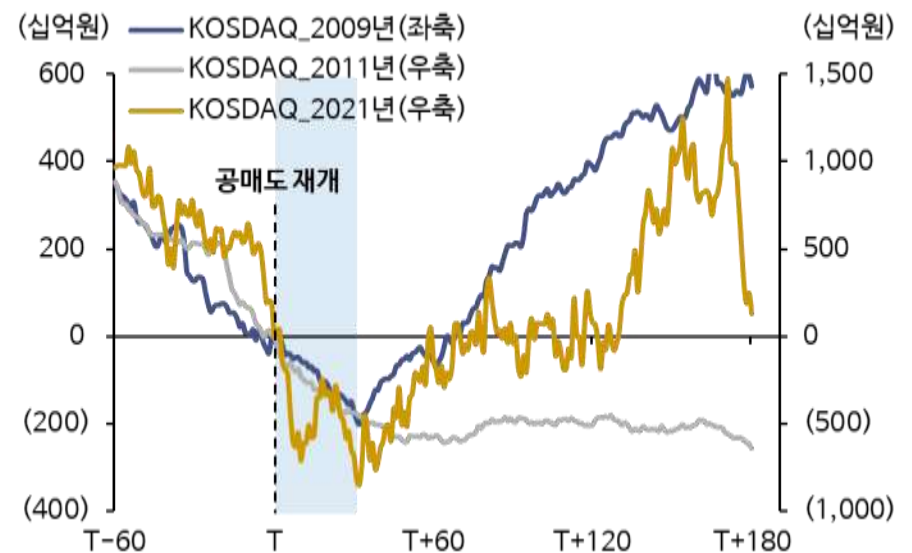
- KOSPI에서 외국인은 개인 수급과 대칭되는 모습. 즉, 2009·2011년은 순매수를 보였고, 2021년은 순매도. 코로나19 팬데믹 당시에는 개인의 주식시장 가파른 유입세와 함께 외국인의 엑소더스가 나타났던 만큼 이와 유사한 결과를 기대하기는 쉽지 않음
- 차이의 원인은 펀더멘털에 기인. 특히 국내 수출 및 KOSPI와 밀접한 관련이 있는 미국 ISM 제조업 지수와 유사한 움직임 연출된 경향
- KOSDAQ에서는 공매도 재개를 앞두고 매도세 이어지면서 약 1개월 가량 순매도 이어지나, 이후 반전하는 공통점이 연출

KOSPI 시장에서 외국인의 수급 패턴은 대체로 순매수 패턴



자료: FnGuide, 신한투자증권

외국인은 공매도 재개 전후 KOSDAQ에서 수급 이탈 → 회복 추이



자료: FnGuide, 신한투자증권

공매도 재개로 변동성 완화&유동성 개선



공매도의 유동성 및 변동성 영향에 대한 실증분석은 비교적 유의미

- 주가 영향에 대한 실증분석과 달리 1) 수익률의 변동성 진정이나, 2) 유동성 여건 개선 측면에서 어느 정도 일치된 실증분석 결과가 도출
- 과거 공매도 재개 사례를 살펴보면 공통적으로 VKOSPI가 공매도 재개 이전부터 진정되는 모습을 연출. 공매도 금지는 부정적인 정보의 반영을 지연시키고 축적된 정보가 한꺼번에 반영될 경우 변동성 확대. 공매도 재개는 정보가 제때 반영되게 함으로써 변동성을 완화
- 공매도에 의한 매도수요 및 차입한 주식의 상환을 위한 매수수요는 추가적인 유동성을 창출. 또한, 정보거래의 증가로 가격 불확실성이 감소하며 호가스프레드가 줄어드는 효과도 기대

공매도 재개 이후 KOSPI의 시장 변동성은 진정되는 패턴



자료: Bloomberg, 신한투자증권

실증분석 결과, 공매도 재개는 유동성 여건을 개선시켜줄 것으로 기대

| 주요 논문 | 세부 내용 |
|--|---|
| Marsh & Payne (2012) | '08~'09년에 시행된 영국 주식시장의 금융주 공매도 금지조치가 시장 유동성을 뚜렷하게 위축시켰고, 이로 인해 공매도 금지가 시장의 안정화 보다는 시장의 질적 특성을 악화시키는 결과를 초래하였음을 주장 |
| Beber & Pagano (2013) | 국가간 주식거래 비교를 통해 공매도에 대한 규제 강화는 시장유동성을 하락시키고 호가스프레드를 확대시킨다는 결과를 보고 |
| Jung et al. (2013) | 한국 주식시장 개인투자자의 공매도거래를 분석하여 공매도가 시장의 유동성을 증가시키고 호가스프레드를 감소시킨다는 결과를 보고 |
| Wang & Lee (2015) | 한국 주식시장의 외국인 투자자 공매도 행태를 분석하여 매수주문이 증가할 때 외국인 투자자의 공매도도 같이 증가하는 현상을 확인하고, 공매도가 유동성을 증가시키는 효과를 가진 것으로 해석 |
| 최혁·이효정 (2012), Kim et al. (2016), 황세운 (2017), 이관휘 등 (2021) | 2008년 글로벌 금융위기 이후에 실시되었던 공매도 전면금지로 인해 시장 전체의 유동성이 저하되었음을 보고 |

자료: 자본시장연구원, 신한투자증권

III. 공매도 재개의 주식시장 영향

과잉, 과거보다 크지 않다



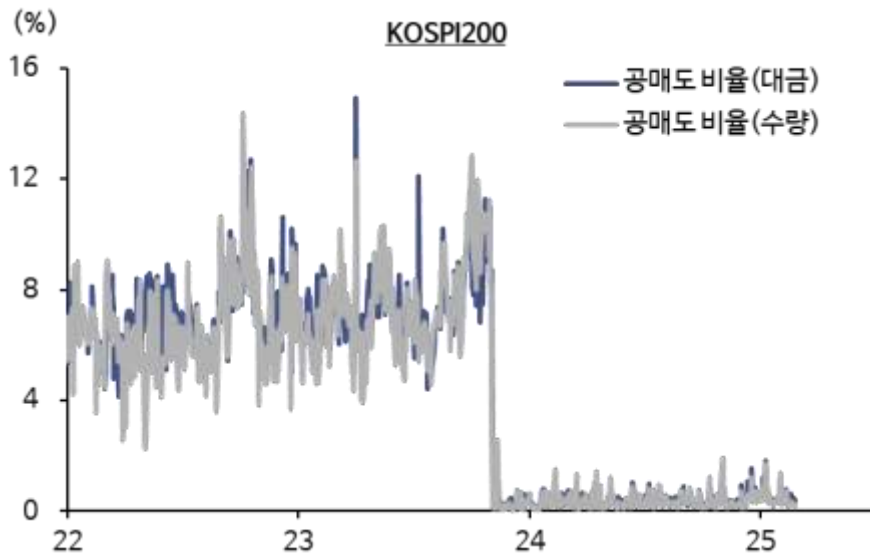
공매도 금지는 매도 압력 완화하는 효과



공매도 금지는 Short Covering과 매도 압력 완화로 수급 관점 주가 상승 재료

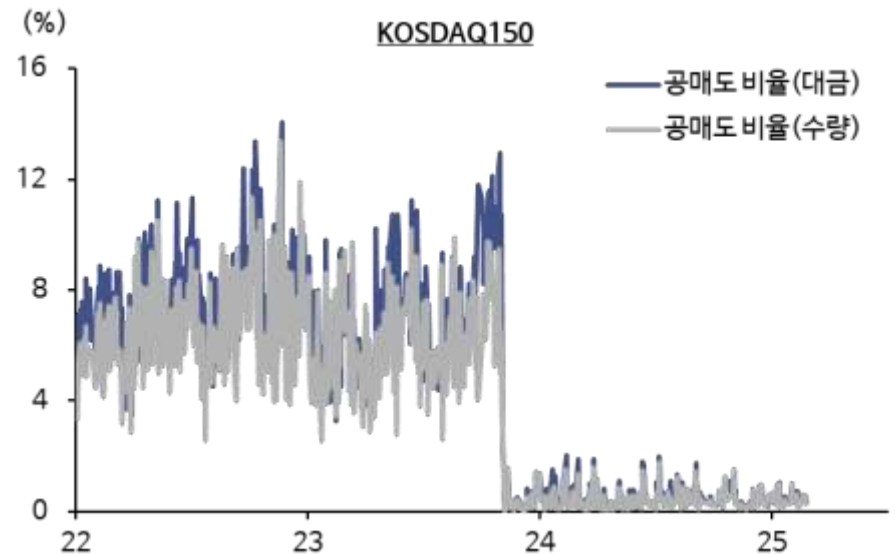
- 2022년~2023년 11월(공매도 금지 직전) 평균 공매도 비율(대금 기준)은 KOSPI200, KOSDAQ150 각각 7.1%, 7.4% : 해당 기간 공매도 비율 최고치 각각 14.9%, 14.1%. 공매도 금지는 과거 지수 급변기 때 발생했고 변동성 완화 효과적으로 작용
- 공매도 금지는 대차 잔고 청산(Short Covering) 필연적으로 유발하기 때문에 단기 상승 재료로 반영. 대차 청산 재료는 단기 성격 : 더 중요한 사실은 평균 7%인 공매도 압력 완화 효과. 주식시장은 결국 펀더멘털 따르겠지만 수급 측면에서는 유리한 재료 : 이번 3월 31일 공매도 재개 시 시장 매도 압력 증가시켜 지수 변동성 키울 수 있다는 우려감 부상 중인 상황

KOSPI200 공매도 비율



자료: FnGuide, 신한투자증권

KOSDAQ150 공매도 비율



자료: FnGuide, 신한투자증권

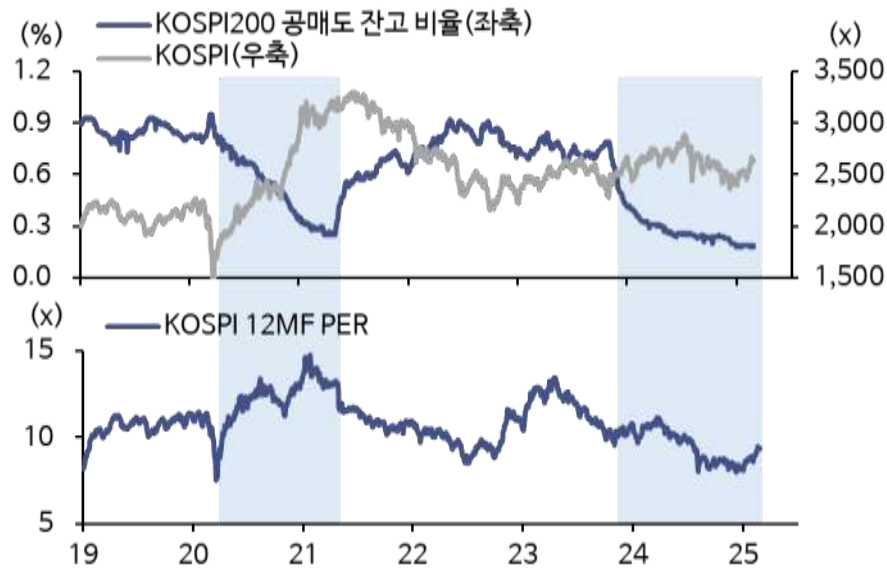
장기화 시 적정 가격과 이탈 압력 강화



공매도 장기화는 적정 가격 효과 약화(bubble)시켜 재개 이후 변동성 원인 작용할 우려(burst)

- 공매도 금지되면 Short Covering에 따라 잔고 비율 하락. 대차 청산 목적 매수세 및 매도 압력 완화로 주가 지수 단기 상승하는 모습 : KOSPI200, KOSDAQ150 팬데믹 당시 공매도 금지 구간에서 공매도 잔고 비율 각각 0.93% → 0.25%, 2.0% → 0.6%로 하락
- 밸류에이션은 팬데믹 당시 공매도 금지 기간 KOSPI, KOSDAQ 각각 14.7배, 20.1배까지 오르며 전고점 경신. 그러나 공매도 재개 이후 펀더멘털 위축과 더불어 KOSPI, KOSDAQ 변동성 심화 관찰(2021~2022). 공매도 장기화 시 적정 가격 찾는 효과 약화했던 사례 존재

KOSPI 공매도 금지 전후 잔고 비율과 주가, 밸류에이션



자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 음영 처리는 공매도 금지 구간

KOSDAQ 공매도 금지 전후 잔고 비율과 주가, 밸류에이션



자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 음영 처리는 공매도 금지 구간

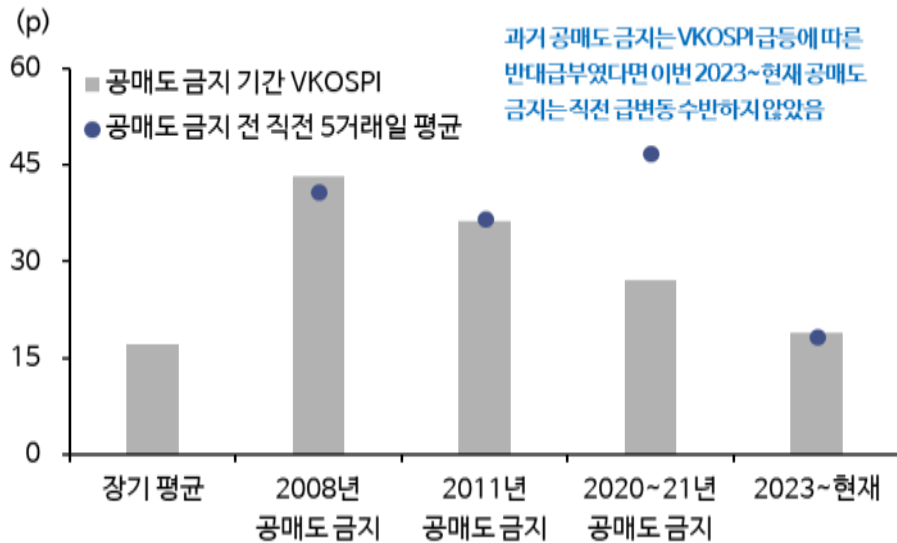
자체로 조정 촉매보다 하락 시 변동성 확대 요인



그러나 2023년 11월 공매도 금지는 수급과 지수에 미친 영향력 다소 제한적

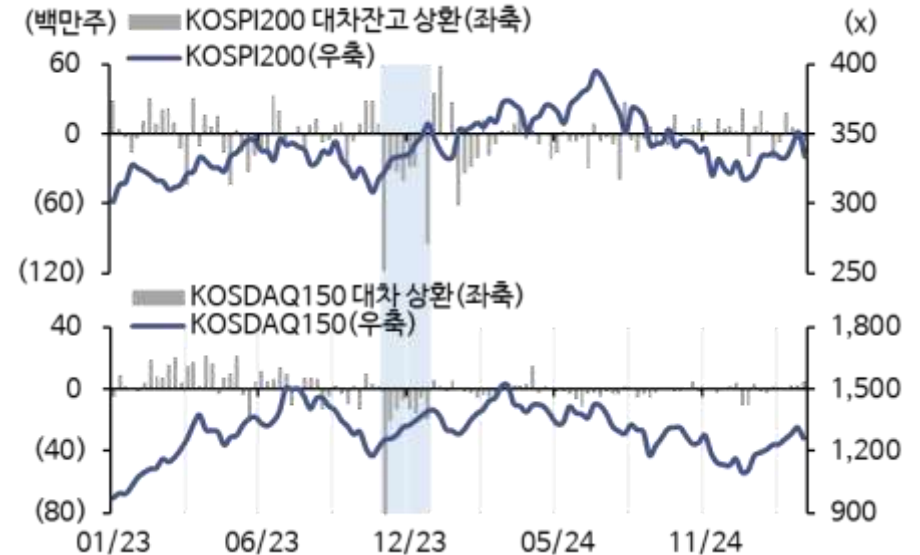
- 과거 공매도 금지 기간 평균 VKOSPI(KOSPI200 변동성 지수)는 2009년 이후 장기평균보다 다소 높은 특성. 공매도 지속 시기에 변동성 평균 과히 더 높아지지는 않았음. 다만 공매도 가능한 구간에서 지수 변동성 확대 시 필요 이상으로 변동성 키우는 효과는 존재
: 공매도 금지 직후 Short Covering 효과 존재하지만 장기화하지 않았음. 중장기 관점에서는 변동성 요인 해소 여부에 주목하는 특징
- 2023년 11월 공매도 금지 이후 Short Covering 효과 2개월가량 지속. 지수 상승 효과 비교적 단기에 그쳤던 특성
: 공매도 재개 시 광범위한 지수 조정 있을 수 있다는 걱정은 Short 이벤트 자체에만 집중하면 지나친 우려일 가능성

공매도 금지 기간 VKOSPI 비교



자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 장기 평균은 2009년 VKOSPI 산출 이후 기준

KOSPI200, KOSDAQ150 공매도 금지 전후 대차 상환 추이



자료: FnGuide, 신한투자증권

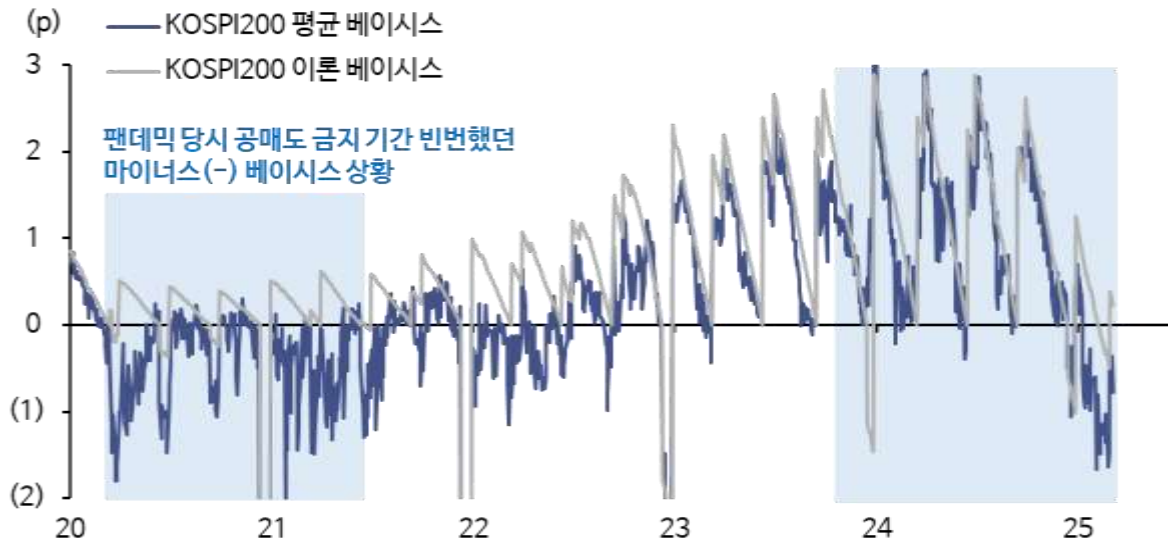
KOSPI200 적정 지수와 현재: 과잉 크지 않다



KOSPI, 과거에 비해 과잉 크지 않아 공매도 재개에 따른 지수 영향력 작을 가능성

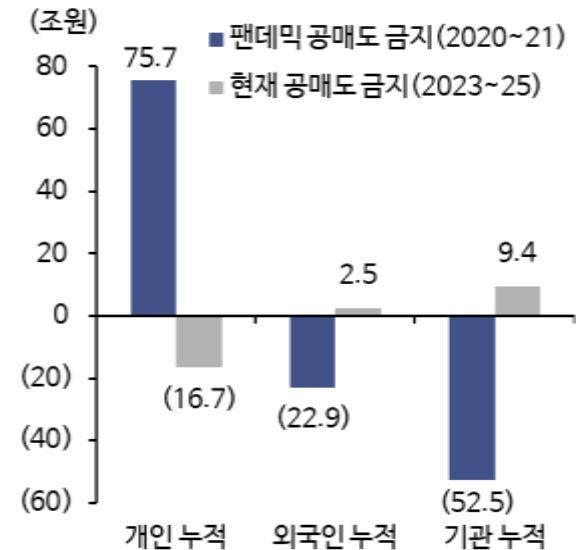
- 공매도 금지 구간에서 펀더멘털 더 잘 반영하고 있는 가격은 현물보다 선물로 판단. Short 가능, 스마트 머니 수급 참여 등 배경
- 팬데믹 당시 공매도 금지 구간에서 마이너스(-) 베이스스 상황 장기화. 선물보다 현물 고평가에 따라 공매도 재개 시 가격 조정 유발
: 2023년 11월 이후 공매도 구간에서 KOSPI200 평균 베이스스는 이론가 크게 하회하지 않았던 특성. 그러나 최근 다시 괴리 확대
: 팬데믹 당시와 달리 현재 공매도 금지 때는 개인의 수급 참여 축소(75.7조원 → -16.7조원으로 변화)돼 시장 과잉 키우지 않은 듯
- 공매도 금지 직전 현선물 가격 차가 이후 가격 반영에 영향 줄 가능성 있지만 KOSPI 전체 영향력 크지 않을 것으로 예상

KOSPI200 평균 및 이론 베이스스(가격 차) 추이: KOSPI200 과잉 없다



자료: KRX, 신한투자증권 / 주: 음영 처리 구간 공매도 금지 시기

공매도 금지 중 KOSPI 주체 누적순매수



자료: FnGuide, 신한투자증권

KOSDAQ150 적정 지수와 현재: 과잉 크지 않다



KOSDAQ150도 선현물 가격 차 크지 않아 펀더멘털과 과잉 크지 않다고 판단

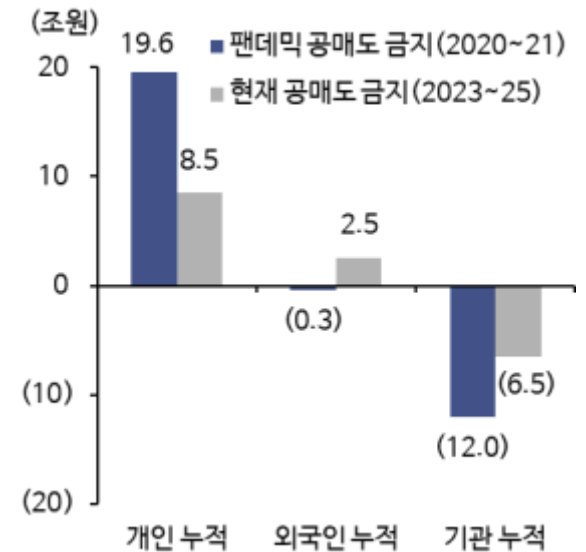
- KOSDAQ은 팬데믹 당시 선현물 가격 괴리 크게 만들었던 전례. 시장 유동성 공급, 개인투자자 자금 유입이 펀더멘털 대비 과잉 원인
- 2021년 5월 공매도 재개되며 가격 조정 발생. 가격 조정 겪으며 현선물 가격 괴리 축소. 2023년 2차전지 상승 구간에서 다시 확대
- 현재는 KOSDAQ150 현선물 가격 차 크지 않아 과잉 유발됐다고 판단하기 어려움. 해당 구간 유동성, 개인 수급이 과잉 촉발하지 않음
: KOSDAQ150 종목군에 한해서는 공매도 재개 조치 자체가 가격 조정 유발 촉발한다고 보기 어려움
: 올해 3월 공매도 재개는 KOSDAQ 전종목을 대상으로 하는 만큼 KOSDAQ150 이외 종목은 변동성 대비할 필요

KOSDAQ150 현선물 가격 및 베이스스(가격 차) 흐름: 중소형주 이번에는 별다른 과잉 없다



자료: KRX, 신한투자증권 / 주: 음영 처리 구간 공매도 금지 시기

공매도 금지 중 KOSDAQ 주체 누적순매수



자료: FnGuide, 신한투자증권

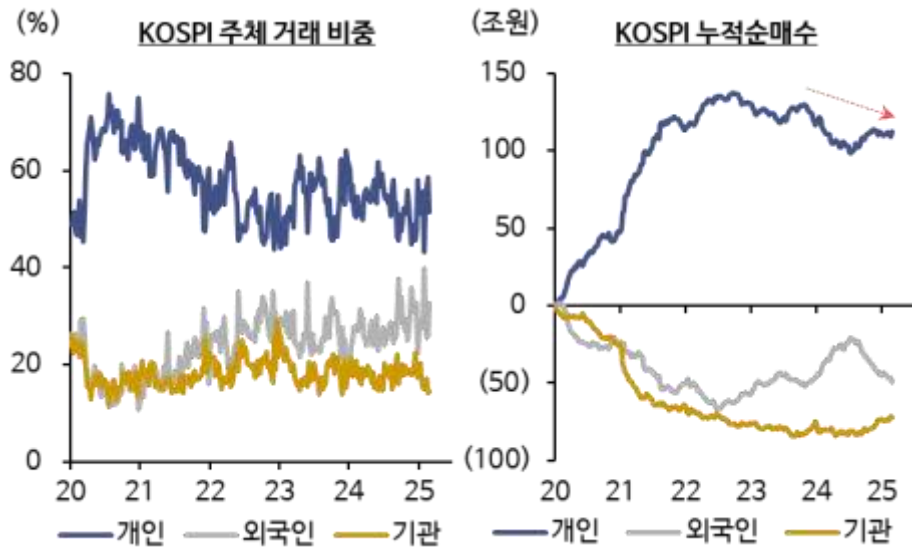
개인, 수급 중심 축 자리 내려 놓다



개인 거래 비중 하락하면서 공매도 기간 중 주식시장 과잉 양상 키우지 않음

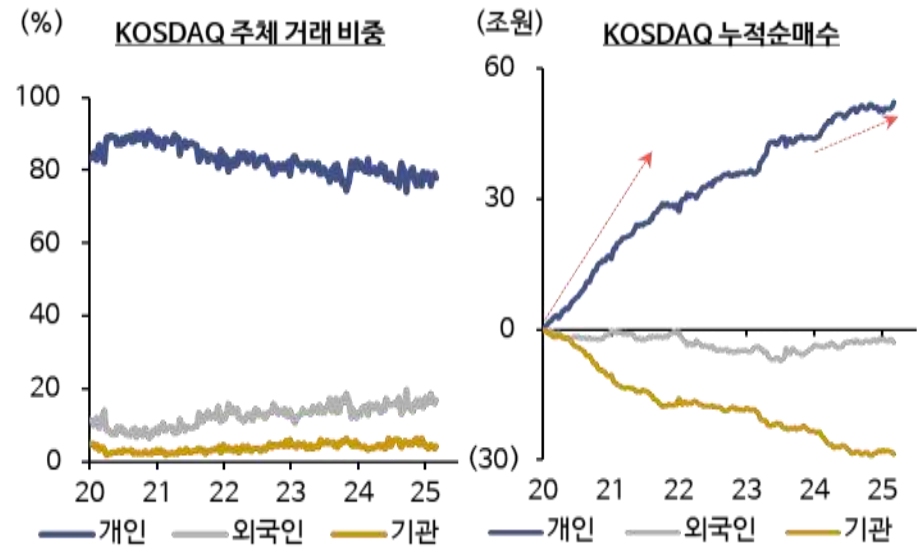
- 과거에 비해 공매도 금지 기간 중 KOSPI, KOSDAQ 상대적 과잉 덜했던 배경은 개인. 2020~2021년 공매도 금지 당시 개인의 KOSPI, KOSDAQ 거래 비중 각각 75.8%, 90.8까지 상승했으나 최근 51.5%, 78.0%로 하락. KOSPI 누적순매수는 2022년 고점대비 감소
- 개인 빈자리 메우고 있던 KOSPI 수급은 외국인(2024년 상반기), 기관(2024년 하반기~현재, 연기금 및 기타법인)으로 중심 이동 : KOSDAQ은 개인 거래 비중 하락했으나 여전히 누적순매수 지속. KOSDAQ 밸류에이션은 팬데믹 공매도 금지 당시보다 높아

KOSPI 거래 비중과 누적순매수



자료: FnGuide, 신한투자증권

KOSDAQ 거래 비중과 누적순매수



자료: FnGuide, 신한투자증권

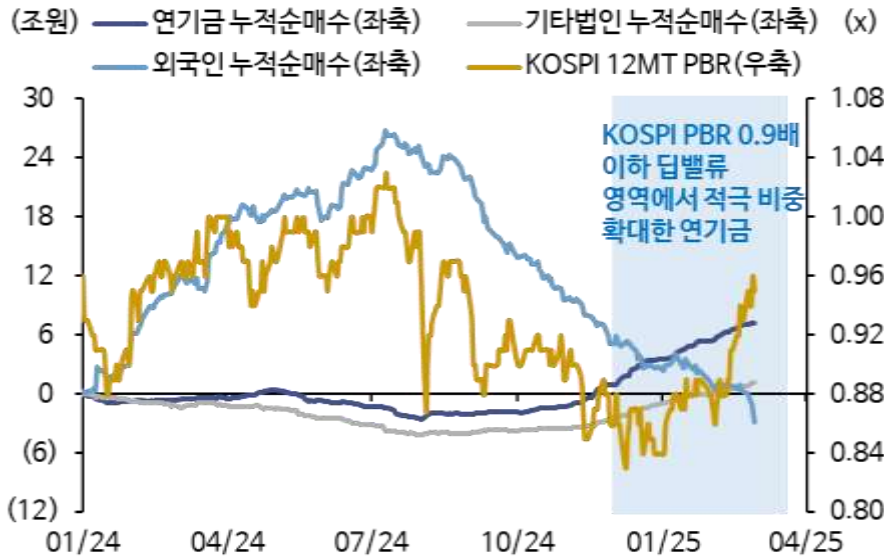
연기금, 기타법인(자사주)은 하락 방어 수급 주체



가격 방어 넘어서 상승 추세 전환 위해서는 외국인 순매수 필요

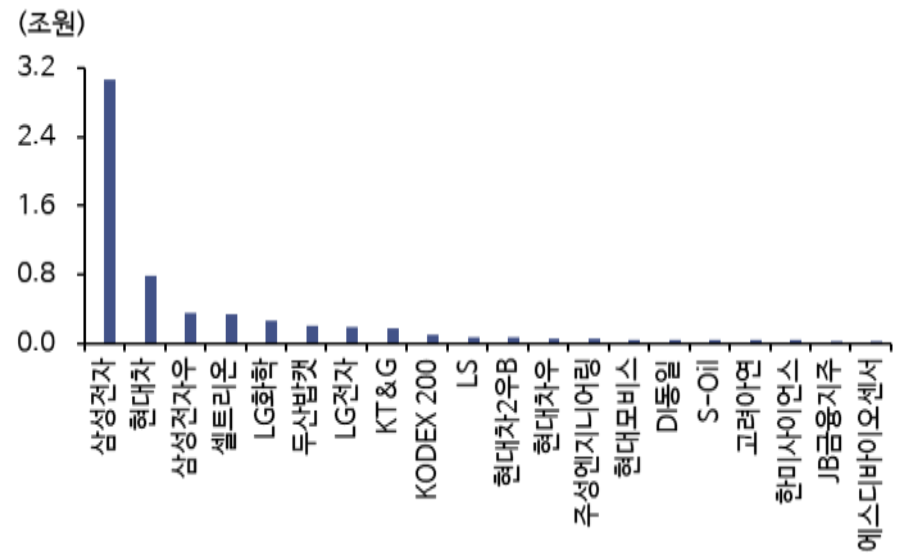
- 현재 KOSPI 수급 중심 측은 연기금과 기타법인. 작년 11월 KOSPI 12개월 후행 PBR 0.9배 이하로 하락하는 구간에서 순매수 확대
- 연기금 국내주식 수급은 중장기 자산배분안에 기초해 반응. 올해 국내주식 목표치 고려 시 연말까지 8조원 내외 연기금 순매수 가능 : KOSPI 부진할수록 연기금 순매수 증가하는 구조. KOSPI 상대수익률 개선 혹은 글로벌 채권 수익률 하락 시 국내주식 수급 약화
- 결국 연기금, 기타법인(자사주 매입 중심) 수급은 하락 방어하는 패시브 역할 맡을 뿐 상승 추세 전환 위해서 다른 요인 필요 : KOSPI 추가 상승 위해서는 외국인 순매수 전환 필요한 상황

2024년 이후 주요 수급 주체 누적 순매수



자료: FnGuide, 신한투자증권

기타법인(자사주 매입 중심) 종목별 누적순매수 상위



자료: KRX, 신한투자증권 / 주: 2024년 11월 이후 누적순매수 기준

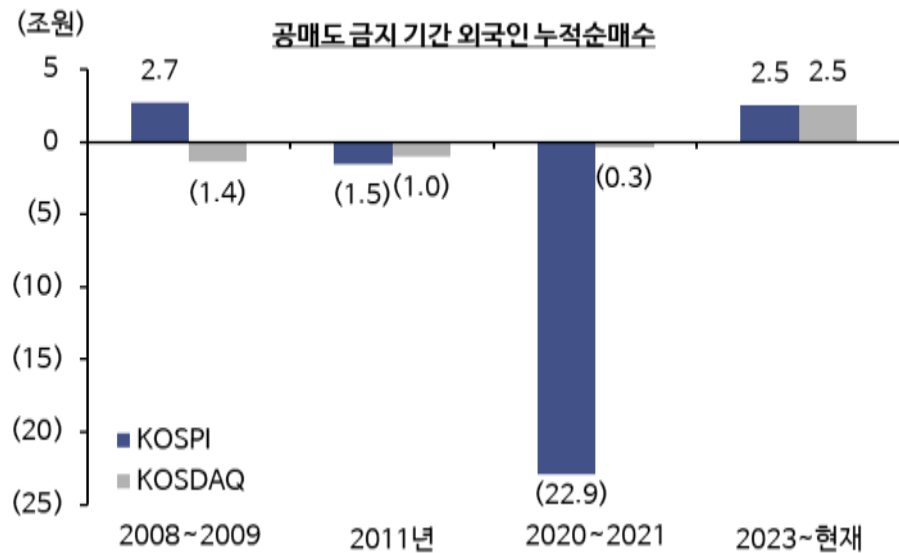
상승 추세 전환 위해서는 외국인 유입 필요



과거 외국인 수급은 공매도 이벤트에서 패턴을 기계적으로 반복하지 않음

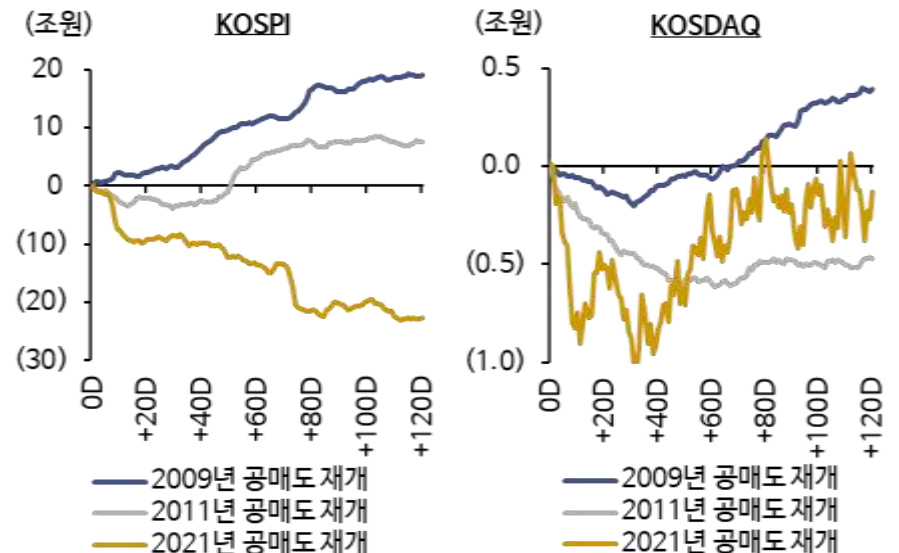
- 과거 공매도 금지 기간 외국인 수급은 각기 다른 특성. 외국인은 2008~2009년 금지 때 2.7조원 순매수했지만 2011년, 2020~2021년 순매도. 2020~2021년 공매도 금지 때는 현선물 베이스 확대로 선물 위주로 유입. 2023년 11월 이후 외국인 2.5조원 KOSPI 순매수
- 외국인은 공매도 금지 및 해제 구간에서 기계적 패턴 반복하지는 않는 특성. 그러나 2020~2021년 공매도 금지 사례에서 선물 위주로 국내 주식시장 포지션 확대했던 경험 고려 시 공매도 금지를 외국인 전체 수급에 부정적 요소로 보기는 어려움
: 공매도 재개 이후 외국인 패턴도 기계적 특성 반복하지 않았음. 최근 사례인 2021년에는 KOSPI, KOSDAQ 동반 순매도 관찰

공매도 금지 기간 외국인 누적순매수



자료: FnGuide, 신한투자증권

공매도 재개 이후 외국인 누적순매수



자료: LSEG, 신한투자증권

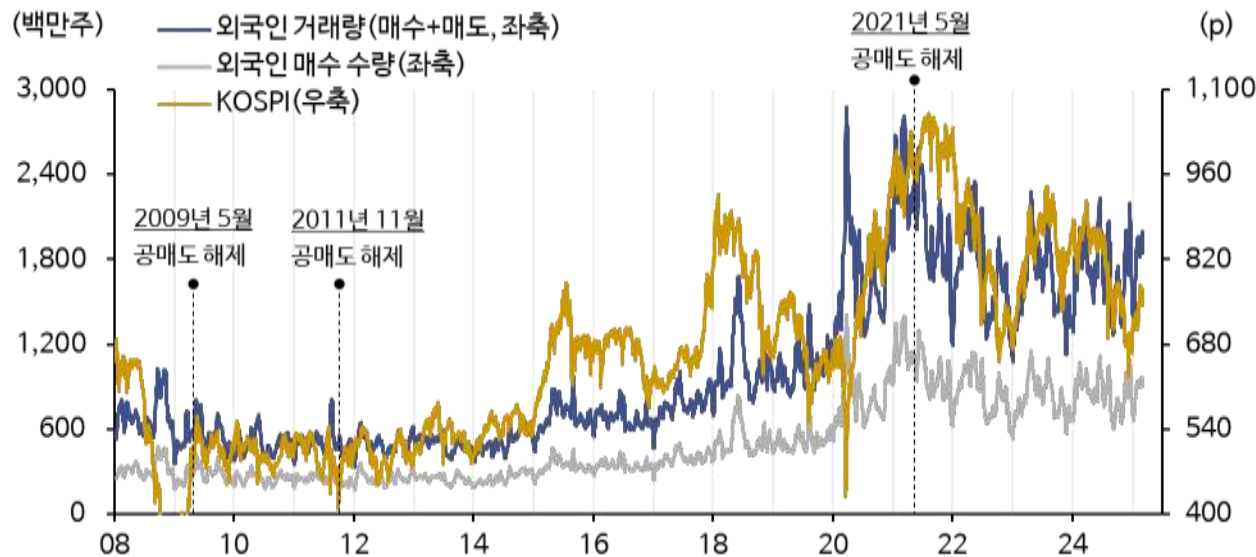
외국인 국내 증시 수급은 글로벌 펀드 흐름 한 갈래



공매도 재개는 Long-Short 기반 자금 유입 계기일 수 있지만 전체를 설명하지 않음

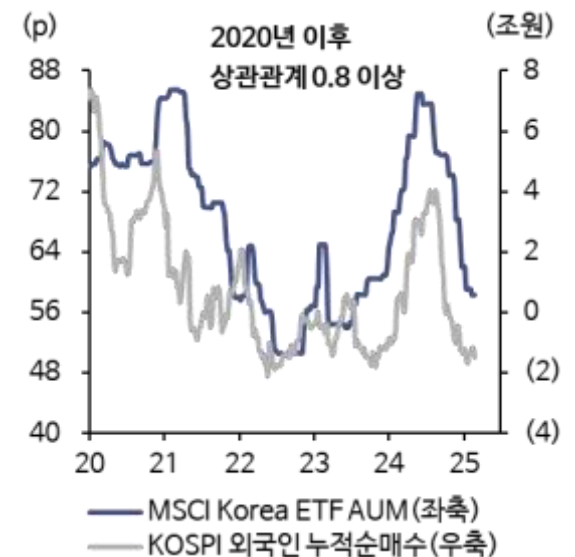
- 2009년 5월, 2011년 11월, 2021년 5월 등 공매도 금지 해제 당시 유의미한 변화는 감지되지 않았던 측면. 외국인 거래량은 2021년 5월 공매도 재개 이후 정점에서 감소하는 흐름. 외국인 매수 거래량도 공매도 재개 이후 정점에서 하락 : 공매도 재개에 따라 Long-Short 기반 헤지 펀드 유입될 수 있으나 전체 흐름과 크게 유의미한 인과관계 갖지 않는 것으로 판단
- 2020년 이후 KOSPI 외국인 수급은 MSCI Korea ETF(상장지수펀드) AUM(운용잔고)과 밀접한 상관관계. 국내 투자하는 외국인 수급은 글로벌 펀드 흐름의 한 갈래이며 공매도 이벤트로 모두 설명하기 어렵다는 점 인식 필요. 외국인 수급은 복합적인 특성

공매도 해제 이벤트와 외국인 거래량, KOSPI



자료: FnGuide, 신한투자증권

KOSPI 외국인 수급은 passive의 한 갈래



자료: LSEG, 신한투자증권

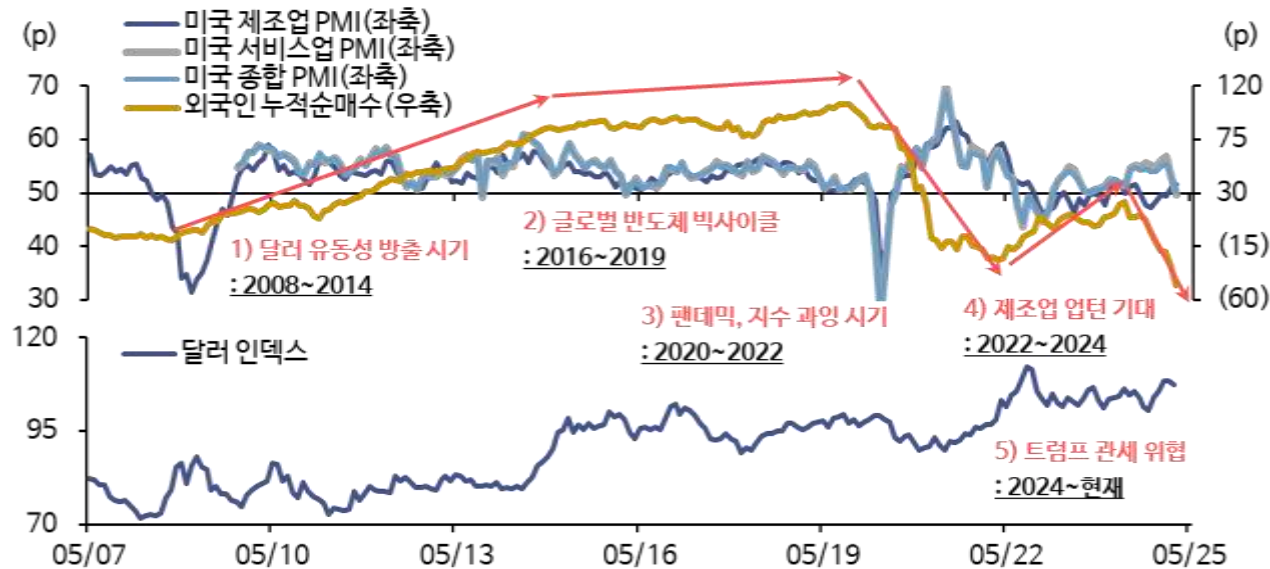
f(제조업 경기, 환율, 유동성, 리스크...)=외국인 향방



펀더멘털과 리스크가 향후 외국인 수급과 방향성을 결정, 공매도는 swing 크게 만들 변수

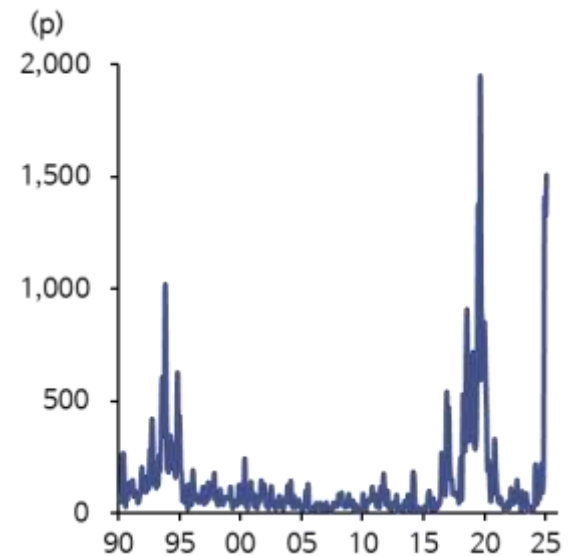
- 공매도 금지 해제한 2021년 5월 이후 외국인 수급 변동성 확대. 5월, 6월, 7월, 8월 각각 -8.5조원, -0.7조원, -5.1조원, -6.4조원 등 : 당시 동남아 지역 중심으로 팬데믹 확대하며 반도체 생산 중단, 자동차 업계 반도체 쇼티지 강화. 글로벌 제조업 경기 직접적 영향 : 2021년 5월 기점으로 제조업 PMI 정점대비 반락하며 펀더멘털 우려 가속화. 외국인 수급 제조업 경기 개선 기대 전까지 이탈
- 공매도 재개는 Long-Short 기반 헤지펀드 자금 유입에 영향 줄 수 있지만 passive 위시한 전체 수급 설명하지는 못할 가능성 : 현재는 트럼프 행정부 관세 위협에 따라 리스크 프리미엄으로부터 외국인 수급 영향 받는 상황

미국 경기 상황과 외국인 수급, 달러 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

미국 무역정책 불확실성 지수



자료: LSEG, 신한투자증권

홍콩 주식시장 공매도 비중은 점차 상승



홍콩 지수 레벨 2022년 이후 최고치 경신하며 Short 베팅 증가하는 상황

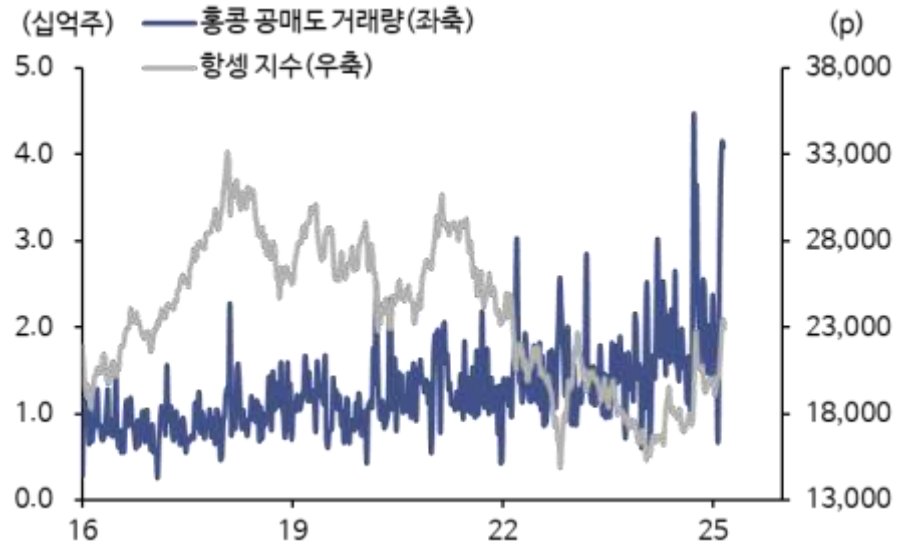
- 홍콩 공매도 거래대금과 거래량 최근 들어 증가하는 추세. 이는 항셱 지수 2022년 이후 최고치 경신한 흐름과 관련 있는 상황
- 공매도 거래대금과 거래량은 지수 최고점 기록했던 2018년, 2021년보다 증가한 상황. 실적보다 PER 위주 상승한 탓으로 판단 : 홍콩 주식시장 공매도 1위 종목 Alibaba. 미국계 헤지펀드의 중국 기술주 향한 Short 베팅 증가
- KOSPI와 비교하면 홍콩 상황 국내에 접목하기 어렵다고 판단. 지수 전고점대비 여전히 하회 중이고 실적도 업종별 차별화 전개 : 실적으로 뒷받침되지 않는 종목과 업종은 공매도 재개 후 Short 베팅에 직면할 가능성 염두에 둘 필요

홍콩 공매도 거래대금 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

홍콩 공매도 거래량 추이



자료: LSEG, 신한투자증권

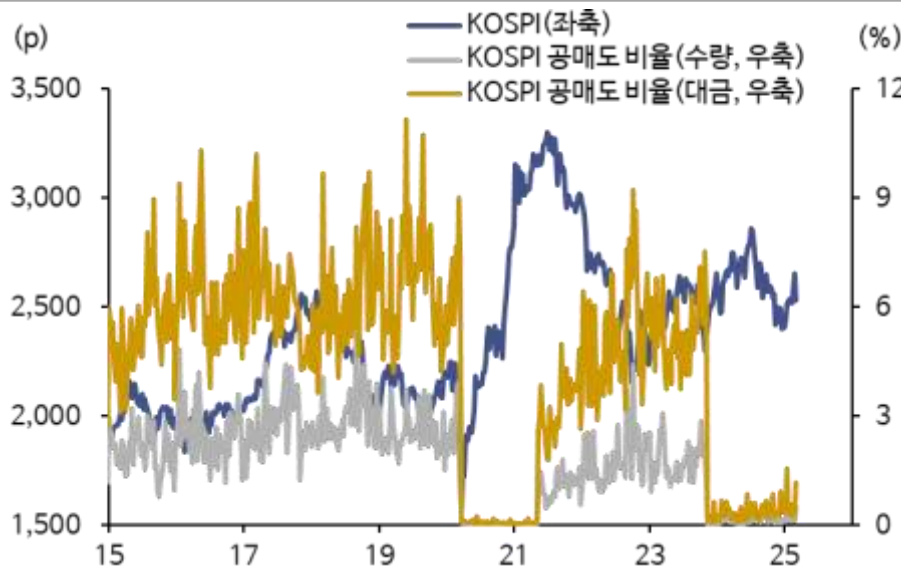
소결, 공매도 자체가 지수 변곡점 계기는 아닐 듯



공매도 재개 이슈는 지수보다 업종, 종목에 직접적 영향

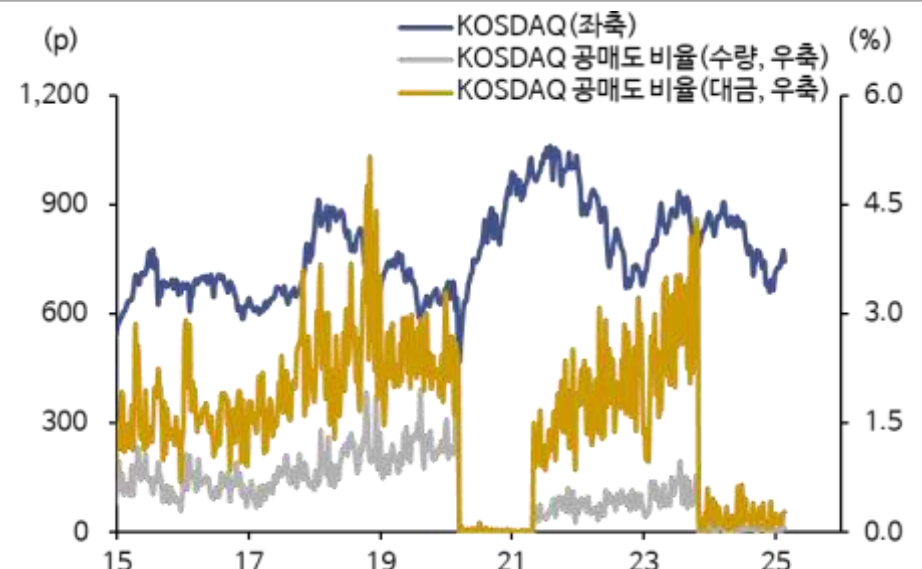
- 현재 국내 주식시장 상황은 1) 밸류에이션 과잉 없고 2) 선현물 가격 차로 판단하는 과잉도 부재한 상황. 과거 지수 급변동기와 달리 이번 공매도 금지가 불공정성 판단에 따른 제도 개선 필요에 의해 전개됐기 때문. 따라서 공매도 재개 시 기계적 가격 조정은 피할 전망 : 매도하고 싶었던 투자자들은 KOSPI200, KOSDAQ150 선물, 대형주 주식선물 통한 Short 베팅 가능하기 때문
- 이번 공매도 재개가 KOSPI200, KOSDAQ150 종목을 넘어서는 만큼 해당 지수 이외 종목군은 변동성 직면할 가능성도 존재 : 지수보다 개별 종목단(KOSPI200, KOSDAQ150 외)에서 변동성 발생할 가능성. 그러나 해당 종목군은 대차 물량 부족하다는 특징

KOSPI 추이와 공매도 비율



자료: FnGuide, 신한투자증권

KOSDAQ 추이와 공매도 비율



자료: FnGuide, 신한투자증권

[Appendix] MSCI 선진국 지수 편입 가능성 점검



한국은 MSCI 선진국 지수 편입 요건 중 주식시장 접근성 측면에서 낮은 평가

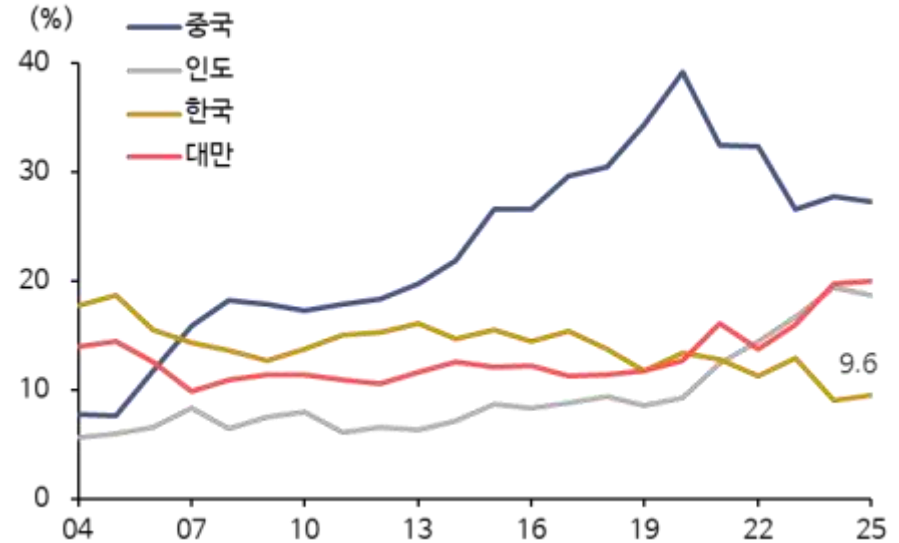
- 정책 당국 공매도 재개 조치는 적정 가격 찾는 기능 외에 국내 주식시장 외국인 접근도 높여 MSCI 선진국 지수 편입 위한 포석
- MSCI는 매년 6월 경제 발전·규모 및 유동성·주식시장 접근성 검토해 시장 재분류 발표. 특정 시장에 편입되기 위해 모든 요건 충족 필요 : 한국은 경제 발전, 규모 및 유동성 요건에서 선진국 기준 충족하지만 주식시장 접근성 요건 미흡해 선진국 지수 편입 실패 중인 상황
- 2008년부터 6년간 선진국 워치리스트 등재. 그러나 최근 몇 년간 워치리스트에 포함되지 못한 상황 : 그동안 중국 A주 점진적 비중 확대, 인도 주식시장 비중 확대 및 대만 주식시장 상승에 따라 신흥 지수 중 한국 비중 하락 중

MSCI 시장 분류 기준

| 구분 | 프런티어 | 신흥국 | 선진국 |
|-----------------------|---------|---------|-----------------------------|
| A. 경제 발전 | | | |
| A-1. 경제 발전의 지속가능성 | 요구사항 없음 | 요구사항 없음 | 3년 연속 1인당 GNI가 WB 기준 상위 25% |
| B. 규모 및 유동성 요구 | | | |
| B-1. 아래 조건 만족하는 기업수 | 1 | 3 | 5 |
| 전체 시가총액 (백만 달러) | 126 | 2,548 | 5,096 |
| 유동 시가총액 (백만 달러) | 63 | 1,274 | 2,548 |
| 유동성 (% ATVR) | 2.5 | 15 | 20 |
| C. 주식시장 접근성 | | | |
| C-1. 외국인 지분 소유 개방성 | 일정부분 | 중요 | 매우 높음 |
| C-2. 자본 유출입 용이성 | 일정부분 | 중요 | 매우 높음 |
| C-3. 시장 운영 효율성 | 보통 | 좋음 | 매우 높음 |
| C-4. 투자 상품 가용성 | 높음 | 높음 | 무제한 |
| C-5. 제도적 체계 안정성 | 보통 | 보통 | 매우 높음 |

자료: MSCI, 신한투자증권

신흥국 지수 내 한국 비중 축소 지속



자료: MSCI, 신한투자증권

개선 필요하지만 상향 평가 기대



워치리스트 등재 이후에도 실제 편입까지 시차 상당 기간 존재

- 2024년 접근성 평가 결과, 개선 필요 항목은 외환시장 자율화 수준, 투자자 등록, 정보, 청산, 공매도, 투자 상품 가용성 등 총 7개
- MSCI는 외환시장개방, 배당 선진화 정책, 영문공시 확대 등 정부의 적극적인 자본시장 선진화 정책을 모니터링 중이라고 적시. 이로 인한 개선 기대되는 상황
- 외환시장 자율화 수준은 개선 필요 평가 받았지만 WGBI 편입에서 외환시장 선진화 긍정적 평가된 점 고려 시 평가상향 기대
- 공매도 관련 항목도 2023년 11월 시행된 공매도 금지에 개선 필요로 평가 악화됐지만 올해 3월말 재개에 따라 긍정적으로 평가될 가능성 존재. 다만 워치리스트 등재 이후에도 실제 선진 지수 편입까지 시차 상당 기간 소요된다는 점에서 당장의 수급 이슈는 아님

MSCI 주식시장 평가 항목과 한국 평가

| 구분 | 평가 |
|------------------------|-------------------|
| 외국인 소유권에 대한 개방성 | |
| 투자자 자격 요구 | 문제 없음 |
| 외국인 지분 한도 제한 | 문제 없음 |
| 간여 외국인 지분 한도 | 큰 문제 없으나 일부 개선 필요 |
| 동등한 내외국인 투자자 권한 | 큰 문제 없으나 일부 개선 필요 |
| 자본 유출입 용이성 | |
| 자본 유출입 제한 수준 | 문제 없음 |
| 외환시장 자율화 수준 | 개선 필요 |
| 시장접근성 | |
| 투자자 등록 | 개선 필요 |
| 시장조직 | |
| 규제 | 문제 없음 |
| 정보 | 개선 필요 |
| 시장 인프라 | |
| 청산 | 개선 필요 |
| 수탁 | 문제 없음 |
| 등기 | 문제 없음 |
| 거래 | 문제 없음 |
| 양도성 | 개선 필요 |
| 대주 | 문제 없음 |
| 공매도 | 개선 필요 |
| 투자 상품 가용성 | 개선 필요 |
| 제도적 체계 안정성 | 큰 문제 없으나 일부 개선 필요 |

자료: MSCI, 신한투자증권

IV. 공매도 환경 속 투자전략

파고를 활용하는 법



① 지수 전략: KOSPI



글로벌 경기 상황과 관세 고려 시 KOSPI200 > KOSPI

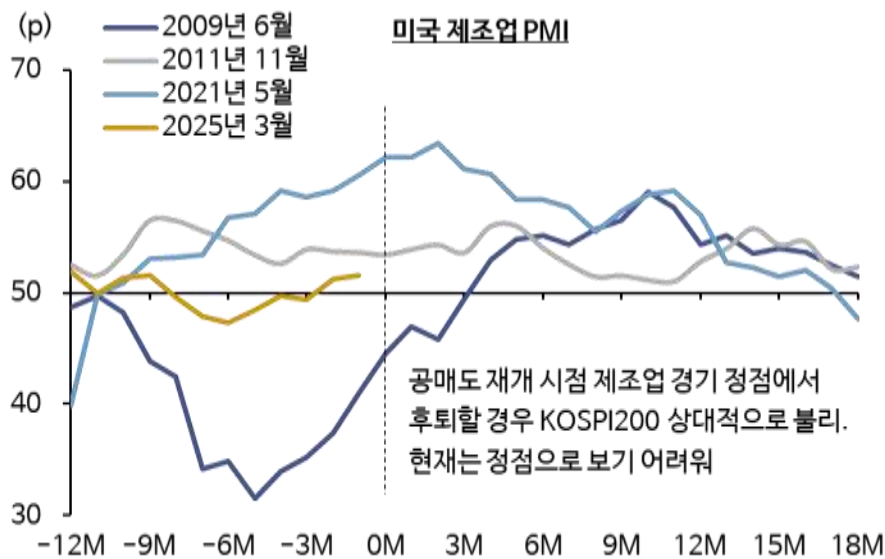
- 2009년 6월, 2011년 11월, 2021년 5월 등 과거 세 차례 공매도 금지 후 재개 시기 KOSPI와 KOSPI200 수익률 차별화
 - : 2009년 6월, 2011년 11월은 KOSPI200 우세. 2021년 5월은 KOSPI 상대적 우세
 - : 원인은 1) 미국 제조업 경기 상황과 2) 공매도 제도에 달려. 제조업 경기 정점에서 꺾인 2021년 5월 KOSPI200 상대적 부진
 - : 이번은 KOSPI200 뿐만 아니라 KOSPI200 외 종목군도 공매도 대상에 포함. 따라서 제조업과 제도 고려 시 KOSPI200 상대적 유리

KOSPI의 KOSPI200 대비 상대수익률



자료: FnGuide, 신한투자증권

미국 제조업 PMI 추이



자료: S&P Global, 신한투자증권

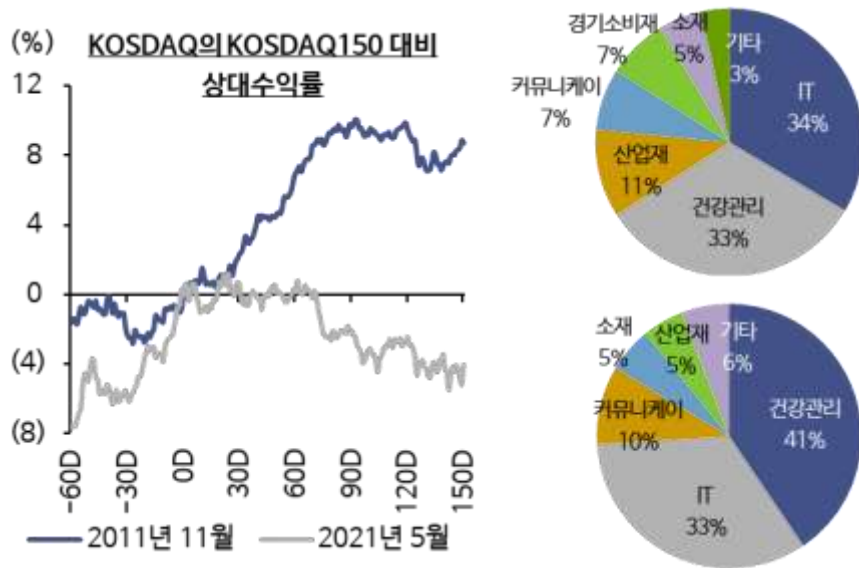
① 지수 전략: KOSDAQ



KOSDAQ은 일정 패턴보다 당시 상승 종목군에 직접적으로 영향

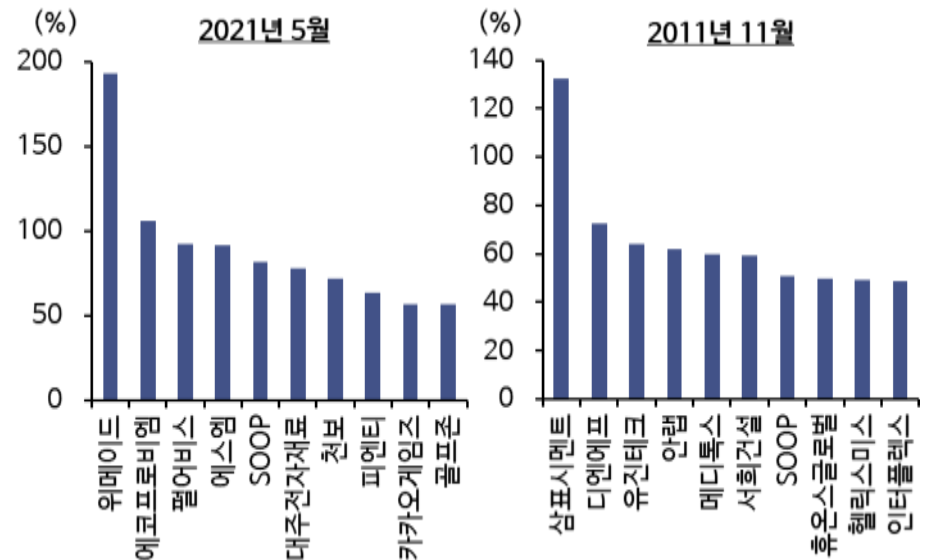
- KOSDAQ은 공매도 재개 이후 2011년 11월 KOSDAQ150을 상회. 반면 2021년 5월에는 상대수익률 홍보하다 하락 전환
- 2021년 5월 이후 게임(메타버스), 2차전지 테마가 강세 보인 반면 2011년 11월 당시에는 뚜렷한 테마군 형성되지 않았음
- 이번 공매도 재개는 수급 관점에서 KOSDAQ에 불리하게 작용할 가능성 존재. 그보다 중요한 변수는 상승 종목군에 달려 : KOSDAQ과 KOSDAQ150 상대수익률 간 차이는 공매도 재개로부터 패턴 찾기 어려울 것으로 판단

KOSDAQ의 KOSDAQ150 대비 상대수익률, 구성 종목 비중



자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 구성비 차트 상단 KOSDAQ, 하단 KOSDAQ150

21년 5월, 11년 11월 공매도 재개 6개월 수익률 상위 종목(KQ150)



자료: FnGuide, 신한투자증권

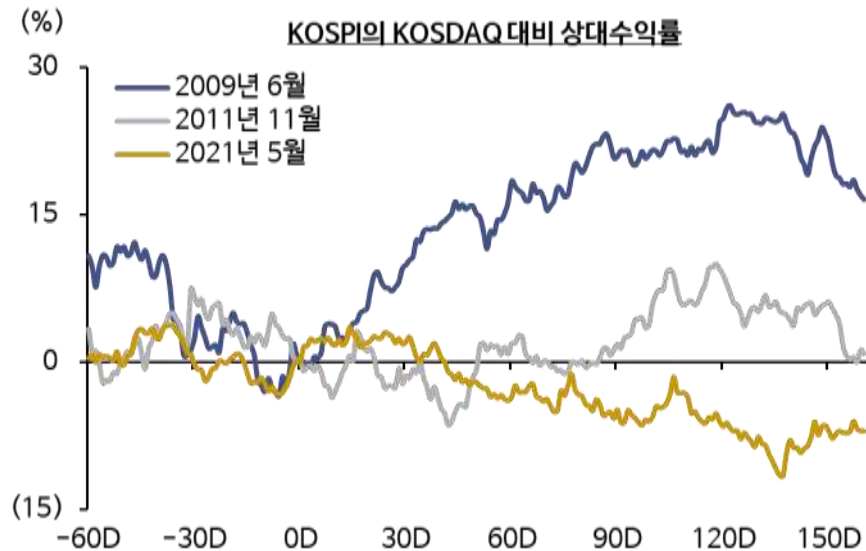
① 지수 전략: KOSPI-KOSDAQ



공매도 재개 이슈 자체는 KOSPI에 우호적이나 펀더멘털 상황 향후 중소형주로 점차 이동

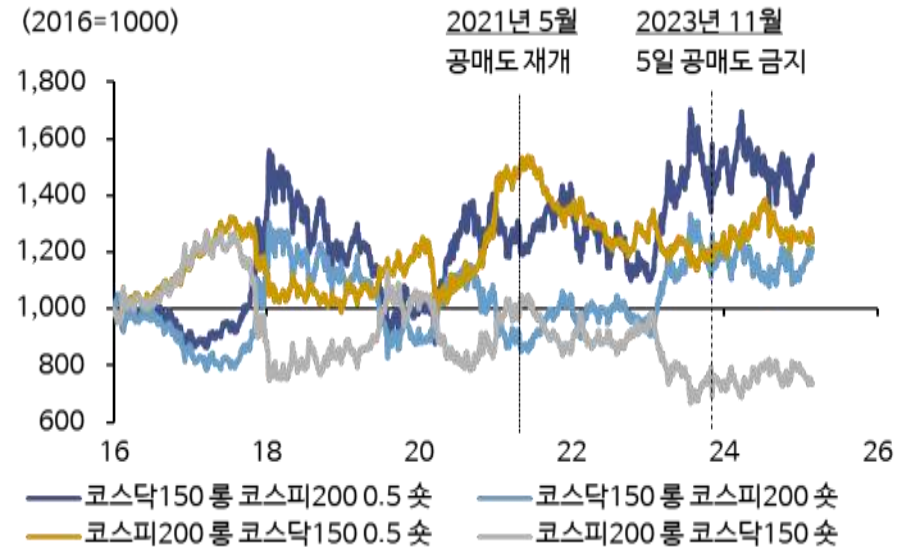
- 과거 세 차례 공매도 재개 사례에서 2009년 6월과 2011년 11월은 KOSPI 상대수익률 개선. 반면 2021년 5월은 KOSDAQ 상승 : 두 지수 간 격차 가른 변수는 글로벌 PMI 흐름. 수출 경기 우호적인 상황에서는 대형주 상승세, 반대인 국면에서는 KOSDAQ 상승세
- 현재는 세계 제조업 PMI 바닥에서 회복 중인 상황으로 대형주에 우호적 매크로 국면으로 판단. 다만 고려해야 할 이슈는 올해 상반기 중 추가 기준금리 인하 및 추가경정 예산 편성에 따른 유동성 공급, 관세 등. 유동성 공급 상황 고려 시 KOSDAQ에 유리한 변수일 가능성
- 따라서 공매도 재개에 따른 수급 영향은 단기적으로 KOSPI에 유리하지만 시간 지나며 펀더멘털 요인 반영 시 KOSDAQ으로 중심 이동

KOSPI의 KOSDAQ대비 상대수익률



자료: FnGuide, 신한투자증권

KRX KOSPI, KOSDAQ 롱숏 지수



자료: FnGuide, 신한투자증권

① 지수 전략: KOSPI-KOSDAQ



이번 공매도의 수급 효과는 KOSPI보다 KOSDAQ에서 더 뚜렷

- KOSPI200 공매도 비율은 직전대비 0.6%p 하락. 동시에 대차잔고 28% 감소돼 해당 물량 Short Covering 추정 가능
- KOSDAQ150 공매도 비율은 직전대비 1.8%p 하락, 대차잔고 52.8% 감소해 KOSPI보다 Short Covering 효과 큰 것으로 판단
- 과거 대차잔고는 공매도 금지 이전 수준으로 회복되는데 1~2개월여 소요되며 빠른 회복세 관찰
: KOSPI는 공매도 잔고비율을 이전 수준으로 되돌리는데 대략 1년여 소요. KOSDAQ150은 이전 수준으로 회귀하는데 5~6개월 소요

KOSPI200 공매도 비율 및 대차잔고 추이



자료: FnGuide, 신한투자증권

KOSDAQ150 공매도 비율 및 대차 잔고 추이



자료: FnGuide, 신한투자증권

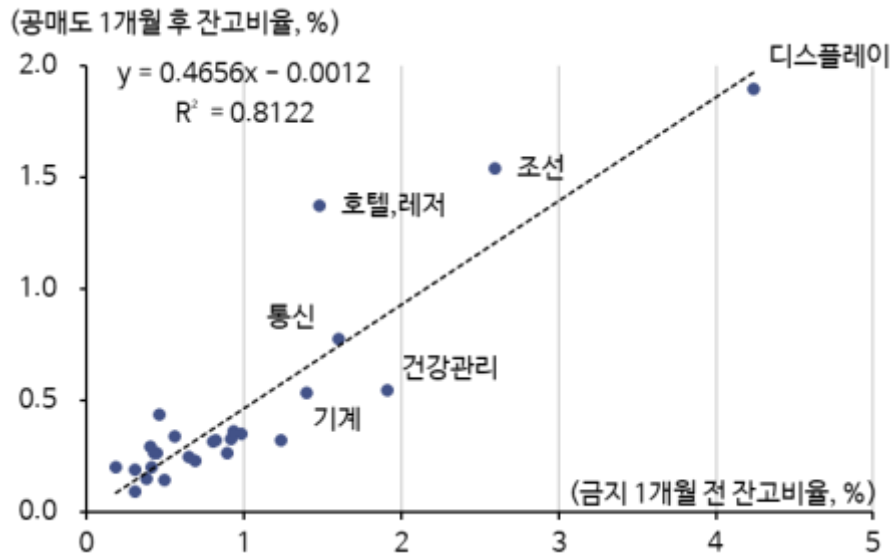
② 업종 전략: KOSPI 기존 공매도 상위 업종



공매도 재개 후 이전 패턴 반복했던 KOSPI

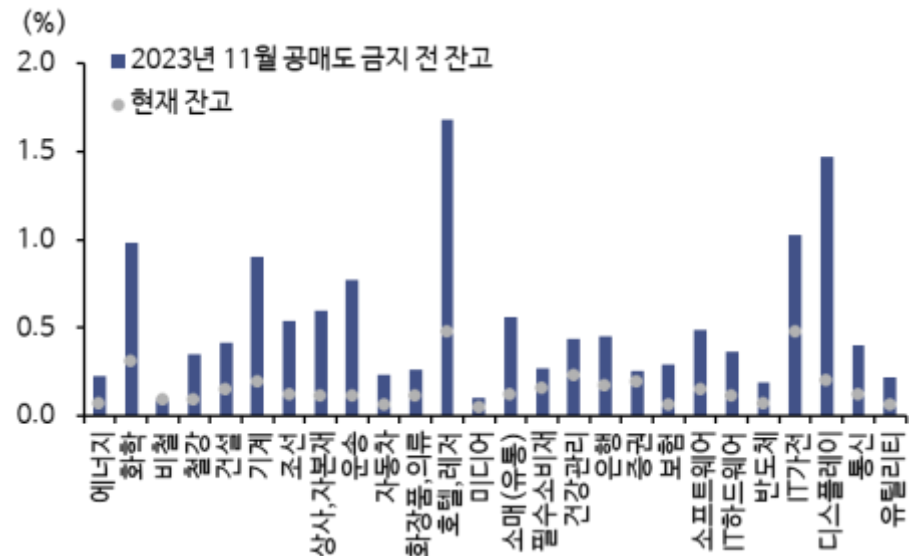
- 공매도 금지 1개월 전 잔고비율과 공매도 재개 후 1개월 잔고비율은 일직선상 추세선 보여. 상관계수 0.9 상회하는 높은 상관관계 : 기존 공매도 많았던 업종으로 회귀했다는 점 시사
- 공매도 금지 전 KOSPI 업종별 잔고 관점에서 호텔/레저, 디스플레이, IT가전, 화학, 기계, 운송 등 잔고 높았던 상황 : 이번에도 패턴 반복된다면 해당 업종 순차적으로 공매도 비중 늘 가능성 고려 필요

2021년 5월 공매도 재개 당시 KOSPI 업종 패턴



자료: FnGuide, 신한투자증권

이번 공매도 금지 전후 KOSPI 업종 분포



자료: FnGuide, 신한투자증권

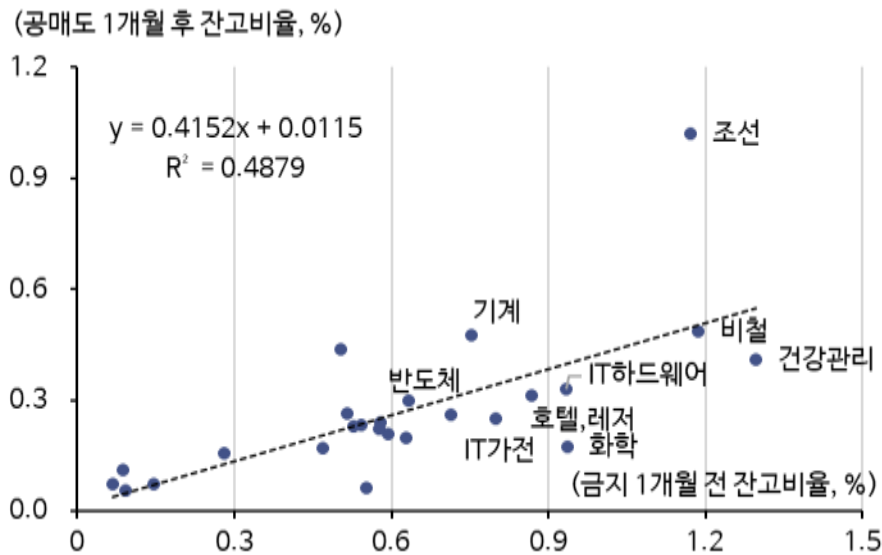
② 업종 전략: KOSDAQ 기존 공매도 상위 업종



KOSDAQ의 업종 공매도 패턴 복제율은 KOSPI보다 낮아

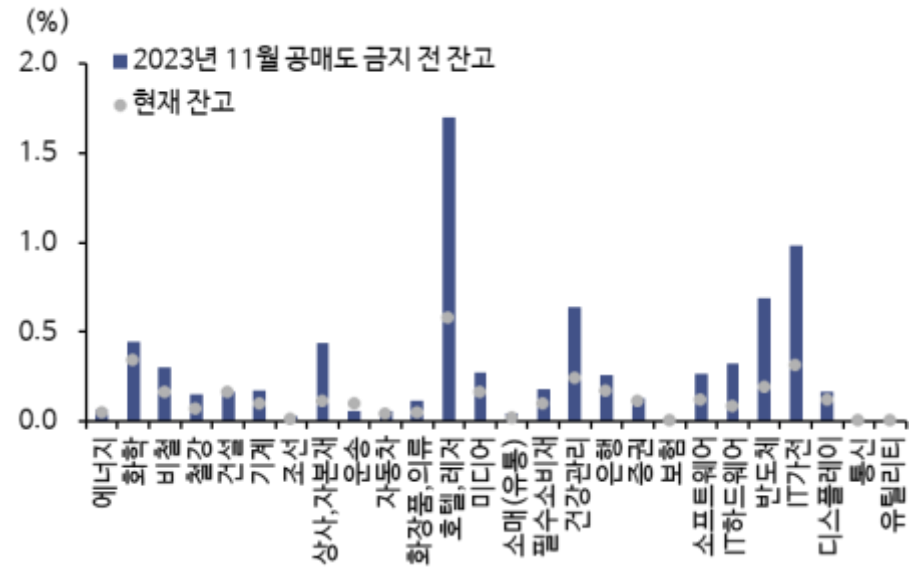
- KOSDAQ도 공매도 금지 전 업종 잔고비율과 재개 후 업종 잔고 비율 간 상관관계수 0.7로 일정 부분 영향 받는 모습 : 그러나 KOSPI보다 기계적으로 패턴 반복하지는 않는 상황
- 공매도 금지 전 잔고 비율 높았던 업종은 호텔/레저, IT가전, 반도체, 헬스케어, 상사/자본재, 화학 등

2021년 5월 공매도 재개 당시 KOSDAQ 업종 패턴



자료: FnGuide, 신한투자증권

이번 공매도 금지 전후 KOSDAQ 업종 분포



자료: FnGuide, 신한투자증권

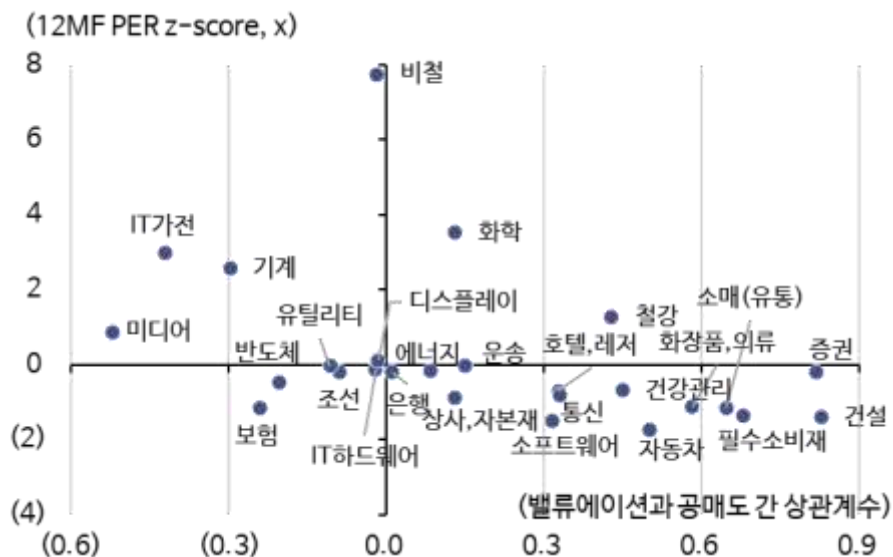
② 업종 전략: KOSPI 고밸류



밸류에이션 관점에서 공매도 타겟 될 KOSPI 업종은 소수로 판단

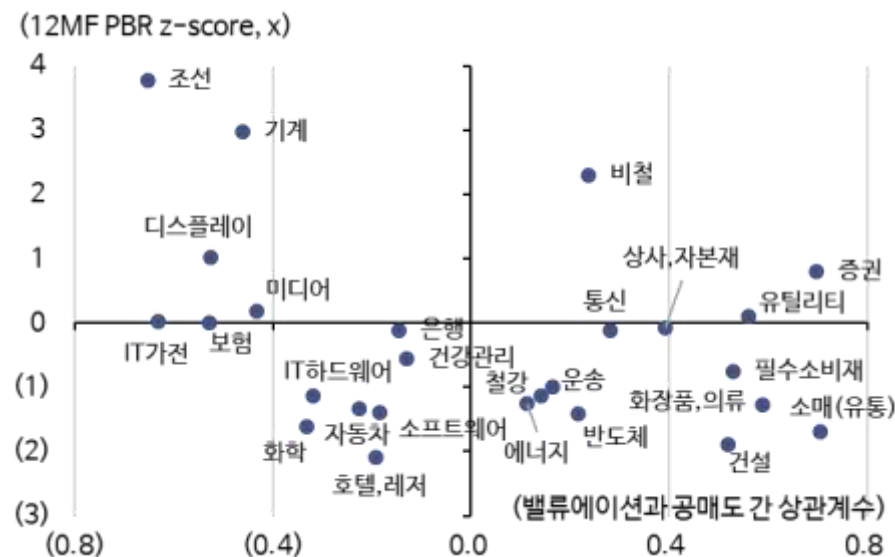
- 밸류에이션(12MF PER 기준)과 공매도 간 상관관계수 높은 업종은 증권, 건설, 소매(유통), 필수소비재, 화장품, 자동차, 헬스케어, 철강 등 : 밸류에이션 부담 높은 업종 중 상관관계수 동시에 높은 업종은 철강, 화학 정도로 분류 가능. 나머지는 평균보다 낮은 밸류에이션 구간 : 비철, IT가전, 기계 밸류에이션 부담 있지만 과거 공매도 증가와 별다른 상관관계 보이지 않았던 업종. 이익 변화에 따라 엇갈릴 전망
- KOSPI 가격 조정 지속됐던 관계로 밸류에이션 관점 공매도 효용성 크지 않을 가능성. 업종 전반의 Short 압력 작을 것으로 판단

밸류에이션(12MF PER)과 공매도 상관관계수 산포도



자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: PER z-score 2016년 7월 이후 기준

밸류에이션(12MF PBR)과 공매도 상관관계수 산포도



자료: FnGuide, 신한투자증권

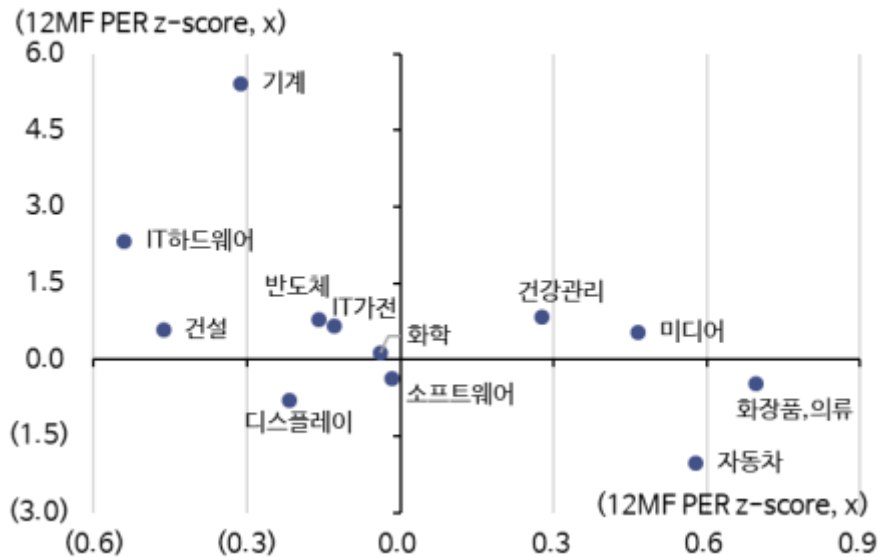
② 업종 전략: KOSDAQ 고밸류



중소형주 지수도 밸류에이션만 놓고 보면 공매도 매력적이지 않다

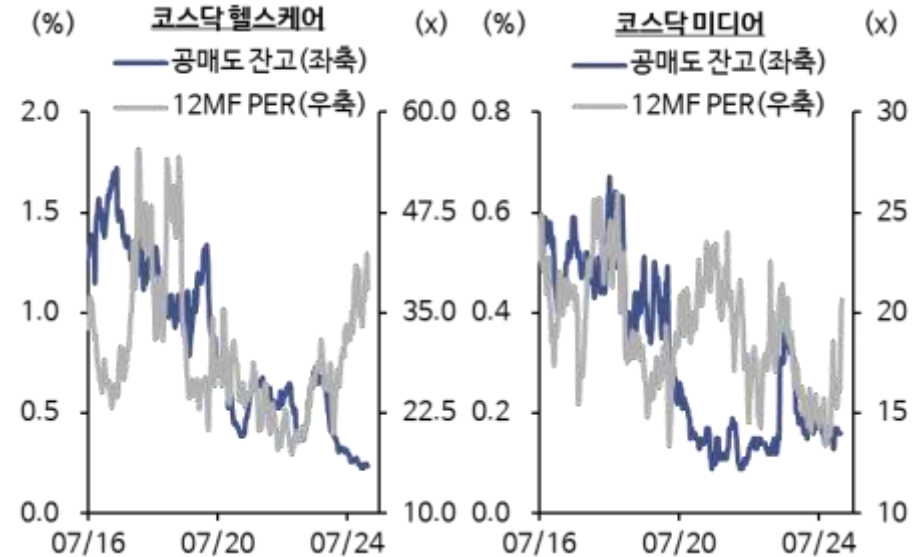
- KOSDAQ 업종 분류 중 비중 2% 이상 중 밸류에이션과 공매도 상관관계 높은 업종은 화장품/의류, 자동차, 미디어, 헬스케어 등 : 이 중 2016년 이후 평균 이상 밸류에이션 기록 중인 업종은 미디어, 헬스케어로 구성
- 기계, IT하드웨어, 반도체, IT가전 등은 중기 관점에서 밸류에이션 부담 존재. 과거 공매도로 직결되지는 않았던 특성도 고려 필요
- 반대로 이익 흔들리는 조짐 관찰 시 밸류에이션 부담 높은 업종부터 공매도 압력에 직면할 수 있다는 점에서 경계 필요

밸류에이션과 공매도 상관관계 산포도



자료: FnGuide, 신한투자증권
 주: 업종 분류 시가총액 비중 2% 이상만 대상. PER z-score 2016년 7월 이후 기준

코스닥 주요 업종 공매도 잔고비율과 PER 추이



자료: FnGuide, 신한투자증권

③ 업종 내 pairs trade: KOSPI200



KOSPI200 pairs trade 예시

- 업종 내 pairs trade는 1) 업종과 상관계수 높고 2) 가격 배수 높은 종목 대상으로 진행 가능성. 상관계수 0.7 이상, 12MF PER 업종 배수 1.5이상 종목군으로 분류. 테마 상승에서 소외되지 않고 기술적 지표 활용 시 Long-Short pairs 구성 가능(Long 전략 수반 필요)

KOSPI200 업종 내 pairs trade 예시

| 코드 | 종목명 | 업종 분류 | 시가총액 (조원) | 업종과 가격 상관계수 | 업종 PER 배수 (x) |
|---------|-----------|-----------|--------------|----------------|------------------|
| A373220 | LG에너지솔루션 | IT가전 | 82.4 | 0.89 | 2.87 |
| A012450 | 한화에어로스페이스 | 상사,자본재 | 30.8 | 0.82 | 2.00 |
| A042660 | 한화오션 | 조선 | 23.0 | 0.87 | 2.34 |
| A035720 | 카카오 | 소프트웨어 | 22.8 | 0.94 | 2.46 |
| A096770 | SK이노베이션 | 에너지 | 22.8 | 0.97 | 3.14 |
| A000810 | 삼성화재 | 보험 | 22.8 | 0.96 | 1.62 |
| A034020 | 두산에너빌리티 | 기계 | 18.1 | 0.77 | 2.22 |
| A010130 | 고려아연 | 비철,목재등 | 17.4 | 0.88 | 1.98 |
| A352820 | 하이브 | 미디어,교육 | 12.3 | 0.81 | 1.65 |
| A090430 | 아모레퍼시픽 | 화장품,의류,완구 | 9.8 | 0.90 | 2.30 |
| A450080 | 에코프로머티 | IT가전 | 9.0 | 0.76 | 4.18 |
| A079550 | LIG넥스원 | 상사,자본재 | 9.0 | 0.83 | 2.44 |
| A272210 | 한화시스템 | 상사,자본재 | 8.9 | 0.88 | 2.81 |
| A000150 | 두산 | 상사,자본재 | 8.5 | 0.80 | 3.86 |
| A029780 | 삼성카드 | 은행 | 8.5 | 0.87 | 1.50 |
| A051900 | LG생활건강 | 화장품,의류,완구 | 7.2 | 0.94 | 1.95 |
| A377300 | 카카오페이 | 소프트웨어 | 6.2 | 0.98 | 5.47 |
| A051600 | 한전KPS | 유틸리티 | 2.3 | 0.72 | 4.25 |
| A008770 | 호텔신라 | 소매(유통) | 2.1 | 0.88 | 3.93 |
| A336260 | 두산퓨얼셀 | IT가전 | 1.5 | 0.83 | 5.36 |
| A009240 | 한샘 | 건설,건축관련 | 1.5 | 0.75 | 5.13 |
| A002710 | TCC스틸 | 철강 | 1.1 | 0.71 | 3.50 |

자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 3월 4일 종가 기준, 배열은 시가총액순

③ 업종 내 pairs trade: KOSDAQ150



KOSDAQ150 pairs trade 예시

- 업종 내 pairs trade는 1) 업종과 상관계수 높고(높을 경우 차익거래 가능), 2) 가격 배수 높은 종목 대상으로 진행 가능성. 상관계수 0.7 이상, 12MF PER 업종 배수 1.0이상 종목군으로 분류. 테마 상승에서 소외되지 않고 단기 기술적 지표 활용 시 Long-Short pairs 구성

KOSDAQ150 업종 내 pairs trade 예시

| 코드 | 종목명 | 업종 분류 | 시가총액 (조원) | 업종과 가격 상관계수 | 업종 PER 배수 (x) |
|---------|----------|--------|--------------|----------------|------------------|
| A247540 | 에코프로비엠 | IT가전 | 11.6 | 0.92 | 13.00 |
| A058470 | 리노공업 | 반도체 | 3.2 | 0.78 | 1.81 |
| A403870 | HPSP | 반도체 | 2.2 | 0.89 | 1.57 |
| A263750 | 펼어비스 | 소프트웨어 | 2.1 | 0.92 | 1.22 |
| A039030 | 이오테크닉스 | 반도체 | 1.6 | 0.71 | 1.47 |
| A293490 | 카카오게임즈 | 소프트웨어 | 1.3 | 0.91 | 3.35 |
| A281740 | 레이크머티리얼즈 | 화학 | 1.2 | 0.82 | 2.23 |
| A098460 | 고영 | IT하드웨어 | 1.1 | 0.82 | 1.94 |
| A039200 | 오스코텍 | 건강관리 | 1.1 | 0.78 | 1.08 |
| A213420 | 덕산네오룩스 | 디스플레이 | 0.8 | 0.81 | 1.22 |
| A166090 | 하나머티리얼즈 | 반도체 | 0.6 | 0.80 | 1.10 |
| A131970 | 두산테스나 | 반도체 | 0.6 | 0.77 | 1.12 |
| A078340 | 컴투스 | 소프트웨어 | 0.6 | 0.71 | 1.03 |
| A218410 | RFHIC | IT하드웨어 | 0.4 | 0.89 | 1.26 |
| A084850 | 아이티엠반도체 | IT하드웨어 | 0.3 | 0.77 | 5.52 |

자료: FnGuide, 신한투자증권 / 주: 3월 4일 종가 기준, 배열은 시가총액순

④ 주식선물과 현물 간 가격 차 활용



주식선물 활용한 Long-Short 전략 예시

- 현재 거래 중인 주식선물 종목은 Long-Short 투자 가능. 본질적 가치에 더 가깝다는 전제 하에 선물대비 현물 고평가(마이너스 갭) 또는 현물 저평가(플러스 갭)을 Long-Short 활용 가능. 괴리율 절대값 커질수록 Long-Short 기대 수익률 높아져 유인 발생한다고 판단

주식선물 가격과 현물과 괴리율(괴리율 플러스+이면 현물 Long-선물 Short, 괴리율 마이너스-이면 현물 Short-선물 Long)

| 종목명 | 종목코드 | 현재가 (원) | 등락률 (%) | 이론가 (원) | 기초자산 (원) | 기초자산 대비 (원) | 시장B | 이론B | 이론갭 | 구분 (선물) | 괴리율 (%) | 이론 갭 추이 | | | | |
|---------------|--------------|------------|------------|------------|-------------|-------------------|---------|-----|---------|------------|------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| | | | | | | | | | | | | 3월 4일 | 2월 28일 | 2월 27일 | 2월 26일 | 2월 25일 |
| 솔브레인홀 선물 2503 | 11GW3000*091 | 32,600 | (1.36) | 31,825 | 31,800 | 900 | 800 | 25 | 775 | 고평가 | 2.44 | 775 | (201) | (312) | (3,424) | (3,233) |
| 롯데쇼핑 선물 2503 | 1BAW3000*091 | 63,800 | (0.16) | 62,549 | 62,500 | 600 | 1300 | 49 | 1251 | 고평가 | 2.00 | 1,251 | (81) | (123) | (73) | (44) |
| 오뚜기 선물 2503 | 1HAW3000*091 | 380,000 | 0.40 | 387,803 | 387,500 | 500 | (7,500) | 303 | (7,803) | 저평가 | (2.01) | (7,803) | (662) | 432 | (172) | (180) |
| 한샘 선물 2503 | 1D2W3000*091 | 44,350 | (1.44) | 45,285 | 45,250 | 550 | (900) | 35 | (935) | 저평가 | (2.07) | (935) | 496 | (1,420) | (1,134) | (1,044) |
| 코스모화학 선물 2503 | 1HCW3000*091 | 17,700 | (6.60) | 18,094 | 18,080 | 1,000 | (380) | 14 | (394) | 저평가 | (2.18) | (394) | 105 | 295 | 386 | 376 |
| 한화솔루션 선물 2503 | 1CBW3000*091 | 20,150 | (6.71) | 20,616 | 20,600 | 900 | (450) | 16 | (466) | 저평가 | (2.26) | (466) | 759 | (1,272) | (1,790) | 188 |
| 미원상사 선물 2503 | 11LW3000*091 | 175,900 | (0.90) | 180,441 | 180,300 | 1,700 | (4,400) | 141 | (4,541) | 저평가 | (2.52) | (4,541) | 1,407 | (503) | (212) | (921) |
| OCI 선물 2503 | 1HXW3000*091 | 57,300 | (4.34) | 59,046 | 59,000 | 1,000 | (1,700) | 46 | (1,746) | 저평가 | (2.96) | (1,746) | (9) | (10) | 69 | 88 |

자료: KRX, 신한투자증권 / 주: 3월 4일 현선물 괴리율 ±2%인 종목 기준. 이론갭은 매일 가격 변화하므로 현재 표는 예시로 활용

Compliance Notice



Compliance Notice

발행일: 2025년 3월 6일

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 노동길, 강진혁).
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

| 종목 | 섹터 |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none">매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10%중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20%축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하 | <ul style="list-style-type: none">비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우 |

▶▶▶▶▶ www.shinhansec.com



영매도 파워업 2025 ver.



고객지원센터: 1588-0365
서울특별시 영등포구 의사당대로 96

 신한투자증권