

# 퀀트전략

## 낮아진 신용잔고에서 찾는 기회



### SUMMARY

[퀀트]

김상호, CFA  
02-768-4122  
sangho.kim.j@dwsec.com

- 신용잔고는 연초대비 1.3조원 늘어났지만 미국 주식시장을 보면 신용잔고 감소는 기회
- 현재 신용잔고에 대한 리스크는 낮은 상황
  - 1) 낮은 신용잔고율, 2) 고객예탁금은 여전히 높은 상태, 3) 저금리 지속
- 펀더멘탈이 양호하면서 신용잔고의 레벨이 낮아진 기업이 유리한 선택

### 신용잔고<sup>1</sup>에 대한 우려는 남아있지만

9월 FOMC를 앞두고 전세계 주식시장은 박스권에서 벗어나지 못하고 있다. MSCI AC World 지수는 5월을 고점으로 11.5% 하락했고, KOSPI와 KOSDAQ도 올해 고점대비 각각 10.7%, 14.4% 하락했다.

한국 주식시장의 신용잔고는 지수의 하락과 더불어 큰 폭으로 감소했다. 올해 7월까지만 해도 신용잔고는 8.1조원을 기록하며 사상최고치를 경신했지만 8월부터 1.7조원이 상환되며 6.4조원(9월 11일 기준)까지 감소했다.

이처럼 신용잔고는 감소했지만 여전히 우려스러운 부분은 남아있다.

우선 연초대비로 보면 KOSPI와 KOSDAQ의 신용잔고는 1.3조원 늘어난 상태다.

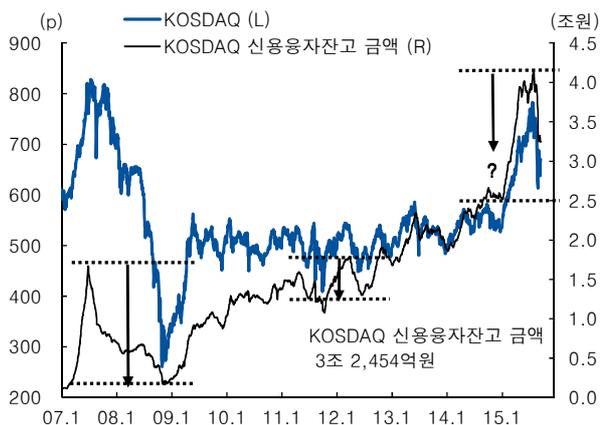
과거의 경험으로 보면 지수가 급락하는 위기상황의 경우, 신용잔고는 직전에 증가했던 만큼 감소하는 모습이 나타났었다. <그림 1,2>를 보면 2008년 금융복합위기와 2011~2012년 유럽 재정위기 직전 1~2년 사이 늘어났던 신용잔고가 모두 상환되는 모습을 확인할 수 있다.

그림 1. KOSPI 신용잔고 금액



자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

그림 2. KOSDAQ 신용잔고 금액



자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

<sup>1</sup> 본문의 신용잔고는 신용용자(증권사가 고객에게 매매대금을 빌려주는 것) 잔고를 의미함

또한 KOSDAQ의 신용잔고 금액은 현재 3조 2,454억원으로 KOSPI보다 많아졌다. 전체 신용잔고 중 KOSDAQ이 차지하는 비중은 2011년엔 30%에서 최근 50.6%까지 높아졌다.

이를 유통시가총액 대비로 보면 KOSPI는 0.45%이고 KOSDAQ은 2.94%로 KOSDAQ의 신용거래 비중이 훨씬 크다는 것을 확인할 수 있다.

그림 3. 한국 주식시장의 신용잔고 금액과 KOSDAQ의 신용잔고 비중



자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

미국 주식시장을 보면 신용잔고 감소는 기회로 봐야

하지만 미국의 경우를 보면 신용잔고 감소는 기회로 작용했다. <그림 4>를 보면 미국 주식시장의 신용잔고는 장기적으로 지수와 함께 우상향하는 모습을 보였다.

특히, 2000년 IT버블과 2008년 금융복합위기를 제외하면 신용잔고의 감소가 1년 이상 지속됐던 적은 없었고 급락이후 신용잔고는 빠르게 회복하는 모습을 보였다.

IT버블과 금융복합위기의 경우엔 위기직전에 신용잔고가 전년동기 대비 50%이상 증가할 정도로 신용잔고의 증가 속도가 빨랐다(그림5 참조).

즉, 직전 신용잔고가 과거대비 빠르게 증가하지 않았다면 신용잔고의 급락은 기회로 볼 수 있다.

그림 4. NASDAQ과 뉴욕거래소 신용잔고 금액 추이



자료: Factset, KDB대우증권 리서치센터

그림 5. 위기상황을 제외하곤 신용잔고 감소는 기회



자료: Factset, KDB대우증권 리서치센터

그렇다면 한국의 신용잔고의 증가 속도는 어땠을까?

한국의 2015년 신용잔고 금액 증가율의 최고치는 63%를 기록했는데, 2008년 500%, 2010년 320%보다 낮았다. 따라서 2008년, 2011년과 같이 신용잔고가 장기간 하락할 위험은 낮다고 볼 수 있다(그림6 참조).

그림 6. KOSPI와 KOSDAQ의 신용잔고 금액 증가율



자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

신용잔고로 보면 현재 한국은 리스크 테이킹하기 좋은 환경

또한 현재 한국의 신용잔고는 아래와 같은 이유로 저점 수준까지 도달했다고 판단 된다.

우선 KOSDAQ의 신용잔고 비율은 연초 수준까지 감소했다.

KOSDAQ의 신용잔고를 유통시가총액대비로 본 신용잔고율은 현재 2.9%를 기록하고 있다. 이는 올해 고점인 3.8%에서 크게 감소한 수치이고 과거 3년 평균치인 3.0%보다 낮다(그림8 참조).

금액상으론 연초대비 9천억원의 신용잔고가 늘어났지만 KOSDAQ의 시가총액이 증가했다는 점을 감안하면 신용잔고율은 연초보다도 낮아진 상황이다(연초 3.1%).

그림 7. KOSPI의 신용 잔고를 추이



자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

그림 8. KOSDAQ의 신용 잔고를 추이



자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

또한 고객예탁금 비중은 여전히 높은 상태를 유지하고 있다.

신용잔고는 개인투자자들의 자금과 함께 움직인다. <그림 9>를 보면 주식시장에서 개인투자자의 비중을 판단할 수 있는 고객 예탁금은 과거 신용잔고와 유사한 흐름을 보여왔는데, 2014년부터 동반 상승하는 모습을 확인할 수 있다.

고객예탁금은 현재 21.3조원을 기록하며 연초 15.9조원대비 높은 상태를 유지하고 있다. 즉, 개인투자자의 비중이 여전히 높기 때문에 신용잔고가 추가적으로 감소할 가능성은 낮다고 판단된다.

그림 9. 한국 주식시장의 고객예탁금과 신용잔고 금액



자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

낮은 금리 수준은 신용잔고엔 긍정적인 요소다.

신용거래는 이자비용이 발생하기 때문에 금리에 민감하다. 2008년 이후 한국의 기준금리는 꾸준히 하향조정됐고 증권사들도 이에 맞춰 신용거래 이자율을 낮췄다.

현재 한국의 국고채 3년물 금리는 1.66%로 역사적 저점 수준을 기록하고 있고 향후 기준금리에 대한 컨센서스도 점차 낮아지고 있다(그림10,11 참조)

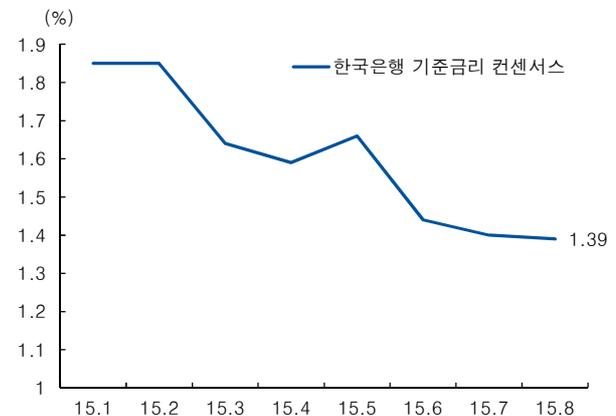
이처럼 저금리 환경에선 신용거래에 대한 부담이 적기 때문에 신용잔고에 대한 리스크는 과거에 비해 낮다고 보는 것이 합리적이다.

그림 10. 이자비용이 감소하면서 신용 잔고율도 증가



자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

그림 11. 한국은행 기준금리의 시장컨센서스



자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

**과거 1년 신용잔고 추이로 신용잔고의 고/저를 판단**

지금과 같이 신용잔고로 리스크 테이킹하기 좋은 환경에선 신용잔고가 낮아진 기업이 유리한 선택이다.

종목별로 신용잔고 수준에 대한 판단은 과거 1년 추이를 이용해 계산할 수 있다.

삼성전기와 파라다이스의 예를 보면 각 기업들의 과거 1년 신용잔고율 고점은 1.0%와 2.8%였다. 현재 시점에서 삼성전기의 신용잔고율은 고점대비 0.4%, 파라다이스는 0.7% 감소했는데, 신용잔고율의 감소폭은 파라다이스가 컸다.

하지만 종목별로 신용잔고의 평균 레벨이 다른 점을 감안할 필요가 있다. <그림 12,13>을 보면 과거 추이상 현재 위치가 저점에 가까운 기업은 삼성전기였다.

따라서 과거 1년 추이로 보면 삼성전기의 신용잔고율은 낮아졌고 파라다이스는 높은 상태라고 판단할 수 있다.

**그림 12. 삼성전기는 신용잔고가 낮아졌다고 판단**



자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

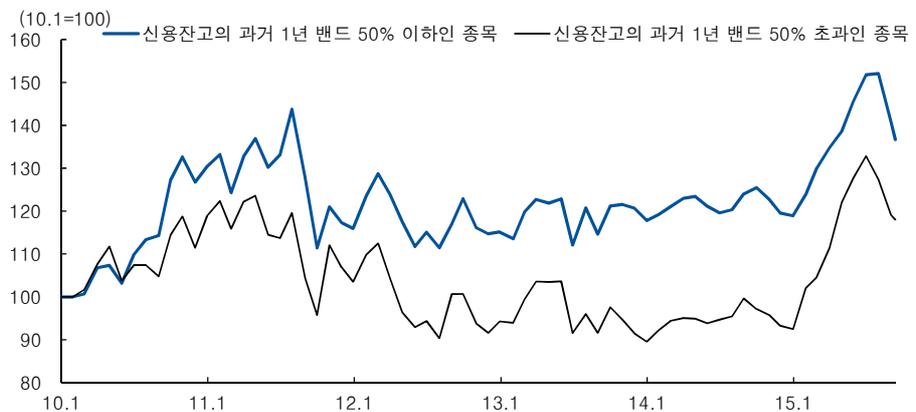
**그림 13. 파라다이스는 신용잔고가 높은 상태**



자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터

위와 같은 논리로 신용잔고의 고/저를 구분해 과거 성과를 계산해봤다(신용잔고의 과거 1년 밴드내 50%를 기준). <그림 14>를 보면 장기적인 측면에서도 신용잔고율이 낮아진 종목이 신용잔고율이 높은 상태인 종목보다 더 나은 성과를 보였다.

**그림 14. 신용잔고율이 낮아진 종목 포트폴리오와 신용잔고율이 높은 상태인 종목 포트폴리오의 비교**



자료: KDB대우증권 리서치센터

**펀더멘탈이 양호하면서 신용잔고의 레벨이 낮아진 기업**

결론적으로 펀더멘탈이 양호한 기업 중 신용잔고의 레벨이 낮아진 기업이 향후에 좋은 성과를 보일 것으로 판단된다.

이상의 논의를 바탕으로 9월 11일 기준 시가총액 5,000억원 이상인 기업 중 현재 신용잔고율의 레벨이 과거 1년 추이의 저점에 가깝고 12개월 영업이익 전망치가 상향조정된 기업은 다음과 같다.

**표 1. 펀더멘탈이 양호하면서 신용잔고의 레벨이 과거 밴드 하단에 위치한 기업**

(단위: 억원, %)

종목코드	종목명	시가총액	신용잔고 잔고율				12MF 영업이익		
			현재	최고치	최저치	현재위치	현재	한달전	변화율
A009830	한화케미칼	29,392	1.14	1.87	1.14	0.0	3,519	3,140	12.05
A048260	오스템임플란트	8,871	1.02	2.41	1.02	0.0	464	429	8.18
A130960	CJ E&M	36,796	1.48	2.81	1.43	3.6	807	751	7.40
A122870	와이지엔터테인먼트	8,895	2.29	4.81	2.18	4.2	366	358	2.32
A079430	현대리바트	8,942	0.44	2.37	0.29	7.2	540	520	3.85
A161890	한국콜마	19,919	0.60	1.43	0.50	10.8	747	691	8.15
A086980	쇼박스	5,390	3.00	6.72	2.36	14.7	139	134	3.20
A008560	메리츠금융증권	23,218	0.50	1.30	0.34	16.7	3,595	3,423	5.04
A027390	한화갤러리아타임월드	7,140	0.62	2.79	0.18	16.9	498	481	3.58
A008770	호텔신라	45,135	0.49	1.10	0.35	18.7	2,479	2,406	3.07
A046890	서울반도체	8,250	3.14	4.58	2.79	19.6	368	357	3.28
A108790	인터파크	7,591	0.76	1.75	0.51	20.2	343	335	2.39
A103140	풍산	7,188	0.87	2.50	0.30	25.9	1,424	1,370	3.96
A041510	에스엠	8,703	3.45	6.09	2.17	32.7	512	483	5.96
A036420	제이콘텐트리	5,726	3.00	4.77	2.12	33.2	466	454	2.58
A009150	삼성전기	47,580	0.59	1.02	0.31	39.4	3,512	3,237	8.49

주:신용잔고의 과거 밴드는 1년치를 기준  
 자료: WISEfn, KDB대우증권 리서치센터