Derivatives
WEEKLY

삼성증권

2023. 3. 24

글로벌투자전략팀

전균
Derivatives Strategist
gyun.jun@samsung.com

이영훈, CFA
RA
yhoon95.lee@samsung.com

변동성 매도 ETN

VIX선물 인버스(-0.5배) ETN 상장 예정

- 변동성지수(VIX)선물의 일별 수익률의 -0.5배를 추적하는 VIX선물 인버스 ETN이 조만간 상장될 예정임. 현재는 VIX선물 정배율 ETN이 상장되어 거래되고 있음.
- VIX선물 인버스 ETN은 주식시장의 변동성이 진정되는 구간에서 수익이 발생할 수 있는 상품이며, 롤오버(roll-over)효과로 일상 국면에서도 우상향 경향이 높음.
- 변동성을 매도하는 VIX선물 인버스 ETN은 주식시장의 급락과 변동성 급등 시 손실이 확대되는 위험이 존재함.

VIX선물 인버스(-0.5배) ETN 상장 예정

변동성 매도 상품: 변동성이 확대되는 구간에서는 주식투자의 위험성이 가중되는 경향이 높음. 반면 일상적인 상황에서는 변동성이 하향 안정화됨. 국내에는 변동성 상승 시 수익이 가능한 VIX선물 정배율 ETN이 상장되어 있지만, 일상적인 상황에서 변동성 하락으로 수익을 얻을 수 있는 VIX선물 인버스 ETN은 아직 상장되지 않았음.
3월23일까지 5개사의 ETN 발행사가 VIX선물 인버스 ETN의 상장신고서를 제출하였음. 해당 상품은 모두 VIX선물 일별 수익률의 -0.5배 성과를 추적하는 ETN으로, 일반적인 인버스 상품의 배율인 -1.0배보다 민감도를 절반으로 축소하였음.

변동성 매도 상품의 필요성: 주식시장의 변동성은 상승 또는 하락을 반복하는 패턴을 보이며, 특히 주식시장의 급락 시 변동성이 상승하는 경향이 있음. 이에 따라 변동성을 자산(asset)으로 활용하여 수익을 창출할 수 있는 변동성지수선물 ETN이 국내외에 상장되어 있음. VIX선물 정배율 ETN은 주식투자위험이 고조되는 시기에 헤지수단으로 활용됨. 반면 VIX선물 인버스 ETN은 일상적인 국면에서 변동성의 하향 안정화 경향을 수익으로 확보할 수 있는 상품임. 특히 롤오버(roll-over) 효과로 일상적인 국면에서 우상향하는 경향이 높음. 다만 주식시장의 급변으로 변동성이 급등할 경우 VIX선물 인버스 ETN은 원금 손실의 위험에 노출되어 있음.

*** 주간 선물옵션 동향:** 모멘텀 부재로 혼조국면 예상

KOSPI200 주간 예상 밴드: 305pt (3월 중 저점)
~ 320pt (60일 이평선 일시 상회가능)

Compliance Note

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

주간 선물/옵션 시황

고비를 넘기고 혼조 양상

- SVB사태와 CS 유동성위기, 그리고 FOMC 베이비스텝까지
  - 금융시스템 불안정으로 주식시장 일시적 급락
  - FOMC 전후 기술적 반등 진행, 반등탄력은 약화

KOSPI200, 120일 이평선 회복하였지만

- 기술적 반등으로 120일 이평선(310pt 초반) 회복
  - 1월 고점 이후 하락폭의 1/3 되돌림 반등 진행
  - 60일 이평선(315pt)의 저항대를 넘지 못한 상태
- 외국인, 5주 연속 선물 순매도
  - 주가 하락과 변동성 고조에 대응하기 위해 외국인 선물 순매도 지속
  - 3월 중 -2.1조원 규모의 선물매도 압력 (3월물 만기 이후 -2.0조원 순매도)
  - 현선물 시장 추가 반등 시 외국인 선물매도 청산으로 가속도 붙을 수도.

KOSDAQ150, 강세 지속

- KOSDAQ150, 글로벌 혼란에도 불구하고 강세흐름 지속
  - 2022년 8월 이후 처음으로 1,200pt 도달
  - 외국인과 기관투자자 매도에도 불구하고 개인투자자의 공격적인 매수로 시장 상승세 지속
- KOSDAQ150선물, 6월물 시장베이시스 약세
  - 현물 대비 상대적으로 상승탄력이 약한 선물시장
  - 금융투자, 매도차익 일부 진행

변동성지수 VKOSPI, 안정화 여부

- 글로벌 매크로 이슈 경과 이후 변동성의 하향 진정여부
  - VKOSPI, 3월 중 일시적으로 20% 상회
  - 글로벌 금융시스템의 위험전이 차단될 경우 VKOSPI 18% 이하로 하향안정화 기대

KOSPI200 주간 예상: 급등락 이후 관망세

- 예상 지수대 전망 참조
  : 저점 - 305pt (3월 저점)
  : 고점 - 320pt (60일 이평선 일시 상회 가능)

변동성 매도 ETN 상장 예정

VIX선물 인버스 ETN 상장 예정

ETN 일괄신고서류 제출: ETN 발행사 5개사에서 3월22일~3월23일에 걸쳐 S&P500 VIX선물 인버스(-0.5배) ETN에 대한 일괄신고서류를 제출하였음. 해당 상품은 미국 CBOE(시카고옵션거래소)에 상장되어 있는 S&P500 VIX선물의 일별 수익률을 -0.5배 추적하는 ETN임. 즉 변동성을 매도하는 상품이며, 일반적인 인버스 배율인 -1.0배보다 기초자산 대비 민감도를 절반으로 축소한 상품임.

신고서류를 종합하면, ETN의 만기일은 2025년 3월 또는 2026년 3월로 2~3년 만기형 상품이며 환노출과 환헤지 상품으로 구분할 수 있음. 일괄신고서류가 제출되어 공시되었기 때문에, 변동성 매도 ETN이 조만간 KRX에 상장될 것임.

VIX선물 인버스(-0.5배) ETN 신고현황

발행사	ETN명	만기일	환헤지
삼성	삼성 인버스 0.5X S&P500 VIX S/T선물 ETN	2025년 3월21일	환노출
신한	신한 인버스 0.5X S&P500 VIX S/T선물 ETN	2026년 3월20일	환노출
미래	미래에셋 인버스 0.5X S&P500 VIX S/T선물 ETN(H)	2025년 3월21일	환헤지
하나	하나 인버스 0.5X S&P500 VIX S/T선물 ETN(H)	2025년 3월21일	환헤지
한투	TRUE 인버스0.5X S&P500 VIX S/T선물ETN(H)	2025년 3월21일	환헤지

참고: 각 발행사의 일괄신고추가서류 참조
자료: 전자공시시스템, 삼성증권

KRX VIX ETN 현황: 현재 S&P500 VIX선물 정배율 ETN은 국내 KRX ETN 시장에 4종이 상장되어 거래되고 있음. S&P500 VIX선물 정배율 ETN은 미국 S&P500 주식시장의 급변동으로 주식투자 위험이 고조되는 상황에서 변동성 상승으로 수익을 얻을 수 있는 상품임. 해당 상품은 VIX선물 중 최근월물과 차근월물 선물의 성과를 추적하는 '단기(short term)' 상품임.

미국 CBOE(시카고옵션거래소)에서 산출하는 S&P500 VIX 지수는 소위 '공포지수'라고 불리우며, 주식시장이 급락하는 구간에서 변동성이 상승하는 현상을 지수화하였음. 변동성지수 VIX의 미래 가격분포를 대상으로 거래하는 VIX선물이 상장되어 있으며, VIX선물 ETN은 해당 선물의 성과를 추적하는 상품임.

VIX선물 정배율 ETN 현황

ETN	현재가(원)	월 성과(%)	시총(백만원)	만기일
삼성 S&P500 VIX S/T 선물 ETN	20,390	11.6	20,390	'25년3월10일
신한 S&P500 VIX S/T 선물 ETN D	20,380	11.0	122,280	'25년3월10일
대신 S&P500 VIX S/T 선물 ETN	12,020	11.0	12,020	'24년 9월6일
QV S&P500 VIX S/T 선물 ETN D	20,360	11.6	40,720	'25년3월10일

참고: 3월23일 종가기준, 삼성/신한/QV는 3월6일 신규상장, 월성과는 3월6일 대비 3월22일 종가 기준
자료: KRX, 삼성증권

변동성 매도로 수익을 얻을 수 있는 ETN: 기존 VIX선물 정배율 ETN이 주식시장의 투자위험이 높아지는 변동성 상승국면에서 포트폴리오 헤지수단 또는 변동성 상승으로 수익을 얻을 수 있는 트레이딩 수단으로 활용되었음. 앞으로 VIX선물 인버스 ETN의 상장으로 변동성이 하락 반전하거나 정체를 보이는 구간에서 새로운 수익을 창출할 수 있는 투자수단으로 활용될 수 있음.

미국 변동성 ETP와 VIX선물 이해

미국 VIX선물 연계 ETN 상장 현황: 미국에 상장된 VIX선물 관련한 ETP는 단기(short term) 상품과 중기(mid-term) 상품 등으로 구분됨. 거래가 활발한 상품은 모두 단기 VIX선물을 활용한 ETP임. UVXY는 VIX선물 일별 수익률의 +1.5배 레버리지 효과를 추구하며, SVXY는 VIX선물 일별 수익률의 -0.5배 인버스 효과를 추구하는 상품임. 단기 VIX선물의 일별 수익률을 그대로 추종하는 정배율 상품(VXX, VIXY)도 유동성이 높은 편임.

반면 중기 VIX선물을 활용하는 ETP는 상대적으로 거래가 부진함. 중기 VIX선물은 3~6개월 이후에 형성될 S&P500지수의 변동성에 대해 거래를 하는 것이기 때문에, 변동성 수준에 대해 상대적으로 낮은 확신과 둔감한 반응이 불가피함. 따라서 중기 VIX선물을 활용한 ETP는 구조화상품의 헤지 등 전문 기관투자자 중심으로 거래됨.

변동성 ETP 상장현황

Symbol	Name	Assets (USD)	ADV (주수)	Leveraged	YTD (%)	Issuer
UVXY	ProShares Ultra VIX Short-Term Futures ETF	501,551,000	51,024,617	1.5x	-20.26	ProShares
VXX	iPath Series B S&P 500 VIX Short-Term Futures ETN	324,937,000	3,344,183	1.0x	-10.52	Barclays Capital
SVXY	ProShares Short VIX Short-Term Futures ETF	280,960,000	2,520,739	-0.5x	2.45	ProShares
VIXY	ProShares VIX Short-Term Futures ETF	241,878,000	7,973,687	1.0x	-10.90	ProShares
SVOL	Simplify Volatility Premium ETF	199,022,000	156,607	Variable	1.67	Simplify
UVIX	2x Long VIX Futures ETF	87,541,700	2,983,865	2.0x	-30.00	Volatility Shares
SVIX	-1x Short VIX Futures ETF	94,960,200	3,085,833	-1.0x	0.68	Volatility Shares
WEIX	Dynamic Short Short-Term Volatility Futures ETF	2,817,500	3,107	-1.0x	1.61	Dynamic Shares
VIXM	ProShares VIX Mid-Term Futures ETF	72,191,600	97,366	1.0x	-9.12	ProShares
VXZ	iPath Series B S&P 500 VIX Mid-Term Futures ETN	48,035,400	47,869	1.0x	-9.28	Barclays Capital

참고: 3월23일 기준
자료: ETFdb, 삼성증권

VIX선물 구조: CBOE에서 발표하는 S&P500 VIX는 가상만기 30일의 옵션에서 관찰되는 옵션가격에서 변동성 수준을 추출하는 구조임. VIX는 향후 30일간 S&P500이 얼마나 변동할 것인지를 투자자들이 평가하는 것을 의미함. 만일 VIX가 20%라고 한다면, 앞으로 한달동안 주가가 20%(연율기준)의 등락을 보일 것이라는 예상하는 투자자가 지배적이라고 할 수 있음.

VIX는 가상만기 옵션에서 추출한 수치이기 때문에 시황지표로서 활용할 수 있음. 변동성의 고저를 수치로 파악하고 이를 고려하여 투자 의사결정을 진행할 수 있음. VIX선물이 도입된 이후에는 변동성 자체를 자산(asset)으로 거래할 수 있음. 변동성의 상승과 하락을 예상한 투자자들이 VIX선물로 매수/매도 거래를 실행할 수 있음.

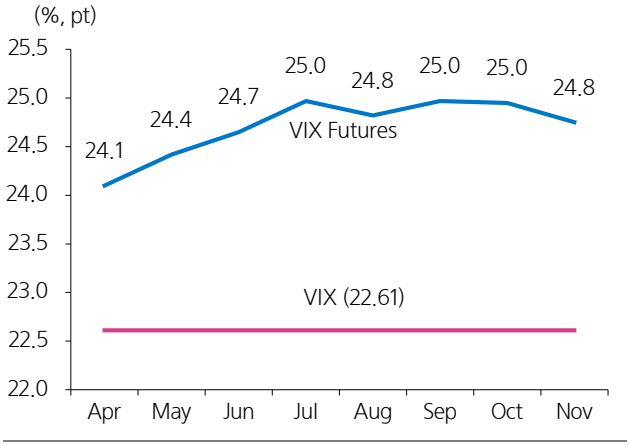
CBOE에 상장된 VIX선물은 만기 1개월부터 만기 11개월물이 상장되어 있음. 하단의 그림은 3월23일 종가기준으로 형성된 VIX선물의 기간구조(term structures)임. 올해 상반기까지는 점진적인 우상향 패턴을 보이고 하반기에는 변동성이 다소 진정되는 것을 기대하는 양상임.

VIX선물은 VIX의 미래를 거래하는 투자상품이기 때문에, 당장 발생한 시장충격에도 불구하고 미래에서 변동성이 진정될 가능성이 높다면 VIX의 등락폭에 비해 VIX선물의 반응이 둔감할 수 있음. 또한 단기물은 시장충격을 즉각적으로 반영하지만 중장기물은 현재의 충격이 소진될 가능성까지 반영할 수 있기 때문에 민감도가 낮음.

VIX선물의 기간구조는 정상적인 시장상황에서 단기물보다 중장기물의 가격이 높게 형성되는 경향이 높음(Contango). 상식적으로 만기가 멀수록 불확실성이 높기 때문임. 다만 일시적으로 주식시장의 충격이 발생하게 되면, 단기물이 중장기물보다 높게 형성되는 역조(backwardation) 현상이 발생할 수 있음.

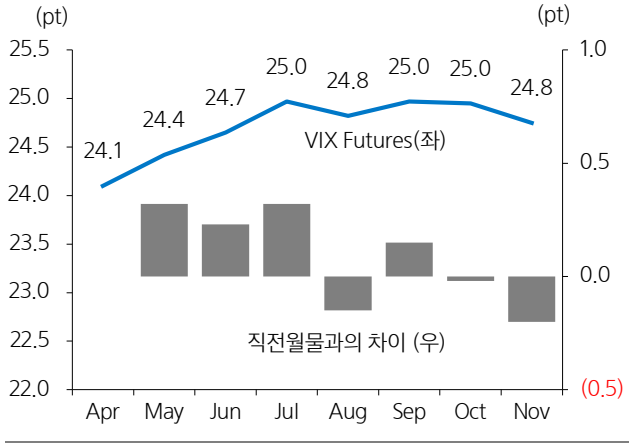
월물 간 가격차이를 보여주는 하단 우측의 그림을 보면, 4월물과 5월물, 5월물과 6월물, 6월물과 7월물의 가격차이는 평균 +0.29pt 수준임. 현재 시점에서 차근월물로 이월할 경우 0.3pt 내외의 이월비용(roll-over-cost)가 발생할 수 있음. 예를 들어 VIX선물 매수포지션을 4월물에서 5월물로 roll-over한다면, 4월물 가격의 1.3%에 해당하는 비용을 감수해야 함. 반대로 매도포지션을 4월물에서 5월물로 roll-over한다면, 4월물 가격보다 1.3% 높은 가격으로 5월물을 매도하기 때문에 수익을 기대할 수 있음.

VIX와 VIX선물 (3월 23일 종가기준)



자료: CBOE, Bloomberg, 삼성증권

3월23일 현재 VIX선물의 월물 간 차액



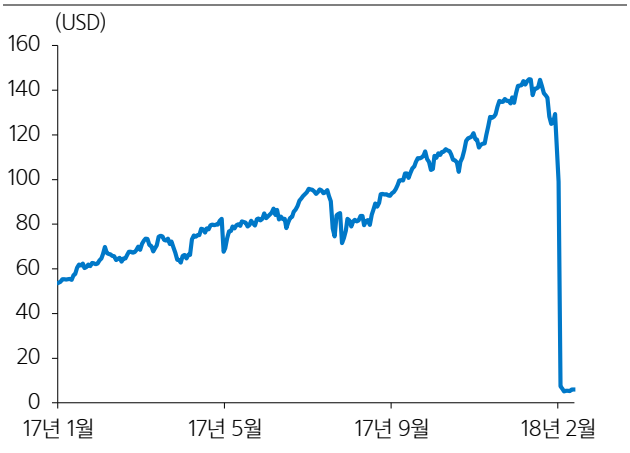
자료: CBOE, Bloomberg, 삼성증권

변동성 폭등 시 VIX인버스 ETP의 위험

2018년 Volatility Shock: 2018년 2월5일 미국 S&P500은 전일대비 -4.1% 폭락하였으며 VIX는 115% 폭등하였음. 당일 발표된 1월 미국 노동지표가 매우 견조한 상황임을 확인하면서 미국 연준의 긴축 공포가 극단적으로 표출되었음. 이후 2월 중순까지 VIX의 고공행진이 이어졌음.

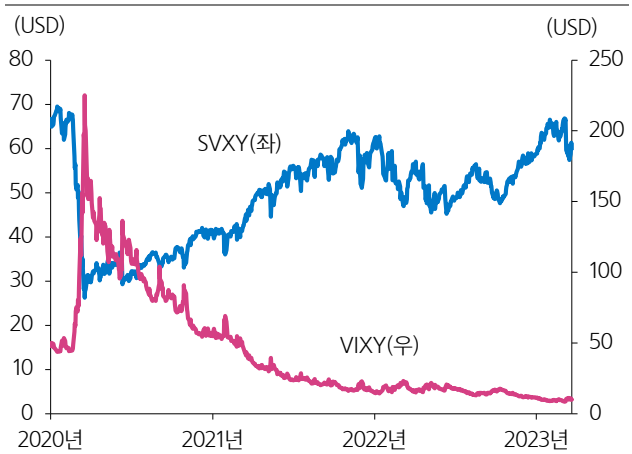
VIX의 폭등으로 당시 VIX선물 인버스 ETN이었던 XIV(VelocityShares Daily Inverse VIX S/T ETN)은 직전일 115.5달러에서 2월5일 99달러로 하락하고 6일에는 7.3달러로 폭락하였음. 2월5일 거래가 중단되면서 가격 하락이 멈추었으며, 6일에 폭락하였음. 변동성 폭등과 VIX의 가격폭락으로 정상적인 상품운영이 어려워진 발행사(Credit Suisse)는 XIV를 강제 청산하였음.

2018년 Volatility Shock (XIV ETN의 폭락 경험)



참고: XIV는 2018년 2월15일 이후 청산되었음.
자료: Bloomberg, 삼성증권

2020년 이후 SVXY와 VIXY의 장기 성과



자료: Bloomberg, 삼성증권

SVIX(ProShares Short VIX Short-Term Futures ETF) 역시 2018년 2월 사태 이후 인버스 배율을 -1.0배에서 -0.5배로 하향조정하였음. 변동성의 속성상 일정률의 등락이 아닌 기하급수적인 등락이 발생하기 때문에, 변동성 폭등 시 변동성 매도 상품의 손실이 급증할 수 있음을 확인하였기 때문임.

물론 변동성의 폭등이 빈번하게 발생하지 않기 때문에, 장기간의 성과를 보면 변동성 매도 ETP 상품의 성과는 양호한 편임. SVXY(-0.5배)와 VIXY(ProShares VIX Short-Term Futures ETF, +1.0배)의 2020년 이후 장기성과를 살펴보면, 2020년 3월 COVID-19 충격으로 글로벌 주식시장이 폭락하고 변동성이 폭등하는 시기에 VIXY는 급등을, SVXY는 급락을 경험하였음. SVXY의 경우 2020년 2월 일평균 가격은 63달러이었지만, 3월 평균가격은 35달러로 -45% 하락한 반면, VIXY는 2020년 2월 일평균 51달러에서 3월 일평균 145달러로 3배만큼 상승하였음.

따라서 변동성이 일시적으로 급등하는 국면에서 변동성 매도 상품은 원금손실의 위험에 노출되어 있으며, 막대한 손실이 발생할 수 있음을 주의해야 함.

변동성 매도 상품의 필요성: 2020년 1분기 이후 변동성 폭등이 진정되고 주식시장이 장기간 상승흐름을 보이면서 SVXY는 우상향 패턴을 기록한 반면 VIXY는 약세를 지속하였음. 2020년 3월 말 대비 2021년 말까지 SVXY는 +98%의 상승률을 기록한 반면 VIXY는 -90% 하락하였음. 변동성 매수상품인 VIXY는 주가의 지속적인 하락으로 인해 2021년 5월 4:1 병합을 시도하기도 하였음.

변동성은 주식과 달리 "평균회귀(mean-reverting)현상"이 강한 속성을 보임. 변동성이 일시적으로 폭등한 이후에는 하락 안정화되며, 일상적인 주식시장 국면에서 변동성은 정체 상태를 보이는 편임. 따라서 주식시장 급락과 변동성 폭등을 대비하는 변동성 매수상품은 일시적인 기회를 얻는 반면 변동성 매도 상품은 일상적인 시기에 수익을 얻을 수 있는 상품임.

VIX선물 롤오버: VIX단기선물(short-term Futures) 인버스 ETP는 직전 최종거래일부터 다음 최종거래일까지 최근월물에서 차근월물로 매일 일정 비율로 이월하는 방법론을 취하고 있음(S&P VIX Short-Term Futures daily Index). 인버스 ETP의 경우 매일 일정비율로 차근월물을 매도하고 최근월물을 매수하는 형식으로 VIX 선물포지션을 운용함. 반면 정배율 이상의 ETP의 경우 매일 일정비율로 차근월물을 매수하면서 최근월물을 매도하는 형식임. 참고로 VIX선물의 최종거래일은 결제월물 익월 세번째 금요일의 30일전 수요일임.

일상적인 주식시장 국면에서는 VIX선물의 기간구조가 우상향하는 속성을 보이기 때문에, 최근월물보다 차근월물 선물가격이 높은 편임. 따라서 변동성 매수 ETP는 낮은 최근월물을 매도하면서 높은 차근월물을 매수하여 일정한 roll-over cost가 발생함. 반대로 변동성 매도 ETP는 낮은 최근월물을 매수하면서 높은 차근월물을 매도하기 때문에 carry 수익이 발생함. 변동성 매수상품인 VIXY가 장기간 손실이 누적되는 이유는 roll-cost가 가격에 반영되기 때문이며, 변동성 매도 상품인 SVXY가 변동성이 상대적으로 높게 유지된 2022년에도 정체를 유지한 것은 선물매도로 Carry 수익이 반영되었기 때문임.

결과적으로 참조지표인 VIX와 VIX선물 ETN은 롤오버 효과로 인해 성과차이가 발생할 수 있음. 금번에 상장되는 VIX선물 인버스(-0.5배) ETN의 일괄신고서류에도 해당 상품의 투자위험요소로 roll-over 위험을 모두 거론하였음. 예를 들어 최근 5년간 VIX는 +12.69% 변동하는 동안 금번 상장되는 인버스(-0.5배) ETN의 기초지수인 S&P500 VIX Short-Term Futures 0.5X Inverse Daily Index ER은 같은 기간 +32.12% 변동하여, (+)의 롤오버 효과가 발생하였음을 제시하였음. 또한 2017년 VIX가 연간 14.1% 하락한 반면 변동성매수 ETN (VIIX, VelocityShares Daily Long VIX S/T ETN, 상장폐지)은 70.6% 하락하는 (-) 롤오버 효과도 제시하였음.

Market Data (3월 24일 현재)

KOSPI200 Big & Mini 선물 거래동향

(계약수)	외국인	금융투자	투신	연기금
Big선물 당일 순매수	(9,990)	4,385	(41)	179
Big선물 누적포지션*	(18,340)	5,387	15,344	174
Mini선물 누적포지션**	(9,939)	9,492	(72)	0
전체 누적포지션***	(20,328)	7,285	15,330	174

참고: * Big선물 누적포지션은 2023/3/10부터 순매매의 누적임
** Mini선물 누적포지션은 2023/3/10부터 순매매의 누적임
*** 전체 포지션은 Big선물누적 + Mini선물누적/5로 산출함
자료: KRX, 삼성증권

Big선물 6월물 기술적 지표 (pt, %)

피봇 2차 지지	311.90	지수 3일 MA	315.60
피봇 1차 지지	313.60	지수 5일 MA	314.66
피봇 포인트	315.15	지수 10일 MA	312.28
피봇 1차 저항	316.85	지수 20일 MA	314.14
피봇 2차 저항	318.40	볼린저밴드 상당	315.14
최근 5일 고가	316.70	볼린저밴드 하단	309.42
최근 5일 저가	310.80	%b 지표	1.03

참고: 지수 이동평균선은 전일 종가를 금일 개장 가격으로 의제하여 산출. 볼린저 밴드는 지수 10일 이동평균선을 기준으로 함
자료: KRX, 삼성증권

Volatility Data (%)

(대표) Imp. Vol 현재	17.59	His. Vol 현재	16.40
Imp. Vol Max (5일 중)	18.65	His, Vol 5일전	16.40
Imp. Vol Min (5일 중)	17.58	His, Vol 20일전	16.40
Imp. Vol Max (20일 중)	21.62	His. Vol Max(20일중)	16.40
Imp. Vol Min (20일 중)	16.50	His. Vol Min(20일중)	18.40

참고: Historical Volatility는 30일간 수익률의 연율화된 표준편차
자료: KRX, 삼성증권

KOSPI200 Big & Mini 옵션 투자자별 매매동향

		외국인	금융투자	투신	기타법인
Call	누적 (계약)	(19,453)	23,135	(9,325)	(854)
	누적 (백만원)	(2,612)	13,977	(2,096)	(1,607)
Put	누적 (계약)	117,983	34,500	(30,141)	(19,697)
	누적 (백만원)	(11,307)	14,053	(3,512)	(1,021)

참고: 누적 포지션은 2023/3/10 이후부터 집계함
자료: KRX, 삼성증권

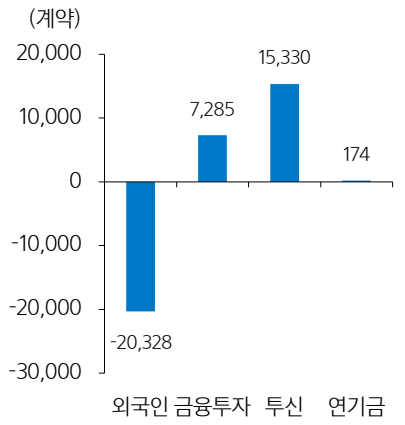
Market Data (3월 24일 현재)

외국인, 3월물 만기 이후 매도 우위 지속

- 외국인, Big선물 + Mini선물 합하여 -2.0만계약 순매도 기록
- 주식시장 약세와 변동성 고조에 대응하기 위해 선물매도 대응
- 글로벌 금융시장 변동성 확대에 대한 변동성 헤지 차원에서 선물 매도
- 외국인 선물매수 반전 시 주식시장 기술적 반등 가능

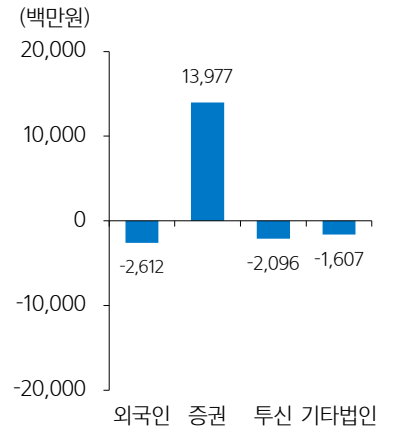
- 증권, Big 옵션 대상 대규모 양매수 진행 (직전 3월물과 유사한 패턴 지속)
- 증권, Mini 옵션 대상 합성선물 매도포지션 축소
- 외국인, 주식시장 하락에도 불구하고 고평가된 OTM Put옵션에 대해 매도 대응

선물 투자자별 매매동향(Big+Mini)



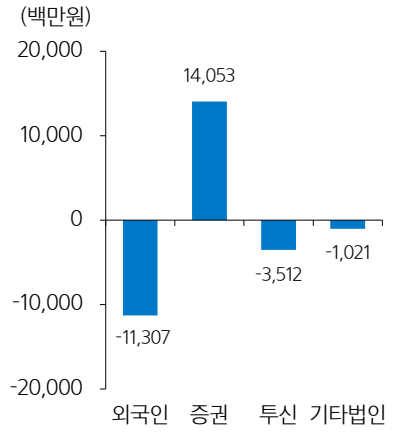
참고: 2023/3/10 이후 순매수 누적
Mini선물은 2023/3/10 이후 순매수 누적
자료: KRX, 삼성증권

Call옵션 투자자별 매매동향(Big+Mini)



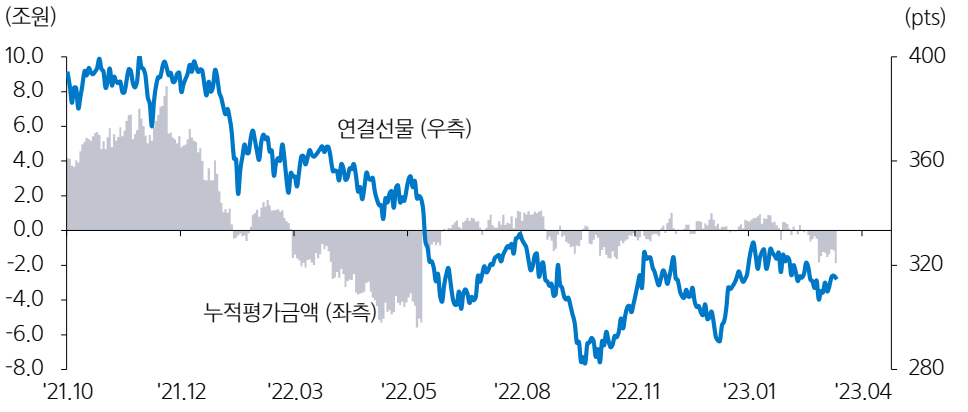
참고: 2023/3/10 이후 순매수 누적, 거래대금 기준
자료: KRX, 삼성증권

Put옵션 투자자별 매매동향(Big+Mini)



참고: 2023/3/10 이후 순매수 누적, 거래대금 기준
자료: KRX, 삼성증권

외국인투자자 장기누적 선물포지션 (3월 24일 현재 -1.8조원 순매도 추정)



참고: 최근월물 기준 정규(Big+Mini)+야간('20년 4월 이후 중단)+Roll-over 반영, '17년 3월 27일 이후 거래승수 조정 반영
자료: KRX, 삼성증권

삼성 Investment Risk Index

투자위험 평가지표: 삼성 투자위험지표 (삼성 IRI)

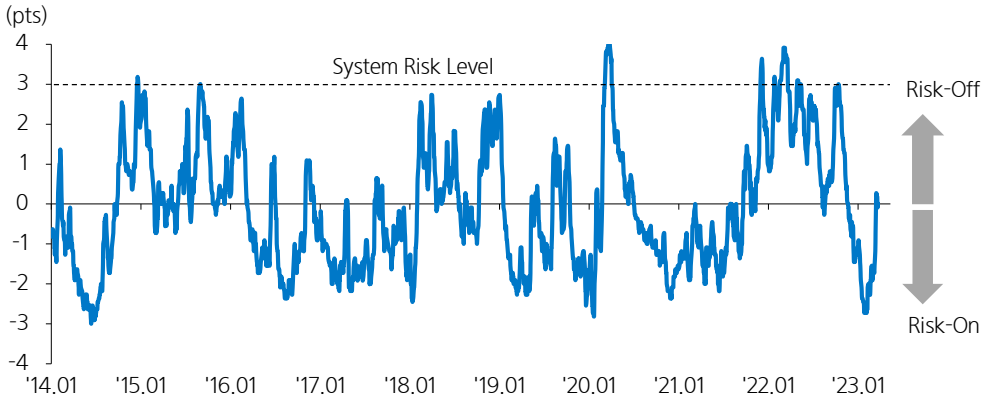
- 자료 참조: 전균, "삼성 Investment Risk Index" (2015.2.4 발간)
- 금융시장 변동성과 자금동향, 수급동향을 종합한 투자위험 평가지표
- 기준선 상회는 Risk-Off 국면, 기준선 하회는 Risk-On 국면
- 일상적으로 감내 가능한 등급은 +2.0pt 이하
- +3.0pt 이상은 시스템위기 고조
- +2.0pt ~ +3.0pt 구간에서는 위험선호도에 따라 보수적/적극적 상황별 대응 필요

※ 삼성투자위험지수는 금융시장의 위험수준 확대/축소를 파악하기 위해 개발됨
위험고조국면(+3pt 이상)에서 역행전략(주식매수)을 위한 투자신호로 해석할 경우 투자성과를 보장할 수 없음

삼성투자위험지수, 불안정한 회색지대

- 삼성투자위험지수, 기준선까지 급격히 반등하였음
- 미국 채권시장 변동성지표, 가장 큰 폭의 상승으로 Risk-off 단계 진입
- 선진국 주식시장 변동성지표, 급등락 반복하면서 불안정한 보합권 유지
- 국내외 신용위험지표, 2월 중 선행 반등 이후 3월에는 상대적으로 안정적 흐름
- 주식시장 변동성 진정 시 삼성투자위험지수 하락 반전 가능
- 자산별 변동성지표의 전염 여부가 Tail risk

삼성투자위험지수



자료: Bloomberg, KRX, 삼성증권

구성항목별 월별 일평균 수준

(지수)	2023년 1월	2023년 2월	2023년 3월
VIX(미국)	(2.58)	(2.10)	(0.71)
VKOSPI(한국)	(1.53)	(1.35)	(0.88)
VSTOXX(유럽)	(3.05)	(2.25)	(0.29)
VXEEM(EM)	(1.95)	(2.20)	(1.65)
MOVE(미국채권)	(1.63)	(2.55)	1.76
FX Vol(환율)	(0.37)	(1.50)	(1.76)
회사채스프레드(한국)	(0.26)	(3.15)	(3.00)
EMBI+ Spread(신흥국)	(2.42)	(2.75)	(1.35)
IG CDX(미국)	(2.63)	(2.80)	(0.94)
CDS 스프레드(한국)	(0.53)	(1.35)	(1.00)
Fund Flow(아시아)	(2.84)	(2.30)	(0.41)

참고: 3월 23일 종가 기준 자료: 삼성증권

시장변동성 관련 Data

변동성지수, 18%대까지 하향 안정화

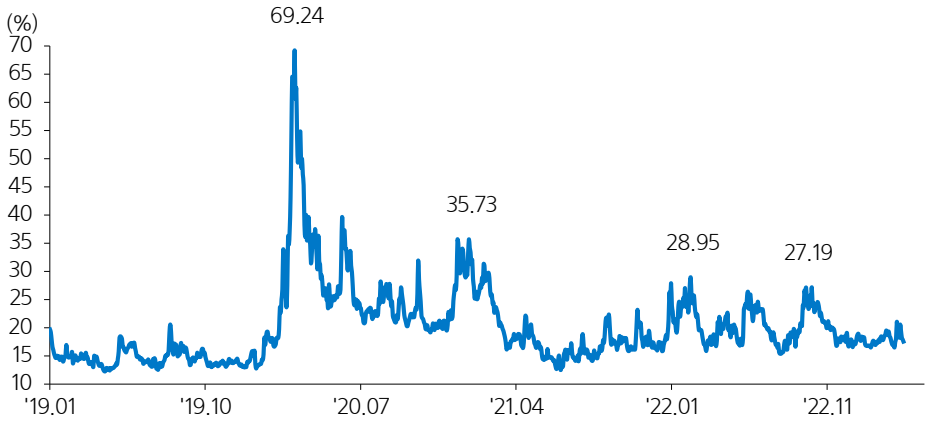
- 글로벌 금융시스템 불안정성이 다소 진정되면서 VKOSPI 하향 안정화
- 향후 시스템위험 차단이 확인되면 VKOSPI는 16% 수준까지 추가하락 가능

VKOSPI반영 KOSPI200 예상 등락구간

(pt)	5일	10일	15일	20일	25일	30일
Up	316.78	317.80	318.59	319.26	319.84	320.37
Down	311.82	310.80	310.01	309.34	308.76	308.23

참고: 3월 24일 종가 기준
자료: KRX, 삼성증권

VKOSPI 추이

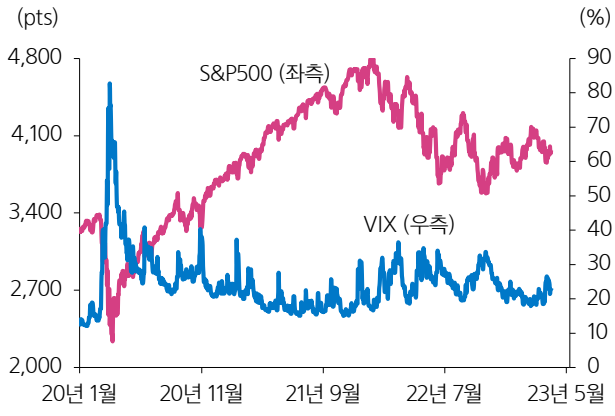


자료: KRX, 삼성증권

변동성지수 및 SKEW 반등 이후 진정

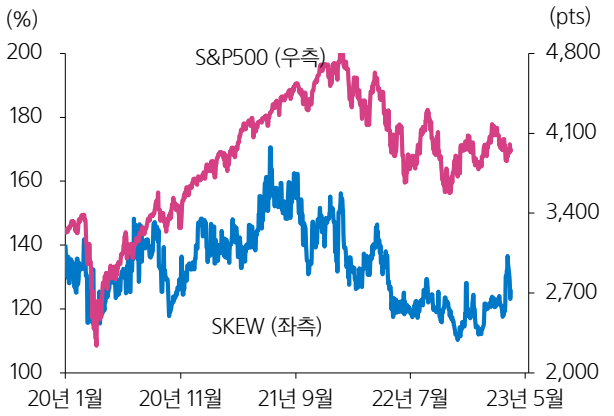
- SVB사태와 CS 유동성위험에 대한 당국의 개입으로 주식시장 진정과 변동성 하락 반전
- SKEW, 일시적으로 급등하였지만 직전 수준으로 하향

미국 S&P500과 변동성지수 VIX



자료: CBOE, Bloomberg, 삼성증권

미국 S&P500과 SKEW지수



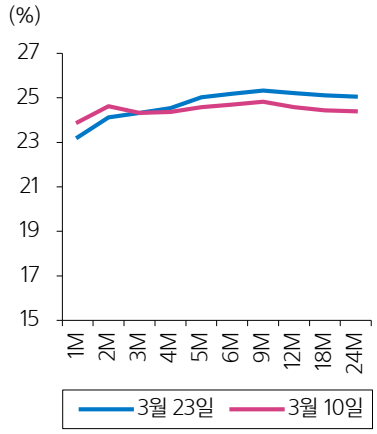
자료: CBOE, Bloomberg, 삼성증권

분산 스왑(Variance Swap) 기간구조

분산스왑 기간구조, 전반적인 변동성 상승세

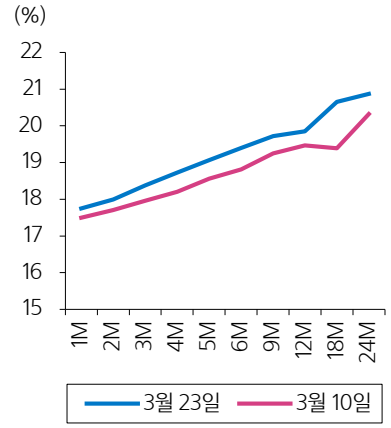
- SVB 파산과 CS 사태 등으로 단기 변동성뿐만 아니라 중장기 변동성도 동반 상승
- 한국과 유럽, 3월 초에 비해 중장기 변동성이 추가 상승
- 미국과 홍콩, 단기변동성의 상승 이후 평탄화 지속
- 일본, BOJ와 엔화 급등락 등으로 단기 변동성 상승 압박
- 금융권 유동성위험 진정 여부에 따라 중장기 변동성 하락 반전 가능
- 시스템위험 전이 차단에 대한 시장의 기대감 충족여부가 관건

S&P500 Variance Swap Term-structure



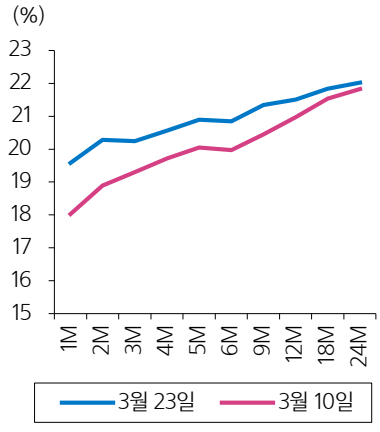
자료: Bloomberg, 삼성증권

KOSPI200 Variance Swap Term-structure



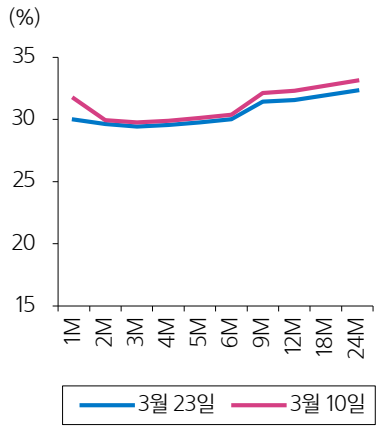
자료: Bloomberg, 삼성증권

Nikkei225 Variance Swap Term-structure



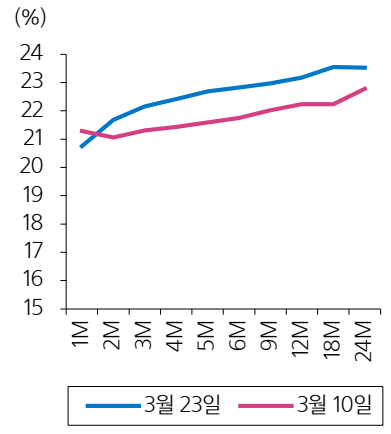
자료: Bloomberg, 삼성증권

HSCEI Variance Swap Term-structure



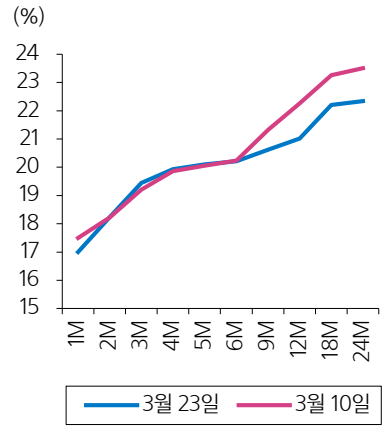
자료: Bloomberg, 삼성증권

Stoxx50 Variance Swap Term-structure



자료: Bloomberg, 삼성증권

TWSE Variance Swap Term-structure



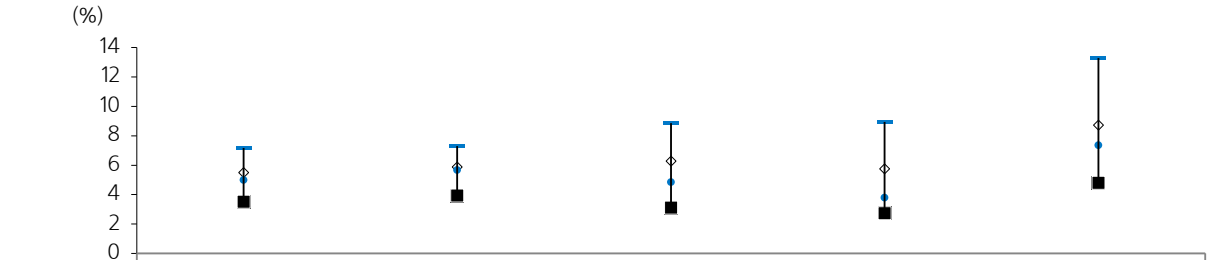
자료: Bloomberg, 삼성증권

주식시장 역사적 변동성 분포

(KOSPI & KOSDAQ) 3월 글로벌 금융시장의 급락과 반등이 반복되면서 대형주 중심으로 변동성이 상승하였음. KOSPI 대형주는 글로벌 채권 및 외환시장의 뉴스에 가장 민감하게 반응하며, 3월 중 글로벌 매크로 변수가 동시다발적으로 발생함에 따라 KOSPI 대형주의 변동성이 가장 높게 형성되었음. 반면 KOSPI 소형주는 상대적으로 시장의 관심을 갖지 못하면서 가장 낮은 변동성 수준을 기록함. 변동성이 높은 구간에서는 소형가치주 등 안정적인 주가흐름을 보이는 대상을 발굴할 필요가 있음.

(KOSPI 산업지수) 비금속업종의 역사적 변동성이 1년 중 최고 수준을 기록하였음. 2차전지 밸류체인에 포함되는 대형주들이 속해 있는 비금속업종이 최근 급변동을 보이면서 변동성도 급등하였음. 반면 의약품과 유통, 전기가스와 운수창고 업종의 역사적 변동성은 1년 중 최저 수준을 경신하였거나 근접하는 약세를 기록하였음. 주식시장이 전반적으로 급등락을 반복하는 변동성 국면임에도 불구하고 방어주 성격의 업종은 안정적인 변동성 상황을 연출하였음.

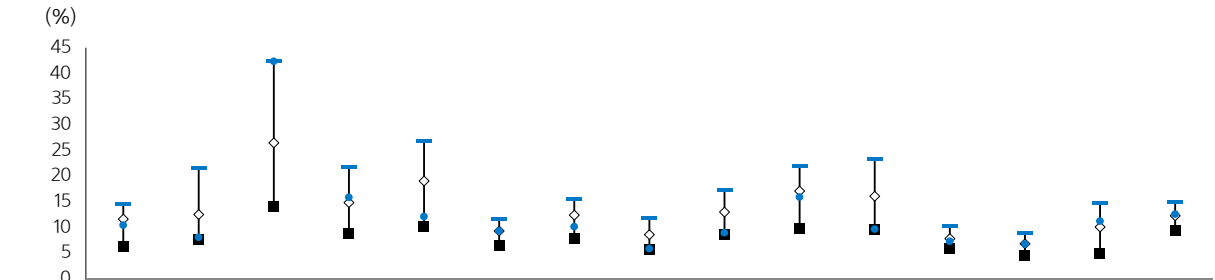
KOSPI 시가총액규모 지수 및 KOSDAQ 역사적 변동성 분포



	KOSPI	대형주	중형주	소형주	KOSDAQ
◇ 1Y 평균	5.50	5.88	6.29	5.77	8.73
– High	7.17	7.30	8.85	8.93	13.27
■ Low	3.52	3.95	3.13	2.75	4.82
● Now	5.00	5.68	4.86	3.81	7.36

참고: 일별 시/고/저/종가를 대상으로 Garman-Klass 변동성산출방식을 적용함. 60일간 변동성을 연율화함, 3월 23일 현재
자료: KRX, 삼성증권

KOSPI 산업지수 역사적 변동성 분포



	화학	의약품	비금속	철강	기계	전기전자	운수장비	유통	전기가스	건설	운수창고	통신	금융	증권	보험
◇1Y 평균	11.65	12.52	26.47	14.82	19.06	9.31	12.42	8.59	13.02	17.09	16.08	7.84	6.82	10.09	12.28
–High	14.55	21.69	42.36	21.71	26.84	11.61	15.56	11.77	17.38	21.93	23.42	10.24	9.00	14.75	14.91
■Low	6.30	7.71	14.05	8.73	10.12	6.43	7.83	5.61	8.60	9.72	9.69	5.79	4.58	4.90	9.30
●Now	10.42	8.07	42.36	15.86	12.08	9.29	10.13	5.85	8.98	15.92	9.69	7.31	6.77	11.19	12.61

참고: 일별 시/고/저/종가를 대상으로 Garman-Klass 변동성산출방식을 적용함. 60일간 변동성을 연율화함, 3월 23일 현재
자료: KRX, 삼성증권

주식시장 Data

- 글로벌 금융시스템의 Tail risk가 불거지면서 글로벌 주식시장의 동반 하락과 변동성 상승이 발생하였음. 특히 미국과 일본, 중국 주식시장의 상관성이 올해 들어 가장 높아졌음. 선진국과 신흥국의 동조성이 글로벌 금융시스템 위험 고조로 인해 높아진 결과임. 반면 한국은 중국과의 상관성이 상대적으로 낮은 편임. 최근 중국 주식시장의 급등락에 비해 상대적으로 한국 주식시장은 빠르게 진정된 결과로 판단됨.
- N일후 예상 지수대는 직전 주가 추세와 변동성을 동시에 고려하여, 해당 상황이 지속될 것을 가정하여 변동 가능한 주가패턴의 상단과 하단을 추정하는 것임. 현재 예상 지수대는 3월 초반의 하락과 3월 후반의 기술적 반등이 중첩되면서, 중앙확산형 패턴을 형성함. 예상 지수대의 상하단 저항/지지선의 돌파 여부가 향후 새로운 추세의 모멘텀으로 작용할 것임.
- 연기금, 3월 중 5,000억원에 육박하는 KOSPI200 현물 순매수 기록함. 2022년 4월 순매수 이후 10개월만에 순매수 반전. 3월 주가 급락 시 주식비중 일부 확대 추정. 외국인과 금융투자는 3월 중 각각 6,000억원 이상의 순매도 기록. 외국인은 프로그램매매 제외 시 비프로그램매매에서는 순매수 기록함. 개별주식에 대한 Active 매수가 이어짐.

지수별 기술적 지지/저항대

	KOSPI	K200
종가	2,414.96	314.30
피봇 2차 저항선	2,442.19	318.64
피봇 1차 저항선	2,433.34	317.20
피봇 포인트	2,415.62	314.30
피봇 1차 지지선	2,406.77	312.86
피봇 2차 지지선	2,389.05	309.96
20일중 MAX	2,475.73	321.92
20일중 MIN	2,346.11	304.63

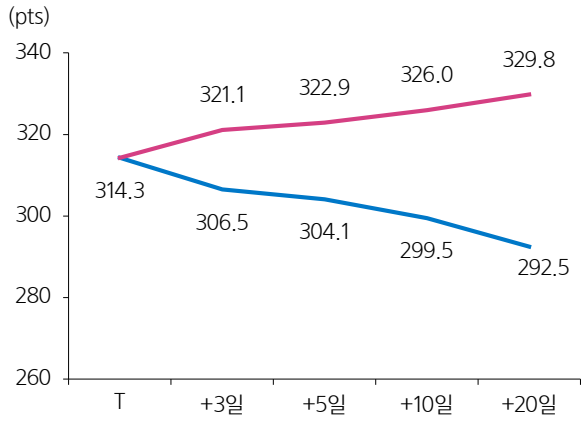
참고: 3월 24일 현재
자료: KRX, 삼성증권

시장별 상관관계 분석

	KOSPI	KOSDAQ	Nasdaq	N225	중국상해	HSCEI
KOSPI						
KOSDAQ	0.90					
Nasdaq	0.72	0.78				
N225	0.27	0.24	0.45			
중국상해	0.08	0.25	0.46	0.18		
HSCEI	0.48	0.48	0.42	-0.15	0.55	
변동성(%)	17.34	21.79	27.63	16.13	14.83	28.00

참고: 60일 일별 수익률의 상관계수
자료: KOSCOM, 삼성증권

KOSPI200 예상 지수대 전망



참고: 지수의 변동성과 신뢰수준을 고려한 상하단 예상 지수대 전개
자료: KRX, 삼성증권

투자자별 KOSPI200 연간 순매수

(십억원)	2022년	2023년
외국인	(1,193)	5,574
개인	14,964	(3,362)
금융투자	(823)	(3,661)
투신	(4,785)	(269)
은행	(1,826)	59
보험	(1,004)	57
연기금	(6,210)	314

참고: 3월 24일 현재, 투신은 사모 포함
자료: KRX, 삼성증권

차익거래 관련 Data

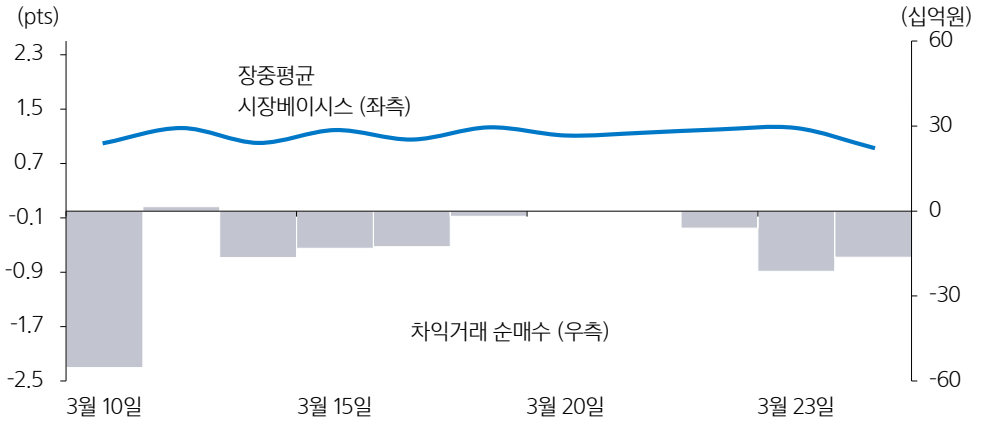
선물 시장베이시스, +1.0pt 하회 시작

- 3월 중반까지 6월물 시장베이시스 +1.0pt 유지하였지만, 3월 후반에는 +1.0pt 하회 시작
- 4월물 Mini선물 시장베이시스, -0.5pt 내외로 저평가 지속
- 3월 말 분기배당 이후 배당액지수 감액 시 시장베이시스 반등여부 주목
- 시장베이시스 축소 진행으로 금융투자의 차익매도 출회 빈번

외국인, 3월 대규모 비차익 순매도 기록

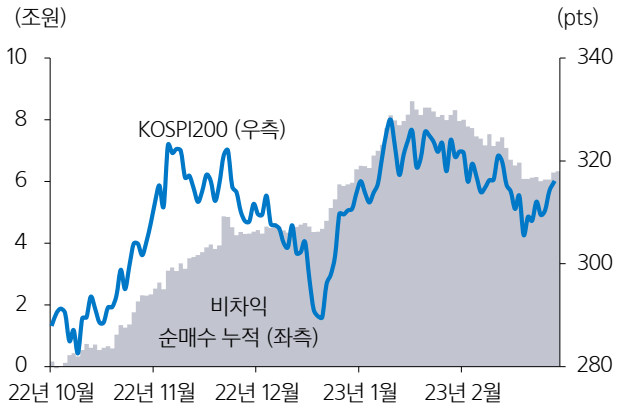
- 외국인, 1월~2월 비차익 순매수에서 3월 순매도로 반전
- 3월 말까지 1조원 이상의 비차익 순매도 발생 가능
- 프로그램매매 이외에서는 순매수 기록 (개별주식 Active 매수 지속)
- 연기금, 3월 들어 비차익 순매도 재개

시장베이시스와 일별 차익거래 순매매



참고: 시장베이시스는 장중 평균, 3월물 만기일 이후
자료: KRX, 삼성증권

비차익거래 누적과 KOSPI200



참고: 2022년 10월 이후 누적
자료: KRX, 삼성증권

투자자별 프로그램매매 월간 추이

(십억원)	증권	보험	투신	연기금	외국인
차익					
10월	(312)	(17)	(196)	(2)	49
11월	19	14	(12)	(2)	292
12월	213	8	8	(27)	(44)
'23년 1월	(310)	(1)	(64)	(1)	241
'23년 2월	(325)	3	(75)	(1)	(45)
'23년 3월	(343)	0	(92)	(25)	(15)
비차익					
10월	(108)	22	(27)	(299)	1,534
11월	693	(62)	(134)	(411)	3,436
12월	207	158	(57)	(133)	(668)
'23년 1월	(346)	69	(156)	(133)	3,988
'23년 2월	26	(64)	(521)	6	162
'23년 3월	294	(41)	(88)	(135)	(842)

참고: 투신은 사모포함, 3월 24일 현재 자료: KRX, 삼성증권

Compliance notice

- 본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확히 반영되었습니다.

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

NCSI KS-SQI KCSI KCPI Interbrand Best Korea Brands 2021

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA