DERIVATIVES WEEKLY

2026. 1. 23

ETP 전략팀

전균 Derivatives & ETP Strategist
gyun.jun@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

VKOSPI 30%는 뉴노멀인가

상방위험에 민감해진 투자심리

- 연초이후 주식시장이 신고가를 경신하는 가운데 VKOSPI 일평균 33.6% 기록함. 주가 상승과 변동성 고조가 동반하는 이례적인 현상이 펼쳐짐.
- '25년4분기부터 OTM옵션의 내재변동성이 상승압력 받음. 과도한 상승 기울기로 '상방위험'에 민감해진 투자심리가 반영된 VKOSPI 급등임.
- 시장 제도적/구조적 한계로 발생한 착시현상일수도 있지만 Rerating된 한국 주식시장에 반응하는 New Normal로 이해할 수 있음.

사상 최고 경신하는 주식시장과 비례적으로 높아지는 VKOSPI

VKOSPI 30%: VKOSPI는 KOSPI200옵션시장에서 관찰되는 시장의 투자심리 지표임. 주식시장의 하락시 변동성지수가 상승하는 경향이 높은 반면 주식시장 상승시에는 안정적인 흐름을 보이는 편임. 그럼에도 불구하고 '25년 4분기 이후 KOSPI200 상승기간에 VKOSPI도 비례적으로 상승함. '25년 1~3분 일평균 VKOSPI는 21.7%를 기록하였지만 '25년4분기 31.3%, '26년1월 33.6%를 형성함. 미국 S&P500이 사상최고치를 경신함에도 VIX가 안정적인 흐름을 보이는 것과 상이한 양상임.

상방위험에 민감해진 옵션시장: 기하적인 상승 기울기를 보이는 KOSPI시장으로 인해 '상승위험'에 민감한 투자심리가 고조되었음. 옵션시장에서도 '25년 4분기 이후 Call옵션의 변동성이 Put옵션을 상회하는 경우가 빈번하게 발생하였음. 주가지수가 상승할수록 KOSPI200옵션의 행사가격 범위가 상대적으로 축소될 수 있는 시장제도가 외가격 Call옵션의 절대적인 부족을 야기함.

착시현상 vs New Normal: VKOSPI 30%는 옵션시장의 제도/구조적인 한계로 외가격 Call옵션의 고평가가 발생할 수밖에 없는 착시현상일 수 있지만, 동시에 Rerating된 한국 주식시장이 그만큼 상하방 민감도가 보다 적절하게 반영될 수 있는 New Normal이기도 함. 이전의 기준으로 변동성 상승을 기계적으로 해석할 필요가 없음.

*** 주간 KOSPI200 전망:** 단기 과열 양상의 해소방식이 중요

KOSPI200 주간 예상 밴드: 690pt (지수 20일 이평선)
~ 730pt ('25년9월~11월 상승폭 적용)

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.

삼성증권

주간 선물/옵션 시황

가파른 상승 기울기

- 미증유의 길을 가고 있는 한국 주식시장
  - KOSPI 5,000pt 도달 ('25년10월 4,000pt 도달이후 3개월만에 5,000pt 도달)
  - 급격하게 우상향 기울기를 보이는 한국 주식시장 (트렌드에서 벗어난 상승 기울기)

KOSPI200, FOMO와 FOOP(Fear of Over-Paying)의 충돌

- 과열양상 지속
  - 지수 60일 이평선과의 이격도 120% 상회
  - 거래량 수반하는 급등세로 단기 조정기회가 형성되지 못하는 상황
- 외국인, KS200선물 1월중 2.8조원 순매도
  - 단기 급등으로 변동성 증폭 → 변동성 통제 목적의 선물매도 진행
  - VKOSPI 30% 하회할 경우 매도포지션 점진적으로 해소할 것

KOSDAQ150, 대형주의 변동성 심화

- 점진적인 상승세 (중기 이평선 지지하는 상승 흐름)
  - 1,600pt의 안정적인 안착이 중요
  - 대형주(바이오, IT, 2차전지 등)의 변동성 심화
- KOSPI 급등에 따른 대안적 매수대상으로 수급 부상
  - 개인, 1월중 KQ150 주식현물 1.4조원 순매수('23년4월 이후 최대 순매수 기록)
  - 금융투자, ETF 설정을 위한 주식매수 지속

단기 과열양상의 해소 방식이 중요

- KOSPI200 예상 지수대 참조

: 저점 – 690pt (지수 20일 이평선)

: 고점 – 730pt ('25년9월~11월 상승폭에 해당하는 상승목표치)

VKOSPI 30%는 뉴노멀인가

VKOSPI 30% 상회

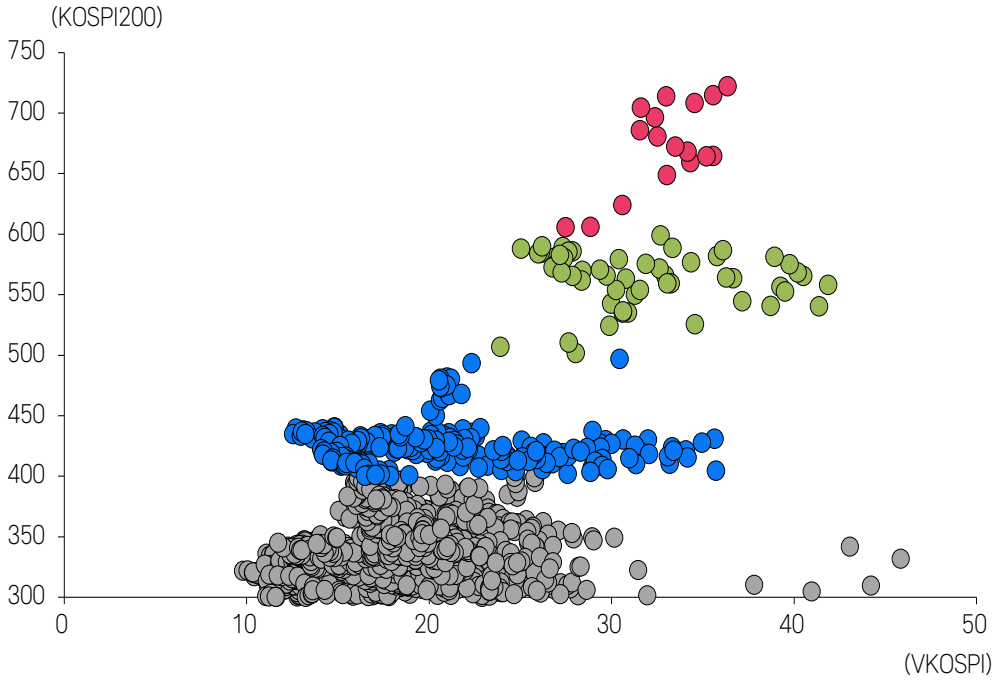
공포지수로서의 VKOSPI: 경험적으로 변동성지수가 일정 수준을 상회하는 것은 해당 기초자산의 투자위험이 고조된 것으로 해석할 수 있음. 미국 변동성지수 VIX가 20%를 상회하면 S&P500의 투자위험이 점증하였고 30% 이상으로 급등하면 보수적인 시각이 필요한 국면으로 이해함. 국내에서도 변동성지수 VKOSPI가 20% 중반까지는 일상적인 구간으로 인식하지만 30% 이상을 상회하는 구간에서는 보수적인 시장대응이 필요하다고 해석하였음.

그러나 KOSPI200이 500pt 이상(KOSPI 3,500pt 이상) 국면에서 VKOSPI가 30%를 넘는 경우가 다반사였으며, 올해 들어 15일 연속으로 30%를 넘는 상황이 지속되었음. 올해 들어 VKOSPI 일평균 수준은 33.60%를 기록하여, 2025년 일평균 24.08%에 비해 9%pt 높게 형성되었음. 사상 최고치를 연일 경신하는 강세장임에도 불구하고 VKOSPI가 30%를 상회하고 있음.

주식시장이 상승할수록 높아지는 VKOSPI: 하단의 그림을 보면, KOSPI200이 300pt~400pt 구간과 400pt~500pt 구간에서는 VKOSPI의 분포가 일평균 20% 수준에 머물렀음. 반면 KOSPI200이 500pt~600pt 구간에서 VKOSPI는 일평균 31.8%를 기록하면서 40%를 넘기도 하였음. KOSPI200이 600pt 이상 구간에서 VKOSPI는 일평균 32.9%를 기록하여 직전 단계보다 오히려 높아졌음.

KOSPI 5,000pt에 육박한 상황에서 소위 공포지수로 불리우는 변동성지수 VKOSPI가 30% 초중반을 형성하는 것은 이례적인 현상이며, 미증유의 가격대에서 발생하는 VKOSPI의 고공행진을 뉴노멀(New Normal)로 인정해야 하는 지를 심각하게 고민할 필요가 있음.

KOSPI200 300pt 이상 가격대와 VKOSPI 분포

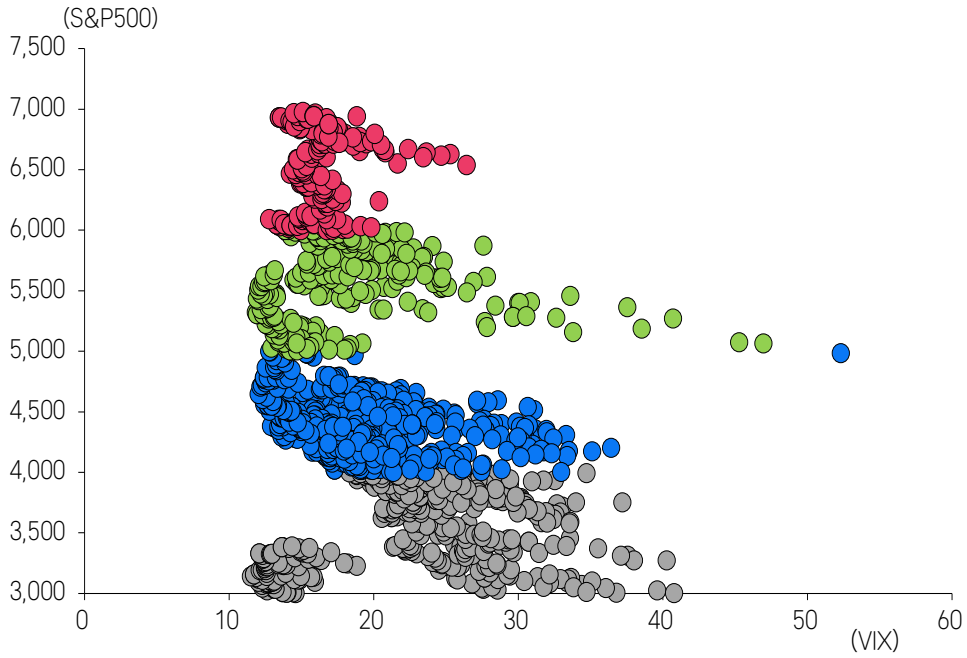


참고: KOSPI200 300~400pt는 회색, 400~500pt는 청색, 500~600pt는 녹색, 600pt 이상은 적색
자료: KRX, 삼성증권

미국 S&P500과 VIX의 관계: KOSPI200과 VKOSPI 관계가 일정 가격대 이상에서는 비례적으로 동반 상승하는 패턴을 보였던 것과 달리 S&P500과 VIX는 주식시장이 상승할수록 변동성지수가 하향안정화 되는 패턴을 보이고 있음. 하단의 그림을 보면, S&P500 4000pt~5000pt 구간에서의 VIX 분포에 비해 6000pt 이상의 구간에서의 VIX 분포가 하향 압박을 받는 양상임. S&P500이 상승할수록 VIX의 분포가 좌측으로 쏠리는 경향(하락 압력)이 강하게 나타남.

한국 VKOSPI는 미국 VIX의 방법론을 대부분 적용하고 있기 때문에 변동성지수의 산출방법이 상이하지 않음. 동일하게 사상 최고치를 경신하는 미국과 한국의 주식시장에서 변동성지수가 상이한 패턴을 보인다는 점은 이례적인 현상으로 판단됨.

S&P500 3,000pt 이상 가격대와 VIX 분포



참고: S&P500 3000~4000pt는 회색, 4000~5000pt는 청색, 5000~6000pt는 녹색, 6000pt 이상은 적색
자료: KRX, 삼성증권

변동성과 주식시장의 관계: VKOSPI 또는 VIX 등 변동성지수의 산출방식은 Call과 Put 외가격(OTM) 옵션들의 프리미엄을 기초자산 가격과 행사가격의 간격으로 가중평균(멀수록 비중이 낮아지는 방식)하여 합산하는 방식임. 주식시장의 등락이 확대되는 불안정한 국면에서는 OTM 옵션의 프리미엄이 높아지면서 변동성지수가 상승하는 경향을 보임. 특히 주식시장이 하락할 때 투자자들은 손실위험을 회피하기 위해 옵션을 비싸게 매입하는 경향을 보이고 상승할 때는 안도감을 갖기 때문에 옵션을 상대적으로 저렴하게 매입하려는 성향이 강함. 이 때문에 주식시장이 하락하는 구간에서 변동성지수가 상승하는 모습을 보이고 이로 인해 공포지수로 불리게 됨.

변동성 상승을 기계적으로 해석하면: 경험적으로 변동성지수가 30% 이상을 상회하면 보수적인 대응을 하였다는 점을 기계적으로 해석하면, 현재의 VKOSPI 수준은 주식시장의 조정을 암시하는 경고 사인으로 인식할 수 있음. 30% 중반의 VKOSPI를 단기간의 급등에 따른 기술적 조정은 물론 과도한 안도감과 쏠림 국면에서 돌발 악재로 인해 상당한 타격을 받을 수 있는 경계 지표로 해석할 수 있음. 결국 주식비중의 축소를 본격적으로 진행해야 하는 심리지표로 현재의 VKOSPI를 받아들일 수 있음.

목표변동성(Target Volatility) 전략 관점에서는 위험스러운 변동성 수준: 기관투자자들은 포트폴리오의 변동성이 일정 수준을 넘지 않도록 위험관리는 하는 목표변동성 전략을 활용함. 만일 KOSPI200 또는 KOSPI 대형주를 벤치마크로 설정한 기관투자자 입장에서는 VKOSPI의 급등은 포트폴리오의 변동성이 내부적으로 설정한 변동성 수준을 크게 상회한 것으로 인식할 수 있음.

목표변동성 전략은 포트폴리오의 변동성이 정해 놓은 수준(Target Vol)을 넘어서면 위험자산 비중의 축소나 파생상품을 활용한 베타조정 헤지를 진행하게 됨. 다시 말해 주식시장이 사상 최고치를 경신하는 상황에서 주식비중을 줄여야 하는 난감한 상황에 처할 수 있음. 올해 들어 외국인투자자들이 KOSPI200 지수선물에 대해 2.7조원에 대하는 Short 포지션을 취하고 있는 배경 중 하나가 Target Vol 전략의 일환으로 추정되는 부분임.

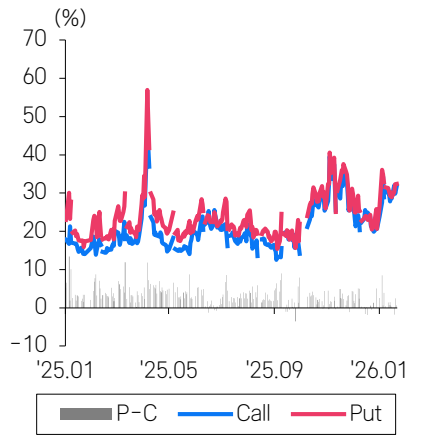
뉴노멀 vs 착시현상

'상방위험'에 민감해진 한국 주식시장: KOSPI200이 상승하는 과정에서 VKOSPI가 비례적으로 상승하였다는 점에서 단순한 경고신호로 인식하는 것은 성급한 판단일 수 있음. 오히려 작년부터 사상 최고치를 경신하는 국내 주식시장의 경우 상승 기울기가 매우 가파르기 때문에 '상방위험'에 노출되는 소위 'FOMO' 현상이 강하게 발현되고 있음. 하방위험에 민감하게 반응하는 것이 일방적인지만 미증유의 국면에 진입한 한국 주식시장의 경우 투자자들이 상방위험에도 민감한 반응을 보이는 것으로 해석됨.

'25년4분기 이후 높아진 변동성: 하단의 챠트는 KOSPI200 옵션시장에서 관찰된 외가격(OTM4, OTM3 행사가격)과 등가격(ATM) 옵션의 일별 내재변동성 추이임. '25년4월 '해방의 날'에 글로벌 주식시장이 급락하면서 옵션시장의 변동성이 폭등하였으며 이후 2분기에는 변동성이 진정된 흐름을 보였음. '25년 4분기 이후 변동성이 상승압박을 받았으며, 이전에 비해 Call옵션의 변동성이 Put옵션의 변동성 수준을 상회하는 패턴이 빈번하게 발생함.

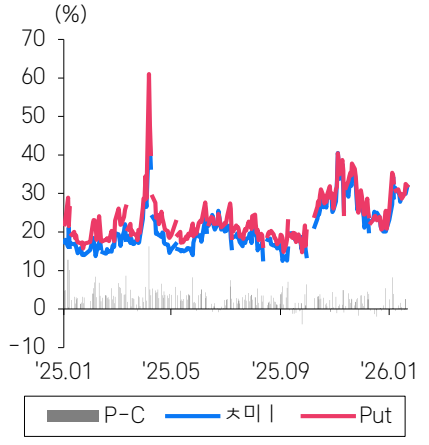
일반적으로 Put옵션의 변동성 수준이 Call옵션보다 높게 나타나는 "Volatility Smirk(왼쪽 꼬리가 올라가는 비웃음 형태)" 양상을 보임. '25년3분기까지 Put 옵션의 변동성 수준이 Call옵션보다 높게 형성되면서 "Put-Call" 변동성 편차도 'positive'를 기록하였음. 그러나 '25년4분기 이후 "Put-Call" 변동성 편차가 'negative'로 반전하는 현상이 빈번하게 발생하는 등 Call옵션이 높은 변동성을 보이는 경우가 많았음. '상방위험'을 더욱 민감하게 반응하는 옵션시장의 현상임.

OTM4 행사가격의 내재변동성 추이



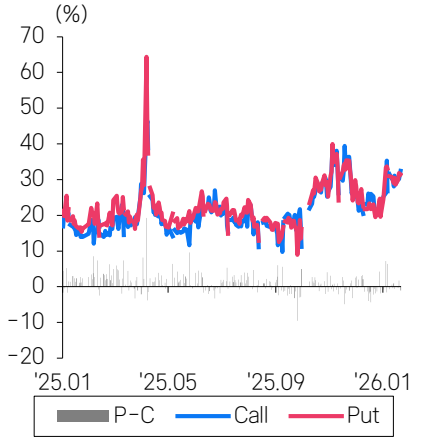
참고: OTM4는 delta 0.3~0.4 수준의 행사가격
자료: KRX, 삼성증권

OTM3 행사가격의 내재변동성 추이



참고: OTM3는 delta 0.4 수준의 행사가격
자료: KRX, 삼성증권

ATM 행사가격의 내재변동성 추이



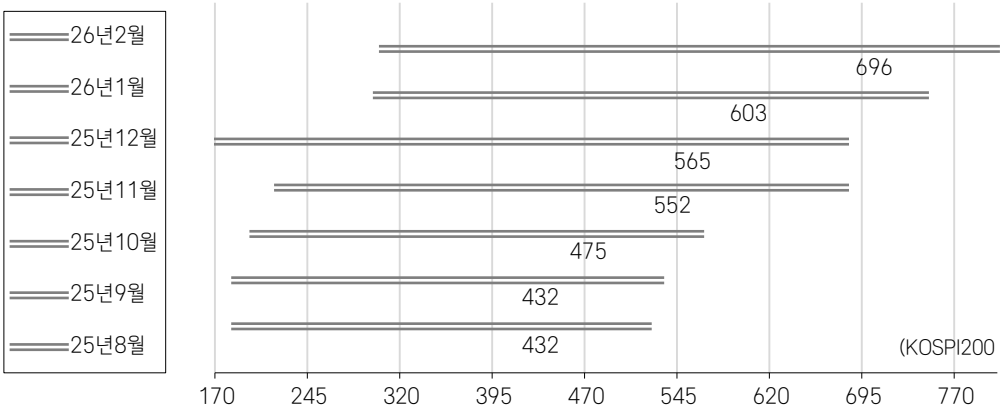
참고: ATM, KOSPI200 전일 종가와 가장 가까운 행사가격
자료: KRX, 삼성증권

외가격 Call옵션의 부족: 주식시장이 우상향 흐름을 지속함에 따라 KOSPI200 옵션의 최근월물 기준 상장된 행사가격 중 하단보다 상단이 절대적으로 부족하였음. 예를 들어 '26년2월물의 경우 최저 행사가격은 305.0인 반면 최고 행사가격은 802.5임(1월23일 기준), 1월23일 현재 KOSPI200 727pt 기준으로 외가격 Call옵션은 30개의 행사가격이 남아있는 반면 외가격 Put옵션은 169개의 행사가격이 분포함. 더구나 KOSPI200 727pt 기준으로 상방 10%의 상승(800pt)에 도달하면 가장 끝단의 행사가격 802.5pt이 등가격으로 전환될 수 있음.

절대적으로 부족한 Call옵션의 외가격 행사가격의 분포로 인해 최근처럼 '상방위험'에 민감한 투자심리를 반영하면 Call옵션의 고평가가 발생할 여지가 충분함. 외가격 Call옵션의 고평가는 VKOSPI의 상승으로 반영될 수밖에 없어 VKOSPI가 30%대를 형성하고 있음.

참고로 KRX의 KOSPI200옵션 행사가격 설정은 ATM 기준으로 상하 ±120pt의 범위로 상장하고 있음. 따라서 KOSPI200이 500pt일 때는 620pt(+24%)가 최고 행사가격으로 설정됨. KOSPI200이 700pt일 때는 820pt(+17%)가 최고의 행사가격으로 설정됨. 다시 말해 행사가격 설정원칙인 ±120pt의 범위는 KOSPI200의 가격수준이 높아질수록 등락률 기준으로 끝단의 행사가격이 ATM에 가까워지는 결과를 초래함. KOSPI200이 상승할수록 Call옵션 외가격 종목수는 절대적으로 부족해지고 결과적으로 Call 옵션의 고평가와 VKOSPI의 상승을 압박하는 상황이 전개됨.

'25년8월물 ~ '26년2월물의 행사가격 분포와 최근월물 거래기간 중 평균 KOSPI200



참고: 각 거래월물의 최저-최고 행사가격의 간격을 막대그래프로 표시함. 해당 거래월물의 최근월 거래기간 중 KOSPI200 평균가격
자료: KRX, 삼성증권

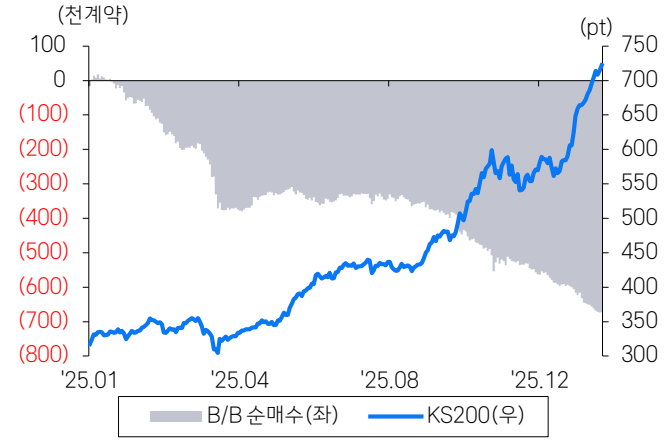
KOSPI200 옵션시장의 투자자 구성도 존재: 한국 주식시장이 사상최고치를 경신하는 와중에 VKOSPI가 30%를 상회하는 이유는 미국과 달리 국내 옵션시장의 구조와 상관된 현상일 가능성이 높음. KOSPI200 옵션의 시장참여자는 외국인과 개인, 금융투자에 국한됨. 2025년 이후 현재까지 투자자의 거래비중은 수량기준으로 외국인 67% vs 개인 26% vs 금융투자 6%이며, 금액기준으로 외국인 74% vs 개인 22% vs 금융투자 3%임. 외국인투자자의 압도적인 거래비중과 기관투자자의 거래참여 미미로 대비되는 구조임. 이에 따라 옵션매도 등 전문적인 옵션투자전략을 구사할 수 있는 기관투자자가 부재함.

개인투자자는 상대적으로 단순한 방향성 투자에 집중하는 경향이 높은 편임. 하단의 챠트는 2025년 이후 Bull-Bear 순매수 포지션의 누적을 표시하였음. Bull-Bear 순매수가 'positive'이면 Call옵션 매수와 Put옵션 매도가 Put옵션 매수와 Call옵션 매도보다 많았음을 의미하는 것으로 주식시장 상승을 겨냥한 포지션을 구축한 것임. 개인투자자는 주식시장 상승과 연동하여 Call옵션 매수 중심의 거래를 지속한 것으로 해석됨.

외국인투자자는 다양한 옵션투자전략을 구사하는 편임. High Frequency Trading부터 Volatility Trading과 Futures-Option Arbitrage, Spread 거래 등 매우 다양하 투자전략을 구사함. 하단의 챠트에서 외국인은 Bull-Bear 순포지션을 'negative'로 유지함. 대체로 급등하는 주식시장으로 Call옵션의 고평가가 상시적으로 발생하기 때문에 이에 대해 Short Vega 전략을 취한 것으로 판단됨. 또한 헤지 포지션 확보를 위한 Put옵션 매수도 상당수 유입된 것으로 판단됨.

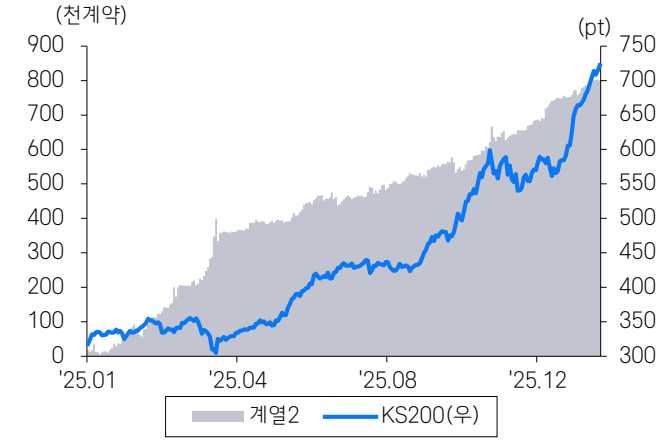
개인투자자의 Delta 트레이딩은 대부분 외가격 상품에 집중되기 때문에 외가격 옵션의 고평가를 유발하는 수급요인으로 작용함. 절대적으로 부족한 Call옵션 외가격과 개인투자자의 옵션 매수가 중첩되면서 외가격 Call옵션의 고평가를 더욱 자극하는 상황이 전개됨.

외국인투자자의 KS200옵션 Bull-Bear 순매수 누적추이



참고: Bull-Bear 순매수=(Call매수+Put매도) – (Put매수-Call매도),
만기일 결제청산을 반영하지 않은 일별 매매동향의 단순 누적치임.
자료: KRX, 삼성증권

개인투자자의 KS200옵션 Bull-Bear 순매수 누적추이



참고: Bull-Bear 순매수=(Call매수+Put매도) – (Put매수-Call매도)
만기일 결제청산을 반영하지 않은 일별 매매동향의 단순 누적치임.
자료: KRX, 삼성증권

New Normal vs 착시현상: 미국 S&P500과 변동성지수 VIX의 관계는 주식시장의 추세적 상승에 변동성의 우하향이 비례하여 나타나는 경향이 높지만 한국 KOSPI200과 VKOSPI의 관계는 시장 제도적 및 구조적 한계로 인해 주식시장의 상승과 변동성의 고조가 비례적으로 나타나는 상황을 연출하고 있음.

VKOSPI 30%는 시장 제도적/구조적 한계로 발생한 착시현상일 수 있지만 동시에 기하적으로 상승하는 주식시장의 상승탄력으로 '상승위험'에 민감해진 투자심리를 반영하는 New Normal로 해석할 수도 있음. 2010년 이후 한국 주식시장은 신흥시장임에도 불구하고 VKOSPI가 VIX를 하회하는 비정상적인 상황이 전개되었음. 주식시장의 디스카운트와 박스권 등락의 한계로 인해 변동성이 압박을 받았음. 반면 Rerating이 전개되고 있는 2025년 이후에 VKOSPI는 VIX를 크게 상회하고 있음. 상하방 위험의 진폭이 이전에 비해 크게 확대된 상황에서 VKOSPI의 레벨업은 과도기 국면에서 형성되는 정상적인 흐름으로 해석됨.

Market Data (1월 23일 현재)

KOSPI200 Big & Mini 선물 거래 동향 (주간+야간)

(계약수)	외국인	금융투자	투신	연기금
Big선물 당일 순매수	546	(3,764)	3,660	1,323
Big선물 누적포지션*	11,690	(24,317)	11,732	1,649
Mini선물 누적포지션**	5,803	(6,111)	184	0
전체 누적포지션***	12,851	(25,539)	11,769	1,649

참고: * Big선물 누적포지션은 2025/12/12부터 순매매의 누적임
** Mini선물 누적포지션은 2026/1/9부터 순매매의 누적임
*** 전체 포지션은 Big선물누적 + Mini선물누적/5로 산출함
자료: KRX, 삼성증권

Big선물 최근월물 기술적 지표 (pt, %)

피봇 2차 지지	741.90	지수 3일 MA	722.72
피봇 1차 지지	735.40	지수 5일 MA	718.94
피봇 포인트	727.00	지수 10일 MA	703.76
피봇 1차 저항	720.50	지수 20일 MA	668.03
피봇 2차 저항	712.10	볼린저밴드 상당	731.28
최근 5일 고가	734.75	볼린저밴드 하단	676.23
최근 5일 저가	694.35	%b 지표	0.96

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	34.09	His. Vol 현재	21.60
Imp. Vol Max (5일 중)	37.65	His, Vol 5일전	21.98
Imp. Vol Min (5일 중)	34.09	His, Vol 20일전	22.30
Imp. Vol Max (20일 중)	37.65	His. Vol Max(20일중)	21.60
Imp. Vol Min (20일 중)	25.78	His. Vol Min(20일중)	30.30

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

KOSPI200 Big & Mini 옵션 투자자별 매매 동향

		외국인	금융투자	투신	기타법인
Call	누적 (계약)	9,849	725	(2,392)	(1,878)
	누적 (백만원)	(94,950)	91,959	(7,089)	862
Put	누적 (계약)	40,854	2,705	(52)	(4,532)
	누적 (백만원)	45,792	(15,667)	(511)	(9,387)

참고: 누적 포지션은 2026/1/9 이후부터 집계함
자료: KRX, 삼성증권

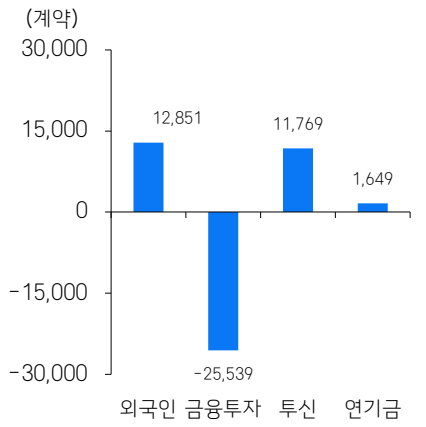
Market Data (1월 23일 현재)

외국인, 올해 들어 2.9조원 순매도

- 외국인, 주식시장 급등과정에서 선물매도 지속
- 주식시장 급등에 따른 변동성 확대 대응을 위한 Target Volatility 전략의 일환
- KOSPI200 700pt 수준에서의 이익확정을 위한 Trailing stop 매매 일부 포함
- 금융투자, 선물매도 & 현물매수로 ETF 설정 및 차익매수 확보

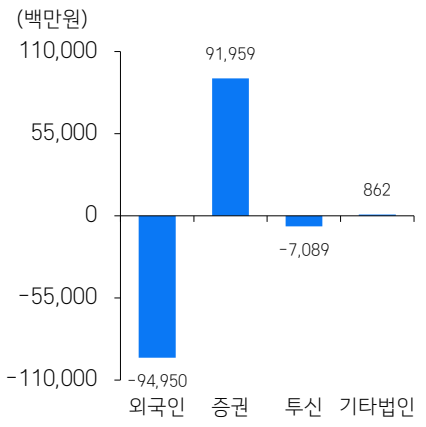
- 외국인, Call옵션 대규모 매도 → 주가급등에 따른 Call옵션 고평가 대응
- 외국인, Put옵션 매수 → 기존 매도물량의 청산 및 일부 헤지성 포지션 설정
- 증권, Long Delta 포지션 구축 vs 선물시장의 Short 포지션과 양립

선물 투자자별 매매동향(Big+Mini)



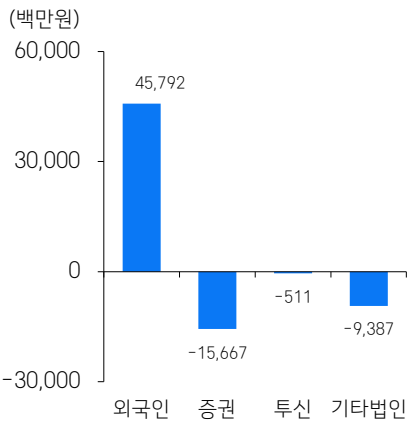
참고: 2025/12/12 이후 순매수 누적, 주간+야간 합계
Mini선물은 2026/1/9 이후 순매수 누적
자료: KRX, 삼성증권

Call옵션 투자자별 매매 동향(Big+Mini)



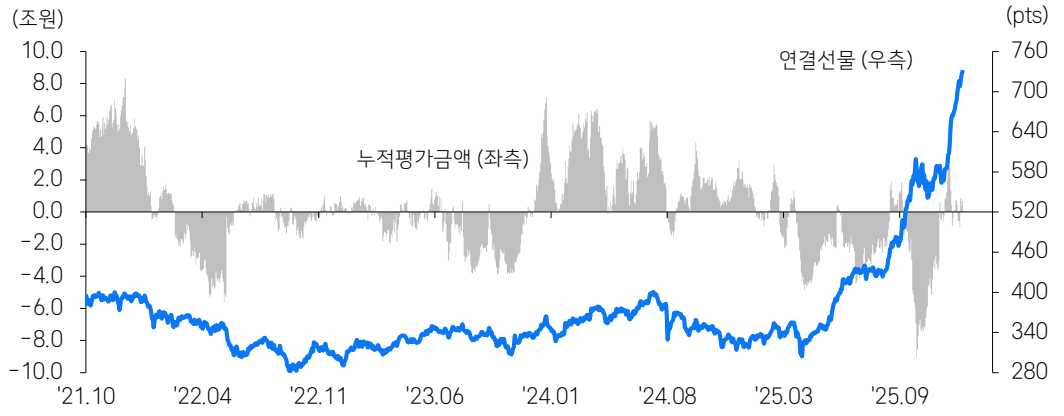
참고: 2026/1/9 이후 순매수 누적, 거래대금 기준
자료: KRX, 삼성증권

Put옵션 투자자별 매매 동향(Big+Mini)



참고: 2026/1/9 이후 순매수 누적, 거래대금 기준
자료: KRX, 삼성증권

외국인 투자자 장기누적 선물포지션 (1월 23일 현재 0.9조원 순매수 추정)



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

삼성 Investment Risk Index

투자위험 평가지표: 삼성 투자위험 지표 (삼성 IRI)

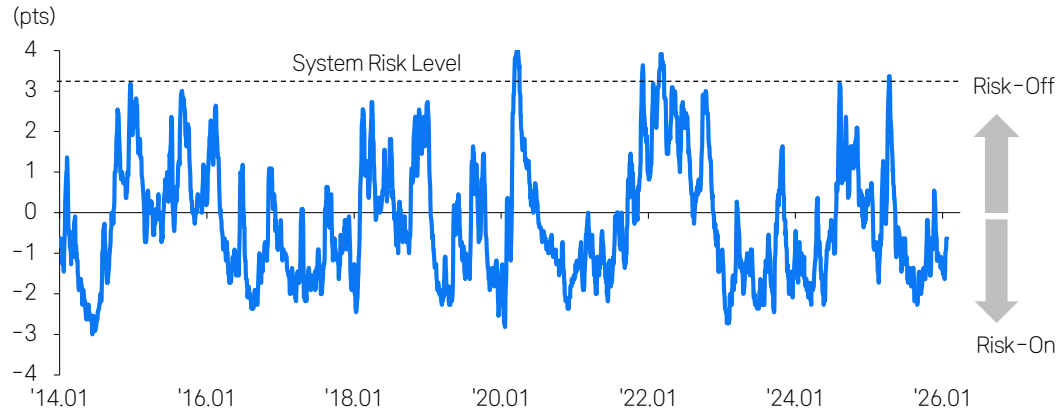
- 자료 참조: 전균, "삼성 Investment Risk Index" (2015.2.4 발간)
- 금융시장 변동성과 자금 동향, 수급 동향을 종합한 투자위험 평가지표 (등락구간 -4pt ~ +4pt)
- 기준선 상회는 Risk-Off 국면, 기준선 하회는 Risk-On 국면
- +3.0pt 이상은 시스템위기 고조

※ 삼성 투자위험 지수는 금융시장의 위험수준 확대/축소를 파악하기 위해 개발됨
위험 고조 국면(+3pt 이상)에서 역행 전략(주식 매수)을 위한 투자신호로 해석할 경우 투자 성과를 보장할 수 없음

삼성 투자위험 지수, 일부 자산에서의 균열

- 한국, 주식 변동성과 회사채 스프레드에서 Risk-Off 상황 지속
- 미국의 채권시장과 선진국 외환시장은 안정적 흐름 유지
- 글로벌 주식시장과 신용위험시장에서 Risk-On 일부 축소
- 지정학적 이슈가 잠재적인 불안정성을 자극하는 시기
- 삼성투자위험지수, 보합권으로 움직일수록 헤지 포지션 확보해야 할 것

삼성 투자위험 지수



자료: Bloomberg, KRX, 삼성증권

구성 항목별 월별 일평균 수준

(지수)	2025년11월	2025년12월	2026년1월
VIX(미국)	0.16	(1.41)	(1.38)
VKOSPI(한국)	4.00	1.14	2.38
VSTOXX(유럽)	0.16	(1.68)	(1.75)
VXEEM(EM)	1.37	(0.45)	(0.75)
MOVE(미국채권)	(1.95)	(2.55)	(3.00)
FX Vol(환율)	(2.53)	(2.86)	(2.75)
회사채스프레드(한국)	(1.79)	0.91	2.19
EMBI+ Spread(신흥국)	(3.21)	(3.00)	(3.00)
IG CDX(미국)	(0.53)	(1.00)	(1.75)
CDS 스프레드(한국)	(1.26)	(1.00)	(1.88)
Fund Flow(아시아)	(0.11)	(0.95)	(2.13)

참고: 2026년 1월 22일 종가 기준 자료: Bloomberg, 삼성증권

시장변동성 관련 Data

VKOSPI, 30% 초반 유지

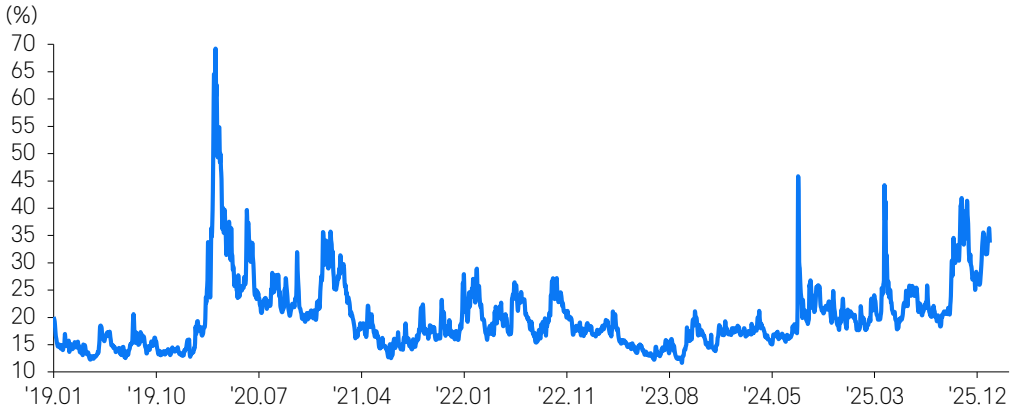
- 상방위험에 대한 민감도 고조 & 외가격 Call옵션 부족
- VKOSPI 30%를 당분간 New Normal로 인정해야

VKOSPI반영 KOSPI200 예상 등락구간

(pt)	5일	10일	15일	20일	25일	30일
Up	732.09	734.08	735.61	736.89	738.03	739.05
Down	722.49	720.50	718.97	717.69	716.55	715.53

참고: 1월 23일 종가 기준
자료: KRX, 삼성증권

한국 변동성지수(VKOSPI) 추이

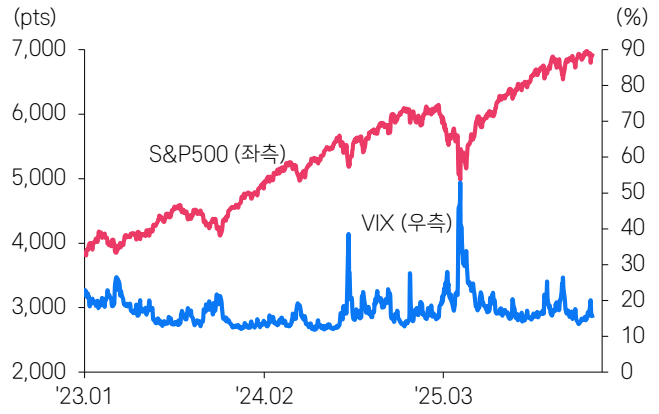


자료: Bloomberg, KRX, 삼성증권

S&P500 7000pt를 앞두고 변동성 진정

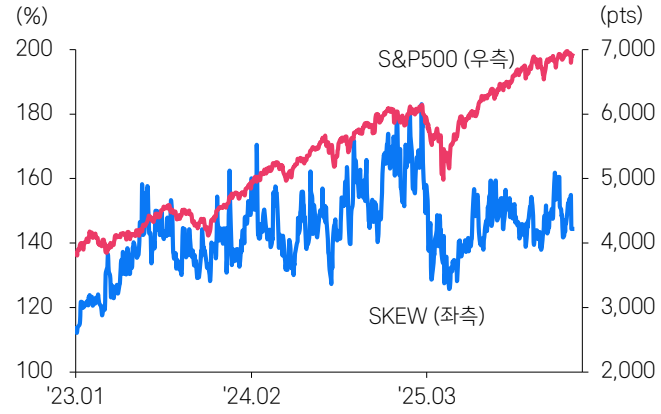
- 미국 VIX, '25년12월 일평균 15.4% → '26년1월 일평균 16.0%
- 시장외부 변수로 인한 불안정성 잠복으로 SKEW의 상승반전 가능성 높아져

미국 S&P500과 변동성지수 VIX



자료: CBOE, Bloomberg, 삼성증권

미국 S&P500과 SKEW지수



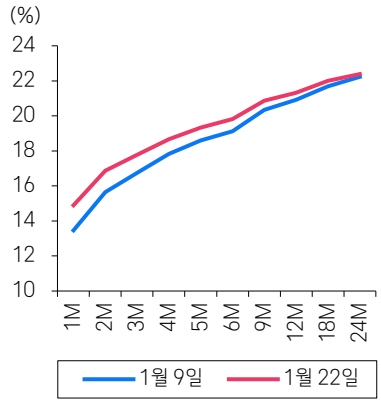
자료: CBOE, Bloomberg, 삼성증권

분산 스왑(Variance Swap) 기간구조

한국만 분산스왑 기울기 역전

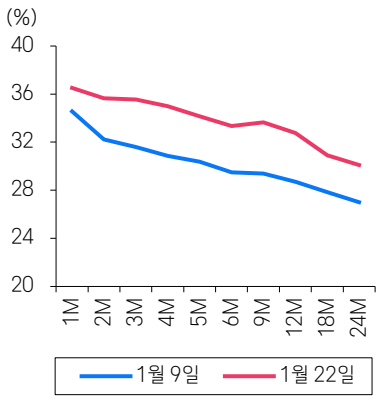
- 한국, 우하향 패턴 지속 → 단기 뿐만 아니라 중장기 변동성도 상승 시도
- 일본, 엔화 약세와 국채금리 상승으로 잠재적인 불안정성 점진적으로 상승
- 유럽, 정상적 패턴이지만 단기 변동성 소폭 반등 → 미-유럽 갈등 반영
- 홍콩과 대만, 변동성의 상대적인 안정성 유지
- 시장외부 변수가 매크로 변수를 불안정하게 만드는 형국
- Tail Risk를 대비할 수 있는 헤지 포지션 보완이 필요

S&P500 Variance Swap Term-structure



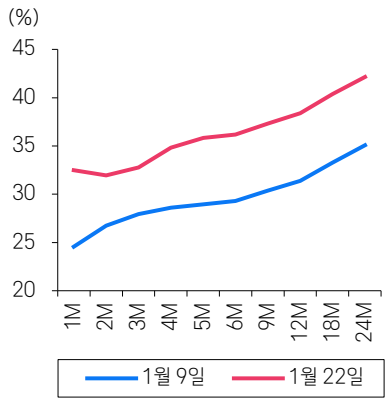
자료: Bloomberg, 삼성증권

KOSPI200 Variance Swap Term-structure



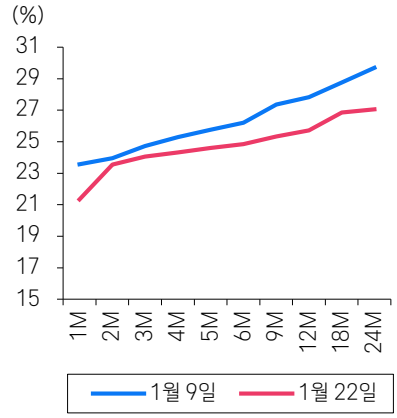
자료: Bloomberg, 삼성증권

Nikkei225 Variance Swap Term-structure



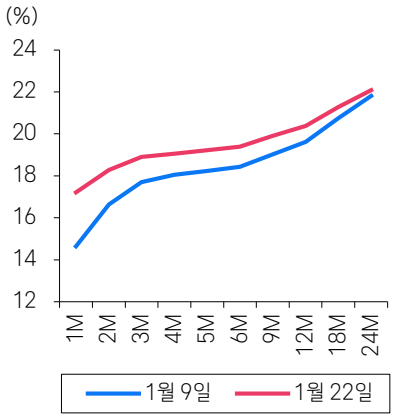
자료: Bloomberg, 삼성증권

HSCEI Variance Swap Term-structure



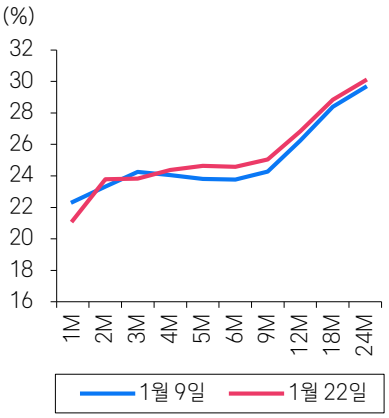
자료: Bloomberg, 삼성증권

Stoxx50 Variance Swap Term-structure



자료: Bloomberg, 삼성증권

TWSE Variance Swap Term-structure



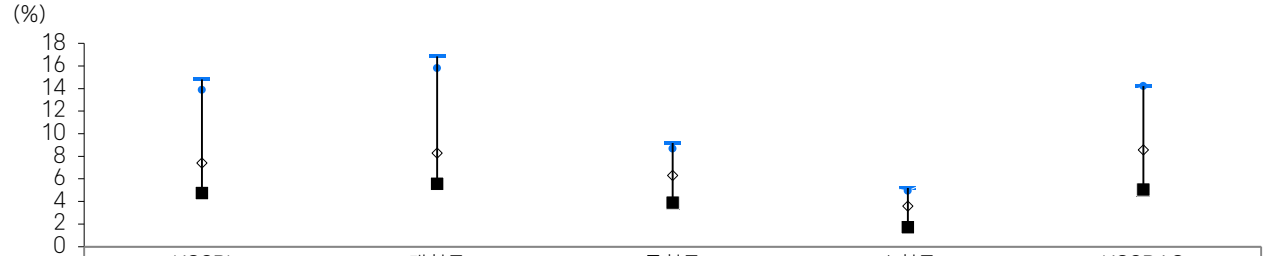
자료: Bloomberg, 삼성증권

주식시장 역사적 변동성 분포

(KOSPI & KOSDAQ) 유가증권과 코스닥 시장 모두 변동성 수준이 최근 1년중 최고치이거나 최고치에 근접한 상태임. 주식시장의 가파른 상승세가 변동성 상승을 유발하였음. 특히 KOSDAQ의 변동성은 최근 1년 최고치를 경신하여 KOSPI 중소형주에 비해 상대적으로 투자위험이 높아졌음. KOSPI 대형의 변동성이 고공행진을 지속하고 있지만 기존 평균적인 상승추세를 크게 벗어나는 상승탄력을 보였기 때문임. 즉각적인 투자위험 고조로 해석하기 어려움.

(KOSPI 산업지수) 대부분 업종의 변동성 수준이 1년중 최고치에 근접하였음. 운수장비와 전기전자, 유통과 금융 등 유가증권시장의 초대형주들이 포함된 업종의 변동성이 가장 높은 수준을 기록함에 따라 KOSPI 대형주의 변동성이 높게 형성될 수 밖에 없음. 상대적으로 시장민감도가 낮은 의약품과 비금속, 금속과 통신업종의 변동성이 최근 1년 평균 수준에 근접해 있음. 포트폴리오의 변동성 수준을 조정하기 위해서는 해당 업종의 비중을 일부 높이는 것도 고려할 수 있음.

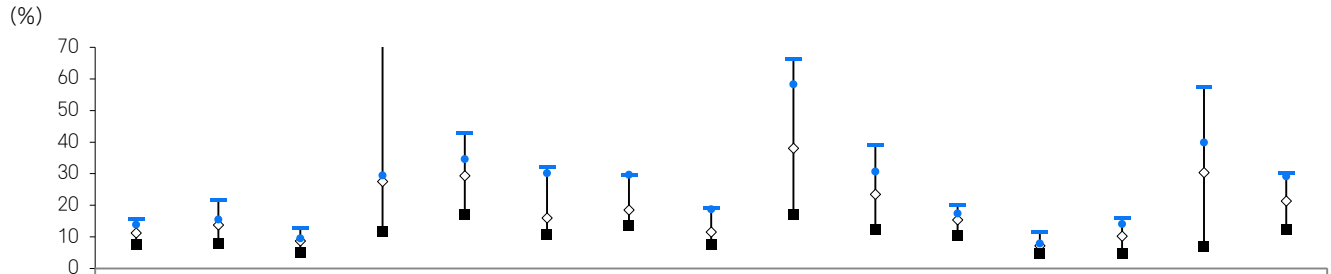
KOSPI 시가총액규모지수 및 KOSDAQ 역사적 변동성 분포



	KOSPI	대형주	중형주	소형주	KOSDAQ
◇ 1Y 평균	7.41	8.29	6.30	3.58	8.57
– High	14.81	16.86	9.18	5.20	14.23
■ Low	4.75	5.55	3.89	1.71	5.05
● Now	13.87	15.82	8.67	4.93	14.23

참고: 일별 시/고/저/종가를 대상으로 Garman-Klass 변동성산출방식을 적용함. 60일간 변동성을 연율화함, 1월 22일 현재
자료: KRX, 삼성증권

KOSPI 산업지수 역사적 변동성 분포



	화학	의약품	비금속	금속	기계	전기전자	운수장비	유통	전기가스	건설	운수창고	통신	금융	증권	보험
◇1Y 평균	11.22	13.73	8.67	27.49	29.34	16.03	18.55	11.56	38.04	23.48	15.37	7.21	10.23	30.33	21.31
–High	15.63	21.73	12.92	96.12	42.95	32.05	29.65	19.21	66.41	39.15	20.05	11.68	15.97	57.36	30.31
■Low	7.47	7.76	4.94	11.77	16.92	10.59	13.43	7.48	16.86	12.49	10.41	4.80	4.68	6.91	12.19
●Now	13.82	15.51	9.53	29.48	34.63	30.11	29.65	18.70	58.27	30.69	17.43	7.90	14.11	39.83	29.18

참고: 일별 시/고/저/종가를 대상으로 Garman-Klass 변동성산출방식을 적용함. 60일간 변동성을 연율화함, 1월 22일 현재
자료: KRX, 삼성증권

주식시장 Data

- 한국과 일본/중국 주식시장의 동조성은 높아진 반면 한국과 미국 주식시장의 상관성은 1개월전에 비해 낮아졌음. 또한 미국과 일본/중국 주식시장과의 동조성은 약화되었음. 각국의 펀드멘털 이슈(환율/정책)로 인해 시장의 각자도생이 심화되는 양상임. 한국은 실적과 환율/금리 이슈로 인해 미국과 일본 모두와 동행하는 양상을 보임. 한국 주식시장은 실적과 매크로 변수가 상충되면서도 보완적인 흐름을 보이면서 상승세를 이어가고 있음.
- N일후 예상 지수대는 직전 주가 추세와 변동성을 동시에 고려하여, 해당 상황이 지속될 것을 가정하여 변동 가능한 주가패턴의 상단과 하단을 추정하는 것임. 현재 예상 지수대는 극단적인 우상향 패턴으로 완연하게 상승장 흐름을 반영하고 있음. 기술적 조정이 발생하더라도 지지대인 720pt 수준이 지지선으로 작용할 수 있음.
- 외국인, 1월중 0.2조원 순매도 기록. 프로그램매수에서 4.9조원 순매수를 기록한 반면 삼성전자와 SK하이닉스에 대한 매도로 종목 매도 - 바스켓 매수 흐름을 보임. 급등 종목에 대한 이익실현과 함께 한국 주식 전반을 매입하는 양상 보임. 금융투자가 5조원에 육박하는 매수 기록함. ETF 설정을 위한 현물 매수가 대부분으로 추정됨. 연기금과 투신, 보험은 주식 비중 조정을 위한 매도를 지속함.

지수별 기술적 지지/저항대

	KOSPI	K200
종가	4,990.07	727.29
피봇 2차 저항선	5,054.12	740.27
피봇 1차 저항선	5,003.32	731.29
피봇 포인트	4,968.75	724.99
피봇 1차 지지선	4,917.95	716.01
피봇 2차 지지선	4,883.38	709.71
20일중 MAX	5,021.13	733.98
20일중 MIN	4,106.62	583.86

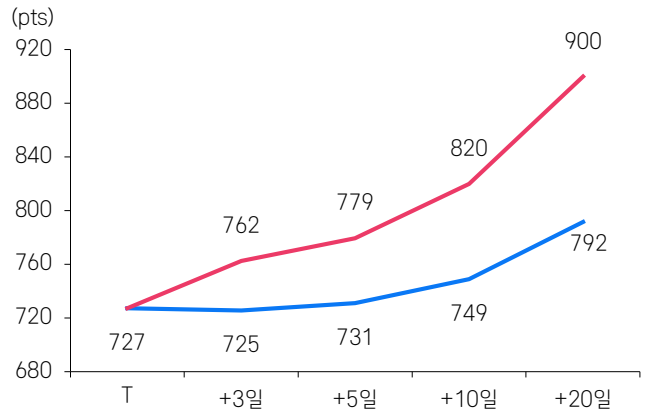
참고: 1월 23일 현재
자료: KRX, 삼성증권

시장별 상관관계 분석

	KOSPI	KOSDAQ	Nasdaq	N225	중국상해	항셍
KOSPI						
KOSDAQ	0.80					
Nasdaq	0.35	0.54				
N225	0.84	0.65	0.44			
중국상해	0.85	0.58	0.41	0.83		
항셍	0.82	0.35	0.27	0.66	0.77	
변동성 (%)	25.3	22.2	16.6	22.2	10.4	16.2

참고: 60일 일별 수익률의 상관계수, 변동성은 60일 수익률의 표준편차 연율화
자료: KOSCOM, 삼성증권

KOSPI200 예상 지수대 전망



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

투자자별 KOSPI200주식현물 연간 순매수

(십억원)	2026년	2025년
외국인	(256)	(13,053)
개인	(2,775)	(14,993)
기타	2,657	11,425
금융투자	4,969	27,849
투신	(1,916)	(6,272)
은행	43	(3,438)
보험	(1,164)	(4,467)
연기금	(1,552)	2,056

참고: 1월 23일 현재, 투신은 사모 포함
자료: KRX, 삼성증권

차익거래 관련 Data

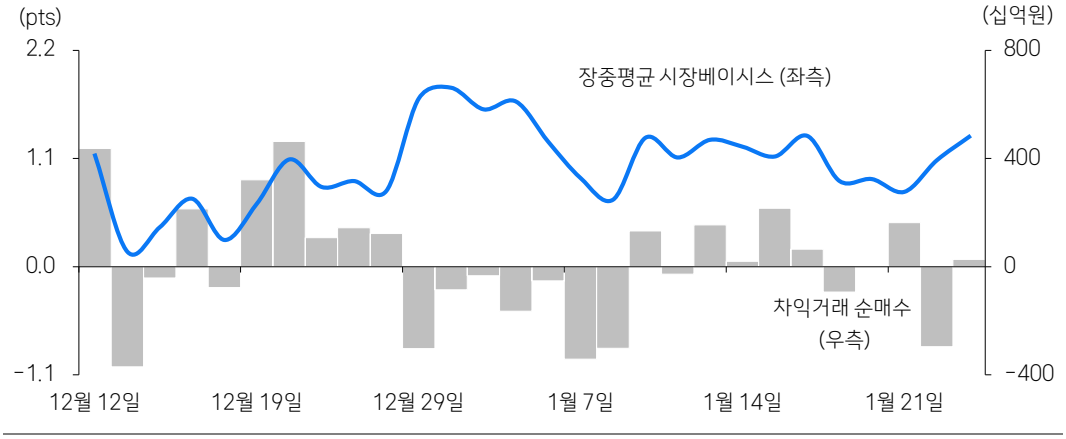
시장베이시스, 1월 중반이후 반등세로 전환

- 1월 중반까지 외국인 선물매도 압박 지속으로 시장베이시스 하락압력
- 외국인, KOSPI200 700pt 이상에서 매도압력둔화
- 시장베이시스 +1pt 상회시 차익매수 유입 가능성 높아져
- 2월 이후 2월말~3월 배당락 예정된 기업을 대상으로 차익매수 기회 추가 발생 기대

외국인, 1월 프로그램매수 대규모 유입

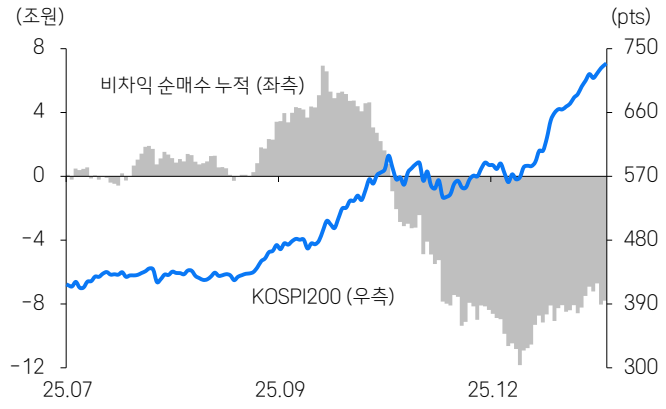
- 외국인, 바스켓으로 5조원 육박하는 순매수 기록
- 외국인, 삼성전자 등 시장대형주 매수하면서도 바스켓으로 한국 주식시장 매수 지속
- 보험과 투신, 주식 비중 조정을 위한 프로그램매도 출회
- 금융투자, 비차익 순매수 반전

시장베이시스와 일별 차익거래 순매매



참고: 시장베이시스는 장중평균
자료: KRX, 삼성증권

비차익거래 누적과 KOSPI200



참고: 2025년 7월 이후
자료: KRX, 삼성증권

투자자별 프로그램매매 월간 추이

(십억원)	증권	보험	투신	연기금	외국인
차익					
'25.8월	(52)	0	5	(3)	(21)
'25.9월	431	(21)	(116)	(18)	511
'25.10월	14	(8)	(156)	(18)	27
'25.11월	920	(3)	(62)	(2)	(4)
'25.12월	622	(1)	94	(16)	0
'26.1월	(382)	(2)	(21)	(62)	0
비차익					
'25.8월	(52)	0	5	(3)	(21)
'25.9월	187	(654)	(531)	(200)	5,563
'25.10월	(112)	(949)	(362)	(560)	(609)
'25.11월	(77)	(274)	(264)	(481)	(10,106)
'25.12월	(212)	(259)	(675)	192	1,273
'26.1월	46	(1,099)	(1,363)	(966)	4,936

참고: 투신은 사모 포함, 1월 23일 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

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