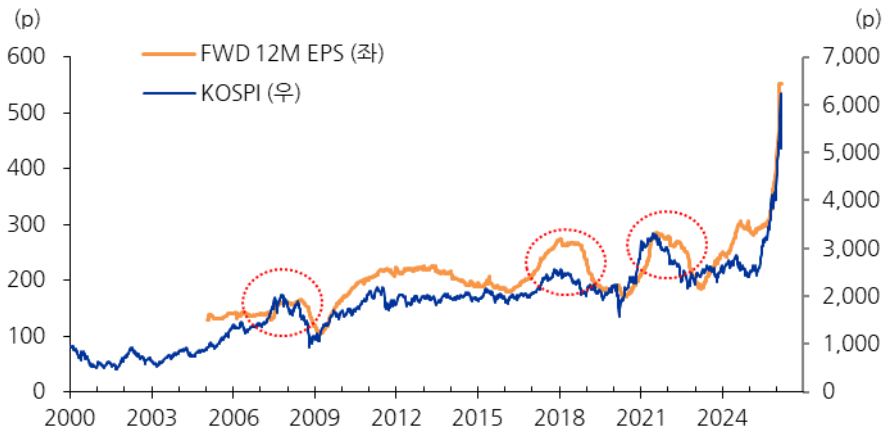
KOSPI 지지선, 변동성지수: VKOSPI 코멘트

ETF/파생상품 강송철 02)368-6153_buykkang@eugenefn.com

KOSPI 지지선

- KOSPI 올해(2026년) 영업이익은 이번주에 610조원 수준까지 상향 조정됐음. 주지하다시피 KOSPI 올해 영업이익은 작년 9월 이후 반도체를 중심으로 급격히 상향 조정됨
- KOSPI 이익 전망에 이란 전쟁에 따른 유가 급등이나 환율 급등, 이로 인한 비용 증가 등은 반영돼 있지 않을 것. 또한 과거 주가(KOSPI)와 이익 전망은 대체로 동행했지만, 변곡점은 이익 전망보다 주가가 더 빨랐음[그림 1]. KOSPI 지수가 고점 대비 -20% 가까이 조정 받은 점을 감안하면, 최소한 작년 9월 이후의 이례적인 이익 전망 상향 추세가 앞으로 계속될 것이라고 보기는 어려울 것

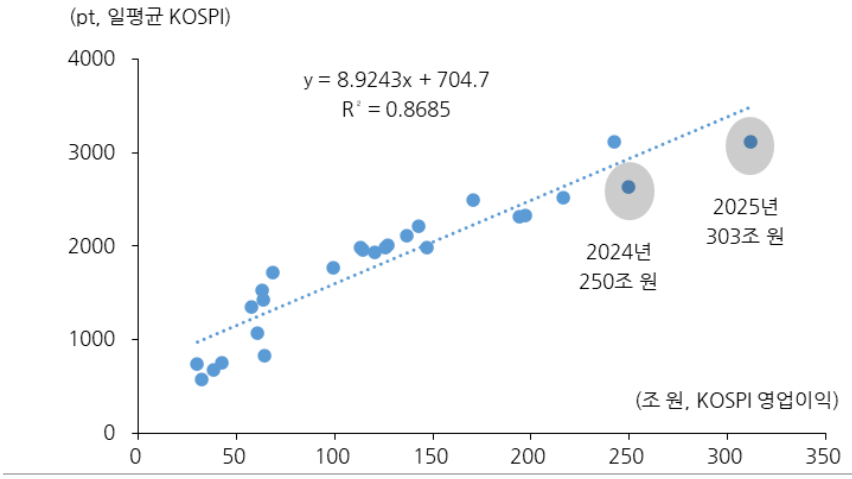
[그림 1] KOSPI, 12M fwd EPS 추이



자료: Refinitiv, 유진투자증권

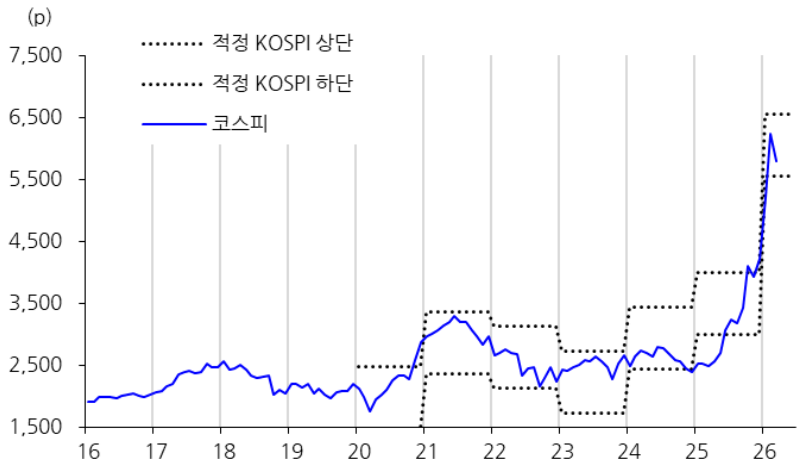
- KOSPI 지수와 KOSPI(영업)이익은 상관관계가 높음. 아직 KOSPI, 특히 반도체의 급격한 이익전망 조정을 예단하기 어렵다는 점을 감안해 올해 KOSPI 영업이익 600조원을 가정하면 적정 KOSPI 지수는 6천p로 계산됨[그림 2].
- 또한 코로나 이후(2020년 이후) 실제 KOSPI 지수는 이익으로 계산한 적정 지수를 +500p(상단), -500p(하단) 평균적으로 상회, 하회했음[그림 3]. 지수 6천p 기준 -500p 하단을 적용하면 5,500p 선임. 금일(3/4일) KOSPI 종가 5천p보다 높음.
- 물론 이란 전쟁 장기화에 따른 유가 급등 지속, 환율 변동, KOSPI 기업 이익 전망 변화 등이 반영되지 않은 빠른(quick) 계산임. 해당 수준은 또한 현재(2월말) KOSPI 12개월 예상 EPS(552p, 톰슨 자료)를 감안했을 때 P/E 10배에 해당하는 수준임, 과거 장기간(2005년 이후) KOSPI P/E 평균은 10.2배임

[그림 2] KOSPI 이익 따라 KOSPI 지수 수준 결정(2000 년~2025 년)



자료: Quantiwise, 유진투자증권

[그림 3] 적정 KOSPI와 KOSPI 지수 추이



자료: Quantiwise, 유진투자증권. 2020 년 이후. KOSPI 영업이익으로 계산한 적정지수에 ±500p 로 상단, 하단 그려 줌. KOSPI는 3/3 일 마감 수치, 5,792p

- 올해 연간 이익에 대한 것은 아니지만, 향후 12개월 예상 이익(EPS)을 기준으로 하면 KOSPI 이익 전망은 과거 고점에서 저점까지 최대 평균 -30% 하향 조정됐던 경험이 있음. 2008년 6월~2009년 3월, 2018년 6월~2019년 8월, 2022년 1월~2023년 3월에 이익 전망이 최대 -30% 이상 하향 조정됨[표 1], [그림 1]

- 현재 KOSPI 올해 영업이익 컨센서스(616조원, 3/3일 기준, 퀀티와이즈 자료)가 -20% 하향 조정된다고 가정, 영업이익 490조원을 적용하면 적정 KOSPI 지수는 5,070p로 계산됨. ±500p 상단/하단을 적용하면 하단 4,500p 수준

[표 1] 과거 KOSPI 12 개월 선행 EPS 최대 (-) 변화

12 개월 예상 이익: Max		12 개월 예상 이익: Min		이익 감소 (고점→저점, %)
월	p	월	p	
2008-06-30	164.5	2009-03-31	103.6	-37%
2018-06-29	266.6	2019-08-30	182.2	-32%
2022-01-31	275.9	2023-03-31	184.3	-33%
2026-03-06	551.9			

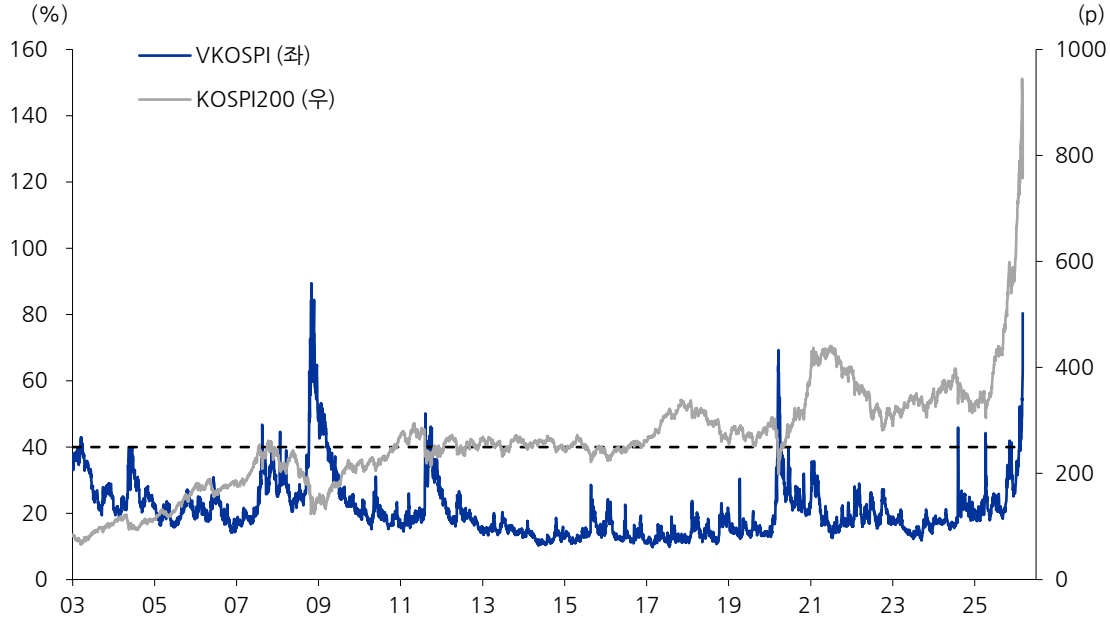
자료: Refinitiv, 유진투자증권

변동성 지수: VKOSPI 상승

- 오늘(3/4일) 변동성 지수: VKOSPI는 80으로 마감했음(80.4 마감, 장중 최고 80.8)
- 미국 VIX와 계산방식이 같다면, VKOSPI 80은 앞으로 한달(30일) 간 기초지수: KOSPI200 변동폭이 위아래로 ±20% 이상일 것으로 옵션 투자자들이 예상한다는 의미임(±23%), 5천p를 기준으로 잡는다면 러프하게 4천~6천p 범위,
- VKOSPI가 80을 넘은 건 2008년 금융위기 당시 뿐이었음(과거 최고 89, 2008년 10월 29일). 2020년 3월 코로나19 당시 VKOSPI는 종가 기준으로 최고 69(3/19일)까지 상승[그림 4]

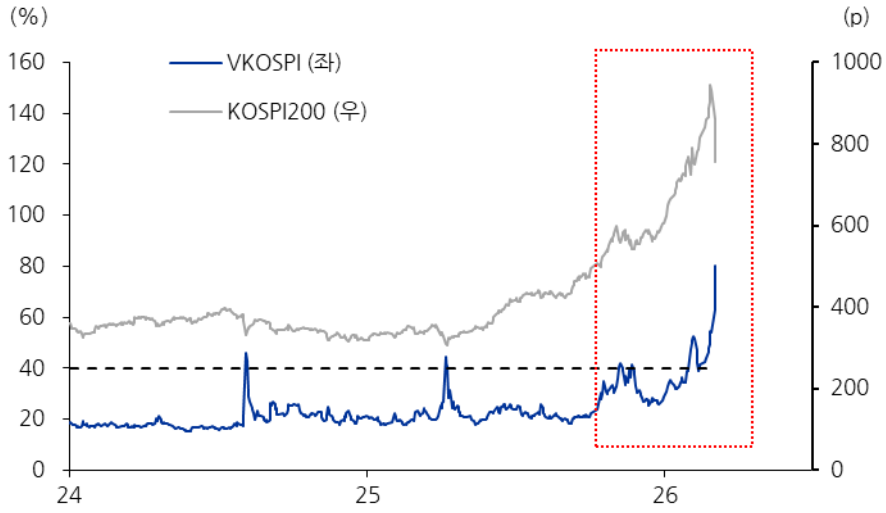
- 최근: 작년(2025년) 하반기 이후 VKOSPI는 특이한 모습을 보였음. 통상적으로 변동성 지수 상승/급등은 지수(KOSPI200) 하락과 함께 나타나는 게 일반적이지만, 작년 10월 이후에는 VKOSPI가 KOSPI 지수와 함께 오르는 모습이 나타남[그림 5]. 과거 전체 기간(2003년 이후) 동안 한 번도 없던 경우임
- 작년 9월~10월 이후 주가가 단기간에 급등하면서 콜옵션 매수 증가 → 콜옵션 가격 상승 → VKOSPI 상승으로 나타났을 수 있음. (다시 적지만) 국내: 2003년 이후로는 비슷한 사례가 없음. 그 만큼 작년 말~올해 초 국내 증시 상승 속도가 이례적으로 빨랐다고도 생각할 수 있을 것

[그림 4] VKOSPI, KOSPI200 추이



자료: Quantiwise, 유진투자증권

[그림 5] VKOSPI와 KOSPI200 지수 동반 상승



자료: Quantiwise, 유진투자증권

- 최근 지수 상승, VKOSPI 상승이 함께 나타나긴 했지만 변동성지수 80 이상은 여전히 이례적으로 높은 수준임. 5% 이상 KOSPI200 지수 급락을 동반했던 변동성지수 급등 사례(VKOSPI 40 이상)를 추려보면, 아래 표와 같음[표 2]
- 1개월(+25거래일)~3개월뒤(+75거래일) 지수(KOSPI200) 반등 확률은 높았음. 1개월~3개월 뒤 지수가 추가로 하락한 경우는 2008년 10월, 금융위기 당시임

[표 2] VKOSPI 급등, 이후 지수 변동

상승확률		86%	79%	79%	79%	86%	86%
수익률(중간, %)		5.2	6.4	9.2	13.7	26.8	41.7
수익률(평균, %)		6.1	5.4	7.1	16.2	28.2	47.9

Date	VKOSPI close	VKOSPI change(%)	K200 close	K200 change(%)	+1TD	+5TD	+10TD	+25TD	+75TD	+125TD	+250TD
2007-08-16	41.4	12.7	215.7	-6.4	-3.3	6.0	8.6	12.4	14.5	-0.9	-10.5
2008-10-08	50.6	24.9	167.2	-5.3	1.0	4.3	-11.4	-11.9	-9.6	-2.7	25.9
2008-10-16	72.6	46.4	157.6	-9.6	-2.9	-12.8	-8.4	-21.6	-2.3	8.9	35.2
2008-10-23	68.6	12.2	137.5	-7.2	-10.3	5.1	4.3	1.2	11.8	28.1	58.2
2008-10-24	77.1	12.4	123.3	-10.3	2.2	19.7	20.4	14.1	25.9	41.3	75.7
2008-11-06	70.2	17.5	143.4	-7.5	3.5	-0.5	-13.8	6.0	-4.5	26.5	41.7
2008-11-20	84.4	11.4	123.5	-6.6	5.8	12.7	6.4	18.0	19.8	44.5	69.2
2009-01-15	51.9	19.5	145.1	-6.1	2.1	0.0	2.7	-1.6	23.3	27.0	53.8
2011-08-19	41.9	34.7	223.0	-6.4	-1.7	2.7	7.7	1.0	12.8	19.3	15.5
2011-09-23	46.0	13.2	218.6	-5.8	-2.0	5.4	5.6	14.3	10.6	22.6	20.5
2020-03-19	69.2	10.3	199.3	-7.7	7.2	15.1	16.3	25.6	43.5	59.6	105.0
2020-03-23	62.5	2.9	201.9	-5.5	9.1	15.1	19.3	27.0	41.2	56.5	104.1
2024-08-05	45.9	110.7	331.9	-9.1	3.0	7.2	11.2	2.0	0.1	3.3	28.4
2025-04-07	44.2	65.0	309.6	-5.8	0.1	5.1	6.4	12.8	40.0	60.5	
2026-02-02	47.4	19.7	725.5	-5.6	7.5	7.6	15.8				
2026-03-03	63.0	16.4	859.4	-7.9	-11.9						
2026-03-04	80.4	27.6	756.8	-11.9							

자료: Quantiwise, 유진투자증권. KOSPI200 당일 -5% 이상 하락, VKOSPI 40 이상이었던 경우. 2003 년 이후

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에 동 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다