

ETP 전략팀

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



리서치센터 리포트
바로가기

지수-주식 Call옵션 연계 거래

Call옵션을 둘러싼 투신과 외국인의 상반된 매매

- 2026년 'Spot Up & Vol Up' 현상으로 KSOPI200 옵션 프리미엄이 급등함. 투자 금액당 거래할 수 있는 옵션 단가의 상승으로 옵션 거래량은 크게 감소함.
- 투신은 커버드콜 ETF(KOSPI200 옵션 활용) 구성을 위해 Call옵션을 '26년 4월~7월에 1.7조원 순매도함. 외국인은 Call옵션을 1.5조원 순매수함.
- 외국인의 KOSPI200 Call옵션과 개별주식 Call옵션의 연계 거래 가능성 주목

Call옵션을 둘러싼 투신과 외국인의 거래

변동성 급등과 옵션시장 시장 심도(Market depth) 약화: 6월에 이어 7월에도 VKOSPI의 일평균 수치가 85%에 달하는 'High Vol' 상황이 전개됨. KOSPI200 Monthly옵션과 Weekly옵션의 거래대금은 2025년 하반기와 2026년 상반기에 큰 차이를 보이지 않지만, 거래량은 2025년 대비 1/4 ~ 1/7 수준으로 급감함. 변동성 급등과 주가 지수의 상승으로 옵션 프리미엄이 크게 높아짐에 따라 동일한 투자 금액으로 거래할 수 있는 옵션 거래량이 감소한 결과임. 일부 행사가격은 일별 거래가 전혀 이루어지지 않을 정도로 KOSPI200 옵션시장의 시장 심도(market depth)가 약화됨.

KOSPI200 Call옵션을 둘러싼 투신과 외국인의 상반된 매매: '26년 5월 이후 KOSPI200 Monthly Call옵션과 Weekly Call옵션에 대해 투신은 커버드콜 ETF 편입목적으로 1.7조원에 달하는 순매도를 기록함. 반면 외국인은 같은 기간 1.5조원의 Call 옵션 순매수를 기록함.

높은 변동성과 불안정한 시장 상황에도 불구하고 외국인의 KOSPI200 Call옵션에 대한 순매수는 4월 이후 거래가 급증한 SK하이닉스 Call옵션과 관련하여 Greeks 헤지 목적으로 연계되었을 가능성도 배제할 수 없음.

*** 주간 KOSPI200 전망:** 기술적 조정 이후 반등 시도 지속 여부

**KOSPI200 주간 예상 밴드: 1,000pt (심리적 round number)
~1,240pt (지수 60일 이평선)**

Compliance Note

본 조사항료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사항료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사항료에 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 증빙 자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

주간 선물/옵션 사항

가격 조정 이후 반등 포인트 확보 여부

- 7월 후반 반등 시도
 - KOSPI200, 지수 120일 이평선 하향 이탈 이후 1,000pt 수준에서 반등 시도
 - KOSDAQ150, 1,300pt 일시적으로 이탈 이후 반등

KOSPI200, 4월 이후 상승 폭의 절반 되돌림.

- KOSPI200, 지수 120일 이평선 하향 이탈 이후 반등 시도
 - 4월 이후 상승 폭의 절반 되돌림으로 가격 조정 충족
 - 심리적 마지노선 1000pt 지지 확인하면서 반등 시도
- 외국인, KS200선물 7월 순매수 지속
 - 7월중 8.2조원 순매수 (vs 5월 -7.2조원, 6월 -1.8조원)
 - 주가 및 변동성 경계를 위한 선물 매도 포지션 대부분 청산

KOSDAQ150, 1,300pt 중심으로 등락 거듭

- KOSDAQ150, 1,300pt는 '24년 이후 지지/저항선이자 '25년 이후 상승 국면의 trigger
 - 1,300pt 일시적 하향 이탈 이후 반등 시도
 - 반등 과정에서 거래량 동반하지 못해 반등 탄력 지속 여부 확인 필요
- KOSPI 반등과 연동되어 상승 반전 여부
 - 밸류에이션 기회 및 대체 투자 수요

기술적 조정 마무리 후 반등 시도 여부

- KOSPI200 예상 지수대 참조
 - : 저점 - 1,000pt (심리적 round number)
 - : 고점 - 1,240pt (지수 60일 이평선)

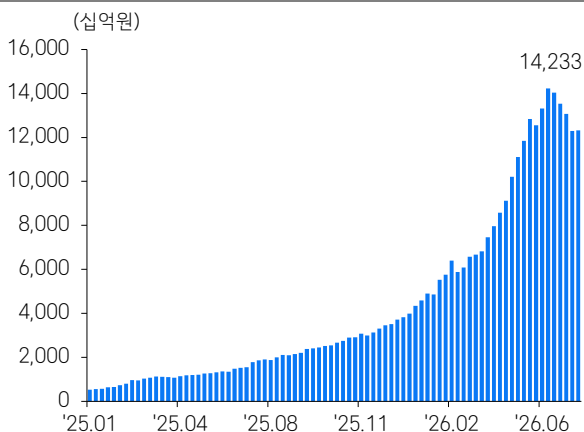
지수-주식 Call옵션 연계 거래 가능성

지수 Call옵션을 둘러싼 투신과 외국인, 그리고 주식 Call옵션의 외국인 매매

커버드콜 ETF 분배금 급증: 7월 현재 KOSPI200 옵션(Monthly, Weekly)을 활용한 커버드콜 ETF의 자산 총액은 12.3조원 규모임. 국내 주식시장의 연중 고점을 기록한 6월 초순에는 자산 규모가 최대 14.2조원을 기록하였음. 지난 2025년 연초에 0.5조원 수준이었던 KOSPI200 옵션 활용 커버드콜 ETF의 자산 규모는 2025년 7월초 1.8조원으로 증가하였고 2026년 연초에는 3.8조원으로 늘어났음. 올해 상반기에만 10조원 이상 자산 규모가 증가하였음.

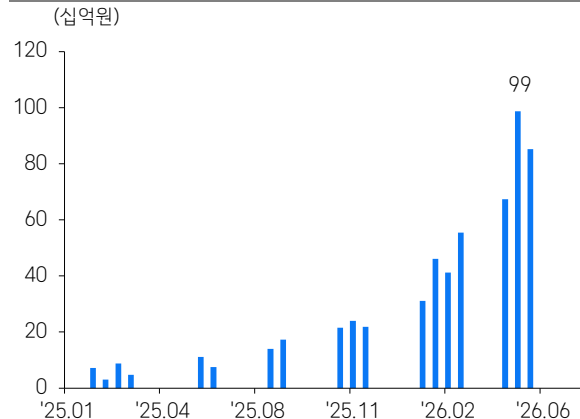
커버드콜 ETF에 대한 투자 목적이 변동성 관리와 함께 ETF의 분배금 확보에 있음. 특히 월 분배 방식을 대부분 채택하고 있어 일정한 현금흐름을 확보할 수 있는 투자 수단으로 각광을 받음. 하단 우측 그림을 보면, 지난 2025년 이후 KOSPI200 옵션을 채택한 커버드콜 ETF의 분배금은 꾸준히 우상향하고 있음. 지난 5월에 지급된 분배금 총액은 1,800억원을 상회하는 것으로 추정됨. 해당 커버드콜 ETF의 자산 규모가 점진적으로 증가한 것과 더불어 분배금 총액도 증가하였음. ETF 자산 규모 대비 분배율은 2025년 이후 평균 7.3% 수준을 유지함.

KOSPI200 옵션 활용 커버드콜 ETF 순자산 총액 추이



참고: 7월 현재 19개 ETF 대상
자료: KRX, 삼성증권

KOSPI200 옵션 활용 커버드콜 ETF 분배금 총액 추이



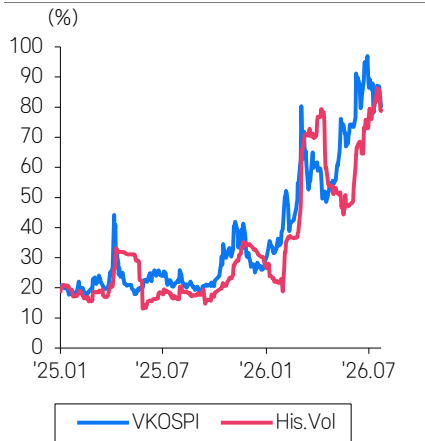
참고: 분배금 총액은 각 ETF 주당 분배금과 각 ETF 상장 총좌수로 산출
자료: KRX, 삼성증권

변동성 상승으로 옵션 프리미엄 비싸져: VKOSPI(KOSPI200옵션시장 변동성 지수)가 80%를 상회하기 시작한지 1.5개월이 경과하고 있음. 2026년 연초 30%를 상회한 VKOSPI는 3월 일평균 62%를 기록하였고 6월과 7월 연속으로 일평균 85%에 달함. 6월 후반에는 사상 처음으로 VKOSPI가 90%를 상회하기도 하였음.

2026년 변동성 국면의 특징은 'Spot Up & Vol Up' 양상임. 2026년 6월까지 주식시장이 급등세를 기록하는 가운데 변동성도 동반 상승하였음. 주식시장이 기존의 장기추세에서 완전히 벗어난 급등세를 보임에 따라 'Positive Surprise' 영향으로 변동성이 상승하였음. 특히 주식시장의 급격한 상승으로 상하방 모두 투자수요가 확대되는 불안정한 투자 심리가 조성되면서 옵션 가격의 고평가 현상이 심화되었음. 옵션가격을 기반으로 산출되는 VKOSPI가 불안정한 투자 심리로 고평가된 옵션을 반영하여 80% 이상의 High Volatility 상황을 연출하였음.

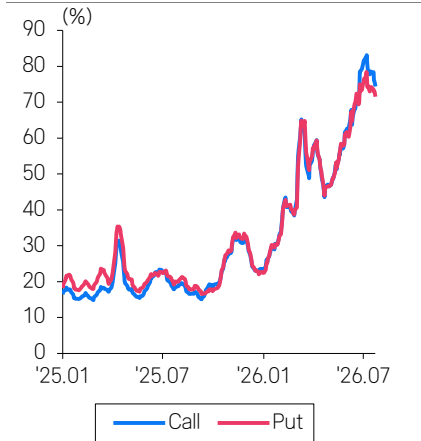
하단의 좌측 차트는 VKOSPI와 실현 변동성을 보여줌. 4월 이후 VKOSPI가 실현 변동성을 상회하는 Volatility Risk Premium(VRP)이 발생하였으며, VRP는 7월초까지 지속됨. 그만큼 불안정한 투자 심리가 VKOSPI를 지배하였음. 하단의 중앙과 우측 그림은 KOSPI200 Monthly옵션과 KOSPI200 Weekly옵션의 대표 내재 변동성을 보여줌, VKOSPI의 상승과 더불어 Monthly와 Weekly 옵션의 내재 변동성 모두 급등세를 연출함.

VKOSPI와 KOSPI200 역사적 변동성



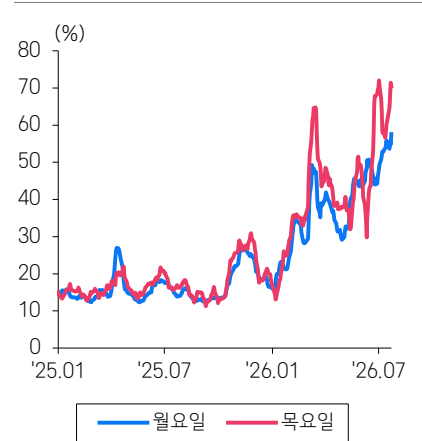
참고: 역사적 변동성은 30일 표준편차
자료: KRX, KOSCOM, 삼성증권

Monthly Call & Put 대표 내재 변동성



참고: 10일 이동 평균
자료: KRX, KOSCOM, 삼성증권

Weekly (월&목) 전체 대표 내재 변동성

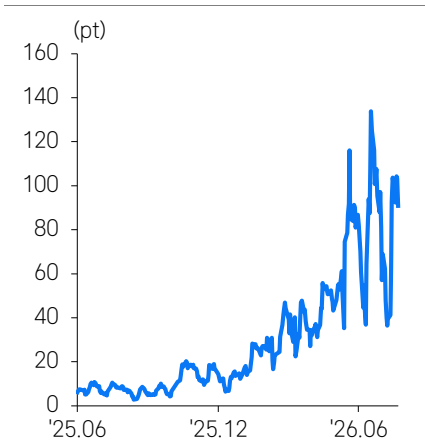


참고: 10일 이동 평균, 전체 대표내재 변동성 기준
자료: KRX, KOSCOM, 삼성증권

다른 조건이 일정하다면 옵션 프리미엄은 변동성이 상승할수록 같이 높아짐. 2026년 들어 Monthly와 Weekly 옵션 모두 내재 변동성이 급등하는 양상이 전개되었기 때문에 옵션 프리미엄도 동반 높아졌음. 또한 Call옵션의 프리미엄은 기초자산의 가격이 상승할수록 높아짐.

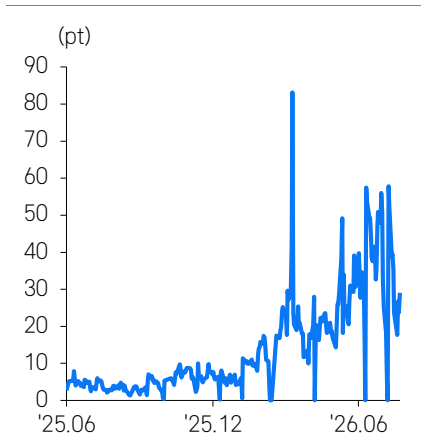
예를 들어 KOSPI200 Monthly Call옵션 ATM 종목의 프리미엄은 2025년 3분기와 4분기 일평균 6.7pt와 14.1pt를 형성하였지만, 2026년 1분기와 2분기에는 각각 30.0pt와 68.2pt를 기록함. 2026년 7월에는 일평균 72.7pt까지 상승하였음. KOSPI200 주가 지수의 상승과 변동성 확대가 중첩되면서 Call옵션 프리미엄이 높아졌음.

Monthly Call ATM 옵션 프리미엄 추이



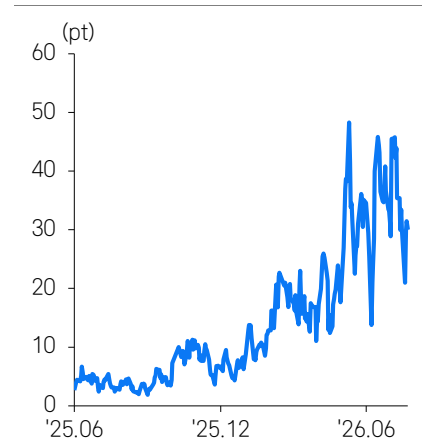
참고: 5일 이동 평균, 전일 지수를 기준으로 ATM을 설정함에 따라 주가 급등락시 실제 ATM과 괴리가 발생함.

Weekly(목) Call ATM 옵션 프리미엄



참고: 5일 이동 평균, 전일 지수를 기준으로 ATM을 설정함에 따라 주가 급등락시 실제 ATM과 괴리가 발생함.

Weekly(월) Call ATM 옵션 프리미엄



참고: 5일 이동 평균, 전일 지수를 기준으로 ATM을 설정함에 따라 주가 급등락시 실제 ATM과 괴리가 발생함.

자료: KRX, KOSCOM, 삼성증권

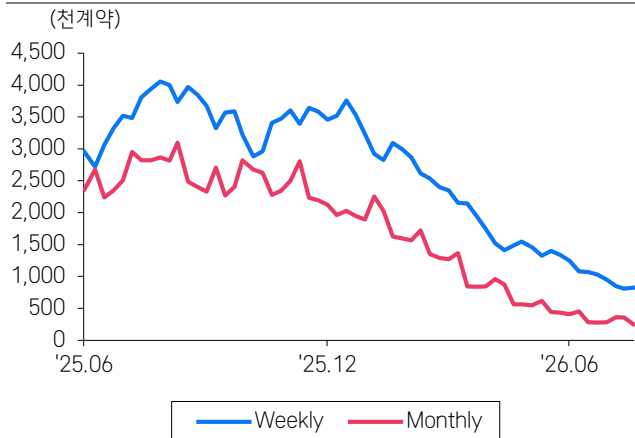
자료: KRX, KOSCOM, 삼성증권

자료: KRX, KOSCOM, 삼성증권

P는 올랐지만 Q가 급격히 위축된 옵션시장: KOSPI200 옵션시장의 변동성이 폭등함에 따라 옵션 프리미엄은 동반 상승하였지만 거래량은 급격히 위축되었음. 일단 옵션 프리미엄의 평균 단가가 2025년 대비 10배 내외로 급등함에 따라 투자자금 내에서 투자할 수 있는 옵션 거래량이 축소되었음. 또한 기초자산(KOSPI200)이 일별로 Jump Up & Down을 반복함에 따라 전일에는 ATM 종목이 당일에는 Deep ITM(OTM)으로 급변하는 등 거래 과정에서 미체결위험이 높아졌음. 주가 지수의 급등락으로 인해 일부 OTM 행사가격의 경우 거래가 전혀 이루어지지 않는 거래공백이 발생하기도 하였음.

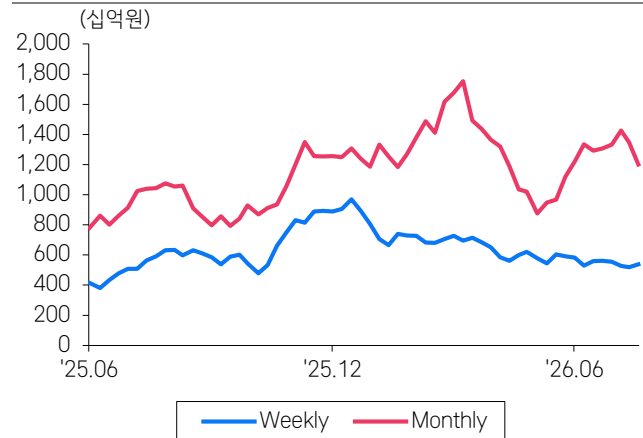
하단의 차트를 보면, 옵션 거래량은 Monthly와 Weekly 모두 2025년 대비 2026년 7월 현재 1/4에서 1/7 수준으로 급감하였음. 내재 변동성과 주가 지수의 상승으로 옵션 프리미엄이 높아짐에 따라 옵션 거래대금은 2025년과 큰 차이를 보이지 않지만, 실제로는 KOSPI200 옵션시장의 유동성이 크게 악화되었음. 즉 KOSPI200 옵션시장의 시장 심도(market depth)가 크게 얕아졌음.

KOSPI200 Monthly & Weekly 옵션 거래량



참고: 주간단위, Weekly는 월+목 합계
자료: KRX, 삼성증권

KOSPI200 Monthly & Weekly 옵션 거래대금



참고: 주간단위, Weekly는 월+목 합계
자료: KRX, 삼성증권

외국인의 Call옵션 매수: KOSPI200 Monthly 옵션과 Weekly 옵션의 투자자별(외국인 vs 투신)의 순매수 동향을 살펴보면, Call 옵션에 대해 외국인은 올해 2분기 이후 순매수로 반전하였음. 거래량은 Monthly와 Weekly에서 크게 줄었지만 거래대금에서는 투신의 커버드콜 ETF 목적의 순매도에 대응하여 외국인은 대규모 순매수를 기록함.

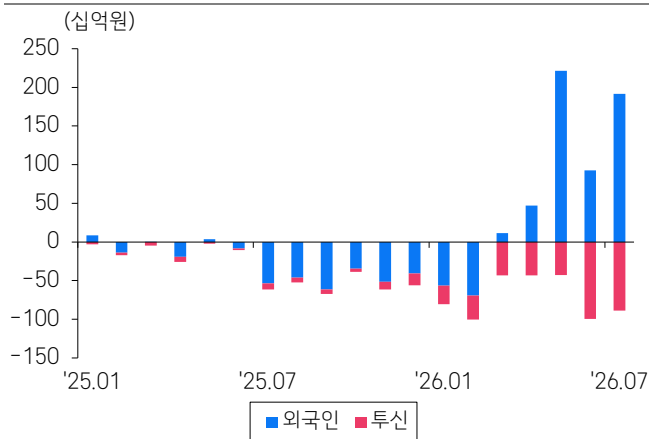
Monthly와 Weekly를 합하여 외국인은 2026년 4월~7월에 1.5조원에 달하는 Call옵션 순매수를 기록하였음(월평균 3,900억원). 투신은 같은 기간에 1.7조원 순매도를 기록함(월평균 4,200억원). 커버드콜 ETF 설정을 위한 투신의 Call옵션 매도는 이해되지만, 주식시장의 변동성이 가장 큰 폭으로 확대된 시점에서 외국인의 Call옵션 매수 배경이 주목됨. 참고로 같은 기간 외국인은 Put옵션에 대해 Monthly 2,900억원 순매수와 Weekly 240억원 순매도를 기록함

4월 이후 외국인의 Call 매수규모가 급증한 것은 공교롭게도 외국인의 SK하이닉스 주식옵션 중 Call옵션의 매매가 급증한 시기와 중복됨. SK하이닉스 Call옵션에 대한 외국인의 거래는 해외상장 SK하이닉스 레버리지 ETF(Swap기반의 합성형 구조)의 일별 리밸런싱의 일환으로 추정됨('개별주식옵션 미결제약정 급증: SK하이닉스 Call옵션 Deep ITM종목 거래급증', Derivatives Weekly, 삼성증권, 2026.7.16 참조). SK하이닉스 Call옵션 중 Deep ITM 종목에 대한 협의 대량매매가 외국인 중심으로 매일 1조원 이상의 거래가 이루어진 것은 해외상장 SK하이닉스 레버리지 ETF의 일별 리밸런싱과 무관하지 않음.

특히 SK하이닉스 Call옵션 Deep ITM의 매수자는 해당 레버리지 ETF의 운용과 관련된 투자자이며, 이에 매도물량을 공급하는 매도자는 시장조성자(Market maker)일 가능성이 높음. 시장조성자의 경우 SK하이닉스 Call옵션 매도로 인해 'Short Greeks (Delta, Gamma & Vega)'에 노출됨. 이를 헤지하기 위한 방안으로 KOSPI200 Call옵션을 활용하였을 가능성을 배제할 수 없음.

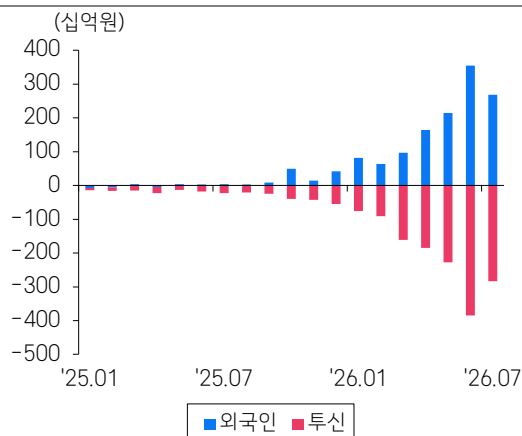
KOSPI200 시총의 30%를 차지하는 SK하이닉스인데다 지수와 종목의 상관관계 및 충격반응관계가 높기 때문에 종목 옵션에 대한 헤지목적으로 지수 옵션을 활용할 개연성도 존재함. 외국인의 KOSPI200 Call옵션에 대한 순매수를 시장 방향성 투자와 연계된 매매로 보기보다는 지수와 주식옵션의 연계 거래 차원으로 이해할 필요가 있음.

KOSPI200 Monthly Call옵션 외국인 vs 투신 순매수 거래대금

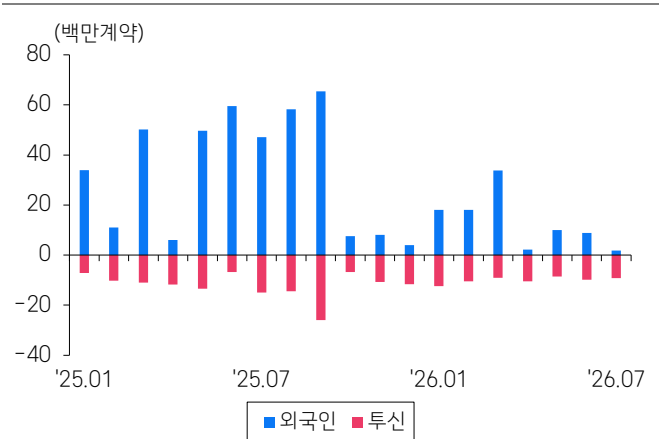


자료: KRX, 삼성증권

KOSPI200 Weekly Call옵션 외국인 vs 투신 순매수 거래대금

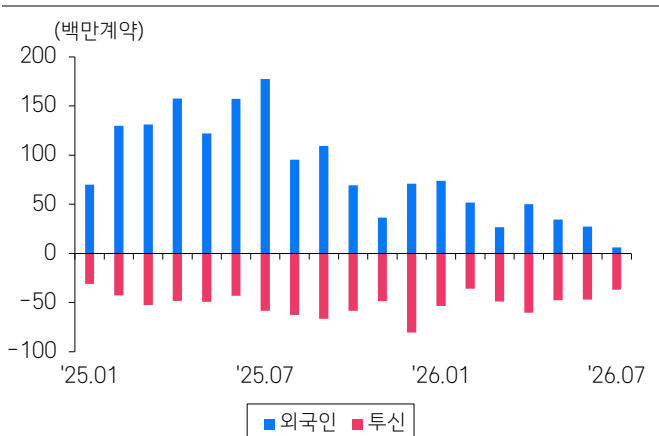
참고: 월+목 합계
자료: KRX, 삼성증권

KOSPI200 Monthly Call옵션 외국인 vs 투신 순매수 거래량



자료: KRX, 삼성증권

KOSPI200 Weekly Call옵션 외국인 vs 투신 순매수 거래량

참고: 월+목 합계
자료: KRX, 삼성증권

Market Data (7월 24일 현재)

KOSPI200 Big & Mini 선물 거래 동향 (주간+야간)

(계약수)	외국인	금융투자	투신	연기금
Big선물 당일 순매수	(162)	6,116	(5,913)	33
Big선물 누적 포지션*	27,577	(12,598)	(8,564)	(296)
Mini선물 누적 포지션**	74,653	(72,587)	1,151	(629)
전체 누적 포지션***	42,508	(27,115)	(8,334)	(422)

참고: * Big선물 누적 포지션은 2026/6/12부터 순매매의 누적임
** Mini선물 누적 포지션은 2026/7/10부터 순매매의 누적임
*** 전체 포지션은 Big선물누적 + Mini선물누적/5로 산출함
자료: KRX, 삼성증권

Big선물 최근월물 기술적 지표 (pt, %)

피봇 2차 지지	1,145.57	지수 3일 MA	1,093.85
피봇 1차 지지	1,104.53	지수 5일 MA	1,091.93
피봇 포인트	1,078.82	지수 10일 MA	1,107.92
피봇 1차 저항	1,037.78	지수 20일 MA	1,200.68
피봇 2차 저항	1,012.07	불린저밴드 상단	1,184.27
최근 5일 고가	1,152.25	불린저밴드 하단	1,031.57
최근 5일 저가	1,025.10	%b 지표	0.21

참고: 지수 이동 평균선은 전일 종가를 금일 개장 가격으로 의제하여 산출. 불린저 밴드는 지수 10일 이동 평균선을 기준으로 함
자료: KRX, 삼성증권

Volatility Data (%)

(대표) Imp. Vol 현재	78.65	His. Vol 현재	80.70
Imp. Vol Max (5일 중)	88.54	His. Vol 5일전	81.42
Imp. Vol Min (5일 중)	77.31	His. Vol 20일전	85.60
Imp. Vol Max (20일 중)	97.99	His. Vol Max(20일중)	78.80
Imp. Vol Min (20일 중)	75.88	His. Vol Min(20일중)	86.40

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

KOSPI200 Big & Mini 옵션 투자자별 매매 동향

		외국인	금융투자	투신	기타법인
Call	누적 (계약)	3,705	1,571	(1,730)	(1,923)
	누적 (백만원)	9,818	15,594	(14,290)	(3,905)
Put	누적 (계약)	12,470	1,031	(446)	(3,037)
	누적 (백만원)	67,090	(48,060)	(1,272)	(2,776)

참고: 누적 포지션은 2026/7/10 이후부터 집계함
자료: KRX, 삼성증권

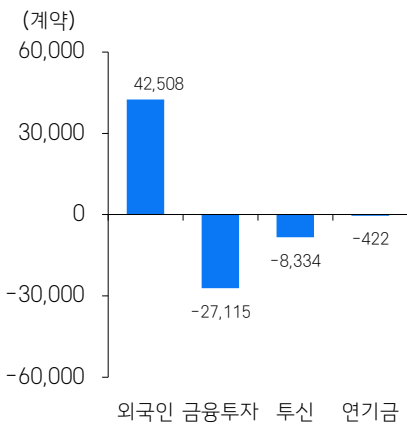
Market Data (7월 24일 현재)

외국인, KOSPI200 선물 7월중 8.2조원 순매수 기록

- 외국인, 5월~6월 매도 압박에서 7월 들어 순매수로 반전
- 주가 하락 반전에 따른 매도헤지 일부 청산
- 변동성 하락 반전으로 변동성 헤지한 선물 매도 포지션의 청산 포함
- 외국인의 선물 매수로 인한 선물 시장베이스스 강세 유지

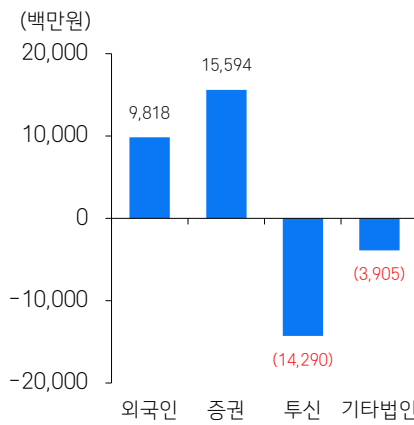
- 외국인, Big & Mini 옵션시장에서 양매수 기록
- 외국인, Big옵션에서는 Put 순매수 & Mini옵션에서는 Call 순매수
- 금융투자, Big옵션에서 Call매수 & Put 매도로 Long Delta 포지션 구축

선물 투자자별 매매 동향(Big+Mini)



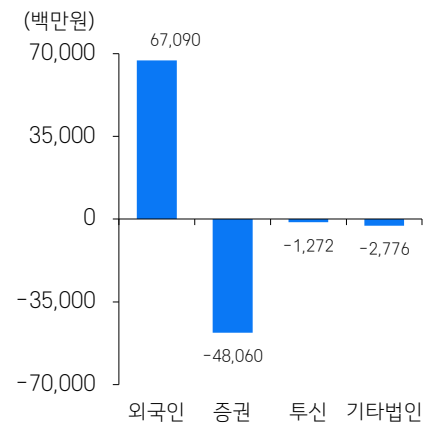
고: 2026/6/12 이후 순매수 누적, 주간+야간 합계
Mini선물은 2026/7/10 이후 순매수 누적
자료: KRX, 삼성증권

Call옵션 투자자별 매매 동향(Big+Mini)



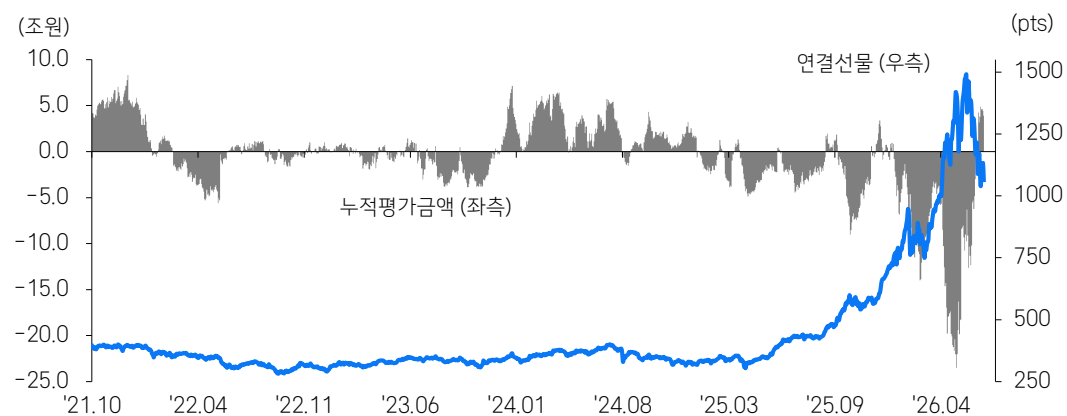
참고: 2026/7/10 이후 순매수 누적, 거래대금 기준
자료: KRX, 삼성증권

Put옵션 투자자별 매매 동향(Big+Mini)



참고: 2026/7/10 이후 순매수 누적, 거래대금 기준
자료: KRX, 삼성증권

외국인 투자자 장기누적 선물포지션 (7월 24일 현재 3.7조원 순매수 추정)



참고: 최근월물 기준 정규(Big+Mini) & 야간 & Roll-over 반영, '17년 7월 24일 이후 거래승수 조정 반영
자료: KRX, 삼성증권

삼성 Investment Risk Index

투자위험 평가 지표: 삼성 투자위험 지표 (삼성 IRI)

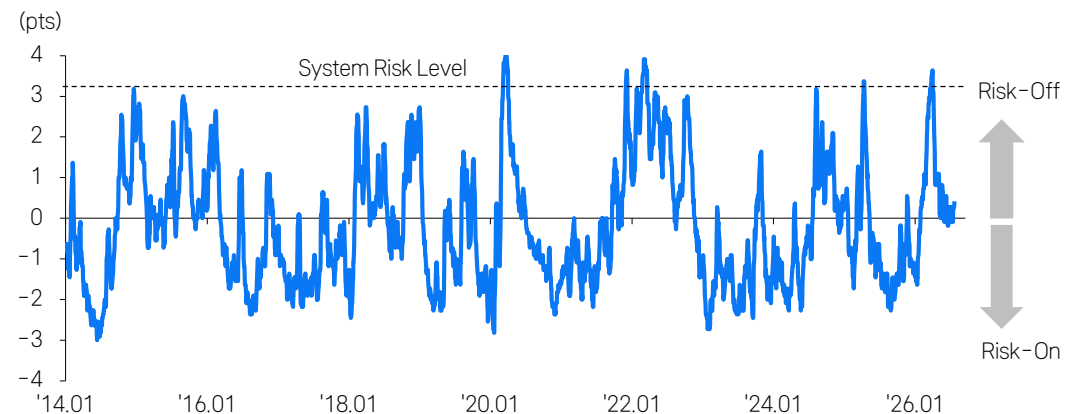
- 자료 참조: 전군, '삼성 Investment Risk Index' (2015년 2월 발간)
- 금융시장 변동성과 자금 동향, 수급 동향을 종합한 투자위험 평가지표 (등락 구간 -4pt ~ +4pt)
- 기준선 상회는 Risk-Off 국면, 기준선 하회는 Risk-On 국면
- +3.0pt 이상은 시스템위기 고조

※ 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, 기준선 상방에서 정체

- 한국 VKOSPI가 6월 고점에서 7월에는 소폭 하락 반전하였음.
- 신흥국 변동성 지수 VXEEM 역시 6월 대비 7월 소폭 하락하였음.
- 삼성투자위험지수의 변동성 상승을 주도하던 한국관련 변수가 안정화되기 시작함
- 선진국 주식시장 변동성 지수는 6월보다 Risk-On 상태가 심화됨
- 3분기 삼성투자위험지수의 상승 반전 여부 주목해야

삼성 투자위험 지수



자료: Bloomberg, KRX, 삼성증권

구성 항목별 월별 일평균 수준

(지수)	2026년 5월	2026년 6월	2026년 7월
VIX(미국)	(0.71)	(0.68)	(1.29)
VKOSPI(한국)	3.38	4.00	3.35
VSTOXX(유럽)	0.95	(0.82)	(1.29)
VXEEM(EM)	2.33	3.73	3.06
MOVE(미국채권)	0.43	(0.45)	(0.35)
FX Vol(환율)	(2.67)	(2.82)	(3.06)
회사채스프레드(한국)	1.71	1.45	3.76
EMBI+ Spread(신흥국)	(2.52)	(2.77)	(1.76)
IG CDX(미국)	0.14	(1.00)	(0.94)
CDS 스프레드(한국)	0.33	(1.00)	(1.00)
Fund Flow(아시아)	2.24	1.36	1.06

참고: 2026년 7월 23일 종가 기준

자료: Bloomberg, 삼성증권

시장 변동성 관련 Data

VKOSPI, 1.5개월 만에 80% 하회

- 주식시장 조정 국면에도 불구하고 변동성 지수 점진적 하락
- 조정에 대한 경계감 상대적 약화로 옵션가격 정상화 회귀

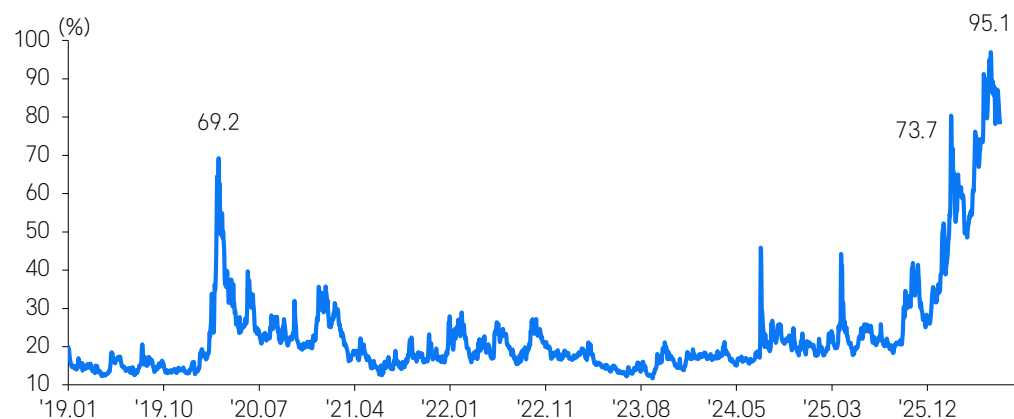
VKOSPI 반영 KOSPI200 예상 등락 구간

(pt)	5일	10일	15일	20일	25일	30일
Up	1,066.7	1,071.2	1,074.8	1,077.7	1,080.4	1,082.7
Down	1,044.5	1,039.9	1,036.4	1,033.4	1,030.8	1,028.4

참고: 7월 24일 종가 기준

자료: KRX, 삼성증권

한국 변동성 지수(VKOSPI) 추이

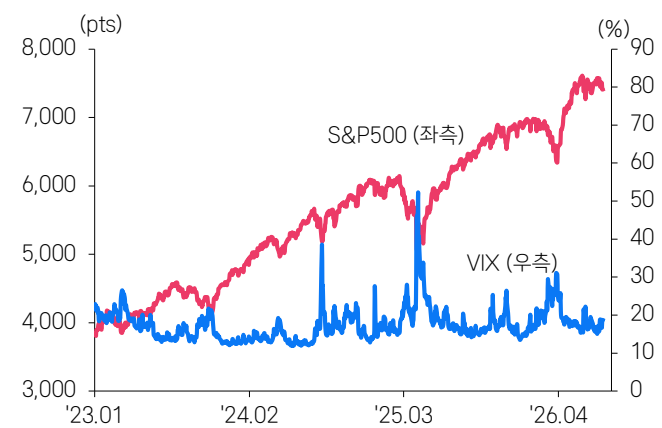


자료: KRX, 삼성증권

주식시장의 정체로 변동성과 Tail risk 상승 반전

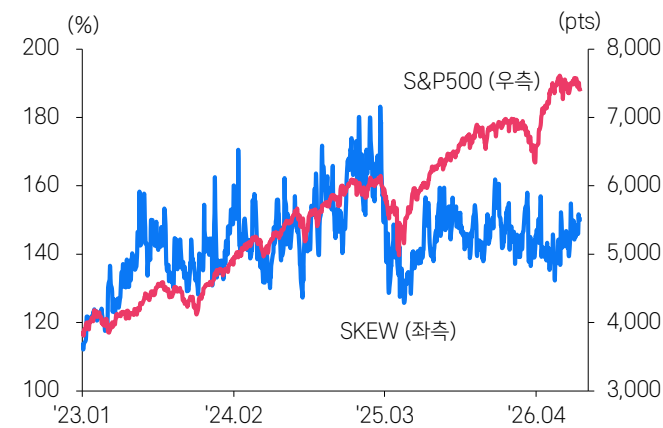
- 빅테크 중심의 주식시장 정체와 등락폭 확대
- VIX와 SKEX 모두 상승 반전하면서 경계감 확산

미국 S&P500과 변동성 지수 VIX



자료: CBOE, Bloomberg, 삼성증권

미국 S&P500과 SKEW지수



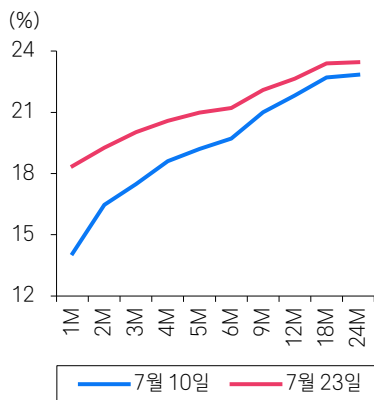
자료: CBOE, Bloomberg, 삼성증권

분산 스왑(Variance Swap) 기간 구조

선진시장 변동성 상승

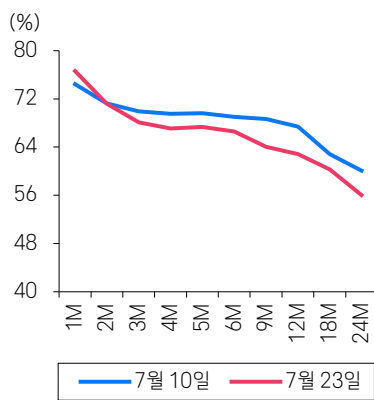
- 미국과 유럽, 단중기 변동성 중심으로 7월 초반보다 상승
- 주가 정체 및 지정학적 위험 등으로 미국과 유럽 주식시장의 변동성 상승
- 한국과 일본, 중장기 변동성 중심으로 소폭 안정화
- 변동성 정체가간에서 변동성 등락 구간으로 이동하는 양상
- 돌발 위험과 하반기 기업실적 불확실성 증폭 여부 주목

S&P500 Variance Swap
Term-structure



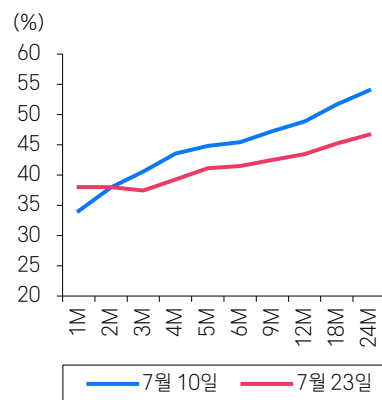
자료: Bloomberg, 삼성증권

KOSPI200 Variance Swap
Term-structure



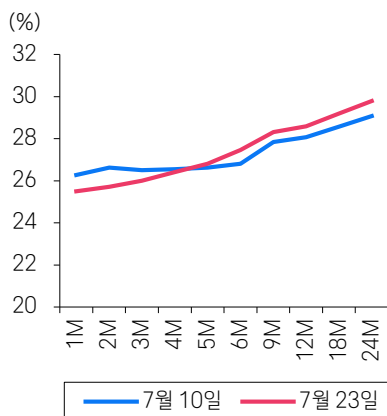
자료: Bloomberg, 삼성증권

Nikkei225 Variance Swap
Term-structure



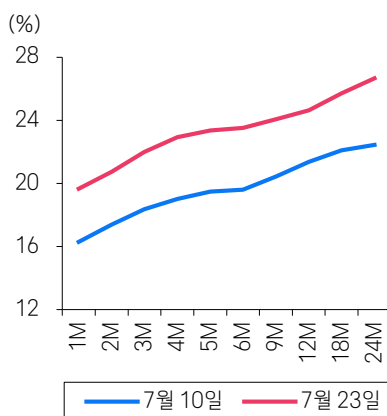
자료: Bloomberg, 삼성증권

HSCEI Variance Swap
Term-structure



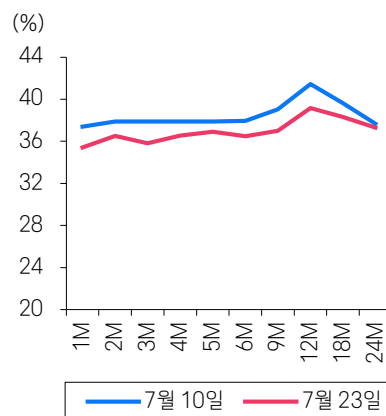
자료: Bloomberg, 삼성증권

Stoxx50 Variance Swap
Term-structure



자료: Bloomberg, 삼성증권

TWSE Variance Swap
Term-structure



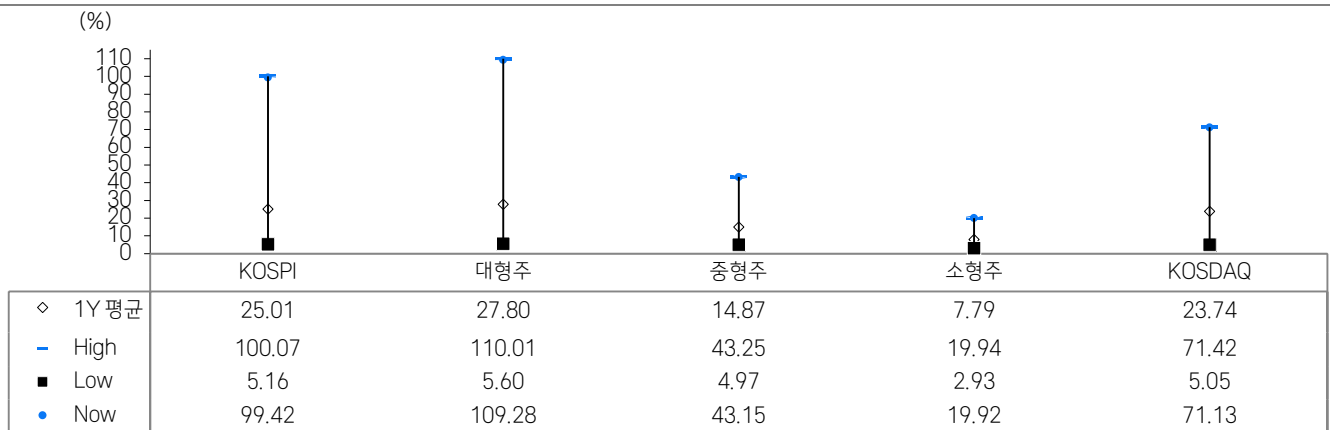
자료: Bloomberg, 삼성증권

주식시장 역사적 변동성 분포

(KOSPI & KOSDAQ) 7월 후반까지 KOSPI 대형주의 급등락이 반복되면서 KOSPI의 변동성 수준이 110%까지 상승함. 변동성 110%는 일별 지수의 등락이 최대 $\pm 17\%$ 이상 움직일 수 있다는 것을 의미하기 때문에, 그만큼 극단적인 변동성 상황임을 반영함. KOSPI 중소형주의 변동성 수준이 상대적으로 낮지만 여전히 1년중 최고치를 경신하고 있어, 주식시장 전반적으로 변동성 회피 대상을 모색하기가 힘든 상황임.

(KOSPI 산업지수) KOSPI 대형주를 선도하고 있는 전기전자 업종의 변동성 수준이 150%까지 치솟았음. 하루에 최대 $\pm 24\%$ 까지 흔들릴 수 있는 변동성 수준이라는 점에서 Top2의 주가 등락이 전체 주식시장을 좌우하고 있음. 상대적으로 낮은 변동성 수준을 보이던 전기가스 업종의 변동성 수준도 1년 평균을 크게 상회하는 수준으로 상승함에 따라 업종별로 High Vol / Low Vol을 구별하기 힘든 상황임. 다만 7월 후반들어 주식시장이 기술적 반등을 시도하고 있어, 업종별 변동성의 하락 속도가 차별화되면서 Relative value 전략이 가능한 환경이 조성될 것임.

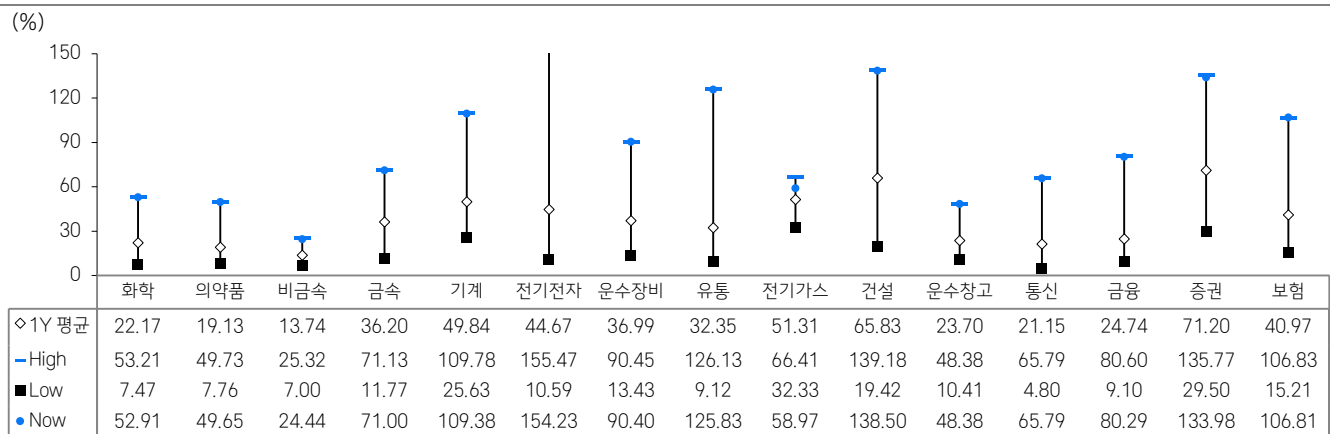
KOSPI 시가총액규모 지수 및 KOSDAQ 역사적 변동성 분포



참고: 일별 시/고/저/종가를 대상으로 Garman-Klass 변동성산출방식을 적용함. 60일간 변동성을 연율화함, 7월 23일 현재

자료: KRX, 삼성증권

KOSPI 산업 지수 역사적 변동성 분포



참고: 일별 시/고/저/종가를 대상으로 Garman-Klass 변동성산출방식을 적용함. 60일간 변동성을 연율화함, 7월 23일 현재

자료: KRX, 삼성증권

주식시장 Data

- 홍콩 항셱이 한국과 일본 주식시장과 상반된 흐름을 보이고 있음. 중국 본토 시장도 일본 주식시장과 역의 상관성을 보임. 글로벌 주식시장과 독립적인 주가 흐름을 보이는 가운데 홍콩 주식시장만 유독 약세흐름을 보임. 한편 7월초까지 한국과 일본, 미국 주식시장의 동조가 강하였지만 7월 후반부터 AI 관련 기업들의 상반된 흐름으로 인해 한/일/미의 동조성이 약화됨. 상대적으로 한국과 일본의 상관성은 여전히 높은 편임.
- N일후 예상 지수대는 직전 주가 추세와 변동성을 동시에 고려하여, 해당 상황이 지속될 것을 가정하여 변동 가능한 주가패턴의 상단과 하단을 추정하는 것임. KOSPI200은 기술적 반등 시 1,150pt대의 저항대를 극복하면 추가 반등이 가능할 것임.
- 외국인, 5월과 6월 50조원 이상의 순매도에 이어 7월에도 현재까지 10조원 순매도 기록함. 외국인의 매도 압박이 다소 약화되었음. 연기금의 주식비중 축소우려는 약화됨. 금융투자의 ETF 설정용 주식순매수가 크게 약화되면서 7월에는 중립적 매매로 마무리됨. 투신의 3.7조원에 달하는 순매도는 주식시장 변동성 높은 상황에서 비중 축소용으로 추정됨.

지수별 기술적 지지/저항대

	KOSPI	K200
종가	6,690.62	1,055.58
피봇 2차 저항선	7,248.46	1,152.52
피봇 1차 저항선	7,172.67	1,139.42
피봇 포인트	7,032.66	1,116.58
피봇 1차 지지선	6,956.87	1,103.48
피봇 2차 지지선	6,816.86	1,080.64
20일중 MAX	9,044.04	1,473.83
20일중 MIN	6,429.03	1,018.67

참고: 7월 24일 현재

자료: KRX, 삼성증권

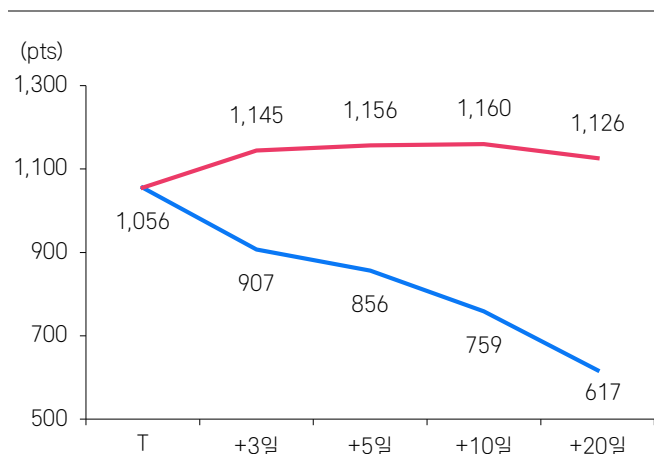
시장별 상관관계 분석

	KOSPI	KOSDAQ	Nasdaq	N225	중국상해	항셱
KOSPI						
KOSDAQ	0.06					
Nasdaq	0.53	0.14				
N225	0.62	-0.62	0.21			
중국상해	0.34	0.79	0.25	-0.28		
항셱	-0.39	0.67	0.14	-0.79	0.31	
변동성 (%)	67.0	55.6	20.5	32.8	17.2	18.9

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 KOSPI200 주식현물 연간 순매수

(십억원)	2026년	2025년
외국인	(185,639)	(13,053)
개인	146,285	(14,993)
기타	15,724	11,425
금융투자	53,388	27,849
투신	(11,788)	(6,272)
은행	(3,340)	(3,438)
보험	(7,766)	(4,467)
연기금	(9,011)	2,056

참고: 7월 24일 현재, 투신은 사모 포함

자료: KRX, NXT, 삼성증권

프로그램매매 관련 Data

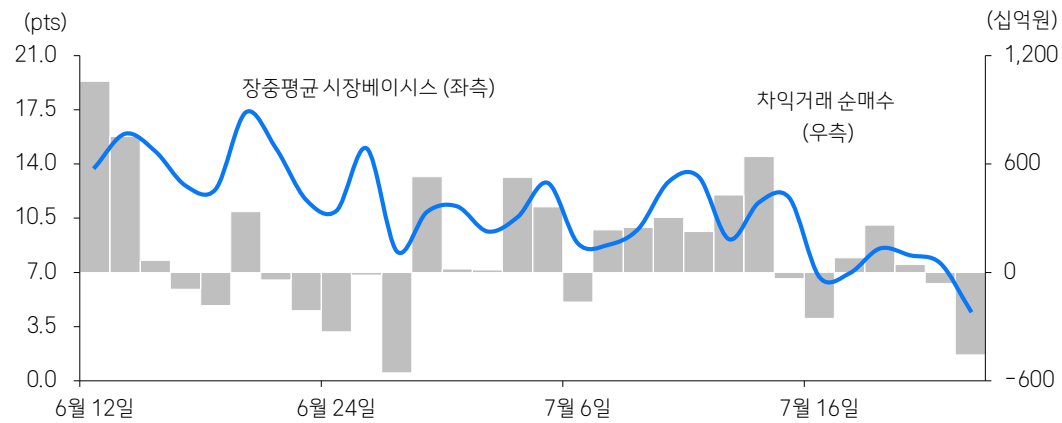
KOSPI 프로그램 매매

- 외국인의 비차익 매도 규모, 2분기에 비해 크게 축소
- 연기금, 직전 5~6월 비차익 매도 규모에 비해 크게 축소된 7월 프로그램매매
- 금융투자, 올해 지속된 비차익 프로그램 매수 (ETF 설정 대부분)
- 주식시장 지지선 확보하면서 기관투자자의 비차익 매도 압박 둔화

KOSDAQ 프로그램 매매

- 외국인, 3개월 만에 비차익 순매도 반전
- 투신, 5월에 이어 7월에도 비차익 순매도 압박
- 금융투자, ETF 신규설정 등을 위한 비차익 프로그램매수 소폭 유입

시장베이스스와 일별 차익거래 순매수 추이 (KOSPI200선물 최근월물)



참고: 시장베이스스는 장중평균
자료: KRX, NXT, 삼성증권

KOSPI시장 투자자별 프로그램매매 순매수

(십억원)	증권	보험	투신	연기금	외국인
차익					
'26.2월	591	0	(53)	(8)	(244)
'26.3월	(122)	(8)	(660)	6	(11)
'26.4월	1,140	0	127	42	4
'26.5월	167	(7)	(131)	1	(13)
'26.6월	(339)	0	(160)	234	52
'26.7월	2,544	(4)	(95)	(17)	377
비차익					
'26.2월	640	(975)	(87)	(545)	(14,092)
'26.3월	737	(182)	(825)	(293)	(27,831)
'26.4월	1,434	(787)	(359)	(839)	1,079
'26.5월	590	(1,618)	(1,861)	(1,267)	(31,302)
'26.6월	1,874	(875)	(2,596)	(2,061)	(43,198)
'26.7월	1,284	77	(135)	(110)	(9,382)

참고: 투신은 사모포함, 7월 24일 현재
자료: KRX, NXT, 삼성증권

KOSDAQ시장 투자자별 프로그램매매 순매수

(십억원)	증권	보험	투신	연기금	외국인
차익					
'26.2월	(98)	0	7	0	0
'26.3월	(701)	0	(4)	13	0
'26.4월	(86)	1	(1)	0	0
'26.5월	(110)	1	(6)	0	23
'26.6월	30	0	0	30	0
'26.7월	4	0	0	0	0
비차익					
'26.2월	5	(69)	100	(69)	566
'26.3월	101	11	(277)	4	319
'26.4월	37	(52)	69	(49)	(912)
'26.5월	(16)	(76)	(430)	(91)	2,412
'26.6월	(78)	(43)	65	(35)	741
'26.7월	34	(10)	(308)	(19)	(1,074)

참고: 투신은 사모포함, 7월 24일 현재
자료: KRX, NXT, 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