

증시 급락과 함께 나타난 변동성 완화 전조 증상

- 증시 급락세에도 VKOSPI는 97(6/29)에서 83(7/28) 수준으로 감소
- 디레버리징, 단기 성향 거래 감소로 인한 증시 내재 변동성 하락
- 평년 대비 높은 내재 변동성 기준으로 증시 바닥권, 콜옵션 거래비중 상승

증시 급락세에도 오히려 줄어든 내재변동성

주가지수 하락이 이어졌음에도 VKOSPI는 6월 29일 97을 고점으로 7월 28일 83까지 낮아졌다. 통상 지수 하락은 하방 위험을 방어하려는 옵션 수요와 함께 내재변동성 상승을 동반한다. 그러나 올해는 증시 상승 과정에서 확대됐던 내재변동성이 최근 급락 국면에서 오히려 하락했다. 추가 하락에 대한 시장의 민감도가 이전보다 낮아지고, 변동성 확대 우려가 상당 부분 선반영됐음을 보여준다.

VKOSPI의 절대 수준은 여전히 평년보다 높다. 반도체 업종의 실적 전망과 밸류에이션을 둘러싼 펀더멘털 불확실성도 남아 있다. 다만, 현재의 높은 변동성은 반도체 업종 고유의 불확실성과 레버리지 및 단기 쏠림이 증폭한 수급성 변동성을 구분해 볼 필요가 있다. 최근 자금 이탈과 거래 감소를 고려하면 수급 변동성의 영향력은 점차 약화되고 있는 것으로 판단한다.

디레버리징과 단기성향 거래비중 감소로 내재변동성 하락

7월 24일 기준 투자자예탁금은 최근 고점 대비 24.4%, 신용융자잔고는 15.4% 감소했다. 금융위기를 제외한 과거 증시 위기 이후 바닥권에서 신용융자잔고가 평균 약 25% 감소했던 것과 최근 추가 낙폭을 고려하면, 이번 디레버리징은 과거 위기를 반영한 구간 평균 축소 폭의 70% 수준 진행된 것으로 판단한다.

변동성 기간구조를 분해한 모형에서도 같은 변화가 확인된다. 코스피 변동성에서 단기 성향 거래가 기여하는 것으로 추정된 비중은 6월 8일 89.1%에서 7월 28일 84.2%로 4.9%p 낮아졌다. 단기 매수와 매도가 한 방향으로 몰리며 가격 변동을 증폭하던 수급 압력이 완화되고 있는 것으로 해석할 수 있다.

내재 변동성 환산 증시 하단 수준 도달, 콜옵션 거래 비중도 상승

최고 97%(연율)에 달했던 증시 내재변동성으로 인해 과거 낙폭을 기준으로 코스피 하락의 수준을 가늠하기 어려워진 상황이다. 변동성 수준이 달라지면 동일한 지수 하락률이 의미하는 충격의 크기도 달라지기 때문이다. VKOSPI를 통해 내재 변동성을 환산, 1개월 전 대비 1.5 표준편차 수준에 도달할 경우 이후 1개월간 상승 확률은 88%로 나타났다. 현재 이 수준은 코스피 기준 5,931 수준으로 내재변동성으로 환산한 수준에서도 증시는 바닥권에 도달한 것으로 판단한다.

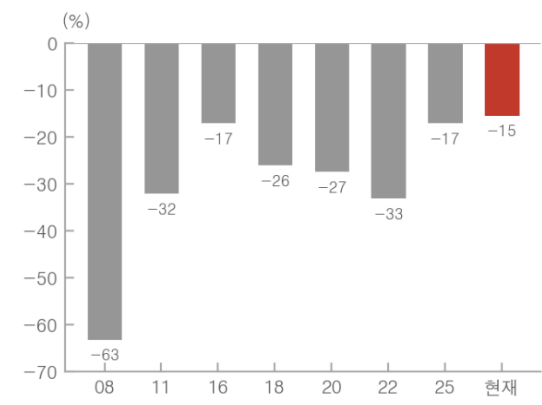
옵션시장에서도 방향 변화가 나타나고 있다. 상반기 증시 급등기에도 하락 방어 수요가 이어지면서 6월 평균 풋·콜 거래비율은 4.5로 풋옵션 거래가 압도적으로 우세했다. 그러나 7월 28일에는 해당 비율이 0.68까지 하락해 콜옵션 거래가 풋옵션 거래를 웃돌았다. 지수 수준이 낮아진 가운데 추가 하락을 방어하려는 거래보다 향후 반등에 대응하려는 거래가 늘어나고 있음을 시사한다.

그림 1. 과거 위기 반영 저점 구간과 신용융자 금액추이



자료: 에프엔가이드, 대신증권 Research Center

그림 2. 위기 반영 바닥 구간 신용융자 축소율



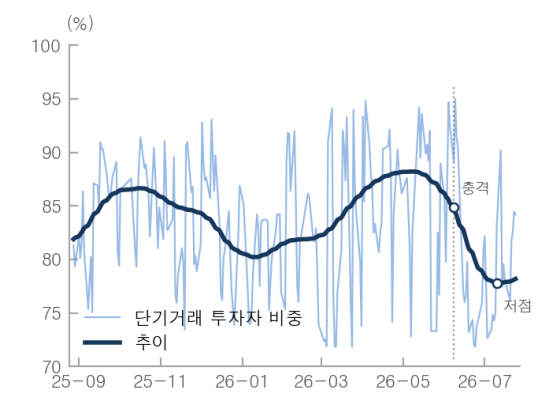
자료: 에프엔가이드, 대신증권 Research Center

그림 3. 증시 하락에도 오히려 내재변동성 수준 하락



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 4. 단기성향 거래비중 추정치 추이



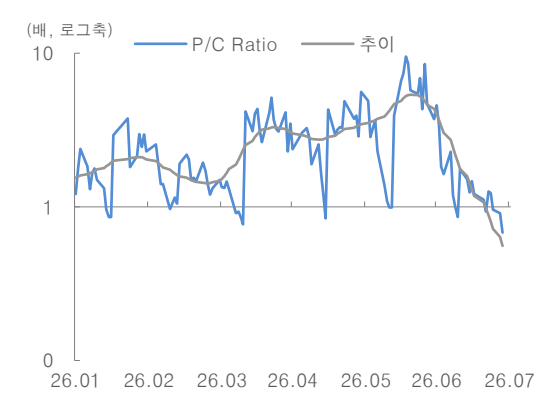
자료: 대신증권 Research Center

그림 5. 내재 변동성 환산 증시 저점 수준에 도달



자료: 에프엔가이드, 대신증권 Research Center

그림 6. Put/Call 비율 추이



자료: KRX, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 권순호)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.