

강승철 3276-6181
sckang@truefriend.com

변동성(Vol)을 사기 좋은 시점

- 주식과 변동성(Vol)을 함께 사는 전략
- VIX 11.5 마감(8/18), 최근 30년간 수치 중 하위 3% 수준. 변동성 바닥권
- 다음주 잭슨홀을 앞두고 변동성 매수로 위험자산 Hedge하기 좋은 시점

지금 변동성을 사는 이유(rationale)

미국 금리인상 시점에 대한 불확실성, 낮은 글로벌 채권금리에 대한 우려에도 불구하고 주식시장 랠리가 지속되고 있다.

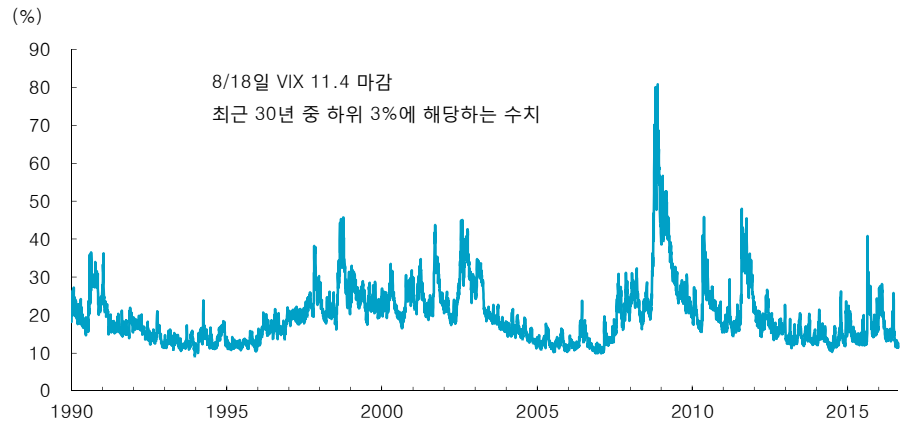
(필자를 포함해) 여전히 최근의 상승을 불안하게 보는 투자자의 입장에서 현재 가장 큰 리스크는 소위 “Melt-up” 급등의 가능성이다. 어어 하는 와중에 시장이 급등하는 경우다. 금리가 더 하락하지도 않지만, 그렇다고 급등하지도 않는, 현재의 낮은 수준에서 지속이 되면서 채권에서 빠져 나온 유동성이 주식 등 위험자산으로 계속 몰리는 경우에 이런 위험자산의 급격한 상승이 있을 수 있다.

실제 심리지표들을 보면 현재 투자자 심리는 과도하게 낙관적인 상황도 아니다. • 코스피 200 풋콜레이쇼(PC ratio)는 8/18일 기준 0.96배로, 과도한 낙관을 나타내는 수준인 0.6 배보다 아직 높다. • 코스피200 종목에 대한 공매도 비율(short ratio)은 과거 평균을 밑도는 수준(과거 평균대비 공매도 적음)이지만, 낙관이 과도하다고 보려면 과거 평균을 -1.5시그마 이상 하회해야 한다. (8/18일 기준 -0.6시그마) • 대장주인 삼성전자에 대한 공매도는 삼성전자 주가가 150만원을 상회하면서 오히려 늘었다. 주가 상승을 불안하게 보는 투자자들이 상당수 있었다는 얘기인데, 주가가 160만원을 돌파한 전일(8/18일) 이후에야 공매도 감소 조짐이 나타나고 있다. 삼성전자 주가에 대한 과도한 낙관으로 보려면, 공매도 비율이 5% 이하로 더 하락해야 한다. (8/18일 기준 7.4%) → <그림 5~7> 참고

심리지표를 통해 보면 상승에 대한 불안이 여전히 있는 와중에, 대부분 투자자들의 심리가 완전히 낙관적으로 돌아설 때까지, 시장이 계속 상승할 가능성도 배제할 수 없다는 의미다. 소위 ‘걱정의 벽’을 타고 오르는 주가다.

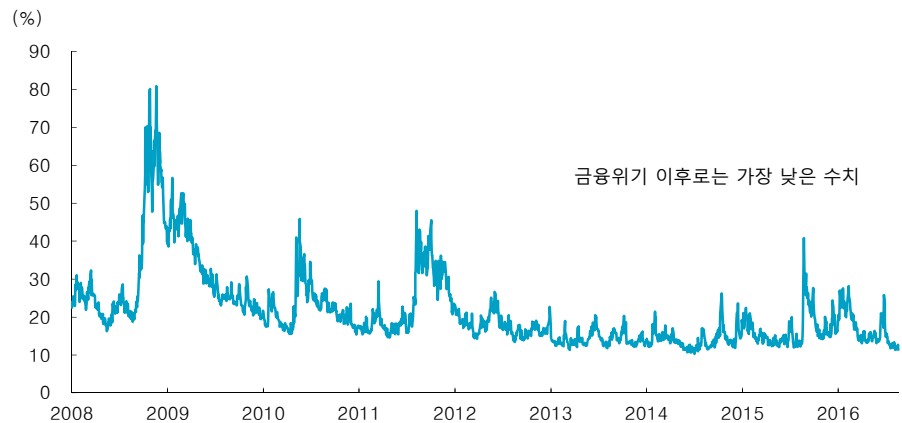
▶ 이런 가능성에 대비하기 위해 위험자산 포지션을 늘리면서, 동시에 변동성(Vol)을 함께 사는 전략이 좋은 방법이다. 위험자산 랠리에 동참하면서 급격한 변동성 확대가 생길 경우 위험을 헤지(hedge) 할 수 있다. 지금이 Vol을 사기 좋은 타이밍이라고 보는 이유는 1) 유동성에 기댄 불안한 상승 이외에도, 2) 현재 변동성이 역사적으로 가장 낮은 수준까지 하락했기 때문이다.

[그림 1] VIX (S&P 500 변동성) 추이 (최근 30년)



자료: Bloomberg, 한국투자증권

[그림 2] VIX (S&P 500 변동성) 추이 - 금융위기 이후



자료: Bloomberg, 한국투자증권

미국 VIX(S&P 500 지수 변동성)는 8/18일 11.4%로 마감했는데, 2008년 금융위기 이후 가장 낮은 수준이고, 최근 30년간의 수치와 비교하면 하위 3%에 해당하는 수치다. 연일 사상최고치를 경신하고 있는 미국증시 영향으로 변동성에 대한 투자자들의 낙관이 바닥권으로 하락했기 때문이다.

일별 마감 수치를 기준으로 1990년 이후 VIX가 30년간 수치 대비 하위 5% 이하로 하락한 경우는 최근을 포함해 345번 있었다. 해당일 종가로 VIX를 샀을 때 +5 거래일, +10 거래일, +15거래일, +20거래일 이후 VIX는 각각 73%, 76%, 79%, 81%의 확률로 상승했고, 각각 평균 +6.0%, +8.4%, +10.7%, +13.4%씩의 상승률을 기록했다.

금융위기 이후로 보면 확률 및 상승률은 더 높다. 아래 <표 1>은 2008년 이후 VIX가 30년 수치 대비 하위 5%로 하락한 경우를 정리한 것이다. 이후 +5, +10, +15, +20 거래일 후 VIX는 90% 가까운 확률로 상승했고, 평균 10% 이상 상승률을 기록했다.

〈표 1〉 바닥권 이후 VIX 상승률 (금융위기 이후)

날짜	VIX	백분율 rank (1990 년 이후)	S&P500	이후 VIX 상승률			
				+5D	+10D	+15D	+20D
2013-03-11	11.6	4.9%	1556.2	15.6%	18.9%	10.6%	11.1%
2013-03-14	11.3	3.3%	1563.2	23.8%	12.4%	23.2%	6.7%
2013-03-15	11.3	3.3%	1560.7	20.1%	20.2%	16.7%	52.8%
2014-05-23	11.4	3.6%	1900.5	1.9%	-1.8%	11.4%	-3.3%
2014-05-27	11.5	4.5%	1911.9	3.1%	-4.5%	4.8%	5.4%
2014-05-29	11.6	4.9%	1920.0	1.0%	8.6%	-8.2%	0.5%
2014-05-30	11.4	3.8%	1923.6	-5.9%	6.8%	-4.8%	-1.2%
2014-06-06	10.7	1.0%	1949.4	13.5%	1.1%	4.9%	5.6%
2014-06-09	11.2	2.4%	1951.3	13.5%	-1.5%	3.8%	7.4%
2014-06-10	11.0	1.7%	1950.8	9.7%	10.4%	1.5%	6.0%
2014-06-18	10.6	0.8%	1957.0	9.2%	2.0%	18.7%	37.0%
2014-06-19	10.6	0.8%	1959.5	9.5%	-2.8%	13.7%	13.6%
2014-06-20	10.9	1.4%	1962.9	3.8%	4.4%	8.9%	18.1%
2014-06-23	11.0	1.7%	1962.6	5.4%	9.1%	8.9%	11.5%
2014-06-27	11.3	3.0%	1961.0	0.6%	5.0%	13.8%	11.5%
2014-06-30	11.6	4.9%	1960.2	3.5%	3.4%	5.8%	14.8%
2014-07-01	11.2	2.4%	1973.3	4.5%	-1.3%	3.3%	19.6%
2014-07-02	10.8	1.3%	1974.6	16.4%	34.4%	9.4%	56.7%
2014-07-03	10.3	0.4%	1985.4	17.1%	16.9%	23.0%	65.0%
2014-07-07	11.3	3.4%	1977.7	4.3%	13.1%	10.9%	33.5%
2014-07-16	11.0	1.8%	1981.6	4.7%	21.2%	48.8%	17.3%
2014-07-23	11.5	4.6%	1987.0	15.7%	42.1%	12.0%	2.3%
2014-08-22	11.5	4.3%	1988.4	4.4%	10.4%	23.1%	19.4%
2016-08-05	11.4	3.8%	2182.9	1.4%	-	-	-
2016-08-08	11.5	4.5%	2180.9	2.7%	-	-	-
2016-08-12	11.6	4.8%	2184.1	-	-	-	-
2016-08-18	11.4	3.9%	2187.0	-	-	-	-
최대				23.8%	42.1%	48.8%	65.0%
평균(Ave.)				8.0%	9.9%	11.5%	17.9%
중간(Med.)				4.7%	8.6%	10.6%	11.5%
최소				-5.9%	-4.5%	-8.2%	-3.3%
Hit ratio (전체 중 상승확률)				96.0%	78.3%	91.3%	91.3%

자료: Bloomberg, 한국투자증권

통화정책 방향과 관련해 다음주 주말(8/26일) 예정된 잭슨홀 회의는 글로벌 투자자들의 관심이 집중되는 이벤트가 될 것이다. 해당 이벤트 전후로 변동성이 급변할 수 있기 때문에 절대 레벨이 낮은 지금이 Vol을 사기 좋은 시점이다.

변동성을 사는 방법 - VXX, VIXY, UVXY, TVIX

미국에 상장된 VIX ETF를 통해 변동성을 매수할 수 있다. 대표 ETF는 아래 <표 2>와 같다. VXX, VIXY는 VIX 지수를 1배(x1)로 추적하는 상품이고, UVXY, TVIX는 VIX 레버리지(x2) ETF다.

<표 2> VIX ETF (미국 상장)

Bloomberg	ETF	레버리지	시가총액 (mil \$)	일평균 거래대금 (mil \$)
VXX	IPATH S&P 500 VIX S/T ETN	x1	1,588	782
VIXY	PROSHARES VIX S/T FUTURE ETF	x1	203	102
UVXY	PROSHARES ULTRA VIX S/T FUTURE ETF	x2	554	556
TVIX	VELOCITYSHARES 2X VIX S/T FUTURE ETF	x2	291	93

자료: 한국투자증권

▶ VIX ETF 투자는 특히 조심해야 한다. 일단 반드시 알고 있어야 할 사실은 VIX ETF 투자는 바이 앤 홀드(Buy & Hold)로 가져가는 투자가 절대 아니라는 사실이다. 1주일 보유도 길다.

VIX는 기본적으로 옵션(option)이며, 따라서 시간가치를 가지고 있다. 지수가 하락하지 않아도 시간이 갈수록 점점 가치가 하락한다는 얘기다. 또한 위 ETF를 포함해 대부분의 VIX ETF들은 VIX 선물(Futures)을 기초자산으로 하고 있는데, VIX 선물은 1개월마다 만기가 돌아오며, 만기가 길수록 선물가격이 높아지는 콘탱고(Contango) 시장이다. 한 달에 한번 돌아오는 선물의 만기 시점에 롤오버(roll-over)를 하는 과정에서 가치가 하락하게 된다.

위 상품 대부분은 만기가 1개월이나 2개월인 단기 VIX 선물을 기초자산으로 하고 있는데, 가장 가까운 만기는 올해 9/21일이다. 만기까지는 아직 시간이 남아있지만, 이를 차치하더라도 매일 감소하는 시간가치를 감안하면 역시 최대 1주일 이상 지속 보유는 금물이다.

VIX ETF 투자는 투기용이 아니라 최근 상황처럼 보유한 위험자산에 대한 헤지(Hedge) 용도로, 그리고 다음주 잭슨홀 회의처럼 특정 이벤트를 앞두고 Event risk를 헤지하기 위한 목적으로 소규모 투자가 바람직하다.

[그림 3] VXX (iPATH S&P 500 VIX S/T ETN) - 최근 1년 주가 추이



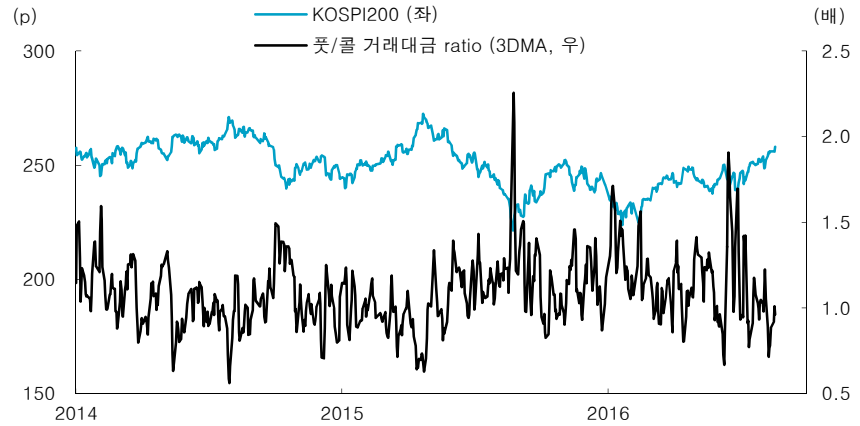
자료: Stockcharts.com

[그림 4] UVXY (PROSHARES ULTRA VIX S/T FUTURE ETF) - 최근 1년 주가 추이



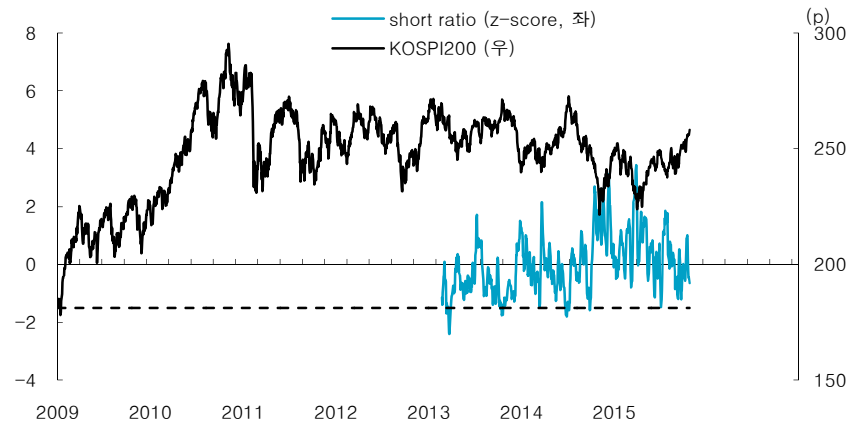
자료: Stockcharts.com

[그림 5] KOSPI200 풋콜 레이쇼 (PC ratio, 3MA)



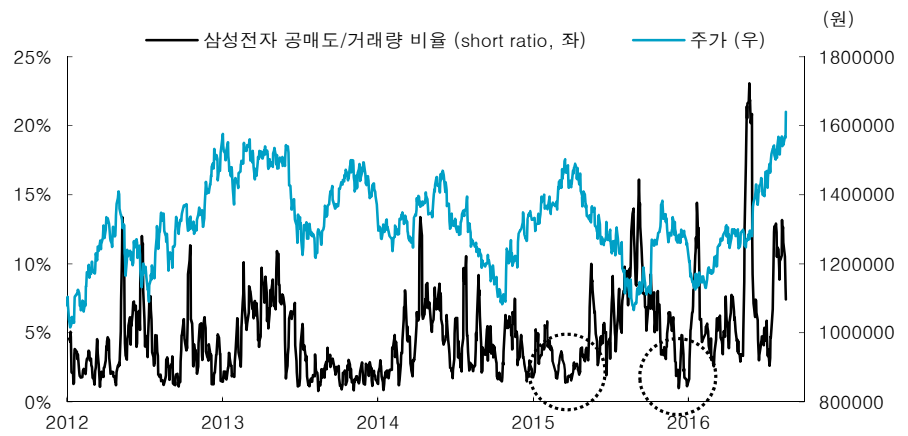
자료: 한국투자증권

[그림 6] KOSPI200 공매도/거래량 비율 추이



자료: 한국투자증권

[그림 7] 삼성전자 공매도/거래량 비율, 주가 추이



자료: KRX, 한국투자증권

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에 제시된 종목들은 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.