

# 자산배분

## 과도한 낙관론이 불러온 변동성

Asset Allocation & Quant 조승빈  
seungbin.cho@daishin.com

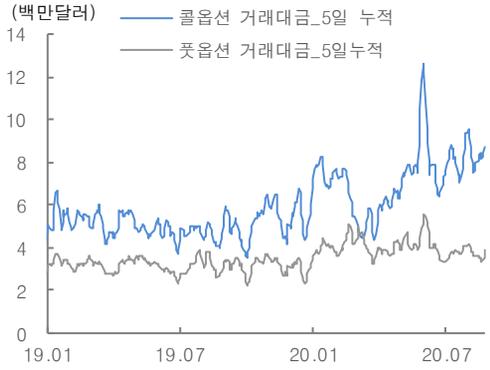
- 거침없는 상승세를 이어가던 나스닥지수가 9월 3일에 5% 가까이 하락했다. 12,000p 돌파라는 이정표를 달성하자마자 나온 나스닥지수의 급락은 투자자들을 당황하게 만들었다. 미국 주식시장이 조정을 받기 전의 주변 상황을 살펴보면 다소 과도했던 낙관론이 주식시장에 부정적인 영향을 미친 것으로 판단한다.
- 최근 미국 주식시장의 상승과정에서 특이했던 점은 S&P500 지수의 변동성을 의미하는 VIX가 주가지수와 함께 상승했다는 것이다. 대체로 주식시장이 상승하면 변동성 지수는 하락하고 안정되는 모습이 나타난다. 일반적인 패턴과 달랐던 VIX 움직임의 원인은 옵션시장에서 찾아볼 수 있다. 최근 미국 옵션시장의 거래대금이 빠르게 늘어났다. 특히, 콜옵션의 거래대금이 가파르게 증가했는데, 주가 상승이 이어지면서 옵션을 통해 더 높은 수익을 얻고자 하는 투자자들이 크게 늘어났기 때문이라 판단한다.
- 옵션을 사려는 투자자가 많아지면 옵션의 프리미엄(가격)도 올라갈 가능성이 높아진다. 옵션의 가격은 기초자산가격, 잔존만기, 변동성 등에 의해 달라진다. 옵션 프리미엄이 상승하면 옵션 가격을 통해 추정하는 기초자산의 내재 변동성이 높아질 수 있고, VIX 상승에도 영향을 미치게 된다. 콜옵션 거래대금 대비 풋옵션 거래대금의 비율로 시장의 과열 정도를 체크하는 풋-콜 비율이 0.4를 기록하며 과거 저점 수준까지 하락했다는 점은 투자자들 사이에 낙관론이 팽배해져 있다는 것을 보여준다. 과거 VIX와 S&P500이 같은 방향으로 움직이면서 두 지수의 상관관계가 높아지면 주식시장이 조정을 받는 경우가 많았는데, 주식시장의 과도한 쏠림현상이 풀릴 경우 주가지수의 조정으로 연결될 수 있다는 점을 염두에 둘 필요가 있다.
- 주가지수의 가파른 상승과 달리 경제지표와 기업실적 등 펀더멘탈 지표의 개선 속도는 상대적으로 느린 모습이다. 코로나19 이후 상승세를 이어가던 미국 경제 지표 서프라이즈 인덱스는 7월 이후 하락세로 전환됐다. 우려보다 양호했던 경제지표와 주식시장의 강세로 시장의 기대치는 높아졌지만 최근 발표되는 경제지표는 기대에 미치지 못하고 있다. 펀더멘탈 지표의 개선속도 둔화는 밸류에이션 부담이 높아진 주식시장에 부정적인 요인이다.
- 최근 주식시장 뿐만 아니라 채권, 외환, 금 등 주요 자산의 변동성지수도 6월말 또는 7월말 대비 높아진 것을 확인할 수 있다. 자산 가격의 변동성 확대는 리스크 프리미엄을 높이고, 투자심리를 위축시켜 투자자산의 가격 조정으로 연결될 수 있는 요인이다. 주식시장에 대한 투자자들의 낙관론으로 쏠림현상이 나타나면서 글로벌 금융시장의 변동성이 확대된 만큼 주요 자산들의 변동성이 안정되는 모습을 확인할 필요가 있다. 반면, 정부와 중앙은행의 정책 기대감, 풍부한 유동성, 경제지표 회복 등 주식시장에 긍정적인 변수는 아직 유효하다. 주가 조정은 비중확대의 기회로 활용해야 한다고 판단한다.

그림 1. 최근 동반 상승한 S&P500 과 VIX



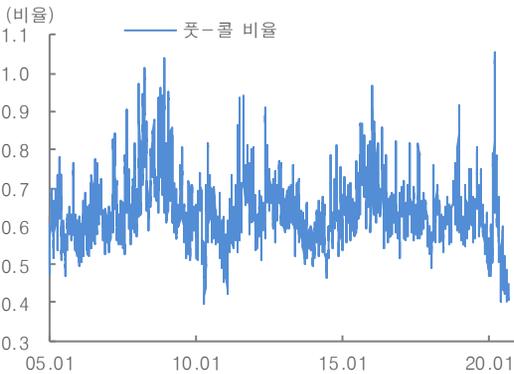
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 2. 콜옵션 거래대금 가파르게 증가



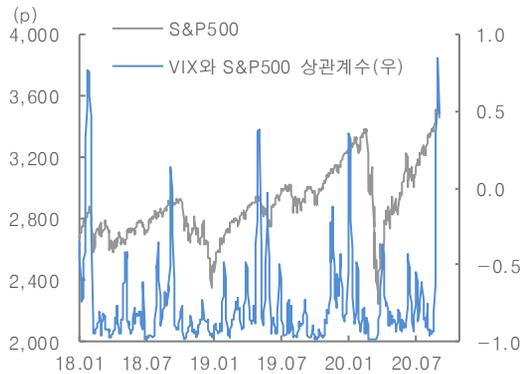
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 3. 풋-콜 비율은 과거 저점 수준으로 하락



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 4. S&P500 과 VIX 상관관계 높아지면 위험



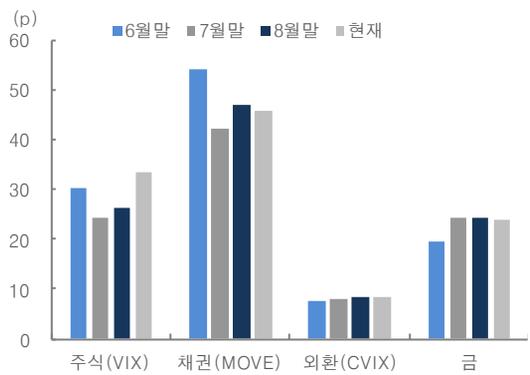
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 5. 미국 경제지표 서프라이즈 지수 하락



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

그림 6. 주요 자산 변동성 지수 상승



자료: Bloomberg, 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. 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 조승빈)

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.

---