

투자전략

잔인한 10월: 변동성 지수와 계절성

분석의 기본 가정

- 고금리 장기화로 인한 경기둔화 등 영향 재평가 필요
- 중국 리오프닝 효과 소실, 부양효과 한계 등으로 경기 회복탄력성 약화

투자전략/자산배분 박소연

T. 02) 2004-9095

park.so-yeon@shinyoung.com

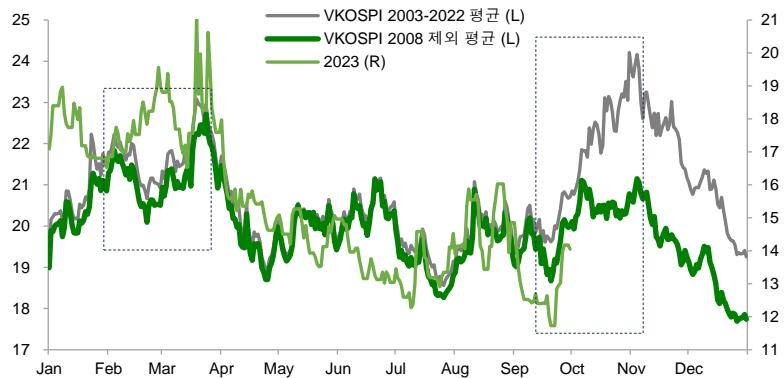
한국 VKOSPI : 2~3월과 9~10월 변동성 확대 경향

추석 연휴기간 미국과 유럽 주식시장은 비교적 안정세였다. 미국 하원에서 45일짜리 임시 예산안이 가결되어 연방정부 폐쇄를 면했기 때문이다. 그러나 채권과 외환시장의 불안감은 여전한 것 같다. 미국채 10년물 금리는 장중 4.7%까지 치솟았고, NDF 원/달러 환율은 1,360원에 근접했다. '킹 달러(King Dollar)의 재림'이라는 말까지 나왔다.

통상 10월은 계절적으로 헛지펀드 북클로징, 과세회피용 청산 등으로 변동성이 커지는 경향이 있지만, 올해는 강달러가 문제를 더 복잡하게 만들고 있다. 채권시장과 외환시장의 선제적 안정화를 확인하는 것이 중요해 보인다.

실제로 한국 VKOSPI(도표 1 참조)의 경우 2~3월과 9~10월에 변동성이 확대되는 경향이 뚜렷하다. 2~3월의 경우 ▲ 설 연휴 전후로 대형 기관들의 자금 집행에 공백이 생기기도 하고 ▲ 중국은 춘절 이후부터 본격적으로 공장 가동에 나서는 경우가 많아 2월은 수급 상으로도 경제지표 상으로도 모멘텀 없는 공백기이다. 9~10월의 경우 ▲ 추석 연휴 전후 자금 수요 뿐만이 아니라 ▲ 연말을 앞두고 일부 펀드들의 포지션 청산으로 주도주들 시세에 변화가 생기기도 하고 ▲ 대주주들이 양도차익과 세 회피를 위해 일부 물량을 조절하거나 매도하는 경우가 많기 때문이다. 올해도 9월 수익률은 KOSPI(-3.57%)와 KOSDAQ(-9.41%) 모두 좋지 않았다. 11월 초까지는 경계감이 필요하다.

도표 1. 한국 VKOSPI 지수: 9~10월 조정 패턴



주: 진한 초록색선이 2008년 미국 금융위기를 제외한 VKOSPI 영업일별 평균 수치

자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

미국 VIX와 유럽 V2X 변동성 지수도 10월 조정 패턴

미국의 VIX와
유럽 V2X 역시
9~10월 조정 패턴 암시

미국의 변동성 지수 VIX와 유럽의 변동성 지수 V2X 역시 동일한 패턴을 보이고 있다.

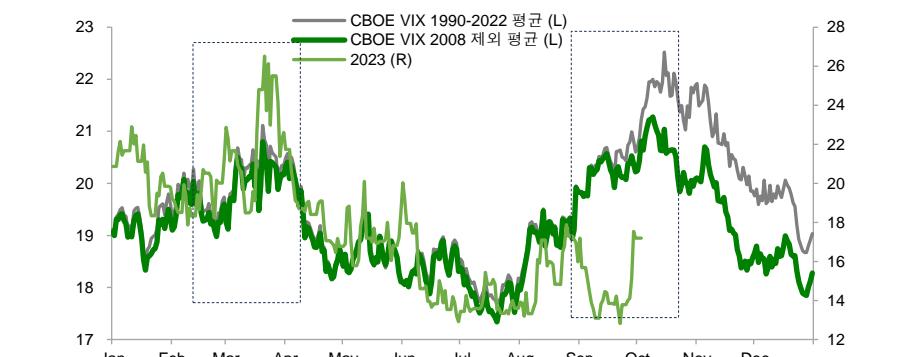
[도표 2~3]을 보면 변동성은 2~3월에 일시 급등한 후 4월부터 7월까지 다시 가라앉고, 8월부터 10월까지 재차 올라가다가 11월부터 연말까지는 다시 낮아지는 패턴을 그린다. 통상 변동성이 하락할 땐 주가가 상승하나, 변동성이 올라갈 땐 주가 조정이 나타나기 때문에 "4월부터 7월", "11월부터 12월"이 주식이 가장 좋은 시기인 셈이다.

아래 차트는 VIX와 V2X 지수를 매년 영업일별로 평균치를 산출해 그린 것인데

- ▲ 미국은 2008년 금융위기를 제외한 값이며 (진한 초록색 선)
 - ▲ 유럽은 2008년 금융위기와 2011년 재정위기를 제외한 값이다 (진한 초록색 선)
- 정도의 차이는 있지만 8월부터 10월까지 변동성이 우상향(주가 조정)하는 패턴은 크게 다르지 않아 보인다.

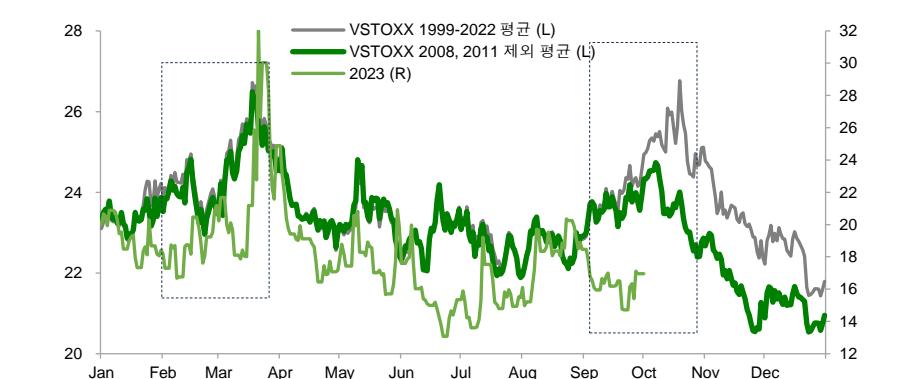
올해 역시 11월 초에 FOMC가 예정되어 있고 11월 중순까진 새 예산안을 통과시켜야
셧다운을 면할 수 있기 때문에, 10월까지는 계절성을 무시하긴 어려워 보인다.

도표 2. 미국 VIX 변동성 지수: 9~10월 조정 패턴 동일



주: 진한 초록색선이 2008년 미국 금융위기를 제외한 VIX 영업일별 평균 수치
자료:Wisefn, 신영증권 리서치센터

도표 3. 유럽 V2X 변동성 지수: 9~10월 조정 패턴 동일



주: 진한 초록색선이 2008년 미국 금융위기와 2011년 유럽 재정위기를 제외한 V2X 영업일별 평균 수치
자료:Wisefn, 신영증권 리서치센터

채권 변동성 지수 MOVE가 보여주는 그림

채권시장 변동성 지수인 MOVE는 과거와 레벨 자체가 달라져

채권시장 변동성 지수로 유명한 것이 MOVE다. VIX나 VKOSPI는 대표 주가지수의 옵션 변동성을 통해 산출되지만, MOVE는 옵션 변동성이라는 점은 같지만 Treasury 2년물 20%, 5년물 20%, 10년물 40%, 30년물 20% 등 만기별로 비중을 달리한 다음 가중평균을 두어 최종 산출한다.

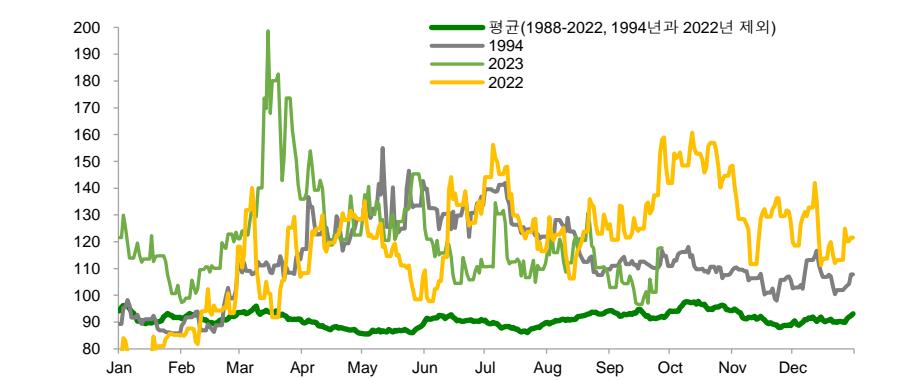
MOVE 지수도 2~3월과 9~10월에 변동성이 확대되는 동일한 패턴이 관찰되는데, 이보다 더 주목할 포인트는 따로 있다. 2000년 이후 약 20년간 MOVE의 변동성 절대 레벨은 평균적으로 100 이하에서 형성되었다. 신흥국들의 적극적인 미국채 매수, 낮은 인플레이션 덕택일 것이다. 그러나 최근 채권시장 변동성 레벨이 전반적으로 큰 폭 상승해 150 전후에 머물고 있다.

이 정도로 높은 변동성이 연중 내내 유지된 케이스는

- 1) 1994년 채권 대학살(bond massacre)과
- 2) 2022년 러우 전쟁과 인플레이션으로 인한 금리인상 정도였는데

2023년의 경우 3월 미국 중소은행 파산 이후 금리가 하락 안정세를 보였음에도 역사적 평균 수준으로 회귀하지 못했다. 채권시장의 패턴 자체가 예전과 아예 다른 것이다.

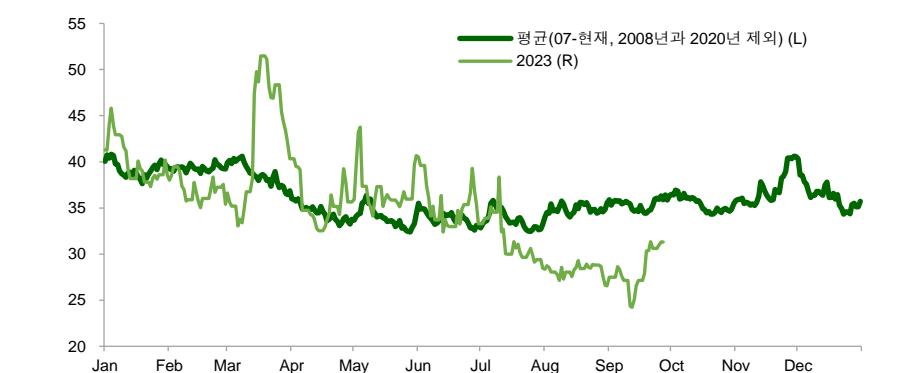
도표 4. 채권시장 변동성 지수 MOVE: 올해와 통상 8월부터 10월 증순까지 변동성 장세, 이후 안정



주: 맨 아래 진한 초록색선이 채권 대학살이 있었던 1994년과 2022년을 제외한 수치

자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

도표 5. 원유 변동성 지수 OVX: 역사적 평균 수준보다 낮은 변동성



주: 진한 초록색선이 2008년 미국 금융위기와 2020년 코로나 사태를 제외한 OVX 영업일별 평균 수치

자료: Wisefn, 신영증권 리서치센터

원유시장 변동성 지수인
OVX
평균회귀 관점 접근

그러나 반대로 원유시장 변동성 지수인 OVX는 최근의 변동성이 역사적 평균 수준보다 크게 낮은 상태다. 이는 올해 7~9월의 유가 상승이 과거와 다른 매우 이례적 패턴이었음을 암시하고 있으며, 평균회귀 관점에서 10월에는 유가가 조정을 받을 가능성이 높음을 암시하고 있다.

어찌되었든 과거 패턴으로 보았을 때 10월은 변동성의 계절이었다. 잠시 휴지기를 갖고 채권시장과 외환시장의 선제적 안정 이후 접근하는 것이 바람직해 보인다.

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 저작재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.