2025. 09
SAMSUNG FUTURES MONTHLY

글로벌 지수

삼성선물 리서치센터
✉ ssfresearch@samsung.com

하락 대비 강화하는 외국인

미국 증시

- 고요해진 변동성, 상방 리스크 우려되는 9 월
- 중소형주 랠리가 지속되려면

국내 증시

- 지표가 말해주는 잠재된 하방 압력

SAMSUNG 삼성선물

미국 증시

8 월 동향

미국 증시, 9 월 금리인하 기대감에 지수는 강세 지속

7 월 말, 빅테크 실적 호조에 사상 최고가 경신 이어가던 미국 증시는 월초 트럼프의 상호관세 행정명령 발표와 고용 지표 충격에 급락하며 8 월을 출발했다. 비농업 고용의 예상치 하회와 이전달 지표가 대폭 하향 조정된 점이 시장의 경기 침체 우려를 촉발해 지수 약세를 이끌었다. 다만, 9 월 FOMC 에서의 연준 금리인하 기대감에 저가매수세 유입되며 하루만에 반등했고 애플의 미국내 $1 천억 규모 추가 투자 발표 소식에 기술주 중심 강세 나타나며 사상 최고가 경신 흐름이 다시 전개되었다. 월 중반에는 예상치 부합한 CPI 와 러-우 전쟁 휴전 기대감에 지정학적 리스크 완화되며 사상 최고치 레벨 부근에서 머무르다 AI 버블론 부각에 기술주 조정받아 약세 전환했다. 월 말에는 예상보다 비둘기적이었던 잭슨홀 미팅에서의 파월 연설에 금리 인하 기대 확대되며 상승 우위가 나타났다. 이에 전월 말 대비 S&P 500 지수 선물은 1.51%, 나스닥 100 지수 선물은 0.81% 상승하며 마감했다(정규장 기준, 8/25).

고요해진 변동성, 상방 리스크 우려되는 9 월

8 월 하향 안정화된 S&P 500 ATM 내재변동성

8월 동안 S&P 500 지수 선물은 미래 변동성에 대한 시장 기대치를 나타내는 1개월 ATM 내재변동성이 하향 안정화되었다. 월말 8 개월래 최저치(11.19%, 8/22) 기록하며 연저점 경신했고, 올해 들어 월 평균으로 가장 낮은 수준의 내재변동성을 보인 한 달이었다. 이와 같은 변동성 하향 안정화를 이끌어낸 요인은 크게 대외 불확실성 대폭 감소와 연준의 기준 금리 인하에 대한 기대감 확대로 분석된다.

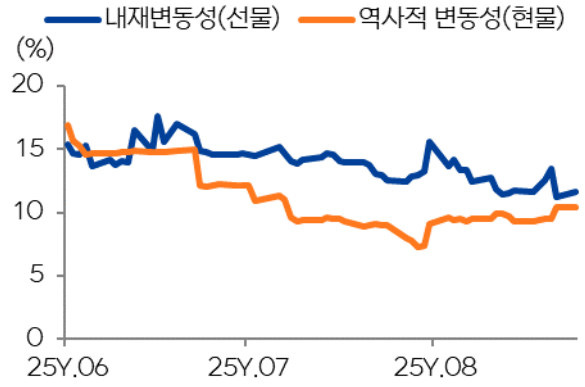
대외 불확실성 감소로 내재변동성의 절대 레벨 하향

먼저, **관세 노이즈 감소를 통한 대외 불확실성 감소는 내재변동성의 절대 레벨을 낮추는 주된 요소로 작용한 것으로 판단된다**. 7 월 23 일 미-일간 관세 합의 발표를 시작으로 EU 와 한국을 포함한 주요 무역국들과의 관세 합의 소식이 잇따르자 내재변동성은 6 개월 만에 12%대를 기록했다. 8 월 중순에는 트럼프가 중국과의 관세 부과 유예 90 일 추가 연장에 서명하자 낙폭은 확대되었다. 이후, 반도체와 의약품 등에 대해 품목별 관세 예고되었으나, 구체적인 시행안 발표되지 않으며 영향은 제한되었다. 오히려 대미 투자 기업 대상 반도체 관세 면제 가능성에 애플 중심으로 기술주 랠리 나타나 트럼프와 푸틴의 정상회담 예고 이후 완화된 지정학적 리스크 영향과 함께 내재변동성이 추가 하락하게 하는데 기여했다.

경제 지표와 파월이 이끈 내재변동성 급락

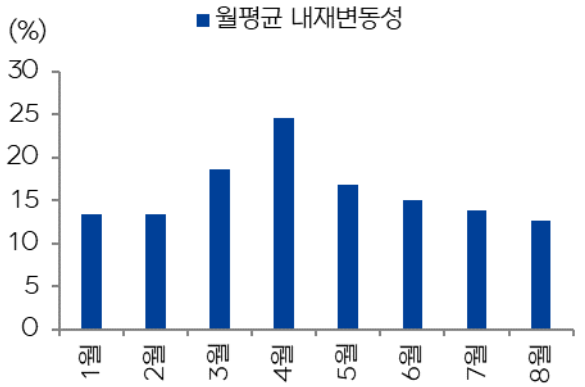
한편, **경제 지표 결과 발표때마다 변화된 시장의 기준 금리 인하 기대감은 내재변동성의 급격한 변동을 야기했다**. 연준이 7 월 FOMC 에서 기준 금리 동결을 결정하며 매파적 기조 보인지 42 시간 만에 7 월 고용 보고서 발표에서 고용 쇼크가 확인되자 변동성 급등이 나타났다. 다만, 시장이 경기 둔화 우려에서 9 월 FOMC 에서의 금리 인하 기대감으로 초점 옮기자 하루 만에 증시 반등했고, 내재변동성도 급락 나타나 상승폭을 대부분 반납했다. 이후 월 중반, CPI 컨센 부합 및 인플레이션 우려 완화에 내재변동성은 11%대 진입해 2 월 기록한 연저점에 근접했다. 잭슨홀 미팅에서 파월의 비둘기적 연설은 이 추세에 방점을 찍으며 내재변동성의 연저점 경신으로까지 이어졌다.

차트 1. 최근 3 개월 S&P 500 지수 관련 변동성 추이



출처: Bloomberg

차트 2. 2025 년 S&P 500 선물 월평균 내재변동성



출처: Bloomberg

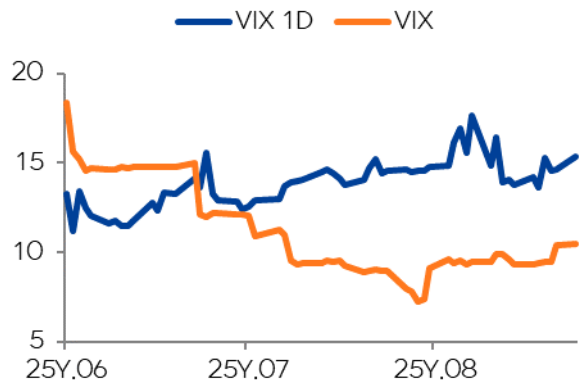
7 월 대비 8 월 내재변동성은 급격하게 변화

위 흐름에서 눈에 띄었던 점은 **8 월 동안 내재변동성 자체는 낮은 수준에 머물렀으나, 그 변화의 추이가 7 월 대비 급격하게 나타났다는 점이다**. 초단기 변동성을 나타내는 VIX 1D 지수의 경우 7 월이 8 월보다 월평균으로 낮은 수치를 기록했다. 또한, 8 월이 7 월보다 월평균 내재변동성이 낮았음에도 일간 변동률의 평균을 비교했을 때 7 월이 2.5%, 8 월이 5.1% 기록하며 상당한 차이를 기록하기도 했다.

역사적 변동성 급등과 VIX 선물 – 현물 차 증가, 변동성 증가 주의 필요

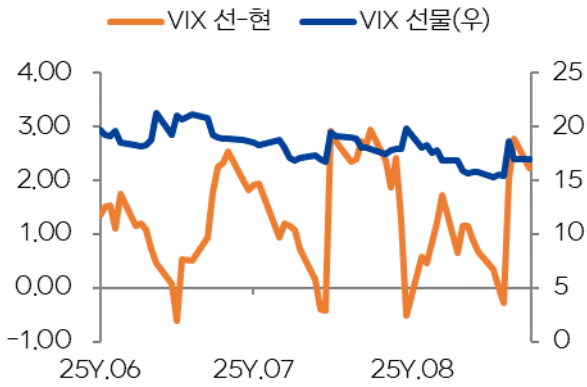
다만, 최근 실제 시장의 움직임을 확인할 수 있는 역사적 변동성과 내재변동성이 일부 동떨어진 움직임 나타난 점은 경계해야 할 부분으로 보인다. 7 월 동안 S&P 500 지수의 30 일 역사적 변동성은 점차 감소해 7 월 FOMC 금리 발표일에 연중 최저 수준(7.22%)을 기록했다. 반면, 8 월에는 역사적 변동성이 월중 대체로 제한적인 등락률 보였으나, 고용보고서 발표, 잭슨홀 파월 연설, CPI 발표 순으로 급격한 상승이 나타났다. 또한, 현재는 변동성이 낮은 수준을 유지 중이나, **VIX 선물 – 현물 차가 최근 들어 최고치 기록하며 선물 고평가 나타나고 있어, 앞으로의 변동성이 증가될 수 있음을 가격이 반영하고 있는 것으로 분석된다.** 이에, 9 월 FOMC 이전 고용 및 물가 지표 발표시 변동성이 급격한 상방 움직임 보일 수 있어 주의가 필요할 것으로 판단한다.

차트 3. 최근 3 개월 VIX 1D 및 VIX 지수 추이



출처: Bloomberg

차트 4. 최근 3 개월 VIX 선물-현물 차 추이



출처: Bloomberg

중소형주 랠리가 지속되려면

8 월 동안 여타 주가 지수 대비 강세 보인 러셀 2000

대체로 증시 우호적 환경이 조성된 8 월 동안 주가 지수는 4 월 상호관세발 급락 이후에 지속된 강세를 이어갔다. 그 중에서도 특히 **중소형주 중심의 러셀 2000 지수가 두드러진 수익률을 기록**하며 작년 11 월 10 개월 만에 S&P 500, NASDAQ, DOW 지수의 월간 수익률을 모두 상회했다. 이 가운데 9 월에도 러셀 지수가 타 지수 대비 아웃퍼폼 보일 가능성 유효한 것으로 전망된다.

금리 인하 기대감이 견인한 러셀 2000 강세

작년 11 월에는 트럼프의 당선 이후 관련 정책 기대감에 러셀 지수는 5%대 급등했다. 러셀 지수 구성 종목이 대형주 대비 미국 내 매출 비중이 높아 관세 정책에 상대적으로 수혜받을 것으로 예상되었으며, 법인세 인하 및 각종 규제 완화 역시 호재로 작용하였다. 또한, **작년 11 월은 올해 8 월과 마찬가지로 금리인하 기대감이 높아졌다는 공통점**이 있다. 이에 자금 조달 비용에 민감한 중소기업에 우호적인 환경이 조성될 것이라는 기대가 확산되었다. 중소기업들은 대기업들에 비해 대체로 부채 비율과 변동금리 대출 비중이 높기 때문이다. 이를 바탕으로 러셀 지수는 3 년 만에 사상 최고치를 경신한 바 있다.

장단기 금리차 확대는 러셀 2000 지수 강세 연장에 호재로 작용 예상

작년 11 월에는 두 번의 금리 인하가 실제로 이어졌고, 이후 12 월 FOMC 에서도 금리 인하가 예상되었지만, 현재는 9 월 금리 인하 가능성을 시장에서 높게 평가하고 있을 뿐, 실제로 8 개월째 기준 금리는 동결된 상태이다. 다만, 이번에는 당시와 달리 **장단기 금리차의 우상향 추세가 나타나고 있는 가운데 해당 흐름이 지속될 것으로 예상된다는 차이점**이 있다. 단기 금리는 잭슨홀에서 파월의 금리 인하 시사와 더불어 트럼프의 계속되는 인하 압박에 하방 압력에 노출되어 있는 상태이다. 이에 비해 장기 금리는 미국 정부의 재정 적자 확대와 관세 정책을 중심으로 한 불확실성의 증가로 낙폭 제한되었다. 이와 같은 상황이 지속될 경우, 러셀 2000 구성 종목들의 상대적 강세가 연장될 수 있을 것으로 보인다.

저평가된 밸류에이션 또한 매력적으로 작용 가능

또한, **최근 AI 버블론 주목 받으며 밸류에이션 부담에 빅테크 중심 조정 나타난 가운데 타 주가지수 대비 저평가되었다는 점 역시 투자자들에게 매력적으로 작용할 수 있다**. PER 기준으로는 러셀 2000 내에 순이익이 마이너스인 기업들의 비중이 상대적으로 높아 S&P 500 대비 열세를 보인다. 반면, PBR 과 PSR 기준으로는 러셀 2000 과 S&P 500 간의 격차가 커지고 있으며, 배당 수익률은 S&P 500 보다 러셀 2000 이 더 높은 수치를 기록 중이다.

다만, 경제지표 발표 이후 금리인하 기조 급변시 하방 리스크에 노출될 가능성

다만, 9 월 FOMC 이전에 추가로 발표될 경제지표가 아직 남아있는 만큼 물가 및 고용 동향 변화에 따라 **연준의 금리인하 기조가 급변할 가능성도 남아있어 주의가 필요**하다. 8 월 29 일 PCE 발표에 이어 9 월에는 5 일 고용 지표와 11 일 CPI 발표가 대기하고 있는 가운데 인플레이션 상방 리스크가 확대되거나, 월 초 고용지표를 상회하는 충격이 나타날 경우 지수에 악재로 작용할 수 있다.

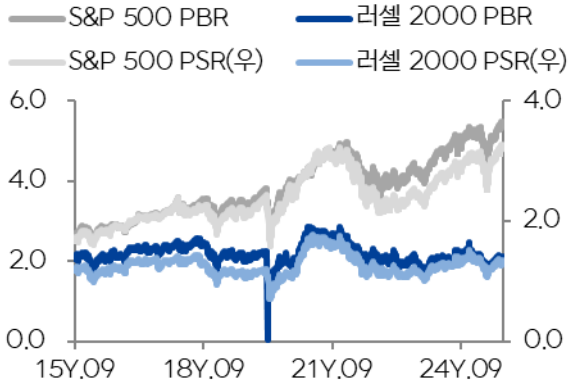
옵션 미결제약정 구조상 저항선으로 작용 가능한 가격대 확인됨

러셀 2000 옵션의 미결제약정 분포 역시 지수의 추가적인 상승에 걸림돌 역할을 할 가능성이 확인된다. **9 월 19 일 만기 분기 옵션의 2,350 선과 2,500 선에 콜 옵션이 집중되어 있는 상황이다**. 이에, 해당 가격대가 추후 저항으로 작용할 수 있을 것으로 예상한다. 또한, 러셀 지수 옵션의 경우 현재 S&P 500 과 나스닥 100 지수 옵션 대비 변동성이 높게 형성되어 있을 뿐만 아니라, 거래량도 적어, 이벤트 발생시 변동성에 특히 더 취약할 것으로 전망된다.

차트 5. '24 년 11 월 이후 장단기 금리차와 러셀 2000 추이

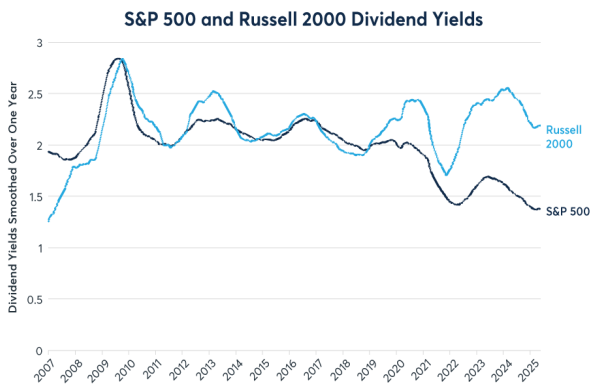
출처: Bloomberg

차트 6. 최근 10 년 러셀 2000, S&P 500 밸류에이션 추이



출처: Bloomberg

차트 7. 러셀 2000, S&P 500 배당수익률 추이 ('07~'25)



출처: CME Group

차트 8. 9 월 만기 러셀 2000 지수 미결제약정 분포 (8/25)

출처: CME Group

국내 증시

8 월 동향

국내 증시, 각종 불확실성 소화하며 반락

월초 국내 증시는 대내 정책 불확실성에 급락 출발한 이후, 미국 기준금리 인하 기대에 저가매수 유입되며 빠르게 반등했다. 이후, 월 중반에는 반도체 관세 최혜국대우 소식 및 미국 CPI 예상치 부합 영향에 코스피는 3,200 선 회복에 성공했다. 다만, 이후 반도체 고율 관세 경계와 대내 정책 불확실성 지속에 약세 보이며 코스피는 3,080 선 하향 돌파가 나타나기도 했다. 월 말에는 과대한 낙폭에 상승 전환한 이후 한-미 정상회담 기대와 잭슨홀 미팅 소화하며 반도체, 조선, 원전, 방산 등 주도 업종 중심으로 강세 나타났다. 이에 코스피 선물은 전월 말 대비 1.9% 하락하며 429.40pt 에 마감했다(주간 기준, 8/26).

지표가 말해주는 잠재된 하방 압력

증시 하방 압력 대응 늘린 외국인

6 월 만기 이후 7 월까지 코스피 선물 순매도 흐름 지속하던 외국인은 8 월 1 일 증시 급락 이후 점진적으로 수급 개선세 보이며 3 개월만에 월간 기준 순매수 기록을 눈앞에 두고 있다. 다만, 현물 시장에서 매도 우위가 나타난 부분은 부정적으로 해석된다. 외국인은 7 월

이후 프로그램 매매를 중심으로 순매수 기록했던 바 있는데, 이번 달 들어서는 **비차익거래가 매도세로 전환되었고, 월 중반 KODEX 200 선물인버스 2X 및 KODEX 인버스 매수 대폭 늘리며 증시 하방 리스크에 대비하고 있는 것으로 보인다.**

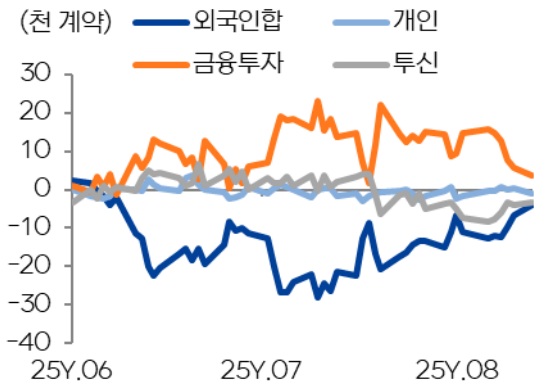
변동성을 보면 시장은 하방 리스크를 낮게 평가

변동성 지표 기준으로는 현재 시장이 증시 하방 리스크를 낮게 평가하고 있는 것으로 보인다. 코스피 200 옵션의 평균내재변동성은 월중 1 년래 최저치(13.30%, 8/13) 기록한 가운데 전반적으로 낮은 수준에서 유지되었다. 반면, 시장 전반적으로도 월중 베이시스 약화 두드러졌고, Put/Call Ratio 또한 단기 저점 낮춘 이후 반등하며 시장 내 하방 베팅 규모 증가한 것으로 보여진다.

9 월, 변동성 매수 전략 우위 예상

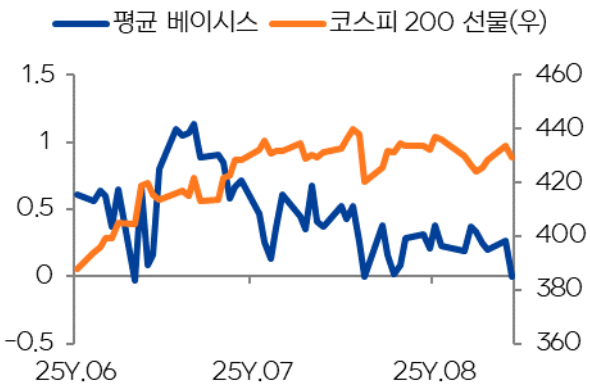
월 막판에는 장 마감 기준 백워데이션이 연속적으로 나타난 가운데 미결제약정이 4 일간 약 10,000 계약 이상 감소를 기록했다. 이로 인해 포지션 청산에 따른 관망세에 단기적으로는 변동성 축소 우위가 나타날 수 있다. 다만, 9 월 FOMC 까지 예정된 엔비디아 실적 및 미국 경제 지표 발표 영향에 **충격 발생으로 시장 내 자금 이탈 가속화될 경우 증시 하방 베팅 규모가 증가한 상황에서 변동성이 상방 압력에 노출될 수 있다**. 이에 9 월 동안 국내 증시는 변동성 매수 전략이 우위 보일 것으로 예상된다.

차트 9. 6 월 만기 이후 코스피 200 선물 투자자 매매동향



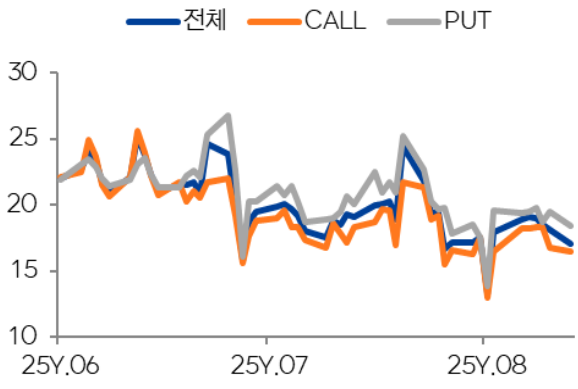
출처: Infomax

차트 10. 6 월 만기 이후 코스피 200 선물 평균 베이시스



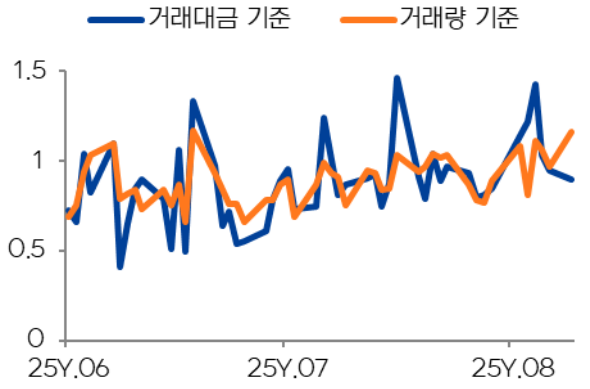
출처: KRX

차트 11. 6 월 만기 이후 코스피 200 옵션 평균내재변동성



출처: KRX

차트 12. 6 월 만기 이후 코스피 200 옵션 Put/Call Ratio



출처: Infomax, KRX