2026. 02

SAMSUNG FUTURES MONTHLY

글로벌 지수 전망

삼성선물 리서치센터

✉ ssfresearch@samsung.com

수상한 랠리

미국 증시

- 변동성과 상관관계가 보내는 경고음
- 불확실성 속 하방 대비하는 시장

국내 증시

- 역대급 강세에 누적되는 부담

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Samsung Financial Networks 삼성선물

미국 증시

1월 동향

미국 증시, 대내외 리스크 불구 S&P 500 사상 최초로 장중 7,000선 돌파

1 월 미국 주식시장은 월 초반 연말 기간 동안의 낙폭을 만회하며 상승 출발했다. 주말간 미국의 베네수엘라 공습 및 마두로 대통령 체포에도 증시 영향은 제한되었고, 반도체 업종 주도 하에 나스닥을 제외한 주요 주가지수가 사상 최고치를 경신했다. 다만, 월중 파월 연준 의장이 검찰 조사를 받게 되었다는 소식에 연준 독립성 우려 불거지며 지수는 하락 전환하였다. 이후 트럼프 대통령이 이란 군사 개입 시사 및 그린란드 병합을 위한 미군 파병에 반대 의사를 밝힌 유럽 8 개국을 상대로 관세 부과를 발표하자 S&P 500 지수의 6,900pt 이탈 및 VIX 지수의 20pt 돌파가 동시에 나타나기도 했으나, 이내 관세 부과 계획이 빠르게 철회되며 TACO 트레이드가 재현되었다. 이후에는 미국 경기의 견조함 시사한 경제지표 및 월말 빅테크 실적 기대감 유입에 S&P 500 지수는 장중 7,000 선을 돌파하는 등 상승폭을 확대했다. 이에 전월 말 대비 S&P 500 지수 선물은 1.52% 상승하며 마감했다(종가 기준, 1/28).

변동성과 상관관계가 보내는 경고음

지수 변동성과 개별 주식 변동성간 괴리, 역대 최고치 근접

S&P 500 지수는 작년 12 월, 8 개월만에 월간 기준 하락 마감한 이후 이번 달 상승 전환에 성공하며 사상 최초로 7,000 선을 돌파하는 강세를 보였다. 이 과정에서 S&P 500 지수의 30 일 내재변동성을 확인할 수 있는 VIX 지수는 월 중반 트럼프 대통령의 그린란드발 관세 갈등에 한때 20pt 를 상회하며 급등하기는 했으나, 대체로 낮은 수준을 유지했다. '25 년 VIX 지수는 일평균 18.9pt 를 기록한데 반해, 1 월 동안 VIX 지수의 일평균 수치는 15.9pt 에 머물렀다(종가 기준, 1/28). 반면, S&P 500 지수를 구성하는 개별 종목들의 30 일 내재변동성을 나타내는 VIXEQ 지수는 그에 비해 두드러지게 우상향하는 움직임이 나타났다. 이에 VIXEQ 지수와 VIX 지수간 스프레드 역시 꾸준히 확대되며 1 월 말에는 지난 10 월 기록한 역대 최고 수준에 근접했다.

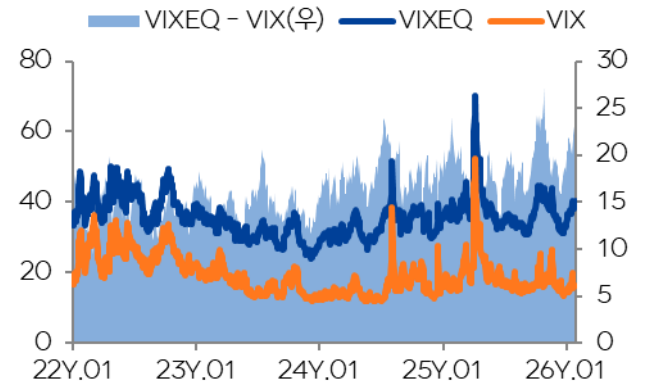
S&P 500 구성 종목간 상관관계도 역대 최저 수준

1 월 개별종목 장세가 나타났던 점은 종목 간의 상관관계를 산출한 COR1M 지수를 통해서도 확인할 수 있다. 해당 지수는 S&P 500 지수 내 상위 50 종목의 개별주식 옵션 및 S&P 500 지수 옵션을 통해 향후 30 일 간의 종목간 예상 상관관계를 산출하는 지표이다. 지수 값이 높을수록 상관관계는 높을 것으로, 지수 값이 낮을수록 상관관계는 낮을 것으로 예상됨을 의미한다. 보통 트럼프 행정부의 관세 부과나 물가 및 고용 등 경제지표 발표, FOMC 등 증시 전반에 미치는 이벤트에서 악재가 발생할 때, 증시 급락과 함께 CO1M 지수는 높은 값을 기록하게 된다. COR1M 지수는 1월 동안 트럼프의 EU 8 개국 대상 관세 발표 이후 관세 철회일까지의 2 거래일을 제외하면 모두 10pt 를 하회했으며, 한때 역사적 저점 범위인 6pt 대에 진입하는 등 매우 낮은 수준에서 유지되었다. 이에 1 월 미국 증시는 낮은 상관관계가 개별 종목간 변동성을 상쇄하며 안정적으로 상승할 수 있었고, 그린란드 리스크 여파에도 빠르게 이전 레인지로 복귀하는데 성공했다.

빅테크 실적 발표 전후로 높게 유지되고 있는 VIXEQ - VIX 스프레드

최근 VIXEQ - VIX 스프레드의 움직임을 살펴보면 빅테크 종목들의 실적 발표가 집중되어 있는 기간을 전후로 상승세가 돋보인다는 공통점이 확인된다. 작년 10 월 29 일 VIXEQ - VIX 스프레드는 27.01pt 에 마감하며 역사상 최고치를 기록했는데, 이 날 장중 FOMC 기준금리 발표에 이어 장 마감 이후 M7 중 세 종목(마이크로소프트, 알파벳, 메타)의 3 분기 실적이 동시에 발표되었다. 이번 1 월 역시 FOMC 이후 빅테크(마이크로소프트, 메타, 테슬라) 실적 동시 발표가 있었던 28 일 양 지수간 스프레드는 작년 10 월 이후 최고치(24.05pt)를 기록했는데, 특히 이를 앞두고 월 중반 이후 스프레드의 확대가 두드러지게 나타났다. 이는 이벤트에 임박할수록 실적 발표 이후 주가 변동성을 기대하며 높은 프리미엄을 지불하면서도 옵션 매수에 나서는 투자자들이 증가하기 때문인 것으로 분석된다. 실제로 UBS 분석에 따르면 실적 발표 이후 평균 실현 변동성이 '21 년 이후 꾸준히 높아지며 작년 3 분기에 최고치를 기록한 바 있다.

차트 1. VIXEQ - VIX 스프레드 추이



출처: Bloomberg

차트 2. 실적 시즌 실현 변동성 상승 추세

출처: UBS

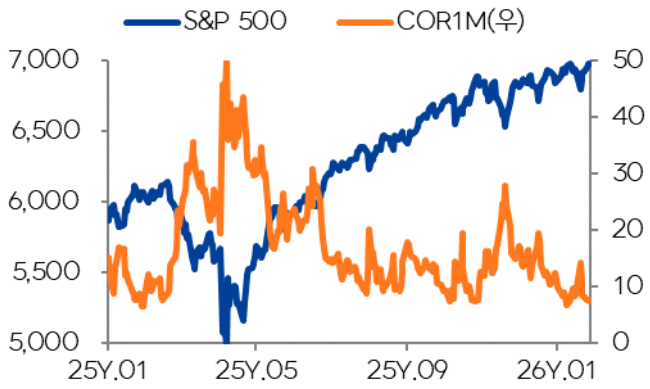
VIXEQ - VIX 스프레드 확대와 COR1M 하향 안정화, 악재에 취약한 환경

다만, 이와 같이 개별 종목 변동성과 지수 변동성 간의 괴리 확대 및 극도로 낮은 개별 종목간 상관관계 속에서 증시는 악재에 비교적 취약하다는 점은 염두에 둘 필요가 있다. 매크로 리스크 우려 등으로 인해 시장 기대와 달리 증시 상승을 뒷받침하는 낙관적 전망이 현실화되지 못할 경우, 종목들이 동시에 하락세를 보이며 상관관계가 급등해 개별 종목 변동성이 높은 레벨에서 서로 상쇄되지 않고 동일한 방향으로 움직일 수 있기 때문이다. 이란 관련 지정학적 긴장, 대법원 관세 판결, 정부 셧다운 가능성 등과 같은 리스크가 해결되지 않은 상황에서 지표가 극단적인 범위에 위치해 있는 만큼 향후 불확실성에 대비할 필요가 있을 것으로 판단된다.

어닝 서프라이즈 발표 직후 기업들의 지수 대비 상승률, 최근 들어 최저 수준

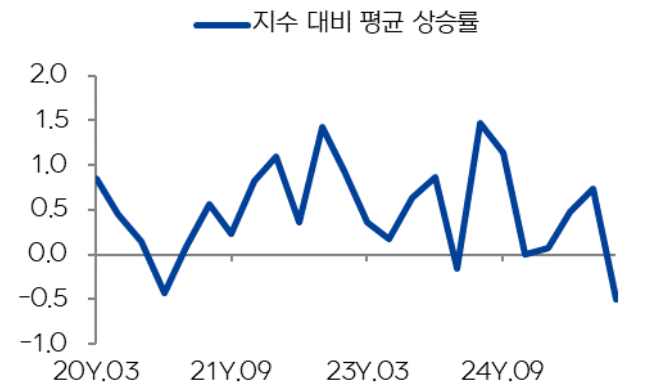
미국 증시가 올해에도 강세를 이어가기 위해서는 기업들의 실적 성장세가 뒷받침되어야 한다. 골드만삭스는 작년에 이어 올해 S&P 500 연간 총수익의 대부분은 실적에 의해 주도될 것이라고 예측한 바 있다.(작년 총수익률 18%, 실적 기여도 14% / 올해 예상 총수익률 12%, 예상 실적 기여도 11%) 다만, 현재까지는 지수가 사상 최고치 레벨에 위치해 있는 상황에서 실적 성장세에 대한 시장의 높은 기대를 기업들이 충족하지는 못하고 있는 것으로 보인다. 블룸버그 데이터에 따르면 28 일 기준으로 이번 실적 시즌에서 분기 실적이 발표된 S&P 500 구성 종목 중 76.5%가 예상치를 상회한 EPS 를 기록했다. 다만 해당 기업들은 실적 발표 이후 평균적으로 지수 대비 낮은 상승률(-0.5%)을 기록했으며, 이는 최근 5 년간 최저 수준이다.

차트 3. 대체로 역의 상관관계 보이는 S&P 500 과 COR1M



출처: Bloomberg

차트 4. 어닝 서프라이즈 종목들의 지수 대비 상승률 부진



출처: Bloomberg

2 월 실적 발표, 알파벳과 엔비디아에 주목

2 월 증시는 지난 1 월과 달리 시가총액 상위 종목들의 실적 발표가 특정 거래일에 집중되지 않아, 개별 종목들의 변동성 상승 압박은 점차 완화될 것으로 예상된다. 다만, 주요 기업들의 실적 발표가 여전히 남아있는 만큼 경계심을 유지할 필요가 있을 것으로 판단된다. 특히, 그 중에서도 현재 시가총액 1,2위인 엔비디아와 알파벳의 실적에 주목할 필요가 있다.

실적 이벤트, 우호적으로 작용할 가능성에도 하방 리스크 대비는 필요할 듯

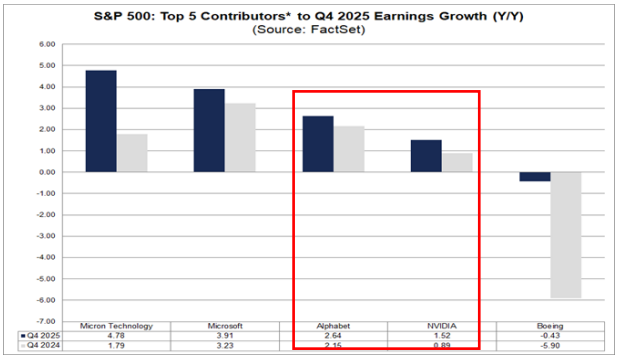
엔비디아와 알파벳은 이번 분기 S&P 500 지수의 이익 성장 기여도 순위에서 각각 1 위와 3 위를 기록할 것으로 예상되고 있다. 시장은 실적 발표 및 이후 컨퍼런스콜을 통해 매출 및 이익 성장세와 더불어 향후 가이던스를 통한 수익성 개선 및 AI 관련 투자 지출 규모에 주목할 것으로 보인다. 해당 이벤트가 견조한 실적을 바탕으로 증시에 우호적으로 작용할 가능성에도 지수와 개별 종목 변동성 모두 고점에 위치해 있는 만큼 예상치 못한 하방 리스크에 대한 대비를 병행할 필요가 있다.

차트 5. 2 월 주요 기업 실적 발표 일정

일시 (현지시간)	기업
02월 02일	팔란티어
02월 03일	AMD
02월 04일	일라이릴리
	알파벳
02월 05일	아마존
02월 19일	월마트
02월 25일	엔비디아

출처: Bloomberg

차트 6. 알파벳과 엔비디아, S&P 500 이익성장 기여도 상위권



출처: Factset

불확실성 속 하방 대비하는 시장

VIX 지수 콜옵션 거래량, 1월 들어 급증

이처럼 불확실성이 점진적으로 고조되는 국면에서 시장이 하방 위험을 선제적으로 경계하고 있음을 시사하는 옵션 시장 지표들이 포착되고 있다. 특히 VIX 지수 콜 옵션 거래량이 1 월 들어 급증하며 트럼프의 상호관세 위협이 고조되었던 3 월 이후 최고치를 기록했다. 이는 그만큼 변동성 확대에 베팅하는 수요가 강화되었음을 시사한다. 실제로 현재 VIX 지수 자체는 표면적으로 낮은 레벨을 유지하고 있으나, 저점을 조금씩 높이며 우상향해온 만큼 시장의 불안이 점진적으로 축적되고 있는 것으로 판단된다.

1월 들어 VIX 와 S&P 500 동반 상승 빈번하게 나타남

또한, 최근 들어 VIX 와 S&P 500 이 동반 상승하는 일자가 증가하고 있다는 점 역시 주목할 필요가 있다. 이번 달 두 지수가 동반 상승한 거래일은 6 일로, '22 년 이후 최다일인 7 일에 근접한 수치를 기록했다. VIX 는 일반적으로 증시 폭락시 급등하는 등 S&P 500 지수와 역의 상관관계를 보이며 시장 참가자들의 공포 심리가 어느 정도인지 확인할 수 있는 '공포 지수'라고 불리기도 한다. 다만, 상승 추세를 추종하기 위한 외가격 콜옵션 수요가 높을 때, 또는 상승 랠리에 대한 불신에 풋옵션을 통한 헤지 수요가 높을 때와 같은 경우에 양 지수가 동반 상승하는 경우가 발생하기도 한다.

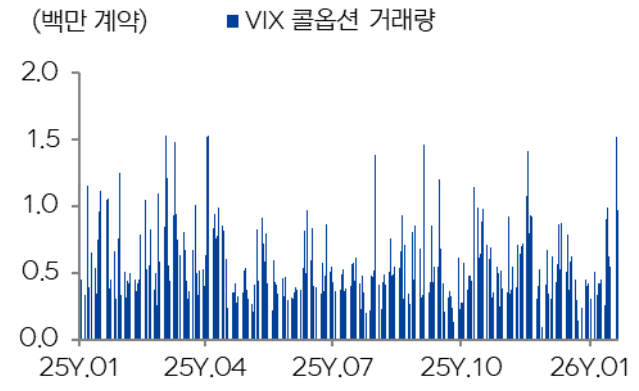
1월 S&P 500 과 VIX 동반 상승시 콜옵션 대비 풋옵션의 기여도가 높았음

VIX 지수를 산출하는 Cboe 거래소에서는 VIX 지수 등락에 영향을 준 요소별 기여도를 확인할 수 있는 'VIX Decomposition' 툴을 제공 중이다. 1 월 중 S&P 500 과 VIX 지수가 동반 상승한 거래일에 VIX 상승분에 풋 옵션 관련 수요의 합(Put Skew +0.91, Downside Convexity +1.29)은 플러스를 기록한 반면, 콜옵션 관련 수요의 합(Call Skew -0.56, Upside Convexity -0.5)은 마이너스를 기록했다. 이를 통해서도 1 월 동안 증시 상승에도 불구하고 투자자들은 상승 대비 하락 베팅을 우세하게 전개한 것으로 분석된다.

풋옵션 베팅과 개인 투자자의 강력한 매수세, 지수 하방 지지선으로 작용할 가능성

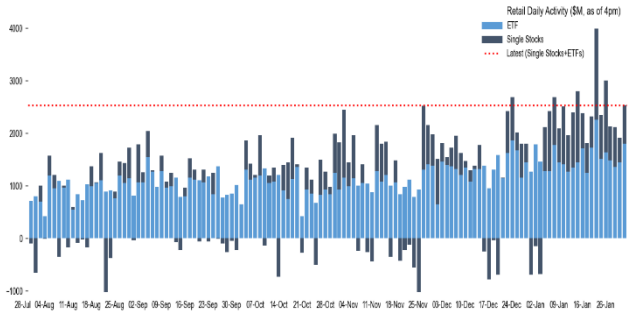
다만, 풋옵션 베팅이 우세하다는 점이 꼭 증시 하락으로 이어지는 것은 아니다. 풋옵션 매수를 통한 헤지가 지수에 하방 지지 요인으로 작용해 안정적인 상승의 기반이 마련되기도 한다. 이와 더불어 개인 투자자들의 매수세가 강력하게 유지되고 있는 점 역시 긍정적이다. JP 모간 데이터에 따르면 최근 개인 투자자들은 지난 1 년 중 최고 수준의 순매수를 기록 중이며, 과거와 달리 일시적인 매수세가 아닌 지속적이고 강력한 모멘텀을 형성 중이다. 이에 예상 밖 충격에 주의하며 2 월 S&P 500 은 7,000 선 위 안착 시도할 전망이다.

차트 7. VIX 콜옵션 거래 급증



출처: Bloomberg

차트 8. 강력한 매수세 기록 중인 미국 개인 투자자



출처: J.P. Morgan

국내 증시

1 월 동향

국내 증시, 대형주 견인 장세 이어지며 연이어 최고치 경신 및 5,000 선 돌파

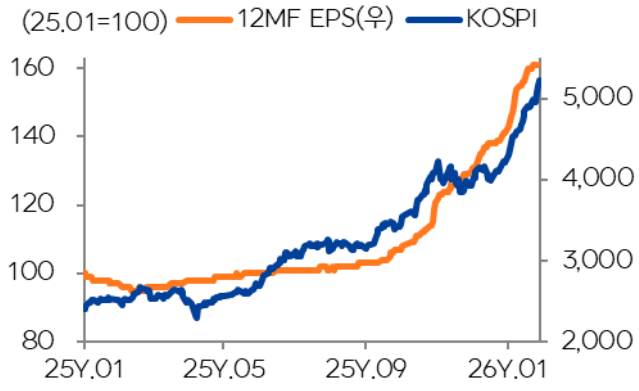
월초 국내 증시는 새해 첫 거래일부터 약 두 달 만에 사상 최고치를 경신하며 출발한 이후, 대형 종목들의 주도 하에 꾸준히 상승폭을 확대했다. 잠정 실적 발표에서 분기 최대 영업이익 기록 경신한 삼성전자를 중심으로 반도체 업종의 상승세가 두드러졌고, CES 를 통해 피지컬 AI 관련 기대감이 크게 확대되며 로봇 업종 및 자동차 업종이 폭발적인 상승세를 기록했다. 특히, 현대차가 휴머노이드 로봇 '아틀라스'를 발표한 이후 주가 강나타나며 월 중반 코스피 종목 중 시가총액 3 위로 올라서기도 했다. 코스피 지수는 역대 최장 연속 상승 기록에 하루 모자란 12 거래일 연속 상승을 기록한 이후, 그린란드발 글로벌 위험 회피 심리 확대에 반락했다. 다만, 트럼프의 관세 철회와 함께 장중 5,000 선 돌파에 성공했고, 월말 SK 하이닉스의 어닝 서프라이즈에 힘입어 상승 모멘텀이 이어졌다. 이에 코스피 200 지수 선물은 전월 말 대비 26.0% 상승하며 마감했다(주간 거래 기준, 1/29).

역대급 강세에 누적되는 부담

가파른 이익 상향 조정에 글로벌 지수 대비 두드러진 상승률 지속된 코스피

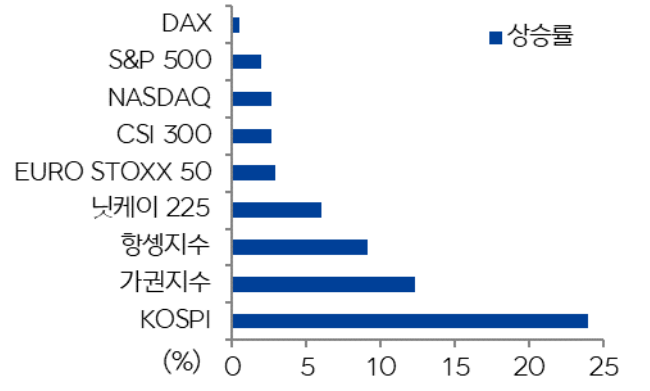
코스피 지수가 연초 꾸준히 상승세를 보이며 5,000 선을 돌파하는 과정에서 코스피 지수의 12 개월 선행 EPS 는 가파르게 상향 조정되었다. 작년 4 월 트럼프의 상호관세 유예 이후 서서히 상향 조정되던 12 개월 선행 EPS 는 그 기울기가 10 월 이후 빠르게 가팔라지며 지수 상승세를 견인하였다. '25 년 10 월부터 현재까지의 EPS 성장률은 56%를 기록한 가운데 이 기간 동안 코스피 지수는 초반에는 미국 증시 횡보 여파에 연동되는 모습을 보이기도 했으나, 새해 들어 폭발적으로 상승하며 연이어 사상 최고치를 경신했다. 특히, 올해 1 월 한 달 동안 17.6%의 상승률을 기록한 반면, 올해 S&P 500 지수의 EPS 증가율은 1.8%에 그쳤다. 이에 코스피 지수는 '25 년에 이어 올해 1 월에도 주요 국가 주가 지수 중 가장 돋보이는 상승률을 기록하며 사상 최초로 5,000pt 를 돌파한 이후 더욱 상승폭을 확대했다.

차트 9. 코스피 12MF EPS 추이와 코스피 지수



출처: Bloomberg

차트 10. 1 월 주요 주가 지수 상승률



출처: Bloomberg

이론 베이시스 대비 강세 유지한 평균 베이시스

이에 연동되어 코스피 200 지수 선물 역시 사상 최초로 700 선을 돌파한 이후 강세가 이어졌는데, 특히 평균 베이시스의 이론 베이시스 대비 강세가 돋보인 점이 긍정적인 투심을 반영한다. 11 월 말 지수 횡보에도 상승 추세가 나타났던 평균 - 이론 베이시스 스프레드는 작년 크리스마스 전후로 평균 베이시스가 이론 베이시스를 상회하는 흐름이 본격화되었다. 1 월부터 10 월까지 해당 지표가 0pt 를 넘었던 경우는 9 차례에 불과했는데, 11 월 이후 그 일수가 대폭 증가했으며, 최근까지도 그 흐름이 유지되고 있다. 이에 괴리율이 우상향하는 추세가 나타나는 등 최근 증시 상승세에 선물의 기여도가 상당 부분 있었던 것으로 분석된다.

외국인 선물 수급, 월말 들어 순매도로 전환

다만, 외국인의 선물 수급이 둔화 추세인 점은 우려되는 부분이다. 12 월 만기 이후 외국인의 누적 순매수는 코스피 5,000pt 돌파 직전일인 21 일 이후 매도 우위가 심화되고 있다. 수급에서 주도적인 위치를 차지하고 있는 외국인의 이탈이 확대될 경우, 지수 선물에 부정적으로 작용할 수 있을 것으로 판단된다.

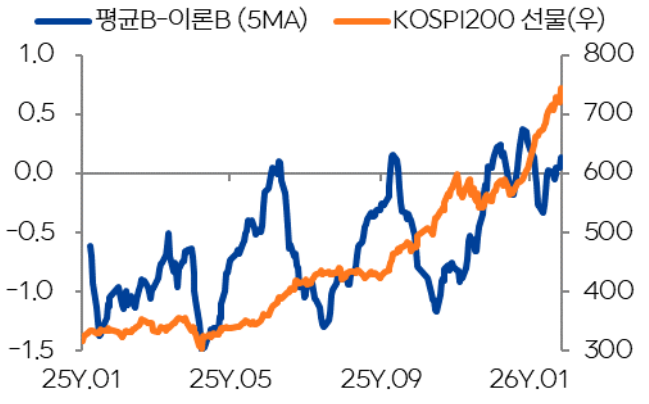
외국인 액티브성 매매, 1 월 들어 순매도 규모 확대

또한, 외국인의 전체 순매매 규모에서 프로그램 매매를 제외한 액티브 성격의 비프로그램 매수는 1 월 동안 감소하며 20 일 누적 수치 기준으로 순매도로 돌아섰다. 종목별로 집행되는 비프로그램 매매는 추세 추종적 성향이 강하다는 특징이 있다. 따라서 최근의 흐름은 그간 주가 상승 폭이 컸던 종목들을 중심으로 외국인 투자자들이 본격적인 수익 확정 및 차익 실현에 나선 결과로 풀이된다.

외국인 프로그램 비차익 매수, 추가 상승 여력 제한적일것으로 판단

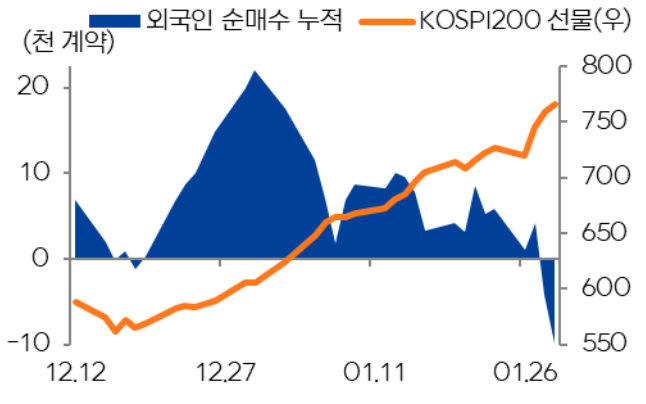
프로그램 비차익거래 매수세 역시 단기적으로는 추가 상승 여력이 제한적인 상황이다. 20 일 누적 비차익 순매수 추이를 살펴보면, 최근 지난 1 년래 최대치였던 9 월 수준에 도달한 뒤 감소세를 보이고 있다. 이에 코스피 지수가 5,000 선을 넘어 상승폭을 확대하고 있는 가운데 외국인의 프로그램 비차익거래 증가세가 제한될 가능성을 염두에 둘 필요가 있을 것으로 판단된다. 때문에 예탁금의 100 조원 돌파 속 최근 돋보인 개인의 ETF 매수 및 해당 거래가 반영된 금융투자의 수급 지속 여부가 2 월 국내 증시 강세 지속에 중요한 역할을 할 것으로 보인다.

차트 11. 이론 베이시스 대비 평균 베이시스 강세 유지



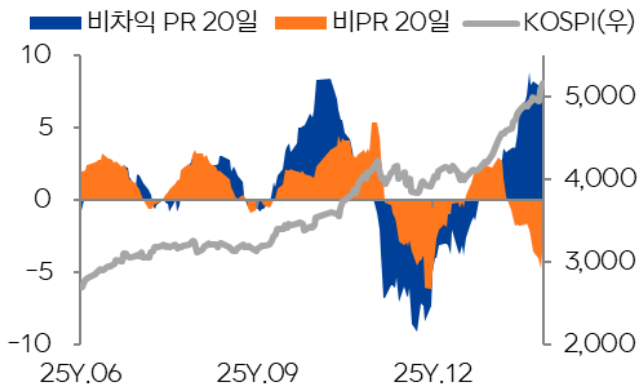
출처: Check

차트 12. 12 월 만기 이후 외국인 선물 누적 포지션 순매도 전환



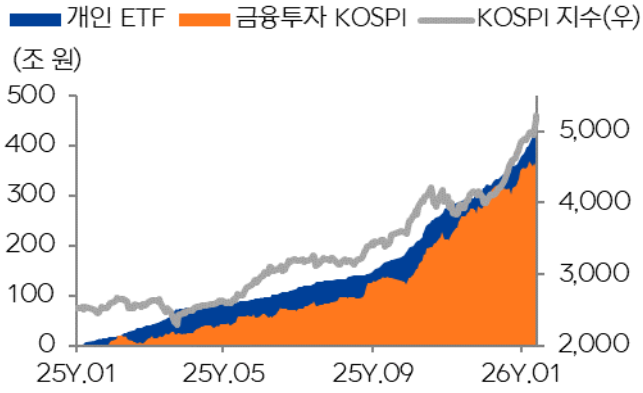
출처: KRX

차트 13. 외국인 비차익 프로그램 및 비프로그램 20 일 순매수



출처: Infomax

차트 12. 개인 ETF 및 금융투자 KOSPI 순매수 추이



출처: KRX

옵션 시장 극단적 낙관적 심리가 확인되는 콜 - 풋 내재변동성 스프레드

코스피 200 지수 옵션의 경우 다시금 극단적 낙관 심리가 확대되고 있는 분위기이다. 최근 지수가 급등하는 과정에서 콜옵션의 내재변동성이 풋옵션 내재변동성 대비 높았던 거래일이 증가하며 콜옵션 선호 현상이 나타나고 있는 것으로 분석된다. 이에 VKOSPI 지수가 새해 이후 30% 위에 안착하며 월중 높은 변동성이 유지되었다. 해당 현상은 미국에서와 달리 상승 추세 추종 목적의 콜옵션 수요 증가의 영향이 컸던 것으로 보인다.

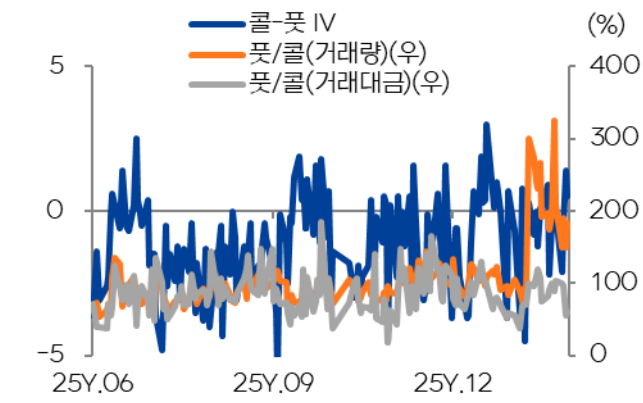
거래대금 풋/콜 비율 대비 급등한 거래량 풋/콜 비율

거래대금 풋/콜 비율 역시 대체로 100% 밑을 유지하며 동일한 양상이 관찰되었다. 다만, 거래량 기준 풋/콜 비율은 이러한 흐름과 차이가 나타났는데, 월 중반 이후 콜옵션 대비 풋옵션의 거래량이 급증하며 최근까지도 200% 부근에서 유지되고 있다. 이는 풋옵션 매수가 낮은 가격의 외가격 위주로 나타났기 때문인 것으로 분석된다. 이에 2 월 풋옵션 거래대금이 콜옵션에 근접하는 수준으로 회복할 경우 시장에 단기 압력으로 작용할 수 있다.

월말 급증한 코스닥 150 지수 선물 미결제약정 비율 대비 급등한 거래량 풋/콜 비율

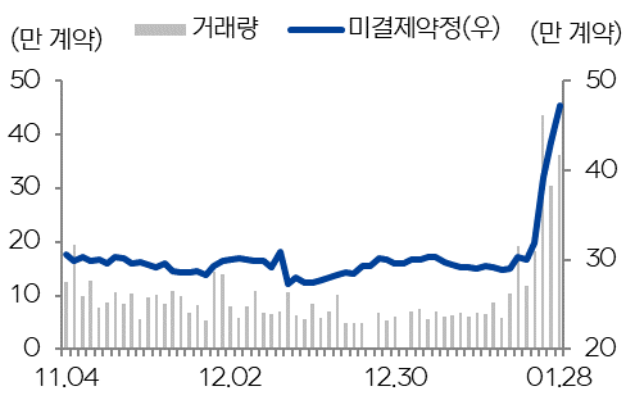
한편, 월말 들어서 코스닥 지수가 연이어 급등을 이어가며 코스닥 150 지수 선물에 대한 시장의 관심 역시 급격하게 높아졌다. 코스피 150 지수 선물의 미결제약정은 26 일 73,200 계약 증가하며 역대 최대 증가폭을 기록했고, 이번주 동안 하루 평균 4.6 만 계약 이상 증가를 기록하며 시장 신규 참가가 대폭 증가하였다. 이를 통해 활성화된 코스닥 150 지수 선물이 향후에도 그 흐름을 유지해나갈 수 있을지 또한 주의 깊게 지켜볼 필요가 있겠다.

차트 15. 콜 vs 풋 내재변동성 스프레드와 풋/콜 비율



출처: KRX

차트 16. 최근 3 개월 코스닥 150 지수 거래량 및 미결제약정



출처: Bloomberg