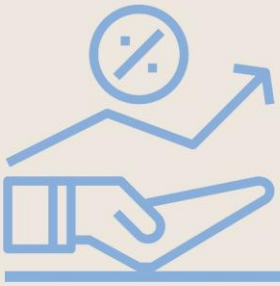
2026. 03

SAMSUNG FUTURES MONTHLY



글로벌 지수 전망

삼성선물 리서치센터

✉ ssfresearch@samsung.com

추세 전환의 신호를 찾아서

미국 증시

- 극도로 높아진 투자자들의 하락 공포
- 금융 시장 안정화에 거는 기대

국내 증시

- 파죽지세 코스피의 조정 가능성은?

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

2 월 동향

미국 증시, 각종 우려 확대로 투심 위축된 가운데 보합권 마감

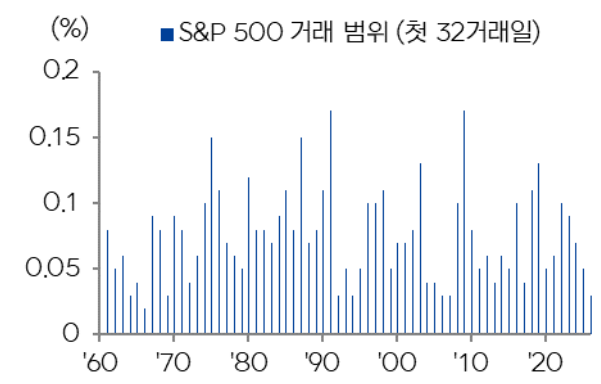
2 월 미국 주식시장은 케빈 워시의 연준 의장 지명 이후의 낙폭을 만회하며 상승 출발했다. 다만, 알파벳과 아마존이 분기 실적 발표에서 시장 예상치를 상회하는 규모의 자본을 지출할 것이라고 밝히자 AI 수익성 우려 재차 불거지며 지수는 하방 압력에 노출되었다. 이와 더불어 급격한 AI 발전이 소프트웨어 등 업종의 경쟁력 약화로 이어질 것이라는 우려가 자극된 점 역시 악재로 작용하였다. 또한, 미국과 이란간 지정학적 긴장 고조 및 사모대출 건전성 우려가 제기된 부분 역시 투자자들의 불안을 자극했으나, 미국 대법원이 트럼프 행정부의 상호관세를 위헌이라고 판결한 점이 지수 하단을 지지했다. 이후에는 10%의 신규 글로벌 관세가 발효된 가운데 앤트로픽의 기존 소프트웨어 업체들과의 협업 발표에 따른 안도감과 더불어 엔비디아 실적 발표를 앞두고 투자자들의 기대감 확대되며 S&P 500 지수는 약 2 주만에 6,900 선을 회복했다. 다만 엔비디아의 어닝 서프라이즈에도 투자자들의 불안 해소되지 못하며 지수는 상승분을 대부분 반납했고, 이에 전월 말 대비 S&P 500 지수 선물은 -0.66% 하락하며 마감했다(종가 기준, 2/26).

극도로 높아진 투자자들의 하락 공포

높은 개별종목 변동성 속에서 이례적으로 좁은 범위에서 거래된 미국 지수

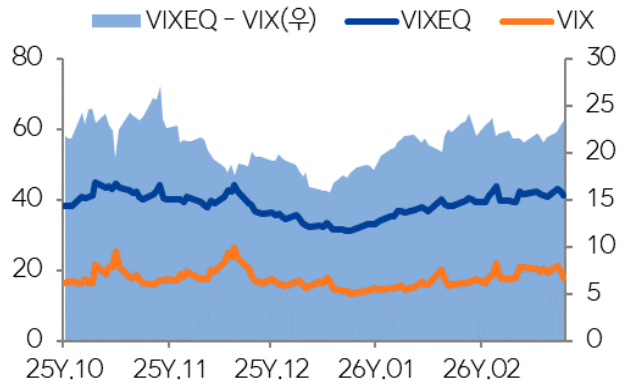
연초 이후 형성된 박스권 안에서 미국 지수는 2 월에도 좁은 범위의 움직임을 이어가며 제한된 변동폭을 보였다. 이와 같은 연초 증시 흐름은 이례적인 수준으로, 바클레이즈 분석에 따르면 올해 S&P 500 지수는 연초 기준으로 60 년만에 가장 좁은 거래 범위를 기록했다. 이와는 대조적으로 개별종목들의 변동성은 여전히 높은 레벨에 위치해있는 가운데 종목간 등락이 상쇄되어 지수는 변동성이 억제되며 보합권 등락을 나타내고 있는 것으로 분석된다. S&P 500 지수를 구성하는 개별 종목들의 30 일 내재변동성을 나타내는 VIXEQ 지수와 VIX 지수간의 스프레드는 2 월에도 20pt 위에서 머무르는 중이다. 3 분기 실적 시즌에는 스프레드가 동일하게 높은 레벨을 기록하다 빅테크 기업들의 실적 발표가 대부분 마무리된 이후 하락세로 접어들었으나, 이번에는 횡보 움직임이 나타나며 다른 양상을 보이고 있다.

차트 1. '60 년 이후 연초 S&P 500 거래 범위



출처: Bloomberg

차트 2. VIXEQ - VIX 스프레드, 높은 레벨에서 유지 중

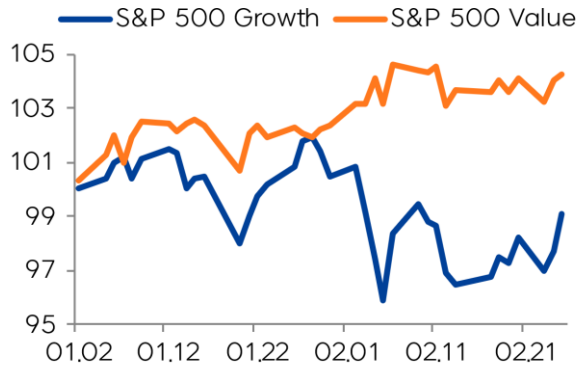


출처: Bloomberg

지수 움직임 제한된 가운데 나타난 가치주와 성장주의 차별화

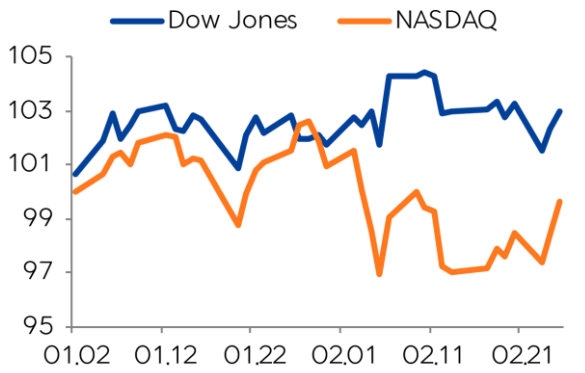
이에 올해 들어 뚜렷하게 나타났던 대표적인 현상이 가치주와 성장주의 차별화이다. S&P 500 지수 구성종목 중 가치주로 구성된 S&P 500 Value 지수는 이번 달 들어 상승세가 둔화되기는 했으나 연초부터 돋보이는 상승 추세를 기록하며 S&P 500 지수를 아웃퍼폼하고 있다(MTD +1.83%, YTD +4.23%, 2/25 기준). 반면, S&P 500 지수 구성종목 중 성장주로 구성된 S&P 500 Growth 지수의 경우 상대적 부진이 이어졌다(MTD -1.43%, YTD -0.93%, 2/25 기준). 실제로 성장주의 비중이 높은 나스닥 지수는 월 중반 100 일 이평선을 하향 돌파한 이후 이를 월말까지 회복하지 못했다. 반면, 다우 지수는 월 중반 이후 상승분을 일부 반납하기는 했으나, 나스닥 및 S&P 500 와 달리 이번 달 초반에도 사상 최고치 경신 흐름을 이어가는 등 3 대 지수 중 가장 선방하는 모습을 보였다.

차트 3. '26 년 들어 가치주, 성장주 차별화 (12 월 말 = 100)



출처: Bloomberg

차트 4. '26 년도 DOW 지수 및 NASDAQ 지수 추이



출처: Bloomberg

하락에 대한 투자자들의 불안감 최근 들어 가장 높은 수준

한편, 이 과정에서 시장 참가자들의 하락에 대한 불안감이 크게 심화된 것으로 보인다는 점이 눈에 띈다. 1 개월 만기 S&P 500 지수 현물 옵션에 대해 헤지 및 방향성 베팅에 가장 많이 사용되는 외가격 옵션 중 하나인 25 델타 콜옵션과 풋옵션간 내재변동성의 비율, 즉 풋/콜 스큐는 최근 들어 지난 1 년간 고점을 돌파했다. 해당 지표가 높다는 것은 투자자들이 하방 보호를 위해 풋옵션에 콜옵션 대비 비싼 값을 지불하고 있다는 것을 의미한다.

콜 옵션 대비 풋 옵션의 수요 쏠림 심화

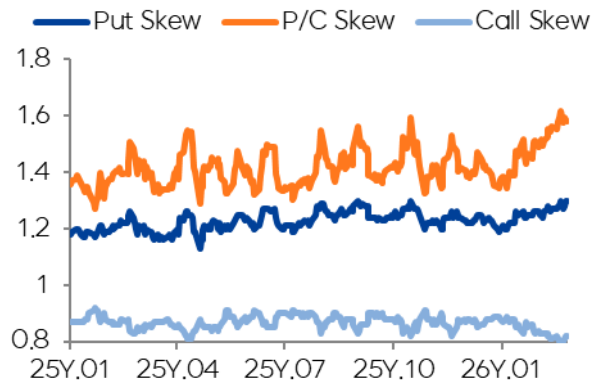
특히, 25 델타 옵션과 등가격 옵션에 근접한 50 델타 옵션간의 내재변동성을 비교했을 때, 콜 스큐(25 델타 콜 내재변동성 / 50 델타 내재변동성)와 풋 스큐(25 델타 콜 내재변동성 / 50 델타 내재변동성)가 반대로 움직이며 그 차이가 심화되고 있는 점을 확인할 수 있다. 이에 낙관론 약화와 하락 공포 확대가 동반되며 풋/콜 스큐 지표가 작년 4 월 상호관세 발효 당시보다도 높은 수준에 위치하고 있는 것으로 분석된다. VIX 지수 등락에 영향을 준 요소별 기여도가 제공되는 VIX Decomposition 분석 상으로도 1 월에 이어 2 월 동안에도 하락 베팅 수요가 높았다. 2 월 동안 VIX 지수는 0.49pt 상승(2/25 기준)했는데, 하락 베팅 관련 수요는 양의 기여도(Put Skew +0.70, Downside Convexity +0.39)를 기록한 반면, 상승 베팅 관련 수요는 음의 기여도(Call Skew -0.73, Upside Convexity -0.03)를 기록했다.

투자 심리 지표 또한 2 월 들어 위축세

이로 인해, 투자 심리 지표에 따르면 실제 투심도 점차 위축되어 갔음이 나타났다. AAII 투자자 심리 지표의 경우 약세 심리가 1 월 이후로 상승 추세를 보이고 있는 가운데 강세 심리는 1월 중순 이후로 하락세이다. 이에 최근 조사에서 Bull-Bear 스프레드가 약 2 달 만에

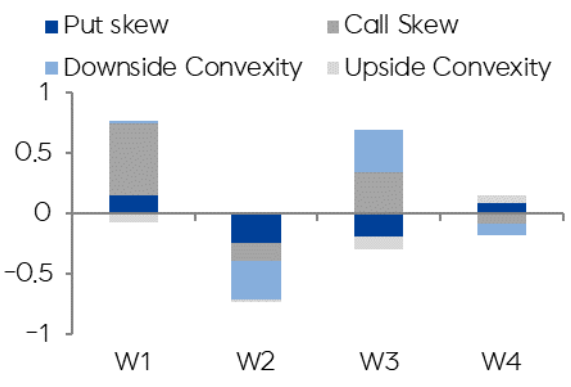
하락 전환하며 개인 투자자들의 낙관적 심리가 둔화되었다. 또한, 미국 액티브 운용 매니저들의 주식시장 노출 정도를 수치화한 NAAIM Exposure 지수 역시 최근 하향세를 보이고 있어 기관 투자자들이 현금 비중의 증가를 통해 리스크 관리에 나선 것으로 보인다.

차트 5. S&P 500 지수 현물 옵션, 풋 쏠림 심화



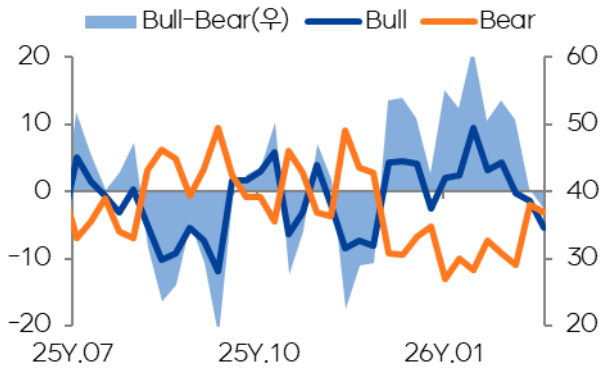
출처: Bloomberg

차트 6. 2 월 주간 VIX 지수 기여 항목 분석



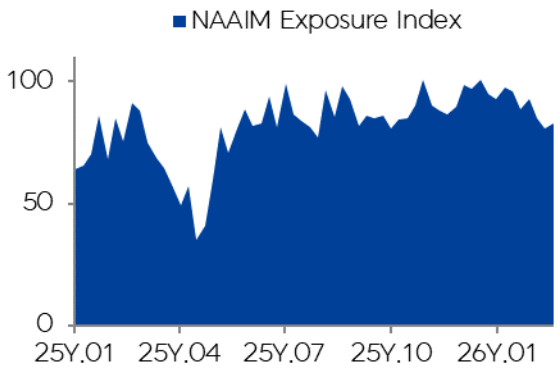
출처: Cboe

차트 7. AAII Investor Sentiment 약세 전환



출처: Bloomberg

차트 8. NAAIM Exposure Index 또한 하락세



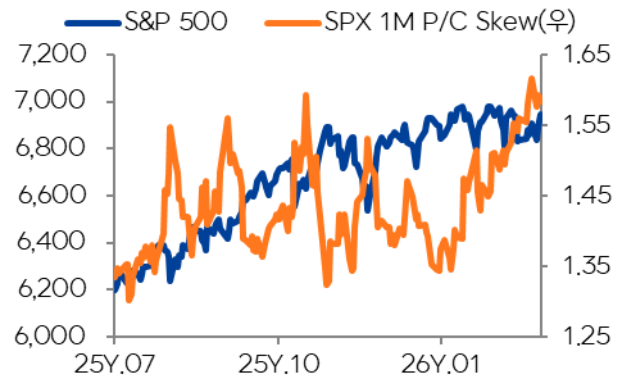
출처: Bloomberg

금융 시장 안정화에 거는 기대

과도한 수준의 시장 불안감, 오히려 증시 상승을 위한 여건 조성할 가능성

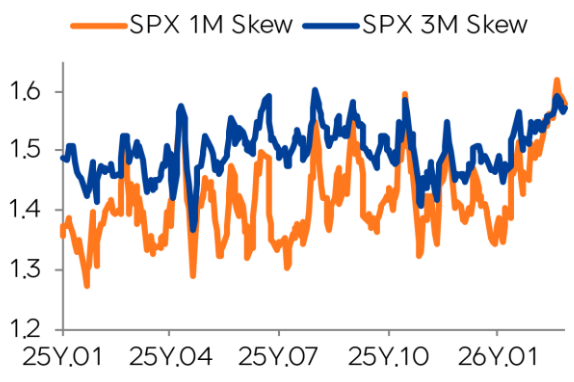
최근 AI 공포와 더불어 매크로 불확실성으로 인해 시장의 불안감이 높아져 있는 상태이나, 시장 참가자들의 불안이 더욱 심화되지 않고 하방 움직임을 대비하는 수요가 꺾이게 된다면 증시 상승을 위한 여건이 조성될 수 eh 있다. 과열된 공포의 해소 이후 변동성 완화에 따른 투심 개선과 더불어 옵션 시장내 풋옵션 매수에 대응되는 현물 매도 포지션을 보유하고 있던 마켓메이커들이 환매에 나설 수 있기 때문이다. 실제로 작년 하반기 동안 S&P 500 지수 움직임을 보았을 때 25 델타 풋/콜 스큐가 고점에서 하락 전환했던 시점에서 지수가 반등했다는 것을 확인할 수 있다. 이와 더불어 1 개월 만기 풋/콜 스큐값이 3 개월 만기 풋/콜 스큐값을 상회하는 등 평시 대비 단기적인 공포가 과도하게 높은 수준에 위치하고 있는 점 역시 3 월 중으로 공포 심리가 완화될 가능성을 유효하게 하는 요소인 것으로 판단된다.

차트 9. S&P 500 지수와 풋/콜 Skew 간 역의 상관관계



출처: Bloomberg

차트 10. 최근 3 개월 P/C Skew 상회한 1 개월 P/C Skew



출처: Bloomberg

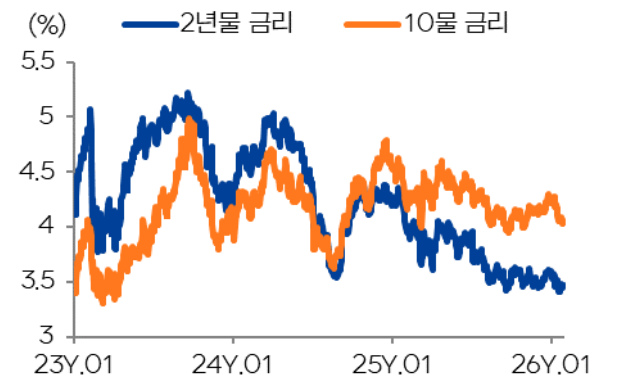
미국채 금리 안정화 증시를 지지할 것으로 기대

금융시장을 둘러싼 여건 또한 이를 뒷받침할 수 있을 것으로 기대된다. 최근 들어 미국채 금리가 하락세로 전환되며 안정 국면에 접어들고 있다. 이에 1 월에 이어 물가 안정세의 지속 및 3 월 FOMC 에서의 금리 인하 기대 유지에 시장의 이목이 집중될 것으로 보인다. 또한, 3 월 중 케빈 워시의 연준 의장 임명이 마무리될 것으로 예상(Polymarket 기준 82%, 2/26 기준)되는 가운데 청문회에서의 발언 역시 주시해야 할 이벤트 중 하나이다.

트럼프 관련 리스크 역시 제한될 것으로 예상

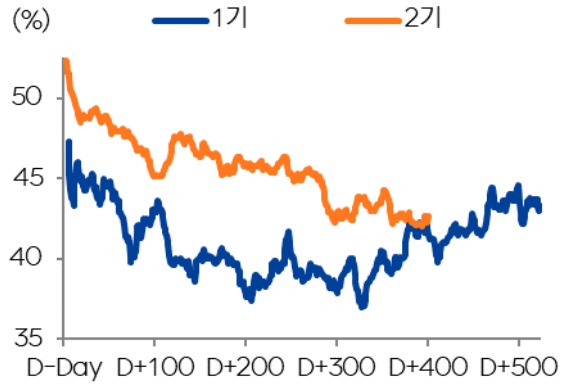
트럼프 행정부의 관세 정책 불확실성 및 이란 관련 지정학적 긴장 역시 해소되지 않고 있으나, 증시에 미치는 부정적인 영향은 제한될 것으로 사료된다. 대법원의 IEEPA 관세 위법 판결에도 불구하고 10%의 글로벌 관세가 새롭게 발효되었으나, 이에 근거가 되는 무역법 122 조가 관세 부과 기한과 관세율을 각각 5 개월, 15%로 한정하고 있어 관련 노이즈의 단기적인 영향은 제한될 것으로 보인다. 특히, 그리어 미국 무역대표부(USTR) 대표가 대중국 관세를 현 수준에서 유지할 것이라고 발언하는 등 3 월 말 트럼프의 방중을 앞두고 미-중 긴장이 완화 추세인 점은 긍정적이다. 이란과의 갈등의 경우 합의 과정이 지난할 수는 있겠으나, 무엇보다 트럼프 대통령의 지지율이 지속적으로 하락하고 있는 상황에서 전쟁과 같은 극단적인 시나리오의 현실화로 증시에 지나치게 부정적인 영향을 미칠 가능성은 높지 않을 것으로 예상한다.

차트 11. 점차 안정화되고 있는 미국채 금리



출처: Bloomberg

차트 12. 트럼프 1 기와 2 기 출범 이후 지지율 추이 비교

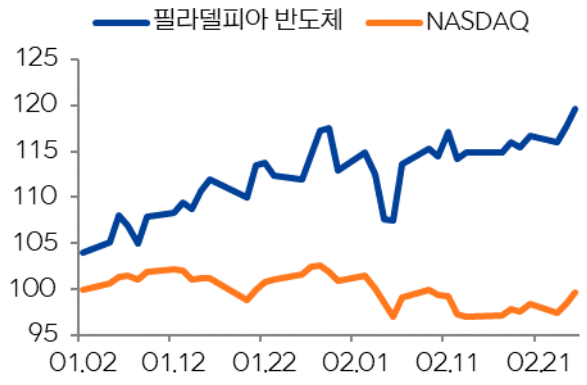


출처: Bloomberg

AI 우려 민감 장세 속
4분기 실적 발표 막바지

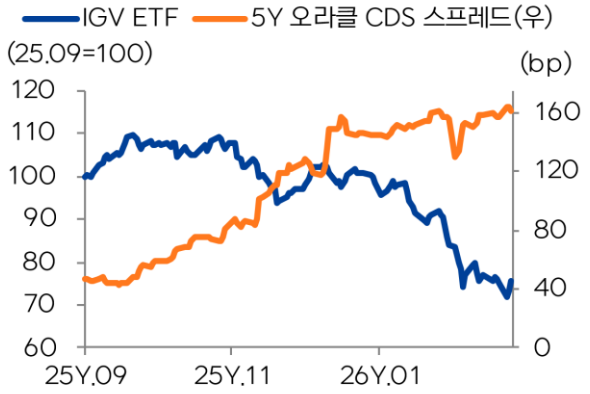
한편, 최근 매크로적 요소보다도 AI 로 인한 업종별 경쟁력 약화 및 경기 위축에 대한 우려에 시장이 민감하게 반응하고 있는 분위기 속에서 3 월에도 기업들의 실적 발표가 이어질 예정이다. 엔비디아의 실적 서프라이즈에도 시장의 기대치가 충족되지 못한 가운데 4일 장마감 이후에는 브로드컴의 실적 발표가 예정되어 있다. 연초 이후 나스닥의 부진에도 꾸준히 상승폭을 확대해왔던 필라델피아 반도체 지수 구성종목 중에서 브로드컴은 최근 3 개월래 하락률 2 위, YTD 하락율 6 위를 기록 중이다(2/25 기준). 이에 S&P 500 지수 구성종목 종 시총 7 위인 브로드컴의 실적이 반도체 업종의 모멘텀 확대에 긍정적으로 작용할 수 있을지 주목할 필요가 있다. 또한, 소프트웨어 업종의 경우 앤트로픽이 일부 기업들과의 협업을 발표하며 월말 반등한 상황에서 시장은 오라클의 실적 발표를 주시할 것으로 보인다. 오라클의 CDS 프리미엄이 월초 $500 억 달러의 채권 및 주식을 통한 자금 조달 계획으로 인한 하락분을 반납한 이후 상승폭을 확대해나가고 있는 시점에서 수익성을 입증하는 것이 중요할 것으로 보인다. 이 외에도 마이크론이 AI 발 메모리 수요 호조를 바탕으로 견조한 실적을 발표할 것으로 예상돼 지수에 호재로 작용할 것으로 기대된다.

차트 13. 필라델피아 반도체, 나스닥 지수 추이 (작년 말 = 100)



출처: Bloomberg

차트 14. 소프트웨어 업종 ETF 및 오라클 CDS 스프레드 추이



출처: Bloomberg

국내 증시
2 월 동향

국내 증시, 코스피 상승
모멘텀 이어지며 한 달만에
6,000 선 돌파

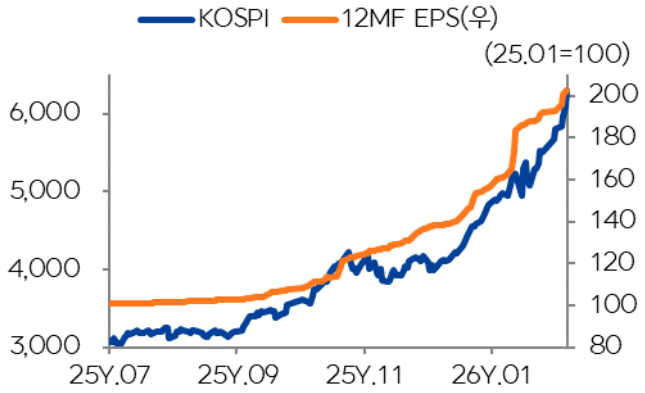
월초 국내 증시는 케빈 워시 연준 의장 지명 여파 속 5,000 선을 이탈하며 출발했다. 이후 매도 및 매수 사이드카 연이어 발동되며 팬데믹 초기 이후 VKOSPI 지수가 최초로 50%를 돌파하는 등 높은 변동성을 보였다. 이후 변동성 완화 흐름으로 전환된 가운데 증시 호조 및 주주환원 기대감으로 인한 증권 업종의 두드러진 강세 속 설 연휴 직전 지수는 5,500 선 위에 안착하는데 성공했다. 연휴 이후에는 삼성전자와 SK 하이닉스의 주가가 각각 20 만원, 100 만원을 돌파하는 등 반도체 업종의 강세 견인 속 코스피 지수는 상승폭을 더욱 확대해나갔다. 이에 코스피 200 지수 선물은 전월 말 대비 22.7% 상승하며 마감했다(주간 거래 기준, 2/26).

파죽지세 코스피의 조정 가능성은?

역대급 코스피 강세 이후 높아지고 있는 변동성 장세 출현 가능성

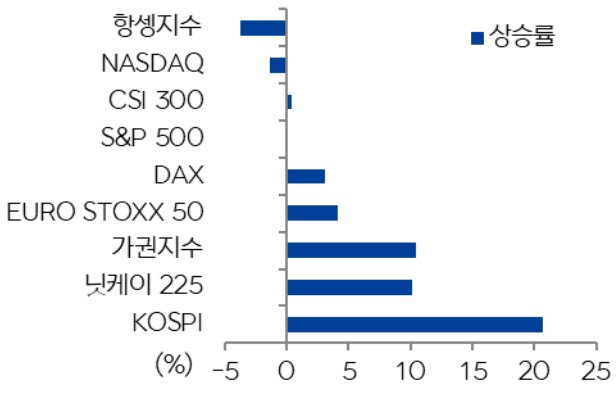
코스피 지수는 장중 처음으로 5,000 선을 돌파한지 21 거래일만에 6,000 선마저 돌파하는 등 두 달 연속으로 월간 상승률 20%를 기록하며 1 월 달의 상승세가 꺾이지 않고 유지되었다. 12개월 선행 EPS의 경우 상향 조정 기울기가 1월 대비 소폭 둔화되기는 했으나, 2 월 한 달 동안에도 10%의 상승률을 기록하며 실적에 기반한 상승 추세를 이어갔다. 이에 연동되어 코스피 200 지수 선물 역시 근월물 기준으로 800 선과 900 선을 차례로 돌파하며 글로벌 주요 주가지수의 상승률을 대폭 상회해 전인미답의 1,000pt 도달을 목전에 둔 상황이다. 다만 이와 같은 견조한 펀더멘탈에 기반한 중장기적 강세가 이어질 것으로 예상되기는 하나, 연초부터 쉼없이 달려온 국내 증시가 3 월 중으로 조정 내지는 변동성 장세를 보일 가능성이 증가하고 있어 리스크 대비의 중요성이 높아질 것으로 판단된다.

차트 15. 코스피 12MF EPS 및 코스피 지수 추이



출처: Bloomberg

차트 16. 2 월 주요 주가 지수 상승률



출처: Bloomberg

이론 베이시스 대비 평균 베이시스는 이례적 수준의 강세

평균 베이시스의 이론 베이시스 대비 강세는 2 월 들어 더욱 두드러지며 시장 참가자들의 낙관적 심리가 매우 높은 수준임을 시사했다. 평균 베이시스와 이론 베이시스간 스프레드의 5 일 평균 지표는 1 월 이후 상승 추세가 확대되며 1pt 부근에서 상당 기간 머물렀는데, 이와 같은 레벨에서의 움직임은 '17 년 3 월 거래승수 조정 이후 두 차례밖에 나타나지 않았다. 첫번째 기간이었던 '17 년 연말은 베이시스가 극심한 백워데이션을 기록했기에 현재와는 조금 상황이 다르다고 볼 수 있다. 다음으로 이와 같은 수준을 기록했던 구간은 '23 년 11 월으로 FOMC 이후 기준금리 인하 기대감 확산 및 공매도 금지 조치 영향에 코스피는 V 자 반등을 보였던 바 있다. 그 이후, 새해 들어 스프레드 축소와 함께 지수가 하락 전환하며 상승분을 재차 대부분 반납했던 점은 염두에 둘 필요가 있다.

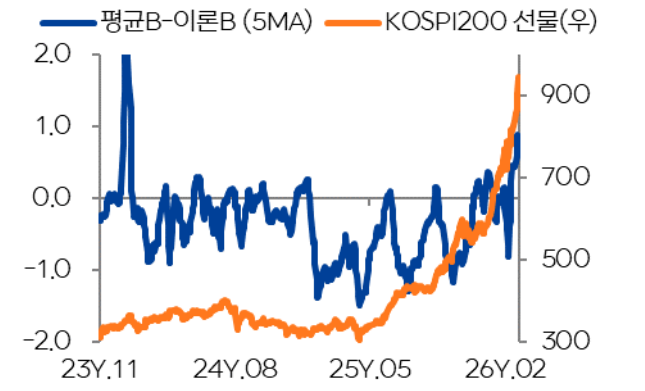
VKOSPI 지수, 높아진 레벨 유지하며 55% 돌파하기도

VKOSPI 지수가 2 월 들어 높은 수준을 유지하고 있는 점 역시 경계할 필요가 있다. 2 월 첫 거래일 40%를 돌파한 VKOSPI 지수는 상승세를 거듭하며 1 주 후 장중에는 55%를 돌파하기도 했다. 이 기간 동안 코스피는 1주일 동안 세 차례나 사이드카가 발동되며(매도 - 2 일, 6 일 / 매수 - 3 일) 급등락이 번갈아 나타났던 바 있다. 그 이후 설 연휴 전 주간 들어 VKOSPI 가 하락세에 접어들기는 했으나, 연휴 이후 코스피 지수의 최고치 경신 랠리에 다시 상승 전환해 월말 들어 고점을 더욱 높이며 26 일 55% 레벨에 근접한 만큼 재차 변동성 장세가 나타날 가능성이 높아진 것으로 판단된다.

수급상 변동성 장세에 대한 경계 필요

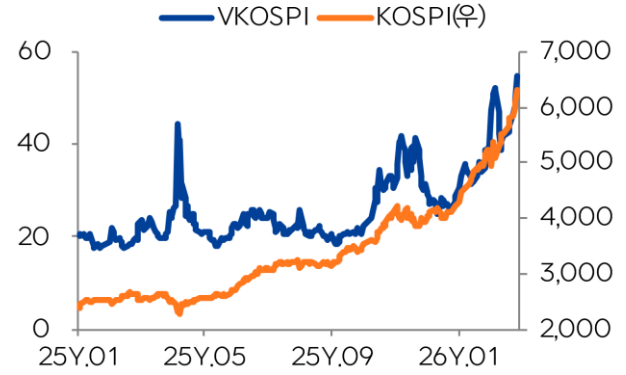
높은 변동성 하에서 외국인이 코스피 선물을 매도하는 경향을 보여왔던 점 역시 리스크 요소이다. 2 월 동안 누적 기준 매도 우위였던 외국인은 VKOSPI 가 45% 이상으로 매우 높은 수준일 때 대체로 순매도를 기록한 경향을 보였다. 이와 더불어 3 월에는 선물옵션 동시만기 또한 예정되어 있는 만큼 변동성 장세가 나타날 가능성에 더욱 주의할 필요가 있겠다. 또한, 금융투자가 2 월 동안 일평균 약 8.9 천억원의 순매수를 기록하며 현물 수급을 주도해온 가운데 베이시스 강세 속 매수 차익거래 또한 꾸준히 전개해왔기에 만기 주간 매도 물량 출회 가능성에도 주의할 필요가 있다.

차트 17. 이론 베이시스 대비 평균 베이시스 강세 유지



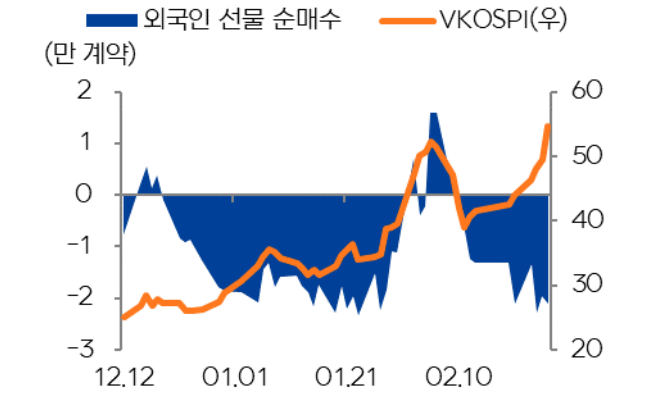
출처: Check

차트 18. '25 년 이후 VKOSPI, KOSPI 지수 추이



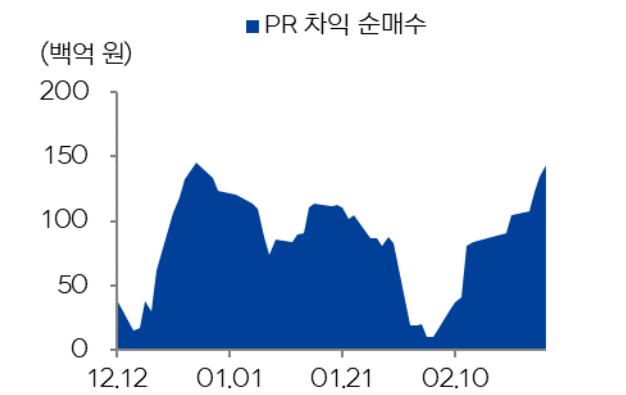
출처: Bloomberg

차트 19. 12 월 만기 이후 외국인 선물 누적 순매수와 VKOSPI



출처: KRX, Bloomberg

차트 20. 2 월 들어 꾸준히 증가한 금융투자 매수 차익거래



출처: Check

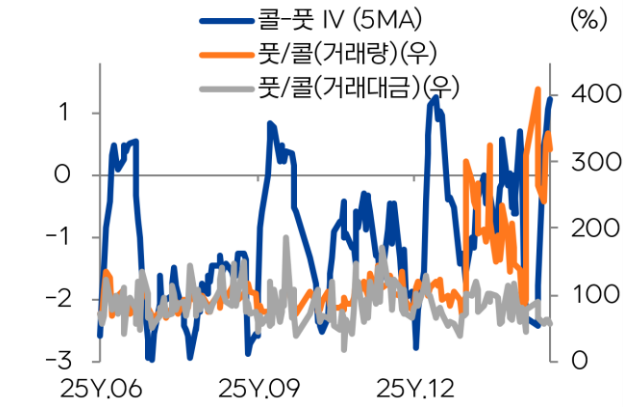
옵션 시장 콜 쏠림은 더욱 확대

코스피 200 지수 옵션 시장에서는 콜옵션 선호 현상이 1 월보다 심화되었다. 설 연휴 이전 리스크 회피 움직임에 잠시 풋 옵션 평균내재변동성이 높아지기도 했으나, 대체로 콜옵션의 평균내재변동성이 콜옵션 대비 높게 유지되는 모습이 나타났다. 이에 1 월보다 적은 거래일수에도 콜옵션의 내재변동성이 풋옵션의 내재변동성보다 높게 유지된 일수는 동일하게 나타났다. 한편, 풋/콜 비율 지표의 경우 거래량 기준으로 상승세, 거래대금 기준으로는 매도 사이드카 발동일을 제외하면 하락세가 심화되고 있는 부분 역시 과열을 시사하고 있다.

1 월말 미결제약정 급등 이어가지 못했던 코스피 150 지수 선물

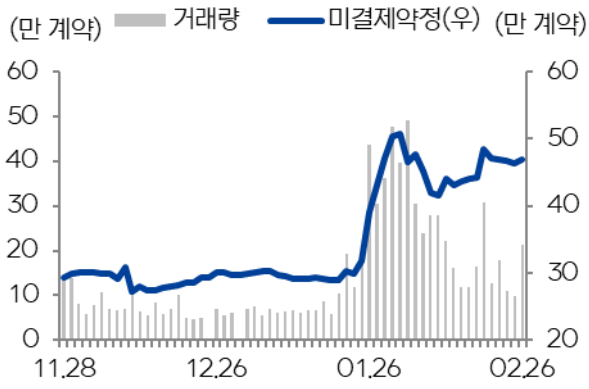
한편, 1 월 말 미결제약정이 급격하게 증가했던 코스닥 150 지수 선물의 경우 전달 말 대비 미결제약정이 감소하며 투자자들의 시장 참여가 둔화되는 모습이 나타났다. 이를 반영하듯 코스닥 150 지수는 연이어 최고치를 경신한 코스피와 달리 연고점 경신에 실패하는 모습이 나타나기도 했다. 다만, 최근 강세로 전환한 바이오와 반도체 소부장, 그리고 2 차전지와 로봇 등 피지컬 AI 관련 주도 업종의 모멘텀 유지와 더불어 ETF 매수세의 지속과 시장 활성화 대책 추진이 동반된다면 코스피와의 수익률 격차를 해소해나갈 수 있을 것으로 기대된다.

차트 21. 콜 vs 풋 내재변동성 스프레드와 풋/콜 비율



출처: KRX

차트 22. 최근 3 개월 코스닥 150 지수 거래량 및 미결제약정



출처: Bloomberg