Equity

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Analyst 이철현 lch2678@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 3월 13일 | Global Asset Research

Global Quant

옵션을 통해 바라본 미국-이란 전쟁의 자산별 영향

옵션에 내재된 변동성과 Risk Reversal로 주식과 금의 리스크 방향 구별

최근 글로벌 증시는 미국-이란 전쟁의 여파 속에 금융시장의 자산 전반에서 가격 변동성이 크게 상승했다. 이러한 변동성을 자산별 ETF의 옵션을 통해 분석하고자 한다. 투자자들이 어떤 방향의 리스크를 얼마나 비싸게 거래하고 있는지와 더불어 시장 참여자들의 심리를 확인하는 것이다. 옵션에 내재된 변동성과 상하방 리스크의 헷지 수요를 뜻하는 Risk Reversal의 두가지 축이 분석 대상이다.

S&P 500과 금의 ETF 옵션으로 계산된 25 Delta Risk Reversal을 보면, 대체로 주식은 '+'이고 금은 '-'이다. 주식이 가진 하방 위험의 헷지 수요와 금의 안전 자산의 성격이 반영된 것으로, 주식은 하락에 대한 공포가 크고 금은 그 자체로 리스크 헷지 수단이기 때문이다. 최근 금이 달러를 대체하거나 더 나은 헷지 수단으로 부상하며 금 가격이 가파르게 상승했다. 그리고 이는 금이 가지는 위험의 방향성을 일부 바꾸어 놓았는데, 금 ETF 옵션의 Risk Reversal이 중립 수준으로 동반 상승한 점에서 이유를 확인할 수 있다. 이는 금의 위험이 전보다 양방향적으로 인식되기 시작했고, 이제는 상방만이 아니라 하방 위험도 고려해야 하는 중립에 가까운 성격을 띠고 있음을 의미한다.

Cross Asset Option Repricing Map으로 자산별 위험 인식의 변화 분석

각 자산의 ETF 옵션을 통해 자산별로 시장의 위험에 대한 인식의 이동 방향을 확인할 수 있는 Cross Asset Option Repricing Map을 작성했다. 전쟁 직후와 현재 시점에서의 변화를 기록하여, 보다 동적인 변동성 및 헷지 수요에 대한 이동을 표시했다. 자산 간의 전반적인 변동성 수준이 크게 다르기 때문에 각 자산의 5년 Rolling의 백분위 수준을 계산하여 과거 대비 수준이 어떠한지를 나타냈다.

이미 M7과 IT 섹터의 부진으로 하방 헷지 수요가 높아 단순히 변동성만 상승한 대형주와 달리 소형주는 변동성 상승과 더불어 하방 수요 헷지에 대한 수요가 증가했다. 이는 전쟁의 충격이 경기 민감 부문의 약세를 이끌었기 때문으로 해석되며, 더불어 장기채권의 하방 헷지 수요도 상승해 옵션 시장은 금리 인상 우려 또한 반영했다.

달러는 전쟁 이후 안전 자산 선호 심리로 상승했으나, 이러한 위험 회피 심리의 일방적 강세보다 기존에도 높았던 하방 헷지 수요가 극단적인 수준까지 더 증가한 점을 주목할 필요가 있다. 전반적인 달러 약세 기조와 함께 전쟁 장기화에 대한 우려가 일부 일단락되면서 언제든지 약세 전환할 수 있다는 심리가 내재되어있는 것으로 보인다.

미국-이란 전쟁의 영향에 대한 tail risk를 각 자산이 다르게 반영하고 있는 것을 확인했다. 옵션의 가격 구조에서 전쟁이라는 지정학적 이벤트가 자산에 주는 충격이 각기 비대칭적으로 작용한다는 사실이 분명하게 읽힌다.

옵션을 통해 바라본 미국-이란 전쟁의 자산별 영향

1) 옵션에 내재된 변동성과 Risk Reversal로 주식과 금의 리스크 방향 구별

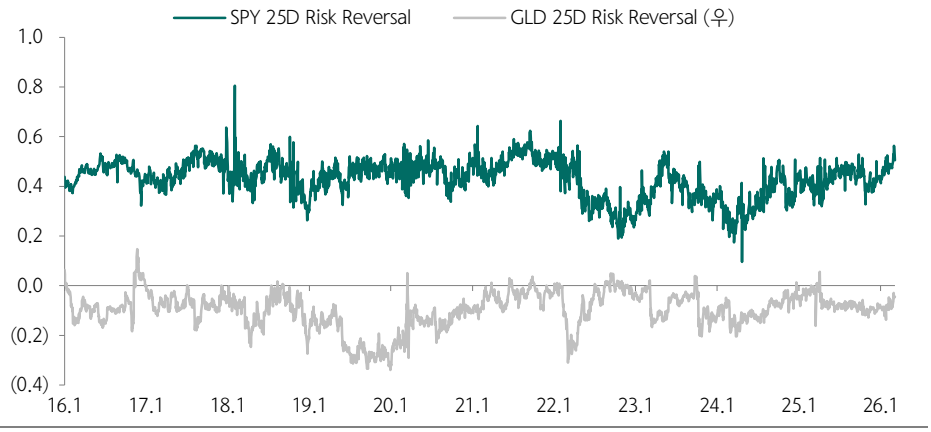
지정학적 리스크의 영향에 대한 리스크 비용과 시장참여자들의 심리를 옵션에 내재된 변동성을 통해 확인

최근 글로벌 증시는 미국-이란 전쟁의 여파 속에 놓여있다. 이는 지정학적 리스크와 함께 에너지, 인플레이션, 투자 위험선호 등 금융시장의 자산 전반에서 가격 변동성을 키우고 있다. 자산별 ETF의 옵션에 내재된 이러한 변동성으로 투자자들이 어떤 방향의 리스크를 얼마나 비싸게 거래하고 있는지와 더불어 가격 변화 이면에 있는 시장 참여자들의 심리를 확인하고자 한다.

옵션은 단순한 가격 베팅만을 위한 수단만이 아니라 이에 내재된 변동성과 상방과 하방 리스크의 헷지 수요를 암시하는 금융상품이다. 헷지 수요는 skew 또는 Risk Reversal이라고 불리는 지표로 계산할 수 있는데, 이는 옵션의 특정 델타 지점(주로 25 Delta)에서의 풋옵션과 콜옵션의 변동성 차이로 구할 수 있다. 그리고 이를 옵션의 ATM(At The Money, 행사가격과 현물가격이 같은 지점)의 변동성으로 나누어 자산 전반의 변동성 변화에 따른 차이를 정규화한다. 정규화 과정을 거치면 Risk Reversal을 시계열에 따라 일관된 기준으로 비교할 수 있다. Risk Reversal이 0보다 크면 하방 위험에 대한 비용(변동성)이 상방 위험보다 더 비싸다는 의미이다.

도표 1은 S&P 500과 금의 ETF 옵션으로 계산된 25 Delta Risk Reversal이다. 일반적으로 주식은 상승보다 하락 위험에 대한 공포가 더 크기 때문에 Risk Reversal는 대체로 '+'이며, 주식이 가진 하방 위험의 보험료가 더 크다는 뜻이다. 그러나 금의 경우 Risk Reversal이 대체로 '-' 인데, 금의 안전 자산의 성격과 헤지 수요에 대응되는 상방 리스크가 존재하기 때문이다. 이러한 차이는 똑같이 매수 매도에 따라 가격이 결정되는 자산이라도 두려움의 방향과 위험 선호 및 위험 회피의 성격이 다르다는 것을 보여준다.

도표 1. 옵션에 내재된 헷지 수요를 통해 주식과 금은 리스크의 방향이 다름을 알 수 있음



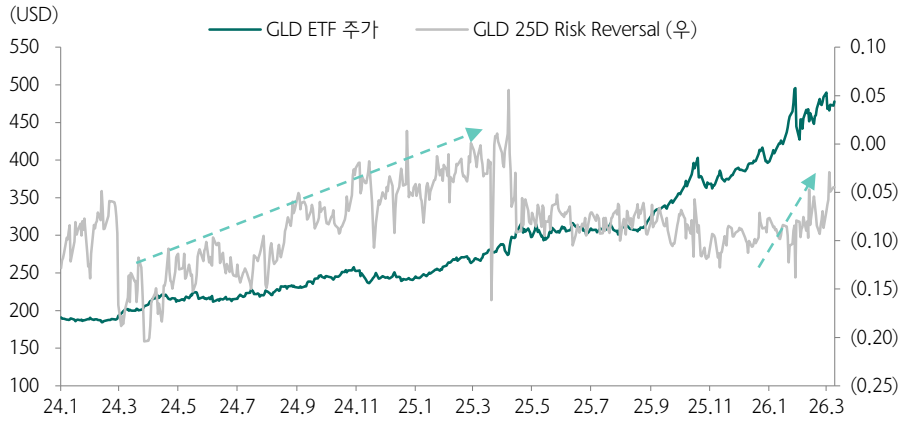
자료: Bloomberg, 하나증권

금이 달러 대비 상대적으로 안전 자산에서 우위로 인식되며 가격과 하방 헷지 비용 상승

그러나 최근 금 가격의 가파른 상승은 금이 가지는 위험의 방향성을 일부 바꾸어 놓았다. 미국의 관세 정책과 트럼프 행정부의 기존과 다른 정치 문법은 글로벌 교역 질서와 달러의 신뢰를 흔들었고, 금은 달러를 대체하거나 더 나은 헷지 수단으로 부상한 것이다. 동시에 첨단 기술을 위시한 중국의 경쟁력 부상으로 미국의 글로벌 패권의 위협이 부각되었다. 이런 환경에서 상승 흐름을 탄 금 가격은 2024년 대비 두배 이상 상승했다. 이와 함께 금 ETF 옵션의 Risk Reversal은 중립 수준으로 동반 상승했고, 시장은 금의 위험을 전보다 양방향적으로 인식하기 시작했다. 금은 여전히 안전 자산이지만, 이제는 하방 위험도 고려해야 하는 중립에 가까운 성격을 띠고 있다.

1월 말, 금리 인하와 함께 연준의 대차대조표 축소를 주장하는 케빈 워시 전 연준 이사가 차기 연준 의장 후보로 지명되자 금 선물은 -10% 이상 하락했다. 연준 정책 경로의 불확실성과 함께 유동성 환경에 대한 경계 심리가 금의 위험 회피 성향을 자극했기 때문이다. 또한, 달러는 강세를 시현했고 달러 대비 안전 자산의 지위에서 상대 우위로 인식되었던 금은 자연스럽게 약세를 보인 것이다. 그러나 이후 연준 의장 단독으로 연준의 스탠스 변화를 이끌어내기 어렵다는 점이 부각되었고, 미국의 이란 침공 영향으로 금 가격과 Risk Reversal은 다시 상승하고 있다.

도표 2. 금 가격과 Risk Reversal은 동반 상승, 하방 위험도 고려해야 하는 위험자산의 특성을 시현



자료: Bloomberg, 하나증권

2) Cross Asset Option Repricing Map으로 자산별 위험 인식의 변화 분석

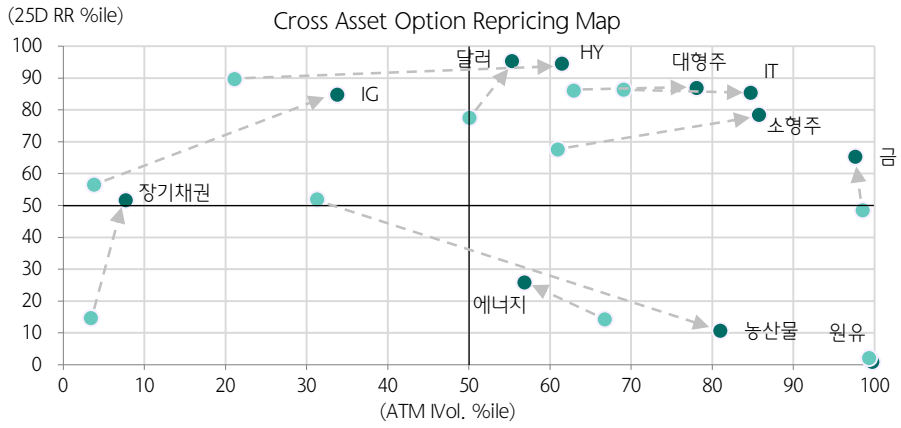
전쟁 직후와 현재 시점의 자산의 위험 인식에 대한 방향 변화 확인

도표 3은 전쟁 직후와 현재 시점에서 각 자산의 ETF 옵션을 통해 위험의 방향이 어떻게 바뀌었는지 분석할 수 있는 차트이다. 가로축은 1개월 ATM 내재변동성이며, 세로축은 25 Delta Risk Reversal이다. 가로축은 주식의 VIX와 유사하며, 시장이 앞으로 자산의 변동을 얼마나 크게 예상하고 있는지를 나타내고, 세로축의 Risk Reversal은 25 Delta 지점의 풋옵션과 콜옵션의 변동성 차이를 ATM 변동성으로 정규화한 것이다. 따라서, Risk Reversal이 상승하면 풋옵션이 콜옵션 대비 상대적으로 더 비싸기에 해당 자산의 하방 위험에 더 높은 보험료를 지불한다고 설명할 수 있다. 옵션 가격은 기초자산의 변동성에 비례하기 때문에 변동성과 가격을 같은 개념으로 본다.

그리고, 차트에는 절대 값을 통한 자산별 상대 비교가 아닌 과거 5년 Rolling의 백분위 수준을 계산해 각 자산의 과거 대비 수준이 어떠한지를 나타냈다. 자산 간의 전반적인 변동성 수준이 크게 다르기 때문에 절대 값 비교가 불가능하기 때문이다.

연한 초록색은 전쟁 발생 직후의 시점, 진한 초록색은 현재 시점을 의미하고 화살표를 통해 옵션의 리프라이싱 변화를 의미한다. 이를 통해 전쟁의 충격을 두고 시간이 지남에 따라 각 자산의 변동성과 헷지 수요가 어떻게 바뀌었는지 동적인 관점에서 확인할 수 있다. 백분위의 검은색 50 선은 역사적인 중위 수준이며 이를 기준으로 화살표의 이동을 가늠해 현재 위치를 중위 대비 직관적으로 바라볼 수 있다.

도표 3. 전쟁 충격 발생 후 각 자산의 변동성과 헷지 수요가 어떻게 바뀌었는지 동적인 관점에서 확인



자료: Bloomberg, 하나증권
주: 연한 초록색은 전쟁 직후, 진한 초록색은 현재 시점을 의미

전쟁의 충격이 위험자산에는 하방 리스크를 원자재와 에너지 업종에는 상방 리스크를 부여

먼저 오른쪽 상단 영역에 위치한 금, 주식(대형주, 소형주, IT), 하이일드 채권(HY), 달러는 높은 변동성과 함께 상방보다는 하방 헷지에 대한 수요가 강하다. 동시에 오른쪽 하단 영역에 위치한 에너지(주식), 농산물, 원유는 똑같이 변동성은 높지만, 하방보다는 상방 헷지에 대한 수요가 강하다. 전쟁의 충격이 위험자산에는 하방 리스크를 부여함과 동시에 수급 불안정성이 야기된 원자재는 상방 리스크로 이끌었음을 알 수 있다. 이에 연동된 에너지 섹터는 하방 헷지 비용이 일부 상승했으나, 여전히 오른쪽 하단에 위치하고 있다. 그리고 위에서 언급한 금의 위치 변화를 보면 하방 헷지 비용이 상승하는 위험자산의 특성을 보인 것을 확인할 수 있다.

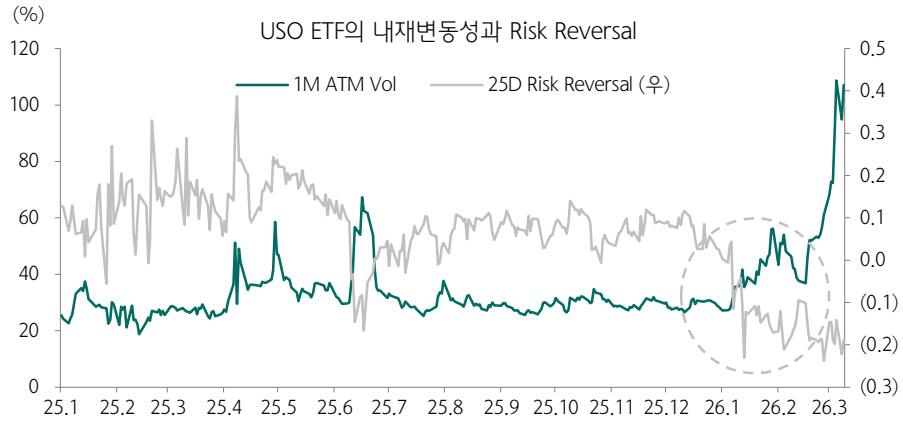
소형주의 경기 민감 우려와 장기채권의 인플레이션 상승과 금리 인상 우려 또한 반영

주식의 경우 대형주와 소형주의 변화를 눈여겨볼 만한데, M7과 IT 섹터의 부진으로 하방 헷지 수요가 높았던 대형주는 단순히 변동성만 상승했다. 이와 달리 소형주는 변동성 상승과 더불어 하방 수요 헷지에 대한 수요가 증가했는데, 이는 전쟁의 충격이 유가 급등과 함께 물가 자극 및 금리 상승 우려로 번졌고, 경기 민감 부문의 약세를 이끌었기 때문으로 해석할 수 있다. 더불어 장기채권의 하방 헷지 수요도 상승해 옵션 시장은 금리 인상 우려 또한 반영했다.

달러는 강해졌지만 하방 위험에 헷지는 극단적인 수준

달러 또한 하방 헷지 수요가 매우 높은 수준에서 형성되어 있는 반면, 전쟁 이후 안전 자산 선호 심리로 달러인덱스는 상승했다. 그러나 이러한 위험 회피 심리의 일방적 강세보다 기존에도 높았던 하방 헷지 수요가 극단적인 수준까지 더 증가한 점을 주목한다. 트럼프 행정부 집권 이후의 달러 약세 기조 및 정책 불확실성 등과 함께 전쟁 장기화에 대한 우려가 일단락되면서 언제든지 약세 전환할 수 있다는 심리가 내재되어있는 것으로 보인다.

도표 4. 연초 이미 유가에 대한 우려가 급증하며 하방 헷지 수요 크게 증가



자료: Bloomberg, 하나증권

변동성과 상방 헷지가 모두 높은 원유는 전쟁 전에 이미 리스크를 극단적인 수준까지 반영

차트에서 변동성과 Risk Reversal 둘 모두 매우 높게 형성된 원유는 절대 값으로 확인해보아도 극단적인 영역에 존재하고 있다. 그러나 이미 1월 초 유가가 60달러를 넘어선 시점부터 옵션 시장의 헷저들은 극단적인 수준의 하방 헷지를 수행했다. 이 시기는 2월 27일인 미국의 이란 침공 전으로 트럼프 행정부는 이란에 군사적 압박을 고려하고 있었다.

도표 3은 미국-이란 전쟁이라는 하나의 이벤트가 자산의 성격에 따라 tail risk를 달리 반영하고 있다는 것을 보여준다. 주식, 채권과 같은 금융자산은 변동성 상승과 함께 시장이 인식하는 하방 리스크가, 원유 및 농산물과 같은 실물자산은 상방 리스크가 상승했다. 이를 통해 옵션의 가격 구조에서 전쟁이라는 지정학적 이벤트가 자산에 주는 충격이 각기 비대칭적으로 작용한다는 사실이 분명하게 읽힌다.