

월스트리트 파인더

Ep. 191

감마 스퀴즈와 꼬리 위험



주간 경제지표 & 일정

	경제 지표	일정
1일 (월)	<ul style="list-style-type: none"> • 한국, 5월 수출(예상 YoY +49.3%) • 중국, 5월 RatingDog 제조업 PMI • 미국, 5월 ISM 제조업 지수(예상 53.2) 	<ul style="list-style-type: none"> • 파생: 브렌트 원유 선물 7월물 만기 • 행사: 미국임상종양학회(~6/2) • 실적: 휴렛패커드 엔터프라이즈, 메이투안
2일 (화)	<ul style="list-style-type: none"> • 한국, 5월 소비자물가지수 • 유로존, 5월 소비자물가지수 잠정 • 미국, 4월 JOLTs 구인건수(예상 6890K) 	<ul style="list-style-type: none"> • 실적: 달러제너럴, 얼타뷰티, 팔로알토 • 행사: 마이크로소프트 연례 개발자 회의(~3일)
3일 (수)	<ul style="list-style-type: none"> • 중국, 5월 RatingDog 서비스업 PMI • 미국, 5월 ADP 민간고용·ISM 서비스업 지수(예상 53.7) 	<ul style="list-style-type: none"> • 휴장: 한국(제9회 전국동시지방선거) • 공개: 연준 베이지북 • 실적: 브로드컴, 클라우드 스트라이크, 트립닷컴
4일 (목)	<ul style="list-style-type: none"> • 한국, 5월 외환보유고 • 유로존, 4월 소매판매 • 미국, 1분기 비농업생산성·단위노동비용 	<ul style="list-style-type: none"> • 공개: 5월 챌린저 Job Cub 보고서 뉴욕 연준 글로벌 공급망 압력 지수 • 실적: 브라운포먼, 시에나, 쿠팡
5일 (금)	<ul style="list-style-type: none"> • 한국, 4월 국제수지 잠정 • 미국, 5월 고용보고서(예상 실업률 4.3%) 	<ul style="list-style-type: none"> • 공개: UN FAO 5월 세계식량지수 • 행사: 미국당뇨병학회(~8일)

자료: 미래에셋증권 리서치센터/주:현지시각 기준

Executive Summary

1) Issue Dive: 감마 스퀴즈

- 자기강화적 상승 루프
 - 올해 개인 투자자들은 공격적 FOMO 트레이딩에 나섬
 - 현물 + 파생(선물·옵션) 상방에 과감한 방향성 베팅
 - 기초자산 가격 급등에 시장조성자 '감마 스퀴즈' 트랩 악순환
 - 메커니즘: '가격 상승 → 델타 중립 → 기초자산 매수 → 가격 상승'
- 꼬리위험
 - VKOSPI, 장기 평균(21)의 3배를 초과하는 고변동성 장기간 유지
 - 외국인 국내 증시에서의 자금 이탈 가속화
 - 가격 하락 반전 시, '역-감마 스퀴즈'에 매우 취약할 가능성

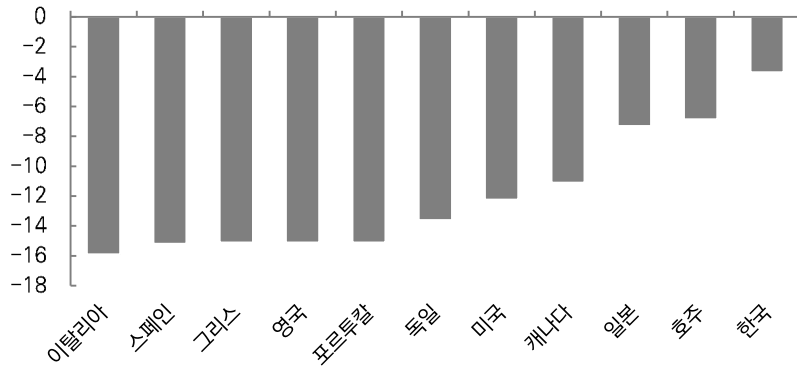
2) Weekly Preview

- 한국 수출과 미국 물가
 - 한국 수출: 반도체 원맨쇼. 1~4월 수출증가율 전년대비 100% 이상 기록
 - 미국 물가: 고용보다는 물가에 무게중심 이동. Higher for longer 우려 확대

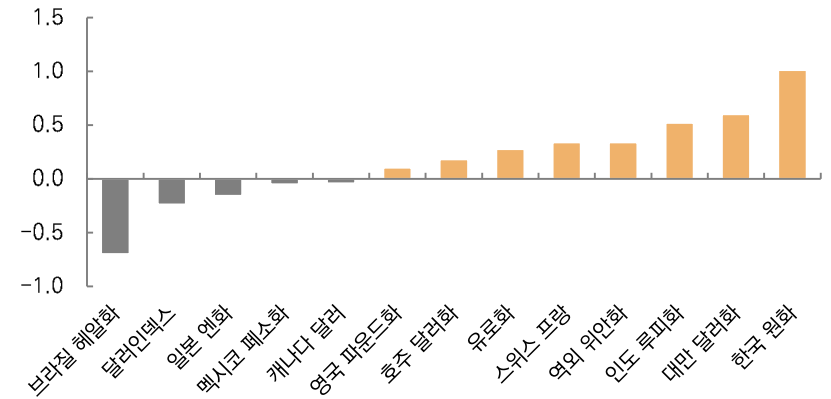
Global Market Snapshot(5.22~28)

미국-이란 MOU 체결 가능성에 유가 급락 → 글로벌 장기금리 상승 압력 완화, 원화 주간 1% 되돌림

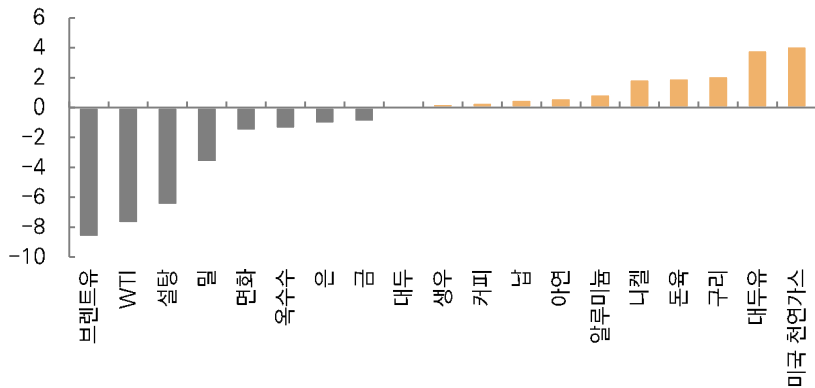
주요국 10년 국채 등락폭(bp)



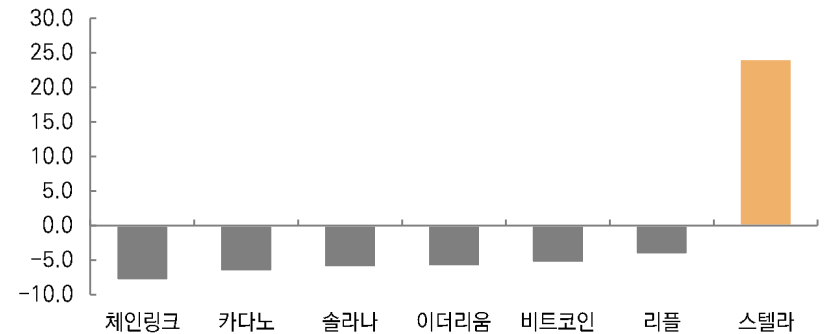
주요국 통화 가치 등락률(%)



블룸버그 상품지수 품목별 등락률(%)



나스닥 CME 암호화폐 지수 항목별 등락률(%)



웍더독(Wag the Dog)

- 금융시장에는 현물시장 외에도 선물·옵션 등을 거래하는 파생상품 시장이 존재함. 현물시장과 파생상품 시장 간의 수급은 '유기적' 연결고리를 갖음. '웍더독(Wag the Dog)' 현상은 개의 꼬리(파생상품)가 몸통(현물)을 흔든다는 주객전도 현상을 뜻하는 금융 용어로 양 시장의 상관관계를 잘 설명해 줌.
- 코스피 절대 지수는 연간 100% 상승하며 급등했지만, 국내 금융시장의 수급 및 유동성 환경은 취약해진 것으로 보임. 크게 3가지 큰 변화가 있는데 ① 외국인 119조원 사상 최대 순매도 ② 개인의 레버리지 상방 베팅 ③ 기관의 양매도 전략(변동성 매도)을 들 수 있음. 특히 기관의 경우, 코스피 지수 급등에 따른 '상방 감마 스퀴즈'가 발생해 현물·선물 추가 매수에 따른 자기 강화 피드백 루프에 직면.

투자자별 연간 누적 순매수대금 및 순매수량

구분		단위	개인	외국인	기관계				
						금융투자	투신	연기금등	
거래소		억 원	813,977	-1,190,068	235,604	481,922	-45,492	-65,338	
코스닥			-37,849	20,804	75,028	112,842	-2,724	-2,770	
프로그램	차익		-0.17	-881	-2,481	5,247	-5,560	-2,488	
	비차익	-25,474	-690,323	-121,853	33,765	-32,949	-43,190		
선물		계약	합산	4,024	-181,037	178,812	138,891	31,407	-4,157
			개별주식	1,432,866	-1,112,551	-333,279	-2,562,149	2,714,679	-522,101
옵션		계약	콜합산	938,729	324,534	-1,279,660	-966,527	-296,426	-16,549
			풋합산	332,121	620,348	-949,401	-966,260	327	16,552

유의사항

선물·옵션은 만기일 존재

- 선물(매 3개월)과 옵션(매 1개월)은 만기가 존재함. 만기가 지나면 계약이 소멸되거나 다음 달로 이월(롤오버)됨. 선물과 옵션 만기일이 매 3개월 마다 겹치는 3, 6, 9, 12월은 '네 마녀의 날'이라고 불리는 이유가 여기에 있음.
- 오른쪽 [표]에는 만기가 고려되지 않은 수치임. 또한 수십 만 계약의 콜/풋옵션의 행사가격이 반영되지 않았기 때문에 현재 시점의 실질적인 체감 손익을 확인할 수가 없음.
- 그렇기 때문에 해당 데이터는 올해 전반적인 시장 흐름을 파악하고, 이해하는 데만 활용하는 데 목적이 있음.

주1) 선물 합산 = 코스피+미니선물+코스피200선물

주2) 옵션 합산 = 코스피+미니옵션+위클리옵션

주3) 프로그램 = 코스피 + 코스닥

주4) 기간: 2026년 1월 2일~5월 28일

자료: 예프엔가이드 QuantiWise, 미래에셋증권 리서치센터

공격적 상방 베팅

- 개인과 기관은 '변동성(Volatility)'에 대한 정반대의 베팅을 단행함. 개인은 상·하방 변동성이 크게 확대 될 것으로 예측한 반면, 기관은 변동성이 작을 것으로 보고 콜/풋 옵션을 활용한 포지션을 구축함. 다만, 기관은 자발적으로 구축한 것이 아니라 시장조성자이자 유동성공급자(LP)로서 개인의 포지션을 반대로 받아 준 것이 더 정확함. 기관은 '구조적인 덫(Trap)'에 갇혀 있는 상태임.
- 올해 코스피 지수의 급등은 기관의 '상방 감마 스퀴즈'를 촉발시킴. 개인의 공격적인 콜옵션 매수와 시장조성자 헤징 활동 간의 상호작용으로 인해 주가가 급격하고 자기 강화적으로 상승하는 현상을 의미함. 이는 펀더멘털보다는 옵션 감마와 델타 헤징의 역학에 뿌리를 둔 수급 주도 이벤트임.

옵션 합성 투자 전략: 변동성(Volatility)

☑ 용어 설명

델타(Δ)

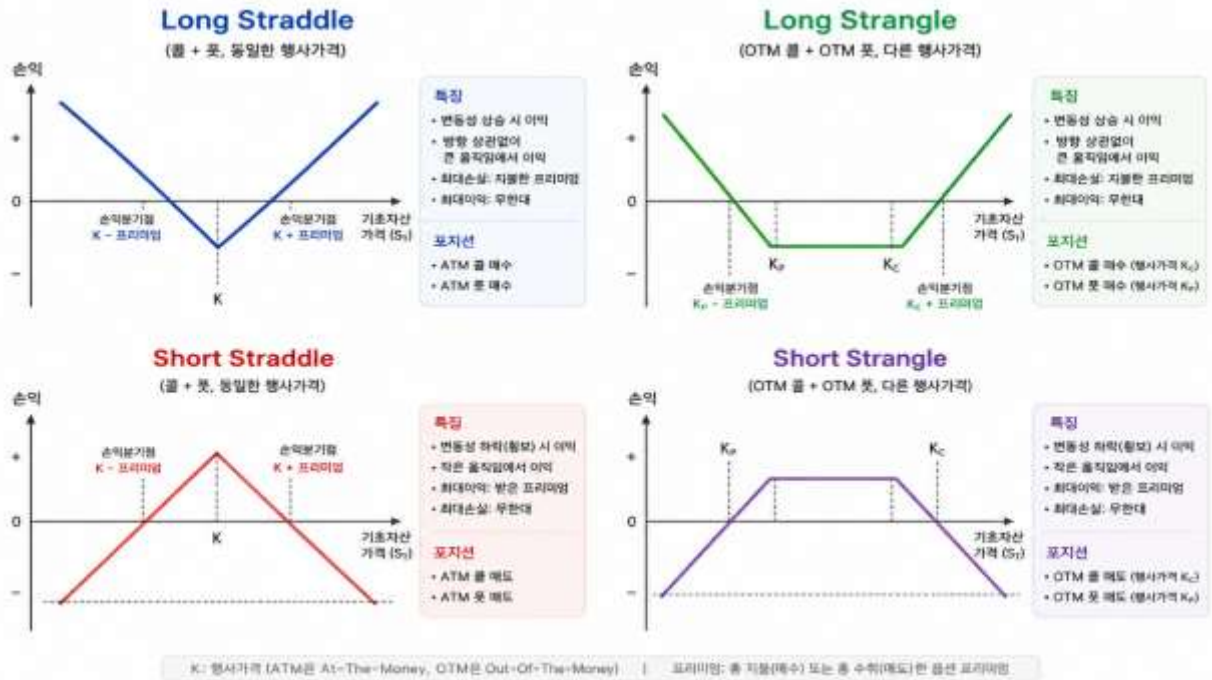
- 기초자산(ex. 코스피) 가격이 1포인트 변동할 때 옵션가격이 얼마나 변하는지 보여주는 지표. 시장조성자(기관)는 항상 '델타 중립(Delta Neutral)'을 위해 콜옵션 매도(매수)를 하면 현물 주식을 매수(매도)함.

감마(Γ)

- 주가 변동에 따른 델타의 '변화 속도(가속도)'를 나타냄. 행사가격 부근에서 가장 높으며 만기가 임박할수록 급격히 커짐.

감마 스퀴즈(Gamma Squeeze)

- 시장조성자는 '델타 중립' 통해 리스크 최소화가 목적. 기초자산 가격이 상승하면 개인이 매수한 콜옵션 델타가 증가해, 시장조성자(기관)는 중립포지션 유지를 위해 기초자산의 현물 또는 선물을 더 많이 매수해야함. - 이는 기초자산의 가격 상승을 부추기게 되는데, 이 같은 현상을 '감마 스퀴즈'라고 함.



자료: 미래에셋증권 리서치센터 / 주: ChatGPT로 이미지 생성

자기 강화적 상승

- 최근 VKOSPI 지수는 장기평균(21)의 3.3배에 달하는 70을 상회함. VKOSPI는 시장이 예상하는 향후 30일간의 코스피200 지수 변동성을 나타내며, 옵션 프리미엄(가격)에 직접적인 영향을 줌.
- 일반적으로 변동성지수는 주가 급락 시에만 치솟지만, 최근에는 옵션 시장 참여자들의 극단적인 수급 대립으로 인해 고변동성 환경이 장기화되는 양상을 보임. 개인의 FOMO 트레이딩이 대량의 콜옵션 매수로 이어지며 수요가 비정상적으로 증가하면서 옵션 가격에 내재된 변동성이 확대됨.
- 기관의 기계적 델타 헷지와 외국인의 상·하방 양방향 프리미엄 매수 또한 높은 변동성을 지지하는 요인.

감마 스퀴즈(Gamma Squeeze) 흐름



자료: 미래에셋증권 리서치센터 / 주: ChatGPT로 이미지 생성

외국인 이상거래

- 최근 시간외 대규모 선물 스왑 거래(21일)와 장 막판 외국인 급격한 순매도 전환(26, 27일)은 단순한 수급 노이즈라기보다, 현재 국내 증시의 취약한 수급 환경을 보여주는 사례로 판단됨. 올해처럼 외국인의 현·선물 이탈, 개인의 현물 매수, 금융투자의 파생 유동성 공급이 결합된 환경에서는 시장 충격이 현물보다 파생 헤지 메커니즘을 통해 증폭될 가능성이 높기 때문임.
- VKOSPI가 장기 평균의 3배 이상인 70선을 상회하고 있다는 점 역시 시장이 정상적 가격 발견보다 헤지·유동성 관리 중심으로 움직이고 있음을 시사함. 향후에는 지수 방향성 자체보다도, 옵션 만기·기관 감마 스퀴즈·선물 롤오버 등에 따른 비선형적 변동성 확대 가능성에 유의

이상거래 ① 5월 21일 시간외 선물 대규모 스왑 거래

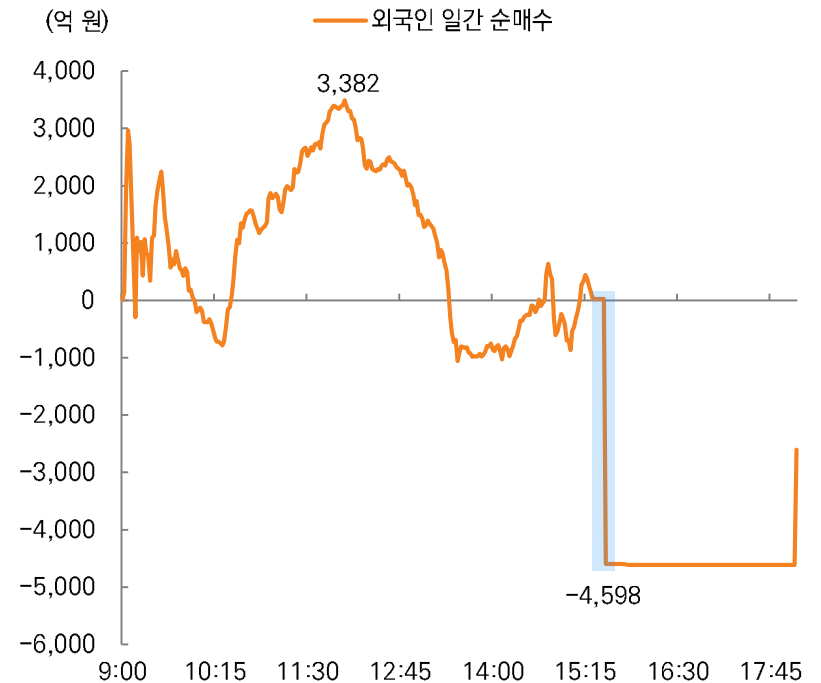
(단위: 억원)

17시 46분	외국인	기관계	금융투자	
			금융투자	투신
선물합	-10,863	1,651	-36,020	36,326
- 선물	-13,800	15,002	-17,342	31,435
- 미니선물	2,830	-293	-233	-95
- 주식선물	107	-13,058	-18,445	4,986

15시 04분	외국인	기관계	금융투자	
			금융투자	투신
선물합	8,551	-10,743	-13,641	2,203
- 선물	6,569	-10,530	-13,504	2,294
- 미니선물	1,983	-213	-137	-91
- 주식선물	3,036	-14,422	-18,524	3,884

자료: 미래에셋증권 리서치센터

이상거래 ② 5월 27일 장 막판 외국인 수급 반전



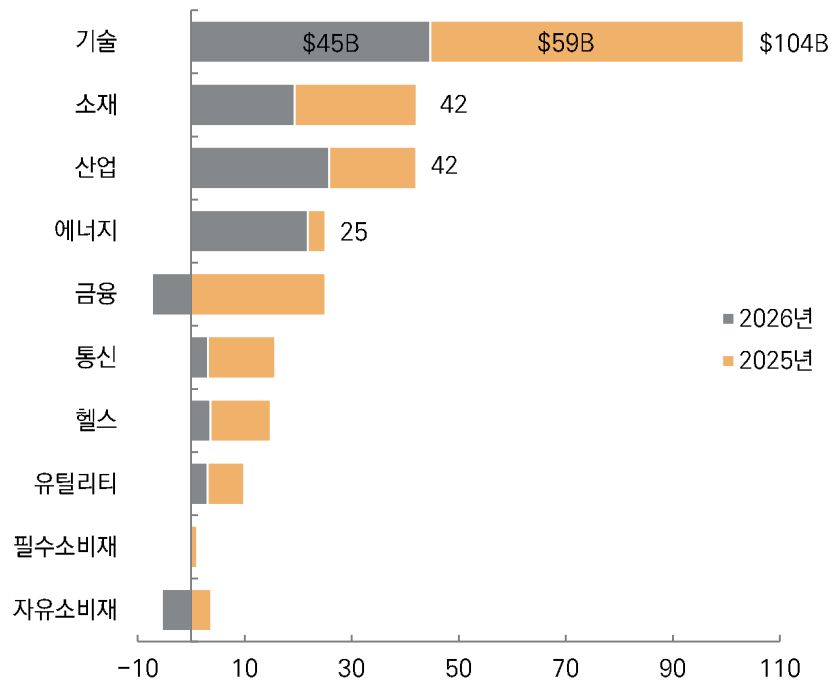
자료: 미래에셋증권 리서치센터/주: KRX 기준

Issue Dive

전 세계가 빠진 반도체 홀릭

- 기술 섹터 및 반도체 산업으로의 극단적인 자금 집중 현상은 AI 패러다임 전환에 따른 강력한 성장 동력을 증명하는 동시에, 시장 쓸림으로 인한 변동성 리스크를 내포하고 있음. 최근 1년간 글로벌 ETF 자금 흐름을 살펴보면 기술 섹터로 \$100B 이상 넘는 자금이 유입됨. 올해 들어 그 흐름은 더욱 가속화되는 모습을 보임. 이는 기술주 전반이 아닌 AI 인프라 구축의 핵심인 반도체 및 반도체 장비에 집중됨.
- S&P500 시총에서 반도체 및 반도체 장비가 차지하는 비중은 2022년 말 4.89%에서 현재 18.27%까지 급증함. 한 섹터(Sector)가 아닌 산업(Industry)이 압도적 비중을 차지한 건 이례적. 2000년 닷컴 버블, 2007년 금융위기 모두 IT, 금융 섹터 비중이 압도적으로 높았음. (34%) (22%)

최근 1년간 글로벌 ETF 자금 흐름



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

S&P500 산업별 시총 비중 추이(GICS Level 2)



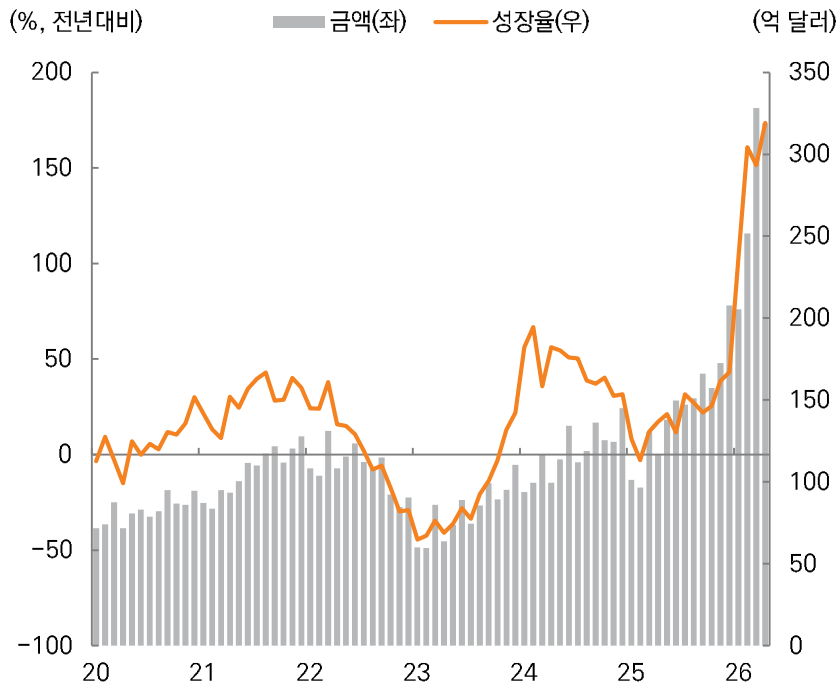
자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

Weekly Preview

한국 수출과 미국 물가

- **반도체 원맨쇼.** 5월 1~20일 반도체 수출은 전년동월대비 200% 넘게 급증하며 수출 및 경제 성장을 견인함. 이는 AI가 주도하는 글로벌 투자 사이클의 직접적 수혜가 지속됨을 의미. 수출 호조·무역수지 개선·성장률 상향 등 호재에도 불구하고 원화 약세는 지속 관찰 필요.
- **다시 오르는 물가.** 4월 CPI와 PCE 물가가 모두 3.8%까지 상승했고, PPI는 6.0%를 기록하는 등 물가에 대한 경계 심리가 커지고 있음. 미국-이란 간 종전 협상이 진행 중임에도 국제 유가는 배럴당 90달러 대를 유지하고 있고, 미국 내 가솔린 및 디젤 가격은 2월 말 대비 약 48%나 급등함. ISM 제조업 및 서비스업 물가지수도 높은 수준을 유지하며 고금리 장기화(Higher for longer)에 대한 우려 재점화

한국 반도체 수출 추이



자료: 산업통상자원부, 미래에셋증권 리서치센터

미국 인플레이션 추이

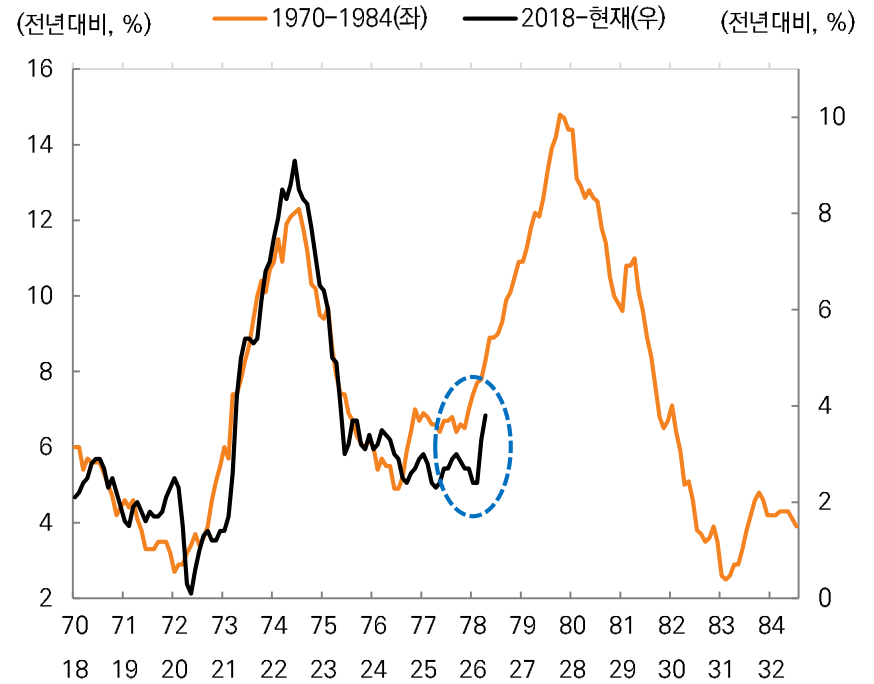


그림: BLS, 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.