

상상인 US Monitor

글로벌전략/디지털자산 김경태

02-3779-3427

Kt.kim@sangsanginib.com



QR코드로 간편하게

상상인증권

투자전략팀 채널

하방 헷지 비용 대폭 감소의 의미

Executive Summary

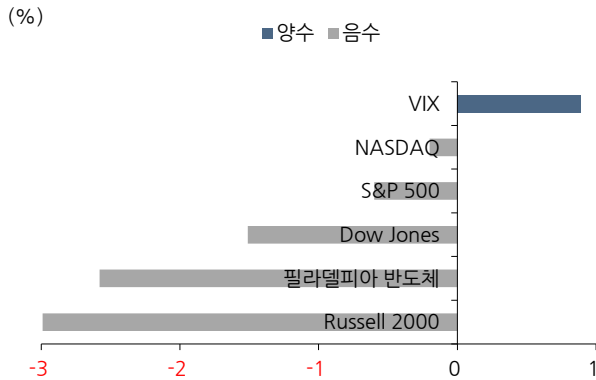
버리지 않고 갈아탄 방어

- 주간 S&P 500 -0.60%, 나스닥 -0.20%, 다우 -1.51%, 러셀 2000 -2.99%로 지수는 방향을 내지 못했고 업종은 11개 중 에너지 +4.37%와 정보기술 +1.05% 둘만 상승. 같은 주 세일즈포스는 +25.48%, 클라우드스트라이크는 +16.02%로 종목의 변동성이 지수의 스무 배를 넘음
- 옵션 프리미엄 총액은 1,168억 달러에서 1,058억 달러로 9.4% 감소. 거래량 감소는 3.8%에 그쳐 계약당 프리미엄이 389달러에서 366달러로 내려왔고, 계약수 기준 Put/Call은 0.687에서 0.740으로 상승
- 외가격 풋의 가격은 상승. CBOE SKEW는 8월 25일 143.27에서 9월 1일 149.23으로 상승해 1년 백분위가 41에서 79로 이동. 계약수가 증가하고 단가만 하락한 채 SKEW가 상위 25%에 진입한 구성은 하방 대비의 청산이 아니라 등가 부근 풋에서 깊은 외가격 풋으로의 이동
- 지수를 가둔 좌표는 당일 거래. QQQ 옵션의 당일 거래 기준 Call Wall 708달러와 Put Wall 706달러는 나스닥 100 29,092와 29,010에 대응해 폭이 0.28%p. 미결제 기준 Put Wall은 584.80달러로 현물 아래 17.38%에 자리해 좌표가 이원화

지수에서 종목으로 옮겨간 변동성

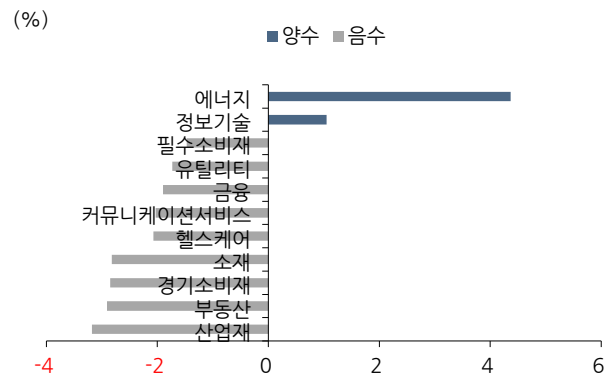
- 주요 지수는 나스닥 -0.20%, S&P 500 -0.60%, 필라델피아 반도체 -2.58%, 다우 -1.51%, 러셀 2000 -2.99%. 지수 변동이 1% 안팎에 머무는 동안 VIX는 16.34로 0.89포인트 상승
- 업종에서는 에너지 +4.37%와 정보기술 +1.05%만 상승하고 나머지 아홉 개가 하락. 산업재 -3.18%와 부동산 -2.91%가 하위이며, 방어 업종이 동반 하락한 가운데 성장 업종만 상승해 위험 회피로 설명되지 않음. 스타일도 Growth -0.43%가 상위, High Beta -3.24%가 하위로 방향이 일치함. 특히, 에너지의 상승분은 나머지 업종의 하락에 상쇄돼 지수에 반영되지 못함. 지수는 정지에 가까우나 그 아래에서 업종 간 자금은 계속 이동하는 국면
- 상위은 세일즈포스 +25.48%, 클라우드스트라이크 +16.02%, 서비스나우 +12.52%로 소프트웨어에 집중. 실적 발표를 계기로 주가와 옵션 자금이 동시에 이동했고 세일즈포스는 순프리미엄 +76.0백만 달러로 콜 매수 우위
- 하위는 아이렌 -12.77%, 텔 -5.87%, 알파벳(A) -3.44%. 추적 테마 가운데 주간 수익률 중앙값 상위은 디지털자산과 메모리, 하위는 우주양자와 네오클라우드 등 테마주
- 지수 등락 1% 안팎과 종목 등락 25%가 같은 주에 공존. 지수를 근거로 판단할 여지는 협소하고, 종목 선택이 확보하는 폭은 직전 호 수준을 유지

그림 1. 주요 지수 주간 수익률



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 2. S&P 500 업종별 주간 수익률

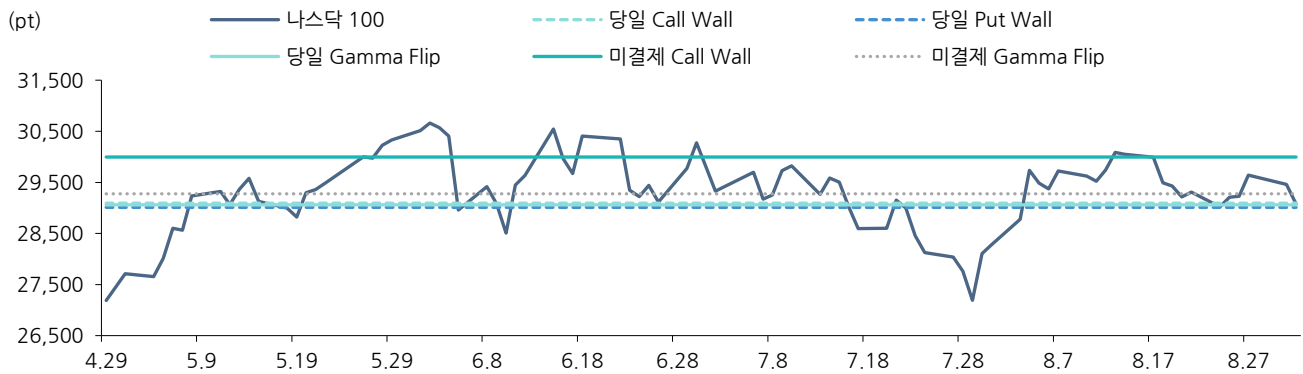


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

지수를 가둔 당일 거래

- 9월 1일 종가 기준 QQQ 707.80달러, 나스닥 100 29,077.22로 환산 배수는 41.09배. 당일 거래 기준 Call Wall 708달러가 지수 29,092, Put Wall 706달러가 29,010에 대응해 두 좌표의 폭은 0.28%p
- 미결제 기준의 폭은 20배 이상. Call Wall 730달러가 나스닥 100 29,996으로 현물 위 3.14%, Put Wall 584.80달러가 24,029로 현물 아래 17.38%이며 폭은 20.52%p. Gamma Flip 707.20달러(29,060)는 종가와 0.08% 거리. 하루치 유동성은 등가 100포인트 안쪽, 누적 포지션은 아래로 크게 벌어진 비대칭 구조
- 최근 4개월 나스닥 100은 27,192에서 30,661까지 3,469포인트를 오갔으나 9월 1일 종가 29,077은 당일 거래 벽 29,010~29,092 안에 위치. 구간의 폭이 지수 등락 범위의 40분의 1에 불과해 하루 단위로는 사실상 고정
- 달러 포지션의 부호는 관측값이 아니라 업계 관행에 따른 가정이므로 등락 방향의 근거로 쓰지 않음. 이 좌표가 말하는 것은 방향이 아니라 변동폭이며, 미결제가 두겹게 축적된 구간에서는 헤지 물량이 가격 변화를 상쇄하는 쪽으로 출회
- 바닥을 벗어난 근월 변동성
- 직전 호가 규정한 1년 하위 3%의 압축은 한 주 만에 완화. QQQ 30일 내재변동성 백분위는 2.7에서 12.9로, SPY는 2.2에서 22.3으로 이동했고 기대변동폭도 QQQ 3.6%, SPY 2.6%로 확대. VIX 16.34는 1년 하위 32%, VVIX 91.25는 하위 21%
- 다만 절대 수준은 여전히 낮음. 백분위가 모두 하위 3분의 1 안에 머물러 지수 방향성 포지션의 기대 폭이 거래비용을 크게 상회하는 국면으로 진입하지 않았고, 압축 해소의 성격은 이벤트 반영이 아니라 바닥에서의 이탈
- 눌린 구간은 여전히 근월. 잔존 365일 내재변동성 백분위는 QQQ 31.7%로 30일 구간 12.9%의 2.5배이며, 불확실성 자체가 해소된 것이 아니라 한 달 이내의 방향이 유보된 상태에 근접. 당일 만기물이 QQQ 거래량의 과반을 차지하는 분포도 동일

그림 3. 나스닥 100과 옵션 벽 (당일 거래 벽 29,010~29,092)



자료: Unusual Whales, Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

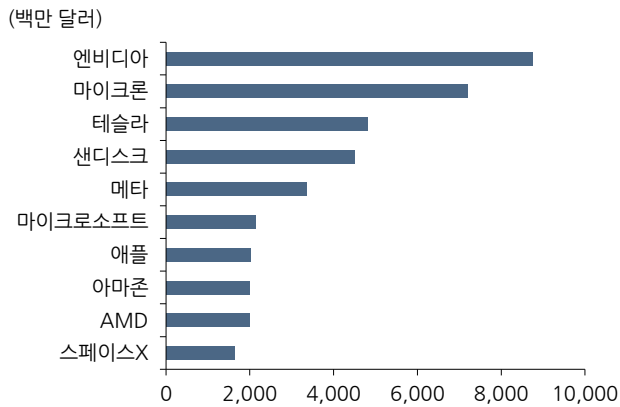
M7으로 돌아간 쏠림

- 대형주 35종의 20거래일 실현변동성 중앙값은 46.2%로 나스닥 100 18.0%의 2.57배이며, 쌍별 상관계수 평균은 0.184로 1년 분포의 하단부. CBOE 1개월 내재상관지수 12.64는 지수 변동성이 낮은 이유가 종목의 정지가 아니라 상쇄에 있음을 뒷받침
- 다만 전주 대비 방향은 축소. 등가중 변동성지수를 VIX로 나눈 배율은 2.456에서 2.399로, S&P 500 분산도지수는 34.69에서 32.34로 하락했고 1개월 수익률 사분위 폭도 21.4%p에서 15.4%p로 축소. 수준은 종목 장세를 유지하나 기울기는 완만
- 축소분을 대형주 쏠림이 대체. M7 지수는 주간 1.71% 상승한 반면 S&P 500 ex-M7은 0.65% 하락해 격차가 2.36%p이고, 두 지수의 비율은 8.973에서 9.186으로 상승. 시가총액 가중 SPY와 동일가중 RSP의 격차도 주간 1.77%

멀티플 재평가로 오른 소프트웨어

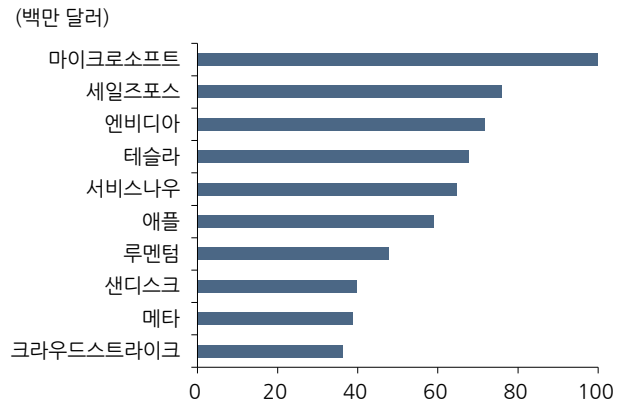
- 소프트웨어·서비스 산업군은 4주 8.76% 상승해 S&P 500 1.13%를 크게 상회. 다만 같은 기간 12개월 선행 EPS 증가는 2.50%에 그쳐 상승분의 3분의 2 이상이 멀티플 재평가이며 선행 PER은 23.81배에서 25.26배로 상승
- 같은 IT 안에서 멀티플이 오른 산업군은 소프트웨어뿐. 반도체·반도체장비는 4주 가격 2.87% 상승에 선행 EPS 4.25% 증가로 이익이 가격을 앞서 PER이 17.96배에서 17.73배로 하락했고, 기술 하드웨어·장비도 가격 3.36%와 EPS 3.38%가 일치해 PER이 불변
- 이번 주 옵션 자금이 이 구간에 유입. 세일즈포스 프리미엄 +163.3%에 서비스나우와 클라우드스트라이크의 주가 상승이 동행. 이익 상향이 확인된 곳은 세일즈포스뿐이며, 멀티플 재평가에 옵션 쏠림이 후행한 구성이라 이익 상향이 뒤따르지 않으면 되돌림 폭이 확대

그림 4. 옵션 프리미엄 상위



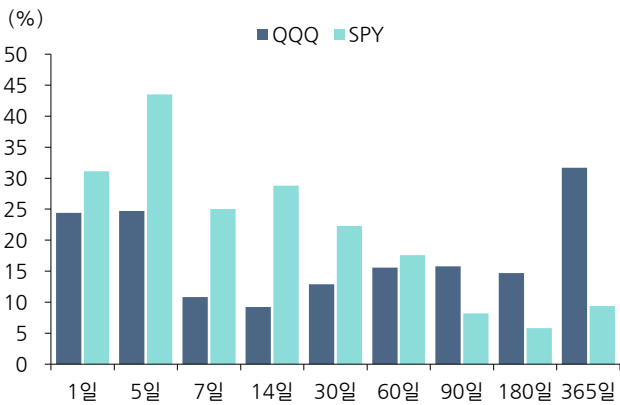
자료: Unusual Whales, 상상인증권 리서치센터

그림 5. 콜 순매수 상위 상위



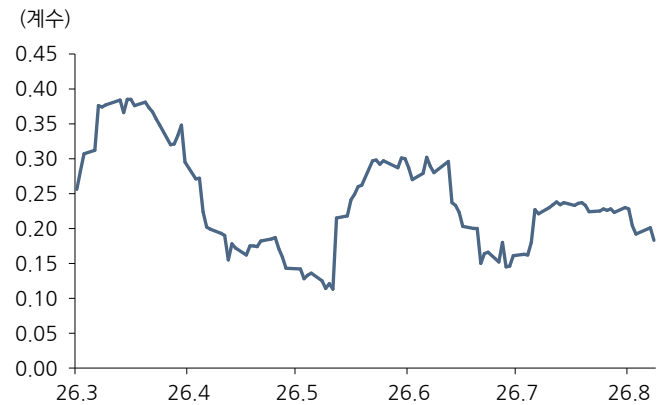
자료: Unusual Whales, 상상인증권 리서치센터

그림 6. 잔존기간별 내재변동성의 1년 백분위



자료: Unusual Whales, Bloomberg, Refinitiv, 상상인증권 리서치센터

그림 7. 대형주 20일 평균 상관계수



자료: Unusual Whales, Bloomberg, Refinitiv, 상상인증권 리서치센터

결론 및 요약

- 하방 대비를 축소할 근거는 희박. 프리미엄 기준 풋 비중 하락은 하방 대비의 청산이 아니라 값싼 외가격 풋으로의 이동이며, 계약수 Put/Call 0.740과 SKEW 149.23이 그 대가를 반영. 근월 변동성이 바닥을 벗어나는 국면에서 등가 매도 일변도의 구성은 직전 호보다 불리
- 지수 방향성에 배분할 여지는 여전히 협소. 30일 기대변동폭 3.6%에 당일 거래 기준 벉 사이가 0.28%p면 지수 선물과 옵션의 방향성 포지션이 확보할 구간이 거래비용을 크게 상회하지 못함. 개별 종목은 주간 25%대 등락이 공존
- 다만 종목 우위의 강도는 약화. 등가중 배율 2.399와 평균 상관 0.184는 여전히 높은 수준이나 세 지표 모두 전주 대비 하락했고 M7 스펀이 그만큼 확대. 종목 선택 초과수익의 기율기가 완만해지는 동시에 지수는 소수 대형주에 다시 의존

차주 점검 요인

- 9월 18일 분기 만기에 QQQ 미결제가 집중돼 전후로 벉 위치가 크게 이동할 소지가 다분. 만기 통과 이후 재설정되는 당일 거래 기준 Call Wall과 Put Wall의 간격이 현재 0.28%p를 상회하는지가 국면 전환의 판별 기준
- SKEW가 150을 상회한 채 유지되는지. 근월 변동성이 바닥을 벗어나는 동안 SKEW까지 상승하면 등가 매도와 외가격 매수를 묶는 구성의 비용이 계속 증가하므로, 두 지표가 같은 방향을 볼 때까지 단순 변동성 매도는 불성립
- 내재상관 12.64 수준에서의 반등 여부. 상관이 복원되면 지수 변동성이 먼저 확대되고 종목간 격차는 축소되므로, 종목 장세를 지수 장세로 되돌릴 변수는 개별 실적이 아니라 상관
- 소프트웨어의 이익 상향 확산 여부. 서비스나우와 데이터독의 12개월 선행 EPS가 상향 전환하면 8월 멀티플 재평가가 확인되고, 정제되면 이번 주 유입된 프리미엄이 먼저 되돌려짐

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김경태)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.