

상상인 US Monitor

글로벌전략/디지털자산 김경태

02-3779-3427

Kt.kim@sangsinib.com



QR코드로 간편하게

상상인증권

투자전략팀 채널

옵션 시장이 벌린 메모리 주가 격차

Executive Summary

콜 매수가 남긴 상승 여력, 헤지 물량이 만든 상단 저항

· 주간 S&P 500 +0.55%(7,673.52), 나스닥 +1.23%, 필라델피아 반도체 +5.31%. 9월 8일은 WTI 94달러대와 9월 FOMC 인상 확률 57%로 다우 -1.18%. 지수는 보합인 반면 낙폭이 컸던 고베타 종목만 반등했고, 시장 참여자는 지수 풋 매수 헤지를 유지한 채 개별 종목을 선별 매수하는 상태

· 샌디스크는 5거래일 +10.9%, 마이크론은 +4.3%. 옵션 시장 참여자는 샌디스크에서 콜 매수와 풋 매도로 상승 포지션을 축적했고(옵션 순매수 전체 1위), 마이크론에서는 콜과 풋을 동시에 매수해 9월 30일 실적을 앞두고 방향을 유보. 마이크론은 1,050~1,100달러에 콜 미결제약정이 집중돼 주가가 상승할수록 달러의 헤지 매도가 출회되는 반면, 샌디스크는 현재가 부근의 미결제약정이 적어 상승을 억제하는 헤지 매도 물량이 없는 상태

· 지난주 콜 매수가 집중됐던 소프트웨어는 한 주 만에 강세 포지션이 청산됐고 주가는 몽고 DB -21.5%, 어도비 -12.1%. 다만 풋 신규 매수는 없어 하락 포지션을 새로 구축한 단계는 아니며, 9월 10일 오라클과 어도비 실적이 다음 방향을 결정

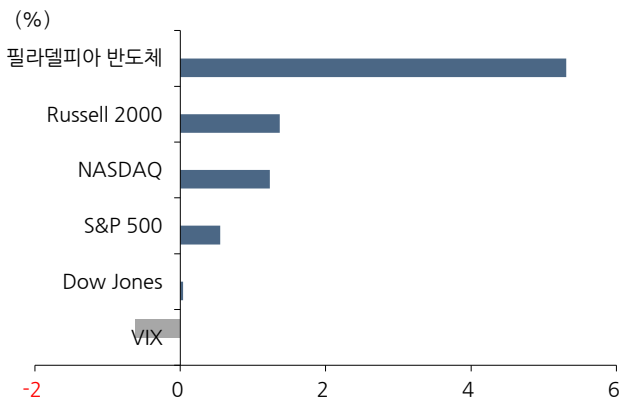
· S&P 500 종목 가운데 20일 이동평균선 위에 있는 비율이 26.8%까지 하락해 지수(고점 대비 -1.5%)와 달리 개별 종목은 이미 과매도. 과거 같은 상황 14회의 1개월 뒤 평균 +1.7%(승률 86%)로 추가 하락 여지는 제한적이나, 강세장 재개 신호(상승 종목 비율의 급증)는 미충족

고베타 종목에 집중된 반등

· 9월 1일 대비 S&P 500 +0.55%(7,673.52), 나스닥 +1.23%, 다우 +0.04%, 필라델피아 반도체 +5.31%. 9월 8일 하루는 WTI 10월물 94.23달러(+1.29%)와 캐나다의 보복관세 발효, FOMC 인상 확률 57%가 동시에 작용해 다우 -1.18%, S&P 500 -0.58%. 업종은 정보기술 +2.30%, 유틸리티 +2.09%가 상위, 헬스케어 -2.64%가 하위로, 방어 업종이 하위에 놓인 구성이라 주간 상승은 위험 회피가 아니라 낙폭이 컸던 종목을 반등

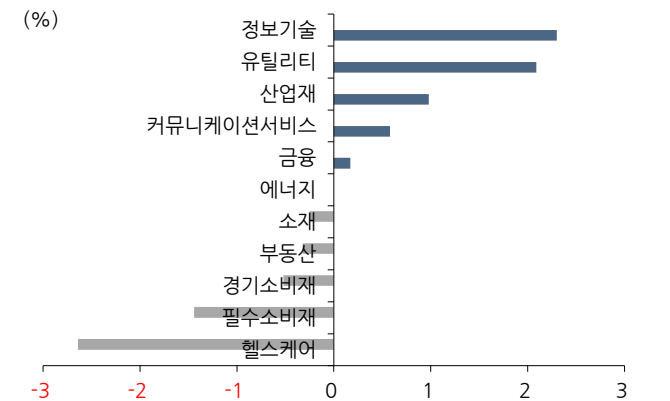
· 지수 옵션에서는 풋(하락 헤지)의 거래대금 비중이 SPY 48.1%, QQQ 53.3%로 절반 안팎을 유지해, 시장 참여자는 지수 풋 매수 헤지를 유지한 채 개별 종목을 선별 매수하는 상태. 종목 변동성 중앙값 49.6%는 나스닥 100 12.9%의 3.8배이고 지수의 30일 기대 변동폭은 3.6%에 그쳐, 지수는 당분간 좁은 범위에 머물고 수익률은 지수 방향이 아니라 종목·테마 선택에서 결정되는 국면이 4주째 지속

그림 1. 주요 지수 주간 수익률



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 2. S&P 500 업종별 주간 수익률

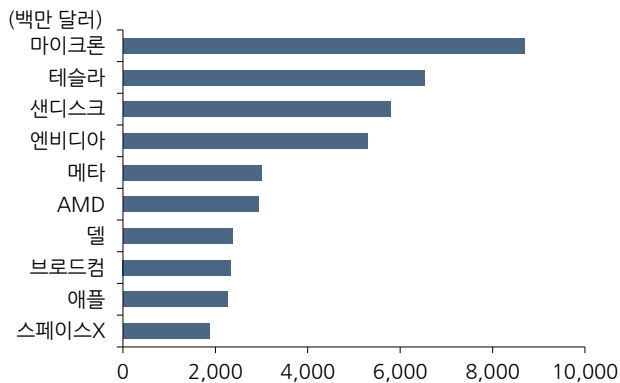


자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

샌디스크의 상승 여력, 마이크론의 상단 저항

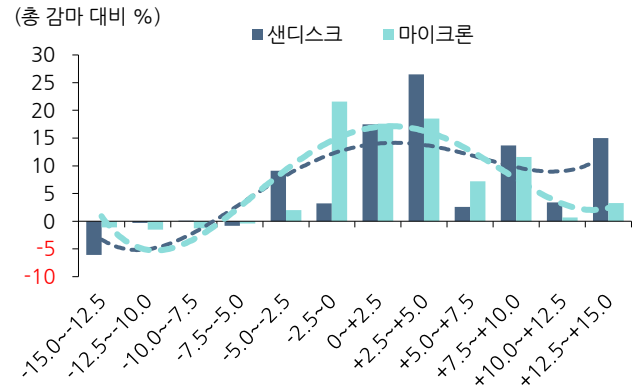
- 8월 31일 대비 샌디스크 +10.9%(1,737.99달러), 마이크론 +4.3%(1,000.26달러). 상승은 9월 4일 하루(골드만삭스의 기술적 돌파 진단과 낸드 계약가격 강세)에 집중됐고, 1개월로는 +43.4% 대 +14.0%로 같은 업황 안에서 회복 속도의 차이가 뚜렷
- 옵션 시장 참여자의 시각은 두 종목에서 상이. 샌디스크는 콜 순매수 +1.07억 달러에 풋 순매도 1.10억 달러로, 상승 포지션을 축적하면서 풋 헤지는 매도한 형태. 마이크론은 콜과 풋을 동시에 순매수(+1.15억+0.26억 달러)해 9월 30일 실적을 앞두고 방향성 포지션을 유보한 상태. 옵션 가격도 상이한데, 마이크론 옵션에 반영된 기대 변동폭(내재변동성 67.3%)이 실제 변동폭(53.6%)보다 높아 보유자가 콜을 매도해 프리미엄을 수취하는 거래(커버드콜)가 유리하고, 샌디스크는 기대 변동폭(78.8%)이 실제(85.6%)보다 낮아 콜 매수 비용이 저렴
- 주가에 미치는 영향은 달러의 헤지 물량에서 발생. 옵션을 매도한 증권사(달러)는 주가가 움직이면 손실을 막기 위해 주식을 매매하며, 그 물량은 미결제약정이 많은 행사가 부근에서 집중 출회.
- 마이크론은 1,000달러 행사가에 미결제약정이 집중되고 1,050달러와 1,100달러에 콜 미결제약정이 많아 주가가 상승할수록 헤지 매도가 출회돼 적극적인 상승이 억제되고 그에 따른 실망 매물로 다시 1,000달러 부근으로 회귀하기 쉬운 구조.
- 반면 샌디스크는 현재가 부근의 미결제약정이 적고 콜은 1,800~2,000달러 상단에 분포해, 주가 상승 시 이를 억제하는 헤지 매도 물량이 없어 상승 폭이 확대되는 구조. 결론은 마이크론은 실적 전까지 1,050~1,100달러가 저항, 샌디스크는 콜 미결제약정이 가장 많은 1,800달러 돌파 시 추가 상승 여력이 더 남아있음.
- 이처럼 주가 방향성은 펀더멘탈 및 시장センチ먼트가 결정하나, 단기간 흐름은 옵션에 의해 결정되는 경우가 최근 들어 더 빈번해짐

그림 3. 옵션 프리미엄 상위



자료: Unusual Whales, 상상인증권 리서치센터

그림 4. 샌디스크와 마이크론의 행사가 구간별 감마 분포

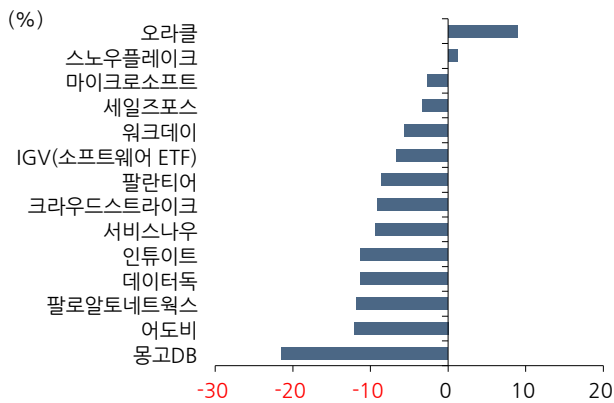


자료: Unusual Whales, 상상인증권 리서치센터

한 주 천하로 끝난 소프트웨어 반등 & 다시 AI 인프라로 돌아온 수급

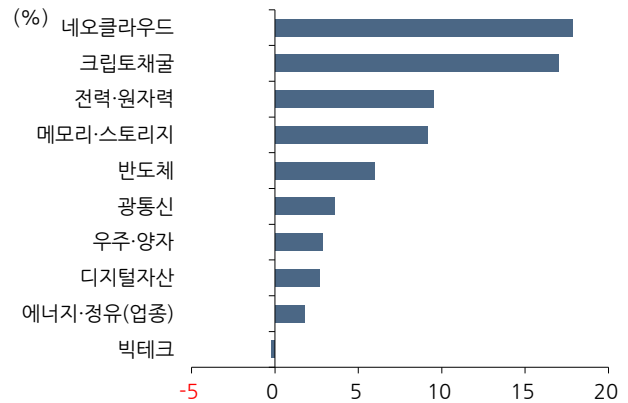
- 몽고DB -21.5%, 어도비 -12.1%, 인튜이트 -11.2%, 서비스나우 -9.3%, 팔란티어 -8.6%, 소프트웨어 ETF(IGV) -6.7%. 9월 3일 공개된 오픈AI GPT-6 Astra(컴퓨터 조작과 소프트웨어 개발 기능)가 SaaS 업무를 대체한다는 우려가 제기되고, 예외는 9월 10일 실적을 앞둔 오라클 +9.0%. 옵션 시장 참여자의 행동은 포지션 롱 포지션 청산으로 해석함 (마이크로소프트 +1.08억 → -0.43억 달러, 세일즈포스 +0.77억 → -0.01억, 팔란티어 +0.42억 → -0.34억 달러로 감소)
- 주가 영향은 상승 동력의 소멸. 직전 옵션 자료의 「충분한 이익 상향이 뒤따르지 않으면 되돌림 가능성 확대」가 한 주 만에 실현됐으나 8월 상승분의 일부 반납 수준이고, 옵션 순매수가 0 부근에 머물러 하락 단계는 아님. 방향은 9월 10일 어도비 실적이 결정 — 이익 추정치가 유지 되면 청산 종료, 하향되면 풋 매수가 늘며 추가 하락
- 테마별 5거래일 수익률 중앙값은 네오클라우드 +17.8%, 암호화폐 +17.0%, 전력·원자력 +9.5%, 메모리·스토리지 +9.2%, 빅테크 -0.2%. 종목은 블룸에너지 +34.4%, 델 +17.1%, 인텔 +16.7%(PC용 CPU 가격 10% 인상 보도), 퀄컴 +2.7%(AWS 커스텀 AI 칩 공급 계약). 옵션 시장 참여자는 AI에 대체될 소프트웨어를 매도하고 AI 인프라 공급 기업을 매수하는 방향으로 이동했고, 옵션 순매수는 메모리 테마 +3.39억 달러, 네오클라우드 +1.91억 달러로 가장 많음
- 반면 ETF 자금은 SPY -33.7억, QQQ -21.3억, 투자등급 회사채 LQD -28.6억 달러로 지수와 크레딧에서 동반 유출. 옵션 자금은 소수 AI 인프라 테마에 집중되고 지수에서는 자금이 유출되는 조합이라 테마 강세를 시장 전체의 위험 선호 회복으로 해석하기는 어려움. 지수가 다시 오르려면 ETF 자금의 순유입이 필요하고, 그 전까지는 테마 순환매가 계속되는 시장

그림 5. 소프트웨어 주요 종목 5거래일 수익률



자료: Unusual Whales, Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 6. 테마별 5거래일 수익률 중앙값

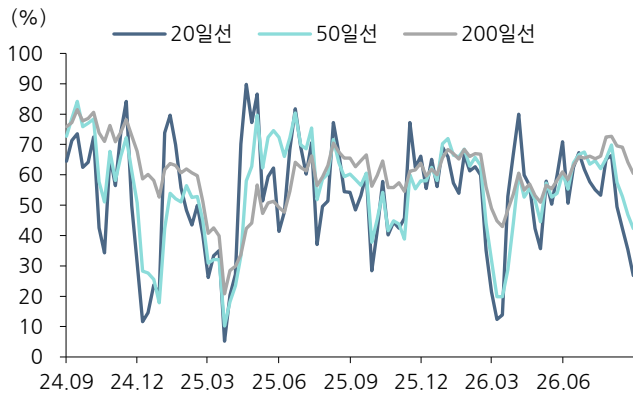


자료: Unusual Whales, Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

과매도에 진입한 시장

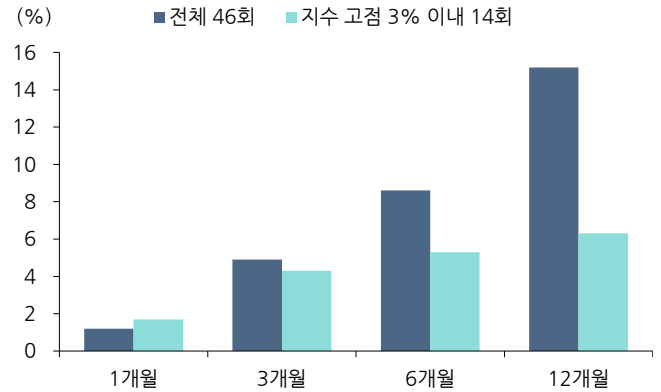
- 지수가 아니라 개별 종목 기준으로는 이미 조정 국면. S&P 500 종목 가운데 20일 이동평균선 위에 있는 비율은 26.8%로 8월 13일 68.8%에서 급감(1년 백분위 6)했고, 상승 종목 수에서 하락 종목 수를 뺀 단기 평균(맥클렐렌 오실레이터)은 -48.8, 52주 신저가 13종목이 신고가 5종목을 상회. 지수 낙폭은 8월 13일 고점 대비 -1.5%에 그쳐 지수에는 드러나지 않는 종목별 조정이며, 상승·하락 종목 수의 누적선(등락주선)은 8월 14일 신고가로 지수와 함께 움직여 추세 훼손은 아님
- 과거 같은 상황의 성과가 하방을 제한. 2015년 11월 이후 20일선 위 종목 비율이 30% 아래로 하락한 46회 이후 S&P 500은 1개월 +1.2%(승률 70%), 12개월 +15.2%(84%)이고, 지수가 고점 3% 이내에 있었던 14회는 1개월 +1.7%(승률 86%). 다만 강세장 재개 신호는 아직 미충족 — 상승 종목 비율의 10일 평균이 40% 미만에서 10거래일 안에 61.5%를 상회하는 즈웨이그 브레드스 스러스트는 0.432로 대기 중이고, 이 신호가 나온 뒤 12개월 성과는 평균 +16.5%(승률 100%)로 수익의 대부분이 신호 이후에 발생
- 시장 참여자는 풋 매수 헤지를 유지한 채 대기 중. 9월 16일 FOMC 인상 가능성, WTI 유가 100 불 근접, CCC 이하 하이일드 회사채 스프레드 10.55%(z +1.9) 확대 등 비우호적인 매크로 리스크 요인이 남아 있기에 곧바로 상승으로 이어질 가능성은 낮으나, 향후 지수의 향방은 9월 11일 CPI와 16일 FOMC 이후 상승 종목 비율이 급증하는지가 기준 — 급증하면 강세장 재개, 아니면 지수 횡보 속 종목 순환매 지속

그림 7. S&P 500 구성종목의 이동평균선 상회 비중



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

그림 8. 20일선 상회 비중 30% 미만 이후 S&P 500 평균 수익률



자료: Bloomberg, 상상인증권 리서치센터

결론 및 요약 & 차주 점검 요인

- **메모리:** 샌디스크는 옵션 시장이 상승 포지션을 축적한 채 상단에 헤지 매도 물량이 없어 1,800달러 돌파 시 추가 상승 여력이 존재하고, 마이크론은 1,050~1,100달러의 콜 미결제약정 때문에 9월 30일 실적 전까지 상단 저항이 강한 구간. 두 종목의 격차는 업황 차이보다 옵션 수급 차이가 상당 부분을 설명
- **소프트웨어:** 지난주 콜 매수는 한 주 만에 청산됐고 풋 매수로 이어지지는 않은 상태. 9월 10일 오라클과 어도비 실적에서 이익 추정치가 유지되면 하락은 마무리, 하향되면 풋 매수가 늘어 추가 하락. 지금은 AI 인프라 공급자로 이동
- **시장 전반:** AI 인프라 관련 개별 종목은 이미 7월 하락장 이후 대부분 과매도 구간이라 추가 하락 여지는 제한적이지만, 강세장 재개 신호인 상승 종목 비율의 급증은 아직 없음. 9월 11일 CPI와 16일 FOMC 전까지 지수 전체로는 횡보할 가능성이 높기에 종목-테마 선택에 시장이 쏠리는 모습이 나온다고 해석함
- **9월 10일 오라클과 어도비 실적:** 오라클은 수주잔고(RPO) 증가 지속 여부, 어도비는 GPT-6 이후 첫 가이던스가 관건이고, 발표 뒤 소프트웨어 옵션 순매수가 음수로 더 하락하는지가 청산 종료인지 하락 포지션 구축인지를 구분하는 기준
- **9월 11일 8월 CPI와 16일 FOMC:** 동결 가능성이 우세한 가운데 강세장 재개 시나리오가 훨씬 우세하다고 판단하며, 핵심 지표는 상승 종목 비율의 10일 평균(0.432)과 상승 종목 비율이 90%를 상회하는 날의 출현 여부

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.