

ETF Farming

* 파밍(Farming)이란 게임 용어로 성장을 위해 아이템을 모으는 행위를 뜻함

고벨류에이션 국면에서의 VIX ETP 활용 점검

자산배분/ETF
김인식
02) 6915-5472
kds4539@ibks.com

- ✓ S&P 500의 고벨류에이션과 이익 증가율 둔화로 리스크 프리미엄 축소, 변동성 위험 내재
- ✓ VIX 저평가 국면에서 5% 단기 편입은 MDD 완화 가능하나 상시 보유 시 비용 부담은 높아
- ✓ VIX ETP는 롤오버 비용·PTP 과세 등 제약을 이해하고 제한적 활용 고려

벨류에이션 부담과 변동성 확대 경계

최근 S&P 500 12개월 선행 PER은 22배를 웃돌며 역사적 평균 대비 높은 수준을 유지하는 등 주식 리스크 프리미엄이 축소되는 모습이다. 12개월 선행 PER 역사와 미국채 10년물 금리의 스프레드는 과거 대비 낮아진 수준을 나타내며, 이는 장기 이익 성장 기대를 가격에 반영하고 있는 결과로 보인다. 투자자들은 기술혁신이나 생산성 개선을 근거로 높은 멀티플을 정당화하지만, 반대로 이익 성장 기대가 꺾이는 경우 벨류에이션 부담이 부각될 수 있다. 실제로 12개월 선행 EPS 증가율은 지난 하반기 이후 점진적 둔화 국면에 진입해 있으며, 과거 유사 구간에서 단기적인 변동성 확대가 관찰되었다.

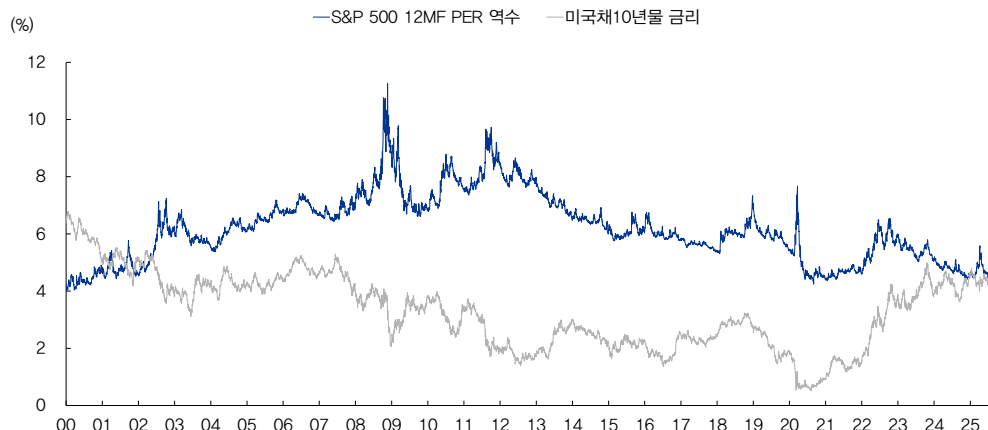
변동성 지수(VIX)와의 관계를 살펴보면, EPS 증가율 둔화 구간에서 VIX와의 상관계수는 -0.42로, 전체 구간 평균(-0.37) 대비 역동조화가 심화되는 경향이 있다. 현재 VIX 수준은 약 17.4(7/8)로 역사적으로 이익둔화 국면 평균치(21.9)보다 낮아 상대적인 안도감을 반영하고 있지만, 이는 잠재적 리스크를 과소평가하는 신호일 수 있다. 벨류에이션 지표를 3년 롤링 표준화 점수(Z-score)로 구분했을 때, 고평가 구간(+1.5~+2.5) 이후 VIX가 급등하는 사례(4주, 13주)가 확인되고 있다.

계절성 측면에서도 주의가 필요하다. S&P 500의 월간 수익률 패턴을 보면 8~9월 구간에서 약세가 반복되는 경향이 뚜렷하다. 8월 말 잭슨 홀 미팅과 같은 주요 이벤트나 10월 연방정부 회계연도 시작을 앞두고 예산안 협상 난항에 따른 섀도우 리스크 등 불확실성이 집중되는 시기적 특성과 맞물린다. 과거 20년 데이터 기준으로도 9월 평균 수익률은 일관되게 음(-)의 값을 보여 왔으며, 이는 투자자들이 이 구간에서 추가적인 위험 관리나 전술적 리밸런싱을 고려해야 할 근거로 작용한다.

VIX 투자 관련 전술적 대응 전략

포트폴리오 관점에서는 VIX를 활용한 전술적 헤지 전략이 고려될 수 있다. 특히 PER Z-score가 +1.5 ~ +2.5 수준으로 상승하고, 이익 증가율이 둔화되는 국면에서 VIX 수준이 과거 평균 대비 낮게 형성될 경우, 이는 향후 단기 변동성 급등 리스크를 내포할 수 있다. 이럴 때 최대 5% 정도의 VIX 선물 ETP 포지션을 추가해 방어적 비중을 일시적으로 확대하고, 최대 13주가량 보유하는 전략이 유효할 수 있다. 실제 과거 사례 분석에서도 이러한 조건에서의 편입이 포트폴리오의 최대 낙폭(MDD)을 완화하는 효과를 보였으나, 모든 하락 국면을 완벽히 헤지할 수는 없으며, 상시 보유 시에는 롤오버 비용 등으로 인해 오히려 성과를 저해할 수 있다는 점에서 추가적인 시장 신호나 다층적 리스크 관리 전략과의 결합이 요구된다.

S&P 500 12개월 선행 PER 역사 및 미국채 10년물 금리 추이



자료: Bloomberg, Refinitiv, IBK투자증권

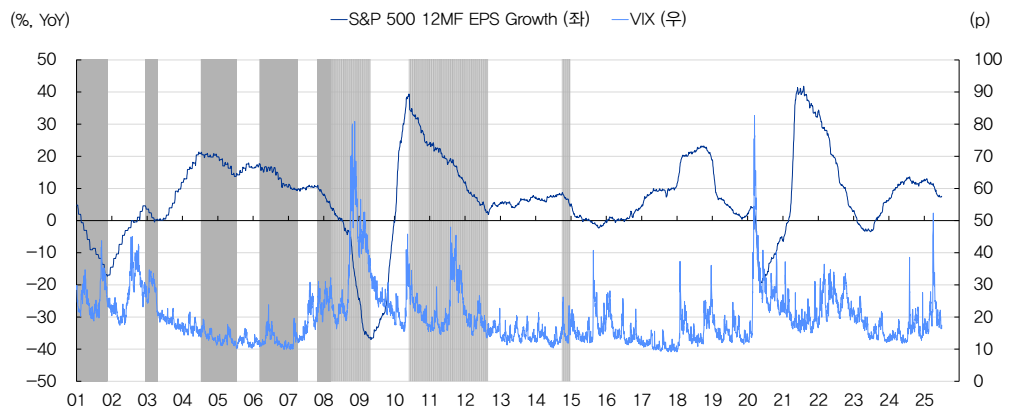
본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

VIX ETP 투자 시 유의사항

VIX 지수 투자 전략을 실제 ETP 상품으로 투자할 때에는 구조적 제약과 세제 이슈를 반드시 감안해야 한다. 대부분의 VIX ETP는 근월물과 차근월물 VIX 선물을 조합해 지수를 복제하기 때문에, 현물 VIX 지수 움직임을 단기에 추종하는 데는 유효하지만 롤오버 비용이 지속적으로 발생하여 장기 보유 시 성과가 크게 저하되는 경향이 있다. 더불어 미국 상장 VIX 관련 ETP는 미국 상장 파트너십(Publicly Traded Partnership, PTP) 규제 대상으로 분류될 수 있어 비거주 투자자의 매도 시 원천징수(10%) 문제가 발생할 수 있는데, 대부분 종목은 92일 단위의 QN(Qualified Notice) 발급을 통해 예외 상태를 유지하고 있지만 이 역시 규제 환경 변화에 민감하다. 따라서 투자자는 이러한 상품 구조와 과세 리스크를 사전에 충분히 이해하고 접근할 필요가 있다.

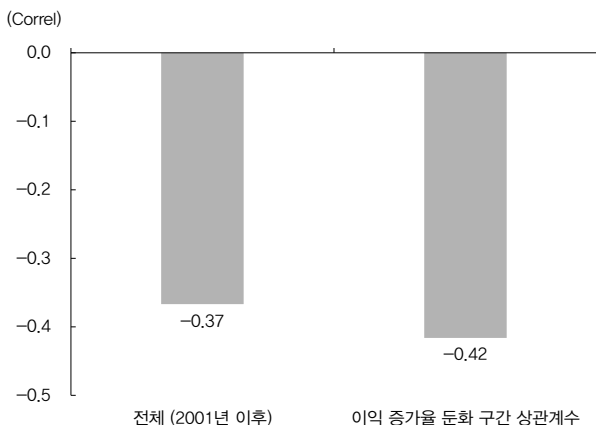
S&P 500 12개월 선행 EPS 증가율(Y)과 VIX 지수 추이

이익 증가율 둔화 시,
변동성 지수 반등으로
연결되기도



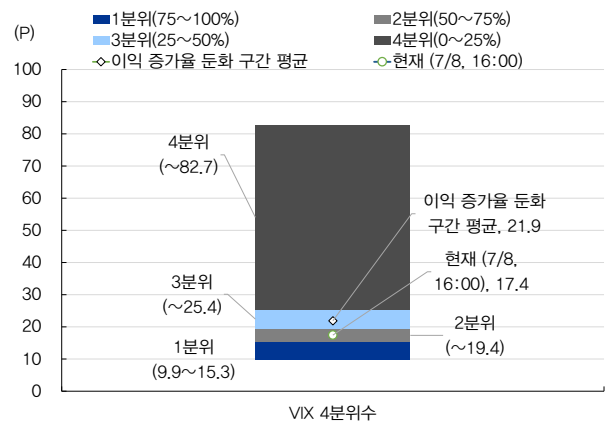
자료: Bloomberg, Refinitiv, IBK투자증권
주: 회색 음영은 S&P 500 12개월 선행 EPS 증가율(Y)이 둔화세에 있는 구간을 나타냄

S&P 500 EPS 증가율(Y)과 VIX 간 상관관계



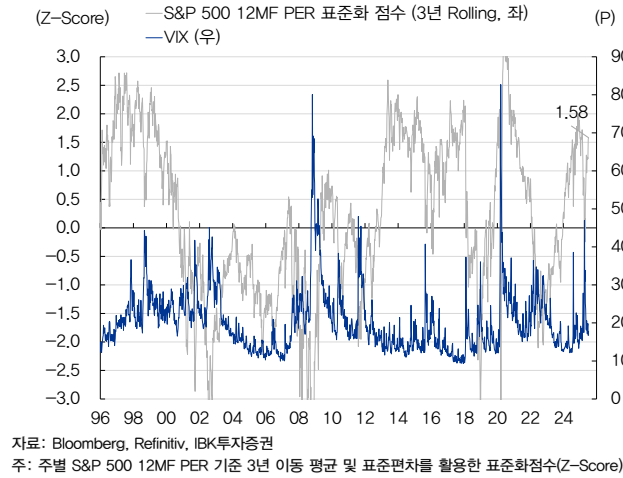
자료: Bloomberg, Refinitiv, IBK투자증권
주: 2001년 이후 S&P 500 12MF EPS 증가율(Y)과 VIX 간 상관관계를 나타내며, 이익 증가율 둔화 구간은 상위 차트 회색 음영 구간과 동일

이익 증가율 둔화 구간에서의 VIX 사분위 수

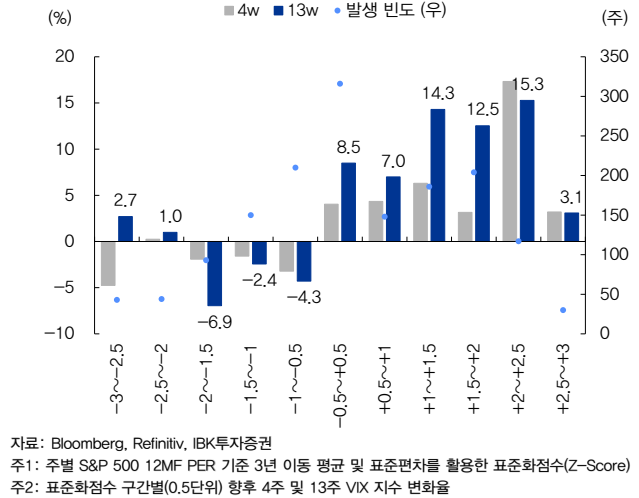


자료: Bloomberg, Refinitiv, IBK투자증권
주1: 2001년 이후 S&P 500 12개월 선행 EPS 증가율(Y)이 둔화세에 있는 구간에서의 VIX 지수를 4분위수로 구분
주2: 1에서 4분위로 갈수록 높은 VIX 값을 포함

S&P 500 PER 표준화점수(3Y Roll)와 VIX

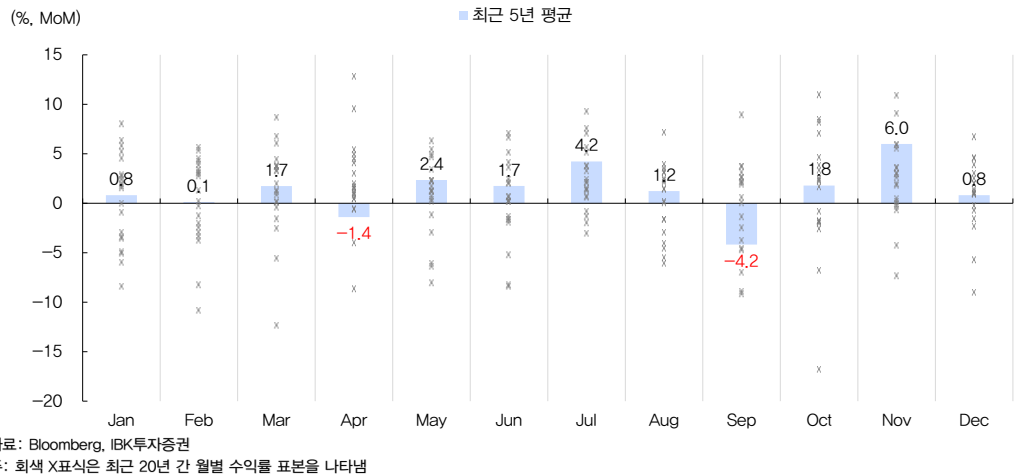


S&P 500 PER 표준화점수 구간별 향후 VIX 변화율(4w, 13w)

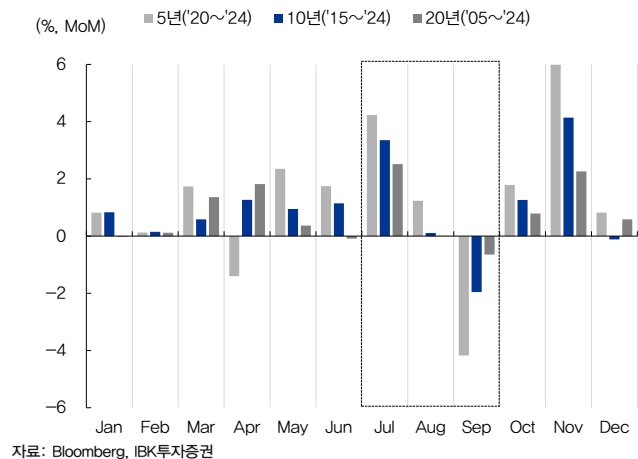


S&P 500 지수 월별 수익률 및 최근 5년 평균 월별 수익률

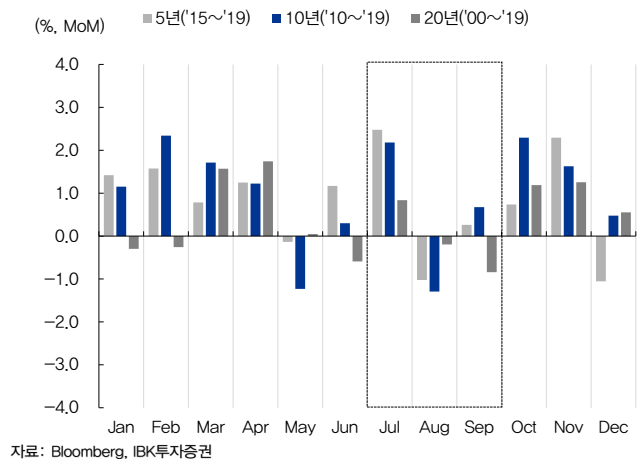
7월 실적 기대 등으로
상승 이후 잦은 미팅,
예산안 협상 등 불확실성
반영하며 계절적 부진
경험



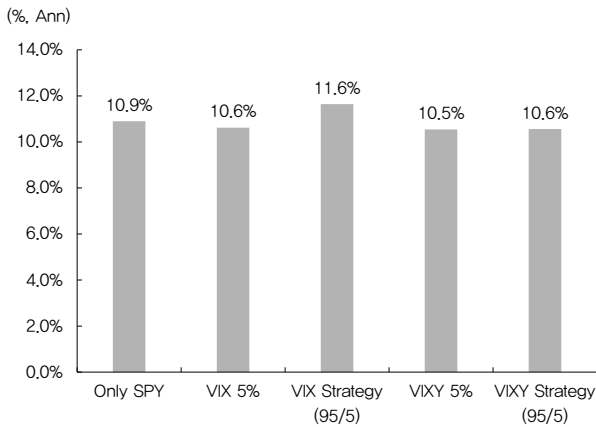
S&P 500 월별 수익률 평균치(최근값 기준)



S&P 500 월별 수익률 평균치(코로나19 국면 이전)



VIX 5% 헤지 포트폴리오 연율화 수익률 비교



자료: Bloomberg, IBK투자증권

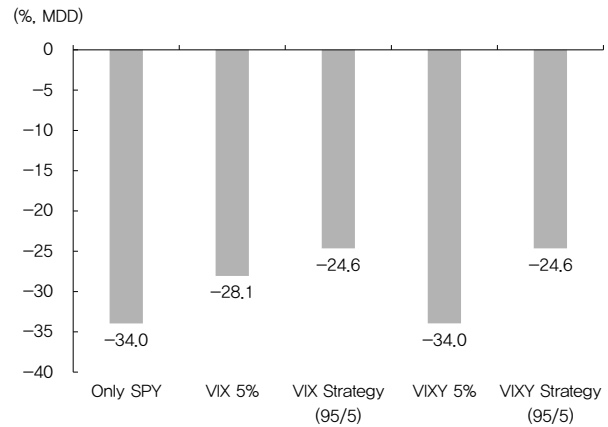
주1: SPDR S&P 500 Trust ETF (SPY), VIX Index (VIX), ProShares VIX Short-Term Futures ETF (VIXY)

주2: 2011년 이후 주간 수익률 기준 장기 포트폴리오 성과 연율화

주3: 5%의 경우 VIX/VIXY를 기초시점에 분배하여 지속 보유 전략

주4: 95/5는 S&P 500 12MF PER Z-Score(3Y Roll) +1.5~+2.5 구간 & 이익 증가율 둔화 국면 평균 VIX 레벨(21.9) 이하일 경우 VIX/VIXY를 13주 동안 보유하는 전략

VIX 5% 헤지 포트폴리오 최대낙폭(MDD) 비교



자료: Bloomberg, IBK투자증권

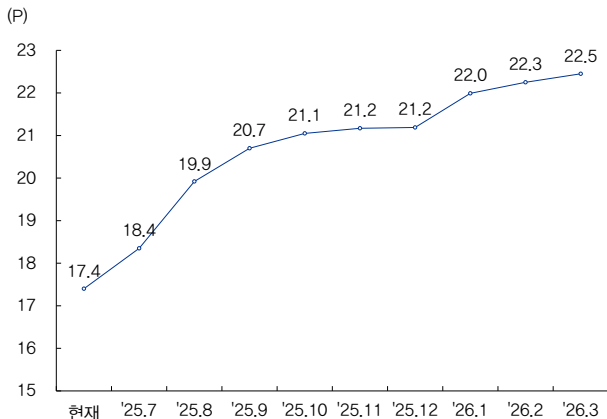
주1: SPDR S&P 500 Trust ETF (SPY), VIX Index (VIX), ProShares VIX Short-Term Futures ETF (VIXY)

주2: 2011년 이후 주간 수익률 기준 장기 포트폴리오 성과 연율화

주3: 5%의 경우 VIX/VIXY를 기초시점에 분배하여 지속 보유 전략

주4: 95/5는 S&P 500 12MF PER Z-Score(3Y Roll) +1.5~+2.5 구간 & 이익 증가율 둔화 국면 평균 VIX 레벨(21.9) 이하일 경우 VIX/VIXY를 13주 동안 보유하는 전략

CBOE VIX 선물 월물별 추이



자료: CBOE, IBK투자증권

주: 2025년 7월 8일, 17시 기준

미국 국세청(IRS)이 제시한 PTP 규제에 대한 법령

'26 U.S.C. § 1446 (a), (f)

(a)General rule

If—

- (1)a partnership has effectively connected taxable income for any taxable year, and
 - (2)any portion of such income is allocable under section 704 to a foreign partner,
- such partnership shall pay a withholding tax under this section at such time and in such manner as the Secretary shall by regulations prescribe.

(f)Special rules for withholding on dispositions of partnership interests

(1)In general

Except as provided in this subsection, if any portion of the gain (if any) on any disposition of an interest in a partnership would be treated under section 864(c)(8) as effectively connected with the conduct of a trade or business within the United States, the transferee shall be required to deduct and **withhold a tax equal to 10 percent of the amount realized on the disposition.**

자료: LII, IBK투자증권

주: United States Code 법전, '편 USC § -조 · -항 형식' 활용

VIX 선물 연계 ETF Table

티커	ETF명	전략	AUM (백만달러)	총보수 (%)	기간수익률(%)		
					1M	3M	YTD
UVIX	2x Long VIX Futures ETF	VIX 선물(2X)	668.14	2.19	-13.68	-69.52	-34.12
UVXY	ProShares Ultra VIX Short-Term Futures ETF	VIX 선물(1.5X)	644.00	0.95	-9.59	-53.03	-9.89
SVXY	ProShares Short VIX Short-Term Futures ETF	VIX 선물(-0.5X)	271.37	0.95	2.28	16.55	-14.88
SVIX	1x Short VIX Futures ETF	VIX 선물(-1X)	248.63	1.47	3.47	17.23	-38.86
VIXY	ProShares VIX Short-Term Futures ETF	VIX 선물(단기 1~2M)	172.97	0.85	-5.87	-36.26	4.09
VIXM	ProShares VIX Mid-Term Futures ETF	VIX 선물(중기 3~6M)	22.06	0.85	-0.53	-6.61	16.25

자료: Bloomberg, 각 운용사, IBK투자증권