2026-06-01

Market 준클리

쏠림과 랠리, 반작용이 클 수 있는 배경

Market Comment

[전략] 김준영 2122-9246 elvis.kim@imfnsec.com

Check Point

5월 한국 시장은 반도체 IT하드웨어로 극단적 쏠림이 나타났고 수급 쏠림 심화

미 증시 신고가 배경에는 단일종목 콜 매수발 감마 스퀴즈

하방 버퍼가 얇아진 가운데 쏠림의 반작용 위험이 커, 추세를 유지하되 변곡점 대응이 임박한 시기

5월, 주도 섹터 중심의 압축

5월 한국 시장 성과는 극단적 쏠림의 결과였다. IT 하드웨어와 반도체, 자동차, 보험 순으로 시장을 아웃했다. 자동차와 보험은 사실상 시장 성과를 겨우 넘어섰다. 사실상 두 섹터가 주도했다. 4월 확산 장세에서 전력기기, 조선, 건설 2차 전지 등 시장을 아웃한 섹터가 많았던 것과 대조된다. 쏠림이 과하다보니 이에 대한 반작용도 클 수 있다는 걱정이 뒤따른다. 삼성전자와 하이닉스 2배 ETF가 출시되고 나서 쏠림이 더욱 강화되었다.

단일 종목 레버리지가 출시하고 개인 투자자의 수급 쏠림이 강화되었다. 삼성전자 레버리지 ETF에는 약 1.2조원, 하이닉스 레버리지 ETF에는 2.7조원 수준의 개인 순매수가 있었다. 5월 월간 삼성전자와 하이닉스 개인 순매수는 9.6조원, 15.8조원 수준이었다. 3일만에 단일 종목 레버리지 ETF 인기가 컸음을 알 수 있다. 개인투자자의 수급 영향력이 커짐에 따라 종목 쏠림이 심화될 가능성은 높다. 수익률이 높은 종목의 비중이 높은 ETF 성과가 좋을 수밖에 없다. 좋은 성과는 수급을 부르는 경우가 많아질 수 있다. 수급이 수급을 불러들일 수 있는 상황이다.

랠리 상승의 배경과 주의해야 할 시점

미증시 신고가 표면적 명분은 미-이란 휴전 기대와 AI 사이클 지속 기대감이다. 실제 동력은 다르다. 최근 시장의 강세는 단일종목 콜 매수가 만든 감마 스퀴즈 영향이 컸던 것으로 보인다. 딜러가 콜 매도 포지션을 헤지하려 기초자산을 사들이고, 그 매수가 주가를 다시 끌어올리는 자기실현적 상승 구조가 작동하는 중이다. VIX는 15pt 부근으로 잠잠하다. 1월 12일 이후 최저이고 VVIX도 작년 말 이후 최저다. 이는 지수단에서의 이야기다. 개별 종목으로 들어가면 변동성이 크다.

시장에는 낙관론이 팽배해 있다. 시장이 위험을 어떻게 가격에 반영하고 있는지부터 살펴보면 시장은 하방 리스크를 거의 생각하고 있지 않다. Nations SkewDex는 외가격 풋의 상대 프리미엄, 즉 일반적 하락에 대비하는 보험값이다. TailDex는 조금 더 큰 극단적 폭락에 대비하는 깊은 외가격 풋의 가격이다.

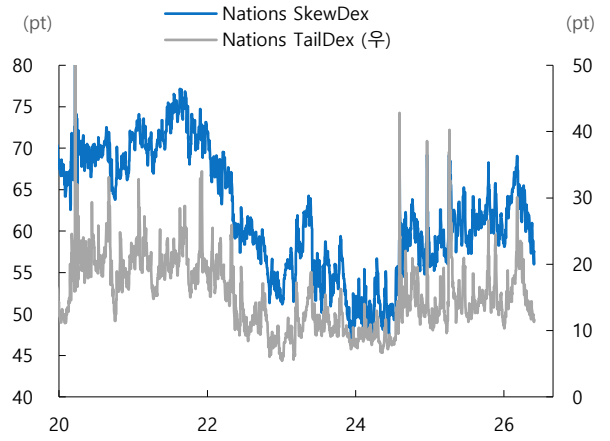
두 지표 모두 "하방 보험이 얼마나 비싼가"를 측정하는 프록시다. SkewDex는 2~3월 고점 69pt에서 56pt 부근까지 흘러내렸고 TailDex도 30~40pt대 고점에서 12pt 수준으로 밀렸다. 두 보험값이 동시에 싸지는 중이다. 하락도 폭락도 별로 걱정하지 않아 하락 시나리오 가능성은 낮게 평가하고 있다는 뜻이다. 사실상 안도 국면이다. 받쳐줄 헤지 쿠션이 얇아진 점이 이번 국면의 취약성이다. 혹여 증시 하락이 시작될 때 시장 참가자들의 손실을 흡수해줄 풋 수익이 없다.

특정 종목의 쏠림은 미국도 심하다. 오르는 종목이 더 오르는 그런 모습을 보인다. 옵션 거래량을 종목과 지수로 나눠보면 종목 옵션 거래량이 많아지고 있는 추세다. 단일종목 콜이 약 3.25백만계약으로 몇 년이래 최대 수준에 진입한 반면 단일종목 풋과 지수옵션은 거래량이 크게 늘지 않고 있다. 매수세가 개별 종목 콜 한 방향에 극단적으로 쏠려 있다. AI 관련주 랠리의 시작을 놓친 투자자가 레버리지 상방을 추격하는 전형적 FOMO의 결과로 보인다. 마이크론과 샌디스크의 폭발적 상승을 만회하려는 움직임인 셈이다. 풋이 따라붙지 않는다는 점도 주목할만하다. 시장은 하방 헤지가 아니라 상방 베팅에 자금을 쏟고 있다. 콜 쏠림은 딜러의 숏 감마를 키우고, 시장이 오를수록 딜러는 델타 중립을 맞추려 더 사야 한다. 상승이 상승을 부르는 구조다. 감마스퀴즈 성격의 상승과 특정 종목과 섹터로의 쏠림의 반작용은 클 수 있음을 유의해야 한다.

이 구조가 지수단에서는 확인되지 않고 개별 종목 차원에서 벌어지고 있다. VIXEQ는 S&P500 구성종목 내재변동성의 가중평균이다. 즉 단일종목 변동성이다. VIX는 지수 변동성이다. 정상 국면에서 변동성과 주가는 역상관이다. 주가가 빠지면 공포가 확산된다. VIX-S&P 상관관계는 -0.7 부근에서 움직인다. 직관과 크게 다르지 않고 반대로 움직이는 패턴이 확인되며 마이너스 영역에 있다. 지수단에는 이상 징후가 없다. 반면 종목단의 변동성을 보여주는 VIXEQ-S&P 상관관계는 +0.2 수준까지 올라섰다. 주가 상승과 변동성 상승이 동반하는 비정상 영역에 진입했다. 개별주 콜 매수가 그 종목 내재변동성을 끌어올리면서 나타나는 현상이다. VIX만 보면 아무 일도 없는 것 같지만 개별주에서 콜 수요 확대로 인한 비정상이 진행 중이다. 시장이 안심하는 이유이자, 안심이 위험한 이유다. 주가 상승과 변동성 동반 상승 국면이 장기 수익률에 좋은 신호였던 적은 드물다.

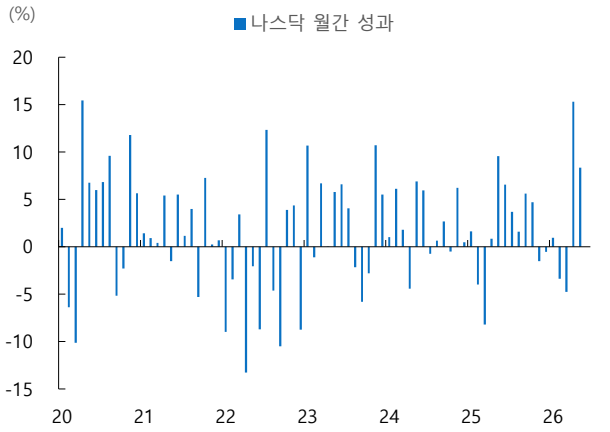
결론적으로 이번 랠리는 펀더멘털에 기반했을 뿐만 아니라 옵션 수급이 강하게 끌고 있다. 특정 섹터와 종목에서의 FOMO가 개별주 변동성과 주가를 함께 밀어올린다. 한번 흐름이 꺾이면 낙폭이 단기에 커질 소지가 있다. 전략 방향은 추세를 유지하되 변곡점에 빠르게 대응해야 하는 시기가 가까워졌음을 인지해야 한다. 변곡 트리거로는 VIXEQ 상관관계의 마이너스 재전환, 단일종목 콜 거래량 둔화 등을 모니터링할 필요가 있다. 6월을 경계해야 하는 이유는 랠리의 이면 구조에 있다.

그림1. 시장의 테일리스크 헷지 비용이 내려가고 있음. 시장이 테일리스크에 대한 우려를 크게 하지 않고 있다는 뜻



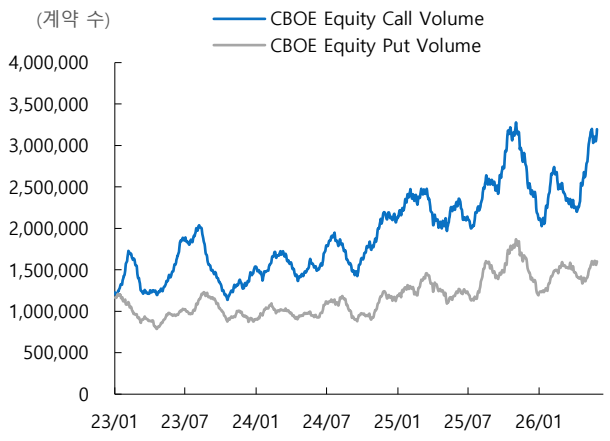
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림2. 전쟁 이후 성과가 좋은 미국 증시



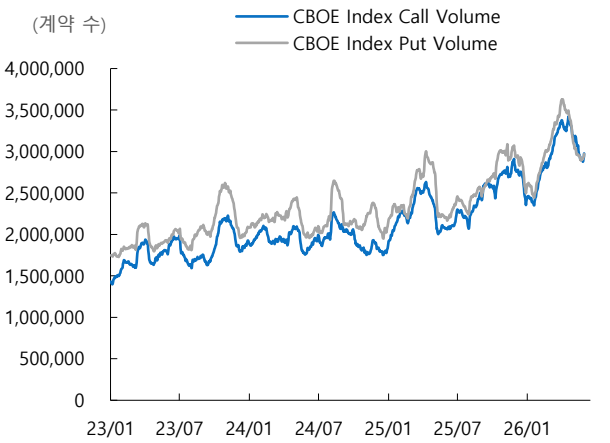
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림3. 개별 종목 콜옵션 거래량이 빠르게 늘어나고 있음



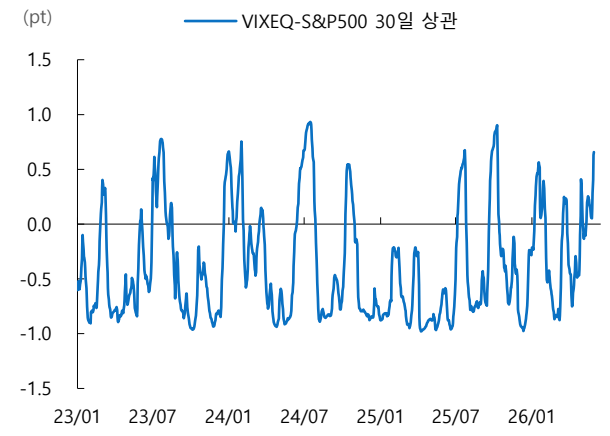
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 30일 평균값

그림4. 반면 지수 옵션 거래량은 특이점이 없음



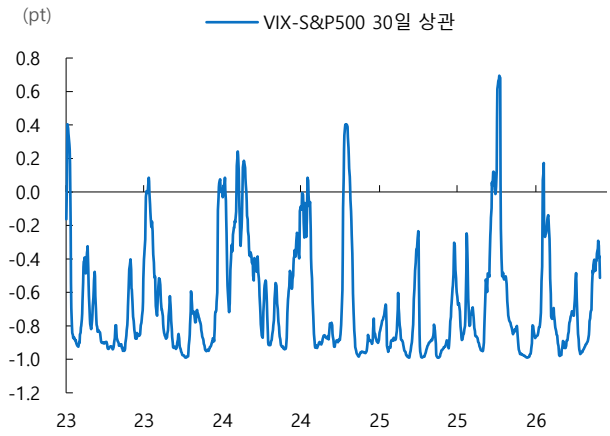
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부
주: 30일 평균값

그림5. 개별 종목의 내재변동성과 지수의 상관관계. 플러스를 기록하는 것은 감마스퀴즈의 경우일 확률이 높음



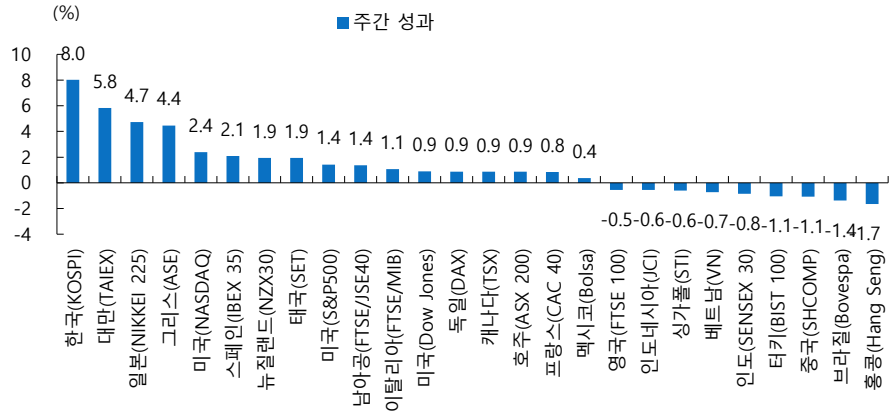
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림6. 일반적으로 지수는 변동성 지수와 반대로 움직이는 것이 일반적. 개별 종목과는 다른 모습



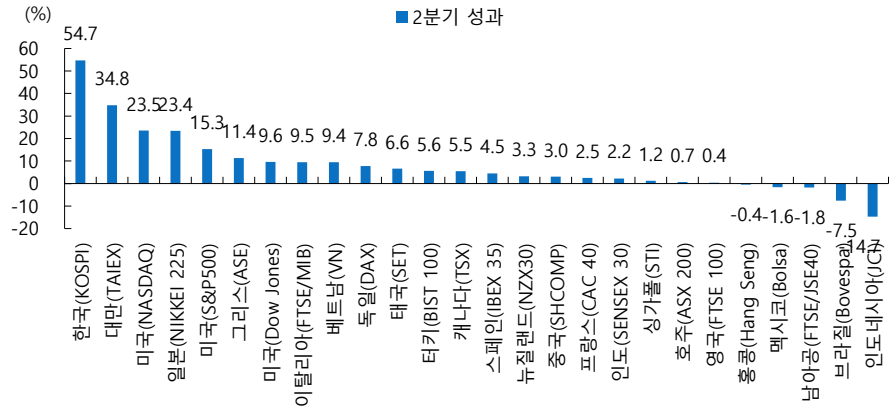
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림7. 매주 크게 바뀌지 않는 상위권 (한국, 대만 아웃퍼폼)



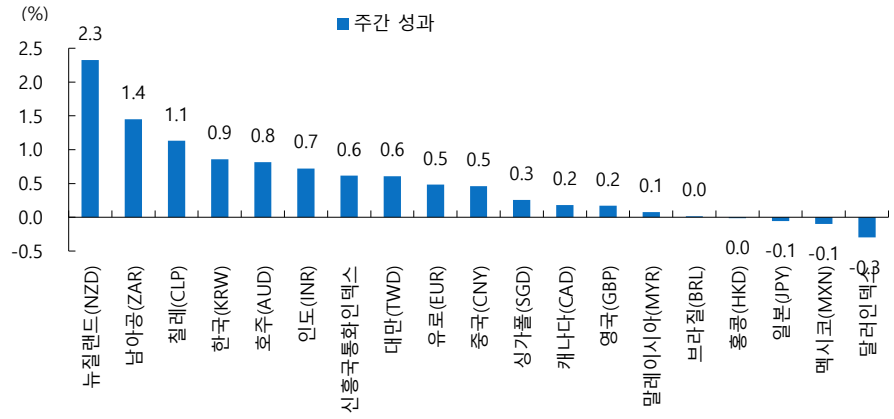
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. 한국과 대만을 제외하면 미국이 여전히 3위 수성



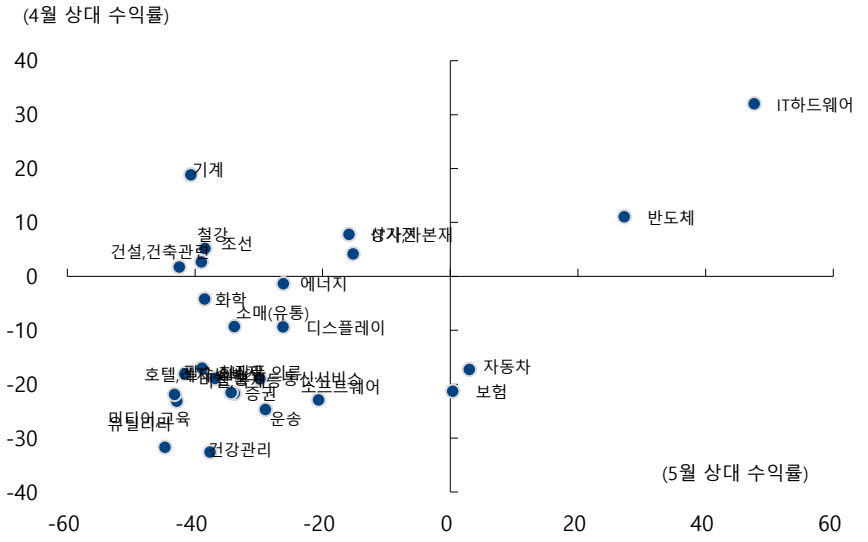
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림9. 전쟁 이슈 완화되며 달러는 소폭 약세



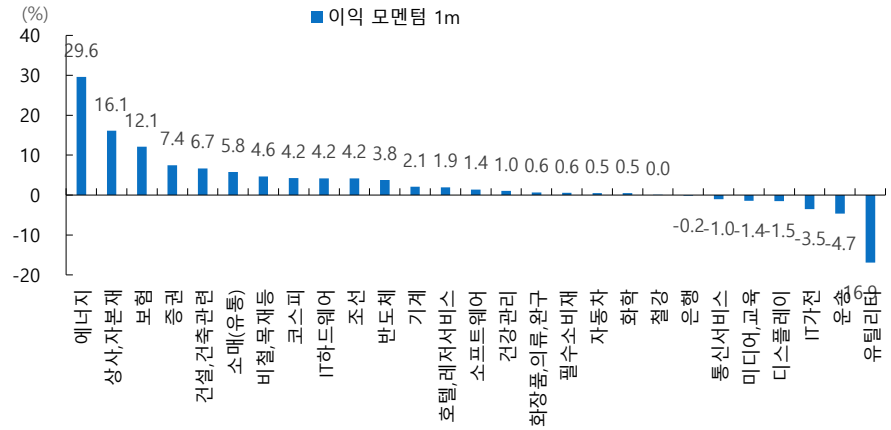
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림10.섹터별 상대 성과 - 5월 시장을 아웃한 섹터는 사실상 반도체와 IT하드웨어 2개



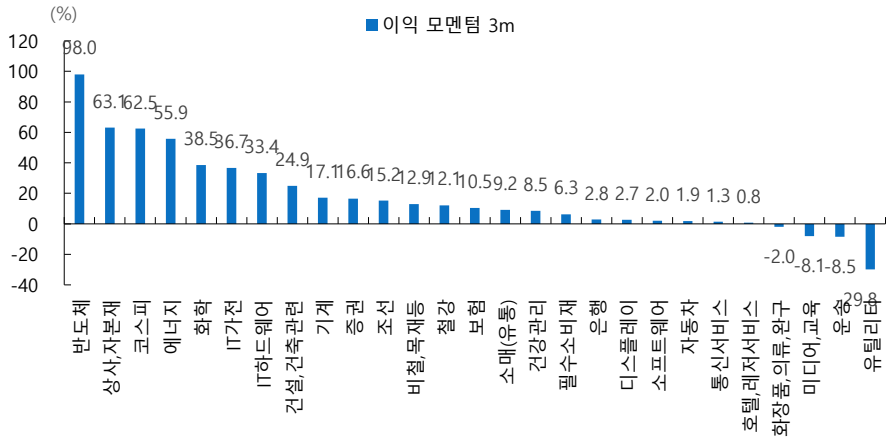
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림11.12mf 영업이익 1M 모멘텀



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림12.12mf 영업이익 3M 모멘텀



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림13.이익 전망치 상향 섹터 Top5

이익 전망치 상향 섹터 Top5								
섹터	이익 1M 증가율 (증감, 십억원)	순위	종목명	1m 기여도	1m 증가율	3m 증감	3m 증가율	섹터내 시총 비중
에너지	24.60% (+4,225.74)	1	SK	3,346.54	60.40%	3,292.05	58.84%	44.29%
		2	S-Oil	385.85	16.15%	1,139.18	69.64%	10.93%
		3	GS	215.83	6.57%	580.89	19.88%	6.09%
		4	SK이노베이션	187.37	4.80%	2,084.56	104.09%	18.21%
		5	비에이치아이	16.27	13.88%	27.06	25.43%	2.04%
화학	22.27% (+1,132.01)	1	LG화학	630.17	32.58%	798.84	45.24%	20.85%
		2	롯데케미칼	281.77	183.87%	432.43	142.29%	2.78%
		3	금호석유화학	45.89	13.36%	0.96	0.25%	2.68%
		4	OCI	42.45	31.55%	176.98		0.88%
		5	코오롱인더	20.06	9.11%	31.51	15.09%	1.73%
상사, 자본재	16.80% (+10,397.52)	1	SK스퀘어	9,941.86	29.78%	26,493.78	157.40%	33.64%
		2	한화에어로스페이스	117.08	2.53%	223.64	4.95%	12.50%
		3	두산	106.81	5.65%	180.61	9.95%	6.60%
		4	포스코인터내셔널	28.83	2.05%	82.62	6.12%	2.32%
		5	LIG디펜스앤에어로스페이스	22.42	4.51%	60.00	13.04%	3.64%
보험	12.96% (+1,428.44)	1	삼성생명	809.08	26.37%	932.77	31.68%	59.56%
		2	삼성화재	131.03	4.39%	186.54	6.36%	19.47%
		3	코리안리	101.25	22.30%	164.25	42.01%	1.74%
		4	한화생명	92.59	12.26%	92.04	12.18%	3.25%
		5	한화손해보험	56.71	12.09%	20.51	4.06%	0.57%
반도체	10.80% (+67,527.85)	1	삼성전자	61793.99	18.83%	219571.71	128.87%	52.16%
		2	SK하이닉스	28,433.07	10.66%	149,267.27	102.30%	42.20%
		3	DB하이텍	80.15	25.10%	37.73	10.43%	0.22%
		4	티에스이	71.98	75.10%	90.75	117.73%	0.06%
		5	하나마이크론	60.90	22.17%	90.23	36.78%	0.07%

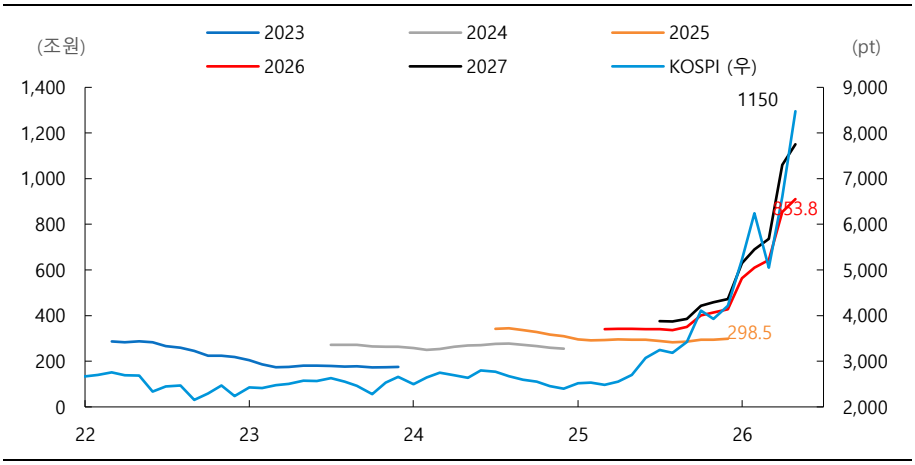
자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림14.이익 전망치 하향 섹터 Top5

이익 전망치 하향 섹터 Top5								
섹터	이익 1M 증가율 (증감, 십억원)	순위	종목명	1m 기여도	1m 증가율	3m 증감	3m 증가율	섹터내 시총 비중
유틸리티	-15.95% (-2,846.75)	1	SK가스	102.97	21.67%	100.96	21.15%	5.25%
		2	한국가스공사	74.21	3.47%	74.35	3.48%	7.84%
		3	지역난방공사	69.27	21.11%	69.86	21.32%	1.98%
		4	한전기술	8.70	11.74%	14.62	21.44%	12.28%
		5	한전KPS	7.85	4.16%	10.90	5.88%	5.49%
운송	-2.12% (-133.41)	1	대한항공	104.40	8.84%	-209.48	-14.02%	13.29%
		2	HMM	30.07	3.32%	59.17	6.75%	24.85%
		3	팬오션	25.68	4.64%	37.16	6.86%	3.95%
		4	대한해운	11.49	4.92%	18.62	8.23%	0.98%
		5	현대글로비스	10.46	0.47%	5.31	0.24%	24.50%
미디어,교육	-1.49% (-33.35)	1	하이브	18.79	5.18%	-153.98	-28.77%	35.04%
		2	JYP Ent.	10.06	5.73%	12.92	7.48%	7.58%
		3	이노션	7.25	4.09%	9.81	5.62%	2.95%
		4	제일기획	1.48	0.42%	-12.75	-3.50%	7.85%
		5	와이지엔터테인먼트	-1.00	-1.25%	2.10	2.74%	3.08%
소프트웨어	-0.73% (-75.36)	1	크래프톤	184.50	14.00%	235.47	18.58%	6.29%
		2	펄어비스	92.18	35.42%	118.51	50.66%	1.48%
		3	NC	84.45	18.41%	161.90	42.47%	3.30%
		4	카카오	36.55	3.73%	79.16	8.44%	9.81%
		5	삼성에스디에스	20.41	2.25%	-107.97	-10.44%	12.25%
통신서비스	-0.12% (-6.08)	1	SK텔레콤	23.32	1.20%	97.66	5.25%	51.44%
		2	LG유플러스	2.04	0.18%	18.42	1.62%	16.30%
		3	KT	-31.44	-1.44%	-47.50	-2.16%	31.68%
		4	SK가스	102.97	21.67%	100.96	21.15%	5.25%
		5	한국가스공사	74.21	3.47%	74.35	3.48%	7.84%

자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

그림15.영업이익 전망치 추이



자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

Compliance notice

· 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
· 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(김준영)
본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.