

Strategy Idea

알파를 창출하는 커버드콜액티브ETF



퀀트/ETF

Analyst 이상현

sanghyeon.lee@meritz.co.kr

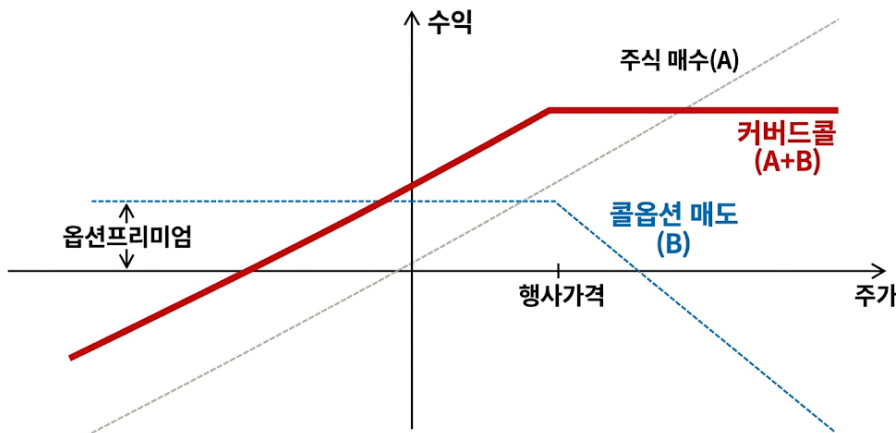
- ✓ 커버드콜 전략은 행사가격 이상의 상승분을 수취하지 못한다는 구조적 한계
- ✓ 커버드콜액티브ETF 자유로운 종목 편입/편출로 알파 창출의 가능성
- ✓ 변동성 상승에 따른 콜옵션 프리미엄 상승. 알파 창출에 더해져 월분배금 혜택도 플러스

커버드콜액티브 ETF = 알파 창출 + 옵션 프리미엄 수취

커버드콜(Covered Call)은 기초자산(주식)을 매수하는 동시에 해당 자산의 콜옵션을 매도하는 전략이다. 주가 방향과 무관하게 콜옵션 매도 프리미엄을 수취할 수 있다는 장점이 있으나, 상승장에 주가가 행사가격을 넘어설 경우 그 이상의 상승분은 누리지 못한다는 구조적 한계를 갖는다.

이 때문에 최근 코스피 상승 국면에서 커버드콜 ETF는 일반 ETF 대비 수익률이 부진했다. 이는 전략의 구조상 불가피한 결과이다. 위클리, 데일리 옵션을 활용해 지수 수익률을 보다 충실히 추종하는 구조도 이론적으로 가능하다. S&P500의 경우에는 데일리 옵션이 도입되어 있어 이를 활용한 ETF가 출시되어있는 반면에 KOSPI200은 데일리 옵션이 도입되지 않아 ETF 또한 부재하다.

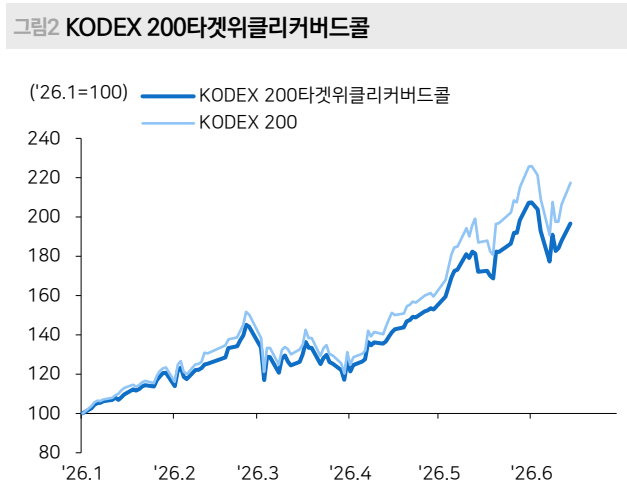
그림1 커버드콜 = 주식 매수 + 콜옵션 매도



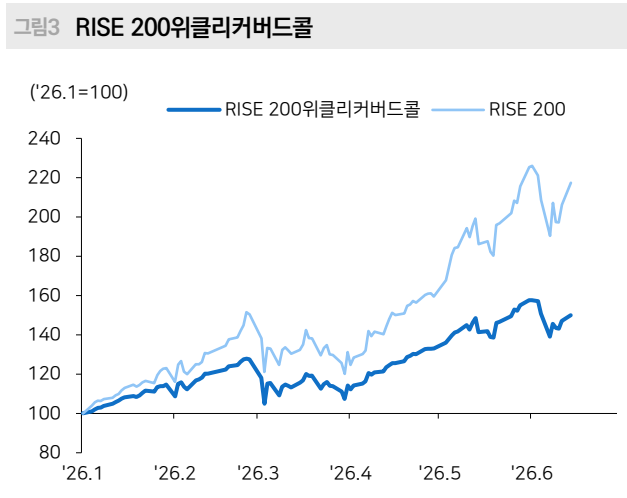
자료: 메리츠증권 리서치센터

커버드콜 ETF의 경우 ETF 구성 방법에 따른 지수 추종 비율, 분배금 등에 따라 일반 ETF와의 수익률 격차가 모두 상이하게 나타날 수 있다. 같은 KOSPI200 지수를 추종하는 KODEX 200타겟위클리커버드콜과 RISE 200위클리커버드콜의 수익률이 상이한 것도 이러한 차이 때문이라고 볼 수 있다.

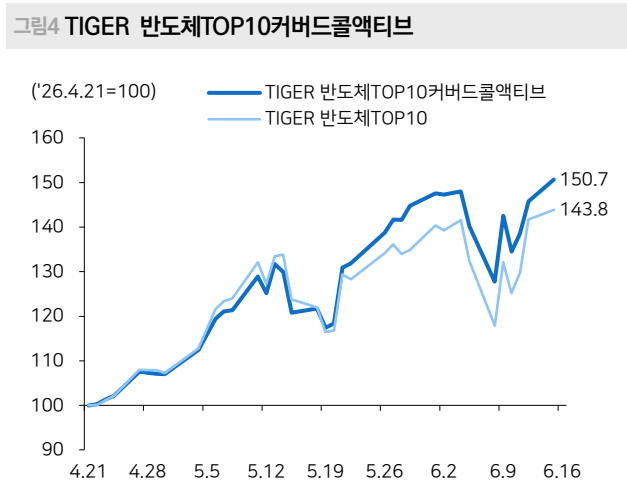
다만 그림에도 불구하고 코스피200 지수를 추종하거나 반도체 섹터 지수를 추종하는지 여부에 불문하고 커버드콜ETF는 앞서 살핀 구조적 한계에 상승장에 일반 ETF 대비 수익률이 저조할 수 밖에 없다. 반면 TIGER 반도체TOP10커버드콜액티브 ETF의 경우 동일한 매커니즘을 갖고 있는 일반 ETF인 TIGER 반도체TOP10 대비 수익률을 상회했다(상장일 4월 21일 이후 +50.7% vs +43.8%)



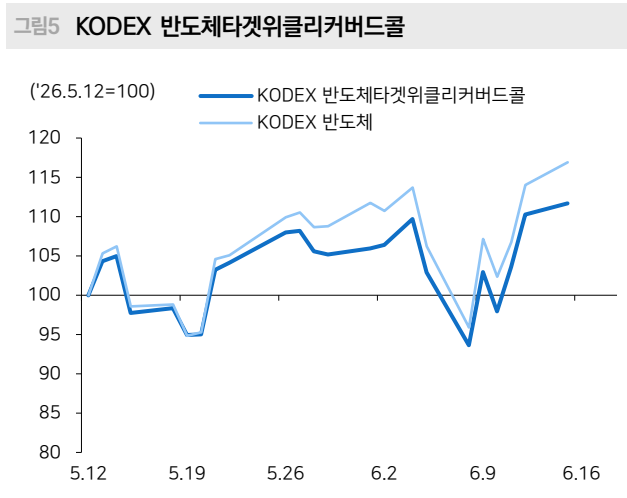
주: 분배금 합산 기준
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터



주: 분배금 합산 기준
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터



주: 분배금 합산 기준
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터



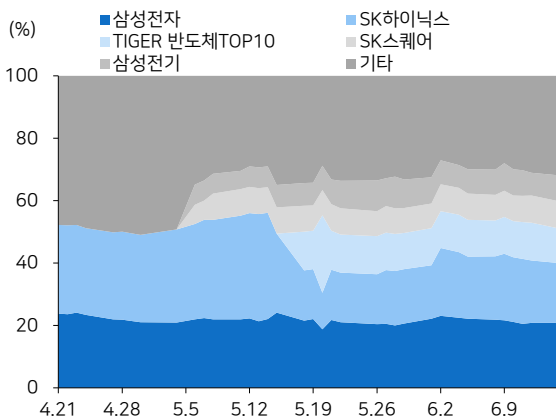
주: 분배금 합산 기준
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

구조적 한계에도 불구하고 TIGER 반도체TOP10커버드콜액티브 ETF가 높은 수익률을 기록할 수 있었던 비결은 ‘액티브’운용에 있었다고 판단된다. 패시브인 TIGER 반도체TOP10의 구성종목이 정기 리밸런싱 전에는 크게 변하지 않는다.

TIGER 반도체TOP10커버드콜액티브 ETF는 상장 이후 SK스퀘어, 삼성전기를 신규 편입하였다. SK하이닉스의 비중을 줄이는 대신 TIGER 반도체TOP10을 편입하기도 하였다. 삼성전기의 경우 4/21 이후 +159% 상승하며 커버드콜 ETF가 일반 ETF를 수익률 측면에서 상회한 주 원인으로 볼 수 있다.

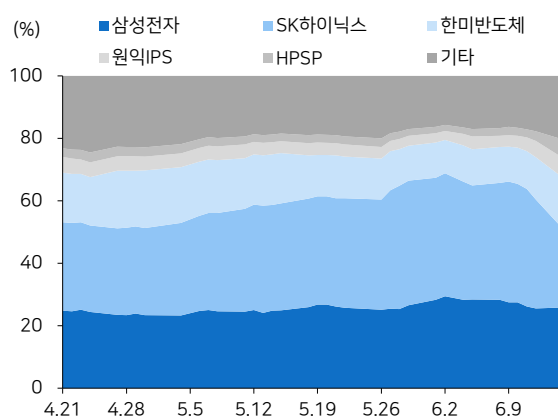
구조적 한계를 액티브 운용을 통해 탈피하며 옵션 프리미엄에 따른 월배당 혜택과 지수 수익률 상회라는 두 가지 토끼를 모두 잡은 격이다.

그림6 TIGER 반도체TOP10커버드콜액티브 Top5 구성종목



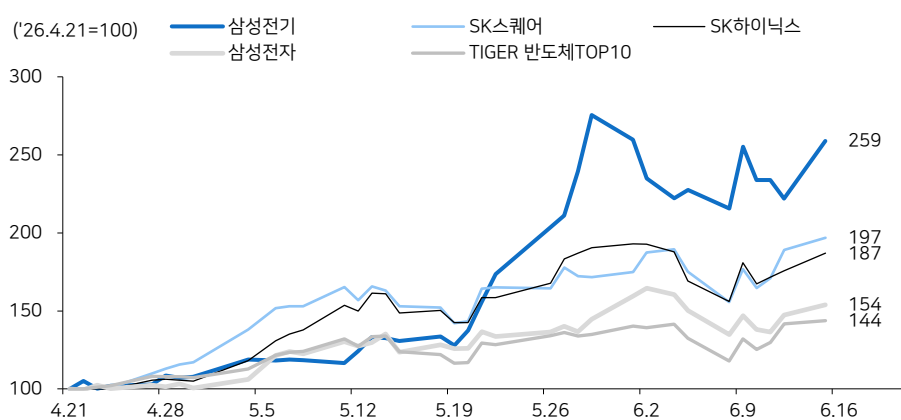
자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림7 TIGER 반도체TOP10 Top5 구성종목



자료: Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림8 삼성전기 4/21 이후 +159% 상승. 커버드콜 ETF 일반 ETF를 이긴 방법

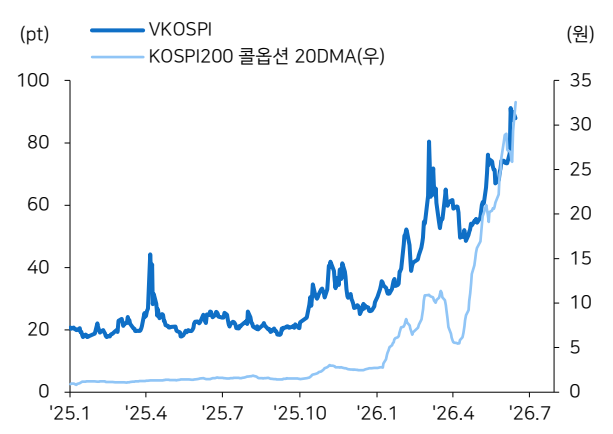


자료: FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

콜옵션 프리미엄은 기초자산 상승 및 변동성 확대에 연동되어 상승한다. KOSPI 200 콜옵션 프리미엄은 최근 20일 평균 기준 30원을 돌파했다. 커버드콜 ETF의 분배금은 콜옵션 매도 프리미엄과 보유자산 매각대금을 자원으로 투자자에게 분배하게 되는데 콜옵션 매도 프리미엄 상승은 분배금 상승의 기대를 갖을 수 있다.

VKOSPI 변동성 지수가 90에 육박하는 등 변동성이 큰 한국 시장에서 커버드콜액티브 ETF는 구성종목의 상대적으로 자유로운 편입/편출을 통한 알파 창출과 콜옵션 매도 프리미엄 상승에 따른 분배금 상승의 두가지 기대를 모두 창출하고 있다는 점에서 상승 모멘텀 둔화에 대한 우려가 깊은 투자자에게 한 가지 대안으로 작용할 수 있다.

그림9 KOSPI200 콜옵션 프리미엄



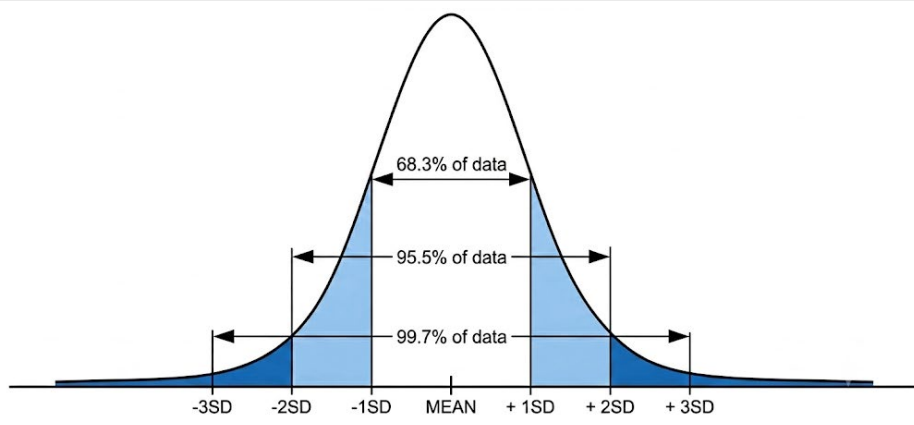
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 20일 평균 기준 KOSPI200 대비 2.6% 수준



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 정규분포 가정 시 신뢰수준

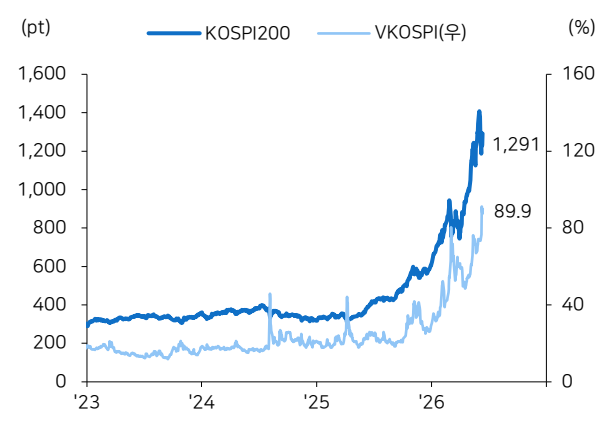


자료: 메리츠증권 리서치센터

지난 주 코스피 시장은 서킷브레이커(6/8), 매수(6/9, 6/12)/매도 사이드카(6/10) 등 시장 변동성 관리 조치가 하루를 제외하고 발동되며 급등락에 따른 투자자 주의가 필요해보인다. VKOSPI 지수가 높을수록 일간수익률 변동폭이 클 수 있어 한번의 선택이 이전보다 더 큰 결과를 낳을 수 있다. 레버리지/곱버스 ETF로 투자할 경우에는 이의 2배에 해당하는 변동성이 일어날 수 있어 보다 더 깊은 주의가 필요하다.

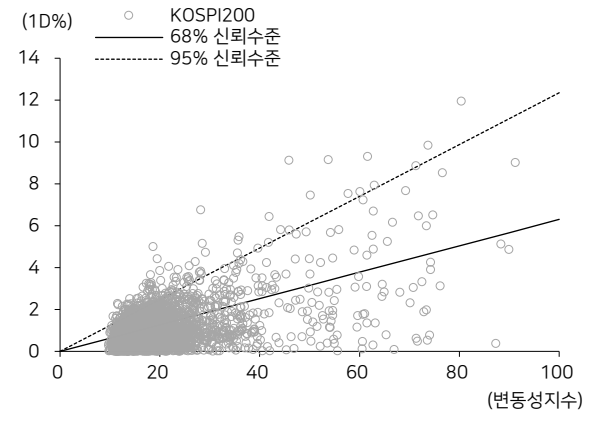
KOSPI200 옵션 가격으로 역산한 변동성 지수인 VKOSPI는 금요일 종가 기준 89.9%이다. 이는 이론적으로 1표준편차에 해당하는 일간수익률 기댓값이 5.6%에 해당한다는 뜻이다($89.9/\sqrt{252}=5.6$). 일간수익률이 정규분포를 따른다고 가정할 때 $\pm 1\sigma$ 이내에 포함될 확률은 68%이다. 즉 이를 이탈할 가능성이 1/3 수준이라는 뜻이다. 95% 신뢰수준을 이탈의 기준은 일간수익률 11.1%로 5%의 확률로 이를 이탈할 가능성이 높다는 의미이다.

그림12 KOSPI 상승과 비례해 변동성도 급증



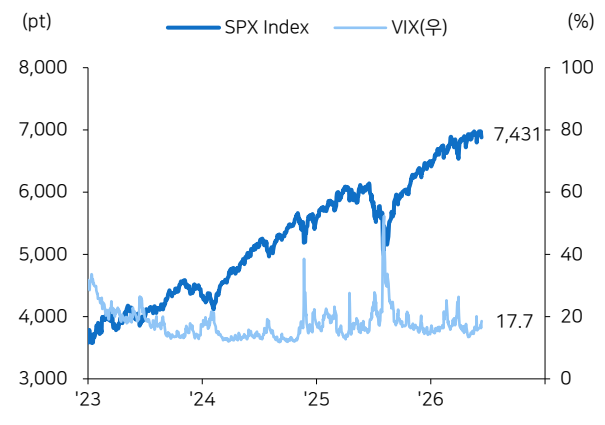
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 2010년~현재 KOSPI200 일간수익률 vs VKOSPI



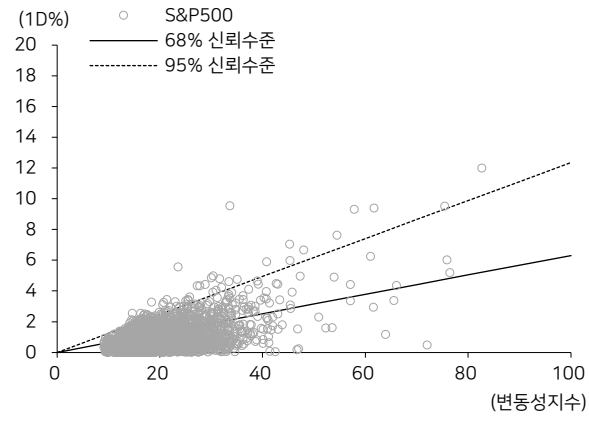
주: 일간수익률 절댓값
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 S&P500은 급락 시 VIX 급등하는 경향



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림15 2010년~현재 S&P500 일간수익률 vs VIX



주: 일간수익률 절댓값
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.
