

# 현금흐름에 집중하는 방법, 커버드콜

## - 금융공학도가 알려주는 커버드콜 ETF

대신증권 Research Center

Global ETF 박현정 | hyunjeong.park@daishin.com

# Contents

1. 커버드콜 ETF 구조	03
2. 콜옵션에 대한 이해	06
델타: 기초자산이 오를 때 덜 오르는 이유	
세타: 수익의 원천인 Time Decay	
3. 커버드콜 ETF 리스트	13

# 높아진 미국 무역정책불확실성 지수와 자산시장 변동성

## 미국 해방의 날 시작. 주식 뿐만 아니라 채권시장까지 변동성은 확대

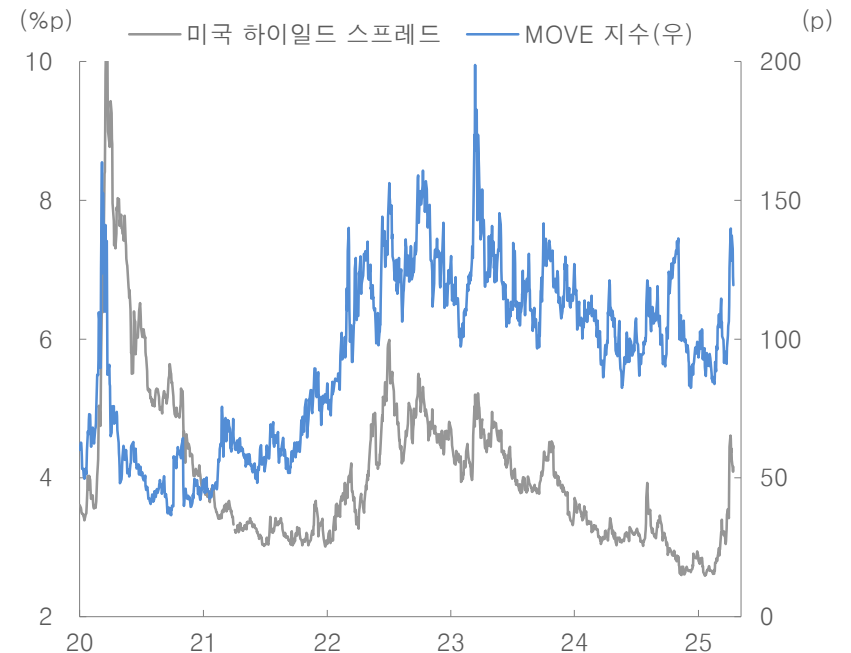
- 트럼프의 관세 정책으로 미국 무역정책불확실성 지수와 주식시장의 변동성은 크게 확대되고 있음
- 미국채 10년물 시장금리는 관세 부과 이후 3.8%까지 하락했으나, 이후 4.8%까지 상승. 하이일드 스프레드도 4.1%p까지 확대
- 불확실성이 높아질 때는 현금흐름에 집중하는 전략이 유효하다는 판단. 인컴형 상품 관심 필요

관세 정책의 불확실성과 함께 미국 무역정책불확실성 지수도 상승



자료: Bloomberg, EPU, 대신증권 Research Center

하이일드 스프레드도 확대되며, 채권시장 변동성 확대



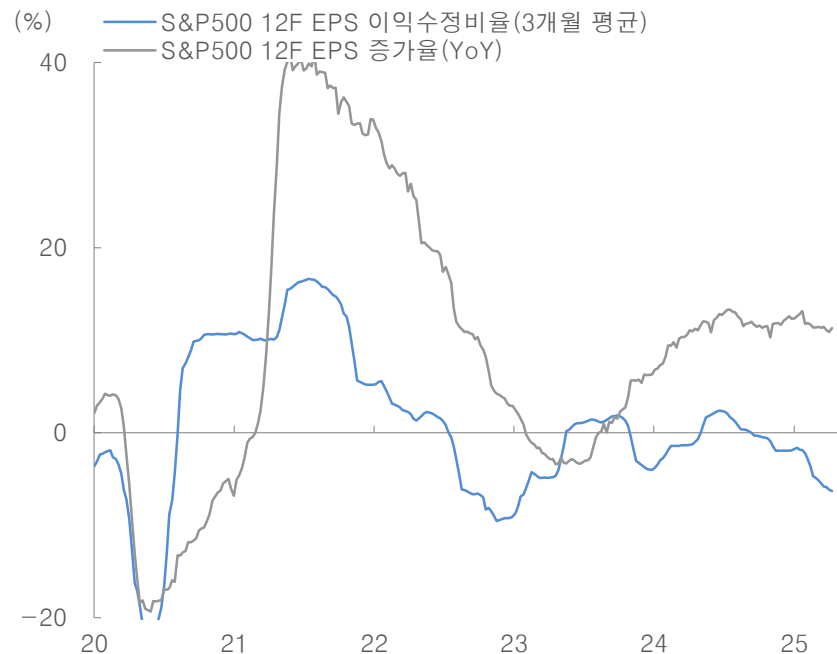
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

# 실적 모멘텀도 둔화되고 있는 상황. 단기적으로 변동성 확대 국면

## 12개월 선행 EPS 증가율보다 변곡점을 먼저 형성하는 이익수정비율 하락

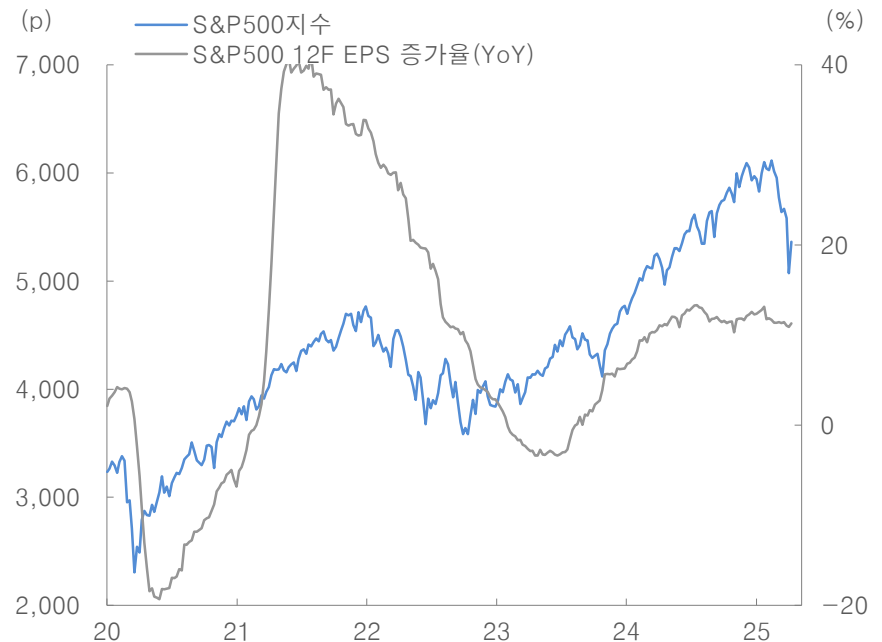
- 미국 1Q/25 실적 시즌 시작. 다만 이익 모멘텀으로 미국 증시의 상승을 이끌기에는 벅차보이는 상황
- S&P500지수 12개월 선행 EPS 증가율(YoY)보다 변곡점을 먼저 형성하는 이익수정 비율은 둔화 추세
- 이익수정비율이 (-)면 실적 전망치를 상향 조정하는 애널리스트보다 하향 조정하는 애널리스트가 더 많다는 뜻

### 12개월 선행 EPS 증가율보다 변곡점을 먼저 형성하는 이익수정비율



자료: LSEG, 대신증권 Research Center

### 이익 모멘텀으로 증시 상승을 이끌기에는 벅차보임

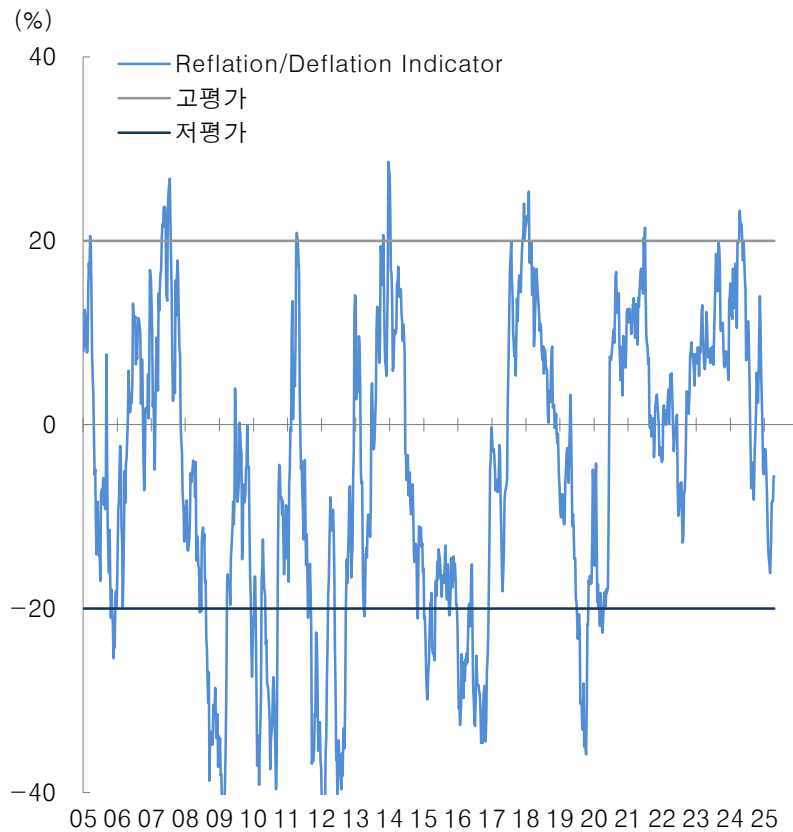


자료: LSEG, 대신증권 Research Center

# 투자センチメント도 Risk On보다는 Risk Off

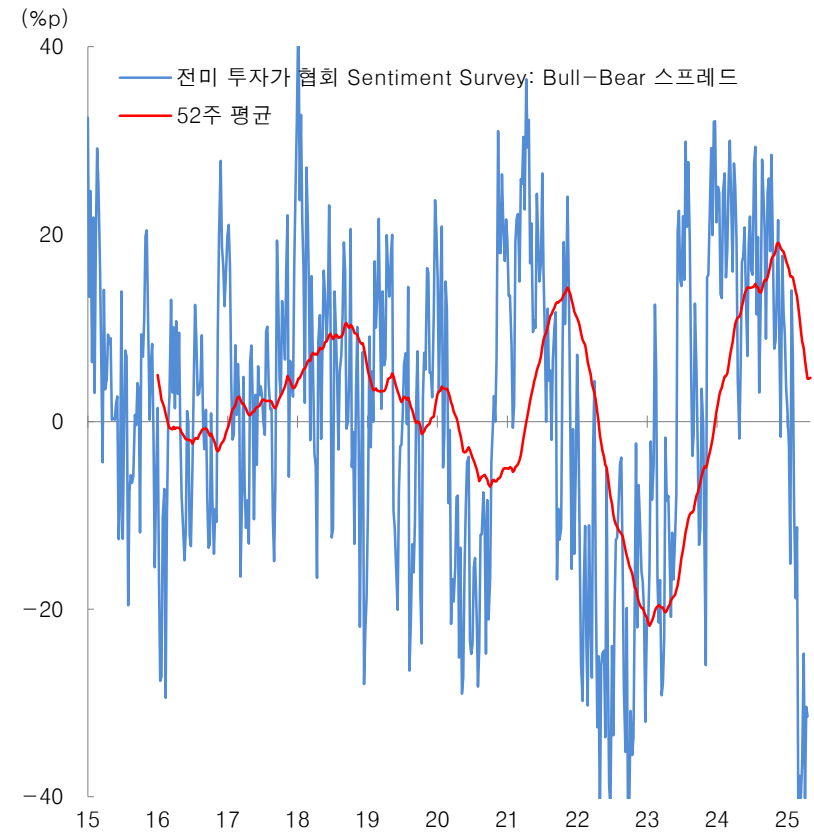
장기적으로 봤을 때 저점은 맞지만, 포트폴리오의 일부는 인컴에 집중하는 것도 유효한 전략이라는 판단

지금은 Risk-Off 심리가 강해진 국면



자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

미국 투자자들 심리도 약세 전망이 우세한 상황



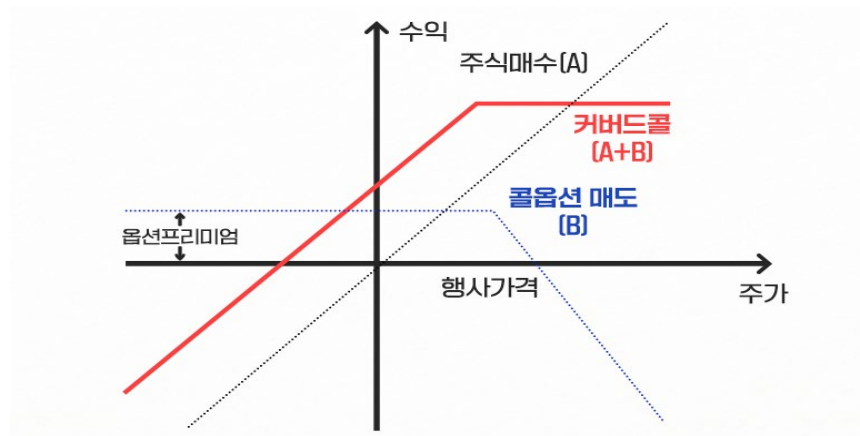
자료: LSEG, 대신증권 Research Center

# 커버드콜은 기초자산을 매수하면서, 동시에 콜옵션을 매도하는 전략

## 기초자산으로부터 받는 배당+옵션 프리미엄으로 높은 수준의 분배금을 지급하는 것

- 커버드콜 ETF는 기초자산을 매수하는 동시에 콜옵션을 매도하는 상품
- 옵션을 매수하면 프리미엄 지불자가 되고, 옵션을 매도하면 프리미엄 수취자가 됨. 커버드콜 ETF는 콜옵션을 매도하여 프리미엄 수취
- 옵션 매도로 얻은 프리미엄을 분배금 재원으로 활용. 따라서 높은 수준의 분배금을 지급

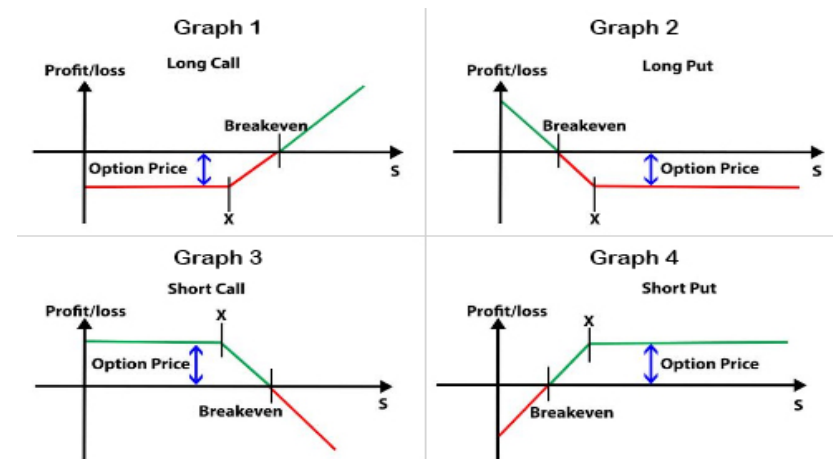
### 커버드콜 ETF 구조



커버드콜 전략=주식 매수 + 콜옵션 매도

자료: 삼성자산운용, 대신증권 Research Center

### 옵션을 매도하면 프리미엄을 수취



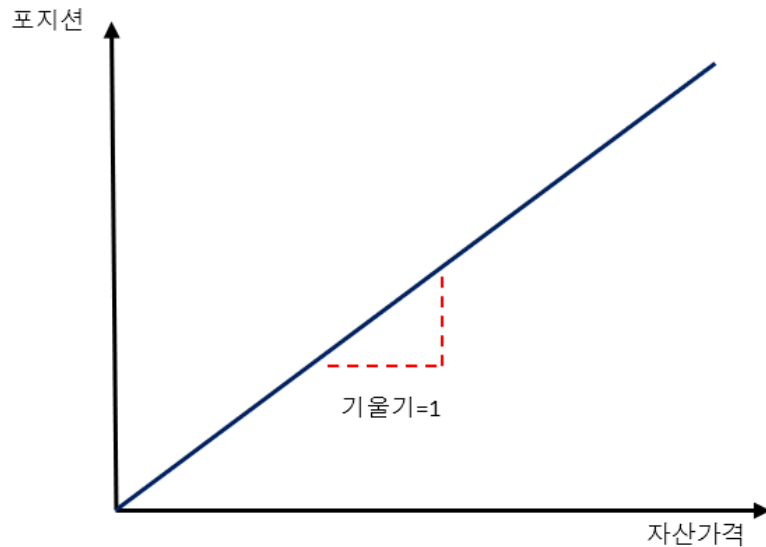
자료: Quantra, 대신증권 Research Center

# 콜옵션을 매도하기 때문에 옵션에 대한 이해가 필요. 옵션은 비선형 파생상품

## 옵션은 비선형 파생상품이기 때문에 그릭스(Greeks)가 존재

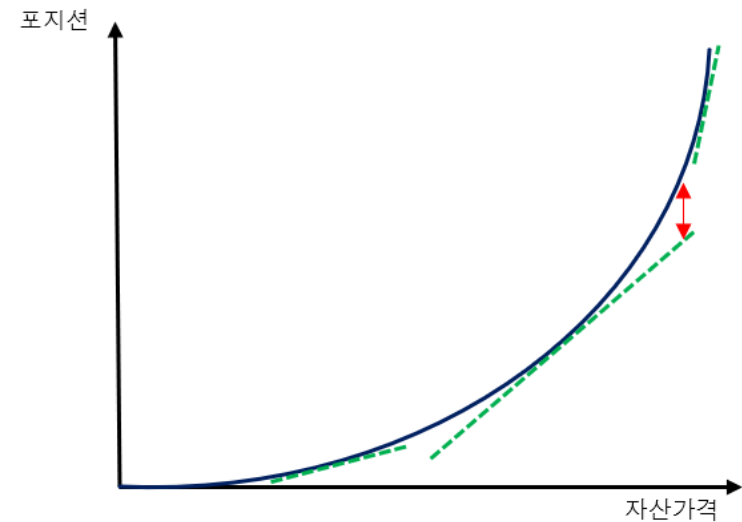
- 옵션은 주식, 채권, 선물과는 다른 비선형 파생상품. 수익구조가 문자 그대로 비선형이기 때문
- 주식과 채권은 자산 가격만 신경 쓰면 되지만, 옵션은 여러 변수에 대한 옵션 가격의 민감도인 그릭스(Greeks)를 고려해야함

### 주식, 선물의 손익구조는 선형



자료: 대신증권 Research Center

### 그러나 옵션의 손익구조는 비선형



자료: 대신증권 Research Center

# 여러가지 그릭스(Greeks) 중 핵심은 시간가치 감소효과를 나타내는 세타

## 옵션 매도시 롱세타 포지션. 즉, 수익원천이 세타이기 때문

- 여러가지 그릭스(Greeks)가 존재하지만, 커버드콜 ETF에서 가장 중요한 것은 세타(Theta)
- 콜옵션 매도의 수익원천이 세타이기 때문

시장 변화에 대한 옵션 포지션의 민감도를 나타내는 그릭스(Greeks)

그릭스 (Greeks)	기호	측정	정의
델타(Delta)	$\Delta = \frac{\partial V}{\partial S}$	기초자산 가격 변화 민감도	기초자산 가격 변화에 따른 옵션 가격의 변화
감마(Gamma)	$\Gamma = \frac{\partial^2 V}{\partial S^2}$	손익구조의 볼록성	기초자산 가격 변화에 따른 델타의 변화
세타(Theta)	$\Theta = \frac{\partial V}{\partial t}$	시간 가치 감소	시간 변화에 따른 옵션 가격 감소 정도
베가(Vega)	$v = \frac{\partial V}{\partial \sigma}$	변동성 민감도	변동성 변화에 따른 옵션 가격의 변화
로(Rho)	$\rho = \frac{\partial V}{\partial r}$	금리 민감도	이자율 변화에 따른 옵션 가격의 변화
볼가(Volga)	$\frac{\partial^2 V}{\partial \sigma^2}$	변동성의 변동성 민감도	변동성 변화에 따른 베가의 변화
반나(Vanna)	$\frac{\partial^2 V}{\partial S \partial \sigma}$	옵션 스큐(Skew)	기초자산 가격 변화에 따른 베가의 변화 혹은 변동성 변화에 따른 델타의 변화
차마(Charm)	$\frac{\partial^2 V}{\partial S \partial t}$	—	시간 변화에 따른 델타의 변화 정도

자료: 대신증권 Research Center

# 옵션 가격의 평가 모형인 블랙-숄즈 모델(Black-Scholes Model)

그릭스(Greeks)는 모델 안에 포함된 다양한 변수들에 대한 옵션 가격의 민감도

콜 옵션 가치를 평가하는 블랙-숄즈 모델(Black-Scholes Model)

$$C = SN(d_1) - N(d_2)Ke^{-rt}$$

C = Call premium

S = Current stock price

t = Time until option exercise

K = Option striking price

r = Risk-free interest rate

N = Cumulative standard normal distribution

e = Exponential term

s = St. Deviation

ln = Natural Log

→  $\sigma$   
(변동성)

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) + \left(r + \frac{s^2}{2}\right)t}{s \cdot \sqrt{t}}$$

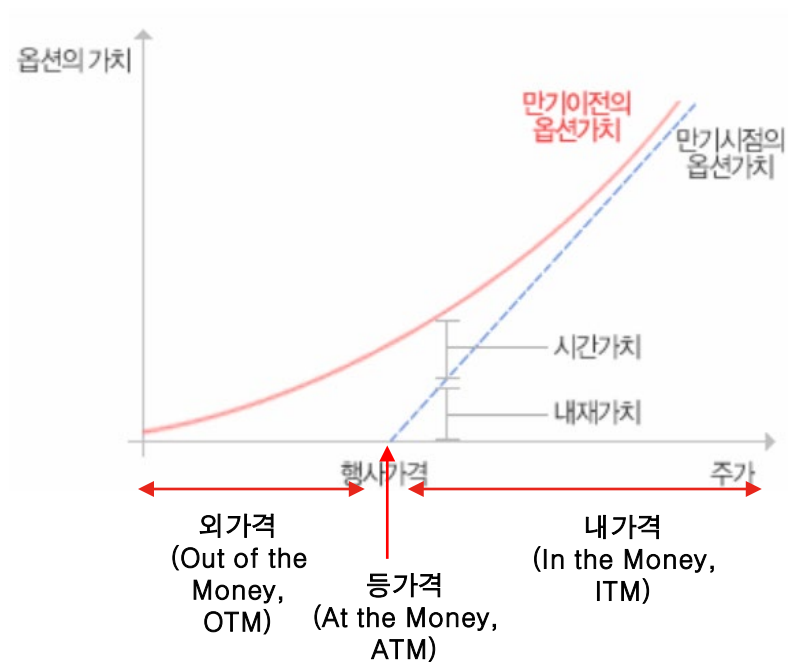
$$d_2 = d_1 - s \cdot \sqrt{t}$$

# 델타란 기초자산 가격의 변화에 따른 포지션의 변화 정도

## 커버드콜 ETF가 상방이 막힌 이유는 델타가 감소하기 때문

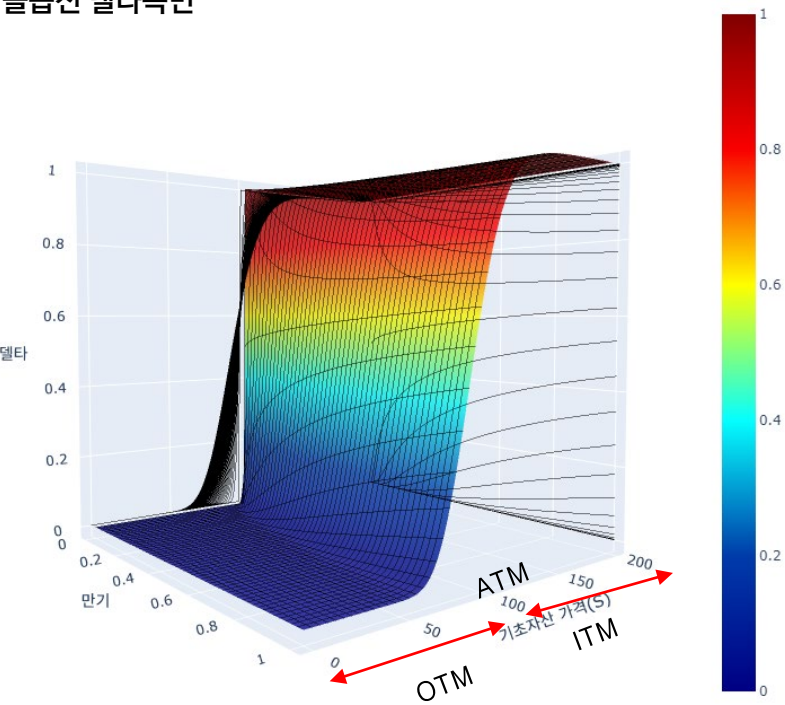
- 등가격, 외가격, 내가격 옵션의 여부는 옵션의 행사가격과 현재 기초자산의 가격에 따라 결정
- 델타란 기초자산 가격의 변화에 따른 포지션 변화 정도. 콜옵션을 매도시, 델타는 (-)포지션
- 기초자산 매수 +콜옵션 매도시 포트폴리오의 델타는 1이 안되기 때문에 상승장에서 불리한 것

옵션 종류는 기초자산의 현재 가격과 옵션 행사가에 따라 결정



자료: 본드웹, 대신증권 Research Center

콜옵션 델타곡면



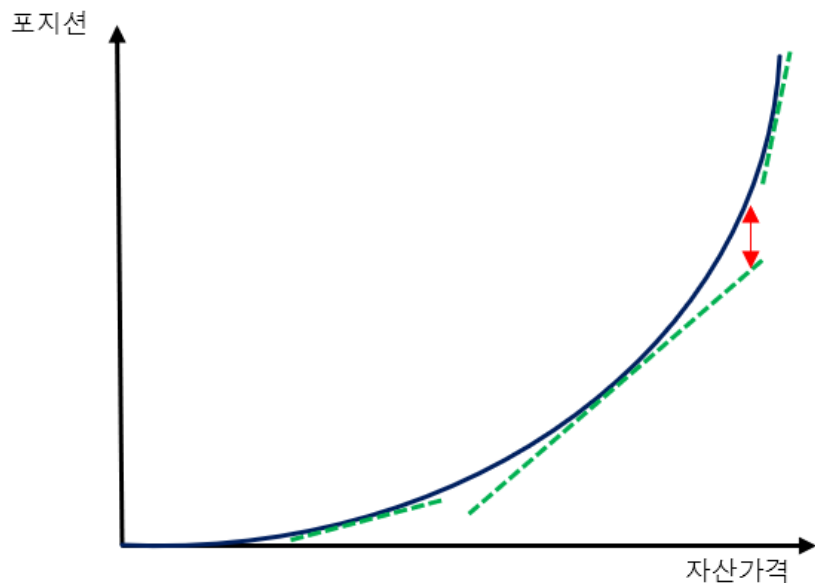
주: 행사가격이 100, 이자율 연 4%, 변동성 연 18%로 가정한 임의의 콜옵션  
자료: 대신증권 Research Center

# 감마란 기초자산 가격 변화에 대한 델타의 변화정도

옵션 매도는 숏감마 포지션. 델타헤징을 하지 않는 커버드콜 전략에서는 그렇게 중요하지 않음

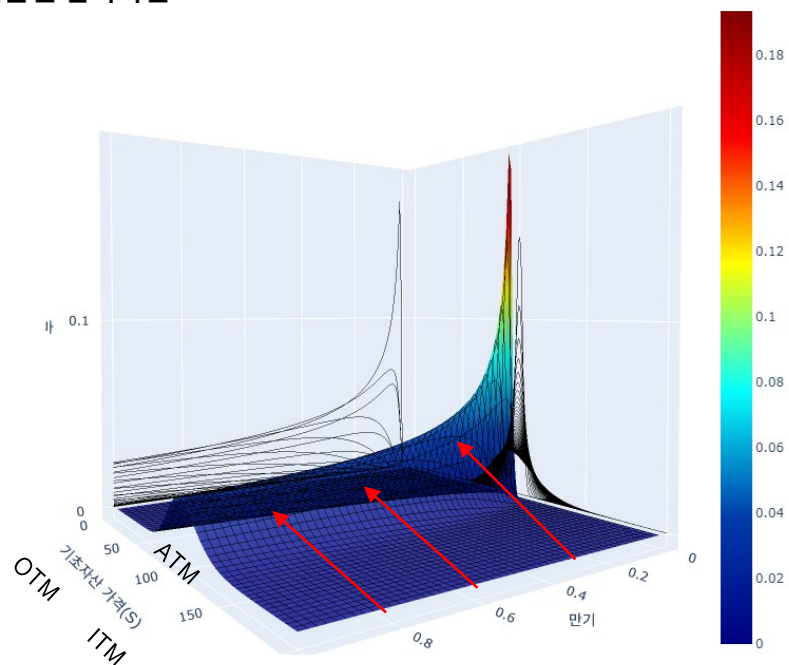
- 감마란 기초자산 가격 변화에 대한 델타의 민감도. 손익구조 그래프의 볼록성(Convexity) 때문
- 다만 델타헤징을 진행하지 않고, 만기까지 옵션을 보유하는 커버드콜 ETF 입장에서는 크게 중요하지는 않음
- 만기가 다가올수록, ATM에 근접해질수록 감마가 커지기 때문에 ODTE 커버드콜이 가장 영향을 많이 받음

손익구조의 볼록성 때문에 감마가 발생



자료: 대신증권 Research Center

콜옵션 감마곡면



주: 행사가격이 100, 이자율 연 4%, 변동성 연 18%로 가정한 임의의 콜옵션

자료: 대신증권 Research Center

# 커버드콜 ETF 수익의 원천인 세타란 시간가치 감소효과(Time Decay)를 나타내는 지표

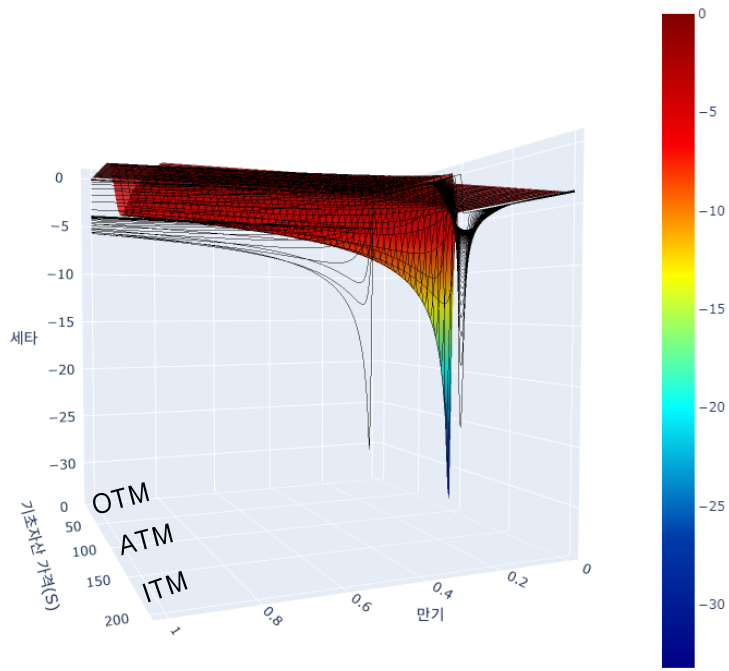
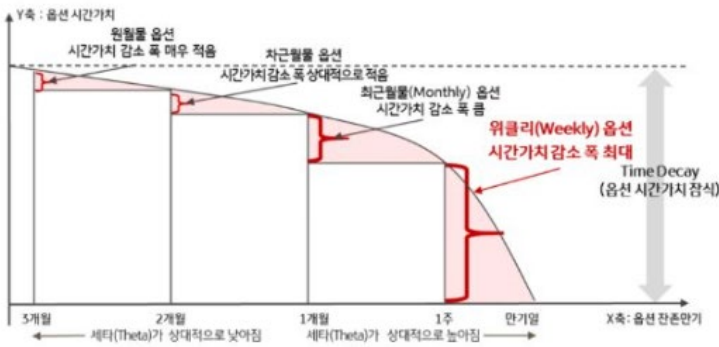
## 옵션 매도시 롱 세타 포지션. 즉, 시간은 우리 편인 상품

- 세타는 옵션의 만기일이 다가올수록 시간가치가 감소하는 것을 나타내는 지표
- 옵션을 매도하면 롱 세타(Long Theta) 포지션. 즉, 시간은 내 편!인 상품이 커버드콜
- 만기가 가까워질수록 시간가치 감소효과가 커짐. 따라서 먼슬리 옵션<위클리 옵션<데일리 옵션

옵션 종류는 기초자산의 현재 가격과 옵션 행사가에 따라 결정

콜옵션 세타곡면

옵션 잔존 만기에 따른 시간가치 변화 예시



자료: KB자산운용, 대신증권 Research Center

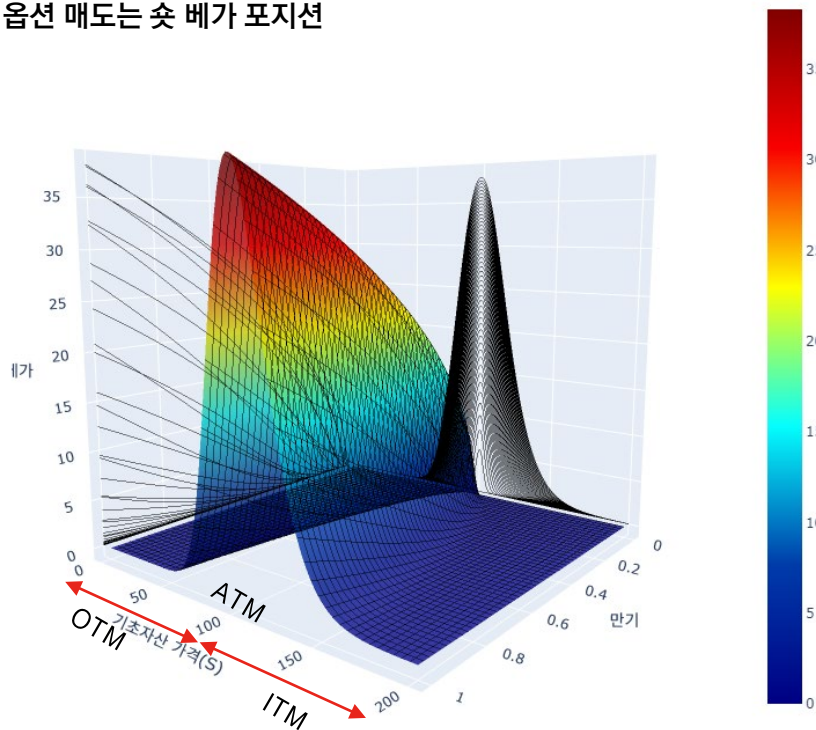
주: 행사가격이 100, 이자율 연 4%, 변동성 연 18%로 가정한 임의의 콜옵션  
자료: 대신증권 Research Center

# 커버드콜 ETF가 변동성이 커지면 불리한 이유는 베가(Vega) 때문

## 베가란 변동성이 커질 때, 옵션 포지션이 얼마나 변화하는가

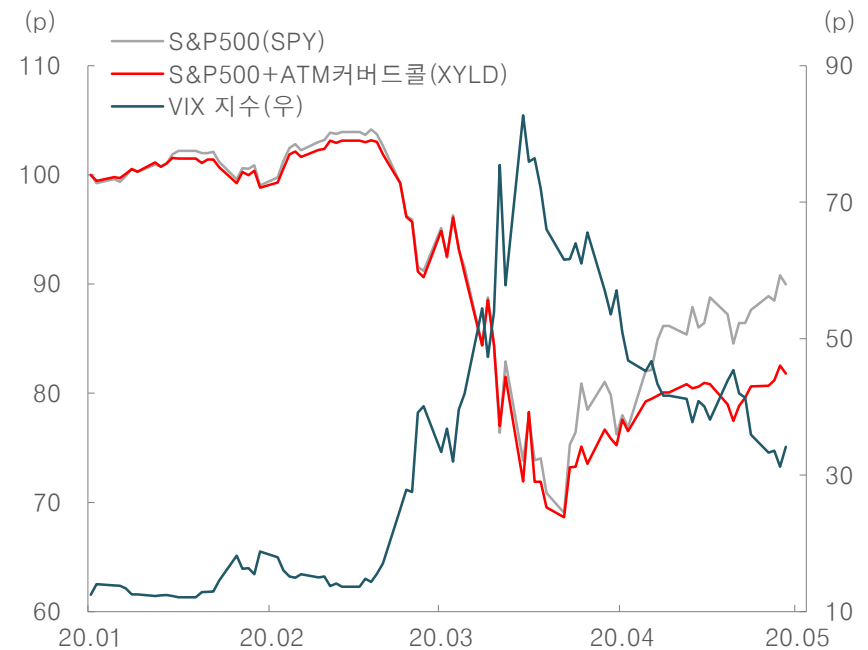
- 베가란 기초자산 가격의 변동성이 커질 때, 옵션 포지션이 얼마나 변화하는지를 나타내는 지표
- 옵션을 매도하면 숏 베가(Short Vega) 포지션. 따라서 커버드콜 ETF는 변동성이 커지면 불리한 입장
- 2020년 코로나 당시 VIX 지수 급등시 커버드콜 ETF가 불리했던 이유는 베가 때문

옵션 매도는 숏 베가 포지션



주: 행사가격이 100, 이자율 연 4%, 변동성 연 18%로 가정한 임의의 콜옵션  
자료: 대신증권 Research Center

변동성 확대시 커버드콜 ETF가 불리했던 이유는 베가(Vega)

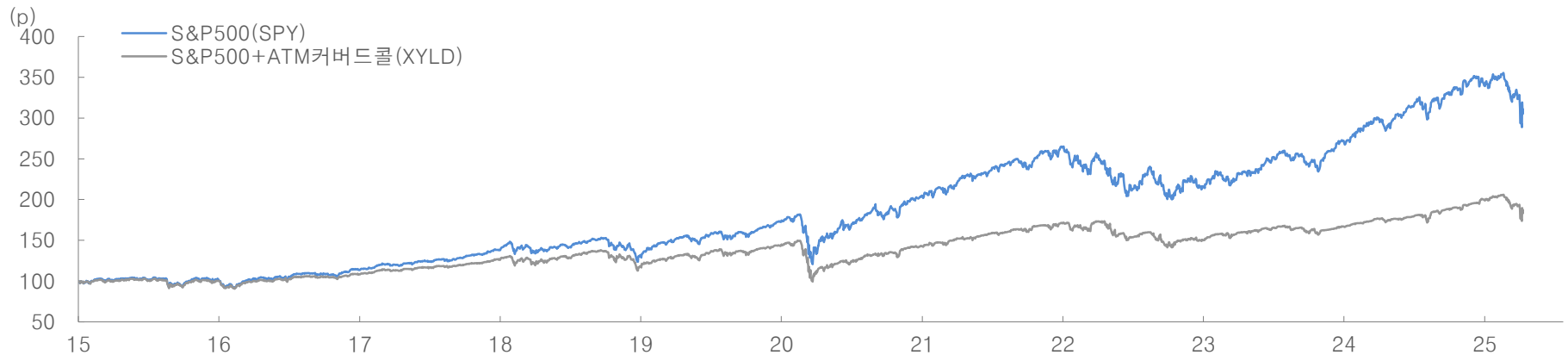


자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

# 커버드콜 ETF는 장기로 보유할 경우 불리한 상품인 것이 사실

## 상승장이 한 번이라도 있었다면, 성과격차가 확대되기 때문

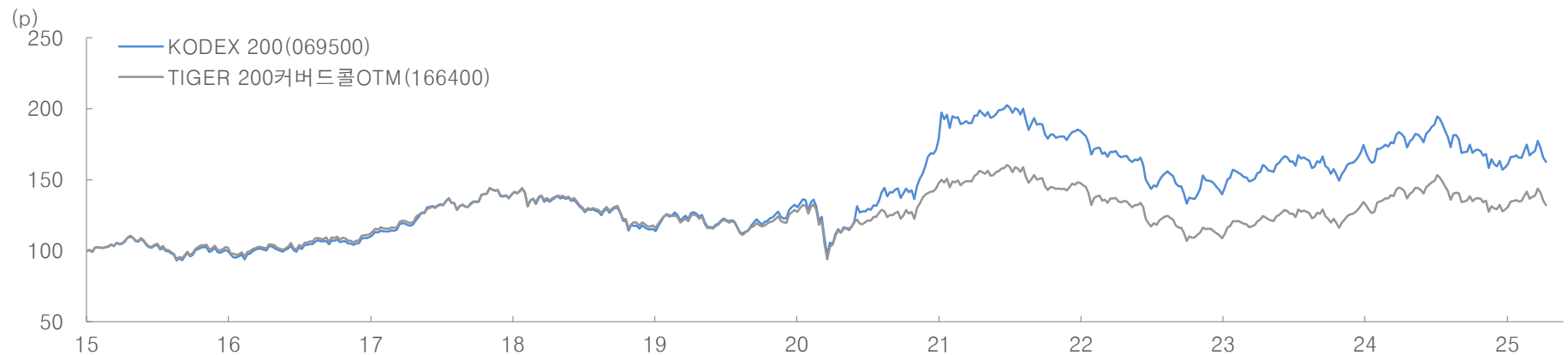
특히나 미국 주식시장처럼 탄력적으로 상승한 자산군이라면 커버드콜 전략은 더 불리



주: 배당 재투자를 가정한 총수익률 기준

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

박스권 흐름을 보일 때는 커버드콜 ETF가 나을 때도 있었지만, 결국 상승장이 한 번이라도 있으면 성과는 벌어지게 됨

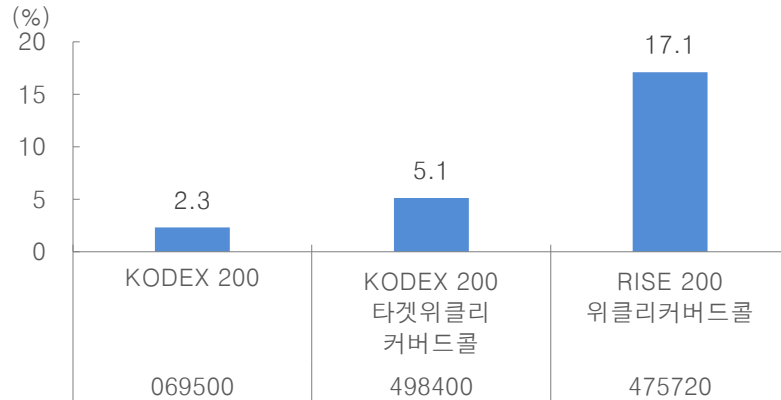


주: 배당 재투자를 가정한 총수익률 기준

자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

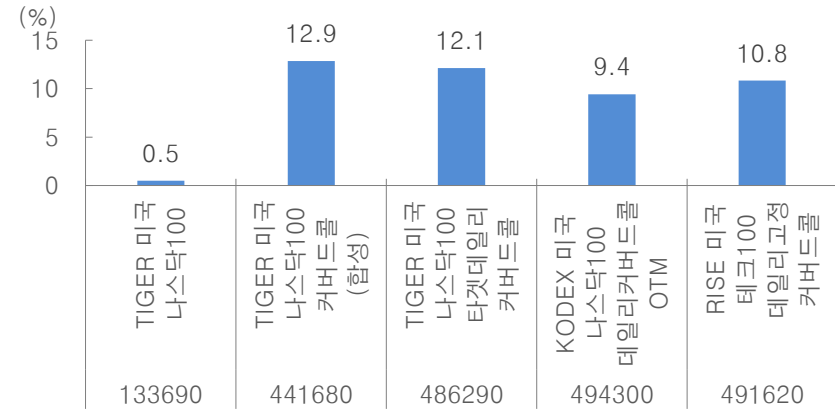
## 그럼 언제 투자할까? 1) 꾸준한 월 현금흐름이 필요할 경우, 2) 횡보/하락장이 예상될 경우 상승분을 누리고 싶다면 ODTE(0 Days to Expiration, 당일 만기) 옵션을 이용한 상품도 대안

코스피 200 vs 커버드콜 ETF 12개월 분배율 비교



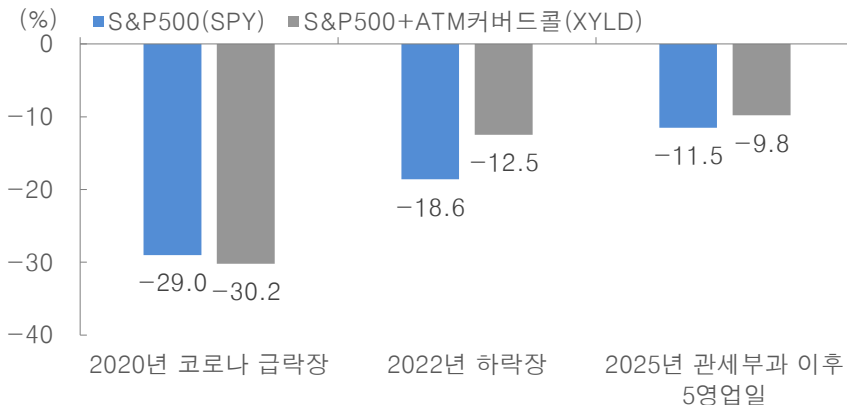
주: KODEX 200타겟위클리커버드콜(498400)은 상장기간이 12개월 미만  
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

나스닥 100 vs 커버드콜 ETF 12개월 분배율 비교



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

또한 커버드콜 ETF는 급락장이 아닌 하락장에서 손실폭을 줄이는 모습



주: 배당 재투자율 가정한 총수익률 기준  
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

ODTE 옵션을 이용한 상품은 확실히 상승폭을 따라가는 모습을 보임



주: 배당 재투자율 가정한 총수익률 기준  
자료: Bloomberg, 대신증권 Research Center

## 국내 상장 월간 옵션 주식형 커버드콜 ETF 리스트

티커	종목명	2023년 분배율 (%)	2024년 분배율 (%)	최근 12개월 분배율 (%)
441680	TIGER 미국나스닥100커버드콜(합성)	14.7	13.2	12.9
458760	TIGER 미국배당다우존스타겟커버드콜2호	6.2	11.5	11.3
483290	KODEX 미국배당다우존스타겟커버드콜	—	7.5	10.5
474220	TIGER 미국테크TOP10타겟커버드콜	—	9.7	10.5
472150	TIGER 배당커버드콜액티브	0.7	9.4	9.9
441640	KODEX 미국배당커버드콜액티브	7.3	8.9	9.6
289480	TIGER 200커버드콜	9.6	9.0	8.9
290080	RISE 200고배당커버드콜ATM	9.8	8.9	8.9
458750	TIGER 미국배당다우존스타겟커버드콜1호	3.7	6.7	6.7
276970	KODEX 미국S&P500배당귀족커버드콜(합성 H)	6.7	6.2	6.2
494210	SOL 미국500타겟커버드콜액티브	—	2.6	5.8
166400	TIGER 200커버드콜OTM	2.9	4.5	4.3

주: 음영 표시는 상장기간이 1년 미만인 상품

자료: Quantiwise

## 국내 상장 위클리/데일리 옵션 주식형 커버드콜 ETF 리스트

티커	종목명	2024년 분배율 (%)	최근 12개월 분배율 (%)
475720	RISE 200위클리커버드콜	13.5	17.1
480040	ACE 미국반도체데일리타겟커버드콜(합성)	11.1	15.0
480020	ACE 미국빅테크7+데일리타겟커버드콜(합성)	11.0	15.0
480030	ACE 미국500데일리타겟커버드콜(합성)	11.0	14.8
483280	KODEX 미국시테크TOP10타겟커버드콜	9.8	13.8
486290	TIGER 미국나스닥100타겟데일리커버드콜	8.2	12.1
489030	PLUS 고배당주위클리커버드콜	7.1	11.5
490590	RISE 미국시밸류체인데일리고정커버드콜	5.4	11.2
491620	RISE 미국테크100데일리고정커버드콜	5.3	10.8
494300	KODEX 미국나스닥100데일리커버드콜OTM	4.5	9.4
482730	TIGER 미국S&P500타겟데일리커버드콜	6.3	8.9
490600	RISE 미국배당100데일리고정커버드콜	3.9	7.8
493810	TIGER 미국시빅테크10타겟데일리커버드콜	2.6	6.6
494420	PLUS 미국배당증가성장주데일리커버드콜	2.2	5.6
498400	KODEX 200타겟위클리커버드콜	—	5.1
498410	KODEX 금융고배당TOP10타겟위클리커버드콜	—	4.5
0005A0	KODEX 미국S&P500데일리커버드콜OTM	—	3.4
0008S0	TIGER 미국배당다우존스타겟데일리커버드콜	—	2.0
0018C0	PLUS 고배당주위클리고정커버드콜	—	0.5

주: 음영 표시는 상장기간이 1년 미만인 상품

자료: Quantiwise

# Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 박현정)
- 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 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.