

옵션기반 지수 전략으로 설계하는 투자 경로

요약

Contributors

Sue Lee, CFA
Head of APAC
Index Investment Strategy
sue.lee@spglobal.com

Tim Edwards, PhD
Managing Director
Index Investment Strategy
tim.edwards@spglobal.com

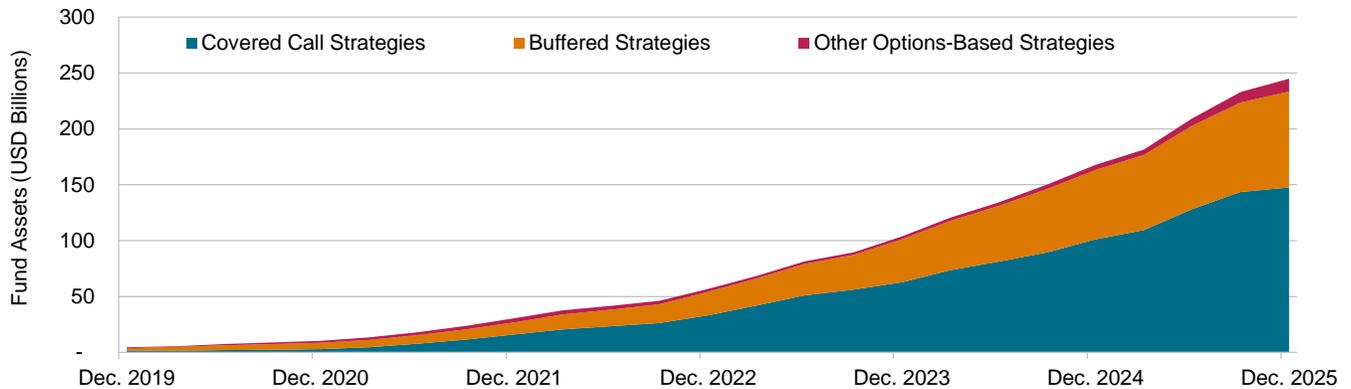
Parth Shah
Director
Derivative Indices
parth.shah@spglobal.com

옵션기반 상장지수펀드(ETF)는 투자자에게 수익 창출, 리스크 관리, 전술적 자산배분을 위한 접근성 높은 혁신적 수단을 제공함으로써 투자 지형에서 차지하는 비중이 점차 커지고 있습니다.

본 보고서는 두 가지 주요 옵션기반 전략인 **커버드콜 전략**과 **완충형 전략**의 구조와 특징, 그리고 활용 방안을 **대표 지수**를 통해 살펴봅니다.

두 가지 옵션 전략의 일반적인 설계 방식과 주요 특징을 정리하는 데 그치지 않고, 이러한 전략의 활용이 어떻게 포트폴리오의 회복 탄력성을 높이고, 성과 및 위험 특성을 개선하며, 시장 참여자에게 변동성 국면을 헤쳐 나가기 위한 도구를 제공할 수 있는지에 대해서도 함께 탐구합니다.

도표 1: 미국 내 옵션기반 ETF 자산의 성장세



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Bloomberg. AUM data as of Dec. 31, 2025. Other options-based strategies include put writing, tail risk hedging (long puts), and structured products replications such as Principle Protected Notes, Reverse Convertibles, and Autocallables. Chart is provided for illustrative purposes.

Sign up to receive our latest research, education, and commentary at on.spdji.com/SignUp.

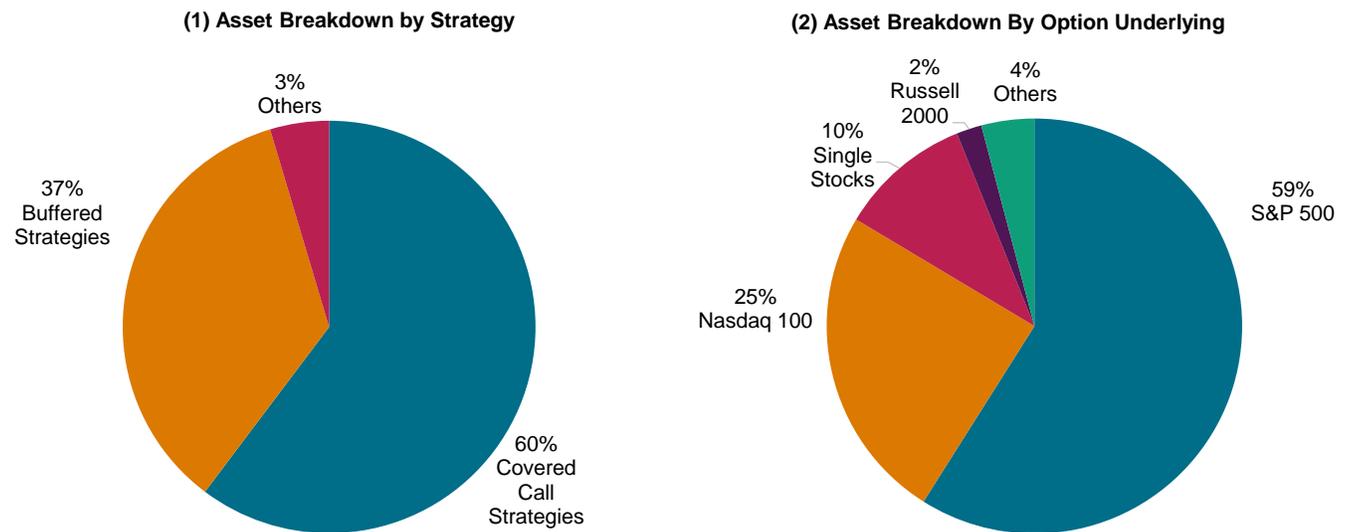
옵션기반 ETF 의 성장

ETF 는 1990 년대 초 처음 등장한 이후, 광범위한 시장 지수에 대한 단순한 유동적 접근 수단을 넘어 다양한 투자 노출과 활용 목적을 포괄하는 상품으로 진화해 왔습니다. 최근에는 파생상품 활용을 확대하는 방향으로 미국 규제가 변경되면서 다양한 옵션기반 ETF 가 본격적으로 출시될 수 있는 길을 열어주었고,¹ 이는 또 다른 진화를 가능하게 했습니다.

시장 참여자들은 오래전부터 옵션시장을 수익 창출, 위험 관리, 전술적 자산배분에 활용해 왔습니다. 옵션기반 ETF 는 이러한 전략을 하나의 상품에 담아 제공하며, 일부 투자자에게는 전통적인 뮤추얼펀드, 구조화 상품 또는 직접 매매와 같은 대안보다 보유하기 쉽고 유동성이 높으며 비용이 저렴한 선택지가 될 수 있습니다. 시장 참여자들의 이러한 종합적 판단은 미국 상장 옵션기반 ETF 의 운용자산(AUM) 성장세에서 확연히 드러나는데, 2019 년 말 50 억 달러 미만이었던 자산 규모는 2025 년 말 2,450 억 달러까지 꾸준히 늘어났습니다(도표 1 참조

도표 2 는 이러한 ETF 자산을 전략 및 옵션 기초자산별로 구분해 보여줍니다. 전략별 기준으로 보면 커버드콜 전략과 완충형 전략이 전체 자산의 97%를 차지합니다. 이들 ETF 의 약 91%가 스스로를 액티브 운용 방식으로 분류하고 있음에도 불구하고,² 상당수는 목표 달성을 위해 지수기반 노출이나 지수연계 파생상품을 활용하고 있습니다.

도표 2: 전략 및 옵션 기초자산별 미국 상장 옵션기반 ETF 현황



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Bloomberg. AUM data as of Dec. 31, 2025. Other options-based strategies include put writing, tail risk hedging (long puts) and structured products replications such as Principle Protected Notes, Reversal Convertibles and Autocallables. Charts are provided for illustrative purposes.

¹ SEC, 등록 투자회사 및 비즈니스 개발 회사의 파생상품 사용에 관한 현대화된 규제 체계 채택, 2020 년 10 월

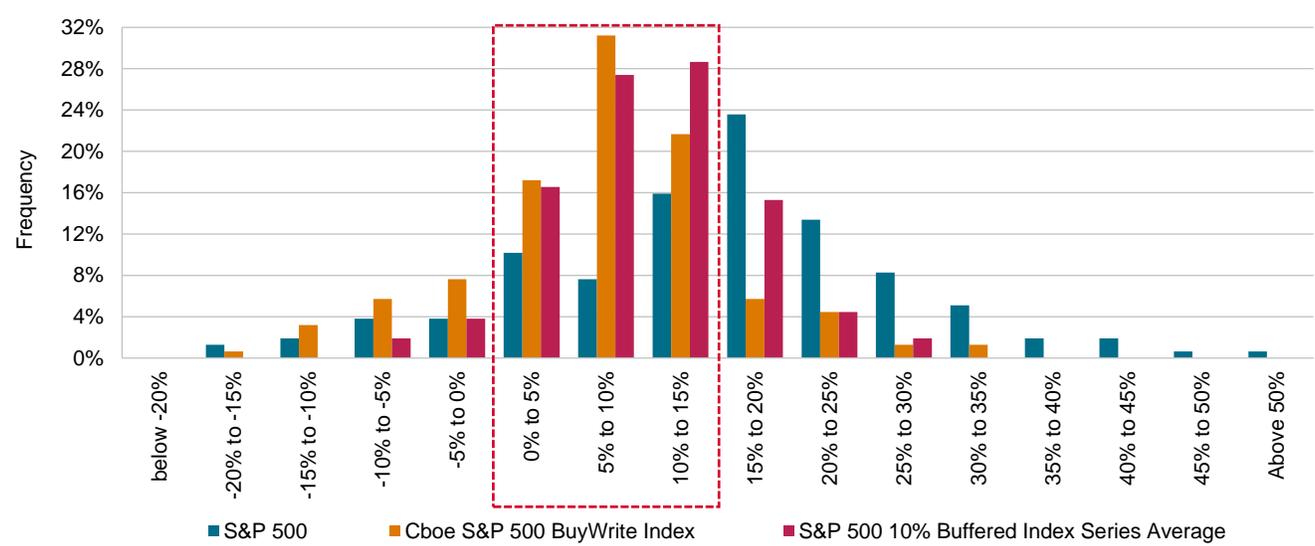
² 일부 ETF 는 전통적인 의미의 액티브 운용과는 상당히 다른 방식으로 운용된다는 점에 유의할 필요가 있습니다. 예를 들어 액티브 펀드로 분류된 펀드라도 S&P 500 지수 연계 파생상품만을 사용하며, 전체 전략을 나타내는 지수와 매우 유사한 성과를 보일 수 있습니다.

지수는 옵션기반 ETF와 관련해 여러 중요한 역할을 수행합니다. 첫째, 전체 ETF 자산의 약 10%는 특정 지수를 추종하는 것을 투자목적으로 하는 펀드에 투자되어 있습니다. 둘째, 스스로를 액티브 운용이라고 밝힌 ETF의 다수는 지수 옵션을 전략의 핵심 구성요소로 활용하고 있습니다(도표 2 참조). 셋째, 액티브 전략과 지수기반 전략 모두 해당 투자 유형에 적합한 벤치마크와의 비교를 통해 그 가치가 보다 엄밀하게 평가될 수 있습니다. 따라서 **옵션기반 ETF는 지수 산업은 물론, 일반적인 옵션기반 전략을 설계, 실행, 평가하기 위해 지수를 활용하는 시장 참여자들에게도 높은 성장 잠재력을 가진 분야입니다.**

옵션기반 전략의 핵심 측면

옵션기반 전략의 근본적인 매력은 투자 수익률을 보다 예측 가능하고 일관되게 만들 수 있는 잠재력에 있습니다. 보유 자산에 대해 콜옵션을 매도하거나 풋옵션을 매수하면 해당 자산의 가격 변동에 대한 노출이 축소되며, 그 결과 수익률이 형성될 수 있는 범위가 효과적으로 좁아집니다. 이 점을 보여주기 위해 도표 3에서는 2011년 12월부터 2025년 12월까지 기간을 대상으로, **S&P 500® 지수**와 대표적인 S&P 500 커버드콜 지수 및 완충형 지수의 1년 롤링 성과를 분석합니다. 이 분석은 S&P 500 지수의 공표 수익률과 옵션기반 지수의 백테스트 데이터를 사용해 수행했습니다. 옵션기반 지수의 연간 성과는 12개월 구간의 3분의 2 이상에서 0%~15% 범위에 분포했습니다. 반면 S&P 500 지수 성과가 이와 유사한 범위에 머문 경우는 3분의 1에 불과했습니다.

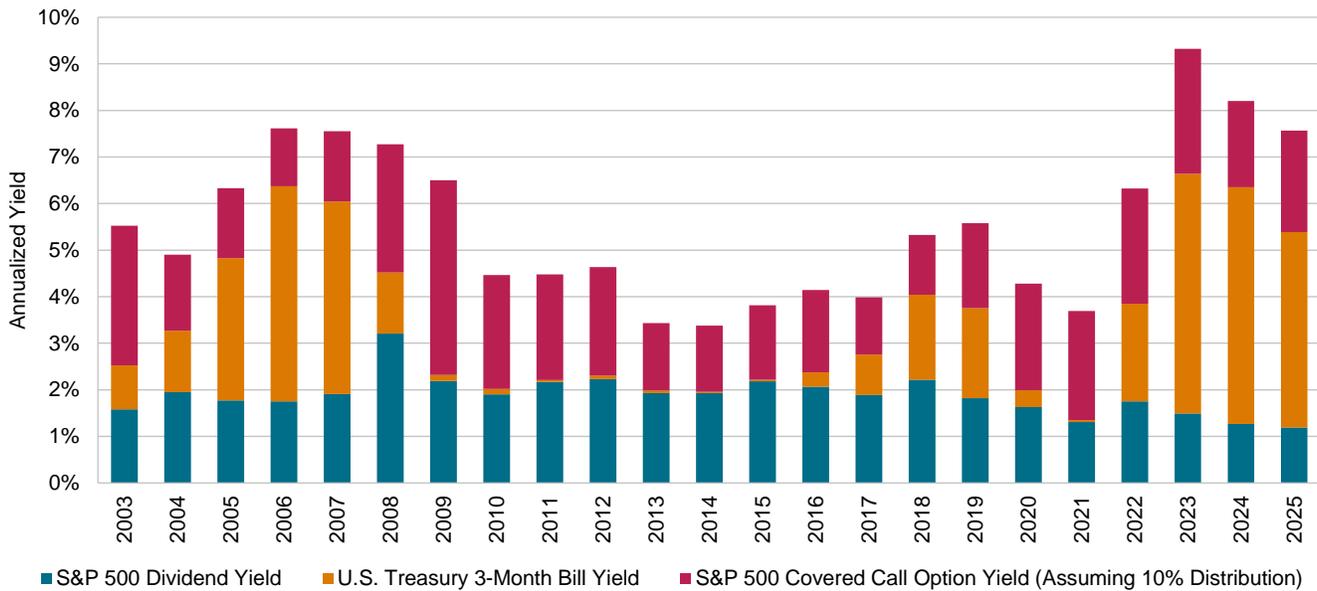
도표 3: S&P 500 지수, 커버드콜 지수, 완충형 지수의 백테스트 연간 성과 분포



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Cboe. Data from Dec. 31, 2011, to Dec. 31, 2025. Index performance based on one-year rolling total returns using month-end data. The analysis includes 1) the S&P 500 10% Buffered Index March, June, September and December Series, which were launched Sept. 6, 2024; and 2) the Cboe S&P 500 BuyWrite Index (BXM), which estimates the theoretical performance of the S&P 500 monthly at-the-money covered call strategy. All data prior to such date is back-tested hypothetical data. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

커버드콜 전략은 채권(또는 머니마켓) 수익률이나 주식 배당과 같은 전통적인 소득원과의 상관관계가 상대적으로 낮은 추가 수익원을 창출할 수 있다는 점에서 잠재적인 이점을 제공할 수 있습니다. 또한 이 전략은 이른바 ‘변동성 프리미엄’을 활용할 수 있는데, 이는 시장 참여자들이 옵션의 이론적 가치보다 높은 가격을 지불하는 경향이 있다는 경험적 사실을 의미합니다.³ 이러한 특성에 힘입어 커버드콜 전략은 역사적으로 시장하락 국면에서도 보다 회복 탄력성이 높은 인컴 다각화 효과를 제공해 온 것으로 나타났습니다. 도표 4는 다음 섹션에서 중점적으로 다룰 커버드콜 지수를 통해 이러한 점을 보여줍니다.

도표 4: 머니마켓 수익률, 주식 배당, 주식 옵션 프리미엄 간 인컴 다각화(백테스트 데이터 기준)



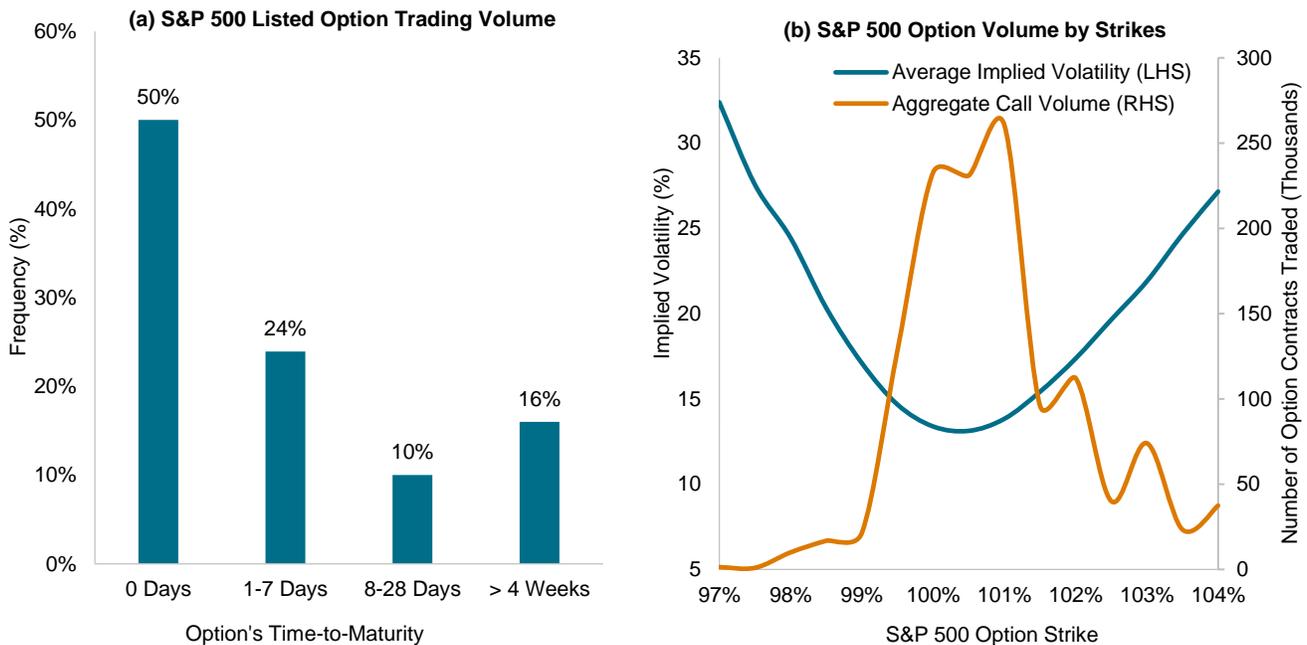
Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Cboe. Data from Jan. 1, 2003, to Dec. 31, 2025. Option yield is estimated from the Cboe S&P 500 BuyWrite Index on each monthly roll date, assuming 10% of the received option premium is distributed and the remainder reinvested. S&P 500 dividend yield is based on 12-month trailing dividends. U.S. Treasury 3-month Bill yield is based on the S&P U.S. Treasury Current 3-Month Bill Index, which was launched on Nov. 5, 2019. All data prior to such date is back-tested hypothetical data. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

모든 투자전략에서 운용 구조는 중요하지만, 옵션 거래에 수반되는 복잡성으로 인해 옵션기반 전략에서는 그 중요성이 더욱 큽니다. S&P 500 지수의 견고한 거래 생태계⁴는 다양한 만기와 행사가격에 걸쳐 옵션을 활용하는 여러 전략을 효과적으로 구현할 수 있는 기반을 제공합니다. 이러한 유연성은 일일 커버드콜 전략부터 1년 만기 완충 전략에 이르기까지 폭넓은 전략 구성을 가능하게 하며, 다양한 투자 기간, 목표 및 선호에 부합하는 선택지를 제공합니다.

³ 다음 섹션에서는 S&P 500 ‘변동성 프리미엄’에 대해 보다 자세히 살펴봅니다.
⁴ S&P 500 거래 가능 파생상품 생태계의 규모와 구성요소에 대해서는 [부록 A](#)를 참고하시기 바랍니다.

도표 5는 고려할 수 있는 몇 가지 주요 요인과 그에 따른 잠재적 영향을 보여줍니다. 도표 5(a)는 만기별 S&P 500 지수 옵션의 거래 비중을 나타냅니다. 만기까지 남은 기간이 하루 미만인 옵션이 가장 활발히 거래되며(따라서 유동성이 가장 높을 가능성이 있음), 다만 노출 기간이 매우 짧아 보다 빈번한 거래가 필요합니다. 도표 5(b)는 S&P 500 1개월물 지수 콜옵션을 행사가격별로 구분해 '내재'변동성과 콜옵션 거래량을 보여줍니다. 현재 지수 수준에 가까운 행사가격의 옵션이 더 자주 거래되지만(유동성이 높을 가능성이 있음), 이러한 옵션을 매도할 경우 확보할 수 있는 '변동성 프리미엄'은 상대적으로 낮을 수 있습니다.

도표 5: 옵션 유동성 및 거래 특성



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Cboe, CME, Bloomberg. S&P 500 options trading volume distribution in chart (a) is calculated based on the options trading at Cboe in January 2024 to December 2025. Chart (b) is based on data from the latest six index rebalancing dates of the Cboe S&P 500 BuyWrite Index, from June 2025 to December 2025. Implied volatility is derived using the Black-Scholes formula based on the options' mid-price. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

도표 5는 옵션시장에서 유사한 명칭의 전략이라 할지라도 실제 구현 방식은 다양할 수 있으며, 그에 따라 성과 역시 상당히 달라질 수 있음을 보여줍니다. 따라서 옵션 전략의 각 구성요소를 면밀히 검토하는 것이 중요합니다. 이어지는 섹션에서는 커버드콜 지수(제 1 부 참조)와 완충형 지수(제 2 부 참조)의 구조, 이론적 가격 산정, 특성, 가상 포트폴리오 적용 사례를 중심으로 심도 있게 살펴볼 것입니다.

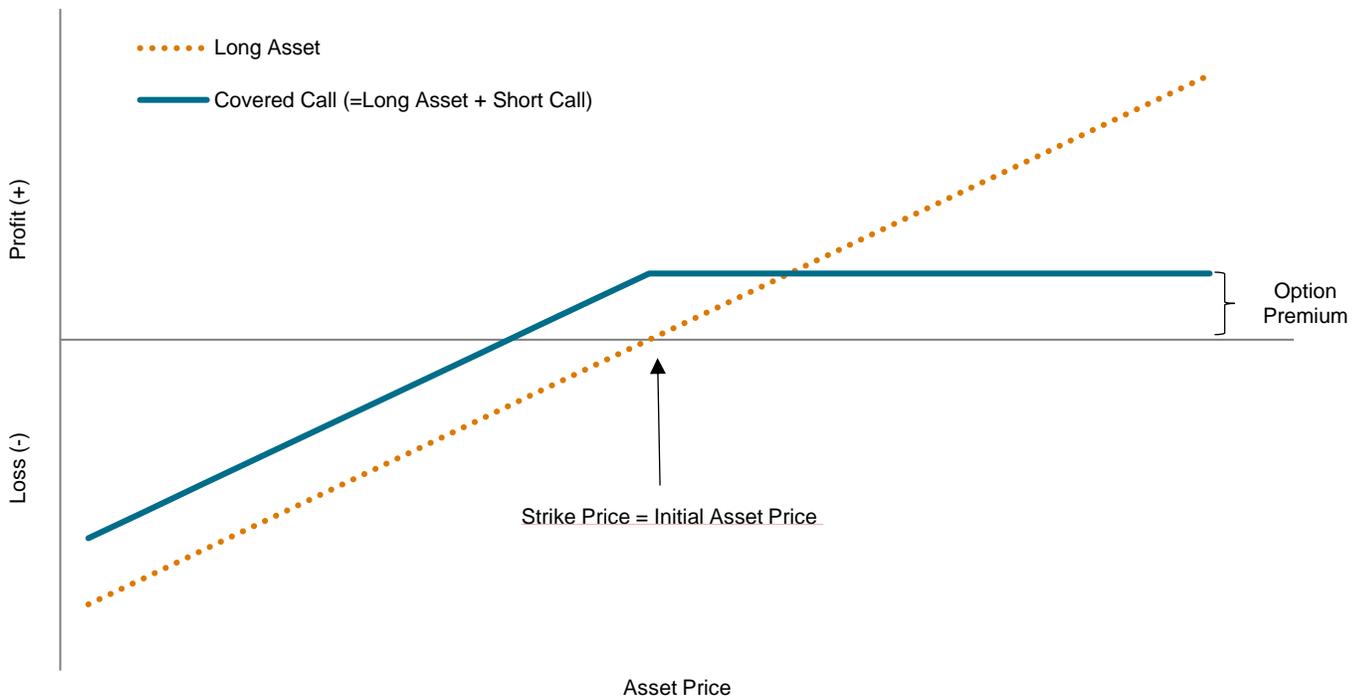
제 1 부: 커버드콜 지수

1-1. 전략 개요

일반적으로 커버드콜 전략은 ‘바이 라이트(buy-write)’ 또는 ‘콜 오버라이팅(call overwriting)’ 전략이라고도 하며, 특정 자산(통상 개별 주식 또는 주식 바스켓)에 투자하는 동시에 동일한 자산(또는 상관관계가 높은 자산)에 연계된 콜옵션을 매도하는 방식으로 구성됩니다. 보통 기존 옵션이 만기되거나 만기 이전에 새로운 옵션을 매도하는 방식으로 포트폴리오가 운용되는데, 이 과정은 재구성 주기, 옵션의 행사가격과 만기 선택, 기초자산의 선택 및 구성에 따라 다양하게 설계될 수 있습니다. 또한 전략에 따라 무엇을, 언제, 얼마나 거래할지 결정하는 추가적인 신호를 반영하기도 합니다.

넓은 의미에서 커버드콜 전략은 이미 보유하고 있는 기초자산의 잠재적인 가격 상승 이익 중 일부를 포기하는 대가로 옵션 프리미엄을 수취합니다. 이러한 전략은 행사가격 이하의 가격하락에 대해서는 여전히 노출되어 있지만, 수취한 옵션 프리미엄이 그 충격을 완화하는 완충 역할을 합니다. 따라서 큰 폭의 이익과 손실 모두가 일정 부분 완화됩니다. 도표 6은 행사가격이 현물가격과 동일한 ATM(등가격) 옵션을 매도하는 커버드콜 전략의 이러한 상충 관계를 개념적으로 보여 주며, 특히 옵션 포지션을 처음 설정한 시점 이후의 수익률 기준으로 해당 옵션 만기 시점의 전략별 '수익 구조'를 나타냅니다.⁵

도표 6: 등가격(ATM) 커버드콜 전략의 만기 시 수익 구조



Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Chart is provided for illustrative purposes.

⁵ 투자 '전략'과 이러한 전략의 이론적 성과를 측정하는 '지수'를 구분해 사용하고 있음을 유의하시기 바랍니다.

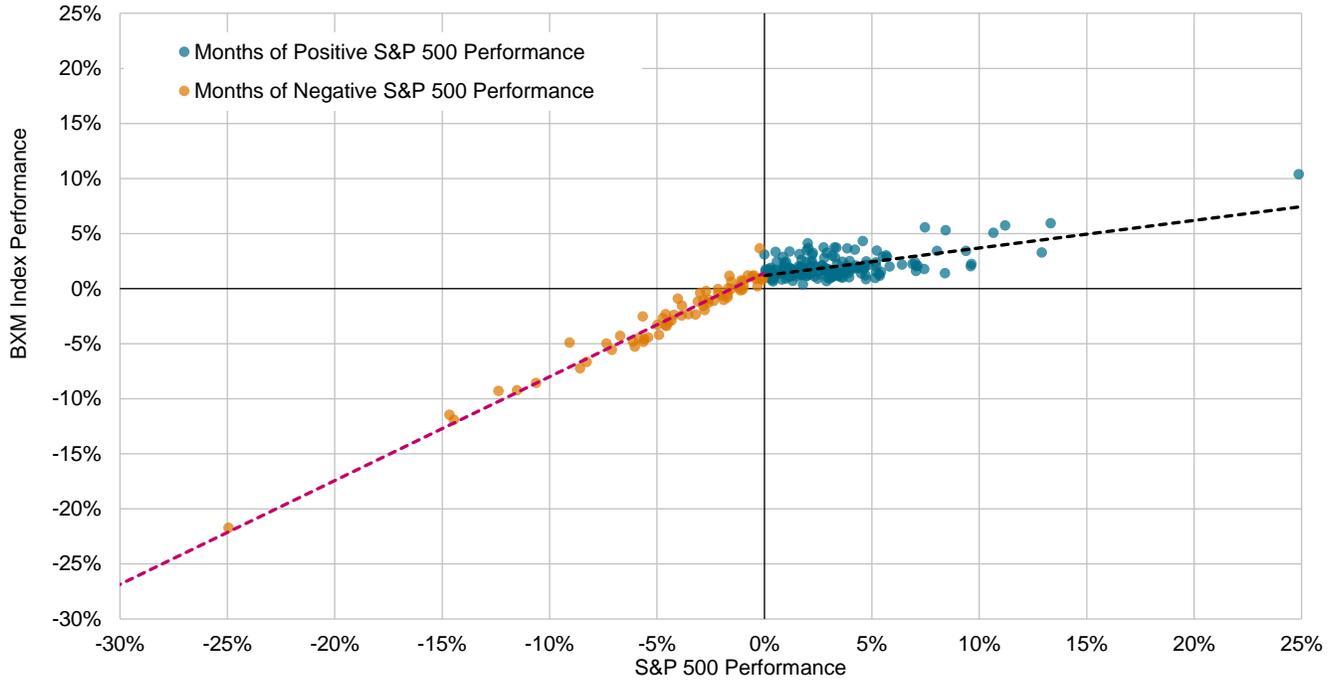
커버드콜 전략의 설계와 운용이 명확한 규칙에 의해 전적으로 결정되고 구성요소에 시장가격이 존재한다면 해당 전략은 지수 형태로 구현될 수 있습니다. 이러한 지수 가운데 가장 잘 알려진 사례로는 **Cboe S&P 500 BuyWrite 지수**가 있습니다. 이 지수는 첫째, S&P 500 지수 구성종목에 대한 명목상의 비례 투자와 둘째, 등가격 1 개월 만기 상장 S&P 500 지수 옵션을 매월 매도하는 가상의 포트폴리오를 반영합니다.⁶ 이하 'BXM' 으로 표기하는 이 지수는 옵션 포지션을 일반적으로 S&P 500 지수와 같은 대표 지수에 설정하고,⁷ 이를 사전에 정해진 주기(예: 매월)로 롤오버하는 전형적인 커버드콜 전략을 보여주는 대표 사례입니다. 또한 이후 제시되는 몇몇 도표에서 주요 사례로 활용됩니다.

도표 6의 가상 사례를 실제 데이터를 통해 살펴보면, 도표 7은 *1개월물 옵션 포지션이 설정된 시점의 장 마감가를 기준으로*, BXM과 S&P 500 지수의 과거 20년간 월간 변동을 비교합니다. S&P 500 지수가 상승한 구간(오른쪽의 파란 점)에서는 BXM의 성과가 주로 가상의 옵션 프리미엄 수취에 기인했습니다. 반대로 S&P 500 지수가 하락한 구간(왼쪽의 금색 점)에서는 BXM 역시 하락했지만, 일반적으로 그 폭은 더 작았습니다. 중요한 점은 두 추세선 모두 양(+)의 y 절편을 보인다는 것으로, 이는 S&P 500 지수가 보합이거나 거의 변동이 없었던 달에도 커버드콜 지수가 역사적으로는 대체로 플러스 성과를 기록하는 경향이 있었음을 시사합니다.

⁶ Cboe S&P 500 BuyWrite 지수(BXM)는 2002년 4월 11일, 시카고옵션거래소(Cboe)가 S&P 다우존스 지수와 협력하여 출시했습니다. 이 지수는 커버드콜 전략을 대표하는 최초의 대중적 지수로, 투자 상품의 벤치마크로 자주 활용됩니다. 또한 1986년까지 소급한 백테스트 데이터를 바탕으로 지난 20여 년 동안 다양한 학계 및 실무 연구에 활용되어 왔습니다.

⁷ 이는 도표 2에 제시된 미국 상장 ETF 사례에서도 확인할 수 있습니다.

도표 7: Cboe S&P 500 BuyWrite 지수와 S&P 500 지수의 월간 성과 비교



y 축을 기준으로 좌우에 분포한 점들이 도표 6 에서처럼 직선 형태로 엄격하게 배열되어 있지 않다는 점에 유의할 필요가 있습니다. 이는 다른 요인들도 작용하지만, 주로 과거 시점별로 S&P 500 monthly ATM 지수 옵션을 매도할 때 확보할 수 있었던 프리미엄 수준이 서로 달랐기 때문이며, 그 밖의 요인들도 일부 영향을 미쳤습니다.⁸

Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Cboe. Data from December 2005 to December 2025. Index performance based on total returns between monthly roll dates. The Cboe S&P 500 BuyWrite Index (BXM) estimates the theoretical performance of the S&P 500 at-the-money monthly covered call strategy. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

1-2. 옵션 프리미엄 수익과 내재변동성의 역학

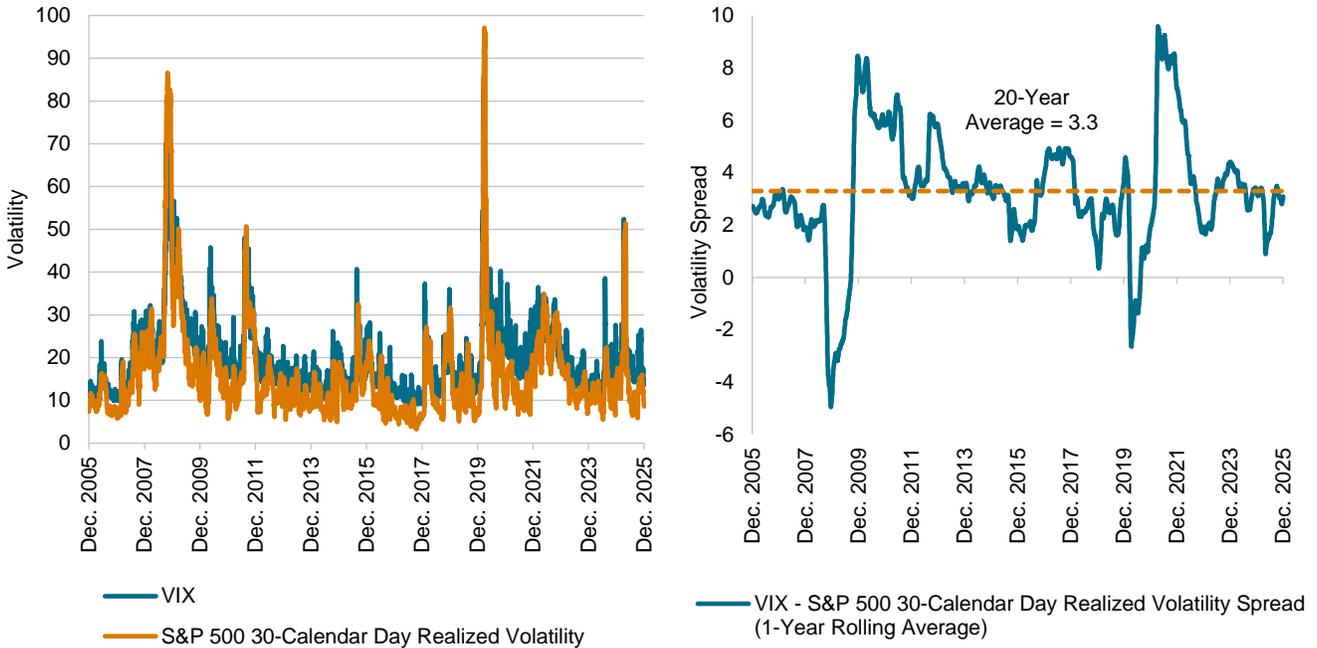
도표 6 과 도표 7 에서 확인할 수 있듯이, 커버드콜 전략은 상승 여력의 일부를 포기하는 대신 하방 위험을 제한하는 구조는 기초자산에 대한 노출을 유지하면서도 위험을 낮추고자 하는 투자자들의 관심을 끌어난 이유 중 하나입니다. 여기에 더해, 이러한 전략은 역사적으로 두 가지 주목할 만한 이점을 제공해 왔습니다. (1) 채권 이자나 주식 배당과 같은 전통적인 소득원과의 상관관계가 상대적으로 낮은 추가 수익 흐름을 제공할 수 있다는 점입니다. (2) 이른바 ‘변동성 프리미엄’을 활용해 효율적 시장에서 기대되는 수준을 상회하는 체계적인 초과수익원을 확보할 수 있다는 점입니다.

옵션 시장에서 변동성 프리미엄의 존재는 학계와 실무 문헌 전반에서, 그리고 다양한 자산군과 역사적 기간에 걸쳐 축적된 방대한 증거로 뒷받침됩니다. 이 용어는 때때로 옵션 가격에 포함된 프리미엄을 설명하는 데 사용되기도 하지만, 실제 관측된 자산 가격 변동성과 비교하여 옵션 가격에서 ‘내재된’(즉, 파생된) 변동성의 프리미엄으로 측정되고 이해되는 경우가 더 많습니다. 이러한 프리미엄에 대한 가장 단순한 설명은 헤지 목적의 옵션 수요가 통상 공급을 상회하여

⁸ 옵션 프리미엄의 변동 구조에 대한 추가적인 설명은 다음 섹션에서 이어집니다. 또한 다른 요인에 따른 차이도 존재하는데, 예를 들어 도표 7 은 재조정 날짜 사이의 일일 종가 기준 지수 수준 변화를 나타내는 반면, BXM 지수에서의 옵션 거래는 개념적으로 거래일 중 더 이른 특정 시간대에 체결된 것으로 가정됩니다. 이에 대한 보다 자세한 내용은 [BXM 지수방법론](#)을 참고하시기 바랍니다.

옵션 가격을 끌어올린다는 점입니다. 원인이 무엇이든, 이 현상은 미국 주식 지수 옵션 시장에서 간단하고 명확하게 확인됩니다. 즉, S&P 500 지수의 실현변동성과, S&P 500 지수 옵션 가격에 내재된 향후 30 일 변동성을 나타내는 지표인 Cboe 변동성 지수(VIX®)를 비교하면 됩니다.⁹ 도표 8 에서 보이듯, VIX 는 지난 20 년 동안 향후 실현변동성을 연간 변동성 포인트 기준으로 평균 3.3 포인트 높게 추정하는 경향을 보였습니다.

도표 8: S&P 500 ‘변동성 프리미엄’의 실증적 근거



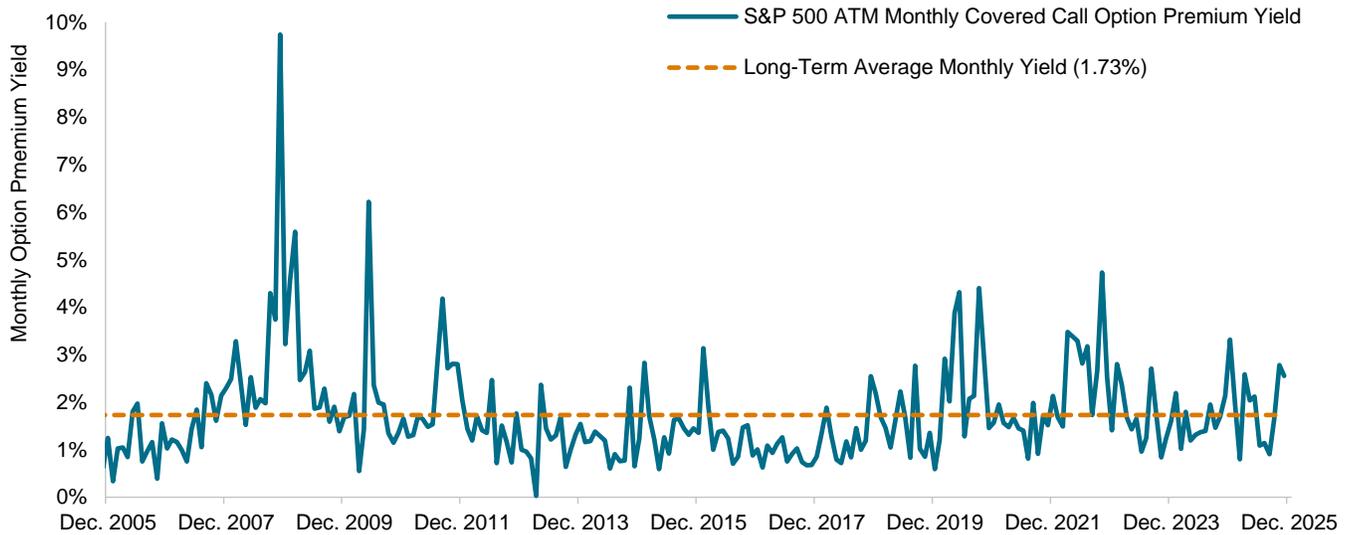
Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Cboe. Data as of Dec. 31, 2025. Volatility Spread is calculated as the CBOE Volatility Index (VIX) minus the subsequent 30-calendar day realized volatility of the S&P 500. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

이와 같은 변동성 프리미엄이 지속된다는 점은, 옵션을 통해 S&P 500 변동성을 체계적으로 ‘매도’하는 전략이 구조적인 시장 비효율을 활용하는 한 방식이 될 수 있으며, 이에 따라 인컴을 창출하는 데 유리한 접근법이 될 수 있음을 시사합니다. 다만 옵션 프리미엄 수익률은 채권이나 배당 수익률과 같은 다른 유형의 수익률과는 중요한 차이가 있으며, 특히 예상되거나 실제로 지급되는 현금 분배와의 관계에서 그 차이가 두드러집니다. 채권 쿠폰과 배당은 일반적으로 전액 지급되지만, **커버드콜 전략에서 발생하는 옵션 프리미엄은 대개 전액 분배되지 않으며, 경우에 따라서는 전액 분배되어서는 안 된다는 주장이 제기되기도 합니다.** 대신 프리미엄의 일정 비율은 통상적으로 해당 전략에 재투자됩니다. 이는 수취한 옵션 프리미엄이 없다면, 표준적인 커버드콜 전략은 상승 여력을 제한하면서도 하방 노출은 그대로 유지하는 구조이기 때문입니다. 따라서 옵션 프리미엄을 전액 분배할 경우, 기초자산의 하락이 드물게 발생하더라도 전략의 가치가 점차 (적어도 결과적으로는) 잠식될 가능성이 높습니다.

⁹ [VIX 방법론](#) 및 [VIX 위기 입문 지침서](#)를 참고하시기 바랍니다.

따라서 추가적인 가정이 수반되지 않는 한, 옵션 프리미엄 수익률은 채권 수익률이나 배당수익률과 직접 비교하기 어렵습니다.¹⁰ 예를 들어, 도표 4 에서 서로 다른 인컴 흐름을 설명할 때 BXM 지수의 옵션 프리미엄 가운데 10%만 분배 가능한 것으로 가정했습니다. 그럼에도 불구하고 적절한 맥락에서 보면, 도표 9 는 커버드콜 전략이 창출할 수 있는 인컴 규모의 잠재적 수준을 보여주는 사례를 제공합니다. 지난 20 년 동안 BXM 과 관련된 월간 총 옵션 프리미엄(롤링 기준)은 월평균 1.73%에 달했으며, 이는 연간 수익률로 환산하면 20.8%에 해당합니다.

도표 9: Cboe S&P 500 BuyWrite 지수의 콜옵션 프리미엄 수익률



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Cboe. Based on the data from January 2006 to December 2025. Option premium yield is estimated from the Cboe S&P 500 BuyWrite Index on each monthly roll date. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

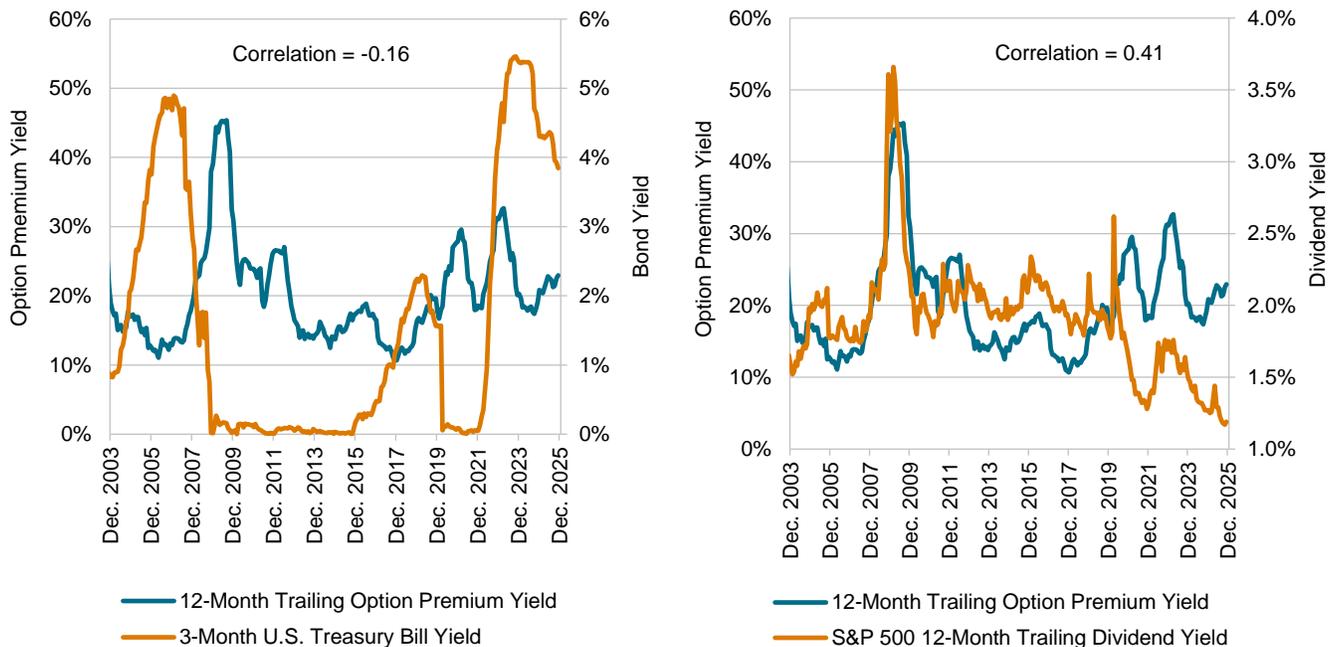
통계적 관점에서 보면 옵션 가격은 금리나 배당률과는 움직이는 방식이 상당히 다릅니다. 하지만 이 세 지표는 모두 거시경제 요인의 영향을 받기 때문에, 잠재적 수익원이라는 관점에서 서로 완전히 독립적이라고 보기는 어렵습니다. 보통 경제 성장과 인플레이션에 대한 기대가 높아지면 금리와 주식시장은 상승하는 반면, 주식시장 하락에 대비한 헤지 수요는 줄어 옵션 프리미엄이 낮아지는 경향이 있습니다. 반대로 경제 성장세가 둔화되거나 꺾이면 금리와 주가가 함께 하락하고 시장 변동성은 확대되면서 옵션 프리미엄이 높아지는 경우가 많습니다. 이러한 흐름의 중요한 결과는, **역사적으로 시장 하락 국면에서 옵션 프리미엄 수취 규모가 확대되는 경향이 있었다는 점입니다. 이는 시장 하락과 이자수익 감소의 영향을 일부 완화하는데 도움이 되어 왔습니다.** 이러한 관계를 고려하면, 커버드콜 전략은 전통적인 채권 및 주식 포트폴리오에 함께 편입할 경우, 주식시장 하락의 영향을 완화하고 포트폴리오가 창출하는 인컴의 안정성을 높일 수 있는 잠재력을 지닙니다.

¹⁰ 커버드콜 전략에서 인컴 분배와 재투자 간의 균형에 대한 보다 자세한 논의는 [부록 B](#) 를 참고하시기 바랍니다.

옵션 프리미엄과 배당수익률의 관계에는 추가로 주목할 만한 미묘한 차이도 존재합니다. 단기적으로는 가격이 오르면 수익률이 낮아지고, 가격이 내리면 수익률이 높아지는 경향이 나타납니다. 따라서, 예를 들어 주식시장이 상승하면 배당금의 절대 수준은 높아질 수 있지만, 밸류에이션이 확대되면서 주가 상승이 배당 증가를 앞서는 경우가 많아 배당수익률은 오히려 하락하는 경우가 흔합니다.

도표 10은 S&P 500 월간 ATM 콜옵션 프리미엄과 3개월 만기 미 국채(T-Bill) 수익률(머니마켓 금리의 대응 지표) 사이에 역사적으로 완만한 음(-)의 상관관계가 나타났음을 보여줍니다. 반면 옵션 프리미엄과 S&P 500 최근 12개월 기준 배당수익률 사이에는 대체로 완만한 양(+)-의 상관관계가 관찰됩니다. 가장 최근의 데이터는 ‘전형적’이라는 말이 ‘항상’을 의미하지는 않는다는 점을 여실히 보여줍니다. 지난 5년간 S&P 500 콜옵션 프리미엄은 배당수익률이 하락하고, 기준 3개월 만기 미 국채 수익률이 거의 제로 수준에서 한때 5%를 상회하는 수준까지 급등하는 가운데에서도 비교적 높은 수준을 유지했습니다. 전체 분석 기간을 기준으로 보면, 콜옵션 프리미엄은 미 국채 수익률과 -0.16의 상관계수를, S&P 500 배당수익률과는 0.41의 상관계수를 기록했습니다.

도표 10: 옵션 프리미엄은 인컴 다각화의 한 축이 될 수 있음

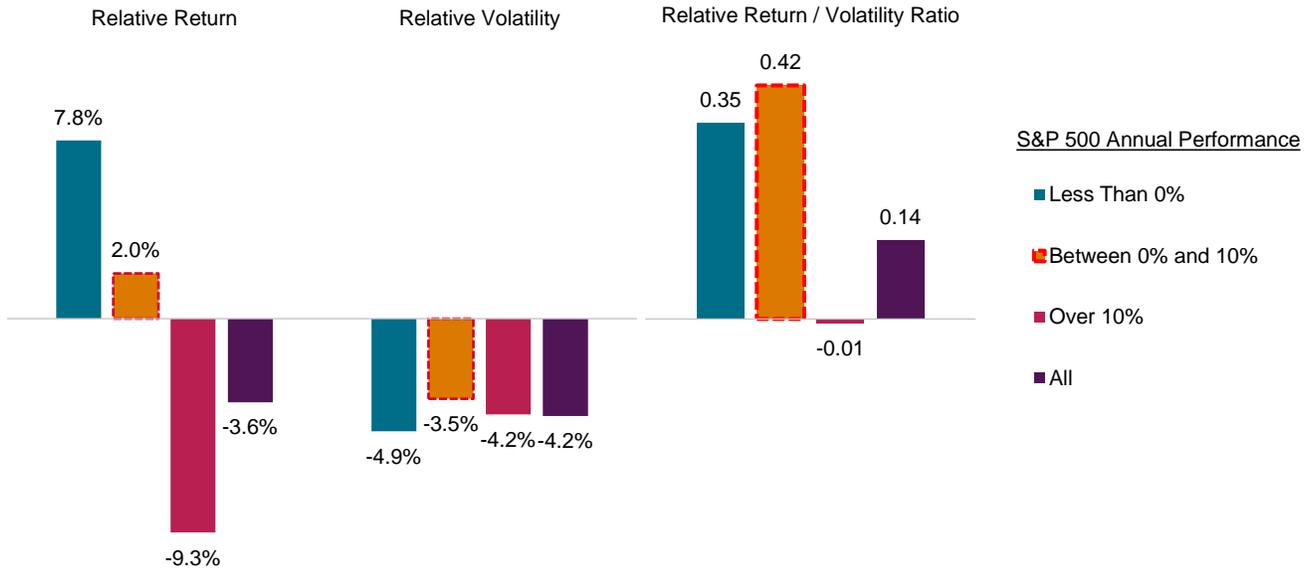


Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Cboe. Data from January 2004 to December 2025. Option premium yield is estimated from the Cboe S&P 500 BuyWrite Index on each monthly roll date. 3-month U.S. Treasury Bill yield is based on the S&P U.S. Treasury Current 3-Month Bill Index, which was launched on Nov. 5, 2019. All data prior to such date is back-tested hypothetical data. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

1-3. 과거 성과

역사적으로 커버드콜 전략은 기초자산 시장이 보합이거나 완만한 상승세를 보이는 국면에서 절대성과와 상대성과 측면 모두에서 대체로 양호한 성과를 나타냈습니다. 또한 시장이 하락할 때에는 상대성과(절대성과는 아님) 측면에서, 강한 강세장에서는 절대성과(상대성과는 아님) 측면에서 각각 비교적 양호한 성과를 보이는 경향이 있었습니다. 예를 들어 2000년 이후 S&P 500 지수가 연간 0%에서 10% 사이로 상승한 해에는 BXM이 S&P 500 지수를 평균 2.0%포인트 아웃퍼폼했고, 연율 기준 변동성은 평균 3.5%포인트 더 낮았습니다. S&P 500 지수가 하락한 해에는 BXM이 평균 7.8%포인트 아웃퍼폼했고, 변동성은 평균 4.9%포인트 낮았습니다. 반면 S&P 500 지수가 10%를 초과해 상승한 해에는 BXM이 평균 9.3%포인트 언더퍼폼했으나(도표 11 참조), 변동성은 4.2%포인트 더 낮은 수준을 기록했습니다.

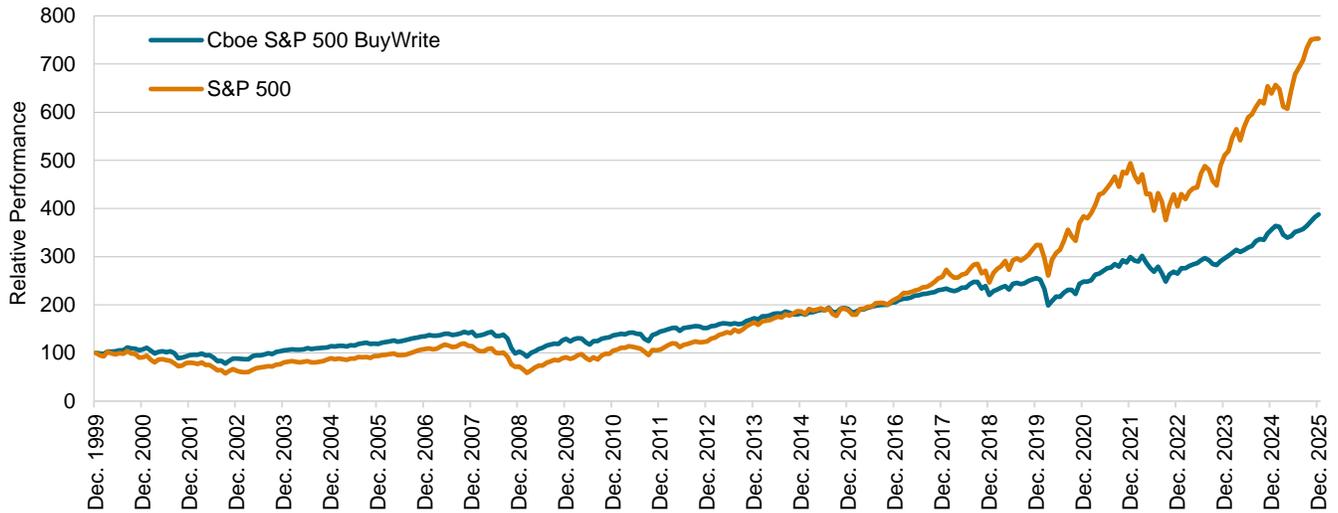
도표 11: 시장 환경별 Cboe S&P 500 BuyWrite 지수의 상대성과



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Cboe. Data from 2000 to 2025. The Cboe S&P 500 BuyWrite Index (BXM) estimates the theoretical performance of the S&P 500 monthly at-the-money covered call strategy. Relative performance compared to the S&P 500. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

도표 11은 강한 강세장에서는 커버드콜 전략이 언더퍼폼할 수 있음을 보여줍니다. 실제로 이 전략은 개념적으로 상승 참여 기회를 ‘매도’하는 점에서 어느 정도 예상 가능한 결과입니다. 도표 12는 지난 25년간 BXM과 S&P 500 지수의 역사적 성과를 비교해 보다 장기적인 관점을 제시합니다. 이 기간 동안 S&P 500 지수는 7배 이상 상승했으며, 예상할 수 있듯이 BXM의 상승 폭은 그보다 작았습니다. 하지만 BXM의 완화된 변동성 덕분에 위험조정 성과 비교는 더욱 균형 잡힌 모습을 보였다. 전체 기간은 물론 일부 후행 구간에서도 두 지수의 위험조정 성과는 유사한 수준을 나타냈습니다. 이는 커버드콜 전략의 또 다른 중요한 특징을 부각합니다. 즉, 기초자산과 비교했을 때 경쟁력 있는 위험/수익 특성을 형성할 잠재력이 있다는 점입니다.

도표 12: Cboe S&P 500 BuyWrite 지수의 상대성과



Period	Annualized Performance (%)			Annualized Volatility (%)			Performance / Volatility		
	S&P 500	BXM	BXM vs. S&P 500	S&P 500	BXM	BXM vs. S&P 500	S&P 500	BXM	BXM vs. S&P 500
1-Year	17.9	8.9	-9.0	10.9	7.4	-3.5	1.63	1.20	-0.43
3-Year	23.0	13.5	-9.5	11.8	6.3	-5.5	1.95	2.13	0.19
5-Year	14.4	9.3	-5.1	15.1	9.0	-6.1	0.95	1.04	0.09
10-Year	14.8	7.3	-7.5	15.1	10.6	-4.5	0.98	0.69	-0.29
Since 2000	8.1	5.3	-2.7	15.3	11.1	-4.2	0.53	0.48	-0.05

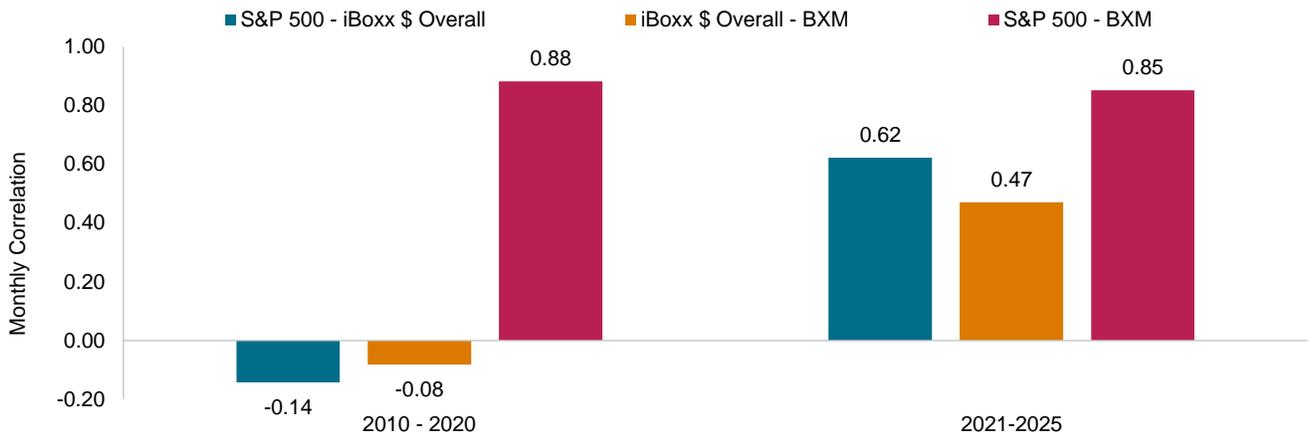
Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Cboe. Data from January 2000 to December 2025. Based on monthly total returns in USD. The Cboe S&P 500 BuyWrite Index (BXM) estimates the theoretical performance of the S&P 500 monthly at-the-money covered call strategy. Relative performance compared to the S&P 500. Past performance is no guarantee of future results. Chart and table are provided for illustrative purposes.

1-4. 가상 포트폴리오 적용 사례

커버드콜 전략은 전통적인 주식 및 채권 포트폴리오와 함께 운용할 경우 분산효과를 제공할 수 있으며, 특히 두 자산군이 동시에 하락하는 국면에서 그 효과가 두드러질 수 있습니다. 최근 몇 년 동안은 주식과 채권의 상관관계가 높아지면서 양(+)의 상관관계가 빈번해졌고, 이에 따라 두 자산이 동시에 하락할 가능성에 대한 우려가 커졌습니다. 그 결과, 두 자산을 결합했을 때 기대되던 분산효과도 약화되는 모습을 보였습니다.

최근 상관관계 구조의 변화와 커버드콜 전략의 분산 잠재력은 도표 13에서 확인할 수 있습니다. 도표 13은 S&P 500 지수, BXM, 미 달러화 투자적격 채권을 대상으로 한 시가총액 가중 벤치마크인 **iBoxx \$ Overall 지수**를 기준으로 이러한 변화를 보여줍니다. 이전 10년간에는 주식 지수와 채권 지수 간 평균 상관관계가 음(-)의 수준이었지만, 최근 5년 동안 S&P 500 지수와 iBoxx \$ Overall 지수 간 평균 상관관계는 0.62로 뚜렷한 양(+)의 값을 기록했습니다. 반면, 같은 기간 BXM과 iBoxx \$ Overall 지수 간 상관관계는 0.47로 상대적으로 낮은 수준에 머물렀습니다.

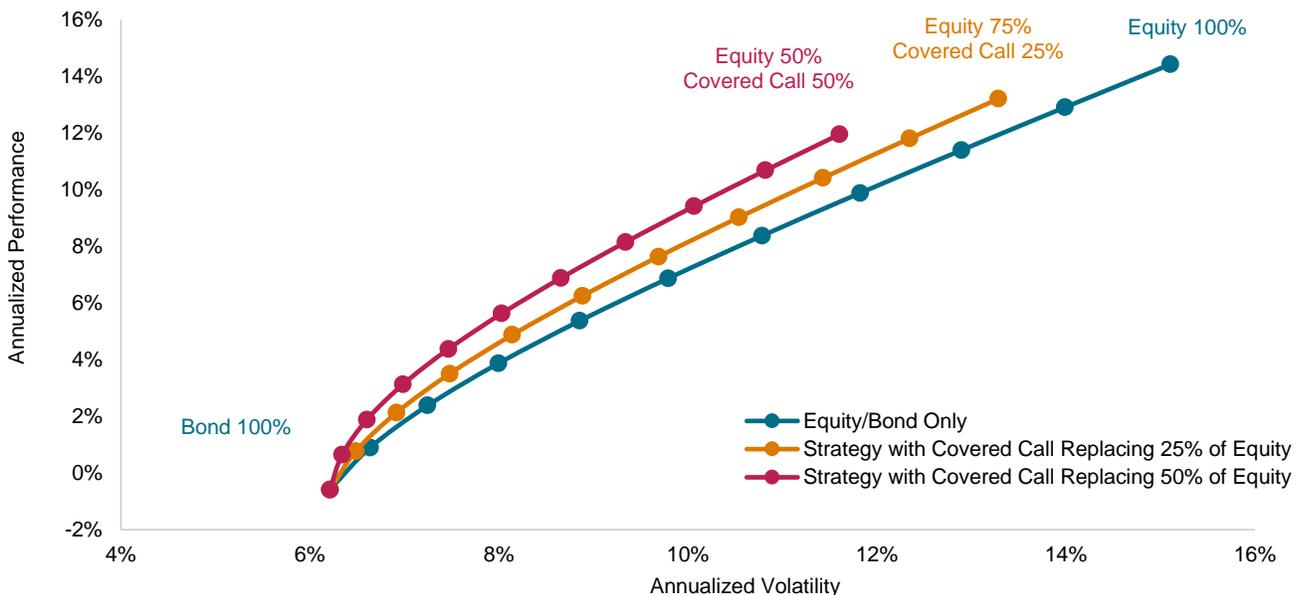
도표 13: Cboe S&P 500 BuyWrite 지수의 자산군 간 상관관계



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Cboe. Data from January 2010 to December 2025. Based on monthly total returns in USD. The Cboe S&P 500 BuyWrite Index (BXM) estimates the theoretical performance of the S&P 500 monthly at-the-money covered call strategy. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

도표 13은 수익률이 충분하다는 전제하에 커버드콜 전략이 전통적인 주식/채권 포트폴리오의 위험/수익 특성을 한층 보완할 수 있음을 시사합니다. 도표 14는 최근 5년간 S&P 500 지수와 iBoxx \$ Overall 지수를 다양한 비율로 조합한 가상의 주식/채권 포트폴리오를 통해 이를 확인합니다. 분석에 따르면, 채권과 주식의 배분 비율과 관계없이 주식 비중의 일부를 BXM을 추종하는 전략으로 대체했을 경우 위험조정 성과가 개선될 수 있었던 것으로 나타났습니다.

도표 14: 커버드콜 전략을 포함한 가상 주식/채권 포트폴리오



본 분석은 가상의 포트폴리오를 기준으로 제시되었습니다..

Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Cboe. Data from January 2021 to December 2025. Based on monthly total returns in USD. Each dot represents a portfolio with a proportion of bonds increasing (or decreasing) in 10% intervals. The performance of bond, equity and covered call is represented by the iBoxx \$ Overall, S&P 500 and Cboe S&P 500 BuyWrite Index, respectively. The Cboe S&P 500 BuyWrite Index estimates the theoretical performance of the S&P 500 monthly at-the-money covered call strategy. The portfolio is rebalanced to the given asset mix at the end of each month. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

1-5. S&P 500 커버드콜 전략의 변형

커버드콜 전략에서 가장 일반적인 변형 요소는 기초자산의 선택이며, 이 가운데 S&P 500 지수가 가장 널리 활용되고 있습니다. 도표 2에서 보듯이, 대표적인 미국 주가지수들이 주요 기초자산으로 사용되고 있으며, 최근에는 개별 종목이나 다른 자산군으로 기초자산의 범위를 확대하는 움직임도 늘고 있습니다. 옵션의 기초자산이 동일하더라도 전략의 실행 방식이 매우 다양할 수 있습니다. **여기에서는 옵션의 만기, 행사가격, 상관관계가 있는 서로 다른 자산을 기초 포트폴리오로 활용하는 방식 등 대표적인 변형 사례를 살펴보겠습니다.** 본 분석에서는 현존 펀드에서 가장 보편적으로 사용되며 상장 옵션을 활용한 다양한 전략 구성이 가능한 S&P 500 지수를 옵션의 기초자산으로 유지합니다.

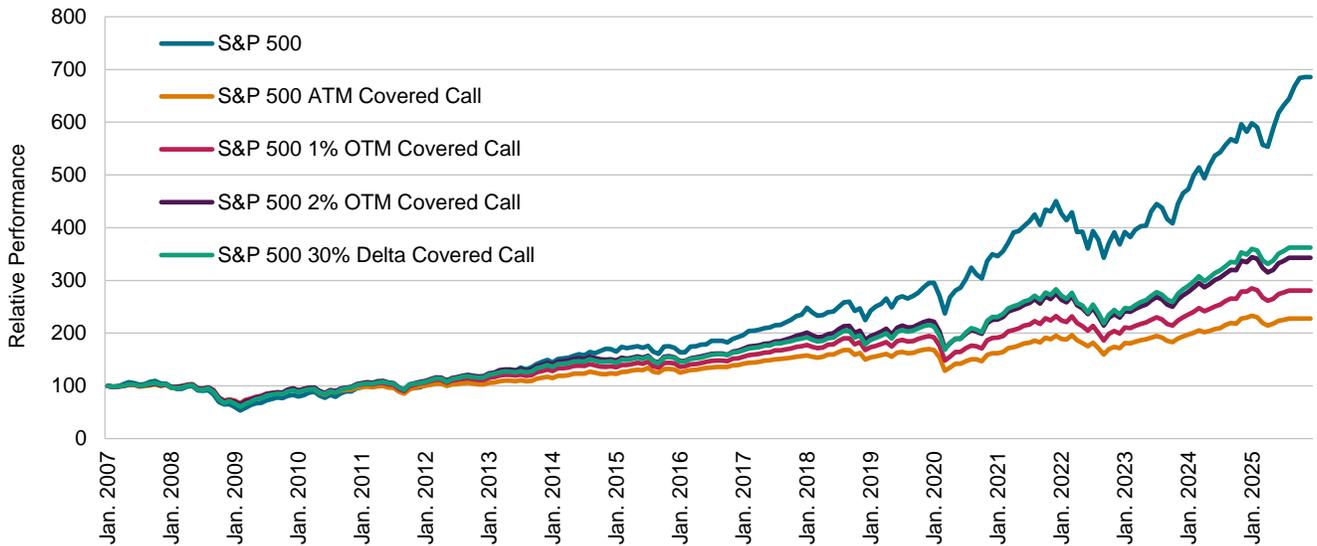
(1) 옵션 행사가격

커버드콜 전략에서 가장 흔한 변형 가운데 하나는 서로 다른 행사가격의 콜옵션을 활용하는 것입니다. 외가격(OTM) 옵션을 사용하면 옵션 프리미엄 수취 규모와 변동성 완화 효과는 줄어드는 대신, 시장 상승에 대한 참여 폭은 더 커집니다.¹¹ 대안적인 행사가격은 보통 ATM(등가격) 대비 일정 비율만큼 떨어진 수준(예: 2% OTM)으로 설정되거나, 기초자산 가격 변화에 대한 초기 민감도를 나타내는 ‘델타’를 기준으로 선택됩니다.

OTM 커버드콜은 기초자산의 성과가 양호할 경우 ATM 커버드콜보다 더 나은 성과를 거둘 수 있습니다. 도표 15는 S&P 500 지수의 사례를 통해 이를 보여줍니다. 2007년 이후의 백테스트 데이터를 기준으로 보면, OTM 커버드콜 전략은 절대성과 위험조정 성과 모두에서 ATM 커버드콜 전략을 아웃퍼폼했습니다.

¹¹ 현재 자산 가격보다 낮은 행사가격을 가진 내가격 옵션(ITM)을 사용하는 것도 충분히 가능합니다. 다만, 그 외에는 일반적인 콜 옵션 매도(call overwriting) 프로그램과 유사하면서도 내가격 옵션을 체계적으로 매도하는 전략은 현재로서는 여전히 비교적 드문 편입니다.

도표 15: 행사가격에 따른 S&P 500 월간 커버드콜 전략의 상대적 백테스트 성과

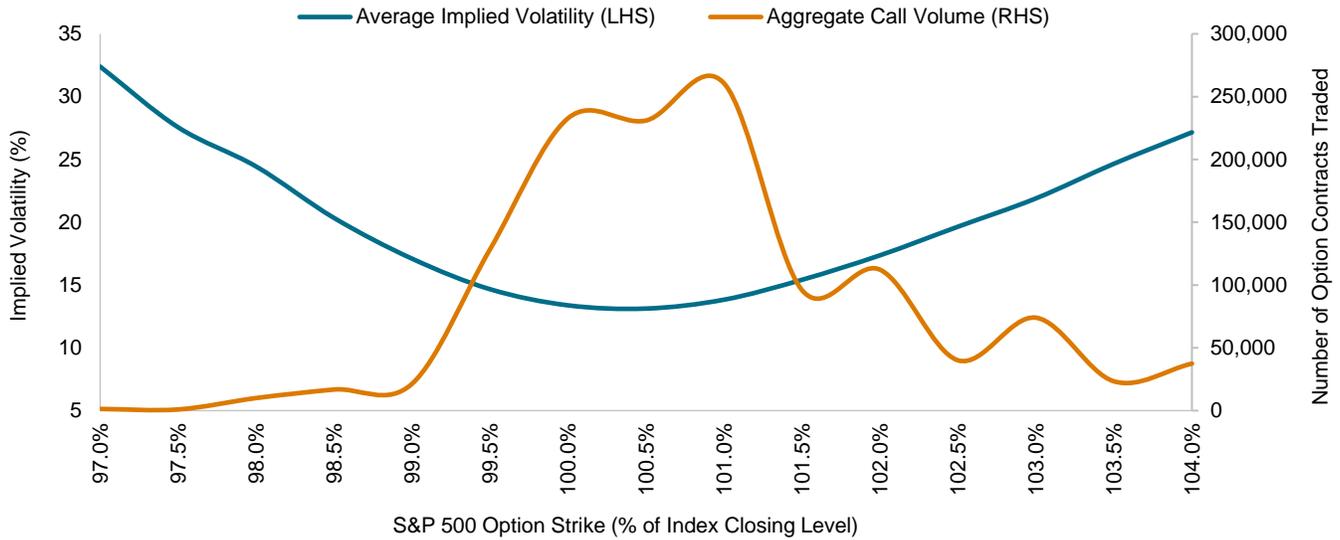


Category	S&P 500 (TR)	S&P 500 ATM Covered Call	S&P 500 1% OTM Covered Call	S&P 500 2% OTM Covered Call	S&P 500 30% Delta Covered Call
Annualized Performance (%)	10.7	4.4	5.6	6.7	7.0
Annualized Volatility (%)	15.6	11.6	12.4	13.1	13.4
Performance / Volatility	0.69	0.38	0.45	0.51	0.53

Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data from January 2007 to December 2025. Based on monthly total returns in USD. An analysis based on a hypothetical combination of a long position in the S&P 500 Total Return Index and a short position in standard S&P 500 monthly call options, with the short call positions being initiated on the third Friday of each month (day t) and held to maturity. The next-month contract is selected based on the S&P 500 closing level on day t-1 as the reference. Past performance is no guarantee of future results. Chart and table are provided for illustrative purposes and reflect hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

커버드콜 전략을 효과적으로 실행하기 위해서는 옵션의 유동성 또한 중요한 요소입니다. 앞선 섹션에서 인용한 도표 16은 도표 16은 2025년 7월부터 12월까지 BXM 지수 재조정 기간 동안 행사가격별 S&P 500 콜옵션 거래량과 내재변동성을 보여줍니다. 콜옵션 거래량은 ATM 행사가격 부근에서 가장 높았으며, 1% OTM를 넘어가면서 빠르게 감소했습니다. 시장 환경에 따라 충분한 유동성이 확보되는 행사가격 범위는 달라질 수 있으나, 일반적으로 행사가격이 현재 지수 수준에서 멀어질수록 유동성은 감소합니다. 따라서 커버드콜 전략에서는 통상 ATM 또는 약간 OTM 수준의 옵션을 활용합니다.

도표 16: 행사가격별 S&P 500 콜옵션 거래량 및 내재변동성



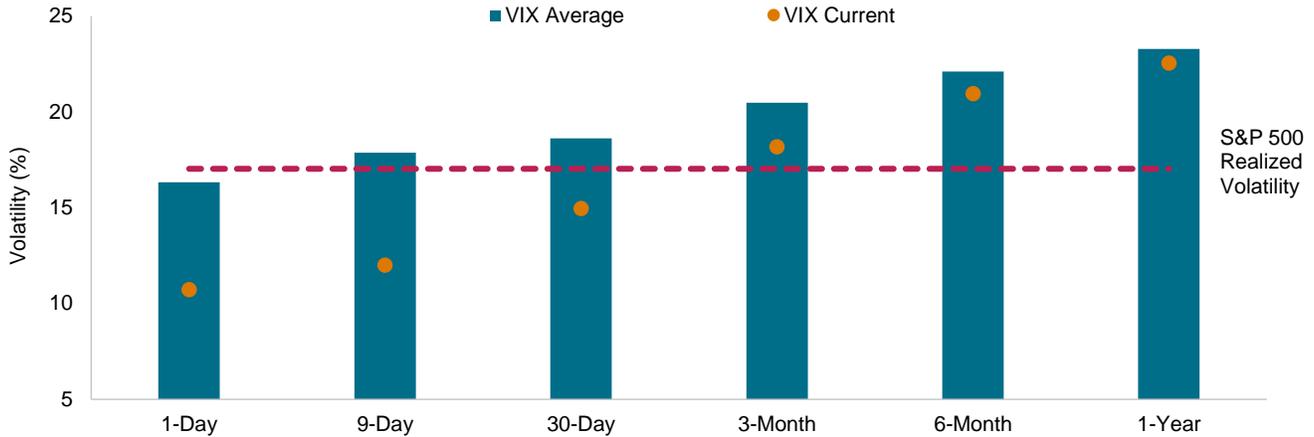
Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Bloomberg. Based on the data from the latest six index rebalancing dates of the Cboe S&P 500 BuyWrite Index, from June 2025 to December 2025. Implied volatility is derived using the Black-Scholes formula based on the options' mid-price. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

(2) 옵션 만기

커버드콜 전략에서 또 하나의 일반적인 변형은 서로 다른 만기의 옵션을 활용하는 것입니다. 이는 일부 측면에서 투자자의 선호에 따른 선택일 수 있습니다. 커버드콜 전략은 일정한 수익 구조를 설계하고, 특정 주기에 맞춰 인컴을 창출하도록 구성되기 때문입니다. **어떤 투자자는 1개월의 투자 기간을 선호할 수 있고, 다른 투자자는 더 짧거나 더 긴 만기를 선택할 수도 있습니다.** 다만 이러한 결정에는 시장 요인과 역학 관계도 영향을 미칩니다. 단기물과 장기물 옵션의 가격 구조 차이, 그리고 재조정 주기가 달라질 때 예상되는 거래비용 등이 주요 고려 요소로 작용합니다.

첫째, 앞서 언급했듯이 옵션 가격의 '고평가' 정도 즉, 변동성 프리미엄의 크기는 일반적으로 만기가 길어질수록 확대되는 경향이 있습니다. 도표 17은 30일 기준 VIX를 하루, 9일, 3개월, 6개월, 1년 만기로 각각 환산한 지표들 비교함으로써 이를 잘 보여줍니다. 2022년 5월 이후 이들 내재변동성 지표의 평균은 1일 기준 약 16%에서 1년 기준 약 23%까지 분포했습니다. 이들 지표는 모두 **동일한** 지수(S&P 500 지수)에 대한 연율화된 내재변동성을 나타내므로, **장기물 옵션이 단기물 옵션보다 더 높은 내재 변동성 프리미엄을 내포하고 있었음을** 시사합니다.

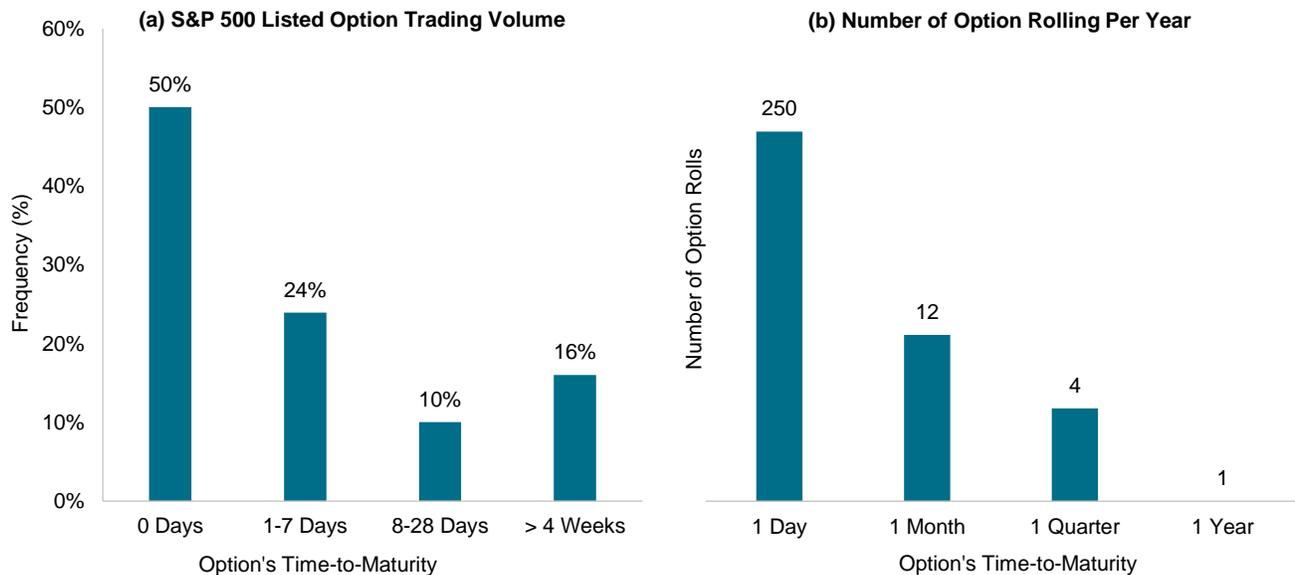
도표 17: 다양한 시계별 변동성 프리미엄



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Cboe. VIX current levels as of Dec. 31, 2025. VIX averages and S&P 500 realized volatility are calculated based on data between May 13, 2022 (the first value date of the Cboe 1-Day Volatility Index) and Dec. 31, 2025. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

둘째, 실행 측면에서 보면 거래 회전율과 거래비용은 시장참여자에게 중요한 변수입니다. S&P 500 상장 옵션 거래는 주로 단기물에 집중되는 경향이 있으며, 이는 계약당 거래비용이 단기물에서 상대적으로 낮을 가능성이 있음을 시사합니다(도표 18-a 참조). 그럼에도 불구하고 단기물 옵션을 활용하려면 도표 18-b 에서 보듯이 옵션 포지션을 더 자주 롤오버해야 하며(도표 18-b 참조), 높은 거래량은 시간이 지남에 따라 전략 운용의 전체 비용을 증가시킬 수 있습니다. 이러한 점을 감안해 커버드콜 전략에서는 변동성 프리미엄, 거래비용, 회전율 간 균형을 맞추기 위해서 만기가 1 개월 이하인 S&P 500 옵션을 주로 활용합니다.

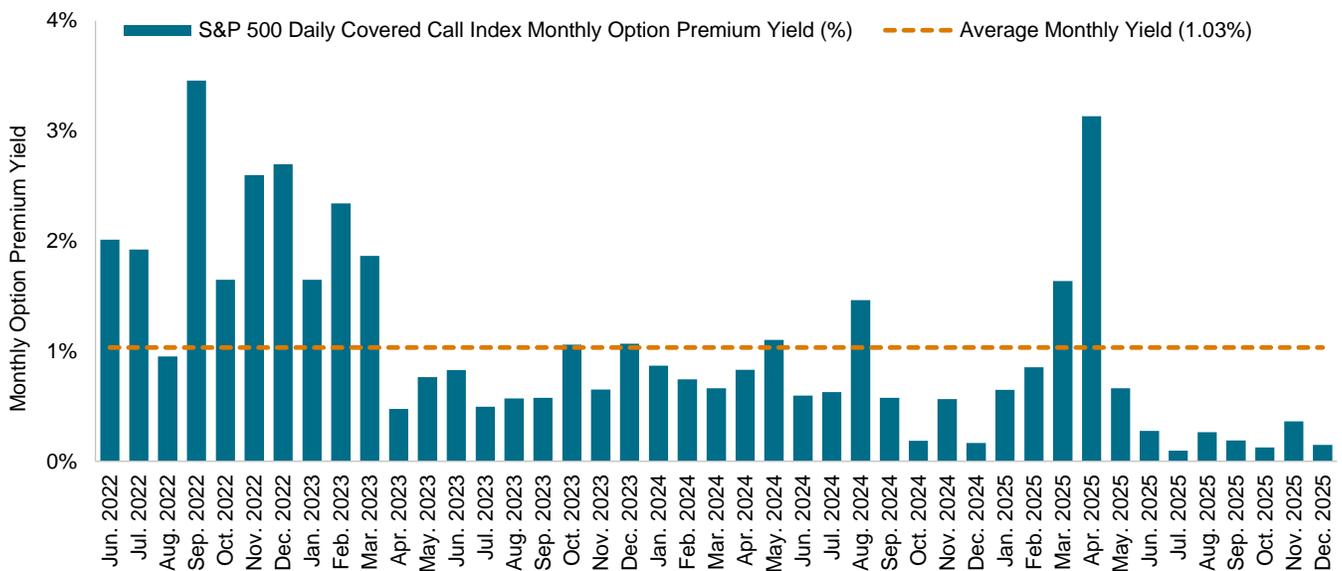
도표 18: 커버드콜 전략에서의 옵션 유동성 및 거래 고려 사항



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Cboe, CME. Data from Jan. 1, 2024, to Dec. 31, 2025. S&P 500 options trading volume distribution is calculated based on the options trading at Cboe. Past performance is no guarantee of future results. Charts are provided for illustrative purposes.

서로 다른 옵션 만기와 행사가격을 활용하는 지수의 한 사례로, **S&P 500 Daily Covered Call** 지수는 S&P 500 지수에 대한 가상의 투자에 더해, VIX 수준을 기준으로 OTM 행사가격을 탄력적으로 선택한 1 일물 S&P 500 콜옵션을 매일 매도하는 전략의 성과를 측정합니다.¹² 월 단위가 아닌 일 단위로 옵션을 매도함으로써 프리미엄 수취 기회를 늘릴 수 있지만, 사용되는 콜옵션의 행사가격이 통상적으로 1%~2% 외가격으로 설정된다는 점이 이를 일부 상쇄하며 균형을 맞춥니다.¹³ 도표 19는 2022년 6월부터 2025년 12월까지 S&P 500 Daily Covered Call 지수가 연평균 12.4%의 가상 옵션 프리미엄을 수취했음을 보여주며, 이 기간 평균 행사가격은 S&P 500 지수 수준 대비 1.2% 높게 설정되었습니다.

도표 19: S&P 500 Daily Covered Call 지수의 가상 옵션 프리미엄 수취 현황



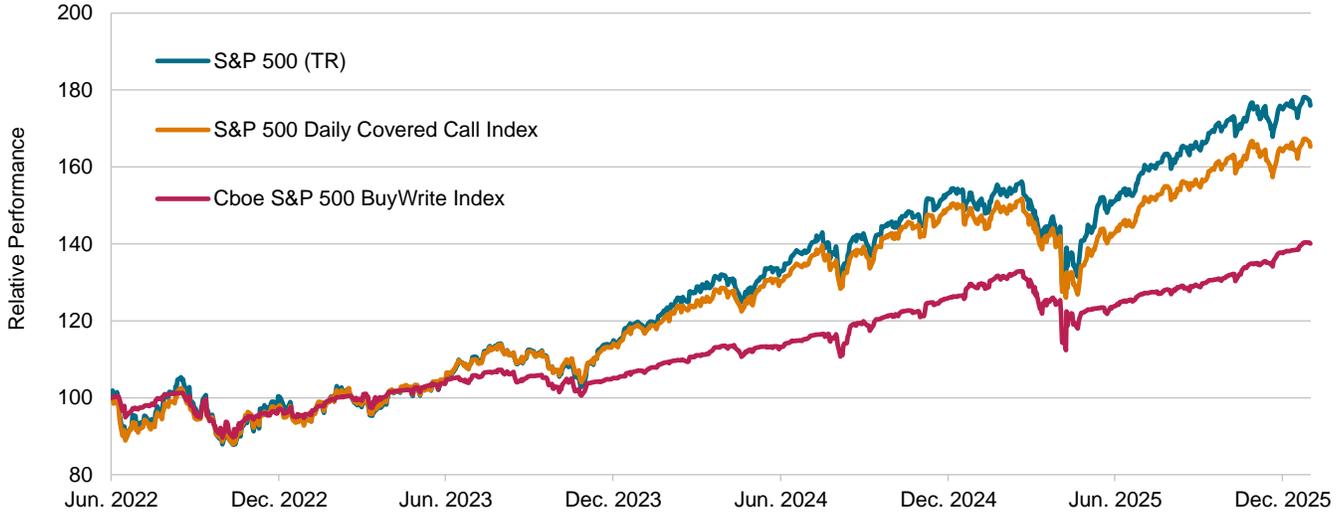
Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data from June 1, 2022, to Dec. 31, 2025. Monthly option premium yield is calculated as the sum of option premium received over the month divided by the initial index level. The S&P 500 Daily Covered Call Index was launched Oct. 5, 2023. All data prior to such date is back-tested hypothetical data. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

단기물 옵션을 활용하는 전략의 또 다른 장점은 기초자산의 가격 움직임에 맞춰 행사가격을 보다 자주 재조정할 수 있다는 점입니다. 이 접근법은 월 단위로 옵션을 매도하는 방식에 비해 타이밍 리스크를 완화하고 시장 상승기에 더 큰 상승 참여 기회를 제공할 수 있습니다. 이처럼 보다 빈번한 재조정과 OTM 옵션 활용을 결합한 결과, S&P 500 Daily Covered Call 지수는 역사적으로 S&P 500 지수와 유사한 성과 흐름을 보여주었습니다(도표 20 참조).

¹² 대체로 콜옵션의 행사가격은 당시의 VIX 수준에 따라 선형적으로 상승합니다. VIX가 중간값인 15 부근일 경우, 옵션의 행사가격은 약 1% 외가격이 됩니다. VIX가 30일 경우에는 약 2% 외가격이 됩니다. 자세한 내용은 [지수방법론](#)을 참고하시기 바랍니다.

¹³ 상대적인 프리미엄 확보 수준을 보여주는 예시로, 옵션이 블랙-숄즈 모형에 따라 가격이 결정되고 변동성이 일정하다고 가정할 경우, 1년 동안 252회의 일일 등가격 옵션을 매도하면, 12회의 월간 등가격 옵션을 매도하여 얻는 옵션 프리미엄의 약 4.6배를 창출하게 됩니다.

도표 20: S&P 500 Daily Covered Call 지수의 과거 백테스트 성과



Metric	S&P 500 (TR)	S&P 500 Daily Covered Call Index	Cboe S&P 500 BuyWrite Index
Annualized Performance (%)	17.1	15.0	9.8
Annualized Volatility (%)	16.9	15.1	11.1
Performance / Volatility	1.01	0.99	0.89

Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Cboe. Daily data between June 1, 2022 (the first value date of the S&P 500 Daily Covered Call Index), and Dec. 31, 2025. The Cboe S&P 500 BuyWrite Index estimates the theoretical performance of the S&P 500 monthly at-the-money covered call strategy. The S&P 500 Daily Covered Call Index was launched Oct. 5, 2023. All data prior to such date is back-tested hypothetical data. Past performance is no guarantee of future results. Chart and table are provided for illustrative purposes and reflect hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

(3) 주식 매수 포지션 노출

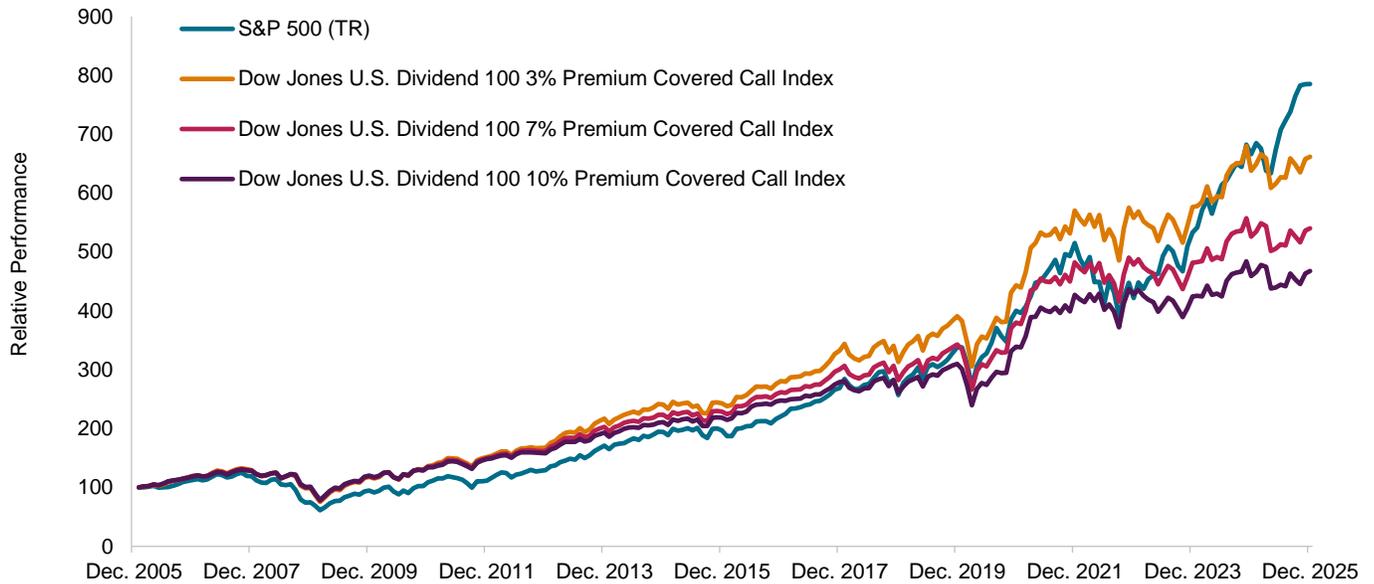
또한 기초 주식 노출은 특정 투자 목적에 맞게 조정할 수 있습니다. 예를 들어, 인컴 창출을 우선시하기 위해 고배당주 중심의 포트폴리오를 보유하되 옵션 매도는 유동성이 풍부한 광범위한 주가지수를 '옵션 매도 대상' 자산으로 활용할 수 있습니다. Dow Jones U.S. Dividend 100 Covered Call 지수 시리즈는 이러한 접근 방식을 보여주는 사례입니다. 이 지수는 지속적인 배당 지급과 우수한 펀더멘털로 평가받는 미국 주식을 추종하는 [Dow Jones U.S. Dividend 100 지수](#)에 매월 S&P 500 ATM 1 개월물 콜옵션 매도를 가상으로 결합합니다.

이 지수 시리즈에서 각 지수를 구분하는 특징은 목표 연수익률입니다. 세 개의 각 지수에서 옵션 명목금액은 주식 롱 포지션 명목금액의 0%에서 100% 사이에서 탄력적으로 설정되고 옵션 프리미엄을 통해 각각 **3%**, **7%**, 또는 **10%**의 연수익률을 목표로 합니다.¹⁴ 주식 포지션에서

¹⁴ 2020년 1월부터 2025년 12월까지의 기간 동안, 평균적으로 3%, 7%, 10% 목표 프리미엄 지수에 대해 콜옵션은 각각 명목원금 대비 13%, 31%, 48% 수준에서 매도되었습니다.

발생하는 예상 배당수익률 3.95%¹⁵를 더하면, 이 지수 시리즈는 연간 약 7%, 11%, 14% 수준의 가상 인컴 분배를 목표로 합니다.

도표 21: Dow Jones U.S. Dividend 100 커버드콜 시리즈의 과거 백테스트 성과



Metric	S&P 500 (TR)	DJ U.S. Dividend 100 3% Premium Covered Call	DJ U.S. Dividend 100 7% Premium Covered Call	DJ U.S. Dividend 100 10% Premium Covered Call
Annualized Performance (%)	10.9	9.9	8.8	8.0
Annualized Volatility (%)	15.2	13.9	13.3	12.8
Performance / Volatility	0.72	0.71	0.67	0.63

Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Month-end data from January 2006 to December 2025. The Dow Jones U.S. Dividend 100 Covered Call Index Series was launched April 14, 2023. The Dow Jones U.S. Dividend 100 Index was launched Aug. 31, 2011. All data prior to such date is back-tested hypothetical data. Past performance is no guarantee of future results. Chart and table are provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

도표 22 는 지금까지 살펴본 다양한 커버드콜 전략 변형에 수반되는 잠재적 이점과 한계를 요약합니다.

¹⁵ 2025 년 12 월 31 일 기준 Dow Jones U.S. Dividend 100 지수의 표시 배당수익률. 비교를 위해, S&P 500 의 표시 배당수익률은 1.18%였습니다.

도표 22: 커버드콜 지수 변형 - 요약

고려 사항	선택지	잠재적 이점	추가 고려 사항
(1) 옵션의 상태	ATM (등가격)	<ul style="list-style-type: none"> - 옵션 프리미엄이 더 높아 시장 하락 시 완충 효과가 더 커지고, 포트폴리오 변동성 감소 효과도 더 큼 - 유동성이 높아 거래비용이 낮음 	<ul style="list-style-type: none"> - 주식 매수 포지션의 상승 여력을 전부 포기하게 되어, 강한 강세장에서는 크게 언더퍼폼할 수 있음
	OTM (외가격)	<ul style="list-style-type: none"> - 자산 상승에 더 많이 참여할 수 있어, 강세장에서 성과 개선 가능 - 경우에 따라 더 높은 내재변동성 프리미엄의 혜택을 볼 수 있음 	<ul style="list-style-type: none"> - 절대적인 옵션 프리미엄은 더 낮고, 시장 하락 시 완충 효과와 변동성 감소 효과도 축소됨 - 옵션 유동성이 낮아 거래비용이 더 높아질 수 있음(OTM 정도가 심할수록 더욱 그러함)
(2) 옵션의 잔존만기	일간	<ul style="list-style-type: none"> - 더 많은 옵션 프리미엄을 수취할 가능성 - 옵션 행사가격이 더 자주 재설정되어 타이밍 위험 완화 - 단기 시장 움직임에 더 민감하게 대응하므로, 강한 강세장에서도 언더퍼폼 폭이 상대적으로 작을 수 있음 	<ul style="list-style-type: none"> - 기초자산에 대한 베타가 더 높고 변동성 감소 효과는 더 작음 - 옵션 거래 빈도가 높아 전체 거래비용 증가 - 역사적으로 단기물 옵션의 변동성 프리미엄은 더 낮았음
	월간	<ul style="list-style-type: none"> - 옵션 유동성, 변동성 프리미엄, 거래 빈도 간의 균형 확보 - 옵션 거래 규모가 중간 수준 - 일간 옵션 대비 더 높은 변동성 프리미엄 수준 	<ul style="list-style-type: none"> - 연간 옵션 프리미엄 수취 규모가 더 낮음 - 옵션 행사가격이 월 1 회 재설정되므로 타이밍 위험이 더 큼 - 강한 강세장에서는 주식 매수 포지션 대비 상당한 언더퍼폼이 발생할 수 있음
(3) 주식 매수 포지션 노출	옵션 기초자산과 동일	<ul style="list-style-type: none"> - 제한적인 베이스스 위험¹⁶ - 주식 매수와 콜옵션 매도 포지션이 완전히 상쇄되는 한, 전략의 수익 구조가 예상과 일치함 	<ul style="list-style-type: none"> - 맞춤형 구성이 없는 표준화된 주식 포트폴리오
	옵션 기초자산과 다름	<ul style="list-style-type: none"> - 서로 다른 투자 목적(예: 인컴 집중)에 맞게 주식 포트폴리오를 설계할 수 있음 	<ul style="list-style-type: none"> - 베이스스 위험 발생 가능성: 예를 들어, 옵션의 기초자산은 상승하는데 주식 포트폴리오는 하락하면 주식 매도와 콜옵션 매도 포지션에서 모두 손실이 발생할 수 있음 - 잠재적 성과 범위에 대한 확실성이 더 낮음

Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Table is provided for illustrative purposes.

¹⁶ 베이스스 위험은 유사하지만 정확히 동일하지 않은 투자자산 간의 성과 차이에서 발생하는 재무적 위험을 의미합니다. 일반적으로 베이스스 위험은 특정 자산에 대한 투자 포지션을 보다 유동성이 높고 상관관계가 높은 다른 자산에 대해 반대 포지션을 취해 '헤지하는' 과정에서 발생합니다.

제 2 부: 완충형 지수

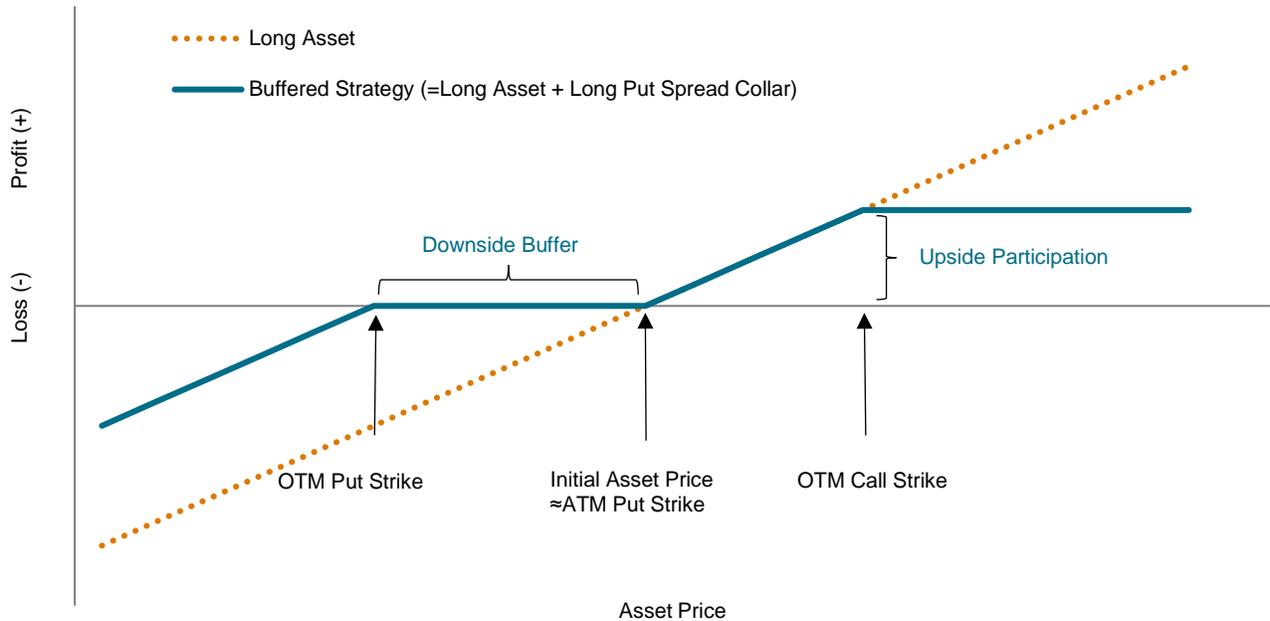
2-1. 전략 개요

완충형 전략은 때때로 ‘확정 결과’ 전략으로도 불리며, 시장 하락에 대해 특정 수준의 보호를 제공하는 것을 목표로 합니다. 또한 시장 상승에 참여할 수 있도록 하되, 미리 정해진 최대치(혹은 ‘상한선’)까지만 참여하도록 설계됩니다. 완충형 전략은 일반적으로 S&P 500 지수를 추종하는 포트폴리오와 같은 기초자산에 대한 투자와 동일한 기초자산에 연결된 옵션 포지션 3 개를 결합하여 구성되는데, 통상적으로 이 옵션들은 모두 만기일이 동일합니다. 이 포지션들은 다음과 같습니다.

1. 등가격 풋옵션 매수 (롱 ATM 풋)
2. 외가격 풋옵션 매도 (숏 OTM 풋)
3. 외가격 콜옵션 매도 (숏 OTM 콜)

일반적으로 풋옵션(1 번과 2 번)의 조합은 일정 수준의 하방 보호, 예를 들어 기초자산 가격의 10% 또는 20%에 해당하는 ‘완충’을 제공하도록 설계됩니다. 이후 OTM 콜옵션 행사가격은 보통 풋옵션 포지션을 설정하는 데 드는 순비용을 상쇄하도록 선택되며, 이로 인해 모든 옵션 포지션의 설정 비용은 제로가 됩니다.¹⁷ 이 구조는 완만한 하락장에서는 **자본 보존을 우선시**하면서 완만한 상승장에서는 **시장 상승에 참여**할 수 있는 기회를 허용합니다. 도표 23 은 이러한 구조를 개념적으로 설명합니다.

도표 23: 완충형 전략의 만기 시 수익 구조



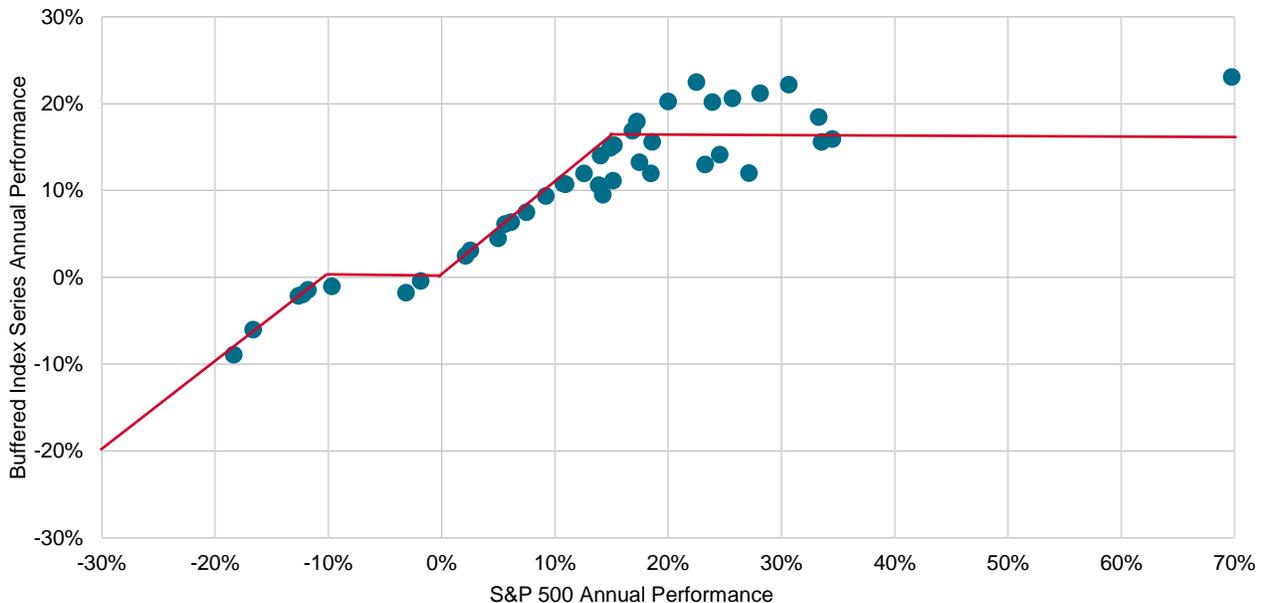
Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Chart is provided for illustrative purposes.

¹⁷ 이 순비용 계산에는 옵션 만기일 이전에 지급될 것으로 예상되는 배당금 등 기초자산으로부터 기대되는 수익도 반영될 수 있습니다.

완충형 전략의 특성을 살펴보기 위해, 여기서는 S&P 500 10% Buffered 지수 시리즈(이하 ‘완충형 시리즈’ 또는 ‘완충형 지수 시리즈’)를 사용할 것입니다. 이 시리즈는 각기 다른 분기에 연 단위로 재조정되는 4 개의 지수로 구성됩니다. 매년 3 월, 6 월, 9 월, 12 월에 돌아오는 분기별 표준 S&P 500 지수 옵션 만기일마다, 해당 지수는 가상으로 우선 S&P 500 지수를 추종하는 포트폴리오에 투자하고, 둘째, 3 가지/1 년 만기 S&P 500 옵션 포지션을 보유합니다: ATM 풋옵션을 매수로, 10% OTM 풋옵션을 매도로, 그리고 OTM 콜옵션을 매도로 보유하는 구조입니다. 마지막 콜옵션의 행사가격은 3 가지 옵션 포지션에 대한 순비용과 예상되는 1 년 S&P 500 배당금을 더한 값이¹⁸ 0 이 되도록 설정됩니다.

도표 24 는 2011 년 6 월부터 2025 년 12 월까지의 완충형 시리즈와 S&P 500 지수의 연간 성과를 보여줍니다. 이 성과는 1 년 만기 옵션 포지션이 시작된 날짜의 시장 증가를 기준으로 측정되었습니다. 데이터 포인트는 일반적으로 도표 23 에서 나타낸 완충형 전략의 예상 수익구조와 일치하며, 다른 기간마다 완충의 ‘상한선’(즉, 매도되는 콜옵션의 행사가격)이 달라진다는 점을 염두에 두어야 합니다. 추가적인 편차는 주로 ‘가장 근접한’ S&P 500 지수 옵션 행사가격이 S&P 500 지수의 증가 대신 시간가중평균가격(TWAP)을 기준으로 선택되기 때문에 발생합니다.

도표 24: S&P 500 10% 완충형 지수 시리즈와 S&P 500 지수의 연간 성과 비교



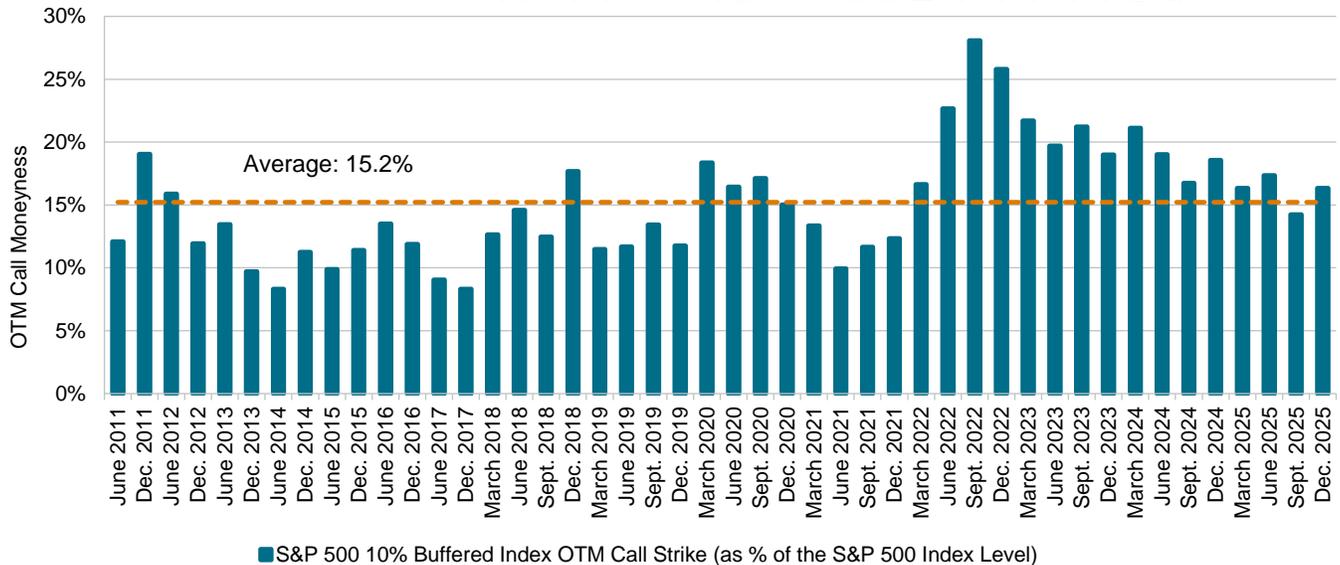
Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Based on data on roll dates between June 17, 2011, and Dec. 19, 2025. The analysis is based on the S&P 500 10% Buffered Index March, June, September and December Series. The back-tested data is available since 2011 for the June and December Series and since 2018 for the March and September Series. The S&P 500 10% Buffered Index March, June, September and December Series were launched Sept. 6, 2024. All data prior to such date is back-tested hypothetical data. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

¹⁸ 최근 지급된 주당 배당금에 연간 배당지급 횟수를 곱해 산출하는 미래지향적 지표. 자세한 내용은 [지수방법론](#)을 참고하시기 바랍니다.

2-2. 옵션 가격 결정

완충형 지수의 매 재조정 시점마다 매도되는 가상 콜옵션의 행사가격 수준(즉, 완충의 ‘상한선’)은 S&P 500 지수의 내재변동성 및 예상 배당수준, 그리고 현재 금리를 포함한 여러 요인의 영향을 받습니다. 일반적으로 S&P 500 지수의 내재변동성, 배당수익률 또는 금리가 상승하면 콜옵션의 행사가격도 상승합니다. 도표 25 는 매 분기 재조정 날짜의 과거 계산에서도 출된 콜옵션 행사가격을 보여줍니다. 콜옵션의 행사가격은 S&P 500 지수 대비 8.3%에서 28.1% 사이로 변동했으며, 평균적으로 S&P 500 지수 수준보다 15.2% 높았습니다. 최근 몇 년 간은 금리와 변동성 기대치의 상승으로 이전 10 년보다 더 높은 행사가격을 기록한 경우가 많았습니다.

도표 25: S&P 500 10% Buffered 지수 시리즈 내 가상 매도 콜옵션의 과거 가격 상태

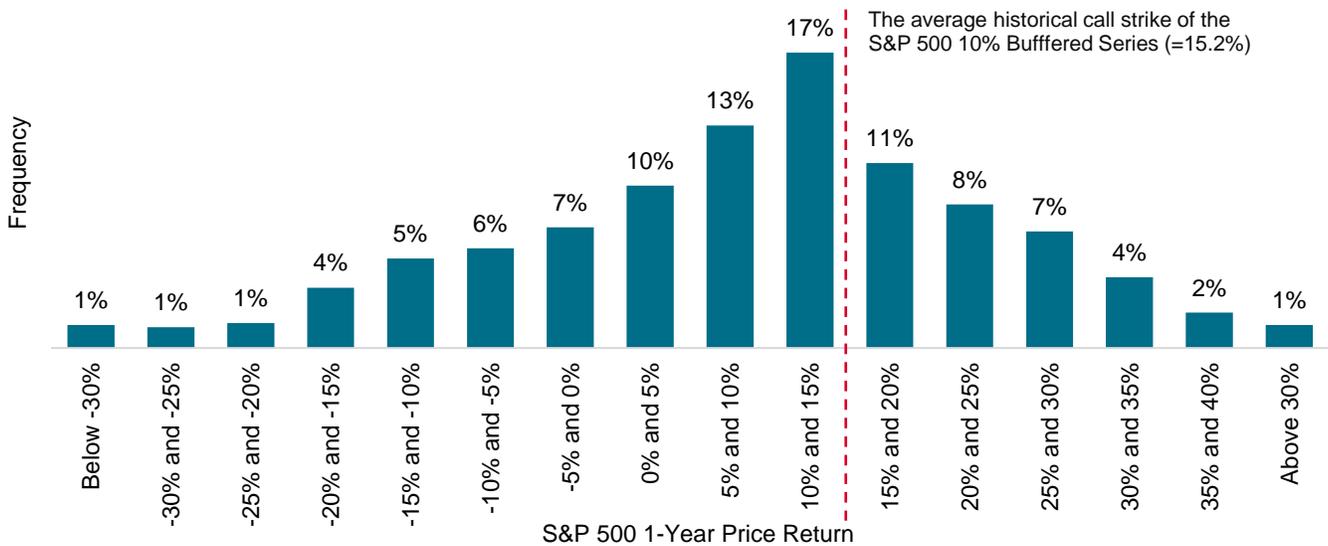


Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data from June 17, 2011, to Dec. 19, 2025. The analysis is based on the S&P 500 10% Buffered Index March, June, September and December Series. The back-tested data is available since 2011 for the June and December Series and since 2018 for the March and September Series. The S&P 500 10% Buffered Index March, June, September and December Series were launched Sept. 6, 2024. All data prior to such date is back-tested hypothetical data. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

설계상 시장이 완만하게 상승하거나 소폭 하락하는 해에 완충형 지수는 S&P 500 지수가 상승할 경우 동일한 성과를 보이고, 하락할 경우 이론적으로 자본을 보존하도록 되어 있습니다. 하방 보호 기능 덕분에 완충형 지수는 극심한 시장 하락기에 아웃퍼폼 하도록 설계되어 있으나, 이 경우에도 마이너스 성과를 기록할 수 있습니다. 반대로 시장이 크게 상승하는 시기에는 완충형 지수는 절대적인 성과에서는 어느 정도 긍정적인 성과를 낼 수 있지만, 상대적인 성과에서는 부진할 수 있습니다. 이는 전략의 성과가 콜옵션 행사가격으로 정해진 최대치에 제한되기 때문입니다.

그러한 시장 환경이 얼마나 자주 발생했는지를 보여주는 도표 26은 1957년 S&P 500 지수의 출범 이후 1년 단위 롤링 성과에 대한 역사적 분포를 나타냅니다. 이 기간 동안 S&P 500 지수의 1년 가격 수익률 평균은 8.8%였으며, 중앙값은 10.5%였습니다. 이를 도표 25에서 보여준 과거 평균 콜옵션 행사가격인 15.2%와 비교하면, 완충형 지수는 전략의 재조정과 옵션 만기일이 동일한 1년 기간과 일치한다고 가정할 경우, **절대수익률 기준으로 S&P 500 지수와 대등하거나 아웃퍼폼하는 성과를 1년 기간의 절반 이상에서 나타냈을 것으로 추정할 수 있습니다.** 옵션 데이터를 사용할 수 있는 한정된 기간을 고려할 때, 도표 24에서 보여준 완충형 지수의 백테스트 데이터는 2011년 6월부터 2025년 12월까지 완충형 지수가 S&P 500 지수와 대등하거나 아웃퍼폼하는 성과를 보인 1년 기간이 52%였음을 확인해줍니다.¹⁹

도표 26: 1957년 이후 S&P 500 지수의 1년 롤링 수익률 분포



Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Based on 12-month rolling returns from March 1957 to December 2025. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes. Index performance is not the same as investment product returns. Index performance does not account for trading costs, management fees and expenses.

2-3. 전략 성과: 타이밍 차이의 역할

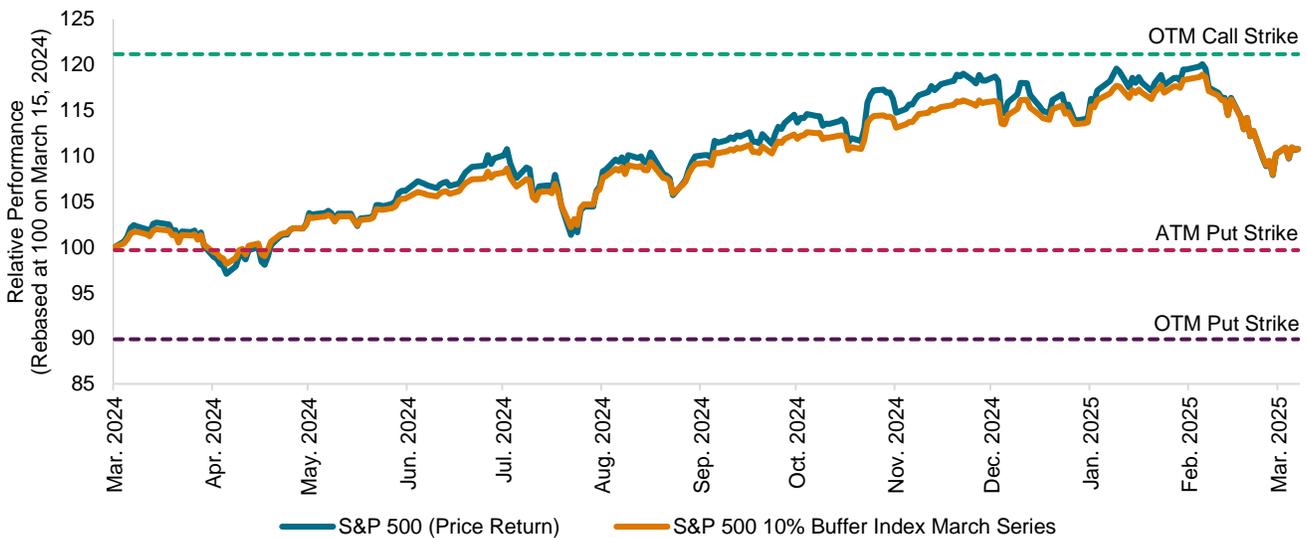
연속적인 재조정 날짜 사이에서 전형적인 완충형 전략(및 완충형 지수 시리즈)의 성과는 도표 23에서 개념적으로 설명된 바와 같이 오직 기초자산의 성과와 관련 옵션 행사가격 및 초기 가격에 의해 결정됩니다. 하지만, **연속적인 리밸런싱 날짜와 일치하지 않는 모든 구간에서는 완충형 전략 내 다양한 포지션의 시장 가치는 추가적인 여러 요인에 영향을 받을 수 있습니다.** 다시 말해, 재조정 날짜로 묶인 기간을 벗어날 경우에는 완충형 전략의 성과는 이와 유사하게 ‘완충된’ 상태가 아닐 수 있습니다.

¹⁹ 이 기간은 전반적으로 시장 성과가 견조했던 시기로 특징지어진다는 점에 유의해야 합니다. 1년 롤링 기준 평균 수익률은 13.3%였으며, 전체 42개의 1년 기간 중 음(-)의 수익률을 기록한 경우는 8회에 불과했습니다.

S&P 500 10% Buffered 지수 3 월 시리즈의 이력은 이를 설명하기 위한 좋은 사례를 제공합니다. 먼저, 지수 재구성 시점에 시작되는 2 개의 서로 다른 1 년 기간을 살펴보겠습니다. 첫 번째 두 사례는 이러한 지수가 어떻게 ‘예상대로’ 성과를 낼 수 있는지를 보여줍니다. 추가로, 재조정 날짜 이외의 시점에서 시작되는 2 개의 서로 다른 1 년 기간을 제시하는데, 이는 완충형 지수의 실제 성과와 일반적인 기대치 사이에 발생할 수 있는 잠재적 차이를 보여주기 위해 특별히 선택되었습니다.

도표 27 과 28 은 첫 번째 유형의 사례로, 재조정 날짜 사이의 2 개의 1 년 기간 성과를 보여줍니다. 하나는 S&P 500 지수가 상승한 시기이고, 다른 하나는 하락한 시기입니다. 2024 년 3 월 15 일 재조정 날짜에 ATM 풋 행사가격은 5,100 으로, OTM 풋 행사가격은 4,600(약 10% 낮은 수준)으로, 그리고 OTM 콜 행사가격은 6,200(약 21% 높은 수준)으로 설정되었습니다. 완충형 지수는 만기 전까지 S&P 500 지수보다 뒤쳐졌지만, 만기 시점에는 두 지수가 수렴하며 1 년 동안 각각 11.7%의 수익률을 기록했습니다(도표 27 참조).

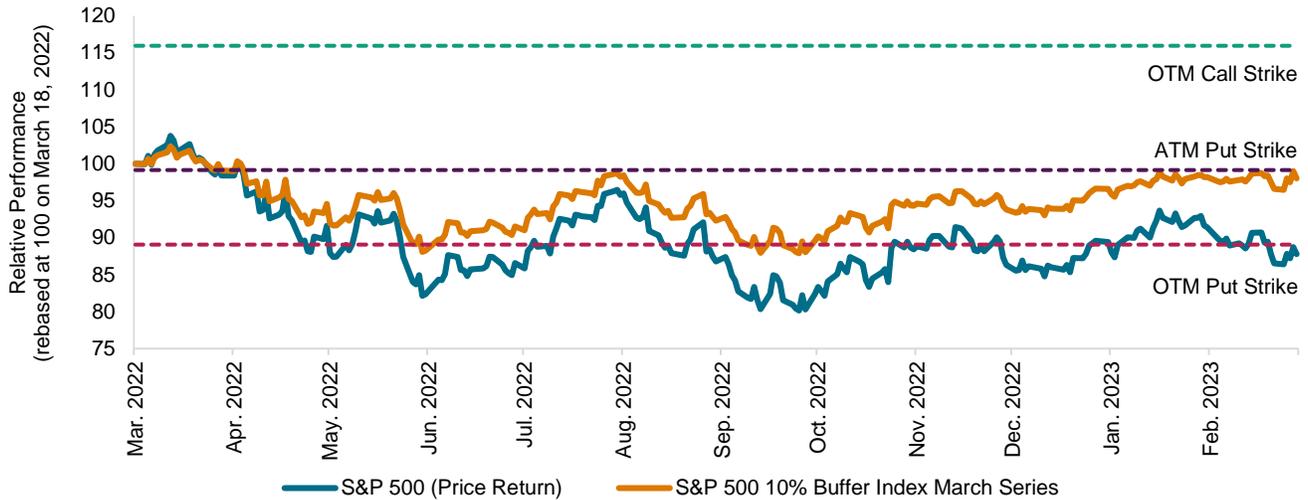
도표 27: 2024 년 3 월에서 2025 년 3 월 재조정 날짜 사이 상승장에서 S&P 500 10% Buffered 지수 3 월 시리즈의 백테스트 성과



Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data from March 15, 2024, to March 21, 2025. The S&P 500 10% Buffered Index March Series was launched Sept. 6, 2024. All data prior to such date is back-tested hypothetical data. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

반면, 도표 28 은 풋옵션의 ‘보호’ 효과가 실제로 작용했던 시나리오를 보여줍니다. 2022 년 3 월 18 일 S&P 500 지수가 4,436 포인트였을 때, ATM 풋 행사가격은 4,425 로, OTM 풋 행사가격은 3,975(10% 낮은 수준)로, 그리고 OTM 콜 행사가격은 5,175(17% 높은 수준)로 설정되었다. 해당 기간 동안 완충형 지수와 S&P 500 지수가 모두 하락했음에도 불구하고, 만기일인 2023 년 3 월 17 일에 완충형 지수는 S&P 500 지수가 12.2% 하락한 것과 대조적으로 단 2.0% 하락하며 마감했습니다. 이는 최대 10%의 하방 보호 효과가 실제로 작용했음을 보여줍니다.

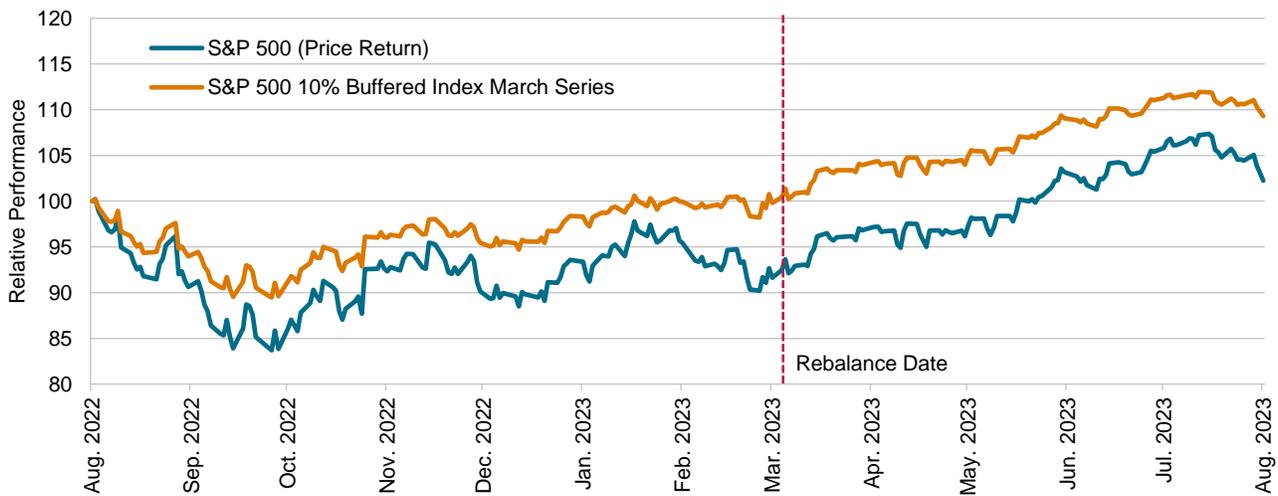
도표 28: 2022년 3월에서 2023년 3월 재조정 날짜 사이 하락장에서 S&P 500 10% Buffered 지수 3월 시리즈의 백테스트 성과



Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data from March 18, 2022, to March 17, 2023. The S&P 500 10% Buffered Index March Series was launched Sept. 6, 2024. All data prior to such date is back-tested hypothetical data. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

도표 29 와 30 은 재조정 날짜 사이에서 시작하고 종료된 2 개의 서로 다른 1 년 기간을 바탕으로 한 매우 다른 사례를 보여줍니다. 도표 29 에 나타난 2022년 8월부터 2023년 8월까지의 1년 기간 동안, S&P 500 지수는 2.3% 상승한 반면 완충형 지수는 9.3% 상승하며 더 좋은 성과를 기록했습니다. 이러한 초과 성과는 도표 28 에서 설명된 바와 같이, 완충형 지수가 2023년 3월 17일 재조정 날짜까지 하방 위험으로부터 보호되었던 점에 주로 기인합니다.

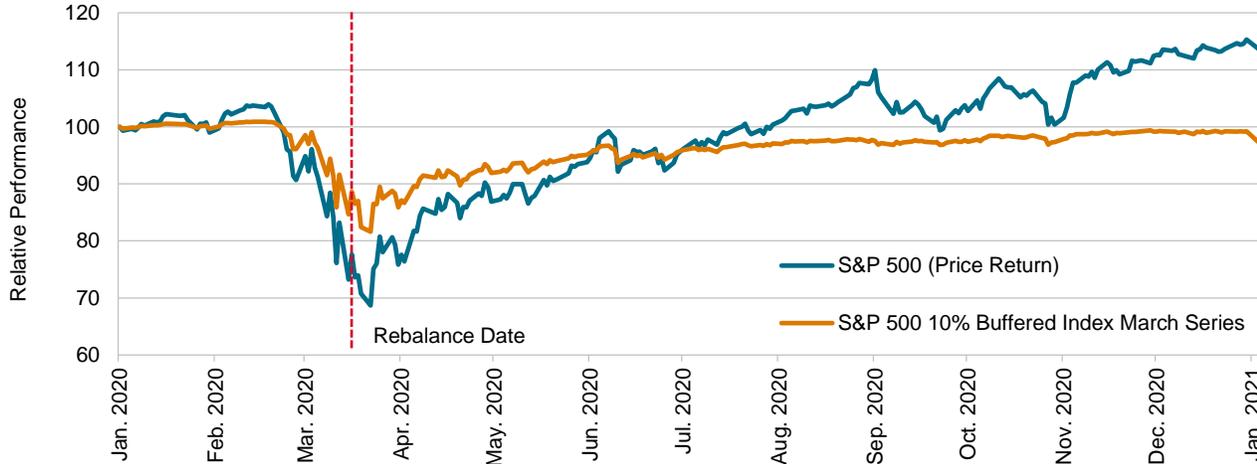
도표 29: 2022년 8월에서 2023년 8월 사이 S&P 500 10% Buffered 지수 3월 시리즈의 백테스트 성과



Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data from Aug. 24, 2022, to Aug. 24, 2023. The S&P 500 10% Buffered Index March Series was launched Sept. 6, 2024. All data prior to such date is back-tested hypothetical data. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

도표 30 은 2020 년 1 월부터 2021 년 1 월까지의 또 다른 1 년 기간을 보여줍니다. 이 기간 동안 S&P 500 지수는 코로나 19 팬데믹의 발생으로 급락했으나 빠르게 회복하며 최종적으로 3.6% 상승으로 마감했습니다. 완충형 지수는 초기에는 일정 수준의 보호 혜택을 받았으나 이후 상승세에 뒤처졌고, 결국 1 년 동안 2.7% 하락을 기록했습니다. 이 사례는 단기적인 매도세 속에서 이루어진 재조정이 추가 손실을 제한하는 데는 도움이 되었지만, 급격한 시장 회복기에는 상승 참여를 제한했음을 강조합니다.

도표 29: 2020 년 1 월에서 2021 년 1 월 사이 S&P 500 10% Buffered 지수 3 월 시리즈의 백테스트 성과



Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data between Jan. 2, 2020, and Jan. 4, 2021. The S&P 500 10% Buffered Index March Series was launched Sept. 6, 2024. All data prior to such date is back-tested hypothetical data. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

2-4. 과거 성과 백테스트

도표 31 은 완충형 시리즈의 백테스트 성과를 요약한 것입니다. 1 사분기와 3 사분기에 만기가 되는 1 년 만기 옵션의 가용성과 유동성이 나중에 개발되었기 때문에, 6 월 및 12 월 완충형 지수 시리즈가 3 월 및 9 월 시리즈보다 더 긴 과거 ‘백테스트’ 기간을 보유하고 있다는 점에 유의해야 합니다.

도표 31: S&P 500 10% Buffered 지수 시리즈의 과거 성과

Metric	S&P 500 (TR)	Buffered March	Buffered June	Buffered September	Buffered December	S&P 500 (TR)	Buffered June	Buffered December
	(1) Based on Data since September 2018					(2) Based on Data since December 2011		
Annualized Performance (%)	14.31	9.03	10.96	11.12	11.62	14.95	10.44	10.72
Annualized Volatility (%)	17.06	9.83	10.73	11.10	11.02	13.92	8.62	8.80
Performance / Volatility	0.84	0.92	1.02	1.00	1.05	1.07	1.21	1.22

Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Based on month-end data from December 2011 to December 2025. The back-tested data is available since 2011 for the June and December Series and since 2018 for the March and September Series. The analysis is based on the S&P 500 10% Buffered Index March, June, September and December Series, which were launched Sept. 6, 2024. All data prior to such date is back-tested hypothetical data. Past performance is no guarantee of future results. Table is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

2011년 12월부터 2025년 12월까지의 더 긴 백테스트 데이터를 기준으로, S&P 500 10% Buffered 지수 6월 및 12월 지수는 각각 연간 10.4%와 10.7%의 총수익률을 기록했으며, 이는 S&P 500 지수의 15.0%에 비해 낮은 수치입니다. 완충형 지수는 8.6% ~ 8.8%의 변동성을 보이며 S&P 500 지수의 13.9%보다 현저히 낮았고, 그로 인해 위험조정 성과가 향상되었습니다. 유사한 결과는 2018년 9월 이후 더 짧은 기간 동안 3월, 6월, 9월, 12월 시리즈의 백테스트 성과에서도 나타났습니다. 하지만 3월 시리즈는 도표 30에서 설명한 바와 같이 2020년 3월 롤오버의 영향으로 인해 다른 시리즈보다 눈에 띄게 낮은 성과를 보였습니다.

2-5. 완충형 지수와 다른 방어 전략 비교

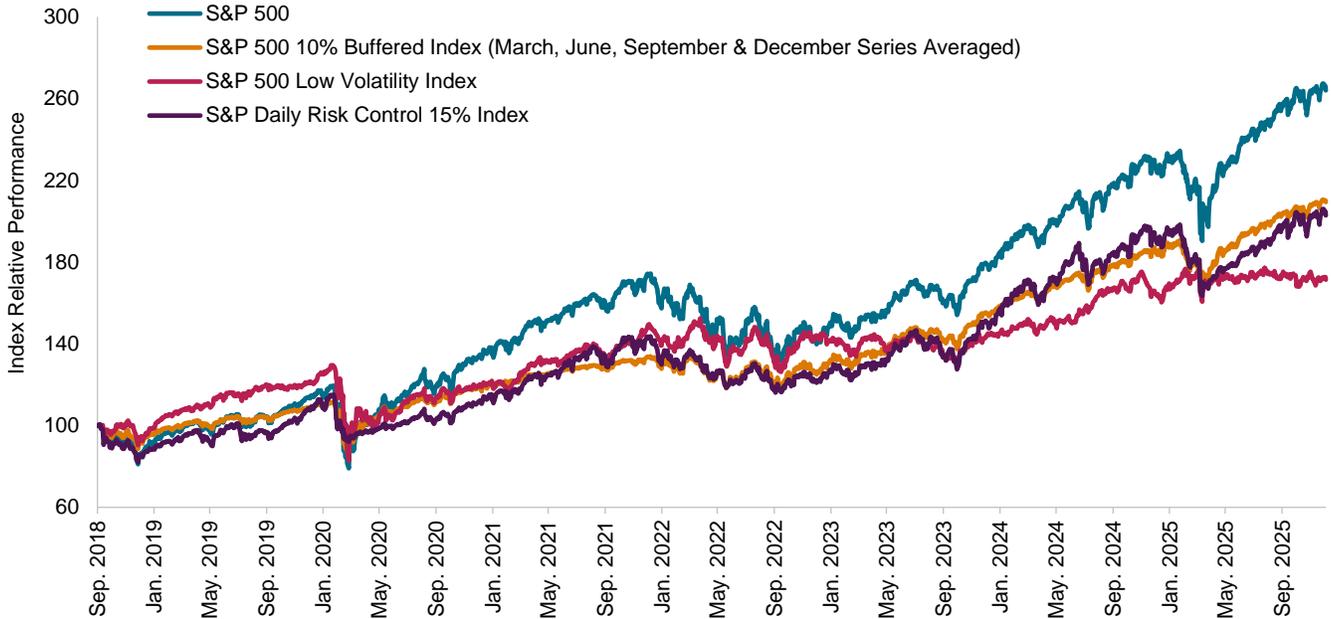
완충형 지수는 잠재적 결과의 범위를 제한하는 데 중점을 둔다는 점에서 변동성을 낮추고자 하는 다른 방어적 지수 전략과 비교할 수 있습니다. S&P 500 Low Volatility 지수와 S&P 500 Daily Risk Control 지수는 이러한 전략을 잘 보여주는 두 가지 예입니다.

- **S&P 500 Low Volatility 지수**(‘Low Vol’)는 S&P 500 지수 구성종목 중 변동성이 가장 낮은 100개 종목을 선정합니다. 구성종목은 1년 동안의 실현변동성 역수에 비례하여 가중치가 부여되며, 변동성이 가장 낮은 종목이 가장 높은 비중을 차지합니다.
- **S&P 500 Daily Risk Control 지수**(‘Risk Control’) 시리즈는 특정 변동성 목표를 유지하기 위해 수학적 알고리즘을 적용합니다. 이 위험 통제 프레임워크는 S&P 500 지수에 적용되며, 시장 변동성에 따라 기초지수와 현금 간의 비중을 조정함으로써 변동성을 각각 5%, 10%, 12%, 15%, 18%의 목표치로 줄이는 데 도움을 줍니다.

이들 지수 간의 중요한 개념적 차이는 완충형 지수가 재조정 날짜를 기준으로 첫 번째 10% 손실에 대한 하방 보호를 제공하는 반면, Low Vol 지수와 Risk Control 지수는 명확한 하방 보호나 특정 시간 범위 없이 변동성과 하락폭을 줄이는 것을 목표로 한다는 점입니다.

도표 32의 백테스트 데이터를 분석에 따르면, 완충형 지수는 Low Vol 지수와 Risk Control 15% 지수보다 더 낮은 변동성으로 더 뛰어난 성과를 보였으며, 세 지수 간 비교가 가능한 가장 긴 기간 동안 더 높은 위험조정 성과를 기록했습니다. 과거의 시장 하락기에 초점을 맞추면, S&P 500 지수가 2020년과 2022년에 각각 33.8%와 24.5%나 하락했을 때 완충형 지수 시리즈는 최대 10%의 하방 보호를 제공하며 다른 지수들과 비슷하거나 더 효과적으로 하락폭을 줄였습니다. 하지만 2025년 2월에서 4월 사이에 발생한 급격하고 일시적인 시장 하락에서 S&P 500 지수가 18.7% 조정을 받는 동안 완충형 지수 시리즈는 평균 13.8% 하락했고, Low Vol 지수는 9.1%로 손실폭을 제한했습니다.

도표 32: S&P 500 10% Buffered 지수와 기타 방어 전략의 과거 백테스트 성과 비교



Metric	S&P 500 (TR)	S&P 500 10% Buffered (Averaged)	S&P 500 Daily Risk Control 15%	S&P 500 Low Volatility
Annualized Performance (%)	14.3	10.7	10.2	7.7
Annualized Volatility (%)	17.1	10.5	14.8	14.1
Performance / Volatility	0.84	1.02	0.69	0.55
Performance / Downside Volatility	1.30	1.47	1.15	0.77
Beta	1.00	0.60	0.79	0.65
Notable Drawdowns (%)				
February 2020-March 2020	-33.8	-22.4	-20.1	-36.1
January-October 2022	-24.5	-12.2	-19.2	-17.2
February-April 2025	-18.7	-13.8	-17.6	-9.1
Average of Three Periods Above	-25.7	-16.1	-19.0	-20.8

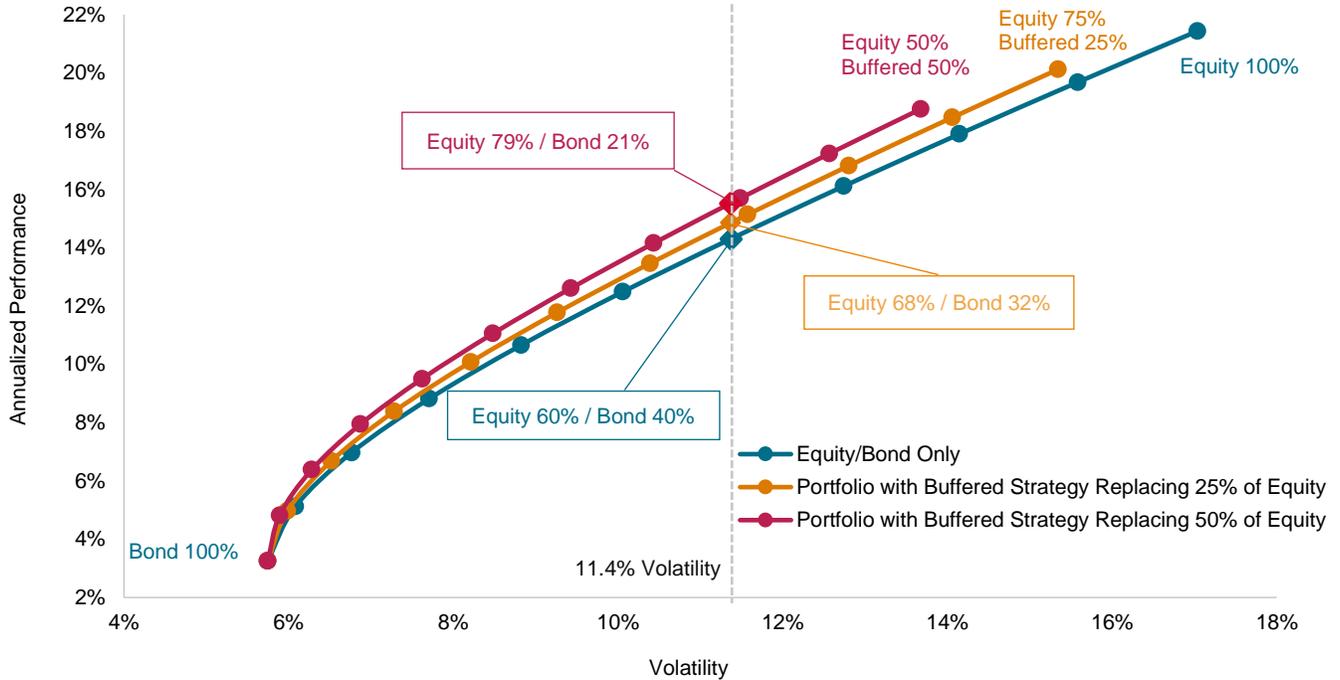
Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data between Sept. 28, 2018, and Dec. 31, 2025. Annualized performance, volatility and beta are calculated based on monthly data, whereas Maximum Drawdowns are calculated based on daily data. The S&P 500 10% Buffered Index (March, June, September and December Series Averaged) represents a hypothetical portfolio of the S&P 500 10% Buffered Index March, June, September and December Series initiated with equal weightings on Sept. 28, 2018. The S&P 500 10% Buffered Index March, June, September and December Series were launched Sept. 6, 2024. All data prior to such date is back-tested hypothetical data. Past performance is no guarantee of future results. Chart and table are provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

2-6. 가상 포트폴리오 응용

완충형 전략을 가상 주식/채권 포트폴리오에 적용하면 전체적인 위험/수익 특성을 개선하는 결과로 이어질 수 있었습니다. 이전과 동일한 지수 구성요소를 가상 분석에 사용했을 때, 2018년 9월 이후의 백테스트 데이터를 분석해 보면 주식 비중의 일부를 완충형 지수를

추종하는 구성요소로 대체했을 경우, 전통적인 주식/채권 포트폴리오보다 더 강력한 위험조정 성과를 얻을 수 있었습니다(도표 33 참조).

도표 33: 백테스트된 완충형 지수를 활용한 가상 주식/채권 포트폴리오



가상 포트폴리오를 기반으로 한 분석.

Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Cboe. Data from September 2018 to December 2025. Each dot represents a portfolio with a proportion of bonds increasing (or decreasing) in 10% intervals. The performance of bond, equity and buffered strategies are represented by the iBoxx \$ Overall, S&P 500 and a portfolio of the S&P 500 10% Buffered Index March, June, September and December Series initiated with equal weightings on Sept. 28, 2018, respectively. The portfolio is rebalanced to the given asset mix at the end of each month. The S&P 500 10% Buffered Index March, June, September and December Series were launched Sept. 6, 2024. All data prior to such date is back-tested hypothetical data. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

특유의 위험, 성과, 상관관계 역학 덕분에 완충형 지수는 포트폴리오의 위험 수준을 동일하게 유지하면서도 주식 시장에 대한 노출을 증가시킬 수 있습니다. 예를 들어, 가상의 60/40 조합(60%는 S&P 500 지수, 40%는 iBoxx \$ Overall 지수)은 해당 기간 동안 연평균 수익률 14.3%와 변동성 11.4%를 기록했습니다. 동일한 변동성 수준에서, 68%를 주식 연계 자산(51%는 S&P 500 지수, 17%는 S&P 500 10% Buffered 지수 시리즈)으로 구성하고 32%를 채권으로 구성한 가상 포트폴리오는 더 높은 연평균 성과인 14.9%를 기록했습니다. 또 다른 예시로, 79%를 주식(39.5%는 S&P 500 지수, 39.5%는 S&P 500 10% Buffered 지수 시리즈)으로 구성하고 21%를 채권으로 구성한 가상 포트폴리오는 15.5%라는 훨씬 더 높은 성과를 낼 수 있었습니다.

결론

미국에서 옵션기반 ETF가 2019년 50억 달러 미만에서 2025년 2,450억 달러로 급성장한 것은 이러한 상품이 **점차 대중적인 투자 수단으로 자리 잡고 있음**을 분명히 보여줍니다. 이러한 추세는 ETF 산업이 점점 더 정교해지는 광범위한 역사적 흐름 속에 있으며, 시장과 노출 범위를 넓혀 가는 과정에서 비용을 낮추고 접근성을 높였으며 유동성도 개선해 왔습니다. 이와 함께 옵션기반 전략을 규칙 기반의 투명한 방식으로 구현하려는 시도는 상품 혁신을 촉진하고 진입 장벽을 낮추는 한편, 투자자 인지도를 확대하고 포트폴리오 구성에 관한 새로운 기준을 정립하는 데 기여해 왔습니다.

이러한 흐름은 더 폭넓은 시장 참여자들이 **인컴을 확대하거나 다각화하고, 리스크를 관리하며, 주식시장 참여와 손실 방어를 보다 체계적으로 설계할 수 있도록** 돕는 역할을 해 왔습니다. 이는 단독 전략으로 활용되기도 하고, 보다 폭넓은 포트폴리오의 일부로 편입되기도 합니다. 가장 널리 활용되는 두 가지 전략 유형인 콜 옵션 매도(overwriting)과 완충형(buffered) 전략을 기반으로 한 지수는 액티브 및 패시브 옵션 전략 모두에 대해 신뢰할 수 있는 벤치마크를 제공해 왔습니다. 한편, 대표적인 주가지수들은 여전히 이러한 투자에서 활용되는 옵션의 주요 기초자산으로 가장 널리 사용되고 있습니다. 그 결과, 특히 S&P 500 지수 거래 생태계를 기반으로 구축된 커버드콜 및 완충형 지수는 이러한 발전 과정에서 중요한 역할을 수행해 왔습니다.

지수는 단순히 패시브 펀드의 추종 대상에 그치지 않고, **성과 평가와 리스크 기여도 분석, 상품 개발을 위한 객관적인 기준으로 활용됩니다.** 지수의 투명성, 신뢰성, 축적된 장기간의 데이터는 투자자가 성과를 이해하고 점검하며 비교할 수 있도록 해 주며, 산업이 진화하는 과정에서도 신뢰를 높이고 정보에 기반한 의사결정을 뒷받침합니다. 또한 행사가격, 만기, 기초자산 노출 전반에 걸쳐 지수방법론을 유연하게 적용할 수 있다는 점은 **다양한 투자자 수요와 변화하는 시장 환경, 규제 체계에 맞춰 맞춤형 솔루션을 설계할 수 있게 합니다.**

부록 A: S&P 500 지수 거래 생태계

S&P 500 지수는 옵션기반 ETF 에서 주요 옵션 기초자산으로 사용되며, 전체 자산의 59%를 차지합니다(도표 2 참조). 이 지수는 견고한 거래 생태계의 혜택을 누리고 있으며, 2024 년 기준 총 거래액은 약 279 조 달러에 달하는 것으로 추산됩니다(도표 34 참조). 이처럼 거대하고 활발한 지수 거래 생태계는 옵션기반 ETF 의 급격한 성장에 중요한 역할을 해왔습니다.

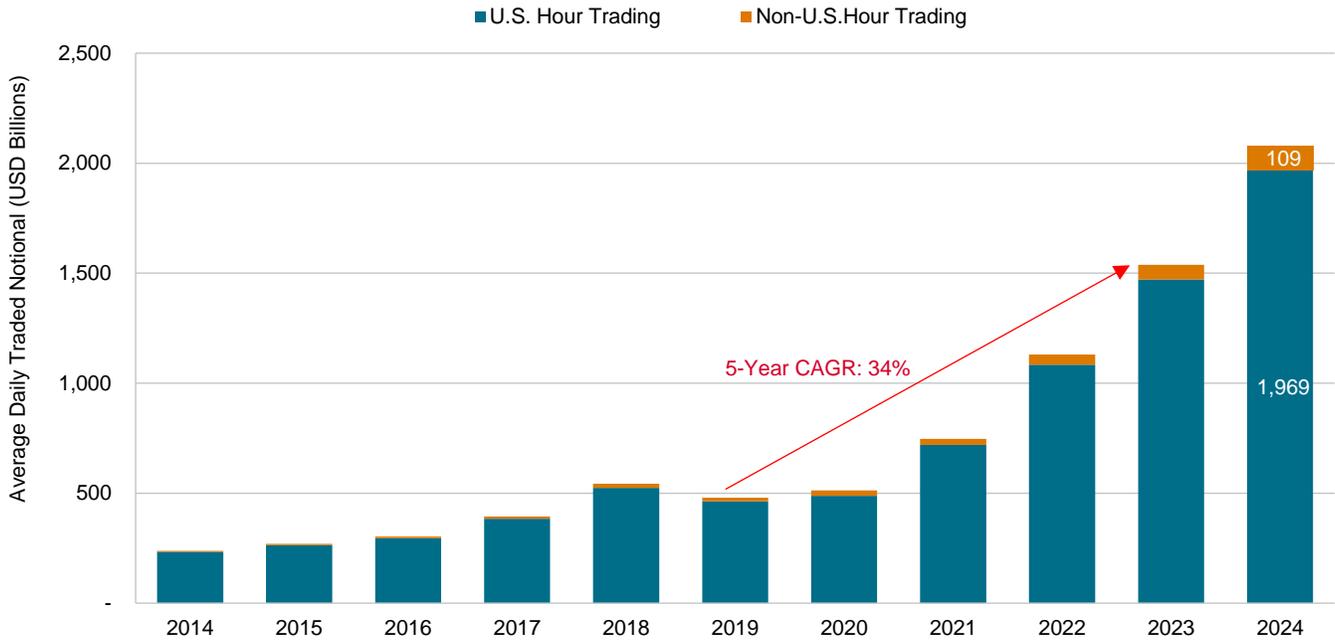
도표 34: S&P 500 지수 거래 생태계의 합산 지수환산 거래량(미화 10 억 달러)



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, FIA, Bloomberg. Data as of Dec. 31, 2024. Based on “Index Equivalent Trading Volumes” as defined in “[The Liquidity Landscape](#)” S&P Dow Jones Indices’ research September 2025. Volumes were adjusted for the degree of short-term index sensitivity, including estimates of average delta for options volume. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

특히 S&P 500 지수 옵션의 유동성은 최근 크게 증가하여, 전체적으로 5 년 연평균 성장률(CAGR)은 34%, 미국 외 거래 시간대에는 47%에 달했습니다(도표 35 참조). 이러한 24 시간 내내 유지되는 유동성 덕분에 S&P 500 지수 옵션을 활용하는 다양한 옵션기반 전략이 미국 이외의 여러 시장에서도 제공될 수 있게 되었습니다.

도표 35: S&P 500 지수 상장 옵션 거래량 성장세



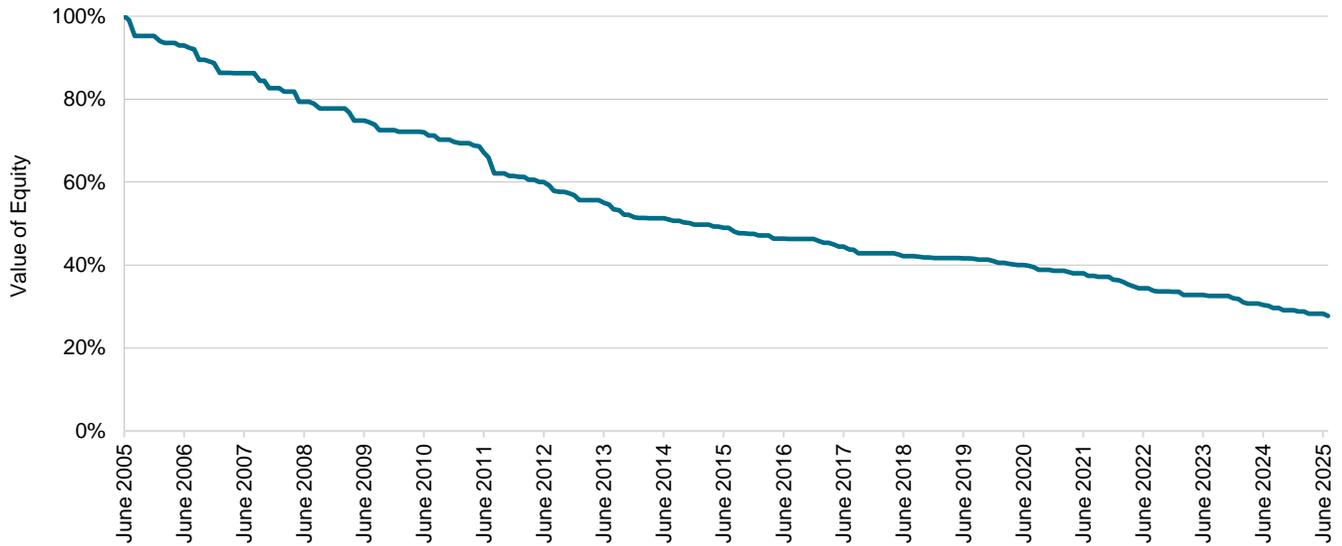
Source: S&P Dow Jones Indices LLC, Cboe, CME, Bloomberg. Data as of Dec. 31, 2024. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

부록 B: 커버드콜 전략의 인컴 분배와 재투자

본 보고서에서는 커버드콜 전략의 구조, 특성, 잠재적 활용 방안에 초점을 맞추었으며, 옵션 프리미엄이 전액 재투자된다고 가정하고 커버드콜 지수의 총수익 버전을 기반으로 모든 분석을 수행했습니다. 하지만 실제 전략을 실행할 때 **옵션 프리미엄을 배분할 것인지 아니면 재투자할 것인지에 대한 결정은 포트폴리오 자산의 성장(또는 감소)에 상당한 영향을 미치기 때문에 매우 중요합니다.**

이 내용을 BXM 을 사용해 개념적으로 설명할 수 있습니다. 지난 수십 년간 S&P 500 지수가 강력한 성과를 보였기 때문에 BXM 의 S&P 500 콜옵션 매도 포지션은 자주 가치 있는 상태(in-the-money)가 되어 실행되었습니다. 이는 S&P 500 지수가 상승한 달에는 그 이익이 콜옵션 매도 포지션의 현금 결제로 인해 상쇄된 반면, 그 외의 달에는 S&P 500 지수가 하락하거나 변동이 없었음을 의미합니다. 또한 이는 BXM 의 성장이 주로 콜옵션 프리미엄과 주식 배당금의 재투자에서 비롯되었음을 시사합니다. 다시 말해, 만약 콜옵션 프리미엄이 전액 배분되었다면, 도표 36 에서 보여주듯이 가상의 포트폴리오는 점차 가치가 감소했을 것입니다.

도표 36: 콜옵션 프리미엄 전액 분배를 가정한 Cboe S&P 500 BuyWrite 지수의 가상 주식 포지션



Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Based on the S&P 500 price returns between monthly roll dates in June 2005 to June 2025. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

이 주제에 대한 더 자세한 통찰을 얻으려면 당사의 이전 보고서인 [‘인컴 추구: S&P 500 Buy-Write 전략의 현금 흐름 배분 분석’](#)을 참고하시기 바랍니다.

Performance Disclosure/Back-Tested Data

The S&P U.S. Treasury Current 3-Month Bill Index was launched on Nov. 5, 2019. The S&P 500 Daily Covered Call Index was launched Oct. 5, 2023. The Dow Jones U.S. Dividend 100 Index was launched Aug. 31, 2011. The Dow Jones U.S. Dividend 100 Covered Call Index series was launched April 14, 2023. The S&P 500 10% Buffered Index March, June, September and December Series were launched Sept. 6, 2024. All information presented prior to an index's Launch Date is hypothetical (back-tested), not actual performance. The back-test calculations are based on the same methodology that was in effect on the index Launch Date. However, when creating back-tested history for periods of market anomalies or other periods that do not reflect the general current market environment, index methodology rules may be relaxed to capture a large enough universe of securities to simulate the target market the index is designed to measure or strategy the index is designed to capture. For example, market capitalization and liquidity thresholds may be reduced. Complete index methodology details are available at www.spglobal.com/spdji. Past performance of the Index is not an indication of future results. Back-tested performance reflects application of an index methodology and selection of index constituents with the benefit of hindsight and knowledge of factors that may have positively affected its performance, cannot account for all financial risk that may affect results and may be considered to reflect survivor/look ahead bias. Actual returns may differ significantly from, and be lower than, back-tested returns. Past performance is not an indication or guarantee of future results. Please refer to the methodology for the Index for more details about the index, including the manner in which it is rebalanced, the timing of such rebalancing, criteria for additions and deletions, as well as all index calculations. Back-tested performance is for use with institutions only; not for use with retail investors.

S&P Dow Jones Indices defines various dates to assist our clients in providing transparency. The First Value Date is the first day for which there is a calculated value (either live or back-tested) for a given index. The Base Date is the date at which the index is set to a fixed value for calculation purposes. The Launch Date designates the date when the values of an index are first considered live: index values provided for any date or time period prior to the index's Launch Date are considered back-tested. S&P Dow Jones Indices defines the Launch Date as the date by which the values of an index are known to have been released to the public, for example via the company's public website or its data feed to external parties. For Dow Jones-branded indices introduced prior to May 31, 2013, the Launch Date (which prior to May 31, 2013, was termed "Date of introduction") is set at a date upon which no further changes were permitted to be made to the index methodology, but that may have been prior to the Index's public release date.

Typically, when S&P DJI creates back-tested index data, S&P DJI uses actual historical constituent-level data (e.g., historical price, market capitalization, and corporate action data) in its calculations. As ESG investing is still in early stages of development, certain datapoints used to calculate S&P DJI's ESG indices may not be available for the entire desired period of back-tested history. The same data availability issue could be true for other indices as well. In cases when actual data is not available for all relevant historical periods, S&P DJI may employ a process of using "Backward Data Assumption" (or pulling back) of ESG data for the calculation of back-tested historical performance. "Backward Data Assumption" is a process that applies the earliest actual live data point available for an index constituent company to all prior historical instances in the index performance. For example, Backward Data Assumption inherently assumes that companies currently not involved in a specific business activity (also known as "product involvement") were never involved historically and similarly also assumes that companies currently involved in a specific business activity were involved historically too. The Backward Data Assumption allows the hypothetical back-test to be extended over more historical years than would be feasible using only actual data. For more information on "Backward Data Assumption" please refer to the [FAQ](#). The methodology and factsheets of any index that employs backward assumption in the back-tested history will explicitly state so. The methodology will include an Appendix with a table setting forth the specific data points and relevant time period for which backward projected data was used.

Index returns shown do not represent the results of actual trading of investable assets/securities. S&P Dow Jones Indices maintains the index and calculates the index levels and performance shown or discussed but does not manage actual assets. Index returns do not reflect payment of any sales charges or fees an investor may pay to purchase the securities underlying the Index or investment funds that are intended to track the performance of the Index. The imposition of these fees and charges would cause actual and back-tested performance of the securities/fund to be lower than the Index performance shown. As a simple example, if an index returned 10% on a US \$100,000 investment for a 12-month period (or US \$10,000) and an actual asset-based fee of 1.5% was imposed at the end of the period on the investment plus accrued interest (or US \$1,650), the net return would be 8.35% (or US \$8,350) for the year. Over a three-year period, an annual 1.5% fee taken at year end with an assumed 10% return per year would result in a cumulative gross return of 33.10%, a total fee of US \$5,375, and a cumulative net return of 27.2% (or US \$27,200).

General Disclaimer

© 2026 S&P Dow Jones Indices. All rights reserved. S&P, S&P 500, SPX, SPY, The 500, US500, US 30, S&P 100, S&P COMPOSITE 1500, S&P 400, S&P MIDCAP 400, S&P 600, S&P SMALLCAP 600, S&P GIVI, GLOBAL TITANS, DIVIDEND ARISTOCRATS, DIVIDEND MONARCHS, BUYBACK ARISTOCRATS, SELECT SECTOR, S&P MAESTRO, S&P PRISM, S&P STRIDE, GICS, SPIVA, SPDR, INDEXOLOGY, iTraxx, iBoxx, ABX, ADBI, CDX, CMBX, LCDX, MBX, MCDX, PRIMEX, TABX, HHPI, IRXX, I-SYND, SOVX, CRITS, CRITR are registered trademarks of S&P Global, Inc. ("S&P Global") or its affiliates. DOW JONES, DJIA, THE DOW and DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE are trademarks of Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). These trademarks together with others have been licensed to S&P Dow Jones Indices LLC. Redistribution or reproduction in whole or in part are prohibited without written permission of S&P Dow Jones Indices LLC. This document does not constitute an offer of services in jurisdictions where S&P Dow Jones Indices LLC, S&P Global, Dow Jones or their respective affiliates (collectively "S&P Dow Jones Indices") do not have the necessary licenses. Except for certain custom index calculation services, all information provided by S&P Dow Jones Indices is impersonal and not tailored to the needs of any person, entity or group of persons. S&P Dow Jones Indices receives compensation in connection with licensing its indices to third parties and providing custom calculation services. Past performance of an index is not an indication or guarantee of future results.

It is not possible to invest directly in an index. Exposure to an asset class represented by an index may be available through investable instruments based on that index. S&P Dow Jones Indices does not sponsor, endorse, sell, promote or manage any investment fund or other investment vehicle that is offered by third parties and that seeks to provide an investment return based on the performance of any index. S&P Dow Jones Indices makes no assurance that investment products based on the index will accurately track index performance or provide positive investment returns. Index performance does not reflect trading costs, management fees or expenses. S&P Dow Jones Indices makes no representation regarding the advisability of investing in any such investment fund or other investment vehicle. A decision to invest in any such investment fund or other investment vehicle should not be made in reliance on any of the statements set forth in this document. S&P Dow Jones Indices is not an investment adviser, commodity trading advisor, commodity pool operator, broker dealer, fiduciary, promoter" (as defined in the Investment Company Act of 1940, as amended), "expert" as enumerated within 15 U.S.C. § 77k(a) or tax advisor. Inclusion of a security, commodity, crypto currency or other asset within an index is not a recommendation by S&P Dow Jones Indices to buy, sell, or hold such security, commodity, crypto currency or other asset, nor is it considered to be investment advice or commodity trading advice.

Closing prices for S&P Dow Jones Indices' US benchmark indices are calculated by S&P Dow Jones Indices based on the closing price of the individual constituents of the index as set by their primary exchange. Closing prices are received by S&P Dow Jones Indices from one of its third party vendors and verified by comparing them with prices from an alternative vendor. The vendors receive the closing price from the primary exchanges. Real-time intraday prices are calculated similarly without a second verification

These materials have been prepared solely for informational purposes based upon information generally available to the public and from sources believed to be reliable. No content contained in these materials (including index data, ratings, credit-related analyses and data, research, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof ("Content") may be modified, reverse-engineered, reproduced or distributed in any form or by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of S&P Dow Jones Indices. The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P Dow Jones Indices and its third-party data providers and licensors (collectively "S&P Dow Jones Indices Parties") do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Dow Jones Indices Parties are not responsible for any errors or omissions, regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content. THE CONTENT IS PROVIDED ON AN "AS IS" BASIS. S&P DOW JONES INDICES PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Dow Jones Indices Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

S&P Global keeps certain activities of its various divisions and business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain divisions and business units of S&P Global may have information that is not available to other business units. S&P Global has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain non-public information received in connection with each analytical process.

In addition, S&P Dow Jones Indices provides a wide range of services to, or relating to, many organizations, including issuers of securities, investment advisers, broker-dealers, investment banks, other financial institutions and financial intermediaries, and accordingly may receive fees or other economic benefits from those organizations, including organizations whose securities or services they may recommend, rate, include in model portfolios, evaluate or otherwise address.

The Global Industry Classification Standard (GICS®) was developed by and is the exclusive property and a trademark of S&P and MSCI. Neither MSCI, S&P nor any other party involved in making or compiling any GICS classifications makes any express or implied warranties or representations with respect to such standard or classification (or the results to be obtained by the use thereof), and all such parties hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of such standard or classification. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, S&P, any of their affiliates or any third party involved in making or compiling any GICS classifications have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.