



글쓴이:
Rohan Reddy
리서치 애널리스트

날짜: 2021년 8월 26일

주제: **소득**



Global X ETFs 리서치

칼라(Collar) ETF를 활용한 리스크 관리

주요 요약:

- 칼라 전략은 일반적으로 주식을 보유한 상태에서 OTM(out-of-the-money) 풋 옵션을 매수하고 동일한 주식에 대한 OTM 콜 옵션을 매도합니다.
- 칼라는 옵션 만기일까지 특정한 범위 사이로 성과를 제한합니다. 하방은 풋 옵션의 행사가격 범위로 제한되는 반면에 이익은 콜 옵션의 행사가격으로 제한됩니다. 칼라를 어떻게 설계하느냐에 따라 옵션 계약은 Net Debit이 발생하거나(즉, 비용이 발생), Net Credit이 발생하거나(즉, 이익 발생) 손익이 없을 수 있습니다.
- 주식 보유에서 덜 극단적인 움직임을 추구하는 투자자에게는 칼라 전략이 포트폴리오에 유용한 도구가 될 수 있습니다.

칼라 전략이란 무엇인가?

일반적으로 칼라 전략은 주식과 같은 기초 자산을 보유한 채 OTM 풋 옵션을 매수하고 동일한 자산에 대하여 OTM 콜 옵션을 매도합니다. 칼라 전략은 옵션 계약 기간 동안 수익을 고정된 범위 내로 제한하기 위해 설계됩니다. 예를 들어, 95-110 칼라 ETF는 인덱스에 있는 주식에 투자하는 동시에 3개월의 옵션 기간 동안 상방을 10%로, 하방을 5%로 제한할 수 있습니다. 칼라 전략은 다른 변동 요인 중에서 가격 상승 및 하락 가능성, 실행 비용, 기초 자산 및 시간 구조에 기초하여 여러 가지로 형태를 띵니다.



칼라 95-110(3개월 5% 외가격 풋 옵션 및 3개월 10% 외가격 콜 옵션)



칼라 전략은 방어적 풋의 보상 구조와 커버드 콜을 효과적으로 결합합니다.

방어적 풋 전략은 잠재적 손실을 제한하려 하기 때문에 하방 리스크 완화 전략으로 널리 사용됩니다. 방어적 풋은 주식 매수와 동일 주식에 대한 풋 옵션 매수를 결합하여 구성합니다. 풋 옵션을 통해 매수자는 일정한 기간 내에 사전에 결정된 행사가격으로 주식을 매도할 권리(의무가 아님)를 갖게 됩니다. 풋 옵션을 매수하기 위해 프리미엄을 지불하는 대가로 투자자는 기초 자산 가격이 하락하는 경우에 가치가 상승할 수 있는 계약을 소유합니다.

풋 옵션 매수 비용은 여러 요인에 따라 달라지지만 주요 요소는 행사가격입니다. 일반적으로 행사가격이 높으면 높을수록 옵션이 비싸지만 옵션이 투자자에게 제공하는 보호는 더 커집니다. 예를 들어, XYZ 주식을 매수하고 ATM(at-the-money) 풋 옵션을 XYZ의 현재 주가에 매수하면 하방 리스크를 효과적으로 헤지할 수 있습니다. 그러나 통상적으로 이는 매우 비싼 옵션으로서 XYZ의 주가가 상승하면 가치가 없어집니다. XYZ의 행사가격 5% 아래인 OTM 풋 옵션을 매수하면 비용은 적게 들 가능성이 있지만 5%를 초과하는 손실에 대해서만 보호가 시작됩니다.

커버드 콜 전략은 주식 매수와 동일 주식에 대한 콜 옵션 매도로 구성됩니다. 콜 옵션은 매수자에게 일정한 기간 내에 사전에 결정된 행사가격으로 주식을 매수할 권리(의무가 아님)를 부여합니다. 콜 옵션 행사가격은 투자자가 원하는 대로 맞출 수 있습니다. 행사가격은 투자자가 주가 상승 가능성을 기꺼이 포기하려는 경우 ATM이, 투자자가 그러한 주가 상승 가능성에서 더 많은 것을 얻으려 하는 경우에는 OTM이 될 수 있습니다. ATM 콜 옵션은 OTM 콜 옵션에 비하여 프리미엄이 더 높습니다.

방어적 풋의 이점과 커버드 콜을 결합하면 옵션 계약 기간 동안 낮은 바닥과 높은 천장 사이에서 수익을 제한하는 칼라 전략이 만들어집니다. 그러한 바닥과 천장이 정확히 어디에 정해지느냐에 따라 칼라 전략을 실행하는 데 있어 비용이 발생하거나, 손익이 없거나 수익이 창출되게 됩니다. 칼라가 수익을 창출하도록 설계되는 경우 종종 상방보다 하방 리스크가 더 큼니다. 칼라는 또한 Net Debit, 즉 실행 비용이 발생하기도 합니다. 특히 상방 리스크를 하방 리스크보다 크게 유지하려는 경우 더욱 그렇습니다.

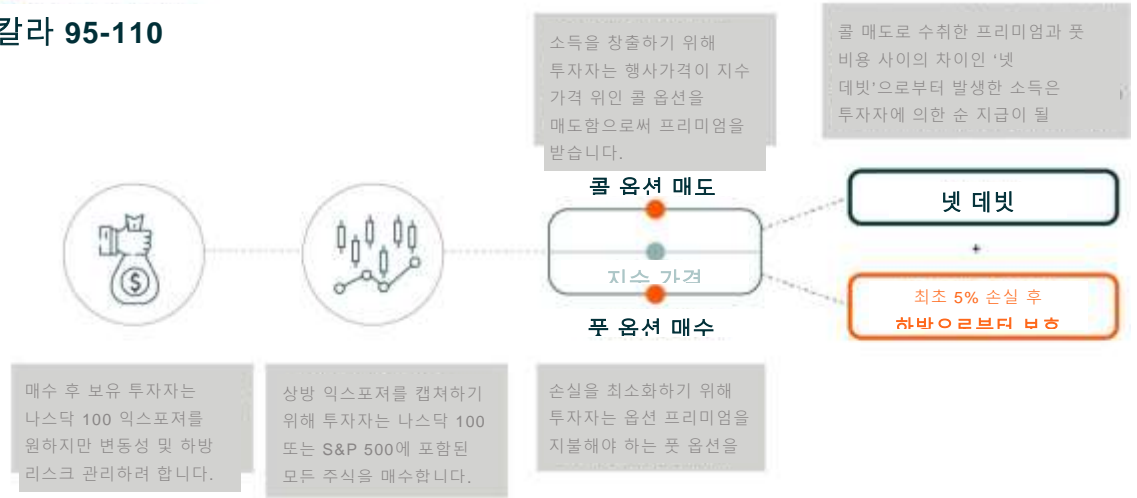


투자자가 칼라 전략을 고려해야 하는 이유는?

물론 투자 수익은 변동성이 심하며 예측이 불가능합니다. 어느 해에 투자자는 극단적인 주가 상승이나 급격한 주가 하락을 경험할 수도 있고 박스권에 갇혀 횡보하는 시장에 직면하기도 합니다. 모든 투자자가 그러한 변동성을, 특히 주가 하락을 경험하고 싶어하지 않습니다. 대신에 그들은 미리 일정한 범위의 성과를 정하고 싶어 합니다. 칼라 전략은 이를 달성하는 데 도움을 줄 수 있습니다.

아마도 가장 중요한 점은 투자자는 방어적 풋 옵션을 매수함으로써 하방 리스크를 완화할 수 있다는 것입니다. 그러나 커버드 콜을 매도함으로써 동 전략은 상방 가능성을 제한하는 대가로 풋 옵션 비용도 제한할 수 있습니다.

칼라 95-110



글로벌 X 95-110 칼라 전략에 대한 설명

글로벌 X의 95-110 칼라 ETF인 QRMI 및 XRMI 모두 투자자에게 일정한 범위의 상하단을 가진 수익을 설정하기 위해 설계된 체계적인 전략을 실행하는 패시브 ETF입니다. 이 두 ETF는 비슷한 프로세스를 따르지만 상이한 기초 지수, 즉 나스닥 100과 S&P 500을 추적합니다.¹ QRMI를 예로 들자면 QRMI는 나스닥 100의 모든 주식을 보유하는 데에서 시작됩니다. 그런 다음 글로벌 X의 전문 포트폴리오 매니저는 3개월 만기 5% OTM 나스닥 100 풋 옵션을 매수합니다. 그리고 나서 10% OTM 나스닥 100 3개월 콜 옵션을 매도합니다. 옵션 계약의 만기일에 포트폴리오 매니저는 이전의 옵션을 결제하고 새로운 3개월 계약을 체결합니다.



각 3개월의 옵션 기간 동안 보수 및 경비 차감 전 손실을 약 5%로 제한하고 이익을 10%로 제한하는 것이 목표입니다.

칼라 95-110 프로세스에 대한 설명

ETF가 넷 데빗 칼라 전략을 실행하는 방법에 대한 예로서, 글로벌 X 나스닥 100 칼라 95-110 ETF(QCLR)는 나스닥 100주식에 대한 익스포저를 유지하는 바에 3개월마다 인덱스에 대해 풋 옵션을 매수하고 콜 옵션을 매도합니다.

QCLR은 나스닥 100 지수에 있는 모든 주식을 매수함

QCLR은 3개월 후에 만기가 되는 5% 외가격 풋 옵션을 매수하고 10% 외가격 나스닥 100 지수 콜 옵션을 매수합니다. 콜 옵션에서 받은 프리미엄이 매수한 풋 옵션에 대한 프리미엄보다 저기 때문에 네 데빗 칼라가 만들어집니다.

3개월 말에 QCLR은 만기일까지 옵션을 보유할 것으로 기대합니다.

이 프로세스가 반복되며, QCLR은 3개월마다 만기가 되는 새로운 나스닥 100지수 옵션(NDX)을 매수 및 매도합니다.

앞에서 논의한 바와 같이 Net Debit 칼라 전략을 활용하는 데에는 비용이 발생합니다. QCLR과 XCLR은 하방 리스크 제한과 상방 가능성 유지 사이에 균형을 유지하면서도 전략 실행에 너무 많은 비용이 들지 않도록 합니다.

아래에 블랙숄즈 옵션 가격결정 모형을 근거로 한 계산이 있는데, 이 모형은 3개월 5% OTM 풋 옵션을 매수하고 10% OTM 콜 옵션을 매도하는 나스닥 100 및 S&P 500 모두에 대한 칼라 전략의 과거 순 비용을 추정합니다. 볼 수 있는 바와 같이, 글로벌 금융 위기와 코로나19 팬데믹과 같이 높은 변동성을 보였던 기간 동안에 리스크 완화 비용이 더 높았으며 반면에 변동성이 작은 기간에는 비용이 상대적으로 낮았습니다.

5% 외가격 풋 매수, 10% 외가격 콜 매도의 3개월 비용 계산

출처: Bloomberg. 2006.8.18부터 2021.8.20까지의 데이터. 이는 블랙숄즈 모형을 사용하여 추정된 옵션 프리미엄임.² 실제 프리미엄은 다를 수 있음.



포트폴리오에 QCLR 및 XCLR 칼라 전략 포함

다양한 투자자들이 QCLR 및 XCLR을 자신의 포트폴리오에 포함시키기를 원할지 모릅니다. 첫째, 가까운 시기에 하방 리스크를 우려하는 투자자는 전술적으로 칼라 전략을 추가하여 임박한 투매 리스크를 완화할 수 있습니다. 둘째, 전술적인 면에서 수익을 내기 위해 적극적인 매매를 원하지 않지만 장기 관점에서 대규모 투매도 원하지 않는 투자자는 이 전략을 포트폴리오에 포함시키면 리스크를 관리하는 데 도움이 될 수 있습니다. 셋째, 채권에 상당한 익스포저가 있고 상당한 리스크를 추가하지 않고 포트폴리오를 다각화하려는 투자자에게는 이 전략이 효과가 있을 수 있습니다. 마지막으로, 포트폴리오에 옵션 전략을 이미 실행하고 있지만 다른 포트폴리오 매니저에게 운용을 위임하고 싶은 투자자에게는 ETF 구조가 효율적일 수 있습니다.

말미의 주:

1. 블랙숄즈 모형은 현재 주가, 예상 배당금, 옵션 행사가격, 예상 이자율, 만기까지의 기간 및 예상 변동성을 사용하여 옵션 계약에 대한 공정 가격을 산출하는 대표적인 모형입니다. 동 모형은 배당금이 없고, 옵션은 만기에만 행사할 수 있으며, 무위험 이자율 및 기초 자산의 변동성이 알려져 있고 일정하며, 옵션 매수 거래 비용이 없으며, 시장이 효율적이고, 수익은 정규 분포를 이룬다고 가정합니다.

투자에는 원금 손실 가능성을 포함한 리스크가 수반됩니다. 특정 산업 또는 섹터에 집중하면 펀드는 그 산업 또는 섹터에 영향을 줄 수 있는 부정적인 사건 발생 시 손실을 입게 됩니다. 펀드 투자자는 펀드 주식 가격의 높은 변동성 정도 및 상당한 손실 가능성을 기꺼이 수락해야 합니다.

