



글쓴이:  
**Rohan Reddy**  
리서치 애널리스트

날짜: 2021년 8월 26일

주제: **소득**



## Global X ETFs 리서치

# 테일 리스크(Tail Risk) ETF

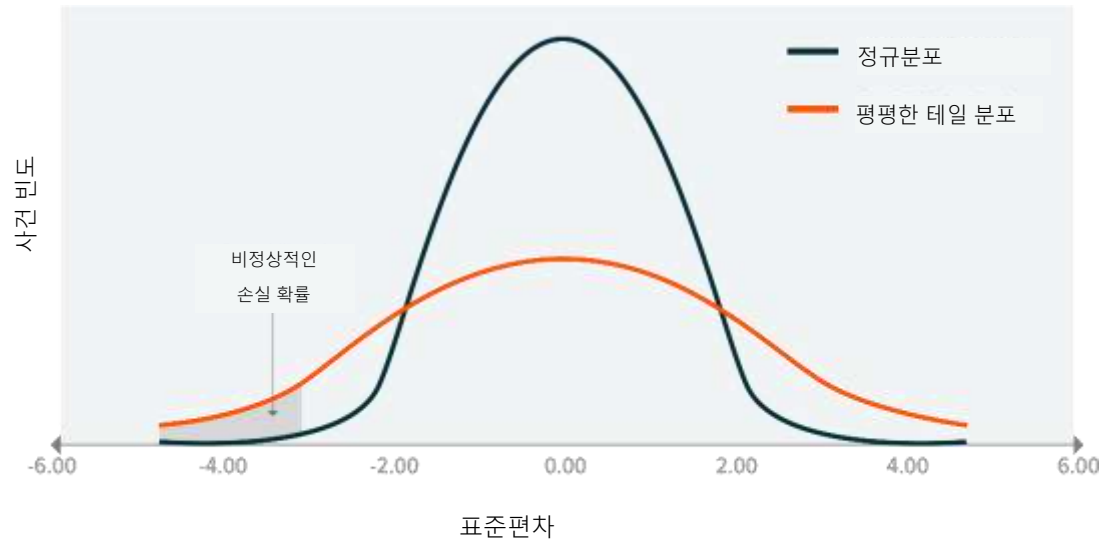
### 주요 요약:

- 테일 리스크 전략은 일반적으로 한 주가 지수에 있는 주식들을 보유하면서 그 지수에 대한 방어적 OTM(out-of-the-money) 풋 옵션 역시 매수하는 전략입니다. 이렇게 하면 주가 상승 가능성(지불한 프리미엄 차감)을 누리는 동시에 상당한 가격 하락 움직임의 영향도 완화할 수 있습니다.
- 테일 리스크 전략은 주요 대량 투매를 앞두고 방어적인 포지션을 달성하기 위한 노력의 일환으로 전략적으로 또는 전술적으로 사용됩니다.
- 펀드 운용보수 외에 방어적 풋의 반복적인 매수로 인해 테일 리스크 전략에는 비용이 발생합니다. 즉 테일 리스크 전략은 가격이 상승하거나 횡보하는 시장에서는 관련 주식 지수보다 성과가 낮을 수 있습니다.

### 테일 리스크 전략이란 무엇인가?

전통적으로 자산가격결정 모형은 주식 수익률이 정규분포를 이룬다고 가정합니다. 즉, 관찰 대상의 99.7%가 평균 수익률로부터 3 표준편차 내에 속한다고 가정합니다. 하지만 과거를 되돌아 보면 원편의 테일 이벤트 즉, 글로벌 금융위기와 같은 심각한 시장 대량 투매 또는 2020년 1분기의 팬데믹으로 인한 대량 투매가 정규분포가 예상하는 것보다 더 자주 발생합니다.<sup>1</sup> 지난 20년 동안 S&P 500 및 나스닥 100 모두에서 3개월에 걸친 다섯 번의 10% 이상의 대량 투매가 있었습니다.<sup>2</sup> 시장의 대량 투매가 예상보다 더 자주 발생하는 점을 고려할 때, 투자자들은 이러한 리스크를 완화하는 데 도움을 주는 전략을 자신의 포트폴리오에 포함시키기를 원할 수 있습니다.





극단적인 하방 리스크로부터 보호할 수 있는 방법이 몇 가지 있습니다. 미국 국채, 금, 대체자산 및 방어적인 주식 보유와 같은 포트폴리오 다각화가 하방 리스크를 제한하기 위한 통상적인 접근법입니다. 기술적 신호를 기초로 주식 투자와 현금 보유를 조정하는 시스템적인 전략도 사용될 수 있습니다.<sup>3</sup>

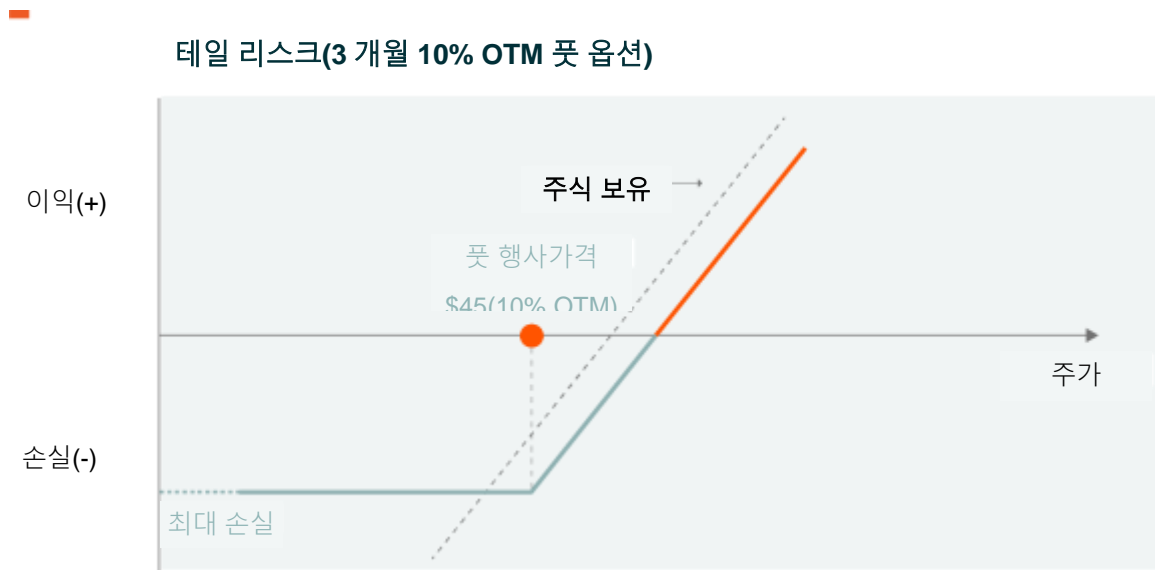
방어적 풋 전략 역시 효과적으로 실행되면 손실을 제한할 수 있기 때문에 하방 리스크 완화에 널리 사용됩니다. 방어적 풋은 하나의 주식(또는 여러 주식)을 보유하고 동일한 자산(들)에 대한 풋 옵션을 매수하여 구성합니다. 풋 옵션을 통해 매수자는 일정한 기간 내에 사전에 결정된 행사가격으로 한 주식(또는 여러 주식)을 매도할 권리(의무가 아님)를 갖게 됩니다. 풋 옵션을 매수하기 위해 프리미엄을 지불하는 대가로 투자자는 기초 자산 가격이 하락하는 경우에 가치가 상승할 수 있는 계약을 소유하게 됩니다.

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. 나스닥 100에 대한 3개월 ATM 풋 옵션의 평균 비용은 4.2%의 프리미엄입니다.<sup>4</sup> 연간으로 환산하면 이 보호를 위해 거의 17% 비용을 지불해야 합니다.

테일 리스크 전략은 일반적으로 더 낮은 행사가격을 가진 OTM 옵션을 매수하는 방어적 풋 전략의 일부입니다. 이러한 옵션은 XYZ 주가가 해당 옵션의 행사가격 아래로 떨어지는 경우에만 보호를 제공하지만 지속적으로 실행하는 데에 비용이 덜 듭니다. 예를 들어, 10% OTM 풋 옵션은 주가가 투자자가 계약을 체결한 시점으로부터 10% 이상 하락할 때에만 XYZ의 손실을 보호하기



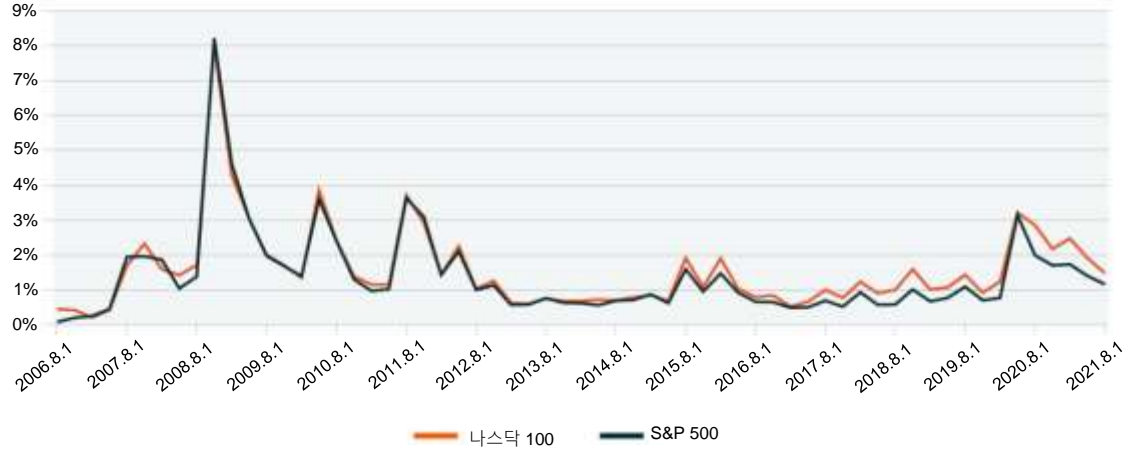
시작합니다. 예를 들어 15% 하락하는 경우, 풋 옵션은 손실을 10%로 제한하고 나머지 5%를 보호합니다.



모든 하방 리스크가 아닌 테일 리스크를 관리하는 잠재적 이점은 옵션비용이 일반적으로 덜 든다는 점입니다. 나스닥 100 3개월 ATM 풋 옵션 비용은 4.2%이지만 10% OTM 풋 옵션 비용은 평균 약 1.6%입니다.<sup>5</sup> 이 차이는 단기 높은 가격 하락 가능성을 희생하는 대가로 장기 수익에 도움이 될 수 있습니다. 옵션 행사 가격 외에 다른 요인 역시 계약 비용에 영향을 줄 수 있습니다. 예를 들어, 프리미엄은 시장의 변동성이 심한 기간에 상승하는 경향이 있으며, 계약 기간(만기까지의 기간)이 길면 일반적으로 더 비쌉니다.

## 과거 3개월, 나스닥 100 및 S&P 500의 10% OTM 옵션 프리미엄

출처: 블룸버그. 2006년 8월 18일부터 2021년 8월 20일까지의 데이터. OTM: Out-of-the-money(OTM). 블랙숄즈 모형을 사용한 옵션 프리미엄.<sup>6</sup> 실제 프리미엄은 다를 수 있음.



테일 리스크 전략은 매수하는 풋 옵션의 현재 내재가치, 매수하는 옵션 계약 만기까지의 기간, 롱 포지션을 취하는 기초 자산에 따라 달라질 수 있습니다. 예를 들어, 테일 리스크 전략은 XYZ 주식에 투자하고 OTM 풋을 매수하기 보다는 S&P 500 또는 나스닥 100과 같이 폭넓은 주식 지수에 있는 주식들을 보유하고 OTM 지수 풋 옵션을 매수할 수 있습니다.

### 테일 리스크 전략을 위한 포트폴리오 적용

일반적으로, 투자자가 주요한 주가 하락을 예상하고 있지만 주가 상승이 계속될 경우에 대비하여 계속 투자하기를 원하는 경우 테일 리스크 전략이 유용할 수 있습니다. 한 투자자가 버블이 형성되고 있다고 생각하지만 주가 상승에 참여하면서도 심각한 주가 하락으로부터 보호받기를 원하는 것과 같이 강력한 활황 시장에서 이런 경우가 발생할 수 있습니다. 더 전략적인 배분으로서 테일 리스크는 포트폴리오 주식의 가치 상승을 기대하면서도 주요한 주가 하락을 회피하고 싶은 투자자들에게 좋을 수 있습니다.

벤치마크 지수와 비교하면 테일 리스크 전략은 시장 환경에 따라 성과가 달라집니다. 상승 추세의 시장에서는 풋 옵션 매수에 지불한 프리미엄 비용 때문에 테일 리스크 전략의 성과가 상대적으로 낮을 수 있습니다. 횡보 양상을 띠는 시장에서도 이러한 풋 옵션 비용으로 인해 성과가 낮을 수 있습니다. 테일 리스크 전략은 폭락장에서 좋은 성과를 내도록 설계되어 있습니다.



## 테일 리스크



코로나19 팬데믹이 보여준 바와 같이, 시장에는 블랙스완이라 불리는 예측할 수 없는 사건이 언제든지 발생할 수 있습니다. 주식 시장의 활황이 10년 이상 지속되면서 시장이 조절을 받을 리스크는 항상 존재합니다. 리스크를 회피하려는 투자자에게는 하방 리스크를 제한하는 것이 수익을 극대화 하는 것보다 우선일 수 있습니다.

## S&P 500 및 나스닥 100 과거의 가격 폭락

출처: 블룸버그. 2000년 1월 3일부터 2021년 7월 30일까지의 데이터. S&P 500은 SPX 지수가 대표하며, 나스닥 100은 NDX 지수가 대표함. 주가 폭락은 과거 3개월 동안 10% 이상의 하락을 의미함.



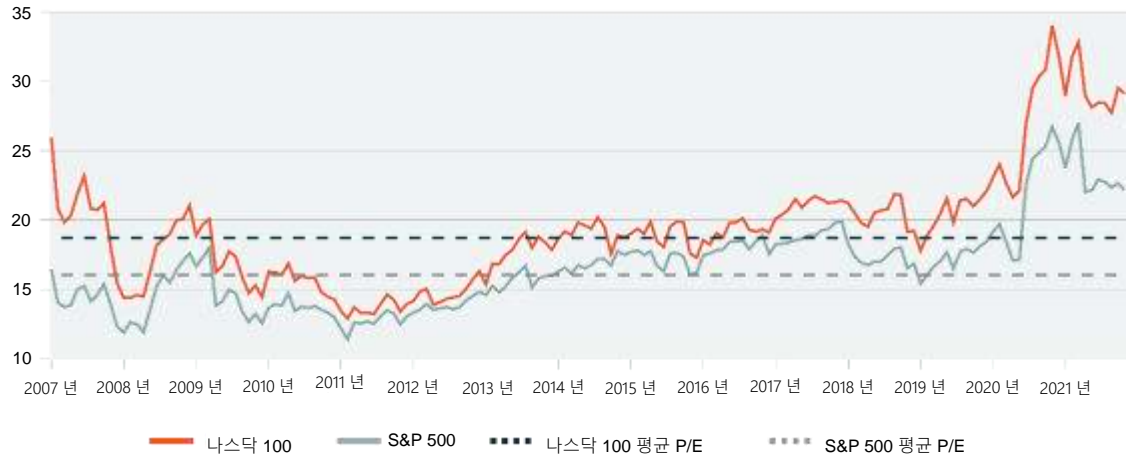
한편, 우호적인 금융정책과 재정정책이 팬데믹 사후 회복과 함께 가까운 장래의 주식 시장에 대하여 장밋빛 그림을 그리고 있습니다. 장기간에 걸쳐 투자자들은 과거의 투자를 유지함으로써 보상을 받았습니다. 나스닥 100 및 S&P 500 각각은 2020년 초까지 20년 동안 9.72%와 7.46%라는 연간 수익률을 제공했습니다.<sup>7</sup>



다른 한편, 투자자들은 항상 시장 조정에 대비해야 합니다. 예를 들면 나스닥 100은 닷컴 버블 동안 80% 하락하였습니다. 이는 극단적인 사건일 수 있지만 위 차트가 보여주는 바와 같이 지난 20년 동안 나스닥 100과 S&P 500에는 대규모 폭락이 서너 번 있었습니다. 현재의 높은 밸류에이션도 역시 테일 리스크 발생 가능성을 높일 수 있습니다.

### 나스닥 100 및 S&P 500 선행 주가수익률(P/E) 밸류에이션

출처: 블룸버그. 2007년 12월 31일부터 2021년 7월 31일까지의 데이터.



### 결론

시장은 장기적으로 상승하는 경향이 있지만 심각한 주가 폭락은 예상보다 더 자주 발생할 수 있습니다. 테일 리스크 전략은 투자자에게 잠재적인 하방 리스크를 완화하면서도 상승장에 참여할 수 있는 수단을 제공하는 데 도움이 될 수 있습니다. 투자자는 이러한 리스크에 현명하게 대처하고 테일 리스크 전략을 실행하는 효과적인 기구로서 QTR 및 XTR을 이용할 수 있습니다.

말미의 주:

1. Business Insider. “정규분포 대 평평한 꼬리” 2016년 10월 29일.
2. 블룸버그. 2000년 1월 3일부터 2021년 7월 30일까지의 데이터. S&P 500은 SPX 지수가 대표하며, 나스닥 100은 NDX 지수가 대표함.
3. 논의한 전략은 손실을 완화하지 못할 수 있음.
4. 블룸버그. 2006년 8월 18일부터 2021년 8월 20일까지의 데이터. 이는 블랙숄즈 모형을 사용하여 추정된 옵션 프리미엄임.
5. 블룸버그. 2006년 8월 18일부터 2021년 8월 20일까지의 데이터. 이는 블랙숄즈 모형을 사용하여 추정된 옵션 프리미엄임.
6. 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.
7. 블룸버그. 2000.1.1~2020.1.1 데이터. S&P 500은 SPX 지수가 대표하며, 나스닥 100은 NDX 지수가 대표함.

투자에는 원금 손실 가능성을 포함한 리스크가 수반됩니다. 분산투자를 한다고 해서 이익이 발생하고 손실이 발생하지 않는 것은 아닙니다. 특정 산업 또는 섹터에 집중하면 펀드는 그 산업 또는 섹터에 영향을 줄 수 있는 부정적인 사건 발생 시 손실을 입게 됩니다. 관련 펀드 투자자는 펀드 주식 가격의 높은 변동성 정도 및 상당한 손실 가능성을 기꺼이 수락해야 합니다.

지수 수익률은 단지 예시 목적이므로 실제 펀드 성과를 나타내지는 않습니다. 지수 수익률은 운용보수, 거래 비용 또는 제반 비용을 반영하지 않은 것입니다. 지수는 운용 대상이 아니며 직접 투자할 수 없습니다. 과거의 실적이 미래의 결과를 보장하지는 않습니다.

