

연구보고서

2025

19

월배당 ETF 성장과 보험회사의 과제

조영현

본 보고서에 수록된 내용은 집필자 개인의 의견이며 우리원의 공식 의견이 아님을
밝혀 둔다.



목 차

• 요약	1
I. 논의 배경	2
II. 월배당 ETF의 특징	3
1. ETF의 특징	3
2. 월배당 ETF	8
3. 커버드콜 ETF	11
III. 월배당 ETF와 연금	19
1. 개괄적 비교	19
2. 성과 비교	21
IV. 보험산업의 과제	27
1. 소비자의 금융투자 경험과 지식 확대에 대응	27
2. 연금저축 및 퇴직연금 상품	28
3. 기타 연금 상품	32
• 참고문헌	36
• 부록	38

표 차례

〈표 II-1〉 ETF 유형별 과세	7
〈표 II-2〉 QYLD와 QQQ의 5년 성과 비교	18
〈표 III-1〉 커버드콜 ETF와 연금보험 비교	21
〈표 III-2〉 QYLD와 연금 성과 비교	24
〈표 III-3〉 QYLD, JEPi와 연금 성과 비교	25
〈표 III-4〉 QYLD와 연금의 5년 성과 비교	26

그림 차례

〈그림 I-1〉 한국 ETF 순자산가치 총액과 상장 종목 수	2
〈그림 II-1〉 월배당 ETF 유형별 순자산 및 개수	11
〈그림 III-1〉 \$100,000를 QYLD에 10년간 투자했을 때 배당금과 원금 변화	22
〈그림 III-2〉 \$100,000를 JEPI에 5년 3개월 투자했을 때 배당금과 원금 변화	23
〈그림 IV-1〉 연금저축 계약 건수 및 적립금 추이	29
〈그림 IV-2〉 FIA와 RILA의 성과 예시	34

The Growth of Monthly Dividend ETFs and the Challenges Facing Insurance Companies

This report derives key insights by comparing the performance of covered call ETFs, a mainstream type of monthly dividend ETF, with that of annuities. Compared to covered call ETFs, annuities offer superior income stability, predictability, and management of longevity risk; however, they have lower liquidity and are more vulnerable to inflation. A comparative analysis of the performance of representative U.S. covered call ETFs (QYLD, JEPI) and annuities over the past 5 to 10 years reveals that covered call ETFs have generally achieved higher returns when considering both monthly income and the remaining principal value. However, this outcome was based on a low-interest-rate environment and rising stock prices, and it stems from the unique nature of the U.S. market, which has had a very high equity premium over a long period. Should market conditions change, it is possible that the overall performance of covered call ETFs could fall below that of annuities. Nevertheless, retirees who are willing to accept a certain level of risk while aiming for capital preservation are more likely to prefer covered call ETFs over annuities.

Given the growing trend of consumers' expanding financial investment experience and knowledge, the demand for monthly dividend ETFs as a source of retirement income is likely to increase further. In response, insurance companies will need a strategy to strengthen their product offerings for "medium-risk tolerant" consumers by improving their annuity savings insurance, retirement pensions, and variable annuities.

요약

ETF는 전통적 뮤추얼 펀드와 비교했을 때 편의성, 투명성, 유동성, 비용 등의 여러 측면에서 기존 뮤추얼 펀드에 비해 장점을 가지는 혁신적 금융상품이다. 한국의 ETF 시장은 2020년 이후 급성장했으며, 특히 최근 매월 분배금을 지급하는 ‘월배당 ETF’가 은퇴자 등 꾸준한 현금 흐름을 원하는 투자자들에게 큰 인기를 얻고 있다. 이러한 월배당 ETF는 꾸준한 소득을 제공한다는 점에서 보험회사의 전통적 연금과 경쟁 관계에 있다.

본 보고서는 월배당 ETF의 주류인 커버드콜 ETF와 연금의 성과를 비교함으로써 시사점을 얻는다. 커버드콜 ETF와 비교할 때, 연금은 소득의 안정성 및 예측 가능성, 장수 리스크 관리 측면에서 우수하지만, 유동성이 낮고 인플레이션에 취약하다. 지난 5~10년간 미국의 대표 커버드콜 ETF(QYLD, JEP1)와 연금의 성과를 비교·분석한 결과, 월소득과 잔존가치(투자원금)를 모두 고려했을 때 전반적으로 커버드콜 ETF는 연금에 비해 높은 성과를 달성했다. 다만, 이러한 결과는 저금리 환경과 주가 상승에 기반한 것이며, 이는 장기간의 주식 프리미엄이 매우 높은 미국 시장의 특수성에서 기인한 것이다. 만약 시장 상황이 달라진다면 커버드콜 ETF의 종합적인 성과가 연금보다 낮아질 가능성이 있다. 그럼에도 불구하고 일정 위험을 수용하며 자본 보존을 노리는 은퇴자라면 커버드콜 ETF를 연금보다 선호할 가능성이 높다.

소비자의 금융투자 경험과 지식이 확대되고 있는 추세로 인해, 향후 노후 소득 공급원으로서 월배당 ETF의 수요는 더욱 증가할 가능성이 있다. 이에 대응하여 보험회사는 연금지 축보험, 퇴직연금, 변액연금 등을 개선함으로써 ‘중위험 감수’ 소비자를 위한 상품을 강화할 필요가 있다.

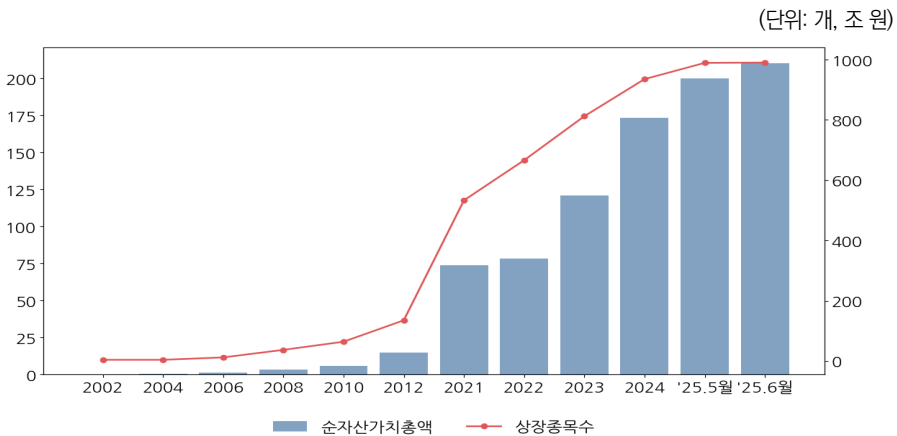
I 논의 배경

상장지수펀드(Exchange-Traded Fund; ETF)는 증시에 상장되어 주식처럼 거래되는 투자펀드로써 전 세계적으로 빠르게 성장하고 있다. 특히, 한국의 ETF 시장은 2020년 이후 급속하게 성장하여 2025년 6월 말 기준 순자산총액이 210조 원으로 KOSPI 시가총액(2,512조 원)의 8.4%에 이른다(한국거래소 2025. 7.).

ETF는 전통적 뮤추얼 펀드에 비해 낮은 거래 비용, 편리한 접근성과 투명성, 다양한 상품 등의 장점을 바탕으로 투자자에게 인기를 끌고 있다. 최근 한국에서는 투자자에게 매일 분배금을 지급하는 ‘월배당 ETF’가 인기를 끌며 다양한 상품이 출시되고 있다. 일부 월배당 ETF는 연 10% 이상의 분배금 지급을 목표로 출시되고 있는데, 매일 현금 유입을 원하는 투자자 및 은퇴자의 수요를 충족시키며 급성장하고 있다. 매일 꾸준한 수익을 제공한다는 측면에서 월배당 ETF는 기존 연금 상품의 경쟁자가 될 수 있음을 시사한다.

본 보고서는 먼저 ETF 및 월배당 ETF의 현황과 특징을 다루고, 월배당 ETF와 연금의 성과를 비교 분석한다. 이를 바탕으로 보험회사의 대응 방안에 대해 논의한다.

〈그림 I-1〉 한국 ETF 순자산가치 총액과 상장 종목 수



자료: 한국거래소(2025. 7.)

1. ETF의 특징

ETF는 주식시장에서 장중에 시장이 결정한 가격으로 거래되는 집합투자기구이다. ETF는 전통적 뮤추얼 펀드와 비교했을 때 여러모로 장점을 가지며, 이를 바탕으로 뮤추얼 펀드를 대체하고 있는 혁신적 금융상품으로 볼 수 있다.

가. 구조¹⁾

ETF 시장의 주요 참여자는 자산운용사(발행사), 지정참가회사(Authorized Participant: AP), 유동성공급자(Liquidity Provider: LP), 신탁업자, 거래소이다. 자산운용사는 ETF 상품을 기획, 설계하고 운용하는 주체이며, ETF가 보유해야 할 자산 구성 내역 (Portfolio Deposit File: PDF)을 매일 산출하여 공시한다. 지정참가회사는 ETF 구조의 핵심 기관으로 운용사와 계약을 맺고 ETF의 설정(발행)과 환매(해지)를 전담하는 대형 증권사이며, 발행시장에서 ETF의 총수량을 조절하는 역할을 한다. 유동성공급자는 유통 시장에서 투자자들이 원활하게 ETF를 사고팔 수 있도록 지속적으로 매수/매도 호가를 제시하는 증권사이며, 대부분 AP가 LP의 역할을 겸임한다. 신탁업자는 주로 은행이 맡으며, ETF에 편입된 실제 자산(주식, 채권 등)을 보관하여 운용사가 파산하더라도 투자자의 자산이 안전하게 보호되도록 한다. 거래소는 ETF의 상장, 매매 체결, 시장 감시를 담당하며, 실시간 추정 순자산가치(iNAV)²⁾를 산출하여 공시한다.

ETF도 발행시장과 유통시장이 분리되어 있으며, 이 두 시장은 서로 긴밀하게 연결되어 있다. 발행시장(Primary Market)은 ETF가 새로 만들어지거나(설정) 없어지는(환매) 시장으로 오직 자산운용사와 AP만이 참여할 수 있다. 거래는 대규모 단위인 '설정 단위

1) Goodacre(2018); Ben-David et al.(2017); ICI 홈페이지(2025); 한국거래소 홈페이지(2025)를 참조하였음

2) NAV(순자산가치; Net Asset Value)는 ETF가 보유한 모든 자산의 가치를 총 발행 주식 수로 나눈 값이며, iNAV (추정 순자산가치; indicative NAV)는 장중에 실시간으로 변하는 기초자산 가격을 반영하여 산출하는 실시간 추정 가치임

(Creation Unit; CU)로 이루어지며(예: 1 CU = 50,000주), ETF의 '순자산가치(NAV)'를 기준으로 거래된다. 유통시장(Secondary Market)은 주식처럼 ETF를 사고파는 시장으로 개인, 기관, 외국인 등 모든 투자자가 참여하며, 수요와 공급에 의해 실시간으로 시장 가격이 결정된다. LP는 이 시장에서 거래가 원활하게 이루어지도록 돕는다.

발행시장은 현금 대신 현물(기초자산)로 ETF를 만들고 해체한다. 먼저 설정(Creation) 과정을 살펴보자. ETF 수요가 증가하면 AP는 새로운 ETF를 만든다. AP는 자산운용사가 공시한 PDF(자산 구성 내역)에 따라 실제 주식이나 채권 등을 시장에서 매수하여 '설정 바스켓'을 구성한다. AP는 이 바스켓을 자산운용사(신탁업자)에 납입한다. 자산운용사는 납입 받은 현물을 바탕으로 새로운 ETF 주식(CU 단위)을 발행하여 AP에게 교부한다. AP는 새로 받은 ETF를 유통시장에 매도하여 공급량을 늘린다. 다음으로 환매(Redemption) 과정을 살펴보자. ETF 공급이 과도하면 AP는 ETF를 회수한다. AP는 유통시장에서 ETF 주식을 CU 단위로 매수한다. AP는 모은 ETF 주식을 자산운용사에 제출하고 환매를 신청한다. 자산운용사는 ETF 주식을 소멸시키고, 그 대가로 펀드가 보유하고 있던 기초자산 바스켓('환매 바스켓')을 AP에게 돌려준다. 이 과정을 통해 시장의 ETF 공급량이 줄어든다. AP는 차익거래를 통해 유통시장에서의 '시장 가격'이 그 ETF의 본질적인 가치인 '순자산가치(NAV)'와 거의 유사하게 유지되도록 한다.

나. 편의성, 유동성 및 투명성

ETF는 거래소에 상장되어 개별 주식과 동일한 방식으로 거래된다. 투자자는 증권사의 HTS나 MTS를 통해 한국거래소 개장 시간(09:00~15:30) 동안 원하는 가격을 지정하여 실시간으로 매수·매도할 수 있다. 결제 주기는 주식과 동일한 T+2일로, 매도 후 현금화까지 2영업일이 소요된다. 이러한 실시간 거래 가능성은 시장 상황 변화에 신속하게 대응할 수 있게 하며, 뛰어난 환금성을 보장한다. 또한, 유동성공급자 제도가 있어 거래량이 적은 ETF라도 LP가 호가를 제시하여 원활한 거래를 지원한다.

반면, 뮤추얼 펀드의 경우 자산운용사나 판매사(은행, 증권사)를 통해 직접 가입하고 환매하는 방식으로 거래된다. 거래 가격은 하루에 한 번, 장 마감 후 산출되는 순자산가치(Net Asset Value; NAV)를 기준으로 결정된다. 즉, 투자자는 장중에 주문을 내더라도 당일 종가 기준으로 다음 날 혹은 그 이후에 체결 가격을 알 수 있다. 이로 인해 실시간 대응이 불가능하며, 환매 신청 후 현금을 수령하기까지 통상 3영업일에서 길게는 8영업일

까지 소요되어 ETF에 비해 유동성이 떨어진다.

두 상품은 운용의 투명성 측면에서도 차이를 보인다. ETF 운용사는 매일 해당 ETF가 어떤 자산들로 구성되어 있는지를 나타내는 구성내역(PDF)을 공시해야 한다. 투자자는 언제든지 HTS나 자산운용사 홈페이지를 통해 ETF가 보유한 모든 종목과 그 비중을 실시간에 가깝게 확인할 수 있다. 반면, 뮤추얼 펀드는 관련 법규상 펀드 자산구성내역이 분기별로 공시되는 것이 일반적이다. 따라서 투자자는 자신이 가입한 펀드가 현재 어떤 종목을 담고 있는지 실시간으로 파악하기 어려우며, 정보의 비대칭성이 존재한다.

다. 비용

ETF는 일반적으로 뮤추얼 펀드보다 낮은 운용보수를 부과한다. 이는 많은 ETF가 특정 지수를 추종하는 소극적(Passive) 운용 방식을 채택하고 있기 때문이기도 하지만, 구조적으로 행정 부담이 적기 때문이기도 하다. ETF의 등장은 펀드 시장 전반의 경쟁을 촉진하여 운용보수 인하를 유도하는 효과도 낳았다. 더불어, 브로커를 통해 판매되는 많은 뮤추얼 펀드와 달리 ETF는 판매 수수료(선취 또는 후취)가 없다. 증권사 거래 수수료가 부과될 수 있지만, 최근 수수료 무료 거래가 보편화되면서 이러한 비용상 이점은 더욱 커졌다.

라. 세금

한국의 금융투자상품 과세 체계는 투자 대상 자산(국내 주식, 해외 주식, 채권 등)과 상품 의 상장 국가(국내 상장, 해외 상장)에 따라 복잡하게 달라진다.

ETF가 갖는 세제 혜택 중 하나는 증권거래세 면제다. 투자자가 국내에 상장된 ETF를 매도 할 때는 증권거래세(농어촌특별세 포함)가 부과되지 않는다. 반면, 개별 주식을 직접 매도 할 경우에는 매도 금액에 대해 증권거래세(2025년 기준 0.15%)를 납부해야 한다. 뮤추얼 펀드의 경우, 투자자가 펀드를 환매할 때 직접 증권거래세를 내지는 않지만, 펀드 내부에서 포트폴리오 리밸런싱을 위해 주식을 매도할 때 증권거래세를 납부하게 되며, 이는 결국 펀드의 순자산가치에 반영되어 전체 투자자의 수익률을 미세하게 낮추는 요인으로 작용한다.

국내 주식에 주로 투자하는(주식형) ETF의 경우, 매도하여 발생한 매매차익에 대해서는 세금이 부과되지 않는다. 분배금³⁾은 주식의 배당금과 동일하게 취급되어, 15.4%의 배당소득세가 원천징수된다. 이 소득은 이자소득 등 다른 금융소득과 합산하여 연간 2,000만 원을 초과할 경우 금융소득종합과세 대상에 포함된다.

국내 채권, 원자재, 부동산 등 국내 주식 이외의 자산에 주로 투자하는(비주식형) ETF의 과세 방식은 다르다. 이들 상품에서 발생하는 매매차익과 분배금(혹은 이자소득)은 모두 배당소득으로 간주되어 15.4%의 세율로 과세된다. 이때 매매차익에 대한 과세는 '보유기간과세' 원칙에 따라, 실제 발생한 매매차익과 보유 기간 동안의 '과세표준 기준가격(과표기준가) 상승분' 중 더 적은 금액을 기준으로 세금이 부과된다. 이 소득 역시 금융소득종합과세 대상이다.

해외 자산에 투자할 때 과세 체계는 상품이 국내에 상장되었는지 해외에 상장되었는지에 따라 완전히 달라지며, 이는 투자 전략에 영향을 미칠 수 있다. 국내 상장 해외 투자 ETF는 세법상 국내 주식 이외 기타 상품으로 취급된다. 이 상품의 경우 매매차익과 분배금 모두 배당소득으로 간주되어 15.4%의 세율이 적용된다. 이 소득은 금융소득종합과세 대상이 된다.

해외 상장 해외 ETF는 세법상 해외 주식으로 취급된다. 이 상품의 매매차익은 양도소득으로 분류된다. 연간 발생한 모든 해외 주식 양도소득을 합산하여 250만 원을 기본 공제한 후, 초과분에 대해 22%의 단일 세율로 양도소득세가 부과된다. 양도소득은 다른 소득과 합산되지 않고 별도로 과세되는 분류과세 대상이다. 즉, 아무리 많은 양도차익이 발생해도 금융소득종합과세에 영향을 주지 않는다. 해외에서 지급받는 분배금(배당)은 국내 상장 상품과 마찬가지로 15.4%의 배당소득세가 적용되며, 이는 금융소득종합과세 대상에 포함된다.

이러한 해외 자산에 대한 이원화된 과세 체계는 일반 투자자와 고소득 투자자 사이에 투자 전략에 차이를 만들어 낼 수 있다. 연간 금융소득이 2,000만 원 미만인 일반 투자자에게는 15.4%의 배당소득세율이 적용되는 국내 상장 해외 ETF가 22%의 양도소득세율이 적용되는 해외 상장 ETF보다 세금 측면에서 유리하다. 반면, 연간 금융소득이 2,000만 원을 초과하여 높은 종합소득세율(예: 35% 이상)을 적용받는 고소득 투자자는 해외 상장 ETF 투자가 유리할 수 있다. 이들이 국내 상장 해외 ETF에서 큰 수익을 실현할 경우,

3) ETF가 보유 주식으로부터 받은 배당금 등을 투자자에게 지급하는 것을 분배금이라고 함

해당 수익은 기존 소득에 더해져 35% 이상의 높은 한계세율로 과세된다. 여기에 더해 금융소득은 국민건강보험료 부과 대상에도 포함되어 실효세율이 추가로 약 7% 이상 증가할 수 있다. 이 경우, 250만 원 공제 후 22%의 단일 세율로 분류과세되고 건강보험료도 부과되지 않는 해외 상장 ETF에 직접 투자하는 것이 절세에 유리한 선택이 된다. 결국 해외 자산 투자 방식의 선택은 단순히 세율의 높고 낮음이 아니라, 투자자의 전체 소득 구조와 금융소득종합과세 및 건강보험료라는 숨겨진 비용까지 고려한 종합적인 세무 전략의 문제가 된다.

〈표 II-1〉 ETF 유형별 과세

자산 유형	상장 거래소	매매차익 과세	분배금/배당금 과세	증권거래세
국내 주식형	국내	비과세	배당소득세 15.4%	면제
국내 기타 유형		배당소득세 15.4%		
해외 주식		양도소득세 22% (분류과세)		
해외 주식	해외			해당 국가 규정에 따름

자료: 저자가 작성함

국내 상장 ETF는 일반 계좌가 아닌 연금계좌(연금저축 및 퇴직연금)나 ISA를 이용하여 운용할 때 절세 효과를 극대화시킬 수 있다. 연금계좌는 장기적인 노후 준비를 위한 최고의 절세 수단으로 세액공제, 과세이연, 저율 분리과세의 세 가지 혜택을 제공한다. 연금저축과 IRP를 합산하여 연간 최대 900만 원 납입액까지, 총급여 수준에 따라 13.2% 또는 16.5%의 세액공제를 받을 수 있다. 이는 투자 시작과 동시에 확정 수익을 얻는 것과 같은 효과를 준다. 과세이연이란 연금계좌 내에서 발생한 모든 투자 수익(매매차익, 분배금, 이자 등)에 대해 즉시 세금을 부과하지 않고, 연금을 인출하는 시점까지 과세를 미뤄주는 혜택이다. 이로 인해 세금으로 차감될 금액까지 온전히 재투자되어, 장기간에 걸쳐 복리 효과를 극대화할 수 있다. 단, 2024년부터 국내 상장 ETF 중 해외주식형의 경우, 배당에 대한 해외 과세당국의 원천징수를 국세청이 선환급해주는 제도가 사라져 과세이연 혜택이 없어졌다. 이에 이중과세 문제가 제기되었는데, 해외 정부에 낸 세금은 연금 수령 시 연금소득세를 차감 받을 수 있도록 2025년에 세법이 개정되어 이중과세 문제는 해결되었다. 한편, 만 55세 이후 과세대상 금액(세액공제 받은 납입금액과 연금계좌 운용소

득)을 연금 형태로 연간 1,500만 원 이하로 인출할 경우, 3.3~5.5%의 낮은 세율로 분리과세(수령 시 연령에 따라 차등 적용)되며, 연간 1,500만 원을 초과하여 인출하는 경우에도 종합과세나 분리과세(16.5%) 중 자신에게 유리한 방식을 선택할 수 있다. 연금계좌의 단점은 자금이 만 55세까지 장기간 묶인다는 점이다. 부득이한 사유 없이 중도 해지할 경우, 세액공제 받은 납입 원금과 전체 운용 수익에 대해 16.5%의 기타소득세가 부과되어 절세 혜택이 사라진다.

최소 의무가입기간이 3년인 ISA는 중장기 자금 운용 시 손익통산, 일부 비과세, 저율 분리과세를 통해 절세 효과를 제공한다. ISA는 계좌 만기 시(최소 3년 후) 계좌 내에서 발생한 모든 금융상품의 이익과 손실을 합산하여 최종 '순이익'에 대해서만 과세한다. 예를 들어, A ETF에서 1,000만 원의 이익을 보고 B 펀드에서 700만 원의 손실을 봤다면, 일반 계좌에서는 1,000만 원 이익 전체에 대해 과세하지만 ISA에서는 순이익인 300만 원에 대해서만 과세한다. 이는 일반 계좌에서 손실과 무관하게 이익이 발생한 건별로 과세하는 것과 비교할 때 매우 큰 장점이다. 또한, 손익통산 후 계산된 순이익 중 200만 원(서민형/농어민형은 400만 원)까지는 세금을 면제한다. 비과세 한도를 초과한 순이익에 대해서는 15.4%의 배당소득세가 아닌 9.9%의 낮은 단일 세율로 분리과세한다. 분리과세이므로 이 소득은 금융소득종합과세 대상에 포함되지 않아 고소득자에게 특히 유리하다.

2. 월배당 ETF

월배당 ETF란 매월 분배금을 지급하는 상품으로, 펀드가 보유한 주식·채권·리츠 등의 배당, 이자, 임대료 수익 혹은 옵션 프리미엄 등을 매월 투자자에게 분배한다. 월배당 ETF는 매월 예측 가능한 현금 흐름을 창출한다는 점에서 특히 은퇴자 및 은퇴 준비자에게 매력적인 금융상품으로 인식되고 있다.

가. 분배금 자원 창출 방식

월배당 ETF의 분배금 자원은 '배당·이자 전달형' 혹은 '커버드콜(Covered Call) 옵션 프리미엄형' 방식으로 창출된다. 이 메커니즘의 차이는 ETF의 성과 특성과 리스크 프로파일

을 결정하는 가장 중요한 요소이다.

먼저 배당·이자 전달(Pass-Through)형은 가장 전통적인 방식으로, ETF가 편입한 기초 자산(주식, 채권 등)에서 자연적으로 발생하는 배당금이나 이자 수익을 취합하여 투자자에게 그대로 전달(Pass-Through)하는 구조다. 이 방식은 기초자산의 본질적인 현금 창출 능력과 장기적인 가치 성장에 직접적으로 연동된다. 분배율은 상대적으로 낮지만 자본 성장 잠재력을 온전히 누릴 수 있다는 장점이 있다. 대표적으로 '다우존스 미국 배당 100 지수'를 추종하는 ETF들은 10년 이상 연속으로 배당금을 지급하고 꾸준히 배당을 늘려온 우량 기업들로 구성되어, 안정적인 배당과 자본 성장을 동시에 추구한다.

커버드콜(Covered Call) 옵션 프리미엄 방식은 높은 월 분배금을 가능하게 하는 핵심 전략으로, 기초자산 보유 포지션에 콜옵션 매도를 결합하여 추가적인 현금 흐름(옵션 프리미엄)을 창출하는 방식이다. 이 방식은 기초자산을 보유한 상태에서, 해당 자산을 미래의 특정 시점(만기)에 미리 정한 가격(행사가격)으로 살 수 있는 권리(콜옵션)를 매도하고 그 대가로 프리미엄을 수취한다. 이 프리미엄이 분배금의 주요 재원이 된다. 커버드콜 옵션 프리미엄 모델은 상승장과 하락장에서의 성과가 다르게 나타난다. 상승장에서는 주가가 행사가격 이상으로 급등할 경우, 콜옵션 매수자가 권리를 행사하므로 ETF의 수익은 '행사가격까지의 상승분 + 프리미엄'으로 제한된다. 이는 시장의 상승 잠재력을 포기하는 명백한 기회비용이다. 횡보장 및 완만한 하락장에서는 주가가 행사가격에 미치지 못하면 옵션은 소멸되고, 수취한 프리미엄은 온전히 ETF의 수익이 된다. 이는 자산 가격 하락에 대한 부분적인 완충(Buffer) 효과를 제공하며, 특히 횡보장에서 안정적인 성과를 내는 원동력이 된다. 이 커버드콜 전략은 옵션 매도 비중에 따라 다시 세분화된다. 100% 커버드콜은 포트폴리오 전체(100%)에 대해 옵션을 매도하여 프리미엄 수익을 극대화한다. 나스닥 100 지수를 기반으로 하는 QYLD가 대표적이다. 타겟 프리미엄(부분 커버드콜)은 포트폴리오의 일부(예: 30~40%)에 대해서만 옵션을 매도하여 '목표(Target) 프리미엄 수익률(예: 연 +7%)을 추구한다. 옵션을 매도하지 않은 나머지 자산은 시장 상승에 참여할 수 있어, 100% 커버드콜 전략의 '상승 잠재력 제한' 단점을 일부 보완한다.

나. 기초자산에 따른 유형 분류

월배당 ETF는 기초자산의 유형에 따라 크게 주식형, 채권형, 대체자산형으로 나눌 수 있다. 대표적인 주식형은 미국 배당성장주(SCHD 기반), 고성장 기술주(나스닥/AI 기반), 국

내 고배당주(은행, 금융 등) 등이 있다. 채권형은 미국 장기 국채와 같은 국채 또는 신용 리스크를 감수하고 높은 이자를 추구하는 회사채 및 하이일드 채권을 기초로 하는 상품이 있다. 대체자산형은 부동산 임대 수익을 기반으로 하는 리츠(REITs)나 주식, 채권 등 여러 자산을 혼합한 멀티에셋 형태가 있다.

다. 투자 시 주의 사항

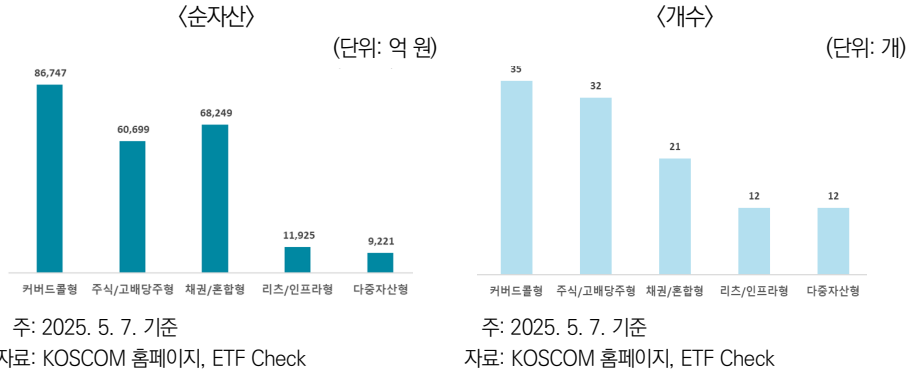
월배당 ETF 투자 결정 시 가장 경계해야 할 지표는 '분배율'이다. 분배율은 연간 분배금을 현재 주가로 나눈 값으로, 기초자산의 가치 하락으로 주가(NAV)가 떨어지면 분배금액이 동일하더라도 분배율은 오히려 상승하는 착시를 일으킬 수 있다. 따라서 투자자의 자산 증감 여부를 정확하게 판단하기 위해서는 총수익률(Total Return = 자본 손익 + 분배금 수익)을 기준으로 성과를 평가해야 한다.

또한 ETF가 지급하는 분배금이 실제 운용 수익(배당·이자+옵션 프리미엄)을 초과할 경우, 운용사는 보유 자산을 매각하여 분배금을 지급해야 한다. 이는 ETF의 순자산가치(NAV)를 직접적으로 훼손하는 '원금 잠식' 현상으로 이어진다. 특히 과도한 목표 분배율을 설정한 ETF의 경우, 장기적으로 기초자산 가치가 성장하더라도 ETF의 원금 가치는 오히려 크게 감소할 수 있다.

라. 현황

2025년 5월 7일 기준, 한국 시장의 월배당 ETF는 112개이며 순자산은 23.7조 원에 이른다. 월배당 ETF는 전체 ETF 중 대략 12%의 비중을 차지한다. 유형별로 보면 커버드콜형이 급성장하여 개수(35개)와 순자산(8.7조 원) 모두 가장 크다.

〈그림 II-1〉 월배당 ETF 유형별 순자산 및 개수



3. 커버드콜 ETF

본 절에서는 월배당 ETF 중에서도 높은 분배율을 제공하며 가장 빠르게 성장하고 있는 커버드콜(혹은 Buy-Write) ETF의 특징과 위험 요소에 대해 자세히 살펴본다.

가. 비대칭적 손익 구조

커버드콜 전략은 옵션을 활용한 가장 기본적인 투자 기법 중 하나로, 두 가지 핵심 요소로 구성된다. 첫째, 투자자는 주식 또는 주식 바스켓과 같은 기초자산에 대한 롱 포지션(매수 후 보유)을 취한다. 둘째, 동시에 해당 기초자산에 대한 콜옵션 숏 포지션(매도)을 취한다.

이 전략의 가장 본질적인 특징은 ‘비대칭적 손익 구조’에서 비롯된다. 콜옵션을 매도함으로써 투자자는 즉시 옵션 프리미엄이라는 현금 흐름을 확보한다. 이 프리미엄은 기초자산의 가격이 하락할 경우 손실을 일부 상쇄하는 완충적 역할을 수행한다. 즉, 기초자산만 보유했을 때보다 하방 위험이 프리미엄만큼 감소하는 효과를 가진다.

그러나 이러한 안정성의 대가로 투자자는 기회비용을 감수해야 한다. 매도한 콜옵션은 옵션 매수자에게 특정 행사가격(Strike Price)에 기초자산을 매수할 권리를 부여한다. 만약 기초자산의 가격이 행사가격을 초과하여 상승할 경우, 옵션 매수자는 권리를 행사할

것이고, 옵션 매도자(커버드콜 투자자)는 보유 주식을 행사가격에 매도해야 할 의무를 진다. 결과적으로 투자자의 수익은 행사가격 수준에서 '상한이 설정(Capped)'되며, 행사가격을 초과하는 자본 이득을 모두 포기하게 된다.

이러한 특성 때문에 커버드콜 전략은 시장에 대해 중립적이거나 완만하게 상승할 것으로 전망하는 투자자들에게 가장 효과적인 도구로 인식된다. 강세장을 예상하는 투자자에게는 상승 잠재력을 스스로 제한하는 비합리적인 선택이 될 수 있으며, 반대로 횡보하거나 완만하게 하락하는 시장에서는 기초자산 보유 대비 초과 수익을 기대할 수 있다.

나. 시스템적(Systematic) 전략

전통적으로 기관 투자자나 전문적 개인 투자자들이 직접 구사하던 커버드콜 전략은 ETF를 통해 대중화되었다. ETF는 투자자들이 직접 옵션 포지션을 설정하고, 만기를 관리하며, 증거금(Margin)을 유지하는 등의 복잡한 과정을 거치지 않고도 커버드콜 전략에 손쉽게 투자할 수 있는 유동적이고 효율적인 수단을 제공한다.

JEPI(JPMorgan Equity Premium Income ETF), QYLD(Global X NASDAQ 100 Covered Call ETF), XYLD(Global X S&P 500 Covered Call ETF)와 같은 대표적인 상품들은 이러한 접근성을 바탕으로 최근 몇 년간 폭발적인 인기를 끌며 막대한 운용자산(AUM)을 확보했다.

커버드콜 ETF의 운용 구조는 다음과 같다. 펀드는 먼저 S&P 500이나 NASDAQ 100과 같은 특정 지수를 추종하는 주식 포트폴리오를 구성한다. 그 후, 펀드매니저는 정해진 규칙에 따라(예: 매월 특정일에) 이 포트폴리오의 전체 또는 일부에 해당하는 지수 콜옵션을 체계적으로 매도한다. 이렇게 확보된 옵션 프리미엄과 기초자산에서 발생하는 배당금은 펀드의 주요 수익원이 되며, 이를 재원으로 투자자들에게 정기적인(주로 월간) 분배금을 지급한다.

이처럼 ETF는 커버드콜 전략을 규격화하고 자동화함으로써 투자자의 편의성을 극대화했지만, 이 과정에서 전략의 성격에 중요한 변화가 발생한다. 개별 투자자나 액티브 펀드매니저는 시장 상황에 대한 자신의 전망에 따라 콜옵션 매도 여부, 행사가격, 만기 등을 재량적으로 조절할 수 있다. 예를 들어, 강력한 상승장이 예상될 경우 콜옵션을 매도하지 않고 기초자산의 상승 잠재력을 온전히 누리는 선택이 가능하다.

반면, 대다수 커버드콜 ETF는 투자설명서에 명시된 규칙에 따라 기계적으로 옵션 매도 전략을 수행해야 하는 '시스템적(Systematic)' 상품이다. 이는 시장 상황과 무관하게 지속적으로 콜옵션을 매도해야 함을 의미한다. 따라서 강력한 강세장이 펼쳐지는 국면에서 액티브 매니저가 옵션 오버레이를 일시적으로 중단하여 시장 수익률을 따라잡을 수 있는 반면, 시스템적 ETF는 구조적으로 시장 대비 저조한 성과를 기록할 수밖에 없다. 결국 ETF라는 상품 구조는 전략에 대한 접근성을 높이는 동시에, 시장 상황에 능동적으로 대응할 수 있는 '기술적 유연성'을 제거하는 중요한 상충 관계를 내포한다. 이는 투자자들이 커버드콜 ETF에 투자할 때 반드시 인지해야 할 비명시적 비용(Implicit cost)이라 할 수 있다.

다. 성과

커버드콜 전략의 가장 근본적인 이점은 포트폴리오 수익률의 변동성을 낮추는 능력에 있다. 콜옵션 매도를 통해 수취하는 프리미엄은 일종의 안전 마진으로 작용하여, 기초자산 가격이 하락하거나 횡보할 때 손실을 완화하는 효과를 제공한다. 변동성 감소는 필연적으로 리스크 조정 수익률(Risk-adjusted return)의 개선으로 이어진다. 커버드콜 전략의 리스크 조정 성과를 평가하는 데 있어 가장 중요한 벤치마크는 CBOE S&P 500 바이-라이트 지수(BXM)이다. BXM 지수는 CBOE에 의해 2002년에 발표되었으며, 1986년 6월부터의 역사적 백테스팅 데이터가 제공된다. 이 지수는 Robert Whaley 교수와의 협력을 통해 개발되었으며, 커버드콜 전략의 수동적 벤치마크 역할을 하도록 설계되었다. 이 지수는 (1) S&P 500 지수에 포함된 주식 포트폴리오를 보유하고, (2) 매월 만기가 약 1개월 남은 약간 외가격(OTM) 상태의 S&P 500(SPX) 콜옵션을 매도하는 가상 포트폴리오의 성과를 추적한다. 이 포지션은 만기까지 보유되어 현금 결제되며, 이후 새로운 콜옵션이 매도된다.

BXM 지수의 등장은 이전까지 벤치마킹하기 어려웠던 전략에 대해 표준화되고 투명하며 쉽게 접근할 수 있는 성과 기록을 제공했다는 점에서 중요한 전환점이었다. 이후 주간 옵션을 사용하는 BXMW, 절반만 커버하는 BXMH, 2% OTM 옵션을 사용하는 BXY와 같은 다양한 파생 지수들이 등장했다.

Whaley(2002), Feldman et al.(2005) 등 BXM 지수를 분석한 선구적인 연구들은 공통된 결론에 도달했다. 이들 연구에 따르면, BXM 지수는 S&P 500 지수와 유사하거나 소폭 높은 절대 수익률을 기록하면서도 변동성은 훨씬 낮아 결과적으로 월등한 리스크 조정 성과

를 달성했다. 미국뿐만 아니라 호주 시장에서도 유사한 결과가 나타났다. 호주의 S&P/ASX 200 Buy Write Index(XBW)는 기초 지수보다 더 높은 연평균 수익률(14.20% 대 12.89%)을 더 낮은 표준편차(9.24% 대 12.24%)로 달성했다(O'Connell et al. 2014).

다만, 이러한 커버드콜 전략의 우월한 성과는 왜곡된 성과 측정 방법과 특히 왜도를 숨기는 보유 기간 설정에서 비롯된 환상(Illusion)이라는 주장도 존재하므로(Brooks et al. 2019) 주의할 필요가 있다. 연구에 따르면, 커버드콜 전략에 내재된 음의 왜도가 샤프 비율과 같은 평균-분산 기반 지표의 적용을 무효화한다는 것이다. 즉, 커버드콜 전략이 수익률 분포의 우측 꼬리, 즉 큰 폭의 상승 가능성을 잘라냄으로써, 계산된 분산이 인위적으로 감소한다. 이는 샤프 비율을 부풀려 '더 나은 위험-보상 상충 관계의 환상'을 만들어낸다.

라. 분배금에 대한 세금

국내株式이 기초자산인 커버드콜 ETF와 국내에 상장되어 있지만 기초자산이 해외株式인 커버드콜 ETF는 분배금에 대한 세금 부과 방식이 다르다. 커버드콜 ETF의 분배금은 기초자산 배당금과 콜옵션 프리미엄으로 구성되는데, 국내株式형 커버드콜 ETF는 기초자산 배당금에 대해서는 배당소득세(15.4%)를 과세하지만 콜옵션 프리미엄은 비과세한다. 따라서 분배금 전체에 대해 세금을 내는 것이 아니라, 과세 대상인 기초자산 배당금 부분에 대해서만 세금이 부과된다. 다만, 실제 과세되는 금액은 분배금과 과세표준 기준가 증분 중 적은 금액을 기준으로 계산된다.

반면, 국내 상장 해외株式형 커버드콜 ETF의 경우 옵션 프리미엄 수익에 대한 비과세 혜택이 적용되지 않는다. 따라서 분배금 전액이 배당소득으로 간주되어 15.4%의 배당소득세가 부과된다.

마. 다양한 커버드콜 ETF의 등장

ETF 시장에서는 커버드콜 운용 전략이 투자자 수요와 시장 환경에 맞춰 끊임없이 진화하고 있다. 첫째, 옵션의 행사가격과 만기를 다양화한 상품이 등장했다. 행사가격(Moneyness)은 위험-수익 프로파일을 조절하는 핵심 변수이다. 등가격(At-the-Money; ATM) 옵션을 매도할 경우 옵션 프리미엄 수익을 극대화하지만, 기초자산의 상승 잠재력은 가장

낮다. 외가격(Out-of-the-Money; OTM) 옵션을 매도할 경우 더 낮은 프리미엄을 수취하는 대신 주가가 행사가격에 도달하기 전까지는 자본 이득을 누릴 수 있는 '완충 공간(Run room)'이 생긴다. 최적의 행사가격은 투자자의 손실 회피 성향에 따라 달라진다. 손실 회피 성향이 낮은 투자자는 OTM 전략에서 더 높은 효용을 얻는 반면, 손실 회피 성향이 매우 높은 투자자는 하방 완충 효과가 더 큰 내가격(In-the-Money; ITM) 전략을 선호한다. 한편, BXM과 같은 전통적인 벤치마크에서는 월간 옵션을 사용하지만, 최근에는 주간이나 일간 옵션을 사용하는 커버드콜이 등장했다. 만기가 짧은 옵션은 더 빈번한 프리미엄 수확을 가능하게 하여 연환산 인컴 수익률을 높일 수 있다. 이는 신규 상품 출시의 지배적인 트렌드가 되었으나, 거래 비용 증가와 만기일 근처에서의 감마 위험 노출 증대라는 단점을 수반한다.

둘째, 액티브 운용 및 하이브리드 전략이 부상하고 있다. 수동적이고 100% 커버된 전략이 강세장에서 심각한 성과 부진을 겪는다는 한계점은 보다 동적인 접근 방식의 개발을 촉진했다. JEPI(JPMorgan Equity Premium Income ETF)는 액티브 전략의 대표적인 성공 사례로, 방어적인 저베타 주식 포트폴리오(종목 선택 알파)와 주식연계증권(ELN)을 활용한 옵션 오버레이를 결합한다. 이 하이브리드 접근법은 인컴과 함께 수동적 전략보다 우수한 상승 참여율을 목표로 한다. QYLD는 포트폴리오 전체에 대해 옵션을 매도하여 소득 창출을 극대화하는 반면, XYLG, QYLG의 경우 포트폴리오의 50%에 대해서만 콜옵션을 매도(부분 오버레이)하여, 인컴을 창출하면서도 기초 지수 상승 잠재력의 절반을 확보하도록 명시적으로 설계되었다.

셋째, 새로운 기초자산과 구조로 확장되고 있다. 변동성이 높은 개별 주식(예: TSLY)에 커버드콜 전략을 적용하여 극도로 높은 수익률을 추구하지만, 그에 상응하는 높은 개별 종목 위험을 감수하는 상품도 등장했다. 커버드콜 ETF의 성공은 풋옵션을 매도하는 풋-라이트(Put-Write) 전략(예: QQQY)이나 오토콜러블(Autocallable)과 같은 복잡한 구조화 채권을 기반으로 하는 상품 등 차세대 '파생상품 인컴' ETF의 등장을 촉발하며 인컴 창출의 지평을 넓히고 있다.

바. 목표 분배율과 총수익률의 관계

커버드콜 ETF는 콜옵션 매도를 통해 높은 소득을 추구할수록 총수익률(Total return)이 감소될 수 있다는 점에 주의해야 한다. 이러한 역관계는 커버드콜 전략의 구조적 특성에

서 기인한다. 커버드콜에서 더 많은 소득(옵션 프리미엄)을 얻으려면 행사가격(Strike Price)이 낮은 콜옵션을 매도해야 한다(옵션 만기 고정 시). 행사가격이 낮을수록 옵션의 델타(기초자산 가격 변화에 대한 민감도)는 커진다. 콜옵션을 매도하는 것은 그 델타만큼 기초 주식에 대해 숏 포지션(Short Exposure)을 취하는 것을 의미하므로, 높은 소득을 추구할수록(높은 델타의 옵션 매도) 포트폴리오의 순 주식 노출도는 감소한다. 주식은 장기적으로 양(+)의 기대 수익(주식 위험 프리미엄; ERP)을 제공한다. 주식 노출도를 줄이는 것은 이 프리미엄을 희생하는 것이므로 전략의 총 기대 수익률은 기계적으로 감소한다.

옵션 매도는 주식 노출도 감소 외에 변동성 매도(Short Volatility Exposure) 효과도 있다. 일반적으로 지수 옵션의 내재 변동성은 실현 변동성보다 높은 경향(변동성 위험 프리미엄; VRP)이 있어, 변동성 매도는 수익에 긍정적으로 기여한다. 높은 소득 전략(낮은 행사가)은 등가가격에 가까워져 VRP를 더 많이 얻을 수 있다. 그러나 Israelov et al.(2023)은 VRP로 얻는 이익이 ERP 손실분을 상쇄하기에는 일반적으로 충분하지 않다는 것을 실증적으로 밝혔다.

이 논문은 수익률 저하 외에도 고소득 커버드콜 전략의 여러 문제점을 지적한다. 첫째, '소득'에 대한 오해와 원금 잠식 문제이다. 옵션 프리미엄은 채권 이자나 배당금과 다르다. 이는 만기까지 해결되지 않는 부채이다. 만약 전략이 12%의 소득을 제공하지만 총수익률이 8%라면, 투자자가 소득 전체를 인출하여 사용할 경우 원금은 시간이 지남에 따라 감소한다. 둘째, 세금 비효율성이다. 커버드콜 전략은 일반적으로 단순 주식 보유보다 세금 측면에서 비효율적이다. 옵션 프리미엄 소득에 대해 세금이 부과되거나, 옵션 행사로 인해 원치 않는 자본 이득 실현이 강제될 수 있다. 셋째, 비대칭적 위험 노출이다. 커버드콜은 상승장에서의 이익은 제한하지만 하락장에서의 손실은 거의 그대로 노출된다. 높은 소득을 추구할수록 하방 베타(Downside Beta) 감소 폭보다 상방 베타(Upside Beta) 감소 폭이 더 커져, 이러한 비대칭성은 더욱 악화된다. 넷째, 만기가 짧은 옵션(예: 주간, 일일 옵션)을 더 자주 거래하여 소득을 높이는 방법도 있는데, 이 경우 전략의 위험 노출(감마 및 베가)이 복잡해지며 거래 비용이 증가할 수 있다.

커버드콜 전략은 주식 및 변동성 위험 프리미엄을 추구하는 합리적인 전략이 될 수 있다. 그러나 투자자가 이러한 위험 프리미엄의 최적 배분이 아닌, 단순히 높은 '파생상품 소득'에 현혹되어 커버드콜 ETF를 선택할 경우, 그들은 (1) 더 낮은 총수익률, (2) 더 높은 세

금 부담, (3) 더 부정적인 수익 분포(왜도)를 감수해야 한다. 이러한 상충 관계를 이해하지 못하고 소득만을 위해 투자하는 것은 결국 투자자에게 손해를 끼치는 ‘악마의 거래’가 될 수 있다.

커버드콜 ETF는 모든 투자자에게 적합한 상품이 아니다. 장기적인 자산 증식을 최우선 목표로 하는 젊은 투자자나 성장형 투자자에게는 총수익률 저하라는 단점이 더 크게 부각될 수 있다. 반면, 자산 가치의 큰 폭의 상승보다는 예측 가능한 월 현금 흐름을 더 중요하게 생각하는 은퇴자나 투자자에게는 매력적인 선택지가 될 수 있다. 단, 이 경우에도 총자산 가치의 잠식 가능성을 인지해야 한다.

사. QYLD와 QQQ의 장기 성과 비교

두 ETF의 5년 이상 장기 성과를 비교한다. 먼저 최근 10년의 성과를 본다. 2015년 5월 초부터 2025년 5월 초(총 10년)까지 Global X 나스닥 100 커버드콜 ETF(QYLD)와 Invesco 나스닥 100 ETF(QQQ)의 실제 총수익률(배당의 재투자를 가정한 수익률)을 비교함으로써 커버드콜 ETF의 장기 성과의 특성을 살펴본다. QYLD의 목표 분배율은 고정되어 있지 않지만, 펀드의 분배금 정책은 명확한 상한선을 가지고 있다. QYLD의 분배금 지급 정책은 해당 월에 받은 옵션 프리미엄의 절반(50%)과 펀드 순자산가치(NAV)의 1% 중 더 적은 금액을 지급하는 것을 목표로 한다. 따라서 QYLD의 월 분배금은 최대 1%로 제한되며, 이는 연간 최대 분배율이 12%임을 의미한다.

두 ETF의 수정주가⁴⁾(종가 기준)는 2015년 5월 1일 \$7.75(QYLD), \$100.89(QQQ)이며, 2025년 5월 1일 \$15.69(QYLD), \$481.14(QQQ)이다. 그러므로 매수 후 10년 동안 보유했을 경우 QYLD의 총수익률은 102.5%⁵⁾이고, QQQ의 총수익률은 376.9%이다. 장기간 자산을 증식시킬 목적으로 투자를 한다면, 커버드콜 ETF는 적절한 선택이 아님을 시사하는 결과이다. 커버드콜 ETF는 자본 이득보다는 꾸준한 월배당 수익을 추구하는 투자자에게 적합한 상품이다.

이제 5년간의 성과를 살펴본다. 투자기간에 따른 총수익률은 <표 II-2>와 같다. 나스닥

4) 주가의 과거 데이터를 일관성 있게 비교하기 위해 인위적인 가격 변동 요인을 제거하여 조정된 가격임. 주식분할, 배당, 증자 및 감자 등을 고려하여 수정한 주가임. 수정주가는 Yahoo Finance에서 구했음

5) $((\$15.69 - \$7.75) / \$7.75) \times 100 \approx 102.45\%$

100 주가의 변동이 있지만 모든 기간에서 QQQ의 총수익률이 QYLD의 총수익률보다 큰 것을 확인할 수 있다.

〈표 II-2〉 QYLD와 QQQ의 5년 성과 비교

투자기간	QYLD			QQQ		
	시작일 수정 증가	매도일 수정 증가	총수익률	시작일 수정 증가	매도일 수정 증가	총수익률
2015. 5. 1. ~2020. 5. 1.	\$7.75	\$10.32	33.16%	\$100.89	\$206.22	104.41%
2016. 5. 2. ~2021. 5. 3.	\$7.73	\$13.22	71.02%	\$99.80	\$327.46	228.12%
2017. 5. 1. ~2022. 5. 2.	\$9.07	\$13.05	43.88%	\$129.62	\$311.70	140.46%
2018. 5. 1. ~2023. 5. 1.	\$10.16	\$13.03	28.25%	\$155.11	\$317.75	104.85%
2019. 5. 1. ~2024. 5. 1.	\$10.73	\$14.72	37.19%	\$181.59	\$418.49	130.46%
2020. 5. 1. ~2025. 5. 1.	\$10.32	\$15.69	52.03%	\$206.22	\$481.14	133.32%

자료: 저자가 작성함

아. 금융당국이 안내한 주의 사항⁶⁾

금융감독원은 커버드콜 ETF와 관련하여 투자자의 주의를 환기시키기 위해 다음과 같은 내용의 소비자 유의 사항을 안내하였다. 첫째, 커버드콜 ETF 명칭에 사용되는 목표분배율은 확정된 배율이 아니다. 둘째, ETF 명칭의 ‘프리미엄’은 추가적인 수익을 보장하는 우수상품을 의미하지 않는다. 셋째, 커버드콜 ETF는 상방이 제한되는 비대칭적 손익구조를 가진다. 넷째, ETF 내 기초자산과 옵션의 기초자산이 다를 경우 변동성이 더욱 커질 수 있다.

6) 금융감독원 보도자료(2024. 7. 29.), “커버드콜 ETF 명칭 및 수익구조에 대한 소비자 경보 (주의) 발령”

앞 장에서 살펴본 바와 같이 월배당 ETF, 특히 커버드콜 ETF는 상방이 제한되는 특성으로 인해 자산 증식 목적보다는 월 소득이 필요한 투자자에게 보다 적합한 상품이다. 이 장에서는 안정적으로 월소득을 확보할 수 있는 대표적 금융상품인 보험회사의 연금(변액 연금 제외)과 월배당 커버드콜 ETF를 비교 분석한다.

1. 개괄적 비교

가. 소득의 안정성 및 예측 가능성

소득의 안정성과 예측 가능성은 은퇴자에게 가장 중요한 기준이다. 연금은 계약된 금액을 정해진 기간 또는 평생(종신형 선택 시) 지급 보증한다. 시장 변동성과 관계없이 확정된 현금 흐름을 제공하므로 예측 가능성이 매우 높다. 반면, 월배당 커버드콜 ETF는 상대적으로 안정성이 낮다. ETF가 투자하는 자산(주식, 채권 등)의 성과나 운용 전략에 따라 분배금이 변동될 수 있으며, 배당 삭감의 위험도 존재한다.

나. 장수 리스크 관리

기대 수명보다 오래 생존하여 노후 자금이 고갈될 위험(장수 리스크)을 얼마나 효과적으로 방어할 수 있는지를 평가하는 기준이다. 연금 특히, 종신형 연금은 가입자가 사망할 때까지 연금을 지급하므로 자금 고갈에 대한 걱정이 없다. 이는 은퇴자에게 큰 심리적 안정감을 준다. 반면, 월배당 커버드콜 ETF는 투자자가 스스로 인출률과 자산 관리를 해야 하며, 시장 하락이 장기화되거나 예상보다 오래 살 경우 자산이 조기에 고갈될 수 있다.

다. 인플레이션 헤지 및 자산 성장 잠재력

장기적인 관점에서 물가 상승으로 인한 화폐 가치 하락을 방어하고, 자산의 성장을 기대할 수 있는지를 평가하는 기준이다. 주식이나 실물 자산에 투자하는 월배당 커버드콜 ETF는 시장 성과에 따라 원금 성장과 배당금 증가를 기대할 수 있다. 이는 장기적으로 인플레이션을 방어하는 데 유리하다. 이에 비해 대부분의 연금은 고정된 금액을 지급하므로 인플레이션 발생 시 실질적인 구매력이 감소한다.

라. 유동성 및 자금 통제권

긴급 상황(의료비, 자녀 지원 등) 발생 시 목돈이 필요할 때 자금을 얼마나 자유롭게 활용할 수 있는지를 평가하는 기준이다. 월배당 커버드콜 ETF는 매우 뛰어난 유동성을 제공한다. 필요할 때 언제든지 시장 가격으로 매도하여 현금화할 수 있으며, 자금을 대한 통제권을 투자자가 가진다. 반면, 연금은 유동성이 매우 낮다. 연금 개시 후에는 중도 해지가 어려우며, 해지 시 큰 손실(해지 공제 및 세금 불이익)을 감수해야 한다.

마. 원금 손실 위험

투자한 원금을 얼마나 안전하게 지킬 수 있는지, 그리고 어떤 위험에 노출되는지를 평가하는 기준이다. 월배당 커버드콜 ETF는 시장 위험에 노출된다. 주식 시장 하락 시 ETF 가격 하락으로 원금 손실이 발생할 수 있다. 연금은 시장 위험으로부터 안전하다. 주된 위험은 보험회사의 지급 능력(신용 위험)이지만, 예금자보호법에 따라 일정 한도까지 보호받을 수 있다. 단, 종신형의 경우 조기 사망 시 원금 대비 적은 연금을 수령할 위험이 있다.

바. 비용 및 수수료 구조

상품 운용 및 유지에 드는 비용은 실질 소득에 영향을 미친다. 월배당 커버드콜 ETF는 운용보수가 상대적으로 투명하고 낮다. 반면 연금보험은 적립 기간의 수수료뿐만 아니라 연금 개시 이후에도 관리비(연금 연액의 0.3~0.8% 가량)를 부과하는 등 ETF 대비 전반적인 수수료가 높고 그 구조가 복잡한 경향이 있다.

사. 소결

위에서 주요 평가 기준에 의해 월배당 커버드콜 ETF와 연금보험을 개괄적으로 비교했다. 개괄적으로 보면, 소비자의 성향과 목적에 따라 각 상품에 대한 선호가 다를 수 있다. 다음 절에서는 좀 더 통제되고 구체적인 상황을 가정하여 두 상품을 비교함으로써 조금 더 실질적인 시사점을 얻고자 한다.

〈표 Ⅲ-1〉 커버드콜 ETF와 연금보험 비교

주요 평가 기준	월배당 커버드콜 ETF	연금보험(변액연금 제외)
1. 소득 안정성 및 예측 가능성	낮음 (변동성 있음)	매우 높음 (지급 보증)
2. 장수 리스크 관리	취약 (자산 고갈 위험)	매우 높음 (종신형)
3. 인플레이션 헤지 및 성장성	높음 (자산 성장 기대)	없음 (구매력 하락 위험)
4. 유동성 및 자금 통제권	매우 높음 (언제든 현금화 가능)	매우 낮음 (중도 인출 제약)
5. 원금 손실 위험	있음 (시장 위험 노출)	거의 없음 (안정적)
6. 비용 및 수수료	낮고 투명	높고 복잡 (사업비 등)

자료: 저자가 작성함

2. 성과 비교

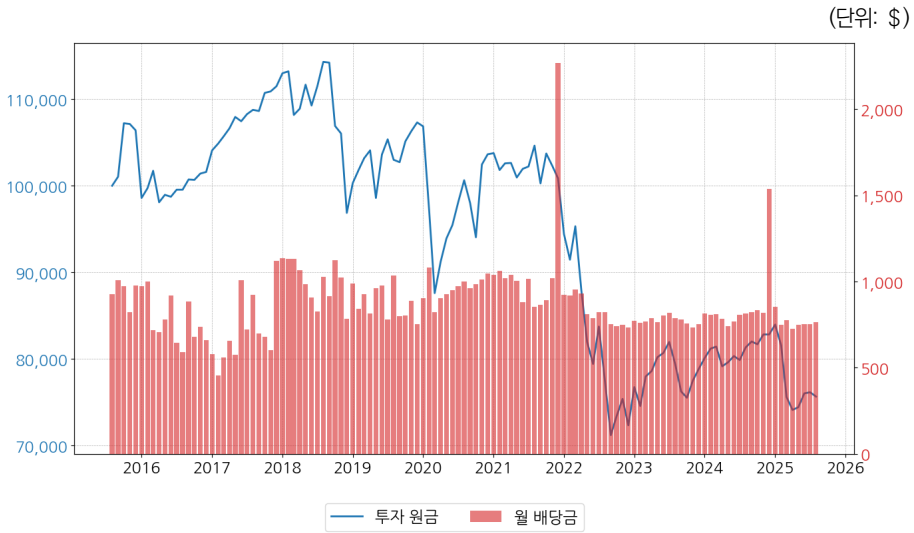
한국 시장의 커버드콜 ETF는 역사가 길지 않아 연금과 5년 이상의 성과를 비교하기 어렵다. 본 절에서는 역사가 오래된 미국 시장의 커버드콜 ETF의 성과를 살펴보고, 이를 연금과 비교해 본다. 다만, 커버드콜 ETF의 성과는 유형과 기초자산의 가격에 따라 크게 달라질 수 있다는 점을 감안하여 주의 깊게 해석할 필요가 있다. 여기서는 미국의 대표적인 커버드콜 ETF인 QYLD, JEPI의 성과를 미국 연금과 비교한다.

가. QYLD

앞서 살펴본 대표적 커버드콜 ETF인 QYLD의 실제 배당금과 원금 변화를 살펴보자. 만약 2015년 8월 말에 10만 달러를 QYLD에 투자했다면, 투자자는 10년 동안 총 10만

3,977 달러(세전)를 분배금으로 받았으며(월평균 866달러), 2025년 8월 말 투자 원금은 75,636달러가 되어있을 것이다.

〈그림 III-1〉 \$100,000를 QYLD에 10년간 투자했을 때 배당금과 원금 변화



자료: Yahoo Finance 홈페이지

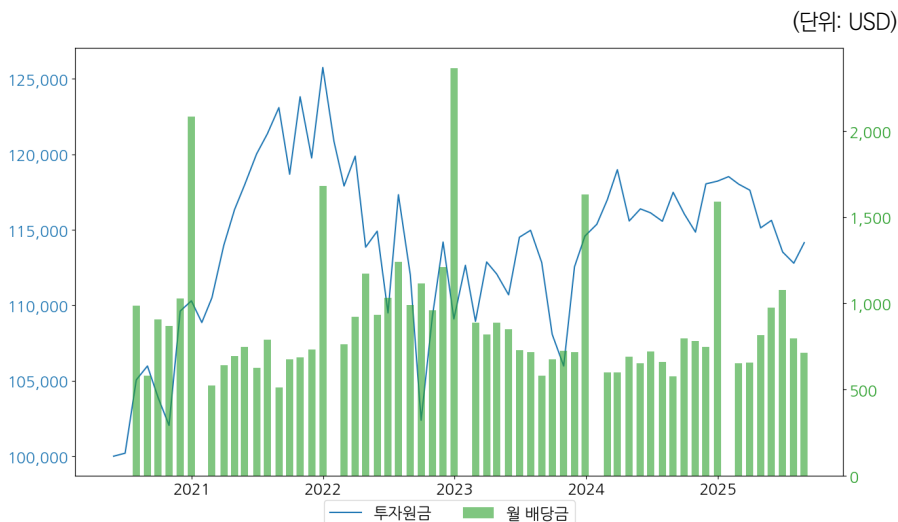
나. JEPI(JPMorgan Equity Premium Income ETF)

2020년 5월에 출시된 JEPI는 단순히 시장 지수를 추종하는 패시브 ETF가 아니라, 꾸준한 월별 소득 창출과 S&P 500 지수 대비 낮은 변동성 유지를 목표로 하는 액티브 ETF이다. JEPI는 직접 콜옵션을 매도하는 대신, 은행이나 증권사 등 거래상대방이 발행한 ELN(Equity-Linked Notes)에 투자한다. 이 ELN은 내재적으로 S&P 500 지수에 대한 커버드콜 포지션을 담고 있다. JEPI가 ELN을 매입하면, 그 ELN에 포함된 숏 콜(Short Call) 포지션에서 발생하는 옵션 프리미엄을 수취할 권리를 갖게 된다. JEPI는 커버드콜 ETF 중 가장 크게 성공하여 2025년 9월 2일 기준 순자산이 407억 달러에 이른다. 2013년 12월 출시한 QYLD의 경우 순자산이 83억 달러이다.

만약 2020년 5월 말에 10만 달러를 JEPI에 투자했다면, 투자자는 5년 3개월 동안 총 44,142달러(세전)를 분배금으로 받았으며(월평균 701달러), 2025년 8월 말 투자 원금은

114,142달러가 되어있을 것이다. 만약 당시 QYLD에 10만 달러를 투자했다면, 투자자는 총 60,182달러(세전)를 분배금으로 받았을 것이나(월평균 955달러), 2025년 8월 말 투자 원금은 80,542달러가 되었을 것이다. JEPI는 QYLD에 비해 월평균 분배금은 다소 적지만, 투자 원금이 증가한 것이 차이점이다.

〈그림 III-2〉 \$100,000를 JEPI에 5년 3개월 투자했을 때 배당금과 원금 변화



자료: Yahoo Finance 홈페이지

다. 미국 연금

비교 연금 보고서(Comparative Annuity Reports)⁷⁾는 매일 미국 시장에 판매되는 연금을 조사하여 연금액의 평균값과 최고값을 알려준다. 이에 따르면, 2015년 8월 당시 미국의 즉시 연금에 \$100,000을 가입했다면, 20년 확정형 연금일 경우 평균적으로 연금액이 534달러(세전)였으며, 65세 남성(여성)이 종신형으로 수령할 경우 평균적으로 545(512)달러(세전)의 연금을 지급받았다. 20년 확정형 연금으로 10년간 연금을 수령하였다면, 연금의 잔존가치는 56,417달러이다(연금 잔존가치 계산은 <부록>을 참조 바람).

또한, 2020년 5월에 10만 달러를 즉시 연금에 가입했다면, 20년 확정형 연금의 경우 평균

7) Immediate Annuities 홈페이지

적으로 월 496달러를, 65세 남성(여성)의 종신 연금의 경우 월 477(450)달러를 수령했을 것이다. 20년 확정형 연금으로 5년 3개월간 연금을 수령하였다면 연금의 잔존가치는 77,108달러이다.

라. 비교

이상의 데이터를 종합하여 QYLD, JEPI, 연금의 성과를 비교 분석해 보자. 투자 시점과 상품에 따라 현금 흐름과 자산 가치 변화에 상당한 차이가 있음을 알 수 있다. 2015년 8월에 10만 달러를 투자했을 때, QYLD와 연금의 성과는 명확한 대비를 이룬다. 현금 흐름의 경우 QYLD의 월평균 수령액(\$866)은 연금(\$534~\$545)보다 약 59% 이상 많았다. 10년 동안 QYLD 투자자는 분배금만으로 이미 원금을 회수했다. 원금 변화의 경우 QYLD는 원금이 약 24.4% 감소한 반면, 확정형 연금은 정해진 스케줄에 따라 원리금이 상환되었다. 종신형 연금은 연금 개시와 함께 원금이 소멸되어 잔존가치가 0이다. 지난 10년간 QYLD는 원금 감소에도 불구하고 높은 분배금 덕분에 연금 대비 월등히 뛰어난 재정적 성과를 보였다. 그러나 이는 시장 변동 위험을 감수한 결과이며, 연금은 낮은 수익률에도 불구하고 예측 가능한 안정성을 제공했다.

〈표 III-2〉 QYLD와 연금 성과 비교

구분	QYLD	20년 확정형 연금	종신형 연금 (65세 남성)
월평균 수령액	\$866	\$534	\$545
10년간 총 수령액	\$103,977	\$64,080	\$65,400
2025년 8월 말 가치	\$75,636	\$56,417	\$0
총 가치(수령액+잔존)	\$179,613	\$120,497	\$65,400 ^{주)}

주: 종신형 연금의 총 가치는 수령액뿐만 아니라, 가입자가 생존했다면 미래 소득에 대한 기대 가치가 존재함
자료: 저자가 작성함

2020년 5월부터 5년 3개월간의 성과를 비교해 보면 현금 흐름의 경우 QYLD가 가장 컸으나(\$955), JEPI(\$701) 역시 연금(\$496)을 크게 상회했다. 2020년의 저금리 환경으로 인해 연금의 월 수령액은 2015년 대비 낮아져 매력도가 감소했다. 가장 큰 차이는 투

자 원금의 변화이다. QYLD는 약 19.5% 감소했으나, JEPI는 오히려 14.1% 증가했다. 연금은 22.9%의 원금을 소진하여 잔존가치가 가장 낮았다. 이 기간 동안 JEPI는 소득과 성장의 균형을 맞추며 가장 뛰어난 성과(총 가치)를 기록했다. QYLD는 현금 흐름 극대화에는 성공했으나 자산 가치 하락으로 인해 총 가치에서 JEPI에 뒤처졌다. 연금은 가장 안정적이었지만 수익률 측면에서는 크게 부진했다.

QYLD는 투자 원금을 희생하더라도 당장의 현금 흐름을 극대화하는 전략에 적합하다. 반면 JEPI는 QYLD보다 낮은 현금 흐름을 제공하지만, 원금을 보존하거나 성장시키면서 안정적인 소득을 추구하는 투자자에게 매력적인 대안인 것으로 볼 수 있다. 연금은 시장 변동성과 무관하게 보장된 소득을 제공하는 보험 상품으로, 수익률보다는 예측 가능성과 안정성에 최우선 가치를 두는 투자자에게 적합하다. 따라서 어떤 상품이 우월하다고 단정하기보다는 투자자의 재정 목표, 위험 감수 성향, 투자 시점의 금리 환경 등을 고려하여 신중하게 선택해야 할 것이다.

〈표 III-3〉 QYLD, JEPI와 연금 성과 비교

구분	QYLD	JEPI	20년 확정형 연금
월평균 수령액	\$955	\$701	\$496
5년 3개월간 총 수령액	\$60,182	\$44,142	\$31,248
2025년 8월 말 가치	\$80,542	\$114,142	\$77,108
총 가치(수령액+잔존)	\$140,724	\$158,284	\$108,356

자료: 저자가 작성함

아래의 〈표 III-4〉는 투자 시기에 따른 QYLD와 20년 확정형 연금의 5년(60개월) 성과를 비교했다. QYLD의 경우 각 연도의 8월 말에 10만 달러 투자해서 60개월 유지했을 때, 월평균 분배금과 최종 원금을 보여준다. 연금의 경우 각 연도의 8월에 10만 달러의 일시 납 즉시 연금에 가입하여 60개월 동안 받은 월 연금액과 60개월 후 연금의 잔존가치를 보여준다. 이 결과에 따르면 모든 기간에 QYLD의 월 수령액이 컸지만, 5년 후 잔존가치(최종원금)는 일부 시기에 연금이 좀 더 큰 것을 확인할 수 있다.

〈표 III-4〉 QYLD와 연금의 5년 성과 비교

시기(60개월)	QYLD		20년 확정형 연금	
	월평균 분배금	최종 원금	월 연금액	잔존가치
2015. 8.~2020. 8.	\$855	\$100,636	\$534	\$79,613
2016. 8.~2021. 8.	\$889	\$105,114	\$511	\$78,800
2017. 8.~2022. 8.	\$869	\$71,291	\$532	\$79,544
2018. 8.~2023. 8.	\$804	\$69,463	\$547	\$80,055
2019. 8.~2024. 8.	\$863	\$78,950	\$531	\$79,509
2020. 8.~2025. 8	\$872	\$75,158	\$486	\$77,869

자료: 저자가 작성함

이상의 비교 결과는 최근 5~10년 정도의 미국 종합지수를 기초로 한 커버드콜 ETF의 특수한 성과에 기반한 것이라는 점에 주의할 필요가 있다. 커버드콜 ETF가 연금을 압도하는 성과를 달성한 결과는 저금리 환경과 주가 상승에 기반한 것이며, 이는 장기간의 주식 프리미엄(Equity premium)이 매우 높은 미국 시장의 특수성에서 기인한 것이다.

만약 동일한 기간에 오랫동안 홍보했던 한국의 KOSPI 200이나 KOSDAQ 150을 기초자산으로 하는 커버드콜 ETF가 존재했다면, QYLD나 JEPI보다 저조한 성과를 보였을 것으로 추정된다. 또한 향후 미국의 금리가 상승하고 주가가 부진할 경우 미국 커버드콜 ETF의 월분배금과 자본 유지력이 확정기간형 연금보다 낮아질 가능성이 있으므로 위의 결과만을 바탕으로 커버드콜 ETF의 성과가 항상 연금의 성과를 능가한다는 오해를 해서는 안된다. 커버드콜 ETF의 유형과 시기에 따라 비교 결과가 달라질 가능성을 염두에 둘 필요가 있다.

일반적으로 은퇴자의 위험 회피 성향이 높을수록 월소득의 안정성을 중시하므로 연금을 선호할 것이다. 반면 일정 위험을 수용하며 자본 보존도 노리는 은퇴자라면 QYLD와 JEPI를 연금보다 선호하거나 전통 연금과 커버드콜 ETF를 적절히 혼합하여 월소득을 확보하려 할 것이다. 소비자의 금융투자 경험과 지식이 확대되고 있는 추세 속에, 노후 소득 공급원으로서 월배당 ETF의 수요는 증가할 가능성이 높다. 다음 장에서는 먼저 한국 소비자의 금융투자 경험 변화를 통해 월배당 ETF 시장을 전망하고, 이후 보험회사의 대응 방안을 제시한다.

1. 소비자의 금융투자 경험과 지식 확대에 대응

금융 분야에서 오랫동안 지속되어 온 퍼즐 중 하나는 ‘주식 보유 퍼즐(Stockholding puzzle)’이다. 이는 포트폴리오 이론의 예측과 현실 사이의 괴리를 지적하는 현상으로, 이론에 따르면 위험 선호도와 무관하게 모든 가계는 주식 투자에 따른 위험 프리미엄(Equity premium)의 혜택을 누리기 위해 자산의 일부를 주식에 투자해야 한다. 그러나 실증 데이터는 상당한 부를 소유한 가계조차도 주식을 전혀 보유하지 않는 경우가 많다는 것을 일관되게 보여줬다. 이러한 현상에 대해 van Rooij et al.(2011)은 금융 지식의 부족이 주식 소유를 가로막는 중대한 억제 요인으로 작용한다는 것을 밝혔다. 즉, 많은 가계가 주식, 주식시장의 작동 원리, 자산 가격 결정 메커니즘에 대한 이해가 부족하기 때문에 주식시장을 회피한다는 것이다. 이 외에 다양한 연구에 따르면 금융 지식 부족 이외에도 주식시장에 대한 신뢰(Guiso et al. 2008), 사회적 상호작용(Hong et al. 2001), 모호성(Ambiguity) 회피 성향(Dimmock et al. 2015) 등이 주식 투자 결정에 영향을 미친다는 결과가 제시되었다. 한편, 금융이해력은 주식시장 참여와 체계적 은퇴 계획 수립과도 높은 양의 관계가 있기 때문에 결과적으로 자산 축적에도 영향을 미친다는 연구결과도 존재한다(van Rooij et al. 2012).

과거 한국의 가계는 그 원인이 무엇이든 주식시장 참여율이 낮았다. 그러나 2020년 COVID-19 팬데믹을 계기로 전례 없는 저금리 환경과 유동성 확대 속에서, 투자 경험이 없던 수많은 개인들이 자본 시장으로 유입되기 시작했다. 김민기 외(2022)에 따르면, 2020년 말 기준 국내 상장기업 주식을 보유한 투자자 수가 전년 대비 약 300만 명 증가하여 총 914만 명에 달했다. 특히 20, 30대 젊은 층의 주식 투자 비율도 크게 증가했다. 이러한 현상은 전통적인 저축 중심의 보수적 금융 습관에서 벗어나는 중요한 전환을 의미한다.

개인 투자자의 양적 팽창은 가계의 자산 포트폴리오 구성에도 질적인 변화를 가져왔다. 하나금융연구소(2025)에 따르면 팬데믹 이후 금융소비자의 평균 금융자산은 1억 원을

돌파했으며, 전체 금융자산에서 투자·신탁 상품이 차지하는 비중은 2022년 23.4%에서 2024년 29.5%로 증가했다. 주목할 점은 이러한 투자에 대한 관심 증가가 특정 세대에 국한되지 않고, 자산 규모가 큰 X세대와 베이비부머 세대는 물론, 사회초년생이 다수 포함된 MZ세대에서도 공통적으로 나타났다는 것이다. 또한, 주식투자자의 절반은 해외주식을 보유하는 것으로 나타났다. 저금리 기조와 풍부한 유동성 환경에서 예금과 같은 안전 자산만으로는 자산 증식에 한계가 있다는 인식이 확산되면서, 일정 수준의 위험을 감수하더라도 더 높은 수익을 추구하는 적극적인 투자 행태가 확산되고 있는 것으로 보인다.

이러한 소비자의 금융투자 경험 확대는 금융이해력을 강화시킬 수 있다(Frijns et al. 2014). 금융이해력이 제고될수록 체계적인 재무계획을 수립하고 실행할 가능성이 높아진다. 자산 축적 시기에 금융투자 경험이 풍부한 소비자는 자산 인출 시기에 안전한 상품만 선택할 가능성은 낮을 것이다. 즉, 인출 시에도 자산의 인플레이션 헤지와 성장에 높은 가치를 두는 선택을 할 가능성이 높다. 앞서 살펴본 바와 같이 월배당 ETF를 이용한 자산 유동화 방법은 자산의 인플레이션 헤지와 성장성, 유동성 및 자금통제권, 비용 및 수수료 측면에서 연금 상품에 비해 이점이 있다.

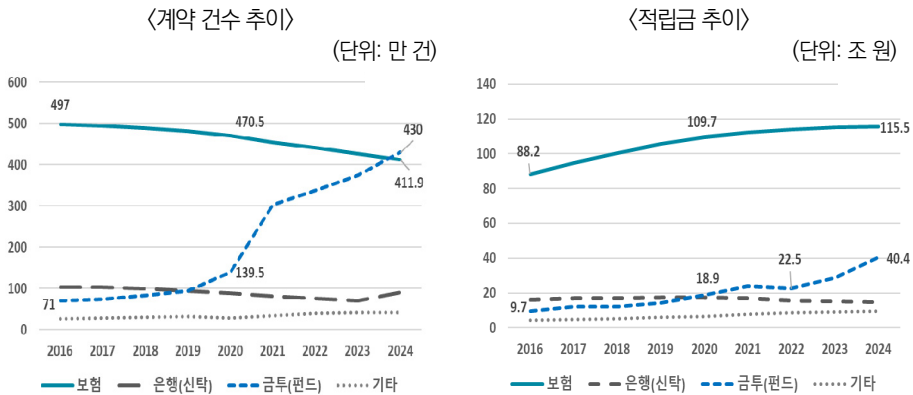
소비자의 금융투자 경험과 금융이해력 확대에 따라 앞으로도 월배당 ETF를 이용하여 자산을 월소득으로 전환하는 수요는 확대될 것으로 보인다. 보험회사는 이러한 변화에 대응할 필요가 있다. 기존 연금 상품 이외에 월배당 ETF가 가지는 장점을 적용하고, 보험회사 연금 고유의 장점은 유지함으로써 '중위험 감수' 소비자를 위한 중위험·중수익 상품을 강화하는 전략이 필요한 것으로 보인다.

2. 연금저축 및 퇴직연금 상품

공식적인 통계를 찾기 어려우나, 월배당 ETF는 절세계좌(연금저축, 퇴직연금)에서 운용하는 것이 유리하므로 상당한 비중이 개인의 세제적격 계좌에서 운용되고 있을 것으로 추정된다. 금융투자업계도 여러 채널로 절세계좌의 이점에 대해 적극적으로 홍보하고 있는 상황이다. 전체적인 통계를 살펴보면, ETF 시장이 급성장하기 시작한 2020년 이후 연금저축과 퇴직연금이 금융투자업권으로 빠르게 이동하는 현상이 관찰되고 있다. 연금저축 계약 건수의 경우 2024년 금투업권이 430만 건으로 보험업권(412만 건)을 넘어섰다. 특

히, 월배당 ETF가 급성장한 2022년 이후 금투업권의 연금저축 적립금이 급성장한 것을 볼 수 있다. 보험업권은 이러한 흐름에 대응할 필요가 있다. 이 절에서는 보험회사의 연금저축보험과 퇴직연금 상품의 특징을 살펴보고 대응방안을 모색한다.

〈그림 IV-1〉 연금저축 계약 건수 및 적립금 추이



자료: 금융감독원 통합연금포털 홈페이지

자료: 금융감독원 통합연금포털 홈페이지

가. 연금저축펀드와 연금저축보험의 차이

먼저 두 상품은 연금 개시 전 적립 단계에서도 근본적인 차이가 있다. 연금저축펀드는 가입자가 원하는 시점에 납입 한도(연 1,800만 원) 내에서 자유롭게 분할하여 납입할 수 있으며, 납입금을 펀드와 ETF 등 다양한 자산에 분산 투자하여 포트폴리오를 구성할 수 있다. 이러한 구조는 가입자에게 자신의 은퇴 자산을 직접 관리할 수 있는 권한과 책임을 부여한다. 시장 상황에 따라 적극적으로 포트폴리오를 조정(리밸런싱)하며 높은 수익률을 추구할 수 있는 잠재력을 제공하는 것이 연금저축펀드이다.

이에 비해 연금저축보험은 일반적으로 매월 정기적으로 약정한 금액을 납입하는 방식이다. 가입자가 납입한 보험료는 보험사의 자산 운용 풀(Pool)에 통합되어 관리되며, 적립금은 보험사가 매월 시장금리 및 자산운용수익률 등을 반영하여 결정하는 ‘공시이율’에 따라 복리로 증식된다. 가입자는 투자 결정에 직접 관여하지 않으며, 보험사가 투자 위험을 부담하고 계약에 명시된 조건에 따라 안정적으로 자산이 증식된다. 연금저축보험은 예금

자보호법의 적용을 받는다는 점도 연금저축펀드와 다르다.

인출 방식에서도 두 상품은 확연한 차이가 있다. 연금저축펀드는 연금 수령을 개시하더라도 계좌의 포트폴리오는 가입자가 자신의 위험 수용도 변화에 맞춰 직접 관리해야 한다. 연금 수령 방식도 기간 지정, 금액 지정, 수령 한도 지정, 수시 인출, 총액 지정, 잔액 지정 방식 등 다양한 방법으로 지정할 수 있다. 기간 지정 방식은 연금을 받고자 하는 기간(최소 5년 이상)을 직접 정하는 방식으로 10년, 15년, 20년 등 원하는 기간을 지정한다. 금액 지정 방식은 매월 또는 일정 기간마다 인출할 금액을 정하는 방식이다. 연금 수령 한도 지정 방식은 세금 불이익 없이 최대로 많이 인출할 수 있는 금액을 요청하는 방식이다. 1월 1일 적립금을 기준으로 수령 한도를 계산하여 받으며, 일시금이나 월별로 나눠 받을 수 있다. 수시 인출 방식은 기간이나 금액을 지정하지 않고 필요할 때마다 필요한 만큼 자유롭게 인출하는 방식이다. 총액 지정 방식은 전체 적립금 중 특정 금액만 지정하여 해당 금액이 소진될 때까지 인출하고, 그 이후 남은 수익금 등에 대해서는 별도로 계획하는 방식이다. 잔액 지정 방식은 전체 적립금 중 특정 금액이 남을 때까지만 인출하고, 해당 잔액에 도달하면 연금 지급이 자동으로 중단되는 방식이다.

이에 비해 연금저축보험은 연금 지급을 개시하는 시점에 그때까지 쌓인 적립금 총액을 ‘연금화(Annuitization)’ 한다. 이는 축적된 목돈을 미래의 정기적인 지급금으로 전환하는 것을 의미한다. 가입자는 원금에 대한 통제권을 보험회사에 넘기는 대신, 예측 가능한 정기적인 소득 흐름을 보장받는다. 지급될 연금액은 연금 개시 시점의 적립액, 당시의 공시이율, 성별과 연령에 따른 기대여명 등 보험 통계적 요소를 기반으로 산정된다. 연금은 확정기간형 혹은 종신연금형(생명보험회사만 가능) 중 선택하여 수령할 수 있다.

나. 연금저축보험 상품 대응 방안

연금저축은 저축 지원을 위해 탄생하였으며, 현재 소득세법 20조의3 1항 2호에 근거한다.⁸⁾ 소득세법 시행령 제40조의2 1항 1호에 따르면 연금저축은 신탁계약, 집합투자증권 중개계약, 보험계약의 세 가지 형태로 나뉜다. 이 중 보험회사의 연금저축은 보험계약의 형태로 체결된다. 보험계약의 구체적인 형태에 대해서는 규정되어 있지 않다. 즉, 연금저축보험이 반드시 금리연동형보험일 필요는 없다고 볼 수 있다.

8) 연금저축은 2012년까지 조세특례제한법 86조의2에 근거하였으나, 2013년부터 소득세법에 근거함

한편, 연금저축보험은 퇴직보험, 변액보험 등과 함께 특별계정 운용 대상이다. 이는 보험업법 108조 1항과 시행령 52조, 감독규정 5-6조 1항에 의한 기속사항이다.⁹⁾ 그러므로 연금저축보험도 변액연금보험과 유사하게 계약자가 투자 위험을 부담하며 실적에 따른 연금액을 수령할 수 있는 상품을 출시하는 것이 가능할 것으로 보인다. 과거 금융투자 경험이 없는 소비자가 지배적이었을 시절에는 안정성이 높은 원금보장형 연금저축보험에 대한 수요가 많았을 것이다. 그러나 최근 연금저축펀드로의 이동 현상을 보면 보험회사도 새로운 실적배당형 상품을 출시할 필요가 있다. 낮은 공시이율을 제공하는 연금저축보험은 자산의 실질 가치를 증식시키고자 하는 소비자에게 매력적이지 않다. 비록 예금자보호를 받지 못하더라도 실적배당형 상품을 선호하는 소비자를 유인할 수 있는 연금저축보험을 출시할 필요가 있다.

연금저축 계좌는 세금이던 혜택을 받으며 위험자산에 100%를 투자할 수 있으므로 ETF를 포함한 실적배당형 펀드 운용을 통해 자산을 증식하기에 최적이다. 변액보험처럼 재간접 형태의 ETF(ETF Managed Portfolio; EMP)에 투자할 수 있고, 연금 수령기에도 재간접 형태의 월배당 ETF에 투자하여 자유롭게 인출할 수 있는 상품을 출시하는 것을 추진할 필요가 있다.

다. 퇴직연금 상품 대응 방안

DC형 퇴직연금 및 IRP는 이미 다수 보험회사가 비록 실시간 매매는 아니지만 ETF에 투자할 수 있도록 하였으며, 인출기에 IRP의 적립금을 실적배당상품에 운용하면서 연금으로 인출할 수 있는 ‘보증형 실적배당보험’을 도입하였다. 보증형 실적배당보험은 운용 이익이 발생할 경우 운용 실적에 따라 추가 기간 동안 연금을 지급하고, 운용 손실이 발생하더라도 일정 금액을 보증한다.¹⁰⁾ 실적배당상품에 투자하면서도 안정적인 연금 수령을 희망하는 소비자에게 소구력이 있는 상품이다.

DC형 퇴직연금과 IRP는 투자 상품을 적극적으로 확장해 나아갈 필요가 있다. 현재 보험회사가 편입한 ETF는 일부 ETF에 국한되고 있다. 새로운 ETF가 빠르게 출시되고 있는 만큼 우량 ETF를 선별하고 신속하게 편입하여 적립 자산의 수익률을 제고하고자 하는 소비

9) 한기정(2019), pp. 690-693

10) 금융위원회 보도자료(2023. 6. 2.). “퇴직연금, 운용은 보다 유연해지고, 공정경쟁 안착을 위한 시장 규율은 강화된다.”

자 수요를 충족시킬 필요가 있다. 보증형 실적배당보험을 아직 도입하지 않은 보험회사는 조속히 도입하고 이를 가입자에게 적극적으로 홍보할 필요가 있다. 또한 보증형 실적배당 보험에서 더 나아가 인출기에 재간접형 월배당 ETF에 투자하며 연금 수령을 할 수 있는 상품을 제공하는 것도 검토할 수 있다.

3. 기타 연금 상품

변액연금은 한때 생명보험산업의 성장을 이끌었으나, 2012년 높은 선취수수료와 저조한 수익률 논란으로 인해 소비자 신뢰가 낮아졌다. 그러나 투자와 보장을 결합한 변액연금의 기본 구조는 월배당 ETF 부상에 대응할 수 있는 잠재력을 지니고 있다. 보험회사는 과거 논란 이후 사업비를 인하하고 소비자 니즈에 부합하는 상품을 출시하였다. 온라인 채널에서 판매하는 변액연금의 경우 상당히 낮은 수수료를 제시하는 상품도 발견된다. 변액연금 보험은 다양한 보증옵션이 제공되어 계약자가 원하면 비용을 지불하고 보증을 받을 수 있는 이점도 있다. 적립 단계에서 재간접형으로 ETF에 투자할 수 있는 변액연금보험도 등장하였다. 연금 수령 방식도 확대되어 일반계정이 아닌 특별계정에서 운용하며 투자 실적에 따라 연금 수령액이 변동되는 실적연금형 방식도 도입되었다.

최근 머니무브 현상을 주도하는 소비자는 축적된 투자 지식과 경험을 바탕으로 자기주도적으로 금융상품을 선택하는 특징이 있는 것으로 보인다. 이러한 소비자를 타겟으로 하는 상품을 출시하는 것을 검토할 필요가 있다. 온라인 채널을 통해 변액연금의 수수료를 최소화함으로써 적립기 투자 성과를 제고할 수 있도록 하고, 연금 수령기에 연금 수령 방식을 연금저축펀드 수준으로 더욱 다양화하는 것을 검토할 수 있다.

한편, 한국은 자산연계형보험 시장 규모가 미미하다. 미국의 경우 등록지수연계형연금(Registered Index-Linked Annuity; RILA)이 빠르게 성장하고 있는데, 적립기의 ‘중위험 감수’ 또는 ‘위험 인지형’ 소비자를 겨냥했다는 점에서 한국 보험회사도 참조해 볼 필요가 있다. RILA의 판매액은 2023년 474억 달러로 전년 대비 15% 증가했고, 2017년에 비해서는 5배 이상 증가했다(FINRA 2025). 2024년에는 652억 달러로 전년 대비 33% 증가했으며, 이는 변액연금 판매액(\$ 612억)을 능가하는 기록이다.¹¹⁾

11) LIMRA(2025. 1. 28.), “2024 Retail Annuity Sales Power to a Record \$432.4 Billion.”

RILA는 파생상품을 이용하여 변액연금의 성장 잠재력과 고정 지수 연금(Fixed Index Annuity; FIA)의 투자 위험 보호를 결합하도록 고안된 이연 연금(Deferred Annuity)이다. 계약의 수익률이 S&P 500과 같은 기초 시장 지수의 성과에 연동되지만, 자금이 해당 지수에 직접 투자되지는 않는다. 보험회사는 계약자에게 지급할 이자를 계산하기 위해 지수의 성과를 '추적'할 뿐이다. 주 보험 감독 당국의 규제를 받는 보험 상품인 FIA와 달리, RILA는 변액연금과 마찬가지로 미국 증권거래위원회(SEC)에 증권으로 등록되며 금융산업규제기구(FINRA)의 감독을 받는다. 이는 RILA가 대부분의 FIA와 달리 투자자에게 정해진 한도를 초과하는 원금 손실 가능성을 부여하기 때문이다. RILA는 시장 하락 시 손실을 제한하는 두 가지 주요 보호 메커니즘('버퍼(Buffer)'와 '플로어(Floor)')를 갖추고 있다.

버퍼는 RILA에서 가장 보편적으로 사용되는 하방 위험 보호 구조이다. 이는 시장 하락 시 일정 비율의 초기 손실을 보험사가 흡수하는 방식이다. 예를 들어, 10% 버퍼가 설정된 상품의 경우, 연동된 지수가 12% 하락했다면 보험사가 첫 10%의 손실을 흡수하고 투자자의 계좌에는 -2%의 수익률만 반영된다. 만약 지수가 8% 하락했다면 모든 손실이 버퍼 내에서 흡수되므로 투자자의 수익률은 0%가 된다. 버퍼는 빈번하게 발생하는 소규모 시장 조정을 효과적으로 방어하지만 심각한 시장 붕괴와 같은 극단적인 '꼬리 위험(Tail risk)'에는 노출된다.

플로어는 투자자가 감수할 수 있는 최대 손실률을 미리 정하는 방식이다. 예를 들어, -10% 플로어가 설정된 경우, 투자자는 최대 -10%까지만 손실을 부담한다. 만약 지수가 8% 하락하면 계좌 가치도 8% 감소하지만, 지수가 25% 폭락하더라도 투자자의 손실은 -10%로 제한되며, 나머지 15%의 손실은 보험사가 부담한다. 플로어는 재앙적인 손실에 대한 '안전망'을 제공하지만, 초기 소규모 손실에 대해서는 아무런 보호를 제공하지 않는다.

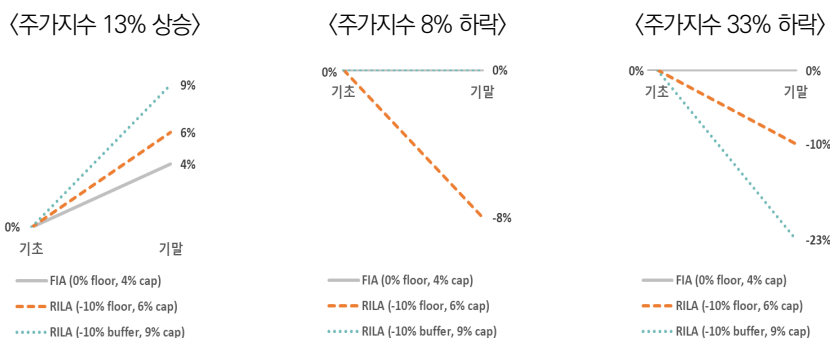
RILA는 하방 위험을 보호하는 대가로 상승 잠재력에 일정한 제한을 둔다. 수익률 상한(Cap Rate)은 가장 일반적인 상승 제한 기능이다. 수익률 상한은 특정 기간 동안 계약에 반영될 수 있는 최대 양(+)의 수익률을 설정한다. 만약 지수가 12% 상승하고 수익률 상한이 10%라면, 계약에는 10%의 이익만 반영된다. 참여율(Participation Rate)은 지수 상승분의 몇 퍼센트를 계약에 반영할지 결정하는 비율이다. 예를 들어, 참여율이 70%이고 지수가 10% 상승했다면 계약에는 7%의 수익이 반영된다. 일부 RILA 상품은 장기 전략이나 맞춤형 지수와 연계하여 100%를 초과하는 참여율을 제공하기도 한다. 더 복잡한 방식

으로는 ‘스텝 레이트(Step Rate)’ 또는 ‘트리거 레이트(Trigger Rate)’가 있다. 이는 지수 성과가 0% 이상일 경우 미리 정해진 고정 수익률을 지급하는 방식이다. 또한, ‘듀얼 디렉셔널(Dual Directional)’ 전략은 지수가 버퍼 한도 내에서 소폭 하락하더라도 양(+)의 수익을 제공할 수 있다.

RILA의 핵심은 하방 보호 수준과 자산 성장 잠재력 간의 직접적인 반비례 관계에 있다. 10% 버퍼 대신 20% 버퍼를 선택하거나, -20% 플로어 대신 -10% 플로어를 선택하는 등 더 높은 수준의 보호를 원할수록, 투자자는 더 낮은 수익률 상한이나 참여율을 감수해야 한다. 이 상충(Trade-off) 구조는 투자자가 자신의 위험 감수 성향에 맞춰 상품을 맞춤형 설계할 수 있게 해준다.

RILA와 고정지수연금(FIA) 간에 가장 근본적인 차이는 원금 보장에 있다. 대부분의 FIA는 0% 플로어를 제공하여 시장 관련 손실로부터 투자자의 원금을 보장한다. 반면, RILA는 투자자가 일정 수준의 하방 위험을 감수하는 대가로 훨씬 더 높은 상승 잠재력(더 높은 수익률 상한/참여율)을 제공한다. 또한, FIA는 안전성과 완만한 성장 잠재력을 제공하는 반면, RILA는 더 높은 성장 한계와 함께 명확하게 정의된 수준의 위험을 제공한다. RILA는 절대적인 안전을 포기하는 대신 주식과 유사한 수익률을 얻을 기회를 얻고자 하는 투자자를 위한 상품이다.

〈그림 IV-2〉 FIA와 RILA의 성과 예시



자료: NAFA, "Index-Linked Annuities"

전통적인 변액연금(VA)은 뮤추얼 펀드와 유사하게 가입자가 직접 투자하여 무제한적인 상승 잠재력을 제공하지만, 동시에 원금 전체를 시장 변동에 노출시키는 무제한적인 하

방 위험을 수반한다(GMAB 옵션이 없는 경우). RILA는 상승 잠재력을 제한하는 대신 명확한 버퍼나 플로어를 통해 손실을 완화한다. VA는 사망 및 비용 위험 보증 수수료(M&E), 관리 수수료, 선택적 특약 수수료 등으로 인해 종종 더 복잡하고 높은 수수료 구조를 가진다. RILA는 일반적으로 더 단순한 수수료 구조를 가지며, 명시적인 연간 계약 수수료가 없는 경우가 많다. 다만, 비용은 수익률 상한 및 참여율에 암묵적으로 반영되어 있다.

RILA는 FIA가 너무 보수적이라고 느끼고(시장 상승 기회를 놓침), VA가 너무 위험하다고 생각하는(원금 전체를 시장 하락에 노출시키고 싶지 않음) 투자자들을 공략하는 상품이다. RILA는 은퇴 준비의 자산 축적 단계에 있는 '중위험 감수' 투자자에게 보호와 성장의 균형을 제공하는 상품으로 자리매김했다.

다만, RILA 판매가 급증함에 따라 규제 당국의 관심도 높아지고 있다. FINRA(2025)는 RILA를 복잡한 금융 상품(Complex financial products)으로 명시하며, 신중한 적합성 검토의 필요성을 강조했다. SEC 또한 변액연금 등록 서식인 Form N-4를 개정하여 RILA에 특화된 내용을 포함시키는 등, RILA의 등록 및 공시 절차를 표준화하려는 움직임을 보이고 있다.¹²⁾ 이러한 규제 강화는 향후 더 엄격한 판매 적합성 기준, 표준화된 공시 그리고 지나치게 복잡한 상품 설계에 대한 제재로 이어질 수 있다.

12) Federal Register 홈페이지, "Registration for Index-Linked Annuities and Registered Market Value Adjustment Annuities; Amendments To Form N-4 for Index-Linked Annuities, Registered Market Value Adjustment Annuities, and Variable Annuities; Other Technical Amendments"

참고문헌

김민기·김준석(2022), 「국내 개인투자자의 행태적 편익과 거래행태」, 자본시장연구원
하나금융연구소(2025), 「대한민국 금융소비자 보고서 2025」, 하나금융연구소
한국거래소(2025. 7.), 「KRX ETF·ETN Monthly(2025년 6월 말 기준)」, 2025-7월호
한기정(2019), 『보험업법』

금융감독원 통합연금포털 홈페이지(<https://www.fss.or.kr/>)

한국거래소 홈페이지(2025), ETF 강의실(<https://main.krxverse.co.kr/krx-academy/etf/about-etf/about-etf-video>)

Ben-David, Itshak, Francesco Franzoni, and Rabih Moussawi(2017), “Exchange Traded Funds(ETFs)”, NBER WP 22829

Brooks, Robert, Don Chance, and Michael Hemler(2019), “The “Superior Performance” of Covered Calls on the S&P 500: Rethinking an Anomaly”, *The Journal of Derivatives*, 27 (2), pp. 50~61

Dimmock, Stephen G., Roy Kouwenberg, Olivia S. Mitchell, and Kim Peijnenburg(2015), “Ambiguity Aversion and Household Portfolio Choice Puzzles: Empirical Evidence,” *Pension Research Council Working Paper*, PRC WP2012~20

Feldman, B. and D. Roy(2005), “Passive Options-Based Investment Strategies: The Case of the CBOE S&P 500 BuyWrite Index,” *Journal of Investing* 14, pp. 66~83

FINRA(2025), “2025 FINRA Annual Regulatory Oversight Report”, FINRA

Frijns, B., Gilbert, A., & Tourani-Rad, A.(2014). “Learning by doing: the role of financial experience in financial literacy,” *Journal of Public Policy*, 34(1), 123~154

- Goodacre(2018), “The Rise and Rise of Exchange Traded Funds in a Changing Market and Regulatory Landscape”
- Guiso, L., P. Sapienza, and L. Zingales(2008), “Trusting the Stock Market,” *Journal of Finance*, 63(6), 2557~2600
- Harrison Hong, Jeffrey D. Kubik and Jeremy C. Stein(2001). “Social Interaction and Stock-Market Participation,” *NBER Working Papers* 8358
- ICI(2025), “ETF Basics and Structure FAQ”
- Israelov, Roni and David Nze Ndong(2023), “A “Devil’s Bargain”: When Generating Income Undermines Investment Returns“, *Working Paper*
- O’Connell, Darren and Barry O’Grady(2014) “The Buy-Write Strategy, Index Investment, and the Efficient Market Hypothesis: More Australian Evidence”, *Journal of Derivatives*, 22(1), 71~89
- van Rooij, Lusardi, and Alessie(2012), “FINANCIAL LITERACY, RETIREMENT PLANNING AND HOUSEHOLD WEALTH,” *Economic Journal*, 122, 449~478
- _____ (2011), “Financial Literacy and Stock Market Participation,” *Journal of Financial Economics*, 101(2), 449~472
- Whaley, R. E.(2002), “Return and Risk of CBOE Buy Write Monthly Index,” *Journal of Derivatives* 10, pp. 35~42
- Federal Register 홈페이지(<https://www.federalregister.gov/>)
- ICI 홈페이지(https://www.ici.org/faqs/faqs_etfs)
- Immediate Annuities 홈페이지(<https://www.immediateannuities.com/comparative-annuity-reports/>)
- KOSCOM 홈페이지, ETF Check(<https://www.koscom.co.kr/>)
- Yahoo Finance 홈페이지(<https://finance.yahoo.com/>)

○ 2015년 8월에 10만 달러를 20년 확정기간형 즉시 연금에 가입하여 매월 534달러(세전)를 수령한 경우, 2025년 7월까지 10년 동안 수령한 연금의 잔존가치를 계산하면 아래와 같음

○ 1단계: 연금의 내재 이자율(i) 산출

• 잔존가치는 미래에 받을 연금을 현재 가치로 할인한 금액이므로, 이를 계산하기 위해서는 이 연금 계약에 적용된 내재 이자율을 먼저 알아야 함

• 연금의 현재가치 공식을 사용하여 이자율을 역산함

$$PV = PMT \times \frac{1 - (1 + i)^{-N}}{i}$$

• 여기서, PV (투자 원금): \$100,000, PMT (월 연금액): \$534, N (총 지급 횟수): 240회 (20년), i (월 이자율): 구해야 할 값

• 이 방정식을 수치 해석 방법을 사용하여 정확한 해를 구하면, 내재 이자율은 다음과 같음

- 월 이자율 (i): 약 0.0021532548, 연 이자율: 약 2.5839% (월 이자율 \times 12)

○ 2단계: 10년 후 잔존가치 계산

• 10년 후의 잔존가치는 남은 10년(120개월) 동안 받게 될 연금(\$534)을 2단계에서 구한 정확한 내재 이자율(i)로 할인한 현재가치임

$$PV_{remaining} = \$534 \times \frac{1 - (1 + 0.0021532548)^{-120}}{0.0021532548}$$

• 따라서 2025년 7월 말 기준으로 이 연금 계약의 잔존가치는 \$56,417.23 임

도서회원 가입안내

회원	연회비	제공자료
법인회원	₩300,000원	- 연구보고서 - 기타보고서 - 연속간행물 · 보험금융연구
특별회원	₩150,000원	
개인회원	₩150,000원	

* 특별회원 가입대상 : 도서관 및 독서진흥법에 의하여 설립된 공공도서관 및 대학도서관

가입 문의

보험연구원 도서회원 담당

전화 : (02)3775-9113 | 팩스 : (02)3775-9102

회비 납입 방법

무통장입금

- 계좌번호 : 국민은행(400401-01-125198) | 예금주 : 보험연구원

자료 구입처

서울 : 보험연구원 자료실(02-3775-9113 | lsy@kiri.or.kr)

연구보고서 2025-19

월배당 ETF 성장과 보험회사의 과제

발행일 2025년 11월

발행인 안철경

발행처 보험연구원

주소 서울특별시 영등포구 국제금융로 6길 38 화재보험협회빌딩

인쇄소 고려씨엔피

ISBN 979-11-93021-94-1
979-11-85691-50-3(세트)

(정가 10,000원)