



2024년 08월 28일

키움증권 리서치센터 | 자산배분/ETF

퇴직연금 시장이 온다: 자산배분 전략과 ETF의 미래

퀀트/자산배분 최재원 cjw5056@kiwoom.com

Global ETF 김진영 jykim@kiwoom.com

Contents

Part I. 자산배분	p.03
Summary	p.04
I. 국내 퇴직연금 시장 동향	p.06
II. 자산배분 수요로 성장한 TDF	p.17

Part II. ETF	p.39
Summary	p.40
I. Spectrum 넓히는 ETF 시장	p.42
II. 국내 연금 시장과 ETF	p.51
III. 미국 연금 시장과 ETF	p.72
IV. EMP 시장과 ETF	p.89



Part I. 자산배분





Summary | 퇴직연금 시장 성장으로 높아지는 자산배분 수요

>>> 국내 퇴직연금 시장 동향

- 한국의 퇴직연금 적립금은 '23년 기준 382 조원으로 연평균 성장률 15%(최근 5년)를 기록하며 빠른 성장 중
- 다만, 퇴직연금 운용 상품의 87%가 원리금보장 상품으로 구성되어 물가 상승률에도 못 미치는 수익률을 이어가는 점은 문제점으로 지적
- 이를 개선하기 위해 금융 당국은 사전지정운용 제도('22. 7월 도입)에 이어 오는 10월 현물이전 제도 시행을 앞두고 있음
- 그 외에도 BF 유형의 '디딤펀드' 출시가 예정되는 등 퇴직연금 시장 내에서의 상품 다변화 및 제도적인 개선 움직임은 시장 성장을 가속

>>> 자산배분 수요로 성장한 TDF

- 퇴직연금 시장 확대 그리고 사전지정운용 제도 도입으로 TDF 상품은 지속적으로 성장
- 디폴트 옵션 승인 상품 기준, 실적 배당형 유형 내에서 TDF 적립금은 81%를 차지
- 퇴직연금 시장이 성장할수록 사업자 간의 경쟁 심화로 보수율이 하락하고, 수익률 제고를 위한 노력은 확대될 것으로 예상

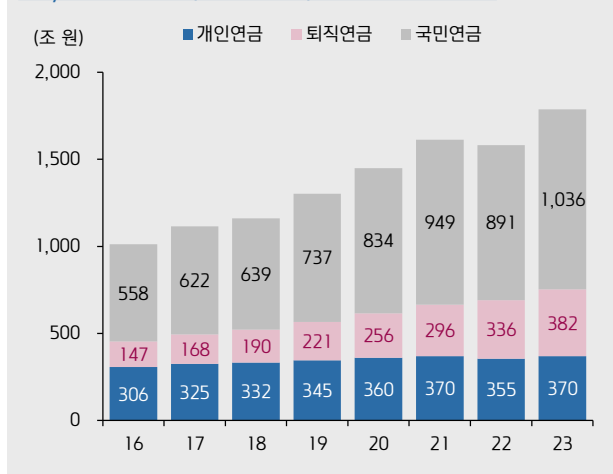
>>> 동적 자산 배분 필요성 확대

- TDF는 대체로 우하향 하는 Glide Path를 지니고 있지만, 사업자 간 투자 시점 별 자산배분 비중에 차이 존재
- TDF의 장기 성과의 대부분은 자산배분 비중에 의해 결정되지만, 사업자 간의 차별화는 하위 자산군 배분에 따른 영향이 더 큼
- 최근 해외 운용사들은 TDF Glide Path의 자산배분을 보다 적극적인 전략으로 수정하는 등의 모습 포착
- 퇴직연금 시장 성장과 함께 자산배분 수요가 높아지는 환경은 자산배분에 있어 보다 동적인 자산 배분의 필요성을 높일 것으로 전망



- ◆ 한국의 퇴직연금 시장 확대는 자산배분 상품에 대한 수요로 이어져 TDF 상품의 성장으로 이어지고 있음
 - 한국의 퇴직연금 적립금은 '23년 기준 382 조원으로 연평균 성장률 15%를 기록하며 빠른 성장 중
 - 여전히 원리금 보장형 상품의 비중이 높은 점이 문제로 지적되기도 하지만, 제도적인 개선 및 다양한 자산배분 상품의 등장은 국내 퇴직연금 시장의 발전을 가속화할 것으로 전망
 - 사전지정운용 제도 도입에 힘입어 TDF 상품의 시장 역시 빠르게 성장 중
 - 최근 사업자 간의 경쟁이 심화되고 있는 점은, TDF의 자산배분 전략을 보다 적극적으로 동적으로 변화시킬 요인으로 판단

Key Chart 1: 국내 연금 적립금 연도별 추이



자료: 금융감독원, 키움증권 리서치

Key Chart 2: TDF의 주요 항목별 액티브/패시브 특성에 따른 차이

	액티브	
	낮음	높음
Glide Path	고정 Glide path	동적 Glide Path
스타일	고정 비중	동적 비중
투자 선택	패시브 / 낮은 회전율	액티브 / 높은 회전율

자료: D. Blanchett, P.D. Kaplan, "Beyond the Glide Path", 키움증권 리서치센터

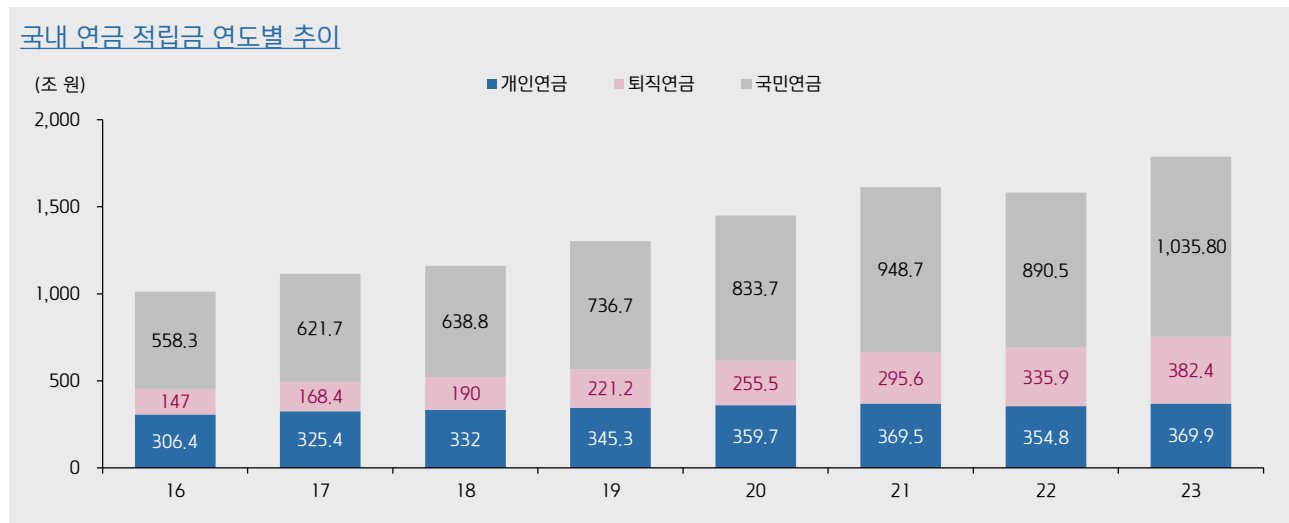
I. 국내 퇴직연금 시장 동향



국내 전체 연금 시장 동향: 퇴직연금 시장의 높은 성장세



- ◆ 한국의 연금은 국민연금, 퇴직연금, 개인연금 으로 이루어진 3층 연금소득 체계를 지니고 있음
 - 국민연금은 기본적인 생활 보장(사회보장), 퇴직연금은 표준적인 생활보장(기업보장), 그리고 개인연금은 여유 있는 생활보장(자기보장)을 추구
- ◆ '23년말 기준, 국민연금 적립금은 1,035 조원으로 전체 연금(공적/사적) 적립금의 58%에 해당. 퇴직연금은 382 조원으로 전체 비중의 21%를 차지
- ◆ 퇴직연금은 최근 5년 기준, 연평균 성장률이 15%로 높은 성장률 기록 중

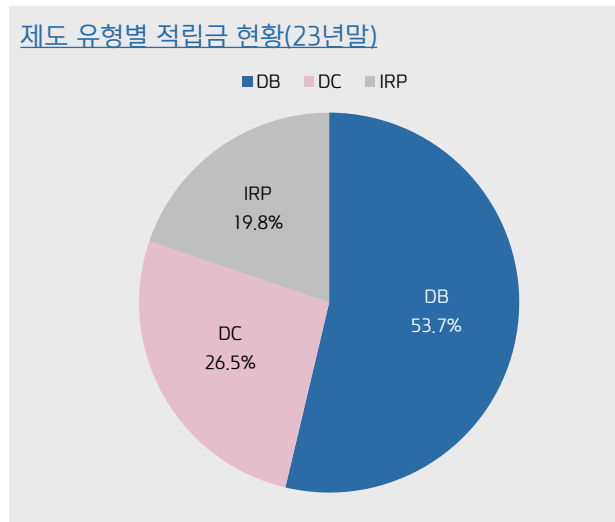


자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터

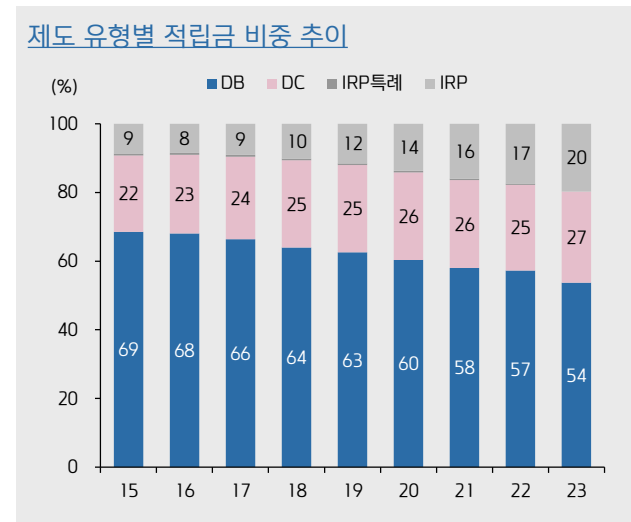
퇴직연금 내, 개인형 IRP의 비중 점차 확대



- ◆ 국내 퇴직연금 시장을 제도 유형별로 나누어 살펴보면, '23년 말 기준 DB(확정급여형)이 205.3 조원을 기록하며 전체 적립금의 53.7%를 차지. DC(확정기여형)과 개인형IRP는 각각 101.4조원(26.5%), 75.6조원(19.8%) 규모
- ◆ DB형의 비중이 과반 이상을 넘고 있지만, 그 비중은 갈수록 지속적으로 낮아지고 있음
 - DB형은 '15년 69%를 차지했으나, '23년 54%까지 낮아졌음. DC형은 '15년 22%에서 점진적으로 늘어 '23년 27%를 차지. 개인형 IRP는 '15년 9%에 불과했으나, '23년 현재 20%까지 가파른 속도로 증가
 - 최근 5년 동안의 연평균 성장률을 살펴보면, IRP 적립금은 31.5% 성장률을 기록 (DC형 16.1%, DB형 11.2%)



자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터

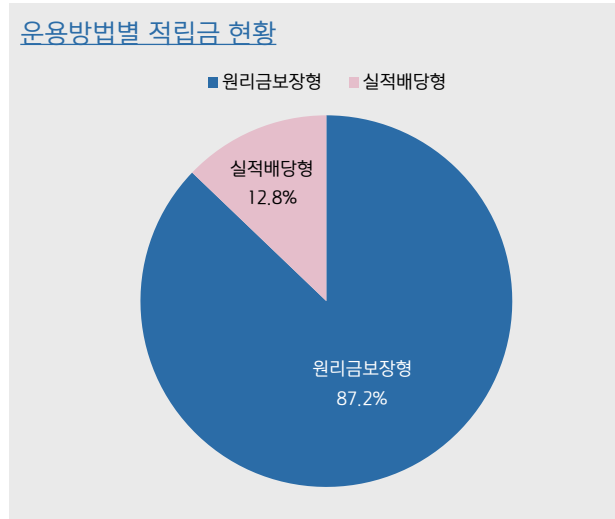


자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터

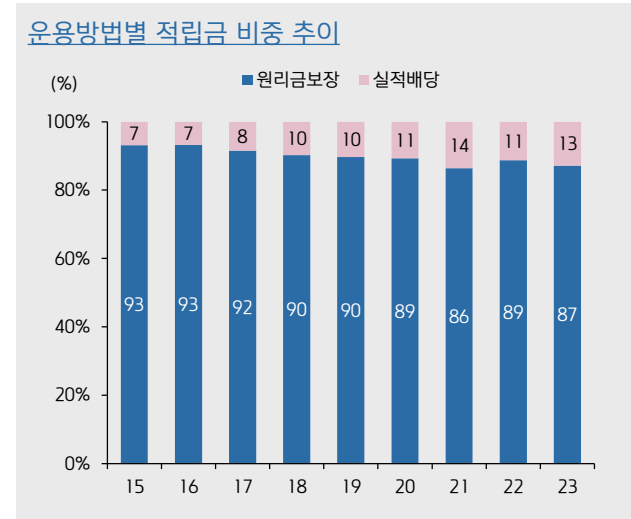
여전히 절대적인 원리금 보장형 상품의 비중



- ◆ 한편, 퇴직연금의 운용 방법별 적립금을 살펴보면, '23년 말 기준으로 원리금 보장형의 적립금이 333 조원으로 전체 적립금의 87.8%를 차지하며 절대적. 반면, 실적 배당형은 49.1 조원으로 12.8%에 불과
 - '15년 원리금 보장형의 비중은 93%였으나, 비중은 점진적으로 축소되며 '21년 86%까지 낮아지기도 했음. 그러나, '22년 금융자산 전반의 약세가 연출된 영향으로 안전자산 선호 심리가 부각되며 89%로 반등
- ◆ 최근 5년 기준, 실적 배당형의 연평균 성장률은 21.8%로 원리금 보장형(14.4%)보다 높음. 다만, 높은 성장 속에도 절대적으로 낮은 규모로 인해 퇴직연금 시장 내 비중 변화는 제한적



자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터

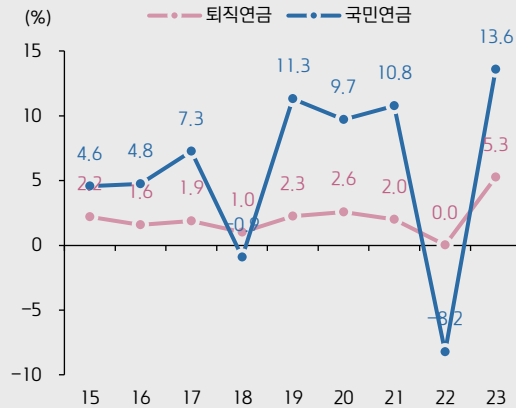


자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터



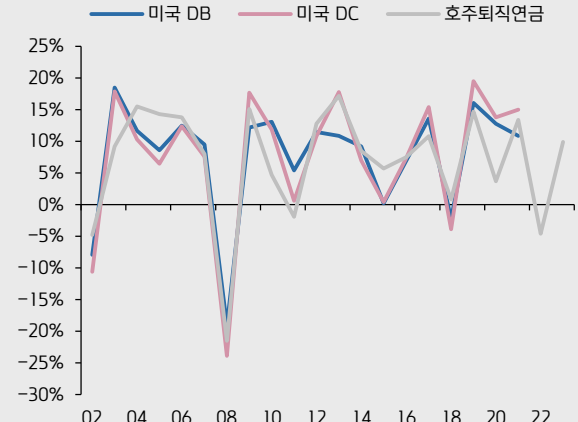
- ◆ 퇴직연금과 개인연금의 낮은 수익률은 퇴직자들의 노후 대비를 부실하게 만드는 배경
 - 국민연금의 최근 5개년도 수익률 평균은 7%를 상회. 반면, 퇴직연금의 평균 수익률은 2.4%에 불과.
 - 최근까지 지속된 고물가 환경은 물가상승률에도 미치지 못하는 퇴직연금 수익률 개선에 대한 필요성을 부각시킴
 - 우수한 퇴직연금 시장의 사례로 자주 언급되는 호주의 퇴직연금의 최근 5개년 평균 수익률은 7.4%. 미국의 경우 '08년 ~ '21년의 평균 수익률이 7% 상회
- ◆ 퇴직연금 수익률 부진은 원리금보장형의 비중이 절대적으로 높은 점에 기인. 가입자의 대다수가 퇴직연금을 노후 생활 최후의 안전판으로서 생각하며, 보수적으로 운용해야 한다고 인식
- ◆ 금융 당국은 이러한 문제를 개선하기 위해 지난 '22년 7월 사전지정운용 제도를 도입했고, 오는 10월 현물이전 제도 도입을 계획 중

국내 연금 유형별 수익률 추이



자료: 금융감독원, 국민연금, 키움증권 리서치센터

해외 퇴직연금 수익률 추이

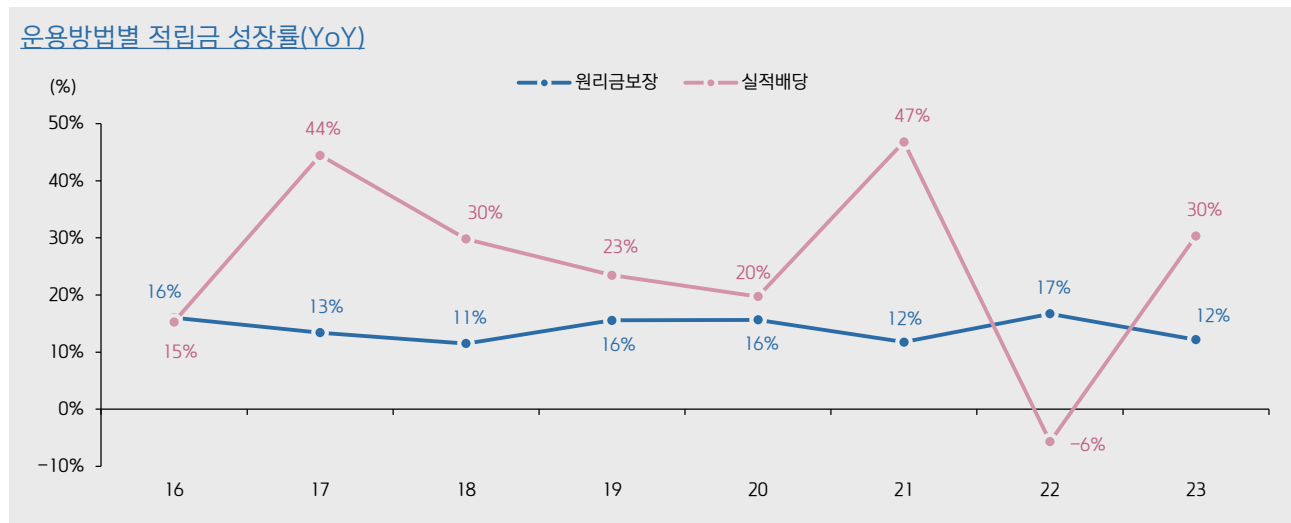


자료: DOL, APRA, 키움증권 리서치센터

디폴트 옵션 도입에도 실적 배당형 상품의 성장률은 과거 평균 수준



- ◆ '22년 7월 도입된 사전지정운용 제도는 1년의 유예기간을 거친 후, '23년 7월부터 본격 도입. 이를 통해 실적 배당형 상품의 높은 증가세가 기대되기도 했지만, '22년 금융시장 전반의 조정으로 인해 실적 배당형의 적립금 규모는 역성장. '23년에는 증시 회복으로 30% 반등하기도 했으나, 성장률은 과거 증가율 수준과 유사
- ◆ 아직까지 도입 초기로 디폴트 옵션에 대한 인식 부재 영향 존재. 하지만 그 외에도 퇴직연금 제도가 발달된 해외의 경우 디폴트 옵션에 원리금 보장 상품의 제한을 두는 반면, 한국은 원리금 보장 상품 선택이 가능
- ◆ 또한, 디폴트 옵션을 선택하는 방식이 Opt-in 방식으로 이루어진 사전지정운용 방식은 디폴트 옵션 선택 방치 혹은 보수적인 원리금 보장 상품 선택으로 이어져 실적 배당형 상품으로의 전환을 더디게 만드는 요인

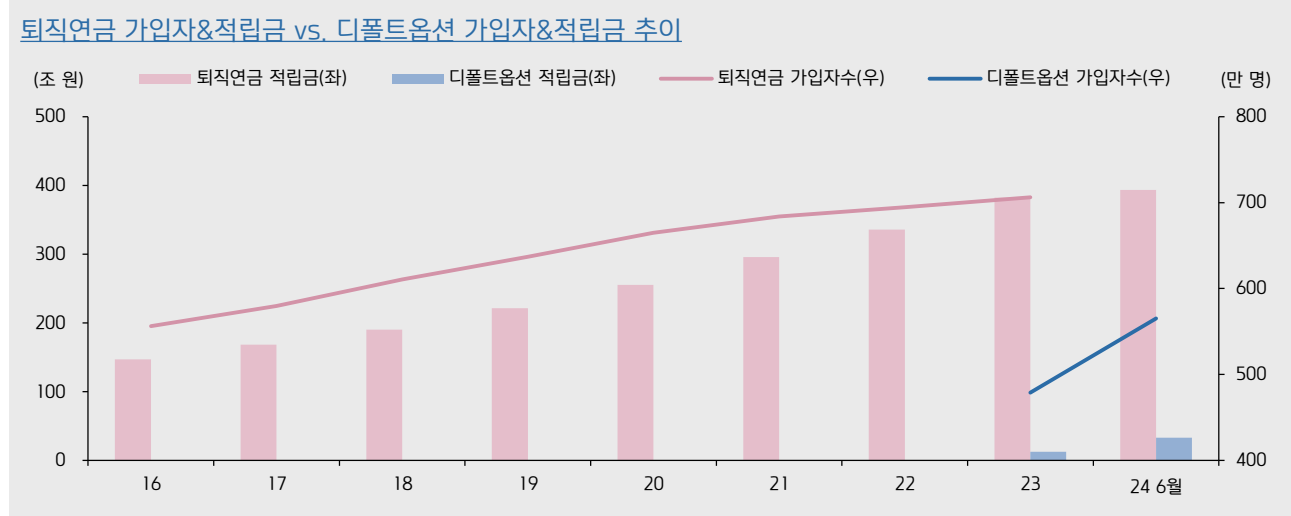


자료: 고용노동부, 통계청, 키움증권 리서치센터

퇴직연금과 디폴트 옵션 가입자 및 지정 적립금 추이



- ◆ 금융당국의 적극적인 제도 홍보 노력으로 '24년 2분기 기준 지정 가입자 수는 565만명 기록
- ◆ 또한, 디폴트 옵션 상품 적립금은 '23년말 12.5 조원에서 '24년 2분기 32.9 조원으로 빠른 속도로 성장
- ◆ 다만, 지정 가입자 수는 빠른 속도로 늘었지만, 실제로 디폴트 옵션 상품으로 퇴직연금을 운용 중인 비율은 높지 않은 영향으로 디폴트 옵션의 적립금은 가입자 수만큼 빠르게 늘지 않는 모습

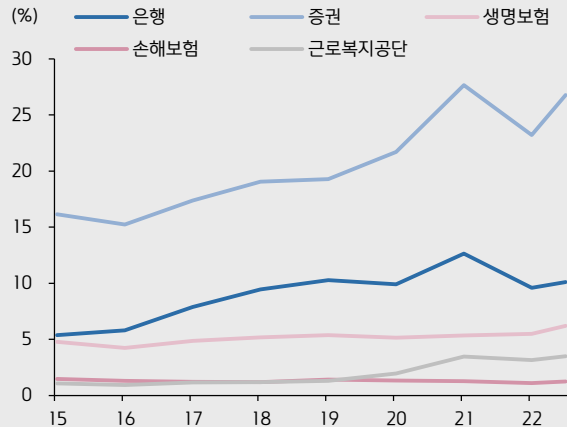


자료: 고용노동부, 통계청, 키움증권 리서치센터



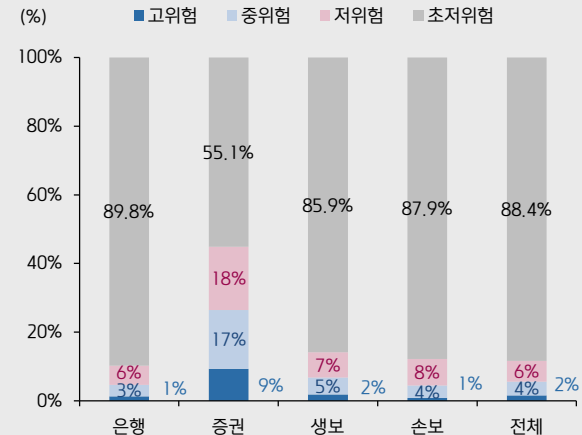
- ◆ 금융 업권별 상품 구성을 살펴보면, 퇴직연금 상품 중 실적 배당형 상품의 증가 추세가 확인되고 있음. 특히 증권사의 실적 배당형 상품 비중은 빠른 속도로 상승 중
- ◆ 디폴트 옵션 상품으로 승인된 상품의 적립금을 위험도에 따라 나누어 보면, 높은 원리금보장형 상품의 영향으로 초저위험 상품의 적립금 비중이 88%로 가장 높음. 특히 은행은 그 비중이 90%로 가장 높은 반면, 증권은 55%로 가장 낮은 점이 특징적
- ◆ 한편, 퇴직연금 시장 확대 그리고 디폴트 옵션 도입으로 사업자 간의 경쟁은 활성화되고 있음
 - 디폴트 옵션 적립금 비중은 '23.2Q: 은행(90.1%), 증권(9.4%), 생보(0.3%), 손보(0.3%) 로 집계되었음. 하지만, 1년 후인 24.2Q 기준으로 은행(90.6%), 증권(3.5%), 생보(4.0%), 손보(1.8%)로 집계되며 보험사들의 비중이 확대됨

금융업권별 퇴직연금 상품 중, 실적 배당형 비중



자료: 고용노동부, 금융감독원, 키움증권 리서치센터

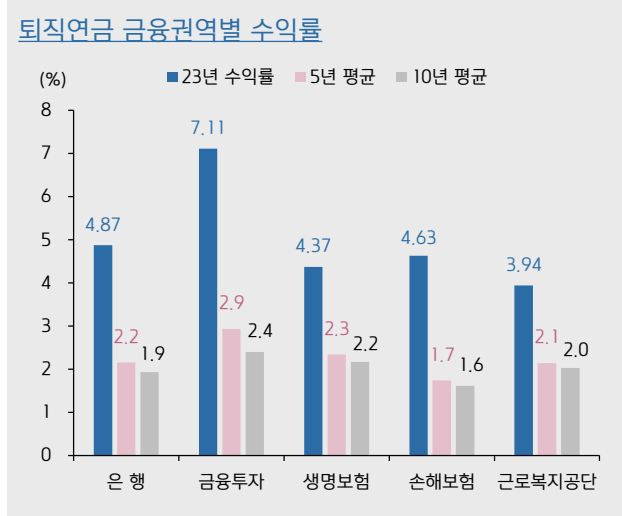
금융업권별 디폴트옵션 적립금 위험도에 따른 분포



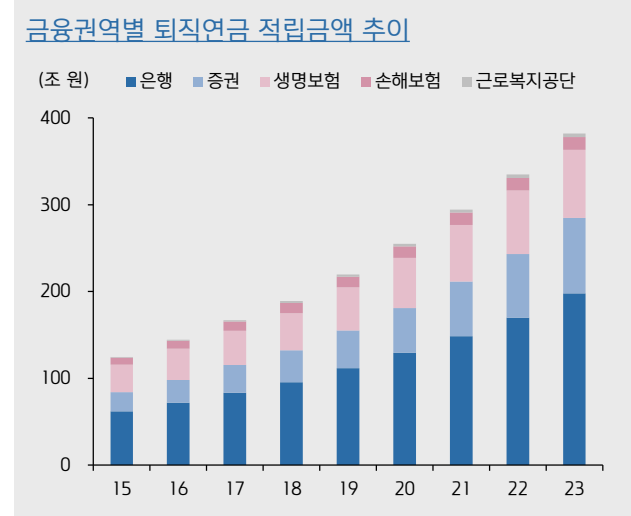
자료: 고용노동부, 금융감독원, 키움증권 리서치센터



- ◆ 전체 퇴직연금 전체 상품의 금융 업권에 따른 수익률을 살펴보면, 높은 실적배당 상품과 위험 추구 상품을 구성하고 있는 증권사의 수익률이 가장 높은 모습을 보이고 있음
 - 최근 5년 평균 기준, 증권사의 수익률은 2.9%를 기록하며 가장 높았고, 그 다음으로 생보 2.3%, 은행 2.2% 순
- ◆ 퇴직연금 적립금액의 과반 이상을 차지하고 있는 것은 은행으로 '23년 적립금 기준 51.8%를 차지. 다음으로 증권(22.7%), 생명보험(20.5%), 손해보험(3.9%) 순
 - 최근 5년 평균 성장률을 살펴보면, 전체 퇴직연금 적립금은 15.2%의 증가세를 기록하고 있음. 그 중, 증권은 18.8%를 기록하며 그 속도가 가장 빠른 모습



자료: 고용노동부, 금융감독원, 키움증권 리서치센터



자료: 고용노동부, 금융감독원, 키움증권 리서치센터



- ◆ 사전지정운용 제도에 이어서, 오는 10월 5일부터 퇴직연금 현물이전 제도 시행 예정. 기존 방식은 손실 여부와 관계 없이 상품을 매도하고 현금화하는 과정이 번거로워 소비자의 선택권을 제약한다는 지적 존재
 - 현행: 보유 퇴직연금 계좌를 타 금융사로 변경 시 보유 상품을 모두 매도하여 현금화 하여 이동
 - 현물이전 제도 도입 후: 보유하고 있는 기존 포트폴리오를 동일하게 옮길 수 있음
- ◆ 지난, 2023년 2월 TF팀 구성을 통해 제도 도입 논의 시작되었고, 현재 주요 사업자간 합의도 마무리 된 것으로 알려짐
 - 다만, 금융 업권별 수익률에 따른 '머니무브' 우려에 은행권의 반발이 컸음. 은행의 보수적인 리스크 관리로 상품 심의가 까다로워 상품 라인업이 상대적으로 적을 수밖에 없다는 우려 때문
- ◆ 소비자의 적극적인 상품 선택 및 이동으로 퇴직연금 사업자와 운용사의 자산배분 상품 경쟁 촉진 예상. 특히 연금 상품의 수익률 개선 노력이 치열해질 것으로 예상

퇴직연금 현물이전 기대 효과



자료: 금융당국 '2023년도 퇴직연금 업무설명회', 키움증권 리서치센터

Balanced Fund 형태의 '디딤펀드' 출시는 연금형 펀드의 다양성 확대



- ◆ 금융투자협회는 최근 자산배분형 연금 투자 확산 분위기와 맞물려, 올해 9월 중 출시를 목표로 업계 공동 브랜드인 '디딤펀드' 발표를 준비하고 있음. 국내 25개 자산운용사가 각 사의 대표 상품 1개로 디딤펀드를 준비
 - 디딤펀드는 자산배분전략을 통해 중장기 수익을 추구하는 연기금형 자산배분펀드
 - 주식 편입 한도 50%, 투자부적격채권 편입 한도 30%
- ◆ 디딤펀드는 Balanced Fund 유형으로 포트폴리오의 목표 리스크가 일정 수준으로 정해짐.
- ◆ 투자 초기 공격적인 자산배분을 하는 TDF와 원리금 보장형 상품 사이의 다양한 선택지를 제공해줄 것으로 기대

Balanced Fund vs. TDF

펀드 종류	TDF (Target Date Fund)	BF (Balanced Fund)
목적	특정 목표 날짜(주로 은퇴)에 맞춘 투자	안정적인 수익과 중간 수준의 위험 관리
자산 배분	시간 경과에 따라 점차 보수적으로 조정	주식과 채권 등 자산을 일정한 비율로 유지
리스크 관리	초기에는 높은 위험, 시간이 지날수록 낮아짐	중간 수준의 리스크 유지
투자 대상	주식, 채권, 기타 자산 (목표 날짜에 따라 다름)	주식, 채권, 현금, 부동산 등 다양한 자산
유동성	목표 날짜에 가까워질수록 채권 비중이 커져 유동성이 낮아질 수 있음	유동성이 비교적 높음
투자 기간	일반적으로 장기 투자에 적합	중장기 투자에 적합

자료: 키움증권 리서치센터

II. 자산배분 수요로 성장한 TDF



퇴직연금 사전지정운용 승인 상품 구성 현황



- ◆ '24년 2월 기준 사전지정운용 방법 승인 상품을 살펴보면, 실적 배당형의 성격을 지니고 있는 저/중/고위험 상품의 비중이 87%로 높은 모습
 - 실적 배당형 상품의 경우, 단일상품으로 구성되는 경우 Balanced Fund(이하 BF)나 TDF로 구성
 - 이종 상품 간의 포트폴리오로 구성되는 경우 원리금보장 상품과 TDF, BF, TIF, TRF, EMP 등의 조합으로 구성
- ◆ 실적 배당형 상품으로 활용되는 상품 유형은 다양하지만, 적립금 측면에서는 **TDF가 활용되는 경우가 대다수**

디폴트옵션 승인 상품 분포 ('24년 2월 기준)

	개수	단일상품		포트폴리오	
		개수	유형	개수	유형
초저위험	41	20	예금, GIC, 금리연동형	21	2개 이상 예금의 조합
저위험	90	19	BF	71	BF, 원리금보장+TDF/TIF/BF/EMP
중위험	89	20	BF, TDF	69	원리금보장+TDF/TIF/BF/EMP/TRF, EMP+TIF/BF, TDF, BF
고위험	87	40	BF, TDF	47	TDF, EMP, TDF+원리금보장/EMP/BF, EMP+BF
전체	307	98		209	

자료: 고용노동부, 자본시장연구원, 키움증권 리서치센터

실적 배당형 중에서는 TDF 상품의 비중이 80%를 차지



- ◆ 사전지정운용 승인 상품 내에서도 여전히 원리금 보장형 상품으로 투자된 금액의 비중이 높음
 - 원리금 보장형 상품 적립금 비중은 DC형 기준 94.5%, IRP 기준 90.2%에 해당 (합계 기준 전체의 93.2%)
- ◆ 실적배당형 상품은 DC형 기준 5.5%, IRP형 기준 9.8%에 해당
- ◆ 한편, 실적배당형 내에서 상품 유형별로 투자된 적립금 비중을 살펴보면, **TDF가 전체의 81%**를 차지
 - 그 다음으로는 Balanced Fund(10.8%), EMP(4.7%), TIF(3.5%) 순

사전지정운용 승인 상품 내, 유형별 적립금

(조 원)

유형	DC	IRP	합계
원리금보장형	18.95	7.52	26.46
TDF	0.88	0.67	1.56
TIF	0.04	0.02	0.07
EMP	0.05	0.04	0.09
BF	0.13	0.08	0.21

자료: 고용노동부, 금융감독원, 키움증권 리서치센터

실적 배당형 내, 유형별 적립금 비중

(조 원)

유형	DC	IRP	합계
TDF	79.8%	82.6%	81.0%
TIF	4.0%	2.8%	3.5%
EMP	4.8%	4.6%	4.7%
BF	11.4%	10.0%	10.8%

자료: 고용노동부, 금융감독원, 키움증권 리서치센터

TDF의 빈티지 그리고 위험도에 따른 분포



- ◆ TDF 상품은 생애주기에 따른 자산배분 비중을 조정
 - 은퇴 시점이 가까운 TDF 2025~2030의 경우, 디폴트 옵션 승인 상품 중 저위험 군에 주로 포진
 - 반면, 은퇴 시점이 상대적으로 먼 TDF 2045 ~ 2050의 경우, 공격적인 자산배분 구성으로 주로 고위험 군에 포함
- ◆ TDF의 빈티지 별로는 2045 빈티지의 비중이 45%로 가장 높았음. 직장 경력의 중반부에 해당하는 기간에 연금형 투자에 대한 관심이 높은 것을 방증
 - 그 외 2025~2040, 2050 빈티지의 상품 수는 15% 내외로 고르게 분포된 모습을 보임
 - 가장 먼 시점의 은퇴 시기에 해당하는 2055 빈티지의 비중은 3.6%로 가장 낮음

디폴트옵션 승인 상품 분포 ('24년 2월 기준)

(단위: 개)

상품유형	저위험	중위험	고위험
TDF 2025	25	9	1
TDF 2030	29	16	5
TDF 2035	12	25	8
TDF 2040	5	19	19
TDF 2045	7	19	58
TDF 2050	1	3	30
TDF 2055	2	2	7
EMP	2	15	9
정기예금	44	39	4
GIC	17	18	6

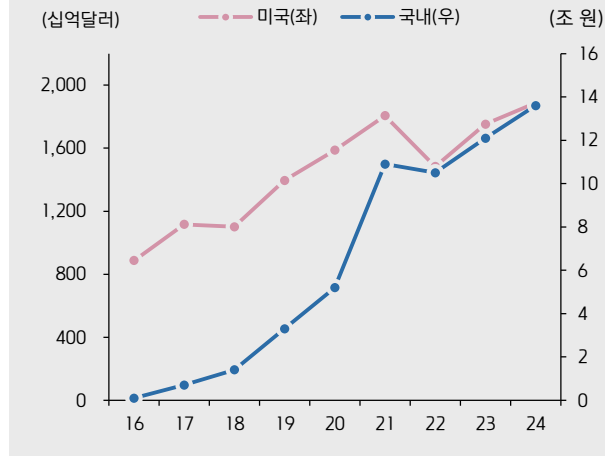
자료: 고용노동부, 자본시장연구원, 키움증권 리서치센터

국내외 공통적으로 성장 중인 TDF 시장



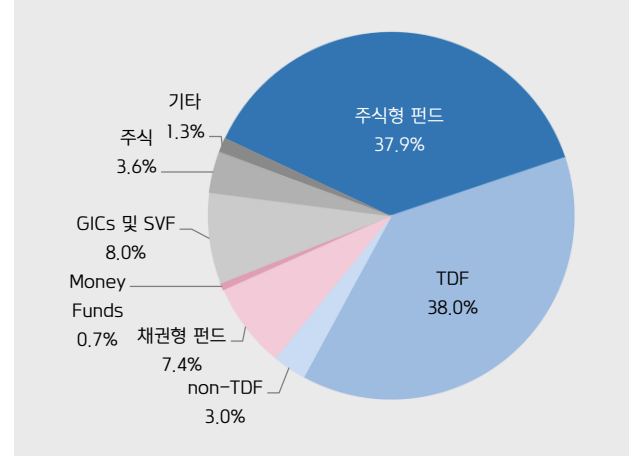
- ◆ 투자 관심 확대 그리고 퇴직연금 시장 활성화에 힘입어 국내외 TDF 시장의 규모는 우상향 추세를 이어가고 있음
- ◆ 국내 TDF 시장은 13.6 조원 규모로 전년 대비 12.4% 증가
 - 2021년 10 조원 시장 규모를 달성한 후, 연평균 7.6%의 평균 성장률을 기록 중
- ◆ 미국 TDF 시장은 1.8 조 달러 규모. 2016년 이후 연평균 9.9% 성장세를 기록
 - 미국의 401(k) 플랜 성장은 미국 내 TDF 시장의 확대를 가속
 - 특히 2006년 미국 연금보호법(PPA)가 통과된 이후 기본 투자 옵션으로 자리 잡은 영향이 큼
 - 2022년 TDF 상품은 401(k) 내에서 가장 큰 비중을 차지해 오던 주식형 펀드 규모를 앞지름

한/미 TDF 시장 규모



자료: ICI, 제로인, 키움증권 리서치센터

미국 401(k) 투자 상품 유형별 비중

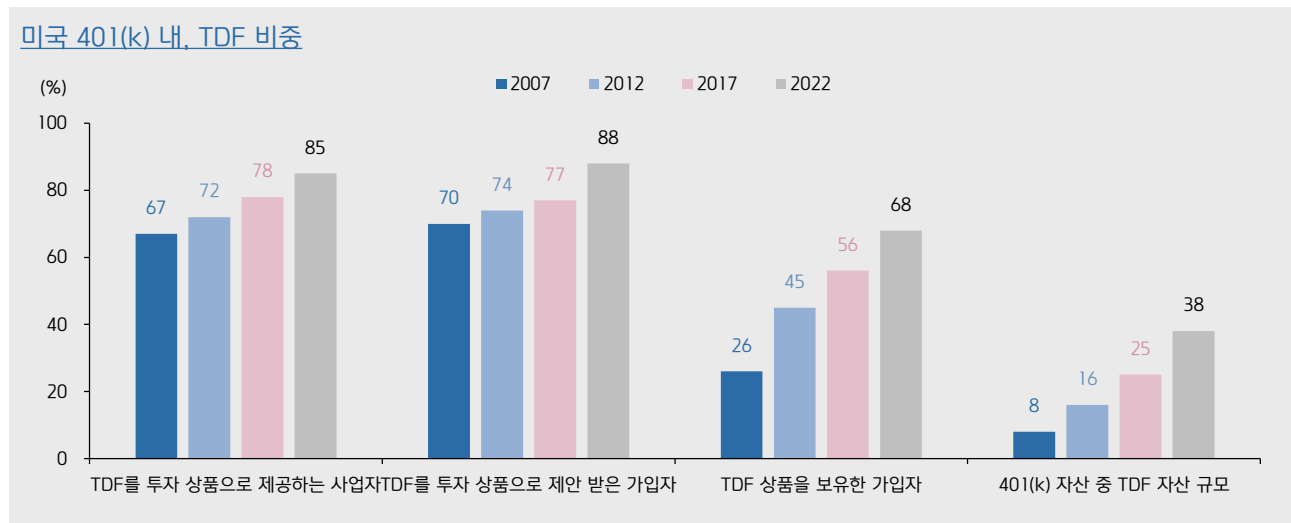


자료: EBRI, 키움증권 리서치센터

미국 401(k) 내 TDF 상품의 활성화



- ◆ 미국 401(k)를 살펴보면, 2022년 기준 TDF 상품을 옵션으로 제공하는 회사는 85%에 해당
 - 그에 따라 TDF를 투자 상품 옵션으로 제공 받은 가입자 역시 70% 수준에서 현재 88%까지 상승
- ◆ 전체 가입자 중 TDF 상품을 보유하고 있는 가입자는 2007년 26%에 불과했으나, 2022년 68%까지 상승
 - 401(k) 자산 중, TDF로 운용되는 자금 비중은 같은 기간 8%에서 38%까지 가파르게 상승



자료: EBRI, ICI, 키움증권 리서치센터

국내 퇴직연금-집합투자증권 내 TDF 비중은 20%까지 확대



- ◆ 앞서 살펴본 바와 같이 퇴직연금 사전지정운용 승인 상품 중에서 실적 배당형은 80%가 TDF 상품이 차지
- ◆ 퇴직연금 적립금 전체를 기준으로 살펴보면, 원리금 보장형이 전체의 85% 그리고 집합투자증권이 9.6%를 차지
- ◆ '22년말 기준, 집합투자증권형 내에서 TDF 유형이 차지하는 비중은 21.1%

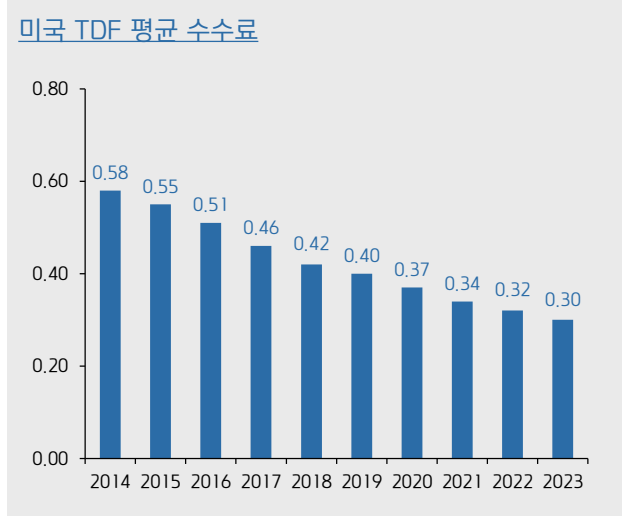
국내 퇴직연금 집합투자증권의 금융 업권별 적립금 및 비중

구분 (단위: 억원, %)	은행		생명보험		손해보험		금융투자		근로복지공단		합계금액		
	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중	
증권집 합투자 증권	주식형	59,259	30.8	12,781	21.5	259	12.5	71,581	41.5	915	59.7	144,795	33.8
	주식혼합형	49,507	25.7	3,466	5.8	181	8.7	17,391	10.1	-	-	70,545	16.5
	채권혼합형	45,474	23.6	10,825	18.2	1,297	62.5	29,225	16.9	504	32.9	87,325	20.4
	채권형	29,365	15.2	30,019	50.5	62	3	30,289	17.5	113	7.4	89,849	21
	기타	1,033	0.5	882	1.5	273	13.2	1,630	0.9	-	-	3,819	0.9
	합계	184,638	95.8	57,973	97.5	2,073	99.9	150,117	87	1,533	100	396,333	92.5
부동산집합투자증권	71	0	631	1.1	-	-	1,141	0.7	-	-	1,844	0.4	
특별자산집합투자증권	102	0.1	197	0.3	-	-	39	0	-	-	338	0.1	
혼합집합투자증권	7,843	4.1	669	1.1	2	0.1	21,298	12.3	-	-	29,813	7	
합계	100	100	59,471	100	2,075	100	172,595	100	1,533	100	428,328		
TDF	56,381	29.3	1,724	2.9	216	10.4	31,248	18.1	661	43.1	90,231	21.1	

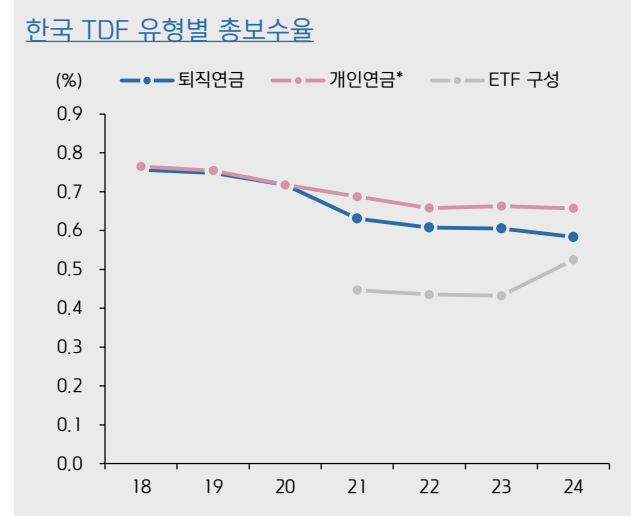
자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터



- ◆ 미국의 TDF는 401(k)를 중심으로 빠르게 성장. 이러한 가파른 성장과 함께 상품간 경쟁이 치열해짐에 따라 TDF의 운용 수수료는 빠르게 낮아지고 있음
 - TDF 상품의 수수료는 2014년 0.58%였으나, 2023년 0.30%까지 하락
- ◆ TDF의 운용 수수료 하락은 국내 역시도 동일하게 나타나고 있음. TDF 상품의 주요 유형별 총 보수율을 살펴보면, 퇴직연금 내 TDF의 보수율은 '18년 0.76% 에서 '24년 0.58%까지 낮아졌음
 - 한편, 최근 ETF로 구성된 TDF 펀드의 경우에는 상대적으로 낮은 수수료율 바탕으로 경쟁력 확보. '21~'23년까지 총보수율이 0.4%대 형성된 이후 '24년 0.52% 로 소폭 확대
 - 증시에 상장된 TDF ETF의 경우 총보수율은 0.19%로 가장 저렴



자료: MorningStar, 키움증권 리서치센터
 주) 수수료는 Net expense ratio

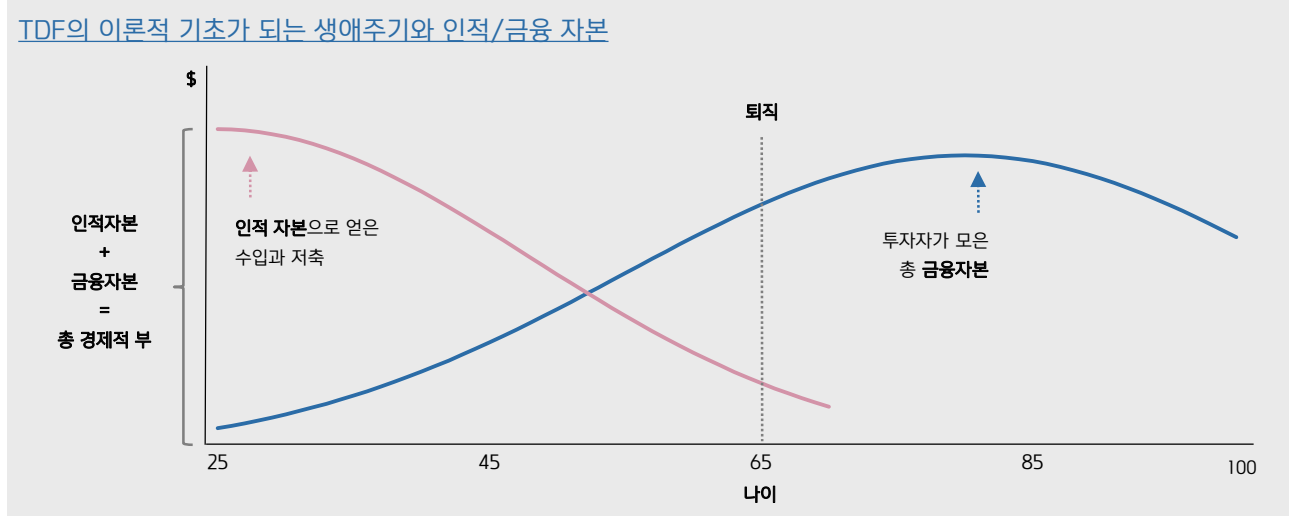


자료: 제로인, 키움증권 리서치센터
 주) 개인연금*은 연금저축과 개인연금 포함



- ◆ TDF(Target Date Fund)는 투자자의 은퇴 예상 시점과 평균적인 노동 소득을 감안한 동적 자산배분을 통해 투자자의 생애주기에 맞춘 포트폴리오 배분을 목표로 하는 펀드
 - Bodie et al(1992), “Labor supply flexibility and portfolio choice in a life cycle model”의 연구는 개인의 생애주기 동안 노동 소득의 유연성을 활용해 최적 포트폴리오를 구성하는 방법을 제시
 - 특히 노동 소득을 채권과 같은 안전 자산의 성격으로 볼 수 있기 때문에 노동 공급이 유연할수록 더 적극적인 투자를 할 수 있다고 보았음
- ◆ TDF는 위와 같은 이론적 근거에 바탕을 두고, 노동 소득이 발생하는 직장 경력의 초기에는 위험 자산에 대한 비중을 높게 설정하고, 은퇴 시점에 가까워질수록 위험 자산의 비중을 줄여나가는 구조를 지님
 - TDF의 Glide Path 경로에 대해서는 여러 의견들이 존재하지만, 위험 자산의 우하향 경로가 가장 일반적인 형태로 자리잡음

TDF의 이론적 기초가 되는 생애주기와 인적/금융 자본



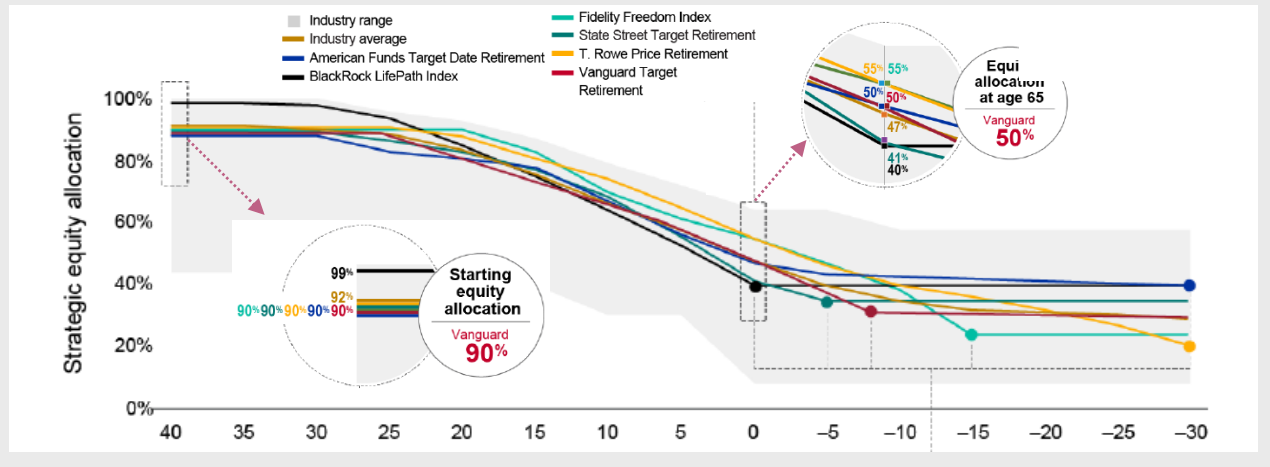
자료: Vanguard, 키움증권 리서치센터

운용사별로 차별화되는 TDF의 Glide Path



- ◆ TDF 상품을 제공하는 운용사들은 대체로 위험자산의 비중이 우하향 하는 Glide Path 경로를 선택
- ◆ 하지만, 같은 우하향 경로일지라도 시작 지점, 변화 속도, 종료 지점을 제각각 설정할 수 있고, 이는 상품 간의 차별화를 만들어내는 지점
- ◆ 글로벌 TDF 시장을 주도하는 Vanguard의 TDF Glide Path는 투자 초기 주식 비중이 90%로 설정되어 있음. 이후 은퇴 연령이 가까워짐에 따라 주식 비중을 점진적으로 축소하여 은퇴 시점의 주식 비중은 50%까지 축소. 이후 'go-through' 방식을 채택하여 은퇴 시점 이후로도 주식 비중은 점차 낮아지며 30%까지 하락
 - 해외 운용사들의 TDF 주식 비중은 < 초기: 90~99% , 은퇴 시점: 40~55%, 최종: 20~40% >로 편차를 보이고 있음

글로벌 운용사별 TDF Glide Path 경로



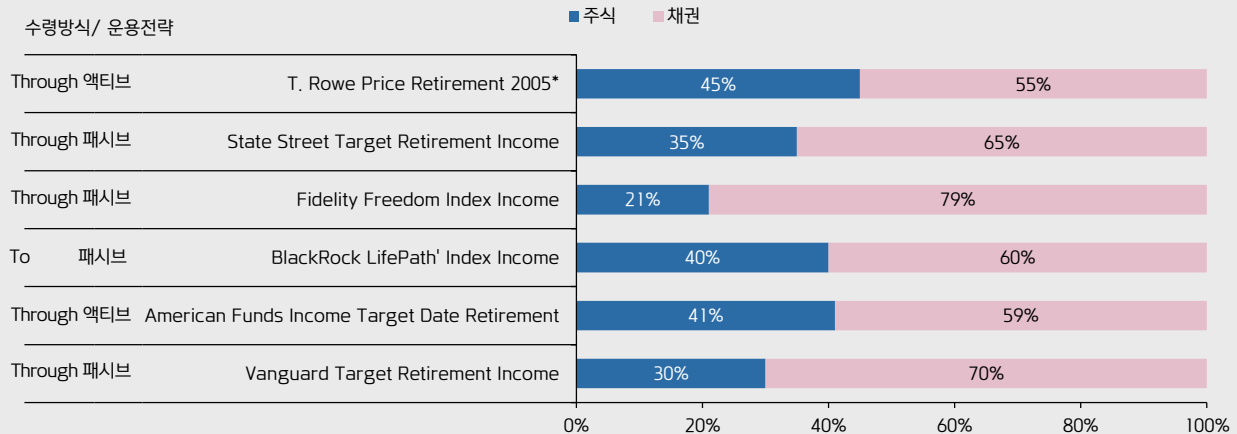
자료: Vanguard "Vanguard Target Retirement Funds and Trusts" 발췌

해외 운용사별로 차별화되는 TDF의 Glide Path Case (1) : 자산별



- ◆ 운용사들 간의 위험자산별 비중 차이를 살펴보기 위해 Income형 TDF들 자산 구성 현황을 살펴보면, 안정형 성격을 지니는 특성상 채권 자산의 비중이 60% 내외로 할당되어 있음
- ◆ Fidelity Freedom Index Income은 주식 비중 21% 그리고 채권 비중 79%로 가장 보수적인 배분안 설정. 반면, T. Rowe Price Retirement 2005는 주식 비중 45% 그리고 채권 비중 55%로 가장 공격적인 배분 선택
 - 주식 자산 비중은 21% ~ 45%, 채권 비중은 55% ~ 79%

글로벌 운용사별 TDF 자산배분 비중

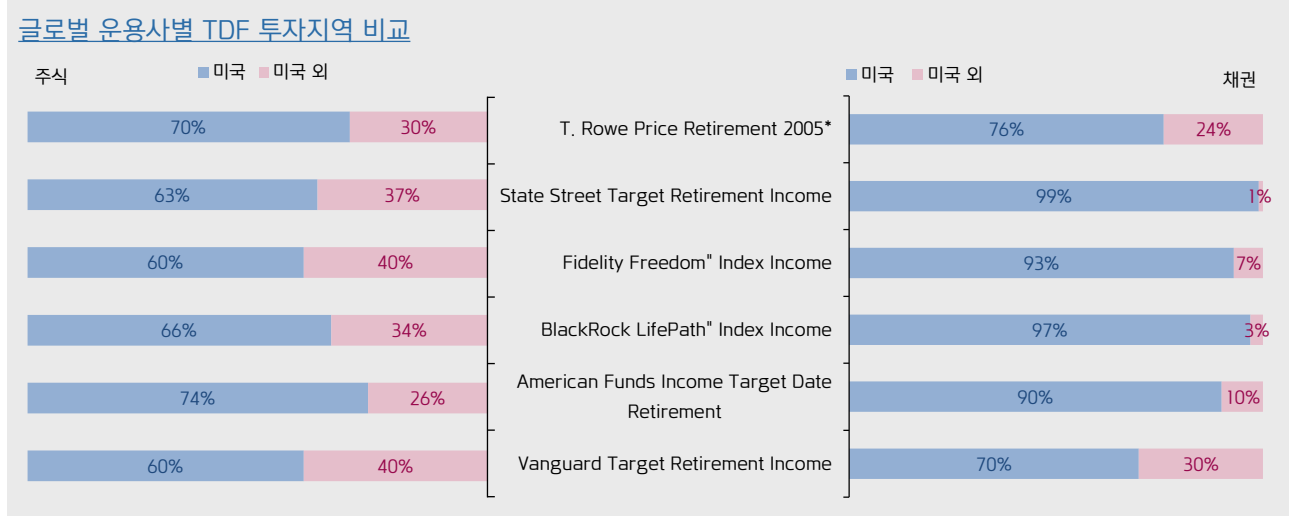


자료: Vanguard "Vanguard Target Retirement Funds and Trusts", 키움증권 리서치센터

해외 운용사별로 차별화되는 TDF의 Glide Path Case (2) : 지역별



- ◆ 한편, Income형 TDF들의 주식 그리고 채권 자산의 하위 분류를 지역별로 나누어 살펴볼 수 있음
- ◆ 주식의 경우, 해외 운용사들은 미국에 대한 투자 비중을 60~74% 사이에서 배분하고 있음
 - American Funds의 경우 미국에 대한 주식 비중을 74%로 가장 높게 설정. 반면, Fidelity와 Vanguard는 미국에 대한 비중을 60%로 설정하며 가장 다각화된 구성
- ◆ 채권의 경우, 미국에 대한 투자 비중은 70~99% 사이에서 배분하는 모습
 - Vanguard의 미국에 대한 채권 투자 비중을 70%로 가장 낮게 설정. 반면, State Street은 채권의 99% 미국에 할당되어 가장 단일 국가에 집중된 형태

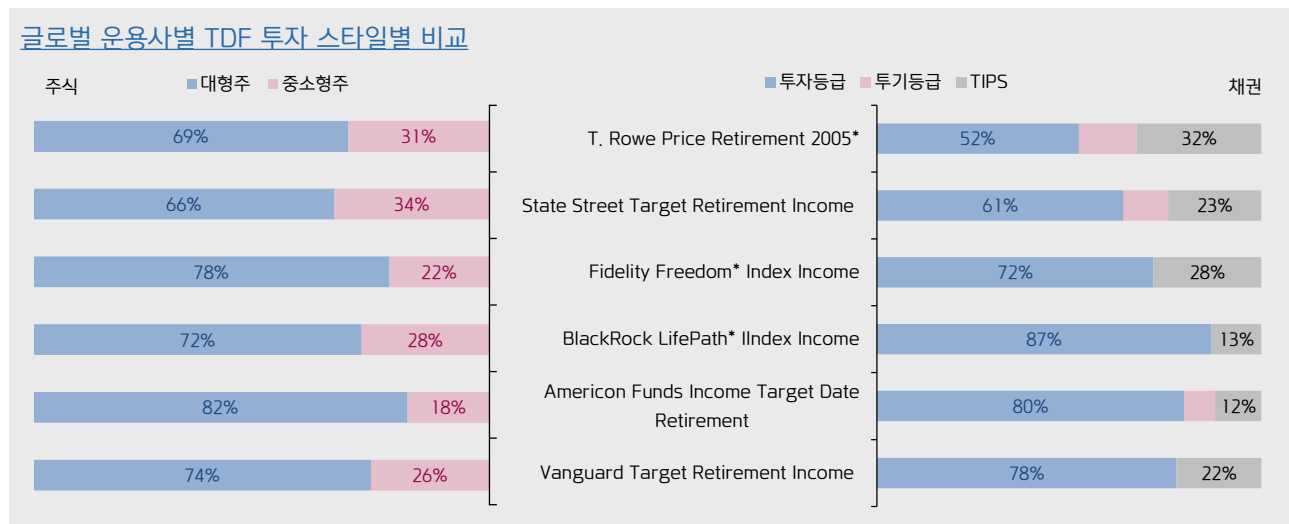


자료: Vanguard "Vanguard Target Retirement Funds and Trusts", 키움증권 리서치센터

해외 운용사별로 차별화되는 TDF의 Glide Path Case (3) : 스타일별



- ◆ 한편, Income형 TDF들의 주식 그리고 채권 자산의 스타일 분류를 살펴보면,
- ◆ 주식의 경우, 해외 운용사들은 대형주에 대한 비중을 66~82% 사이에서 배분하고 있음
 - American Funds의 경우 주식 중 대형주에 대한 비중을 82%로 가장 높게 설정. 반면, State Street은 중소형주에 대한 비중이 34%를 기록
- ◆ 채권의 경우, 투자등급 비중은 52~87% 사이에서 배분하는 모습
 - BlackRock의 경우 투자등급에 대한 비중 87% 그리고 나머지를 TIPS에 투자하며, 투기등급에 대한 비중이 전혀 없음.
 - 반면, T. Rowe Price는 투자등급에 대한 비중이 52%로 가장 낮고, 나머지를 TIPS(32%), 투기등급(15%)에 배분하며 가장 다각화된 구성을 지니고 있음

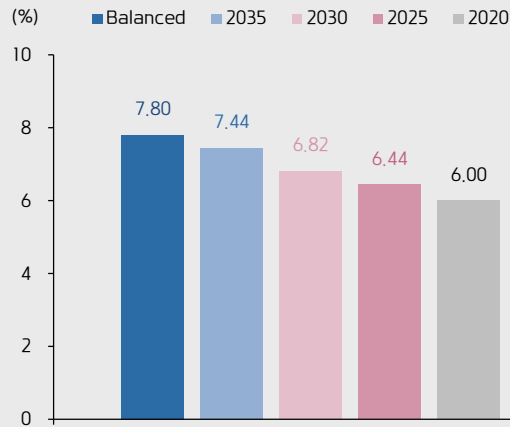


자료: Vanguard "Vanguard Target Retirement Funds and Trusts", 키움증권 리서치센터



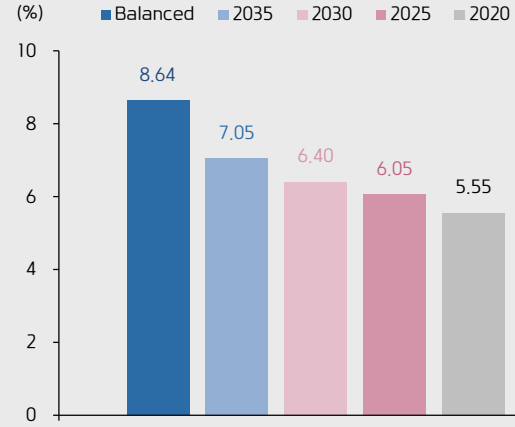
- ◆ Morningstar는 지난해 초 자산 TDF 상품 자산군의 Glide Path 경로 뿐만 아니라, 대형 자산군을 구성하고 있는 하위 상품의 중요성을 지적
- ◆ 글로벌 Top2 TDF 운용사인 Vanguard와 Fidelity의 2020~2035 빈티지 TDF와 Balanced fund의 2008년부터 2022년까지의 평균 성과를 비교해보면, TDF 시리즈의 성과가 Balanced Fund에 비해 부진했음
- ◆ 일반적으로 은퇴 시점까지의 시간이 많이 남아있을수록 위험자산에 대한 배분 비중이 높은 TDF 상품의 특성 상 일정한 리스크 특성을 유지하는 BF에 비해 성과 우위를 보이는 빈티지가 있을 가능성이 높음. 그런 점에서 Morningstar에서 지적한 이러한 특성은 특징적

Vanguard 의 자산배분 상품 '08~'22년 연평균 수익률



자료: MorningStar, 키움증권 리서치센터

Fidelity 사의 자산배분 '08~'22년 연평균 수익률

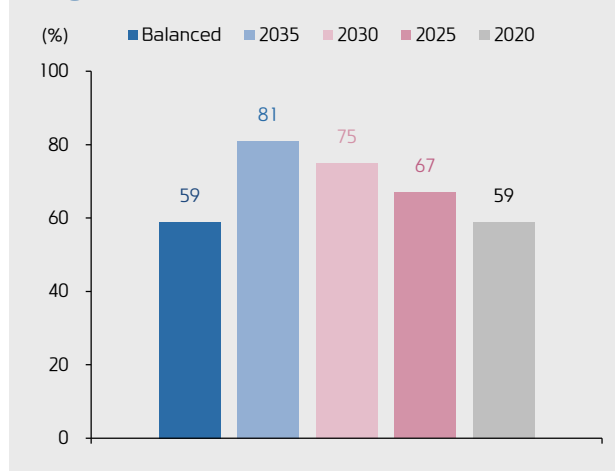


자료: MorningStar, 키움증권 리서치센터



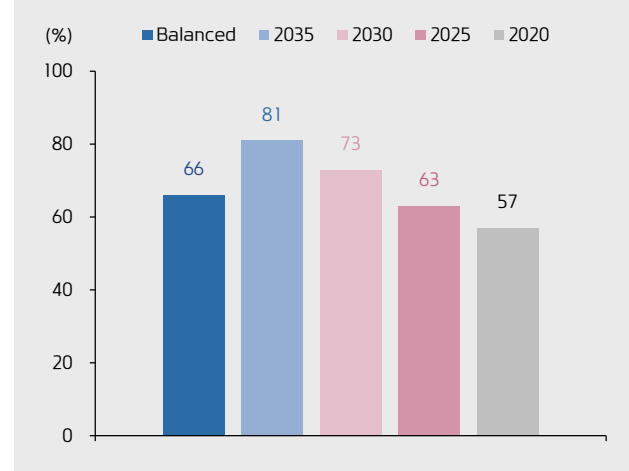
- ◆ 실제로 위험자산인 주식에 대한 평균적인 주식 배분 비중을 살펴보면, Vanguard의 BF는 2020~2035의 빈티지들 보다 주식 비중이 낮거나 같았음
 - Fidelity의 경우, BF의 주식 비중이 2020~2025 빈티지 보다는 소폭 높았으나, 2030~2035 빈티지보다는 낮았음
- ◆ 위험자산의 비중이 높을수록 장기적인 성과가 개선될 것이라는 통념과 달리 위의 사례는 낮은 주식 비중의 포트폴리오를 통해 성과 우위를 점했음
- ◆ 이와 같은 차이는 낮은 주식 비중에도, 주식 자산의 하위 자산군을 잘 설정한 점에 기인. 일반적으로 TDF는 401(k)를 통한 기관투자자의 접근이 많은 만큼 자산 배분과 관련하여 보다 다각화된 배분을 요구받게 됨. 그리고 이는 국외 투자 비중 확대로 이어졌고, '08년 이후 이어진 미국 증시의 강세의 수혜를 일부분만 누리게 됨
 - 분석 기간 미국 이외 지역에 대한 주식 비중은 Vanguard의 경우 (TDF: 32%, Balanced Fund: 0%), Fidelity의 경우 (TDF: 36%, Balanced Fund: 12%)

Vanguard의 평균 주식 배분 비중('08~'22년)



자료: MorningStar, 키움증권 리서치센터

Fidelity의 평균 주식 배분 비중('08~'22년)



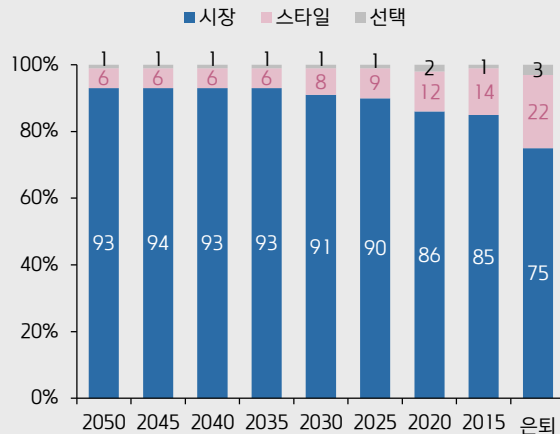
자료: MorningStar, 키움증권 리서치센터

TDF의 장기 성과는 Glide Path 경로가, 차별화는 스타일 및 선별 능력이 좌우



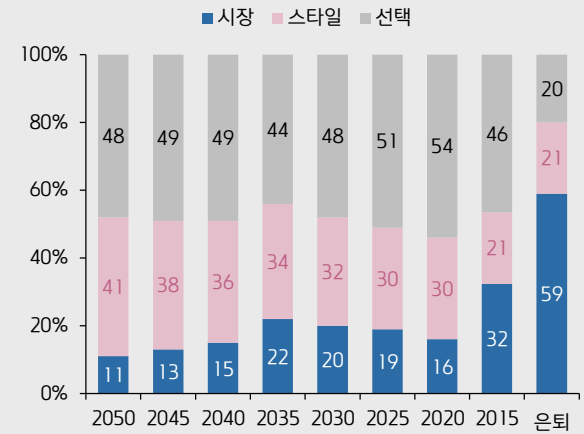
- ◆ D. Blanchett, P.D. Kaplan, “Beyond the Glide Path: The Drivers of Target Date Fund Returns”의 연구에서 저자들은 TDF의 장기 성과를 결정 짓는 요인은 시장에 대한 노출도 절대적이라고 분석
 - 빈티지별 TDF 성과 동인을 시장, 스타일, 투자 선택의 측면으로 세분화 해보면 시장 리스크에 기인한 부분이 80~90%
 - 이는 포트폴리오의 자산배분 성과에서 자산배분 효과가 대다수를 차지하는 것과 같은 맥락
- ◆ 다만, 서로 다른 TDF 간의 성과를 횡단면으로 비교해보면 시장 노출도에 따른 차이는 제한적
 - 반면, 빈티지에 따라 차이가 있지만 시장 리스크 보다는 **상품 선택 그리고 스타일 배분**에 따른 영향이 70~80%를 차지
- ◆ 결국, 장기 성과를 결정 짓는 Glide Path와 상품간의 차별화 요인인 Glide Path의 하위 자산군 구성이 모두 중요

TDF 빈티지별 장기 성과 기여도



자료: D. Blanchett, P.D. Kaplan, “Beyond the Glide Path”,
키움증권 리서치센터

TDF 빈티지별 횡단면 요인별 편차

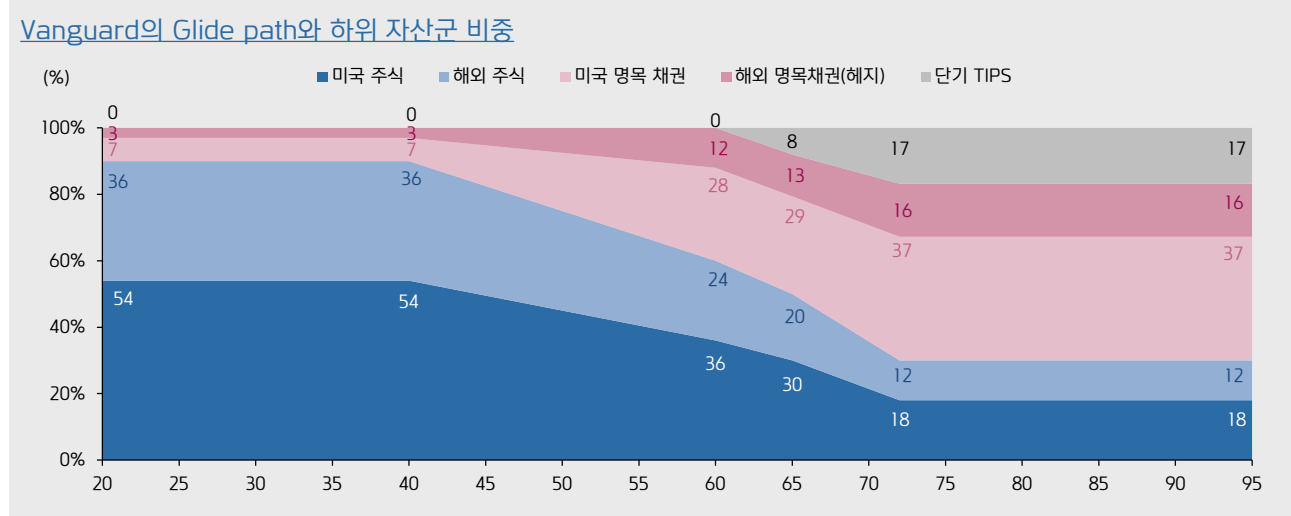


자료: D. Blanchett, P.D. Kaplan, “Beyond the Glide Path”,
키움증권 리서치센터

Vanguard의 Glide Path와 하위 자산군 경로



- ◆ Vanguard는 글로벌 TDF 시장을 주도하고 있는 운용사 중 하나로 TDF 구성 방법론과 관련한 다양한 접근을 시도
- ◆ 투자가 시작되는 20대에는 주식과 채권 비중을 90:10으로 적극적 자산배분 비중에서 출발
 - 주식 내에서는 미국 54%, 국외 36%, 채권 내에서는 미국채 7%, 국외 채권 3%
- ◆ 이후 점진적으로 주식 비중은 줄어들고, 채권 비중은 확대되며 은퇴 시점이 되면 주식과 채권을 50:50으로 보유
 - 주식 내에서는 미국 30%, 국외 20%, 채권 내에서는 미국채 29%, 국외 채권 13%, TIPS 8%
- ◆ 자산 인출기에 접어드는 72세부터는 주식과 채권 비중이 30:70으로 유지
 - 주식 내에서는 미국 18%, 국외 12%, 채권 내에서는 미국채 37%, 국외 채권 16%, TIPS 16%

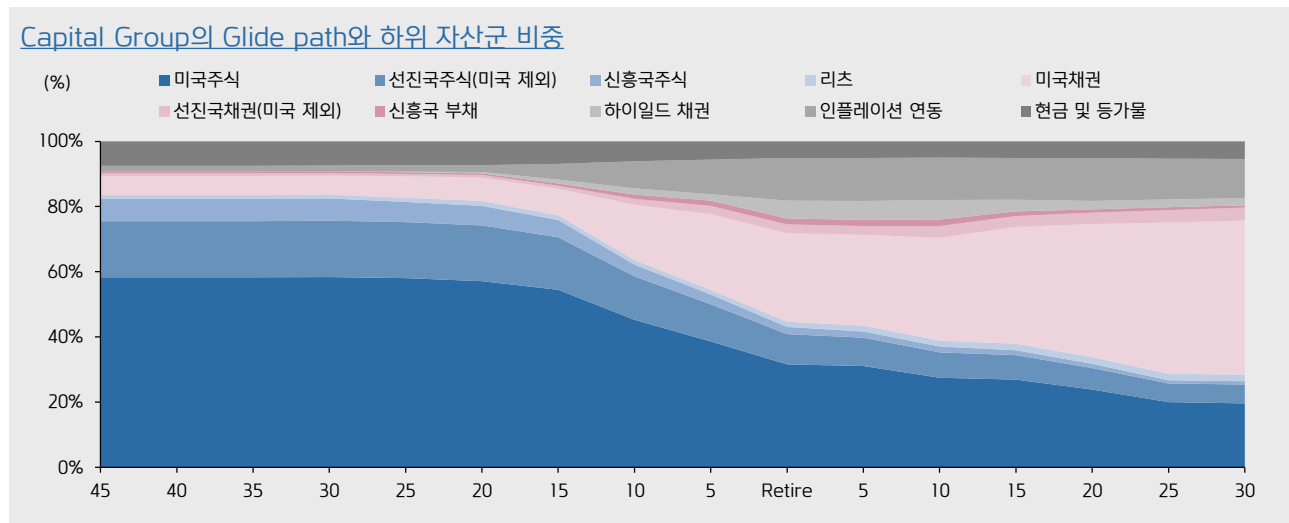


자료: Vanguard, 키움증권 리서치센터

Capital Group의 Glide Path와 하위 자산군 경로



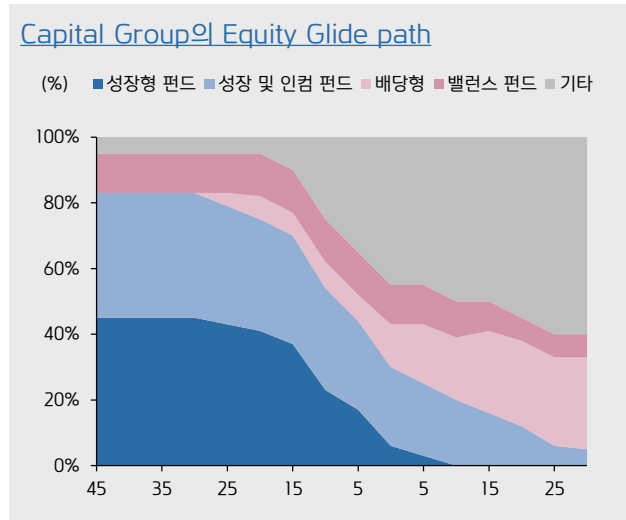
- ◆ Capital Group 역시 Glide Path와 그 하위 자산군의 예상 경로를 제시
- ◆ 투자가 시작되는 초기에는 주식형 자산에 95% 그리고 채권형 자산에 5%를 할당하는 공격적 자산배분 비중 할당
- ◆ 위 비중은 첫 25년간 유지된 이후 점진적으로 주식 비중이 축소, 이후 은퇴 시점이 되면 주식과 채권의 비중은 55:45로 주식이 소폭 우위
- ◆ 은퇴 시점 이후로도 위험 자산 비중은 점진적으로 줄어들고, 은퇴 시점이 25년 지난 시점 이후로는 주식과 채권의 비중은 40:60 으로 안정형 포트폴리오의 비중으로 귀결



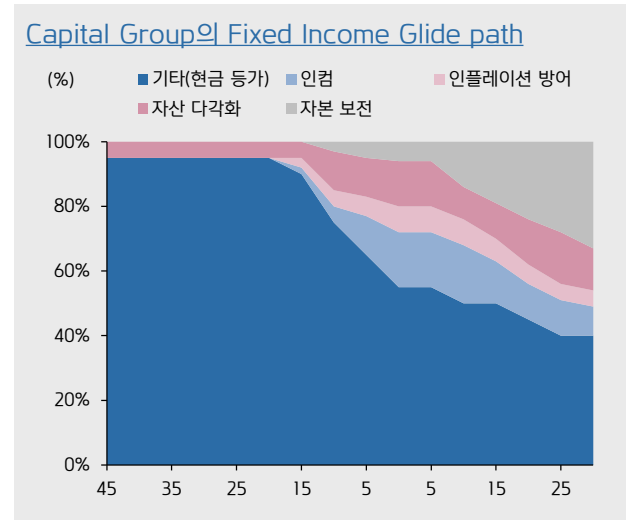
자료: Capital Group, 키움증권 리서치센터



- ◆ Capital Group은 주식 그리고 채권 자산에 대한 하위 Glide Path의 예상 경로 또한 제시
- ◆ 주식 자산의 경우, 성장, 성장 및 인컴, 배당형, Balanced Fund의 구성으로 세분화
 - 투자 초기에는 성장형과 성장 및 인컴형 펀드의 비중이 80%를 차지하지만, 은퇴 시점에 가까워질수록 배당형, 밸런스 펀드의 비중이 높아지는 구조
- ◆ 채권 자산의 경우, 자본 보전, 자산 다각화, 인플레이션 방어, 인컴형, 기타(현금 등가)의 구성으로 세분화
 - 투자 초기에는 높은 주식형에 대한 비중으로 기타(현금 등가)의 비중이 높음. 그러나 은퇴 시점이 가까워질수록 고정 소득, 인플레이션 헷지, 자산 다각화의 효과를 올릴 수 있는 세부 유형에 대한 비중 확대



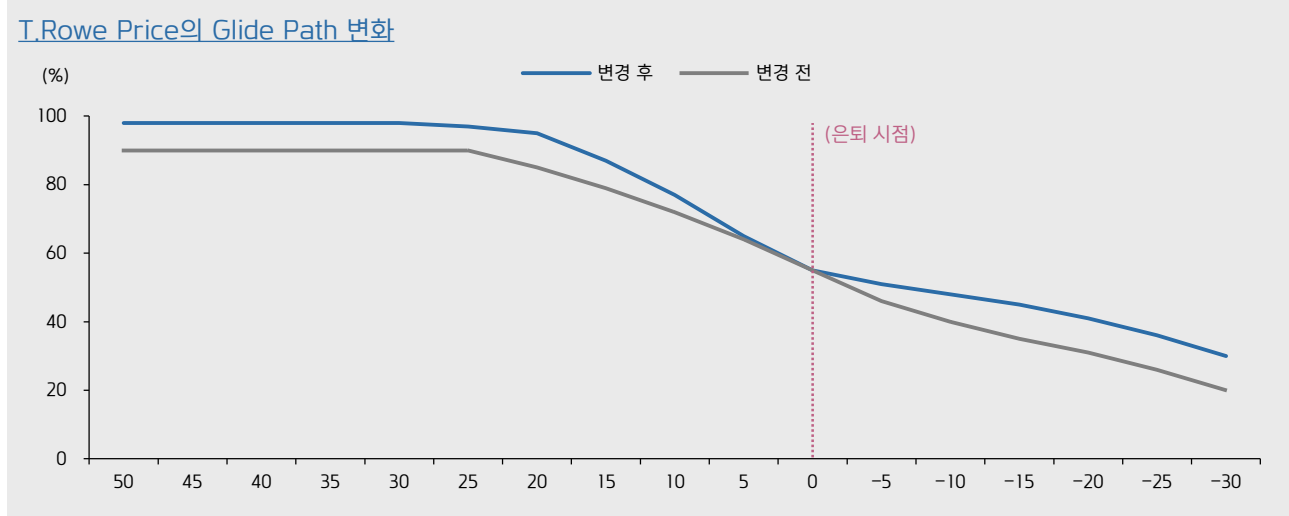
자료: Capital Group, 키움증권 리서치센터



자료: Capital Group, 키움증권 리서치센터



- ◆ T.Rowe Price는 2020년 2월 주요 Target Date Retirement 펀드의 Glide Path를 변경
- ◆ 변경 전에도 투자 초기 주식 비중이 90%를 차지하며 적극적인 포트폴리오 구성을 보였으나, 변경 후 주식 자산 비중이 98%까지 확대
 - 생애주기의 초반에 해당하는 기간에는 주식 비중을 90% 에서 약 8%p 확대
 - 생애주기의 중반에는 5~10% 정도의 비중을 상향하며 72~90%의 주식 비중 보유
 - 은퇴 시점을 전후 해서는 변화폭이 크지 않으며 46~64%의 주식 비중
 - 은퇴 이후에는 20%까지 낮아졌던 주식 비중 30% 이상으로 유지(8~10%p 확대)

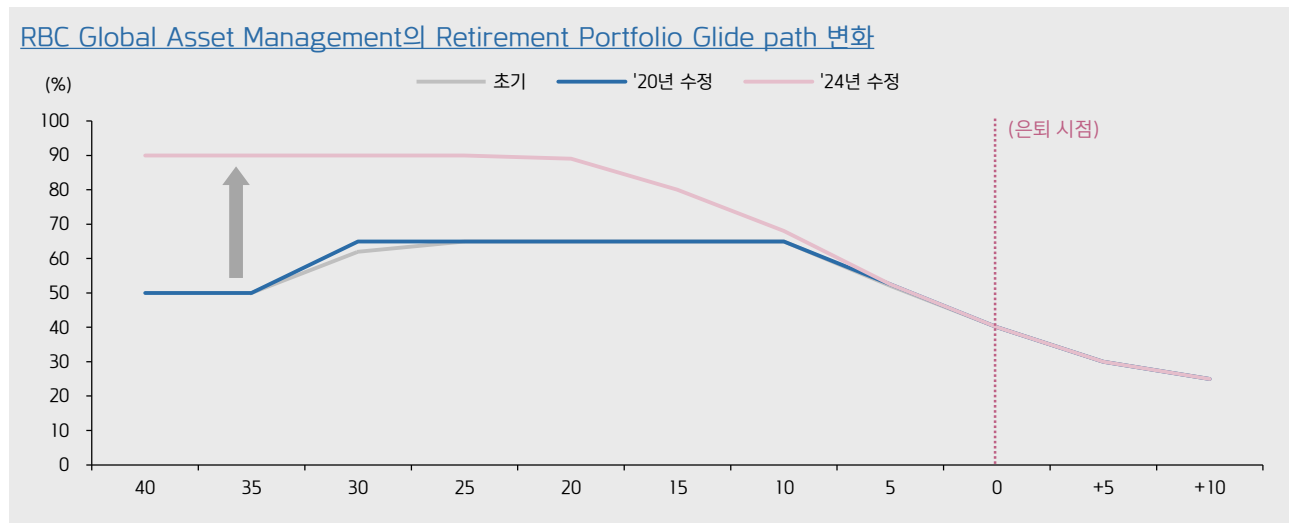


자료: T. Rowe Price, 키움증권 리서치센터

수익률 제고를 위한 위험자산 비중 확대 움직임 : RBC 사례



- ◆ 캐나다의 대형 은행 중 하나인 RBC(Royal Bank of Canada)의 자산운용사는 2016년에 은퇴자산 준비를 위한 은퇴 시점별 Retirement Portfolio를 도입
- ◆ 특징적인 점은 투자 초기 위험 자산인 주식의 비중이 50% 그리고 채권 비중이 50%로 동일
 - 금융자산 투자에 첫 발을 디디는 젊은 고객층들의 투자 숙련도가 높지 않음을 고려하여, 보다 안정적인 포트폴리오를 제시
 - 이후 주식 비중이 65%까지 상승한 상태가 유지되고, 은퇴 시점에 가까워지며 채권 비중을 확대
- ◆ 하지만, 올해 3월 Glide path를 일반적인 우하향 경로로 수정. 특히 투자 초기 주식 비중을 90%까지 설정하며 상당히 공격적인 자산배분안을 선택



자료: RBCGAM, 키움증권 리서치센터

(결론) 자산배분 상품 수요 증가로 인한 수익률 제고 움직임 활발



- ◆ 금융당국의 퇴직연금 수익률 제고를 위한 제도적인 변화와 고령화는 자산배분 상품의 발전을 가속화할 것으로 예상
- ◆ 아직까지 국내 퇴직연금 시장은 성장세가 이어지고 있지만, 시장이 성숙해질수록 사업자 간의 경쟁은 치열해질 것
- ◆ 경쟁 심화로 인한 수수료율 하락 속에서 사업자들은 더 높은 수익률 달성을 위해 심도 있는 노력을 할 것으로 예상
- ◆ TDF 도입 초기에는 Glide Path, 스타일 등이 원론적인 경로 및 고정되는 특성이 강했지만, 포트폴리오의 성과 개선을 위해 보다 액티브한 경로 및 스타일 선택이 가속화될 것으로 예상
 - 특히 국내의 경우 Glide Path의 위험자산 편입 제한이 설정되어 있는 만큼, 하위 자산군에 대한 포트폴리오 최적화 필요성이 상당히 높아질 것으로 전망

TDF의 주요 항목별 액티브/패시브 특성에 따른 차이

	액티브	
	낮음	높음
Glide Path	고정 Glide path	동적 Glide Path
스타일	고정 비중	동적 비중
투자 선택	패시브 / 낮은 회전율	액티브 / 높은 회전율

자료: D. Blanchett, P.D. Kaplan, "Beyond the Glide Path", 키움증권 리서치센터

Part II. ETF





Summary | Spectrum 넓히는 ETF, 진화하는 자산관리 시장

>>> Spectrum 넓히는 ETF 시장

- ETF 시장 발전과 확장으로 자산관리 시장도 함께 진화 중, 최근 자산관리 시장 내 주목할 만한 두 가지 Key Words는 “연금”과 “EMP”
- 연금/EMP 시장 확대는 1) 금융시장 내 정보 비대칭 해소, 2) 고령화 시대에 은퇴자산 관리 필요성 대두, 3) 자산배분 중요성 인식 제고, 4) 절세계좌를 통한 세제혜택 확대 등에 기인 → 해당 변화의 흐름은 ETF의 활용 Spectrum을 넓히는 동인

>>> 연금 시장과 ETF

- 국내 연금시장 제도 변화의 방향성을 고려할 때 사적연금, 그 중에서도 퇴직연금을 중심으로 성장 가속 전망
- 퇴직연금 내에서도 DB → DC/IRP로의 이동이 지속 관찰 중이며, 그 안에서도 실적배당형 상품 비중이 점차 늘어나는 추세
- 원리금보장형 → 실적배당형 이동은 ETF 시장에 기회. ETF는 실적배당형 상품 중 가장 선호되는 대상으로 부상 중
- 또한, 오는 10월 시행 예정인 ‘퇴직연금 현물이전’을 대비해 최근 증권사들 뿐만 아니라 은행, 보험업권에서도 ETF 라인업 확충에 총력

>>> EMP 펀드 시장과 ETF

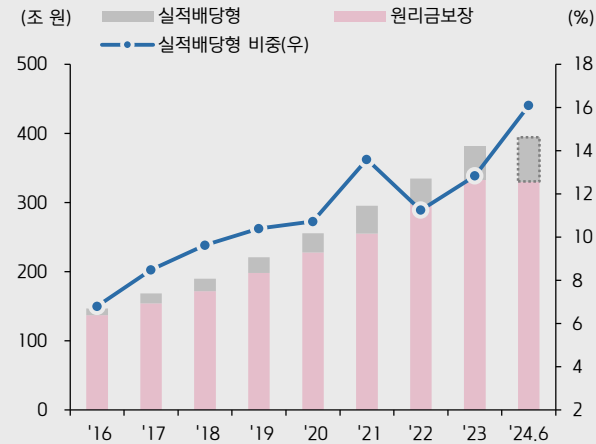
- 자산배분의 중요성이 대두되는 가운데, ETF 시장 발전과 맞물려 ‘ETF를 활용한 포트폴리오 전략’에 대한 기관/개인 투자자 관심 증대
- 대표적인 자산배분 상품이자 ETF 활용 상품인 ‘EMP’ 설정액도 2023년을 기점으로 회복세. 저비용/고효율의 금융 상품인 ETF 활용을 늘리면서도 비교적 안정적인 운용이 가능하기 때문
- EMP 시장 확장은 국내 ETF 시장에 기회. ETF 라인업을 갖춘 운용사들은 EMP 펀드를 통한 수익성 제고 가능



◆ 연금·EMP 시장 확대, ETF 역할 확장

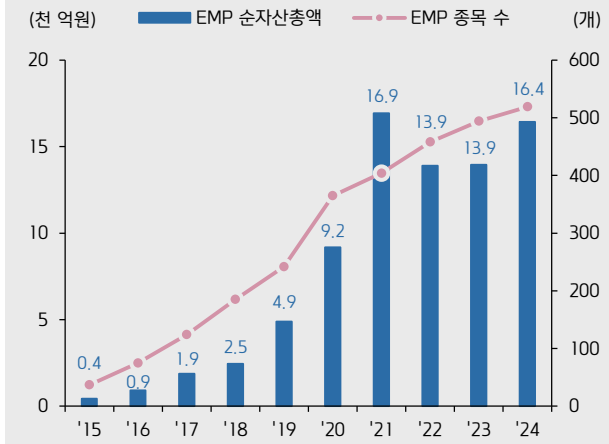
- ETF의 시장의 발전으로 자산관리 시장도 함께 진화 중이며, 최근 자산관리 시장 내 주목할 만한 두 가지 Key Words는 **“연금”**과 **“EMP”**
- 연금/EMP 시장 확대**는 1) 금융시장 내 정보 비대칭 해소, 2) 고령화 시대에 은퇴자산 관리 필요성 대두, 3) 자산배분 중요성 인식 제고, 4) 절세계좌를 통한 세제 혜택 등에 기인. 해당 변화의 흐름은 **ETF의 활용 Spectrum을 넓히는 동인**
 - 퇴직연금 內 DC/IRP 점유율이 확대되고 있으며 그 중 실적배당형 비중이 점차 높아지는 중 → ETF는 실적배당형 상품 중 가장 선호되는 대상. 특히 MZ 중심으로 활용도가 높아지고 있음
 - EMP 시장은 2023년을 기점으로 설정액 다시 증가. 국내외 ETF 시장의 성숙과 발전으로 이를 활용하는 EMP 자금도 확대 예상 → ETF 라인업을 갖춘 운용사들은 EMP 펀드를 통한 수익성 제고 가능, ETF 비사업자 또한 EMP 설정을 통해 ETF 시장 자금을 일부 흡수 가능

Key Chart 1: 운용방법별 퇴직연금 적립금 추이



자료: 금융감독원, 키움증권 리서치

Key Chart 2: EMP 펀드 시장 확대



자료: 펀드닥터, 키움증권 리서치
주) 2024-08-20 기준

I. Spectrum 넓히는 ETF 시장

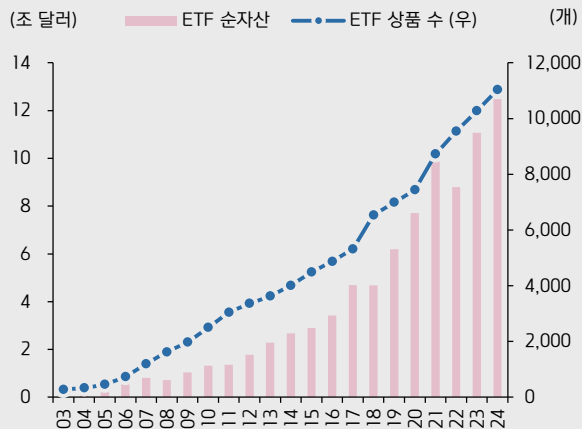




◆ 글로벌 ETF 시장 확장 트렌드 지속

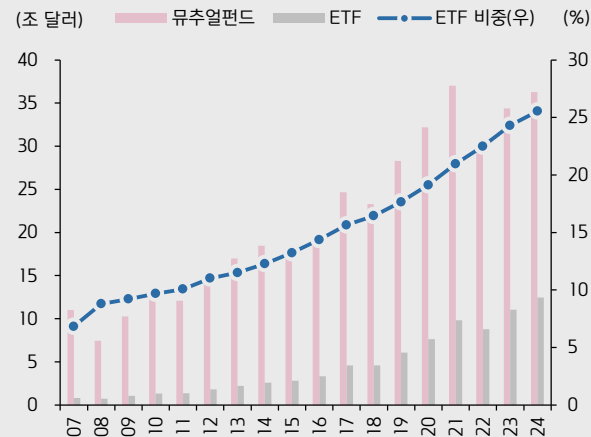
- 현재 글로벌 자산운용 업계는 미국을 필두로 ETF 혁신이 일으키는 변화의 한가운데에 있음
- 글로벌 ETF 운용자산은 12조원을 돌파했으며, 상품 수는 10,000개 이상으로 확대 ('24.6월 기준)
- 2014년 이후 현재까지 10년 간 연평균 성장률은 17% 기록. 또한 전체 펀드 자산에서 ETF가 차지하는 비중은 26%까지 확대, ETF 발행사 수는 2023년 말 582개 기록(vs. 2013년 233개)
- ETF의 지배력이 커지는 것은 ETF 시장으로의 꾸준한 자금 유입과 고객을 유지하려는 기존 뮤추얼펀드 회사들의 관심 증가 등에 기인. 최근 가속화되고 있는 뮤추얼펀드의 ETF 전환 등은 ETF의 시장 점유율 성장, 촉진, 유지를 견인할 전망

글로벌 ETF 순자산 규모 및 상품 수



자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) 2024.6월 말 기준

글로벌 뮤추얼펀드 vs. ETF (AuM 기준)

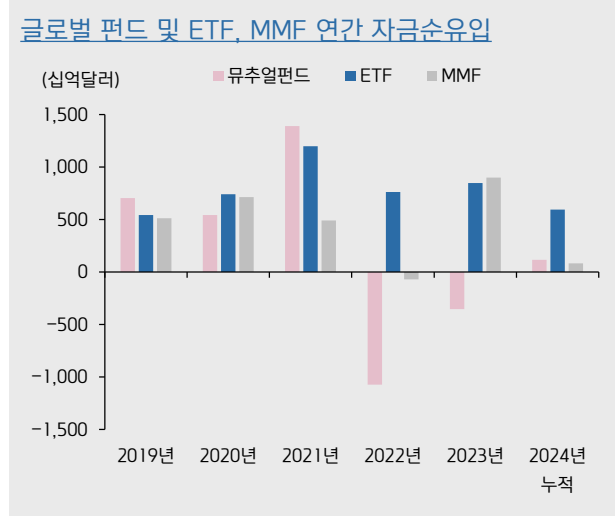


자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) 2024.6월 말 기준, FoF/feeder Fund/MMF 제외

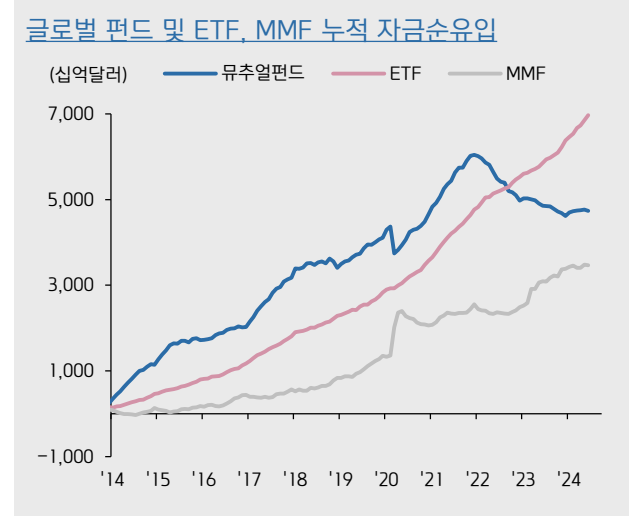


◆ 글로벌 뮤추얼펀드 vs. 글로벌 ETF

- 달러 및 일부 원자재를 제외한 대부분 금융 자산의 가격 하락이 나타났던 2022년, 뮤추얼펀드에서는 자금이 유출된 반면 다양한 자산군과 방향성에 투자 가능한 ETF로는 자금 유입세가 이어짐
- 2022~2023년 글로벌 뮤추얼펀드에서는 \$1조4,800억이 유출된 반면 ETF 시장으로는 \$1조6,100억 순유입
- 올해 1~6월 누적으로는 뮤추얼펀드 \$1,170억, ETF \$5,940억, MMF \$830억 순유입



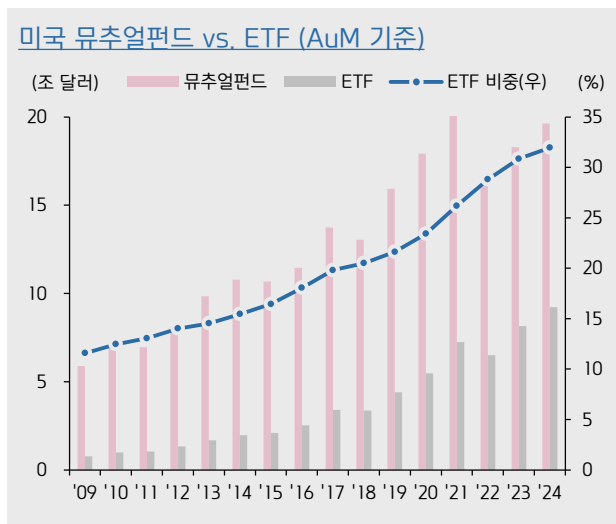
자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) 2024.6월 말 기준, FoF/feeder Fund/MMF 제외



자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) 2024.6월 말 기준, FoF/feeder Fund/MMF 제외



- ◆ ETF 시장을 선도하는 미국
 - 글로벌 ETF 운용자산의 70% 이상은 미국이 선점. 미국은 전체 펀드 자산에서 ETF가 차지하는 비중이 '24.6월 32%에 달함 (vs. 2009년 12%, 2015년 16%)
 - 이 같은 추세는 2020년 3월 미국 증시가 저점을 다진 후 가속화 되었으며, 블룸버그는 2032년 ETF 점유율이 50%를 넘어설 것으로 전망
 - Citi 또한 잠재적으로 미국 뮤추얼펀드 자산 약 19.6조 가운데 6~10조 달러가 ETF로 대체될 것이라 전망
 - **앞으로의 대부분 상품의 혁신은 뮤추얼펀드 보다는 ETF 중심으로 진행될 것**이며, 아직 뮤추얼펀드가 주 투자대상인 은퇴자산 시장에서도, 인구 통계와 고용 패턴에 따라 ETF로 기회가 일부 이전될 수 있다고 설명(Citi, "Sizing the Opportunity")



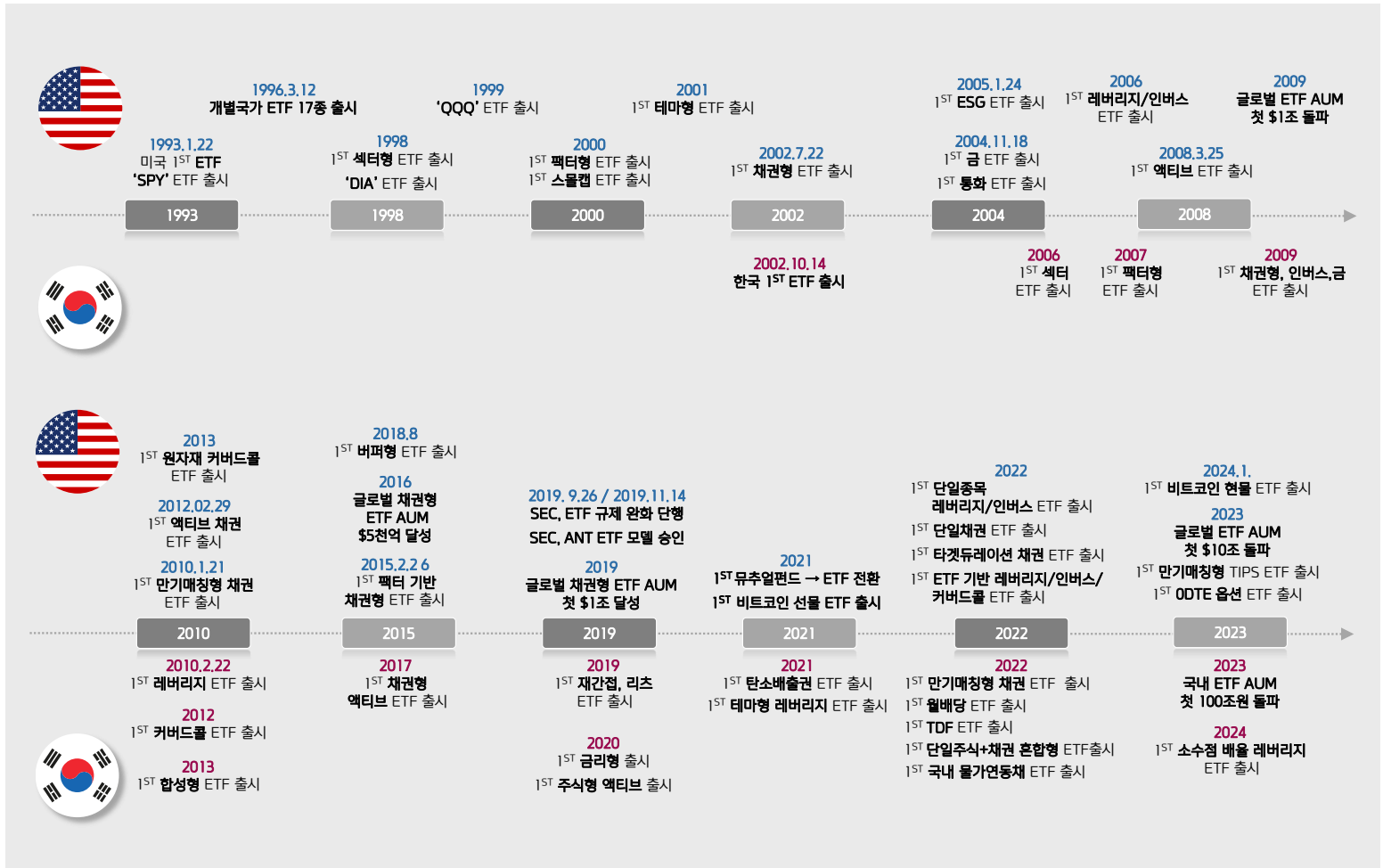
자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) 2024.6월 말 기준, FoF/feeder Fund/MMF 제외

글로벌 ETF 설정 지역별 현황

설정 지역	운용자산 (AuM)		ETF 상품 수	
	(bln \$)	비중(%)	개수	비중(%)
미국	9,212	74.1	3,519	31.9
아일랜드	1,450	11.7	2,481	22.5
일본	560	4.5	308	2.8
룩셈부르크	359	2.9	910	8.2
캐나다	347	2.8	1,378	12.5
한국	111	0.9	857	7.8
독일	84	0.7	206	1.9
호주	75	0.6	380	3.4
스위스	51	0.4	120	1.1
프랑스	51	0.4	96	0.9
전체	12,424		11,039	

자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) 2024.6월 말 기준

(참고) 미국/한국 ETF 시장 발전 역사



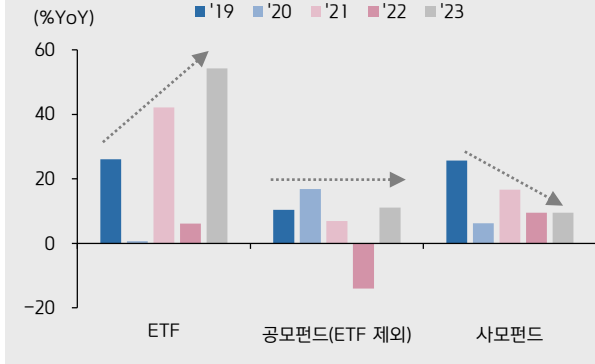
자료: 키움증권 리서치센터



◆ 국내 ETF 시장, 가장 역동적으로 변화 중

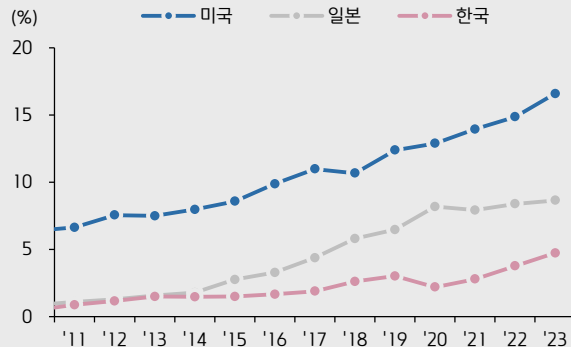
- 국내 ETF 시장 순자산, '24.6월 150조원 돌파. 올해 들어서만 6개월 만에 30조원이 늘어난 셈
 - 공모펀드 시장 성장의 대부분을 ETF가 견인 중. 올해 6개월 간 ETF 시장은 26% 성장, 이를 포함한 공모펀드 시장은 19.4% 성장. VS. ETF를 제외한 공모시장은 15.9% 성장
- 그러나 단기간 빠른 성장에도 불구하고, 국내 KOSPI 시가총액 대비 ETF 비중은 6.2%에 불과
 - 이는 미국 16.5% 대비 낮은 수준으로 향후 국내 증시 환경이 더 성숙되어감에 따라 ETF 비중 역시 확대될 것 기대

한국 공모(펀드&ETF), 사모펀드 자산 증가율



자료: 금융투자협회, 키움증권 리서치

미국, 일본 vs. 한국 증시 시가총액 대비 ETF 비중



자료: Morningstar, JPX, KRX, 키움증권 리서치

미국, 일본 vs. 한국 증시 시가총액 대비 ETF 비중

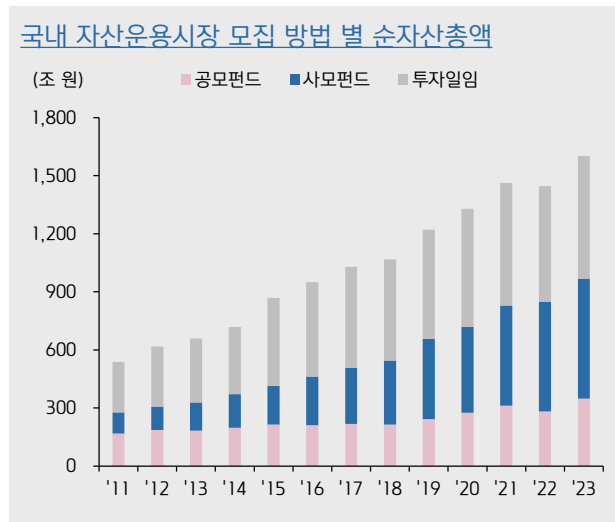
구분	미국 (NYSE + Nasdaq)	일본 (TSE)	한국 (KOSPI + KOSDAQ)
주식시장 시가총액	53,850 (USD Bn)	6,726 (USD Bn)	2,671,969 (십억원)
ETF 자산총액	8,902 (USD Bn)	594 (USD Bn)	139,535 (십억원)
비중 (%)	16.5	8.8	5.2

자료: Morningstar, JPX, KRX, 키움증권 리서치
주) 2024.3월 말 기준

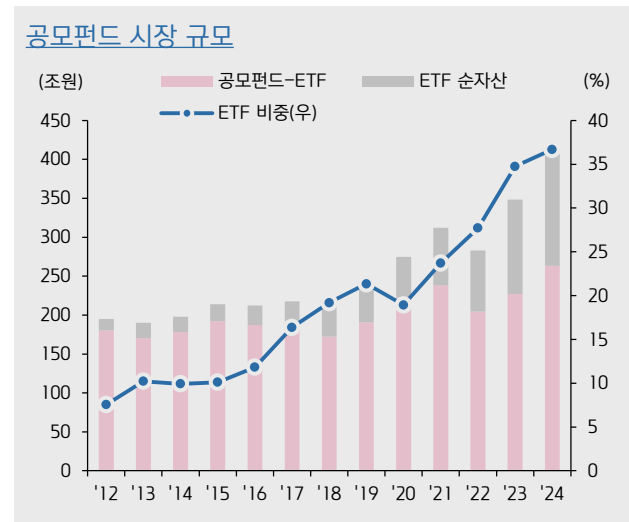


◆ (참고) 국내 공모펀드 시장과 ETF

- 국내 자산운용 시장은 2010년대를 거치며 사모펀드와 투자일임 중심으로 재편 vs. 공모펀드는 2014~2019년 정체 흐름
- 다만, 공모펀드 안에서도 ETF 시장은 차별적인 성장세 이어가는 중
- 특히 2021년부터 공모펀드 시장 내 ETF 순자산 비중이 더 빠르게 늘어나고 있는데 올해 6월 말 기준으로는 37% 기록
- 특히 공모시장 안에서도 주식형 액티브펀드 시장이 위축되고 있는 반면, 2020년부터 출시가 허용된 주식형 액티브 ETF는 순자산총액을 늘려 나가는 중



자료: 금융투자협회, 키움증권 리서치



자료: KRX, 키움증권 리서치
주) 2024년은 6월 말 기준



◆ (참고) 국내 공모펀드 시장과 ETF

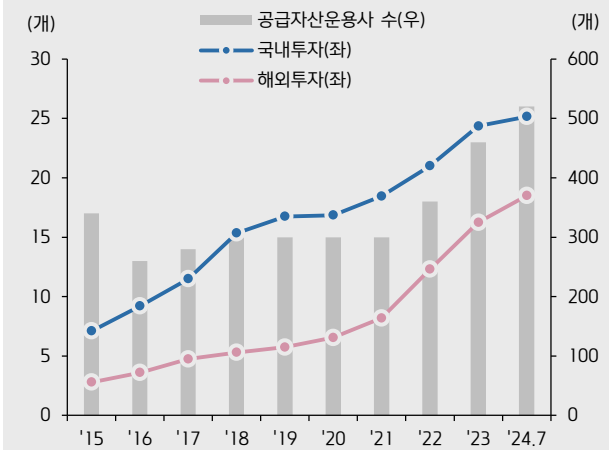
- 자본시장연구원은 액티브 주식형펀드의 부진의 주요 원인을 운용성과에서 찾음. 2006~2022년 액티브 주식형펀드의 평균 수익률은 6.16%, 평균 초과수익률은 -0.57%로 벤치마크 대비 부진
- 또한 수익률 부진 구간, 특히 후반기로 접어들수록 운용성과 부진에 따른 자금유출 정도가 점차 심해진 것으로 관찰
- 다만, 이 외에 '시장 구조적' 변화도 크게 작용했는데 단연 **ETF 부상이 핵심적인 변화로 꼽힘**
 - ETF 상품의 다양화는 거래 편의성과 저렴한 비용이라는 장점이 모바일 거래 일상화, 세제혜택계좌 확산*과 맞물리며 극대화된 결과
 - *세액공제, 과세이연이 가능한 연금저축계좌의 한도 증액 / 운용수익 일부 비과세, 저율과세 혜택 제공하는 ISA의 도입 등

액티브 주식형펀드 기간별 운용성과

	전기간 (2006~2022년)	전반기 (2006~2011년)	후반기 (2012~2022년)
총관측치	8,530	2,788	5,742
평균수익률	6.16	10.59	4.01
평균초과수익률	-0.57	0.09	-0.89
초과수익펀드	3,445	1,275	2,170
비중	40.39	45.73	37.79
평균수익률	15.22	20.34	12.21
평균초과수익률	6.74	7.23	6.46

자료: 자본시장연구원, 주) 연간 관측치의 기간 평균 기준

국내 ETF 시장 순자산 추이

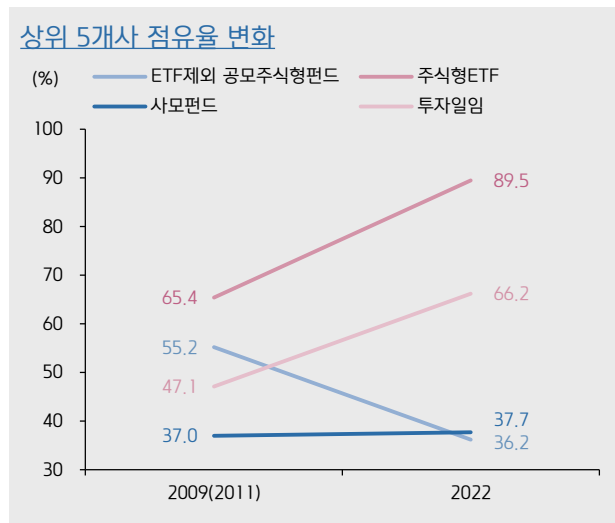


자료: 금융투자협회, 키움증권 리서치

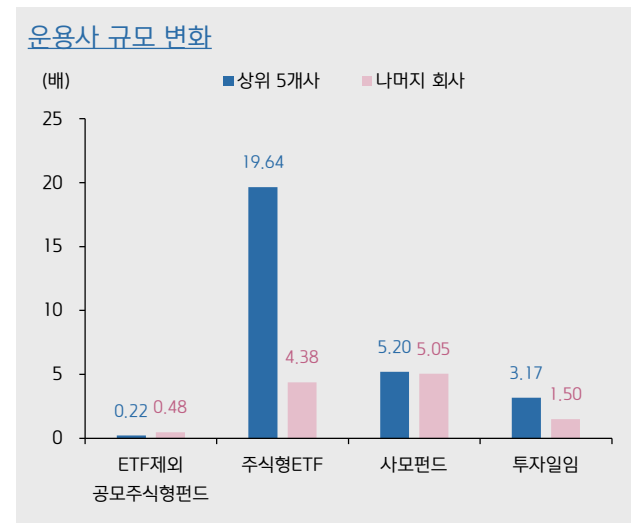


◆ (참고) 국내 공모펀드 시장과 ETF

- 이렇다 보니, 액티브 주식형펀드 시장 침체를 타개하기 위한 운용사들은, 대형사일수록 ETF나 사모, 투자일임 등 성장성이 지속되고 있는 상품에 자원을 더욱 집중
- 운용자산 규모 상위 대형사들은, 최근 10여년 간 일반 공모주식형 펀드 운용자산의 축소폭이 더 컸음



자료: 자본시장연구원, 키움증권 리서치
주) 순자산총액 기준. 비교 시점은 2009년 말과 2022년 말, 투자일임은 2011년 말 상위 5개사는 2011~2022년 공모펀드 및 투자일임 순자산총액 연평균 기준



자료: 자본시장연구원, 키움증권 리서치
주) 순자산총액 기준. 비교 시점은 2009년 말과 2022년 말, 투자일임은 2011년 말 상위 5개사는 2011~2022년 공모펀드 및 투자일임 순자산총액 연평균 기준

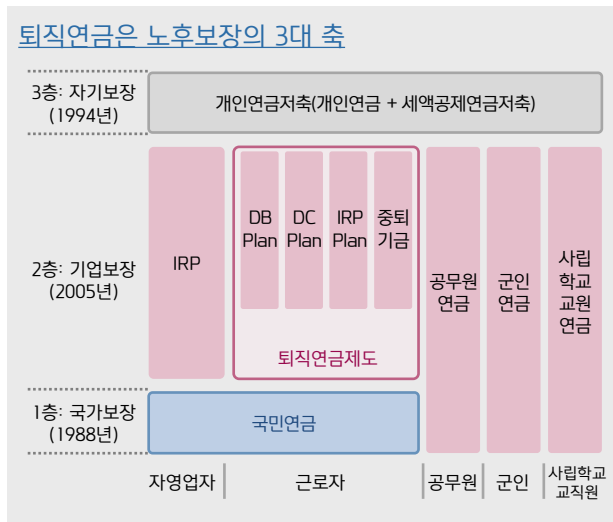
II. 국내 연금 시장과 ETF



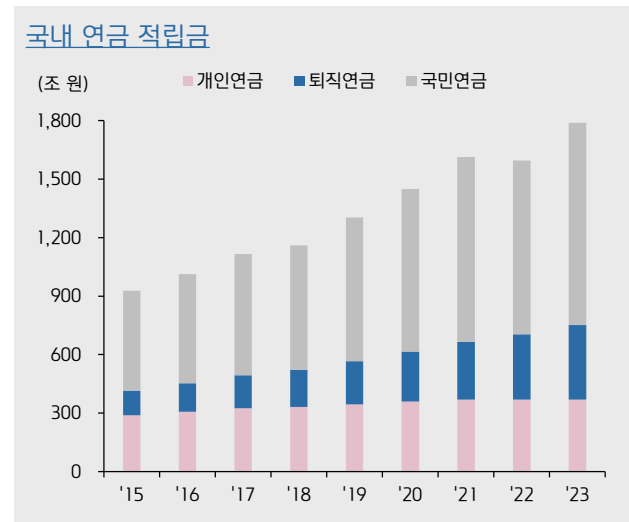


◆ 국내 연금 시장, 선진국형으로 발전 중

- 2025년 초고령 사회 진입을 앞두고 국내 연금 적립금 2023년 말 1,788조원 기록
- 국내 연금시장은 **국민연금 58%, 개인연금 21%, 퇴직연금 21%**의 3층 구조로 구성. 세계 기구가 권고하는 다층 연금체계 확보
- 그 중 기초생활을 보장 준비를 위한 국민연금 외 사적연금인 **개인연금 (370조), 퇴직연금 (382조) 중요성 확대**. 향후에도 **사적연금은 제도 개선 및 사회적 인식 제고로 높은 성장세 예상**
 - 우리나라, 2025년 65세 이상 인구 20.6%로 초고령 사회 진입. 저출산/고령화 시대 사적연금 중요성 더 높아질 것
 - 사적연금에 관심을 두는 MZ 세대가 증가하는 선진국형 은퇴 시장이 본격 형성 중



자료: 쿼터백그룹 연금연구소



자료: 금융감독원, 키움증권 리서치



- ◆ 선진국들의 연금 개혁, 사적연금 활성화에 주력
 - 주요 선진국들은 공적연금 재정 안정화와 사적연금 활성화를 동시에 지속적으로 추진
 - 공적연금: 적용대상 확대, 급여수준 조정, 보험료율 조정, 수령시기 연장 등
 - 사적연금: 소득공제나 세제혜택, 보조금 지급, 사적연금 가입 의무화 등
 - 특히 다수 OECD 국가들, 국민들의 노후자산 마련을 돕기 위해 사적연금의 '세제혜택을 축으로 하는 인센티브' 제공

주요 선진국 연금개혁 사례

국가	공적연금	사적연금 활성화
미국	<ul style="list-style-type: none"> - 조기 퇴직연금(62세 개시) 급여액 삭감 (완전연금의 80% → 70%) ('83년) - 연금 개시 연령 상황 (현재 66세 → '27년 67세) 	<ul style="list-style-type: none"> - 50세 이상 퇴직연금 가입자 추가적 세액공제 지원제도 도입 ('02년) - 저소득층 세액공제 지원 퇴직연금 ('02년) - 퇴직연금자동가입제 도입 ('09년)
일본	<ul style="list-style-type: none"> - 기대수명, 가입자 수에 따라 연금급여액을 자동 조정하는 장치 도입('04년) - 연금 개시 연령 상황 (현재 65세 → 희망 시 2년 최대 75세) 	<ul style="list-style-type: none"> - 퇴직연금 가입 범위에 전업주부 포함 ('17년) - 중소/영세 기업 보조금 지원 및 수수료 부담 낮은 퇴직연금 도입 ('20년)
독일	<ul style="list-style-type: none"> - 수급자 대비 가입자 비율, 생산가능인구 등에 따라 연금급여액을 자동 조정('04년) - 연금 개시 연령 상황 (현재 65세 → '29년 67세) 	<ul style="list-style-type: none"> - 저소득 다자녀 가구 보조금 지원 및 소득공제 혜택: 리스터연금 도입 ('01년) - 자영업자 세제지원 개인연금 도입 ('05년) - 퇴직연금자동가입제 도입 ('09년)
영국	<ul style="list-style-type: none"> - 급여연동기준 변경 (물가상승률, 임금상승률 중 높은 쪽 → 물가상승률) ('80년) - 급여, 산정 기준 변경 (임금이 가장 높은 20년간 평균 → 전기간 임금 평균) ('86년) - 연금 개시 연령 상황 (현재 66세 → '28년 67세 → '46년 68세) 	<ul style="list-style-type: none"> - 중간 소득층 보조금 또는 세액공제 지원 퇴직연금 도입 ('01년) - 저소득층/소기업 보조금 지원 및 수수료 부담 낮은 NEDT 도입 ('12년) - 퇴직연금자동 가입제 도입 ('12년)
프랑스	<ul style="list-style-type: none"> - 급여연동기준 변경 (임금상승률 → 물가상승률) ('93년) - 급여산정기준 변경 (임금이 가장 높은 10년간 평균 → 25년 평균) ('93년) 	<ul style="list-style-type: none"> - 자영업자 특화 세액공제 지원 개인연금 도입 ('94년) - 저소득층 소득공제 혜택 개인연금 도입 ('03년)

자료: 한국경제연구원(2023), 쿼터백그룹, 키움증권 리서치

(참고) 국내 연금제도 변화 추진 방향

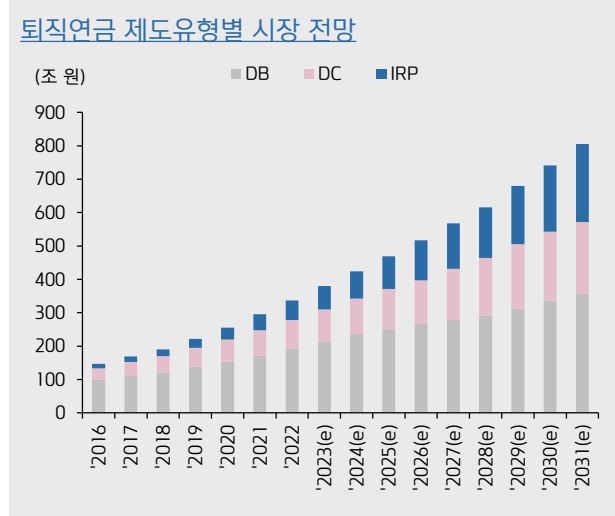


구분	내용	진행 단계
퇴직연금 편입 상품 확대	DC/IRP에 상장리츠(REITs) 및 인프라펀드 편입 가능	시행 (2019년 12월)
연금상품 수익률 비교 및 사업자·상품변경 간소화	가입자가 온라인을 통해 퇴직연금 및 연금저축 수익률을 비교하고, 연금계좌(연금저축·IRP) 사업자 및 상품을 원스톱으로 변경할 수 있는 인프라 구축 (기존 금융감독원 통합연금포털 전면 개편)	시행 (2020년 1월)
퇴직연금 수수료 산정체계 합리화 방안	퇴직·개인연금 사업자(금융기관)가 제공하는 서비스 수준과 성과 등에 따라 수수료가 정해지도록 개선, 중소·영세기업 및 가입자(IRP) 수수료 부담 경감, 공시제도 개선을 통해 자율경쟁 지원	시행 (2020년 2월)
중소기업퇴직연금기금제도 도입	중소기업(30인 이하) 사용자가 납입한 부담금으로 공동의 기금을 조성해 근로자에게 퇴직급여 지급 기금제도 운영 주체인 근로복지공단은 매년 기금 운용계획 및 지침을 마련해야 하며, 운용 방법으로는 금융기관에 대한 예입·신탁·증권매매 대여 등 규정 → 단, 기금형 퇴직연금 전면 도입을 위한 법안은 아직 국회 계류 중으로 30인 이하 사업장에서 시범 도입	시행 (2022년 4월)
DB형 퇴직연금 적립금운용위원회 구성 및 IPS 작성 제도 도입	300인 이상 DB형 퇴직연금 도입 기업에 적립금운용위원회 구성 및 적립금운용계획서(IPS) 작성 의무화	시행 (2022년 4월)
DC형 퇴직연금 디폴트 옵션 도입	개인이 운용을 지시하는 DC형, IRP 퇴직연금 가입자가 운용 지시를 직접 하기 어려운 경우 '사전에 지정한 디폴트옵션 상품'으로 자동 운용해주는 제도. 단, 사전에 지정한 적격상품만 자동가입 대상	시행 (2022년 7월)
퇴직연금감독규정 개정	퇴직연금에 제공되는 원리금보장상품 시장에서의 공정경쟁 촉진, 퇴직연금 제도별 운용규제 개선을 통한 보다 유연한 적립금 운용 지원	시행 (2023년 11월)
퇴직연금 현물이전 제도 도입	한 금융사의 퇴직연금 계좌를 다른 금융사로 옮길 때, 상품 그대로 이전할 수 있게 하는 제도	시행 예정 (2024년 10월)

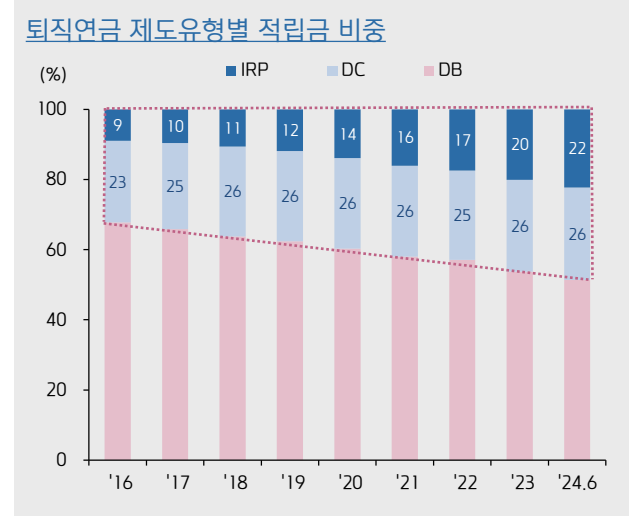
자료: 언론보도, 키움증권 리서치 정리



- ◆ 향후 사적연금 시장은 퇴직연금을 중심으로 성장 전망
 - 사적연금 중에서도 퇴직연금 시장 성장이 가장 빠름. '24년 6월말 퇴직연금 적립금은 394.3조원으로 YoY 14.0% ↑
 - 퇴직연금: 2015년 126조 → 2023년 382조, 8년 간 202.5% (CAGR +15%)
 - 개인연금: 2015년 289조 → 2023년 370조, 8년 간 28.0% (CAGR +3%)
 - 퇴직연금의 가입률 개선, 운용방식의 변경을 유도할 만한 제도 마련 ing
 - 1) 퇴직 시 퇴직금의 IRP 계좌 이전 의무화, 2) 중소기업퇴직연금기금제도, 3) 디폴트옵션 등을 통해 양적/질적 성장이 도모되어 옴



자료: 한국투자신탁운용

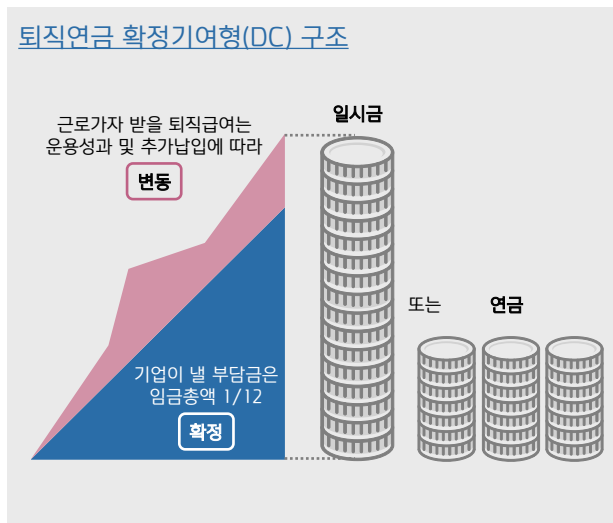


자료: 금융감독원, 키움증권 리서치

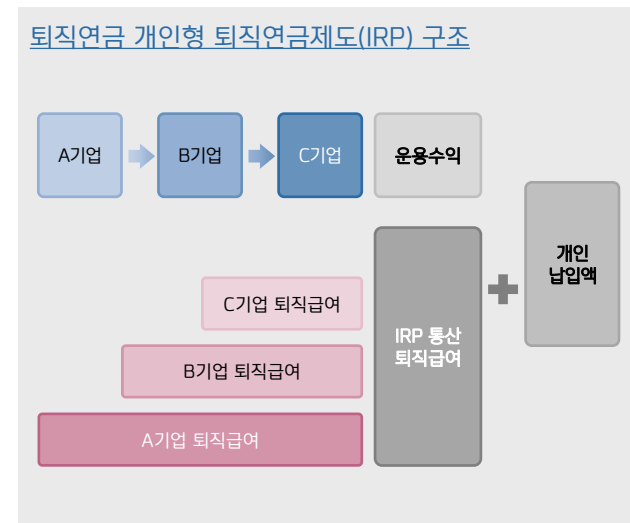


◆ 퇴직연금 내에서도 DC, IRP 선호도 ↑

- 퇴직연금은 제도유형별로 확정급여형(DB), 확정기여형(DC), 개인형퇴직연금(IRP)으로 분류
 - DB 적립금이 202.6조원(51.4%)으로 가장 많지만, DC 103.7조(26.3%), IRP 88.0조(22.3%) 선호도가 점차 더 높아짐 ('24.6월 말 기준)
- 특히, IRP 적립금은 전년대비 20.3조원 증가해 (+29.9%) 가장 높은 증가율 기록. IRP의 세제혜택 확대, 퇴직급여 IRP 이전(2022년~) 등 영향에 기인. 향후에도 IRP는 고연령대 이직자 및 은퇴자가 증가하면서 빠른 성장세 지속 전망
 - DC: 회사가 납입할 부담금이 매년 근로자의 연가급여의 1/12로 사전에 확정. 근로자가 직접 적립금을 운용하며, 성과에 따라 급여 변동
 - IRP: 전체 근로기간 동안 퇴직하며 지급받은 퇴직급여를 하나의 계좌로 모아 펀드투자 및 예금/RP등으로 운용. 2005년 퇴직연금 제도 도입 당시에는 IRA로 명명되었으나 2012.7월 개인연금제도 개편에 따라 IRP로 전면 개편됨



자료: 고용노동부, 키움증권 리서치



자료: 고용노동부, 키움증권 리서치

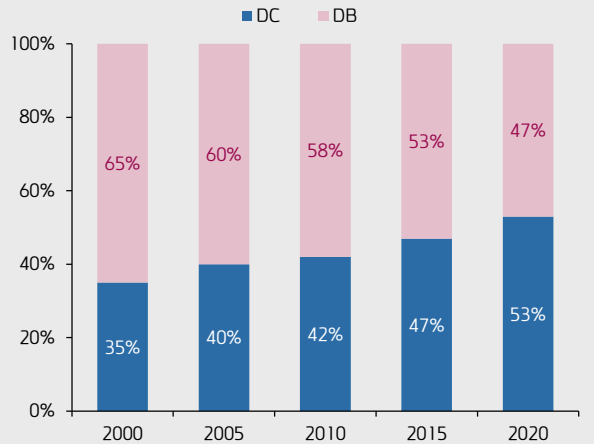
퇴직연금 내 DC/IRP 비중이 꾸준히 확대



◆ 퇴직연금 내에서도 DC, IRP 선호도 ↑

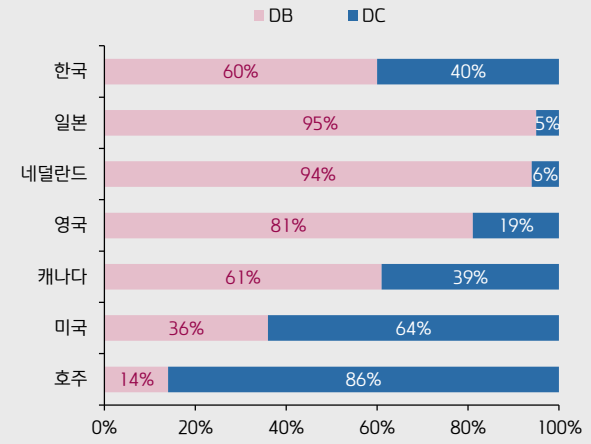
- 퇴직연금 내 DC/IRP 비중이 증가하는 현상은 미국 연금 시장에서 먼저 관찰
- 미국의 경우, 사회보장연금 의존도가 낮은 중산층 이상의 기업 퇴직연금제도(DC) 및 IRA(국내 IRP 개념) 중요성이 더 커짐
- 미국 뿐만 아니라 연금선진7개국(P7)*의 DB 대비 DC 비중도 2020년부터 과반을 넘어가고 있는 것으로 나타남
 - 호주, 미국, 캐나다, 영국, 네덜란드, 스위스, 일본

연금 선진국(P7)의 DC형 퇴직연금 비중



자료: Willis Towers Watson(2021)

주요국 퇴직연금의 DB형과 DC형 비중

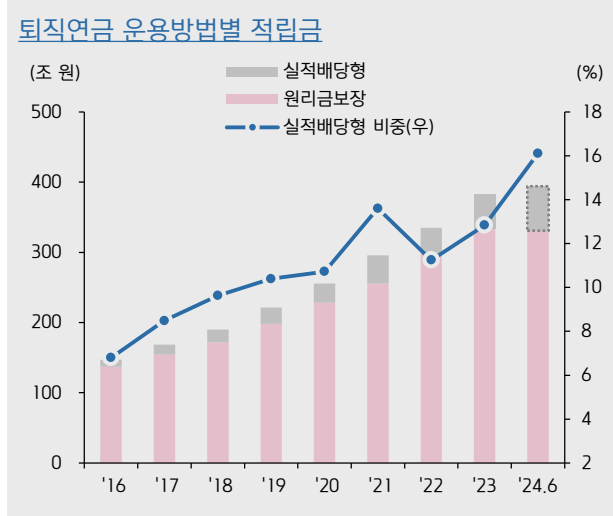


자료: Willis Towers Watson(2021), 고용노동부·금융감독원(2021)
 주) 2020년 달러가치 적립금 기준이며, 한국만 원화 적립금 기준

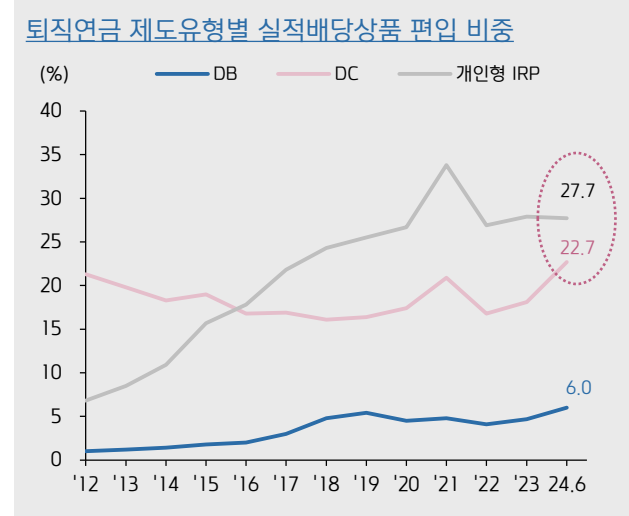
DC/IRP에서는 실적배당형 상품 선호가 높아지고 있음



- ◆ DC/IRP 선호는 자연스레 수익률 개선을 도모할 수 있는 실적배당형 상품 비중의 증가로 연결
 - 퇴직연금 운용방법별로 전체 적립금 394.3조원 중 원리금보장형 330.8조원(83.9%), 실적배당형 63.5조원(16.1%)
 - 전체적으로는 여전히 원리금보장형이 높은 비중을 차지하나, DB 대비 DC/IRP 계좌에서는 실적배당형 비중이 상대적으로 높은 경향 (DB: 6%, DC: 22.7%, IRP 27.7%)
 - 전체 실적배당형 운용 비중도 전년대비 3.3%p 증가해 최근 5년 래 가장 높은 증가폭 기록
 - 실적배당형 운용상품 비중이 점차 증가하는 이유는 원리금보장형 상품의 낮은 수익률에서 찾을 수 있음



자료: 금융감독원, 키움증권 리서치



자료: 금융감독원, 키움증권 리서치

DC/IRP에서는 실적배당형 상품 선호가 높아지고 있음 (feat. 수익률)



퇴직연금 운용방법별 1년 평균 수익률

구분 (단위: %)	2015년말	2016년말	2017년말	2018년말	2019년말	2020년말	2021년 말	2022년 말	2023년 말	
DB	원리금보장상품	2.1	1.7	1.5	1.5	1.8	1.7	1.5	1.8	4.3
	실적배당상품	2.7	.4	5.5	-0.3	4.7	7.3	2.9	5.1	9.5
	- 편입비중	1.8	2.0	3.0	4.8	5.4	4.5	4.8	4.1	4.7
	전체	2.1	1.7	1.6	1.5	1.9	1.9	1.5	1.5	4.5
DC	원리금보장상품	2.4	1.9	1.6	1.7	2.1	1.9	1.3	1.9	3.9
	실적배당상품	2.3	-0.5	7.1	-5.5	6.0	13.6	7.3	-16.9	14.4
	- 편입비중	19.0	16.8	16.9	16.1	16.4	17.4	20.7	16.7	18.1
	전체	2.4	1.5	2.5	0.4	2.9	3.8	2.5	-1.2	5.8
개인형 IRP*	원리금보장상품	1.9	1.5	1.2	1.3	1.7	1.5	1.0	1.8	3.8
	실적배당상품	1.2	-0.6	6.6	-5.4	6.4	12.9	7.3	-16.3	13.9
	- 편입비중	15.7	17.8	21.8	24.3	25.5	26.7	34.3	27.3	27.9
	전체	1.8	1.0	2.2	0.4	2.8	3.7	3.0	-3.1	6.6

자료: 금융감독원 통합연금포털, 키움증권 리서치
 주) *: 근로복지공단 퇴직연금 미포함

퇴직연금 제도유형별/운용방법별 장기 수익률 현황

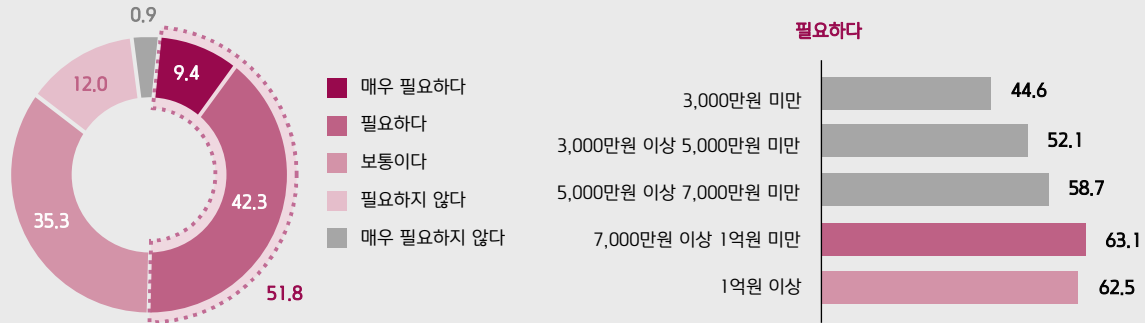
권역	구분	DB (%)	DC (%)	개인형 IRP (%)	전체 (%)
전체	5년	2.18	2.56	2.54	2.35
	10년	2.01	2.26	1.99	2.07
원리금보장형	5년	2.18	2.14	1.84	2.12
	10년	2.04	2.13	1.74	2.01
실적배당형	5년	3.25	4.51	4.32	4.18
	10년	2.88	2.84	2.62	2.75

자료: 금융감독원, 키움증권 리서치
 주) 2023년 기준 과거 5년, 10년 동안의 수수료 차감 후 연환산 수익률, 원리금보장형에는 대기성 자금 포함

퇴직연금 내 실적배당형이 비중 꾸준히 증가

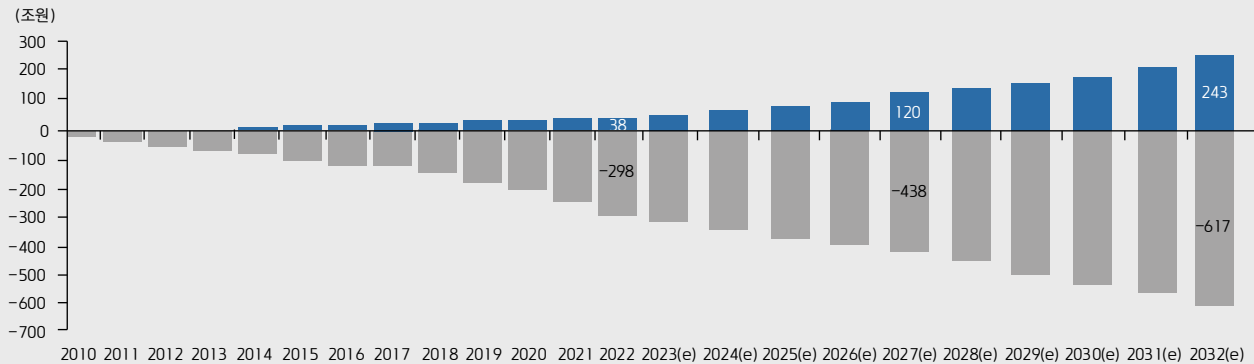


퇴직연금 수익률 제고를 위해 실적배당형 투자를 늘리는 것이 필요하다고 생각하는지?



자료: 키움투자자산운용, 어피티, 매일경제 주최 3사 공동 서베이
주) 2023.4.25~5.1 20~30대 응답자 2,778명 대상 결과 분석

운용방법별 퇴직연금 시장 전망



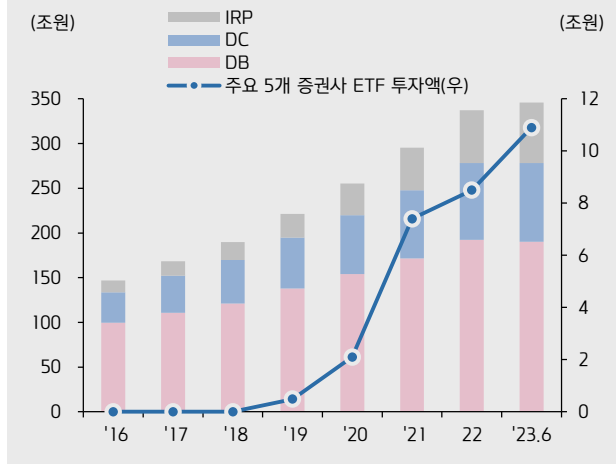
자료: 한국투자신탁운용



◆ 실적배당형으로 이동 추세 → ETF 성장세 두드러짐

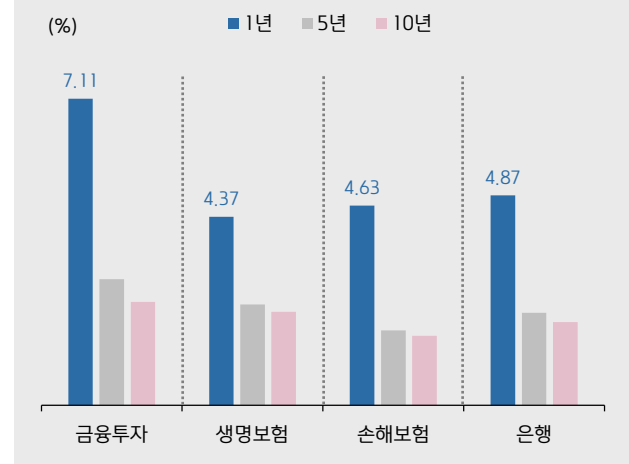
- 원리금보장형 → 실적배당형 이동은 국내 ETF 시장에 기회. ETF는 실적배당형 상품 중 가장 선호되는 대상으로, 적극적인 투자를 선호하는 경우나 젊은 세대 중심으로 활용도가 높아지는 중
 - 최근에는 파킹형, 단기채권형, 만기매칭형 ETF 등이 출시되면서 원리금보장형 내에서도 ETF 수요가 과거 대비 증가하고 있음
- 업권별로 증권의 DC/IRP 운용 수익률이 높은 경향이 지속되고 있으며, 일부 증권사 연금 자산 내 ETF 비중이 펀드를 앞서기 시작
 - 4월 말 기준 미래에셋증권의 퇴직연금 적립금에서 ETF 비중은 22% (vs. 펀드 19%). 이는 작년 12월 ETF 17%, 펀드 19%에서 역전
 - 미래에셋이 취급하는 퇴직연금 상품 구성을 보면 '19.12월만 해도 펀드 비중이 26%, ETF는 1%. 그러나 펀드 비중은 '20년 25% → '22년 21% → '23년 19%로 위축. 동 기간 ETF는 4% → 10% → 17%로 확대
 - 삼성증권도 1분기 말 DC에서 ETF 비중이 25%(vs. 펀드 21%)로, 작년 말 펀드가 앞서던 것에서 반전. IRP에서도 ETF 24%, 펀드 19%

국내 퇴직연금 적립금 및 그 중 ETF 투자액 추이



자료: 금융감독원, 업계 자료, 키움증권 리서치
주) 주요 5개 증권사: 미래, 삼성, NH, 한국투자

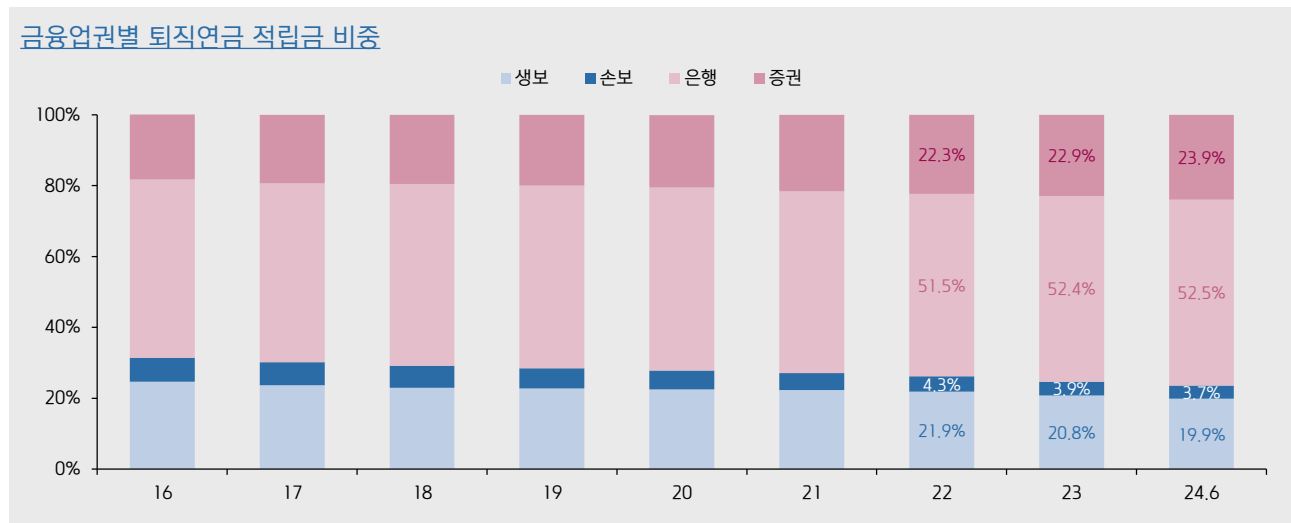
금융업권별 퇴직연금(DC/IRP) 운용 수익률



자료: 금융감독원, 키움증권 리서치
주) 2023년 말 기준



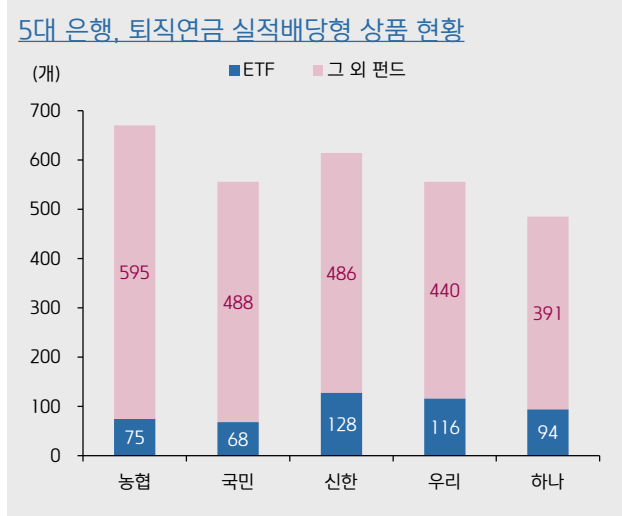
- ◆ 은행권들도 실적배당형 라인업에 ETF 확대 (Feat. 퇴직연금 현물이전)
 - 10월 시행을 앞두고 있는 퇴직연금 현물이전*으로 ETF 투자는 더 확대 전망
 - 퇴직연금 현물이전: 한 금융사의 퇴직연금액좌를 타 금융사로 옮길 때 상품 그대로 이전할 수 있게 하는 제도. 다만, 옮겨갈 금융사에서 기존 금융사에 있던 상품을 취급하지 않으면 이전이 불가. 따라서 **취급 상품이 많은 금융사로의 이전 가능성이 높음**
 - 업권별 DC/IRP 퇴직연금 적립금 비중은 은행이 52.5%로 증권사 대비 2배 이상 높은 점유율을 기록
 - 다만, 기존 은행권에는 실적배당형 상품에 ETF 공급이 충분치 않으며, 이에 은행권 퇴직연금 고객이 상품 수가 많은 증권업권으로 이동할 수 있다는 우려 확산
 - 실제 과거 코로나 이후 증시 유동성 장세에서 연금 자산을 ETF에 거래할 수 있는 증권사로 옮기는 사례가 증가한 바 있음



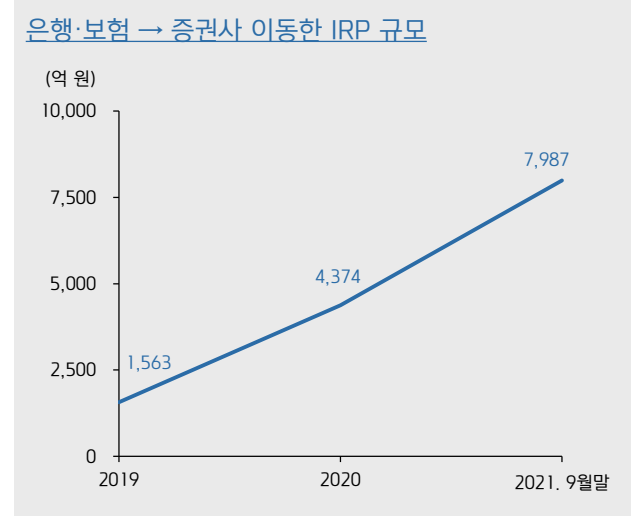
자료: 금융감독원, 키움증권 리서치



- ◆ 은행권들도 실적배당형 라인업에 ETF 확대 (Feat. 퇴직연금 현물이전)
 - 이에 따라 최근 은행권은 수요가 많은 **ETF 상품 확대에 나서는 중**
 - 우리: 10월 내 ETF 30종 추가, NH: 4분기 ETF 10종 이상 추가. 신한: 연내 30개 이상의 ETF/펀드 추가. 하나: ETF를 연내 2배 이상 추가, 국민: 9월 둘째 주까지 ETF를 100개 이상 확보
 - 다만, 여전히 은행 계좌에서는 ETF 실시간 매매 불가능
 - 실시간 매매 증가는 증권사의 고유 업무영역이라는 유권해석이 있어 은행은 고객과 신탁 계약을 맺고 퇴직연금 가입자가 ETF 주문을 내면 은행이 매매 대행하는 형태로 서비스 제공
 - 증권사와 비교해 실시간 매매 불가, 신탁수수료 부과 등 면에서 경쟁력은 떨어질 수 있지만, 퇴직연금 ETF 시장 확장에 따른 증권사로의 고객자금 이탈을 제한하기 위한 방안



자료: 언론보도
주) 2024년 8월

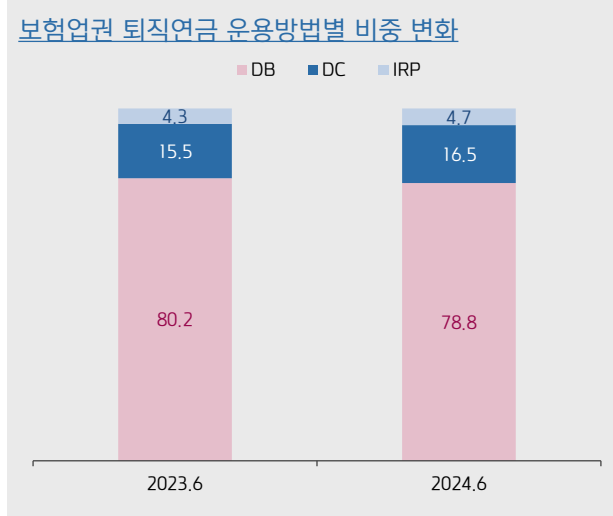


자료: 언론보도
주) 미래에셋, NH투자, 한국투자, 삼성증권 데이터 기준



◆ 보험권도 ETF 출시 확대 중 (Feat. 퇴직연금 현물이전)

- 보험업권은 은행과 함께 2010년대 퇴직연금 시장 점유율 양강 체제를 유지했으나, 2020년대 들어 증권업에 추월당하기 시작
 - 타 업권 대비 부족한 상품 수, 퇴직연금 운용성과 부진 등이 원인으로 지목. 특히 DC/IRP에서의 수익률 부진이 두드러졌는데 최근 보험업권 내에도 DB 비중 축소, DC+IRP 비중 확대가 나타나는 중
- 이에 따라 지난해부터 보험사들도 DC/IRP 가입자들이 투자할 수 있는 퇴직연금 ETF를 출시를 늘리고 있음
 - 교보생명 : 보험업권 최초로 ETF 상품 제공 및 로보어드바이저 시스템 도입
 - 삼성생명 : DC/IRP 가입자를 위한 ETF/TDF 매수 이벤트 진행



자료: 금융감독원, 키움증권 리서치

금융업권별 IRP에서 투자 가능한 실적배당상품

분류	특징	투자			
		증권	보험	은행	
펀드	주식, 채권 등 다양한 자산에 투자하는 간접투자 상품	O	△*	O	
실적배당보험	일반 펀드와 비슷하게 운용되는 보험	O	O	X	
거래소 상장	ETF	특정 지수를 추종하는 상장 펀드	O	X	△**
	ETN	특정 지수를 추종하는 상장 파생결합증권	O	X	X
	리츠	국내외 부동산에 투자하는 상장 간접투자 상품	O	X	X
	인프라펀드	국내외 인프라 시설에 투자하는 상장 펀드	O	X	X

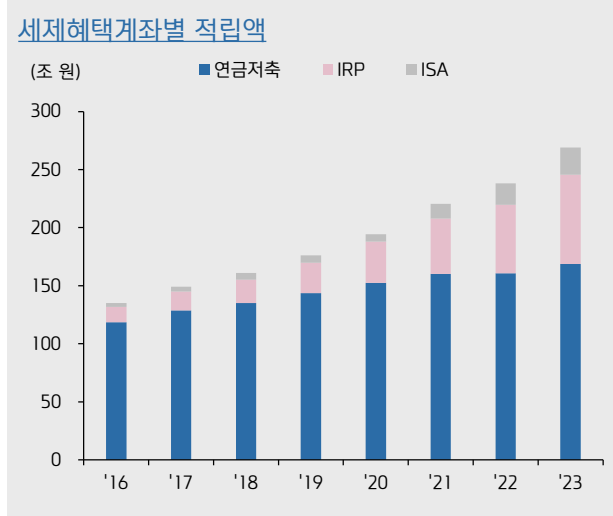
자료: 미래에셋자산운용, 키움증권 리서치

주) *신탁업 인가 받은 보험사만 펀드 제공 가능, **신탁계약 통해서만 ETF 거래 가능

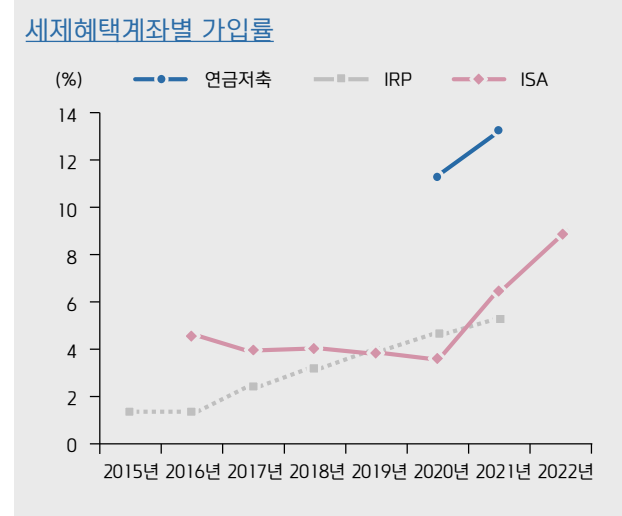


◆ IRP 및 ISA/연금저축 적립금도 꾸준히 확대

- 국내에서 세제혜택이 제공되는 임의가입형 계좌는 퇴직연금 IRP를 비롯해 연금저축(개인연금), ISA가 3대 종합저축계좌로 분류
 - 연금계좌(IRP/연금저축): 은퇴이후 소득 확보 목적으로 근로자 및 자영업자 대상, 납입한도는 합산 연 1,800만원이며 55세 이후 연금 수령
 - ISA: 국민재산형성 촉진을 목적으로 하며 19세 이상(금융소득종합과세자는 불가)이 가입대상. 납입한도는 연 2,000만원
- 3대 계좌 합산 적립액은 1995년부터 연평균 20%의 속도로 증가, 2023년 말 250조원 돌파. 가입률은 최근들어 IRP, ISA의 비중이 빠르게 커지고 있음
 - 5년간 적립액 증가율: 연금저축 24.8%, IRP 319.6%, ISA 282.6%



자료: 금융감독원, 금융투자협회, 키움증권 리서치



자료: 자본시장연구원



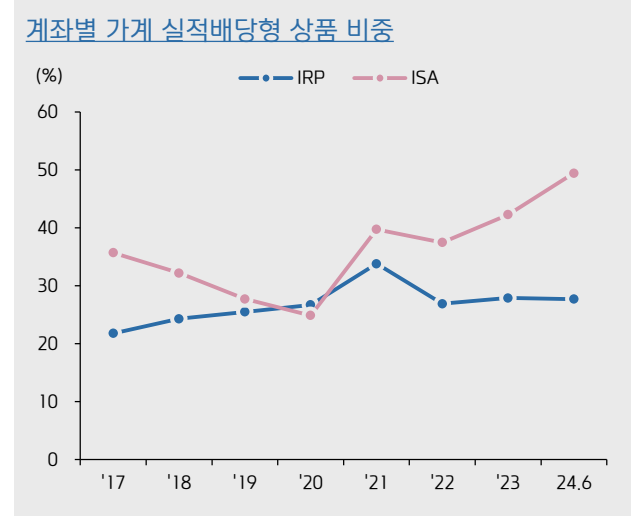
- ◆ 세제혜택 계좌 내 실적배당형 배분 비중 확대 전망 → ETF 수요 촉진 (자본시장연구원)
 - 세제혜택계좌를 통한 장기 저축은 일반 과세계좌를 통한 저축에 비해 유리하며 이에 따라 향후에도 가입률 및 적립금액이 더 늘어날 것으로 예상
 - 아직 우리나라는 선진국 대비 낮은 가입률과 저축금액 등으로 저축 수단의 구조적 변화에 미치는 영향이 적으나, 향후 점차 가입률과 저축금액이 커짐에 따라 가계 저축, 총 금융자산 내 차지하는 비중이 꾸준히 상승할 것이라 전망
 - 또한, 선진국 사례를 비추어 봤을 때 세제혜택계좌 내에는 실적배당형 배분 비중이 일반 과세계좌 대비 더 높아질 것으로 예상. 이미 우리나라도 세제혜택계좌의 실적배당형자산 비중이 가계 총금융자산에서 차지하는 실적배당형 비중을 넘어서는 중
 - 세제혜택계좌 적립금의 확대는 선진국에서 관측되고 있는 바와 같이 펀드 및 ETF 수요를 늘리는 촉매가 될 수 있음
 - 해외투자펀드나 해외투자 ETF의 세제혜택계좌 편입 유인이 크므로 관련 상품 공급이 더 요구될 수 있음

미국 IRA / 영국 ISA 자산구성

단위 %	미국		영국	
	가계 총금융자산	IRA	가계 총금융자산	ISA
금리연동형 (현금/예금/보험)	25.0	9.0	72.1	46.5
실적배당형 (펀드/주식/채권 등)	75.0 (펀드 15.7)	91.0 (펀드 42.2)	27.9 (펀드 6.8)	53.4 (펀드 42.5)

주) 가계 금융자산은 2022년, IRAs는 2023년 2분기, ISA는 2021년 4월 기준, 가계 전체 총금융자산에서 Pension Fund 항목 제외 계산(Pension Fund 내 자산구성 미분류)
 자료: 가계 총금융자산은 OECD, 미국 IRAs는 ICI(2023a, 2023b), 영국 ISA는 HM Revenue & Customs(HMRC), Individual Savings Account Statistics, 저자 계산

자료: 자본시장연구원



자료: 금융감독원, 금융투자협회, 키움증권 리서치



세제혜택 계좌 비교

분류	연금저축, IRP	ISA
목적	은퇴이후 소득 확보	국민재산형성 촉진
가입조건	근로자, 자영업자	19세 이상 (금융소득종합과세자는 불가)
납입한도	연 1,800만원	연 2,000만원 (납입한도 이월가능)
중도인출	세액공제 받은 원금과 수익은 기타소득세 15% 적용	원금: 인출가능(매달티 없음), 수익: 인출불가(해지 시 가능)
의무보유기간	5년	3년
손익통산	가능	가능
주요 편입가능 자산	ETF, 펀드, 리츠, 현금성 등(IRP는 위험자산 한도 70%)	국내주식, ETF(레버리지/인버스 가능), 펀드, 리츠, RP, ELS (해외상장 주식 불가), 현금성 등
세액공제	연금저축: 연 600만원, 연금저축+IRP: 연 900만원	만기 후 연금저축 전환 시 만기금액의 10%, 최대 300만원
운용수익 과세	배당소득, 이자소득, 양도소득에 대해 과세이연(또는 비과세) 연금소득세 3.3~5.5%	해지 시 손익통산 후 200만원 공제, 나머지는 9.9% 분리과세 (서민형은 400만원까지 공제) 금융투자소득세 비적용

자료: 자본시장연구원, 키움증권 리서치

ETF 투자가능 계좌 비교

구분	최소 투자 및 계약 기간	투자 제한
일반주식계좌 (종합계좌)	제한 없음	없음 (국내의 상장된 모든 ETF 투자 가능)
ISA 계좌	3년 이상	해외 상장 ETF 투자 불가, 2020년 세법개정안에 따라 국내 상장주식도 운용가능
개인연금 (연금펀드)		해외 상장 ETF, 레버리지-인버스 ETF 투자 불가
퇴직연금 (DC+IRP 계좌)	5년 이상	적립금의 70% 한도 내에서 투자 가능 단, 해외 상장 ETF, 레버리지-인버스 ETF 및 파생상품 위험 평가액 40% 초과 ETF* 투자 불가 (단, 합성형 ETF는 가능), 계좌 전체 자산의 70% 이하로만 위험자산** 운용 가능 * 선물 ETF ** 주식 및 주식관련 집합투자증권에 40% 초과

자료: 키움증권 리서치 정리

연금계좌에서 ETF 거래시 세제 혜택 (vs. 일반계좌)

	구분	일반계좌	연금계좌
해외주식형 및 기타 (채권, 파생, 상품) ETF	매매차익	과표기준가격 차이와 실제 매매차익 중 적은 값에 대해 배당소득세 15.4%	과세 이연
	분배금	배당소득세 15.4%	과세 이연
	인출 시		연금으로 수령 시 연금소득세 3.3~5.5%, 연금 외 수령 시 기타소득세 16.5%
국내 주식형 ETF	매매차익	비과세	과세 이연
	분배금	배당소득세 15.4%	과세 이연
	인출 시		연금으로 수령 시 연금소득세 3.3~5.5%, 연금 외 수령 시 기타소득세 16.5%

자료: 키움증권 리서치 정리



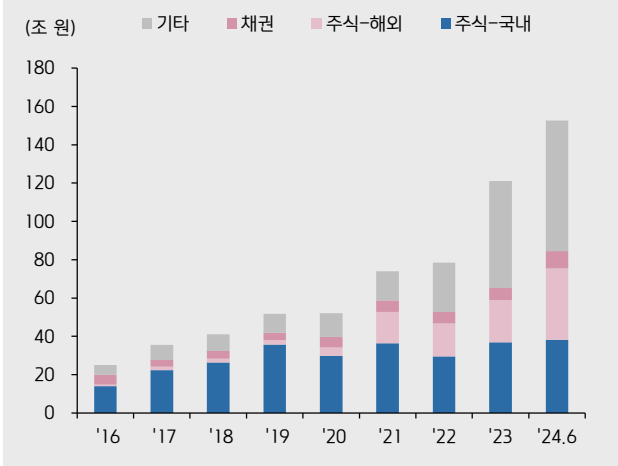
- ◆ 연금 계좌를 겨냥한 운용사들의 ETF 공급, 금융당국 차원의 노력 지속
 - 이에 따라 운용사들의 연금 계좌 내 투자가 가능한 ETF 상품 공급 노력도 지속되고 있음
 - 최근 몇 년 새 등장한 ETF 유형들, 주식+채권혼합형, 월배당형, 만기매칭형/금리형 ETF 등은 **연금 계좌에서의 활용도 함께 고려된 상품**
 - 또한 **해외주식형 및 기타** ETF를 연금계좌에서 활용했을 때 **세제 혜택**이 부각되는 점을 고려, 해당 유형 상품도 증가세
 - 국내 ETF 시장에서 해외주식형 ETF는 2020년 말 74개에서 올해 6월 말 259개로 확대. 동 기간 운용자산 규모도 4조 2천억원에서 38조 9천억원으로 큰 폭 증가

ETF 상품 유형 다양화: 연금계좌 활용 가능 ETF 다

키워드	해당 유형 상품 수	시장 규모 (억원)	대표 ETF 명
주식+채권 혼합	40	13,144	KODEX TRF3070
만기매칭형 채권	28	69,641	KODEX 24-12 은행채(AA+이상)액티브
파킹형	19	273,113	KODEX CD금리액티브(합성)
월 배당형	59	72,478	ACE 미국30년국채액티브(H)
커버드콜	18	22,418	TIGER 미국배당+7%프리미엄다우존스

자료: KRX, 키움증권 리서치
주) 2024.4월 말 기준, 대표 ETF는 해당 유형 내 순자산 규모 가장 큰 상품

국내 ETF 상품 유형별 순자산

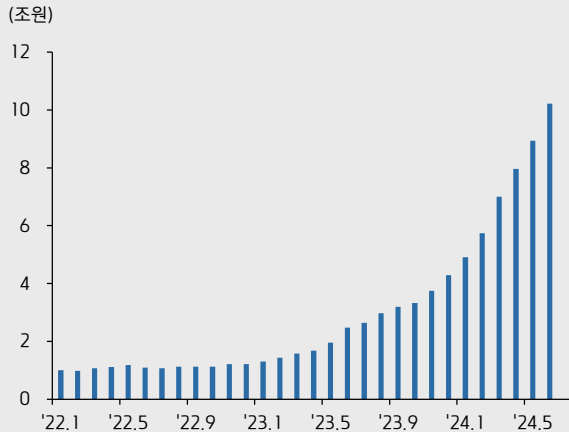


자료: KRX, 키움증권 리서치



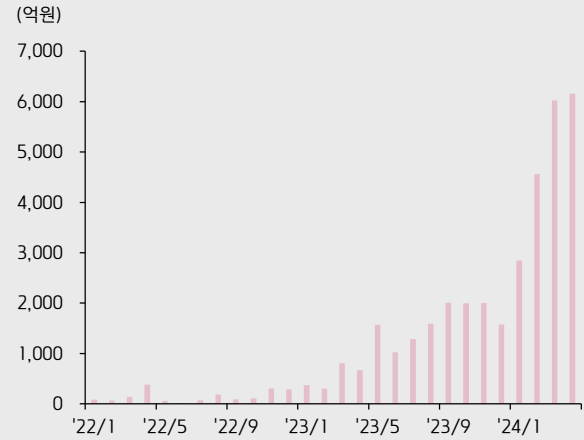
- ◆ 그 중에서도 월 분배금 지급 ETF 출시 크게 증가
 - 월배당 ETF는 연금계좌 내 선호도가 높은 유형 중 하나
 - '22년 6월 첫 월배당 ETF가 상장된 이후 올해 2분기 말 국내 월배당 ETF 순자산 총액은 10조원 돌파
 - 상품 수는 신규 월배당 ETF와 지급 주기를 월로 변경한 ETF를 모두 포함해 74개에 이르며, 해당 수는 2022년 말 20개에서 3배 이상 확대
 - 자산군별로는 주식형 22개, 채권형 18개, 리츠 11개, 커버드콜 20개, 멀티에셋 5개로 분류

국내 월배당 ETF 순자산 추이



자료: KRX, 키움증권 리서치
주) 2024.6월 말 기준

국내 월배당 ETF 개인 순매수 추이



자료: KRX, 키움증권 리서치



월배당 ETF 신규 출시 및 전환 사례(1)

운용사명	티커	ETF명	전략	패시브/액티브	설정일	분류	운용자산 (억원)	총보수(TER) (%)	분배율 (%)
미래에셋 자산운용	166400	TIGER 200커버드콜5%OTM	커버드콜	P	2012-10-24	전환	69.1	0.40	2.37
	289480	TIGER 200커버드콜ATM	커버드콜	P	2018-02-08	전환	253.6	0.41	4.86
	440340	TIGER 글로벌멀티에셋TIF액티브	멀티에셋	A	2022-08-26	신규	303.1	0.64	1.97
	476690	TIGER 글로벌비만치료제TOP2Plus	주식	P	2024-02-28	신규	1,803.1	0.49	0.63
	329200	TIGER 리츠부동산인프라	리츠	P	2019-07-18	전환	5,345.9	0.13	4.52
	341850	TIGER 리츠부동산인프라채권TR KIS	멀티에셋	P	2020-05-21	전환	207.9	0.25	3.37
	476550	TIGER 미국30년국채프리미엄액티브(H)	채권	A	2024-02-23	신규	6,973.1	0.42	5.33
	182480	TIGER 미국MSCI리츠(합성 H)	리츠	P	2013-10-08	전환	1,322.8	0.37	2.66
	429000	TIGER 미국S&P500배당귀족	주식	P	2022-05-16	전환	605.1	0.37	1.20
	441680	TIGER 미국나스닥100커버드콜(합성)	커버드콜	P	2022-09-20	신규	3,521.2	0.50	6.98
	245340	TIGER 미국다우존스30	주식	P	2016-06-29	전환	1,010.0	0.45	0.95
	458750	TIGER 미국배당+3%프리미엄다우존스	커버드콜	P	2023-06-16	신규	581.3	0.56	3.92
	458760	TIGER 미국배당+7%프리미엄다우존스	커버드콜	P	2023-06-16	신규	7,268.7	0.49	6.22
	458730	TIGER 미국배당다우존스	주식	P	2023-06-16	신규	11,894.4	0.08	2.19
	465670	TIGER 미국캐시카우100	주식	P	2023-09-15	신규	216.1	0.38	1.12
	474220	TIGER 미국테크TOP10+10%프리미엄	커버드콜	P	2024-01-12	신규	3,882.2	0.56	5.86
	458260	TIGER 미국투자등급회사채액티브(H)	채권	A	2023-05-25	신규	941.0	0.21	2.63
	472150	TIGER 배당프리미엄액티브	커버드콜	A	2023-12-11	신규	1,223.8	0.51	4.11
	466940	TIGER 은행고배당플러스TOP10	주식	P	2023-10-16	신규	3,263.5	0.34	3.39
	482730	TIGER 미국S&P500+10%프리미엄초단기	커버드콜	P	2024-05-20	신규	1,316.5	0.31	1.78
486290	TIGER 미국나스닥100+15%프리미엄초단기	커버드콜	P	2024-06-21	신규	3,412.9	0.26	1.25	
삼성 자산운용	468370	KODEX iShares미국인플레이션국채액티브	채권	A	2023-10-17	신규	78.7	0.12	1.68
	468630	KODEX iShares미국투자등급회사채액티브	채권	A	2023-10-17	신규	159.4	0.14	2.39
	468380	KODEX iShares미국하이일드액티브	채권	A	2023-10-17	신규	274.0	0.17	3.83
	352540	KODEX TSE일본리츠(H)	리츠	P	2020-05-08	전환	156.2	0.43	4.98
	352560	KODEX 다우존스미국리츠(H)	리츠	P	2020-05-08	전환	250.4	0.24	2.32
	441640	KODEX 미국배당프리미엄액티브	커버드콜	A	2022-09-23	신규	787.0	0.29	4.46
	475080	KODEX 테슬라인컴프리미엄채권혼합액티브	멀티에셋	A	2024-01-19	신규	1,724.2	0.43	7.63
	476800	KODEX 한국부동산리츠인프라	리츠	P	2024-03-04	신규	801.7	0.10	3.13
	279530	KODEX 고배당	주식	P	2017-10-16	전환	290.6	0.36	2.02
	481060	KODEX 미국30년국채+12%프리미엄(합성 H)	커버드콜	P	2024-04-26	신규	2,320.3	0.26	3.01
	483280	KODEX 미국시테크TOP10+15%프리미엄	커버드콜	P	2024-05-24	신규	2,752.6	0.40	2.93
	483290	KODEX 미국배당+10%프리미엄다우존스	커버드콜	P	2024-05-24	신규	511.8	0.41	1.94
	484790	KODEX 미국30년국채액티브(H)	채권	P	2024-06-14	신규	2,088.6	0.02	0.59
	487950	KODEX 대만테크고배당다우존스	주식	P	2024-07-19	신규	192.3	0.45	n/a
	091170	KODEX 은행	주식	P	2006-06-27	전환	4,376.2	0.32	n/a
	489250	KODEX 미국배당다우존스	주식	P	2024-08-09	신규	n/a	n/a	n/a

자료: KRX, 키움증권 리서치

주) 운용자산은 2024-07-31 기준. 분배율은 2024년 기준, 2024년 분배율(%) = 해당년도 누적분배금액 / (상품별 최근 지급기준일 기준가 + 최근 주당분배금액) * 100

국내 월 분배금 지급 ETF 증가세



월배당 ETF 신규 출시 및 전환 사례(2)

운용사명	티커	ETF명	전략	패시브/액티브	설정일	분류	운용자산(억원)	총보수(TER)(%)	분배율(%)
한국투자 신탁운용	460960	ACE 글로벌인컴TOP10 SOLACTIVE	멀티에셋	P	2023-07-07	신규	273.1	0.69	4.33
	476760	ACE 미국30년국채액티브	채권	A	2024-03-08	신규	378.8	0.10	1.20
	453850	ACE 미국30년국채액티브(H)	채권	A	2023-03-10	신규	14,528.5	0.17	2.25
	476750	ACE 미국30년국채엔화노출액티브(H)	채권	A	2024-03-08	신규	856.3	0.18	0.99
	402970	ACE 미국배당다우존스	주식	P	2021-10-19	전환	3,927.2	0.08	2.29
	455660	ACE 미국하이일드액티브(H)	채권	A	2023-04-14	신규	90.1	1.10	3.73
	480020	ACE 미국빅테크7+ 15%프리미엄분배(합성)	커버드콜	P	2024-04-18	신규	1,470.6	0.47	4.71
	480030	ACE 미국500 15%프리미엄분배(합성)	커버드콜	P	2024-04-18	신규	871.4	0.47	4.64
	480040	ACE 미국반도체15%프리미엄분배(합성)	커버드콜	P	2024-04-18	신규	697.8	0.47	4.70
	181480	ACE 미국다우존스리츠(합성 H)	리츠	P	2013-07-30	전환	134.4	0.42	n/a
	316300	ACE 싱가포르리츠	리츠	P	2019-01-24	전환	62.3	1.05	n/a
	290080	RISE 200고배당커버드콜ATM	커버드콜	P	2018-02-26	전환	109.1	0.45	4.85
	475720	RISE 200유틸리티커버드콜	커버드콜	P	2024-03-04	신규	1,134.3	0.31	5.04
	KB 자산운용	464540	RISE 25-03 회사채(AA-이상)액티브	채권	A	2023-08-14	신규	2,192.7	0.07
448600		RISE 25-11 회사채(AA-이상)액티브	채권	A	2022-11-17	신규	824.1	0.09	3.14
475380		RISE 글로벌리얼티인컴	리츠	P	2024-02-15	신규	483.2	0.14	1.91
336160		RISE 금융채액티브	채권	A	2019-10-28	전환	372.9	0.09	n/a
453330		RISE 미국S&P500(H)	주식	P	2023-03-17	신규	362.3	0.26	0.84
460660		RISE 미국S&P배당킹	주식	P	2023-06-29	신규	94.9	0.46	n/a
472830		RISE 미국채30년커버드콜(합성)	커버드콜	P	2023-12-13	신규	313.8	0.33	6.05
136340		RISE 중기우량회사채	채권	P	2011-04-12	전환	643.4	0.10	2.13
472870		RISE 미국30년국채엔화노출(합성 H)	채권	P	2023-12-22	전환	3,255.0	0.17	n/a
481340		RISE 미국30년국채액티브	채권	A	2024-05-24	신규	114.2	0.08	0.86
461600		SOL 미국30년국채액티브(H)	채권	A	2023-07-07	신규	240.7	0.13	n/a
신한 자산운용	473330	SOL 미국30년국채커버드콜(합성)	커버드콜	P	2023-12-26	신규	1,850.4	0.30	7.13
	433330	SOL 미국S&P500	주식	P	2022-06-17	신규	964.3	0.14	0.66
	446720	SOL 미국배당다우존스	주식	P	2022-11-11	신규	6,159.5	0.08	2.16
	452360	SOL 미국배당다우존스(H)	주식	P	2023-03-17	신규	1,771.4	0.14	2.17
	484880	SOL 금융지주플러스고배당	주식	P	2024-06-24	신규	722.6	0.31	0.40
	한화 자산운용	429740	PLUS K리츠Fn	리츠	P	2022-05-23	전환	84.7	0.34
251600		PLUS 고배당주 채권혼합	멀티에셋	P	2016-08-10	전환	364.5	0.26	1.83
104530		KOSEF 고배당	주식	P	2008-07-29	전환	129.5	0.45	3.78
키움 자산운용	373790	KOSEF 미국반여배당성장나스닥	주식	P	2020-12-23	전환	65.4	0.94	1.33
	429870	히어로즈 리츠이시스액티브	리츠	A	2022-05-23	전환	48.7	0.71	3.49
	471460	히어로즈 국고채30년액티브	채권	A	2023-11-02	전환	98.5	0.05	n/a
	NH-Amundi 자산운용	432840	HANARO 미국S&P500	주식	P	2022-06-07	전환	84.3	0.85
448100		WOORI 200 ETF	주식	P	2022-12-15	신규	77.7	0.05	n/a
480460		WOORI 한국부동산TOP3플러스	리츠	P	2024-04-26	신규	109.0	0.26	0.70
441800	TIMEFOLIO Korea플러스배당액티브	주식	A	2022-09-26	신규	656.2	0.88	4.47	

자료: KRX, 키움증권 리서치

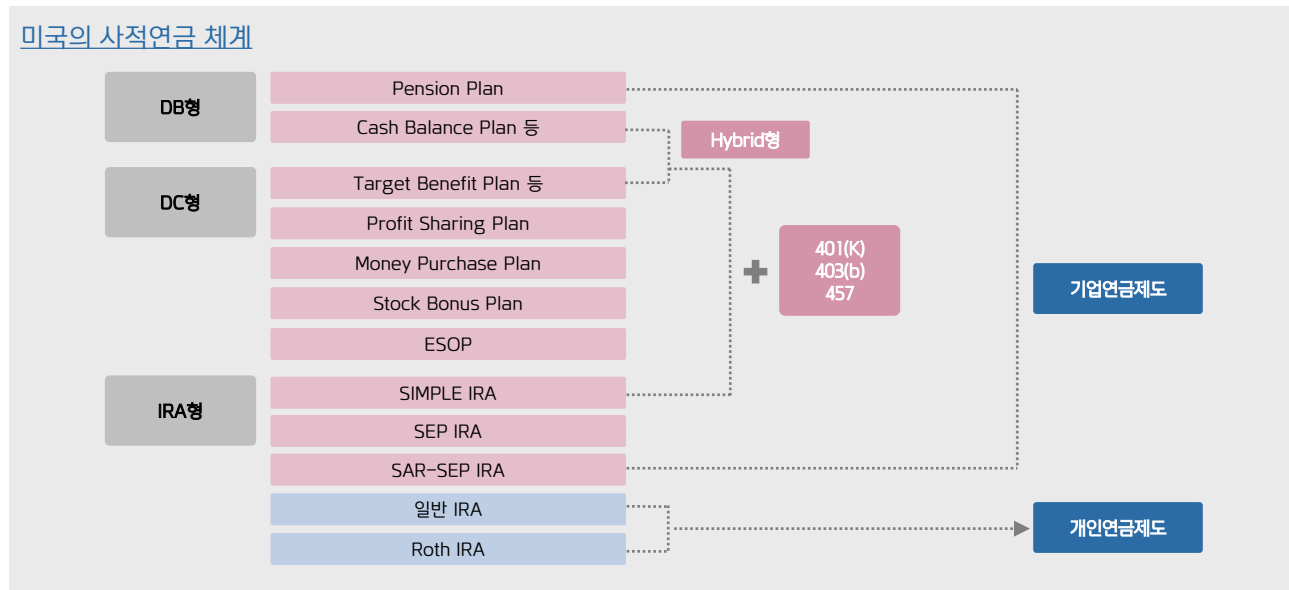
주) 운용자산은 2024-07-31 기준. 분배율은 2024년 기준, 2024년 분배율(%) = 해당년도 누적분배금액 / (상품별 최근 지급기준일 기준가 + 최근 주당분배금액) * 100

III. 미국 연금 시장과 ETF





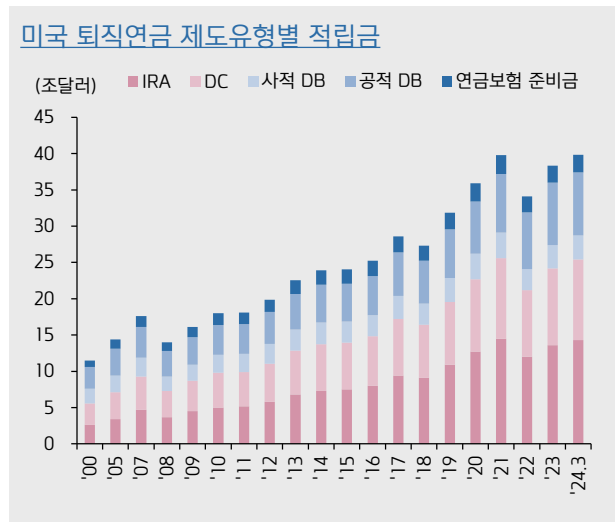
- ◆ 미국의 연금 시장은 우리나라와 같이 3층 체계로 구성
 - 미국의 연금제도는 우리나라와 같이 공적연금과 사적연금으로 구성
 - 공적연금은 우리나라 국민연금에 비견되는 사회보장연금이 있으며, 사적연금에는 국내 퇴직연금 격의 기업연금제도(DB, DC, IRA-SIMPLE, SEP), 개인연금 격의 일반 IRA와 Roth IRA가 있음
 - 엄밀하게 퇴직연금(occupational pension)과 개인연금은 구분. OECD(2019)는 노동자 대신 고용주/사회적 기구에 의해 설립되어 운영되는 연금에 대해 퇴직(occupational)이라는 라벨을 붙임. OECD 분류체계에서 개인연금(personal pension)이란 고용관계와 무관하게 연금 서비스를 제공하는 금융회사나 연금펀드 등이 직접 설립한 연금에 개인이 가입하는 경우를 의미. 미국의 IRA, 한국의 IRP는 금융회사와 개인이 계약하는 연금이라는 점에서 개인연금과 퇴직연금으로서의 성격을 동시에 내포



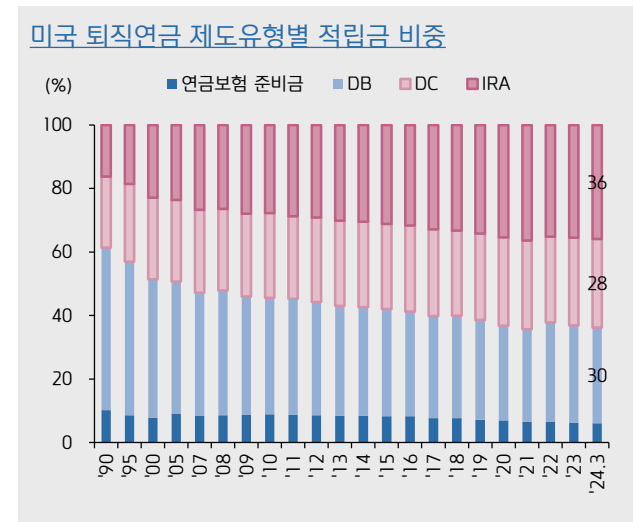
자료: 하나금융경영연구소, 키움증권 리서치



- ◆ 미국 퇴직연금 시장은 DC/IRA가 중심
 - 그 중 퇴직연금 시장은 1980년대 초부터 발전. 아직 DB 비중이 더 높은 우리나라와 달리 미국의 퇴직연금 시장은 DC/IRA 중심으로 성장
 - 1Q24 미국 퇴직연금 시장은 **\$39.9조 기록**(YoY 12.6%, 10년 CAGR 5.7%), 그 중 **DC/IRA가 64%**. (DC형은 401(k) 및 기타로 분류)
 - **401(k):** 우리나라의 DC 플랜과 유사. 많은 기업이 401(k) 자동가입 제도를 도입하며 자산 규모가 크게 성장했고, 전체 은퇴자산의 19.6%에 해당하는 \$7.8조 기록
 - **IRA:** 우리나라의 IRP와 유사. 전체 가구의 40%가 1개 이상 IRA에 가입할 만큼 대표적인 퇴직연금 상품



자료: ICI, 키움증권 리서치

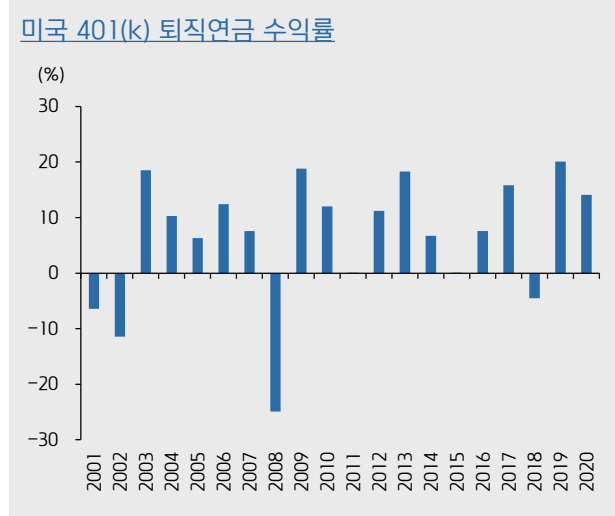


자료: ICI, 키움증권 리서치

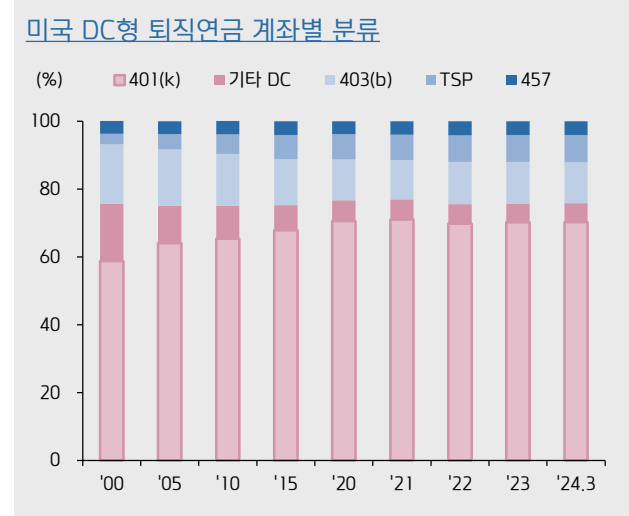


◆ DC형 퇴직연금 중 대표 상품은 401(k)

- 미국 DC형 퇴직연금은 401(k), 403(b), 457(b), TSP 등으로 구성되며, 그 중 401(k) 비중이 70%로 가장 높음
- 401(k)는 1980년대 초 시작된 장기금리 하락세와 주식시장 추세적 강세를 계기로 도입. 이후 2006년 연금보호법(PPA) 통과로 자동가입*, 디폴트옵션*이 적용되고 매칭옵션, 과세이연 혜택이 맞물리며 크게 성장
 - 자동가입제도: 직원이 401(k)에 가입하지 않겠다는 의사 표명을 하지 않는 이상 자동 가입시키는 제도
 - 디폴트옵션(QDIA): DC형 퇴직연금을 운영하는 사업주에게 QDIA에 의한 투자 손실에 면책 조항 부여, 이로써 사용자가 적극적으로 제도 변화에 참여하도록 유도



자료: 미국 노동부, 키움증권 리서치

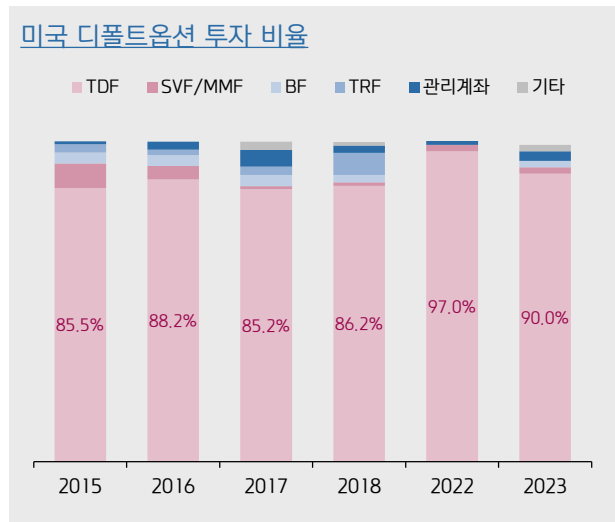


자료: ICI, 키움증권 리서치

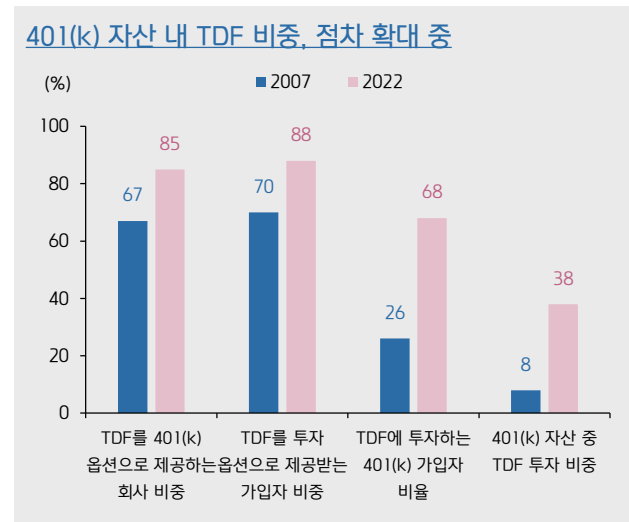
DC형은 401(k) 중심으로 빠르게 성장 (feat. 디폴트옵션)



- ◆ DC형 퇴직연금 중 대표 상품은 401(k)
 - 미국의 디폴트옵션은 TDF, BF, SVF, MA의 4가지 투자 상품을 제공 중이며, 그 중에서는 TDF 비중이 절대적
 - 401(k) 자산의 38%가 TDF에 투자하고 있으며, 이는 2007년 8%에서 +30% 증가
 - 우리나라와 달리 미국의 디폴트옵션에서는 원리금보장형 상품이 제외 됨. 이는 퇴직연금의 장기 수익률 제고에 기여



자료: Callan, 키움증권 리서치

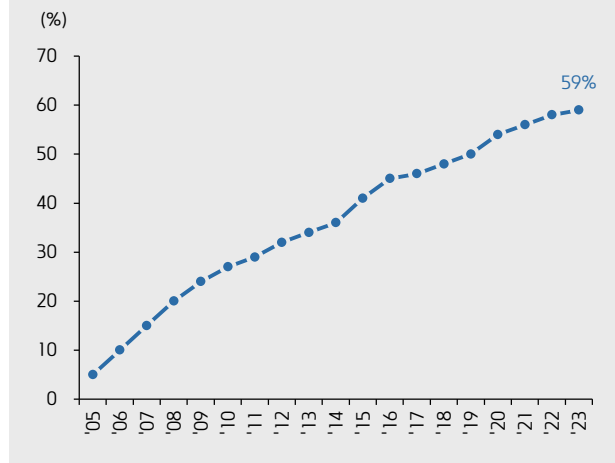


자료: EBRI, ICI, 키움증권 리서치



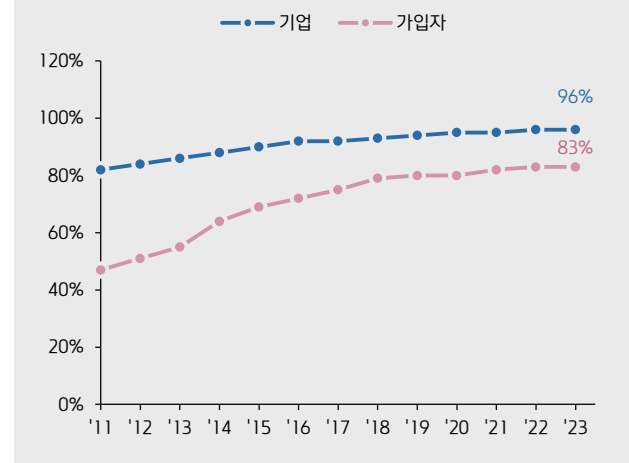
- ◆ 디폴트옵션 중에서도 **TDF 투자 비중이 가장 높음** (→ 국내도 유사한 시나리오)
 - 디폴트옵션 도입, PPA 개정 후 자동가입방식을 채택한 DC형 퇴직연금의 비율은 꾸준히 증가, **2005년 5% → 2023년 59%**
 - 그 중 TDF를 투자가능 상품 목록에 포함시킨 DC형 퇴직연금의 비중이 **2005년 28% → 2023년 96%**로 증가했고, 이들 기업의 근로자 중에 TDF에 투자한 가입자의 비중은 **2005년 5% → 2023년 83%**로 증가
 - 이에 힘입어 TDF 시장 규모는 2006년 말 \$1,140억 → 2019년 \$1조3,960억 → **2024년 1분기 말 \$1조 8,880억으로 확대**
 - 1980~90년대에는 주식형 자산에 중점 투자했다면, 2000년대 이후에는 TDF, BF 등 자산배분형 장기투자 펀드, 채권 및 배당 펀드에 분산투자하는 전략을 추구하며 장기 성장세 유지

미국 DC형 퇴직연금 자동가입 비율



자료: Vanguard, 키움증권 리서치

미국 DC형 퇴직연금 내 TDF 선택 비율

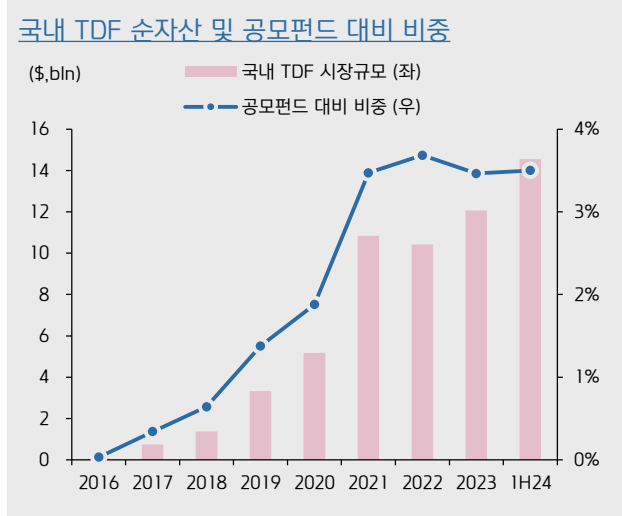


자료: Vanguard, "How America Saves" 2024, 키움증권 리서치
 주) 기업은 TDF를 퇴직연금의 기본 투자상품으로 채택한 기업을 의미하며, 가입자는 이들 기업의 가입자 중에 TDF를 투자 상품으로 이용하는 가입자를 의미

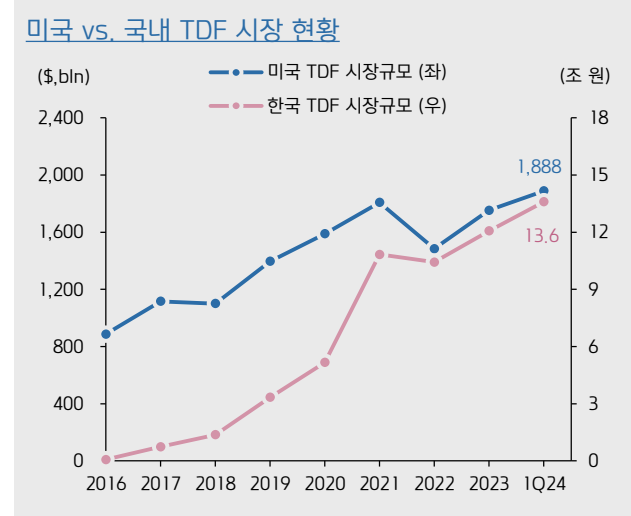


◆ (참고) 국내 TDF 현황은?

- 국내 TDF 시장은 **2017년부터 성장세**가 나타나기 시작. '24.6월 23개의 운용사에서 1,442개 TDF를 운용 중이며(모든 클래스 펀드 합산 개수), 순자산은 '16년 672억원 → '19년 말 3.3조원 → **'24.6월 14.6조**(전체 공모펀드 순자산 416조원의 3.5%)
- 도입 초기에는 해외 운용사 제휴형 TDF 위주로 출시되었으나, 최근 국내 직접 운용형 TDF, ETF 등 패시브 펀드를 활용한 저비용 TDF 등으로 상품 스펙트럼 확대
- 미국과 비교해 아직 성장의 초기 단계이지만, 퇴직연금 디폴트옵션 도입과 함께 DC+IRP 등 퇴직연금 가입자의 TDF 투자가 더 늘어나는 추세
 - TDF 내 퇴직연금펀드 비율은 '16년 말 24.7%에서 '23년 말 72.5%로 확대. 매년 비중 확대 추세



자료: 금융투자협회, 펀드닥터, 키움증권 리서치



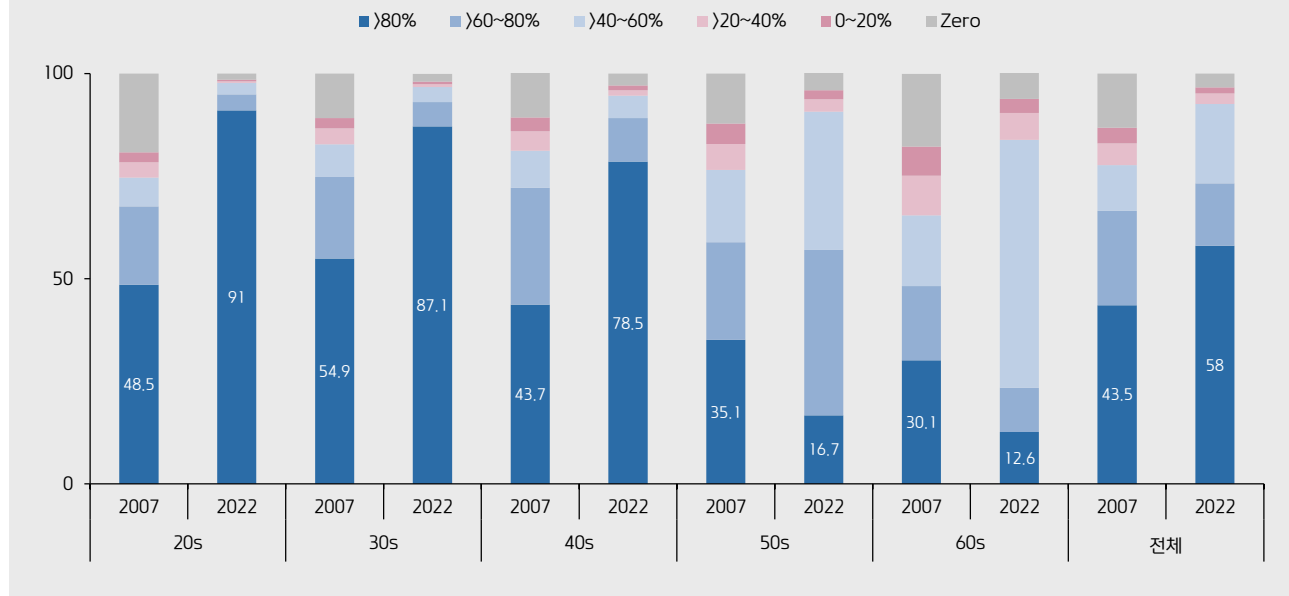
자료: ICI, 제로인, 키움증권 리서치

401(k) 가입자들은 주식, 뮤추얼펀드 투자 ↑



- 한편, 401(k) 가입자의 97%가 **주식** 자산(주식형 펀드, 보통주, BF 내 주식 비중)에 노출
- 그 중에서도 젊은 세대일수록 주식 투자 비중이 훨씬 높게 나타남
- 2022년 말 기준, 계좌 잔액의 80% 이상을 주식에 투자한 20대는 90% 이상이었던 반면, 60대는 13%에 불과

401(k) 가입자 연령대 별 '주식' 자산 노출 정도



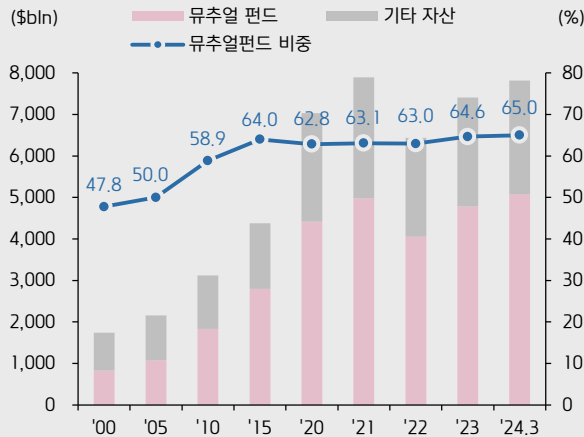
자료: EBRI, ICI, 키움증권 리서치

401(k) 가입자들은 주식, 뮤추얼펀드 투자 ↑



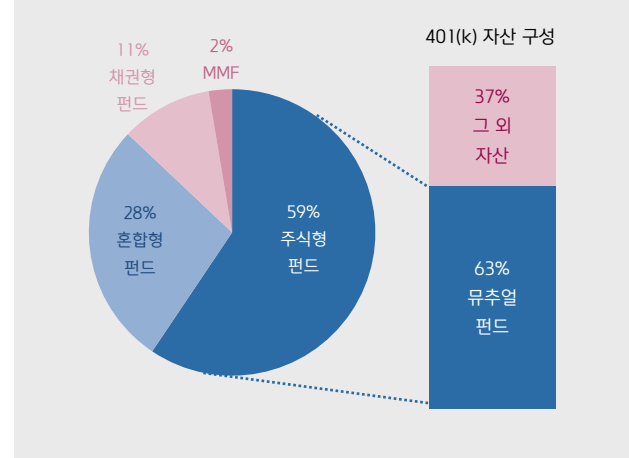
- 또한 401(k) 가입자는 뮤추얼펀드, 투자신탁, 보증투자계약(GIC), 소속기업주식, 일반주식 등 다양한 투자가 가능한데, 그 중에서도 **뮤추얼펀드 투자 비율이 65%**로 가장 높음
- 뮤추얼펀드 내에서는 **주식형펀드가 약 59%**로 가장 많은 비중을 차지, 이 외 혼합형 펀드 28%, 채권형펀드 10%, MMF 3% 순

401(k) 자산 내 뮤추얼펀드 비중, 65%



자료: ICI, 키움증권 리서치

401(k)-뮤추얼펀드 내 자산별 펀드 비중



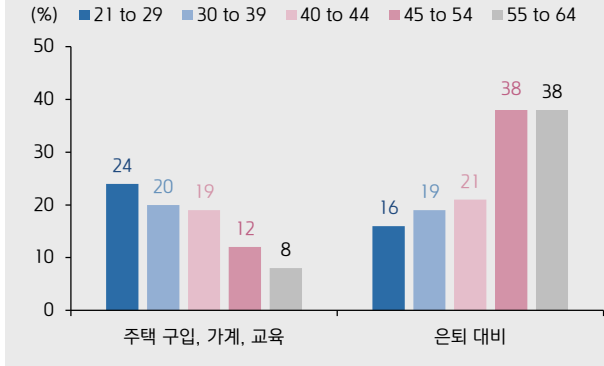
자료: ICI, 키움증권 리서치
주) 2024년 1분기 말 기준

뮤추얼펀드 투자자들의 최우선 투자목적은 은퇴자금 마련



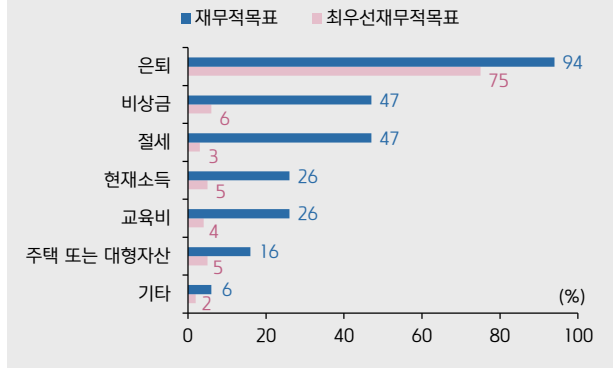
- ◆ 뮤추얼펀드 투자자들의 최우선 투자목적은 은퇴자금 마련
 - 참고로, 미국 뮤추얼펀드 투자자의 상당수는 은퇴자금 축적을 최우선 목적으로 두고 있음
 - 이에 따라 미국 가계의 금융자산 투자는 장기적인 목표로 운영되며, 사적연금이 적극 활용되고 있음
 - 즉, 투자자들의 뮤추얼펀드 투자 경로가 다양하지만, 그 중에서도 DC, IRA 등 퇴직연금을 통한 투자가 73%로 가장 많은 비중 차지

가계 저축 동기



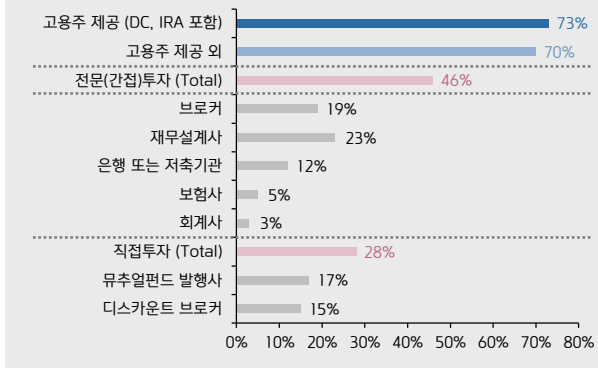
자료: ICI, 키움증권 리서치

뮤추얼펀드 투자자들의 투자결정 요인



자료: ICI Research Perspective, "Characteristics of Mutual Fund Investors, 2020", 키움증권 리서치

투자자들의 다양한 뮤추얼펀드 투자 경로



자료: ICI, 키움증권 리서치
 주) 복수응답 포함, 고용주 제공 외 뮤추얼펀드에 투자하고 있는 응답자의 7%는 투자 경로를 표시하지 않음. 이중 5%는 두 가지 퇴직연금에 모두 가입했으며, 나머지 2%는 고용주 제공 외 퇴직연금에만 가입

미국 내 연금 혜택자 수 지속 확대되는 중



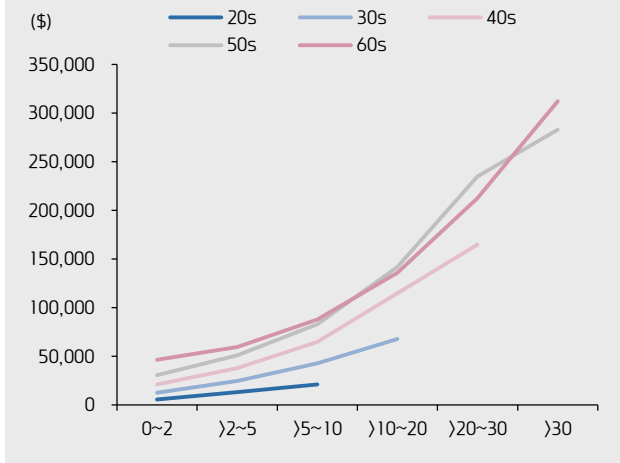
- 이에 따라 미국에는 “연금 백만장자”라는 표현이 빈번히 사용될 정도로 연금 혜택자 수가 높아지고 있음
- 피델리티에 따르면, 동사 가입자 기준 올해 1분기 말 401(k) 연금자산이 \$100만이 넘는 가입자는 48.5만 명(YoY +42.6%), 2023년 말 IRA 연금자산이 \$100만이 넘는 가입자는 39.1만 명(YoY +39.7%)으로 집계
- 또한, 근속연수가 10~20년 이상이 될 때를 기점으로 퇴직연금 적립금이 크게 증가하는 경향을 보였음 (2022년 기준)

미국 “연금 Millionaires” 증가세 (계좌 수 기준)



자료: Fidelity, 키움증권 리서치
주) Fidelity 자산운용 가입자 기준

근속 연수에 따른 퇴직연금 적립금



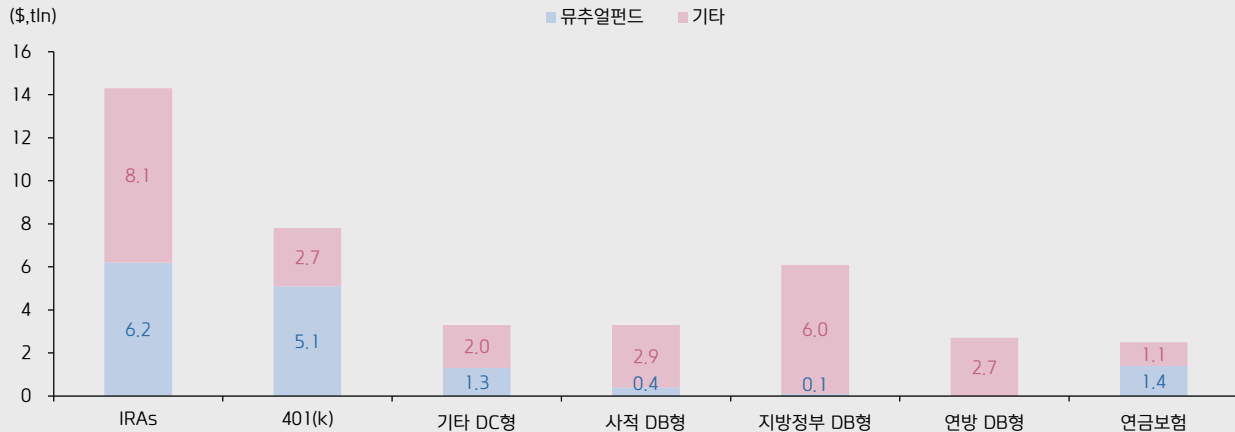
자료: ICI(2022), 키움증권 리서치



◆ 미국 퇴직연금 시장과 ETF

- 미국에서 ETF가 아직 깊이 침투하지 못한 영역은 퇴직연금 시장. 미국 퇴직연금 시장은 그동안 TDF 등 펀드를 중심으로 성장하면서 거래 시스템도 하루 한번 증가가 계산되는 뮤추얼펀드에 맞춰짐 (전체 은퇴자산의 36%가 뮤추얼펀드에 투자)
- 특히 퇴직연금에서도 DC- 401(k) 플랜 안에서 뮤추얼펀드 투자 비중이 상대적으로 높음
- 그간 401(k) 내 ETF 투자에 있어 가장 큰 걸림돌로는 규제(regulation)와 인프라 등 기술 부분(Technology)이 꼽힘
 - 401(k) 플랜은 위탁수수료를 낮추기 위해 다수의 개인투자자 거래를 공동으로 관리하므로 가입자들은 장중 24시간 거래가 불가
 - 또 퇴직연금플랜은 이미 자본이득세가 면제되도록 구성되어 있어 ETF의 세제우대 혜택이 별다른 이점을 제공하지 못함
 - 많은 401(k) 플랜이 인덱스/저비용 펀드를 옵션으로 제공하고 있어 ETF의 낮은 비용이 덜 부각
 - 이에 따라 ETF 업계는 거래비용이 낮은 만큼, 퇴직연금 상 비과세 투자자산 대상으로 포함시켜 줄 것을 금융당국에 지속 요청해옴

퇴직연금 시장에서 중요한 역할을 감당하고 있는 뮤추얼펀드

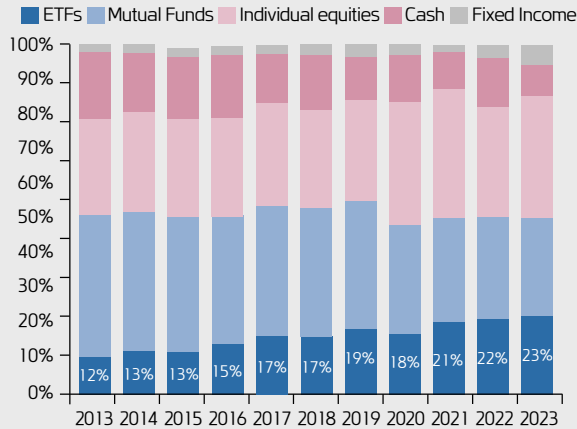


자료: ICI, 키움증권 리서치



- ◆ 다만, 401(k) 안에서도 기회가 없는 것은 아님
 - 다만, 401(k) 내에서도 ETF로의 간접 투자가 점차 증가
 - 401(k) 플랜에서 제공되는 표준 옵션 외 플랜 내에서 401(k) Brokerage Accounts* 활용이 점점 늘어나고 있으며, 해당 계좌 내 ETF 비중도 확대 중. StateStreet, Vanguard 등 대형 ETF 운용사들은 401(k) 플랜에서도 ETF를 더 많이 활용할 수 있는 생태계 구축을 위해 규제 당국, 투자자, 스폰서들과 적극 소통 중
 - * 401(k) Brokerage Accounts: 401k 플랜 내 증권 계좌. 즉, 401(k) 자금으로 401(k) 플랜에서 제공하는 펀드 뿐 아니라, 증권 계좌를 통해 개별 주식/ETF 등에 투자할 수 있는 방법. Self-Directed Brokerage Account(SDBA), Self-Directed 401(k)로도 불림. 이를 활용하려면, 직장에서 제공하는 401(k), 403(b) 플랜에서 Brokerage Accounts(or Window) 옵션을 제공해야 함
 - 또한, 젊은 세대들의 401(k)-TDF 선택 비중이 높는데, TDF 내에서 ETF 활용도는 더 높아질 수 있음 (Citi Research, "Sizing the Opportunity")

찰스슈왑, 401(k) SDBA 계좌 내 투자수단 별 비중



자료: Citi Research, Charles Schwab SBDA Indicators Report

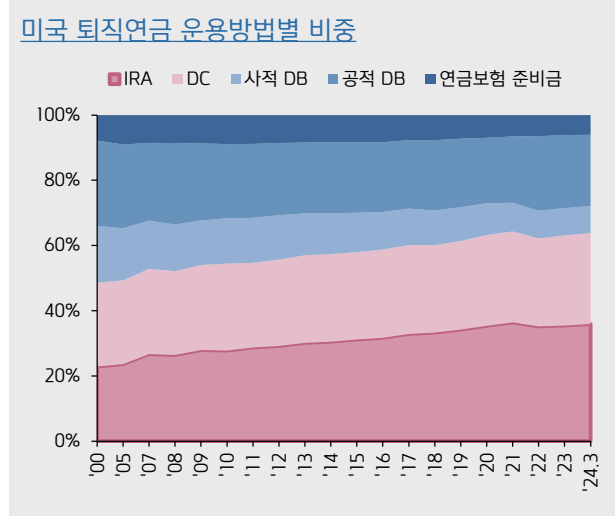
TDF 내 ETF 활용 현황

분류	내용
샘플 수	174
ETF 보유 펀드 수	62
샘플 펀드의 전체 운용자산	\$1,055 Bn
보유 ETF 운용자산	\$33 Bn
전체 샘플 내 ETF 비중	3.1%

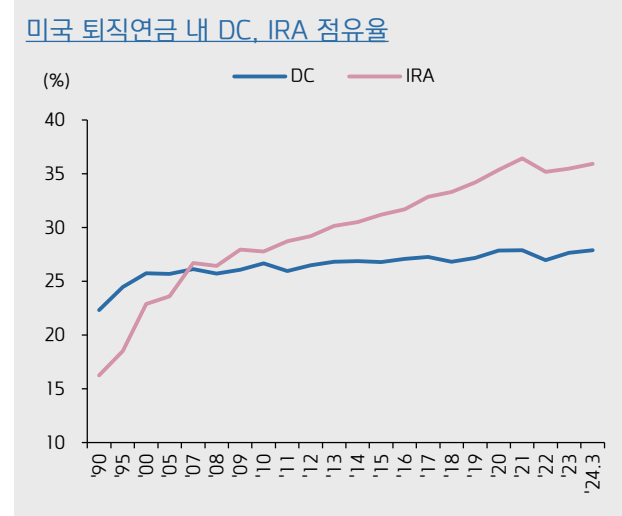
자료: Citi Research, FactSet



- ◆ 미국 퇴직연금 시장 내 ETF의 존재감, 점차 확대
 - 또한, 시장 흐름을 봤을 때 개인 투자 관심도가 높아지면 ETF 투자 비중도 늘어나는 경향. DC 대비 **IRA에서 ETF 활용 ↑**
 - 미국의 IRA는 한국의 IRP와 유사. 즉 개인이 자발적으로 참여하는 개인형 퇴직연금 계좌로 미국 내 매우 일반적이고 세제혜택 적용
 - 미국도 젊은 세대 중심 직접투자에 대한 관심이 높아지면서 IRA로 관심 확대. 인구 통계학적 변화에 따라 은퇴자산의 상당 부분이 401(k) 플랜에서 IRA로 이동하고 있으며, IRA에서는 ETF가 기회를 포착할 수 있음
 - 회사의 401(k) 계획에 등록된 직원이 해고, 사임, 퇴직하는 경우 이들 중 51% 만이 이전 고용주의 401(k) 자산을 유지하며 나머지는 일시금으로 현금 인출을 받거나 자산을 IRA로 전환하는 것으로 나타남 (Vanguard "How America Saves 2023")
 - 젊은 세대는 부모 세대에 비해 근속기간이 더 짧으며, 전체 평균 근속 기간은 10년 동안 감소 추세를 보이고 있음



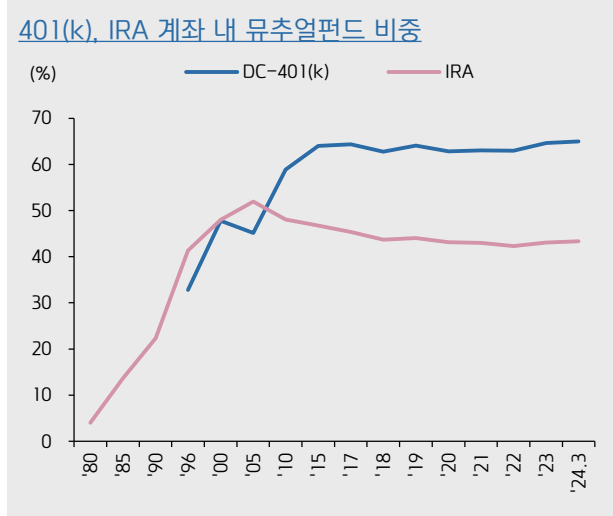
자료: ICI, 키움증권 리서치



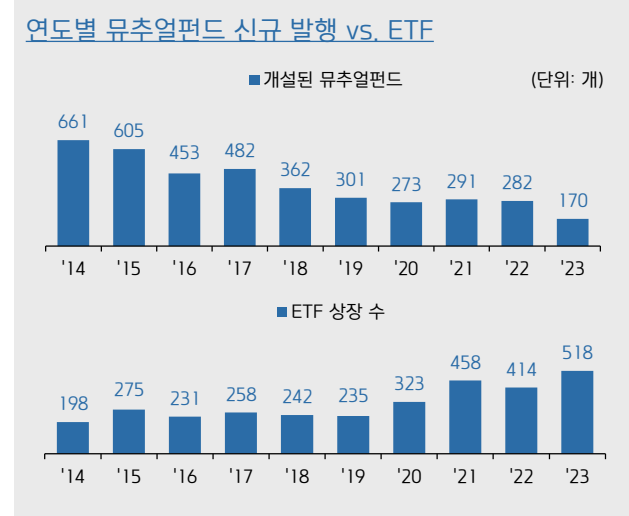
자료: ICI, 키움증권 리서치



- ◆ DC 대비 IRA에서 ETF 활용이 많음
 - 뮤추얼펀드는 DC 자산 풀의 상당 부분을 차지하고 점유율을 유지해왔으나 IRA 내에서는 점유율 하향 추세가 관찰됨
 - DC-401(k) 내에서의 뮤추얼펀드 비중 65%와 비교해, IRA 내에서는 43%로 적으며 이 또한 점차 하향 추세
 - 미국 운용사들도 IRA를 겨냥한 ETF 상품 공급을 확대 중
 - 액티브 펀드 → ETF 전환 추세가 지속되고 있는 부분도 관련 추세에 기인



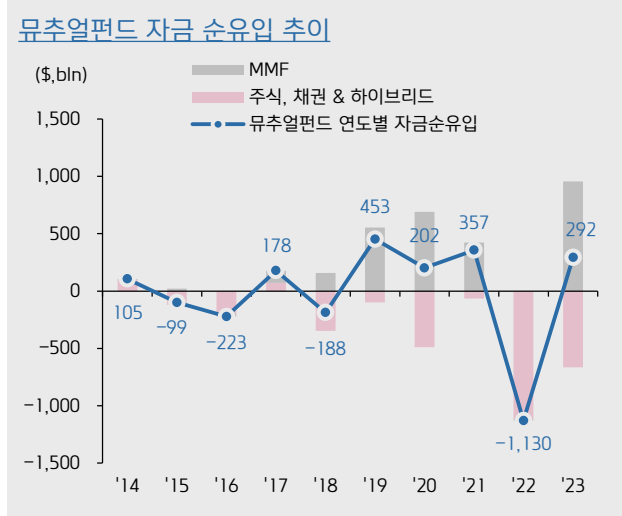
자료: ICI, 키움증권 리서치



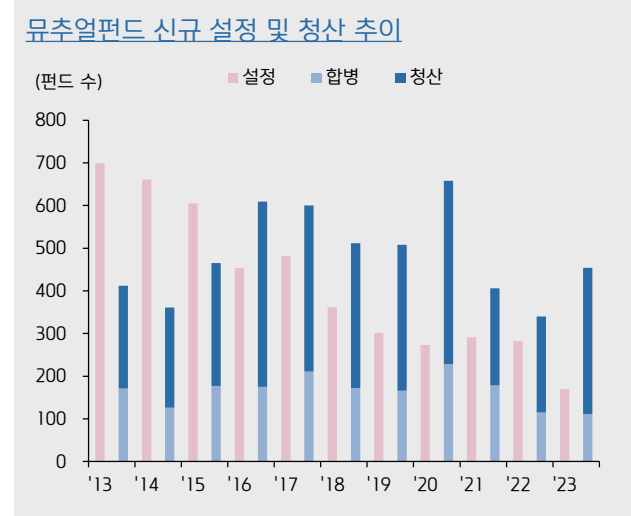
자료: ICI, 키움증권 리서치



- ◆ 일반 계좌에서는 ETF의 존재감이 명확
 - 2023년 미국 뮤추얼펀드 시장은 \$25.5조 기록. 개인투자자 1억1,600만 명, 6,870만 가구가 뮤추얼펀드 소유
 - 그 중에서 연간 머니마켓펀드(MMF)만이 상당한 자금 유입을 기록했고, 이 외 주식형 뮤추얼펀드는 유출세 지속 (지난해 매월 순유출 기록). 채권형 또한 소폭의 자금 유출을 보임
 - 또한, 1년 동안 총 170개의 뮤추얼펀드가 신규 설정되었는데 이는 2021년 291개, 2022년 282개와 비교해 감소 추세.
 - 반면 합병되거나 청산된 펀드는 지난해 대비 34% 증가한 454개 기록



자료: ICI, 키움증권 리서치

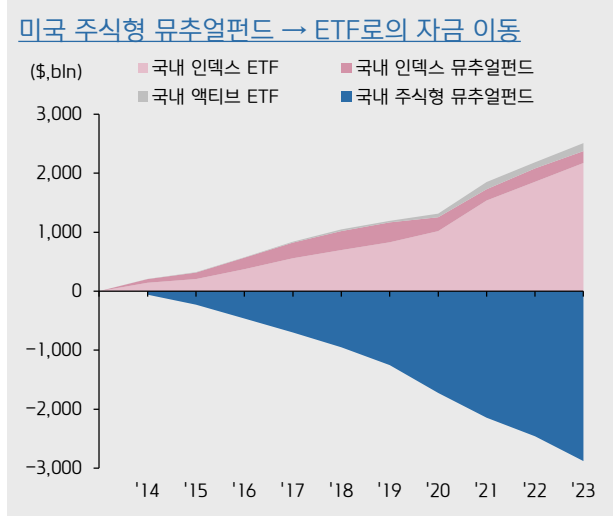


자료: ICI, 키움증권 리서치

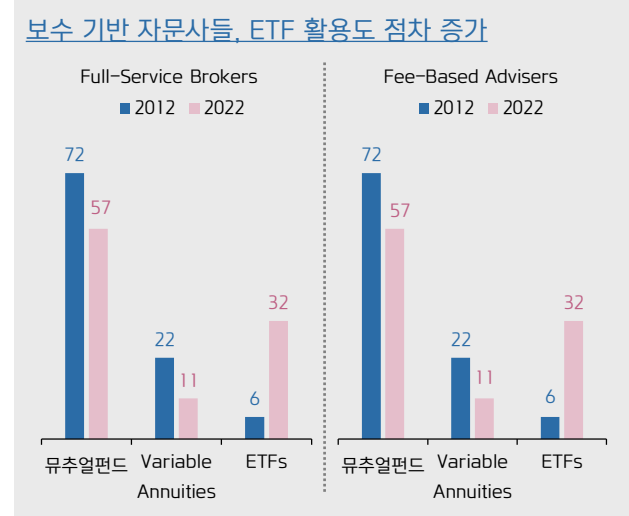


◆ 일반 계좌에서는 ETF의 존재감이 명확

- 반면, ETF 시장으로는 자금 유입세 지속. 2014년 이후 ETF로의 자금 순유입액은 인덱스 기반 미국 주식형 뮤추얼펀드 순유입액의 2배에 달함. 지난 10여년 간 브로커 및 금융 전문가의 ETF 활용도가 높아졌기 때문
- 보수 기반(Fee-Based)*의 자문사(Advisor)들의 고객 포트폴리오에서 ETF 활용도가 점차 늘어나는 추세
 - 보수(Fee): 자문, 운용 등 서비스 이용 대가로 연/분기 등 일정기간 단위로 수치 vs. 수수료(Commission): 주식 등 금융상품 매매 시 일회적으로 수치. 미국 자문사들은 자문, 일임 등 자산관리 서비스의 대가로 다양한 형태의 보수를 수취하며, 보수 수준은 자문범위, 규모 등에 따라 고객과 협의하여 결정



자료: ICI, 키움증권 리서치



자료: ICI, 키움증권 리서치

IV. EMP 시장과 ETF





- 변동성이 높아지는 환경 속에서 자산배분의 중요성 확대 중이며 최근 국내에서도 자산배분형 공모펀드 설정이 확대되고 있음
→ 이에 따라 일종의 자산배분펀드인 EMP 활용도가 다시 높아지는 경향
- EMP는 운용자산의 50% 이상을 ETP에 투자하는 자문 포트폴리오 펀드로 'ETF Managed Portfolio'의 약자. 주 투자대상이 ETF인 만큼 더 많고 넓은 영역에 투자하는 '초분산' 펀드라 볼 수 있음. 그 만큼, 변동성이 적고 안정적으로 운용 가능
 - EMP는 2011.9월부터 미국의 펀드평가사 Morningstar에서 ETF를 활용한 포트폴리오로 분류하기 시작. 유니버스(universe), 자산군(asset breadth), 포트폴리오 전략(portfolio implementation), ETF 유형(primary ETF exposure type) 등 크게 4가지 기준과 각각에 대한 세부 기준에 따라 EMP 전략을 분류
 - 국내에서는 2017년부터 EMP 활용이 본격화 됨. 당시부터 주요 연기금에서 공식적으로 EMP 위탁운용을 집행하기 시작

EMP 분류 기준

Universe	투자지역	<ul style="list-style-type: none"> • Global : Region, 선진/신흥 • International : 개별국가 • US : 미국 중심
Asset Breadth	투자 전략의 주요 자산군에 대한 분류	<ul style="list-style-type: none"> • All asset : 모든 자산군 • Alternative : 전통자산과의 상관관계가 낮은 자산군 • Balanced : 주로 주식/채권을 활용한 자산배분 • Equity : 주식 Long, 70% 이상을 주식형 ETF에 투자 • Fixed Income : 주식 비중 30% 이하
Portfolio Implementation	포트폴리오 운영방식	<ul style="list-style-type: none"> • Hybrid : 진출적/전략적 자산배분 혼합 • Strategic : 전략적 자산배분 • Tactical : 진출적 자산배분
Primary ETF Exposure Type	ETF 주 투자유형	<ul style="list-style-type: none"> • All inclusive : Universe와 Asset Breadth에 맞는 ETF들을 잠재적으로 모두 다 활용 • Broad Market : 시장 전체 투자 • Country/region : 개별 국가, 지역 혹은 외환 • Sector : 특정 주식 섹터나 채권 섹터, 개별 섹터 등

자료: Morningstar, 키움증권 리서치

국내 EMP 펀드 분류

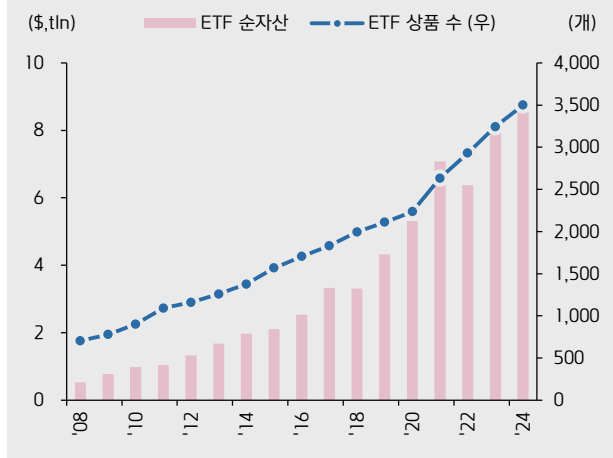
분류	내용
국내외 자산배분형	<ul style="list-style-type: none"> - 주식과 채권, 원자재 자산에 연동되는 ETF으로 장기적으로 안정적인 성과를 추구 - 투자자 성향에 따라 주식 비중을 조정할 수 있으며, 경제 상황에 따라 주식 및 채권 비중을 조정할 수 있음
국내외 주식형	<ul style="list-style-type: none"> - 주식 ETF에 한정하여 운용되며, EMP 상품 중 자산배분형 다음으로 가장 많은 비중 차지 - Core-Satellite 유형, 특정 산업이나 테마, 지역 집중투자 유형, 매니저 견해 및 시 판단 하에 자율적으로 투자 ETF를 선별하는 유형 등으로 나뉨
국내외 채권혼합형	<ul style="list-style-type: none"> - 보수적인 투자성향의 투자자들에게 적합. 국공채 ETF를 비롯해 신용등급이 높은 회사채 ETF, 우량 배당주로 구성된 ETF 등에 투자 - 채권의 자본차익과 이자/배당을 수익의 원천으로 함
TDF	<ul style="list-style-type: none"> - 가입자의 현재 연령과 퇴직 가능 시점을 고려해 주식과 채권 등을 시간의 경과에 따라 자동으로 리밸런싱하는 투자 상품 - 퇴직연금 상품은 투자기간이 길어 투자상품의 비용이 저렴하고 투명한 필요가 있어 ETF가 적합한 투자상품으로 꼽힘

자료: 키움증권 리서치



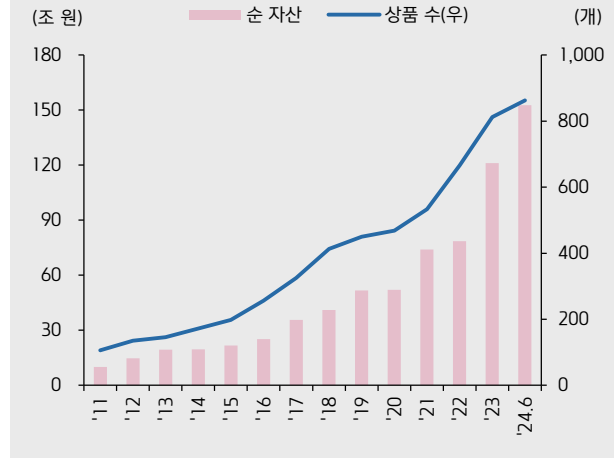
- 자산배분펀드가 EMP를 점차 선호하는 배경으로는 저비용/고효율의 금융상품인 ETF 활용을 늘릴 수 있기 때문
- 자산배분펀드를 일반 공모펀드로 구성할 경우, 각 펀드에 대한 투자설명서를 비롯한 투자성과, 운용전략 등을 파악해야 하는 실사 과정이 수반되어야 하며, 운용비용 또한 높은 경향
- 반면, 대부분의 ETF는 투자설명서가 실사 대상이며 운용지시 측면에서도 거래소에서 직접 매매를 통한 비중 조절이 가능. 비용 또한 훨씬 낮은 편
 - IC에 따르면, 올해 1분기 기준 뮤추얼펀드의 평균 운용보수는 ETF 대비 약 26~27bp 높음
- 또 이미 대부분 자산군, 국가, 전략, 팩터, 테마 ETF들이 상장되어 있으므로 투자 전략에 따른 펀드 편입을 결정하기에도 용이. 즉, 이미 인프라는 충분히 갖춰져 있음

글로벌 ETF 시장 규모 및 상품 수



자료: Morningstar, 키움증권 리서치
주) '24년은 6월 말 기준

국내 ETF 시장 규모 및 상품 수

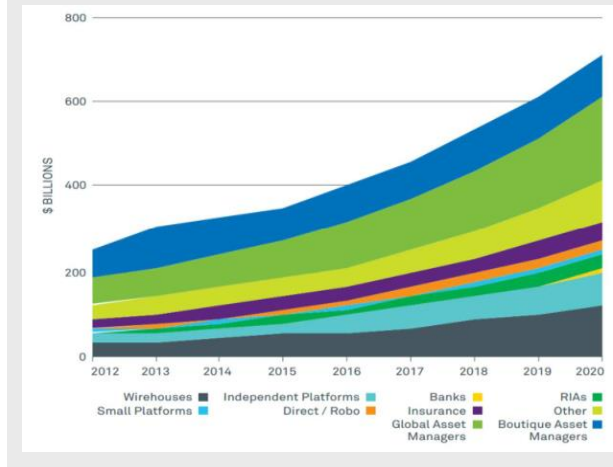


자료: KRX, 키움증권 리서치
주) '24년은 6월 말 기준



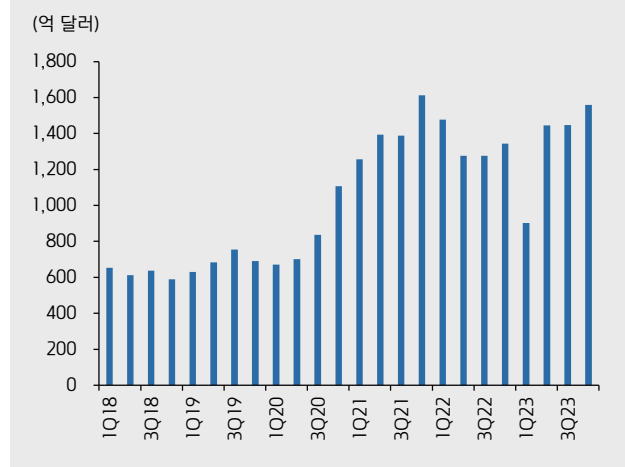
- 과거 블랙록은, EMP 시장의 성장 배경으로 ▲비용 효율적인 ETF를 활용한 자산배분의 투자자 수요 증가, ▲연기금 등 기관들의 포트폴리오에서 ETF 활용 증가, ▲로보어드바이저의 등장 등을 꼽음
- 이와 함께 자산배분에 대한 투자자 수요가 증가하고, 저비용/고효율의 ETF 시장이 확대됨에 따라 향후 EMP 펀드 시장이 빠르게 확대될 것으로 전망한 바 있음
- 다만, 예상과 달리 EMP 시장은 더딘 성장세를 보임
 - 2018년 이후 미-중 무역분쟁, 코로나 팬데믹, 미국 고금리 장기화 등으로 변동성이 커지며 분산 투자를 통한 리스크 관리 중요성이 더욱 부각, EMP 펀드에 대한 관심도 높아졌었음
 - 그러나, 2022년 연준의 긴축 이후 나타난 자산배분 효과 상실(60/40 포트폴리오 전략 실패, 전체 설정액 규모 축소 등)로 크게 위축

Blackrock의 채널별 EMP 성장 전망



자료: Blackrock

모닝스타 집계 미국 EMP 펀드 운용자산 추이

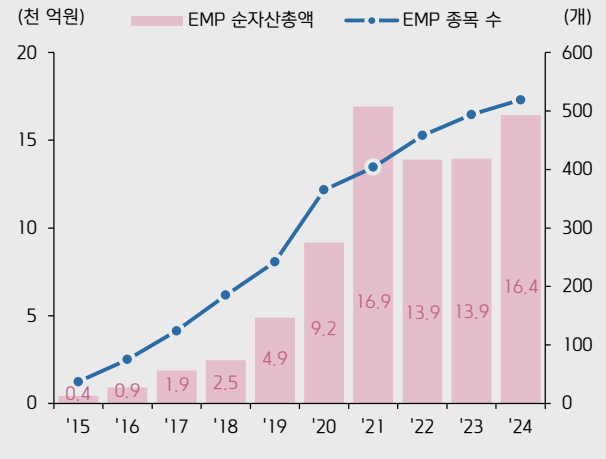


자료: Morningstar, 키움증권 리서치



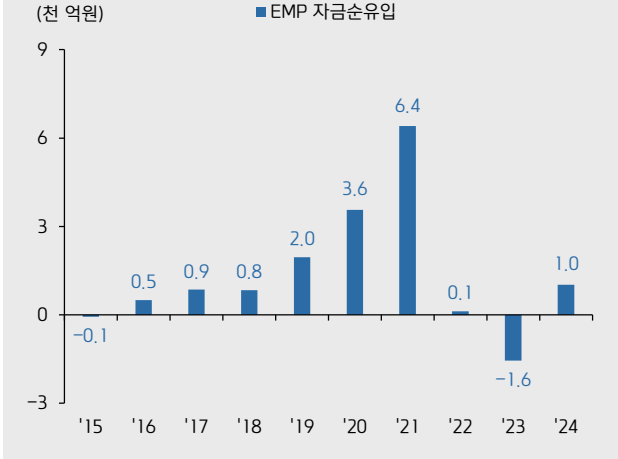
- 그러나, 최근 EMP 시장 순자산이 다시 증가세 전환
- ETF 시장의 양적/질적 성숙과 함께 **ETF를 활용한 포트폴리오 전략**에 대한 관심이 증가한 데 따름
- 국내외 ETF 시장의 성장, ETF를 활용한 자산배분 수요 증가, 자산운용업계 전반의 보수인하에 따른 수익성 제고 노력 등에 힘입어 EMP 펀드에 대한 관심이 높아지는 추세이며 자산운용사를 중심으로 EMP 상품의 출시가 최근 잇따르고 있음
 - 6월 말 기준 펀드 설정액은 1조6,400억원으로 지난해 말 대비 2,487억원(+ 17.8%) 증가 (패밀리펀드 기준)
 - 상품 수 또한 현재 519개로 작년 한 해 동안 37개 펀드, 올해만 23개 펀드가 신규 설정 됨
 - 펀드 자금흐름은 2022~2023년 순유출세를 보이다가 올해 순유입 전환

국내 EMP 운용자산 및 상품 수 추이



자료: 펀드닥터, 키움증권 리서치
주) 2024년은 08/20 기준

국내 EMP 펀드 자금흐름 추이



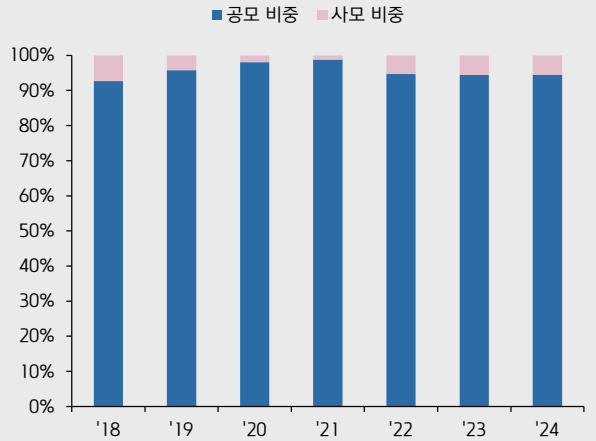
자료: 펀드닥터, 키움증권 리서치
주) 2024년은 08/20 기준

(참고) 국내 EMP 펀드 시장 특징



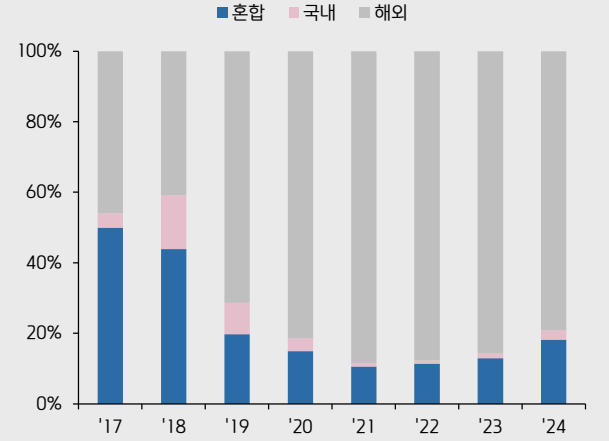
- 한편, EMP 펀드는 공모가 대부분이고 사모는 비중은 미미. 2024년 6월말 기준 사모 EMP 펀드 순자산 규모는 908억원으로 전체 EMP 펀드의 5.6% 수준
- 또한, EMP 펀드의 투자지역을 국내, 해외, 국내외혼합으로 분류할 경우 2024년 6월말 기준 해외 80.9%, 국내외혼합 16.5%, 국내 2.6%로 국내보다는 해외투자가 절대적 비중을 차지

EMP 펀드 공/사모 비중



자료: 펀드닥터, 키움증권 리서치

EMP 펀드 투자지역별 비중



자료: 펀드닥터, 키움증권 리서치

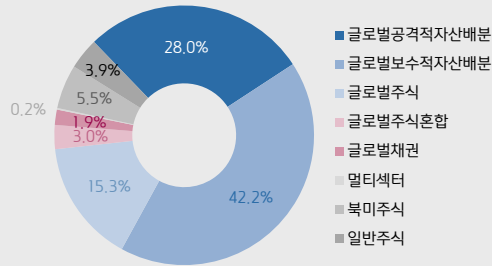
(참고) 국내 EMP 펀드 시장 특징



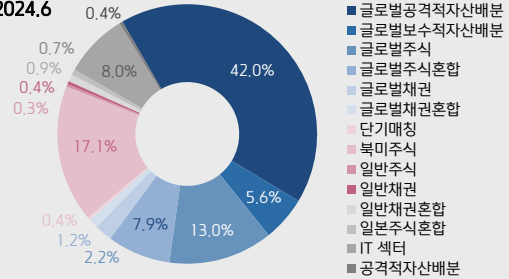
- 2017년에는 국내외혼합 51.8%, 국내 3.9%, 해외 44.3%로 국내외혼합의 비중이 가장 높았으나 그 이후 해외투자 비중이 빠르게 확대된 것을 알 수 있음
- 도입 초기와 비교했을 때 보수적 자산배분 유형의 비중이 감소한 대신 공격적 자산배분 유형이 크게 증가

EMP 펀드 유형별 비중 변화

2017



2024.6



자료: 펀드닥터, 키움증권 리서치
주) 순자산 기준

국내 순자산총액 상위 EMP 펀드

종목명	최초 설정일	분류	순자산 (억원)
IBK플레인바닐라EMP[혼합-재간접]	2019-01-14	글로벌 공격적자산배분	3,776
미래에셋미국인덱스EMP자(주식-재간접)	2007-08-29	북미 주식	2,761
다음글로벌멀티에셋인컴EMP자[혼합-재간접](공)	2019-10-23	글로벌 공격적자산배분	1,030
KB글로벌주식솔루션EMP자(주식-재간접)(UH)	2016-04-20	해외주식형	923
삼성일당다람쥐글로벌EMP자[주혼-재간접]	2020-09-21	글로벌주식혼합	755
삼성EMP리얼리턴자UH[주혼-재간접]	2018-11-30	글로벌 공격적자산배분	742
KB다이나믹4차산업EMP자(주식-재간접)	2018-05-18	정보기술섹터	694
미래에셋글로벌코어테크EMP자(주식-재간접)	2018-04-11	정보기술섹터	495
삼성민용직한사계절EMP자H[채혼-재간접]	2020-02-03	글로벌 보수적자산배분	489
키움블리오글로벌멀티에셋EMP자(UH)[혼합-재간접]	2019-12-09	글로벌 공격적자산배분	438

자료: 펀드닥터, 키움증권 리서치
주) 2024-08-20 기준, 동일 패밀리클래스 펀드들의 순자산 합산



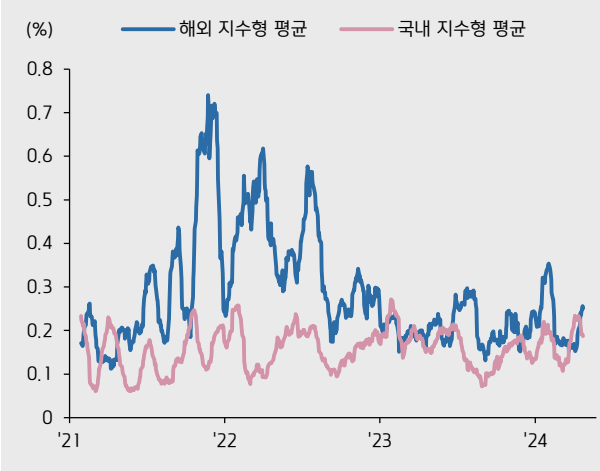
- ◆ ETF의 질적·양적 성장 → EMP 펀드의 옵션 다양화로 직결
 - 최근 ETF 운용사들간의 주력 대표 지수형 ETF 운용보수 인하 경쟁이 치열해지는 양상
 - 0.1% 미만으로도 S&P 500 또는 나스닥-100지수 추종 상품에 투자할 수 있는 상품이 많아지고 있음
 - S&P 500, Nasdaq-100 지수를 추종하는 대표적인 ETF 'SPY', 'QQQ' ETF의 연간 운용보수가 0.0945%, 0.2%라는 점을 감안하면 국내 상장된 해외 지수형 ETF들의 운용보수가 상대적으로 더 저렴함
 - 국내 ETF 운용보수 뿐만 아니라 괴리율도 과거 대비 크게 안정화되면서 투자 매력도가 부각되고 있는 상태

국내 주요 해외지수 추종 패시브형 ETF 운용보수

S&P 500 추종 ETF			
코드	ETF명	순자산총액 (억원)	총보수(%)
360750	TIGER 미국S&P500	41,915	0.07
360200	ACE 미국S&P500	11,978	0.07
379780	RISE 미국S&P500	4,568	0.01
Nasdaq-100 추종 ETF			
코드	ETF명	순자산총액 (억원)	총보수(%)
133690	TIGER 미국나스닥100	35,826	0.07
367380	ACE 미국나스닥100	9,513	0.07
368590	RISE 미국나스닥100	5,822	0.01

자료: 각 운용사, 키움증권 리서치
주) 2024-07-29 기준

국내 대표지수형 ETF 괴리율 추이



자료: Quantwise, 키움증권 리서치
주) 2024-07-29 종가 기준, 괴리율 절대값의 20D 이동 평균, 순자산총액 상위 10개 대표지수형 ETF 기준



- ◆ 해외 못지 않은 국내 대표 지수/채권형 ETF
 - 국내 설정액 상위 EMP들의 편입 상위 ETF들을 검토해본 결과, 일부에서 국내외 대표 주식/채권형 ETF를 편입 중
 - 다만 아직까지 해외 투자에 있어서는 역외 ETF를 선호하는 경향
 - 그러나, 앞서 살펴봤듯이 국내 상장 해외지수형 ETF들의 운용보수 및 괴리율 현황을 고려했을 때 S&P500, Nasdaq-100 지수 추종 상품의 경우 'SPY', 'QQQ' 대신 국내 상장 해외주식형 ETF를 더 적극 활용할 수 있음
 - 국내 EMP 펀드 시장이 보다 활성화될 경우 국내 ETF에 선순환 효과로 이어질 수 있음
 - 투자대상 다변화를 통한 수익률 제고가 필요한 국내 연기금 등 기관투자자의 경우에도 상대적으로 적은 비용과 높은 투명성으로 투자목적에 맞는 전략을 구현할 수 있는 EMP 투자가 유용할 것으로 기대
 - ETF 라인업을 갖추고 있는 운용사의 경우 EMP 펀드를 통해 수익성을 제고할 수 있으며, ETF 사업을 영위하지 않는 운용사의 경우 EMP 펀드를 설정함으로써 ETF 시장에 몰린 자금 일부를 흡수할 수 있음 (자본시장연구원)

국내 설정액 상위 EMP에서 사용된 국내 ETF는?

순위	상품명	순자산 총액 (억원)	설정일	비중 상위 ETF
1	IBK플레인바닐라EMP[혼합-재간접]	3,776	2019-01-14	QQQ (23.5%), MINT (20.1%), VOO (18.3%)
2	미래에셋미국인덱스EMP자(주식-재간접)	2,761	2007-08-29	TIGER 미국S&P500 (16.0%), IVV(16.0%), VOO (15.4%), SNPE (14.0%)
3	다올글로벌멀티에셋인컴EMP자[혼합-재간접](공)	1,030	2019-10-23	KODEX 국고채 10년액티브 (17.0%), LQD(13.7%), JEPQ (13.3%), BIL (6.2%), SMH (6.1%), COPX (1.4%)
4	KB글로벌주식솔루션EMP자(주식-재간접)(UH)	923	2016-04-20	KBSTAR 미국S&P500 (25.3%), VOO (15.8%), SPY (6.9%)
5	삼성밀당다람쥐글로벌EMP자[주혼-재간접]	755	2020-09-21	IDEV (16.1%), SPLG (12.7%), VOO (9.9%)
6	삼성EMP리얼리턴자UH[주혼-재간접]	742	2018-11-30	MGK (12.7%), KODEX 단기채권PLUS (11.7%), KODEX 선진국 MSCI World (18.6%), KODEX 단기변동금리부채권액티브 (6.7%), IAU (5.6%)
7	KB다이나믹4차산업EMP자(주식-재간접)	694	2018-05-18	KBSTAR 미국나스닥100 (15.9%), SOXX (11.8%), QUAL (7.5%)

자료: 각 운용사, 키움증권 리서치
 주) 설정액: 2024-08-20 기준, 비중 상위 ETF 순: 최신 공개된 각사 운용보고서

(참고) Top 10 EMP 펀드가 편입하고 있는 주요 ETF



Top 10 EMP 펀드가 편입하고 있는 주요 ETF

티커	종목명	평가액 (억원)
VOO US	Vanguard S&P 500 ETF	875.7
QQQ US	Invesco QQQ Trust Series 1	569.9
360750 KS	TIGER 미국S&P500	371.6
SPY US	SPDR S&P 500 ETF Trust	361.8
IVV US	iShares Core S&P 500 ETF	354.0
SNPE US	Xtrackers S&P 500 ESG ETF	310.4
QUAL US	iShares MSCI USA Quality Factor ETF	199.1
MOAT US	VanEck Morningstar Wide Moat ETF	188.4
SMH US	VanEck Semiconductor ETF	125.4
379780 KS	KBSTAR 미국S&P500	119.8
AIRR US	First Trust RBA American Industrial Renaissance ETF	106.6
PAVE US	Global X US Infrastructure Development ETF	90.4
SPYV US	SPDR Portfolio S&P 500 Value ETF	85.3
VEU US	Vanguard FTSE All-World ex-US ETF	81.9
ACWI US	iShares MSCI ACWI ETF	78.2
PPA US	Invesco Aerospace & Defense ETF	58.6
XLU US	Utilities Select Sector SPDR Fund	53.8
HEWJ US	iShares Currency Hedged MSCI Japan ETF	40.1
INDA US	iShares MSCI India	39.7
XLK US	Technology Select Sector SPDR Fund	34.6
EWG US	iShares MSCI Germany	29.1
DVY US	iShares Select Dividend ETF	26.9
INCO US	Columbia India Consumer ETF	26.1
MCHI US	iShares MSCI China ETF	25.2
KIE US	SPDR S&P Insurance ETF	24.9
VPU US	Vanguard Utilities ETF	22.6
VTI US	Vanguard Total Stock Mkt ETF	22.3
EWQ US	iShares MSCI France	22.2
ASHR US	Xtrackers Harvest CSI 300 China A-Shares	21.7
VOX US	Vanguard Communication Services	20.7

자료: 자본시장연구원

주) 2024년 6월 초 순자산 기준 상위 10개 EMP 펀드가 투자하고 있는 ETF 중 평가액 합계 기준 상위 30개



◆ 퇴직연금 시장과 EMP 펀드

- 한편, 퇴직연금은 특성 상 장기투자에 적합한 상품 중심으로 구성
- 그 중에서도 디폴트옵션으로 운용할 수 있는 상품은 퇴직을 위한 적립금에 투자되기 때문에 정부 당국의 엄격한 심사와 승인을 거쳐야 함
- 크게 1) 원리금보장형과 2) 펀드, 3) 포트폴리오로 분류되며, 원리금보장형은 예/적금, GIC 등으로, 펀드는 장기투자에 적합한 펀드로서 TDF, BF, MMF, 인프라펀드 등으로 구성. 포트폴리오 상품은 펀드와 원리금보장상품이 단독 혹은 혼합되어 구성
- 또한, 위험도에 따라 초저위험~고위험으로 나뉘는데, 저위험/중위험/고위험 상품군은 TDF, EMP, BF가 대부분

디폴트옵션으로 운용할 수 있는 금융상품

상품 유형	내용
원리금 보장형	예금/적금 (은행, 증권금융) 은행 등 금융회사가 불특정다수로부터 금전의 보관과 운용을 위탁받고, 그 대가로 약정이율에 따라 이자 지급
	최저이율보증보험 (보험사, GIC) 보험회사가 최저이율을 보증하는 저축성 보험계약으로 예금과 실질은 유사하나 형식은 보험계약 형태
	주가연계파생결합사채 (증권사, ELB) 기초자산(예: 코스피 등)의 가격변동으로 수익률도 약정에 따라 변동되며 원금은 보장되는 형태의 채권
펀드	Target Date Fund (TDF) 은퇴연령 등 투자목표시점에 따라 위험자산과 안전자산의 편입 비중을 자동으로 리밸런싱하는 상품
	Balanced Fund (BF) 투자 위험이 상이한 다양한 자산에 분산투자 하고, 금융시장 상황과 자산 가치 변동을 고려해 주기적으로 자산 비중을 조정하는 장기수익을 추구하는 펀드
	Stable Value Fund (SVF) 안전한 단기금융상품(RP 등)에 투자하여 안정성을 추구하는 펀드
	SOC Fund 국가 정책 등에 따른 사회기반시설사업에 투자하는 펀드
포트폴리오 상품	원리금보장상품과 펀드 상품 단독 또는 혼합 구성

자료: 고용노동부, 자본시장연구원

디폴트옵션 상품의 위험 등급과 포트폴리오 구성

상품 유형	내용	가입현황 (비중, 적립금 기준)
원리금 보장형	초저위험 정기예금-이율보증형(GIC) 상품 100%	85.2%
	저위험 TDF-EMP 등 펀드(30~50%) + 정기예금-GIC 등 안전자산 (50~70%)	7.3%
원리금 비보장형	중위험 TDF 등 펀드(60~100%) + 정기예금-GIC(0~40%)	4.4%
	고위험 TDF 등 펀드(80~100%) + 정기예금-GIC(0~20%)	3.0%

자료: 고용노동부, 자본시장연구원
주) 가입 현황은 2023.6월 말 기준



- ◆ 퇴직연금 시장과 EMP 펀드
 - 2024년 2월 고용노동부가 제공한 디폴트옵션 승인상품 중 21개에 EMP 펀드가 포함되어 있으며, 6월 기준 100개의 EMP 펀드가 퇴직연금펀드로 설정
 - 또한 최근 들어 ETF를 담은 TDF, 자산배분형 펀드 공급도 증가하는 추세
 - 6월 말 설정되어 있는 1440개 이상의 TDF 가운데 188개가 ETF를 주로 담고 있음. 유사 전략과 동일 빈티지 상품 가운데 비교해 보면 ETF를 활용한 TDF들이 펀드 위주로 구성된 TDF 대비 대체로 운용보수가 낮은 상황

적격 상품 사전 승인 현황 (2024년 2월 기준)

분류	개수 (합계)	단일상품		포트폴리오	
		개수	유형	개수	유형
초저위험	41	20	예금, GIC, 금리연동형	21	2개 이상 예금 조합
저위험	90	19	BF	71	원리금보장+TDF, TIF, EMP, BF
중위험	89	20	BF, TDF	69	원리금보장+TDF, TIF, TRF, EMP, BF EMP+TIF, BF TDF, BF
고위험	87	40	BF, TDF	47	TDF, EMP, TDF+원리금보장, EMP, BF EMP+BF
전체	307	98		209	

자료: 고용노동부, 키움증권 리서치



Compliance Notice

- 당사는 08월 28일 현재 보고서에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전사, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.