

연금 자산 관리,

TDF 로 자율 운행하라

연금 자산 관리,

TDF 로 자율 운행하라

손수진 김정욱 황영진 송수열 김동엽 지음



들어가며

1

TDF란 무엇인가

1 왜 TDF인가 18

| TDF 더 들여다보기 · 미국에서 TDF는 어떻게 성장했나

2 TDF란 무엇인가 32

| TDF 더 들여다보기 · 국내 TDF는 어떻게 성장해 왔나

3 TDF가 어울리는 투자자는 누구인가 44

| TDF 더 들여다보기 · 빈티지란 무엇인가

2

TDF, 어떻게 운용하는가

- 4 **글라이드 패스는 어떻게 만들어지는가** 60
| TDF 더 들여다보기 | 목표 시점이 다가오면 주식 비중을 왜 줄이나
- 5 **글라이드 패스는 어떻게 작동하는가** 74
- 6 **목표 시점이 지나면 자산 운용은 어떻게 하는가** 90
| TDF 더 들여다보기 · TIF란 무엇인가
- 7 **주식과 채권에만 투자할 것인가, 대체 자산에도 투자할 것인가** 100
| TDF 더 들여다보기 · 전략 배분이란 무엇인가
- 8 **왜 주식과 채권에 직접 투자하지 않고 펀드에 간접 투자하는가** 116
| TDF 더 들여다보기 · 플랫폼 운영이란 무엇인가
- 9 **액티브 TDF, 패시브 TDF는 무엇인가** 126
| TDF 더 들여다보기 · 펀드가 얼마나 액티브한지 측정하는 방법은
- 10 **환 헤지는 어떻게 하는가** 138
| TDF 더 들여다보기 · 미국 TDF는 자국 주식과 채권에 얼마나 투자하고 있나

3

어떤 TDF를 고를 것인가

- 11 **내게 맞는 TDF를 고르려면 무엇을 확인해야 하는가** 154
| TDF 더 들여다보기 · 변동성이 크면 장기 수익률이 위험한가
- 12 **TDF 이름에는 어떤 정보가 숨어 있는가** 178
- 13 **TDF 하나로 연금 자산 관리가 가능한가** 190

“백 살까지 오래오래 사세요.”

예전에 새해 때나 생신을 맞이한 집안 어른님께 인사를 드리면서 자주 하던 덕담이다. 하지만 이제는 100세 삶이 희망이 아닌 현실로 다가왔다. 그래서일까? 요즘은 ‘100세 시대’라는 말도 너무 자주 듣다 보니 진부하게 여겨지기도 한다. 수명이 늘어나는 것은 반가운 일이지만, 마냥 좋아하고만 있을 순 없다. 늘어난 수명만큼 노후 준비에 따르는 부담도 커지기 때문이다. 금리가 높았던 시절에는 그나마 나왔다. 예적금과 같은 원리금 보장 상품에 가입해 따박따박 저축하면 노후 자금을 불릴 수 있었다. 하지만 저금리가 장기화하면서 상황은 달라졌다. 늘어난 수명만큼 부족해진 노후 자금을 보충하려면 예적금만으로는 어렵고 투자에 나서야 한다.

하지만 현재 연금 자산은 대부분 금리형 상품에 머물러 있다. 직장인들의 대표적인 노후 준비 수단이라고 할 수 있는 퇴직연금을 살펴보자. 2022년 말 기준으로 퇴직연금 적립금은 335.9조 원인데, 이 중 85.4%(286.1조 원)가 예적금과 같은 원리금 보장 상품에 맡겨져 있다. 펀드 등 실적 배당 상품에 투자된 자금은 적립금의 11.3%(37.7조 원)에 불과하다. 저축 금액

을 세액 공제해 주는 연금 저축도 마찬가지다. 연금 저축에는 보험, 신탁, 펀드가 있다. 2022년 말 기준으로 적립금은 159.7조 원인데, 이 중 71.1%(113.6조 원)는 보험, 10.0%(15.9조 원)는 신탁에 맡겨져 있다. 펀드에 투자된 자금은 전체 적립금의 14.3%(22.9조 원)에 불과하다.

연금은 노후 생활비 재원이고, 노후 자금은 안전하게 관리해야 하니까 그렇다고 생각할 수 있다. 맞는 말이다. 노후 자금을 무턱대고 변동성이 큰 상품에 투자해서는 안 된다. 운이 좋아서 큰 수익을 낼 수도 있지만, 자칫 큰 손실을 볼 수도 있기 때문이다. 하지만 초저금리 상황에서 연금을 전부 예적금과 같은 금리형 상품에 맡겨둬도 될까? 혹시 원금 손실을 피하려다 다른 문제를 초래하지는 않을까?

이 질문에 대한 대답은 그리스 신화의 이카루스 이야기에서 찾을 수 있다. 사람들은 이카루스를 태양을 향해 너무 높이 날아오르지 말라는 아버지의 경고를 무시한 채 하늘 높이 날아오르다 떨어져 죽었다고 생각한다. 투자의 세계에서는 이카루스를 리스크 관리를 하지 않고 고수익만 추구하다 낭패를 당한 예로 들 때가 많다. 그런데 이카루스의 아버지는 아들에게 높이

나는 것만 위험하다고 했을까?

이카루스의 아버지는 다이달로스다. 그는 그리스 최고의 건축가이자 발명가로 알려져 있다. 다이달로스는 크레타 섬을 통치하던 미노스 왕의 명령으로 미로로 된 궁전을 만들었다. 그리고 미노스 왕은 그곳에 미노타우로스라는 괴물을 가두었다. 그런데 다이달로스는 괴물이 미궁에서 탈출할 수 있도록 도왔다는 죄로 아들과 함께 미궁에 갇히는 신세가 됐다. 그러자 다이달로스는 새들이 떨어트린 깃털을 모아 밀랍으로 붙여 날개를 두 쌍 만든다. 그리고 자신과 아들이 날개를 한 쌍씩 나눠 갖는다.

다이달로스는 이카루스에게 날개를 달아주며 “너무 높이 날아서 태양 가까이 가면 밀랍이 녹아 내릴 수 있으니 조심하라.”라고 신신당부한다. 그런데 이카루스는 처음 하늘을 나는 즐거움에 아버지의 당부를 잊고 하늘 높이 날아 태양 가까이 간다. 그러자 깃털을 접착하고 있던 밀랍이 녹아 내리고, 이카루스는 떨어져 죽는다. 다들 여기까지 알고 있다. 하지만 이게 전부는 아니다.

다이달로스는 아들에게 “너무 높이 날아 올라서도 안 되지만, 너무 낮게 날아도 안 된다.”라고 경고했다. 미궁이 있던 크

레타 섬에서 탈출하려면 바다를 건너야 한다. 그런데 이카루스가 높이 나는 것이 무섭다고 해수면 가까이서 비행하면 어떻게 될까? 지중해의 습한 바람이 이카루스의 날개에 스며들었을 것이고, 이카루스는 시나브로 무거워진 날개의 무게를 이기지 못해 더 이상 날갯짓을 할 수 없어 추락했을 것이다.

무턱대고 태양을 향해 높이 날아 오르는 것만큼이나 해수면 근처를 낮게 나는 것 또한 위험한 일이었다. 이카루스는 너무 높지도 않고 너무 낮지도 않게 적당한 고도를 유지하며 날아서 반대편 해안에 착륙해야 한다. 연금 운용도 마찬가지다. 리스크 관리를 하지 않고 고수익만 추구하다 큰 손실을 입어서도 안 되지만, 초저금리 상황에서 원금을 지키겠다고 금리형 상품만 고집해서도 안 된다. 그러다가 또 다른 위험을 초래할 수 있다.

그렇다면 그리스 신화를 다시 써보자. 만약 이카루스가 예전에도 하늘을 날아봤다면, 날개를 만든 재료가 어떤 위험에 취약한지 알았더라면 그리고 적당한 고도를 유지하면서 나는 방법을 제대로 익혔더라면 어땠을까? 지금 우리가 알고 있는 것과 다른 결과에 도달했을 것이다. 다이달로스가 경험도 실력도 부족한 아들에게 오늘날 항공기에서 사용하는 자동 항법 장치

같은 것을 달아 줬더라도 결과는 달라졌을 것이다. 이카루스는 태양으로부터 그리고 해수면으로부터 떨어져 적정한 고도를 유지하며 안전하게 날아서 반대편 해안에 착륙했을 것이다.

연금을 운용할 때도 마찬가지다. 늘어난 수명과 낮아진 금리에 대응하려면 저축에서 투자로 연금 자산의 서식지를 옮겨야 한다. 물론 말은 쉽지만 실천이 만만치 않다. 연금 가입자가 모두 뛰어난 투자 역량과 풍부한 경험을 가졌다면 가능할 수도 있다. 하지만 그런 사람은 많지 않다. 설령 있다고 해도 바쁜 일과 중에 연금 자산 관리에 쏟을 시간이 얼마나 될지 의문이다.

투자 경험이 일천하고 역량이 모자란다고 연금을 원리금 보장 상품에 맡겨둬야 할까? 그렇지 않다. 아니면 생업을 뺀 것으로 하고 투자에 전념해야 할까? 그럴 필요도 없다. 연금 가입자가 투자 과정에 일일이 개입한다고 수익률이 더 좋아진다는 보장은 없다. 오히려 그러다 시장 분위기에 휩쓸려 투자를 망치기 십상이다. 이들에게 필요한 것은 비행기의 자동 항법 장치처럼 연금 운용을 도와주는 금융 상품이다. 연금 가입자들이 타겟데이트 펀드(TDF, Target Date Fund)에 주목해야 하는 것도 바로 이 때문이다.

타겟 데이트 펀드는 우리말로 번역하면 ‘목표 시점 펀드’라고 할 수 있지만, 이보다는 영문 머리글자를 따서 그냥 TDF라고 부를 때가 많다. TDF는 투자자의 생애 주기에 맞춰 펀드 내 자산 비중을 자동으로 조정해 준다. 최근 국내 TDF 시장의 성장세가 가파르다. 금융투자협회에 따르면 2018년 1조 3,730억 원이던 TDF 순자산이 2023년 말에 12조791억 원으로 증가했다. 같은 기간 펀드 수도 53개에서 171개로 늘어났다.

이 책은 투자 경험과 역량이 부족하고 투자에 쏟을 시간도 많지 않은 연금 가입자들에게 TDF를 소개하기 위한 것이다. 책은 크게 3부로 구성되어 있다. 1부에서는 TDF가 무엇이고, 왜 필요하고, 누구에게 어울리는지 살펴보고자 한다. 2부에서는 TDF가 자산 운용을 어떻게 하는지 자세히 들여다보고자 한다. TDF의 핵심 엔진이라고 할 수 있는 글라이드 패스는 어떻게 만들어지고 작동하는지, 어떤 자산에 어떻게 투자하는지 살펴볼 것이다. 국내외 자산 배분과 환 헤지에 대해 살펴보고, 목표 시점 이후 자산 운용에 대해서도 짚어볼 것이다. 3부에서는 개인 투자자가 자신에게 적합한 TDF를 고르는 방법과 투자 방법에 대해 살펴보고자 한다.

투자 경험이 많지 않은 연금 가입자가 이해할 수 있도록 가 능하면 쉽게 쓰려 했지만, 자산 운용에 관한 내용을 다루다 보니 초심자에게는 다소 어렵게 느껴질 수도 있겠다. 이 모든 것은 좀 더 쉽게 설명하지 못한 저자들의 탓이라고 할 수 있다. 대신 독자들의 이해를 돕기 위해 ‘연금과투자TV’를 통해 동영상 강의도 함께 제공할 예정이다. 아무쪼록 독자들이 성공적으로 연금을 관리하여 평안한 노후를 준비하는 데 이 책이 조금이라도 도움이 되기를 바란다.

1 TDF란 무엇인가

- 1 왜 TDF인가
- 2 TDF란 무엇인가
- 3 TDF가 어울리는 투자자는 누구인가

본격적으로 TDF(Target Date Fund)에 대해 살펴보기 전에 해야 할 일이 있다. 바로 연금의 특징을 살펴보는 일이다. 그래야 연금을 어떻게 운용해야 할지, 연금을 운용하는 수단으로 TDF가 제격인지 알 수 있기 때문이다. 준비 없이 맞이하는 노후를 망망대해에 떠 있는 일엽편주(一葉片舟)에 비유하곤 한다. 당장은 평온해 보이지만 언제 몰아칠지 모를 거센 파도와 폭풍우에 대한 대비는 전혀 없어서다. 노후라는 큰 바다를 건너려면 거기에 걸맞은 튼튼한 배가 있어야 한다. 천만다행으로 우리에게겐 연금이 있다.

하지만 이 연금이라는 배에 어떤 엔진을 달고 어떻게 항해할지가 관건이다. 천리마도 주인을 잘못 만나면 비루먹은 말이 된다. 다이달로스가 이카루스에게 달아준 날개에는 문제가 없었지만, 이를 제대로 사용할 줄 몰랐던 이카루스는 하늘에서 떨어져 죽고 말았다. 연금도 마찬가지다. 운용을 잘하기 위해서는

먼저 연금이 갖는 특성을 파악한 다음 연금에 맞는 엔진과 항법이 무엇인지 알아보는 것이 중요하다.

연금은 초장기 운용 상품이다

연금이 가진 첫 번째 특징은 초장기 운용 상품이라는 점이다. 20대 후반에 취직해서 60세에 정년퇴직을 한다고 치면 족히 30년을 넘는 기간 동안 연금을 부어야 한다. 이게 전부가 아니다. 연금을 수령하는 기간도 더해야 한다. 퇴직 이후 평균 수명까지 산다고 해도 20년이 넘는다. 연금을 적립하고 수령하는 기간을 전부 합치면 족히 60년이 넘는 기간 동안 운용해야 하는 상품인 셈이다.

사람들은 “땅에 투자하려면 20년 정도 물어둔다는 각오로 사놓은 뒤 까먹고 있어야 한다.”라는 말을 한다. 이는 투자 기간에 따라 투자하는 상품이 다르다는 것을 말해 준다. 땅은 장기로 투자해야 한다는 걸 알면서 주식은 장기로 투자하는 걸 잊는 사람들이 많다. 주식과 같은 자산을 장기로 운용하면 위험이 줄어든다. 유럽의 워런 버핏으로 불리는 앙드레 코스톨라니는

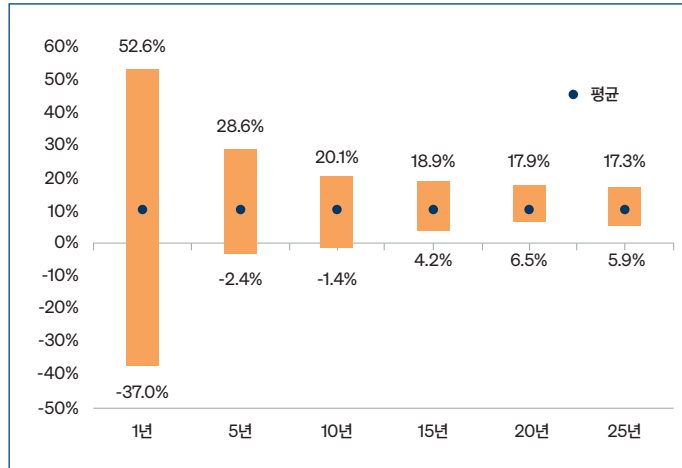
“우량 주식을 사라. 그리고 감옥에 가라. 10년 뒤에 나오면 부자가 되어 있을 것이다.”라고 말했다.

기대 수익은 그대로인데 위험이 줄어들면 자연스레 투자 수익이 높아진다. 미국 프린스턴 대학 경제학과의 버튼 G. 벨 킬 교수는 〈랜덤워크 투자 수업〉이라는 저서에서 1950년부터 2017년에 걸쳐 S&P500에 속한 주식을 보유했을 때 투자 기간에 따른 수익률을 분석했다. 그가 분석한 바에 따르면, 1년간 S&P500을 보유한 사람은 평균 10%의 수익을 얻은 것으로 나타났다. 하지만 수익률의 분포 폭이 너무 넓어서 투자 시기에 따라 52%가 넘는 수익을 얻기도 하고, -37%에 이르는 손실을 보기도 한다. 이렇게 수익률의 변동폭이 크면 투자자는 밤잠을 설칠 수밖에 없다.

하지만 투자 기간을 5년으로 늘리면 최대 수익률과 최소 수익률의 변동폭은 28.6%와 -2.4% 사이가 되고, 10년으로 늘리면 20.1%와 -1.4%가 된다. 투자 기간이 15년이 넘어가면서부터는 최악의 기간을 선택해서 투자했을 때조차도 손실을 보지 않았다. 그러면서도 평균 수익률은 비슷했다. 이처럼 장기 투자를 하면 수익률을 일정하게 유지하면서 위험을 줄일 수 있다. 연금은 초장기 투자다. 따라서 연금 자산 운용의 첫 번째 원칙

은 투자 자산을 편입하는 것이다. 이것을 지키지 않고 다른 것을 시도해 봐야 헛일이다.

투자 기간에 따른 주식 수익률의 범위



자료: 랜덤워크 투자 수입(버튼 맬릴, 2020년)

연금은 적립과 인출 과정을 거친다

연금은 얼마간의 목돈을 넣어두고 60여 년간 가만히 두는 금융 상품이 아니다. 퇴직 전까지는 매달 일정한 금액을 적립하면서

자산을 운용하고, 퇴직한 다음에는 적립금을 운용하면서 돈을 빼내 쓴다. 퇴직 이전에는 근로 소득에서 생활비를 쓰고 남은 돈을 적립하지만, 퇴직하고 다른 소득이 없는 상황에서는 모아둔 적립금에서 일부를 빼내 생활비를 충당해야 한다. 쓰고 남은 돈을 저축하는 단계와 모아둔 돈에서 빼내 쓰는 단계가 있는 셈인데, 이 두 단계에서의 자산 운용 방식이 다르다.

포커를 예로 들어보자. 포커 게임에 참가한 사람은 판을 달리할 때마다 앞으로 나올 패를 생각하며 가능성에 돈을 걸어야 한다. 손에 든 패와 앞으로 나올 패를 예측해서 베팅을 한다. 이 뿐만 아니다. 밀천에 따라서도 돈을 거는 방식이 달라진다. 새 판이 시작될 때마다 누군가 계속해서 밀천을 대준다고 해보자. 이렇게 되면 이번 판을 잃어도 다음 판을 기약할 수 있다. 그래서 기회가 올 때 좀 더 과감하게 베팅을 할 수 있다. 계속 돈을 걸다 보면 딸 가능성이 커진다.

그런데 판돈을 대주던 후원자가 앞으로 몇 판만 밀천을 대고 더 이상은 안 대겠다고 한다. 어떻게 해야 할까? 과감하게 베팅을 하다 몇 판을 내리 지면 밀천이 바닥을 드러내게 된다. 이 전보다 신중하게 돈을 걸어야 하는 이유다. 게임을 하다 보면 몇 판을 연속해 잃은 다음에야 몇 판을 계속 따기도 한다. 그런

데 몇 판을 내리 지는 동안 밑천이 바닥나면 나중에 돈을 딸 기회를 잡을 수 없기 때문에 신중하게 돈을 걸 수밖에 없다.

그래서 퇴직까지 기간이 많이 남아 있을 때는 위험 자산에 투자를 하고, 퇴직이 임박해 올수록 그 비중을 줄여 나가야 한다. 그리고 퇴직 후 연금을 수령하는 시기에는 보다 안정성이 높은 자산을 택해 연금을 운용해야 한다. 이처럼 연금은 적립할 때와 인출할 때 관리를 다르게 해야 한다. 하지만 일반인이 수십 년에 걸쳐서 이 같은 관리를 능수능란하게 하기란 쉽지 않다. 적립과 인출 시기에 맞춰 위험 자산과 안전 자산의 비중을 자동으로 조정해 주는 상품을 편입하는 게 좋다.

연금 운용, 권한도 책임도 가입자에게 있다

연금의 운용 주체는 어느 누구도 아닌 가입자 본인이다. 가입자 스스로 연금을 어떻게 운용할 것인지 결정해야 하고, 결정에 따른 책임도 져야 한다. 연금을 어떤 금융 상품으로 운용할지, 연금 불입을 증도에 그만둘지 또는 계속 불입할지, 인출할 때 적립금으로 종신형 연금을 구입할지 아니면 적립금을 투자 상품

에 맡겨두고 필요한 만큼만 꺼내 쓸지, 이 모든 것을 연금 가입자가 스스로 결정해야 한다. 이렇게 자신에게 주어진 권한을 어떻게 활용해야 효과를 극대화할 수 있을까? 연금에서 정말 중요한 질문이다.

이 질문에 답하려면 자기 자신에 대해 알아야 한다. 소크라테스의 “너 자신을 알라.”라는 경구는 여기서도 유효하다. 대부분의 사람들은 장기간에 걸친 연금 운용에 어려움을 겪는다. 목돈이 있으면 중간에 찾고 싶고, 한번 잘못 가입돼 있어도 계속 그대로 두는 경향이 강하기 때문이다. 실제 퇴직연금 가입자의 행동을 보면 주식 시장이 좋지 않을 때는 원리금 보장 상품에 많이 가입하고, 주식 시장이 좋을 때는 투자 상품을 선택하는 비율이 높다. 문제는 이렇게 선택을 하고 난 뒤에는 시장이 어떻게 변하든 쪽 그대로 둔다는 점이다.

2017년에 금융감독원이 조사한 바에 따르면, 퇴직연금 가입자 열 명 중 아홉 명[DC형 **Defined Contribution**(확정 기여형) 91.7%, IRP **Individual Retirement Pension**(개인형 퇴직연금) 87.6%]은 처음에 금융 회사의 도움을 받아 운용 지시를 하고 나서 한 번도 변경하지 않은 것으로 나타났다. 처음 퇴직연금에 가입할 당시 주식 시장 분위기가 평생 자산 배분에 영향을 준다는 뜻이

다. 이처럼 연금을 운용할 권한과 책임이 있는 ‘나’라는 존재는 비합리적인 면이 많다. 그래서 권한의 상당 부분을 자동 항법 장치에 위임할 필요가 있다.

연금은 잘 분산된 상품에 운용해야 한다

연금은 정부가 국민의 노후 자금 마련을 돕기 위해 세제 혜택까지 주면서 만든 제도이다. 대신 사람들이 마음대로 운용하다가 노후 자금을 마련하는 데 차질이 생기지 않도록 개입하고 있다. 적립금을 함부로 찾아 쓰지 못하도록 인출 조건을 엄격하게 제한하는 것도 이 때문이다. 국민연금은 60세 이전에 찾아 쓸 수 없고, 퇴직연금도 중도 인출이 엄격하게 제한되어 있다. 개인연금도 중도에 해지하면 그동안 받았던 각종 세제 혜택을 물어내도록 하고 있다.

그리고 정부는 연금저축과 퇴직연금 적립금을 개별 주식이나 펀드에 투자하도록 하고 있다. 펀드의 특징은 분산이다. 펀드는 국내외 다양한 주식과 채권에 골고루 분산 투자하고 있고, 이러한 펀드를 또 여러 개 편입하면 이중, 삼중으로 분산 투

자를 하는 셈이다.

연금을 분산할 때 꼭 염두에 두어야 할 것은 글로벌 분산이다. 자국의 금융 자산만 고루 가지는 것으로는 분산이 충분하지 않다. 한 나라의 금융 자산을 모두 가지더라도 해당 국가가 가진 고유의 위험에서 벗어날 수 없으므로 잘 분산된 포트폴리오라고 할 수 없다. 분산 효과는 성격이 다른 위험 자산을 결합했을 때 효과가 발휘된다. 분산 범위를 글로벌하게 확대해야 하는 이유다. 국가별 분산을 한다고 여러 나라 정기 예금에 가입해 봐야 분산 효과는 크지 않다. 하지만 투자 자산은 그 효과가 크다. 예금 자산에서 투자 자산으로 바꾸면서 글로벌 관점을 가져야 하는 이유다.

연금, 투자 엔진으로 자율 운행하라

지금까지 살펴본 연금의 네 가지 특징을 간추려보자. 우선 초장기로 운용하고, 자산은 분산돼 있다. 이 두 가지 특징에 가장 잘 맞는 자산이 투자 자산이다. 투자 자산은 야생마와 같아서 힘은 좋지만 다루기 어렵다. 야생마인 투자 자산을 길들이는 두

가지 장치는 바로 장기 투자와 분산 투자다. 연금은 이 두 가지 장치를 모두 갖고 있으므로 연금과 투자는 찰떡궁합이다.

다만 연금은 초장기로 운용하기 때문에 동적인 요소가 포함되어 있다. 연금 가입자는 적립부터 인출까지 수많은 의사 결정을 해야 한다. 그 과정이 복잡할 뿐 아니라 의사 결정을 해야 하는 개인은 분위기에 휩쓸리고, 비합리적이고, 변화를 싫어하고, 게으른 경향이 있다. 그래서 연금 운용의 일정 부분은 자동 항법 장치에 맡겨두는 것이 좋다. 투자 엔진과 자율 운행, 이 둘이 좋은 연금을 만드는 키워드이다.

비유하자면 연금은 노후라는 태평양을 건너게 하는 배와 같다. 파도는 거칠고 날씨는 예측하기 어려운데 우리는 운전이 서툴다. 연금이라는 배의 엔진은 확정 금리를 주는 단기성 금융 상품이 아닌 장기성 투자 자산이어야 한다. 이 배는 출발할 때 전문가와 함께 몇 가지 의사 결정을 한 다음 자동 항법 장치에 맡겨두는 게 낫다. 이렇게 하면 노후라는 태평양의 파도도 우리를 집어삼키지 못할 것이다.



TDF 더 들여다보기

미국에서 TDF는 어떻게 성장했나

TDF의 본고장은 미국이다. TDF는 1993년 바클레이즈 글로벌과 웰스파코, 피델리티에 의해 처음 도입되었다. 하지만 TDF가 처음부터 대표적인 연금 관리 수단으로 자리 잡지는 못했다. 우리나라와 달리 미국은 법정 퇴직금 제도가 없다. 그래서 대다수 근로자가 노후 소득을 위한 퇴직 급여 계좌를 설정하는 데 소극적이었고, 연금 자산을 운용할 때에도 합리적으로 의사 결정을 내리지 못하는 경우가 많았기 때문이다.

그래서 퇴직연금을 활성화하기 위해 2006년에 연금보호법을 제정해 자동 가입 제도를 도입했다. 자동 가입 제도란 모든 근로자가 개인 퇴직 계좌를 설정하도록 하고, 원하지 않는 사람만 해지할 수 있도록 한 것이다. 하지만 자동 가입 제도

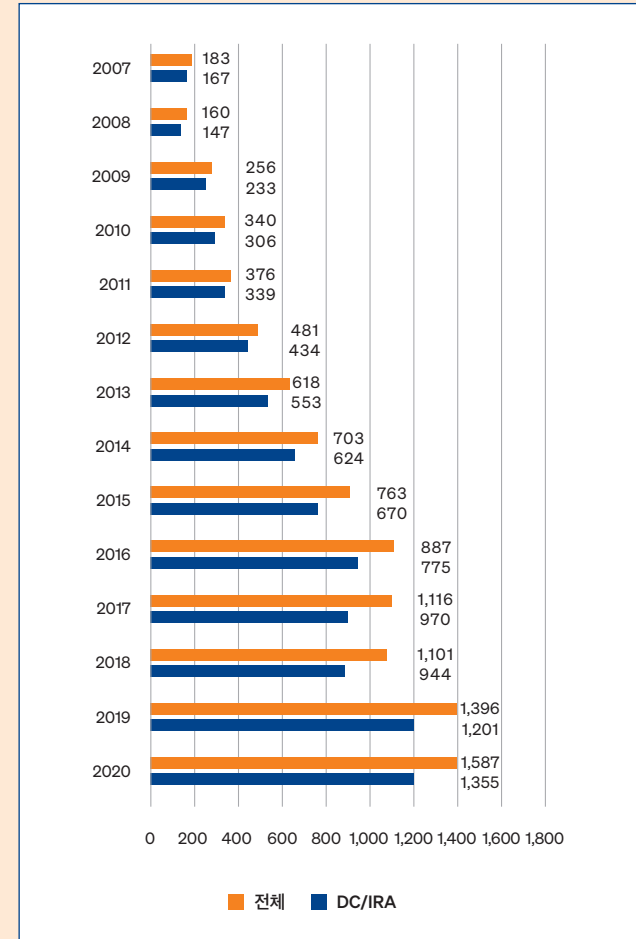
가 퇴직연금 가입자를 늘리는 데는 큰 역할을 했는지 몰라도 TDF 가입자를 늘리는 데는 크게 도움이 되지 않았다.

TDF가 본격적으로 활성화할 수 있었던 것은 2007년에 도입된 QDIA(Qualified Default Investment Alternative) 덕분이다. 우리말로는 ‘적격 디폴트 투자 제도’라고 할 수 있는데, 퇴직연금 가입자가 운용 지시를 하지 않으면 근로자를 대신해 운용주가 미리 정해 둔 적격 투자 상품에 자동으로 투자하도록 한 것이다. 적격 투자 상품 중 하나가 TDF이다.

이때부터 은퇴 자산 운용 수단으로 TDF의 활용도가 크게 높아지기 시작했다. TDF 운용 자산 규모는 2007년 183억 달러에서 2020년에는 1조 5,870억 달러로 성장했다. 그리고 같은 기간 퇴직연금[DC, IRA(Individual Retirement Accounts(개별 퇴직 계좌))]에서 투자된 TDF 자금 규모도 167억 달러에서 1조 3,550억 달러로 늘어났다. 2020년 말 기준으로 전체 TDF 자산의 85.4%가 퇴직연금으로 운용되고 있는 셈이다.

미국 TDF 자산 규모 성장 추이

(단위 : 10억 달러)



자료: Investment Company Institute

TDF는 타겟 데이트 펀드(Target Date Fund)의 영문 머리글자를 조합해서 만든 말이다. 우리말로로는 ‘목표 시점 펀드’라고 할 수 있는데, 그냥 TDF라고 부를 때가 더 많다. 또 타겟 데이트는 우리말로 ‘목표 시점’이라고 할 때도 있고, ‘예상 은퇴 연령’이라고 할 때도 있다. 이 책에서는 별다른 언급이 없으면 ‘목표 시점’은 타겟 데이트를 의미한다고 보면 된다. 그러면 TDF가 어떠한 금융 상품인지 특징을 중심으로 살펴보자.

TDF의 특징은 크게 네 가지다. 첫째, TDF는 연금 가입자를 위한 금융 상품이다. 연금 가입자만 TDF에 가입할 수 있다는 뜻이 아니라, 퇴직연금과 개인연금 가입자가 자산을 운용하는 데 최적화된 금융 상품이라는 뜻이다. 연금 가입자는 은퇴할 때까지 노후 자금을 축적하고, 은퇴한 다음에는 적립한 자금을 꺼내 생활비로 쓸 수 있다. TDF는 연금 가입자의 노후 자금을 적립하

고 인출하는 것을 도와주는 금융 상품이다. 이렇게 투자자의 생애 전반에 걸친 자산 관리를 도와준다고 해서 TDF를 ‘생애 주기 펀드’ 또는 ‘라이프 사이클 펀드(Life Cycle Fund)’라고 한다.

둘째, TDF는 장기 투자 상품이다. 연금을 축적하고 인출하는 데까지 상당히 긴 기간이 소요된다. TDF는 이렇게 긴 기간 동안 연금 자산을 맡아 운용한다는 점에서 초장기 금융 상품이라고 할 수 있다. 자산 운용도 이 점을 염두에 두어야 한다. 단기적으로 위험해 보여도 장기적인 수익을 얻기 위해 감내해야 할 것이 있고, 단기적으로 안전해 보이는 것이 장기적으로 위험할 수 있다.

연금은 노후 생활비 재원이기 때문에 무턱대고 고수익만 추구할 수는 없다. 그러다 큰 손실을 당하면 안정적인 노후 생활을 보장할 수 없기 때문이다. 그렇다고 지나치게 보수적으로 자산 운용을 해서도 안 된다. 장기간 물가 상승률이나 임금 상승률에도 못 미치는 수익을 내면 구매력을 상실하기 때문이다. TDF는 장기적으로 투자 원금 손실을 방지하는 동시에 인플레이션 위험에서 연금을 보호하는 절충적인 금융 상품이다. 이 같은 목표를 동시에 달성하려면 자산 배분이 필요하다. 여기서 TDF의 세 번째 특징이 나온다.

셋째, TDF는 글로벌 자산 배분형 펀드다. 연금 자산을 다양한 국가의 자산에 분산 투자해서 안정된 수익을 창출한다. 흔히 투자에서 성공하려면 기가 막힌 종목을 고르거나 절묘한 타이밍에 사고팔아야 한다고 한다. 그렇기에 대다수 투자자는 실패의 이유로 종목을 잘못 골랐거나 매매 타이밍이 나빴다고 하는 것이다.

하지만 장기간 자산을 운용해야 하는 연금은 자산 배분을 통해 수익을 추구해야 한다. TDF는 주식과 채권 등의 다양한 자산에 적립금을 분산 투자할 뿐만 아니라, 국가 간 자산 배분을 통해 국내에만 투자할 때 발생하는 위험은 피하면서 국내 투자에서 얻기 어려운 새로운 수익을 찾는 펀드다.

넷째, TDF는 생애 주기에 따라 펀드 내 자산 비중을 조절하는 펀드다. 자산 배분형 펀드는 자산 편입 비중을 일정하게 유지하느냐, 수시로 변경하느냐에 따라 둘로 구분한다. 먼저 투자 기간 내내 정해진 자산 비중을 유지하는 밸런스 펀드(Balanced Fund)가 있다. 한편 자산 배분형 펀드 중에는 시장 상황에 따라 펀드 매니저가 자산 편입 비중을 탄력적으로 조정하는 것도 있다. 시장 상황이 좋아 보이면 주식 비중을 늘리고, 그렇지 않을 때는 줄이는 식이다. 그러므로 펀드 매니저의 운용 역량에 따라

수익률의 변동폭이 커질 수 있다. 시장 예측이 맞으면 큰 수익을 얻을 수 있지만, 반대로 손실을 입을 수도 있다.

TDF도 투자 기간 동안 자산 비중을 조정한다. 하지만 시장 예측에 따라 임의로 비중을 조절하는 것이 아니라 펀드에서 미리 정해 둔 자산 비중 조절 계획을 따른다. 가입자가 예상하는 은퇴 시기에 맞춰 목표 시점을 선택하면 펀드가 스스로 자산 비중을 조절해 준다. 이때 자산 비중 조절은 펀드에서 미리 정한 자산 배분 경로를 따라 이뤄지는데, 처음에는 주식 비중을 높게 유지하다가 목표 시점이 다가올수록 그 비중을 차츰 낮춰간다. 이렇게 시간 흐름에 따라 주식 비중을 차츰 낮춰가는 자산 배분 경로가 비행기가 완만하게 활주로에 연착륙하는 모습과 닮았다고 해서 글라이드 패스 **Glide Path**라고 부른다. 결국 TDF의 핵심은 글라이드 패스에 담겨 있다고 해도 과언이 아니다.

TDF의 4가지 특징

연금 가입자를 위한 금융 상품이다.
TDF는 연금 가입자가 노후 자금을 축적할 때부터 인출할 때까지 활용하는 금융 상품이다.
초장기 금융 상품이다.
TDF는 연금을 축적하고 인출할 때까지 장기간에 걸쳐 자산 운용하는 금융 상품이다.
글로벌 자산 배분형 펀드다.
TDF는 연금 자산을 다양한 국가의 자산에 분산 투자해서 안정된 수익을 창출한다.
생애 주기에 맞춰 자산 비중을 조정한다.
TDF는 가입자가 선택한 목표 시점에 맞춰 펀드가 자체적으로 자산 비중을 조절해 준다.



TDF 더 들여다보기

국내 TDF는 어떻게 성장해 왔나

수명 연장과 함께 노후 생활 기간이 갈수록 늘어나고 있다. 반면 저금리가 계속되면서 노후 자금 축적과 운용은 날로 어려워지고 있다. 수명이 짧고 금리가 높았던 시절에는 아끼고 절약해서 노후 대비를 할 수 있었는지 몰라도 지금은 그렇지 않다. 절약보다 전략이 중요해졌다. 길어진 수명에 대비하려면 어떻게 해야 할까? 수명이 늘어난 만큼 돈의 수명도 늘려야 한다. 연금에서 투자를 떼려야 뗄 수 없는 이유가 바로 이 때문이다. 그래서일까? DC형 퇴직연금 가입자가 선택할 수 있는 투자 상품의 폭이 갈수록 확대되고 있다.

우리나라에 퇴직연금제도가 도입된 것은 2005년 12월이다. 하지만 당시에는 자산운용사가 제대로 된 TDF를 출시할 수 있

는 상황이 안 됐다. 퇴직연금 가입자를 보호하기 위해 주식 비중이 40%가 넘는 펀드를 '위험 자산'으로 분류해 DC형 가입자가 여기에 투자할 수 없게 했기 때문이다. 통상 TDF는 글라이드 패스를 따라 주식 비중을 70~90%에서 40% 이하로 낮춰나간다. 그런데 주식 비중이 40% 이하인 펀드에만 투자할 수 있는 상황에서는 글라이드 패스를 제대로 구현할 수 없다. 그래서 당시에는 DC형 가입자가 선택할 수 있는 펀드라고 해봐야 주식 비중이 40%가 안 되는 채권 혼합형 펀드와 채권형 펀드가 전부였다.

그러자 이렇게 투자자가 상품을 선택할 권리를 제한하는 것이 진정한 투자자 보호가 맞느냐는 지적이 나왔다. 이런 지적이 계속되자 금융 감독 당국은 2011년부터 DC형 가입자로 하여금 제한된 범위에서나마 주식형 펀드에 투자할 수 있도록 허용하는 방향으로 논의가 시작됐다. 이게 현실화하면 DC형 가입자가 제대로 된 글라이드 패스를 구현하는 TDF에 투자할 수 있는 길이 열리는 셈이다. 실제로 미래에셋자산운용은 이 무렵에 국내 최초로 TDF를 내놓았다.

2012년 접어들면서 금융 감독 당국은 DC형 가입자가 적립금의 40% 이내에서 주식형 펀드와 같은 위험 자산에 투자할 수 있도록 했다. 그리고 2015년에는 투자 한도를 DC형 적립금의

70%로 확대했다. 이제야 비로소 DC형 가입자가 국내외 다양한 주식형 펀드에 투자할 수 있는 길이 열린 셈이다. 이 무렵부터 자산운용사들은 연금 자산을 펀드 하나로 관리할 수 있도록 TDF를 본격적으로 내놓기 시작했다.

하지만 TDF가 활성화하려면 아직 남은 과제가 있다. TDF를 묶고 있는 위험 자산이라는 족쇄를 풀어야 한다. DC형 가입자는 적립금 중 70%까지만 위험 자산에 투자할 수 있는데, 위험 자산 중 하나가 TDF였다. 그래서 DC형 가입자는 적립금 중 70%를 TDF에 투자하더라도 나머지 30%를 투자할 곳을 찾아야 했다.

투자 경험과 시간이 많지 않은 근로자 입장에서는 TDF 하나로 퇴직연금을 관리할 수 있다는 것은 상당한 매력적인 일이다. 그런데 투자자를 보호하겠다고 만든 규정 때문에 TDF가 가진 매력을 제대로 발휘할 수 없게 된 것이다. 이 문제를 해결하는 방법은 두 가지다. DC형 적립금을 위험 자산에 100% 투자할 수 있도록 허용하거나, 아니면 TDF를 위험 자산이 아닌 것으로 분류하는 것이다.

금융 감독 당국은 후자를 택해서 2018년 9월에 ‘적격 TDF’ 제도를 도입했다. TDF 중에서 운용 기간 내내 주식 비중이 80%를 넘지 않고, 목표 시점 이후에는 40%를 넘지 않는 것을 ‘적

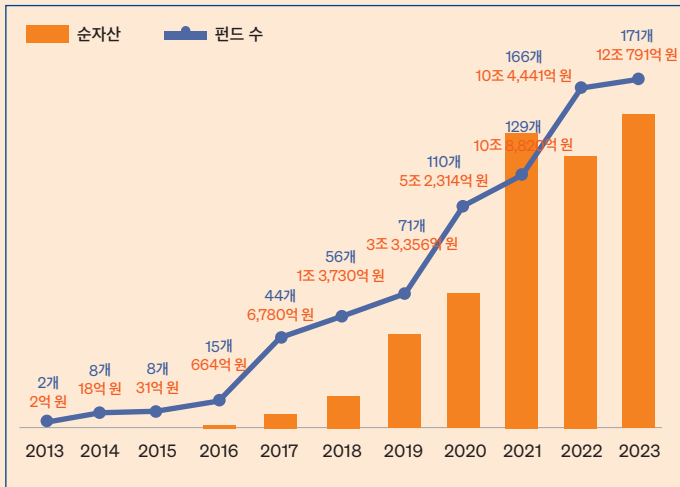
격 TDF’로 분류하고, 적격 TDF는 위험 자산으로 보지 않기로 한 것이다. 이로써 하나의 TDF에 DC형 적립금을 전부 투자할 수 있는 길이 열렸다.

DC형 퇴직연금 감독 규정 변화

시기	주요 내용
2005. 12.	주식형/혼합형 펀드(주식 40% ¹) 투자 불가
2012. 10.	주식형/혼합형 펀드(주식 40% ¹) 투자 가능 (적립금 중 40% 이내)
2015. 07.	주식형/혼합형 펀드(주식 40% ¹) 투자 가능 (적립금 중 70% 이내)
2018. 09.	적격 TDF 신설(DC형 적립금 100% 투자 가능)
2023. 11.	주식형/혼합형 펀드(주식 50% ¹) 투자 가능 (적립금 중 70% 이내)

그러자 자산운용사들은 ‘적격 TDF’ 요건에 맞춰 본격적으로 상품을 내놓기 시작했다. 2017년 말만 하더라도 43개이던 TDF 수가 2023년 말에 171개로 늘어났다. TDF 순자산 규모도 6,780억 원에서 12조 791억 원으로 18배 가까이 늘어났다.

TDF 펀드 수와 순자산 규모



금융투자협회, KG제로인

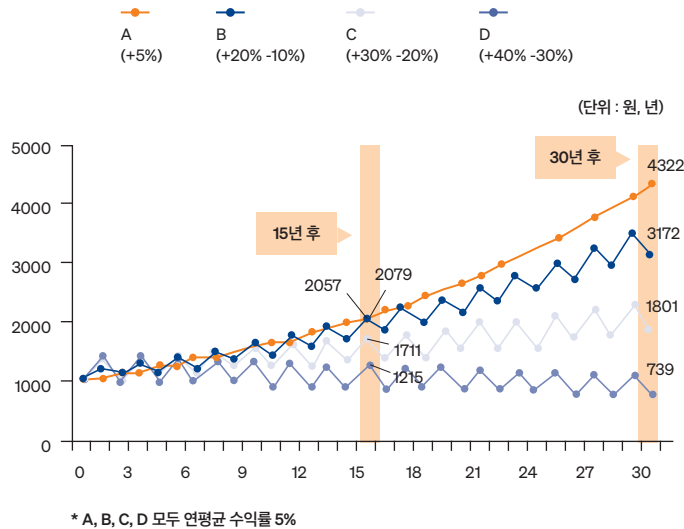
연금을 적립하고, 운용하고, 수령하기까지 족히 50~60년은 걸린다. 이렇게 긴 기간 동안 안정적인 수익을 내려면 연금을 어떻게 관리해야 할까? 들쭉날쭉하며 고수익과 손실을 반복하기보다는 크지는 않더라도 매년 일정한 수익을 꾸준히 내는 것이 중요하다.

다음 쪽 그림은 산술 평균 수익률(매년 수익률의 평균)은 같지만 각기 다른 변동성을 보여주는 네 가지 투자 대안을 나타내고 있다. A는 매년 5%의 수익을 내는 투자 대안이다. B는 해마다 20%의 수익과 10%의 손실을, C는 30%의 수익과 20%의 손실을, D는 40% 수익과 30% 손실을 번갈아 낸다. 네 가지 투자 대안 모두 산술 평균 수익률은 연평균 5%로 동일하다. 하지만 장기 투자 성과에서는 크게 차이가 난다.

네 가지 투자 대안에 각각 1,000원씩 30년을 투자한다고 가

정해 보자. 매년 꾸준히 5% 수익을 내는 A투자안을 선택하면 30년 뒤에 4,322원을 손에 쥘다. 하지만 B투자안은 3,172원, C 투자안은 1,801원, D투자안은 739원을 얻는다. 30년이라는 초 장기 투자 상황에서 변동성이 크면 클수록 좋지 않은 투자 성적 표를 받게 되는 것이다.

수익률의 변동에 따른 장기 투자 성과 차이



자료: 미래에셋투자자와연금센터

매년 안정적인 수익을 내려면 어떻게 해야 할까? 변동성을 낮추기 위해 분산해야 한다. 주식과 채권, 부동산 등 서로 다른 수익과 위험 구조를 가진 자산에 분산해 투자해야 한다. 동일한 자산군 내에서도 이질적인 성향을 가진 자산을 찾아 분산해야 한다. 국내 자산만 고집할 필요도 없다. 미국과 중국, 아시아와 유럽 등 서로 다른 지역과 국가에 자산을 배분하면 그만큼 변동성을 낮출 수 있다.

투자 자산은 다양하게, 방법은 심플하게!

사마천이 쓴 <사기 史記>에 ‘다다익선 多多益善’이라는 말이 나온다. 한나라 고조 유방이 한신에게 “얼마나 많은 장수를 거느릴 수 있느냐?”고 묻자, 한신이 “많으면 많을수록 더 좋습니다 多多益善.”라고 답했다는 대목이다. 장수에게는 병사가 많을수록 좋듯이, 연금 가입자에게는 투자할 만한 금융 상품이 많은 것이 좋은 일이다. 다양한 종목에 편입하면 변동성을 줄일 수 있고 장기적으로 투자 성과를 개선할 수 있기 때문이다.

하지만 무조건 자산 수가 많다고 좋은 것은 아니다. 포트폴

리오에 편입된 자산의 수가 늘어나면 분산 투자 효과는 커지겠지만, 자산 수에 비례해서 커지는 것은 아니다. 또한 자산 수가 늘어날수록 이를 관리하는 데 많은 시간과 비용이 들어간다. 선택권도 마찬가지다. 투자자가 선택권을 많이 갖는 게 항상 좋은 결과만을 불러오지는 않는다. 선택 대안이 많아지면 자율성이 증가한다. 하지만 그것도 어느 정도 수준까지 그렇다. 대안이 너무 많으면 도리어 선택을 못 할 수도 있다.

미국 컬럼비아 비즈니스 스쿨의 시나 아이엔가Sheena S. Iyengar 교수가 잼 가게에서 한 실험은 이와 같은 ‘선택의 역설’을 잘 보여준다. 아이엔가 교수는 진열대에 고급스러운 잼을 진열하고 고객들에게 맛보게 한 다음, 잼 한 병을 사면 1달러를 깎아주는 쿠폰을 주었다. 첫 번째 상황에서는 6가지 잼을, 다른 상황에서는 24가지의 잼을 진열했다. 결과는 어땠을까?

예상했듯이 6가지보다 24가지 잼을 진열했을 때 더 많은 사람이 몰려들었다. 하지만 구매 결과는 정반대로 나타났다. 잼이 6개일 때 구매 비율은 30%인 반면 24개일 때 구매 비율은 3%에 불과했다. 아이엔가 교수는 “대안이 많은 선택은 소비자들에게 결정과 관련된 노력을 더 많이 요구하기 때문에 만족감을 떨어뜨릴 수 있다.”라면서, 이렇게 되면 “소비자들은 결정을 포

기하고 제품을 사지 않는다.”라고 했다. 이쯤 되면 ‘다다익선’보다 ‘과유불급過猶不及’이라는 말이 어울릴 법하다.

연금 자산을 운용하는 과정에서 투자자는 수많은 선택을 해야 한다. 수많은 투자 대상 중에서 자신에게 맞는 것을 골라야 한다. 투자 대상만 많은 게 아니라 투자 의사 결정 과정 또한 복잡하다. 먼저 투자자 자신부터 파악해야 한다. 자신의 위험 성향, 소득, 자산, 건강 상태, 은퇴까지 남은 기간 등을 살핀 다음, 경제 환경과 주식 시장 동향을 종합적으로 고려해 투자 자산의 비중을 결정해야 한다. 투자 방법도 결정해야 한다. 주식 시장의 평균 수익을 좇는 소극적인 투자 방법을 택할 것인지, 아니면 주식 시장보다 이기기 위해 적극적으로 자산 관리를 할 것인지 정해야 한다. 그런 다음 투자할 펀드를 선택한다.

이 같은 과정을 통해 투자할 펀드를 골라 포트폴리오를 구성한 다음에도 여러 가지 할 일이 있다. 투자하고 있는 펀드가 제대로 운용되고 있는지 살펴야 하고, 필요하면 펀드를 교체해야 한다. 그리고 정기적으로 포트폴리오의 위험 자산 비중을 재조정하는 일도 해야 한다. 정기적으로 포트폴리오를 평가해 상대적으로 성과가 좋아 비중이 커진 자산을 처분함으로써 비중이 줄어든 자산을 추가로 취득하는 식이다. 이렇게 하면 포트폴

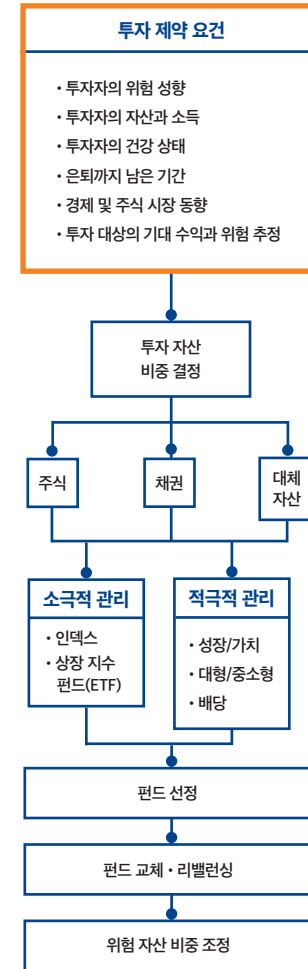
리오 내에서 위험 자산 비중을 일정하게 유지할 수 있다. 투자자 중에서는 은퇴 시기가 다가올수록 포트폴리오 내 위험 자산의 비중을 차츰 낮추길 원하는 사람도 있을 것이다.

그런데 이 모든 일을 알아서 척척 할 수 있는 사람이 얼마나 될까? 많지는 않을 것이다. 설령 그만한 역량을 갖췄다고 해도 직장 생활을 하면서 연금 관리에 상당한 시간을 쏟을 만한 여유가 있을지 모르겠다. 하지만 투자 경험과 역량이 부족하고 시간이 모자란다고 투자를 못 하란 법은 없다. 투자 역량과 시간이 부족하다면 거기에 걸맞은 금융 상품을 고르면 된다. 처음에 상품을 고를 때는 전문가에게 간단한 도움을 받더라도 일단 가입하고 나면 관리에 크게 신경 쓰지 않아도 되는 그런 금융 상품이 적합하다. 은퇴 시기만 정하면 시간 흐름에 따라 자동으로 자산 비중을 조정해 나가는 TDF가 바로 여기 해당한다.

TDF가 어울리는 사람은

아무리 좋은 물건도 모든 사람을 만족시킬 수는 없다. TDF도 마찬가지다. TDF가 연금 자산을 관리하는 데 최적화된 금융

투자 과정에서 의사 결정 과정



상품이라고 해도 모든 연금 가입자와 TDF가 찰떡궁합인 것은 아니다. 그렇다면 TDF는 어떤 사람에게 안성맞춤일까? 퇴직연금 가입자가 금융 상품을 선택하는 과정을 예로 들어 살펴보자.

먼저 목표 수익률을 정해야 한다. 같은 직장에 다니는 입사 동기라고 하더라도 투자 목표와 투자 성향은 다르다. 어떤 사람은 정기 예금 이자율 정도의 수익만 나도 만족하는 반면에 그 정도 수익으로는 만족하지 못하는 사람도 있다. 적어도 물가 상승률이나 임금 상승률 이상의 수익을 내야 한다고 생각한다. 그래야 적어도 퇴직연금 미가입자나 DBDefined Benefit(확정 급여)형 퇴직연금 가입자만큼 퇴직 급여를 받을 수 있다.

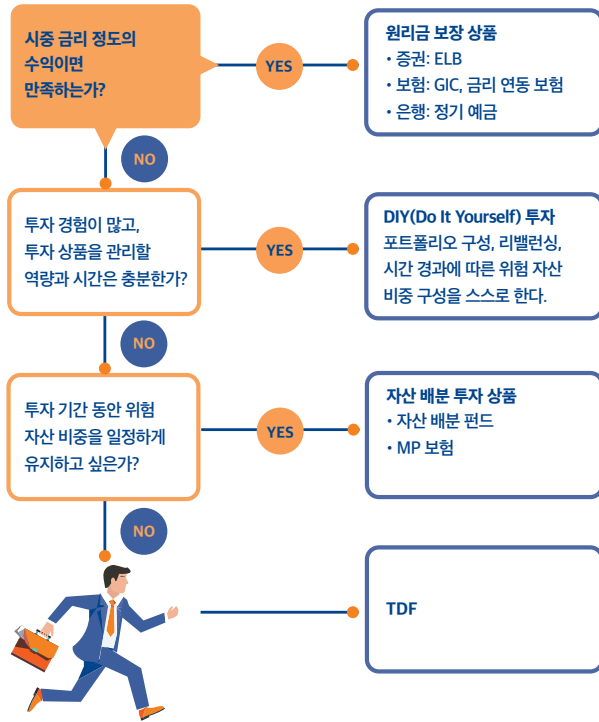
다음은 목표로 하는 수익률 이상의 성과를 낼 수 있는 금융 상품을 있는지 찾아봐야 한다. 목표 수익률이 시중 금리 수준이라면 원리금 보장 상품을 택하면 된다. 은행의 정기 예금, 보험 회사의 이율 보증 보험(GIC, Guaranteed Interest Contract), 증권사의 주가 연계 파생 결합 사채(ELB, Equity Linked Bond)가 여기 해당한다. 목표 수익률이 시중 금리 수준보다 높다면 투자 상품으로 눈을 돌려야 한다. 이때는 자신이 투자 관리를 할 역량이 되는지 살펴야 한다.

자신에게 적합한 투자 상품을 고르고, 투자 비중을 정해 포

트폴리오를 구성하고, 정기적으로 편입된 자산을 교체하고 투자 비중을 조정할 능력과 시간이 된다면 혼자서 하면 된다. 하지만 연금 가입자 중에는 경험도 역량도 시간도 부족한 사람이 더 많다. 이들은 포트폴리오 관리를 대신해 줄 수 있는 금융 상품을 선택하면 되는데, 자산 배분형 펀드가 여기 해당한다. 이 밖에 보험사의 MPModel Portfolio 보험도 자산 배분형 금융 상품이라고 할 수 있다.

자산 배분형 금융 상품 중에는 투자 기간 내내 주식과 채권 비중을 일정하게 유지하는 혼합형 펀드도 있고, 시간 흐름에 따라 위험 자산 비중을 줄여가는 TDF도 있다. 퇴직연금 가입자가 연금 가입 기간 내내 주식과 채권 등 자산 간 비중을 일정하게 유지하고 싶으면 밸런스 펀드를 선택하면 된다. 만약 퇴직까지 기간이 많이 남아서 주식 비중을 높게 가져가다가 퇴직이 다가올수록 그 비중을 줄여 나가고자 한다면 TDF를 선택하면 된다. TDF는 이 일을 스스로 해준다.

퇴직연금 가입자의 금융 상품 선택 과정



TDF 더 들여다보기

빈티지란 무엇인가

“자신에게 맞는 빈티지를 찾아라.”

TDF를 선택할 때 자주 듣는 말이다. 빈티지Vintage가 뭐길래 이런 말을 하는 걸까? 빈티지는 낡고 오래된 것, 또는 그러한 느낌이 나는 것을 뜻하는 명사다. 그래서 패션업계에서는 오래된 듯한 낡은 옷을 입는 것을 ‘빈티지 룩Vintage Look’이라고 한다.

와인 애호가도 빈티지라는 말을 자주 사용한다. 특별하게 농사가 잘된 해에 수확한 포도로 만든 와인은 그해의 연도를 상표에 표시하며, 이것을 빈티지 와인이라고 한다. 와인을 고를 때 빈티지는 중요한 정보를 제공해 준다. 그해 기후와 일조량에 따라 포도의 품질이 결정되고 와인의 맛이 좌우되기 때문

이다.

와인의 빈티지는 사람으로 보면 출생 연도라고 할 수 있다.

그렇다면 TDF의 빈티지도 펀드가 만들어진 해를 말하는 것일까? 그렇지 않다. TDF에서 빈티지는 투자자가 은퇴할 것으로 예상하는 해, 즉 ‘목표 시점 Target Date’을 말한다. 보통 펀드 이름에 4자리 숫자로 표시되어 있다. 예를 들어 2045년에 은퇴할 것으로 예상하는 투자자는 펀드 이름에 ‘2045’라는 숫자가 들어 있는 것을 고르면 된다.

TDF 운용사는 보통 5년 단위로 새로운 빈티지를 가진 TDF를 내놓는데, 2021년 6월 현재 2015부터 2055까지의 빈티지를 가진 TDF가 판매되고 있다. 만약 자신이 예상하는 은퇴 연령에 정확하게 일치되는 것이 없으면 가장 가까운 빈티지를 고르면 된다.

TDF는 목표 시점이 다가올수록 주식 비중은 줄이고 채권 비중을 늘려간다. 따라서 현재에서 가까운 빈티지를 가진 TDF일수록 주식 편입 비중이 낮다. 동일한 TDF 시리즈에서 2030보다는 2025 빈티지에 편입된 주식이 더 적다. 그렇다면 동일한 빈티지를 가졌다면 TDF 종류와 무관하게 자산 배분 비율이 같을까? 그렇지 않다. 자산운용사마다 TDF에 편입한 자산의

종류도 다르고 배분 비율도 상이하다. 따라서 TDF에 가입하기 전에 이 점을 확인해야 한다.

빈티지, 즉 목표 시점에 도달하면 TDF는 어떻게 될까? 청산하는 걸까? 그렇지 않다. 목표 시점이 지나도 펀드를 청산하지 않고 계속 운용된다. 가입자에게 목표 시점은 은퇴 등의 이유로 TDF에 자금을 계속 납입하기 어려울 것으로 예상되는 시점을 의미한다. 그래서 보통은 목표 시점이 지난 다음에는 더 이상 납입은 하지 않고 모아둔 적립금을 운용하면서 연금을 받는다.

2 TDF, 어떻게 운용하는가

- 4 글라이드 패스는 어떻게 만들어지는가
- 5 글라이드 패스는 어떻게 작동하는가
- 6 목표 시점이 지나면 자산 운용은 어떻게 하는가
- 7 주식과 채권에만 투자할 것인가,
대체 자산에도 투자할 것인가
- 8 왜 주식과 채권에 직접 투자하지 않고
펀드에 간접 투자하는가
- 9 액티브 TDF, 패시브 TDF는 무엇인가
- 10 환 헤지는 어떻게 하는가

TDF는 투자자들로부터 모은 자금을 주식이나 채권과 같은 다양한 자산에 분산 투자한다. 이 점에서는 일종의 자산 배분형 펀드라고 할 수 있다. 하지만 투자자의 생애 주기에 맞춰 자산 배분 비중을 자동으로 조정해 준다는 점에서 통상의 자산 배분 펀드와 다르다. 투자자의 생애 주기에 맞춰 자산 배분 비중을 조정하려면 몇 가지 작업이 선행되어야 한다.

먼저 투자자를 목표 시점에 따라 그룹화하고, 각 그룹의 생애 주기에 맞는 자산 배분 전략을 표준화해야 한다. TDF는 이 같은 그룹화와 표준화를 통해 다른 자산 배분 펀드와 차별화된 솔루션을 투자자에게 제공한다.

목표 시점에 따라 투자자를 표준화한다

그렇다면 자산운용사는 어떻게 투자자를 표준화하는 걸까? 먼저 투자자들을 예상 은퇴 연령이 비슷한 사람들끼리 묶어서 그룹화한다. 그리고 각 그룹의 특성에 맞춰 TDF를 운용한다. TDF 이름에는 4자리 숫자가 들어가 있는데, 이게 바로 투자자가 목표로 하는 은퇴 시점을 나타낸다. 예를 들어 ‘미래에셋 전략배분 TDF 2030’이라는 이름을 가진 것은 2030년 전후에 은퇴할 예정인 투자자를 위한 것이다.

투자자를 목표 시점에 따라 그룹화하는 것은 그룹별로 자산 관리를 하는 데 공통점이 있기 때문이다. 먼저 은퇴를 하기 전까지 가능하면 노후에 필요한 자금을 마련하고 싶어 한다. 그래서 젊어서는 주식 등 위험 자산 비중을 높여 공격적인 투자를 감행할 수 있다. 하지만 은퇴가 가까워질수록 그동안 축적해 온 노후 자금이 훼손될까 두려워하며 주식과 같은 위험 자산에 과대하게 노출되는 것을 꺼린다.

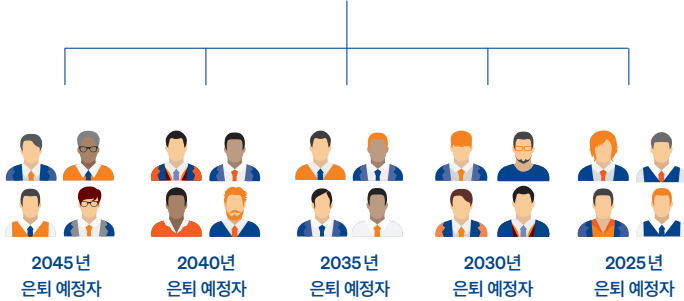
은퇴까지 남은 기간에 따라 자산 운용 방법도 차이가 난다. 먼저 은퇴까지 기간이 많이 남은 이들은 다소 공격적으로 자산

운용을 하더라도 괜찮다. 장기 투자와 적립식 투자를 통해 위험을 분산할 수 있기 때문이다. 하지만 시간이 흐르면서 축적된 자산 규모가 커지고, 은퇴까지 남은 시간은 줄어든다. 따라서 주식과 같은 위험 자산 비중을 줄여나가야 한다. 그리고 은퇴를 하고 나면 더 이상 노후 자금을 적립할 수 없다. 여태껏 모아 온 적립금을 투자하는 동시에 일부를 인출해 생활비로 사용해야 한다.

이 같은 점을 종합적으로 고려해 자산운용사에서는 투자자를 5년 단위로 그룹화하고, 이들에게 적합한 TDF 상품을 내놓고 있다.



은퇴 예정 연도별로 표준화



목표 시점에 따라 투자자를 그룹화한다

그룹별로 자산 배분 전략을 표준화한다

투자자를 그룹화했다면, 이번에는 자산 배분 전략을 표준화할 차례다. TDF는 투자자의 생애 주기에 맞춰 자산 배분 비중을 자동으로 조절해 준다. 통상 목표 시점까지 시간이 많이 남

아 있을 때는 주식과 같은 위험 자산의 비중을 높게 가져가다가 목표 시점이 다가올수록 위험 자산 비중을 줄이고 채권과 같은 안전 자산 비중을 늘려간다. 이렇게 생애 주기를 따라 위험 자산의 비중을 줄이는 모습이 마치 비행기가 착륙하는 궤도를 닮았다고 해서 ‘글라이드 패스(Glide Path)’라고 한다. 생애 주기에 따라 자산 비중을 조정한다고 해서 글라이드 패스를 우리말로 ‘생애 자산 배분 곡선’이라 부르기도 한다.

앞서 자산운용사가 투자자를 목표 시점에 따라 5년 단위로 그룹화한다고 했다. 현재 시장에는 2015년부터 2055년까지 5년 간격으로 목표 시점을 달리하는 TDF가 판매되고 있고, 시간이 흐르면 2060년을 목표로 운용되는 TDF도 출시될 것이다. 투자자는 자산이 예상하는 은퇴 시점에 가장 가까운 목표 시점을 가진 TDF를 선정하면 된다.

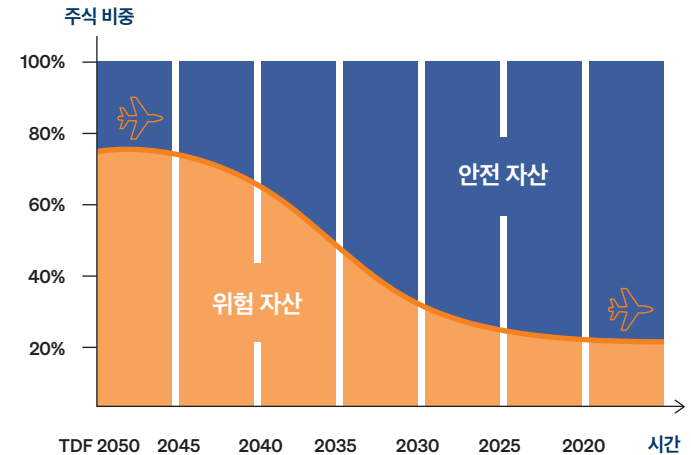
투자자가 목표 시점을 정하면 글라이드 패스상에서 어느 지점에서 탑승할지 위치가 정해진다. 가령 다음 쪽 그림을 보면 2050년에 은퇴할 예정인 사람은 좌측 상단 탑승구에서 글라이드 패스에 올라타게 된다. 현재 이곳은 주식 비중이 70~80%에 육박할 것이다. 하지만 시간이 흐르면서 글라이드 패스를 타고 주식 비중은 계속 줄어들고, 2050년이 되면 주식 비중이 40%

아래로 떨어질 것이다. 만약 2025년에 은퇴할 예정인 사람은 오른쪽 아래의 낮은 탑승구에서 글라이드 패스에 오르게 된다. 이곳은 주식 비중이 30~40% 안팎으로 낮고 앞으로 크게 줄어들지도 않을 것이다.

2015년 또는 2020년을 목표 시점으로 하는 TDF도 있다. 이미 목표 시점이 지난 TDF이지만 여전히 운용되고 있고, 가입할 수도 있다. 목표 시점이 도래하기 전에 가입해서 계속 유지하면서 연금을 수령하는 사람도 있지만, 신규로 가입하려는 사람도 있다. 주식 등 위험 자산 편입 비중이 낮아서 보수적으로 노후 자금을 운용하면서 연금을 수령하려는 사람에게 적합하다.

자산운용사 입장에서 글라이드 패스는 목표 시점까지 TDF 자산을 어떻게 운용해 나갈지 사전에 표준화하고 구체화해서 제시한다는 의미가 있다. 그리고 투자자는 글라이드 패스를 보고 향후 자신의 적립금이 어떻게 운용될지 예측할 수 있다. 따라서 투자자에게 있어서도, 자산운용사에게 있어서도 글라이드 패스는 중요하다고 하겠다.

글라이드 패스의 작동 원리



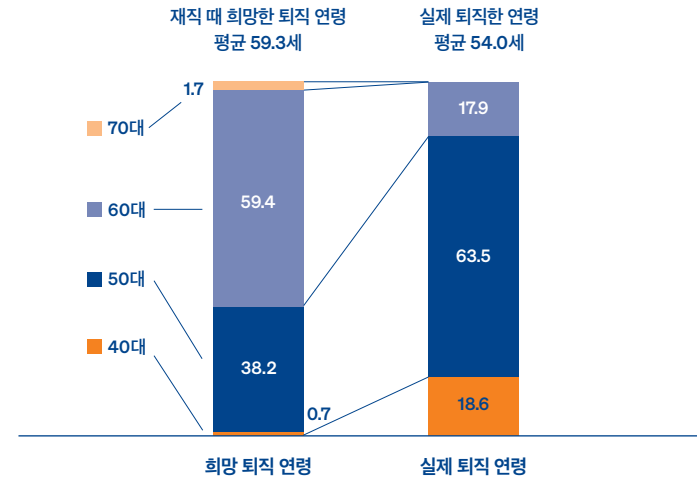
글라이드 패스를 만들 때 무엇을 고려하는가

글라이드 패스를 만들 때 어떤 점을 고려해야 할까? 먼저 임금 상승률을 반영해야 한다. 퇴직금 제도와 DB형 퇴직연금 가입자들은 임금 상승률에 비해 퇴직 급여가 인상된다. 따라서 DC형 가입자가 이만큼 퇴직 급여를 받으려면 적어도 임금 상승률 이상의 수익을 내야 한다. 따라서 장기적으로 임금 상

승률 이상의 성과가 나올 수 있도록 위험 자산과 안전 자산 배 분 비율을 고려해야 한다. 우리나라 상장 기업의 임금 상승률이 4%(2019년) 수준이라면, 적어도 TDF 투자자가 목표 시점까지 연평균 수익률 4% 이상을 기대할 수 있도록 글라이드 패스를 설계해야 한다.

소득 공백 기간도 고려해야 한다. 우리나라 근로자는 55세 전후에 주된 직장에서 퇴직한다. 하지만 국민연금 은 60세가 넘어야 수령할 수 있다. 국민연금 가입 기간이 10년 이상 되는 사람은 노령연금을 수급할 자격을 갖는다. 이때 노령연금 수급을 시작하는 시기는 출생 연도에 따라 다른데, 1969년 이후에 태어난 사람은 65세부터 수령할 수 있다. 퇴직하고 노령연금을 수령하기까지 길면 10년 가까운 소득 공백이 발생한다는 얘 기다. 게다가 국민연금의 소득 대체율도 낮고, 은퇴 이후 재취업 시장도 경직되어 있다. 따라서 주된 직장에서 퇴직하자마자 TDF 적립금을 노후 자금으로 사용할 가능성이 농후하다는 점 도 글라이드 패스를 만들 때 고려해야 할 사항이다.

5060세대의 희망 퇴직 연령과 실제 퇴직 연령



자료: 미래에셋투자자산연금센터(5060세대 은퇴 서베이, 2017년)

이처럼 글라이드 패스를 만들 때는 고용 시장 상황을 적극적으로 반영해야 한다. 그런데 고용 시장의 형편은 나라마다 다를 수밖에 없다. 다른 나라 TDF의 글라이드 패스가 좋다고 그대로 가져다 쓸 수 없는 이유다. 우리나라와 비교하면 미국은 고용 시장이 유연하다. 목표 시점 이후에도 재취업해서 소득을 확보하는 퇴직자가 많다. 따라서 목표 시점 이후에도 상대적으로 위험 자산 비중을 높게 유지하는 글라이드 패스가 주를 이룬

다. 이는 국내 TDF가 목표 시점 이후에 위험 자산 비중을 20%에서 40% 정도로 낮춰 운용하는 것과 대조적이다.

이뿐만 아니다. 자산운용사들은 글라이드 패스를 설계할 때 장기적인 물가 상승률, 연령대별 평균 수명, 평균 저축률 등 여러 가지 요소를 반영한다. 그리고 이들 요소는 시간이 흐르면서 지속적으로 변화하므로 글라이드 패스에 지속적으로 반영해야 한다. 글라이드 패스가 한번 만들어지고 나서 그대로 멈춰 있는 게 아니란 얘기다. 시장의 상황 변화를 적극적으로 반영하면서 연금 투자자와 함께 숨 쉬며 살아간다.



TDF 더 들여다보기

목표 시점이 다가오면 주식 비중을 왜 줄이나

TDF는 예상 은퇴 연령까지 시간이 많이 남아 있을 때는 주식과 같은 위험 자산 비중을 높게 가져가다가 목표 시점이 임박할수록 차츰 그 비중을 줄여나간다. 그런데 왜 은퇴 시점이 다가오면 주식 비중을 줄여나가야 할까?

그 이유는 여러 가지가 있다. 먼저 TDF는 글라이드 패스를 설계할 때 가입자의 ‘인적 자본(Human Capital)’을 고려하기 때문이다. 인적 자본이란 가입자가 미래에 벌어들일 잠재적인 소득을 현재 가치로 할인한 것이다. 젊은 가입자는 향후 발생할 것으로 예상되는 근로 소득의 가치가 크기 때문에 보유하고 있는 인적 자본의 크기는 크지만, 상대적으로 보유하고 있는 금융 자산의 규모는 작다. 하지만 나이가 들어가면서 인적 자본

은 그 크기가 차츰 감소하고, 대신 금융 자산 규모는 증가한다. 매 시점 발생하는 소득 중 일부를 적립하기 때문이다. 근로 소득은 매달 정기적으로 지급되기 때문에 비교적 안정적인 현금 흐름을 가진다. 따라서 인적 자본은 채권에 가까운 성격을 가지고 있다고 할 수 있다. 현재 가지고 있는 금융 자산에 인적 자본을 합쳐 하나의 포트폴리오를 구성한다고 해보자. 이 경우 젊었을 때 포트폴리오를 차지하고 있는 것은 대부분 인적 자본으로 채권과 유사하다. 따라서 금융 자산을 주식에 투자할 필요가 있다. 반면 은퇴 시점이 임박할수록 포트폴리오 내 인적 자본의 크기는 줄어들고 그 자리를 금융 자산이 대신하고 있다. 따라서 금융 자산 내 주식 비중은 줄이고 채권 비중을 늘려야 한다. 금융 자산만 떼어 놓고 보면 시간의 흐름에 따라 주식 비중이 줄어드는 모습을 보인다.

주식 비중을 줄일 때는 높게 가져가다가 차츰 낮춰야 하는 다른 이유도 있다. 고수익을 내려면 주식 비중을 높게 가져가야 하지만 손실을 볼 위험도 감수해야 한다. 만약 은퇴를 앞둔 시점에 큰 손실을 보면 낭패가 아닐 수 없다. 이 문제를 해결하려면 포트폴리오가 크게 손실을 봤을 때 이를 만회할 수 있는 기

간, 다시 말해 손실 회복 기간(Loss Recovery Period)을 고려해 포트폴리오를 구성하면 된다. 손실 회복 기간이란 포트폴리오의 투자 손실을 회복하는 데 평균적으로 소요되는 기간을 뜻하는데, 고점 대비 하락률을 '장기 추세 수익률'로 나누어 산출한다. 포트폴리오 내 주식 비중을 높이면 손실 회복 기간이 늘어난다. 목표 시점까지 남은 기간이 손실 회복 기간보다 길면 주식 비중을 높게 가져가며 수익을 추구할 수 있다. 하지만 목표 시점이 가까이 다가오면 포트폴리오 내 주식 비중을 줄여 최대 손실 폭을 줄임으로써 손실 회복 기간이 짧아지도록 해야 한다. 적자 위험(Shortfall Risk)을 고려해서 포트폴리오 내 자산 비중을 조절하는 방법도 있다. 적자 위험이란 포트폴리오를 운용해서 목표 수익을 하회할 가능성을 말하는데, TDF에서는 적립금을 예금에 맡겼을 때보다 수익이 적게 날 가능성을 말한다. 주식이라는 자산은 장기적으로 고수익을 가져다주지만 단기적으로 변동성이 커서 손실이 날 수 있다. 따라서 목표 시점까지 시간이 많이 남았을 때는 포트폴리오 내 주식 비중을 높게 가져가도 적자 위험은 크지 않다. 하지만 목표 시점이 다가오면 주가가 하락했을 때 만회할 시간이 없다. 따라서 포트폴리오 내 주식 비중을 줄여나가야 한다.

자산 배분 펀드인 TDF가 갖는 가장 큰 특징은 글라이드 패스의 존재다. 모든 TDF는 고유의 글라이드 패스를 갖고 있고, 이를 토대로 목표 시점까지 장기 자산 배분을 한다. TDF를 운용하는 펀드 매니저에게 있어 글라이드 패스는 망망대해의 등대 같은 존재라고 할 수 있다. 그렇다고 글라이드 패스가 한 장소에 고정되어 있는 등대처럼 영구히 변하지 않는다는 뜻은 아니다. 자산 시장에 대한 장기 전망이 바뀌면 글라이드 패스도 수정될 수 있다. 그런데도 글라이드 패스를 등대에 비유한 이유는 글라이드 패스에 반영된 자산운용사의 철학과 특기는 쉽게 바뀌지 않기 때문이다.

따라서 각 운용사의 글라이드 패스가 어떻게 작동하는지 알면 TDF를 선택할 때 큰 도움이 된다. 펀드에 투자해 자산을 증식하는 것이 보편화된 미국에서는 모닝스타와 같은 펀드 평가

회사가 정기적으로 TDF를 분석한다. 이때 가장 먼저 글라이드 패스가 어떻게 구현되었는지를 살핀다. 글라이드 패스가 장기 자산 배분을 하는 과정에서 무엇을 위험으로 정의하는지, 시간이 흐름에 따라 포트폴리오 내 위험 자산과 안전 자산의 비중은 어떻게 변화하는지, 위험 자산과 안전 자산 내에서 세부적인 투자 비중은 어떻게 구성되었는지 분석한다.

하지만 아쉽게도 국내 펀드 평가 회사의 TDF 분석은 미국만큼 상세하지 않다. 장래에 미국처럼 TDF가 보편적인 연금 자산 관리 수단으로 자리 잡는다면 이 또한 개선될 것이다. 하지만 아직은 TDF에 대한 제대로 된 정보를 얻으려면 발품을 팔아야 한다. 자산운용사 홈페이지를 방문하면 펀드 평가 회사의 도움 없이도 글라이드 패스 구현 방법을 비교해 볼 수 있다. 수고스럽기는 하지만 소중한 은퇴 자금을 관리하기 위해서 충분히 가치 있는 일이다.

구체적으로 TDF의 글라이드 패스를 구현하는 방법을 살펴보자. 다수의 국내 자산운용사는 해외 운용사에 TDF를 위탁 운용한다. 해외 자산운용사들이 운용 노하우를 보호하기 위해 글라이드 패스 구현 방법을 아예 공개하지 않거나, 매우 제한적으로만 알려주기 때문이다. 참고할 만한 벤치마크가 없는 상황에

서 위탁 운용은 어쩌면 손쉬운 선택이었을 수도 있다. 하지만 미국에서 만든 글라이드 패스를 우리나라에 그대로 적용하기에는 한계가 있을 수밖에 없다.

이는 마치 중국의 역법으로 우리나라 하늘에서 일어나는 일식을 예측하는 것과 유사하다. 영화 <천문: 하늘에 묻는다>에 이와 관련된 일화가 나온다. 세종 4년인 1422년에 있었던 일이다. 서운관은 세종에게 음력 1월 1일에 일식이 있을 것으로 보고했다. 그런데 일식은 서운관이 예측한 시간보다 1각(14.4분)이나 늦게 일어났다. 당시에는 일식을 예측하는 자료와 계산법을 전부 중국에서 가져왔다. 하지만 중국의 하늘은 우리의 하늘과 다르기 때문에 예측은 엇나갈 수밖에 없었던 것이다. 그래서 세종은 우리 하늘에서 일어나는 일식을 예측할 수 있는 역법을 개발하도록 했다.

최근에는 이러한 문제점을 인식하고 해외에 위탁 운용하던 자산운용사 중에도 글라이드 패스를 자체적으로 개발하려는 움직임이 있다. 변경된 글라이드 패스가 TDF의 성과로 어떻게 연결될지는 시간을 두고 지켜봐야 하겠지만, 장기적으로 한국 투자자에 맞는 글라이드 패스를 개발하는 것은 바람직한 일이다. 그러면 국내 자산운용사가 어떤 방법으로 글라이드 패스를

구현했는지 살펴보도록 하자.

적자 위험을 고려한 글라이드 패스

먼저 ‘적자 위험 Shortfall Risk’을 고려해 글라이드 패스를 구현하는 방법이 있다. 적자 위험은 대형 금융 회사에서 자산 운용을 할 때 주로 활용하는 위험 관리 기준으로, 포트폴리오 운용에서 목표 수익에 미달할 가능성을 퍼센트 단위로 나타낸 것이다. 국내에서는 미래에셋자산운용이 전략배분 TDF의 글라이드 패스를 설계할 때 이 같은 적자 위험을 활용했다.

앞에서 적자 위험이란 적립금을 예금에 맡겨두었을 때 받을 수 있는 이자보다 TDF를 통해 얻을 수 있는 기대 수익이 더 적은 것이라 정의했다. 국내 DC형 가입자들이 적립금 중 80% 이상을 예금과 같은 원리금 보장 상품에 맡겨두고 있다. 따라서 예금에 적립금을 맡겨뒀을 때보다 수익이 덜 나는 상황을 적자 위험으로 정의한 것은 적절해 보인다.

근로자의 임금은 호봉이나 직급 상승, 물가 상승률의 영향을 받아 오른다. 그리고 물가 상승률과 예금 이자율은 금융 시

장의 상황에 따라 수시로 변한다. 그래서 매년 고용노동부가 발표하는 임금 상승률과 통계청이 발표하는 소비자 물가 지수를 함께 반영해 글라이드 패스를 만든다. 목표 시점에서 TDF에 투자한 자산이 정기 예금에 맡겨뒀을 때보다 적을 가능성이 5% 이내가 되도록 통제하고, 동시에 위험 조정 성과가 가장 높게 나타날 수 있도록 글라이드 패스를 최적화했다. 각 전략별 투자 비중은 5년 단위로 산출한다.

손실 회복 기간을 고려한 글라이드 패스

‘요즘은 금리가 너무 낮아서 더 이상 퇴직연금을 예금에 맡겨뒀서는 안 될 것 같아.’

저금리가 장기화하면서 퇴직연금 가입자라면 한두 번쯤 이런 생각을 해봤을 것이다. 하지만 정작 행동으로 옮기려고 하면 많이 망설이게 된다. 혹시라도 은퇴를 앞두고 주가가 크게 하락하면 어쩌나 하는 두려움이 있기 때문이다. 은퇴 후 재취업하기도 쉽지 않아 연금으로 생활해야 하는데, 이 같은 일을 당하면 낭패가 아닐 수 없다.

연금 가입자들의 이러한 우려를 적극적으로 반영해 만든 글라이드 패스도 있다. 자산 가격이 크게 하락한 다음 다시 이전 수준으로 회복하기까지 걸리는 기간, 즉 ‘손실 회복 기간(LRP, Loss Recovery Period)’을 최소화하는 데 초점을 맞춰 글라이드 패스를 만든 것이다. 손실 회복 기간이란 포트폴리오의 투자 손실을 만회하기 위해서 평균적으로 소요되는 기간을 의미하며, 이 기간에 반드시 손실이 회복된다는 뜻은 아니다. 국내에서는 미래에셋자산운용이 자산배분 TDF의 글라이드 패스를 설계할 때 손실 회복 기간을 이용했다.

손실 회복 기간은 ‘고점 대비 하락률(Drawdown)’을 ‘장기 추세 수익률(Trend Return)’로 나눠서 산출한다. 보통 투자에서 위험이라고 하면 변동성(표준 편차)을 뜻할 때가 많다. 기대 수익에서 벗어나는 것을 위험으로 보는 것이다. 하지만 손실 회복 기간을 고려해 글라이드 패스를 구현할 때는 변동성 대신 고점 대비 하락률을 위험 척도로 사용한다. 이는 국내 퇴직연금 가입자들의 강한 손실 회피 성향을 반영한 것이다. 국내 DC형 퇴직연금 가입자들은 적립금 중 80% 이상을 정기 예금 등 원리금 보장 상품에 맡겨두고 있다.

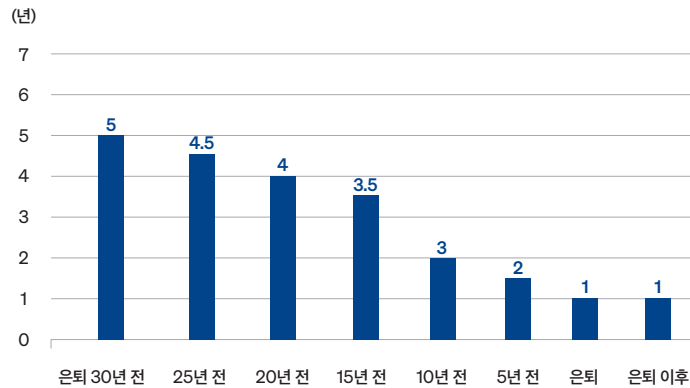
고점 대비 하락률이란 투자 대상 자산이 분석 기간 동안 이

전의 최고점에서 얼마나 하락했는지 보여준다. 장기 추세 수익률은 분석 기간 동안 포트폴리오가 얻은 수익을 연 복리 수익률로 환산한 것이다. 따라서 고점 대비 하락률을 장기 추세 수익률로 나누면 해당 자산이 손실을 회복하는 데 평균적으로 얼마나 걸리는지 알 수 있다. 예를 들어 어떤 자산의 고점 대비 하락률이 40%이고, 장기 추세 수익률이 8%이면 손실 회복 기간은 5년이 된다. 여기서 사용한 고점 대비 하락률과 장기 추세 수익률은 상승 및 하락 시 수익률 대칭을 위해 로그 변환된 값을 사용한다. 그리고 실제 글라이드 패스를 구현할 때도 이러한 로그 수익률을 이용한다.

그러면 손실 회복 기간을 활용해 글라이드 패스를 구현하는 방법을 구체적으로 살펴보자. 먼저 글라이드 패스에서 투자 자산 비중은 은퇴하기 30년 전부터 5년 단위로 산정한다. 최근 한국의 고용 현황을 보면 25세 전후로 첫 직장 생활을 시작해서 55세 전후로 은퇴가 이뤄지고 있다. 대략 30년의 직장 생활을 하는 셈이다. 이에 맞춰 은퇴하기까지의 적립 기간을 30년으로 설정했다. 그리고 손실 회복 기간을 7개(1년, 2년, 3년, 3.5년, 4년, 4.5년, 5년)로 나눈 다음 은퇴 시점이 가까울수록 짧게 배치한다. 다음 쪽 그림에서 보듯이 은퇴까지 30년 이상 남았을 때

에는 손실 회복 기간이 5년이 되도록 하고, 20년이 남았을 때는 4년이 되게 한다. 이후에도 같은 방식으로 은퇴 시점에 맞춰 손실 회복 기간을 차츰 줄여나가고, 은퇴 시점부터는 손실 회복 기간이 1년이 되게 한다.

손실 회복 기간



자료: 미래에셋자산운용

이제 은퇴 시점별 손실 회복 기간을 고려하여 최적의 생애 주기 자산 배분 비중을 산출할 차례다. 자산배분 TDF가 톱다운 Top-down 방식으로 운용된다. 글라이드 패스 역시 여기에 맞추어 주식, 채권, 대체 자산에 대한 최적 투자 비중을 산정한다.

그다음으로 각 자산군 내의 하위 자산들에 대한 최적 투자 비중을 결정한다. 예를 들면 포트폴리오 내 주식 비중을 60%로 정했다면 그 한도 내에서 국내와 해외, 대형주와 소형주, 성장주와 가치주의 비중을 얼마나 가져갈 것인지 정한다.

손실 회복 기간을 이용하여 글라이드 패스를 설계할 때 한 가지 고려해야 할 점이 있다. 적립금의 실질 가치를 유지하는 것이다. TDF는 노후 대비를 위한 장기 투자 상품이다. 이 경우 적립금의 실질 구매력이 보장되어야 한다. 현재의 100만 원과 30년 후의 100만 원은 다르다. 30년 동안의 물가 상승률만큼 가치에 차이가 발생한다. 이러한 차이를 없애기 위해서는 매년 물가 상승률만큼의 수익률은 확보해야 한다. 물가 상승률은 경기 상황에 따라 매년 들쭉날쭉한다. 그래서 중요한 개념이 장기 물가 상승률이다. 우리나라를 포함해서 주요 국가들의 중앙은행은 일정 수준의 물가 안정 목표를 세우고 통화 정책을 실시한다. 한국은행의 물가 안정 목표는 2%다. 참고로 미래에셋 자산 배분 TDF는 글라이드 패스 설계 시 보다 확실한 실질 가치 유지를 위해 장기 추세 수익률을 이 2%에 1%를 더한 3% 이상으로 설정하고 있다. 이러한 과정을 거쳐 만들어진 글라이드 패스는 일반인들의 직관에 부합하는 생애 주기 자산 배분을 보여주

고 있다. 은퇴까지 남은 기간이 많으면 주식처럼 상대적으로 손실 회복 기간이 긴 자산군을 많이 편입하고, 은퇴 시점이 가까이 다가올수록 채권처럼 상대적으로 손실 회복 기간이 짧은 자산군의 비중을 늘리는 것이다.

참고로, 미래에셋 자산배분 TDF에서 사용하는 글라이드 패스는 한국의 고용 시장, 글로벌 금융 시장의 변화 등을 적절히 반영하기 위해 1년 단위로 업데이트되고 있다.

펀드 매니저는 TDF를 어떻게 운용하나

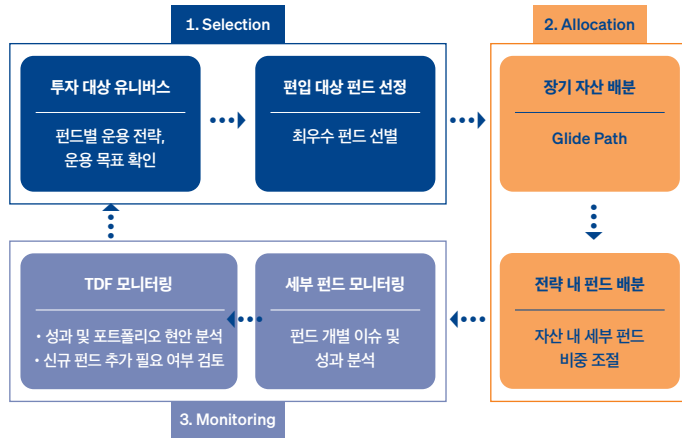
글라이드 패스는 TDF의 장기 자산 배분 전략이라고 할 수 있다. 하지만 TDF를 운용하려면 이 같은 장기 전략 외에도 1년 미만의 향후 시장 상황을 고려하여 포트폴리오의 투자 자산 비중을 변경하기도 한다. 장기 자산 기대 수익률에만 초점을 맞추면 단기간에 시장이 크게 하락하는 경우에는 위험을 피하기 어렵다. 반대로 시장이 크게 상승할 때 기회를 놓칠 수도 있기 때문이다. 그렇다면 TDF 운용을 담당하는 펀드 매니저와 운용팀은 포트폴리오 비중을 어떻게 조정할까? 이를 이해하려면 전반

적인 TDF 운용 프로세스를 살펴볼 필요가 있다.

TDF를 운용하는 프로세스는 자산운용사마다 조금씩 다르기 때문에 천편일률적으로 이렇다고 말하기는 어렵다. 하지만 큰 틀에서 차이가 나는 것은 아니기 때문에 한 곳을 살펴보면 다른 곳의 운용 프로세스도 미루어 짐작할 수 있을 것이다. 여기서는 미래에셋자산운용이 운용하는 ‘전략배분 TDF’의 자산 운용 프로세스를 기준으로 해서 TDF가 포트폴리오 비중을 어떻게 조정하는지 살펴보기로 하자.

TDF를 운용하는 과정은 크게 3단계로 나눌 수 있다. 첫 번째 단계에서는 포트폴리오에 편입할 펀드를 선정한다. 미래에셋자산운용의 전략배분 TDF는 모자형 펀드다. 자펀드가 모펀드에 투자하는 구조인데, TDF 가입자가 자펀드에 투자하면 자펀드가 다시 모펀드에 투자하는 구조를 취한다. 이때 자펀드를 운용하는 팀에서는 먼저 투자하려고 하는 모펀드의 운용 전략과 목표부터 확인한다. 투자 대상 펀드가 주식, 채권, 부동산 중에서 어떤 자산에 많이 투자하고 있는지, 국내와 글로벌 중 어떤 지역에 주로 투자하는지, 성장형과 인컴Income형(현금 흐름형) 중 어떤 스타일에 해당하는지 분석한다. 그런 다음 과거 수익률과 변동성과 같은 정량 데이터를 분석하고, 운용역(운용 담

미래에셋 전략배분 TDF 운용 프로세스



자료: 미래에셋자산운용

당자)을 인터뷰해서 TDF에 적합한 펀드를 골라낸다.

두 번째는 자산 배분 단계이다. 먼저 장기 자산 배분 전략에 해당하는 글라이드 패스를 구현하고, 이를 정기적으로 업데이트한다. 이와 별개로 3~6개월 기준으로 자산 전망을 통해 투자 대상 펀드의 비중을 조절한다. 이때 운용팀은 회사 내 자산 배분 부분에서 내놓은 정량적 데이터와 정성적 분석을 토대로 구축된 자산별 전망을 주로 참고한다. 또한 각 전략별 애널리스트

트가 해당 전략에 속한 개별 펀드를 분석하고, 이를 토대로 각 전략의 향후 전망을 매월 스코어로 평가해서 최종 투자 비중을 결정한다.

마지막은 모니터링 단계다. 이 단계에서는 운용 중인 TDF의 성과도 분석하지만, 경쟁 TDF의 성과도 함께 분석한다. 이때 TDF가 투자하고 있는 모펀드 중에 이상 징후가 발견된다면 담당 펀드 매니저와 인터뷰를 해서 내용을 확인한다. 문제가 장기간 지속될 가능성이 높다고 판단되면 1단계로 돌아가서 해당 펀드를 계속 편입할지 여부를 결정하고, 문제가 개선될 여지가 높다고 판단되면 2단계에서 전략 내 펀드 배분 비중을 조절하는 방식으로 대응한다.

지금까지 미래에셋자산운용의 전략배분 TDF를 중심으로 TDF가 어떻게 자산을 운용하고 리밸런싱을 하는지 살펴봤다. 물론 이 같은 운용 프로세스가 고정되어 있는 것은 아니고 매년 자체적인 리뷰를 통해 보다 간결하고 실용적인 방향으로 진화하고 있다.

연금을 적립하면서부터 인출하기까지 상당히 오랜 시간이 소요된다. 장기간에 걸쳐 안정적인 수익을 내려면 전 세계의 다양한 자산에 분산 투자하는 것이 중요하다. 그리고 나이가 들어

감에 따라 자산 배분 비중도 조절해야 한다. 이 같은 일을 제대로 하려면 다양한 거시 경제 지표를 읽고, 수많은 자산의 움직임에 수시로 살펴야 한다. 적지 않은 시간과 노력을 쏟아부어야 한다는 얘기다. TDF는 이 같은 일을 대신해 준다. 그렇다면 어렵고 복잡한 일은 그것을 잘하는 전문가에게 맡기고, 자기가 잘하는 일에 집중하는 것이 낫지 않을까?

“만기가 됐는데 어떻게 해야 하나요?”

퇴직을 앞둔 TDF 투자자가 자주 하는 질문이다. TDF의 목표 시점 **Target Date**과 정기 예금이나 적금의 만기와 혼동해서 생긴 일이다. 예금이나 적금 가입자는 만기가 도래했을 때 그동안 맡겼던 원금에 이자를 더해 수령하게 된다. 만기 금액을 수령해서 다시 예치하기도 하지만, 일단은 찾아야 한다. 그렇다면 TDF 가입자는 목표 시점이 도래했을 때 어떻게 해야 할까? 적립금을 찾아야 할까?

목표 시점에 도달하면 적립금을 찾아야 하나

TDF는 투자자의 생애 전반에 걸쳐 자산 관리를 해주는 펀드다.

따라서 목표 시점이 지났다고 해서 적립금을 꼭 찾아야 할 필요는 없다. 그렇다면 TDF에서 목표 시점은 어떤 의미일까? 보통 연금 투자자들 중에는 예상 은퇴 연령을 목표 시점으로 정하는 사람이 많다. 이들에게 목표 시점은 노후 자금을 모으는 기간이 끝났다는 의미다. 목표 시점이 지난 다음에 바로 연금을 개시할 수도 있고, 일정 기간 거치했다가 연금을 수령할 수도 있다. 여하튼 목표 시점이 지난 다음에도 TDF는 계속 운용된다.

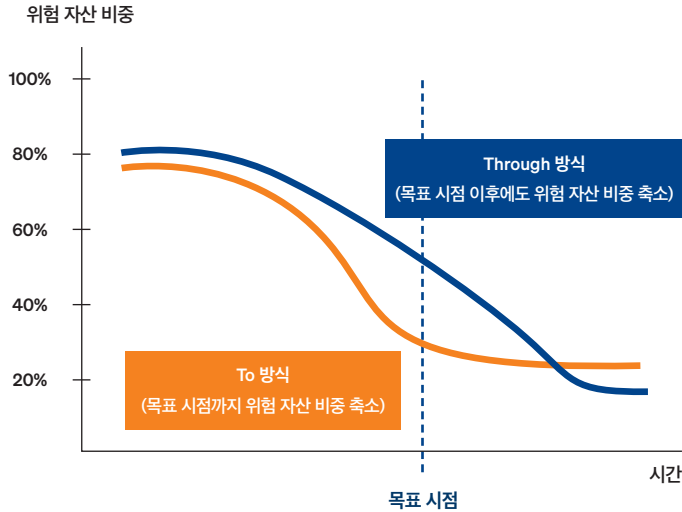
여기에서 한 가지 궁금한 게 있다. 앞 장에서 우리는 TDF는 목표 시점에 이를 때까지 포트폴리오 내 주식 비중을 글라이드 패스를 따라 차츰 줄여간다고 배웠다. 그렇다면 목표 시점이 지난 다음에는 어떻게 되는 걸까? 이후에도 계속해서 주식 비중은 줄어드는 걸까? 아니면 목표 시점이 지난 후에는 더 이상 주식 비중이 줄어들지 않는 걸까? 대답은 TDF가 어떤 글라이드 패스를 가지고 있느냐에 따라 다르다.

‘투 방식’과 ‘스루 방식’은 무엇이 다른가

글라이드 패스는 우리말로 ‘생애 자산 배분 곡선’이라고 한다. 생애 전반에 걸쳐 위험 자산과 안전 자산의 비중을 조절해 주기 때문이다. 글라이드 패스는 목표 시점 이후 위험 자산과 안전 자산 비중을 일정하게 유지하느냐 아니냐에 따라 ‘투To 방식’과 ‘스루Through 방식’으로 구분한다. 먼저 투 방식은 목표 시점까지만 위험 자산 비중이 떨어지고 이후에는 일정하게 유지된다. 반면 스루 방식은 목표 시점이 지난 다음에도 계속 위험 자산 비중이 완만하게 줄어든다.

그렇다면 투 방식과 스루 방식 중에 투자자에게 더 유리한 것은 무엇일까? 글라이드 패스에는 자산운용사의 운용 철학이 녹아 있다. 연금 자산을 어떻게 운용해야 투자자에게 더 많은 이익을 가져다줄 수 있을지 고민한 끝에 만든 게 글라이드 패스이다. 따라서 어느 것이 맞고 어느 것이 틀렸다고 얘기하기는 힘들다. 다만 연금 가입자가 처한 상황이나 투자 성향에 따라 자신에게 어울리느냐 그렇지 않느냐를 판단할 수 있을 뿐이다.

투 방식과 스루 방식의 글라이드 패스 비교



투 방식과 스루 방식의 장단점 비교

투 방식	주요 특징	스루 방식
전반적으로 낮음	투자 기간 중 주식 편입 비중	전반적으로 높음
낮음(20~30%)	은퇴 시점 주식 편입 비중	높음(40~50%)
목표 시점까지 실시	위험 자산 비중 조절	목표 시점 이후에도 실시
안정적으로 연금 자산을 관리하고자 하는 경우	선택 기준	공격적으로 연금 자산을 관리하고자 하는 경우

투 방식과 스루 방식의 글라이드 패스 중에서 내게 맞는 것을 고르려면 각각의 장단점을 잘 파악해야 한다. 먼저 투 방식이 목표 시점 이후 적립금을 보존하는 데 중점을 둔 것이라면, 스루 방식은 목표 시점 이후에도 적립금을 성장시키는 데 중점을 둔 것이라 할 수 있다. 이러한 운용 철학의 차이는 목표 시점 전후 위험 자산 비중의 차이로 드러난다.

전반적으로 위험 자산 비중은 투 방식에 비해 스루 방식이 높다. 그래서 주식 시장이 호황일 때는 투 방식보다는 스루 방식 글라이드 패스를 가진 TDF의 성과가 우수한 경향을 보인다. 하지만 반대로 주식 시장이 불황일 때는 투 방식이 스루 방식보다 나은 성과를 나타낸다. 따라서 투자자가 TDF 성과를 비교할 때는 글라이드 패스 방식에 따라 좌우될 수 있다는 점을 유념해야 한다. 동일한 목표 시점을 가진 여러 TDF 중 어느 것 하나 단기적으로 뛰어난 성과를 냈다고 해보자. 그런데 이 성과 차이가 글라이드 패스 방식이 달라서 발생한 것이라면 시장 상황이 바뀌었을 때는 반대의 결과가 나올 수도 있다.

목표 시점을 앞두고 위험 자산 비중이 얼마나 빠르게 줄어드는지, 다시 말해 글라이드 패스의 기울기가 얼마나 가파르게 떨어지는지도 살펴야 한다. 투 방식은 목표 시점을 앞두고 가

파르게 위험 자산의 비중을 줄여나가는 반면, 스루 방식은 목표 시점을 관통하면서 완만하게 위험 자산 비중을 줄여나간다. 가령 목표 시점에 임박해 주식 시장이 크게 하락했다고 해보자. 투 방식은 이미 포트폴리오 내 주식 비중을 줄여뒀기 때문에 충격을 덜 받지만, 스루 방식은 여전히 주식 비중이 높아서 손실이 클 수밖에 없다. 하지만 반대가 될 수도 있다. 목표 시점을 전후로 주식 시장이 급등하면 투 방식보다는 스루 방식 글라이드 패스를 가진 TDF가 수익을 더 많이 얻게 된다. 따라서 안정적인 자산 관리를 원하면 투 방식을 선택하고, 은퇴 자산의 성장에 중점을 둔다면 스루 방식이 적합하다고 하겠다.



TDF 더 들여다보기

TIF란 무엇인가

베이비붐 세대의 은퇴가 본격화하면서 퇴직금 등 은퇴 자산 관리에 대한 관심이 높아지고 있다. 예전에는 퇴직금이나 노후 자금은 무조건 안전하게 보관하면 된다고 생각했지만, 저금리가 장기화하면서 예금이나 적금에만 머물 수 없게 됐다. 그래서 노후 자금을 투자하면서 생활비도 마련할 수 있는 TIF(Target Income Fund)에 관심을 갖기 시작했다.

TDF와 TIF는 어떻게 다를까? TDF는 글라이드 패스에 기반해 자산을 배분하고 리밸런싱한다. 은퇴할 때까지 기간이 많이 남았을 때는 주식 등 위험 자산 비중을 높이 가져가다가 은퇴 시점에 맞춰 차츰 그 비중을 줄여나간다. 이에 비해 TIF는 투자 기간 내내 위험 자산과 안전 자산의 비중을 일정하게 유지

하는 밸런스 펀드다.

TDF는 생애 주기 전반에 걸쳐 자산을 관리해 준다. TDF 하나면 노후 자금 적립부터 인출까지 모두 아우를 수 있다. 이에 비해 TIF는 은퇴 이전에 축적해 둔 노후 자금을 인출해서 은퇴 소득으로 만드는 것에 중점을 둔 펀드다. 그렇다면 왜 TDF가 있는데도 불구하고 굳이 TIF라는 상품을 따로 만든 걸까? 아무래도 적립과 인출 기간의 자산 관리 방법이 다르기 때문이다. 그래서 인출 기간에 특화된 상품을 은퇴자에게 제공하려는 것이다.

적립 기간에는 소위 말하는 매입 단가 평준화(Dollar Cost Average) 효과가 나타난다. 매달 일정한 금액을 투자해 자산을 매입하면 비쌀 때는 적게 사고 쌀 때는 많이 사게 된다. 이렇게 일정 기간 동안 적립하면 투자 기간 동안의 평균 가격으로 자산을 매입하게 된다. 그리고 소득 기간에는 투자를 하다 손실을 보더라도 만회할 시간이 있다. 다음 달 그리고 다음 달에 또 투자 자금이 유입되면서 싸게 자산을 매입하기 때문에, 이후 자산 가격이 상승할 때 빠른 속도로 회복할 수 있다.

하지만 은퇴하고 노후 자금을 인출할 때는 다르다. 자산 가격이 오르면 떨어지든 매달 일정한 생활비를 빼 써야 한다고 해보자. 이렇게 되면 자산 가격이 떨어졌을 때 더 많이 팔아야 하

고, 올랐을 때 적게 팔아도 된다. 자산을 모을 때와 정반대로 역적립식 효과가 발생하는 셈이다. 그리고 추가적인 자금 유입은 없는 상황에서 크게 손실을 봤다고 치자. 이 상황에서도 생활비는 인출해야 한다. 이러다 보면 노후 자금은 더욱 빨리 소진된다. 특히 은퇴 생활을 시작하자마자 크게 손실을 입었다면 소진 속도는 더욱 빨라진다. 따라서 인출 기간에는 수익률을 높이는 것도 중요하지만, 변동성을 줄이는 것 또한 중요하다. TIF가 배당, 이자, 임대 수익과 같은 인컴 수익(Income Gain)을 가져다주는 자산을 상대적으로 많이 편입하는 것도 이 때문이다. 이들 자산은 변동성이 낮기도 하지만, 매각하지 않아도 일정한 소득을 가져다주기 때문에 자산 가격이 하락했을 때 팔지 않고 버틸 힘을 준다.

TDF와 TIF의 특징

TDF (Target Date Fund)	구분	TIF (Target Income Fund)
생애 전반	투자 기간	은퇴 이후
노후 자금 적립부터 인출까지 안정적인 수익 추구	운용 목표	은퇴 이후 안정적 소득원 마련
글라이드 패스에 기반한 자산 배분과 리밸런싱	운용 전략	위험 자산과 안전 자산 간 비율 유지, 인컴 자산을 편입해 변동성 억제

주식과 채권에만 투자할 것인가, 대체 자산에도 투자할 것인가

직장에서 은퇴하고 나면 가장 아쉬운 것은 무엇일까? 저마다 대답은 다르겠지만, 다달이 받던 월급이 그립다는 사람도 많다. 결국 월급이 사라진 자리를 대신할 소득원이 필요하다는 얘기인데, 주요한 대안으로 연금이 있다. 하지만 어느 날 갑자기 연금이 하늘에서 뚝 떨어지거나 땅에서 솟아날 일을 없다. 결국 평안한 노후를 맞으려면 젊어서부터 차근차근 잘 준비해야 한다.

노후 준비를 1~2년에 딱딱 끝낼 수 있는 사람이 있을까? 있기가 하겠지만 많지는 않을 것이다. 짧아도 10년, 길면 20~30년은 족히 걸리는 일이다. 이마저도 부족하다고 하는 사람이 있다. 어차피 단박에 해결할 수 없는 문제라면 일찌감치 장기적인 계획을 수립하고 차근차근 진행해 나갈 수밖에 없다.

연금도 마찬가지다. 하루이틀 운용하고 끝낼 게 아니다. 따라서 단기적으로 고수익을 추구하기보다는 장기적으로 안정적

인 수익을 추구해야 한다. 장기 투자는 기본이고, 안정적인 수익을 얻으려면 국내외의 다양한 자산에 분산 투자해야 한다. 그리고 수익률을 높이려면 여러 자산에 분산된 자금을 정기적으로 리밸런싱 해야 한다. 장기 투자, 분산 투자, 리밸런싱. 이 세 가지 원칙을 엄두에 두고 연금을 운용해야 한다.

장기 투자. 결심도 하고 노력도 해보지만, 그게 말처럼 쉽지 않다. 동료가 어떤 종목에 투자해서 큰 수익을 냈다고 하면 부러워동해서 사고 싶고, 투자하자마자 수익률이 조금이라도 떨어지면 불안해 발을 동동 구른다. 결국 장기 투자를 하겠다던 굳은 결심은 온데간데없이 사라지고, 시장에 휩쓸리고 심리에 휘둘러 샀다 팔았다 하는 자신을 발견하게 된다. 그나마 수익이라도 났으면 다행인데, 품만 팔고 이문이 남지 않을 때가 더 많다.

장기 투자는 투자자의 의지가 필요한 영역인데, TDF를 이용하면 이 같은 의지를 강화하는 데 도움을 받을 수 있다. TDF 가입자는 목표 시점부터 정하고 투자를 한다. 이렇게 사전에 목표 시점을 정해 두면 그렇지 않았을 때보다 시장이 하락했을 때 버틸 힘이 생긴다. 가령 목표 시점이 2035년인 TDF에 가입한 투자자는 이렇게 생각할 수 있다.

‘그래, 2035년까지 투자하기로 했지. 지금이야 시장 상황이

좋지 않지만 곧 회복될 거야. 2035년까지는 아직 시간이 많이 남았잖아. 어쨌든 이럴 때가 더 싸게 투자할 수 있는 기회일지도 몰라.’

물론 TDF 가입자가 모두 이렇게 생각하지는 않을 것이다. 그리고 목표 시점이 도래하기 전에 중도 해지를 할 수도 있다. 이 같은 선택권은 여전히 가입자에게 남아 있다. 하지만 사람들은 한번 기준을 정하면 웬만해서 바꾸려고 하지 않는 것도 사실이다. 관성의 힘이 작용하는 셈이다. 행동경제학자들은 이를 ‘기준점 효과’ 또는 ‘현상 유지 편향’으로 설명한다.

기준점 효과는 닷 내림 효과라고도 한다. 배가 어느 지점에 닷을 내리면 그 지점을 크게 벗어나지 못하고 근처를 맴도는 것처럼, 인간도 한번 각인된 정보가 있으면 이를 기준으로 삼아서 판단하는 경향이 있다는 사실을 설명한 이론이다. 그리고 사람들은 한번 시작한 행동을 웬만해서 바꾸려고 하지 않는데, 이를 현상 유지 편향이라고 한다.

편향이란 말은 한쪽으로 치우쳤다는 의미를 갖기 때문에 부정적인 어감이 있다. 하지만 반드시 그렇지는 않다. 편향을 잘 활용하면 사람들을 강제하지 않으면서 더 좋은 선택을 할 수 있도록 유도할 수 있는데, 행동경제학자들을 이를 ‘넛지Nudge’라

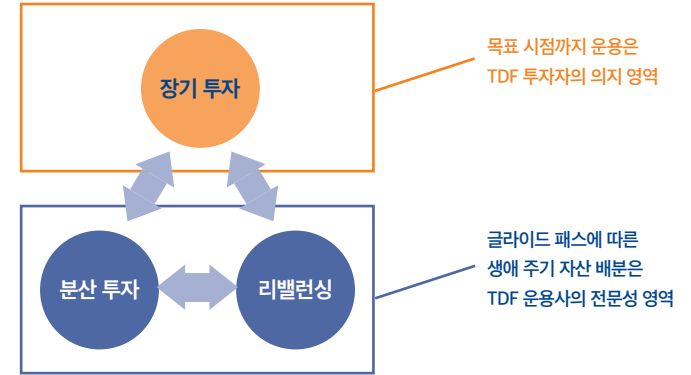
고 한다. 넋지는 ‘팔꿈치로 쿡쿡 찌르다’는 뜻인데, 사람들에게 어떤 행동을 하라고 강제하지는 않으면서도 편향을 활용해 부드럽게 개입해서 더 나은 선택을 하도록 만든다. TDF 가입자들은 투자를 시작하기 전에 목표 시점부터 정하는데, 이는 일종의 닷처럼 기준점을 설정해 두는 효과를 갖기 때문에 장기 투자를 유도하는 효과가 있다.

연금 자산 관리에 성공하려면 장기 투자, 분산 투자, 리밸런싱이 필요하다. TDF를 선택하면 장기 투자를 할 수 있는 기회를 갖게 된다. 이제 분산 투자와 리밸런싱이 남았다. 장기 투자가 투자자의 의지가 필요한 영역이라면, 분산 투자와 리밸런싱은 TDF를 운용하는 자산운용사의 영역이라고 할 수 있다. 왜냐하면 TDF 자체에서 국내외 다양한 자산에 분산해 포트폴리오를 구성하고 있을 뿐만 아니라, 글라이드 패스에 따라 지속적으로 자산 간 비중을 조정해 나가기 때문이다.

전통 자산에만 투자할 것인가, 대체 자산에도 투자할 것인가

투자 대상 자산은 크게 둘로 나눌 수 있다. 흔히 주식과 채권 등

TDF와 연금 자산 운용



을 전통 자산이라고 하고, 원자재와 부동산 등을 대체 자산이라고 한다. 과거에는 전통 자산에만 투자하는 펀드가 많았다. 주식과 채권 이외의 자산에는 투자를 하려고 해도 마땅한 수단도 없기도 했지만, 전통 자산에만 투자해도 충분한 분산 효과를 얻을 수 있었기 때문이다.

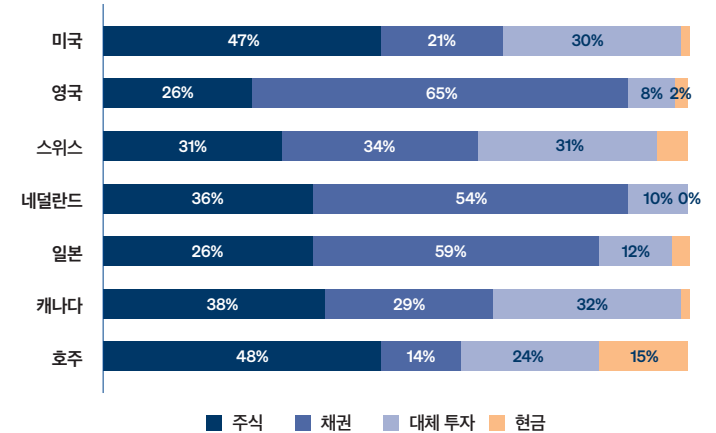
전통적으로 주식과 채권은 낮은 상관관계를 보여왔다. 둘 중 하나가 변할 때 다른 하나도 따라 변화하면 상관관계가 있다고 한다. 이때 두 자산의 가격이 같은 방향으로 움직이면 양(+)의 상관관계가 있다고 하고, 반대 방향으로 움직이면 음(-)의 상관관계가 있다고 한다. 따라서 상관관계가 낮거나 음의

상관관계를 보이는 자산에 분산 투자하면 포트폴리오의 변동성을 낮출 수 있다.

하지만 최근 들어 주식과 채권 가격이 함께 오르거나 내리는 일이 자주 발생하고 있다. 이런 동조화 현상이 잦아지면서 이들 전통 자산의 가격과는 다른 방향으로 움직임을 보이는 대체 자산에 투자하는 펀드가 하나둘 등장하기 시작했다. 여기에는 금융 규제 완화와 IT 기술의 발달로 대체 자산에 투자하는 상품이 다양해진 것도 한몫했다.

대체^{代替}라는 말은 ‘대신할 만한 것으로 바꾼다’는 뜻이다. 따라서 대체 투자란 기존의 투자를 대신하는 새로운 투자라고 할 수 있고, 대체 투자 자산이란 주식과 채권을 제외한 모든 투자 자산을 말한다. 여기에는 원유나 구리와 같은 원자재도 있고, 부동산과 인프라 자산도 해당된다. 대체 투자 자산의 가격은 전통 자산의 가격 등락과 전반적으로 낮은 상관관계를 보인다. 따라서 주식과 채권에 대체 투자 자산까지 편입해 포트폴리오를 구성하면 변동성을 낮출 수 있다. 대표적인 장기 투자 기관이라고 할 수 있는 해외 주요 연기금들이 주식과 채권뿐 아니라 대체 자산에 일정 부분 이상 자금을 배분하는 것도 이 때문이다.

주요 국가 연기금의 대체 투자 비중(2020. 12.)



자료: Willis Towers Watson, Global Pension Asset Study 2021

그러면 다시 본론으로 돌아가서, 국내 TDF가 어떤 자산에 투자하는지 살펴보자. 먼저 전통 자산에만 투자하는 TDF가 있다. 주식과 채권 자산만 편입하기 때문에 포트폴리오 구성이 용이하다는 것이 가장 큰 장점이다. 하지만 앞서 살펴봤듯이, 주식과 채권의 가격 움직임이 동조화하는 일이 잦아지면서 분산 투자 효과가 약화되고 있는 것은 단점이다.

그래서 전통 자산과 상관관계가 낮은 원자재를 포트폴리오에 함께 편입해서 투자하는 TDF도 있다. 원자재를 활용하면 인

플레이션 헤지가 용이해진다. 하지만 주식과 채권에 비해 원자재는 가격 변동이 극심하다. 특히 원자재 가격은 짧은 기간에 가파르게 상승했다가 오랫동안 하락하는 모습을 보일 때가 많다. 따라서 원자재를 포트폴리오에 편입하는 경우에는 이 같은 특성을 이해하고 세심하게 관리해야 한다.

마지막으로 전통 자산과 원자재 이외에 부동산과 인프라 자산에도 투자하는 TDF가 있다. 포트폴리오에 부동산을 편입하면 어떤 효과를 얻을 수 있을까? 오랫동안 부동산은 주식과 아주 낮은 상관관계를 보여왔고, 채권과는 음의 상관관계를 보였다. TDF는 목표 시점이 가까워질수록 포트폴리오 내 채권 비중이 높아진다. 따라서 목표 시점을 앞두고 채권의 기대 수익이 좋지 않을 것으로 예상될 때 이를 부동산이 보완해 줄 수 있다. 그리고 부동산은 주식처럼 장기적으로 자산 가격 상승을 기대할 수 있는 동시에 채권 이자와 같은 임대 수입도 확보할 수 있다.

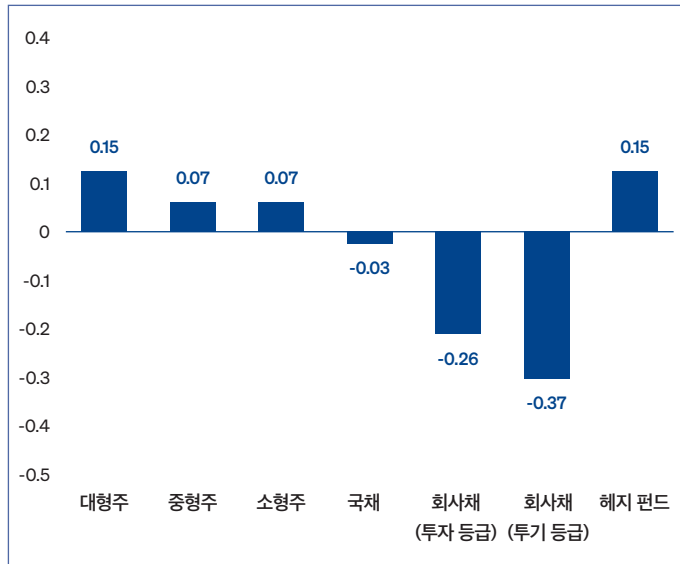
TDF 투자 대상 자산과 장단점

투자 대상	장점	단점
주식, 채권	포트폴리오 구성이 용이하다.	주식과 채권 가격의 동조화 심화로 분산 투자 효과가 약화되고 있다.
주식, 채권, 원자재	인플레이션 헤지가 용이하다.	원자재는 가격 변동성이 크고, 짧은 상승과 긴 하락 주기를 갖는다.
주식, 채권, 원자재, 부동산/인프라	금융 시장의 다양한 국면에 맞춰 전략적인 대응이 가능하다.	포트폴리오 구성과 관리가 복잡하다. 일정 규모 이상 운용 자금이 필요하다.

물론 투자 대상 자산이 늘어나면 포트폴리오를 구성하고 관리하는 일이 복잡해질 수밖에 없다. 그리고 부동산과 인프라 자산은 규모가 커서 이를 편입하려면 운용 자금 규모가 상당해야 한다. 하지만 장점도 있다. “공구 상자에 망치밖에 없으면 모든 문제가 못으로 보인다.”라는 말이 있다. 하지만 망치 외에도 다양한 공구가 있으면 문제에 맞는 공구를 가지고 효율적으로 대

응할 수 있다. 마찬가지로 포트폴리오 내에 특성이 다른 여러 종류의 자산이 다양하게 있으면 금융 시장의 국면 변화에 맞춰 다양한 전략을 구사할 수 있다.

부동산과 금융 자산의 상관관계(~2014)



자료: NCREIF, Thomson Data Streams

부동산 지수: NCREIF Property Index

주식 지수: Russel Top 200 Index, Russel Midcap Index, Russel 2000 (1979~2014)

채권 지수: Barclays US Treasury Index, Barclays US Corp. Investment Grade Index (1978~2014), Barclays US Corp. High Yield Index (1984~2014)

헤지 펀드 지수(1994~2014): Dow Jones-Credit Suisse Hedge Fund Index



TDF 더 들여다보기

전략 배분이란 무엇인가

현재 국내에 출시된 TDF 중에서 어떤 것이 가장 인기가 많을까? 2021년 6월 말 현재, 국내에서는 14개 자산운용사가 118개의 TDF를 운용하고 있다. 전체 TDF 수탁고는 6조 2,000억 원 남짓인데, 이 중 미래에셋자산운용의 '전략배분 TDF' 시리즈의 규모가 가장 크다. 그런데 자산 배분은 자주 들어봐서 알겠는데, 전략 배분은 생경하다고 하는 사람이 많다. 어떤 뜻일까?

투자에 관심이 있는 사람이라면 자산 배분의 중요성에 대해 알 것이다. 연금과 같은 장기 투자에 있어 성과는 종목 선정이나 투자 타이밍이 아니라 자산 배분에서 온다는 얘기도 들어봤을 것이다. 자산 배분이란 주식, 채권, 원자재, 부동산 등 기대 수

익과 위험이 다른 다양한 자산으로 포트폴리오를 구성해 분산 투자 효과를 추구하는 것이다. 예를 들어 주가가 하락할 때는 채권 가격이 오르고, 주식과 채권 가격이 모두 하락할 때는 원자재가 이를 보완한다. 이렇게 해서 개별 자산의 가격 변동이 포트폴리오 성과에 미치는 영향을 줄이면 장기적으로 안정적 수익을 기대할 수 있다.

하지만 2008년 금융 위기를 수습하기 위해 미국 등 주요 국가의 중앙은행이 채권을 매수하고 금리를 낮추는 양적 완화 정책을 실시하면서 자산 가격의 동조화 현상이 심화됐다. 이렇게 자산 간의 상관관계가 높아지면 분산 투자 효과는 반감될 수밖에 없다. 다행이라면 금융 시장이 발달하면서 주식이나 채권과는 성격이 다른 대체 투자 상품이 속속 등장하고 있다는 것이다. 이런 변화에 발맞춰 기존 TDF의 자산 배분 방식에도 변화를 줄 필요가 생겼다.

이 같은 배경에서 미래에셋자산운용이 내놓은 것이 전략배분 TDF다. 다른 TDF가 글라이드 패스를 따라 주식과 채권 비중을 조정해 가는 방식이라면, 전략배분 TDF는 여기서 한 걸음 더 나아갔다. 투자 대상을 주식, 채권, 원자재, 부동산과 같이 전통 방식에 따라 구분하지 않았다. 대신 각각의 자산에 발생한 투자 성과를 그 원천과 특징에 따라 네 가지 전략으로 구분

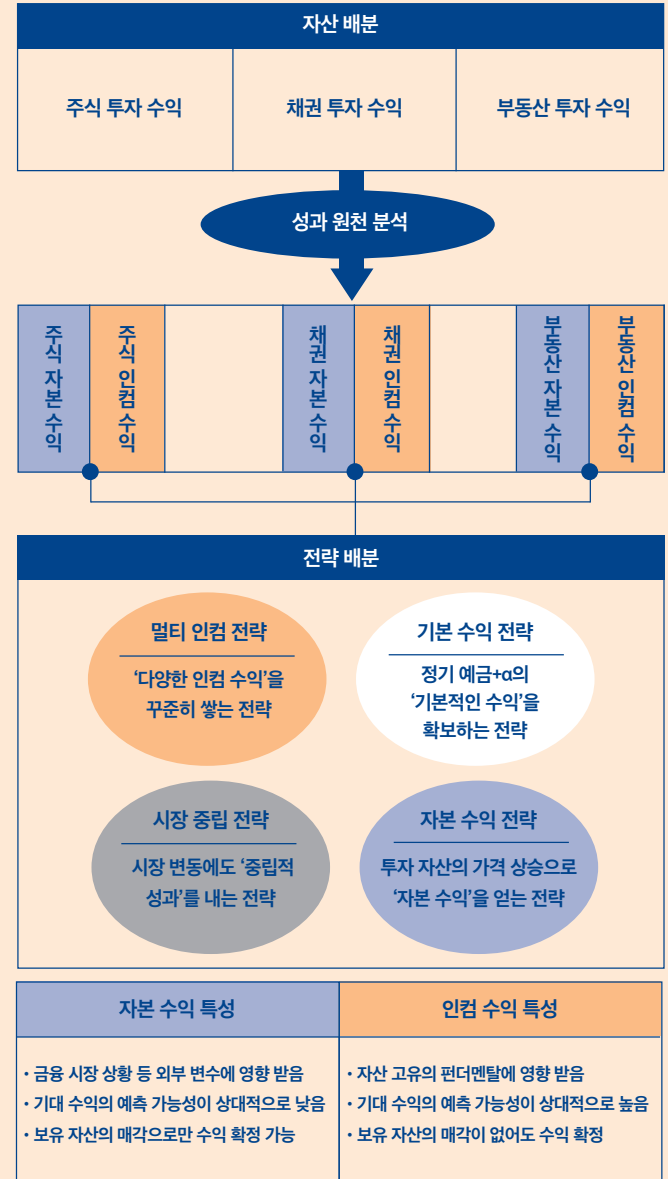
한 뒤 전략별로 투자 비중을 조절해 나간다.

먼저 투자 대상에서 발생한 수익을 그 원천에 따라 자본 수익과 인컴 수익으로 나눈다. 자본 수익이란 투자하는 자산의 가격이 상승해서 얻는 수익을 말하는데, 기대 수익률이 높은 데 반해 자산 가격의 변동성이 큰 편이다. 인컴 수익은 이자와 배당, 임대 수익처럼 해당 자산을 보유하면 얻을 수 있는 수익으로 자산 가격의 변동이 크지 않고 꾸준한 현금 흐름을 제공한다. 이렇게 자본 수익과 인컴 수익을 구분해 전략 배분을 실시하는 것은 인컴 수익을 가져다주는 자산이 상당 부분 안전 자산으로 기능을 하고, 자본 수익을 가져다주는 자산은 금융 시장 상황에 따라 위험 자산의 기능을 하기 때문이다.

전략배분 TDF는 주된 투자 성과가 자본 수익에서 비롯됐느냐, 인컴 수익이 원천이냐에 따라 투자 대상을 네 가지 전략으로 구분해 자금을 배분한다. 먼저 투자 대상 자산의 가격 상승이 수익에 기여하는 바가 크면 자본 수익 전략, 정기 예금 금리보다 조금 나은 정도의 수익을 확보하려는 것을 기본 수익 전략, 금융 시장의 변동과 무관하게 독립적인 성과를 추구하는 것을 시장 중립 전략, 자본 수익과 인컴 수익을 모두 추구하며 수익을 쌓는 것을 멀티 인컴 전략이라고 한다.

예를 들어 이자 수입은 크지 않고 대부분의 수익이 채권 가격

변동으로 얻는 장기 채권은 금융 시장 상황에 따라 자본 수익 전략으로 분류할 수 있다. 자산 가격 상승보다는 배당 수입이 성과에 보다 많은 영향을 미치는 주식이 있다면 멀티 인컴 전략으로 구분한다. 부동산도 마찬가지다. 임대 수익이 더 중요한 역할을 한다면 멀티 인컴 전략으로 구분한다. 이 경우 부동산 가격이 상승해서 생기는 이득은 추가로 얻는 수입이다.



왜 주식과 채권에 직접 투자하지 않고 펀드에 간접 투자하는가

대다수 TDF는 주식이나 채권에 직접 투자하지 않고, 펀드와 ETF(Exchange Traded Fund)(상장 지수 펀드)를 활용해 포트폴리오를 구성하고 있다. 이러한 투자 방식을 플랫폼 운용이라고 한다. 플랫폼 운용 방식은 다시 모자형과 재간접형 집합 투자 운용 방식으로 나뉜다. 이들의 차이점과 장단점에 대해서는 나중에 따로 살펴보기로 하고, 여기서는 TDF가 왜 플랫폼 운용 방식을 택하고 있는지부터 살펴보자.

TDF는 시리즈 펀드다. 자산운용사는 같은 이름을 가진 TDF를 목표 시점을 달리해서 5년 단위로 내놓고 있고, 앞으로도 그럴 것이다. 예를 들어 미래에셋자산운용의 전략배분 TDF 시리즈는 2021년 6월 현재 2025년부터 2050년까지 5년 단위로 목표 시점이 다른 6개의 TDF를 운용하고 있다. 다시 시간이 흐르면 2055년과 2060년을 목표 시점으로 하는 TDF를 계속해서

내용을 것이다. 그리고 각각의 TDF는 목표 시점이 지난 다음에도 20~30년은 넘게 운용되어야 할 숙명을 가지고 있다. 결국 시간이 흐르면 흐를수록 같은 TDF 시리즈 안에 펀드 수는 늘어날 수밖에 없는 구조다.

TDF 시리즈가 운용의 일관성을 유지하려면

문제는 일관성이다. 같은 이름을 달고 운용되는 TDF라면 뭔가 공통점이 있어야 한다. 동일한 글라이드 패스에 따라 자산 배분과 리밸런싱이 이루어져야 하고, 그 결과 수익률이나 변동성과 같은 투자 성과도 일정한 흐름을 가지고 일관성 있게 나타나야 한다. 그래야 투자자들이 미래에 자신이 가입한 TDF가 어떻게 운용될지 예측할 수 있다. 예를 들어 목표 시점이 2030년인 TDF에 가입한 투자자는 같은 시리즈의 2025년이 목표 시점인 TDF의 자산 배분 현황과 투자 성과를 참조해 ‘내가 가입한 TDF도 5년이 지나면 저런 모습으로 운용되겠구나.’ 하고 생각할 수 있다.

그런데 TDF가 개별 주식이나 채권에 직접 투자하는 방식으

로 운용되면 이 같은 일관성을 유지하기 어렵다. 같은 이름으로 운용되는 TDF라고 하더라도 목표 시점에 따라 운용하는 자산 규모는 다르다. 운용 자산 규모가 큰 것도 있지만 작은 것도 있을 수 있다는 얘기다. 그런데 이들 TDF가 개별 주식과 채권에 직접 투자를 한다면 운용 자산 규모가 작은 TDF에서는 사고 싶어도 살 수 없는 종목이 발생할 수 있다. 그리고 같은 종목을 사고팔더라도 거래량과 시간에 따라 거래 가격이 차이 날 수밖에 없다. 이렇게 되면 TDF마다 자산 종류와 비중이 달라지게 된다.

또 같은 주식과 채권을 다른 시기에 다른 가격으로 사고파는 것도 문제다. 포트폴리오를 조정하면서 TDF는 주식과 채권 중 일부를 사고판다. 이때 시리즈 내 각각의 TDF가 같은 종목을 사고팔더라도 항상 같은 시기에 같은 가격으로 주문을 할 수는 없다. 같은 종목을 거래하더라도 주문 시간과 수량에 따라 매수와 매도 가격이 다를 수밖에 없고, 이는 결국 운용 성과에도 영향을 미치게 된다. 이렇게 해서 TDF마다 운용 성과가 일관성 없이 들쭉날쭉하다면 과연 이들을 같은 시리즈에 속한 TDF라고 할 수 있을까?

플랫폼 방식으로 운용하면 이 같은 문제를 해결할 수 있다.

플랫폼 운용 방식에서 TDF 운용역은 직접 주식을 사고팔지는 않는다. TDF 운용역은 투자할 하위 펀드를 선정하고, 글라이드 패스와 시장 상황에 따라 이들 펀드의 편입 비중을 조정하는 데 집중한다. 실제 주식과 채권을 직접 사고파는 것은 하위 펀드 운용 담당자들이다. 이들은 각자 자신이 맡은 펀드의 운용에 집중하면 되기 때문에 운용의 효율성을 높일 수 있다.

모자형과 재간접 운용 방식은 무엇이 다른가

앞서 플랫폼 운용 방식에는 모자형 운용과 재간접 운용이 있다고 했는데, 이 둘은 무엇이 어떻게 다른 것일까? 먼저 모자형 운용 방식부터 살펴보자. 모자(母子)란 어머니와 자녀를 뜻하는 한자다. 모자형 운용 방식은 이름 그대로 모(母)펀드와 자(子)펀드로 구성된다. 투자자는 자펀드에 투자하고, 자펀드가 다시 모펀드에 투자하는 구조다. 주식과 채권 등 개별 자산을 사고파는 일은 모펀드 운용역이 담당한다. 자펀드 운용역은 투자 대상 모펀드를 선정하고, 각각의 모펀드에 얼마만큼의 자금을 배분할지 결정한다. 그리고 글라이드 패스와 시장 상황에 따라 자산 배분

비중을 조정한다.

이때 모펀드와 자펀드를 운용하는 회사는 동일해야 하며, 자펀드가 투자할 수 있는 모펀드 종류가 사전에 지정되어 있어야 한다. 이 같은 제약 때문에 투자 기간 중에 투자 대상을 확대하는 데 제약이 따른다. 하지만 같은 회사에서 운용하는 모펀드에 자산을 배분하기 때문에 얻는 장점도 있다. 자펀드 운용역이 모펀드의 운용 현황과 계획 그리고 주요 변동 사항을 손쉽게 파악해 운용에 반영할 수 있고, 관련 정보를 투자자에게 빠르게 제공할 수 있다.

이번에는 재간접 운용 방식에 대해 살펴보자. 펀드는 간접 투자 방식이다. 이러한 펀드가 다시 펀드에 투자하는 방식이라고 해서 재간접 운용이라는 이름이 붙었다. 국내에 출시된 TDF는 크게 해외 자산운용사에 위탁 운용하는 것과 국내 자산운용사가 자체 운용하는 것으로 나눌 수 있다. 이 중에서 해외에 위탁 운용하는 TDF가 대부분 재간접 운용 방식을 취한다. 국내 TDF가 해외 자산운용사의 펀드 등에 투자하는 방식이기 때문이다.

사실 펀드가 펀드에 투자한다는 점에서는 모자형과 재간접 운용 방식이 동일하다. 다만 차이가 있다면 모자형에서 자펀드

는 같은 회사의 모펀드에만 투자할 수 있지만, 재간접 운용 방식은 그렇지 않다는 점이다. 재간접 운용 방식에서는 같은 회사 펀드 외에 다른 자산운용사가 운용하는 펀드에도 투자할 수 있다. 그리고 모자형 운용 방식에서는 자펀드가 투자할 수 있는 펀드를 사전에 지정해야 하지만, 재간접 운용 방식에서는 그럴 필요도 없기 때문에 투자 대상을 자유롭게 확대할 수 있다. 하지만 단점도 적지 않다. 다른 자산운용사의 펀드에 투자하는 경우 투자 대상 펀드의 운용 계획과 정보에 접근하기가 쉽지 않다. 이뿐만 아니라 운용 보수가 이중으로 부과되는 것도 문제다.

모자형과 재간접 운용 방식 비교

구분	모자형 운용	재간접 운용
투자 대상 확장성	모펀드로 제한	타사 펀드 투자 가능
투자 대상 펀드 지정	사전 지정 인가	사전 미지정
운용 정보 공유	모펀드와 자펀드가 공유	타사 운용 펀드 정보 공유 제약
비용	단일 보수 (모펀드 보수는 없음)	이중 보수 (투자 대상 펀드 보수 + TDF 보수)

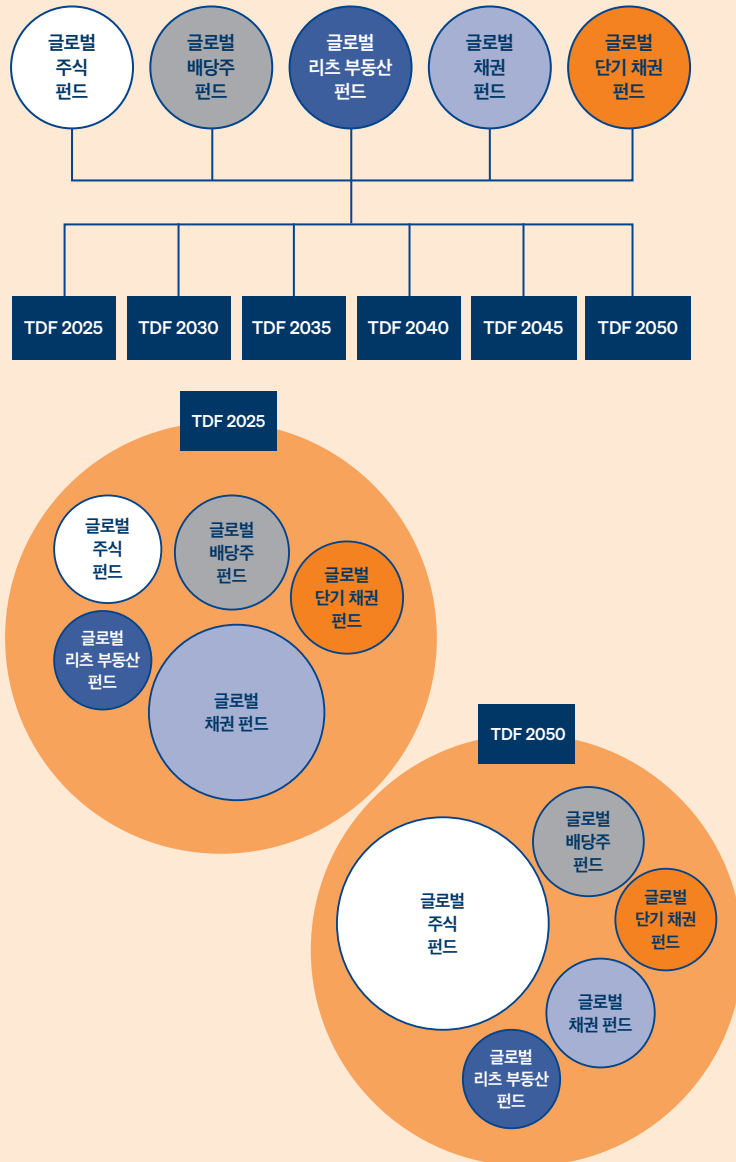


TDF 더 들여다보기

플랫폼 운용이란 무엇인가

TDF는 일종의 시리즈 펀드다. 같은 시리즈에 속한 펀드들의 공통점이 있어야 한다. 시리즈 펀드의 공통점이라면 일관된 운용 전략이라고 할 수 있는데, TDF는 운용의 일관성을 유지하기 위해 플랫폼 운용 방식을 택하고 있다. 다음 쪽 그림은 이해를 돕기 위해 플랫폼 운용 구조를 간단하게 도식화한 것이다. 그림에서 보듯이 해당 TDF 시리즈는 글로벌 주식 펀드, 글로벌 배당주 펀드, 글로벌 리츠 부동산 펀드, 글로벌 채권 펀드, 글로벌 단기 채권 펀드 5개의 펀드에 투자하고 있다. 이때 TDF 운용역은 각각의 하위 펀드를 TDF에 얼마나 배분할지 결정하는데 글라이드 패스에 따라 목표 시점에 따라 배분 비중을 결정한다.

TDF의 플랫폼 운용 구조



목표 시점을 2025년으로 하는 TDF에는 글로벌 채권 펀드의 비중을 크게 가져가고, 2050년을 목표 시점으로 하는 TDF는 글로벌 주식 펀드에 더 많은 자금을 배분한다. 그리고 시간 흐름과 시장 환경 변화에 따라 정기적으로 하위 펀드 투자 비중을 조정한다.

하지만 TDF 운용역이 직접 주식이나 채권을 매매하지는 않는다. 이 일은 5개의 하위 펀드 운용역이 담당한다. 하위 펀드 운용역은 자신이 맡은 펀드의 운용에 집중할 수 있어 효율성을 높일 수 있고, TDF 운용역은 펀드 간 자산 배분에 집중함으로써 TDF 시리즈가 일관성 있게 운용될 수 있도록 한다.

시중에는 수많은 종류의 펀드가 있다. 투자자 입장에서는 대안이 많으면 좋지만, 너무 많은 대안이 주어지면 무엇을 골라야 할지 몰라 어려움을 겪게 된다. 컴퓨터에 저장된 파일이 너무 많으면 정작 필요한 파일을 찾기 어려운 것과 마찬가지다. 그래서 파일을 저장할 때 비슷한 것끼리 묶어서 같은 디렉토리에 모아 놓는다. 펀드도 마찬가지다. 내게 적합한 펀드를 고르려면 몇 가지 기준을 가지고 펀드를 구분하는 것이 좋다.

보통은 투자하는 자산의 종류, 지역, 스타일에 따라 펀드를 분류한다. 투자 대상 자산에는 주식과 채권 같은 전통 자산도 있고, 원자재와 부동산과 같은 대체 자산도 있다. 투자 지역은 국내와 해외로 분류하고, 해외는 다시 권역이나 국가별로 구분하기도 한다. 투자 스타일에 따라 성장과 가치로 구분할 수도 있다. 만약 성장 가능성이 높은 한국 주식에 투자하고 싶다면

‘한국 성장 주식형’(지역·스타일·자산) 펀드 내에서 가장 적합한 펀드를 고르면 된다.

액티브 펀드냐, 패시브 펀드냐

펀드 매니저가 포트폴리오를 운용하는 과정에서 재량권을 가지고 있느냐 없느냐에 따라 액티브 펀드와 패시브 펀드로 구분하기도 한다. 펀드 매니저가 자신의 시장 전망을 적극적으로 반영해서 포트폴리오를 구성하고 시장 또는 경쟁 펀드 대비 우월한 성과를 추구한다면 액티브 펀드로 분류한다. 반면 매니저가 별도의 시장 전망 없이 시장을 대표하는 지수(예: 한국 KOSPI)를 복제하거나 소폭의 초과 성과만을 추구한다면 패시브 펀드로 분류할 수 있다.

패시브 펀드는 매니저의 개입이 적은 편이라 운용 보수가 적은 게 장점이다. 하지만 투자자 입장에서는 시장의 비효율성을 이용해 적극적인 수익을 추구할 수 있을 때조차도 평균적인 시장 수익률에 만족해야 하는 것은 단점이다. 매니저가 적극적으로 시장 상황 변화에 대응할 수 있는 액티브 펀드는 시장 평균

지수보다 높은 성과를 기대할 수 있다. 하지만 이러한 노력은 비용으로 연결되기 때문에 운용 보수가 패시브 펀드에 비해 다소 비싼 편이다.

액티브 TDF냐, 패시브 TDF냐

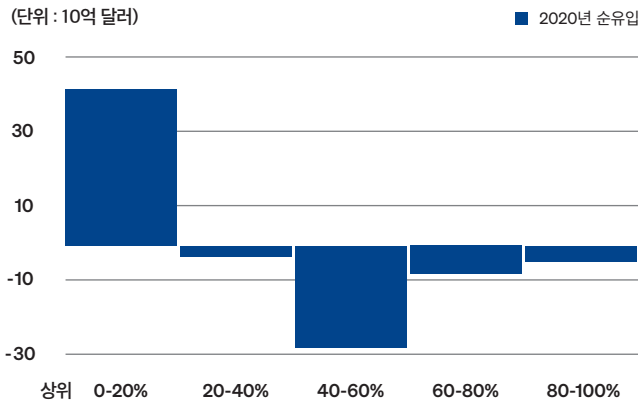
TDF는 액티브 펀드다. 고객의 위험을 정의하고, 장기적 관점에서 전략적 자산 배분 곡선인 글라이드 패스를 만들고, 글라이드 패스 내에서 어떤 자산에 투자할 것인지를 선택할 때 펀드 매니저가 적극적으로 개입하기 때문이다.

하지만 펀드 평가사에서는 TDF를 다시 액티브형과 패시브형으로 구분한다. 투자자가 자신에게 적합한 펀드를 보다 쉽게 선택할 수 있도록 돕기 위해서다. 기준은 TDF가 액티브 펀드에 투자하고 있느냐, 패시브 펀드에 투자하고 있느냐다. 패시브 TDF라고 하면 인덱스 펀드와 인덱스 ETF로 포트폴리오를 구성해서 운용하는 것이라고 이해하면 된다. 반면 액티브 TDF는 포트폴리오에 액티브 펀드를 담아서 투자한다.

TDF가 보편적인 퇴직연금 관리 솔루션으로 자리 잡은 미국

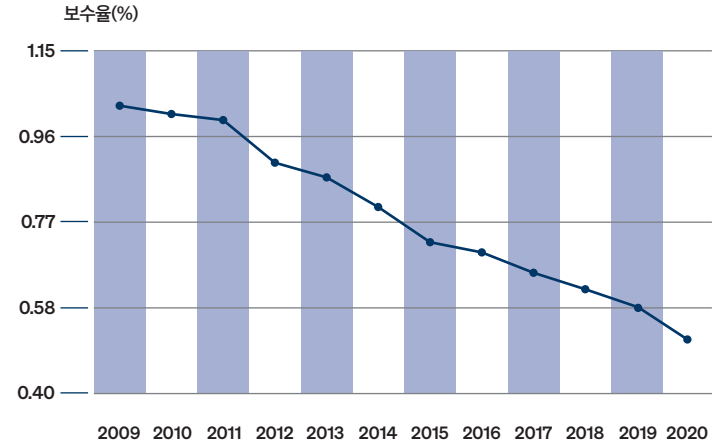
에서는 최근 액티브 펀드를 기초 자산으로 하는 TDF보다 패시브 펀드를 기초 자산으로 하는 TDF로 관심이 쏠리고 있다. 펀드 산업이 성숙하면서 보수에 민감한 투자자가 늘어났기 때문이다. 펀드 평가사인 모닝스타가 2020년 미국 TDF 수탁고 추이를 분석한 바에 따르면, 보수가 낮은 순으로 상위 20% 이내에 속한 TDF에 자금이 집중적으로 유입된 것을 볼 수 있다. 이들은 대부분 패시브 TDF다. 액티브 TDF에도 변화가 일어나고 있다. 자산운용사 사이에 경쟁이 치열해지면서 액티브 TDF의 보수도 점차 낮아지고 있다. 2020년 미국 TDF의 자산 가중 보수는 0.52%로 2009년과 비교하면 절반 수준이다.

보수가 낮은 TDF에 자금 유입이 집중되는 미국(보수가 낮은 순)



자료: 모닝스타(2020.12.31)

계속해서 하락하는 미국의 TDF 보수



자료: 모닝스타(2020.12.31)

보수가 낮으면 수익률에 도움이 될까

장기 성과 관점에서 액티브 TDF가 나은지, 패시브 TDF가 나은지에 대해서는 의견이 분분하다. 낮은 보수는 분명 장기적 관점에서 확정적으로 수익을 개선시킨다. 하지만 2020년과 같이 시장의 변동성이 높은 구간에서는 액티브 TDF의 성과가 패시브 TDF의 성과보다 나을 때가 있기 때문이다. 2020년 말을 기준

으로 목표 시점이 2025년과 2045년인 TDF의 과거 1년과 5년 성과를 비교해 봤더니, 액티브 TDF가 패시브 TDF보다 나은 성과를 기록했다.

낮은 보수와 높은 성과가 함께 할 수 있다면 투자자 입장에서는 금상첨화라고 할 수 있다. 그래서 최근 미국에서는 액티브 펀드와 패시브 펀드에 고루 투자하는 블렌디드(Blended) TDF를 내놓는 자산운용사가 크게 늘어나고 있다. 블렌디드 TDF는 새로운 형태의 TDF라고 할 수 있는데, 운용 기간이 그리 길지 않은데도 불구하고 투자자들 사이에 인기를 끌고 있다. 2020년 미국에서 자금 유입이 많은 상위 10개의 TDF 중에서 3개가 블렌디드 TDF다. 2021년 6월 기준으로 국내에서도 액티브 펀드와 패시브 펀드에 두루 투자하는 블렌디드 TDF 형태의 미래에셋자산운용 전략배분 TDF에 유입되는 자금 규모가 가장 크다.

일반적으로 시장이 효율적일수록 펀드 매니저가 초과 성과를 만들기 어렵다. 예를 들어 미국 대형 성장주 유형에서는 액티브 펀드보다 패시브 펀드의 성과가 좋은 경우가 많았다. 하지만 미국 채권 유형 내에서는 패시브 펀드보다 액티브 펀드의 성과가 나은 경우가 많다. 미국의 경우 대형 성장주가 채권에 비해 상대적으로 정보 격차가 적다고 해석할 수 있다. 따라서 패시브

펀드와 액티브 펀드를 적절하게 사용해 연금을 운용하면 질적으로 개선된 성과를 누릴 수 있을 것이다.



TDF 더 들여다보기

펀드가 얼마나 액티브한지 측정하는 방법은

TDF는 액티브 펀드다. 액티브 펀드는 자산 시장에 대한 전망을 바탕으로 한 차별화된 투자를 통해 비교 대상 지수 또는 경쟁 펀드보다 우월한 성과를 추구한다. 작게는 벤치마크(BM, 비교 지수)보다 1~2% 수익을 더 내려고 하는 것도 있고, 크게는 10% 이상 되는 초과 수익을 추구하는 액티브 펀드도 있다. 이처럼 액티브 펀드가 추구하는 초과 성과의 수준은 다양하다. 그렇다면 어떤 펀드가 액티브한지 아닌지는 어떻게 알 수 있을까?

펀드가 얼마나 액티브한가를 평가하는 데 가장 많이 사용하는 방법은 크게 두 가지로 트래킹 에러(Tracking Error)와 액티브 셰어(Active Share)가 있다. 트래킹 에러는 벤치마크 대비 초과 성과의

변동성으로 추적 오차라고도 한다. 벤치마크와 차별화될수록 트래킹 에러가 나타날 확률이 높기 때문에, 이를 활용하면 펀드가 얼마나 액티브한지 간접적으로 평가할 수 있다.

예를 들어 비교 지수를 추종하는 것을 목표로 하는 인덱스 펀드와 ETF는 연 2% 미만의 낮은 트래킹 에러를 보이지만, 주식형 액티브 펀드는 연 8% 이상 되는 높은 트래킹 에러를 기록하고 있다. 하지만 트래킹 에러가 높다고 해서 해당 펀드가 액티브하다고 할 수는 없다. 트래킹 에러는 벤치마크와 차별화된 포트폴리오에서 발생하기도 하지만 마켓 타이밍 등 다른 요소에 의해 발생할 수도 있기 때문이다.

반면 액티브 셰어는 펀드를 구성하는 종목과 벤치마크를 구성하는 종목의 보유 비중이 얼마나 차이가 나는지 측정하는 지표다. 예를 들어 벤치마크가 삼성전자, 현대차, 네이버, LG화학에 각각 25%씩 담은 지수이고, 매니저가 운용하는 펀드가 삼성전자와 현대차를 50%씩 담았다고 해 보자. 이 경우 액티브 셰어는 아래 공식에 따라 50%가 된다.

$$\text{Active Share} = 1/2(|25\% - 50\%| + |25\% - 50\%| + |25\% - 0\%| + |25\% - 0\%|) = 50\%$$

액티브 셰어는 0부터 100까지의 값을 갖는다. 벤치마크와 동

일한 종목에 동일한 비중으로 투자하는 펀드는 액티브 세어가 0이 되고, 벤치마크를 구성하는 종목과 완전히 다른 종목에 투자하는 펀드는 100이 된다. 액티브 세어가 높을수록 소수 종목에 집중 투자했거나, 벤치마크와 다른 종목에 투자하고 있다는 뜻이다.

하지만 액티브 세어 또한 완벽하지는 않다. 특히 벤치마크의 종류에 따라 편차가 크다는 것이 가장 큰 단점이다. 대표적으로 글로벌 주식형 펀드의 액티브 세어가 국내 주식형 펀드의 액티브 세어보다 높은 점이다. 예를 들어 벤치마크에 속한 A라는 종목과 벤치마크에 속하지 않은 B라는 종목이 있다고 치자. 이 두 종목은 상관관계가 높아서 장기간 매우 흡사한 가격 움직임을 보였다. 만약 펀드에서 A라는 종목 대신 B라는 종목을 선택했다면 액티브 세어는 높아지지만, 벤치마크와 대비해 초과 성과를 내는 데 기여한 정도는 매우 작을 것이다. 투자 풀이 넓은 글로벌 주식형 펀드는 A와 B 종목과 같은 관계가 보다 많아질 것이고, 이에 따라 벤치마크를 추종하는 펀드들 간에 액티브 세어를 비교하는 게 무의미해질 수 있다.

트래킹 에러는 벤치마크만 뚜렷하면 자산 종류와 지역에 상관 없이 활용 가능하다. 따라서 벤치마크가 상이한 펀드들 간에

액티브 정도를 비교할 때도 사용할 수 있다. 다만 트레이킹 에러만 가지고 펀드가 액티브한 이유를 전부 설명하지는 못한다. 왜냐하면 액티브한 펀드라고 해서 반드시 트레이킹 에러가 크다고 할 수는 없기 때문이다. 예를 들어 벤치마크를 구성하는 종목과 완전히 다른 종목에 투자하는 펀드가 있다고 해보자. 이 펀드가 벤치마크와 비슷한 수익률을 얻으면 상당히 액티브하지만 트레이킹 에러는 낮게 나타난다. 반면 액티브 세어는 동일한 벤치마크를 사용하는 펀드 간 차이를 비교하는 데 적합하다.

최근에 블렌디드 TDF가 늘어나면서 운용역이 해야 할 일도 늘어나고 있다. 액티브 펀드에만 투자하거나 패시브 펀드에만 투자하는 TDF의 운용역보다 투자 대상 펀드를 고를 때 고려해야 할 사항이 많아졌기 때문이다. 앞서 소개한 트레이킹 에러와 액티브 세어를 상호 보완적으로 이용하면서 적합한 투자 조합을 구성하는 것이 TDF 운용역에게 주어진 과제라고 할 수 있다.

TDF는 글로벌 자산에 분산 투자하는 펀드다. 그런데 해외 투자를 할 때는 항상 고민스러운 부분이 있다. 바로 환이다. 해외 투자자는 원화를 투자 대상 국가의 통화로 환전한 다음 그 나라 주식과 채권 등 자산에 투자한다. 매입한 자산을 매각하고 난 다음에는 해당 통화를 원화로 다시 환전하면서 투자가 마무리된다. 이 과정에서 투자자는 필연적으로 환율 변동에 따른 리스크에 노출될 수밖에 없다.

환 헤지를 하는 게 유리한가

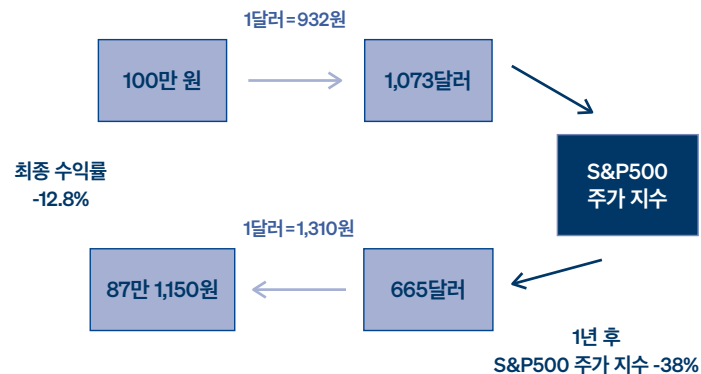
그렇다면 환 헤지를 하는 것이 안 하는 것보다 유리할까? 반드시 그렇지는 않다. 2008년 글로벌 금융 위기 당시로 돌아가보

자. 2008년 한 해 동안 미국 달러화 기준으로 S&P500 지수는 38%나 하락했다. 같은 기간에 원화 가치도 1달러에 932원에서 1,310원으로 40.6%나 떨어졌다. 투자자 A는 2008년 초에 우리 돈 100만 원을 달러로 환전해 S&P500 지수를 추종하는 펀드에 가입했다. 그리고 그해 말에 펀드를 환매한 다음 원화로 환전했다. 이 과정에서 환 헤지는 하지 않았다.

이 경우 A의 수익률은 얼마나 될까? 2008년 초 환율은 1달러에 932원이었다. 따라서 100만 원을 1,073달러로 환전해 펀드를 매입할 수 있다. 그해 주가 지수는 38% 떨어져서 연말에 펀드 잔고는 665달러가 됐을 것이다. 그런데 2008년 말에 환율이 1달러에 1,310원으로 올랐기 때문에 펀드를 환매한 자금을 원화로 환전하면 87만 1,150원을 손에 쥐게 된다. 결국 12만 8,850원을 손해 본 셈이다. 즉, 펀드에 투자해 38%의 손실을 봤지만 환 차이로 상당 부분을 만회해 12.8% 손실로 마감할 수 있었다.

물론 극단적인 상황을 예로 든 것이기는 하다. 하지만 여기서 한 가지 교훈을 얻을 수 있다. 원화는 기축 통화가 아니기 때문에 해외에서 자유롭게 사용할 수 없다. 달러화와 비교했을 때 원화는 리스크가 있는 통화다. 그리고 해외 주식과 하이일드 채

투자자 A가 2008년에 환 헤지를 S&P500 지수에 투자했을 때



권도 변동성이 큰 자산이다. 이때 해외 주식이나 하이일드 채권이 가진 변동성을 환율의 변동성으로 분산할 수 있다는 점이다. 다만 환율 변동과 해외 주식이나 채권이 가진 변동의 상관관계를 살펴야 한다. 예에서 살펴본 것처럼 이들이 서로 반대로 움직이면 분산 효과가 나타나지만, 같은 방향으로 움직이면 변동성이 배가된다. 따라서 TDF가 글로벌 자산에 분산 투자한다고 해서 무턱대고 환 헤지를 하는 것이 능사는 아니다. 투자하려는 자산의 특성과 통화의 특성을 고려해서 유연한 환 헤지 전략을 수립할 필요가 있다.

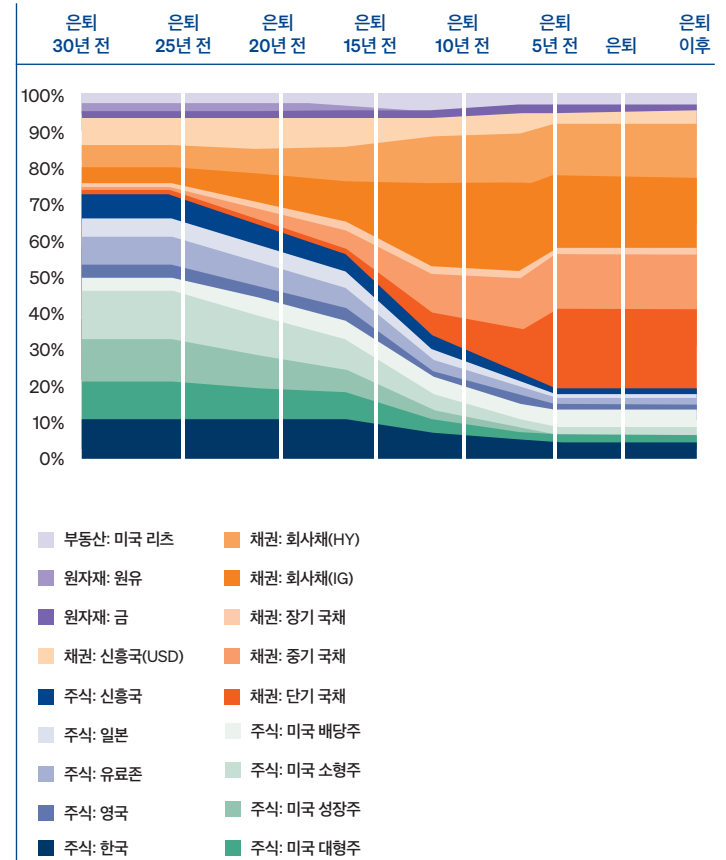
TDF는 환 헤지를 어떻게 해야 하나

다시 한번 정리해 보자. 미국 주식도 위험 자산이지만 달러화와 비교했을 때 우리나라 원화도 위험 자산이다. 위험 자산의 가격은 세상이 평온할 때 올라가고 위험할 때 떨어지는 경향이 있다. 그리고 글로벌 위기 국면에서는 달러화가 강세를 띠는 경향이 있다. 미국 주가가 하락하더라도 달러화가 강세를 보이면서 이를 보완할 수 있다는 얘기다. 또한 장기적으로 한 나라의 경제가 성장하면 해당 통화도 강세를 띠는 경향이 있다.

이 같은 특성을 종합적으로 고려했을 때 해외 주식에 투자할 때는 환 헤지를 하지 않는 것이 유리할 수 있다. 주식과 비슷한 속성을 가진 하이일드 펀드도 마찬가지다. 반면 채권은 환율 변동에 따라 기대 수익과 위험에 크게 변화가 나타난다. 그래서 채권이 아닌 외환에 투자한 셈이 되기도 한다. 따라서 환 헤지를 하는 것이 유리하다.

그렇다면 TDF는 어떤 방법으로 환 헤지를 해야 할까? TDF는 글라이드 패스를 따라 주식과 채권의 비중을 조절해 나간다. 목표 시점까지 시간이 많이 남아 있을 때는 주식 비중을 높이

글라이드 패스에 따른 포트폴리오 자산 구성의 변화



자료: 미래에셋자산운용

가져가다가 차츰 그 비중을 낮춰간다. 목표 시점이 임박하면 주식보다는 채권 비중이 높아진다. 목표 시점까지 기간이 남아 있을 때는 해외 주식 비중이 높기 때문에 환을 오픈하는 것이 유리할 수 있고, 목표 시점에 근접할수록 채권 비중이 높기 때문에 환 헤지를 하는 게 유리할 수 있다. 이 밖에 경제 상황에 따른 환율 변동과 환 헤지 비용을 종합적으로 고려해서 유연하게 환 헤지 전략을 수립해야 한다.

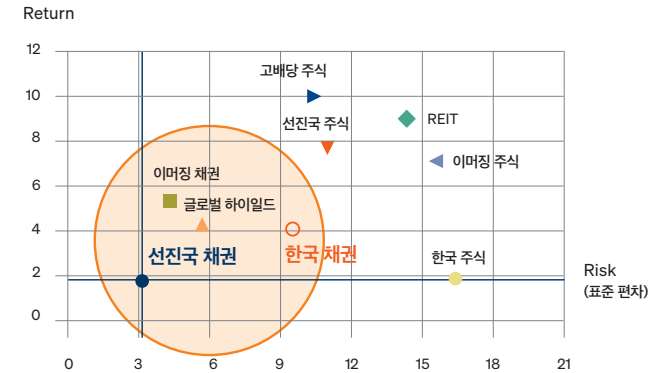
투자에는 국경이 없지만, 투자자는 국적이 있다

흔히 국채를 안전 자산이라고 한다. 특히 미국 국채를 무위험 자산이라고 한다. 과연 그럴까? 확실히 미국 투자자에게는 그럴 수 있다. 하지만 한국 투자자에게도 미국 국채가 무위험 자산이라고 할 수는 없다. 왜냐하면 달러 기준으로 봤을 때와 원화 기준으로 봤을 때 각 자산의 기대 수익과 위험 분포가 달라지기 때문이다.

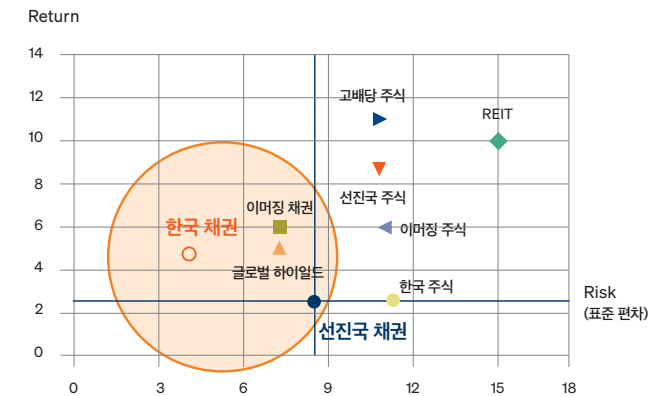
다음 쪽 그림은 2014년 2월부터 2019년 1월까지 5년간 각 자산의 기대 수익과 위험을 비교한 것이다.

달러 투자자와 원화 투자자 입장에서 본 자산별 위험-수익 구조

미국 달러(USD) 투자자 기준 Risk-Return Profile



한국 원화(KRW) 투자자 기준 Risk-Return Profile



자료: 블룸버그, 미래에셋자산운용, 2014. 02. 01~2019. 01. 31. 월간 수익률 및 변동성 기준
 선진국 채권: BBgBarc Aggregate Bond Treasury, 이머징 채권: BBgBarc EM UD Aggregate 글로벌 하이일드: BBgBarc Global High Yield, 선진국 주식: MSCI World, 이머징 주식: MSCI EM, 고배당 주식: Vanguard High Dividend Yield, REIT: Vanguard REIT, 한국 주식: KRXSPI, 한국 채권: KOSEF 10Y KTB

가로축은 위험을, 세로축은 기대 수익을 표시하고 있다. 위쪽 그래프는 미국 달러 투자자 입장에서 기대 수익과 위험을 살펴본 것이다. 선진국 채권에 비해 한국 채권은 위험과 기대 수익이 모두 높은 것을 볼 수 있다. 아래 그래프는 한국 원화 투자자 입장에서 기대 수익과 위험을 살펴본 것이다. 선진국 채권과 비교했을 때 한국 채권은 위험은 적고 기대 수익은 높은 것을 볼 수 있다. 원화 투자자 입장에서는 환율 변동에 노출된 선진국 채권이 오히려 더 위험할 수 있다는 얘기가.

따라서 원화 투자자가 달러로 표시된 선진국 채권에 투자할 때는 환 헤지를 하는 것이 효과적일 수 있다. 외환 시장의 변동이 클 때는 차라리 원화 채권에 투자하는 것이 선진국 채권에 투자하며 환 헤지를 하는 것보다 유리할 수 있다. 따라서 TDF를 운용할 때는 이 같은 점을 종합적으로 고려해 포트폴리오를 구성하고 환 헤지 전략을 수립하는 것이 중요하다.

TDF가 자동으로 환 헤지를 해주면 안 되나

국내 출시된 TDF는 해외 운용사에 위탁 운영하는 것과 국내 운

용사가 자체 운영하는 것으로 나눌 수 있다. TDF는 목표 시점이 가까워질수록 채권 편입 비중을 높여나가는데, 해외 위탁 운영하는 TDF는 미국 등 해외 채권으로 자리를 채운다. 이렇게 해외 채권 비중이 높아지면 환율 변동에 따른 리스크도 커지게 된다.

해외 운용사에 위탁 운영하는 TDF는 모든 자산을 달러 투자자 입장에서 주식과 채권에 투자한다. 대신 환 헤지를 할지 말지를 국내 투자자로 하여금 선택하도록 하고 있다. 하지만 일반 투자자가 환 헤지 여부를 결정한다는 게 말처럼 쉽지 않다. 환율이라는 것은 각 국가의 금리, 물가, 무역 수지, 정책 등 다양한 요소에 의해 결정되기 때문이다. 그리고 앞서 살펴봤듯이 환 헤지 대상이 주식이나 채권이나에 따라서도 유불리가 달라진다. 가입자 입장에서 이 모든 상황을 고려해 환 헤지를 할지 말지 결정하는 것은 결코 쉽지 않은 일이다.

TDF는 투자 경험이 많지 않고 투자에 쏟을 시간이 많지 않은 일반 투자자를 위해 운용사가 자산 운용을 대신해 주는 편이다. 그런데 자산 배분과 리밸런싱은 운용사에 맡기면서 환 헤지 여부는 투자자가 선택하도록 하는 것은 TDF를 만든 취지와 어긋날 수 있다.

국내 운용사가 자체 운용하는 TDF 중에는 시장 상황과 투자 대상 자산의 성격에 맞춰 운용사에서 환 헤지를 해주는 것도 있다. 모자^{母子} 펀드 구조를 가진 TDF가 이 같은 환 헤지를 하기에 용이하다. 연금 가입자가 자^子펀드에 투자하면 펀드 매니저는 투자된 자금을 다시 여러 개의 모^母펀드에 투자한다. 이 과정에서 펀드 매니저는 환 헤지를 하는 것이 유리하다고 판단되면 헤지형 모펀드를 선택하고, 그렇지 않다고 판단되면 헤지를 하지 않는 모펀드를 고르는 것이다. 투자 경험도 많지 않고 투자에 전념할 시간이 부족한 직장인 입장에서는 자산 배분과 리밸런싱뿐만 아니라 환 헤지도 펀드가 스스로 해주는 TDF가 적합해 보인다.



TDF 더 들여다보기

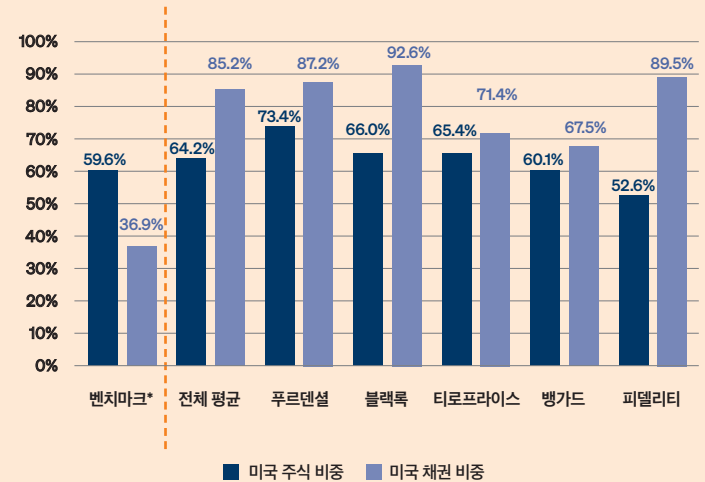
미국 TDF는 자국 주식과 채권에 얼마나 투자하고 있나

가끔 국내 운용사가 자체적으로 운용하는 TDF의 국내 자산 비중이 높다고 지적하는 사람이 있다. 글로벌 증시에서 국내 증시가 차지하는 비중만큼만 투자해야 하는데, TDF 내 국내 주식이나 채권 비중이 그보다 높다는 것이다. 하지만 이 같은 일은 미국에서 운용되고 있는 TDF에서도 쉽게 찾아볼 수 있다. 글로벌 주식 인덱스에서 미국 주식이 차지하는 비중은 60%가 조금 안 된다. 그런데 미국 자산운용사들이 운용하는 TDF가 편입하고 있는 주식 중에서 미국 주식이 차지하는 비중은 평균 64%나 된다. 심지어 TDF에 편입한 주식 중에서 70% 이상을 미국 주식으로 채우고 있는 자산운용사도 있다. 자국 자산 선호 현상은 채권에 더 크게 나타나고 있다. 글로벌

채권 인덱스에서 미국 채권이 차지하는 비중은 채 40%가 안 된다. 하지만 미국 TDF가 편입하고 있는 채권에서 자국 채권이 차지하는 비중은 64%가 넘는다. 전체 채권에서 미국 채권이 차지하는 비중이 80~90%를 훌쩍 뛰어넘는 TDF도 어렵지 않게 찾을 수 있다.

그렇다면 TDF 내 국내 자산과 해외 자산에 대한 투자 비중은 어떻게 정해야 할까? 이는 각 국가와 개별 자산의 성장 트렌드와 기대 수익을 고려해 정하면 된다. 그리고 자산 시장 전망 변화에 맞춰 유동적으로 조정해 나가면 된다. 전 세계 시장에 해당 국가가 차지하는 비중이 맞춰 투자하는 게 정답은 아니라는 얘기다. 그리고 국내 투자자들이 원화로 투자한다는 점도 고려해야 한다. 국내 투자자 입장에서 국내외 자산 배분 비중을 정하고 환 헤지를 자동으로 해주는 TDF를 주목하는 것도 이 때문이다.

미국 주요 자산운용사 TDF의 자국 자산 투자 비중



* 벤치마크 주식 - MSCI AC World Index 내 미국 주식 비중,
 채권: Barclays Global Aggregate Index 내 미국 채권 비중
 자료: 모닝스타(2021년 6월 말 기준)

3 어떤 TDF를 고를 것인가

- 11 내게 맞는 TDF를 고르려면 무엇을 확인해야 하는가
- 12 TDF 이름에는 어떤 정보가 숨어 있는가
- 13 TDF 하나로 연금 자산 관리가 가능한가

내게 맞는 TDF를 고르려면 무엇을 확인해야 하는가

항공기에는 오토 파일럿(Autopilot)이라 불리는 자동 항법 장치가 장착되어 있다. 비행 사고를 예방하기 위해서다. 만약 자동 항법 장치가 없다면 조종사는 비행 내내 정신을 집중해야 한다. 자그마한 실수도 큰 사고로 이어질 수 있기 때문이다. 단거리라면 몰라도 장거리 비행에서도 고도의 집중 상태를 지속적으로 유지하기란 쉽지 않다. 오토 파일럿의 도움을 받으면 조종사가 비행 내내 고도의 집중력을 유지하지 않아도 된다.

하지만 자동 항법 장치가 이륙부터 착륙까지 비행 과정을 모두 자동화하고 있지는 않다. 조종사가 해야 할 일이 있다. 먼저 이륙 전에 목적지와 항로, 순항 속도 및 고도와 같은 데이터를 오토 파일럿에 입력해야 한다. 이륙도 조종사가 직접 수동으로 해야 하고, 일정한 고도에 오른 다음에 오토 파일럿 스위치를 켜서 자율 비행 모드로 전환한다.

그렇다고 운행 중에 조종사가 아무 일도 하지 않는 것은 아닙니다. 조종간을 직접 제어하지 않을 뿐 예기치 않은 상황이 발생하면 각종 스위치를 조작해 항공기를 조종해야 한다. 또 기상 상황이 악화되거나, 교통량이 급증하거나, 관제사의 지시가 있을 때마다 데이터를 수정해야 한다. 그리고 각국의 영공을 통과할 때마다 주파수를 변경하고, 해당 국가 관제사의 지시를 반영해야 한다.

TDF 운용은 비행 과정과 유사하다. 오토 파일럿에 입력된 비행 목적지와 항로, 순항 속도와 고도는 TDF의 글라이드 패스라고 할 수 있다. 그리고 비행기 조종사 역할은 자산운용사의 펀드 매니저가 한다. 이들은 TDF의 글라이드 패스를 만들고 여기에 맞춰 자산을 운용한다. 시장 상황에 맞춰 글라이드 패스를 조정하고, 주식과 채권 비중이 글라이드 패스에서 벗어나면 이를 바로잡는 것 또한 펀드 매니저가 해야 할 일이다.

같은 목적지를 향해 날아가더라도 비행기마다 제각기 다른 경로를 택할 수 있듯이, TDF도 제각기 다른 글라이드 패스를 가지고 있다. 글라이드 패스의 윤곽은 정해져 있지만 자본 시장이라는 기상 조건의 변화에 따라 펀드 매니저가 조금씩 조정해 갈 수 있기 때문이다. 그리고 자산운용사와 펀드 매니저에

따라 자산 배분과 종목 선택, 리밸런싱 주기와 방법, 환율 변동에 대응하는 방식이 다르다. 그리고 이 같은 차이는 장기적으로 TDF의 운용 성과에 고스란히 반영된다.

마지막으로 비행기 승객과 같은 위치에 서 있는 것이 투자자다. 해외여행을 떠날 때 항공편을 예약한다고 해보자. 먼저 목적지와 탑승 시간을 정해야 한다. 하지만 그게 다가 아니다. 목적지와 시간이 일치한다고 아무 비행기나 예약하지는 않는다. 어디를 경유하는지, 비행 시간은 얼마나 걸리는지, 항공료는 얼마나 되는지 비교해 본다. 그리고 다른 사람의 이용 후기도 꼼꼼히 살펴본다.

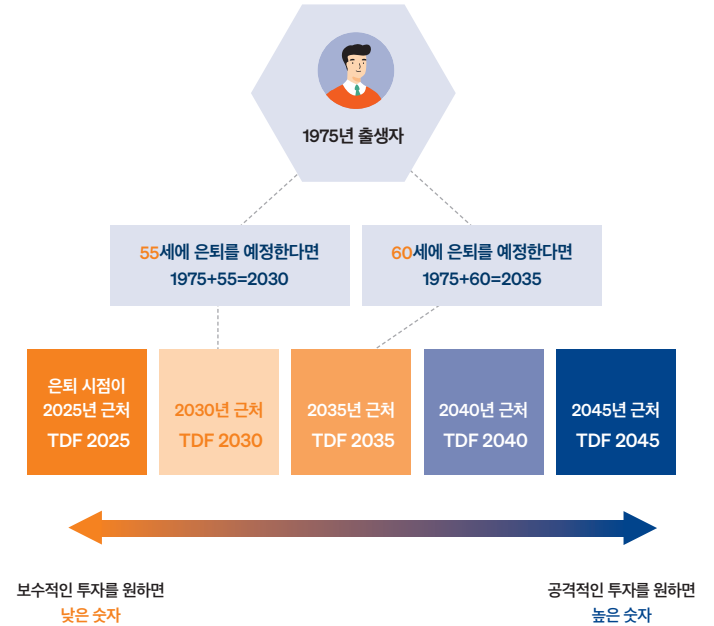
TDF를 고를 때도 마찬가지다. 먼저 자신의 예상 은퇴 시점과 위험 성향을 고려해 투자 목표 시점을 정한다. 그리고 자신에게 맞는 글라이드 패스를 가진 TDF를 고른다. 이때 TDF의 과거 투자 수익률과 변동성을 비교하고, 수수료와 환 헤지 방법을 살펴야 한다. 이 밖에 TDF를 고를 때 투자자는 어떤 것을 살펴야 할까?

목표 시점은 어떻게 정해야 하나

우선 자신의 예상 은퇴 연령, 즉 목표 시점을 정해야 한다. 방법은 간단하다. 본인의 출생 연도에 예상 은퇴 연령을 더하면 된다. 예를 하나 들어보자. 60세에 은퇴할 계획을 가진 1975년생 직장인이 있다고 치자. 이때 목표 시점은 1975에 60을 더한 ‘2035’가 된다. 이제 목표 시점과 일치하는 TDF를 고를 차례다. TDF 이름 맨 뒤에 4자리 숫자가 적혀 있는데, 이 숫자는 투자자가 목표로 하는 은퇴 시점을 의미한다. 펀드 명칭 뒤에 2035라는 숫자가 쓰여 있으면 ‘2035년에 은퇴할 것으로 예상하는 사람들을 위해 운용하는 TDF’라는 뜻이다.

예상 은퇴 연령과 함께 투자 성향도 고려해야 한다. 같은 해에 은퇴를 예정하고 있는 근로자라고 해서 모두가 동일한 위험 수용 성향을 가지고 있다고 할 수는 없다. 남들보다 높은 수익을 얻기 위해 어느 정도 위험을 감수하겠다는 이들도 있고, 반대로 수익을 좀 덜 얻더라도 변동성이 적은 투자 대안을 선호하는 이도 있다. 따라서 TDF를 고를 때 이 같은 투자 성향을 반영해 목표 시점을 조정할 수 있다.

TDF를 선택하는 방법



흔히 TDF 명칭 뒤에 붙어 있는 4자리 숫자를 ‘빈티지’라고 부른다. 빈티지는 예상 은퇴 시점을 뜻하지만, 이를 통해 TDF 내에 편입된 주식 비중을 가늠할 수 있다. 빈티지가 높다는 것은 은퇴까지 기간이 많이 남았다는 뜻이고, 그만큼 주식 비중이 높다고 할 수 있다. 앞서 2035년에 은퇴할 계획을 가진 투자자로 돌아가보자. 만약 투자자가 남들보다 보수적인 투자 성향을 가지고 있다면 2030이나 2025 빈티지를 선택하면 되고, 반대로

공격적 투자 성향을 가지고 있다면 2040이나 2045를 타겟으로 하는 TDF를 고르면 된다.

과거 수익률은 어디서 확인할 수 있나

투자 상품을 선택할 때 항상 마주치는 말이 “과거의 투자 성과가 미래의 수익률을 보장하지 않는다.”는 것이다. 맞는 말이다. 하지만 펀드와 같은 투자 상품을 고를 때 전적으로 수익률을 무시할 수는 없다. 과거 성과가 미래 수익을 보장하지는 않지만, 해당 펀드가 과거에 어떻게 운용되어 왔는지 보여준다. 그리고 이를 같은 기간 동안 동일한 방식으로 운용된 펀드와 비교해 볼 수 있다.

수익률을 비교할 때는 몇 가지 원칙이 있다. 첫째, 장기 수익률을 비교해야 한다. 연금과 같은 장기 투자 상품은 3년 이상 장기 수익률을 비교하는 것이 좋다. 이때 누적 수익률과 함께 연환산 수익률이 얼마나 되는지 확인해야 한다. 그리고 기간별 수익률도 꼼꼼히 비교해 봐야 한다. 가령 특정 지역이나 섹터에 투자 대상이 편중된 경우에는 특정 연도 수익률만 지나치게 높

거나 낮게 나타날 수 있는데, 이런 펀드에 투자하면 연금 투자자가 단기적으로 큰 변동성에 노출될 수 있다.

둘째, 주식 등 위험 자산 비중이 유사한 빈티지를 가진 TDF끼리 비교해야 한다. 사과와 사과와 비교해야지 배랑 비교하지 말라는 얘기다. TDF를 비교할 때는 빈티지가 같은 것끼리 비교해야 한다. 그래야 주식과 채권 비중이 비슷한 TDF 간에 수익률을 비교할 수 있다. 빈티지가 같고 그래서 주식과 채권 비중이 비슷하다고 하더라도 TDF마다 운용 전략이 상이하고, 투자 지역과 대상이 다르고, 리밸런싱 주기와 방법에 차이가 나기 때문에 수익률 차이가 발생하게 된다.

그러면 수익률 정보는 어디서 얻을 수 있을까? 사실 일반 투자자가 여러 TDF의 수익률 정보를 얻어서 비교하기가 쉽지 않다. 펀드 정보를 제공하는 유료 사이트가 있기는 하지만, 전업 투자자가 아닌 다음에야 개인이 적지 않은 비용까지 지불하면 서까지 그런 사이트를 이용하지는 않을 것이다. 포털 사이트의 금융 섹션을 이용하면 TDF 빈티지별로 수익률을 비교할 수 있다. 아쉬운 점은 1년 이하 수익률만 조회할 수 있다는 점이다. 좀 품을 팔더라도 각 자산운용사 홈페이지에서 펀드명으로 검색하면 펀드가 설정된 이후의 수익률을 확인할 수 있다.

TDF 수익률 확인

통합검색									
전략배분TDF2045									
상품명	순자산 (백만원)	설정일	기준가 (원)	수익률주미 (3개월)	단기수익률(%)	장기수익률(%)	권한		
					1주	1개월	2개월	6개월	
미래에셋인라베분TDF2045혼합자산투자 신탁 종목C- [순수수료채량구-오브리안-계연연급] ETF/TDF	625,163.00	2017.03.21	1,602.29		0.51%	1.32%	3.23%	6.60%	

자료: 미래에셋자산운용 홈페이지

수익률 변동폭이 큰데 괜찮을까

TDF를 선택할 때는 과거 수익률만 볼 것이 아니라 수익률의 변동성도 함께 살펴야 한다. 흔히 수익률의 변동성을 측정하기 위한 통계 지표로 표준 편차를 많이 사용한다. 표준 편차는 펀드의 수익률이 그 펀드의 평균 수익률에서 얼마나 벗어나면서 움직였는지 보여준다. 표준 편차가 크면 클수록 수익률이 평균에서 큰 폭으로 벗어나 움직였다는 뜻이다.

표준 편차를 비교함에 있어서도 수익률 비교 때와 같은 방

식으로 접근하는 것이 좋다. 연금의 장기 투자 특성상 장기 변동성인 3년 표준 편차 등을 확인해 보는 것을 추천한다. 또한 주식 등 위험 자산 비중이 유사한 빈티지를 가진 TDF 등 비슷한 유형별로 변동성을 비교해 보아야 한다.

표준 편차를 알면 미래 기대 수익이 어느 범위에서 어느 정도 확률로 달성할 수 있을지 파악할 수 있다. 이해를 돕기 위해 예를 하나 들어보자. A펀드의 평균 수익률이 연 10%이고, 표준 편차가 5%라고 해보자. 수익률이 정규 분포한다는 조건에서 A펀드에 투자하면 5~15%의 수익을 얻을 확률이 68% 정도 된다. 0~20%의 수익을 얻을 확률은 95%이고, -5~25%의 수익을 얻을 확률은 99%가 넘는다.

이번에는 평균 수익률이 연 10%이고, 표준 편차가 10%인 B펀드를 살펴보자. A펀드와 비교하면 평균 수익률은 같고 표준 편차는 2배 정도 크다. 그러면 B펀드에 투자하면 수익을 얼마만큼의 확률로 기대할 수 있을까? 먼저 0~20%의 수익을 얻을 확률은 68% 정도 된다. 앞서 A펀드는 동일한 수익을 얻을 확률이 95% 정도 됐다. 그리고 -10~30% 수익을 얻을 확률은 95%, -20~40% 수익을 얻을 확률은 99%가 된다. 표준 편차가 커질수록 수익률을 예측하기가 그만큼 어려워지는 셈이다.

수익률의 변동성이 높으면 장기적으로 안정적인 수익을 기대하기 어렵다. 그리고 수익률의 변동폭이 크면 투자자가 불안해진다. 결국 불안을 견디지 못해 펀드를 샀다 팔았다는 반복하게 된다. 이러서는 TDF가 가진 장점을 제대로 활용할 수 없다. TDF의 가장 큰 장점은 글라이드 패스를 따라 펀드가 스스로 포트폴리오를 리밸런싱 해준다는 것이다. 하지만 TDF 가입자가 변동성을 견디지 못해 TDF를 샀다 팔았다 하면 리밸런싱 효과가 저해될 수밖에 없다.

자체 운용을 하는가, 위탁 운용을 하는가

TDF는 실질적인 운용 주체가 누구냐에 따라 자체 운용과 위탁 운용으로 나눌 수 있다. 위탁 운용은 오랫동안 TDF를 운용하며 경험을 쌓아온 해외 자산운용사가 개발한 글라이드 패스와 자산 운용 노하우를 활용하는 방식이다. TDF를 운용해 본 경험이 많지 않은 국내 자산운용사들 중 상당수가 이 같은 장점을 활용하기 위해 위탁 운용 방식을 택했다.

하지만 장점이 있으면 단점도 있기 마련이다. 해외 자산운

용사에서 제공한 글라이드 패스와 모델 포트폴리오에 따라 자산 운용을 하면 국내 투자자의 입장을 반영하는 데 한계가 있을 수밖에 없다. 그래서일까? 최근 들어 위탁 운용 방식을 택했던 자산운용사 중 일부가 해외 자산운용사와 맺었던 자문 계약을 끝내고 자체 운용으로 전환을 예고하고 있다. TDF가 시작된 곳은 미국이지만 국내 연금 시장과 투자자 입장에 맞춰 진화해 나가는 것은 어쩌면 당연한 일이다.

자체 운용은 말 그대로 국내 자산운용사가 TDF의 엔진이라 할 수 있는 글라이드 패스를 독자적으로 개발하고, 주체적으로 글로벌 자산 배분을 수행하는 방식이다. TDF 운용 경험이 많지 않은 상황에서 자체적으로 글라이드 패스를 개발하고 운용하는 것이 쉬운 일은 아니다. 하지만 국내 투자자 입장에서 글로벌 자산의 수익과 리스크를 분석해서 투자한다는 것은 무엇보다 큰 장점이라고 할 수 있다. 위탁 운용 방식과 달리 자체 운용은 스스로 운용을 하기 때문에 거래 상대방 리스크가 없고, 장기적인 관점에서 유지 보수가 가능하다. 또한 재간접 펀드가 아닌 모자 펀드 구조를 통해 상대적으로 보수가 저렴한 것도 장점이다.

액티브 TDF인가, 패시브 TDF인가

전통적으로 시장 수익률을 그대로 추종하는 것을 패시브 투자 전략, 시장 수익률보다 나은 수익률을 내기 위해 노력하는 것을 액티브 투자 전략이라고 한다. 이와 같은 분류 방법을 적용하면 TDF는 글로벌 자산 배분을 통해 시장 수익률보다 나은 수익을 추구한다는 점에서 액티브 투자 전략을 따른다고 할 수 있다.

그런데도 불구하고 TDF를 투자 대상에 따라 액티브 TDF와 패시브 TDF로 구분하곤 한다. TDF는 대부분 재간접 펀드와 모자 펀드 구조로 되어 있다. 펀드가 펀드에 투자하는 구조다. 액티브 TDF는 다양한 액티브 펀드를 골라 포트폴리오를 구성한다. 반면 패시브 TDF는 인덱스 펀드와 ETF를 이용해 포트폴리오를 구성한다. 비용만 놓고 비교하면 액티브 펀드로 포트폴리오를 구성하는 쪽이 보수가 비쌀 수밖에 없다.

그러면 패시브 TDF의 특징을 살펴보자. 패시브 TDF는 주로 ETF를 이용해 포트폴리오를 구성한다. 따라서 비용이 저렴할 뿐만 아니라 리밸런싱을 할 때도 편리하다. 리밸런싱을 할 때 펀드를 환매하고 매수하는 데 상당한 기간이 소요된다. 하지

만 ETF는 즉시 사고팔 수 있다. 그리고 어떤 종목에 투자하고 있는지 투명하게 확인할 수 있다.

하지만 보수가 싸고 리밸런싱이 편리하다고 무조건 패시브 ETF가 유리하다고 할 수는 없다. 액티브 TDF는 다양한 전략을 가진 펀드를 활용해 포트폴리오를 구축할 수 있다. 요즘 다양한 유형의 ETF가 출시되고 있기는 하지만, 액티브 펀드에 비하면 다양한 전략을 구사하는 데 한계가 있다.

적격 TDF 요건을 충족하는가

TDF에서 비행기의 엔진만큼이나 중요한 것 역시 글라이드 패스다. 글라이드 패스의 모양에 따라 투자 기간 동안 주식과 채권의 비중이 결정되기 때문이다. 그런데 자산운용사마다 상이한 글라이드 패스를 가지고 있으므로 TDF를 가입하기 전에 확인해 볼 필요가 있다.

DC형 퇴직연금 가입자라면 먼저 글라이드 패스가 ‘적격 TDF’ 요건을 충족하는지 살펴야 한다. TDF 중에서 운용 기간 내내 주식 비중이 80%를 넘지 않고, 목표 시점 이후에는 주식 비

중이 40%를 넘지 않으면 ‘적격 TDF’로 분류한다. 적격 TDF는 위험 자산으로 보지 않는다. 따라서 DC형 퇴직연금 가입자는 적격 TDF 하나를 골라 퇴직연금 적립금을 투자할 수 있다. 하지만 적격 TDF 요건을 충족하지 못하면 위험 자산으로 분류된다. 위험 자산에는 DC형 적립금의 70%까지만 투자할 수 있다.

목표 시점 이후에 자산 배분 방식도 살펴야 한다. TDF의 글라이드 패스는 목표 시점 이후에도 주식과 채권 비중을 일정하게 유지하느냐 아니냐에 따라 ‘투To 방식’과 ‘스루Through 방식’으로 나뉜다. 먼저 ‘투 방식’은 목표 시점까지만 주식 비중을 줄여나가고, 이후에는 일정하게 유지한다. 반면 ‘스루 방식’은 목표 시점이 지난 다음에도 일정 기간 동안은 주식 비중을 계속 낮춰나간다.

‘스루 방식’은 투자 기간 내내 주식 비중을 높게 유지한다. 그리고 글라이드 패스가 목표 시점을 관통해 비교적 완만하게 내려가는 모습을 보인다. 이 방식은 비교적 공격적으로 연금을 운용하려는 이들에게 적합하다. 하지만 목표 시점을 앞두고 주가가 급락하면 상대적으로 손실을 크게 입을 수 있다. 반면 ‘투 방식’은 투자 기간 내내 주식 비중을 낮게 유지한다. 특히 목표 시점 이후에 낮은 주식 비중을 일정하게 유지하는 게 특징이다.

이 같은 방식은 은퇴 시점까지 연금을 불린 다음에 안정적으로 관리하려는 성향을 가진 투자자에게 적합하다.

환 헤지는 해야 하나, 말아야 하나

TDF는 글로벌 주식과 채권 그리고 대체 자산에 분산 투자한다. 우리나라 원화를 투자 대상 국가의 통화로 환전해서 주식과 채권을 매수하고, 이를 환매해서 다시 우리나라 원화로 환전하는 과정에서 환율 변동에 따른 위험에 노출될 수밖에 없다. 따라서 TDF 투자자 입장에서는 이 같은 환율 변동 위험에 어떻게 대처하느냐는 TDF를 선택할 때 중요한 기준이 될 수 있다.

우리나라 TDF는 환율 변동 위험에 대처하는 방법에 따라 크게 둘로 나눌 수 있다. 먼저 환 헤지를 할 것인지 말 것인지를 투자자가 직접 선택하도록 하는 TDF가 있다. TDF는 이름 끝에 [H] 또는 [UH]라고 영어 약자가 붙어 있다. [H]는 환 헤지를 한다는 것이고, [UH]는 하지 않는다는 뜻이다. 그러면 TDF 투자자 입장에서 환 헤지를 하는 것이 좋을까, 하지 않는 것이 좋을까?

그게 한마디로 답하기 쉽지 않다. 환율이라는 것이 각국의 금리, 물가, 무역 수지, 정책 등 다양한 요소에 의해 결정되기 때문에 그 방향성을 예측하기가 쉽지 않아서다. 외환 시장의 상황에 따라 환 헤지를 하는 게 좋을 때도 있고, 환 헤지를 해서 손해를 볼 때도 있다. 그리고 투자 대상 자산이 주식이나 채권이나, 투자 기간이 장기냐 단기냐에 따라서 유불리가 달라진다. 더군다나 요즘 TDF는 다양한 국가의 주식과 채권에 분산 투자하고 있기 때문에 가입자 입장에서 이 같은 요소를 모두 고려해 환 헤지 여부를 결정하는 것은 결코 쉽지 않은 일이다.

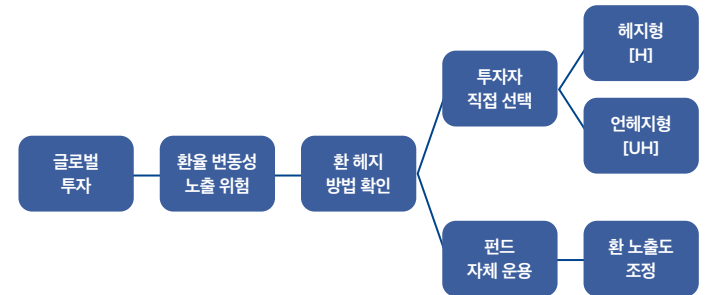
환 위험 노출 정도를 스스로 조정해 주는 TDF도 있다. 투자자가 환 헤지를 할지 말지 선택하는 것이 아니라, 펀드가 스스로 헤지 비율을 조정해 주는 방식이다. 일부 자체 운용을 하는 TDF에서는 모자 펀드 구조를 활용해서 이를 수행하고 있다. 자펀드에서는 환 헤지를 하지 않고, 펀드 매니저가 모펀드를 선택할 때 환율 상황을 고려해 가며 헤지형과 언헤지형을 조절해 준다.

투자자가 자펀드에 적립금을 불입하면 자펀드를 운용하는 펀드 매니저가 여러 투자자가 적립한 자금을 다시 여러 개의 모펀드에 나눠서 투자한다. 모펀드를 선택할 때 펀드 매니저는 환

헤지를 하는 것이 유리하다고 판단되면 헤지형 [H]을, 그렇지 않다고 판단되면 언헤지형 [UH]을 고르는 것이다.

TDF 가입자들 중에는 투자 경험과 지식이 많지 않고 투자에 전념할 시간이 부족한 직장인이 많다. 이들 입장에서는 환 헤지를 할지 말지 결정하기가 쉽지 않다. 그렇다면 이들에게는 자산 배분과 리밸런싱뿐만 아니라 환 헤지를 펀드가 스스로 해주는 TDF가 적합해 보인다.

TDF에서 환율 변동 위험을 관리하는 방법



펀드 규모가 너무 적으면 어떤 문제가 있나

TDF를 선택할 때는 투자 자금 규모가 얼마나 되는지 확인해

봐야 한다. 규모가 너무 작으면 펀드가 중도에 청산될 위험이 있다. 2021년 6월 말 기준으로 14개 자산운용사에서 118개의 TDF를 내놓고 있다. 대부분 자산운용사가 5년 단위로 새로운 목표 시점을 가진 TDF가 계속 출시하기 때문에 펀드 수는 앞으로 늘어날 수밖에 없다. 따라서 TDF 시장으로 유입되는 자금이 큰 폭으로 늘어나지 않는 한 소규모 펀드는 계속해서 발생할 수밖에 없는 상황이다.

소규모가 펀드가 난립하면 자산운용사 입장에서는 제대로 된 운용을 할 수 없고, 금융 소비자도 합리적인 상품 선택을 할 수가 없다. 당연히 펀드의 신뢰도 떨어질 수밖에 없다. 그래서 금융 감독 당국에서는 펀드를 설정하고 나서 1년이 경과했는데도 원본이 50억 원이 안 되면 소규모 펀드로 지정해 다른 펀드와 합병하거나 청산하도록 하고 있다.

소규모 펀드가 된다고 해당 펀드가 바로 청산되는 것은 아니다. 분산 투자가 어려워 효율적인 자산 관리가 곤란하다고 판단되면 다른 펀드와 합병하거나 추가 판매를 해서 소규모 펀드에 벗어나는 경우가 많다. 하지만 투자자 입장에서는 자신이 가입한 펀드가 소규모 펀드 대상이 되었다는 게 썩 유쾌한 뉴스는 아닐 것이다.

수수료는 얼마나 되나

TDF와 같이 장기 투자 상품을 선택할 때를 수익률과 변동성만 볼 것이 아니라 보수도 꼼꼼히 살펴야 한다. 단기 투자에서는 보수 차이가 큰 영향을 주지 않을 수도 있지만, 연금과 같은 장기 투자에서는 그렇지 않다. 작은 보수 차이라도 장기간 누적되면 복리 효과를 일으켜 수익률에 적지 않은 영향을 미치게 된다. 이 때문에 퇴직연금과 개인연금 가입자에게는 다른 가입자들보다 낮은 수준의 판매 수수료를 적용한다.

그렇다면 TDF에 투자할 때 지불해야 하는 보수에는 어떤 것이 있을까? 펀드에서 발생하는 보수는 크게 네 가지가 있다. 펀드를 판매하는 회사가 가져가는 판매 보수, 펀드를 운용하는 자산운용사가 가져가는 운용 보수, 펀드 자금을 관리하는 금융 회사에 지급되는 신탁업자 보수, 이 밖에 사무 관리를 담당하는 회사가 가져가는 보수가 있다.

그런데 이게 전부가 아니다. TDF는 재간접 펀드이거나 모자 펀드다. 이처럼 펀드가 또 다른 펀드에 투자하는 구조를 가지고 있기 때문에, 투자 대상이 되는 하위 펀드에 숨어 있는 보

수도 함께 살펴야 한다. 이를 ‘합성 총보수’라고 한다. 투자자가 합성 총보수를 확인하려면 펀드의 투자 설명서를 살펴야 한다. 수익률이나 변동성과 마찬가지로 합성 총보수를 비교할 때는 동일한 목표 시점을 가진 TDF끼리 비교해야 한다.

그러면 합성 총보수는 얼마나 차이가 날까? 동일한 목표 시점을 가진 TDF라고 하더라도 적게는 0.1%에서 많게는 1% 가까이 차이가 나기도 한다. 보통은 액티브 TDF가 패시브 TDF에 비해 보수가 비싸다. 그리고 TDF가 국내에 도입된 초기에는 위탁 운용 TDF들의 보수가 자체 운용하는 것에 비해 상당히 훨씬 높은 수준이었지만, 지금은 엇비슷한 수준까지 내려왔다.



TDF 더 들여다보기

변동성이 크면 장기 수익률이 위험한가

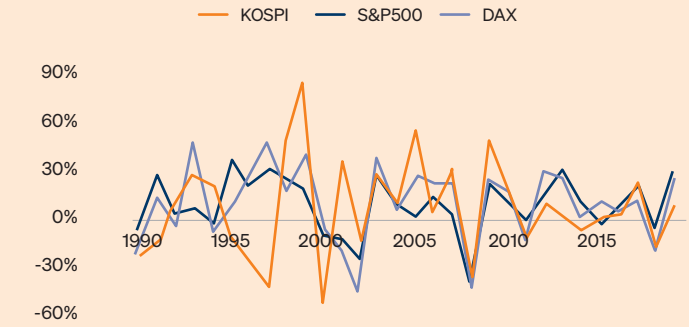
펀드의 수익률이 들쭉날쭉하면 변동성이 크다고 하고, 변동성이 크면 위험하다고 한다. 그렇다면 변동성은 수익률에 얼마나 영향을 미치는 걸까? 실제 사례를 통해 살펴보자. 다음 쪽 표와 그림은 1990년부터 2019년까지 30년 동안 한국(KOSPI), 미국(S&P500), 독일(DAX)을 대표하는 주가 지수의 수익률과 변동성(표준 편차)을 보여준다.

먼저 KOSPI와 S&P500을 비교해 보자. 이들 지수가 매년 얻은 수익률을 단순히 산술 평균 하면 KOSPI는 연 7.38%, S&P500은 연 9.11%가 나온다. 산술 평균 수익률은 그다지 크게 차이가 나지 않는 것처럼 보인다. 하지만 실제 수익률 차이는 이보다 훨씬 크다. KOSPI의 연평균 수익률은 2.98%인 데 반해

S&P500의 연평균 수익률은 7.66%나 된다. 이렇게 두 지수의 수익률 격차가 크게 벌어진 원인은 변동성 때문이다. 30년 동안 KOSPI가 보여준 수익률 변동성은 29.98%로 S&P500의 변동성(16.80%)보다 2배 가까이 컸다.

이번에는 S&P500과 DAX를 비교해 보자. 이들 지수가 매년 얻은 수익을 산술 평균 하면 S&P500은 9.11%, DAX는 9.69%이다. 차이가 크지는 않지만 DAX의 산술평균 수익이 S&P500보다는 조금 크게 나타났다. 하지만 실제 수익률이라고 할 수 있는 연평균 수익률은 반대로 나타났다. S&P500의 연평균 수익률은 7.66%로 DAX의 6.92%보다 높았다. 이는 DAX의 변동성이 23.02%로 S&P500의 변동성 16.80%보다 훨씬 컸기 때문에 일어난 일이다.

한국, 미국, 독일의 주가 지수 수익률과 변동성 비교



구분	KOSPI	S&P500	DAX
연 수익률 산술 평균	7.38%	9.11%	9.69%
변동성	29.98%	16.80%	23.02%
연평균 수익률	2.98%	7.66%	6.92%

※ 연 수익률은 연말 증가 기준, 변동성은 연 수익률 표준 편차

TDF 이름에는 어떤 정보가 숨어 있는가

펀드 이름이 왜 이렇게 길고 복잡할까? TDF 이름을 보고 한 번쯤 이런 생각을 해봤을 테다. 도대체 왜 그런 걸까? 거기에는 나름 이유가 있다. 이 펀드에 투자하려는 이에게 적어도 이것만큼은 알고 투자하라는 뜻이다. 지금 당신이 투자하려는 펀드를 누가 운용하고 있고, 어디에 어떤 방법으로 투자하고 있고, 펀드는 어떤 구조로 되어 있는가 하는 정보가 펀드 이름에 담겨 있다.

그렇다면 이름이 너무 길다는 불멘소리는 잠시 접어두고, 그 뒤에 숨은 의미는 파악해 보는 게 투자에 도움이 될 것이다. 자, 그러면 슬슬 시작해 보자. 여기서는 미래에셋자산운용이 운용하는 TDF 두 종류를 중심으로 설명해 보겠다. 예로 들 펀드는 ‘미래에셋전략배분TDF2045혼합자산투자신탁종류C-P2’와 ‘미래에셋자산배분TDF2035증권투자신탁종류C-P2e’이다. 도대체 어떤 펀드이기에 이렇게 긴 이름을 가지고

있는 걸까? 지금부터 차근차근 살펴보자.

미래에셋자산운용이 운영하는 TDF

미래에셋	전략배분 TDF	2045	혼합자산	자투자신탁	종류 C-P2
①		②	③	④	⑤
미래에셋	자산배분 TDF	2035	증권	자투자신탁 (주식 혼합 - 재간접형)	종류 C-P2e

① 누가 운용하는가

TDF 이름 제일 앞에는 자산 운용을 총괄하는 금융 회사 브랜드가 자리한다. 자산운용사는 TDF의 엔진이라고 할 수 있는 글라이드 패스를 만들고, 여기에 맞춰 자산 배분을 하고 리밸런싱을 하는 주체다. 2021년 6월 기준으로 14개 자산운용사가 TDF를 운용하는데, 가장 자산 규모가 큰 TDF를 운용하는 곳이 미래에셋자산운용이다.

자산운용사 이름 뒤에 붙은 ‘전략 배분’과 ‘자산 배분’은 일

종의 서브 브랜드라고 보면 된다. 현대차의 그랜저나 소나타와 같은 개념이다. TDF는 시리즈 펀드다. 보통 자산운용사에서는 동일한 글라이드 패스와 운용 프로세스를 따르는 TDF를 5년마다 하나씩 내놓는다. 이때 서브 브랜드는 동일한 시리즈에 속한 TDF를 하나로 묶어주는 역할을 한다.

당연히 브랜드에는 해당 TDF 시리즈가 가진 전략과 특색이 고스란히 드러난다. ‘전략 배분’이나 ‘자산 배분’과 같이 TDF의 운용 전략을 브랜드화하는 곳도 있고, 펀드 하나로 노후 자금을 안정적으로 운용한다는 이미지를 강조하려고 ‘마음 편한’, ‘알아서’, ‘하나로’와 같은 단어를 브랜드로 사용하는 곳도 있다.

② 목표 시점은 언제인가

TDF는 고객의 예상 은퇴 시점에 맞춰 주식과 채권의 비중을 스스로 조정해 준다. 통상 은퇴까지 기간이 많이 남았을 때는 주식 비중을 높게 가져가다가 예상 은퇴 시점이 다가올수록 그 비중을 줄여나간다. 이때 예상 은퇴 시점을 목표 시점, 타겟 데이 Target Date라고 한다. 금융 회사에서 목표 시점을 ‘번티지’라

고도 부르며, TDF 이름에 4자리 숫자로 표시하고 있다. 앞에서 예로 든 TDF에 ‘2045’ 또는 ‘2035’라고 쓰인 숫자가 바로 그것이다.

자산운용사에서는 5년 간격으로 새로운 빈티지를 가진 TDF를 내놓고 있는데, 지금은 2015년부터 2055년을 목표 시점으로 한 TDF가 판매되고 있다. 투자자들은 자신의 예상 은퇴 시점에 가장 가까운 빈티지를 가진 TDF를 선택하면 된다. TDF는 목표 시점이 다가올수록 주식 비중은 줄어나간다. 따라서 같은 TDF 시리즈에서 2035보다 2045 빈티지에 편입된 주식이 더 많다. 서로 다른 자산운용사의 TDF 수익률과 위험을 비교할 때는 동일한 빈티지를 가진 것끼리 비교해야 한다.

③ 어디에 투자하는가

빈티지를 표시하는 4자리 숫자 뒤에 쓰인 ‘혼합 자산’ 또는 ‘증권’이라는 말은 투자 대상을 나타낸다. 자본시장법에서는 펀드의 투자 대상을 증권, 파생 상품, 부동산, 특별 자산으로 구분한다. 그리고 각 자산에 투자하는 비율에 따라 펀드를 증권 펀드, 부동산 펀드, 특별 자산 펀드, MMF, 혼합 자산 펀드로 구분

한다. 펀드 재산의 50%를 초과해서 증권에 투자하는 것을 증권 펀드, 부동산에 투자하는 것을 부동산 펀드, 특별 자산에 투자하는 것이 특별 자산 펀드다. MMF는 펀드 재산을 전부 단기 금융 상품에 투자해야 한다. 혼합 자산 펀드는 투자 비율에 구애 받지 않고 유연하게 투자할 수 있다. TDF 중 상당수는 증권 펀드이고, 혼합 자산 펀드도 일부 있다. 혼합 자산 펀드는 투자 대상을 확정하지 않고 가치가 있는 모든 자산에 투자할 수 있다. 따라서 보다 다양한 투자 기회를 찾아서 투자할 수 있다.

④ 모자형 펀드인가, 재간접 펀드인가

이제 TDF 이름에 ‘자투자신탁’이라고 되어 있는 부분을 살펴볼 차례다. 먼저 투자신탁에 대해 살펴보자. 2명 이상의 투자자로부터 금전 등을 모아서 투자를 한다고 해서 펀드를 ‘집합투자기구’라고 한다. 집합투자기구는 그 형태에 따라서 투자신탁과 투자 회사로 나뉜다. 집합투자기구가 법적인 실체 없이 계약 관계로 이뤄진 것을 투자신탁이라고 하고, 실체를 갖춘 회사 형태의 집합투자기구를 투자 회사라고 한다. 현재 국내 TDF는 대부분 투자신탁이다.

투자 대상 자산에 따른 펀드 종류 구분

종류	투자 대상 자산				최소 투자 비율	한도			
	증권	파생	부동산	특별 자산					
증권 펀드	○	○	○	○	펀드 재산의 50% 이상을 증권에 투자	≥50%			
					증권		증권 파생 상품		
부동산 펀드	○	○	○	○	펀드 재산의 50% 이상을 부동산에 투자	≥50%			
					부동산 관련 증권		부동산 파생 상품	부동산 대출	부동산
특별 자산 펀드	○	○	○	○	펀드 재산의 50% 이상을 특별 자산에 투자	≥50%			
					증권 및 부동산 제외 투자 대상 자산				
MMF	○	-	-	-	펀드 재산 전부를 단기 금융 상품에 투자	=100%			
					단기 금융 상품				
혼합 자산 펀드	○	○	○	○	제한 없음				

투자신탁 앞에 붙어 있는 ‘자’는 이 펀드가 ‘모자(母子)형 펀드’의 ‘자(子)펀드’에 해당한다는 뜻이다. 모자형 펀드는 펀드가 펀드에 투자하는 구조를 가지고 있다. 이때 자산운용사가 투자자부터 자금을 모집하기 위해 판매하는 것을 자펀드라고 하고, 이렇게 모집한 자금을 모펀드에 투자한다. 따라서 실제 주식이나 채권에 대한 투자는 모(母)펀드에서 일어난다. 이때 모펀드와 자펀드를 운용하는 회사는 같은 곳이어야 한다.

모자형 펀드와 비슷한 구조를 가진 것으로 재간접 펀드(Fund of Funds)가 있다. 재간접 펀드는 펀드 재산 총액의 40%를 초과해서 펀드에 투자할 수 있는 펀드를 말한다. 펀드가 펀드에 투자하는 구조라는 점에서는 모자형 펀드와 유사하다고 할 수 있다. 하지만 모자형 펀드는 모펀드와 자펀드를 운용하는 자산운용사가 동일한 반면, 재간접 펀드는 동일하지 않은 경우가 더 많다. 그래서 모자형 펀드는 자산운용사가 운용의 효율성을 높이기 위해서, 재간접 펀드는 운용능력을 아웃소싱 하려고 도입하는 경우가 많다. 해외 자산운용사에 운용을 위탁하는 TDF 중에 재간접 펀드가 많은 것은 이 때문이다.

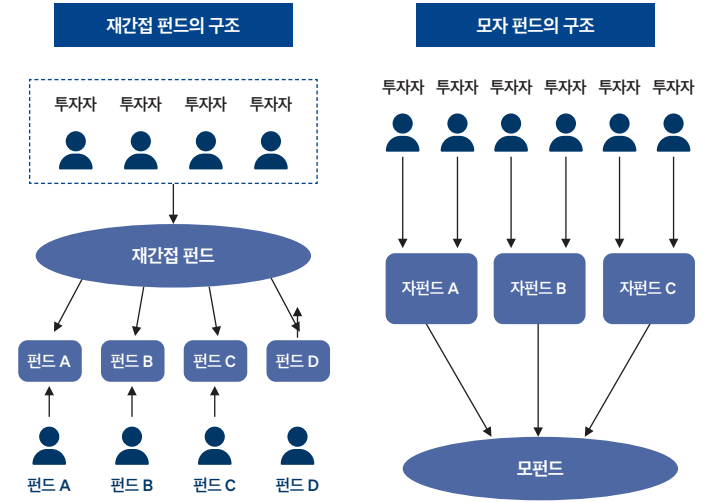
보수 구조도 차이가 난다. 보수란 펀드를 판매 및 운용하고 관리해 주는 대가로 투자자가 금융 회사에 지불하는 비용이다.

재간접 펀드는 투자하는 펀드와 투자 대상이 되는 펀드를 운용하는 회사가 다른 경우에 이중으로 보수가 발생할 수 있다. 하지만 모자 펀드는 모펀드와 자펀드를 같은 회사에서 운용하고 자펀드에서만 보수가 발생한다. 따라서 재간접 펀드에 비해 상대적으로 보수가 저렴하다. 다만 모펀드가 다른 회사의 펀드에 투자하는 경우에는 그 비중만큼 이중으로 보수가 발생할 수 있다.

⑤ 어떤 종류형 펀드인가

이제 마지막에 이르렀다. 펀드 이름 제일 끝에 붙어 있는 ‘종류 C-P2’의 정체를 밝힐 차례다. 이는 TDF가 종류형 Multi class 펀드라는 뜻이다. 종류형 펀드는 하나의 펀드 내에서 다양한 판매 보수와 수수료가 다른 클래스를 여러 개 만들 수 있다. 왜 이렇게 하는 걸까? 만약 판매 보수와 수수료가 달라질 때마다 펀드를 새로 만든다면 소규모 펀드가 난립할 우려가 있기 때문이다. 하지만 하나의 펀드 내에서 클래스를 나눠 보수와 수수료는 달리 적용하더라도, 각각의 클래스에 투자된 자금을 모아서 운용하면 펀드 규모가 작아지는 문제도 막을 수 있을뿐더러 운용의 효율성을 도모할 수 있다.

모자형 펀드와 재간접 펀드의 구조



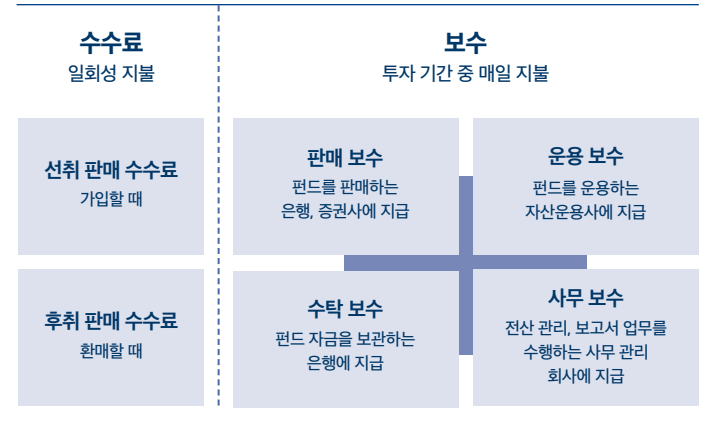
펀드 이름 끝에 붙은 알파벳의 의미를 알려면 펀드 투자와 관련한 비용을 알아야 한다. 펀드 투자에 들어가는 비용은 크게 수수료와 보수가 있다. 수수료는 펀드를 사고팔 때 한 번만 지불하는 비용이다. 가입할 때 내는 것을 선취 판매 수수료, 환매할 때 내는 것을 후취 판매 수수료라고 하는데, 펀드를 판매하는 업무를 맡은 은행과 증권사에 지불한다. 펀드마다 수수료는 천차만별인데, 통상 펀드 판매 금액의 0.2~1.5%를 지불한다.

보수는 펀드를 판매하고, 운용하고, 관리해 주는 대가로 투자자가 지불하는 비용이다. 보수는 판매 보수, 운용 보수, 수탁 보수, 사무 보수로 구분할 수 있다. 펀드를 판매하는 은행이나 증권사에 지급하는 것을 판매 보수, 펀드를 운용하는 운용사에 지급하는 것을 운용 보수, 펀드 자금을 보관하는 은행에 지급하는 것을 수탁 보수라고 한다. 그리고 전산 관리나 보고서 작성과 같은 사무를 담당하는 회사에 지급하는 것을 사무 보수라고 한다.

보통은 가입할 때 선취 수수료를 받는 펀드는 A클래스, 후취 수수료를 받는 펀드는 B클래스로 분류한다. 선취나 후취 수수료를 받지 않는 대신 보수를 많이 받는 펀드는 C클래스로 구분한다. 그리고 펀드 이름 뒤에 알파벳 A, B, C를 붙인다. 그러면 'C-P'는 어떤 의미일까? 앞의 C는 선취 또는 후취 수수료가 없는 C클래스라는 뜻이고, 뒤의 P는 연금 가입자를 위한 펀드라는 의미다. 이때 연금저축 가입자를 위한 클래스에는 P 또는 P1, 퇴직연금 가입자를 위한 클래스에는 P2를 붙이기도 한다. 연금 펀드는 모두 C클래스이지만, 다른 C클래스 펀드에 비해 보수가 저렴하다. 그리고 온라인으로 가입하면 보다 낮은 수수료를 적용하는데, 이때는 클래스 이름 끝에 e를 붙인다. 따라

서 펀드 이름 끝에 'C-P2e'라고 쓰여 있으면 온라인으로 퇴직 연금에 가입하는 투자자를 위한 펀드라고 보면 된다.

펀드 보수와 수수료



요즘 직장인들이 삼삼오오 모이면 재테크 이야기가 빠지지 않는다. 부동산과 주식에서 시작해서 암호 화폐에 이르기까지 분야도 다양하다. 이때 연금 얘기도 빠지지 않는다. 특히 DC형 퇴직연금 가입자 중에는 동료에게 퇴직 급여를 어디에 투자하느냐고 서슴지 않고 묻는 이도 있고, 대놓고 높은 수익을 자랑하는 이도 있다. 직장 동료들의 자랑을 듣고 있으면 부럽기도 하고, 그래서 당장 퇴직연금 적립금을 투자 상품으로 옮겨볼까 하는 생각이 들기도 한다.

퇴직연금은 운용 주체에 따라 DB형(확정 급여형)과 DC형(확정 기여형)으로 나뉜다. DB형은 회사가 퇴직연금을 운용하고 이에 대한 책임도 지기 때문에 근로자 입장에서 크게 신경 쓸 게 없다. 운용 성과가 좋든 나쁘든 상관없이, 근로자는 퇴직 이전 30일분 평균 임금에 계속 근로 기간을 곱해서 나온 금액을

퇴직 급여로 수령하게 된다.

반면 DC형 퇴직연금에서는 운용 책임이 근로자에게 주어진다. 회사는 근로자가 1년 일하면 연간 총급여의 12분의 1 이상을 근로자 퇴직 계좌로 이체해 준다. 근로자는 퇴직 계좌에 이체된 돈을 어떤 금융 상품에 투자할지 직접 정해야 하고, 그 성과에 따라 퇴직 급여가 달라지게 된다. 그렇다면 남들보다 운용을 잘해서 퇴직 급여도 더 많이 받고 싶지 않을까? 그게 인지상 정일 것이다.

하지만 금융 상품을 선택하는 게 쉬운 일은 아니다. 누구나 높은 수익을 얻기를 바라지만 거기에는 위험이 도사리고 있다. 적립금을 여러 종류의 자산에 분산 투자하면 위험을 줄일 수 있다지만, 투자 경험도 많지 않고 시간도 넉넉지 않은 직장인에게 이 또한 쉽지 않다. 그래서 이 같은 일을 대신해 줄 TDF를 찾는 것이다.

물론 TDF라고 해서 모든 사람에게 듣는 만병통치약도 아니다. 그리고 이 또한 투자 상품이기 때문에 매번 수익만 가져다 줄 수는 없다. 시장 상황이 좋지 않으면 단기적으로 큰 손실을 피해 가기 어려울 때도 있다. 하지만 투자 경험도 역량도 시간도 부족한 퇴직연금 가입자가 장기적으로 정기 예금보다 나은

수익을 얻으려고 한다면 주목해 볼 필요가 있다.

그래서일까? 최근 TDF 펀드 수와 순자산 규모가 가파르게 증가하고 있다. 금융투자협회에 따르면, 2015년만 해도 31억 원에 불과했던 순자산이 2016년에는 664억 원으로 늘어나더니 2017년에는 6,780억 원으로 늘어났다. 이후 매년 2배 가까운 성장세를 보이면서 2020년에는 순자산이 5조 2,314억 원으로 늘어났다. 2021년 접어들어서는 성장세가 더욱 가속화하면서 상반기에만 2조 원에 육박하는 신규 자금이 몰려들었다.

TDF 순자산 증감 추이

기간	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
펀드 수 (개)	2	8	8	15	44	56	71	110	129	166	171
순자산 (억 원)	2	18	31	664	6,780	13,730	33,356	52,314	108,820	104,441	12,791

자료: 금융투자협회

올인원 전략

적립금과 가입자 수가 늘어나면서 TDF를 활용하는 방법도 다양해졌다. TDF 하나에 연금 자산을 모두 담는 ‘올인원All in One’ 전략이 있다. 연금 가입자가 자신의 은퇴 연령에 맞는 TDF를 하나 고른 다음 여기에 연금 적립금을 전부 투자하는 방식이다. 이미 TDF 자체에서 국내외 주식과 채권에 분산 투자하고 있는 데다 은퇴 시점에 맞춰 주식 비중을 자동으로 줄여주기 때문에 연금 가입자가 신경 쓸 게 별로 없다. 어쩌면 투자 경험이나 지식이 많지 않고, 투자에 전념할 시간이 많지 않은 직장인에게 가장 적합한 방법이라고 할 수 있다.

관건은 퇴직연금 가입자가 이 전략을 구사할 수 있는지 여부다. 종전에는 불가능했다. 퇴직연금에 위험 자산 투자 한도가 있기 때문이다. 투자 경험이 많지 않은 근로자를 보호하기 위해 위험 자산으로 분류된 금융 상품에는 전체 적립금 중 70%까지만 투자할 수 있다. 대표적으로 주식 비중이 40%(2023.11. 이후부터는 50%)가 넘는 혼합형 펀드와 주식형 펀드가 위험 자산에 해당한다.

처음 TDF가 출시됐을 때만 하더라도 이 같은 규정을 엄격하게 적용해 TDF를 위험 자산으로 분류했다. 대다수 TDF는 펀드가 설정되고 얼마 되지 않았을 때, 아직 목표 시점까지 기간이 많이 남았을 때는 주식 비중이 40%를 넘기 때문이다. 그래서 퇴직연금 적립금을 하나의 TDF에 맡기고 싶어도 그렇게 할 수 없었다. 적립금 중 70%를 TDF에 투자하고, 나머지 30%를 맡길 만한 금융 상품을 별도로 찾아야 했다.

하지만 이 같은 규제는 TDF가 가진 특성을 잘 반영하지 못한다는 지적이 제기됐다. TDF는 운용 기간 내내 주식 편입 비중을 줄여나간다. 따라서 특정 시점에서 주식 편입 비중만 가지고 위험 자산 여부를 판단할 것이 아니라 운용 기간 동안 평균적인 주식 편입 비중을 감안해야 한다는 것이다. 그리고 투자 경험이 많지 않은 퇴직연금 가입자로 하여금 펀드 하나로 연금 자산을 관리할 수 있도록 하겠다는 TDF의 취지에도 맞지 않는다.

이 같은 의견을 받아들여 2018년 9월에 감독 규정을 개정하면서 예외 규정을 만들었다. 펀드 자산 중 80% 이내에서만 주식에 투자하고, 투자 목표 시점 이후에는 40%를 넘지 않는 범위 내에서 주식 비중을 가져가는 것을 ‘적격 TDF’로 분류하고 위험 자산으로 보지 않기로 했다. 그러자 자산운용사들이 완화

된 규정에 맞춘 TDF를 본격적으로 내놓기 시작했고, 퇴직연금 가입자들은 TDF 하나만 가지고도 자신의 연금을 관리할 수 있게 됐다. 2019년 이후 퇴직연금 수탁고가 눈에 띄게 증가한 데는 이 같은 감독 규정 변화도 한몫했다.

적격 TDF 해당 요건

투자 목표 시점이 명시되어 있고, 이와 연동하여 자산 배분 등이 조정되도록 투자 설명서상에 운용 계획으로 명시되어 있는 집합투자기구로서 다음 기준을 충족해야 한다.

1. 은퇴 예상 시기 등 투자 목표 시점이 다가올수록 위험 자산의 비중을 점차 줄여나가는 생애 주기형 자산 배분 전략을 통해 투자 위험을 낮추는 운용 방법 및 운용 지점 등을 갖출 것.
2. 1호의 투자 목표 시점을 집합투자기구 설정일로부터 5년 이후로 하고, 집합투자증권의 명칭에 기재할 것.
3. 주식(다른 집합투자기구를 통하여 투자하는 주식을 포함)의 투자 한도를 집합투자기구 자산 총액의 100분의 80 이내로 하고, 투자 목표 시점 이후에는 집합투자기구 자산 총액의 100분의 40 이내로 할 것.
4. 투자 적격 등급 이외의 채무 증권(다른 집합투자기구를 통하여 투자하는 채무 증권을 포함)의 투자 한도를 집합투자기구 자산 총액의 100분의 20 내로 하고, 채무 증권 투자액의 100분의 50 이내로 할 것.

핵심-위성 전략

핵심-위성 Core-Satellite 전략을 활용하기도 한다. 핵심-위성 전략은 투자 자금을 크고 작은 두 덩어리로 나눈 다음, 큰 자금은 주가 지수를 추종하는 패시브 펀드에 투자하고, 작은 자금은 별도대처럼 액티브 펀드에 투자하는 것이다. 위성 전략으로 투입된 자금이 예상외의 큰 수익을 내면 전반적으로 수익을 끌어올릴 수 있고, 손실을 보더라도 핵심 자산이 안정적으로 운영되기 때문에 큰 타격을 입지 않을 수 있다. 퇴직연금을 운용할 때도 이 같은 핵심-위성 전략을 활용할 수 있다.

퇴직연금 적립금 중 상당 부분은 TDF에 투자하고, 일부만 특정 테마나 스타일 펀드에 투자하는 것이다. 핵심을 TDF로 두고, 위성을 테마 펀드나 스타일 펀드로 운용하는 셈이다. TDF를 활용해 장기적으로 안정감 있게 적립금을 운용하면서 테마와 스타일 펀드를 이용해 단기적인 시장 변화에 능동적으로 대응하려는 것이다. 하나의 TDF로 퇴직연금 적립금을 관리할 때와 비교하면 주식 비중이 높아져 변동성이 커진다. 그리고 위험 자산 편입 비중을 조절하기 위해 중간중간 신경 써야 할 일도 많다.

바벨 전략

바벨(Barbell) 전략을 활용하는 방법도 있다. 바벨은 역기를 뜻한다. 바벨은 가운데 손잡이는 가늘고 가벼우며, 양쪽 끝에 달린 추에 무게가 실린다. 이처럼 어떤 선택을 할 때 중간은 제외하고 양쪽 극단의 것을 취하는 것을 바벨 전략이라고 한다. 퇴직연금 가입자는 이 같은 바벨 전략을 TDF 투자에 응용할 수 있다.

회사가 매달 근로자의 퇴직연금 계좌에 납입해 주는 돈을 부담금이라고 하고, 이미 계좌에 쌓여 있는 돈을 적립금이라고 한다. 이때 규모가 커진 적립금은 주식 비중이 낮은 TDF에 투자하고, 매달 납입되는 부담금은 주식 비중이 높은 TDF에 투자하는 식이다. 이렇게 하면 목돈은 안정적으로 관리하면서 부담금을 활용해 적립식 투자 효과를 얻을 수 있다.

DC형 퇴직연금을 처음으로 도입하는 사업장이나 DB형에서 DC형 퇴직연금으로 전환할 때도 이 방법으로 활용할 수 있다. 이때 회사는 근로자가 과거 일하는 동안 발생한 퇴직 급여를 근로자의 퇴직 계좌에 입금하고, 앞으로 근로자가 1년 일할 때마다 1개월치 급여에 해당하는 퇴직 급여를 근로자 명의로

된 퇴직 계좌에 이체해 준다. 이미 발생한 퇴직 급여는 투자 목표 시점이 임박한 TDF에 투자하고, 미래에 받을 부담금은 투자 목표 시점까지 기간이 많이 남은 TDF에 투자하는 식이다.

연금 자산 관리,

TDF 로 자율 운행하라

초판 1쇄 발행 2021년 10월 5일

초판 4쇄 발행 2024년 2월 2일

지은이 손수진 김정옥 황영진 송수열 김동엽

기획 김동엽 오은미

편집 몽스미디어

디자인 모스그래픽

펴낸곳 미래에셋투자자산운용센터

주소 서울시 종로구 종로 33 그랑서울 타워1 14층

전화 02-3774-6695

홈페이지 미래에셋자산운용 (investments.miraeasset.com)

홈페이지 미래에셋투자자산운용센터 (investpension.miraeasset.com)

등록 2009년 7월 27일 (제318-2009-000097호)

◦ copyright © 2021 by Mirae Asset Global Investments Co.

◦ 이 책의 저작권은 저자에게 있고 저작권법에 의해 보호받는 저작물이므로 무단 전재와 복제를 금합니다.

◦ 이 책에 언급된 기업들은 해당 주제에 부합하는 사례로 제시되었을 뿐, 투자 추천이 아님을 밝힙니다.