생애자산배분 측면에서 목표기간펀드 확산이 주는 시사점

이경아 연구원

요약

목표기간펀드(TDF: Target Date Fund)란 목표기간이 가까워질수록 위험자산(주식 등)의 투자비중을 줄여나가는 자산배분 패턴을 갖는 펀드로 목표기간별로 설정된 자산비중조절계획(glide path)에 따라 자동적으로 자산배분과 포트폴리오 관리가 이루어짐. 미국에서 목표기간펀드는 2006년 연금보호법에 의해 DC형 퇴직연금의 적격기본투자상품(QDIA)으로 지정되면서 크게 성장하였음. 목표기간펀드는 금융지식이 낮고, 금융자산의 규모가 적어 자문서비스를 받기 힘든 젊은 은퇴준비자에게 보다 적합한 운용방식이라 할 수 있음.

하지만 제도적 요인이나 운용 측면의 효율성 이외에도 생애자산배분(life-cycle asset allocation) 측면에서 목표기간펀드가 갖는 경제적 · 재무적 근거는 상당함. 첫째, 일반적으로 단기 투자자의 위험감내도(risk capacity)가 장기 투자자의 위험감내도가 높음. 이는 목표일(은퇴시점)까지의 기간이 길수록 화폐의 시간가치, 시장의 평균회귀, 추가 투자기회 가능성 등이 작용하기 때문임. 둘째, 인적자산(human capital)을 금융자산(financial capital)과 함께 투자의사결정에 고려함으로써 생애주기적 관점에서 좀 더 적절한 자산배분을 할 수 있음. 셋째, 자산운용 의사결정과정에 부채(은퇴비용)를 함께 고려(liability-aware investing)함으로써 좀 더 적절히 개인자산의 경제적 가치를 평가할 수 있고 최적화된 자산배분을 얻을 수 있음. 이러한 경제적 · 재무적 요인들에 따라 투자 초기에는 위험자산의 비중을 높게 하고 만기가 다가올수록 보수적인 자산배분으로 전환하는 목표기간펀드의 운용방식은 지지를 얻을 수 있음.

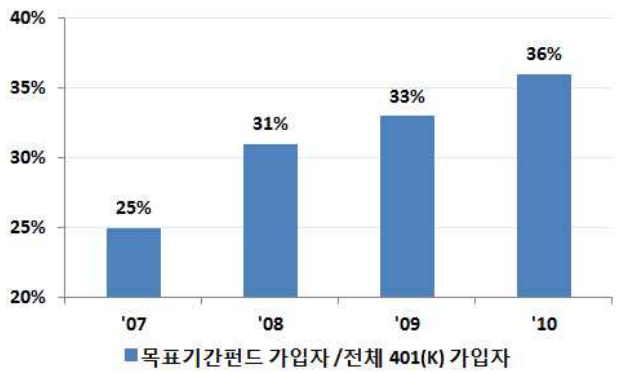
국내에서는 아직 제도적 차원에서 목표기간별 자산배분(target-based asset allocation)이 퇴직연금의 투자원칙으로 제시되지 않고 있을 뿐만 아니라 목표중심 투자(goal-based investing)에 대한 투자자들의 인식도 낮은 편임. 하지만 목표기간펀드가 갖는 여러 가지 경제적 · 재무적 타당성을 고려할 때 이러한 부분들을 보완하여 국내 현실에 접목시킬 수 있다면 상당히 긍정적인 효과를 거둘 수 있을 것이라 생각함.

■ 목표기간펀드(TDF: Target Date Fund)란 정해진 목표시점에 다가갈수록 위험자산의 투자비중을 줄이고 안전자산의 투자비중을 늘리는 자동적 자산배분(asset allocation and rebalancing)을 제공하는 펀드로 주된 목적은 자산축적 기간 동안 안정적인 포트폴리오 관리를 제공하는 것임.

- 목표기간펀드는 은퇴준비처럼 장기적인 투자에 대해서 자산축적기간 동안 발생할 수 있는 인플레이션을 헤지(inflation hedge)하면서 투자원금을 보장(principal protection)할 수 있도록 고안된 절충적 자산배분 방식임.
- 목표기간펀드는 목표기간별 자산비중조절계획(glide path)에 따라 투자기간 초기에는 위험자산 투자비중을 높게 유지하다 목표일이 가까워질수록 보수적으로 편입비율을 조정해나감.
- 목표기간펀드의 자산배분은 위험허용한도(risk tolerance)가 아닌 위험감내도(risk capacity)에 의해 결정됨.
  - 일반 혼합형 펀드(balanced fund)의 주식투자비중이 투자자의 허용가능 위험수준에 의해 결정되는 것과 달리 목표기간펀드의 자산배분은 투자목표달성(예상 은퇴비용 충당)을 위해 투자자가 감내해야만 하는 최소위험수준을 고려하여 이루어짐.

〈그림 1, 표 1〉 미국 401(k) 가입자의 목표기간펀드 선택비율

401(K) 전체 가입자 중 목표기간펀드 선택비율



자료: EBRI(2011), Target-Date Fund Use Grows in 401(k) plans.

401(K) 신규 가입자 중 목표기간펀드 선택비율

(단위: %)

구분	2006	2007	2008	2009	2010
20대	29.4	31.7	46.5	48.5	52
30대	28.5	35.1	43.5	47.3	47.8
40대	27.4	34.2	41.8	45.5	45.3
50대	28.1	34.9	42.2	45.2	45
60대	26.1	32.1	38.4	41	41.7
전체	28.3	33.8	43.6	46.6	47.6

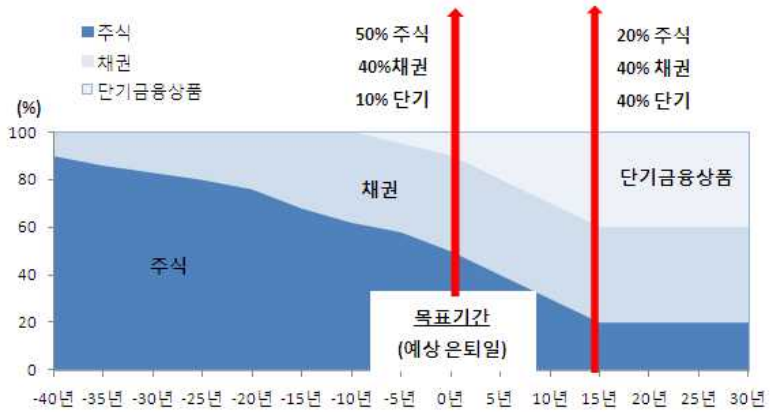
자료: EBRI, 401(k) plan asset allocation, account balances, and loan activity in 2010.

■ 미국에서 목표기간펀드는 연금보호법(2006년)에 따라 DC형 퇴직연금의 적격기본투자상품으로 지정되었으며 이후 401(k) 내 주요한 투자방식으로 성장하였음.

- 적격기본투자상품[1] 지정과 퇴직연금의 자동가입방식[2] 규정에 따라 401(k) 내 목표기간 펀드 선택비율은 꾸준히 증가해왔으며 현재는 가장 보편적 형태의 퇴직연금 운영방식으로 자리를 잡음.

– 연금보호법 제정 이후 전체 401(k) 가입자 중 목표기간펀드의 선택비중은 25%에서 36%로 증가하였으며 같은 기간 동안 신규 401(k)가입자의 가입비율 역시 28%에서 47%로 상승하였음.

〈그림 2〉 자산비중조절계획(Glide Path)의 예시



자료: ICI(2009), Principles To Enhance Understanding of Target Date Funds.

■ 목표기간펀드는 ① 잔존만기별로 자산배분을 다르게 하며, ② 초기에는 위험자산의 비중을 높게 가져가다 만기가 가까워질수록 보수적으로 운용하며, ③ 자산비중조절계획(Glide Path)에 따라 자동적인 포트폴리오 관리를 실행함.

- 자산비중조절계획은 동일한 은퇴준비기간을 갖는 투자자들이 보편적으로 동질적인 투자성향을 갖는다고 가정함.
- 하지만 투자기간(은퇴준비기간)이 동일하더라도 실제 개인별 투자성향은 큰 차이를 나타낼 수 있으므로 단순히 목표기간별로 동일한 자산배분을 적용(pooling of investors)하는 것은 불완전한 방법일 수 있음.
- 그럼에도 불구하고 투자의사결정 수준이 낮은 다수의 가입자에게 자산배분과 포트폴리오 관리를 제공한다는 점에서 목표기간펀드는 효율적인 자산배분 방법임.
  – 특히 투자지식이 낮아 부적절한 위험을 선택할 수 있거나 금융자산의 규모가 작아 맞춤형 자문서비스를 받을 수 없는 젊은 퇴직연금 가입자에게 적합한 투자방식임.

1) 적격기본투자상품(QDIA: Qualified Default Investment Alternative): 미노동부에서 퇴직연금 투자에 적합하다고 지정한 상품으로 투자상품을 지정하지 않은 근로자를 대신하여 사용자가 선택할 수 있는 기본형 퇴직연금 운영방식.
2) 자동가입방식(auto-enrollment): 가입자가 퇴직연금제도에 참여하지 않겠다는 의사를 분명히 표시하지 않는 한 가입의사가 있는 것으로 간주하여 자동으로 퇴직연금에 가입시키는 제도.

– 실제로 401(k)내 목표기간펀드 가입자들은 나머지 가입자에 비해 평균적으로 투자기간이 2.5년 짧고, 근속년수도 3.5년이 짧았으며, 소득과 금융자산도 각각 11,000달러, 25,000달러가 부족한 것으로 조사되었음.[3)]

■ 이렇듯 퇴직연금 시장에서의 우호적인 제도 변화 및 목표기간펀드의 운영효율성 등이 목표기간펀드의 성장에 크게 작용한 것은 사실이나 목표기간펀드의 확산에는 이러한 요인 이외에도 생애주기별 자산배분(life-cycle asset allocation) 측면에서 다음과 같은 경제적 · 재무적 타당성을 지님.

■ 첫째, 잔존 투자기간이 긴 투자자일수록 상대적으로 위험감내도(risk capacity)가 크다고 볼 수 있으며, 이에 따라 젊은 투자자일수록 위험자산의 투자비중을 높이고 공격적인 자산배분을 하는 것이 타당함.

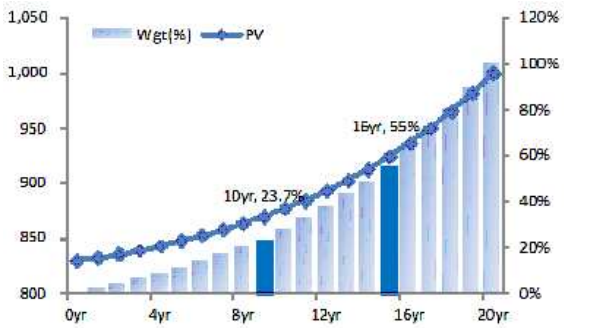
- 장기 투자자일수록 단기투자수익 획득보다는 장기목표달성에 중점을 두게 되므로 상대적으로 단기 변동성과 단기적 손실에 대해 더 큰 위험감내 성향이 있다고 볼 수 있음.
- 만기까지의 기간이 여유가 있을 경우 추가적으로 납입 가능한 투자금액(contributions)의 규모가 커 추가적인 투자를 통해서 손실을 만회할 수 있는 투자기회를 가질 수 있음.

〈그림 3, 4〉 시장의 평균회귀 / 화폐의 시간가치 증가

시장의 평균회귀(Reversion-To-Mean)

주: 이익률=당기순이익/매출
자료: US Bureau of Economic Analysis, TheShortSideOfLong.blogspot.com

화폐의 시간가치의 지수적 증가 성향



주: 액면가 1,000, 이자율 8%, 만기 20년 조건의 원리금균등상환 방식의 가상의 모기지채권 가치. 16년차 가치는 만기가치의 55%에 정도에 머뭄.

- 투자기간이 장기인 경우 이미 손실이 발생한 투자에 대해서도 잔존 투가기간 동안 시장의 평균회귀성(reversion-to-mean)에 따라 원금회복을 기대해 볼 수 있는 반면 만기까지의 기간이 짧을 경우 손실만회가 어려울 수 있음.

3) EBRI(2011), Target-Date Fund Use Grows in 401(k) Plans.

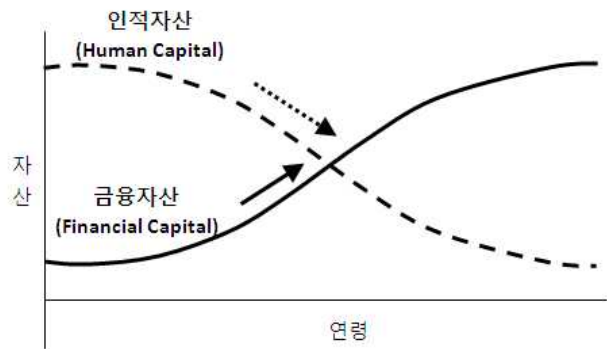
- 화폐의 시간가치는 선형으로 증가하지 않고 만기가 가까워지면서 기하학적(geometrical growth)으로 증가하므로 같은 수준의 백분율(%) 변화에 대해서 만기시점에서의 가치변화가 초기 투자시점의 가치변화보다 훨씬 더 크게 움직임.
  - 따라서 투자기간의 초기에 위험자산의 투자비중을 상대적으로 높게 가져가고 만기가 다가올수록 위험자산의 투자비중을 줄여 포트폴리오의 변동성을 낮추는 것이 바람직함.

둘째, 장기투자에 대한 의사결정 시 금융자산(financial capital)뿐만 아니라 인적자산(human capital)을 함께 고려함으로써 좀 더 최적화된 생애주기자산배분을 도출할 수 있음.

- 위험관리 차원에서 자산배분의사결정 시 인적자산의 크기와 변동성, 다른 자산과의 상관관계를 고려할 필요가 있으며 이렇게 함으로써 효율적 프론티어(efficient frontier)를 확대하고 장기적 관점의 Mean-Variance기준을 충족시켜 최적화된 자산배분을 달성하는데 도움이 됨(Merton).[4)]
- 인적자산이란 모든 미래 근로소득의 현가에 해당하며, 젊은 사람이 보유한 가장 큰 개별 자산이고, 다른 현금흐름에 비해 상대적으로 안정적이기 때문에 일종의 채권(bonds-like capital)[5)]이라 볼 수 있음.

〈그림 5, 표 2〉 연령별 인적자산과 금융자산 / 자산축적기 은퇴준비자의 경제적 대차대조표

연령별 인적자산/금융자산의 추이



자료: Peng Chen, etc.(2006), Human Capital, Asset Allocation, and Life Insurance.

자산축적기 은퇴준비자의 경제적 대차대조표

자 산	부 채
금융자산 (Financial Capital)	은퇴 비용[1)] (Future Expenses)
인적자산 (Human Capital)	유증(Bequest)[1)]
잉여(△부족)	

주: 1) 부채항목(은퇴비용과 유증)은 현재가치 개념임.
자료: Tom Idzorek(2008), Lifetime Asset Allocations: Methodologies for Target Maturity Funds.

4) Robert C. Merton(2003), Thoughts on the Future: Theory and Practice in Investment Management, AIMR.
5) 종신교수의 근로소득이 장기채권과 매우 유사한 반면, 헤지펀드 매니저와 같이 소득 흐름이 불규칙하고 일정하지 않는 경우에는 채권보다는 주식(equity-like capital)에 가깝다고 볼 수 있음.

- 인적자산은 시장에서 거래될 수 없고(untradable)[6] 시장에서 관찰될 수 없다(unobservable)는 점에서 교환가능하고 시장가격이 존재하는 금융자산과 다르며 위험 측면에서도 시장위험(market risk) 대신 사망위험(mortality risk)을 지님.
- 은퇴시기가 많이 남은 젊은 사람의 경우 금융자산에 비해 채권성격의 인적자산을 많이 보유하고 있으므로 위험자산(주식)에 대한 투자비중을 높이고, 반대로 나이든 사람일수록 상대적으로 금융자산의 규모가 크고 인적자산이 작으므로 채권비중을 늘리는 것이 생애주기 자산배분 측면에서 합리적일 수 있음.

셋째, 개인의 총 경제적 가치를 고려할 때 자산뿐만 아니라 부채(은퇴비용의 현가)를 고려한 자산배분이 필요하며, 이를 위해 부채의 듀레이션에 맞추어 포트폴리오의 변동성을 조절함으로써 장기목표달성에 적합한 자산배분을 도출할 수 있음.

- 자산배분 과정에서 부채를 함께 고려하는 부채중심배분전략(Liability-Aware Investing)은 확정형 퇴직연금(DB)의 경제적 가치 산정에서처럼 자산과 부채를 동시에 고려하는 것으로 개념상으로 잉여최적화(surplus optimization)와 목표일 면역화전략(target date immunization)과 유사함.
  - 잉여최적화란 제약조건에 부채를 포함시켜 최적화된 자산운용전략을 결정하는 것이고 목표일 면역화전략이란 설정된 목표일에 맞춰 자산과 부채의 듀레이션을 일치시킴으로써 채권 이자율 변동위험을 제거하는 것임.
- 이는 전통적인 평균-분산기준(mean-variance)에 의한 포트폴리오구성에 부채를 'short asset'으로 간주하여 포함시키는 것으로 개인 입장에서 은퇴비용은 장기의 계획된 지출이므로 부채의 정의에 부합함.
- 대부분의 부채가 임금상승분이나 비용증가와 같은 인플레이션을 고려하므로 부채를 고려한 최적화 자산배분 과정에서는 일반적으로 부채의 물가상승위험을 헤지할 수 있는 위험투자자산(주식, TIPS, 부동산, 상품 등)이 선호됨.
- 부채중심자산배분전략에 따라서 투자자는 ① 부채(은퇴비용)을 고려하여 최적화된 투자의사결정을 내리고, ② 포트폴리오 관리에 있어서도 부채의 듀레이션이 짧아질수록(즉, 만기가 가까워질수록) 자산 위험비중을 조절함으로써 포트폴리오의 변동폭을 줄여나가는 것이 타당함.

국내의 경우 목표기간펀드가 출시되어 있기는 하나 미국의 경우처럼 퇴직연금제도의 일부가 아닌 개별펀드의 형태로 제공되고 있어 실질적인 활용도가 낮으며 목표기간개념의 투자에 대한 금융소비자의 인식도 낮은 실정임.

6) 거래 불가능한 근로소득은 저축(투자)을 통해 금융자산으로 전환될 수 있음.

- 목표기간 자산배분은 단기 투자보다는 장기 투자에 보다 적합한 방식으로 실질적인 투자기간이 3~5년 미만인 펀드형 상품의 경우 투자기간이 짧아 전략적 자산비중조절 효과를 크게 기대하기 어려움.
- 또한 미국 401(k) 가입자 조사에서처럼 목표기간 자산배분 방식은 젊고(은퇴준비 기간이 길고), 축적된 금융자산의 규모가 적은 자산축적기(accumulation phase) 초기 단계의 투자자에게 보다 적합한 상품으로 개별상품보다는 자산배분에 대한 투자방식의 형태로 포함시켜 투자자 접근성을 확보하는 것이 활용도 측면에서 보다 효과적일 수 있음.

국내에서도 목표기간펀드를 ① DC형 퇴직연금이나 개인형 퇴직연금(IRP: Individual Retirement Plan)의 자산배분 방식으로 포함시키거나, ② 기타 장기형 투자상품의 자산배분 형태로 제공하도록 함으로써 향후 노후소득 확보와 장기 투자문화 정착에 긍정적인 효과를 기대할 수 있을 것임.

- 첫째, 퇴직연금 가입 시 선택할 수 있는 기초펀드에 목표기간형 자산배분을 갖는 펀드를 포함하도록 함으로써 소비자에 대한 투자접근성과 활용도를 높일 수 있음.
- 둘째, 장기형 투자상품(변액연금 등)의 자산배분 방식으로 목표기간형 자산배분을 포함하도록 유도함으로써 투자자의 자산배분에 도움을 주고 이를 통해 장기투자를 활성화하는 효과를 기대할 수 있음.
- 셋째, 개인형 퇴직연금(IRP)[7]에 생애주기 자산배분방식을 제공하도록 함으로써 자영업자 · 이직자 등 기업퇴직연금 가입이 어려운 투자자의 자산배분을 용이하게 하도록 함.
  - 개인형 퇴직연금 가입자는 일반적으로 금융교육을 보조해주는 사용자의 조언이나 도움 없이 개인이 직접 투자방식을 선택하므로 상대적으로 자산배분 의사결정에 어려움을 느낄 수 있음.

KiRi

7) 개인형 퇴직연금은 근로자가 이직하거나 조기 퇴직했을 경우 퇴직금을 바로 사용하지 않고 은퇴할 때까지 보관 운용할 수 있도록 한 개인전용 퇴직계좌임.