연기금 KOSDAQ 벤치마크 변경

고경범 Passive/ETF
gyeongbeom.ko@yuantakorea.com

시장 기대치와는 괴리

연기금 KOSDAQ 벤치마크 변경

전일 발표된 국내 연기금 운용평가의 기본 벤치마크 변경은 KOSPI→KOSPI*95%, KOSDAQ*5% 혼합된 지수로 변경 적용이 발표. '대형', '중소형' 연기금에 적용되기 때문에 30조원 이하 연기금만 적용. 시장 기대치와는 괴리가 존재.

국내 연기금은 기금 설립 목적에 따라, 1) 사회보험성, 2) 금융성, 3) 사업성 연기금으로 분류. 여유자금(운용평잔) 기준 1) 초대형-국민연금, 2) 대형, 3) 중형, 4) 소형으로 분류. 대형과 중형 연기금 분류 기준은 AUM 1조원 수준.

'26년 기금 자산운용 기본 방향'을 참고하면, 사회보험성 기금의 운용 수준이 자산 배분 관점에서 적정 수준으로 평가받는 것으로 보임.(국내주식 9.6조원, 투자비중 15.0%)

금융성 기금은 국내채권(47.3%), 단기 확정금리 상품(29.7%)로 국내주식, 해외주식, 대체상품의 자산배분 전환이 요구. 동 관점에서 AUM 37.0조원 기준 15.0%를 적용하여 추정. 다만 동 자금은 운용 전략 변경에 따른 적용이 타 기금보다 지연될 것으로 보임.

사업성 기금은 단기 지출 확대 수요 때문에 자산배분보다는 현금흐름 확보가 요구되는 기금. 동 자금 1.4조원의 BM 전환을 감안하면 적용될 추종자금은 16.5조원 수준 추산.

레버리지 ETF 드리븐, 액티브의 제한적인 유니버스

최근 KOSDADQ150 레버리지 ETF는 거래량 측면에서 보면 DMA, Open API 등이 동반된 High Frequency 매매로 추정될 만큼 투기적 순매수는 당분간 유입될 것

연기금 벤치마크의 위탁 운용 관점에서 본다면, 액티브 펀드 특성과 KOSDAQ 종목의 상대적인 컨센서스 부족 등이 고려될 필요

TP 제시 2개사 이상 KOSDAQ 111종목 이익비중의 12월초 대비 현재 증가 수준과 KOSDAQ 반영 신규 BM 비중으로 종목 스크린

연기금 KOSDAQ 벤치마크 변경

전일 기금 자산운용 정책 발표는 크게 2가지로 분류된다. 1) '기금 자산운용 기본방향' 이라는 기금 운용 계획의 수립과, '기금자산 운용정책 위원회' 를 신설한 점이다. 일부 언론에서 보도되는 1,400조원은 25년 국내 전체 공적 연기금의 여유자금 예상액으로, 주식시장 투입 가능 자금과는 괴리가 있다. 동 금액은 비전문 연기금의 운용 가이드라인을 제시하는 의의에서 언급되는 과정에서 발표된 것으로 보인다.

투자자들이 관심을 가질 KOSDAQ 벤치마크 변경은 2) 기금운용평가지침의 내용에 있다. 벤처투자 인센티브 강화, 국민성장펀드의 공공성 투자 항목 추가와 함께 제시된 벤치마크 변경은 시장의 기대와 괴리를 보이는 내용이었다.

기존 KOSPI 벤치마크를 사용했던 연기금은 KOSPI*95%, KOSDAQ*5% 혼합된 지수를 벤치마크로 운용평가 수익률을 적용 받는다. 이는 '대형', '중소형' 연기금에 해당하는 점이다.

[표 1] 26 년 기금운용평가 기준 개정

구 분	개정 내용
KOSDAQ 벤치마크 반영	**대형·중소형** 평가기준수익률*에 코스닥 지수 반영 * 기금운용평가(계량평가)시 중장기자산 상대수익률(운용수익률-기준수익률)을 평가하기 위한 기준수익률, 주로 시장지수(주식형 KOSPI) 등 활용 현재 KOSPI 만 반영 중인 국내주식형 평가기준수익률에 코스닥지수를 5% 혼합하여 연기금의 코스닥시장 참여유인 제고 * (현행) KOSPI → (개편) (KOSPI * 0.95) + (KOSDAQ150 * 0.05)
벤처투자 인센티브 강화	대형·중소형 혁신성장(벤처투자 등) 분야 투자 가점 1점→2점 확대. 운용규모 1,000억→1,500억원 상향조정 21년 가점 도입 이후 미운영 중인 혼합형 MMF 상품 참여 가점 1점 조항 삭제 대규모(국민연금) 혁신성장(벤처투자 등) 분야 투자 가점 1점→2점 확대. 운용규모 2조원→3조원 상향조정.
공공성 가점에 국민성장 펀드 포함	대형·중소형 공공성 투자 대상(가점 1점)에 신성장동력 펀드 등→ 신성장동력 펀드, 국민성장펀드 등
환 위험관리 강화	대규모(국민연금), 대형·중소형 공통 환율 변동에 따른 자산가치 변동위험에 대한 적정한 관리 수단 확보와 효율적 수행 대규모 1.5점, 대형 1점, 중소형 0.6점 가점

자료 : 기획예산처, 유안타증권 리서치센터

정부가 국내 연기금을 분류하는 기준을 이해할 필요가 있다. 기금의 설립 목적에 따라 1) 사회보험성, 2) 금융성, 3) 사업성 기금으로 분류된다. 기금의 여유 자금(운용 평잔)의 분류에서는 국민연금이 1)대규모, 이외 1조원 이상 자금이 2) 대형, 1조원 이하는 3) 중형, 4) 소형으로 분류된다.

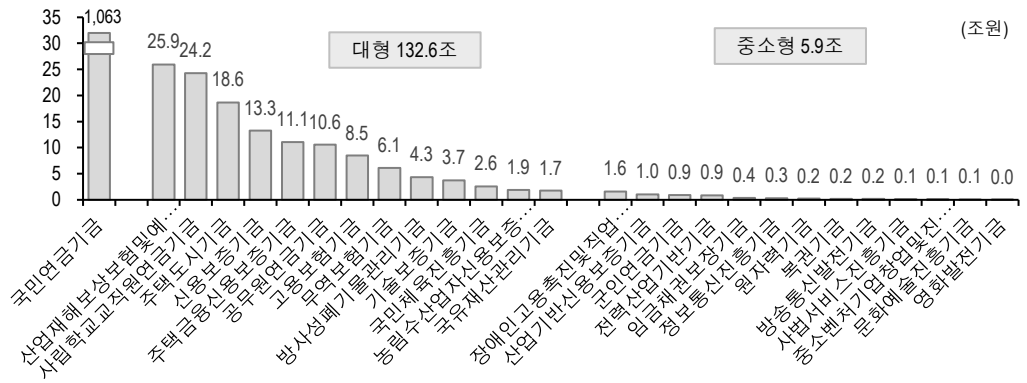
즉, 전일 발표된 KOSDAQ 벤치마크 변경 적용은 24년 기준 30조원 이하 대형/중소형 연기금에서만 적용된다.

[표 2] 설립 목적, 운용 평잔 기준 연기금 분류

구 분	사회보험성	금융성	사업성
대규모	국민연금		
대형 (여유자금 1조원 이상)	산업재해보상보험및예방기금 사립학교교직원연금기금 공무원연금기금 고용보험기금	신용보증기금 주택금융신용보증기금 무역보험기금 기술보증기금 농림수산업자신용보증기금	주택도시기금 방사성폐기물관리기금 국민체육진흥기금(국민체육진흥계정) 국유재산관리기금 장애인고용촉진및직업재활기금
중형 (1조원 미만)	군인연금기금	산업기반신용보증기금	전력산업기반기금 임금채권보장기금 정보통신진흥기금 원자력기금(원자력안전규제계정) 방송통신발전기금 사법서비스진흥기금 중소벤처기업창업및진흥기금 복권기금 (*)
소형			영화발전기금 문화예술진흥기금(*)

주: (*)표시는 운용평가 대상 24 개 기금 이외. 자료: 기획재정부, 유안타증권 리서치센터

[차트 1] 개정 KOSDAQ 벤치마크 적용은 30 조원 이하 대형/중소형 연기금 대상



주: 2024 년 결산 기준. 자료: 기획예산처, 유안타증권 리서치센터

'26년 자산운용 기본 방향' 을 참고하면 사회보험성기금은 주식, 채권, 대체투자 등의 분산이 적절한 것으로 평가 받고 있다. 금융성기금은 확정 금리형 상품 등 안전자산 중심으로 보수적으로 운용되어 주식형, 대체투자 등 실적형 자산 배분이 요구되고 있다.

사업성 기금은 지속적 사업비 지출, 정책 변화에 따른 지출 변동성으로 만기 매칭 등 보수적인 운용 관리를 가이드라인으로 제시하고 있다.

정리해 보면 사업성 기금은 단기 지출 성격으로 자산 배분의 구조적 변화는 어려워 보이며, 기존 금융성 기금은 높은 비중의 확정금리형, 국내 채권형 자산이 국내 주식형, 벤처투자를 포함한 대체투자 쪽으로 요구될 것으로 보인다. 적정 자산 배분 비중은 사회보험성 기금의 수준을 참고할 것으로 판단된다.

[표 3] 26 년 기금 자산운용 기본 방향 - 설립 목적별 가이드라인

기금 성격	개정 내용
사회보험성	초장기 자금운용이 필요하므로 단기 시장 변동성에 대한 대응보다는 장기수익률 제고 전략 검토 필요 주식, 대체투자 등 장기수익자산 비중을 적정하게 유지하면서, 실질가치 보존을 위해 인프라 등 실물 자산 편입도 병행
금융성	대출·보증 등 금융 사업 특성상 발생하는 금리·유동성·우발채무 위험 등을 고려하여 자산-부채 만기 구조 관리 필요 확정금리형 상품의 비중 축소, 주식형·대체투자 등 실적형 자산에 배분하는 등 다변화 전략 구사
사업성	지속적 사업비 지출, 정책 변화에 따른 지출 변동성이 높으므로 안정적인 현금흐름 구조를 최우선으로 고려 운용 지출이 확실시되는 예상액은 기간별로 3개월 이내 MMF·보통예금, 3개월~1년 미만 만기 매칭 채권·CP·CD 등 유동성 자산으로 운용하여 지급 리스크를 선제적으로 관리 특히, 대형(1조원 이상) 기금은 유동성 자금을 제외한 여유자금에 대해 중장기 관점에서 만기·위험을 고려하여 운용

자료 : 기획예산처, 유안타증권 리서치센터

운용평잔 1조원 이상의' 대형' 기금은 주식, 대체투자 자산의 비중을 유지하면서 운용 전담조직의 전문성 확대를 강조하고 있다. 반면 중소형 연기금 등은 연기금 투자풀 등 완전 위탁형 운용 등을 제시하고 있다.

[표 4] 26 년 기금 자산운용 기본 방향 - 운용 평잔별 가이드라인

기금 성격	개정 내용
대형	주식, 대체투자 등 장기수익자산 비중을 적정하게 유지하면서, 실질가치 보존을 위해 인프라 등 실물 자산 편입도 병행전담조직의 자산배분 등 운용역량*을 확충하고, 주식·대체투자 등 실적형 자산에 대한 투자비중 확대 검토 * 운용 전담조직 전문성 확대, 투자·위험관리 등 거버넌스 정비, 운용프로세스 개선 등
중소형	자산운용 조직·인력의 전문성 제고 한계를 감안하여 연기금투자풀의 완전위탁형 위탁운용 등을 통해 효율성 제고

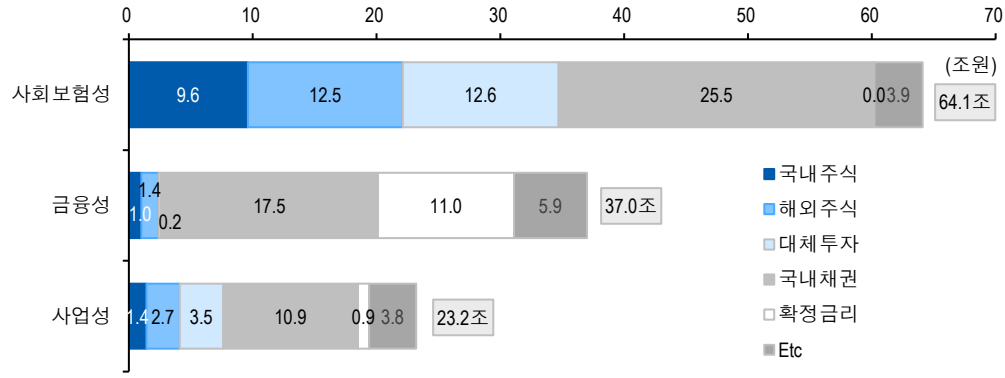
자료 : 기획예산처, 유안타증권 리서치센터

사회보험성 기금은 24년 기준 9.6조의 AUM으로 운용되고 있다. 국내 주식비중이 15.0% 수준인데 전문 연기금의 국내 주식투자 비중과 유사한 수준이다. 해당 연기금의 공적 연기금을 보면, 다른 유형의 연기금 대비 KOSDAQ 벤치마크 전환이 상대적으로 먼저 진행될 것으로 판단한다.

금융성기금은 17.5조원의 국내 채권과 11.0조원 수준의 단기 확정금리 상품을 중심으로 기금을 운용했다. 각각 47.3%, 29.7%의 자산배분 비율은 낮추고 국내주식, 벤처투자 등 대체상품으로 그 비중을 확대할 것으로 예상된다. 운용 내규의 개편과 주식비중 확대, 전문인력 확보 또는 연기금 투자풀 선정 등의 프로세스 소요로 사회보험성 기금 대비 벤치마크 적용은 지연될 것으로 보인다.

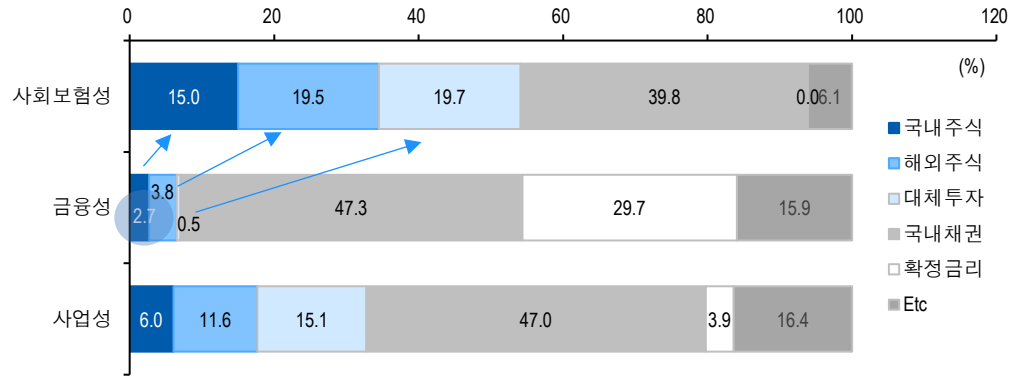
사업성 기금은 금융성 기금 수준의 낮은 국내 주식 비중이지만, 단기 자금 운용 성격 상 주식비중 확대는 미적용될 것으로 예상된다. 다만, 동 기금은 기존 주식 벤치마크를 연기금 투자풀 투자 등으로 KOSDAQ 벤치마크 전환은 사회보험성 기금과 유사한 수준으로 진행될 것으로 생각한다.

[차트 2] 설립 목적 유형별 / 자산별 AUM



주: 2024 년 결산 기준. 자료: 기획예산처, 유안타증권 리서치센터

[차트 3] 설립 목적 유형별 - 자산배분 현황

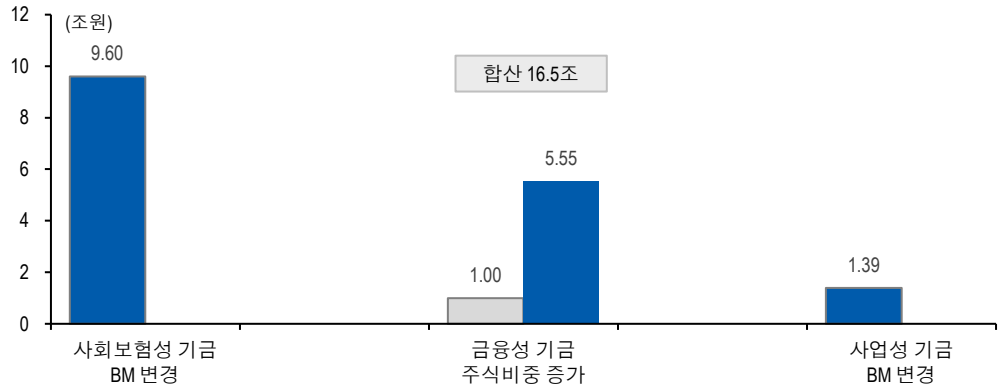


주: 2024 년 결산 기준. 자료: 기획예산처, 유안타증권 리서치센터

동 관점에서 정리해 보면, 이번 KOSDAQ 벤치마크 적용으로 적용될 추종자금은 16.5조원 정도로 추산된다. 금융성 기금의 주식비중 증가가 지연되는 점을 감안한다면, 사회보험성, 사업성 기금의 반영은 11.0조원 수준으로 추산된다.

'기금 자산운용 기본 방향' 에서는 1) 국내 벤처투자, 2) ESG 투자, 3) 정책펀드 투자, 4) KOSDAQ 등 국내 주식투자 등의 공적 역할 강화가 언급되어 이외 연기금의 투자는 가세될 수 있지만, 각 기금 간의 적용 시차 등을 감안하면 현실적인 수준은 동 수준으로 판단하는 것이 합리적으로 판단된다.

[차트 4] 사회보험성 기금, 사업성 기금 BM 변경 이후, 금융성 기금 주식비중 증가 반영의 시차가 예상.

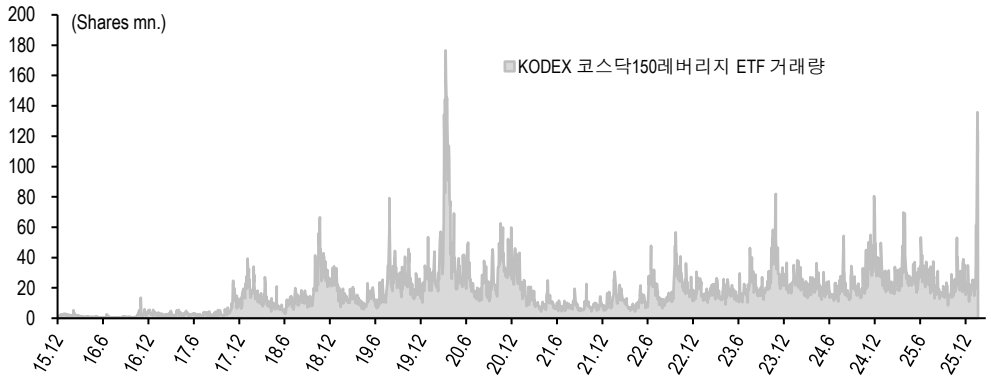


주: 2024 년 결산 기준. 자료: 기획예산처, 유안타증권 리서치센터

레버리지 ETF 드리븐, 액티브의 제한적인 유니버스

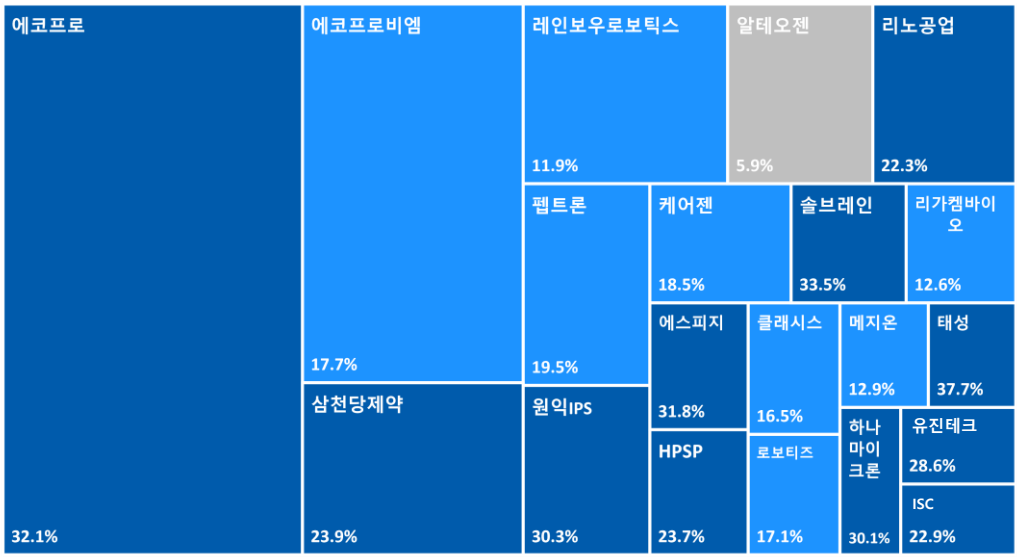
KOSDAQ 벤치마크 적용 뉴스 모멘텀으로 주가 오버슈팅은 진행될 것으로 판단한다. 특히 최근 KOSDADQ150 레버리지 ETF는 거래량 측면에서 보면 DMA, Open API 등이 동반된 High Frequency 매매로 추정될 만큼 투기적 순매수는 당분간 유입될 것으로 판단한다. 동 관점에서 본다면 연기금 BM의 반영보다 KOSDAQ150 레버리지 ETF 매수로 연동되는 금융투자 순매수 종목의 아웃퍼폼이 예상된다.

[차트 5] 최근 KOSDAQ150 레버리지 ETF 거래량 급증 - High Frequency 트레이딩으로 추정되는 흐름



자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

[차트 6] 벤치마크 뉴스 플로우는 레버리지 ETF 의 금융투자 순매수가 당분간 지속될 것



주: 1/26~1/29 KOSDAQ150 지수 상승 MWI 기여도와 수익률. 자료: KRX, 유안타증권 리서치센터

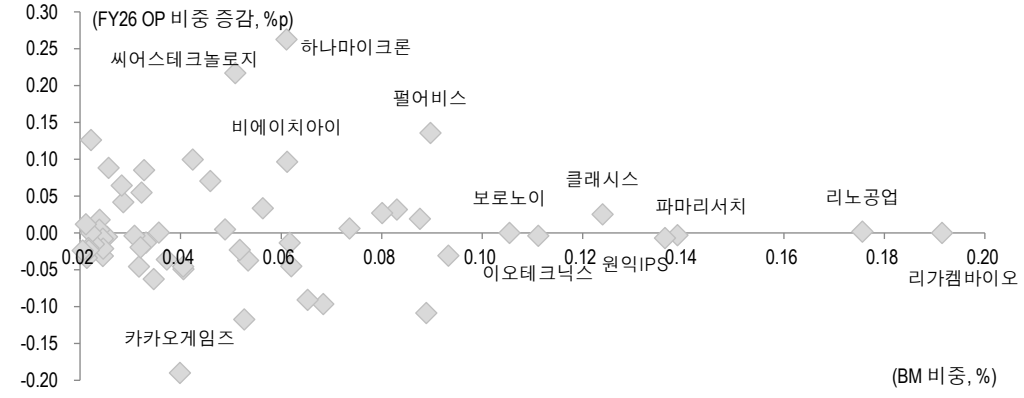
연기금 벤치마크 측면과 직접 위탁 및 연기금 투자풀 운용 등 위탁 운용사 관점에서 본다면, 액티브 펀드 운용 관점에서 KOSDAQ 종목의 컨센서스 상대적 부족 등에서 투자 유니버스는 한정될 것으로 판단된다.

KOSPI 95%+KOSDAQ150 5% 가중 BM 기준 대비, KOSDAQ 종목 중 TP 2개사 이상 제시 종목은 111종목으로 추려진다. 해당 유니버스 기준 이익비중의 12월초 대비 현재 증가 수준을 반영하면 다음 4분위의 종목군들이 스크린된다.

[차트 7-1] 이익비중 증감 (1/4)

주: KOSDAQ 유니버스 111 종목의 12 월초 대비 이익비중 증감 기준. 자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[차트 7-2] 이익비중 증감 (2/4)

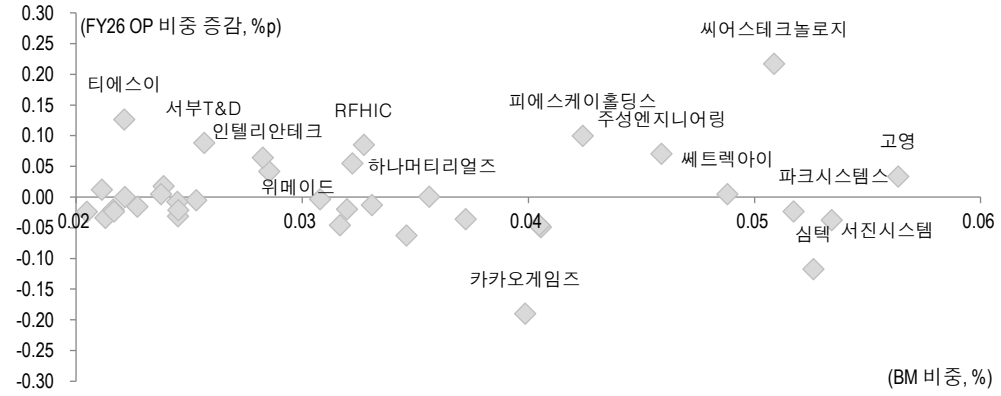


주: KOSDAQ 유니버스 111 종목의 12 월초 대비 이익비중 증감 기준. 자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[차트 7-3] 이익비중 증감 (3/4)

자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

[차트 7-4] 이익비중 증감 (4/4)



자료: FnGuide, 유안타증권 리서치센터

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 고경범)
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할 만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.