



자산운용산업 전망과 주요 이슈

자본시장연구원
선임연구위원 송 홍 선

2017 자산운용산업 환경

거시요인

소득성장 둔화

- 가계의 자발적 저축여력(소득효과) 약화

강제저축 안정적 증가

- 기관투자자 운용자산의 지속적 고성장

인구요인

에코세대 펀드시장 진입

- 모바일세대: 플랫폼, 비용 중시

베이비부머 은퇴 시작

- 연금화 등 drawdown 관련 상품 수요
- 부의 이전 관련 상품 수요

테크놀로지

모바일 자산관리

- 온라인플랫폼 중심의 채널진화

로보어드바이저

- 저비용 소매자산관리: 자문, 운용

규제요인

산업 활력: 경쟁 촉진, 금융과 IT 융합

- 진입자유화, 로버어드바이저

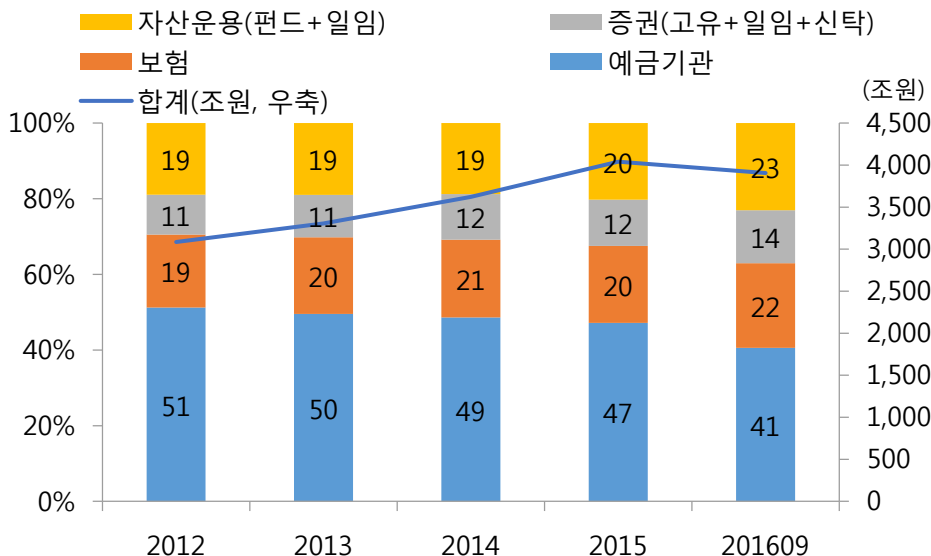
투자자신뢰 회복

- IFA, clean class, 성과보수, 공동 투자, Stewardship code, 계약철회권

자금흐름: 운용시장으로 머니무브

- 2016년 금융권 수신은 일임, 신탁, 펀드 등 간접투자시장 중심으로 빠른 성장
 - ▶ 재정위기 이후 금융권 수신 연평균 11% 성장(금전신탁, 일임, 펀드 순), 예금기관 수신 비중은 큰 폭 감소(2012년 51% → 2016.9월 41%)
 - ▶ GDP 대비 자산운용규모는 90%(금전신탁 포함)와 66%(금전신탁 제외) 수준임
- 2017년에는 금리상승으로 예금기관 수신 위축은 악화될 것이나 기본적인 수신흐름은 강제저축에 따른 일임, 신탁, 그리고 보험(개인연금) 부문이 주도할 전망

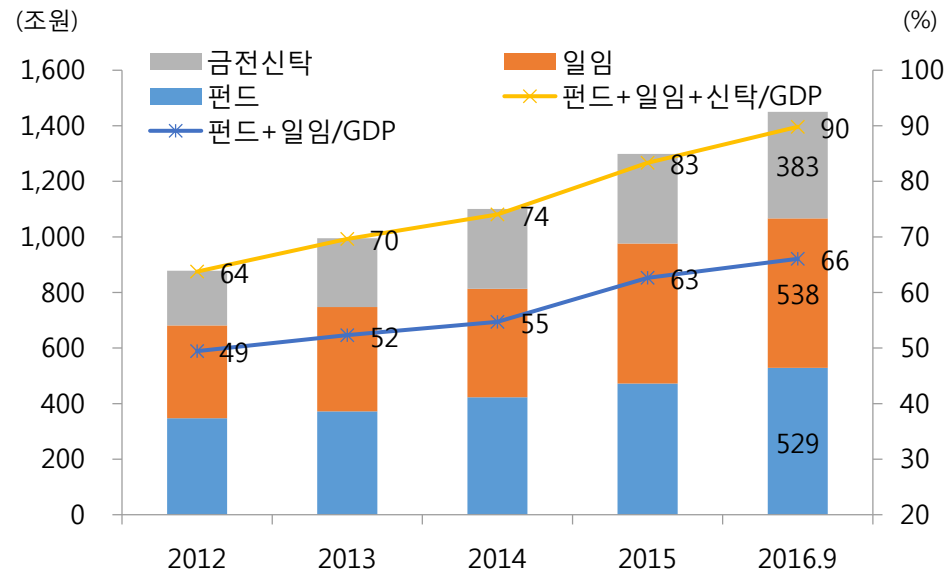
금융권 수신규모 및 비중 추이



주 : 수신은 해당기간 잔액기준이며, 금융감독원 통계를 기초로 증권은 일임과 금전신탁을, 자산운용은 일임을 합하여 계산 (합계를 제외한 값은 좌측)

자료: 금융감독원, 금융투자협회

자산운용 AUM 추이



주 : 신탁은 금전신탁을 의미하며, 일임은 16.10월말 기준
자료: 금융투자협회, 한국은행

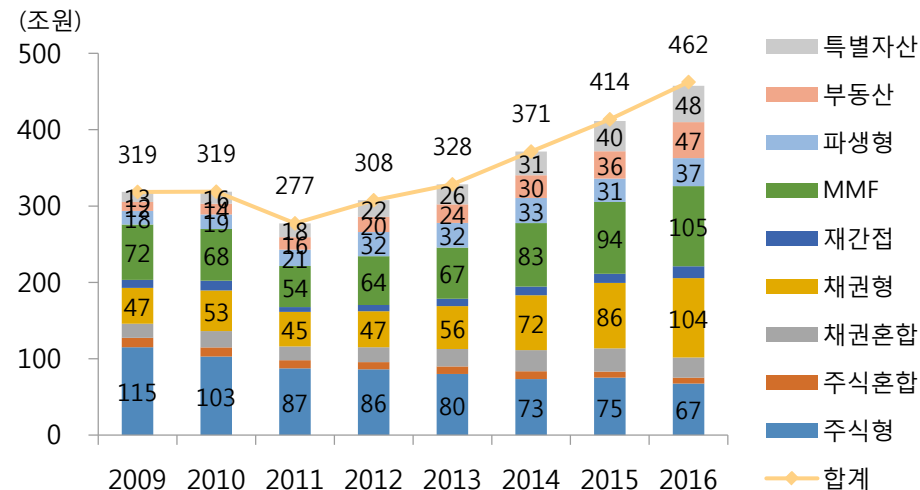
펀드시장: 스타일

○ 2016년 펀드 순자산은 전년대비 48조원 증가

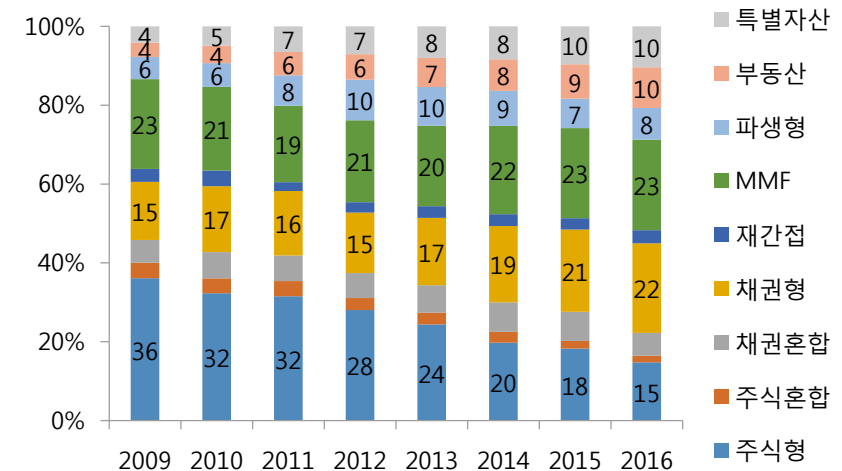
- › 국내주식형은 감소세 지속, 재정위기 이후 주식형 비중 절반으로 감소
- › 금리인상 지연, 부동산 호조, 브렉시트 등 대내외 불확실성으로 채권형, MMF, 실물펀드 호조세 지속

○ 2017년은 금리의 상승추세 전환으로 주식형에 대한 관심이 증가하는 가운데, 연기금 자금유입으로 부동산시장 조정에도 불구하고 대체투자 펀드로의 자금유입 지속 기대

펀드 순자산 추이



펀드 스타일 구성



주 : 경영참여형 사모펀드 제외
자료: 금융투자협회

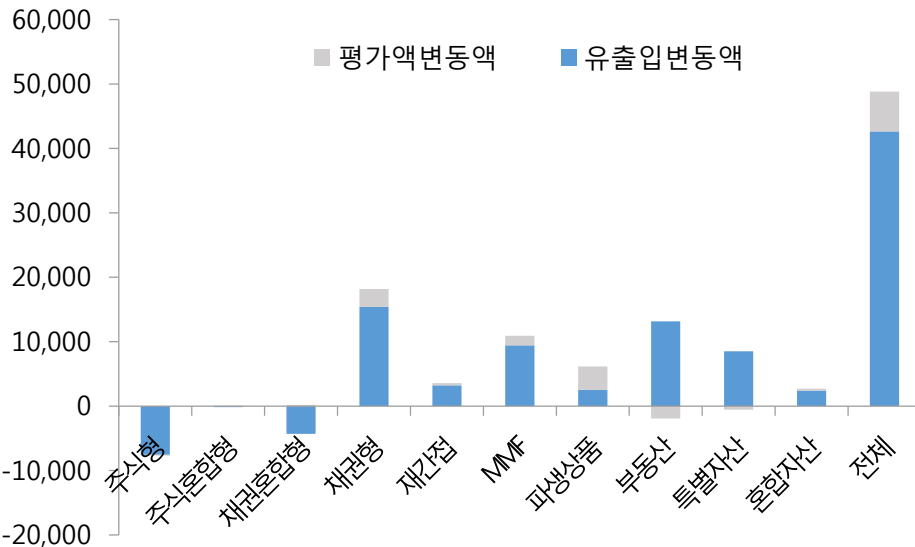
자료: 금융투자협회

펀드시장: 성과요인

- 2016년 순자산 증가(48조원)는 주로 자금유입요인(42조원)에 기인
 - › 저금리, 강제저축, 펀드규제 혁신 기대 등으로 자금유입이 지속
 - › 해외주식형 성과가 국내보다 우수하며, 지역별로 수익률과 펀드플로우 변동성이 높음
- 금리상승, 부동산 조정 등으로 2017년에도 자금유입요인의 순자산 견인효과 지속 전망

펀드 순자산 가치변동 요인 분해

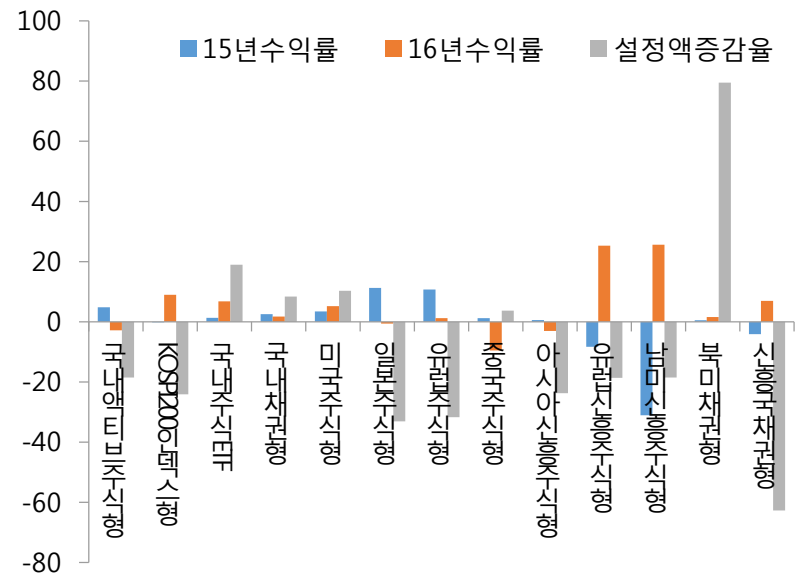
(단위: 십억원)



자료: 금융투자협회

펀드유형별 수익률과 펀드 플로우

(단위: %)



자료: 한국펀드평가

펀드시장: 공모 대 사모

2016년 사모펀드가 공모펀드를 처음으로 추월

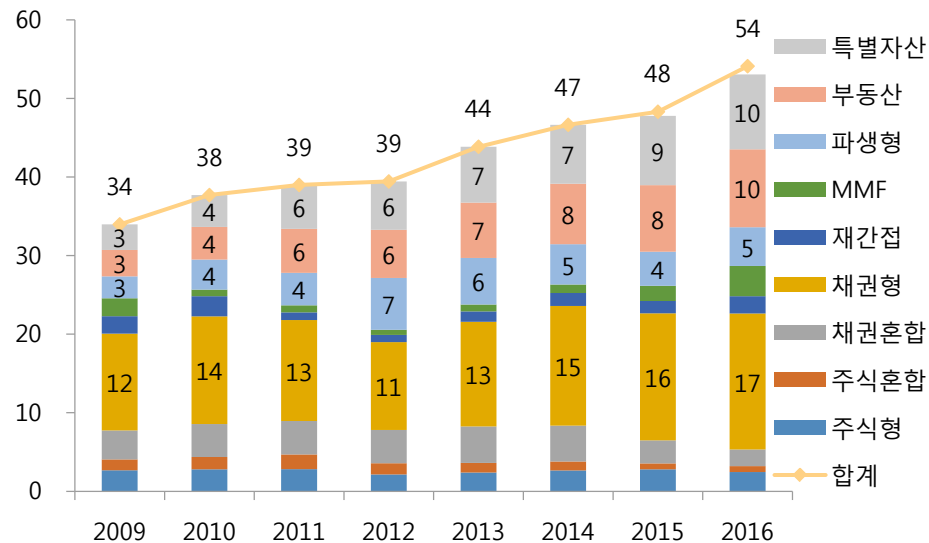
- ▶ 사모펀드 자체의 고성장이 못지않게 주식형펀드 침체가 공모펀드 위축의 주된 요인
 - 주식형 펀드는 재정위기 이후에도 시장 비중이 절반으로 감소(2012년 26% → 2016년 12%)

2017년에도 연기금 중심 시장흐름 지속되며 사모펀드 중심 성장세 지속 전망

- ▶ 기관투자자 비중이 높은 일본도 사모펀드가 큰 편임: 공모주식신탁 81조엔, 사모주식신탁 69조엔

사모펀드 비중 및 구성

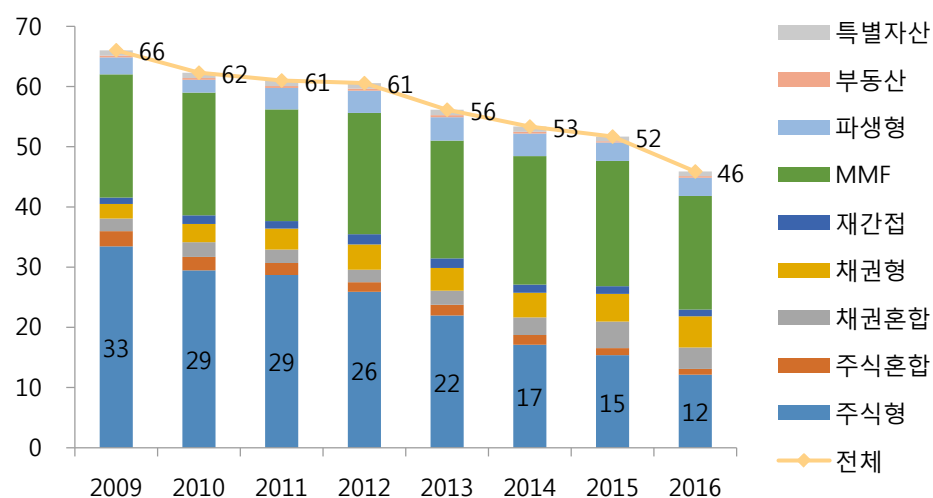
(단위: %)



주 : 합계=사모펀드/전체펀드
자료: 금융투자협회

공모펀드 비중 및 구성

(단위: %)

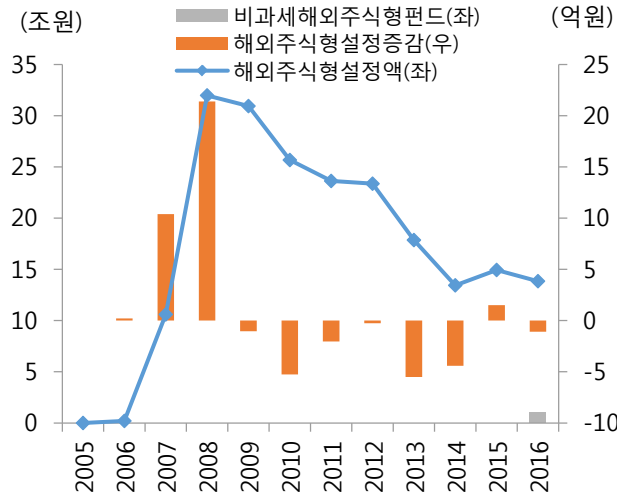


주 : 전체=공모펀드/전체펀드
자료: 금융투자협회

펀드시장: 해외투자펀드

- 2016년 해외투자펀드는 금융위기 이후 감소세 지속되며 설정액 1조원 감소
 - ▶ 다만, 3월부터 출시된 비과세 해외주식투자전용펀드가 총 23.9만 계좌, 0.9조원 판매된 것은 고무적
 - 그간의 해외펀드 위축세로 볼 때 비과세 효과가 시장분위기 반전에 긍정적으로 작용
- 2017년에도 해외경기 상대적 호조, 비과세펀드 가입종료 등으로 비과세펀드 지속 성장 전망
 - ▶ 비과세 펀드의 영구화, 중위험펀드(혼합형 등)로의 비과세 확대 등은 남은 과제
 - 일본 경험은 해외펀드의 양적 수요 확대 못지 않게 중위험 펀드로의 수요 분산 필요성 시사

공모해외주식형펀드 추이



자료: 금융투자협회

한국 해외 공모펀드 비중

	국내펀드	해외투자펀드	해외혼합펀드	전체
주식형	21.4	6.3	0.6	28.3
혼합주식형	1.4	0.3	0.3	2.0
혼합채권형	7.1	0.1	0.4	7.6
채권형	8.7	1.4	0.8	10.9
재간접	0.1	2.3	0.2	2.5
파생형	4.4	2.1	0.3	6.8
부동산	0.1	0.5	0.0	0.6
특별자산	1.0	0.8	0.0	1.9
MMF	39.5	0	0	39.5
전체	83.7	13.7	2.6	100.0

주 : 2016년말 기준
자료: 금융투자협회

일본 해외공모주식신탁 비중

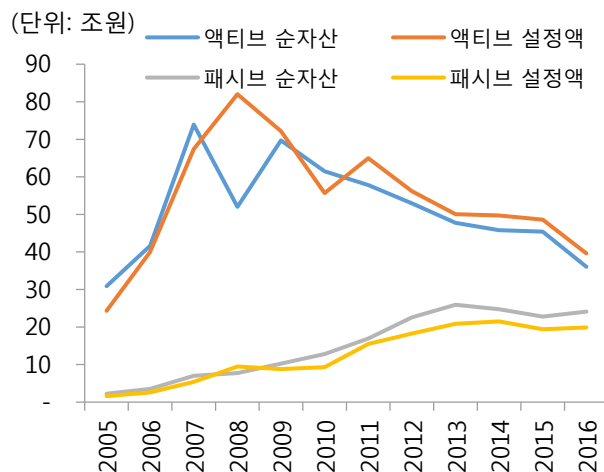
	국내펀드	해외펀드	국제펀드	전체
주식	35.0	7.1	5.0	47.1
채권	3.7	15.7	4.2	23.5
부동산	4.7	7.8	3.1	15.6
기타자산	0.0	1.2	1.3	2.4
혼합자산	0.6	1.6	9.1	11.3
전체	43.9	33.4	22.7	100.0

주 : 2016년 11월 기준
자료: 일본투자신탁협회

주식형 펀드: 액티브 대 패시브

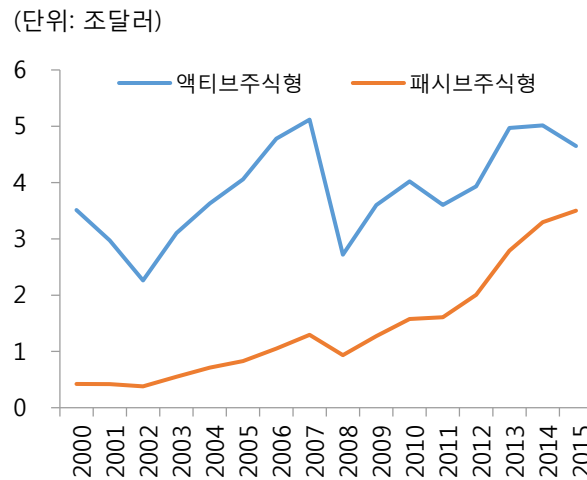
- 금융위기 이후 패시브 주식형펀드의 성장성과 수익성이 두드러짐
 - › 금융위기 이후 액티브 순자산은 연평균 4.8조원 감소한 반면 패시브 순자산은 연평균 2조원씩 성장
 - › 패시브의 투자자 후생효과에도 불구하고, 양적 성장과 함께 시장효율성과 시장안정에 우려도 제기
- 2016년 국내 패시브 비중(40%, 2016년)은 미국(43%, 2015년)과 유사하나, 벤치마크의 국내주식 쏠림은 미국보다 심각
 - › 미국 ETF의 미국주식형 비중은 59%, 한국 ETF의 한국주식형 비중은 71%(파생형 포함)
 - › 순자산 기준 미국은 액티브와 패시브 동시 증가하고 있으나, 한국은 액티브가 줄면서 패시브가 성장
- 2017년에도 기관투자자의 패시브 수요, 개인의 ETF 투자 증가 등으로 패시브시장 규모는 지속 성장 전망

국내주식형: 액티브 대 패시브



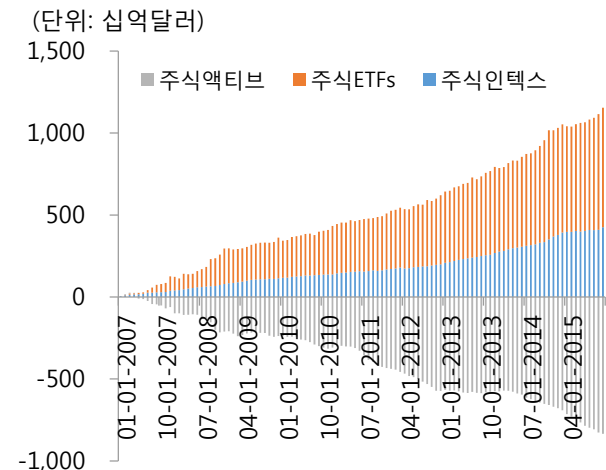
자료: 한국기업평가

미국 주식형: 액티브 대 패시브



주 : 패시브는 인덱스와 ETF 합이며 순자산 기준임
자료: ICI

미국 주식형 누적자금흐름

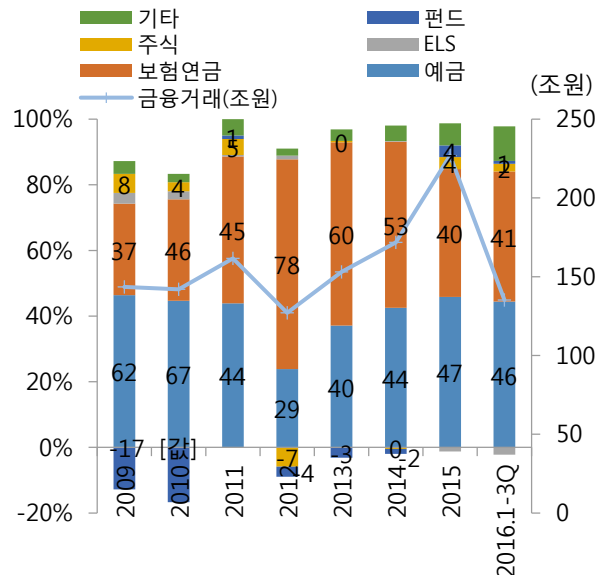


주 : 순현금흐름과 재투자자를 합친 개념이며 누적기준임
자료: ICI

자산운용 수요: 개인투자자

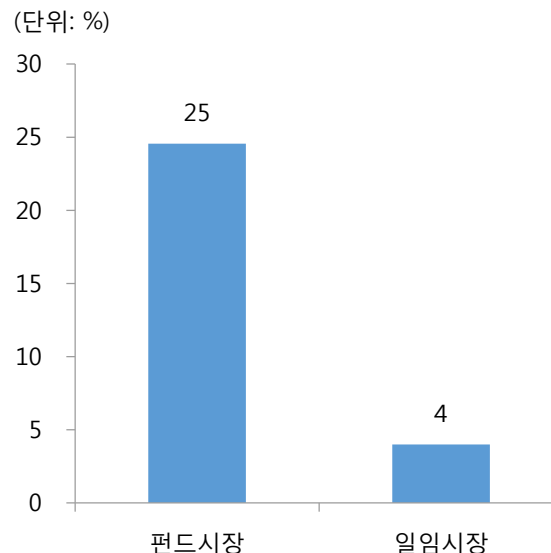
- 2016년 가계는 자발적 저축의 약 90%를 예금, 연금보험으로 운용
 - ▶ 2016.1~3분기 동안 가계 금융자산 운용은 주식 비중 2%, 펀드비중 1% 수준임
 - ▶ 개인의 펀드일임시장 관심은 기관화, 공모펀드 수익률 저조, 펀드투자 방식변화(연금, ISA) 등으로 지속 감소
 - 펀드시장 개인 비중: 44%('11) → 34%('13) → 28%('15) → 25%('16.11)
 - 일임시장 개인 비중: 3.2%(09) → 5.8%(10) → 5.8%(11) → 4.1%(16.9)

가계 금융거래 구성



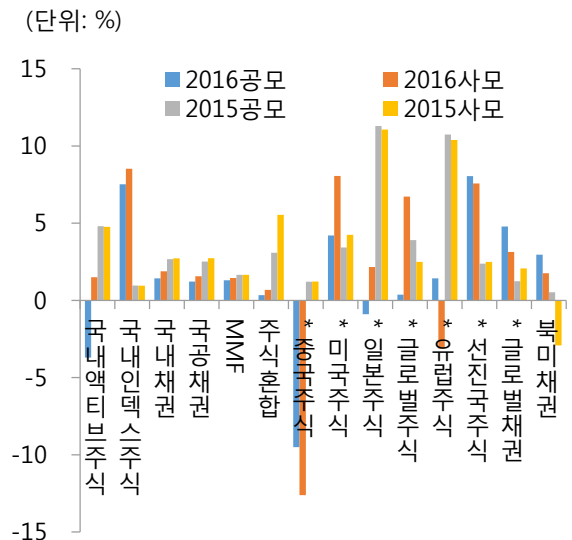
자료: 한국은행

개인 비중: 펀드일임시장



주 : 펀드는 판매금액이며 2016.11월 기준, 일임은 계약 금액이며 2016.9월 기준
자료: 금융투자협회

공모펀드 수익률

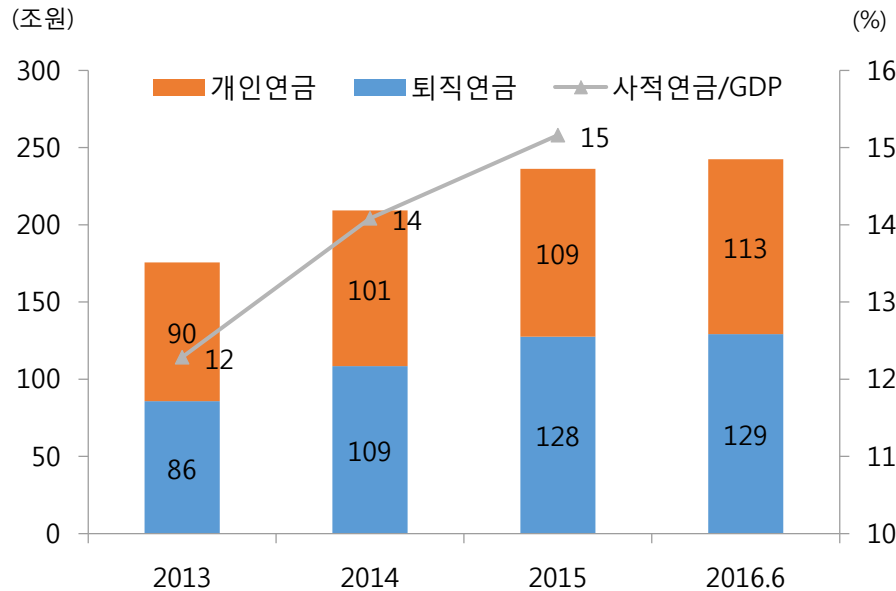


자료: 한국펀드평가

자산운용 고객: 사적 연금

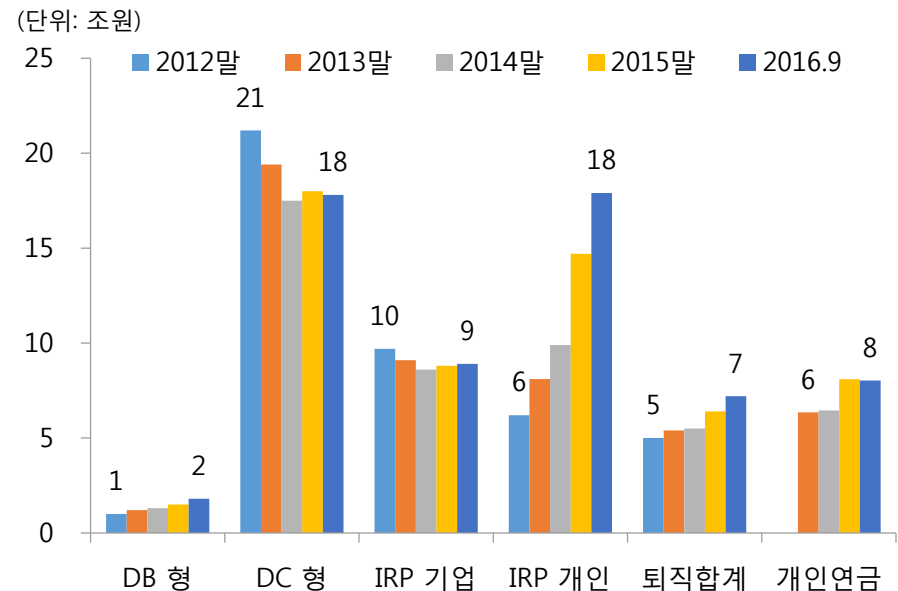
- 사적연금자산 고성장(2013년 이래 연간 15%)에도 불구하고, 연금자산 축적률이 낮고 연금을 통한 펀드 투자는 여전히 미미한 상황
 - › OECD 평균 사적연금비중은 GDP 대비 83%이나 우리나라는 2015년 15% 수준
 - › IRP와 DC의 펀드 비중은 18% 수준이나 DC형은 비중이 감소세이며, 개인연금의 펀드 비중은 2016년 8%
- 2017년에는 펀드 비중 확대를 위한 디폴트옵션 도입 등 제도 개선 노력 지속 필요

사적 연금 성장 추이



주 : 개인연금은 세제적격 연금임
자료: 금융감독원, 한국은행

사적 연금의 펀드 비중



주 : 개인연금은 연금저축펀드 비중으로 2016.6월말 기준
자료: 금융감독원

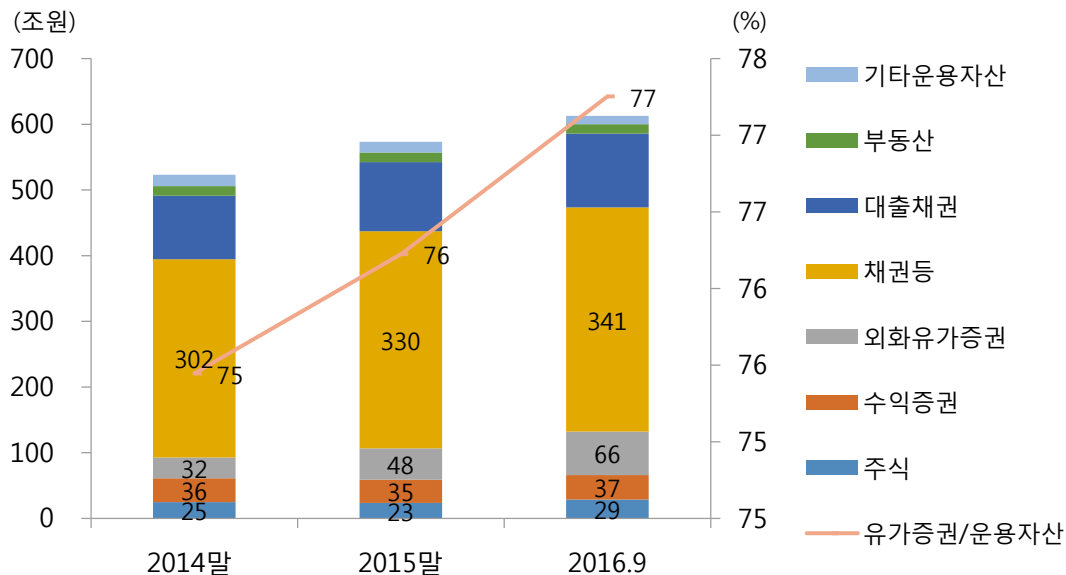
자산운용 일임고객: 보험

2016년 고령화로 보험 자산은 빠르게 성장

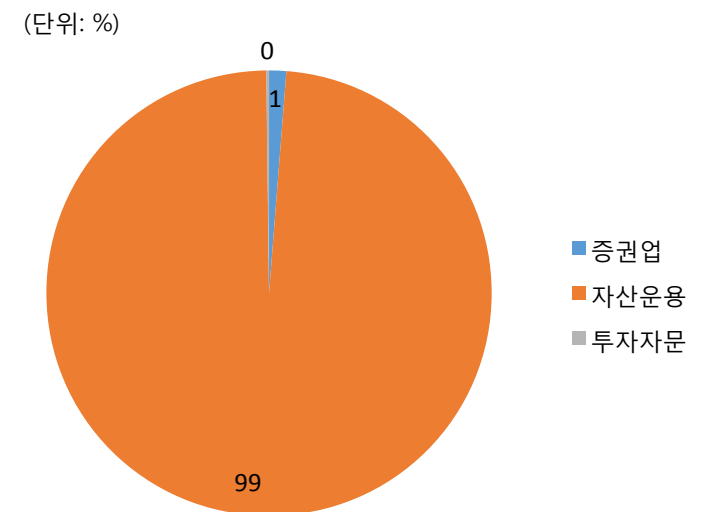
- 운용자산 대비 유가증권 비중도 지속적으로 상승(2014년 75% → 2016년 9월 77%)
- 해외유가증권 투자가 빠르게 증가하고 있으며 국내 펀드와 주식 투자는 증가세가 완만
- 보험 자산은 99%를 자산운용회사에 일임

2017년에도 고령화에 따른 보험자산 성장세 지속 전망이나, 보험비과세 축소 따른 성장세 둔화 가능성과 IFRS 대응 따른 자산배분 조정 가능성

생명보험 운용자산 추이



보험자산 운용의 일임 대상



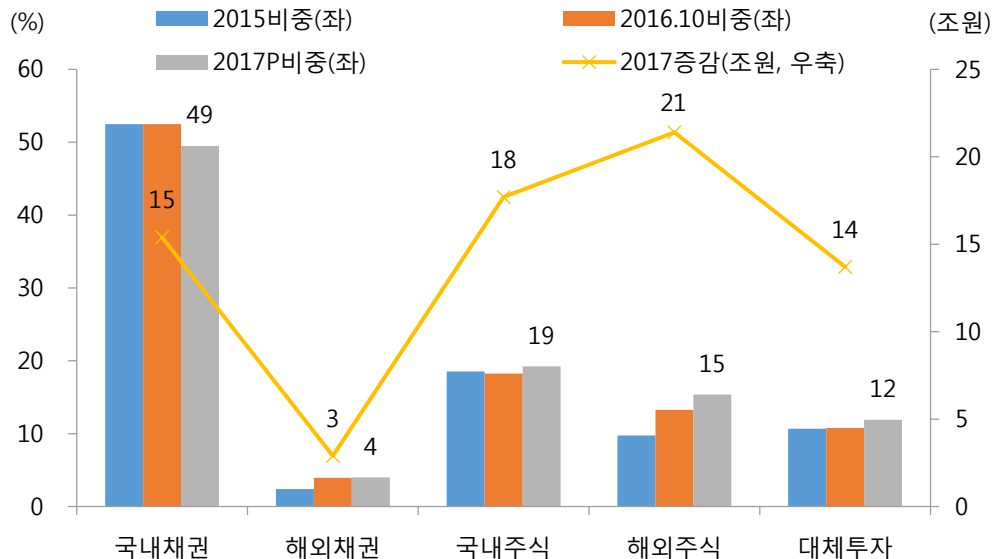
주 : 국내생명보험회사 기준이며 특별계정 포함
자료: 금융감독원

주 : 생보와 손보 합계이며 특별계정 포함, 2016.9월 기준
자료: 금융투자협회

자산운용 일임고객: 공적연금

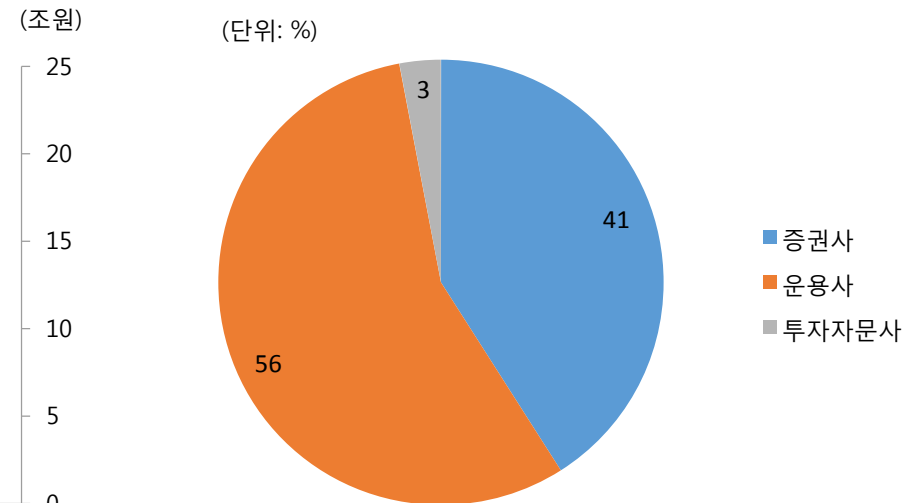
- 2016년 10월 국민연금기금은 전년말 대비 32.8조원(6.4%) 늘어난 544.4조원
 - ▶ 국내채권 17조원, 국내주식 4.5조원, 해외주식 22조원, 대체투자 4.4조원 각각 증가
 - ▶ 중장기자산배분계획에 따라 국내채권 비중이 점차 줄고 해외주식과 대체투자 비중이 늘어나고 있으며 국내주식 비중은 변동 없음
- 2017년말 기금자산은 2016년 10월 대비 64조원 증가한 608.6조원
 - ▶ 증가액(조원): 해외주식 21, 국내주식 18, 국내채권 15, 대체투자 12, 해외채권 3

2017년말 국민연금기금 자산배분계획



주 : 포트폴리오 증감액은 2016년 10월말 현재 포트폴리오와 2017년 계획안의 차이값이며 단기자금 0.7조원 감소는 그래프에서 제외
 자료: 국민연금 기금운용계획안

공적연기금의 운용자산 일임 기관(비중)

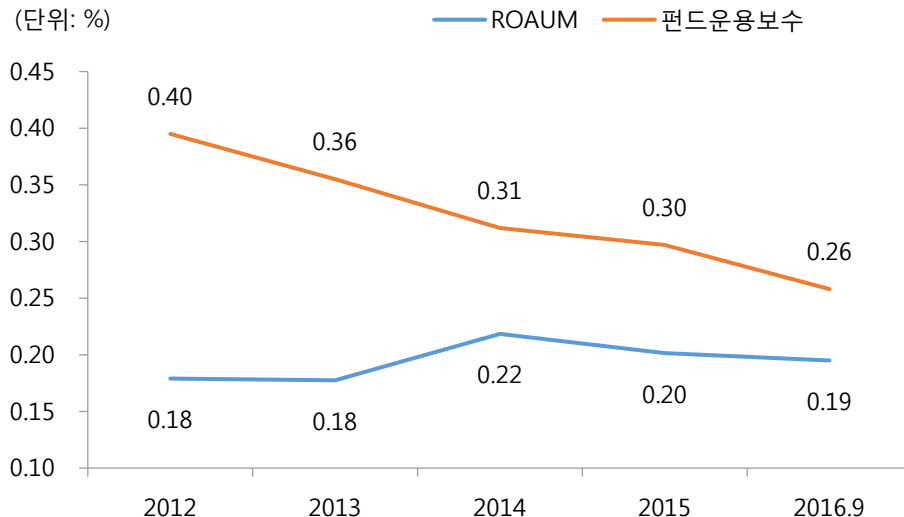


주 : 공제회 포함
 자료: 금융투자협회

자산운용산업: 경영성과

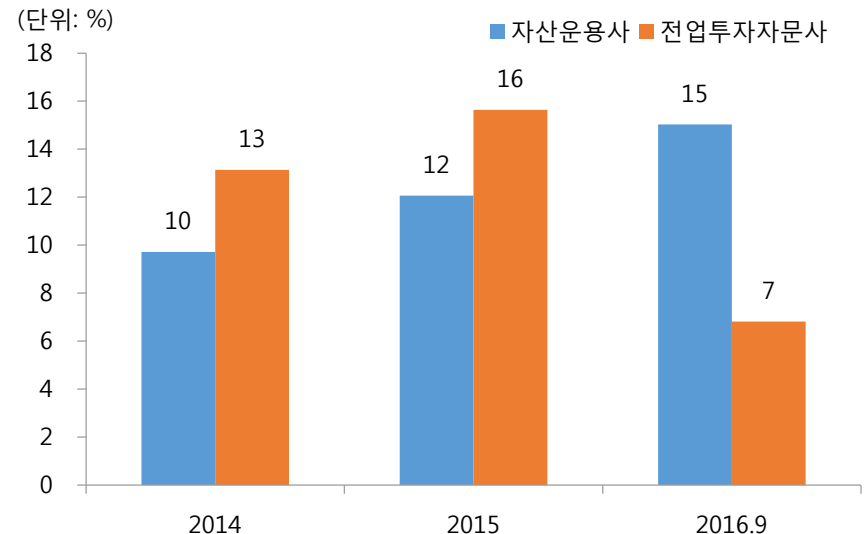
- 2016년 펀드운용보수 하락세였으나 일임 포함 전체 운용자산 수익률은 비교적 안정
 - ▶ 펀드 운용보수 하락은 주식액티브 순자산 감소한 대신 주식인덱스, 채권형 증가와 관련
 - ▶ ROE도 타금융업 대비 높은 수준: 운용회사 15%, 자문회사 7%, 은행 3.1%(2Q), 증권 4.4%
- 성과보수, 공동투자, 진입자유화 등은 향후 수익성과 자본규제에 부담요인
 - ▶ 회사간 운용능력 차별화 심화되며 펀드시장 신뢰 회복에는 긍정 요인

자산운용회사 운용보수 추이



주 : 1) ROAUM=(수수료수익/AUM)*100 2016년 9월 ROAUM은 연율화 함
 2) 펀드운용보수는 운용회사 모든 펀드를 합친 것임
 자료: 금융감독원, 금융투자협회

자산운용업 ROE 추이



주 : 운용사는 12월결산, 자문사는 3월결산 법인만 고려했으며, 2016.9월 수치는 연율화 함
 자료: 금융투자협회

이슈: 공모펀드 활성화

○ 운용 및 채널 혁신 → 투자자 신뢰 회복 → 펀드 수요 확대

	대책	내용	효과
상품 혁신	ETF 다양화	액티브, 스마트베타, 대체투자 ETF	고위험 → 중위험펀드 대체투자 접근성 제고
	손실제한형 펀드	파생상품 위험평가방식 합리화	
	공모 재간접펀드	전문투자형 사모, 실물사모펀드 편입, 자산배분펀드 도입	
책임성	성과보수 확대	개방형 펀드 허용	운용보수 인하 선관의무, 규모경제
	공통투자	신규공모펀드 대상 의무화	
	소규모 펀드 정리	모펀드 50억 이하, 5% 룰	
판매 보수	비권유 펀드판매	클린 클래스 신설	자문보수 여지 확보
경쟁 촉진	비교 통합 공시 인가규제 완화	모바일 앱 개발 등록제	IFA 모바일 플랫폼

이슈: 사모펀드 활성화

○ 사모펀드 투자 대상 확대

- › 모험자본 공급: 창업, 벤처, 구조조정 등으로 사모펀드 투자대상 확대
 - 벤처 PEF, 재무안정 PEF 등으로 벤처, 창업, 부실징후기업으로 자금공급 채널 확보
 - 개인투자자(1억 이상) 출자 유도: 출자액 10% 소득공제
- › 실물펀드 운용규제 완화: 대출 허용

○ 사모펀드 투자저변 확대

- › 공모재간접펀드 도입
 - 전문투자형사모 및 실물사모펀드 편입 허용, 자산배분펀드 도입
- › 크라우드펀딩 유통플랫폼

○ 과제

- › 공모펀드의 벤처투자 허용: 소액 접근성과 조달 신속성 제고
 - 공모재간접펀드: 벤처 PEF 편입 공모재간접펀드 도입, 일반투자자에게 엔젤투자 소득공제 혜택 적용(1,500만원 이하 100% 소득공제)
 - 엔젤투자 ISA: 영국 IFISA와 유사하게 ISA에 벤처지분, 벤처PEF, 공모재간접 편입을 허용하고 엔젤투자 소득공제 혜택 적용
- › 공급과잉업종 등 산업구조개혁 관련 모험자본 공급
 - 공급과잉업종(기활법), 신산업 등으로 PEF 투자 확대 유도

이슈: 사적연금 디폴트옵션

- 해외의 디폴트옵션은 자동가입 따른 가입자의 운용 소극성 완화 수단이나, 한국은 원금보장 중심의 운용 불합리 완화하는 수단으로 논의
- 활성화 관건은 법적으로 fiduciaries(기업, 수탁이사회, 운용회사 등)의 투자책임 면책 여부
 - › 미국 디폴트옵션 사전 고지(투자설명서 등) 의무화 통해 ERISA 신인의무 면책 허용. 물론 이는 '법적' 면책 일 뿐 '평판'의 면책이 아니란 점에서 디폴트옵션 상품 보수적으로 설계
- TDF 확산과 함께 최근 연금화와 디폴트옵션 결합 통해 연금퍼즐 완화하려는 규제흐름 존재
 - › 미국 2014년 디폴트옵션(QDIA)에 annuity 내재한 TDF 도입 허용
- 디폴트옵션은 노후자산 형성과 혁신을 통해 시장친화적 연금화를 구현하는 출발점일 수 있는 만큼, 디폴트옵션과 면책제도를 퇴직연금과 개인연금에 도입 필요

미국 디폴트옵션 상품유형과 면책 요건

QDIA 유형
Life cycle, 일임, 혼합형펀드, 원본보전상품(최초 120일)
QDIA 면책 요건
1. 가입자 투자결정기회 선부여
2. 최초투자 30일전, 회계년도 30일전 고지의무
3. QDIA 투자설명서 고지서 첨부
4. 분기단위 투자결정기회 재부여
5. 투자상품 교체비용 제로
6. 투자가능 대안 상품정보 제공

미국 TDF 이용한 연금화

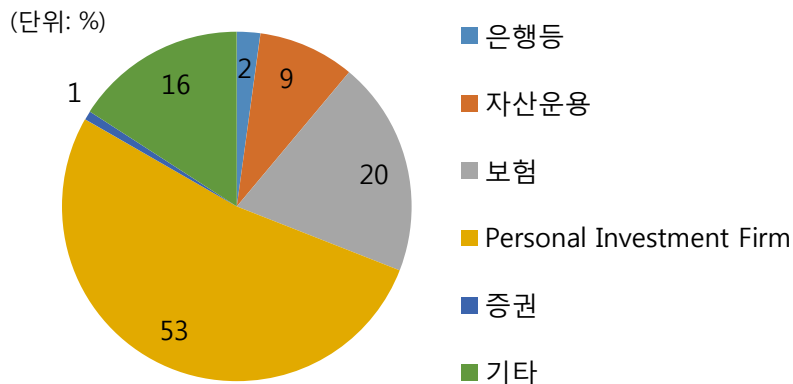
	"To" TDF	"Through" TDF
퇴직 후 TDF 자동배분	아니요	예
퇴직시점 주식 비중	31%	49%
퇴직후 자동배분 기간	-	5~30년
TDF 만기시점 주식비중	31%	28~34%
TDF 시장 점유율	66%	34%

자료: TIAA-CREF

이슈: 개방형 채널

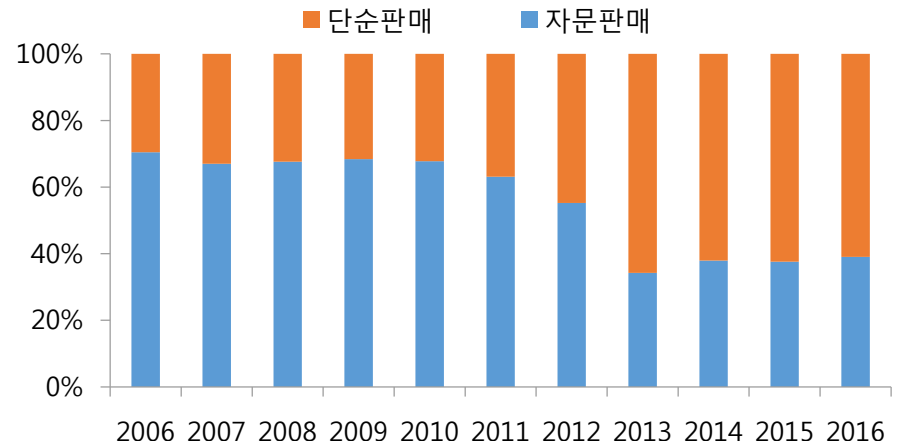
- 자산운용관점에서 채널이슈는 양적 확대 보다 질적 개선(저비용 공정자문판매)이 중요
 - 3대 commission Bias(product, provider, sales) 극복 + 저비용채널
- 저비용 개방형 채널은 계좌(ISA, 연금계좌)-자문(IFA, FA)-판매(클린클래스) 등의 제도 혁신이 온라인플랫폼 중심으로 진화할 때 가능
 - 이 과정에서 advice gap 확대(단순판매 증가, IFA 감소), 채널간 불공정경쟁 등과 같은 IFA 역설을 최소화하는 제도설계가 중요하며, 펀드 클린클래스 의무화 등을 통해 whole of market이 가능한 온라인플랫폼 구축도 중요

영국 소매투자상품 판매점유율 비중



주 : 1) 점유율은 판매건수 기준임, 2016.6월 기준
 2) personal investment firm에는 IFA, 플랫폼(단순판매) 등이 포함
 자료: FCA

영국 RDR 전후 자문판매 비중 추이



주 : 1) 점유율은 판매건수 기준임, 2016.6월 기준
 2) 영국 소매투자상품 전체 판매 건수를 기준으로 비중 계산
 자료: FCA

H1

이슈: 경쟁패러다임 변화

○ 진입자유화

- › 운용진입: 등록제 도입 이후 사모펀드 신규설정액(20.5조원)의 24%(4.9조원)가 신규사모 운용사에 의해 설정됨

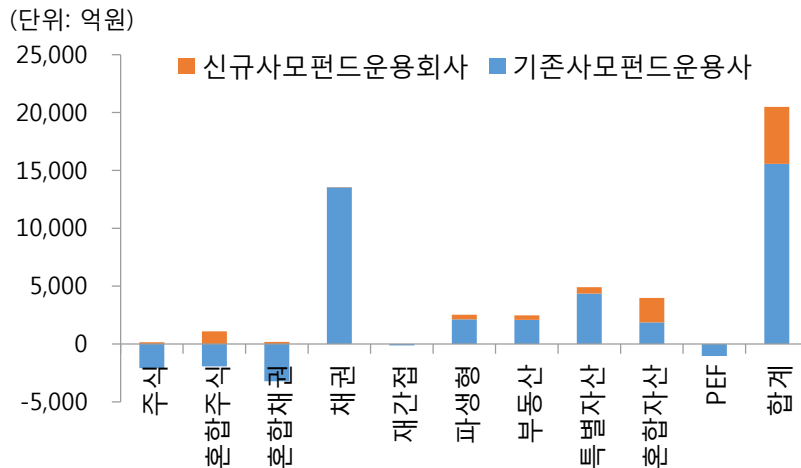
○ 테크놀로지: robo-advice

- › 가치사슬(운용, 판매, 자문) 전반의 변화 야기, 기존과 다른 마케팅방식 요구

○ Stewardship code

- › 장기투자 목적이 분명해지고 ESG 리스크 고려한 가치평가, 운용철학, 전략, 상품 기대
- › 정부가 도입 주도한 일본은 2014년 3월 도입 직후부터 많은 국내외 기관투자자들이 가입

신규 사모운용사의 신규설정액 점유분



주 : 2015.10.25일에서 2016년 12월말 기간 중 신규 유입된 사모펀드설정액 기준임, 사모 MMF는 제외

일본 스튜어드십코드 가입기관

시점	2014.3	2016.12	주요 참여기관
전체	127	214	해외기관투자자 참여
신탁은행	6	7	
자산운용사	86	152	Hermes Fund Managers Limited
연기금	12	26	GPIF, CalPERS, 경찰공제회
보험회사	19	22	
기타	4	7	ISS

자료: 일본 금융청



Thank You!