

ETF 전략

연금 계좌에서 ‘사 모아갈’ ETF
“연금으로 크루즈(CRUISE)”

2026
연간서망

2025.11.17



Contents

I. 국내 퇴직연금 시장 현황	6
퇴직연금 적립금 460 조원. “실적 배당형” 비중 20% 상회	6
DC, IRP 비중 전체의 절반 상회	7
퇴직연금 수익률	10
II. 기금형 퇴직연금 도입 논의	14
계약형 vs 기금형 퇴직연금	14
근로자 퇴직급여 보장법 개정안 발의	16
III. 퇴직연금 시장, 변화와 기회	17
IV. 연금 투자 전략. 연금 계좌에서 ‘사 모아갈’ ETF	19
연금 투자: 투자 금액과 수익률, 시간. 가장 중요한 건 뭘까?	19
1. 10 년을 주식에 투자했을 때, 손해를 보긴 쉽지 않다	22
2. 주식이 오래 빠졌을 때 투자하면 이후 10 년 뒤 수익률은 어땠을까?	27
3. 싼 가격(밸류에이션)에 사서 10 년 보유했을 때 수익은 어땠을까?	37
4. 언제 채권을 살까? 주식이나 채권이나: 일드 갭(yield gap)	43
5. 어떤 ETF(상품)를 고를까	49

퇴직연금 시장, 변화와 기회

민주당 안도걸 의원은 지난 7 월 퇴직연금 제도의 구조적 개편을 골자로 한 “근로자 퇴직급여 보장법 개정안”을 발의했다. 기존에 계약형만 허용됐던 퇴직연금 운용 방식에 기금형을 추가해 가입자가 1) 직접 상품을 고르거나(계약형), 혹은 2) 전문가가 운용하는 기금을 선택할 수 있게(기금형) 하는 내용이다.

법안이 통과되면 기업 규모와 관계없이 누구나 투자 성향에 따라 기존의 계약형과 새로운 기금형 중에서 자유롭게 퇴직연금 운용 방식을 선택할 수 있게 된다. 기존 퇴직연금사업자들의 서비스 경쟁을 촉발해 퇴직연금 전체 수익률 제고에 긍정적인 영향을 줄 수도 있다.

안도걸 의원안 등 국회에 발의된 기금형 퇴직연금 관련 법안(2025 년 10 월 기준 한정애 의원안, 안도걸 의원안, 박홍배 의원안 등 3 개)이 논의를 거쳐 법안 통과되고, 실제로 시행되기까지는 시일이 걸릴 것으로 전망된다. 하지만 그럼에도 현재 퇴직연금 운용 방식이나 제도가 바뀔 가능성이나 필요성은 높다고 판단된다.

최근 5 년: 연 3.5%, 최근 10 년: 연 2.6%의 퇴직연금 수익률은 물가 상승을 제외하면 매우 낮은 수준이다. 이는 가입자(개인)가 스스로 알아서 상품이나 전략을 선택하고 운용해야 하는 “구조”가 문제다. 본업에 바쁘고, 금융 관련 지식이 적은 대부분 개인들이 자산시장을 분석하고, 상품을 비교해 운용까지 정기적으로 실행하는 건 불가능에 가깝다.

ETF 시장 성장과 퇴직연금의 적극적 운용 증가가 맞물리면서 제도 변화 이전에도 이미 국내 퇴직연금 시장은 변화가 나타나고 있다. 한 가지는 확실하다. 여전히 80% 가까운 자금이 원금 보장형 상품에 머물고 있는 점을 감안하면, 국내 퇴직연금 시장의 변화는 이제 시작이라는 점이다.

Executive Summary

by 강송철

연금 투자 전략 1, 2, 3, 4

투자 기간이 10 년 이라고 가정하고 수익률을 향상시킬 확률이 높은 전략을 찾아봤다. 먼저 ① 주식에 10 년간 투자한다고 했을 때 손해를 볼 확률은 높지 않다.

2 차 세계대전 이후 미국 S&P500에 10 년간 투자해 손실(-)이 난 경우는 과거 3 차례 있었지만, 그 경우를 모두 포함해도 확률은 7.5%에 불과했다. 반대로 이익이 난 경우는 92% 확률이었고, 1935 년 이후 현재(2025 년 10 월)까지 배당을 빼고도, 10 년간 평균 수익률 120%, 나누기 10 을 해 구한 연평균 수익률은 12%였다. 미국의 경우만 그랬던 것은 아니다. 일본, 유럽, 중국, 한국 등도 10 년간 주식에 투자해 손해를 볼 확률은 높지 않았다.

② 주식이 장기간 부진했을 때 투자하면 이후 10 년 뒤 수익률은 어떨을까? 2010 년 이후 한국 KOSPI 지수의 10 년 투자 수익률은 연 평균 3.4%로 낮았지만, "지금" 투자해서 앞으로 10 년을 본다면 반대로 기회일 수 있다. 최근 10 년간 수익률이 부진했을 때 투자할 경우, 이후 10 년 수익률은 좋았기 때문이다. 미국 증시(S&P500)의 경우 이전 10 년간 수익률이 부진하거나 심지어 (-)를 기록했던 때는 반대로 주식에 투자하기 최고의 시점이었다. 한국 KOSPI도 마찬가지였다.

2022 년부터 바로 얼마 전인 올해(2025 년) 5 월까지 KOSPI 지수 최근 10 년 수익률은 1980 년 이후 하위 40% 이하에 해당하는 (10 년 간) 30% 내외 수준이었다. 과거 KOSPI 최근 10 년 수익률이 하위 30%, 40% 구간에 해당하는 13%~41% 사이였을 때 이후 10 년 수익률은 평균 118%~142%로 전체 구간 평균보다 높았다.

중국도 올해 10 월말 기준 상해종합지수 10 년 투자 수익률이 17%로 낮고, 2009 년 이후로 보면 하위 30% 미만에 해당하는 수준으로 주요국 증시 가운데 가장 낮다. 이전 10 년 시장 수익률이 부진했을 때 이후 10 년 수익률이 좋았다는 관점에서는 기회가 가장 클 수 있다.

③ 주가 밸류에이션과 장기 투자 성과: 밸류에이션은 투자 기간이 단기일 때는 잘 맞지 않지만, 기간이 길어지면 큰 위력을 발휘하는 투자 기준이 된다. 현재 미국 주식: S&P500 지수 밸류에이션은 "비싼" 수준이다. 10 월말 지수 6,840p 기준 12 개월 선행 P/E 는 23 배로, 1990 년 이후 가장 비싼, 상위 10% 이내에 해당하는 수준이다.

밸류에이션이 '비쌀 때' 투자할 경우 과거 성과는 좋지 않았다. 1990 년 이후 12 개월 선행 P/E 가 상위 10% 이내에 해당하는 가장 비싼 구간에서 투자했을 때 이후 성과는 모든 구간: 이후 6 개월, 1 년, 3 년, 5 년, 10 년에서 다른 구간들 대비 좋지 않았다.

한국도 10 월 이후 KOSPI 지수가 4 천 p 를 상회하면서 12 개월 선행 P/E 가 12 배까지 올랐는데(10 월말 KOSPI 4,107p, 12 개월 선행 P/E 12.1 배), 과거 2005 년 이후 상위 10% 이내에 살짝 걸치는 수준이다.

과거 해당 밸류에이션 수준에서 단기 성과는 특별히 나쁘지 않았지만, 중장기, 특히 3 년 뒤 성과는 밸류에이션이 더 싼 다른 구간들 보다 수익률이나 승률 측면에서 좋지 않았다. [향후 10 년 수익률이 최근 10 년보다 좋을 수 있다는 장기적 시각과 별개로] 당장 비싼 가격에 사는 걸 싫어하는 투자자들은 조금 기다리는 것도 좋을 수 있다.

④ 언제 채권을 살까? 일드 갭(yield gap): 미국 증시는 사상 최고치 경신 흐름을 이어가고 있지만 최근 10 년간 S&P500 수익은 1935 년 이후 상위 10% 이내 해당하는 가장 높은 수준에 진입하고 있고, 밸류에이션도 1990 년 이후 가장 비싼 수준이다. 주가 하락을 헤지(hedge)할 수 있는 투자 대상이 있으면 좋다.

채권이 헤지 수단이 될 수 있다. 10 월말 S&P500 지수 기대 수익률 4.3%(12 개월 선행 P/E 23.3 배 역수)는 미국 30 년 국채 금리보다 낮다. 1990 년 이후 주식 기대 수익률 - 채권 금리(일드 갭)가 하위 20% 이하에 해당하는 -0.4p% 이하일 때 이후 6 개월, 1 년, 3 년, 5 년, 10 년 뒤 미국 장기국채 수익률은 평균보다 높고, 승률(손해를 보지 않을 확률)도 90%에 근접하거나 상회하는 정도로 높았다. 금리가 지금 수준에서 더 높아질수록 채권의 상대 매력은 더 커지고, 주식 매력은 낮아진다

I. 국내 퇴직연금 시장 현황

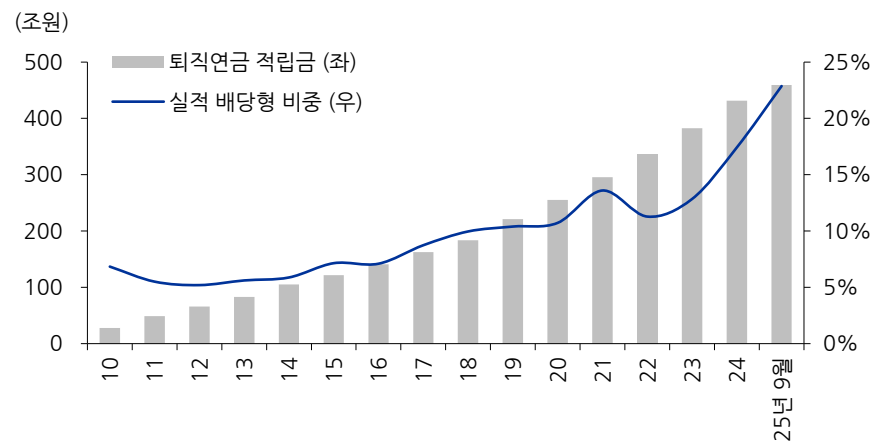
퇴직연금 적립금 460 조원. “실적 배당형” 비중 20% 상회

국내 퇴직연금
적립금 460 조원
이상. 실적 배당형
운용 비중 처음
20% 상회

2024 년말 국내 퇴직연금 적립금 규모는 전년 말(382 조원)보다 13% 증가한 431.7 조원을 기록했다. 올해 9 월말 기준으로 460 조원 이상으로 추정된다 (459.5 조원. 근로복지공단 적립금 제외). 2024 년까지 최근 10 년간 퇴직연금 적립금은 매년 평균 15% 이상 증가했다(최근 3 년: 2022 년~2024 년은 연평균 13.5% 증가).

올해 주목할 변화는 전체 퇴직연금 적립금 중 “실적 배당형” 운용 비중이 처음으로 20%를 넘어섰다는 점이다(2025 년 9 월말 기준 실적 배당형 적립금 비중 23%). 2005 년 국내에 퇴직연금 제도가 도입된 후 처음으로 원금 보장형 비중이 80% 이하로 낮아졌다.

도표1. 퇴직연금 적립금, 실적배당형 비중



자료: 금융감독원, 유진투자증권

DC, IRP 비중 전체의 절반 상회

DC, IRP 비중 전체
퇴직연금 절반 상회

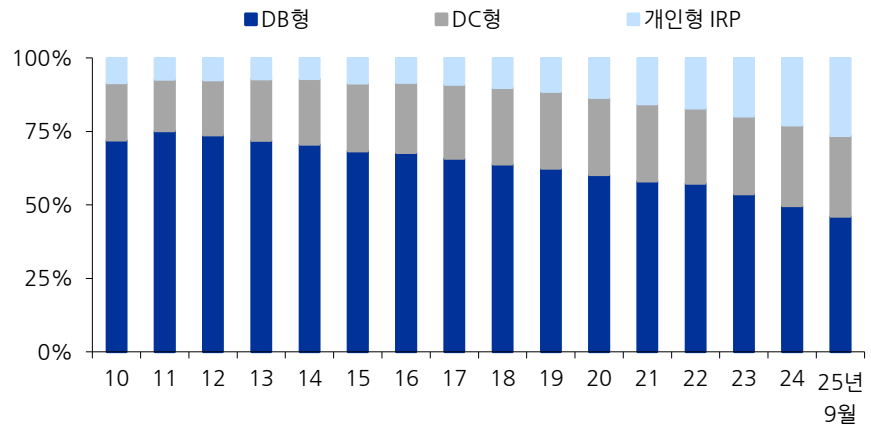
퇴직연금 중 개인이 직접 운용하는 DC 형, IRP 비중도 계속 커지고 있다. 2024 년 말부터 퇴직연금 DB, DC, IRP 중 DC, IRP 비중이 전체 퇴직연금 절반을 상회한다.

2024 년말 기준 퇴직연금 DB 형이 215 조원: 전체 퇴직연금 적립금의 50%, DC 118 조원(27%), 개인형 IRP 99 조원(23%)이었고, 올해 9 월말 기준으로는 DB, DC, IRP 비중이 각각 46%, 27%, 26%로, 퇴직연금 적립금 중 DC + IRP 비중이 전체의 54%를 차지하고 있다.

특히 연간 납입금액에 대해 세액공제 혜택이 있는* IRP 적립금은 최근 5 년 간 매년 30% 이상 증가하고 있다. (*연간 최대 납입금액 900 만원 한도로 납입금액의 13.2%, 혹은 16.5% 세액공제. 2025 년 10 월 기준)

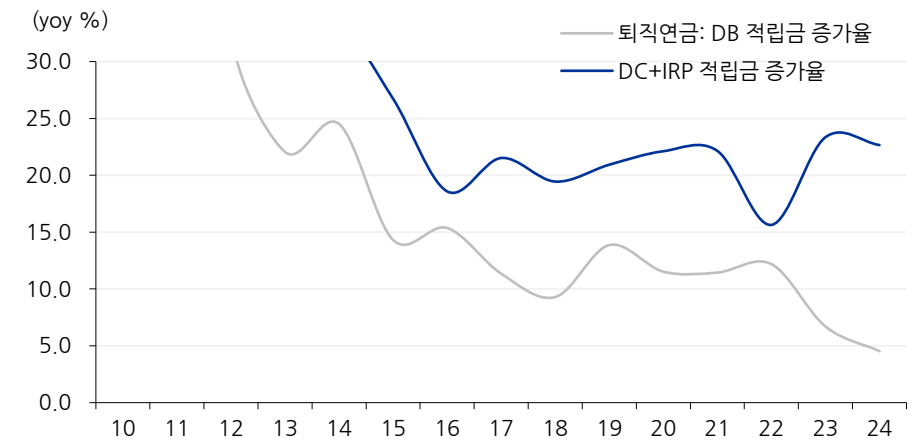
퇴직연금 DC + IRP 적립금은 매년 평균 20% 이상 증가한 반면, DB 형 퇴직연금 증가율은 작년(2024)에 5% 미만(+4.5%)으로 낮아졌다.

도표2. DB 형/DC 형/개인형 IRP 퇴직연금 비중



자료: 금융감독원, 유진투자증권

도표3. 퇴직연금 적립금 증가율: DB, DC+IRP 추이



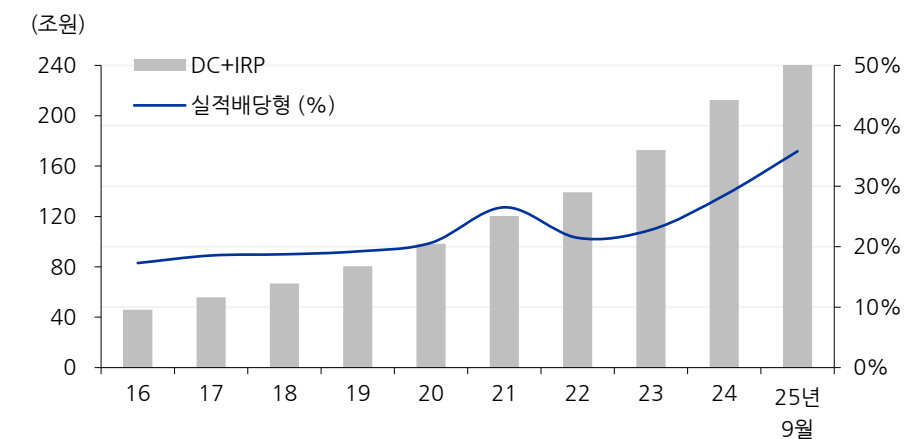
자료: 금융감독원, 유진투자증권

DC, IRP 퇴직연금
실적 배당형
운용 비중 높음

개인이 운용하는 DC 형, IRP 퇴직연금의 “실적 배당형” 운용 비중은 30%를 상회한다.

2025년 9월말 기준 DC 형 퇴직연금의 실적 배당형 비중은 31%, IRP 퇴직연금의 실적 배당형 운용 비중은 41%로(DC+IRP 적립금 중 실적 배당형 비중 36%), 매년 비중이 증가하고 있다. 금액 기준으로는 DC+IRP 퇴직연금 중 실적 배당형 운용 금액이 90조원 정도다. (89조원, 2025년 9월말 기준)

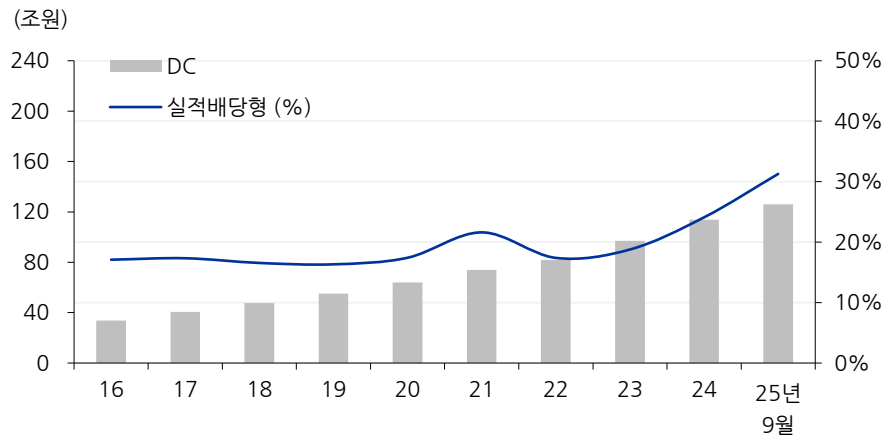
도표4. DC+IRP 퇴직연금 적립금, 실적 배당형 비중



주: 은행, 증권, 생보, 손보 적립금 합계. 근로복지공단 적립금 제외

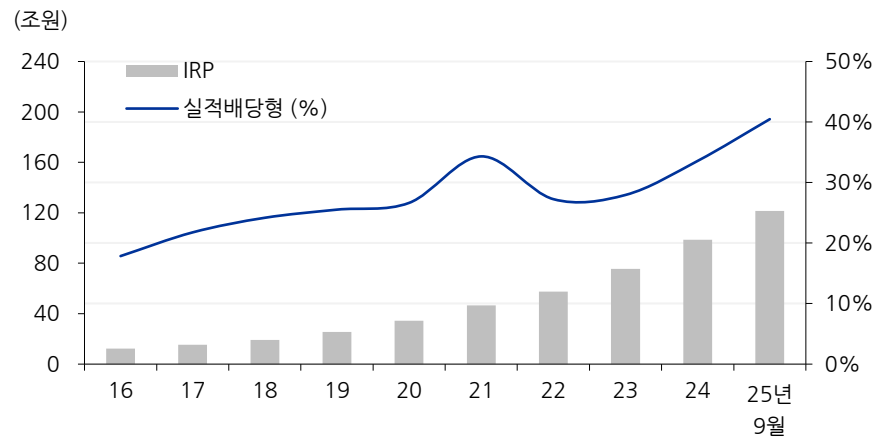
자료: 금융감독원, 유진투자증권

도표5. DC 형 퇴직연금 적립금, 실적배당형 비중



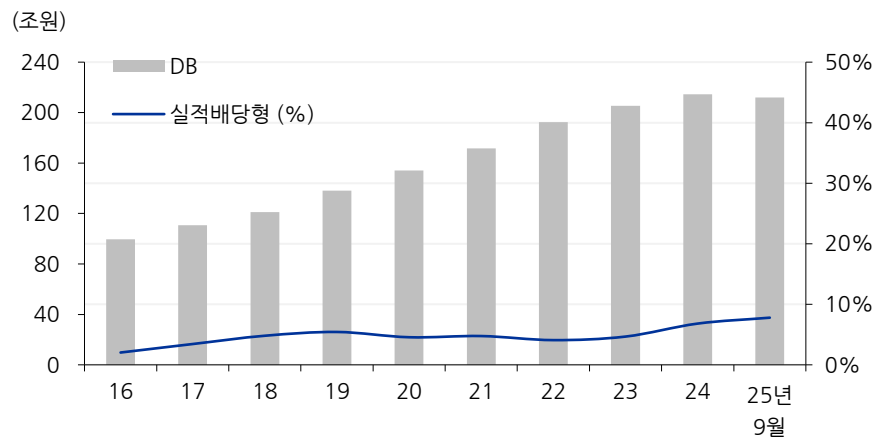
자료: 금융감독원, 유진투자증권

도표6. IRP 퇴직연금 적립금, 실적배당형 비중



자료: 금융감독원, 유진투자증권

도표7. DB 형 퇴직연금 적립금, 실적 배당형 비중



자료: 금융감독원, 유진투자증권

퇴직연금 수익률

퇴직연금
최근 10년 수익률
연 3% 미만 수준.
최근 5년, 3년
수익률 개선

가장 최근인 올해 9 월말 기준으로 전체 퇴직연금의 장기: 최근 10 년간 수익률은 연 3% 미만 수준이었다. (연 2.6%)

최근 5 년(2020 년~2025 년)과 최근 3 년(2022 년~2025 년) 수익률은 각각 연 3.5%, 연 5.4%로 개선됐는데, 코로나 19 이후 금융시장 반등과 전체 퇴직연금 적립금 중 실적 배당형(원금 비보장) 운용 비중이 늘어난 점이 영향을 미친 결과로 보인다. 최근 5 년과 최근 3 년 퇴직연금 실적 배당형(원금 비보장) 수익률은 각각 연 6%, 연 12%로 높았다

도표8. 퇴직연금 수익률(연환산): 전체, 원금 보장, 원금 비보장

	최근 1년 수익률	최근 3년 수익률 (연환산)	최근 5년 수익률 (연환산)	최근 10년 수익률 (연환산)
수익률_전체	5.9%	5.4%	3.5%	2.6%
수익률_원금 보장	3.3%	3.6%	2.7%	2.2%
수익률_원금 비보장	14.6%	11.6%	5.9%	4.2%

자료: 금융감독원, 유진투자증권. 2025년 9월말 기준

도표9. 퇴직연금 수익률(연환산): 유형 별, 금융권 별

		최근 1년 수익률				최근 3년 수익률(연환산)				최근 5년 수익률(연환산)				최근 10년 수익률(연환산)			
		생보	손보	은행	증권	생보	손보	은행	증권	생보	손보	은행	증권	생보	손보	은행	증권
DB	원금보장	3.7	3.7	3.2	3.8	3.7	3.9	3.6	4.1	2.9	3.1	2.6	3.2	2.4	2.5	2.0	2.5
	원금비보장	5.3	7.1	7.3	7.1	6.3	8.4	7.6	7.5	3.3	4.2	4.8	4.2	3.8	3.0	3.6	3.4
DC	원금보장	3.6	3.2	2.9	3.2	3.6	3.3	3.3	3.7	2.9	2.8	2.5	2.8	2.5	2.5	2.1	2.3
	원금비보장	16.7	13.8	16.1	17.6	13.3	10.9	12.6	12.7	6.8	5.5	6.4	6.7	4.5	4.0	4.3	4.6
IRP	원금보장	3.7	2.9	2.8	3.1	3.5	3.0	3.2	3.6	2.7	2.5	2.3	2.7	2.2	2.1	1.8	2.1
	원금비보장	15.5	12.4	14.8	16.3	12.5	10.8	12.1	12.3	6.0	5.0	6.0	6.2	4.1	3.6	4.0	4.3

자료: 금융감독원, 유진투자증권. 2025년 9월말 기준

실적 배당형 증가,
국내 ETF 시장 성장

수익률을 연도 별로 보면, 금리 상승에 따라 2023 년~2024 년 원금보장형 퇴직 연금 수익률이 연 4%를 상회했지만, 금리 하락과 함께 올해는 3%대로 다시 낮아졌다.

실적배당형 퇴직연금 수익률은 2022 년 증시 하락과 함께 손실(-)을 기록했지만, 2023 년 이후 다시 회복했다.

DC 형과 IRP 퇴직연금의 실적배당형(원금 비보장) 수익률은 "실적 배당형"임에도 2010년부터 2019년까지 연간 3% 중반 수준으로, 원금 보장형 수익률과 큰 차이가 없었지만, 2020 년 이후 최근까지는(~2025 년 9 월) 수익률이 연 평균 7% 수준으로 상승했다.

앞서 적은 대로 코로나 이후 글로벌 금융시장 상승과 함께 1) 실적 배당형 운용 비중 증가, 그리고 2) 인프라 측면에서 ETF 시장 성장을 통해 연금으로 쉽게 국내/해외 자산 투자가 가능해진 점이 맞물린 결과로 판단된다.

도표 10. 금융권, 제도, 운용방법 별 퇴직연금 수익률

[DB_원금보장]

	생보	손보	은행	증권
2010~2019 년	2.7	2.9	2.5	3.1
2015~2019 년	1.8	2.0	1.5	2.0
19 년 12 월	1.8	2.0	1.5	2.0
20 년 12 월	1.9	1.9	1.5	2.0
21 년 12 월	1.7	1.7	1.1	1.8
22 년 12 월	1.9	2.0	1.6	1.9
23 년 12 월	3.8	4.7	4.3	4.8
24 년 12 월	4.0	3.9	3.6	4.1
25 년 09 월	3.7	3.7	3.2	3.8

[DC_원금비보장]

	생보	손보	은행	증권
2010~2019 년	3.8	3.2	3.4	3.5
2015~2019 년	1.9	2.2	2.1	2.2
19 년 12 월	7.8	4.9	6.3	8.8
20 년 12 월	14.1	13.8	12.6	13.5
21 년 12 월	7.0	3.6	6.3	8.4
22 년 12 월	-17.5	-12.4	-15.8	-17.7
23 년 12 월	15.0	12.0	13.9	14.8
24 년 12 월	9.9	4.2	10.4	11.1
25 년 09 월	16.7	13.8	16.1	17.6

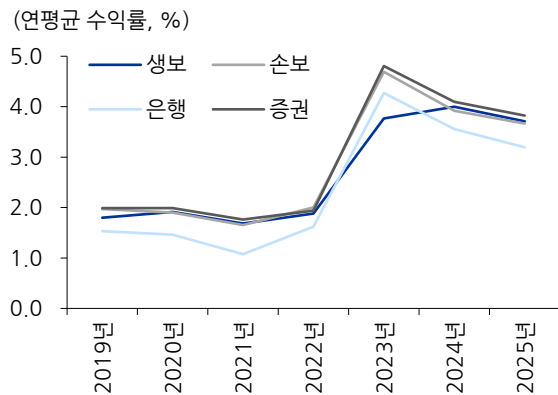
[IRP_원금비보장]

	생보	손보	은행	증권
2010~2019 년	3.8	2.8	3.4	3.4
2015~2019 년	1.6	1.7	1.7	1.9
19 년 12 월	6.9	5.8	6.9	8.6
20 년 12 월	13.2	14.2	11.2	13.1
21 년 12 월	6.1	3.3	6.3	8.8
22 년 12 월	-17.4	-13.5	-15.1	-17.7
23 년 12 월	14.6	12.7	13.1	14.8
24 년 12 월	8.7	4.4	9.9	11.4
25 년 09 월	15.5	12.4	14.8	16.3

* 해당 시점 기준 최근 1 년 수익률. 2010~2019 년, 2015~2019 년은 해당 기간 중 평균 연 수익률.

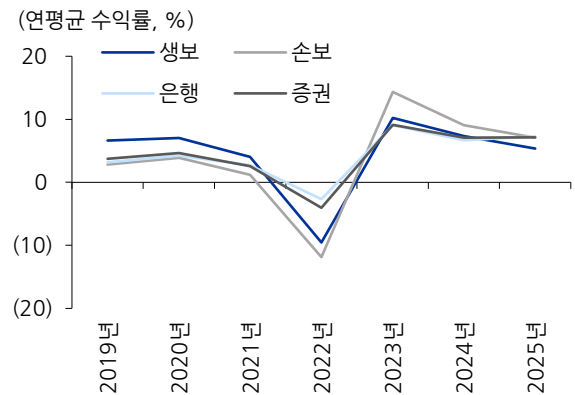
자료: 금융감독원, 유진투자증권

도표 11. 연도 별 수익률 추이: DB_원금보장



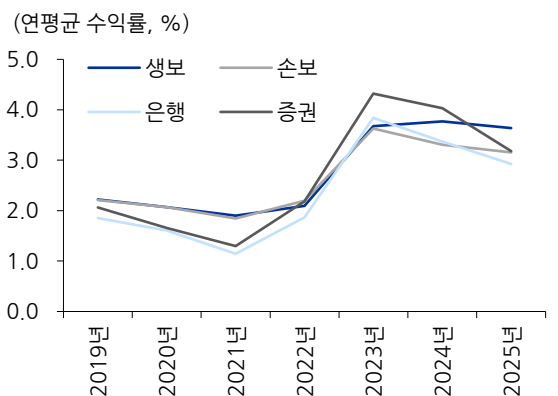
자료: 금융감독원, 유진투자증권. 2025 년은 9 월 기준 최근 1 년 수익률

도표 12. 연도 별 수익률 추이: DB_원금비보장



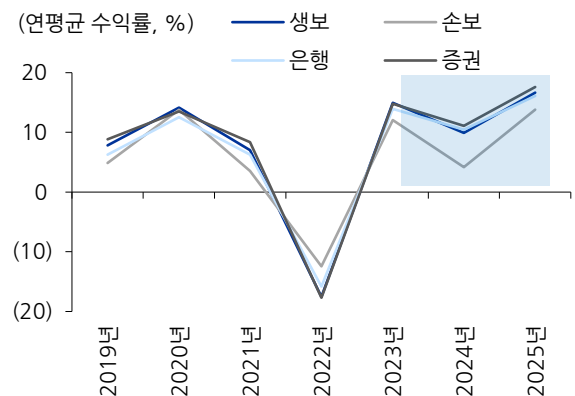
자료: 금융감독원, 유진투자증권. 2025 년은 9 월 기준 최근 1 년 수익률

도표 13. 연도 별 수익률 추이: DC_원금보장



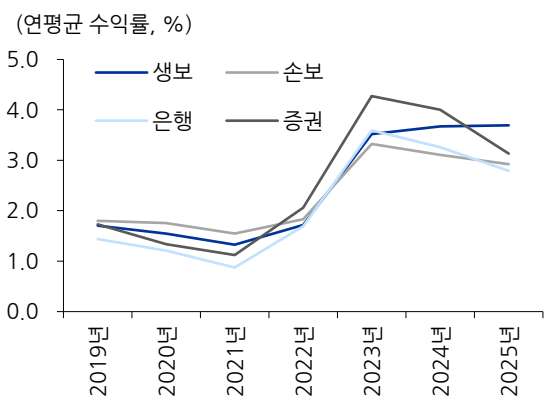
자료: 금융감독원, 유진투자증권. 2025 년은 9 월 기준 최근 1 년 수익률

도표 14. 연도 별 수익률 추이: DC_원금비보장



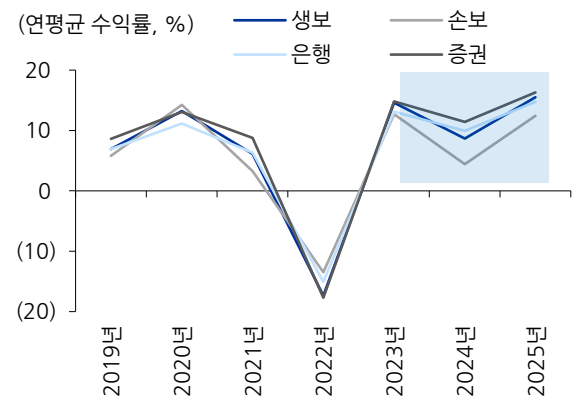
자료: 금융감독원, 유진투자증권. 2025 년은 9 월 기준 최근 1 년 수익률

도표 15. 연도 별 수익률 추이: IRP_원금보장



자료: 금융감독원, 유진투자증권. 2025 년은 9 월 기준 최근 1 년 수익률

도표 16. 연도 별 수익률 추이: IRP_원금비보장



자료: 금융감독원, 유진투자증권. 2025 년은 9 월 기준 최근 1 년 수익률

II. 기금형 퇴직연금 도입 논의

계약형 vs 기금형 퇴직연금

기금형 퇴직연금 도입 논의

국내 퇴직연금은 대부분 "계약형" 방식으로, 가입자(개인)가 민간 금융기관인 퇴직연금사업자와 계약을 맺고, 스스로 투자의사 결정을 하는 구조다. 연금에 부합하는 합리적 투자가 이뤄지기보다는, 예적금 등 원금 보장상품에 대부분 편중되어 있어 낮은 퇴직연금 수익률의 주된 원인으로 지목된다.

반면 기금형 방식은 (퇴직연금)수탁 기관이 전문성을 갖고 가입자의 이익을 우선으로 하여 관리, 책임을 지는 구조다. 예를 들면 기금형에서는 수탁 법인이 OCIO(외부위탁운용관리)를 통해 전문가에게 자산운용을 맡기고, 자산 별 포트폴리오를 설계해 주식, 채권, 대체투자 등 다각화된 운용이 가능하다. 투자 원칙, 리스크 관리, 성과 평가 등 주요 정책은 의사결정권을 가진 기금운용 위원회의 승인 하에 진행되며, 위원회에 근로자 대표가 참여할 수도 있다.

기금형 퇴직연금이 성공적으로 정착되면 여러 기업, 개인의 적립금을 통합 운용하므로, **운용 비용 절감 및 투자기회 확대가 가능하다**. 개인, 중소기업 단위로는 접근하기 어려운 인프라, 대체투자 등에 공동 접근이 가능해진다. 운용 성과에 따라 수탁 법인과 OCIO의 보수가 달라지는 성과 연동형 구조를 도입할 수 있고, 수익률, 비용, 운용 정책 등 공시를 통해 시장 경쟁을 유도할 수 있다.

"푸른 씨앗" 수익률 국내 퇴직연금 전체 수익률 상회

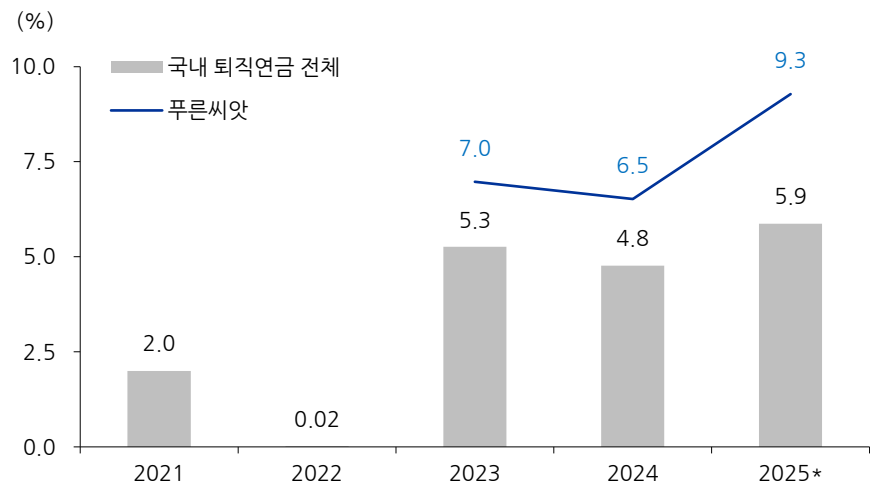
"푸른 씨앗"은 30인 이하 사업장(회사)의 근로자 노후 준비를 위해 2022년 9월 도입된 국내 유일의 '기금형 퇴직연금 제도'다. 근로복지공단이 운용하고 있다. 고용노동부 자료에 따르면 푸른씨앗은 2023년 6.97%, 2024년 6.52%, 올해(2025) 9월말 기준 9.28%(연환산)의 수익률을 달성했다. 국내 퇴직연금 전체 수익률 2023년: 5.3%, 2024년: 4.8%를 2025년 9월말 기준: 5.9%*(최근 1년)를 상회하는 수준이다.

도표 17. 계약형 vs 기금형 퇴직연금 비교

구분	계약형 퇴직연금	기금형 퇴직연금
운영 주체	금융기관(퇴직연금사업자)과 기업(사용자), 개인이 계약 체결 후 각 개별 단위로 운영	고용노동부 인가를 받은 수탁법인(기금형 운영기관)이 독립적으로 운영
의사결정 구조	각 기업, 개인이 개별적으로 의사 결정	수탁법인 산하 기금운용위원회, 수탁자, 전문 운용사(OCIO)가 함께 결정
운용 방식	개별 계좌로 관리, 금융상품 선택 중심	하나의 통합기금으로 자산 운용, 규모의 경제 실현
감독·책임 체계	퇴직연금 사업자와 기업, 개인 별 관리, 책임 분산	수탁법인이 전체 책임을 부담 (가입자 이익 최우선)
비용 구조	사업자별 수수료 부과, 중복 비용 존재	규모의 경제로 운용, 관리비용 절감 가능
성과 관리	개별 상품 성과 중심	기금 전체 성과를 관리하고, 성과 평가 및 피드백 구조 보유
대표 사례	일반 퇴직연금(DC, IRP) 계좌	'푸른씨앗' (근로복지공단 운영, 중소기업 기금형)

자료: 유진투자증권

도표 18. 퇴직연금 연간 수익률 (%)



주: 1. 2025년 수익률은 국내 퇴직연금의 경우 9월말 기준 최근 1년 수익률. 푸른 씨앗 수익률은 9월말 기준 "연환산" 수익률로 대상 기간이 다름. 단순 참고용. 2. 푸른 씨앗은 2022년 9월 도입된 국내 유일의 기금형 퇴직연금 제도. 30인 이하 사업장(회사) 대상. 근로복지공단이 운용

자료: 고용노동부, 근로복지공단 보도자료

근로자 퇴직급여 보장법 개정안 발의

기금형 퇴직연금 도입 관련 법안 발의. 주요 내용

대표적으로 민주당 안도걸 의원은 지난 7 월 퇴직연금 제도의 구조적 개편을 골자로 한 "근로자 퇴직급여 보장법 개정안"을 발의했다. 기존에 계약형만 허용됐던 퇴직연금 운용 방식에 기금형을 추가해 가입자가 1) 직접 상품을 고르거나(계약형), 혹은 2) 전문가가 운용하는 기금을 선택할 수 있게(기금형) 하는 내용이다.

"기금형" 퇴직연금 가입 대상을 기존 30 인 이하 중소기업에서 전 사업장으로 확대하고, 요건을 갖춘 민간 퇴직연금사업자도 기금 운용에 참여할 수 있도록 한다. 기금 운용은 고용노동부의 인가를 받은 전문 운용사(퇴직연금기금 전문운용사)가 담당하고. 가입자는 2 년 이상 경과 시 다른 기금으로 자유롭게 이동이 가능하다.

법안이 통과되면 기업 규모와 관계없이 누구나 투자 성향에 따라 기존의 계약형과 새로운 기금형 중에서 자유롭게 퇴직연금 운용 방식을 선택할 수 있게 된다. 기존 퇴직연금사업자들의 서비스 경쟁을 촉발해 퇴직연금 전체 수익률 제고에 긍정적인 영향을 줄 수도 있다.

도표 19. 근로자퇴직급여 보장법 개정안(안도걸 의원 발의) 주요 내용

조문	주요 변경/신설 내용	요약
제 2 조 제 14 호의 2(신설)	퇴직연금기금제도 도입	- 기존 중소기업 한정의 기금형 제도를 모든 사용자 근로자가 선택할 수 있도록 확대. - 전문가가 체계적으로 관리하며 집합투자를 통해 수익률 제고를 도모
제 2 조 제 17 호(신설), 제 23 조의 3 제 3~6 항	퇴직연금기금 전문운용사 설립	- 퇴직연금기금의 안정적 운용과 수익 증대를 위해 인적·물적 요건을 갖춘 "퇴직연금기금 전문운용사"를 설립, - 고용노동부 장관의 허가를 받아 운용하도록 규정
제 2 조 제 14 호, 제 23 조의 3 제 3 항	중소기업기금제도 확대	- 중소기업 퇴직연금기금제도의 적용 범위를 모든 중소기업으로 확장. - 근로복지공단 내 전문 운용조직을 두어 기금을 효율적으로 운용하도록 함.
제 13 조 제 1 항	DB 형 제도 선택 허용	확정급여형(DB 형) 제도에서도 기업이 원할 경우 기금형 제도를 선택하여 안정적 운용과 수익률 제고가 가능하도록 허용
제 21 조의 5(신설)	DC 형 의무 완화	확정급여형(DC 형) 제도의 적립금 운용·정보제공·사전지정운용 의무를 기금형 제도에서는 퇴직연금기금 전문운용사가 수행하도록 하여 일부 의무를 면제
제 23 조의 6, 제 23 조의 15	근로자 선택권 보장	- 중소기업이 아닌 사용자는 3 개 이상 퇴직연금사업자와 계약하도록 하고, - 근로자가 이 중 자유롭게 기금을 선택·이전할 수 있도록 하여 선택권 강화와 자기책임형 운용을 유도
제 24 조 제 1 항-제 2 항 등	개인형제도 적용 명확화	- 개인형퇴직연금(IRP)에도 기금형 제도를 적용. - 근로자가 계정을 지정하지 않아도 자동으로 "기금제도가입자 부담금 계정"으로 납입되도록 명확히 함

자료: 근로자퇴직급여 보장법 일부개정법률안. 2025 년 7 월 22 일 민주당 안도걸의원 대표 발의

Ⅲ. 퇴직연금 시장, 변화와 기회

퇴직연금 시장의 기회 안도걸 의원안 등 국회에 발의된 기금형 퇴직연금 도입 관련 법안(2025년 10월 기준 한정애 의원안, 안도걸 의원안, 박홍배 의원안 등 3 개)이 논의를 거쳐 법안 통과되고, 실제로 시행되기까지는 시일이 걸릴 것으로 전망된다.

퇴직연금기금 설립 및 적절한 지배구조 설정, 퇴직연금 전문운용사 심사 및 선정, 그리고 현재 대부분 계약형인 기업, 개인 퇴직연금의 기금형 선택과 전환 등 쟁점과 해결할 문제도 많다.

하지만 현재 퇴직연금 운용 방식이나 제도가 바뀔 가능성이나 필요성은 높다고 판단한다.

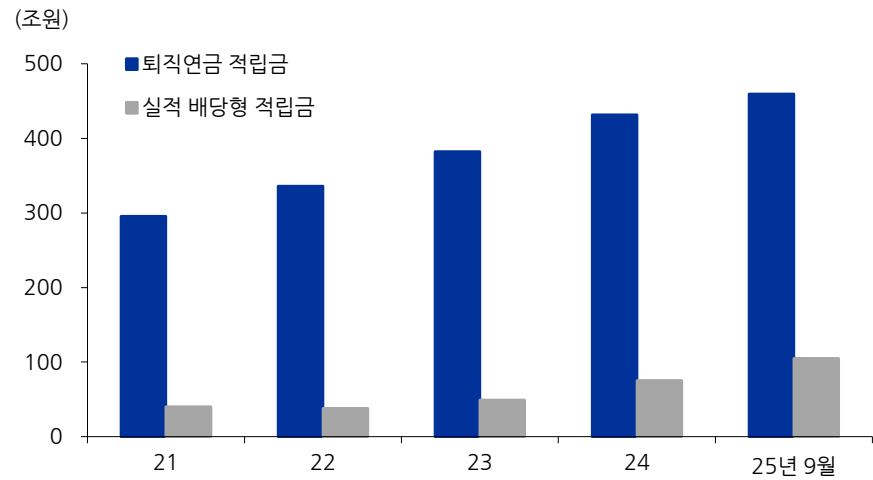
최근 5년: 연 3.5%, 최근 10년: 연 2.6%의 퇴직연금 수익률은 물가 상승을 제외하면 매우 낮은 수준이다. 참고로 국내 물가 상승률(CPI)은 최근 10년(2015년~2025년)간 연 평균 2.0%, 최근 5년(2020년 이후) 2.7%, 최근 3년(2022년 이후) 3.3%를 기록하고 있다.

이는 가입자(개인)가 스스로 알아서 상품이나 전략을 선택하고 운용해야 하는 "구조"가 문제다. 본업에 바쁘고, 금융 관련 지식이 적은 대부분 개인들이 자산시장을 분석하고, 상품을 비교해, 운용까지 정기적으로 실행하는 건 불가능에 가깝다. 심지어 금융업에 종사하는 사람도 마찬가지다. 기금형 퇴직연금 도입이 아니더라도, 미국이나 호주처럼 '디폴트옵션' 제도만 개선해도 장기간 낮은 수익률을 개선할 수 있다.

ETF 시장 성장과 퇴직연금의 적극적 운용 증가가 맞물리면서 제도 변화 이전에도 이미 국내 퇴직연금 시장은 변화가 나타나고 있다. 원금 보장형 비중은 계속 줄고, 실적 배당형 비중이 늘고 있다.

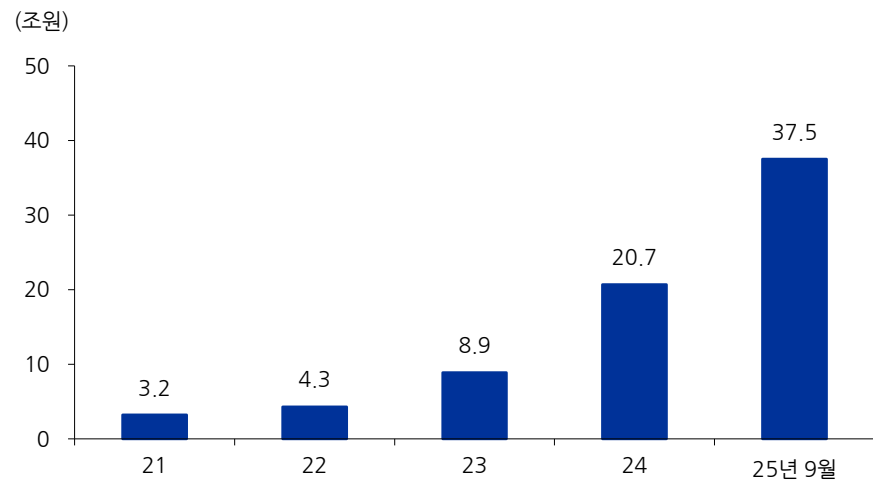
한 가지는 확실하다. 여전히 80% 가까운 자금이 원금 보장형 상품에 머물고 있는 점을 감안하면 국내 퇴직연금 시장의 변화는 이제 시작이라는 점이다.

도표20. 퇴직연금 적립금, 실적 배당형 적립금 추이



자료: 금융감독원, 유진투자증권

도표21. 퇴직연금 내 ETF 적립금 추이



자료: KOSKOM, 미래에셋 투자와연금센터 자료

IV. 연금 투자 전략. 연금 계좌에서 '사 모아갈' ETF

연금 투자: 투자 금액과 수익률, 시간. 가장 중요한 건 뭘까?

복리의 마법 장기간 연금 투자를 한다고 했을 때 최종 결과를 결정짓는 요소는 투자 금액과 수익률, 시간(투자 기간) 3 가지일 것이다. 물론 3 가지 요인 다 중요하다. 3 가지 요인 중 가장 중요한 요인이 있을까?

투자 금액은 나머지 요인이 고정되어 있다면 금액을 늘리는 만큼 최종 금액도 늘어나는 단순한 구조다. 1 억원을 10 년 동안 연 수익률 10%로 투자한다고 가정하면, 10 년 뒤 투자 원금은 2 억 5,937 만원으로 늘어난다. 투자 금액을 2 억원으로 2 배 늘리면 10 년 뒤 투자 원금도 2 배인 5 억 1,875 만원, 다시 2 배인 4 억원으로 늘리면 마찬가지로 2 배인 10 억 3,750 만원이 되는 식이다.

수익률과 시간(투자 기간)은 수익률이 더 높고, 투자 기간이 길어지면 원금이 불어나는 속도(규모)가 더 커질 수 있다. 소위 얘기하는 "복리의 마법"이다.

최종 투자 금액을 계산하는 식을 생각해 보면, 투자원금 $\times (1 + \text{연 수익률})^{(1 \text{ 년})} \times (1 + \text{연 수익률})^{(2 \text{ 년})} \times (1 + \text{연 수익률})^{(3 \text{ 년})} \dots$ 이런 식으로 투자 원금은 앞에 한 번 붙지만, 수익률과 투자 기간은 기간이 길어질수록 앞 항에 계속 여러 번 곱해진다(복리).

복리가 이자가 더해지는 구조가 아니라 원금 더하기 이자에 다시 이자가 곱해지는 구조다 보니 수익률과 투자 기간은 (수익률이) 높아지고, (투자 기간이) 길어질수록 더 큰 폭으로 최종 결과에 영향을 미치게 된다.

더 높은 수익률로
장기간 투자할 수
있다면

다음 페이지 표에서 1 억원을 10 년간 투자한다고 가정하면 연 수익률이 5%인 것과 10%인 것은 최종 투자 금액에서 전자가 1 억 6,289 만원, 후자가 2 억 5,937 만원으로 **60% 정도(59%)** 차이가 난다.

(매우 어렵겠지만) 10 년간 수익률이 연 20%라면, 최종 투자 원금은 6 억 1,917 만원으로 수익률이 10%일 때보다 **2 배 이상(139%)** 늘어난다. 단순히 2 배를 곱한 것 보다($2.6 \text{ 억원} \times 2 = 5.2 \text{ 억원}$) 1 억원이 더 많다. (표 23)

가장 강력한 요인은 "시간"이다. 1 억원을 연 수익률 10%로 5 년간 투자하면 5 년 뒤 투자 원금은 1 억 6,105 만원이 되지만, 투자 기간이 10 년으로 2 배 늘어나면 원금은 2 억 5,937 만원이 돼서 5 년 투자했을 때 보다 **61%** 더 늘어나고, 다시 기간을 2 배 늘려서 20 년간 투자한다고 가정하면 6 억 7,275 만원으로, 10 년 투자했을 때보다 **2 배 이상(159%)** 최종 금액이 늘어난다.

결국 투자 금액은 금액을 늘리는 만큼 최종 결과도 같은 배수로 늘어나는 단순한 구조지만, 복리 계산의 특성 상 연 수익률과 투자 기간은 결과를 "기하급수적(exponential)"으로 바꾸는 변수다. i) 더 높은 수익률로, ii) 장기간 투자하면 어느 시점부터 최종 결과는 2 배가 아니라 그 이상으로 커진다.

투자기간 10 년,
수익률을 up 시킬
확률이 높은 전략

목표와 여건에 따라 투자 금액을 늘릴 수 있으면 당연히 좋겠지만, 같은 투자 금액이라도 연 수익률을 높일 수 있다면 더 큰 차이를 만들 수 있다. '시간'은 가장 강력한 무기다. 수익률을 높인 뒤 투자 기간을 10 년 이상으로 늘릴 수 있다면, 더 좋을 것이다.

이번 자료에서는 투자 기간이 10 년이라고 가정하고, 수익률을 up 시킬 확률이 높은 전략을 찾아보기로 한다.

도표 22. 연 수익률 10%로, 10 년간 투자: 투자 금액 5 천만원, 1 억원, 2 억원, 4 억원 일 때 투자 결과

투자 금액(원)	연 수익률	투자 기간(년)	계좌 총액(원)	투자 금액_증가율	계좌 총액_증가율
50,000,000	10%	10	129,687,123		
100,000,000	10%	10	259,374,246	100%	100%
200,000,000	10%	10	518,748,492	100%	100%
400,000,000	10%	10	1,037,496,984	100%	100%
800,000,000	10%	10	2,074,993,968	100%	100%

자료: 유진투자증권

도표 23. 투자 금액 1 억원, 10 년간 투자: 연 수익률 2.5%, 5%, 10%, 20% 일 때 투자 결과

투자 금액(원)	연 수익률	투자 기간(년)	계좌 총액(원)	연 수익률_증가율	계좌 총액_증가율
100,000,000	2.5%	10	128,008,454		
100,000,000	5.0%	10	162,889,463	100%	27%
100,000,000	10.0%	10	259,374,246	100%	59%
100,000,000	20.0%	10	619,173,642	100%	139%
100,000,000	40.0%	10	2,892,546,550	100%	367%

자료: 유진투자증권

도표 24. 투자 금액 1 억원, 연 수익률 10%로 투자: 투자 기간 5 년, 10 년, 20 년, 40 년 일 때 투자 결과

투자 금액(원)	연 수익률	투자 기간(년)	계좌 총액(원)	투자 기간_증가율	계좌 총액_증가율
100,000,000	10%	5	161,051,000		
100,000,000	10%	10	259,374,246	100%	61%
100,000,000	10%	20	672,749,995	100%	159%
100,000,000	10%	40	4,525,925,557	100%	573%
100,000,000	10%	80	204,840,021,459	100%	4426%

자료: 유진투자증권

1. 10 년을 주식에 투자했을 때, 손해를 보긴 쉽지 않다

미국, 유럽, 일본, 한국, 중국의 경우

미국 S&P500
10 년 투자 수익률
(-) 였던 경우

적은 대로다. 10 년을 주식에 투자했을 때 손해를 보는 경우는 드물다. 미국: S&P500 지수를 보자.

2 차 세계대전이 끝난 1945 년 9 월 이후 미국 주식, S&P 500 지수(배당을 제외한 price index)에 10 년 간 투자해, 10 년 뒤 손해가 난 경우는 총 4 번 있었다.

① 1946년 9월부터 1947년 8월까지 "10년 투자 수익률"이 (-)를 기록했다. 즉, 1936 년 9 월부터 1937 년 8 월 사이에 S&P 500 지수에 투자해 10 년 간 그대로 보유했다면, 10 년이 지났음에도 수익률이 (-) 였다. 10 년 수익률은 손실이 가장 컸을 때를 기준으로 -15% 였다(1,000 만원 투자 → 10 년 뒤 850 만원).

해당 수치는 배당을 뺀 price index 기준이다. 1 년에 1.5%만 배당을 받았다면 실제로 손해는 아니었을 것이다. (물가 상승을 감안한 실질 수익 기준으로는 손해였을 수 있다). 일단 배당은 감안하지 않고(빼고), 수익률을 보기로 하자.

2 차 세계대전은 1939 년 독일의 폴란드 침공과 함께 시작돼 1945 년에 끝났다. 1936 년~1937 년에 S&P500 에 투자했다면 이후 10 년 간의 투자 기간 가운데 전쟁 시기가 대부분을 차지하고 있다.

2 차 세계대전 시기를 빼면 10 년간 투자해 손실이 난 경우는 총 3 번 이었다. 가장 최근의 사례는 2008 년 글로벌 금융위기(GFC) 당시였다. 글로벌 금융위기를 뺀 나머지 2 번은 모두 1970 년대다.

② 1974년 7월부터 1975년 12월까지 S&P500 10년 투자 수익률이 (-)를 기록했다. 1964년 7월부터 1965년 12월 사이에 S&P500 지수에 투자했다면 10년 뒤 수익률이 (-)를 기록했을 것이다. 10년 투자 수익률 최저(최고 손실)는 -25%였다(1964년 9월에 투자. 10년 뒤 1974년 9월 수익률 -25%).

③ 1977년 9월부터 1979년 5월까지 S&P500 10년 투자 수익률이 (-)를 기록했다. 1967년 9월부터 1969년 5월 사이 S&P500에 투자했다면 10년 뒤 수익률이 (-)였다. 10년간 최고 손실은 -13%였다(1968년 11월에 투자. 10년 뒤 1978년 11월 수익률 -13%).

④ 마지막으로 가장 최근 사례인 글로벌 금융위기 당시다. 2008년 10월부터 2011년 1월까지 S&P500 지수 10년 투자 수익률이 (-)를 기록했는데, 1998년 10월부터 2001년 1월 사이에 S&P500 지수에 투자했다면 10년 뒤 수익률은 (-)를 기록했을 것이다.

10년간 최고 손실은 -40%였다(1999년 2월에 투자. 10년 뒤 2009년 2월 수익률 -41%). 글로벌 금융위기 당시 사례가 10년 투자 수익률이 (-)였던 기간이 가장 길고, 최고 손실 폭(-40%)도 가장 컸다.

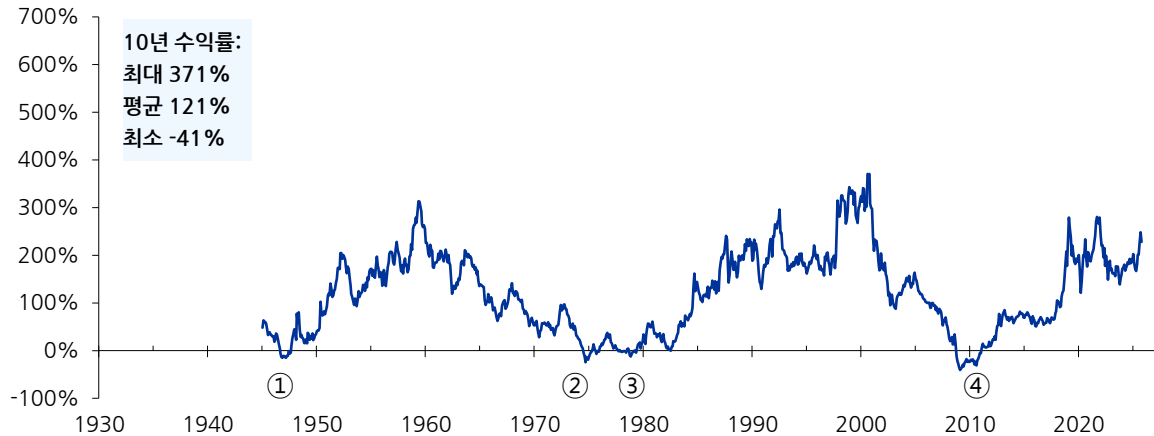
위 4번(3번)의 사례에도 불구하고, 결론은 10년 간 주식에 투자했을 때 손해를 보는 경우는 매우 드물다는 것이다.

1. 2차 세계대전 시기를 제외하면 미국 증시(S&P500) 10년 투자 수익률이 (-)였던 경우가 과거 3번 있었지만, 확률로 하면 100번 중 7번(7.5%)에 불과했다. 반대로 이익이 난 경우는 100번 중 92번, 92%의 확률이었다.

2. 2차 세계대전 시기까지 포함해서 1935년 이후 현재(2025년 10월)까지, 배당을 빼고도, S&P500 지수에 10년간 투자했을 때 평균 수익률은 120%, 연평균 수익률(나누기 10)은 12%였다.

도표 25. 미국 S&P500 10년 투자수익률(rolling) 추이, 1935 년~

(10년 투자 수익률, rolling)



자료: Bloomberg, 유진투자증권. 배당을 뺀 price index 기준

- 다른 주요국 주식의 경우 일본: TOPIX 지수는 1) 10 년간 투자했을 때 손해를 볼 확률: 23%, 2) (배당을 빼고) 10 년간 투자했을 때 평균 수익률: 137%, 3) 연평균 수익률(나누기 10): 14% 였고,
- 유럽: EURO STOXX 50 지수는 1) 10 년간 투자했을 때 손해를 볼 확률: 24%, 2) (배당을 빼고) 10 년간 투자했을 때 평균 수익률: 85%, 3) 연평균 수익률: 8.5%,
- 중국: 상해종합지수 1) 10 년 투자했을 때 손해를 볼 확률: 10%, 2) (배당을 빼고) 10 년간 투자했을 때 평균 수익률: 70%, 3) 연평균 수익률: 7%,
- 그리고 한국 KOSPI의 경우 1) 10 년간 투자했을 때 손해를 볼 확률: 14%, 2) (배당 빼고) 10 년간 투자했을 때 평균 수익률: 149%, 3) 연평균 수익률: 15% 였다. (각각 지수들의 계산 기간 그림 참고)

도표 26. 일본 TOPIX 10년 투자수익률(rolling) 추이, 1950년~

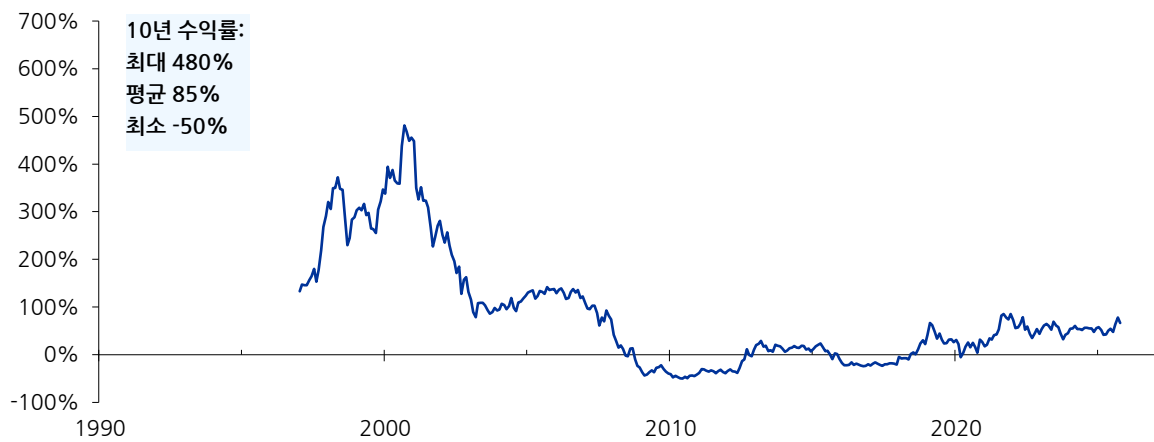
(10년 투자 수익률, rolling)



자료: Bloomberg, 유진투자증권. 배당을 뺀 price index 기준

도표 27. 유럽 EURO STOXX 50 10년 투자수익률(rolling) 추이, 1987년~

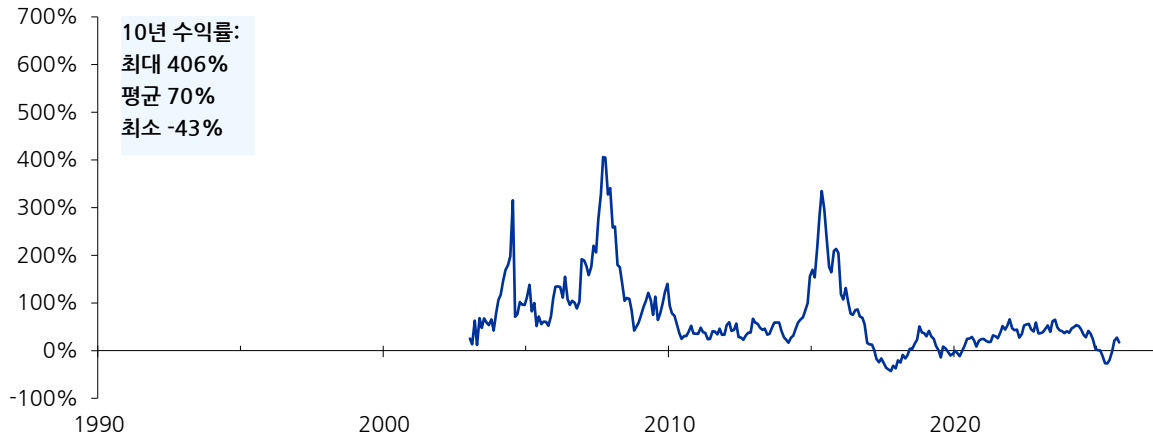
(10년 투자 수익률, rolling)



자료: Bloomberg, 유진투자증권. 배당을 뺀 price index 기준

도표 28. 중국 상해종합지수 10년 투자수익률(rolling) 추이, 1993 년~

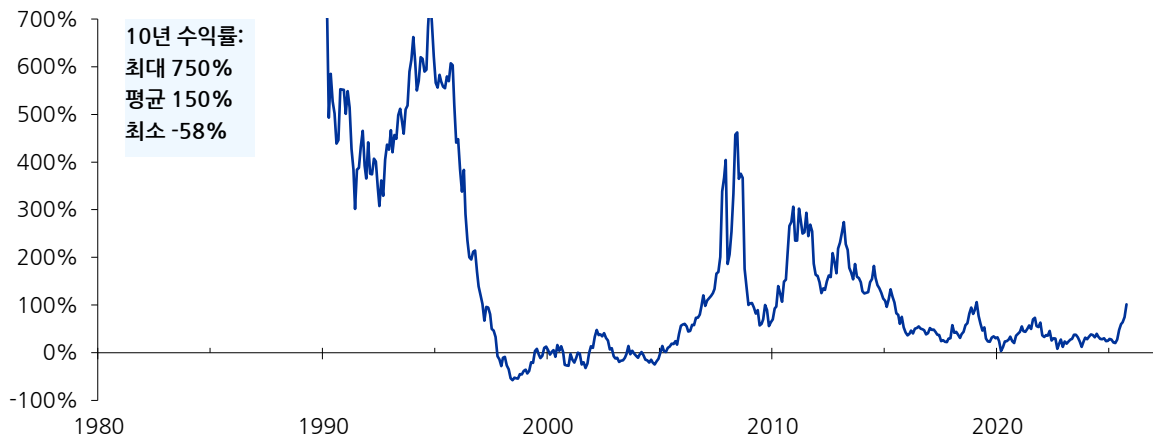
(10년 투자 수익률, rolling)



자료: Bloomberg, 유진투자증권. 배당을 뺀 price index 기준

도표 29. 한국 KOSPI 10년 투자수익률(rolling) 추이, 1980 년~

(10년 투자 수익률, rolling)



자료: Bloomberg, 유진투자증권. 배당을 뺀 price index 기준

2. 주식이 오래 빠졌을 때 투자하면 이후 10 년 뒤 수익률은 어떨을까?

최근(과거) 10 년 수익률을 앞으로 10 년 수익률을 예측하는 지표로 활용
할 수 있을까?

최근 10 년
수익률이 부진할 때
투자할 경우

좀 더 구체적으로, 최근 10 년간 수익률이 부진했거나 심지어 (-)였을 때 투자한
다면, "이후 10 년 수익률"은 좋았을까? 즉 주식이 오랜 기간 많이 빠졌을 때, 투
자한다면 이후 10 년 뒤 수익률은 어떨을까?

미국 S&P500 지수를 대상으로 보면, 위 첫 번째 질문에 대한 답은 "Yes" 였다.
즉 최근 10 년 주식 수익률이 부진했을 때, 구체적으로 전체 기간 중 하위 20%
에 해당하는 수익률 수준에서 투자했을 때, 이후 10 년 수익은 평균보다 높았다.

앞서 적은 대로 1935 년 이후 미국 S&P500 지수에 10 년간 투자했을 때 10 년
뒤 수익률은 평균 120%(연평균 수익률 12%)였다.

최고와 최악도 살펴보면, 10 년 투자 수익률은 평균이 120% 였고, 최악의 경우
-41%(글로벌 금융위기 당시), 10 년 간 최고 수익률은 370%였다. 1990 년 8 월
에 S&P500 에 투자했다면, 2000 년 8 월까지 10 년간 배당을 빼고도 370%의
수익률을 기록할 수 있었다.

최근 10 년 수익률
이 부진했을 때
투자하면 이후
10 년은 좋았다

최근 10 년간 수익률이 부진했을 때 투자할 경우 이후 10 년 수익률이 어땠는지 살펴 보자.

10 년 투자수익률을 가장 나빴을(부진했을) 때부터 가장 좋았을 때까지를 10 개 구간으로 나누면, 가장 나빴던 때: 하위 10%에 해당하는 구간은 10년 투자수익률 -41%부터 +8%에 해당하는 구간이다.

하지만 해당 구간에서 투자를 시작했을 때, 이후 10 년 수익률은 10 년 간 평균 +188%로 높았다. 즉 최근 10 년간 수익률이 가장 부진했던 때, 투자하면 이후 10 년의 수익률은 좋았다.

단순히 좋았다는 것보다 다른 시기들보다 더 좋았는데, 위 10 년 수익률 평균 +188%는 이전 10 년 수익률이 좋았던 다른 구간들 보다 상당히 높은 수준이다. 조금 과장해서 말하면, 과거 미국증시(S&P500)에서 이전 10 년간 수익률이 부진 하거나 심지어 (-)를 기록했던 때는 반대로 주식에 투자하기에는 최고의 시점이 었다. (표 30)

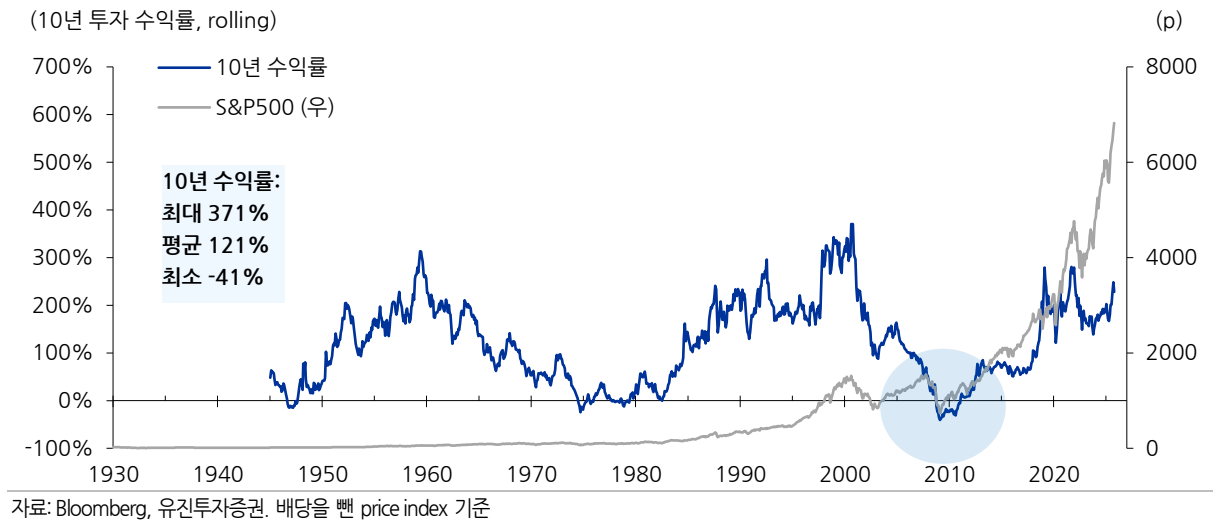
도표 30. S&P500 : 10 년 투자수익률, 이후 10 년 수익률

Percentile (%)		S&P500: 10 년 투자 수익률		이후 10 년 수익률 평균
부터	까지	부터	까지	
0	10	-41%	8%	188%
10	20	8%	34%	183%
20	30	35%	61%	121%
30	40	61%	85%	124%
40	50	85%	119%	80%
50	60	119%	151%	120%
60	70	153%	177%	124%
70	80	177%	195%	129%
80	90	195%	222%	118%
90	100	222%	369%	69%

주: 1935 년 이후. 배당을 뺀 price index 기준.

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 31. 미국 S&P500 10년 투자수익률(rolling)과 S&P500 지수



최근 10년 수익률
가장 좋을 때
투자하는 경우

다른 얘기지만, 반대의 경우는 어떨을까? 즉 최근 10년간의 수익률이 과거 대비 가장 좋았을 때 투자하는 경우다.

위 표를 보면 이전 10년 수익률이 가장 높았던 구간: 상위 10%는 10년 투자수익률 +220% 에서 +370% 사이에 해당하는 구간이었는데, 이후 10년 수익률은 평균 69%(연 7%)로, 손해(-)는 아니었지만, 다른 구간들과 비교했을 때 가장 낮았다. 참고로 미국 S&P500 최근 10년 투자 수익률은 올해(2025) 8월 이후 230% 이상으로, 1935년 이후 상위 10%에 해당하는 구간에 진입하고 있다.

유럽, 일본, 한국, 중국의 경우

유럽 증시, 최근
10 년 수익률과
이후 10 년 수익률

다른 나라들은 어떨까? 유럽도 비슷한 결과를 보였다. 즉 이전 10 년 간 주식시장(EURO STOXX 50 지수) 수익률이 부진했을 때 투자하면 이후 10 년간 수익률은 좋았다. 정확히는 평균보다 더 좋았다.

아래 표 32 에서 "이후 10 년 수익률"의 녹색 음영 표시는 S&P500 수익률 표와 마찬가지로, 이후 10 년 투자 수익률이 전체 구간 평균보다 높았던 경우를 표시한 것이다. 반대로 붉은색 음영 표시는 평균보다 수익률이 낮았던 경우다.

유럽: EURO STOXX 50 지수의 경우도 최근 10 년간 수익률이 가장 부진했을 때, 10 년 투자 수익률이 (-)를 기록했던 하위 30% 이하 구간, 그리고 하위 40% 이하에 해당하는 시점에 투자했을 때 이후 10 년 수익률은 평균을 웃돌았다.

도표 32. EURO STOXX 50, 10 년 투자수익률, 이후 10 년 수익률

Percentile (%)		EURO STOXX 50: 10 년 투자 수익률		이후 10 년 수익률 평균
부터	까지	부터	까지	
0	10	-50%	-31%	42%
10	20	-31%	-16%	33%
20	30	-13%	12%	49%
30	40	12%	23%	41%
40	50	23%	48%	17%
50	60	50%	67%	-20%
60	70	69%	108%	1%
70	80	109%	138%	4%
80	90	139%	291%	11%
90	100	291%	456%	-27%

주: 1987 년 이후. 배당을 뺀 price index 기준.

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 33. 유럽 EURO STOXX 50 10 년 투자수익률(rolling)과 EURO STOXX 50 지수



일본 Topix 일본은 특이한 경우다. 1950 년 이후부터의 데이터로 분석하면 1990 년 버블 시기(그림 35 참고)가 포함되면서 이전 10 년의 수익률이 좋았을 때 이후 10 년 수익률이 더 좋은(많이 올랐던 때 더 오르는) 결과를 보여준다. (표 34)

하지만 버블 붕괴 후 대략 2000 년 이후로 본다면, 일본도 다른 나라와 비슷한 결과를 보인다 (표 36). 위 차트(그림 35)를 봐도 2000 년 이후 과거 10 년 수익률이 부진했던 2003 년이나 2010 년~2012 년에 이후 주식시장 성과는 좋았다.

도표 34. TOPIX, 10 년 투자수익률, 이후 10 년 수익률

Percentile (%)		TOPIX: 10 년 투자 수익률		이후 10 년 수익률 평균
부터	까지	부터	까지	
0	10	-54%	-33%	19%
10	20	-33%	-12%	48%
20	30	-12%	22%	39%
30	40	23%	70%	92%
40	50	70%	108%	128%
50	60	109%	143%	135%
60	70	144%	199%	205%
70	80	199%	229%	212%
80	90	229%	324%	182%
90	100	327%	803%	15%

주: 1950 년 이후. 배당을 뺀 price index 기준.

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 35. 일본 TOPIX 10년 투자수익률(rolling)과 TOPIX 지수



도표 36. TOPIX, 10년 투자수익률, 이후 10년 수익률 (2000년 이후)

Percentile (%)		TOPIX: 10년 투자 수익률		이후 10년 수익률 평균
부터	까지	부터	까지	
0	10	-48%	-30%	104%
10	20	-30%	-19%	140%
20	30	-18%	-2%	144%
30	40	0%	17%	114%
40	50	19%	34%	94%
50	60	34%	68%	75%
60	70	69%	90%	-
70	80	90%	102%	-
80	90	104%	126%	-
90	100	128%	167%	-

주: 배당을 뺀 price index 기준.
자료: Bloomberg, 유진투자증권

한국 KOSPI
최근 10년 수익률
이 부진했을 때
투자할 경우

한국 KOSPI 도 마찬가지다. 이전 10년 간 주식시장 수익률이 부진했을 때 투자하면 이후 10년 수익률은 좋았다. KOSPI 지수가 발표된 1980년 이후 이전 10년 수익률이 가장 부진했던 구간에 투자하면 이후 10년 수익률은 평균을 비교적 큰 폭으로 상회했다.

최근 10년 수익률이 -58%에서~-11%로 가장 부진했던 구간(하위 10%), 그리고 -10%~+13%로 그 다음으로 부진했던 구간(하위 20%)의 이후 10년 수익률 평균은 각각 +230%, +147%로 평균을 큰 폭 웃돌았다.

10년간 수익률이 13%~41% 사이였던 하위 30%, 40% 구간에서도 이후 10년 수익률은 평균보다 높았다. (+118%, +142%)

참고로 올해 5월까지 KOSPI 지수 10년 수익률은 1980년 이후 하위 30% 미만에 해당하는 (낮은) 수준이었는데, 이후 지수 급등과 함께 수익률 역시 큰 폭 상승했다.

10월말 기준으로 (배당을 뺀) KOSPI 지수의 최근 10년 수익률을 보면 +102%를 기록하고 있는데, 1980년 이후 수치들과 비교하면 중간보다 약간 높은(60%) 수준이다. (10월말 KOSPI 지수 4,108p)

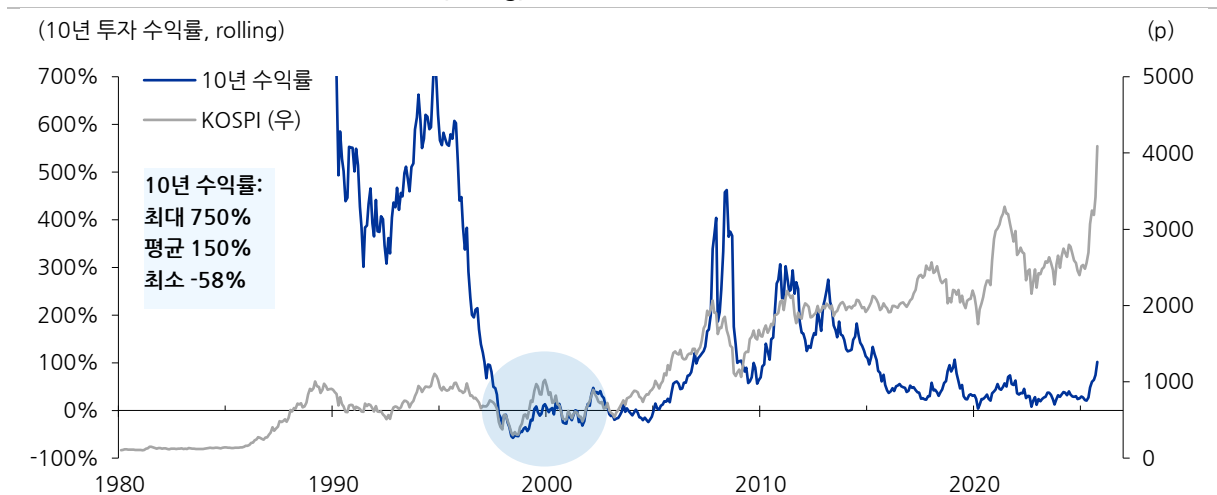
도표 37. KOSPI, 10년 투자수익률, 이후 10년 수익률

Percentile (%)		KOSPI: 10년 투자 수익률		이후 10년 수익률 평균
부터	까지	부터	까지	
0	10	-58%	-11%	230%
10	20	-10%	13%	147%
20	30	13%	30%	118%
30	40	30%	41%	142%
40	50	41%	58%	78%
50	60	58%	102%	59%
60	70	102%	159%	41%
70	80	159%	291%	43%
80	90	294%	462%	23%
90	100	466%	701%	-3%

주: 1980년 이후, 배당을 뺀 price index 기준.

자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 38. 한국 KOSPI 10년 투자수익률(rolling)과 KOSPI 지수



자료: Bloomberg, 유진투자증권. 배당을 뺀 price index 기준

중국 상해종합지수
최근 10년 수익률
올해 (-) 기록

중국도 일본처럼 특이한 경우다. 중국 증시는 2007년에 증시 '버블'이 있었다. 그리고 2015년에도 미니 버블이 형성됐다가 붕괴(급락)했던 경험이 있다. 해당 시기가 포함되면서 중국도 일본처럼 이전 10년 수익률이 좋았을 때 이후 10년 수익률이 더 좋은 결과를 보여준다. (표 39)

도표 39. 상해종합지수, 10년 투자수익률, 이후 10년 수익률

Percentile (%)		상해종합지수: 10년 투자 수익률		이후 10년 수익률 평균
부터	까지	부터	까지	
0	10	-43%	0%	-
10	20	0%	23%	49%
20	30	23%	31%	42%
30	40	32%	39%	38%
40	50	40%	48%	42%
50	60	48%	59%	80%
60	70	59%	75%	68%
70	80	77%	106%	64%
80	90	107%	169%	53%
90	100	169%	341%	-5%

주: 1993년 이후. 배당을 뺀 price index 기준. 10년 수익률 하위 10% 이하, 수익률 (-) 구간: 2017년~2018년 10년 수익률 (-) 기록. 이후 10년 경과하지 않아 이후 10년 수익률 자료 없음

자료: Bloomberg, 유진투자증권

2007년 버블 시기를 지나 2009년 이후부터 투자했다고 보면, 2019년 7월부터 2020년 4월까지 상해종합지수 10년 투자 수익률이 (-)를 기록했는데, (아직 10년이 지나지 않았지만) 주식에 투자하는 시기로 나쁘지 않았던 것으로 보인다. 상해종합지수 10년 투자 수익률은 올해 3월부터 7월까지도 (-)를 기록했다. (그림 41)

도표 40. (2009 년 이후) 중국 상해종합 10 년 투자수익률(rolling), 상해종합지수



도표 41. 상해종합지수 추이, 10 년 수익률 (-) 였던 시기



3. 싼 가격(밸류에이션)에 사서 10 년 보유했을 때 수익은 어땠을까?

밸류에이션(12 개월 선행 P/E)에 따른 미국 S&P500 투자 성과

밸류에이션은
투자 기간 길어지면
위력을 발휘

밸류에이션: 주식이 "싸게" 거래되는지, 반대로 "비싸게" 거래되는지는 투자 기간이 단기일 때는 잘 맞지 않지만*, 기간이 길어지면 큰 위력을 발휘하는 투자 기준이 된다. (*단기간에는 보통 비싼 주식이 더 비싸지고, 싼 주식은 더 싸지는 경우가 흔하다.)

주식 밸류에이션을 보는 다양한 지표 중 가장 많이 쓰는 건 12 개월 선행 P/E 비율이다. 애널리스트들이 예상하는 향후 1 년 간 이익을 현재 주가(시가총액)로 나눠서 구한다. (Ex. 현재 주가가 이익 대비 10 배다, 20 배다 등등)

주지하다시피, 미국 주식: S&P500 지수 밸류에이션은 "비싼" 수준이다. 10 월말 S&P500 지수 6,840p 기준 12 개월 선행 P/E 는 23 배로, 1990 년 이후 가장 비싼, 상위 10% 이내에 해당하는 수준이다(23.3 배). (11 월 14 일 S&P500 지수 6,734p, 12 개월 선행 P/E 는 22.4 배)

도표 42. S&P500 지수 12 개월 선행(fwd) P/E



자료: Bloomberg, 유진투자증권

과거 밸류에이션이
비쌌 때 투자했을
경우 성과

밸류에이션이 '비쌌 때' 투자할 경우 과거 성과는 어땠을까? 결과는 좋지 않았다. 1990 년 이후 12 개월 선행 P/E 가 상위 10% 이내에 해당하는 가장 비싼 구간에서 투자했을 때, 이후 성과는 모든 구간: 이후 6 개월, 1 년, 3 년, 5 년, 10 년에서 다른 구간들 대비 좋지 않았다.

아래 표 43 를 보면, 특히 투자 기간이 10 년으로 장기일 때 승률: 주식이 올랐던 확률이 (투자 기간이 10 년 임에도 불구하고) 17%로 매우 낮았고, 10 년 간 수익률 평균 역시 -7%로 손실을 기록했다. 참고로 아래 표 42 의 수익률, 승률 수치는 배당을 포함한 Total return 지수 기준이다.

반대로 밸류에이션이 '싼(cheap)' 구간에서 투자했을 때, S&P500 지수 기준으로 12 개월 선행 P/E 하위 10%, 20%에 해당하는 9 배~12 배, 12 배~14 배 이하에서 투자했을 때: 이후 6 개월~1 년은 다른 구간들과 큰 차이가 없었지만, 3 년 이후로는 평균 수익률이나 승률이 밸류에이션이 비싼 다른 구간들 보다 더 좋았다. 투자 기간 5 년 이후는 승률 100%를 기록했다.

결론적으로 밸류에이션이 싼 때, 특히 가장 싼 구간에 살 수 있다면, 투자할 경우 장기 성과는 확실히 좋았다.

도표 43. S&P500 밸류에이션(12m fwd P/E), 이후 수익률

Percentile (%)		P/E (X)		수익률	승률	수익률	승률	수익률	승률	수익률	승률	수익률	승률
부터	까지	부터	까지	6M		1Y		3Y		5Y		10Y	
0	10	9.3	12.6	10%	78%	21%	94%	64%	99%	113%	100%	325%	100%
10	20	12.6	13.7	5%	75%	13%	87%	62%	95%	121%	100%	221%	100%
20	30	13.7	14.4	6%	83%	12%	88%	36%	79%	93%	97%	189%	100%
30	40	14.4	15.0	5%	82%	10%	93%	37%	74%	95%	94%	158%	100%
40	50	15.0	15.9	8%	90%	14%	86%	41%	86%	57%	87%	156%	100%
50	60	15.9	16.7	6%	82%	13%	96%	53%	100%	70%	92%	152%	100%
60	70	16.8	17.8	6%	78%	13%	91%	43%	100%	70%	90%	132%	100%
70	80	17.8	20.0	7%	73%	15%	80%	37%	99%	37%	82%	71%	100%
80	90	20.0	21.7	2%	52%	2%	47%	15%	74%	23%	68%	31%	95%
90	100	21.7	24.8	4%	67%	5%	61%	-7%	33%	8%	21%	-7%	17%
평균				6%		12%		40%		75%		165%	

자료: Bloomberg, 유진투자증권. 1990 년 이후. 배당 포함한 Total return 지수 기준

유럽, 일본, 한국, 중국의 경우

밸류에이션이 쌀 때 밸류에이션이 쌀 때 투자할 경우 장기 성과가 좋았던 건 미국(S&P500)에만 해
투자할 경우 당되는 사실이 아니다. 다른 주요국 증시도 마찬가지였다.
장기 성과 좋았음

도표 44. 유럽 EURO STOXX 50(12m fwd P/E), 이후 수익률

Percentile (%)		P/E (X)		수익률	승률	수익률	승률	수익률	승률	수익률	승률	수익률	승률
부터	까지	부터	까지	6M		1Y		3Y		5Y		10Y	
0	10	7.7	10.1	7%	75%	16%	83%	24%	82%	44%	92%	208%	100%
10	20	10.1	11.5	-2%	56%	-5%	45%	12%	70%	23%	84%	122%	89%
20	30	11.5	12.4	6%	74%	11%	82%	16%	65%	48%	78%	106%	76%
30	40	12.4	13.0	5%	79%	9%	81%	24%	64%	61%	62%	82%	72%
40	50	13.0	13.6	4%	73%	6%	74%	21%	65%	59%	64%	60%	60%
50	60	13.6	14.4	4%	59%	14%	74%	41%	95%	60%	99%	80%	100%
60	70	14.4	15.0	6%	68%	13%	71%	39%	82%	56%	85%	68%	96%
70	80	15.0	16.2	1%	51%	3%	52%	27%	76%	45%	71%	38%	91%
80	90	16.2	18.3	7%	67%	9%	61%	41%	84%	40%	61%	41%	75%
90	100	18.3	23.9	-1%	42%	1%	50%	-15%	30%	-20%	19%	-25%	18%
평균				4%		7%		23%		40%		81%	

자료: Bloomberg, 유진투자증권. 1988 년 이후. Price index 기준

도표 45. 일본 MSCI Japan(12m fwd P/E), 이후 수익률

Percentile (%)		P/E (X)		수익률	승률	수익률	승률	수익률	승률	수익률	승률	수익률	승률
부터	까지	부터	까지	6M		1Y		3Y		5Y		10Y	
0	10	9.7	12.7	8%	68%	18%	76%	52%	91%	76%	97%	143%	100%
10	20	12.7	13.6	2%	53%	6%	55%	26%	93%	45%	95%	106%	100%
20	30	13.6	14.3	4%	68%	8%	74%	18%	80%	39%	93%	95%	100%
30	40	14.3	15.2	2%	57%	3%	62%	7%	69%	16%	70%	63%	100%
40	50	15.2	17.2	2%	57%	7%	55%	13%	71%	-8%	22%	30%	89%
50	60	17.2	19.3	3%	64%	4%	65%	13%	60%	0%	39%	8%	50%
60	70	19.3	29.1	-4%	38%	-3%	41%	3%	47%	32%	83%	1%	28%
70	80	29.1	35.5	-6%	28%	-7%	27%	-5%	39%	-12%	18%	-10%	41%
80	90	35.5	44.2	-1%	40%	-1%	36%	-12%	29%	-19%	16%	-18%	27%
90	100	44.2	73.8	1%	50%	-3%	45%	-17%	16%	-16%	18%	-29%	8%
평균				1%		3%		9%		14%		21%	

자료: Bloomberg, 유진투자증권. 1990 년 이후. 수익률은 Topix 지수(Price index) 기준

한국 KOSPI의 경우 한국 KOSPI의 경우 12개월 선행 P/E가 하위 20% 이하에 해당했던 7배에서 9배 사이에 주식에 투자했을 때: 미국과 마찬가지로 밸류에이션이 비싼 다른 구간이나 전체 평균 대비 성과가 좋았다.

특히 밸류에이션이 가장 낮았던(싼) 구간(8.6 배 이하)에서의 투자 성과는 수익률과 승률 모두 다른 구간 대비 가장 좋았다. 참고로 작년(2024) 9 월부터 연말까지, 그리고 올해 4 월에 KOSPI 는 P/E 8 배 초중반 수준에서 거래돼, 밸류에이션이 가장 싼 하위 10% 구간에 해당했었다.

10 월 이후 KOSPI 지수가 4 천 p 를 상회하면서 12 개월 선행 P/E 가 12 배까지 올랐는데(10 월말 KOSPI 4,107p, 12 개월 선행 P/E 12.1 배), 다음 페이지 표를 보면 상위 10% 이내에 살짝 걸치는 수준이다. (11 월 14 일 KOSPI 4,011p, 12 개월 선행 P/E 11.3 배)

- 단기적으로는 밸류에이션이 비싸다는 이유 만으로 주식이 하락하지 않는다. 최근처럼 시장이 급격하게 오르는 경우는 더 그렇다. 과거 KOSPI 급등 시기에 밸류에이션 역시 샤프(sharp)하게 치솟았던 점을 참고할 필요가 있다.

과거 KOSPI P/E 고점은 14 배~15 배 사이였다. (2007 년 7 월, 2021 년 1 월) 시장의 낙관 심리가 유지된다면 고점 부근까지 밸류에이션 상승만으로도(12 배 → 14 배) 지수가 +15% 이상 더 오를 수 있다. (4,100p → 4,700p)

- 그렇다고 해도 KOSPI P/E 12 배~15 배 사이는 과거(2005 년 이후) 상위 10% 이내에 해당하는 수준이다. 과거 해당 밸류에이션 수준에서 단기(6 개월) 성과는 특별히 나쁘지 않았지만, 중장기, 특히 3 년 뒤 성과는 밸류에이션이 더 싼 다른 구간들 보다 수익률이나 승률 측면에서 좋지 않았다. **[향후 10 년 수익률이 최근 10 년 보다 좋을 수 있다는 장기적 시각과 별개로]** 당장 비싼 가격에 사는 걸 싫어하는 투자자들은 조금 기다리는 것도 좋을 수 있다.

도표 46. KOSPI 지수 12개월 선행(fwd) P/E, KOSPI 지수

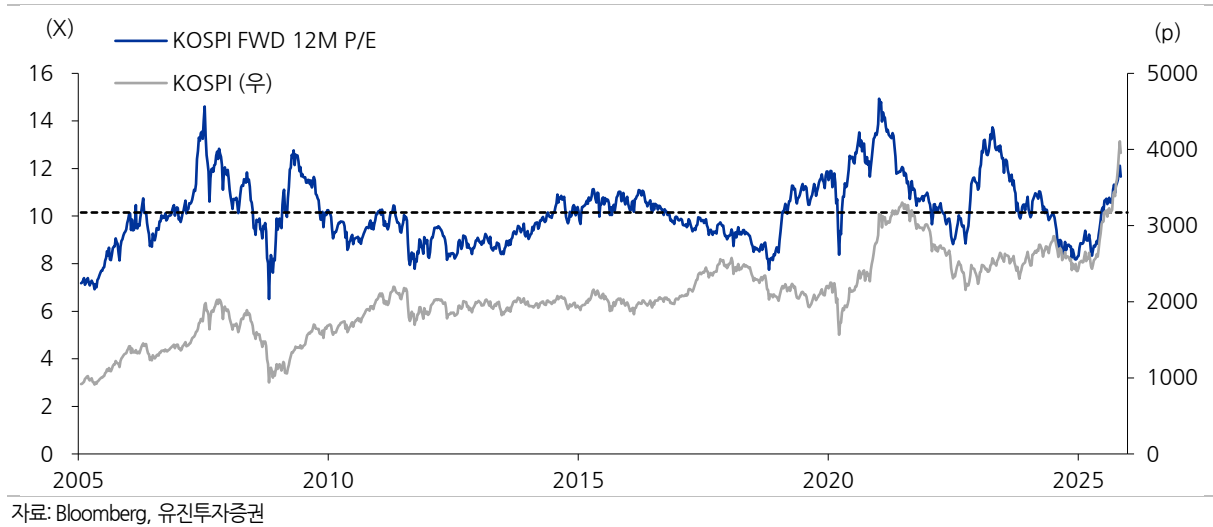


도표 47. 한국 KOSPI(12m fwd P/E), 이후 수익률

Percentile (%)		P/E (X)		수익률	승률	수익률	승률	수익률	승률	수익률	승률	수익률	승률
부터	까지	부터	까지	6M		1Y		3Y		5Y		10Y	
0	10	6.9	8.6	15%	89%	20%	90%	42%	98%	44%	100%	78%	100%
10	20	8.6	9.0	6%	64%	9%	72%	14%	81%	27%	100%	39%	100%
20	30	9.0	9.4	1%	49%	4%	44%	11%	75%	14%	81%	35%	100%
30	40	9.4	9.7	2%	55%	7%	59%	8%	55%	20%	83%	41%	100%
40	50	9.7	10.0	4%	62%	10%	73%	10%	70%	21%	82%	40%	96%
50	60	10.0	10.3	3%	61%	9%	66%	12%	67%	28%	84%	43%	100%
60	70	10.3	10.7	1%	52%	2%	50%	13%	81%	27%	90%	42%	100%
70	80	10.7	11.2	-1%	40%	-2%	39%	11%	80%	24%	82%	44%	100%
80	90	11.2	12.0	-2%	45%	4%	61%	11%	76%	21%	100%	36%	100%
90	100	12.0	14.8	9%	65%	6%	65%	3%	41%	27%	78%	37%	100%
		평균		4%		7%		14%		25%		45%	

자료: Bloomberg, 유진투자증권. 2005년 이후. 배당 포함하지 않은 Price index 기준

중국 상해종합지수 중국 상해종합지수도 한국과 마찬가지로 12개월 선행 P/E 하위 20% 이하 구간에서 투자 기간 3년~5년 이상으로 가져갔을 때 수익률과 승률이 모두 평균을 상회했다. 반면 밸류에이션이 가장 비싼 구간: 상위 90% 이상에 해당하는 18배~35배 수준에선 수익률과 승률이 모두 (-)이거나 상당히 낮았다.

11월 초 기준 상해 A주 12개월 선행 P/E는 14배 정도를 기록하고 있는데, 과거 상위 20%에 살짝 못 미치는 수준이다. 아직 밸류에이션이 가장 비싼 구간에 진입하지는 않았다.

도표 48. 중국 상해 A주 지수 12개월 선행(fwd) P/E, 상해종합지수



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 49. 중국 상해 A주 지수(12m fwd P/E), 이후 수익률

Percentile (%)		P/E (X)		수익률	승률	수익률	승률	수익률	승률	수익률	승률	수익률	승률
부터	까지	부터	까지	6M		1Y		3Y		5Y		10Y	
0	10	7.2	9.0	15%	71%	33%	82%	52%	100%	40%	100%	46%	100%
10	20	9.0	10.1	3%	51%	3%	54%	35%	93%	28%	100%	41%	100%
20	30	10.1	10.7	1%	43%	4%	52%	11%	84%	16%	100%	38%	100%
30	40	10.7	11.5	4%	53%	9%	66%	11%	74%	21%	81%	91%	100%
40	50	11.5	12.2	4%	55%	11%	40%	21%	52%	42%	75%	107%	93%
50	60	12.2	12.8	5%	64%	16%	50%	13%	39%	38%	79%	85%	100%
60	70	12.8	13.3	11%	74%	24%	60%	13%	32%	26%	78%	77%	95%
70	80	13.3	14.4	5%	41%	20%	52%	61%	49%	48%	69%	69%	92%
80	90	14.4	18.6	-1%	32%	9%	33%	51%	45%	26%	56%	24%	64%
90	100	18.6	34.5	-3%	38%	-20%	13%	-14%	23%	-29%	13%	-10%	30%
평균				4%		11%		26%		24%		44%	

자료: Bloomberg, 유진투자증권. 2004년 이후. 수익률은 상해종합지수(Price index) 기준

4. 언제 채권을 살까? 주식이나 채권이나: 일드 갭(yield gap)

주가 하락을 헤지
(hedge)할 수 있는
자산. 채권

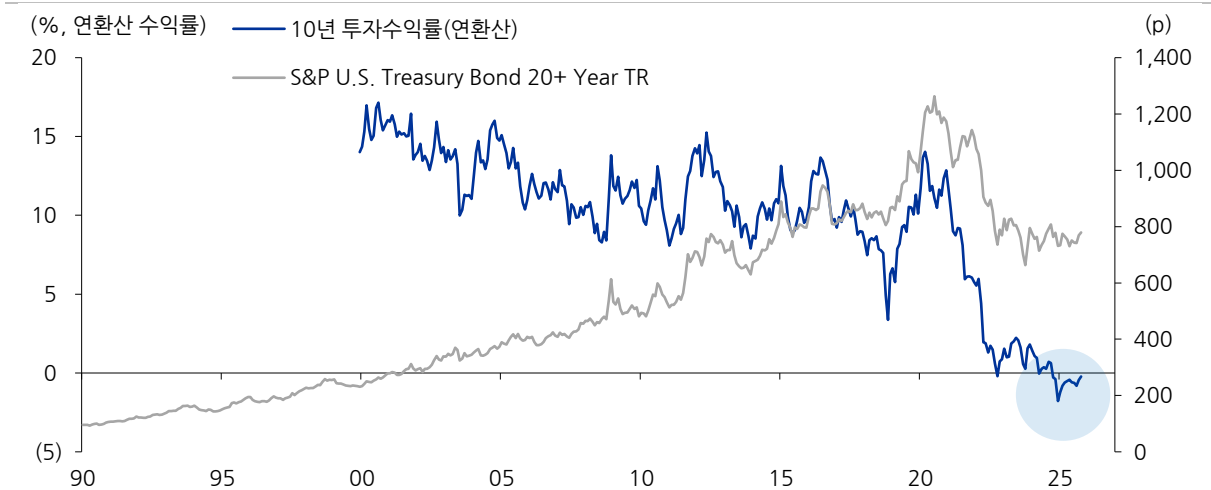
2025 년 10 월 현재 미국 증시는 사상 최고치 경신 흐름을 이어가고 있다. 하지만 앞서 적은 것처럼 최근 10 년간 S&P500 수익률은 1935 년 이후 상위 10% 이내에 해당하는 가장 높은 수준에 진입하고 있고, (과거 이후 10 년 수익률은 평균보다 낮았다.) 12 개월 선행 P/E 로 본 밸류에이션도 1990 년 이후 가장 비싼 상위 10% 이내에 해당하는 수준이다.

주식을 팔지 않더라도, 뭔가 주가 하락을 헤지(hedge)할 수 있는 투자 대상이 있으면 좋다. 금(gold)이나 은(silver)이 헤지 수단이 될 수도 있지만, 금, 은 역시 올해 많이 올랐다.

채권이 헤지 수단이 될 수 있다. 대부분의 자산 가격이 사상 최고 수준이거나 최고치에 근접한 가운데 가장 가격이 오르지 않은 자산이기도 하다.

또한 미국 증시 밸류에이션이 가장 높은 수준에 근접하면서 주식 대비 채권 금리 매력이 부각될 수 있다.

도표 50. 미국 장기 국채 10년 투자 수익률 (-) 진입



자료: Bloomberg, 유진투자증권

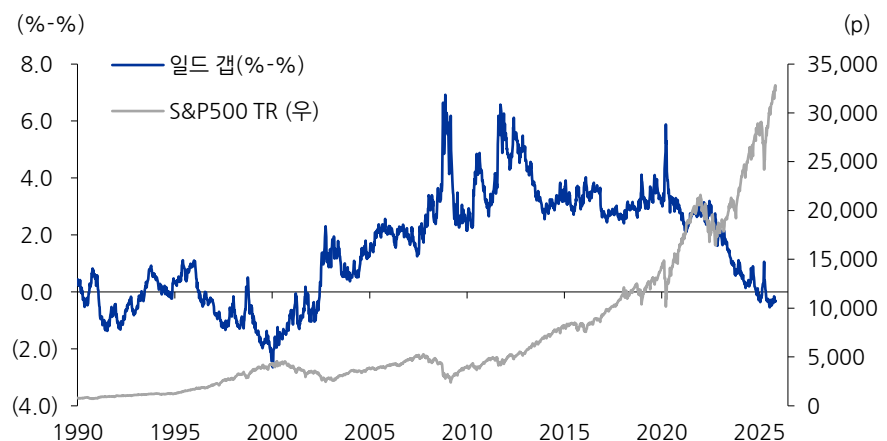
일드 갭(yield gap): 주식의 기대 수익률은 밸류에이션의 역수로 계산한다. 1 년에 10 만금 돈을 버는 회사를 100 에 산다면, 이익의 10 배, P/E 10 배 가격에 기업(주식)을 산 게 된다. 100 을 주고 산 회사가 1 년에 10 돈을 벌었다면 수익률은 10%, P/E 10 배의 역수다. (1/10)

주식 기대수익률과
채권 금리 차이

10 월말 S&P500 지수 12 개월 선행 P/E 23.3 배를 뒤집으면, 기대 수익률은 4.3%(4.29%)다. 이걸 채권 금리와 비교한 것이 기대 수익률 차이, 일드 갭(yield gap)이다. 주식 기대 수익률이 금리보다 높으면 채권보다 주식이 좋고, 반대라면 채권이 좋다.

미국 초장기 국채, 30 년물 금리는 10 월말 4.67%다.(11 월 14 일 4.76%) 일드 갭: 주식 기대수익률 - 채권 금리는 -0.38%p 로, 주식보다 채권 금리가 더 높다.

도표51. 주식 - 채권 일드 갭, S&P500 지수 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권. 일드 갭: 주식 기대수익률 - 미국 30 년 국채금리, 주식 기대수익률은 S&P500 12 개월 선행 P/E 역수

일드 갭 -0.4%p 1990 년 이후 주식-채권 일드 갭 수치를 보면, 일드 갭이 조금만 더 (-) 쪽으로
이하: 장기 국채 하락하면, 하위 20% 이하 수준에 해당하는 낮은 수준이 되고, (주식 기대 수익
유리 대비 채권 금리 매력 ↑) 해당 수준에서 이후 6 개월, 1 년, 3 년, 5 년, 10 년 모든
 구간에서 미국 장기국채(US T-Bond 20+year) 수익률은 평균보다 높고, 승률(손
 해를 보지 않을 확률)도 90%에 근접하거나 상회하는 정도로 높았다.

따라서 주가(S&P500)가 더 오르거나(6,800p 이상), 혹은 금리(미국 30 년 국채)
 가 좀 더 오를 경우(4.8% 이상) 채권을 담기 좋은 가격 수준이 될 수 있다.

도표 52. 주식-채권 일드 갭, 이후 미국 장기국채 수익률 (1990 년~현재)

Percentile (%)		일드갭(%-%)		수익률	승률	수익률	승률	수익률	승률	수익률	승률	수익률	승률
부터	까지	부터	까지	6M		1Y		3Y		5Y		10Y	
0	10	(2.65)	(1.01)	7%	86%	12%	95%	31%	100%	54%	100%	117%	100%
10	20	(1.00)	(0.38)	6%	90%	12%	89%	29%	100%	52%	100%	125%	100%
20	30	(0.38)	0.17	4%	69%	11%	89%	33%	100%	56%	100%	133%	100%
30	40	0.17	0.71	4%	69%	7%	71%	33%	100%	56%	100%	126%	100%
40	50	0.71	1.68	2%	61%	4%	72%	23%	100%	42%	100%	113%	100%
50	60	1.68	2.38	1%	57%	3%	67%	21%	90%	49%	100%	108%	100%
60	70	2.38	2.84	0%	54%	0%	49%	15%	66%	28%	74%	87%	98%
70	80	2.85	3.20	4%	65%	10%	77%	12%	77%	20%	62%	35%	73%
80	90	3.20	3.72	5%	66%	9%	68%	7%	72%	18%	70%	44%	72%
90	100	3.72	6.53	-1%	43%	0%	51%	14%	89%	20%	90%	50%	97%
평균				3%		7%		21%		39%		99%	

자료: Bloomberg, 유진투자증권. 일드 갭=주식 기대수익률-채권 금리. 주식 기대수익률은 S&P500 12 개월 선행 P/E 역수, 채권 금리는 미국 30 년 국채금리.
 장기 국채 수익률은 S&P US TREASURY BOND 20+ TR 기준. 승률은 전체 경우 중 주가가 오른(+) 경우

일드 갭 -0.4%p

이하: 주식
(S&P500) 성과는
상대적으로 부진

참고로 주식-채권 일드 갭이 하위 20% 이하 수준으로 낮아졌을 때 이후 S&P500 성과를 보면, 손실은 아니었지만 일드 갭이 높은(금리 대비 주식 매력 이 높은) 다른 구간들 보다 상대적으로 성과가 부진했다. 일부 구간에서는 채권 보다는 성과가 낮았다.

주식을 모두 팔고 채권을 사야할 건 아니지만, 포인트(point)는 금리가 지금 수준에서 더 높아질수록 채권의 상대 매력은 더 커지고, 주식 매력은 낮아진다는 점이다.

도표 53. 주식-채권 일드 갭, 이후 S&P500 수익률 (1990 년~현재)

Percentile (%)		일드갭(%-%)		수익률	승률	수익률	승률	수익률	승률	수익률	승률	수익률	승률
부터	까지	부터	까지	6M		1Y		3Y		5Y		10Y	
0	10	(2.65)	(1.01)	1%	64%	4%	64%	2%	43%	17%	36%	63%	53%
10	20	(1.00)	(0.38)	4%	69%	10%	73%	34%	83%	62%	86%	123%	94%
20	30	(0.38)	0.17	7%	78%	17%	91%	71%	99%	121%	100%	177%	99%
30	40	0.17	0.71	10%	83%	17%	97%	69%	100%	117%	81%	202%	100%
40	50	0.71	1.68	8%	85%	17%	93%	47%	89%	62%	82%	122%	100%
50	60	1.68	2.38	6%	81%	10%	81%	4%	44%	20%	81%	115%	100%
60	70	2.38	2.84	2%	69%	5%	69%	38%	96%	79%	100%	213%	100%
70	80	2.85	3.20	3%	66%	8%	80%	43%	97%	77%	100%	232%	100%
80	90	3.20	3.72	5%	73%	12%	85%	43%	99%	92%	100%	238%	100%
90	100	3.72	6.53	12%	94%	22%	97%	58%	100%	105%	100%	273%	100%
		평균		6%		12%		40%		75%		165%	

자료: Bloomberg, 유진투자증권. 일드 갭=주식 기대수익률-채권 금리. 주식 기대수익률은 S&P500 12개월 선행 P/E 역수, 채권 금리는 미국 10년 국채금리. S&P500 수익률은 배당 포함한 Total return 기준. 승률은 전체 경우 중 주가가 오른(+) 경우

주식 배당수익률과 채권 금리 비교

주식 배당수익률과 금리를 비교해 주식 vs. 채권 매력을 비교해 볼 수도 있다. 미국, 한국, 중국의 주식 배당수익률과 채권 금리를 비교하면, 중국에서 주식의 상대 매력이 미국이나 한국보다 높다.

미국은 주식 배당수익률이 채권 금리를 큰 폭으로 하회하고 있다. 10 월말 기준 S&P500 지수 배당수익률은 1%대 초반이고(1.2%, 10/31 일 기준), 4.1% 수준인 미국 10 년 국채 금리와 비교하면 배당수익률이 상당히 낮다. 배당수익률 - 금리 차이는 과거 2007 년 이후 가장 낮은 수준이다. (금리 > 주식 배당수익률)

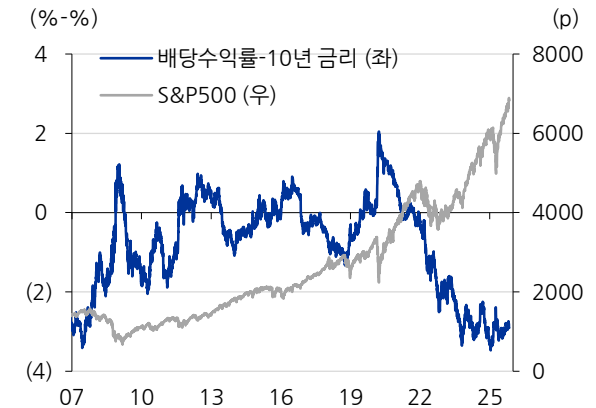
한국 KOSPI는 4 월~5 월 지수 하락 시기에 KOSPI 배당수익률이 채권 금리(국고 채 3 년)를 상회했었다. (그림 56, 57) 하지만 이후 큰 폭 주가 상승으로 10 월 말 기준 KOSPI 배당수익률: 1.5%(10/31 일 기준, KOSPI 4,108p)은 채권 금리 (2.7%) 를 하회하고 있다.

도표 54. 미국 10 년 국채 금리, S&P500 배당수익률 추이



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 55. 금리 대비 배당수익률, 2007 년 이후 가장 낮은 수준



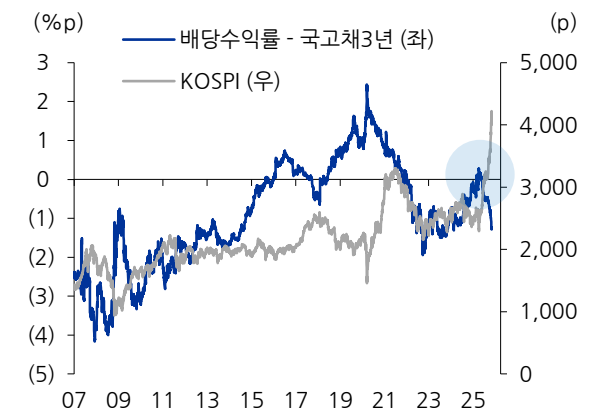
자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 56. 한국 국고채 3 년 금리, KOSPI 배당수익률



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 57. 4~5 월, 주식 배당수익률 채권 금리 상회



자료: Bloomberg, 유진투자증권

중국,
주식 배당수익률
채권 금리 상회

중국은 주식 배당수익률이 채권 금리보다 높다.

상해종합지수 배당수익률: 2.6%(10/31 일 기준, 상해종합지수 3,955p)은 중국 10년 국채금리: 1.8%를 여전히 0.8%p 가량 상회하고 있다.

참고로 과거 상해종합지수 배당수익률이 10년 국채 금리를 상회했을 때, 6개월 뒤 중국 증시(상해종합지수)는 10번 중 7번(71%), 하락보다 상승이 더 많았다.

도표 58. 중국 증시 배당수익률과 10년 국채금리



자료: Bloomberg, 유진투자증권

도표 59. 배당수익률이 10년 국채금리 상회: 이후 중국증시 수익률

	3개월 뒤	6개월 뒤	1년 뒤
상승확률	65%	71%	68%
수익률(중간)	3.1%	5.5%	8.0%
수익률(평균)	5.4%	11.9%	14.0%

자료: Bloomberg, 유진투자증권

5. 어떤 ETF(상품)를 고를까

수익률이 같다면 투자기간이 길어지면 '비용'은 의미가 있다. 같은 수익률의 ETF 라면 비용이 '싼' 비용이 '싼' ETF가 좋다.

적립식으로 매 6개월마다 500만원씩, 연 7% 수익률로 10년간 총 1억원을 투자했다고 가정하면, ETF 비용(수수료)이 A) 연 0.3%인 경우와 B) 0.8%인 경우는 10년 뒤 투자금이 A: 1억 4,381만원, B: 1억 3,971만원으로 410만원 가량 차이가 난다.

10년의 투자 기간 동안 총 비용은 A: 203만원, B: 532만원으로 B가 A보다 2배 이상 많다. 총 투자원금 1억원과 비교하면 각각 투자금 대비 2.0%, 5.3%에 해당하는 금액이다.

혹시 투자기간이 20년으로 길어진다면, A: 비용이 연 0.3%인 경우와 B: 0.8%인 경우 20년 뒤 투자금은 (수익률이 연 7%로 같다고 했을 때) A가 4억 2,152만원, B가 3억 9,630만원으로 차이가 2,521만원으로 벌어진다!

개인 성향에 따라 연 0.3%~0.4%의 비용 차이는 중요하게 생각하는 투자자가 있을 수 있고, 그렇지 않은 투자자가 있을 수 있다. 실제로 10년, 혹은 그 이상 장기간 투자를 한다고 하면 너무 높지 않은 비용은 분명 상품을 고를 때 따져 볼 요인이 된다. 그리고 위에도 적었지만 당연히 수익률이 같은 ETF 라면 비용이 싼 상품이 좋다.

도표 60. 매 6개월마다 500만원씩 연 7% 수익률로 10년간 1억원 투자: 비용이 연 0.3%인 경우와 0.5%인 경우

투자원금(원)	100,000,000	투자원금(원)	100,000,000
연 수익률	7.0%	연 수익률	7.0%
비용	0.3%	비용	0.8%
10년 뒤 투자금(원)	143,818,788	10년 뒤 투자금(원)	139,715,932
10년 간 총 비용(원)	2,033,894	10년 간 총 비용(원)	5,328,061
투자금 대비	2.0%	투자금 대비	5.3%

자료: 유진투자증권

ETF 비용 ETF 비용은 운용 보수에 신탁, 사무관리, ETF 지정참가회사 보수 등을 더한 총보수(1), 그리고 총 보수에 ETF 지수 사용료, 해외보관비 등 기타 비용을 더한 TER(Total Expense Ratio)(2), 여기에 마지막으로 ETF 에 편입된 주식 등 자산을 사고 팔 때 발생하는 거래비용까지 더한 실부담비용(3)으로 정리할 수 있다. 최종 비용은 실부담비용(3)을 참고하면 된다. (<https://www.etfcheck.co.kr>).

아래는 국내 상장된 중국 주식 투자 ETF, 미국 채권 투자 ETF의 11월 기준 비용을 정리한 것이다. 추후 바뀔 수 있다.

도표 61. 중국주식 ETF, 수수료(비용)

코드	이름	ETF 기초지수명	상장일	시가총액 (억원)	총보수	TER	실비용
A192090	TIGER 차이나 CSI300	CSI 300 Index	20140217	2,023	0.63%	0.91%	0.99%
A283580	KODEX 차이나 CSI300	CSI 300 Index	20171213	2,088	0.12%	0.21%	0.27%
A168580	ACE 중국본토 CSI300	CSI 300 Index	20121129	1,273	0.70%	0.87%	0.91%
A463300	RISE 중국본토 CSI300	CSI 300 Index	20230808	380	0.05%	0.27%	0.36%
A245360	TIGER 차이나 HSCEI	Hang Seng China H	20160616	509	0.35%	0.61%	0.69%
A099140	KODEX 차이나 H	Hang Seng China H	20071010	483	0.12%	0.26%	0.43%
A250730	RISE 차이나 HSCEI(H)	Hang Seng China H	20160810	213	0.02%	0.22%	0.39%
A472350	1Q 차이나 H(H)	Hang Seng China H	20231212	135	0.11%	0.34%	0.48%
A371160	TIGER 차이나항셍테크	Hang Seng TECH Index	20201216	11,875	0.09%	0.17%	0.33%
A372330	KODEX 차이나항셍테크	Hang Seng TECH Index	20201216	1,876	0.12%	0.23%	0.47%
A371150	RISE 차이나항셍테크	Hang Seng TECH Index	20201216	211	0.14%	0.56%	0.86%
A371870	ACE 차이나항셍테크	Hang Seng TECH Index	20201216	164	0.25%	0.66%	0.83%
A371460	TIGER 차이나전기차 SOLACTIVE	Solactive China Electric Vehicle and Battery Index	20201208	18,496	0.49%	0.55%	0.62%
A0053L0	TIGER 차이나휴머노이드로봇	Mirae Asset China Humanoid Robot 지수	20250527	4,673	0.49%	0.55%	0.92%
A0047A0	TIGER 차이나테크 TOP10	Mirae Asset China Tech Top 10 지수	20250513	3,469	0.49%	0.54%	0.75%
A0048K0	KODEX 차이나휴머노이드로봇	Solactive China Humanoid Robotics Index (CNH)	20250513	2,479	0.45%	0.51%	0.69%
A414780	TIGER 차이나과장판 STAR50(합성)	STAR 50 Index	20220113	2,041	0.09%	0.15%	0.15%
A0043Y0	TIMEFOLIO 차이나시테크액티브	Solactive China Artificial Intelligence 지수	20250513	1,846	0.80%	0.87%	1.07%
A396520	TIGER 차이나반도체 FACTSET	FactSet China Semiconductor 지수	20210810	1,273	0.49%	0.61%	1.04%

자료: 퀀티와이즈, ETF CHECK, 2025년 11월 7일 기준

도표 62. 미국채권 ETF, 수수료(비용)

코드	이름	ETF 기초지수명	상장일	시가총액 (억원)	총보수	TER	실비용
A453850	ACE 미국 30 년국채액티브(H)	Bloomberg U.S Treasury 20+ Year Total Return Index	20230314	23,010	0.05%	0.12%	0.13%
A458250	TIGER 미국 30 년국채스트립액티브(합성 H)	ICE BofA Long US Treasury Principal STRIPS Index	20230531	8,594	0.15%	0.21%	0.23%
A484790	KODEX 미국 30 년국채액티브(H)	KEDI-KAP 미국 국채 20+ 지수 (TR)	20240618	7,037	0.02%	0.06%	0.14%
A472870	RISE 미국 30 년국채엔화노출(합성 H)	KIS 미국채 30 년 엔화노출 지수 (USD/JPY 헤지)(총수익지수)	20231227	3,927	0.15%	0.18%	0.19%
A476760	ACE 미국 30 년국채액티브	Bloomberg U.S Treasury 20+ Year Total Return Index	20240312	3,385	0.05%	0.11%	0.12%
A304660	KODEX 미국 30 년국채울트라선물(H)	S&P Ultra T-Bond Futures Index(ER)	20180912	2,620	0.30%	0.35%	0.42%
A305080	TIGER 미국채 10 년선물	S&P 10-Year U.S. Treasury Note Futures(ER)	20180830	2,200	0.29%	0.35%	0.38%
A0091C0	KODEX 미국 10 년국채액티브(H)	KAP 미국 국채 10 년 지수 (총수익)	20250819	1,519	0.15%	0.16%	0.20%
A476750	ACE 미국 30 년국채엔화노출액티브(H)	Bloomberg U.S. Treasury 20+ Year Total Return Index T1530 JPY Currency Hedged	20240312	1,029	0.15%	0.22%	0.23%
A308620	KODEX 미국 10 년국채선물	S&P 10-Year U.S. Treasury Note Futures KRW(ER)	20181019	983	0.09%	0.15%	0.21%
A464470	PLUS 미국채 30 년액티브	ICE U.S. Treasury 20+ Year Bond Index(Total Return)	20230822	557	0.15%	0.24%	0.26%
A461600	SOL 미국 30 년국채액티브(H)	KAP 미국채 20Y+ 지수 (시장가격)	20230711	547	0.05%	0.09%	0.10%
A481340	RISE 미국 30 년국채액티브	Bloomberg U.S Treasury 20+ Year Total Return Index	20240528	305	0.05%	0.17%	0.19%
A267440	RISE 미국장기국채선물(H)	S&P U.S. Treasury Bond Futures Excess Return Index	20170420	79	0.40%	0.63%	0.69%
A476550	TIGER 미국 30 년국채커버드콜액티브(H)	KEDI 미국채 30 년 위클리 커버드콜 30 지수(Total Return)	20240227	13,606	0.39%	0.47%	0.80%
A481060	KODEX 미국 30 년국채타겟커버드콜(합성 H)	Bloomberg U.S.Treasury 20+ Year(TLT)+ 12% Premium Covered Call index(TR)	20240430	8,544	0.25%	0.32%	0.32%
A473330	SOL 미국 30 년국채커버드콜 합성	KEDI 미국 국채 20 년+ 커버드콜 지수(NTR)	20231227	3,764	0.25%	0.35%	0.37%
A472830	RISE 미국 30 년국채커버드콜(합성)	Bloomberg U.S. Treasury 20+ Year (TLT) 2% OTM Covered Call Index(TR)	20231214	577	0.25%	0.42%	0.46%

자료: 퀀티와이즈, ETF CHECK. 2025 년 11 월 7 일 기준

과거 성과가 좋은 ETF 결국 중요한 건 성과(수익률)다. 같은 자산이나 기초 지수를 추적하는 ETF 라면 수익률이 더 좋은 상품이 좋다. 과거 성과가 미래 수익률을 담보하는 게 아니지만, 누구라도 미래를 쉽게 알기 어렵다는 가정 하에서는 과거 성과가 더 좋았던 ETF 를 선택하는 것도 방법이다.

같은 자산을 추적하는 ETF 들의 최근 1 년, 3 개월, 6 개월 수익률을 비교해 볼 수 있다. 지속적으로 수익률 순위(랭크)가 높거나, 단기적으로 최근 3 개월, 6 개월 수익률 순위가 오르고 있는 ETF 를 선택할 수 있다.

도표 63. 중국주식 ETF, 최근 3 개월, 6 개월, 1 년 수익률

코드	이름	시가총액 (억원)	수익률 (배당 포함, 3M)	수익률 (배당 포함, 6M)	수익률 (배당 포함, 1Y)
A192090	TIGER 차이나 CSI300	2,079	19.4%	26.4%	25.8%
A283580	KODEX 차이나 CSI300	2,199	18.0%	25.3%	25.1%
A168580	ACE 중국본토 CSI300	1,279	19.2%	25.5%	24.8%
A463300	RISE 중국본토 CSI300	392	17.9%	27.1%	24.7%
A245360	TIGER 차이나 HSCEI	518	10.7%	15.3%	43.6%
A099140	KODEX 차이나 H	506	9.9%	15.3%	43.6%
A250730	RISE 차이나 HSCEI(H)	214	2.2%	10.0%	35.0%
A472350	1Q 차이나 H(H)	138	4.1%	12.5%	36.7%
A371160	TIGER 차이나항셍테크	11,639	11.3%	12.9%	41.4%
A372330	KODEX 차이나항셍테크	1,876	11.3%	13.0%	41.5%
A371150	RISE 차이나항셍테크	214	11.3%	12.9%	40.4%
A371870	ACE 차이나항셍테크	165	10.9%	12.2%	40.9%
A371460	TIGER 차이나전기차 SOLACTIVE	18,015	38.7%	33.3%	39.6%
A0053L0	TIGER 차이나휴머노이드로봇	4,040	16.5%		
A0047A0	TIGER 차이나테크 TOP10	3,544	22.5%	27.7%	
A0048K0	KODEX 차이나휴머노이드로봇	2,334	5.5%	3.5%	
A414780	TIGER 차이나과창판 STAR50(합성)	2,017	35.0%	43.6%	43.8%
A0043Y0	TIMEFOLIO 차이나 AI테크액티브	1,783	17.9%	28.9%	
A396520	TIGER 차이나반도체 FACTSET	1,249	33.1%	39.0%	29.4%

자료: 퀀티와이즈, 유진투자증권. 2025 년 11 월 14 일 기준. ETF 수익률은 같은 자산(기초지수)을 추적하는 상품들을 비교

도표 64. 미국 채권 ETF, 최근 3개월, 6개월, 1년 수익률

코드	이름	시가총액 (억원)	수익률 (배당 포함, 3M)	수익률 (배당 포함, 6M)	수익률 (배당 포함, 1Y)
A453850	ACE 미국 30 년국채액티브(H)	22,531	2.3%	4.3%	1.1%
A458250	TIGER 미국 30 년국채스트립액티브(합성 H)	8,340	3.4%	5.2%	-4.5%
A484790	KODEX 미국 30 년국채액티브(H)	7,057	2.4%	4.7%	1.5%
A472870	RISE 미국 30 년국채엔화노출(합성 H)	3,791	1.3%	0.4%	1.8%
A476760	ACE 미국 30 년국채액티브	3,442	8.5%	8.2%	5.8%
A304660	KODEX 미국 30 년국채울트라선물(H)	2,581	2.0%	4.2%	0.6%
A305080	TIGER 미국채 10 년선물	2,295	6.5%	6.3%	9.3%
A0091C0	KODEX 미국 10 년국채액티브(H)	1,516			
A476750	ACE 미국 30 년국채엔화노출액티브(H)	983	1.2%	0.5%	1.8%
A308620	KODEX 미국 10 년국채선물	1,030	6.3%	6.0%	8.6%
A464470	PLUS 미국채 30 년액티브	564	8.1%	8.3%	6.8%
A461600	SOL 미국 30 년국채액티브(H)	542	2.2%	4.4%	0.8%
A481340	RISE 미국 30 년국채액티브	308	7.9%	8.3%	4.9%
A267440	RISE 미국장기국채선물(H)	78	1.6%	4.5%	3.3%
A476550	TIGER 미국 30 년국채커버드콜액티브(H)	13,186	1.9%	4.3%	0.9%
A481060	KODEX 미국 30 년국채타겟커버드콜(합성 H)	8,917	1.4%	4.0%	0.2%
A473330	SOL 미국 30 년국채커버드콜(합성)	3,842	10.4%	12.5%	12.6%
A472830	RISE 미국 30 년국채커버드콜(합성)	615	10.4%	11.7%	12.7%

자료: 퀀티와이즈, 유진투자증권. 2025년 11월 14일 기준. 아래쪽 4개 ETF는 커버드콜 ETF

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에

도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다