

건초더미 속의 영웅들: 액티브 포트폴리오 성과에 대한 지수 비교 분석

Contributors

Joseph Nelesen, Ph.D.
Head of Specialists
Index Investment Strategy
joseph.nelesen@spglobal.com

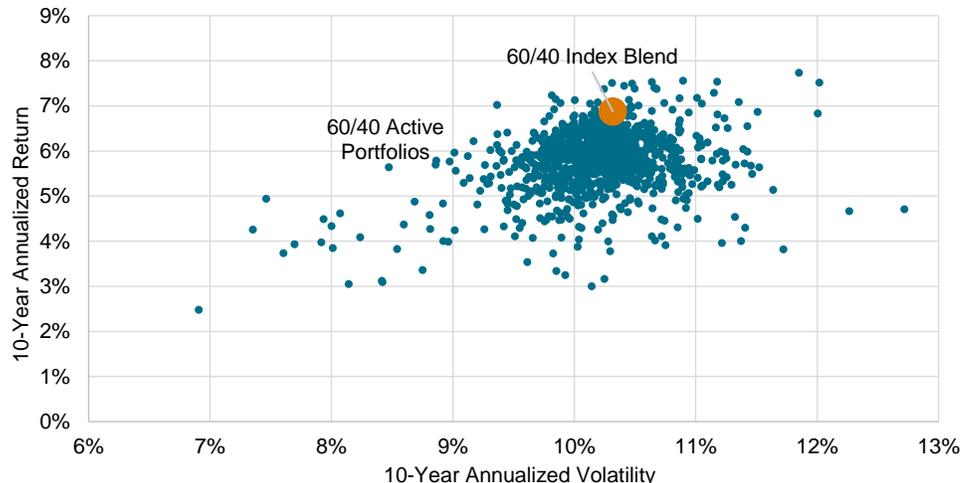
Tim Edwards, Ph.D.
Managing Director
Global Head of
Index Investment Strategy
tim.edwards@spglobal.com

“전체는 부분의 합보다 크다.”

아리스토텔레스

2002 년 이래 S&P 다우존스 지수(S&P DJI)는 SPIVA® 스코어카드를 통해 개별 액티브 펀드의 성과를 평가해 왔습니다. 본 특별 보고서에서는 액티브 펀드로 구성된 이론적 멀티자산 포트폴리오와 가중지수 혼합 포트폴리오를 비교 분석한 결과를 제시합니다. 분석 결과, **60/40 구조의 액티브 펀드 포트폴리오 중 96.9%가 10 년 분석 기간 동안 동일한 비중의 지수 혼합 포트폴리오를 언더퍼폼한 것으로 나타났습니다.** 또한 많은 경우에서 액티브 펀드 포트폴리오는 성과가 낮았을 뿐 아니라 변동성은 더 높게 나타났습니다(도표 1 참조).

도표 1: 60/40 지수 혼합 및 액티브 펀드 포트폴리오 성과 비교 예시



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Data as of Dec. 31, 2024. Data represent 1,000 randomly selected 60/40 portfolios of active funds and the 60/40 blend of indices (see later sections for details). Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

목차

1. 서론: 전체와 그 구성요소	3
2. 자산배분 논의	3
3. 방법론	7
4. 액티브 펀드 포트폴리오와 지수 혼합 포트폴리오의 비교 검증	12
5. '최고의' 펀드 선택: 실현 가능한가, 아니면 허상인가?.....	14
6. 영웅 펀드: 신화인가 현실인가?.....	17
7. 결론	20

1. 서론: 전체와 그 구성요소

20년이 넘는 기간 동안 S&P DJI의 정기적인 **SPIVA 스코어카드**는 카테고리 벤치마크를 상회하려는 액티브 매니저의 성과 성공률(또는 실패율)을 보고해 왔습니다. 반면, 여러 펀드를 선정하고 자산을 배분해 포트폴리오를 구성하는 매니저나 자문사가 직면하는 과제에 대해서는 상대적으로 관심이 적었습니다.¹

SPIVA 결과를 이러한 실제 운용환경으로 확장해 해석할 때 자연스러운 질문들이 제기됩니다. 개별 펀드 카테고리마다 액티브 성과 부진의 비율이 서로 다르다면, 액티브 펀드로 구성된 가상의 포트폴리오의 성공 또는 실패를 측정하는 적절한 방법은 무엇일까요? 자산군 전반에 걸쳐 액티브 펀드를 결합하면 분산효과가 발생해 언더퍼폼 펀드의 영향을 줄일 수 있을까요? 나아가 사전에 아웃퍼폼할 펀드 집합을 식별할 수 있다면, 어떤 펀드 카테고리에서 그 능력이 가장 크게 보상받게 될까요? 궁극적으로 본 보고서는 하나의 단순한 질문에서 출발해 이러한 물음들에 대한 답을 모색합니다. **액티브 펀드 포트폴리오는 유사한 비중으로 구성된 지수 혼합 포트폴리오와 비교해 어떤 성과를 보일까요?**

개별 액티브 펀드는 단독으로 선택되는 경우가 드물며, 대부분 서로 다른 스타일과 자산군을 대표하는 보다 광범위한 펀드 포트폴리오의 구성요소로 편입됩니다. 이들 가운데 일부는 액티브 펀드일 수 있고, 다른 일부는 패시브 펀드일 수도 있습니다. 당사의 SPIVA 스코어카드와 **지속성 스코어카드**는 국채나 미국 대형주 주식과 같은 특정 펀드 카테고리 내에서 일관되게 아웃퍼폼할 가능성에 대해 종합적인 시사점을 제공해 왔지만, 이러한 펀드들을 조합했을 때의 잠재력에 대해서는 충분히 다루지 못했습니다. **본 특별 보고서는 여러 매니저를 하나의 일관되고 성과 지향적인 자산배분으로 결합해야 하는 펀드 선정자 또는 포트폴리오 구성자의 관점으로 분석 범위를 확장합니다.**

먼저, 초기 비교를 위한 기준점으로서 단순하지만 오랜 기간 유지되어 온 60/40 자산배분에 대해 논의합니다.²

2. 자산배분 논의

개별 액티브 펀드는 단독으로 선택되는 경우가 드물며, 대부분 서로 다른 스타일과 자산군을 대표하는 보다 광범위한 펀드 포트폴리오의 구성요소로 편입됩니다. 이들 가운데 일부는 액티브 펀드일 수 있고, 다른 일부는 패시브 펀드일 수도 있습니다. 당사의 SPIVA 스코어카드와 지속성 스코어카드는 국채나 미국 대형주 주식과 같은 특정 펀드 카테고리 내에서 일관되게 아웃퍼폼할 가능성에 대해 종합적인 시사점을 제공해 왔지만, 이러한 펀드들을 조합했을 때의 잠재력에 대해서는 충분히 다루지 못했습니다. **본 특별 보고서는 여러 매니저를 하나의**

¹ The award-winning research of Richard Ferri and Alex Benke in "A Case for Index Fund Portfolios" (2013) is an exception to the rule, and a partial inspiration for this special report.

² While we acknowledge ongoing debates about the efficacy and application of the 60/40 allocation in modern markets, this paper is not intended to take a side in that discussion but rather to use the 60/40 and its related variants as a framework for comparing active funds to indices.

일관되고 성과 지향적인 자산배분으로 결합해야 하는 펀드 선정자 또는 포트폴리오 구성자의 관점으로 분석 범위를 확장합니다.

펀드 포트폴리오를 유사한 지수 혼합 포트폴리오와 비교하기 위해서는, 먼저 어떤 펀드 카테고리를 포함할 것인지와 각 카테고리에 어떤 비중을 부여할 것인지를 결정해야 합니다. 먼저 분명히 말씀드리면, 이하에서 제시되는 어떠한 조합, 가중치 또는 접근 방식도 이상적인 투자 전략을 제안하기 위한 것은 아닙니다. S&P DJI는 등록된 투자자문기관이 아니며, 투자 또는 기타 자문을 제공하지 않습니다. 대신, 본 보고서에서 제시되는 펀드 조합은 광범위한 자산배분의 예시를 반영한 것입니다. 다시 말해, 특정 펀드 카테고리가 본 연구에 포함되었다고 해서 그 효율성을 보증하거나 특정 펀드를 추천하는 것을 의미하지 않으며, 포함되지 않은 카테고리에 대한 부정적 평가를 뜻하는 것도 아닙니다. 본 보고서에서는 주관적인 판단에 따라, 가장 규모가 크고 연구가 충분히 이루어졌으며 시장에서 빈번하게 활용되는 주식 및 채권 부문을 대표하는 9개의 카테고리를 선정합니다.

가장 단순한 출발점으로는 오랜 기간 활용되고 연구되어 온 60/40 포트폴리오를 들 수 있습니다. 그 기원은 70년 이상 거슬러 올라가며, 주식과 채권을 60/40 비율로 나눈 포트폴리오는 학계와 실제 투자현장에서 수많은 실증 분석의 기초로 활용되어 왔습니다.³

초기에는 미국 투자자를 기준으로 국내 우량주와 미국 국채를 각각 나누어 보유하는 구조로 구상되었으나, 이후 연구는 분산효과를 강화하기 위해 규모별 및 지역별로 보다 세분화된 투자 노출이 필요하다는 점을 제시했습니다.

주식 부문에서는 1980년대에 이르러 이러한 카테고리 세분화가 본격화되었는데, 이는 롤프 반즈(Rolf Banz)가 대형주에 비해 소형주가 더 높은 위험조정수익률을 기록한다는 사실(이른바 '규모효과')을 확인하면서 시작되었습니다. 이후 유진 파마(Eugene Fama)와 케네스 프렌치(Kenneth French)는 반즈의 연구를 확장해, 1992년 *Journal of Finance*에 발표한 '주식시장 횡단면 분석(The Cross-Section of Stock Returns)' 논문에서 규모 요인을 포함한 3요인 모형을 제시했습니다.⁴ 이러한 연구와 그 밖의 후속 연구는 현대 포트폴리오에서 시가총액 기준으로 구분된 펀드 그룹을 의도적으로 편입하려는 투자자들의 움직임을 확대시켰으며, 이는 **대형주 핵심, 중형주 핵심, 소형주 핵심** 펀드로 구분된 SPIVA 카테고리에도 반영되어 있습니다.

위험과 수익의 최적화를 추구하는 과정에서 해외 자산의 편입 또한 여러 가지 변화와 진전을 계기로 확대되었습니다. 그 출발점은 포트폴리오에 미국 외 자산을 포함할 때 얻을 수 있는 분산효과에 대한 연구였습니다.⁵ 이후 세계은행 그룹(World Bank Group) 산하 기관인

³ See for example Markowitz, Harry M. "Portfolio Selection." *The Journal of Finance*. Vol. 7, no. 1, pp. 77-91. March 1952. While a full discussion of origins and development of modern portfolio theory (MPT) is beyond the scope of this paper, the origins of the 60/40 portfolio can be traced back to researchers including Harry Markowitz and William Sharpe, whose mathematical framework for constructing an efficient portfolio that maximizes expected returns for a given level of risk suggested that the optimal portfolio for investors was the total market universe. Given that the equity market was approximately 50% larger than the bond issuance, the total market was comprised of 60% equity and 40% bonds.

⁴ See Banz, Rolf W. "The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks." *Journal of Financial Economics*. Vol. 9, no. 1, pp. 3-18. Feb. 2, 1981. Also see Fama, Eugene F. and Kenneth R. French. "The Cross-Section of Expected Stock Returns." *Journal of Finance*. Vol. 47, no. 2, pp. 427-65. 1992.

⁵ See for example Levy, Haim and Marshall Sarnat. "International Diversification of Investment Portfolios." *The American Economic Review*. Vol. 60, no. 4, pp. 668-75. 1970; Grubel, Herbert G. "Internationally Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows." *The American Economic Review*. Vol. 58, no. 5, pp. 1299-314. 1968; and Bekaert, Geert et al. "The Behavior of Emerging Market Returns." *The New York University Salomon Center Series on Financial Markets and Institutions*, pp. 107-73. 1998.

국제금융공사(IFC)가 개발도상국 주식시장의 성과를 추적하기 시작하면서, 해외시장 중 신흥시장에 대한 투자이론은 곧 실무로 이어졌습니다. 이 과정에서 해당 지역에 대한 연구용 데이터가 제공되었고, '신흥시장'이라는 용어도 정립되었습니다. 포트폴리오 구성의 관점에서 이러한 자산군은 SPIVA의 해외주식 및 신흥시장 펀드 카테고리에서 반영되어 있습니다.

마코위츠(Markowitz)의 현대 포트폴리오 이론(MPT)을 토대로, 샤프(Sharpe)와 다른 연구자들은 1960 년대에 자본자산가격결정모형(CAPM)과 자본시장선(CML)을 제시하며 국채가 '무위험' 자산으로서 포트폴리오에서 분산 역할을 수행한다는 이론적 근거를 제시했습니다.⁶ 이에 따라 채권 부문에서 국채는 그 보편성과 오랜 역사에 힘입어 포트폴리오 내에서 확고한 위치를 차지해 왔으며, 전체 채권 발행규모에서도 상당한 비중을 차지하고 있습니다. 이후 투자등급 채권과 하이일드 채권의 발행이 확대되면서, 각 채권 유형이 지니는 상이한 위험·수익 특성 또한 인식되기 시작했습니다.⁷ 특히 1970~1980 년대에 하이일드 채권 발행이 크게 증가함에 따라, 하이일드 채권의 분산 효과를 분석하는 추가 연구가 이루어졌습니다.⁸ 나아가 1990 년대 초반 신흥시장 채권이 지수를 통한 추적과 뮤추얼 펀드 거래의 확대 등으로 접근성이 높아지면서, 관련 연구와 함께 포트폴리오에 편입되기 시작했습니다.⁹ 이러한 흐름을 반영해 본 분석에서는 SPIVA의 **일반 국채, 일반 투자등급채권, 하이일드채권, 신흥시장채권** 펀드 카테고리를 포함합니다.

각 카테고리의 비중을 배분하기 위해, 60/40 비율이 처음 도출되었던 것과 동일한 논리, 즉 기초시장의 상대적 규모에 기반합니다. 예를 들어 주식 부문에서는, 2014년 12월 31일(관측 대상인 10년 기간의 시작 시점)을 기준으로 각 펀드 카테고리의 비중을 포함한 모든 벤치마크의 합계 대비 해당 카테고리 벤치마크의 시가총액 비중에 대략적으로 맞추었습니다. 채권 부문에서도 마찬가지로, 4개 카테고리 각각에서 글로벌 채권의 발행잔액이 차지하는 상대적 비중을 기준으로 가중치를 산정했습니다.

이렇게 설정된 9개의 자산배분은 각 카테고리를 대표하는 벤치마크와 함께 도표 2에 제시되어 있습니다.

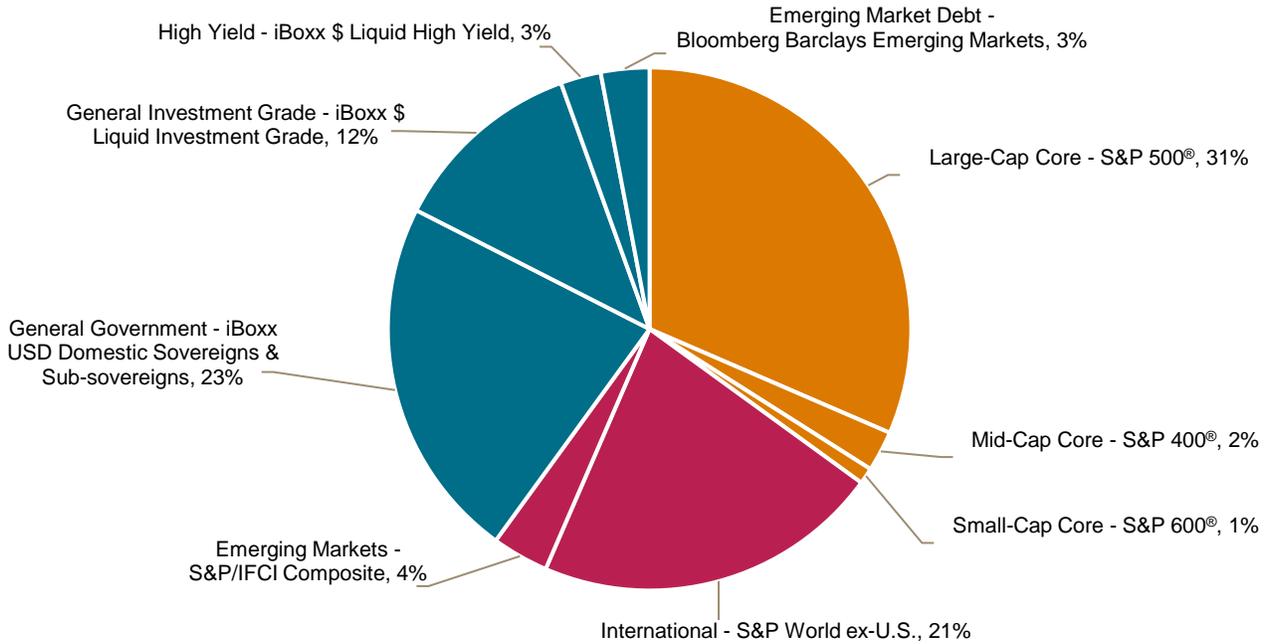
⁶ See Sharpe, William F. "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk." *The Journal of Finance*. Vol. 19, no. 3, pp.425-42. 1964.

⁷ For one of the earliest academic discussions of high yield versus investment grade bonds, see for example Hickman, W. Braddock. "Corporate Bond Quality and Investor Experience." National Bureau of Economic Research. Princeton University Press. 1958.

⁸ See for example Blume, Marshall E. and Donald B. Keim. "Lower-Grade Bonds: Their Risks and Returns." *Financial Analysts Journal*. Vol. 43, no. 4, pp. 26-66. 1987.

⁹ Early examples include Nemerever, William L. "Opportunities in Emerging Market Debt." *Investing Worldwide VII: Focus on Emerging Markets*. Association for Investment Management and Research, Charlottesville, VA. 1996; Dahiya, Sandeep. "The Risks and Returns of Brady Bonds in a Portfolio Context." *Financial Markets, Institutions & Instruments*. Vol. 6, no.5, pp. 45-60. December 1997; and Froland, Charles. "Opportunities for Institutional Investors in Emerging Market Debt." *Journal of Pension Plan Investing*. Vol. 2, no.3, pp. 84-99. Winter 1998.

도표 2: 혼합 포트폴리오에 포함된 액티브 펀드 및 지수 카테고리 - 60/40 예시



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Data as of Dec. 31, 2024. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

60/40 포트폴리오에 대한 초기 카테고리 및 비중을 설정한 후, 주식과 채권 부문 각각에서 비중을 비례적으로 조정해 총 9 개의 자산배분을 추가로 구성했습니다. 분석 대상은 도표 3 에 제시된 바와 같이, 주식 10%·채권 90%(10/90)에서 주식 90%·채권 10%(90/10)까지의 다양한 조합을 포함합니다.

도표 3: 자산배분별 펀드 및 지수 카테고리 비중

Fund Category	Comparison Index	Weight in Equity/Fixed Income Blend (%)								
		10/90	20/80	30/70	40/60	50/50	60/40	70/30	80/20	90/10
Large-Cap Core Funds	S&P 500	5.25	10.50	15.75	21.00	26.25	31.50	36.75	42.00	47.25
Mid-Cap Core Funds	S&P 400	0.42	0.83	1.25	1.67	2.08	2.50	2.92	3.33	3.75
Small-Cap Core Funds	S&P 600	0.17	0.33	0.50	0.67	0.83	1.00	1.17	1.33	1.50
International Funds	S&P World ex-U.S.	3.58	7.17	10.75	14.33	17.92	21.50	25.08	28.67	32.25
Emerging Markets Funds	S&P/IFCI Composite	0.58	1.17	1.75	2.33	2.92	3.50	4.08	4.67	5.25
General Government Funds	iBoxx USD Domestic Sovereigns & Sub-sov.	50.63	45.00	39.38	33.75	28.13	22.50	16.88	11.25	5.63
General Investment Grade Funds	iBoxx \$ Liquid Investment Grade	27.00	24.00	21.00	18.00	15.00	12.00	9.00	6.00	3.00
High Yield Funds	iBoxx \$ Liquid High Yield	5.63	5.00	4.38	3.75	3.13	2.50	1.88	1.25	0.63
Emerging Market Debt Funds	Bloomberg Barclays Emerging Markets	6.75	6.00	5.25	4.50	3.75	3.00	2.25	1.50	0.75

Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Data as of Dec. 31, 2024. Past performance is no guarantee of future results. Table is provided for illustrative purposes.

3. 방법론

초기 펀드 유니버스

포트폴리오 카테고리과 비중을 사전에 설정한 후, S&P 다우존스 지수의 SPIVA 미국 스코어카드에 사용되는 것과 동일한 자료 출처와 분석 엔진을 활용해 각 카테고리를 구성할 액티브 운용 펀드를 선정하고 선별했습니다. 이 과정에는 펀드 클래스 선택과 펀드 카테고리 분류가 포함됩니다. 특히, 2014년 12월 31일 기준으로 각 카테고리에서 운용되고 있던 펀드를 대상으로 선정함으로써, 2024년 12월 31일까지의 10년간 성과를 분석할 수 있도록 했습니다(이하 이를 표본 유니버스 또는 '전체 펀드'라 칭합니다). 동일 펀드에 여러 클래스가 존재하는 경우에는 가장 규모가 큰 클래스를 선택했습니다. 그 결과, 본 보고서에 포함된 펀드들은 [SPIVA 미국 2024년 연말 스코어카드](#)에서 혼합 포트폴리오를 구성하는 관련 9개 펀드 카테고리에 대한 10년 기준 언더퍼폼 통계에서 측정된 펀드들과 정확히 일치합니다.

혼합 포트폴리오: 구성 및 재조정

표본 유니버스를 바탕으로, 각 액티브 포트폴리오는 9개 카테고리 각각에서 액티브 운용 펀드 한 개를 무작위로 선택하고, 해당 카테고리의 목표 자산배분 비중에 맞춰 가중치를 부여하는 방식으로 구성되었습니다. 예를 들어, 2014년 12월 31일 기준 전체 펀드 유니버스에 포함된 대형주 핵심 펀드 중 하나를 무작위로 선택해, '섹션 2. 자산배분 논의'에서 제시된 바와 같이 60/40 혼합 포트폴리오에서는 31.5%의 목표 비중을 부여했습니다.¹⁰ 이러한 과정을 주식/채권 비중이 10/90에서 90/10까지인 9개 자산배분 각각에 대해 10만 회씩 반복했으며, 그 결과 총 90만 개의 액티브 포트폴리오(각각 9개 펀드로 구성됨)를 생성했습니다.

이후 선택된 펀드의 실제 운용이력과 자산배분상 부여된 비중을 기준으로, 2024년 12월 31일까지의 120개월 동안 각 액티브 포트폴리오의 가상 성과를 월별로 산출했습니다. 또한 중요한 점으로, 매년 말에는 각 펀드의 비중을 목표 자산배분 수준으로 되돌리기 위해 연간 재조정을 실시했습니다.

생존 편향: 소멸 펀드 처리

SPIVA 스코어카드를 정기적으로 접해 온 독자라면, 표본 유니버스에 처음 포함되었던 많은 펀드가 10년의 분석 기간 중 어느 시점에서 더 이상 존속하지 않게 되었다는 점을 감안할 때, 본 분석에서 생존 편향 문제를 어떻게 다루었는지 궁금할 수 있습니다. 본 분석에 사용된 9개 펀드 카테고리의 생존율은 SPIVA 미국 2024년 연말 스코어카드에서 인용했으며, 그 결과는 도표 4에 요약되어 있습니다.

¹⁰ For details on the negligible impact of selecting more than one fund per category, please see the Appendix.

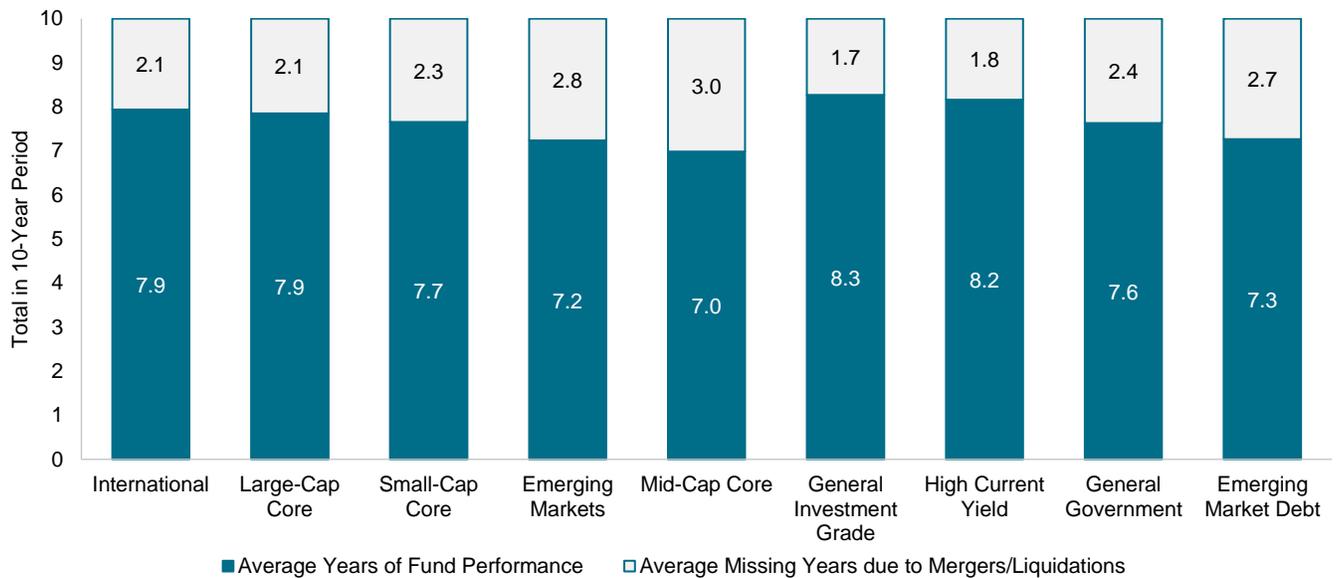
도표 4: 선택된 펀드의 10년 생존율

Fund Category	Number of Funds at Start	Survivorship (%)	Style Consistency (%)
Large-Cap Core Funds	325	65.54	55.08
Mid-Cap Core Funds	125	51.20	42.40
Small-Cap Core Funds	260	61.15	70.77
International Funds	408	63.73	39.46
Emerging Markets Funds	238	53.78	92.86
General Government Funds	59	59.32	79.66
General Investment Grade Funds	98	66.33	77.55
High Current Yield Funds	228	69.30	77.19
Emerging Market Debt Funds	61	52.46	91.80

Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Data as of Dec. 31, 2024. Past performance is no guarantee of future results. Table is provided for illustrative purposes.

이러한 비생존 펀드가 각 혼합 포트폴리오에 미치는 영향을 보여주는 한 가지 방법은 펀드 폐쇄로 인해 액티브 펀드의 성과 데이터가 ‘누락’된 기간의 비중을 측정하는 것입니다. 각 펀드는 10년 동안 성과를 산출하거나(또는 산출하지 못하거나) 하므로, 이를 카테고리별로 10년 중 ‘누락된 연수’의 비율로 표현할 수 있습니다. 도표 5에서는 **평균적으로 액티브 포트폴리오가 합병 또는 청산된 펀드의 존재로 인해 10년 중 약 1.7년에서 3.0년에 해당하는 성과를 누락했음**을 보여줍니다.

도표 5: 카테고리별 액티브 포트폴리오의 성과 누락 연수(10년 기준)

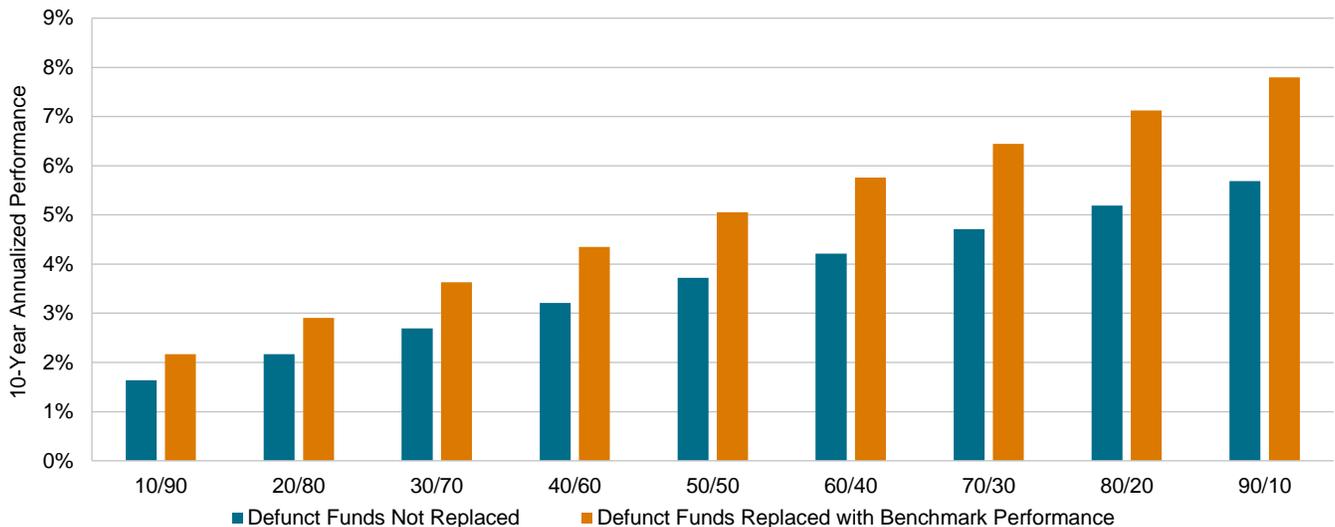


Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Data as of Dec. 31, 2024. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

지난 10년 동안 많은 펀드가 끝까지 존속하지 못했음에도 불구하고 투자자는 모든 카테고리에서 생존율이 50%를 상회한다는 점을 근거로 이러한 펀드를 선별 과정에서 회피할 수 있다고 (어쩌면 과도하게 자신하며) 가정할 수 있습니다. 하지만 관측 대상인 9개 카테고리 각각에서 10년 동안 전체 펀드의 31%에서 49%가 소멸했다는 점을 고려하면, 액티브 포트폴리오에는 통계적으로 최소 한 개 이상의 합병 또는 청산된 펀드가 포함될 가능성이 매우 높았습니다. 실제로 모든 자산배분 카테고리에서 **액티브 포트폴리오의 99%는 최종적으로 합병되거나 청산된 펀드를 최소 1개 이상 포함하고 있었습니다.**¹¹

지난 10년간 펀드 폐쇄가 빈번하게 발생했고 그로 인해 성과 누락 기간이 상당히 존재했다는 점을 고려할 때, 시뮬레이션 과정에서 이러한 결과를 처리하기 위한 방법을 도입하는 것은 불가피했습니다. 펀드가 합병 또는 청산된 날짜 이후의 성과를 0으로 처리하여 해당 범주를 그대로 방치하는 대신, 지수 전략의 용이한 접근성을 반영하고 해당 범주에서 지속적인 성과 부진을 면할 수 있는 실질적인 대안을 제시했습니다. 액티브 포트폴리오 성과를 산출할 때, **개별 액티브 펀드가 합병되거나 청산되는 시점부터 10년 분석 기간이 종료될 때까지는 해당 펀드가 속한 카테고리의 벤치마크 성과를 적용했습니다.**¹² 도표 6에서 확인할 수 있듯이, 합병 또는 청산된 펀드를 이후 기간 동안 수익률이 없는 상태로 두는 대신 벤치마크 성과로 대체할 경우, 평균적인 액티브 포트폴리오 성과에 실질적으로 긍정적인 영향을 미쳤습니다.

도표 6: 소멸 펀드 처리 방식에 따른 액티브 포트폴리오 성과 비교



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Data as of Dec. 31, 2024. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

¹¹ This is not mathematically surprising. If survivorship rates were 50%, then the odds of randomly picking nine funds that all survived would be akin to flipping tails on a coin nine times in a row, or just 1 in 512.

¹² Considering the high historical underperformance rates across our nine fund categories, replacement of defunct funds with the benchmark instead of re-sampling is a conservative approach and perhaps reflects the realities of some investors switching to index-based investing because of fund closures.

성과 비교

액티브 포트폴리오와 지수 혼합 포트폴리오를 '동일 조건'에서 비교하기 위해, 각 벤치마크의 월별 성과와 혼합 포트폴리오 내 비중(연 1 회 재조정)을 반영하여 9 개의 지수 혼합 포트폴리오(주식/채권 비중 10/90 부터 90/10 까지)의 월별 성과를 산출하고, 이를 바탕으로 10 년간의 가상 성과를 계산했습니다. 이렇게 구성된 9 개의 지수 혼합 포트폴리오는 각각 동일한 자산배분을 가진 액티브 포트폴리오의 성과 벤치마크로 사용되었습니다. 본 보고서의 서두에 제시된 도표 1 은 이러한 방식에 따라 전통적인 주식/채권 60/40 자산배분을 기준으로 액티브 펀드 포트폴리오 1,000 개를 무작위로 시뮬레이션해 구성한 것이며, 비교를 위해 해당 자산배분에 대응하는 지수 혼합 포트폴리오의 성과도 함께 제시되어 있습니다. 이 시나리오에서 60/40 액티브 펀드 포트폴리오의 96.9%가 지수 혼합 포트폴리오를 언더퍼폼했는데, 이는 도표 7 에 나타난 바와 같이 포트폴리오를 구성하는 개별 펀드 카테고리 대부분의 언더퍼폼 비율보다도 높은 수준입니다.

도표 7: 10 년 기준 벤치마크를 언더퍼폼한 펀드 비율과 지수 혼합 포트폴리오를 언더퍼폼한 60/40 액티브 포트폴리오 비율



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Data as of Dec. 31, 2024. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

자산배분을 변경하더라도 결과의 질적 양상에는 큰 변화가 없었습니다. 도표 8 은 10/90 에서 90/10 까지 각 자산배분별 액티브 펀드 포트폴리오의 언더퍼폼 비율을 보여주며, 이는 10 만 개의 액티브 포트폴리오 중에서 동일하게 배분된 지수 혼합 포트폴리오를 언더퍼폼한 비율로 산출되었습니다. 전체적으로 볼 때, 10 년 기간 동안 모든 자산배분에서 액티브 포트폴리오의 성과부진 비율은 94.6% 이상으로 나타났습니다.

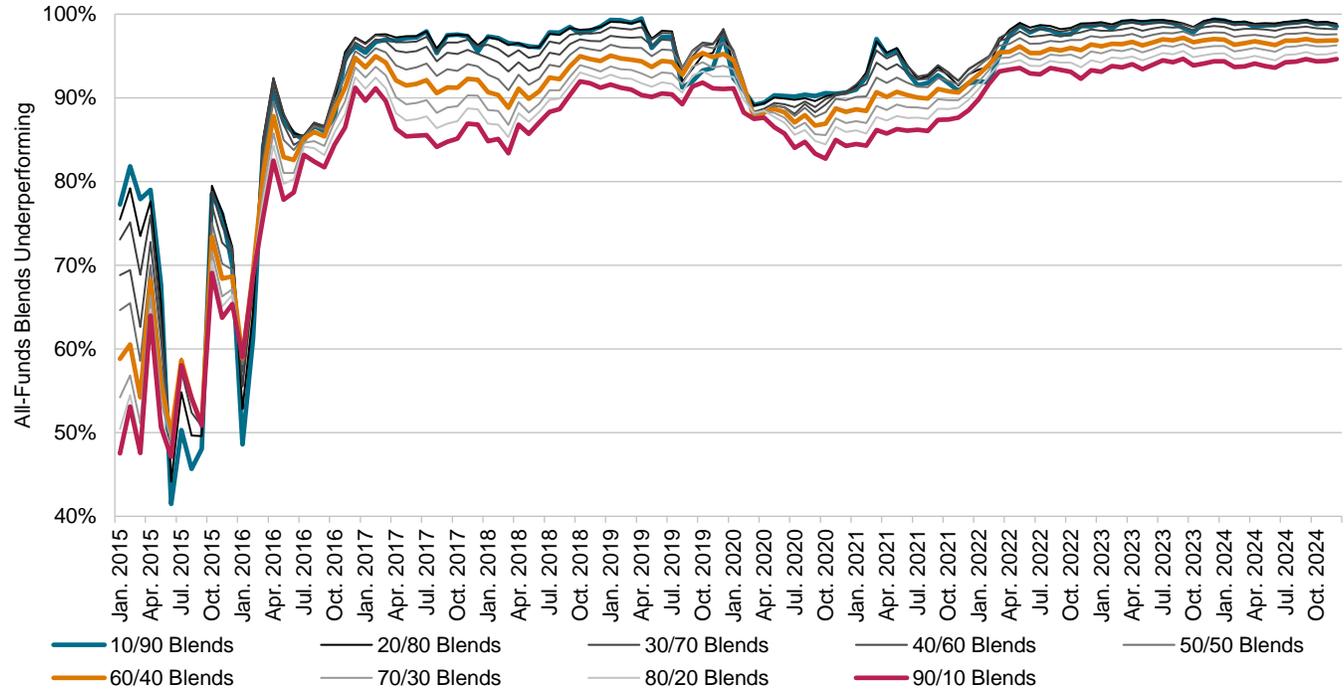
도표 8: 지수 혼합 포트폴리오를 언더퍼폼한 액티브 펀드 포트폴리오 비율

Category	10-Year Underperformance Rate in Equity/Fixed Income Allocation (%)								
	10/90	20/80	30/70	40/60	50/50	60/40	70/30	80/20	90/10
Active Portfolios of All-Funds	98.55	98.87	98.65	98.19	97.58	96.89	96.28	95.42	94.64

Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Data as of Dec. 31, 2024. Past performance is no guarantee of future results. Table is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

지수 혼합 포트폴리오 대비 액티브 펀드 포트폴리오의 언더퍼폼 비율은 전반적으로 매우 높았지만, 10년 기간 동안 그 결과에 이르는 경로는 모든 자산배분에서 동일하지는 않았습니다. SPIVA 스코어카드가 개별 펀드 카테고리에서 단기 구간일수록 성과의 분포 폭이 넓게 나타나는 경향을 보여주듯이, 본 분석의 액티브 포트폴리오 역시 단기적으로는 유사한 양상을 보였습니다. 도표 9에서는 10년 분석 기간의 첫 달부터 시작해, 9개 자산배분 각각에 대해 액티브 포트폴리오의 누적 언더퍼폼 비율을 제시하고 있으며, 이 중 10/90, 60/40, 90/10 자산배분을 강조해 표시했습니다. 예상할 수 있듯이, 초기 몇 개월 동안에는 자산배분별로 언더퍼폼 비율이 큰 차이를 보였는데, 이는 2015년 초반 시장환경이 액티브 주식 매니저에는 상대적으로 유리하고 액티브 채권 매니저에는 불리하게 작용했기 때문입니다.¹³ 하지만 시간이 경과함에 따라 액티브 포트폴리오에 포함된 펀드 중 점차 더 많은 펀드가 언더퍼폼하면서, 모든 자산배분에서 언더퍼폼 비율은 점차 수렴하는 모습을 보였습니다.

도표 9: 자산 배분별 액티브 포트폴리오 누적 언더퍼폼 비율



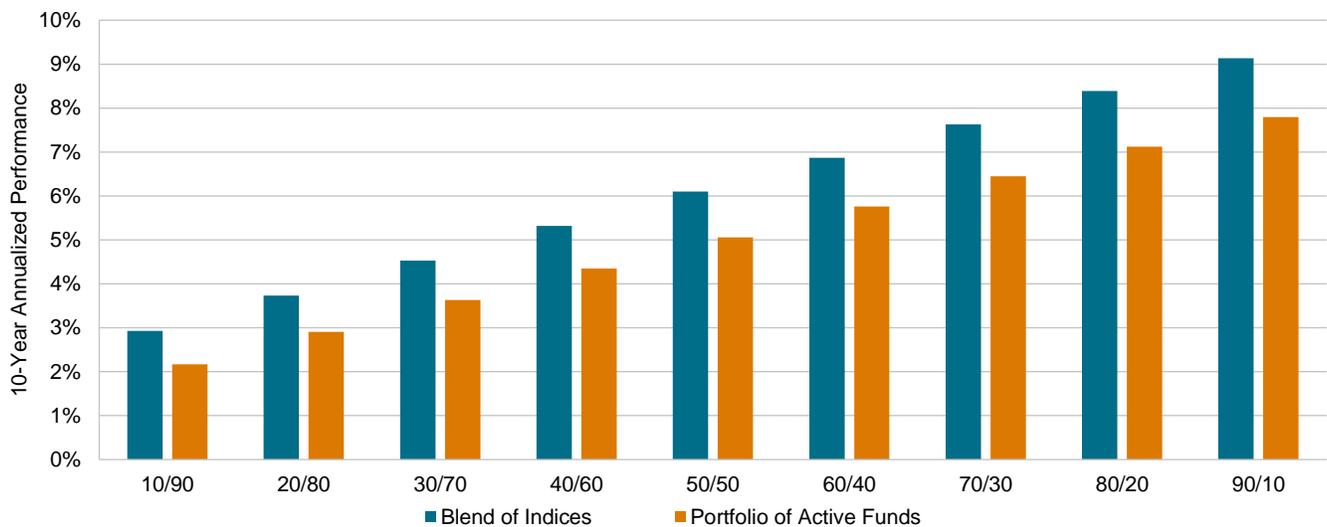
Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Data from Dec. 31, 2014, to Dec. 31, 2024. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

¹³ See for example the [SPIVA U.S. Mid-Year 2015 Scorecard](#).

4. 액티브 펀드 포트폴리오와 지수 혼합 포트폴리오의 비교 분석

도표 9가 언더퍼폼 발생 확률을 보여주었다면, 도표 10은 그 규모에 대한 관점을 제시합니다. 각 카테고리에서 액티브 펀드 한 개를 무작위로 선택하고(필요 시 펀드 청산 이후에는 지수 성과를 적용하는 방식 사용), 모든 자산배분에 대해 액티브 포트폴리오의 성과를 동일한 자산배분의 지수 혼합 포트폴리오와 비교했습니다. 그 결과, 10년 분석 기간 동안 **자산배분의 형태와 관계없이 액티브 펀드 포트폴리오의 평균 성과는 동일한 자산배분을 적용한 지수 혼합 포트폴리오의 성과를 언더퍼폼하는 것으로 나타났습니다.**

도표 10: 액티브 펀드 포트폴리오와 지수 혼합 포트폴리오의 성과 비교

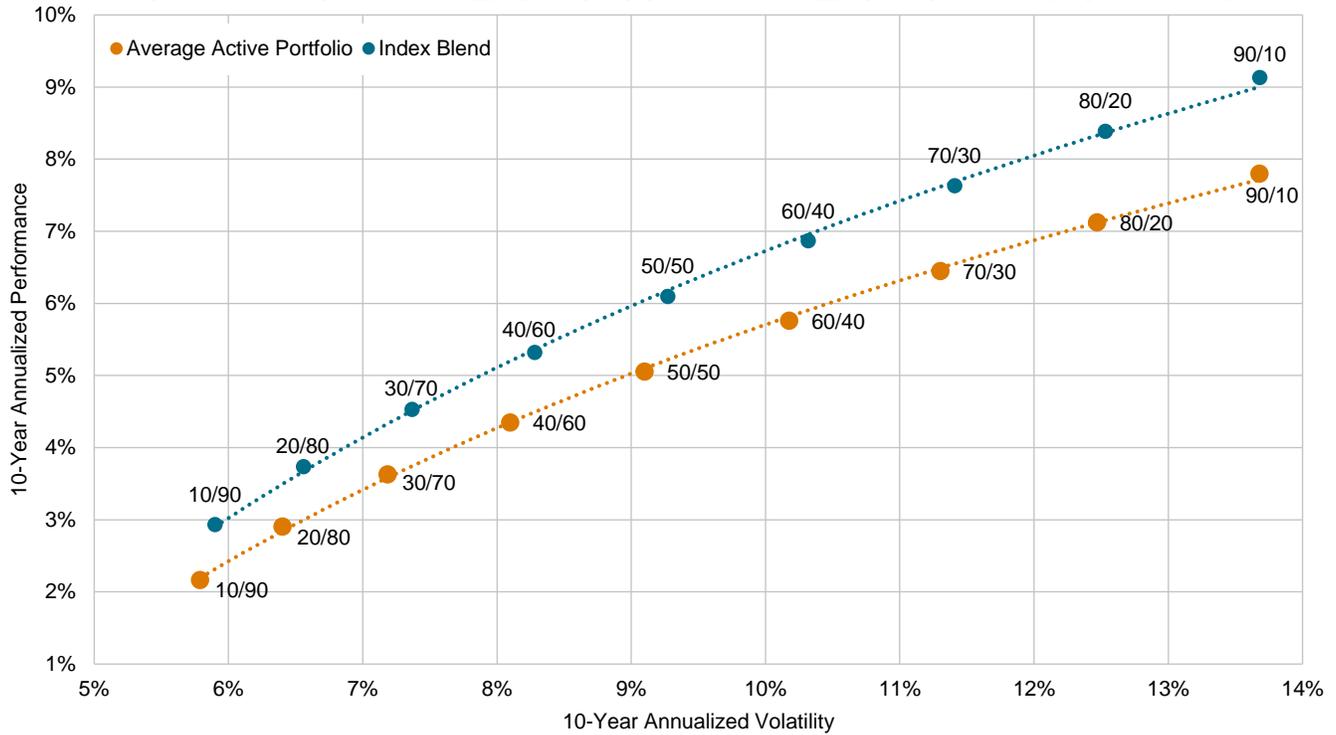


Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Data as of Dec. 31, 2024. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

이러한 분석에서 대부분의 액티브 포트폴리오는 각자 대응하는 지수 혼합 포트폴리오를 언더퍼폼했지만, 변동성 비교 결과는 다소 엇갈렸다는 점도 지적할 필요가 있습니다. 도표 1에서는 60/40 액티브 포트폴리오 중 상당수가 지수 혼합 포트폴리오보다 더 높은 변동성을 기록했음을 이미 보여주었습니다. 반면 도표 11과 도표 12를 보면, 평균적으로는 포트폴리오 변동성이 다소 낮게 나타났으며, 특히 채권 비중이 높은 포트폴리오에서 이러한 경향이 두드러졌습니다. 이를 종합하면, 대부분의 채권 매니저가 벤치마크를 아웃퍼폼하는 성과를 달성하지는 못하더라도, 위험을 줄이거나 혹은 위험을 감추는 데는 다소 더 능숙하다는 점을 시사합니다.¹⁴

¹⁴ See for example: Choi, Jaewon, et al. "Sitting Bucks: Stale Pricing in Fixed Income Funds." Journal of Financial Economics. August 2021.

도표 11: 자산배분별 액티브 포트폴리오와 지수 혼합 포트폴리오의 10년 성과 및 변동성



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Data as of Dec. 31, 2024. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

도표 12. 자산배분별 성과 및 변동성

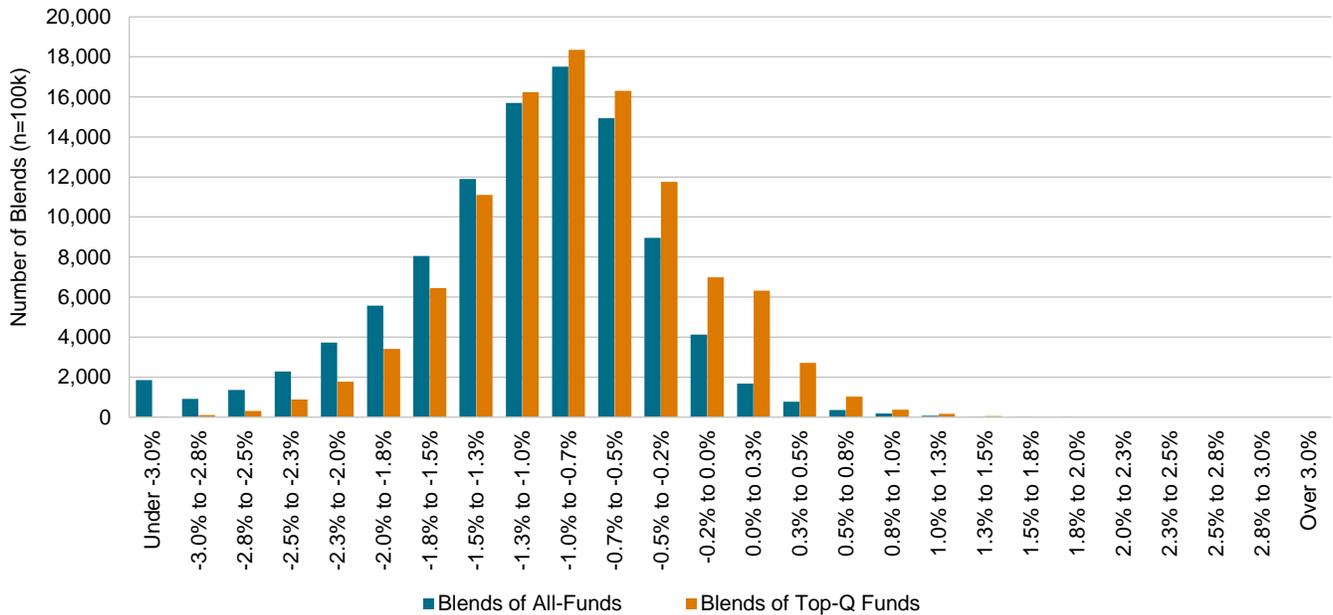
Portfolio/Blend	Equity/Fixed Income Allocation								
	10/90	20/80	30/70	40/60	50/50	60/40	70/30	80/20	90/10
10-Year Annualized Performance (%)									
Active Portfolios of All-Funds (Average)	2.17	2.90	3.63	4.35	5.05	5.76	6.45	7.12	7.80
Index Blends	2.93	3.74	4.53	5.32	6.10	6.87	7.63	8.39	9.13
10-Year Annualized Volatility (%)									
Active Portfolios of All-Funds (Average)	5.79	6.40	7.19	8.10	9.10	10.18	11.30	12.47	13.68
Index Blends	5.90	6.56	7.37	8.28	9.27	10.32	11.41	12.53	13.68

Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Data as of Dec. 31, 2024. Past performance is no guarantee of future results. Table is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

5. ‘최고의’ 펀드 선택: 실현 가능한가, 아니면 허상인가?

많은 투자자들은 포트폴리오를 구성할 때 무작위로 펀드를 선택하지 않고, 대신 ‘최고의’ 펀드들 가운데서 선별한다고 주장합니다. 그동안 SPIVA 지속성 스코어카드가 과거 성과를 바탕으로 미래 성과를 예측하는 것이 얼마나 어려운지를 오랜 기간에 걸쳐 보여주었으며, 뛰어난 성과를 기록했던 많은 액티브 펀드가 시간이 지남에 따라 평균으로 회귀하는 경향이 있음을 입증했습니다. 그럼에도 불구하고, 액티브 포트폴리오의 펀드 선정 유니버스를 상대적으로 성과가 우수한 펀드로 제한할 경우 어떤 영향을 미치는지 분석했습니다. 구체적으로, 2014년 12월 31일로 종료되는 5년 기간 동안 각 카테고리에서 상위 사분위(Top-Q)에 속한 펀드만으로 구성된 유니버스에서 무작위로 선택하여 각 자산배분별로 10만 회의 시뮬레이션을 실시했습니다.¹⁵ 60/40 혼합 포트폴리오를 기준으로 살펴보면, 도표 13에서 확인할 수 있듯이 Top-Q 펀드로 구성된 포트폴리오는 모든 액티브 펀드를 포함한 포트폴리오에 비해 다소 높은 성과를 기록했습니다.

도표 13: 전체 펀드 및 Top-Q 펀드로 구성된 60/40 액티브 포트폴리오의 지수 혼합 포트폴리오 대비 초과성과



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Data as of Dec. 31, 2024. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

도표 14는 Top-Q 펀드로 구성된 액티브 포트폴리오의 언더퍼폼 비율이 전체 펀드로 구성된 액티브 포트폴리오에 비해 다소 낮았으나, 그 비율은 여전히 대부분의 경우 90%에 근접하거나 이를 상회하는 수준에 머물렀습니다.

¹⁵ Thus, our sample is limited to those funds that were inception prior to and available (not merged/liquidated) during the full five-year period ending Dec. 31, 2014, and that also performed in the top quartile among all funds in their SPIVA category over the same period.

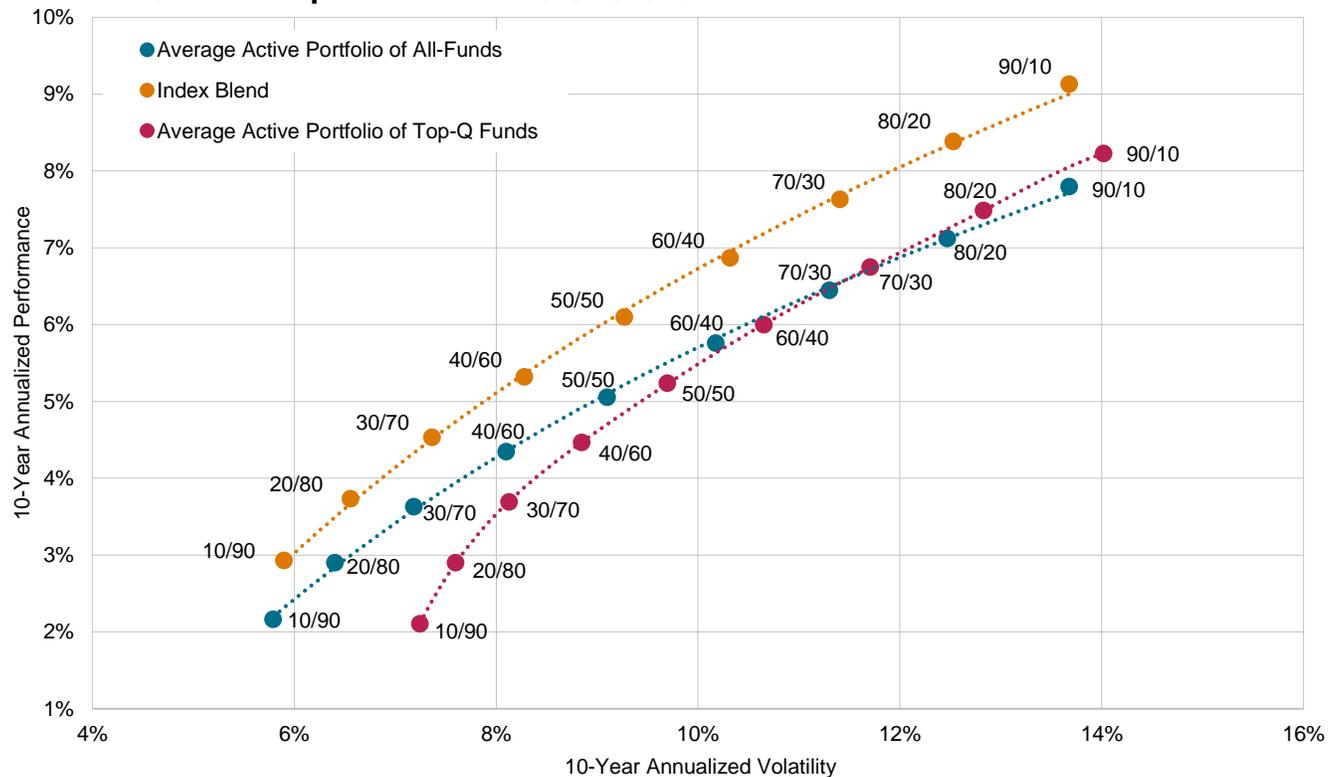
도표 14: 전체 펀드 및 Top-Q 펀드로 구성된 액티브 포트폴리오의 언더퍼폼 비율

Category	10-Year Underperformance Rate of Equity/Fixed Income Allocation (%)								
	10/90	20/80	30/70	40/60	50/50	60/40	70/30	80/20	90/10
Active Portfolios of All-Funds	98.55	98.87	98.65	98.19	97.58	96.89	96.28	95.42	94.64
Active Portfolios of Top-Q Funds	97.71	97.68	97.17	96.15	94.94	93.68	91.92	90.16	87.96

Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Data as of Dec. 31, 2024. Past performance is no guarantee of future results. Table is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

Top-Q 펀드로 구성된 액티브 포트폴리오의 연평균 성과와 변동성은 전체 펀드로 구성된 액티브 포트폴리오 및 지수 혼합 포트폴리오의 동일한 지표와 함께 도표 15 에 제시되어 있습니다.

도표 15: 최근 5 년 Top-Q 펀드 내 선택 방식의 영향



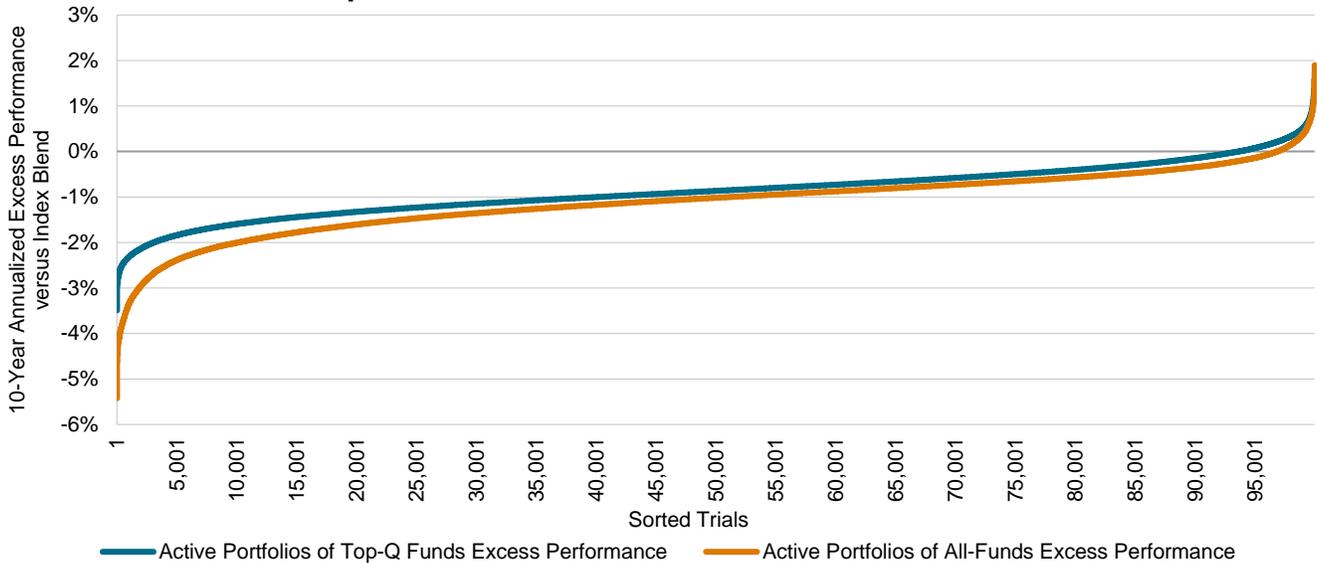
Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Data as of Dec. 31, 2024. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

도표 14 와 도표 15 를 함께 보면, 자산배분 전반에 걸쳐 과거 Top-Q 에 속했던 펀드로 구성된 평균적인 액티브 포트폴리오는 전체 펀드로 구성된 액티브 포트폴리오에 비해 성과 개선은 매우 제한적인 반면 변동성은 상당히 증가했음을 확인할 수 있습니다. 이러한 차이는 특히 채권 비중이 높은 자산배분에서 두드러지는데, **과거 Top-Q 에 속했던 채권 매니저가 이후 더 높은 성과를 추구했음에도 불구하고, 전반적으로는 성과 개선에 실패한 채 위험만 더 크게 확대시킨 것으로 나타났습니다.** 예를 들어 10/90 자산 배분의 경우, 과거 Top-Q 펀드로 구성된 액티브 포트폴리오는 연평균 성과가 2.1%로, 전체 펀드로 구성된 액티브 혼합 포트폴리오의 2.2%보다 오히려 낮았던 반면, 변동성은 5.8%에서 7.2%로 증가했습니다. 반대로 주식 비중이 높은

자산배분에서는 Top-Q 펀드 편입으로 성과가 소폭 개선되는 효과가 나타났지만, 지수 혼합 포트폴리오의 성과를 아웃퍼폼하는 수준에는 이르지 못했습니다.

Top-Q 펀드로 구성된 액티브 포트폴리오는 전체 펀드로 구성된 액티브 포트폴리오를 언더퍼폼한 비율이 다소 낮았지만, 이는 **알파를 창출하는 펀드를 더 자주 선별했기 때문**이라기보다는 **성과가 가장 저조한 펀드를 배제한 효과에 더 기인한 것으로 보입니다.** 도표 16 에 제시된 60/40 액티브 포트폴리오의 정렬 분포를 보면, Top-Q 펀드와 전체 펀드로 구성된 액티브 포트폴리오 중 가장 우수한 포트폴리오는 연평균 기준으로 각각 지수 혼합 포트폴리오를 1.9%와 1.7% 아웃퍼폼했습니다. 다시 말해, 펀드 선택 유니버스를 Top-Q 로 제한하더라도 아웃퍼폼의 잠재적 규모 자체에는 큰 영향을 미치지 못했다는 의미입니다. 반면, 가장 성과가 저조한 포트폴리오의 경우 Top-Q 펀드와 전체 펀드로 구성된 액티브 포트폴리오는 각각 지수 혼합 포트폴리오를 3.5%와 5.4% 언더퍼폼했습니다.

도표 16: 전체 펀드 및 Top-Q 펀드로 구성된 60/40 액티브 포트폴리오의 초과성과



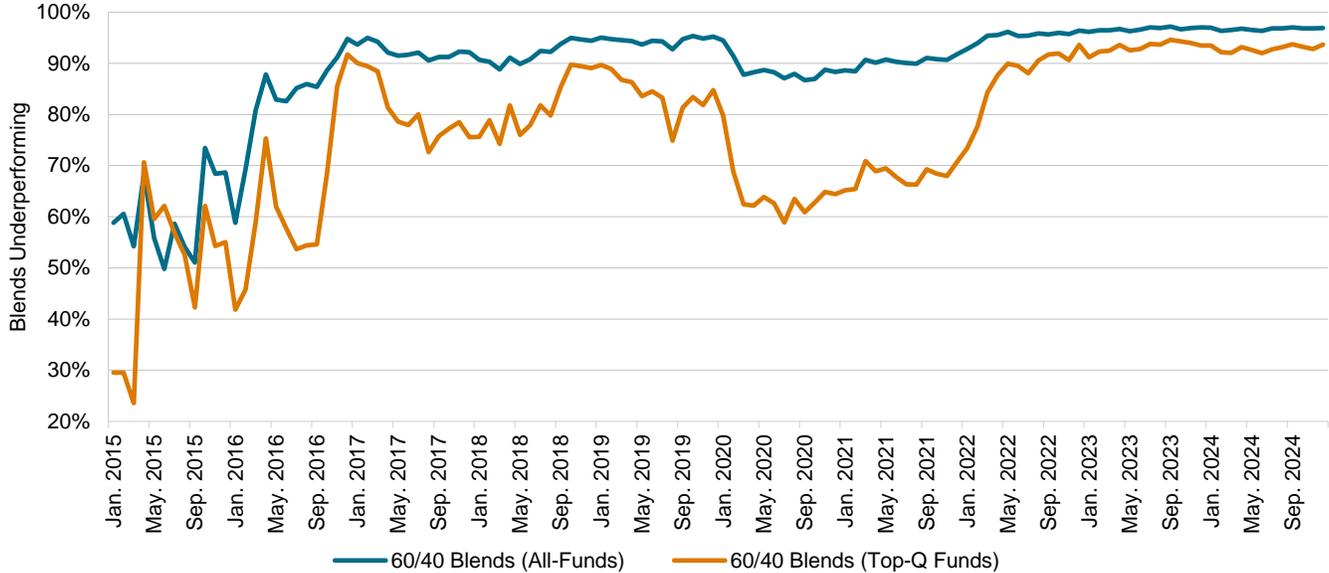
Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Data as of Dec. 31, 2024. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclose for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

각 펀드 유니버스(전체 펀드와 Top-Q)에서 가장 우수한 성과를 기록한 포트폴리오가 서로 동일하지 않은 이유는, 전체 펀드 유니버스 내 일부 아웃퍼폼 펀드가 직전 5년 동안 Top-Q 에 포함되지 않았거나(또는 일부의 경우 당시 아직 설정되지 않았기 때문이며), 그 반대의 경우도 존재하기 때문입니다.

SPIVA 지속성 스코어카드를 접해 온 독자라면 이러한 결과가 직관적으로 받아들여질 수 있습니다. 수년간의 분석 결과에 따르면, Top-Q 에 속한 펀드(그 자체가 여전히 언더퍼폼을 의미할 수 있음)라 하더라도 시간이 지나면서 해당 순위에서 이탈하는 경우가 많기 때문입니다. 본 분석의 결과 역시 기존 연구와 일관된 모습을 보였습니다. 2009년 12월부터 2014년 12월까지 Top-Q 에 포함되었던 펀드 중 18%는 이후 10년 기간을 끝까지 존속하지 못해(따라서 본 분석에 표시되지 않았으며), 존속한 펀드 가운데서도 78%는 해당 벤치마크를 언더퍼폼하는 성과를 기록했습니다.

누적 언더퍼폼 비율에 대한 기존 분석(도표 9 참조)을 다시 살펴보면, 60/40 액티브 포트폴리오의 회복력에 있어 Top-Q 펀드 유니버스와 전체 펀드 유니버스 간 차이가 어떤 영향을 미치는지 검토했습니다. 도표 17 에서 확인할 수 있듯이, Top-Q 펀드로 구성된 액티브 포트폴리오 역시 최종적으로는 대부분 언더퍼폼했지만, 팬데믹 기간과 같은 특정 시기에는 전체 펀드로 구성된 액티브 포트폴리오 대비 성과 격차가 크게 확대되는 구간도 나타났습니다. 이는 과거 Top-Q 펀드가 지수 벤치마크를 아웃퍼폼하는 것은 대체로 한계가 있었음에도 불구하고 동종 펀드 대비로는 최소한 일부 높은 성과 특성을 유지했음을 시사합니다.

도표 17: 전체 펀드 및 Top-Q 펀드로 구성된 60/40 액티브 포트폴리오의 언더퍼폼 비율



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Data from Dec. 31, 2014, to Dec. 31, 2024. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

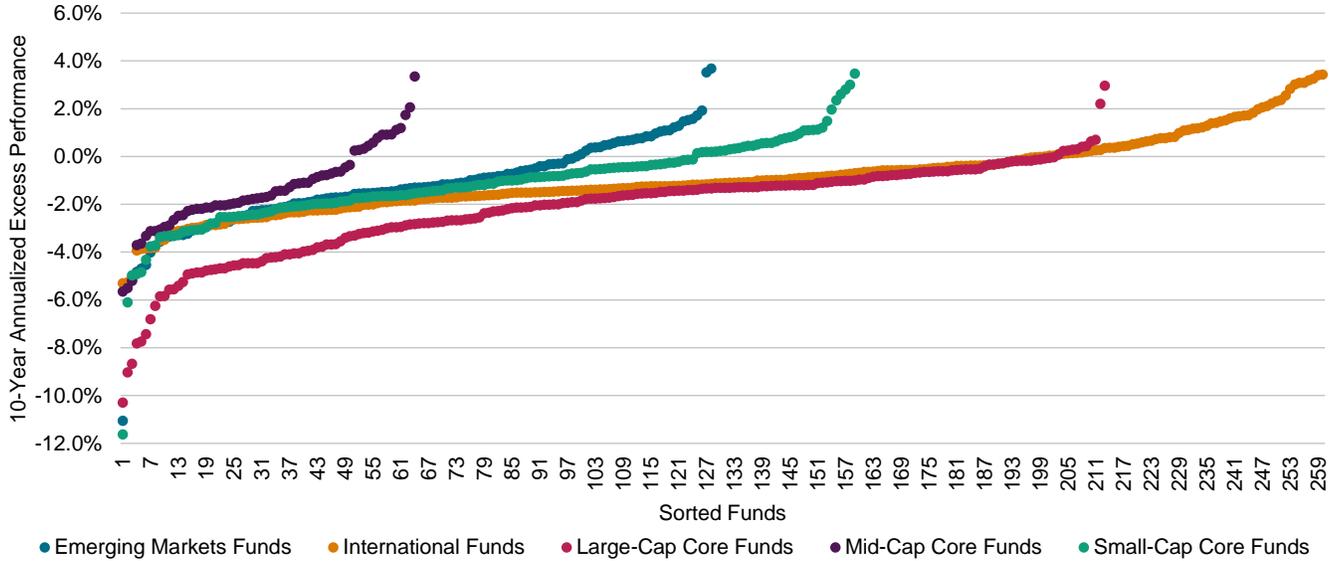
궁극적으로는 과거에 우수한 성과를 냈던 펀드의 성과 지속성이 낮았다는 점이 주요 원인으로 작용하면서, 전체 펀드로 구성된 액티브 포트폴리오와 Top-Q 펀드로 구성된 액티브 포트폴리오 모두 10년 기간 동안 평균적으로 90%를 크게 상회하는 언더퍼폼 비율로 수렴했습니다. 과거 Top-Q 에 속했던 펀드를 선택하는 것만으로는 장기적인 결과를 바꾸기에 충분하지 않았습니다. 만약 전체 포트폴리오의 아웃퍼폼을 이끌 수 있는 소수의 펀드가 실제로 존재한다면, 그러한 펀드를 식별하기 위해서는 훨씬 더 정교하고 엄격한 펀드 선정 접근법이 필요할 것입니다.

6. 영웅 펀드: 신화인가 현실인가?

과거 Top-Q 펀드만으로 구성된 포트폴리오조차도 높은 확률로 지수 혼합 포트폴리오를 아웃퍼폼하지 못했다는 사실을 확인한 후, 소수의 '승자' 포트폴리오를 구분 짓는 요인이 무엇인지에 대한 의구심을 갖게 됩니다. 이는 과거 Top-Q 펀드보다도 더 좁은 범위의 펀드 선정 유니버스가 필요함을 시사합니다. 나아가 만약 각 카테고리에서 아웃퍼폼하는 펀드 집합을 사전에 정확히 알고 있었다면, 어떤 카테고리가 그러한 선견지명에 대해 가장 큰 보상을 안겨줄까요?

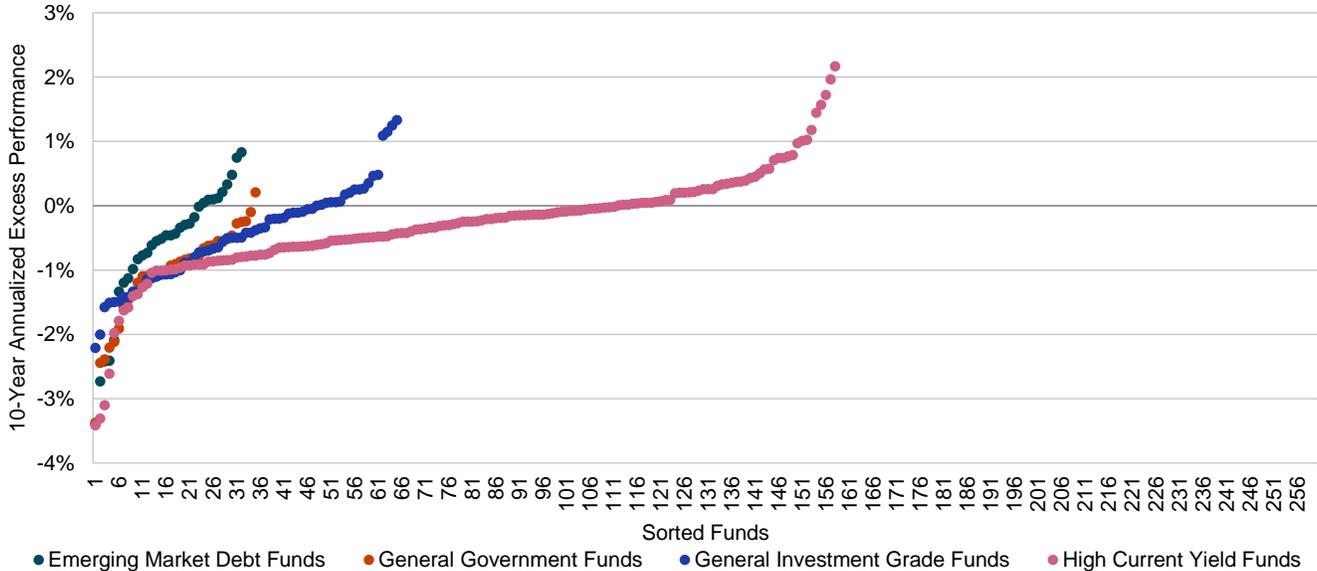
직관적으로 볼 때, 아웃퍼폼한 개별 펀드가 포트폴리오의 아웃퍼폼에 기여하는 정도는 해당 펀드가 포트폴리오에서 차지하는 비중과 그 펀드가 기록한 아웃퍼폼 규모가 결합된 결과로 결정됩니다. 비중은 이미 알려져 있으므로, 아웃퍼폼 규모를 분석하기 위해 우리는 10년 분석 기간 동안 존속하면서 동시에 아웃퍼폼한 각 카테고리별 소수의 펀드를 식별했습니다. 이들 펀드는 언더퍼폼한 동일 카테고리의 다른 펀드들과 함께 주식 카테고리는 도표 18에, 채권 카테고리는 도표 19에 각각 제시되어 있습니다.

도표 18: 10년 존속 주식형 펀드의 초과성과 기준 정렬



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Data as of Dec. 31, 2024. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

도표 19: 10년 존속 채권형 펀드의 초과성과 기준 정렬

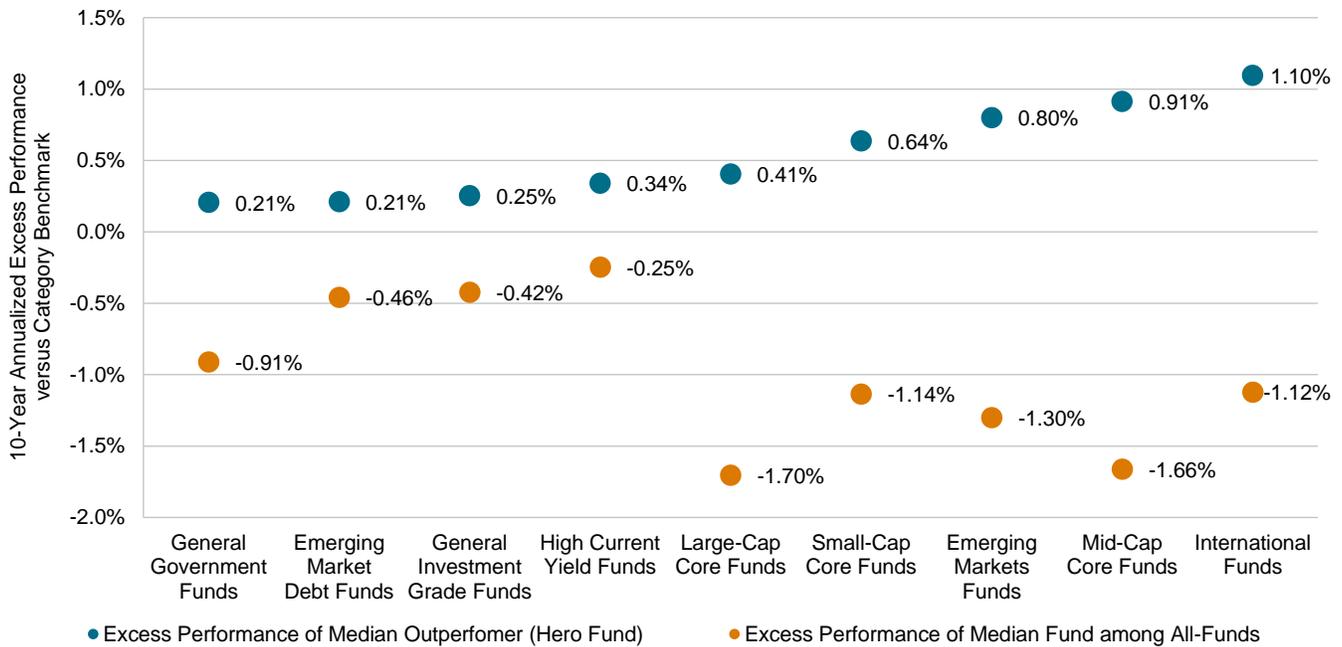


Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Data as of Dec. 31, 2024. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

아웃퍼폼 펀드를 식별함으로써 얻는 성과개선 효과는 카테고리별로 고르게 나타나지 않았습니다. 특히 개별 펀드의 상대성과 분포 범위(아웃퍼폼 및 언더퍼폼 모두 포함)는 채권 카테고리보다 주식 카테고리에서 더 넓게 나타났습니다. 구체적으로 해외주식, 중형주 핵심, 신흥시장과 같은 주식 카테고리에서 존속하면서 아웃퍼폼한 펀드는 채권 카테고리에 속한 펀드들에 비해 10년 기준으로 상대적으로 더 크게 아웃퍼폼했습니다.

도표 20은 각 카테고리에서 아웃퍼폼한 펀드와 해당 카테고리 전체 펀드를 대상으로, 아웃퍼폼 규모를 상세히 보여주며 이러한 점을 보다 분명히 드러냅니다. 이 자료에 따르면, 국제주식, 중형주 핵심, 신흥시장 카테고리에서 (사후적으로) 아웃퍼폼한 펀드만을 선별할 수 있었다면, 아웃퍼폼 폭이 가장 컸을 것으로 나타났습니다. 특히 각 카테고리에서 아웃퍼폼한 펀드의 중앙값(이하 '영웅 펀드'로 지칭함)은 벤치마크 대비 각각 1.1%, 0.9%, 0.8% 아웃퍼폼했습니다.

도표 20: 영웅 펀드와 전체 펀드의 중앙값 기준 초과성과 비교

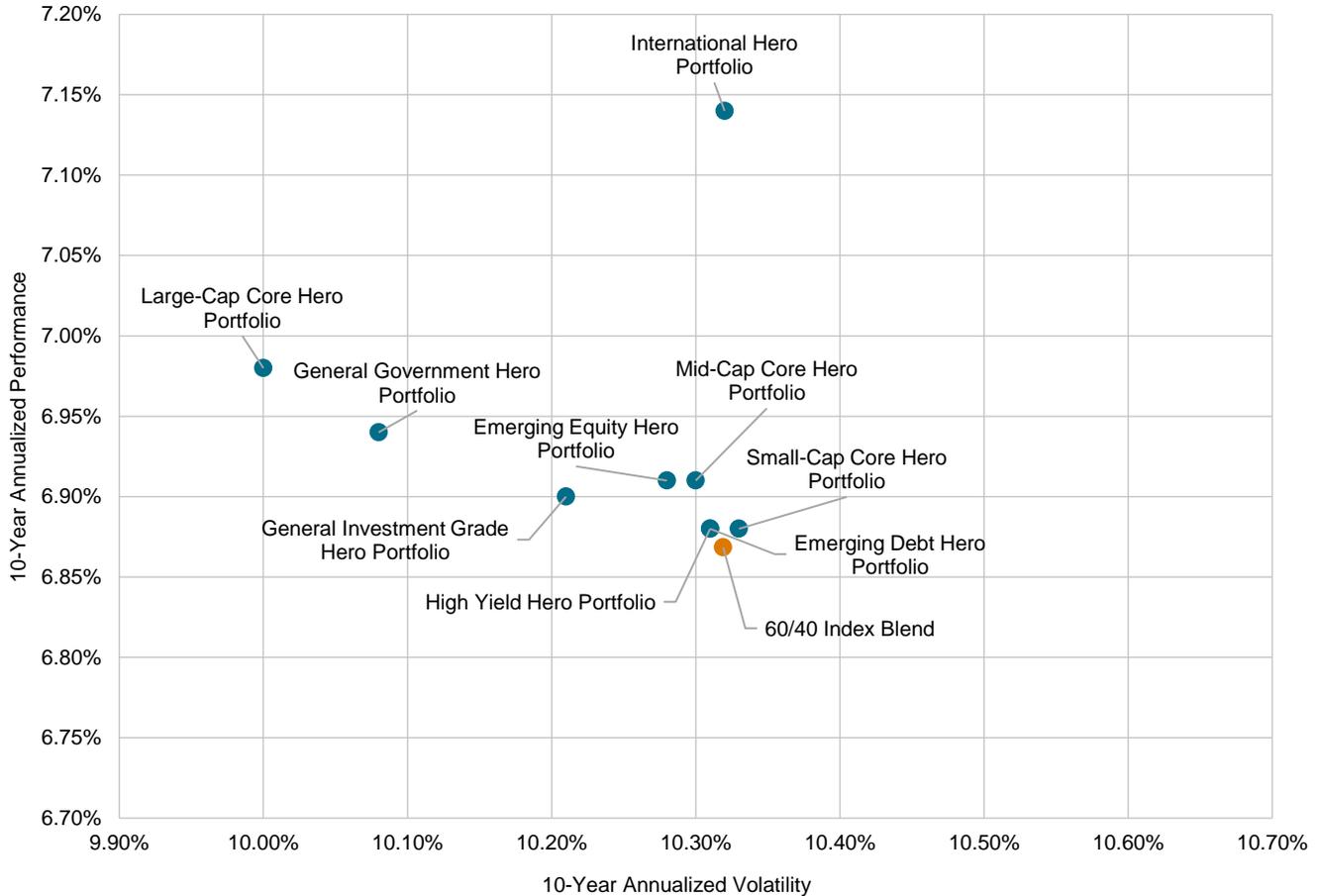


Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Data as of Dec. 31, 2024. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

액티브 포트폴리오 내에서 이른바 ‘영웅 펀드’가 미치는 영향을 본격적으로 분석하기 위해, 10년 분석 기간에 대한 완전한 사후 정보를 전제로 한 새로운 시나리오에서 60/40 액티브 포트폴리오에 대한 추가 실험을 수행했습니다. 각 실험 조건에서 한 카테고리의 영웅 펀드(아웃퍼폼한 펀드 중 중간값에 해당하는 펀드)를 모든 액티브 포트폴리오 반복 시행에 공통적으로 포함시켰으며, 나머지 8개 카테고리는 해당 지수 성과로 대체했습니다. 이러한 ‘영웅 포트폴리오’의 수익률과 변동성 특성은 도표 21에 제시되어 있으며, 이를 통해 세 가지 분명한 시사점을 확인할 수 있습니다. 첫째, 많은 자산배분 조합에서 수익률과 변동성 결과가 서로 유사한 수준으로 밀집되어 나타났으며, 이는 영웅 펀드가 포트폴리오 전체 성과에 미치는 영향이 제한적이었음을 시사합니다. 둘째, 영웅 펀드가 포트폴리오에 미친 영향은 해당 펀드의 전체 성과 규모와 포트폴리오 내 배분 비중이 크게 좌우된다는 점이 확인되었습니다. 셋째, 가장 두드러진 카테고리는 해외주식이었습니다. 다른 카테고리를 지수로 구성한 가운데 해외주식형

영웅 펀드를 선택한 포트폴리오는 절대적인 성과 기준에서 모든 액티브 펀드 포트폴리오 중 가장 우수한 성과를 기록했습니다.

도표 21: 60/40 영웅 포트폴리오와 지수 혼합 포트폴리오 비교



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Data as of Dec. 31, 2024. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

7. 결론

20년이 넘는 기간 동안 S&P DJI의 SPIVA 스코어카드에는 액티브 펀드를 선별하여 벤치마크 성과를 상회할 수 있을 가능성에 대해 객관적이고 정량적인 관점을 제공해 왔습니다. 본 분석에서는 앞서 설명한 가정과 방법론을 바탕으로 이러한 연구를 멀티에셋 포트폴리오의 맥락으로 확장했습니다. 분석의 초점은 개별 펀드를 선별하는 과정에서 발생하는 어려움에서 그에 못지않게 복잡하고 까다로운 포트폴리오 구성의 과제로 다소 이동했습니다. 이하에서는 이러한 분석을 바탕으로 도출된 주요 시사점을 정리하며 결론을 제시합니다.

1. 이미 언더퍼폼 비율이 높았던 카테고리의 펀드로 구성된 포트폴리오는 더 높은 비율로 지수 혼합 포트폴리오를 언더퍼폼했습니다.

2. 이러한 결과는 주식/채권 배분 비중이 달라지더라도 크게 달라지지 않았습니다.
3. 과거 Top-Q 펀드만으로 액티브 포트폴리오를 구성하더라도 지수 혼합 포트폴리오 대비 장기적인 언더퍼폼 비율을 유의미하게 낮추지는 못했습니다.
4. 일부 액티브 펀드는 특히 채권 카테고리에서 과거 Top-Q 펀드일수록, 이후 기간에 수익 대비 과도한 위험을 추가할 가능성이 있는 것으로 나타났습니다.

그리고 마지막으로,

5. 한 카테고리에서는 액티브 펀드를 정교하게(또는 운 좋게) 선별하고, 나머지 카테고리에서는 패시브 전략을 적용한 포트폴리오의 경우, 해외주식형 펀드에서 아웃퍼폼한 펀드를 식별했을 때 포트폴리오 성과개선 효과가 가장 뚜렷하게 나타났습니다.

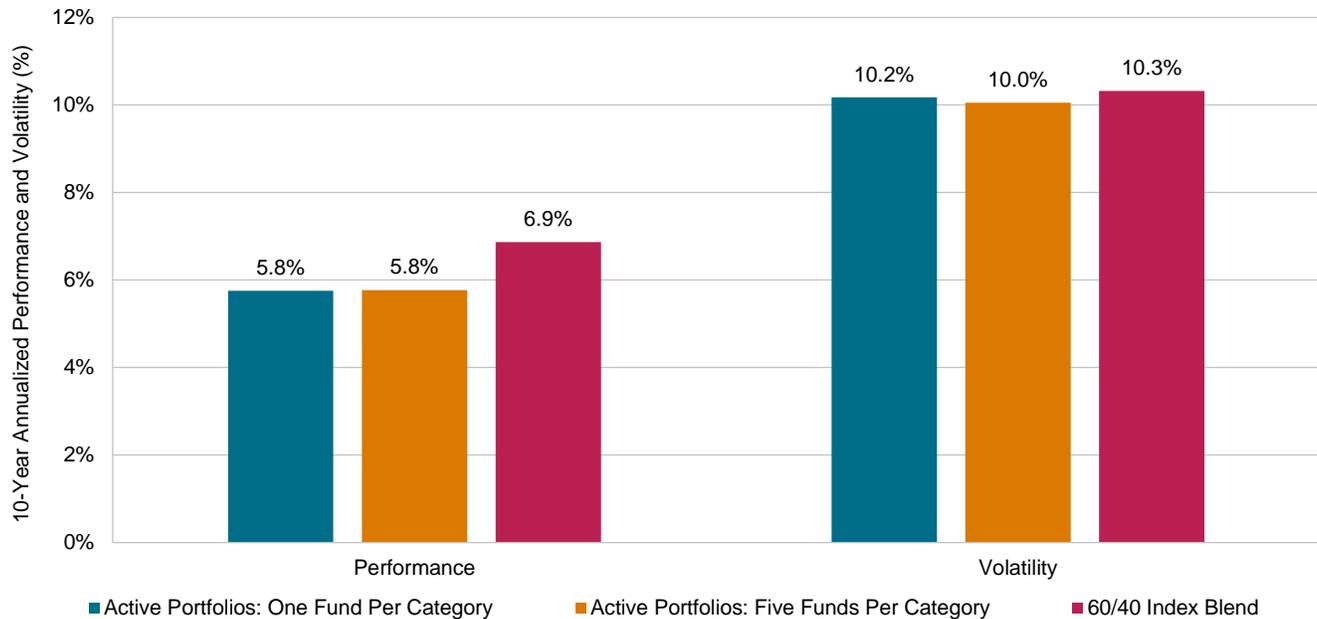
부록

분산 효과에 대한 고려: 카테고리별 편입 펀드 수

앞서 논의한 바와 같이 본 연구의 방법론에서는 각 카테고리당 하나의 펀드를 무작위로 선택해 액티브 포트폴리오를 구성했습니다. 하지만 과연 하나의 펀드로 충분할까요? 카테고리별로 더 많은 펀드를 편입하면 분산 효과를 통해 성과가 개선되거나 비생존 펀드의 영향을 완화하는 데 도움이 될 수 있을까요?¹⁶

이 질문에 답하기 위해서 60/40 액티브 포트폴리오를 두 가지 방식으로 구성해 비교했습니다. 하나는 앞서 설명한 방식과 같이 카테고리당 1 개 펀드를 선택해 총 9 개 펀드로 구성된 포트폴리오이고, 다른 하나는 카테고리당 5 개 펀드를 선택해 총 45 개 펀드(9 개 카테고리 x 5 개 펀드)로 구성된 포트폴리오입니다. 두 접근 방식 모두 각각 10 만회 반복 시뮬레이션을 수행했으며, 평균 성과를 비교했습니다. 도표 22 에서 보듯이, 두 방법 간의 수익률과 위험 지표는 사실상 동일하게 나타났으며, 이는 이후 분석 전반에서 카테고리당 1 개 펀드를 사용하는 접근 방식의 타당성을 뒷받침합니다.

도표 22: 카테고리당 1 개 또는 5 개 펀드로 구성된 60/40 지수 혼합 포트폴리오와 액티브 포트폴리오 비교



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Data as of Dec. 31, 2024. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

¹⁶ See for example Ferri, Richard and Alex Benke. “A Case for Index Fund Portfolios.” 2013.

요약 데이터

도표 23: 10 년 기간 동안 지수 혼합 포트폴리오를 언더퍼폼한 액티브 포트폴리오 (절대수익률 기준)

Active Portfolio	Underperformance Rate of Equity/Fixed Income Allocation (%)								
	10/90	20/80	30/70	40/60	50/50	60/40	70/30	80/20	90/10
Active Portfolios of All-Funds, 1 Active Fund per Category	98.55	98.87	98.65	98.19	97.58	96.89	96.28	95.42	94.64
Active Portfolios of Previous Top-Quartile (Top-Q) Funds, 1 Active Fund per Category	97.71	97.68	97.17	96.15	94.94	93.68	91.92	90.16	87.96

Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Missing monthly performances of merged/liquidated funds are replaced with benchmark performance. Data as of Dec. 31, 2024. Past performance is no guarantee of future results. Table is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

도표 24: 10 년 기간 동안 액티브 포트폴리오와 지수 혼합 포트폴리오의 연평균 성과 (동일가중 기준)

Index Blend or Active Portfolio	Equity/Fixed Income Allocation Performance (%)								
	10/90	20/80	30/70	40/60	50/50	60/40	70/30	80/20	90/10
Index Blend	2.93	3.74	4.53	5.32	6.10	6.87	7.63	8.39	9.13
Active Portfolios of All-Funds, 1 Active Fund per Category	2.17	2.90	3.63	4.35	5.05	5.76	6.45	7.12	7.80
Active Portfolios of Previous Top-Quartile (Top-Q) Funds, 1 Active Fund per Category	2.11	2.90	3.69	4.47	5.24	6.00	6.75	7.49	8.23

Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Missing monthly performances of merged/liquidated funds are replaced with benchmark performance. Data as of Dec. 31, 2024. Past performance is no guarantee of future results. Table is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

도표 25: 10 년 기간 동안 액티브 포트폴리오와 지수 혼합 포트폴리오의 연평균 변동성 (동일가중 기준)

Index Blend or Active Portfolio	Equity/Fixed Income Allocation Volatility (%)								
	10/90	20/80	30/70	40/60	50/50	60/40	70/30	80/20	90/10
Index Blend	5.90	6.56	7.37	8.28	9.27	10.32	11.41	12.53	13.68
Active Portfolios of All-Funds, 1 Active Fund per Category	5.79	6.40	7.19	8.10	9.10	10.18	11.30	12.47	13.68
Active Portfolios of Previous Top-Quartile (Top-Q) Funds, 1 Active Fund per Category	7.25	7.60	8.13	8.85	9.70	10.65	11.71	12.83	14.02

Source: S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP. Missing monthly performances of merged/liquidated funds are replaced with benchmark performance. Data as of Dec. 31, 2024. Past performance is no guarantee of future results. Table is provided for illustrative purposes and reflects hypothetical historical performance. Please see the Performance Disclosure at the end of this document for more information regarding the inherent limitations associated with back-tested performance.

General Disclaimer

© 2025 S&P Dow Jones Indices. All rights reserved. S&P, S&P 500, SPX, SPY, The 500, US500, US 30, S&P 100, S&P COMPOSITE 1500, S&P 400, S&P MIDCAP 400, S&P 600, S&P SMALLCAP 600, S&P GIVI, GLOBAL TITANS, DIVIDEND ARISTOCRATS, DIVIDEND MONARCHS, BUYBACK ARISTOCRATS, SELECT SECTOR, S&P MAESTRO, S&P PRISM, S&P STRIDE, GICS, SPIVA, SPDR, INDEXOLOGY, iTraxx, iBoxx, ABX, ADBI, CDX, CMBX, LCDX, MBX, MCDX, PRIMEX, TABX, HHPI, IRXX, I-SYND, SOVX, CRITS, CRITR are registered trademarks of S&P Global, Inc. ("S&P Global") or its affiliates. DOW JONES, DJIA, THE DOW and DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE are trademarks of Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). These trademarks together with others have been licensed to S&P Dow Jones Indices LLC. Redistribution or reproduction in whole or in part are prohibited without written permission of S&P Dow Jones Indices LLC. This document does not constitute an offer of services in jurisdictions where S&P Dow Jones Indices LLC, S&P Global, Dow Jones or their respective affiliates (collectively "S&P Dow Jones Indices") do not have the necessary licenses. Except for certain custom index calculation services, all information provided by S&P Dow Jones Indices is impersonal and not tailored to the needs of any person, entity or group of persons. S&P Dow Jones Indices receives compensation in connection with licensing its indices to third parties and providing custom calculation services. Past performance of an index is not an indication or guarantee of future results.

It is not possible to invest directly in an index. Exposure to an asset class represented by an index may be available through investable instruments based on that index. S&P Dow Jones Indices does not sponsor, endorse, sell, promote or manage any investment fund or other investment vehicle that is offered by third parties and that seeks to provide an investment return based on the performance of any index. S&P Dow Jones Indices makes no assurance that investment products based on the index will accurately track index performance or provide positive investment returns. Index performance does not reflect trading costs, management fees or expenses. S&P Dow Jones Indices makes no representation regarding the advisability of investing in any such investment fund or other investment vehicle. A decision to invest in any such investment fund or other investment vehicle should not be made in reliance on any of the statements set forth in this document. S&P Dow Jones Indices is not an investment adviser, commodity trading advisor, commodity pool operator, broker dealer, fiduciary, promoter" (as defined in the Investment Company Act of 1940, as amended), "expert" as enumerated within 15 U.S.C. § 77k(a) or tax advisor. Inclusion of a security, commodity, crypto currency or other asset within an index is not a recommendation by S&P Dow Jones Indices to buy, sell, or hold such security, commodity, crypto currency or other asset, nor is it considered to be investment advice or commodity trading advice.

Closing prices for S&P Dow Jones Indices' US benchmark indices are calculated by S&P Dow Jones Indices based on the closing price of the individual constituents of the index as set by their primary exchange. Closing prices are received by S&P Dow Jones Indices from one of its third party vendors and verified by comparing them with prices from an alternative vendor. The vendors receive the closing price from the primary exchanges. Real-time intraday prices are calculated similarly without a second verification

These materials have been prepared solely for informational purposes based upon information generally available to the public and from sources believed to be reliable. No content contained in these materials (including index data, ratings, credit-related analyses and data, research, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof ("Content") may be modified, reverse-engineered, reproduced or distributed in any form or by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of S&P Dow Jones Indices. The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P Dow Jones Indices and its third-party data providers and licensors (collectively "S&P Dow Jones Indices Parties") do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Dow Jones Indices Parties are not responsible for any errors or omissions, regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content. THE CONTENT IS PROVIDED ON AN "AS IS" BASIS. S&P DOW JONES INDICES PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Dow Jones Indices Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

S&P Global keeps certain activities of its various divisions and business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain divisions and business units of S&P Global may have information that is not available to other business units. S&P Global has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain non-public information received in connection with each analytical process.

In addition, S&P Dow Jones Indices provides a wide range of services to, or relating to, many organizations, including issuers of securities, investment advisers, broker-dealers, investment banks, other financial institutions and financial intermediaries, and accordingly may receive fees or other economic benefits from those organizations, including organizations whose securities or services they may recommend, rate, include in model portfolios, evaluate or otherwise address.

The Global Industry Classification Standard (GICS®) was developed by and is the exclusive property and a trademark of S&P and MSCI. Neither MSCI, S&P nor any other party involved in making or compiling any GICS classifications makes any express or implied warranties or representations with respect to such standard or classification (or the results to be obtained by the use thereof), and all such parties hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of such standard or classification. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, S&P, any of their affiliates or any third party involved in making or compiling any GICS classifications have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

Performance Disclosure/Back-Tested Data

All information presented prior to an index's Launch Date is hypothetical (back-tested), not actual performance. The back-test calculations are based on the same methodology that was in effect on the index Launch Date. However, when creating back-tested history for periods of market anomalies or other periods that do not reflect the general current market environment, index methodology rules may be relaxed to capture a large enough universe of securities to simulate the target market the index is designed to measure or strategy the index is designed to capture. For example, market capitalization and liquidity thresholds may be reduced. Complete index methodology details are available at www.spglobal.com/spdji. Past performance of the Index is not an indication of future results. Back-tested performance reflects application of an index methodology and selection of index constituents with the benefit of hindsight and knowledge of factors that may have positively affected its performance, cannot account for all financial risk that may affect results and may be considered to reflect survivor/look ahead bias. Actual returns may differ significantly from, and be lower than, back-tested returns. Past performance is not an indication or guarantee of future results. Please refer to the methodology for the Index for more details about the index, including the manner in which it is rebalanced, the timing of such rebalancing, criteria for additions and deletions, as well as all index calculations. Back-tested performance is for use with institutions only; not for use with retail investors.

S&P Dow Jones Indices defines various dates to assist our clients in providing transparency. The First Value Date is the first day for which there is a calculated value (either live or back-tested) for a given index. The Base Date is the date at which the index is set to a fixed value for calculation purposes. The Launch Date designates the date when the values of an index are first considered live: index values provided for any date or time period prior to the index's Launch Date are considered back-tested. S&P Dow Jones Indices defines the Launch Date as the date by which the values of an index are known to have been released to the public, for example via the company's public website or its data feed to external parties. For Dow Jones-branded indices introduced prior to May 31, 2013, the Launch Date (which prior to May 31, 2013, was termed "Date of introduction") is set at a date upon which no further changes were permitted to be made to the index methodology, but that may have been prior to the Index's public release date.

Typically, when S&P DJI creates back-tested index data, S&P DJI uses actual historical constituent-level data (e.g., historical price, market capitalization, and corporate action data) in its calculations. As ESG investing is still in early stages of development, certain datapoints used to calculate S&P DJI's ESG indices may not be available for the entire desired period of back-tested history. The same data availability issue could be true for other indices as well. In cases when actual data is not available for all relevant historical periods, S&P DJI may employ a process of using "Backward Data Assumption" (or pulling back) of ESG data for the calculation of back-tested historical performance. "Backward Data Assumption" is a process that applies the earliest actual live data point available for an index constituent company to all prior historical instances in the index performance. For example, Backward Data Assumption inherently assumes that companies currently not involved in a specific business activity (also known as "product involvement") were never involved historically and similarly also assumes that companies currently involved in a specific business activity were involved historically too. The Backward Data Assumption allows the hypothetical back-test to be extended over more historical years than would be feasible using only actual data. For more information on "Backward Data Assumption" please refer to the [FAQ](#). The methodology and factsheets of any index that employs backward assumption in the back-tested history will explicitly state so. The methodology will include an Appendix with a table setting forth the specific data points and relevant time period for which backward projected data was used.

Index returns shown do not represent the results of actual trading of investable assets/securities. S&P Dow Jones Indices maintains the index and calculates the index levels and performance shown or discussed but does not manage actual assets. Index returns do not reflect payment of any sales charges or fees an investor may pay to purchase the securities underlying the Index or investment funds that are intended to track the performance of the Index. The imposition of these fees and charges would cause actual and back-tested performance of the securities/fund to be lower than the Index performance shown. As a simple example, if an index returned 10% on a US \$100,000 investment for a 12-month period (or US \$10,000) and an actual asset-based fee of 1.5% was imposed at the end of the period on the investment plus accrued interest (or US \$1,650), the net return would be 8.35% (or US \$8,350) for the year. Over a three-year period, an annual 1.5% fee taken at year end with an assumed 10% return per year would result in a cumulative gross return of 33.10%, a total fee of US \$5,375, and a cumulative net return of 27.2% (or US \$27,200).