



ESG & Transition

지배구조 뉴노멀 ②: 일본 GPIF, ESG 인덱스별 성과

▶ Analyst 박세연 shannon@hanwha.com 02 3772 7406

일본 ESG지수 성과 : 가치 · 성장주 중간지대 입증

올해 일본 주식시장, 가치주 강세가 이어졌음에도 ESG지수는 시장 평균(TOPIX +21 %)을 소폭 상회하며 방어력을 확인
S&P/JPX탄소효율지수는 올해YTD에서 유일한 플러스(+0.2%)를 기록

거래소 · GPIF 등 연기금 역할의 스튜어드십 강화 의지 확인

- ✓정책 지속성: 5년 계획(25~30년)에서 ESG 투자 우선순위 재확인, 신규 카본지수 채택을 명시
→테마Overlay, 전환금융(Transition)염두할 가능성 ↑
- ✓우수한 장기 성과: 주요 지수의 5년 TOPIX대비 +4.5%~+29.7%
- ✓구조적 개혁 진행: TSE 기업지배구조 개혁의 가시적 성과 달성

시사점

일본 GPIF도 대형주 쏠림과 REIT 편입으로 추적오차(TE)가 커지자 작년 'MSCI 니혼카부 ESG Select Leaders'(IMI형 ·섹터 중립)로 교체 해 TE를 절반 수준으로 축소

국내도 '시장 99 % + 섹터 중립' IMI형 ESG 지수를 설계/보완하면 ▲가격 왜곡 최소 ▲기업 ESG 행동 유인(편입·편출 인센티브) ▲리스크 관리 개선 효과를 기대할 수 있을 것

[그림] GPIF에서 투자 중인 ESG 주요 지수



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

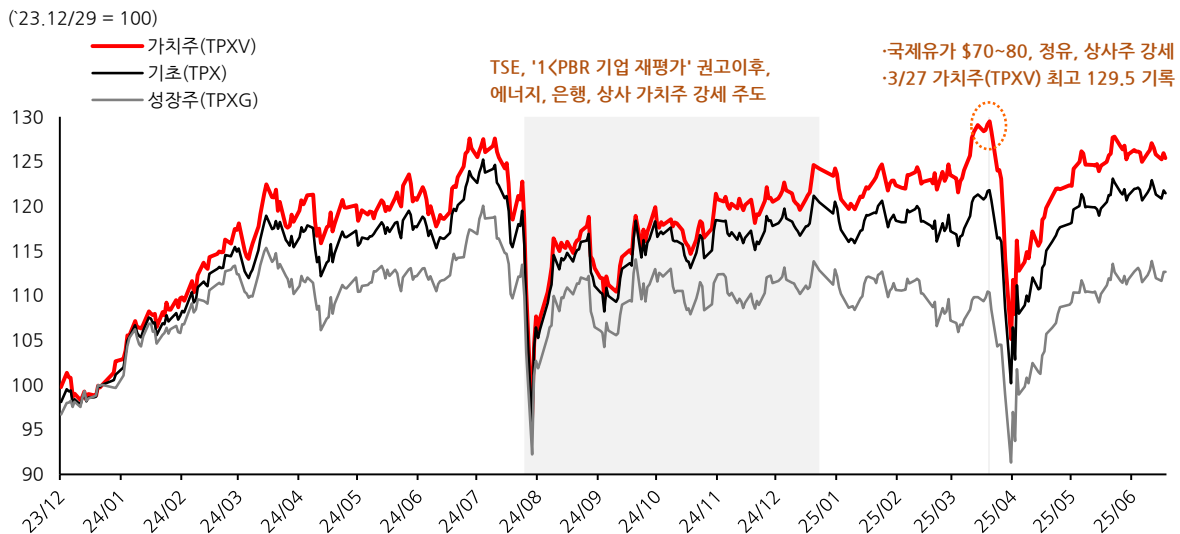
일본 TOPIX 스타일 성과(가치주>ESG>성장주)

일본 주식시장은 가치주 우위 흐름이 뚜렷했다. 1년 반 동안(23.12/29~현재) TOPIX 밸류지수(TPXV)는 125.4까지 올라 누적 수익률이 +25%를 상회했다. 같은 기간 기초지수(TPX)는 121.5(+21%), 성장주(TPXG)는 112.7(+13%)에 머무르며 두 지표와의 격차가 뚜렷하게 벌어졌다.

가치주의 수익률이 좋았던 이유는 도쿄증권거래소와 주요 연기금의 스튜어드십 이행 강화 활동이 PBR 1배 미만 압박과 원자재 상승이 가치주(에너지·은행·상사) 랠리를 이끌었기 때문이다.

GPIF ESG 지수들은 해당 섹터 비중이 작은 탓에 가치주(+24%)를 하회, 그러나 성장지수(+13%)보다는 높은 수익률을 기록해 ESG가 성장주만큼은 아니어도 시장을 따라잡는 모습을 보였다.

[그림1] 일본 TOPIX 스타일 지수(가치주 Vs 성장주) 추이 (2024~현재) → 가치주(+24%)가 성장주(+13%)보다 성과 높음



GPIF 주식 인덱스 성과로 입증

일본 공적연금(GPIF)이 투자하고 있는 주식 인덱스들의 2024년 및 2025년 5월 YTD(Year-to-Date) 성과가 공개되었다. 현재 GPIF는 자국내 ESG 패시브를 △ FTSE 블로섬 재팬 △ 니혼카부 ESG 셀렉트 리더스(Select Leaders) △ S&P/JPX Carbon Efficient 등 6개 ESG 패시브 지수를 운용하고 있다.

전반적으로 2024년까지는 대부분의 인덱스가 양호한 장기 수익률을 보였다. 특히 FTSE 블로섬 재팬지수와 MSCI 니혼카부 ESG 셀렉트 리더스 지수는 GPIF의 주요 투자처로서 꾸준한 성과를 냈다.

다만, 올해 5월 YTD 기준으로 대부분의 인덱스가 소폭 마이너스 수익률을 기록하며, 전반적인 시장 조정 또는 단기적인 부진을 나타내고 있다. 다만, S&P/JPX 탄소 효율지수는 소폭이나마 플러스 수익률을 유지하며 차별화된 모습을 보였다.

일본 주식시장에서 GPIF가 대표적으로 추종 활용하는 지수는 TOPIX를 바탕으로 특정 테마나 가중치 방식을 입혀 만들어진 ‘개선형(Enhanced)’ 지수이다.

- ✓ FTSE 블로섬 재팬 지수 (AUM 10.5 억 달러) : 2017년 GPIF가 처음으로 ESG 지수를 벤치마크 삼아도 장기적으로 초과수익을 낼 수 있다는 사례를 보여준 지수이다. 올해 1Q -0.8%, 5월 YTD -0.9%로 소폭 조정을 받았지만, 5년 29.7%, 3년 20.2%, 1년 4.4%로 장기 성과가 견조했다.

FTSE Russell이 일본 대형·중형주 중 ESG 평가 상위 주식만을 뽑아 시가총액 가중(유사 TOPIX)으로 편입. ESG 등급이 낮으면 제외, 높으면 비중을 상향한다.

- ✓ MSCI 재팬 ESG 셀렉트 리더스 지수 (AUM 21 억 달러) : GPIF의 최대 투자 지수. 올해 1Q와 5월 YTD 모두 -1.3%를 기록. 다만 장기적으로 5년 21.8%, 3년 5.2%, 1년 5.0%로 안정적 수익을 유지했다.
- ✓ FTSE Blossom Japan Sector Relative 지수 (AUM 9.8 억 달러) : 5년 18.9%, 3년 12.3%, 1년 1.3%로 장기 초과수익을 이어왔으나, 2025년 1분기 -0.3%, 5월 YTD -0.4%로 시장 조정 흐름을 따랐다.
- ✓ S&P/JPX 탄소 효율 지수 (AUM 16.1 억 달러) : 저탄소 가중 방식으로 5년 12.2%, 3년 11.5%, 1년 6.9%를 기록하며 장기 절대수익은 다소 낮지만, 올해 1Q 0.1%, 5월 YTD 0.2%로 유일하게 플러스 수익을 유지해 방어력을 가졌다.

동 지수는 TOPIX 구성주를 탄소집약도(탄소배출/매출액)에 따라 비중을 조절. ‘절대 배제 방식’이 아닌 ‘탄소 집약도 재가중’ 방식이기 때문에 배출량이 낮은 정유·상사를 일부 포함하고 있다. 유가 70~80달러 구간에서 +0.2%를 실현했다.

GPIF 패시브 지수도 계속 보완 중

GPIF는 2017년부터 MSCI Japan ESG Select Leaders 지수를 대형·중형주 중심의 국내 ESG 패시브 벤치마크로 활용해 왔다. 시간이 흐르면서 두 가지 구조적 문제가 드러났다.

첫째, 지수에 리츠가 포함돼 있어 리츠를 편입하지 않는 정책 벤치마크(TOPIX)와 괴리가 커졌다. 둘째, 시가총액 상위 종목 비중이 과도하게 높아 대형주 쏠림이 심화됐다. 그 결과 추적오차(TE)가 2%대를 넘어 GPIF 내부에서 리스크가 크다는 지적이 제기됐다.

니혼카부 지수의 개선사항은 다음과 같다.

① 시장 대표성과 ESG 통합요인을 고려

MSCI Japan IMI(대·중·소형 99% 커버리지)에서 GICS 산업별 ESG 상위 50 % 종목(종목 수 기준)을 선별해 시가총액 가중으로 재조정된 것이 ‘MSCI 니혼카부 ESG 셀렉트 리더스’ 지수다. 이 설계는 섹터 편중을 최소화해 TOPIX 대비 추적오차를 줄이면서도 전체 시장에 대한 ESG 인센티브 효과를 유지했다.

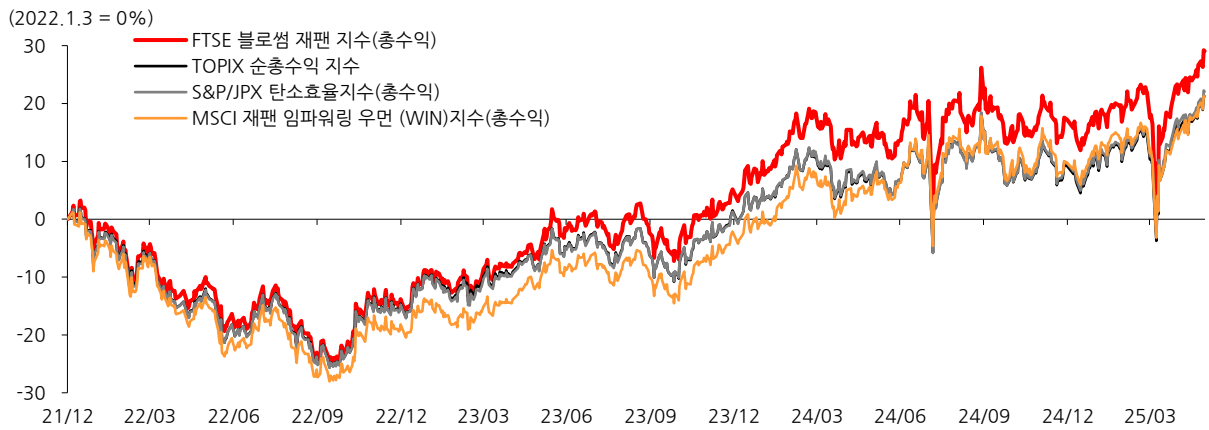
또 편입 방식을 조정했다. 각 산업별로 ESG 등급 상위 종목 수 50%를 선정하고 시가총액 가중을 적용했다. 이에 대형주 편중이 완화됐다. 새 지수의 추적 오차는 약 1.2%로 이전 지수(2.3%) 대비 절반가량 감소했다.

② 2017년 최초 도입 이후 체계적인 스튜어드십 코드를 이행

GPIF는 2017년 ESG 지수형 패시브를 도입할 때 지배구조 코드 개선 목표치의 기준으로 벤치마크를 활용했다. 관여(engagement)를 점검하고, 기업 행동 변화라는 선순환 구조의 축이 됐다.

GPIF의 ‘니혼카부 ESG’ 변경은 시장 대표성·투자 효율성·기업 관여 효과를 동시에 달성하기 위한 선택이었다.

[그림2] 일본 GPIF 가 투자 중인 일본 주식 인덱스 성과(절대수익 vs TOPIX 초과수익(Δ))



(단위:%)

지수명	GPIF 운용자산 (십억USD)	5년		3년		1년		2025	
		절대수익률	Δ	절대수익률	Δ	절대수익률	Δ	YTD절대	Δ
FTSE 블로썬 재팬 지수	10.5	29.7	14.7	20.2	3.8	4.4	0.8	-0.9	-2.7
MSCI 재팬 ESG 셀렉트 리더스 지수	21	21.8	6.8	5.2	-11.2	5	1.4	-1.3	-3.1
FTSE 블로썬 재팬 섹터 상대지수	9.8	18.9	3.9	12.3	-4.1	1.3	-2.3	-0.4	-2.2
S&P/JPX 탄소 효율 지수	16.1	12.2	-2.8	11.5	-4.9	6.9	3.3	0.2	-1.6
MSCI 임파워링 우먼 지수(WIN)	6.3	6.8	-8.2	-1.6	-18	5.1	1.5	-0.6	-2.4
모닝스타 재팬 ex-REIT Gendi J지수	4.9	9.7	-5.3	5.9	-10.5	1.8	-1.8	-0.4	-2.2

기준일 : 2025-05-31

주1: USD 총수익(TR), Δ=지수 절대수익 - TOPIX TR

주2: TOPIX TR(USD) = 5Y(15.0%), 3Y(16.4%), 1Y(3.6%), 2025 YTD(1.8%)

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

시사점

우리나라도 ▲ KRX ESG Leaders 150 ▲ S&P/KRX Carbon Efficient 등 여러 ESG 지수를 운영하고 있다. KRX ESG Leaders 150의 경우, KCGS ESG 등급 상위 150종목(대형 KOSPI 중심)으로 구성되어 KOSPI 전체 시총의 60~70% 수준이다. (S&P/KRX Carbon Efficient제외)

대형주 비중이 과도하고 종목 수가 제한적이기 때문에, 연기금의 패시브 자금을 그대로 복제하기는 어려울 수 있다. 구성 종목이 적을수록 개별 종목에 쏠리는 수급 압력이 커지고, 지수-추종 펀드의 추적오차(TE)가 2% 구간까지 확대, 정보비율(IR)도 0.4를 안정적으로 넘기기 힘들다는 것이 운용업계의 공통된 지적이다.

전술했듯이 일본 GPIF도 같은 문제를 겪었다. 기존에 쓰던 ‘MSCI 재팬 ESG 셀렉트 리더스’ 지수가 REIT 편입과 대형주 쏠림 탓에 정책 BM(TOPIX) 대비 큰 추적오차를 보이자 2024년 ‘MSCI 니혼카부 ESG 셀렉트 리더스’라는 IMI(Investable Market Index)형 지수로 교체했다. 새 지수는 종목 수를 239개에서 516개로 늘리고 섹터 비중을 TOPIX와 맞추어 TE를 절반 수준으로 줄였다는 것이 GPIF의 자체 평가다.

우리나라 ESG 지수가 가진 커버리지·유동성 한계를 보완하려면, GPIF가 선택한 것처럼 ‘시장 99 %+섹터 중립’ 원칙을 따르는 IMI형 ESG 지수를 설계/보완하는 것을 고려할 수 있다. 시장 왜곡 최소화, 인게이지먼트 플랫폼(지수 편입·편출이 기업의 ESG 행동 변화를 유도하는 실질적 인센티브가 됨), 리스크 관리 측면에서 긍정적 효과를 기대할 수 있다.

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.
