

국민연금기금 운용 수익률 제고와 기금관리체계 개선



The Governance and Investment Performance of the National Pension System of Korea

원종욱 | 한국보건사회연구원 선임연구위원

안형석 | 한국보건사회연구원 연구원

현행 국민연금은 보험료수준과 기금 운용 수익률의 연계가 이루어지지 않은 체계를 갖고 있다. 재정목표가 설정되지 않아 재정 목표 달성을 위한 보험료수준과 기금 운용목표수익률이 도출되지 않았고, 기금 소진 시점이 재정추계를 통해 도출되었지만 재정추계에서 사용된 기금의 목표수익률은 보험료수준이 감안된 것도 아니며 기금 운용의 전략적 자산배분 등도 고려되지 않았다. 이에 재정목표의 수립, 보험료수준과 기금 운용수익률에 대한 사회적 합의가 필요하며, 재정목표가 합의되지 않는 상황에 대비하여 기금 운용부문에 서 독자적으로 목표수익률의 도출이 가능해야 한다. 본고는 기금 운용목표수익률을 도출하는 과정에서 시장중립적·전략적 자산배분의 중요성을 기금의 관리체계와 연계시켜 다양한 자료의 비교와 분석을 통해 제시하였다.

1. 들어가며

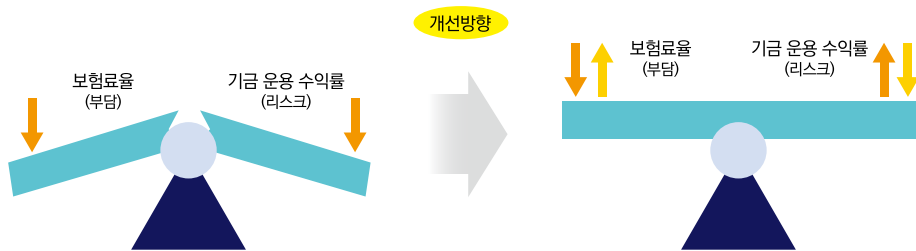
국민연금기금 운용 수익률은 미시적으로 전략적 자산배분과 전술적 운용에 의해 결정된다. 그러나 보다 거시적인 관점에서 기금 운용수익률은 국민연금의 재정목표가 설정된 다음 재정목표에 상응하는 소득대체율, 보험료수준, 그리고

기금 운용목표수익률이 도출되는 구조를 갖고 있어야 한다. 명목소득대체율이 현재 수준인 중위소득기준 40%로 고정된 것으로 본다면 재정목표에 상응하는 제도부문 변수는 보험료수준이 된다. 제도와 기금이 연계되는 체계하에서는 보험료수준을 올리면 기금 운용에 따른 목표수익률(리스크)이 낮아지는 구조를 갖게 된다. 보험료

수준을 낮게 유지하는 정책적 선택을 한다면 기금 운용목표수익률을 높일 수밖에 없고 이에 따라 기금 운용의 리스크수준이 높아지게 된다. 현행 국민연금의 보험료수준과 기금 운용수익률(리스크수준)과는 연계고리가 형성되어 있지 않다. 재정목표가 설정되어 있지 않아 재정목표달성을 위한 보험료수준과 기금 운용목표수익률이 도출되어 있지 않은 상태이다. 제3차 재정계

산에서는 현행 제도가 유지되는 경우를 전제하여 기금 소진 시점이 재정추계를 통해 도출되어 있고 재정추계에서 사용된 기금의 목표수익률은 보험료수준이 감안되지 않았으며 기금 운용의 전략적 자산배분 등도 고려되지 않은 장기수령 수익률로 3년 만기 회사채수익률(AA-)의 1.1배가 사용되었다.

그림 1. 국민연금의 보험료를 수준과 기금 운용 수익률(리스크)의 관계



위 [그림1]의 왼쪽 그림은 보험료수준과 기금 운용수익률(리스크)의 연계가 전혀 이루어지지 않는 현행 체계를 보여주고 있다. 현재 국민연금 보험료율은 9%로 명목소득대체율수준에 비해 여전히 낮은 저부담 구조를 갖고 있으며 기금운용의 자산배분 역시 채권위주의 안전자산 비중이 56.7%로 리스크 수준 또한 적정 수준에 비해 낮다. 따라서 현행 체계의 문제는 보험료수준과 기금 운용 수익률(리스크)과의 연계가 없는 구조이면서 보험료수준과 기금 운용수익률(리스크)

모두 적정 수준에 비해 낮은 기형적인 구조를 보이고 있다는 것이다. 오른쪽 그림은 정상적인 연계관계를 나타낸 것으로 보험료수준과 기금수익률(리스크)이 통합적으로 결정되는 구조를 나타내고 있다. 이와 같은 체계 구축을 위해서는 재정목표가 수립되고 이에 상응한 시기별 보험료인상과 기금 운용목표수익률에 대한 사회적 합의가 전제되어야만 한다. 제4차 국민연금재정추계가 2018년에 실시될 예정이므로 적어도 2017년까지는 재정목표에 대한 합의가 이루어져야만

국민연금의 장기적 청사진이 만들어질 수 있을 것으로 생각한다. 그러나 재정목표에 대한 합의가 이루어지지 않는 경우를 대비해서 기금 운용을 통해 도달할 수 있는 합리적 목표설정을 기금 운용부문에서 도출하는 것도 합리적인 방안으로 생각된다. 2018년 제4차 재정계산 이후 국민연금보험료율은 현재 수준보다 2%p 이내로 인상되는 것을 가장 낙관적인 수준으로 전망해 볼 수 있다. 물론 충분한 수준은 아니며 5차, 6차 재정계산 이후에도 이 정도 수준으로 인상된다면 바람직한 방향일 것이다. 재정목표에 대한 합의 없이 보험료 인상만 단행될 가능성도 예측해 볼 수 있다. 재정목표가 수립되고 보험료 인상수준과 시기 그리고 기금 운용목표수익률에 대한 합의가 이루어진다면 가장 바람직한 상황이지만 제도와 기금이 연계되지 않는 상황에서도 목표수익률의 도출이 가능해야 한다고 본다.

본고는 기금 운용목표수익률을 도출하는 과정에서 시장중립적·전략적 자산배분의 고려가 필요함을 다양한 자료의 비교와 분석을 통해 제시해 보았다.

2. 국민연금기금의 전략적 자산배분과 수익률

최근 3년(2013~2015) 기금 운용 수익률은 4.19%, 5.25%, 4.57%로 제3차 재정계산(재정추계) 시 2040년 이후 수렴할 것으로 예상한 수익률 수준에 근접하고 있다. 2013년 당시 회사채 수익률이 현재 수준보다 높아서 전망치가 높게

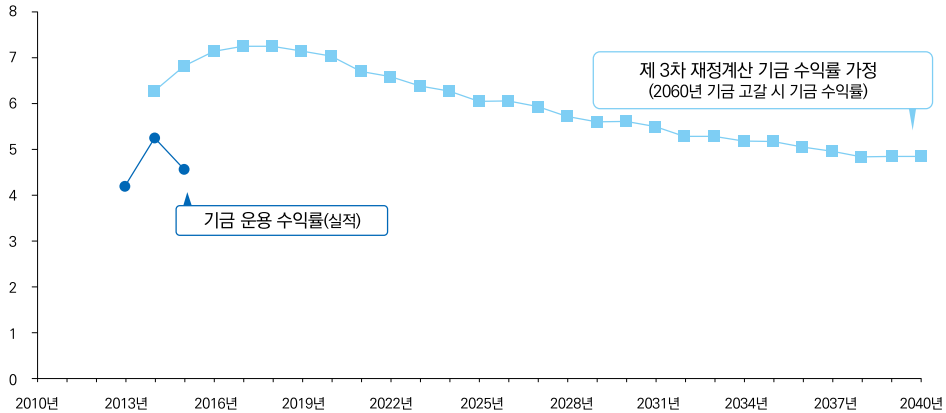
설정된 것도 수익률 차이를 설명할 수 있지만 기금수익률(실적)이 낮다는 것도 부정할 수 없는 사실이다.

재정계산 시 사용되었던 목표수익률과 기금수익률(실적)의 차이가 현재와 같은 수준으로 유지된다면 재정추계 결과에는 큰 변화가 발생할 수밖에 없으며 기금 소진 시점은 현행 제도 유지시 2060년이 아니라 훨씬 앞으로 당겨지게 된다. 따라서 2018년 제4차 재정계산이 시행되는 과정에서 기금의 목표수익률 설정을 두고 심도 있는 논의가 이루어질 것으로 예상된다.

우선 3차 재정계산 시 사용된 목표 수익률 설정방식은 기금운용의 전략적 자산배분과 전술적 운용을 전혀 고려하지 않은 장기적 수렴값으로 개선의 여지가 있다고 생각한다. 제4차 재정계산 시에는 기금운용의 전략적 자산배분과 전술적 운용의 변화가 시기별로 반영된 목표수익률 설정이 필요하다고 본다.

이러한 괴리는 국민연금의 전략적 자산배분에서 일부 설명될 수 있다고 본다. 채권의 비중이 높은 관계로 이자율의 하락에 매우 민감할 수밖에 없다. 그리고 회사채 수익률보다 조금 더 높은 리스크프리미엄이 포트폴리오 전반에 걸쳐 달성될 것으로 기대하였으나 리스크프리미엄을 기대할 수 있는 자산의 비중이 상대적으로 낮고 주식 또한 국내비중이 높아 글로벌한 리스크프리미엄 효과를 볼 수 없었다는 것이 원인이 될 수 있다. 즉, 국내채권 비중이 압도적으로 높고 국내주식 또한 해외주식보다 비중이 높은 Home Bias가

그림 2. 제3차 재정계산 목표수익률 가정과 최근 실적



주: 2060년 기금 고갈 시 필요 기금 수익률은 제3차 재정계산 시 사용된 수익률로 3년 만기 회사채(AA-) 수익률의 1.1배
 자료: 한국보건사회연구원(2015). 국민연금기금 관리·운용체계 개선방안. 정책토론회 자료집. p.16.

목표수익률의 괴리의 원인이다.

물론 Home Bias가 전혀 없을 수는 없다. <표 1>은 미국의 CalPERS와 캐나다 CPPIB의 자산 배분 현황으로 캐나다 CPPIB의 경우에도 국내 주식에 자산의 6.2%를 투자하고 있으며 국내채권에도 32.6%를 투자하고 있다. MSCI Global Equity Index에 의하면 캐나다의 주식비중은 3.02%로 실제투자는 거의 2배를 하는 것을 알 수 있다. 채권투자의 경우에도 Barclays 정부채권지수 상의 캐나다 비중은 1.6%이나 실제 투자는 32.6%로 매우 높은 수준의 Home Bias가 있음을 알 수 있다. 국민연금의 경우에는 국내주식투자가 전체 자산의 18.5%를 차지하나 MSCI Global Equity Index상의 비중은 1.56%

로 실제 투자비중은 index보다 11.8배 높은 수준이다. CalPERS와 CPPIB는 한국의 주식비중을 각각 0.7%와 0.5%로 index 보다 낮게 편입시키고 있다. 국민연금의 국내채권 비중은 52.5%이나 Barclays 정부채권지수에는 포함되어 있지 않다. 캐나다 CPPIB의 경우 채권은 국내투자 그리고 주식을 포함한 위험자산은 해외라는 원칙을 보여주고 있다. 따라서 국민연금의 경우에도 국내채권의 비중은 Barclays index등 Global Index를 참조하기 보다는 정성적인 판단이 더 중요할 수 있다. 안전자산의 비중을 국내자산으로 집중시키는 것 자체는 문제가 되지 않으나 절대적인 수준이 과도하게 높아 인플레이션 리스크에 과도하게 노출되는 문제는 해소

해야만 한다.

3개 기금의 지난 5년 평균수익률을 비교해 보면 국민연금보다 2배 이상 높은 수준을 보이고 있다. 과도하게 높은 수준의 안전자산 비중과 모든 자산에 걸쳐 높게 형성된 Home Bias가 결국 수익률의 차이로 이어진다는 것을 시사하고 있다. 과연 현재와 같은 자산배분이 안전한 자산배분인가하는 의문을 제기하게 된다. 안전자산 비중이 과도하게 높은 것은 수익률의 기회비용이 발생하는 문제가 있다는 것을 간과해서는 안 될 것이다. 따라서 국민연금의 전략적 자산배분의 지향점을 설정하기 위해서는 안전자산과 위험자산의 비중 설정 그리고 위험자산 내에서 해외와 국내비중의 합리적 근거를 찾는 것이 중요하다.

3. 글로벌 시장 중립적·전략적 자산배분 및 전술적 운용

재정목표가 수립되지 않은 경우, 기금부문에 서 목표수익률을 제시할 가능성도 있을 수 있다고 본다. 자체적으로 목표수익률을 제시해야 하는 경우 가장 바람직한 기준선은 시장 중립적 자산배분일 것이다. 시장 중립이라는 것은 다른 투자자와 크게 다르지 않게 전체 평균을 따라 간다는 뜻을 의미하고 있다. 그리고 실제 자산배분은 자산군별 시가총액을 기준으로 수행한다는 것으로 이해되고 있다. 일반적으로 시장 중립적 투자가 가장 안전한 투자로 인식되고 있다. 따라

서 자산배분이 시장 중립적 자산비중에 비해 낮은 것도 반대로 높은 것도 위험한 의사결정이 된다. 단순히 변동성 높은 자산의 비중 또는 포트폴리오의 변동성(표준편차)의 절대수준이 높아지는 것을 위험으로 인식하는 것은 잘못된 것이다. CalPERS와 CPPIB의 안전자산 대비 위험자산의 비중은 각각 25:75, 33:67을 보이고 있다. 국민연금의 56:44에 비해 위험자산의 비중이 높다는 것을 알 수 있다. 단순히 위험자산의 비중이 높다는 것으로 더 위험한 투자를 하고 있다고 평가할 수 없다. 안전자산 비중이 과도하게 높은 자산배분이 시장 중립적인 자산배분에 비해 얼마나 더 차이를 보이고 있는지를 위험의 척도로 보아야 한다. 마치 사람의 혈압에도 정상수준이 있어 저혈압과 고혈압 모두 건강에 좋지 못한 것과 유사하다. CalPERS와 CPPIB의 안전자산 대비 위험자산의 비중이 시장 중립에 근접하다면 오히려 국민연금이 다른 투자자와 다른 포지션을 취하고 있는 것이 인플레이션 위험을 감수하겠다는 의지로 보여질 수 있다. 물론 국민연금의 현재 자산배분은 고정된 것이 아니라 위험자산 비중을 계속 높이고 있기 때문에 이러한 위험노출의 정도는 시간이 갈수록 완화될 것이다.

가. 전 세계 투자가능한 주식시장의 규모

전략적 자산배분의 적정 수준을 가늠하기 위해서는 전 세계 위험자산 대비 안전자산의 시가총액 규모를 계산해야 하며 가장 간단한 방법은 주식과 채권의 글로벌 지수를 참조하는 것이다.

표 1. 해외 주요 공적연기금의 자산배분 내역 및 수익률

자산 구분	자산비중									
	CalPERS ¹⁾		CPPIB		국민연금					
주식	한국		한국		한국					
		0.7		0.5		18.5				
	Public equity	해외	북미(미국)	29.6(27.4)	해외	북미(캐나다)	18.5(6.2)	해외	북미(미국)	7.3(6.9)
			유럽(영국)	12.4(3.8)		유럽(영국)	4.5(0.8)		유럽(영국)	3.2(1.0)
			일본	4.3		일본	3.6		일본	1.4
			아시아 선진시장	3.2		아시아 선진시장	1.0		아시아 선진시장	0.4
			이머징마켓 및 기타	3.6		이머징마켓 및 기타	3.4		이머징마켓 및 기타	1.4
	소계		53.1	소계		31.1	소계		32.2	
	Private equity	미국		북미(캐나다)		한국				
			6.3		11.4(2.0)		1.6			
선진국		2.5	유럽(영국)		해외					
			일본		0.1					
			아시아선진시장		1.7					
이머징마켓	0.8	이머징마켓 및 기타		1.1						
소계		9.6	소계		18.6	소계		3.4		
합계	63.4		50.2		35.6					
채권	미국		캐나다		한국					
		20.6		27.9		52.5				
	선진국	4.3	캐나다 외		해외					
	이머징마켓	0.4	4.7		4.2					
합계	25.3		32.6		56.7					
실물 자산	미국		북미(캐나다)		한국					
		7.7		5.7(1.5)		1.1				
	부동산	선진국	0.7	유럽(영국)		해외				
				일본		0.1				
				아시아선진시장		2.3				
	이머징마켓	0.8	이머징마켓 및 기타		0.5					
	소계		9.2	소계		11.5	소계		4.1	
	인프라	미국		5.7		한국				
		선진국				1.7				
		이머징마켓				1.5				
소계		3.2								
합계	10.5		17.2		7.3					
단기자금 및 기타	0.8		-		0.4					
총계	100.0		100.0		100.0					
5년(11~15) 평균수익률	10.7		12.7		4.65					

주: 1) CalPERS의 자산군별 자산비중은 2015년 6월 30일 기준이며, 지역별 비중은 2014년 8월 31일 비중을 적용.

2) 주식의 세부 지역별 비중은 FTSE Global All Cap Index factsheet를 기준으로 재산출함.

3) CPPIB의 public equity 비중은 public equity holdings 자료를 기초하여 산출함.

4) 국민연금의 public equity의 지역별 비중은 2014년 말 기준으로 적용.

5) 국민연금의 private equity, 부동산, 인프라의 한국, 해외 투자비중은 투자금액을 기준으로 산출함.

자료: 1) CalPERS(2015). CalPERS Comprehensive Annual Financial Report, Fiscal Year Ended June 30, 2015. p.102.

2) Dan Bienvenue, John Cole(2014). Global Equity Annual Program Review. CalPERS, p.8.

3) FTSE Global All Cap Index factsheet(2016년 1월 29일 기준).

4) CPPIB(2015). CPPIB Investment Board 2015 Annual Report. p.48, p.58, p.63.

5) CPPIB(2015). Foreign public equity holdings as at March 31, 2015. [http://www.cppib.com/dam/cppib/What%20We%20Do/Our%20Investment/Q4%202015%20Canadian%20Public%20Equity%20Holdings%20\(EN\).htm](http://www.cppib.com/dam/cppib/What%20We%20Do/Our%20Investment/Q4%202015%20Canadian%20Public%20Equity%20Holdings%20(EN).htm)(2016.03.14. 인출)

6) CPPIB(2015). Canadian public equity holdings as at March 31, 2015. [http://www.cppib.com/dam/cppib/What%20We%20Do/Our%20Investment/Q4%202015%20Foreign%20Public%20Equity%20Holdings%20\(EN\).htm](http://www.cppib.com/dam/cppib/What%20We%20Do/Our%20Investment/Q4%202015%20Foreign%20Public%20Equity%20Holdings%20(EN).htm)(2016.03.14. 인출)

7) 보건복지부(2016). 2015년 12월 말 국민연금기금 운용현황. p.3.

8) 보건복지부(2015). 2014년도 국민연금 기금운용 성과평가(안). p.69.

표 2. S&P, MSCI, FTSE 지수의 지역별 시가총액과 시가비중 비교

지역	S&P Global Equity Index		MSCI ACWI IMI		FTSE Global All Cap Index	
	mkt cap (US 백만 \$)	index weight(%)	mkt cap (US 백만 \$)	index weight(%)	mkt cap (US 백만 \$)	index weight(%)
미국	20,578,271	51.61	20,425,895	53.35	20,259,071	53.11
일본	3,538,810	8.88	3,124,903	8.16	3,216,260	8.43
영국	2,570,795	6.45	2,539,691	6.63	2,610,298	6.84
프랑스	1,231,345	3.09	1,198,118	3.13	1,144,828	3.00
스위스	1,170,324	2.94	1,127,569	2.95	1,127,501	2.96
캐나다	1,188,741	2.98	1,156,271	3.02	1,080,143	2.83
한국	672,105	1.69	596,464	1.56	594,048	1.56
기타	8,921,272	22.38	8,118,222	21.20	9,787,674	21.27
합계	39,871,663	100.00	38,287,133	100.00	38,145,632	100.00

자료: 1) S&P Global Equity Indices Monthly Update(2016년 2월 29일 기준).

2) MSCI ACWI, USA, JAPAN, UNITED KINGDOM, FRANCE, SWITZERLAND, KOREA IMI(USD) factsheet(2016년 2월 29일 기준).

3) FTSE Global All Cap Index factsheet(2016년 1월 29일 기준).

우선 전 세계적으로 국민연금이 투자할 수 있는 주식시장의 규모는 S&P Global Equity Index, MSCI ACWI IMI, FTSE Global All Cap Index의 시가총액으로 가늠해 볼 수 있다.

우선 S&P Global Equity Index의 경우 지수의 총 시가총액은 39.87조 달러로 계산하고 있다. 지역별 비중은 미국이 51.61%, 일본 8.8%, 영국 6.45% 순으로 전 세계 국가별 주식시장의 시가총액을 전반적으로 반영하고 있다. MSCI ACWI IMI 지수의 시가총액은 38.28조 달러 그리고 FTSE Global All Cap Index는 38.14조 달러로 계산하고 있다. 이들 두 지수의 국가별 비중은 S&P Global Equity Index와 크게 다르지 않다. 이들 3개 지수의 시가총액 평균은 약 38.7조 달러로 계산되므로 전 세계 투자가능 주식시장의 규모로 보는 것이 타당하다고 본다.

국민연금, CalPERS, CPPIB의 지역별 주식 투자비중은 차이를 보이고 있다. 우선 국민연금의 경우 해외 주식투자 내에서 비중을 보면 국내주식에 59.7%를 해외에 나머지 40.03%를 투자하고 있다. CalPERS와 CPPIB는 한국에 전체 주식투자의 각각 1.3%와 1.5%를 투자하고 있다. 주요 지수에서 한국이 차지하는 비중이 약 1.5~1.6%인 점을 감안한다면 국민연금의 Home Bias는 매우 높은 수준이라는 것을 알 수 있다. 국민연금의 해외 주식투자 비중은 전반적으로 다른 연기금에 비해 낮으며 특히 북미 지역에 대한 비중이 전체 주식투자의 20.4%로 주요 지수의 비중 50% 내외 수준에 비해 매우 낮다. 심각한 수준의 Home Bias는 전 세계 시장을 대상으로 한 리스크프리미엄 효과를 내지 못하는 한계를 보일 수 밖에 없다. Home Bias가 없을

수는 없으나 지나친 수준은 수익률과 위험수준 모두에 부정적인 영향을 주게 된다.

CalPERS와 CPPIB도 지역별로 차이를 보이고 있다. CalPERS는 미국 주식시장에 전체 주식투자의 51%를 투자하고 있지만 CPPIB는 39.1%만

투자하고 있다. 유럽시장에 대해서는 CalPERS는 23%를 투자하지만 CPPIB는 14.23%만을 투자하고 있다. CalPERS와 CPPIB가 주식투자에 대해 각기 다른 전술적 운용을 하고 있음을 잘 보여주는 통계이다.

표 3. 주요 공적연금기금의 주식투자 지역별 비중

(단위: %)

	국민연금	CalPERS	CPPIB
북미(미국)	21.5(20.4)	55(51)	58.7(39.1)
유럽(영국)	9.4(3.0)	23(7)	14.3(2.6)
일본	4.0	8	11.5
한국	59.7	1.3	1.5
아시아선진시장	1.2	6	3.3
이머징마켓 및 기타	4.2	6.7	10.8
총계	100.0	100.0	100.0

주: 1) 국민연금의 공개된 지역별 비중의 총합은 96.8%로 나머지 3.2%는 기타로 분류함.
 2) 국민연금은 국가별 세부 비중(미국, 영국 등)을 공개하지 않으므로 일부 세부 국가의 비중은 FTSE Global All Cap Index를 기준으로 비중을 재산출함.
 3) CalPERS의 한국 비중은 이머징마켓 비중에서 FTSE Global All Cap Index를 기준으로 비중을 재산출함.
 4) CPPIB의 캐나다 비중은 public equity holdings의 비중 산출 후, CPPIB 연차보고서를 기준으로 비중을 재조정함.
 자료: 1) 보건복지부(2015). 2014년도 국민연금 기금운용 성과평가(안). p.52, p.69.
 2) Dan Bienvenue, John Cole(2014). Global Equity Annual Program Review. CalPERS, p.8.
 3) CPPIB(2015). Foreign public equity holdings as at March 31, 2015. [http://www.cppib.com/dam/cppib/What%20We%20Do/Our%20Investment/Q4%202015%20Canadian%20Public%20Equity%20Holdings%20\(EN\).htm](http://www.cppib.com/dam/cppib/What%20We%20Do/Our%20Investment/Q4%202015%20Canadian%20Public%20Equity%20Holdings%20(EN).htm)(2016.03.14. 인출)
 4) CPPIB(2015). Canadian public equity holdings as at March 31, 2015. [http://www.cppib.com/dam/cppib/What%20We%20Do/Our%20Investment/Q4%202015%20Foreign%20Public%20Equity%20Holdings%20\(EN\).htm](http://www.cppib.com/dam/cppib/What%20We%20Do/Our%20Investment/Q4%202015%20Foreign%20Public%20Equity%20Holdings%20(EN).htm)(2016.03.14. 인출)

나. 전 세계 투자 가능한 채권시장 규모

앞에서 전 세계 투자 가능한 주식시장의 규모를 38.76조 달러로 계산하였다. 채권도 같은 방식으로 계산하여 둘 간의 비중을 위험자산과 안전자산의 비중으로 참조할 수 있을 것이다. 채권투자의 경우 수익률 추구 보다는 변동성이 낮은 안전자산 편입을 목적으로 하고 있으므로 선진국 위주의 정부 채권지수의 시가총액(상장잔액)을 분석대상으로 하였고 고정금리형(fixed rate)

과 물가연동형(Inflation-Linked)을 합산하여 계산하였다. Barclays 채권지수가 가장 보편적으로 사용되어 이 지수를 기준으로 시가총액과 비중을 계산하였다. 지수가 포함하는 국가군은 미국, 유로, 영국, 일본, 캐나다, 호주 6개 군이다. 고정금리형 정부채권의 시가총액은 18.67조 달러이며 물가연동형 정부채권의 시가총액은 8.70조 달러로 총 27.37조 달러로 계산된다. 지역별로는 미국이 37.35%, 유로지역이 22.88%, 일본

표 4. 전 세계 정부채권 시가총액(상장잔액)

(단위: US 백만 \$)

지역	government bond fixed rate(A)		government bond Inflation-Linked bond(B)		(A)+(B)	
	mkt value	비중(%)	mkt value	비중(%)	mkt value	비중(%)
미국	9,086,132	33.19	1,138,193	4.16	10,224,325	37.35
유로	5,794,640	21.17	469,198	1.71	6,263,838	22.88
영국	1,237,630	4.52	510,903	1.87	1,748,533	6.39
일본	1,941,692	7.09	6,477,308	23.66	8,419,000	30.75
캐나다	373,200	1.36	70,738	0.26	443,938	1.62
호주	238,600	0.87	39,557	0.14	278,157	1.01
합계	18,671,894	68.20	8,705,897	31.80	27,377,791	100.00

자료: 1) Barclays index products(https://index.barcap.com/Benchmark_Indices)를 참조

2) 일본, 캐나다, 호주의 fixed rate market value는 Bank for International Settlement, summary of debt securities outstanding(<https://bis.org/statistics/secstats.htm>) 통계를 참조

30.75%이다. 일본의 경우 GDP비중에 비해 정부채권 발행규모가 지나치게 높다는 것을 알 수 있다. GDP비중을 감안하여 일본의 정부채권 규모를 조정하는 경우 시가총액비중은 30.75%에서 9.5%로 조정이 된다.

전 세계를 대상으로 투자가 가능한 주식과 정부채권의 비중은 38.76:27.37(58.6:41.4)로 볼 수 있다. 일본 정부채권 발행규모를 GDP비중으로 조정하는 경우 이 비중은 38.76:21.17(64.7:35.3)이 된다.

다. CPPIB의 참조 포트폴리오와 CalPERS, 국민연금의 전략적 자산배분

안전한 전략적 자산배분을 글로벌한 시장중립적 투자에 기반하는 것으로 정의한다면 위험자산 대비 안전자산의 비중은 64.7%:35.3%을

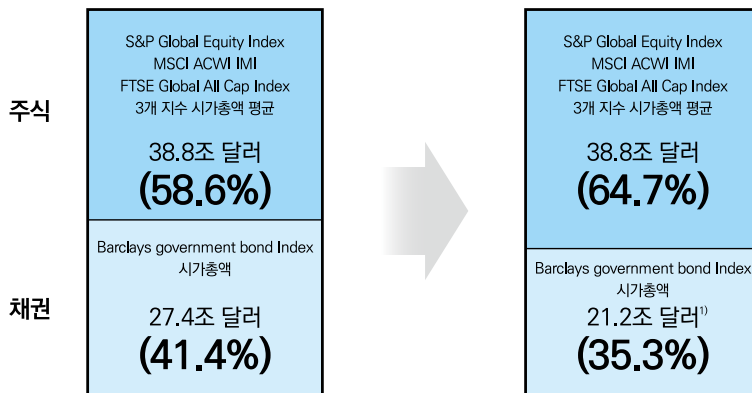
참조하는 것이 가장 합리적인 선택일 것이다. CPPIB와 CalPERS의 전략적 자산배분을 살펴보면 위험자산의 비중이 65%를 넘는 것을 알 수 있다. CPPIB의 전략적 자산배분은 기금이사회가 참조 포트폴리오(reference portfolio)를 결정해 주면 그 범위 내에서 실무진이 total portfolio 차원에서 자산군별 자산배분을 신중적으로 배정하고 있다. CPPIB 기금이사회가 정한 참조 포트폴리오의 구성은 위험자산 대비 안전자산의 비중으로 65:35이다. CPPIB 이사회가 위험자산과 안전자산 비중을 임의로 정했다고는 생각하지 않는다. 앞에서 저자가 계산한 두 자산 간의 시가비중과 일치하는 것을 감안해 볼 때 CPPIB 이사회도 이러한 자료를 참조했을 가능성도 있을 수 있다. CPPIB의 주식(public equity) 대비 채권비중은 58.1%와 41.9%이지만 주식에 private

equity와 실물자산을 포함시킨 위험자산의 비중은 67.4%이다. CalPERS의 경우에도 위험자산의 비중이 65%를 넘어서 75%에 근접한 수치를 보이고 있다. 위험자산을 위험한 자산으로 이해하는 것은 잘못된 개념이다. 위험자산은 변동성이 상대적으로 높은 자산으로 표현하는 것이 맞다. 따라서 변동성이 높은 자산과 변동성이 거의 없는 자산의 비중으로 이해하는 것이 전략적 자산 배분의 목표수립에 도움이 될 것이다. 위험자산(변동성 자산) 대비 안전자산(비변동성 자산) 비중을 65:35로 가져가는 것을 시장중립적·전략적 자산배분으로 정하는 것이 합리적이라고 본다.

국민연금기금이 궁극적으로 추구해야할 전략적 자산배분은 위험자산 65% 그리고 안전자산

35%로 설정하는 것이 합리적인 참조비율일 것이다. 위험자산 내에서 주식과 대체투자를 어떻게 배분할 것인가는 현재와 같이 정책조건으로 설정하든지 아니면 전적으로 자산배분모형에 의해 도출되는 수치를 적용하면 될 것이다. 2015년 말 기준으로 국민연금기금의 안전자산비중은 56.7%이고 이중에서 92.6%가 국내채권에 해당한다. 위험자산비중은 43.3%이고 이중에서 국내자산의 비중이 52.8%이다. 2010년에 비해 위험자산의 비중이 14.3%p 증가하였고, 연평균 2.86%p 증가하고 있다. 해외주식의 비중이 6.6%에서 15.3%로 증가하였고, 연평균 1.74%p 증가한 것으로 계산된다. 지난 5년간의 위험자산(변동성 자산) 증가속도를 적용하면 글로벌 시

그림 3. 전 세계 주식(위험자산) 대비 채권(안전자산) 비중



주:1) 일본 채권 총액을 GDP로 조정하여 6.2조 달러가 감소함.

주: 1) 2014년 미국 GDP는 17,419 십억 달러, 일본 GDP는 4,601 십억 달러로 미국은 일본의 3.79배임.

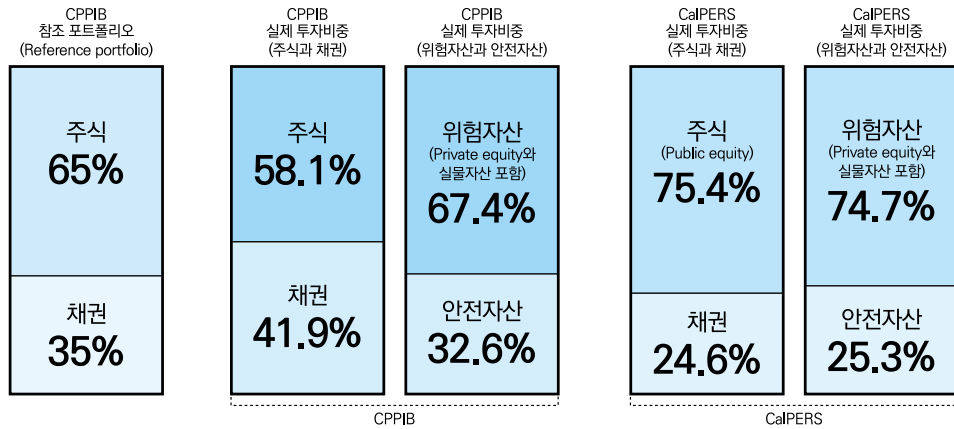
자료: 1) S&P Global Equity Indices Monthly Update(2016년 2월 29일 기준).

2) MSCI ACWI IMI(USD) factsheet(2016년 2월 29일 기준).

3) FTSE Global All Cap Index factsheet(2016년 1월 29일 기준).

4) Barclays index products

그림 4. CPPIB, CalPERS의 포트폴리오 구성



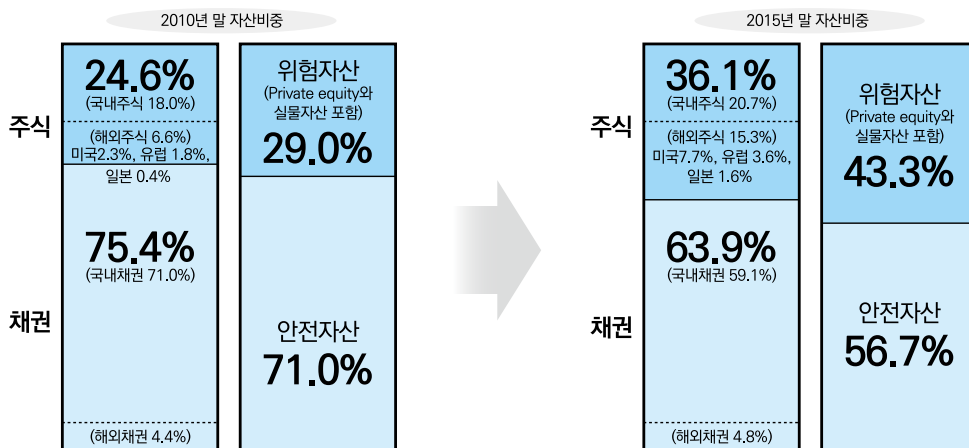
주: 1) CPPIB는 2015년 3월 기준, CalPERS는 2015년 6월 기준

2) 주식은 public equity를 의미하며, 채권은 non-marketable bond를 제외한 비중

자료: 1) CPPIB(2015). CPPIB Investment Board 2015 Annual Report. p.32, p.48.

2) CalPERS(2015). CalPERS Comprehensive Annual Financial Report, Fiscal Year Ended June 30, 2015. p.102.

그림 5. 국민연금기금의 안전자산 대비 위험자산 비중



자료: 1) 보건복지부(2011). 2011년 4월 국민연금기금 운용현황. p.115.

2) 보건복지부(2016). 2015년 12월 말 국민연금기금 운용현황. p.3.

장 중립적·전략적 자산배분인 65%에 도달하는 시점은 현재로부터 8년 이후가 될 것으로 전망된다. 기금규모가 절대금액기준으로 지속적으로 증가하고 있기 때문에 위험자산의 증가속도는 지난 5년 평균에 비해 낮아질 가능성이 크다. 국민연금기금의 최대 적립기금수준이 2043년에 도달되는 것으로 제3차 재정계산 시 추계된 것을 감안한다면 국민연금이 장기적인 안목에서 투자할 수 있는 기간적 여유는 앞으로 27년 간이다. 전략적 자산배분이 글로벌 시장 중립적으로 도달되는 시점을 2024년으로 계산한다면 2043년까지 19년이라는 기간 동안 글로벌한 리스크프리미엄 효과를 볼 수 있게 된다. 안전자산비중을 줄이는 동시에 Home Bias를 개선하는 속도를 빠르게 진행시킬수록 수익률의 기회비용을 최소화하는 동시에 적정수익률에 미달할 위험(shortfall risk)도 동시에 줄일 수 있게 된다. 장기적 안목에서 투자하는 거대 공적연금기금은 변동성(volatility)에 따른 위험과 신용위험(credit risk)을 구분해서 관리해야만 한다. 단기 변동성과 장기변동성은 수준 자체가 큰 차이를 보이므로 적립기에 있는 국민연금의 경우 변동성이 높은 위험자산을 글로벌 시장 중립적 수준까지 배분해도 일반인들이 이해하는 변동성 수준보다 훨씬 낮은 수준의 변동성 위험에 노출된다. 일반적으로 채권 이외의 주식을 포함한 실물자산을 위험자산으로 표현하지만 채권에 비해 변동성이 높다는 것이지 신용위험(credit risk) 등 모든 위험이 높아진다는 것으로 해석해서는 안 된다. 따라서 국민연금기금의 전략적 자산배

분의 목표는 가능한 빠른 기간 내에 위험자산의 비중을 65% 수준으로 높이는 것이다. 그리고 안전자산은 국내채권 위주로 배분하고 그 비중은 30% 수준으로 유지하는 것이 바람직할 것이다. 위험자산비중이 65%가 되는 시점을 당기는 것이 필요하고 이는 곧 운용역량과 연계된다.

4. 글로벌 시장 중립적·전략적 자산배분과 전술운용 역량강화의 수익률 제고 효과

저자는 국민연금기금이 과거부터 글로벌 시장 중립적·전략적 자산배분을 하였다면 수익률 제고에 어느 정도 기여할 수 있었는지를 분석해 보았다. 2013년부터 2015년까지 국민연금수익률에서 CPPIB의 참조 포트폴리오와 같이 위험자산의 비중을 65%로 하고 안전자산을 35%로 하는 경우의 수익률과 해외주식 수익률을 CPPIB 해외주식 수익률로 대체하여 적용하는 경우의 수익률을 계산해 보았다.

2015년의 경우 국민연금기금의 해외주식비중이 13.7%였으나 이를 35.1%로 높이고, 국민연금 해외주식 수익률을 적용하면 기금 전체 수익률은 4.57%에서 5.05%로 개선되는 것으로 나타났다. 해외주식 비중 35.1%에 대해 국민연금 해외주식 수익률을 적용하지 않고 CPPIB의 해외주식 수익률을 적용하는 경우 전체 수익률은 7.95%로 상승하게 된다. 4.57%에서 5.05%로 0.48%p 기금수익률이 개선되는 것은 글로벌 시

표 5. CPPIB의 참조 포트폴리오와 CPPIB의 해외 주식수익률을 국민연금에 적용한 국민연금 수익률

(단위: %)

	2015년			
	국민연금 자산비중 (실적) (A)	국민연금 수익률 (실적) (B)	국민연금 자산비중-1 (C)	국민연금 수익률-2 (D)
국내주식	18.5	1.67	18.5	1.67
해외주식	13.7	5.73	35.1	14.00
국내채권	52.5	4.29	31.1	4.29
해외채권	4.2	1.52	4.2	1.52
국내대체	4.4	8.98	4.4	8.98
해외대체	6.3	14.9	6.3	14.90
수익률(실적)	4.57			
해외 주식비중 증가 후: $\Sigma(C \times B)$	5.05			
CPPIB 해외 주식수익률 적용: $\Sigma(C \times D)$	7.95			

주: 1) 주식과 채권의 비중에서 국내채권의 비중을 35.0%로 감소시키고, 이 차이만큼 해외주식 비중을 증가시킴
 2) 국민연금의 해외주식 수익률을 CPPIB의 선진국주식 수익률로 대체한 값임.
 3) 2015년 CPPIB 수익률은 2014년과 2015년의 투자수익금액에 기초하여 산출함.
 4) $\Sigma(C \times B)$ 는 참조 포트폴리오 적용 후 산출 수익률을 나타내고, $\Sigma(C \times D)$ 는 CPPIB 해외주식 수익률로 조정 후 수익률을 나타냄.
 자료: 1) 보건복지부(2016). 2015년 12월 말 국민연금기금 운용현황. p.3, p.5.
 2) CPPIB(2015). CPPIB Investment Board 2015 Annual Report. p.49.
 3) CPPIB(2015). Condensed Interim Consolidated Financial Statements of Canada Pension Plan Investment Board, December 31, 2015. p.27.

장 중립적·전략적 자산배분의 수익률 제고 효과가 전략적 자산배분 효과가 음(-)으로 기록된 해는 로 볼 수 있다. 2007년 금융위기부터 2015년까지 이러한 효과를 계산해 보면 아래 표와 같다. 2008년과 2011년 2개년에 불과하고 나머지 기간에서 모두 양(+)의 효과가 나타남을 알 수 있

표 6. 국민연금기금의 전략적 자산배분과 전술적 운용 변화에 따른 수익률 제고 효과

(단위: %, %p)

연도	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
국민연금 기금운용 수익률(실적) (A)	6.84	-0.18	10.39	10.37	2.31	6.99	4.19	5.25	4.57
전략적 자산배분을 CPPIB 참조 포트폴리오 적용 (B)	9.76	-23.41	20.42	12.26	-1.57	8.37	9.34	6.05	5.05
CPPIB 해외주식 수익률적용 (C)	1.62	-14.63	20.33	11.05	2.40	9.37	10.97	11.11	7.95
총 효과 (C-A)	-5.22	-14.45	9.94	0.68	0.09	2.38	6.78	5.86	3.38
전술적 역량효과 (C-B)	-8.14	8.78	-0.09	-1.21	3.97	1.00	1.63	5.06	2.90
전략적 자산배분효과 (B-A)	2.92	-23.23	10.03	1.89	-3.88	1.38	5.15	0.80	0.48

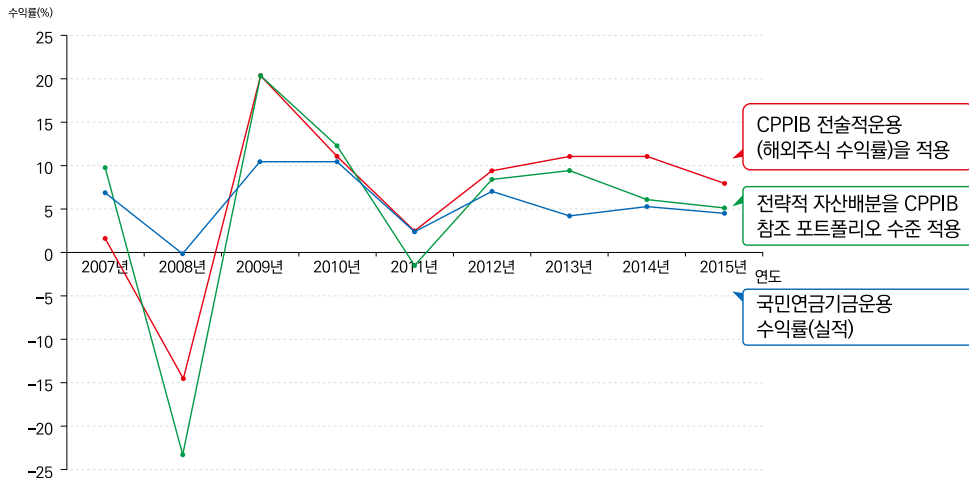
다. 해외주식 수익률을 CPPIB의 해외주식 수익률로 적용하는 경우에는 2007년과 2010년 두 기간만 음(-)의 효과를 나타내고 나머지 기간은 양(+의 효과를 보이고 있다.

전 세계적인 경제위기 시에는 국민연금기금의 수익률 실적이 양호하며 전략적 자산배분에서 주식비중을 높이는 경우 수익률이 마이너스(-)를 기록하는 것을 알 수 있다. 그러나 정상적인 기간에서는 전략적 자산배분 효과가 지속적으로 양(+의 수익률 제고 효과를 나타내는 것으로 분석되었다. 앞에서 국민연금기금수익률이 최근 지속적으로 재정계산 시 사용된 수익률 가정에 비

해 낮은 수준을 보이고 있다는 것을 알 수 있었다. 전략적 자산배분을 글로벌 시장 중립적 수준으로 조정하였다면 기금수익률이 2013년에는 5.15%p, 2014년에는 0.8%p 그리고 2015년에는 0.48%p 상승하는 효과를 낼 수 있었다는 것을 의미한다. 이러한 수익률 제고 효과는 시장 중립적으로 기금을 운용하면서도 낼 수 있었던 추가 수익률이기 때문에 달성하지 못한 기회비용에 틀림없다.

이러한 기회비용이 앞으로도 8년 이상 발생할 수 있다는 것은 큰 손실임을 인식해야 한다.

그림 6. 국민연금기금의 전략적 자산배분과 전술적 운용 변화에 따른 수익률 추정치



주: 자세한 산출과정은 <표 5>를 참고.

자료: 1) 보건복지부(2014). 2013년도 국민연금기금운용 성과 평가(안). p.20.

2) 보건복지부(2015). 2014년도 국민연금기금운용 성과 평가(안). p.54.

3) 보건복지부(2016). 2015년 12월 말 국민연금기금 운용 현황. p.5.

5. 나가며

2018년 제4차 재정계산을 앞두고 기금부문에 서 결정해야 할 사안 중 가장 중요한 것은 글로벌 시장 중립적·전략적 자산배분을 어느 시기에 달성시킬 것인가이다. 이것은 전략적 자산배분 영역이고 현 체계상으로는 기금운용위원회에서 결정하도록 되어 있다. 현재와 같은 수준으로 위험자산을 늘리는 것은 추가적인 수익률 제고를 달성하지 못하는 데 따른 기회비용이 발생함을 기금위 위원들에게 인식시키고, 전략적 자산배분을 보다 시장 중립적인 관점에서 도출할 필요가 있다. 사람의 혈압이 정상수준을 유지해야 하듯이 저혈압상태인 국민연금의 자산배분을 시장 중립적으로 조정하는 것은 정상혈압으로 회복시키는 것과 동일하다. 보다 엄밀히 말하면 국민연금의 현행 관리체계하에서 기금운용위원회가 위험자산비중을 결정한다고 보기 어렵다. 보건복지부와 기금운용본부가 현행 추세보다 더 높은 수준으로 위험자산을 배분한 결과를 기금운용위원회에 예시로 제시한다면 채택될 가능성이 있을 것으로 보인다. 국민연금기금이 규모면에서 세계 3~4위인 점을 감안한다면 자산운용 또한 그런 면모를 보일 필요가 있다. 기금관리체계 전반에 걸쳐 전문성이 강화되어야만 기회비용을 최소화할 수 있는 기금운용이 가능해질 것이다. 기금운용위원회는 글로벌 시장 중립이라는 관점에 대한 이해가 필요하며, 이러한 논의가 가능한 체제로 전환하는 것이 시급하다. 전략적 자산배분에 대한 책임이 기금운용위원회에 있음에

도 많은 위원들이 지금까지 자신들이 어떤 것을 결정하였는지에 대해 그리고, 어떤 결정을 해야 하는지에 대해 정확한 이해가 부족하다고 본다. 기금운용위원회가 전문가 중심으로 개편이 되는 것이 가장 바람직한 대안이나 관련 법안이 국회를 통과하기까지 손을 놓고 있을 수는 없다. 현행 체계 하에서도 기금운용위원회는 안전심의 이외에도 위원을 대상으로 한 교육 및 세미나 개최 등을 통해 역량 제고를 위한 노력을 기울여야 한다.

기금운용위원회의 체계개편과 역량 제고와 함께 전술적 운용역량의 제고에 대해서도 면밀한 검토가 필요하다. 매년 Home Bias가 개선되는 수준이 기금운용위원회의 결정에 의한 것이라기 보다는 기금운용본부가 소화할 수 있는 수준에 맞는 예시가 기금운용위원회에 제시되었기 때문은 아닌지 다시 짚어볼 필요가 있다. 따라서 너무 더디게 Home Bias가 개선되는 것은 기금운용위원회의 무관심과 기금운용본부의 역량 부족이 맞물린 결과로 귀착된다. 따라서 기금운용본부의 역량 제고는 3단계에 걸쳐 진행될 필요가 있다고 사료된다. 1단계는 글로벌 시장 중립적·전략적 자산배분을 소화해 낼 수 있는 역량제고이고, 2단계는 해외주식(public equity) 운용에서 차별적 Passive 역량을 구축하는 것이며, 3단계는 해외 private 자산시장에 대한 전문성을 키우는 것이다. 앞서 분석한 바와 같이 해외주식(public equity) 수익률을 CPPIB 수준을 적용하는 경우 수익률 수준이 제고되는 것을 알 수 있다. 이러한 결과를 가져오기 위해서는 2단계까지의 역량 제고가 완성되어야만 한다고 본다. 저자

가 계산한 바로는 현행 추세대로라면 위험자산이 65%되는 시점은 지금으로부터 8년 이후가 된다. 1단계 역량 제고는 이것을 3~4년 이내 완수할 수 있는 수준을 의미한다. 거의 모든 기금운용에서 지배구조=수익률이라는 공식은 잘 알려져 있는 내용이다. 많은 전문가들이 지배구조가 수

익률을 결정한다는 것에 동의하고 있다. 과연 국민연금의 지배구조(관리체계)는 어떤 수준의 수익률을 낼 수 있는 체계인지 살펴보고, 어떤 노력을 더 해야 하는지를 면밀히 검토하여 실천에 옮길 시점에 도달하였다고 본다. ■