

國民年金 資産運用의 개선방안*

南 在 炫 (研究委員, 3705-6249)

국채시장에서 국민연금의 지배적 지위 확대로 인해 금리 구조의 왜곡이 우려되고 있으나 현재까지는 이러한 현상을 실제 자료로 입증할 수는 없다. 또한 국민연금의 보수적인 투자성향으로 인해 경제 전체의 위험자산 투자 비중이 점차 줄어들 수 있다는 우려가 있으나 기존의 실증연구에 의하면 경제에서 연금이 차지하는 비중이 커질수록 오히려 위험자산인 주식에 대한 투자는 증가하는 것으로 분석되고 있다. 향후 자본시장구조 왜곡 가능성을 미연에 방지하기 위해서는 운용사를 통한 간접투자 방식의 SOC투자, 미국국채와 초우량기업 투자를 중심으로 해외전문운용기관을 활용한 해외투자, 그리고 파생상품 투자의 점진적인 확대 등 자산운용의 다양화가 시급하다. 또한 자산운용기관의 자율성, 독립성 및 전문성과 성과에 대한 책임소재의 명확화, 성과평가의 합리화 및 장기화 등의 투자여건 조성도 필요하다.

최근 들어 국민연금 적립금 규모가 급증함에 따라 국민연금 자산운용이 국내경제, 특히 자본시장에 미치는 영향에 대한 관심이 높아지고 있다. 2004년 9월말 현재 국민연금은 운용자금 128조원 중 금융부문에 118조원, 공공부문에 7.9조원 그리고 복지부문과 기타부문에 2.1조원을 투자하고 있다. 구체적으로 금융부문의 투자내용을 살펴보면 채권에 대한 투자가 91.4%로 대종을 이루고 있는데 반해 SOC투융자, 부동산, 사모투자 등의 대체투자와 주식투자는 각각 0.2%와 7.8%에 불과한 실정이다. 또한 해외채권의 경우 외국기업이 발행한 외화표시 채권이 아니라 대부분 한국 정부나 우량 금융기관 및 기업체가 해외에서 발행한 한국물채권(Korean Paper)에 투자되고 있다. 해외

채권에 대한 투자가 91.4%로 대종을 이루고 있는데 반해 SOC투융자, 부동산, 사모투자 등의 대체투자와 주식투자는 각각 0.2%와 7.8%에 불과한 실정이다.

*본고의 내용은 집필자의 개인이견으로서 한국금융연구원의 공식견해와는 무관함을 밝혀둡니다.



주식의 경우 2,000억원 투자에 그치고 있으며 파생상품거래 역시 극히 미미한 수준이다.

본고에서는 국민연금의 편중된 자산운용이 경제에 미치는 영향을 채권시장과 주식시장을 중심으로 살펴보고 자산운용의 다양화를 위한 방안과 바람직한 투자여건조성에 대하여 살펴보고자 한다.

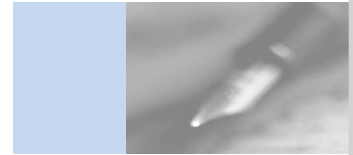
국채시장에서의 채권가격 왜곡

국민연금의 채권운용 상황을 보면 최근 안전자산에 대한 선호 등을 반영하여 국채와 금융채 비중은 상승하고 있으나 회사채 비중은 하락하는 추세에 있다. 국고채와 국민주택채권을 포함하는 국채시장에서 국민연금이 차지하는 비중 역시 국민연금 적립금 규모의 증대에 따라 2001년 7.1%에서 2003년에는 29.9%로 대폭 확대된데 이어 2004년 6월말에는 32.5%로 더욱 늘어났다. 이와 같이 국채 시장에서 국민연금이 점하는 지배적 지위가 강화 되면서 국채의 가격변수, 즉 이자율 구조에 왜곡현상이 나타나고 있다는 우려가 제기되고 있다.

국채시장에서의 국민연금의 지배적 지위로 인하여 국채의 가격변수 즉 이자율에 왜곡이 존재한다는 우려가 있다.

그러나 현재까지 국채시장에서 국민연금이 차지하는 비중으로는 국민연금의 과도한 국채 수요 때문에 국고채 금리가 지나치게 낮다는 우려를 구체적으로 데이터에서 입증하기는 곤란하다. 참고로 회사채 BBB-와 국고채 3년물의 스프레드 추이를 살펴보면, 국채시장에서의 국민연금 비중이 크게 증가한 2003년의 경우 국고채 금리가 하락함에 따라 스프레드는 증가하였다. 그러나 2003년에는 SK글로벌 분식회계 및 카드채 유동성 위험 등으로 국채 등 안전자산에 대한 선호 경향이 모든 수요층에서 확산되었기 때문에 이 기간의 스프레드 증가요인을 국민연금 비중 확대로만 돌리기 어려운 측면이 있다. 또한 2004년의 경우 국민연금의 국채투자 잔액 비중이 증가하였음에도 불구하고 이전의 과도한 국채 수요에 따른 조정 요인으로 회사채와 국채간의 스프레드는 오히려 감소하고 있다. 이와 같이 비록 데이터를 통하여 국민연금이 금리에 미치는 영향력이 과도하다는 점을 확인할 수는 없지만, 실제 국채시

현재까지 국채시장에서 국민연금이 점하는 비중으로는 이러한 우려를 구체적으로 데이터에서 입증하기는 곤란하다.



장 참여자들의 경우 일정한 채권 수요를 담당하는 국민연금의 투자 행태에 심리적 영향을 받을 가능성은 여전히 존재한다 하겠다.

한편 국민연금이 전체 여유자금 중 국채투자의 비중을 현재와 같이 유지한다는 가정 하에서는 국채시장에서의 국민연금 비중은 2015년에 50% 이상을 차지하고 2025년에는 67%에 이를 것으로 전망된다. 따라서 국민연금이 현행 투자행태를 계속 유지할 경우 미래 채권시장 구조를 왜곡할 가능성은 충분히 예상할 수 있다.

국민연금이 현행 투자행태를 지속할 경우 미래 채권시장 구조를 왜곡할 가능성은 다분하다.

주식시장에서 수요 위축

안전자산을 중시하는 국민연금의 보수적인 투자 성향으로 인해 전체 경제의 위험자산에 대한 투자 비중이 점차 줄어들 수 있다는 우려가 제기될 수 있다. 즉, 정부의 위험자산에 대한 투자 성향이 개인에 비하여 낮을 경우 사회보장성 기금 확대에 따른 강제 저축 비중의 증대는 주식과 대체투자 등 위험자산에 대한 경제 전체의 수요를 감소시킬 수 있기 때문이다. 실제로 도시근로자 가구 비소비성 가계지출에서 공적연금 및 사회보장 부담 비중은 1995년 22.3%에서 2000년 32.7% 그리고 2003년에는 39.2%로 증가하였다. 그러나 2004년 9월말 현재 국민연금 금융부문의 주식 및 대체투자 비중은 8.0%로 개인부문의 금융자산 포트폴리오에 있어 위험자산 투자 비중(약 40%)에 비하여 월등히 낮은 수준이다.

국민연금의 보수적인 투자성향으로 인해 전체 경제의 위험자산에 대한 투자 비중이 점차 줄어들 수 있다는 우려가 제기되고 있다.

그러나 기존의 해외 실증연구에 의하면 GDP 대비 연금 적립규모와 GDP 대비 주식시장 시가총액 간에는 양의 상관관계가 존재하고 이에 따라 경제에서 연금이 차지하는 비중이 커질수록 위험자산인 주식에 대한 투자가 증가한다고 분석하고 있다. 이는 연금의 경우 부채의 만기 구조가 장기인데다 만기 전에 연금 가입자들이 임의로 유동화하기 힘들기 때문에 잉여자금을 고위험, 고수익 자산에 장기 투자하여 저위험, 고수익을 추구할 수 있기 때문이다. 특히 1975년부터 1997년까지의 데이터를 이용한 World Bank의 실증연구에 따르면 한국의 경우에도 연금 규모와 주식시장 시가총액 및 거래대금간에 인

기존의 실증연구는 경제에서 연금이 차지하는 비중이 커질수록 위험자산인 주식의 투자가 증가한다고 분석하고 있다.



과관계가 성립하는 것으로 분석된 점에 미루어 볼 때, 적어도 국내 주식시장 수요 부진이 연기금 규모 확대에만 기인하지는 않은 것으로 보인다.

여유자금 투자대상의 다양화

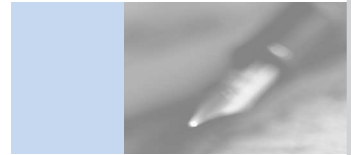
비록 국민연금의 자산운용행태가 현재로서는 주식시장과 채권시장 구조의 왜곡을 초래하지는 않은 것으로 보이지만 지금과 같은 투자행태를 지속할 경우 부작용과 문제점이 충분히 예상되는 만큼 자본시장의 발전을 촉진하고 안정적인 국민연금 재정을 확보하는 노력이 필요하다. 이를 위해서는 채권 편중의 자산운용 구조에서 주식투자과 해외투자 대체투자 등을 포함한 여타 자산운용 비중의 점진적인 증가를 통한 다양성 확보가 이루어져야 한다. 국민연금관리공단 자료에 의하면 연기금 운용수익률이 연 1%p 증가하면 국민의 보험료 부담이 3.5% 경감되고 기금고갈 연도를 5년 늦추는 효과가 있으므로 단기적 연금 재정의 안정성을 위해서도 자산운용의 다변화는 필요하다.

채권편중의 자산운용 구조에서 주식투자과 해외투자, 대체투자 등을 포함한 여타 자산운용 비중의 점진적인 증가를 통한 다양성 확보가 필요하다.

자산운용의 다양한 방안으로서 먼저 SOC 투자를 고려해 볼 수 있겠다. SOC 투자는 전체 운용자산의 수익률을 높이고 투자위험을 분산시킬 수 있는 데다, 투자회수기간이 비교적 장기이므로 장기만기구조를 지닌 연기금에 적합하다. 캐나다와 호주의 자료를 이용한 해외 연구결과에 의하면 SOC 투자를 전체 자산의 0~30% 범위 내에서 증가시키는 경우 전체 자산의 위험은 감소하고 수익률은 높아지는 것으로 조사되었다. 한편 국민연금관리공단에서도 자체 연구를 통하여 전체 운용자산의 1~5% 범위 내에서 15% 수준의 투자수익률을 목표로 SOC 투자를 제안하고 있다. 그리고 대체투자 중 고위험, 고수익의 특성을 가지는 SOC에의 투자의 경우 고도의 전문성이 요구되므로 운용능력이 우수한 운용사를 선정하여 간접투자하는 방안이 적합하다.

SOC 투자의 경우 고도의 전문성이 요구되므로 운용능력이 우수한 운용사를 선정하여 간접투자하는 방안이 적합하다.

다음으로 해외투자 확대를 통한 시장의 다변화를 고려해 볼 수 있겠다. 미래 연금지급에 대비한 보유자산의 유동성 확보와 수익성 제고를 위한 자산 다변화를 추진하고 국내 금융시장에서 기금 비중의 급격한 상승에 따른 부작용 등을 완화하기 위해서는 해외투자 비중의 확대가 필요하다. 물론 이 과정에



서 수익률 변동, 신용 및 환위험 등 각종 위험에 대한 적절한 관리와 통제, 그리고 국내 시장과의 연계성 강화 등의 문제를 충분히 고려하여야 할 것이다. 그리고 해외투자는 미국 국채와 초우량기업 투자 등을 주요 대상으로 하고 운용능력이 입증된 해외전문운용기관을 활용하여 간접투자 위주로 접근하는 것이 바람직하다. 이밖에 파생상품에의 투자는 정부나 국민연금관리공단이 직접운용하기보다는 민간전문가를 활용하는 방안이 적합하다.

해외투자의 경우 미국 국채와 초우량기업 투자를 중심으로 운용능력이 입증된 해외전문 운용기관을 활용하여 간접투자 위주로 접근하여야 한다.

효율적 자산운용을 위한 여건조성

국민연금의 주식투자 확대나 포트폴리오 변화는 자산운용 관리자가 기금의 안정성과 수익성을 고려하여 경제 환경 변화에 맞게 투자 구성을 바꿀 필요가 있다고 인식하는 경우에 한하여 실시되어야 한다. 즉, 정부가 국민연금의 고유 목적을 달성하는 것 이외의 필요에 따라 주식투자 규모나 자산운용 형태 등을 기금운용자에게 제안하는 사례는 지양되어야 한다. 이보다는 경제상황 변화에 부합하는 적정 포트폴리오를 자산운용자가 결정하고 이를 기금운용계획의 수립과 국회 심의 과정에서 정부와 국회의원들을 설득시키는 bottom-up 방식이 정착되어야 할 것이다.

정부가 국민연금의 고유 목적을 달성하는 것 이외의 필요에 따라 주식투자 규모나 자산운용 형태 등을 기금운용자에게 제안하는 사례는 지양되어야 한다.

이를 위해서는 자산운용기관의 자율성 및 독립성, 전문성 그리고 성과에 대한 책임소재의 명확화, 성과평가의 합리화 및 장기화 등의 확보가 관건이라 하겠다. 정치적, 정책적 독립성의 확보를 위해서는 기금운용위원회를 상설 기구화하고 다양한 기능의 수행을 위한 전문 소위원회의 설치를 검토할 필요가 있다. 아울러 전문성을 강화하기 위해서는 기금운용 위원회의 당연직 및 위촉 위원을 기금운용 관련 경제 및 금융 전문가로 구성하고 임면 절차와 직무 수행, 신분보장 등에서의 독립성과 연금 가입자에 대한 책임성을 부여하여야 한다. 또한 보다 장기적인 관점에서 자산운용을 평가하고 목표수익률을 절대수치보다는 시장상황을 잘 반영하는 적합한 벤치마크를 선정하여 비교하며 보유자산의 유동성과 안정성 수준에 대한 주기적인 점검도 함께 이루어져야 할 것이다. **KIF**

자산운용기관의 자율성 및 독립성, 전문성 그리고 성과에 대한 책임소재의 명확화, 성과평가의 합리화 및 장기화 등의 우선 확보가 관건이다.