

2015년 한국재무학회·국민연금연구원 공동 심포지엄

국민연금 해외투자 현황과 향후방향 그리고 과제

2015. 10. 08

주 상 철

I. 서론

II. 국민연금의 해외투자 현황

III. 해외투자 확대 필요성과 향후 방향

IV. 향후 과제

V. 결론

I. 서론

- 국민연금의 해외투자비중은 '05년 7.7%로부터 '15년 6월 22.5%로 확대
- 기금이 국내시장에서 차지하는 비중은 높고 국내시장이 세계시장에서 차지하는 비중은 매우 낮음
- 이는 국내시장에는 운용제약이 있을 수 있고 해외시장에는 보다 많은 기회가 존재함을 의미
- 국내자산 비중이 높다는 것은 해외자산에서 얻을 수 있는 고수익을 포기해야 한다는 점에서 기회비용이기도 함
- 국내시장에서의 운용제약 극복, 해외 고수익기회 확보 및 투자 분산효과 제고를 위해 해외투자는 보다 확대될 필요
- 이런 인식 하에 기금의 해외투자 현황 및 추이를 살펴보고 해외투자 확대의 필요성과 투자 방향 그리고 향후 과제를 검토함

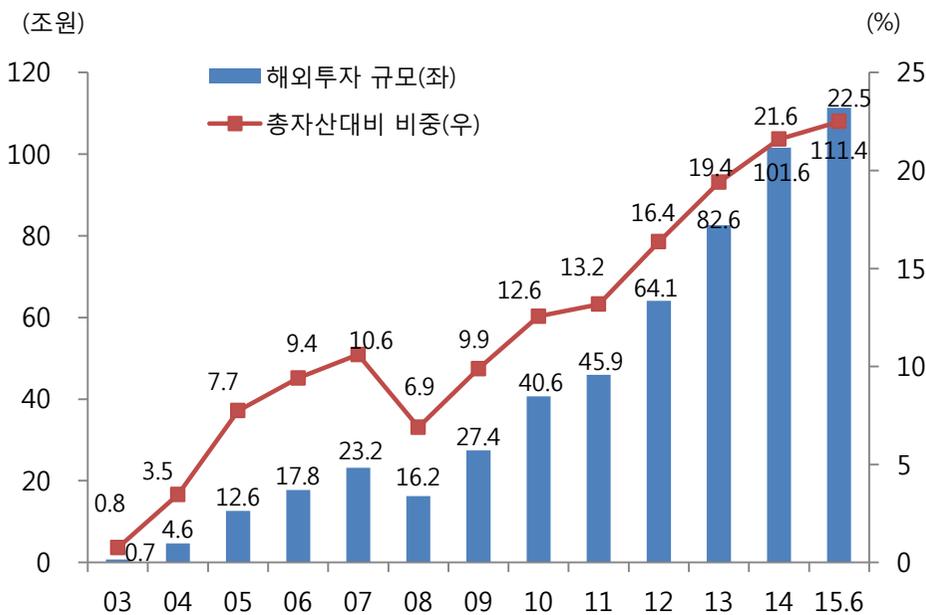
Ⅱ. 국민연금의 해외투자 현황

1. 해외투자 규모

전체 해외투자 및 해외 주식투자

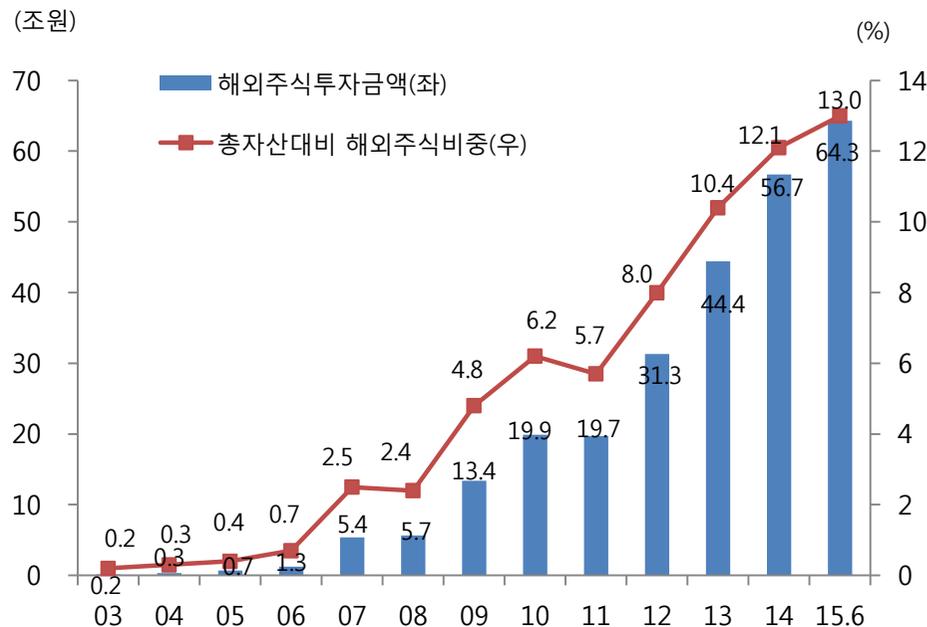
- 국민연금 해외투자규모는 2003년 7,000억 원에서 2015년 6월에는 111.4조원으로 확대
 - 총 자산대비 비중은 2003년 0.8%에서 2015년 6월에는 22.5%로 증가
- 해외 주식투자는 2003년 2,000억 원에서 2015년 6월에는 64.3조원으로 확대
 - 전체 해외투자의 58%, 전체 자산의 13%, 전체 주식투자의 40.2% 차지

<전체 해외투자 규모 및 비중 추이>



자료: 국민연금공단

<해외주식투자 규모 및 비중 추이>



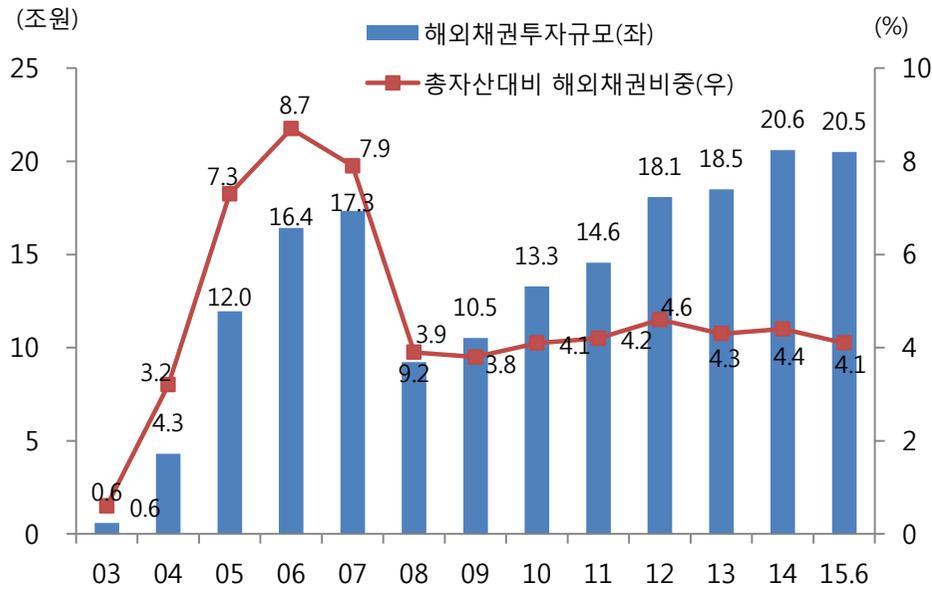
자료: 국민연금공단

1. 해외투자 규모

해외 채권투자 및 대체투자

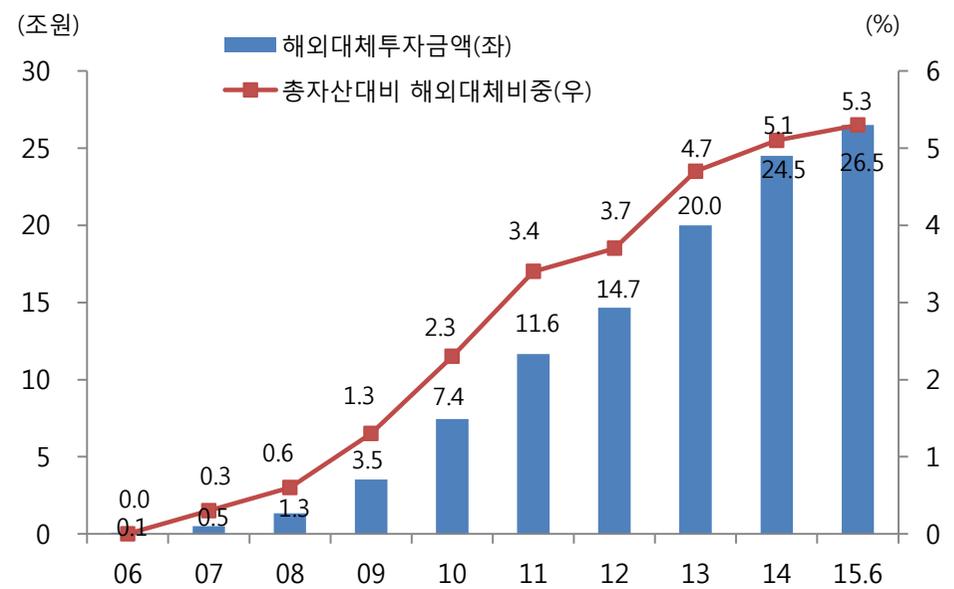
- 해외채권투자는 2015년 6월 20.5조원으로 2008년에 비해 배 이상 증가
 - 전체 자산의 4.1%, 전체 해외투자의 18.4%, 전체 채권투자의 7.2% 차지
- 해외대체투자는 2006년 부터 지속적으로 빠르게 증가하여 2015년 6월 26.5조원에 달함
 - 전체 자산의 5.3%, 전체 해외투자의 23.8%, 전체 대체투자의 55% 차지

<해외 채권투자 규모 및 비중 추이>



자료: 국민연금공단

<해외 대체투자 규모 및 비중 추이>



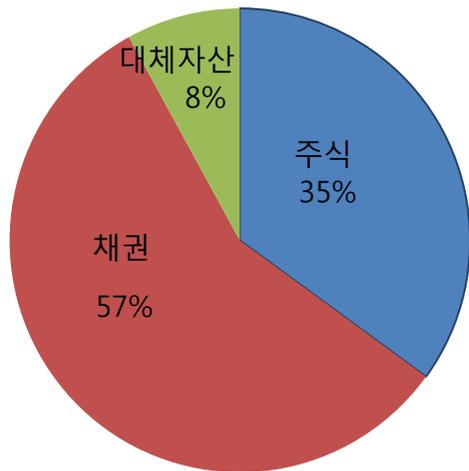
자료: 국민연금공단

해외투자의 자산별 비중변화

- 해외투자는 '01년 외화표시 한국채권 투자로 시작된 후, 다변화됐지만 한은 통화스왑 통한 미국채 투자('04), 해외채권 위탁투자('05) 등으로 '08년까지는 채권투자의 비중이 컸음
- '09년 이후 투자 다변화 노력으로 해외 주식 및 대체자산 비중 확대
 - 고수익-고위험 자산군의 비중확대로 위험관리 및 투자 전문성제고 필요성 증대

<2008년 해외투자 자산구성>

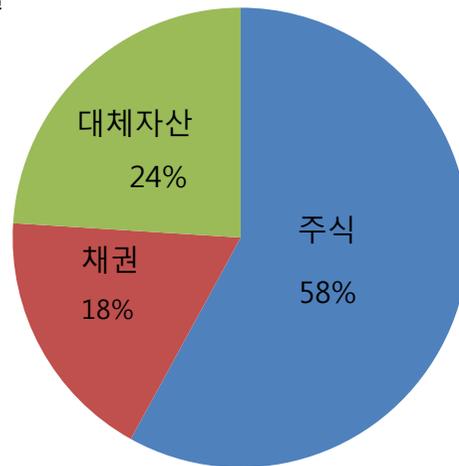
2008년



자료: 국민연금공단

<2015년 6월 해외투자 자산구성>

2015년 6월



자료: 국민연금공단

2. 지역별 투자 현황

지역별 보유비중

- 해외주식의 지역별 비중은 북미·유럽이 78%로 대부분을 차지
 - 북미의 대부분을 차지하는 미국 시장의 성과가 해외주식 성과에 크게 영향
- 해외채권 직접운용의 지역별 보유비중은 북미·유럽·일본이 82%로 대부분을 차지
 - 해외주식과 달리 북미보다 유럽 비중이 더 높으며 상대적으로 분산이 잘되어 있음

<해외주식 및 채권의 지역별 보유비중(2014년말)>

자산군	주식(전체)	채권(직접운용)
북미	53.4%	28.1%
유럽	24.1%	38.3%
일본	6.8%	15.2%
아시아/태평양(일본제외)	10%	17.5%
라틴 아메리카	1.7%	0.7%
아프리카/중동	0.8%	0.2%
기타	3.2%	-
계	100%	100%

2. 지역별 투자 현황

통화별 보유비중

- 해외주식 포트폴리오내의 주요 통화별 비중은 미 달러화 비중이 55%로 가장 크고 그 다음이 유로화 비중
 - 달러가치 변화가 포트폴리오에 미치는 영향이 가장 큼
- 해외채권 직접운용의 통화별 보유비중은 미달러, 유로, 영국 파운드 및 엔이 87%로 대부분 차지함
 - 미달러 비중이 상대적으로 낮고 유로 및 엔화 비중이 높아 통화분산이 보다 양호

〈해외주식 및 채권의 통화별 보유비중(2014년말)〉

구분	주식(전체)	채권(직접운용)
USD	54.7%	38.4%
EUR	10.0%	25.1%
GBP	7.0%	7.3%
JPY	6.9%	16.6%
HKD	3.5%	0%
CHF	3.9%	0%
CAD	2.3%	5.3%
AUD	1.5%	3.3%
기타	10.2	4%
계	100%	100%

3. 해외투자 운용 방식

- 해당지역에 접근성·전문성을 감안하여 위탁운용 중심으로 투자
 - 기금운용위원회에서 자산군별 위탁운용 목표범위를 설정,
 - 접근성 및 정보우위를 감안해 해외자산 위탁비중을 국내자산보다 높게 유지

● 전체적인 운용 방식

- 해외주식 및 채권은 직접 및 위탁운용으로 구분하여 운용
 - 해외주식 위탁비중: 79.3%
 - 해외채권 위탁비중: 56.8%
- 해외대체는 전부 위탁하여 사모펀드, 인프라 및 부동산에 투자함

〈자산군별 위탁운용 목표범위 및 실제 범위〉

(단위:%)

	목표범위	실제비중
국내채권	8.0~12.2	11.2
해외채권	50.0~70.0	56.8
국내주식	45.0~65.0	49.5
해외주식	75.0~95.0	79.3
대체투자	65.0~95.0	80.8

주) 실제비중은 2014년 말 기준

3. 해외투자 운용 방식

● 해외주식의 경우

- 직접운용은 선진국 중심의 Passive 운용, 위탁운용은 선진국과 신흥국을 포함하는 Active 운용
- 패시브 운용: 시장지수를 추종하는 전략, 액티브 운용: 시장대비 초과 수익 창출

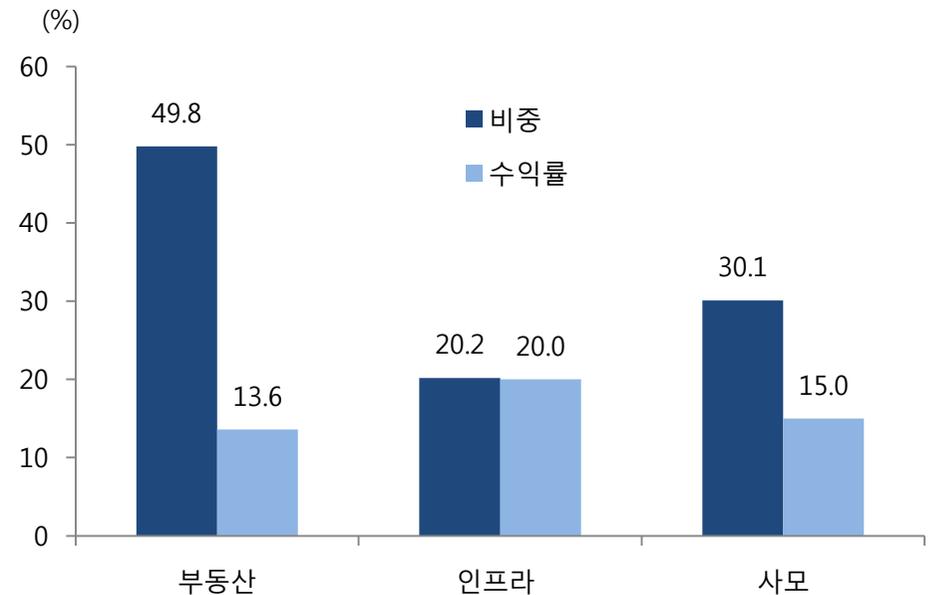
● 해외채권의 경우

- 자산 특성상 직접과 위탁 모두 Active 운용
- 미국채 및 국공채 비중이 높음
- 채권은 섹터, 만기, 쿠폰, 유동성을 모두 고려하여 운용해야 함으로 정교한 지수 복제가 필요한 패시브 운용이 어려움

● 해외대체의 경우

- 사모, 인프라, 부동산으로 구분하여 운용하며, 부동산 비중이 높음
- 헤지펀드 운용예정

〈해외대체 세부 산군별 비중 및 수익률(2014년말)〉



4. 해외투자 수익률



지난 10년 자산유형별 수익률 추이

(단위:%)

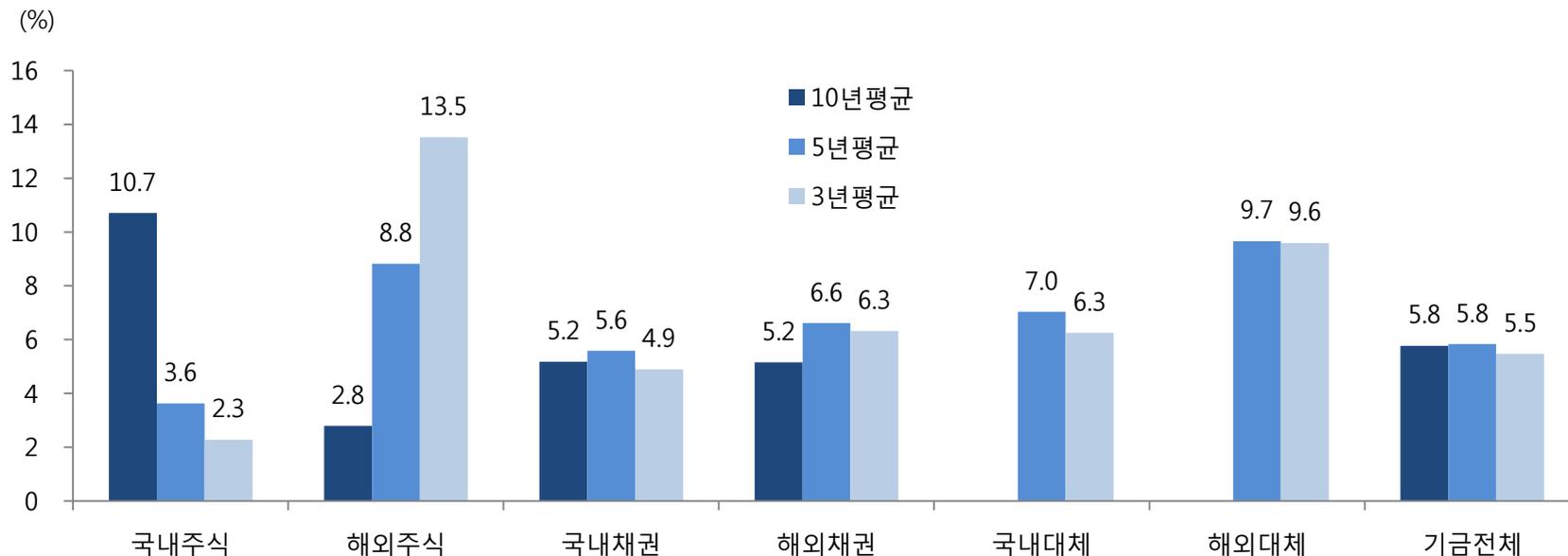
	국내주식	해외주식	국내채권	해외채권	국내대체	해외대체	기금전체
2005	61.69	9.16	0.45	-5.72	-	-	5.39
2006	4.85	16.87	5.86	7.18	-	-	5.87
2007	39.25	6.41	2.73	2.33	6.33	5.98	6.98
2008	-38.13	-49.07	11.00	12.46	3.70	-1.35	-0.21
2009	58.45	24.88	4.13	3.25	4.3	-11.1	10.84
2010	24.32	12.12	7.68	7.15	7.68	8.53	10.57
2011	-10.15	-6.97	5.63	6.96	8.74	11.03	2.32
2012	10.21	10.43	5.84	9.59	4.73	5.25	7.03
2013	2.65	21.61	2.10	0.39	4.66	8.46	4.16
2014	-5.43	8.94	6.79	9.23	9.44	15.29	5.25
평균	10.71	2.80	5.18	5.16	4.91	3.96	5.77
표준편차	31.4	21.1	3.0	5.3	2.2	8.2	3.8

주) 평균은 기하평균

4. 해외투자 수익률

- 10년 평균 수익률 기준으로 국내주식 수익률이 가장 높고 해외주식 수익률이 가장 낮음
- 5-3년 평균기준으로 해외주식 수익률이 높고 국내주식 수익률이 가장 낮음
- 국내외채권의 10년 평균 수익률은 비슷하나, 5-3년 평균기준으로 해외채권 수익률이 더 높음
- 대체투자의 경우는 해외대체 수익률이 더 높음
 - 변동성은 국내외 주식이 가장 크지만 해외주식이 상대적으로 낮음

〈해외자산과 국내자산 수익률 평균 비교〉



주) 평균은 기하평균

Ⅲ. 해외투자 확대의 필요성과 향후방향

1. 해외투자의 확대 필요성

국내시장에서의 자산운용제약

- 기금은 명목GDP의 31.6%, 기금주식은 시가총액의 6.3%, 채권은 채권발행잔액의 13.8%
- 기금의 대규모 유가증권 매매시 주가영향력이 확대되어 자율적 운용에 제약요인으로 작용
- 과도한 국내주식 지분율, 일부 주요기업이 시총에서 높은 비중을 차지하는 국내 시장 여건하에서 초과수익 창출여력 제한적

<국민연금기금의 국민경제비중>

(단위:조원, %)

구분	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
기금규모	189.1	219	235	277.3	323.6	348.5	391.6	426.4	469.8
명목GDP	966.1	1043.3	1104.5	1151.7	1265.3	1332.7	1377.5	1428.3	1485.1
기금자산의 비중	19.6	21	21.3	24.1	25.6	26.1	28.4	29.9	31.6
주식시가총액	776.7	1051.9	623.1	974.0	1239.9	1148.0	1262.9	1303.5	1335.3
기금주식의 비중	2.7	3.1	4.5	3.7	4.4	5.4	5.8	6.4	6.3
채권발행잔액	876.7	978.4	1045.9	1198.4	1311.6	1431.2	1591.6	1750.2	1874.5
기금채권의 비중	16.9	16.1	17.4	17.1	16.5	15.6	14.8	13.7	13.8

1. 해외투자의 확대 필요성

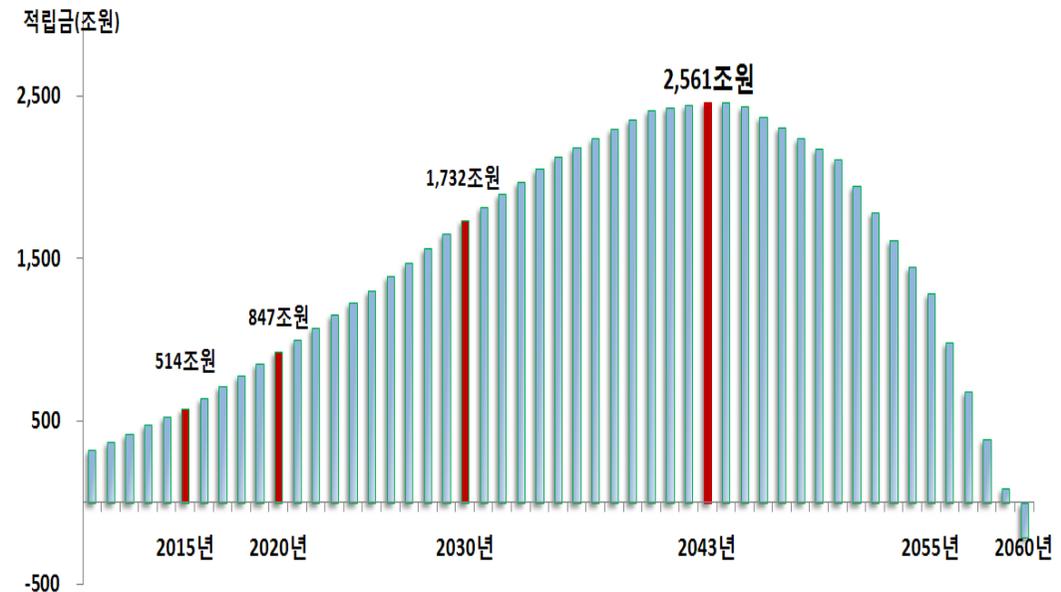
투자다변화: 수익성제고, 위험분산

- 국내경제 저성장에 따른 국내수익률 하락 가능성에 대비 새로운 투자기회를 통한 수익성제고
 - IMF 16-20년 평균 경제성장률 전망: 한국 3.6%, 전세계 3.9%
- 다양한 수익-위험구조를 가진 해외자산 편입을 통한 위험분산효과 제고

유동화 위험 대비

- 자산처분 시점의 유동성을 고려한 해외 분산투자 필요(시장충격완화)
- 기금투자를 국내자산에 집중하는 경우 청산시점에서 국내시장에 충격우려

< 기금 적립금 추이 전망 >



자료: 국민연금 장기재정추계(2013)

1. 해외투자의 확대 필요성

해외 주요 연기금과 해외투자비중 비교

- 국민연금은 높은 GDP 대비 기금자산비중, 낮은 세계시장 대비 국내시장 비중을 고려할 때 해외 주요 연기금에 비해 해외투자 비중이 낮은 편
 - CPPIB는 해외주식 비중이 국내주식비중의 6배(해외시장대비 국내시장 비중이 낮는데 기인)
 - ABP는 국내시장이 협소하여 국내투자 무의미(유럽 50%, 미국 33%, 나머지 국가에 17% 투자)

〈주요 연기금 국내외 주식 및 채권 투자 비중(2014년말)〉

FY2014년 말(단위 : %)	NPS	일본 GPIF	캐나다 CPPIB	네덜란드 ABP	스웨덴 AP3
해외주식	12.1	20.9	42.9	34.7	34.9
국내주식	17.9	22.0	7.3	1% 미만	11.0
해외채권	4.4	12.6	32.6	30.8	19.8
국내채권	55.0	39.4			13.1
세계주식시가총액 대비 자국주식시장 비중	1.8	6.8	3.2	0.6	1.0
명목 GDP 대비 기금전체자산 비중	31.6	29.4	13.3	51.9	7.4

주) GPIF와 CPPIB 자산비중은 2015년 3월 말

체계적이고 효율적인 전략 수립

- 투자전략· 투자지역· 투자대상별 수익-위험 특성을 체계화하고 투자다변화와 장기적인 수익률을 제고할 수 있는 포트폴리오 구성
- 다변화 효과 면에서 주식이 채권보다 양호 → 상대적으로 주식 비중 더 확대
 - 국내외 주식의 상관관계는 장기일수록 하락/ 국내외 채권의 상관관계는 장기일수록 상승
- 해외주식 확대시 집행의 용이성, 수익의 변동성을 낮추는 측면에서 패시브 운용 비중 확대
 - 위험-수익 특성의 차이가 뚜렷한 선진국 주식과 신흥국 주식을 구분하여 세부 전략화
- 해외 채권투자의 경우는 액티브 운용기조는 유지하되 신흥국 채권 및 회사채 등에 투자하는 Credit 전략을 확대
 - 채권시장의 수익성이 낮아지고 있는 측면을 고려
- 해외대체 투자는 투자대상 및 지역을 다변화하여 부동산, 북미·유럽에 집중된 포트폴리오 다변화
 - 대체투자 목표비중 미달 문제를 해소하기 위해 대체투자 네트워크 강화 및 신규투자대상 발굴 지속(2015.3 실제비중 9.5%, BM 비중 12.3%)

해외사무소 기능강화

- 해외사무소가 본부 투자업무 일부를 수행하도록 기능을 확대
 - 현재 정부수집 및 리서치 등에 국한된 기능을 투자건 발굴, 실사, 투자 집행 등으로 확대
 - 사무소에서 법인 등으로 조직형태 개편 필요성 검토
- 점진적으로 해외 사무소의 투자기능을 확대하여 해외 거점화 추진
 - 해외 거점화가 추진되면 위탁 수수료 절감, 글로벌 전문인력 확보 용이,
 - 신속한 의사결정, 선진시장의 풍부하고 전문적인 인프라 활용 등의 이점 있음
- 장기적으로 뉴욕, 런던 및 싱가포르 사무소를 각각 북미, 유럽, 아시아의 투자거점으로 확대 필요
 - Long Term Relationship Base를 보유한 현지 투자전문가 활용으로 효율적 포트폴리오 구축 및 투자 수익률 제고 기대

2. 향후 해외투자 방향

해외사무소 기능강화

- 해외사무소는 통상 리서치·네트워킹 →투자기능 확대→ 해외거점화를 통해 기능이 강화 됨

	리서치, 네트워킹	투자기능 확대	해외거점화
본부	<ul style="list-style-type: none"> - 전체 운용계획 수행 - 투자 의사 결정 전담 - 투자기능 일체 수행 	<ul style="list-style-type: none"> - 전체 운용계획 수립 - 투자 의사 결정 전담 - 투자기능 지역별 배분 	<ul style="list-style-type: none"> - 컨트롤 센터로서 주요 운용계획 수립 - 투자 의사 결정 및 투자기능 지역별 위임
해외사무소	<ul style="list-style-type: none"> - 리서치, 네트워크 구축 등 투자 의사 결정 지원 - 제한적 투자기능 분담 (초기 투자기회 발굴) 	<ul style="list-style-type: none"> - 투자기능 분담 강화 (투자검토, 투자안건 작성, 투자자산 관리 등) - 투자자산 관리 강화 	<ul style="list-style-type: none"> - 위임범위 내에서 투자 의사결정 및 투자기능 수행가능 - 투자자산 관리 강화

2. 향후 해외투자 방향

해외사무소 기능강화: 해외사례

- CPPIB는 6개 주요 도시에 있는 해외오피스의 도움을 받아 총자산 C\$2,646억 중 75.9%인 C\$2,010억을 해외자산에 운용하고 있음(15년 3월 현재)
- ABP의 자산운용을 담당하는 APG는 뉴욕, 홍콩, 브뤼셀에 해외오피스를 두고 현지자산 운용
 - 뉴욕과 홍콩 오피스는 100% 자회사 법인으로 설립

CPPIB				ABP(APG)		
오피스	관리·투자 지역	관리·투자자산	인원	오피스	투자자산, 업무	인원
뉴욕	북미지역 자산관리 및 투자	C\$1,000억	10	뉴욕	Fixed income, Hedge fund, Property, PE, Infra	100
런던	유럽, 중동, 아프리카	C\$440억	92			
홍콩	중국, 호주, 일본, 한국 등	C\$430억	59	홍콩	Property, Infra, 이머징 주식, 경제모니터링	30
상파울루	라틴 아메리카	C\$80억	9			
룩셈부르크	유럽대륙	C\$39억	3	브뤼셀	Policy Maker 들의 동향파악 및 대응	미확인
मुंबай	인도	C\$21억	미확인			

주) CPPIB의 경우는 토론토에 984명 근무, 자산규모는 2015년 3월, 인원은 2014년 말 기준

운용인력 확충 및 전문성 강화

- 해외투자 확대와 함께 해외투자 구성 중 위험자산 비중이 증가할수록 운용인력 확충 및 전문성 강화 필요
- 해외투자 담당조직(본부+해외사무소) 인력 확충 및 현지 전문인력 채용제도 도입 확대
 - 해외사무소 인력 비교
NPS: 3개 사무소 15명, CPPIB: 6개 사무소 173명 이상, ABP: 3개사무소 130명 이상
- 해외근무 인력에 대한 보상 체계 수립, 운용지원업무 담당인력 확충
 - 운용인력(front) 뿐만 아니라 지원인력(middle/back)도 확충
- 운용지원 부서의 전문성 강화 대책 수립
 - 각 지원분야 전문가의 장기근무 유도
 - 주요 지원분야: 국가별 세무관리, 자금/결제관리, 투자IT시스템, 계약·법무지원 등
- 인력의 양적 확대뿐만 아니라 성과유인 제고, 전문성 강화 및 조직의 효율성 제고 등을 통해 해외투자기반 강화

IV. 향후 과제

일관적이고 장기적인 시각에서 추진

- 단기성과에 일희일비하기 보다는 장기플랜을 갖고 지속적이고 일관적으로 추진
 - 해외사무소와 본사와의 역할 분담·상호보완 관계 정립과 해외거점화 등은 장기간 소요됨으로 장기계획을 갖고 일관적으로 추진
 - 자산시장에 대한 장기전망을 감안하여 투자하는 것이 장기수익률 제고에 유효
 - 해외대체 투자는 전통자산에 비해서 유동성이 부족하고 투자기간이 장기이기 때문에 장기적 투자시각 필요
- CPPIB 대체투자 평균보유기간

인프라스트락처	코어 부동산	오퍼튜너티 부동산
22년	16년	8년

외화 익스포저의 효율적인 관리

- 외화 익스포저는 해외투자에 따른 부산물로 환위험을 발생시키는 요인
- 현재 국민연금은 외화 익스포저 관리를 위해 포트폴리오 변동성 축소 목적으로 자산별 환헤지 목표비율을 유지하는 환헤지 정책 추진
 - 해외채권 투자는 100% 헤지비율 유지
 - 해외주식·대체 투자는 0% 헤지비율 유지
- 이런 정책 하에서 해외 주식·대체투자 만큼 즉 총자산의 18% 만큼 외화 익스포저 보유
- 액티브 통화오버레이를 통해 외화 익스포저를 통합관리하면서 추가적 수익을 추구하는 등 보다 효율적으로 외화 익스포저를 관리할 필요

해외투자 리스크관리 체계 구축

- 해외투자는 국내투자대비 리스크관리 요인, 수집정보, 데이터 시스템이 복잡
- 해외투자 확대에 대비한 종합적인 리스크관리 체계 구축과 해외 투자시 발생 가능한 개별위험의 분석 및 대응력 강화
 - 국가별 BM 대비 투자한도, 최대손실금액(VaR), 위험기여도 등 리스크 관리기준 마련
 - Stress Test도입, 선행적 위기인식지표 발굴 등으로 사전적 위기 대응력 강화
 - 리스크 관리 전산시스템 및 리서치기능 강화

외환시장 영향 고려

- 국내외환시장 규모가 적고 원화의 유동성이 상대적으로 낮아 대규모 외화조달 및 환헤지 등이 외환시장에 영향을 줄 가능성
- 대규모 해외투자 및 해외자산 처분시 외환시장에 대한 영향을 고려할 필요
- 투자시점의 분산 및 외화계정의 확대운용 등으로 대응

V. 결론

- 기금이 국내경제에서 차지하는 비중이 크다는 것은 기금운용제약 요인
- 해외투자확대를 통해 국내 운용한계를 극복하고, 투자다변화 효과 및 운용 효율성을 높이고, 수익률을 제고하는 것이 바람직
- 이를 위해서는 체계적이고 효율적인 전략수립, 해외사무소기능 강화, 운용인력 확충 및 전문성 강화 등이 필요
- 해외투자 확대에 대한 일관되고 장기적인 시각을 유지하고, 외화익스포저를 효율적으로 관리하고, 리스크관리 체계를 구축하는 것도 중요
- 해외투자 확대와 함께 기금의 글로벌 투자기관으로서의 경쟁력과 위상이 높아지고 수익성이 제고될 것으로 기대



감사합니다