연구보고서 2010-10

국민연금기금 해외투자 환경 분석을 위한 주요 해외금융시장 비교연구

Comparative Analysis of International Financial Market and its Implication on the Foreign Investment of the National Penson Fund of Korea

원종욱 · 홍석표

한국보건사회연구원

연구보고서 2010-10

국민연금기금 해외투자 환경 분석을 위한
주요 해외금융시장 비교연구

발 행 일 2010년 12월
저 자 원 종 욱 외
발 행 인 김 용 하
발 행 처 한국보건사회연구원
주 소 서울특별시 은평구 진흥로 268(우: 122-705)
전 화 대표전화: 02) 380-8000
홈페이지 http://www.kihasa.re.kr
등 록 1994년 7월 1일 (제8-142호)
인 쇄 처 대명기획
가 격 5,000원

ⓒ 한국보건사회연구원 2010

ISBN 978-89-8187-679-1 93330

머리말

국민연금기금이 우리나라 경제에 직·간접적으로 미치는 영향은 최근 들어 급증하고 있다. 국민연금기금의 국내주식투자금액은 48조원으로 KRX100의 8.8%이며 KOSPI 시가총액의 4.5%에 달하며, 국민연금의 국내채권투자액은 215조로 우리나라 채권상장액 1118조원의 19%에 해당한다. 국민연금기금은 국내금융시장에 대한 점유율이 상승하는 데 따른 여러 가지 문제를 해소하기 위해 해외투자비중을 지속적으로 늘려나가야 하는 과제를 안고 있다. 국민연금기금의 해외투자는 2008년 금융위기로 인해 해외투자가 유보되었고 현재도 해외시장에 대한 불안감이 팽배해 적극적인 투자를 시행하지 못하고 있는 실정이다. 본 연구는 금융위기 이후 세계경제의 동향과 금융시장의 변화 등을 분석하여 국민연금기금해외투자의 방향설정에 참고가 될 수 있도록 OECD와 IMF의 자료분석과 실증분석을 통해 2011년 이후 국민연금기금이 고려해야 하는 리스크별로 해외투자에 대한 시사점을 도출하고 있다.

본 연구는 OECD Economic Outlook IMF World Economic Outlook, Bank of Internaional Settlement의 금융시장관련 자료를 분석하여 신흥경제권(Emerging Market)의 투자가능성에 대한 검토 및 투자가능 자산에 대한 분석, 선진국의 국가부채와 경제성장의 관계, Credit Default Swap Spread와 환율의 변동성, 그리고 경제성장 전망 등을 종합적으로 분석하여 국민연금기금의 해외투자의 향후 방향설정에 필요한 정책제언을 제시하고 있다. 본 보고서에서 제시하고 있는 분석자료와 정책제언이 국민연금기금의 해외투자정책수립에 일조할 수 있을 것으로 기대한다.

2010년 12월

한국보건사회연구원장

김 용 하

목 차

Contents

Abstract ····· 1

요약 ····· 3

제1장 연구목적 및 연구내용 ····· 17

1. 해외 주요 공적연금기금의 투자동향분석 ····· 18
2. 세계 주요시장의 현황분석 ····· 18
3. 금융위기 이후 환율변동성분석과 환헤지 ····· 18
4. 인플레이션과 달러화 하락을 헤지할 수 있는 투자전략분석 ····· 19

제2장 국민연금기금과 해외 주요 공적연금의 투자현황 ····· 23

1. 국민연금의 부문별 투자금액과 비중 ····· 23
2. 국민연금의 운용수익률 ····· 25
3. 해외 주요 공적연금의 투자비중 및 수익률 ····· 26

제3장 세계 거시 경제 현황 ····· 37

1. 지역별 세계경제전망 ····· 37
2. 국민연금기금에 주는 시사점 ····· 47

제4장 세계 각국의 국가부채 증가에 따른 Sovereign Risk와 국민연금의 해외투자 ····· 51

1. OECD 국가의 국가부채동향 ····· 51
2. 부채청산을 위한 재정정책 ····· 53

3. 이자율 추세 ····· 57
4. 국민연금기금의 해외채권투자에 대한 시사점 ····· 59

제5장 금융위기 전후 환율변동성과 국민연금 해외투자 ····· 65
1. 금융위기 전후 환율변동의 추세 ····· 65
2. 국민연금기금의 신흥경제권에 대한 투자가능성 검토 ····· 68
3. 환율변동에 따른 환헤지 정책 ····· 68

제6장 인플레이션과 현물 가격동향의 국민연금 투자에의 시사점 ····· 75
1. 인플레이션 전망 ····· 75
2. 원유가격의 전망 ····· 77
3. 인플레이션과 현물가격동향을 감안한 국민연금투자 ····· 79

제7장 결론 및 국민연금기금의 해외투자에 대한 시사점 ····· 91
1. 해외투자에 대한 마스트플랜수립의 필요성 ····· 91
2. 거시경제전망에 따른 해외투자 지역적 안배 ····· 92
3. 국가별 Sovereign Risk변화를 감안한 선별적 투자 ····· 93

참고문헌 ····· 97

표 목차

〈표 2- 1〉 국민연금 금융부문 투자금액 및 투자비중 ·····23
〈표 2- 2〉 국민연금기금의 계획대비 투자진행현황 ·····24
〈표 2- 3〉 투자상품별/통화별 외화자산규모 ·····25
〈표 2- 4〉 국민연금기금 운용수익률 ·····26
〈표 2- 5〉 해외 공적연금기금의 자산배분(2009년) ·····27
〈표 2- 6〉 각국 공적연금기금의 5년평균 명목 및
실질수익률(2005~2009) ·····28
〈표 2- 7〉 자산규모대비 운영비용(2009) ·····32
〈표 3- 1〉 선진국의 실질 GDP, 소비자물가, 경상수지 ·····37
〈표 3- 2〉 일본, 미국, 독일, 한국의 주요경제 지표 동향 ·····40
〈표 3- 3〉 G20 대형은행의 시가총액변화 ·····46
〈표 4- 1〉 주요 국가의 정부가 발행한 부채총액(누계):
2009년 9월 기준 ·····51
〈표 4- 2〉 재정안정화소요기간 및 국가부채규모 ·····56
〈표 4- 3〉 주요 국가의 장기이자율 전망 ·····60
〈표 4- 4〉 국민연금기금의 통화별 해외투자규모 ·····61
〈표 5- 1〉 주요국가 환율변동의 표준편차 ·····67
〈표 5- 2〉 국민연금기금 해외자산 환헤지 현황 ·····69
〈표 6- 1〉 국가별 소비자물가상승률 추이 ·····75
〈표 6- 2〉 전세계 에너지공급원별 비중 전망 ·····77
〈표 6- 3〉 전세계 원유수요전망-기본가정 ·····77
〈표 6- 4〉 원유생산 확장에 필요한 비용: 배럴당/일 기준 ·····78
〈표 6- 5〉 원유생산에 누적투자비용 ·····79

〈표 6- 6〉 전세계 원유 및 천연가스 매장량 및 생산량(2008) ·····79
〈표 6- 7〉 자산간 Correlation Matrix ·····82
〈표 6- 8〉 Low-Risk, Low-Return 최적자산배분
(Gold, Oil 포함) ·····83
〈표 6- 9〉 환율 미적용시 Middle-Risk, Middle-Return
최적자산배분(Gold, Oil 포함) ·····84
〈표 6-10〉 환율 미적용시 High-Risk, High-Return
최적자산배분(Gold, Oil 포함) ·····85
〈표 6-11〉 Low-Risk, Low-Return 환율 적용시 자산에
제약을 줄 경우 최적 자산배분 Gold, Oil 포함 ·····87

그림 목차

[그림 2-1] 각국 공적연금기금의 주식투자비중-2009 ·····27
[그림 2-2] 각국 공적연금기금의 수익률추이 ·····29
[그림 2-3] 2008년과 2009년의 주식순매입현황
(연초주식보유액의 %) ·····30
[그림 2-4] 해외 공적연금기금의 해외투자비중 ·····31
[그림 2-5] 전세계 금융시장의 자산군별 수익률 추세 ·····33
[그림 2-6] 전세계 금융시장의 자산군별 수익률 변화율추세 ·····34
[그림 3-1] 달러화 대비 엔화의 가치변동추세 ·····39
[그림 3-2] 유로화 대비 엔화의 가치변동추세 ·····39
[그림 3-3] Credit Default Swap Spread ·····42
[그림 3-4] 신흥경제권과 선진국의 투자수익률 변화비교
(2008~2009년 대비 2009~2010년) ·····43

Contents

[그림 3-5] 신흥경제권의 채권시장자금과 주식시장자금의 유입 및 유출추세 ····· 44
[그림 4-1] 주요국의 국가부채의 GDP비중 ····· 52
[그림 4-2] 주요국의 Borrowing Rate ····· 54
[그림 4-3] 연간 Borrowing Expense(GDP 대비) ····· 55
[그림 4-4] 미국의 선물시장에서의 이자율 ····· 57
[그림 4-5] 유로지역의 선물시장에서의 이자율 ····· 58
[그림 4-6] 영국의 선물시장에서의 이자율 ····· 58
[그림 4-7] 캐나다의 선물시장에서의 이자율 ····· 59
[그림 5-1] 주요국의 실질환율변동률(2007.9~2010 3.) ····· 65
[그림 5-2] 신흥경제국의 환율변화율추이(전년대비) ····· 66
[그림 5-3] 한국, 일본, 영국, 유로화의 환율변화율(전년대비) ····· 67
[그림 5-4] 환율의 표준편차가 안정성을 보이는 국가 ····· 70
[그림 5-5] 환율의 표준편차가 상승하는 추세를 보이는 국가 ····· 71
[그림 6-1] 주요 현물가격추세(2003=100) ····· 76
[그림 6-2] Dow Jones-AIG Commodity Index ····· 80
[그림 6-3] 각 자산군 표준가격 ····· 82
[그림 6-4] Low-Risk, Low-Return Efficient Frontier(Gold, Oil 포함) ····· 84
[그림 6-5] 환율 미적용시 Mid-Risk-Mid-Return Efficient Frontier(Gold, Oil 포함) ····· 85
[그림 6-6] 환율 미적용시 High-Risk-High-Return Efficient Frontier(Gold, Oil 포함) ····· 86
[그림 6-7] Dow Jones Corporate Bond Index ····· 88

Abstract

The share of National Pension Fund in Korean financial market is increasing at a increasing rate. National Pension Fund's domestic equity investment occupies more than 4.5% of public stock market value in Korea. Domestic bond investment is 215 trillion KW as end of 2010, which is almost 19% of Korean bond market value. Considering the dominant position of National Pension Fund of Korea in Korean financial market, diversifying investment toward foreign market is imminent goal to control risk and prevent possible melting down of asset in the future.

In the midst of financial market collapse in 2008, Foreign investment of National Pension Fund of Korea has been suspended. Starting from 2010, the world financial market indexes have regained its momentum and have been stabilized to its pre-crisis level. However, National Pension Fund has not established both the short-term and long-term plan for the foreign investment yet.

The main purpose of this research paper is to provide rough guideline to the National Pension Fund in setting up the short-term, medium-term, and long-term strategies for engaging in foreign investment projects. The paper has reviewed economic outlook, sovereign debt risk, and variation of currencies of major foreign markets to evaluate investment opportunities. Findings of paper

suggest that India is considered high-growth with medium risk among emerging markets, U.S. corporate bond is evaluated as relatively high fixed income with low risk, and U.S. TIPS and precious metals including gold is good option to hedge inflation and to hedge further deterioration in value of dollar.

요 약

1. 국민연금기금과 해외 주요 공적연금의 투자현황

□ 국민연금기금의 국내주식투자금액은 48조원으로 KRX100의 8.8%이며 KOSPI시가총액의 4.5%에 달하며, 국민연금의 국내채권투자액은 215조로 우리나라 채권상장액 1118조원의 19%에 해당함.

○ 현재와 같은 국내투자비중을 유지하는 경우 주식시장에서의 점유율은 몇 년 내에 10% 이상이 될 것으로 예상되며, 채권의 국내시장점유율은 주식시장보다 더욱 심각하여 국내채권시장에 미치는 파급효과가 급증할 것으로 예상됨.

○ 국민연금기금은 이러한 문제를 해소하기 위해 해외투자비중을 지속적으로 늘려나가고 있음.

– 그러나 2008년 금융위기로 인해 해외투자가 유보되었고 해외시장에 대한 불안감이 팽배해 적극적인 투자를 시행하지 못하고 있는 실정임.

○ 본 연구는 금융위기 이후 세계경제의 동향과 금융시장의 변화 등을 분석하여 국민연금기금해외투자의 방향설정에 참고가 될 수 있도록 OECD와 IMF의 자료분석과 실증분석을 통해 2011년 이후 국민연금기금이 고려해야 하는 리스크별로 해외투자에 대한 시사점을 도출하였음.

□ 해외 주요 공적연금기금의 자산배분은 주식형과 채권형으로 분류될 수 있음.

○ 미국, 벨기에, 스페인, 일본, 폴란드, 멕시코, 한국, 포르투갈 등은 채권비중이 많게는 100%에서 70%까지 분포하고 있다. 반면에 아일랜드, 스웨덴, 노르웨이, 호주, 캐나다 등은 주식비중이 Private Equity & Hedge Fund를 합치는 경우 50%~60% 수준을 보이고 있음.

○ 캐나다의 경우 금융위기 직전인 2006년 자산배분[1]에서 주식형자산의 비중이 63%였고 금융위기 이후인 2009년의 주식형자산의 비중이 62%로 거의 변화가 없었다는 것을 보여주고 있음.

○ 반면에 프랑스는 금융위기 이전인 2006년에 주식의 비중이 62.1%였으나 2009년에는 41%로 크게 감소하였음.

〈표 1〉 해외 공적연금기금의 자산배분(2009년)

(단위: %)

국가	주식	채권	현금	기타 자산	부동산	사모&헤지펀드
미국	0	100	0	0	0	0
벨기에	0	100	0	0	0	0
스페인	0	96	4	0	0	0
일본	19	81	0	0	0	0
폴란드	10	80.5	9.5	0	0	0
멕시코	0	75	11	14	0	0
포르투갈	18	80	0	0	2	0
프랑스	41	47	7	5	0	0
스웨덴-AP3	40	47	0	1	4	8
노르웨이	63	34	1	2	0	0
캐나다	45	30	0	3	5	17
호주	43	24	12	5	4	12
뉴질랜드	40	15	8	11	0	26
아일랜드	73	5	11	7	0	4

자료: Pension Markets in Focus July 2010- Issue 7, OECD.

1) Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds In Selected OECD Countries, *Financial Market Trends OECD 2008*

□ 2005년부터 2009년까지의 평균수익률을 보면 캐나다, 노르웨이, 스웨덴과 같이 주식비중이 높았던 기금이 수익률도 높은 것을 알 수 있음.

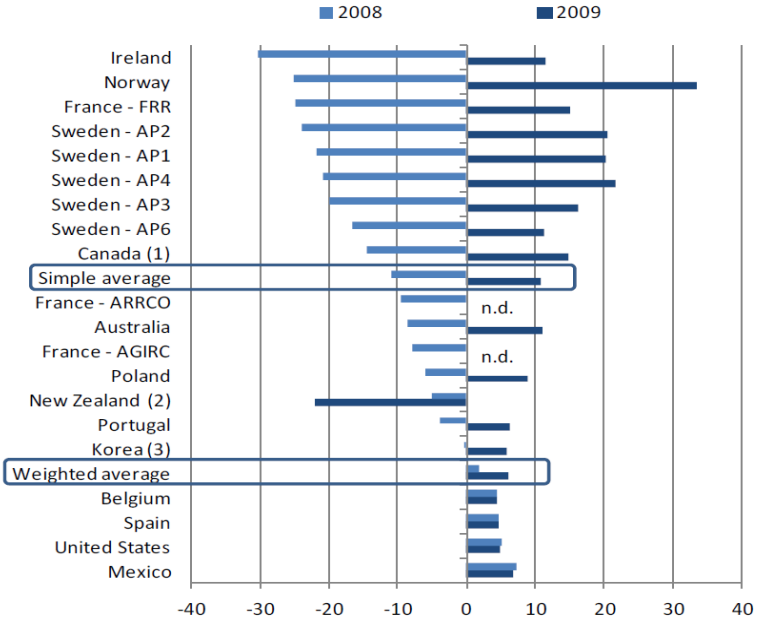
○ 채권비중이 압도적으로 높은 미국, 포르투갈, 스페인의 실질수익률은 2%내외로 상대적으로 낮은 것을 알 수 있음.

○ 금융위기의 여파가 직접적으로 미친 2008년과 금융위기로부터 벗어나기 시작한 2009년의 수익률을 비교해 보면 뚜렷한 격차를 보이고 있음.

○ 대부분의 주식형 공적연금기금들이 2008년의 손실에도 불구하고 주식시장의 회복으로 2009년에는 큰 폭의 수익률증가를 낸 것으로 조사되었음.

– 채권형 국가인 한국, 벨기에, 스페인, 미국 등은 5~6%수준의 수익률을 2008년과 2009년에 동일하게 거두었음.

〔그림 1〕 각국 공적연금기금의 수익률추이



2. 세계 거시경제현황

□ IMF의 World Economic Outlook(2010년 4월)에 의하면 전세계 GDP 성장률은 2009년 2사분기에 연간화로 환산하여 3.25%였고, 2009년 하반기에는 4.5%로 성장한 것으로 보고하고 있음.

○ G20 대형은행의 시가총액변화를 시계열로 살펴보면 2010년 4월 기준으로 금융위기 이전 수준까지 회복한 국가와 아직까지 회복을 하지 못하고 있는 국가로 분류되고 있음.

○ 그러나 유럽국가 들의 경우, 2010년 그리스사태 등으로 인해 2010년 다시 시가총액이 감소한 것을 알 수 있음.

○ 전 세계적으로 볼 때 대형은행들의 시가총액은 2008년 감소분의 66%정도를 회복하고 있는 것으로 분석되고 있음.

○ 유럽 각국과 미국의 Credit Default Swap Spread을 비교해 본 결과 유럽지역은 미국과 달리 스프레드가 2008년과 2009년에 비해 2010년에 더욱 커지는 것을 알 수 있음.

– 20101년 7월 기준으로 그리스의 스프레드는 700베이시스 포인트를 넘는 것으로 조사되고 있으며, 헝가리는 300포인트, 포르투갈과 아일랜드는 200포인트를 넘고 있음.

□ 신흥경제권(Emerging Market) 주식시장 지수수익률은 전반 1년 동안 -55.5%를 기록하였고 후반 1년 동안은 45.5%의 수익률을 보여 금융위기 이전 수준으로 회복한 것으로 분석되고 있음.

○ 반면에 영국의 FTSE100지수수익률은 전반기 1년 동안 -50.4%의 수익률을 보였으나, 후반1년 동안 수익률은 18.4%로 이전수준을 회복하지 못하고 있음.

○ 미국의 Dow Jones 지수도 전반 1년 동안 수익률은 -38.7%이나 후반 1년 동안의 수익률은 16.2%에 그쳐 큰 차이를 보이고 있다. 이러한 추세는 채권시장에서도 유사하게 나타나는 것을 알 수 있음.

○ 신흥경제권에서 2009년 일시적으로 자금유출이 있었으나 2010년 다

시 유입세로 돌아서 이전 수준을 회복하였음.

- 채권시장의 경우 2009년 5월 180억불이 유출되었으나 2010년 5월까지 순유입이 지속되어 에는 2008년 1월의 수준으로 회복하였음.
- 주식시장의 경우에도 2009년 3월에 400억불의 유출이 있었으나 2010년 5월에는 300억불의 자금이 유입되었음.

3. 세계 각국의 국가부채증가에 따른 Sovereign Risk와 국민연금의 해외투자

□ 선진국경제의 현안은 금융위기 이후 증가하는 국가부채임.

○ 선진국의 경우, 국가부채가 기하급수적으로 증가하여 국가신인도가 크게 훼손되는 국가가 나타나고 있으며, 국가신인도훼손으로 인해 민간부문의 위축으로 이어질 가능성이 큰 것으로 분석되고 있음.

○ 선진국의 국가부채는 금융위기 등으로 인해 최근 GDP대비 9% 더 증가하였고 2014년경 선진국 평균 국가부채규모는 GDP대비 100%가 넘을 것으로 전망되고 있음.

○ Kumar and Woo(2010)[2)]에 의하면 국가부채가 GDP대비 10% 포인트 증가함에 따라 연간 경제성장률은 0.2% 포인트 감소하는 것으로 분석하고 있음.

- 경제성장률이 감소하는 것은 투자감소와 이자율의 상승에 따른 자본스탁형성의 감소에 따른 노동생산성의 하락으로 인한 것으로 분석하고 있음.

○ OECD Economic Outlook(2010/2)은 국가부채가 GDP 대비 1% 증가하는데 장기국채의 이자율은 대체적으로 10~60 basis 포인트 증가하는 것으로 보고하고 있음.

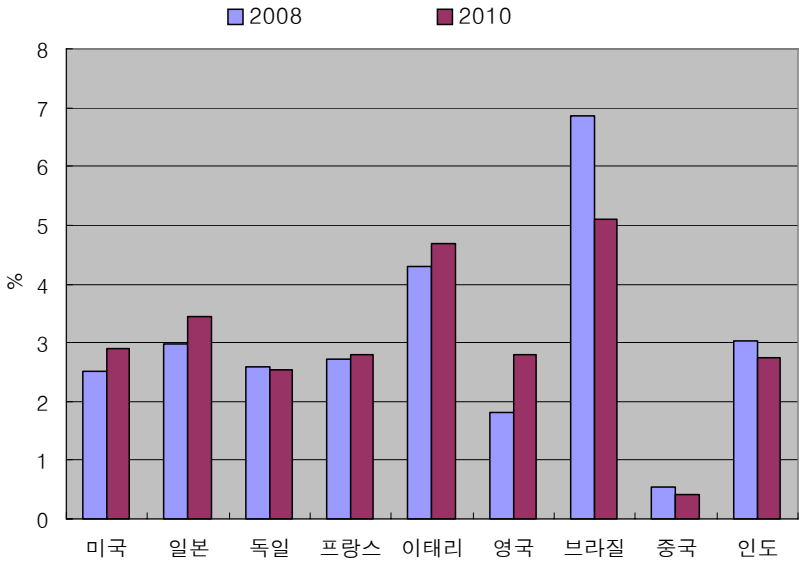
2) Kumar, M.S. and J. Woo(2010), "Public Deb and Growth", *IMF Working Paper No.10/174*, IMF를 OECD Economic Outlook에서 재인용

- Laubach(2009)[3]은 미국의 경우 재정적자가 1% 포인트 증가함에 따라 장기국채의 이자율이 25 basis point 증가하고, 국가부채가 1% 포인트 증가함에 따라 장기국채의 이자율이 3~4 basis point 증가하는 것으로 분석하였음.

○ 화 연간 GDP대비 차입비용(Borrowing Expense)은 신흥경제국과 선진국간에 큰 차이를 보이고 있음.

- IMF의 World Economic Outlook에 의하면 대부분의 선진국의 GDP대비 연간 차입비용은 2008년 대비 2010년에 상승하지만 신흥경제권(Emerging Market)의 차입비용은 오히려 감소하는 것을 알 수 있음.

〔그림 2〕 연간 Borrowing Expense(GDP 대비)



자료: World Economc Outlook, *IMF*, 4월 2010

3) Laubach, T(2009), "New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt", *Journal of the European Economic Association, Vol.17,* OECD Economic Outlook에서 재인용

○ 국가부채규모가 국채이자율을 상승시키는 요인으로 작용하는 것이 일반적인 추세임.

○ 미국, 유로지역, 영국, 캐나다 모두 단기 3개월 이자율과 장기 10년 이자율의 spread가 큰 것으로 조사되어 향후 이자율은 상승할 것으로 전망되고 있음.

□ 국민연금이 투자하는 시장을 크게 유로지역, 미국, 일본, 신흥경제권 등으로 구분해 볼 수 있음.

○ 지금까지의 논의를 종합해 보면 미국은 Credit Default Swap Spread측면에서나 향후 경제성장전망 등에서 유럽과 일본보다 우위에 있는 것으로 평가됨.

○ 또한 OECD의 Economic Outlook의 장기전망에서도 이자율 상승이 예상되는 만큼 미국에 대한 국채투자는 안정성 차원에서는 투자를 늘리는 것이 바람직하지만 장기적으로 채권의 평가수익을 고려한다면 장기채 보다는 단기채권에 대한 투자가 바람직함.

○ 일본의 경우에는 아직까지는 채권이자율이 낮은 수준으로 유지되지만 국가부채의 GDP비율이 안정적으로 유지될 가능성이 낮아 장기적으로는 해외차입이 늘어날 가능성이 높음.

– 앞으로 이자가 더 하락할 가능성은 낮기 때문에 채권에 대한 평가이익을 고려한다면 일본도 미국과 마찬가지로 장기채권 보다는 단기채권에 대한 투자가 바람직 함.

○ 유로지역은 그리스, 아일랜드, 스페인, 포르투갈의 재정악화와 유럽의 신흥경제권의 국가신인도 하락으로 인해 전반적으로 Credit Default Swap Spread가 시간이 지남에 따라 증가하는 추세를 보이고 있음.

– 유로화의 평가절하가 더욱 가속화될 가능성이 있기 때문에 유로지역의 투자는 현재로서는 유보하는 것이 바람직 할 것으로 판단됨.

○ 반면에 호주의 10년국채이자율이 2010년 1분기 5.55%에서 3분기에는 5.03%로 OECD 평균인 3.5%, 유로지역평균인 3.4%, 영국의 3.26%보다 높은 수준을 보이고 있음.

– 호주경제는 Sovereign Risk측면이나 향후 경제성장률 면에서 다른 선진국 보다 우위에 있기 때문에 추가적으로 금리인하가 예상될 수 있음.
– 따라서 채권에 대한 평가이익을 목표로 하는 장기채권에 대한 투자를 늘리는 것이 바람직 함.

4. 금융위기 전후 환율변동성과 국민연금 해외투자

□ 금융위기를 전후하여 일본, 중국, 인도, 브라질 의 환율은 절상된 반면 대부분의 선진국과 한국의 환율은 절하된 것을 알 수 있음.

○ 2000년부터 2009년까지 연간 자료와 2010년 1, 2, 3분기 자료를 이용하여 환율의 변동성을 분석해 보면 브라질과 우리나라의 환율변동성이 0.14와 0.10으로 비교대상 국가 중에서 높은 국가군에 포함됨.

○ 금융위기 직전인 2006년부터 2010년 3분기까지의 자료를 이용한 표준편차에서는 러시아가 0.119로 가장 높고 한국도 0.109로 높은 국가에 속함.

○ 2009년부터 2010년 3분기까지의 분석에서도 러시아가 0.148로 매우 높은 표준편차를 보이고 있으며 한국도 0.107로 여전히 높은 변동성을 보이고 있음.

〈표 2〉 주요국가환율변동의 표준편차

국가	2000-2010(3분기)	2006-2010(3분기)	2009-2010(3분기)
브라질	0.140	0.071	0.077
중국	0.026	0.031	0.008
인도	0.055	0.066	0.069
러시아	0.094	0.119	0.148
호주	0.086	0.073	0.089
일본	0.072	0.065	0.048
한국	0.100	0.109	0.107
영국	0.081	0.086	0.092
유로	0.070	0.060	0.048

주: 표준편차는 전년대비 변화율에 대한 표준편차를 계산한 것임.
자료: OECD Financial Indicators(MEI)자료를 이용하여 재계산

○ 브라질, 중국, 인도는 국가부채가 GDP대비 50%이내 이며, 브라질과 인도 대형은행은 금융위기 당시 하락하였던 시가총액이 100%이상 회복된 것으로 분석되고 있어 경제의 건전성이 양호한 것으로 평가됨.

○ 중국, 인도, 브라질 중에서 우선 투자대상을 선정해야 한다면 각종 금융·거시변수에 추가적으로 차입이자율(Borrowing Rate)을 검토해 볼 수 있음.

– 2010년 현재 브라질의 차입이자율은 10% 내외이며, 중국은 3%, 인도는 5.8%이다. 중국은 환율과 이자율에 대한 불확실성이 있는 것을 감안한다면 인도에 대한 직접적인 투자를 검토해 볼 수 있음.

□ 국민연금기금은 2010년 10월말 현재 미국 달러화 기준 333.8억달러 규모의 외화자산을 보유하고 있으며 외환자산에 대한 원화 헤지규모는 235.7억 달러임.

○ 기금운용위원회의 의결을 거쳐 해외채권에 대해서는 100%헤지를 해외주식과 해외대체투자는 50%의 헤지를 시행하고 있음.

○ 자산군별 헤지 정책은 원화 대비 달러화의 변동을 고려한 경우, 대부분 해당되는 정책인 만큼 다른 통화에 대해서는 이와 같은 정책을 경직적으로 적용하는 것 보다는 개별 통화의 변동성을 고려하여 헤지비율을 설정하는 것도 검토해 볼 수 있음.

○ 환헤지에는 비용이 수반되기 때문에 장기적으로 환율의 변동성이 줄어가는 통화까지 높은 비중으로 헤지하는 것을 바람직하지 않음.

– 변동성이 적으면서 장기적으로 변동폭이 감소하는 엔화와 유로화에 대해서는 자산군에 적용되는 원칙 보다 낮은 헤지 비율을 적용하는 것이 적절함.

– 따라서 유로화채권자산과 엔화채권자산에 대한 헤지비중을 낮추는 것을 검토하고 해외부동산 중에서도 엔화와 유로화 자산에 대해서도 장기적으로 0%의 헤지를 적용하는 것이 바람직함.

5. 인플레이션과 현물가격동향의 국민연금투자에의 시사점

□ 전 세계 경제는 회복세를 지속할 것으로 전망되고 있으나 경기과열로 인한 인플레이션은 예상되지 않고 있음.

○ OECD와 IMF의 경제전망에 따르면 아직까지 전 세계적으로 생산여력이 충분하기 때문에 실업과 임금하락이 계속될 것으로 전망하고 있음.

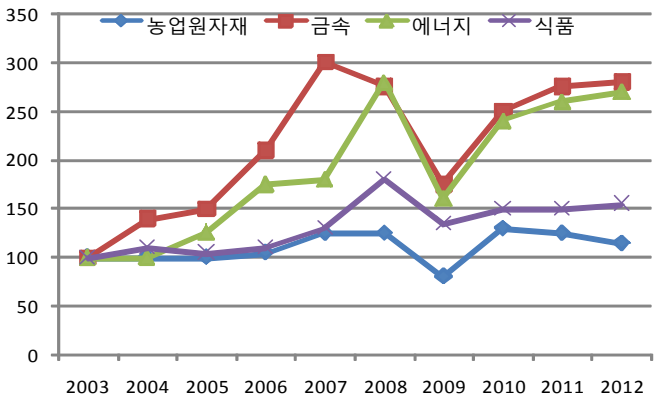
○ 전 세계적으로 물가상승을 주도하는 것은 에너지가격이며, 에너지 중에서도 원유가는 물가상승률에의 기여도가 아주 높은 항목임.

– IMF의 각종 현물가격전망에 따르면 에너지 가격은 2009년에서 2010년까지 급격하게 상승하다가 2012년까지는 완만한 상승세를 보일 것으로 보고 있음.

– 신흥경제권의 생산활동증가로 인해 금속류에 대한 수요도 에너지와 마찬가지로 급증할 것으로 전망됨.

○ 원유가격이 장기적으로 상승할 수밖에 없는 이유는 늘어나는 원유수요를 공급하기 위해서 투자되어야 하는 금액이 2,200억불~5,400억불이 될 것으로 전망되고 있기 때문임.

〔그림 3〕 주요 현물가격추세(2003=100)



자료: World Economc Outlook, IMF, 4월 2010

○ 채권투자에 있어서 인플레이션에 적절히 대처하지 못한다면 실질수익률은 오히려 마이너스(-)가 될 수도 있음.

– 인플레이션이 채권투자에 악영향을 미치는 또 다른 요인은 인플레이션이 발생하면 중앙은행은 물가상승압력을 억제하기 위해 이자율을 인상시키기 때문에 채권가격이 하락하게 됨.

– 국민연금기금의 특성상 장기채권비중이 높은 만큼 인플레이션위험에 많이 노출되어 있기 때문에 해외채권투자에 있어서 인플레이션을 헤징할 수 있는 채권상품 또는 현물지수상품의 비중을 높이는 것을 고려해야 함.

○ 해외채권투자에서 Inflation을 헤징하기 위해 고려할 수 있는 상품은 Floating-rate note, Treasury Inflation-Proted Securities(TIPS), Emerging Market Bonds, 그리고 현물지수(commodity index)와 연계된 자산임.

□ 국민연금기금의 투자대상에 금과 원유를 추가하는 경우의 최적포트폴리오를 분석한 결과 현물에 있어서는 원유 보다는 금에 투자를 하는 것이 최적포트폴리오의 조건을 충족하며 미국국채 보다는 미국회사채를 매입하는 결과를 얻었음.

○ 금과 DJIA는 -0.05(-5%), 미국채와는 -0.04(-4%), 미회사채와는 -0.03(-3%)의 상관관계를 보이고 있음.

○ 국민연금기금의 투자자산군을 원유와 금까지 확대하는 경우최소 표준편차 최적 포트폴리오는 미국의 회사채(USCORP)에 40.6%, 금(GOLD)에 30.5%, 미국주식(DJIA)에 15.2%를 투자하는 것이 최적인 것으로 분석되었음.

○ 미국정부가 양적완화정책을 실시하고 있으며 미국의 재정적자에 대한 우려의 수준이 높아지고 있기 때문에 달러화가치하락이 예상됨.

○ 미국국채와 달러화에 대한 쏠림현상은 금융위기이후 안전자산에 대한 선호로 인한 일시적 현상으로 해석되며 세계경제가 회복세에 진입함에 따라 이런 추세는 둔화될 것으로 전망됨.

○ Dow Jones Coporate Bond Index의 지난 10년간 추세를 보면 금융위기 당시에 일시적인 하락이 있기는 했어도 지속적인 상승세를 보이고 있음.

- Efficient Frontier분석에서도 미국회사채가 미국국채에 비해 선호되는 것으로 분석되어 미국회사채의 비중을 늘려가는 것을 검토함.

01

연구 목적 및 연구 내용

제1장 연구목적 및 연구내용

국민연금기금의 규모는 2010년 10월 기준으로 314조 2천억원이며 금융부문에 313조 5천억을 운용하고 있다. 우리나라 KOSPI 시가총액은 2010년 10월 기준으로 1,045조 이며, KRX100의 시가총액은 54조이다. 국민연금기금의 국내주식투자금액은 48조원으로 KRX100의 8.8%이며 KOSPI시가총액의 4.5%에 달한다. 또한 국민연금의 국내채권투자액은 215조로 우리나라 채권상장액 1,118조원의 19%에 해당한다. 국민연금제도는 아직 성숙단계에 도달하지 않아 앞으로 20~30년 동안 기금의 규모가 기하급수적으로 증가할 것이다. 현재와 같은 국내투자비중을 유지하는 경우 주식시장에서의 점유율은 몇 년 내에 10%이상이 될 것으로 예상된다. 채권의 국내시장점유율은 주식시장보다 더욱 심각하여 국내채권시장에 미치는 파급효과가 급증할 것으로 예상된다. 보건복지부와 기금운용본부는 이러한 점을 감안하여 해외투자비중을 지속적으로 늘려나가고 있다. 그러나 2008년 금융위기로 인해 해외투자가 유보되었고 일반 국민들과 전문가 그리고 정치권의 해외시장에 대한 불안감으로 인해 보다 적극적인 투자를 시행하지 못하고 있다.

본 연구는 금융위기 이후 세계경제의 동향과 금융시장의 변화 등을 분석하여 국민연금기금해외투자의 방향설정에 참고가 될 수 있는 분석을 수행하였다.

OECD와 IMF의 자료분석과 실증분석을 통해 2011년 이후 국민연금기금이 고려해야 하는 리스크별로 해외투자에 대한 시사점을 도출해 보았다.

1. 해외 주요 공적연금기금의 투자동향분석

해외주요 공적연금의 금융위기 전후의 자산배분의 변화와 수익률 그리고 운용비용에 대한 자료를 분석하였다. 해외 주요 공적연금기금은 순수채권형, 채권/주식형, 주식형으로 분류되며 일부 국가에서 자산배분에 변화가 있었던 것으로 분석되었다.

그러나 전반적으로는 금융위기 전후로 자산배분의 유형에는 변화가 없는 것으로 조사되었다. 또한 금융위기 전후로 수익률변화분석을 살펴본 결과, 금융위기 이전에 주식형이었던 기금들이 수익률 하락폭도 컸지만 2009년에 상승폭도 커서 전반적으로 높은 수익률을 기록하였다. 채권형기금들은 금융위기이전과 이후 수익률에 큰 변화가 없는 것으로 분석되었다.

2. 세계 주요시장의 현황분석

OECD와 IMF자료를 통해 세계경제의 회복세가 해외시장별로 차별화되고 있다는 것을 확인할 수 있었다. 미국, 일본, 유로지역, Emerging Market별로 경제성장, 신용위험, 국가부채현황, 자금이동 등을 분석하여 국민연금기금에 주는 시사점을 도출하였다.

3. 금융위기 이후 환율변동성분석과 환헤지

세계 주요 통화별로 금융위기 전후로 변동성이 차별화된 것을 알 수 있었으며, 이를 기초로 통화권별 환헤징에 대한 시사점을 도출해 보았다. 주요 통화별로 환율변동의 표준편차가 기간별로 안정화되는 통화와 발산하는 통화로 구분되는 것을 알 수 있었으며 주식 0% 그리고 채권 100%라는 경직적인 환헤지 보다는 통화별로 변동성을 고려한 헤지비중설정이 필요하다는 것을 제안하였다.

4. 인플레이션과 달러화 하락을 헤지할 수 있는 투자전략분석

OECD의 경제전망에 따르면 2015년 까지는 인플레이션의 가능성은 없어 보이나, 미국과 영국의 양적완화정책, 낮은 장기국채금리, 세계경제의 회복에 따른 원유와 금속광물에 대한 수요가 증가할 가능성이 있다. 달러화의 약세와 중장기적인 금리인상 및 물가상승을 헤지할 수 있는 투자전략을 도출해 보았다.

02

국민연금기금과 해외 주요 공적연금의 투자현황

제2장 국민연금기금과 해외 주요 공적연금의 투자현황

1. 국민연금의 부문별 투자금액과 비중

2010년 10월말 기준으로 국민연금 기금자산은 시가기준으로 313조 5천억원이며 전년대비 36조 3천억원(13.1%) 증가하였다. 자산별 비중은 금융부문 99.8%, 기타부문 0.1%, 복지부문 0.04%이며 금융부문중 국내채권이 215조원으로 68.6%의 비중을 차지하고 있다. 부문별 투자비중 및 금액은 아래 <표 2-1>과 같다.

〈표 2-1〉 국민연금 금융부문 투자금액 및 투자비중

(시가기준, 단위: 억원, %, % 포인트)

금융부문	2010년 10월말	비중	2009년말	비중	증감	비중
국내주식	485,334	15.5	363,103	13.1	122,231	2.4
해외주식	191,270	6.1	131,948	4.8	59,322	1.3
국내채권	2,150,484	68.6	2,048,853	73.8	101,631	-5.2
해외채권	136,117	4.3	105,434	3.8	30,683	0.5
대체투자	172,659	5.5	125,222	4.5	47,437	1.0
총계	3,135,864	100	2,772,519	100	363,345	

주: 대체투자 17조 2659억원은 부동산 5조 9739억원, SOC 5조 9612억원, 사모투자 4조 7514억원, 벤처투자 3244억원, 기업구조조정투자 2551억원임.
자료: 국민연금기금운용 실무평가위원회 자료, 2010.11, 보건복지부

2010년 1~10월 기간 중에 유입된 자금 총 22조 2032억원은 주식에 11조 9488억원, 채권에 6조 1454억원, 대체투자에 4조 1090억원 등에 투자

되었다. 자산별로는 국내주식이 7조 2059억원으로 가장 많고, 해외주식 4조 7429억원, 대체투자 4조 1090억원, 국내채권 3조 8430억원, 해외채권 2조 3024억원 순으로 투자되었다. 2010년 10월말 현재 2010년말 목표비중 대비 자산별 실제비중 차이는 해외주식이 1.0%포인트, 국내채권 0.8%포인트, 해외채권 0.2% 포인트 상회하고, 국내주식과 대체투자는 각 1.1%포인트, 0.9%포인트 낮은 비중을 보이고 있다.

〈표 2-2〉 국민연금기금의 계획대비 투자진행현황

(단위: 억원, %)

	2009년말 실제비중 (A)	2010년말 목표비중 (B)	2010.1~10월 순증 투자금액	2010년 10월말 현재		
				실제 (C)	전년대비 (C-A)	목표대비 (C-B)
국내주식	13.1	16.6	72,059	15.5	2.4	-1.1
해외주식	4.8	5.1	47,429	6.1	1.3	1.0
주식소계	17.9	21.7	119,488	21.6	3.7	-0.1
국내채권	73.8	67.8	38,430	68.6	-5.2	0.8
해외채권	3.8	4.1	23,024	4.3	0.5	0.2
채권소계	77.6	71.9	61,454	72.9	-4.7	1.0
대체투자	4.5	6.4	41,090	5.5	1.0	-0.9

자료: 국민연금기금운용 실무평가원원회 자료, 2010.11, 보건복지부

해외투자는 2009년말 27.3조원(9.8%)에서 2010년 10월말 39.6조원(12.6%)으로 증가하였다. 2010년 10월말 현재 외화자산규모는 미국 달러화 기준으로 333.8억달러이며 통화별 투자금액은 아래 <표 2-3>과 같다.

〈표 2-3〉 투자상품별/통화별 외화자산규모

(단위: 백만)

구 분			투자원금
해외채권	직접	달러화	6,020.2
		유로화	340.0
		호주달러화	199.0
		엔화	5,000
	위탁	달러화	5,187
해외주식	직접	달러화	2,004.6
	위탁	달러화	13,624.7
해외사모		달러화	1,352
		유로화	108.4
해외부동산		달러화	416.3
		유로화	632.0
		영국파운드	960.2
		엔화	8,020.2
		호주 달러화	730.5
인프라		달러화	1,154.8
		영국 파운드	95.1
합계		달러화	29,760.3
		유로화	1,080.4
		영국파운드	1,055.4
		엔화	13,020.2
		호주 달러화	929.5

자료: 국민연금기금운용 실무평가원원회 자료, 2010.11, 보건복지부

2. 국민연금의 운용수익률

2010년 1~10월 기간 중의 금융부문운용수익률은 8.01%이며, 수익금은 23조 872억원으로 조사되었다. 자산별로는 국내주식수익률이 13.08%로 가장 높았으며 대체투자가 4.34%로 가장 낮은 수익률을 보였다. 2009년에는 금융위기 이후 주식시장이 안정세로 돌아서면서 주식의 수익률이 급증한 반면, 2010년에는 2009년에 비해 전세계적으로 안전자산을 선호하는 추세가 강해지고, 세계 각국이 재정정책을 통해 금리를 인하하는 효과로 인해 채권가격이 상승한 효과를 본 것으로 분석된다.

〈표 2-4〉 국민연금기금 운용수익률

(시간가중 수익률기준, 단위: 억원, %, % 포인트)

	2010년 1~10월말		2009년	3년 연평균(07~09)
	수익금	수익률	수익률	수익률
국내주식	53,026	13.08	58.45	10.93
해외주식	10,677	6.30	24.88	-12.20
국내채권	150,586	7.42	4.13	5.89
해외채권	9,415	7.84	3.25	5.92
대체투자	6,218	4.34	0.32	3.62

자료: 국민연금기금운용 실무평가위원회 자료, 2010.11, 보건복지부

3. 해외 주요 공적연금의 투자비중 및 수익률

해외 주요 공적연금기금의 자산배분은 주식형과 채권형으로 분류될 수 있다. 미국, 벨기에, 스페인, 일본, 폴란드, 멕시코, 한국, 포르투갈 등은 채권비중이 많게는 100%에서 70%까지 분포하고 있다. 반면에 아일랜드, 스웨덴, 노르웨이, 호주, 캐나다 등은 주식비중이 Private Equity & Hedge Fund를 합치는 경우 50%~60% 수준을 보이고 있다. 캐나다의 경우 금융위기 직전인 2006년 자산배분[4)]에서 주식형자산의 비중이 63%였고 금융위기 이후인 2009년의 주식형자산의 비중이 62%로 거의 변화가 없었다는 것을 보여주고 있다. 반면에 프랑스는 금융위기 이전인 2006년에 주식의 비중이 62.1%였으나 2009년에는 41%로 크게 감소한 것을 알 수 있다. 주식비중이 가장 높은 아일랜드는 2006년과 2009년의 주식비중이 거의 동일하게 70% 이상을 보유하고 있다. 일본도 주식비중을 줄인 국가에 속하는데 2006년에는 주식비중이 37.3%였으나 2009년에는 19%로 감소하였다. 뉴질랜드는 2006년에는 대체투자를 합친 주식비중이 72.7%였고, 2009년에는 주식과 Private Equity&Hedge Fund를 합친 비중이 66%로 주식형자산의 비중이 다소 감소한 것을 알 수 있다.

4) Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds In Selected OECD Countries, *Financial Market Trends OECD 2008*

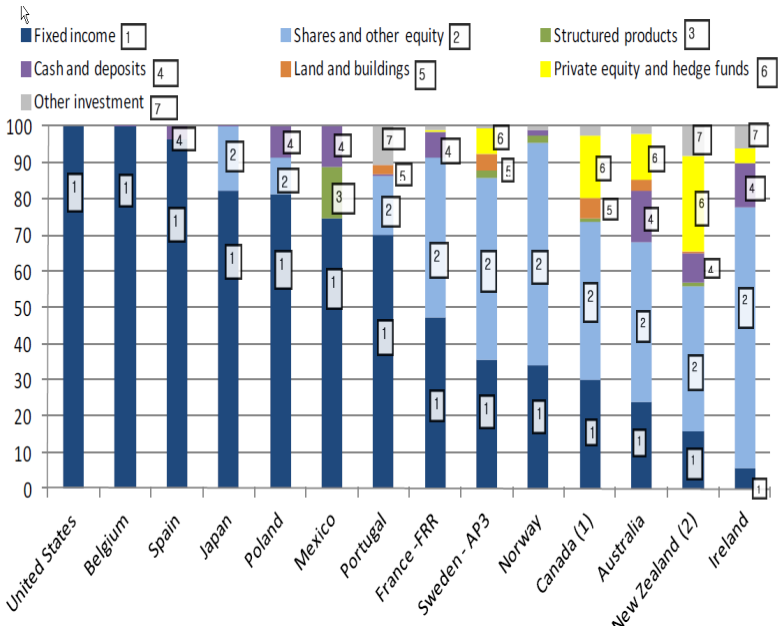
〈표 2-5〉 해외 공적연금기금의 자산배분(2009년)

(단위: %)

국가	주식	채권	현금	기타 자산	부동산	사모&헤지펀드
미국	0	100	0	0	0	0
벨기에	0	100	0	0	0	0
스페인	0	96	4	0	0	0
일본	19	81	0	0	0	0
폴란드	10	80.5	9.5	0	0	0
멕시코	0	75	11	14	0	0
포르투갈	18	80	0	0	2	0
프랑스	41	47	7	5	0	0
스웨덴-AP3	40	47	0	1	4	8
노르웨이	63	34	1	2	0	0
캐나다	45	30	0	3	5	17
호주	43	24	12	5	4	12
뉴질랜드	40	15	8	11	0	26
아일랜드	73	5	11	7	0	4

자료: Pension Markets in Focus July 2010- Issue 7, OECD

〔그림 2-1〕 각국 공적연금기금의 주식투자비중-2009



자료: Pension Markets in Focus July 2010- Issue 7, OECD

주식형자산의 비중이 가장 크게 증가한 국가는 노르웨이로 2006년에는 40.7%에 불과하였으나 2009년에는 63%로 20% 이상 주식비중을 늘렸다. 스웨덴은 2006년 주식비중이 59.5%였으나 2009년에는 Private Equity & Hedge Fund를 합친 비중이 48%로 주식비중이 10%정도 감소한 것을 알 수 있다.

2005년부터 2009년까지의 평균수익률을 보면 캐나다, 노르웨이, 스웨덴과 같이 주식비중이 높았던 기금이 수익률도 높은 것을 알 수 있다. 채권비중이 압도적으로 높은 미국, 포르투갈, 스페인의 실질수익률은 2%내외로 상대적으로 낮은 것을 알 수 있다. 이런 추세에 예외적인 국가가 아일랜드, 뉴질랜드, 폴란드이다. 아일랜드는 주식비중이 가장 높은 국가이나 실질수익률이 -0.6%를 기록하였고, 뉴질랜드도 주식형비중이 66%였으나 실질수익률은 -0.1%를 기록하였다. 반면에 폴란드는 채권비중이 80%가 넘는 수준인데도 실질수익률이 4.0%를 기록하였다.

〈표 2-6〉 각국 공적연금기금의 5년평균 명목 및 실질수익률(2005~2009)

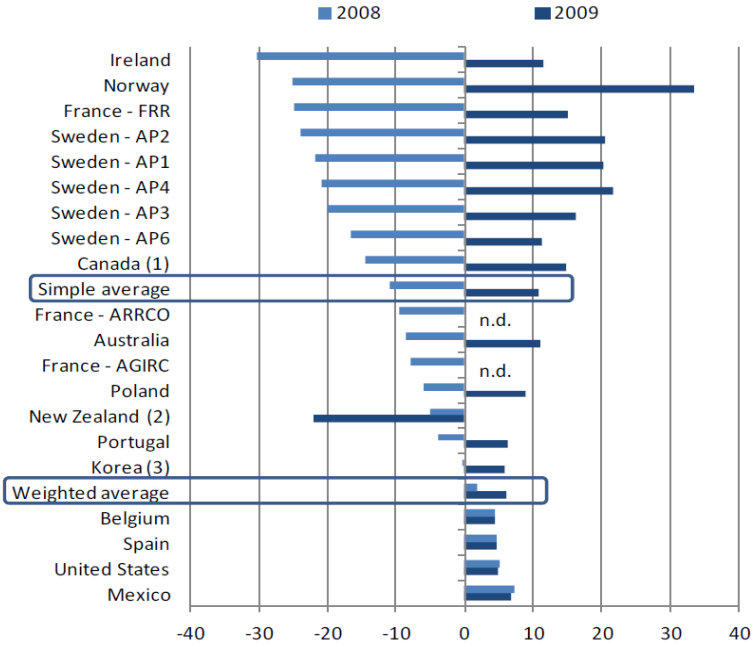
(단위 %)

국가	명목	실질
벨기에	4.4	2.2
캐나다	5.7	3.8
프랑스	2.5	0.9
아일랜드	1.5	-0.6
한국-국민연금	4.7	1.7
멕시코	7.5	3.0
노르웨이	5.9	3.7
뉴질랜드	2.9	-0.1
폴란드	6.9	4.0
포르투갈	3.6	1.7
스페인	4.6	1.9
스웨덴-AP3	4.8	3.3
미국	5.2	2.6

자료: Pension Markets in Focus July 2010- Issue 7, OECD

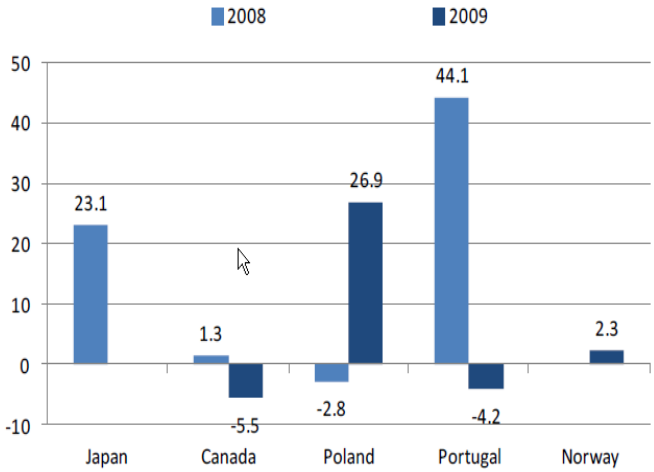
금융위기의 여파가 직접적으로 미친 2008년과 금융위기로부터 벗어나기 시작한 2009년의 수익률을 비교해 보면 뚜렷한 격차를 보이고 있다. 아일랜드의 경우, 5년평균 실질수익률이 낮았던 것은 주식의 비중이 높아 2008년 수익률하락이 -30%로 가장 컸던 반면 2009년 수익률은 11%수준에 그친 것이 원인으로 분석된다. 노르웨이도 주식비중이 높았으나 2008년의 -25%에 가까운 수익률에도 불구하고 2009년에는 33%의 수익률을 보여 피해를 복구한 것으로 분석된다. 대부분의 주식형 공적연금기금들이 2008년의 손실에도 불구하고 주식시장의 회복으로 2009년에는 큰 폭의 수익률 증가를 낸 것으로 보인다. 뉴질랜드는 2008년과 2009년 모두 마이너스(-) 수익률을 보여 특이한 경우에 해당된다. 채권형 국가인 한국, 벨기에, 스페인, 미국 등은 5~6% 수준의 수익률을 2008년과 2009년에 거의 동일하게 낸 것으로 보인다.

〔그림 2-2〕 각국 공적연금기금의 수익률추이



자료: Pension Markets in Focus July 2010- Issue 7, OECD

〔그림 2-3〕 2008년과 2009년의 주식순매입현황(연초주식보유액의 %)

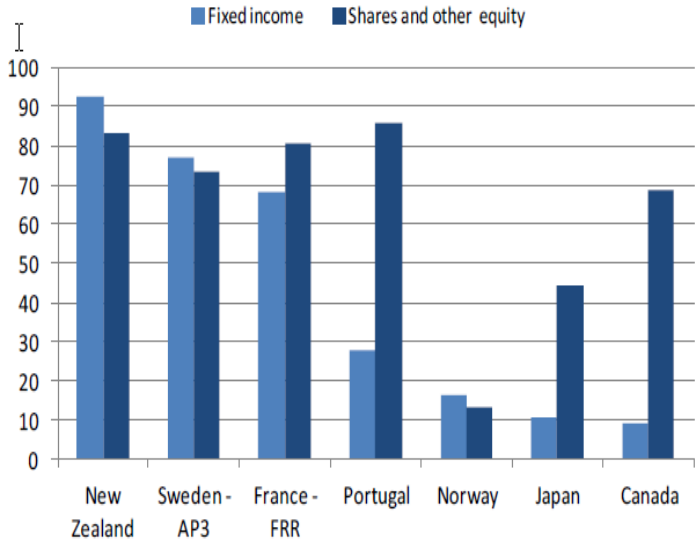


자료: OECD Global Pension Statistics, Pension Markets in Focus July 2010-Issue 7, OECD에서 재인용

일본의 경우 2008년에 2008년초 보유하고 있던 주식의 23.1%에 해당하는 주식을 매입한 것으로 조사되고 있다. 금융위기로 인해 주식시장이 하락한 것을 주식매입의 기회로 본 것으로 해석된다. 캐나다의 경우, 2008년에는 1.3% 주식을 더 매입하였으나 2009년에는 주식을 연초 대비 5.5% 매도한 것을 조사되고 있다. 반면에 폴란드는 2008년에는 연초대비 2.8%의 주식을 매도하였으나 2009년에 연초대비 26.9%의 주식을 매수하였다. 포르투갈은 2008년에 연초대비 44.1%의 주식을 매수하였고 2009년에는 4.2%의 주식을 매도한 것으로 조사되었다.

뉴질랜드는 채권의 91%를 그리고 주식의 82%를 해외자산으로 보유하고 있는 것으로 조사되고 있다. 스웨덴의 해외시장비중이 높아 채권이 77%, 주식이 72%이다. 프랑스도 채권의 69%, 주식의 80%를 해외투자를 통해 보유하고 있다. 노르웨이는 해외투자비중이 낮아 채권은 17%, 주식은 12%에 불과하다. 일본도 채권의 10%만을 그리고 주식은 43%를 해외시장에 투자하고 있다.

〔그림 2-4〕 해외 공적연금기금의 해외투자비중



자료: OECD Global Pension Statistics, Pension Markets in Focus July 2010-Issue 7, OECD에서 재인용

공적연금기금의 규모와 자산배분유형, 그리고 운용비용의 관계를 살펴보면, 2009년 기준으로 운용비용의 자산규모대비 비중이 가장 큰 국가는 뉴질랜드이다. 뉴질랜드는 주식형으로 운영되는 기금이며 기금의 규모는 상대적으로 작은 국가에 속한다. 벨기에, 멕시코, 폴란드, 포르투갈은 상대적으로 낮은 운용비율을 보이고 있으며 이들 국가는 모두 채권형으로 운용되고 있다. 이들 국가의 또 다른 공통점은 기금의 규모가 작다는 것이다. 호주와 캐나다는 모두 주식형으로 운용되고 있으며 운용비의 비율이 0.18과 0.19%로 거의 비슷한 수준을 보이고 있다. 그러나 캐나다의 기금규모는 호주의 2배에 달하는 것을 알 수 있다. 주식형국가의 운용비용이 대체적으로 채권형국가에 비해 높으며 기금의 규모가 일정 수준이상으로 커지면 규모와 운용비용과는 비선형적인 관계를 보이는 것으로 분석된다. 호주, 캐나다, 프랑스, 스웨덴 모두 주식비중이 높은 국가이며 운용비중은 0.16~0.19%범위에 있다. 노르웨이는 주식형인데도 불구하고 운용비용비중이 0.09%로 낮은 것은 기금의 규모가 다른 주식형 국가에 비해 작은 것이 원인으로 분석

된다. 채권형은 주식형보다는 운용비용의 비중이 낮고 기금의 규모가 커짐에 따라 운용비용이 상승하기는 하나 주식형과 마찬가지로 비선형적으로 증가하는 것을 알 수 있다.

〈표 2-7〉 자산규모대비 운영비용(2009)

국가	유형	기금규모 ($10억)	2007	2008	2009
호주	주식형	51.6	0.03	0.07	0.18
벨기에	순수채권형	23.5	0.00	0.00	0.00
캐나다	주식형	108.6	0.13	0.17	0.19
프랑스	채권/주식	72.4	0.17	0.19	0.16
멕시코	채권형	3.6	0.04	0.03	0.03
노르웨이	주식형	19.0	0.05	0.09	0.09
뉴질랜드	주식형	8.3	1.04	0.64	0.57
폴란드	채권형	2.3	0.04	0.01	0.02
포르투갈	채권형	13.1	0.06	0.06	0.06
스웨덴AP-3	채권/주식형	108.8	0.13	0.14	0.17
미국	순수채권형	2,540.3	0.25	0.24	0.24
한국-국민연금	채권형	217.8	-	-	-

자료: OECD Global Pension Statistics, Pension Markets in Focus July 2010-Issue 7, OECD에서 재인용

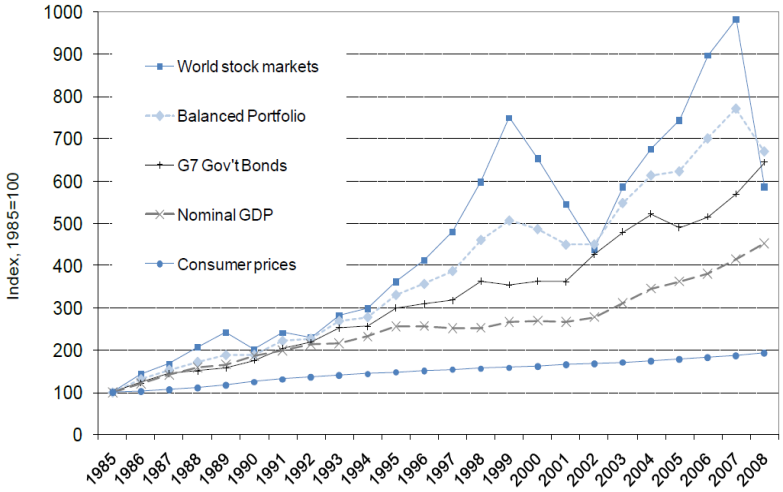
〔그림 2-5〕 와 〔그림 2-6〕 은 전 세계 금융시장의 자산군별 수익률추세와 수익률 변화추세를 보여주고 있다.

전세계 주식시장의 지수수익률추세를 보면 수익률은 다른 자산군에 비해 높지만 등락이 심하여 리스크도 같이 높은 것을 알 수 있다. 금융위기 당시 수익률과 리스크 면에서 가장 효과적인 자산은 G7국채인 것을 알 수 있다. 금융위기 당시 안전자산 선호로 인해 투자자들이 선진국 국채를 선호한 결과이다. 주식만큼 수익률도 높지만 금융위기 당시 가치의 하락이 주식에 비해 적었던 자산은 Balanced Portfolio(균형포트폴리오)이다. 수익률과 리스크를 다 고려한 다면 주식, 채권, 대체투자, 부동산 등과 같이 여러 종

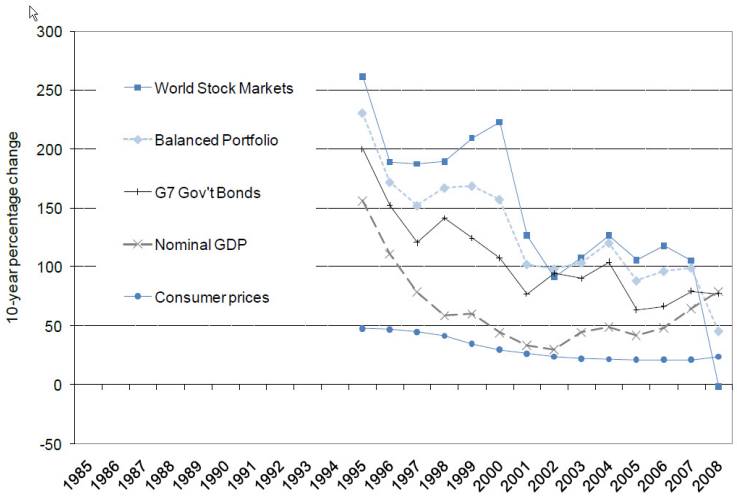
류의 자산에 분산투자한 것이 위기상황에서의 실적 면에서 그리고 평상시의 수익률 면에서 모두 우수한 것을 알 수 있다. 〔그림 2-5〕와 〔그림 2-6〕이 시사하는 바는 연금자산의 물가상승으로 인한 가치잠식에 대한 리스크와 자산가치의 등락에 의한 리스크 등을 모두 고려하였을 때 분산투자가 주식만에 투자하는 것 보다 그리고 채권만을 투자하는 것보다 우수한 실적을 보인다는 것을 알 수 있다. 국민연금기금운용실적의 최저기준은 물가상승률 또는 경제성장률이 될 것이다. 분산투자가 이러한 최소기준을 충족시키는 동시에 리스크는 줄이면서 초과수익률을 낼 수 있다는 것을 시사하고 있다.

〔그림 2-5〕 전세계 금융시장의 자산군별 수익률 추세

(A) Indexes: 1985=100[a)]



〔그림 2-6〕 전세계 금융시장의 자산군별 수익률 변화율추세



a) Annual data. Consumer prices and nominal GDP relate to advanced economies. The government bond index (Merrill Lynch) and the stock market index (MSCI) also take into account coupons and dividends. "Balanced portfolio" means the index of the weighted portfolio of the stock market and bond indexes, where the stock market weight is equal to the share of corporate equities to total financial assets of the US private pension funds at the end of the previous year.

b) Percentage change over 10 years of the variables described in the previous footnote.

Sources: IMF, Federal Reserve, and Thomson Financial Datastream.

03

세계 제1 경제 현황

제3장 세계 거시 경제 현황

1. 지역별 세계경제전망

IMF의 World Economic Outlook(2010년 4월)에 의하면 전세계 GDP 성장률은 2009년 2사분기에 연간화로 환산하여 3.25%였고, 2009년 하반기에는 4.5%로 성장한 것으로 보고하고 있다.

〈표 3-1〉 선진국의 실질 GDP, 소비자물가, 경상수지

(단위: 연간 % 변화율)

	실질 GDP				소비자물가				경상수지			
			추계				추계				추계	
	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
선진국	0.5	-3.2	2.3	2.4	3.4	0.1	1.5	1.4	-1.3	-0.4	-0.4	-0.5
미국	0.4	-2.4	3.1	2.6	3.8	-0.3	2.1	1.7	-4.9	-2.9	-3.3	-3.4
유로지역	0.6	-4.1	1.0	1.5	3.3	0.3	1.1	1.3	-1.5	-0.6	-0.3	-0.2
일본	-1.2	-5.2	1.9	2.0	1.4	-1.4	-1.4	-0.5	3.2	2.8	2.8	2.4
영국	0.5	-4.9	1.3	2.5	3.6	2.2	2.7	1.6	-1.5	-1.3	-1.7	-1.6
캐나다	0.4	-2.6	3.1	3.2	2.4	0.3	1.8	2.0	0.5	-2.7	-2.6	-2.5
기타 선진국	1.7	-1.1	3.7	3.9	4.3	1.5	2.2	2.2	3.1	5.1	4.4	4.3
신흥개발 아시아국가	1.8	-0.9	5.2	4.9	4.5	1.3	2.3	2.3	4.9	8.9	6.6	6.6

자료: World Economic Outlook, IMF 2010, 4.

가. 미국경제

미국경제의 경우, 회사채시장의 회복이 투자회복에 기여를 한 것으로 분석되고 있다. 미국, 유럽, 일본을 비교하는 경우, 미국경제의 회복세가 두 지역에 비해 견실한 것으로 분석되고 있어 금융위기의 진앙지인 것을 감안한다면 다소 의외의 결과를 보이고 있다. 미국이 이 두 지역보다 더 빨리 회복할 수 있었던 것은 정부의 신속한 경기부양적 재정정책의 추진이 주요했던 것으로 분석되고 있다. 미국의 비금융부문 기업들의 재무상태가 건전했고, 신용대출에 대한 수요가 많지 않았던 것과 기업들이 불황국면에서 신속하게 구조조정을 단행하고 생산성을 제고시킨 것이 미국경제를 회복시키는 원동력이 된 것으로 분석하고 있다. 또한 연방준비은행이 신속하게 개입하여 이자율을 낮춘 것도 경제회복에 크게 기여한 것으로 분석되고 있다. 또한 달러화는 경제위기 이후 약세를 보이고 있으며, 특히 2010년 미국정부의 양적완화조치 이후 더욱 약세가 가속화되고 있다.

나. 일본

일본의 경우에는 금융위기 당시 엔화가 강세를 보였고 이는 수출을 둔화시키는 역할을 하였음. 디플레이션현상이 다시 나타났고 이로 인해 차입이자율과 임금을 상승시키는 역할을 하였다. 〔그림 3-1〕과 〔그림 3-2〕은 엔화의 최근 몇 년간 추세를 보여주고 있다. 2000년에서 2002년까지 일본의 자산거품붕괴의 여파로 인해 엔화가 약세를 보인 것을 제외하고는 현재까지 지속적으로 강세를 보이고 있다. 특히, 2008년 금융위기 이후 엔화의 강세는 더욱 현저하게 나타나고 있으며 2010년에도 4월 이후 10월까지 계속 환율이 절상되는 모습을 보이고 있다. <표 3-2>는 일본을 포함한 4개국의 주요 경제지표를 보여주고 있다. 2009년 일본의 수출감소율은 4개국 중에서 가장 높아 -23.9%를 보이고 있다. 이 수준은 미국의 -9.5%, 독일 -14.3%, 한국 -0.8% 에 비해 매우 높은 수준이다. 2009년 GDP감소율도

일본은 -5.2%로 4개국 중에서 가장 높다. 일본은 2010년 수출이 2009년의 감소세를 회복하였지만 엔화가 여전히 강세를 보이고 있어 미국, 독일, 한국에 비해 증가세가 상대적으로 낮을 것으로 OECD는 전망하고 있다.

〔그림 3-1〕 달러화 대비 엔화의 가치변동추세

자료: Briefing on Exchange Rate Developments, OECD

〔그림 3-2〕 유로화 대비 엔화의 가치변동추세

자료: Briefing on Exchange Rate Developments, OECD

〈표 3-2〉 일본, 미국, 독일, 한국의 주요경제 지표 동향

(단위: %)

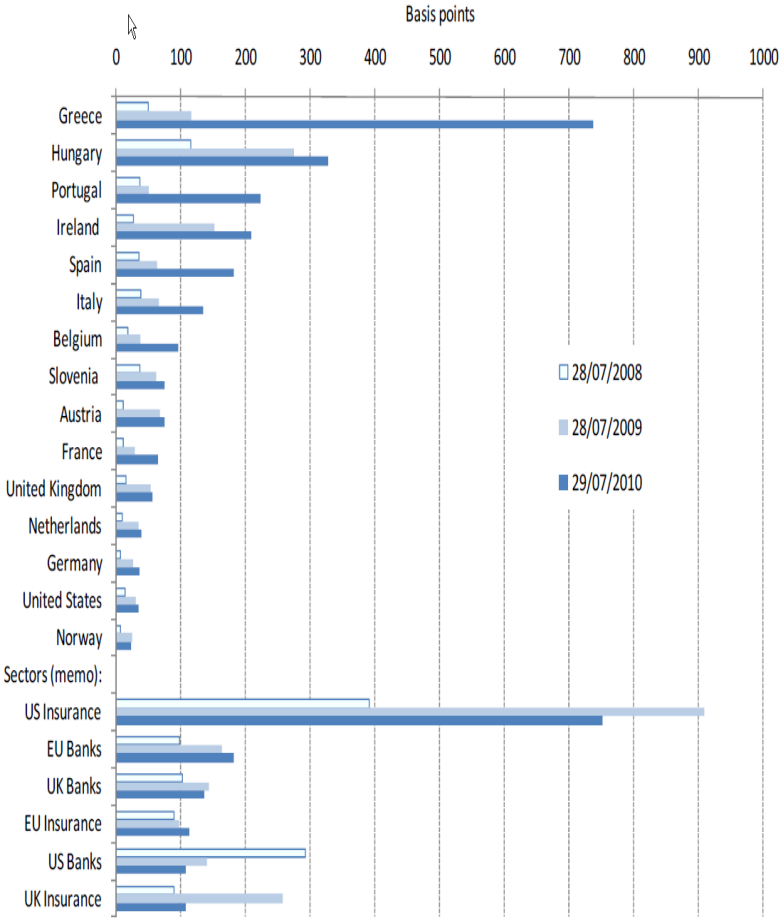
국가	지표	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
미국	GDP-시장가격기준	2.7	1.9	0.0	-2.6	2.7	2.2	3.1
	민간최종소비지출	2.9	2.4	-0.3	-1.2	1.7	2.4	2.7
	재화와용역의수출 (국민계정기준)	9.0	9.3	6.0	-9.5	11.4	8.1	9.9
일본	GDP-시장가격기준	2.0	2.4	-1.2	-5.2	3.7	1.7	1.3
	민간최종소비지출	1.5	1.6	-0.7	-1.0	2.4	1.0	1.4
	재화와용역의수출 (국민계정기준)	9.7	8.4	1.6	-23.9	25.4	6.7	5.8
독일	GDP-시장가격기준	3.6	2.8	0.7	-4.7	3.5	2.5	2.2
	민간최종소비지출	1.5	-0.2	0.6	-0.1	-0.1	1.3	1.6
	재화와용역의수출 (국민계정기준)	13.5	7.9	2.0	-14.3	15.2	9.0	5.6
한국	GDP-시장가격기준	5.2	5.1	2.3	0.2	6.2	4.3	4.8
	민간최종소비지출	4.7	5.1	1.3	0.2	4.3	4.6	5.0
	재화와용역의수출 (국민계정기준)	11.4	12.6	6.6	-0.8	14.3	12.8	13.5

자료: Economic Outlook 88 Projection, November 2010, summary of projections, OECD

다. 유로지역

유로지역의 경우, 일부 신흥유로권 국가와의 금융거래로 인해 큰 타격을 입었고, 유로화 역시 금융위기 당시 강세를 보여 수출을 둔화시키는 역할을 하였다. 일부 유로권 국가들은 금융부문과 부동산부문에서 피해가 커서 유로지역의 회복을 더디게 하는 요인으로 작용하고 있다. 〔그림 3-3〕은 유럽 각국과 미국의 Credit Default Swap Spread를 보여주고 있다. 유럽지역은 스프레드가 2008년과 2009년에 비해 2010년에 더욱 커지는 것을 알 수 있다. 20101년 7월 기준으로 그리스의 스프레드는 700베이시스 포인트를 넘는 것으로 조사되고 있으며, 헝가리는 300포인트, 포르투갈과 아일랜드는 200포인트를 넘고 있다. 미국의 보험업계는 여전히 스프레드가 높으나 2009년에 비해 2010년은 낮아진 것을 알 수 있으며 이러한 추세는 영국의 은행과 보험업계도 같은 추세를 보이고 있다. 유럽국가중에는 노르웨이가 스프레드가 가장 낮은 것을 알 수 있으며 추세 또한 2010년이 낮아지는 것을 알 수 있다.

〔그림 3-3〕 Credit Default Swap Spread



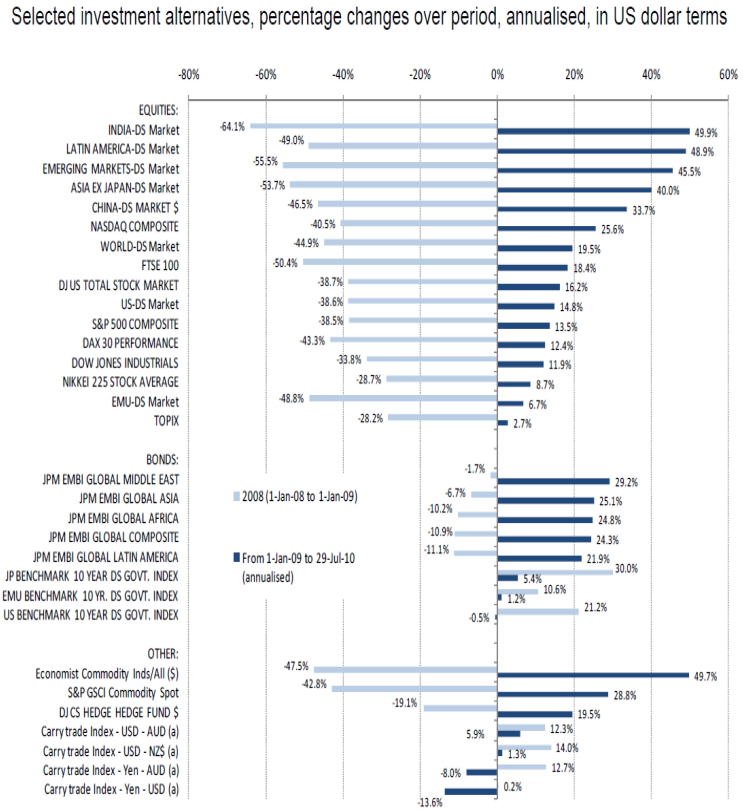
자료: OECD Journal Financial Market Trends-Volume 2010 Issue 1, OECD, Thomson Reuters

라. 신흥경제권

신흥경제권의 성장세가 세계경제를 주도하는 경향을 보이고 있다. 신흥경제권과 개발도상국의 경우에는 견실한 국내수요가 경제회복의 밑거름이 된 것으로 분석되고 있다. 일부 남미국가들도 2009년 3분기 전망치 보다 높은 성장세를 보이고 있다고 Economic Outlook은 보고하고 있다. 또한

금융시장의 자금이동도 신흥경제권(Emerging Market)으로 유입되는 경향이 뚜렷이 나타나고 있는 것으로 분석되고 있다. 또한 2008년에서 2009년까지 1년과 2009년에서 2010년까지 최근 1년의 각종 지수의 수익률을 비교하는 경우, 신흥경제권의 수익률이 선진국지수 수익률 보다 월등히 높은 것을 알 수 있다.

〔그림 3-4〕 신흥경제권과 선진국의 투자수익률 변화비교
(2008~2009년 대비 2009~2010년)



자료: OECD Journal Financial Market Trends-Volume 2010 Issue 1, OECD, Thomson Reuters

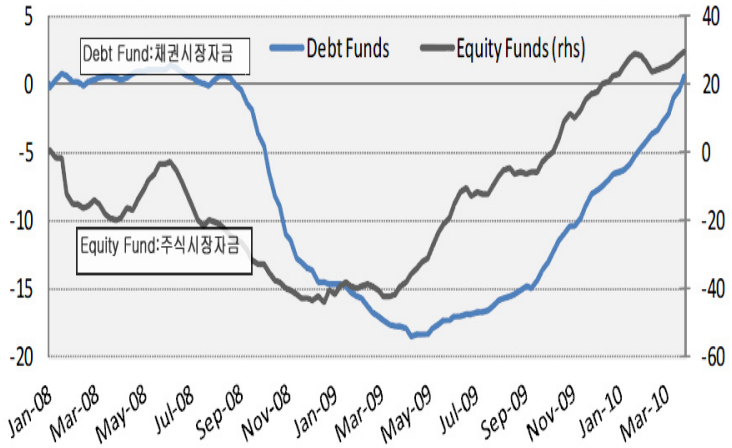
인도주식시장의 경우, 전반 1년(2008~2009)의 수익률은 -64.1%를 기록한 반면 후반 1년(2009~2010년)의 수익률은 49.9%를 보여 큰 차이를 보

이고 있다. 신흥경제권(Emerging Market) 주식시장 지수수익률은 전반 1년 동안 -55.5%를 기록하였고 후반 1년 동안은 45.5%의 수익률을 보여 금융위기 이전 수준으로 회복한 것으로 분석되고 있다. 반면에 영국의 FTSE100지수수익률은 전반기 1년 동안 -50.4%의 수익률을 보였으나, 후반1년 동안 수익률은 18.4%로 이전수준을 회복하지 못하고 있다. 미국의 Dow Jones 지수도 전반 1년 동안 수익률은 -38.7%이나 후반 1년 동안의 수익률은 16.2%에 그쳐 큰 차이를 보이고 있다. 이러한 추세는 채권시장에서도 유사하게 나타나는 것을 알 수 있다.

〔그림 3-5〕는 신흥경제권의 채권시장 및 주식시장으로의 자금유입 및 유출을 보여주고 있다. 2009년 일시적으로 신흥경제권에서 자금유출이 있었으나 채권시장의 경우 2009년 5월 180억불이 유출되었으나 2010년 5월까지 순유입이 지속되어 에는 2008년 1월의 수준으로 회복하는 것을 알 수 있다. 주식시장의 경우에도 2009년 3월에 400억불의 유출이 있었으나 2010년 5월에는 300억불의 자금이 유입된 것을 알 수 있다.

〔그림 3-5〕 신흥경제권의 채권시장자금과 주식시장자금의 유입 및 유출추세

(단위: 10억불)



마. 선진국 금융권의 불확실성 감소

Global Financial Stability Report(GRSR)에 의하면 선진국 은행권의 손실충당금이 감소하고 있어 금융권의 회복이 전망되고 있다. 금융위기 당시 2.8조 달러이던 손실충당금규모가 2010년 2.3조달러로 줄어들었고 2.3조달러의 2/3는 이미 2009년에 손실로 확정되었다고 보고서는 분석하고 있어 금융권의 부실에 대한 불확실성이 줄어들고 있다는 것을 의미하고 있다. G20 대형은행의 시가총액변화를 시계열로 살펴보면 2010년 4월 기준으로 금융위기 이전 수준까지 회복한 국가와 아직까지 회복을 하지 못하고 있는 국가로 분류되는 것을 알 수 있다. 거의 모든 국가들의 대형은행들이 2009년에는 시가총액을 회복한 것으로 나타나고 있다. 그러나 유럽국가들의 경우, 2010년 그리스사태 등으로 인해 2010년 다시 시가총액이 감소한 것을 알 수 있다. 전 세계적으로 볼 때 대형은행들의 시가총액은 2008년 감소분의 66%정도를 회복하고 있는 것으로 분석되고 있다.

〈표 3-3〉 G20 대형은행의 시가총액변화

(단위: $10억)

국가	2010[1]	2009	2008	2007	2006	2005	시가총액[2]	회복률
미국	72.8	220.1	-338.0	-295.2	175.0	-19.9	811.5	86.7
영국	41.4	179.3	-256.7	-72.8	109.0	-19.1	421.8	86.0
이태리	-28.5	40.0	-177.8	73.2	61.4	47.1	142.3	6.5
프랑스	-27.5	107.4	-157.6	-31.6	108.6	13.4	184.3	50.7
중국	-6.5	136.4	-124.3	60.1	82.3	-	347.3	104.5
호주	-6.7	139.7	-110.9	43.7	38.9	18.2	258.1	119.9
일본	27.0	-40.5	-107.6	-111.8	-48.6	204.0	283.6	-12.5
러시아	8.6	61.4	-107.5	24.7	45.3	17.1	99.0	65.1
캐나다	16.8	112.2	-97.4	12.2	31.1	37.2	261.6	132.4
브라질	1.7	150.8	-88.1	60.6	37.8	29.9	299.7	173.1
독일	-0.2	28.0	-80.0	-3.7	34.1	14.8	68.1	34.8
한국	-0.6	38.2	-63.8	-0.0	11.9	39.1	71.2	59.0
인도	15.9	45.5	-59.3	56.5	16.7	11.6	113.9	103.7
G20총계	164.7	1,324.9	-1,887.3	-132.6	729.2	426.5	3,646.8	78.9
유로지역 합계	-120.6	304.0	-788.0	81.6	379.2	105.4	711.6	23.3
G7 합계	101.8	646.5	-1,215.1	-429.6	470.5	277.5	2,184.5	61.6
전세계 합계	130.5	1,710.6	-2,787.4	-49.8	1,138.8	504.2	4,888.1	66.1

주: 1) 2010년 1~7월 29일
2) 2010년 4월 5일 기준
자료: OECD Journal Financial Market Trends-Volume 2010 Issue 1, OECD, Thomson Reuters.

미국의 대형은행이 2008년 시가총액 손실대비 86.7%를 회복한 반면 유로지역합계는 23.3%, 이태리는 6.5% 프랑스는 50.7%, 독일 34.8% 등을 보이고 있어 선진국 내에서도 큰 격차를 보이고 있다. 신흥경제권이 중국이 104.5%, 브라질이 173.1%, 그리고 인도가 103.7%등으로 G7의 61.6%와는 대조를 보이고 있다. 선진국 중에는 캐나다와 호주가 각각 132.4%와 119.9%로 금융위기 이전 수준으로 회복한 것으로 분석되고 있다.

2. 국민연금기금에 주는 시사점

국민연금의 경우, 해외투자를 본격적으로 늘려가야 하는 상황이므로 지역적 안배와 자산군별 안배를 고려해야만 한다. 세계경제의 거시전망을 고려해 보면 우선 지역적으로는 신흥경제권에 대한 투자를 늘리는 것을 고려해 볼 만하다. 전 세계 투자자금의 이동상황, 향후 경제성장률, 환율변동성 그리고 무엇보다도 중요한 물가상승률 등을 종합적으로 고려해 볼 때, 중국, 인도, 브라질 과 같은 신흥경제권은 수익률과 안정성을 동시에 추구할 수 있는 투자지역으로 평가된다. 금융위기 이후 회복세를 보더라도 유럽보다 더 빠르게 회복하고 있으며 금융위기 당시 미국이나 유럽보다도 위기로 인한 각종 지표의 하락세가 낮았던 것을 알 수 있다. 대형금융기관의 자산가치회복세도 유럽이나 미국보다 빠르게 진행된 것을 알 수 있다. 이들 신흥경제권의 국가들의 개별 산업별 투자정보가 미국 보다는 부족한 것이 사실이므로 우선 국채중심으로 투자를 하는 것을 검토해 볼 수 있다. 해외자금이 몰리면서 이들 신흥경제권 국가들이 우려하는 것은 자산가치의 급상승으로 인한 인플레이션이다. 중국과 인도는 특히 인플레이에 대해 정부가 많은 신경을 쓰고 있다. 이자율 올리는 경우 해외자금의 유입이 더욱 가속화될 수 있기 때문에 대출규제를 통한 인플레이션 억제정책을 펴고 있으며 앞으로도 이런 정책을 유지할 것으로 전망된다. 따라서 향후 이자율상승의 가능성이 낮을 것으로 전망되고 현재 이들 국가의 국채이자율은 미국이나 일본에 비해 높은 수준이므로 장기채를 중심으로 투자하는 것을 검토해 보아야 한다.

미국경제는 비금융권의 실적호조가 위기극복에 많은 기여를 한 것으로 분석되고 있는 만큼 국채보다는 회사채에 대한 투자를 늘리는 것을 검토해 볼만 하다. 경제위기를 극복하는 과정에서 비금융권 기업들의

가치도 동반 하락하였고 기업들은 현금확보를 위해 이자율이 높은 회사채를 발행하였다. 미국경제가 본격적으로 회복 되는 경우 회사채금리가 내려갈 가능성이 있는 만큼 가능한 장기의 미국회사채에 투자를 하는 것이 필요하다.

유럽의 경우, Credit Default Swap Rate가 시간이 갈수록 상승하는 추세를 보이고 있고 다른 지역과는 달리 금융위기로 인한 부실의 규모가 모두 노출되지 않고 있다는 것을 각종 지표로 확인할 수 있다. 유로권 내에서 경제건전성에 양극화가 심하게 나타나고 있어 유로권 자체가 당분간 침체국면에서 벗어나는 것을 어려울 것으로 전망된다. 금융, 부동산, 비금융권산업 모두 침체국면을 벗어나지 못하고 있고 유로화 또한 중국위완화의 평가절상 등의 효과로 인해 가치의 변동성이 확대될 것으로 전망된다. 따라서 유로권에 대한 투자는 High Risk/High Return의 투기적인 목적이 아닌 이상 당분간 유보하는 것이 바람직 할 것으로 보인다.

04

세계 각국의 국가부채 증가에 따른 Sovereign Risk와 국민연금의 해외투자

제4장 세계 각국의 국가부채 증가에 따른 Sovereign Risk와 국민연금의 해외투자

1. OECD 국가의 국가부채동향

선진국 경제의 현안은 금융위기 이후 증가하는 국가부채이다. 선진국의 경우 국가부채가 기하급수적으로 증가하여 국가신인도가 크게 훼손되는 국가가 나타나고 있다. 국가신인도훼손으로 인해 민간부문의 위축으로 이어질 가능성이 큰 것으로 분석되고 있다. 선진국의 국가부채는 금융위기 등으로 인해 최근 GDP대비 9% 더 증가하였고 2014년경 선진국 평균 국가부채규모는 GDP대비 100%가 넘을 것으로 전망되고 있다.

〈표 4-1〉 주요 국가의 정부가 발행한 부채총액(누계)-2009년 9월 기준

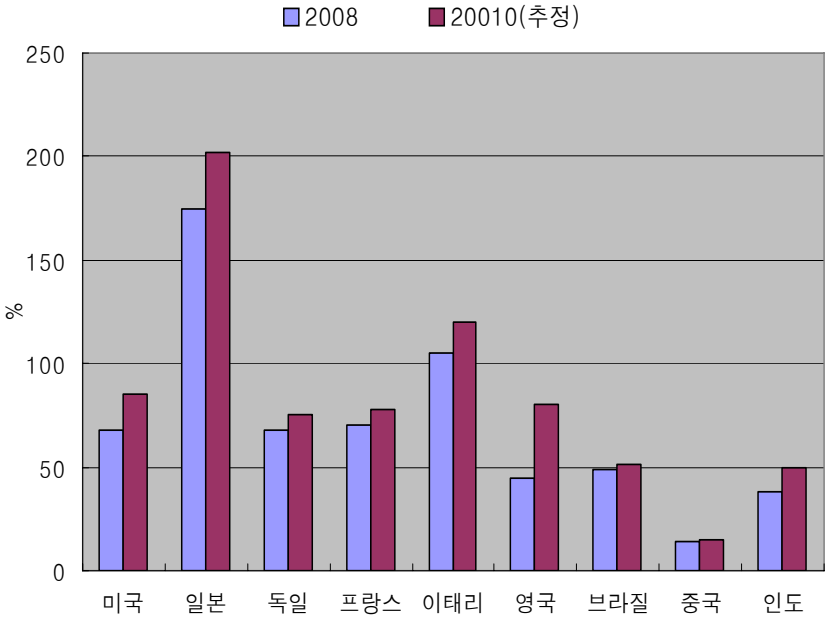
(단위: 10억불, %)

	GDP 2008/12	정부부채(국내) 2009/9	정부부채(해외) 2009/9	총정부 부채 2009/9	GDP비중 (2008GDP)	해외비중 2009/9
프랑스	2,121.7	1,691.7	55.9	1,747.6	82	3
독일	2,909	1,560.6	302.4	1863	64	16
그리스	324.7	192.9	229	421.9	130	54
이태리	1,871.7	2,053.6	242.2	2,295.8	123	11
일본	4,358.3	9,704.8	3.5	9,708.3	223	0
한국	1,344.4	425.6	7.3	432.9	32	2
스페인	1,434.2	703.9	144.3	848.2	59	17
영국	2,186	1,141.8	38.2	1180	54	3
미국	14,369.4	9,151.9	10.7	9,162.6	64	0
스웨덴	340	118.2	34	152.2	45	22
포르투갈	247.3	155.4	65.6	221	89	30

주: 국가가 발행한 유가증권을 기준으로 한 부채규모임.
자료: BIS Quarterly Review, March 2010.

정부부채 중에서 해외부채의 비중이 높은 국가일수록 sovereign risk가 높아질 가능성이 크다. 일본의 경우 절대적인 부채수준은 높지만 해외부채의 비중이 거의 0에 가까워 국가신인도와 연계되지 않는 것을 알 수 있다. 일본은 높은 저축율과 대형기관투자자들이 국채를 매입하고 있으며 이자율 또한 초저금리를 유지하고 있어 질적인 면에서 다른 국가보다 높은 평가를 받고 있다. 국가부채가 중요한 것은 부채규모와 채권수익률 그리고 경제성장률이 상호 연계되어 있기 때문이다. 대부분의 선진국 들이 경기부양책과 금융권에 대한 공적자금의 투입 등으로 막대한 규모의 재정적자와 국가부채가 발생할 것으로 전망되고 있다.

〔그림 4-1〕 주요국의 국가부채의 GDP비중



자료: Bank of International Settlement, Quarterly Review, 6월, 2010

OECD는 국가부채가 GDP대비 76% 이상인 경우 높은 수준으로 분류하고 있으며 20% 이하인 경우를 낮은 국가군으로 분류하고 있다. 금융위

기 이후 국가부채가 급증한 국가의 경우, 기존 부채에 대한 이자부담 등으로 인해 추가적인 부채의 증가가 예상된다. OECD의 Economic Outlook(2010/2)은 기존의 국가부채가 GDP대비 57% 이상인 국가들은 13% 이하인 국가에 비해 중장기적으로 국가부채가 평균적으로 23% 더 증가할 가능성이 높은 것으로 분석하고 있다.

2. 부채청산을 위한 재정정책

Kumar and Woo(2010)[5]에 의하면 국가부채가 GDP대비 10% 포인트 증가함에 따라 연간 경제성장률은 0.2% 포인트 감소하는 것으로 분석하고 있다. 경제성장률이 감소하는 것은 투자감소와 이자율의 상승에 따른 자본스탁형성의 감소에 따른 노동생산성의 하락으로 인한 것으로 분석하고 있다.

또한 국가부채는 장기국채의 이자율에 영향을 미친다는 많은 연구가 있다. OECD Economic Outlook(2010/2)은 국가부채가 GDP 대비 1% 증가하는데 장기국채의 이자율은 대체적으로 10~60 basis 포인트 증가하는 것으로 보고하고 있다. Laubach(2009)[6]은 미국의 경우 재정적자가 1% 포인트 증가함에 따라 장기국채의 이자율이 25 basis point 증가하고, 국가부채가 1% 포인트 증가함에 따라 장기국채의 이자율이 3~4 basis point 증가하는 것으로 분석하였다. 국가부채 또는 재정적자는 장기국채와 단기국채간의 격차에도 영향을 미치는 것으로 분석하고 있다. Egert(2010)[7]는 국가부채가 GDP대비 76%이상인 G7국가(일본제외)들의 경우, 국가부채가 1% 포인트 증가함에 따라 장기국채와 단기국채간 이자율 격차가 4 basis point 발생하는 것으로 분석하였다. 일본의 경우에는 여전히 낮은 이자율을 유지

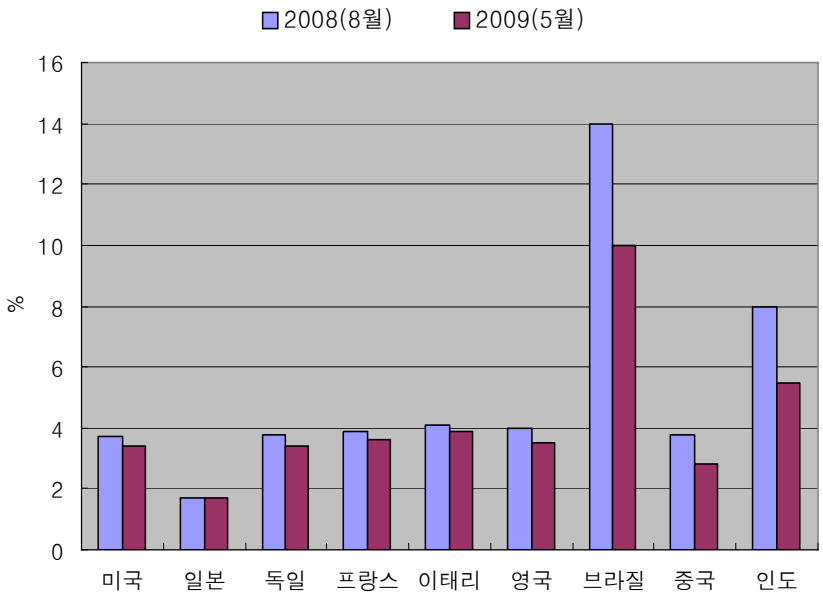
5) Kumar, M.S. and J. Woo(2010), Public Deb and Growth. *IMF Working Paper No.10/174*, IMF을 OECD Economic Outlook에서 재인용

6) Laubach, T.(2009). New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt. *Journal of the European Economic Association, Vol.17*, OECD Economic Outlook에서 재인용

7) Egert. B.(2010). Fiscal Policy Reaction to the Cycle in the OECD: Pro-or Counter Cyclical?". *OECD Economics Department Working Papers, No.763*

하고 있지만 2008년 이후부터 장기국채에 대한 이자율이 상승하고 있는 것으로 보고되고 있다. 미국과 독일의 경우, 국채의 GDP비중이 크게 상승하였지만 아직까지는 장기국채의 이자율에는 영향을 주지 않고 있다. 이것은 이들 국가의 국채는 투자자들이 보기에 안전한 자산으로 평가하고 있다는 것이 작용하고 있기 때문이다.

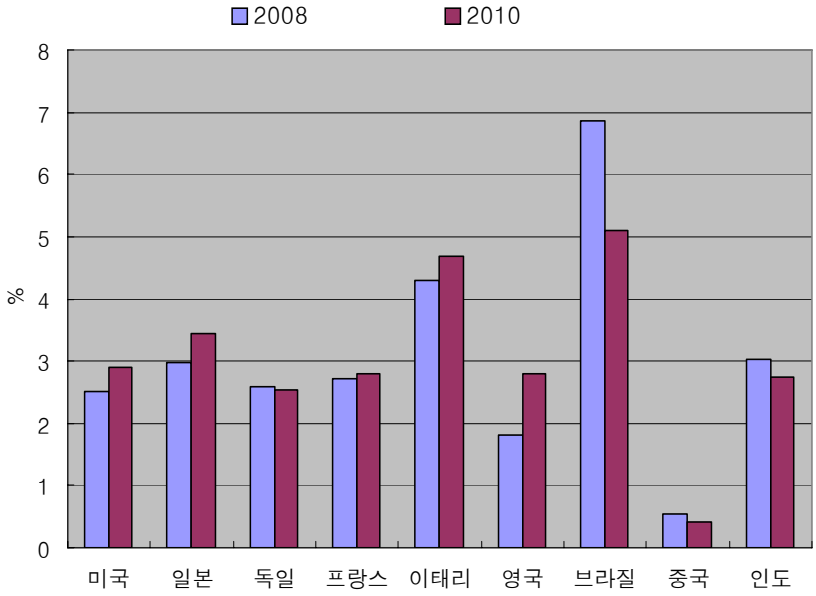
〔그림 4-2〕 주요국의 Borrowing Rate



자료: World Economc Outlook, IMF, 4월 2010

연간 GDP대비 차입비용(Borrowing Expense)은 신흥경제국과 선진국간에 큰 차이를 보이고 있다. IMF의 World Economic Outlook에 의하면 대부분의 선진국의 GDP대비 연간 차입비용은 2008년 대비 2010년에 상승하지만 신흥경제권(Emerging Market)의 차입비용은 오히려 감소하는 것을 알 수 있다.

〔그림 4-3〕 연간 Borrowing Expense(GDP 대비)



자료: World Economc Outlook, IMF, 4월 2010

OECD Economic Outlook(2010/2)은 주요 선진국이 국가부채의 GDP 대비 비율을 장기적으로 안정적인 추세로 유지하기 위한 부채감축규모를 추정하였다. <표 4-2>는 OECD는 자체적으로 설정한 거시변수에 대한 가정 하에서 각국이 매년 GDP대비 0.5%의 부채감축 노력을 기울인 다면 장기적으로(2025년) 국가부채의 GDP대비 비율이 안정적으로 유지될 수 있다는 것을 보여주고 있다.

장기적 국가부채안정화 소요기간이 0인 국가(한국 포함) 매년 GDP대비 0.5%의 부채감축노력을 하지 않아도 2025년까지 국가부채가 안정적으로 유지될 수 있다는 것을 의미하고 있다. 반면에 일본의 경우에는 2012년부터 2025년까지 13년 동안 GDP대비 0.5%의 부채감축을 하더라고 2025년 총국가부채의 GDP대비 비율이 237%로 안정화되지 않을 것이라는 전망을 하고 있다. 영국은 2010년 재정적자가 GDP대비 9.6%이고 2012년에 4.6%로 줄이고 추가적으로 매년 0.5%씩 감축해 나간다면 2025년 국가부

채의 GDP대비 비중은 103%로 안정화 된다는 것을 보여주고 있다. 미국의 경우에도 2010년 재정적자규모는 GDP대비 10.5%이나 2012년까지 2.2%로 줄이고 그 이후로 매년 0.5%씩 줄여간다면 2025년의 국가부채규모는 GDP대비 106%로 안정화시킬 수 있다고 전망하고 있다.

〈표 4-2〉 재정안정화소요기간 및 국가부채규모

국가	재정적자GDP대비비율[1]	장기적 국가부채안정화 소요기간[2]	당해연도 국가부채GDP대비비율			누적국가부채 GDP대비비율		10년 국채 이자율	
	2012년		2007	2010	2025	2010	2025	2010	2025
호주	-0.1	0	1.7	-3.3	0.0	24	26	5.3	6.6
캐나다	-1.1	1	1.4	-4.9	-0.8	84	79	3.2	5.0
프랑스	-3.3	5	-2.7	-7.4	-2.7	92	101	3.0	5.3
독일	-1.9	1	0.3	-4.0	-2.0	80	80	2.7	4.7
그리스	-2.6	2	-5.4	-8.3	-3.9	129	137	9.1	6.8
아이스랜드	1.3	0	5.4	-6.3	2.6	125	77	5.1	7.2
이태리	-1.1	0	-1.5	-5.0	-1.9	131	113	3.8	6.1
일본	-6.3	13	-2.4	-7.7	-4.7	198	237	1.1	4.7
한국	2.9	0	4.7	1.6	3.6	33	5	4.9	5.0
포르투갈	-2.9	0	-2.8	-7.3	-4.0	93	108	5.2	5.6
스페인	-3.0	3	1.9	-9.2	-2.6	72	81	4.1	4.8
영국	-4.6	7	-2.8	-9.6	-3.2	81	103	3.5	5.6
미국	-6.0	11	-2.9	-10.5	-2.4	93	106	3.1	6.0
유로 지역	-2.2	2	-0.6	-6.3	-2.1	92	92	3.4	5.2
OECD	-4.2	7	-1.3	-7.6	-2.0	97	112	3.5	6.1

주: 재정전망은 OECD의 거시경제변수에 대한 가정과 매년 GDP대비 0.5%의 부채감축을 가정하는 경우 도달할 수 있는 GDP대비 국가부채 비율을 나타냄.

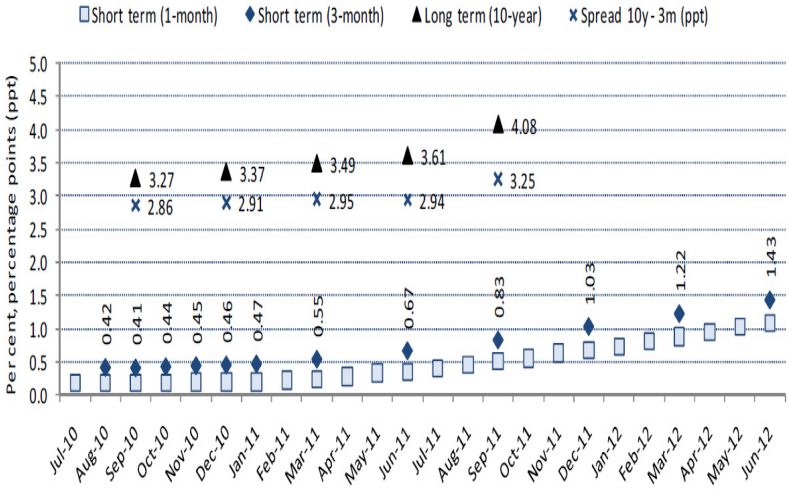
자료: Fiscal Consolidation: Requirements, Timing, Instruments and Institutional Arrangements, *OECD Economic Outlook 2010/2.*

그러나 많은 국가들이 매년 0.5%의 부채감축노력을 기울이지 않는 경우, 국가부채의 GDP대비비율은 기하급수적으로 증가하여 일부 국가는 국채이자율에 큰 영향을 미칠 것으로 보인다.

3. 이자율 추세

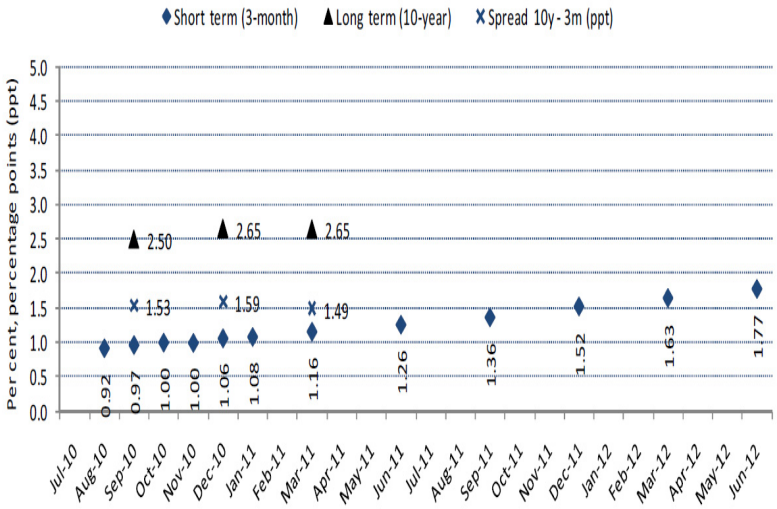
국가부채규모가 국채이자율을 상승시키는 요인으로 작용하는 것이 일반적인 추세이다. 그러나 이런 추세에서 예외적인 국가가 미국과 일본이다. 미국의 경우 T-Bill과 T-Bond가 안정적인 자산이라는 인식으로 인해 투자자들이 금을 선호하는 것과 같은 논리로 선호하기 때문에 국채이자율의 상승압력을 거의 받지 않고 있다. 일본은 국내의 저축률이 높아 국채매도에 대한 해외의 존도가 낮아 국채이자율에 대한 압력을 거의 받지 않고 있는 것이다. 그러나 미국과 일본도 장기적으로는 10년국채이자율이 2010년에 비해 크게 상승할 것으로 전망되고 있다. 그러나 그리스, 헝가리, 아일랜드, 폴란드, 포르투갈과 같은 국가들은 2007년에 비해 2010년의 10년국채이자율이 상승한 것으로 OECD Economic Outlook은 분석하고 있다. 아래 〔그림 4-4〕~〔그림 4-7〕은 주요 국가의 선물시장에서의 이자율추세를 보여주고 있다. 미국, 유로지역, 영국, 캐나다 모두 단기 3개월 이자율과 장기 10년이자율의 spread가 큰 것으로 조사되어 향후 이자율은 상승할 것으로 전망되고 있다.

〔그림 4-4〕 미국의 선물시장에서의 이자율



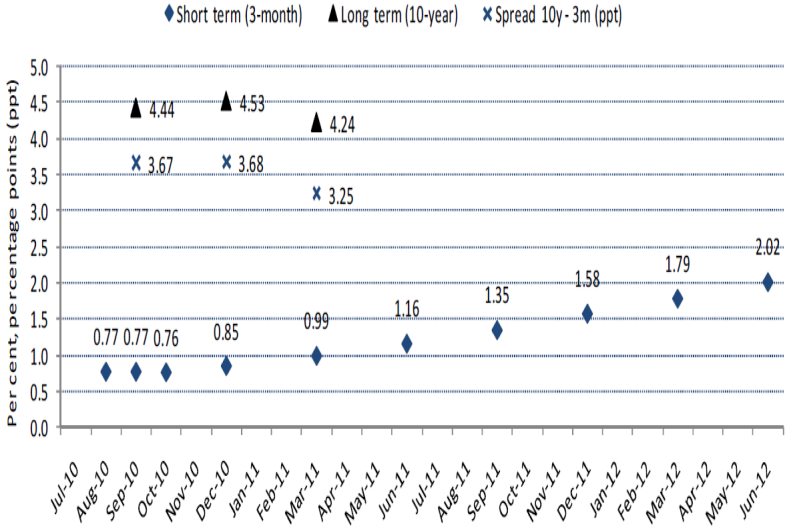
자료: OECD Journal: Financial Market Trends-Volume 2010 Issue 1 OECD

〔그림 4-5〕 유로지역의 선물시장에서의 이자율



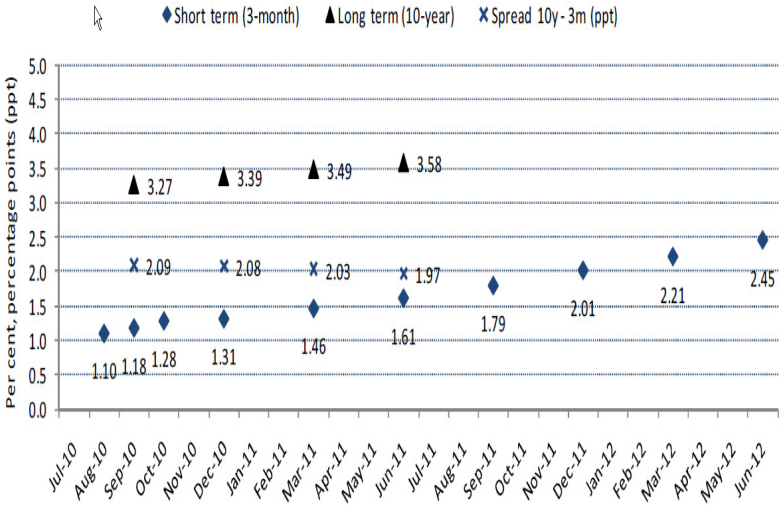
자료: OECD Journal: Financial Market Trends-Volume 2010 Issue 1 OECD

〔그림 4-6〕 영국의 선물시장에서의 이자율



자료: OECD Journal: Financial Market Trends-Volume 2010 Issue 1 OECD

〔그림 4-7〕 캐나다의 선물시장에서의 이자율



자료: OECD Journal: Financial Market Trends-Volume 2010 Issue 1 OECD

4. 국민연금기금의 해외채권투자에 대한 시사점

국민연금이 투자하는 시장을 크게 유로지역, 미국, 일본, 신흥경제권 등으로 구분해 볼 수 있다. 지금까지의 논의를 종합해 보면 미국은 Credit Default Swap Spread측면에서나 향후 경제성장전망 등에서 유럽과 일본보다 우위에 있는 것으로 평가된다. 또한 OECD의 Economic Outlook의 장기전망에서도 이자율 상승이 예상되는 만큼 미국에 대한 국채투자는 안정성 차원에서는 투자를 늘리는 것이 바람직하지만 장기적으로 채권의 평가수익을 고려한다면 투자금액을 급격히 늘리기 보다는 시간을 가지고 금리의 추세를 관망하는 것이 필요하다고 본다. 따라서 장기채 보다는 단기채권에 대한 투자가 바람직한 것으로 보인다.

일본의 경우에는 아직까지는 채권이자율이 낮은 수준으로 유지되지만 국가부채의 GDP비율이 안정적으로 유지될 가능성이 낮아 장기적으로는 해외차입이 늘어날 가능성이 높아 보인다. 앞으로 이자가 더 하락할 가능성은

낮기 때문에 채권에 대한 평가이익을 고려한다면 현재 투자를 급격히 늘리기 보다는 장기적 관점에서의 투자가 바람직한 것으로 평가된다. 일본도 미국과 마찬가지로 장기채권 보다는 단기채권에 대한 투자가 바람직 할 것으로 보인다.

유로지역은 그리스, 아일랜드, 스페인, 포르투갈의 재정악화와 유럽의 신흥경제권의 국가신인도 하락으로 인해 전반적으로 Credit Default Swap Spread가 시간이 지남에 따라 증가하는 추세를 보이고 있다. 유로권 내에서 상호지원을 통해 위기를 극복할 수 있을지 아니면 다른 지역의 경제적 지원 또는 차입이 요구될지는 불확실한 상황이다. 유로화의 평가절하가 더욱 가속화될 가능성이 있기 때문에 유로지역의 투자는 현재로서는 유보하는 것이 바람직 할 것으로 판단된다.

〈표 4-3〉 주요 국가의 장기이자율 전망

(단위: %)

국가	2010-1분기	2010-2분기	2010-3분기
호주	5.55	5.53	5.03
오스트리아	3.64	3.29	2.87
벨기에	3.50	3.35	3.04
캐나다	3.48	3.46	3.01
덴마크	3.48	2.99	2.51
프랑스	3.48	3.18	2.78
독일	3.17	2.77	2.42
그리스	6.24	8.30	10.79
아일랜드	4.65	5.14	5.76
이태리	4.02	4.02	3.89
일본	1.32	1.20	0.99
한국	5.19	4.93	4.62
뉴질랜드	5.90	5.73	5.30
폴란드	5.98	5.72	5.65
포르투갈	4.34	5.11	5.62
스페인	3.93	4.17	4.18
스웨덴	3.28	2.82	2.56
스위스	1.96	1.64	1.35
영국	4.06	3.81	3.26
미국	3.71	3.49	2.78

자료: OECD Financial Indicators (MEI)

반면에 호주의 10년국채이자율이 2010년 1분기 5.55%에서 3분기에는 5.03%로 OECD 평균인 3.5%, 유로지역평균인 3.4%, 영국의 3.26%보다 높은 수준을 보이고 있다. 호주경제는 Sovereign Risk측면이나 향후 경제성장률 면에서 다른 선진국 보다 우위에 있기 때문에 추가적으로 금리인하가 예상될 수 있다. 따라서 채권에 대한 평가이익을 목표로 하는 장기채권에 대한 투자를 늘리는 것이 바람직 할 것으로 보인다. 호주의 5.03%수준은 포르투갈과 폴란드와 유사한 수준으로 거시적인 환경을 종합해 보면 호주의 장기이자율은 높은 것으로 평가된다. 반면에 국민연금의 호주에 대한 투자는 9억불 정도로 규모가 상대적으로 작아서 이번 기회를 통해 늘려가는 것을 검토해 볼 수 있다.

〈표 4-4〉 국민연금기금의 통화별 해외투자규모

(단위: 백만)

통화	규모(채권)
달러화	29,760.3(11,207)
유로화	1,080.4(340)
영국파운드	1,055.4
엔화	13,020.2(5,000)
호주 달러화	929.5(199)

자료: 국민연금기금운용 실무평가원원회 회의자료 2010. 11.

05

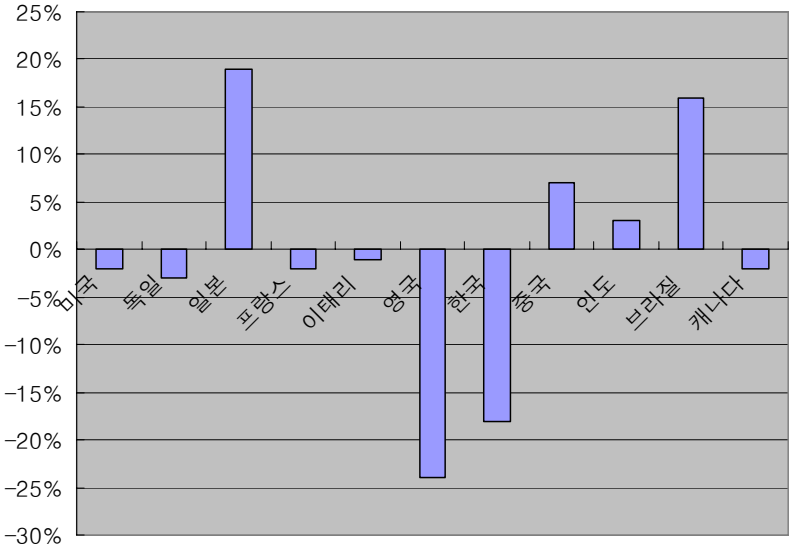
금융위기 전후 환율 변동성과 국민연금 해외투자

제5장 금융위기 전후 환율변동성과 국민연금 해외투자

1. 금융위기 전후 환율변동의 추세

금융위기를 전후하여 일본, 중국, 인도, 브라질 의 환율은 절상된 반면 대부분의 선진국과 한국의 환율은 절하된 것을 알 수 있다. 우리나라의 경우 영국 다음으로 환율절하의 규모가 커서 앞으로도 환율관리에 거시정책의 초점이 맞추어져야만 한다는 것을 시사하고 있다.

〔그림 5-1〕 주요국의 실질환율변동률(2007.9~2010 3.)

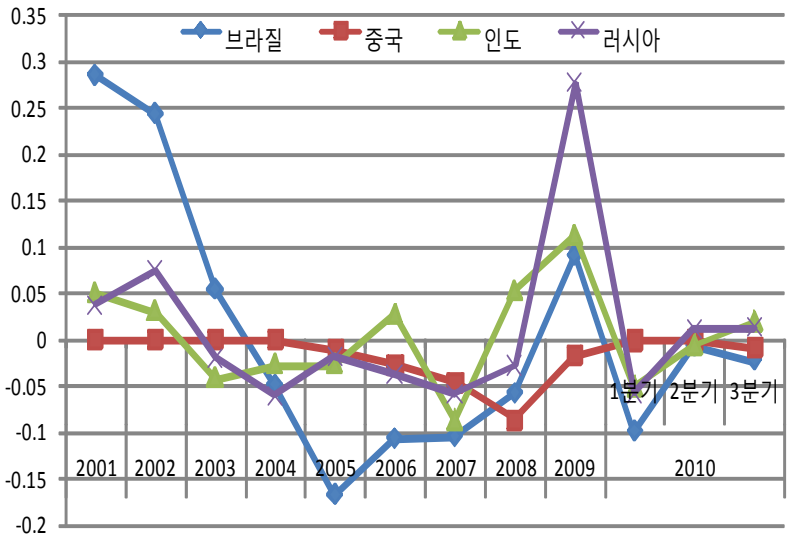


자료: World Economc Outlook, IMF, 4월 2010

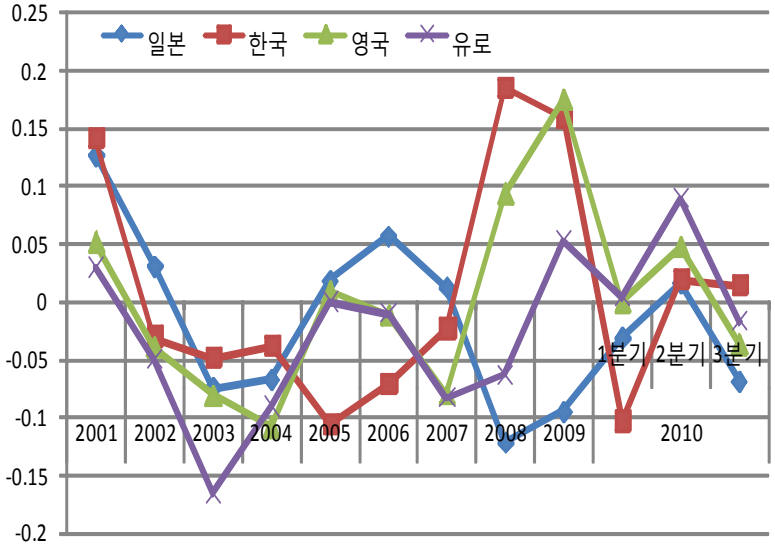
2000년부터 2009년까지 연간 자료와 2010년 1, 2, 3분기 자료를 이용하여 환율의 변동성을 분석해 보면 브라질과 우리나라의 환율변동성이 0.14와 0.10으로 비교대상 국가 중에서 높은 국가군에 포함되는 것으로 분석된다. 금융위기 직전인 2006년부터 2010년 3분기까지의 자료를 이용한 표준편차에서는 러시아가 0.119로 가장 높고 한국도 0.109로 높은 국가에 속한다. 2009년부터 2010년 3분기까지의 분석에서도 러시아가 0.148로 매우 높은 표준편차를 보이고 있으며 한국도 0.107로 여전히 높은 변동성을 보이고 있다.

신흥경제권 중에서는 중국과 인도가 안정적인 환율변동성을 보이고 있다. 중국은 미국으로부터 환율상승에 대한 압력을 받고 있어 앞으로 변화에 대한 불확실성이 존재하지만 인도는 2000년부터 2010년 3분기까지 0.05~0.06 수준으로 비교대상국 중에서는 안정적인 추세를 보이고 있는 것으로 평가된다.

〔그림 5-2〕 신흥경제국의 환율변화율추이(전년대비)



〔그림 5-3〕 한국, 일본, 영국, 유로화의 환율변화율(전년대비)



〈표 5-1〉 주요국가 환율변동의 표준편차

국가	2000-2010(3분기)	2006-2010(3분기)	2009-2010(3분기)
브라질	0.140	0.071	0.077
중국	0.026	0.031	0.008
인도	0.055	0.066	0.069
러시아	0.094	0.119	0.148
호주	0.086	0.073	0.089
일본	0.072	0.065	0.048
한국	0.100	0.109	0.107
영국	0.081	0.086	0.092
유로	0.070	0.060	0.048

주: 표준편차는 전년대비 변화율에 대한 표준편차를 계산한 것임.
자료: OECD Financial Indicators(MEI)자료를 이용하여 재계산

2. 국민연금기금의 신흥경제권에 대한 투자가능성 검토

우리나라 국민연금의 해외시장은 미국을 중심으로 한 선진국 시장과 중국, 브라질, 인도 와 같은 신흥경제권으로 분류될 수 있다. 국민연금은 아직까지 신흥경제권에 대한 직접적인 투자는 하지 않고 있다. 그러나 세계시장의 자금이동이 급속하게 신흥경제권으로 이동하고 있는 상황이므로 미국시장에만 의존하는 것은 지역적 분산 차원에서 바람직한 것은 아니다. 브라질, 중국, 인도는 국가부채가 GDP대비 50%이내 이며, 브라질과 인도 대형은행은 금융위기 당시 하락하였던 시가총액이 100%이상 회복된 것으로 분석되고 있어 경제의 건전성이 양호한 것으로 평가된다. 중국, 인도, 브라질 중에서 우선 투자대상을 선정해야 한다면 각종 금융·거시변수에 추가적으로 차입이자율(Borrowing Rate)을 검토해 볼 수 있다. 3장에서 분석한 바에 의하면 2010년 현재 브라질의 차입이자율은 10% 내외이며, 중국은 3%, 인도는 5.8%이다. 중국은 환율과 이자율에 대한 불확실성이 있는 것을 감안한다면 인도에 대한 직접적인 투자를 검토해 볼 수 있다.

3. 환율변동에 따른 환헤지 정책

국민연금기금은 2010년 10월말 현재 미국 달화화 기준 333.8 억달러 규모의 외화자산을 보유하고 있다. 외환자산에 대한 원화 헤지규모는 235.7 억 달러이다. 기금운용위원회의 의결을 거쳐 해외채권에 대해서는 100%헤지를 해외주식과 해외대체투자는 50%의 헤지를 시행하고 있다.

〈표 5-2〉 국민연금기금 해외자산 환헤지 현황

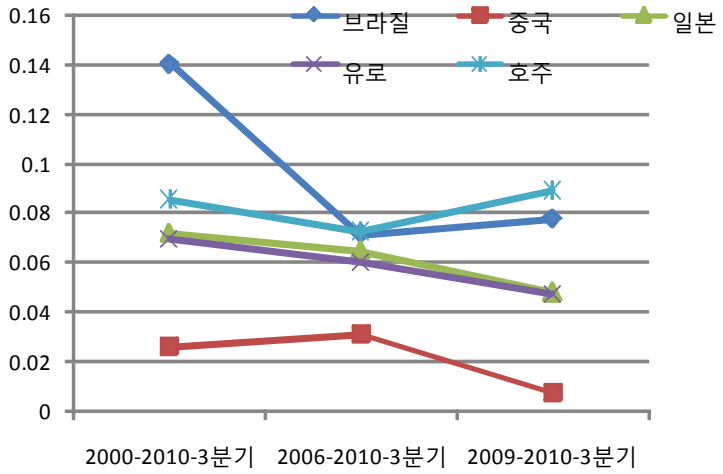
구분	통화	투자원금	헤지대상금액	Hedge금액	Hedge Ratio	목표헤지 비율(%)
해외채권	달러화	11207.2	11787.8	11824.1	100.3	100
	유로화	340.0	340.0	340.0	100	
	호주 달러	199.0	129.0	129.0	100	
	엔	5,000	5,000	5,000	100	
해외주식	달러	15,629.3	14,821.5	7,784.0	52.5	50
해외사모	달러	1,352.7	1,244.5	670.0	53.8	
	유로	108.4	101.0	50.0	49.5	
해외부동산	달러	416.3	277.6	150.0	54.0	
	유로	632.0	571.4	300.0	52.5	
	영국 파운드	960.2	960.2	520.0	54.2	
	엔화	8,020.2	7,852.1	4,300.0	54.8	
	호주 달러	730.5	730.5	400.0	54.8	
인프라	달러	1,154.8	1,154.9	635.0	55.0	
	영국 파운드	95.1	95.1	53.0	55.7	
계	달러	29,760.3	29,286.3	21,063.1	71.9	
	유로	1,080.4	1,012.4	690.0	68.1	
	영국 파운드	1,055.4	1,055.4	573.0	54.3	
	엔	13,020.2	12,852.1	9,300.0	72.3	
	호주 달러	929.5	859.5	529.0	61.5	

자료: 국민연금기금운용 실무평가위원회 자료, 2010.11, 보건복지부

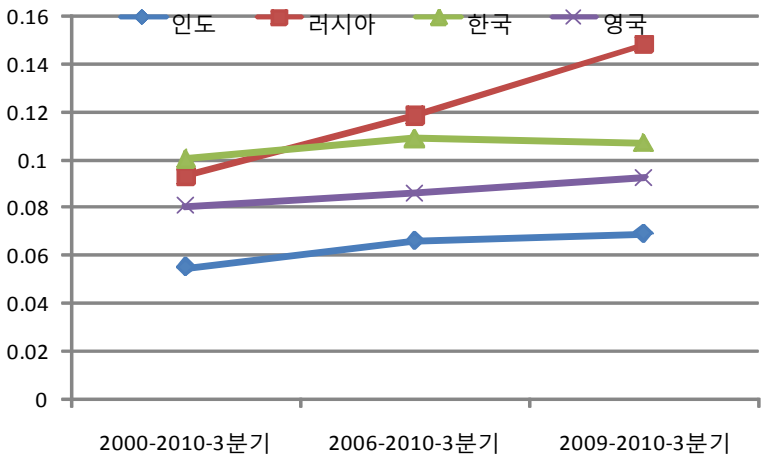
다른 경제적 변수는 고려하지 않은 채, 환율의 변동성만을 고려한다면 원화의 달러화 대비 변동성이 가장 크기 때문에 헤지비율이 높은 것이 당연하다고 판단된다. 통화기준으로 달러화 자산에 대한 헤지 비율은 71.9%로 엔화의 72.3%보다는 낮지만 유로화, 영국파운드화, 호주달러화 보다는 높은 비중을 보이고 있다. 일본의 엔화는 유로화와 비슷한 수준으로 비교대상 선진국 통화 중에서는 상대적으로 낮은 변동율추세를 보이고 있다. 또한 최근 들어 변동성이 감소하는 추세인 반면에 엔화에 대한 헤지비율은 72.3%로 외화자산 중에서 가장 높은 비중을 보이고 있다. 국민연금기금은 자산별로 환헤지 정책을 수립하고 있다. 주식은 현재 50%, 장기적으로 0%

로 그리고 채권은 100% 헤지하는 정책을 수립해 놓고 있다. 자산군별 헤지 정책은 원화 대비 달러화의 변동을 고려한 경우, 대부분 해당되는 정책인 만큼 다른 통화에 대해서는 이와 같은 정책을 경직적으로 적용하는 것보다는 개별 통화의 변동성을 고려하여 헤지비율을 설정하는 것도 검토해 볼 수 있다. 환헤지에는 비용이 수반되기 때문에 장기적으로 환율의 변동성이 줄어가는 통화까지 높은 비중으로 헤지하는 것을 바람직하지 않다. 변동성이 적으면서 장기적으로 변동폭이 감소하는 엔화와 유로화에 대해서는 자산군에 적용되는 원칙 보다 낮은 헤지 비율을 적용하는 것이 적절하다고 본다. 따라서 유로화채권자산과 엔화채권자산에 대한 헤지비중을 낮추는 것을 검토하고 해외부동산 중에서도 엔화와 유로화 자산에 대해서도 장기적으로 0%의 헤지를 적용하는 것이 바람직하다고 본다.

〔그림 5-4〕 환율의 표준편차가 안정성을 보이는 국가



〔그림 5-5〕 환율의 표준편차가 상승하는 추세를 보이는 국가



06

인플레이션과 현물 가격동향의 국민연금 투자에의 시사점

제6장 인플레이션과 현물 가격동향의 국민연금 투자에의 시사점

1. 인플레이션 전망

전 세계 경제는 회복세를 지속할 것으로 전망되고 있으나 경기과열로 인한 인플레이션은 예상되지 않고 있다. OECD와 IMF의 경제전망에 따르면 아직까지 전 세계적으로 생산여력이 충분하기 때문에 실업과 임금하락이 계속될 것으로 전망하고 있다. IMF의 국가와 지역별 물가상승률에 대한 전망을 살펴보면 선진국은 향후 2015년까지 2% 미만의 소비자물가 상승률을 유지하는 것으로 보고하고 있다.

〈표 6-1〉 국가별 소비자물가상승률 추이

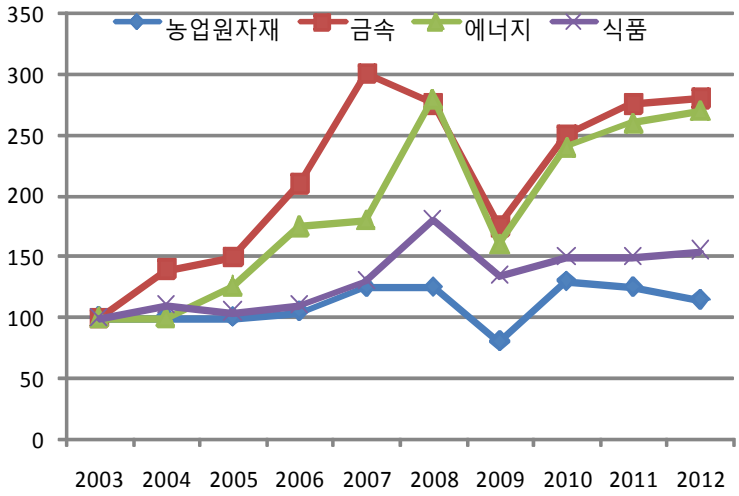
(단위: % 상승률)

국가	1992~2001 평균	2004	2006	2009	전망		
					2010	2011	2015
선진국	2.4	2.0	2.4	0.1	1.4	1.3	1.9
미국	2.7	2.7	3.2	-0.3	1.4	1.0	1.9
유로지역	2.2	2.2	2.2	0.3	1.6	1.5	1.9
일본	0.4	0.0	0.3	-1.4	-1.0	-0.3	1.0
영국	2.1	1.3	2.3	2.1	3.1	2.5	2.0
캐나다	1.7	1.8	2.0	0.3	1.8	2.0	2.0
한국	4.6	3.6	2.2	2.8	3.1	3.4	3.0
호주	2.3	2.3	3.5	1.8	3.0	3.0	2.5
중국	6.9	3.9	1.5	-0.7	3.5	2.7	2.0
인도	8.0	3.8	6.2	10.9	13.2	6.7	4.0
브라질	157.1	6.6	4.2	4.9	5.0	4.6	4.5
멕시코	16.7	4.7	3.6	5.3	4.2	3.2	3.0

자료: IMF World Economic Outlook, 2010. 10

신흥경제권인 중국, 인도, 브라질, 멕시코 등의 국가도 3~4%의 연간 물가상승률을 기록할 것으로 IMF는 전망하고 있다. 현재와 같은 경기회복세를 유지하는 경우, 급격한 경기과열현상은 나타나지 않을 것으로 전망되고 있으며 유럽지역의 금융권부실이 아직 정리되지 않은 상태이기 때문에 신규투자의 증가폭이 크지 않을 것으로 보고 있다. 초과수익률을 찾아 선진국의 자금이 신흥경제권으로 집중되는 쏠림현상으로 인해 일부 신흥경제권 국가들에서 자산가격의 상승을 우려하고 있다. 이러한 투자자금의 쏠림현상이 지속되는 경우 인도와 브라질의 경우 IMF의 전망보다 물가상승률이 높아질 가능성이 크다고 본다. 전 세계적으로 물가상승을 주도하는 것은 에너지가격이다. 에너지 중에서도 원유가는 물가상승률에의 기여도가 아주 높은 항목이다. IMF의 각종 현물가격전망에 따르면 에너지 가격은 2009년에서 2010년까지 급격하게 상승하다가 2012년까지는 완만한 상승세를 보일 것으로 보고 있다. 신흥경제권의 생산활동증가로 인해 금속류에 대한 수요도 에너지와 마찬가지로 급증할 것으로 전망된다.

〔그림 6-1〕 주요 현물가격추세(2003=100)



자료: World Economc Outlook, IMF, 4월 2010

2. 원유가격의 전망

전세계의 에너지원별 공급비중을 살펴보면 원유에 대한 의존도가 2010년 36.3%에서 2030년에는 32.7%로 약간 감소할 것으로 전망된다.

〈표 6-2〉 전세계 에너지공급원별 비중 전망

(단위: %)

에너지원	2010	2020	2030
원유	36.3	34.6	32.7
석탄	28.1	28.6	28.4
가스	22.5	23.2	24.4
원자력	6.5	6.2	6.2
수력	2.4	2.5	2.6
Biomass	3.5	3.8	4.1
기타 재생에너지	0.7	1.1	1.6
총계	100	100	100

자료: 『Oil supply and demand outlook to 2030』, OPEC

OPEC의 전망에 따르면 현재 수요는 OECD지역이 50.4백만 배럴을 차지하지만 2030년에는 개도국의 수요가 OECD수요를 넘어서는 것으로 보고되고 있다.

〈표 6-3〉 전세계 원유수요전망-기본가정

(단위: 백만배럴/일)

지역	2012	2015	2020	2025	2030
OECD	50.4	50.9	51.4	51.6	51.5
개도국	36.8	40.0	45.3	50.6	56.2
Transition Economies	5.2	5.3	5.5	5.6	5.7
총계	92.3	96.1	102.2	107.7	113.3

자료: 『Oil supply and demand outlook to 2030』, OPEC

2012년 OPEC의 원유 공급량은 전 세계 공급량의 40%를 차지하지만 2030년경에는 47%로 증가 할 것으로 예상되고 있다. 원유가격이 상승할 수밖에 없는 이유는 늘어나는 원유수요를 공급하기 위해서 투자되어야 하는 금액은 수요의 저성장을 가정하는 경우 2,200억불이 될 것으로 전망되고 있기 때문이다. 고성장을 가정하는 경우 투자규모는 5,400억불로 늘어날 것으로 추계되고 있다. 기존의 생산시설로 공급가능한 지역은 점차 줄어들고 새로운 기술을 적용해야만 시추가 가능한 지역의 비중이 증가하는 데 따른 것이다. 고갈시점이 다가올수록 생산비용이 증가하고 고갈에 따른 심리적 영향으로 가격이 폭등 할 가능성이 크기 때문이다. OPEC의 전체 산유량이 앞으로 160년내에 고갈될 것으로 전망되고 있으나 고갈되기 훨씬 전부터 고갈에 대한 심리적인 압박으로 인해 투기적 목적의 투자가 급증할 것으로 예상된다.

〈표 6-4〉 원유생산 확장에 필요한 비용: 배럴당/일 기준

(단위: $1,000: 2007년 달러)

지역	2006	2020	2030
북미	22.5	22.5	22.5
서유럽	23.0	26.5	29.0
OECD Pacific	16.0	20.6	23.9
개도국	18.0	19.8	21.0
OPEC	13.0	13.0	13.0
러시아 및 카스피	19.0	20.5	22.0
중국	18.0	19.0	18.0
기타 유럽	20.0	20.0	20.0

자료: 『Oil supply and demand outlook to 2030』, OPEC

〈표 6-5〉 원유생산에 누적투자비용

(단위: 10억불)

기간	고성장가정	저성장가정
2012	210	110
2015	320	150
2020	540	220

자료: 『Oil supply and demand outlook to 2030』, OPEC

〈표 6-6〉 전세계 원유 및 천연가스 매장량 및 생산량(2008)

	OPEC(A)	기타 산유국(B)	전세계(A+B)
원유매장량(10억배럴)	1,027.38	267.71	1,295.09
연간량 생산량(1,000배럴)	33,093	38,935	72,028
연간수출액(10억불)	1,006.85		
원유고갈소요연수	84		49 (108)
천연가스 매장량(10억 cu m)	93,347	89,495	182,842
천연가스 생산량(백만 cu m)	565,461		3,054,071
고갈소요연수	165		323
총 수출액(10억불)	1,356.01		

자료: 「Annual Statistical Bulletin」 OPEC, 2008.

현재 신흥경제권 국가를 중심으로 경제가 회복세에 접어들었고 유럽을 제외한 선진국들도 완만한 회복세를 보이고 있기 때문에 5~6년 이후에는 원유가격이 급등할 가능성은 크다고 본다.

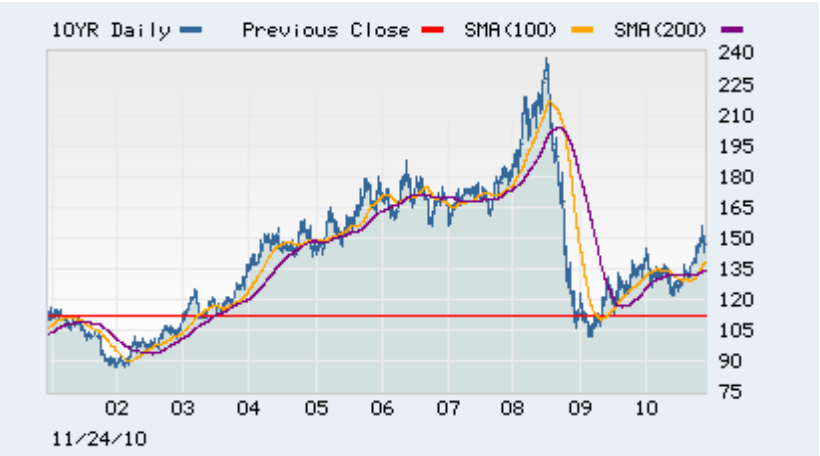
3. 인플레이션과 현물가격동향을 감안한 국민연금투자

가. 인플레이션과 현물가격상승을 헤징 할 수 있는 채권투자

인플레이션은 투자수익률을 잠식시키는 요인이기 때문에 일반투자자나 기관투자자 모두 장기적 구매력을 증가시킬 수 있는 투자전략이 필요하다.

특히, 채권투자에 있어서 인플레이션에 적절히 대처하지 못한다면 실질수익률은 오히려 마이너스(-)가 될 수도 있다. 인플레이션이 채권투자에 악영향을 미치는 또 다른 요인은 인플레이션이 발생하면 중앙은행은 물가상승압력을 억제하기 위해 이자율을 인상시키기 때문에 채권가격이 하락하게 된다. 국민연금기금의 특성상 장기채권비중이 높은 만큼 인플레이션위험에 많이 노출되어 있는 것이 사실이다. 따라서 해외채권투자에 있어서 인플레이션을 헤징할 수 있는 채권상품의 비중을 높이는 것을 고려해야 한다. 첫 번째로 고려할 수 있는 상품이 Floating-rate note이다. 이자율에 따라 쿠폰을 조정하기 때문에 인플레이션을 어느 정도 헤징할 수 있는 기능을 갖고 있다. 또 다른 종류는 inflation-linked bond이다. 1997년부터 미국 정부는 Treasury Inflation-Proted Securities(TIPS)를 발행하였다. TIPS는 원금과 이자가 모두 소비자물가(CPI)변화에 따라 같이 변동된다. 미국과 유럽의 TIPS와는 달리 높은 이자율을 제공하는 Emerging Market Bonds도 Inflation을 헷징할 수 있는 대안이 될 수 있다. 또 다른 상품은 현물지수(commodity index)와 연계된 자산에 투자하는 것이다.

[그림 6-2] Dow Jones-AIG Commodity Index



자료: Dow Jones website

Dow Jones AIG Commodity Index의 지난 10년간 추세를 보면 금융위기 이전인 2007년 수준을 아직까지 회복하지 못하고 있다. 현물의 경우, 금융상품 보다는 투기적 요소가 적은 만큼 실수요를 반영한다고 본다. 부동산과 주식시장의 경우, 거품이 붕괴된 것으로 볼 수 있으나 상품시장의 경우 실수요의 감소가 더 많이 작용한 것으로 해석될 수 있다. OECD의 Economic Outlook 과 IMF의 World Economic Outlook 등에서 세계경제가 완만한 회복세에 접어든 것으로 전망하고 있는 만큼 2011년부터 2015년까지 금융위기 이전 수준으로 회복할 가능성이 크고 inflation을 헤징할 수 있다는 장점도 있기 때문에 국민연금기금의 해외투자대상으로 Commodity Index 연계상품을 고려해 볼 수 있다.

나. 인플레이션 헤징을 위한 현물투자를 감안한 국민연금기금의 포트폴리오

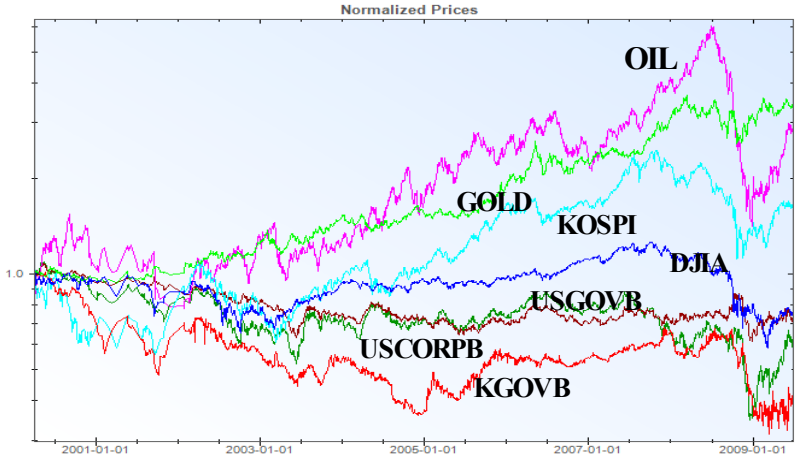
1) 포트폴리오 확장시 최적 자산배분 - Gold, Oil 추가시

국민연금기금의 투자대상에 금과 원유를 추가하는 경우의 최적포트폴리오를 구해 보았다. 국민연금기금의 국내투자에 대한 현실적 제약조건을 부여하지 않은 상황에서의 무제약포트폴리오를 구한 것이다. 현재 국민연금기금이 투자대상으로 하고 있는 국내주식, 국내채권, 미국주식, 미국국채, 미국회사채의 자산군에 금과 원유를 추가한 상태에서의 Efficient Frontier상의 최적자산배분을 구한 것이다.

지난 10년간의 수익률 또는 지수를 비교한 결과 금과 원유는 가치의 등락에 있어 상관관계가 상호 높은 자산으로 분석되었다. 금과 DJIA는 -0.05(-5%), 미국채와는 -0.04(-4%), 미회사채와는 -0.03(-3%)의 상관관계를 보이고 있다. 금은 KOSPI와 원유(OIL)와는 양의 상관관계를 보이고 있다. 원유는 기존자산 군과 양(+)의 상관관계를 보이고 있으나, 통계적으로 유의한 수준은 아닌 것으로 분석되었다. 최적 포트폴리오에 따른 국민연

금기금의 자산배분 비율이 100%인 자산은 해당 자산에만 전부 투자하는 것을 의미하며 0% 비중은 해당자산에 투자하지 않은 것을 의미한다.

〔그림 6-3〕 각 자산군 표준가격



미국채와 미국회사채만이 0.8의 상관관계로 높은 상관관계를 보이고 있다. 2001년부터 2009년 6월까지의 실적을 바탕으로 분석결과, 지난 10년간의 실적을 바탕으로 분석한 결과, 금, 원유, 그리고 KOSPI만이 양(+)의 수익률을 나타내었다.

〈표 6-7〉 자산간 Correlation Matrix

	DJIA	GOLD	KOVGB	KOSPI	OIL	USCORB	USGOVB
DJI	100	-5	-1	29	10	24	36
GOLD	-5	100	0	7	20	-3	-4
KOVGB	-1	0	100	6	5	2	8
KOSPI	29	7	6	100	14	3	17
OIL	10	20	5	14	100	8	12
USCORB	24	-3	2	3	8	100	83
USGOVB	36	-4	8	17	12	83	100

표준편차는 원유가 가장 높은 43.8%를 그 다음이 한국국채로 41.9% 그리고 KOSPI가 35.0% 순이다. KOSPI의 표준편차는 DJIA의 표준편차에 비해 높으나 수익률은 훨씬 높은 것으로 분석되었다.

국민연금의 현 투자 대상에 금과 원유를 포함한 포트폴리오의 저위험-중위험-고위험 수준에서의 최적 포트폴리오를 구하였다. Optimal Trade Software를 활용하여 efficient frontier상의 각기 다른 3개 접점에 대한 포트폴리오를 구해 보았다.

① Low-Risk, Low-Return은 software가 제시하는 최적 자산 배분점을 의미한다. efficient frontier 상에서 가장 낮은 위험을 채택하는 투자방안이다. ② Middle-Risk, Middle-Return도 efficient frontier상 최저 risk점과 최고 risk점의 중간정도에 해당하는 자산 배분안이다. ③ High-Risk, High-Return은 efficient frontier상 가장 높은 수준의 risk를 채택하는 경우의 포트폴리오가 된다.

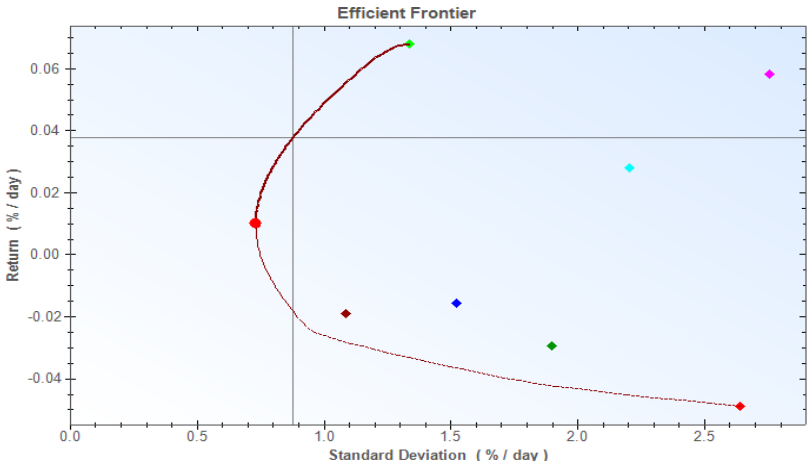
① Low-Risk, Low-Return

국민연금기금의 투자자산군을 원유와 금까지 확대하는 경우최소 표준편차 최적 포트폴리오는 아래 ①과 같다. 미국의 회사채(USCORP)에 40.6%, 금(GOLD)에 30.5%, 미국주식(DJIA)에 15.2%를 투자하는 것이 최적인 것으로 분석되었다.

〈표 6-8〉 Low-Risk, Low-Return 최적자산배분(Gold, Oil 포함)

	Expected Return/y	Standard Dev/y	Min Weight	Max Weight	Optimal Weight
DJIA	-3.9%	24.2%	0	100	15.2%
GOLD	18.7%	21.2%	0	100	30.5%
KGOVB	-11.6%	41.9%	0	100	7.2%
KOSPI	7.2%	35.0%	0	100	5.5%
OIL	15.8%	43.8%	0	100	0.9%
USCORP	-4.7%	17.3%	0	100	40.6%
USGOVB	-7.2%	30.2%	0	100	0%
전체포트폴리오	2.90%	11.6%			

〔그림 6-4〕 Low-Risk, Low-Return Efficient Frontier(Gold, Oil 포함)



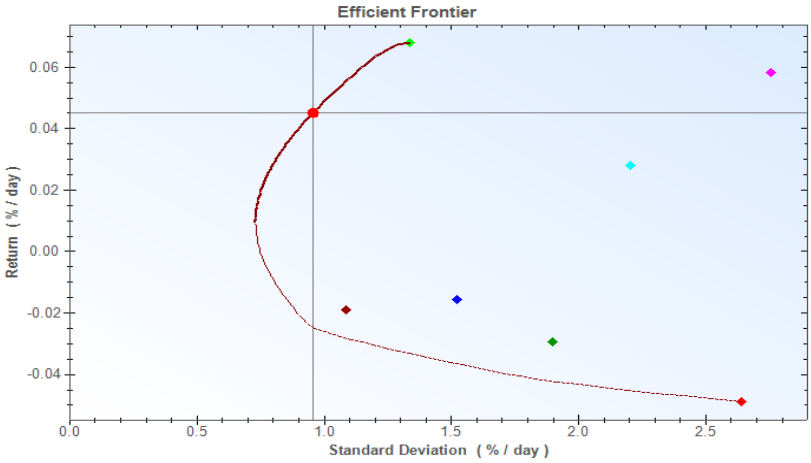
② Mid-Risk, Mid Return

①의 경우보다 risk를 더 취하는 경우 전체 포트폴리오의 수익률은 ①의 2.9%보다 크게 향상된 12.2%가 되는 것으로 분석되었다. 이 경우의 자산 배분은 금에 63.6%를 투자하고 미국회사채에 15.3% 그리고 한국 주식인 KOSPI에 10.2%를 투자해야 하는 것으로 분석되었다.

〈표 6-9〉 환율 미적용시 Middle-Risk, Middle-Return 최적자산배분(Gold, Oil 포함)

	Expected Return/y	Standard Dev/y	Min Weight	Max Weight	Optimal Weight
DJIA	-3.9%	24.2%	0	100	4.8%
GOLD	18.7%	21.2%	0	100	63.6%
KGOVB	-11.6%	41.9%	0	100	0%
KOSPI	17.2%	35.0%	0	100	10.2%
OIL	15.8%	43.8%	0	100	6.0%
USCORP	-4.7%	17.3%	0	100	15.3%
USGOVB	-7.2%	30.2%	0	100	0%
전체포트폴리오	12.24%	15.4%			

〔그림 6-5〕 환율 미적용시 Mid-Risk-Mid-Return Efficient Frontier(Gold, Oil 포함)



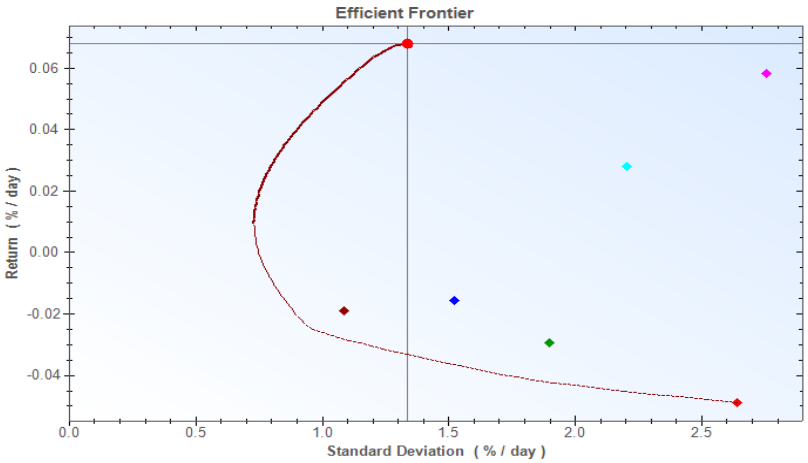
③ High-Risk, High-Return

③은 ②보다 risk를 조금 더 취하는 경우로 efficient frontier 상의 최고점을 의미한다. 이 경우에는 금에 100%를 투자하는 것으로 분석되었다.

〈표 6-10〉 환율 미적용시 High-Risk, High-Return 최적자산배분(Gold, Oil 포함)

	Expected Return/y	Standard Dev/y	Min Weight	Max Weight	Optimal Weight
DJIA	-3.9%	24.2%	0	100	0%
GOLD	18.7%	21.2%	0	100	100%
KGOVB	-11.6%	41.9%	0	100	0%
KOSPI	17.2%	35.0%	0	100	0%
OIL	15.8%	43.8%	0	100	0%
USCORP	-4.7%	17.3%	0	100	0%
USGOVB	-7.2%	30.2%	0	100	0%
전체포트폴리오	18.7%	21.2%			

〔그림 6-6〕 환율 미적용시 High-Risk-High-Return Efficient Frontier(Gold, Oil 포함)



2) 자산에 국내자산비중제약조건 포함(Gold, Oil 포함)

Gold, Oil을 자산군에 포함시키고, 국민연금의 자산군에 현재 상황의 제약조건(국내채권 65%, 국내주식 15%)을 포함한 상태에서 최적 포트폴리오를 구한 결과 Low-Risk에서는 제약을 주지 않은 경우와 비교하여 높은 기대 수익률과 더 큰 표준편차를 보여주었지만, High-Risk에선 제약이 없었을 경우와 비교하여 더 낮은 기대수익률을 보여주었고 표준편차는 더 크게 나왔다. 그러나 정상적인 efficient frontier의 모습은 보이고 있지 않아 risk와 return의 trade-off이 가능하지 않은 비정상적인 형태를 보이고 있다.

① Low-Risk, Low-Return

금과 원유를 포함시키는 경우, 금에 8.6% 미국회사채에 8.9%, 미국주식에 2.5% 투자 되는 것으로 분석되었다. 환율을 감안하고 현물자산(금, 원유)을 포함시키고, 국내자산에 대한 제약을 감안하는 경우 나머지 자산 비중은 금과 미국회사채로 양분되는 것을 알 수 있다.

〈표 6-11〉 Low-Risk, Low-Return 환율 적용시 자산에 제약을 줄 경우 최적 자산배분 Gold, Oil 포함

	Expected Return/y	Standard Dev/y	Min Weight	Max Weight	Optimal Weight
DJIA*	-1.9%	26.8%	0%	100%	2.5%
GOLD*	21.1%	24.6%	0%	100%	8.6%
KGOVB+	3.8%	41.9%	65%	100%	65%
KOSPI	7.2%	35.0%	15%	100%	15%
OIL*	18.2%	44.8%	0%	100%	0%
USCORP*+	6.2%	23.2%	0%	100%	8.9%
USGOVB*+	4.1%	33.8%	0%	100%	0%
전체포트폴리오	5.77%	28.4%			

주: 1) * 표시는 환율변동이 반영된 자산군
2) + 표시는 자산에 제약을 가함(2009년 6월 수익률 적용)

다. 국민연금투자에의 시사점

현물(금, 원유)을 국민연금기금의 투자자산군에 포함시키는 경우, 원유보다는 금에 투자하는 것이 효율적인 투자방안인 것으로 분석되었다. 따라서 해외투자확대시 금의 시세와 연계된 투자상품에 투자를 늘리는 것이 필요한 것으로 분석된다.

미국정부가 양적완화정책을 실시하고 있으며 미국의 재정적자에 대한 우려의 수준이 높아지고 있기 때문에 달러화가치하락이 예상된다. 미국국채와 달러화에 대한 쏠림현상은 금융위기이후 안전자산에 대한 선호로 인한 일시적 현상으로 해석되며 세계경제가 회복세에 진입함에 따라 이런 추세는 둔화될 것으로 전망된다. 미국국채는 현재 역사상 가장 낮은 이자율을 보이고 있기 때문에 미국장기채권에 투자를 늘리는 것은 인플레이션 리스크에 크게 노출될 수 있다. 급격한 이자율 상승보다는 완만한 이자율상승이 전망되기 때문에 미국국채에 대한 투자는 TIPS(Treasury Inflation Protected Securities)중심으로 투자하는 것이 바람직하다. 미국경제가 회복

할 수 있는 원동력은 비금융권의 실적호조가 기여를 하고 있다. Dow Jones Coporate Bond Index의 지난 10년간 추세를 보면 금융위기 당시에 일시적인 하락이 있기는 했어도 지속적인 상승세를 보이고 있다. 앞에서 Efficient Frontier분석에서도 미국회사채가 미국국채에 비해 선호되는 것을 알 수 있었다. 이러한 현상은 Low Risk-Low Return분석에서 더욱 현저하게 나타나고 있다.

〔그림 6-7〕 Dow Jones Corporate Bond Index

자료: Dow Jones website

이러한 점을 감안한다면 국민연금의 해외투자대상에 미국회사채의 비중을 높이는 것을 고려해 볼 수 있다.

07

결론 및 국민연금기금의 해외투자에 대한 시사

제7장 결론 및 국민연금기금의 해외투자에 대한 시사점

1. 해외투자에 대한 마스트플랜수립의 필요성

국민연금기금의 국내주식투자금액은 48조원으로 KRX100의 8.8%이며 KOSPI시가총액의 4.5%에 달하며, 국민연금의 국내채권투자액은 215조로 우리나라 채권상장액 1,118조원의 19%에 해당한다. 현재와 같은 국내투자 비중을 유지하는 경우 주식시장에서의 점유율은 몇 년 내에 10%이상이 될 것으로 예상되며, 채권의 국내시장점유율은 주식시장보다 더욱 심각하여 국내채권시장에 미치는 파급효과가 급증할 것으로 예상된다.

국민연금기금은 이러한 문제를 해소하기 위해 해외투자비중을 지속적으로 늘려나가고 있으나 2008년 금융위기로 인해 해외투자가 유보되었고 해외시장에 대한 불안감이 팽배해 적극적인 투자를 시행하지 못하고 있는 실정이다. 따라서 해외투자에 대한 중장기적인 마스트플랜을 수립하여 추진하는 것이 필요하다. 현재 국민연금기금운용은 전략적자산배분에 대한 중장기적인 마스트플랜이 작성되어 있다. 이러한 계획하에 주식비중을 계속 늘여가고 있다. 그러나 해외투자의 경우 전술적자산배분의 속성으로 이해되어 합의된 마스트플랜이 존재하지 않고 있다. 따라서 전체자산배분의 마스트플랜과 함께 해외자산배분에 대한 중장기마스트플랜의 수립이 필요하다. 기금운용본부는 기금운용위원회를 통해 합의된 계획이 없는 관계로 해외투자에 대한 지역적 선택이나 자산군의 선택에 대해 적극적인 행보를 보이지 못하는 것이 사실이다. 보건복지부와 기금운용본부는 해외투자중장기마스트플랜

에 대한 별도 연구를 추진하는 것이 필요하다.

2. 거시경제전망에 따른 해외투자 지역적 안배

국민연금의 경우, 해외투자를 본격적으로 늘려가야 하는 상황이므로 지역적 안배와 자산군별 안배를 고려해야만 한다.

가. 국채 중심의 신흥경제권에 대한 투자

세계경제의 거시경제전망을 고려해 보면 우선 지역적으로는 신흥경제권에 대한 투자를 늘리는 것을 고려해 볼 만하다. 전 세계 투자자금의 이동상황, 향후 경제성장률, 환율변동성 그리고 무엇보다도 중요한 물가상승률 등을 종합적으로 고려해 볼 때, 중국, 인도, 브라질 과 같은 신흥경제권은 수익률과 안정성을 동시에 추구할 수 있는 투자지역으로 평가된다. 이들 신흥경제권의 국가들의 개별 산업별 투자정보가 미국 보다는 부족한 것이 사실이므로 우선 국채중심으로 투자를 하는 것을 검토해 볼 수 있다. 해외자금이 몰리면서 이들 신흥경제권 국가들이 우려하는 것은 자산가치의 급상승으로 인한 인플레이션이다. 향후 이자율상승의 가능성이 낮을 것으로 전망되고 현재 이들 국가의 국채이자율은 미국이나 일본에 비해 높은 수준이므로 장기채를 중심으로 투자하는 것을 검토해 보아야 한다.

나. 장기회사채 중심의 미국투자

미국경제는 비금융권의 실적호조가 위기극복에 많은 기여를 한 것으로 분석되고 있는 만큼 국채보다는 회사채에 대한 투자를 늘리는 것을 검토해 볼만 하다. 경제위기를 극복하는 과정에서 비금융권 기업들의 가치도 동반하락하였고 기업들은 현금확보를 위해 이자율이 높은 회사채를 발행하였다.

미국경제가 본격적으로 회복 되는 경우 회사채금리가 내려갈 가능성이 있는 만큼 가능한 장기의 미국회사채에 투자를 하는 것이 필요하다.

다. 유럽시장의 불확실성증가로 인한 투자유보

유럽의 경우, Credit Default Swap Rate가 시간이 갈수록 상승하는 추세를 보이고 있고 다른 지역과는 달리 금융위기로 인한 부실의 규모가 모두 노출되지 않고 있다는 것을 각종 지표로 확인할 수 있다. 유로권 내에서 경제건전성에 양극화가 심하게 나타나고 있어 유로권 자체가 당분간 침체국면에서 벗어나는 것을 어려울 것으로 전망된다. 금융, 부동산, 비금융권산업 모두 침체국면을 벗어나지 못하고 있고 유로화 또한 중국위완화의 평가절상 등의 효과로 인해 가치의 변동성이 확대될 것으로 전망된다. 따라서 유로권에 대한 투자는 High Risk/High Return의 투기적인 목적이 아닌 이상 당분간 유보하는 것이 바람직 할 것으로 보인다.

3. 국가별 Sovereign Risk변화를 감안한 선별적 투자

가. 단기국채 중심의 미국투자

국민연금이 투자하는 시장을 크게 유로지역, 미국, 일본, 신흥경제권 등으로 구분해 볼 수 있다. 지금까지의 논의를 종합해 보면 미국은 Credit Default Swap Spread측면에서나 향후 경제성장전망 등에서 유럽과 일본보다 우위에 있는 것으로 평가된다. 또한 OECD의 Economic Outlook의 장기전망에서도 이자율 상승이 예상되는 만큼 미국에 대한 국채투자는 안정성 차원에서는 투자를 늘리는 것이 바람직하지만 장기적으로 채권의 평가수익을 고려한다면 투자금액을 급격히 늘리기 보다는 시간을 가지고 금리의 추세를 관망하는 것이 필요하다고 본다. 따라서 장기채 보다는 단기채권에 대한 투자가 바람직한 것으로 보인다.

나. 안전자산 목적의 일본단기채권 투자

일본의 경우에는 아직까지는 채권이자율이 낮은 수준으로 유지되지만 국가부채의 GDP비율이 안정적으로 유지될 가능성이 낮아 장기적으로는 해외차입이 늘어날 가능성이 높아 보인다. 앞으로 이자가 더 하락할 가능성은 낮기 때문에 채권에 대한 평가이익을 고려한다면 현재 투자를 급격히 늘리기 보다는 장기적 관점에서의 투자가 바람직한 것으로 평가된다. 일본도 미국과 마찬가지로 장기채권 보다는 단기채권에 대한 투자가 바람직 할 것으로 보인다.

다. 장기국채 중심의 호주투자확대

호주의 10년국채이자율이 2010년 1분기 5.55%에서 3분기에는 5.03%로 OECD 평균인 3.5%, 유로지역평균인 3.4%, 영국의 3.26%보다 높은 수준을 보이고 있다. 호주경제는 Sovereign Risk측면이나 향후 경제성장률 면에서 다른 선진국 보다 우위에 있기 때문에 추가적으로 금리인하가 예상될 수 있다. 따라서 채권에 대한 평가이익을 목표로 하는 장기채권에 대한 투자를 늘리는 것이 바람직 할 것으로 보인다. 호주의 5.03%수준은 포르투갈과 폴란드와 유사한 수준으로 거시적인 환경을 종합해 보면 호주의 장기이자율은 높은 것으로 평가된다. 국민연금의 호주에 대한 투자는 9억불 정도로 규모가 상대적으로 작아서 이번 기회를 통해 늘려가는 것을 검토해 볼 수 있다.

라. 국가별 환율변동성을 고려한 환헷지정책

국민연금기금은 자산별로 환헤지 정책을 수립하고 있다. 주식은 현재 50%, 장기적으로 0%로 그리고 채권은 100% 헤지하는 정책을 수립해 놓고 있다. 자산군별 헤지 정책은 원화 대비 달러화의 변동을 고려한 경우, 대부분 해당되는 정책인 만큼 다른 통화에 대해서는 이와 같은 정책을 경직적으로 적용하는 것 보다는 개별 통화의 변동성을 고려하여 헤지비율을 설정하는 것도 검토해 볼 수 있다.

통화기준으로 달러화 자산에 대한 헤지 비율은 71.9%로 엔화의 72.3% 보다는 낮지만 유로화, 영국파운드화, 호주달러화 보다는 높은 비중을 보이고 있다. 일본의 엔화는 유로화와 비교대상 선진국 통화 중에서는 상대적으로 낮은 변동율추세를 보이고 있다. 최근 들어 변동성이 감소하는 추세인 반면에 엔화에 대한 헤지비율은 72.3%로 외화자산 중에서 가장 높은 비중을 보이고 있다. 환헤지에는 비용이 수반되기 때문에 장기적으로 환율의 변동성이 줄어가는 통화까지 높은 비중으로 헤지하는 것을 바람직하지 않다. 특히, 변동성이 적으면서 장기적으로 변동폭이 감소하는 엔화에 대해서는 자산군별 환헤지에 적용되는 원칙 보다 낮은 헤지 비율을 적용하는 것이 적절하다고 본다. 따라서 유로화채권자산과 엔화채권자산에 대한 헤지비중을 낮추는 것을 검토하고 해외부동산 중에서도 엔화자산에 대해서도 장기적으로 0%의 헤지를 적용하는 것이 바람직하다고 본다.

마. 인플레이션과 달러화 하락에 대비한 현물투자확대

Efficient Frontier 분석을 통해 기존의 국민연금투자자산군에 현물(금, 원유)을 추가하는 경우, 원유 보다는 금에 투자하는 것이 효율적인 투자방안인 것으로 분석되었다. 따라서 해외투자확대시 금의 시세와 연계된 투자상품에 투자를 늘리는 것이 필요한 것으로 분석된다.

채권의 경우에는 미국정부가 양적완화정책을 실시하고 있으며 미국의 재정적자에 대한 우려의 수준이 높아지고 있기 때문에 달러화가치하락이 예상된다. 미국국채와 달러화에 대한 쏠림현상은 금융위기이후 안전자산에 대한 선호로 인한 일시적 현상으로 해석되며 세계경제가 회복세에 진입함에 따라 이런 추세는 둔화될 것으로 전망된다. 미국국채는 현재 역사상 가장 낮은 이자율을 보이고 있기 때문에 미국장기채권에 투자를 늘리는 것은 인플레이션 리스크에 크게 노출될 수 있다. 따라서 미국국채에 대한 투자는 TIPS(Treasury Inflation Protected Securities)중심으로 소폭으로 증가시키고 미국회사채에 투자하는 것이 효율적인 것으로 분석된다.

참고문헌

보건복지부(2010). 국민연금기금운용 실무평가위원회 자료.

원종욱 외(2009). **글로벌 금융위기 상황하의 국민연금의 운용방안**, 한국보건사회연구원-연구보고서

Bank of International Settlement(2010). *Quarterly Review*, March.

Bank of International Settlement(2010). *Quarterly Review*, June.

Briefing on Exchange Rate Developments. OECD.

Dow Jones website.

Egert. B(2010). Fiscal Policy Reaction to the Cycle in the OECD: Pro-or Counter Cyclical?. *OECD Economics Department Working Papers. No.763*.

Governance and Investment of Public Pension Reserve Funds In Selected OECD Countries. *Financial Market Trends OECD 2008.*

IMF. *Federal Reserve, and Thomson Financial Datastream.*

IMF(2010). *World Economic Outlook.* 4.

IMF(2010). *World Economic Outlook.* 10.

Kumar, M.S. and J. Woo(2010), Public Deb and Growth, *IMF Working Paper No.10/174*.

Laubach, T.(2009). New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt. *Journal of the European Economic Association. Vol.7*.

OECD Economic Outlook(2010). Projection, November 2010. S*mmary of Pojections.*

OECD Economic Outlook(2010). *Fiscal Consolidation: Requirements, Timing, Instruments and Institutional Arrangements.*

OECD Financial Indicators(MEI)(2010). OECD.

OECD Global Pension Statistics. *Pension Markets in Focus July 2010-Issue 7.*

OECD(2010). J*ournal Financial Market Trends-Volume 2010 Issue 1*, Thomson Reuters.

OECD(2010). *Pension Markets in Focus July 2010- Issue 7.*

OPEC(2008). *Annual Statistical Bulletin.*

OPEC. *Oil supply and demand outlook to 2030.*

간행물회원제 안내

▶ 회원에 대한 특전

- 본 연구원이 발행하는 판매용 보고서는 물론 「보건복지포럼」, 「보건사회연구」도 무료로 받아보실 수 있으며 일반 서점에서 구입할 수 없는 비매용 간행물은 실비로 제공합니다.
- 가입기간 중 회비가 인상되는 경우라도 추가 부담이 없습니다.

▶ 회비

- 전체간행물회원 : 120,000원
- 보건분야 간행물회원 : 75,000원
- 사회분야 간행물회원 : 75,000원

▶ 가입방법

- 홈페이지 - 발간자료 - 간행물회원등록을 통해 가입
- 유선 및 이메일을 통해 가입

▶ 회비납부

- 신용카드 결재
- 온라인 입금 : 우리은행(019-219956-01-014) 예금주 : 한국보건사회연구원

▶ 문의처

- (122-705) 서울특별시 은평구 진흥로 268 한국보건사회연구원 지식관리센터 간행물 담당자 (Tel: 02-380-8234)

도서판매처

- **한국경제서적(총판) 737-7498**
- **영풍문고(종로점) 399-5600**
- **Yes24 http://www.yes24.com**
- **교보문고(광화문점) 1544-1900**
- **서울문고(종로점) 2198-2307**
- **알라딘 http://www.aladdin.co.kr**

신간 안내

KIHASA 한국보건사회연구원

보고서 번호	서 명	저자	가격
연구 2010-01	지역보건의료정책의 현황과 개선방안	이상영	미정
연구 2010-02	희귀난치성질환자의 의약품 접근성 제고 방안	박실비아	미정
연구 2010-03	해외의료시장 개척의 투자효과 분석과 중장기 발전 전략	조재국	미정
연구 2010-04	식품안전분야의 사회적 위험 요인 중장기 관리전략 수립	정기혜	미정
연구 2010-05	단체급식의 영양관리 개선을 통한 국민식생활 향상 방안	김혜련	미정
연구 2010-06	식품안전 규제영향분석의 실효성 제고 방안	곽노성	미정
연구 2010-07	식품위해물질 모니터링 중장기 추진 계획 수립	김정선	미정
연구 2010-08	건강보험 정책현황과 과제	신영석	미정
연구 2010-09	의료비 과부담이 빈곤에 미치는 영향	신현웅	미정
연구 2010-10	국민연금기금 해외투자 환경 분석을 위한 주요 해외금융시장 비교 연구	원종욱	5,000
연구 2010-11	사회통합을 위한 복지정책의 기본방향	이태진	미정
연구 2010-12	한국 제3섹터 육성방안에 대한 연구	노대명	미정
연구 2010-13	기초보장제도 생계보장 평가와 정책방향	김태완	미정
연구 2010-14	주거복지정책의 평가 및 개편방안	이태진	미정
연구 2010-15	자활정책에 대한 평가 및 발전방향	노대명	미정
연구 2010-16	2010년도 빈곤통계연보	김문길	미정
연구 2010-17	OECD 국가 빈곤정책 동향분석: 복지자본주의 체제 변화에 따른 공공부조제도의 조응성 분석	여유진	미정
연구 2010-18	근로장려세제 시행 & 개편방안의 효과성 분석 및 소득보장체계 연계방안 연구	최현수	미정
연구 2010-19	이동복지정책 유형과 효과성 국제비교	김미숙	미정
연구 2010-20	공공 사회복지서비스 최저수준 설정을 위한 연구: 돌봄서비스를 중심으로	윤상용	8,000
연구 2010-21	사회복지서비스의 이용자중심 제도 운영에 관한 연구	강혜규	미정
연구 2010-22	장애인의 통합사회 구현을 위한 복지정책 연구 -장애인정책발전5개년계획 복지분야 중간점검-	김성희	미정
연구 2010-23	민간 복지자원 확충을 위한 자원봉사 활성화 방안의 모색	박세경	미정
연구 2010-24	자살의 원인과 대책연구: 정신의학적 측면을 중심으로	강은정	미정
연구 2010-25	한국 노인의 삶의 변화 분석 및 전망을 통한 노인복지정책 개발	오영희	미정
연구 2010-26	보건복지통계 발전방안 연구	송태민	7,000
연구 2010-27	보건복지통계 생산 표준화 방안 연구: 메타정보관리를 중심으로	손창균	6,000
연구 2010-28	2010년 한국의 보건복지 동향	장영식	미정
연구 2010-29	지역별 보건통계 생산방안	도세록	미정
연구 2010-30-1	저출산 원인과 파급효과 및 정책방안	이삼식	미정
연구 2010-30-2	생애주기 변화와 출산수준 간의 상관성에 관한 연구: 교육, 경제활동 및 결혼을 중심으로	이삼식	미정
연구 2010-30-3	결혼행태 변화와 출산율의 상관성 연구	변용찬	5,000
연구 2010-30-4	출산관련 의식변화와 출산율간 인과관계 연구	김나영	미정
연구 2010-30-5	평균수명 연장에 따른 자녀가치와 출산율 관계 연구	김은정	미정
연구 2010-30-6	저출산의 거시경제적 효과분석	남상호	미정
연구 2010-30-7	저출산·고령화가 가족형태 및 개인의 삶의 질에 미치는 영향	김은지(외부)	미정
연구 2010-30-8	자녀 양육비용 추계와 정책방안 연구	신윤정	미정
연구 2010-30-9	저출산고령화에 따른 사회보험 개편방안	윤석명	미정
연구 2010-30-10	한국의 인구정책 동향과 전망	장영식	미정
연구 2010-30-11	입양실태와 정책방안	김유경	미정

보고서 번호	서 명	저자	가격
연구 2010-30-12	인공임신중절 실태와 정책과제	최정수	미정
연구 2010-30-13	저출산 극복을 위한 불임부부 지원사업 현황과 정책과제	황나미	미정
연구 2010-30-14	저출산·고령화시대 노동력 부족과 인력활용 방안	염지혜	미정
연구 2010-30-15	저출산정책 효과성 평가 연구	이삼식	미정
연구 2010-30-16	저출산·고령사회 정보관리체계 및 통계DB 구축방안 연구	송태민	미정
연구 2010-30-17	신노년층의 출현에 따른 정책과제	정경희	미정
연구 2010-30-18	베이비 부머의 생활실태 및 복지욕구	정경희	미정
연구 2010-30-19	예비노년층의 일과 여가에 대한 욕구와 정책적 함의	이소정	미정
연구 2010-30-20	신노년층(베이비붐세대)의 건강실태 및 장기요양 이용욕구 분석과 정책과제	선우덕	미정
연구 2010-30-21	신노년층의 소비행태 특성과 고령친화산업적 함의	김수봉	미정
연구 2010-30-22	저출산고령사회 대응관련 쟁점 연구	이소정	미정
연구 2010-31-1	2010 사회예산분석	최성은	미정
연구 2010-31-2	2010 보건복지재정의 정책과제	유근춘	미정
연구 2010-31-3	정부의 사회복지재정 DB구축에 관한 연구(4차년도): DB의 활용성 측면을 중심으로	고경환	미정
연구 2010-31-4	사회복지 재정지출과 지방재정 부담에 관한 연구	최승은	미정
연구 2010-31-5	복지경영의 이론적 논의와 과제	고경환	미정
연구 2010-31-6	공적연금 재정평가 및 정책현안 분석	윤석명	미정
연구 2010-31-7	건강보험 재정 평가	신영석	5,000
연구 2010-32-1-1	건강도시 건강영향평가 사업 및 기술 지원 제1권	김동진	미정
연구 2010-32-1-2	건강도시 건강영향평가 사업 및 기술 지원 제2권	김동진	미정
연구 2010-32-2	건강영향평가 DB 구축	서미경	미정
연구 2010-32-3	건강마을의 건강영향평가	최은진	미정
연구 2010-33	보건의료자원배분의 효율성 증대를 위한 모니터링시스템 구축 및 운영(3년차)	오영호	미정
연구 2010-34	보건사회 기후변화 모니터링센터 운영 (1년차)	신호성	미정
연구 2010-35	취약위기 및 다문화가족의 예방맞춤형 복지체계 구축 및 통합사례 관리 (1년차)	김승권	미정
연구 2010-36	아시아 복지국가 자료 및 전략센터 구축 (1년차): "아시아 국가의 사회안전망"	홍석표	미정
연구 2010-37-1	2010년 한국복지패널 기초분석 보고서	강신욱	미정
연구 2010-37-2	2009년 한국복지패널 심층분석 보고서: 한국복지패널을 활용한 사회지표분석	김미곤	미정
연구 2010-38-1	2008년 한국의료패널 기초분석 보고서(II)	정영호	미정
연구 2010-38-2	2009년 한국의료패널 기초분석 보고서	정영호	미정
연구 2010-39	인터넷 건강정보 평가시스템 구축 및 운영 (10년차)	정영철	미정
연구 2010-40	보건복지 통계정보시스템 구축 및 운영 (2년차)	이연희	미정
연구 2009-01	의료서비스 질 및 효율성 증대를 위한 통합적 의료전달 시스템 구축 방안	신호성	7,000
연구 2009-03	신의료기술의 패턴 변화에 따른 의사결정제도의 발전방향 -의약품 허가제도와 약가제도를 중심으로-	박실비아	6,000
연구 2009-04	생애의료비 추정을 통한 국민의료비 분석 (1)	정영호	6,000
연구 2009-05	미충족 의료수준과 정책방안에 대한 연구	허순임	5,000
연구 2009-06	식품안전관리 선진화를 위한 취약점 중점 관리방안 구축	정기혜	7,000
연구 2009-07	부문간 협력을 통한 비만의 예방관리체계의 구축 방안 -비만의 역학적 특성 분석과 비만예방관리를 위한 부문간 협력체계의 탐색	김혜련	8,000
연구 2009-08	국가건강검진사업의 성과제고를 위한 수요자 중심의 효율적 관리체계 구축방안	최은진	7,000
연구 2009-09	취약계층에 대한 사회보험 확대적용 방안 - 국민연금을 중심으로 -	윤석명	7,000
연구 2009-10	글로벌 금융위기상황하의 국민연금기금의 운용방안	원종욱	8,000
연구 2009-11	건강보험 내실화를 위한 재정효율화 방안 -본인부담 구조조정 방안 중심으로	신현웅	6,000
연구 2009-12	A study for improving the efficiency of health security system the division of roles between public and private health insurance	홍석표	5,000

보고서 번호	서 명	저자	가격
연구 2009-13	사회수당제도 도입타당성에 대한 연구	노대명	7,000
연구 2009-14	저소득층 지원제도의 유형 및 특성	여유진	8,000
연구 2009-15	저소득층 금융지원 실태 및 정책방안 연구	김태완	6,000
연구 2009-16	한국의 사회위기 지표개발과 위기수준 측정 연구	김승권	13,000
연구 2009-17	아동청소년복지 수요에 기반한 복지공급체계 재편방안 연구 II: 지역유형별 사례를 중심으로	김미숙	8,000
연구 2009-18	한국가족의 위기변화와 사회적 대응방안 -경제위기 이후 가족생애주기별 위기유형을 중심으로	김유경	8,000
연구 2009-19	장애인 소득보장과 고용정책 연계 동향 및 정책과제	윤상용	8,000
연구 2009-20	사회자본과 민간 복지자원 수준의 국가간 비교연구: 자원봉사활동과 기부를 중심으로	박세경	6,000
연구 2009-21	사회복지부문별 정보화현황 및 정책적용방안	정영철	6,000
연구 2009-22	노인건강정책의 현황과 향후 추진방안: 일상생활기능의 자립향상을 중심으로	선우덕	7,000
연구 2009-23	노인의 생산활동 실태 및 경제적 가치 평가	정경희	6,000
연구 2009-24	보건복지가족부 웹사이트 통합·연계 및 발전방안 연구	송태민	7,000
연구 2009-25	한국의 보건복지 동향 2009	장영식	9,000
연구 2009-26-1	2009년 국민기초생활보장제도 모니터링 및 평가 -법제정 10년의 제도운영 점검-	이태진	10,000
연구 2009-26-2	가난한 사람들의 일과 삶: 심리사회적 접근을 중심으로	이현주	6,000
연구 2009-26-3	근로빈곤층 지원정책 개편방안 연구	노대명	8,000
연구 2009-26-4	사회복지지출의 소득재분배 효과 분석	남상호	5,000
연구 2009-26-5	저소득층의 자산 실태 분석	남상호	5,000
연구 2009-26-6	2009년 빈곤통계연보	김태완	8,000
연구 2009-27-1	유럽의 능동적 복지정책 비교연구	홍석표	6,000
연구 2009-28	2008년 한국의료패널 기초분석보고서	정영호	7,000
연구 2009-29	보건의료자원배분의 효율성 증대를 위한 모니터링시스템 구축 및 운영 -2009년 보건의료자원실태조사 결과보고서-	오영호	6,000
연구 2009-30-1	2009년 건강영향평가 시스템 구축 및 운영 제1권 (총괄)	강은정	10,000
연구 2009-30-2	2009년 건강영향평가 시스템 구축 및 운영 제2권 -건강영향평가 시범사업	강은정	11,000
연구 2009-31-1	2009 사회예산 분석	최성은	9,000
연구 2009-31-2	보건복지재정의 정책과제	유근춘	7,000
연구 2009-31-3	정부의 사회복지재정 DB구축에 관한 연구(3차년도): 중앙재정 세출 예산을 중심으로	고경환	6,000
연구 2009-31-4	보육지원정책의 적정성 및 효과성 분석	최성은	6,000
연구 2009-31-5	자활사업의 평가 연구: 정책설계와 정책효과 그리고 쟁점들	고경환	7,000
연구 2009-32-1	2009년 한국복지패널 기초분석 보고서	손창균	14,000
연구 2009-32-2	2008년 한국복지패널 심층분석 보고서 - 한국복지패널을 활용한 사회지표 분석	여유진	6,000
연구 2009-33	2009년 전국 출산력 및 가족보건복지실태조사	김승권	14,000
연구 2009-34-1	다문화가족 증가가 인구의 양적·질적 수준에 미치는 영향	이삼식	5,000
연구 2009-34-2	저출산에 대응한 육아 지원 인프라의 양적·질적 적정화 방안	신윤정	6,000
연구 2009-34-3	장기요양등급외자 관리를 위한 노인복지관과 보건소의 보건복지서비스 연계 방안	오영희	6,000
연구 2009-34-4	노인자살의 사회경제적 배경 및 정책적 대응방안 모색	이소정	6,000
연구 2009-34-5	고령친화용품 소비실태 및 만족도에 관한 연구	김수봉	7,000
연구 2009-35	보건복지통계 정보시스템 구축 및 운영	이연희	6,000
연구 2009-36	2009 인터넷 건강정보 게이트웨이시스템 구축 및 운영	정영철	7,000