

해외 주요 공적연금의 자산배분 및 운용전술 비교

*Public Pension Asset Allocation and Governance Practices
in Selected Countries*

원종욱 한국보건사회연구원 선임연구위원
손지훈 한국보건사회연구원 연구원

1. 들어가며

국민연금과 해외 주요 공적연금은 각기 다른 자산배분전략과 운용전술을 사용하여 기금을 운용하고 그에 따른 수익을 창출해내고 있다. 자산배분 전략이란 중장기적인 기금운용계획에 의해 기금의 투자대상이 되는 자산부문에 투자 비중을 조정함으로써 투자포트폴리오를 구성하는 것을 의미한다. 그리고 운용전술이란 수익 창출을 위해, 추구하는 목적에 적합한 투자방식을 채택하는 것을 의미하며 이때 실무 집행조직의 운용능력이 중요시된다. 기금을 운용함에 있어 어떠한 자산배분방식과 운용전술을 취하느냐의 문제는 곧 수익창출과 직결되기 때문에 신중한 접근과 많은 연구가 필요한 부분이다.

2014년 기준 금융부문의 자산배분 현황을 보면 <표 1>에서와 같이 주식 30%, 채권 59.4%, 대체투자 9.9%(국내대체투자 4.7%, 해외대체투자 5.2%), 단기자금 0.7%의 비중으로 구성되어 있다.

대부분 전통자산군(주식, 채권)에 투자되어 있으며 대체투자는 9.9%에 그치고 있음을 알 수 있는데, 대체투자의 경우에는 전략적 자산비중인 14%에 미치지 못하고 있어 전술적 측면에서 역량제고가 요구되는 상황이다.

현재 국내금융시장을 보면, 상장주식의 시가총액이 1,514조원, 상장채권 잔액은 1,506조원으로 자본시장 총 규모는 약 3,020조원이다¹⁾. 국민연금 기금의 제 3차 재정추계에 의하면 기금의 규모는 2043년 2,561조원까지 성장하였다가 2060년까지 급속히 고갈되는 양상을 보이는데, 이러한 기금규모의 등락을 감당하기에는 국내금융시장의 규모가 충분하지 않은 것이 사실이다. 따라서 해외투자 와 대체투자의 확대가 불가피하며 이러한 기금운용환경 변화를 고려할 때 전략적 자산배분과 운용전술의 적용은 과거에 비해 훨씬 중요한 과제임을 인지해야 할 것이다.

국민연금과 마찬가지로 해외 주요 공적연금 또한 수익 추구를 위해 그들에게 적합한 자산배분과

1) 한국거래소의 2015년 4월 말 기준 상장주식의 시가총액(코스피계열 시가총액 1,328조원, 코스닥계열 186조원)과 상장채권(공·사채, 국채, 지방채, 특수채, 회사채, 외국채) 잔액을 합산한 금액임.

표 1. 국민연금의 금융부문 자산배분 현황(2014년)

(단위: 조 원, %)

금융부문	투자금액(조원)	자산배분비중(%)	수익률(%)
주 식	140.5	30.0	0.36
채 권	278.7	59.4	6.97
대체투자	46.7	9.9	12.5
단기자금	3.4	0.7	2.02
총 합	469.3	100.0	5.25

주: 1) 반올림으로 세부내역 및 합계의 단수차이 발생할 수 있음.

2) 주식은 '국내주식과 해외주식', 채권은 '국내채권과 해외채권', 대체투자는 '국내대체투자와 해외대체투자'로 구성되어 있음.

자료: 국민연금기금 운용 현황 내부자료(2014.12)

운용전술을 채택하여 기금을 운용하고 있다. 특히 본고에서는 캐나다 공적연금투자위원회인 CPPIB와 미국 캘리포니아 주 공무원 연금인 CalPERS를 중심으로 각 특징을 비교하고, 이를 통해 시사점을 도출하고자 한다. 각 국가의 기금 규모와 정치·경제·사회·문화 등과 같은 복합적인 환경적 요인을 고려하여 선택된 기금운용방식이 수익에 궁극적으로 어떠한 영향을 미치는지를 살펴보고, 한계요인 분석 등을 통해 향후 국민연금에 적용가능한 시사점을 모색해보고자 한다.

2. 자산배분 및 운용전술의 비교

가. 캐나다 공적연금투자위원회(CPPIB)

1) 자산배분현황

CPPIB의 2014년 3월 기준 기금의 규모는

2,191억 달러(캐나다)로 원화로는 약 209.7조원에 해당한다. <표 2>에서 볼 수 있듯이, 자산배분은 주식에 48.7%, 부동산 등 실물투자에 17.7%, 채권형에 33.6%를 투자하고 있는데, 2000년 당시 주식투자비중이 5%이고 나머지 95%의 자산이 채권형에 투자되었던 것과는 큰 대조를 보이고 있다. 주식투자비중(48.7%) 중에서 국내주식시장의 비중은 8.5%에 불과하며 나머지는 선진국 시장에 34.5%, 신흥시장에 5.7%를 투자하고 있다. 이에 반해, 국민연금의 주식투자부문은 국내주식 시장에 투자된 기금의 규모가 해외시장투자규모에 비해 약 1.5배 정도 높다²⁾. 실물투자의 비중은 17.7%로 부동산이 11.6%이고 인프라는 6.1%를 차지한다.

전체 투자포트폴리오 수익률은 16.5%이며 자산군별 세부내역을 보면 다른 자산군에 비해 사모(Private Equity)에 투자 시 수익률이 30% 이상으로 가장 높게 나타났다.

2) 국민연금의 주식투자금액은 140.5조원이며 자산배분비중은 30.0%임(국내주식의 투자금액은 83.9조원이며 자산배분비중은 17.9%, 해외주식의 투자금액은 56.6조원이며 자산배분비중은 12.1%).

표 2. CPPIB의 자산배분 현황

자산군(03.31.2014)	운용자산규모(\$billions)		자산배분비중(%)	수익률(%)
주식형(Total Equities)		106.8	48.74	
국내주식(Canadian Equities)	18.6		8.50	
Public	15.7		7.20	15.6
Private	2.9		1.30	30.1
선진국시장(Foreign Developed Market Equities)	75.6		34.50	
Public	40.1		18.30	26.3
Private	35.5		16.20	35.1
신흥시장(Emerging Market Equities)	12.6		5.70	
Public	9.7		4.40	5.8
Private	2.9		1.30	36.8
채권형(Fixed Income)		73.5	33.60	
Non-marketable bonds	23.4		10.60	-0.1
Marketable bonds	31.0		14.20	0.3
Other debt	11.4		5.20	20.0
Money markets and debt financing	7.7		3.60	0.3
실물투자형(Real Assets)		38.8	17.70	
Real Estate	25.5		11.60	18.0
Infrastructure	13.3		6.10	16.6
투자 포트폴리오(Investment Portfolio)		219.1	100.00	16.5

자료: CPPIB(2014), 2014 Annual Report.

2) 운용전술

음과 같다.

CPPIB의 기금운용집행조직은 투자기법에 따라 본부, 그룹, 팀으로 세분화되는 전술별 조직이다. 전술은 크게 베타추구전략과 알파추구전략³⁾으로 구분되는데 자산군에 따라 각각 집중적으로 추구하는 전술에 차이가 있으며 혼합하여 사용되기도 한다. CPPIB가 이러한 운용전술을 어떻게 활용하는지 보다 세부적으로 살펴보면 다

(1) 베타지향적(Beta-oriented) 전술

CPPIB는 'CPP Reference Portfolio'를 구성 및 운용하고 있는데 이는 패시브 투자전략(Passive Investment Strategy)에 해당한다. CPP Reference Portfolio는 주식 65%(국내주식 10%, 해외주식 55%), 채권 35%(국내채권 30%, 해외채권 5%)로

3) 베타전략(beta strategy)이란 시장위험(market risk) 또는 체계적 위험(systematic risk)에 상응하는 시장수익(β)을 달성하기 위한 전략을 의미하며, 알파전략(alpha strategy)이란 액티브위험(active risk)에 상응하는 시장수익보다 높은 초과수익(α)을 달성하기 위한 전략을 의미함.

구성내역이 단순하며 비용부담의 정도가 낮은 투자포트폴리오이다. 한편, 베타(β)는 체계적 위험(systematic risk)에 대한 민감도를 의미하는데, 체계적 위험이란 경제변수 등에 기인하는 것으로 분산투자자도 줄일 수 없는 위험을 말한다. 또한 베타지향적 운용전술은 투자비용(Funding Cost)을 초과하는 체계적 위험에 상응하는 수익을 추구하게 되는데, 포트폴리오의 구성 내역, 구성 자산의 수 등에 따라 체계적 위험의 정도가 달라지며 그에 따라 수익의 정도가 결정된다. CPPIB는 다음과 같은 방법에 의해 베타수익을 추구한다.

① Public Market Beta: 패시브 전략인 ‘CPP Reference Portfolio’에 포함되지 않은 상장 유가증권 등에 투자하는 방식이다.

② Public Alternative Beta: 표준 시가총액 가중지수(standard capitalization-weighted)방식이 아닌 대체투자에 가중치를 두는 등 내부기준에 의해 포트폴리오(rule-based portfolio)를 구성하여 기존과 다른 체계적 위험에 노출시키는 방식이다.

③ Private Alternative Beta: 지배구조(governance)나 유동성 차이, 그리고 부동산, 인프라 등의 대체투자부문의 참여와 같은 사적투자에 의해 발생하는 고유의 위험 요인(inherent risk factors)과 연관된 프리미엄 수익을 발생시키는 방식이다.

(2) 알파지향적(Alpha-oriented) 전술

알파수익은 시장에서 또는 특정자산의 등락 시, 투자전술능력(investment management skill)에 의해 발생한다. 순수 알파(pure alpha)는 포트폴리오 상에서 체계적 위험을 더 부담하지 않으면서도 총 위험을 고정 및 제어할 수 있기 때문에 매우 가치가 있으며, 알파를 얻기 위해 수행하는 몇 가지 전략은 다음과 같다.

① 뛰어난 전문 투자자에 의해 그들만이 가능한 투자기회를 포착 및 활용하는 것으로 특히 사모, 인프라, 부동산, 실물투자의 주요 거래를 수행하는 능력이 중시된다.

② 저평가된 종목 선정에 주력하여 개별 공공거래시장의 유가증권을 구입한다. CPPIB 자금 운용조직의 Public Market Investments 본부 내의 Global Corporate Securities 그룹에서 주로 철저한 리서치와 기업의 이익창출능력 및 잉여현금흐름의 분석을 통해 매수(long)와 공매도(short) 전략을 동시에 활용하여 수익을 추구한다. 또한 CPPIB에 고용되어있는 다수의 외부 전문 운용사들이 이러한 접근을 유형화한다.

③ 대부분 유동성 공급을 위해, 또는 주로 경쟁적 이점이 있는 부문에서 특정 위험 프리미엄의 포착을 위한 합성거래기법(structured trades)⁴⁾과 차익거래기법(arbitrage techniques)⁵⁾을 사용한다. 이러한 기법은 Public Market Investments 본부 내의 Global Capital Markets 그룹에서 주로 담당하고 있으며 그밖에 전체 공모자산에 대한 효율적인

4) 합성거래기법이란, 위험을 포함한 자산과 부채를 보다 효율적으로 관리하기 위하여 다양한 형태의 자산·부채영리기법이나 위험관리기법을 결합하여 이용하는 거래기법을 총칭하는 개념으로 투자자의 경우 투자수익률 제고의 효과가 차입자의 경우 조달비용 절감의 효과가 있음.

5) 차익거래기법이란, 주가지수선물시장에서 주가지수선물의 실제가격과 현물가격에 금융비용을 가산하여 산출한 이론가격 사이의 일시적인 불일치가 발생할 때 상대적으로 높게 평가된 쪽을 매도함과 동시에 상대적으로 낮게 평가된 쪽을 매수함으로써 장래에 이들 두 시장 사이의 가격관계가 정상으로 돌아올 때 그 불일치의 축소 폭만큼 무위험수익을 얻고자 하는 거래임.

관리를 위해 포트폴리오 관리, 유동성 확보, 장기 부채관리 등을 수행한다.

④ 주식 및 채권시장, 외환, 원자재 등과 관련된 현물, 파생상품과 같은 특정그룹내의 상대가격변화를 성공적으로 예측하기 위해 적극적으로 자산 비중을 조절하고 체계적 위험의 정도를 조정한다. 전술적 수준에서 Public Market Investment 본부 내의 Global Tactical Asset Allocation(GTAA) 그룹⁶⁾과 특정 외부 운용사들이 이 전략을 위한 특정 기술을 제공한다.

[그림 1]은 위의 내용을 도식화한 것이다. 아래에서부터 'Public Market Beta—Public Alternative Beta—Private Alternative Beta—Alpha'의 순서로 피라미드 형태를 띠고 있다. 하단에 존재하는 베타

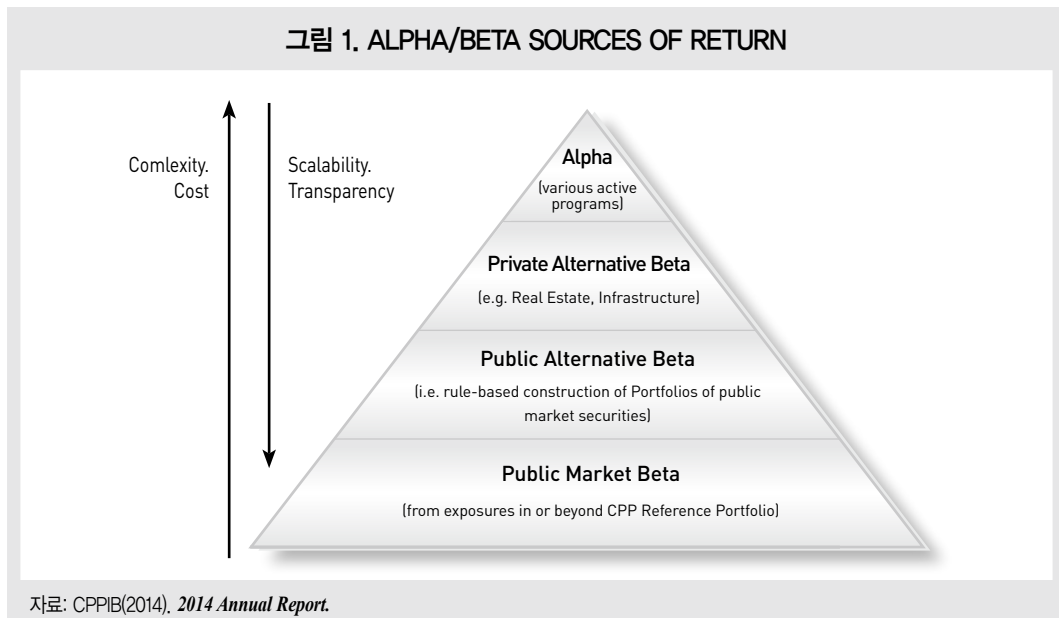
지향전술로 갈수록 체계적 위험에 상응하는 수익을 추구하는 대신 영역이 확장되며 투명성이 높아지고, 상단에 존재하는 알파지향전술로 갈수록 초과수익을 추구하지만 동시에 복잡성과 비용이 증가하는 것을 볼 수 있다.

나. 미국 캘리포니아주 공무원 연금(CalPERS)

1) 자산배분현황

CalPERS의 기금운용집행조직은 주식(Global Equity), 채권(Global Fixed Income), 사모(Private Equity), 실물자산(Real Assets) 등의 자산군별 운용조직의 형태를 갖추고 있다.

<표 3>에서와 같이 자산군별 배분 비중은



6) Global Tactical Asset Allocation (GTAA) 그룹은 거시경제 분석을 바탕으로 한 하향식(Top-Down) 방식으로 투자를 진행함.

2014년 6월말 기준 총 운용자산 규모 3,137억 달러 중 공모에 52.4%(1,643억 달러), 사모에 10.05%(315억 달러), 실물자산(부동산, 인프라, 입야)에 9.4%(296억 달러)투자하고 있다. 주식(Global Equity) 관련 운용전술 중에서 'Absolute Return Strategy'는 대표적인 알파추구전략으로 투자규모가 전체 운용자산에서 차지하는 비중은 1.44%에 불과하지만 수익은 7.1%로 높은 편에 속한다. CalPERS 기금운용에서 주식이 차지하는 비중은 'Absolute Return Strategy'부분을 제외하고 50.96% 가장 높게 나타난다. 주식의 수익률 또한 24.8%로 국민연금의 0.36%, CPPIB가 20.7%인 것에 비해 높다.

대체투자 내에서는 부동산이 총 운용자산의 8.06%(235억 달러), 대체투자의 85.5%로 가장 높은 비중을 차지한다. 수익률은 자산군별로 보면 공모(Public Equity)에서 24.8%, 사모(Private Equity)는 20.0%, 채권(Global Fixed Income)은 8.3%, 대체 자산 부문(Real Assets)은 13.4%이며, 전체 투자포트폴리오의 수익률은 18.4%이다.

2) 운용전술

CalPERS의 기금운용집행조직은 자산군별 조직으로 알파와 베타추구를 위한 전술별 조직은 따로 존재하지 않는다. 자산군에 따라 대부분 베타추구에 초점을 두어 기금을 운용하고 있으며, 'Absolute Return Strategy' 조직을 제외한 나머지 부분에서는 명시적으로 알파를 추구하고 있음을 알기 어렵다. CalPERS의 경우 주로 외부위탁 운용 방식에 의해 알파수익을 창출하는데, 대신 높은 위탁수수료를 감당해야하는 단점이 존재한

다. <표 4>에서 볼 수 있듯이 대체투자부문에서 CalPERS의 투자수입대비 위탁관리비용은 0.146으로 CPPIB의 6배, 국민연금의 1.2배 정도 높게 나타난다. 반면 대체투자 비중이 36.5%로 가장 높은 CPPIB는 전술별 운용조직 형태를 갖추고 내부 운용인력의 전문성 강화로 인해 다른 공적연기금에 비해 저비용·고수익의 운용결과를 보여주고 있다.

CalPERS는 이러한 운용상의 한계점을 개선하고자 최근 스마트 베타 전략(Smart Beta Strategy)을 확대 적용하고 있다. '스마트베타(Smart Beta)란, 시가총액방식의 지수나 포트폴리오 대신, 지수를 따라가되 특정 종목이나 자산에 가중치를 두어 성과측면에서 베타전략을 능가하도록 설계된 전략을 의미한다. 액티브 펀드를 이용한 알파추구 전략은 높은 수익을 얻지만 이에 상응하는 고위험·고비용 부담이 단점으로 작용하였다. 반면에 스마트 베타는 투자위험을 낮추고 수익을 향상시키면서 동시에 알파추구전략에 비해 저렴한 수수료 비용을 지불한다는 장점 때문에 최근 주목을 받고 있다. CalPERS는 낮은 변동성, 위험조정 전략과 같은 새로운 방식의 스마트 베타 전략도 감행하고 있다. 낮은 변동성과 관련한 스마트 베타 전략에서는 25억 4천만 달러를 투자하여 2014년 14.03%의 수익률을 달성하였으며 벤치마크수익률보다 134 베이시스 포인트 상회하는 성과를 이루었다.

그러나 여전히 CalPERS의 수익금 대비 위탁수수료 비중은 다른 공적연기금에 비해 높게 나타나고 있어 내부역량 강화를 통한 수수료 절감, 또는 운용전술의 다양화 등 개선의 여지가 있음을 보여준다.

표 3. CalPERS의 자산군별 조직의 운용자산 규모 및 자산배분 현황

자산군별(06.30.2014)	운용자산규모(\$billions)		자산배분비중(%)		수익률(%)
단기자산(Short-Term)		11.04		3.50	0.6
채권(Global Fixed Income)		77.26		24.60	8.3
Asset-Backed	6.28		2.0		
Mortgages	1.97		0.63		
Swaps	0.028		0.009		
U.S.Agencies	0.14		0.045		
U.S.Corporate	46.49		14.82		
U.S.Treasuries	13.81		4.40		
International Debt Securities	8.55		2.73		
공모(Global Equity)		164.30		52.40	24.8
Absolute Return Strategy	4.53		1.44		
REITS	0.39		0.12		
Domestic Equities	84.56		26.95		
International Equities	74.82		23.85		
사모(Private Equity)	31.51	31.51		10.05	20.0
실물자산(Real Assets)		29.58		9.40	13.4
부동산(Real Estate)	25.30		8.06		
인프라(Infrastructure)	2.01		0.64		
임야(Forestland)	2.27		0.72		
Total		313.71		100.00	18.4

자료: CPPIB(2014), 2014 Annual Report.

표 4. 공적연금 기금의 위험자산 투자 규모와 외부 위탁 비용 비교(2013년)

		CPPIB (단위: \$ billions)	CalPERS ³⁾ (단위: \$ billions)	국민연금 (단위: 십억 원)
대체 투자 총계 (Total)	투자금(비중)	80.10[36.56%]	58.81[18.75%]	19.782[4.7%]
	투자수입 ¹⁾	17.04	8.5	1.418
	가중평균수익률 ²⁾	26.47%	16.94%	8.48%
	외부위탁 관리비용	0.407	1.24	168
	외부위탁비용/투자수입	0.024	0.146	0.120

주: 1) 투자수입은 외부위탁관리비용이 차감된 순수익금으로 계산된 금액임.

2) 대체투자는 사모(Private Equity)와 실물자산(Real Assets)으로 구성되어 있으며,

가중평균 수익률은 사모(Private Equity)와 실물자산(Real Assets)의 합을 100%로 보고 계산한 금액임.

자료: 1) 국민연금기금 운용 현황 내부자료(2013.12)

2) CPPIB(2014), 2014 Annual Report

3) CalPERS Comprehensive Annual Financial Report, June 30, 2014

국민연금과 CPPIB, CalPERS의 자산배분 비중의 비교를 위해 공통영역을 기준으로 크게 주식, 채권, 대체투자, 단기자금으로 나누면 <표 6>와 같이 나타난다. 국민연금은 채권투자(국내채권+해외채권)의 비중이 59.4%로 가장 높고, CPPIB는 대체투자의 비중이 36.5%, CalPERS는 주식투자의 비중이 50.93%로 가장 높게 나타난다. 수익률은 국민연금이 5.25%로 가장 낮고, 해외공적연기금의 수익률은 CPPIB는 16.93%, CalPERS는

18.07% 수준이다. 대체투자의 경우에도 수익률이 큰 차이를 보이는데 CPPIB가 26.46%, CalPERS가 16.14%이며 국민연금의 경우 12.5%에 해당한다. 국민연금의 자산배분 현황을 보면 특히 채권 비중(국내채권 54.8%, 해외채권 4.6%)이 과도하게 치우쳐 있음을 알 수 있다. 과거 예수금증서에 국공채로 이전됨에 따라 나타난 현상으로, 향후 국·공채 비중을 줄이고 해외자산비중을 증가시킴에 따라 투자전략에 대한 종합적인 재검토가 필

표 5. 국민연금과 해외공적연기금의 기금운용 5년, 10년 연평균 수익률('10~'14)

	국민연금 ¹⁾	CPPIB ²⁾	CalPERS ³⁾
	수익률(%)	수익률(%)	수익률(%)
5년 평균	5.64	11.9	12.5
10년 평균	6.23	7.80	7.02

자료: 1) 국민연금기금 운용 현황 내부자료(2014.12)

2) CPPIB(2010~2014), *Annual Report*

3) CalPERS Comprehensive Annual Financial Report, June 30, 2014

표 6. 국민연금과 해외공적연기금의 기금운용 수익률 현황

	국민연금('14.1~'14.12)		CPPIB('13.3~'14.3)		CalPERS('13.6~'14.6)	
	투자금액(비중) (단위: 조 원)	수익률 (%)	투자금액(비중) (단위: \$ billions)	수익률 (%)	투자금액(비중) (단위: \$ billions)	수익률 (%)
주식	140.5[30.0]	0.36*	65.5[29.9]	20.71	159.8[50.93]	24.80
채권	278.7[59.4]	6.97	73.5[33.6]	3.22	77.3[24.63]	8.30
대체투자	46.7[9.9]	12.5	80.1[36.5]	26.46	65.6[20.92]	16.14
단기자금	3.4[0.7]	2.02	-	-	11.0[3.52]	0.60
계	469.3[100.0]	5.25	219.1[100.0]	16.93	313.7[100.0]	18.07

주: 국민연금의 국내주식의 투자금액은 83.9조원(17.9%)이며 수익률은 -5.43%, 해외주식의 투자금액은 56.7조원(12.1%)이며, 수익률은 8.94%임.

자료: 1) 국민연금기금 운용 현황 내부자료(2014.12)

2) CPPIB(2014), *2014 Annual Report*

3) CalPERS Comprehensive Annual Financial Report, June 30, 2014

요하다.

해외공적연금의 자산부문별 수익률을 이용하여 국민연금의 자산배분안에 따라 자산부문별 투자비중을 조정하면 <표 7>와 같은 결과가 나타난다. CPPIB는 대체투자의 비중을 26.6%p만큼 줄이는 대신 주식을 0.1%p, 채권을 25.8%p 증가 시킴에 따라 전체 수익률은 16.93%에서 10.75%로 6.18%p 감소하였다. CalPERS는 채권의 투자 비중을 34.8%p만큼 늘리는 대신 주식을 20.9%p, 대체투자를 11%p, 단기자금을 2.8%p 감소 시킴에 따라 수익률이 18.07%에서 13.97%로 4.1%p 감소하였다. CPPIB는 대체투자의 비중 감소가 수익률 감소의 주된 원인으로 나타났고, CalPERS는 주식과 대체투자 비중의 감소가 수익률 감소의 주된 원인으로 나타났다. 이러한 수익률의 감소는 국민연금기금과 해외 공적연금 간에 운용전술의 차이가 존재한다는 것을 시사한다는 점에서 중요한 의미를 갖는다.

3. 나가며

지금까지 해외주요공적연금인 CPPIB와 CalPERS의 자산배분 및 운용전술에 대해 비교·분석해보았다.

자산배분현황을 보면 두 연기금은 국민연금기금에 비해 상대적으로 대체투자 영역이 잘 발달되어 있음을 알 수 있다. 이와 관련하여 대체투자부문의 비중을 국민연금에서의 대체투자부문 비중의 수준으로 재조정 한 결과 수익률이 감소되는 것도 확인할 수 있었다. 현재 국민연금기금은 적립기로서 유동성이 풍부하며 이러한 이점을 극대화하기 위해서는 채권투자에 집중된 형태의 자산배분 방식에서 대체투자의 비중을 늘리는 방식으로의 전환이 필요하다. 따라서 최적의 포트폴리오 구성을 위한 다양한 대체투자처를 발굴하고 점차적으로 채권투자 비중을 줄이려는 노력을 통해 수익률을 제고해야 할 것이다.

운용전술과 관련해서는, 주로 CPPIB는 전술별

표 7. 국민연금 자산배분비중 적용 시 CPPIB, CalPERS의 총 수익률 산출

	국민연금 자산배분 현황('14년)	CPPIB에 적용			CalPERS에 적용		
		투자비중 변화분 (%p)	수익률 증감분 (%p)	수익률 (%)	투자비중 변화분 (%)	수익률 증감분 (%p)	수익률 (%)
주식	30.0%	+0.1	+0.02	16.93 ↓ 10.75 ¹⁾	-20.9	-5.18	18.07 ↓ 13.97 ²⁾
채권	59.4%	+25.8	+0.83		+34.8	+2.89	
대체투자	9.9%	-26.6	-7.04		-11.0	-1.78	
단기자금	0.7%				-2.8	-0.1	
계	100.0%	0	-6.18		0	-4.1	

주: 1) $20.71\% \times 0.30 + 3.22\% \times 0.594 + 26.46\% \times 0.099 = 10.75\%$
 2) $24.80\% \times 0.30 + 8.30\% \times 0.594 + 16.14\% \times 0.099 + 0.6\% \times 0.007 = 13.97\%$
 3) 반올림으로 세부내역 및 합계의 단수차이 발생할 수 있음.

조직을 구성하여 전문 인력에 의해 알파전략과 베타전략을 골고루 수행하고 있어 기금운용조직으로서 체계적인 면모를 보였다. CalPERS의 경우에도 일부 알파전략을 수행하기는 하나 기금운용조직이 자산군별로 구성되어 있어 다양한 운용전술이 외부적으로 드러나지 않았으며, 주로 알파수의 창출을 위한 외부위탁의 의존도가 높아 이에 상응하는 고비용을 초래하는 한계점을 내포하고 있었다. CalPERS는 이에 대한 대안으로 새로운 저비용·고수익 전략으로 주목받고 있는 스마트 베타 전략을 활용하고 있다. 스마트 베타 전략은 소형주나 저평가주 등 시장수익률을 웃도는 종목과 자산을 선별함에 따라 패시브펀드보다는 높은 수익률을 제공하지만 액티브펀드보다 낮은 수수료를 지불하는 강점을 지니고 있다. 하지만 특정 종목과 자산을 선별하는 방식이 액티브펀드와 기본적으로 다르지 않아 투자 위험이 비슷하고 패시브 펀드에 비해 수수료가 상대적으로 비싼 것도 단점이 될

수 있다. 따라서 스마트 베타 전략에 대한 무조건적인 추종은 경계하고 전문적 운용능력을 가진 투자자의 검증을 통한 신중한 접근이 필요하다.

국민연금기금은 자산군별 조직으로 베타수의 추구를 위한 보수적 운용방식이 주를 이루고 있다. 하지만 기금의 규모가 커짐에 따라 수익과 위험에 대한 노출의 정도가 커진다는 점을 고려할 때 전략적 의사결정과 투자전술이 기금운용에 미치는 영향력은 상당히 크다. 따라서 앞으로 기금운용환경 변화에 따른 자산배분 비중의 조정에 대비하여 자산운용의 전술별 역량강화를 위한 제대로 된 방향 설정이 매우 중요하다. 이 때, 국내 금융시장 환경과 기금운용을 위한 현실적 측면에 대한 충분한 검토를 통해 실현가능한지 여부 또한 우선적으로 고려되어야 할 것이다. 전술적 측면으로는 알파, 베타, 스마트베타의 차이점을 명확히 구분하고 이를 적절히 적용 및 활용할 수 있는 전문 인력의 확보 또한 기금운용을 위해 반드시 필요하다. ■