

# Asset Allocation Issue

## 국내외 연기금 자산배분 현황 분석

### 자산배분전략은 연기금 등 장기적 투자자 중심으로 발전

현재 국내외 투자시장에서 자산배분전략은 폭넓게 관심을 받고 있는 분야이지만 전통적 의미의 자산배분전략은 장기적 관점의 SAA(전략적 자산배분)와 단기적 시장대응에 해당하는 TAA(전술적 자산배분)의 이원적 구조를 취하고 있다는 점에서 장기 전략적 투자자인 연기금을 중심으로 발전해온 측면이 있다.

세계 3위 연기금에 해당하는 국민연금은 현재 국내와 해외의 주식, 채권, 대체자산에 걸친 자산배분 포트폴리오를 운영하고 있는 중이다. 과거 국내 시장금리가 충분히 높았다는 점에서 국민연금의 포트폴리오는 국내 채권에 과도하게 집중된 면이 있으나 시장금리의 하락과 적정 자산배분의 필요성에 의해 채권 비중 축소, 주식과 해외 자산 투자 확대가 진행되고 있는 중이다.

### 저금리 지속에도 불구하고 주요 연기금들은 채권 자산 축소 중

일본공적연기금(GPIF)은 과거 극도의 안정성 추구 전략에 의해 사실상 무수익 자산인 국내 채권 비중이 매우 높았으나 아베노믹스 등장 이후 수익률 재고, 국내 증시 부양 유도 정책에 의해 2013년 이후 급격하게 포트폴리오를 변경 중에 있다. 2013년 이후 2년 동안 국내채권 비중은 63.3%에서 37.8%로 크게 감소했으며 대신 국내주식은 12.5%에서 23.4%로, 해외 주식은 11.5%에서 22.8%로 증가했다.

채권 비중이 축소되고 있다는 점에서는 CPPIB(캐나다공적연기금), 캘퍼스도 마찬가지다. 글로벌 저금리 국면이 연장되고 있음에도 불구하고 채권자산의 수익성이 위축되고 있어 이들 주요 연기금들은 채권, 주식 등 전통자산 비중을 줄이고 대신 부동산 등 대체자산의 비중을 늘리고 있는 중이다. 전통자산 축소, 대체자산 확대 전략은 자산배분 관점에서도 이중 자산 편입을 통한 포트폴리오 변동성 축소의 효과로 이어질 수 있다.

### 국민연금은 CPPIB를 벤치마킹한 자산배분전략 발전 적절

국민연금은 이미 안정된 자산배분 포트폴리오를 구축하고 있으며 SAA와 TAA구조의 시스템에 의해 운영되고 있다는 점에서는 긍정적 평가를 받을 수 있다. 다만 자산간 최적 비중 산출을 위한 계량적 프로세스를 갖추고 포트폴리오 전체 변동성과 기대수익률을 통제할 수리모형의 도입은 필요해 보인다. 향후 포트폴리오의 효율성 확대를 위해 이중 자산의 비중이 더욱 확대되어야 할 것으로 보이며 이런 점에서 CPPIB가 당분간 모범적 사례가 될 수 있을 것으로 판단된다.

### Asset Allocation Issue

## 자산배분



대체투자/자산배분 김훈길  
02-3771-7528  
Kim.hg@hanafn.com

### Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

### 자산배분전략은 연기금 등 장기적 투자자 중심으로 발전

자산운용의 라이프사이클이 길다는 점에서 연기금, 보험사들이 자산배분전략 개발에 적극적

현재 투자시장에서 자산배분전략은 주로 연기금이나 대형 보험사를 중심으로 발전하고 있다. 물론 자산운용사 등 여타 금융기관들도 자산배분형 상품을 판매하거나 운용하고 있지만 대부분 단기 퍼포먼스에 집중하거나 자산간 공분산을 고려하지 않는다는 점에서 본질적 의미의 자산배분전략과는 다소 거리가 있다고 할 수 있다. 전통적 의미의 자산배분전략은 일반적으로 장기적 목표를 설정하는 전략적자산배분(SAA)과 단기적 시장대응에 해당하는 전술적자산배분(TAA)의 이원화 구조를 띠고 있다. 연기금의 자산운용은 가입자들의 라이프사이클에 맞춰 기금 수입과 지출을 장기적 관점에서 관리할 필요가 있다는 점에서 SAA와 성격적으로 부합한다고 볼 수 있다. 부채의 듀레이션이 길다는 특성을 지닌 보험사 역시 장기적 관점에서 자산을 관리해야 할 필요가 있고 따라서 연기금과 마찬가지로 SAA와 TAA를 통한 자산배분 구조를 취하는 경우가 많다. 다만 연기금 사이에서도 사회적 환경과 운용철학, 운용노하우에 따라 자산배분의 형태는 다양하게 나타나게 된다.

### 국민연금의 포트폴리오는 채권 중심으로 운용 중

해외 연기금들의 채권 비중이 낮았던 것과 대조적으로 국민연금은 채권 위주의 포트폴리오 유지

운용규모 면에서 세계 3위에 해당하는 국민연금은 국내외 시장의 채권과 주식, 대체자산을 대상으로 자산배분 포트폴리오를 운용하고 있다. 국민연금이 자산운용에 있어 안정성을 가장 우선적 가치로 두고 있는 만큼 포트폴리오는 채권의 비중이 절대적으로 높고 주식과 대체투자의 비중은 합쳐서 40% 내외를 차지하고 있다. 주식이나 대체투자를 운용하기 위해서는 높은 운용스킬이 필요하다는 점, 또한 과거 국내 시장금리가 굳이 리스크를 감수할 필요가 없을 정도로 충분히 높았다는 점에서 국민연금의 자산운용은 자연스럽게 채권 중심으로 발전해온 면이 있다.

이 점에 있어서는 경제성장이 충분히 성숙해서 물가상승률과 시장금리가 이미 하향 안정화된 선진국 연기금들과 큰 대조를 보인다. 글로벌 연기금 중 자산운용에 있어 가장 모범적 케이스로 평가되는 캐나다 CPPIB의 경우 주식 비중이 50%를 넘어서고 채권은 부동산, 인프라, PEF 등 대체투자 비중보다도 낮은 23.7%에 불과하다. 캘퍼스는 글로벌 대형 연기금 중 예외적으로 직역연금에 해당한다는 점에서 광역연금 보다 리스크에 적극적인 경향이 있는데 이러한 특징은 포트폴리오 내 주식의 높은 비중을 통해 나타나고 있다. 이런 점에서 일본공적연금인 GPIF의 높은 채권 비중은 다소 이색적이라 할 수 있다. 과거 사실상 무수익 자산인 채권의 비중이 일방적으로 높았다는 점에서 안정성을 자산운용의 최우선 가치로 삼았음을 알 수 있다.

표 1. 국내외 주요 연기금 자산배분 현황 (2016.03 기준)

	금액(\$bn)				비중(%)			
	채권	주식	대체	total	채권	주식	대체	total
CalPERS	57.7	181.1	51.1	289.9	19.9	62.5	17.6	100.0
CPPIB	50.9	112.4	51.4	214.6	23.7	52.3	23.9	100.0
GPIF	597.9	538.5	30.0	1166.4	51.3	46.2	2.6	100.0
국민연금	274.4	144.3	52.8	471.5	58.2	30.6	11.2	100.0

자료: 각 연기금 홈페이지, 하나금융투자

주1 : CalPERS(캘리포니아 공무원연금), CPPIB(캐나다 공적연금), GPIF(일본 공적연금)

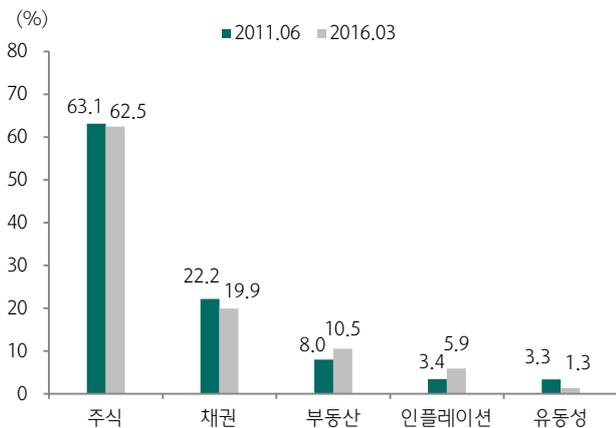
주2 : GPIF는 2015년 9월 기준

### 일본 GPIF의 자산운용전략 최근 급격한 변화

일본공적연기금(GPIF) 최근 채권 비중 축소하고 빠르게 주식 비중 확대

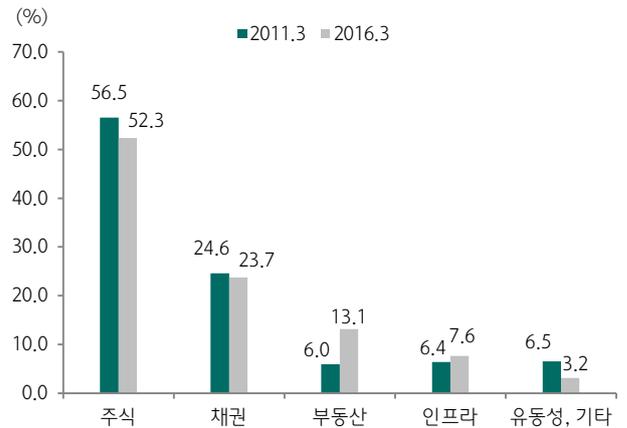
주요 연기금 중 최근 가장 적극적으로 자산배분 정책을 전환하는 곳은 GPIF이다. GPIF는 전통적으로 기금운용의 목표를 안정성에 집중해 저금리에도 불구하고 국내 채권의 비중을 매우 높게 유지해오고 있었다. 2011년 기준 운용자산에서 국내 채권이 차지하는 비중은 63%를 넘어섰고 반면 국내와 해외를 포함한 주식 비중은 24%에 불과했다. 공적 연기금의 덕목인 안정성에 충실한 결과이지만 사실 자산배분의 관점에서는 효율성이 크게 떨어지는 운용이라고 말할 수 있다. GPIF의 전략적자산배분에 큰 변화가 발생한 것은 아베노믹스 등장과 시기를 같이한다. 일본 경제의 활기 회복을 목표로 했던 아베노믹스는 GPIF의 운용수익률 확대와 일본 국내 증시 부양을 위해 채권을 줄이고 주식 비중을 늘리는 정책을 요구했다. 불과 4년이 지난 2015년 하반기 GPIF의 국내 채권 비중은 37.8%로 급격히 감소했고 대신 국내 주식, 해외 주식, 해외 채권 비중이 모두 2배 가까이 크게 증가했다. 전체적으로 채권의 비중이 여타 연기금에 비해 여전히 높은 수준이나 조만간 채권 비중이 50% 이하로 하락하고 대신 주식 비중이 확대될 전망이다.

그림 1. CalPERS 최근 5년 운용자산 별 비중 변동 (%)



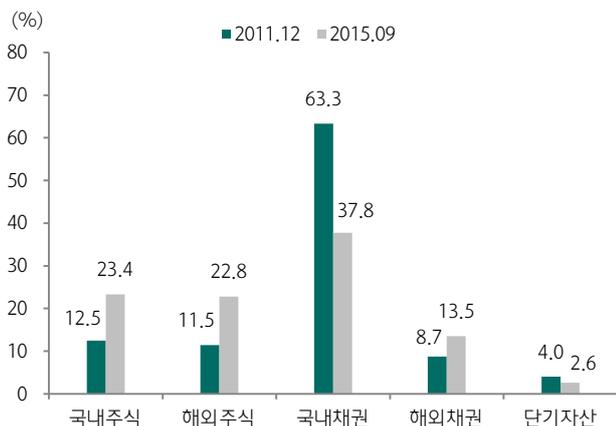
자료: CalPERS, 하나금융투자

그림 2. CPPIB 최근 5년 운용자산 별 비중 변동 (%)



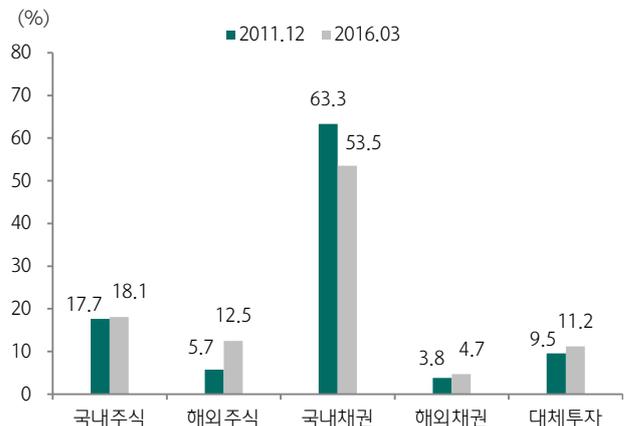
자료: CPPIB, 하나금융투자

그림 3. GPIF 최근 5년 운용자산 별 비중 변동 (%)



자료: GPIF, 하나금융투자

그림 4. 국민연금 최근 5년 운용자산 별 비중 변동 (%)



자료: 국민연금, 하나금융투자

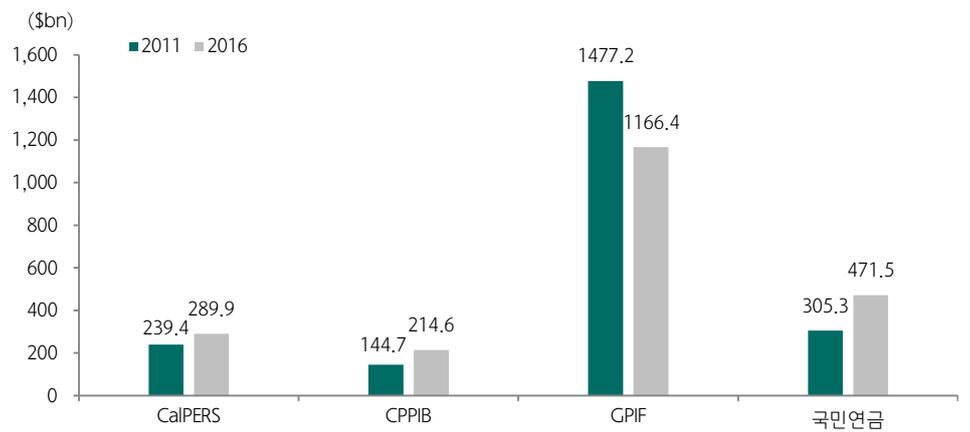
### 캘퍼스와 CPPIB 전통투자 줄이고 대체투자 비중 확대

#### 캘퍼스, CPPIB 전통투자 줄이고 대안투자 확대

캘퍼스와 CPPIB는 이미 90년대부터 적극적으로 자산을 운용해오고 있었고 자산배분전략 역시 안정되어 있는 연기금에 해당한다. 캘퍼스는 기본적으로 주식의 비중이 매우 높은 연기금이다. 유명한 포커스리스트 자체가 캘퍼스의 기업 지분참여에 대한 높은 관심을 보여준다. 현재 캘퍼스의 자산 별 배분 비중은 5년 전과 큰 차이를 보이지 않고 있으며 다만 주식, 채권 등 전통 자산의 비중이 소폭 감소하는 대신 부동산 등 대체자산의 비중이 증가하고 있다는 점이 눈에 띈다.

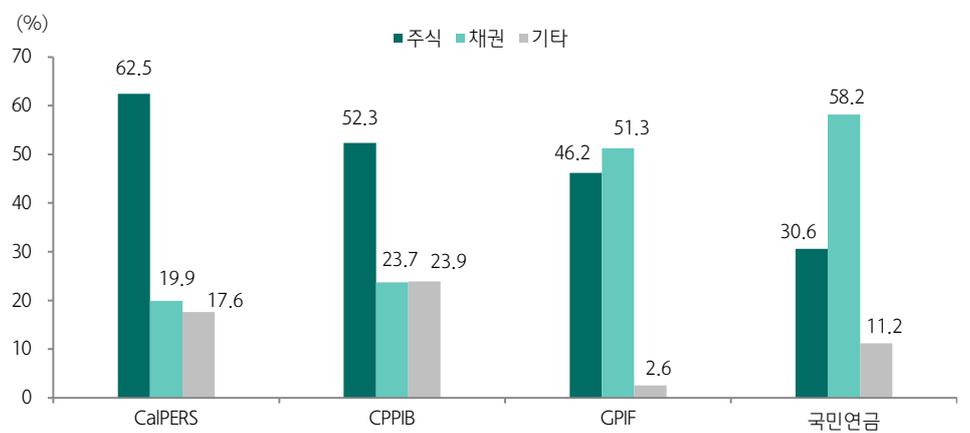
전통 자산의 비중을 줄이고 있다는 점에서는 CPPIB도 마찬가지이다. CPPIB는 5년 전에 비해 주식 비중을 4.2%, 채권 비중을 0.9% 줄인 반면 부동산 비중을 6%에서 2배 이상 증가한 13.1%로 늘렸고 인프라스트럭처에 대한 투자 역시 1% 이상 증가시켰다. 이 종의 자산에 투자를 배분함으로써 포트폴리오의 전체 변동성을 낮추는 자산배분전략의 의미를 생각한다면 기존 전통자산의 범주를 벗어나 대체투자 자산의 비중을 확대하는 현재의 추세는 타 연기금의 경우에도 향후 지속될 것으로 보인다.

그림 5. 국내외 주요 연기금 최근 5년 운용자산 규모 변동 (\$bn)



자료: 각 연기금 홈페이지, 하나금융투자.

그림 6. 국내외 주요 연기금 자산군별 비중 비교 (%)



자료: 각 연기금 홈페이지, 하나금융투자.

글로벌 연기금들은 채권 등 전통자산을 축소하고 대체투자를 확대하는 등 자산간 비중 균형을 염두에 둔 자산배분 실시 중

### 연기금들의 자산배분은 채권 비중 축소, 대체 투자 확대의 방향으로 진행

해외 주요 연기금들의 자산운용 동향 분석을 통해 현재 진행중인 자산배분전략의 흐름의 방향을 크게 3가지로 요약해 볼 수 있다.

우선 자산간 비중 격차가 축소되고 있다는 점이다. 과거 연기금들은 퍼포먼스 혹은 안정성과 같은 운용목적의 충족에 부합하는 자산군에 대한 투자 편중이 높았던 반면 최근에는 점차적으로 자산배분의 관점에서 자산간 비중 배분을 고려하는 것으로 보인다.

두 번째는 전체적으로 채권의 비중을 축소하고 있다는 점이다. 글로벌 자산 시장의 불확실성이 높아지고 저금리 기조가 연장되는 현재 상황에서 채권 자산에 대한 선호도가 높아지고 있지만 바로 그 저금리 기조의 확장이 연기금들의 채권 비중 축소를 유도하고 있다. 이미 채권 비중은 충분히 높기도 하지만 대략 3~5년 기간의 전략적자산배분 관점에서 단기적 불확실성 보다는 저금리가 더 큰 부담으로 작용하기 때문이다.

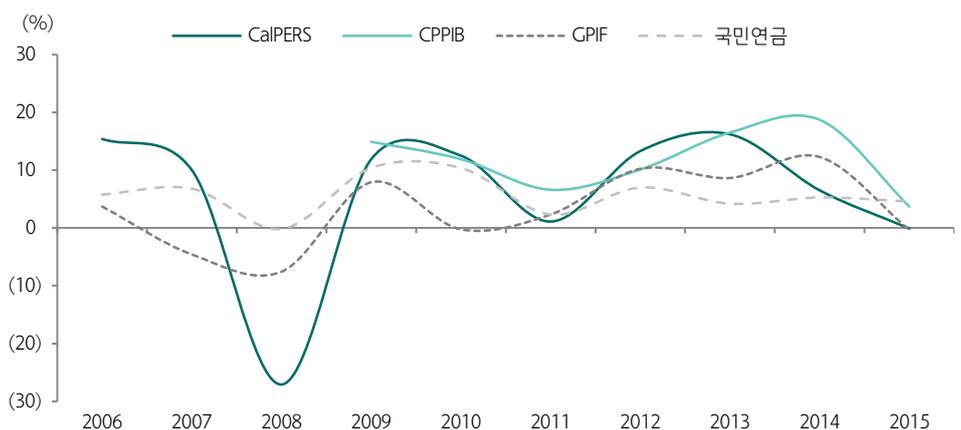
마지막 세 번째는 전통투자 비중 축소, 대체투자 비중 확대 흐름이다. 자산배분의 이론적 관점에서 보자면 배분 효과의 극대화는 자산간 공분산이 가장 낮을 때 가능해진다. 즉, 자산들의 성격이 판이할 때 포트폴리오의 변동성이 효과적으로 낮아질 수 있다는 의미이다. 그런 점에서 기존 전통자산과 차별성이 있는 대체자산을 편입한다는 것은 더 발전적 자산배분에 해당한다고 생각할 수 있고 향후 대체자산 확대 필요성은 더 강해질 것이다.

수익률 측면에서는 잘 배분된 자산배분 포트폴리오를 운용중인 CPPIB의 퍼포먼스가 상대적으로 양호

### 연기금 별 자산배분 특성에 따라 퍼포먼스 변동 차별적으로 형성

분석대상 연기금들의 연간 수익률 변동을 비교해보면 연기금 별 포트폴리오의 특성이 뚜렷하게 드러난다. 주식 비중이 높은 캘퍼스는 수익률 변동성이 타 연기금에 비해 가장 높게 나타나고 있다. 2008년 금융위기를 겪으며 무려 20% 이상의 손실을 기록했지만 금융위기 이후 가장 탄력적으로 반등하기도 했다. 반면 채권 비중이 높은 GPIF와 국민연금 등은 연도별 수익률 등락폭이 낮다는 점을 시각적으로 확인할 수 있다. GPIF는 2014년 이후 주식비중을 크게 늘렸지만 이후 일본 증시가 급락한 여파로 2015년 수익률이 마이너스로 반전되었다(-0.37%). 전체적으로 CPPIB의 수익률이 양호하고 등락도 낮게 나타나고 있어 CPPIB의 잘 배분된 포트폴리오와 연관지어 생각할 여지가 있어 보인다.

그림 7. 국내외 주요 연기금 최근 10년 연간 수익률 변동 (%)



자료: 각 연기금 홈페이지, 하나금융투자.

### CPPIB는 4단계 프로세스를 통해 최적 자산배분 포트폴리오 결정

CPPIB는 4단계 자산배분전략을 통해 자산별 최종 비중 결정

캐나다연금투자위원회법에서는 CPPIB의 자산운용에 대해 “캐나다공적연금(CPP)의 재정과 급여지급을 위한 유동성을 고려하며 동시에 과도한 위험을 초래하지 않는 한도 내에서 수익률을 극대화”할 것을 규정하고 있다. ‘과도한 위험’이라는 표현이 다소 추상적이긴 하지만 12명의 기금이사들로 구성된 투자위원회에서 극단적 경우에 한해서만 제어하는 정도로 생각하면 될 것 같다.

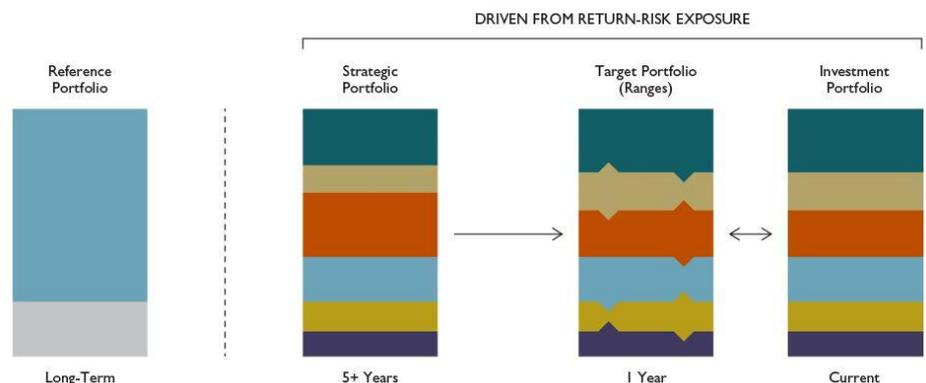
CPPIB의 자산배분 포트폴리오 결정은 4단계의 프로세스를 통해 진행된다. 가장 먼저 투자위원회는 합리적인 수준에서 포트폴리오가 감내할 총 리스크의 한도를 표현하는 준거 포트폴리오(reference portfolio)를 결정한다. 준거 포트폴리오는 3년 마다 조정되며 현재 운용 중인 준거 포트폴리오는 글로벌 주식 85%, 캐나다 국채 15%로 구성되어 있다. 즉, 향후 3년 동안 CPPIB의 포트폴리오는 이 준거 포트폴리오의 총 리스크 수준을 벗어나서는 안된다는 의미이다.

전략적 포트폴리오(strategic portfolio)는 준거 포트폴리오에서 제시하는 리스크 범위 내에서 6개 주요 자산군의 최적 자산배분 비중을 결정하는 포트폴리오이다. 자산군 사이의 공분산과 기대수익률을 수리적으로 조합해 리스크 수준은 유지하면서 포트폴리오의 총 기대수익률을 극대화하는 것을 목표로 한다. 전략적 포트폴리오는 향후 5년을 목표기간으로 하고 있으며 준거 포트폴리오에 맞춰 매 3년 마다 조정하게 된다.

전략적 포트폴리오가 결정되면 이제 1년 단위의 투자계획에 해당하는 목표 포트폴리오(target portfolio)를 설정하는 단계로 넘어간다. 목표 포트폴리오는 정책적 차원의 자산별 비중 제한(constraints), 시장 유동성, 리스크 이벤트, 비용 등을 종합적으로 고려해 결정된다.

실제 운용에 활용되는 투자 포트폴리오(investment portfolio)는 목표 포트폴리오에서 제시하는 각 자산 별 비중을 기준으로 상하 제한 범위 내에서 일간 단위로 조정되게 되는데 일반적 의미의 전술적 자산배분으로 생각할 수 있다. CPPIB는 이러한 4단계의 단계적 자산배분절차를 통해 애초 투자위원회에서 허용한 총 리스크의 범위를 준용하면서 현실적 시장 환경 내에서 수익률 극대화를 추구하게 되는 것이다.

그림 8. CPPIB 자산배분 포트폴리오 결정 프로세스



자료: CPPIB, 하나금융투자.

극도로 보수적 운용을 해왔던 GPIF는 2013년 이후 적극적 전략으로 전환

### GPIF의 자산배분전략은 아베노믹스 등장 이후 큰 전환

일본공적연기금 GPIF는 후생노동대신이 정한 '운용기본방침'에 의해 국내채권을 중심으로 운용되어 왔다. 운용의 기본방침을 표현한 관련 법률에서 '안전성과 확실성'을 명시한 데서 알 수 있듯 극도로 보수적인 운용 철학을 유지해온 것이다. 이러한 기조는 아베노믹스 등장 이후 큰 변화를 맞이해 2013년 후반부터 적극적으로 주식 비중을 늘리는 방식으로 수익률을 추구하게 되었다.

GPIF의 자산배분전략은 11인 이내로 구성된 운용위원회에서 중기계획을 심의하고 운용 관리부서에서 투자비중을 결정하는 절차로 진행된다. 포트폴리오 전체의 총 리스크와 기대수익률을 연도별로 지정하고 각 자산군 별로 괴리허용폭을 지정해 시장 상황에 따라 비중을 조정하게 된다. 예를 들어 국내채권은 상하 8%, 국내주식은 상하 6%의 괴리허용폭을 부여받고 있다.

독립운용조직을 갖추지 못한 캘퍼스는 최상위 의결기구 관리이사회에 의해 자산배분전략 승인

### 캘퍼스의 자산배분전략은 투자위원회에 의해 3년 주기로 조정

캘퍼스는 지역연금이면서 독립운용조직이 아니라는 점에서 CPPIB나 GPIF와 큰 차이를 보인다. 캘퍼스의 모든 투자활동은 기본적으로 캘리포니아주 헌법의 규정을 따르도록 되어 있는데 그 내용은 대체로 수익 극대화에 대한 당위적 표현들이다.

캘퍼스의 최상위 의결기구는 관리이사회(board of administration)이며 그 하부조직인 투자위원회(investment committee)와 투자부서(investment office)를 거치며 자산운용이 실행된다. 캘퍼스의 투자정책은 우선 투자위원회에서 일반적 수준의 투자방향을 결정하고 이 지침 내에서 투자부서가 실무적 자산운용을 진행하는 방식을 취하고 있다. 자산배분 차원에서는 각 자산군별로 정책적 비중 목표를 설정하고 동시에 상하 변동 허용 범위를 결정하게 된다. 캘퍼스의 전략적자산배분 목표는 3년 주기로 조정되며 투자위원회에서 심의, 승인하도록 되어있다.

SAA와 TAA의 시스템을 갖추고 있는 국민연금은 향후 해외 선진 연기금을 벤치마크로 자산 간 비중 균형을 조정할 필요 있음

### 국민연금은 형식적으로 SAA와 TAA의 균형을 적절히 갖추고 있음

국민연금 역시 전략적 자산배분과 전술적 자산배분의 시스템을 갖추고 있다. 전략적 자산배분은 5년 단위의 중기자산배분과 연간 단위의 기금운용계획으로 이루어져 있으며 중기자산배분과 기금운용계획은 매년 갱신되게 된다. 전술적 자산배분은 변화하는 시장상황에 대응하고 이를 이용하기 위해 전략적 자산배분으로부터 주어진 범위 안에서 조정하는 것으로 기금운용지침에 명시되어 있다. 예를 들어 시장상황 변동 시 국내주식의 경우 상하 3%, 국내 채권은 5% 범위 내에서 전술적 자산배분을 실행하게 된다.

다만 포트폴리오의 효율성을 극대화하기 위한 자산배분 테크닉과 프로세스의 발전이 필요할 것으로 보인다. 이 점에 있어서는 CPPIB가 벤치마크의 사례가 될 수 있을 것으로 보인다. 즉, 자산간 공분산 분석에 입각한 계량적 최적 자산배분비중을 설정함으로써 투자의 효율성을 의미있게 확대할 수 있을 것이다. 정책적 차원에서는 현재 다소 과도한 국내 채권 비중을 축소하고 해외 자산에 대한 투자를 확대하며 특히 대체투자의 비중을 획기적으로 늘릴 필요가 있을 것이다.