

한국의 대외투자 수익성 분석 및 시사점

정 성 태 (LG경제연구원)

1998년 이후 경상수지 흑자가 이어지면서 한국의 해외투자자산도 늘어나 2014년말 이후 해외투자자산이 외국인이 보유한 국내자산을 초과하고 있다. 이와 같은 해외투자자산 확대추세는 원자재 가격의 안정, 고령화에 따른 소비성향 저하 등으로 상당기간 이어질 가능성이 높다. 1조 달러에 달하는 해외자산 중에서도 외환보유액과 해외직접투자를 제외한 주식 및 채권(포트폴리오 투자)의 비중은 아직은 상대적으로 작은 편이지만 증가율이 가파르다. 그렇지만 포트폴리오 투자의 성과는 저조한 편이다. 해외투자펀드를 기준으로 할 때 2003년 이후 실현된 손실과 평가손실을 합쳐 6.8조원의 투자손실을 냈다. 이처럼 해외투자의 성과가 낮은 이유로는 투자시점이나 투자대상의 쏠림 현상 때문으로 보인다. 2007~2008년 중국에 대한 투자, 2011년 이후 브라질채권투자 등이 대표적이다. 해외증권투자 경험이 일천하고 투자네트워크 및 리서치 능력이 부족한 탓도 크다. 정책 측면에서도 해외투자를 환율안정이나 수출증대를 위한 거시경제정책의 도구로 보는 시각을 바꿀 필요가 있다.

[1] 들어가며

2014년말을 기준으로 한국경제는 해외투자자산(대외자산)이 외국인의 국내투자자산(대외채무)보다 많은 '순투자국'이 되었다. 1999년 대외채권이 대외채무보다 많은 '순채권 국가'로 올라선지 15년만이다. 여기에서 대외채권은 주식이나 해외직접 투자를 제외한 원금과 이자가 정해져 있는 채권 및 채무라는 의미에서 대외채권 및 채무를 의미한다. 그러므로 지난 16년간 채권과 채무 이외에도 국내 거주자의 해외직접투자 와 주식, 파생, 대체투자가 해외국적자의 국내투자보다 크게 늘었다는 의미가 된다.

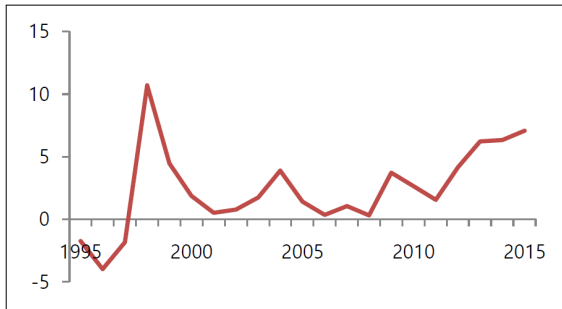
이처럼 한국이 순투자국으로 올라서게 된 가장 큰

요인은 무엇보다도 1998년 이후 지속되고 있는 경상수지 흑자이다. 한국의 경상수지는 1997년 GDP 대비 1.8%, 102억 달러의 적자를 기록한 이후 줄곧 경상수지 흑자를 유지하고 있으며 2014년 GDP의 6% 892억 달러의 흑자였고, 2015년에도 1000억 달러에 가까운 흑자가 예상된다. 앞으로 수 년간 원자재 가격이 안정적인 수준을 유지할 것으로 보이고, 고령화가 진전되어 은퇴 전후 세대의 노후불안이 확대되면서 이들 세대의 소비성향이 줄어들고 있다는 점도 고려하면 당분간 경상수지 흑자기조는 상당기간 이어질 것으로 보인다.



〈그림 1〉 한국의 경상수지 추이

(단위: GDP대비 %)



출처 : IMF World Economic Outlook Database

국민계정(National Account)에 따르면 경상수지는 국내투자자와 국내저축의 차이이며 초과저축은 경상수지 흑자, 초과투자 부분은 경상수지 적자가 된다. 그에 따라 초과 저축부분은 대외투자자, 초과투자 부분은 대외채무 확대에 이어진다. 그러므로 결국 대외투자 금액은 경상수지 흑자의 누적 합인 셈이다. 물론 경상수지 흑자가 국내저축에 비해서 국내투자가 적은 상태를 의미한다는 점에서 해외투자가 증가하는 것이 저시경제적으로 반드시 바람직하다고 볼 수는 없다. 국내투자가 줄어들면서 성장과 고용에서는 부정적인

영향이 발생할 것이기 때문이다. 그렇지만 중국, 인도, 브라질과 같은 대규모 시장으로의 진출이나 수입규제를 회피하기 위해기업들이 해외투자를 늘리는 경우 국내의 투자 여건개선만으로는 국내투자를 유인하거나 고집하기 어렵다. 또한 환율등락이나 노동 비용상승 등을 감안한다면 주주 입장에서 국내생산만이 최적이라고 볼 수는 없다. 특히 경상수지 흑자가 누적되어 원화 가치가 지속적으로 상승하는 경우 국민경제 전체적으로는 투자와 고용이 늘린다는 이유로 기업들이 신규투자를 통해 국내생산을 마냥 늘리는 선택을 하기 어렵다.

이러한 점은 해외증권투자도 마찬가지이다. 국내의 성장률과 이자율이 하락하는 상황에서 국내투자만을 고수하기보다는 적절한 수준의 해외 투자가 수익률 측면에서는 바람직할 수도 있다. 그 과정에서 구축효과(crowding-out effect)로 국내 이자율이 상승하고, 주식이 저평가될 가능성도 물론 있다. 그렇지만 개방경제하에서 국내투자만을 고수하는 것은 가능하지도 않으며 때로는 비효율적일 수도 있다. 아래에서는 한국의 대외투자의 현황을 간략하게 살펴보고, 그 중에서 금융부문인 주식 및 채권투자의 특징과 문제점을 살펴보고자 한다.

2 한국의 대외자산 및 대외채무 현황

2014년말을 기준으로 우리나라의 대외자산은 1조 802억 달러이고, 대외부채는 9983억달러로 순자산은 818억 달러이다. 2013년말보다 대외자산은 1126억 달러 늘었고, 대외부채도 640억 달러 증가하여, 순자산은 1126억 달러 증가하였다.

대외자산을 자산의 종류별로 나누어보면 중앙은행이 보유한 '외환보유액'으로 통칭되는 준비자산이 33.6%(3635억달러), 직접투자 23.9%(2485억 달러), 주식투자 13.2%(1429억 달러), 채권투자 5.9%(663억 달러), 파생금융상품 2.8%(306억 달러), 기타

자산 20.5%(2211억달러)이다. 2004년말 이후 각 자산의 연평균 증가율은 파생상품(16.7%), 직접투자(14.8%), 채권(14.8%), 주식(13.8%), 기타자산(6.2%), 준비자산(3%) 순으로 높았다. 반면 대외부채의 구성을 보면, 주식투자가 36.9%(3693억 달러), 채권이 22.1%(2205억 달러), 직접투자가 18.2%(1820억 달러), 파생금융상품 3.6%(362억 달러), 기타부채 19%(1901억 달러)이었다.

통계를 살핀 결과에서 알 수 있는 특징적인 사실은 자산에서는 준비자산이나 직접투자에 비해 주식이나

채권투자규모가 적은 편으로 전체의 19.2% 수준에 그친다는 점이다. 반면 전체 대외부채에서 외국인이 보유한 주식의 비중이 37%에 이르고 있다. 요점은 준비자산을 제외하면 한국의 대외투자는 실물부분에 대한 투자인 직접투자의 비중이 높고, 외국인의 국내 투자의 경우 지분투자의 비중이 높다는 점이다.

이는 다시 말하면 한국의 대외자산은 유동성이 낮은 고정자산형태로 구성되어 있는 반면 외국인이 보유한 국내자산은 유동성이 비교적 높은 자산으로 구성되어 있다는 점이다. 이러한 차이는 금융시장이 평온한 시

기에는 그다지 주목받지는 못하고 있다. 그렇지만 2008년과 같은 금융위기 상황이 되면 경수수지 흑자가 크고 대외자산이 많더라도 자산의 상당 부분이 유동성이 낮은 자산으로 구성되어 있으나 부채는 유동성이 높아 자산의 불일치(mismatch) 문제가 불거질 가능성이 높다. 아울러 해외직접투자의 경우 대부분 금융기관이나 개인투자자가 아니라 기업들 수준에서 이루어지므로 국가경제 전체적인 입장에서 보면 순자산이 많더라도 유동성 수급에 어려움을 겪을 수도 있다는 점도 주의가 필요하다.

〈표 1〉 한국의 대외자산 및 대외부채 추이

(단위: 억달러)

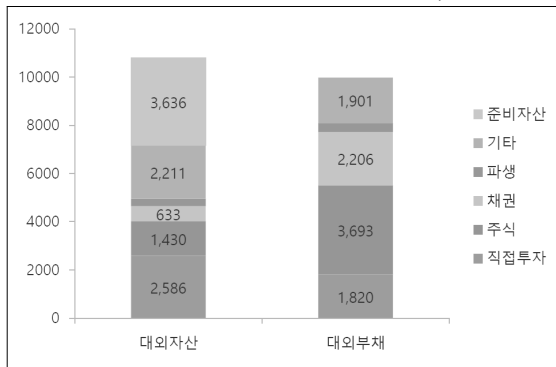
	대외자산	직접투자	주식	채권	파생상품	기타	준비자산
1994	744.551	97.198	3.646	43.876	0	376.431	223.4
1995	998.048	132.8	5.868	67.574	0	498.306	293.5
1996	1220.232	176.237	12.402	132.527	0	604.866	294.2
1997	1177.546	195.492	9.759	111.111	0	772.46	88.725
1998	1404.097	190.867	7.932	85.299	0	634.899	485.1
1999	1588.855	191.913	11.747	68.574	0	576.076	740.545
2000	1826.619	214.974	10.338	44.931	0	594.395	961.981
2001	1787.78	199.669	11.556	67.726	4.142	476.473	1028.214
2002	2036.14	207.345	17.937	97.573	9.165	489.995	1214.125
2003	2559.366	249.864	34.158	161.302	7.769	552.749	1553.524
2004	3295.926	321.656	90.09	240.773	10.783	641.963	1990.661
2005	3701.809	386.831	139.135	382.204	10.091	679.641	2103.907
2006	4667.327	491.87	368.187	609.471	13.92	794.318	2389.561
2007	5949.61	747.765	1048.576	537.485	23.383	970.159	2622.241
2008	5372.395	979.531	478.789	272.34	560.072	1069.429	2012.234
2009	6304.102	1212.788	723.196	288.265	286.822	1093.084	2699.947
2010	6970.924	1440.319	819.301	303.007	275.816	1216.773	2915.707
2011	7595.265	1724.132	716.632	317.84	267.475	1505.16	3064.025
2012	8610.413	2028.753	991.211	385.741	317.173	1617.85	3269.684
2013	9675.377	2388.121	1237.748	449.851	235.901	1899.161	3464.596
2014	10802.14	2585.526	1429.545	633.04	306.693	2211.409	3635.927
	대외부채	직접투자	주식	채권	파생상품	기타자산	순자산
1994	1116.995	148.46	153.913	195.569	0	619.054	-372.444
1995	1459.877	182.167	181.533	297.69	0	798.487	-461.829
1996	1856.205	257.259	145.328	445.113	0	1008.505	-635.974
1997	1823.228	141.665	61.877	540.495	0	1079.191	-645.682
1998	1925.855	221.95	187.345	469.759	0	1046.801	-521.758



	대외부채	직접투자	주식	채권	파생상품	기타자산	순자산
1999	2445.751	418.524	629.012	442.459	0	955.756	-856.896
2000	2191.893	437.38	404.651	398.589	0	951.273	-365.274
2001	2365.925	532.075	700.022	363.85	4.168	765.811	-578.145
2002	2648.349	626.583	756.657	405.355	9.358	850.397	-612.209
2003	3191.464	660.697	1167.581	482.706	8.987	871.493	-632.098
2004	3900.228	877.664	1564.164	538.968	9.044	910.389	-604.303
2005	5140.824	1048.791	2494.755	609.808	13.192	974.278	-1439.02
2006	6219.499	1157.735	2763.881	760.049	24.232	1513.602	-1552.17
2007	7824.091	1219.565	3200.654	1365.882	49.11	1988.879	-1874.48
2008	6065.673	947.215	1246.397	1275.124	753.212	1843.726	-693.278
2009	7302.846	1219.334	2370.832	1544.965	325.988	1841.726	-998.744
2010	8281.965	1354.997	3170.29	1721.2	273.61	1761.868	-1311.04
2011	8405.562	1351.783	2842.427	1927.75	290.73	1992.872	-810.298
2012	9554.111	1578.761	3633.056	2147.967	309.107	1885.22	-943.698
2013	10047.62	1808.597	3879.221	2276.522	264.197	1819.084	-372.244
2014	9983.352	1820.368	3693.125	2205.979	362.498	1901.383	818.79

〈그림 2〉 한국의 대외자산 및 부채 추이

(단위: 억 달러)



주) 2014년말 기준
출처 : 한국은행 ECOS

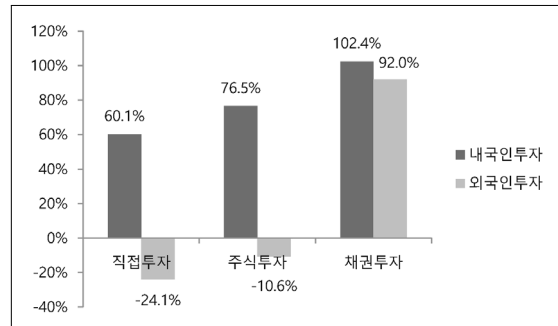
대외 자산과 부채는 투자증가, 가격변화, 환율변화 등에 따라 증가하기도 하고 감소하기도 한다. 증감요인을 파악하기 위해 국제투자대조표와 국제수지표를 연결하여 간략하게 분석하였다. 수익률 분석보다는 2004년말 이후 투자금액의 변화를 어떤 요인이 설명하는지를 중심으로 살펴보았다. 예를 들어 지난 10년

간 해외주식평가금액이 100만억 늘었는데, 그 기간 중 투자금액이 80만억 늘고 배당금이 20만억 있었다면 실제 투자금액은 60이고, 평가금액의 증가의 60%를 설명하는 한다.

이러한 방식으로 보면 한국의 직접투자 금액은 2004년말 321억 달러에서 2014년 2585억 달러로

〈그림 3〉 투자증가가 자산 및 부채의 잔액증가를 설명하는 정도

(단위: %)



주) 배당과 이자는 투자금액에서 제외
출처 : 한국은행 ECOS

2263억 달러 늘었는데 직접투자에 따른 배당금을 투자금액에서 제외한 금액은 1361억 달러로 잔액 증가의 60% 정도를 투자증가가 설명하는 것으로 보인다. 주식투자의 경우 잔액은 1339억 달러 증가하였는데, 배당금을 조정한 후 투자금액은 1025억 달러로 잔액 증가의 76%를 설명한다. 채권투자의 경우에는 잔액증가는 392억 달러였는데, 이자를 조정한 투자금액은 401억 달러로 해외채권 투자에서 상당한 손실을

본 것으로 볼 수 있다.

같은 방식으로 외국인의 국내투자를 보면 직접투자는 잔액은 늘었는데 투자금액보다 투자회수금액이 훨씬 더 많았고, 이는 주식투자도 마찬가지였다. 즉 직접투자 및 주식투자 잔액 증가율 전체가 거의 평가이익으로 볼 수 있는 셈이다. 반면 채권투자는 잔액증가 중 투자증가가 90%를 정도를 설명하는 것으로 나타나서 직접투자나 주식투자에 비해 수익률은 낮은 것으로 보인다.

[3] 한국의 대외자산 수익률이 저조한 이유

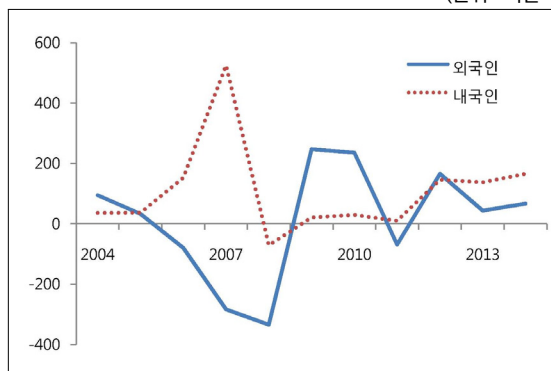
그렇다면 대외자산의 수익률은 낮은 반면 대외부채의 수익률은 높게 형성되는 주된 이유를 살펴볼 필요가 있다. 우선 투자시기가 수익률에 큰 영향을 미친 것으로 보인다. 외국인 주식투자의 경우 1998~2001년, 2003~2004년, 2009~2010년 등 세 차례의 주식 및 원화까지 약세기에 투자금액이 크게 증가한 것이 주된 이유로 볼 수 있다. 그 기간 동안 주식시장 유입금액은 각각 285억 달러, 220억 달러, 486억 달러에 달했다. 반면 내국인의 해외주식투자는 2005년부터 서서히 증가하여 금융위기전 2007년에는 525억 달러에 달했으나 2008년 금융위기 이후 3년간은 자금을 회수하는 수준에 그쳤다. 그리고 2012년에야 투자가 다시 본격적으로 시작되었으나 규모는 2007년의 28% 수준인 146억 달러 내외에 그쳤다. 주식시장이 2008년 리만 브라더스 파산 이후 급락 후 2009~2011년까지 출몰 회복세였다는 점을 감안하면 적절한 투자시점 선정을 제대로 하지 못해 내국인의 해외투자수익률이 낮은 것으로 짐작할 수 있다. 상술하면 2010년 중에도 외국인의 국내투자는 늘었지만 내국인의 해외투자는 늘어나지 않은 점에서 투자타이밍도 수익률 차이에 영향을 미친 것으로 볼 수 있다.

투자자산의 편중 문제도 지적하지 않을 수 없다. 2007년만 하더라도 중국에 대한 투자금액이 크게 증가하여 전체 증권투자금액의 27.6%(155억 달러)에 달했

다. 그렇지만 중국에 대한 투자는 대부분 주식투자였으며 2008년 중 주식시장 급락으로 큰 손실을 입었다. 물론 중국당국이 최근 들어서야 외국인의 채권보유를 허용하는 조치를 내놓았다는 점에서 주식투자 일변도는 불가피한 점도 있다. 그렇지만 중국에 대한 편중투자 문제는 남는다. 최근에는 홍콩과 상하이 주식시장을 잇는 후강통제도 시작 이후 중국주식에 대한 투자가 크게 늘어났다. 그렇지만 상하이 주식시장이 폭등과 폭락을 오가면서 한국의 투자자들도 그만큼 손해를 입었을 가능성이 높다는 점에서 8년이 지난 시점에서 여전히 투자자산의 편중 문제가 개선되지 않았다.

〈그림 4〉 내국인과 외국인의 주식투자 흐름

(단위: 억달러)



출처 : 한국은행 ECOS



중남미지역에 대한 투자도 중국과 비슷한 패턴을 보였다. 2011~2013년 중 중남미지역에 대한 증권투자는 88억 달러로 전체 증권투자금액의 15.3%에 달했다. 중남미 채권투자 중 대부분은 브라질 채권투자인데 높은 금리와 조세협약에 의한 이자소득세 비과세라는 이득을 기대한 투자 때문이었다. 그렇지만 2013년 이후 브라질 경제가 고물가와 저성장세에 시달리면서 채권가격은 하락하고 환율은 폭등하면서 막대한 투자손실이 발생한 것으로 추정된다. 물론 2011년에는 대내외 여건이 개선되면서 브라질 경제의 매력도가 높아지던 상황이었음은 분명하다. 그렇지만 장기적인 관점에서 보면 브라질이 수 차례 대외채무에 대해서 모라토리엄이나 디폴트를 선언하였다는 역사적 사실을 간과했다는 점에서 낙관적인 투자로도 볼 수 있다. 한편 브라질 채권투자 사례에서 볼 수 있듯이 환율

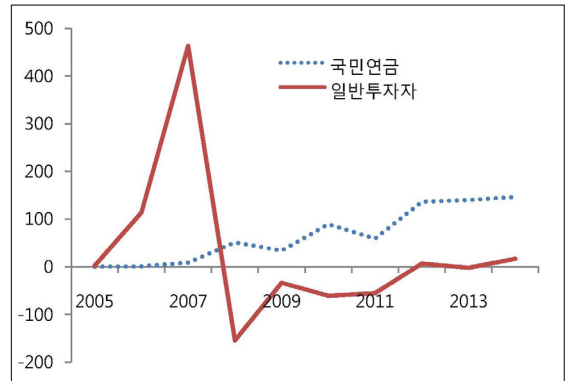
의 영향도 무시할 수 없다. 미국 달러화로 표시되지 않은 해외자산의 경우 달러강세가 이어질 경우 수익률은 하락하게 된다. 물론 내국인 투자자의 수익률은 여기에 원/달러 환율의 영향도 감안하여야 한다. 예를 들어 브라질 헤알화(Real)의 가치가 미국 달러 대비 하락하였는데, 원화는 반대로 달러 대비 강세를 보인다면 브라질 헤알화 표시자산에 대한 수익률은 더욱 크게 하락할 수 있기 때문이다. 결국 해외자산에 대한 투자는 표시통화의 원화환산 환율까지 고려해야 하는 복잡한 의사결정까지 요구한다. 반면 내국인의 투자패턴은 앞서 보듯 달러대비 원화 강세와 위험선호가 강해지는 시점에 집중되어 있다. 결국 원화와 투자대상국의 통화간의 변동성이나 방향성까지 고려한 투자 의사결정이 필요하였으나 이에 실패하면서 투자손실이 커진 것으로 볼 수 있다.

[4] 해외증권투자의 수익률 분석

앞서 대외자산 투자 및 회수의 흐름을 살펴보았다. 이러한 특성은 기관, 개인, 정부(연금 등) 등 투자자별로 다르게 나타날 수 있어 투자자별로 분석할 필요가 있다. 2014년말을 기준으로 전체 해외증권투자(2062억달러) 중에서 51.4%는 일반정부, 즉 국민연금이고 48.6%는 민간투자자이다. 실제로 한국은행 통계에서는 국민연금을 일반정부, 나머지를 기타(공기업, 은행, 자산운용 등)로 구분하고 있다. 이하에서는 한국은행의 준비자산을 제외하고 분석하였다. 이는 한국은행의 외환보유 목적은 투자수익률 제고가 아니고, 무엇보다도 수익률 자료를 대외적으로 공개하지 않기 때문이다. 우선 일반정부(이하 국민연금)의 주식 및 채권투자 패턴은 기타 투자자와는 다르게 나타난다. 주식부문은 경우 기타 투자자(이하 일반 투자자)들이 2008년 금융위기를 전후로 투자자금을 회수하는 패턴을 보인 다음 2012년 이후 투자를 늘리는 모습이 나타났다. 반면 국민연금은 꾸준하게 주식투자를 늘리는 모습이었다. 채권 및 파생상품 투자의 경우에도 두 투자자들의

투자행태는 서로 엇갈리는 모습이였다. 2010년 이후 양자 모두 채권투자를 늘리고는 있으나 일반 투자자들이 국민연금보다 채권투자에 적극적이었다. 앞서 살펴본 것처럼 두 투자자의 투자행태는 큰 차이가 있다. 그렇다면 이러한 차이가 수익률에는 어

〈그림 5〉 국민연금과 일반투자자의 주식투자 흐름 (단위: 억 달러)



출처 : 한국은행 ECOS

편 영향을 미치지 살펴보았다. 국민연금의 경우 매년 발표하는 기금운용 보고서를 활용하였고, 일반 투자자의 경우 금융투자협회에서 집계하여 발표하는 해외투자펀드 통계를 이용하였다.

국민연금의 운용보고서에 따르면 2014년말 현재 전체 운용자산 469.8조원 중 75.2%인 353.2조 원이 국내자산에 투자되고, 14.5%는 해외증권에, 나머지 11.3%는 사모펀드, 부동산 등 대체투자에 운용되고 있다. 그리고 해외자산 중 55.2%(56.6조원)은 주식부문, 20.9%(21.5조원)은 채권, 나머지 23.9%(24.4조원)는 대체자산에 투자되고 있다.

반면 일반투자자들의 펀드투자를 보면 총 해외 주식 및 채권투자액은 63.2조원으로 이 중에서 주식형(16.9조원), 채권형(6.9조원), 채권주식 혼합형(1.6조원), 재간접형(10.3조원), 기타(17.4조원) 등으로 구분된다.(국내외 혼합투자형은 제외) 2008년 이후 국민연금의 기금운용 수익률 추이를 보면 금융위기가 발생했던 2008년에는 -0.19%를 기록하였지만 이후 5년간은 6%대의 수익률(단순평균)을 나타내었다. 2009년 이후 5년간의 연평균 수익률만을 비교하면 국내주식의 경우 9.05%, 해외주식의 경우는 7.76%를 나타내어 해외주식의 수익률이 1.29%p 낮았다. 채권의 경우에는 국내채권이 3.14%, 해외채권이 3.08%로 근소하게 국내부문의 수익률이 높았다. 해외투자 확대의 실익이 크지 않았다는 것이다. 반면 2014년까지 포함하는 경우에는 국내주식시장의 부진으로 국내주식은 6.6%, 해외주식은 8.04%로 해외주식의 수익률이 높았다. 채권의 경우에는 국내채권이 3.75%, 해외채권이 3.99%로 근소하게 해외부문의 수익률이 높았다.

해외투자펀드의 수익률을 보면 주식형은 2009년 이후 5년간 수익률은 8.3%로 국민연금에 비해 성과가 좋은 편이었다. 채권형 펀드의 경우 수익률이 0%에 그쳐 거의 수익이 나지 않았고, 국민연금의 수익률에 비해 3%p 이상 낮았다. 반면 2014년을 포함하는 경우 주식형이 8.15%, 채권형이 1.6%로 해외투자 수익률이 다소 개선되는 모습이었으나, 국민연금과 비교한 경우 주식형의 수익률은 비슷한 수준이지만 채권형은 여전히 2%p 이상 낮았다. (혼합형은 제외하

고 순수 주식형과 채권형만을 비교하였다.)

흥미로운 사실은 국민연금의 경우 2008년 금융위기 이후에도 수익률이 높은 주식 부문에 대한 투자를 꾸준히 늘려 수익을 늘렸지만, 개인투자자들이 보유한 주식형 펀드의 경우 2008년 32.3조원을 정점으로 설정잔액(투자원금)이 줄어들어 2013년에는 18.8조원에 불과하였다는 사실이다. 만약 주식형 펀드투자자들이 2008년 말에 환매하지 않았다면 이후 기간 중 주가가 회복되었다는 점을 고려하면 현재 보유자산은 61% 정도 많았을 것이다. 이는 2007년 이후 해외투자를 늘렸던 펀드투자자들이 2008년 이후 큰 손실을 본 후 원금손실을 감수하고 투자를 회수한 탓이다.

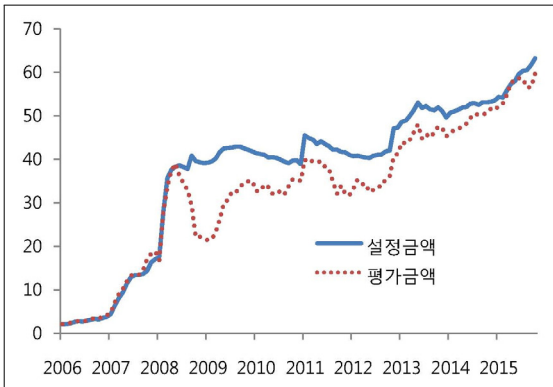
그리고 상대적으로 안전한 투자 자산으로 여겨져 2009년 이후 투자가 꾸준히 증가한 채권부문에서는 수익을 내지 못하였다는 사실도 지적할 수 있다. 이는 우선 브라질 등 위험도가 높은 국가에 대한 투자가 많았다는 점, 환율변동까지 고려할 경우 해외채권 투자가 사실상 저위험 투자가 아니라 고위험 투자이기 때문이다. 게다가 2~3%에 달하는 거래 수수료와 사실상 환매가 어렵다는 점을 감안한다면 채권투자에서도 상당한 손실을 보았다고 할 수 있다. 결국 투자시점의 선택과 위험기피 성향에 따라 수익률에 차이가 나타난 것으로 해석할 수 있다.

이하에서는 2004년 이후 해외펀드의 총 수익을 계산하였다. 2015년 10월말 현재 전체 해외투자펀드의 투자원금은 63.2조원인데 반해 순자산총액은 59.7조 원으로 3.5조원의 미실현 평가손실을 보고 있다. 그리고 매월 투자원금이 줄어드는 부분과 순자산총액을 감안하면 투자금 회수에 따른 실현된 확정손실을 추산할 수 있으며, 2004년 이후 월별 확정손실을 더하면 3.3조 원이다. 이를 연도별로 보면 2008년 7월 이전까지 해외증권 투자손실은 거의 발생하지 않았다. 그렇지만 2008년 7월 이후 손실액은 8.8조원에 달했고 특히 2008년 10월에만 손실액이 6.4조원에 이르렀다. 반면 주식시장이 회복된 2009~2010년 중에는 6.5조원의 이익을 실현하였다. 그리고 2012년에는 손실액이 2.2조원에 달했다.



〈그림 6〉 해외펀드 설정금액과 평가금액 추이

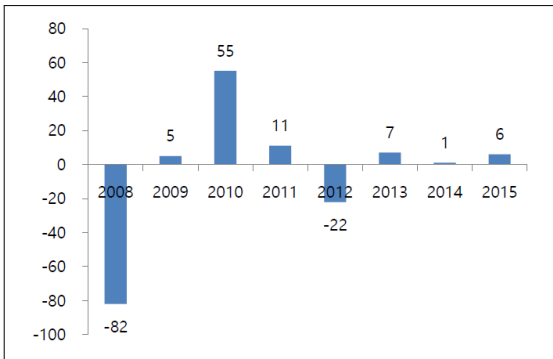
(단위: 조원)



출처 : 금융투자협회 해외투자 Database

〈그림 7〉 2008년 이후 해외펀드 확정수익

(단위: 천억원)



주) 월별 펀드 설정액과 평가액으로 추산

출처 : 금융투자협회 Database

2004년 이후 투자 자금을 회수하여 실현된 손익 3.5조원에 2015년 10월말 현재의 평가손실을 더하면 전체 투자손실은 6.8조원으로 추산된다. 물론 3.5조 원 경우 평가손실이어서, 향후 투자자산 가격이나 원화가치 변동에 따라서 달라질 가능성은 있다. 그리고 이 모든 손실이 투자자산의 가격하락에서 비롯된 것으로 볼 수는 없다. 원화가치가 변동하면서 원화로 표시된 수익률이 하락한 부분도 있기 때문이다. 원화가치 변동과 투자자산 가격변동에 따른 효과를 구분하기 위해서 매월의 실현된 손실을 달러로 환산해서 추산한 결과 확정된 투자손실 3.3조원은 자산가격 하락에서

2.65조원, 환율변동에 따른 손실이 6,500억원인 것으로 나타났다. 이는 주식투자 대상국의 환율과 원화환율의 관계가 원/달러 환율과 어긋나는 경우 환헤지가 오히려 수익률을 떨어뜨리는 결과를 낳을 수도 있다는 점을 시사한다.

앞서 분석한 내용에서 보듯이 국민연금의 해외자산 수익률은 민간부문의 수익률과 비교해 주식부문은 비슷하지만 채권에서는 훨씬 높은 수준이었다. 그렇지만 국민연금 이외의 운영주체에게 자금운용을 맡겼을 경우와 비교해서 수익성을 비교할 필요가 있다. 이를 위해서 주식부문의 경우 모건스탠리 주식지수(MSCI World Index), 채권부문은 바클레이채권지수(Barclays Capital Global Aggregate Bond Index)와 국민연금의 수익률을 비교하였다. 두 지수 모두 달러를 기준으로 산출되기 때문에 국민연금에서 매년 발표하는 기금운용보고서의 달러수익률을 기준으로 비교하였다. 물론 국민연금의 포트폴리오와 양 지수간의 포트폴리오가 서로 다르다는 점은 유의할 필요는 있으나 두 지수 모두 상당히 광범위하게 사용되는 벤치마크이므로 큰 무리는 없어 보인다. 2006~2014년 국민연금 해외주식투자의 달러환산 수익률은 5.32%였고, MSCI 지수는 3.83%였다. 달러환산 수익률은 비교대상보다 높아 상대적으로 우수한 운용능력을 보였다고 할 수 있다. 비교연도를 최근 6년(2009~2014년)으로 한 경우에는 해외투자 달러환산 수익률은 8.35%로 벤치마크 수익률인 7.41%보다 높았다. 채권의 경우에는 2006~2014년은 벤치마크보다 높았으나 최근 6년간 수익률은 벤치마크에 다소 미달하는 수준이었다.

〈표 2〉 국민연금과 주요 벤치마크 수익률 비교

	해외주식	MSCI	해외채권	Barclay
06년~14년	5.32	3.83	6.22	5.48
09년~14년	8.35	7.41	3.42	3.45

출처 : 국민연금 운용보고서

[5] 결론

2006년 이후 해외증권투자의 수익률은 저조한 편이다. 해외투자펀드 중 주식투자의 수익률은 연평균 3.7%에 그쳤다. 각종 수수료와 이자소득세, 높은 수익 변동성까지 감안하면 사실상 정기예금보다 낮다고 볼 수 없다. 이처럼 부진한 수익률의 배경에는 특정 시점, 특정 국가, 특정 자산에 집중되는 투자행태와 원금손실에 대한 기피가 영향을 미친 것으로 보인다. 특히 2008년 이후 투자원금에 손실이 발생한 후 투자 회수가 급격하게 늘어 났고 수익률이 회복되는 상황에서도 투자를 줄이는 모습이 나타났다. 민간 해외투자펀드에서 중국, 브라질 등 신흥국 투자가 일시에 집중되는 현상은 수익률의 하락의 주된 요인으로 지적할 수 있다. 이러한 투자행태는 수익률이 하락한 이후에도 장기적 관점에서 투자금액을 늘려 수익률을 제고한 국민연금과는 정반대이다.

채권투자의 경우에도 수익률은 낮은 편이었는데 (0~1.6%) 고금리인 신흥국 국채에 대한 투자의 성과가 부진한 탓으로 보인다. 국민의 노후를 보장하는 국민연금의 해외투자수익률의 경우 민간채권펀드 부문이나 글로벌 비교대상 지수(Barclays 등) 보다 다소 낮다.

이처럼 해외증권투자의 성과가 낮은 것은 투자자들의 행태와 더불어 우선 급격하게 팽창한 투자규모에 비해서 자산운용 역량이 다소 부족한 탓도 있다. 중국을 제외한 신흥국에 대한 전문적인 인력이 상당히 부족하고 양질의 정보를 얻기도 어렵다. 2011년 스위스의 IMD가 발표한 금융전문인력 국제 순위에서 한국은 46위에 그쳐 홍콩(10위), 호주(10위), 싱가포르(25위)보다 크게 열위였다. 또한 해외자산 투자 경험이 일천하고 운용을 위한 인프라도 제대로 구축되어 있지 않은 상황에서 원화 절상 압력을 줄이기 위해 해외투자펀드에 대한 비과세(2007년) 등의 정책이 도입된 탓도 있다.

기술적으로는 환율변동에 따른 수익률 저하는 크지

않았다. 오히려 투자자산의 선택이 수익률에 더 큰 영향을 미쳤다. 물론 단기적으로 원화절상에 따른 수익률 저하현상이 나타나겠지만 중장기적으로는 환율이 수익률 저하에 미친 영향은 연평균 0.5%p 내외였다. 그러므로 통화별 변동성을 고려할 때 환헤지 수준이 적절한지 검토할 필요가 있어 보인다. 해외펀드 투자는 개인의 책임 하에서 이루어진다. 그렇지만 거시경제 차원에서 보면 해외투자의 저조한 수익률은 국부의 손실이며, 마이너스 부의 효과에 의해 소비를 위축시키는 부정적인 측면도 있다. 특히 5조원의 실현된 투자손실이 경제에 미치는 부정적인 효과가 컸을 것이다.

그러므로 정책당국은 왜곡된 유인체계에 의해서 특정한 자산에 대한 투자가 급증하여 잠재적 손실이 늘어나지 않도록 유의해야 한다. 또한 해외펀드에 대한 공시와 정보를 확충하여 투자자들이 리스크 요인과 크기를 판단할 수 있도록 해야 한다. 자본시장 규제완화, 경상수지 흑자를 바탕으로 내국인의 해외투자자산 규모(직접투자 제외)는 7,400억 달러에 이르고 있다. 이 중에서 수익성보다는 안전성을 중시해야 하는 중앙은행의 준비자산, 무역금융 등을 제외한 해외증권투자는 1700억 달러로 2004년 330억 달러에서 5배 이상 증가하였다. 이러한 증가세는 국내 경제의 성장속도의 둔화와 그에 따른 금리 하락세를 고려한다면 앞으로도 상당 기간 이어질 것이다. 해외투자는 국내자산에만 투자하는 것에 비해 포트폴리오 효과를 통해 투자위험 대비 수익률을 높이고자 하는 의미가 있다. 아직까지는 해외투자가 이런 효과를 제대로 발휘되지 못한 셈이다. 해외투자 인력 양성, 투자네트워크 확충, 감독 당국의 노력뿐만 아니라 특정 자산이나 특정 지역에 편중된 해외투자 행태와 수익만을 강조하는 판매행태의 개선이 필요한 시점이다.

해외투자를 경상수지 흑자 누적에 의해서 발생할 수 있는 원화 고평가를 완화하는 방안으로 간주하는



정책당국의 시각도 바꾸어야 한다. 실제로 지난 수년간 원화 가치가 높아질 것으로 우려하여 금융당국은 해외금융투자를 늘리려는 정책을 꾸준히 펼쳐왔다. 물론 원화 가치가 높아지게 되면 수출이 부진해지고 성장률이 낮아지는 부작용이 있다. 그렇지만 지금까지 성과를 보면 그것이 과연 누구를 위한 것이었는지 의심하지 않을 수 없다. 게다가 해외투자에서 발생한 손실과 산업생산 증가로 얻는 이득은 서로 다른 주체에게 돌아갈 것이다.

무엇보다 문제점은 해외투자를 활성화하기 위해 각종 혜택을 주었으나 원화 가치가 상승하여 해외투자에서 손실을 볼 것을 우려한 투자자들이 이를 헛지하려고 하였고, 국내은행들은 이에 따라 발생한 달러수요를 해외로부터의 대출로 충당하였다. 이렇게 늘어난 해외로부터의 대출증가는 달러공급 확대로 이어져 원화 가치가 더욱 상승시키는 결과를 초래했다. 실제로 2000년대 중반경 늘어난 대외부채 중 상당 부분이

해외투자의 환율 헛지용이었다. 반면 2008년 금융위기에서 알 수 있듯이 투자자산의 가치가 하락하고 원화가 저평가되는 국면에서는 해외투자 해지 수요는 외환시장을 불안정하게 만드는 요인으로 작용한 바 있다. 이러한 사례에서 알 수 있는 점은 해외투자를 산업 정책에 종속시켜서는 안 된다는 점이다.

한국의 해외투자경험은 직접투자를 제외하고는 본격화된 지 10여년 밖에 되지 않을 정도로 일천하다. 수 백년전부터 해외투자를 해 온 영국이나 네덜란드에 비해서 경험이나 네트워크 면에서 취약할 수 밖에 없다. 반면 해외투자 재원은 경상수지 흑자와 고령화 탓으로 큰 폭으로 늘어나고 있다. 일천한 경험에 넘치는 재원이 결합된다면 결과는 뻔할 수 밖에 없다. 단기간에 선진국과의 격차를 따라잡는 일도 시급하지만 동시에 현명하게 국부를 불리는 일도 마찬가지로 중요하다.

참 고 문 헌

국민연금 기금운용보고서(2008~2014년)
정성태, “‘순투자국’ 진입 앞두고 있지만 해외투자 성과는 부진”, LG경제연구원, 2014.10