



# 국민연금기금의 해외투자 현황 및 외환 정책

황 준 호\* (국민연금연구원)

## Abstract

해외투자는 국내투자에 비해 다수의 투자지역, 자산, 통화 등에 접근이 가능해 다변화된 자산운용 전략을 실시할 수 있다는 이점이 있다. 하지만 포트폴리오 내 외화 표시 자산의 증가로 운용의 최종 성과와 위험이 외환 변동에 의해 결정될 수 있다. 따라서 해외투자 시 자산에 대한 투자 결정 외에도 외환에 대한 정책이 필수적으로 수반되어야 한다. 본 기고문은 세계 3대 연기금인 국민연금기금의 해외투자 현황과 외환 정책을 소개한다. 국민연금기금은 국내자본시장에 대해 집중된 투자를 감소시키고 분산투자효과 및 수익률 제고 등을 위해 해외투자를 적극적으로 확대하고 있다. 본고에서는 먼저 국민연금기금이 해외자산으로 운용 중인 해외주식, 해외채권, 해외대체투자 자산을 대상으로 투자 현황을 살펴보고 외환 위험 관리를 위해 실시하고 있는 환헤지 정책을 소개한다.

## [ 1 ] 들어가며

국민연금기금은 1988년 5,279억 원의 적립금으로 시작해 2020년 2월 말 기준 736조원을 운용하는 대형 연기금으로 성장하였다. 국민연금기금의 적립금과 운용규모는 글로벌 연기금 중 세 번째에 해당하는 수준으로 국민경제와 자본시장에 큰 영향력을 미치고 있다. 초기 정부의 공공자금관리기금에 위탁하는 방식이던 국민연금기금은 장기적으로 안정적인 연금재정과 효과적인 기금운용을 위해 1999년 기금운용본부를 설립하고 금융시장을 통한 운용을 시작하였다.

이후 20년간 국민연금기금의 운용규모가 지속적으로 증가하면서 국내금융시장에서 차지하는 기금의 비중 역시 높아졌다. 2019년 6월 말 기준으로 국민연금기금이 국내주식시장에서 차지하고 있는 비중은 7.2%이며 유가증권시장과 코스닥시장이 각각 8.1%, 1.5% 수준이다. 국내채권시장 역시 국민연금기금의 투자규모가 전체 시장에 15% 수준으로 주식과 채권시장 모두에서 단일투자자로서 높은 투자 비중을 가지고 있다.

특정 금융시장에 집중된 투자는 원활한 거래 및

\* 국민연금연구원 E-mail : jhwang@nps.or.kr

운용상 제약으로 작용할 수 있으며 전체 포트폴리오 성과가 특정 자산 또는 시장 변동에 의해 결정될 위험이 있다. 국민연금기금은 국내금융시장 내 비중 증가로 인해 야기될 수 있는 문제를 해소하고 분산투자효과 제고, 수익 원천 다각화 등을 실현하기 위한 방안으로 해외투자를 실시하고 있다.

국민연금기금의 해외투자는 2001년 외화표시 한국채권을 시작으로 해외주식, 대체투자로 투자 자산을 다양화하였다. 투자규모 또한 지속적으로 확대해 2020년 2월 말 기준 해외투자 금액은 259조원에 이르고 있다. 해외투자 확대는 포트폴리오 내 외화표시 자산의 증가를 말하고 이는 포트폴리오의 최종적인 성과와 위험이 외환 변동에 의해 결정될 수 있음을 의미한다. 따라서 국내자산을 대상으로 자산을 운용하

는 경우와 달리 해외투자를 실시하는 운용자는 외환 변동을 주시하고 자금운용의 주요 사항으로 이를 고려해야 한다.

국민연금기금 역시 해외투자를 확대함에 따라 외환 위험을 관리하기 위한 정책을 수립해왔다. 본 기고문에서는 국민연금기금의 해외투자 현황과 외환 정책을 소개한다. 일반적으로 해외투자 외환 정책은 해당 기금이 추구하는 목적과 성격을 반영해 수립된다. 국민연금기금은 장기 투자자를 표방하는 공적연금으로서 재정 환경과 투자 기회 측면에서 다른 공적, 사적연금과 구분되는 특징을 가지고 있다. 따라서 국민연금기금의 해외투자 현황과 외환 정책을 살펴봄으로써 기금운용과 해외투자에 대한 일반적인 이해를 넓힐 수 있을 것으로 기대한다.

## [ 2 ] 국민연금기금의 해외투자 현황

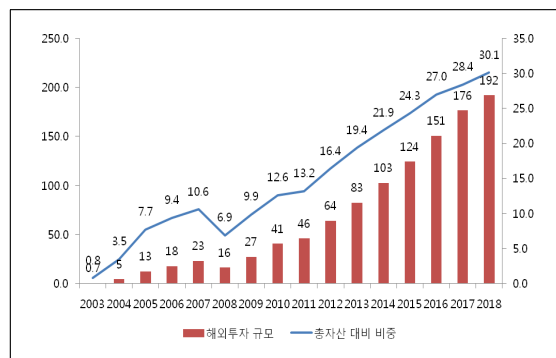
국민연금기금은 2001년 외화표시 한국채권을 직접 운용하는 형태로 해외투자를 시작하였다. 투자 초기인 2003년에는 해외투자 규모가 전체 자산의 0.8% 수준을 차지하였으나 2018년 말 기준 전체 자산의 30% 수준으로 증가하였다. 해외투자의 규모 추이를 보면 2008년 금융위기 시기를 제외한 모든 전 기간에서 투자규모가 증가하였다.

### 2.1 해외주식 투자현황

해외투자 초기 해외채권을 중심으로 투자가 실시되었으나 점차 해외주식 비중을 확대하여 2010년 이후에는 해외주식이 해외자산 중 가장 높은 비중을 차지하였다. 해외주식의 투자규모는 2018년 말 기준으로 213조 9천억 원에 이르고 있으며 이는 국민연금기금 전체 포트폴리오 내 17.7%, 주식자산 내에서는 51% 수준이다.

〈그림 1〉 국민연금기금의 해외투자 규모<sup>1)</sup>

(단위: 조원, %)



해외주식은 운용주체에 따라 위탁운용과 직접 운용으로 구분된다. 직접운용과 위탁운용 간 운용 규모는 위탁운용이 직접운용 대비 높은 수준이나 규모의 증가규모는 직접운용이 더 높다. 따라서

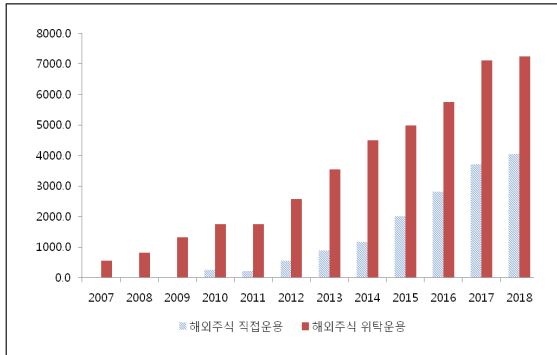
1) 출처: 국민연금공단



직접운용과 위탁운용 간 운용규모 차이는 매년 줄어드는 추세이며 2018년 기준 전체 포트폴리오 내 직접과 위탁운용 비율은 4:6 수준이다.

〈그림 2〉 자산별 해외투자 규모 (해외주식)

(단위: 백억 원)

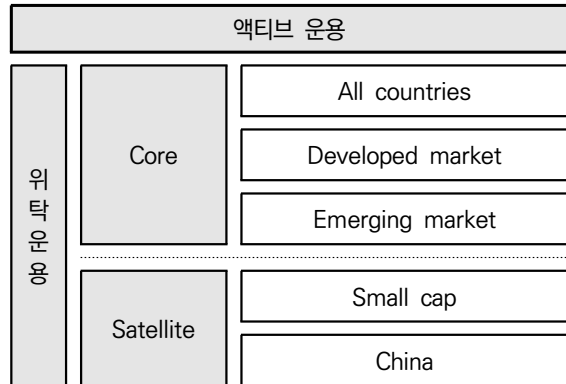


해외주식은 운용전략에 따라 벤치마크 대비 적극적인 초과성적을 추구하는 액티브 전략과 안정적인 운용을 목표로 하는 패시브 전략으로 구분할 수 있다. 액티브 유형은 전액 외부 위탁운용사를 통한 방식으로 운용되며 투자지역은 선진국과 신흥국을 포함한 글로벌지역을 대상으로 한다. 〈그림 3〉에서 나타난 바와 같이 액티브 유형은 운용전략에 따라 다시 핵심전략(Core)과 비핵심전략(Satellite)으로 구분되는데 핵심전략은 글로벌지역 전체를 투자 대상으로 하는 All countries 유형과 선진국 중심의 Developed market 유형, 그리고 신흥국을 대상으로 하는 Emerging market 유형으로 분리하여 운용하고 있다. 비핵심전략은 중국시장과 소형주 유형으로 운용되고 있으며 운용규모는 액티브 운용 내 약 3% 수준이다.

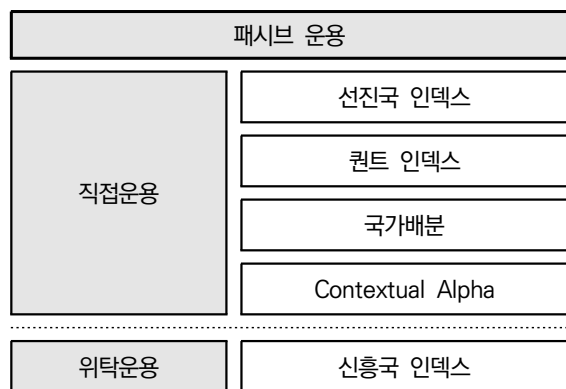
〈그림 4〉와 같이 패시브 유형은 직접운용과 위탁운용 두 가지 형태로 운용되고 있다. 패시브 직접운용은 주요 선진국을 투자 대상으로 운용하고 있으며 유형 내 전략에 따라서 총 네 가지 세부 유형으로 나뉘어 운용되고 있다. 유형 내 대부분의 비중을 차지하고 있는 것은 선진국 인덱스 유형이다. 패시브 위탁운용은 직접운용과 달리 신흥국을 주요 투자지역으로 설정하고 있으며 운용규모는 패시브 유형 내 약 10% 수준을 차지하고 있다. 패시브 위탁운용은 액티브 운용

내 신흥국 시장 유형과 투자 지역이 흡사하나 상이한 운용전략을 실행한다는 점에서 차별성을 가진다.

〈그림 3〉 해외주식 운용전략별 구분(액티브 운용)



〈그림 4〉 해외주식 운용전략별 구분(패시브 운용)



해외투자는 국내투자에 비해 상대적으로 다양한 업종, 지역 등에 접근이 가능해 운용전략의 다변화가 가능하다. 해외주식 포트폴리오 역시 앞서 언급한 것처럼 운용전략과 운용주체에 따라 세분화하여 운용하고 있다. 하지만 실제 운용 시 하위 단위의 운용에서 유형 간 운용전략이 흡사하거나 투자지역이 동일한 경우, 본래의 운용 목표와 괴리된 결과로 초래할 수 있다. 따라서 하위 운용 단위별로 다양한 투자전략을 실행하기 위해 각각에 서로 다른 벤치마크(benchmark)를 설정하는 방식이 일반적이다.

국민연금기금 역시 자산군뿐만 아니라 자산 내 하위

〈표 1〉 해외자산 벤치마크 지수

구분	벤치마크 지수	비고	
해외 주식	전체	MSCI All Countries World Index (Ex Korea, Unhedged to KRW)	전략적 BM
	패시브	MSCI All Countries World Index (Ex Korea, Unhedged to KRW)	전술적 BM
	패시브 직접운용	MSCI The World Index (Unhedged to KRW)	전술적 BM
	패시브 위탁운용	MSCI EM Index (Ex Korea, Unhedged to KRW)	전술적 BM
	액티브	MSCI All Countries World Index (Ex Korea, Unhedged to KRW)	전술적 BM

운용단위별로 다양한 벤치마크를 설정하고 있다. 벤치마크란 ‘기준이 되는 점’ 또는 ‘측정기준’이란 의미로 금융시장에서는 펀드매니저가 운용한 자산과 비교 대상이 되는 자산을 의미한다. 따라서 특정 펀드에 부여된 벤치마크를 보면 해당 펀드에 기대하는 수익률 수준과 운용전략, 투자대상 등을 가늠할 수 있다.

국민연금기금의 벤치마크 체계는 크게 두 가지로 나눌 수 있다. 국민연금기금의 최고 의사결정 기구인 국민연금기금운용위원회에서 설정하는 전략적 벤치마크와 실제 운용을 하는 기금운용본부가 전술적 대응을 하기 위해 설정하는 전술적 벤치마크가 있다. 해외주식 자산의 부여된 벤치마크는 〈표 1〉과 같다. 해외주식은 전략적 벤치마크와 전술적 벤치마크가 MSCI All Countries World Index (Ex Korea, Unhedged

to KRW)로 동일하게 설정하고 있다. 하지만 패시브 유형 내 직접운용과 위탁운용은 서로 다른 벤치마크를 부여하고 있는데 직접운용의 경우 선진국 주식시장으로 구성된 MSCI The World index, 위탁운용의 경우 신흥국 주식시장으로 구성된 MSCI EM Index로 부여해 투자지역과 운용의 차별성을 부여하고 있다.

해외주식 투자 현황을 지역별로 구분해 보면 북미지역과 유럽지역에 투자 비중이 상대적으로 높은 것을 알 수 있다. 〈표 2〉를 보면 2018년 말 기준 미국을 포함한 북미지역에 대한 투자 비중이 56.5%, 유럽지역이 21.8%로 위 두 지역이 전체 포트폴리오에서 78%를 차지하고 있다. 이외에 아시아/태평양과 일본지역이 각각 10.9%, 6.6% 수준이며 남미와 아프리카/중동지역이 포트폴리오 내 2% 수준을 차지하고 있다. 패시브

〈표 2〉 해외주식 지역별 보유 비중<sup>2)</sup>

(단위: %, %p)

지역	패시브	액티브	해외주식	해외주식 BM	차이
North America	58.8	55.0	56.5	58.1	-1.6
Europe	20.1	22.9	21.8	20.5	1.3
Japan	7.6	5.9	6.6	7.7	-1.1
Asia/Pacific	10.6	11.1	10.9	11.0	-0.1
Latin America	1.5	1.5	1.5	1.5	0.0
Africa/Mideast	1.1	1.0	1.1	1.2	-0.1
Cash	0.1	2.3	1.4	0.0	1.4

2) 국민연금연구원, 2018년도 국민연금 기금운용 성과평가 보고서



운용과 액티브 운용 모두 북미지역과 유럽지역에 높은 투자 비중을 가지고 있으나 패시브 운용이 액티브 운용에 비해 상대적으로 북미지역에 대해 투자가 집중되어 있다.

업종별로는 금융업(Financials)과 정보기술(IT), 헬스케어 업종이 포트폴리오 내 높은 비중을 차지하고 있다. 해외주식 전체 포트폴리오 기준으로 금융업이 16.9%, 정보기술업이 14.3%, 헬스케어 업종이 13.0%로 상위 세 업종의 투자 비중이 전체 포트폴리오의 44%를 차지하였다. 액티브 운용과 패시브 운용 모두 해외주식 전체 포트폴리오와 마찬가지로 금융업, 정보기술, 헬스케어 업종에 높은 투자 비중을 가지고 있다.

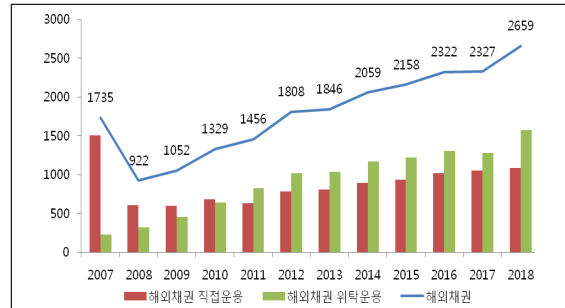
## 2.2 해외채권 투자현황

해외채권은 2001년 외화표시 한국채권에 대한 투자로부터 시작되었으며 매년 투자 규모가 증가해왔다. 과거 10년간 해외채권의 운용규모 추이를 보면 2008년 금융위기 이후 투자 규모가 지속적으로 늘어나 2018년 말 기준 26조 5천억 원 수준에 이르렀다. 해외채권은 투자 초기 직접운용의 비중이 위탁운용

대비 높은 수준이었다. 하지만 2008년 금융위기 시 직접운용의 규모가 큰 폭으로 감소하였고 이후 위탁운용 중심으로 투자가 확대되었다. 2018년 기준 포트폴리오 내 직접운용과 위탁운용의 비중은 4:6 수준이다.

〈그림 5〉 자산별 해외투자 규모 (해외채권)

(단위: 백억 원)



해외채권의 종류별 보유 비중은 크게 해외물과 외화 표시 한국채권으로 구분할 수 있다. 해외물은 자국통화로 발행되는 국채인 Treasury, 외국 통화로 발행되는 국채, 지방채, 국제기구채를 포함하는 Government related, 회사채인 Corporate, 그리고 유동화 증권을 의미하는 Securitized로 나눌 수 있다. 2018년 말

〈표 3〉 해외주식 업종별 보유 비중

(단위: %, %p)

지역	패시브	액티브	해외주식	해외주식 BM	차이
Financials	16.4	17.3	16.9	17.3	-0.4
IT	13.7	14.6	14.3	14.5	-0.2
Industrials	9.6	9.7	9.7	10.3	-0.6
Consumer Discretionary	10.1	11.1	10.7	10.4	0.3
Energy	5.8	5.5	5.6	6.2	-0.6
Health Care	11.4	14.0	13.0	12.2	0.8
Materials	4.7	4.6	4.7	4.9	-0.8
Consumer Staples	7.9	7.5	7.7	8.5	-0.8
Communication Services	8.1	8.9	8.6	9.0	-0.4
Real Estate	3.0	1.8	2.3	3.2	-1.0
Utilities	2.9	2.2	2.5	3.4	-0.9

〈표 4〉 해외채권 종류별 보유 현황

(단위: 억 원, %)

구분	종류	투자금액	포트폴리오 내 비중	해외채권 BM
해외물	Treasury	118,646	49.9	54.4
	Gov-related	50,587	21.3	11.7
	Corporate	55,331	23.3	18.6
	Securitized	12,402	5.2	15.4
	계	236,966	99.7	100.0
외화표시 한국채권	금융채	499	0.2	-
	특수채	133	0.1	-
	계	632	0.3	-
전체		237,598	100.0	100.0

〈표 5〉 해외채권 만기별 보유 현황

(단위: 억 원, %)

구분	투자금액	포트폴리오 내 비중	해외채권 BM
1년 미만	15,727	6.4	0.0
1년-3년	41,955	17.0	22.3
3년-5년	49,118	19.9	19.0
5년-7년	32,876	13.3	14.8
7년-10년	37,081	15.9	20.7
10년 이상	67,787	27.5	23.2

〈표 6〉 해외채권 신용등급별 보유 비중

(단위: %)

구분	포트폴리오 내 비중	해외채권 BM
Aaa	31.6	40.3
Aa	17.5	16.0
A	33.0	28.4
Baa	14.6	15.4
Ba	0.2	0.0
B이하	3.2	0.0

기준으로 해외채권 전체 포트폴리오에서 해외물 Treasury가 49.9%로 가장 높은 비중을 차지하였고 Corporate (23.3%), Government related(21.3%),

Securitized(5.2%) 순으로 보유하였다. 외화표시 한국채권은 금융채와 특수채를 보유하고 있으나 포트폴리오 내 각각 0.2%, 0.1% 비중으로 투자 규모는 적은



〈표 7〉 해외채권 지역별 보유 비중

(단위: %, %p)

지역	해외채권 직접운용	해외채권 위탁운용	해외채권	해외채권 BM
North America	35.3	45.5	40.9	42.7
Europe	36.4	28.4	32.9	30.9
Japan	15.0	14.9	15.0	17.3
Asia/Pacific	9.8	5.2	7.3	5.1
Latin America	1.3	2.8	2.1	1.0
Global	1.5	1.3	1.4	2.2
Africa/Mideast	0.7	1.9	1.4	0.6

〈표 8〉 해외채권 통화별 보유 비중

(단위: %, %p)

지역	해외채권 직접운용	해외채권 위탁운용	해외채권	해외채권 BM
미국달러	41.0	52.6	47.5	45.3
유로	28.1	20.0	23.5	24.5
일본 엔	15.4	14.6	15.0	16.8
영국 파운드	5.9	4.2	4.9	4.8
캐나다달러	4.1	2.1	3.0	2.6
호주달러	3.4	1.2	2.1	1.3
기타	2.1	5.3	3.9	4.7

수준이다.

잔존만기별로 보면 10년 이상 잔존만기 채권을 가장 많이 보유하고 있는 것으로 나타났다. 2018년 말 기준 10년 만기 채권은 전체 포트폴리오 내 27.5% 수준이며 3년에서 5년 사이 만기 채권이 19.9% 비중을 차지하고 있다. 1년-3년, 7년-10년, 그리고 5년-7년 잔존만기 채권은 각각 전체 포트폴리오 내 17.0%, 15.9%, 13.3% 비중을 차지하였다. 1년 미만 잔존만기의 단기채권은 전체 비중의 6.4%로 가장 적게 보유하고 있는 것으로 나타났다.

신용등급별로 보면 포트폴리오 내 가장 높은 비중은 A등급 채권(33.0%)이었으며 Aaa등급 채권도 31%의 보유 비중을 가진 것으로 나타났다. Aa등급과 Baa등

급 채권은 각각 17.5%, 14.6% 비중을 차지하였으며 B등급 이하 채권은 3.2%로 Ba 등급(0.2%) 대비 보유 비중이 높은 것으로 나타났다.

해외채권의 지역별 보유비중은 북미지역이 40.9%로 가장 높았고 유럽지역도 32.9% 수준으로 나타났다. 이외 일본, 아시아/태평양, 남미지역이 각각 15.0%, 7.3%, 2.1%로 나타났고 글로벌 지역과 아프리카/중동이 1.4%로 동일한 수준이었다. 해외주식과 마찬가지로 해외채권 역시 북미와 유럽지역이 전체 포트폴리오의 73.8% 수준으로 두 지역에 집중적인 투자가 이뤄지고 있음을 알 수 있다.

통화별 보유 현황은 미국달러화의 보유 비중이 전체 포트폴리오의 47.5%로 가장 높았으며 유로와 일본의

〈표 9〉 해외채권 벤치마크 지수

구분		적용연도	벤치마크 지수
해외 채권	전체	2008	Barclays Global Aggregate Index ex. Korea, Full-hedged(기타통화-USD), Partial-hedged(USD-KRW)
	액티브	2015.07	Barclays Global Aggregate Index ex. KRW, Full-hedged(기타통화-USD), Partial-hedged(USD-KRW)
	액티브 직접운용	2010	Barclays Customized Index (50%Treasuries/20%Gov-relate/30%Corp) Full-hedged(기타통화-USD), Partial-hedged(USD-KRW)
	액티브 위탁운용	2008	Barclays Global Aggregate Index ex. KRW Full-hedged(기타통화-USD), Partial-hedged(USD-KRW)

엔화가 각각 23.5%, 15.0% 수준으로 나타났다. 이외 영국 파운드화(4.9%), 기타 통화(3.9%), 캐나다달러(3.0%), 호주달러(2.1%) 순으로 보유하고 있다.

해외채권은 투자주체에 따라 직접운용과 위탁운용 두 가지 형태로 운용되고 있으나 운용전략은 동일한 액티브 전략을 실시하고 있다. 하지만 액티브 직접운용과 위탁운용에 서로 다른 벤치마크를 설정해 유형 간 차별성을 부여하고 있다. 액티브 직접운용은 Treasuries, Government related, corporate 채권의 비중 합으로 산출되는 지수를 벤치마크로 사용하고 있으며 위탁운용의 경우 전략적 벤치마크와 동일한 Barclays global aggregate index를 벤치마크로 사용하고 있다. 해외채권의 각 유형별 벤치마크는 〈표 9〉와 같다.

### 2.3 해외대체투자 투자현황

국민연금기금의 해외대체투자는 부동산, 인프라, 사모투자, 헤지펀드로 운용되고 있으며 2018년 말 기준 52.1조원 수준이다. 자산별로는 부동산이 해외 대체자산 중 40%로 가장 높은 비중을 차지하고 있고 사모투자자와 인프라가 각각 29%, 28%이다. 헤지펀드는 전체 포트폴리오의 2% 수준으로 자산 내 비중이 상대적으로 낮다.

세부적으로 2018년 말 기준 해외 부동산은 총 131개 펀드로 운용되고 있으며 약정금액과 집행금액은 각각 294억 달러, 218억 달러이다. 투자잔액은 155억 달러이며 순자산가치(NAV)는 185억 달러이다. 해외사모

〈표 10〉 해외 대체투자 보유 비중

(단위: 백만 달러, 억 원, %)

구분	투자금액	대체투자 내 비중	해외 대체 내 비중	
부동산	원화	210,650	27%	40%
	달러	18,840		
인프라	원화	146,939	19%	28%
	달러	13,141		
사모	원화	152,874	20%	29%
	달러	13,673		
헤지펀드	원화	11,672	1.5%	2%
	달러	1,043		



〈표 11〉 해외대체 포트폴리오 구성

(단위: 백만 달러, 권)

구분	부동산	인프라	사모투자	해외대체 전체
펀드수	131	74	138	343
약정금액	29,428	14,755	24,560	68,743
집행금액	21,824	11,944	18,530	52,298
투자잔액	15,524	9,605	10,639	35,768
NAV	18,593	12,392	12,858	43,843

〈표 12〉 해외대체 지역별 보유 현황

(단위: 백만 달러, %)

구분	부동산		인프라		사모투자		해외대체	
	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중
아시아	3,325	21	1,352	14	1,101	10	5,778	16
유럽	2,913	18	1,460	15	1,703	15	6,067	16
북미	7,257	46	2,087	21	3,862	35	13,206	30
남미	22	0.1	81	0.8	-	-	103	0.3
글로벌	2,240	14	4,615	48	4,158	38	11,012	36

투자는 138개 펀드로 운용되고 있으며 약정금액은 245억 달러이고 집행금액과 투자잔액은 각각 185억 달러, 106억 달러이다. 인프라 자산은 부동산과 사모 대비 적은 74개 펀드로 운용되고 있으며 순자산가치는 123억 달러 수준이다. 해외대체투자는 전액 위탁운용으로 이뤄지고 있다.

지역별 투자현황은 부동산의 경우, 북미지역이 46%로 가장 높고 아시아(21%), 유럽(18.5), 글로벌 지역(14%)순으로 나타났고 남미지역은 0.1%로 투자 규모가 상대적으로 낮다. 인프라 자산의 경우 글로벌 지역이 48%로 가장 높게 나타났으며 북미(21%), 유럽(15%), 아시아(14%) 순으로 나타났다. 사모투자 역시

〈표 13〉 해외대체 통화별 보유 현황

(단위: 백만 달러, %)

구분	부동산		인프라		사모투자		해외대체	
	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중
호주달러	853	5.4	972	10.1	-	-	1826	5.0
유로	2396	15.2	1136	11.8	1534	14.2	5066	14.0
파운드	400	2.5	416	4.3	207	1.9	1023	2.8
엔화	321	2.0	-	-	-	-	321	0.9
미국달러	11464	72.8	6808	71.0	9021	83.3	27293	75.4
기타	322	2.0	263	2.7	62	0.6	646	1.8

〈표 14〉 해외대체 벤치마크

대체 세부자산	벤치마크
부동산	주요 투자대상 7개국 IPD Country Index 가중평균 지수
인프라	OECD CPI 상승률(실제치) + 5%의 원화헤지 기준 수익률
사모투자	동종유형 비교 지수(Peer Group Index) 수익률 (IRR)
헤지펀드	HERI FoFs × 0.5 + [미국단기금리(T-bill 90일물) + 4.5%] × 0.5
해외대체 전체	대체투자 각 세부자산군 지수 가중 평균

글로벌 지역이 38%로 가장 높았으며 북미지역 35%, 유럽과 아시아 지역이 각각 15%, 10% 수준으로 나타났다.

통화별 보유현황은 해외대체 전체에서 미국달러화의 비중이 75%로 가장 높았으며 유로가 14%로 나타났다. 그 외 호주달러가 5% 수준이었고 파운드화와 엔화는 각각 2.8%, 0.9%로 상대적으로 보유 비중이 낮았다. 자산별로는 부동산의 경우 미국달러가 72.8%, 유로가 15.2%로 두 통화가 전체 통화의 88%를 해당하는 규모이다. 이외 호주달러가 5.4%이고 파운드와 엔화는 3% 미만 수준이다. 인프라 자산 역시 부동산과

흡사한 모습으로 나타났다. 미국달러로 표시된 자산이 전체 규모의 71% 수준이었으며 유로가 11.8%로 나타났다. 사모투자의 경우 호주달러와 엔화 표시 자산이 없었고 미국달러가 83.3%로 대부분을 차지하였다.

대체투자 자산은 시장에서 실시간으로 거래 관련 자료가 산출되는 자산이 아니기 때문에 주식과 채권과 같이 특정 지수를 벤치마크로 사용하기 어렵다. 따라서 각 세부자산에 기대되는 수익과 위험 특성을 고려하여 시장지수와 조정치를 부여하는 방식으로 벤치마크를 설정한다. 구체적인 세부자산별 벤치마크는 〈표 14〉과 같다.

## 3 국민연금의 외환 운용 정책

### 3.1 환헤지 정책

포트폴리오 내 외화 표시 자산이 증가하면 외환 변동에 따라 운용의 최종 성과가 결정될 가능성이 높아진다. 예컨대 해외 위험자산에 투자 시 투자대상 국가의 통화 대비 자국 통화의 가치가 상승하면 외화 보유로 인한 추가 수익을 얻을 수 있지만 투자국의 통화 가치가 자국의 통화 가치 대비 하락하면 환율 하락으로 외화 보유에 따른 손실이 발생한다. 이처럼 환 변동이 투자 자산의 가치 변동 외에 포트폴리오의

수익과 성과 변동성에 중요한 요소로 영향력을 가질 수 있으므로 해외투자 확대를 계획하거나 해외자산의 비중이 높은 연기금은 자체적으로 외환 정책을 설정하고 환 변동 위험을 관리하고 있다.

국민연금기금 역시 해외투자를 확대하면서 포트폴리오의 성과와 위험에 환 변동이 미치는 영향력이 점차 높아졌다. 따라서 위험관리의 일환으로 환 위험을 헤지하는 환헤지<sup>3)</sup> 정책을 수립하여 실시하고 있다. 최초의 국민연금기금의 환헤지 정책은 포트폴리오의 원화 기준 가치 보존과 환 위험 관리체계 발전을 목적으로

3) 환헤지란 파생상품 거래 등을 통하여 미래 환율을 고정시켜 환율 변동에 따른 위험을 회피하는 수단을 말한다.



〈표 15〉 국민연금기금의 전략적 환헤지 비율

자산군	2007년 최소 설정	2009년 변경	2015년 변경
해외채권	100%	100%	0%
해외주식	50%	0%	0%
해외대체	50%	0%	0%

로 2007년 수립되었다. 위 정책은 포트폴리오 변동성 축소, 허용된 범위 내에서 수익률 제고, 그리고 대규모 환 손실로부터 기금 보호라는 세 가지 구체적인 목표를 설정하고 있으며 그 중 포트폴리오 변동성 축소를 최우선 목표로 삼았다. 이를 위해 해외채권에 100%, 해외주식과 해외대체투자에 대해서 각각 50%의 전략적 환헤지 비율<sup>4)</sup>을 설정하였다.

이후 2009년 국민연금기금운용위원회는 개별 자산이 아닌 전체 포트폴리오 관점에서 위험 최소화를 위해 해외채권의 경우 100% 헤지 유지, 해외주식과 해외대체자산에 대해서는 0% 환헤지를 하는 것으로 환헤지 정책을 변경하였다. 해외채권의 경우 자산의 수익률 변동보다 외화 변동으로 인한 효과가 더 크게 발생할 수 있어 100% 헤지를 유지하였다.

2010년에는 해외채권 수익률 제고와 투자 다변화 차원에서 신흥국 채권으로 투자대상을 넓히고자 해외채권 위탁운용의 투자대상 신용등급을 기존 BBB등급 이상에서 BBB- 등급 이상으로 확대하였다. 이를 통해 발생하는 외화 표시 자산을 수용하기 위해 해외채권과 주식 모두 전략적 환헤지 비율의 ±10% 범위를 부여하는 것으로 환헤지 정책이 변경되었다.

2015년에는 해외채권에 대해 존재하던 환헤지 비율을 0%로 변경, 해외자산에 대해 환헤지를 실시하지 않는 정책으로 변경하였다. 위 정책은 급증하는 기금의 해외투자 규모 대비 국내 외환시장의 규모가 협소해 원활한 헤지 상품 거래가 어려운 점과 외화 자산이 전체 포트폴리오의 변동성 감소에 기여할 수 있다는 점을 근거로 결정되었다. 따라서 현재 국민연금기금은 해외자산에 대해 원/달러 간 환헤지를 실시하고 있지

않으며 기금운용본부의 전술적 판단에 의해서만 일부 허용 범위 내에서 환헤지를 실시하고 있다. 즉 국민연금기금의 환헤지 정책은 원/달러 헤지를 줄이는 방향으로 진행돼 왔으며 여러 제약사항을 고려하였을 때 원/달러에 대한 노출(익스포저)이 전체 포트폴리오 변동성 감소에 기여 가능하다고 결론 내린 것으로 볼 수 있다.

### 3.2 헤지 효과

지난 과거기간 동안 환헤지 효과를 보기 위해 달러 기준 수익률과 헤지 전, 후 원화 기준 수익률을 비교하였다. 〈표 16〉에서 보듯 해외채권의 경우 헤지 전 원화수익률과 달러수익률 간 차이인 원화환산효과가 2008년, 2011년, 2014년, 2015년, 2016년, 2018년에 양의 값을 가지는 것으로 나타났다. 양의 원화환산 효과는 원/달러 환율 상승으로 달러 기준 수익률을 원화로 환산 시 양의 효과가 발생했다는 의미이다. 따라서 양의 원화환산효과가 발생한 시기에 환헤지를 실시하면 환헤지 효과는 성과에 부정적으로 작용하게 된다. 예를 들어, 2007년 말 936원에서 2008년 말 1,294원으로 38% 급등했던 2008년의 경우 달러수익률(13.13%) 대비 헤지 전 원화수익률이 60.33%로 높게 나타났다. 하지만 환헤지 적용 후 수익률은 12.46%로 헤지 전 수익률에 비해 낮아 환헤지가 성과에는 부정적으로 나타남을 알 수 있다.

하지만 이듬해인 2009년의 경우 달러기준 수익률 대비 헤지 전 원화 수익률이 낮아 원화환산효과는 -7.23%p로 나타났다. 이 경우 환헤지를 통해 8.82%p

4) 환헤지 비율이란 전체 외화 표시 자산 중 환헤지를 실시하는 자산의 비율을 의미하며 100% 환헤지는 투자금에 대한 전량 헤지를 의미함

〈표 16〉 해외채권의 환위험 헤지 전후 수익률 비교

(단위, %, %p)

연도	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
달러기준 수익률	13.13	1.66	4.79	5.84	7.39	-2.21	7.13	0.31	3.66	3.37	1.51
원화 환산 효과	47.2	-7.23	-2.36	1.5	-7.7	-1.51	0.9	4.64	2.39	-12.05	3.93
헤지 전 원화기준 수익률	60.33	-5.57	2.43	7.34	-0.31	-3.72	8.03	4.95	6.05	-8.68	5.44
환위험 헤지 효과	-47.87	8.82	4.72	-0.38	9.869	4.11	1.2	-3.43	-2.04	8.9	-1.19
헤지 후 원화기준 수익률	12.46	3.25	7.15	6.96	9.559	0.39	9.23	1.52	4.01	0.22	4.25

의 양의 효과를 얻어 최종 헤지 후 수익률은 달러기준 수익률 대비 높은 3.25%를 기록하였다. 환헤지 효과는 매년 긍정적 효과와 부정적 효과를 반복하는 모습으로 나타났다. 2008년부터 2018년까지 총 과거 11년간 환헤지가 긍정적으로 작용한 해는 6개년이고 부정

적으로 작용한 해는 5개년이다. 평균 환헤지 효과는 -1.57%p이나 이는 2008년 금융위기 시기에 따른 영향으로 보이며 2008년을 제외하면 평균 환헤지 효과는 3.06%p로 나타났다.

해외주식의 경우, 2008년과 2009년 각각 -25.95%p,

〈표 17〉 해외주식의 환위험 헤지 전후 수익률 비교

(단위, %, %p)

연도	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
달러기준 수익률	-42.89	35.23	13.41	-8.48	16.66	22.88	4.47	-0.811	6.89	24.89	-9.52
원화 환산 효과	19.77	-9.59	-2.86	1.15	-8.3	-1.85	4.33	6.541	3.24	-14.21	3.92
헤지 전 원화기준 수익률	-23.12	25.64	10.55	-7.33	8.36	21.03	8.8	5.73	10.13	10.68	-5.6
환위험 헤지 효과	-25.95	-0.77	1.57	0.36	2.07	0.58	0.14	0	0	0	0
헤지 후 원화기준 수익률	-49.07	24.87	12.12	-6.97	10.43	21.61	8.94	5.73	10.13	10.68	-5.6



〈표 18〉 해외대체투자의 환위험 헤지 전후 수익률 비교

(단위, %, %p)

연도	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
달러기준 수익률	11.12	9.53	10.6	7.76	8.95	17.14	9.5
원화환산효과	-5.87	-1.07	4.7	7.14	3.39	-13.32	4.45
헤지 전 원화기준 수익률	5.25	8.46	15.3	14.9	12.34	3.82	13.95
환위험 헤지 효과	0	0	0	0	0	0	0
헤지 후 원화기준 수익률	5.25	8.46	15.3	14.9	12.34	3.82	13.95

-0.77%p의 음의 환헤지 효과가 발생하였고 이후 2010년부터 2014년까지는 양의 환헤지 효과가 나타났다. 해외주식은 해외채권이 비해 일찍 환 오픈을 시작하였다. 따라서 2015년 이후부터는 환헤지 부분이 없어 헤지 전후 원화기준 수익률이 동일하다. 헤지를 실시하지 않은 경우 원화환산효과의 수준을 통해 간접적으로 환헤지 효과를 가늠할 수 있다. 2015년부터 2018년까지 기간 중 2017년을 제외한 해에서 양의 원화환산효과가 나타나 환헤지를 실시하지 않는 것이 유리한 시장상황이었음을 알 수 있다. 하지만 달러기준 대비 원화기준 수익률이 감소한 2017년의 경우 음의 원화환산효과(-14.21%p)가 발생하였고 그 수준이 다른 해에 비해 높아 환율이 크게 변동하는

이벤트가 발생할 경우, 원화기준 수익률에 영향을 줄 수 있음을 알 수 있다.

해외대체투자의 경우 자료의 한계로 2012년부터 2018년까지 환헤지 전후 수익률을 보고한다. 〈표 18〉에서 보듯 해외대체의 경우 환헤지 비중이 없어 환헤지 효과는 0%p로 산출되었다. 해외주식과 마찬가지로 2012년, 2013년, 2017년에서 달러기준 수익률이 원화기준 수익률 대비 높아 음의 원화환산효과가 발생하였고 나머지 기간에서는 반대로 양의 원화환산효과가 나타났다. 평균 원화환산효과는 -0.08%p로 음의 수준이었으나 수준의 크기가 다른 자산 대비 높지는 않았다.

## [ 4 ] 결 언

본 기고문에서는 국민연금기금의 해외투자 현황과 외환 관리 정책인 환헤지 정책을 소개하였다. 먼저 국민연금기금의 해외투자 현황을 요약하면 다음과 같다. 국민연금기금은 해외주식, 해외채권, 해외대체자산을 통해 해외투자를 실시하고 있으며 그 중 해외주식의 비중이 가장 높다. 2020년 2월 말 기준 해외투자 규모는 전체 35% 수준이며 향후에도 지속적인 증가가

예상된다.

해외주식은 세부 운용유형별로는 패시브 직접운용과 위탁운용, 액티브 위탁운용으로 구분되며 각 유형별로 상이한 벤치마크를 부여해 운용전략에 차별성을 가지고 있다. 투자지역은 선진국과 신흥국을 모두 포함한 글로벌지역이 대상이나 북미와 유럽지역에 대한 투자가 집중되어 있다. 해외채권은 운용주체에 따라

위탁운용과 직접운용으로 구분되나 운용전략은 액티브로 모두 동일하다. 하지만 해외주식과 마찬가지로 각 세부 유형별로 상이한 벤치마크를 부여해 각 유형 간 투자종목은 상이하다. 해외채권 역시 북미지역과 유럽지역에 투자가 집중되어 있으며 잔존만기 10년 이상의 장기채권을 주로 보유하고 있다. 해외대체투자는 부동산, 인프라, 사모투자, 헤지펀드로 운용되며 부동산의 비중이 가장 높은 것으로 나타났다. 지역별로는 다른 자산과 마찬가지로 북미지역에 대한 투자 비중이 높은 것으로 나타났다.

해외투자가 확대됨에 따라 외환에 대한 위험관리 중요성이 높아졌다. 국민연금기금은 환위험을 관리하기 위한 방안으로 파생상품 등으로 환율을 고정시키는 환헤지 전략을 실시하고 있다. 2007년 최초의 환헤지 설정 시 해외주식과 해외대체 투자는 50%,

해외채권은 100% 헤지를 실시하는 것으로 정했으며 점차 헤지비율을 감소시켜 현재는 해외투자에 대해 전략적으로 환헤지를 실시하지 않는 운용을 하고 있다. 이는 국내외환시장의 거래규모 등을 고려하였을 때 해외자산의 환노출이 전체 포트폴리오 변동성 감소에 기여할 수 있다고 본 것이다.

국민연금기금의 해외투자 외환 정책은 안정적인 수익을 추구해야 하는 공적연금이면서 대규모 자금을 운용해야 하는 국내 투자자라는 특징이 복합적으로 반영된 것으로 볼 수 있다.

따라서 국민연금기금과 유사한 투자 환경이거나 해외투자를 고려하는 투자자에게 국민연금기금의 사례는 자금 운용에 있어서 의미 있는 시사점을 제공할 수 있을 것으로 생각한다.



## 참 고 문 헌

한성윤, 2005, 국민연금기금의 해외투자시 적정 환위험 헤지 비율에 관한 연구, 국민연금연구원

주상철, 최영민, 2013, 국민연금기금의 환위험관리 개선방안, 국민연금연구원

국민연금연구원, 2014, 2013년도 국민연금 기금 운용 성과평가, 국민연금연구원

국민연금연구원, 2015, 2014년도 국민연금 기금 운용 성과평가, 국민연금연구원

국민연금연구원, 2016, 2015년도 국민연금 기금 운용 성과평가, 국민연금연구원

국민연금연구원, 2017, 2016년도 국민연금 기금 운용 성과평가, 국민연금연구원

국민연금연구원, 2018, 2017년도 국민연금 기금 운용 성과평가, 국민연금연구원

국민연금연구원, 2019, 2018년도 국민연금 기금 운용 성과평가, 국민연금연구원