

[조사연구]

자산운용 고도화를 위한 국내 연기금 성과평가 발전방안

오 지 열* (성균관대학교)

요약

본 연구는 지난 20여년 동안 발전해 온 국내 연기금 자산운용 체계를 미래지향적으로 고도화하는 과정에서 선결되어야 할 성과평가 측면에서의 발전방안에 대해 논의하고자 한다. 특히 국내 연기금의 경우 현재 기금운용평가 등 여러 대외적 요인으로 인해 매우 일률적인 자산군 분류 및 기준수익률 적용을 시행하고 있다. 전통적 자산군인 주식과 채권의 경우 국내자산과 해외자산을 분리하여 별도의 자산군으로 관리하고 있는 반면, 상당히 상이한 성격을 지닌 사모주식, 사모대출 및 여러 실물자산은 대체투자라는 하나의 큰 자산군 테두리 안에서 관리되고 있다. 아울러 대부분 기금의 각 자산군에 대한 기준수익률 역시 해당 기금의 특성이 충분히 반영되지 않은 일률적인 형태로 부여되어 있는 경우가 많다. 따라서 기금의 특성에 맞는 자산운용으로의 전환을 위해서는 기초자산의 성격에 따른 자산군 분류와 기금 특성을 반영한 맞춤형 기준수익률 부여가 필요한 시점이다. 이 과정에서 국내채권과 해외채권 간 기준수익률의 듀레이션 불일치 문제 해결, 해외자산의 환헤지 효과를 어떻게 적절히 평가할지에 대한 문제, 그리고 주요 사모자산에 대한 공신력 있는 동종유형지수 개발의 필요성 등이 강조되는 시점이다. 이러한 성과평가 체계의 개선을 통해 연기금의 다변화되고 고도화된 자산운용을 뒷받침할 수 있을 것으로 기대한다.

[1] 서론

지난 20여년 동안 국내 연기금 자산운용 체계에는 매우 큰 폭의 발전이 있었다. 정기예금 혹은 일부 저위험 국내채권에만 의존해 오던 자산배분은 주식 자산을 점진적으로 포함하는 형태로 발전해 왔으며,

해외자산 및 대체자산으로의 다변화 또한 활발하게 진행되고 있다. 일례로 국민연금기금의 경우 2025년 3월말 기준 해외주식에 431.4조원을 투자하고 있는데, 이는 전체자산 1226.8조원 중 35.2%에 달하는

* 교신 E-mail : jyjoh@skku.edu



수치로, 국내주식 투자금액인 150.9조원(12.3%)의 세 배에 가까운 수치이다. 또한 이와 같은 연기금 자산운용의 정량적 정성적 요소들을 종합적으로 평가하기 위한 기금운용평가 체계 또한 성공적으로 안착하였다고 평가할 수 있으며, 연기금투자플 및 전담운용기관(OCIO) 체계 등 고도화된 자산운용을 위한 제도적 발전 매우 활발히 이루어지고 있다. 최근 도입된 연기금투자플 내 완전위탁형 OCIO 체계 도입 또한 이와 같은 발전 과정에서의 하나의 예시가 될 수 있을 것이다.

고도화된 자산운용을 확립하는 데 있어 매우 중요한 한 축을 담당하는 부분으로는 성과평가를 들 수 있다. 주인-대리인 문제를 넘어 매니저들에게 최종 수혜자인 기금의 투자목적과 특성에 맞는 자산운용을 요구하기 위해서는 매니저들이 본인들의 성과에 대한 제대로 된 피드백과 평가를 받을 수 있을 것이라는 믿음이 확립되어야 한다. 자산운용 체계의 다른 축들이 제대로 확립되어 있더라도 성과평가 체계가 이를 뒷받침하지 못한다면 매니저들은 본인들의 성과가 외부 요인으로 인해 제대로 평가받지 못할 가능성에 대해 고민할 수밖에 없으며, 이는 자산운용 전반에 있어 왜곡을 야기할 수밖에 없다. 특히 이와 같은 왜곡은 성과요인의 분해 및 리뷰를 통한 자산운용으로의 환류라는 선순환 체계 구축에 있어서도 방해 요인으로 작용할 수밖에 없다.

따라서 현재 기금운용평가 상에서의 성과평가 체계가 이와 같은 자산운용 고도화에 합목적으로 설정되어 있는지, 또한 연기금 내부적으로는 어떤 형태의 성과평가 체계를 구축하고 있는지에 대해 살펴보는 것은 매우 중요하다. 특히 자산군이 어떻게 정의되고 관리되고 있는지와 더불어 각 자산군 별로 기준수익률이 어떻게 설정되어 있는지에 대해 살펴보는 것은

자산운용 고도화 및 다변화라는 목표 달성에 있어 필수적이라 할 수 있다. 이 과정에서 해외 연기금들의 경우 어떤 형태로 동일한 문제에 대해 접근하고 있는지, 또한 이와 같은 접근방식의 장단점은 무엇인지에 대해서도 살펴볼 필요가 있을 것이다. 지난 20여년간 기금운용평가를 안착시킴으로 인해 국내 연기금 자산운용 전반에 있어 매우 긍정적인 변화를 촉진하였다고 자평할 수 있겠으나, 연기금들의 자산운용이 점점 발전된 형태를 띠며 따라 평가 체계 또한 이와 함께 발전해 나갈 필요가 있다는 점 또한 부인할 수 없을 것이다.

본 기고문에서는 현행 연기금 성과평가 체계가 갖고 있는 한계점을 살펴봄으로써 고도화된 자산운용을 가능케 하기 위한 발전방안을 모색하고자 한다. 특히 전통자산 전반에 있어 국내와 해외를 별도의 자산군으로 구분하는 것이 적절한지 여부, 그리고 국내 및 해외채권 자산군에 있어서의 목표 만기 설정의 불일치로 인해 발생하는 문제점, 주식 자산군에 있어 팩터를 포함하는 형태의 기준수익률을 설정할지에 대한 여부, 해외자산에 대한 성과평가 시 환헤지 여부를 어떻게 평가할지에 대한 고민, 현행 대체투자 기준수익률 채택에 있어서의 여러 이슈에 대해 종합적으로 살펴보고 발전방안을 제시하고자 한다. 무엇보다도 현재와 같이 모든 기금이 동일한 자산군 및 기준수익률 설정방식에 따라 평가받는 것이 아니라, 조금 더 기금의 특성에 맞게 맞춤형(tailored) 성과평가가 가능할 수 있어야 한다는 점을 강조하고자 한다. 예를 들어 동일한 채권 자산에 투자하더라도 사업기간이 짧은 금융성기금과 적립금이 증가하는 시기의 대형 연금성기금의 기준수익률은 달리 설정되어야 하며, 성과평가 체계 역시 이를 지금보다는 조금 더 적극적으로 반영할 수 있는 형태로 바뀌어야 한다는 점을 강조하고자 한다.

[2] 현행 연기금 성과평가 체계 개괄

국내 연기금 성과평가에 있어 가장 큰 영향을 미치는 요소로는 기획재정부에서 실시하는 기금운용평가를 들 수 있을 것이다. 기금운용평가의 경우 국가재정법 제82조에 의거하여 각 회계연도별로 연기금의 운용 실태를 조사하고 존치 여부를 평가하기 위해 이루어지는데, 이 중 자산운용평가의 경우 기금운용평가단에 의뢰하여 수행하고 있다. 자산운용평가의 경우 다시 비계량평가와 계량평가로 나뉘는데, 비계량평가의 경우 자산운용관련 거버넌스, 자산운용 전담조직, 자산운용 목표설정 및 자산배분, 투자실행정책, 투자실행과정, 위험관리 및 성과평가 전반 등 여러 정성적 요소에 대한 평가를 실시하며, 계량평가의 경우 단기 자산과 중장기자산의 수익률, 위험 대비 성과, 운용상품집중도 및 공공성확보 노력 항목의 정량적 요소에 대한 평가를 실시한다.

이 중 계량평가의 경우 단기자산과 중장기자산을 분리하여 이루어지는데, 중장기자산에 논의를 집중하여 보도록 하자. 중장기자산의 경우 투자기한이 1년 이상이거나 주식형, 주식이 포함된 혼합형, 파생형 상품 등에 운용한 자산을 의미하는데, 중장기자산 내 자산군으로는 크게 확정금리형, 국내채권형, 해외채권형, 국내주식형, 해외주식형 및 대체투자형으로 나누어 평가를 실시하고 있다. 가장 먼저 특기할 사항은 채권형과 주식형 모두 국내자산과 해외자산을 나누어 평가를 실시하고 있다는 점을 들 수 있으며, 각각의 별도 자산군에 대해 평가기준수익률이 따로 설정되어 있다는 점을 들 수 있다. 이는 한국 및 일본 등 아시아권 연기금에서 일반적으로 발견되는 접근 방식이나, 국내와 해외 구분 없이 자산군을 성격에 따라 분류하여 운용하는 북미 및 유럽 대형 연기금의 최근 추세와는 다소 차이를 보이고 있다는 점 또한 인지할 필요가 있을 것이다.

2019 회계연도 이후 기금운용평가지침이 공개되어 있지 않으나, 자산군 별 평가기준수익률은 다음과 같이 부여되어 있는 것으로 알려져 있다. 먼저 확정금

리형의 경우 한국은행 고시 신규취급액 기준 1년이상 2년미만 정기예금 평균금리를 사용하는 것으로 알려져 있으며, 국내채권 자산의 경우 채권평가 3사 국고채 지수 2-3년 평균 수익률을 사용하는 것으로 알려져 있다. 국내주식의 경우 KOSPI 지수를 사용하고 있다. 해외채권 및 해외주식 자산의 경우 시장 대표지수를 평가단에서 결정하여 사용하도록 하고 있는데, 해외채권의 경우 일반적으로 Bloomberg Global Aggregate Index (BGA), 해외주식의 경우에는 MSCI All-Country Weighted Index (ACWI)를 활용하는 것으로 알려져 있다. 이 과정에서 지수를 원화 수익률로 변환하여 사용하도록 하고 있는 바 환헤지 혹은 환오픈 여부를 어떤 형태로 평가기준수익률에 반영할지에 대한 의사결정 또한 매우 중요해지는데, 대부분 달러화에 대한 환오픈 형태를 택하고 있는 해외주식형의 경우에는 큰 문제가 없으나 연기금별로 외환정책을 매우 달리 접근하고 있는 해외채권형의 경우에는 매우 민감할 수 있는 부분이다.

마지막으로 대체자산의 경우, 공시되어 있는 기금운용평가지침 중 가장 최근 연도인 2019 회계연도 기금운용평가지침 기준으로는 세부상품 별로 평가기준수익률을 적용하였는데 SOC의 경우 국고채 5년물 + α , 상품의 경우에는 S&P Goldman Sachs Commodity Index (GSCI), 국내부동산의 경우에는 국토교통부 제공 국내 오피스빌딩 투자수익률, 해외부동산의 경우 해외 CPI 상승률 5년 평균 + α , 국내 PEF의 경우 KOSPI (50%) + KIS 종합채권지수 (50%) + α , 해외 PEF의 경우 해외주식 시장지수 (50%) + 해외채권 시장지수 (50%) + α , 마지막으로 헤지펀드의 경우에는 HFRX Global Hedge Fund Index를 활용하는 것으로 나타나 있다. 그 외 대체투자 상품의 경우에는 기금에서 내부적으로 활용하는 성과평가 기준수익률을 제시받되, 기금운용평가단 회의를 통해서 결정하도록 하고 있으며, 각 세부 상품별 α 를 얼마로



결정할지 여부 또한 평가단에서 매년 결정하도록 하고 있다. 다만 최근 기금운용평가지침에서는 대체자산의 경우 평가기준수익률 대비 상대성표를 측정하지 않는 방향으로 기초를 바꾼 것으로 알려져 있다.

이와 같은 기금운용평가 성과평가 중 계량평가에서 나타나는 주요 특징은 다음과 같다. 첫째, 가장 먼저 전통 자산군 분류에 있어, 국내와 해외를 완전히 분리한 형태로 평가를 실시하고 있다는 점을 들 수 있다. 대부분 연기금의 실적보고서를 보면 수익률을 국내채권, 국내 주식, 해외채권, 해외주식의 형태로 분리하여 발표하는 것을 볼 수 있는데, 현행 기금운용평가 상에서 각각의 자산군에 대해 평가를 별도로 실시하고 있는 점이 주된 이유 중 하나로 보인다. 둘째, 자산군 분류에 있어 대체 자산이 여러 세부 유형을 포괄하는 하나의 큰 우산(umbrella) 역할을 하고 있다는 점을 들 수 있다. 매우 다른 성격을 갖는 PEF, SOC, 부동산, 원자재 상품 및 헤지펀드 등이 모두 대체자산이라는 하나의 큰 자산군으로 분류되어 각 세부 유형별로 평가를 실시하고 있다는 점 역시 특기할 만하다. 셋째, 각 자산군별 평가 기준수익률이 각 연기금의 특성을 고려하기보다는 일률적으로 부여되어 있다는 점 또한 주목할 만하다. 물론 기금운용평가지침에서도 해당 기금의 실정에 맞지 않다고 판단되는 경우 평가단으로 하여금 별도의 평가기

준수익률을 적용할 수 있도록 하고 있으나, 실질적으로 이와 같이 개별 기금에 대한 맞춤형 평가기준수익률이 활용되는 경우는 극히 제한적인 것으로 알려져 있으며, 이로 인해 대부분 연기금의 경우 자산군별 기준수익률을 기금운용평가지침 상에서의 기준수익률과 동일한 형태로 맞추어 운용 중인 상황이다. 예를 들어 대부분 국내 연기금의 국내채권 벤치마크가 국고채 2-3년 지수에 맞추어 설정되어 있는 것도 이와 같은 현실에서부터 기인하는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

지난 20여년 동안 국내 연기금 자산운용 발전에 있어 기금운용평가 확립 등 연기금 자산운용에 대한 투명하고 비교 가능한 평가 체계가 미친 긍정적인 영향은 충분히 평가받아야 할 필요가 있다. 그러나 현재의 일률적인 평가 방식이 갖는 한계가 연기금 자산운용에 불필요한 왜곡을 가져올 가능성 또한 배제하기 어려우며, 이와 같은 평가 방식이 중장기적으로 국내 연기금들이 나아가야 할 방향, 즉 다양한 자산에 대한 분산투자를 기반으로 한 다변화되고 좀 더 고도화된 자산운용이라는 대명제 달성에 있어 걸림돌로 작용할 가능성 또한 상존하는 것이 사실이다. 따라서 본 기고문에서는 이와 같은 자산운용 고도화를 촉진하기 위해 현행 연기금 성과평가 방식에 대한 발전 방안을 다각도로 모색하고자 한다.

[3] 자산군 분류

연기금 성과평가에 있어 가장 중요한 논의사항 중 하나는 포트폴리오 내 자산군을 어떻게 정의하고 분류할지에 대한 결정을 들 수 있을 것이다. 특히 앞서 살펴본 바와 같이 우리나라의 현행 연기금 성과평가 체계의 경우 (1) 전통적 자산군을 국내와 해외로 나누어 사일로(silo) 형태의 자산운용에 대한 계량평가를 실시한다는 점, 반면 (2) 여러 가지 상이한 성격을 지닌 대체자산의 경우 모두 대체투자라는 하나의 우산

아래 세부자산으로 묶인다는 점을 들 수 있다. 연기금 간의 성과에 대한 직접적인 비교를 위해 불가피한 선택이라는 점을 어느 정도는 감안하더라도, 이에 대한 유의미한 대안이 존재하는지 여부를 확인하기 위해서는 먼저 해외 대형 연기금의 자산군 분류가 어떤 형태로 이루어지고 있는지를 살펴볼 필요가 있다. 따라서 본 장에서는 가장 먼저 주요 해외 연기금의 자산군 분류 및 토털 포트폴리오(total portfolio) 수준에서

의 자산배분이 어떤 형태를 띠고 있는지 확인한 후, 국내 적용 가능한 시사점이 존재하는지에 대해서도 살펴보고자 한다.

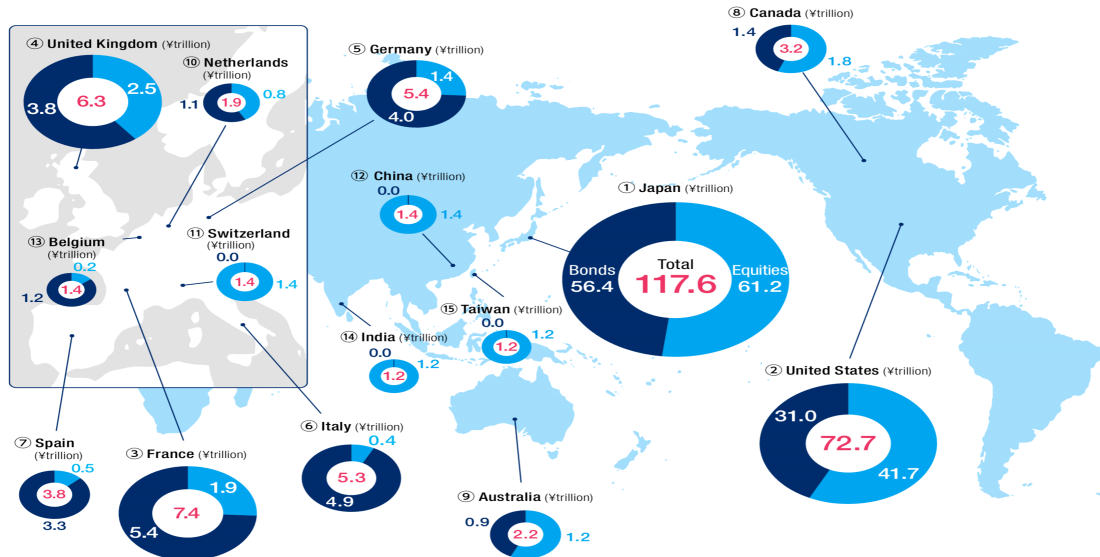
3.1 해외 사례 1: GPIF(일본)

가장 먼저 일본공적연금(GPIF)의 사례를 살펴보면 다음과 같다. GPIF의 경우 2023년말 기준 약 246조엔(원화 약 2350조원) 규모를 운용 중인 초대형 연금으로, 기금운용평가 시 국민연금기금의 비교대상이 되는 해외 연기금 중 하나이기도 하다. GPIF의 경우 매우 보수적인 자산운용을 지향하는 기관으로도 잘 알려져 있는데, GPIF의 전략적 자산배분은 국내채권, 국내주식, 해외채권¹⁾, 해외주식으로 전통적 자산군을 명확하게 국내와 해외로 나누어 각각의 자산군에 25%씩 균등하게 배분하는 방식을 취하고 있다. 약 6-8% 가량의 전술적 버퍼가 주어지기는 하나, 2023 회계연도 연차보고서에 따르면 2023년말 기준 투자비중은 국내채권 26.95%, 국내주식 24.33%, 해외채권 23.86%, 해외주식에 24.86%로

실제 배분 역시 전략적 자산배분 목표에 매우 가까운 형태로 실시하고 있다. 반면 대체투자에 관해서는 매우 소극적인 투자 기조를 유지하고 있는데, 2024년 3월말 기준 인프라에 약 1.9조엔(약 18조원), 부동산에 1.2조엔(약 11조원), 그리고 PE에 0.7조엔(약 6조원) 등 총 3.7조엔(약 35조원) 가량의 투자에 머무르고 있어, 전체 운용자산 대비 1.5% 내외의 매우 작은 수준에 머무르고 있다.

이와 같은 자산배분은 자연스레 전체 운용자산 내에서 국내자산에 대한 투자비중을 높이는 형태로 나타날 수밖에 없으며, 일본 자산에 대한 쏠림이 매우 명확하게 드러나고 있는데, 이는 <그림 1>에서 발췌한 2023 회계연도 GPIF 연차보고서 상에서의 투자금액 상위 15개국의 분포를 통해서도 명확히 확인할 수 있다. 이와 같이 국내자산과 해외자산을 각 자산 유형 내에서 별도의 자산군으로 관리하는 방식은 대부분 국내 연기금에서 차용하고 있는 방식이나, GPIF의 보수적 운용 기조와 맞물려 자국 시장에 대한 쏠림 현상(home bias)을 가져오기 쉬운 자산군 분류 방식이라고 해석할 여지 또한 충분하다.

<그림 1> 2023년 회계연도말 기준 GPIF 투자금액 상위 15개국 분포



출처: 일본 GPIF 2023 회계연도 영문 연차보고서, p. 15

1) 한 가지 주목할 만한 사항은 GPIF의 경우 환헤지된 형태의 해외채권을 국내채권으로 분류하여 관리하고 있다는 점이다.



3.2 해외 사례 2: CalPERS(미국)

GPIF에 이어 캘리포니아 공무원연금(California Public Employees' Retirement System, CalPERS)의 사례를 살펴보도록 하자. CalPERS 역시 기금운용평가 시 국민연금기금의 비교대상이 되는 연기금 중 하나로, 2024년 회계연도말 기준 운용자금은 약 5070억 달러(약 700조원)에 달하는 초대형 연기금이다. CalPERS의 경우 GPIF와는 매우 다른 형태로 자산군을 분류하여 전략적 자산배분을 실시하고 있는데, 이는 다음의 <표 1>에 나타난 CalPERS의 전략적 자산배분안을 통해 확인할 수 있다.

가장 먼저 확인할 수 있는 사항은 공모주식 및 채권형(수익형) 자산이 국내와 해외를 구분하지 않고 하나의 동일한 자산으로 분류되어 있다는 점이다. CalPERS의 경우 공모주식에 37%의 투자비중을 설정하고 있는데, 이 중 27%를 Cap Weighted, 즉 시총에 따라 패시브하게 투자하는 형태, 그리고 10%를 Factor Weighted, 즉 주요 팩터에 대한 익스포저에 기반한 투자 형태로 나누어 자산배분을 실시하고 있다. 그러나 이 과정에서 국내와 해외를 따로 구분하지는 않고 있다. 이는 채권형의 경우에도 마찬가지로, 28% 내의 세부 자산배분은 국채, MBS, 투자적격등급

회사채, 투기등급 채권, 그리고 신흥국 국채로 나누고 있을 뿐, 국내와 해외자산을 엄격하게 나누어 관리하지 않는 것을 확인할 수 있다.

두 번째로 주목할 만한 점은 대체자산 중 주요 세부 유형에 대해서 별도의 전략적 자산배분을 실시하고 있다는 점을 들 수 있다. 우리나라의 경우 상당수 연기금이 대체자산 전체에 대해서만 전략적 투자비중을 정할 뿐 세부 유형에 대해서는 특별히 투자비중을 설정하지 않는 경우가 많은 반면, CalPERS의 경우에는 사모주식, 사모대출, 그리고 실물자산(부동산이 가장 큰 비중을 차지하고 있으나, 인프라 및 삼림 투자 역시 포함)에 대해 별도의 전략적 자산배분을 실시하고 있다는 점을 들 수 있다. 이는 해외 연기금에서 상당히 자주 발견되는 경향성 중 하나로, 심지어 상당수 연기금의 경우 사모주식을 공모주식과 함께 성장형(growth) 전략의 일부로 인식하여 주식형 자산으로 함께 묶어 관리하는 경우도 있다. 따라서 CalPERS 자산군 분류의 가장 큰 핵심은 (1) 국내와 해외를 특별히 따로 분류하지 않은 형태의 자산군 분류, 그리고 (2) 대체자산을 세부 유형에 따라 따로 분류하여 전략적 자산배분을 실시하고 있다는 점을 들 수 있다.

<표 1> 2023-2024년 회계연도말 기준 CalPERS 전략적 자산배분안

자산군	목표투자비중	허용한도
공모주식(Public equity)	37%	+/- 7%
사모주식(Private equity)	17%	+/- 5%
수익형(Income)	28%	+/- 6%
실물자산(Real assets)	15%	+/- 5%
사모대출(Private debt)	8%	+/- 5%
전체자산 익스포저	105%	
전략적 레버리지	-5%	
전체 포트폴리오	100%	

출처: CalPERS Total Fund Investment Policy (2024, p. 65)

3.3 해외 사례 3: CalSTRS(미국)

캘리포니아 공무원연금과 함께 대형 연기금으로 꼽히는 캘리포니아 교원연금(California State Teachers' Retirement System, CalSTRS)의 자산

군 분류 역시 CalPERS의 경우와 상당히 유사한 형태의 자산군 분류를 따르고 있다. CalSTRS의 경우 2025년 4월 30일 기준 약 3520억 달러 규모(약 480조원)를 운용 중인 초대형 연기금으로, CalSTRS의 전략적 자산배분은 아래의 <표 2>에서 확인할 수 있다.

<표 2> 2025년 4월 기준 CalSTRS 전략적 자산배분안

자산군	목표투자비중	허용한도
공모주식(Public equity)	40%	+/- 8%
채권형(Fixed income)	13%	+/- 5%
부동산(Real estate)	15%	+/- 5%
사모주식(Private equity)	14%	+/- 5%
위험완화전략(RMS)	10%	+/- 5%
인플레이션 민감자산(inflation sensitive)	6%	+/- 5%
현금성/유동성 자산(cash/liquidity)	2%	0 - 5%
전체 포트폴리오	100%	

출처: CalSTRS Investment Portfolio (<https://www.calstrs.com/investment-portfolio>)

CalSTRS의 전략적 자산배분 역시 CalPERS와 매우 유사한 형태를 띠고 있는 것을 확인할 수 있다. 가장 먼저 공모주식 및 채권형 모두 특별히 국내와 해외를 나누어 별도의 자산군으로 관리하는 것이 아닌 단일 자산군 내에서 전략적 자산배분을 실시한다는 점을 확인할 수 있다. CalSTRS의 경우 CalPERS와는 달리 채권형 내에서 공모채권 및 사모대출을 모두 포괄하여 운용한다는 점 또한 특기할 만 하다. 또한 CalPERS의 경우와 마찬가지로 대체자산을 세부 유형으로 나누어 별도의 자산군으로 분류하고 이에 대해 전략적 자산배분을 별도로 실시하고 있다는 점 역시 주목할 만하다. 부동산, 사모주식과 더불어 여러 헤지펀드 전략에 대한 투자가 주를 이루는 위험완화전략(risk mitigating strategies), 인플레이션 연동채권과 인프라, 원자재 투자를 포괄하는 인플레이션 민감자산이 각각 별도의 자산군으로 분류되어 이에 대해 자산배분을 별도로 실시하고 있음을 확인할 수 있다. 즉 CalPERS에서 확인한 바와 같이 자산군의 성격에

따라 (1) 국내와 해외를 포괄하여 하나의 자산군으로 분류하여 투자를 실시하고 (2) 대체자산의 세부 유형에 대해 전략적 자산배분을 각각 별도의 자산군으로 나누어 배분을 실시하는 형태가 CalSTRS에서도 동일하게 확인되고 있는 것이다.

3.4 해외 사례 4: CPP (캐나다)

미국의 대형 연기금 사례에 이어 최근 국민연금기금의 기준 포트폴리오 도입 등의 논의에 있어 유의미한 해외 벤치마킹 사례로 많이 활용되는 캐나다 공적연금(Canada Public Pension, CPP)의 경우를 살펴보자. CPP의 경우 2025년 3월말 기준 약 7140억 캐나다 달러(약 710조원)의 운용 규모를 갖는 초대형 연기금이다. CPP의 경우 2024년 회계연도에 승인받아 2025년 회계연도에도 계속 활용 중인 전략적 포트폴리오를 다음과 같이 정의하고 있는데, 이는 <표 3>을 통해 확인할 수 있다.



〈표 3〉 2025 회계연도 CPP 전략적 포트폴리오(Base CPP 기준)

자산군	목표투자비중
공모주식(Public equity)	28%
사모주식(Private equity)	23%
공모채권(Public fixed income)	41%
크레딧형(Credit)	14%
실물자산(Real assets)	26%
현금 및 절대수익형(Cash/absolute return strategies)	(32%)
전체 포트폴리오	100%

출처: 2025 회계연도 CPP 연차보고서, p. 18

CPP 전략적 포트폴리오에서 나타나는 특징은 CalPERS 및 CalSTRS에서 살펴본 방식과 매우 유사하다. 국내와 해외를 별도의 자산으로 나누지 않고 관리하는 공모주식 및 공모채권과 더불어 대체자산을 세부 유형 별로 별도의 자산군으로 관리하여 사모주식, 크레딧형(사모대출 및 공모채권 중 크레딧형 성격을 지니는 자산을 포함), 실물자산(부동산, 인프라 및 재생에너지 분야 PEF에 대한 투자를 총망라), 그리고 절대수익 추구 전략인 헤지펀드를 별도의 자산군으로 각각 관리하고 있다. 국내와 해외라는 지리적 성격이 아닌 기초자산 자체의 성격 자체에 따라 각각의 자산군을 분류하는 것으로, 앞서 살펴본 미국 연기금의 예시와 유사한 성격을 갖고 있다. 이를 통해 CPP의 경우 자국 자산에 대한 투자비중이 Base CPP 기준 7%에 불과하며, 나머지 93%의 자산이 캐나다를 제외한 선진국에 77%, 그리고 신흥국에 16%의 비중으로 투자되어 있는 것을 확인할 수 있다.

이와 비슷한 경향성은 CPP 외에도 캐나다 내 대형 연기금 중 하나인 온타리오주 교원연금(Ontario Teachers' Pension Plan)에서도 확인되고 있어, 북미 주요 연기금의 자산군 분류에 상당히 일관된 경향성이 존재하는 것 또한 확인할 수 있다. 즉 (1) 국내와 해외를 총망라하는 형태의 통합적 자산군 분류와 (2) 대체자산의 세부 유형 별 별도 자산군으로의 관리라는 경향성이 캐나다 연기금에서도 일관되게 확인됨을

알 수 있는 것이다.

3.5 국내 연기금 성과평가 시 자산군 분류에 있어서의 시사점

지금까지 살펴본 해외 연기금 자산군 분류 경향성을 통해 도출할 수 있는 시사점은 다음과 같다. 첫째, 일본 GPIF의 경우를 제외한 대부분 북미 대형 연기금의 경우 국내자산과 해외자산에 대한 구분을 별도로 두지 않은 형태의 자산군 분류를 시행하고, 이에 대해 기준수익률을 부여하고 있다는 점을 들 수 있다. 오히려 국내채권, 국내주식, 해외채권과 해외주식에 대해 균등하게 25%의 전략적 자산배분을 시행하고 있는 일본의 경우가 예외에 가까우며, 북미의 경우 거의 예외 없이 모두 국내와 해외자산에 대한 구분을 따로 두지 않고 있다. 유럽의 경우 역시 네덜란드의 공적연금인 ABP가 비슷한 형태로 전략적 자산배분을 실시하는 것으로 알려져 있으며, 법적으로 해외자산에만 투자가 가능한 노르웨이 국부펀드인 GPF의 경우도 직접적인 비교는 어려우나 자산군의 성격에만 근거하여 주식형, 채권형, 부동산 및 인프라 투자 등으로 나누어 운용을 실시하고 있는 것으로 알려져 있다.

이와 같이 국내와 해외자산에 대한 통합적 접근 및 단일 자산군 하에서의 관리는 국내 연기금 또한 충분히 고민해 볼 수 있는 지점이다. 특히 국내채권

및 국내주식이 별도의 자산군으로 분류되어 이에 대한 투자현황이 공개됨에 따라 국내자산에 대한 투자비중이 과도한 관심의 대상이 되고, 자국 자산에 대한 편향(home bias)으로 이어질 가능성 또한 상존하는 상황에서, 주식형 및 채권형 등 자산군 전체를 통합해서 관리하는 것의 장점 역시 상당하다고 판단된다. Solnik (1974)의 연구 이후 해외자산으로의 다변화가 효율적 프론티어를 확장시킴으로써 줄 수 있는 수익률-위험 관계의 개선의 장점, 특히 시장 호황 국면(bull market)에서의 해외자산 다변화의 효과 및 신흥국을 포함하는 형태의 다변화의 중요성에 대해서는 이미 많이 알려진 바 있으나(Longin and Solnik, 2001; Ang and Bekaert, 2002; Bekaert, Hodrick, and Zhang, 2009; Christoffersen, Errunza, Jacobs, and Langlois, 2012 등), 그럼에도 불구하고 기관투자자들의 자국 편향 성향 역시 매우 잘 알려진 투자양태 중 하나이다(French and Poterba, 1991; Chan, Covrig, and Ng, 2005; Hau and Rey, 2008; Kho, Stulz, and Warnock, 2009; Lau, Ng, and Zhang, 2010 등).

실제로 2024년 3월 31일 기준 MSCI ACWI IMI 지수에서 대한민국이 차지하는 비중은 1.3%에 불과한 반면, 국내 상당수 연기금의 경우 국내주식과 해외주식 간의 투자비중이 크게 차이가 나지 않는 경우가 많다. 해외주식에 대한 투자를 점진적으로 늘려오고 있는 국민연금기금의 경우에도 주식 자산 내에서 국내 자산의 비중은 약 26% 내외인데, 이는 전체 글로벌 시장에서의 비중에 비해 약 20배 가까운 수치이다. 물론 일본 GPIF의 경우 역시 국내주식과 해외주식 간의 비중을 5:5에 가깝게 유지하고 있으나, MSCI ACWI IMI 지수 내에서 일본 주식시장의 비중은 6.1%로 우리나라의 경우에 비해 크다는 점을 기억할 필요가 있다. 해외채권의 경우 역시 Bloomberg Global Aggregate Bond Index 내에서 대한민국의 비중은 약 1.3% 내외인 반면, 대부분 국내 연기금의 경우 국내채권의 비중이 해외채권의 비중을 압도하는 것이 사실이다. 이와 같은 점들을 종합해 보았을 때, 채권형과 주식형을 각각 국내자산과 해외자산으로 분류하여

별도의 자산군으로 분류하는 현재의 관행이 과도한 자국 편향 효과를 야기하고 있지는 않은지 고민할 필요가 있다.

특히 이는 전략적 자산배분 과정에 있어서도 상당한 애로사항으로 작용하는 경우가 많다. 2002년 1월부터 2023년 7월 기간 동안 국내 KOSPI 지수와 MSCI ACWI 지수 간의 상관계수는 0.7을 육박하며, 환오픈을 가정하였을 경우에도 0.5를 넘는 것으로 집계된다. 이와 같이 두 개의 자산군이 매우 높은 상관계수를 보이는 경우 기대수익률 및 분산-공분산 행렬이 약간만 변하더라도 최적 자산배분 비중이 매우 큰 변화를 보이게 되는 경우가 많은데, 이는 평균-분산 방식의 전략적 자산배분의 모수 민감도가 높아지는 데에서 기인한다(Best and Grauer, 1991 등). 물론 이와 같은 전략적 자산배분 최적화의 문제점은 Black-Litterman 모형 등 조금 더 안정성이 높은 모형을 활용함으로써 어느 정도는 해결이 가능하겠으나, 매우 높은 상관관계를 태생적으로 떨 수 밖에 없는 자산들을 지리적으로 분리되어 있다는 이유만으로 별도의 자산군으로 분류하여 관리하는 것이 적절한지 여부에 대해서는 조금 더 근본적인 고민이 필요할 것으로 보인다.

물론 자국시장에 대한 확실한 정보적 우위가 존재하는 경우, 예를 들어 연기금의 운용역들과 지리적으로 가까운 기업에 대한 사적 정보를 해외 연기금에 대해 더 많이 창출할 수 있을 것으로 기대되는 경우(Coval and Moskowitz, 2001)에는 이와 같은 자산군의 분리가 어느 정도 논리적 정합성을 떨 수도 있을 것이다. 그러나 우리나라 연기금의 최근까지의 운용 성과를 보았을 때, 국내주식 자산군에서 해외주식 자산군의 경우를 압도하는 수준의 기준수익률 대비 초과성적을 기록하고 있다고 볼 만한 실증적 증거는 아직 약한 것이 사실이다. 그렇다면 자국 편향을 완화하고 해외 자산으로의 다변화를 촉진하기 위한 한 방법으로 국내 자산 및 해외자산을 하나의 단일 자산군 내에서 관리하는 방식 또한 충분히 고민할 여지가 있다.

해외 연기금의 자산군 분류에서 나타나는 두 번째 특징은 대체투자를 하나의 자산군으로 묶어 전략적



자산배분을 실시하기보다는 각 자산의 성격에 맞게 서너 개 정도의 별도 자산군으로 분리하여 관리하고, 각각의 세부 자산군에 대해 별도의 전략적 자산배분을 실시한다는 점을 들 수 있다. 조금 더 진취적인 일부 연기금의 경우 공모주식과 사모주식, 혹은 공모채권과 사모대출 등 성격이 어느 정도 비슷하지만 공모시장에서의 거래 여부만 차이가 발생하는 자산들을 하나의 큰 우산 아래에서 관리하기도 하고 있다. 이는 대체자산에 대한 다변화를 고민하고 있는 국내의 연기금에도 상당한 시사점을 주고 있으며, 현재와 같이 대체투자를 하나의 우산 아래에서 접근하는 방식에 대한 근본적인 고민이 필요함을 보여주고 있다.

현재 우리나라 연기금이 투자를 고려하고 있는 대체 자산은 크게 네 개 정도의 성격으로 분류될 수 있다. 가장 먼저 (1) 사모주식에 대한 투자의 경우, 공정가치 평가를 통해 자산이 평가된다는 점에서는 공모주식과 큰 차이를 보이거나 투자의 최종적인 성과가 공모 주식시장과 필연적으로 연동될 수밖에 없다는 점에서 주식투자의 한 부분으로 볼 여지 또한 충분하다. 실제로 사모주식 성과를 비교할 때 공모시장에 대한 투자 대비 초과성과를 측정하는 형태인 public market equivalent (PME) 방식이 적극적으로 활용되는 경우가 많은데(Kaplan and Schoar, 2005; Harris, Jenkinson, and Kaplan, 2014), 이는 두 상반된 투자방식의 장기 성과가 어느 정도 상호 관련성을 띠 수밖에 없다는 점을 인정하는 형태의 접근방식이라 할 수 있다. (2) 사모대출의 경우 역시, 시가평가를 받지 않는다는 점에서는 공모채권에 대한 투자와 차이를 보이지만, 투자 위험 프로필이 하이일드 레버리지론에 대한 투자에 상당히 준하는 형태라고 할 수 있다. 다시 말해 이자율 위험, 신용 위험, 유동성 위험 등으로 귀결되는 위험의 궁극적 요소는 채권투자와 매우 비슷한 형태의 투자라는 것이다. 반면 (3) 부동산, 인프라 등에 대한 실물투자의 경우 사모주식 및 사모대출과는 상당히 상이한 성격의 투자이며, 특히 인프라 투자의 경우 인플레이션 위험에 대한 대처수단이 되기도 하는 등 (1)과 (2)에서 나타난 투자 성과와는 확연한 차이를 보이는 것이 사실이다. 마지막으로 (4) 헤지펀드 역시

시장 상황에 상관없이 일정 수준 이상의 수익률을 제시하는 것을 목표로 하는 절대수익 추구형이라는 측면에서 다른 투자와는 경향성이 다르다는 점을 볼 수 있다.

따라서 대부분의 복미 대형 연기금의 경우 사모주식, 사모대출, 실물자산과 헤지펀드에 대한 투자를 별도로 분리하여 각각의 자산군에 대한 전략적 자산배분을 실시하고 있는데, 이는 우리나라 연기금 또한 벤치마킹이 반드시 필요한 부분으로 보인다. 현재 국내 연기금에서 활발히 논의되고 있는 대체투자 확대 관련 논의는 대체투자 자체에 대한 투자비중을 늘리는데 논의가 집중되는 반면, 정확히 어떤 세부자산이 해당 기금의 특성에 맞고, 또한 대체투자 내 세부자산에 대한 전략적 포트폴리오를 어떻게 마련할 지에 대한 논의는 충분히 이루어지지 않는 경우가 많다. 이 경우 대체투자 자산군의 기대수익률과 위험 프로필을 정의하는 데 있어 많은 애로사항이 필연적으로 발생할 수밖에 없는데, 이는 최종수혜자와 매니저 간의 이해관계 정렬에도 악영향을 끼칠 수밖에 없고, 사후 성과평가 과정 또한 어렵게 만들 수밖에 없다. 최종수혜자가 바라는 형태의 대체투자 포트폴리오와 매니저가 구축하고자 하는 대체투자 포트폴리오 간에 불일치가 발생할 경우, 현재의 자산군 분류 체계 하에서 이를 해결하기는 쉽지 않으며, 의사결정의 지연 및 투자 집행 상에서 나타나는 문제점들을 어떻게 해결하고 성과평가에 반영할지 여부 하나하나에 대해서도 매니저들이 민감하게 반응할 수밖에 없다. 반면 적어도 사모주식, 사모대출과 실물자산 정도에 대해서는 각각의 전략적 자산배분 목표비중이 존재하는 해외 연기금의 경우 이와 같은 문제에서 상대적으로 자유롭다. 현재와 같이 대체투자가 하나의 자산군으로 인식되고 해당 자산군이 전략적 자산배분 과정에 단일 자산군으로 최적화 과정에 들어가는 구조 하에서는 이와 같은 문제를 근본적으로 해결하기 어려운 바, 대체투자를 상품의 성격에 따라 몇 개의 자산군으로 분리하여 이에 대한 자산배분 및 성과평가가 별도로 이루어질 수 있도록 하는 것은 향후 자산운용 고도화 과정에서 매우 중요한 선결과제 중 하나로 판단된다.

[4] 평가기준수익률 설정

자산군 분류와 더불어 성과평가의 핵심을 이루는 부분으로는 각 자산군별 평가기준수익률 설정을 들 수 있을 것이다. 그러나 국내 연기금의 자산군별 평가기준수익률의 경우 여러 대외적 요인들로 인해 상당히 일률적으로 적용되고 있는 것이 사실인데, 이와 같은 현재의 기준수익률 설정이 자산운용 고도화를 어렵게 하는 요인이 될 수 있다는 측면에서 보았을 때 조속한 개선점 마련이 필요한 상황이다. 따라서 본 장에서는 현재 기준수익률 설정 방식의 문제점을 되짚어 보고, 이에 대한 발전방안에 대해서도 종합적으로 논의를 진행하고자 한다.

4.1 국내채권 기준수익률

국내 대부분 연기금의 경우 기금운용평가 시 활용되는 평가기준수익률인 국고채 2-3년 지수를 기준수익

률로 활용하는 경우가 많다. 그러나 실제 연기금투자 풀 혹은 전담운용기관(OCIO)을 통해 구축되는 연기금 국내채권 포트폴리오의 경우 단기 국공채형 이외에도 금융채 및 투자적격등급 회사채가 상당히 높은 비중으로 포함되어 있다. 예를 들어 연기금투자풀의 경우 국공채형 이외에도 일반채형을 별도로 운용하고 있으며, 상당수 연기금들의 경우 이를 모두 활용하여 종합채권에 가까운 형태의 포트폴리오를 구축해 놓은 실정이다.

그럼에도 불구하고 국고채 2-3년 지수를 활용함으로써 인해 국내채권 운용수익률과 기준수익률 간에 괴리가 필연적으로 발생할 수밖에 없는 상황이다. 이를 위해 가장 먼저 한경KIS 채권지수의 종합채권지수 및 국고채의 2-3년 지수에 대한 2002년 1월부터 2022년 12월까지의 월별 수익률 기반 기초통계량을 살펴보면 다음과 같다.

〈표 4〉 국내 주요 채권지수 2-3년 만기물 기초통계량

	종합채권지수	국고채지수
평균수익률(연율화)	4.06%	3.75%
표준편차(연율화)	2.05%	1.94%
최대값	4.71%	4.00%
P75	0.61%	0.57%
중간값	0.29%	0.30%
P25	0.09%	0.06%
최소값	-1.40%	-1.42%

이와 같은 〈표 4〉에서의 결과를 바탕으로 2002년 1월에 1원을 투자하였다고 가정하였을 때 20여년 동안의 추이는 아래의 〈그림 2〉에서와 같이 나타난다. 〈그림 2〉에서도 살펴볼 수 있듯 거의 대부분 국면에서 종합채권지수의 성과가 국고채지수를 지속적으로 상회하는 것을 확인할 수 있는데, 2008년 글로벌 금융위

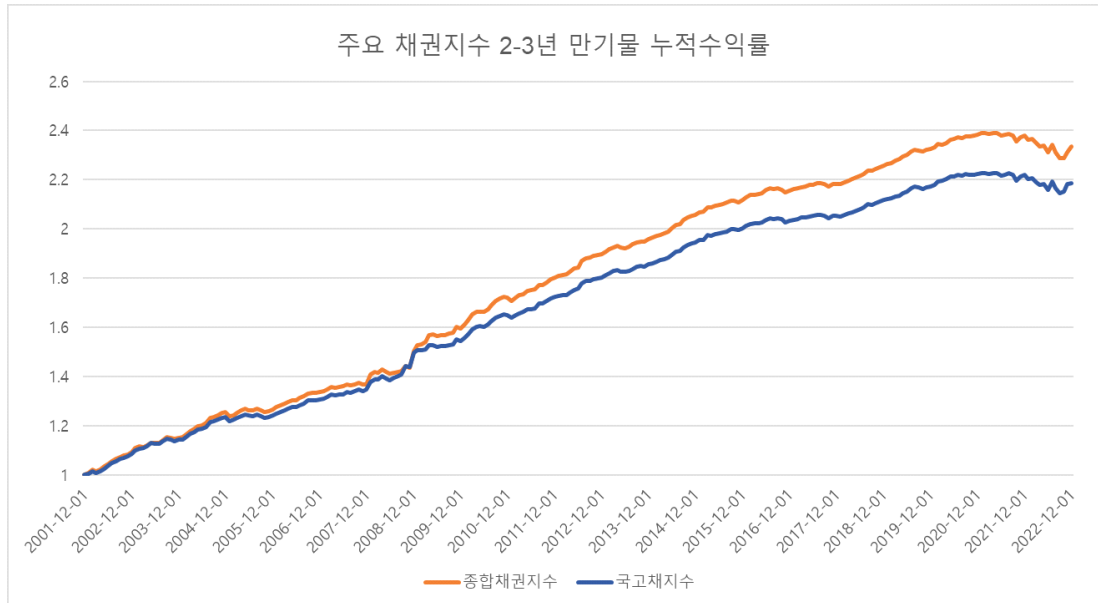
기 이후 저금리 기조가 장기간 이어지고 신용 스프레드가 축소되는 국면에서 국고채 이외에도 회사채 등을 포함하고 있는 종합채권지수의 가격 상승이 더 큰 폭으로 일어나면서 기인한 것으로 보인다. 그러나 이 경우 실제 포트폴리오의 성과를 더 적절히 측정하기 위해서는 국고채지수가 아닌 종합채권지수를 활용하



는 것이 실제 매니저의 성과를 더 정확히 측정할 수 있는 방법이라는 데에는 큰 이견이 없을 것이다. 특히 2022년 후반 발생한 신용 스프레드 급등 국면 등에서

매니저의 종목 선정 및 타이밍 효과 등을 명확하게 확인하기 위해서는 크레딧물을 포함한 기준수익률에 대한 상대 성과 비교가 매우 중요할 수 있다.

〈그림 2〉 국내 주요 채권지수 2-3년 만기물 누적수익률 추이



그러나 이와 같은 논의는 단순히 종합채권지수 2-3년물을 쓸 것인지, 혹은 국고채지수를 활용하여 2-3년 물 만기를 타겟팅할 것인지의 문제에만 국한되는 것은 아니다. 우리가 던져야 할 더 중요한 질문은 (1) 2-3년 물 구간을 타겟으로 삼아야 할 특별한 이유가 있는지, 그리고 (2) 이와 같은 논리가 모든 기금에 동일하게 적용되어야 하는지 여부일 것이다.

현재 기금운용평가 시 국고채 2-3년물을 평가기준 수익률로 삼는 논리적 근거로는 해당 구간이 전통적으로 시장에서 가장 활발하게 거래가 이루어지는, 즉 가장 유동적인 구간이었다는 점을 들 수 있을 것이다. 그러나 우리나라 연기금의 특성 중 하나로는 기금의 부채 혹은 사업 듀레이션이 매우 상이하다는 점을 들 수 있다. 상대적으로 만기가 짧은 보증사업을 영위 하면서 부채의 듀레이션이 낮은 금융성기금과, 지출에 대한 부담이 상대적으로 적고 향후 10-20여년 간 지속적인 적립이 예상되는 연금성기금 혹은 일부 사업성기금이 반드시 동일한 만기의 채권지수를 평가기준

수익률로 삼아야 하는지 여부에 대해서는 충분한 이견이 존재할 수 있다. 특히 후자의 경우 장기채 시장에 적극적으로 참여함으로써 시장 내 안정적인 참여자의 풀을 늘리고, 이를 통하여 긴 만기 구간에서도 유동성이 증가하는 긍정적인 효과 또한 기대할 수 있다는 점에서 반드시 모든 시장참여자들이 동일한 만기 구간을 타겟팅해야 하는지에 대한 의문점이 상존하는 것이 사실이다.

실제로 앞서 살펴본 주요 해외 연금성 기금의 경우 종합채권지수를 채권형 자산에 대한 기준수익률로 활용하는데, 대부분 지수의 경우 듀레이션이 매우 높은 것이 일반적이다. 예를 들어 일본 GPIF의 경우 Nomura-BPI (excluding ABS) 지수를 국내채권에 대한 기준수익률로 활용하고 있는데, 해당 지수의 듀레이션은 10년 내외인 것으로 알려져 있다. 미국 CalSTRS의 경우 역시 Bloomberg U.S. Aggregate (Climate Custom)과 Bloomberg U.S. High Yield 2% Cap Cash Pay (Climate Custom) 지수를 95:5

의 비율로 활용하고 있는데, 전자의 경우 6년 전후의 듀레이션을 기록하고 있어, 국내 연기금들이 활용하고 있는 2-3년물 대비 매우 높은 듀레이션 구간을 형성하고 있다. 국내의 경우 역시 장기채 시장의 활성화에 따라 종합채권지수 전체 만기의 듀레이션이 6년 내외, 그리고 국고채의 경우만 놓고 보았을 경우에는 이보다 더 길게 형성되어 있는 상황인 바, 2-3년물 지수를 평가기준수익률로 삼아야 하는 뚜렷한 근거는 찾기 어려운 것으로 보인다.

물론 이와 같은 전체만기 지수가 모든 기금에 적합하다고 하기는 어려울 것이다. 안정적이고 보수적인 채권운용이 주를 이루어야 하는 기금, 예를 들어 보증 사업을 수행하면서 대위변제 수요를 대비하기 위한 준비금 성격의 금융성기금의 경우에는 이자율 위험 및 기간구조 위험에 대한 과도한 노출이 적절하지 않다고 판단할 수도 있다. 이 경우에는 안전자산 위주 이면서 유동성이 확보된 국고채 2-3년물을 활용하는 것이 매우 적절할 수 있다. 반면 부채 듀레이션이 매우 길고 장기적인 기금의 지속가능성을 고민하여야 하는 연금성 기금의 경우 이들보다는 조금 더 장기 만기 구간을 적극적으로 포함한 형태의 운용을 실시함으로써 기간구조 프리미엄(term premium)을 향유하는 것을 추구할 수도 있다. 또한 우리나라의 경우 채권시장의 양적 질적 성장과 더불어 전체만기 지수의 듀레이션이 지속적으로 상승하는 경향을 보이고 있어, 특별한 만기 구간을 설정하지 않고 전체만기 지수를 추종함으로써 채권시장 전반에 대한 익스포저를 최대한 넓게 가져갈지, 아니면 어느 정도 사업과 부채 등을 종합적으로 고려하여 기금이 판단하는 적정 만기 구간 내(예: 1-10년)에서만 포트폴리오를 구축할지 여부 또한 중요한 의사결정이 될 수 있을 것이다.

그러나 그 어떤 경우에도 이는 각 기금의 상황에

맞게 판단 및 의사결정이 이루어져야 할 문제이지, 모든 기금에 일률적으로 적용되어야 할 부분은 아닌 것으로 보인다. 그럼에도 불구하고 현행 평가체계 하에서 국고채 2-3년물이 아닌 다른 기준수익률을 활용하기에는 여러모로 부담이 존재한다는 점으로 인해 대부분 연기금들의 경우 국고채 2-3년물 지수를 획일적으로 활용하는 경향이 있으며, 이는 기금의 특성에 맞는 채권 포트폴리오 구축에 장애 요인으로 작용하는 것이 부인하기 어려운 사실이다. 특히 국내 연기금 중 상당수의 경우 투자자산의 과반 이상을 여전히 국내채권 자산군에 집중하고 있고, 국민연금기금의 경우에도 아직 전체 운용자산의 27.6% 내외를 국내채권에 투자하고 있는 현 시점에서 국내채권 자산군에 대한 적절한 기준수익률 설정은 연기금 성과 제고 및 자산운용 고도화에도 직결되는 문제라 할 수 있다.

4.2 해외채권 기준수익률

국내채권 기준수익률 설정과 매우 밀접하게 연결되는 현안 중 하나로는 해외채권 기준수익률 설정을 들 수 있다. 특히 Bloomberg Global Aggregate Index (BGA)의 적절성, 그 중에서도 해외채권 기준수익률을 BGA로 설정하면서 국내채권 기준수익률을 국고채 2-3년물로 설정함으로써 발생하는 듀레이션 및 상품군의 불일치에 대한 논의를 진행할 필요가 있다. 이를 위해 가장 먼저 <표 4>에서와 같이 한경 KIS 종합채권지수 및 국고채지수와 BGA 간의 2002년 1월부터 2022년 12월까지의 월별 수익률에 대한 기초통계량 비교를 <표 5>에서 실시하되, 국내 채권지수의 경우 (1) 2-3년물, (2) 5-10년물, 그리고 (3) 전체만기로 나누어 논의를 진행하도록 하자.



〈표 5〉 국내외 주요 채권지수 만기별 월별수익률 기초통계량

	한경KIS 채권지수						
	종합채권지수			국고채지수			BGAI
	2-3년	5-10년	전체만기	2-3년	5-10년	전체만기	
평균수익률(연율화)	4.06%	4.93%	3.90%	3.75%	5.05%	4.02%	3.46%
표준편차(연율화)	2.05%	6.52%	2.62%	1.94%	6.84%	3.88%	5.91%
최대값	4.71%	10.46%	4.75%	4.00%	10.31%	6.01%	6.21%
P75	0.61%	1.42%	0.70%	0.57%	1.47%	0.89%	1.29%
중간값	0.29%	0.55%	0.35%	0.30%	0.57%	0.40%	0.36%
P25	0.09%	-0.61%	-0.01%	0.06%	-0.64%	-0.25%	-0.76%
최소값	-1.40%	-6.45%	-2.67%	-1.42%	-6.61%	-4.09%	-5.48%

해당 기간 동안 BGAI의 경우 국내채권 대비 평균수익률 측면에서 열위에 있는 것이 사실이며, 이로 인해 역사적 수익률에 근거하여 간단한 형태의 평균-분산 최적화를 실시할 경우 해외채권에 대한 최적 투자비중이 0으로 나오는 경우가 많이 관찰되기도 한다. 그러나 대부분 국내 연기금의 경우 평균수익률보다도 BGAI의 높은 표준편차로 인해 해당 자산에 대한 적극적인 자산배분을 꺼리는 경우가 많다. 실제로 표본 기간 동안 국고채 2-3년물 지수의 연율화된 표준편차는 1.94%인 반면, BGAI의 표준편차는 5.91%로 확연한 차이를 보이는 것이 사실이다.

그러나 이는 두 지수 간에 상당한 듀레이션 차이가 존재한다는 것을 간과한 비교이다. 2025년 4월말 기준 BGAI에 포함된 채권의 가중평균 만기는 8.3년이며, 듀레이션의 경우 6.6년 내외를 기록하고 있는데, 이는 2년대에 불과한 국고채 2-3년물 지수의 듀레이션 대비 약 세 배 가까이 높은 수치이다. 따라서 듀레이션과 직결되는 채권지수의 표준편차 역시 BGAI가 국고채 2-3년물 대비 매우 높게 나타날 수밖에 없는 것이다. 예를 들어 비슷한 만기 및 듀레이션을 지닌 국고채 5-10년물 혹은 종합채권지수 5-10년물과 BGAI 지수 간의 표준편차를 비교했을 경우, 국내채권의 표준편차가 표본 기간 동안 각각 6.84%와 6.52%로 BGAI의 표준편차보다 오히려 높은 것을 쉽게 확인할 수 있다.

이는 앞서 살펴본 사일로(silo)화된 자산군 분류 및 운용과 맞물려 기금 자산운용 및 성과평가에 상당한 왜곡을 가져오게 된다. 2022-23년 미국 연방준비제도 이사회 및 주요 선진국의 기준금리 급등 국면에서 장기채의 가격이 급락함으로 인해 단기채 대비 매력도가 떨어지게 되었는데, 이 때 국내채권과 해외채권 간의 상대적 비중을 어떻게 채택하였는지 여부가 기금 성과에도 유의미한 영향을 미치게 되었다. 해외자산을 포함한 채권자산 다변화라는 측면에 있어 현재와 같은 두 자산군에 대한 기준수익률 부여는 지리적 다변화와 기금의 이자율 위험 증대가 맞물려 갈 수밖에 없음은 의미한다. 반대로 기준금리 하락 국면의 경우, 단순히 듀레이션이 높은 지수를 추종하는 해외채권을 보유하고 있다는 이유만으로 기금 성과가 긍정적으로 보이는 왜곡 현상이 발생할 가능성 또한 상존하는 것이다.

그러나 채권 자산군에 대한 기준수익률 부여가 반드시 이와 같은 듀레이션 불일치로 귀결될 필요는 없다. 일본 GPIF의 경우 국내채권 자산군에 대해서는 Nomura-BPI Index (excluding ABS), 그리고 해외채권 자산군에 대해서는 FTSE World Government Bond Index (excluding JPY, CNY)를 활용하고 있다. 두 지수의 듀레이션은 전자의 경우 9-10년대 내외, 후자의 경우 7년을 상회하는 것으로 알려져 있는데, 이는 우리나라의 국내채권과 해외채권 자산군 간의 듀레이션 불일치 정도에 비해 훨씬 낮은 수준이

다. 물론 채권 자산군 전체를 국내와 해외를 구분하지 않은 형태로 운용하는 북미 연기금의 경우 이와 같은 문제로부터 원천적으로 자유롭다.

따라서 현재 기금운용평가 시 활용되는 국내채권 및 해외채권 간의 기준수익률 부여에 있어 우리가 핵심적으로 던져야 하는 질문은 다음과 같다. 첫째, 국내채권의 경우 국고채를 기초자산으로 하면서 해외채권의 경우 회사채와 공사채를 모두 포함한 종합채권 지수를 기초자산으로 활용함으로써 발생하는 지수 기초자산 불일치가 반드시 필요한가? 만일 그렇다면 이에 대한 논리적 근거는 무엇인가? 그리고 둘째, 국내채권에 대해서는 특정 만기 구간을 기준수익률 지표에 적극적으로 활용하는 데 반해 해외채권의 경우 특별히 만기 구간을 명시하지 않은 전체 만기 지수를 활용해야 하는 논리적 근거가 존재하는가? 두 질문 모두 국내자산과 해외자산에 대해 기준수익률을 현재와 같이 부여하는 데 대한 뚜렷한 논리적 근거를 찾기 어려운 것이 현실이다.

이와 같은 문제는 연기금 별로 해당 기금의 특성에 맞는 기준수익률 부여 및 이를 성과평가에 활용함으로써 어느 정도 해결이 가능할 것으로 보인다. 앞서 살펴본 바와 같이 연금성 기금의 경우 해당 기금의 부채 듀레이션이 길게 나타나는 특성을 지니는 바, 장기채를 포함하는 형태의 투자가 오히려 채권면역(immunization) 측면에서 강점을 지닐 수도 있다. 이 경우 일본 GPIF의 경우와 같이 Long Treasury 등을 기준수익률로 삼는 등의 방식으로 기준수익률의 타겟 만기 구간을 높게 설정하는 것 또한 고려해 볼 수 있을 것이다. 또는 국내채권과 해외채권 모두에 대해 전체 만기 종합채권지수 혹은 국고채지수 등을 부여함으로써 채권시장 전반에 대한 익스포저를 최대한 넓게 가져가는 형태의 기준수익률을 제시하는 것도 또한 가능할 것이다. 물론 채권의 경우 짧은 만기를 유지하면서 주식자산이 지닌 특성(상당수 기금의 경우 주식자산의 기대수익률을 장기 국채에 주식 리스크 프리미엄을 추가하는 형태로 산출하고 있으며, 이는 주식자산이 “long duration asset”이라는 점을 암묵적으로 가정하고 있음)을 활용하여 기금 전체 포트폴

리오의 듀레이션을 관리하는 것 또한 가능하겠으나, 채권 자산 내에서 국내와 해외 간에 듀레이션 불일치가 매우 큰 폭으로 발생하는 현재의 성과평가 체계에는 어떤 방식으로든 개선점 마련이 필요하다. 다시 말해 국내채권과 해외채권의 기준수익률을 유사한 기초자산 및 만기 구간을 바탕으로 한 기준수익률을 제시함으로써 해외자산으로의 리밸런싱이 연기금 내 채권 포트폴리오의 이자율 위험 혹은 신용 위험에 구조적인 영향을 미치는 현재의 한계점을 해결할 필요가 있다는 것이다.

반면 보수적 자산운용이 필요한 연기금, 예를 들어 대위변제 수요에 대응하여야 하는 금융성 기금의 경우 국내채권 기준수익률을 국고채 2-3년 지수로 삼는 현재의 기준수익률 부여가 충분히 당위성을 가질 수도 있다. 그렇다면 해외채권의 기준수익률 역시 이에 대응되는 형태로 부여되어야 할 것이다. 현재와 같이 BGAI를 그대로 활용하는 것이 아닌 Bloomberg Global Treasury Index, 특히 그 중에서도 이자율 위험 및 유동성 위험을 어느 정도 제어할 수 있는 단기(1-5년물) 구간에 대해 국채 위주의 기초자산을 바탕으로 하는 기준수익률을 부여하는 것이 적절할 것이다. 자산 중 일부의 경우 안전자산이라 할 수 있는 단기 미국 국채(U.S. Treasury 1-5Y) 등에 투자하는 것을 가정하여 기준수익률을 구축하는 등, 기금의 특성에 맞는 다양한 형태의 기준수익률 운용이 가능할 것이다. 이를 통해 국내채권과 해외채권 간의 리밸런싱이 이자율 위험 및 신용 위험에 구조적으로 영향을 미치는 현재와 같은 문제를 완화할 수 있을 것이다.

또한 일부 국내 연기금의 경우 사업비 지출의 상당 부분이 외화, 특히 달러화로 이루어지는 성격을 띠기도 한다. 이 경우 자산-부채 매칭 측면에 있어 해외채권 내 미국채권형을 별도로 관리하는 것 또한 생각해 볼 수 있다. 사업 기간 등을 고려하여 자산-부채 매칭이 원활하게 이루어질 수 있도록 적절한 만기 구간의 미국 채권지수, 예를 들어 Bloomberg U.S. Aggregate Index 1-5Y 혹은 Bloomberg U.S. Treasury 1-5Y 등과 같은 지수를 기준수익률로 삼는



자산군을 해외채권 내에 별도 세부자산으로 운용하는 것 또한 고려해 볼 수 있을 것이다.

이와 같은 기금의 특성에 맞는 운용이 이루어질 수 있도록 하기 위해서는 국내채권과 해외채권의 기준 수익률이 일률적으로, 또한 상당한 듀레이션 불일치가 발생하는 형태로 부여되어 있는 점을 해결할 필요가 있다. 국내자산과 해외자산을 별도의 자산군으로 발생하는 현행 체계와 맞물려 현재의 기금운용평가 상 평가기준수익률 부여 방식은 해외자산으로의 적극적인 다변화를 어렵게 만드는 요인이 될 수 있다. 개별 기금의 상황을 모두 반영한 형태의 기준수익률 마련이 여건상 용이하지 않다면 적어도 몇 개의 유형별, 예를 들어 연금성 기금, 금융성 기금과 사업성 기금, 혹은 연기금 중 외화표시 사업비 지출이 존재하는 경우와 그렇지 않는 경우 등을 나누어 각각의 경우에 대해 평가기준수익률을 달리 설정하는 정도의 과도기적 발전 방안 또한 고민해 볼 수 있을 것이다.

4.3 국내 및 해외주식 기준수익률

채권형 자산의 경우에 이어 주식형 자산의 기준수익률 설정에 대해 살펴보도록 하자. 국내와 해외주식을 별도의 자산군으로 관리하고 있다는 점 외에 대부분 국내 연기금 주식형 자산의 기준수익률은 해외 연기금과 크게 상이하지 않은 형태로 설정되어 있다. 일본 GPIF의 예를 들면 국내주식에 대해서는 TOPIX, 해외주식에 대해서는 MSCI ACWI를 활용하고 있는데, 이는 우리나라 연기금의 경우와 매우 유사하다. CalPERS의 경우 주식 자산군 내 시총가중유형(market-cap-weighted)의 경우에는 FTSE All World All Cap Equity를 활용하고, CalSTRS의 경우 역시 일반 주식형에 대해서는 MSCI ACWI 지수보다 더 작은 소형주까지 포괄하여 투자가능 유니버스를 늘린 MSCI ACWI IMI (Investable Market Index) 지수를 활용하고 있어 우리나라 연기금보다는 조금 더 소형주까지 포괄한 형태의 기준수익률을 채택하고 있다는 점 정도를 제외하면 큰 차이는 없다고 볼 수 있다.

주식형 자산에 대한 기준수익률 채택에 있어 깊고

넘어갈 필요가 있는 논의사항으로는 팩터 기반 투자를 가정하여 이에 대한 별도의 평가기준수익률을 부여할 필요가 있는지 정도일 것이다. 앞서 살펴본 주요 해외 연기금 중 CalPERS의 경우 시총가중 유형 이외에도 팩터가중유형(factor-weighted)을 따로 설정하여 Custom FTSE Factor Weighted Index를 부여하여 관리하고 있다. CPP의 경우에는 아예 Active Equities를 별도의 조직으로 두어 관련 투자를 총괄하도록 하고 있기도 하다. 후자의 경우 롱-쇼트 포지션을 모두 활용한 시장중립적, 즉 헤지펀드에 유사한 형태의 투자를 실시하고 있는 바, 기준수익률로는 절대수익률 개념의 기준수익률을 제시하고 있는 것으로 알려져 있다.

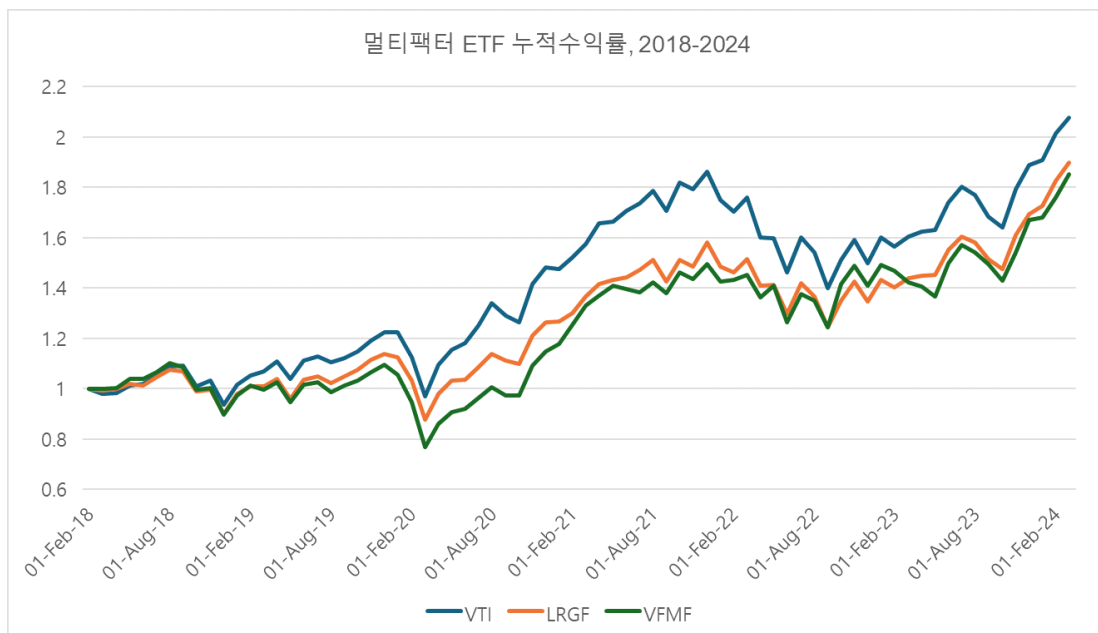
실제로 Harvey, Liu, and Zhu (2016), Feng, Giglio, and Xiu(2020), Gu, Kelly, and Xiu (2020) 및 Hou, Xue, and Zhang (2020) 등에서 이미 잘 다루고 있는 바와 같이 주식시장 수익률의 횡단면에 영향을 미칠 수 있는 것으로 알려진 팩터는 이미 수백 가지가 넘으며, 이를 어떻게 활용할지 여부는 연기금이 얼마나 주식 자산을 액티브하게 운용할지 여부와 맞물려 매우 중요한 의사결정 부분 중 하나이다. 실제로 미국 주요 운용사들의 경우 학계에서 알려진 주요 전략들, 예를 들어 가치(value), 퀄리티(quality), 모멘텀(momentum), 시총(size), 저변동성(low volatility) 등에 대한 스마트 베타 ETF를 출시하여 운용하고 있으며, 일부의 경우 이들을 복합적으로 활용하는 형태의 멀티 팩터 ETF 역시 출시한 상황이다. 그러나 이와 같은 팩터의 활용을 통해 주식시장에 완전히 패시브 형태로 투자하는 것 대비 지속적으로 유의미한 추가 성과를 낼 수 있는지(특히 공매도를 활용하지 않은 long-only 전략에서 추가 성과를 창출 가능한지) 여부에 대해서는 여전히 논쟁이 존재하는 영역이다. McLean and Pontiff (2016)에서도 논의하고 있는 바와 같이 새로운 팩터의 발견이 시장 내 차익실현 투자자들의 투자 활동을 증진시켜 이와 같은 이상현상의 발견 이후 수익률이 유의미하게 감소하는 등 지속적인 성과 창출에 애로사항이 존재하기 때문이다.

이는 <그림 3>을 통해서도 확인할 수 있다. 모멘텀, 퀄리티, 가치 이상현상을 활용하는 형태의 멀티팩터

스마트 베타 ETF인 Vanguard 사의 Vanguard U.S. Multifactor ETF (VFMF) 출시 이후 기간인 2018년 2월말부터 2024년 3월말까지의 6년여 기간 동안 해당 ETF와 비슷한 형태의 멀티팩터 ETF인 BlackRock 사의iShares U.S. Equity Factor ETF (LRGF), 그리고 미국 주식시장 전체 유니버스에 대해 가장 낮은 수준의 보수로 패시브 투자를 시행할 수 있는 ETF 중 하나인 Vanguard 사의 Vanguard Total Stock Market ETF (VTI)의 누적 수익률을 비교하면, 두 회사의 멀티팩터 ETF 모두 VTI의 성과를 하회하고 있는 것을 확인할 수 있다. 물론 이는 표본 기간에 따라 매우 다르게 나타나며, 2022-23년 주식시장

하락 국면에서와 같이 멀티팩터 ETF들의 성과가 시장에 패시브 투자를 실시한 경우에 비해 확연하게 나은 국면도 관찰되기도 한다. 그러나 한 가지 확실한 점이 라면 멀티팩터 ETF를 활용한 투자가 시장 유니버스에 폭넓게 투자한 인덱스 펀드 대비 모든 국면에서 확연하게 우월한 성과를 보여주지는 못하고 있다는 점이다. 이는 <그림 4>에서의 MSCI Factor Heatmap을 통해서도 확인할 수 있는데, 지난 3, 5, 10년 기간 동안 모두 미국시장에 대한 패시브 투자 대비 확연하게 우월한 성과를 유지하고 있는 이상현상은 퀄리티 정도에 불과하며, 기타 대부분 이상현상의 경우 시장 성과를 하회하고 있는 것을 볼 수 있다.

〈그림 3〉 미국 멀티팩터 ETF 및 패시브 투자 ETF 누적수익률, 2018-2024





〈그림 4〉 미국 시장 주요 이상현상 Heatmap (2025/06/05 기준)

Gross Performance as of 06/05/2025 in USD									
Index Name	1D	1W	1M	3M	YTD	1Y	3Y	5Y	10Y
MSCI USA Index	-0.5%	0.6%	5.5%	2.1%	1.7%	13.1%	15.0%	14.9%	12.9%
MSCI USA Minimum Volatility Index	-0.1%	0.2%	0.5%	-0.2%	5.4%	14.0%	10.3%	9.9%	10.8%
MSCI USA High Dividend Yield Index	-0.3%	0.1%	2.2%	-2.3%	2.2%	7.9%	6.8%	9.1%	9.4%
MSCI USA Quality Index	-0.3%	1.4%	4.4%	0.3%	2.4%	8.9%	17.6%	15.1%	14.9%
MSCI USA Momentum Index	-0.4%	0.9%	6.1%	6.9%	9.4%	17.4%	17.4%	13.6%	13.8%
MSCI USA Enhanced Value Index	-0.1%	0.9%	3.8%	0.5%	3.1%	7.1%	5.4%	9.6%	7.7%
MSCI USA Equal Weighted Index	-0.2%	0.6%	3.8%	0.7%	1.7%	10.9%	9.3%	11.5%	9.8%
MSCI USA Growth Target Index	-0.2%	1.3%	4.3%	3.6%	6.4%	16.9%	16.0%	13.0%	12.4%

출처: [https://www-cdn.msci.com/web/msci/index-tools/factor-index-scorecard\(2025/06/05기준\)](https://www-cdn.msci.com/web/msci/index-tools/factor-index-scorecard(2025/06/05기준))

이와 같은 점들을 종합해 보았을 때, 팩터 기반 투자를 연기금들이 반드시 적극적으로 시행해야 하는지, 그리고 이를 평가기준수익률에 반드시 반영해야 하는지 여부에 대해서는 논쟁의 여지가 있는 것으로 보인다. 특히 CalPERS의 경우처럼 자산군 최상단 기준수익률에 반드시 멀티팩터 지수에 기반한 기준수익률을 제시해야 하는지에 대해서는 회의적인 시각이 충분히 존재할 수 있다. 채권 자산의 경우처럼 사업 및 부채 등과의 듀레이션 매칭이 매우 중요하여 특정 만기 구간에 대한 의사결정이 매우 중요한 경우라면 이를 기준수익률에 명시할 필요가 있겠으나, 주식 자산군에서 어떤 팩터를 기반으로 한 멀티팩터 지수를 기준수익률로 삼아야 할지 등과 같은 과도하게 복잡한 의사결정이 현 시점에서 충분한 비용 대비 편익을 제공할 수 있는지에 대해서는 좀더 고민이 필요할 것이다. 특히 최근과 같이 저비용 인덱스 투자 수단이 매우 다양하고 활발하게 제공되고 있는 상황에서 오히려 연기금이 주식 자산군에 대한 액티브 운용을 적극적으로 실시하고자 한다면 국민연금기금의 경우와 같이 액티브 자산에 대한 시장 대비 목표 초과성과를 제시하는 등의 방법이 더 직관적인 접근 방식일 수 있다. 실제로 해외 대형 연기금 중 가장 성공적인 투자 모델을

제시했다고 평가받는 CPP의 경우조차 인덱스 투자를 가정한 기준 포트폴리오 대비 성과를 지속적으로 상회하지 못하고 있는 것을 돌이켜 보면(Munnell, 2024) 현 시점에서 국내 연기금의 주식 자산군 성과평가에 멀티팩터 지수 등을 적극적으로 도입하는 것의 장단점을 충분히 숙려할 필요가 있어 보인다.

4.4 환헤지 효과에 대한 성과평가

최근 외환시장의 변동성 증대 및 해외자산으로의 다변화 점진 등으로 인해 해외자산 환헤지 여부에 대한 의사결정 역시 중요해지고 있다. 해외자산 외환 정책 수립과 관련된 부분은 기금의 자산과 부채 등을 종합적으로 고려하여 결정되어야 하는 바 본 연구에서는 이를 중점적으로 다루지는 않되, 성과평가 측면에 있어 외환 효과를 어떻게 반영하는 것이 적절할지에 대해 논의를 제한하여 다루고자 한다.

성과평가 측면에 한하여 환헤지 관련 논의를 제한한다면, 가장 먼저 강조되어야 할 점은 현재와 같은 사일로화된 자산군 분류가 특정 자산군, 특히 해외채권 자산군의 환헤지 여부의 중요성을 과도하게 부각시키고 있다는 측면일 것이다. 현재와 같이 국내채권,

국내주식, 해외채권과 해외주식이 각각 별도의 자산군으로 분류되어 있는 상황에서는 해외채권이라는 특정 자산군의 성과에 이목이 집중될 수밖에 없으며, 이는 실제 자산군의 변동성 못지 않게 추가적인 변동성 요인으로 작용하는 환오픈에 소극적으로 임하게 하는 요인이 될 수밖에 없다.

그러나 기금 전체 포트폴리오 측면에서 보았을 때 해외채권과 해외주식, 그리고 해외 대체투자의 환헤지 여부는 분리해서 생각할 수 있는 문제가 아니다. 예를 들어 특정 기금이 해외채권과 해외주식에 각각 10%씩 총 20%의 해외자산을 보유하고 있다고 가정하자. 해당 기금이 달러화에 대해 해외주식의 경우 환오픈으로, 그리고 해외채권은 환헤지 형태로 운용할 경우 달러화에 대한 헤지가 이루어지는 해외자산의 규모는 전체 해외자산 중 50%, 즉 포트폴리오 전체 투자자산의 10%이다. 그러나 만일 해당 기금이 해외채권의 경우 환오픈으로 운용하고 해외주식에 대해 헤지를 실시할 경우에도 전체 포트폴리오 측면에서 헤지가 이루어지는 해외자산의 규모는 포트폴리오 전체 투자

자산의 10%로 동일하다. 이와 같은 관점에서 보았을 때 개별 자산군의 환헤지 여부에 과도하게 논의가 집중되는 것은 생산적이라고 보기 어렵다.

물론 이 경우에도 실제 자산운용 측면에 있어 각각 자산군에 대한 전략적 환헤지 가이드라인은 필요할 수밖에 없다. 네덜란드 ABP의 경우를 살펴보면, 2023년 회계연도 연차보고서에서 ABP는 2023년말 기준 유로화 대비 외환시장이 충분한 유동성을 갖고 있다고 판단하는 주요 통화, 즉 미국 달러, 스위스 프랑, 일본 엔, 캐나다 달러, 호주 달러, 그리고 영국 파운드에 대해 주식 및 대체투자의 경우 25%의 전략적 환헤지를 실시하고 있으며²⁾ 채권 자산의 경우에는 100%의 환헤지를 유지하여 환위험을 완전히 제거한 형태로 투자를 실시하고 있다. 그러나 성과평가 시 이와 같은 외환에 대한 파생 포지션은 “오버레이”라는 별도의 항목으로 외환 효과를 분리하여 공시하고 있으며, 개별 자산군 수준에서 외환 효과를 해당 자산군에 대한 성과평가의 수단으로 삼고 있지는 않는 것을 주목할 만하다. 이는 아래의 <표 6>을 통해서도 확인 가능하다.

<표 6> 네덜란드 ABP의 자산군 및 오버레이 성과 공시 예시

Category ¹⁾	Weighting %	Portfolio return %	Portfolio return € bln	Benchmark return %	Difference %	Relative contribution %	Relative contribution € bln
Fixed-income investments	39.2	6.3	11.6	6.5	-0.2	-0.1	-0.3
Government bonds	9.3	5.3	2.4	5.7	-0.5	0.0	-0.2
Long-term government bonds	13.4	5.4	3.5	5.4	0.0	0.0	0.0
Corporate bonds	10.4	6.3	3.1	6.6	-0.2	0.0	-0.1
Emerging-market bonds	6.2	9.2	2.6	8.9	0.2	0.0	0.1
Inflation-linked bonds	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Equities	28.3	15.4	18.7	15.3	0.1	0.0	0.0
Developed markets	21.6	19.0	17.0	18.9	0.1	0.0	0.0
Emerging markets	6.7	5.5	1.8	5.5	0.0	0.0	0.0
Alternative investments	21.1	2.9	3.1	9.7	-6.2	-1.3	-5.9
Private equity	9.2	5.9	2.6	21.2	-12.7	-1.3	-5.7
Commodities	5.5	-3.1	-0.8	-2.8	-0.3	0.0	-0.1
Opportunity Fund	0.1	-6.2	0.0	20.5	-22.2	0.0	-0.1
Infrastructure	5.3	5.5	1.4	4.6	0.9	0.0	0.3
Hedge funds	1.0	-1.3	-0.1	3.6	-4.7	-0.1	-0.3
Real estate	9.9	0.0	0.0	-3.2	3.3	0.3	1.4
Real estate	9.9	0.0	0.0	-3.2	3.3	0.3	1.4
Overlay	1.5	2.0	9.2	2.0	0.0	0.0	0.1
Interest rate hedging		1.8	8.4	1.9	0.0	0.0	0.0
Inflation hedge		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Currency hedge		0.2	1.1	0.2	0.0	0.0	0.1
Other		-0.1	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.1
Active Asset Allocation							0.0
Total	100	9.3	42.6	10.5	-1.0	-1.0	-4.7

출처: 네덜란드 ABP 2023 회계연도 영문 연차보고서(p. 34)에서 발췌

2) 2023년 회계연도 대부분 동안의 환헤지 비율은 50%였으나, 2023년 12월부터 점진적으로 25%로 전략적 환헤지 비중을 축소하는 것으로 나타나 있음.



이와 같은 논의를 종합해 보았을 때, 해외채권, 해외주식 및 대체투자(중 해외자산에 대한 투자) 각각에 대해 자산운용으로부터 발생한 효과와 외환 효과를 반드시 해당 자산군 내에서 평가하는 형태가 적절한지에 대해 고민이 필요해 보인다. 특히 대부분 연기금이 환오픈 형태로 운용을 실시하고 있는 해외주식의 경우와는 달리 해외채권의 경우 전략적 및 전술적 환헤지 포지션을 어떻게 가져가는지 여부가 해당 자산군 내에서 연기금의 절대 및 상대 성과에 매우 큰 영향을 미칠 수밖에 없다. 이로 인해 해외채권 자산군 자체에 대해 상당수 연기금에서 투자비중을 소극적으로 정하게 하는 요인 중 하나가 되고 있는 것 또한 부인하기 어렵다. 따라서 해외채권 자산군 내에서 지역, 국가, 섹터, 듀레이션, 커브, 신용 위험 등을 어떻게 관리했는지 여부와 외환에 대한 포지션을 어떻게 관리했는지 여부를 한번에 묶어 판단하는 현재의 접근방식이 적절하다고 보기 어려운 측면이 있는 것은 분명한 사실이다. 또한 앞서 제안한 바와 같이 전통적 자산군 내에서 국내와 해외자산을 분리하는 현재의 접근방식에서 벗어나 유사성을 띠는 자산들을 국내와 해외를 구분하지 않고 모두 통합하여 하나의 자산군으로 관리하면서 성과평가를 실시하고자 할 경우 특히 이와 같은 외환 효과를 성과평가에 어떤 형태로 담아낼지 여부가 더욱 중요해 질 수밖에 없을 것이다.

이러한 점들을 종합적으로 고려해 보았을 때 해외자산에 대해 각 주요 자산군(채권, 주식, 대체) 별로 전략적 환헤지 가이드라인은 현재와 같이 부여하는 형태를 유지하되, 성과평가 시에는 자산군 별로 모두 환오픈된 형태를 가정하여 기준수익률을 부여한 후 성과평가를 실시하고, 모든 해외자산을 포괄하는 형태의 오버레이 관점에서 외환 효과에 대해 별도로 성과를 공시하면서 평가를 실시하는 형태를 제안해 볼 수 있을 것이다. 특히 이 경우 실제 각 자산군에 대한 자산운용에서 발생한 절대적 및 상대적 성과와 외환으로부터 기인한 효과를 분리해서 평가할 수 있게 됨은 물론, 역사적 시계열 데이터가 쌓이게 되면 현재 기금이 취하고 있는 환헤지 여부에 대한 전략적 접근방식 자체가 적절한지에 대해서도 직관적으로 돌아볼 수

있게 될 것이다. 아울러 기금의 전술적 대처 역량에 대한 평가 또한 훨씬 용이해지게 될 것이다. 따라서 오버레이 관점에서 해외자산 전체에 대한 환헤지 효과를 분리해서 평가하고, 각 자산군 내에서의 성과는 해당 수익률을 (헤지를 실시하지 않았다는 전제 하에) 모두 환오픈 형태로 변환하여 원화 수익률을 산정하는 방식을 통해 각 자산군에 대한 운용 성과와 외환정책의 성과를 분리해서 리뷰하는 방식을 심도 있게 고려할 필요가 있다고 판단된다.

4.5 대체투자 성과평가 기준수익률 설정 관련

국내 연기금의 자산운용 고도화 및 대체자산으로의 다변화가 가속화됨에 따라 성과평가 기준수익률 관련 이슈 또한 중요성이 점점증하고 있는 상황이다. 모든 대체자산을 포괄적으로 리뷰하는 형태의 기준수익률 관련 제언은 범위가 매우 넓은 관계로 본 연구에서는 대체자산 성과평가 기준수익률 마련에 있어 나타나는 전반적인 애로사항에 대해 살펴보고, 개선점 마련에 대해서도 핵심적인 부분에 대해서만 간단하게 논의를 이어 나가고자 한다.

현재 국내 대부분 연기금의 경우 사모주식 및 사모대출에 대해 공모시장 수익률 대비 추가 프리미엄을 요구하는 형태로 기준수익률을 부여하고 있다. 장기적인 관점에서 보았을 때에는 사모시장에 대한 익스포저를 통해 유동성 프리미엄 등 공모시장에서 창출 가능한 수익률 대비 추가수익을 창출한다는 점에서 공모시장과의 비교가 적절할 수 있다. 따라서 투자 회수 시점에 도달한 경우 국내 사모주식에 대한 투자의 경우 KOSPI 대비, 또는 해외 사모주식의 경우 해당 국가 혹은 지역을 대표하는 주가지수 대비 추가성과가 어떠하였는지를 살펴보는 것이 상당한 의미를 가질 수 있다. 비슷한 형태로 사모대출의 경우 역시 레버리지 룬이나 하이일드 공모지수 대비 추가적인 프리미엄을 요구하는 형태를 생각해 볼 수 있으며, 일부 기금의 경우 아직까지 중장기 만기 종합채권지수나 회사채지수 대비 추가적인 프리미엄을 요구하는 형태를 사용하기도 한다.

그러나 이와 같은 공모시장 기반 기준수익률의 경우 시가평가가 이루어지는 자산과 공정가치평가를 시행하는 자산 간에 변동성이 매우 다르게 나타나 분기별로 평가를 실시할 때 제대로 된 기준수익률 역할을 하기 어렵다는 문제점을 지니고 있다. 기초자산의 가격이 매일 변화하는 공모시장 주가지수 및 채권지수와는 달리, 대부분 사모주식 및 사모대출의 경우 분기에 1회 공정가치평가가 이루어지는 정도로, 기준수익률의 변동성 대비 실제 보유자산의 변동성이 매우 낮게 측정되는 근본적인 한계가 존재한다. 아울러 실물자산의 경우 상당수 연기금이 인플레이션 헤지 목적이라는 측면에서 물가상승률에 프리미엄을 요구하는 형태의 기준수익률을 부여하는데, 이 경우 기준수익률이 직접적으로 투자 가능한(investable) 자산이 아니라는 점 외에도 기금 포트폴리오를 구성하고 있는 실제 보유자산과 물가상승률 간의 통계적 특성이 직접적으로 비교하기 어려울 수 있다는 한계점 또한 지니고 있다.

이와 같은 문제점을 인지하여 CalPERS나 CalSTRS 등 상당수 북미 연기금의 경우 주요 대체투자 세부자산별로 매니저의 성과를 조금 더 직접적으로 비교할 수 있는 동종유형지수(peer group index)를 적극적으로 활용하려 하는 추세이다. 예를 들어 CalSTRS의 경우 사모주식에 대해 State Street GXPEI 지수의 주요 유형(buyout, venture capital, debt-related) 세부 지수를 활용하여 성과를 비교하고 있다. 미국 부동산의 경우 역시 CalSTRS는 NCREIF에서 발표하는 Open End Diversified Core Equity (ODCE) 지수를 활용하고 있으며, CalPERS의 경우 역시 MSCI/PREA U.S. ACOE Quarterly Property Fund Index (Unfrozen) 을 기준수익률로 활용하는 것으로 나타나고 있다. 다시 말해 장기적 성과의 경우 해당 대체투자 유형에 투자하고자 했던 원래 목적에 부합하는 성과를 기록하였는지를 공모지수 대비 성과 등을 통해 확인하되, 매 분기 혹은 반기마다 이루어지는 성과 확인의 경우 비슷한 유형의 동종 펀드들의 성과 대비 매니저의 성과가 어떠한지를 확인하는 과정을 병행하고 있는 것이다. 실제로 해외 주요 인덱스 제공자의 경우 최근 대체투자에 대한 주요 기관투자자들의 관심 증대를 감안하여 주요 사모

자산에 대한 여러 인덱스를 사모주식, 사모대출, 부동산, 인프라 등 여러 세부 자산에 걸쳐 폭넓게 제공하려고 하는 추세이다.

그럼에도 불구하고 우리나라 연기금의 대체투자 성과평가에 있어 당면한 가장 큰 문제 중 하나는 국내자산에 대한 대체투자 세부유형 별 활용 가능한 동종유형 지수가 아직까지 확립되지 않았다는 점을 들 수 있다. 대부분 연기금의 경우 정보 비대칭 문제 등으로 인해 대체투자 초기부터 적극적으로 해외 대체투자를 시행하기보다는 국내에서 어느 정도 노하우를 쌓고 지역적으로 다변화를 실시하는 형태를 선호하는데, 여전히 대부분 대체투자 세부자산의 경우 공신력을 갖고 충분한 시계열 데이터가 확보된 동종유형지수의 부재로 인해 공모시장에 기반한 비교만 가능한 상황이다. 미국 외에도 대체투자 시장이 큰 중국이나 일본 등 일부 국가의 경우 State Street이나 MSCI 등 글로벌 인덱스 제공자들이 해당 시장에 대한 충분한 커버리지를 바탕으로 사모주식 혹은 사모대출에 대한 동종유형지수를 제공하는 추세이기는 하나, 아직까지 한국의 경우 이와 같은 지수가 거의 전무한 실정이며, 시장참여자들의 신뢰를 구축할만큼 트랙 레코드가 쌓이려면 상당한 시일이 추가적으로 필요할 것으로 보인다. 또한 공모시장의 경우와는 달리 사모시장의 경우 공신력과 대표성을 갖춘 동종유형지수가 만들어지기 위해서는 펀드 참여자들의 운용 성과 관련 정보 제공 동의를 어떻게 이끌어낼지 여부 등 여러 가지 선결과제가 존재한다.

이와 같은 점들을 종합해 보았을 때, 주요 국내 연기금의 대체자산으로의 다변화가 활발하게 이루어지고 있는 상황에서 이와 같은 동종유형지수 개발을 민간에 맡겨 두기보다는 기금 성과의 투명성 제고 및 성과평가 고도화를 위해 어느 정도 공적인 장에서 논의의 물꼬를 트고 민간 인덱스 제공자의 참여를 유도하기 위한 유인책 마련 등 다양한 정책적 디자인이 필요할 수도 있어 보인다. 특히 해당 이슈의 경우 장기적인 관점에서 접근이 필요하다는 점에서 공신력 있는 지수가 만들어지는 것 못지 않게 해당 지수가 시장 내에서 중장기적으로 안착하고 지속적인 검증 및 피드백이 이루어질 수 있도록 관심을 경주할 필요가 있어 보인다.



[5] 결론

본 연구에서는 국내 연기금의 자산운용 고도화를 위해 현행 연기금 성과평가 체계에 적용 가능한 발전 방안에 대해 살펴보았다. 지난 20여년 동안 비약적인 양적 질적 성장을 이룬 연기금 자산운용이 한 단계 더 도약하기 위해서는 운용 성과를 매니저들이 제대로 평가받을 수 있어야 한다. 특히 현재까지 대부분 국내 연기금 성과평가 체계는 기금운용평가에서 제시하는 정량적 평가체계를 준용하는 형태로 운용되어 왔는데, 이 과정에서 자산군 분류 및 기준수익률 채택이 해당 기금의 특성을 충분히 반영하기 어려운 형태로 일률적으로 이루어져 실제 운용에서 제약으로 작용하는 경우가 존재했던 것 또한 부인하기 어렵다.

가장 먼저 현재와 같이 전통적 자산군을 국내와 해외자산으로 나누어 관리하고, 그 외 대체자산의 경우 모두 단일 자산군 하에 묶어 분류하는 현행 체계가 적절한지에 대해 고민이 필요해 보인다. 대부분 해외 대형 연기금의 경우 자산군의 성격에 따라 분류를 실시하고 있으며, 국내와 해외자산을 구분하지 않고 주식형, 채권형 등을 포괄적으로 운용하는 형태를 띠고 있다. 오히려 대체자산의 경우 주요 세부 자산군 간의 상이한 성격을 반영하여 사모주식, 사모대출, 실물자산과 기타 헤지펀드 등을 분리하여 각각의 세부 자산을 전략적 자산배분의 대상으로 삼고 있다. 우리나라 연기금이 성장해 온 과정에서 현재와 같은 국내채권, 국내주식, 해외채권, 해외주식 등의 분류가 가장 직관적인 접근방식이었다는 점은 부인하기 어려우나, 조금 더 고도화된 자산운용을 위해 자산군 분류를 조금 더 각 자산군의 성격이 잘 반영된 형태로 재정립하는 것 또한 충분히 고민해 볼 수 있을 것이다.

이와 같은 자산군 분류와 더불어 평가기준수익률 채택에 있어서도 몇 가지 심도 있는 고민이 필요한 지점이 존재하는 것으로 보인다. 첫째, 대부분 기금이 각 기금의 특성에 상관없이 국내채권에 대해 국고채 2-3년물 지수를 기준수익률로 삼는 현재의 접근방식

이 적절한지에 대한 고민이 필요하다. 특히 국내채권의 기준수익률은 안전자산인 국채를 기초자산으로 하여 매우 짧은 만기를 제시하는 반면 해외채권의 기준수익률은 전체 만기 종합채권지수인 BGAI를 활용하는 현재 방식에 대해서는 반드시 듀레이션 및 기초자산 불일치를 해결할 필요가 있어 보인다. 채권형 자산을 국내와 해외를 구분하지 않고 하나의 자산군으로 관리하면서 해당 자산에 대해 기금의 특성에 맞는 전체 기준수익률, 예를 들어 금융성 기금의 경우 낮은 듀레이션의 만기 구간으로 제한한 국채 위주의 포트폴리오를 활용하는 반면 부채 듀레이션이 긴 연금성 기금의 경우 높은 듀레이션의 종합채권지수를 기준수익률로 활용하는 등 다양한 형태의 기금 특성에 맞는 개선안 마련을 생각해 볼 수 있을 것이다.

둘째, 해외자산에 대한 환헤지 비율의 변화로 인해 발생하는 환효과를 어떻게 성과평가의 대상으로 삼을 것인지에 대한 고민 또한 필요해 보인다. 주요 해외 자산군 별로 전략적 환헤지 비율을 설정하고, 이에 대해 전술적 운용을 실시하는 것은 매우 적절한 대처이나, 이를 해당 자산군의 성과로 볼 것인지, 아니면 전체 해외자산에 대한 환헤지 성과를 오버레이로 판단하여 이를 별도의 성과평가 대상으로 볼지 여부는 고민이 필요해 보인다. 특히 자산운용을 통해 발생한 효과와 외환 효과를 직관적으로 분리해서 볼 수 있다는 점에서 오버레이 형태로 전체 해외자산에 대한 환헤지 효과를 별도로 평가하거나, 각 자산군 내에서도 자산운용의 (액티브) 성과와 외환 효과를 분리하여 환헤지 여부에 대해 너무 과도한 관심이 쏠리는 상황을 방지하려는 노력은 반드시 필요해 보인다.

셋째, 주요 사모자산, 예를 들어 사모주식, 사모대출 및 부동산 등을 기초자산으로 하는 동종유형지수가 활발히 개발되고 적극적으로 성과평가 과정에서 활용되고 있는 해외의 경우와는 달리 공신력 있는 동종유형 지수가 존재하지 않는 국내 대체자산의 경우 여전히

공모자산에 프리미엄을 가산한 형태의 기준수익률이 주를 이루고 있는데, 공모시장에서 거래가 활발히 이루어지고 시가 평가의 대상이 되는 공모자산을 기반으로 한 지수와 분기별 공정가치평가 정도에 머무르는 대체자산 간 수익률 특성이 매우 달라 성과평가 및 유의미한 자산운용으로의 환류를 어렵게 하고 있다. 일부 주요 국가를 대상으로 해외 인덱스 제공자들의 개별 국가별 동종유형지수 개발이 점진적으로 이루어지고 있으나, 아직까지 한국의 경우 이와 같은 지수 개발이 더딘 상황이다. 투자회수 시점에 해당 대체투자가 원래의 투자 목적에 부합하였는지를 전략적으로

평가하는 과정에서는 공모자산 대비 성과평가가 의미를 가질 수 있더라도, 현재 매니저의 성과가 동종유형 타 펀드 대비 어느 수준인지에 대한 모니터링은 동종유형지수의 존재 없이는 요원할 수밖에 없다. 따라서 이를 해결하기 위한 정책적 노력이 필요할 것으로 보이며, 지수 개발에 대한 유인책 마련 또한 경우에 따라서는 필요할 수도 있다. 이와 같이 자산군 분류 및 기준수익률 마련 측면에 있어서의 포괄적인 발전 방안에 대한 심도 있는 검토 및 채택을 통해 고도화된 자산운용을 촉진할 수 있는 형태의 성과평가 체계의 개선 또한 함께 수반될 수 있기를 기대한다.

참고 문헌

Ang, Andrew, and Geert Bekaert, 2002. International asset allocation with regime shifts. *Review of Financial Studies*, 15(4), 1137-1187.

Bekaert, Geert, Robert J. Hodrick, and Xiaoyan Zhang, 2009. International stock return comovements. *Journal of Finance*, 64(6), 2591-2626.

Best, Michael J. and Robert R. Grauer, 1991. On the sensitivity of mean-variance-efficient portfolios to changes in asset means: Some analytical and computational results. *Review of Financial Studies*, 4(2), 315-342.

California Public Employees' Retirement System (CalPERS), 2024, Total Fund Investment Policy.

Canada Pension Plan (CPP), 2024, Annual Report.

Chan, Kalok, Vicentiu Covrig and Lilian Ng, 2005. What determines the domestic bias and foreign bias? Evidence from mutual fund equity

allocations worldwide. *Journal of Finance*, 60(3), 1495-1534.

Christoffersen, Peter, Vihang Errunza, Kris Jacobs and Hugues Langlois, 2012. Is the potential for international diversification disappearing? A dynamic copula approach. *Review of Financial Studies*, 25(12), 3711-3751.

Coval, Joshua D. and Tobias J. Moskowitz, 2001. The geography of investment: Informed trading and asset prices. *Journal of Political Economy*, 109(4), 811-841.

Feng, Guanhao, Stefano Giglio and Dacheng Xiu, 2020. Taming the factor zoo: A test of new factors. *Journal of Finance*, 75(3), 1327-1370.

French, Kenneth R. and James M. Poterba, 1991. Investor diversification and international equity markets. *American Economic Review*, 81(2), 222-226.

Government Pension Investment Fund (GPIF), 2023, Annual Report Fiscal Year 2023.



Gu, Shihao, Bryan Kelly and Dacheng Xiu, 2020. Empirical asset pricing via machine learning. *Review of Financial Studies*, 33(5), 2223-2273.

Harris, Robert S., Tim Jenkinson, and Steven N. Kaplan, 2014. Private equity performance: What do we know? *Journal of Finance*, 69(5), 1851-1882.

Harvey, Campbell R., Yan Liu and Heqing Zhu, 2016. ... and the cross-section of expected returns. *Review of Financial Studies*, 29(1), 5-68.

Hau, Harald and Helene Rey, 2008. Home bias at the fund level. *American Economic Review*, 98(2), 333-338.

Hou, Kewei, Chen Xue and Lu Zhang, 2020. Replicating anomalies. *Review of Financial Studies*, 33(5), 2019-2133.

Kaplan, Steven N. and Antoinette Schoar, 2005. Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows. *Journal of Finance*, 60(4), 1791-1823.

Kho, Bong-Chan, René M. Stulz and Francis E. Warnock, 2009. Financial globalization, governance, and the evolution of the home bias.

Journal of Accounting Research, 47(2), 597-635.

Lau, Sie Ting, Lilian Ng and Bohui Zhang, 2010. The world price of home bias. *Journal of Financial Economics*, 97(2), 191-217.

Longin, François and Bruno Solnik, 2001. Extreme correlation of international equity markets. *Journal of Finance*, 56(2), 649-676.

McLean, R. David and Jeffrey Pontiff, 2016. Does academic research destroy stock return predictability? *Journal of Finance*, 71(1), 5-32.

Munnell, Alicia H., 2024. Canada Pension Plan falls short of indexed benchmark. *MarketWatch Blog* (September 25th), Center for Retirement Research at Boston College. Available at:

<https://crr.bc.edu/canada-pension-plan-fall-short-of-indexed-benchmark/>

Solnik, Bruno H., 1974. Why not diversify internationally rather than domestically? *Financial Analysts Journal*, 30(4), 48-54.

Stichting Pensioenfonds ABP (ABP), 2023, Annual Report.