

공개토론회 자료

본 자료와 토론회에서 논의되었던 사항은
2007. 3. 19(월) 夕刊부터 보도하여 주시
기 바랍니다.

2007~2011년 국가재정운용계획 - 총괄 분야(II) -

2007. 3. 19(월) 10:00~12:00

국가재정운용계획 총괄 분야 작업반

동 자료는 '07~'11년 국가재정운용계획 총괄 분야 작업반에서 준비한
자료로서 정부의 공식적인 입장은 아님을 유의하여 주시기 바랍니다.

프 로 그 램

09:30 ~ 10:00

등록 및 네트워킹

10:00 ~ 12:00

연기금의 국민경제적 영향 및 장기운용전략

사 회 : 연강흠 (연세대학교 교수)

발 표 : 박창균 (중앙대학교 교수)

토 론 : 구분성 (한국금융연구원 연구위원)

김이태 (재정경제부 복지경제과장)

박태영 (국민연금연구원 기금정책팀장)

박민수 (보건복지부 연금재정팀장)

이원일 (알리안츠글로벌인베스터 대표)

이준행 (서울여자대학교 교수)

한완선 (기획예산처 기금제도기획관)

목 차

쟁점토론 : 연기금의 국민경제적 영향과 장기 운용 전략

I. 문제 제기	1
1. 연기금 운용 현황	1
2. 연기금 운용의 거시경제적 영향	5
3. 이하 논의 방향	7
II. 국민연금과 거시경제	9
1. 국민연금과 개인저축	9
2. 국민연금과 노동공급: 조기은퇴 경향	13
3. 국민연금과 금융중개기능의 발전	15
III. 국민연금과 금융시장	17
1. 국민연금 투자 전략과 총량적 자산 배분	18
2. 국민연금 기금의 시장 지배력	20
3. 국민연금 기금과 자본시장 안정성	22
IV. 장기운용전략 방안	25
1. 국민연금기금 투자 준칙의 재해석	25
2. 시장중립적 포트폴리오 구성	25
3. 해외투자 확대	26
4. 연금 운용 단위의 세분화 문제	27
5. 국민연금의 구조적 개혁(structural reform)의 문제	28
참고문헌	29

토론주제

연기금의 국민경제적 영향과 장기
운용 전략

I. 문제 제기

1. 연기금 운용 현황

가. 연기금 운용 현황

□ 2006년말 현재 여유자산으로 분류되어 운영되고 있는 자산은 총 약 297조원

- 국민연금을 비롯한 6개 사회보장성 기금이 약 211조원, 15개 금융 및 계정성 기금이 약 75조원, 40개 사업성 기금 약 11조원으로 구성
- 이들 자금은 은행 등 금융기관에 예치되거나 주식, 채권, 대체투자 등 금융자산에 투자되어 운용되고 있음.

- 자산 구성은 금융기관 예치 32.3%, 주식 7.6%, 채권 58%, 기타 2.1%로 구성

- 사회보장성 기금의 자산 구성은 금융기관 예치 7%, 주식 10.7%, 채권 80%, 기타 2.2%로 금융성이나 사업성 연기금에 비하여 수익성을 강조하는 모습을 보임.

나. 국민연금기금의 운용 현황

□ 2006년말 현재 국민연금기금 운용 금액은 약 189.6조원으로 전체 연기금 여유자산의 60% 이상을 차지

- 채권 86.7%, 주식 11.6%, 기타 1.7%의 자산 구성

- 간접투자(위탁, 금전신탁, 수익증권)의 비중은 10.4%이며 주식의 53.9%, 채권의 3.9%를 간접투자 의존
- 해외자산의 비중은 9.5%이며 해외채권이 대부분을 차지
- 2001년 이후 채권의 비중은 90% 내외, 주식의 비중은 8~9%대를 지속적으로 유지
 - 주식보유 비중의 증감은 주식시장의 시황변동과 상당히 밀접한 관계를 가지는 것으로 판단됨.
 - 해외채권에 대한 투자는 2001년, 해외주식은 2002년 시작된 이후 빠른 속도로 증가
 - 2002년 이후 시작된 대체투자 또한 빠르게 증가하고 있으며 특히 SOC와 부동산 부문에 대한 투자 증가가 뚜렷이 나타남.
 - 단기자금의 보유 비중이 크게 줄고 있는데 투자 수익성 제고를 위한 노력의 결과인 것으로 판단됨.

〈표 1〉 국민연금기금 금융부문 자산 운용 현황: 금액

(단위: 억원)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
총액	253,873	442,232	620,489	965,770	1,261,851	1,556,151	1,815,936
채권	198,933	385,910	564,129	887,913	1,147,555	1,417,524	1,626,405
-국내채권	198,933	385,219	562,433	882,054	1,107,864	1,294,983	1,462,741
▪ 직접	195,933	385,219	562,433	882,054	1,067,864	1,244,983	1,412,741
▪ 간접	3,000	-	-	-	40,000	50,000	50,000
-해외채권	-	691	1,696	5,859	39,691	122,541	163,664
▪ 직접	-	691	1,696	5,859	39,691	119,391	153,514
▪ 간접	-	-	-	-	-	3,150	10,150
주식	34,082	39,297	50,415	70,951	101,306	124,356	161,388
-국내주식	34,082	39,297	49,515	69,451	98,006	118,056	149,634
▪ 직접	19,598	23,384	29,516	38,647	48,769	53,627	58,868
▪ 간접	14,484	15,913	19,999	30,804	49,237	64,429	90,766
-해외	-	-	900	1,500	3,300	6,300	11,754
▪ 간접	-	-	900	1,500	3,300	6,300	11,754
정기예금	2,100	-	-	-	5,500	-	2,000
대체투자	-	-	455	2,405	4,378	7,471	21,524
-벤처	-	-	455	1,698	2,380	2,920	3,639
-CRC	-	-	-	707	1,076	2,022	2,667
-SOC	-	-	-	-	-	336	8,000
-사모	-	-	-	-	-	392	2,625
-부동산	-	-	-	-	922	1,801	4,593
단기자금	18,758	17,025	5,490	4,501	3,112	6,800	4,619

자료: 국민연금관리공단 홈페이지, www.nps4u.or.kr

〈표 2〉 국민연금기금 금융부문 자산 운용 현황: 비중

(단위: 억원)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
채 권	78.4	87.3	90.9	91.9	90.9	91.1	89.6
-국내 채권	78.4	87.1	90.6	91.3	87.8	83.2	80.6
▪ 직 접	77.2	87.1	90.6	91.3	84.6	80.0	77.8
▪ 간 접	1.2				3.2	3.2	2.8
-해외 채권		0.2	0.3	0.6	3.1	7.9	9.0
▪ 직 접		0.2	0.3	0.6	3.1	7.7	8.5
▪ 간 접						0.2	0.6
주 식	13.4	8.9	8.1	7.3	8.0	8.0	8.9
-국내 주식	13.4	8.9	8.0	7.2	7.8	7.6	8.2
▪ 직 접	7.7	5.3	4.8	4.0	3.9	3.4	3.2
▪ 간 접	5.7	3.6	3.2	3.2	3.9	4.1	5.0
-해 외			0.1	0.2	0.3	0.4	0.6
▪ 간 접			0.1	0.2	0.3	0.4	0.6
정기 예금	0.8				0.4		0.1
대체 투자			0.1	0.2	0.3	0.5	1.2
-벤 처			0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
-CRC				0.1	0.1	0.1	0.1
-SOC						0.0	0.4
-사 모						0.0	0.1
-부동산					0.1	0.1	0.3
단기자금	7.4	3.8	0.9	0.5	0.2	0.4	0.3

자료: 국민연금관리공단 홈페이지, www.nps4u.or.kr

2. 연기금 운용의 거시경제적 영향

- 공적 연기금 제도의 운영은 단기적·장기적 관점에서 거시경제에 여러 경로를 통하여 영향을 미침.
 - 단기적으로 연기금은 부과와 지출 단계에서 주로 총수요의 변화를 통하여 거시경제에 영향
 - 연기금의 조성을 위하여 민간 가처분 소득의 일부를 징수함으로써 민간의 소비와 투자를 위축시키는 요인으로 작용
 - * 민간 경제 주체가 연기금 징수를 항상 소득의 감소로 인식하거나 유동성 제약이 존재하는 경우 총수요에 영향을 미칠 수 있을 이론적 가능성 증대
 - * 최근 민간수요 부진의 원인을 공적 연금을 비롯한 각종 사회 부담금의 증가에서 찾으려는 노력
 - 반면 연기금이 목적 달성을 위하여 자금을 지출하는 과정에서 총수요 증대 요인이 발생
 - * 정부가 직접 지출하는 경우 정부지출의 증가로, 소득이전을 통하여 지출하는 경우 민간소비나 투자의 증대로 나타날 것
 - 한 시점에서 연기금의 총수요에 대한 영향은 연기금에 대한 자금의 유출입 규모 뿐 아니라 연기금을 인식하는 민간경제 주체의 행태, 정부의 지출 방식 등 여러 가지 요인에 의하여 결정되므로 일의적으로 판단하기 불가능
 - 또한 연기금의 징수와 지출은 비재량적(non discretionary)인 경우가 대부분이므로 연기금 운용이 거시경제의 단기적 변동에 영향을 미치는 현상에 대한 정책적 함의를 도출하는 것도 매우 힘든 작업

- 장기적으로 연기금은 경제주체의 행태변화를 유도하여 경제의 장기적인 성장경로에 근본적인 변화를 초래
 - 연기금의 운용은 저축, 노동공급, 전반적인 생산성 등에 변화를 유도
 - * 연기금의 운용은 민간 경제 주체의 의사결정 과정에서 중요한 외부환경으로 고려하는 요인이므로 그 변화는 의사결정의 대표적 결과인 저축이나 노동공급에 변화를 야기
 - * 연기금의 활동은 인프라의 변화, 제도적 변화, 금융중개기능의 변화 등을 통하여 사회전체의 생산성에 영향을 미침.
 - 이러한 변화는 총생산함수의 구성요소인 자본, 노동 및 기술수준에 영향을 주어 경제성장 경로의 변화로 귀결
 - * 한 시점에서 국민경제가 생산하는 생산물의 총합 Y_t 는 생산에 투하되는 노동 L_t 과 자본 K_t 의 총량과 총요소생산성(total factor productivity) A_t 에 의하여 결정

$$Y_t = A_t f(K_t, L_t)$$

- * 따라서 생산요소인 노동과 자본 공급량이 변하거나 총요소생산성이 변하는 경우 경제의 총공급능력이 영향을 받아 장기적인 성장 경로가 달라지는 결과를 초래
- 실물경로와 별도로 연기금의 운용은 금융시장을 통하여 거시경제 전반에 영향
- 축적된 연기금의 적어도 일부분은 자본시장에 투자되는데 대규모의 연기금 유출입은 자본시장의 전개에 지대한 영향을 미칠 수 있음.
 - 일반적으로 연기금의 성장은 자본시장의 발전을 촉진하여 생산성 증대에 긍정적 역할을 하는 것으로 알려져 있음.
 - * Harichandra and Thangavelu(2004), Davis and Hu(2005) 등 참고

- 그러나 전체 자본시장의 규모에 비하여 연기금의 투자액이 상대적으로 큰 경우 금융시장에 교란요인으로 작용할 가능성을 배제할 수 없음.
 - * 막대한 규모로 인하여 자본시장에서 가격수용자(price taker)가 아니라 가격설정자(price setter)가 될 가능성이 농후
 - * 대규모 연기금의 거래는 자본시장에서 효율적인 자원배분을 가로막는 요인으로 작용할 수 있을 뿐 아니라 금융시장의 안정성(stability) 측면에서도 상당히 부정적인 함의를 지니고 있음.
- 연기금이 금융시장에 주는 영향도 궁극적으로는 실물부문으로 전이되어 장·단기적인 변화를 결과
 - 대규모 연기금의 자산배분전략(asset allocation strategy)은 경제 전체의 위험추구(risk taking) 수준에 영향을 주어 자원배분의 변화 뿐 아니라 장기적인 성장잠재력에 변화를 초래
 - 대규모 연기금의 자본시장 활동은 그 자체로서 가격의 변동성(volatility)을 증대시키는 요인으로 작용할 뿐 아니라 거래 상대방의 전략적 행동(strategic behavior)을 유발하여 금융시장 뿐 아니라 경제 전체의 안정성에 심대한 위험요인을 유발할 가능성이 있음.

3. 이하 논의 방향

- 이하에서는 연기금이 거시경제에 미치는 장기적 영향과 금융시장에 미치는 영향에 대한 기존의 논의를 소개하고 장기적인 운용전략에 대하여 논의
 - 전체 연기금에서 차지하는 역할이나 비중이 절대적인 국민연금을 중심으로 논의를 진행
 - 국민연금은 저축 및 노동공급에 대한 민간의 의사결정 및 금융시장 전개에 가장 직접적인 영향을 미칠 것으로 판단됨.

- 연기금의 거시경제에 대한 단기적 영향은 그 방향을 결정하기 힘들 뿐 아니라 일시적인 현상에 그칠 가능성이 높음.
 - 총수요의 변동은 단기적 경기순환(business cycle) 경로를 결정하는 중요한 요인일 수 있으나 그 영향이 장기적으로 지속되는 것은 아님.
- 따라서 이하에서는 연기금이 총생산함수를 구성하는 요소인 자본, 노동, 기술수준에 미치는 영향과 함께 금융중개기능의 수행에 미치는 영향을 중심으로 논의를 전개
 - 서구에서는 이미 자본 및 노동의 공급과 연기금 간의 관계에 대하여 상당한 수준의 연구 성과가 축적되어 있는 상황
 - 우리나라 연기금(국민연금)의 구체적 특징을 고려한 연구는 아직 확정적인 결론을 내릴 수 있을 정도로 진전된 상황은 아님.
 - 특히, 연기금(국민연금)이 금융시장에 주는 영향에 대한 문제는 경제 규모나 자본시장 규모에 비하여 매우 큰 단일 기금을 운용하고 있는 소수의 국가에서만 발생하는 현상으로 연구 진척이 미진한 상황
- 마지막으로 논의된 사항을 종합하여 거시경제적 관점에서 판단한 연기금의 장기운용전략 방향에 대하여 시론적 논의를 시도

II. 국민연금과 거시경제

1. 국민연금과 개인저축

가. 이론적 · 실증적 논의

- 공적 연금이 개인저축에 미치는 영향은 연금의 운영방식에 따라 상이
 - 공적연금의 운영방식은 크게 부과방식(pay-as-you-go system)과 적립방식(funded system)으로 대별
 - 운용방식에 따라 개인이 연금기여금에 대한 인식을 달리하고 이에 따라 저축행태의 차이를 결과
 - 부과방식 하에서는 연금기여금을 조세로 인식하고 적립방식 하에서는 연금 기여금을 저축수단으로 인식
 - 연금 기여금을 어떻게 인식하는지에 따라 개인의 저축에 대한 의사결정이 달라짐.
- 부과방식 연금제도는 개인저축의 감소를 유발
 - 연금기여금이 조세로 인식되는 경우 그 현재가치만큼은 개인의 생애소득(life time income)의 감소로 귀결되고 이에 따라 소비와 저축이 모두 감소
 - 민간저축은 감소시키는 반면 정부저축에는 별다른 영향을 미치지 못하므로 총저축은 감소

□ 부과방식 연금제도 하에서도 민간저축을 감소시키는 정도는 상황에 따라 다르게 발생할 수 있음.

- 연금제도로 말미암아 조기퇴직이 유도되는 경우 퇴직기간이 늘어나므로 더 많은 저축으로 이에 대비할 것이므로 공적연금의 저축감소 효과가 완화
- 저축은 생애주기적 동기(life cycle motive) 뿐 아니라 사고, 질병 등 예기치 못한 지출에 대처하기 위한 예비적 동기(precautionary motive)로도 이루어지는 바 생애주기적 동기의 변동에 의한 저축 변동의 크기가 의외로 작을 수도 있음.
- 젊은 세대로부터 은퇴세대로의 소득 이전을 의미하는 부과방식 연금제도가 시행되는 경우 은퇴 세대가 젊은 세대의 후생 감소를 우려하여 저축을 늘려 상속하는 경우 민간저축에는 전혀 영향이 없을 수도 있음.

* Barro(1974)류의 리카디안 동등성(Ricardian equivalence)이 성립하는 경우

□ 적립방식 연금제도 하에서는 연금을 인식하는 민간 경제 주체의 태도에 따라 연금의 민간저축에 대한 구축효과 크기가 달라짐.

- 공적 연금에 의한 강제저축을 자발적 저축과 완전 대체 가능한 자산으로 인식하는 경우 민간 저축은 공적 연금이 부과되는 액수만큼 감소할 것 : 완전 구축
- 여러 가지 이유로 공적연금 자산을 자발적 저축에 의하여 구축된 자산과 완전 대체 불가능하다고 인식하는 경우 부분적인 구축효과만이 발생할 것
- 은퇴 후 수령할 수 있는 연금의 정확한 규모에 대한 불확실성이 클수록 경우 공적 연금의 구축효과는 작게 나타날 것

- * 연금의 장기적 지불능력(solvency)에 대한 신뢰가 약할수록 연금 저축과 자발적 저축 간 대체성이 떨어져 구축효과가 작게 나타남.
- * Feldstein(1988)은 은퇴 후 연금 수급 규모에 대한 완전한 정보의 부재를 불확실성의 중요한 한 가지 요인으로 지적
- 연금제도의 도입으로 인하여 은퇴 후 소득원 확보의 중요성에 대한 인식이 확산되는 경우 공적 연금의 민간저축 구축효과는 부분적인 것에 그칠 가능성
- 낮은 소득 수준으로 인하여 은퇴 후 소비에 대비한 장기적 목적의 자산 축적이 미미한 경우 공적연금의 도입으로 인한 가처분 소득의 감소는 저축의 감소보다는 소비의 감소로 나타날 가능성이 상대적으로 높음.
- * Deaton(1989)은 개발도상국의 낮은 저축률과 자산축적 수준을 예로 들며 이들 국가에 공적연금의 도입이 민간저축을 구축하는 효과가 선진국에 비하여 크지 않을 가능성을 제기

□ 실증분석 결과는 이론적 예측과 다소 상이

- 부과방식 연금은 상당한 구축효과가 있다는 것이 일반적인 결론
 - 구축효과의 크기에 대하여 연구마다 다소 다른 결과를 제시하고 있음.
 - * Feldstein(1974, 1982, 1996)은 시계열 자료의 분석을 통하여 미국의 부과방식 연금제도로 인하여 약 50~60% 민간저축 구축효과가 발생한 것으로 추정
 - * 횡단면 자료를 이용한 여러 연구를 정리한 CBO(1998)는 “연금 자산 1달러 증가에 대하여 가계저축 감소가 0~50센트이며 아마도 중간 정도에 진정한 값이 있을 것으로 기대”된다고 정리

* 그러나 Barro(1988), Lesnoy and Leimer(1985) 등과 같이 구축효과를 확인할 수 없거나 그 크기가 매우 작다는 연구 결과도 소수이지만 존재

○ 적립방식연금의 구축효과는 이론적 예측과 달리 매우 작다는 것이 실증분석의 일반적인 결론

- 적립방식연금에 대한 분석은 주로 직역연금이나 개인연금을 대상으로 실시

* 영국의 직역연금을 대상으로 분석한 연구의 상당수는 적립방식 직역연금이 민간저축을 거의 구축하지 않거나 오히려 늘여서 총 저축의 증가를 결과한 것으로 보고

□ 우리나라의 공적연금을 대상으로 한 연구의 대체적 결론은 상당한 정도의 구축효과를 인정

○ 국민연금 자산의 민간저축 구축효과는 그리 크지 않은 반면 공무원·사학·군인 연금의 구축효과는 약 60%정도로 추정

* 임경목·문형표(2003)의 연구 결과 참고

○ 국민연금의 구축효과를 주장하는 연구결과도 최근에 나타남.

* 윤석명·오완근·신화연(2006)은 장기적으로 국민연금의 민간저축의 구축효과가 발생함을 발견

○ 국민연금이 성숙단계에 접어들면서 연금자산에 대한 인식이 확산되고 따라서 민간저축에 대한 구축효과가 점차 커질 것이라는 것이 현재 대체적인 견해

나. 거시경제적 함의

□ 공적연금의 민간저축 구축효과에 대한 우려의 근본 원인은 자원 배분의 왜곡 가능성에 대한 우려인 것으로 판단됨.

- 적립방식 공적연금의 구축효과가 100%가 아닌 한 강제저축과 자발적 저축을 합한 총민간저축은 공적연금이 없는 경우에 비하여 늘어날 것
- 저축의 총량은 늘어날 수 있으나 저축이 투자로 연결되는 과정에서 공적연금 운용 주체의 결정이 민간 경제 주체의 결정과 반드시 일치한다고 볼 수 없으므로 자원 배분이 왜곡될 가능성을 배제할 수 없다는 주장
- 저축과 투자 결정은 경제 전체의 자본형성을 결정하는 요인이고 이는 경제의 장기적인 성장 경로를 결정하는데 핵심적인 역할을 수행

2. 국민연금과 노동공급: 조기은퇴 경향

가. 이론적 · 실증적 논의

- 공적연금의 급여수준은 가입자의 노동시장 참여결정에 중요한 요인
 - 지나치게 관대한 연금 급여는 생애소득, 특히 은퇴 후 소득의 증가로 인식되어 조기은퇴(early retirement)를 유도하는 요인으로 작용
 - 특히 적립방식 연금에서 연금 기여액의 현재가치와 수급액의 현재가치 간의 괴리가 클수록 조기은퇴에 대한 유인은 강하게 작용
 - 부과방식 연금에서 연금부과는 세후 실질임금의 감소로 인식되어 은퇴시기를 연기하려는 효과도 발생
 - * 물론 이 경우에도 소득효과가 대체효과보다 크게 작용한다면 연금부과가 조기은퇴를 유도하는 요인으로 작용

- 구체적으로 최초 연금수령 연령, 연금수급의 구조 등에 의하여 공적연금의 조기은퇴 유인은 다르게 작용
 - 최초 연금수령 연령이 낮을수록 은퇴 연령이 빨라지는 현상
 - 연금수급액이 최초 연금수령 이후 지속적으로 증가하도록 설계되어 있다면 조기은퇴 유인이 상대적으로 약하게 작용할 것
- 공적연금이 조기은퇴를 유도하는 경향이 있다는 연구 결과가 다수 존재
 - 다소 상이한 연금제도에도 불구하고 각국의 공적연금이 조기은퇴를 유도하는 경향이 있다는 쪽으로 대부분의 분석결과가 일치
 - * Gruber and Wise(2004a)는 각국의 미시자료를 사용한 분석 결과를 종합하여 보고하고 있음.
 - 연구 결과에 근거하여 최초 연금 수령 연령을 상향 조정하고 조기은퇴 유인을 최소화 할 수 있는 연금 수급 구조를 구축하는 방향으로 연금개혁 방안이 제안되고 있음.
 - * 보다 자세한 분석은 Gruber and Wise(2004b)을 참고
- 우리나라의 경우 아직 연구가 미진한 편이나 일부 연구는 국민연금의 조기은퇴 유도 경향이 있을 수 있음을 지적
 - 총량적 수준에서 고령층의 조기은퇴 경향에 대한 증거는 아직 발견할 수 없음.
 - * 최경수(2003)를 참고
 - 국민연금 제도 도입의 역사가 길지 않다는 점에서 그 원인을 찾을 수 있음.
 - 미시적 수준에서는 국민연금의 조기은퇴 유도 경향에 대한 증거가 일부 발견

나. 거시경제적 함의

- 공적연금 수급구조로 인한 조기은퇴는 노동공급의 감소를 의미하며 장기적인 성장 잠재력에 부정적인 요인으로 작용
 - 근로 능력이 있는 노동자의 조기은퇴는 총량적 노동공급의 감소를 의미하고 경제성장에 부정적인 함의를 가짐.
 - 향후 국민연금 제도의 성숙과 함께 조기은퇴의 문제는 점차 명확히 부각될 것으로 예상
 - 이는 고령화의 급속한 진전과 맞물려 총량적 노동공급의 감소가 예상외로 빠르게 진전될 가능성을 암시
 - 조기은퇴에 대한 유인을 최소화하는 방향으로 연금수급구조를 전환하는 방안을 검토할 필요

3. 국민연금과 금융중개기능의 발전

가. 이론적 · 실증적 논의

- 연기금을 비롯한 계약성 저축의 확대가 자본시장의 발전을 촉진하고 나아가 실물경제의 생산성을 증대시키는 이론적 경로 존재
 - 원칙적으로 자본시장 진출을 전제하는 계약성 저축의 증가는 금융심화(financial deepening) 현상을 촉진
 - * 계약성 저축(contractural savings)은 각종 연금, 생명보험 등 장기저축상품을 통칭하여 부르는 용어
 - 금융심화현상으로 금융시장의 금융중개기능 효율성이 증대되고 궁극적으로 실물부문의 생산성 증대

- 공적연금의 생산성 증대 효과는 적립식 기금운용 방식을 취하는 경우를 주로 염두에 둔 주장
- 연기금의 활동과 자본시장 발전, 경제성장 간의 관계에 대한 실증 연구는 대체로 이론적 주장을 뒷받침
 - 계약성 저축의 증가와 자본시장의 발전 간에 일정한 상관관계가 있다는 연구 다수 제시
 - * Catalan, Impavido and Musalem(2000), 이창용(2004) 등을 참고
 - 계약성 저축과 총요소생산성, 또는 경제성장 간에 양(+)의 상관관계가 발견
 - * Holtzmann(1997), Harichandra and Thangavelu(2004), Davis and Hu(2005) 등을 참고

나. 거시경제적 함의

- 연금자산의 운용이 경제성장에 긍정적인 요인으로 작용한다는 총량적 차원의 증거
 - 기존의 연구들은 대부분 공적연금 뿐 아니라 민간연금(개인, 기업)이나 생명보험 등을 모두 포함한 계약성 저축과 자본시장 발전 또는 경제성장 간의 관계에 대하여 구명한 총량적 차원에서의 증거
 - 계약성 저축 시장이 공적연금을 중심으로 편성되어 있는 우리나라에 적용하는데 상당히 조심스럽게 접근할 필요

Ⅲ. 국민연금과 금융시장

- 현행제도를 유지하는 경우 국민연금기금의 적립금의 규모는 GDP의 44%에 이를 정도까지 팽창할 것으로 예상
 - 현행 제도의 틀이 유지되는 경우, 국민연금 적립금의 GDP 대비 규모는 2005년 19% 수준에서 2026년경 44%에 수준으로 급격히 증가
 - 이후 기금자산의 유동화가 급속히 진행되면서 적립금 규모는 빠르게 감소하여 2047년경 고갈될 것으로 전망
- 국민연금 기금의 운용 행태가 실물 경제와 금융시장에 매우 큰 파급효과를 가질 가능성이 상존
 - 국민연금의 재정 안정화와 별개로 경제 규모나 금융시장 규모에 비하여 상대적으로 매우 큰 규모의 단일 기금이 운용됨으로 인하여 발생하는 논란
 - 근본적으로 적립방식을 택하고 있는데서 발생하는 것
 - 그러나 국민연금의 수입과 지출 구조는 수지 상황에 맞추어 5년마다 조정하도록 되어있으므로 아래에서 논의되는 내용들이 실제 발생한다고 주장하는 것은 아님.
 - 다만 현재 제도를 그대로 유지하는 경우 발생할 것으로 예상되는 문제점을 미리 예측하고 그에 대한 대비책을 마련한다는 차원에서 논의 결과를 해석할 필요

1. 국민연금 투자 전략과 총량적 자산 배분

□ 국민연금의 자산배분 전략 변화에 따라 사회 전체의 자산 배분이 달라지는 결과를 초래

○ 연금 운용 주체의 자산 배분 성향과 민간 경제 주체의 자산 배분 성향이 일치하지 않는 경우가 대부분

- 민간 경제 주체의 자산 배분 성향, 근본적으로 위험에 대한 선호 경향에 대한 정확한 정보 획득은 불가능

- 연금 운용 주체는 일정한 준칙에 따라 자산 배분 전략을 선택할 것이고 그 결과가 민간의 선택과 일치할 가능성은 매우 낮음.

* 민간의 평균적인 위험선호 경향과 연금 운용 주체의 위험선호 경향 사이에 괴리가 발생함에서 발생하는 문제

○ 시장의 실패가 존재하는 경우 적절한 연금 운용을 통하여 이를 보정하는 역할을 수행할 수도 있으나 그 가능성을 사전적으로 판단하기는 어려운 문제

- 자본시장의 불완전성(incomplete capital market)으로 인하여 시장에 의한 자산배분에 비효율성이 존재하는 경우 적절한 연금 제도의 도입과 자산 운용을 통하여 시장실패를 보정할 수 있는 이론적 가능성 존재

- 그러나 시장 실패의 원인과 정도 그에 따른 대책을 정확히 파악하는 것은 항상 어려운 작업

- 이 경우에도 국민연금 기금의 운용 전략에 따라 사회 전체의 자산 배분이 달라지고 실물부문에 과급효과가 발생할 경로는 열려있음.

- 국민연금의 자산 배분 전략은 궁극적으로 실물부문에 상당한 영향을 줄 것으로 판단됨.
 - 국민연금의 자산 구성 변화는 자산 간, 특히 위험자산과 무위험 자산 간 상대적 수요 변화와 함께 수익률에도 영향
 - 자산 간 상대적 수익률의 변화는 위험프리미엄(risk premium)의 변화를 의미하며 이에 따른 민간의 자산 수요 조정이 발생 가능
 - 자산 간 수익률의 변화는 소비, 저축 및 투자 등과 영향을 서로 주고받으며, 경제성장이나 사회후생에 영향을 미칠 수 있음.
 - 이러한 영향은 국민연금의 지급 및 수급구조, 납입액으로 조성된 기금의 운용 방법 등에 따라 달라질 수 있음.
 - 가령 국민연금이 지나치게 안정적인 투자 전략을 구사하는 경우 사회전체의 위험추구(risk taking) 감소로 장기적인 성장 동력 확보에 부정적인 영향을 미칠 수도 있음.
- 국민연금의 자산 배분 전략이 근본적으로 민간의 자산 배분과 다를 이유가 없다는 주장에서 출발하여 국민연금의 자산배분 전략 변화가 실물부문에 영향을 줄 가능성에 대하여 부정적인 견해도 있음.
 - 특정 자산의 수익률은 그 자산에 내재한 근본가치(fundamental value)에 의하여 결정되고 국민연금과 민간 경제 주체 공히 이에 따른 투자 전략을 구사할 뿐이라는 견해
 - 주로 재무 이론적 관점에서 제기되는 주장으로 국민연금의 자산배분이 자산의 근본가치에 영향을 줄 수 있는 가능성에 회의적인 견해

2. 국민연금 기금의 시장 지배력

□ 국민연금기금은 보유자산의 점유율 측면에서 이미 금융시장에서 상당한 지배력을 가지고 있으며 향후에도 지속적으로 증가할 것으로 예상

○ 이창용(2004)의 연구에 의하면 현재의 자산배분 전략을 그대로 유지하는 경우 발행 잔액기준으로 볼 때 국민연금기금의 채권투자가 전체 채권시장에서 차지하는 비중이 2010년 18.9%, 2015년 22.2%로 꾸준히 증가할 것으로 예상

- 채권 거래량을 기준으로 할 경우에도 그 비중은 2019년 19.6%, 2015년 22.4%로 증가

- 안정성이 높은 국채와 특수채, 통안채 시장에서 국민연금 기금의 비중이 특히 높을 것으로 예상

* 가령 2015년 거래량 기준으로 국채 49.7%, 특수채 72.9%, 통안채 31.1%의 점유율을 보일 것으로 예측

○ 이창용(2004)은 또한 현재의 자산배분 전략을 그대로 유지하는 경우 국민연금의 주식시장 비중이 2010년 3.17%, 2015년 3.69%까지 상승할 것으로 예측

- 국내주식 보유 비율을 18.3%까지 상승시키는 경우 주식시장 비중은 2015년 6.9%까지 상승할 것으로 예상

□ 국민연금 자산 유동화 단계에서 자산시장에 매우 큰 충격이 가해질 수 있다는 가설이 제기되고 있음.

○ 높은 시장 지배력을 점하고 있는 국민연금 기금 규모가 하락하는 시점부터 연금자산의 유동화가 진행

- 유동화 될 자산의 규모가 상당히 클 뿐 아니라 현재 제도를 그대로 유지할 경우 유동화 속도 또한 매우 빠르게 진행될 것으로 예상
- 현행 제도를 유지하는 경우 2030년경부터 유동화가 진행될 것으로 예측됨.
- 대규모 자산 유동화가 빠르게 진전될 경우 금융자산 가격의 급속한 하락으로 인하여 자산시장에 매우 큰 충격이 도래할 수 있다는 자산시장붕괴가설(financial market meltdown hypothesis)이 강하게 대두
 - 특히 고령화의 진전과 맞물려 더 큰 문제를 야기할 가능성도 있음.
 - * 박창균(2003)의 연구는 고령화의 진전과 인구감소 등으로 인하여 2030년경부터 민간의 자산수요가 점차 감소할 것으로 예상
- 민간연금시장과 간접투자시장의 빠른 성장이 국민연금 자산의 유동화가 야기할 문제를 상당히 해소할 수 있을 것으로 주장하는 견해도 있음.
 - 퇴직연금 시장의 빠른 성장이 새로운 자산 수요원이 될 수 있을 것으로 주장하며 자산시장붕괴가설에 회의적인 견해가 있음.
 - * 김재철(2006)은 퇴직연금 적립액이 2010년 42.4원, 2030년 697.9조 원, 2040년 1162.6조원 등으로 매우 빠르게 증가할 것으로 전망
 - 최근 적립식 펀드를 중심으로 빠르게 성장하고 있는 간접투자 자산 시장에 주목하여 자산시장붕괴가설에 회의적인 견해도 있음.

- 채권시장, 특히 국채시장에서의 지배력에 주목하고 국민연금의 투자전략에 따라 전반적인 이자율 수준이 달라지는 문제점을 지적하는 견해가 있음.
 - 장기국채시장에서 국민연금기금의 시장 지배력은 이미 잘 알려진 사실
 - 장기국채시장에서 국민연금기금이 매입후보유(buy and hold) 전략을 지나치게 구사하여 장기국채시장의 유동성이 떨어지고 가격발견기능에 장애가 발생하고 있다는 주장이 대두
 - 기타 이자율의 준거(benchmark)가 되는 국채 이자율의 변동은 민간의 자원배분 변화에 중요한 시그널(signal)로 작용
 - 국민연금기금의 국채시장 지배력은 향후에도 상당 수준 지속될 것이며 기금 유동화 단계에서 차환(rollover) 발행한 국채의 원활한 소화에 상당한 장애가 발생할 수 있다는 주장
 - 정부에 낮은 비용으로 자금을 조달할 수 있는 여지를 주어 재정규율이 약화될 수도 있다는 견해도 제시

3. 국민연금 기금과 자본시장 안정성

- 우리나라 국민연금기금 중 주식시장에 투자된 자금의 비중은 외국의 대표적 연금기금에 비해 낮은 수준이나 주식시장규모에 비해서는 상당히 높은 수준
 - 미국 연기금들의 경우 보유자산의 50%이상을 주식시장에 투자하여 주식시장에서 약 26%의 비중을 차지하고 있으나, 연기금 운용기관이 1000개 이상으로 특정 기관이 시장에 행사할 수 있는 영향력은 미미한 수준

- 또한 OECD 국가들 중 시가총액 대비 전체 연기금의 주식투자 규모가 10%를 초과하는 국가들은 주식시장이 잘 발달되어 있고 투자자 보호장치가 잘 되어있는 나라들임.

- 호주, 캐나다, 덴마크, 아이슬란드, 스위스, 영국, 미국 등이 대표적

〈표 3〉 각국 연금 기금의 주식시장 비중

구 분	미국 CalPERS	일본 후생성연금	캐나다 Pension Plan	한국 국민연금
총연금규모(A)	USD 1635	JPY 440917	CAD732	KRW 116
주식투자액(B)	USD656	JPY 105642	CAD175	KRW 9
주식시장규모(C)	USD 123176	JPY 3846606	CAD13819	KRW 355
B/A	40.12%	23.96%	23.96%	7.84%
B/C	0.53%	3.03%	1.27%	2.57%

자료: 각 연금기금의 홈페이지

□ 국민연금기금이 자본(주식)시장에 참여 비중을 확대하는 경우 가격의 변동성 확대와 유동성 또는 유통주식 수 감소 등의 효과가 발생 가능

- 주식시장이 유동적이지 않은 경우(illiquid) 대규모 기관투자자의 거래로 인해 수익률과 거래량의 대규모 변동이 발생 가능

* Gabaix, Gopikrishnan, Plerou, and Stanley(2006)을 참고

- 국민연금기금의 주식시장 참여 확대에 따라 유통주식 수 감소가 유발되어 변동성의 확대 가능성이 존재

□ 나아가 국민연금기금이 특정 시점에 포지션을 변화해야만 하는 상황에서 전략적 행동으로 인해 자본시장의 유동성 및 가격에 충격이 발생하여 금융시스템의 안정성이 위협받을 수 있다는 우려가 존재

- 국민연금기금이 주식시장에서 차지하는 비중이 큰 경우 국민연금기금의 주식매각으로 인해 시장의 유동성이 감소할 수 있음.
- 또한 전략적으로 행동하는 투자자들이 약탈적 거래(predatory trading)를 통해 국민연금과 같은 방향으로 자산을 거래하므로 일시적으로 가격에 충격이 발생하여 overshooting 현상이 발생 가능
 - 그 결과 국민연금이 보유한 자산의 가치가 하락하여 추가적 매각의 필요성이 대두될 수 있으며 이러한 효과는 다른 투자자에게 확대되어 금융시스템의 안정성을 위협하는 요인으로까지 발전 가능
 - 하나의 종목에서 발생한 가격의 급격한 하락은 다른 종목 매각의 필요를 유발할 수 있으며 이러한 과정을 통해 국민연금기금 보유 종목에 확산
 - 이 같은 결과는 유동성을 충분히 보유하지 못한 다른 기관투자자 등에게 확산되어 주식시장에 상당한 충격을 줄 수 있음.
- 국민연금기금의 거래에서 파생된 문제가 시장의 안정성에 위협 요인으로까지 발전할 확률은 극히 낮으며 자산 유동화 과정에서 적절한 전략을 구사함으로써 대비할 수 있다는 반론도 존재

IV. 장기운용전략 방안

1. 국민연금기금 투자 준칙의 재해석

□ 국민연금기금의 3대 투자 준칙 중 하나인 공공성을 새로운 의미에서 해석할 필요

○ 종래 공공성은 국민연금기금의 일정 부분을 공공재적 성격이 큰 사회간접자본이나 사회적 약자 보호를 위한 복지 관련 사업에 투자해야 한다는 의미로 해석되는 경향이 있었음.

○ 국민연금기금이 국민경제에서 차지하는 위치와 그 거시경제적 영향을 고려할 때 공공성을 “국민경제적 파급효과를 충분히 고려한 투자 전략 수립을 위한 기준”의 의미로 해석도 가능

- 이러한 의미에서 공공성에 대한 고려는 다른 투자 준칙인 안정성 및 수익성과 배치되지 않는 개념임.

- 국민연금기금이 가지는 거시경제적 영향을 고려하지 않고 제도를 설계하거나 자산배분전략을 수립하는 경우 경제 전체에 부정적인 파급효과를 초래하여 종국에는 국민연금기금 자체에도 부정적인 영향이 미칠 가능성이 있음.

2. 시장중립적 포트폴리오 구성

□ 국민연금기금의 자산배분전략에 따라 사회 전체의 자산 포트폴리오가 바뀔 수 있을 가능성에 대처하는 방안으로 국민연금기금이 시장중립적 포트폴리오를 구축하여야 한다는 주장이 일부에서 대두

- 국민연금이 존재하지 않았을 경우 예상되는 시장포트폴리오 (market portfolio)를 설정하고 그에 따라 국민연금 기금을 배분함으로써 자원배분 왜곡을 최소화해야 한다는 주장
- 이러한 주장에 대하여 시장중립적 포트폴리오 구성을 위한 전제 조건인 시장 포트폴리오를 정확히 파악하는 것이 사실상 불가능하다는 비판
 - 시장 포트폴리오의 범위에 실물자산을 포함할 경우 최소한 2/3 이상의 기금을 실물자산에 투자해야 한다는 결론에 도달
 - 시장 포트폴리오에 포함되는 자산을 금융자산에 한정하는 경우에도 민간의 자산구성이 상시적으로 변화하고 특히 최근 관측되는 바와 같이 주식보유비중이 추세적으로 증가한다고 판단되는 현상을 어떤 방식으로 고려해야 할 것인지 명확하지 않음.
- 시장중립적 포트폴리오의 구축이 국민연금의 근본적인 자산배분 준칙인 안정성 및 수익성과 어떤 관계를 가지는지에 대한 전망이 극히 어려워 현실적인 대안이 될 수 없다는 비판도 있음.

3. 해외투자 확대

- 해외투자 확대를 통하여 국내 자본시장 투자 규모를 줄임으로써 예상되는 문제점에 대처 가능하다는 주장이 상당한 설득력을 얻고 있음.
- 해외 투자 비중을 확대함으로써 국내 금융시장에 대한 지배력을 증대를 원천적으로 방지
 - 또한 국제자본시장으로 투자 대상을 확대함으로써 분산투자 (diversification)의 이점을 최대한 확보할 수 있는 장점 기대
 - 국민연금은 자체 보고서(2004)를 통하여 재무 이론적으로 최적 해외투자 비중을 약 34%로 추정

- 해외 투자 비중을 확대가 시장지배력 문제의 해결에 커다란 도움이 되지 않는다는 주장도 있음.
 - 이창용(2004)은 해외투자 비중을 약 40%까지 확대하더라도 국내 채권과 주식 비중을 8:2로 유지하는 경우 2015년 국민연금의 채권시장 비중이 14.5%, 주식시장 비중은 6.4%에 달할 것이라는 예측을 제시
 - 한편 해외투자의 확대가 국내 저축의 해외 투자로 국내 자본형성에 심각한 장애로 작용할 것이라는 주장도 있으나 국제자본시장의 통합 경향을 비추어 볼 때 그 가능성에 대해서는 논란의 여지가 많음.

4. 연금 운용 단위의 세분화 문제

- 국민연금기금의 운용 단위를 세분화함으로써 시장지배력 문제에 대처할 수 있을 것이라는 주장
 - 제기되고 있는 문제의 근본적인 원인이 상당부분 대규모의 자금 운용에 대한 결정이 단일 의사결정 주체의 결정에 의하여 이루어진다는데 있으므로 의사결정 주체를 다양화함으로써 문제에 대처할 수 있을 것
 - 스웨덴 방식으로 복수의 공적연금기금을 설립하여 독립적으로 운영하는 방안이 제시될 수 있음.
 - 한편 자산 운용에서 외부 위탁 부분을 대폭 확대함으로써 자산배분과 투자 전략의 다양화를 추구해야 한다는 대안도 제시

5. 국민연금의 구조적 개혁(structural reform)의 문제

- 국민연금기금의 규모에서 발생할 것으로 예상되는 문제에 근본적으로 대처하기 위하여 국민연금 제도의 구조 자체를 전면적으로 재설계할 필요가 있다는 주장이 일각에서 대두
 - 국민연금의 근본목적을 “최소한의 노후생활 보장”으로 설정하고 이에 따라 수급구조를 설계함으로써 소위 “덜 걷고 덜 주는” 방식의 연금 구조로 전환하여야 한다는 주장
 - 이 경우 향후 적립될 것으로 예상되는 기금의 규모는 상당히 감소할 것
 - 또는 확정급여형인 현재의 제도를 확정급여 부분과 확정기여 부분으로 이분화 하는 방안도 제시
 - 확정급여 부분에 대해서는 선택권을 인정하지 않되 확정기여 부분에 대해서는 가입 규모, 자산 운용 방식 등 여러 가지 측면에서 가입자의 선택권을 인정하여 대규모 단일기금에서 발생할 가능성이 있는 문제점에 대처하자는 주장

참고문헌

- 국민연금 중장기 기금운용 마스터플랜 기획단(2004), 「국민연금 기금운용 마스터플랜 연구보고서 자료집」.
- 김재철(2006), “퇴직연금 중장기 전망 및 자본시장에 미치는 영향”, 한국증권연구원.
- 박창균(2003), “고령화의 진전과 자산수요의 변화”, 「인구구조의 고령화의 경제적 영향과 대응과제(I)」, 연구보고서 2003-06, 한국개발연구원.
- 윤석명·오완근·신화연(2006), “국민연금의 사회보장자산 추정 및 민간부문 저축에 대한 효과분석”, 한국경제의 패널분석, 제48차 패널 발표 자료.
- 이창용(2004), “국민연금기금의 자본시장 파급효과 분석”, 「국민연금 기금운용 마스터플랜 연구보고서 자료집」, 국민연금 중장기 기금운용 마스터플랜 기획단.
- 임경목·문형표(2003), “공적연금이 가계저축에 미치는 영향”, 「인구구조의 고령화의 경제적 영향과 대응과제(I)」, 연구보고서 2003-06, 한국개발연구원.
- 최경수(2003), “고령화와 노동시장”, 「인구구조의 고령화의 경제적 영향과 대응과제(I)」, 연구보고서 2003-06, 한국개발연구원.
- Barro(1974), "Are Government Bonds Net Wealth?", *Journal of Political Economy*, Vol. 82, pp.1095~1117.
- Barro(1978), "The Impact of Social Security on Private Saving", American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, DC.
- Catalan, M. G., Impavido and A. Musalem(2000), "Contractual Savings or Stock Markets Development : Which leads?," World Bank.
- Congressional Budget Office(CBO) (1998), "Social Security and Private Saving: A Review of the Empirical Evidence", Washington, DC.
- Davis, E. Phillip and Yu-Wei Hu(2005), "Is There a Link between Pension-Fund Assets and Economic Growth? - A Cross-Country Study," Public Policy Discussion Papers 04-23, Economics and Finance Section, Brunel University.
- Deaton, A.(1989), "Saving in Developing Countries: Theory and Review,"

- World Bank Economic Review, Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economies, pp.61~96.
- Feldstein, M.(1974), "Social Security, Induced Retirement, and Aggregate Capital Accumulation", *Journal of Political Economy*, Vol. 82, No. 5, pp.905~926.
- Feldstein, M.(1982), "Social Security and Private Saving: Reply", *Journal of Political Economy*, Vol. 90, No. 3, pp.630~642.
- Feldstein, M.(1988), "The Effects of Social Security When Incomes Are Uncertain: A Contradiction to Ricardian Equivalence", *American Economic Review*, Vol. 78, pp.14~23.
- Feldstein, M.(1996), "Social Security and Saving: New Time Series Evidence", *National Tax Journal*, Vol. 49, pp.151~164.
- Gabaix, Xavier, Parameswaran Gopikrishnan, Vasiliki Plerou, and H. Eugene Stanley(2006), "Institutional Investors and Stock Market Volatility," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 121, pp.461~504.
- Gruber, J. and D. Wise(2004a), *Social Security and Retirement Around the World: Micro Estimation*, University of Chicago Press.
- Gruber, J. and D. Wise(2004a), "Social Security Programs and Retirement Around the World: Fiscal Implications", NBER working paper #11290.
- Harichandra, K and S. Thangavelu(2004), "Institutional Investors, Financial Sector Development and Economic Growth in OECD Countries", Department of Economics Working Paper No. 0405, National University of Singapore.
- Holzmann, R.(1997), "Pension Reform, Financial Market Development and Economic Growth-Preliminary Evidence For Chile?", *IMF Staff Paper*, Vol. 44.
- Lesnoy, S. and D. Leimer(1985), "Social Security and Private Saving: Theory and Historical Evidence", *Social Security Bulletin*, Vol. 48, pp.14~30.