

국민연금기금 장기운용전략 기획단 최종보고

2008. 2

보건복지부
국민연금연구원

목 차

1. 추진 개요	1
① 연구배경 및 목적	1
② 기획단 구성 및 경과	1
③ 기획단 구성 현황	2
2. 주요 연구결과	3
국민연금기금이 경제 각 분야에 미치는 영향	3
① 기금규모 증가에 따른 경제적 파급효과 분석	3
② 국민연금기금규모의 적정성	4
③ 국민연금기금 축적이 경제성장에 미치는 효과	5
④ 국민연금기금이 개인저축에 미치는 영향	6
⑤ 국민연금이 기업투자와 경영에 미치는 영향	7
⑥ 국민연금이 노동시장에 미치는 영향	7
국민연금의 장기 기금운용방향	7
① 국민연금 기금포트폴리오와 거시경제	7
② 인구구조고령화와 자산수요행태변화	8
③ 국민연금 포트폴리오의 변화가 자본시장에 미치는 영향	8
정책 제언	9

<별첨> 국민연금기금 장기운용전략기획단 최종보고 요약

1. 추진 개요

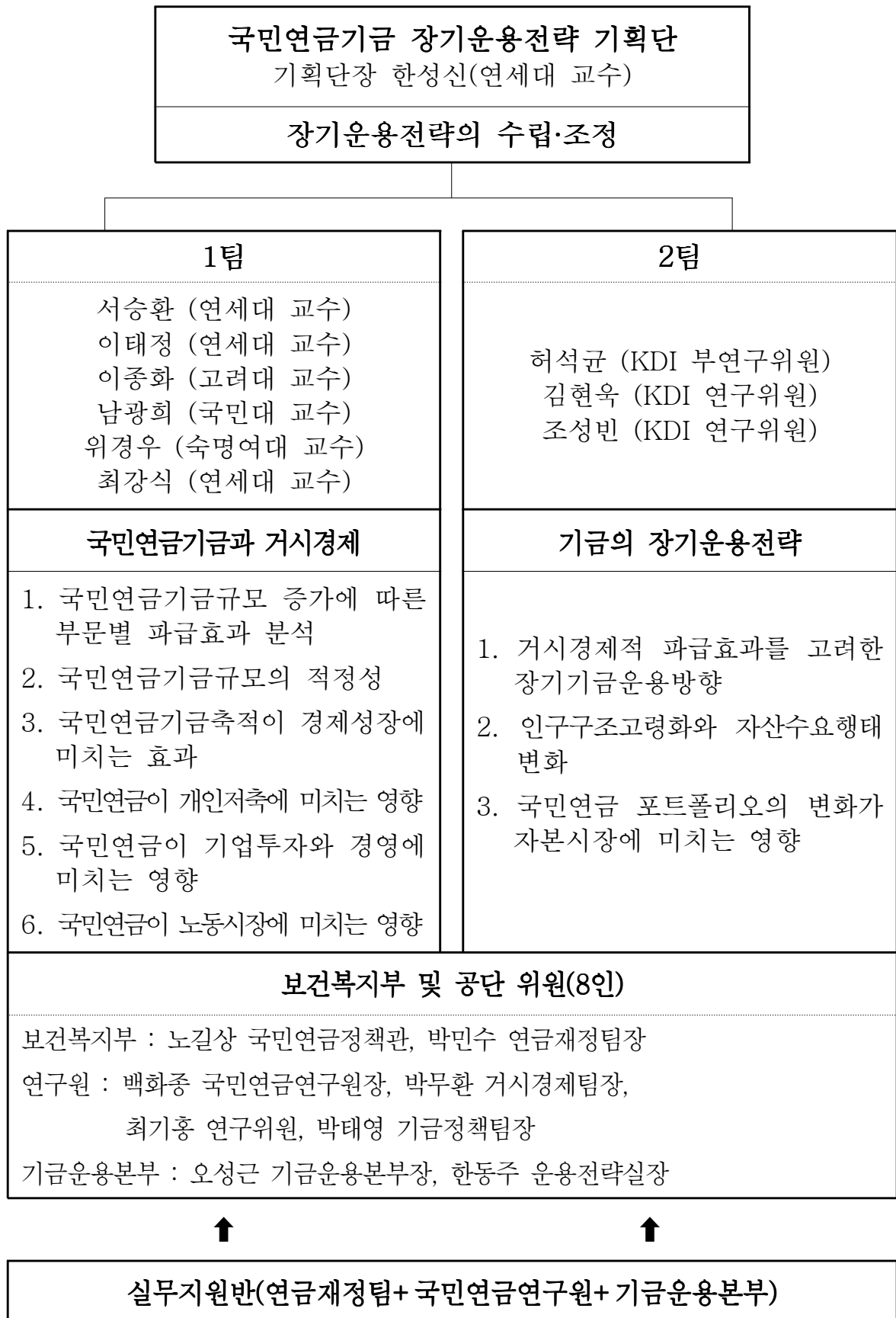
① 연구 배경 및 목적

- 재정안정화를 위한 국민연금 개혁과정에서 기금규모 증감에 따른 구축효과, 시장지배력, 자산가치의 급격한 하락 등 경제적 파급효과에 대한 논란 대두
 - 기금의 적립금 규모 및 기금운용이 국민경제에 미치는 영향에 대한 객관적 검토 필요
 - 경제적 파급효과를 최소화하고 효율적인 운용을 위해 기금의 적립규모단계별 장기운용전략 마련 필요
- 기금의 경제적 영향 및 효과적인 장기운용전략 방향에 대한 객관적 검토와 정책제언 마련을 위해 장기운용기획단 구성·운영

② 기획단 구성 및 경과

- 기획단은 기획단장을 포함하여 내·외부 18명의 관련 전문가로 구성
 - 기획단 위원은 학계 및 연구기관(외부위원 10인), 보건복지부, 국민연금연구원, 기금운용본부 관계자 등으로 구성
- 기획단은 9개 연구과제(국민연금과 거시경제 6개, 장기운용전략 3개)를 선정하고 2개 팀으로 나누어 연구 수행
 - '06.7.21 ~ '08.1.31까지 총 9차례 기획단 회의 및 5차례 편집회의 개최

③ 기획단 구성 현황



2. 주요 연구결과

국민연금기금이 경제 각 분야에 미치는 영향

① 국민연금기금규모 증가에 따른 경제적 파급효과 분석

- 재정안정을 위한 연금보험료율 인상과 같은 정책은 기금 축적기에 있어서 가치분소득의 감소로 소비 및 투자 등 실물경제를 위축시키는 구축효과* 존재

- 연금보험료 증가율이 3%p 확대되는 경우 향후 7년간 GDP는 0.008%p ~ 0.013%p 정도 감소

- 국민연금 적립금의 비중이 1% 증가하면 명목이자율은 단기적으로 0.12% 하락, 장기적으로는 0.6% 하락시켜 민간저축이 감소하는 현상을 보임

* 정부의 확대 재정정책이 민간소비와 투자활동을 위축시키는 효과

- 이러한 경제활동 위축을 상쇄할 수 있는 정책적 대응 필요

- 기금증가분이 생산성 향상을 위한 분야에 투입되어 총요소생산성이 증가되는 경우에는 기금규모의 증대가 국민경제에 우려할 만한 영향을 미치지 않음

- 한편, 기금규모 감소기에 있어서 자산가치의 급격한 하락효과는 OECD국가의 경험과 비교해서 크지 않을 것임

② 국민연금기금규모의 적정성

- GDP대비 기금 수준을 OECD 국가들과 비교한 결과, 기금의 규모가 다른 나라에 비해 높은 수준에 있다고 판단되지 않음

< GDP (%)>					
1인당GDP (USD) [해당연도]	한국의 공적연금기금비중			OECD(한국제외; 2001년~2005년)	
	현행	정부안	열린우리당안	공적연금비중	총연금비중
20,001 ~ 30,000 [2008년 ~ 2014년]	26.3 ~ 36.9 (31.6)	26.4 ~ 40.3 (33.1)	26.3 ~ 37.2 (31.7)	0.16 ~ 24.40 (5.3)	7.29 ~ 57.79 (24.56)
30,001 ~ 40,000 [2015년 ~ 2018년]	38.6 ~ 43.1 (40.8)	43.0 ~ 51.1 (47.0)	38.9 ~ 43.7 (41.3)	0.19 ~ 40.21 (17.1)	7.22 ~ 114.04 (52.51)
40,001 ~ 50,000 [2019년 ~ 2023년]	44.4 ~ 47.8 (46.2)	53.7 ~ 62.6 (58.3)	45.2 ~ 49.5 (47.5)	0.30 ~ 54.11 (18.19)	30.25 ~ 113.79 (56.14)

주: () 안은 평균치

<참고 : 대안별 비교>

	현행(개정전)	정부안	열린우리당안	개정안
보험료율	9%	9%→2017년까지 단계적으로 12.9%로 인상	9%	9%
연금급여	60%	60%→50%('08년) →40%('30년)	60%→50% (2008년)	60%→50%('08년) → 40%('28년)

- 현행 연금제도(개정전)가 지속되는 상황을 비교 기준으로 삼았을 때 정부안이 다른 대안에 비해 상대적으로 우수

< ()>

판단기준	정부안	열린우리당안	개정안
재정건전성	O	X	X
주요경제변수에 대한 영향	△	X	O
파도효과 ¹⁾	△	O	X

주: 1) 향후 50년 동안 발생하는 자본장비율, 총수요 및 후생수준의 변동성 크기

③ 국민연금기금 축적이 경제성장에 미치는 효과

- 기금 축적으로 인한 자본시장 발전은 경제성장에 긍정적 영향
 - 자본시장 확대 및 금융산업 발전으로 실물경제의 생산성을 증가시키고, 장기금융의 가격이 낮아져서 투자의 생산성 제고

- 혁신기업에 자금이 공급되고 R&D투자가 촉진되면
총요소생산성이 직접적으로 향상
- 기금의 효율적 운용에 도움을 주는 개혁은 저축 및 자본
형성, 생산성 증대를 통해 경제성장에 긍정적 영향

<OECD 국가(한국 포함) 대상 회귀분석결과>

- '05년 기준으로 우리나라의 계약저축(국민연금자산+ 생명보험자산)
규모가 GDP대비 약 45% 정도 수준인데 향후 OECD 평균수준인
약 68%까지 증가시 장기적으로 1인당 GDP가 약 2% 정도 증가
- '05년 기준으로 GDP대비 우리나라의 연금기금규모는 약 20%수준
인데 향후 OECD 평균수준인 약 30%수준으로 증가할 경우, 장
기적으로 1인당 GDP는 약 4%정도 증가할 것으로 추정

④ 국민연금기금이 개인저축에 미치는 영향

- 공적연금이 저축에 미치는 영향은 이론적으로 명확치 않음
- 시뮬레이션 결과 현행 보험료율 9%를 유지하고 소득대
체율만 60%에서 40%로 하향 조정하는 경우, 민간자본스
톡과 정부자본스톡을 포함한 총 자본스톡은 소폭 증가
- 근로자의 저축률은 19.6%에서 20.5% 수준으로 약
0.9%p 소폭 증가

< >

	소득대체율				
	0%	30%	40%	50%	60%
민간자본스톡	3.4858	2.6954	2.6599	2.6406	2.6352
정부자본스톡	0.0000	-0.1221	-0.3082	-0.4560	-0.5810
총자본스톡	3.4858	2.5734	2.3518	2.1846	2.0542
저축률(노동자)	25.38%	21.13%	20.49%	19.99%	19.59%

⑤ 국민연금이 기업투자와 경영에 미치는 영향

- 국민연금이 지분 투자한 기업의 재무자료(2000 ~ 2005년)를 분석한 결과,
 - 국민연금이 단기적 투자성파에 집착하거나 기업의 감시 통제에 비효율적인 기관투자자로서의 특성을 보인다는 유의적인 증거는 없음
 - 국민연금의 지분투자가 실물투자 증가, 부채비율 감소, 주가변동성 감소를 통해 기업의 성장과 건실화에 도움을 줄 수 있는 여지는 있는 것으로 나타남

<

>

범주		전체	대형주	중소형주
투자과 배당	투자	0.6902 (0.8328)	-1.8050 (-1.1041)	0.7775 (0.8387)
	배당성향	-2.4231 (-0.5382)	15.2327* (1.7115)	-5.1934 (-1.0145)
경영성과와 기업가치	ROE	0.0588*** (3.2609)	1.1781 (1.4150)	0.0544*** (2.9498)
	ROA	0.0137 (1.0091)	0.4172 (0.8743)	0.0142 (0.9401)
	PER	-0.0136 (-0.0862)	3.4607 (0.6880)	-0.0159 (-0.0883)
	PBR	-0.0009 (-0.8225)	-0.1014* (-1.6377)	-0.0008 (-0.7163)
자본구조	유동비율	-0.1062 (-0.0842)	8.3445 (1.2621)	-1.6369** (-2.0140)
	부채비율	-3.6134* (-1.7791)	-7.3879* (-1.7476)	-2.5811 (-1.1247)
기업지배 구조	기업지배구조 점수	1.4799 (1.2486)	12.9575* (1.8651)	0.6076 (0.3310)
주가수익률	평균수익률	-0.0477 (-0.4273)	5.5506* (1.6870)	-0.0521 (-0.4128)
	수익률변동성	-0.4874 (-1.1409)	-0.0106 (-0.8102)	-0.0042 (-0.9424)

(주1) 위의 표는 각 범주별로 수행된 회귀분석에서 국민연금의 지분율에 대한 회귀계수만을 모아 정리한 것임.

(주2) 괄호안의 값은 t값이며, *는 10%, **는 5%, ***는 1%에서 통계적으로 유의함을 의미함.

⑥ 국민연금이 노동시장에 미치는 영향

- 노동공급과 관련 국민연금 가입자는 비가입자에 비해 상대적으로 낮은 취업유지확률을 보임
 - 임금근로자의 경우 미미하기는 하지만 예상 연금급여액이 증가하면 취업기간을 짧게 하고 은퇴를 앞당기는 경향이 있는 것으로 나타남
- * 국민연금 예상 급여액이 1만원 증가하면 취업을 유지할 확률이 임금근로자 전체의 경우 0.0022% 낮아지고, 국민연금 가입자 전체의 경우 0.0024% 낮아짐
- 보험료율의 인상으로 인한 기업의 국민연금 실질부담률의 증가는 노동비용의 증가를 가져와 노동수요는 감소
- * 국민연금 실질부담률이 1% 증가하면 노동수요는 0.14% 감소

국민연금의 장기 기금운용방향

① 국민연금 기금포트폴리오와 거시경제

- 국민연금의 주식시장 참여비중이 높아짐에 따라 위험자산의 수익률 추이가 높은 수준을 나타냄
 - 공적 연금의 위험자산 보유비중이 높을수록 위험자산의 수익률이 높아질 가능성이 크다는 의미
- 위험자산 및 무위험자산의 수익률추이는 대략적으로 같은 방향으로 움직이며 양자간의 차이인 위험프리미엄의 경우 평균적으로 양의 값을 유지
- 위험프리미엄은 공적연금의 주식시장 투자비중이 큰 순서대로 큰 값을 유지

- 국민연금의 위험자산비중 증가시 기금 성장기에는 기금운용수익률을 상승시키고 자본축적을 촉진하여 수지가 개선되는 효과를 보이나 기금 감소기에는 자본축적이 감소하는 모습
- 기금자산의 성장기와 감소기를 구분한 주식시장 투자 전략 수립 필요성 시사

② 인구구조고령화와 자산수요행태변화

- 고령화의 진전이 고령층의 자산 유동화와 인구 감소라는 경로를 통해 개인부문의 자산에 대한 수요를 궁극적으로 감소시킬 것이나
- 변화속도와 정도 측면에서 자산시장이 감내하지 못할 정도의 충격을 주지는 않을 것으로 예상

<자산수요행태 변화 및 자산가격 급락효과 추정 결과>

- ① 현재 노인인구에 의한 자산 유동화보다는 청·장년층에 의한 자산 축적이 더욱 빠르게 진행되고 있으므로 개인부문의 자산수요는 점차 커지고 있음
- ② 고령화가 성숙단계에 도달한 후에는 인구의 절대 수가 감소할 것이며 노인층에 의한 자산 유동화가 청·장년층에 의한 자산 축적을 능가할 것이므로 개인 부문 전체의 자산 수요 감소 현상이 발생
- ③ 이러한 개인부문의 자산수요 감소가 매우 느린 속도로 진행될 것이므로 인구구조의 고령화에 의하여 자산시장이 급격히 붕괴하는 현상이 발생할 가능성은 크지 않을 것으로 예상

③ 국민연금 포트폴리오의 변화가 자본시장에 미치는 영향

- 자본시장(채권+주식)에서 차지하는 기금규모의 비중은 2006년 말 현재 11% 수준이나, 2030년경 20%대 초반 수준을 정점으로 감소할 전망

※ 2005년말 현재 OECD국가의 전체 연금기금자산규모가 자본시장에서 차지하는 비중의 평균치는 약 27% 수준

- 국민연금기금은 자본시장에 긍정적인 영향을 미치거나 최소한 중립적인 영향을 미침
 - 자산의 위탁운용을 통해 민간자산운용업 시장을 발전시키고 펀드시장 등 인프라의 발전에 기여
- 한편, 국민연금이 특정 시점에 포트폴리오를 변화시키는 경우 시장참여자의 전략적 행동으로 인해 금융시장에 일시적 교란이 발생할 수 있음
 - 투자자들이 약탈적 거래(predatory trading)를 통해 국민연금과 같은 방향으로 자산을 거래하므로 일시적으로 가격에 충격 발생
- 기금의 시장 영향력 증가에 대비하여 적절한 장기 자산 운용전략과 단기적인 거래 의사결정 과정도 시장 영향력을 최소화하는 방향으로 설정할 필요

정책 제언

- ① 기금이 거시경제 및 경제주체의 행태에 미치는 부정적인 영향을 최소화하는 정책방안 마련
 - 소비, 투자, 저축, 경제성장 등에 미치는 부정적 영향을 최소화하기 위해 자본시장의 개방 확대와 생산성 향상을 위한 정책적 대응이나 연금 재정안정화방안 마련
 - 기업의 성장과 건실화에 기여하는 기관투자자로서의 역할 필요
 - 주식투자의 확대, 중소형주에 대한 지분을 확대, 의결권행사의 투명성 및 의사결정과정의 독립성 확보를 통한 적극적 의결권 행사 등 필요

- 노동시장에 대한 부정적 효과 최소화를 위해 조기은퇴 방지를 위한 제도적 보완, 기업의 실질 노동비용의 지나친 상승을 억제할 수 있는 노동수요 촉진 정책 등 병행

- 조기노령연금의 재설계 및 연령별 지급률의 감액폭 확대, 정년제도 개선, 임금피크제 도입, 고령층 일자리 창출 방안 등 필요

② 금융시장 및 실물경제에 미치는 파급효과를 최소화하기 위한 기금규모의 국면별 장기 기금운용방향

- (성장기) 궁극적으로 해외투자 비중을 늘려 전체 자본시장 투자의 40%에 도달하고 국내주식시장 투자 비중은 전체 기금의 50%를 넘지 않는 포트폴리오 추구

- 해외투자는 환위험과 외화유동성위험이 동반되므로 이에 대한 적절한 대비 필요

- (전환기) 성장기의 장기 목표에서 감소기의 장기 목표로 포트폴리오를 연속적으로 변화시켜 나가는 것이 목표

- (감소기) 원칙적으로 해외투자 비중의 점진적 하향 조정, 채권위주의 포트폴리오 구축, 국내주식의 해외주식 전환을 통한 수익률 확보 등

- 해외투자는 전체 기금의 30%, 주식과 채권의 배분 비율은 3:7, 보유주식의 상당 부분을 해외주식으로 유지