

# 국민연금기금운용위원회 회의록

(2013년도 제5차 회의록)

1. 일 시 : 2013년도 12월 6일(금) 07:33~09:38

2. 장 소 : 보건복지부 대회의실 (9층)

3. 참석위원 : 보건복지부 장관  
지식경제부  
국민연금공단  
중소기업중앙회  
전국경제인연합회  
한국노동조합총연맹  
민주노동조합총연맹  
전국공공노동조합연맹  
수산업협동조합중앙회  
한국공인회계사회  
한국소비자단체협의회  
바른사회시민회의  
한국보건사회연구원  
한국개발연구원  
문형표 위원장  
代 정은보 (추경호)  
최 광 위원  
김광희 위원  
배상근 위원  
이정식 위원  
김경자 위원  
이인섭 위원  
임동홍 위원  
이광남 위원  
김자혜 위원  
양준모 위원  
최병호 위원  
김준경 위원

4. 불참위원 : 농림축산식품부  
산업통상자원부  
고용노동부  
한국경영자총협회  
농업협동조합중앙회  
여인홍 위원  
김재홍 위원  
정현옥 위원  
이동응 위원  
김현근 위원

|            |                       |     |    |
|------------|-----------------------|-----|----|
| 5. 배 석 자 : | 보건복지부 연금정책관           | 양성일 | 간사 |
|            | 보건복지부 국민연금재정과장        | 이형훈 |    |
|            | 보건복지부 연금급여팀장          | 정준섭 |    |
|            | 국민연금공단 기금운용본부 기금운용본부장 | 홍완선 |    |
|            | 국민연금공단 기금운용본부 운용전략실장  | 윤영목 |    |

6. 의결안건 : [의결13-12호] 2013년도 국민연금기금운용계획 변경(안)  
 [의결13-13호] 2014년도 환혜지 목표비율(안)  
 [의결13-14호] 국민연금기금 중기자산배분체계 개선(안)

7. 보고안건 : [보고13-13호] 2013년도 제4차 위원회 회의록  
 [보고13-14호] 2014년 국민연금기금 대여이자율 보고  
 [보고13-15호] 2014년도 액티브위험 배분결과 보고  
 [보고13-16호] 2013년도 10월말 국민연금기금 운용현황

## 8. 회의경과

### 라. 의결사항 : 『국민연금기금 중기자산배분체계 개선(안)』

- 문형표 위원장 : 그러면 이어서 세 번째 국민연금기금 중기자산배분체계 개선(안)에 대해서 간사께서 보고해 주시기 바랍니다.
- 양성일 간사 : 본 책 말고 녹색으로 되어 있는 ‘비공개 안건’이라고 되어 있는 책자를 보면서 설명을 드리도록 하겠습니다.
- 문형표 위원장 : 제가 죄송합니다만 양해를 구해야 될 것 같습니다. 오늘 첫 회의이고 국민연금기금운용위원회 아주 중요한 회의여서 계속 사회를 봐야 되는데 오늘 국회에서 예결위가 본회의가 있어서 제가 꼭 참석해야 되는 것 같습니다. 그래서 제가 양해를 하고 자리를 비워야 될 것 같고 이 경우에는 저희가 규정 상 제가 사회를 못 볼 경우에는 공익대표로 오신 두 분 중에서 김준경 원장님하고 최병호 원장님 두 분 중에 한 분이 사회를 대체해 주시기로 되어 있습니다. 그래서 아마 최병호 원장님께 제가 부탁드리고 다시 한 번 죄송하다는 말씀을 드리고 다음에는 이런 일 없이 끝까지 참석하도록 하겠습니다. 죄송합니다.
- 최병호 부위원장 : 회의를 속개하겠습니다.
- 양성일 간사 : 그러면 보고드리도록 하겠습니다. 1쪽입니다. 의결주문입니다. 국민연금기금 중기자산배분체계 개선(안)을 별지와 같이 의결하고자 합니다. 제안이유입니다. 기금운용 규모 및 경제환경 변화 등을 반영할 수 있는 중기자산배분체제로 개선하기 위한 자산배분체계의 핵심사항인 위험한도 및 정책조건을 개선하고자 합니다. 주요내용입니다. 위험한도 개선(안)입니다. 1안은 현행 위험한도 수준을 상향조정하고, Shortfall Risk를 10%에서 15%로 조정하고 극단손실을 고려하는 보조지표를 추가하는 (안)입니다. 2안입니다. 2안은 Shortfall Risk가 아닌 신규위험 지표로써 기대수익률 괴리도를 도입하고자 합니다. 기대수익률 괴리도는 별표에 나와

있는 것처럼 실현수익률이 목표수익률보다 10%p 이상 하회할 위험을 10% 이내로 통제하고자 하는 (안)입니다. 정책조건입니다. 현행의 정책조건은 다음과 같이 개선하고자 건의 드립니다. 국내주식 상대비중 1.5배 이상은 국내주식 기준비중 20%로, 해외투자 최소비중 15% 이상은 삭제하고 대체투자 비중은 현행을 유지하는 (안)입니다. 투자정책전문위원회 및 실무평가위원회 논의결과 원안대로 심의되었음을 보고드립니다. 본 안건은 국민연금법 제103조의2 제2항에 따라 기금운용업무의 공정한 수행에 지장을 초래하거나 금융시장안정에 영향을 미칠 우려를 고려하여 대외비로 관리하고자 합니다. 별지를 보면서 상세히 설명드리도록 하겠습니다. 7쪽입니다. 중기자산배분체계 개선의 필요성에 대해서 설명드리도록 하겠습니다. 현행 중기자산배분체계는 기금운용지침 상의 전략적 자산배분의 개요입니다. 객관적인 시장분석을 근거로 기금의 목표수익률과 위험한도를 반영하여 자산군의 상대적 비율을 결정합니다. 현행방식은 평균분산 최적화 모형을 사용하며 주어진 위험한도와 운용위원회에서 정하는 정책조건 내에서 자산배분(안)을 도출하는 방식입니다. 표를 그림을 보시면서 참고하시면 되겠습니다. 8쪽입니다. 그동안의 경과를 말씀드립니다. '06년부터 중장기 포트폴리오 구성을 위해 매년 향후 5년간의 중기자산배분계획을 수립 중에 있습니다. 중기자산배분계획에는 자산배분모형의 주요변수인 정책조건, 자산군별 벤치마크 및 기대수익률, 목표수익률 산정방식을 조정·운영하는 것입니다. 2012년 5월 기금운용위원회에서 현행 체계가 기금운용 규모 및 투자환경 변화를 수용하기 어렵다고 지적하고 중기자산배분체계 개선을 권고하셨습니다. 이에 따라서 2012년 9월부터 머서 투자자문의 중기자산 배분체계 컨설팅을 실시해서 표에 나와 있는 컨설팅제안을 받았습니다. 중기자산배분체계 개선방안에 대해서는 2013년 5월에 한 번 보고를 드렸습니다. 그래서 투자정책전문위원회는 국내주식 상대비중 정책조건을 국내주식 비중한도로 변경하는 것은 국내 주식시장에 미치는 영향 등을 고려했을 때 합리적이라는 의견이 있었고 중기필요수익률 미달위험

Shortfall Risk라고 합니다만 Shortfall Risk에 내재된 문제점을 개선할 수 있도록 다양한 위험지표에 대한 검토가 필요하다는 위원회 의견이 있었습니다. 실무평가위원회에서는 정책조건개선방안의 조정을 보류하고 2013년 하반기에 위험한도 개선(안)과 함께 재심의하기로 결정하였습니다. 이에 따라 오늘 다시 한 번 투자정책전문위원회와 실무평가위원회를 거쳐서 오늘 본위원회에 이 안건을 보고드리게 되었습니다. 9쪽입니다. 현행 자산배분체계의 문제점입니다. 수리모형에 의존한 자산배분체계는 배분과정과 결정에 대한 논리성과 객관성을 확보할 수 있습니다. 그러나 모형의 결과는 경제변수들의 불확실한 전망에 근거하고 있고 또한 자산배분은 실질적으로 위험한도와 정책조건에 의해 결정되는데 이에 대한 논의가 충분히 이루어지고 있지 못합니다. 정성적 요인 또한 증가하고 있습니다. 국내경제 및 자본시장에서 기금의 비중 및 영향력 확대에 따라 발생하는 다양한 요인반영이 어렵습니다. 기금이 국내자본시장에서 차지하는 비중과 해외투자 시 자금조달과 국내 외환시장에 미치는 영향, 투자 전문인력 확보의 어려움 등의 요인의 반영이 어렵습니다. 또한 유동성에 대한 고려입니다. 중기자산배분에서 더 나아가 이제는 장기국면별 유동성과 운용여건에 대한 고려가 필요하다는 의견이 있었습니다. 부채 및 기금적립금 추이까지 고려하여 기금 성장기와 성숙기, 감소기에 따른 자산배분전략이 필요하다는 의견이었습니다. 이것은 재정추계 과정에서 기금운용발전위원회에서 기금성장기가 2030년까지입니다만 기금성장기에는 수익률제고에 초점을 두고 유동성 및 기간 프리미엄을 극대화하는 운용전략수립을 제시하였다는 점을 참고로 말씀드립니다. 10쪽입니다. 위험한도 개선방안입니다. 위험한도 설정의 의미입니다. 위험한도 설정은 국민연금이 부담할 수 있는 위험의 최대로 설정하여 기금운용에 따르는 위험을 자산배분단계에서 통제함으로써 안정적 운용을 담보하기 위한 장치입니다. 위험한도는 기금의 운용상황과 장기정책방향을 고려한 정책적 판단으로 과거 총4회 변경되었습니다. 기금위의 위험한도 변경이력을 보시면 '01년도, '02년도, '05년

도, '07년도에 변경이 되었고 현재까지는 현 제도를 유지하고 있다는 말씀을 드립니다. 개선필요성입니다. 포트폴리오 자체의 위험특성보다는 기금 운용수익률이 일정수준의 고정값에 미달할 확률로 위험을 판단하고 있습니다, 현재 위험한도입니다. 그래서 기대수익률이 소비자물가상승률 이하로 떨어질 가능성을 관리대상위험으로 정의하고 현재 그 가능성을 10% 이하가 되도록 통제하고 있습니다. 이에 따른 문제점은 첫 번째로 물가상승 시에 오히려 물가에 취약한 채권비중이 상승됩니다. 물가상승은 Shortfall Risk의 상승을 초래하고 또한 Shortfall Risk를 낮추기 위해서는 변동성이 낮은 채권비중이 증가하는 모순이 발생합니다. 자산군 자체의 위험수익특성치의 변화가 전혀 없음에도 불구하고 물가상승 시에 포트폴리오의 위험이 높아진 것처럼 착시현상을 유발시켜서 포트폴리오의 위험자산을 축소하고 기대수익률을 낮추도록 작동시킵니다. 예시를 보시면, '14년도에서 '18년도 자산배분에서 CPI가 소비자물가상승률이 0.5%p 상승하면 Shortfall Risk인 포트폴리오의 채권비중은 50.4%에서 60.6%로 상승된다는 결과가 나왔습니다. 12쪽입니다. 채권기대수익률 하락 시 저수익자산인 채권비중이 상승됩니다. 채권기대수익률의 하락으로 누적수익률이 떨어져서 Shortfall Risk 한도를 초과할 경우에는 Shortfall Risk를 맞추기 위하여 변동성이 낮은 채권비중이 상승하는 모순이 발생하고 있습니다. '14~'18년까지 자산배분 시에 국내채권 기대수익률을 4.5%에서 3.0%로 하락하는 경우를 가정했을 경우에 그 자체로 Shortfall Risk가 8.5%에서 목표비중이 10%를 넘어서 14.1%로 상승하게 되어 있습니다. 이에 따라서 명목경제성장률에 미달가능성이 증대되고 있습니다. 저성장, 저금리 상황에서 기금의 기대수익률이 명목경제성장률에 미달할 가능성이 증대되고 있습니다. 최근 5년간 Shortfall Risk 한도를 충족시키기 위한 목표수익률 설정 시에 계속적으로 마이너스 조정치가 지속되고 있습니다. 13쪽에 나와 있는 목표수익률과 조정치 추이를 보시면 '07년도부터는 중기자산배분을 저희가 짚 해 왔습니다만 '10년도부터는 계속적으로 마이너스 조정치

를 통해서 저희가 수익률을 잡고 있다는 말씀을 드리겠습니다. 이 경우에 결국 CPI 미달위험한도확대를 통해 명목경제성장률 미달위험을 축소하는 방향이 국민연금법 상 기금운용목적에 더 부합하다는 점을 말씀드립니다. 결과적으로 포트폴리오 자체의 위험보다는 물가상승률 상승과 채권의 기대수익률 하락에 의하여 위험한도가 증가하기 때문에 위험한도확대로 이를 완화하거나 또는 위험을 실질적으로 통제할 수 있는 신규지표 도입검토가 필요합니다. 14쪽입니다. 그래서 저희가 두 가지 위험한도개선(안)을 위원회에 건의드립니다. 1안은, 현행위험한도수준을 10%에서 15%로 상향조정하는 (안)입니다. 현행 위험한도 개념을 유지하되 그 수준을 상향조정합니다. 기금의 실질가치 유지라는 현행 개념과 일관성을 유지하되 그 미달확률을 확대합니다. 다만, 위험자산 확대에 따른 포트폴리오 변동성 확대를 통제할 수 있도록 극단위험을 측정하는 보조지표를 추가적으로 고려해서 보완을 하도록 할 계획입니다. 기대수익률 하락과 물가상승률 상승 등 투자여건 변화에 안정적으로 대응할 수 있는 포트폴리오 관리여력이 확보됨을 의미합니다. 물가상승으로 위험한도를 벗어날 때 물가에 취약한 채권비중이 상승하는 배분(안)을 선택해야 하는 딜레마를 완화하고 포트폴리오 자체의 변동성이 변화가 없음에도 불구하고 자산군의 기대수익률 하락으로 포트폴리오의 Shortfall Risk가 증가하는 문제에 대응이 가능합니다. 근거를 말씀드리겠습니다. 민감도 분석을 이용한 위험한도 수준을 분석해 보았습니다. 다른 자산군의 기대수익률을 고정한 상태에서 각 자산군의 기대수익률을 일정범위에서 변동시킬 때 Shortfall Risk의 변화추이를 검토해 보았습니다. 포트폴리오 수익률이 6.1%에서 6.5% 범위에서 Shortfall Risk는 14%에서 15% 정도의 범위로 조정이 됩니다. 결국 위험의 변화가 없음에도 불구하고 채권 기대수익률이 3%로 낮아질 경우에 Shortfall Risk가 14.1%까지 증가하는 그런 포트폴리오의 문제점을 제거할 수 있습니다. 경제여건 변화에 따른 현행 위험한도의 모순을 완화할 수 있습니다. 또한 위험한도조정으로 기금 성장기 유동성의 적극적 활용이

가능해져 연금재정의 장기 안정성 확보에 기여할 수 있다고 판단합니다. 물론 위험한도 확대에 위험자산 증가에 대한 우려가 있으나 다음에 말씀드릴 적합한 정책조건을 설정하고 위험한도 내에서 추가로 저희가 도입할 보조지표와 해외주식투자비중 등을 고려한다면 목표 포트폴리오를 선택해서 위험자산비중을 통제할 수 있다고 판단합니다. 2안입니다. 1안과는 달리 새로운 신규 위험지표인 기대수익률 괴리도를 도입하는 것입니다. 기대수익률 괴리도는 실현수익률이 목표수익률보다 10%p 이상 하회할 위험을 10% 즉, 10년에 한 번 이내로 통제하는 것입니다. 이것은 머서 투자자문의 컨설팅 방법론을 기초로 하는 것입니다. 그래서 현행 위험한도기준을 아예 변경하고 변경기준에 적절한 한도를 설정하는 것입니다. 포트폴리오 구성자산의 특성으로부터 발생하는 위험만을 고려함으로써 현행 기준이 갖는 문제점인 제약을 완화하고자 합니다. 기대수익률 괴리도 이용은 포트폴리오 변동성을 직접적으로 통제함을 의미하는 것입니다. 정규분포 가정 시 포트폴리오 변동성을 7.8% 이하로 제안하는 효과와 동일합니다. 17쪽입니다. 말씀드린 것처럼 2012년도에 머서 컨설팅에서 받았던 제안을 수정 적용하는 것입니다. 컨설팅 시 실현수익률이 기대수익률보다 10%p 이상 하회할 위험을 5% 이하로 제시하였으나 과거 중기자산배분계획 상 포트폴리오 변동성 수준을 감안하여 10% 이하로 수정하였습니다. 컨설팅에서 제안한 위험지표는 참고로 해 주시면 되겠습니다. Shortfall Risk 현행위험한도와 기대수익률 괴리도가 측정하는 위험의 성격은 차이가 있습니다. Shortfall Risk는 수익률 위험특성을 기해 주로 물가상승률이라는 절대기준에 미달할 가능성을 위험으로 정의하고 판단함으로써 실질가치를 유지할 수 있다는 특성이 있습니다. 괴리도는 포트폴리오 자체의 수익률 위험특성만을 바탕으로 특정수준의 손실발생 가능성을 위험으로 정의하고 판단합니다. 이에 따라서 Shortfall Risk 기준에 비해 급격한 포트폴리오의 변경가능성을 완화하고 CPI 상승에 따른 실질가치 보존여부에 대한 직접적인 고려가 어렵다는 한계도 있습니다. 18쪽을 보시면 1안과 2

안을 대안별로 비교를 해 놓았습니다. 그래서 이 표를 보시면 좀 더 이해하기가 쉬우실 것 같은데요, 1안의 장점은 기준과 방향성이 명확하여 이해하기 쉽고 현행 기준과 일관성이 유지되고 포트폴리오의 기대수익률 선택범위가 넓어지고 기금성장기 및 현 상황을 고려한 현실적인 위험조정이 가능하다는 장점이 있습니다. 2안의 장점은 각 자산군의 기대수익률변화에 영향을 받지 않고 현행 기준에 비해 급격한 자산비중 변경가능성을 줄이면서 Shortfall Risk 딜레마를 근본적으로 해결가능하다는 안입니다. 1안의 단점은 Shortfall Risk 딜레마를 근본적으로 제거하는 것은 아니고 보조지표 등을 사용하지만 위험자산증가에 따른 변동성증가가 가능합니다. 2안의 단점은 국민연금기금의 실질가치보전이라는 정책방향과 연결고리가 단절되고 한도가 절대적인 수치가 아님에 따라서 직관적인 이해가 어렵다는 단점이 있습니다. 검토의견입니다. 1안은 앞서 말씀드린 것처럼 이해하기 쉽고 기금의 실질가치를 유지하려는 공적연금의 특성을 반영한 방법이고 위험자산비중 확대에 대한 우려가 있을 수 있으나 극단손실을 파악할 수 있는 보조지표를 추가하여 변동성을 통제 가능하다고 판단하고 있습니다. 2안은 기존에 비해서 저성장, 저금리 상황에서 기금포트폴리오의 급격한 조정가능성을 완화할 수 있습니다. 그렇지만 실질가치보존 측면의 위험기준이 배제됨으로써 국민연금기금으로써의 부채를 고려한 자산운용이라는 특성이 악화될 수 있습니다. 종합적인 검토의견은 제시된 2개 (안) 모두 기존 위험한도가 물가변동, 기대수익률 하락 등 운용환경변화를 수용하지 못하여 기금자산배분의 유연성을 제약하는 문제를 완화할 수 있습니다. 다만, 1안이 기존 위험한도와 연속성 및 저성장, 저금리 운용환경을 고려할 때 더 합리적인 위험한도(안)으로 평가됩니다. 위험자산투자비중은 보조지표의 검토, 정책조건의 변경, 운용여건을 고려한 적정포트폴리오 선택을 통제할 수 있으며 위험수준설정은 그 한도 내에서 운용하기 위한 것이지 도달하려는 목표는 아님을 말씀드립니다. 20쪽입니다. 두 번째 안건인데요, 정책조건 개선방안에 대해서 보고드리겠습니다. 개선방향입니

다. 내·외부 운용환경의 변화에 따른 수용성을 확대하고자 합니다. 기금운용은 가입자·수급자 구조 및 적립금 추이와 함께 경제환경 및 인구구조 등 외부환경에 영향을 받습니다. 이러한 내·외부 환경을 고려하여 기금의 운용방향에 부합하는 보다 현실적인 정책조건을 검토할 필요성이 있습니다. 또 하나는 적립금 추이입니다. 금년 3월에 발표된 제3차 재정계산 결과 기금은 '22년에 1,000조원, '33년에 2,000조원, '43년에 최대 2,561조원까지 적립되고 그렇지만 '60년에 기금이 소진되는 등 기금규모와 유동성변화가 예상되는 상황입니다. 이에 따른 대응전략으로는 운용여력이 풍부한 기금성장기에는 수익률 제고에 초점을 두고 유동성 및 기간 프리미엄을 최대한 활용하는 운용전략이 필요하고 이에 따른 운용방향은 해외투자 및 대체투자도 다변화하는 것입니다. 세 번째입니다. 국내자본시장의 과급효과입니다. GDP 대비 기금 비중은 '12년 말 31%에서 '33년 49%까지 증가하고 기금의 주식투자는 9월 말 현재 주식시장 시가총액대비 6%에 달하고 있습니다. 이에 따라서 국내자본시장의 규모와 국민연금의 비중 및 역할을 고려할 필요가 있습니다. 이에 따른 운용방향은 국내주식투자의 한도를 설정하고 투자자산을 다변화하는 것입니다. 21쪽은 내·외부 환경을 고려한 정책방향 예시를 그림으로 정리했습니다. 22쪽입니다. 정책조건 개선(안)을 건의드리면 먼저 국내주식 상대비중 1.5배 이상을 절대기준인 기준비중 20%로 조정하는 것입니다. 해당조건은 해외주식보다 국내주식의 선호를 반영하여 주식자산투자확대 시 국내주식을 우선 확대하도록 하는 기존의 (안)이 있었습니다. 그러나 기금의 증가속도에 비해 협소한 국내시장 여건에 의해서 국내주식의 비중확대가 곤란한 가운데 상대비중 조건으로 인해서 이에 영향을 받아서 해외투자확대도 제한되고 있는 현실입니다. 이에 따라서 기금의 국내자본시장영향력을 현행 수준에서는 그대로 유지하면서 기금운용수익률을 제고할 수 있도록 국내주식기준비중 20%로 변경하고자 하는 것입니다. 기준비중 20% 설정근거는 머서 컨설팅과 시장경제연구원의 용역결과를 참고하였습니다. 또한 2011년부터 '13년까지 중

기자산배분 시 국내주식 목표비중은 계속해서 20%로 유지하였고 현행 자산배분 허용범위가 전략적 자산배분과 전술적 자산배분을 총합했을 때 5%입니다. 즉, 20%로 설정을 해도 15%에서 25% 사이에 투자를 할 수 있기 때문에 그러한 것을 감안해서 기준비중을 설정하였음을 말씀드립니다. 23쪽입니다. 해외투자 최소비중 15%를 삭제하는 것입니다. 국내시장의 협소성을 극복하면서 투자를 다변화하기 위한 해외투자 최소비중 조건은 저성장·저금리로 국내자산의 수익 및 위험 특성이 악화됨에 따라 최소비중 설정이 무의미해졌습니다. 이에 따라서 복잡한 3가지의 정책조건을 2가지로 단순화하면서 수리적 모형에 의한 자산배분 보다는 여기 계신 기금운용위원회에서 전략적·정성적 요인을 통합적으로 고려하면서 자산배분을 결정할 수 있는 체계로 개선하는 것입니다. 24쪽입니다. 이와 같은 내용을 종합적으로 표로 정리해 보았습니다. 현행에서 개선(안)인데 말씀드린 것처럼 국내주식 상대비중을 기준비중으로 절대적 기준비중을 20%로 조정하고 해외투자 최소비중을 삭제하고 대체투자비중은 그대로 유지하는 것입니다. 정책조건 변경(안)을 적용한 포트폴리오의 특성을 비교하면 기대수익률 6.1% 이상에서는 정책조건변경(안)을 적용한 포트폴리오의 위험특성이 개선됩니다. 밑에 나와 있는 표를 보시면 '14년부터 '18년까지 중기 자산배분의 기본과정을 적용한 시뮬레이션을 보시면 6.1%의 수익률부터 6.7%까지는 그런 위험특성이 좀 더 안정적인 것으로 개선됨을 볼 수 있습니다. 그러나 국내주식에 비해 변동성이 상대적으로 낮은 해외주식 편입 비중이 증가할 수 있기 때문이라고 생각합니다. 급격한 비중변경이나 위험자산 확대는 해외주식투자비중 고려하여 위험한도 이내의 포트폴리오를 선택함으로써 회피가 가능합니다. 25쪽입니다. 정책조건 변경 시 기대효과는 국내주식 투자기준비중 20% 유지 시에 국내주식시장에서 차지하는 비중은 큰 변동없이 점진적 완화가 가능합니다. 그 이유는 기금증가속도가 국내시장 성장률보다 더 높기 때문에 주식시장에 투자되는 규모는 계속적으로 증가될 것으로 예측하고 있습니다. 또한 국내외 주식투자 비중 연계

를 단절해서 국내주식확대를 억제함에 따른 수익률 저하를 해외자산확대로 보완 가능하고 해외투자확대 정책의 기조와 일관성을 유지하는 것입니다. 향후 운영방향은 정책조건 수준은 시장대비 투자비중, 지분율 상황 및 기금적립국면에 따라 매년 검토하고 필요시 조정 가능하십니다. 내외부 여건에 따른 정책조건의 조정 필요성은 여전히 계속 존재하기 때문입니다. 또한 포트폴리오의 완만한 비중조정도 가능합니다. 수리모형의 자산배분(안)이 크게 변동될 경우에도 국내시장 영향력 및 운용여건을 고려하여 완만한 속도로 조정이 이루어지도록 합니다. 두 안건이 오늘 기금운용위원회에서 의결되면 내년 6월에 의결하실 중기자산배분부터 적용됨을 말씀드립니다. 26쪽, 27쪽에 투자정책전문위원회와 기금운용실무평가위원회의 논의결과를 말씀드립니다. 투자정책전문위원회에서는 중기자산배분체계 전반에 대해서는 수리모형에 의존한 자산배분결과는 보조지표로 활용할 필요가 있고 재정개선과 연계된 큰 그림에서 목표수익률을 설정하고 장기, 중기, 단기 자산배분체계수립 등의 검토가 필요하다는 그런 전반적인 내용을 말씀드렸고 현 안건에 대해서는 위험한도 개선방안에 대해서는 1안이 타당하며 보조지표를 함께 활용하는 것이 좋겠다는 의견이 제시되었습니다. 정책조건개선방안에 대해서도 국내주식 상대비중을 절대기준인 20%로 조정하고 해외투자 최소비중 삭제에 대해서도 동의하셨습니다. 국민연금기금운용실무평가위원회 논의결과는 원안대로 심의되었습니다. 다만, 논의내용 중에 미달위험완화로 모형의 근본적 문제를 해결하기는 어렵다는 논의가 있었습니다. 그것은 앞서 말씀드린 것과 동일한 내용이고 미달위험수준 변경 자체가 근본적 변화이기 때문에 좀 더 신중한 접근이 필요하다는 의견도 제시되었습니다. 이와 함께 기금성장기에 적합한 자산배분 등의 운용전략마련도 필요하다는 결과를 제시하셨습니다. 참고자료는 생략하도록 하겠습니다. 이상 보고를 마치겠습니다.

- 최병호 부위원장 : 의견 있으면 말씀해 주시기 바랍니다.
- 김준경 위원 : 제가 먼저 말씀드리겠습니다. 국민연금기금 적립금 규모

가 천문학적으로 늘어나는 것이 예상되고 이미 400조원이 적립돼 있는 것을 감안했을 때 국내 금융시장의 흡수 능력이랄까 이런 것이 충분하지 못하다는 것이 하나의 중요한 사실입니다. 이러한 관점에서 국민연금의 자산배분 중 해외투자의 비중을 증가시키는 것은 불가피한 측면이 있다고 생각합니다. 뿐만 아니라 해외투자를 앞으로 장기적으로 늘려가는 과정에서 우리 스스로 해외투자운용경험 축적해나가는 이런 것도 또 하나의 도전과제라고 생각합니다. 이런 관점에서 국내 주식비중을 ... 지시하는 내용에서 국내 주식비중을 20%로 설정하고 동시에 해외투자비중과 관련된 정책조건을 확대한 것은 바람직하다고 생각이 됩니다. 또한 해외투자비중이 증가하게 되면 Shortfall Risk가 증가하게 됨으로 Shortfall Risk에 대한 씨그는 기존에 10%에서 15%로 조정하는 방안도 타당성이 있다고 생각합니다. 다만, 컨설팅에서 마련된 위험도 측정방법은 앞으로도 보조적 수단으로써 지속적으로 활용하는 것이 필요하다고 생각합니다. 이상입니다.

- **최병호 부위원장** : 감사합니다. 다른 분들 의견 있으면 말씀해 주시기 바랍니다.
- **김경자 위원** : 실무평가위원회에서도 논의내용 중에 두 번째 미달위험 수준변경은 근본적 변화이므로 신중한 접근이 필요하다고 하는 실무평가위원회 의견이 있었는데 저도 마찬가지로 말씀을 드리고 싶습니다. 이런 (안)을 왜 내셨는지, 어떤 고민인지는 충분히 이해하고 있지만 사실은 국민들 입장에서 보면 수익률을 왜 이만큼 밖에 안 냈냐 이런 문제제기를 하는 국민들은 사실 없습니다. 전문가들 사이에서는 그런 논의와 논란 또는 그런 요구가 상당히 있을지 모르지만 오히려 국민들은 내 돈이 잘 있냐, 이것에 관심이 있지 이것 가지고 얼마나 수익률을 창출했느냐는 것에 관심 있는 국민들은 사실 없습니다. 즉, 지금 성장기다 보니까 결국 기금이 굉장히 많이 늘어난 상황에서 뭔가 약간의 위험을 증가시키더라도 이번에 수익을 대폭 늘리는 것이 장기적으로는 기금운용에 안정적이라고 판

단하는 것으로 보이는데 한편으로는 그런 측면이 있겠지만 제 생각이나 저희들이 고민하는 점은 위험을 자꾸 증가시키는 방향보다는 그래도 어쨌든 기금의 안정적인 부분을 유지해 줄 것을 항상 짚어주고 그런 부분에 대해서 챙겨주실 것을 요청할 수밖에 없다는 말씀을 드립니다. 그래서 예를 들면 실무평가위원회에서도 원안대로 심의했던 것만큼 저도 이것 반드시 반대해야 되겠다, 이런 것은 아니지만 지금 너무 수익부분으로 가다보면 이것이 상당히 앞으로 큰 문제가 생길 수 있는 부분이고 사실 이게 수리모형 이야기하지만 수리적으로 또는 경제학적으로 지표로 꼭 이 문제가 정리될 부분이기보다는 사실은 정책적방향이 가장 중요하다고 생각하고 그런 의미에서 보면 어쨌든 지금 이 방향에 대한 우려를 갖고 있는 부분에 대한 전달을 꼭 하고 싶고요. 그래서 수익률이 중요하다기보다는 어쨌든 안정적으로 이 기금을 계속적으로 지속할 수 있도록 하는 안정적 부분을 반드시 꼭 확인하고 짚어주고 그 부분을 우선적으로 했으면 좋겠다는 의견말씀 드립니다.

- 최병호 부위원장 : 알겠습니다. 다른 분.
- 이정식 위원 : 다 같은 말씀이신데 처음에 이런 모형을 만들었을 때 이런 부분들이 예측이 됐을 것이라고 봐 지는데 예측이 안 됐다는 점하고 모형을 자주 바꾸는 것은 모형에 대한 신뢰를 떨어뜨리는데 논리적 합리성 이런 것을 떠나서 대단히 중요한 것은 정무적판단을 해야 된다고 보는데 아까 김준경 부위원장님도 말씀하셨지만 현재 국민연금에 대한 국민들의 불신이랄까 불안이 현재 공약을 지키지 아니하고 정책이 자꾸 바뀌면서 사람들이 극도로 민감해 하는 시기란 말이에요. 이럴 때 아무리 합리성이 인정이 된다하더라도 선불리 바꾸게 되면 불필요한 오해를 받을 수도 있다, 그래서 시기, 변경여부를 떠나서 시기의 선택도 대단히 중요하다고 판단을 해요. 그래서 결론은 두 가지인데 하나는 회의결과가 논의구조상 반대하는 분들도 많고 의견도 있음에도 불구하고 결론은 원안대로 통과가 된다고 하는데 반대된 의견들 이런 부분들 정확히 명시해 주시면 좋

겠고 그런 부분들을 의미 있게 받아들여 주면 좋겠는데 그런 맥락에서 여러 가지 변경이 필요하다고 하더라도 지금은 아니라는 말씀을 드리고 싶습니다.

- **최병호 부위원장** : 또 다른 분 의견 들겠습니다.
- **임동홍 위원** : 전반적인 개정방안에 대해서는 동의를 하면서 하나 질문을 해 보겠습니다. 위험안도 개선방안 부분에 있어서 기존에 현행 위험한도수준을 상향하면서 보조지표를 활용한다고 했는데 실무위원회에서도 보조지표 (안) 중에 보면 신규 2안에 신규위험지표를 도입한다고 돼 있었는데 이 부분에 대한 보조지표를 갖다가 활용하는 부분이 논의된 부분은 없습니까?
- **이형훈 과장** : 제가 답변드리겠습니다. 자료 14쪽 봐 주시면 위원님 질문하신 그 내용을 반영하고 있습니다. 향후 5년 동안 미달위험을 15% 이하로 한다, 그러면서 저희가 지금 현재 보조지표가 5년 후 최저 적립금비율, 연간손실확률 이런 것들을 고려하고 있는데 극단손실 내지 expected tall loss라는 2안의 지표도 보조지표로 사용하겠다는 내용이 14쪽에 설명드린 것입니다.
- **이광남 위원** : 전체적으로 여러 가지 고심 끝에 리스크도 최소한으로 하신 것으로 보입니다. 저는 그래서 지금 안정성만 추구해서는 안 되겠다, 이게 우리가 지금 오늘도 장관님 발표하셨지만 물가상승을 다 해 준다 했을 때 안정성을 해서 수익성이 고려되지 않으면 그게 실현할 수 없는 것이거든요. 그래서 연금이라는 게 안정성 물론 중요합니다. 그러나 수익성을 제고하기 위한 기법도 계속 개발하고 외부장들도 적극적으로 운용해야 되는 것이지 안정성을 추구한다고 너무 공매라든지 이런 쪽에만 치중하다 보면 예견하지 않은 또 다른 문제가 생기기 때문에 양쪽이 조화롭게, 오히려 가능하다면 수익성을 많이 취해서 다른 나라의 어떤 연기금보다도 기금재정을 좀 더 확대해서 잘 하면 좋은데 약간의 리스크는 언제나 발생할 수 있을 겁니다. 그러나 리스크를 고려하고서도 수익성이 발생하는 방

법을 하셔야 되지 않겠는가, 아까 너무 안정성을 강조하시는 것 같아서 저는 수익성도 필요하다는 것을 말씀드립니다.

- **양준모 위원** : 아마 모형변경은 2년 동안 연구했었고 지난번에 설명회도 있었고 해서 신중한 논의를 했던 것으로 생각이 됩니다. 우리가 사전적인 리스크관리하고 모형 자산배분 했을 때와 자산배분을 하고 난 이후에 실제로 발생하는 리스크가 있습니다. 그래서 모형 상에서의 리스크관리가 너무 타이트해서 실질적으로 사후적인 리스크관리를 못하는 그런 우를 범할 수 있는 경우도 있기 때문에 그런 여러 가지 요인들을 검토한 것으로 생각합니다. 다만, 우리가 이런 모형상의 리스크관리도 중요하지만 실질적으로 개별투자자에 대한 리스크관리도 중요합니다. 그래서 차제에 이런 전반적인 자산운용방안을 바꾸는 와중에서 개별적인 사업의 투자건의 리스크관리 체계도 함께 관리를 하셔서 보완을 하셨으면 하는 생각을 해봅니다. 감사합니다.
- **양성일 간사** : 참고로 그것 관련해서 아마 공단에서 리스크관리를 좀 더 확대해서 하는 방안을 강화하는 방향으로 조직개편도 하려고 준비 중에 있음을 말씀드립니다.
- **최병호 부위원장** : 다른 의견 있으십니까?
- **정은보 위원** : 31쪽에 보면 Shortfall Risk 민감도 분석을 하면서 기대수익률의 기본과정을 했는데 일반적인 인식하고 다른 것 같아서 제가 그냥 호기심에 질문을 드리는데요, 국내주식의 기대수익률이 8.25%이고 해외주식의 기대수익률이 7.50이라고 돼 있는데, 채권들은 둘 다 같이 돼 있고. 여기서 해외주식이 의미하는 것은 주로 선진국 주식에 투자한다는 취지입니까?
- **이형훈 과장** : 저희가 MSCI를 벤치마크하기 때문에 MSCI 벤치마크에 해당하는 85:15의 선진국 시장과 신흥시장에 구성이 같이 들어갑니다.
- **정은보 위원** : MSCI 지수를 벤치마크를 해서 쓴 겁니까?
- **이형훈 과장** : 예.

- **정은보 위원** : 그러면 저희가 글로벌 포트폴리오를 구성한다고 하는 것은 결국은 리스크를 동일하게 가져간다 그러면 글로벌 포트폴리오를 통해서 좀 더 기대수익률을 높인다는 취지인 것 같은데 해외투자를 하면서 기대수익률이 국내주식 보다는 낮다는 게 조금 이상하지 않아요?
- **담당직원 ()** : 일단은 국내주식과 해외주식의 리스크 프로파일을 보면 사실은 국내주식의 기대수익률은 높지만 위험도 해외주식보다 훨씬 큼니다. 일단 수치로 말씀드리면 국내주식의 위험은 24%이고 해외주식의 위험은 14%입니다. 이게 해외주식 같은 경우는 저희들이 환헤지를 하지 않기 때문에 환이 해외주식의 변동성을 조금 상실하는 효과가 있습니다. 그렇기 때문에 위험과 수익을 고려할 때 우려는 오히려 해외주식이 조금 더 높은 그런 경향을 갖습니다.
- **정은보 위원** : 그러니까 이게 리스크 리턴 콤비네이션을 해 봤을 때 국내주식의 기대수익률은 높지만 리스크가 높다는 취지네요
- **이형훈 과장** : 변동성이 높다는 것입니다.
- **정은보 위원** : 변동성이 높다, 그것을 표시를 안 해 놓으니까 저는 왜 글로벌 포트폴리오를 만들어야 될까 이런 생각이 들었는데 알겠습니다.
- **최병호 부위원장** : 또 다른 의견 있습니까?
- **배상근 위원** : 질문 있습니다. 24페이지 하단에 나와 있는 내용의 핵심이 기대수익률이 6.1%가 넘으면 Shortfall Risk도 감수하고 여러 가지 장점을 갖고 온다는 의미인데 그 아래로 형성됐을 때는 실제로 오히려 지금 새롭게 변형한 내용이 Shortfall Risk가 더 커진다는 의미로 볼 수 있잖아요. 그럴 때 6.1이라는 것은 지금 현재 수익률 계산법이 실질경제성장률에 소비자물가상승률을 감안한 것인데 예를 들면 올해다 그러면 6.1보다는 훨씬 아래에 있는 것이고 내년이다 해도 지금 전망기관의 전망에 따르면 6.1이 될까, 안 될까 이런 상황이면 지금 변경(안) 중기적으로 잡아본 이 내용은 오히려 개선될 찬스가 있을 것보다 단기적으로는 나빠질 찬스가 더 큰 부분에 있어서 지금 기준을 6.1로 잡고 할 경우에 국내주식비중

20%나 다른 조건을 요구하는 게 맞았지만 만약에 기대수익률이 예상되는 게 6.1이 아니고 5.5다 이러면 해서 국내주식비중은 지금 시뮬레이션 기준 모형하고 변화를 보면 20으로 잡은 것이 너무 높게 잡고 있는 그런 이슈가 있지 않은가 보이는데 이 부분에 대해서 설명을 해 주시죠.

- **이형훈 과장** : 제가 간단하게 설명을 드리고 혹시 보완설명이 필요하면 해 주시기 바랍니다. Shortfall Risk는 5년 동안의 누적수익률과 5년 동안의 물가상승률을 비교하는 겁니다. 그래서 배 위원님 말씀하신 것처럼 단년도의 수익률로 비교하기는 곤란하다는 특성이 있고요,
- **배상근 위원** : 참고로 5년을 해도, 만약에 소급을 5년 과거를 해도 6.1이 나올 수 있는지.
- **이형훈 과장** : 다음에 저희가 31쪽부터 34쪽에 Shortfall Risk의 민감도 분석이라는 말씀을 드렸습니다. 그러니까 여기 표에서 각 자산군 별로 민감도를 보는 것인데 예를 들어서 31쪽 말씀드리겠습니다. 6.1%에서 6.5%, 6.1%를 넘는 대역에서는 이 안에 있는 수치들이 Shortfall Risk인데 Shortfall Risk가 일반적으로 증가하는 것으로 당연히 변동성이 큰 자산들이 들어오고 위험들 목표수익을 높게 잡으면 그에 상응하는 위험도 따르는 것이 맞습니다. 그런데 그것들이 전체적으로는 민감도분석 범위 15% 안에 들어간다는 것을 말씀드리는 것이고 이런 자산군별로의 변동성에 따라서 10% 이하로 가는데 배 위원님 말씀하시는 6% 이타의 실제 실현수익률이 나왔을 때는 저희가 물가상승률은 어쨌든 거시경제의 가정에 의해서 전제하는 변수들이 있고 그 물가상승률들은 유지가 되는데 우리 수익률들은 낮게 나오면 거기에 따른 물가상승률에 미달할 Shortfall Risk는 발생하죠. 그게 역시 저희들이 얘기하는 한도 내에서, 10% 내지는 15% 한도 내에서 관리가 돼야한다는 그런 말씀을 드립니다. 실장님 보완설명하실 수 있으면 해 주세요.
- **윤영목 실장** : 기대수익률을 기초로 하는 자산배분결과의 수익률이라고 볼 수 있습니다. 그래서 단순히 기대수익률과 위험특성치 뿐만 아니라 테

이블 오른편에 있는 국내주식, 해외주식, 국내채권, 대체투자 자산배분에 따른 영향도 함께 고려를 해서 판단해 주시면 될 것 같습니다.

- **이정식 위원** : 아까 배상근 위원님이 말씀하신 것을 좋게 보려고 이게 굉장히 어려운 조건에서도 수익률을 되게 높이려고 애쓰는 구나, 거꾸로 뒤집으면 그런 함정이 있는 거예요. 앞으로 저성장, 저물가가 충분히 예측되고 5년 하든 10년 하든 더 나빠지는데 이 모형을 바꾸면, 기준을 바꿔 버리면 배상근 위원님 지적한 그런 문제가 충분히 예상되는 것이거든요. 지금 두 분이 설명하신 것이 충분히 납득이 안 갑니다.
- **이형훈 과장** : 위원님, Shortfall Risk 내지는 기금이 장기적으로 목표로 하는 목표수익률은 명목경제성장률입니다. 명목경제성장률은 경기성장률과 소비자물가상승률로 되는 것이고 실제 저성장, 저금리로 가는 것은, 성장이야 실제 경제성장률이 반영이 되지만 금리는 계속 낮아진다고 할 때 저희가 이 자산구성을 통해서 특히 채권이 많은 상태에서 기금의 실질가치를 유지하는 목표수익률을 달성하기에는 사실 어려운 부분이 있는 것이죠. 그러니까 지금 말씀드리고자 하는 것은 물가상승률이 어떤 정도로 유지가 되더라도 저금리로 가게 되면 우리의 전체 포트폴리오의 수익률은 낮아질 수 있다는 것이죠.
- **배상근 위원** : 그러니까 제가 질문한 것에 답변이, 다른 위원님들은 어떤지 모르겠는데 저 자체가 이해가 잘 안 되는데, 중간에 보면 수익률도 중요하다지만 김경자 위원님도 안정성도 중요하다 이런 부분 많이들 얘기했잖아요. 그런데 기존에 이 시뮬레이션의 기본과정의 장점은 일단 기대수익 6.1 이상으로 벌어졌을 때 상당수의 혜택이 있다는 것을 설명한 것이고 아까 31페이지 말씀하셨던 6.6 이상의 기대수익이나 그 아래일 때는 지금 방식으로 할 때는 별로 크게 좋지는 않다는 것을 의미하는 것이잖아요, 결국 사실은. 그런 부분일 때 기대점을 무엇을 잡았느냐에 따라서 영향이 있으니까 그 부분에 대해서 질문한 것이죠. 애초에 가정한 부분에서 그런 것이 있지 않나.

- **윤영목 실장** : 부연설명 드리겠습니다. 자료 13페이지를 함께 참고해 주셨으면 합니다. 저희들이 기대수익률을 잡고 있는 GDP+CPI입니다. 2007년부터 현재까지 계속 5년 단위의 중기자산배분을 설정하고 있는데 2014년에서 '18년 맨 오른쪽 칼럼이 되겠습니다. GDP+CPI는 지금 현재 6.5% 기대수익률로 잡고 있고 그리고 조정치가 -0.4가 부여돼서 우리가 목표수익률을 설정하고 있는 것은 현재 6.1%가 되겠습니다. 그래서 이 수치를 저희가 베이스로 잡고 들어간다는 점 말씀을 드리고요, 참고로 2010년, '14년, '11년, '15년 이전 5개년의 중기자산배분을 보시면 조정치가 계속해서 마이너스가 부여돼 있습니다. 이는 현재 Shortfall Risk의 한도 때문에 다른 위험자산을 늘리기 어려운 여건이어서 조정치를 차감하고 목표수익률을 낮출 수밖에 없는 그런 여건이 있었다는 것을 말씀드리고 이러한 모형상의 한계를 개선, 완화해 보고자 이번에 정책조건 개선(안)을 보고드리게 됐습니다.
- **최병호 부위원장** : 충분한 질의·응답이 있으면 좋겠다고 배상근 위원님의 질문은 이 제안한 (안)에 대해서 반대의견을 가지시는 것은 아니죠?
- **배상근 위원** : 지금 현재 기대수익률이나 모든 전제조건 하에서 20%라는 논리에 대해서 반대하는 것은 아니지만 기본적으로 상정했던 가정 부분에 대해서 그게 다를 경우에, 예상하는 부분이 다를 경우는 어떤 것인가에 대한 우려죠. 그러니까 지금 잡아놓은 것이 6.1로 잡았으니까 상대적으로 국내 주식비중 20% 잡고 조정해 가는 것으로 되어 있는데 그게 그보다 아래에 있을 때 지금 우리가 제안한 모형이 과연 안정적인가 그 우려를 표하는 것입니다.
- **이정식 위원** : 방금 설명을 들으니까 목표수익률을 옛날에 위험한도인가, 10% 때문에 계속 마이너스를 해서 결국은 앞으로 전망은 6.1%에서 베이스를 했다는 것인데 15%로 늘리지만 위험자산에 그동안 투자를 할 수 없었기 때문에 10% 한도 때문에 목표수익률을 낮게 잡았다는 것 아니에요, 그렇죠? 지금 설명을 들어보면, 15%로 올려주시면 위험한도 투자

많이 해서 수익률 높이겠다는 것이잖아요, 그죠? 단순하게 그런 것이잖아요. 그런데 지금 글로벌 경기, 굉장히 2008년에도 그랬지만 국제금융환경이 점점 어려워지고 변동성이 더 커지고 위험가능성이 특히 심해지는 상황에서 공격적으로 적극적으로 해외위험자산에 투자하겠다고 하는 것이 아까 제가 강조 드린 가뜰이나 연금에 대한 불안감과 불신감이 있어서 시기의 선택이 중요하다고 한 것에 덧붙여서 그런 기초 자체가 만약에 실패했을 경우에 시쳇말로 화약장수가 돈 많이 남는다고 하지만 안됐을 경우에 안전장치라든가 이런 것들은 뭐냐고 하는 부분에 대해서는 끊임없이 문제제기를 할 수 밖에 없는 것이죠. 그 부분에 대한 보완이나 대책들이 없다 그러면 아무래도 무리가 아닌가 이런 생각이 듭니다.

- **김자혜 위원** : 질문 하나 할게요. 국내 주식비중을 20%로 하게 되면 우리 국내시장 전체규모에서 400조 가량에서 20%라면 80조 가량이 투자된다는 의미이고 그러면 그것이 국내 주식시장 전체 비중의 영향이 얼마나 되는 거예요?
- **홍완선 본부장** : 전체 마켓 시장 시가총액의 6% 정도를 차지하고 있습니다.
- **양성일 간사** : 25쪽에 보시면 20% 유지가 돼도 국내 주식시장 지분율은 올라가지 않습니다. 그냥 6% 전후에서 움직일 것으로 예상이 되고 그것은 말씀드린 것처럼 실제 주식시장에 투자되는 규모는 증가하지만 국내시장도 성장하기 때문에 그런 것을 고려해 봤을 때 재정추계나 골드만삭스에서 예상추이를 보면 6%대에서 등락이 있을 것으로 예측이 됩니다. 그리고 안정성이 굉장히 중요한 하나의 국민연금기금의 중요한 철학이고 그와 함께 수익도 적절하게 조화롭게 추구하는 것이 철학인데 그것의 균형을 맞추는 것이 굉장히 어려운 포인트이기는 합니다만 저희 부 입장에서는 어쨌든 최소한 명목경제성장률 정도는 기금운용 쪽에서 받쳐줘야 이것이 실질가치를 유지하는 쪽이 되지 않느냐 이런 고민이 있는데 지금까지 5년 동안 계속 마이너스 조정치를 씌우므로 인해서 이런 상황을 계속 유

지한다는 것은 문제가 있지 않냐는 생각이 들어서, 그래서 사실은 작년부터 계속 이런 논의가 있어 왔고 저희가 컨설팅도 받아왔고 그러면서 위원님들의 안정성문제에 대한 문제의식은 충분히 같습니다만 그런 안정성을 해하지 않는 범위에서 어떻게 수익성을 추구하자는 철학이 있었다는 것을 분명히 말씀드리고요. 이것이 계속 어떻게 생각하면 내년도의 중기자산배분을 할 때 중요한 지표가 될 것입니다. 그런데 어쨌든 계속 위험한도라든지 정책조건은 시장상황에 따라서 조금씩 변화를 계속 계속시켜 왔고 몇 년에 한 번씩은 시켜왔기 때문에 그런 차원에서 다시 한 번 적절하게 검토를 해 주셨으면 하는 바람입니다.

- **홍완선 본부장** : 제가 추가적으로 한 가지만 더 말씀드리고 싶습니다. 같은 20%가 되더라도 기금의 운용규모는 계속적으로 커지고 있습니다. 거기에 비해서 주식시장의 시장규모는 기금이 커지는 속도만큼 같은 속도로 커지지 못하고 있어서 저희가 이미 10% 이상의 보유종목이 점점 많아진 다든지 이런 현상이 계속 벌어지고 있어서 그런 부분들을 해소시키고자 하는 그런 능력이 첫 번째고요, 두 번째 Shortfall Risk에 대한 이야기들은 현재의 저희 목표수익률이 GDP+CPI 이렇게 돼있다 보니까 시장금리와의 여러 가지 괴리도가 점점 많이 커져있습니다. 이렇게 있다 보니까 목표수익률이 과거치의 6.5%라든지 이런 부분들이 도리어 조정치 부분이 이렇게 되면 리스크부분들에 대한 자산부분에 얽매이기 때문에 이쪽 부분을 조금 현실화시켰으면 하는 측면에서 이 제안을 하게 된 부분입니다.
- **김광희 위원** : 저는 전반적인 방향은 우리 기금의 규모가 앞으로 계속 2040년도까지 증가하기 때문에 기금수익의 증대를 가져오는 방향으로 운영하는 것이 국민 전체한테 그 이후 세대들한테 국민연금의 부담을 덜어 주는데 굉장히 중요하다고 생각하고 약간의 리스크 테이킹을 하더라도 조금 안정적인 운용보다는 기금의 성장성을 고려할 때 지금 단계에서는 수익성을 추구하는 방향으로, 100%는 아니지만 프라이빗 펀드같이 운영할 수는 없지만 그게 맞는 방향이라고 생각합니다. 그런 의미에서 전반적으

로 동의를 하는데 1안과 2안의 차이점을 보게 되면 1안은 사실 운영자 입장에서 국민연금 NPS입장에서는 조금 더 용이하죠, 2안 보다는. 그런 의미에서 1안을 기본방향으로 Shortfall Risk를 상향조정해서 가시는 쪽으로, 그럼으로써 투자의 운신의 폭을 조금 넓혀가는 쪽으로 잡으셨는데 제가 2안에 대해서는 사실 생소하기 때문에 이해도는 부족합니다만 2안에서 제시하는 것도 충분히 일리가 있는 것 같아요. 그게 1안을 주로하고 2안을 서브 컨디션으로 잡을 수 있는 것인지 아니면 그 두개의 모형이 상충가능성이 있기 때문에 그렇게는 할 수 없는 것인지 그것을 설명해 주시기 바랍니다.

○ **이형훈 과장** : 아까 임 위원님 질문에 답을 해 드렸는데요, 마찬가지로 보조지표로 사용하게 되면 주 지표 미달위험은 확실히 충족해야 되는 것이고 보조지표도 저희가 보면서 참고로 하고 지표의 정도, 위험의 정도 같은 것을 감안해서 포트폴리오 선택을 하게 됩니다. 이정식 위원님께서 질문하셨지만 수익성과 안정성은 양면이 같이 가는 것입니다. 저희가 위험한도를 늘린다고 해서 그게 도달하려는 목표는 아니고 이 한도를 좀 더 완화시켜 봤을 때 저희가 선택할 수 있는 포트폴리오는 훨씬 더 넓어지고 그 포트폴리오의 특성들, 위험특성과 수익률을 같이 감안해서 선택하는 것이지 저희가 이 위험한도를 완화시킨다고 해서 그 위험한도를 딱딱 채워가면서 투자를 하겠다 내지는 선택을 하겠다는 것은 아니라는 점을 유념해 주시기 바랍니다.

○ **최병호 부위원장** : 대부분 말씀들 다 하셨고 저도 회의를 주재하는 자리에 앉아있어서 말씀드리기가 어려운데 이 안을 보면서 제가 상당히 많은 질문도 했었습니다. 고민을 했었는데 어떻게 보면 그동안 쭉 몇 년 간 자산배분 운영하면서 한계에 다다른 것 같아요, 기금운용 하는 입장에서는. 그래서 아까 양준모 위원님도 말씀하셨지만 상당히 오랜 기간 동안 컨설팅도 하고 연구를 한 (안)이고 투자정책전문위원회나 기금운용실무평가위원회에서도 상당히 오랜 논의를 거친 것으로 알고 있습니다. 상당히

조심스럽게 많은 의논을 거쳤고 그래서 여기 왔는데 역시 안 자체가 분명한 게 아니니까 기금운용위원회 본인이 봐서도 위원님들이 판단하기 어려운 상황이라는 한데 아무튼 1안이나 2안이나 제가 보기에는 실제로 자산 운용 상의 크게 변화를 초래하지는 않을 것이라고 저는 판단합니다. 또 기금운용위원회가 내년에도 있으니까 다시 논의할 기회가 있을 것으로 생각하고 오늘 논의는 이 정도로 하는 게, 다른 특별한 대안이 없으시다면 충분히 논의했고 원안대로 의결해 주시는 것이 어떨까 저는 그렇게 생각합니다. 다른 의견이 없으시면 일단 원안대로 의결하겠습니다.

- **양성일 간사** : 그리고 아까 이정식 위원님하고 김경자 위원님 의견은 속기록에 반영이 돼서 공개가 됩니다. 그 점은 걱정 안 하셔도 됩니다. 오늘 계속 말씀하신 모든 내용자체가 속기록에 기록돼서 공개가 되기 때문에 그 점은 너무 걱정을 안 하셔도 될 것 같습니다.

(폐회 09시 38분)

위 會議錄은

제5차 국민연금기금운용위원회

會議內容과 相違없이 速記法에 의하여 記錄, 作成되었음을  
確認함.

2013年 12月 6日

도울速記事務所

速記士 姜 朱 映