

연금제도와 자본시장

2024. 12. 10.

남 재우 (자본시장연구원)

❖ 연구 배경

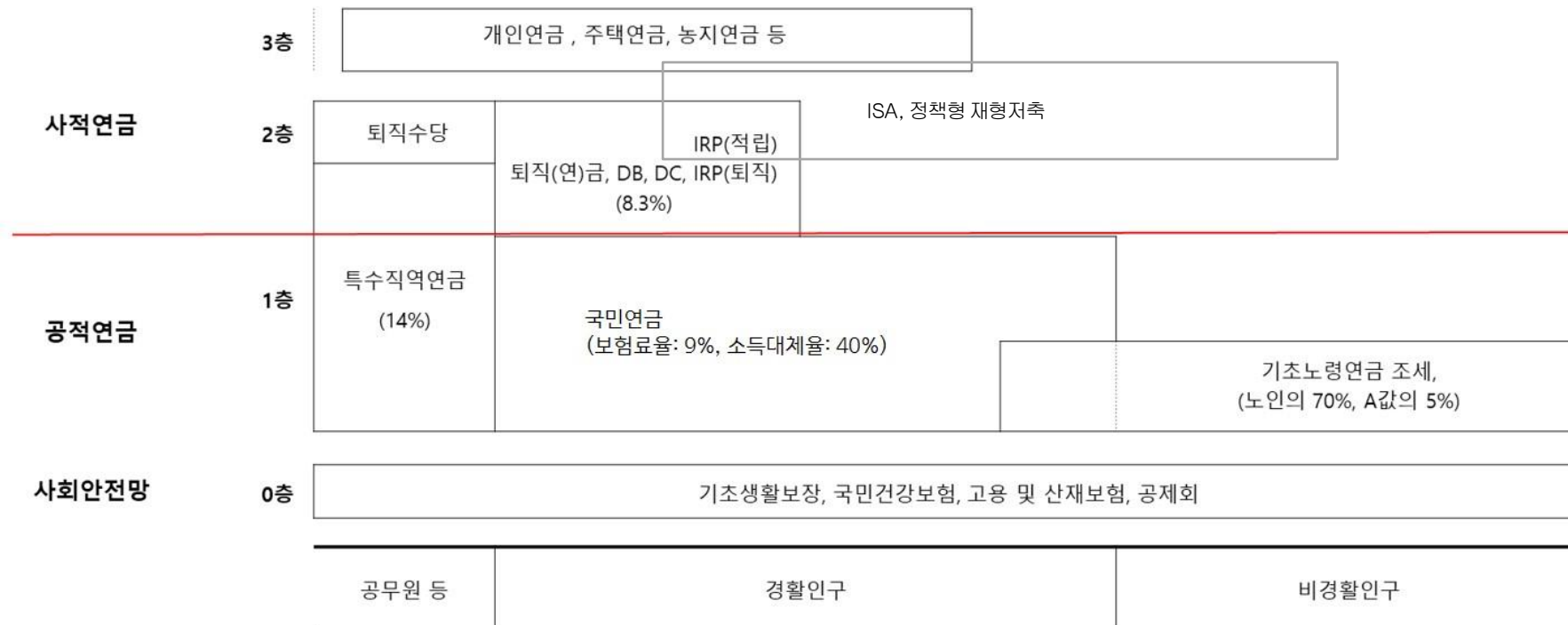
- 인구구조 변화에 취약한 부과방식(PAYG) 공적연금제도
- 사적연금의 대체 또는 보완 → 공적으로 관리(또는 강제)되는 사적연금제도 확대의 배경
- [분류체계] 공적연금 vs. 사적연금 → 강제적 필수연금제도와 자발적 선택연금제도로 이원화
 - 2층 사적필수연금 : DB, DC, 퇴직 IRP → 법에 의한 강제
 - 3층 사적선택연금 : 적립 IRP, 개인연금, 재형저축수단(ISA 등) → 세제혜택을 통한 자발적 유인기제
- [상호보완 관계] 다층연금체계하에서 전체 연금제도의 구조개혁 → 연금제도(소득대체율) & 기금운용(시장 영향)
 - 1,000조원을 상회하나 급격한 기금소진을 전제로 하는 국민연금의 재정전망과 자본시장 영향
 - 현재 400조원 규모로 향후 국민연금기금 이상으로 확대될 것으로 예상되는 퇴직연금의 상호보완적 역할
- 개별 연금제도의 장기재정전망 및 그에 따른 국내 자본시장 영향에 대한 지속적이고 심층적인 연구가 요구됨

우리나라의 다층연금체계 구성

❖ 3-pillar Pension scheme : World Bank(1994), Averting the old age crisis

- 기초노령연금은 1층 공적연금제도의 일환으로 해석되나, 국민연금의 균등부분(A값과 함께 0층의 기초생활보장 같은 사회안정망과 중첩
- 퇴직연금 및 개인연금으로 구성된 사적연금제도는 2층과 3층으로 구분하여 배치하고 있으나, 그 역할과 경계가 불분명

다층연금체계 및 사회안전망(SSN)



국제기구의 다층연금체계 유형

- ❖ 개별 층(pillar)에 대한 정의와 구성은 상이하나, 적립방식 확정기여형 기업연금을 강제/선택으로 구분
 - World Bank : 2층 법적 강제 기업연금 - 소비평준화+빈곤방지 / 3층 자발적 선택 기업연금 - 소비평준화
 - OECD : 소득 연관 사적연금을 의무가입 또는 자발적 선택에 따라 2층과 3층으로 구분

국제기구의 다층연금체계 유형 분류

World Bank

층	목적	대상 집단			핵심 기준		
		생애 빈곤층	비공식 부문	공식 부문	특징	참여	재원
4층	고령층 빈곤 방지 + 소비 평준화	V	V	V	공식/비공식 지원 프로그램	자발적	금융/비금융자산
3층	소비 평준화	v	V	V	직업/개인 연금, FDB/FDC	자발적	금융자산, 적립방식
2층	소비 평준화 +최소연금을 통한 고령층 빈곤 방지			V	직업/개인 연금, FFDB/FFDC	강제적	금융자산, 적립방식
1층	고령층 빈곤 방지 +소비 평준화			V	공적 연금, DB/NDC	강제적	기여금, 부과방식
0층	고령층 빈곤 방지	V	V	v	기초연금, 사회부조 보편적/자산조사	보편적/잔여적	정부 재정

OECD

1층 (의무 가입)	2층 (의무 가입, 소득 연관)		3층 (자발적, 소득 연관)
공적	공적	사적	사적
거주 기반 기초연금	확정급여형 (DB)	확정급여형 (DB)	확정급여형 (DB)
선별적 (Targeted)	점수형 (Points)	적립방식 확정기여형 (FDC)	적립방식 확정기여형 (FDC)
기여금 기반 기초연금	명목확정기여형 (NDC)		
최소 보장	적립방식 확정기여형 (FDC)		

자료 : 주: FFDB: Fully Funded DB, FFDC: Fully Funded DC, NDC: Notional DC

다층연금체계의 구조개혁

❖ 전체 연금체계를 필수연금과 선택연금으로 이원화

- 0층 : 조세 기반 필수공적연금 - 기초노령연금과 사회안전망의 조합
- 1층 : 보험료 기반 필수공적연금 - 국민연금(A값, B값)
- 2층 : 사업장 기반 필수퇴직연금 - DB, DC, 퇴직 IRP
- 3층 : 개인 기여 기반 선택사적연금 - 적립 IRP, 개인연금 및 재형저축수단의 조합
- 4층 : 자산 기반 선택사적연금 - 주택연금, 농지연금 등

❖ 필수연금과 선택연금의 제도 특성과 목적에 부합하는 정책 수단 모색

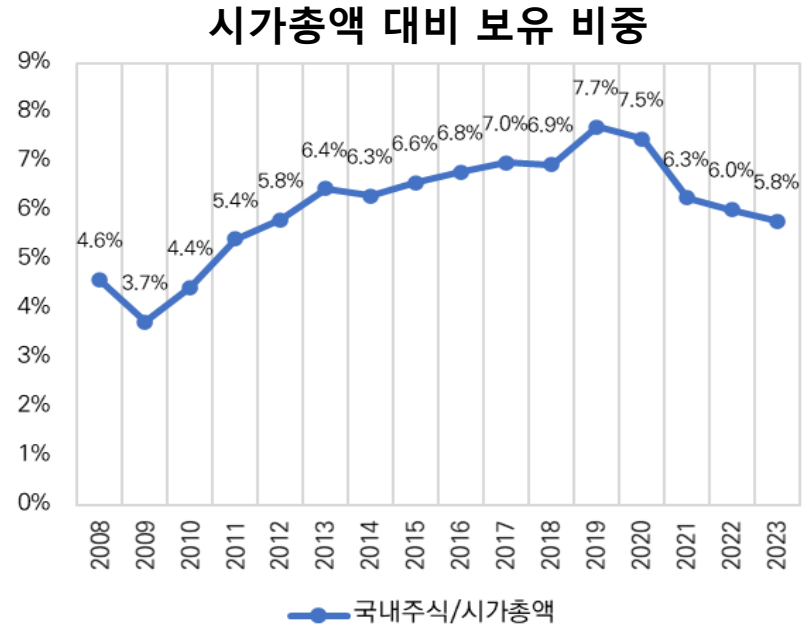
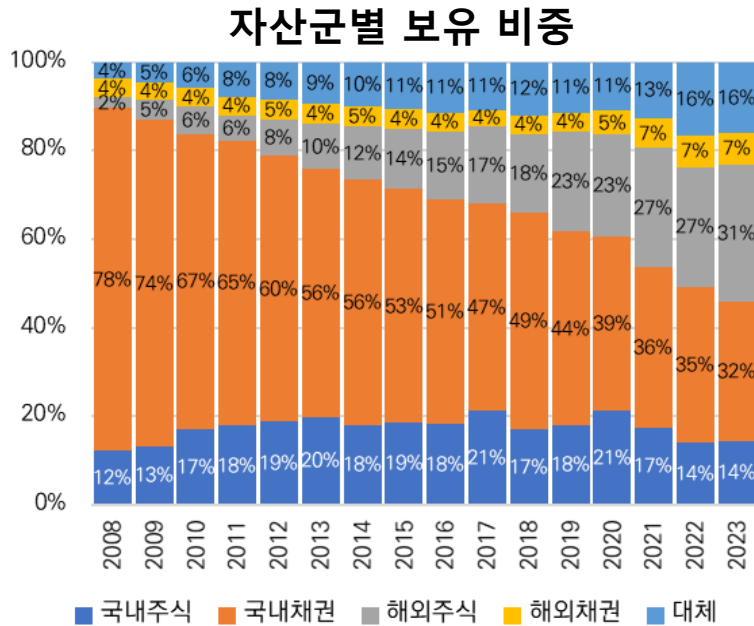
- 필수연금 : 법에 의한 강제
- 선택연금 ; 세제 등을 통한 자발적 유인기제

연금자산의 운용체계 효율화(수익률 제고)의 중요성

- ❖ 연금자산의 효율적 운용은 지속가능한 연금제도(pension scheme) 발전의 근본 기제
 - 국민연금 : 재정안정화를 위한 적립 기금의 역할 강화
 - 퇴직연금(법정) : 제도 일원화, 중도 해지, 연금화 등에 있어 법적 강제의 어려움
 - 퇴직연금(선택) 및 개인연금(IRP) : 세제혜택을 통한 제도 활성화에 있어 정부 재정 지출의 합목적성
- ❖ **[분산투자]** 수익률 제고는 자산배분의 문제 → 분산된 위험의 글로벌 투자포트폴리오
 - 실질 가치 유지 측면에서 원리금보장상품의 구조적 취약성과 장기투자에서 자산배분(asset allocation)의 중요성
 - 장기투자의 투자시계(investment horizon)에 상응하는 위험프리미엄(risk premium) 추구로 장기수익률 제고
 - 자산별 및 지역별로 위험의 분산을 담보할 수 있는 글로벌 투자포트폴리오(global investment portfolio) 구축
- ❖ **[간접투자]** 연금자산의 운용 수단 → 외부 전문가 활용을 극대화하는 위탁운용(outsourcing)
 - 연금자산 운용에 수반되는 투자의사결정의 전 과정에 외부 전문가를 적극적으로 활용하는 포괄적 간접운용 수단 확대
 - (Default option) 효율적인 디폴트옵션의 중요성과 현행 사전지정운용제도의 개편 필요성
 - 상시적 리밸런싱(rebalancing) 기제가 내재된 단일 상품 형태로 제시되는 자산배분형 퇴직연금펀드(TDF, BF) 중심의 디폴트옵션
 - (CDC(Collective DC)) 개인이 운용하는 DC 적립금의 집합(pooling)을 통한 전문가에 의한 연금자산 운용
 - 제한된 유형의 특수 기금형에서 다양한 유형이 경쟁하는 일반 기금형 지배구조로 진화

[주식시장] 국민연금 국내주식 보유비중

- ❖ **지난 20년간 지속 증가한 국민연금의 국내주식 보유 비중은 2020년 이후 감소 및 정체**
 - 주로 해외주식 투자비중 확대에 기인
 - 기금 포트폴리오 내 국내주식 보유규모 : 176.7조원(2020년) → 148조원(2023년)
- ❖ **전체 주식시장 시가총액 대비 국민연금 보유비중은 2023년 말 기준 약 5.8%**
 - 5.4% (2011년) → 6.6% (2015년) → 7.7% (2019년) → 5.8% (2023년)

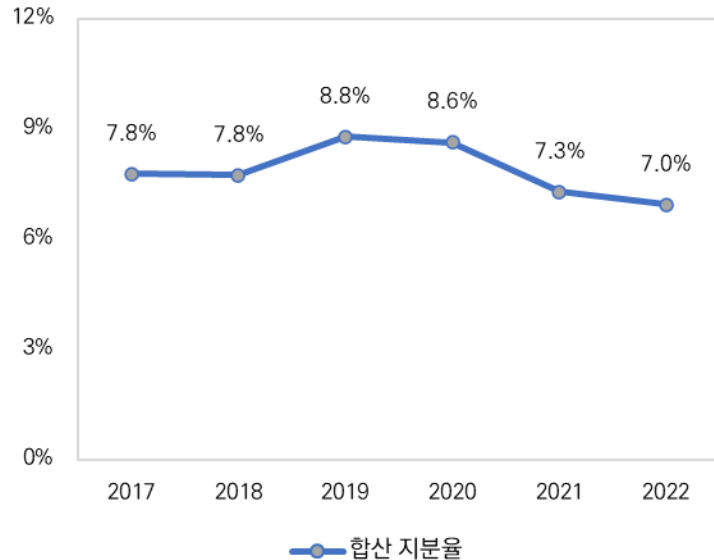


자료 : NPS

[주식시장] 국민연금 국내주식 지분율

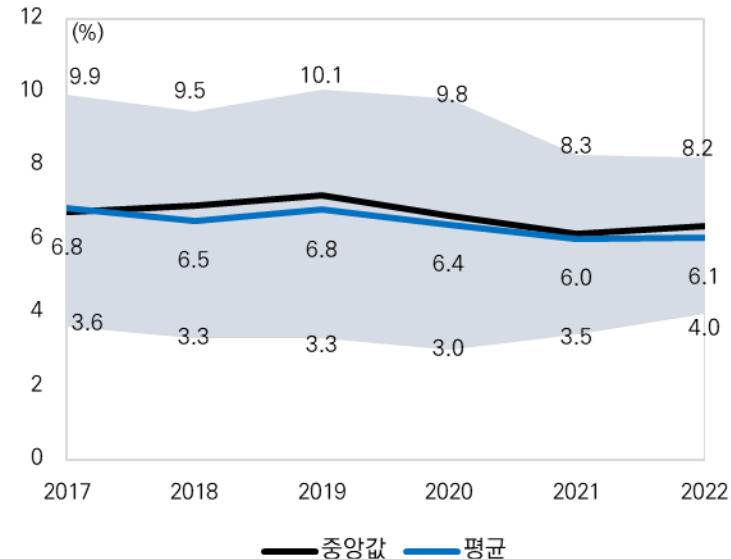
- ❖ 시가총액 상위종목(시총 상위 300개 기업)의 합산 지분율은 약 7% (2022년)
 - 평균 지분율 6.1% (중앙값 6.4%)
 - KOSPI200 지수 편입종목의 경우 합산 7.3%, 평균 7.4%, 중앙값 7.3% (2022년)
- ❖ 시가총액 상위종목 중 8~10% 가까이 보유한 종목도 다수

시가총액 상위 300종목 합산 지분율



자료 : NPS

시가총액 상위 300종목 지분율 분포

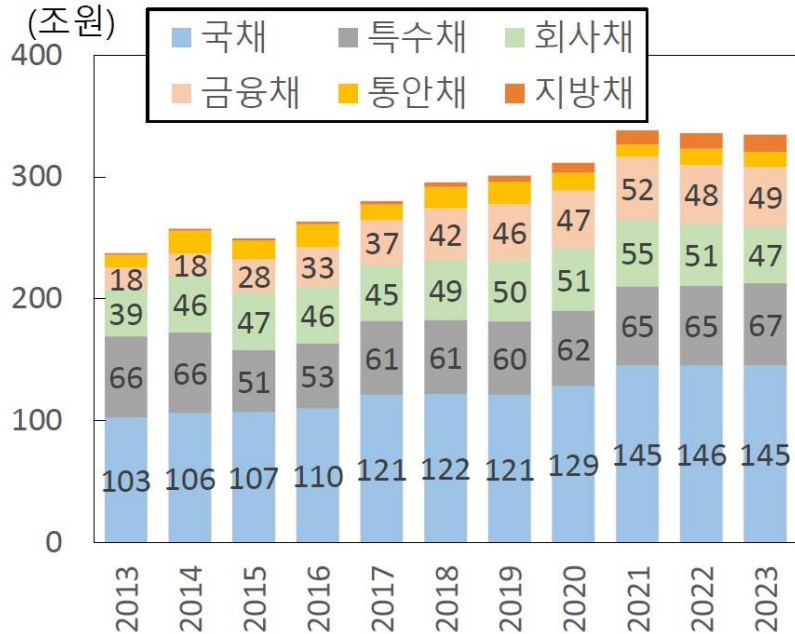


주 : 상단, 하단은 각각 상하위 25%(75p, 25p)를 의미

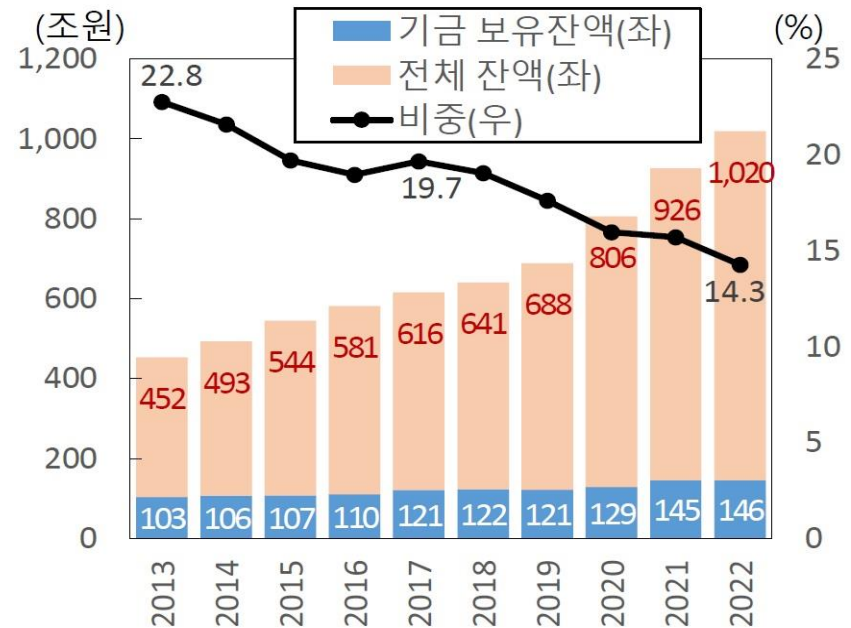
[채권시장] 국민연금 국내채권 보유비중

- ❖ 국내채권시장 성장세에 비해 국민연금기금 국내채권 투자의 낮은 증가세 → 투자자로서의 역할 약화 추세
 - 국내채권 발행잔액이 연평균6.2% 늘어난 반면, 기금의 국내채권 증가세는 연평균 3.9% 수준
- ❖ 특히 국채시장에서 국민연금의 비중이 크게 낮아지는 모습 [22.8%(2013년) → 14.3%(2022년)]
 - 특수채와 회사채 시장에서도 기금의 비중은 각각3.4%p(19.3% → 15.9%), 4.3%p(16.8% → 12.5%) 비중 축소
 - 금융채(+1.9%p, 6.7% → 8.6%) 및 통안채(+5.5%p, 6.3% → 11.8%) 시장에서의 비중은 소폭 확대

국내채권 종류별 운용규모(AUM)



국채시장에서 보유규모 및 비중



퇴직연금 장기수익률과 위험프리미엄

- ❖ 2023년 말 기준 5년 평균수익률 2.35% (10년 평균수익률 2.07%, 물가상승률 2.20%)
 - 원리금보장형 5년 평균수익률 2.12%, 실적배당형 4.18%
 - 2022년 말 기준 5년 평균수익률은 전체 1.51%, 원리금보장형 1.62%, 실적배당형 0.70%
 - 전통자산 하락장(2022년)이 포함되지 않은 2021년 말 기준 전체 1.96%, 원리금보장형 1.59%, 실적배당형 5.18%

- ❖ 시장의 체계적위험(systematic risk)과 위험프리미엄(risk premium)이 관측되는 충분한 장기적 관점
 - 금융위기 같은 시장 하락기와 이어지는 시장 회복기를 모두 포함하는 5년 이상 중장기수익률의 추세가 중요

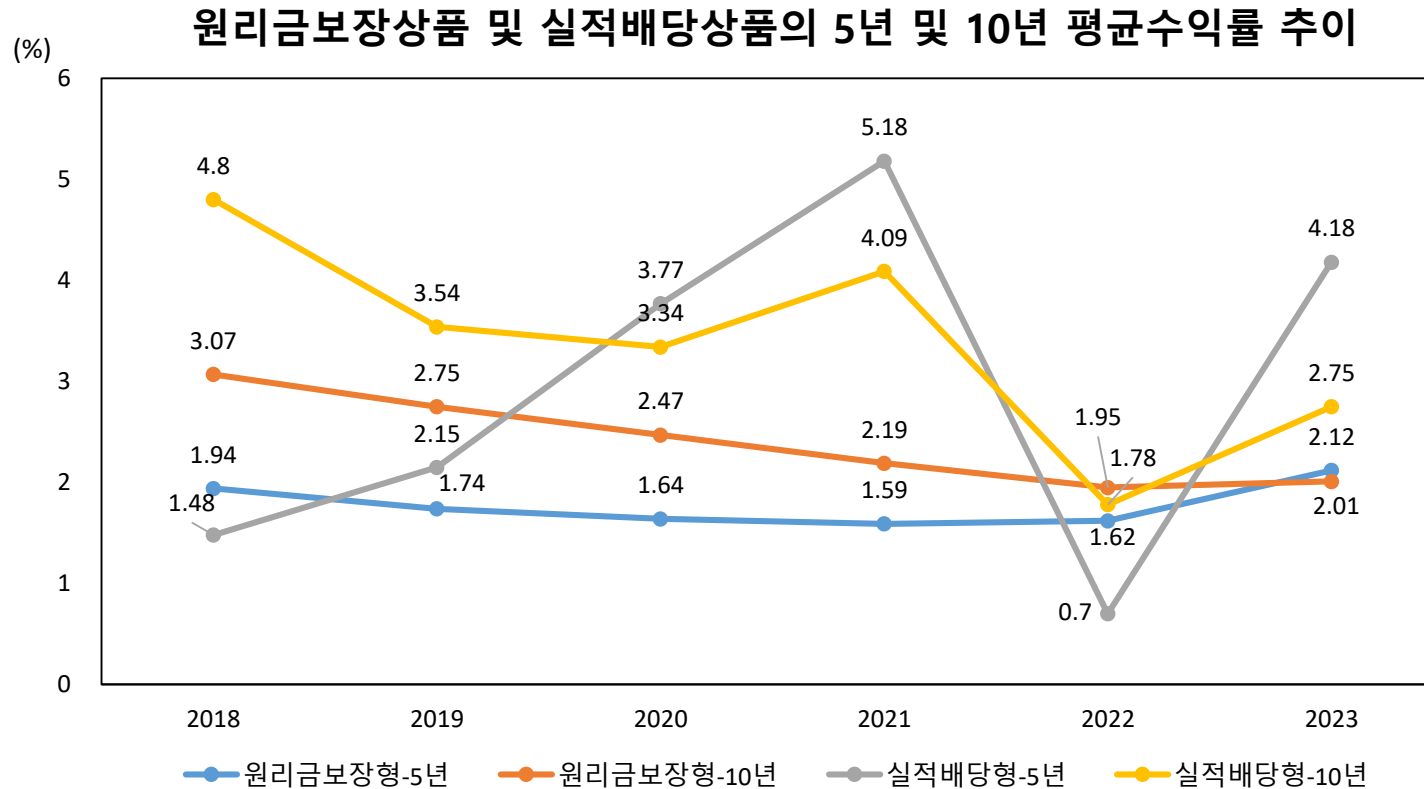
제도유형별/운용방법별 장기수익률 (2023년 말 기준)

권역	구분	DB	DC,IRP 특례	개인형IRP	전체
전체	5년	2.18	2.56	2.54	2.35
	10년	2.01	2.26	1.99	2.07
원리금보장형	5년	2.18	2.14	1.84	2.12
	10년	2.04	2.13	1.74	2.01
실적배당형	5년	3.25	4.51	4.32	4.18
	10년	2.88	2.84	2.62	2.75

자료 : 고용노동부(2024)

퇴직연금 유형별 장기수익률의 문제점

- ❖ 2023년 말 기준 10년 평균 장기수익률 전체 2.07%, 원리금보장 2.01%, 실적배당 2.75%
 - 원리금보장상품의 10년 평균 수익률은 금리 변화를 반영하여 3.07%(2018년) → 2.01%(2023년)로 추세적 하락
 - 실적배당상품의 10년 평균 수익률 역시 채권 위주의 상품 구성으로 4.80%(2018년) → 2.75%(2023년)로 추세적 하락



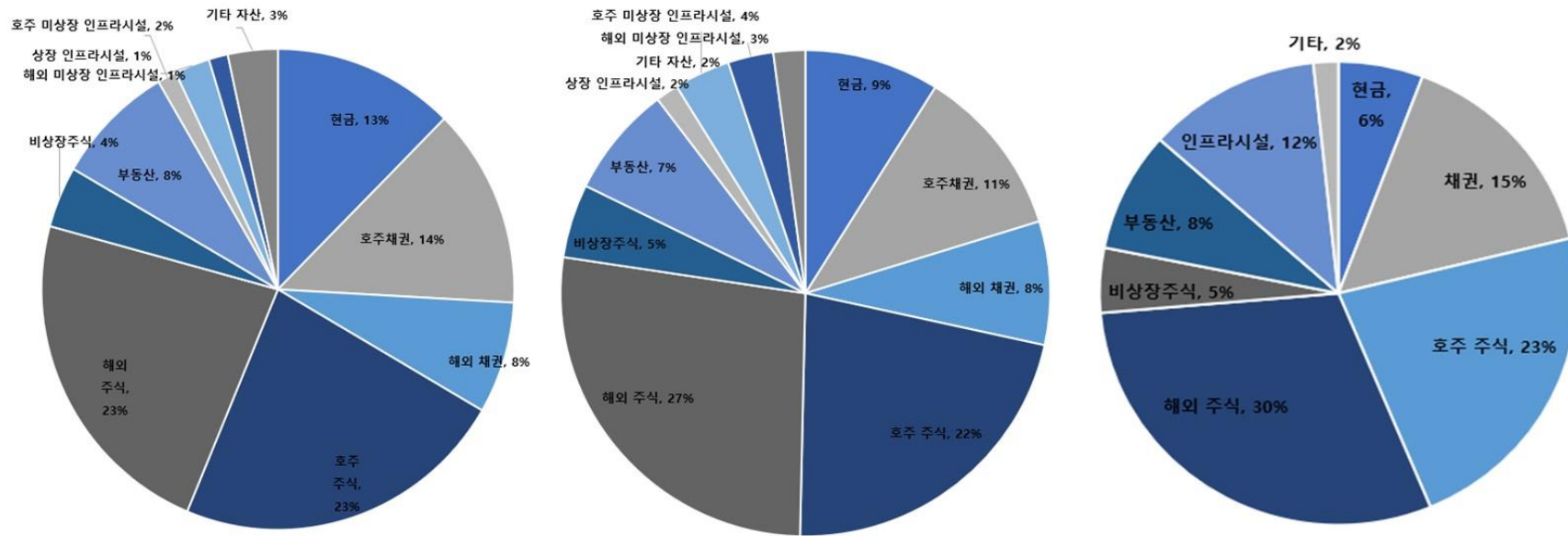
자료 : 고용노동부

[참고] 호주 슈퍼애뉴에이션의 MySuper

❖ 슈퍼애뉴에이션이 제공하는 디폴트옵션(MySuper) 자체가 일종의 CDC 개념으로 작동

- 슈퍼애뉴에이션의 자산배분 변화 : 안전자산과 위험자산 비중 4:6 → 3:7, 대체투자 비중 19% → 23%
- 디폴트옵션의 공격적 투자 성향 : 안전자산과 위험자산 비중 2:8, 대체투자 비중 25%

호주 퇴직연금 기금의 자산배분 비중



Superannuation(2017년)

Superannuation(2023년)

MySuper(2023년)

[참고] 기금형 퇴직연금의 다양한 유형

❖ 정부입법 발의 기금형 지배구조 도입을 위한 근로자퇴직급여보장법 개정안(2016)

- 단일형 및 연합형만 허용하는 비영리 수탁법인 → 규제개혁위원회 지적
- 소매형(영리법인) 도입 필요성
- 공공형 개념 확대 : 공무원 등 특수직역연금 제도일원화, 공공기관의 CDC 제도

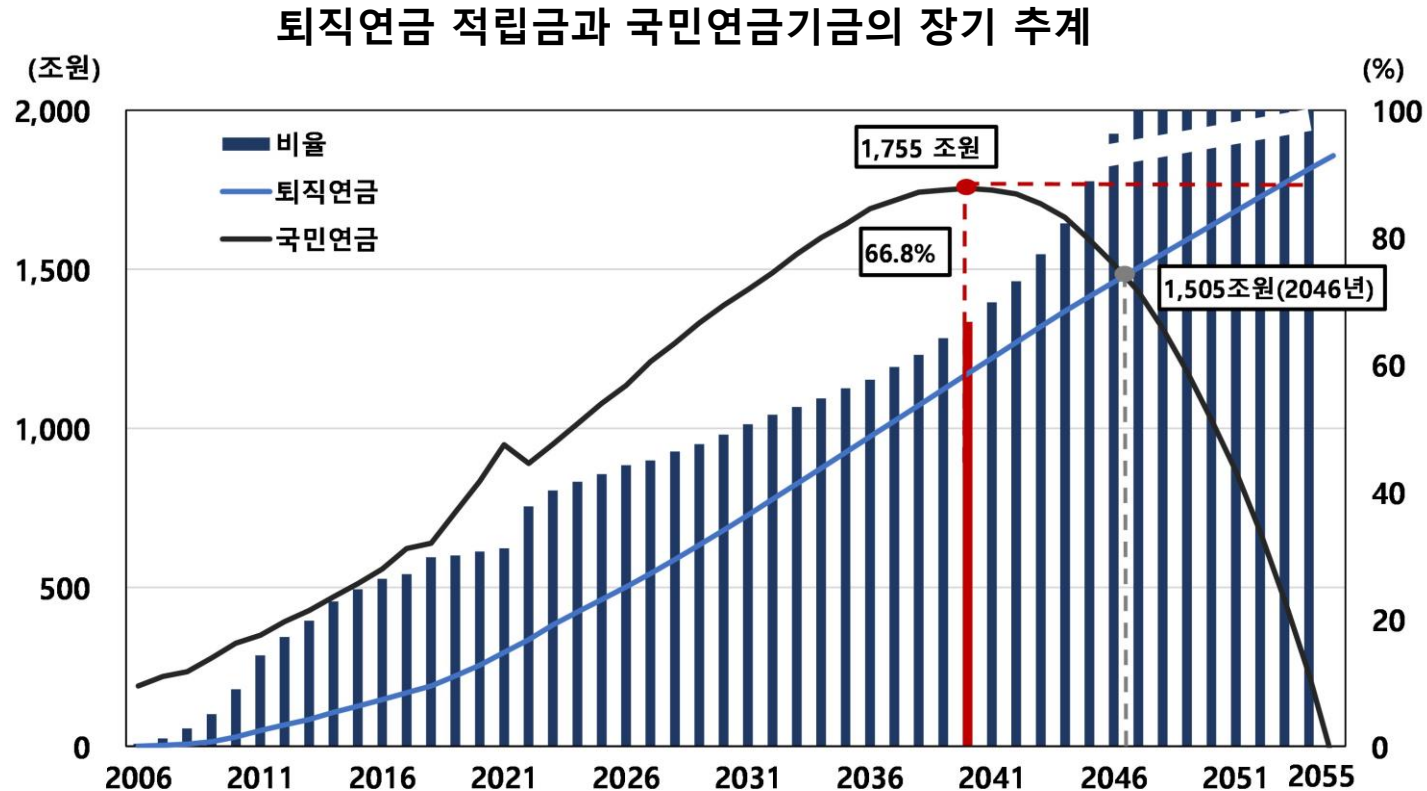
호주 슈퍼애뉴에이션의 기금 유형과 특징

유형	특징
기업형 (Corporate)	<ul style="list-style-type: none"> • 슈퍼애뉴에이션 원형으로 기업이 자체적으로 비영리 수탁법인 설립 • 근로자 가입이 원칙이나 기금에 따라 배우자 명의로도 가입 가능
산업형 (Industry)	<ul style="list-style-type: none"> • 특정 산업의 기업군이 연합으로 비영리 수탁법인 설립 • 산업형 기금의 대부분은 타 산업 분야의 근로자도 선택 가능
공공형 (Public sector)	<ul style="list-style-type: none"> • 정부 및 공공부문의 공적기관이 설립하는 비영리 수탁법인 • 가입자가 공공부문을 떠난 이후에도 계속적으로 기여금 납입 가능
소매형 (Retail)	<ul style="list-style-type: none"> • 은행, 증권, 보험 등 민간 금융회사가 선제적으로 설립하는 영리 법인 • 모든 근로자가 선택가능하며, 별도의 금융자문서비스 및 비용 부과
자기관리형 (Self-managed)	<ul style="list-style-type: none"> • 가입자가 수탁자가 되어 기금의 설립 및 운영 관련 모든 책임을 짐 • 주로 부유층이 가계 단위로 설립하며 최대 6인까지 참여 가능

자료 : APRA, ATO

공적연금과 사적연금제도의 상호보완 관계의 중요성

- ❖ **현행 운용체계 및 자산구성 지속(수익률 2.1%)** : 2040년 국민연금의 66.8% [국내주식시장 7.5%→12.0%]
- ❖ **분산된 위험의 글로벌 포트폴리오(수익률 4.5%)** : 국민연금의 118%(2040년)→289%(2055년)



주) 퇴직연금 적립금 추계는 기본가정에 따른 전망치

자료: 국민연금기금 5차 재정계산(2023)

- ❖ 연금자산의 확대와 자국 자본시장의 동반 성장
- ❖ 공적연금제도 및 사적연금제도의 상호보완
- ❖ 국민연금기금 감소기에 퇴직연금의 역할
- ❖ 자본시장에 대한 퇴직연금의 영향력 미미
- ❖ 분산된 위험의 글로벌 투자포트폴리오 구축

End of Presentation