

적립금운용위원회와 IPS 도입, DB 적립금 운용을 리셋하다

2022. 4. 25

박영호 연구위원

CONTENTS

I. 적립금운용위원회 및 IPS의 도입 배경

II. 적립금운용위원회와 IPS는 어떻게 운영되나?

1. 적립금운용위원회의 구성 및 역할
 2. IPS의 주요 내용 및 기능
-

III. DB 적립금 운용의 과제 및 해법

1. 퇴직부채에 대응한 DB 운용의 과제
 2. DB 적립금 운용의 해법
-

IV. 결론

<참고> 부채연계 자산운용전략 사례

< 요약 >

- 국내기업의 DB(확정급여)형 퇴직연금 운용은 원리금보장상품을 위주로 한 적립에 의존해 온 결과, 수익률 저조 및 퇴직부채 대비 자산 적립부족의 이중고에 직면하고 있음.
- 이에 DB 적립금 운용체계의 정립이 요구됨에 따라 적립금운용위원회 및 적립금 운용계획서(IPS) 도입·운영이 근로자퇴직급여보장법 개정 시행(2022년 4월 14일)을 통해 의무화되었음.
 - － 적립금운용위원회는 자산운용 정책 수립과 기본 운용지침서인 적립금운용계획서(IPS: Investment Policy Statement)에 근거한 자산운용 관리를 통해 DB 적립금 운용체계를 정립할 수 있을 것으로 기대됨.
- 저금리 시대의 DB 적립금 운용은 제대로 된 운용체계 수립과 함께 퇴직급여의 지급보장과 장기투자성과 제고를 고려한 자산배분 전략에 의해 실행돼야 함.
- 그런 의미에서 DB 적립금 운용에서의 자산배분 전략이 갖춰야 할 조건은 다음 3가지임.

① 퇴직부채 변동성 대응	할인율(금리)과 임금상승률(인플레이션)에 따른 퇴직부채 변동성에 대응한 만기구조 및 인플레이션 헤징 기능을 갖춘 포트폴리오 구축 → 의무 최소적립비율 충족을 통해 근로자 퇴직급여 수급권 보호
② 현금흐름 매칭	매해 지급될 퇴직급여에 따른 현금흐름(Cash Outflow)을 감안한 유동성 확보 및 만기운용전략 조정
③ 수익률 제고	목표수익률 및 위험허용한도 설정에 기초해 자산배분 및 투자비중 결정 － 글로벌 분산투자, 대체투자 등을 적절히 활용함으로써 장기적이며 자연스런 퇴직부채 대응 및 위험대비 수익률 제고

- 기업은 퇴직부채 특성 및 재정 상태 등을 고려해 자신에게 적절한 자산배분 전략을 선택, 수립해야 함.
- 퇴직연금 사업자는 자산배분에 유효한 투자자산 발굴 및 제공, 기업에 대한 금융교육 강화 등의 노력을 기울여 개별기업에 대한 최적의 DB 자산배분 전략이 수립·운영될 수 있도록 지원해야 함.

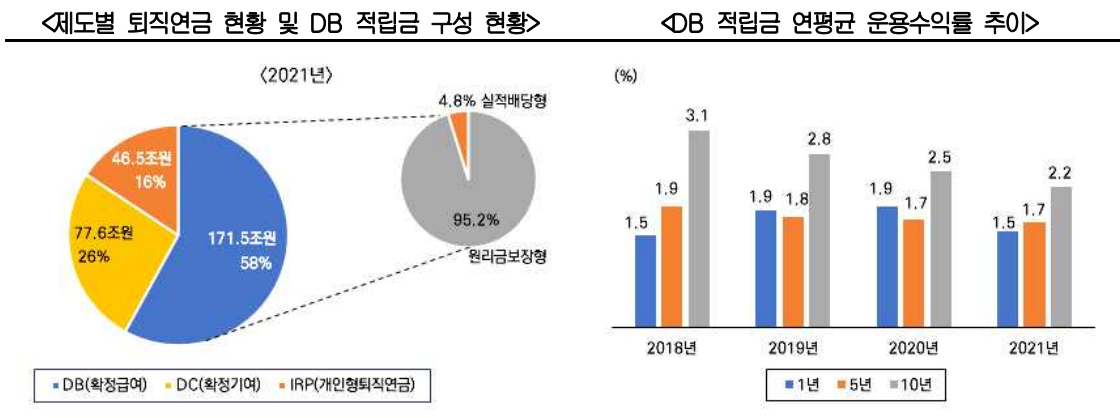
I. 적립금운용위원회 및 IPS의 도입 배경

● 전체 퇴직연금 자산의 58%, 171.5조원에 이르는 DB(확정급여)형 퇴직연금의 운용은 원리금보장상품을 위주로 한 적립에 의존해 옴으로써 수익률 저조와 퇴직부채 대비 자산 적립부족의 이중고에 직면하고 있음.

– DB형 퇴직연금 수익률은 현재 1%대의 매우 저조한 수준에 머물러 있는데 이는 금리 하락세가 지속되는 가운데에서도 95% 이상을 저금리 원리금보장상품에 적립해 왔기 때문임.

– 금리 하락세는 수익률 저조에 따른 연금자산의 성장 지체를 야기하는데 그치지 않고, 근로자에게 지급할 채무인 퇴직부채 증가에 큰 영향을 미침으로써 적립부족을 매우기 위한 기업의 비용 부담을 가중시키고 있음.

<도표 1> DB 적립금 운용의 현주소



자료: 고용노동부, 금융감독원

● 이러한 문제의 해결을 위해 DB 적립금 운용체계를 시급히 정립할 필요가 있다는 각계의 의견이 불거진 지 오래이며, 이는 결국 적립금운용위원회 및 적립금운용계획서(IPS) 도입 의무화*로 이어지게 됨.

(* 2022년 4월 14일 근로자퇴직급여보장법 개정 시행을 통해 300인 이상 사업장에 적용)

– 앞으로 적립금운용위원회는 자산운용 정책 수립과 함께 기본 운용지침서인 적립금운용계획서(IPS: Investment Policy Statement)를 심의·의결하게 되며, IPS는 적립금운용 목적 및 방법, 목표수익률, 운용성과 평가 등을 주 내용으로 하여 연간 1회 이상 작성, 관리되어야 함.

◎ **적립금운용위원회 및 IPS 도입은 DB형 퇴직연금의 운용이 적립의 차원에서 체계적인 자산배분의 차원으로 새롭게 전환되는 출발점이 될 것으로 기대됨.**

- 적립금운용위원회를 중심으로 자산운용과 관련한 지배구조를 확립하고 IPS에 근거한 체계적인 자산배분을 시행함으로써, DB 적립금 운용성과를 제고하고 퇴직급여의 지급보장여력을 강화할 수 있을 것으로 기대됨.

<도표 2> 적립금운용위원회 구성 및 IPS 도입에 따른 기대효과

	기존의 DB 적립금 운용	향후 기대 운용방향
운용책임 관련 지배구조	- 기업 퇴직연금 담당 부서장 및 실무자 → 의사결정 체계 부재 및 운용책임의 한계	- 적립금운용위원회 구성 및 운영 → 의사결정 체계 및 운용책임 명확화
운용목표 수립	- 퇴직급여 지급보장 등 핵심 목적에 부합하는 장기적 운용목표 부재 → 전문성이 크게 요구되지 않는 단기운용 상품으로 구성 → 손실책임 회피를 위해 적극적 운용 기피	- 퇴직부채 특성 고려한 운용목표 수립 - 장기 목표수익률 및 자산배분 원칙에 근거한 일관된 운용 시행
운용 방식	- 정기예금, 이율보장형 보험 등 원리금보장상품 집중 편입 - 단기상품을 만기까지 보유 및 재설정	- 퇴직부채 변동에 실질적 대응이 가능한 유효 자산군 포트폴리오 구성 - 목표비중에 맞춰 자산군별, 지역별 배분 - 자산배분 재조정 및 장기성과 관리

◎ **본고에서는 이에 즈음해 1) 적립금운용위원회 및 IPS의 운영 프로세스와 역할을 점검하고, 2) 향후 운용체계 정립과 함께 기업이 고려할 DB 적립금 운용방향 및 운용전략 해법들을 제시해 보고자 함.**

- 향후 DB 적립금 운용방향과 관련하여 퇴직급여 지급보장여력 확보와 함께 장기투자 성과 제고를 도모한 자산운용전략 해법을 논의하고, 기존 국내 연기금 등의 자산운용 전략 운영 사례를 통해 이의 효용성을 확인해 보고자 함.

II. 적립금운용위원회와 IPS는 어떻게 운영되나?

1. 적립금운용위원회의 구성 및 역할

◎ 적립금운용위원회는 퇴직연금 운용에 관한 최고 의사결정기구로서 자산배분 정책 수립 및 수정, 운용성과 평가 등과 이를 규정하는 IPS의 심의·의결을 담당함.

－ 적립금운용위원회의 역할은 1) 기본 투자정책 방향 설정, 2) 전략적 자산배분안 결정, 3) 리스크관리에 관한 사항 결정, 4) 성과평가 의결, 5) IPS의 결정 등임.

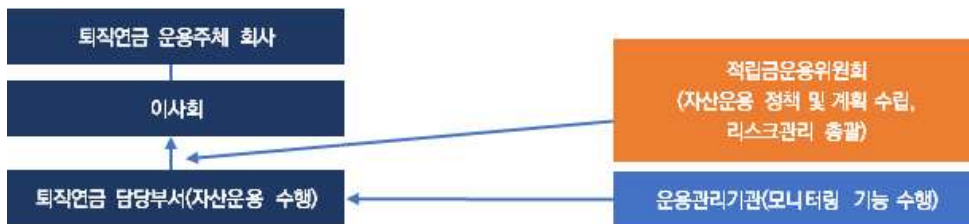
(* 이는 기존 국내외 연기금에서 운영하고 있는 기금운용위원회의 핵심 기능을 대부분 도입해 규정했다고 할 수 있음.)

◎ 적립금운용위원회는 위원장을 포함하여 5명 이상, 7명 이내로 구성하고, 연간 1회 이상의 회의 개최를 통해 DB 적립금 운용을 관리하게 됨.

－ 적립금운용위원회의 위원장은 기업 퇴직연금 담당임원을 임명하고, 기업이 최소적립금 기준을 미달성할 경우, 1) 근로자 대표, 2) 자금운용, 인사노무, 재무회계 관련 부서의 부서장, 3) 퇴직연금 및 자산운용 전문가(고용노동부장관이 정하는 자격요건을 갖춘 사람)를 각각 1명 이상 반드시 포함하여 위원회를 구성해야 함.

(* 핵심 이해당사자인 근로자 대표가 포함되도록 함에 따라 퇴직급여 지급의무 이행의 관점에서 자산운용 및 성과관리가 면밀하게 이루어질 수 있도록 유도)

〈도표 3〉 적립금운용위원회의 기업조직도 상 위치



◎ 자산운용 정책 수립과 리스크관리의 총괄 및 책임이 적립금운용위원회에 귀속됨으로써 적립금의 운용책임을 명확히 하면서 효과적으로 분산할 수 있게 됨.

－ 적립금운용위원회 중심의 지배구조 확립은 1) 기업 재무 또는 인사 담당자에 국한됐던 비전문적 관리, 2) 의사결정, 운용책임 및 성과보상 체계의 불확실, 3) 투자원칙 부재 등 기존 DB 적립금 운용이 안고 있는 문제를 해결하는데 도움이 될 전망이다.

2. IPS의 주요 내용 및 기능

◎ IPS는 선진권 국가의 연기금 및 기업내 자산의 운용 시 대부분 적용하고 있는 운용원칙 및 정책 관련 기본지침서로서 개정된 근로자퇴직급여보장법에서는 퇴직연금 운용과 관련한 ‘적립금운용계획서’로 규정되었음.

- IPS는 1) 운용원칙을 포함한 총칙, 2) 운용위원회 조직 등 자산운용 체계, 3) 목표수익률, 허용위험한도, 전략적 자산배분 등의 투자정책 관련 내용, 4) 성과평가, 5) 적립금운용 담당자 의무사항 등을 자산운용지침과 관련한 필수 내용으로 담고 있음.

〈도표 4〉 IPS 주요 내용 예시

목차	주요 내용	참고사항(국민연금 IPS)
1. 총칙	IPS의 목적, 적용범위	
2. 자산운용관련 법령 및 규정	근거 법령 및 규정	
3. 자산운용 체계	자산운용 조직(운용위원회 구성 및 관련부서, 퇴직연금사업자 등 이해관계자에 관한 내용)	5조(기금운용 관련 조직의 역할 및 책임)
4. 목표수익률	자산운용을 통해 달성하고자 하는 수익률 사전 설정	6조(목표수익률) 10조(목표 초과수익률) 14조(벤치마크지수)
5. 허용위험한도	적정한 통계적 기준에 따라 허용위험한도 사전 설정	7조(위험한도)
6. 적정유동성 관리	퇴직급여 지급에 대비한 적정 유동성 산출 및 관리	
7. 자산배분	목표수익률 및 허용위험한도에 따른 자산별 투자비중 결정	8조(전략적 자산배분) 11조(전술적 자산배분)
8. 성과평가	운용성과의 중간 점검 및 운용 상태의 적정성 판단	
9. 자산운용담당자 행위준칙	자산운용 담당자의 의무 및 면책 사항 등	23조(기금운용관련자 윤리기준)

자료: 근로자퇴직급여보장법 시행령 개정안, 국민연금, 미래에셋자산운용

- 미국 등 선진권 국가 대부분은 이미 OECD 지배구조 가이드라인에서 제시한 바에 따라 IPS를 작성하고 있으며, 근로자 수가 일정 수준 이상인 기업의 퇴직연금 운용과 관련하여 IPS 작성이 의무화(미국 500인 이상, 일본 300인 이상 기업)돼 있음.

◎ IPS는 적립금 운용이 단기적 환경 변화에 흔들리지 않고, 사전에 설정한 원칙대로 일관되게 지속될 수 있도록 하는 나침반의 기능을 수행한다고 볼 수 있음.

III. DB 적립금 운용의 과제 및 해법

- DB 적립금은 근로자에게 지급해야 할 퇴직급여에 상응하여 적절한 적립 수준을 유지*하고, 이를 위한 기업의 재정능력 제고에 목표를 두어 운용해야 함.

(* 근로자퇴직급여보장법에 따라, 퇴직부채인 기준책임준비금 대비 사외적립자산의 최소 비율을 정했으며, 매년 그 이상의 적립률 수준을 유지해야 함. 사외적립자산의 의무 최소적립비율은 2022년 말까지 100%를 달성해야 함.)

— 일차적으로 기업의 퇴직(확정급여) 부채 변동성에 대응(matching)할 수 있는 자산배분 전략이 DB 적립금 운용의 필요조건이며, 이후 장기적으로 안정적인 적립 수준의 잉여(surplus)를 실현하는 것이 충분조건이라고 할 수 있음.

- 본장에서는 1) DB 적립금 운용 현황과 과제를 점검해 보고, 2) 향후 운용체계 수립과 함께 새롭게 모색될 운용방향 및 운용전략을 퇴직급여 지급보장여력 확보와 장기투자성과 제고를 고려하여 파악해 보도록 함.

1. 퇴직부채에 대응한 DB 운용의 과제

1) 퇴직부채 평가 및 변동요인

- DB 적립금 운용은 기업이 근로자에게 지급해야 할 퇴직급여를 부채로 인식하고 이에 상응하는 사외적립자산을 쌓는 것에 주된 목적이 있으므로, 퇴직부채의 변동은 DB 적립금 운용에 있어서 핵심적인 제약조건임.

- 퇴직부채는 근로자퇴직급여보장법 상의 사외자산 적립 기준인 ‘기준책임준비금’으로서, 미래에 지급해야 할 퇴직급여를 현재가치로 공정가치평가한 것임.

— 미래 급여 예상치를 바탕으로 추정된 인별 퇴직급여 중 당기까지의 근무기간에 해당하는 급여분의 현재가치를 전체 인원 기준으로 합산하여 기말 퇴직부채로 평가함.

• 미래에 지급해야 할 것으로 예상되는 퇴직급여 추정에는 임금상승률, 퇴직률 등의 가정이 적용되며, 이를 적절한 할인율로 할인하여 현재가치로 환산함.

- 이러한 평가 방식을 예측단위적립방식(PUCM: Projected Unit Credit Methods)이라고 함. 이는 인구통계학적(사망률, 퇴직률 등), 재무적(임금상승률, 할인율 등) 가정을 기초로 한 보험수리적 방식이라고 할 수 있으며, 근퇴법 기준 및 회계기준 퇴직부채 평가에 적용됨.

◎ 퇴직부채는 임금상승률, 할인율, 퇴직률 및 인원변동 요인에 따라 달라짐.

- 공정가치평가 방식 구조에 의해, 퇴직부채 평가액은 임금상승률이 높아질수록, 할인율이 낮아질수록 커지며, 퇴직부채의 변동폭은 할인율 민감도에 따라 달라질 수 있음.

◎ DB 적립금 운용에서 중점 대응해야 할 퇴직부채 변동요인은 임금상승률과 할인율로서, 이는 각각 인플레이션과 금리와 같은 거시경제변수에 연동됨. 인플레이션과 금리는 적립금 보유자산의 가치변동에도 중대한 영향을 미치는 변수임.

2) 국내기업의 DB 적립 부담 현황

◎ 시중금리는 하락세인 반면 임금상승 압력은 상대적으로 높을 경우에, 퇴직연금 적립금이 예금 등 원리금보장상품으로 운용된다면, 기업은 퇴직부채 증가 및 적립금 운용수익률 저조로 인한 적립비용 부담 증가의 난관에 부딪치게 됨.

<도표 5> 금리하락 및 물가상승 압력으로 인한 DB 적립 부담 증가 경로



◎ 국내 기업들은 DB 적립금의 95%를 원리금보장상품으로 운용하고 있는 가운데 시중금리의 하락세와 임금상승률 부담으로 인한 퇴직부채·자산 갭(gap)의 확대 및 연금자산의 추가적립 부담 증대에 직면하고 있음.

- 2021년말 현재 전체 DB형 퇴직연금 자산의 95%가 원리금보장상품으로 구성돼 있음. 퇴직부채 및 사외적립자산 파악이 가능한 주요 대기업*들에 국한해 보아도 적립금의 91%에 달하는 비중이 원리금보장상품으로 구성돼 있는 것으로 추산됨.

(* 확정급여 부채의 총규모는 파악할 수 없지만 재무상태표 상에서 개별기업 단위로는 파악이 가능함. 퇴직급여 부채·자산 상황을 종합적으로 살펴보기 위해, 파악가능한 주요 대기업 20개사(제조업 11개사, 서비스업 5개사, 금융업 4개사)를 선별·분석하였음.)

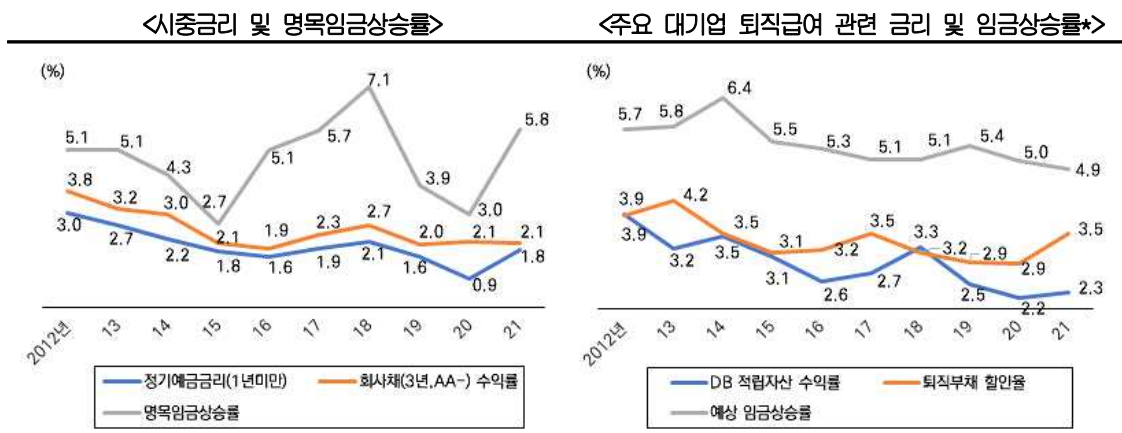
- 만기 1년 이하의 정기예금금리는 2021년말 현재 1.8%, 퇴직부채 할인율로 사용되는 채권 수익률(3년 만기 AA-등급 회사채 기준)*은 2.1%로 2012년말 대비 각각 120bp, 170bp 하락하는 등 최근 10년간 시중금리의 하락세가 진행되고 있는 상황임.

(* 근퇴법 기준 퇴직부채 평가에서는 국고채 10년물 시장수익률을 할인율로 사용해야 하며, K-IFRS 회계기준에 따라 인식하는 퇴직(확정급여) 부채 평가의 경우 우량 회사채 시장 수익률 등을 참조하고 퇴직부채의 듀레이션을 감안해 적절한 할인율을 적용할 수 있음.)

— 시중금리가 장기적으로 하락할 뿐만 아니라 매년 임금상승률을 하회하여, 퇴직부채와 퇴직연금 적립금 간의 갭이 커짐에 따라 기업의 추가적립 부담이 증대하는 상황임.

- 주요 대기업의 재무상태표에서 파악한 DB 적립자산 평균 수익률 및 퇴직부채 할인율 추이는 시중금리 하락에 주된 영향을 받고 있는 모습이며, 예상 임금상승률은 대체로 5% 이상으로 퇴직급여 관련 적용금리보다 뚜렷하게 높은 수준을 유지하고 있음.

〈도표 6〉 퇴직급여 부채·자산 관련 금리 및 임금상승률



*: 1) 퇴직부채 및 자산 상태 파악 가능한 대기업 20개사(제조업 11개사, 서비스업 5개사, 금융업 4개사) 기준,
 2) 각사 재무상태표에 기재된 확정급여부채의 평가에 적용된 할인율 및 임금상승률과 사외적립자산의 수익률 평균임.
 자료: 한국은행, 기업별 감사보고서

◎ 퇴직부채 변동성은 할인율 민감도인 듀레이션*에 크게 좌우되는데, 국내 주요 대기업들의 적립자산은 낮은 단기금리에 고정된 원리금보장상품에 주된 영향을 받고 있어 퇴직부채의 변동성에 잘 대응하기 어려운 상태로 파악됨.

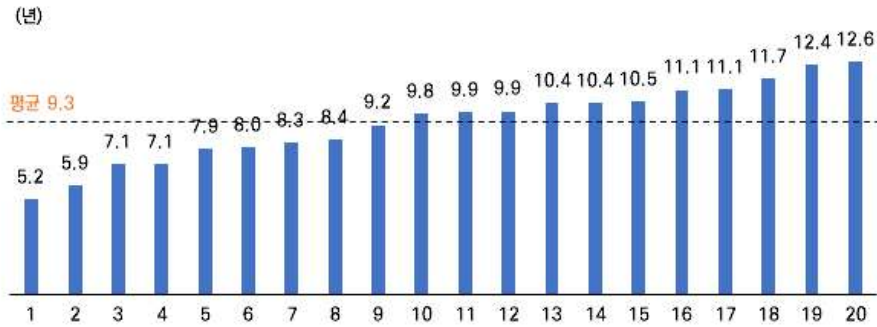
(* 듀레이션은 적용된 할인율에 대한 퇴직부채의 변동성을 설명함. 예를 들어 어떤 기업의 퇴직부채 듀레이션이 8이면 할인율이 1% 변동할 때 퇴직부채는 반대방향으로 8% 변동하는 것을 의미함. 퇴직부채의 경우 대개 장기채권처럼 듀레이션이 길어 할인율 민감도가 큰 특성을 지님.)

— 국내 주요 대기업의 최근 10년간 퇴직부채와 DB 적립자산을 비교해 살펴보면(〈도표 8〉 참조), 적립자산이 낮은 단기금리에 고정된 원리금보장상품에 주된 영향을 받고

있어, 듀레이션이 긴 퇴직부채의 변동성에 제대로 대응하지 못하고 있으며 자산운용성
과로 안정적인 적립비율(적립자산/퇴직부채)을 달성하는데 어려움을 겪고 있음.

- 국내 주요 대기업 20개사의 퇴직부채의 듀레이션은 최저 5.2년, 최고 12.6년 사이에 분포되어 있으며, 평균 9.3년 수준임.

〈도표 7〉 주요 대기업 퇴직부채의 듀레이션 현황*



*: 퇴직부채 및 자산 상태 파악 가능한 대기업 20개사(제조업 11개사, 서비스업 5개사, 금융업 4개사) 기준

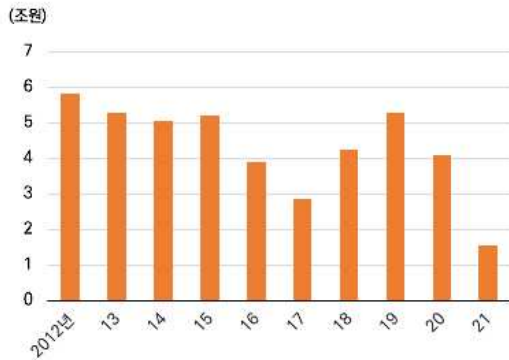
자료: 기업별 감사보고서

- 적립자산의 단기운용은 듀레이션이 긴 퇴직부채와의 만기구조 불일치를 심화시켜 퇴직부채의 변동성에 대한 대응력을 떨어뜨리고, 이로 인해 자산 적립비율 및 기업의 적립비용 부담을 통제하기 힘들어짐.

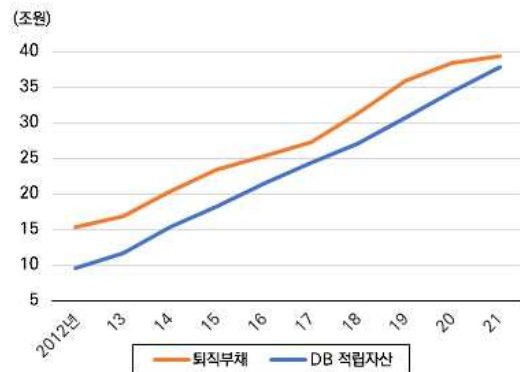
(* 최근 년도 중 주요 대기업의 적립부족 축소의 주된 이유는 연도별 상향조정 일정에 따른 2020~2021년의 의무 최소적립비율 90%와 향후 100% 상향에 대한 조기 대응으로 인해 일부 기업 중심으로 추가 적립이 많았기 때문임.)

〈도표 8〉 주요 대기업 퇴직급여 부채·자산 현황*

〈퇴직부채-DB 적립자산 갭(적립부족) 추이〉



〈퇴직부채 및 DB 적립자산 추이〉



*: 퇴직부채 및 자산 상태 파악 가능한 대기업 20개사(제조업 11개사, 서비스업 5개사, 금융업 4개사) 기준

자료: 기업별 감사보고서

2. DB 적립금 운용의 해법

- DB 적립금 운용에서의 자산배분 전략의 본질적인 목표는 퇴직급여 지급보장여력의 확보이지만, 여기에 장기투자성과 제고를 도모할 수 있는 전략을 부가함으로써 적립 수준의 잉여를 안정적으로 실현해 기업의 재정능력을 강화할 수 있음.
- 퇴직급여 지급보장을 위한 기본 자산배분 전략으로는 자산부채종합관리(ALM: Asset Liability Management) 기법을, 장기투자성과 제고를 도모할 수 있는 자산배분 전략으로는 부채연계투자(LDI: Liability Driven Investment) 기법을 제시할 수 있음.

1) 퇴직급여 지급보장을 위한 ALM 전략

- ALM은 퇴직급여의 지급보장여력을 확보하기 위해 퇴직부채 변동성에 대응하는 자산배분 구조를 설계하는 방식으로, 1) 퇴직부채의 현금흐름 또는 2) 듀레이션과 최대한 일치시킬 포트폴리오를 구축하는 기법임.
 - 먼저 퇴직금 지급 등의 지출 스케줄에 대응할 적절한 유동성 비중을 정하고, 다음으로 퇴직부채의 장기현금흐름에 맞출 수 있는 만기구조의 인플레이션 연계 채권(물가연동채) 등으로 포트폴리오를 구축*할 수 있음.
 - (* 단, 현실적으로 완벽한 매칭이 가능한 만기구조의 채권 포트폴리오를 구성할 채권 자산군을 확보하기는 어려움.)
 - 다른 한편으로는 퇴직부채의 듀레이션에 보유 채권군의 평균 듀레이션을 맞추도록 채권 포트폴리오를 설계, 구축할 수도 있음.
 - 퇴직부채와 연금자산의 듀레이션을 일치시킴으로써 부채와 자산 양쪽이 금리의 변화에 대해 동일한 방향 및 크기로 변동하도록 하여 금리변화에 따른 리스크를 헤지
- 퇴직부채의 현금흐름 또는 듀레이션과 일치시킬 포트폴리오 구축을 각각 현금흐름매칭(Cash Flow Matching), 듀레이션매칭(Duration Matching) 전략으로 정의하고 있음.

<도표 9> ALM 개념을 적용한 자산배분 전략

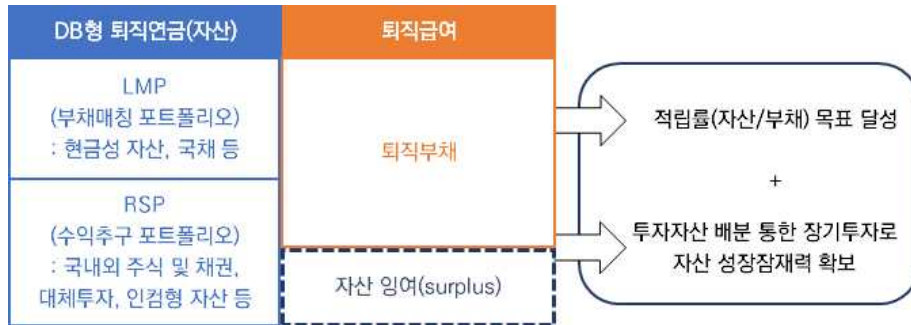
구분	내용	장점 및 단점
현금흐름매칭 전략	퇴직부채의 현금흐름과 연금자산의 현금흐름을 일치시킴.	장점: 이론적으로 퇴직부채 변동에 완벽한 대응 가능 단점: 현실적으로 다양한 퇴직부채의 현금흐름과 일치하는 만기 자산을 구하기 힘들.
듀레이션매칭 전략	채권군 포트폴리오 등을 이용해 퇴직부채의 듀레이션에 연금자산의 듀레이션을 맞춤.	장점: 퇴직부채와 연금자산이 금리변화에 대해 동일한 방향 및 크기로 변동하도록 하여 금리변화에 따른 리스크 헤지 가능 단점: 인플레이션 리스크 헤지는 불가능

자료: 각종 자료 종합

2) 장기투자성과 제고를 도모한 LDI 전략

- 운용성과를 통해 퇴직부채 대비 적립금 잉여(surplus) 상태를 안정적으로 구축할 수 있다면 기업의 적립비용 부담 최소화를 통해 퇴직급여 지급보장여력을 보다 효과적으로 확보하게 됨.
- 적립금 잉여를 목표로 한 자산배분 전략은 퇴직부채의 변동성에 적립금 자산의 변동성을 맞추는데 한정되는 채권 포트폴리오 외에 장기투자성과 제고를 위한 투자자산 포트폴리오의 구축을 필요로 함.
- LDI는 부채매칭 포트폴리오(LMP)와 더불어 투자자산을 편입한 수익추구 포트폴리오(RSP: Return Seeking Portfolio)를 추가 구축하는 자산배분 전략으로, 연금자산의 장기투자성과 제고를 위한 운용방식으로 유효하게 활용됨.
 - LDI(Liability Driven Investment)는 기존 ALM 기법에서 초점을 두는 기능인 퇴직부채 매칭 포트폴리오(LMP)와 함께, 국내외 주식 및 채권, 대체투자자산(부동산, 인프라, 헤지펀드 등), 인컴형 자산(이자수입, 배당금, 임대수입 등 현금흐름을 정기적으로 제공하는 투자자산) 등을 편입해 수익추구 포트폴리오(RSP)를 구성함.
 - RSP는 기존 채권 포트폴리오의 퇴직부채 매칭효과의 기술적·비용적 한계를 보완하여 적립비율의 안정성을 제고하고, 장기투자를 통해 적립금 자산의 성장잠재력을 높이기 위해 필요함.

〈도표 10〉 LDI 자산배분 전략의 구조 및 기대효과



자료: EDHEC-Risk Institute의 보고서 내용을 재구성

● LDI 전략에서는 기업의 투자성향에 맞춰 RSP 비중을 유연하게 결정할 수 있음.

– 장기투자 가능여부 및 손실허용 여부 등과 관련한 기업의 투자성향을 진단한 후 이에 맞춰 RSP의 비중을 보수적 또는 적극적 수준 등으로 결정해 운용할 수 있음.

● LDI 전략을 장기로 적용할수록 RSP에 의한 퇴직부채 매칭효과가 극대화되므로 최근 퇴직연금 적립금 운용에서는 RSP 비중을 상대적으로 높여가는 경향임.

– 주식 등의 투자자산은 장기로 운용할수록 인플레이션과 같은 방향으로 움직임(인플레이션 헤지 기능)에 따라 퇴직부채 매칭효과를 자연스럽게 달성하는데 기여할 수 있음.

– RSP는 인플레이션에 따른 퇴직부채 변동성에 장기적으로 대응할 수 있어, 특히 중장기적인 저금리 기조에서 퇴직연금을 운용할 때 비중을 높이는 것이 유효해지고 있음.

IV. 결론

- 저금리 시대의 DB 적립금 운용은 제대로 된 운용체계 수립과 함께 퇴직급여의 지급보장과 장기투자성과 제고를 도모한 자산배분 전략에 의해 실행되어야 함.
- 그런 의미에서 DB 적립금 운용에서의 자산배분 전략이 갖춰야 할 조건은 다음 3가지임.

① 퇴직부채 변동성 대응	할인율(금리)과 임금상승률(인플레이션)에 따른 퇴직부채 변동성에 대응한 만기구조 및 인플레이션 헤징 기능을 갖춘 포트폴리오 구축 → 의무 최소적립비율 충족을 통해 근로자 퇴직급여 수급권 보호
② 현금흐름 매칭	매해 지급될 퇴직급여에 따른 현금흐름(Cash Outflow)을 감안한 유동성 확보 및 만기운용전략 조정
③ 수익률 제고	목표수익률 및 위험허용한도 설정에 기초해 자산배분 및 투자비중 결정 - 글로벌 분산투자, 대체투자 등을 적절히 활용함으로써 장기적이며 자연스런 퇴직부채 대응 및 위험대비 수익률 제고

- 기업은 적립금운용위원회의 운영 및 IPS를 통해 DB 적립금 운용을 체계화하고, 퇴직부채 특성 및 재정 상태 등을 고려해 자신에게 적절한 자산배분 전략을 선택, 수립해야 함.
- 퇴직연금 사업자는 개별기업에 대한 최적의 DB 자산배분 전략이 수립·운영될 수 있도록 노력을 기울여야 함.
 - 부채 특성 파악 및 투자성향 진단을 통해 개별기업에 최적화된 자산배분 전략이 수립·운영되도록 지원하며, 자산배분에 유효한 투자자산을 발굴하는데 지속적인 노력을 기울여야 함.
 - 이와 관련해 대체투자의 활용도를 높이도록 유도하는 것도 고려해 볼 수 있음,
 - 대체투자는 채권, 주식 등 전통적 투자자산과 상관관계가 낮은 투자대안으로서 부동산, 인프라, 헤지펀드 및 리츠 등 인컴형 자산까지 다양하게 고려되며, 장기투자성과 및 안정성을 제고하기에 유용하므로 특히 금융위기 이후 해외 연기금 자산배분에 많이 활용되고 있음.
 - 기업의 DB 운용부서 및 담당자를 대상으로 장기투자 및 분산투자, 리스크관리 등과 관련한 금융교육을 체계적으로 제공함으로써 연금투자에 대한 인식을 제고해야 함.

〈참고〉 부채연계 자산운용전략 사례

- 부채연계 자산관리 중심의 운용전략을 연기금의 기금운용 정책, 민간기업 DB 적립금 운용전략, OCIO* 펀드를 통한 위탁운용 예시 등을 통해 파악해 봄.

(* OCIO(Outsourced CIO)는 전략적 의사결정권한 등을 부여받은 외부 자산운용자가 연기금, 기업 퇴직연금 자금 등의 전부 또는 일부 운용을 일임, 시행하는 것을 의미함.)

- **[국민연금 기금운용]** 5년 단위 중장기 운용수익률 목표치와 수익률의 벤치마크 대비 하락 확률 등 위험허용한도에 기초해 자산운용을 시행하며, 국내외 투자 자산 중심의 RSP 비중을 55% 이상 설정한 전략적 자산배분을 시행 중임.

– 국내외 주식 및 대체투자와 국내외 채권 일부를 통한 수익추구 포트폴리오(RSP)의 비중을 55% 이상으로 설정해 전략적 자산배분을 시행 중이며, 글로벌 분산투자의 일환으로 해외투자 비중을 늘려가고 있음.

• 1988년 설정 후 33년간 연평균 수익률은 6.76%, 운용수익은 530.8조원(적립자산 711조 원)

〈국민연금 IPS 상의 기금운용 계획〉

1. 목표수익률

장기수익률: 실질경제성장률+소비자물가상승률±조정치

(* 향후 5년간(2022~2026년) 연환산 수익률: 5.1%)

2. 위험허용한도

Shortfall Risk로, 5년 동안 누적 운용수익률이 같은 기간 소비자물가상승률 아래로 떨어질 가능성을 15% 이하로 관리함.

3. 전략적 자산배분

목표수익률 및 위험허용한도를 기초로 자산배분을 실시하되, 재정추계에 적용한 예상수익률, 기금 자산 및 부채의 장기전망 등을 고려하여 결정

자산군 구분	2021년	2022년
국내채권	37.9%	34.5%
해외채권	7.0%	8.0%
국내주식	16.8%	16.3%
해외주식	25.1%	27.8%
대체투자	13.2%	13.4%
부채매칭 포트폴리오(LMP)	45% 미만	43% 미만
수익추구 포트폴리오(RSP)	55% 이상	57% 이상

- [공공기관 A기금 운용] 목표수익률 연 3.0%, 벤치마크 대비 수익률 하락 확률 10% 이하의 위험허용한도 설정에 기초해 중장기자금의 자산배분을 시행하며, 장기 관점의 글로벌 분산투자 및 대체투자와 외부위탁운용 방식을 활용함.

〈국내 공공기관 A기금 자산운용 계획(2021년 기준)〉

1. 자산운용 계획 주요 내용

- 1) 목표수익률 3.0%, 위험허용한도로서 1년 Shortfall Risk 10% 이하 통제
- 2) 전략적 자산배분(단기유동성 제외한 97%): 국내채권 56%/해외채권 12%/국내주식 4%/해외주식 14%/대체투자 11%(←수익추구 포트폴리오(RSP) 비중 30% 이상)

2. 자산운용의 기본 방향

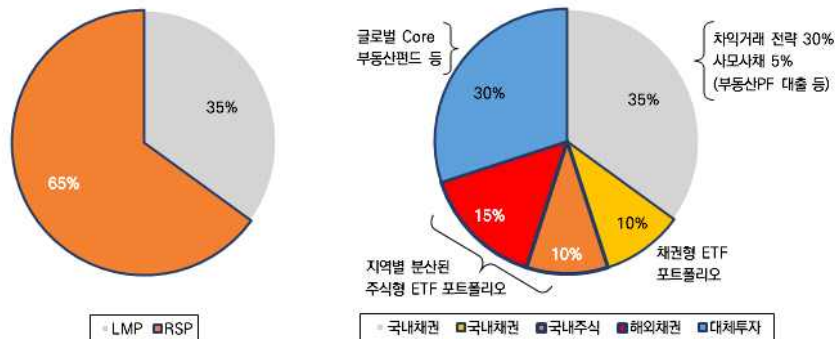
- 1) 위탁운용 강화, 해외자산 상품 다양화 등으로 기금 안정성 및 수익성 제고
- 2) 안정성을 고려한 대체투자: 중위험·중수익 상품, 우량기업의 선순위 인수금융 등

- [B기업 DB 운용 제안] 우량 회사채, 인플레이션 헤징을 위한 변동금리상품 등으로 LMP를 구성하고, ETF, 부동산펀드 등을 활용한 글로벌 분산투자 전략으로 RSP를 구성해 3% 중반~4% 초반의 연간 수익률을 안정적으로 추구함.
- [퇴직연금 OCIO 펀드] 글로벌 부동산펀드(대체투자) 및 주식형 ETF 포트폴리오 등에 분산한 RSP를 구성해 변동성을 낮추면서 수익률을 제고하도록 설계됨.

〈국내 B기업에 대한 DB 적립금 운용전략 제안 예시〉

퇴직연금 자산	주요 투자전략	투자대상 상품
LMP 41%	임금상승률 헤지 용 변동금리, 우량 회사채, 유동성 프리미엄 활용	- 원리금보장상품 - 채권/스왑, 우량 변동금리 대출
RSP 59%	- 글로벌 분산투자 - Core 대체투자자산 활용	- 국내외 채권 및 주식형 ETF - 부동산 Equity 펀드 등

〈DB형 퇴직연금을 위한 OCIO 펀드의 자산배분 예시〉



평안한 노후를 위한 자산관리 5원칙

변화된 환경 속에서 자산을 성공적으로 운용하고 평안한 노후를 준비하려면 지금까지 익숙했던 것과 다른 자산관리 원칙이 필요합니다.

01 글로벌로 분산투자 해야 합니다.

저성장 고령화로 인해 국내 자산에만 투자할 경우 기대수익률이 낮아질 수 있습니다. 노후자산에서 안정적인 수익을 얻기 위해서는 글로벌 분산투자가 반드시 필요합니다.

02 장기적인 관점에서 우량자산에 투자해야 합니다.

노후자산은 장기간 운용해야 하므로 사회·경제적 트렌드의 변화에 맞는 우량자산을 선별하여 투자해야 합니다.

03 안정성에 초점을 두고 다양한 자산에 투자해야 합니다.

집중투자에 따른 손실은 장기 투자로도 회복하지 못할 수 있습니다. 자산운용의 안정성을 위해서는 노후자산을 '자산군 간, 자산군 내, 지역별' 이렇게 3중으로 철저하게 분산해야 합니다

04 질병·사고 등으로 인한 경제적 손실로부터 보호되어야 합니다.

질병 및 사고는 노후자산의 형성을 막고 소진을 앞당기는 원인으로 작용하므로, 보장성 보험 등을 통해 철저하게 대비해야 합니다.

05 적립에서 인출까지 통합적 관점에서 운용되어야 합니다.

길어진 수명과 낮아진 금리는 노후자산 관리에 있어서 새로운 생각을 요구합니다. 자산규모보다는 현금흐름을 중시하는 관점을 가져야 하며, 자신에게 맞는 인출계획을 세우고 적립 시기부터 그에 맞게 노후자산을 운용해야 합니다.

지금 한국사회와 가계는 큰 변화의 흐름 속에 있습니다. 유례 없는 초저금리시대가 도래하면서 자산운용방식에 큰 변화를 요구하고 있고, 저성장과 고령화로 연금자산관리의 중요성은 커졌습니다.

투자 없이는 생존할 수 없는 시대로 진입하고 있는 것입니다.

이에 미래에셋투자자산운용센터는 고객의 평안한 노후에 기여한다는 미래에셋그룹의 비전 하에 투자와 연금에 대한 다양한 콘텐츠 개발 및 연구, 교육사업을 추진하고 있습니다.

미래에셋투자자산운용센터는 투자와연금리포트를 통해 투자 및 연금 분야의 다양한 이슈에 대해 심도 깊은 분석을 제시하고자 합니다.

미래에셋투자자산운용센터 리포트 지난 호

... 이전 생략...

- [43] 고령사회와 상속시장의 현황 및 과제, 2019.11
- [44] 초저금리시대의 자산운용 5대 전략, 2019.11
- [45] 변액연금의 진화와 노후자산관리, 2019.12
- [46] 밀레니얼 세대, 新투자인류의 출현, 2020.7
- [47] 5060 세대의 의료비 지출 및 보험보장 실태, 2020.9
- [48] 변액보험 펀드 수익률 분석 및 시사점, 2020.11
- [49] FAANG을 넘어 BBIG로, 2020.11
- [50] 저금리·장수시대의 도래와 美 연금시장의 대응, 2020.12
- [51] 5가지 키워드로 본 밀레니얼 세대의 투자와 미래, 2020.12
- [52] 코로나19가 가져온 퇴직연금 시장의 5가지 변화, 2021.11
- [53] MZ세대의 은퇴인식과 퇴직연금 운용 트렌드, 2021.12
- [54] 늦어지는 은퇴, 생애주기수지 적자에 대비하라, 2022.3

투자자산운용리포트는 미래에셋투자자산운용센터 홈페이지(investpension.miraeasset.com)에서 확인하실 수 있습니다.

본 보고서는 미래에셋투자자산운용센터의 저작물이므로 사전 동의 없이 무단전재·복제를 금지합니다.

보고서 내용을 인용·전재하고자 할 경우 사전에 미래에셋투자자산운용센터에 문의해 주십시오.

또한 본 보고서의 내용은 작성자 개인의 의견으로 미래에셋투자자산운용센터의 공식견해가 아님을 밝힙니다.