

연기금 장기자산배분과 Reference Portfolio 설정 및 체계

2021. 4

이 준 행

연기금 장기자산배분이란?

➤ 전략적 자산배분(Strategic Asset Allocation : SAA)

- ❖ SAA는 연금수익률의 90% 이상을 좌우하는 가장 중요한 투자의사결정
- ❖ 연금의 장기추계와의 관계
 - 목표 달성 위한 risk-return profile 도출
 - 주어진 Risk 범위 안에서 목표수익률(또는 기대수익률) 달성하기 위한 장기자산배분
- ❖ Issues
 - 장기는 How Long?
 - 의사결정 주체는?
 - 전문성 필요한가?
 - 평가 가능한가?

전략적 자산배분 이슈

➤ SAA의 Investment Horizon

- ❖ 경기변동과 무관하게 주식이나 채권의 장기수익률에 기초하여 결정
- ❖ 위험자산의 리스크프리미엄이 의미있는 기간
- ❖ 10년 이상
 - NPS는 5년 이행포트폴리오(투자자산의 risk-return profile 감안해 매년 변경)
 - 대부분 연기금 1년 단위

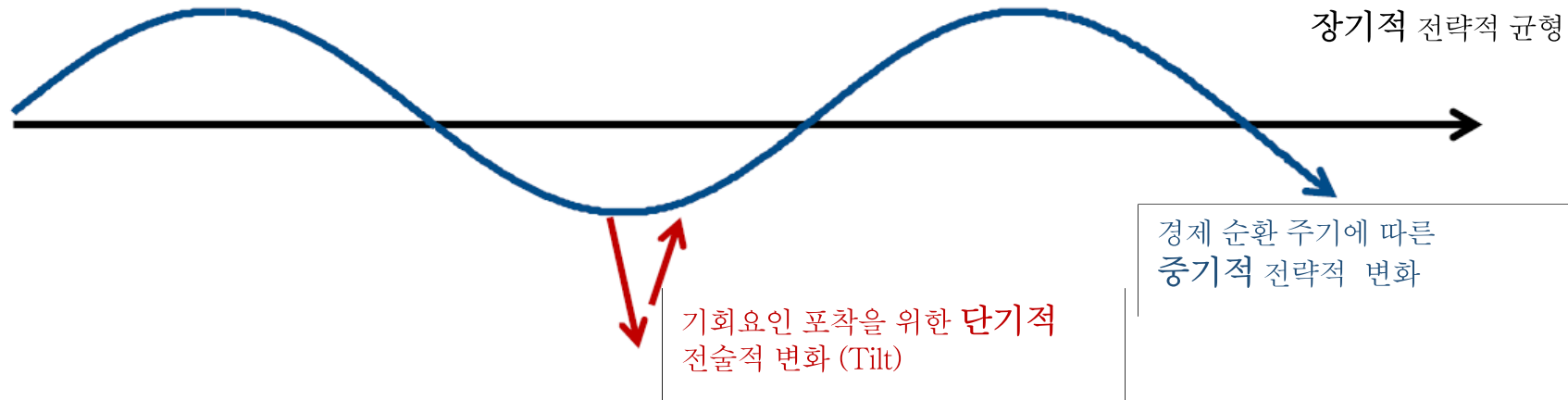
➤ 의사결정주체

- ❖ 연기금 운영의 최고의사결정기구
- ❖ 전문성보다는 risk appetite 결정이 중요

➤ 평가여부

- ❖ 10년 이상의 SAA라면 평가 대상 아님

전략적 자산배분: 투자기간



경기순환과 무관한 전략적 자산배분 (Strategic Asset Allocation)

- 시장 및 경기 분석을 배제한 최고의 장기적인 자산배분 전략은 무엇일까?
- 여러 경기 순환에 걸친 포트폴리오의 수익은 리스크 프리미엄에 적절한 노출(exposure)에서 파생됨

경기 순환내의 동적 자산배분 (Dynamic Asset Allocation)

- 특정 시장 관점에서의 최고의 중기적인 자산배분 전략은 무엇일까?
- 리스크 프리미엄에 대한 적절한 배분을 통해 포트폴리오의 성과는 강화됨

단기적인 전술적 자산배분 (Tactical Asset Allocation)

- 단기 시장에서는 투자심리로 인하여 시장 적정가가 변동될 수 있음
- 일시적인 변동에서 기회를 포착할 수 있는 전술적 배분

연기금 SAA process와 이슈 : NPS

- 현재 NPS 전략적 자산배분은 5년 이행포트폴리오
 - ❖ 기금운용본부 투자전략팀, 국민연금 연구원, 복지부가 협의를 거쳐 안을 만들고 복지부 산하 투자정책위원회에서 심의한 뒤 기금운용위원회에서 의결하는 과정.
 - ❖ 전문성을 활용한 성과제고 여지 거의 없음.
 - SAA가 자산군 분류와 비중을 정하고 있어 성과의 99%이상 좌우(표 참조)
 - TAA는 운용본부에서 적극적으로 하기 어렵고 적극적으로 할 의지도 없음.
 - ❖ 99% 이상 성과 좌우하는 SAA는 Nobody's Job(?)
 - 평가대상이 아니기에 잘할 인센티브 없음.
 - 중요성에 상응하는 만큼의 자원배분(인력, 연구기간, 책임성)이 이루어지고 있지 않음
 - ❖ 대체투자 자산군을 포함한 자산배분

전략적 자산배분(SAA)와 NPS기금운용 성과

연도	수익률	전략적 자산배분	벤치마크 조정효과	전술적비중 조정효과	자산선택 효과
2006	5.91	5.84	-0.01	-0.14	0.22
2007	7.02	6.66	0.11	0.11	0.14
2008	-0.21	-1.89	0.41	1.1	0.35
2009	10.8	12.62	-0.13	-1.87	0.02
2010	10.59	10.97	-0.01	-0.32	-0.13
2011	2.32	2.3	-0.1	-0.11	0.26
2012	7.03	7.36	0.07	0.07	-0.47
2013	4.16	4.02	-0.04	-0.07	0.26
2014	5.25	5.21	-0.25	-0.07	0.36
2015	4.57	4.87	-0.34	-0.19	0.26
2016	4.69	4.8	0.09	-0.15	-0.05
2017	7.28	6.42	0.37	0.08	0.41
2018	-0.89	-0.32	-0.12	-0.32	-0.12
2019	11.34	10.86	0.1	0.04	0.36
평균	5.70	5.69	0.01	-0.13	0.13

기금운용위원회 기여분

기금운용본부 기여분

기금운용위원회의 전략적 자산배분이 성과의 대부분을 결정

연기금 SAA process와 이슈 : 기타 기금

➤ 공제회의 SAA

- ❖ NPS와 유사한 문제점
- ❖ 적절한 대체투자 비중에 대한 논란

➤ 기타 기금은 1년 단위 자산배분

- ❖ 기금의 risk appetite에 따라 다수의 SAA 가능
 - 다양한 대안 중 자산운용위원회가 결정
- ❖ SAA라기 보다는 TAA에 가까움

Reference Portfolio 란?

- (개념) Reference Portfolio approach는 자산군 보다는 수익을 창출하는 리스크, 상관관계의 실제 동인에 더 관심.
 - ❖ 일종의 factor 포트폴리오
 - growth, real interest rate, inflation, liquidity and agency risks
- (실현) 연기금의 장기 투자목적(risk-return profile)에 부합하는 전통자산(passive, low-cost, liquid, listed)의 포트폴리오
 - ❖ CPPIB: equivalent of 85% global equity and 15% Canadian government bonds.
NZSF: 80% to growth assets and 20% to fixed income assets.

Reference Portfolio 란?

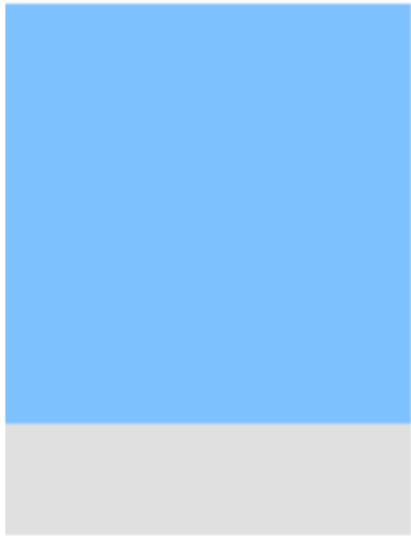
➤ 전통적 SAA와 차이

- ❖ BM, not guideline for the actual portfolio's composition
- ❖ 전통자산 만 포함
- ❖ Not affected by short-term market conditions
 - 시장의 구조적 변화나 기금의 제도(목표) 변화시 변경
- ❖ 지배구조상 최상위기구(기금위)와 운용본부의 역할 명확
 - 기금위는 위험 할당 및 투자 프로세스 중심의 거버넌스 집중
 - 운용본부는 적극적 운용을 통해 포트폴리오의 성과제고 집중

CPPIB의 자산배분

Driven from Return-Risk Exposure

Reference Portfolio



Long-Term

Simple public markets benchmark and risk appetite.

Strategic Portfolio



5+ Years

Aspirational composition for the Investment Portfolio 5+ years out.

Target Portfolio (Ranges)



1 Year

Permissible weight ranges for asset classes and geographic composition of the Investment Portfolio.

Investment Portfolio



Current

Actual weights evolving daily within Target Portfolio ranges.

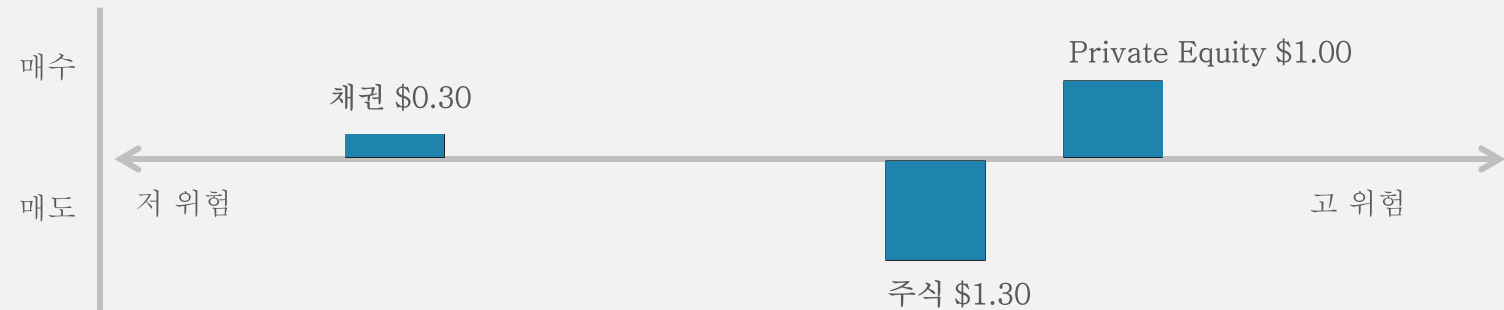
CPPIB(캐나다 연금) 사례

■ 실행하는 투자방법은 다양

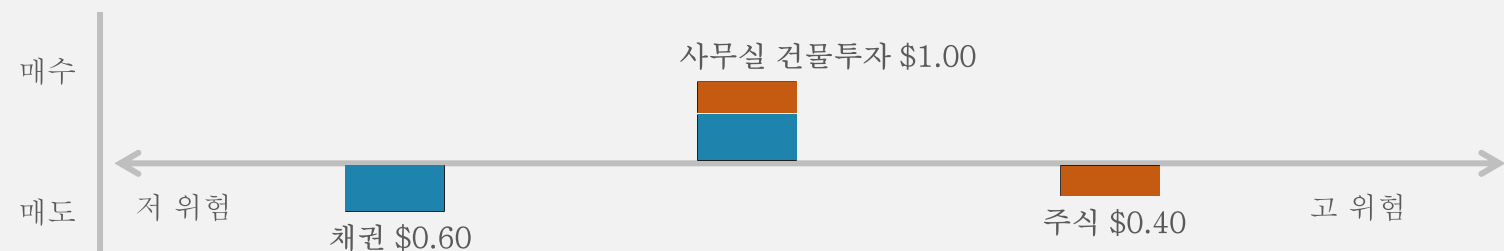
- ✓ 모든 투자자산을 주식과 채권의 2개의 팩터에 매핑(mapping)하는데, 예를 들어 사모투자자는 (주식 130%, 채권 -30%)로 상업용 core 부동산은 (주식 40%, 채권 60%)로 매핑.
- ✓ CPPIB는 기준포트폴리오를 기준으로 향후 5년 동안의 전략포트폴리오를 구축

❖ 토탈 포트폴리오 접근: 리스크 수준 유지

• (예시 1) 사모 주식



• (예시 2) 부동산



NZSF의 Reference Portfolio

Reference Portfolio as at 30 June 2020

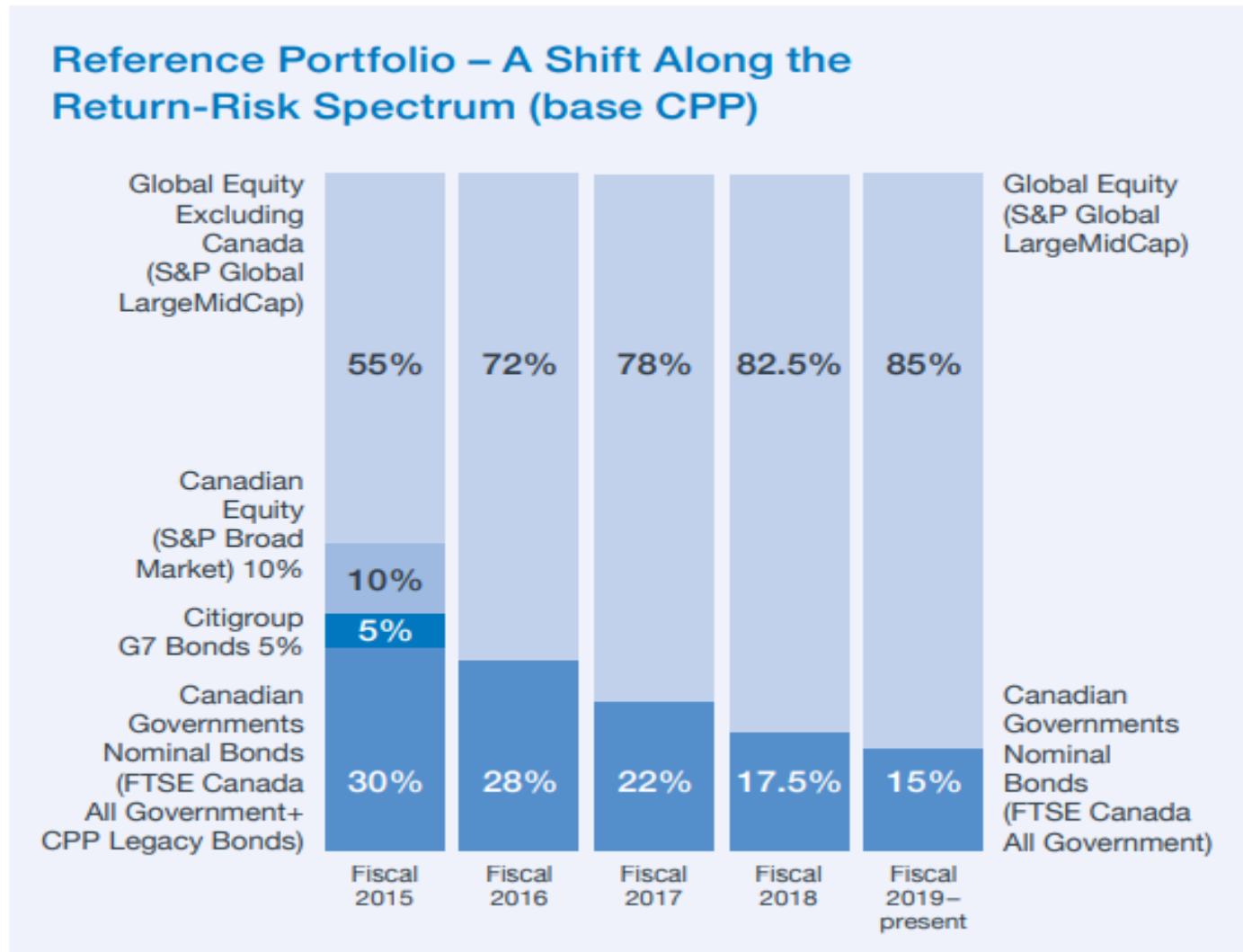


- Global Markets **75%**
- Fixed Income **20%**
- NZ Equities **5%**

NZSF Reference Portfolio Benchmark Indices

Asset class	Proposed index
Global Equities	MSCI All Country World Investable Market (ACWI IMI) Total Return Index hedged to NZD
NZ Equities	S&P/NZX 50 Gross Index
Global Fixed Income	Bloomberg Barclays Global Aggregate Total Return Index hedged to NZD

CPP의 Reference Portfolio 변화



NZSF의 Reference Portfolio 변화

Asset Class	2010	2015	2020
Developed Market Equities	70%	65%	75%
Emerging Market Equities		10%	
New Zealand Equities	5%	5%	5%
Global Listed Property	5%	-	-
Total Growth	80%	80%	80%
Global Fixed Income	20%	20%	20%
Total	100%	100%	100%
Expected Return above Cash (p.a.)	2.5%	2.7%	2.8%
Long-run Risk (Volatility, p.a.)	13.2%	13.5%	13.8%

Reference Portfolio 디자인 고려사항

	Be a simple, low-cost portfolio	→	Passive implementation of traditional asset classes.
	Be diversified	→	Asset classes are represented by broad indices.
	Be appropriate in risk and return	→	We aim to maximise returns without undue risk as specified by our mandate.
	Be relevant to a New Zealand-based investor	→	We aim to maximise returns in New Zealand dollar terms.
	Be an equilibrium construct	→	We take a very long-term perspective where investors are appropriately compensated for the risk they bear.

장기 자산배분 process 개선방안

- Reference Portfolio의 도입
 - ❖ 운용조직의 전문성을 활용, 성과 제고 여지 확대
 - ❖ 자산배분의 유연성 증대
- 연금 governance의 권한과 책임 명확화
 - ❖ 기금운용위원회는 연기금의 장기추계를 감안하여 연금의 장기자산 배분에 적절한 “목표수익률/허용위험 한도”를 정하고, 이에 적합한 기준포트폴리오(Norm portfolio 또는 reference portfolio)를 정함.
 - ❖ 5년 중기자산배분(DAA)은 운용본부에서 전문가가 수행하도록 함.
 - 운용조직은 기준포트폴리오의 성과를 초과달성할 수 있는 자산배분안을 만들어 그 결과에 대해 책임을 지고 평가를 받도록 함. 기준포트폴리오는 성과를 평가하는 기준이 됨.
- (복수 OCIO 도입한 기금) 전문성을 활용할 방안 마련
 - ❖ 복수 OCIO가 독립적으로 마련한 자산배분 평균을 기금의 SAA로 채택

NPS 현행 자산배분 체계

구분	현행 SAA (중기자산배분)	TAA
목적	목표수익률 및 위험선호도 제시	SAA 대비 초과수익 추구(단기)
수립주체	보건복지부 (연구원 및 기금본부 협의)	기금운용본부
승인주체	기금운용위원회	투자위원회
자산구성	국내주식/채권, 해외주식/채권, 대체투자	SAA보다 세분화된 자산군
시계	5년 (연간 리뷰)	단기 (월간 리뷰)

NPS 장기자산배분 체계 제시(안)

구분	장기 SAA (Reference Portfolio)	중기 DAA (현행 SAA)	TAA
목적	장기 목표수익률 및 위험선호도 제시	장기 SAA 대비 초과수익 추구(중기)	DAA 대비 초과수익 추구(단기)
수립주체	보건복지부 (연구원 및 기금본부 협의)	기금운용본부	기금운용본부
승인주체	기금운용위원회	?	투자위원회
자산구성	가장 단순한 형태의 전통자산(팩터) → 주식, 채권	다양한 투자자산 (예시) 국내주식/채권, 해외주식/채권, 대체투자	DAA보다 세분화된 자산군
시계	장기(10년 이상)	5년	단기