

홈페이지 바로가기



2023

# 연금이슈 & 동향분석

| 제101호 | 2023. 11. 30.

- 공적연금에서의 부채 개념  
- 미국, 캐나다 공적연금 사례를 중심으로 -  
신승희 연구위원
- 글로벌 연기금의 자국주식 투자 현황 및 시사점  
김혜리 부연구위원



Pension Issue & Trends Analysis

# CONTENTS

## I. 공적연금에서의 부채 개념

- 미국, 캐나다 공적연금 사례를 중심으로 -

- 1 들어가며
- 2 공적연금에서의 부채 개념 및 산출방법
- 3 해외 사례
- 4 시사점

## II. 글로벌 연기금의 자국주식 투자 현황 및 시사점

- 1 들어가며
- 2 글로벌 연기금의 주식투자 현황
- 3 나가며

# 공적연금에서의 부채 개념

## - 미국, 캐나다 공적연금 사례를 중심으로 -



신승희 연구위원

### 1. 들어가며

- ◆ 최근 국민연금 재정건전성 평가를 위한 지표 중 하나로 부채의 공개 여부에 대한 이슈가 있었음(매일경제(2023.10.25.) 등)
  - 국민연금의 재정 상황에 대한 명확한 평가를 위해 부채를 산출하여 공개해야 한다는 입장과
  - 국민연금의 부채에 대한 규정 및 산출방식 등에 대한 명확한 기준이 정립되어 있지 않으니 국민연금의 재정상황에 대한 과도한 우려를 부르는 지표로 부채가 활용되서는 안된다는 입장이 있음
- ◆ 관련하여 최근 국민연금연구원(재정추계분석실)에서 미국, 캐나다 공적연금 재정추계 실무담당자와 부채 관련 회의\*를 진행한 바 있기에, 본고를 통해 회의 내용을 정리하고, 시사점을 도출하고자 함
  - \* 미국 사회보장청(SSA) 재정추계 실무진(office of the chief actuary)과의 회의('23.10.23.)
  - 캐나다(CPP) 재정추계 실무진(office of the chief actuary)과의 회의('23.10.25.)

### 2. 공적연금에서의 부채 개념 및 산출방법

- ◆ 공적연금에서의 부채 개념
  - 연금부채(pension liability)는 '미래에 지급하여야 할 의무가 있는 예상 총급여액의 현재가치'를 의미함
    - 미래 지급하여야 할 의무가 있는 예상 총급여액의 현재가치(APV: actuarial present value)는 평가시점을 기준으로 기납입된 기여에 의해 발생하는 과거발생급여와 평가시점 이후 납입할 기여에 의해 발생하는 미래발생급여로 구분됨
    - 미적립부채(unfunded liability)는 평가시점 현재 부채와 자산 규모의 차이를 나타냄
  - 국민연금을 포함한 대부분의 공적연금은 수급권자가 미래 지급받게 될 연금수준을 사전적으로 제시한다는 측면에서 미래 연금급여의 상당부분이 확정적으로 보장된다고 할 수 있음. 그러나 정부의 재정안정화 정책 등에 따라 사후적으로 기여 및 급여 수준의 조정도 가능함. 이러한 차이

때문에 사적연금의 확정급여형제도(DB: defined benefit plan)와 동일한 부채의 산출 및 해석은 적절하지 않음

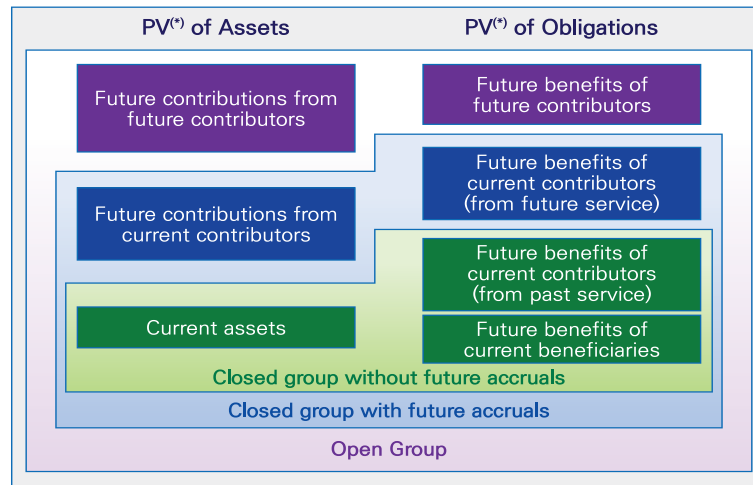
- 국민연금은 재정계산\* 시 부채 개념을 적용하거나 산출하여 재정평가지표로 활용하고 있지 않음
  - \* 국민연금법(제4조)에 따라 5년마다 실시, 2003년 1차, 2023년 5차 재정계산을 실시함
  - 재정계산에서는 연도별 수입, 지출, 수지차(수입-지출)를 포함하는 재정전망과 기금 규모 및 기금 소진시점 등 적립기금의 상황을 반영하는 재정평가지표, 부과방식비용률 등을 통해 국민연금의 장기적인 재정상태를 점검함
  - 5차 국민연금 재정계산 재정추계전문위원회에서 재정평가지표 논의 시 부채 산출에 대해 검토한 바 있으나, 세대간부양을 전제로 하는 공적연금에서 부채 개념의 적용 및 산출은 적절하지 않다는 의견, 부채 산출방법 등 세부 지침이 마련되어 있지 않은 점 등을 고려하여 부채를 재정평가지표로 채택하지 않음
- 한편, 공적연금에서 재정계산(점검) 시 약속된 급여지급을 위해, 또는 부족한 재원의 규모를 파악하기 위해 부채, 미적립부채 개념이 사용되기도 함(미국, 캐나다 사례)

◆ 부채 산출방법

- OECD(Van der Noord and Herd, 1993), World Bank(Holzmann et al. 2001) 등에 따르면, 사회보장제도에서 자산과 부채를 정의하고 측정하기 위한 방법은 어느 세대, 어느 권리를 포함시킬 것인가에 따라 1) ‘미래 발생이 없는 폐쇄집단방식’, 2) ‘미래 발생이 있는 폐쇄집단방식’, 3) ‘개방집단방식’으로 구분
  - ① 미래 발생이 없는 폐쇄집단방식(Closed-group without future accruals) : 평가시점까지 발생한 권리에 기초한 부채로서 평가시점 이후의 보험료 기여와 이로 인해서 획득한 급여는 배제
  - ② 미래 발생이 있는 폐쇄집단방식(Closed-group with future accruals) : 평가시점 이후에도 보험료 기여와 이에 따른 새로운 권리가 발생한다고 가정하되, 평가시점 이후에는 새로운 가입자가 없는 것으로 가정
  - ③ 개방집단방식(Open-group approach) : 평가시점 이후에도 새로운 가입자 유입을 전제로 하며, 현재 및 새로운 가입자에 의한 보험료 기여와 이에 따른 권리를 포함
- 국제계리사회(IAA)에 따르면, 연금부채 산출은 제도의 자원조달방식과 일치하는 방법을 사용하여 하며, 부과방식 또는 부분적립방식의 사회보장제도는 현재와 미래 가입자 모두의 기여와 혜택을 고려한 개방집단방식(Open-group approach)이 바람직하다고 밝히고 있음

### 〈공적연금의 자산 및 부채 산출방법〉

Closed and Open Group Approaches as Applied to an Actuarial Balance Sheet<sup>(1)</sup>



(1) Source: (Eurostat & European Central Bank, 2020, Box 1).  
 (\*) PV means Present Value.

출처: IAA(2018)

- 연금부채는 장기간에 걸친 수입과 지출의 현금흐름을 반영하여 계산되기 때문에 산출방법, 평가 기간, 할인율 등에 따라 그 규모가 크게 차이 남
  - 객관성 확보를 위해서는 구체적이고 일관성 있는 산출 지침이 필요하며,
  - 산출 결과를 보고 및 공시하는 경우 명확하고 의미 있는 메시지가 전달되도록 충분한 정보제공 및 결과에 대한 해석을 제시하는 것이 필요함

## 3. 해외 사례

### ◆ 캐나다 CPP(Canada Pension Plan)

- 캐나다 CPP는 재정계산 시, 법적으로 규정된 재정지표인 평가기간에 걸쳐 일정한 수준의 적립 배율(해당년도 지출 대비 적립기금 비율)이 유지되는 최소보험료율(minimum contribution rate) 추정을 통해 재정평가가 이루어지며, 시간 경과에 따른 최소보험료율의 적정성과 안정성을 살펴봄
    - 재정계산보고서 내 제도의 미래 현금흐름에 대해 장기간(향후 75년)에 걸친 추계결과를 제시하며, 수입 및 지출, 수지차와 적립기금 추이를 포함함
    - 이외에도 재정상태를 점검하기 위해서 다양한 평가지표가 사용되며, 평가지표 중 하나로 계리적 대차대조표(actuarial balance sheet), 즉, 제도의 자산(assets)과 의무\*(obligations)에 대한 요약지표를 사용함
- \* 부채(liability)라는 용어 대신 의무(obligation)를 사용함

- 개방집단방식(Open-group approach)의 대차대조표를 재정계산보고서의 부록에서 제시하고 있으며,
- 연금부채의 산출방법과 관련하여, CPP와 같이 부분적립방식으로 운영되는 사회보장제도는 특정 시점 현재 기여자들이 현재 수급자의 급여를 지급하기 위해 기여금을 사용할 수 있도록 허용하는 사회적 계약이며, 이는 미래 기여자의 기여에 대해 현재 및 과거 기여자의 권리 청구가 가능함을 의미하므로 대차대조표(balance sheet)를 통해 부분적립방식으로 운영되는 제도의 재정지속 가능성을 적절하게 평가하기 위해서는 이러한 사회적 계약 전제가 반영되어야 함을 강조

**재정추계 실무담당자와의 부채관련 회의 내용(캐나다 오타와, 2023.10.25.)**

**Q 부채 산출 및 보고의 목적이 무엇인지? 부채 지표가 재정지속가능성의 척도로 활용되는지?**

**A** 부채(obligation)와 자산의 차이(actuarial excess or shortfall) 및 부채(obligation) 대비 자산 비율은 제도의 장기적 지속가능성을 평가하는 보완적인 지표로 사용됨. 캐나다 공적연금(CPP)의 경우, 최소 보험료율(minimum contribution rate)이 재정평가 기준임. 다만, 어떤 지표도 개별적으로 제도의 지속가능성에 대한 절대적인 평가가 이루어질 수 없음을 강조해야 함

**Q 자산과 부채의 현재가치를 계산할 때 기금투자수익률을 할인율로 사용하는지? 일부 전문가들은 무위험 이자율이나 물가상승률을 적용하는게 적절하다는 의견도 있음**

**A** 기금투자수익률로 할인함. 기본적으로 CPP의 장기적인 재정은 기금투자수익률을 사용하여 전망됨. 일관성을 위해 자원조달방법과 동일한 기금투자수익률로 할인함

**Q 개방집단방식(Open-group approach)에서는 평가기간에 따라 부채 산출 결과 달라질 수 있음. 이론적으로는 '무한대기간'이 이상적인 평가기간일 수 있는데, CPP는 부채 평가기간이 150년임. 기여에 대응되는 급여가 모두 반영되지 못해 부채가 과소평가되는 건 아닌지?**

**A** CPP에서는 150년에 걸친 예상 수입과 지출로 대차대조표를 구성함. 평가기간이 150년 이상일 경우 보다 완전한 현금흐름을 반영할 수 있으나, 추가적인 장기 현금흐름은 할인으로 인해 그 영향이 미미해짐. 또한, 평가기간이 길어질수록 결과의 불확실성이 높아짐

**Q 공적연금에서 폐쇄집단방식(Closed-group approach)으로 산출한 부채가 가지는 의미는 무엇이라고 생각하는지?**

**A** 폐쇄집단방식은 향후 기여와 대응되는 향후 급여 발생이 없는 가상의 시나리오를 의미함. 이러한 산출 방식은 사회보장제도의 재정상태에 대해 불안하거나 오해의 소지가 있는 정보를 제공할 수 있다는 점에 유의해야 함. 사회보장제도의 경우, 캐나다 보험협회의 실무표준(section 7000-Social Security Programs) 및 국제 보험협회의 국제표준(ISAP 2-Financial Analysis of Social Security Programs)에 명시된 바와 같이 제도에 적용된 자금조달방법과 일치하는 평가 방법론을 사용해야 함. CPP에서는 포괄적인 정보제공 목적으로 폐쇄집단방식에 따른 부채 산출 결과를 각주로 제공할 뿐 재정지속가능성을 측정하기 위한 것 아님



## ◆ 미국 OASDI(Old-Age, Survivors, and Disability Insurance)

- 미국 OASDI는 매년 재정계산보고서를 통해 제도의 지불능력 및 재정적정성에 대한 평가를 수행함
- 미국 OASDI는 재정상태를 평가하는 지표로 크게 세 가지를 사용함. 첫째는 연도별 현금흐름의 지표로서 ‘연간 수입 비율(annual income rates)’, ‘연간 지출 비율(annual cost rates)’, ‘연간 수지차(annual balances)’가 이에 해당함. 둘째는 ‘적립배율(trust fund ratios)’이며, 셋째는 요약지표(summary measures)로서 ‘계리적수지차(actuarial balances)’와 ‘미적립부채(unfunded obligations)’를 사용함\*

\* 연간 수입 비율, 연간 지출 비율은 각각 연간 과세대상소득총액 대비 총수입 비율 및 총지출 비율을 의미하며, 연간 수지차는 연간 수입 비율과 연간 지출 비율의 차이를 나타냄. 적립배율은 연간 총지출 대비 연초 적립기금 비율임. 계리적수지차는 평가기간(향후 75년) 동안 발생하는 재정수지 흑자 또는 적자 규모의 현재가치 대비 과세대상소득총액의 현재가치 비율을 의미함

- 장기적인 재정상태를 평가(자금조달의 적절성 측정)하기 위해 개방형 접근방식의 연금부채를 산출하여 보조적으로 활용하고 있음. 단, 재정평가 시 요약지표만을 고려하면 잘못된 해석과 그에 따른 정책 처방으로 이어질 수 있으므로 신중한 해석이 필요함을 언급함

### 재정추계 실무담당자와의 부채관련 회의 내용(화상회의, 2023.10.23.)

#### Q 부채 산출 및 보고의 목적이 무엇인지? 부채 지표가 재정지속가능성의 척도로 활용되는지?

A 먼저, 우리는 예상되는 미래 급여 비용을 부채(liability)가 아닌 의무(obligation)라고 말함. 현행법상 예정된 급여를 제공하기 위한 부족분이 발생한 경우, 급여를 지급하지 않아도 되며, 제도적 변경이 가능하기 때문임. 다시 말해 급여의 감액이나 기여의 증액 등을 통해 부족분을 해소해야 함. 의무(obligation)를 재정지속성의 척도로 사용하지는 않음. 장기적인 재정수지 등 다양한 지표를 통해 재정상태를 평가함. 가장 중요한 것은 재원부족을 인식하고 이를 해결하기 위한 조치를 마련하는 것임

#### Q 자산과 부채의 현재가치를 계산할 때 기금투자수익률을 할인율로 사용하는지? 일부 전문가들은 무위험 이자율이나 물가상승률을 적용하는게 적절하다는 의견도 있음

A 우리나라는 적립기금의 재원조달방법과 동일한 방식으로 부채도 산출하고 있음. 다만, 현재 적립기금을 상당부분 보유하고 있지 않음에 따라 변동성이 큰 자산에 투자하기 보다는 중장기 채권에 대부분 투자하고 있음. 따라서 일관성을 위해 부채 역시도 중장기 채권 수익률로 할인하여 산출함

#### Q 할인율로 기금투자수익률을 사용하나, 적립금이 실제 국채에 투자되고 있기 때문에 국채로 할인한다고 설명한 게 맞는지?

A 그러함. 할인율로 실제 포트폴리오의 기대수익률을 적용함.

**Q 개방집단방식(Open-group approach) 부채 산출 시, 평가기간은?**

**A** 우리는 추계기간인 75년을 기준으로도 의무(obligation)을 산출하지만, 무한대기간을 기준으로도 의무(obligation)을 산출함. 또한, 보고서에서 의무(obligation)가 현재가치로 얼마인지 달러 기준으로도 제시하지만 정책입안자들에게 실질적으로 더 중요한 정보인 과세대상소득총액대비 또는 GDP 대비 부채 비율을 제시하고 있음

**Q 공적연금에서 폐쇄집단방식(Closed-group approach)으로 산출한 부채가 가지는 의미는 무엇이라고 생각하는지?**

**A** 재정평가지표로서 의미가 없다고 생각함. 제도 전환에 따른 잠재적 비용(potential cost of transition)으로 언급되기도 했지만, 이는 약 20여년 전에 논의된 얘기임

## 4. 시사점

- ◆ 본고에서는 캐나다와 미국 사례를 통해 공적연금에서의 부채 개념 및 재정평가지표로서의 활용성, 부채 산출방법 등을 살펴봄
  - 개방집단방식으로 추정된 부채와 자산의 차이는 평가기간동안의 급여지출을 충당하기에 부족한 재원의 규모로 해석될 수 있으며,
  - 평가기간동안의 재정상태를 함축하여 하나의 값으로 제시한다는 측면에서 재정계산에서 사용하고 있는 연도별 현금흐름 지표(수입, 지출, 수지차 추이 등)에 보완적인 정보 제공이 가능함
- ◆ 다만, 연금부채는 장기간에 걸친 수입과 지출의 현금흐름을 반영하여 추정한 값으로 산출방법 및 적용 가정 등에 따라 그 규모에 상당한 차이가 발생함
  - 미국, 캐나다의 경우에도 상당한 기간 동안 연구 및 검토 과정을 거쳐 부채 개념 및 산출방법, 적용 가정 등의 지침이 마련됨
- ◆ 국민연금에서 부채를 재정평가지표로 활용하기 위해서는 부채의 개념, 산출방법, 적용 가정, 평가 기간, 추정값의 불확실성 등에 대한 충분한 검토와 논의과정이 선행되어야 함



# 글로벌 연기금의 자국주식 투자 현황 및 시사점



김혜리 부연구위원

## 1. 들어가며

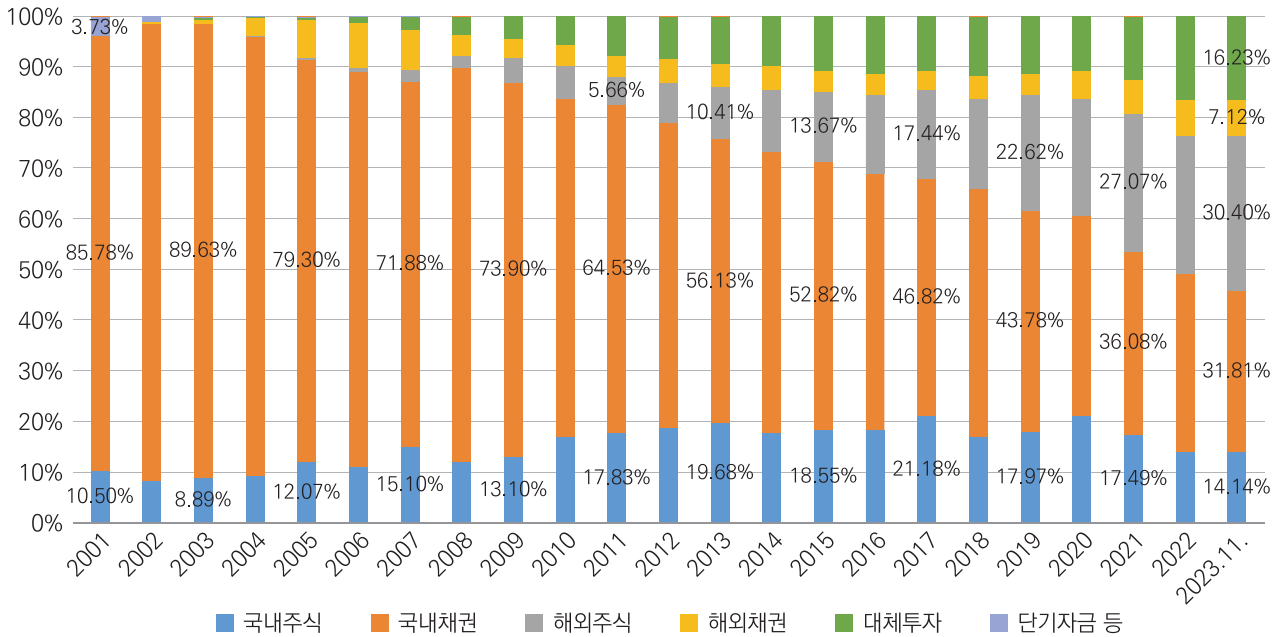
- ◆ 2023년 11월말 국민연금기금의 적립금은 999조 원을 기록하고, 이는 2023년말 1,000조 원을 넘어설 예정임
  - 기금조성이 시작된 1988년 이후 국내채권을 중심으로 진행된 기금운용은 '90년대 후반부터 본격적인 국내주식 투자를 시작함
- ◆ 기금의 국내주식 투자 비중은 2017년을 정점으로 점진적으로 축소되고 있으나, 기금적립금이 증가함에 따라 당분간 국내주식 투자금액은 현상(現狀)을 유지할 것으로 예상됨
  - 기금운용 수익률 제고를 위하여 국내 부문(주식+채권) 비중을 축소하고, 대체와 해외주식 부문에 투자 비중을 확대 중임
  - 이에 국내주식 투자비중 자체는 축소('17년 17.97% → '23.11월 14.14%; <그림 1> 참조)되고 있으나 2040년까지 최대적립금(1,755조 원)<sup>1)</sup>이 조성될 것으로 예상되는 바, 당분간 국내주식 투자규모의 급격한 감소는 없을 것으로 사료됨
- ◆ 국민연금기금은 기금운용으로써 발생할 수 있는 국내 시장에 미치는 영향을 감안하여 운용해야 함
  - 기금의 대국민경제비중(GDP 대비 국내투자 비중)은 22.32%('23.11월말 기준)로 국가경제에서 차지하는 비중이 높은 편임<sup>2) 3)</sup>
    - GDP 대비 국내주식의 비중은 6.53%이고, '22년말 6.03%에 비해 50bp 증가
    - (국민연금기금 기금운용 원칙: 공공성) 국민연금은 전 국민을 대상으로 하는 제도이고, 기금 적립 규모가 국가경제에서 차지하는 비중이 크므로 국가 경제 및 국내금융시장에 미치는 파급효과를 감안하여 운용하여야 함

1) 출처: 보건복지부, 제5차 국민연금 재정추계 결과 발표, <https://www.mohw.go.kr>

2) 국내투자는 국내주식, 국내채권, 대체투자 중 국내투자 부문의 기준일의 합임. GDP 대비 투자비중 계산시 명목 GDP는 전기말 수치를 기준으로 측정함. 자료: 기금운용본부, KRX

3) 국민연금기금과 같이 국내투자 비중이 높은 일본 GPIF의 경우, GDP 대비 자국투자(국내주식+채권) 비중은 17.77%임

〈그림 1〉 국민연금기금의 자산군별 투자비중



주 1) 단위: %, 기준일: 12월말  
 자료: 기금운용본부

- ◆ 국민연금기금이 국가 경제 및 주식시장 점유율에 가지는 비중과 이에 동반되는 기금운용원칙 중 ‘공공성’에 대한 의미를 확인하기 위하여, 글로벌 공적 연기금의 자국주식 투자 동향을 파악하고 국민연금기금과 비교하여 분석할 필요가 있음
- ◆ 본 고는 주요 글로벌 연기금<sup>4)</sup>의 자국주식 투자가 경제 및 시장에서 차지하는 현황을 검토하고 자국 기업에 대한 투자 종목 등을 비교분석하여, 향후 국민연금의 국내주식 투자 방향과 이에 기인한 기금운용 공공성에 대한 시사점을 도출하고자 함
  - 주요 연기금이 자국 경제에 가지는 비중과 주식시장에 가지는 시장점유율을 확인하고, 자국에 투자하고 있는 주요기업의 투자 현황을 확인함

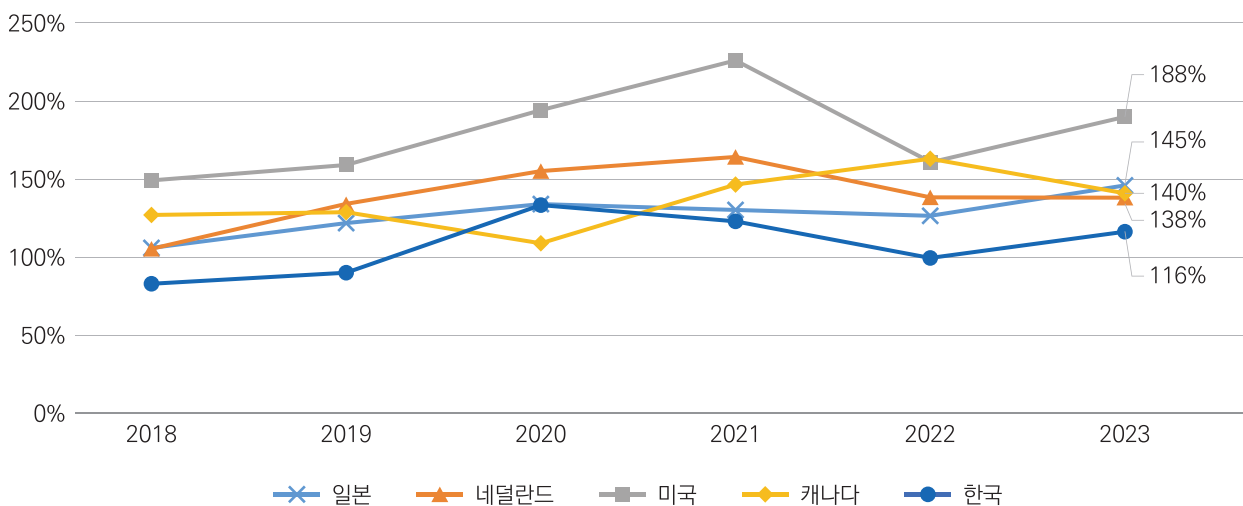
4) 글로벌 5대 공적연기금은 운용규모 순서로 일본 GPIF, 노르웨이 GPF(NBIM), 우리나라 국민연금(NPS), 네덜란드 ABP(APG), 미국 CalPERS, 캐나다 CPPIIM. 본 고에서는 자국투자 이외에 글로벌 투자에 집중하는 노르웨이 GPF(NBIM)를 제외한 4대 연기금을 중심으로 비교 대상 연기금을 설정하고 살펴보고자 함

## 2. 글로벌 연기금의 주식투자 현황

### 가. 주요 연기금 소속 국가의 경제 및 시장 현황

- ◆ 주요 공적연기금들은 소속된 국가의 경제규모(GDP)와 주식시장 가치에 따라 자국투자 비중에 차이가 있을 수 있음
  - 공적연기금 제도가 발달한 주요 국가들의 경우 대부분 선진국으로서 경제규모가 상위권에 랭크되어 있으며, 또한 금융시장이 발달되어 있음
  - <그림 2>와 같이 우리나라의 GDP 대비 주식시장 시가총액(일명 버핏지수, Buffett Indicator)은 116%(23년 말)로 타 연기금 소속 국가에 비해 낮은 수치를 기록하고 있음
    - Buffett Indicator는 해당 국가의 주식시장 가치 판단 척도로 70~80% 이하인 경우 주식시장이 저평가되었다고 판단하며, 120%를 초과하는 경우 고평가(과열 상태)되었다고 해석함
  - 주요 공적연기금이 소속된 국가의 경우 미국 주식시장이 188%로 가장 과열상태인 것으로 확인되며, 다음으로 일본(145%), 캐나다(140%), 네덜란드(138%) 순서임
    - 비교 국가에 비해 우리나라 주식시장은 과열 상태는 아닌 것으로 확인됨
  - 주요 공적연기금 소속 국가의 버핏지수가 모두 100%를 초과하고 있음에 따라, 자국주식에 대한 투자만으로는 수익률 알파창출이 어려운 것으로 사료됨

<그림 2> 주요 공적연기금 소속 국가의 GDP 대비 시가총액



주 1) 단위: %, 기준일: 당기 12월말

주 2) 수치산출을 위해 모두 USD로 환산한 금액을 사용하고, 명목 GDP 대비 시가총액의 기준일은 연도말 기준으로 일치하여 계산함

자료: IMF WORLD ECONOMIC OUTLOOK, CEIC Data [www.CEICDATA.COM](http://www.CEICDATA.COM), 미국 시가총액 Sibilis Research

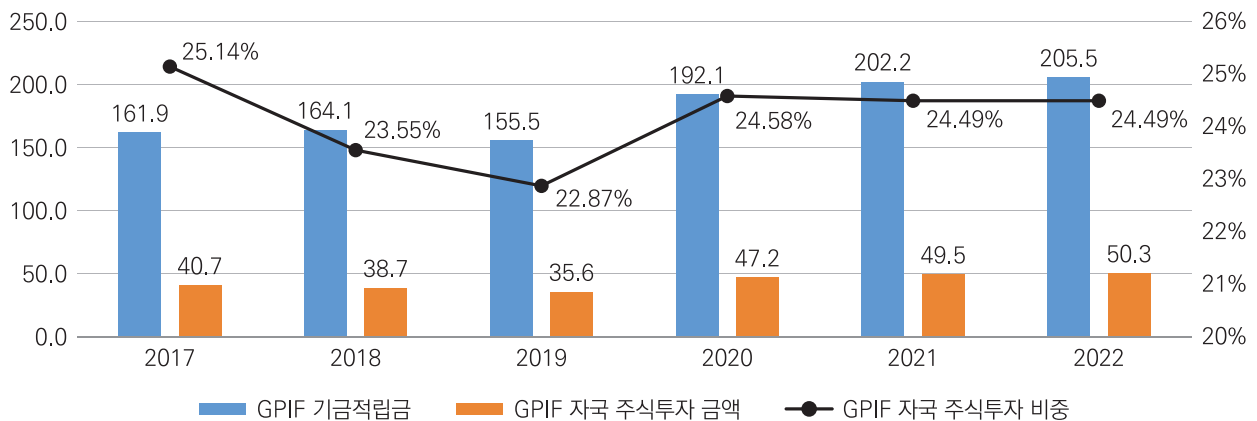
<https://sibilisresearch.com/data/us-stock-market-value/>

## 나. 일본 GPIF

◆ 일본의 공적 연기금인 GPIF(Government Pension Investment Fund)는 AUM 205.5조 엔(약 1,876조 원)을 가지는 글로벌 최대 공적 연기금으로서, 주식에 대해 전체 24.49%(’23.3월말 기준) 투자비중을 가지고 운용하고 있음(〈그림 3〉 참조)

- GPIF는 5년에 한 번씩 중장기 자산 구성 비율인 ‘기본포트폴리오’를 설정하고 국내주식, 국내채권, 외국주식, 외국채권의 4개 부문에 대한 비율을 25%(과리허용폭 有)씩 두고 있음
  - 국내주식(일본주식)의 경우 25% 비중 과리허용폭 ±8%를 설정함<sup>5)</sup>
  - 비교 대상 연기금과 대비하여 자산배분 비중을 4개 자산군에 대해 유사하게 구성하고 있음
- GPIF의 자국주식 투자금액은 50.3조 엔(’23.3월말 기준)으로 최근 5년간 증가추세임
  - 이는 국내주식 자산군 배분 비중을 감소시켜오다 코로나 시국을 기점으로 기본포트폴리오 수준으로 회복시킨 것과 기금적립금이 2019년 대비 50조 엔 증가한 것에 기인함

〈그림 3〉 GPIF의 기금규모와 일본 주식투자 비중



주 1) 단위: %

주 2) 기준일: 차기 3월말, 일본 GPIF의 결산월은 차기 3월임

자료: GPIF, 연도별 『업무개황서』

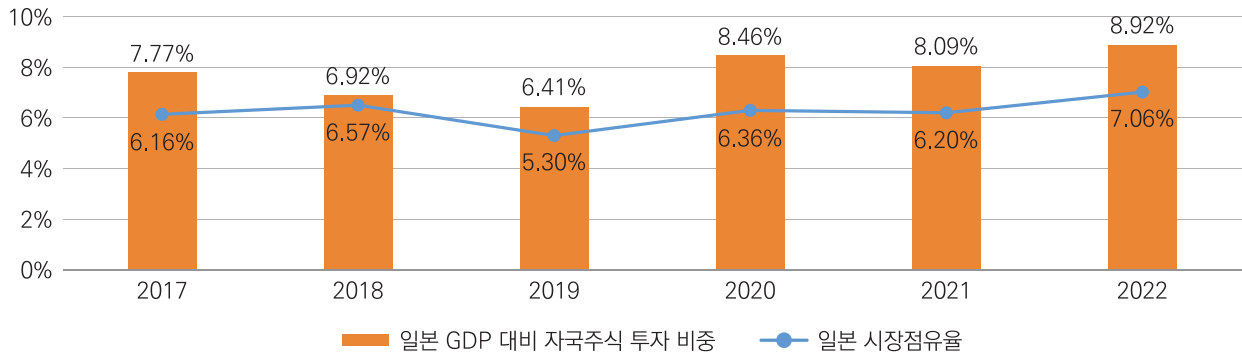
◆ GPIF의 [GDP 대비 일본 주식투자] 비중은 8.92%이고 일본 주식시장에 7.06% 시장점유율을 가지고 있음(’23.3월 기준, 〈그림 4〉 참조)

- 국민연금기금과 같이 자국투자 비중이 높은 GPIF는 일본 주식투자 규모가 국가경제와 일본 주식시장에서 차지하는 비중이 비교 대상 연기금에 비해 높은 편임<sup>6)</sup>

5) 출처: GPIF 홈페이지, <https://www.gpif.go.jp/gpif/portfolio.html>

6) 이하 비교 연기금의 ‘기금규모와 자국 주식투자 규모’ 참조

〈그림 4〉 GPIF의 [GDP 대비 일본 주식투자] 비중과 시장점유율



주 1) 단위: 조 엔, %, 기준일: 차기 3월말, 일본 GPIF의 결산월은 차기 3월임

주 2) 투자금액은 기준일 시점 평가액이고, 명목 GDP은 전기말, GPIF 투자금액은 차기 3월말 금액을 사용하여 비율 계산함

자료: GPIF, 연도별 『업무개황서』, IMF WORLD ECONOMIC OUTLOOK, CEIC Data www.CEICDATA.COM

- '23.3월 기준 일본 기업에 2,312개 종목 투자하고 있으며, 일본 주식 투자금액을 기준으로 최대 1.8조 엔(TOYOTA MOTOR)부터 최소 193만 엔(BENGO4.COM)까지 다양한 종목에 분산 투자하고 있음
  - 〈표 1〉은 일본 주식투자 상위 10개 종목을 나타낸 것으로, 전체 자국주식 투자금액 대비 개별 기업의 투자비율은 최고 3.59%임
  - 보유비중 0.5%(1%)를 초과하는 기업은 총 42개(20개) 기업이며 백분율에서 분위별로 고른 분포를 가지고 종목별 투자를 하고 있음

〈표 1〉 GPIF의 일본 주식투자 상위 10개 종목

No.	종목명	투자금액	투자비중
1	TOYOTA MOTOR CORPORATION	1,806	3.59%
2	SONY GROUP CORPORATION	1,487	2.95%
3	KEYENCE CORPORATION	1,020	2.03%
4	MITSUBISHI UFJ FINANCIAL GROUP, INC.	961	1.91%
5	NIPPON TELEGRAPH AND TELEPHONE CORPORATION	815	1.62%
6	DAIICHI SANKYO COMPANY, LIMITED	748	1.49%
7	SUMITOMO MITSUI FINANCIAL GROUP, INC.	684	1.36%
8	HITACHI, LTD.	669	1.33%
9	TOKYO ELECTRON LIMITED	668	1.33%
10	SHIN-ETSU CHEMICAL CO., LTD.	612	1.22%

주 1) 단위: 십억 엔, %, 기준일: 2023년 3월말

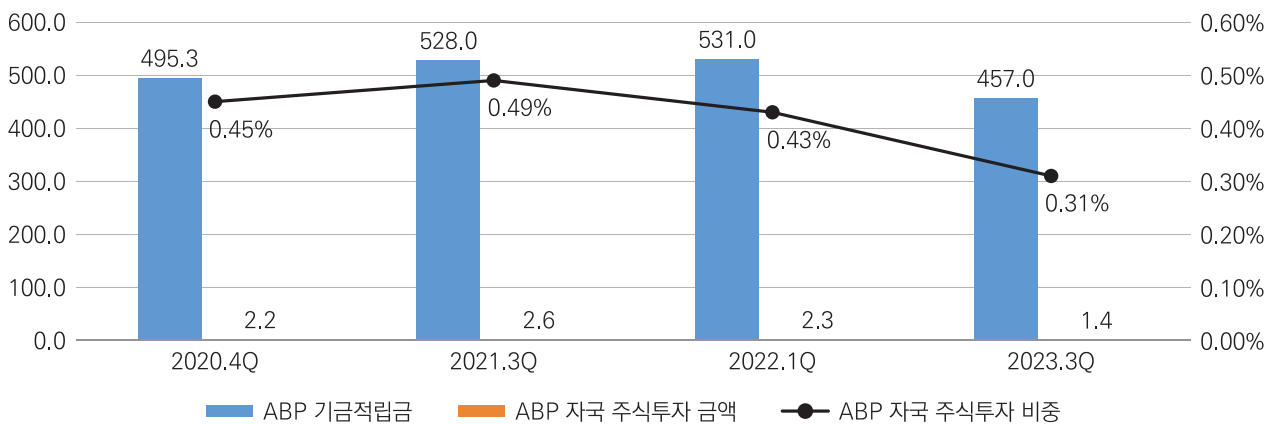
주 2) 투자금액은 기준일 시점 평가액이고, 투자비중은 자국주식 투자금액 대비 종목별 투자금액의 비중을 의미함

자료: GPIF 홈페이지, <https://www.gpif.go.jp/>

## 다. 네덜란드 ABP

- ◆ 네덜란드의 공적 연기금인 ABP(Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds)는 AUM 5,020억 유로 (약 652조 원)를 가지는 유럽 내 주요 공적 연기금으로서, 자국주식에 대해 전체 0.31%(’23.9월말 기준) 투자비중을 가지고 운용하고 있음(〈그림 5〉 참조)
  - ABP는 3년마다 연금 목표에 초점을 맞춘 전략적 투자 정책을 수립하여 자산 배분 비중을 정함<sup>7)</sup>
    - 포트폴리오의 60%를 주식 및 부동산 등의 유가증권에 투자하고 나머지 40%를 채권에 투자함
    - 주식부문(26.6%)은 선진국(19.6%) 및 신흥시장(7%)으로 구분하여 투자하고 있으며, 자국주식을 구분하여 자산군을 구성하고 있지는 않음(’22년말 기준)
    - 이에 네덜란드 주식에 투자비중이 극히 미미함. 자국주식의 투자규모(약 14억 유로)는 ABP가 우리나라 주식에 투자하는 규모(약 38억 유로) 보다 적음<sup>8) 9)</sup>
  - ABP의 네덜란드 주식투자 금액은 약 14억 유로(’23.9월말 기준)로 최근 4년간 감소 추세임
    - 이는 최근 코로나 시국과 경기불황으로 주식투자 비중을 줄이고(’20년 33.1% → ’21년 29.7% → 26.6%), 채권 및 대체투자 비중을 증가시킨 것에 기인함

〈그림 5〉 ABP의 기금규모와 네덜란드 주식투자 비중



주 1) 단위: 십억 유로, %

주 2) ABP의 주식투자 포트폴리오는 수시 공시됨에 따라 주식 포트폴리오 공시일을 기준으로 비율 계산함. 네덜란드 ABP의 결산일은 당기 12월임

자료: ABP, 연도별 『연차보고서』 및 『분기보고서』

7) ABP는 연기금의 목표에 맞는 정책을 수립하고, 이를 전문 기금관리기관인 APG AM(Algemene Pensioen Groep Asset Management, 이하 APG)에 위임하여 기금을 운용함

8) ABP는 주식투자 포트폴리오를 수시 공시함. 이에 본 소절에서 ABP의 주식 포트폴리오와 관련한 사항은 공시일을 기준으로 계산하고, 나머지는 ABP 결산월인 12월을 기준으로 제시함

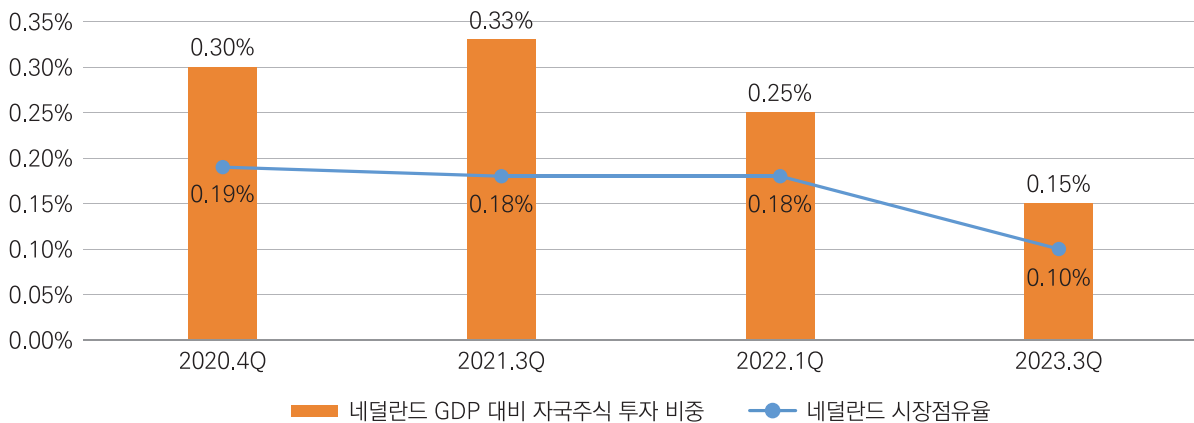
9) ’23.9월말 기준 ABP는 우리나라의 106개 기업에 투자하고 있으며, 이 중 40.9%(16억 유로, 한화 2조 2,264억 원)를 삼성전자에 투자하고 있음. 다음으로 하이닉스(8.3%, 3.2억 유로), KB증권(5.4%, 2.1억 유로), 기아차(3.8%, 1.5억 유로) 등의 순서임



◆ ABP의 [GDP 대비 네덜란드 주식투자] 비중은 0.15%이고 네덜란드 주식시장에 0.1% 시장 점유율을 가지고 있음('23.9월 기준, <그림 6> 참조)

- ABP는 자국투자 보다 글로벌 시장에 초점을 두고 기금을 운용함에 따라 ABP의 주식투자가 네덜란드 경제 및 주식시장에 미치는 영향은 없는 것으로 사료됨
  - ABP가 네덜란드 회사채(약 19억 유로) 및 국채(약 48억 유로)에 투자하는 규모는 약 67억 유로로 GDP 대비 자국채권의 비중은 0.66%임

<그림 6> ABP의 [GDP 대비 네덜란드 주식투자] 비중과 시장점유율



주 1) 단위: %

주 2) 투자금액은 기준일 시점 평가액이고, 명목 GDP은 전기말, ABP의 주식투자 포트폴리오는 수시 공시됨에 따라 주식 포트폴리오 공시일 투자금액을 기준으로 비율 계산함. ABP의 결산월은 당기 12월임

자료: ABP, 연도별 『연차보고서』 및 『분기보고서』, IMF WORLD ECONOMIC OUTLOOK, CEIC Data www.CEICDATA.COM

- '23.3월 기준 네덜란드 기업에 최소 31개 종목 투자<sup>10)</sup>하고 있으며, 비교 대상 연기금과 대비하여 투자 종목수 및 투자금액이 매우 적음
  - <표 2>는 자국주식 투자 상위 10개 기업을 나타낸 것으로, 전체 자국주식 중 네덜란드 시총 최대 기업인 ASML Holding에 4.3억 유로로 가장 많은 투자를 하고 있으나, 이는 ABP가 삼성전자에 투자하는 금액(16억 유로)의 1/4 수준임

10) ABP는 50만 유로 미만으로 투자하는 종목은 미공시하고 있으며, 이를 제외한 공시 종목의 투자비율은 전체 주식 포트폴리오의 99.92%임

〈표 2〉 ABP의 네덜란드 주식투자 상위 10개 기업

No.	종목명	투자 금액	투자비중
1	ASML Holding NV	426	30.13%
2	Arcadis NV	336	23.76%
3	Koninklijke KPN NV	107	7.57%
4	Sligro Food Group NV	71	5.02%
5	Signify NV	50	3.54%
6	Koninklijke Ahold Delhaize NV	46	3.25%
7	ABN Amro Bank NV	36	2.55%
8	Akzo Nobel NV	33	2.33%
9	NN Group NV	32	2.26%
10	ING Groep NV	31	2.19%

주 1) 단위: 백만 유로, %, 기준일: 2023년 9월말

주 2) 투자금액은 기준일 시점 평가액이고, 투자비중은 자국주식 투자금액 대비 종목별 투자금액의 비중을 의미함

자료: ABP 홈페이지, <https://www.abp.nl/>

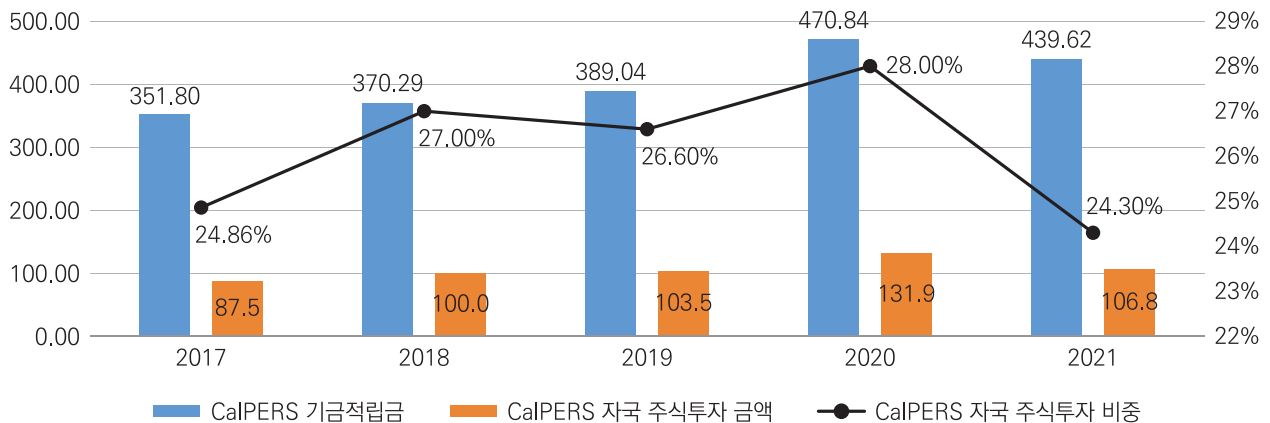
## 라. 미국 CalPERS

◆ 미국의 캘리포니아공무원연금(California Public Employees' Retirement System, 이하 CalPERS)은 AUM 4,396억 달러(약 568조 원)를 가지는 미국 내 주요 공적 연기금으로서, 자국 주식에 대해 전체 24.3%(‘22.6월말 기준) 투자비중을 가지고 운용하고 있음(〈그림 7〉 참조)<sup>11)</sup>

- CalPERS는 4년마다 ALM 프로세스(Asset Liability Management process, ALM)를 통해 전략적 자산배분 비중을 정함
  - 2022-2025 전략적 자산배분은 주식(공모: 42%, 사모: 13%) 55%, 채권 30%, 실물자산 15%, 사모대출 5%로 정하고 있음
- CalPERS의 자산배분 비중에서 공모주 부문 중 미국 투자 비중은 24.3%(일반 공모주 23.4%, REITS 0.9%)이며, 국외 투자 비중은 17.6%(일반 공모주 17.33%, REITS 0.26%)으로 구분하여 투자하고 있음(‘22.6월말 기준)
  - 주식부문을 공모주와 사모주 부문으로 나누어 자산군을 구성하고 있음
  - 미국 주식시장은 약 51조 달러로 시가총액 규모가 가장 큰 국가임에 따라, CalPERS는 미국 주식투자 비중을 국외 주식투자 비중 보다 높게 두고 운용하는 것으로 사료됨

11) CalPERS의 2022-23 투자보고서(Annual Investment Report)가 미공시되어 포트폴리오 현황은 2022년 6월말 까지 확인 가능함

〈그림 7〉 CalPERS의 기금규모와 미국 주식투자 비중



주 1) 단위: 십억 USD, %

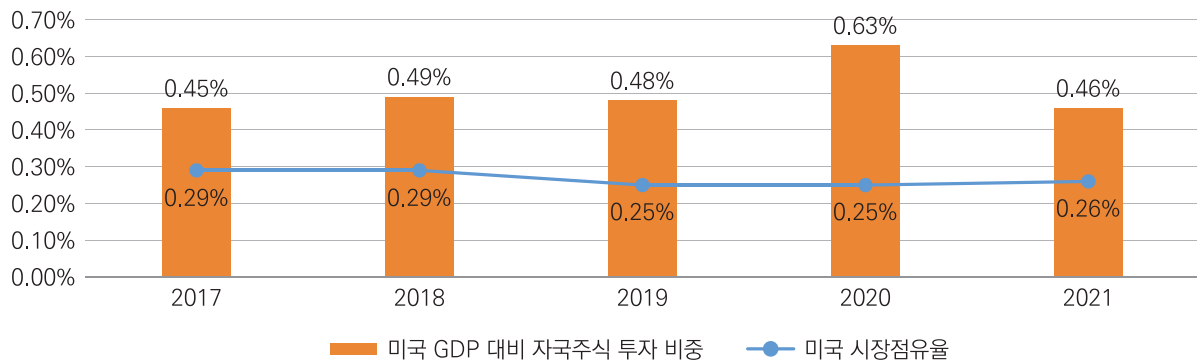
주 2) 미국 CalPERS의 결산월은 차기 6월말임

자료: CalPERS, 연도별 『투자보고서』

◆ CalPERS의 [GDP 대비 미국 주식투자] 비중은 0.46%이고 미국 주식시장에 0.26% 시장점유율을 가지고 있음('22.6월 기준, <그림 8> 참조)

- 자국 주식투자를 국외 주식투자 비중 보다 높게 운용하지만, 미국 경제 및 자본시장이 광대함에 따라 CalPERS의 주식투자가 미국 경제 및 주식시장에 미치는 영향은 없는 것으로 사료됨

〈그림 8〉 CalPERS의 [GDP 대비 미국 주식투자] 비중과 시장점유율



주 1) 단위: %, 기준일: 차기 6월말

주 2) 투자금액은 기준일 시점 평가액이고, 명목 GDP은 전기말, CalPERS 투자금액은 차기 6월말 금액을 사용하여 비율 계산함

자료: CalPERS, 연도별 『투자보고서』, IMF WORLD ECONOMIC OUTLOOK, CEIC Data www.CEICDATA.COM

- '23.3월 기준 미국 기업에 1,157개 종목 투자하고 있으며, 자국주식 투자금액을 기준으로 최대 45.1억 달러(MICROSOFT CORP)부터 100만 달러 이하까지 다양한 종목에 분산투자하고 있음 - <표 3>은 자국주식 투자 상위 10개 기업을 나타낸 것으로, 종목별 투자 비중이 0.5%(1%)를 초과하는 종목 수는 50개(20개)임

〈표 3〉 CalPERS의 미국 주식투자 상위 10개 기업

No.	종목명	투자금액	투자비중
1	MICROSOFT CORP	4,506	4.37%
2	APPLE INC	4,140	4.02%
3	JOHNSON & JOHNSON	2,041	1.98%
4	AMAZON.COM INC	2,003	1.94%
5	PEPSICO INC	1,576	1.53%
6	ALPHABET INC CL A	1,491	1.45%
7	BERKSHIRE HATHAWAY INC CL B	1,476	1.43%
8	ALPHABET INC CL C	1,414	1.37%
9	VERIZON COMMUNICATIONS INC	1,400	1.36%
10	MERCK + CO. INC.	1,360	1.32%

주 1) 단위: 백만 USD, %, 기준일: 2022년 6월말

주 2) 투자금액은 기준일 시점 평가액이고, 투자비중은 자국주식 투자금액 대비 종목별 투자금액의 비중을 의미함

자료: CalPERS 홈페이지, <https://www.calpers.ca.gov/page/home>

## 마. 캐나다 CPPI

◆ 캐나다의 Canada Pension Plan Investments(이하 CPPI)는 AUM 5,700억 캐나다 달러(약 549조 원)를 가지는 캐나다 공적 연기금으로서, 자국주식에 대해 전체 1.84%(’23.3월말 기준) 투자비중을 가지고 운용하고 있음(〈그림 9〉 참조)

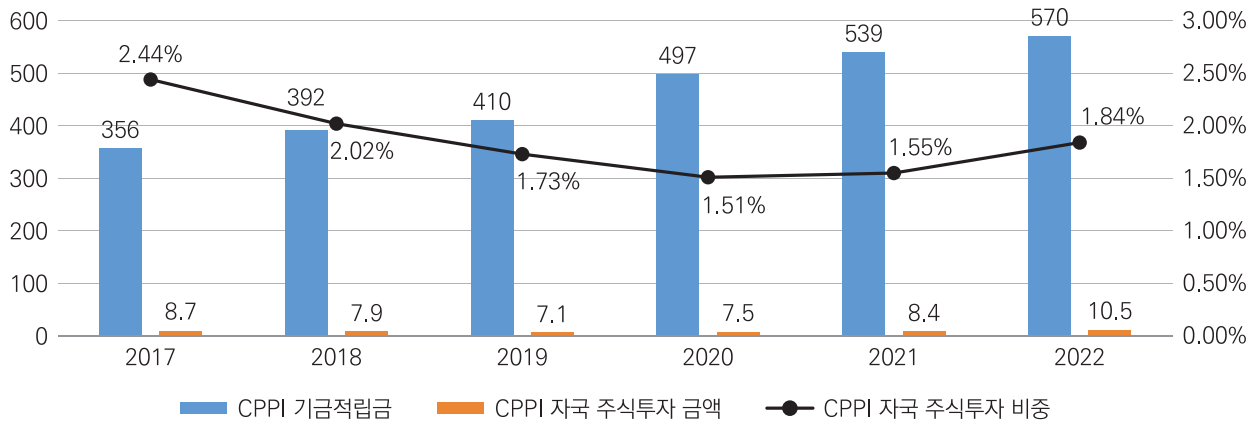
- CPPI는 3년마다 레퍼런스 포트폴리오(Reference portfolio)와 전략적 포트폴리오를 검토하여 자산배분 비중을 조정함
  - 레퍼런스 포트폴리오는 base CPP(additional CPP)의 경우 글로벌 주식 85%(55%)와 캐나다 정부채 15%(45%)임<sup>12)</sup>
  - 2022-2024 base CPP(additional CPP)의 전략적 자산배분은 공모주 23%(14%), 사모펀드 23%(14%), 정부채 32%(39%), 회사채 등 17%(31%), 실물자산 31%(19%), 현금 및 절대 수익  $\Delta 27\%$ ( $\Delta 16\%$ )의 6개 자산군과 캐나다 8%(44%), 국외 선진국 시장 59%(37%), 신흥 시장 33%(16%)의 지리적 특성을 반영하여 자산군과 지리적 특성을 고려한 혼합 방식으로 비중을 설정함<sup>13)</sup>

12) 캐나다 정부는 CPP 연금 가입자에 대한 미래 혜택을 확대하기로 결정하고, 2019년부터 보험료를 인상하고 혜택을 추가한 additional CPP를 받기 시작함. 이에 기존 체계로 운용되는 base CPP와 additional CPP의 두 가지 계정을 만들고, 기금을 분리하여 운용함

13) 캐나다 CPPI의 전략적 자산배분은 비교 대상 연기금과 다르게 투자 실현분과 수익(현금 및 절대 수익)에 대한 재배분까지 비중을 배분하여 자산군으로 설정하고 있으며, 레퍼런스 포트폴리오를 맞추기 위하여 투자 지역 또한 사전적으로 비중을 정하여 전략적 포트폴리오를 구성하고 있음

- CPPI의 자산배분 비중에서 공모주 부문 중 캐나다 투자 비중은 1.84%이며, 국외 투자 비중은 25%임('23.3월말 기준)
  - 전략적 자산배분으로 캐나다 지역 투자 비중을 수립하고 있음에 따라 주식(공모주 1.84%, 사모주 0.2% 미만)에 대한 자국투자를 제외한 나머지는 대부분 정부채에 투자하고 있는 것으로 판단함

〈그림 9〉 CPPI의 기금규모와 자국 주식투자 비중



주 1) 단위: 십억 CAD, %

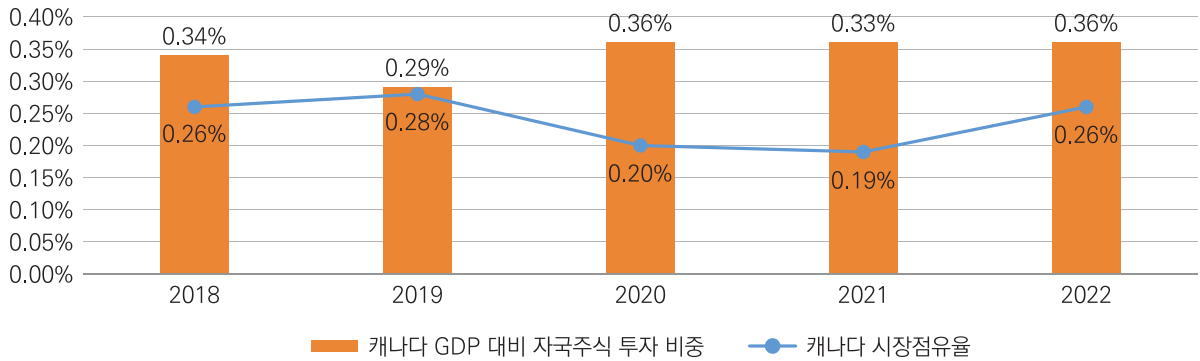
주 2) 캐나다 CPPI의 결산월은 차기 3월임

자료: CPPI, 연도별 『연차보고서』

◆ CPPI의 [GDP 대비 자국 주식투자] 비중은 0.36%이고 캐나다 주식시장에 0.26% 시장점유율을 가지고 있음('23.3월 기준, <그림 10> 참조)

- 캐나다 시장 보다 글로벌 및 신흥 시장에 초점을 두고 기금을 운용하고, 자국투자의 경우 주식 보다 정부채에 투자함에 따라 CPPI의 주식투자가 캐나다 경제 및 주식시장에 미치는 영향은 없는 것으로 사료됨
  - 자산배분 비중 중 캐나다 투자 비중은 14%(79.8조 캐나다 달러)로 GDP 대비 자국투자의 비중은 4%임
  - 비교 연기금에 비해 자국투자가 캐나다 경제에 차지하는 비중이 낮은 것은 아니지만, 대부분 안전자산인 정부채로 이루어지고 있음에 따라 캐나다 경기 변동에 미치는 부정적 영향은 없는 것으로 판단함

〈그림 10〉 CPPI의 [GDP 대비 캐나다 주식투자] 비중과 시장점유율



주 1) 단위: %

주 2) 투자금액은 기준일 시점 평가액이고, 명목 GDP은 전기말, CPPI투자금액은 차기 3월말 금액을 사용하여 비율 계산함

자료: CPPI, 연도별 『연차보고서』, IMF WORLD ECONOMIC OUTLOOK, CEIC Data www.CEICDATA.COM

- '23.3월 기준 자국 기업의 최소 73개 종목 투자<sup>14)</sup>하고 있으며, 자국주식 투자금액을 기준으로 최대 32.3억 캐나다 달러(WSP Global Inc)부터 최소 5백 캐나다 달러(TELUS International CDA Inc)까지 캐나다 주식시장 규모(우리나라 약 1.5배, '23.3월 기준)에 비해 비교적 소액 투자하고 있음
- 〈표 4〉는 자국주식 투자 상위 10개 기업을 나타낸 것으로, WSP Global Inc과 Canadian Natural Resources Ltd에 47.4억 캐나다 달러로 2개 기업에 집중투자(45%)를 하고 있음

〈표 4〉 CPPI의 캐나다 주식투자 상위 10개 기업

No.	종목명	투자금액	투자비중
1	WSP Global Inc	3,234	30.77%
2	Canadian Natural Resources Ltd	1,503	14.30%
3	Intact Financial Corp	579	5.51%
4	Premium Brands Holdings Corp	362	3.44%
5	Shopify Inc	338	3.22%
6	Canadian National Railway Co	271	2.58%
7	Royal Bank of Canada	266	2.53%
8	Canadian Pacific Kansas City Ltd	252	2.40%
9	Toronto-Dominion Bank/The	228	2.17%
10	First Quantum Minerals Ltd	201	1.91%

주 1) 단위: 백만 CAD, %, 기준일: 2023년 3월말

주 2) 투자금액은 기준일 시점 평가액이고, 투자비중은 자국주식 투자금액 대비 종목별 투자금액의 비중을 의미함

자료: CPPI 홈페이지, <https://www.cppinvestments.com/>

14) 기밀로 유지되는 특정 투자에 대해서는 미공개함. 출처: CPPI, <https://www.cppinvestments.com/>

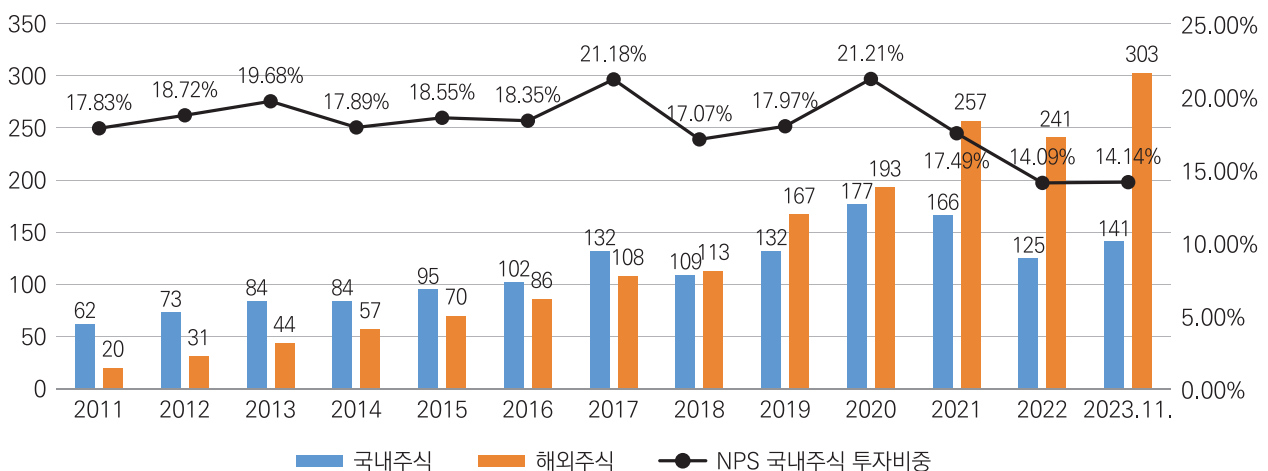


## 바. 국민연금기금

◆ 국민연금기금은 국내주식에 대해 전체 14.14%(‘23.11월말 기준) 투자비중을 가지고 운용하고 있음 (〈그림 11〉 참조)

- 매년 국민연금기금은 5년 후의 목표수익률과 위험한도를 설정하고, 이를 달성하기 위한 자산군별 목표 비중을 결정하는 중기자산배분을 실시함
  - ’23년 목표 포트폴리오는 국내주식(15.9%), 해외주식(30.3%), 국내채권(32%), 해외채권(8%), 대체투자(13.8%)임
  - 비교 대상 연기금과 대비하여 일본 GPIF(24.5%), 미국 CalPERS(24.3%) 다음으로 국내주식에 대한 투자비중이 높음
- 국민연금기금의 국내주식 투자금액은 141조 원(‘23.11월말 기준)으로 최근 감소추세임
  - 반면, 해외주식 투자금액은 303조원으로 최근 5년 사이 급증함. 이는 중기자산배분 계획상 국내투자는 줄이고, 해외투자를 확대하는 정책에 기인한 변화임

〈그림 11〉 국민연금기금의 주식 투자규모와 국내주식 투자비중



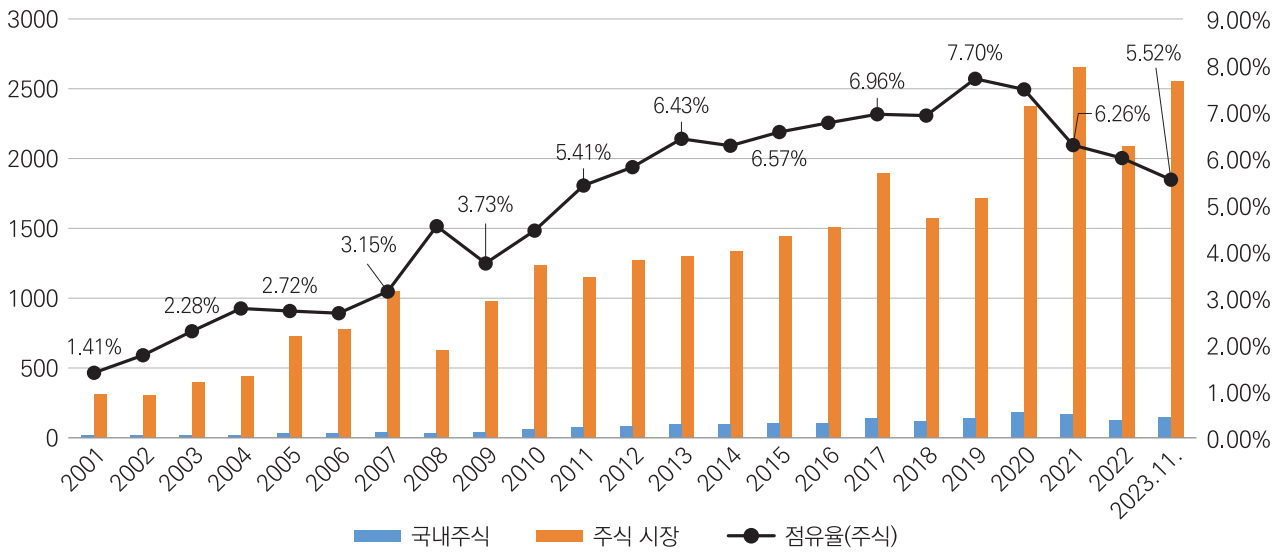
주 1) 단위: %, 기준일: 12월말

자료: 기금운용본부

◆ 국민연금기금의 [GDP 대비 국내주식 투자] 비중은 6.53%이고, 국내 주식시장에 5.52% 시장 점유율을 가지고 있음(‘23.3월 기준, 〈그림 12〉 참조)

- 국민연금기금은 일본 GPIF는 다음으로 주식투자 규모가 국가경제와 국내 주식시장에서 차지하는 비중이 높음
  - 최근 5년 국내주식 시장점유율이 감소 추세를 보이는 것에는 기금의 국내주식투자 비중 축소도 있으나, 우리나라의 주식시장이 지속 성장하고 있는 것도 하나의 요인임

〈그림 12〉 국민연금기금의 주식시장 점유율



주 1) 단위: 조 원, %, 기준일: 12월 말  
 자료: 기금운용본부, KRX

◆ '22년말 국내 상장 1,175개 종목에 투자하고 있으며, 국내주식 투자금액을 기준으로 투자 상위 10개 종목이 국내 상장기업 시가총액 12위 안의 기업임<sup>15)</sup>

- <표 5>는 국내주식 투자 상위 10개 종목을 나타낸 것으로, 투자비중 20%를 삼성전자에 투자하고 있음
  - 투자비중 1위인 삼성전자와 하위 기업 간 투자비중의 차이는 해당 상장사 간 시가총액 차이와 유사함
  - '22년말 시총 1위 기업인 삼성전자(약 449조)는 2위 기업인 SK하이닉스(약 98조)의 시총에 비해 약 4.6배 높은 것으로 확인

〈표 5〉 국민연금기금의 국내주식 투자 상위 10개 종목

No.	종목명	투자금액	투자비중
1	삼성전자	24,852	20.0%
2	LG에너지솔루션	5,476	4.4%
3	삼성바이오로직스	3,962	3.2%
4	SK하이닉스	3,929	3.2%
5	삼성SDI	3,213	2.6%

15) 우선주 종목 제외

No.	종목명	투자금액	투자비중
6	LG화학	3,158	2.6%
7	NAVER	2,463	2.0%
8	현대차	2,255	1.8%
9	POSCO홀딩스	2,133	1.7%
10	셀트리온	1,720	1.4%

주 1) 단위: 십억 원, %, 기준일: NPS 2022년 12월말

주 2) 투자금액은 기준일 시점 평가액이고, 투자비중은 자국주식 투자금액 대비 종목별 투자금액의 비중을 의미함

자료: 기금운용본부

### 3. 나가며

#### 가. 글로벌 연기금의 자국주식 투자 특징

- ◆ 글로벌 주요 연기금들은 자국 경제 및 주식시장 규모, 전략적 자산배분 상 자국주식 투자 비중에 따라 기금운용에 차이가 있음
  - 일본 GPIF와 국민연금기금의 경우 국내주식에 대한 자산배분 비중이 높고, 자국주식이 국가경제 및 시장점유율에 차지하는 비중이 높아 국가별 대형 상장기업에 대한 투자금액 또한 비교 대상 연기금에 비해 높음
  - 미국 CalPERS의 경우 자국주식에 대한 자산배분 비중은 높지만, 기금규모가 미국 경제 및 주식 시장에서 차지하는 비중이 미미하여 기금운용에 따른 시장의 영향을 우려할 수준이 아님
    - CalPERS 기금규모는 국민연금기금(일본 GPIF)의 57%(30%) 수준이며, 미국의 시장경제 규모는 우리나라(일본)의 26배(9배)임
  - 네덜란드 ABP와 캐나다 CPPI의 경우 자국주식 투자보다 글로벌 주식투자에 집중하고 있음에 따라 자국 경제 및 시장에 미치는 영향은 없는 것으로 판단함
    - 자국의 특정 대형 종목에 대한 투자를 집중적으로 운용하지만, 타연기금이 해당 종목에 투자하는 수준보다 적음
- ◆ 자국투자 비중이 높은 연기금(국민연금기금, GPIF, CalPERS)의 경우, 자국 주식시장의 투자가치가 상대적으로 높은 것으로 확인됨
  - 글로벌 연기금들은 우리나라, 일본, 미국의 주요 기업에 투자비중을 높게 유지하며 투자하고 있음을 확인함

## 나. 국민연금기금의 국내주식 운용에의 시사점

- ◆ 국민연금기금과 일본 GPIF의 경우 자국 대형 종목에 대한 보유비중이 상대적으로 높은 것으로 확인됨에 따라 개별 종목에 미치는 영향을 감안하여 운용할 필요가 있음
  - 국민연금기금은 상장주식 중 대형 종목에 투자비중이 높고, 해당 종목에 대한 지분율 또한 높아 기금의 매매가 시장에 영향을 미칠 가능성이 존재함
    - GPIF도 대형 종목을 중심으로 투자비중을 높게 두고 운용하지만, 주식시장이 발달되어 있음에 따라 기금운용 대형주 종목이 우리나라보다 다양함
- ◆ 국민연금의 국내주식 투자는 향후 투자집행과 회수시 발생할 수 있는 자산가격 감소(asset melting down) 현상이 나타나지 않도록 신중한 비중설정과 운용방향이 요구되고 있음

### 〈참고문헌〉

- ABP (2020-2022), 『Annual Report』
- CalPERS (2017-2022), 『Annual Investment Report』
- CPPI (2018-2023), 『Annual Report』
- GPIF (2017-2022), 『業務概況書』
- IMF (2023), 『WORLD ECONOMIC OUTLOOK』
- ABP 홈페이지, <https://www.abp.nl/>
- CalPERS 홈페이지, <https://www.calpers.ca.gov/>
- CEIC Data [www.CEICDATA.COM](http://www.CEICDATA.COM)
- CPPI 홈페이지, <https://www.abp.nl/>
- GPIF 홈페이지, <https://www.gpif.go.jp/>
- KRX 홈페이지, <http://data.krx.co.kr/>
- 기금운용본부 홈페이지, <https://fund.nps.or.kr/>

## 국민연금공단 국민연금연구원

### 연금이슈 & 동향분석(Pension Issue & Trends Analysis)은

연금제도 및 관련 주요 이슈에 대한 시의성 있는 연구결과 제공을 통해 국가정책 발전에 기여하고자 발행되는 월간지입니다.

본 보고서의 내용은 연구자의 개인적인 의견이므로 공단의 공식적인 견해와는 다를 수 있습니다.

국민연금연구원 홈페이지(<http://institute.nps.or.kr>) - 연구 자료실에서 온라인으로도 이용하실 수 있습니다.

발행인 권문일

발행처 국민연금연구원 전라북도 전주시 덕진구 기지로 170(만성동)

Tel 063. 713. 6776

Fax 063. 900. 3250