



# 연금 선진국의 위험자산으로 투자 전환사례와 함의

강성호 연구위원, 김혜란 연구원

저성장, 저금리, 고령화 등 사회경제적 환경이 변화하는 시점에서 노후소득 감소 우려를 극복하기 위해 사적연금의 다양한 운용 전략이 시도되고 있음. 이와 관련하여 연금 선진국으로 평가되는 덴마크와 네덜란드의 사적 연금이 안전자산에서 위험자산에 대한 적극적인 투자로 전환되고 있다는 사례는 시사하는 바가 큼. 덴마크는 주식과 대체투자 등의 비중 강화를 통해, 네덜란드는 신확정기여제도법(WMP)의 도입을 통해 사적연금의 위험 자산 투자로 전환 중에 있음. 이러한 연금 선진국들의 퇴직연금 투자방향을 고려할 때 우리나라의 퇴직연금 상품으로 부상되고 있는 TDF 투자 상품 개발 등과 관련하여 시사하는 바가 큼

- 저성장, 저금리, 고령화 등 사회경제적 환경이 변화하는 시점에서 노후소득의 감소 우려를 극복하기 위해 사적연금에 대해 다양한 자산 운용 전략이 시도되고 있음
  - 그 동안 사적연금은 노후소득보장 특성상 안전성 중심으로 운용되는 경향이 강하였으나, 최근 저금리, 고령화 등 사회경제적 변화에 대응하여 가입자의 수익을 제고하기 위해 위험자산 중심으로 투자가 전환되고 있는 사례가 나타나고 있음
- 특히, 연금 선진국이라 불리는 덴마크와 네덜란드의 사적연금제도가 최근 안전자산에서 위험자산에 대한 적극적인 투자로 전환되고 있음<sup>1)</sup>
  - Mercer(2017)가 발표한 2017년 국가별 연금 평가에 따르면 연금액의 적정성(Adequacy), 제도의 지속가능성(Sustainability), 사적연금제도의 완전성(Integrity)을 기준으로 볼 때 덴마크와 네덜란드의 종합지수는 각각 78.9, 78.8로 1, 2위를 기록하여 연금 선진국으로 인식되고 있음<sup>2)</sup>

1) Anne G. Balter et al.(2018), "The Move Towards Riskier Pension Products in the World's Best Pension Systems"

2) 한국은 적정성 46.9점, 지속가능성 46.8점, 완전성 47.9점으로 전 항목 D를 받음(Mercer(2017), Melbourne Mercer Global Pension Index)

- 덴마크와 네덜란드는 GDP 대비 사적연금의 비율이 다른 OECD 국가에 비해 상당히 높은 상황에서 저금리에 따른 안전자산에 대한 투자의 한계를 극복하기 위해 위험자산으로 투자 전환을 하고 있다는 점에서 주목할 필요가 있음
  - 2017년 덴마크와 네덜란드<sup>3)</sup>의 GDP 대비 사적연금 적립금 비율은 각각 209.0%, 180.3%로 OECD의 평균 83.0%와 비교할 때 사적연금 중심 국가임<sup>4)</sup>
- 덴마크의 사적연금은 최소금리(0~4.5%)를 보증하는 안전자산 연금상품에서 무보증 시장수익 상품인 주식과 대체투자 등 위험자산으로 전환되고 있음<sup>5)</sup>
  - 덴마크의 사적연금 상품은 일반적으로 지급 방식에 따라 종신연금, 유기연금, 인출형연금으로 구분되며 각각의 연금자산의 비율은 2014년 기준으로 57%, 28%, 15%임
    - 종신연금은 생애기간동안 연금형태로 지급되고, 유기연금은 10~25년의 기간에 걸쳐 연금형태로 지급되며, 인출형연금은 은퇴 후 15년 내에 일시금 또는 몇 차례에 걸쳐 분할하여 지급됨
  - 종신연금은 유기연금, 인출형연금에 비해 최저금리 보증을 통해 최저 연금소득을 보장한다는 점에서 해당 연금상품은 주로 안정적인 자산에 주로 투자되었음
    - 이러한 상품은 연금급여액의 예측가능성을 높이고, 안정적인 지급을 가능하게 하나 낮은 투자수익률로 연금지급액도 낮아진다는 문제가 지적되어 왔음
  - 최저보증금리가 지속적으로 낮아지면서 연금가입자는 위험자산에 투자하여 높은 수익을 기대할 수 있는 무보증 시장금리 상품으로 이동하고 있음
    - 이와 관련하여 무보증 시장금리 상품의 준비금 비중은 2003년 약 4%에서 2015년 약 37%로 증가하여 왔으며, 동 상품의 자산구성을 보면 주식과 대체투자 등 위험자산 비중이 높았음<sup>6)</sup>
- 네덜란드는 2016년 9월 신확정기여제도법(Wet Verbeterde Premiereregeling: 'WVP')<sup>7)</sup>의 도입으로 사적연금이 고정형연금(Fixed annuity<sup>8)</sup>)에서 변액형연금(Variable annuity<sup>9)</sup>)을 선호하는 것으로 전환되고 있음

3) 네덜란드의 연금소득은 공적연금과 사적연금이 대략 5:5로, 2013년 말 기준으로 공적연금이 54%, 퇴직연금이 40%, 개인 연금이 6%를 구성되어 있음(Anne G. Balter et al.(2018))

4) OECD(2017), "Pensions at a Glance 2017"

5) FINANSTILSYNET(2017), "Pensions when the guarantees disappear—What are the implications for product characteristics and consumer protection?"

6) 2016년 1분기 말 기준 무보증 시장수익 상품의 자산구성은 주식(37%), 채권(49%), 부동산(6%), 대체투자(8%)인 반면, 보증 평균수익 상품의 자산구성은 주식(22%), 채권(66%), 부동산(6%), 대체투자(6%)임

7) 새로운 법은 DC형 연금자산의 변액형연금으로의 전환에 초점을 맞추고 있지만, DB에서 DC로의 전환을 포함하고 있음

8) 안전자산에 대한 투자를 통해 안정적 수익을 보장하는 연금상품을 의미함

9) 위험자산에 대한 투자를 통해 연금액 변동은 크나 고수익이 기대되는 연금상품을 의미함

- 금융위기 이후 저금리와 기대수명 증가로 일부 연금의 적립률<sup>10)</sup>이 100% 이하로 감소하자, 이를 극복하기 위해 지급단계(decumulation phase)에도 위험자산에 대한 투자를 허용하는 것을 골자로 함
  - 적립률이 100%이하로 떨어질 경우, 임금상승률을 보전해 주지 못할 수 있다는 우려에서 보다 적극적인 투자를 권고하는 조치로 나타남
  - 동 법 도입 이전에는 연금수급자가 세금 공제를 받기 위해 연금자산을 고정형연금으로 수급해야만 했으나, 도입 이후 이를 완화하였고 이로 인해 위험자산에 대한 투자가 원활하게 됨에 따라 수익의 변동성은 크나 기대연금급여액은 고정형연금보다 높은 것으로 평가되고 있음<sup>11)</sup>
- 신확정기여제도법 도입 이후 금융기관들은 변액형연금 상품들을 적극적으로 제공하였으며, 상품설명서에 첫 연금급여액 및 시나리오별 기대연금액을 다양하게 제시함
  - 알리안츠는 변액형연금에 대해 연금자산의 최대 31%까지 위험자산에 투자할 수 있고, 고정형연금(최소수익 보장)과 혼합된 하이브리드형을 제공하며, 은퇴 후 20년까지 위험자산에 투자할 수 있으나, 장수리스크에 대한 담보가 없고 금융충격 완화기능(smoothing shocks)이 있는 상품을 제공함
  - 델타로이드는 리스크 상황에 따라 15%는 방어적 위험자산, 30%는 중립적인 자산, 45%는 공격적인 자산에 투자하고, 하이브리드 기능이 있어 최소수익 보장도 하고 있으며, 은퇴 후 27년까지 위험자산에 투자할 수 있고, 장수리스크를 담보하고 5년 내에 금융충격을 완화할 수 있는 상품을 제공함<sup>12)</sup>

〈표 1〉 네덜란드 변액형연금 상품의 예시

구분	위험자산 투자한도 (%)	하이브리드옵션 <sup>1)</sup>	위험투자 기간 <sup>2)</sup>	장수리스크 담보여부	금융충격 완화기능 <sup>3)</sup> (smoothing shocks)
Allianz	0~31	있음	20년	부담보	없음
Aegon	66	없음	거의 없음	부담보	없음
Delta Lloyd	15, 30, 45	있음	27년	담보	5년
Nationale Nederlanden	35	없음	85세	담보	없음

주: 1) 변액형연금에 고정형연금의 특성인 최소수익을 보장하는 기능의 존재여부를 의미

2) 은퇴 후 위험자산에 투자할 수 있는 기간을 의미

3) 금융충격을 완화할 수 있는 기간

자료: Anne G. Balter et al.(2018)

■ 덴마크, 네덜란드와 같은 연금 선진국이 저금리, 고령화에 대응하여 투자 전략을 변경하고 있다는 점에서 우리나라의 퇴직연금 투자 방향과 이에 따른 소비자보호 조치 마련의 필요성에 시사하는 바가 큼

10) 기금적립률이란 연금부채(지급액) 대비 연금자산(적립액)의 비율을 의미함

11) Anne G. Balter et al.(2018), “The Move Towards Riskier Pension Products in the World’s Best Pension Systems”

12) 85세 이후에 9년 이내에 위험자산을 0%로 하도록 하고 있으나, 최초 가입시점에서 연금자산의 80%, 70%, 55%를 고정형연금을 구입한 경우, 나머지는 모두 위험자산에 투자할 수 있는 상품을 제공함

- 특히, 퇴직 후 고령기에도 위험자산에 대한 투자를 상당기간 허용하여 연금수급자의 연금자산에 대한 제고 노력을 하고 있다는 점에서 우리나라의 퇴직연금 상품으로 부상되고 있는 TDF(Target dated fund) 투자 상품 개발 등과 관련하여 시사하는 바가 큼
- 이와 관련하여 위험자산에 대한 투자는 가입자(수급자)에게 위험이 전이될 수 있다는 점에서 우리나라에 적용 시 우선적으로 수급권보호가 전제되어야 할 것이고, 또한 국가마다 사회경제 및 제도적 환경이 다를 수 있다는 점도 염두에 두어야 할 것임 **kiri**