

연금연구회 세미나 토론

2025년 12월 11일
동국대 D Square 홀

김경훈 교수
홍익대학교 경제학부

국민연금 해외투자는 외환시장의 중요한 수급 요인

- 국민연금의 해외투자 및 환헤지 활동은 단순한 기금 운용을 넘어 외환시장 수급과 환율 변동성에 실질적인 영향을 미치는 구조적 요인
 - Aldunate, Da, Larrain, and Sialm (2025)
 - 임은아·강형구·전상경(2016) & 주상철·원상희(2017)
 - 이승호(2024)
- 따라서 국민연금의 외환 관련 의사결정은 개별 투자자의 선택이 아니라 외환시장에 영향을 주는 거시적 변수로 해석되어야 함.
 - 국민연금의 환헤지, 해외투자 집행, 외화자금 조달 방식은 모두 외환시장 안정 논의와 관련
 - 외화채 발행 논의 역시 이러한 구조적 영향력 위에서 평가될 필요가 있음.

국민연금 외화채 검토 배경?

- 최근 원/달러 환율이 높은 수준에서 장기간 유지되고 변동성도 확대되면서 외환시장 안정에 대한 정책 부담이 증가
 - 직접적인 외환시장 개입은 국제적 마찰과 정책 부담이 큼.
 - 보다 간접적이고 우회적인 안정화 수단에 대한 필요성 확대
- 국민연금은 해외투자를 지속적으로 확대해야 하는 구조적 투자자
 - 해외투자 집행 과정에서 현물환 달러 매수 → 원화 약세 압력 유발
 - 환율 상승과 맞물릴 경우, 국민연금 해외투자로 인한 환율 상승이라는 인식 강화될 우려
- 외화채 발행은 정부 입장에는 외환시장 부담을 덜어주는 추가 수단 가능성
 - 국민연금이 해외에서 직접 달러를 조달 → 국내 현물환 시장의 달러 매수 압력 완화
 - 환율 급변 시에도 해외투자 집행이 외환시장에 주는 충격을 완화하는 완충 장치 역할 기대

자연헤지 수단이지만 수익률·변동성 측면 효과 검증이 필요

- 외화채 발행은 국민연금을 자산-부채 통화 일치라는 자연헤지 구조로 전환시키는 수단
 - 해외 달러 자산과 달러 부채를 동시에 보유 → 환율 변동이 자산과 부채에 동시에 반영
 - 환율 급등 시 평가이익 확대와 동시에 부채 상환 부담도 증가 → 환율 리스크의 기계적 상쇄 구조 형성
- 다만, 이러한 자연헤지는 수익률 감소 가능성을 내포
 - 글로벌 고금리 환경에서는 외화채 조달 금리가 해외자산 수익률을 초과할 가능성 상존
 - 이 경우 환율 리스크는 줄지만, 역마진(조달금리 > 수익률) 발생 위험
 - 즉, 외화채는 수익 전략이 아니라 수익률을 일부 포기하고 안정성을 확보하는 헤지 수단
- 외화채는 환헤지 비용이 급등하는 환경에서는 파생상품을 대체하는 구조적 헤지 수단이 될 수 있으나, 발행 타이밍과 속도에 따라 외환시장 변동성을 줄일 수도, 오히려 키울 수도 있음.
 - 위기 시 환헤지 비용 급등 → 외화채는 비용 불확실성을 고정 비용으로 전환
 - 반면 발행이 특정 시점에 집중될 경우 대규모 달러 수급 변동 → 외환시장 변동성 확대 가능성도 상존

기금 독립성과 대외 인식

- 외화채 발행은 기금 운용의 자율성과 외환시장 안정이라는 두 정책 목표가 동시에 교차하는 영역
 - 한편으로는 국민연금의 환율 리스크 관리와 해외투자 집행 안정성 제고라는 운용 논리를 가짐
 - 다른 한편으로는 정부의 외환시장 안정 목적과 연결되며 정책 수단으로 해석될 여지도 존재
- 대외적으로는 외화채 발행의 성격이 기금의 독자적 판단인지 혹은 정부 주도의 외환정책 수단인지에 따라 해석이 달라질 가능성
 - 기금의 자율적 재무 전략으로 인식될 경우 → 해외 투자자 및 주요국의 정책적 문제 제기 가능성은 제한적
 - 반대로 정부 주도의 환율 대응 수단으로 비쳐질 경우 → 정책적 개입 신호로 해석될 소지 상존
- 따라서 외화채 발행이 현실화될 경우 핵심은 운용 주체의 독립성과 정책 목적의 명확한 구분
 - 기금의 장기 수익률·건전성 중심의 운용 원칙이 훼손되지 않아야 함.
 - 동시에 외환시장 안정과의 관계도 우회적·보조적 수단이라는 역할 규정이 명확할 필요

외화채 발행의 역할과 한계

- 외화채 발행은 기존 외환시장 안정화 전략을 보완하는 수단 중 하나로 가능성
 - 환헤지 비용이 급등하는 환경에서는 파생상품 헤지를 대체하는 구조적 수단
 - 해외투자 집행 과정에서 발생하는 현물환 시장 부담 완화 효과 기대
 - 다만, 외화채 자체도 발행 시점·속도에 따라 외환시장 변동성을 자극할 가능성 내재
- 만약 외화채가 외환시장 부담 완화를 넘어 적극적 개입 수단의 이미지로 인식될 경우, 대외적·제도적 제약이 커질 가능성
 - 주요국, 특히 미국 측의 정책적 해석과 견제 가능성
 - 기금 운용의 독립성과 중립성 훼손 논란 확대 우려
- 결국 외화채 도입의 전제는 기금 내부의 건전성·수익률 측면에서의 충분한 타당성 검증과 명확한 합의 필요
 - 외환시장 안정 논리만으로는 정당화되기 어려움
 - 국민연금의 장기 수익률, 재무 건전성, 대외 신뢰에 실질적으로 도움이 되는지에 대한 활발한 정책·학술적 토론이 선행될 필요

결론

- 국민연금의 해외투자·환헤지는 환율 변동성과 밀접한 연관성을 가지는 요인
- 정부는 최근 환율 수준과 변동성 여건을 고려하여 국민연금의 외화채 발행을 간접적으로 외환시장을 안정화하는 수단으로 검토
- 외화채는 자연헤지 효과를 제공할 수 있으나, 글로벌 금리 환경과 발행 조건에 따라 수익률 측면의 부담도 병존
- 외화채의 정책적 해석 여부에 따라 기금의 운용 독립성과 대외 인식에 미치는 영향은 달라질 수 있음.
- 외화채는 기존 외환시장 안정 전략을 보완하는 하나의 옵션으로 신중히 검토할 필요가 있으며, 기금 수익성·건전성·정책 효과에 대한 종합적 논의가 필요