

2026년 07월 28일 | 키움증권 리서치센터

투자전략팀 | 자산배분

연금 운용의 현주소 : 국내 퇴직연금에서 글로벌 연기금까지

자산배분/퀀트 Analyst 최재원





목차

연금 운용의 현주소

: 국내 퇴직연금에서 글로벌 연기금까지 03

I. 국내 퇴직연금 현황 04

500 조원 규모로 성장한 퇴직연금 시장	04
디폴트 옵션을 통한 수익률 제고	10
TDF 핵심 자산배분 상품으로 정착중	12
TDF 가 적극적으로 활용되는 미국 퇴직연금 시장	16

II. 글로벌 연기금 동향 및 상반기 이슈 20

글로벌 연기금 규모 및 성과 현황	20
① 일본 GPIF, 보수적 자산배분과 대체투자 점진적 확대	22
② 노르웨이 GPFG, 70%를 넘는 높은 주식 비중	25
③ 네덜란드 ABP, 높은 대체투자자 DC 형으로의 전환	28
④ 미국 CalPERS, 대체자산 비중 확대와 TPA 체계 도입	31
⑤ 캐나다 CPP, TPA 성과 재점검	35
⑥ 국민연금, 국내 주식 비중 변화에 따른 전술적 대응	40

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책 임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하 는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

연금 운용의 현주소

: 국내 퇴직연금에서 글로벌 연기금까지



Executive Summary

I. 국내 퇴직연금 현황

- 국내 퇴직연금 적립금은 2025년 기준 501.4조원(+16%)으로 500조원 시대에 진입했으며, DB(45.7%)에서 DC·IRP(54.3%) 중심으로의 전환이 가속화되고 있음.
- 제도 개선과 투자 인식 변화에 힘입어 실적배당형 비중이 확대되면서 퇴직연금 수익률은 10년 내 최고치인 6.5%를 기록. 다만 디폴트옵션의 85%가 안정형에 집중되는 등 선진 연금제도와 비교할 때 적극적 투자 측면에서는 개선 여지 존재.
- TDF는 2018년 1.4조원에서 현재 약 25조원 규모로 성장하며 퇴직연금의 대표 운용상품으로 자리매김. 미국은 자동가입·자동종액 제도 등을 기반으로 TDF 활용률이 84%에 달하는 만큼, 전문 운용을 통한 장기투자 유도 측면에서 국내 제도 개선 여지 존재

II. 글로벌 연기금 동향 및 상반기 이슈

- 글로벌 연기금은 저성장·고금리 환경에 대응해 대체투자 비중을 30~50% 수준으로 확대하는 추세임. CalPERS는 대체투자 목표 비중을 40%까지 확대하고 사모주식 전략을 성장형·벤처캐피탈 중심으로 재편했으며, ABP도 2030년까지 사모자산 비중 30% 확대를 추진 중. 또한 AI 확산에 따른 데이터센터 등 디지털 인프라가 새로운 대체투자 테마로 부상하면서 CPP, GPFG 등이 실물자산을 통한 투자 확대에 나서고 있음
- 주식·채권 간 상관관계 상승으로 전통적 분산투자 효과가 약화되면서, 대체자산의 분산 효과와 총 포트폴리오 단위의 리스크 관리를 중시하는 TPA(Total Portfolio Approach) 도입이 확산되는 추세임. CalPERS는 2026년 미국 대형 공적연기금 최초로 레퍼런스 포트폴리오와 액티브 리스크 한도 체계를 도입하는 등 SAA 중심 운용에서 벗어나 총포트폴리오 기반의 전술적 자산배분과 리스크 관리 체계를 강화하고 있으며, 시장 변동성이 확대될수록 이러한 운용체계의 중요성이 더욱 커지고 있음.

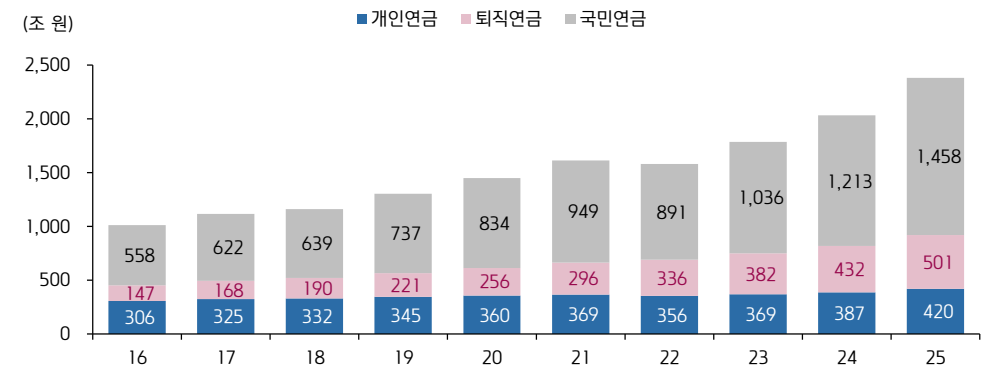
I. 국내 퇴직연금 현황

500 조원 규모로 성장한 퇴직연금 시장

2020 년 이후 이어지고 있는 투자 관심 확대와 초고령화 사회 진입에 따라 노후 자산 대비에 대한 필요성이 높아지며 연금 자산 준비 필요성에 대한 인식이 크게 확대되었다. 그 결과 2016 년 기준 147 조 원에 불과했던 국내 퇴직연금 적립금 규모는 2024 년 400 조 원을 경신한 지 불과 1 년 만에 약 70 조 원이 늘어나며 2025 년 말 기준 501.4 조 원까지 급격하게 확대되었다. 이러한 성장 배경에는 근로소득이 발생하는 세대들의 노후 대비 필요성에 따른 확정기여형(DB)으로의 자금 유입과, 베이비부머 세대의 은퇴가 본격화됨에 따라 개인형 퇴직연금(IRP)으로 퇴직금을 수령하여 운용하는 경향이 강화된 점이 핵심적인 동인으로 작용하였다.

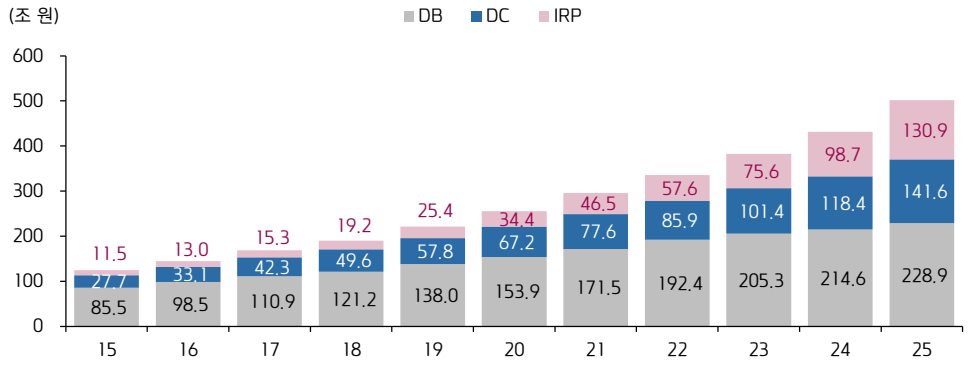
2025 년 말 기준 퇴직연금 유형별 자금 규모를 살펴보면, 확정급여형(DB)이 228.9 조 원으로 가장 큰 자금 규모를 유지하고 있으며, 그 뒤를 이어 DC 형이 141.6 조 원, IRP 가 130.9 조 원을 기록하였다. 절대적인 규모 면에서는 DB 형이 가장 크지만, 퇴직연금 시장 전체에서 DB 형이 차지하는 비중은 2015 년 68%에서 2020 년 60%로 감소하였고, 2025 년에는 45.7%까지 낮아졌다. 특히 2020 년 대비 DB 형 적립금은 49% 증가하는 데 그친 반면, IRP 와 DC 형은 각각 280%, 110% 증가하여 DC 형과 IRP 의 합산 비중이 전체의 54.3%를 차지하는 등 시장의 중심축이 빠르게 이동하였다.

연도별 연금(공적/사적) 적립금 추이



자료: 고용노동부, 금융감독원, 키움증권 리서치센터

연도별 퇴직연금 유형별 적립금 추이

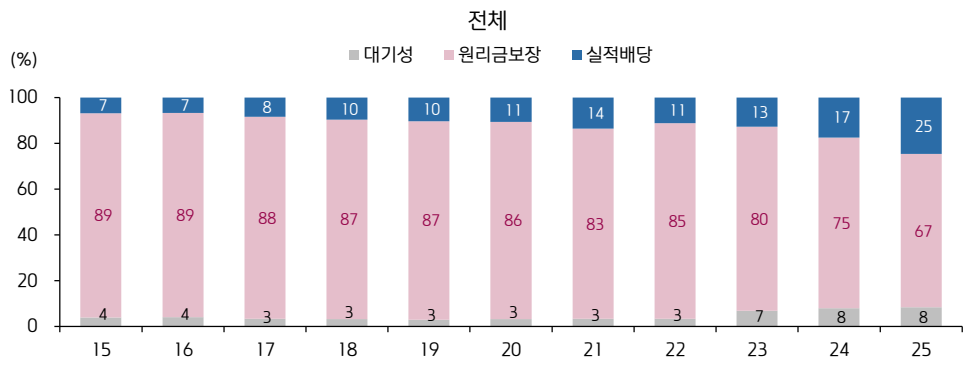


자료: 고용노동부, 금융감독원, 키움증권 리서치센터

퇴직연금 시장에서 DC 형과 IRP 유형이 빠르게 늘어남에 따라, 그동안 국내 퇴직연금의 고질적인 문제점으로 지적되어 온 지나치게 높은 원리금보장형 상품으로의 쏠림 현상도 한층 완화되는 고무적인 모습이 나타났다. 전체 퇴직연금 자산을 기준으로 2020년에는 실적배당형 상품의 비중이 11%에 불과하였으나, 2025년 말 기준 24.6%인 123.3조 원까지 대폭 늘어났다. 이러한 흐름은 원리금보장형 상품 비중이 절대적으로 높은 DB 형과 달리, 실적배당형 상품 비중이 높은 DC 형 및 IRP 유형으로 자금이 빠르게 유입된 영향이다.

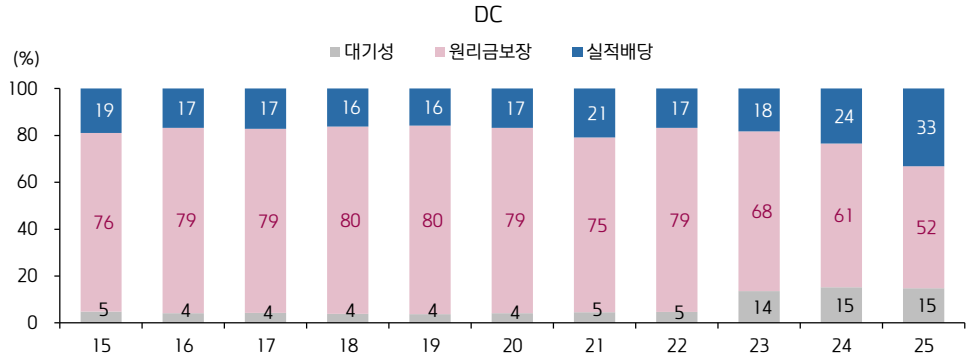
더불어 DC 형과 IRP 두 유형 내부에서도 실적배당형 상품의 비중 자체가 가파르게 확대되고 있다는 점이 실적배당형으로의 전환을 더욱 가속화하고 있다. DC 형의 경우 2023년 기준 실적배당형 비중이 18%이었으나 2025년에는 33.0%까지 늘어났다. IRP 유형 역시 2023년 기준 28%에서 2025년 44.3%까지 크게 확대되며 50% 수준에 근접하고 있다.

퇴직연금 전체, 운용방법별 비중 추이



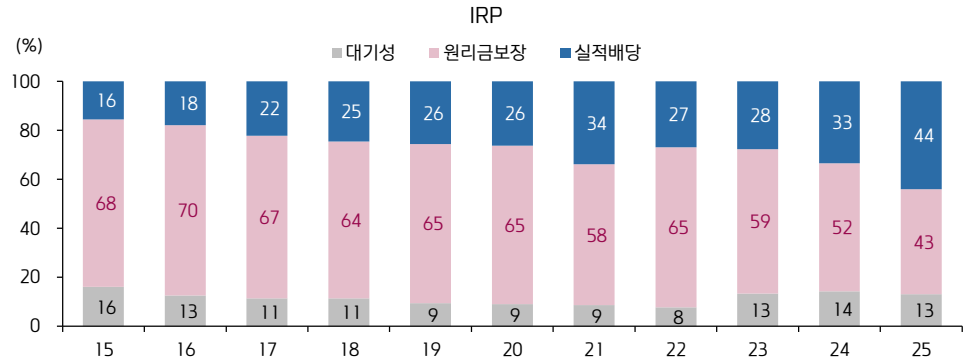
자료: 고용노동부, 금융감독원, 키움증권 리서치센터

퇴직연금 DC형, 운용방법별 비중 추이



자료: 고용노동부, 금융감독원, 키움증권 리서치센터

퇴직연금 IRP, 운용방법별 비중 추이

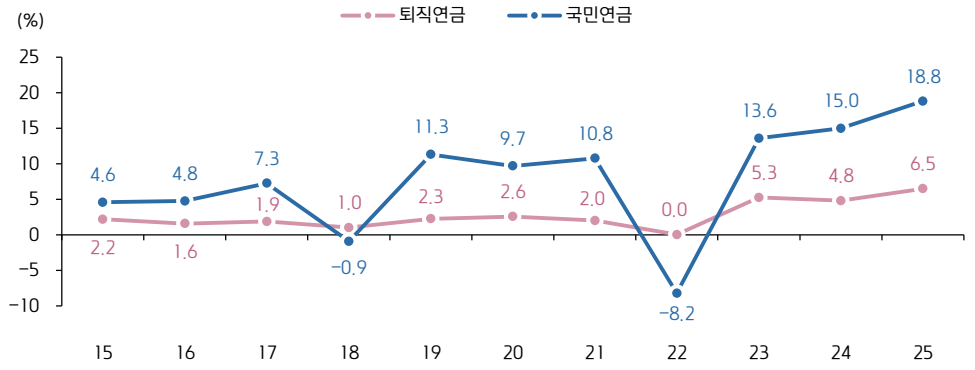


자료: 고용노동부, 금융감독원, 키움증권 리서치센터

앞서 살펴본 바와 같이 실적배당형 상품의 비중이 높은 DC 그리고 IRP 유형의 증가에 힘입어 퇴직연금 전체의 수익률이 역대 가장 높은 성과를 기록한 점 또한 눈 여겨 볼 만한 대목이다. 2022 년 이전까지의 퇴직연금 수익률은 2%대 중반을 최고점으로 기록하며 물가상승률 수준의 낮은 성과에 그쳤다. 하지만, 사회 전반의 투자에 대한 관심 확대 및 퇴직연금 자산에 대한 적극적인 관리를 위한 제도 개선이 뒷받침되며 퇴직연금의 연간 수익률은 2023 년 5.3%, 2024 년 4.8%에 이어 2025 년 6.5%까지 높아지며 최근 10 년래 가장 높은 성과를 기록했다.

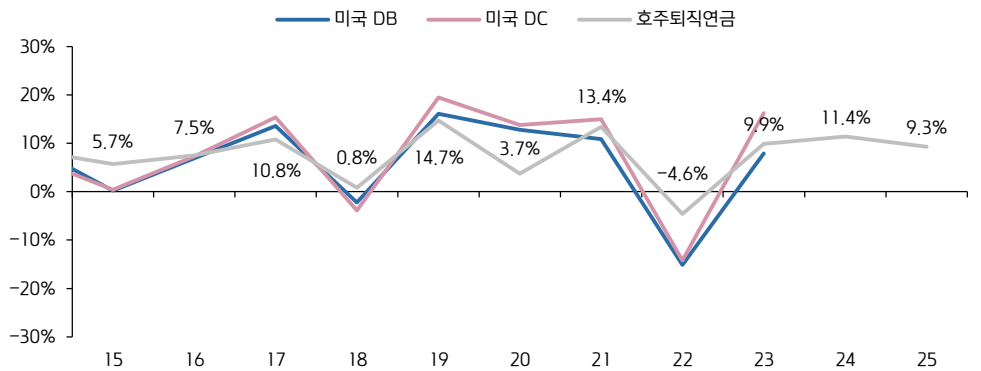
물론 적극적인 자산배분을 집행하는 공적기금 및 선진국 퇴직연금 시스템과 비교하면 여전히 개선해야 할 여지가 많은 상황이다. 국내 공적연금으로서 적극적인 글로벌 자산배분을 실행하는 국민연금은 2023 년 13.6%, 2024 년 15.0%, 2025 년 18.8%의 높은 연간 수익률을 지속적으로 달성하였다. 또한 대표적인 선진 퇴직연금 체계인 호주의 슈퍼애뉴에이션(Superannuation)의 경우에도 2023 년 9.9%, 2024 년 11.4%, 2025 년 9.3%의 수익률을 기록하며 안정적인 성과를 보여주었다. 국내 퇴직연금의 성과가 개선된 최근 3 년 평균을 기준으로 보더라도 선진국 연금 성과의 절반 수준에 그치고 있어 추가적인 운용 효율화가 필요한 실정이다.

연도별 퇴직연금과 국민연금 수익률



자료: 금융감독원, 국민연금, 키움증권 리서치센터

미국과 호주 퇴직연금의 연도별 수익률



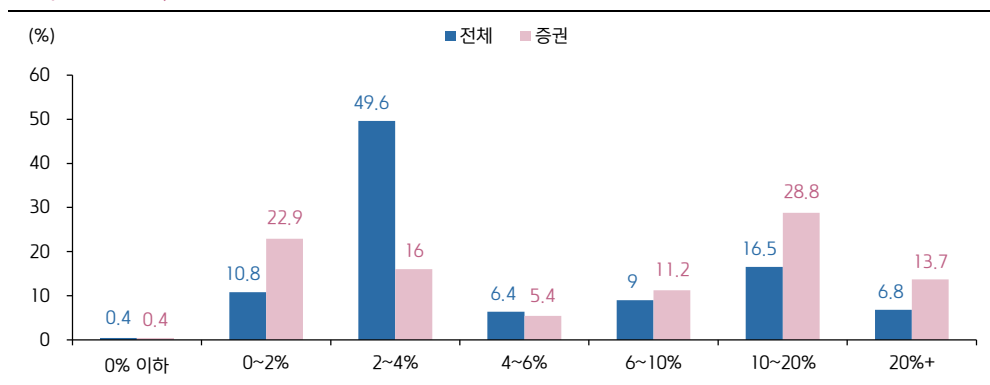
자료: ICI, SuperGuide 키움증권 리서치센터

퇴직연금 사업자의 금융권역별 적립금 비중을 살펴보면, 은행이 52.0%(260.5 조 원)로 가장 높은 점유율을 차지하고 있으며, 증권사가 26.2%(131.5 조 원), 생명보험사가 17.5%(87.8 조 원), 손해보험사가 3.4%(16.8 조 원) 순으로 나타났다. 2023년까지는 보험 권역이 은행 다음으로 높은 비중을 차지하였으나, 다양한 실적배당형 상품 라인업과 ETF 매매의 용이성을 앞세운 증권사의 점유율이 2023년 22.7%에서 2025년 26.2%로 가파르게 상승하며 순위가 역전되었다.

이러한 사업자 권역별 운용 성향 차이는 가입자들의 연간 수익률 분포에서도 뚜렷하게 확인된다. 전체 퇴직연금 가입자의 약 73%를 차지하는 은행과 보험 권역 가입자의 원리금보장형 상품 비중은 각각 80.9%, 86.9%에 달한다. 그 결과 전체 퇴직연금 가입자의 수익률 분포는 2~4% 구간에 49.6%가 집중되며 성과가 전반적으로 하향 평준화되는 모습이 관찰된다. 반면 원리금보장형 상품 비중이 54.8%에 불과하고 실적배당형 비중이 45.2%에 달하는 증권 권역 가입자의 연간 수익률 분포를 보면, 10~20% 구간에 28.8%, 20%를 상회하는 구간에도 13.7%가 분포하는 등 고수익 구간의 비중이 월등히 높다.

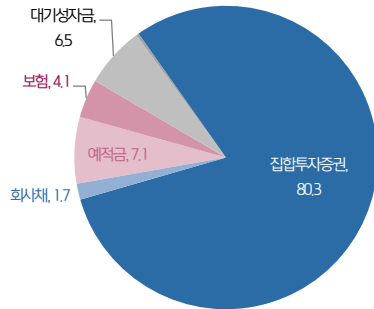
더 나아가 DC 및 IRP 가입자의 상위 10%와 하위 10% 가입자가 보유한 평균 상품 포트폴리오를 분석해 보면, 시장 리스크에 노출된 집합투자증권(펀드·ETF 등)의 편입 비중이 수익률 격차를 결정짓는 핵심 요인임을 알 수 있다. 성과 하위 10% 가입자(평균 수익률 0.5%)의 경우 예·적금, 보험, 대기성 자금의 비중이 74%에 달하여 적립금 증가분의 77%가 오직 근로자의 납입 원금에 의존하였다. 반면 성과 상위 10% 가입자(평균 수익률 19.5%)는 집합투자증권 등 실적배당형 자산 비중이 84%에 달하여 적립금 증가분의 67%가 자산 운용 수익에서 발생하였다.

전체/증권 권역, DC·IRP 가입자의 수익률 구간별 비중



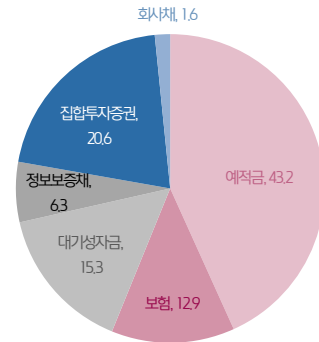
자료: 고용노동부, 금융감독원, 키움증권 리서치센터

DC 유형 상위 10%, 상품유형 분포



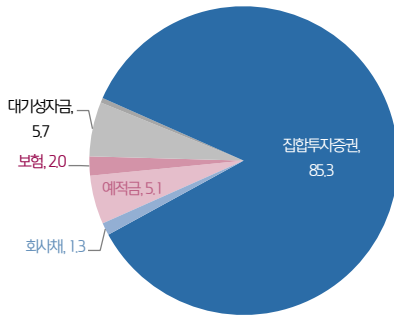
자료: 고용노동부, 금융감독원, 키움증권 리서치센터

DC 유형 하위 10%, 상품유형 분포



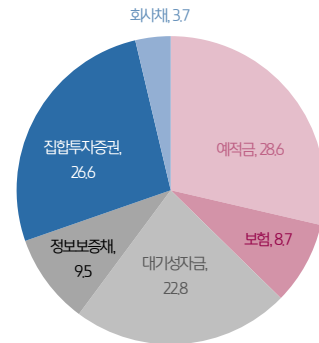
자료: 고용노동부, 금융감독원, 키움증권 리서치센터

IRP 유형 상위 10%, 상품유형 분포



자료: 고용노동부, 금융감독원, 키움증권 리서치센터

IRP 유형 하위 10%, 상품유형 분포



자료: 고용노동부, 금융감독원, 키움증권 리서치센터

디폴트 옵션을 통한 수익률 제고

가입자의 관심 부족이나 시간 부족에 따른 소극적 운용 관행을 보완하고 장기 수익률을 제고하기 위해 2023년 7월 도입된 사전지정운용제도(디폴트옵션)는 자금을 빠르게 흡수하며 시장에 안착하고 있다. DC 및 IRP 전체 적립금 대비 디폴트옵션 지정 적립금 비중은 2023년 말 7.1%(12.6조 원)에서 2024년 말 18.5%(40.1조 원)로 급증하였고, 2025년 말 기준으로는 19.6%인 53.3조 원에 도달하였다. 2025년 말 기준 디폴트옵션 지정가입자 수는 734만 명(DC 361만 명, IRP 373만 명)에 달하며, 실제로 디폴트옵션이 작동 중인 운용가입자 수는 372만 명(DC 212만 명, IRP 160만 명)으로 집계되었다.

2025년 디폴트옵션 정부 승인 상품(319개)의 투자유형별 연간 수익률은 적극투자형이 14.93%, 중립투자형이 10.81%, 안정투자형이 7.47%, 안정형이 2.63%를 각각 기록하였다. 실적배당형 포트폴리오가 포함된 적극·중립·안정투자형 상품이 7~14%대의 우수한 수익률을 시현하였음에도 불구하고, 디폴트옵션 전체 적립금 가중평균 수익률은 3.69%에 그쳤다. 이는 디폴트옵션 적립금의 85.4%(45.5조 원) 및 지정가입자의 79.4%(583만 명)가 은행 정기예금이나 보험사 이율보증형 상품으로만 구성된 안정형 상품에 압도적으로 쏠려 있기 때문이다. 안정형 상품의 연간 수익률은 2.63%로, 같은 기간 소비자물가 상승률을 소폭 상회하는 수준에 머물렀다.

연도별 디폴트옵션 적립금 및 가입자 수 현황

구분	세부	23년 4분기	24년 4분기	25년 4분기	증감률(%) ('25 / '24)
전체	적립금(조 원)	12.6	40.1	53.3	+32.9
	가입자 수(만명)	x479	631	734	+16.3
DC+IRP 전체 적립금 대비 비중(%)		<u>7.1</u>	<u>18.5</u>	<u>19.6</u>	
DC	적립금(조 원)	8.6	27.8	34.3	+23.4
	가입자 수(만명)	281	334	361	+8.1
IRP	적립금(조 원)	4.0	12.3	19.0	+54.5
	가입자 수(만명)	198	297	373	+25.6

자료: 고용노동부, 금융감독원, 키움증권 리서치센터

2025년 기준, 투자유형별 연간수익률

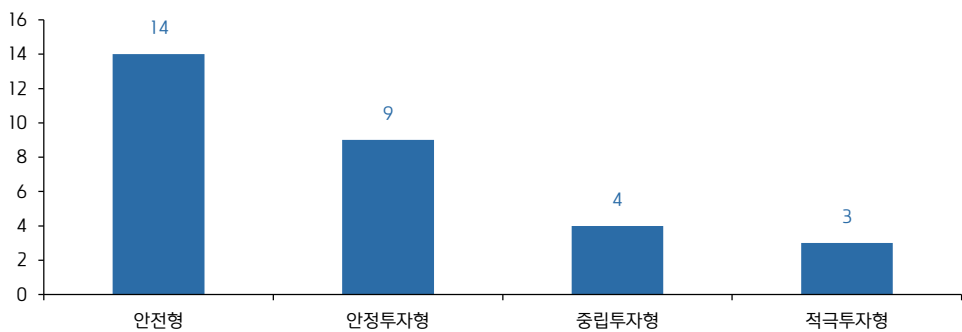
구분	적극투자형	중립투자형	안정투자형	안정형	전체
연간 수익률	14.93	10.81	7.47	2.63	3.69
적립금(조원)	1.4	2.5	3.9	45.5	53.3
적립금 비중(%)	2.6	4.7	7.3	85.4	100.0
가입자 수(만명)	39	48	64	583	734
가입자 수 비중(%)	5.3	6.5	8.7	79.4	100.0

자료: 고용노동부, 금융감독원, 키움증권 리서치센터

더 나아가 2024년 말 대비 2026년 1분기 기준 적립금이 가장 많이 증가한 상위 30개 디폴트옵션 상품의 투자유형 분포를 분석해 보면, 안정형 상품이 14개로 전체의 절반 가량을 차지하였다. 그 뒤를 이어 안정투자형이 9개, 중립투자형이 4개, 적극투자형이 3개 순으로 집계되었다. 이러한 흐름은 디폴트옵션 제도가 도입되었음에도 불구하고 가입자들의 원리금보장 중심의 보수적 성향이 지속되고 있음을 보여주며, 실적배당형 자산배분 상품으로의 유도를 위한 제도적 개선과 가입자 교육이 여전히 시급함을 뒷받침 한다.

2024년말 대비 2026년 1분기 기준, 적립금 증가 상위 30개 디폴트옵션의 투자유형 분포

(상품 수)

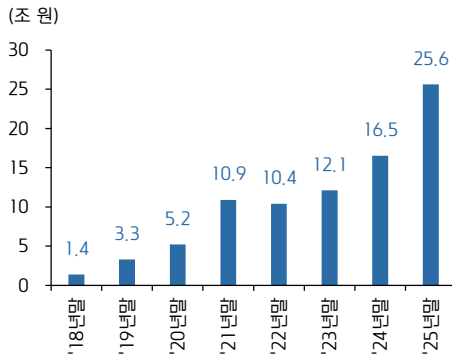


자료: 고용노동부, 금융감독원, 키움증권 리서치센터

TDF 핵심 자산배분 상품으로 정착중

가입자의 은퇴 목표 시점(Target Date)에 맞추어 생애주기 자산배분곡선(Glide Path)에 따라 위험자산과 안전자산의 비중을 자동으로 재조정해 주는 생애주기펀드(TDF)는 연금 자산배분의 핵심 수단으로 가파르게 성장하고 있다. 국내 TDF 순자산 규모는 2018 년 1.4 조 원에서 2021 년 10.9 조 원으로 10 조 원을 돌파한 이후, 2025 년 말 기준 25.6 조 원을 기록하여 불과 8 년 만에 18 배 이상 성장하였다. TDF 순자산 중 연금 자금이 차지하는 비율은 95.3%에 달하며, 세부적으로 퇴직연금이 83.8%(21.5 조 원), 개인연금이 11.5%(2.9 조 원)를 구성하고 있다. 특히 퇴직연금 계좌를 통한 TDF 투자 잔액은 2024 년 13.4 조 원에서 2025 년 20.1 조 원으로 50% 급증하여 연금 가입자들의 필수 자산배분 상품으로 자리매김 하는 모습이다.

연도별 TDF 순자산 현황



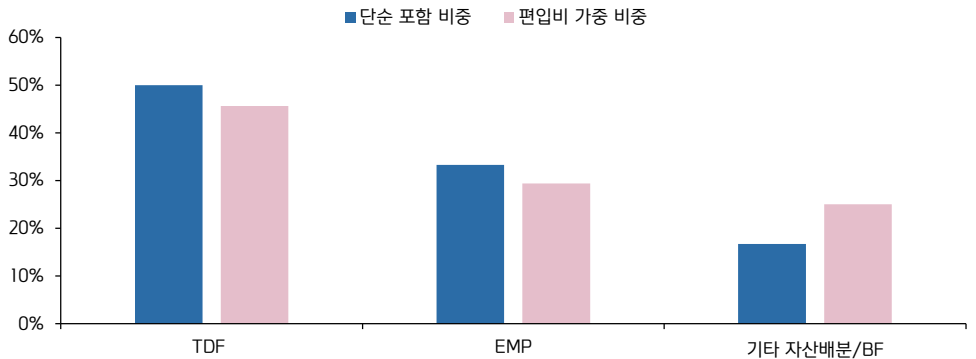
자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터

TDF 내, 연금 자금 비중 추이

구분	'22년	'23년	'24년	'25년
연금	91.7%	92.9%	94.3%	95.3%
퇴직연금	74.5%	77.2%	81.1%	83.8%
개인연금	17.1%	15.8%	13.2%	11.5%
일반	8.3%	7.1%	5.7%	4.7%

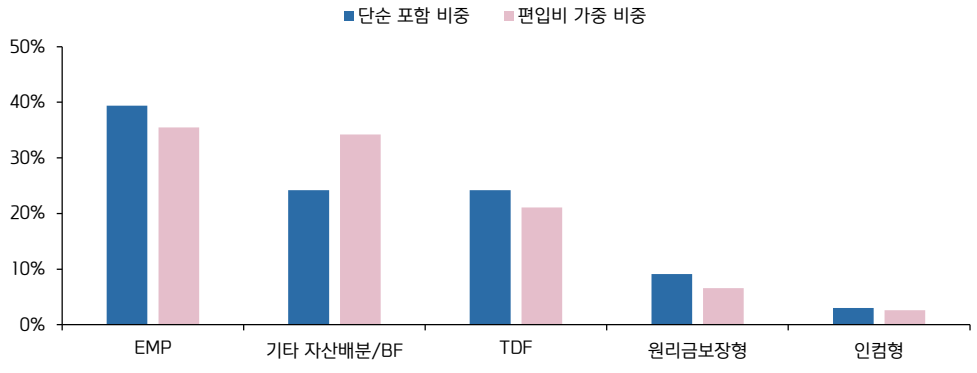
자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터

디폴트옵션 상품, 1년 수익률 상위 20개의 세부 구성 상품 유형 비중(2026년 1분기 기준)



자료: 고용노동부, 금융감독원, 키움증권 리서치센터

디폴트옵션 상품, 3개월 수익률 상위 20개의 세부 구성 상품 유형 비중(2026년 1분기 기준)



자료: 고용노동부, 금융감독원, 키움증권 리서치센터

2025 년 전체 TDF 의 연간 평균 수익률은 13.7%를 기록하며 퇴직연금 전체 평균 수익률(6.5%)과 디폴트옵션 수익률(3.7%)을 대폭 상회하였다. 그러나 동일한 TDF 빈티지(목표 은퇴 연도)를 가리키는 상품이라 하더라도 운용사별 글라이드 패스(Glide Path) 설정, 편입 자산군, 권역 및 자산배분 스타일 차별화에 따라 실제 시현되는 수익률에는 유의미한 차이가 발생하고 있다.

연초 이후 TDF 빈티지별 수익률 현황을 세부적으로 살펴보면, 은퇴 목표 시점이 먼 빈티지일수록 주식 등 위험자산 편입 비중이 높아 평균 수익률이 상승하는 경향을 보였는데, 그와 함께 동일 빈티지 내 수익률 격차 역시 함께 커지는 모습을 보였다. 2030 유형의 평균 수익률은 7.65%(최고 15.14%, 최저 2.96%)를 기록한 반면, 2035 유형은 8.86%(최고 17.29%, 최저 4.19%), 2040 유형은 9.82%(최고 18.39%, 최저 4.20%), 2045 유형은 10.30%(최고 20.00%, 최저 6.21%)로 상승세를 나타냈다. 이어 2050 유형은 10.96%(최고 22.23%, 최저 4.70%), 2055 유형은 11.48%(최고 21.42%, 최저 6.27%), 2060 유형은 12.16%(최고 25.03%, 최저 4.95%)로 가장 높은 평균 수익률을 시현하였다

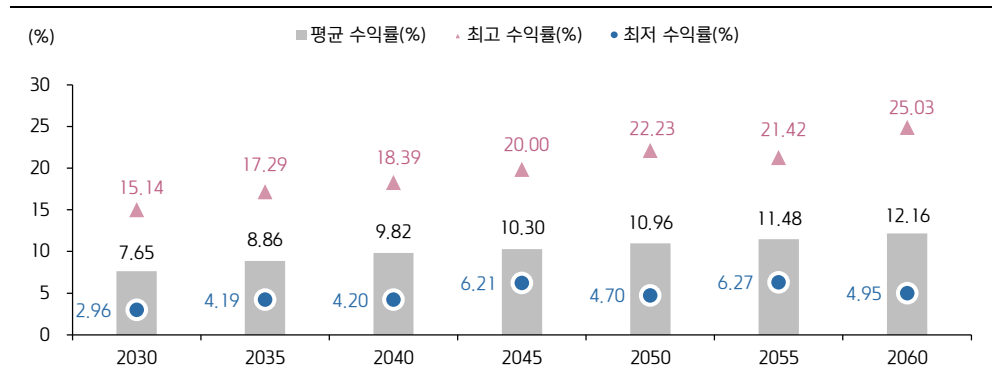
이처럼 동일 빈티지 내에서도 최고 수익률과 최저 수익률 간 격차가 최대 20%p 이상 벌어지는 주요 원인은 운용사별 자산배분 전략의 차이에서 기인한다. 국내 설정된 TDF의 국가별 투자 비중을 분석한 결과, 미국 자산에 대한 평균 투자 비중은 2022년 35.2%, 2023년 38.5%, 2024년 43.7%에 이어 2025년 43.0%로 높은 수준을 유지하였다. 이중 일부 TDF의 경우 미국 투자 비중이 최대 80.1%에 달해 강한 미국 증시 쏠림 현상을 나타낸 반면, 국내 증시에 대한 평균 투자 비중은 4.4%를 기록하는 가운데, 가장 높은 비중은 35.4%를 기록하기도 했다. 결과적으로 같은 빈티지의 TDF 상품이라 하더라도 운용사의 배분 전략에 따라 국가 및 업종에 대한 노출도가 크게 달라질 수 있음을 의미한다.

미국과 한국에 대한 TDF 투자 비중

구분		2022년	2023년	2024년	2025년
미국	평균 투자 비중	35.2%	38.5%	43.7%	43.0%
	최대 비중	67.3%	69.0%	80.7%	80.1%
한국	평균 투자 비중	3.4%	3.5%	2.5%	4.4%
	최대 비중	20.7%	26.3%	36.6%	35.4%

자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터

TDF 빈티지별, 연초 이후 수익률 현황



자료: KG제로인, 키움증권 리서치센터

이와 같은 운용사별 자산배분 전략의 차이와 특정 국가로의 투자 집중 현상이 확대됨에 따라 금융당국은 2026년 4월 '퇴직연금 감독규정 시행세칙'을 개정하여 적격 TDF의 운용기준을 정비하였다. 이번 개정은 TDF의 장기 자산배분 기능을 유지하면서도 특정 국가 및 자산에 대한 과도한 집중을 완화하고, 생애주기에 따른 자산배분 원칙을 보다 명확히 하기 위한 내용을 담고 있다.

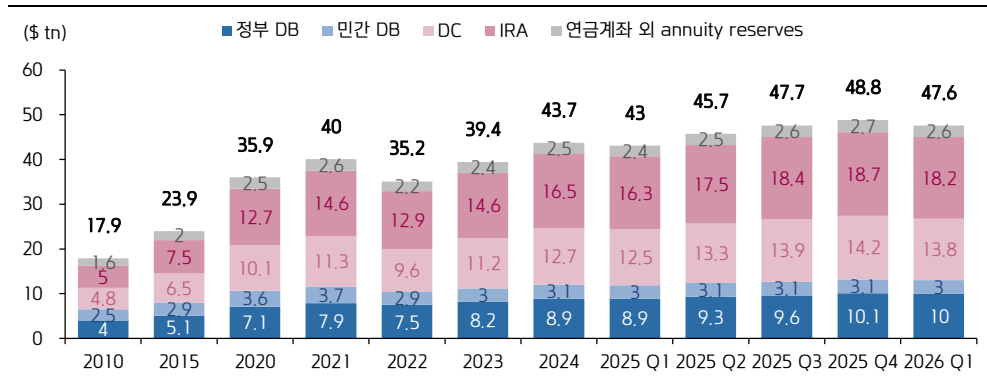
우선, 적격 TDF의 해외 특정 국가 투자 비중은 순자산의 80% 이내로 제한되었다. 최근 국내 TDF의 미국 자산 편입 비중이 지속적으로 확대되고 일부 상품은 미국 투자 비중이 80%를 상회하는 등 특정 국가에 대한 쏠림 현상이 심화됨에 따라, 국가별 분산투자를 유도하기 위한 기준이 마련된 것이다. 또한 적격 TDF의 운용기준도 일부 개편되었다. 기존에는 위험자산 편입 비중의 상한을 중심으로 관리하였다면, 개정 이후에는 적립기에는 안전자산을 최소 20% 이상, 목표시점 이후 인출기에는 최소 60% 이상 편입하도록 기준을 명확히 규정하였다. 이를 통해 생애주기에 따라 위험자산 비중을 점진적으로 축소하고 안전자산 비중을 확대하는 글라이드패스 운용 원칙을 보다 구체화하였다. 이 밖에도 적격 TDF의 인정요건과 자산구성 기준을 보다 명확히 규정하는 등 운용기준 전반에 대한 세부사항이 보완되었으며, 운용사의 자산배분 전략은 해당 기준의 범위 내에서 운용될 수 있도록 관련 기준이 정비되었다.

TDF 가 적극적으로 활용되는 미국 퇴직연금 시장

미국 퇴직연금 시장은 확정기여형(DC) 플랜과 개인형 퇴직연금(IRA)을 중심으로 세계 최대 규모의 연금 자금을 형성하고 있다. 미국 DC 퇴직연금의 전체 시장 자산은 주식시장 상승과 지속적인 자금 유입에 힘입어 14 조 달러를 경신하며 가파른 성장세를 이어가고 있다. 이러한 대규모 DC 시장 내부에서 자산배분형 대표 상품인 TDF 의 점유율과 활용도는 상당히 높은 수준임을 확인할 수 있다.

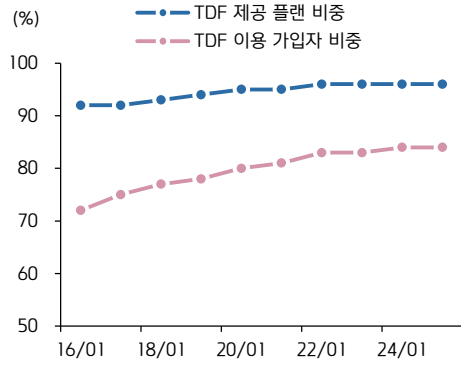
미국 최대 규모의 자산운용사인 뱅가드(Vanguard)에 따르면, 2025 년 말 기준 미국 DC 플랜의 96%가 TDF 를 핵심 투자 옵션으로 제공하고 있으며, 전체 가입자의 84%가 TDF 를 실제로 활용하고 있는 것으로 집계되었다. 전체 DC 플랜 자산 중 TDF 가 차지하는 비중은 2016 년 28%에서 2025 년 45%로 지속적인 상승세를 기록하였다. 특히 전체 신규 납입금 중 64%가 TDF 로 유입되고 있어, 향후 미국 DC 시장 내 TDF 의 자산 점유율이 더욱 확대될 가능성이 높다고 판단된다.

미국 퇴직연금 시장 규모



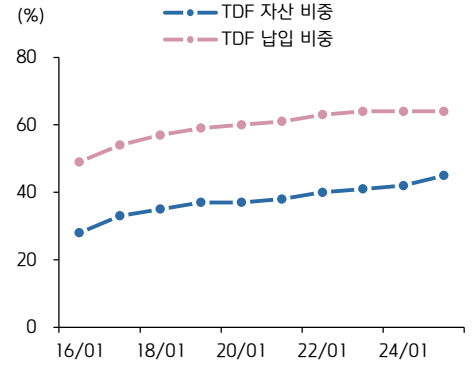
자료: ICI, 키움증권 리서치센터

미국 DC형 퇴직연금 내 TDF 선택 비율



자료: Vanguard, 키움증권 리서치센터

미국, 퇴직연금 TDF 자금 및 납입 비중



자료: Vanguard, 키움증권 리서치센터

미국 퇴직연금 시장에서 TDF 가 이처럼 표준적인 투자 수단으로 보편화된 바탕에는 확정급여형(DB)에서 확정기여형(DC)으로의 구조적 전환과 이를 보완하기 위한 행동경제학 기반의 제도적 장치가 존재한다. 1990년대 이후 기업이 은퇴 소득을 보장하던 DB 형에서 근로자 개인이 직접 자산 적립과 운용을 책임지는 DC 형으로 패러다임이 변화하였으나, 상당수 근로자들은 복잡한 금융 지식 부족과 의사결정 부담으로 인해 연금 가입 결정을 미루는 모습을 보였다. 이에 미국 회계감사원(GAO)은 민간부문 근로자의 약 절반이 퇴직연금 미가입 상태에 방치되어 있음을 지적하며 강력한 정책적 개입의 필요성을 제기하였다.

미국 입법부는 근로자가 현재의 기본값을 유지하려는 성향을 활용하여, 2006년 '연금보호법(PPA)'을 통해 디폴트 옵션(QDIA) 제도를 도입하고 자산배분이 자동으로 이루어지는 TDF를 적격 상품으로 지정하였다. 나아가 최근 통과된 'SECURE 2.0 Act'는 신규 설립되는 401(k) 및 403(b) 플랜에 대해 자동가입(Auto Enrollment)과 자동증액(Auto Escalation)의 원칙적 의무 도입을 규정함으로써 자동화 구조를 한층 강화하였다. 근로자는 원할 경우 언제든지 거부(Opt-out)할 수 있으나 기본 설정(Default)은 자동 가입으로 작동하며, 초기 디폴트 적립률 3~10%에서 매년 1%p 씩 자동으로 적립률이 올려져 최대 10~15%까지 저축률이 상향되도록 설계되었다.

실제로 2025 년 기준 미국 DC 플랜의 자동가입 도입 비율은 61%(대형 플랜 75%)에 달하며, 자동가입 플랜의 가입률은 94%로 자율가입 플랜(64%)을 현저히 상회한다. 또한 자동가입 플랜의 71%가 자동증액 기능을 연동하고 있어, 2025 년 적립률을 인상한 가입자의 약 69%가 자동증액 시스템을 통해 자동으로 적립률을 올린 것으로 확인되었다. 이러한 자동화 제도의 안착에 힘입어 가입자의 평균 저축률은 7.6%, 기업 매칭 지원금을 포함한 총 평균 저축률은 12.1%(중앙값 11.6%)를 기록하였다.

한편, 전문투자자 관리 자산배분형 상품(Professionally Managed Allocations)의 보편적 활용은 가입자들의 과도한 계좌 매매를 억제하고 안정적인 장기 투자 환경을 조성하는 데 결정적으로 기여하고 있다. 가입자가 직접 개별 펀드를 조합하는 대신 전문가 시스템에 운용을 위임하는 전문 관리 포트폴리오(단일 TDF, 단일 밸런스드 펀드, Managed Account) 이용 가입자 비중은 역대 최고치인 69%에 달하였으며, 그 결과 주식 비중 0% 또는 100%와 같은 극단적 자산배분 가입자 비율은 2005 년 34%에서 2025 년 8% 수준으로 급감하였다.

또한, 연간 1 회 이상 계좌 내 자산 교체를 진행한 가입자 비율인 연간 계좌 매매 비율 데이터를 분석해 보면 투자자 유형 간 극명한 행태 차이가 관찰된다. 단일 TDF 투자자의 경우 연간 계좌 매매 비율이 매년 1~2% 수준(2025 년 기준 1%)에 불과하고, 단일 BF(Balanced Fund) 투자자 역시 1~3% 수준(2025 년 기준 1%)에 머물렀다. 반면, 가입자가 직접 개별 펀드를 선택하여 포트폴리오를 구성하는 직접 운용 투자자 그룹의 연간 계좌 매매 비율은 11~16% 수준(2025 년 기준 13%)으로 월등히 높게 형성되었다.

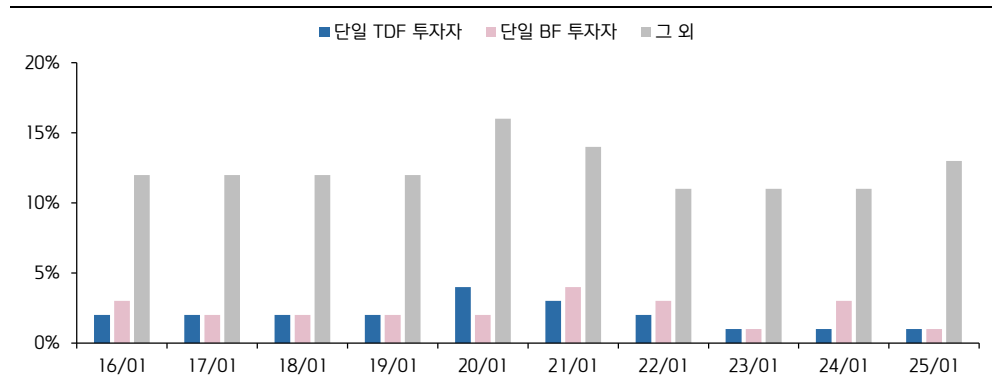
특히 시장 변동성이 극에 달했던 2020 년 팬데믹 당시, 직접 운용 가입자의 매매 비율은 16%까지 치솟으며 시장 하락에 따른 감정적 패닉 매매나 시장 타이밍을 노린 과도한 자산 교체가 빈번하게 발생하였다. 반면 단일 TDF 투자자의 매매 비율은 4% 수준에 그치며 흔들림 없는 투자 기조를 유지하였다. 이는 TDF 내부에서 리밸런싱과 글라이드 패스에 따른 자산 재배분이 자동으로 수행되기 때문에 가입자가 단기 시장 소음에 반응하여 불필요한 매매에 나설 필요가 없기 때문이다. 결과적으로 TDF 는 가입자의 충동적 거래와 고점 매수·저점 매도 오류를 방지하고, 장기적인 관점에서 안정적인 연금 자산 축적 환경을 제공하는 데 핵심적인 역할을 수행하고 있음이 실증 데이터로 입증된다.

미국 자동 납입 및 자산배분 관련

구분 (단위: %)	2021	2022	2023	2024	2025
Professionally managed allocation 이용자	64	66	66	67	69
단일 TDF 이용자	56	59	58	59	61
Auto-escalation 적용	69	69	69	69	71

자료: Vanguard, 키움증권 리서치센터

투자자 유형별, 연간 계좌 매매 비율



자료: Vanguard, 키움증권 리서치센터

주) 연간 1회 이상 계좌 내 자산 교체를 진행한 가입자 비율

II. 글로벌 연기금 동향 및 상반기 이슈

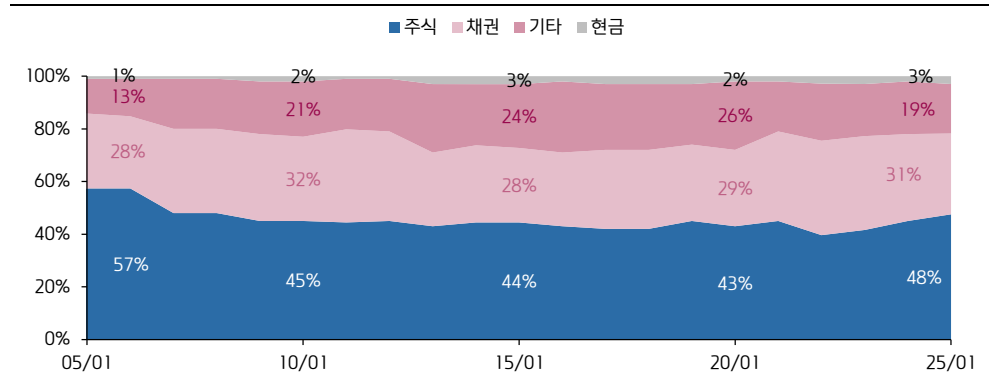
글로벌 연기금 규모 및 성과 현황

주요 연금 선진 7 개국(미국, 캐나다, 호주, 네덜란드, 영국, 스위스, 일본)의 평균 자산배분을 살펴보면, 2025 년 주식 비중은 48%로 전년(2024 년 45%) 대비 3%p 확대되었고 채권 비중은 33%에서 31%로 2%p 축소되었다. 2022~2023 년 금리 상승기에는 채권 비중이 일시적으로 늘어났던 것과 달리, 2024~2025 년에는 글로벌 증시 강세가 이어지며 주식 비중이 다시 확대되는 흐름이 뚜렷하게 나타났다.

국가별로는 여전히 뚜렷한 온도차가 존재한다. 호주(주식 55%)와 미국(52%)은 공격적인 주식 중심 배분을 유지하고 있는 반면, 일본(채권 51%)과 영국(채권 50%)은 채권 비중이 절반을 넘어서며 보수적인 기조를 이어가고 있다. 스위스(기타 42%)와 네덜란드(기타 24%)는 대체투자 비중이 유독 높게 나타나, 국가별 연금제도의 성격 차이가 자산배분에도 고스란히 반영되고 있음을 확인할 수 있다.

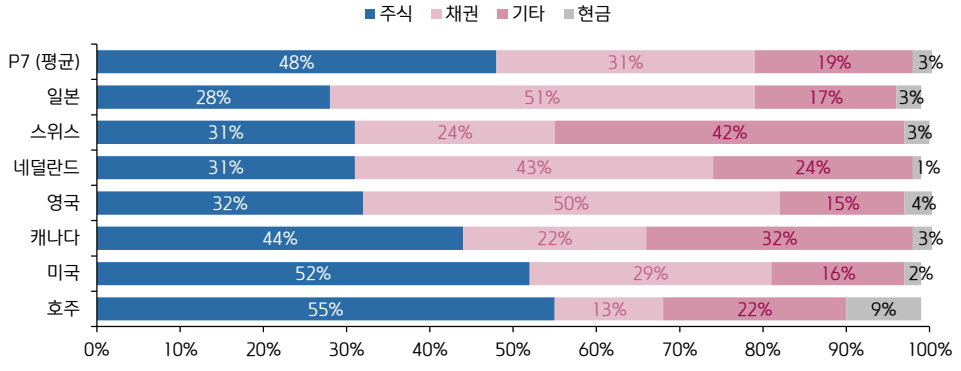
2025 년 기준 주요 글로벌 연기금 AUM 순위에서는 노르웨이 GPF(약 2,140 억 달러)가 일본 GPIF(약 1,823 억 달러)를 제치고 세계 최대 연기금 지위에 다시 올라섰으며, 미국 TSP(1,072 억 달러), 한국 국민연금(951 억 달러), 캐나다 CPP(793 억 달러), 미국 CalPERS(635 억 달러), 네덜란드 ABP(614 억 달러)가 뒤를 이었다. 국민연금은 세계 4 위 규모로, 캐나다 CPP 와 미국 CalPERS 를 상회하는 규모를 유지하고 있다.

주요 연금 선진 7개국 평균 자산배분 추이



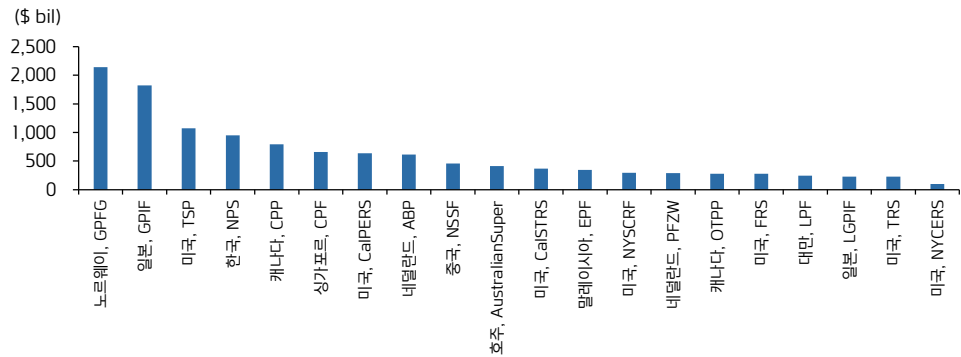
자료: TAI, 키움증권 리서치센터

주요 국가별 자산군 비중



자료: TAI, 키움증권 리서치센터

주요 연기금 AUM Ranking (2025년 기준)

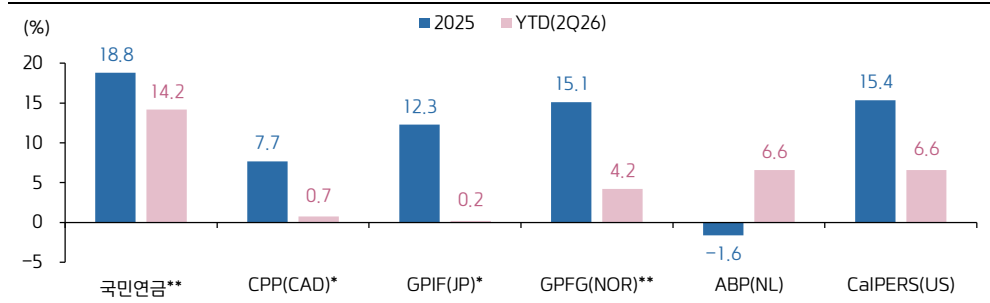


자료: TAI, 키움증권 리서치센터

2026년 연초 이후 글로벌 주요 연기금의 성과는 공시 시점에 따라 차이가 있으나, 대체로 1분기 금융시장 변동성 확대 이후 2분기 글로벌 증시 반등으로 회복하는 모습을 보였다. 국민연금은 4월 기준 YTD 14.2%를 기록하며 비교 대상 연기금 가운데 가장 높은 성과를 나타냈다. 올해 상반기 폭발적인 상승 흐름을 보인 국내 증시에 대한 보유 비중이 높은 영향이다. 캐나다의 CPP는 3월 기준 YTD 0.7%를 기록했다. 공모주식, 에너지 자산 및 외부운용 성과가 수익률을 견인했으나, 미국 달러 약세에 따른 환율 효과가 이를 상당 부분 상쇄한 영향으로 알려졌다. 다만, 2분기부터 본격화된 글로벌 증시 개선 흐름을 감안하면 연초 이후 성과는 보다 개선될 것으로 전망된다. 마찬가지로 글로벌 금융시장의 위험 선호 심리가 개선되기 전인 3월까지의 성과만이 발표된 일본 GPIF 역시 YTD 0.2%를 기록하며 사실상 보합 수준에 머물렀다.

한편, 노르웨이 GPFG 는 4 월 기준 YTD 4.2%를 기록했다. 주요 기금 대비 주식 비중이 압도적으로 높은 해당 기금은 3 월말까지만 해도 -1.9% 성과를 기록했으나, 4 월 이후 연출된 미국 대형 기술주의 반등에 힘입어 성과가 빠르게 회복되었다. ABP 는 6 월 기준 YTD 6.6%를 기록하며 상반기 중 성과가 크게 개선됐다. 1 분기에는 상장주식 부문의 부진이 전체 운용성과를 제약했지만, 대체투자는 원자재, 인프라, 부동산을 중심으로 양호한 성과를 기록했고, 이후 2 분기 글로벌 금융시장이 회복과 함께 성과가 빠르게 개선되었다. 마지막으로 CalPERS 역시 6 월 기준 YTD 6.6%를 기록하며 양호한 성과를 나타냈다. 2025 년 15.4%의 높은 수익률을 기록한 데 이어, 2026 년 상반기에도 공모주식 및 사모주식 전반의 양호한 성과에 힘입은 결과로 판단된다.

2025년과 연초 이후 주요 연기금 운용 수익률 현황



자료: 각 연기금, 키움증권 리서치센터

주) **국민연금과 GPFG는 '26.4 기준, *CPP, GPIF는 '26. 3기준

① 일본 GPIF, 보수적 자산배분과 대체투자 점진적 확대

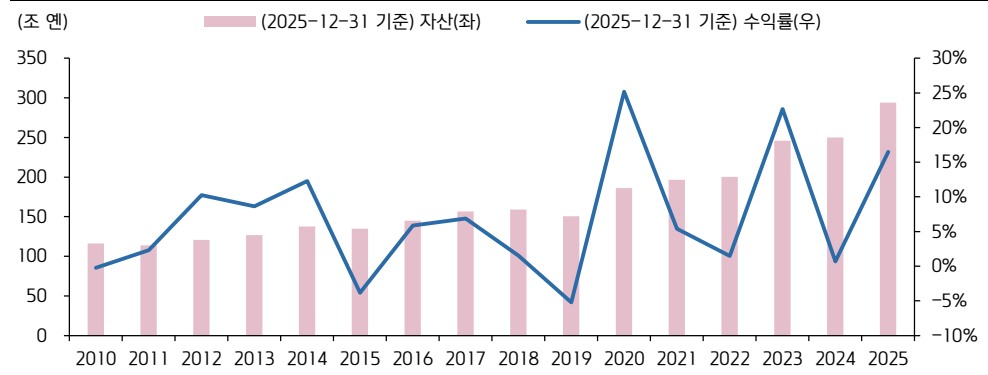
일본 GPIF 는 2026 년 3 월 말(FY2025 결산) 기준 운용자산이 293.6 조엔으로, 전년(FY2024, 249.8 조엔) 대비 43.9 조엔(+17.6%) 증가하며 사상 최대 규모를 다시 경신했다. 다만 달러 환산 기준으로는 노르웨이 GPFG(약 2,140 억 달러)에 세계 최대 연기금 자리를 내주며 2 위(약 1,823 억 달러)로 밀려난 상태다.

GPIF 는 국내/해외 주식과 채권을 각 25%씩 배분하는 4 분할 정책 포트폴리오(허용 괴리 범위 $\pm 6 \sim 9\%$)를 골격으로 삼고 있으며, 가능한 최소 수준의 리스크에서 장기적으로 연금이 요구하는 수익을 확보하는 것을 핵심 목표로 하는 대표적인 보수적 운용 기관이다. 지난해 말 5 년 단위 중기 목표를 수정하며 목표 초과수익률을 1.7%에서 1.9%로 상향 조정했음에도, 지난 3 월 GPIF 는 정책 포트폴리오의 비중 자체는 4 분할 체계를 그대로 유지하기로 결정했다. 이는 목표 수익률 상향의 해법을 자산군 비중 조정이 아니라 운용체계와 리스크 관리의 고도화에서 찾으려는 GPIF 의 리스크 관리 중심의 접근을 보여준다.

이러한 보수적 기조 속에서도 FY2025('25.4~'26.3) 운용수익률은 16.47%(운용수익 41.4 조엔)를 기록하며 사상 두 번째로 높은 성과를 달성했다. 자산군 별로는 국내주식이 +34.62%(+20.5 조엔)로 가장 크게 기여했고, 해외주식 +27.16%(+16.6 조엔), 해외채권 +12.33%(+8.0 조엔)도 양호했던 반면, 국내채권은 일본은행의 기준금리 인상 여파로 -5.11%(-3.7 조엔)의 손실을 기록했다.

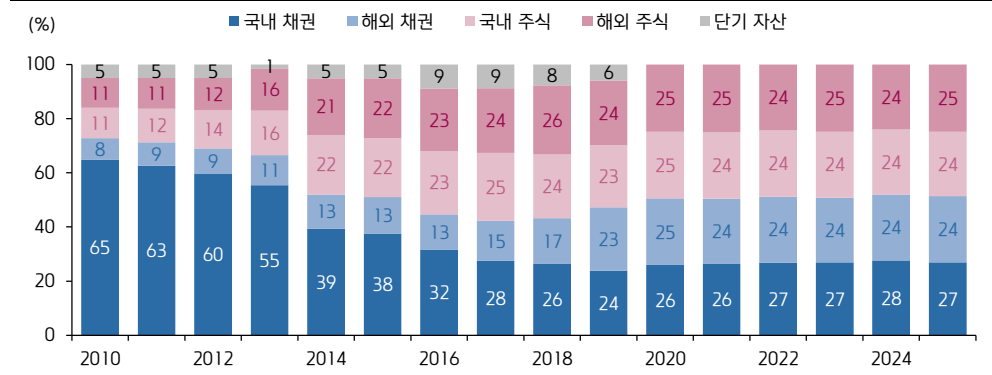
2024 년에서 2025 년으로 넘어오며 자산배분 비중에도 변화가 나타났다. 국내채권이 27.64%에서 26.91%로 0.73%p 축소되었고 국내주식도 23.94%에서 23.81%로 0.13%p 소폭 줄었다. 반면 해외채권은 24.37%에서 24.48%로 0.11%p, 해외주식은 24.05%에서 24.80%로 0.75%p 확대되었다. 같은 기간 국내주식의 수익률(+34.62%)이 해외주식(+27.16%)보다 높았음에도 비중은 오히려 해외주식이 더 크게 늘었다는 것이다. 이는 GPIF 가 연중 리밸런싱을 통해 국내주식과 해외주식에서 각각 10.7 조엔, 4.2 조엔을 순매도하며, 정책 비중(25%)에 맞춰 리밸런싱에 나섰기 때문으로 풀이된다. 실제로 국내채권에는 14.8 조엔, 해외채권에는 2.7 조엔을 순매수한 것으로 나타나, 4 분할 구조를 지키기 위해 리밸런싱 원칙을 보수적으로 관리하는 모습이 특징이다.

GPIF 자산 규모 및 수익률 추이



자료: GPIF, 키움증권 리서치
주) 매년 3월말 결산

자산배분 비중 추이

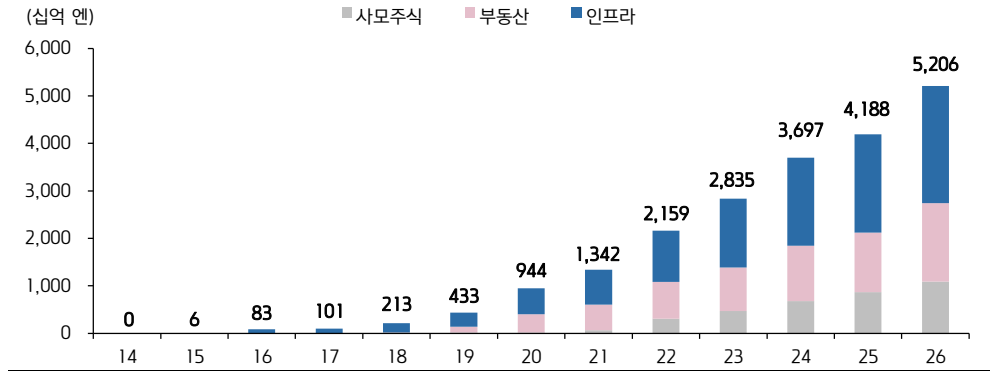


자료: GPIF, 키움증권 리서치
주) 매년 3월말 결산

한편, GPIF 2020 년 이후 인프라, 사모주식, 부동산 등 대체자산 투자도 꾸준히 확대하고 있다. FY2025 기준 대체투자 비중은 1.74%로 전년(FY2024, 약 1.65%) 대비 소폭 상승했으며, 절대 규모로는 4.19 조엔(FY2024)에서 5.21 조엔(FY2025)으로 1 년 새 24.3% 늘어났다. 자산군별로는 인프라 2.46 조엔, 부동산 1.65 조엔, 사모주식 1.09 조엔 순으로 구성되며, 특히 사모주식은 최근 1 년간 26.1% 늘어나며 세 유형 중 가장 빠른 성장세를 보였다. 그럼에도 현재의 수준은 글로벌 주요 연기금 대비 여전히 낮은 수준이며, 정책상 허용된 대체투자 한도(5%) 대비로도 상당한 여유가 존재한다.

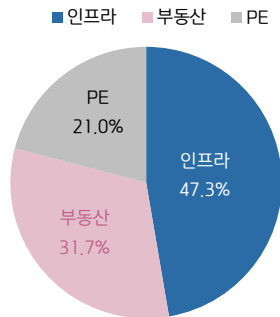
지난 2025 년 상반기 일본 정책 당국은 공적 연기금의 자산운용 방향과 관련하여 몇 가지 주요 논의를 진행하였다. 핵심은 연기금 자산의 활용도를 제고하는 동시에, 자국 경제 활성화와의 연계를 강화하는 데 있다. 구체적으로는 일본 내 스타트업, 인프라, 전략 산업 등에 대한 투자 확대 필요성이 제기되었으며, 이를 위한 수단으로 대체투자 활용 가능성이 언급되었다. 또한 기존 포트폴리오가 채권 중심으로 구성되어 있는 점을 고려하여, 리스크자산 투자 여력에 대한 점검 필요성도 함께 논의되었다. 다만, 이러한 논의는 현재까지 정책적 방향성 제시에 가까우며, 대체투자 한도 자체를 상향하는 등의 제도 변경으로 이어지지는 않은 상황이고, 해당 기금 역시 수급자의 장기 이익을 우선하여 운용한다는 방침을 재확인 하며, 기존 5% 한도 내에서 대체투자 비중을 점진적으로 확대하는 접근이 유지되고 있는 것으로 판단된다.

대체투자 자산 보유 추이



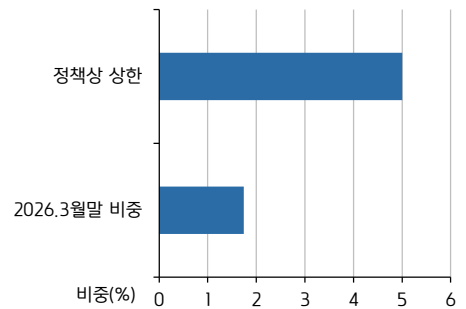
자료: GPIF, 키움증권 리서치
주) 매년 3월말 결산

대체투자 유형 내, 세부 유형별 비중



자료: GPIF, 키움증권 리서치

GPIF, 대체투자 비중 및 정책 상한



자료: GPIF, 키움증권 리서치

② 노르웨이 GPFG, 70%를 넘는 높은 주식 비중

노르웨이 국부펀드 GPFG 를 운영하는 NBIM(Norges Bank Investment Management)은 원유와 가스 수출로 조성된 자금을 관리한다는 점에서 태생적으로 장기·안정 지향적인 성격을 지닌다. 부동산과 인프라를 제외한 대체자산 투자에는 제한을 두고 있는데, 이는 사모펀드(PE)의 높은 수수료와 정치 및 규제 리스크, 액티브 운용 여력의 한계를 고려한 결정이며, 그 대신 높은 투명성과 유동성, 시가평가 원칙을 무엇보다 중시한다.

이러한 원칙 아래 2025 년 GPFG 는 15.1%의 수익률(2,362 십억 크로네)을 기록하며 역대 두 번째로 높은 연간 성과를 달성했다. 기금 규모는 2024 년 1 조 9,742 십억 크로네에서 2025 년 2 조 1,268 십억 크로네로 1 년 새 1,526 십억 크로네(+7.7%) 늘어났으며, 달러 환산 기준으로는 약 2,140 억 달러로 평가되어 일본 GPIF 를 제치고

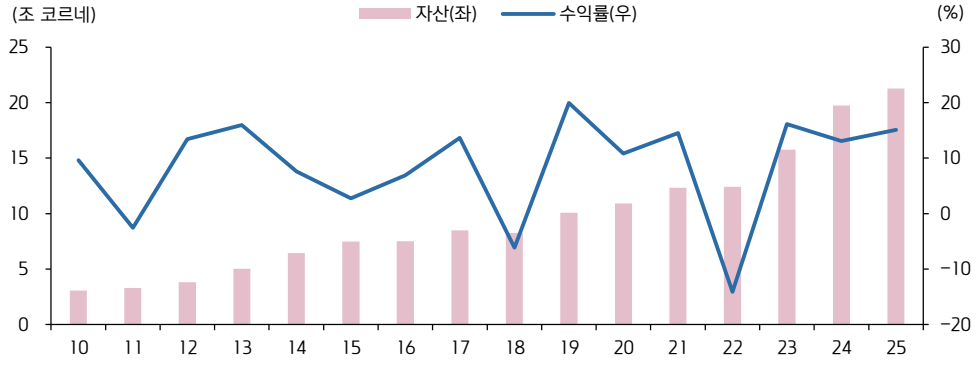
세계 최대 연기금 지위를 다시 차지했다. 2025 년 자산군별 성과는 주식 +19.3%, 신재생 인프라 +18.1%, 채권 +5.4%, 부동산 +4.4% 순으로, 기술·금융·소재 섹터를 중심으로 한 주식 부문이 성과를 견인했다.

2024 년에서 2025 년으로 넘어오며 자산배분 비중은 주식 71.4%→71.3%, 채권 26.6%→26.5%, 부동산 1.8%→1.7%로 각각 0.1%p 씩 소폭 조정되며 전반적으로 안정적인 모습을 보였다. 한편, 신재생 인프라의 절대 비중은 여전히 미미하지만 0.1%에서 0.4%로, 1 년 새 4 배 가까이 늘어나며 뚜렷한 성장세를 나타냈다.

해당 기금은 국부펀드로서 미래 세대의 세수 안정성 확보를 위해 장기 실질 수익률 극대화를 추구하는 만큼, 주식과 채권 비중이 95% 이상을 차지하는 단순화된 구조를 지니고 있다. 올해 2026 년 1 분기까지 글로벌 증시 조정으로 종합 수익률이 -1.9%(주식 -2.6%, 부동산은 +1.2%로 선방)를 기록하기도 했으나 여전히 현재의 전략적 자산배분(SAA) 체계를 고수하고 있다.

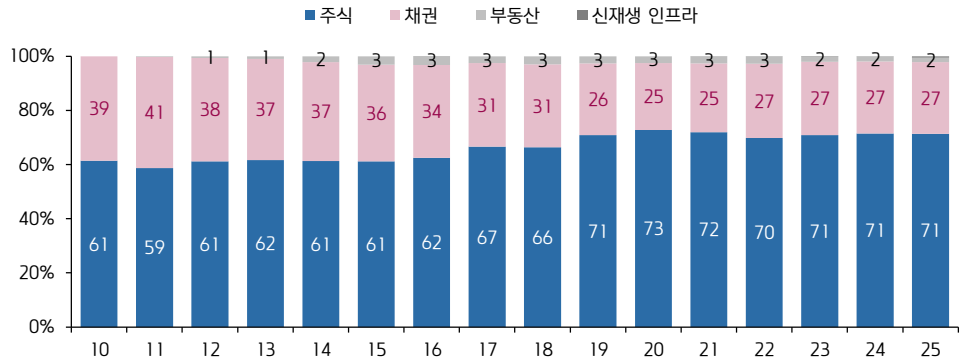
다만 부동산 부문만큼은 최근 수년간 상대적으로 부진한 성과가 이어지며 이사회가 2025 년 새로운 투자전략을 채택했다. 오피스 중심 직접투자(부동산 내 오피스 비중 2024 년 48%→2025 년 47%)에서 벗어나 데이터센터, 주거, 물류 섹터로 투자 범위를 넓히는 한편, 외부 운용사를 활용한 간접투자 비중도 확대할 계획으로 알려졌다. 실제로 올해 미국 리테일 부동산 전문 운용사 Asana Partners 와 전략적 파트너십을 맺고 지분 49%, 5 억 달러를 출자해 미국 전역의 오픈에어 쇼핑센터와 스트리트 리테일 자산에 투자하기로 했는데, 이는 온라인 쇼핑 확산으로 어려움을 겪는 전통물 대신 경기 방어력이 높은 생활 밀착형 리테일 자산을 택한 결과로 해석된다. 신재생 인프라 투자 역시 발전설비 중심에서 송배전망과 에너지 저장시설로 영역을 넓히고 있으며, 2026 년에는 북미 해상풍력 포트폴리오(약 2.3GW)에 첫 투자를 집행하는 등, 기금 내 비중은 크지 않지만, 대체투자 전략을 조금씩 확대하고 있다.

GPFG 자산 규모 및 수익률 추이



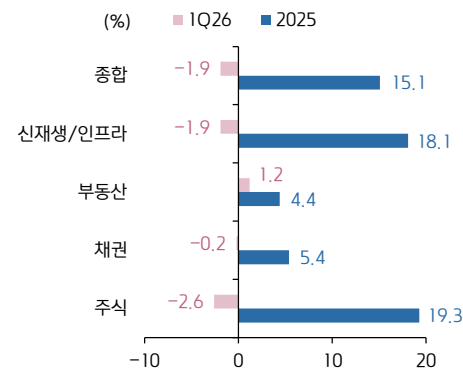
자료: GPFG, 키움증권 리서치

자산배분 비중 추이



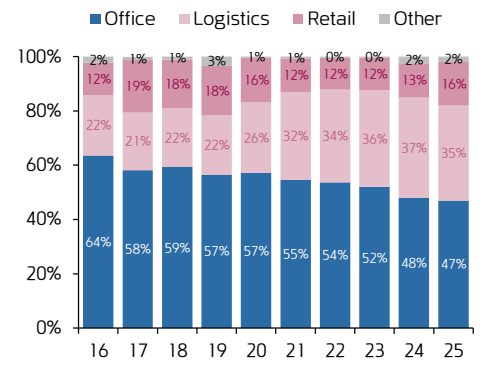
자료: GPFG, 키움증권 리서치

세부 자산군 기간별 성과



자료: GPFG, 키움증권 리서치

부동산, 유형별 투자 비중



자료: GPFG, 키움증권 리서치

③ 네덜란드 ABP, 높은 대체투자과 DC 형으로의 전환

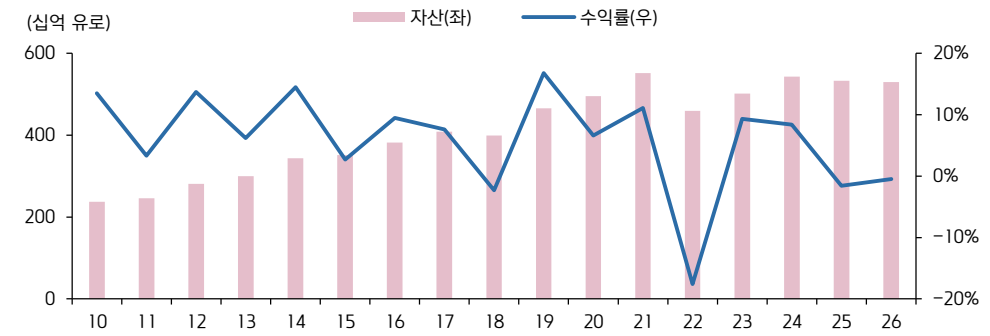
네덜란드 공무원연금 ABP(Stichting Pensioenfonds ABP)는 유럽 최대 연기금 중 하나로, 이러한 규모를 바탕으로 주식·채권·대체투자 전반에 걸쳐 폭넓은 분산투자를 구사해 왔다. 2025 년 말 기준 ABP 의 운용자산은 533 십억 유로로 전년(2024 년말, 543 십억 유로) 대비 10 십억 유로 줄었으며, 연간 투자수익률은 -1.6%를 기록했다. 강한 글로벌 증시 상승에도 마이너스 수익률을 기록한 것은, 네덜란드 연기금 특유의 부채 헤지(금리 오버레이) 구조상 금리 변동이 투자손익에 직접 반영된 영향이다.

2024 년에서 2025 년으로 넘어오며 자산배분 비중은 주식 29.8%에서 31.2%로 1.4%p 확대된 반면, 대체투자는 29.7%에서 28.7%로 1.0%p 축소되었고, 채권은 39.7%에서 40.0%로 0.3%p 소폭 늘었다. 그럼에도 대체자산 비중은 여전히 30% 안팎의 높은 수준을 유지하고 있어, 전체 포트폴리오의 약 3분의 1 을 채권 이외 자산에 배분하는 ABP 특유의 분산 전략은 계속되고 있는 것으로 판단된다.

2026 년 들어서는 중동 지정학적 불확실성 여파로 1 분기 수익률이 -0.5%(-28 억 유로)에 그쳤다. 다만, 주식과 채권이 부진한 가운데서도 부동산(+1.6%)과 대체투자(+3.1%, 특히 원자재 +7.7%·인프라 +3.1%)가 손실을 상당 부분 방어하며 높은 대체투자 비중을 통한 분산 효과를 다시 한번 입증했다. 올해 1 분기 말 기준 자산배분은 주식 30.5%, 채권 39.8%, 대체투자 28.4%로, 대체로 안정적인 흐름을 이어가고 있다.

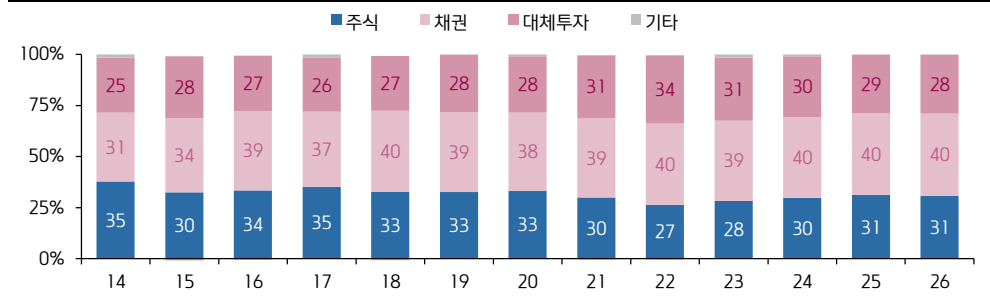
ABP 의 적극적인 대체투자 기조는 실물자산 투자에서도 이어진다. ABP 는 2030 년까지 네덜란드 국내 임팩트 투자 100 억 유로 목표를 유지하며 국내 실물자산 투자를 지속 확대하고 있으며, 주거용 부동산 부문에서는 미국 Greystar 와 결성한 'Dutch Essential Housing Venture'를 통해 올해 5 억 유로를 추가 투자(2024 년 1 차 투자에 이은 두 번째 집행)해 누적 투자 규모를 약 9.2 억 유로로 늘렸다. 현재까지 2,000 호 이상의 임대주택 개발 프로젝트를 확보했으며, 안정적인 현금흐름과 물가연동 특성을 지닌 임대주택 자산을 중심으로 공공부문 가입자(교사·경찰 등)의 주거 문제 해결과 연계한 사회적 가치 창출까지 함께 추구하는, ABP 특유의 ESG 지향 실물자산 전략이 뚜렷하게 나타나고 있다.

ABP 자산 규모 및 수익률 추이



자료: ABP, 키움증권 리서치
주) 2026년은 1분기 기준

자산배분 비중 추이



자료: ABP, 키움증권 리서치
주) 2026년은 1분기 기준

2023년 미래연금법 승인 이후 네덜란드 연금제도는 기존 확정급여(DB) 중심 구조에서 확정기여(DC), 특히 집합적 위험공유형인 CDC 체계로의 전환이 본격화되었다. 이 개혁은 특정 기금에 국한된 변화가 아니라 네덜란드 전체 직역연금 시스템을 대상으로 한 구조적 재편이며, 2028년 1월까지 모든 기금이 새로운 체계로 전환하는 것을 목표로 한다. 이러한 흐름 속에서 유럽 최대 연기금인 ABP는 2027년 1월 전환을 앞두고 있으며, 2026년 들어 제도 전환이 실제 운용 의사결정에 반영되는 단계에 진입하였다.

이번 개혁의 본질은 단순한 제도 유형 변화(DB→DC)가 아니라, 연금 운용의 기준이 되는 프레임 자체가 부채 중심에서 자산 중심으로 이동하는 데 있다. 기존 DB 체계에서는 연금 지급이 사실상 약정되어 있었기 때문에 자산운용은 부채의 금리 민감도와 할인율 변동에 대응하는 방향으로 설계되었다. 이에 따라 장기채 투자 및 금리스왑을 활용한 금리헤지 전략이 핵심 축을 이루었다. 그러나 CDC 체계에서는 급여가 투자 성과에 연동되고 개인별 계정 기반으로 재구성되면서, 전통적인 의미의 부채 듀레이션 관리 필요성이 상대적으로 약화된다. 이는 곧 자산배분 전략의 근본적인 재편으로 이어진다.

가장 두드러진 변화는 금리헤지 수요의 구조적 축소이다. ABP 가 2026 년 7 월 주식 리스크에 대한 추가 헤지를 실시하지 않기로 결정한 것은 이러한 변화를 상징적으로 보여주는 사례다. 해당 결정은 단순한 전술적 판단이 아니라, 헤지 비용이 기대 효과를 상회한다는 판단과 더불어 초대형 연기금의 규모상 파생상품을 통한 리스크 조정이 현실적으로 제한된다는 점을 반영한 것이다. 이는 제도 변화로 인해 헤지 필요성이 감소하는 동시에, 실행 측면에서도 기존 전략의 지속 가능성이 낮아졌음을 의미한다.

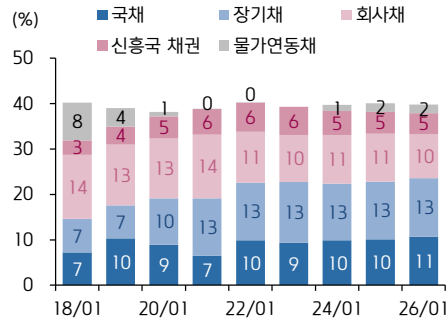
이와 함께 채권 중심 포트폴리오 구조 역시 빠르게 재편되고 있다. DB 체계에서 약 50% 수준이던 채권 비중은 DC 전환 이후 30%대로 하락할 것으로 예상되며, 이는 단순한 자산배분 조정이 아니라 ALM 기반 운용 체계 자체의 축소를 의미한다. 이러한 변화는 개별 기금을 넘어 시장 전반에 영향을 미치고 있다. 네덜란드 연기금 전체가 DC 체계로 이동하는 과정에서 대규모 장기 국채 매각이 예상되며, 이는 유럽 국채시장 수급에 유의미한 영향을 미칠 수 있는 규모다. 즉, 연금제도 개편이 자산시장 구조 변화로 직접 연결되는 사례로 해석할 수 있다.

한편, 부채 제약이 완화되면서 리스크 자산 및 사모시장 투자 확대가 동시에 진행되고 있다. ABP 는 2030 년까지 사모자산 비중을 30%까지 확대하고, 특히 인프라 투자 비중을 크게 늘리는 계획을 제시하였다. 이는 장기 안정성 확보보다는 기대수익률 제고와 유동성 프리미엄 확보에 초점을 둔 전략으로 해석된다. 투자 방식 측면에서도 외부 위탁 중심에서 벗어나 자체 인프라 투자 역량을 강화하고 공동투자 구조를 활용하는 등 보다 적극적인 운용 방식으로 전환하고 있다.

상장주식 운용에서도 변화가 나타난다. 보유 종목 수를 대폭 축소하여 포트폴리오 집중도를 높이는 전략이 병행되고 있으며, 이는 과거 분산 중심 접근에서 효율성과 성과 중심 접근으로 이동하고 있음을 보여준다. 이러한 변화는 단순한 스타일 조정이 아니라, 자산운용의 목적 함수 자체가 '부채 안정성'에서 '수익률 최적화'로 전환된 결과로 이해할 수 있다.

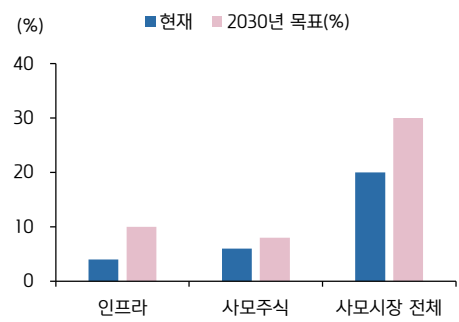
종합하면, 네덜란드 연금개혁은 운용 기법의 점진적 개선이 아니라 부채 구조의 변화가 자산배분을 재정의한 사례로 평가된다. 금리 헤지 축소, 채권 비중 감소, 리스크 자산 확대, 포트폴리오 집중화 등 일련의 변화는 모두 동일한 방향성을 가리킨다. 즉, 연금제도의 구조 변화가 자산배분의 결과를 바꾸는 수준을 넘어, 자산배분의 의사결정 기준 자체를 변화시키고 있다는 점이 본 사례의 핵심적 의미로 볼 수 있다.

ABP의 채권 세부 유형 (전체 기금 내 비중)



자료: ABP, 키움증권 리서치

사모시장 배분 목표: 현재 vs 2030년



자료: ABP, 키움증권 리서치

④ 미국 CalPERS, 대체자산 비중 확대와 TPA 체계 도입

캘퍼스(CalPERS)는 캘리포니아주 공무원연금기금으로 미국 최대 공적연금이며, 이러한 규모를 바탕으로 대체투자 전반에 걸쳐 미국 연기금 중 가장 적극적인 행보를 보여 왔다. FY2026('25.7~'26.6) 말 기준 캘퍼스의 운용자산은 637.1 십억 달러로 전년(FY2025, 563 십억 달러) 대비 74.1 십억 달러(+13.2%) 증가했으며, 수익률은 14.8%(잠정)로 FY2025(11.6%)에 이어 2년 연속 두 자릿수 성과를 달성했다. 이는 최근 5년 내 최고치이자, 기금이 목표로 삼는 할인율(6.8%)의 두 배를 웃도는 결과다.

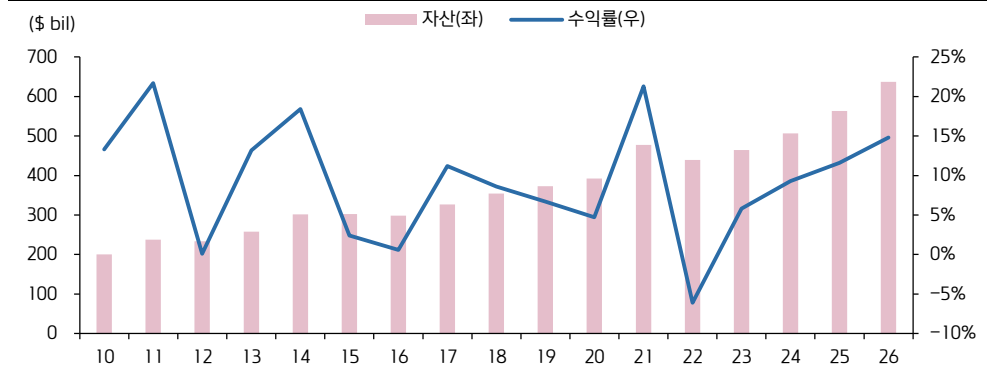
FY2024 에서 FY2025, FY2026 으로 이어지는 자산배분 비중 변화를 보면 공모주식이 41.9%→38.9%→36.8%로 지속 축소된 반면, 사모주식은 15.6%→17.7%→19.3%로, 사모부채는 2.8%→3.8%→4.2%로 꾸준히 확대되었다. 사모주식, 사모부채, 실물자산을 합한 대체투자 성격의 자산 비중은 FY2024 31.6%에서 FY2025 34.6%, FY2026 36.1%로 늘어나며, 이사회가 2024년 3월 상향 조정한 목표치(40%)를 향해 꾸준히 다가서고 있다.

캘퍼스는 2010년만 해도 대체자산 비중이 15%에 불과했으나 15년 만에 2배 이상으로 확대했으며, '22년부터는 사모주식 비중을 빠르게 늘려가는 한편 '23년부터 사모부채를 별도로 관리하는 등 대체투자 전반에 걸쳐 지속적으로 적극적인 태도를 보이고 있다.

지난 6월 발표한 사모주식 연간 운용보고서에 따르면, 캘퍼스는 사모주식 운용전략을 기존 대형 바이아웃(Large Buyout) 중심에서 성장형 투자(Growth Equity)와 벤처캐피탈(Venture Capital) 중심으로 확대하며 포트폴리오 구조를 재편하고 있다. 이 과정에서 사모주식 프로그램의 순자산가치는 약 920억 달러에서 1,190억 달러로 확대됐으며, 투자 대상도 134개 운용사와 421개 펀드로 다변화돼 바이아웃, 성장형 투자, 벤처캐피탈 전반에 걸친 균형 있는 포트폴리오를 구축했다.

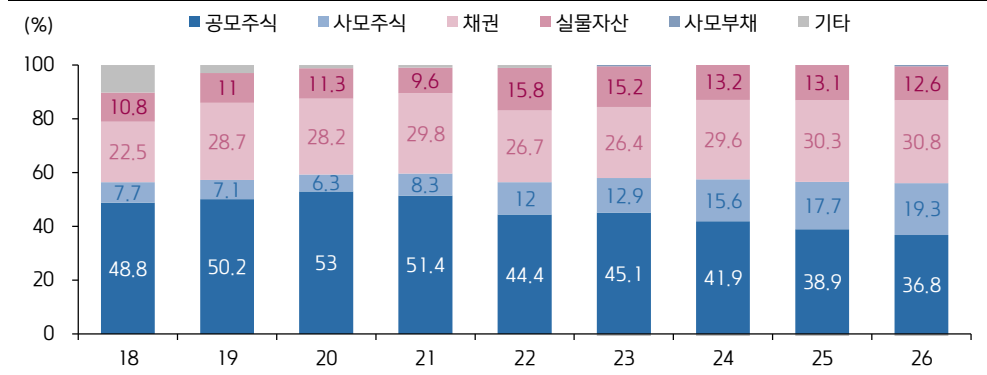
또한, 캘퍼스는 사모대출 연간 운용보고서를 통해 사모대출 전략도 기존 직접대출 중심에서 특수대출과 부동산 금융 등으로 투자 영역을 확대하고 있다고 밝혔다. 사모대출 프로그램은 약 250 억 달러 규모로 성장했으며, 다양한 대출 전략을 활용해 안정적인 현금흐름 확보와 포트폴리오 다변화를 추진하고 있다. 이는 캘퍼스가 단순히 대체투자 비중을 확대하는 것을 넘어, 장기 투자자로서 사모시장 전반의 운용 역량을 강화하고 수익원과 위험요인을 다변화하려는 전략적 방향을 보여준다.

CalPERS 자산 규모 및 수익률 추이



자료: CalPERS, 키움증권 리서치
주) 매년 6월말 결산

자산배분 비중 추이



자료: CalPERS, 키움증권 리서치
주) 매년 6월말 결산

한편, CalPERS 는 2025 년 11 월 이사회 표결로 전략적 자산배분(SAA)에서 총포트폴리오 접근(TPA)으로 투자 거버넌스 모델을 전환하기로 했고, 2026 년에 그 실행이 전면적으로 이루어졌다. 미국 대형 공적연기금 중 최초 사례다.

2026 년 3 월, 이사회는 레퍼런스 포트폴리오의 구체적 벤치마크 지수를 확정했다. 주식 75%는 CalPERS 이사회가 지정한 제외종목을 반영한 Customized FTSE Global All Cap Index 로, 채권 25%는 Bloomberg U.S. Treasury Index 로 정해지면서 기존 11 개 자산군별 벤치마크가 단일 지수로 완전히 대체됐다. 이어 6 월 15 일에는 투자위원회가 이 벤치마크 전환을 공식 보고(Agenda Item 4f)했고, 같은 달 CPP Investments 에서 10 년간 총포트폴리오 관리 조직을 이끌었던 Derek Walker 를 총펀드 포트폴리오 관리 책임자로 영입한다고 발표하기도 했다. 이런 준비를 거쳐 7 월 1 일 TPA 가 공식 시행에 들어갔고, SAA 체제와 자산군별 목표비중 등은 폐지됐다.

해당 기금은 레퍼런스 포트폴리오를 선정하는 과정에서 네 개 시나리오를 검토한 바 있다. 조합에 따라 기대수익률은 6.8%에서 7.0%까지 완만하게 상승하는 반면, 변동성은 11.9%에서 13.5%로, 테일 리스크는 -23.3%에서 -28.4%로, 금융위기(2007-09) 기준 최대 낙폭은 -40%에서 -45%로 훨씬 가파르게 악화된다. 이를 5,000 억 달러 규모 포트폴리오에 대입하면 예상 손실액도 199 억 달러에서 226 억 달러까지 벌어진다. 즉 주식 비중이 5%p 늘어날 때마다 기대수익률은 0.1%p 안팎만 오르는 반면 리스크 지표는 훨씬 큰 폭으로 나빠지는, 위험 대비 수익의 한계효용이 뚜렷하게 체감하는 구조다. 이사회가 기대수익률이 가장 높은 80/20 이 아니라 75/25 를 최종 채택한 이유도 여기에 있다. 구 SAA 인 72/28 대비 변동성 증가폭을 0.7%p 로 억제하면서도 펀딩비율 개선 등의 효과가 더욱 큰 것으로 판단했기 때문으로 보인다.

레퍼런스 포트폴리오 후보별 기대수익률·리스크 비교

구분	기대수익률 (%)	변동성 (%)	테일리스크 (95%,%)	GFC 최대낙폭 (2007-09,%)	5,000억달러 포트폴리오 가정손실액 (10억달러)
70/30	6.8	11.9	-23.3	-40	-199
72/28 (구 SAA)	6.8	12	-25	-41	-204
75/25 (신규 채택)	6.9	12.7	-25.8	-43	-213
80/20	7.0	13.5	-28.4	-45	-226
신규채택(75/25) - 구 SAA(72/28) 차이	0.1	0.7	-0.8	-2	-9

자료: CalPERS, 키움증권 리서치

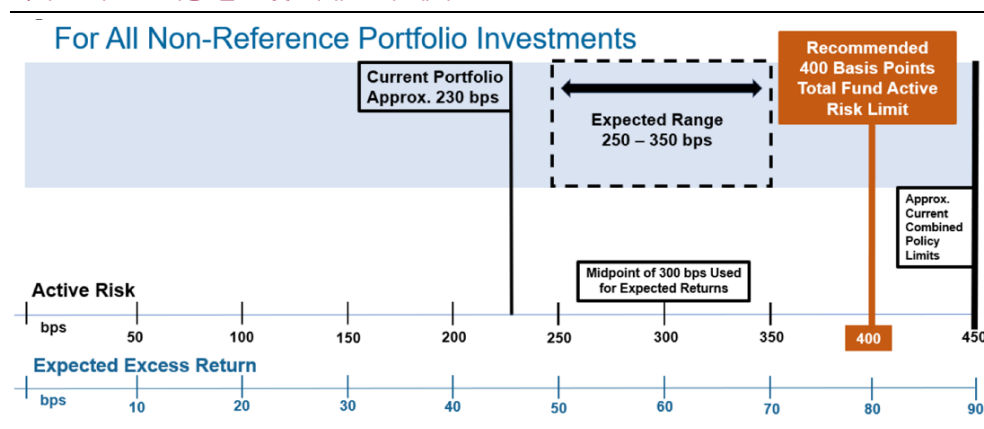
TPA 레퍼런스 포트폴리오 벤치마크 지수 구성

자산군	비중	벤치마크 지수
주식	75%	Customized FTSE Global All Cap Index (CalPERS 이사회 지정 제외종목 반영)
채권	25%	Bloomberg U.S. Treasury Index

자료: CalPERS, 키움증권 리서치

TPA 체제에서 이사회는 더 이상 자산군별 허용범위를 개별적으로 승인하지 않는다. 대신 앞서 확정된 레퍼런스 포트폴리오(75/25)와 액티브 리스크 한도라는 두 축만 승인하며, 이 한도가 운용진이 레퍼런스 포트폴리오에서 벗어나 사모시장 확대나 전술적 베팅을 실행할 수 있는 재량의 크기를 규정한다. 2025 년 기준 활용된 액티브 리스크는 230bp 수준이며, TPA 체제의 운영범위는 250~350bp 로 설정됐고 신규 한도는 400bp 로 확정됐다. 주목할 점은 이 400bp 라는 신규 한도가, 기존 SAA 체제에서 자산군별 범위·유동성·레버리지를 모두 합산했을 때의 이론적 최대치인 450bp 보다 오히려 낮다는 것이다. 다시 말해 TPA 도입은 운용진에게 더 많은 위험을 감수하도록 허용하는 조치가 아니라, 여러 항목에 흩어져 있던 재량권을 단일하고 투명한 지표로 통합한 조치에 가깝다. 다만 현재 실제 활용 수준(230bp)이 새 운영범위(250~350bp)보다 낮다는 점에서, 운용진에게는 실질적으로 소폭의 재량 확대 여지가 생긴 것으로 판단된다.

액티브 리스크 허용 한도 및 기대 효과 예시



자료: CalPERS,

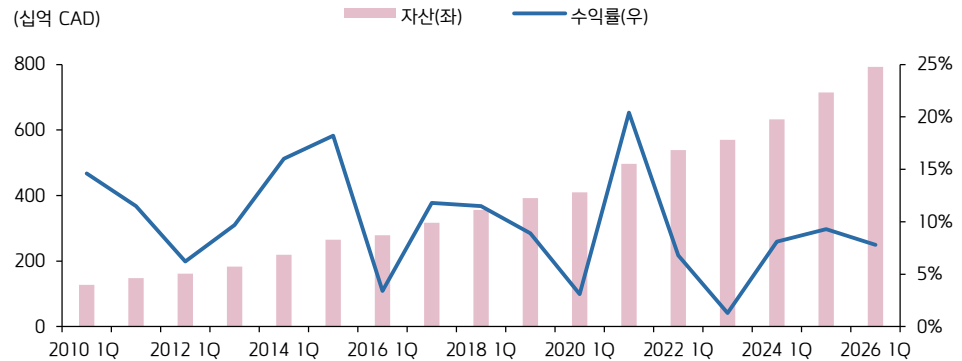
⑤ 캐나다 CPP, TPA 성과 재점검

CPP Investments 는 캐나다 연금 기금을 운용하는 세계 최대 규모의 연기금 운용기관 중 하나다. FY2026(2025.4~2026.3) 말 기준 순자산은 7,933 억 캐나다 달러로 전년(FY2025, 7,144 억 캐나다달러) 대비 789 억 캐나다달러(+11.0%) 증가했다. 다만 같은 기간 투자수익률은 7.8%로 전년(9.3%) 대비 낮아졌으며, Reference Portfolio 수익률(13.2%)을 5.4%p 하회했다. 이에 CPP Investments 는 단기적으로 높은 수익을 기록한 특정 시장이나 자산에 집중하기보다는, 장기 위험조정수익률과 하방 방어력을 고려한 글로벌 분산투자 전략을 유지하는 가운데 포트폴리오 구성을 조정하고 있다.

FY2026 기준 자산배분 변화를 보면 공모주식 비중은 29%에서 36%로 확대된 반면, 사모주식 비중은 29%에서 22%로 감소했다. 다만 사모주식 비중 감소는 단순한 투자 축소보다는 익스포저 관리 체계 개선과 자산 분류 방식 정비 등의 영향을 반영한 것으로 해석된다. 또한, 사모투자 포트폴리오를 지역별·산업별 관점에서 재검토하며 장기 수익성과 위험관리 균형을 강화하고 있다. 반면, 실물자산 비중은 16%에서 20%로 확대됐다. 이는 장기 투자자로서 안정적인 현금흐름 확보와 인플레이션 대응력을 갖춘 실물자산의 역할을 강화하는 방향으로 풀이된다. 채권 비중은 15%에서 13%로, 크레딧 비중은 11%에서 9%로 각각 축소되며, 전체적으로 성장자산과 실물자산 중심의 포트폴리오 구조가 강화됐다.

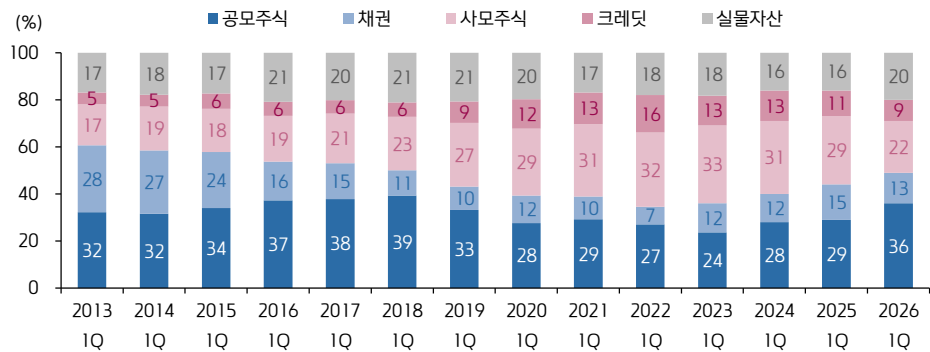
CPP 는 최근 연차보고서와 경영진 메시지를 통해 미국 주식시장 강세에도 불구하고 특정 국가나 자산에 대한 집중은 장기 투자자의 목표와 부합하지 않는다는 점을 강조했다. 이에 따라 글로벌 분산투자과 적극적 운용 전략을 유지하면서, 각 자산군의 역할을 재조정하는 방향으로 포트폴리오를 운용하고 있다. 최근의 변화는 집중투자로의 전환이라기보다, 장기 투자 목적에 맞춰 성장성과 안정성 간 균형을 조정하는 과정으로 평가된다.

CPP 자산 규모 및 수익률 추이



자료: CPP, 키움증권 리서치

자산배분 비중 추이



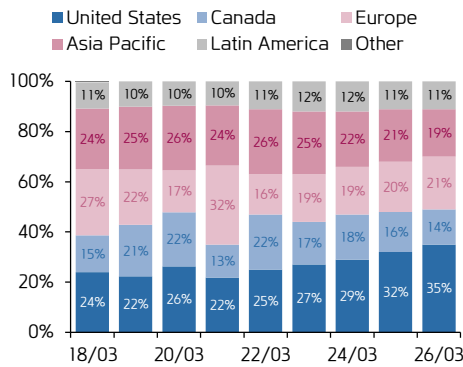
자료: CPP, 키움증권 리서치

2026 년 3 월말 기준 실물자산 포트폴리오의 섹터 구성을 보면 유틸리티, 기타 인프라(20%)와 도로(19%)가 가장 큰 비중을 차지하며, 그 뒤를 기타 부동산(15%), 에너지(14%), 발전(11%)이 잇고 있다. 오피스(4%)와 리테일(3%)의 비중은 한 자릿수에 그쳐, 전통적인 상업용 부동산에서 인프라 유형의 자산으로 무게중심이 뚜렷하게 이동했음을 확인할 수 있다. 권역별로는 미국 비중이 35%(FY25 32%)로 계속 확대되는 반면 캐나다(16%→14%)와 아시아태평양(21%→19%)은 축소되었고, 유럽(20%→21%)과 중남미(11%)는 안정적인 흐름을 유지했다.

최근에는 AI 확산에 따른 데이터센터·디지털 인프라 수요 증가를 반영해 이를 차세대 핵심 대체투자 분야로 적극 육성하고 있는 것으로 알려져 있다. 지난 2 월에는 Equinix 와 공동으로 북유럽 데이터센터 운전자 atNorth 를 기업가치 약 40 억 달러에

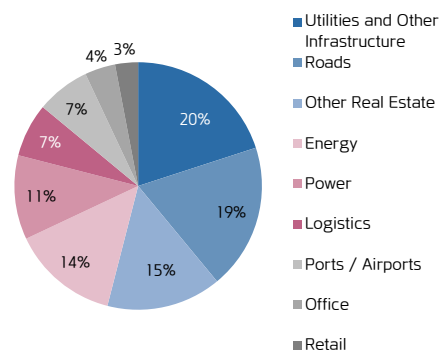
인수(CPP 는 16 억 달러를 투자해 지분 60% 확보)했고, 인도 최대 데이터센터 기업 CtrIS 와도 전략적 파트너십을 체결했다. 7 월에는 EQT 와 협력해 EdgeConneX 글로벌 데이터센터 플랫폼에 17.5 억 달러를 추가 투자하며 북미·유럽·아시아 전반의 디지털 인프라 투자를 확대했는데, 이는 AI 수혜기업의 지분에 직접 투자하기보다 장기 현금흐름이 안정적으로 발생하는 실물자산을 통해 AI 성장 테마에 간접적으로 노출되려는 전략으로 해석된다.

실물자산(Real Asset) 국가별 투자 비중



자료: CPP, 키움증권 리서치
주) '17년 이후는 Real Asset(부동산 + 인프라) 기준

CPP, 실물 자산(Real Asset) 섹터별 비중



자료: CPP, 키움증권 리서치

한편, CPP Investments 는 최근 10 년 연환산 수익률 8.8%, 누적 순이익 4,036 억 캐나다달러라는 절대적으로는 양호한 성과 기록을 이어왔다. 그럼에도 일각에서는 CPP 의 운용전략 자체를 재점검해야 하는 것 아니냐는 우려가 제기기도 했는데, 이는 절대수익은 나쁘지 않은데도 벤치마크 대비로는 5.4포인트나 못 미쳤기 때문이다.

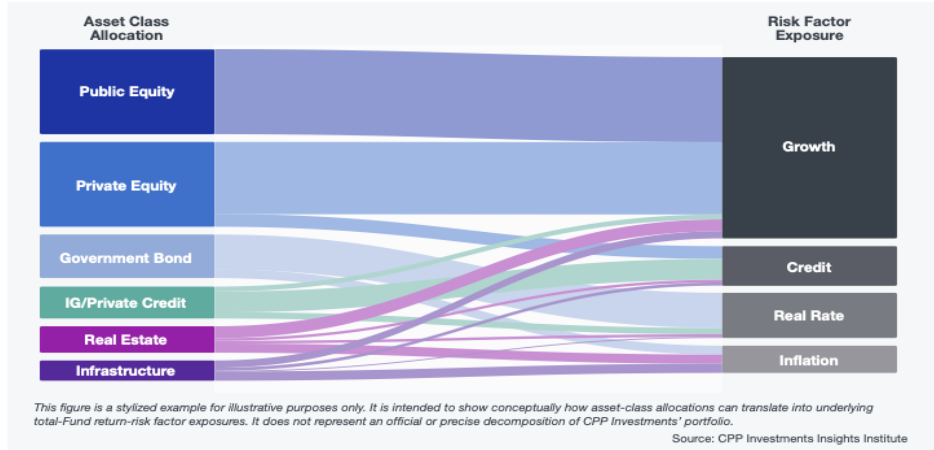
실제로 2017 년부터 2026 년까지 10 개 회계연도를 놓고 보면, 기금이 벤치마크를 밑돈 해(2017, 2021, 2024, 2025, 2026)와 오히려 웃돈 해(2018, 2019, 2020, 2022, 2023)가 정확히 절반씩이며, 10 년 평균 격차는 +0.3%p 로 사실상 균형을 이룬다. 즉, 장기적으로 보면 CPP 가 구조적으로 벤치마크에 뒤처져 온 것은 아니다. 다만, 주목해야 할 지점은 2024 년(-2.9%p), 2025 년(-1.6%p), 2026 년(-5.4%p)으로 최근 3 개년 연속 벤치마크를 하회했고, 그 폭도 2024 년부터 점차 확대되는 흐름을 보이고 있다는 점이다. 2020 년(+11.2%p)이나 2021 년(-11.2%p)처럼 과거에도 큰 변동은 있었지만 그때는 단발성이었던 반면, 최근 3 년은 방향성이 일관되게 이어지고 있다는 점이 우려 요인으로 제기되는 것으로 볼 수 있다.

이런 우려에 대한 점검의 일환으로 CPP는 올해 TPA 운용 체계와 특징에 대한 약식 보고서를 작성하기도 했다. 해당 내용에 따르면 TPA는 자산군의 분류(공모/사모주식, 국채, 크레딧, 부동산, 인프라 등)를 성장·크레딧·실질금리·인플레이션이라는 근본적 리스크 팩터로 재해석해 총펀드 단위에서 관리하는 특징을 가진다. 이를 구현하는 실행 원리가 "절제된 유연성(disciplined flexibility)"이며, 상대적인 가치 창출 여부를 전략 수립의 중심에 두고 익스포저·레버리지·유동성·통화라는 네 개 축을 복합적으로 고려하여 투자 의사결정을 내리는 구조를 가진다. 이때, 레버리지는 수익률을 끌어올리는 도구가 아니라 이미 분산된 포트폴리오를 목표 리스크까지 "스케일업"하는 도구로 활용되고, 통화는 보상받지 못하는 리스크를 제거하는 용도로 각각 규정된다. 즉 해당 운용체계의 핵심은 근본적으로 "벤치마크를 닦는 것"에 있지 않다는 점이 핵심이다.

이와 같은 차이는 TPA와 SAA 체계의 근본적인 차이에서 비롯된다. SAA는 이사회가 정한 자산군별 고정 비중을 벤치마크를 기준으로 그 안에서만 미세조정하는 방식이라 포트폴리오 움직임이 벤치마크와 거의 동조화된다. 반면, TPA는 자산군이 아니라 총펀드 단위의 리스크 팩터를 기준으로 보다 재량적인 의사결정을 통해 자본을 효율적으로 배치하는 방식으로 애초에 벤치마크와는 다르게 움직이도록 설계되어 있다.

그 결과 TPA는 SAA보다 기대알파가 더 높음에도, 벤치마크와의 동조성이 낮다는 바로 그 이유 때문에 실제로는 잘하고 있는데도 특정 기간에는 지고 있는 것처럼 보이는 경우가 SAA보다 자주 나타날 수 있음을 지적한다. 즉, 앞서 확인한 최근 3개년 연속 미달은 전략 자체의 문제가 아니라 벤치마크와의 낮은 동조성 때문에 벤치마크에 못 미치는 것처럼 보이는 국면이 현실에서 나타난 사례로 해석할 수 있다. 이와 관련해 해당 기금은 TPA는 리스크 관리 및 시장 변동성이 확대되는 구간을 감당한 장기적 성과 및 안정성에 방점을 두는 구조로 최근과 같이 소수 대형주 중심의 쏠림이 지속되는 구간에서는 상대적 언더퍼폼 가능성이 존재함을 언급하기도 했다. 결과적으로 위와 같은 특성이 향후 금융시장 변동성 확대 국면에서도 증명될지의 여부가 중요할 것으로 판단된다.

투자 자산군과 리스크 팩터와의 매칭 예시



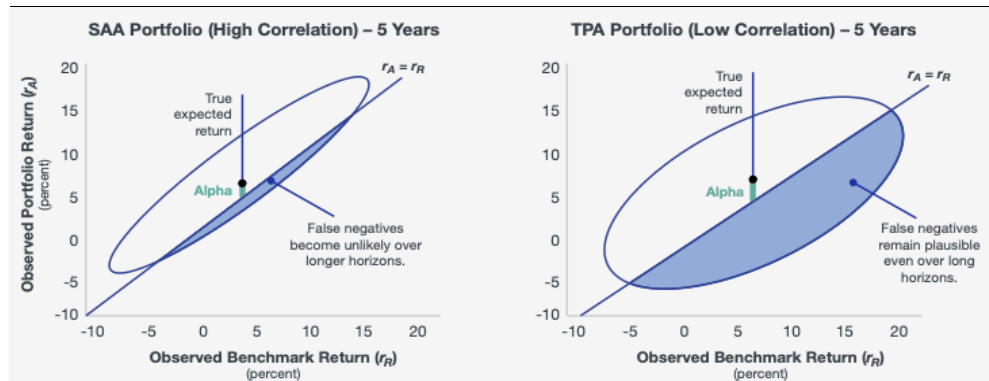
자료: CPP

투자 의사결정의 핵심 5개 축

핵심 축	역할	방법
Relative Value (중심축)	자본배분 경쟁의 기준	액티브 프로그램들이 헤드라인 IRR 이 아닌 증분 알파·대차대조표 비용 기준으로 중앙에서 경쟁
Exposure	팩터 기반 자산 편입	공모/사모, 액티브/패시브를 팩터 렌즈로 유연하게 편입
Leverage	익스포저 확대	분산이 잘 된 포트폴리오를 구축한 뒤 유동성 가드레일과 함께 중앙에서 리스크타겟까지 스케일업
Liquidity	스트레스 흡수	유동성을 중앙에서 풀링하고 버퍼를 스트레스 수준에 맞춰 사이징, 밸런싱포트폴리오를 통해 배치
Currency	통화리스크 관리	상관관계·국면 변화에 따라 헤지비용을 조정하는 다이나믹 오버레이로 FX를 중앙관리

자료: CPP, 키움증권 리서치

SAA vs TPA, BM과의 상관성 및 초과성과 특징



자료: CPP

⑥ 국민연금, 국내 주식 비중 변화에 따른 전술적 대응

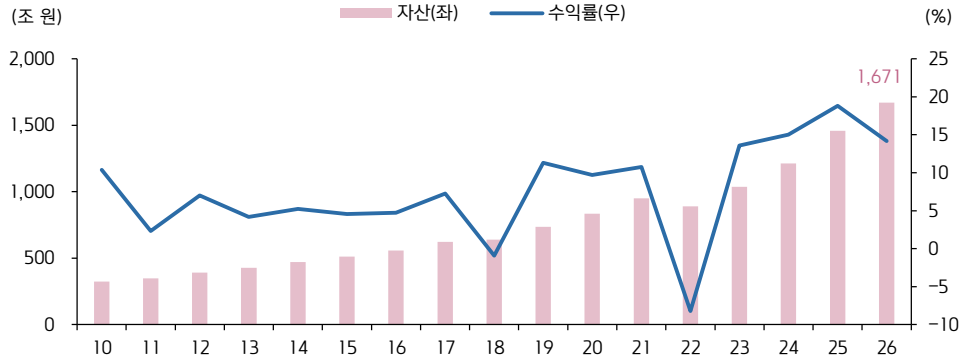
국민연금의 자산배분은 2025 년 한 해 동안 극적인 변화를 겪었다. 국내주식 비중이 11.5%(2024 년말)에서 20.0%(2025 년말)로 8.5%p 급등했고, 국내채권은 28.4%에서 19.0%로 9.4%p 급락했다. 해외주식은 35.5%에서 37.8%로 2.3%p 확대된 반면 대체투자는 17.1%에서 16.0%로 1.1%p 소폭 축소되었다.

특히 국내주식 비중의 급등은 해외주식으로의 비중 확대 기초 하에서 2025 년 코스피 지수가 밸류업 프로그램과 반도체·AI 관련 종목 강세에 힘입어 큰 폭으로 상승하며 나타난 가격 효과의 성격이 짙다. 실제로 국민연금은 2025 년 한 해 18.82%라는 기록적인 운용수익률을 달성했는데, 이 가운데 상당 부분이 국내주식 평가익에서 비롯된 것으로 추정된다. 2026 년 들어서도 국내주식 비중 확대 흐름은 이어져 4 월 말 기준 25.1%까지 늘어난 반면(2025 년말 대비 +5.1%p), 국내채권은 18.0%로 추가 축소(-1.0%p), 해외주식은 36.0%로 소폭 감소(-1.8%p)했다. 대체투자 비중은 15% 내외로, 2012 년(8%) 대비 여전히 약 2 배 수준을 유지하고 있다.

특히 국민연금은 2026 년 들어 절대적으로는 양호한 성과를 기록했는데, 4 월 말 기준 연초 이후 잠정 수익률은 14.18%, 적립금은 1,670.7 조원으로 전월 대비 144 조원 이상 증가했다. 이러한 배경으로는 국민연금 포트폴리오가 지니고 있는 자국편향 특징에 따른 높은 국내주식 비중과 작년 하반기부터 이어진 국내 증시의 체질 개선을 들 수 있다. 국내주식 비중은 2025 년 말 18.1%(264 조원) 수준이었으나 2 월 말 24.5%, 4 월 말 25.1%(419.5 조원, 전월 대비 98.6 조원 증가)로 확대됐다. 이후 6 월까지도 증시 전반의 상승 흐름이 지속되며, 국민연금 포트폴리오 내에서 국내주식 비중은 30%에 근접하기도 한 것으로 추산됐다.

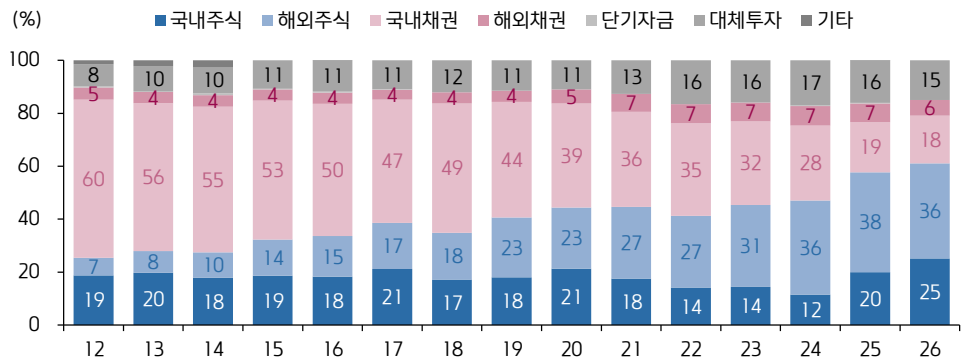
이러한 흐름 하에서 기금운용위원회는 1 월 26 일 제 1 차 회의에서 국내증시 변동성을 고려해 SAA 허용범위 이탈 시 리밸런싱을 한시적으로 유예하기로 결정했고, 이어 5 월 28 일 제 5 차 회의에서는 국내주식 목표비중을 기존 14.9%에서 20.8%로 상향 조정한 바 있다. 아울러 시장 변동성에 유연하게 대응하기 위해 국내주식의 SAA 허용범위를 한시적으로 확대했으며, 일일 최대 리밸런싱 규모를 축소하는 등 리밸런싱 규칙도 개선했다. 이후 하반기부터 재개되는 국민연금의 리밸런싱을 두고 시장의 우려가 높아지기도 했다. 하지만, 7 월부터 연출되고 있는 국내 증시의 조정으로 6 월 말 대비 20% 이상 하락세가 연출되었고, 이에 따라 국민연금의 국내주식 비중도 25% 내외 수준으로 낮아진 것으로 추정된다. 이런 흐름 속에서 상반기 내내 제기됐던 대규모 리밸런싱 매도에 따른 시장충격 우려는 상당 부분 완화된 것으로 평가된다.

국민연금 자산 규모 및 수익률 추이



자료: 국민연금, 키움증권 리서치
주) FY26는 '26년 4월말 기준

자산배분 비중 추이



자료: 국민연금, 키움증권 리서치
주) FY26는 '26년 4월말 기준