

2024年 上半期 國民年金  
基金運用成果 評價報告書

# <목 차>

<요 약>	1
<b>I. 국민연금 기금운용 현황 및 총수익률</b>	<b>8</b>
1. 2024년도 국민연금기금 운용전략 및 방향	8
2. 국민연금 기금운용 현황	9
3. 총수익률	11
<b>II. 국민연금 금융부문 성과</b>	<b>13</b>
1. 금융부문 포트폴리오	13
1) 투자현황	13
2) 계획대비 집행실적	15
2. 금융부문 전체 운용성과 분석	20
1) 수익률 및 위험	20
2) 금융부문 수익 분해	25
3) 시사점	28
3. 국내채권부문	30
1) 상반기 국내 채권시장 현황	30
2) 국내채권 포트폴리오 분석	32
3) 수익률 분석	38
4) 위험 분석	45
5) 시사점	50
4. 해외채권부문	52
1) 상반기 해외 채권시장 현황	52
2) 해외채권 포트폴리오 분석	53

3) 수익률 분석 .....	62
4) 위험분석 .....	71
5) 시사점 .....	76
5. 단기자금 .....	77
1) 원화 단기자금 .....	77
2) 외화 단기자금 .....	78
6. 국내주식 부문 .....	79
1) 2024년 상반기 국내주식 시황 .....	79
2) 국내주식 포트폴리오 분석 .....	82
3) 수익률 분석 .....	85
4) 위험 분석 .....	92
5) 시사점 .....	95
7. 해외주식 부문 .....	96
1) 2024년 상반기 글로벌 주식시장 시황 .....	96
2) 해외주식 포트폴리오 분석 .....	98
3) 수익률 분석 .....	100
4) 위험 분석 .....	106
5) 시사점 .....	112
8. 대체투자부문 .....	113
1) 대체투자 시장현황 .....	113
2) 투자현황 .....	125
3) 수익률 .....	127
4) 대체투자 자금집행 현황 .....	130
5) 시사점 .....	133

## <표 차례>

<표 I - 1> 국민연금기금운용 현황(시가기준) .....	10
<표 I - 2> 국민연금기금 금액가중수익률 및 수익금 .....	12
<표II - 1> 금융부문 시가평가금액-액티브/패시브유형 체계 .....	14
<표II - 2> 2024년도 상반기 말 자산군별 목표비중 및 실제투자비중 .....	15
<표II - 3> 금융부문 벤치마크 대비 수익률 - 액티브/패시브 체계 .....	21
<표II - 4> 해외자산 성과의 환효과 분해 .....	22
<표II - 5> 국민연금 금융부문 성과 및 위험추이 .....	23
<표II - 6> 금융부문 총 수익률 요인분해 .....	26
<표II - 7> 2024년 상반기 각 자산군별 초과수익 요인 기여도-금융부문전체 .....	27
<표II - 8> 2024년 상반기 각 자산군별 초과수익 요인 기여도-대체제외 .....	27
<표II - 9> 주요 금리 변화 추이 .....	31
<표II - 10> 국내채권의 유형별 투자현황 .....	32
<표II - 11> 2024년 상반기 국내채권부문 투자금액 증감 요인 분석 .....	33
<표II - 12> 국내채권 만기별 구성비 추이 .....	34
<표II - 13> 2024년 상반기 국내채권 만기별 구성비 .....	34
<표II - 14> 국내채권 종류별 구성비 추이 .....	35
<표II - 15> 2024년 상반기 국내채권 종류별 구성비 .....	36
<표II - 16> 국내채권 신용등급별 구성비 추이 .....	37
<표II - 17> 2024년 상반기 국내채권 신용등급별 구성비 .....	37
<표II - 18> 국내채권 수익률 추이 .....	38
<표II - 19> 국내채권 전체 수익률 기여도 .....	39
<표II - 20> 국내채권 유형별 수익률 추이 .....	39
<표II - 21> 국내채권 전체 초과수익 기여도 분석 .....	40
<표II - 22> 국내채권 패시브(직접) 운용 초과수익 기여도 분석 .....	40
<표II - 23> 국내채권 액티브(위탁) 운용 초과수익 기여도 분석 .....	41
<표II - 24> 국내채권 전체 초과수익 요인분해 .....	42
<표II - 25> 패시브(직접)운용 초과수익 요인분해 .....	42

<표 II - 26> 액티브(위탁)운용 초과수익분해 .....	43
<표 II - 27> 국내채권 패시브(직접)운용 종류별 수익률 .....	44
<표 II - 28> 국내채권 액티브(위탁)운용 유형별 수익률 .....	44
<표 II - 29> 국내채권 듀레이션 추이 .....	45
<표 II - 30> 국내채권 유형별 총위험 추이 .....	47
<표 II - 31> 국내채권 유형별 샤프지수 추이 .....	48
<표 II - 32> 국내채권 유형별 정보비율(IR) 추이 .....	49
<표 II - 33> 해외채권 투자현황 .....	53
<표 II - 34> 해외채권 투자금액 증감 요인 분석 .....	54
<표 II - 35> 해외채권 종류별 보유현황 .....	55
<표 II - 36> 해외채권 안정형 종류별 보유현황 .....	56
<표 II - 37> 해외채권 수익형 종류별 보유현황 .....	58
<표 II - 38> 해외채권 잔존만기별 보유현황) .....	59
<표 II - 39> 해외채권 통화별 보유비중(달러기준) .....	60
<표 II - 40> 해외채권의 지역별 보유비중(달러기준) .....	61
<표 II - 41> 해외채권 투자수익률 .....	62
<표 II - 42> 해외채권 성과의 환효과 .....	63
<표 II - 43> 해외채권 벤치마크 대비 투자수익률 .....	64
<표 II - 44> 해외채권 전체 초과수익 기여도 분석 .....	69
<표 II - 45> 해외채권 안정형 초과수익 기여도 분석(달러기준) .....	70
<표 II - 46> 해외채권 수익형 초과수익 기여도 분석(달러기준) .....	70
<표 II - 47> 해외채권 초과수익의 환효과 요인분해 .....	71
<표 II - 48> 해외채권의 투자유형별 총위험 추이 .....	73
<표 II - 49> 해외채권 운용별 수정샤프비율 .....	74
<표 II - 50> 해외채권 운용별 정보비율(IR) 및 추적오차(TE) 추이 .....	75
<표 II - 51> 연도별 원화 단기자금 평균 시가평가금액 추이 .....	77
<표 II - 52> 원화 단기자금 수익률 추이 .....	77
<표 II - 53> 연도별 외화 단기자금 평균 운용규모 .....	78
<표 II - 54> 외화 단기자금 수익률 .....	78
<표 II - 55> 국내주식부문 투자 현황 .....	82

<표 II - 56> 국내 주식시장에서 국민연금이 차지하는 비중 .....	83
<표 II - 57> 국내주식의 지분을 추이 .....	84
<표 II - 58> 2024년 상반기 국내주식 보유 상위 10개 종목 .....	84
<표 II - 59> 국내주식부문의 수익률 추이 .....	85
<표 II - 60> 국내주식부문의 초과수익률 추이 .....	87
<표 II - 61> 국내주식부문의 중기 초과수익률 추이 .....	87
<표 II - 62> 국내주식부문 벤치마크(Benchmark : BM) 지수 .....	89
<표 II - 63> 국내주식 절대수익률 기여도 분석 .....	90
<표 II - 64> 국내주식 전체 초과수익 기여도 분석 .....	91
<표 II - 65> 국내주식 총위험 추이 .....	92
<표 II - 66> 국내주식 유형별 총위험 추이 .....	93
<표 II - 67> 국내주식 유형별 수정샤프비율 추이 .....	93
<표 II - 68> 국내주식 유형별 IR 및 TE 추이 .....	94
<표 II - 69> 2024년 상반기 글로벌 주식시장 수익률 및 변동성 .....	97
<표 II - 70> 해외주식 부문 투자현황(패시브/액티브 체계) .....	98
<표 II - 71> 2024년 상반기 해외주식 평가금액 증감요인 분석(패시브/액티브 체계) .....	99
<표 II - 72> 해외주식 부문 수익률(패시브/액티브 체계) .....	101
<표 II - 73> 해외주식 성과의 환효과 .....	103
<표 II - 74> 2024년 상반기 해외주식 절대성과 기여율 .....	104
<표 II - 75> 2024년 상반기 해외주식 초과성과 기여율 .....	105
<표 II - 76> 2024년 상반기 해외주식 부문 총 위험 .....	106
<표 II - 77> 해외주식 부문 다기간 총위험 .....	107
<표 II - 78> 2024년 상반기 해외주식 부문 수정 샤프지수 .....	108
<표 II - 79> 해외주식 부문 다기간 수정 샤프지수 .....	109
<표 II - 80> 2024년 상반기 해외주식 부문 IR 및 TE .....	110
<표 II - 81> '25년 국토교통부 예산안(정부안) .....	118
<표 II - 82> SOC 부문별 예산(안) .....	118
<표 II - 83> 국내 VC 조합결성 현황 .....	122
<표 II - 84> 국민연금기금의 대체투자금액 추이 .....	126
<표 II - 85> 국민연금기금의 대체투자 투자수익률 .....	128

<표 II - 86> 원-달러 환변동이 해외대체성과에 미친 영향 분석 .....	129
<표 II - 87> 2024년 상반기 대체투자 월별 자금집행현황 .....	130
<표 II - 88> 2024년 상반기 자산군별 자금집행현황 .....	131

## <그림 차례>

[그림 II- 1] 국내주식 목표대비 실제운용현황 추이 .....	18
[그림 II- 2] 해외주식 목표대비 실제운용현황 추이 .....	18
[그림 II- 3] 국내채권 목표대비 실제운용현황 추이 .....	19
[그림 II- 4] 해외채권 목표대비 실제운용현황 추이 .....	19
[그림 II- 5] 대체투자 목표대비 실제운용현황 추이 .....	20
[그림 II- 6] 2024년 상반기 원·달러 환율 추이 .....	23
[그림 II- 7] 주요 금리 변화 추이 .....	32
[그림 II- 8] 국내채권 연간 듀레이션 .....	47
[그림 II- 9] 원·달러 환율 추이(월별) .....	64
[그림 II- 10] 주요국 금리 추이(월별) .....	66
[그림 II- 11] 신용등급별 신용스프레드 추이(월별) .....	67
[그림 II- 12] 해외채권 전체 원화기준 절대성과 및 초과성과 누적 추이(월별) .....	68
[그림 II- 13] 해외채권 전체 달러기준 절대성과 및 초과성과 누적 추이(월별) .....	68
[그림 II- 14] 해외채권 전체 듀레이션 추이(월별) .....	73
[그림 II- 15] 해외채권 안정형 듀레이션 추이(월별) .....	73
[그림 II- 16] 해외채권 수익형 듀레이션 추이(월별) .....	73
[그림 II- 17] 상반기 국내주식시장 추이 .....	81
[그림 II- 18] 상반기 국내주식시장 추이: 기업규모별 지수 추이 .....	82
[그림 II- 19] 상반기 국내주식시장 추이: 섹터별 누적수익률 추이 .....	82
[그림 II- 20] 월별 국내주식 수익률 추이 .....	89
[그림 II- 21] 월별 각 성과 단위의 초과수익률 .....	90
[그림 II- 22] 2024년 상반기 글로벌 주식시장 수익률 추이(원화기준) .....	98
[그림 II- 23] 2024년 상반기 해외주식 초과수익률 추이 .....	101
[그림 II- 24] 2024년 상반기 해외주식 유형별 성과 추이 .....	103
[그림 II- 25] 2024년 상반기 해외주식 유형별 초과성과 추이 .....	103
[그림 II- 26] 글로벌 사모부동산 시장 자금모집 .....	115
[그림 II- 27] 글로벌 사모부동산 거래 건수 및 규모 추이 .....	115

[그림 II - 28] 전략별 자금모집 현황 (2023년도 2분기 기준) .....	115
[그림 II - 29] 국내 프라임 오피스 공실률 및 임대료 추이 .....	116
[그림 II - 30] 국내 프라임 오피스 거래규모와 Cap. Rate 추이 .....	117
[그림 II - 31] 글로벌 인프라시장 자금모집액 .....	118
[그림 II - 32] 목표 규모별 시장 내 비상장 인프라 펀드 .....	118
[그림 II - 33] 글로벌 사모주식 시장 자금모집 현황 .....	120
[그림 II - 34] 유형 및 분기별 PE 주도 바이아웃 회수 추이 .....	121
[그림 II - 35] 국내 PEF 주요현황 .....	122
[그림 II - 36] GP 규모별 분류 및 약정액 비중 .....	122
[그림 II - 37] 국내 벤처캐피탈 신규투자 현황 .....	123
[그림 II - 38] 헤지펀드와 미국 시장 Index 성과 비교 .....	124
[그림 II - 39] 글로벌 사모대출 시장 자금모집 현황 .....	125
[그림 II - 40] 글로벌 사모대출 시장 지역별 자금모집 현황 .....	125
[그림 II - 41] 대체투자 분기별 자금집행현황 .....	132
[그림 II - 42] 국내/해외 대체투자 분기별 자금집행현황 .....	133

## <요 약>

### □ 금융부문

- (운용전략 및 방향) 2024년도 목표 포트폴리오의 기대수익률은 5.6%, 위험은 8.0%이며 연간 손실확률은 25.0%
  - 2024년도 목표 초과수익률은 0.20%p, 목표 액티브위험은 0.50%
- (기금운용현황) 2024년 상반기 말 시가기준 규모는 1,147조 442억 원
  - 금융부분이 전체 기금자산의 99.9%(1,146조 869억 원)
  - 자산별 투자비중은 해외주식 34.1%, 국내채권 29.0%, 대체투자 15.9%, 국내주식 13.8%, 해외채권 7.2%
- (기금전체수익률) 기금의 총수익률(금액가중수익률)은 9.71%로 전년 상반기 말(9.09%) 대비 0.62%p 상승
  - 금융부문 금액가중수익률은 9.73%, 복지부문 1.18%, 기타부문 0.83%
  - 금융부문 내에서는 채권 2.85%, 주식 16.76%, 대체투자 7.80%
- (금융부문 투자현황) 금융부문 투자규모는 1,145조 5,962억 원으로, 전년 말 대비 110조 6,462억 원(10.4%) 증가
  - 해외투자 비중은 55.1%로 전년 말(54.4%) 대비 증가
  - 위험자산 비중은 위험자산 확대 기조와 더불어 주식 부문 높은 절대성과 실현으로 인해 전년 말(61.3%) 대비 증가한 63.8%
- (금융부문수익률) '24년도 상반기 기금의 금융부문 시간가중수익률은 9.85%, 벤치마크(9.16%) 대비 0.69%p 상회
  - 대체투자 제외 시, 수익률은 10.23%로 벤치마크(10.04%) 대비 0.19%p 상회
  - 자산군별 절대성과는 해외주식 20.53%, 국내주식 8.73%, 해외채권 8.12%, 대체투자 7.90%, 국내채권 1.73% 순이며,
  - 초과성과는 대체투자 +4.02%p, 국내주식 +1.71%p, 해외채권

+0.20%p, 해외주식 +0.14%p, 국내채권 +0.06%p 순

- '24년도 상반기 환효과는 원화기준수익률에 긍정적인 영향을 미쳤으며, 해외자산 전체의 원화환산효과는 8.31%p
- (성과요인분해) 2024년 상반기 금융부문 수익률(9.85%) 중 전략적자산배분(SAA)에 의한 성과는 9.23%로 전체성과에 93.7% 기여
  - 기술적자산배분(TAA)에 따른 효과는 -0.40%p로, 이는 벤치마크 선택 효과(-0.04%p)와 기술적 비중조정에 의한 효과(-0.21%p), 기술적 외환익스포저·기술적통화구성 효과(-0.15%p)로 구성
  - 자산군 내 선택효과는 1.01%p로 긍정적으로 기여했으며, 대체투자과 국내주식 순으로 초과성과에 긍정적 기여
- (시사점) 시장 상황별 위험관리 방안 마련 및 투자성과 제고를 위한 노력 필요. 국민연금기금에 적합한 기준포트폴리오의 성공적인 도입과 기대효과 극대화를 위한 충분한 준비 필요
  - 그간 성과가 부진했던 해외주식 액티브위탁 및 해외 상업용 부동산에 대한 면밀한 모니터링이 필요하며, 경제 상황별 시나리오 분석 등 위험관리 방안 마련 필요
  - 최근 들어 환효과는 국민연금기금 투자성과의 주요 요인으로 작용한 만큼, 글로벌 외환시장 변화에 대비하여 시장 모니터링 강화 및 기금의 외환 전략을 점검할 필요
  - 국민연금기금에 적합한 기준포트폴리오의 성공적인 도입과 안착을 위해서는 기금운용본부 내 충분한 정보의 공유와 논의를 바탕으로 시장환경의 변화와 운용여건을 고려한 구체적인 이행 방안이 마련되어야 하며, 기금운용본부 내·외부의 적극적인 협조와 지원이 필요할 것으로 사료됨

□ 국내채권

- (성과) '24년 6월말 국내채권 전체 수익률은 1.73%로 전년 동기 (2.95%) 대비 1.22%p 하락, 벤치마크(1.67%) 대비 0.06%p 상회
  - 전년말 대비 시장금리의 소폭 하락, 신용 스프레드 축소 등으로 양 (+)의 절대수익률 기록, 초과수익률은 양(+)의 섹터, 종목효과로 목표 초과수익률(0.03%) 대비 0.03%p 상회
  - '24년 6월 말 국내채권 투자규모는 330조 1,975억 원(단기자금 2.0조원 미포함)으로 전년 말 대비 4조 1,757억 원 증가
  - '24년 6월 말 기금 내 비중은 28.8%로 전년 말(31.5%) 대비 2.7%p 축소, '24년 말 목표비중(29.4%) 대비 0.6%p 하회
  - 국내채권 기금 내 비중은 중장기 목표비중 축소 계획에 따라 감소 추세를 보임
  
- (시사점1) 기준포트폴리오 도입에 대응한 듀레이션 관리 필요
  - 국내채권의 여유자금 배정의 축소에 따라 채권 매수를 통한 듀레이션 관리가 원활하지 않을 수 있을 수 있으며, 기준포트폴리오 하 대체투자 투자를 위한 국내채권의 비중 축소 시는 듀레이션 관리의 어려움을 더욱 가중할 가능성이 있음
  - '24년 상반기 말 국내채권 내 패시브 비중은 84.9%로, 원활하지 못한 자금배정은 벤치마크 비중을 추종하는데 제약요인으로 작용하여 초과성과 관리에 부정적 영향을 줄 수 있음
  
- (시사점1) 금리 변동에 대응한 신용채권 건전성 모니터링 지속 필요
  - 미국 기준금리 인하 가운데, 국내 소비자 물가지수 상승률의 목표 (2%) 대비 하락은 기준금리 인하를 견인할 것으로 예상됨
  - 기준금리 인하 속도에 따라 저축은행(PF 연체율), 카드사(이자비용), 보험사(자산-부채 듀레이션 불일치)의 자산 건전성이 영향을 받을 수 있음

□ 해외채권

- (성과) `24년 상반기 해외채권 전체 수익률은 원화기준 8.12%, 달러기준 0.38%, 전년 동기(원화 : 6.57%, 달러 : 7.36%) 대비 상회, BM 대비 상회
  - `24년 상반기 동안 원화 대비 달러화 강세(연초 대비 8.21% 상승)와 100% 환오픈 정책으로 원화환산 효과는 7.74%p를 기록하면서 양호한 성과를 기록함
  - 시장금리의 인하 기대감 속에서 **BM 대비 양의 듀레이션 갭 전환으로 원화기준 0.20%p, 달러기준 0.08%p 초과성과** 기록, 목표초과수익률 0.22%에 근접한 수준을 기록
  - `24년 6월 말 해외채권 투자규모는 **81조 9,740억 원**(외화 단기자금 0.32조 원 미포함)으로, **전년 말 대비 8조 2,659억 원 증가**, 투자비중은 **7.2%**로 **전년 말과 동일**, **목표비중(8.0%) 대비 0.8%p 하회**(투자허용범위: +2.5%p, -4.5%p)
- (시사점) 경기 및 고용지표의 전환(건조세 → 둔화세), 유가불안 및 이스라엘-이란 충돌 등 악재 속에서 금리 인하 기대감에 따라 양의 듀레이션 갭 전략으로 전환, 고위험/고수익 상품 운용을 통한 양의 초과성과 기록
- 올해 상반기에 금리인하에 관해 연준에서 여전히 무게를 두고 있으며, `24년 9월 중 빅컷(미국 기준금리 0.5% 인하)을 단행하는 등 금리인하에 관한 탄력적인 대응이 필요한 상황임
  - 시장금리 인하 기대감 속에서 수익성과 제고를 위해 고위험/고수익 상품 선점 수요 증가가 계속해서 식별되고 있음
  - 동시에 미 연준의 금리인하 개시로 인해 엔화 강세 및 원달러 환율의 추가 하락압력은 증가할 것으로 예상되므로 신용채 및 외환에 관한 위험관리가 필요함

□ 국내주식

- (성과) 2024년도 상반기 국내주식 수익률은 8.73%로 전략적 벤치마크(7.03%) 대비 1.71%p 양(+)**의 초과성과 기록**
  - '24년 상반기 국내 주식시장은 미 연준의 긴축 완화 기대감, 수출실적 등 경제지표 회복, 외국인 순매수가 확대되면서 **전년 말 대비 상승**
  - 유형별 성과는 **패시브운용은 7.39%의 절대성**과로 벤치마크(KR250)를 **0.24%p 상회**, **액티브운용은 9.31%의 절대성**과로 벤치마크(KOSPI+KOSDAQ150, 6.50%)를 **2.81%p 상회**
  - **액티브운용 세부유형별로는 직접운용이 8.19%의 절대성**과로 벤치마크(KR250, 7.15%)를 **1.04%p 상회**하였고, **위탁운용은 9.73%의 절대성**과로 벤치마크(KOSPI+KOSDAQ150, 6.50%)를 **3.23%p 상회**
  - 상반기 양(+)**의 초과수익(1.71%p)**은 각 유형이 **전술 벤치마크를 상회하는 성과 요인(1.93%p)**으로부터 기인한 반면, **벤치마크 선택효과**는 **-0.21%p로 음의 성과 요인**으로 작용
  
- (시사점) 세부유형에 대한 자산별 운용 강점 제고 및 안정적 성과를 위한 운용환경의 개선 필요
  - '24년 상반기 국내주식 부문은 신규 자금유입이 제한적인 상황에도 불구하고, **세부 유형의 운용전략 특성을 살려 운용함**으로써 기금의 초과성과에 긍정적으로 기여
  - 직접운용의 경우, **패시브 세부운용 전략의 다변화 추구, 액티브 직접 운용의 핵심 역량인 리서치에 기반한 위험관리 능력**에 기인한 것으로서, 이에 대한 **운용 강점 제고**를 위한 지속적인 지원(ex: 인력 충원 등)이 필요
  - **액티브 위탁의 경우, '23년 예상하지 못한 시장이슈에 기인하여 가장 낮은 초과성과**를 거두었으나, **'24년 상반기 가장 우수한 초과성과**를 기록
  - **운용역량 외 요인에 의해 초과성과에 미치는 급격한 변동**을 최소화하기 위한 **중장기적 관점의 운용환경 개선**이 필요

□ 해외주식

- (성과) '24년 상반기 해외주식 원화 기준 수익률은 20.53%로 벤치마크(20.39%) 대비 0.14%p 양(+)**의 초과성과** 기록
  - '24년 상반기 글로벌 주식시장은 주요국의 양호한 기업 실적 및 경기회복으로 위험자산 가격의 상승을 견인
  - 패시브 유형 수익률 21.04% 기록, 벤치마크 대비 0.65%p 상회
  - 액티브 유형 수익률 20.08% 기록, 벤치마크 대비 0.31%p 하회
  - 이에 해외주식 **전체 초과성과(0.14%p)에 패시브 유형은 0.31%p 양(+)**의 기여, 액티브 유형은 -0.16%p 음(-)의 기여****
  
- (시사점) 해외주식 포트폴리오의 **안정적 운용과 성과제고 노력을 기대**
  - 해외주식 포트폴리오는 **기금 내 운용성과\*와 위험기여\*\* 수준이 높은 포트폴리오**로서 운용역량과 역할의 중요성이 확대
    - \* '24년 상반기 해외주식 단일 자산군의 수익금 기여는 66.3조로 금융부문 전체 수익금(102.4조)의 약 64.7% 수준
    - \*\* '24년 상반기 최근 1년 금융부문 포트폴리오 전체 위험에 대한 해외주식 단일 자산군의 위험 기여율(risk contribution rate)은 약 45.7% 수준
  - 해외주식 성과 등락에 따른 **기회비용이 증가한 만큼 효율적인 포트폴리오 운용이 요구**
    - 기금운용본부 해외주식전략팀은 이를 위한 실행 방안으로서 '24년 하반기 액티브 Overlay 유형의 일부 직접 운용을 개시
    - **Overlay 전략의 직접 운용을 통해 해외주식 포트폴리오의 적시성 있고 유연한 통합적 관리, 운용보수의 절감을 기대**
    - 향후 액티브 직접 운용역량의 **안정적 내재화와 함께 다각화된 추가적 전략의 도입이 필요**
    - 이를 위해, 유관부서의 체계적 교육 프로그램 제공 및 역량 개발 지원이 요구되며 운용 노하우의 전사적 공유를 통해 **장기적 관점에서 기금 전체의 성과제고를 유도할 수 있기를 기대**

## □ 대체투자

- (성과) 2024년도 상반기 대체투자 수익률은 7.90%로, 2023년 상반기 (5.08%) 대비 2.82%p 증가하였고 2023년 말(6.00%) 대비 1.90%p 상승
  - 국내대체(2.50%) 대비 해외대체(8.82%)의 높은 수익률은 해외투자 환헤지 오픈 정책으로 원화 평가절하에 의한 환효과에서 기인
  - 자산군별 절대수익률을 살펴보면, 부동산 7.00%, 인프라 8.04%, 사모투자 7.65%, 헤지펀드 11.99%, 전술적 프로그램 11.79%로, 전반적으로 양호한 절대성과 실현
  - 헤지펀드의 수익률은 11.99%로 벤치마크 대비 0.93%p 하회
  - 전술적 프로그램의 수익률은 사모대출 11.47%, 멀티에셋 14.96%, 슈퍼코어 인프라 7.58%로 2023년 상반기 대비 각각 1.90%p, 3.04%p, 1.26%p 상승
  
- (시사점) 고물가·고금리 상황 지속되면서 투자자산의 위험관리를 강화하고 성과제고를 위한 노력 지속 필요
  - '22년부터 이어진 고금리에 따른 자금조달 비용 증가 및 위험자산 투자 심리 위축 등 대체투자 성과에 부정적인 요인 지속
  - 글로벌 상업용 부동산은 계속되는 고금리 기조와 재택근무로 오피스 복귀율 저하로 신규투자가 '23년 대비 급감
  - 북미와 유럽의 상업용 부동산 투자는 감소하였지만, APAC 자본조달 규모가 증가하는 추세
  - 운용사 및 해외사무소와 긴밀한 협업을 통해 시장 동향을 면밀하게 주시하고, 개별 자산별 성과 모니터링 강화 등 적극적인 위험관리 필요
  - 투자건별 가격전가력(Pricing power), 투자구조(Equity/Debt), 자본구조(Leverage) 등을 점검하여 현재의 고물가, 고금리 시기에 적합한 대체투자 전략 발굴 및 시장 대응력 강화 노력 지속 필요
  - 이와 함께 Market Downturn에 대비하여 우량자산 저가매수의 투자 기회 확보를 위한 노력 지속 필요

# I. 국민연금 기금운용 현황 및 총수익률

## 1. 2024년도 국민연금기금 운용전략 및 방향

- 2024년부터 향후 5년간('24~'28년) 기금의 목표수익률은 5.6%임
- 2024년도 목표 초과수익률은 0.20%p, 목표 액티브위험은 0.50%임

- 2024년부터 향후 5년간('24~'28년) 기금의 목표수익률은 5.6%임
  - 2024년도 목표 포트폴리오의 기대수익률은 5.4%, 위험은 8.0%이며 연간 손실확률은 25.0%
  - 이를 달성하기 위한 2024년도 자산별 운용계획은 해외주식, 대체투자는 확대하고 국내채권과 국내주식의 비중은 축소하는 기조
  - '24년도 말 자산군별 목표비중은 주식 48.4%(전년 대비 +2.2%p), 채권 37.4%(전년 대비 -2.6%p), 대체투자 14.2%(전년 대비 +0.4%p)
- 2024년도 목표 초과수익률은 0.20%p, 목표 액티브위험은 0.50%임
  - 목표 초과수익률은 전년도(0.20%p)와 동일하며, 목표 액티브위험은 전년도(0.51%p) 대비 하향 조정

## 2. 국민연금 기금운용 현황

- 2024년 상반기 말 국민연금기금은 1,147조 442억 원(시가기준)
- 금융 99.9%, 복지 0.02%

- 2024년 상반기 말 현재 국민연금기금의 시가기준 규모는 1,147조 442억 원
  - 금융부문이 전체 기금자산의 99.9%(1,146조 869억 원)를 차지
  - 복지부문은 전체의 0.02%(2,119억 원)
  - 상반기 중 연금보험료 수입 30조 4,255억 원과 운용수익금 102조 4,280억 원 등을 포함하여 총 132조 8,814억 원의 기금이 조성되었으며,
  - 연금급여 지급 21조 2,403억 원과 운영비 3,915억 원 등 총 21조 6,319억 원이 지출되어 기금은 '23년 말 대비 총 111조 2,495억 원 증가
- 시가기준 자산별 투자비중은 해외주식 34.1%, 국내채권 28.8%, 대체투자 15.9%, 국내주식 13.8%, 해외채권 7.1%
  - 전년도 말 대비 **해외주식 비중은 증가**(3.1%p ↑), **국내주식, 국내채권 비중은 감소**(각각 0.5%p ↓ 및 2.7%p ↓)
  - **해외투자 확대**의 전략적 방향에 따라 해외주식을 중심으로 해외자산 비중은 증가한 반면, **국내자산(국내주식, 국내채권) 비중은 감소**

<표 I - 1> 국민연금기금운용 현황(시가기준)

(단위 : 억 원, %, %p)

구분		2023년 말		2024년 6월 말		증감			
		규모	비중	규모	비중	규모	비중		
계		10,357,946	100.0	11,470,442	100.0	1,112,415	0.0		
복지		2,024	0.0	2,119	0.0	96	0.0		
금 용	계	10,351,976	99.9	11,460,869	99.9	1,108,812	0.0		
	주식	국내	전체	1,480,418	14.3	1,587,238	13.8	106,820	-0.5
			직접	726,345	7.0	771,663	6.7	45,318	-0.3
			위탁	754,073	7.3	815,575	7.1	61,502	-0.2
	해외	전체	3,203,611	30.9	3,908,373	34.1	704,762	3.1	
		직접	1,387,701	13.4	1,718,911	15.0	331,210	1.6	
		위탁	1,815,911	17.5	2,189,462	19.1	373,552	1.6	
	채권	국내	전체	3,260,233	31.5	3,304,730	28.8	44,498	-2.7
			직접	2,777,700	26.8	2,807,416	24.5	29,716	-2.3
			위탁	482,533	4.7	497,314	4.3	14,781	-0.3
		해외	전체	736,726	7.1	818,407	7.1	81,681	0.0
			직접	375,935	3.6	434,116	3.8	58,181	0.2
			위탁	360,790	3.5	384,291	3.4	23,500	-0.1
	대체투자		1,642,044	15.9	1,827,330	15.9	185,206	0.1	
	단기자금		24,798	0.2	22,763	0.2	-2,035	0.0	
	전술적외환익스포저		4,155	0.0	-8,060	-0.1	-12,216	-0.1	
	전술적통화구성		-9	0.0	88	0.0	96	0.0	
	기타		3,946	0.0	7,454	0.1	3,508	0.0	

주1) 반올림에 의한 단수차이 있음

2) 본 표의 금액은 미결제조정(미수금, 미지급금, 예수금 등)이 반영된 회계상 평가금액으로, 이후에 보고되는 성과평가기준 시가평가금액과 일치하지 않음

### 3. 총수익률

○ 2024년 상반기 국민연금기금 총수익률<sup>1)</sup>은 9.71%로 전년 상반기 말(9.09%) 대비 0.62%p 상승

○ '24년도 상반기 기금의 총수익률(금액가중수익률)은 9.71%로 전년 동기(9.09%) 대비 0.62%p 상승

- 금융부문 금액가중수익률은 9.73%, 복지부문 1.18%, 기타부문 0.83%
- 금융부문 내에서는 채권 2.85%, 주식 16.76%, 대체투자 7.80%

○ '24년도 상반기 기금의 수익금은 102조 4,280억 원이며, 이 중 주식의 수익금이 78조 9,835억 원으로 가장 많음

- '24년 미국 기술주 강세로 국내 및 해외주식 부문에서 양호한 성과를 거둠
- '24년 상반기 대체투자의 수익금은 13조 1,450억 원임
- 상반기 대체투자의 수익금은 공정가치에 의한 평가손익은 반영되지 않은 금액으로 이자와 배당수익으로 구성

○ 최근 4.5년 기금의 평균수익률은 6.89%

- 최근 4.5년 : 채권 1.26%, 주식 11.87%, 대체투자 9.18%

○ 1988년부터 2024년 상반기까지 연평균 기금 수익률은 6.34%

- 동 기간('88년~'24년 상반기) 총수익금은 680조 4,272억 원
- 금융부문 연평균 수익률은 6.31%

1) 기금전체 총수익률은 측정기간 운용손익을 일별평잔으로 나누어 산출한 평잔수익률임

<표 I - 2> 국민연금기금 금액가중수익률 및 수익금

(단위: %, 억 원)

구 분	2023년 6월 말		2024년 6월 말		4.5년 평균 (‘20~‘24.6)	연평균 (‘88~‘24.6)	
	수익률	수익금	수익률	수익금	수익률	수익률	수익금
계	9.09	839,761	9.71	1,024,280	6.89	6.34	6,804,272
공공부문	-	-	-	-	-	8.26	190,827
복지부문	1.24	23	1.18	23	-0.53	5.66	6,034
기타부문	0.83	119	0.83	111	1.03	1.49	2,796
금융	9.10	839,619	9.73	1,024,146	6.90	6.31	6,604,615
주식	17.20	635,294	16.76	789,835	11.87	9.77	3,515,532
채권	3.32	132,682	2.85	116,415	1.26	3.68	2,071,338
대체투자	5.01	74,257	7.80	131,450	9.18	9.05	1,012,670
단기자금	2.76	1,227	2.99	1,172	1.64	3.17	18,845

- 1) \* 금액가중수익률, 시가 기준  
 \* 금액가중수익률 : 투자자가 투자한 금액에 대한 효율성을 측정하기 위한 지표로, 매 시점의 투자금액이 만기까지 달성한 수익률  
 \* ‘24년도 상반기 수익률은 연초부터 6월 말까지 6개월 기간 수익률임

## II. 국민연금 금융부문 성과

### 1. 금융부문 포트폴리오

- 2024년 상반기 금융부문 투자규모는 1,145조 5,962억 원으로, 전년 말 대비 110조 6,462억 원(10.4%) 증가
- 주식부문 비중 증가, 채권부문 비중 감소
- 해외투자 확대 지속
- 위험자산 비중은 위험자산 확대 기조와 더불어 주식 부문 높은 절대성과 실현으로 인해 증가

#### 1) 투자현황

- 2024년 상반기 금융부문 투자규모는 1,145조 5,962억 원으로, 전년 말 대비 110조 6,462억 원(10.4%) 증가
- 글로벌 주식시장 강세 및 원-달러 환율상승으로 주식부문의 시가평가금액은 '23년도 말 대비 81조 801억 원(17.3%) 증가하였으며, 채권과 대체투자의 시가평가금액도 전년 말 대비 각각 12조 4,417억 원(3.1%), 18조 5,397억 원(11.3%) 증가
  - 주식부문 비중(47.9%)은 전년 말 대비 2.7%p 증가하였으며, 채권부문 비중(36.0%)은 전년 대비 2.6%p 감소
  - 위험자산 비중은 위험자산 확대 기조와 더불어 주식 부문 높은 절대성과 실현으로 인해 전년도 말(61.3%) 대비 증가한 63.8%
  - 해외투자 비중(55.1%)도 전년도 말(54.4%) 대비 증가
  - 해외투자 비중 증가 원인은 해외투자 확대 기조와 더불어 국내투자 대비 높은 투자성과 실현 및 우호적인 환효과에 기인

<표Ⅱ- 1> 금융부문 시가평가금액-액티브/패시브유형 체계

(단위 : 억 원, %)

구분			2023년		2024년 6월		증감				
			금액	비중	금액	비중	금액	비중	증감율		
채권	국내채권	패시브	직접	2,777,685	26.8	2,804,661	24.5	26,976	-2.3	1.0	
		액티브	위탁	482,533	4.7	497,314	4.3	14,781	-0.4	3.1	
	국내채권 계			3,260,218	31.5	3,301,975	28.8	41,757	-2.7	1.3	
	해외채권	안정형	액티브	직접	256,282	2.5	303,603	2.7	47,321	0.2	18.5
			액티브	위탁	107,828	1.0	102,141	0.9	-5,687	-0.1	-5.3
			안정형소계	364,110	3.5	405,743	3.5	41,633	0.0	11.4	
		수익형	액티브	직접	120,011	1.2	131,847	1.2	11,836	0.0	9.9
			액티브	위탁	252,959	2.4	282,150	2.5	29,191	0.1	11.5
			수익형소계	372,970	3.6	413,997	3.6	41,027	0.0	11.0	
	해외채권 계			737,081	7.1	819,740	7.2	82,659	0.1	11.2	
채권 전체			3,997,298	38.6	4,121,715	36.0	124,417	-2.6	3.1		
주식	국내주식	패시브	직접	440,032	4.3	466,074	4.1	26,042	-0.2	5.9	
			액티브	직접	286,273	2.8	305,219	2.7	18,946	-0.1	6.6
		액티브	위탁	754,073	7.3	815,577	7.1	61,504	-0.2	8.2	
			소계	1,040,346	10.1	1,120,796	9.8	80,450	-0.3	7.7	
	국내주식 계			1,480,378	14.3	1,586,870	13.9	106,492	-0.4	7.2	
	해외주식	패시브	직접	1,385,062	13.4	1,706,028	14.9	320,966	1.5	23.2	
			액티브	위탁	117,559	1.1	143,674	1.3	26,115	0.2	22.2
		액티브	소계	1,502,621	14.5	1,849,702	16.1	347,081	1.6	23.1	
			위탁	1,698,331	16.4	2,055,559	17.9	357,228	1.5	21.0	
	해외주식 계			3,200,952	30.9	3,905,261	34.1	704,309	3.2	22.0	
주식 전체			4,681,330	45.2	5,492,131	47.9	810,801	2.7	17.3		
대체투자	국내		246,773	2.4	240,809	2.1	-5,964	-0.3	-2.4		
	해외		1,395,154	13.5	1,586,516	13.8	191,362	0.3	13.7		
	대체소계		1,641,928	15.9	1,827,325	16.0	185,397	0.1	11.3		
단기자금	원화		20,366	0.2	19,606	0.2	-760	0.0	-3.7		
	외환		4,432	0.0	3,158	0.0	-1,274	0.0	-28.8		
전술적 외환익스포저/전술적통화구성			24,797	0.2	-7,972	-0.1	-32,769	-0.3	-132.2		
국내투자 전체			5,007,735	48.4	5,149,259	44.9	141,524	-3.4	2.8		
해외투자 전체			5,362,416	51.8	6,306,703	55.1	944,287	3.2	17.6		
위험자산			6,348,055	61.3	7,311,484	63.8	963,429	2.5	15.2		
안전자산			4,022,096	38.9	4,144,479	36.2	122,383	-2.7	3.0		
패시브			4,745,136	45.8	5,143,200	44.9	398,064	-1.0	8.4		
액티브			5,625,015	54.4	6,312,762	55.1	687,747	0.8	12.2		
금융부문 전체			10,349,500	100.0	11,455,962	100.0	1,106,462	-	10.4		

주1) 반올림에 의한 단수차 존재

- 본 표의 금액은 미결제조정이 반영되지 않은 성과평가기준의 시가평가금액으로, <국민연금기금 운용현황(시가기준)> 표와 금액이 일치하지 않을 수 있음
- 본 표의 안전자산은 채권부문과 단기자금으로 구성되며, 위험자산은 그 외를 의미
- 단기자금은 전액 패시브로, 대체투자는 전액 액티브로 분류

## 2) 계획대비 집행실적

### ① 목표비중 대비 현황

- '24년도 상반기 말 기준 해외주식과 대체투자는 목표비중 대비 실제비중이 상회한 반면, 국내채권, 해외채권, 국내주식은 목표비중 대비 실제비중 하회
  - 목표비중은 전년도 말 대비 해외주식(30.3%→33.0%), 대체투자(13.8%→14.2%)는 확대된 반면, 국내채권(32.0%→29.4%), 국내주식(15.9%→15.4%)은 축소, 해외채권은 전년 수준(8.0%→8.0%) 유지
  - 해외주식은 글로벌 주식시장 상승세와 집행증가로 '24년 말 목표비중(33.0%) 대비 1.1%p 비중상회
  - 대체투자는 해외대체 및 부동산을 중심으로 순집행이 증가하며 목표비중(14.2%) 대비 1.8%p 비중상회
  - 국내주식은 시장 상승세에도 불구하고 순매도를 기록하며 목표비중(15.4%) 대비 1.5%p 비중하회
  - 해외주식, 대체투자의 실제비중이 큰 폭으로 확대됨에 따라, 국내채권과 해외채권은 우수한 성과를 거두었음에도 불구하고 목표비중 대비 각각 0.6%p 및 0.8%p 비중하회

<표 II- 2> 2024년도 상반기 말 자산군별 목표비중 및 실제투자비중

(단위 : %, %p)

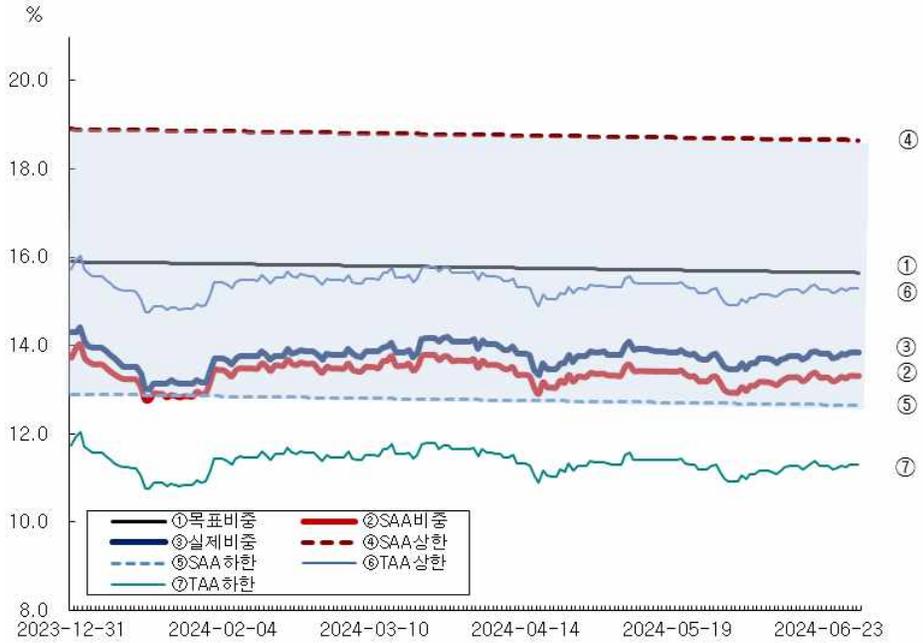
자산군	2024년 6월 말 실제비중 (A)	2024년 6월 말 목표비중 (B)	2024년말 계획 (C)	차이				
				6월 말 계획대비 (A-B)	2023년 말 계획대비 (A-C)	투자허용범위 <sup>2)</sup>		
						SAA	TAA	
국내채권	28.8	30.7	29.4	-1.9	-0.6	±10.0	±6.0	±4.0
해외채권	7.2	8.0	8.0	-0.8	-0.8	+25/-45	±0.5	+20/-40
국내주식	13.9	15.7	15.4	-1.8	-1.5	±5.0	±3.0	±2.0
해외주식	34.1	31.7	33.0	2.4	1.1	±5.0	±3.0	±2.0
대체투자	16.0	14.0	14.2	2.0	1.8	+24/-34	±1.2	+12/-22

주) 원화단기자금은 국내채권에 외화단기자금은 해외채권에 포함

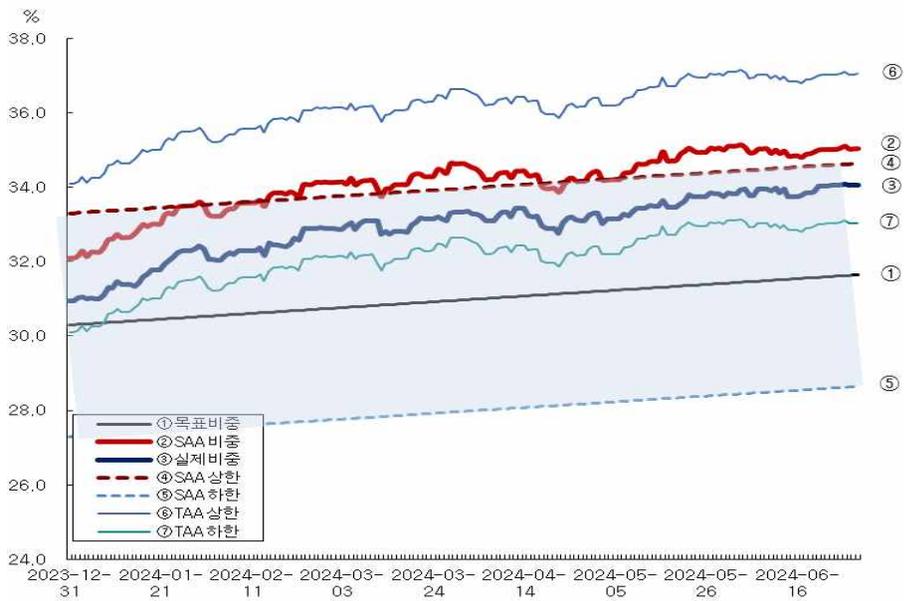
② 전술적 자산배분(TAA) 현황

- '24년도 상반기 국내주식, 대체투자의 실제비중은 연중 SAA 기준비중 대비 상회한 반면, 해외주식, 국내채권, 해외채권의 실제비중은 연중 SAA 기준비중 대비 하회
  - 해외주식의 실제비중은 목표비중 대비로는 상회하였으나, SAA 기준비중 대비로는 하회
  - 2월 들어 해외주식은 SAA 기준비중이 SAA 상한을 상향이탈하였으며, 3월초 SAA 리밸런싱 발생(해외주식 비중 감소 및 국내채권 비중 증가)
  - \* SAA 리밸런싱은 전월 말일에 SAA 허용범위 이탈 시 다음 달 첫 영업일에 실행되며, 자산군별 월 1회에 한함
  - 3월 이후에도 해외주식의 SAA 기준비중이 SAA 상한을 상향이탈하여 각각 4월초, 5월초, 6월초 리밸런싱 발생
  - 전년에 이어 대체투자의 실제비중은 TAA 허용범위 상단을 연중 내내 이탈

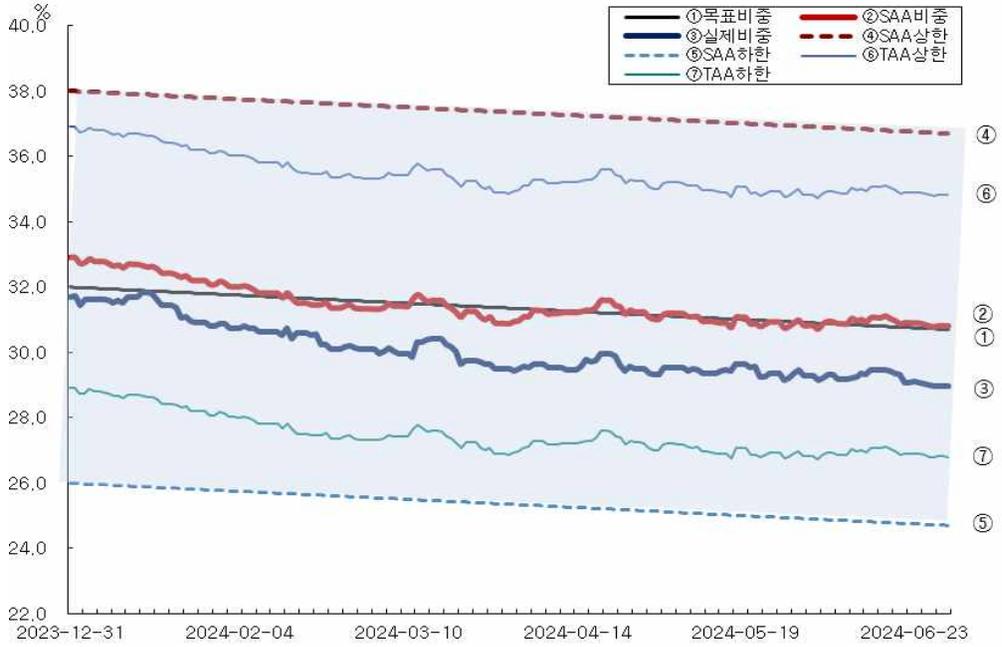
[그림II- 1] 국내주식 목표대비 실제운용현황 추이



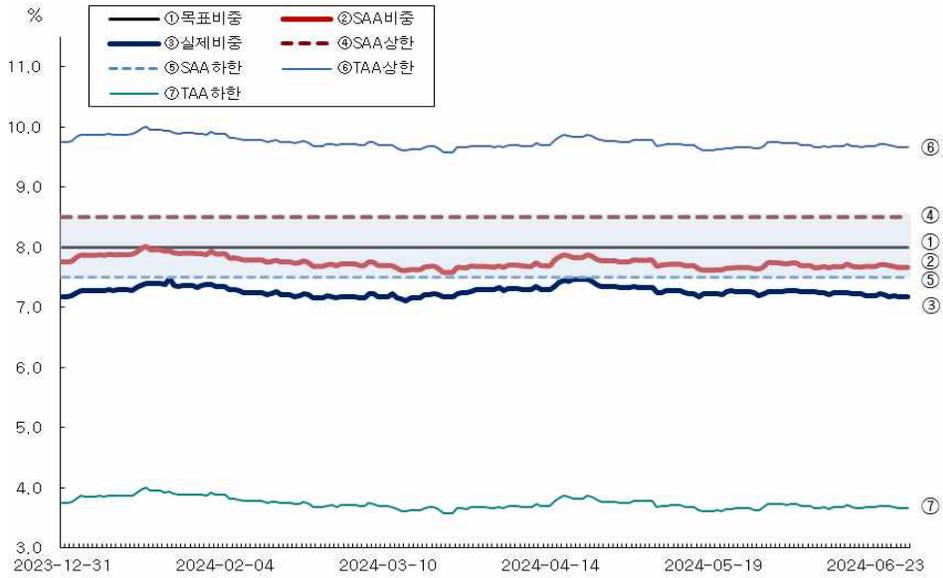
[그림II- 2] 해외주식 목표대비 실제운용현황 추이



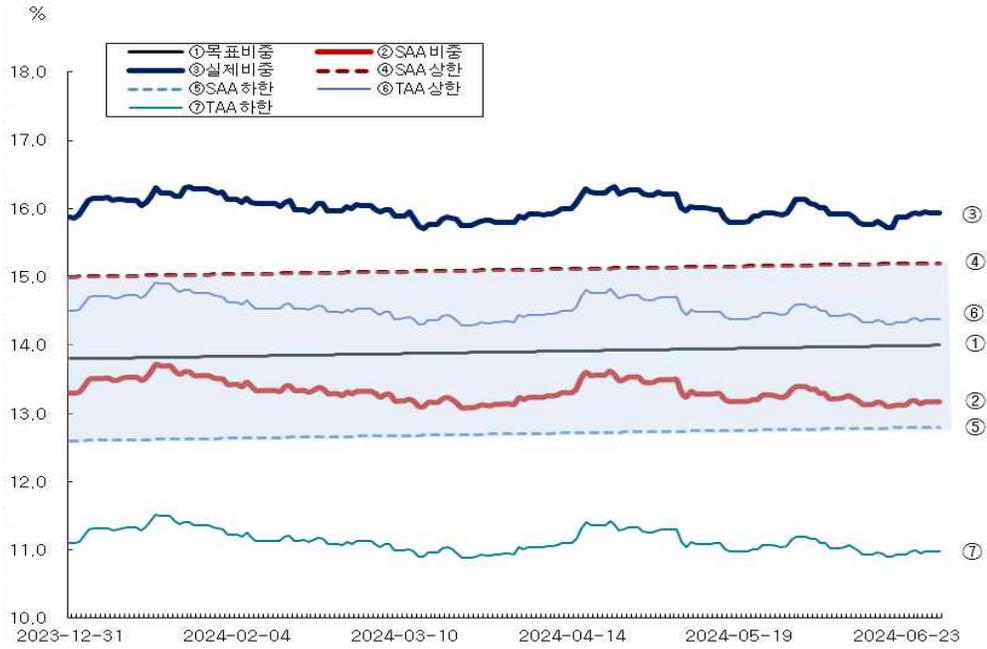
[그림 II- 3] 국내채권 목표대비 실제이용현황 추이



[그림 II- 4] 해외채권 목표대비 실제이용현황 추이



[그림 II- 5] 대체투자 목표대비 실제이용현황 추이



## 2. 금융부문 전체 운용성과 분석

- 기금의 금융부문 시간가중수익률은 9.85%로 벤치마크(9.16%) 대비 0.69%p 상회
- 국내채권(0.06%p), 해외채권(0.20%p), 국내주식(1.71%p), 해외주식(0.14%p), 대체투자(4.02%p) 모두 양(+)의 초과성과를 기록

### 1) 수익률 및 위험

- '24년도 상반기 금융부문 시간가중수익률은 9.85%이며, 벤치마크(9.16%) 대비 0.69%p 상회
  - \* (대체투자 제외) 수익률은 10.23%로 벤치마크(10.04%) 대비 0.19%p 상회
  - 자산군별 절대성과는 해외주식 20.53%, 국내주식 8.73%, 해외채권 8.12%, 대체투자 7.90%, 국내채권 1.73% 순이며,
  - 초과성과는 대체투자 +4.02%p, 국내주식 +1.71%p, 해외채권 +0.20%p, 해외주식 +0.14%p, 국내채권 +0.06%p 순
- 기금의 총위험은 3.21%로 벤치마크(3.23%)와 유사한 수준이며, 전 자산군에서 양(+)의 초과성과를 시현함에 따라 샤프비율(2.55)은 벤치마크(2.32)를 상회
  - 2024년 상반기 주식시장과 채권시장이 모두 강세를 보인 가운데, 금융부문 총위험(3.21%)은 전년 동기(3.41%) 대비 축소
  - 상반기 기준 총위험 및 시장위험, 신용위험은 모두 한도 내에서 관리
  - 총위험 대비 초과성과 지표인 샤프비율은 2.55(대체제외 시 2.24)
  - 액티브 위험은 0.57%(대체제외 시 0.56%)로 연간 목표 액티브 위험 0.50%의 114.4% 수준\*을 나타내고 있음
  - \* 2024년 기금운용본부에서 설정한 기금전체 액티브위험 한도: 0.82%
  - 액티브위험 대비 초과성과 지표인 정보비율(IR)은 1.21(대체제외 시 0.33)로 전년 동기(-0.39) 대비 크게 상승
  - \* 상반기 대체투자의 정보비율은 1.65, 초과성과는 4.02%p임. 다만, 상반기 대체투자 성과는 공정가치에 의한 평가손익은 반영되지 않고(헤지펀드 제외), 이자와 배당수익만 반영된 값으로 해석에 유의

<표II- 3> 금융부문 벤치마크 대비 수익률 - 액티브/패시브 체계

(단위: %, %p)

구분	2023년 6월			2024년 6월			4.5년 평균 ('20~'24.6)		
	기금	BM	초과	기금	BM	초과	기금	BM	초과
금융자산계	9.42	9.75	-0.33	9.85	9.16	0.69	7.71	7.39	0.33
금융자산계(대체제외)	10.27	10.29	-0.02	10.23	10.04	0.19	7.30	7.01	0.29
국내채권									
패시브	2.85	2.80	0.06	1.68	1.65	0.02	0.90	0.82	0.08
액티브	3.48	3.02	0.46	2.03	1.83	0.21	1.28	1.04	0.24
소계	2.95	2.82	0.13	1.73	1.67	0.06	0.95	0.84	0.11
해외채권									
액티브안정형	6.33	7.14	-0.81	7.98	7.86	0.12	-	-	-
액티브수익형	6.81	7.58	-0.77	8.27	7.99	0.28	-	-	-
소계	6.57	7.36	-0.79	8.12	7.93	0.20	4.26	4.05	0.21
국내주식									
패시브	16.76	16.72	0.04	7.39	7.15	0.24	8.12	7.94	0.18
액티브	17.29	17.67	-0.39	9.31	6.50	2.81	9.12	7.88	1.24
소계	17.13	16.58	0.55	8.73	7.03	1.71	8.82	7.90	0.92
해외주식									
패시브	17.28	17.72	-0.44	21.04	20.39	0.65	15.61	14.87	0.74
액티브	17.37	17.72	-0.35	20.08	20.39	-0.31	14.45	14.87	-0.42
소계	17.33	17.72	-0.39	20.53	20.39	0.14	14.98	14.87	0.10
단기자금									
원화	1.71	1.71	0.00	1.77	1.73	0.05	2.00	1.90	0.10
외화	43.76	44.17	-0.41	12.51	12.78	-0.26	13.90	14.12	-0.22
대체투자									
국내	1.82	4.62	-2.80	2.50	2.29	0.21	9.74	7.33	2.41
해외	5.71	6.97	-1.25	8.82	4.15	4.67	11.07	9.99	1.07
소계	5.08	6.58	-1.50	7.90	3.88	4.02	10.89	9.48	1.41

주1) 2015년 7월부터 기존의 직접/위탁 유형체계에서 액티브/패시브 유형체계로 변경

2) 해외채권은 2020년 7월부터 액티브유형 내 액티브안정형과 액티브수익형으로 구분

3) 금융전체 수익률에는 기술적외환익스포저와 기술적통화구성이 포함

4) 대체투자는 공정가치평가가 반영되기 전이며, 대체투자 벤치마크는 상반기 시점 업데이트 가능한 세부 자산군의 벤치마크만 업데이트

<표 II- 4> 해외자산 성과의 환효과 분해

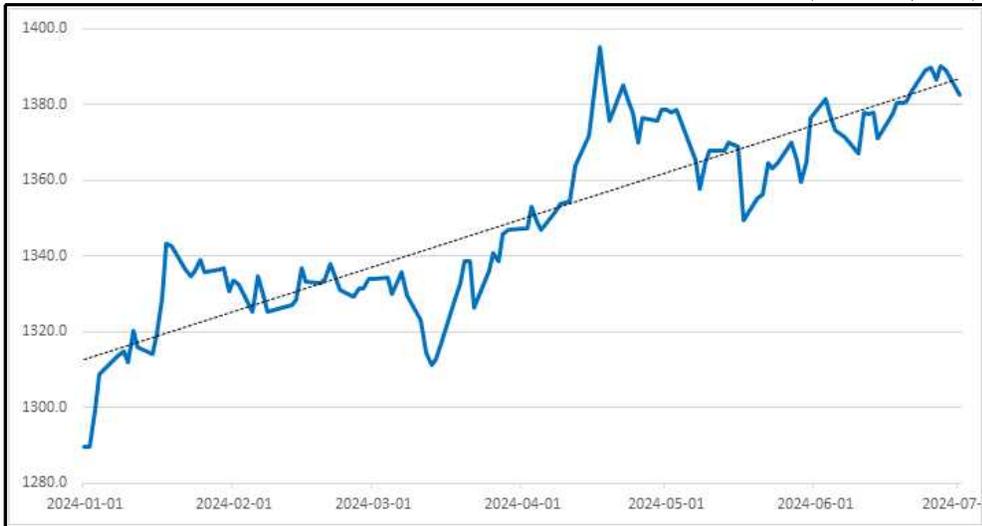
(단위: %, %p)

구분	2023년 6월				2024년 6월			
	해외자산 전체	해외채권	해외주식	해외대체	해외자산 전체	해외채권	해외주식	해외대체
헤지 후 달러기준 수익률	8.51	2.93	13.28	3.66	7.41	0.38	11.87	1.01
+ 원화환산효과	3.88	3.64	4.05	2.05	8.31	7.74	8.66	7.81
원화기준 수익률	12.39	6.57	17.33	5.71	15.72	8.12	20.53	8.82

주) 해외채권 원화 및 달러기준 수익률 산출 시, 외화단기자금은 불포함하였으며, 해외자산전체에는 포함

[그림 II- 6] 2024년 상반기 원·달러 환율 추이

(단위: 원/달러)



주) 서울외국환중개(주) 매매기준율

- '24년도 상반기 환효과는 원화기준수익률에 긍정적인 영향을 미쳤으며, 해외자산 전체의 원화환산효과는 8.31%p
  - 전술적외환익스포저의 효과는 -0.15%p, 전술적통화구성은 0.00%p

<표Ⅱ- 5> 국민연금 금융부문 성과 및 위험추이

구분	2023년 6월 말			2023년 말			2024년 6월 말			4.5년 평균 (‘20~’24.6)		
	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
금융부문계	9.42	9.75	-0.33	14.14	14.10	0.04	9.85	9.16	0.69	7.71	7.39	0.33
국내채권	2.94	2.82	0.12	8.01	7.89	0.13	1.73	1.67	0.06	0.96	0.84	0.11
해외채권	6.60	7.36	-0.77	9.34	9.66	-0.33	8.12	7.93	0.20	4.26	4.05	0.21
국내주식	17.13	16.58	0.55	22.14	21.35	0.79	8.73	7.03	1.71	8.82	7.90	0.92
해외주식	17.33	17.72	-0.39	24.27	24.90	-0.63	20.53	20.39	0.14	14.98	14.87	0.10
대체투자	5.08	6.58	-1.50	6.00	4.69	1.31	7.90	3.88	4.02	10.89	9.48	1.41
총위험(%) <sup>1)</sup>	3.41	3.36	0.05	5.97	6.29	-0.32	3.21	3.23	-0.02	7.22	7.04	0.17
샤프비율 <sup>2)</sup>	2.26	2.39	-0.13	1.77	1.67	0.10	2.55	2.32	0.23	0.74	0.71	0.03
정보비율 <sup>3)</sup>		-0.39			0.04			1.21			0.38	
액티브위험(%) <sup>4)</sup>		0.84			0.95			0.57			0.87	
대체제외	10.27	10.29	-0.02	15.81	15.75	0.06	10.23	10.04	0.19	7.30	7.01	0.29
총위험(%) <sup>1)</sup>	3.88	3.86	0.01	7.38	7.39	-0.01	3.83	3.74	0.09	8.44	8.26	0.18
샤프비율 <sup>2)</sup>	2.21	2.22	-0.01	1.65	1.65	0.00	2.24	2.24	-0.01	0.58	0.56	0.02
정보비율 <sup>3)</sup>		-0.03			0.04			0.33			0.45	
액티브위험(%) <sup>4)</sup>		0.84			0.69			0.56			0.65	

주 1) (총위험) 투자수익률의 표준편차

2) (샤프비율) 한 단위의 위험자산에 투자해서 얻은 (무위험 자산 대비) 초과수익률

3) (정보비율) 적극적인 투자 활동을 통해 위험 1단위를 감수하는데 대해 보상받는 초과수익으로, 액티브 위험 한 단위당 얻을 수 있는 (벤치마크 대비) 초과수익률

4) (액티브위험) 시장상황에 따라 초과수익을 얻기 위한 액티브 운용에 따른 위험으로, 실제 운용수익률과 벤치마크 수익률의 차이의 표준편차

5) 국내채권과 해외채권의 수익률은 원화 및 외화단기자금을 각각 포함하여 산출

**<참고자료> 자산군별 벤치마크(Benchmark: BM) 지수**

세부자산군		벤치마크 지수	비고		
국내 주식	전체		KOSPI_T(배당포함)	전략적	
	패시브	직접	NPS KR250(배당포함)	전술적	
		직접	NPS KR250(배당포함)		
	액티브	위탁	KOSPI + KOSDAQ150(배당포함)		
		소계	KOSPI + KOSDAQ150(배당포함)		
해외 주식	전체		MSCI AC World Index(ex Korea, unhedged-to-KRW, customized tax rate)	전략적	
	패시브	선진국	직접	MSCI The World Index(unhedged to KRW, customized tax rate)	전술적
			직접	MSCI EM Index (ex Korea, unhedged to KRW, customized tax rate)	
		이머징	직접	MSCI EM Index (ex Korea, unhedged to KRW, customized tax rate)	
			위탁	MSCI EM Index (ex Korea, unhedged to KRW, customized tax rate)	
		계	MSCI EM Index (ex Korea, unhedged to KRW, customized tax rate)		
	계	MSCI AC World Index(ex Korea, unhedged-to-KRW, customized tax rate)			
액티브	위탁	MSCI AC World Index(ex Korea, unhedged-to-KRW, customized tax rate)			
국내 채권	전체		NPS Customized Index	전략적	
	패시브	직접	국내채권직접 Index (NPS Customized Index 중 신용물(회사채, 여신채, ABS) 시가×0.9)	전술적	
	액티브	위탁	국내채권위탁 Index (3개 이상 채권평가사 BBB+등급 이상 중합지수 평균 중 신용물(회사채, 여신채, ABS) 시가×2.0)		
해외 채권	전체		NPS Customized Index, ex KRW, Partial-hedged(기타통화-USD), Unhedged(USD-KRW)	전략적	
	액티브	안정형	Bloomberg Barclays Global Aggregate ex-Corp Index	전술적	
수익형 <sup>2)</sup>		Bloomberg Barclays Global Aggregate ex-Corp Index 40% <sup>3)</sup> + Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate 50% <sup>3)</sup> + Bloomberg Barclays EM Local Currency Core 5% <sup>4)</sup> + Bloomberg Barclays Global HY Corporate Very Liquid 5% <sup>3)</sup>			
단기 자금	원화	평잔 규모에 상관없이 발행어음금리 적용(7일, 월평균)	전술적		
	외화	달러 예금 1일 금리×0.5 + 1개월 금리×0.5			
대체 투자	전체		세부자산군의 가중평균 지수	성과 평가용	
	국내사모	(KOSPI 3년 연평균 수익률 + 25%)×w1 + (국내채권 BM 3년 연평균 YTM + 15%)×(1-w1)			
	국내부동산	IPD한국지수×w2 + (국내 CPI 상승률 + 5%)×(1-w2)			
	국내인프라	(국내 5년 평균 CPI 상승률 + 3%)×w3 + 기존 투자자산 실제수익률×(1-w3)			
	해외사모	동종유형비교지수 수익률(IRR)			

해외부동산	주요 투자대상 7개국 IPD Country Index 가중평균지수
해외인프라	(G7 5년 평균 CPI 상승률 + 4%)의 원화 헤지 기준 수익률
헤지펀드	HFRI FoFs×0.5 + [미국단기금리(T-bills 90일물) + 4.5%]×0.5
전술적운용 프로그램	기금 전체 벤치마크

- 주 1) 해외채권 전체 벤치마크 내 구성비중은 향후 2년간 목표비중으로 매월 순차 변경되고 2020년 하반기부터 안정형/수익형 세 부자산군(50:50)으로 분리되며, 직접운용은 A- 등급이상, 위탁운용은 BB- 등급 이상 투자
- 2) 2020년말 수익형 내 유형별 목표 비중은 ex-Corp 52%, IG Corp 44%, HY 2%, EM 2%임
- 3) Full-hedged(기타통화-USD), Unhedged(USD-KRW), ex-KRW
- 4) Unhedged(기타통화-USD, USD-KRW), ex-KRW
- 5) w1 : 국내사모지분형투자의 당해 연도 비중
- 6) w2 : 적용시점(2013년) 최초 50% 적용 후 연도마다 10%p 씩 증가(2018년부터 IPD한국지수만 적용)
- 7) w3 : 벤치마크 적용시점(2013년)부터 신규약정하는 투자자산의 해당자산군 내 실제 비중

## 2) 금융부문 수익 분해

- 2024년 상반기 금융부문 수익률(9.85%) 중 **전략적자산배분(SAA)에 의한 성과는 9.23%**로 전체성과에 93.7% 기여
  - 전술적자산배분(TAA)에 따른 효과는 -0.40%p로, 이는 벤치마크 선택 효과(-0.04%p)와 전술적 비중조정에 의한 효과(-0.21%p), 전술적외환익스포저·전술적통화구성 효과(-0.15%p)로 구성
    - \* 대체투자 제외 시 전술적자산배분(TAA) 효과는 -0.22%p
  - 금융부문 초과성과에 양(+)의 기여한 것은 자산군내 선택효과(1.01%p)
    - \* 대체투자 제외 시 자산군내 선택효과는 0.43%p임
- 자산군내 선택효과는 각 개별 자산군이 해당 자산군 벤치마크 대비 액티브 운용하여 얻은 초과성과로, 대체투자와 국내주식 순으로 초과성과에 긍정적 기여
  - 국내주식의 경우, 자본재 업종의 자산(종목)선택효과가 초과성과에 양(+)의 기여

<표 II- 6> 금융부문 총 수익률 요인분해

(단위 : %)

구 분		대체투자 포함		대체투자 제외	
		수익률(%)	수익기여도	수익률(%)	수익기여도
전략적자산배분(SAA) <sup>1)</sup>		9.23	93.7	10.04	96.5
전술적 자산배분 (TAA)	벤치마크 선택 효과 <sup>2)</sup>	-0.04	-0.4	-0.05	-0.5
	전술적 비중 조절 효과 <sup>3)</sup>	-0.21	-2.1	-0.02	-0.2
	전술적외환익스포저 및 전술적통화구성 효과 <sup>4)</sup>	-0.15	-1.5	-0.15	-1.4
자산군내 선택효과 <sup>5)</sup>		1.01	10.3	0.43	4.2
수익률		9.85	100.0	10.40	100.0

- 주1) 기금의 목표수익률과 허용위험을 반영하여 자산군의 상대적 비율을 결정함으로써 발생하는 효과  
 2) 기금운용위원회가 부여한 전략적 벤치마크와 달리 기금운용본부가 직접·위탁투자에 별도의 벤치마크를 운영함에 따르는 효과  
 3) 기금운용위원회가 부여한 전략적자산배분(SAA)에 의한 기준비중과 실제 투자비중과의 차이로 발생하는 효과  
 4) 전술적외환익스포저는 원달러에 대한 환헤지이며, 전술적통화구성은 통화별 비중조정  
 5) 운용본부의 적극적 관리(active management)에 의한 수익창출 효과

금융부문전체 수익률에 대한 수익성과 분해 개념도

Rc	전술적외환익스포저 및 전술적통화구성 효과	
Ra	자산선택효과	
Rb	벤치마크 선택효과	
Rp	SAA	전술적 비중조절 효과
	Wp	Wa
		c

- 전략적 자산배분 효과 =  $\sum Wp * Rp$
- 전술적 비중조절 효과 =  $\sum (Wa - Wp) * Rp$
- 벤치마크 선택효과 =  $\sum Wa * (Rb - Rp)$
- 자산선택효과 =  $\sum Wa * (Ra - Rb)$
- TAA = 전술적 비중조절효과 + 벤치마크 선택효과 + 전술적외환익스포저 및 전술적통화구성 효과

Wp : 기금운용위원회가 부여한 각 자산군의 자산배분 비중이며, 대체투자 자산군을 제외하고 각 자산군의 시장 상황을 반영하여 연중 매일 리밸런싱됨. 편의를 위해 각 자산군 i를 지칭하는 하첨자 생략

Wa : 기금의 전술적외환익스포저 및 전술적통화구성 비중은 제외된, 각 자산군별 실제 투자비중

Rp : 기금운용위원회가 부여한 전략적 벤치마크에 기반한 각 자산군별 수익률

Rb : 각 자산군의 전략적 벤치마크를 초과하여 달성하기 위해 기금운용본부가 설정한 세부 자산군별 벤치마크에 기반한 수익률

Ra : 기금의 전술적외환익스포저 및 전술적통화구성 효과는 제외된 자산군별 실제수익률

- 대체투자를 제외한 각 자산군별, 요인별 초과성과 기여를 살펴보면, 국내주식이 초과성과에 가장 큰 기여를 하였고, 요인별로는 국내주식의 자산선택 효과가 가장 큰 양(+)의 기여를 하였음

<표II- 7> 2024년 상반기 각 자산군별 초과수익 요인 기여도-금융부문전체

구 분		국내채권	국내주식	해외채권	해외주식	대체투자
전술적 자산배분 (TAA)	벤치마크선택효과	0.00	-0.05	0.00	0.00	0.00
	전술적비중조절효과	0.10	-0.02	0.01	-0.13	-0.13
자산군내 선택효과		0.01	0.29	0.02	0.04	0.65
계		0.12	0.23	0.02	-0.09	0.52

주1) 반올림에 의한 단수차 존재

<표II- 8> 2024년 상반기 각 자산군별 초과수익 요인 기여도-대체제외

구 분		국내채권	국내주식	해외채권	해외주식
전술적 자산배분 (TAA)	벤치마크선택효과	0.00	-0.05	0.00	0.00
	전술적비중조절효과	0.04	-0.03	0.01	-0.03
자산군내 선택효과		0.02	0.34	0.02	0.05
계		0.06	0.25	0.03	0.02

주1) 반올림에 의한 단수차 존재

### 3) 시사점

- '24년도 상반기 금융부문전체 절대수익률은 9.85%이며, 초과성과는 +0.69%p (대체제외 시, 초과성과: +0.19%)
  - '24년 상반기는 우호적인 시장상황이 조성됨과 동시에 원-달러 환율이 투자성과에 긍정적으로 작용하며, 전 자산군에서 양(+의 절대성과 및 초과성과를 시현
  - 자산군별 절대성과는 해외주식 20.53%, 국내주식 8.73%, 해외채권 8.12%, 대체투자 7.90%, 국내채권 1.73% 순이며,
  - 초과성과는 대체투자 4.02%p, 국내주식 1.71%p, 해외채권 0.20%p, 해외주식 0.14%p, 국내채권 0.06%p 순
  - 초과성과 요인 분해 결과, 자산군내 선택효과는 긍정적인 기여를 한 반면, 벤치마크 선택효과 및 전술적비중조절효과, 전술적외환익스포저는 부정적인 기여를 한 것으로 나타남
  
- 시장 상황별 위험관리 방안 마련 및 투자성과 제고를 위한 노력이 지속되어야 하며, 기준포트폴리오의 성공적인 도입과 기대효과 극대화를 위한 충분한 준비 필요
  - 그간 성과가 부진했던 해외주식 액티브위탁 부문의 안정적인 운용성과 제고를 위한 노력이 지속될 필요
  - 2023년 미국 상업용 부동산 시장의 침체로 부동산 부문의 투자성과가 저조했음. 이에 해외 상업용 부동산 시장에 대한 면밀한 모니터링이 필요하며, 경제 상황별 시나리오 분석 등 위험관리 방안 마련 필요
  - 또한 최근 들어 환효과는 국민연금기금 투자성과의 주요 요인으로 작용한 만큼, 글로벌 외환시장 변화에 대비하여 시장 모니터링 강화 및 기금의 외환 전략을 점검할 필요
  - 국민연금기금에 적합한 기준포트폴리오의 도입과 안착을 위해서는 기금운용본부 내 충분한 정보의 공유와 논의를 바탕으로 시장환경의 변화와 운용여건을 고려한 구체적인 이행 방안이 마련되어야 하며,

- 기대효과 극대화를 위한 성과평가방안을 비롯하여 신규 체계 도입으로 발생 가능한 문제에 대한 철저한 분석과 검토가 필요
- 기준포트폴리오의 성공적인 도입을 위한 기금운용본부 내·외부의 적극적인 협조와 지원이 필요할 것으로 사료됨

### 3. 국내채권부문

- 국내채권 투자규모는 전년 말 대비 4조 1,757억 원 증가한 330조 1,975억 원으로 전체 기금자산의 28.8%를 차지
- 국내채권 전체 수익률(1.73%)은 벤치마크(1.67%) 대비 0.06%p 상회
- 패시브(직접)운용 성과는 1.67%이며 벤치마크 대비 0.02%p 상회,
- 액티브(위탁)운용 성과는 2.03%이며 벤치마크 대비 0.21%p 상회

#### 1) 상반기 국내 채권시장 현황

- (국고채) 한국은행 기준금리는 상반기 중 미국 기준금리 인하 가능성이 지속된 가운데 물가상승률에 대한 경계감 및 지정학적 리스크가 대두되며 '23년 1월 상승했던 3.50% 수준을 지속 동결함
  - 최근 우리나라 소비자물가지수(CPI) 상승률은 '22년 10월 5.7% 수준을 기록한 이후 올해 6월(2.7%)까지 지속적인 하락 추세를 보여옴
  - 연초 시장금리 하락 이후 2월 미국 고용지표 및 서비스업지수가 개선되며 기준금리 인하 기대감이 축소되며 국내 중장기물 위주로 상승 전환
  - 3월 경제지표의 둔화, 미 연준 의장의 시장 우호적 발언으로 시장금리는 하락하였으나 월말 미국 물가지표의 상승으로 금리 하락세가 주춤해졌고, 4월 미 연준의 6월 중 기준금리 인하 가능성이 낮아지며 국내 시장금리가 상승 전환
  - 5월 미 연준의 시장 우호적 발언으로 시장금리는 하락하였으나, 일부 미 연준 의사록의 인상 가능성의 의견 및 양호한 미국 서비스업 지수 발표로 기준금리 인하 가능성이 축소되며 국내 시장금리 변동성 확대
  - 6월 미국 물가지표, 제조업 지표 및 고용지표의 둔화로 9월 중 미국 기준금리 인하 가능성이 커지며 국내 시장금리가 전년말 대비 하락으로 마감
- (회사채) 전년에 이어 2024년 상반기 중 크레딧 스프레드 축소가 지속됨
  - 장기적인 기준금리 하락의 기대감 가운데 우량 신용채 위주로 크레딧 스프레드가 크게 축소되었고, 비우량 신용채에 대해서도 크레딧 스프레드는 일부 축소되었음

### <표Ⅱ- 9> 주요 금리 변화 추이

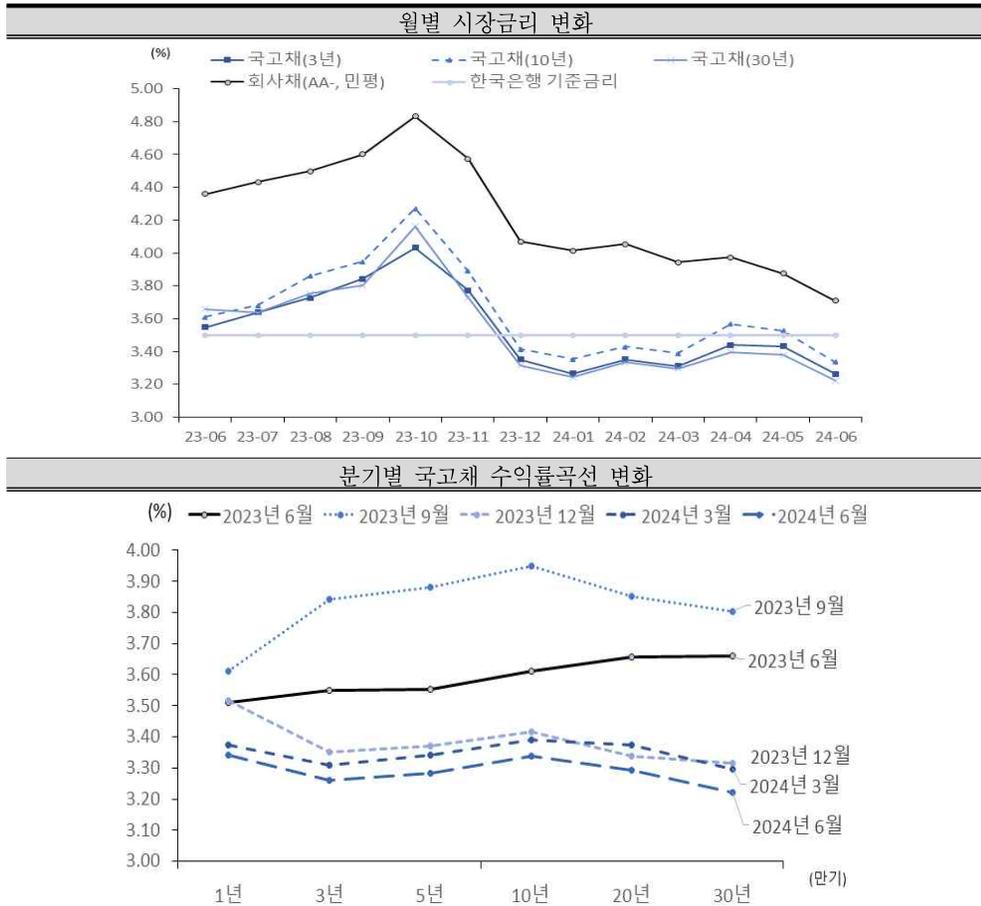
(단위: %, bp)

구분	2023년			2024년						전년말 대비
	10월	11월	12월	1월	2월	3월	4월	5월	6월	
한국은행 기준금리	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	3.50	0.00
CD(91일물)	3.82	3.83	3.83	3.74	3.69	3.65	3.57	3.60	3.60	-0.23
국고채(3년) (A)	4.03	3.77	3.35	3.27	3.35	3.31	3.44	3.43	3.26	-0.09
국고채(5년)	4.14	3.82	3.37	3.30	3.39	3.34	3.50	3.47	3.28	-0.09
국고채(10년)	4.27	3.89	3.42	3.35	3.43	3.39	3.57	3.53	3.34	-0.08
회사채 (AA-, 3년물) (B)	4.83	4.57	4.07	4.01	4.05	3.94	3.97	3.88	3.71	-0.36
신용스프레드 (B-A, bp)	80.20	80.20	71.90	74.70	70.20	63.40	53.50	44.40	44.60	-27.30

주) 월평균(영업일기준)

자료) 한국은행 경제통계시스템

### [그림Ⅱ- 7] 주요 금리 변화 추이



자료: 한국은행 경제통계시스템

## 2) 국내채권 포트폴리오 분석

### (1) 국내채권 투자현황

- '24년 6월 말 국내채권 투자규모는 330조 1,975억 원(단기자금 2.0조원 미포함)으로 전년 말 대비 4조 1,757억 원 증가
  - '24년 6월 말 기금 내 비중은 28.8%로 전년 말(31.5%) 대비 2.7%p 축소, '24년 말 목표비중(29.4%) 대비 0.6%p 하회(투자허용범위 ±10%p)
  - 기금 내 비중은 중장기 목표비중 축소 계획에 따라 축소 추세를 보임
- '24년 6월 말 패시브운용 투자규모는 280조 4,661억 원으로 국내채권 내 비중은 84.9%이며, 액티브운용 투자규모는 49조 7,661억 원으로 국내채권 내 비중은 15.1%
  - 패시브 및 액티브운용 규모는 모두 전년 말 대비 증가하였으며, 액티브운용의 성과가 제고되며 국내채권 내 비중은 전년 말 대비 액티브운용의 비중이 소폭 증가함

<표 II- 10> 국내채권의 유형별 투자현황

(단위: 억 원)

구분	2021		2022년		2023년 상반기		2023년		2024년 상반기	
	금액	비중								
국내채권	3,399,890	100.0	3,111,847	100.0	3,177,257	100.0	3,260,218	100.0	3,301,975	100.0
직접	2,929,082	86.2	2,655,485	85.3	2,712,132	85.4	2,77,685	85.2	2,804,661	84.9
위탁	470,808	13.8	456,361	14.7	465,125	14.6	482,533	14.8	497,661	15.1

주) 비중은 직접 및 위탁의 국내채권 전체 대비 비중

- 국내채권 투자규모 증가는 대부분 이자수익에 기인
  - '24년 상반기 중 신규투자(2조 5,610억 원)도 투자규모의 증가를 견인함
  - 다만, 매매손익 부분에서 4조 5,192억 원의 매매 손실을 기록
  - 패시브운용의 이자이익은 3조 9,056억 원이며, 신규투자는 2조 667억 원
  - 액티브운용의 평가이익(8,934억 원), 이자수익(7,301억 원), 신규투자(4,944억 원)는 모두 투자규모 증가에 양(+)의 기여함

<표II- 11> 2024년 상반기 국내채권부문 투자금액 증감 요인 분석

(단위: 억 원, %)

구분	패시브(직접)운용		액티브(위탁)운용		국내채권전체	
	금액	비중	금액	비중	금액	비중
1. 신규투자	20,667	76.6	4,944	33.4	25,610	61.3
2. 평가손익	6,049	22.4	8,934	60.4	14,982	35.9
3. 매매손익	-38,795	-143.8	-6,397	-43.3	-45,192	-108.2
4. 이자수익	39,056	144.8	7,301	49.4	46,357	111.0
합계(상반기 증가분)	26,976	100.0	14,781	100.0	41,757	100.0

## (2) 만기별 보유현황

- 작년 말 대비 1~3년물, 7~10년물, 10년 이상 물 비중은 각각 0.7%p, 0.3%p, 1.3%p 증가, 나머지 만기별 구성비는 감소
  - 5년 미만물의 비중은 모두 벤치마크 구성 비중을 하회, 5년 이상물은 모두 벤치마크 구성 비중을 상회
  - 패시브운용의 경우 1~2년 물을 제외한 5년 미만 물의 비중은 모두 벤치마크 구성 비중을 하회, 5년 이상 물은 모두 벤치마크 구성 비중을 상회. 벤치마크 대비 중립적 혹은 다소 높은 듀레이션 포지션 추구
  - 액티브운용의 경우 2년 미만 물은 벤치마크 구성 비중 하회, 2년 이상 물은 모두 벤치마크 구성 비중 상회. 벤치마크 대비 높은 듀레이션 포지션 추구

<표 II- 12> 국내채권 만기별 구성비 추이

(단위: 억 원, %)

구분	2022년			2023년			2024년 6월말		
	기금		시장 구성비	기금		시장 구성비	기금		시장 구성비
	금액	구성비		금액	구성비		금액	구성비	
1년미만	415,841	14.0	22.6	503,071	16.3	22.4	505,321	16.3	23.9
1년~2년	653,453	22.0	17.9	625,402	20.2	19.1	648,685	20.9	18.7
2년~3년	418,646	14.1	11.9	403,779	13.1	12.3	357,928	11.5	11.8
3년~5년	410,383	13.8	13.0	372,540	12.0	12.3	365,308	11.8	11.0
5년~7년	233,436	7.9	5.8	255,855	8.3	6.4	244,637	7.9	6.5
7년~10년	308,467	10.4	8.3	288,862	9.3	6.8	297,445	9.6	6.3
10년 초과	527,834	17.8	20.1	642,364	20.8	20.8	687,605	22.1	21.7

- 주 1) 국민연금은 시가평가금액 기준, 시장금액은 발행잔액 기준  
 2) 예금 및 현금성 자산, 파생상품 제외  
 3) 시장구성비는 채권3사(KIS채권평가, NICE피앤아이, 한국자산평가) 평균임

<표 II- 13> 2024년 상반기 국내채권 만기별 구성비

(단위 : 억 원, %)

구분	국내채권(전체)			패시브(직접)			액티브(위탁)		
	규모	구성비	BM	규모	구성비	BM	규모	구성비	BM
1년 미만	505,321	16.3	19.8	458,801	17.4	19.6	46,520	9.7	20.5
1년~2년	648,685	20.9	20.7	545,205	20.7	20.5	103,480	21.7	23.4
2년~3년	357,928	11.5	12.9	260,560	9.9	12.8	97,368	20.4	14.6
3년~5년	365,308	11.8	12.1	292,425	11.1	12.1	72,884	15.3	12.2
5년~7년	244,637	7.9	6.8	210,861	8.0	6.9	33,776	7.1	5.5
7년~10년	297,445	9.6	7.2	260,309	9.9	7.3	37,136	7.8	5.9
10년 초과	687,605	22.1	20.5	601,201	22.9	20.8	86,404	18.1	17.9

- 주 1) 6월 말 기준  
 2) 예금 및 현금성 자산, 파생상품 제외  
 3) 채권분류기준은 국민연금 내부기준임

### (3) 종류별 보유현황

- 작년 말 대비 국채 비중 증가, 지방채, 특수채, 통안채, 금융채, 회사채 비중 감소
  - 회사채의 경우 작년 말 대비 가장 큰 폭의 비중 축소(-0.9%p) 보임
  - 벤치마크 비중 대비 지방채, 특수채, 회사채 비중은 더 높고, 국채, 금융채 비중은 더 낮음
  
- 패시브운용과 액티브운용 모두 국채의 비중이 가장 높으나 각 운용의 구성 비중에는 차이가 존재함
  - 패시브운용은 전반적으로 벤치마크 구성비와 유사한 모습을 보이고 있으나 금융채 구성비에서 벤치마크와 가장 큰 차이(8.1%)를 보임
  - 액티브운용은 국채와 특수채에서 벤치마크 구성비와 큰 차이를 보임. 국채 구성비는 벤치마크 대비 약 4% 낮지만, 특수채 구성비는 약 4.1% 높으며 회사채 구성비도 벤치마크 대비 약 5.3% 높은 수준

<표 II- 14> 국내채권 종류별 구성비 추이

(단위: 억 원, %)

구분	2022년			2023년			2024년 6월말		
	기금		시장	기금		시장	기금		시장
	금액	구성비	구성비	금액	구성비	구성비	금액	구성비	구성비
국채	1,296,198	43.7	43.1	1,381,473	44.7	42.4	1,460,481	47.0	43.7
지방채	119,511	4.0	1.2	135,076	4.4	1.1	131,224	4.2	1.1
특수채	569,704	20.1	11.1	652,716	21.1	15.8	642,231	20.7	15.4
통안채	131,974	4.4	4.6	124,077	4.0	4.8	111,059	3.6	4.6
금융채	334,224	11.3	21.2	338,559	10.9	20.9	326,132	10.5	20.5
회사채	489,447	16.5	18.8	459,971	14.9	15.0	435,801	14.0	14.8

주 1) 국민연금 기준, 시가평가금액 기준, 시장금액은 발행잔액 기준

2) 예금 및 현금성 자산, 파생상품 제외

3) 시장구성비는 채권3사(KIS채권평가, NICE피앤아이, 한국자산평가) 평균임

<표 II- 15> 2024년 상반기 국내채권 종류별 구성비

(단위: 억 원, %)

구분	국내채권(전체)			패시브(직접)			액티브(위탁)		
	규모	구성비	BM	규모	구성비	BM	규모	구성비	BM
국채	1,460,481	47.0	47.7	1,297,487	49.3	48.6	162,994	34.1	41.5
지방채	131,224	4.2	0.7	121,024	4.6	0.8	10,201	2.1	0.9
특수채	642,231	20.7	19.2	566,818	21.6	19.5	75,413	15.8	11.7
통안채	111,059	3.6	4.8	110,099	4.2	4.8	961	0.2	3.9
금융채	326,132	10.5	16.6	214,213	8.1	16.2	111,919	23.4	23.0
회사채	435,801	14.0	11.0	319,720	12.2	10.1	116,081	24.3	19.0

주 1) 6월 말 기준

2) 예금 및 현금성 자산, 파생상품 제외

3) 채권분류기준은 국민연금 내부기준임

#### (4) 신용등급별 보유현황

- 국내채권 신용등급별 구성비 추이를 살펴보면 '22년부터 최근까지 AAA 등급 이상 채권 비중은 매년 소폭 증가하여 '24년 6월 말 기준 85.4% 임
  - 국내채권 AA+ 등급 이상 채권 비중은 모두 시장구성비를 상회, 나머지 등급 채권 비중은 모두 시장구성비를 소폭 하회. 시장대비 우량채권 비중이 높음
  - 전년 말 대비 비중 소폭 상승한 A+ 등급을 제외한 AA0 이하 등급 채권 비중 모두 감소
- 패시브운용은 전반적으로 벤치마크 비중을 추종하는 모습을 보이거나 액티브운용은 운용 특성에 맞게 벤치마크 비중과 차이를 두면서 적극적으로 초과수익 추구
  - 패시브운용에서 벤치마크 구성비와 가장 큰 차이를 보이는 등급은 무위험채권으로 패시브운용 비중이 약 2.5% 높음
  - 액티브운용의 경우 상대적으로 크레딧 구성을 높이는 전략을 취함에 따라 초우량 채권인 무위험채권과 AAA 등급의 비중은 각각 벤치마크 대비 약 10.2%, 4.8% 낮으며, AA+ 이하 등급의 비중은 모두 벤치마크 대비 높은 수준을 보임

<표 II- 16> 국내채권 신용등급별 구성비 추이

(단위 : 억 원, %)

구분	2022년			2023년			2024년 6월말		
	기금		시장	기금		시장	기금		시장
	규모	구성비	구성비	규모	구성비	구성비	규모	구성비	구성비
AAA이상 <sup>1)</sup>	2,434,893	82.0	80.5	2,595,910	84.0	80.0	2,654,214	85.4	79.9
AA+	160,113	5.4	4.0	159,259	5.2	4.1	139,820	4.5	3.9
AA0	142,037	4.8	5.2	126,292	4.1	8.1	122,449	3.9	8.0
AA-	150,363	5.1	6.7	133,565	4.3	3.0	118,055	3.8	3.1
A+	33,722	1.1	1.3	41,715	1.3	1.7	43,895	1.4	1.8
A0	25,969	0.9	0.8	19,404	0.6	1.3	16,830	0.5	1.4
A-	14,637	0.5	0.5	11,819	0.4	0.9	7,777	0.3	1.0
BBB+이하	62	0.0	1.0	102	0.0	0.6	50	0.0	0.6
미분류 <sup>2)</sup>	6,262	0.2	-	3,807	0.1	-	3,839	0.1	-

주 1) 무위험채권은 AAA 이상 등급에 포함되며 국고채, 통안채, 지방채로 구성됨

2) 미분류채권은 한국장학재단채, 산업금융채, 중소기업금융채

3) 예금 및 현금성 자산, 파생상품 제외

4) 시장통계는 채권3사(KIS채권평가, NICE피앤아이, 한국자산평가) 평균임

<표 II- 17> 2024년 상반기 국내채권 신용등급별 구성비

(단위 : 억 원, %)

구분	국내채권(전체)			패시브(직접)			액티브(위탁)		
	규모	구성비	BM	규모	구성비	BM	규모	구성비	BM
무위험채권 <sup>1)</sup>	1702765	54.8	54.6	1,528,609	58.1	55.6	174,156	36.5	46.7
AAA	951448	30.6	30.5	846,080	32.2	30.7	105,369	22.1	26.9
AA+	139820	4.5	3.8	106,592	4.1	3.5	33,228	7.0	6.2
AA0	122449	3.9	3.9	88,343	3.4	3.6	34,106	7.1	5.9
AA-	118055	3.8	5.2	49,649	1.9	4.8	68,406	14.3	10.5
A+	43895	1.4	1.2	4,987	0.2	1.1	38,907	8.1	2.2
A0	16830	0.5	0.5	595	0.0	0.5	16,235	3.4	1.1
A-	7777	0.3	0.2	701	0.0	0.2	7,076	1.5	0.5
BBB+이하	50	0.0	0.0	0	0.0	0.0	50	0.0	0.1
미분류 <sup>2)</sup>	3839	0.1	-	3,805	0.1	-	34	0.0	-

주 1) 무위험채권은 국고채, 통안채, 지방채

2) 미분류채권은 한국장학재단채, 산업금융채, 중소기업금융채

3) 예금 및 현금성 자산, 파생상품 제외

### 3) 수익률 분석

#### (1) 총수익률

- '24년 상반기 국내채권 전체 수익률은 1.73%를 기록
  - 전년 동기(2.95%) 대비 1.22%p 하락, 벤치마크(11.67%) 대비 0.06%p 상회
  - '23년과 '24년 상반기 양(+)의 절대수익률 기록하였으나 '21년과 '22년 모두 음(-)의 절대수익률 기록하여 최근 2.5개년 연평균 수익률은 1.54% 기록, 4.5개년 평균 수익률은 0.95%
  
- 국내채권 패시브운용과 액티브운용의 수익률은 각각 1.68%, 2.03% 기록
  - 패시브운용은 전년동기(2.85%) 대비 1.07%p 상승, 액티브운용은 전년(3.48%) 대비 1.45%p 상승

<표 II- 18> 국내채권 수익률 추이

(단위: %)

구분		2020년	2021년	2022년	2023년 상반기	2023년 상반기	2024년 상반기	2.5년 평균 ('22~'24.6)	4.5년 평균 ('20~'24.6)
국내 채권	패시브 (직접)	1.68	-1.29	-5.55	2.85	8.01	1.68	1.47	0.90
	액티브 (위탁)	1.91	-0.98	-5.21	3.48	8.50	2.03	1.95	1.28
	전체	1.71	-1.25	-5.50	2.95	8.08	1.73	1.54	0.95

주) 2023년 상반기 수익률은 6개월간의 기간수익률로 연율화하지 않은 값임

- 국내채권 전체 수익률(1.73%)에 패시브운용은 1.42%p, 액티브(위탁)운용은 0.31%p 기여
  - '24년 상반기는 전년에 이어 신용 스프레드 축소세(위험선호 확대)가 이어졌고, 신용물 성과가 상대적으로 높게 나타남
  - 회사채 파트 기여도(0.90%p)는 국공채 파트(0.51%p)를 상회하였으며, 크레딧 형의 기여도(0.11%p)는 일반형과 상대가치형 보다 높음

<표II- 19> 국내채권 전체 수익률 기여도

(단위: %, %p)

국내채권 전체 수익률	패시브(직접)운용			액티브(위탁)운용			
	소계	국공채파트	회사채파트	소계	일반형	상대가치형	크레딧형
1.73	1.42	0.51	0.90	0.31	0.10	0.09	0.11

주 1) 각 기여도 = (국내채권전체 내 '전년 말' 비중)\*(각 세부자산군 투자수익률)

2) 반올림에 의한 단수차이 존재함

## (2) 벤치마크 대비 수익률

- 국내채권의 전략적 벤치마크 대비 초과수익률은 0.06%p로 '24년 국내채권 목표초과수익률(0.03%p) 대비 0.03%p 상회하였으나 전년동기(0.13%p) 대비로는 하락
  - 패시브운용은 전술 벤치마크 대비 0.02%p 상회, 전년동기 초과수익률(0.06%p) 대비 0.04%p 하락
  - 액티브운용은 전술 벤치마크 대비 0.21%p 상회, 전년동기 초과수익률(0.46%p) 대비 0.25%p 하락

<표II- 20> 국내채권 유형별 수익률 추이

(단위: %)

구분	2020년		2021년		2022년		2023년 상반기		2023년		2024년 상반기		2.5년 평균 ('22~'24.6)		4.5년 평균 ('20~'24.6)		
	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	
	국내																
	패시브 (직접)	1.68	1.57	-1.29	-1.35	-5.55	-5.60	2.85	2.80	8.01	7.89	1.68	1.65	1.47	1.40	0.90	0.82
	액티브 (위탁)	1.91	1.70	-0.98	-1.17	-5.21	-5.13	3.48	3.02	8.50	7.91	2.03	1.83	1.95	1.67	1.28	1.04
	전체	1.71	1.59	-1.25	-1.33	-5.50	-5.55	2.95	2.82	8.08	7.89	1.73	1.67	1.54	1.43	0.95	0.84

- 국내채권 전체 초과수익(0.06%p)에 패시브운용이 0.02%p, 액티브운용이 0.03%p, 벤치마크 선택효과<sup>2)</sup>가 0.01%p 기여

<표 II- 21> 국내채권 전체 초과수익 기여도 분석

(단위: %, %p)

국내채권 전체			벤치마크 선택효과 <sup>1)</sup>	전술적 벤치마크 대비 초과수익 기여도			기타 효과
기금	전략 BM	초과성과		계	패시브(직접)	액티브(위탁)	
1.73	1.67	0.06	0.01	0.05	0.02	0.03	0.00

주 1) 벤치마크 선택효과 : 기금운용위원회에서 부여한 전략적 벤치마크와 달리 기금운용본부가 자체 설정한 전술적 벤치마크가 수익률에 기여한 정도

2) 기여도 = (국내채권전체 내 '전년 말' 비중)\*(각 전술적 벤치마크 대비 초과수익률)

3) 반올림에 의한 단수차이 존재함

○ 패시브운용의 초과수익(0.02%p)에 국공채 파트가 양(+의 초과성과에 기여

- 국공채 파트가 0.04%p, 회사채 파트가 -0.01%p, 벤치마크 선택효과가 -0.01%p 기여

<표 II- 22> 국내채권 패시브(직접) 운용 초과수익 기여도 분석

(단위: %, %p)

패시브(직접)운용			벤치마크 선택효과	각 유형별 벤치마크 대비 초과수익 기여도			기타효과
기금	전술BM	초과성과		소계	국공채파트	회사채파트	
1.68	1.65	0.02	-0.01	0.02	0.04	-0.01	0.01

주 1) 벤치마크 선택효과 : 전술적 벤치마크와 달리 기금운용본부가 자체 설정한 전술적 벤치마크가 수익률에 기여한 정도

2) 기여도 = (국내채권직접 내 '전년 말' 비중)\*(각 전술적 벤치마크 대비 초과수익률)

3) 반올림에 의한 단수차이 존재함

○ 액티브운용의 초과수익(0.21%p)에 상대가치형이 가장 높은 기여, 일반형, 벤치마크 효과, 크레딧형 순으로 초과성과에 양(+의 기여

- 상대가치형이 0.06%p, 일반형이 0.05%p, 벤치마크 선택효과가 0.05%p , 크레딧형이 0.04%p기여

2) 벤치마크 선택효과 : 기금운용위원회에서 부여한 전략적 벤치마크와 달리 기금운용본부가 자체 설정한 전술적 벤치마크가 수익률에 기여한 정도

<표II- 23> 국내채권 액티브(위탁) 운용 초과수익 기여도 분석

(단위: %, %p)

액티브(위탁)운용			벤치마크 선택효과	각 유형별 벤치마크 대비 초과성과 기여도(자산선택효과)				기타 효과
기금	전술BM	초과성과		계	일반형	상대가치형	크레딧형	
2.03	1.83	0.21	0.05	0.16	0.05	0.06	0.04	0.01

주 1) 벤치마크 선택효과 : 전술적 벤치마크와 달리 기금운용본부가 자체 설정한 유형 벤치마크가 수익률에 기여한 정도. 위탁운용의 경우 유형배분효과에 해당

2) 기여도 = (국내채권위탁 내 '전년 말' 비중)\*(각 전술적 벤치마크 대비 초과수익률)

3) 반올림에 의한 단수차이 존재함

<참고자료> 채권부문 자산종류별 벤치마크(Benchmark: BM) 지수

자산종류	적용연도	현재 벤치마크 지수 명	
국내	패시브 (직접)	2011년	NPS Customized Index 구성 기준에서 신용물(회사채, 여신채, ABS) 시가에 × 0.9배를 적용한 모집단 기준지수
	액티브 (위탁)	2011년	NPS Customized Index 구성 기준에서 신용물(회사채, 여신채, ABS) 시가에 × 2.0배를 적용한 모집단 기준지수
	전체	2007년	NPS Customized Index

### (3) 국내채권 초과수익 분해

- 국내채권 전체의 벤치마크 대비 초과수익에 만기, 섹터, 종목효과 모두 양(+)  
기여
  - 섹터효과(5.4bp), 종목효과(4.5bp), 만기효과(2.0bp) 순으로 국내채권 양(+)  
초과성과에 기여
  - '23년 상반기 한국은행 기준금리 연속 동결로 시장금리(국고채 3년)는 강한 추  
세적 움직임 없이 3%대 수준(평균 3.4%)을 유지함에 따라 만기효과보다는 섹  
터 및 종목효과가 더 큰 기여

<표 II- 24> 국내채권 전체 초과수익 요인분해

(단위 : bp)

초과수익	만기효과 <sup>1)</sup>	섹터선택효과 <sup>2)</sup>	종목선택효과 <sup>3)</sup>	기타효과
5.7	-0.7	1.2	3.3	1.9

- 주 1) 만기효과 : 벤치마크의 채권 만기와 다르게 구성된 포트폴리오 만기에 따른 효과  
 2) 섹터선택효과 : 벤치마크의 채권 섹터와 달리 포트폴리오 섹터를 구성함에 따른 효과; 국내채권 실제 포트폴리오 내 신용물의 듀레이션 조정 및 수익증대를 위해 섹터간 교체매매 수행  
 3) 종목선택효과 : 벤치마크와 다르게 선택된 개별 종목의 특성에 기인한 효과

- 국내채권 패시브운용의 초과수익에 만기, 섹터, 종목효과 모두 양(+)의 기여  
 - 종목효과(2.5bp)가 가장 큰 기여, 만기(1.2bp) 및 섹터(1.0bp) 효과는 유사한 수준을 보임

<표 II- 25> 패시브(직접)운용 초과수익 요인분해

(단위 : bp)

초과수익	만기효과 <sup>1)</sup>	섹터선택효과 <sup>2)</sup>	종목선택효과 <sup>3)</sup>	기타효과
2.2	-0.8	-0.3	1.7	1.6

- 주 1) 만기효과 : 벤치마크의 채권 만기와 다르게 구성된 포트폴리오 만기에 따른 효과  
 2) 섹터선택효과 : 벤치마크의 채권 섹터와 달리 포트폴리오 섹터를 구성함에 따른 효과; 국내채권 실제 포트폴리오 내 신용물의 듀레이션 조정 및 수익증대를 위해 섹터간 교체매매 수행  
 3) 종목선택효과 : 벤치마크와 다르게 선택된 개별 종목의 특성에 기인한 효과

- 국내채권 액티브운용의 초과수익에 자산배분 효과(-10.7bp)를 제외한 모든 효과는 양(+)의 기여  
 - 섹터효과(30.8bp)와 종목효과(16.1bp)가 상대적으로 높은 기여. 벤치마크 대비 종류별, 신용등급별 구성 비중에 차이를 둔 것이 초과수익으로 이어진 것으로 판단  
 - 음(-)의 자산배분 효과는 현금보유가 초과수익 창출에 상대적으로 불리하게 작용했음을 의미

<표 II- 26> 액티브(위탁)운용 초과수익분해

(단위 : bp)

초과수익	자산배분 효과 <sup>1)</sup>	만기 효과 <sup>2)</sup>	섹터선택 효과 <sup>3)</sup>	종목선택 효과 <sup>4)</sup>	유동성 효과 <sup>5)</sup>	국채선물 효과	기타 효과 <sup>6)</sup>
20.9	-6.8	0.0	9.5	12.2	7.1	-0.7	0.3

- 주 1) 자산배분효과 : 위탁운용사가 배정받은 자금을 채권과 현금으로 배분함에 따른 효과  
 2) 만기효과 : 벤치마크의 채권 만기와 다르게 구성된 포트폴리오 만기에 따른 효과  
 3) 섹터선택효과 : 벤치마크의 채권 섹터와 달리 포트폴리오 섹터를 구성함에 따른 효과; 국내채권 실제 포트폴리오 내 신용물의 듀레이션 조정 및 수익증대를 위해 섹터간 교체매매 수행  
 4) 종목선택효과 : 벤치마크와 다르게 선택된 개별 종목의 특성에 기인한 효과  
 5) 유동성효과 : 위탁운용사가 현금을 보유함에 따라 발생하는 효과  
 6) 기타 설명되지 않는 잔차부분으로서 위탁운용사에 지급된 위탁보수 및 수수료 등이 포함됨

#### (4) 국내채권 패시브운용 종류별 수익률

- '24년 상반기는 모든 종류별 채권에서 '23년말 대비 낮은 양(+의 절대수익률 기록
  - '24년 상반기말 시장금리가 하락되었고, '23년에 이어 신용스프레드가 축소세가 지속됨에 따라 기금과 BM의 종류별 채권은 모두 양(+의 절대수익률 기록
  - 회사채 부문(2.29%)이 국공채 부문(1.13%)보다 더 높은 절대수익률 기록
  - '23년 상반기 회사채가 가장 높은 절대수익률(2.69%)을 기록하였으며, 국채가 가장 낮은 절대수익률(0.95%) 기록
- '24년 상반기 금융채, 통안채, 지방채, 특수채에서 양(+의 초과수익을 기록
  - 국공채 부문에서는 국채를 제외한 모든 종류별 채권이 양(+의 초과수익을 기록, 가장 낮은 절대수익을 기록한 국채가 가장 낮은 초과수익(-0.03%p) 기록
  - 회사채 부문에서는 금융채와 특수채가 각각 0.15%p, 0.02%p 양(+의 초과수익 기록, 여신금융채와 ABS가 각각 -0.16%p, -0.09%p 음(-)의 초과수익 기록

<표 II- 27> 국내채권 패시브(직접)운용 종류별 수익률

(단위 : %, %p)

구분	2022년			2023년			2024년 6월말		
	기금	BM	초과	기금	BM	초과	기금	BM	초과
국채	-8.21	-8.26	0.06	9.24	8.89	0.34	0.95	0.98	-0.03
지방채	-2.69	-3.57	0.89	5.54	5.87	-0.33	1.94	1.90	0.04
통안채	0.53	0.87	-0.34	4.39	4.20	0.20	1.80	1.75	0.05
국공채 부문	-7.24	-7.30	0.07	8.56	8.36	0.17	1.13	1.06	0.07
특수채	-6.83	-6.27	-0.57	8.56	8.12	0.44	2.12	2.10	0.02
금융채	-0.73	-0.72	-0.01	5.92	5.58	0.33	2.28	2.13	0.15
여신금융채	-1.52	-1.16	-0.36	7.24	7.28	-0.04	2.44	2.60	-0.16
회사채	-2.85	-4.15	1.29	7.32	7.93	-0.61	2.69	2.77	-0.08
ABS	-0.02	-1.21	1.19	6.14	6.64	-0.50	2.29	2.38	-0.09
회사채 부문	-3.66	-3.69	0.03	7.41	7.35	0.05	2.29	2.31	-0.02

(5) 국내채권 액티브운용 유형별 수익률<sup>3)</sup>

- '24년 상반기 액티브운용에서 크레딧형이 가장 높은 절대수익률 2.45%을 기록하였고, 상대가치형과 일반형이 각각 1.85%, 1.85% 절대수익률 기록
- 모든 유형은 높은 양(+의) 초과수익을 기록하였으며, 특히 상대가치형은 0.20%p의 가장 높은 양(+의) 초과수익을 기록
- 크레딧형의 경우 절대성과는 가장 높았으나, 초과성과는 가장 낮은 0.13%p를 기록

<표 II- 28> 국내채권 액티브(위탁)운용 유형별 수익률

(단위: %, %p)

	2022년			2023년			2024년 6월말		
	기금	BM	초과	기금	BM	초과	기금	BM	초과
일반형	-5.73	-5.58	-0.15	8.57	7.92	0.65	1.85	1.71	0.15
상대가치형	-5.62	-5.58	-0.04	8.59	7.92	0.67	1.85	1.65	0.20
크레딧형	-4.02	-4.27	0.25	8.33	7.92	0.41	2.45	2.32	0.13

3) 액티브운용의 유형구분은 듀레이션베팅의 허용범위에 따른 운용전략상 구분임. 순수채권형(일반형)은 벤치마크 대비 ±0.8년의 허용범위를 두고 듀레이션 베팅에 보다 적극적인 유형이라면 상대가치형은 듀레이션 허용범위를 줄이는 대신(±0.4년) 국채선물에 대한 투자 폭을 더 크게 허용하였음. 그러나 두 유형간의 벤치마크와 유니버스는 동일함. 기존 운용유형과는 달리 2010년 4월부터 신규 설정된 Credit유형의 경우 신용분석 투자를 기반으로 저평가된 종목 발굴을 통한 액티브 운용을 하되 Credit채권의 경우 유통시장이 활성화 되어있지 않고 발행시장의 여건에 따른 영향이 큰 점을 감안하여 듀레이션의 허용범위는 ±1년으로 설정하였음

#### 4) 위험 분석

##### (1) 듀레이션

- '24년 상반기 국내채권 전체 평균 듀레이션은 벤치마크(5.36년) 대비 0.04년 높은 5.40년이며 전년 평균(5.19년) 대비 증가함
  - '23년 연말 금리하락으로 듀레이션이 상승('22년말 5.00년→ '23년말 5.43년)한 이후 '24년 상반기 중에는 평균 수준을 유지하였으며 표준편차 역시 낮은 수준을 보임
  - 벤치마크 대비 양(+의) 듀레이션 갭 유지는 초과수익에 부정적 기여
- 패시브운용의 평균 듀레이션은 5.44년으로 전년 평균 대비 0.22년 높은 수준
- 액티브운용의 평균 듀레이션은 5.18년으로 전년 평균 대비 0.18년 높은 수준

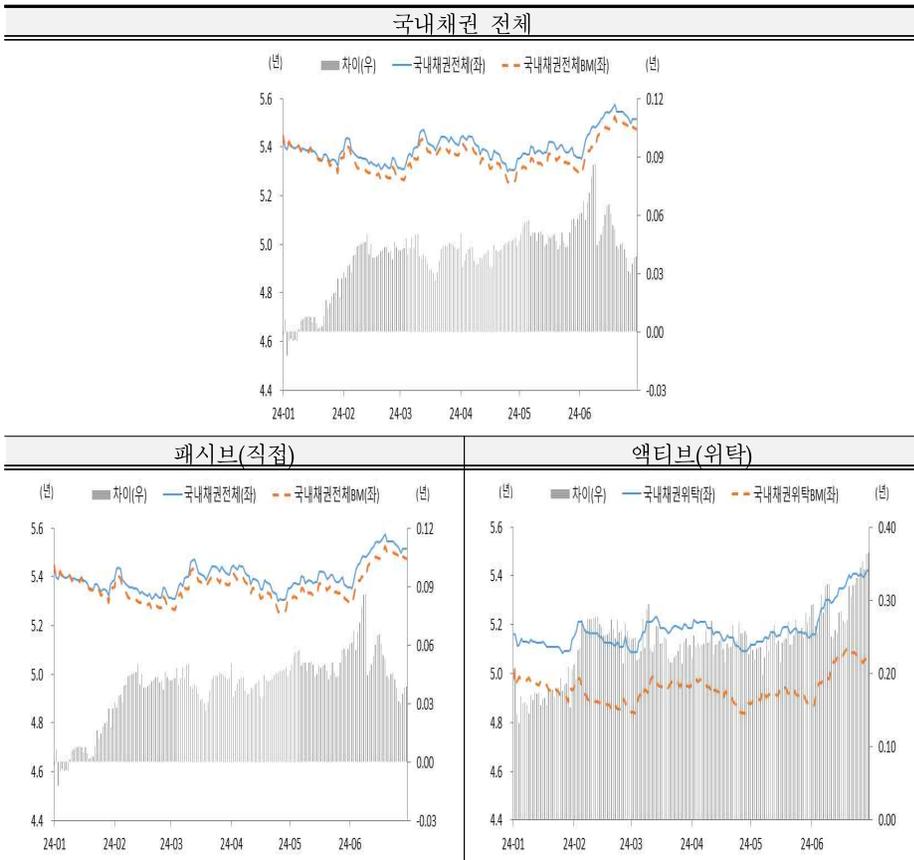
<표II- 29> 국내채권 듀레이션 추이

(단위: 년)

구분		국내채권 전체	패시브(직접)	액티브(위탁)	국내채권 BM
2020년	평균	5.63	5.57	5.69	5.48
	표준편차	0.15	0.12	0.19	0.11
2021년	평균	5.58	5.59	5.53	5.52
	표준편차	0.10	0.11	0.07	0.09
2022년	평균	5.22	5.24	5.08	5.18
	표준편차	0.21	0.21	0.23	0.19
2023년 상반기	평균	5.22	5.25	5.05	5.18
	표준편차	0.08	0.08	0.09	0.08
2023년	평균	5.19	5.22	5.00	5.16
	표준편차	0.11	0.11	0.12	0.10
2024년 상반기	평균	5.40	5.44	5.18	5.36
	표준편차	0.06	0.06	0.08	0.06

- '24년 상반기 국내채권 전체 듀레이션 추이는 보합세를 보임
  - '23년 연말 금리하락으로 듀레이션이 상승 추세를 보인 것과 대비되는 모습
  - 상반기중 꾸준히 벤치마크 대비 양(+)의 듀레이션 갭 유지
- 패시브운용의 듀레이션 추이는 상반기중 보합세를 보임
  - 연초 양(+)의 듀레이션 갭으로 전환 이후 전반적으로 벤치마크 대비 소폭 양(+)의 듀레이션 갭(평균 0.02년)을 유지하였으나, 상반기 말 음(-)의 듀레이션 갭으로 재전환
- 액티브운용의 듀레이션 추이는 상대적으로 상승하는 추세를 보임
  - 상반기중 꾸준히 벤치마크 대비 양(+)의 듀레이션 갭(평균 0.24년)을 유지하였으며, 상반기 말 듀레이션 갭이 확대되는 모습을 보임

[그림 II- 8] 국내채권 연간 듀레이션



## (2) 총위험

- '24년 상반기 국내채권 전체 총위험은 2.01%로 벤치마크(1.98%)와 유사한 수준을 보였으며 전년동기(3.59%)대비 1.58%p 하락하였음
  - '22년, '23년의 높은 총위험(각 5.53%, 5.62%)으로 인하여 2.5년, 4.5년 평균 총위험은 전년동기 대비 상승 (2.5년: 4.82%→5.34%, 4.5년: 3.98%→4.41%)
- 패시브운용의 총위험은 2.04%로 벤치마크(2.01%) 대비 약 0.02%p 높은 위험 수준 보임
- 액티브운용의 총위험은 1.82%로 벤치마크(1.79%) 대비 약 0.03%p 높은 수준을 보임

<표Ⅱ- 30> 국내채권 유형별 총위험 추이

(단위: %)

구분	2020년		2021년		2022년		2023년 상반기		2023년		2024년 상반기		2.5년 평균 ('22~'24.6)		4.5년 평균 ('20~'24.6)		
	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	
국내	패시브 (직접)	2.62	2.59	3.36	3.33	5.58	5.56	3.64	3.61	5.67	5.64	2.04	2.01	5.38	5.35	4.44	4.42
	액티브 (위탁)	2.51	2.41	3.16	3.02	5.26	5.03	3.34	3.27	5.30	5.11	1.82	1.79	5.08	4.88	4.20	4.03
	전체	2.60	2.57	3.33	3.30	5.53	5.50	3.59	3.57	5.62	5.59	2.01	1.98	5.34	5.30	4.41	4.37

주) 총위험은 표준편차로 계산하였으며, 상반기 표준편차는 주간수익률을 사용하였고 반년올화 함

## (3) 위험조정수익률

- '24년 상반기 국내채권의 위험조정성과지표인 수정샤프지수는 0.03로 벤치마크(0.00) 대비 0.03 상회
  - '21년과 '22년 음(-)의 절대수익률을 기록하여 2.5년과 4.5년 평균 수정샤프지수는 음(-)의 값을 기록
- 패시브운용과 액티브운용 모두 무위험수익률(3년 만기 국채 수익률) 이상의 수

익 달성

- 패시브운용의 수정샤프지수는 0.00이며 벤치마크 대비 0.01 상회
- 액티브운용의 수정샤프지수는 0.18이며 벤치마크 대비 0.10 상회

<표 II- 31> 국내채권 유형별 수정샤프지수 추이

(단위: %)

구분	2020년		2021년		2022년		2023년 상반기		2023년		2024년 상반기		2.5년 평균 (‘22~’24.6)		4.5년 평균 (‘20~’24.6)		
	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	
국내	패시브 (직접)	0.26	0.23	-0.09	-0.09	-0.49	-0.49	0.31	0.30	0.78	0.76	0.00	-0.00	-0.03	-0.03	-0.03	-0.04
	액티브 (위탁)	0.37	0.30	-0.07	-0.08	-0.44	-0.42	0.53	0.40	0.93	0.85	0.18	0.08	-0.00	-0.01	-0.02	-0.03
	전체	0.28	0.23	-0.09	-0.09	-0.48	-0.48	0.34	0.31	0.80	0.77	0.03	0.00	-0.02	-0.03	-0.03	-0.04

- 주 1) 위험조정수익률은 수정샤프지수 방식으로 산출  
 2) 샤프비율 산출에 사용한 무위험이자율은 3년 만기 국고채 수익률

- '24년 상반기 국내채권 전체 정보비율(IR)은 1.63을 기록하여 '24년 국내채권 기대 IR 0.20를 상회
  - 상반기 실현 초과수익률(0.06%p)은 '24년 목표 초과수익률(0.03%p)을 0.03%p 상회, 실현 액티브위험(0.03%)은 '24년 목표 액티브위험(0.14%)을 0.1%p 상회
- 패시브운용의 IR은 0.59을 기록하여 '24년 기대 IR 0.20을 상회
  - 실현 초과수익률(0.02%p)은 목표 초과수익률(0.03%p)을 하회, 실현 액티브위험(0.04%)는 목표 액티브위험(0.14%)를 하회
- 액티브운용의 IR은 3.01를 기록하여 '24년 기대 IR 0.23을 상회
  - 실현 초과수익률(0.21%p)은 목표 초과수익률(0.13%p)을 상회, 실현 액티브위험(0.07%)는 목표 액티브위험(0.57%)를 하회

<표 II- 32> 국내채권 유형별 정보비율(IR) 추이

(단위: IR-비율, TE-%)

구분	2020년	2021년	2022년	2023년 상반기	2023년	2024년 상반기	2.5년 평균 (‘22~’24.6)	4.5년 평균 (‘20~’24.6)	
국내	패시브 (직접)	2.61 (0.04)	1.59 (0.03)	0.82 (0.06)	1.71 (0.03)	3.07 (0.04)	0.59 (0.04)	1.48 (0.05)	1.73 (0.04)
	액티브 (위탁)	1.30 (0.16)	1.20 (0.16)	-0.20 (0.36)	3.15 (0.15)	1.82 (0.32)	3.01 (0.07)	0.89 (0.31)	0.96 (0.25)
	전체	2.78 (0.05)	1.91 (0.04)	0.68 (0.06)	3.34 (0.04)	3.01 (0.06)	2.02 (0.03)	1.85 (0.06)	2.02 (0.05)

- 주 1) 액티브운용 성과를 측정하는 지표인 정보비율(IR)은 추적오차(액티브위험, Tracking Error) 대비 초과수익률로 산출함
- 2) 괄호 안의 값은 추적오차임
- 3) 상반기 정보비율과 액티브위험은 주간수익률을 이용하여 산출

## 5) 시사점

### ○ 기준포트폴리오 도입에 대응한 듀레이션 관리 필요

- 국내채권의 중장기 운용전략은 기금 내 목표비중이 축소되는 방향\*이며, '25년도 국민연금기금운용계획(안)에 따르면 '25년 국내채권의 여유자금 배분은 '24년 대비 5조 4,762억원 감소됨\*\*
  - \* '23년: 32.0% → '24년: 29.4% → '25년: 26.5%
  - \*\* 원금회수 및 만기도래원리금을 제외한 순증금액 기준임
- 이러한 가운데 2025년 대체투자를 국내채권 60%, 해외주식 40%로 구성하는 기준포트폴리오가 도입될 예정임
- 국내채권의 여유자금 배정의 축소에 따라 채권 매수를 통한 듀레이션 관리가 원활하지 않을 수 있으며, 기준포트폴리오 하 대체투자 투자를 위한 국내채권의 비중 축소 시는 듀레이션 관리의 어려움을 더욱 가중할 가능성이 있음
- '24년 상반기 말 국내채권 내 패시브 비중은 84.9%를 차지하고 있으며, 원활하지 못한 자금배정은 벤치마크 비중을 추종하는데 제약요인으로 작용하여 초과성과 관리에 부정적 영향을 줄 수 있음
- 이에 면밀한 듀레이션 관리 방안 마련이 요구됨

### ○ 금리 변동에 대응한 신용채권 건전성 모니터링 지속 필요

- 미국 기준금리 인하 가운데, 국내 소비자 물가지수 상승률의 목표(2%) 대비 하락은 기준금리 인하를 견인할 것으로 예상됨
- 다만, 기준금리 인하는 주택 시장 격화를 초래할 수 있어 기준금리 추가 인하나 인하 시기를 조정할 가능성도 있음
- 지연된 기준금리 인하는 PF 연체율 증가\*에 따른 저축은행 건전성이나 이자비용 증가\*\*에 따른 카드사의 건전성을 저해할 수 있음
  - \* '24년 말: 2.7% → '25년 9월말: 3.6%
  - \*\* 은행과 같은 수신 기능이 없어 여전채 발행을 통해 자금의 대부분을 조달하며, 시장금리 하락 시 이자비용이 감소하게 됨
- 다만, 급격한 시장금리 하락은 보험사의 자산-부채 듀레이션 불일치의 확대\*로 보험사의 건전성은 악화될 수 있음
  - \* IFRS17에서 자산-부채를 현재가치로 환산하여 관리해야 하며, 장단기 금리의 민

- 감도(convexity) 차이에 따라 시장금리 하락시 현재가치는 만기가 긴 부채가 자산보다 커지고 듀레이션도 부채가 더 증가하게 됨
- 이에 금리 변동에 대응하여 신용채의 위험관리가 필요함

#### 4. 해외채권부문

- 해외채권 투자규모는 81조 9,740억 원으로 전년 말 대비 8조 2,659억 원 증가
- 절대수익률은 원화기준 8.12%, 달러기준 0.38%로 전년 말 대비 악화
- 초과수익률은 원화기준 0.20%p, 달러기준 0.08%p로 전년 말 대비 개선

##### 1) 상반기 해외 채권시장 현황

- (국고채) 미국 기준금리는 지난해 7월 26일에 기록한 5.5% 수준을 올해도 유지함
  - [1분기] 1월 하순부터 고용, 경기지표 등의 등락 및 주요국 통화정책 완화 기대감 변화, 4월 중 물가, 경기, 고용지표의 견조 및 이스라엘-이란 충돌에 따른 유가 불안으로 인해 금리 인하 가능성\*이 장기화 될 수 있다는 경계심이 높아짐 (미국 국고채 금리 상승)
  - [2분기] 4월 PCE 물가, 5월 중 미 고용 및 물가지표가 반전, 6월 중순 경 FOMC에 대한 경계감으로 금리에 하방경직성을 보이겠으나, 인하 가능성이 재조명됨(미국 국고채 금리 하락세로 전환)
    - \* (23년 말~23년 1분기 기준) 주요국 중앙은행의 정책금리 조정은 총 32개국 중 금리 인상 3개국(노르웨이, 러시아, 튀르키예)을 제외하고 동결(미국 등 20개국) 및 인하(중국 등 9개국) 조정을 단행한 바 있음
- (회사채) 시장금리 인하 기대 속에서 고위험/고수익 상품 수요의 증가가 예상됨
  - 이는 수익형 자산의 운용목적과 부합하므로, 크레딧 중심의 액티브 운용 추구를 위한 효율적 운용이 필요함

## 2) 해외채권 포트폴리오 분석

### (1) 해외채권 투자현황

- '24년 상반기 말 해외채권 투자규모는 81조 9,740억 원으로 '23년 말 73조 7,081억 원 대비 8조 2,659억 원 증가
  - 안정형 투자규모는 40조 5,744억 원으로 전년 말 36조 4,110억 원 대비 4조 1,634억 원 증가, 수익형 투자규모는 41조 3,997억 원으로 전년 말 37조 2,970억 원 대비 4조 1,027억 원 증가
  - 해외채권 투자비중은 전체 기금의 7.2%로 전년 말과 대비 증가, 목표 비중인 8.0% 대비 0.8%p 하회, 투자허용범위 상단과 하단은 각각 +2.5%p, -4.5%p<sup>4)</sup>

<표 II- 33> 해외채권 투자현황<sup>1)</sup>

(단위 : 억 원, 백만 달러, %)

구분	'23년				'24년 상반기				
	규모		비중		규모		비중		
	원화	달러	자산군 내	기금 내	원화	달러	자산군 내	기금 내	
안정형	직접	256,282	19,876	34.8	2.5	303,603	21,855	37.0	2.7
	위탁	107,828	8,363	14.6	1.0	102,141	7,352	12.5	0.9
	소계	364,110	28,239	49.4	3.5	405,744	29,207	49.5	3.5
수익형	직접	120,011	9,307	16.3	1.2	131,847	9,491	16.1	1.2
	위탁	252,959	19,618	34.3	2.4	282,150	20,310	34.4	2.5
	소계	372,970	28,926	50.6	3.6	413,997	29,802	50.5	3.6
전체	737,081	57,164	100.0	7.1	819,740	59,009	100.0	7.2	

주 1) 반올림에 의한 단수차이 존재함

2) '20년 하반기부터 해외채권은 안정형과 수익형으로 분류체계 변경

- '24년 상반기 해외채권 투자금액 증가는 모든 부분에서 수익을 거뒀으나, 특히 순투자, 평가손익 증가가 두드러짐
  - 신규 투자금액은 위탁운용 없이 직접운용만으로 총 36,991억 원을 기록하였음
  - 평가손익은 직접운용이 8,934억 원, 위탁운용이 10,667억 원으로 총 19,601억 원을 기록함, 전년 동기(21,450억 원), 전년(50,343억 원) 대비 감소
  - 외환 관련 손익은 위탁운용 없이 직접운용만으로 총 13,231억 원을 기록

4) 해외채권은 위기 상황 시 유동성을 공급하기 위한 완충작용 역할 수행하기 때문에 투자허용범위 하단을 상단보다 크게 설정

<표 II- 34> 해외채권 투자금액 증감 요인 분석

(단위 : 억 원, %)

구분	직접		위탁		전체		
	금액	비중	금액	비중	금액	비중	
1. 순투자 <sup>1)</sup>	36,991	62.5	-	-	36,991	44.8	
2. 평가손익	8,934	15.1	10,667	45.4	19,601	23.7	
3. 이자+실현손익 <sup>2)</sup>	-	-	12,836	54.6	12,836	15.5	
4. 외화관련손익 <sup>3)</sup>	예금환손익	-1,302	-2.2	-0	-0.0	-1,302	-1.6
	환헤지손익	14,533	24.6	-	-	14,533	17.6
	소계	13,231	22.4	-0	-0.0	13,231	16.0
합계(상반기 증가분)	59,156	100.0	23,503	100.0	82,660	100.0	

주 1) 순투자는 신규 자금집행 금액과 자금회수 금액의 차이

2) 직접운용의 매매손익과 이자수익 등의 실현손익은 단기자금으로 회수되어 직접운용의 투자규모의 증감에 영향을 주지 않아 증감요인 분석에서 제외, 위탁운용의 경우 위탁사의 위탁운용 순자산 (NAV)에 포함되므로 증감요인에 반영. 다만 수익률 산출 시에 직접 및 위탁운용 모두 실현손익을 반영

3) 외화관련 손익은 예금환손익과 환헤지손익으로 구성되며, 예금환손익은 거래일과 결제일의 차이에 의해 외화보통 예금통장의 입출금에서 발생하는 금액차이, 환헤지손익은 USD-Local 통화간 환헤지에 의해 발생하는 금액

## (2) 해외채권 종류별 보유현황

- '24년 상반기 말 해외채권은 해외 국공채(Global Treasury and Government-Related)는 58.3%, 유동화증권(Securitized)은 12.4%, 회사채(Corporate)는 28.4% 및 EM은 0.9%로 구성, 이 중, 국공채가 가장 큰 비중을 차지
  - 해외채권 전략BM도 국공채, 회사채, 유동화증권, EM 순으로 비중을 차지함
  - 국공채 비중은 BM 대비 하회, 이외 채권들은 BM 대비 상회하였음

<표 II- 35> 해외채권 종류별 보유현황<sup>1)</sup>

(단위 : 억 원, 백만 달러, %)

구분		'23년		'24년 상반기			
		규모	비중		규모	비중	
			전체 내	BM 내		전체 내	BM 내
Global Treasury <sup>2)</sup> and Government-Related <sup>3)</sup>	원화	435,619	59.1	60.3	474,434	58.3	60.5
	달러	33,784			33,778		
Securitized <sup>4)</sup>	원화	89,765	12.2	12.2	100,819	12.4	12.1
	달러	6,961			7,186		
Corporate <sup>5)</sup>	원화	208,973	28.4	27.5	236,856	28.4	27.5
	달러	16,207			16,449		
EM	원화	2,724	0.4	0.0	7,646	0.9	0.0
	달러	211			531		
전체	원화	737,080	100	100.0	699,899	100	100
	달러	57,165			57,553		

- 주 1) 반올림에 의한 단수차이 존재함
- 2) 자국통화로 발행되는 국채
- 3) 외국통화로 발행되는 국채, 지방정부채, 국제기구채
- 4) MBS 등 유동화증권
- 5) 회사채 및 Bank Loan 부문 포함

- '24년 상반기 말 해외채권 안정형은 해외 국공채(Global Treasury and Government-Related)는 81.8%, 유동화증권(Securitized)은 18.2%로 구성, 국공채가 가장 큰 비중을 차지
  - 안정형은 유동성이 높은 국공채를 위주로 투자하므로 국공채가 포트폴리오 대부분을 차지하고 있음
  - 전년 말 대비 안정형 내 국공채의 비중은 0.6%p 감소하고 유동화증권의 비중은 0.6%p 증가함

<표 II- 36> 해외채권 안정형 종류별 보유현황<sup>1)</sup>

(단위 : 억 원, 백만 달러, %)

구분			'23년			'24년 상반기				
	금액	비중			금액	비중				
		유형 내	전체 내	BM 내		유형 내	전체 내	BM 내		
직접	Macro	원화	215,241	59.1	29.2	-	254,673	62.8	31.6	-
		달러	16,693				18,332			
	Securitized	원화	41,041	11.3	5.6	-	48,930	12.1	6.1	-
		달러	3,183				3,522			
	소계	원화	256,282	70.4	34.8	-	303,603	68.1	34.3	-
		달러	19,876				19,876			
위탁	Global Aggregate <sup>4)</sup>	원화	9,245	2.5	1.3	-	0	0.0	0.0	-
		달러	717				0			
	Global T.G. <sup>2)</sup>	원화	75,533	20.7	10.2	-	77,295	19.0	9.6	-
		달러	5,858				5,553			
	Global Securitized	원화	23,042	6.3	3.1	-	24,846	6.1	3.1	-
		달러	1,787				1,785			
	소계	원화	107,828	29.6	14.6	-	102,141	25.1	12.7	-
		달러	8,363				7,338			
Global T.G. <sup>3)</sup>	원화	300,022	82.4	40.7	41.3	331,967	81.8	41.2	41.4	
	달러	23,268				23,885				
Securitized	원화	64,089	17.6	8.7	8.7	73,776	18.2	9.2	8.6	
	달러	4,970				5,307				
안정형 전체	원화	364,110	100.0	49.4	50.0	405,743	100.0	50.4	50.0	
	달러	28,239				29,192				

주 1) 반올림에 의한 단수차이가 있음

2) Global Treasury and Government-Related

3) Global Treasury and Government-Related

4) 투자전략팀-373(2024.05.08.) 2024-20차 투자위원회(5/8) 심의결과 통보에 근거하여 2024.06.04., Global Aggregate는 안정적 지수 추종을 목표로 하는 전략을 운용 중임에도 '23년 -78bp의 초과성과 및 장기적으로도 -22bp의 초과 성과를 기록하는 등 성과 회복에 기대감이 낮은 Voya 전액을 회수함

- '24년 상반기 말 해외채권 수익형은 해외 국공채(Global Treasury and Government-Related)가 34.4%, 유동화증권(Securitized)이 6.5%, 회사채(Corporate)가 57.2% 및 EM은 1.8%를 차지
  - 수익형은 시장을 초과하는 성과의 실현을 위한 회사채 중심의 액티브 운용을 추구하기 때문에 포트폴리오의 절반 이상을 회사채가 차지하고, 다음으로 국공채, 유동화증권, EM 순으로 나타남
  - 주요국 통화정책 정상화로 인한 단기금리 상승에 따른 포트폴리오 수익률 방어 목적으로 '22년 1월 Bank Loan 재설정된 이후, '24년 상반기 말 현재 수익형 내 0.9% 수준을 유지
  - 전년 말 대비 수익형 내 국공채와 유동화증권의 비중은 각각 2.0%p, 0.4%p 감소, 회사채의 비중은 각각 1.2%p 증가

<표 II- 37> 해외채권 수익형 종류별 보유현황<sup>1)</sup>

(단위 : 억 원, 백만 달러, %)

구분	'23년						'24년 상반기			
	금액	비중			금액	비중				
		유형 내	전체 내	BM 내		유형 내	전체 내	BM 내		
직접	Macro <sup>2)</sup>	원화	66,086	17.7	9.0	-	44,253	11.1	5.5	-
		달러	5,125				3,185			
	Securitized	원화	44,315	11.9	6.0	-	7,393	1.9	0.9	-
		달러	3,437				532			
	Credit	원화	6,886	1.8	0.9	-	72,838	18.2	9.0	-
		달러	534				5243			
	EM	원화	2,724	0.7	0.4	-	7,363	1.8	0.9	-
		달러	211				531			
	소계	원화	120,011	32.2	16.3	-	131,847	33.0	16.4	-
		달러	9,307				9,492			
위탁	Global T.G. <sup>3)</sup>	원화	91,277	24.5	12.4	-	98,255	23.3	11.6	-
		달러	7,079				6,707			
	Global Securitized	원화	18,787	5.0	2.5	-	19,733	4.7	2.3	-
		달러	1,457				1,347			
	Global Credit	원화	67,513	18.1	9.2	-	81,920	19.4	9.7	-
		달러	5,236				5,592			
	US Credit	원화	35,407	9.5	4.8	-	37,312	8.9	4.4	-
		달러	2,746				2,547			
	Euro Credit	원화	36,709	9.8	5.0	-	41,092	9.8	4.8	-
		달러	2,847				2,805			
	Bank Loan <sup>4)</sup>	원화	3,262	0.9	0.4	-	3,838	0.9	0.5	-
		달러	253				262			
	소계	원화	252,959	67.8	34.3	-	282,150	67.0	33.2	-
		달러	19,618				19,260			
	Global T.G. <sup>5)</sup>	원화	135,597	36.4	18.4	19.0	142,507	34.4	17.1	19.1
		달러	10,516				9,892			
Securitized	원화	25,676	6.9	3.5	3.5	27,126	6.5	3.2	3.5	
	달러	1,991				1,879				
Corporate <sup>6)</sup>	원화	208,973	56.0	28.4	27.5	237,001	57.2	28.4	27.5	
	달러	16,207				16,449				
EM	원화	2,724	0.7	0.4	-	7,363	1.8	0.9	-	
	달러	211				531				
수익형 전체	원화	372,970	100.0	50.6	50.0	413,997	100.0	49.6	50.0	
	달러	28,926				28,752				

주 1) 반올림에 의한 단수차이가 있음

2) 수익형 직접의 Macro 펀드는 안정형 직접의 Macro 펀드 대비 상대적으로 낮은 신용 등급의 국공채로 구성됨

3) Global Treasury and Government-Related

4) 주요국 통화정책 정상화로 인한 단기금리 상승에 따른 포트폴리오 수익률 방어 목적으로 '18년 전액 회수된 이후 4년 만에 재설정

5) Global Treasury and Government-Related

6) 회사채 및 Bank Loan 부문 포함

### (3) 만기별 보유현황

- '24년 상반기 말 해외채권은 1년 미만 단기물 3.9%, 1년 이상 10년 미만 중장기물 64.2%, 10년 이상 초장기물 31.9% 보유
  - 전년 말 대비 1년 미만 단기물 비중 0.6%p 감소, 10년 이상 장기물 비중 0.9%p 증가
  - 전년 말 대비 직접운용은 7년 미만물 비중 4.8%p 감소, 7년 이상물 비중 4.8%p 증가하여 장기물 비중이 증가였고, 이와 반대로 위탁운용은 7년 미만물 비중만 3.2%p 증가, 이외 비중 3.2%p 감소하여 단기물 비중이 증가함
  - BM 대비 10년 미만 비중만 모두 상회(총 1.4%p 수준), 10년물 이상 비중은 1.4%p 하회
  - 직접운용은 BM 대비 1~10년물 비중 모두 하회, 1년 미만물과 10년 이상물 비중만 상회함, 위탁운용 BM 대비 또한 동일한 변화를 보임

<표 II- 38> 해외채권 잔존만기별 보유현황<sup>1)</sup>

(단위 : 억 원, %)

구분	'23년							'24년 상반기						
	직접		위탁		전체		BM	직접		위탁		전체		BM
	규모	비중	규모	비중	규모	비중		규모	비중	규모	비중	규모	비중	
1년 미만	14,674	3.9	17,552	5.1	32,226	4.5	0.0	16,974	3.9	17,218	3.9	34,191	3.9	0.0
1-3년	83,238	21.9	47,181	13.7	130,419	18.0	24.0	88,109	20.3	57,723	13.0	145,832	16.6	24.2
3-5년	66,333	17.5	61,920	18.0	128,253	17.7	20.1	69,917	16.1	76,760	17.2	146,678	16.7	20.8
5-7년	54,110	14.3	43,990	12.8	98,100	13.6	13.8	53,835	12.4	64,180	14.4	118,015	13.4	14.1
7-10년	45,568	12.0	64,508	18.7	110,076	15.2	18.7	67,594	15.6	85,898	19.3	153,491	17.5	18.9
10년 이상	115,302	30.4	109,248	31.7	224,550	31.0	23.4	136,918	31.6	143,564	32.2	280,483	31.9	22.0

주 1) 반올림에 의한 단수차이가 있음

2) 규모는 시가평가액 기준임

#### (4) 통화별 보유비중

- '24년 상반기 말 해외채권 통화별 보유비중은 미국 달러화 47.4%, 유로화 26.7%, 엔화 6.7% 등
  - 전년 말 대비 미국 달러화 비중 0.3%p 감소, 기타 통화 비중 0.4%p 증가
  - 직접운용 대비 위탁운용은 미달러화, 유로화 비중이 가장 높고 캐나다와 호주 달러의 비중이 가장 낮음
  - 보유 비중이 높았던 달러와 유로화 비중은 BM 대비 상회함

<표II- 39> 해외채권 통화별 보유비중<sup>1)</sup>(달러기준)

(단위 : %)

표시통화	'23년				'24년 상반기			
	직접	위탁	전체	BM	직접	위탁	전체	BM
미국 달러(USD)	45.4	49.5	47.7	45.5	45.5	49.1	47.4	46.4
유럽 유로(EUR)	20.4	27.8	24.4	23.1	22.7	30.5	26.9	23.1
일본 엔(JPY)	12.6	5.5	8.7	9.6	10.4	3.5	6.7	8.3
영국 파운드(GBP)	4.5	3.4	3.9	4.1	4.4	3.6	4.0	4.0
중국 위안(CNY)	10.3	4.2	7.0	8.2	9.9	3.9	6.7	8.6
캐나다 달러(CAD)	2.9	1.3	2.0	2.7	2.8	1.4	2.0	2.7
호주 달러(AUD)	1.7	1.1	1.3	1.3	1.6	1.2	1.3	1.3
기타	2.2	7.2	4.9	5.7	2.8	6.9	5.0	5.6

주 1) 기금운용본부 자료 활용하여 제작성

2) 반올림에 의한 단수차이가 있음

### (5) 지역별 보유비중

- '24년 상반기 말 해외채권 지역별 보유비중은 북미 45.2%, 유럽 30.6%, 일본 및 아시아/태평양 각각 7.5%와 13.2%로 나타남
- 전년 말 대비 감소한 국가로 북미, 일본으로 나타났으며, 증가한 국가로는 유럽, 일본을 제외한 아시아/태평양, 글로벌로 나타남
- 세부유형으로 직접에서 전년 말 대비 감소한 국가로 북미, 일본, 일본을 제외한 아시아/태평양이었고, 전년 말 대비 증가한 국가는 유럽, 라틴아메리카, 글로벌로 나타남. 위탁에서는 전년 말 대비 감소한 국가로 북미, 일본이었고, 전년 말 대비 증가한 국가는 유럽, 일본을 제외한 아시아/태평양, 글로벌로 나타남
- 공통적으로 북미와 일본의 보유비중을 줄이고, 유럽과 글로벌의 보유비중은 늘린 경향을 보임

<표 II- 40> 해외채권의 지역별 보유비중<sup>1)</sup>(달러기준)

(단위 : %)

지역	'23년				'24년 상반기			
	직접	위탁	전체	BM	직접	위탁	전체	BM
North America	45.4	46.4	45.9	45.0	44.2	46.1	45.2	45.6
미국	39.8	42.4	41.2	40.0	38.3	40.8	39.6	41.3
캐나다	5.1	3.4	4.2	3.6	4.9	4.6	4.8	3.6
Europe	25.8	30.1	28.1	28.5	28.7	32.3	30.6	27.9
영국	4.7	4.4	4.5	4.5	4.2	4.8	4.5	4.6
프랑스	8.2	4.4	6.2	5.4	7.3	4.8	6.0	5.3
독일	1.8	4.1	3.1	4.3	3.3	3.4	3.3	4.8
네덜란드	1.7	3.7	2.8	2.4	1.9	3.9	3.0	1.3
기타	9.4	13.5	11.5	11.9	12.0	15.4	13.8	12.1
Japan	12.2	7.6	9.7	10.1	10.0	5.3	7.5	8.8
Asia/Pacific ex Japan	15.9	10.7	13.1	12.7	15.8	10.8	13.2	12.0
호주	1.9	1.7	1.8	1.6	2.2	1.9	2.0	1.6
한국	4.1	0.0	1.9	0.2	4.2	0.0	2.0	0.2
뉴질랜드	0.3	0.6	0.5	0.2	0.2	1.1	0.4	0.2
싱가포르	0.4	0.7	0.5	0.3	0.4	0.5	0.9	0.3
중국	8.9	5.4	7.0	8.8	8.4	4.7	6.4	9.1
기타	0.3	2.3	1.4	2.1	0.4	2.6	1.5	2.2
Latin America	0.1	2.5	1.4	0.9	0.2	2.5	1.4	1.6
Global	0.4	1.7	1.1	2.2	0.8	1.9	1.4	2.2
Africa/Mideast	0.2	1.1	0.7	0.7	0.2	1.1	0.7	1.0

주 1) 기금운용본부 자료 활용하여 제작성, 반올림에 의한 단수차이가 있음

### 3) 수익률 분석

#### (1) 총수익률

- '24년 상반기 해외채권 전체 수익률은 원화기준 8.12%, 달러기준 0.38%, 전년 말 (원화기준 9.32%, 달러기준 7.53%) 대비 저조한 수준
  - '23년 통화긴축 완화 기조로 돌아섰으나, '24년부터 미연준의 기준금리 인하 기대 약화와 중동분쟁 확대 및 엔화 약세가 대두되고 불확실성이 강화되면서 달러수익률 성과가 전년 말 대비 제한적인 수준(단, 원달러 환율이 연초 대비 상반기 말 8.21% 상승함)
  - 안정형은 원화기준 7.98%, 달러기준 0.26% 실현, 수익형은 원화기준 8.27%, 달러 기준 0.50% 실현, 국공채 위주의 안정형 대비 회사채 위주의 수익형이 더 높은 성과를 기록함

<표Ⅱ- 41> 해외채권 투자수익률<sup>1)</sup>

(단위: %)

구분		'23년		'24년 상반기	
		원화	달러	원화	달러
안정형	직접	8.25	6.59	8.04	0.32
	위탁	7.85	6.01	7.86	0.11
	안정형 계	8.11	6.39	7.98	0.26
수익형	직접	9.50	7.68	8.08	0.36
	위탁	10.99	9.12	8.36	0.57
	수익형 계	10.52	8.66	8.27	0.50
전체		9.32	7.53	8.12	0.38

주 1) 반올림에 의한 단수차이 존재함

- '23년에 비해 '24년 상반기 동안 원화 대비 달러화 강세와 100% 환오픈 정책으로 원화기준 수익률(8.12%)이 달러기준 수익률(0.38%)을 큰 폭으로 초과
  - 원-달러 환율은 전년 말의 1,289.4원 수준에서 8.21% 상승한 1,395원/달러 기록
  - 원화환산 효과는 7.74%p로 전년 동기 3.64%p, 전년 1.79%p에 대비 증가하여, 양(+)<sup>1)</sup>의 값 기록, 원-달러에 대한 100% 환오픈 정책은 해외채권 성과에 긍정적인 영향을 미치고 있음

<표Ⅱ- 42> 해외채권 성과의 환효과

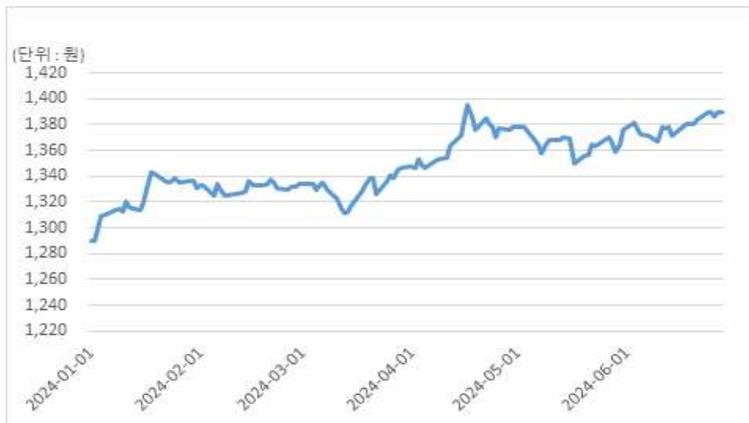
(단위 : %, %p)

구분	안정형	수익형	전체	BM
헤지 후 달러기준 수익률	0.26	0.50	0.38	0.36
+ 원화환산 효과	7.72	7.76	7.74	7.62
헤지 전 원화기준 수익률 <sup>1)</sup>	7.98	8.27	8.12	7.93
헤지 후 원화기준 수익률	7.98	8.27	8.12	7.93

주 1) 100% 환오픈에 의해 환헤지 효과가 0이므로 헤지 전/후 원화기준 수익률은 같음

2) 반올림에 의한 단수차이가 있음

[그림Ⅱ- 9] 원-달러 환율 추이(일별)



\* 출처: 한국은행

## (2) 벤치마크 대비 초과성과

- '24년 상반기 해외채권 전체 초과수익률은 원화기준 0.20%p, 달러기준 0.08%p, 전년 동기(원화기준: -0.79%p, 달러기준: -0.11%p)와 전년(-0.34%p, 달러기준 -0.14%p) 대비 악화, 목표초과수익률(0.22%p)을 하회
- 안정형은 원화기준 0.12%p, 달러기준 0.02%p 실현, 수익형은 원화기준 0.28%p, 달러기준 0.14%p 실현
- 안정형 목표초과수익률(0.19%p) 대비 하회, 수익형 목표초과수익률(0.26%p) 대비 상회함

<표 II- 43> 해외채권 벤치마크 대비 투자수익률<sup>1)</sup>

(단위 : %, %p)

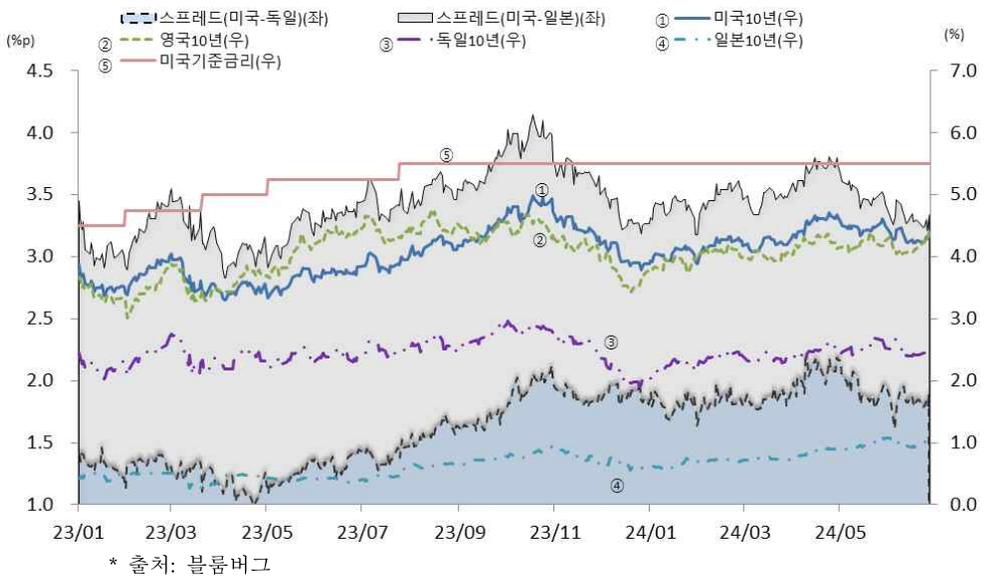
구분	'23년			'24년 상반기			2.5년 평균 ('22~'24.6)			4.5년 평균 ('20~'24.6)			
	기금	BM	초과	기금	BM <sup>3)</sup>	초과	기금	BM	초과	기금	BM	초과	
안정형	원화	8.11	8.61	-0.50	7.98	7.86	0.12	4.71	4.41	0.30	-	-	-
	달러	6.39	6.64	-0.24	0.26	0.24	0.02	-1.66	-1.80	0.14	-	-	-
수익형	원화	10.52	10.72	-0.20	8.27	7.99	0.28	4.72	4.36	0.36	-	-	-
	달러	8.66	8.70	-0.04	0.50	0.36	0.14	-1.69	-1.85	0.16	-	-	-
전체	원화	9.32	9.66	-0.34	8.12	7.93	0.20	4.73	4.40	0.33	4.26	4.05	0.21
	달러	7.53	7.67	-0.14	0.38	0.30	0.08	-1.66	-1.82	0.16	0.15	-0.05	0.20

주 1) 반올림에 의한 단수차이 존재함

2) 전체 벤치마크는 해외채권 전략적 벤치마크, 안정형/수익형 벤치마크는 전술적 벤치마크에 해당

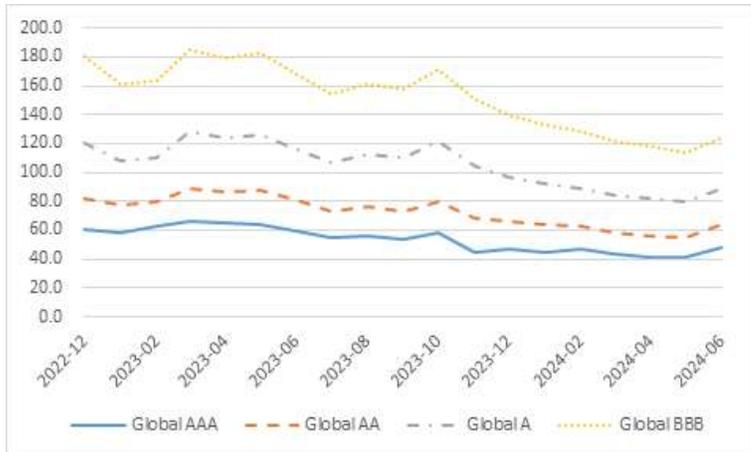
- 지난해 주요국의 통화긴축 완화 이후, '24년 상반기 주요국 시장금리는 1분기 미 경기 및 고용지표의 견조와 미연준의 조기 금리인하 기대로 시장금리가 상회
- 2분기에 들어서면서 미 연준의 긴축기조가 당초 기대보다 연기될 수 있다는 경계감이 높아진 가운데, 기준금리 인하의 지연, 이스라엘-이란 충돌 등 유가 불안과 미국 고용 및 물가지표 둔화세 지속 등으로 시장금리는 하락세로 전환됨

[그림 II - 10] 주요국 금리 추이(일별)



- 신용스프레드는 지난해에 이어 금년 상반기에도 전반적으로 감소하는 추세지만 6월에 소폭 반등을 기록함
  - 주로, 미연준의 조기 금리인하 기대 형성과 미 경기 및 고용지표의 견조 및 시장 내 형성된 고금리 기조에 따라 고금리 상품 투자수요가 늘어나면서 스프레드 축소 폭이 두드러짐

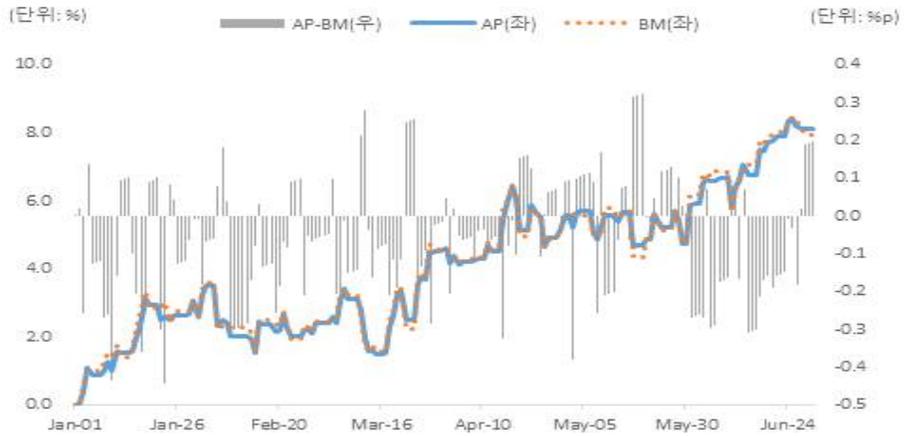
[그림Ⅱ- 11] 신용등급별 신용스프레드 추이(월별)



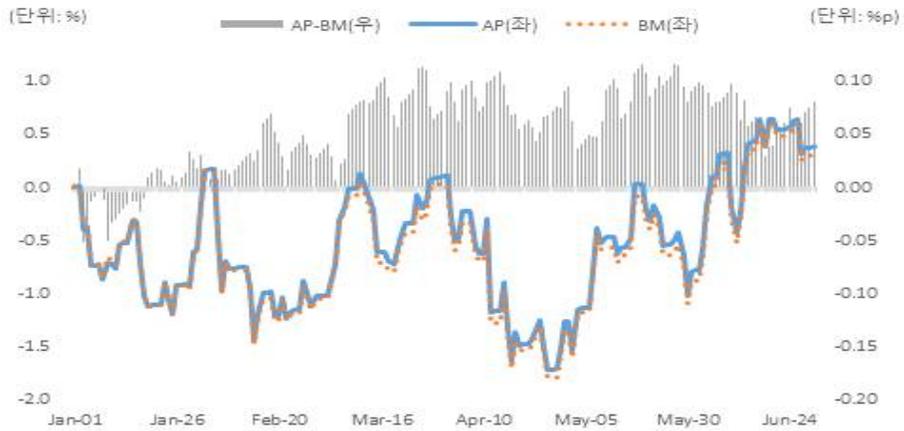
\* 출처: 블룸버그

- 환효과를 제외한 자산운용 성과인 달러기준 성과는 1월 음의 초과성과를 거둔 이후 반등을 기록했으며, 3월에 기록한 초과성과를 지속적으로 유지함, 원화 기준 성과는 원-달러 환율과 연동됨
  - (달러) 1월 시장금리의 갑작스런 반등으로 한시적 음의 초과성과를 기록한 이후, 3월 시장금리 상승추세로 BM 대비 장기물을 많이 보유함에 따라 1분기에 큰 폭으로 양의 초과성과를 기록
    - \* 특히, 2분기 미 연준의 긴축기조 연기 및 기준금리 인하 지연, 중동의 지정학적 위기, 유가불안, 고용 및 물가지표 둔화 등 불확실성이 중첩됨에도 불구하고 양호한 성과 수준을 유지함
  - (원화) '24년 상반기 내 초과성과 측면에서는 횡보세를 보임

[그림 II- 12] 해외채권 전체 원화기준 절대성과 및 초과성과 누적 추이(일별)



[그림 II- 13] 해외채권 전체 달러기준 절대성과 및 초과성과 누적 추이(일별)



<참고자료> 해외채권부문 벤치마크(Benchmark: BM) 지수

구분	적용 연도	벤치마크 지수 명	비고
해외채권 <sup>1)</sup>	2020년	NPS Customized Index, ex-KRW Partial-Hedged(기타통화-USD), Unhedged(USD-KRW)	전략적 BM (기금운용위원회 부여)
안정형	2020년 하반기	Bloomberg Barclays Global Aggregate ex-Corp Index <sup>2)</sup>	전술적 BM(기금운용본부 설정) 안정형은 상대적으로 변동성이 적고 유동성이 높은 선진국 국공채 위주의 액티브 운용 지향, 금융시장 위기 시 적시에 자금 제공
수익형	2020년 하반기	Bloomberg Barclays Global Aggregate ex-Corp Index 40% <sup>2)</sup> + Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate 50% <sup>2)</sup> + Bloomberg Barclays EM Local Currency Core 5% <sup>3)</sup> + Bloomberg Barclays Global HY Corporate Very Liquid 5% <sup>2)</sup>	전술적 BM(기금운용본부 설정) 수익형은 적극적인 성과개선을 위해 신용채 위주의 액티브 운용을 지향, 안정형 대비 고위험 자산에 투자하여 벤치마크 대비 초과성과 목표

주 1) 해외채권 전체 벤치마크는 안정형/수익형 벤치마크를 50:50으로 합성한 지수임, '19년~'21년에 걸쳐 매월 순차적으로 변경, Ex.Corp 70%, IG Corp 25%, EM Local Currency 2.5%, HY Corporate Very Liquid 2.5%를 목표 비중으로 함

2) Full-hedged(기타통화-USD), Unhedged(USD-KRW), ex-KRW

3) Unhedged(기타통화-USD, USD-KRW), ex-KRW

### (3) 초과성과 요인분석

- '24년 상반기 해외채권 전체의 전략적 BM 대비 원화기준 초과성과 0.20%p에 안정형이 0.06%p, 수익형이 0.14%p 기여, 달러기준 초과성과 0.08%p에 안정형이 0.01%, 수익형이 0.07%p 기여함
  - 직접과 위탁에 상관없이 전반적으로 안정형의 Sec 부문과 수익형의 Credit이 준수한 성과를 거둠에 따라 양의 초과성과로 전환됨

<표Ⅱ- 44> 해외채권 전체 초과수익 기여도 분석

(단위 : %, %p)

구분	해외채권			벤치마크 선택효과 <sup>1)</sup>	유형별 자산선택효과 <sup>2)</sup>			기타 효과 <sup>3)</sup>
	기금	전략BM	초과성과		계	안정형	수익형	
원화	8.12	7.93	0.20	-0.00	0.19	0.06	0.14	0.01
달러	0.38	0.30	0.08	-0.00	0.08	0.01	0.07	-0.00

- 주 1) 벤치마크선택효과는 기금운용위원회에서 부여한 전략적 벤치마크 대비 기금운용본부가 자체 설정한 전술적 벤치마크가 초과수익에 기여한 정도  
 2) 자산선택효과는 전술적 벤치마크 대비 초과수익에 기여한 정도  
 3) 기타효과는 초과수익 중 벤치마크선택효과와 자산선택효과로 설명되지 않는 부분

- '24년 상반기 안정형의 전술적 BM 대비 초과성과는 0.02%p로 자산선택효과가 0.01%p, 벤치마크선택효과가 -0.03%p 기여
  - 안정형 초과성과 기여도는 직접운용이 위탁운용을 상회
  - 자산선택효과는 직접운용의 Macro 유형이 0.03%p로 양의 초과성과에 크게 기여, 위탁운용의 Global T.G. 유형이 -0.05%p로 음의 초과성과에 큰 비중을 기록, 나머지 유형은 혼재되어 나타났으나 전반적으로 양의 초과성과가 많이 나타남

<표 II- 45> 해외채권 안정형 초과수익 기여도 분석<sup>1)</sup>(달러기준)

(단위 : %, %p)

안정형			벤치마크 선택효과 <sup>2)</sup>	유형별 자산선택효과 <sup>3)</sup>						기타 효과 <sup>4)</sup>
기금	전술 BM	초과 성과		계	직접운용		위탁운용			
					Macro	Sec. <sup>5)</sup>	Global Agg. <sup>6)</sup>	Global T.G. <sup>7)</sup>	Global Sec. <sup>8)</sup>	
0.26	0.24	0.02	-0.03	0.01	0.03	0.01	-0.01	-0.05	0.02	0.05

주 1) 기금운용본부 내부보고서 등을 참조하여 작성

2) 벤치마크선택효과는 전술적 벤치마크 대비 유형 벤치마크가 초과수익에 기여한 정도

3) 자산선택효과는 유형 벤치마크 대비 초과수익에 기여한 정도

4) 기타효과는 초과수익 중 벤치마크선택효과와 자산선택효과로 설명되지 않는 부분

5) Securitized

6) Global Aggregate

7) Global Treasury and Government-Related

8) Global Securitized

○ '24년 상반기 수익형의 전술적 BM 대비 초과성과는 0.14%p로 자산선택효과가 0.16%p, 벤치마크선택효과가 -0.11%p 기여

- 수익형 초과성과 기여도는 위탁운용이 직접운용을 상회하여 전년 대비 반전된 결과가 나타남

- 자산선택효과는 직접운용의 Credit 유형이 0.03%p, Macro 유형이 0.02%p로 초과 성과에 양(+)의 기여, 위탁운용의 Global Credit 유형이 0.07%p, Euro Credit이 0.05%p, US Credit이 0.04%p로 초과성과에 음(-)의 기여

<표 II- 46> 해외채권 수익형 초과수익 기여도 분석<sup>1)</sup>(달러기준)

(단위 : %, %p)

수익형			벤치 마크 선택 효과 <sup>2)</sup>	유형별 자산선택효과 <sup>3)</sup>										기타 효과 <sup>4)</sup>
기금	전술 BM	초과 성과		계	직접운용			위탁운용						
					Macro	Sec. <sup>5)</sup>	Credit	Global T.G. <sup>6)</sup>	Global Sec. <sup>7)</sup>	Global Credit	US Credit	Euro Credit	Bank Loan	
0.50	0.36	0.14	-0.11	0.16	0.02	0.00	0.03	-0.04	-0.01	0.07	0.04	0.05	0.00	0.09

주 1) 기금운용본부 내부보고서 등을 참조하여 작성

2) 벤치마크선택효과는 전술적 벤치마크 대비 유형 벤치마크가 초과수익에 기여한 정도

3) 자산선택효과는 유형 벤치마크 대비 초과수익에 기여한 정도

4) 기타효과는 초과수익 중 벤치마크선택효과와 자산선택효과로 설명되지 않는 부분

5) Securitized

6) Global Treasury and Government-Related

7) Global Securitized

- '24년 상반기 해외채권의 전략적 BM 대비 초과성과는 0.20%p로 자산운용효과 0.08%p, 환효과 0.12%p으로 모두 양의 부호로 나타남
  - 안정형 대비 수익형은 자산운용을 통한 초과성과와, 기금과 벤치마크에 적용되는 환산환율 차이에 따른 환효과 모두 상회하였음
  - 동시에 안정형, 해외채권 전체 모두 자산운용효과(0.02%p, 0.08%p)보다 환효과 (0.10%p, 0.12%p)가 상대적으로 컸으며, 수익형만 자산운용효과와 환효과가 같았음

<표 II- 47> 해외채권 초과수익의 환효과 요인분해<sup>1)</sup>

구분	안정형	수익형	전체
벤치마크 대비 초과수익 <sup>2)</sup> (A+B)	0.12	0.28	0.20
자산운용효과(A)	0.02	0.14	0.08
환효과 <sup>3)</sup> (B)	0.10	0.14	0.12

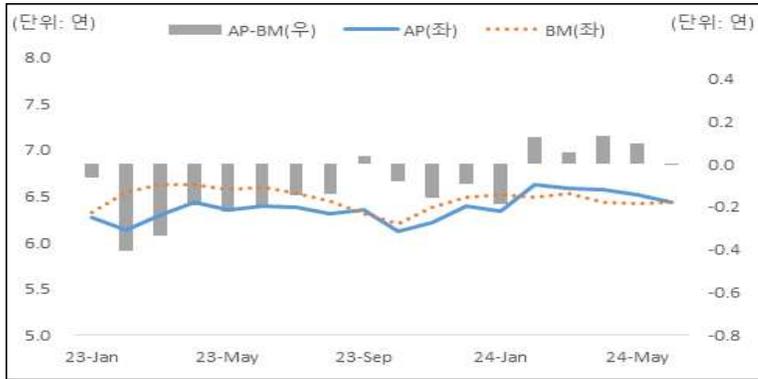
- 주 1) 반올림에 의한 단수차이 존재함  
 2) 안정형과 수익형의 초과수익은 전술적 벤치마크 대비, 전체는 전략적 벤치마크 대비  
 3) 환효과는 기금과 벤치마크에 적용되는 환산환율의 차이에 의한 원화환산환율차이와 환헤지 비율 및 환헤지 수단 차이에 의한 환헤지효과로 구분  
 4) 원-달러 간 환헤지 오픈으로 환헤지효과는 0

#### 4) 위험분석

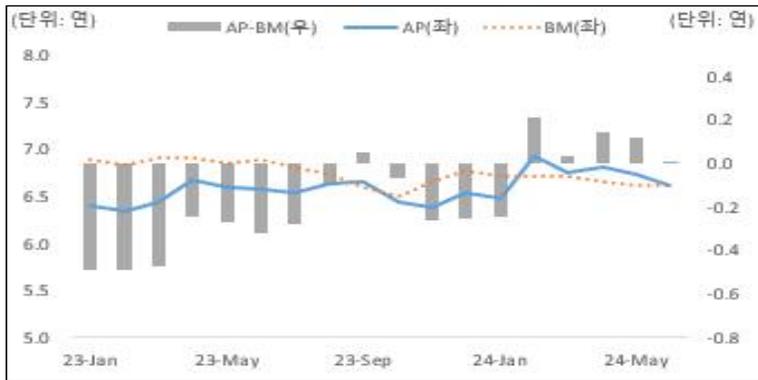
##### (1) 해외채권 듀레이션

- '23년 BM 대비 음(-)의 듀레이션 갭 전략에서 24년 2월부로 양(+)의 듀레이션 갭 전략으로 전환됨
  - 해외채권 상반기 평균 듀레이션은 6.51년으로 BM 6.47년 대비 0.04년 긴 것으로 나타남
  - 안정형의 상반기 평균 듀레이션은 6.72년으로 BM 6.68년 대비 0.05년 길었으며 수익형의 상반기 평균 듀레이션은 6.30년으로 BM 6.27년 대비 0.03년 길어 양(+)의 듀레이션 갭이 확인됨

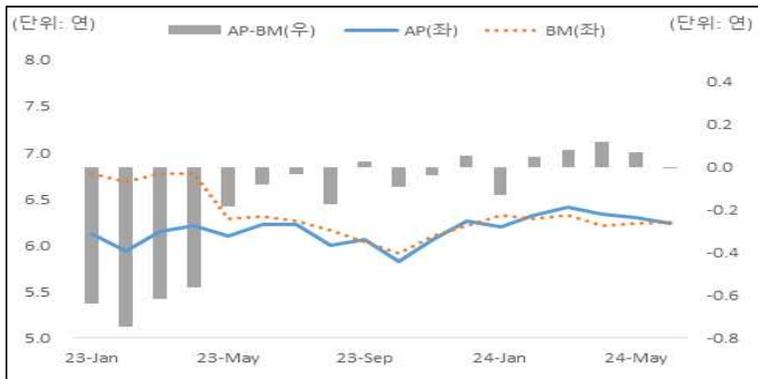
[그림 II- 14] 해외채권 전체 듀레이션 추이(월별)



[그림 II- 15] 해외채권 안정형 듀레이션 추이(월별)



[그림 II- 16] 해외채권 수익형 듀레이션 추이(월별)



## (2) 총위험

- '24년 상반기 해외채권 전체 총위험은 원화기준 4.09%, 달러기준 3.00%, 전년 대비 (원화기준: 8.25%, 달러기준: 5.92%) 전년동기 대비 (원화기준 4.16%p, 달러기준 2.92%p) 감소
- 원-달러 환헤지 오픈에 따른 환율 변동성이 추가되기 때문에 원화기준 총위험이 달러기준 총위험보다 높음
- 안정형 달러를 제외하고 모든 부문에서 총위험이 BM 대비 낮은 수준에서 안정적으로 관리되고 있음

<표 II- 48> 해외채권의 투자유형별 총위험 추이

(단위 : %)

구분		'23년		'24년 상반기		2.5년 평균 ('22~'24.6)		4.5년 평균 ('20~'24.6)	
		기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM
안정형	원화	8.59	9.14	4.24	4.41	8.67	9.23	-	-
	달러	5.30	5.47	2.95	2.94	5.51	5.63	-	-
수익형	원화	8.00	8.52	3.96	4.21	8.06	8.33	-	-
	달러	6.58	6.68	3.09	3.11	7.07	7.18	-	-
전체	원화	8.25	8.79	4.09	4.30	8.31	8.73	7.67	8.11
	달러	5.92	6.05	3.00	3.01	6.26	6.37	5.08	5.11

- 주 1) 연간(반기) 통계치는 월별(주별) 수익률 활용해 계산한 표준편차에  $\sqrt{12}$  ( $\sqrt{26}$ )를 곱해준 값을 총위험으로 정의
- 2) '20년 하반기부터 해외채권은 안정형과 수익형으로 분류체계가 변경되었기 때문에 안정형과 수익형의 4.5년 평균은 계산되지 않음

### (3) 위험조정수익률

- '24년 상반기 해외채권의 수정샤프비율은 원화기준 1.58, 달러기준 -5.53 기록, 전년 동기(원화기준: 0.87, 달러기준: 0.23)와 전년(원화기준: 0.70, 달러기준: 0.54)과 비교해 원화는 개선, 달러는 악화됨
  - BM(원화기준: 1.45, 달러기준: -5.79)과 비교해 원화와 달러 모두 높은 수준을 기록
  - 세부 유형을 살펴보면 안정형은 원화기준 1.49, 달러기준 -5.79를 기록, 수익형은 원화기준 1.67, 달러기준 -5.32을 기록하여 모두 BM 대비 상회함
  - 달러 기준, 수정샤프비율 값이 컸던 이유로 달러의 초과성과가 음을 기록한 것에 기인함

<표 II- 49> 해외채권 운용별 수정샤프비율<sup>1)</sup>

(단위 : 비율)

구분		'23년		'24년 상반기		2.5년 평균 (‘22~‘24.6)		4.5년 평균 (‘20~‘24.6)	
		기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM
안정형	원화	0.53	0.55	1.49	1.40	0.15	0.11	-	-
	달러	0.39	0.43	-5.79	-5.82	-30.26	-31.73	-	-
수익형	원화	0.87	0.84	1.67	1.50	1.67	0.12	-	-
	달러	0.66	0.66	-5.32	-5.81	-39.06	-40.79	-	-
전체	원화	0.70	0.69	1.58	1.45	0.16	0.12	0.24	0.20
	달러	0.54	0.56	-5.53	-5.79	-34.42	-36.01	-11.07	-12.15

주 1) 무위험 수익률은 원화기준과 달러기준 각각 3년 만기 한국과 미국의 국고채 수익률을 사용, 음의 값은 조정샤프비율 방식으로 측정된 값에 해당

3) '20년 하반기부터 해외채권은 안정형과 수익형으로 분류체계가 변경되었기 때문에 안정형과 수익형의 4.5년 평균은 계산되지 않음

- 양(+)의 초과수익률로 인해 '24년 상반기 해외채권 전체의 정보비율은 원화기준 0.20, 달러기준 0.96 기록, 전년 동기(원화기준: -0.43, 달러기준: -0.35)와 전년 (원화기준: -0.26, 달러기준: -0.55)과 비교해 개선
  - 원화기준, 해외채권 전체와 안정형 정보비율은 목표치(0.28, 0.23)를 하회, 수익형 정보비율만 목표치(0.28)와 동일한 수준을 기록
  - 적용환율 차이로 인해 '24년 상반기 액티브위험(1.10%)은 '24년 목표 액티브위험(0.77%)을 0.33%p 상회하는 수준으로 나타남

<표Ⅱ- 50> 해외채권 운용별 정보비율(IR) 및 추적오차(TE) 추이

(단위 : 비율, %)

구분			'23년	'24년 상반기	2.5년 평균 ('22~'24.6)	4.5년 평균 ('20~'24.6)
안정형	원화	IR	-0.35	0.11	0.19	-
		TE	1.40	1.10	1.58	-
	달러	IR	-0.79	0.13	0.39	-
		TE	0.31	0.14	0.36	-
수익형	원화	IR	-0.15	0.25	0.24	-
		TE	1.27	1.10	1.48	-
	달러	IR	-0.13	0.88	0.36	-
		TE	0.33	0.16	0.44	-
전체	원화	IR	-0.26	0.18	0.22	0.16
		TE	1.32	1.10	1.52	1.33
	달러	IR	-0.55	0.63	0.46	0.46
		TE	0.25	0.13	0.34	0.44

주 1) '20년 하반기(7월)부터 해외채권은 직접과 위탁에서 안정형과 수익형으로 분류체계가 변경되었기 때문에 안정형과 수익형의 4.5년 평균은 계산되지 않음

## 5) 시사점

- 환율급등 기초, 유동성 확보 등을 목적으로 외환스왑 거래규모를 증액('23년 350억 달러 → '24년 500억 달러)함
- 정책(기준)금리의 동결 속에서 경기 및 고용지표는 건조세에서 둔화세로의 전환, 유가불안 및 이스라엘-이란 충돌 등에 대한 악재 속에서 24년 2월부터 양의 듀레이션 갭 전략 전환 및 고위험/고수익 상품 운용을 통해 준수한 양의 초과성과 달성
  - 금년 2월부터, BM 대비 양(+)의 듀레이션 갭 전략으로 전환함으로써 전년 대비 음의 달성률에서 양으로 전환하였으며, 목표초과수익률(0.22%p)에 근접한 수준의 초과성과(원화기준: 0.20%p, 달러기준: 0.08%p)를 달성
  - 이는 상반기 중 금리 인하가 이뤄질 것이라는 예측을 기반한 운용 전환으로 판단됨
  - 단, 경제지표의 혼조세 및 유가불안 및 이스라엘-이란 충돌 등의 문제는 해소되지 않은 채 매 순간 시간 가변성을 보여, 이에 대응한 위험 및 듀레이션 관리 등이 필요함
- 안정형 위탁 중 지속적인 음의 초과성과를 보인 Global Aggregate는 위탁사의 전망 불일치에 따른 운용성과 부진 등으로 인해 금년 상반기 중 투자 회수 조치함
- 올해 상반기에 금리인하에 관해 연준에서 여전히 무게<sup>5)</sup>를 두고 있으며, '24년 9월에 빅컷(0.5% 인하)을 기록하는 등 향후 금리인하가 지속 가능성에 관한 사전 대비가 필요한 상황\* \*\*임
  - 성과 제고와 연관된 경제요인 변화 및 기회비용 증가라는 기초 속에서, 수익형 자산을 중심으로 한 효율적인 운용 방안들을 다각도로 검토할 필요가 있음
    - \* 시장금리 인하 기대감 속에 수익 창출을 위해 채권시장에서는 고위험/고수익 상품 선점 수요 증가는 과거뿐만 아니라 최근까지도 식별된 바 있음<sup>6)</sup>
    - \*\* 동시에 미연준의 금리인하 개시로 인해 엔화 강세 및 원달러 환율의 추가 하락압력이 예상되므로 향후 신용채 및 환율변동에 관한 모니터링이 필요함

---

5) 미 연준 파월의장은 금리인하의 시점에 대해서만 보수적인 견해를 보일 뿐 금리인하에 여전히 무게를 두고 있으며, 정책금리를 결정하는 주요국 중앙은행('24년 1분기 기준), 금리 인상을 추진한 국가는 총 32개국 중 3개국에 불과함

6) 저금리 기조로의 전환 하에서 수익률 제고를 위해 고위험 상품에 대한 수요가 집중되는 현상을 뜻함(Becker, 2015, Reaching for Yield in the Bond Market, Journal of Finance, Vol. 70, No. 5, pp. 1863-1901)

## 5. 단기자금

### 1) 원화 단기자금

- 국민연금의 원화 단기자금은 투자자산 집행 및 연금급여 지출 등을 위해 준비하는 유동성 자금으로 정규 자산군은 아니며 기금운용정책 상 최소한의 규모로 운용하도록 하고 있음
  - 향후 기금운용규모, 보험료 및 급여 증가 등에 따라 현금 유출입이 커지게 되면 원화 단기자금의 운용규모 역시 커지게 될 것으로 예상
- 2024년 상반기 중 원화 단기자금의 평균 시가평가금액은 3조 2,910억 원으로 2023년 연간 평균 시가평가금액 대비 3,377억 원 감소

<표II- 51> 연도별 원화 단기자금 평균 시가평가금액 추이

(단위: 억 원, %)

구분	2020년		2021년		2022년		2023년		2024년 상반기	
	규모	비중	규모	비중	규모	비중	규모	비중	규모	비중
평균 시가평가금액	27,969	0.37	39,340	0.44	31,427	0.34	36,287	0.37	32,910	0.30

주) 비중은 2024년 상반기 중 금융전체 평균 시가평가금액 대비 비중임

- 2024년 상반기 원화 단기자금의 시간 가중 수익률은 1.77%를 기록

<표II- 52> 원화 단기자금 수익률 추이

(단위: %)

구분	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년 상반기
수익률	0.75	0.73	2.16	3.59	1.77

주) 상반기 수익률은 연율화하지 않은 반기 수익률임

## 2) 외화 단기자금

- 국민연금기금의 외화 단기자금은 해외주식, 해외채권 및 해외대체 등의 해외 자산의 집행을 위한 준비 자금의 일환이고, 기금운용계획 상의 자산군 아님
  - '14년 9월 불필요한 환전수수료의 절감 및 원활한 해외투자 집행 등의 지원을 위해 운용 시작, 환해지는 원칙적으로 불가하며 현재 기준으로 분기별 일평잔 미화 30억 달러<sup>7)</sup> 한도 내에서 운용
  - 투자대상은 우선적으로 달러 표시 외화 예금(보통예금, 정기예금, MMDA) 및 외화 CD로 구성
- '24년 상반기 외화 단기자금 평균 운용규모는 전년 대비 감소
  - 원화기준 6,332억 원, 달러기준 46,647만 달러, 전년(원화기준: 6,586억 원, 달러 기준: 50,404만 달러) 대비 감소

<표 II- 53> 연도별 외화 단기자금 평균 운용규모

(단위 : 억 원, 만 달러, %)

구분	'20년		'21년		'22년		'23년		'24년 상반기	
	규모	비중	규모	비중	규모	비중	규모	비중	규모	비중
원화	2,584	0.03	3,094	0.03	4,432	0.05	6,586	0.07	6,332	0.06
달러	21,971		27,063		34,019		50,404		46,647	

주) 비중은 금융전체 평균 보유금액 대비 비중

- '24년 상반기 외화 단기자금 수익률은 원화기준 12.51%p, 달러기준 2.51%p 실현
  - BM 대비 초과수익률은 원화기준 -0.26%p, 달러기준 -0.17%p으로 원화기준 전년 -0.74%p 대비 개선, 달러기준 전년 -0.41%p 대비 개선

<표 II- 54> 외화 단기자금 수익률

(단위 : %, %p)

구분	'20년			'21년			'22년			'23년			'24년 상반기		
	기금	BM	초과	기금	BM	초과	기금	BM	초과	기금	BM	초과	기금	BM	초과
원화	-6.58	-6.73	0.15	11.34	11.34	0.00	8.83	9.13	-0.30	41.03	41.77	-0.74	12.51	12.78	-0.26
달러	0.70	0.53	0.17	0.15	0.15	0.00	1.61	1.86	-0.25	4.75	5.16	-0.41	2.51	2.68	-0.17

주 1) 외화 단기자금 벤치마크는 달러 예금 1일 금리 × 50% + 1개월 금리 × 50%를 사용

- 7) 해외자산 투자비중 확대에 대응하고자 2022년도 제5차 기금운용위원회(2022/09/23)를 통해 기금 대규모 외환거래에 따른 외환시장 충격 완화 및 한국은행과의 외환 스왑 계약 실행에 대비하고자 6억달러에서 30억달러로 증액함

## 6. 국내주식 부문

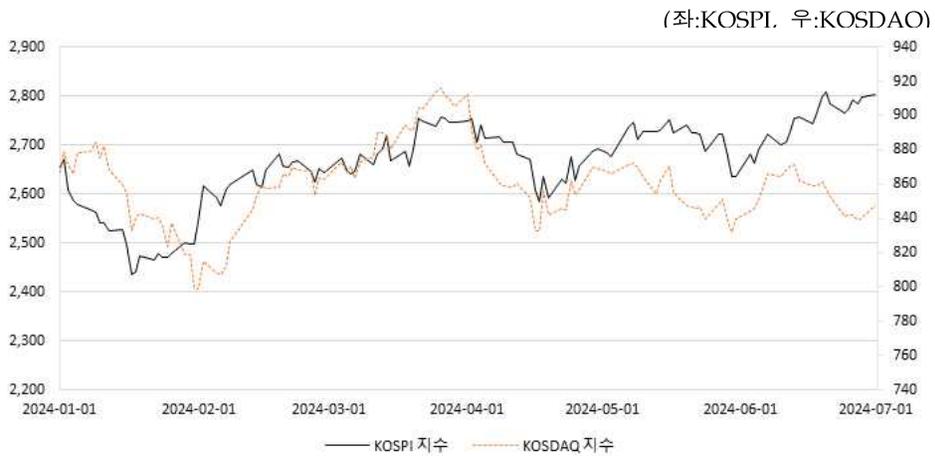
- 2024년 상반기 국내주식 시가평가액은 158조 6,870억 원으로 전년 말(148조 378억 원) 대비 10조 6,492억 원 증가
- 2024년 상반기 국내 주식시장은 미 연준의 긴축 완화 기대감, 수출실적 등 경제지표 회복, 외국인 순매수가 확대되면서 전년 말 대비 상승
- 국내주식 수익률은 8.73%로 전략적 벤치마크(7.03%) 대비 1.71%p 양(+의) 초과성과 기록
- 패시브운용은 7.39%의 절대성으로 벤치마크를 0.24%p 상회, 액티브운용은 9.31%의 절대성으로 벤치마크를 2.81%p 하회
- 세부유형에 대한 중장기적 관점의 운용환경 개선 필요

### 1) 2024년 상반기 국내주식 시황

- 2024년 상반기 국내 주식시장은 미 연준의 긴축 완화 기대감, 수출실적 등 경제지표 회복, 외국인 순매수가 확대되면서 전년 말 대비 상승함
  - 코스피 중형주와 성장주 중심으로 강세를 나타냈고, 업종별로는 반도체와 밸류업 정책 수혜주인 금융업(보험, 은행 등)을 중심으로 강세를 보임
  - 코스피는 1월 작년 매물의 차익실현, 대내외 불확실성 확대, 금리 인하 기대감 후퇴 등으로 감소하였다가, 정부의 기업가치 제고(밸류업) 정책 추진에 대한 기대감, 완화된 미 FOMC 결과, 외국인 순매수 등으로 반등하여 3월 말까지 지속 상승함
  - 4월 중 미국 부채한도(지역은행 불안) 관련 불확실성 재부각, 반도체 등 과열 종목에 대한 시장 경계감으로 반락
  - 5월부터 반도체 업황 개선, 미국 경제 회복 및 주가 상승, 외국인 순매수 등으로 상승추세를 보이며, 6월 말 연중 최고치(종가 기준)를 경신함
  - 이러한 배경하에 연초 2,655.28pt와 866.57pt를 기록하던 KOSPI 지수와 KOSDAQ 지수는 6월말 2,797.82pt(5.37%)와 840.44pt(-3.02%)를 기록함

- 기업규모 측면에서 수익률 변화는 코스피 중형주(11.16%), 대형주(5.16%), 소형주(5.11%) 순으로 높은 상승률을 보여, 중형주가 강세를 보였음
- 업종별로는 보험(28.03%), 유틸리티(23.81%), 반도체(23.67%) 업종의 수익률이 높게 나타났으며, 철강(-12.17%), 에너지화학(-13.88%) 업종은 전년 말 대비 부진하였음

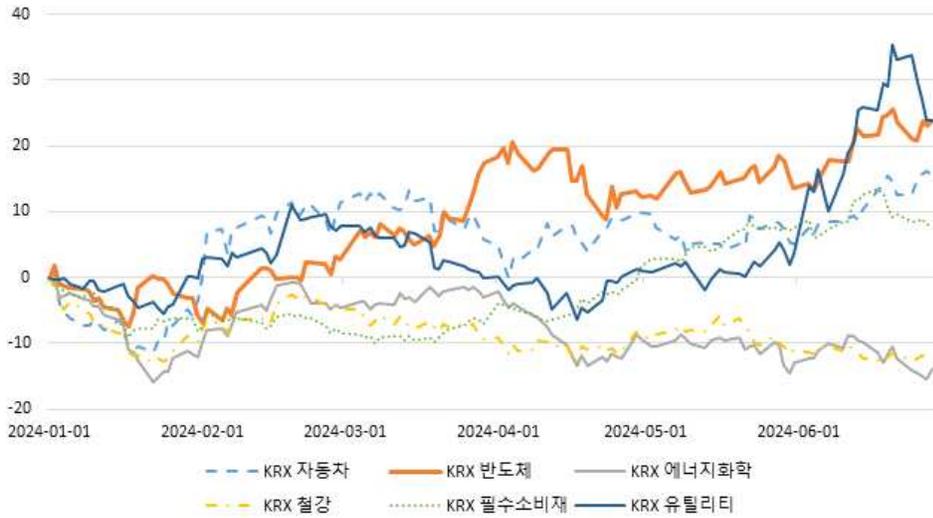
[그림 II- 17] 상반기 국내주식시장 추이



[그림 II- 18] 상반기 국내주식시장 추이: 기업규모별 지수 추이



[그림 II- 19] 상반기 국내주식시장 추이: 섹터별 누적수익률 추이



## 2) 국내주식 포트폴리오 분석

### (1) 2024년 상반기 투자 현황

- 2024년 상반기 국내주식 투자규모는 158조 6,870억 원으로 전년 말 대비 10조 6,492억 원(전년 말 대비 7.2%▲) 증가
  - 금융부문 전체대비 국내주식에 대한 투자비중은 13.8%를 차지
  - 운용유형별 투자 비중은 **패시브 29.4%**로 목표 비중 35%(허용범위 ±15.0%p)를 하회하며, **액티브 70.6%**(액티브 직접 19.2%, 액티브 위탁 51.4%)로 목표 비중 65%(허용범위 ±15.0%p)를 상회
  - 패시브유형에 대한 투자 비중(29.4%)은 전년 말(29.7%) 대비 감소하였으며, 액티브유형의 투자 비중(70.6%)은 전년 말(70.3%) 대비 증가하여, 액티브운용 비중이 증가 추세

<표 II- 55> 국내주식부문 투자 현황

(단위 : 억 원, %)

구분		2023년 상반기		2023년		2024년 상반기	
		규모	비중	규모	비중	규모	비중
패시브	직접	383,014	30.6	440,032	29.7	466,074	29.4
	직접	236,860	18.9	286,273	19.3	305,219	19.2
액티브	위탁	633,637	50.5	754,073	50.9	815,577	51.4
	소계	870,497	69.4	1,040,346	70.3	1,120,796	70.6
국내주식 전체		1,253,511	100.0	1,480,378	100.0	1,586,870	100.0

## (2) 국내주식의 시장대비 비중

- 국내 주식시장에서 국민연금 기금운용의 국내주식 투자가 차지하는 비중은 2024년 상반기 말 기준 6.0%로 전년도 말(5.9%)에 비해 확대됨
  - 유가증권시장(KOSPI)에서의 비중은 6.5%로 전년 말(6.5%) 대비 유사한 수준이나, 평가가치 상승에 힘입어 투자규모는 149조 4,400억원으로 전년 말(138조 7,017억원) 대비 증가
  - 유가증권시장에 비해 벤처기업의 비중이 높고, 중소형주 비중이 높은 코스닥 시장에서의 비중은 1.8%로 전년 말(1.9%) 대비 소폭 감소하였고, 최근 대형주 위주의 투자 증대로 투자규모는 전년 말 대비 감소

<표II- 56> 국내 주식시장에서 국민연금이 차지하는 비중

(단위 : 억 원, %)

구분	2023년 상반기			2023년			2024년 상반기		
	국민연금	시장	비중	국민연금	시장	비중	국민연금	시장	비중
전체	1,417,646	24,487,743	5.8	1,448,021	24,427,574	5.9	1,551,601	25,976,351	6.0
유가증권 시장	1,362,795	20,341,215	6.7	1,387,017	21,263,725	6.5	1,494,400	22,838,887	6.5
코스닥 시장	54,851	4,146,528	1.3	61,004	3,163,849	1.9	57,202	3,137,464	1.8

주 1) 금액은 시가 기준으로 말일기준 KRX 시가총액 자료임

2) 비상장주식 및 현금성자산, 선물옵션 금액은 제외함

## (3) 국민연금 국내주식 지분을 분석

- 2024년 상반기 말 기준 국민연금기금이 10% 이상 지분을 보유한 종목수는 29개로 전체 보유종목 중에서 2.4%를 차지해 전년도 말(3.6%) 대비 감소
  - 5% 이상 지분율을 가진 종목의 비중은 21.5%로 전년도 말(21.6%) 대비 유사한 수준

<표 II - 1> 국내주식의 지분을 추이

(단위 : %)

구분	2023년 상반기		2023년		2024년 상반기	
	보유종목수	비중	보유종목수	비중	보유종목수	비중
10%이상	36	3.1%	43	3.6%	29	2.4%
5%이상~10%	239	20.4%	220	18.2%	230	19.1%
3%이상~5%	104	8.9%	111	9.2%	116	9.6%
1%이상~3%	242	20.7%	240	19.9%	231	19.2%
1%미만	548	46.9%	594	49.2%	598	49.7%

주) 우선주, ETF 제외

○ 2024년 상반기 말 기준으로 보유 주식 중 시가총액 상위종목이 주식시장 전체에서 차지하는 비중은 전년 말 대비 -0.01%p 감소

- 상반기 국내주식 투자부문 보유 주식 중 시가총액 1위 종목은 삼성전자이며, 국민연금기금의 삼성전자에 대한 총지분율은 7.14%
- 시총 상위 10개 종목이 차지하는 비중은 코스피 시장 대비 45.0%로 전년 말 (44.9%) 대비 증가하였는데, 이는 상반기 대형주의 강세와 코스닥 시장의 약세에 따른 대형주 투자 확대에 따라 상위 10개 종목의 집중도가 증가

<표 II - 57> 2024년 상반기 국내주식 보유 상위 10개 종목

종목명	시가총액 (단위: 조원)	국민연금 지분율(%)			
		총지분율	패시브운용	액티브운용	
1	삼성전자	486.5	7.1	2.3	4.9
2	SK하이닉스	172.2	7.6	2.3	5.3
3	LG에너지솔루션	61.8	7.5	2.3	5.3
4	삼성바이오로직스	76.4	5.6	2.2	3.4
5	NAVER	51.7	6.8	2.3	4.5
6	현대차	51.7	6.6	2.3	4.3
7	기아	31.7	8.3	2.3	6.0
8	POSCO홀딩스	37.8	6.4	2.3	4.1
9	삼성SDI	30.7	6.9	2.2	4.7
10	LG화학	27.1	7.8	2.3	5.5

주) 2024년 6월 말 기준

### 3) 수익률 분석

#### (1) 총 수익률

- 2024년 상반기 국내주식 수익률은 8.73%를 기록, 전년 말(22.14%) 대비 13.41%p 감소
  - (패시브운용) 벤치마크 지수를 추종하는 패시브운용은 7.39%의 절대성과를 기록하여 전년 말 절대성과(21.92%) 대비 14.53%p 감소
  - (액티브운용) 액티브운용도 9.31%의 절대성으로 전년 말(22.24%) 대비 12.93%p 감소
  - 액티브운용 세부유형별로는 액티브 직접운용에서 8.19%의 절대성과를 보였고, 액티브 위탁운용은 9.73%의 절대성과를 보임
  - (기존 운용체계) 직접운용 7.71%, 위탁운용 9.73%의 절대성과

<표Ⅱ- 58> 국내주식부문의 수익률 추이

(단위 : %)

구분		2023년 상반기	2023년	2024년 상반기
패시브	직접	16.76	21.92	7.39
	위탁	16.99	22.79	8.19
액티브	위탁	17.40	22.02	9.73
	소계	17.29	22.24	9.31
국내주식 전체		17.13	22.14	8.73

주 1) 패시브유형 및 액티브유형은 2015년 하반기부터 공식적으로 설정되어 운용되기 시작했음

2) 반기 수익률은 연율화하지 않았음

## (2) 초과 수익률

- 2023년도 상반기 국내주식(8.73%)은 벤치마크(7.03%) 대비 1.71%p 상회하였으며, 세부유형별 초과성과는 패시브 0.24%p, 액티브직접 1.04%p, 액티브위탁 3.23%p를 기록
  - 패시브운용은 7.39%의 수익률로 전술적 벤치마크(KR250)를 0.24%p 상회하였으며, 액티브운용은 9.31%의 수익률로 전술적 벤치마크(KOSPI+KOSDAQ150)를 2.81%p 하회하였음
  - 액티브운용 세부유형별로는 직접운용이 벤치마크(KR250)를 1.04%p 상회하였고, 위탁운용은 벤치마크(KOSPI+KOSDAQ150)를 3.23%p 상회함
  - 특히, 위탁 운용의 초과성과가 높게 나타난 것은 상대적으로 낮은 전술 벤치마크(KOSPI+KOSDAQ150) 수익률 대비 높은 절대성과를 시현한 것에 기인함
  - (기존 운용체계) 직접운용 0.23%p 및 위탁운용 3.23%p의 초과성과
  
- (중기 초과수익률) 국내주식의 중기 초과성과는 2.5년과 4.5년 기준 모두 양(+)의 초과성과를 보였고, 세부 유형 중 액티브위탁의 중기 초과성과(2.5년: 1.85%p, 4.5년: 1.59%p)가 가장 우수했음
  - 2.5년 수익률 기준으로 국내주식 전체 초과수익률은 1.14%p였고, 4.5년 수익률은 0.92%p를 기록
  - 2.5년 수익률 기준으로 패시브운용, 액티브 직접과 위탁운용은 모두 양(+)의 초과 수익률을 보임(각각 0.03%p, 0.81%p, 1.85%p)
  - (기존 운용체계): 2.5년 수익률을 기준으로 직접운용 0.33%p, 위탁운용 1.85%p의 초과성과를 거두었으며, 4.5년 수익률은 직접운용 0.23%p, 위탁운용 1.59%p의 초과성과를 거둠

<표 II- 59> 국내주식부문의 초과수익률 추이

(단위 : %, %p)

구분		2023년 상반기			2023년			2024년 상반기		
		기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
패시브	직접	16.76	16.72	0.04	21.92	21.73	0.19	7.39	7.15	0.24
액티브	직접	16.99	16.72	0.27	22.79	21.73	1.06	8.19	7.15	1.04
	위탁	17.40	17.67	-0.28	22.02	22.59	-0.56	9.73	6.50	3.23
	계	17.29	17.67	-0.39	22.24	22.59	-0.35	9.31	6.50	2.81
국내주식전체		17.13	16.58	0.55	22.14	21.35	0.79	8.73	7.03	1.71

- 주 1) 벤치마크(BM) 수익률은 국내주식 전체는 KOSPI, 패시브 직접은 NPS KR250, 액티브 직접은 NPS KR250, 액티브 위탁은 KOSPI+KOSDAQ150의 합성지수를 사용하며, 각 지수는 해당포함  
 2) 패시브유형 및 액티브유형 구분은 2015년 하반기부터 공식적으로 설정되어 운용되기 시작했음  
 3) 반기 수익률은 연율화하지 않았음

<표 II- 60> 국내주식부문의 중기 초과수익률 추이

(단위 : %, %p)

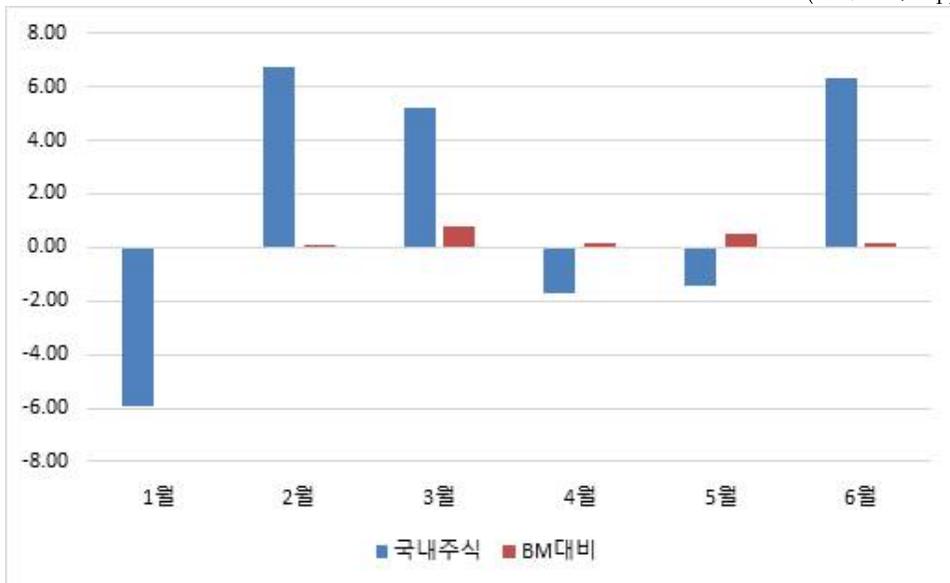
구분		2.5년 평균 (’22~’24.6)			4.5년 평균 (’20~’24.6)		
		기금	BM	차이	기금	BM	차이
패시브	직접	0.20	0.17	0.03	8.12	7.94	0.18
액티브	직접	0.98	0.17	0.81	8.24	7.94	0.29
	위탁	1.54	-0.31	1.85	9.48	7.88	1.59
	소계	1.39	-0.31	1.70	9.12	7.88	1.24
국내주식 전체		1.03	-0.12	1.14	8.82	7.90	0.92

주) 반기 수익률은 연율화하지 않았음

- (월별 초과수익률) 월별 성과를 보면, 절대성과가 가장 낮았던 1월에 0에 근접한 음(-)의 초과수익률을 거두었지만 이후 모두 양(+)의 초과수익률을 거둠
  - 패시브운용은 벤치마크(KR250) 절대성과가 높았던 2월과 3월에 음(-)의 초과성과를 기록하였으나, 나머지 기간에 모두 양(+)의 초과성과를 기록
  - 액티브 직접운용은 KOSPI 상승률 6.13%로 상승장을 보인 6월 벤치마크(KR250) 대비 -0.10%p 음(-)의 초과성과를 기록하였으나, 나머지 기간에 모두 양(+)의 초과성과를 기록
  - 액티브 위탁운용은 2월을 제외한 모든 기간에서 벤치마크(KOSPI+KOSDAQ150) 대비 우수한 양(+)의 초과성과를 기록

[그림 II- 20] 월별 국내주식 수익률 추이

(단위 : %, %p)



[그림 II- 21] 월별 각 성과 단위의 초과수익률

(단위 : %p)



<표 II- 61> 국내주식부문 벤치마크(Benchmark : BM) 지수

구분		벤치마크 지수	비고
패시브	직접	NPS KR250 (배당포함)	기금운용본부
액티브	직접	NPS KR250 (배당포함)	기금운용본부
	위탁	KOSPI+KOSDAQ150 (배당포함)	
	소계	KOSPI+KOSDAQ150 (배당포함)	기금운용본부
국내주식 전체		KOSPI (배당포함)	기금운용위원회

주 1) KOSPI+KOSDAQ150(배당 포함)의 산출방식:  $KOSPI \cdot (1-S) + KOSDAQ150 \cdot S$

단,  $S = KOSDAQ150 \text{ 시가총액} / (KOSPI \text{ 시가총액} + KOSDAQ150 \text{ 시가총액})$

### (3) 초과수익 요인분해

#### □ 국내주식 전체

○ 국내주식 전체 절대성과는 자산 내 **액티브 위탁운용**이 주로 기여

- 국내주식 전체 절대성과에는 **액티브 위탁운용의 기여가 57.23%로 가장 높았으며**, 패시브운용과 액티브 직접운용의 기여율은 각각 24.86%, 18.04% 수준
- 액티브 위탁운용은 가장 높은 절대수익률(9.73%)을 기록하였고, 자산군 내 높은 비중(51.4%)을 차지하고 있어 국내주식 전체 절대성과에 가장 큰 기여를 함

<표 II- 62> 국내주식 절대수익률 기여도 분석

(단위 : %, %p)

국내주식 전체	패시브			액티브					
				직접			위탁		
NPS	보유 비중	기여도 <sup>1)</sup>	기여율	보유 비중	기여도	기여율	보유 비중	기여도	기여율
8.73	29.37	2.17	24.86	19.23	1.58	18.04	51.40	5.00	57.23

주 1) 기여도: 세부 유형별 비중을 고려한 절대수익률이 국내주식 전체 수익률에 차지하는 수준 (예) 패시브: 7.39%(절대수익률)\*0.2937(비중)=2.17, 액티브 직접: 8.19%\*0.1923=1.58, 액티브 위탁: 9.73%\*0.5140=5.00

2) 소수점 둘째자리에서 반올림으로 인한 단수차이 존재

○ 국내주식의 상반기 양(+)<sup>1)</sup>의 초과수익(1.71%p)<sup>\*</sup>은 전술적 비중조정 및 자산선택 효과에서 기인하며, 벤치마크 선택효과(-0.21%p)는 음(-)으로 나타남

- 이는 음(-)의 벤치마크 선택효과 불구하고, 기금운용본부의 운용역량으로 전술적 비중조정 및 자산선택이 우수한 성과를 시현한 것에 기인함

\* 초과수익은 각 자산군의 전술적 비중조정, 벤치마크 선택, 자산선택 효과의 총 합을 의미

○ 세부적으로 유형별 벤치마크 선택효과는 액티브 위탁운용의 벤치마크 선택효과 (-0.27%p)가 가장 크게 음(-)으로 기여

- 특히, 액티브 위탁의 경우 상반기 코스닥시장의 부진에 따라 전술 벤치마크 (KOSPI+KOSDAQ150)를 비중하회한 것이 전술적 비중조절에 긍정적으로 기여하였으며,

- '23년 음(-)의 초과성과를 유도한 자본재 업종(에코프로머티 IPO\*)의 수익률이 '24년 상반기 반전\*\*되면서 자산선택효과가 양(+)으로 나타남
- \* '23년 위탁운용은 에코프로머티 IPO 관련 수급불균형에 따른 비중하회로 음(-)의 초과수익 기록
- \*\* 2023년말 에코프로머티 주가(종가)는 188,500원, 2024년 6월말 주가(종가)는 90,900원임
- 전술적 벤치마크 대비 세부유형의 초과성과 기여도는 패시브운용에서 0.07%p 기여했으며, 액티브 직접운용과 액티브 위탁운용에서 각각 0.20%p 및 1.66%p 기여

<표Ⅱ- 63> 국내주식 전체 초과수익 기여도 분석

(단위 : %, %p)

국내주식 전체			벤치마크 선택효과	전술적 벤치마크 대비 초과성과의 기여도 <sup>3)</sup>			
NPS	BM <sup>1)</sup>	초과 수익	벤치마크 선택효과 <sup>2)</sup>	계	패시브	액티브 직접	액티브 위탁
8.73	7.03	1.71	-0.21	1.93	0.07	0.20	1.66

- 주 1) 전략적 벤치마크는 KOSPI(배당포함)이며, 상반기 전략적 BM 수익률은 16.58%
- 2) 벤치마크 선택효과 : 기금운용위원회에서 부여한 전략적 벤치마크와 달리 기금운용본부가 자체적으로 설정한 전술적 벤치마크가 수익률에 기여한 정도로, (전술적 BM-전략적 BM) \* 해당 유형의 보유비중으로 계산, (예) 패시브: (7.39%-7.03%)\*0.2937=0.04, 액티브 직접: (7.15%-7.03%)\*0.1923=0.02, 액티브 위탁: (6.50%-7.03%)\*0.514=-0.27
- 3) 전술적 벤치마크 대비 초과성과의 기여도: 전술적 BM 대비 초과수익률 \* 해당 유형의 보유비중, 단위는 %p (예) 패시브: (7.39%-7.15%)\*0.2937=0.07, 액티브 직접: (8.19%-7.15%)\*0.1923=0.20, 액티브 위탁: (9.73%-6.50%)\*0.514=1.66
- 4) 소수점 둘째자리에서 반올림으로 인한 단수차이 존재
- 5) 국내주식 전체 초과성과 = 벤치마크 선택효과 + 전술적 벤치마크 대비 초과성과의 기여도

#### 4) 위험 분석

- (총위험) 2024년 상반기 중 국내주식 부문의 총위험(표준편차)은 10.35%로 벤치마크(10.57%) 대비 0.22%p 낮은 수준이며, 전년 말(17.24%) 대비로도 크게 낮은 수준
  - 국내주식의 중기 총위험은 최근 2.5년 평균 21.26%, 4.5년 평균 20.73% 수준
- (샤프비율) 위험 대비 초과성과를 측정하는 지표인 수정 샤프비율은 0.68으로 벤치마크(0.51)를 0.18 상회
- (정보비율) 추적오차 대비 초과성과 비율을 나타내는 정보비율(IR)은 2.07로 전년 말(0.75) 대비 크게 개선
  - 2024년 국내주식의 기대 IR은 0.28이며, 상반기에 기록한 IR 수준(2.07)은 기대 정보비율을 상회
- (액티브위험) 액티브위험(TE)은 0.82%로 연간 목표 액티브위험 수준 1.01%를 하회

<표II- 64> 국내주식 총위험 추이

구분	2023년 상반기			2023년			2024년 상반기			4.5년 평균 (’20~’24.6)		
	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
총위험(%) (표준편차)	8.76	8.80	-0.04	17.24	18.04	-0.80	10.35	10.57	-0.22	20.73	21.08	-0.35
샤프비율	1.76	1.69	0.07	1.08	0.99	0.09	0.68	0.51	0.18	0.31	0.26	0.05
정보비율	0.95			0.75			2.07			0.58		
액티브위험(%)	0.58			1.06			0.82			1.59		

- 주 1) 무위험이자율은 3년 만기 국고채 수익률을 사용함  
 2) 상반기 위험조정수익률은 주간데이터를 이용하여 구했으며, 중기 위험조정수익률(2.5년 및 4.5년)은 월간데이터를 이용하여 구함  
 3) 자산수익률 및 BM 수익률이 무위험수익률에 미달하는 경우 수정 샤프지수로 계산  
 4) 반올림에 의한 단수차이 있음

○ (총위험-유형별) 2024년 상반기 중 국내주식 패시브 운용의 총위험은 10.93%로 액티브 운용의 총위험 10.11% 대비 높음

- 국내주식 패시브운용은 벤치마크 대비 0.04%p 상회하는 위험 수치를 보였음
- 국내주식 액티브 직접운용의 총위험은 벤치마크 대비 0.11%p 하회하였으며, 액티브 위탁운용의 총위험은 벤치마크 대비 0.48%p 하회

<표II- 65> 국내주식 유형별 총위험 추이

(단위 : %, %p)

구분	2023년 상반기			2023년			2024년 상반기			4.5년 평균 ('20~'24.6)			
	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	
패시브	직접	9.06	9.03	0.03	17.81	18.17	-0.36	10.93	10.9	0.04	21.02	21.11	-0.09
액티브	직접	8.94	9.03	-0.09	17.13	18.17	-1.04	10.79	10.9	-0.11	20.69	21.11	-0.42
	위탁	8.55	8.83	-0.28	16.99	18.57	-1.58	9.88	10.36	-0.48	20.64	21.23	-0.58
	소계	8.64	8.83	-0.19	17.00	18.57	-1.57	10.11	10.36	-0.25	20.62	21.23	-0.61
국내주식 전체		8.76	8.80	-0.04	17.24	18.04	-0.80	10.35	10.57	-0.22	20.73	21.08	-0.35

주) 상반기 총위험(표준편차)은 구간데이터를 이용하여 구했으며, 중기 총위험(2.5년 및 4.5년)은 월간 데이터를 이용하여 구함

○ (샤프비율-유형별) 2024년 상반기 국내주식 패시브운용 및 액티브운용의 샤프비율은 각각 0.52, 0.75로 나타남

- 국내주식 패시브운용의 샤프비율은 0.52로 벤치마크(0.50)와 유사한 수준이었고, 액티브운용의 샤프비율(0.75)은 벤치마크(0.47)과 보다 높은 수준

<표II- 66> 국내주식 유형별 수정샤프비율 추이

구분	2023년 상반기			2023년			2024년 상반기			4.5년 평균 ('20~'24.6)			
	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	
패시브	직접	1.66	1.66	0.00	0.05	0.04	0.01	0.52	0.50	0.02	0.27	0.26	0.01
액티브	직접	1.71	1.66	0.05	1.12	1.00	0.12	0.60	0.50	0.10	0.28	0.26	0.02
	위탁	1.84	1.81	0.03	1.09	1.02	0.06	0.82	0.47	0.35	0.34	0.26	0.08
	소계	1.80	1.81	-0.01	0.81	0.76	0.05	0.75	0.47	0.29	0.33	0.26	0.07
국내주식 전체		1.76	1.69	0.07	1.08	0.99	0.09	0.68	0.51	0.18	0.31	0.26	0.05

주 1) 무위험이자율은 3년 만기 국고채 수익률을 사용함

2) 상반기 위험조정수익률은 구간데이터를 이용하여 구했으며, 중기 수정샤프지수(2.5년 및 4.5년)는 월간데이터를 이용하여 구함

- (정보비율-유형별) 2024년 상반기 국내주식 패시브운용의 정보비율은 0.93, 액티브운용의 정보비율은 2.25로 모두 양(+)의 위험조정성과를 보임
  - 액티브운용의 세부유형별로는 액티브 직접운용의 IR은 1.56, 액티브 위탁운용의 IR은 2.17로, 액티브 위탁운용의 투자위험 대비 초과성과가 우수하였음
  
- (액티브위험-유형별) 2024년 상반기 국내주식 패시브운용의 액티브위험은 0.26%로 전년 말(0.65%) 대비 감소하였으며, 액티브운용의 액티브위험은 1.25%로 전년 말(1.80%) 대비 감소
  - 액티브운용의 세부유형별로는 액티브 직접운용은 0.66%, 액티브 위탁운용은 1.49%였음
  - 2024년 패시브운용에 부여된 액티브위험 한도는 0.69%이고, 액티브운용의 액티브위험 한도는 2.78%로, 패시브운용과 액티브운용 모두 부여된 액티브위험 한도 내에서 관리되고 있음

<표II- 67> 국내주식 유형별 IR 및 TE 추이

구분		2023년 상반기		2023년		2024년 상반기		4.5년 평균 ('20~'24.6)	
		IR	TE(%)	IR	TE(%)	IR	TE(%)	IR	TE(%)
패시브	직접	0.15	0.23	0.16	0.65	0.93	0.26	0.43	0.42
	위탁	-0.29	0.94	-0.32	1.77	2.17	1.49	0.78	2.05
국내주식 전체		0.95	0.58	0.75	1.06	2.07	0.82	0.58	1.59

주) 상반기 IR과 TE 수치는 주간데이터를 이용하여 구했으며, 중기 IR과 TE 수치(2.5년 및 4.5년)는 월간데이터를 이용하여 구함

## 5) 시사점

- 2024년 상반기 국내주식 부문은 KOSPI 시장의 견조한 상승세와 함께 양(+)**의 초과성과(1.71%p)**를 달성
  - 운용 유형별로 패시브는 7.39%의 절대성과, 0.24%p의 초과성과를 기록하였고, 액티브는 9.31%의 절대성과, 2.81%p의 초과성과를 기록
  - 액티브운용 세부유형별로는 직접운용이 벤치마크를 1.04%p, 위탁운용은 벤치마크를 3.23%p 상회하였음
  - 액티브 **위탁운용**은 KOSDAQ 시장의 부진에 대응하여 전술 벤치마크(KOSPI+KOSDAQ150) 대비 **비중하회로 운용한 것이 절대성과 및 초과성과에 긍정적 영향**
  
- **세부유형에 대한 자산별 운용 강점 제고 및 안정적 성과를 위한 운용환경의 개선 필요**
  - 2024년 상반기 국내주식 부문의 성과는 **전략적 자산배분 비중 축소에 자금유입이 제한적인 상황에도 불구하고, 세부유형 운용전략의 특성을 살려 운용함**으로써 초과성과에 긍정적으로 기여한 것으로 보임
  - 직접운용의 경우, **패시브 세부운용 전략의 다변화 추구, 액티브 직접운용의 핵심 역량인 리서치에 기반한 위험관리 능력에 기인한 것으로써, 이에 대한 운용 강점 제고를 위한 구조적 지원(ex: 인력 충원 등) 필요**
  - 안정적 성과제고를 위해서 예상하지 못한 **시장이슈(ex: 중대형 공모주 IPO, 상장 이전 등)**에 대응하는 **주식운용실 전체의 운용 개선방안을 모색할 필요**
  - 액티브 위탁의 경우, '23년 예상하지 못한 시장이슈에 기인하여 **가장 낮은 초과성과를 거두었으나, '24년 상반기 가장 우수한 초과성과\***를 기록
  - \* 작년 말 공모주 이슈로 수익률이 매우 높았던 비중하회 종목(ex: 에코프로머티)이 '24년 상반기에 수익률이 급감하면서, 비중하회 문제가 초과성과에 미치는 영향이 반전됨
  - 따라서 **운용역량 외 요인에 의해 초과성과에 미치는 급격한 변동을 최소화하기 위한 중장기적 관점의 운용환경 개선(ex: 관련 규정 또는 지침 개선)이 필요**한 것으로 사료됨

## 6. 해외주식 부문

- 2024년 상반기 해외주식 시가평가액은 원화기준 390조 5,261억 원으로 전년 말 대비 70조 4,309억 원 증가
- 전체 포트폴리오의 원화기준 수익률은 20.53%를 기록, 벤치마크(20.39%) 대비 0.14%p 양(+의 초과성과 기록
- 패시브 유형 수익률 21.04% 기록, 벤치마크 대비 0.65%p 상회
- 액티브 유형 수익률 20.08% 기록, 벤치마크 대비 0.31%p 하회
- 높아진 금리 수준에도 불구하고 주요국 경기회복 기대감 속 위험자산 가격 상승 견인

### 1) 2024년 상반기 글로벌 주식시장 시황

- 2024년 상반기 글로벌 주식시장은 주요국의 경기회복에 대한 기대감이 높아지며 위험자산 가격의 상승을 견인
  - 글로벌 주식시장 벤치마크(MSCI ACWI, ex-Korea)는 20.39%(원화기준)를 기록하며 전년도(24.90%, '23년 연간기준)에 이은 상승 모멘텀 지속
  - 선진국 주식시장 벤치마크(MSCI World)는 20.79%(원화기준), 신흥국 주식시장 벤치마크(MSCI EM, ex-Korea)는 16.40%(원화기준)를 기록
  - 선진국 주식시장은 컨센서스를 상회하는 미국의 경기회복 및 기업 실적으로 신흥국 대비 성과 우위
  - 신흥국 시장은 글로벌 제조업 회복 가시화 및 선진국 기준금리의 인하 기대감 속 견조한 상승세 기록

[그림 II- 22] 2024년 상반기 글로벌 주식시장 수익률 추이(원화기준)

(단위 : %)



- 주1) 국민연금기금 해외주식 벤치마크 원화기준 수익률
- 2) MSCI ACWI: MSCI All Country World Index
- 3) MSCI World: MSCI World Index
- 4) MSCI EM: MSCI Emerging Markets Index

<표 II- 68> 2024년 상반기 글로벌 주식시장 수익률 및 변동성

	1월	2월	3월	4월	5월	6월	상반기 수익률	변동성
MSCI AC World	4.96	3.20	4.53	0.19	2.55	3.48	20.39	9.60
MSCI World	5.50	3.12	4.68	-0.23	2.64	3.57	20.79	10.27
MSCI EM	-0.32	4.04	3.04	4.54	1.62	2.54	16.40	10.43

- 주1) 국민연금기금 해외주식 벤치마크(customized tax rate) 원화기준 수익률
- 2) 수익률은 월간 누적수익률 및 상반기 누적수익률 기준임
- 3) 변동성은 원화기준 일간 영업일 수익률의 변동성(표준편차)을 연율화(n=252)하였음

## 2) 해외주식 포트폴리오 분석

### (1) 2024년 상반기 투자현황

- 2024년 6월 말 해외주식 시가평가액은 원화기준 390조 5,261억 원으로 전년 말(320조 952억 원) 대비 70조 4,309억 원 증가
  - 패시브 유형의 시가평가액은 원화기준 184조 9,702억 원으로 전년 말(150조 2,621억 원) 대비 34조 7,081억 원 증가
  - 액티브 유형의 시가평가액은 원화기준 205조 5,559억 원으로 전년 말(169조 8,331억 원) 대비 35조 7,228억 원 증가

<표 II- 69> 해외주식 부문 투자현황(패시브/액티브 체계)

(단위: 억 원, %)

구분		2022년		2023년		2024년 상반기		
		규모	비중	규모	비중	규모	비중	
패시브	선진국	직접	968,437	40.2	1,362,125	42.6	1,679,629	43.0
	이머징	직접	12,568	0.5	22,937	0.7	26,399	0.7
		위탁	96,976	4.0	117,559	3.7	143,674	3.7
		계	109,544	4.6	140,496	4.4	170,073	4.4
	계	1,077,982	44.8	1,502,621	46.9	1,849,702	47.4	
액티브	위탁	1,329,088	55.2	1,698,331	53.1	2,055,559	52.6	
해외주식 전체		2,407,070	100.0	3,200,952	100.0	3,905,261	100.0	

주1) 반올림에 의한 단수 차이 발생할 수 있음

2) 본 표의 투자 규모는 시가평가액으로서 신규 투자와 평가손익을 모두 고려함

3) 각 평가 기간 말 일 기준(연간: 12월 31일, 상반기: 6월 30일)

○ 2024년 상반기 해외주식 부문의 투자규모 증가분 70조 4,309억 원은 전 유형에서 발생한 양(+)의 평가손익(66조 2,785억 원)이 주요 요인

- 해외주식의 투자규모는 신규 투자 4조 1,524억 원과 더불어 양호한 절대성과에 의한 평가손익 66조 2,785억 원으로 합계 70조 4,309억 원 증가하였음
- 해외주식 신규 투자(4조 1,524억 원)는 패시브 유형에서 2조 7,333억 원, 액티브 유형에서 1조 4,192억 원씩 발생
- 해외주식 양(+)의 평가손익(70조 4,309억 원)은 패시브 유형에서 31조 9,748억 원, 액티브 유형에서 34조 3,036억 원씩 발생
- 이에 따라 해외주식 전체 평가금액 증감 요인의 가장 큰 기여는 액티브 유형의 양(+)의 평가손익(48.7%)이며, 이어 패시브 유형의 평가손익(45.4%), 패시브 유형의 신규 투자(3.9%), 액티브 유형의 신규 투자(2.0%) 순임

<표II- 70> 2024년 상반기 해외주식 평가금액 증감요인 분석(패시브/액티브 체계)

(단위: 억 원, %)

구분		신규 투자		손익		전년 말 대비 증가분		
		(A)		(B)		(A+B)		
		금액	비중	금액	비중	금액	비중	
패시브	선진국	직접	21,738	3.1	295,767	42.0	317,504	45.1
	이머징	직접	-400	-0.1	3,862	0.5	3,462	0.5
		위탁	6,104	0.9	20,011	2.8	26,114	3.7
		계	5,704	0.8	23,873	3.4	29,577	4.2
	계	27,333	3.9	319,748	45.4	347,081	49.3	
액티브	위탁	14,192	2.0	343,036	48.7	357,228	50.7	
해외주식 전체			41,524	5.9	662,785	94.1	704,309	100.0

주1) 반올림에 의한 단수 차이 발생할 수 있음

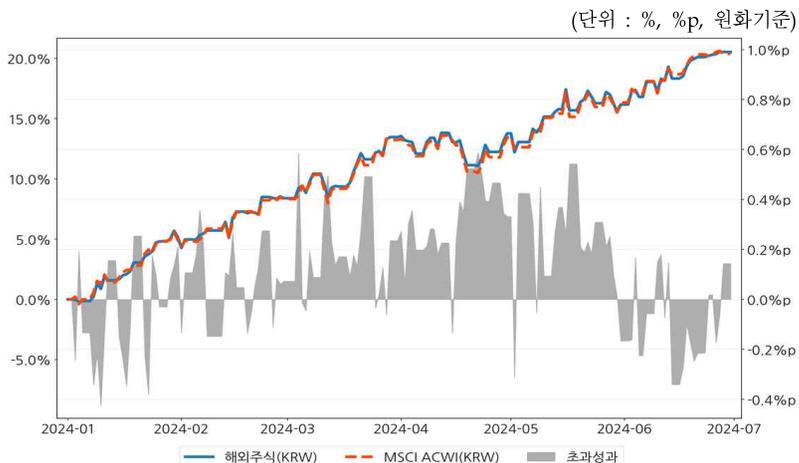
- 2) 손익은 미실현 평가손익, 이자 및 배당손익, 거래손익 및 기타 실현손익 등을 포함한 손익금액임
- 3) 비중은 각 요인 금액의 해외주식 전체 평가금액 증가분에 대한 비중임
- 4) 평가금액 감소에 따라 각 증감요인 비중 해석에 있어 부호에 유의할 필요가 있음

### 3) 수익률 분석

#### (1) 총 수익률

- 2024년도 상반기 해외주식 원화 기준 수익률은 20.53%이며 전략적 벤치마크 수익률 20.39% 대비 0.14%p 양(+)<sup>1)</sup>의 초과수익률을 기록
  - 절대수익률(20.53%)은 '23년 연간 성과(24.27%)에 이어 상승 모멘텀이 지속되었고, 초과성과 또한 개선(-0.63%p → +0.14%p)
  - 유형별 절대성과(원화기준)는 패시브 운용 21.04%, 액티브 운용 20.08%
  - 초과성과(원화기준)는 패시브 운용이 벤치마크 대비 0.65%p 상회, 액티브 운용은 0.31%p 하회
  - 액티브 운용의 음(-)의 초과성과(-0.31%p)는 북미지역 포트폴리오\*를 중심으로 종목 선택이 부진했던 것이 주요 요인으로 작용
    - \* 북미 대형 기술주 7개 종목은 '24년 상반기 약 34.9% 상승하였으나 해당 종목에서 벤치마크 대비 비중하회(underweight) 하며 초과성과에는 부정적으로 작용
  - 원화 기준 수익률 산출 시 운용 포트폴리오에 적용되는 환율과 벤치마크에 적용되는 환율의 종류 및 시점 불일치\*로 각 통화 기준 초과성과의 부호 불일치
    - \* 기금 수익률 적용 환율: 매매기준율(서울외국환 중개 8:30 공시 환율)
    - \*\* 벤치마크 수익률 적용 환율: 런던 4PM 환율

[그림 II- 23] 2024년 상반기 해외주식 초과수익률 추이



- 주1) 왼쪽의 1축은 누적수익률(%)이며 오른쪽의 2축은 초과수익률(%p)임
- 주2) 벤치마크는 MSCI AC World Index(ex. Korea, unhedged-to-KRW)

<표Ⅱ- 71> 해외주식 부문 수익률(패시브/액티브 체계)

(단위: %, %p)

			2023년 상반기			2023년			2024년 상반기			
			기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	
패시브	선진국	직접	원화	18.41	18.85	-0.44	26.91	26.58	0.33	21.50	20.79	0.70
		달러	14.34	14.06	0.28	24.80	24.28	0.53	12.77	12.26	0.51	
	이머징	직접	원화	7.00	7.71	-0.71	10.06	10.14	-0.08	16.93	16.40	0.53
			달러	3.61	3.37	0.24	8.51	8.14	0.36	8.53	8.17	0.35
		위탁	원화	7.29	7.71	-0.42	10.39	10.14	0.25	16.49	16.40	0.09
			달러	3.57	3.37	0.20	8.49	8.14	0.34	8.12	8.17	-0.05
		계	원화	7.25	7.71	-0.46	10.35	10.14	0.21	16.55	16.40	0.16
			달러	3.58	3.37	0.22	8.50	8.14	0.35	8.18	8.17	0.01
	계	원화	17.28	17.72	-0.44	25.23	24.90	0.33	21.04	20.39	0.65	
		달러	13.25	12.97	0.28	23.14	22.63	0.52	12.34	11.88	0.46	
액티브	위탁	원화	17.37	17.72	-0.35	23.43	24.90	-1.46	20.08	20.39	-0.31	
		달러	13.31	12.97	0.34	21.33	22.63	-1.30	11.46	11.88	-0.43	
해외주식 전체		원화	17.33	17.72	-0.39	24.27	24.90	-0.63	20.53	20.39	0.14	
		달러	13.28	12.97	0.31	22.17	22.63	-0.46	11.87	11.88	-0.01	

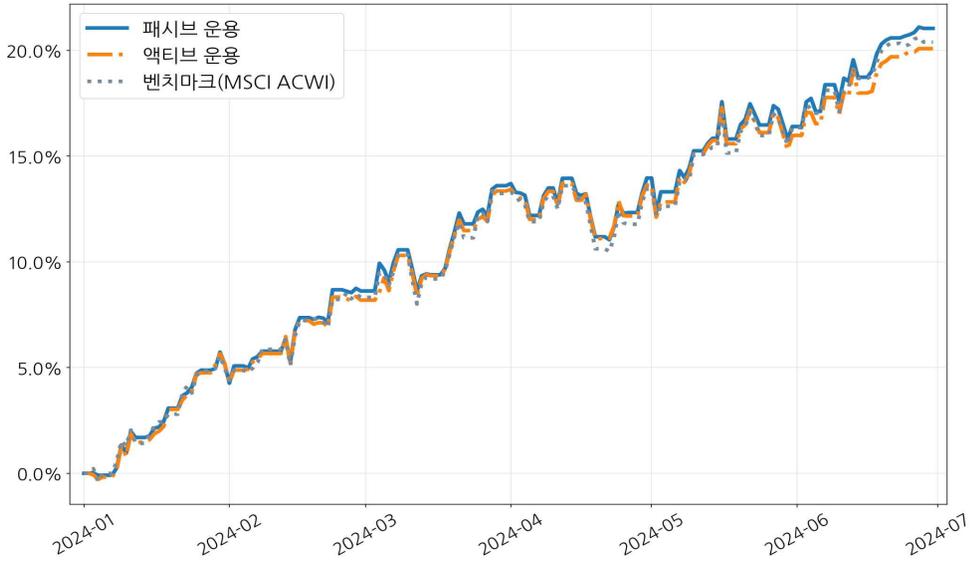
			2.5년 평균 (22~24.6)			4.5년 평균 (20~24.6)			
			기금	BM	차이	기금	BM	차이	
패시브	선진국	직접	원화	13.18	12.30	0.88	16.70	15.95	0.75
		달러	6.26	5.62	0.64	12.09	11.38	0.71	
	이머징	직접	원화	5.15	4.21	0.94	-	-	-
			달러	-1.02	-1.99	0.97	-	-	-
		위탁	원화	5.75	4.21	1.54	6.50	5.80	0.70
			달러	-0.76	-1.99	1.23	2.26	1.63	0.63
		계	원화	5.74	4.21	1.53	6.49	5.80	0.69
			달러	-0.72	-1.99	1.27	2.28	1.63	0.65
	계	원화	12.45	11.51	0.95	15.61	14.87	0.74	
		달러	5.57	4.87	0.70	11.05	10.35	0.70	
액티브	위탁	원화	10.56	11.51	-0.95	14.45	14.87	-0.42	
		달러	3.77	4.87	-1.10	9.92	10.35	-0.43	
해외주식 전체		원화	11.41	11.51	-0.10	14.98	14.87	0.10	
		달러	4.58	4.87	-0.29	10.43	10.35	0.08	

주1) “패시브 이머징 직접” 유형은 2021년 12월 27일 운용개시

2) 반올림에 의한 단수 차이가 발생할 수 있음

[그림 II- 24] 2024년 상반기 해외주식 유형별 성과 추이

(단위 : %, %p, 원화기준)



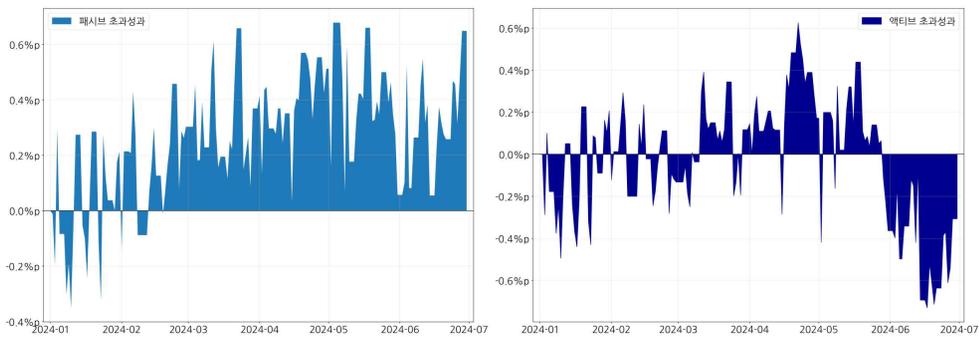
주1) 벤치마크는 MSCI AC World Index(ex. Korea, unhedged-to-KRW)

[그림 II- 25] 2024년 상반기 해외주식 유형별 초과성과 추이

(단위 : %, %p, 원화기준)

<패시브 초과성과 추이>

<액티브 초과성과 추이>



주1) 왼쪽 그림의 경우 패시브 유형의 초과성과이며 오른쪽 그림의 경우 액티브 유형의 초과성과임

2) 벤치마크는 MSCI AC World Index(ex. Korea, unhedged-to-KRW)

## (2) 성과요인

### □ 환효과

- 2024년도 상반기 해외주식 원화기준 수익률(20.53%)은 원-달러 환율상승에 따른 양(+의 원화환산 효과(+8.66%p)로 달러기준 수익률(11.87%) 대비 높은 수준
  - 적용환율\* 차이로 인한 달러기준 성과차이는 +0.00%p
    - \* 벤치마크 적용환율: 런던 MSCI 증가환율, 달러 성과 적용환율: 매매기준율
  - 해외투자의 목표 환헤지 비율은 0%로 환헤지를 실시하고 있지 않으며, 따라서 환헤지 효과는 0.00%p

### <표 II- 72> 해외주식 성과의 환효과

(단위: %, %p)

구분	패시브	액티브	해외주식 전체 (A)	BM (B)	차이 (A-B)
BM 환율 적용 달러 수익률	12.35	11.46	11.88	11.88	-0.01
+ BM 환율 적용 효과	-0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
달러 기준 수익률	12.34	11.46	11.87	11.88	-0.01
+ 원화환산 효과	8.70	8.63	8.66	8.50	0.15
헤지 전 원화 기준 수익률	21.04	20.08	20.53	20.39	0.14
+ 환헤지 효과	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
원화 기준 수익률	21.04	20.08	20.53	20.39	0.14

주1) 해외주식 포트폴리오는 2014년 말부터 완전 환오픈(환헤지 0%)을 적용하고 있음

2) 반올림에 의한 단수차이 존재함

□ 절대성과 기여도

○ 해외주식 절대성과(20.53%)에 대한 세부 유형별 기여율은 **패시브 유형 48.3%, 액티브 유형 51.7%**

- 액티브 운용은 양(+)의 절대성과(20.08%) 및 해외주식 포트폴리오 내 주요 비중(52.8%, 상반기 평균)을 차지하고 있어 전체성과에 대한 기여율(51.7%)이 가장 높음
- 패시브 운용은 양(+)의 절대성과(21.04%)와 47.2%의 평균 비중을 차지하며 전체성과에 48.3%의 기여율을 보임
- 하위 유형으로서 선진국 직접 유형은 44.9%, 이머징 직접 유형 0.6%, 이머징 위탁 유형 2.9%의 기여율을 기록

<표 II- 1> 2024년 상반기 해외주식 절대성과 기여율

(단위: %, %p, 원화기준)

구분	패시브				패시브 계	액티브 계
	선진국	이머징				
	직접	직접	위탁	이머징 계		
수익률	21.50	16.93	16.49	16.55	21.04	20.08
기여도 <sup>1)</sup>	9.2	0.1	0.6	0.7	9.9	10.6
기여율 <sup>2)</sup>	44.9	0.6	2.9	3.5	<b>48.3</b>	<b>51.7</b>

주1) 기여도(%p) : 유형별 비중을 고려한 해외주식 전체 절대성과에 기여한 절대 수준  
 주2) 기여율(%) : 유형별 비중을 고려한 해외주식 전체 절대성과에 기여한 상대 비율  
 주3) 평가 기간 해외주식 전체에 대한 운용 유형별 시가평가액의 평균 비중을 고려  
 주4) 반올림 및 평가 기간 내 포트폴리오 비중 변화에 의한 단수차이 발생할 수 있음  
 주5) 각 유형의 평균 비중은 선진국 직접 유형 42.8%, 이머징 직접 유형 0.7%, 이머징 위탁 유형 3.6%, 이머징 계 4.3%, 패시브 계 47.2%, 액티브 계 52.8%  
 주6) 직접/위탁 체계로 구분 시, 전체 절대성과에 대한 유형별 기여율은 직접운용 유형이 45.4%, 위탁운용 유형이 54.6%

## □ 초과성과 기여도

○ 해외주식 전체 초과성과(+0.14%p)에 패시브 운용(+0.31%p\*)은 양(+)의 기여, 액티브 운용(-0.16%p\*)은 음(-)의 기여

\* 각 유형의 포트폴리오 내 비중을 고려한 초과성과 기여도

- 신흥국 시장 대비 선진국 시장의 강제로 선진국 직접 유형에서 +0.47%p 높은 기여도 기록

- 반면, 신흥국(이머징) 유형의 경우 전술 벤치마크\*가 전략 벤치마크\*\* 대비 제한적으로 상승하며 전체 초과성과에는 음(-)의 기여

\* 전술적 벤치마크: MSCI EM(Ex-Korea, Unhedged-to-KRW, Customized Tax Rate)

\*\* 전략적 벤치마크: MSCI AC World(Ex-Korea, Unhedged-to-KRW, Customized Tax Rate)

### <표 II- 2> 2024년 상반기 해외주식 초과성과 기여율

(단위: %, %p, 원화기준)

구분	패시브					액티브 위탁	해외 주식 전체
	선진국	이머징			계		
	직접	직접	위탁	계			
유형 성과	21.50	16.93	16.49	16.55	21.04	20.08	20.53
전략 BM <sup>1)</sup> 성과	20.39						
초과 성과	1.11	-3.46	-3.90	-3.83	0.65	-0.31	0.14
기여도 <sup>2)</sup>	0.47	-0.02	-0.14	-0.17	0.31	-0.16	
기여율 <sup>3)</sup>	335.7	-14.3	-100.0	-121.4	221.4	-114.3	

주1) 전략적 벤치마크(BM) : MSCI AC World(Ex-Korea, Unhedged-to-KRW, customized tax rate)

2) 기여도(%p) : 유형별 비중을 고려한 해외주식 전체 초과성과에 기여한 절대 수준

3) 기여율(%) : 유형별 비중을 고려한 해외주식 전체 초과성과에 기여한 상대 비율

4) 반올림 및 평가 기간 내 포트폴리오 비중 변화에 의한 단수차이 발생할 수 있음

#### 4) 위험 분석

##### □ 총 위험

- 2024년 상반기 해외주식 포트폴리오의 변동성은 원화 기준 5.55%로 전년 동기 (7.56%, '23년 상반기) 및 전년 말(9.90%, '23년 연간) 대비 감소
  - 선진국 내 주요 기업의 높은 실적과 강한 경기지수에도 불구하고, 물가지표의 상승 압력 완화는 위험자산 선호 심리를 조성
  - 또한, 경기 사이클을 훼손하지 않으며 조성된 디스인플레이션 환경은 위험자산 가격의 견조한 상승 배경으로 작용
- 운용 유형별로 패시브 운용유형의 원화 기준 변동성은 5.63%, 액티브 운용유형 5.50%를 기록
  - 패시브 운용(5.63%)과 액티브 운용(5.50%)의 변동성은 벤치마크 수준(5.68%) 대비 각각 0.05%p 및 0.18%p 하회

<표II- 73> 2024년 상반기 해외주식 부문 총 위험

(단위: %, %p)

			2023년 상반기			2023년			2024년 상반기		
			기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
선진국	직접	원화	7.93	8.49	-0.56	10.34	10.87	-0.53	5.87	5.91	-0.04
		달러	8.96	9.00	-0.05	14.28	14.46	-0.17	6.95	6.90	0.05
패시브	직접	원화	8.17	8.24	-0.07	8.48	8.24	0.24	7.13	7.22	-0.09
		달러	10.13	10.15	-0.01	16.53	16.70	-0.17	9.07	9.24	-0.17
	위탁	원화	7.91	8.24	-0.33	8.24	8.24	0.00	6.98	7.22	-0.24
		달러	10.06	10.15	-0.09	16.41	16.70	-0.29	9.01	9.24	-0.23
	계	원화	7.94	8.24	-0.30	8.28	8.24	0.04	7.00	7.22	-0.21
		달러	10.07	10.15	-0.08	16.43	16.70	-0.27	9.01	9.24	-0.22
계	원화	7.58	8.12	-0.54	9.78	10.31	-0.52	5.63	5.68	-0.05	
	달러	8.76	8.80	-0.03	14.28	14.48	-0.20	6.87	6.85	0.03	
액티브	위탁	원화	7.58	8.12	-0.54	10.05	10.31	-0.26	5.50	5.68	-0.18
		달러	9.01	8.80	0.22	14.52	14.48	0.04	6.82	6.85	-0.02
해외주식 전체		원화	7.56	8.12	-0.56	9.90	10.31	-0.40	5.55	5.68	-0.13
		달러	8.89	8.80	0.09	14.40	14.48	-0.08	6.84	6.85	-0.01

<표II- 3> 해외주식 부문 다기간 총위험

(단위: %, %p)

			2.5년 평균 (22~24.6)			4.5년 평균 (20~24.6)			
			기금	BM	차이	기금	BM	차이	
패 시 브	선 진 국	직접	원화	13.61	13.57	0.04	15.29	15.46	-0.17
			달러	16.57	16.70	-0.13	17.36	17.53	-0.17
	이 머 징	직접	원화	10.54	10.44	0.10	-	-	-
			달러	16.74	17.02	-0.27	-	-	-
		위탁	원화	10.32	10.44	-0.12	15.03	15.08	-0.05
			달러	16.55	17.02	-0.47	18.95	19.14	-0.19
		계	원화	10.33	10.44	-0.10	15.03	15.08	-0.04
			달러	16.56	17.02	-0.46	18.96	19.14	-0.18
	계	원화	12.58	12.55	0.03	14.67	14.83	-0.16	
		달러	15.98	16.14	-0.16	17.01	17.19	-0.17	
액 티 브	위탁	원화	12.81	12.55	0.26	15.16	14.83	0.33	
		달러	16.42	16.14	0.29	17.72	17.19	0.54	
해외주식 전체		원화	12.69	12.55	0.13	14.93	14.83	0.10	
		달러	16.21	16.14	0.08	17.40	17.19	0.21	

주1) “패시브 이머징 직접” 유형은 2021년 12월 27일 운용개시

2) 반올림에 의한 단수 차이가 발생할 수 있음

3) 상반기 수치는 주간수익률의 표준편차를 연율화, 연간 및 다기간 수치는 월간 수익률의 표준편차를 연율화하여 산출

## □ 수정샤프지수

- 2024년 상반기 해외주식 포트폴리오의 수정샤프지수는 원화 기준 3.40으로 벤치마크 3.29 대비 0.10 상회
  - 최근 지속되는 글로벌 주식시장의 상승 모멘텀 속 전년 동기(2.06) 및 전년 말(2.09)에 이어 위험조정성과 또한 높아진 모습
  - 유형별로는 액티브 유형 3.35, 패시브 유형 3.44 기록
- 해외주식 포트폴리오의 장기 샤프지수는 최근 2.5년, 4.5년 각각 0.63과 0.84 수준을 기록
  - 운용 포트폴리오의 샤프지수는 최근 2.5년 기준 벤치마크(0.65) 대비 소폭 하회, 4.5년 기준 벤치마크(0.84)와 유사한 수준
  - 향후 투자 효율성 제고를 위한 지속적인 운용역량 안정화 노력 필요

<표II- 4> 2024년 상반기 해외주식 부문 수정 샤프지수

(단위: %, %p)

			2023년 상반기			2023년			2024년 상반기			
			기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	
패시브	선진국	직접 원화	2.11	2.02	0.09	2.26	2.12	0.14	3.38	3.24	0.14	
		달러	1.38	1.34	0.04	1.43	1.38	0.05	1.52	1.45	0.06	
	이머징	직접	원화	0.65	0.73	-0.08	0.77	0.80	-0.03	2.14	2.04	0.10
			달러	0.16	0.13	0.02	0.25	0.23	0.02	0.69	0.64	0.05
		위탁	원화	0.70	0.73	-0.02	0.83	0.80	0.03	2.12	2.04	0.08
			달러	0.15	0.13	0.02	0.25	0.23	0.02	0.65	0.64	0.01
		계	원화	0.70	0.73	-0.03	0.82	0.80	0.02	2.12	2.04	0.09
			달러	0.16	0.13	0.02	0.25	0.23	0.03	0.66	0.64	0.02
	계	원화	2.05	1.97	0.08	2.21	2.07	0.14	3.44	3.29	0.14	
		달러	1.28	1.25	0.04	1.32	1.26	0.05	1.47	1.41	0.06	
액티브	위탁	원화	2.07	1.97	0.09	1.98	2.07	-0.09	3.35	3.29	0.05	
		달러	1.25	1.25	0.01	1.17	1.26	-0.09	1.35	1.41	-0.06	
해외주식 전체		원화	2.06	1.97	0.09	2.09	2.07	0.02	3.40	3.29	0.10	
		달러	1.27	1.25	0.02	1.24	1.26	-0.02	1.41	1.41	0.00	

주1) 반올림에 의한 단수 차이가 발생할 수 있음

2) 상반기 수치는 주간수익률을, 연간 및 다기간 수치는 월간 수익률을 사용하여 계산

<표II- 5> 해외주식 부문 다기간 수정 샤프지수

(단위: %, %p)

			2.5년 평균 (22~24.6)			4.5년 평균 (20~24.6)			
			기금	BM	차이	기금	BM	차이	
패시브	선진국	직접	원화	0.72	0.66	0.06	0.94	0.88	0.06
		달러	0.15	0.11	0.04	0.56	0.52	0.05	
	이머징	직접	원화	0.17	0.08	0.09	-	-	-
			달러	-0.81	-0.99	0.18	-	-	-
		위탁	원화	0.23	0.08	0.15	0.27	0.23	0.05
			달러	-0.76	-0.99	0.23	-0.01	-0.13	0.12
	계	원화	0.23	0.08	0.15	0.27	0.23	0.05	
		달러	-0.76	-0.99	0.24	-0.01	-0.13	0.12	
	계	원화	0.72	0.65	0.07	0.90	0.84	0.06	
		달러	0.11	0.06	0.04	0.51	0.47	0.05	
	액티브	위탁	원화	0.56	0.65	-0.09	0.80	0.84	-0.05
			달러	-0.01	0.06	-0.08	0.43	0.47	-0.04
해외주식 전체		원화	0.63	0.65	-0.01	0.84	0.84	0.00	
		달러	0.05	0.06	-0.02	0.47	0.47	0.00	

주1) “패시브 이머징 직접” 유형은 2021년 12월 27일 운용개시

- 2) 반올림에 의한 단수 차이가 발생할 수 있음
- 3) 상반기 수치는 주간수익률을, 연간 및 다기간 수치는 월간 수익률을 사용하여 계산

□ 정보비율(IR) 및 추적오차(TE)

- 2024년 상반기 해외주식 정보비율은 원화 기준 0.13으로, 전년 동기(원화 기준 -0.20) 대비 상승 반전
  - 정보비율(IR, Information Ratio)은 벤치마크를 벗어나며 감수한 위험 대비 초과성과의 비율로 측정하며, 운용 능력 및 운용의 효율성을 측정하는 지표
- 2024년 상반기 해외주식 추적오차(액티브위험)는 1.13%로 전년 동기(1.93%) 및 전년 말(1.47%) 대비 감소
  - 2024년 한 해 부여된 '24년 목표액티브위험(1.15%)의 약 98% 수준
  - 목표 액티브 위험의 경우 벤치마크와 다르게 운용함으로써 부담하는 적극적 위험\*의 목표 수준을 의미
  - \* 적극적 위험 부담을 취함으로써 벤치마크를 상회하는 추가적인 수익을 기대

<표 II- 6> 2024년 상반기 해외주식 부문 IR 및 TE

(단위: %, %p)

			2023년 상반기		2023년 연간		2024년 상반기		2.5년 ('22~'24.6)		4.5년 ('20~'24.6)		
			IR	TE	IR	TE	IR	TE	IR	TE	IR	TE	
패시브	선진국	직접 원화	-0.23	1.89	0.24	1.39	0.55	1.27	0.56	1.55	0.58	1.30	
		달러	0.55	0.52	1.36	0.39	1.55	0.33	1.53	0.42	1.68	0.43	
	이머징	직접	원화	-0.39	1.84	-0.05	1.76	0.48	1.12	0.39	2.38	0.13	2.41
			달러	0.35	0.70	0.84	0.44	0.74	0.48	0.58	1.66	0.24	1.69
		위탁	원화	-0.24	1.74	0.16	1.54	0.07	1.20	0.79	1.94	0.44	1.59
			달러	0.42	0.48	0.69	0.50	-0.14	0.38	0.74	1.66	0.51	1.25
		계	원화	-0.26	1.74	0.13	1.56	0.13	1.18	0.79	1.95	0.44	1.59
			달러	0.49	0.44	0.78	0.46	0.03	0.35	0.79	1.61	0.54	1.21
	계	원화	-0.24	1.86	0.23	1.41	0.52	1.25	0.63	1.51	0.58	1.27	
		달러	0.60	0.46	1.37	0.38	1.52	0.30	1.72	0.41	1.77	0.40	
액티브	위탁	원화	-0.17	2.10	-0.83	1.77	-0.28	1.11	-0.46	2.06	-0.21	1.97	
		달러	0.37	0.91	-1.03	1.26	-0.69	0.62	-0.74	1.48	-0.28	1.52	
해외주식 전체		원화	-0.20	1.93	-0.43	1.47	0.13	1.13	-0.06	1.64	0.07	1.48	
		달러	0.58	0.54	-0.67	0.69	-0.03	0.35	-0.37	0.79	0.10	0.82	

주1) "패시브 이머징 직접" 유형은 2021년 12월 27일 운용개시

2) 반올림에 의한 단수 차이가 발생할 수 있음

3) 상반기 수치는 주간수익률을, 연간 및 다기간 수치는 월간 수익률을 사용하여 계산

<참고자료> 해외주식부문 벤치마크(Benchmark: BM) 지수

자산종류	벤치마크 지수		설정 주체
	적용 연도	지수명	
해외주식 전체	2021	MSCI AC World Index(ex-Korea, unhedged to KRW, customized tax rate)	기금운용위원회
	전체	2021 MSCI AC World Index(ex-Korea, unhedged to KRW, customized tax rate)	기금운용본부
패 시 브	선 진 국	2021 MSCI The World Index(unhedged to KRW, customized tax rate)	기금운용본부
	이 머	2021 MSCI EM Index(ex-Korea, unhedged to KRW, customized tax rate)	기금운용본부
	징 위 탁	2021 MSCI EM Index(ex-Korea, unhedged to KRW, customized tax rate)	기금운용본부
액 티 브	위탁	2021 MSCI AC World Index(ex-Korea, unhedged to KRW, customized tax rate)	기금운용본부

주1) 변경적용 전 환헷지: 2008년부터 단계적 조정을 거쳐 2014년말 해외주식에 대해 완전 환오피(0% 헷지)

2) 2021년부터 국민연금기금의 투자 법적지위에 의한 배당세율을 감안한 벤치마크 지수(Customized tax rate index)를 산출

## 5) 시사점

- 해외주식 포트폴리오의 안정적 운용과 성과제고 노력을 기대
  - 해외주식 포트폴리오는 기금 내 운용성과\*와 위험기여\*\* 수준이 높은 포트폴리오로서 운용역량과 역할의 중요성이 확대
    - \* '24년 상반기 해외주식 단일 자산군의 수익금 기여는 66.3조로 금융부문 전체 수익금(102.4조)의 약 64.7% 수준
    - \*\* '24년 상반기 최근 1년 금융부문 포트폴리오 전체 위험에 대한 해외주식 단일 자산군의 위험 기여율(risk contribution rate)은 약 45.7% 수준
  - 해외주식 성과 등락에 따른 기회비용이 증가한 만큼 효율적인 포트폴리오 운용이 요구됨
  - 특히, 액티브(위탁) 운용의 성과 개선·관리를 위한 노력이 필요
  - 기금운용본부 해외주식전략팀은 이를 위한 실행 방안으로서 '24년 하반기 액티브 Overlay\* 유형의 일부 직접 운용을 개시
    - \* 다만, 단계적 접근을 위해 미국 대형주 벤치마크(MSCI US Large Cap)에 대한 지수 복제 방식으로 운용 개시
  - Overlay 전략의 직접 운용을 통해 해외주식 포트폴리오의 적시성 있고 유연한 통합적 관리, 운용보수의 절감을 기대
  - 한편, 향후 액티브 직접 운용역량의 안정적 내재화와 함께 다각화된 추가적 전략의 도입이 필요할 것으로 사료됨
  - 이를 위해, 유관부서의 체계적 교육 프로그램 제공 및 역량 개발 지원이 요구되며 운용 노하우의 전사적 공유를 통해 장기적 관점에서 기금 전체의 성과제고를 유도할 수 있기를 기대함

## 7. 대체투자부문

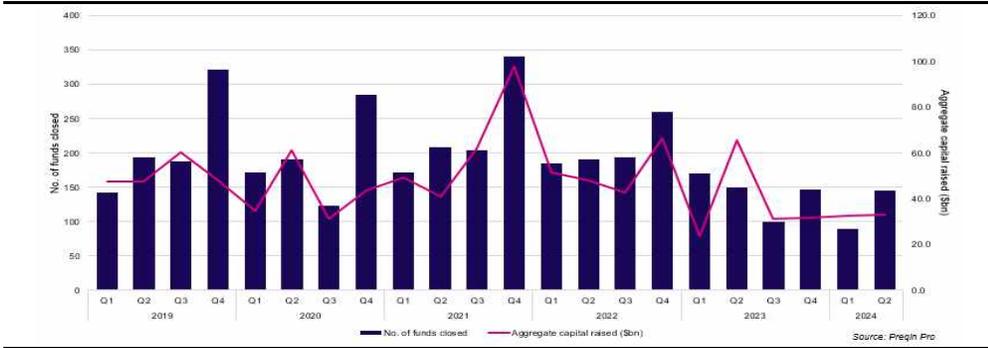
- 2024년 6월 말 대체투자 규모는 182조 7,325억 원(국내 24.1조 원, 해외 158.6조 원)으로 전년 말 대비 18조 5,398억 원 증가
- 2024년도 상반기 대체투자 수익률은 7.90%로, 2023년 상반기(5.08%) 대비 2.82%p 증가
- 국내 대체투자 수익률은 2.50% '23년 대비(1.82%) 대비 0.68%p 상회, 해외 대체투자 수익률은 8.82%로 '23년 대비(5.71%) 대비 3.11%p 상회

### 1) 대체투자 시장현황

#### (1) 부동산시장

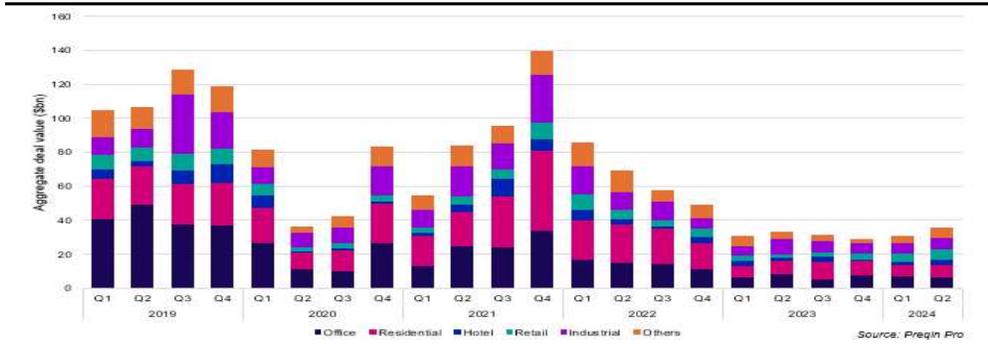
- 북미와 유럽의 고금리 지속과 재택근무로 오피스 관련 신규투자 급감
  - '22년 하반기 이후 계속해서 북미와 유럽의 상업용 부동산 투자 감소하였지만, APAC는 자본조달 규모가 증가하는 추세
  - Digital Data 양이 급증하고 Cloud 관련 기업 증가하는 추세로 데이터 센터 관련 투자의 관심도 증가
- 유형별 투자를 살펴보면, 투자자들의 심리가 안정적으로 변화
- 2023년 3분기에 자본은 최저점을 기록하고, 투자심리가 점차 나아짐에 따라 자본 유입이 꾸준하게 개선
  - 전 세계적으로 주거용(Residential) 부동산이 가장 거래가 많은 유형으로 총 거래가치의 23%를 차지
  - 특히 높은 인구 증가율을 보이는 호주에서는 주택의 공급보다 수요가 높아 주거용 부동산의 거래량이 전체적으로 증가할 것으로 전망

[그림 II- 26] 글로벌 사모부동산 시장 자금모집



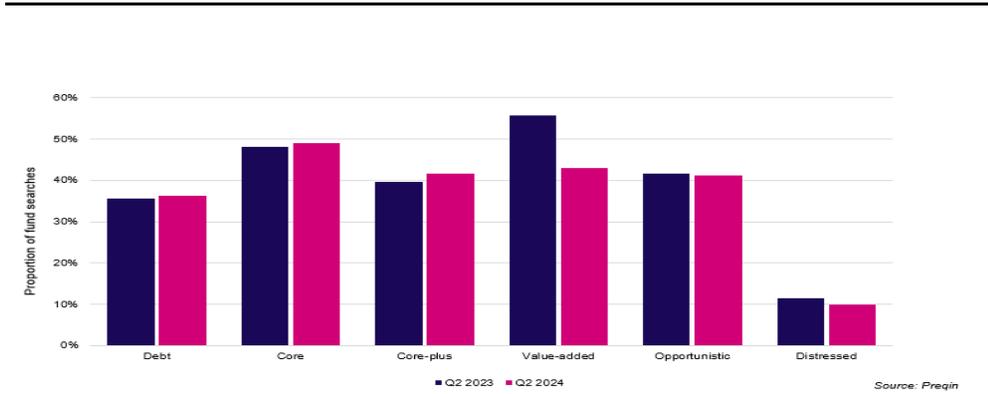
자료: Preqin

[그림 II- 27] 글로벌 사모부동산 거래 건수 및 규모 추이



자료: Preqin

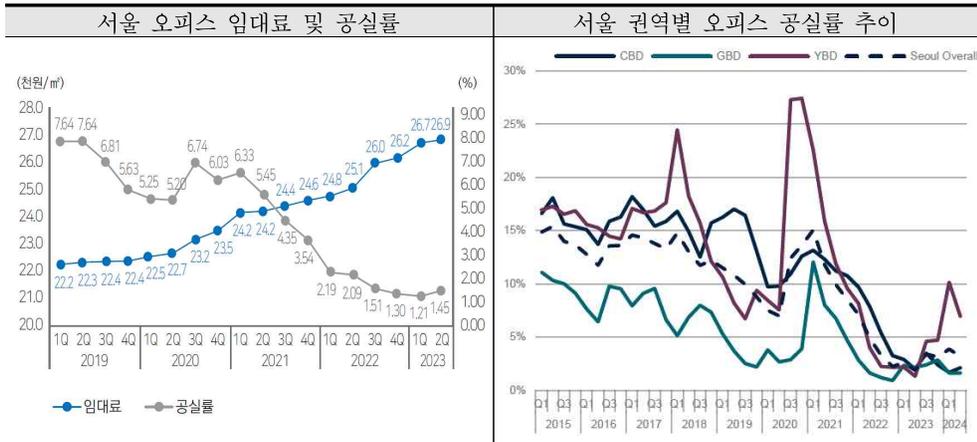
[그림 II- 28] 전략별 자금모집 현황 (2023년도 2분기 기준)



자료) Preqin

- 서울 프라임 오피스<sup>8)</sup> 평균 공실률은 전 분기 대비 0.7%p 하락, 임대료 상승세 지속
  - 권역별로 전 분기 대비 공실률은 CBD(도심권)은 2.1%로 상승, YBD(여의도권)는 7.0% 하락, GBD(강남권)는 1.6% 동일하게 나타남
  - '23년 상반기 CBD는 일부 건물의 임대 면적 증가로 권역 내 유일하게 공실률이 상승하였고, YBD는 준공 전 임대차 계약을 체결한 임차인의 입주로 공실률을 하락
- 서울 프라임 오피스 시장의 평균 임대료는 119,600원/평으로 전년 동기 대비 5.7% 상승
  - 권역별로 CBD에서 4.3%, YBD에서 6.0% 상승하였고, GBD에서 7.3%의 가장 높은 상승률을 기록
  - 권역별 평균 관리비는 CBD 2.6%, GBD 3.3%, YBD 3.1%로 2025년까지 대규모 프라임 오피스 공급이 없어 소비자물가상승률보다 높은 수준을 유지할 것으로 전망

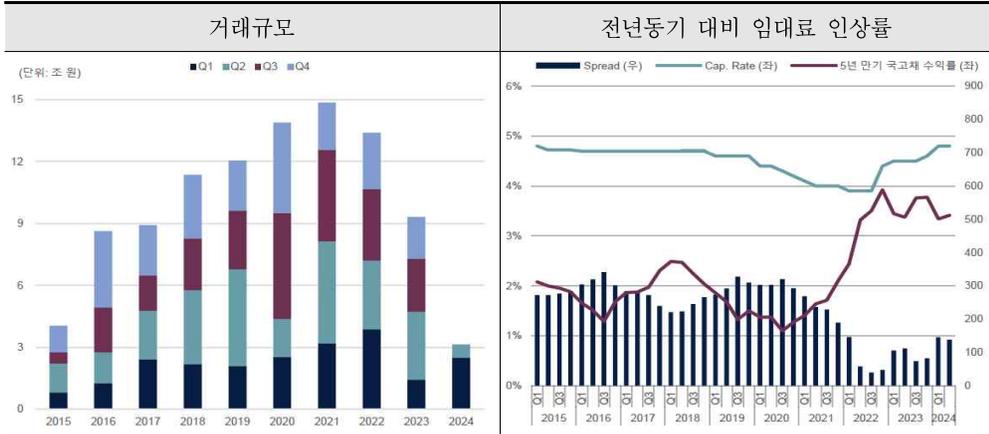
[그림 II- 29] 국내 프라임 오피스 공실률 및 임대료 추이



자료: 세빌스 코리아

8) CBD, GBD, YBD의 3개 주요 권역에 위치한 30,000 sqm 이상 빌딩 중 상대적으로 우수한 빌딩을 프라임 빌딩으로 정의 (Savills Korea)

[그림 II- 30] 국내 프라임 오피스 거래규모와 Cap. Rate 추이



자료: 세빌스 코리아

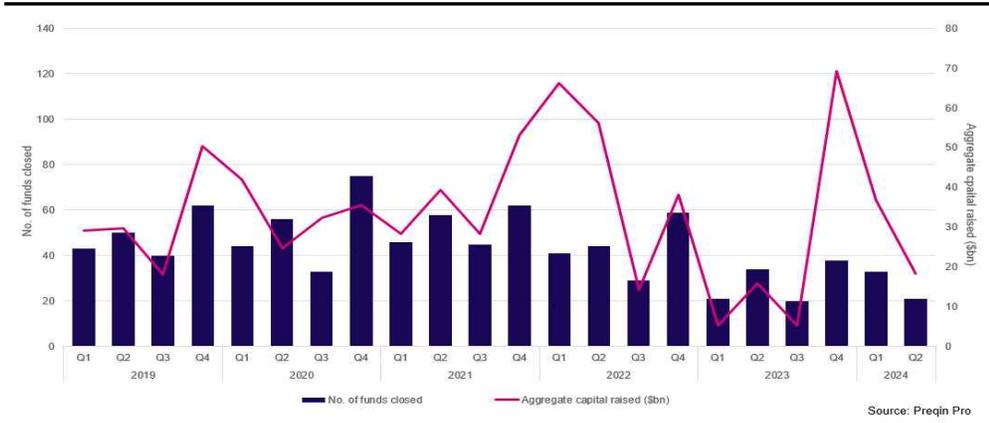
## (2) 인프라시장

- '22년부터 이어진 급격한 물가 및 시장 금리 인상으로 할인율 상승에 따라 일부 자산들의 밸류에이션 하락
- '24년 상반기 낮은 물가상승률로 인플레이션에 연동된 코어 인프라 자산의 수익률에 부정적 영향
- 북미 유럽을 중심으로 지역 다변화를 위한 신재생 에너지와 도로 등 전통 인프라 섹터를 확대

○ 인프라 자본조달 금액은 2024년 2분기에 184억 달러로, 인프라 자금 조달 시장 약화

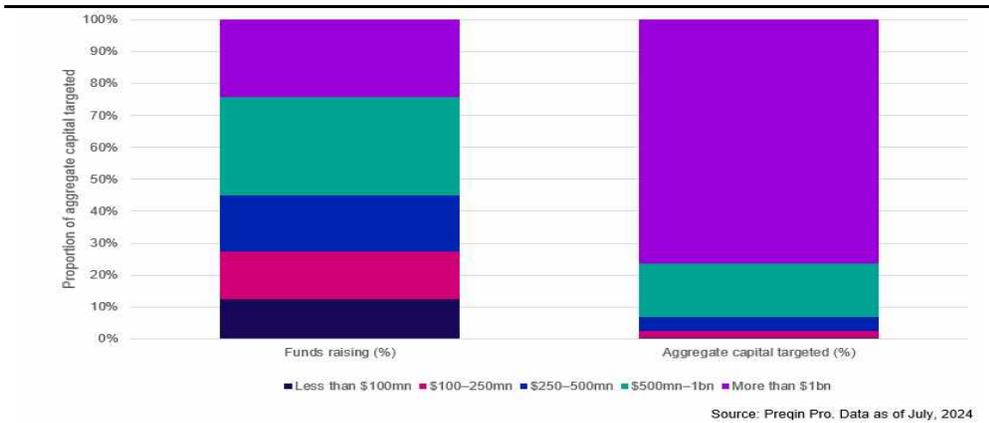
- 2023년 말에 예상되었던 통화 완화 조치가 이루어지지 않아 조달 금액과 거래가 모두 감소
- 데이터센터, 신재생에너지 등 개발사업과 관련된 인프라에 관심이 집중
- 북미와 유럽을 중심으로 투자 관심이 집중되었지만, 호주의 신재생에너지 정책 전화 계획, 인도의 신재생에너지 섹터 확장으로 지역 다변화에 관심

[그림 II- 31] 글로벌 인프라시장 자금모집액



자료: Preqin

[그림 II- 32] 목표 규모별 시장 내 비상장 인프라 펀드



자료: Preqin

- 한국 정부의 2025년 사회간접자본 예산은 올해보다 2.7% 감소한 19조 6,000억 원으로 재원을 배분
  - '18년: 15.1조 원 → '19년: 15.8조 원 → '20년: 18.7조 원 → '21년: 21.5조 원 → '22년: 22.0조 원 → '23년 19.7조 원 → '24년 20.8조 원 → '25년 19.6조 원
  - '25년은 건전재정 기조에서 주거안정, 교통혁신, 균형발전, 국민안전, 미래성

장 5대 중점 투자 방향을 설정하여 재원을 배분

- 주로 국민 주거안정과 교통격차 해소 등을 위해서 예산을 편성
- SOC 사업은 5년 단위 계획에 따라 추진되어 기존 사업 완공, 신규사업 착공 규모 등에 따라 변동성이 있어 '25년 예산은 소폭 감소
- 부문별로 살펴보면 항공·공항 예산이 4,627억 원(52.0%) 증가
- 도로 부문의 예산은 71,998조 원으로 전년 대비 약 9.8% 감소하였고, 철도 예산도 전년 대비 13.6%(10,981조 원) 감소

<표Ⅱ- 74> '25년 국토교통부 예산안(정부안)

구 분	'24년 본예산(A)	'25년 정부안(B)	전년대비(B-A)	
총 계	60.9조원	58.2조원	△2.7(4.5%)	
회 계	예 산	23.7조원	22.8조원	△0.9(3.8%)
	기 금	37.3조원	35.5조원	△1.8(4.9%)
분 야	SOC	20.8조원	19.6조원	△1.2(5.8%)
	복 지	40.2조원	38.6조원	△1.5(3.8%)

자료: 국토교통부

<표Ⅱ- 75> SOC 부문별 예산(안)

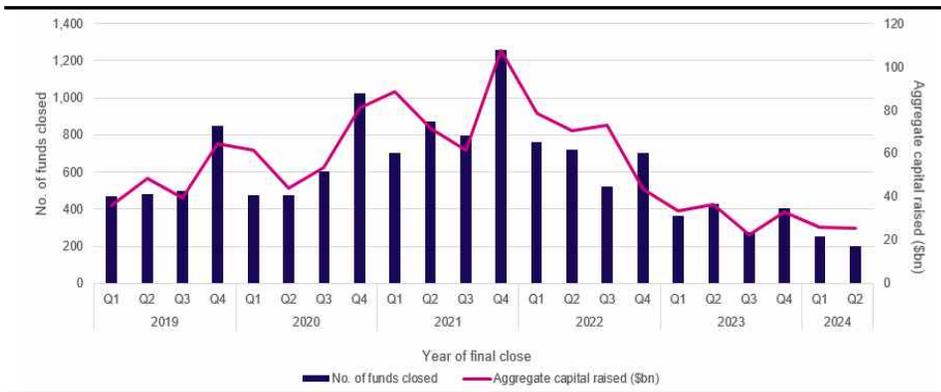
(단위: 억 원)

부문	'24 예산	'25년 예산(안)		
	본예산(A)	정부안(B)	'24 대비	
			(B-A)	%
SOC	207,187	195,270	△11,917	△5.8
▪ 도로	79,779	71,998	△7,781	△9.8
▪ 철도	80,997	70,016	△10,981	△13.6
▪ 항공·공항	8,906	13,533	4,627	52.0
▪ 물류등기타	19,106	21,479	2,373	12.4
▪ 지역및도시	15,308	15,465	157	1.0
▪ 산업단지	3,090	2,779	△311	△10.1

### (3) 사모, 벤처시장

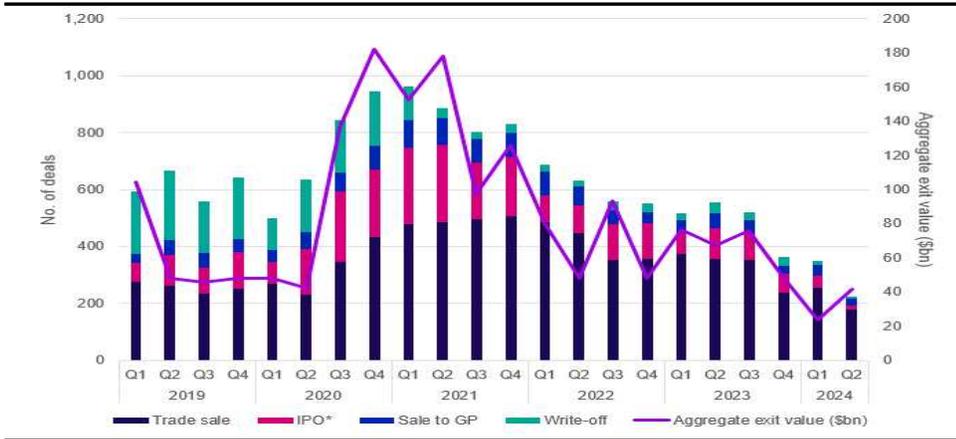
- 고금리 환경에 따른 급격한 유동성 축소로 불확실성이 지속
- 벤처캐피탈 '23년 규모는 높은 자금 고갈률과 글로벌 증시 투매에 따른 선택지 제한에 대한 우려로 급감하였으나 '24년 회복세를 보임
- 세컨더리(Secondary)의 AUM은 빠른 성장세와 양호한 성과
- '24년은 부실채권(Distressed investing)\*, 스페셜 시추에이션(Special Situation Fund)\* 펀드의 수요가 증가
  - \* 부실채권(Distressed investing)은 시장충격으로 가격이 하락하거나 부실화된 상품을 저가에 매수하여 구조조정 등으로 정상화해 매각하는 형태의 전략
  - \* 스페셜 시추에이션(Special Situation Fund)는 기업을 비롯한 투자처의 특수한 상황에서 소수 지분, 메자닌 등 다양한 투자 기법을 통해 자금을 투입

[그림 II- 33] 글로벌 사모주식 시장 자금모집 현황



자료: Preqin

[그림 II- 34] 유형 및 분기별 PE 주도 바이아웃 회수 추이

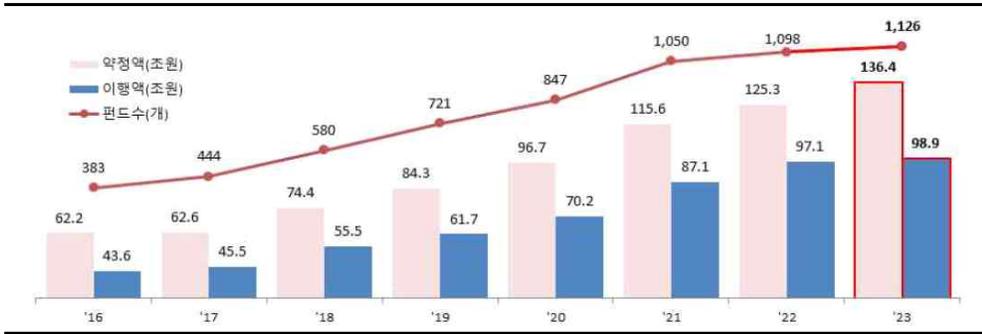


자료: Preqin

- 국내 PEF 산업은 자본시장법이 시행된 2009년 이래로 PEF 수, 약정·이행액 규모, GP 수, 투자모집액 등 지속적인 확대 추세
  - 2023년 말 기준 국내 PEF는 총 1,126개이며 약정액과 이행액은 각각 136.4조 원, 98.9조 원으로 2015년 사모펀드 제도 개편 이후 증가 추세를 유지
  - 2023년 GP 수는 전년 대비 7개 증가한 422개
  - 규모)별로는 중·소형 GP 위주로 증가
  - 그러나 전체의 8.8%를 차지하는 대형 GP가 전체 PEF 규모의 64.6%를 운용하며 자금 집중도가 높음
  - 대형 GP 위주 시장이 확대되었고, 신설 펀드를 대형화하기 위한 경향을 보이고 신규 GP 진입이 지속됨에 따라 중·소형 GP간 경쟁은 심화됨

9) 출자약정액에 따라 대형사(1조원 이상), 중형사(1천억 원 ~ 1조 원), 소형사(1천억 원 미만)로 구분

[그림 II- 35] 국내 PEF 주요현황



자료: 금융감독원

[그림 II- 36] GP 규모별 분류 및 약정액 비중

구 분	'22년 (A)	'23년 (B)	증 감		구 분	'22년 (A)	'23년 (B)	증 감	
			(B-A)	증감률				(B-A)	(B-A)
대형 GP	35	37	2	5.7	대형 GP	60.4	64.6	4.2	
중형 GP	160	157	△3	△1.9	중형 GP	34.3	30.5	△3.8	
소형 GP	220	228	8	3.6	소형 GP	5.3	4.9	△0.8	
합계	415	422	7	1.7	합계	100.0	100.0	-	

자료: 금융감독원

○ 국내 벤처캐피탈 시장은 적극적인 정책 금융에 힘입어 규모의 성장을 실현

- 2024년 상반기 중 신규 결성된 벤처캐피탈 조합 수는 109개, 총 약정금액은 약 2조 3,504억 원이며, 2024년 6월 말 기준 운영 중인 조합 수는 2,019개, 총 약정금액은 58조 4,528억 원임
- 2024년 상반기 벤처 신규투자금액은 약 2조 6,754억 원으로 전년동기 대비 18.8% 증가
- 업종별 신규투자 비중은 ICT서비스가 약 32.1%로 가장 높은 비중을 차지하였고, 다음으로 바이오/의료가 15.7%, 전기/기계/장비 14.1% 순임

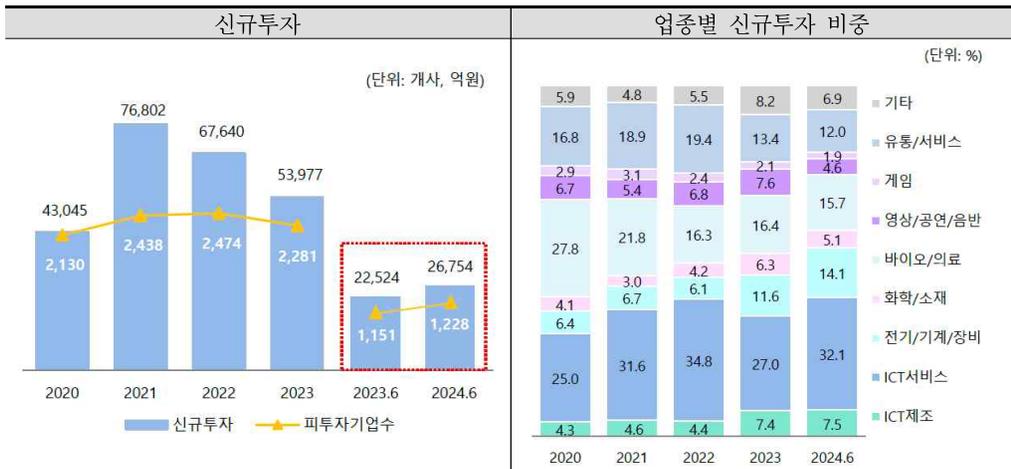
<표 II- 76> 국내 VC 조합결성 현황

(단위 : 개, 억 원)

		2020	2021	2022	2023	2024.6
신규	조합수	206	404	380	290	109
	금액	68,697	95,490	110,633	66,634	23,504
운영	조합수	1,078	1,431	1,737	1,957	2,019
	금액	335,133	418,583	518,790	570,549	584,528

자료: 한국벤처캐피탈협회

[그림 II- 37] 국내 벤처캐피탈 신규투자 현황



자료: 한국벤처캐피탈협회

#### (4) 헤지펀드

○ 헤지펀드 시장 규모는 꾸준한 증가 추세를 보임

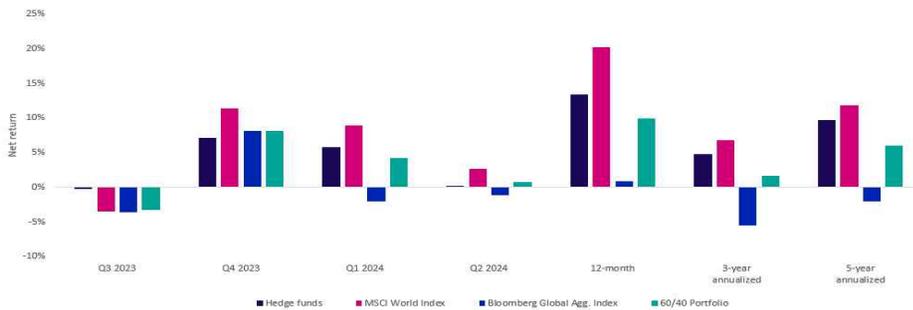
- '23년 금리인상과 경기침체에 대한 우려로 수익률이 하락하였지만, '24년 성과 회복으로 감소분 회복

○ 2024년 상반기, 미국 시장 대비 낮은 성장세를 보이지만 3분기 연속 상승세를

## 기록

- 24년도 2분기 Preqin 헤지펀드 벤치마크는 0.17% 수익률을 기록했으며, 상반기에 6.06% 성과를 달성
- 3분기 연속으로 +2% 상승세를 기록
- 헤지펀드의 성과는 상승세를 보이지만, 같은 기간 공모시장(S&P 500) 보다는 낮음
- 원자재 가격이 하락하고, 글로벌 주식이 기술 중심의 대형 성장주에 힘입어 상승함에 따라서 인플레이션은 금리로 복귀하는 방향을 보임

[그림 II- 38] 헤지펀드와 미국 시장 Index 성과 비교



자료: Preqin

## (5) 사모대출

- 안정적인 자산군이라는 인식을 넘어 일부는 Equity 전략을 초과하는 높은 수익률을 제공해 금리 인상기 이후에도 견조한 투자 기조를 보임
  - '23년에 고금리로 직접대출(Direct lending)\*의 높은 선호를 보임
    - \* 직접대출(Direct lending)은 일반적으로 비상장 시장에서 작은 기업을 대상으로 하는 직접대출을 의미
- 사모대출은 2023년 2분기 525억 달러 규모의 자금을 조달하였고, 2022년 사상 최대치를 기록하고 감소 후 다시 상승하는 추세를 보임
  - 2022년 사상 최대치 자금조달 이후 '22년 중반 이후 Fed(미국연방준비제도)는 빠른 속도로 통화긴축 실시

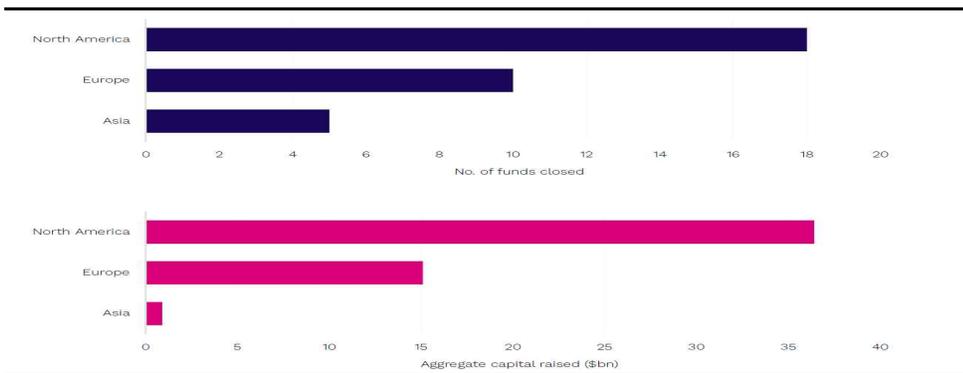
- 사모대출 부문 투자자들이 타겟한 향후 12개월 펀드의 유형을 살펴보면, 2023년 2분기 직접 대출(Direct lending) 전략에서 (16개 펀드)234억 달러를 조달하며 가장 큰 비중을 차지함
- 메자닌(Mezzanine)은 2023년 2분기 180억 달러를 조달
- 지역별로 살펴보면, 북미지역이 2023년 2분기에 364억 달러의 자본을 조달하며 지난 분기 266억 달러보다 크게 증가하였으며, 사모대출 시장에서 1위를 유지
- 동기간 유럽의 사모대출 펀드는 151억 달러로 지난 분기 49억 달러에 비해 자본 조달 금액이 크게 증가
- 아시아 및 기타 국가는 일곱 개의 펀드에서 9억 달러를 조달

[그림 II- 39] 글로벌 사모대출 시장 자금모집 현황



자료: Preqin

[그림 II- 40] 글로벌 사모대출 시장 지역별 자금모집 현황



자료: Preqin

## 2) 투자현황

- 2024년 6월 말 대체투자 규모는 182조 7,325억 원(국내 24.1조 원, 해외 158.6조 원)으로 전년 말 대비 18조 5,398억 원 증가
  - 전년도 말 대비 국내대체 투자금액은 5,965억 원 감소(증가율 : -2.48%)하였고, 해외대체는 19조 1,362억 원 증가(증가율 : 12.07%)
  - 국내대체 비중은 13.2%(2023년 말 비중 : 15.0%)로 감소하는 반면, 해외대체 비중은 86.8%(2023년 말 비중 : 85.0%)로 전년도 말 대비 1.8%p 증가하였고 지속적으로 증가하는 추세
  - 금융자산에서 대체자산이 차지하는 투자비중은 15.9%로 2024년 말 목표 비중인 14.2% 대비 1.75%p 상회(투자허용범위 +2.4%p/ -3.4%p)
  - 2023년 1월부터 대체투자 전술적 프로그램 내 하위자산군으로 슈퍼코어 인프라\*를 편입하였으며, 규모는 1조 570억 원으로 전년도 말 대비 10.60% 증가
- \* 슈퍼코어 인프라는 Core 보다 낮은 위험, 우수한 인플레이션 방어 효과와 안정적인 현금흐름 창출이 특징임

<표 II- 77> 국민연금기금의 대체투자금액 추이

(단위 : 억 원, %)

구분	2023년도		2024년도 상반기		증감			
	금액	비중	금액	비중	금액	증가율		
부동산	국내	64,582	3.9	63,749	3.5	-833	-1.31	
	해외	417,883	25.5	488,591	26.7	70,708	14.47	
	계	482,465	29.4	552,340	30.2	69,875	12.65	
인프라	국내	68,136	4.1	64,745	3.5	-3,390	-5.24	
	해외	358,305	21.8	391,887	21.4	33,582	8.57	
	계	426,441	26.0	456,633	25.0	30,192	6.61	
사모	국내	사모	93,725	5.7	92,582	5.1	-1,142	-1.23
		기타	20,331	1.2	19,732	1.1	-599	-3.04
		대체	114,056	6.9	112,314	6.1	-1,741	-1.55
	해외	479,410	29.2	541,301	29.6	61,891	11.43	
	계	593,465	36.1	653,615	35.8	60,150	9.20	
헤지펀드		51,361	3.1	57,422	3.1	6,061	10.70	
전술적 프로그램	사모대출	59,678	3.6	67,867	3.7	8,189	12.07	
	멀티에셋	19,068	1.2	28,878	1.6	9,811	33.97	
	슈퍼코어 인프라	9,450	0.6	10,570	0.6	1,121	10.60	
	계	88,196	5.4	107,315	5.9	19,120	17.82	
국내대체		246,773	15.0	240,809	13.2	-5,965	-2.48	
해외대체		1,395,154	85.0	1,586,516	86.8	191,362	12.07	
대체전체		1,641,928	100.0	1,827,325	100.0	185,398	10.15	

주 1) 대체투자 전술적 운용 활성화 프로그램으로 도입한 사모대출(Private debt), 멀티에셋(Multi asset), 슈퍼 코어 인프라(Super core infra)는 각각 2019년 12월, 2021년 12월, 2023년 1월에 투자를 개시  
 2) 헤지펀드는 매월 말 공정가치평가가 이루어져 상기 결과는 2024년 6월 말까지의 공정가치 반영하였으며, 그 외 자산군은 2024년 12월에 공정가치평가 반영

### 3) 수익률

○ (총수익률) 2024년도 상반기 대체투자 수익률\*은 7.90%로, 2023년 상반기 (5.08%) 대비 2.82%p 증가하였고 2023년 말(6.00%) 대비 1.90%p 상승

\* 대체투자는 이자, 배당 등의 소득(income gain)과 자산가치 증가(capital gain)를 통해 수익이 창출되며, 상반기 성과평가 시, 헤지펀드를 제외한 나머지 자산군들의 경우, 공정가치 평가에 따른 자산가치 변동은 반영되지 않음

- 국내대체(2.50%) 대비 해외대체(8.82%)의 높은 수익률은 해외투자 환헤지 오픈 정책으로 원화 평가절하에 의한 환효과에서 기인

- 자산군별 절대수익률을 살펴보면, 부동산 7.00%, 인프라 8.04%, 사모투자 7.65%, 헤지펀드 11.99%, 전술적 프로그램 11.79%로, 전반적으로 양호한 절대성과 실현\*

\* 헤지펀드를 제외한 나머지 자산군은 12월 말 기준으로 공정가치 평가가 이루어지며, 국내 및 해외 부동산, 해외사모는 전년도 말 자료를 활용하기 때문에 BM 대비 초과성과 분석에 한계가 있음

- 헤지펀드의 수익률은 11.99%\*로 벤치마크 대비 0.93%p 하회

\* 헤지펀드는 월 단위로 공정가치 평가가 반영되며, 보고되는 24년도 상반기 성과는 6월 말 공정가치 평가까지 모두 반영된 성과임

- 헤지펀드 BM\* 대비 음의 초과 성과의 배경으로는 '24년 상반기 T-bill 평균 수익률이 5.24%로 전년(0.39%) 대비 상승하였으며, 4.5% 고정 프리미엄이 더해져 벤치마크 대비 하회

\* 헤지펀드 벤치마크 지수 : HFRI FoFs × 0.5 + [미국단기금리(T-bills 90일물) + 4.5%] × 0.5

\*\* 2024년 상반기 HFRI FoFs 평균수익률은 4.85%

- 전술적 프로그램의 수익률은 사모대출 11.47%, 멀티에셋 14.96%, 슈퍼코어 인프라 7.58%로 2023년 상반기 대비 각각 1.90%p, 3.04%p, 1.26%p 상승

- '24년 상반기 멀티에셋의 성과는 견조한 글로벌 경기 및 완화적 투자심리 속 탄력적 포지션 구축을 통해 양호한 절대성과를 기록

<표 II- 78> 국민연금기금의 대체투자 투자수익률

(단위 : %, %p)

구분	2023년도 상반기			2023년도			2024년도 상반기			4.5년 평균				
	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이		
부동산	국내	2.96	4.64	-1.68	12.33	6.91	5.42	1.71	3.38	-1.67	14.38	9.19	5.20	
	해외	5.22	6.89	-1.67	-5.09	-4.19	-0.90	7.77	-2.11	9.88	6.12	5.06	1.06	
	계	4.86	6.58	-1.71	-3.16	-2.84	-0.33	7.00	-1.45	8.45	7.47	5.69	1.78	
인프라	국내	3.71	3.96	-0.25	10.36	9.97	0.40	4.78	5.30	-0.51	6.51	7.00	-0.49	
	해외	6.22	7.61	-1.39	12.51	10.36	2.15	8.63	10.75	-2.12	10.39	13.60	-3.20	
	계	5.77	6.96	-1.18	12.14	10.27	1.87	8.04	9.91	-1.87	9.59	12.03	-2.44	
사모	국내	사모	0.89	5.05	-4.15	9.55		7.20	2.21	-0.05	2.26	9.50		2.76
		벤처	-3.88	-8.93	-4.67	-4.71	2.35	-7.06	-1.10	-1.06		9.36	6.74	2.62
		소계	-0.06	-5.11	-2.69	6.70		4.35	1.62	1.67		9.45		2.71
	해외	5.22	5.96	-0.73	9.19	6.86	2.33	9.05	3.35	5.69	17.41	12.67	4.74	
	계	4.14	5.77	-1.64	8.65	5.95	2.70	7.65	2.73	4.92	15.44	11.24	4.20	
헤지펀드	4.82	7.13	-2.31	7.79	9.71	-1.92	11.99	12.92	-0.93	10.59	10.23	0.36		
전술적 프로그램	사모 대출	9.57	6.79	2.78	15.66	11.71	3.95	11.47	11.25	0.22	12.87	9.03	3.84	
	멀티에셋	11.92	-	-	17.39	-	-	14.96	-	-	-	-	-	
	슈퍼코어 인프라	6.32	-	-	6.17	-	-	7.58	8.55	-0.97	-	-	-	
	계	9.80	9.75	0.05	15.15	14.10	1.05	11.79	9.16	2.63	10.88	7.38	3.50	
국내대체	1.82	4.62	-2.80	9.23	5.69	3.54	2.50	2.29	0.21	9.74	7.33	2.41		
해외대체	5.71	6.97	-1.25	5.53	4.55	0.98	8.82	4.15	4.67	11.07	9.99	1.07		
대체전체	5.08	6.58	-1.50	6.00	4.69	1.31	7.90	3.88	4.02	10.89	9.48	1.41		

- 주 1) 2024년 상반기 수익률에서는 헤지펀드를 제외한 나머지 자산군들의 공정가치 평가가 반영되지 않았음  
 2) 사모대출, 멀티에셋, 슈퍼코어 인프라는 대체투자 집행개선을 위한 전술적 프로그램에 속하는 자산군으로, 각각 2019년 12월, 2021년 12월, 2023년 1월에 투자 개시. 전술적 프로그램은 기금 전체 벤치마크를 초과하도록 목표를 설정  
 3) 상반기 성과평가에서 사용되는 세부자산군 별 대체투자 BM은 지수제공업체로부터 BM 산출에 필요한 지수를 구매하는 해외부동산, 국내부동산, 해외사모의 경우 전년도 말 자료를 활용하기 때문에 기금(API) 성과와 BM 성과를 직접적으로 비교하는 것은 바람직하지 않음  
 4) 인프라는 2023년부터 신규 벤치마크 적용. 해외인프라는 [G7 5년 평균 CPI 상승률 + 4%]의 원화기준수익률, 국내인프라는 [(국내 5년 평균 CPI 상승률 + 3%) \* w] + [기존 투자자산 실제수익률 \* (1-w)] 적용. 단, w는 성과평가 벤치마크를 적용한 시점부터 신규 약정한 국내 인프라 투자자산의 실제비중을 의미  
 5) 멀티에셋은 원화 기준 BM이 부재한 관계로 원화기준 수익률 기준으로 작성된 본 표에서는 초과성과 표시를 생략함

- (환효과) 해외대체 수익률(8.82%)에서 원/달러 환율변동에 의한 환효과는 7.81%p로 나타나 성과에 긍정적으로 작용
  - 2024년 상반기 해외대체 부문의 달러기준 수익률(A)은 1.01%이고, 원화기준 수익률(B)은 8.82%로, 환효과(B-A)는 7.81%p로 나타남
  - 2023년(5.53%p)에 이어 2024년 상반기에도 7.81%p로 원/달러 환율의 상승으로 환효과가 원화기준 성과에 긍정적인 영향을 미침

<표 II- 79> 원-달러 환변동이 해외대체성과에 미친 영향 분석

(단위 : %, %p)

구 분	2023년			2023년 상반기			2024년 상반기		
	달러기준 (A)	원화기준 (B)	차이 (B-A)	달러기준 (A)	원화기준 (B)	차이 (B-A)	달러기준 (A)	원화기준 (B)	차이 (B-A)
해외대체	3.72	5.53	1.81	2.05	5.71	3.66	1.01	8.82	7.81
해외부동산	-6.73	-5.09	1.64	1.57	5.22	3.65	0.05	7.77	7.73
해외인프라	10.58	12.51	1.93	2.53	6.22	3.69	0.82	8.63	7.80
해외사모	7.32	9.19	1.87	1.58	5.22	3.64	1.21	9.05	7.83
헤지펀드	5.88	7.79	1.91	1.16	4.82	3.66	3.91	11.99	8.08
사모대출	13.71	15.66	1.95	5.78	9.57	3.79	3.47	11.47	8.00

#### 4) 대체투자 자금집행 현황

- 2024년 상반기 대체투자 순집행 규모는 7조 7,007억 원으로 집행거래 위주의 거래양상을 보였으며, 전년 상반기 순집행 규모(4조 9,628억 원) 대비로는 2조 7,379억 원 증가
  - 2024년 상반기 대체투자 자금집행 중 집행규모는 13조 4,070억 원으로 전년도 상반기(9조 9,699억 원) 대비 3조 4,372억 원 증가(증가율 : 34.5%)
  - 2024년 상반기 대체투자 자금집행 중 회수규모는 5조 7,064억 원으로 전년도 상반기(5조 71억 원) 대비 6,993억 원 증가(증가율 : 14.0%)
  - 자산군별로 순집행규모는 부동산 4.1조 원, 인프라 0.5조 원, 사모 1.8조 원, 헤지펀드 0.2조 원, 전술적 프로그램 1.2조 원을 기록해 모든 자산군에서 집행거래 위주의 거래양상을 보임
  - 2024년 상반기 자금집행 현황은 전년도 동기 대비 집행·회수거래 모두 증가된 추이를 보임

<표 II- 80> 2024년 상반기 대체투자 월별 자금집행현황

(단위 : 억 원)

연/월	집행(A)	회수(B)	순집행규모(A-B)
2024년 상반기	134,070	57,064	77,007
2023년 하반기	141,268	59,347	81,920
2023년 상반기	99,699	50,071	49,628

주) 본 자료의 자금집행현황은 당월 실제 발생한 현금 유출입 자료를 바탕으로 작성되었으며, 기금운용본부 대체투자 각 팀에서 파악하는 투자집행금액과는 일부 차이가 있을 수 있음.  
 운용부서에서 관리하는 자금회수실적은 투자원금을 기준으로 파악함

자료: 기금운용본부

<표 II- 81> 2024년 상반기 자산군별 자금집행현황

(단위 : 억 원)

세부자산군	집행(A)	회수(B)	순집행규모(A-B)
부동산	48,977	8,065	40,912
인프라	16,412	11,267	5,145
사모	48,582	30,856	17,726
헤지펀드	2,722	1,155	1,567
전술적 프로그램	18,104	5,854	12,250
2024년 상반기 총계	134,797	57,196	77,600

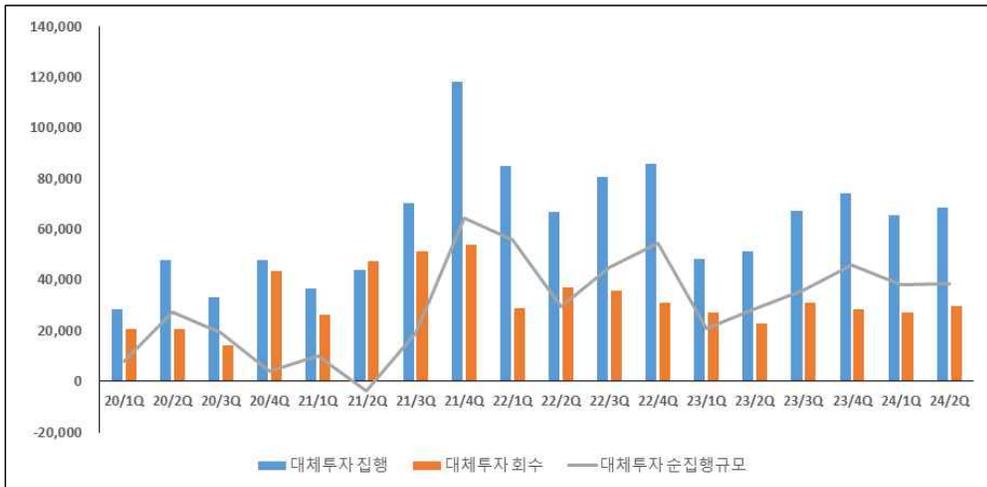
주1) 본 자료의 자금집행현황은 당월 실제 발생한 현금 유출입 자료를 바탕으로 작성되었으며, 기금운용본부 대체투자 각 팀에서 파악하는 투자집행금액과는 일부 차이가 있을 수 있음. 운용부서에서 관리하는 자금회수실적은 투자원금을 기준으로 파악함

주2) 반올림으로 인한 단수차 존재

자료: 기금운용본부

[그림 II- 41] 대체투자 분기별 자금집행현황

(단위: 억 원)

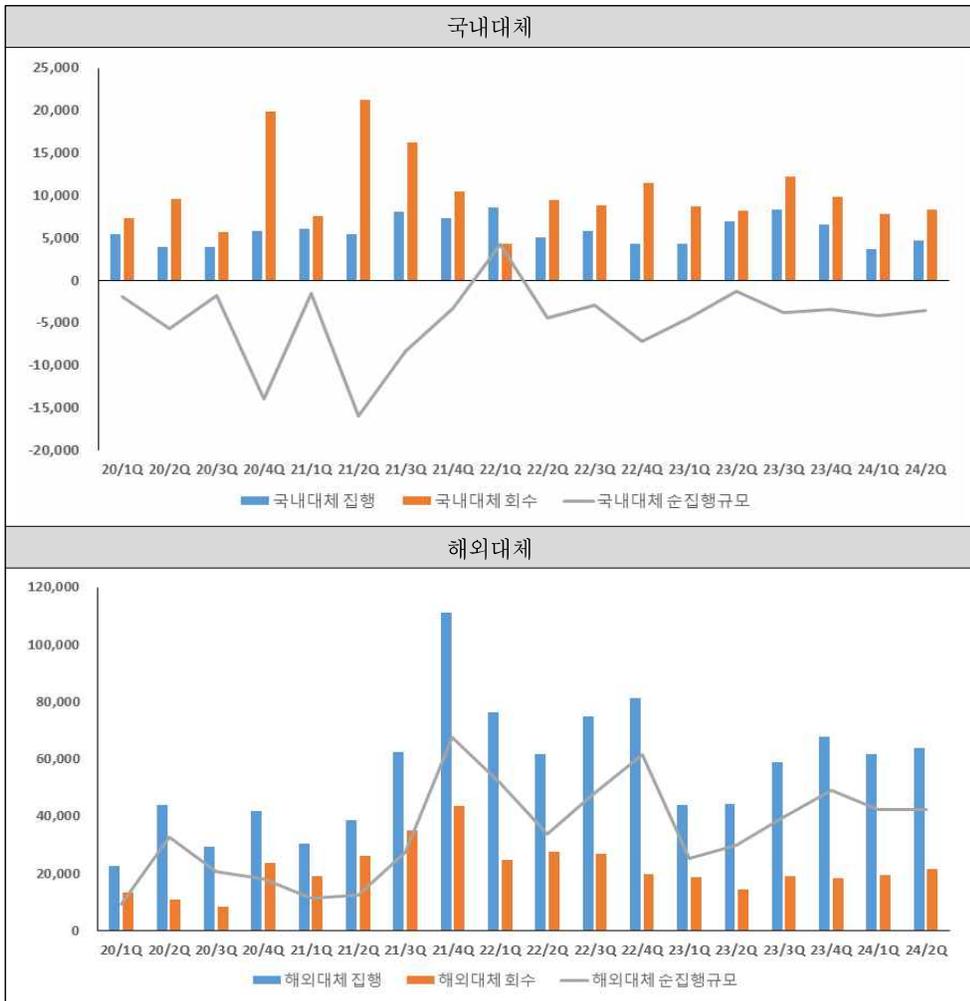


주) 본 자료의 자금집행현황은 당월 실제 발생한 현금 유출입 자료를 바탕으로 작성되었으며, 기금운용본부 대체투자 각 팀에서 파악하는 투자집행금액과는 일부 차이가 있을 수 있음. 운용부서에서 관리하는 자금회수실적은 투자원금을 기준으로 파악함

자료: 기금운용본부

[그림 II- 42] 국내/해외 대체투자 분기별 자금집행현황

(단위: 억 원)



주1) 자료: 기금운용본부

## 5) 시사점

- 2024년도 상반기 수익률은 7.90%로, 2023년 상반기(5.08%) 대비 2.82%p 증가하였고, 2023년 말(6.00%) 대비 1.90%p 상승
  - 자산군별 절대수익률을 살펴보면, 부동산 7.00%, 인프라 8.04%, 사모투자 7.65%, 헤지펀드 11.99%, 전술적 프로그램 11.79%로, 대부분 양호한 절대성과 실현
  - 금리인상에 따라 변동금리 기반 사모대출의 이자수익이 증대되어 양호한 절대성과 실현(사모대출 달러기준 수익률 : 8.00%)
  
- 고물가·고금리 상황 지속되면서 투자자산의 위험관리를 강화하고 성과제고를 위한 노력 지속 필요
  - '22년부터 이어진 고금리에 따른 자금조달 비용 증가 및 위험자산 투자 심리 위축 등으로 일부 자산들의 밸류에이션이 하락하였으나, '24년에는 대부분의 자산군에서 회복세를 보임
  - 사모투자는 고금리 환경에 따라 급격한 유동성 축소로 불확실성이 지속되었지만, 세컨더리(Secondary)와 벤처캐피탈이 회복세를 보이며 양호한 성과 기록
  - 글로벌 상업용 부동산은 계속되는 고금리 기조와 재택근무로 오피스 복귀율 저하로 신규투자가 '23년 대비 급감
  - 북미와 유럽의 상업용 부동산 투자는 감소하였지만, APAC 자본조달 규모가 증가하는 추세
  - 운용사 및 해외사무소와 긴밀한 협업을 통해 시장 동향을 면밀하게 주시하고, 개별 자산별 성과 모니터링 강화 등 적극적인 위험관리 필요
  - 투자건별 가격전가력(Pricing power), 투자구조(Equity/Debt), 자본구조(Leverage) 등을 점검하여 현재의 고물가, 고금리 시기에 적합한 대체투자 전략 발굴 및 시장 대응력 강화 노력 지속 필요
  - 이와 함께 Market Downturn에 대비하여 우량자산 저가매수의 투자기회 확보를 위한 노력 지속 필요