청렴한 국민연금, 든든한 노후행복

연구자료 2018-01

2018년 상반기 국민연금 기금운용성과 평가보고서

황정욱·조은영·태엄철·황준호

NPS 국민연금공단
국민연금연구원

목 차 | Contents

Ⅰ. 국민연금 기금운용 현황 및 총 수익률 ····· 1

1. 국민연금 기금운용 현황 ····· 1

2. 총수익률 ····· 3

Ⅱ. 국민연금 금융부문 성과 ····· 5

1. 금융부문 포트폴리오 ····· 5

가. 투자 현황 ····· 5

나. 계획대비 집행실적 ····· 6

2. 금융부문 전체 운용성과 분석 ····· 13

가. 수익률 및 위험 ····· 13

나. 자산별 수익률 ····· 16

다. 자산별 벤치마크 대비 수익률 ····· 17

라. 금융부문 수익 분해 ····· 18

3. 국내채권부문 ····· 20

가. 상반기 국내채권시장 현황 ····· 20

나. 국내채권 포트폴리오 분석 ····· 23

다. 매매활동 분석 ····· 34

라. 수익률 분석 ····· 37

마. 위험 분석 ····· 45

4. 해외채권부문 ····· 51

가. 해외채권 포트폴리오 분석 ····· 51

나. 수익률 분석 ····· 59

다. 위험분석 ····· 66

5. 단기자금 ····· 70
가. 원화 단기자금 ····· 70
나. 외화 단기자금 ····· 72
6. 국내주식 부문 ····· 73
가. 상반기 국내 주식시장 현황 ····· 74
나. 포트폴리오 분석 ····· 74
다. 수익률 분석 ····· 80
라. 위험 분석 ····· 96
7. 해외주식 부문 ····· 99
가. 포트폴리오 분석 ····· 99
나. 수익률 분석 ····· 104
8. 대체투자부문 ····· 113
가. 상반기 대체투자 시장현황 ····· 113
나. 투자현황 ····· 117
다. 수익률 ····· 119

표 차 례

〈표 Ⅰ-1〉 국민연금기금운용 현황(시가기준) ····· 2
〈표 Ⅰ-2〉 국민연금기금 수익률 및 수익금 ····· 3
〈표 Ⅱ-1〉 금융부문 운용 현황(성과기준) ····· 6
〈표 Ⅱ-2〉 금융부문 계획대비 집행 현황 (2018. 6. 30 현재) ····· 7
〈표 Ⅱ-3〉 2017년 세부자산별 위탁운용 목표비중 및 허용범위 ····· 13
〈표 Ⅱ-4〉 연도별 국민연금 수익률 추이 ····· 14
〈표 Ⅱ-5〉 시가평가 수익률 ····· 17
〈표 Ⅱ-6〉 벤치마크 대비 초과수익률 ····· 18
〈표 Ⅱ-7〉 금융부문 총 수익률 요인분해 ····· 19
〈표 Ⅱ-8〉 채권 발행 현황 ····· 21
〈표 Ⅱ-9〉 주요 금리 변화 ····· 22
〈표 Ⅱ-10〉 국내채권의 유형별 투자현황 ····· 24
〈표 Ⅱ-11〉 2018년 상반기 국내채권부문 투자금액 증감 요인 분석 ····· 25
〈표 Ⅱ-12〉 국민연금기금의 섹터별 시장대비 투자비중 추이 ····· 26
〈표 Ⅱ-13〉 국민연금기금의 국내채권 잔존만기별 시장대비 투자비중 추이 ····· 27
〈표 Ⅱ-14〉 2018년 6월말 채권 종류별 투자비중 ····· 29
〈표 Ⅱ-15〉 국내채권 벤치마크 대비 보유비중 ····· 29
〈표 Ⅱ-16〉 채권 종류별 투자비중 추이(연도별) ····· 30
〈표 Ⅱ-17〉 2018년 6월말 채권 신용등급별 투자비중(직접/위탁) ····· 31
〈표 Ⅱ-18〉 국내채권부문의 신용등급별 투자비중 추이 ····· 32
〈표 Ⅱ-19〉 2018년 상반기 국내채권 거래 현황 ····· 36
〈표 Ⅱ-20〉 국민연금 국내채권부문 투자수익률 ····· 37
〈표 Ⅱ-21〉 국내채권 전체 투자수익률 기여도 ····· 38
〈표 Ⅱ-22〉 국내채권 부문의 유형별 수익률 추이 ····· 39

〈표 Ⅱ-23〉 국내채권 전체 투자수익률 기여도 ····· 39
〈표 Ⅱ-24〉 국내채권의 초과수익분해 ····· 41
〈표 Ⅱ-25〉 국내채권 직접운용 초과수익 기여도 분석 ····· 42
〈표 Ⅱ-26〉 국내채권 위탁운용 초과수익 기여도 분석 ····· 42
〈표 Ⅱ-27〉 국내채권 직접(패시브)운용 종류별 수익률 ····· 43
〈표 Ⅱ-28〉 국내채권 위탁(액티브)운용 유형별 수익률 현황 ····· 45
〈표 Ⅱ-29〉 국내채권 듀레이션 ····· 46
〈표 Ⅱ-30〉 국내채권의 투자유형별 총위험 추이 ····· 48
〈표 Ⅱ-31〉 국내채권의 투자유형별 위험조정수익률(수정샤프지수) 추이 ····· 49
〈표 Ⅱ-32〉 국내채권 유형별 정보비율(IR) 추이 ····· 49
〈표 Ⅱ-33〉 대우조선해양 제외에 따른 국내채권 수익률 변동 ····· 50
〈표 Ⅱ-34〉 해외채권의 유형별 투자현황 ····· 52
〈표 Ⅱ-35〉 2018년 상반기 해외채권부문 투자금액 증감 요인 분석 ····· 53
〈표 Ⅱ-36〉 해외채권 직접운용 종류별 보유현황 ····· 54
〈표 Ⅱ-37〉 해외채권 위탁운용 유형별 투자현황 및 보유비중 ····· 56
〈표 Ⅱ-38〉 국민연금 보유 해외채권 잔존만기별 보유현황 ····· 57
〈표 Ⅱ-39〉 해외채권 통화별 보유비중(달러기준) ····· 58
〈표 Ⅱ-40〉 해외채권의 지역별 보유비중(달러기준) ····· 59
〈표 Ⅱ-41〉 국민연금 해외채권부문 투자수익률 ····· 60
〈표 Ⅱ-42〉 상반기 해외채권 환오픈 영향 추정 ····· 61
〈표 Ⅱ-43〉 해외채권 성과요인 ····· 61
〈표 Ⅱ-44〉 해외채권부문의 자산종류별 벤치마크 대비 수익률 추이 ····· 63
〈표 Ⅱ-45〉 직접운용 초과수익 분해 ····· 64
〈표 Ⅱ-46〉 위탁운용 초과수익 분해 ····· 64
〈표 Ⅱ-47〉 해외채권 초과수익의 환효과 요인분해 ····· 65
〈표 Ⅱ-48〉 해외채권의 투자유형별 총위험 추이 ····· 68
〈표 Ⅱ-49〉 해외채권의 투자유형별 위험조정수익률(수정샤프지수) 추이 ····· 69
〈표 Ⅱ-50〉 해외채권 자산별 정보비율(IR) 추이 ····· 70

〈표 Ⅱ-51〉 연도별 원화 단기자금 평균 운용규모 ····· 71
〈표 Ⅱ-52〉 원화 단기자금 수익률 추이 ····· 71
〈표 Ⅱ-53〉 연도별 외화 단기자금 평균 운용규모 ····· 72
〈표 Ⅱ-54〉 외화 단기자금 수익률 추이 ····· 73
〈표 Ⅱ-55〉 국내주식부문 투자 현황(액티브/패시브 유형) ····· 75
〈표 Ⅱ-56〉 국내주식부문 투자 현황(기존유형) ····· 75
〈표 Ⅱ-57〉 2018년 상반기 국내주식 평가금액 증가요인 분석 ····· 76
〈표 Ⅱ-58〉 국내주식시장에서 국민연금이 차지하는 비중 ····· 76
〈표 Ⅱ-59〉 국내주식의 지분율 추이 ····· 77
〈표 Ⅱ-60〉 국민연금 국내주식 매매동향 ····· 78
〈표 Ⅱ-61〉 시장대비 국내주식 시가총액 회전율 ····· 78
〈표 Ⅱ-62〉 국내주식부문의 수익률 추이(신규 유형체계) ····· 81
〈표 Ⅱ-63〉 국내주식부문의 수익률 추이(기존 유형체계) ····· 81
〈표 Ⅱ-64〉 국내주식 총수익률 요인분해 ····· 82
〈표 Ⅱ-65〉 국내주식부문의 초과수익률 추이(신규 유형체계) ····· 84
〈표 Ⅱ-66〉 국내주식부문의 초과수익률 추이(기존유형체계) ····· 84
〈표 Ⅱ-67〉 국내주식 전체 초과수익 기여도 분석 ····· 86
〈표 Ⅱ-68〉 국내주식 전체 업종별 요인분해 ····· 86
〈표 Ⅱ-69〉 패시브유형 초과수익 요인분해 ····· 88
〈표 Ⅱ-70〉 패시브유형 초과수익 업종별 요인분해 ····· 89
〈표 Ⅱ-71〉 액티브운용 초과수익 요인분해 ····· 90
〈표 Ⅱ-72〉 액티브 직접운용 업종별 요인분해 ····· 91
〈표 Ⅱ-73〉 액티브 위탁운용 업종별 요인분해 ····· 92
〈표 Ⅱ-74〉 국내주식 패시브운용 유형별 수익률 ····· 94
〈표 Ⅱ-75〉 국내주식 위탁운용 유형별 수익률 ····· 95
〈표 Ⅱ-76〉 국내주식부문의 총위험 추이(신규유형체계) ····· 96
〈표 Ⅱ-77〉 국내주식부문의 위험 추이(기존유형체계) ····· 96
〈표 Ⅱ-78〉 국내주식부문의 수정샤프지수 추이(신규유형체계) ····· 97

〈표 Ⅱ-79〉 국내주식부문의 수정샤프지수 추이(기존유형체계) ····· 97
〈표 Ⅱ-80〉 국내주식부문의 IR 및 TE 추이(신규유형체계) ····· 98
〈표 Ⅱ-81〉 국내주식부문의 IR 및 TE 추이(기존유형체계) ····· 99
〈표 Ⅱ-82〉 해외주식 부문 투자현황(신규유형 체계) ····· 100
〈표 Ⅱ-83〉 해외주식 부문 투자현황(기존유형 체계) ····· 100
〈표 Ⅱ-84〉 2018년 상반기 해외주식 평가금액 증감요인 분석 ····· 101
〈표 Ⅱ-85〉 해외주식 세부 유형별 투자현황 ····· 101
〈표 Ⅱ-86〉 해외주식 지역별 보유비중 ····· 102
〈표 Ⅱ-87〉 해외주식 지역별 보유비중 추이 ····· 103
〈표 Ⅱ-88〉 해외주식 업종별 보유비중 ····· 103
〈표 Ⅱ-89〉 해외주식 부문 수익률(신규유형 체계) ····· 106
〈표 Ⅱ-90〉 해외주식 부문 수익률(기존유형 체계) ····· 106
〈표 Ⅱ-91〉 해외주식 성과의 환효과 ····· 107
〈표 Ⅱ-92〉 해외주식 절대성과 기여율 ····· 108
〈표 Ⅱ-93〉 해외주식 초과성과 기여율 ····· 108
〈표 Ⅱ-94〉 해외주식부문의 위험 추이(신규유형 체계) ····· 109
〈표 Ⅱ-95〉 해외주식부문의 위험 추이(기존유형 체계) ····· 110
〈표 Ⅱ-96〉 해외주식부문의 수정샤프지수 추이(신규유형 체계) ····· 111
〈표 Ⅱ-97〉 해외주식부문의 수정샤프지수 추이(기존유형 체계) ····· 111
〈표 Ⅱ-98〉 해외주식부문의 IR 및 TE 추이(신규유형 체계) ····· 112
〈표 Ⅱ-99〉 해외주식부문의 IR 및 TE 추이(기존유형 체계) ····· 113
〈표 Ⅱ-100〉 공실률 추세 ····· 114
〈표 Ⅱ-101〉 분기별 투자수익률 추세 ····· 114
〈표 Ⅱ-102〉 투자조합결성현황 ····· 115
〈표 Ⅱ-103〉 업종별 신규투자 현황 ····· 116
〈표 Ⅱ-104〉 국민연금기금의 대체투자금액 추이 ····· 118
〈표 Ⅱ-105〉 국민연금기금의 대체투자 투자수익률 ····· 120
〈표 Ⅱ-106〉 원-달러 환변동의 해외대체성과에 대한 영향 분석 ····· 121

그 림 차 례

[그림 Ⅱ-1] 국내주식 목표대비 실제운용현황 추이 ····· 8
[그림 Ⅱ-2]국내주식의 전술적 비중조절과 순매수 추이 ····· 9
[그림 Ⅱ-3] 해외주식 목표대비 실제운용현황 추이 ····· 10
[그림 Ⅱ-4] 국내채권 목표대비 실제운용현황 추이 ····· 11
[그림 Ⅱ-5] 해외채권 목표대비 실제운용현황 추이 ····· 11
[그림 Ⅱ-6] 대체투자 목표대비 실제운용현황 추이 ····· 12
[그림 Ⅱ-7] 주요 금리 월별 변화 추이 ····· 23
[그림 Ⅱ-8] 국내채권 표면금리별 보유비중 ····· 33
[그림 Ⅱ-9] 국내채권 잔존만기별 보유비중 ····· 34
[그림 Ⅱ-10] 국내채권 직접(패시브)운용의 종류별 수익률 추이 ····· 44
[그림 Ⅱ-11] 국내채권 직접(패시브)운용 듀레이션 변동 추이 ····· 47
[그림 Ⅱ-12] 국내채권 위탁(액티브)운용 듀레이션 변동 추이 ····· 47
[그림 Ⅱ-13] 해외채권 직접운용 월별듀레이션 추이 ····· 67
[그림 Ⅱ-14] 해외채권 위탁운용 월별듀레이션 추이 ····· 67
[그림 Ⅱ-15] 2018년 상반기 국내주식 매수·매도 추이 ····· 79
[그림 Ⅱ-16] 2018년 상반기 국내주식 순매수 규모 추이 ····· 80
[그림 Ⅱ-17] 2018년 상반기 분기별 각 성과단위별 초과수익률 ····· 82
[그림 Ⅱ-18] 2018년 상반기 성과단위별 누적 초과수익률 ····· 85
[그림 Ⅱ-19] 연도별 투자조합 결성금액 및 해산금액 ····· 115
[그림 Ⅱ-20] 연도별 벤처투자 신규투자 ····· 116
[그림 Ⅱ-21] 업종별 신규투자 현황 ····· 117

Ⅰ. 국민연금 기금운용 현황 및 총 수익률

1. 국민연금 기금운용 현황

2018년 상반기말 국민연금기금은 638조 4,844억 원(시가기준)
금융 99.8%, 복지 0.02%, 기타부문 0.2%

○ 금융부문 시가평가 금액은 636조 9,655억 원으로 전체 기금자산의 99.8%를 차지하고 있음

○ 2018년도 6월말 현재 자산별 투자비중은 국내채권 46.7%, 국내주식 19.5%, 해외주식 18.6%, 대체투자 10.9%, 해외채권 3.8%, 단기자금 0.3% 순

- 2008년 이후 지속되어오던 채권비중 감소와 위험자산인 주식투자 비중 증가의 추세가 이어져 오고 있으나 대체투자 비중확대는 둔화된 모습임
- 특히 상반기 중 주식부문의 성과저조로 상대적으로 국내채권 비중이 소폭 증가한 것으로 나타난 반면 국내주식 비중은 감소하였고 해외주식은 투자규모 확대로 비중이 증가한 모습임
- 대체투자는 상반기말 시점 공정가치 평가가 반영되지 않은 가운데 국내대체 회수자금 증가와 신규투자 확대 둔화 등으로 전년도말 대비 비중이 다소 감소하였음

〈표 Ⅰ-1〉 국민연금기금운용 현황(시가기준)

(단위: 억 원, %)

구분				2017년 6월말		2017년		2018년 6월말		17년 대비 증감
				규모	비중	규모	비중	규모	비중	
총계				5,977,902	100.0	6,216,422	100.0	6,384,757	100.0	168,335
복지				1,423	0.0	1,433	0.0	1,448	0.0	15
금융	계			5,965,540	99.8	6,210,182	99.9	6,369,655	99.8	159,473
	채권	소계		3,092,328	51.7	3,126,739	50.3	3,224,723	50.5	97,984
		국내채권계		2,861,127	47.9	2,893,998	46.6	2,979,195	46.7	85,197
		국내	직접	2,517,887	42.1	2,545,949	41.0	2,624,163	41.1	78,214
			위탁	343,240	5.7	348,049	5.6	355,032	5.6	6,983
		해외채권계		231,201	3.9	232,741	3.7	245,528	3.8	12,787
		해외	직접	100,271	1.7	104,789	1.7	110,855	1.7	6,066
			위탁	130,929	2.2	127,952	2.1	134,673	2.1	6,721
	주식	소계		2,227,455	37.3	2,397,278	38.6	2,434,777	38.1	37,499
		국내주식계		1,247,641	20.9	1,315,134	21.2	1,247,370	19.5	-67,764
		국내	직접	679,069	11.4	712,852	11.5	669,842	10.5	-43,010
			위탁	568,572	9.5	602,282	9.7	577,528	9.0	-24,754
		해외주식계		979,814	16.4	1,082,144	17.4	1,187,407	18.6	105,263
		해외	직접	332,947	5.6	370,405	6.0	415,289	6.5	44,884
			위탁	646,867	10.8	711,739	11.4	772,117	12.1	60,378
	대체투자			634,767	10.6	668,387	10.8	694,725	10.9	26,338
	단기자금			14,824	0.2	17,273	0.3	17,526	0.3	253
기타				10,940	0.2	4,806	0.1	13,654	0.2	8,848

주) 금융부문을 제외한 복지부문은 매입가 기준 금액임. 기타부문은 자산취득비 및 기금보관금 등임.

2. 총수익률

2018년 상반기 국민연금기금 총수익률은 시가기준 0.90%(장부가기준 0.90%)
복지 0.65%, 금융 시가기준 0.91%(장부가기준 0.90%)

○ 2018년 상반기 국민연금기금의 채권평가손익이 반영된 시가 평잔 수익률은 0.90%로 나타났고, 채권평가손익이 반영되지 않은 장부가 평잔수익률도 0.90%임

- 채권부문 평잔수익률은 시가기준 1.38%(장부가기준 1.37%)를 달성하였으며 주식부문은 -0.81%의 평잔수익률을 기록하였음

〈표 Ⅰ-2〉 국민연금기금 수익률 및 수익금

(단위: %, 억 원)

구 분		2017년		2018년 상반기		2.5년 평균 ('16~'18.6)	연평균 ('88~'18.6)	
		수익률	수익금	수익률	수익금	수익률	수익률	수익금
공공부문		-	-	-	-	-	8.26	190,827
복지부문		-1.65	-22	0.65	9	-0.76	6.37	6,126
기타부문		0.61	66	0.23	27	0.56	1.62	1,902
금융	시가	7.28	411,896	0.91	56,700	4.39	5.34	2,857,081
	장부가	8.25	466,818	0.90	56,532	4.68	5.25	2,809,207
채권	시가	0.48	14,348	1.38	43,205	1.66	4.50	1,575,135
	장부가	2.30	69,269	1.37	43,037	2.22	4.36	1,525,996
주식		18.70	368,392	-0.81	-19,615	7.89	6.81	963,129
대체투자		4.53	296,269	4.89	32,866	6.29	7.60	307,940
단기자금		0.35	104	1.31	344	1.23	4.00	14,975

구 분		2017년		2018년 상반기		2.5년 평균 ('16~'18.6)	연평균 ('88~'18.6)	
		수익률	수익금	수익률	수익금	수익률	수익률	수익금
전체	시가	7.26	411,941	0.90	56,735	4.38	5.45	3,055,935
	장부가	8.23	466,862	0.90	56,567	4.67	5.36	3,008,061

주) 시가는 채권평가손익이 반영된 장부가 평잔기준 수치인 반면, 장부가는 채권평가손익이 반영되지 않은 장부가 평가기준 수치임. 2017년 상반기 수익률 및 수익금은 반기 수치임.

자료: 기금운용본부

Ⅱ. 국민연금 금융부문 성과

1. 금융부문 포트폴리오

○ 2018년 상반기말 금융부문 투자규모는 637조 1,663억 원이며
○ 채권과 해외주식은 비중증가, 국내주식 비중은 감소
○ 위탁비중의 확대, 해외투자 확대는 지속
○ 위험자산 비중은 국내주식 시장 부진 등에 기인하여 감소
○ 전략적 자산배분 기준대비로는 대체투자를 제외한 다른 모든 자산군들이 지속적으로 상회, 대체투자는 지속적으로 하회

가. 투자 현황

○ 2018년 6월말 현재 금융부문 투자규모(성과기준)는 637조 1,663억 원으로 전년말 대비 2.61% 증가

○ 금융부문 중 채권(50.6%)은 전년 말 대비 0.2%p 증가, 해외주식(18.6%)도 전년 말 대비 1.2%p증가, 대체투자(10.9%)는 전년 말 대비 0.1%p 증가

- 반면 국내주식(19.6%)은 국내주식시장 하락으로 전년대비 1.6%p 감소
- 해외투자 비중은 해외투자 확대의 기조 하에 '18년 상반기 29.9%로, 전년 말(28.4%) 대비 1.5%p 증가
- 위탁자산 비중도 38.7%로 전년도말 대비 0.2%p증가
- 위험자산 전체 비중은 전년도말 대비 0.4%p 감소하였으며 이는 국내주식 시장 부진 등에 기인

〈표 Ⅱ-1〉 금융부문 운용 현황(성과기준)

(단위: 억 원, %)

구분			2017.6월말		2017		2018.6월말	
			금액	비중	금액	비중	금액	비중
채권	국내채권	직접	2,517,887	42.2	2,545,949	41.0	2,624,163	41.2
		위탁	343,240	5.8	348,049	5.6	355,032	5.6
	국내채권 계		2,861,127	47.9	2,893,998	46.6	2,979,195	46.8
	해외채권	직접	100,271	1.7	104,789	1.7	110,855	1.7
		위탁	130,929	2.2	127,952	2.1	134,673	2.1
	해외채권 계		231,201	3.9	232,741	3.7	245,528	3.9
채권 전체			3,092,328	51.8	3,126,739	50.4	3,224,723	50.6
주식	국내주식	직접	679,069	11.4	712,853	11.5	669,842	10.5
		위탁	568,572	9.5	602,282	4.3	577,528	9.1
	국내주식 계		1,247,641	20.9	1,315,134	21.2	1,247,370	19.6
	해외주식	직접	332,947	5.6	370,405	6.0	415,289	6.5
		위탁	646,867	10.8	711,739	11.5	772,118	12.1
	해외주식 계		979,814	16.4	1,082,144	17.4	1,187,407	18.6
주식 전체			2,227,455	37.3	2,397,278	38.6	2,434,777	38.2
대체투자			634,767	10.6	668,198	10.8	694,725	10.9
단기자금			14,824	0.2	17,273	0.3	17,526	0.3
외환 익스포져			-	-	-6	0.0	-88	0.0
금융부문 전체			5,969,374		6,209,483		6,371,663	

나. 계획대비 집행실적

1) 목표비중 대비 현황

○ 2018년 6월말 각 자산군의 목표비중대비 보유비중을 살펴보면, 전

년도말에 대비 목표비중과 포트폴리오 실제 비중의 괴리가 커지는 모습이 지속

- 국민연금의 중장기 운용정책 방향은 국내채권은 비중감소, 주식과 대체투자인 위험자산의 비중을 높여 수익률을 제고하는 것임
- 비중감소가 목표인 국내채권은 기금운용계획상의 6월말 목표 보유비중을 1.3%p 하회하여 목표대비 더 낮은 상태이며 12월말 목표비중 기준으로는 0.1%p만큼 하회
- 비중축소(0.5%p)를 목표로 하고 있는 국내주식은 6월말 기금운용계획상 목표 비중 대비 0.6%p 상회하고 있는 상황으로 전년도말과 달리 비중상회 폭이 축소되었음
- 비중증가를 목표로 하고 있는 해외주식은 6월말 기금운용계획상 목표비중 대비 2.1%p 상회하고 있으며 12월말 목표 보유비중 대비로도 0.9%p 상회하고 있음
- 대체투자의 6월말 현재 보유비중은 10.9%로 6월말 목표 비중을 1.3%p 하회하고 있음

〈표 Ⅱ-2〉 금융부문 계획대비 집행 현황 (2018. 6. 30 현재)

(단위: %)

구분	2018년 6월말 실제비중 (A)	2018년 6월말 목표비중[1] (B)	2018년말 계획[2] (C)	차이				
				6월말 계획대비 (A-B)	2017년말 계획대비 (A-C)	투자허용범위[3]		
							SAA	TAA
국내채권	47.0	48.3	47.1	-1.3	-0.1	±8.5	±3.5	±5.0
해외채권	3.9	4.0	4.0	-0.1	-0.13	±2.5	±0.5	±2.0
국내주식	19.6	19.0	18.7	0.6	0.9	±5.0	±2.0	±3.0
해외주식	18.6	16.5	17.7	2.1	0.9	±3.5	±1.5	±2.0

구분	2018년 6월말 실제비중 (A)	2018년 6월말 목표비중[1] (B)	2018년말 계획[2] (C)	차이				
				6월말 계획대비 (A-B)	2017년말 계획대비 (A-C)	투자허용범위[3]		
							SAA	TAA
대체투자	10.9	12.2	12.5	-1.3	-1.6	+2.4/ -3.4	±1.2	+1.2/ -2.2

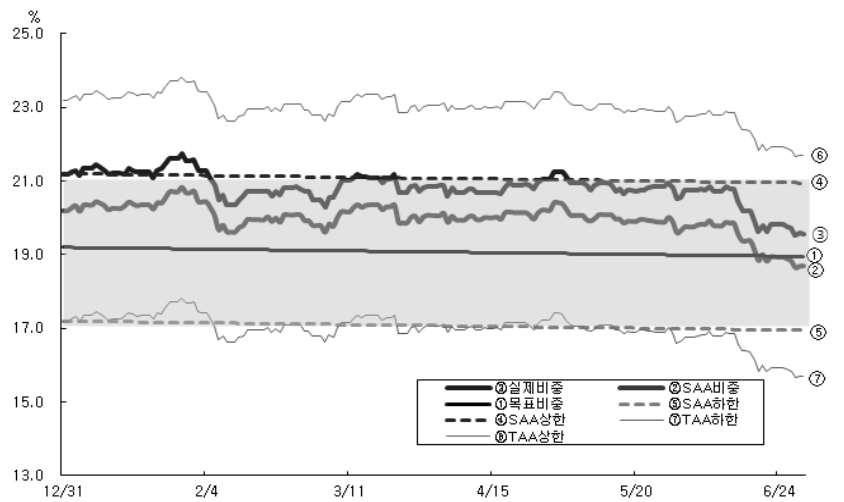
주 1) 2018년말 목표 비중대비 2018년 6월말 목표비중으로 일별 균등증감을 반영한 계획비중임.
2) 2018년 기금운용계획(안)에 의한 자산군별 목표비중임.
3) 2018년도 기금운용지침에 의한 자산군별 투자허용범위임.

2) 전술 자산배분(TAA) 현황

○ 국내주식은 전년도 SAA기준비중 대비 비중상회 기조가 2018년 상반기에도 지속되는 모습임

- 상반기 국내 주식시장 하락으로 국내주식 비중이 낮아지는 모습이나 SAA기준비중 대비로는 실제비중의 상회폭이 일정수준을 유지하는 모습

[그림 Ⅱ-1] 국내주식 목표대비 실제운용현황 추이



- 국내주식에 대한 전술적 비중조절과 순매수 추이를 비교해보면, SAA기준비중 상회폭이 줄어드는 2월 하순 이후, 4월 중순 이후 순매수를 통해 비중상회 폭을 다시 확대시키는 모습
- 이에 따라 비중상회폭이 일정 수준을 유지하는 모습임

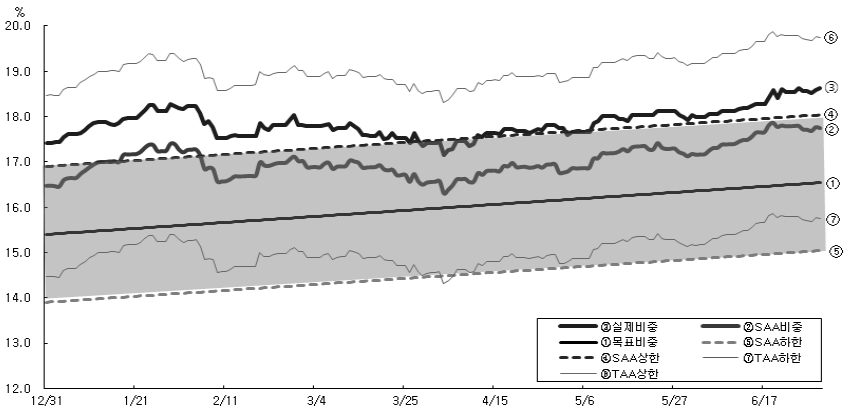
[그림 Ⅱ-2] 국내주식의 전술적 비중조절과 순매수 추이



○ 해외주식의 SAA비중은 1월~2월 중에는 SAA허용범위를 초과하는 경우도 있었으나 6월말 현재 허용범위내에 있음

- 해외주식의 전술적 자산배분은 해외주식시장 상황과 함께 해외투자에 대한 신규투자 등으로 인해 SAA기준비중 대비 지속적으로 비중상회한 모습임

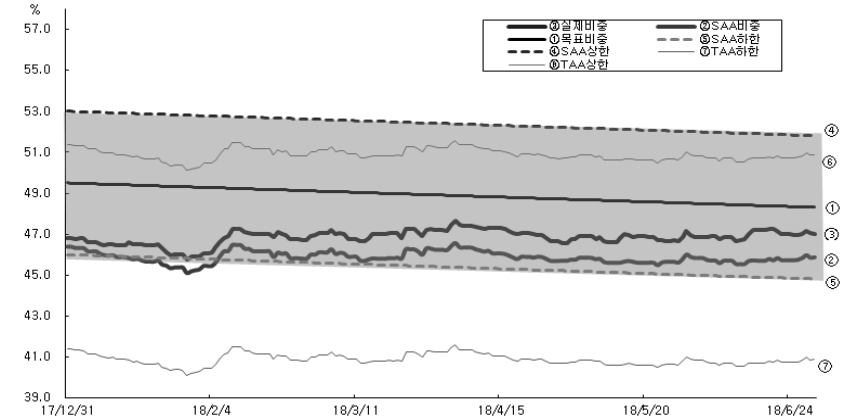
[그림 Ⅱ-3] 해외주식 목표대비 실제운용현황 추이



○ 국내채권은 전년도에 이어 SAA비중 대비 지속적으로 비중상회하는 모습이며 이는 다른 자산군 비중조절에 대한 완충(buffer)작용을 담당하는 국내채권의 역할이 반영된 것으로 보임

- 대체투자의 비중확대 지연으로 인해 소화되지 못하는 여유자금은 국내채권과 기타 자산군에서 소화하고 있어 전술적 비중조절의 제약사항이 되고 있음
- 국내채권 시장의 낮은 성과로 국내채권의 SAA비중이 허용범위 하단에 근접하기도 하였으나 2018년도 상반기 주식부문의 낮은 성과로 국내채권비중은 다시 소폭 상승한 모습

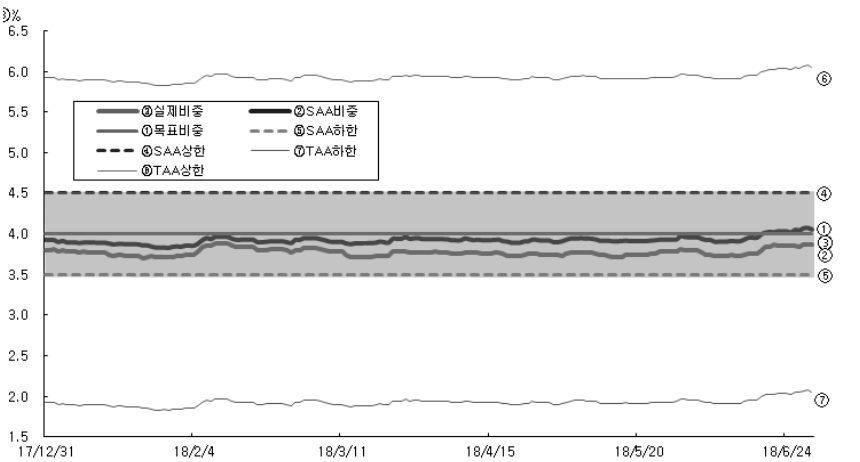
[그림 Ⅱ-4] 국내채권 목표대비 실제운용현황 추이



○ 해외채권은 적극적인 집행이 이루어지지 않은 가운데 SAA기준비중 대비 비중상회가 지속되는 모습

- 해외채권의 환헤지가 오픈되고 있는 가운데 향후 해외채권 비중조절에 환에 대한 영향도 함께 고려되어야 할 것으로 예상됨

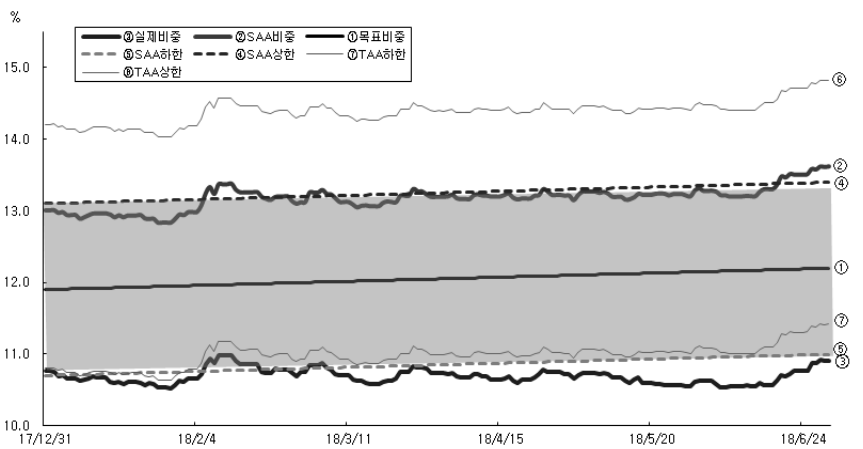
[그림 Ⅱ-5] 해외채권 목표대비 실제운용현황 추이



○ 대체투자는 최근 몇 년간 지속적으로 실제 비중이 SAA기준비중 대비 하회한 모습을 보이고 있음

- 대체투자에 대한 장기적인 자금집행 부진의 원인은 크게 두 가지로 알려져 있는데 이는 대체투자 시장상황과 내부 투자프로세스의 비효율성임
- 대체투자의 집행부진은 앞서 언급한 바와 같이 다른 자산군의 투자집행에 영향을 미쳐 전술적 비중조절 활동에 제약이 되며, 전술적 비중조절에 의한 초과성과에 부정적인 영향

[그림 Ⅱ-6] 대체투자 목표대비 실제운용현황 추이



○ 2018년 상반기 현재 국민연금의 위탁운용 비중은 38.7%

- 2018년도 상반기 국민연금의 위탁운용 비중은 38.7%로 전년도말 38.5%에 비해 0.2%p 증가
- 2018년 상반기의 경우 국내주식과 대체투자의 위탁운용 비중만 증가
- 특히 해외주식의 경우 패시브 직접운용을 위주로 한 해외투자 확대가 지속적으로 실행되고 있는 모습임

〈표 Ⅱ-3〉 2017년 세부자산별 위탁운용 목표비중 및 허용범위

(단위: %)

구분		국내주식	국내채권	해외주식	해외채권	대체투자	Total
2017년	12월말 실제비중	45.8	12.0	65.8	55.0	90.0	38.5
	목표비중	45.0~65.0	10.0~14.0	55.0~75.0	50.0~70.0	65.0~95.0	-
2018년 상반기	6월말 실제비중(A)	46.3	11.9	65.0	54.9	90.5	38.7
	허용범위	45.0~65.0	10.0~14.0	55.0~75.0	50.0~70.0	65.0~95.0	-

주) 국민연금기금 위탁운용 목표범위 조정(안)(2017.2.28.) 기준

2. 금융부문 전체 운용성과 분석

○ 금융부문 수익률은 0.90%로 전년 동기 대비(5.05%) 4.15%p 하락, 벤치마크(0.91%) 대비 하회

○ 벤치마크 하회의 주요요인은 요인별로는 전술적 자산배분에 의한 낮은 성과과 주로 기여한 것으로 나타나고 자산군별로는 국내주식의 낮은 성과가 가장 큰 기여

○ 국내주식을 제외한 다른 자산군들이 벤치마크 대비 높은 상대성과 달성

가. 수익률 및 위험

○ 2018년 상반기 국민연금기금의 금융부문 수익률은 시간가중수익률[1] 기준으로 0.90%이며 이는 전략적자산배분 수익률(0.91%)을 0.01%p 하회

1) 제 2절 "금융부문 전체 운용성과 분석"에서 제시된 수익률은 시간가중수익률임 시간가중수익률은 기금운용성과를 벤치마크와 비교하는데 적합한 수익률임

- 2015년~2017년까지의 3년간 연평균 수익률이 5.50%인 가운데 전년동기(5.05%) 대비로도 낮은 수준을 나타냄
- 2015년 이후 과거 3년 평균 총위험은 2.40% 수준이며, 2018 상반기 위험은 3.40%를 나타냄. 전년동기 총위험은 1.77%였음
- 금융부문의 수정샤프지수(-0.01)는 벤치마크(-0.01)과 비슷한 수준을 나타냈으며 금융부문의 IR값은 -0.02로 3년 평균 IR(0.16) 및 5년 평균 IR(0.15)대비 낮은 성과를 나타냄

○ 2017년말 기금운용위원회가 결정한 '2018년도 목표초과수익률(안)'[2]에 따라 금융전체의 IR은 0.4이고 목표액티브 위험 0.50%, 목표초과수익률은 0.20%로 설정

- 2018년 상반기 초과성과는 2018년 목표초과수익률을 하회하고 있는 수준임
- 금융전체의 실제 액티브위험(TE)은 0.43% 수준으로 전년동기(0.41%) 대비 높아졌으며 목표액티브 위험의 86% 수준임

〈표 Ⅱ-4〉 연도별 국민연금 수익률 추이[1]

(단위: %)

구분	2017년 상반기			2017년			2018년 상반기			3년 평균 ('15~'17)			5년 평균 ('13~'17)		
	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
수익률	5.05	5.31	-0.27	7.28	6.42	0.86	0.90	0.91	-0.01	5.50	5.36	0.14	5.18	5.06	0.12
총위험	1.77	1.63	0.14	2.28	1.81	0.48	3.40	3.16	0.24	2.40	2.21	0.19	2.43	2.34	0.09
수정 샤프지수	2.38	2.74	-0.36	2.40	2.56	-0.16	-0.01	-0.01	-0.00	1.59	1.66	-0.07	1.28	1.27	0.01

2) 2017년 제 8차 국민연금기금운용위원회 의결(2017.12.27.)

구분	2017년 상반기			2017년			2018년 상반기			3년 평균 ('15~'17)			5년 평균 ('13~'17)		
	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
IR (TE)	-0.64 (0.41)			0.79 (1.08)			-0.02 (0.43)			0.16 (0.92)			0.15 (0.83)		

주 1) 벤치마크는 기금운용지침상의 BM을 자산별 목표비중을 이용하여 합성한 지수를 사용
2) 총위험은 표준편차로 계산하였으며, 월간수익률을 이용하여 계산한 후 연율화한 것임. 2017년 상반기, 2018년 상반기 표준 편차는 주간단위의 수익률을 이용한 반기 표준편차임.
3) 샤프지수는 무위험이자율에 대한 연간수익률의 초과분을 총위험으로 나누어 계산함 계산 시 무위험이자율은 3년 만기 국고채 수익률을 사용
4) IR값은 벤치마크대비 초과수익률을 초과수익률의 표준편차, 즉 추적오차(Tracking Error)로 나누어 계산함. IR값의 괄호안은 추적오차(Tracking Error)를 나타냄

〈참고자료〉 자산군별 벤치마크(Benchmark: BM) 지수

자산군	적용연도	현재 벤치마크 지수 명	비고
금융부문	2007년	자산군별 벤치마크지수를 전략적투자비중으로 가중평균	2006년(자산군별 벤치마크지수를 실제투자비중으로 가중평균)
국내채권	2007년	국민연금종합지수 (Customized Index)	시장지수를 반영토록 2006년말 지수산정 방법 변경
해외채권	2003년	Barclays Capital Global Aggregate Index hedged to KRW	2002년 투자 시작 2008년부터 헤지된 지수 적용 2017년말까지 50% 헤지로 변경
국내주식	2005년	KOSPI_T	2004년 KOSPI (배당포함되지 않음)
해외주식	2015년	MSCI AC World Index(ex Korea) Unhedged to KRW	지수변경(2004년 MSCI The World Index Hedged to KRW) 2015년부터 외환관리 정책을 반영한 헤지미반영 지수 적용
대체투자	2013년	세부자산군별 벤치마크	2012년 지수변경(정책벤치마크에서 성과평가용 벤치마크로 변경됨)

자료: '2016년 기금운용지침' 상의 자산군별 벤치마크지수임.

나. 자산별 수익률

○ 2018년도 상반기 금융부문 자산군 중 국내주식의 낮은 성과에도 불구하고 해외주식과 대체투자 그리고 해외채권의 성과가 상대적으로 높았던 가운데 금융부문 전체의 성과는 0.90%를 달성

- 국내주식은 2018년 상반기 시장이 전반적으로 약세장을 보임에 따라 -5.32%의 수익률을 달성
- 해외주식은 미국 통화정책 및 인플레이션 우려, 미중 무역전쟁 등의 불확실성 증가로 글로벌 주식시장이 하락하여 달러기준 -0.14%의 성과를 나타냈으나 원달러 환율 상승으로 원화기준 4.54%의 성과를 달성
- 국내채권은 미국 금리인상에도 불구하고 미중 무역전쟁 등으로 안전자산이 선호되며 상반기 시장금리 하락하여 1.21%의 수익률을 나타냄
- 해외채권은 2017년말 미국 정책금리 인상이후 주요국 시장금리가 상승하여 달러기준 0.06%의 낮은 성과를 나타냈으나 원달러 환율 상승으로 원화기준 3.25%의 수익률 달성
- 대체투자의 수익성과는 4.97%이며 이는 2018년도의 공정가치 평가[3]가 반영되지 않은 결과임
- 그러나 2018년도 상반기 대체투자의 성과는 과거 동기간 수익률에 대비 높아졌음

3) 대체투자 자산에 대한 공정가치 평가는 연 1회 당해 연도 9월 시점에 이루어짐

〈표 Ⅱ-5〉 시가평가 수익률[1)]

(단위: %)

구분			2015 상반기	2015 연간	2016 상반기	2016 연간	2017 상반기	2017 연간	2018 상반기	2.5년평균 (2016~2018.6)	4.5년평균 (2014~2018.6)
채권	국내	직접	1.91	4.31	3.58	1.80	0.62	0.49	1.18	1.39	3.22
		위탁	1.94	4.12	3.47	2.04	0.54	0.63	1.42	1.64	3.29
	국내채권 계		1.91	4.29	3.57	1.83	0.61	0.51	1.20	1.41	3.20
	해외	직접	0.20	2.00	6.04	3.91	1.41	0.10	3.16	2.86	4.10
		위탁	0.20	1.18	5.35	4.15	1.59	0.32	3.32	3.11	3.96
	해외채권 계		0.19	1.52	5.63	4.01	1.51	0.22	3.29	3.00	3.98
채권 합계			1.77	3.32	3.71	1.99	0.66	0.48	1.35	1.53	3.28
주식	국내	직접	3.46	-0.90	3.09	9.99	22.61	28.38	-5.62	12.17	4.76
		위탁	12.39	4.48	-0.42	1.02	19.43	23.91	-4.96	7.19	3.96
	국내주식 계		7.68	1.67	1.38	5.64	21.13	26.31	-5.32	9.80	4.42
	해외주식	직접	5.21	5.41	-1.38	10.82	4.76	8.83	4.99	9.90	8.96
		위탁	6.59	5.77	-0.49	9.78	6.43	11.61	4.31	10.31	8.90
	해외주식 계		6.27	5.73	-0.76	10.13	5.88	10.68	4.54	10.18	8.90
주식 합계			7.12	4.09	0.47	7.70	14.07	19.06	-0.79	10.11	6.25
대체투자			2.49	12.30	1.69	9.99	-0.78	4.65	4.97	7.86	9.85
단기자금	원화		0.94	1.68	0.75	1.37	0.62	1.29	0.75	1.37	1.67
	외화		5.44	10.07	-2.94	1.04	-5.96	-10.10	9.14	-0.35	-
금융전체			3.46	4.57	2.42	4.69	5.05	7.28	0.90	5.13	5.03

주 1) 해외자산 수익률은 원화 표시 수익률임

다. 자산별 벤치마크 대비 수익률

○ 2018년 상반기 금융부문 전체의 벤치마크 대비 초과수익률은 -0.01%p

- 국내채권이 1.20%의 수익률을 달성하여 벤치마크(1.16%)대비 0.04%p 상회한 성과를 달성하였고 해외채권은 3.29%로 벤치마크(2.88%) 대비 0.42%p 상회
- 국내주식 경우는 -5.32%의 수익률을 나타냈으며, 벤치마크 대비 1.09%p 하회하였고 해외주식은 4.54%의 수익률을 달성하여 벤치마크 대비 0.71%p 상회하였음
- 대체투자는 4.97%의 수익률을 달성하여 벤치마크 수익률 3.34%에 비해 1.64%p 상회하였음

〈표 Ⅱ-6〉 벤치마크 대비 초과수익률

(단위: %)

구분	2018년 상반기			2.5년 평균 (2016~2018.6)			4.5년 평균 (2014~2018.6)		
	수익률	BM	초과	수익률	BM	초과	수익률	BM	초과
국내채권	1.20	1.16	0.04	1.41	1.41	0.00	3.20	3.21	-0.01
해외채권	3.29	2.88	0.42	3.00	2.92	0.08	3.98	4.24	-0.26
국내주식	-5.32	-4.23	-1.09	9.80	9.35	0.45	4.42	5.11	-0.70
해외주식	4.54	3.83	0.71	10.18	9.82	0.36	8.90	8.36	0.54
대체투자	4.97	3.34	1.64	7.86	5.87	1.99	9.85	7.14	2.71
금융부문	0.90	0.91	-0.01	5.13	4.84	0.29	5.03	4.93	0.10

라. 금융부문 수익 분해

○ 기금의 2018년도 상반기 금융전체 수익률 중 전략적 자산배분(SAA)에 의한 수익률은 0.91%로 총 수익률의 100.0%를 기여

- 기금운용계획에 따른 SAA비중과 실제 보유비중과의 차이로 발생하는 전술적 비중 조절에 따른 효과는 -0.08%로 총 수익률의 9.1%

음의 기여를 함

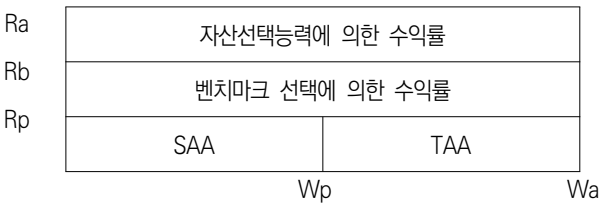
- 기금운용계획상의 벤치마크와 달리 기금운용본부가 별도의 세부 벤치마크를 운용함에 따라 나타나는 벤치마크 선택효과는 -0.07%를 나타냄
- 이에 따라 전술적 비중조절과 벤치마크 조정을 통한 전체적인 전술적 활동에 의한 효과는 -0.15%로 총 수익률에 대한 기여도는 -5.6%로 나타남
- 한편, 운용본부의 액티브 관리(active management)에 의한 수익창출 효과라 할 수 있는 자산군내 선택효과는 0.15%를 나타냄

〈표 Ⅱ-7〉 금융부문 총 수익률 요인분해

(단위: %)

구 분	패시브/액티브		직접/위탁	
	수익률(%)	수익기여도	수익률(%)	수익기여도
전략적자산배분(SAA)[1]	0.91	100.0	0.91	100.0
벤치마크 조정 효과[2]	-0.07	7.6	-0.11	-11.6
전술적 비중 조절 효과[3]	-0.08	-9.1	-0.08	-9.1
자산군내 선택효과[4]	0.15	16.7	0.19	20.7
총 수익률	0.90	100.0	0.90	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) 운용본부의 적극적 관리(active management)에 의한 수익창출 효과



where Wp : 기금운용위원회에서 주어진 자산배분 비중
Wa : 기금운용의 실제 보유비중
Rp : 기금운용위원회에서 주어진 벤치마크 수익률
Rb : 기금운용본부의 벤치마크 조정에 의한 수익률
Ra : 기금의 실제수익률

- SAA 수익률 = Wp * Rp
- TAA 수익률 = (Wa - Wp) * Rp
- 벤치마크 불일치에 의한 수익률 = Wa * (Rb - Rp)
- 자산선택수익률 = Wa * (Ra - Rb)

3. 국내채권부문

○ 국내채권 투자규모는 297조 9,195억 원으로 전년도말 대비 12조 4,709억 원 증가
○ 원화기준 수익률은 1.21%로 벤치마크 대비 0.05%p 초과성과 시현
○ 미국 금리인상에도 불구하고 글로벌 무역전쟁 등으로 안전자산이 선호되며 국내 시장금리가 하락하여 전년대비 성과 상승

가. 상반기 국내채권시장 현황

1) 국내채권시장 동향

○ 발행시장

- 상반기 채권발행규모는 약 336조 원이며 전년 동기 대비 약 10조 원 증가
- 상반기 채권발행액은 전년 동기 대비 국채, 특수채, 통안증권을 제외하고 증가
- 2018년 상반기 약 67조 원이 발행된 국채는 전년 동기(72조 원) 대비 약 5조 원 감소하며 7.0%의 감소를 보임
- 금융채는 2018년 상반기에 약 95조 원 발행하여 전년 동기 대비 약 14조 원 증가, 회사채는 약 57조 원 발행하여 전년 동기 대비 8조원 증가했음
- 특수채의 상반기 발행규모는 약 30조 원으로 전년 동기(36조 원) 대비는 6조 원 감소하였으며, 통안증권은 전년 동기(88조 원) 대비 약 3% 감소했음

〈표 Ⅱ-8〉 채권 발행 현황

(단위: 조 원, %)

채권종류		2015년	2016년	2017년 상반기	2017년	2018년 상반기(B)	비중 (B/A)
국채	발행액	163.0	138.0	72.4	123.1	67.3	22.2
	증감률[1)]	10.2	-15.3	-13.2	-10.8	-7.0	
지방채	발행액	5.8	3.6	1.8	3.5	1.9	0.6
	증감률	26.1	-38.0	-10.8	-2.8	5.6	
특수채	발행액	91.4	61.8	36.0	64.1	30.1	11.0
	증감률	51.6	-32.4	26.3	3.7	-16.4	
통안증권	발행액	188.0	161.1	87.6	163.7	85.4	26.9
	증감률	-1.0	-14.3	-3.5	1.6	-2.5	
금융채	발행액	142.9	143.3	80.1	171.7	94.5	24.6
	증감률	17.8	0.3	8.1	19.8	18.0	

채권종류		2015년	2016년	2017년 상반기	2017년	2018년 상반기(B)	비중 (B/A)
회사채	발행액	82.6	72.5	48.3	86.7	56.7	14.8
	증감률	4.2	-12.2	23.2	19.6	17.4	
계(A)	발행액	673.7	580.3	326.2	612.8	335.9	100.0
	증감률	11.7	-13.9	2.5	5.6	3.0	

주 1) 전년 동기 대비 증감률
자료: 금융투자협회

○ 주요금리추이

- 금통위는 2016년 6월 25bp 인하한 이후 2017년 11월 25bp을 인상하였고, 2018년 6월말까지 기준금리 1.50%로 유지
- 2017년 12월 미국 정책금리의 25bp 인상 이후 국고채 3년물 금리는 2018년 2월 2.28%까지 상승하였으나 미중 무역갈등 심화에 따라 불확실성이 증대되며 2018년 6월말 2.18%로 하락
- 회사채는 2018년 6월말까지 상승 추세를 이어가 2.81% 기록

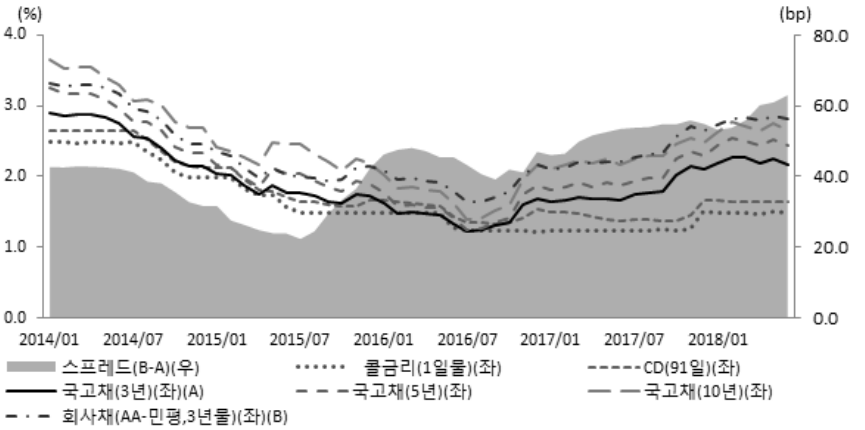
〈표 Ⅱ-9〉 주요 금리 변화

(단위: %, bp)

구분	2017년			2018년					
	10월	11월	12월	1월	2월	3월	4월	5월	6월
콜금리(1일)	1.24	1.26	1.51	1.49	1.49	1.49	1.47	1.50	1.49
CD(91일물)	1.38	1.45	.166	1.66	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65
국고채(3년) (A)	2.03	2.15	2.10	2.19	2.28	2.27	2.19	2.25	2.18
국고채(5년)	2.25	2.36	2.30	2.44	2.54	2.50	2.44	2.53	2.44
국고채(10년)	2.46	2.54	2.47	2.63	2.77	2.71	2.66	2.76	2.66
회사채 (AA-, 3년물) (B)	2.50	2.66	2.54	2.72	2.82	2.83	2.79	2.86	2.81
신용스프레드 (B-A)	47.7	50.7	43.6	53.2	53.8	56.0	60.2	61.0	63.0

자료: 한국은행

[그림 Ⅱ-7] 주요 금리 월별 변화 추이



자료: 한국은행

○ 스프레드 추이

- 2017년 12월 말 기준 국고채(3년) 수익률은 2.10%였고, 회사채(3년, AA-)수익률은 12월 말 기준 2.54%를 기록하여 신용스프레드는 43.6bp를 기록
- 2018년 6월말 국고채(3년) 수익률은 2.18%, 회사채(3년, AA-)수익률은 2.81%로 형성되면서 신용스프레드는 63.0bp을 기록하며 신용스프레드 크기는 6개월 전 대비 19.4bp 확대됨

나. 국내채권 포트폴리오 분석

1) 국내채권 투자현황

○ 2018년 6월말 현재 채권의 국내투자 규모는 297조 9,195억 원으로 전체 채권자산의 92.4%를 차지하고 있음

- 국내채권 투자규모는 2017년도 말(285조 4,486억 원) 대비 4.4% 증가하였고 전년 동기(286조 1,127억 원) 대비로는 4.1% 증가한 규모임

- 기금의 전체 포트폴리오에서 국내채권 자산이 차지하는 비중은 2017년도 말 46.6% 수준으로 축소된 후 2018년 6월말 현재 46.8%로 확대됨
- 중기(2018~2022년)자산배분안과 그 이행과정인 기금운용계획에 따라 2018년 자산배분(안)에서 국내채권이 차지하는 비중은 전년(49.5%)에 비해 2.4%p 낮아진 47.1%임
- 2018년 상반기 국내채권 투자비중 증가는 위험자산 확대, 해외투자 증가에도 불구하고 국내 및 해외 주식시장의 상대적으로 저조한 성과에 기인함

○ 2018년 6월말 현재 국내채권의 직접(패시브) 규모는 262조 4,463억 원으로 국내채권자산 중 88.1%를 차지하였고, 위탁(액티브) 규모는 35조 5,032억 원으로 11.9% 수준을 나타냄.

- 국내채권 위탁(액티브) 투자비중은 전년동기(12.0%) 대비 감소하였으나, 전년말(11.9%) 수준을 유지함
- 직접(패시브)은 전년말(51조 4,136억 원) 대비 12조 5,009억 원, 위탁(액티브)은 전년말(34조 50억 원) 대비 1조 4,982억 원 증가하였음

〈표 Ⅱ-10〉 국내채권의 유형별 투자현황

(단위: 억 원)

구분		2015년		2016년		2017년 상반기		2017년		2018년 상반기	
		금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중
전체		2,686,363	100.0	2,793,438	100.0	2,861,127	100.0	2,854,186	100.0	2,979,195	100.0
국내	직접(패시브)	2,364,534	88.0	2,453,976	87.8	2,517,887	88.0	2,514,136	88.1	2,624,163	88.1
	위탁(액티브)	321,829	12.0	339,462	12.2	343,240	12.0	340,050	11.9	355,032	11.9

주) 비중은 직접(패시브) 및 위탁(액티브)의 국내채권 전체 대비 비중

○ 국내채권 투자규모 증가는 직접(패시브) 중심의 신규투자 증가에 기인하고 있으며, 2018년 상반기 위탁(액티브)의 신규투자는 1,990억 원이었음

- 국내채권 직접(패시브)운용의 경우 신규투자가 8조 2,076억 원 증가하였으며, 평가손실은 3,862억 원이었음
- 국내채권 위탁(액티브)운용의 경우 평가이익에 의한 투자비중 증가가 4,993억 원, 이자수익에 의한 감소가 4,993억 원이었음

〈표 Ⅱ-11〉 2018년 상반기 국내채권부문 투자금액 증감 요인 분석

(단위: 억 원, %)

구분	직접(패시브)운용		위탁(액티브)운용		국내채권전체	
	금액	비중	금액	비중	금액	비중
1. 신규투자	82,076	104.9	1,990	28.5	84,066	45.3
2. 평가손익	-3,862	-4.9	4,993	71.5	1,131	0.6
3. 이자수익	0	0.0	-4,337	-62.1	-4,337	-2.3
4. 기타실현손익	0	0.0	4,337	62.1	4,337	2.3
합계(상반기 증가분)	78,214	100.0	6,984	100.0	185,758	100.0

주) 직접(패시브)운용의 매매손익과 이자수익 등의 실현손익은 단기자금으로 회수되기 때문에 직접(패시브)운용의 투자규모의 증감에는 영향을 주지 않아 증감요인 분석에는 포함시키지 않았고, 위탁(액티브)운용의 경우에는 위탁운용의 순자산(NAV)에 포함되기 때문에 증감요인에 포함시켜 분석을 하였음. 다만 수익률 산출 시에는 직접(패시브)운용 위탁(액티브)운용 모두 실현손익을 고려하였음

2) 시장대비 보유비중

○ 국내 채권시장에서 국민연금기금의 영향력은 2009년 이후 감소추세를 이어가며 2015년 말 14.9%까지 감소하였으며, 2018년 상반기 현재 국민연금 국내채권 투자규모의 시장대비 비중은 전년말 대비 0.1%p 감소한 15.4%임

- 시장발행잔액은 전년말 대비 4.1% 증가하였으며, 국민연금 보유채

권의 액면금액은 전년말 대비 3.0% 증가함

○ 2018년 6월말 현재, 시장대비 채권종류별 보유비중을 살펴보면, 특수채의 시장대비 투자비중이 28.1%로 가장 높으며 전년말(27.8%) 대비로도 증가하였음

- 특수채, 통안채의 시장대비 투자비중은 전년말 대비 감소한 반면, 국채, 지방채, 금융채, 회사채의 시장대비 투자비중은 전년말 대비 증가하였음
- 국채의 시장대비 투자비중 감소는 투자비중을 줄이는 포트폴리오 구성방향에 따른 것으로 보이며, 특수채의 시장대비 투자비중 확대는 2018년 상반기 시장의 특수채 발행잔액 감소에 따른 것으로 보임
- 통안채의 2018년 상반기 시장대비 투자비중은 전년도말(7.5%) 대비 0.4%p 감소한 7.1%로 투자규모와 비중 모두 지속적인 감소세를 나타내고 있음

〈표 Ⅱ-12〉 국민연금기금의 섹터별 시장대비 투자비중 추이[1)]

(단위: 억 원, %)

구분	2016년			2017년			2018년 상반기		
	국민연금	시장	시장대비 비중	국민연금	시장	시장대비 비중	국민연금[2)]	시장[3)]	시장대비 비중
국채	1,146,079	6,366,717	18.0	1,211,412	6,774,771	17.9	1,280,835	7,258,783	17.6
지방채	20,942	212,896	9.8	28,491	215,146	13.2	31,858	212,253	15.0
특수채	535,085	2,322,940	23.0	611,003	2,201,450	27.8	599,877	2,133,725	28.1
통안채	182,641	1,683,900	10.8	126,850	1,702,600	7.5	124,265	1,746,300	7.1
금융채	303,891	3,230,914	9.4	342,750	3,561,008	9.6	344,896	3,755,181	9.2
회사채	466,275	3,224,958	14.5	450,615	3,394,031	13.3	471,317	3,475,768	13.6
전체	2,654,913	17,042,325	15.6	2,771,121	17,849,006	15.5	2,853,047	18,582,011	15.4

주 1) 시장금액은 발행잔액 기준, 국민연금은 액면금액 기준, 말일기준으로 시가평가 잔액 기준인 〈표 Ⅱ-16〉 국민연금 채권 유형별 투자현황과 차이가 존재함
2) 예금 및 현금성 자산 제외
3) 시장통계는 KIS채권평가 데이터

○ 시장대비 만기별 보유비중을 살펴보면, 잔존만기 5~7년물의 채권 비중이 가장 높게 나타남

- 2018년 상반기 잔존만기 2~3년물의 시장대비 보유비중은 전년도 말(20.0%) 대비 0.3%p 증가한 20.3%를 차지함
- 잔존만기 1~2년물의 보유비중은 2017년 말 14.0%, 2018년 상반기 16.9%로 증가하였음
- 잔존만기 7년~10년물과 10년 초과물은 전년대비 각각 1.4%p, 0.2%p 감소함

〈표 Ⅱ-13〉 국민연금기금의 국내채권 잔존만기별 시장대비 투자비중 추이[1)]

(단위: 억 원, %)

구분	2016년			2017년			2018년 상반기		
	국민연금	시장	시장 대비 비중	국민연금	시장	시장 대비 비중	국민연금[2)]	시장[3)]	시장 대비 비중
1년미만	482,851	4,170,487	11.6	458,860	4,223,365	10.9	376,789	4,373,336	8.6
1년~2년	527,922	3,248,554	16.3	448,152	3,207,269	14.0	598,358	3,542,507	16.9
2년~3년	280,348	1,759,386	15.9	450,003	2,250,719	20.0	457,457	2,257,212	20.3
3년~5년	505,607	2,757,758	18.3	470,458	2,672,194	17.6	432,293	2,626,029	16.5
5년~7년	189,858	1,115,173	17.0	254,747	1,154,364	22.1	291,100	1,205,616	24.1
7년~10년	305,051	1,409,138	21.6	272,249	1,408,736	19.3	263,820	1,475,143	17.9
10년 초과	360,530	2,581,829	14.0	416,652	2,932,358	14.2	433,230	3,102,168	14.0
전체	2,654,913	17,042,325	15.6	2,771,121	17,849,005	15.5	2,853,047	18,582,011	15.4

주 1) 시장금액은 발행잔액 기준, 국민연금은 액면금액 기준
2) 예금 및 현금성 자산 제외
3) 시장통계는 KIS채권평가 데이터

3) 종류별 보유현황

○ 2018년 6월말 현재 국내채권 포트폴리오 구성 종목 변화의 큰 특징

은 특수채, 금융채의 비중이 감소한 반면 국채의 비중이 증가한 것임
- 특수채의 비중은 2018년 6월말 현재 21.0%를 차지하며 전년말(21.0%) 대비 0.7%p 감소하였고, 금융채 구성비는 전년말(12.1%) 대비 0.2%p 감소한 11.9%를 기록하였음
- 반면, 국채는 전년동기(44.6%p) 대비 1.0%p, 전년말(44.7%) 대비 0.9%p 증가한 45.6%를 차지함

○ 직접(패시브)운용은 국채(47.4%) 구성비가 가장 높았으며 전년동기(46.1%) 대비 1.3%p, 전년말(46.4%) 대비 1.0%p 증가하였음
- 금융채 구성비는 전년동기(9.0%) 대비 1.0%p 증가했으나 전년말(10.1%) 대비 0.1%p 감소한 10.0%를 기록하였고, 특수채 구성비는 21.6%로 전년동기(22.4%) 대비 0.8%p, 전년말(22.6%) 대비 1.0%p 감소하였음

○ 위탁(액티브)운용의 경우 국채 투자 비중(32.6%)이 가장 높았으며 전년동기(33.8%) 대비 1.2%p 감소했으나 전년말(32.1%) 대비 0.5%p 증가하였음
- 금융채(25.7%)는 전년동기(24.0%) 대비 1.7%p 증가하였으나, 전년말(26.8%) 대비 1.0%p 감소하였음
- 유형별 구성비는 직접(패시브)운용의 경우 장기보유 목적에 중점을 둔 운용전략으로 인해, 위탁(액티브)운용은 적극적 매매를 통한 수익 창출을 도모하는 운용전략에 의해 비중 차이를 나타내는 것으로 보임

○ 국민연금 국내채권 포트폴리오의 구성비는 채권시장의 구성비에 비해 국채, 특수채의 비중은 높음
- 직접(패시브)운용의 경우 채권시장의 구성비에 비해 국채, 특수채의 비중이 높고, 위탁(액티브)운용의 경우 특수채, 금융채, 회사채의 비중이 높음
- 국민연금의 직접(패시브)운용 국내채권 투자는 국채와 특수채와 같이 상대적 안전자산 투자경향이 강하기 때문에 이들 채권의 보유

비중이 높은 반면, 위탁(액티브)운용은 적극적 투자기회 모색의 운용전략에 의해 금융채, 회사채의 투자비중이 높게 나타남

〈표 Ⅱ-14〉 2018년 6월말 채권 종류별 투자비중

(단위: 억 원, %)

구분	채권(전체)		직접(패시브)		위탁(액티브)		채권시장 구성비
	금액	구성비	금액	구성비	금액	구성비	
국채	1,334,184	45.6	1,221,440	47.4	112,745	32.6	39.1
지방채	31,724	1.1	28,003	1.1	3,720	1.1	1.1
특수채	613,520	21.0	557,378	21.6	56,142	16.2	11.5
통안채	124,709	4.3	123,440	4.8	1,269	0.4	9.4
금융채	348,225	11.9	259,219	10.0	89,006	25.7	20.2
회사채	473,038	16.2	390,096	15.1	82,942	24.0	18.7

주) 정기예금 등은 제외한 순수 채권 투자 금액이고 금액은 시가기준임.

○ 국내채권 벤치마크 구성비와 비교 시 국채와 회사채가 벤치마크 대비 초과하고 있으며 특히 회사채가 벤치마크 구성비 대비 초과가 두드러짐

○ 2018년 6월말 현재 국민연금의 회사채 구성비는 16.2%이며 이는 벤치마크 구성 비중 12.8% 대비 3.4%p 높은 수준임

- 국채 비중은 45.6%로 벤치마크 구성비 43.7% 대비 1.9%p 높음
- 반면, 통안채(4.3%)와 금융채(11.9%)는 벤치마크 대비 각각 5.4%p, 5.5%p 높은 수준임

〈표 Ⅱ-15〉 국내채권 벤치마크 대비 보유비중

(단위: %)

구분	국채	지방채	특수채	통안채	금융채	회사채	계
국민연금	45.6	1.1	21.0	4.3	11.9	16.2	100.0
벤치마크	43.7	1.2	15.3	9.7	17.4	12.8	100.0

○ 2018년 6월말 현재 국민연금의 전년말 대비 국채와 회사채의 비중은 증가한 반면 특수채, 통안채 및 금융채의 비중은 감소하는 모습을 보임

- 국채 비중은 45.6%로 전년동기(44.6%) 대비 1.0%p, 전년말(44.7%) 대비 0.9%p 증가하였음
- 회사채 비중은 16.2%로 전년동기(16.3%) 대비 0.1%p 감소했으나 전년말(15.8%) 대비 0.4%p 증가함
- 특수채 비중은 21.0%로 전년동기(21.7%) 대비 0.7%p, 전년말(21.9%) 대비 0.9%p 감소하였음
- 금융채 비중은 11.9%로 전년동기(10.8%) 대비 1.1%p 증가하였으나, 전년말(12.1%) 대비 0.2%p 감소하였음

〈표 Ⅱ-16〉 채권 종류별 투자비중 추이(연도별)

(단위: 억 원, %)

구분	2016년			2017년			2018년 6월말		
	기금		채권시장 구성비	기금		채권시장 구성비	기금		채권시장 구성비
	금액	구성비		금액	구성비		금액	구성비	
국채	1,214,215	43.5	37.5	1,276,191	44.7	38.0	1,334,184	45.6	39.1
지방채	21,611	0.8	1.3	28,654	1.0	1.2	31,724	1.1	1.1
특수채	556,909	20.0	14.0	625,385	21.9	12.3	613,520	21.0	11.5
통안채	187,502	6.7	10.7	126,925	4.4	9.5	124,709	4.3	9.4
금융채	336,452	12.1	18.6	345,452	12.1	20.0	348,225	11.9	20.2
회사채	471,996	16.9	17.9	451,580	15.8	19.0	473,038	16.2	18.7

주) 정기예금 등은 제외한 순수 채권 투자 금액이고 금액은 시가기준임.

4) 신용등급별 보유현황

○ 2018년 6월말 현재, 국민연금의 국내채권은 무위험채권(국채, 통안

채, 지방채)을 포함한 AAA등급에 84.8% 투자하였음

○ 벤치마크와 시장대비로는 여전히 무위험채권을 포함한 AA+등급 이상의 비중이 높고 AA+ 미만 채권비중은 벤치마크보다 낮음

○ 직접(패시브) 및 위탁(액티브)운용 모두 AAA등급에 주로 투자.

- 직접(패시브)운용의 경우, AAA등급 투자비중이 전년도말(89.3%) 대비 축소하였으며, AA+등급 이하에서는 전년도말(10.7%) 대비 0.6%p 증가한 11.3%를 투자하여 상대적으로 안전자산에 대한 투자비중이 높았음
- 위탁(액티브)운용의 경우 AAA등급 투자비중이 전년도말(55.8%) 대비 0.3%p 감소한 55.5%, AA+등급 이하에는 전년도말(44.2%) 대비 0.3%p 증가한 44.5% 투자하여 보다 안전자산에 대한 투자비중이 감소하였음
- 위탁(액티브)운용 AAA등급의 비중 감소는 신용물의 신규 매입 증가에 기인하였음
- 2007년 이후 수익성 제고를 위해 국내채권 투자대상을 BBB+까지 확대되었으며 2018년 6월말 현재 신용등급 BBB이하의 보유금액 388억 원임

〈표 Ⅱ-17〉 2018년 6월말 채권 신용등급별 투자비중(직접/위탁)

(단위: 억 원, %)

구분	국내채권(전체)		직접(패시브)		위탁(액티브)		채권시장 구성비	국내채권 벤치마크
	금액[2]	구성비	금액	구성비	금액	구성비		
AAA[1]	2,480,342	84.8	2,288,604	88.7	191,738	55.5	82.6	83.9
AA+	219,340	7.5	175,771	6.8	43,569	12.6	6.7	5.6
AA0	99,577	3.4	75,524	2.9	24,054	7.0	3.7	3.4
AA-	66,653	2.3	30,853	1.2	35,800	10.4	4.0	4.3
A+	19,614	0.7	4,238	0.2	15,376	4.4	1.0	1.0

구분	국내채권(전체)		직접(패시브)		위탁(액티브)		채권시장 구성비	국내채권 벤치마크
	금액[2]	구성비	금액	구성비	금액	구성비		
A0	24,045	0.8	2,827	0.1	21,218	6.1	1.1	1.1
A-	15,240	0.5	1,510	0.1	13,730	4.0	0.5	0.5
BBB이하	388	0.0	250	0.0	138	0.0	0.4	0.2

주 1) 국채, 통안채 등의 무위험 등급은 AAA에 포함되고 금액은 시가기준임
2) 정기예금 등은 제외한 순수 채권 투자 금액으로 시가기준임.

○ AAA등급(국채, 통안채, 지방채 포함) 채권의 투자비중은 2008년 이후 지속적인 축소 추세를 2017년 6월말 현재 이어감

- 무위험채권을 포함하여 AAA등급의 채권 비중은 전년동기(85.8%) 대비 0.6%p, 전년도말(85.3)% 대비 0.1%p 감소하며 감소추세가 이어짐

〈표 Ⅱ-18〉 국내채권부문의 신용등급별 투자비중 추이

(단위: 억 원, %)

구분	2016년			2017년			2018년 6월말		
	기금		채권시장 구성비	기금		채권시장 구성비	기금		채권시장 구성비
	금액	구성비		금액	구성비		금액	구성비	
AAA[1]	2,355,316	85.3	82.8	2,434,166	85.3	82.6	2,480,342	84.8	82.6
AA+	209,937	7.6	6.8	216,606	7.6	6.8	219,340	7.5	6.8
AA0	71,300	2.6	3.3	78,906	2.8	3.5	99,577	3.4	3.5
AA-	63,923	2.3	3.7	66,323	2.3	4.0	66,653	2.3	4.0
A+	24,116	0.9	1.2	20,119	0.7	1.0	19,614	0.7	1.0
A0	21,362	0.8	1.1	23,612	0.8	1.1	24,045	0.8	1.1
A-	11,653	0.4	0.6	12,212	0.4	0.5	15,240	0.5	0.5
BBB이하	3,712	0.1	0.6	2,242	0.1	0.6	388	0.0	0.6

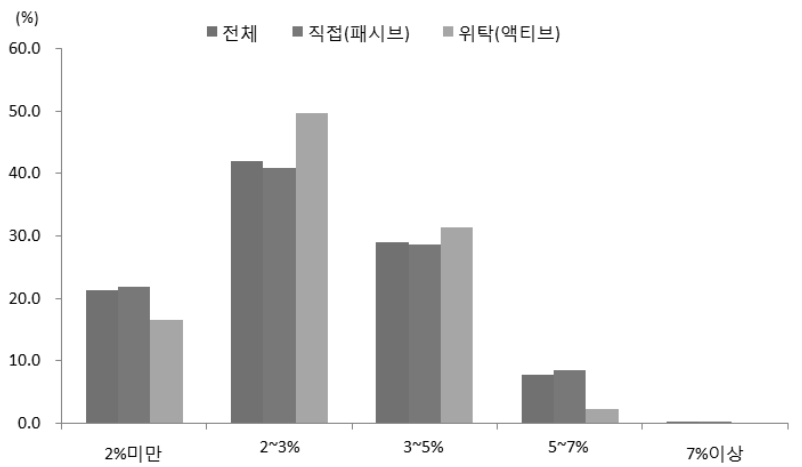
주) 국채, 통안채 등의 신용등급은 AAA에 포함됨.

5) 표면금리 및 만기분포

○ 표면금리별 보유비중은 국내채권 직접(패시브)운용의 경우 2~3% 범위가 40.9%로 가장 높고, 위탁(액티브)운용도 2~3%가 49.8%로 가장 높게 나타남

- 국내채권 직접(패시브)운용 및 위탁(액티브)운용은 모두 2015년 말 이후 유동성이 풍부한 채권인 5% 미만 표면금리를 갖는 채권중심으로 투자 운용하고 있음
- 위탁(액티브)운용의 경우 5~7% 표면금리를 갖는 채권 보유비중은 2.3%로 직접(패시브)운용(8.7%) 대비 6.4%p 낮은 반면, 3%미만 표면금리의 채권에 대한 보유비중은 위탁(액티브)운용(66.3%)이 직접(패시브)운용(62.7%)보다 3.6%p 높음

[그림 Ⅱ-8] 국내채권 표면금리별 보유비중



주) 2018년 6월말 기준임

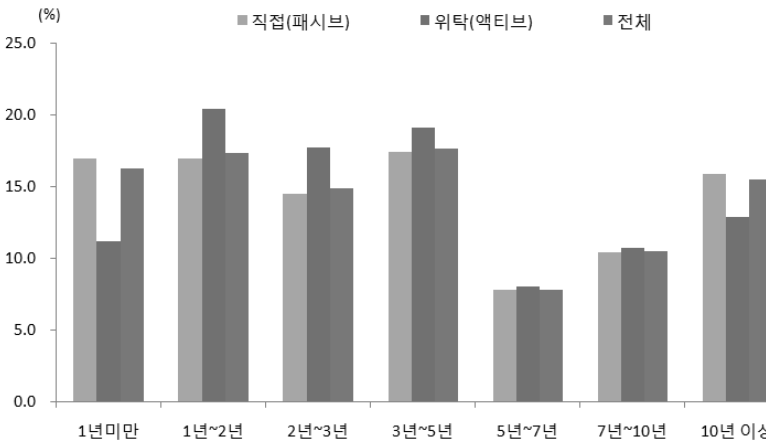
○ 2018년 6월말 현재 국내채권 잔존만기별 보유비중을 살펴보면, 잔존만기 1~2년물의 비중이 20.8%로 가장 높게 나타남

- 직접(패시브)운용의 경우 잔존만기 1~2년물 비중이 21.0%로 가장

높게 나타났으며 다음으로 10년 이상물 비중이 15.9%를 기록하였음

- 위탁(액티브)운용의 경우에는 잔존만기 2~3년물 비중이 20.7%로 가장 높게 나타났으며 다음으로 1~2년물의 비중이 19.4%임

[그림 Ⅱ-9] 국내채권 잔존만기별 보유비중



주) 2018년 6월말 기준임

다. 매매활동 분석

○ 2018년 상반기 직접(패시브)운용의 경우, 전체적으로 매도금액보다 매수금액이 2.8배 규모로 이루어짐

- 2018년 6월말 현재 직접(패시브)운용의 매도금액, 매수금액 및 원리금상환을 합친 전체 거래금액은 71조 7,069억 원이며 전년동기(58조 9,506억 원) 대비 12조 7,563억 원 증가하였음
- 거래금액 중 매수금액은 55.7%에 해당되는 39조 9,174억으로 전년동기 35조 5,796억 원 대비 6조 3,378억 원 증가했으며, 매도금액은 14조 4,932억 원으로 전년동기(6조 595억 원)에 비해 8조 4,337억 원 증가하였음

- 원리금상환액은 전년동기(19조 3,116억 원)에서 2조 153억 원 감소한 17조 2,963억 원을 기록하였음
- 종류별로는 국채부문의 매도금액이 전년동기(1조 8,512억 원) 대비 2조 191억 원 증가한 3조 8,703억 원였으며, 매수금액은 전년동기(13조 163억 원) 대비 3,986억 원 증가한 13조 4,149억 원을 기록하였음
- 특수채부문의 경우 매수금액이 전년동기(2조 2,340억 원) 대비 3조 1,545억 원 증가하였고, 금융채부문 매수금액은 전년동기(4,612억 원) 대비 3조 9,314억 원 증가하였음
- 직접(패시브)운용의 회전율은 5.63%로 전년동기(2.44%) 대비 증가하며 통안채, 금융채, 여신금융채 순으로 비교적 활발한 교체매매가 있었던 것으로 나타남

○ 위탁(액티브)운용은 국채, 여신금융채, 회사채, 통안채 중심으로 거래가 활발하였으며 전체투자 규모대비 거래규모를 살펴보았을 때, 직접(패시브)운용에 비해 회전율이 높아 적극적인 매매활동에 부합하는 모습이었음

- 전년동기 대비로는 전체적으로 거래규모가 증가하였으며, 회전율은 더 높아진 결과를 보임

〈표 Ⅱ-19〉 2018년 상반기 국내채권 거래 현황[1)]

(단위: 억 원, %)

구분		매도	매도Dur	매수	매수Dur	원리금 상환	거래금액	매도 +매수	회전율1[2)]	회전율2[3)]
직접(패시브)	국채	38,703	1.89	134,149	7.57	36,002	208,854	172,852	3.26	14.54
	지방채	0	0.00	3,937	5.44	1,309	5,246	3,937	0.00	14.80
	특수채	43,926	0.39	53,885	6.53	20,747	118,558	97,811	7.84	17.46
	통안채	27,444	0.13	69,555	1.79	43,388	140,388	96,999	23.78	84.05
	금융채	23,289	0.27	55,255	2.62	21,860	100,405	78,545	10.32	34.79
	여신 금융채	5,333	0.28	14,983	26.64	2,418	22,734	20,316	7.02	26.75
	회사채	6,237	0.26	39,439	2.61	22,959	68,634	45,675	2.46	18.04
	ABS	0	0.00	27,971	58.36	24,279	52,250	27,971	0.00	21.87
	합계	144,932	0.71	399,174	4.62	172,963	717,069	544,106	5.63	21.14
위탁(액티브)	국채	61,026	4.62	64,969	7.71	192,196	318,191	125,995	55.75	115.10
	지방채	660	7.86	1,175	19.83	3,002	4,836	1,835	31.82	88.43
	특수채	15,983	1.86	15,547	2.83	50,310	81,840	31,530	28.51	57.82
	통안채	6,380	2.04	5,141	2.66	18,029	29,550	11,521	314.06	703.77
	금융채	7,715	1.71	8,573	2.83	26,281	42,569	16,288	33.00	69.67
	여신 금융채	26,290	1.70	24,734	2.55	81,066	132,090	51,024	38.14	78.67
	회사채	17,516	1.96	26,403	2.39	66,099	110,018	43,919	22.46	56.33
	ABS	551	1.71	300	1.56	1,715	2,566	852	25.46	72.22
	합계	136,120	3.11	146,843	4.99	438,697	721,660	282,963	40.62	84.44

주 1) 거래액은 결제금액 기준임
2) 회전율1은 매도+매수 거래금액 대비 각 종류별 채권의 일평균 보유액으로 나누어 산출되었음
3) 회전율2는 CRSP에서 사용되는 Turnover Ratio임. 매수 및 매도 거래대금 가운데 최소금액 대비 각 종류별 채권의 일평균 보유액으로 나누어 산출되었음

라. 수익률 분석

1) 총수익률

○ 2018년 상반기 국내채권부문 전체 수익률은 1.21%를 달성하여 전년도말(0.51%)대비 0.70%p 상승하였으며, 전년동기(0.61%) 대비 0.60%p 상승하였음

○ 세부유형별로는 직접(패시브)운용이 1.18%의 수익률을 기록하였으며, 위탁(액티브)운용이 1.42%로 실현수익률로는 위탁(액티브)운용이 직접(패시브)운용에 비해 상대적으로 높은 성과를 나타냄

- 국내채권은 미국 금리인상에도 불구하고 글로벌 무역전쟁 등으로 안전자산이 선호되며 국내 시장금리가 하락하여 전년대비 성과 상승
- 국내채권 초과성과는 시장금리 하락 가운데 양(+)의 듀레이션 갭의 영향으로 만기효과에서 양(+)의 기여, 대우조선해양 전환주식의 주가 상승으로 양(+)의 기여함
- 목표초과수익률 0.03% 대비 0.02%p 상회
- 2017년 말 이후 위탁(액티브)운용의 성과가 직접(패시브)운용의 성과에 비해 상대적으로 우수한 성과를 보임
- 위탁(액티브)운용은 직접(패시브)운용에 비해 신용물 보유비중이 상대적으로 많은 가운데, 신용물에서 높은 성과를 달성하며 위탁(액티브)운용 성과가 직접(패시브)운용 성과 대비 높아진 것으로 판단됨

〈표 Ⅱ-20〉 국민연금 국내채권부문 투자수익률

(단위: %)

구분		2014년	2015년	2016년	2017년 상반기	2017년	2018년 상반기	2.5년 평균 (2016~2018.6)
국내채권	직접(패시브)	6.80	4.31	1.80	0.62	0.49	1.18	1.39
	위탁(액티브)	6.66	4.12	2.04	0.54	0.63	1.42	1.64
	합계	6.79	4.29	1.83	0.61	0.51	1.21	1.42

주) 2018년 상반기 수익률은 6개월간의 기간수익률로 연율화하지 않은 값임

〈표 Ⅱ-21〉 국내채권 전체 투자수익률 기여도

(단위: %, %p)

국내채권 전체 투자수익률	소계	직접운용		소계	위탁운용		
		국공채파트	회사채파트		일반형	상대가치형	크레디트형
1.21	1.04	0.45	0.58	0.17	0.07	0.05	0.05

주) 2018년 상반기 수익률은 6개월간의 기간수익률로 연율화하지 않은 값임

2) 벤치마크 대비 수익률

○ 2018년 상반기 국내채권 수익률은 1.21%를 달성하였고 이는 벤치마크 수익률 1.16%대비 0.05%p 상회한 것임

- 유형별로는 국내채권 직접(패시브)운용 수익률이 1.18%로 벤치마크 대비 0.03%p 상회였으며, 위탁(액티브)운용 수익률은 1.42%로 벤치마크 대비 0.20%p 상회함
- 국내채권 직접(패시브)운용은 대우조선해양의 채무조정에 따라 2017년 말 음(-)의 초과수익률을 실현하였으나, 2018년 상반기 양(+)의 초과수익률을 달성
- 2008년 이후부터 2016년 말까지 양(+)의 초과수익률을 지속하던 위탁(액티브)운용은 직접운용과 마찬가지로 대우조선해양의 채무조정에 의해 2017년 말 벤치마크 대비 하회하였으나, 2018년 상반기 양(+)의 초과수익률을 회복

〈표 Ⅱ-22〉 국내채권 부문의 유형별 수익률 추이

(단위: %)

구분		2015년		2016년		2017년 상반기		2017년		2018년 상반기		2.5년 평균 (16~18.6)	
		기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM
국내	직접 (패시브)	4.31	4.30	1.80	1.77	0.62	0.71	0.49	0.56	1.18	1.15	1.39	1.39
	위탁 (액티브)	4.12	4.08	2.04	1.86	0.54	0.80	0.63	0.80	1.42	1.23	1.64	1.56
	전체	4.29	4.27	1.83	1.78	0.61	0.71	0.51	0.58	1.21	1.16	1.42	1.41

- 국내채권 초과성과(0.05%)에 직접운용이 0.02%p, 위탁운용이 0.03%p, 벤치마크 선택효과[4]가 -0.00%p 기여

〈표 Ⅱ-23〉 국내채권 전체 투자수익률 기여도

(단위: %, %p)

국내채권 전체			벤치마크 선택효과	전술적 벤치마크 대비 초과성과 기여도			기타 효과
기금	전략 BM	초과성과		계	직접	위탁	
1.21	1.16	0.05	-0.00	0.05	0.02	0.03	0.00

주) 2018년 상반기 수익률은 6개월간의 기간수익률로 연율화하지 않은 값임

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

〈참고자료〉채권부문 자산종류별 벤치마크(Benchmark: BM) 지수

자산종류		2011년 이후
국내	직접 (패시브)	NPS Customized Index 구성 기준에서 신용물(회사채, 여신채, ABS) 시가에 ×0.9배를 적용한 모집단 기준지수
	위탁 (액티브)	기존 국내채권위탁 Index 구성 기준에서 신용물(회사채, 여신채, ABS) 시가에 ×2.0배를 적용한 모집단 기준지수
	전체	NPS Customized Index

3) 국내채권 초과수익 분해

○ 국내채권 직접(패시브)운용 초과수익률은 대우조선해양 주식성과 등에서 양의 기여를 하였음

- 2018년 상반기 국내채권 직접(패시브)운용은 전술적 벤치마크 대비 5bp 양(+)의 초과수익을 나타냈음
- 이를 요인별로 분해해보면, 대우조선해양 주식성과 1bp로 가장 큰 양(+)의 기여를 하였고 종목선택효과는 -1bp로 음(-)의 기여를 함

○ 위탁(액티브)운용의 전술적 벤치마크 대비 초과수익률은 기타를 제외하면 만기효과가 가장 큰 양(+)기여를 한 것으로 나타남

- 2018년 상반기 위탁(액티브)운용은 전술적 벤치마크 대비 20bp 양(+)의 초과수익을 보이고 있음
- 이를 요인별로 분해해보면, 만기효과가 14bp 및 유동성효과가 3bp의 양의 기여를 하였으나 자산배분효과가 -4bp로 음(-)의 기여를 하면서 초과수익을 감소시켰음
- 위탁(액티브)운용의 대우조선해양 주식성과는 5bp의 음(-)의 기여를 함

〈표 Ⅱ-24〉 국내채권의 초과수익분해

(단위: %)

구분		국내채권 전체	직접(패시브)운용	위탁(액티브)운용
종류별 자산배분[1]		0.00	0.00	0.00
만기효과[2]		0.02	0.00	0.14
개별종목 선택효과[3]		-0.01	-0.01	0.00
대우조선해양 주식성과		0.00	0.01	-0.05
기타	자산배분효과[4]	-	-	-0.04
	유동성효과[5]	-	-	0.03
	국채선물효과	-	-	-0.02
	잔차[6]	0.02	0.02	0.16
초과수익		0.05	0.03	0.20

주 1) 채권종류별 자산배분이란 채권운용자가 운용채권의 종류별 비중을 벤치마크의 채권종류별 비중과 다르게 투자하여 발생하는 초과수익를 말함
2) 만기효과는 벤치마크의 만기비중과 운용채권의 만기비중을 다르게 투자함으로써 발생하는 초과수익임
3) 개별종목 선택효과는 각 종류별/만기별 벤치마크 지수대비 저평가된 종목을 선택하는 능력임
4) 자산배분효과 : 위탁운용사가 배정받은 자금을 채권, 현금 등으로 배분함에 따른 효과
5) 유동성효과 : 위탁운용사가 채권 대신 현금으로 보유함에 따른 효과
6) 잔차는 주요 설명변수로 설명되지 않은 기타 요인임

○ 직접운용의 경우 유형별 기여도로 살펴보면, 초과성과(0.03%p)에 국공채 파트가 0.01%p, 회사채 파트가 0.01%p 기여한 것으로 분석됨

〈표 Ⅱ-25〉 국내채권 직접운용 초과수익 기여도 분석

(단위: %, %p)

국내채권 직접운용			벤치마크 선택효과	각 유형별 벤치마크 대비 초과성과 기여도			기타효과
기금	전술BM	초과성과		소계	국공채파트	회사채파트	
1.18	1.15	0.03	-0.01	0.02	0.01	0.01	0.01

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

○ 직접운용의 경우 유형별 기여도로 살펴보면, 초과성과(0.20%p)에 일반형이 0.10%p, 상대가치형이 0.05%p, 크레디트형이 0.05%p 기여한 것으로 분석됨

〈표 Ⅱ-26〉 국내채권 위탁운용 초과수익 기여도 분석

(단위: %, %p)

국내채권 위탁운용			벤치마크 선택효과	각 유형별 벤치마크 대비 초과성과 기여도(자산선택효과)			기타 효과
기금	전술BM	초과성과		계	일반형	상대가치형	
1.42	1.23	0.20	-0.00	0.20	0.10	0.05	0.05

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

4) 국내채권 직접(패시브)운용 종류별 수익률

○ 2018년 상반기 동안 국내채권 직접(패시브)운용 중 통안채, 회사채, ABS를 제외한 다른 채권종류의 수익률은 벤치마크 대비 높은 성과를 나타냄

- 특히 ABS(1.25%)는 벤치마크(1.49%) 대비 24bp, 회사채(1.51%)는 벤치마크(1.55%) 대비 4bp, 통안채(1.08%)는 벤치마크(1.11%) 대비 3bp 낮았으며, 가장 높은 벤치마크 대비 수익률은 지방채에서

11bp로 나타났음

- 종류별 수익률은 보유채권내의 여신금융채, 회사채는 높은 수준을 유지한 반면 국채 및 통안채의 수익성과는 상대적으로 낮았음
- 국채에 대한 투자비중은 평균비중 기준으로 벤치마크 대비 여전히 3.1%p 높고 통안채의 경우는 3.9%p 낮은 비중을 차지하고 있음
- ABS의 평균 투자비중은 5.0%로 벤치마크(1.0%) 대비 4.0%p 높은 비중을 차지하고 있음

〈표 Ⅱ-27〉 국내채권 직접(패시브)운용 종류별 수익률

(단위: 억 원, %)

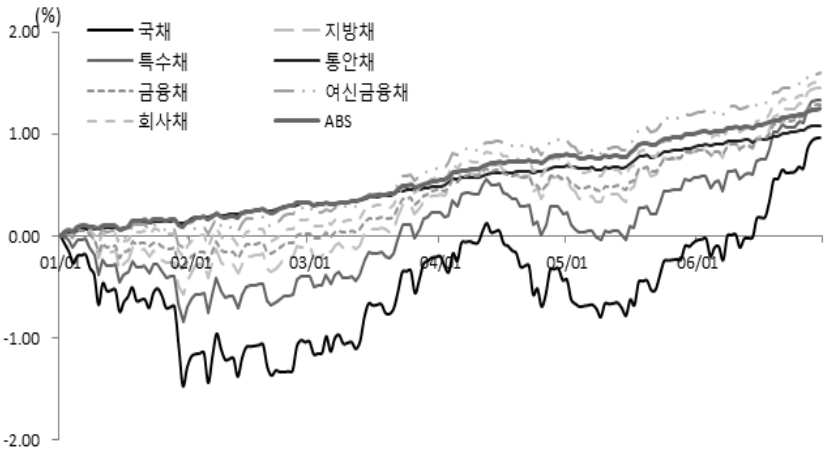
구분	2018년 상반기				
	누적수익률	BM수익률	평균보유 금액	평균보유 비중	BM평균비중
국채	0.97	0.93	1,188,645	46.2	43.0
지방채	1.45	1.35	26,605	1.0	0.7
특수채	1.34	1.25	560,345	21.8	21.4
통안채	1.08	1.11	115,406	4.5	8.4
금융채	1.29	1.26	225,766	8.8	11.2
여신금융채	1.59	1.49	75,946	3.0	4.2
회사채	1.51	1.55	253,228	9.8	10.1
ABS	1.25	1.49	127,923	5.0	1.0

주) 보유 금액 및 비중은 상반기 평균임.

○ 2018년 상반기 국내채권 직접(패시브)운용 중 여신금융채, 회사채는 1% 중반 이상의 성과를 나타냄

- 다만, 회사채의 경우 BM에만 포함되는 저등급 채권이 상대적으로 높은 성과를 실현하며 벤치마크 대비 4bp 하회함

[그림 Ⅱ-10] 국내채권 직접(패시브)운용의 종류별 수익률 추이



5) 국내채권 위탁(액티브)운용 유형별 수익률[5)]

○ 위탁(액티브)운용의 운용유형별 수익률을 살펴보면 2018년 6월말 일반형이 상대가치형보다 상대적으로 높은 수익률을 달성하였음

- 2018년 상반기 위탁(액티브)운용의 상대형 예비운용사에서 수익률이 전술적 벤치마크 대비 음(-)의 초과수익을 기록한 가운데 특히, 일반형 예비운용사의 수익률이 상대적으로 저조하였음
- 일반형이 3.59%로 벤치마크 대비 0.11%p의 양(+)의 초과수익을 달성하였고 상대가치형의 성과는 3.59%로 벤치마크대비 0.12%p 높았음

5) 위탁(액티브)운용의 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 신규설정된 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

〈표 Ⅱ-28〉 국내채권 위탁(액티브)운용 유형별 수익률 현황[1)]

(단위: 억 원, %, %p)

	2015년		2016년		2017년 상반기		2017년		2018년 상반기	
	수익률	BM초과	수익률	BM초과	수익률	BM초과	수익률	BM초과	수익률	BM초과
일반형	4.30	0.28	1.97	0.20	0.62	-0.10	0.60	-0.03	1.38	0.22
일반형예비	4.51	0.50	5.78	4.01	-0.96	-1.68	-0.57	-1.19	1.16	0.48
상대가치형	4.20	0.18	1.98	0.21	0.59	-0.13	0.62	0.00	1.34	0.18
상대가치형 예비[2)]	4.47	0.46	2.22	0.45	0.11	-0.61	0.12	-	1.36	0.20
크레딧형	4.30	0.98	2.20	0.12	0.44	-0.55	0.77	-0.44	1.58	0.18

주 1) 2018년 6월 30일 기준
2) 2017년 12월 투자 재개된 상대가치형의 수익률은 BM 수익률과 비교하지 않았음

마. 위험 분석

1) 듀레이션 현황

○ 국내채권의 평균 듀레이션은 2013년 말에 벤치마크를 상회 후 2018년 상반기에도 상회를 이어감

- 2018년 상반기 국내채권 듀레이션은 4.62년으로 2017년 평균인 4.53년보다 높은 수준임
- 직접(패시브)의 경우 2018년 상반기 동안 평균 4.65년의 듀레이션을 나타낸 반면 위탁(액티브)은 4.42년으로 상대적으로 짧은 듀레이션을 유지하였음
- 직접(패시브)운용의 경우 2007년부터 듀레이션 전략에 의해 벤치마크 듀레이션이 목표 듀레이션으로 설정되었고 2018년 6월말 현

재 직접(패시브)운용 듀레이션(4.65년)은 직접(패시브)운용의 벤치마크 듀레이션(4.57년) 대비 0.08년 상회하였음

○ 위탁(액티브)운용은 적극적인 듀레이션 전략을 시행한 것으로 보임

- 듀레이션 변동폭이 크지 않은 직접(패시브)운용에 비하여 위탁(액티브)운용은 금리 변화에 대응하여 상대적으로 보다 적극적인 듀레이션 전략을 구사하고 있음

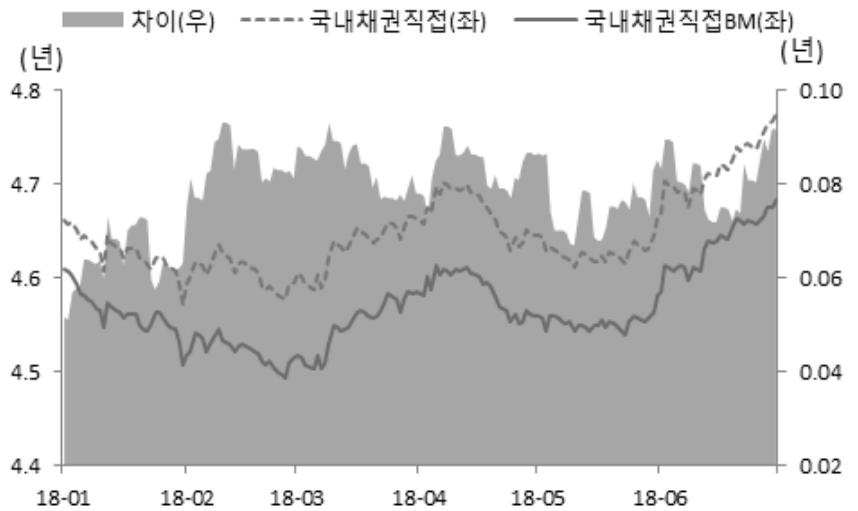
○ 직접(패시브)와 위탁(액티브) 모두 벤치마크의 초장기물 편입의 영향으로 듀레이션의 장기화 추세가 나타나고 있음

〈표 Ⅱ-29〉 국내채권 듀레이션

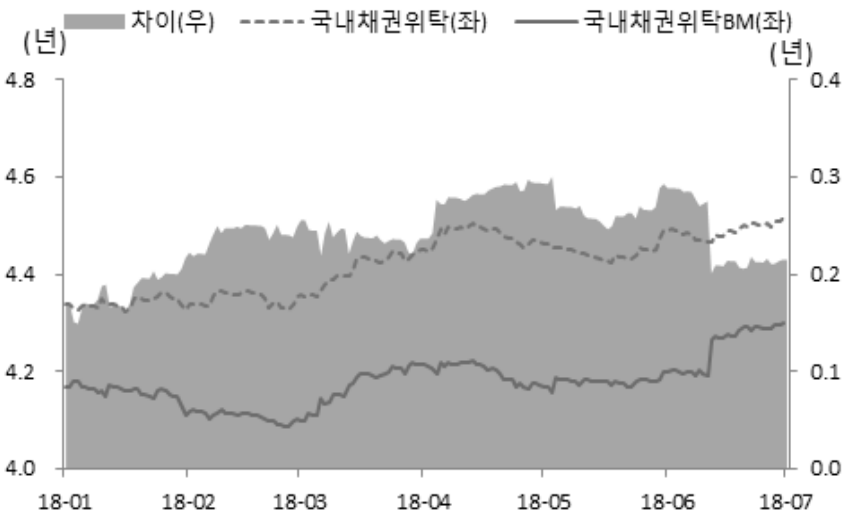
(단위: 년)

구분		국내채권 전체	직접(패시브) 운용	위탁(액티브) 운용	국내채권 벤치마크
2015년	평균	4.15	4.16	4.08	4.11
	표준편차	0.10	0.10	0.11	0.09
2016년	평균	4.48	4.50	4.35	4.43
	표준편차	0.09	0.09	0.07	0.09
2017년 상반기	평균	4.48	4.50	4.35	4.40
	표준편차	0.03	0.03	0.06	0.04
2017년	평균	4.53	4.55	4.36	4.51
	표준편차	0.05	0.05	0.05	0.05
2018년 상반기	평균	4.62	4.65	4.42	4.53
	표준편차	0.04	0.04	0.06	0.04

[그림 Ⅱ-11] 국내채권 직접(패시브)운용 듀레이션 변동 추이



[그림 Ⅱ-12] 국내채권 위탁(액티브)운용 듀레이션 변동 추이



2) 총위험

○ 2018년 상반기 중 국내채권의 총위험은 0.83%로 벤치마크(0.83%)와 유사한 위험수준을 보였으며 전년동기(0.96%)대비 0.13%p, 전년말 위험수준(1.29%) 대비 0.46%p 감소하였음

- 직접(패시브)운용의 총 위험은 0.84%로 벤치마크(0.84%)와 유사하였고, 위탁(액티브)운용의 총 위험(0.75%)은 전술적 벤치마크(0.74%) 대비 높은 위험수준을 나타냄

〈표 Ⅱ-30〉 국내채권의 투자유형별 총위험 추이

(단위: %)

구분		2015년		2016년		2017년 상반기		2017년		2018년 상반기		2.5년 평균 (16~18.6)	
		기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM
국내	직접 (패시브)	2.44	2.43	2.91	2.86	0.98	0.97	1.30	1.30	0.84	0.84	2.12	2.10
	위탁 (액티브)	2.26	2.19	2.67	2.61	0.88	0.85	1.28	1.20	0.75	0.74	1.96	1.91
	전체	2.42	2.41	2.88	2.84	0.96	0.96	1.29	1.29	0.83	0.83	2.11	2.09

주) 총위험은 표준편차로 계산하였으며, 2018년 상반기 표준편차는 주간수익률을 사용하였고 반기 표준편차임.

3) 위험조정수익률

○ 2018년 상반기 국내채권의 위험조정성과지표인 수정샤프지수는 0.12으로 벤치마크(0.06) 대비 낮은 수준을 나타냄

- 2018년 상반기 직접(패시브)운용과 위탁(액티브)의 수정샤프지수 모두 벤치마크 대비 높은 성과를 실현함

〈표 Ⅱ-31〉 국내채권의 투자유형별 위험조정수익률(수정샤프지수) 추이

구분		2015년		2016년		2017년 상반기		2017년		2018년 상반기		2.5년 평균 (16~18.6)	
		기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM
국내	직접 (패시브)	1.03	1.03	0.12	0.12	-0.00	-0.00	-0.02	-0.02	0.08	0.05	-0.01	-0.01
	위탁 (액티브)	1.03	1.04	0.22	0.16	-0.00	-0.00	-0.01	-0.01	0.42	0.16	-0.00	-0.00
	전체	1.03	1.03	0.13	0.12	-0.00	-0.00	-0.02	-0.02	0.12	0.06	-0.01	-0.01

주) 무위험이자율은 3년 만기 국고채 수익률을 사용함.

○ 2018년 상반기 국내채권의 정보비율은 1.35으로 양의 값을 실현하며 2년 6개월 평균 0.13대비 높은 수준임

- 정보비율은 액티브 운용의 성과를 측정하는 지표로써 추적오차 대비 초과수익률로 측정됨
- 국내채권 중 대부분의 비중을 차지하는 직접운용이 0.83의 음의 정보비율(IR)을 달성하였으며, 위탁운용은 2.35로 상대적으로 높은 수준임

〈표 Ⅱ-32〉 국내채권 유형별 정보비율(IR) 추이

(단위: IR-비율, TE-%)

구분		2015년	2016년	2017년 상반기	2017년	2018년 상반기	2.5년 평균 (2016~2018.6)
국내	직접 (패시브)	0.97 (0.02)	0.54 (0.05)	-1.45 (0.06)	-0.88 (0.08)	0.83 (0.03)	0.38 (0.06)
	위탁 (액티브)	0.49 (0.08)	1.79 (0.10)	-1.06 (0.24)	-0.49 (0.33)	2.35 (0.08)	0.08 (0.23)
국내채권 전체		1.07 (0.02)	1.04 (0.04)	-1.26 (0.08)	-0.64 (0.11)	1.35 (0.04)	0.13 (0.08)

주) 괄호안은 추적오차이고 2018년 상반기 정보비율과 추적오차는 주간수익률 기준으로 산출하였음

□ 기타이슈 : 대우조선해양 채무조정의 영향

○ 2017년 4월 21일을 기준으로 대우조선해양의 채무조정이 실시되었음

- 2017년 4월 21일 채무조정에 따라 대우조선해양 채권 원금[6]의 90.0%를 감액손실 처리하기로 내부 위원회를 통해 50% 출자전환 및 50% 만기연장(3년 유예 후 3년 분할상환, 표면금리 1%)으로 결정[7]

○ 대우조선해양 채무조정에 따른 효과를 제외하는 경우와 포함하는 경우 모두 벤치마크 대비 동일한 초과성과(0.05%p) 실현

- 벤치마크에는 대우조선해양이 포함되고 있지 않은 반면, 기금의 국내채권에는 포함되고 있어 대우조선해양의 채무조정은 기금의 수익률에만 영향
- 출자전환된 주식의 거래가 재개되었으며, 2018년 상반기 현재 출자전환 주식은 전량 매도되어 보유물량은 없음
- 대우조선해양의 채무조정에 따라 직접운용의 경우 1bp의 초과성과 상승하였고, 위탁운용의 경우 5bp의 초과성과 하락

〈표 Ⅱ-33〉 대우조선해양 제외에 따른 국내채권 수익률 변동

(단위: %, %p)

구분	직접			위탁			전체		
	기금	BM	초과	기금	BM	초과	기금	BM	초과
대우조선해양 포함(A)	1.18	1.15	0.03	1.42	1.23	0.19	1.21	1.16	0.05
대우조선해양 제외(B)	1.17	1.15	0.02	1.48	1.23	0.25	1.21	1.16	0.05

6) 직접운용 2개종목, 위탁운용은 4개종목에 대해 액면금액 총 3,880억 원이 대상임(직접 2,500억 원, 위탁 1,380억 원). 시가기준

7) 감액 후 출자전환에 의한 주식의 보유가치 1,940억원, 보유주수 480.8만주이나 내부 위원회의 감액손실 처리방안에 대한 의사결정을 거쳐 주식의 가치는 0으로 산정하고 감액 후 평가금액은 채권이 전액 승계하였음

구분	직접			위탁			전체		
	기금	BM	초과	기금	BM	초과	기금	BM	초과
대우조선해양 영향(A-B)	0.01	-	0.01	-0.05	-	-0.05	0.00	-	0.00

주 1) 직접운용의 경우 거래 및 보유금액에서 대우조선해양을 제외한 후 산출한 반면, 위탁운용의 경우 위탁 데이터의 한계 상 보유금액에서만 대우조선해양을 제외한 후 산출하여 위탁 및 전체의 대우조선해양 제외 후 수익률은 정확하지 않은 대략적인 수치임
2) 반올림에 의한 단수차이 존재함

4. 해외채권부문

○ 국내채권 투자규모는 23조 1,201억 원으로 전년도말 대비 954억 원 감소
○ 원화기준 수익률은 3.25%로 벤치마크 대비 0.37%p 초과성과 시현
○ '17년 12월 미국 정책금리 인상 이후 '18년 상반기 시장금리 상승에 따라 수익률이 하락하였으나, 시장금리 상승 가운데에서도 전년동기(1.51%) 대비 성과 상승은 원/달러 환율 상승에 기인

가. 해외채권 포트폴리오 분석

1) 해외채권 투자현황

○ 2018년 상반기 해외채권 투자규모는 23조 1,201억 원으로 2017년 말 23조 2,155억 원대비 954억 원 감소하였음
- 해외채권 직접운용 규모는 10조 271억 원으로 전년말 대비 1,554억 원 감소하였으며 전년동기 대비로는 5,757억 원 감소했음
- 해외채권 위탁운용 규모는 13조 929억 원으로 전년말 대비 600억

원 증가하였으며 전년동기 대비로는 4,737억 원 증가했음

- 직접운용 비중이 점차 감소하기 시작하여 2006년 93.9%에 달했던 직접운용 비중이 2018년 상반기 현재 43.4%로 감소하였으며 2011년 상반기 이후 위탁운용 비중이 직접운용 비중보다 높음
- 점차 미국 중심 포트폴리오를 조정하는 동시에 신용물 및 이머징 국가 채권에 대한 투자 확대를 통해 투자다변화된 위탁운용 비중 증가가 예상됨

〈표 Ⅱ-34〉 해외채권의 유형별 투자현황

(단위: 억 원)

구분		2016년		2017년 상반기		2017년		2018년 상반기	
		금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중
전체(액티브)		232,155	100.0	231,201	100.0	232,741	100.0	232,155	100.0
해외	직접	101,825	43.9	100,271	43.4	104,789	45.0	101,825	45.1
	위탁	130,329	56.1	130,929	56.6	127,952	55.0	130,329	54.9

주) 2018년 6월 30일 기준

○ 2018년 상반기 해외채권 투자금액의 증가요인은 직접운용과 위탁운용에서 모두 평가손익과 신규투자가 가장 큰 요인임

- 다만 직접운용의 경우 환헤지 손익이 543억원이었으나 위탁운용의 경우 환헤지 손실이 2,124억 원이 발생함
- 반면, 환손익에 대해 직접운용은 환손실이 253억원 발생하였으나 위탁운용은 환손익이 197억원 발생함

〈표 Ⅱ-35〉 2018년 상반기 해외채권부문 투자금액 증감 요인 분석

(단위: 억 원, %)

구분		직접운용		위탁운용		해외채권전체	
		금액	비중	금액	비중	금액	비중
1. 신규투자		2,038	33.6	2,721	40.5	4,759	35.6
2. 평가손익		3,738	61.6	6,258	93.1	9,995	74.7
3. 이자+실현손익[1)]		0	0.0	-331	-4.9	-331	-2.5
4. 외화관련 손익	환손익	-253	-4.2	197	2.9	-56	-0.4
	환헤지손익	543	9.0	-2,124	-31.6	-1,580	-11.8
합계(상반기 증가분)		6,065	100.0	6,721	100.0	13,373	100.0

주 1) 해외채권 직접운용의 이자 및 실현손익부문은 자산군으로 유입된 이자와 실현손익이 자산군 내에서 운영되지 않기 때문에 이 부분의 손익은 산출할 수 없어 "0"값으로 부여하고 표를 작성함

2) 외화관련손익 일부는 평가손익에 포함되어 있어 위 표의 해석에 유의가 필요함. 〈표 II-43〉 해외채권 성과요인에는 이점을 반영하여 성과를 분해하였음

2) 해외채권 종류별 보유현황

○ 해외채권의 종류별 보유비중을 살펴보면 해외물 국채(Treasury) 포트폴리오 구성은 여전히 지속되고 있는 상황임

- 해외채권의 해외물 국채(Treasury) 비중은 2017년 말 44.9%에서 2018년 상반기 44.1%로 감소하였음
- 해외물 정부채권(Government-realted)은 2017년 말 18.9%에서 2018년 상반기 22.2%로 3.3%p 증가하였고, 해외물 신용물중심채권(Corporate)은 2017년 말 26.4%에서 2018년 상반기 26.5%로 0.1%p 증가하였음
- 직접운용 내 한국물 비중(0.4%)은 전년 말(0.5%) 대비 0.1%p 감소함
- 해외채권의 전략적 벤치마크인 국채 54.2%, 정부채권 12.0%, 신

용물 중심채권 비중이 18.6% 대비 해외채권 전체는 정부채권와 신용물 중심채권의 비중은 높고 국채 비중은 낮은 상황임

- 해외채권 직접운용의 전술적 벤치마크가 국채 50%, 정부채권 20%, 신용물중심채권 비중이 30%로 구성되어 있는 것을 감안한다면 현재 직접운용의 국채의 비중은 낮고 신용물 중심채권과 정부채권 비중은 높음
- 해외채권의 전략적 벤치마크를 따르는 위탁운용의 비중은 벤치마크 대비 정부채권의 비중은 높고 국채와 신용물 중심채권의 비중은 낮음

〈표 Ⅱ-36〉 해외채권 직접운용 종류별 보유현황

(단위: 억 원, %)

구분	종류	2017년								2018년 상반기							
		직접		위탁		전체		직접운용 전술 BM	해외채권 전략 BM	직접		위탁		전체		직접운용 전술 BM	해외채권 전략 BM
		금액	비중	금액	비중	금액	비중			금액	비중	금액	비중	금액	비중		
해외물	Treasury	36,737	35.3	59,768	53.9	96,505	44.9	50.0	53.7	40,954	36.9	56,571	51.3	97,525	44.1	50.0	54.2
	Gov-related	28,384	27.3	20,962	18.9	4,936	23.0	20.0	12.1	29,142	26.3	19,872	18.0	49,013	22.2	20.0	12.0
	Corporate	37,675	36.2	18,999	17.1	56,674	26.4	30.0	19.0	39,935	36.0	18,604	16.9	58,539	26.5	30.0	18.6
	Securitized	-	-	10,969	9.9	10,969	5.1	-	15.2	-	-	13,310	12.1	13,310	6.0	-	15.1
	기타	-	-	211	0.2	211	0.1	-	-	-	-	1,919	1.7	1,919	0.9	-	-
계		102,796	98.9	110,908	100.0	213,704	99.5	100.0	100.0	11,001	99.2	110,276	100.0	220,306	99.6	100.0	100.0
한국물	국채	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	금융채	500	0.5	-	-	500	0.2	-	-	504	0.5	-	-	504	0.2	-	-
	특수채	393	0.4	-	-	393	0.2	-	-	395	0.4	-	-	395	0.2	-	-
	회사채	285	0.3	-	-	285	0.1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

구분	종류	2017년								2018년 상반기							
		직접		위탁		전체		직접 운용 전술 BM	해외 채권 전략 BM	직접		위탁		전체		직접 운용 전술 BM	해외 채권 전략 BM
		금액	비중	금액	비중	금액	비중			금액	비중	금액	비중	금액	비중		
계		1,178	1.1	-	-	1,178	0.5	-	-	899	0.8	-	-	899	0.4	-	-
전체 계		103,974	100.0	110,908	100.0	214,882	100.0	100.0	100.0	103,829	100.0	110,276	100.0	221,206	100.0	100.0	100.0

주 1) 위 표의 보유금액은 환헤지 관련 파생상품 및 현금성 자산을 감안하지 않은 금액임
2) 기금운용본부 내부보고서 등을 참조하여 재작성함

3) 위탁운용 유형별 보유현황

○ 해외채권 위탁운용은 Global Treasury & Government related 은 비중이 축소한 반면, Credit 유형은 비중이 확대됨

- 각 유형별 투자현황을 살펴보면, Global Treasury & Government related유형의 비중이 59.9%로 가장 높지만 전년말(61.2%) 대비로는 줄어들었으며 Bank Loan 유형과 High Yield 유형의 비중은 각각 2.9%p, 2.7%p 감소
- 2018년 연간계획에 따라 포트폴리오 리밸런싱을 위해 BM 비포함 전략인 High Yield 유형과 Bank Loan 유형에 대해 2018년 4월 자금을 전액회수함
- 2018년 상반기 기준 Global Unconstrained 유형 위탁투자운용 금액은 전년말 대비 1.0%p 증가한 7,930억 원임
- Securitized 유형은 2018년 상반기 현재 1조 4,074억 원의 자금을 운용하고 있으며 투자 비중은 12.6%를 차지하고 있음
- US Credit 유형은 8,815억 원의 자금을 운용하고 있으며 투자 비중은 전년(2.2%) 대비 5.9%p 증가한 8.1%를 차지하고 있음

〈표 Ⅱ-37〉 해외채권 위탁운용 유형별 투자현황 및 보유비중

(단위: 억 원, %)

구분		2015년		2016년		2017년		2018년 상반기	
		금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중
Global Aggregate		82,677	70.1	-	-	-	-	-	-
Global Treasury & Gov-Related		-	-	71,797	58.4	67,902	61.2	66,619	59.9
Global Unconstrained		8,017	6.8	10,356	8.4	6,792	6.1	7,930	7.1
Securitized 유형		4,270	3.6	15,269	12.4	14,014	12.6	14,074	12.6
Credit 유형	Global	6,349	5.4	6,865	5.6	8,280	7.5	8,815	7.9
	U.S	3,619	3.1	2,573	2.1	2,444	2.2	8,974	8.1
	Euro	8,300	7.0	6,688	5.4	5,271	4.8	4,884	4.4
	계	18,268	15.5	16,126	13.1	15,994	14.4	22,674	20.4
High Yield 유형(US)		4,715	4.0	7,113	5.8	3,001	2.7	0	0.0
Bank Loan		-	-	2,363	1.9	3,205	2.9	0	0.0

주) 2016년 4월 섹터별 자산배분이 가능한 구조로 포트폴리오를 재편하여 기존 Global Agg.유형을 Global Treasury&Gov-related 유형으로 전환하였고 벤치마크 대비 섹터별 비중 및 운용사별 위탁규모 등을 고려하여 일부 운용사는 Credit 및 Securitized 유형으로 전환됨

4) 만기별 보유현황

○ 해외채권의 잔존만기별 보유현황은 만기가 도래하며 1년 미만 단기물은 2.9%p가 감소한 반면, 변동성 관리 과정에서 10년 이상 장기물 보유 비중은 2.6%p 증가

- 장기물 비중이 증가는 금리 변동성 확대 대응을 위해 저등급 신용채권을 회수하고, 상대적으로 고신용등급 채권과 국채 및 정부관련 채권 보유가 증가에 기인

- 해외채권 전체로는 2018년 상반기 1년 미만의 비중은 4.5로 전년말(7.4%)대비 2.9%p, 3~5년물 비중은 19.0%로 전년말(19.4%) 대비 0.4%p 감소하였음
- 반면 2018년 상반기 10년 이상 장기물 비중은 30.5%로 전년말(27.8%)보다 2.7%p, 7~10년물 비중은 17.4%로 전년말(17.0%) 대비 0.4%p 증가하였음
- 벤치마크 대비로는 직접운용의 경우 1년 미만물, 3~5년물 및 10년 이상 장기물 비중이 벤치마크 대비 높은 비중을 나타내고 있음
- 위탁운용의 경우 1년 미만물, 10년 이상 장기물이 벤치마크 대비 높은 비중을 차지하고 있음

〈표 Ⅱ-38〉 국민연금 보유 해외채권 잔존만기별 보유현황

(단위: 백만 달러, %)

구분	2017년 말			2018년 상반기						
	채권(전체)		해외채권 벤치마크	채권(전체)		직접		위탁		해외채권 벤치마크
	금액	구성비		금액	구성비	금액	구성비	금액	구성비	
1년미만	1,598	7.4	0.0	980	4.5	287	2.9	693	5.9	0.0
1~3년	3,395	15.8	21.8	3,476	16.1	1,889	19.1	1,587	13.5	22.2
3~5년	4,182	19.4	19.3	4,106	19.0	2,203	22.3	1,903	16.2	18.6
5~7년	2,687	12.5	16.6	2,728	12.6	1,276	12.9	1,452	12.4	14.4
7~10년	3,652	17.0	19.1	3,758	17.4	1,733	17.5	2,024	17.2	21.3
10년 이상	5,987	27.8	23.2	6,589	30.5	2,496	25.2	4,093	34.8	23.4

주) 규모는 시가평가액 기준임

5) 통화별 보유비중

○ 해외채권의 통화별 보유비중은 미달러화 47.0%, 유로화 21.8%, 엔

화 16.4% 등임

- 해외채권 직접(액티브)의 경우 미달러화가 42.2%로 가장 높으나, 미 기준금리 인상에 대비하여 미달러화 채권 비중을 전년(43.6%) 대비 축소
- 반면, 위탁(액티브)은 미달러화 발행채권 비중이 51.0%, 유로화 비중이 19.7%로 직접(액티브) 대비 미달러화 비중이 높고 유로화 비중이 낮음

〈표 Ⅱ-39〉 해외채권 통화별 보유비중(달러기준)

(단위: %)

거래통화	2017년				2018년 상반기			
	전체	BM	직접	위탁	전체	BM	직접	위탁
미국 달러(USD)	47.2	44.5	43.6	50.4	47.0	44.5	42.2	51.0
EU 유로(EUR)	21.1	25.5	21.0	21.2	21.8	25.2	24.3	19.7
일본 엔(JPY)	15.8	16.2	17.7	14.3	16.4	16.7	17.9	15.0
영국 파운드(GBP)	6.4	5.3	7.7	5.4	5.3	5.1	6.3	4.5
캐나다 달러(CAD)	3.1	2.6	4.1	2.3	2.4	2.5	3.3	2.2
기타	6.4	6.0	6.1	6.1	7.1	6.1	6.1	6.1

6) 지역별 보유비중

○ 해외채권의 지역별 보유비중은 북미 40.1%, 유럽 33.0%, 아시아/태평양 16.4% 차지함

- 해외채권 직접(액티브)의 경우 유럽의 비중이 36.7%로 가장 높으며, 북미의 비중은 35.4%로 벤치마크 대비 북미는 낮고 유럽은 높음
- 반면, 위탁(액티브)은 북미 비중은 44.1%, 유럽 비중은 29.9%로 벤치마크 대비 북미비중은 높고 일본 및 유럽 의 비중은 낮음

- 위탁운용의 경우 투자등급 대비 변동성이 낮은 미국 신용물(US Credit) 유형의 보유 증가로 북미 비중이 전년(41.3%) 대비 확대
- 미국·캐나다 시장 금리는 상승한 반면 독일과 유로 주변지역 시장 금리 하락한 가운데 북미지역의 비중 증가와 유로지역의 비중 감소는 성과에 음(-)의 기여함

〈표 Ⅱ-40〉 해외채권의 지역별 보유비중(달러기준)

(단위: %)

지 역	2017년				2018년 상반기			
	전체	BM	직접	위탁	전체	BM	직접	위탁
North America	38.7	42.0	35.6	41.3	40.1	42.0	35.4	44.1
Europe	34.0	32.3	35.5	32.8	33.0	31.9	36.7	29.9
Japan	15.4	16.6	15.2	15.6	16.4	17.1	16.1	16.6
Asia/Pacific Ex Japan	7.6	5.2	8.3	6.9	6.1	5.1	7.3	5.2
Latin America	1.9	2.2	1.4	2.4	2.3	2.2	1.7	2.9
Global	1.2	1.1	2.6	0.0	0.9	1.1	2.0	0.0
Africa/Mideast	1.2	0.6	1.4	1.0	1.0	0.6	0.7	1.3

나. 수익률 분석

1) 총수익률

○ 2018년 상반기 해외채권부문 전체 수익률은 원화기준 3.25%를 달성하였음

- 2018년 상반기 해외채권 수익률은 전년동기 수익률(1.51%) 대비 상회함
- 세부 유형별로는 직접운용은 3.16%였고, 위탁운용이 3.32%로 0.16%p 높음

- 2009년 하반기 이후 위탁운용의 성과가 직접운용에 비해 높아졌으나 2014년 말부터 직접운용의 성과가 더 높아지다가 2016년 말부터 다시 위탁운용이 더 높은 성과를 실현함
- '17년 12월 미국 정책금리 인상 이후 '18년 상반기 시장금리 상승에 따라 수익률 하락
- 시장금리 상승 가운데에서도 전년 동기(1.51%) 대비 성과 상승은 원/달러 환율 상승에 기인
- 직접운용 성과는 시장금리 상승으로 달러기준 -0.02%를 나타냈으나 원-달러 환율 상승으로 원화 기준 3.16% 실현
- 직접운용은 글로벌 보호 무역주의 심화와 국가별 금리 방향성의 불확실성이 증대되는 가운데 변동성 확대에 대응하고자 벤치마크를 추종하며 달러기준 -0.02%p 초과성과 실현
- 위탁운용 성과는 달러기준 0.12%, 원화기준 3.32%로 직접운용 대비 높은 성과 실현
- 위탁운용은 저등급 신용채권의 회수 후 고등급 신용채권과 국채 및 정부관련 채권에 대해 추가 집행하며 달러 기준 0.06%p 초과성과 실현

〈표 Ⅱ-41〉 국민연금 해외채권부문 투자수익률

(단위: %)

구분		2014년	2015년	2016년	2017년 상반기	2017년	2018년 상반기	2.5년 평균 (2016~2018.6)
해외채권 (액티브)	직접	9.49	2.00	3.91	1.41	0.22	3.16	2.86
	위탁	9.03	1.18	4.15	1.59	0.10	3.32	3.11
	합계	9.23	1.52	4.01	1.51	0.32	3.25	2.99

주) 2018년 상반기 수익률은 6개월간의 기간수익률로 연율화 하지 않은 값임

〈표 Ⅱ-42〉 상반기 해외채권 환오픈 영향 추정

(단위: %, %p)

구 분		직접운용 벤치마크	위탁운용 및 전체 벤치마크
수익률	환헤지 오픈(A)	3.48	2.88
	100% 환헤지(B)	-0.43	-0.38
	차이(A-B)	3.90	3.25
총위험	환헤지 오픈(A)	3.61	3.61
	100% 환헤지(B)	1.58	1.53
	차이(A-B)	2.03	2.08

2) 해외채권 성과요인 분석

○ 2018년 상반기 해외채권의 달러기준 수익률은 0.06%이며 달러수익률을 환율로 환산한 원화환산 효과는 환율 하락으로 인해 4.73%를 기록하였음

- 환헤지 파생상품 평가손익의 증가에 따른 환헤지 효과는 -1.29%로 해외채권의 환헤지 이후 원화기준 수익률은 2.88%를 나타남
- 각 세부자산별로 환헤지 효과가 상이하게 나타나는 것은 세부자산별로 환헤지수단이 상이하고 기타 환율적용과 헤지비율과 같은 복합적인 요인에 따른 것이며 직접 및 위탁운용 환헤지 효과는 각각 -1.41%, -1.65%임

〈표 Ⅱ-43〉 해외채권 성과요인

(단위: %)

구분	직접운용	위탁운용	해외채권 전체	벤치마크
달러기준 수익률	-0.02	0.12	0.06	0.06
+ 원화환산 효과	4.59	4.86	4.73	4.11

구분	직접운용	위탁운용	해외채권 전체	벤치마크
헤지 전 원화기준 수익률	4.57	4.97	4.79	4.16
+ 환헤지 효과	-1.41	-1.65	-1.54	-1.29
헤지 후 원화기준 수익률	3.16	3.32	3.25	2.88

주 1) 해외채권 환효과 요인분해의 개선에 따른 결과임
2) 기존 분해체계에서 원화환산 효과는 직접운용 2.71%, 위탁운용 4.86%, 해외채권 전체 3.87%, 직접운용의 전술적 벤치마크 3.11%, 해외채권의 전략적 벤치마크 2.55%로 산출됨
3) 기존 분해체계에서 환헤지 효과는 직접운용 0.47%, 위탁운용 -1.65%, 해외채권전체 -0.68%, 직접운용의 전술적 벤치마크 0.37%, 해외채권의 전략적 벤치마크 0.27%로 산출됨

3) 벤치마크대비 수익률

○ 2018년 상반기 해외채권 수익률은 3.25%로 벤치마크(2.88%) 대비 0.37%p 높은 수준임

- 해외채권 직접운용의 수익률은 3.16%로 벤치마크 대비 0.32%p 하회하였으며 위탁운용의 수익률은 0.32%로 벤치마크 대비 0.45%p 상회함
- 직접운용의 달러기준 수익률은 -0.02%로 벤치마크(0.00%) 대비 0.02%p 하회하였으며, 위탁운용의 달러기준 수익률은 0.12%로 벤치마크(0.06%) 대비 0.06%p 상회하였음
- 해외채권 전체의 달러기준 수익률은 0.06%로 벤치마크(0.06%)와 유사한 수준이며 위탁운용의 벤치마크 대비 수익률(0.06%p)보다 낮았는데, 이는 전략적 벤치마크 대비 직접운용의 수익률이 위탁운용의 수익률보다 저조했기 때문임

〈참고자료〉해외채권 자산종류별 벤치마크(Benchmark: BM) 지수

자산종류		적용연도	현재 벤치마크 지수 명	비고
해외	직접	2010년	Barclays Customized Index (50%Treasuries/20%Gov-Related/ 30%Corp.) Hedged to KRW	기금운용본부 설정
	위탁	2008년	Barclays Capital Global Aggregate Index ex. Korea Hedged to KRW	
	전체 액티브	2017.01	Barclays Global Aggregate Index ex. Korea Hedged to KRW	기금운용위원회 부여

자료: '18년 연간자금운용계획'상의 채권부문 세부 자산군별 벤치마크지수임.

〈표 Ⅱ-44〉 해외채권부문의 자산종류별 벤치마크 대비 수익률 추이

(단위: %)

구분		2015년			2016년			2017년			2018년 상반기			2.5년 평균 ('16~'18.6)		
		기금	BM	초과	기금	BM	초과	기금	BM	초과	기금	BM	초과	기금	BM	초과
직접	원화	2.00	2.30	-0.30	3.91	4.55	-0.64	0.22	0.04	0.18	3.16	3.48	-0.32	2.86	3.21	-0.35
	달러	0.74	0.98	-0.24	3.41	4.13	-0.72	3.37	3.07	0.30	-0.02	0.00	-0.02	2.64	2.87	-0.22
위탁	원화	1.18	2.29	-1.10	4.15	4.40	-0.25	0.10	0.03	0.06	3.32	2.88	0.45	3.11	2.92	0.19
	달러	0.00	0.98	-0.98	3.89	3.98	-0.09	3.24	3.06	0.18	0.12	0.06	0.06	2.98	2.84	0.15
전체	원화	1.52	2.29	-0.77	4.01	4.40	-0.39	0.32	0.04	0.28	3.25	2.88	0.37	2.99	2.92	0.07
	달러	0.31	0.98	-0.67	3.66	3.98	-0.33	3.48	3.07	0.40	0.06	0.06	0.00	2.83	2.84	-0.01

○ 직접운용의 경우 원화기준 초과성과(-0.32%p)는 자산운용효과(-0.02%p)와 환효과(-0.30%p)로 분해됨

- 달러기준 초과성과(-0.02%p)에 대하여 섹터배분효과*는 음(-)의 기

여, 종목선택효과는 양(+)의 기여

- 직접운용은 회사채 비중의 확대, 벤치마크 대비 고금리 신용채권의 비중 상회

〈표 Ⅱ-45〉 직접운용 초과수익 분해

(단위: %, %p)

초과성과 (달러기준)	통화별 배분효과	통화별 운용효과				잔차	
		소계	섹터배분	종목선택	기타	가격, 환율적용 차이	환헤지 방법 차이 등
-0.02	0.07	-0.05	-0.08	0.05	-0.03	-0.03	-0.01

주 1) 통화별 배분효과 : 기금이 벤치마크와 다르게 각 통화를 구성함에 따른 효과
2) 통화별 운용효과 : 각 통화자산에 대한 벤치마크 대비 기금의 초과성과
3) 잔차 중 가격, 환율 적용차이는 해외채권 실제 포트폴리오(AP)와 BM의 가격 적용 차이(AP : 국내 채권평가사 3사 가격평균,. BM : BM가격), 환율 적용 차이(AP : 매매기준율, BM : 런던환율)에 의한 것임
4) 잔차 중 환헤지 방법 차이 등에는 국민연금의 환헤지 방법과 Barclays point의 환헤지 방법에서의 차이(국민연금의 경우 실제 포트폴리오에 대해 월별 헤지 적용하고 있으나, Barclays point의 경우 일별 헤지 적용하여 해외채권 실제 포트폴리오 및 벤치마크의 성과 산출), 가격 적용에서의 차이(BM가격 부재 시 국민연금은 수탁사 가격 적용하나 Barclays point는 다른 가격 적용 가능)로 추정됨

○ 위탁운용의 경우 원화기준 초과성과(0.45%p)는 자산운용효과(0.06%p)와 환효과(0.39%p)로 분해됨

- 달러기준 초과성과(0.06%p)에 운용사선정 효과가 0.22%p의 양(+)의 기여를 하였음

〈표 Ⅱ-46〉 위탁운용 초과수익 분해

(단위: %, %p)

해외채권 위탁운용			초과성과 요인		
기금	벤치마크	초과성과	운용사선정효과	유형배분효과	기타
0.12	0.06	0.06	0.22	0.00	-0.16

주 1) 초과수익은 해외채권 전체 벤치마크 대비 초과수익임

4) 해외채권 초과수익의 환효과 요인분해

○ 해외채권전체의 원화기준 벤치마크 대비 초과수익은 자산운용과 환효과로 구성됨

- 환효과는 포트폴리오와 벤치마크의 적용환율 차이(원화 환산환율 차이)에 따른 환율적용효과와 환헤지 비율과 수단의 차이에 따른 환헤지 효과로 구성
- '17년부터 시행되는 단계적 환오픈[8]의 영향으로 원-USD간 환헤지 효과의 절대성과가 환율적용효과보다 저조하였음
- 해외채권전체 자산운용에 의해 0.37%p를 달성하였으나 원화 환산환율 차이에 의해 환율적용효과(0.63%p)로 환효과가 -0.25%p를 기록하며, 원화기준 벤치마크 대비 초과수익은 0.37%p을 실현
- 직접(액티브)와 위탁(액티브) 모두 환효과가 초과성과에 음(-)의 기여함

〈표 Ⅱ-47〉 해외채권 초과수익의 환효과 요인분해

(단위: %p)

구 분	직접(액티브)	위탁(액티브)	해외채권전체
벤치마크대비 초과수익(원화기준)[1]	-0.32	0.45	0.37
자산운용(달러기준)	-0.02	0.06	0.00
환효과	-0.30	0.39	0.37
+환율적용[2]	-0.42	0.75	0.63
+환헤지 효과[3]	0.12	-0.36	-0.25

주 1) 단 초과수익은 전술적 벤치마크 대비 초과수익을 의미함
2) 기존 분해체계에서 환율적용효과는 직접운용 -0.40%p, 위탁운용 2.30%p, 해외채권전체 1.32%p로 산출됨
3) 기존 분해체계에서 환헤지 효과는 직접운용 0.10%p, 위탁운용 -1.92%p, 해외채권전체 -0.94%p로 산출됨

8) '17년부터 2년간 원화-USD간의 환헤지를 단계적으로 0%수준까지 오픈함. 다만, 이종통화-USD간의 환헤지는 100% 수준을 유지함

다. 위험분석

1) 해외채권 듀레이션

○ 해외채권은 2018년 상반기 미국의 정책금리 인상에 대비해 듀레이션 전략을 수행하였음

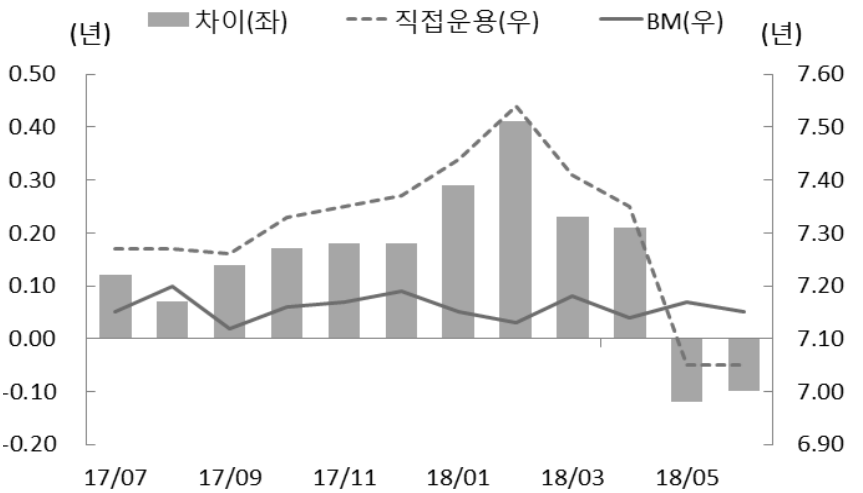
○ 직접운용은 1분기 글로벌 보호무역주의 심화에 따른 안전자산 선호에 대응하여 벤치마크 대비 양(+)의 듀레이션 갭 유지 후 2분기 미 기준금리 인상에 대비하여 음(-)의 듀레이션 갭으로 전환

- 2018년 상반기 직접운용의 평균 듀레이션은 7.31년으로 벤치마크 7.15년 대비 0.15년만큼 긴 것으로 나타남
- 상반기에는 벤치마크 대비 긴 듀레이션을 유지한 가운데 5월 이후 벤치마크 듀레이션 대비 짧은 듀레이션으로 전환

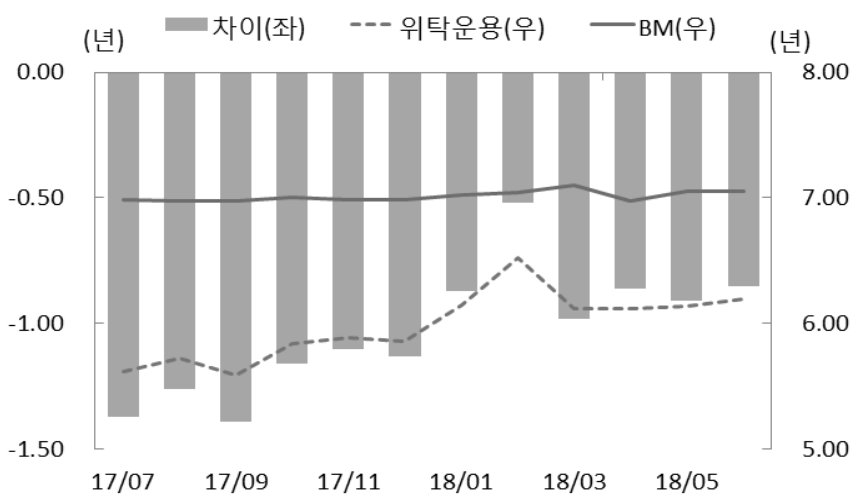
○ 위탁운용은 미 기준금리 인상 가능성 증가 가운데 시장 금리 상승에 대응하여 벤치마크 대비 듀레이션을 짧게 유지

- 해외채권 위탁운용의 듀레이션은 벤치마크 대비 지속적으로 짧게 유지되며 그 차이가 유지되고 있음
- 위탁운용의 평균 듀레이션은 6.21년으로 벤치마크 7.04년 대비 0.83년만큼 짧은 것으로 나타남

[그림 Ⅱ-13] 해외채권 직접운용 월별듀레이션 추이



[그림 Ⅱ-14] 해외채권 위탁운용 월별듀레이션 추이



2) 총위험

○ 2018년 상반기 해외채권부문의 총위험은 3.19%로 추정되며 이는 전년도말(2.35%) 대비 0.84%p 증가하였으며 벤치마크(3.61%) 대비 0.42%p 낮은 수준임

- 직접운용의 총 위험은 3.26%로 벤치마크(3.61%) 대비 0.35%p 낮았고, 위탁운용의 총 위험은 3.15%로 벤치마크(3.61%) 대비 0.46%p 낮은 수준임
- 달러기준으로 직접운용의 총 위험은 1.49%로 벤치마크(1.57%) 대비 0.08%p 낮았으며 위탁운용의 총 위험(1.33%)은 벤치마크(1.52%) 대비 0.19%p 낮은 수준임
- 달러기준 수익률의 변동성과 헤지 후 원화수익률의 변동성을 비교해 보면 해외채권 전체의 경우 헤지 후 원화기준 수익률의 위험이 높아진 것으로 나타나며 특히 직접운용의 달러기준 총위험은 1.49%에서 헤지 후 원화기준 총위험은 3.26%로 1.77%p 증가함

〈표 Ⅱ-48〉 해외채권의 투자유형별 총위험[1] 추이

(단위: %)

구분		2015년		2016년		2017년		2018년 상반기[1]		2.5년 평균 ('16~'18.6)	
		기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM
직접	원화	2.52	2.77	3.42	3.49	2.50	2.63	3.26	3.61	3.34	3.44
	달러	2.43	2.71	3.30	3.39	1.96	1.85	1.49	1.57	2.60	2.62
위탁	원화	3.18	2.96	3.14	3.45	2.29	2.29	3.15	3.61	3.07	3.20
	달러	3.16	2.90	3.08	3.36	1.32	1.64	1.33	1.52	2.21	2.48
전체	원화	2.84	2.96	3.19	3.45	2.35	2.29	3.19	3.61	3.15	3.20
	달러	2.78	2.90	3.11	3.36	1.59	1.64	1.38	1.52	2.33	2.48

주 1) 총위험은 표준편차로 계산하였으며, 2018년 상반기 표준편차는 반기 표준편차임
2) BM은 달러 헤지포함이므로 기금과의 비교에 유의가 필요함

3) 위험조정수익률

○ 2018년 상반기 해외채권부문의 위험조정수익률(수정샤프지수)은 0.67로 벤치마크(0.49) 대비 높았음

- 해외채권 직접운용 원화기준의 경우 0.63로 직접운용 벤치마크(0.66) 대비 낮았으며, 달러기준의 경우 -0.02로 벤치마크(-0.02)와 비슷한 수준임
- 위탁운용 원화기준의 경우 0.70으로 벤치마크(0.49) 대비 높았으며, 달러기준으로도 위탁운용(-0.01)의 벤치마크(-0.02) 대비 위험조정수익률이 높게 나타남

〈표 Ⅱ-49〉 해외채권의 투자유형별 위험조정수익률(수정샤프지수)[1)2)] 추이

(단위: %)

구분		2015년		2016년		2017년		2018년 상반기		2.5년 평균 ('16~'18.6)	
		기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM
직접	원화	0.08	0.18	0.72	0.89	-0..04	-0.05	0.63	0.66	0.35	0.43
	달러	-0.03	-0.02	0.60	0.79	0.73	0.68	-0.02	-0.02	0.34	0.43
위탁	원화	-0.02	0.17	0.86	0.86	-0.03	-0.04	0.70	0.49	0.56	0.44
	달러	-0.06	-0.02	0.79	0.76	1.27	0.78	-0.01	-0.02	0.45	0.37
전체	원화	-0.01	0.17	0.81	0.76	-0.04	-0.04	0.67	0.49	0.47	0.44
	달러	-0.04	-0.02	0.71	0.76	0.99	0.78	-0.01	-0.02	0.40	0.37

주 1) 무위험이자율은 3년 만기 국고채 수익률을 사용함.
2) 음의 값은 조정샤프비율 방식으로 측정한 값임

○ 2018년 상반기 해외채권 직접운용의 액티브위험[9)]은 0.87%이며 위탁운용의 액티브 위험은 0.83% 수준임

9) 액티브위험이란 벤치마크 대비 초과수익률의 표준편차인 Tracking Error를 말함

- 해외채권 전체의 정보비율(IR)은 0.46이었으며, 직접운용의 정보비율(IR)은 -0.37으로 위탁운용의 정보비율(0.54)대비 낮은 수준이었음
- 목표 정보비율(IR) 0.40 대비로는 해외채권전체 및 위탁운용이 목표를 초과 달성하였음

〈표 Ⅱ-50〉 해외채권 자산별 정보비율(IR)[1] 추이

구분		2015년	2016년	2017년	2018년 상반기	2.5년 평균 ('16~18.6)
직접	원화	-0.58	-1.68	0.15	-0.37	-0.89
		(0.51)	(0.38)	(0.43)	(0.87)	0.40
	달러	-0.46	-1.98	0.88	-0.06	-0.71
		(0.53)	(0.36)	(0.20)	(0.28)	0.31
위탁	원화	-0.98	-0.22	0.40	0.54	0.15
		(1.13)	(1.16)	(0.69)	(0.83)	1.28
	달러	-0.84	-0.08	0.99	0.16	0.18
		(1.16)	(1.18)	(0.41)	(0.36)	0.83
전체	원화	-1.07	-0.58	0.31	0.46	0.07
		(0.72)	(0.67)	(0.59)	(0.81)	1.07
	달러	-0.91	-0.48	1.09	0.00	-0.02
		(0.74)	(0.68)	(0.28)	(0.27)	0.49

주 1) 정보비율은 2018년 이전의 경우에는 월간수익률로 측정하였고 2018년 상반기는 주간기준 수익률로 측정함
2) 괄호안은 추적오차로 단위는 %임

5. 단기자금

가. 원화 단기자금

○ 국민연금의 원화 단기자금은 주식, 채권 등의 투자자산의 집행과 연금급여 지출 등을 위한 대기성 자금으로 기금운용계획상의 자산군은

아니며 기금운용정책 상으로는 그 규모를 최소화 하도록 하고 있음

- 향후 기금운용규모가 증가하고 보험료와 급여 등의 현금유출입이 커지게 되면 원화 단기자금의 규모와 변동성 또한 커지게 될 것으로 예상됨

○ 2018년 상반기 중 원화 단기자금의 시가 평균 규모는 2조 4,032억 원으로 전년도말 1조 9,084억 원 대비 4,948억 원 증가하였음

〈표 Ⅱ-51〉 연도별 원화 단기자금 평균 운용규모

(단위: 억 원)

구분	2014년		2015년		2016년		2017년		2018년 상반기	
	규모	비중	규모	비중	규모	비중	규모	비중	규모	비중
시가 평균	20,885	0.47	24,441	0.48	32,088	0.53	19,084	0.4	24,032	0.3

주) 비중은 금융전체 평균 보유금액 대비 비중임

○ 2018년 상반기 원화 단기자금의 시간가중 수익률은 0.75%를 기록하였음

- 한국은행의 기준금리 인하에 따라 원화 단기자금의 수익률은 전년동기(0.62%) 대비 0.13%p 상승하였으며, 향후 미국의 기준금리 인상에 대응한 한국은행의 금융정책에 따라 수익률 변동이 발생될 것으로 예상됨

〈표 Ⅱ-52〉 원화 단기자금 수익률 추이

(단위: %)

구분	2014년	2015년	2016년	2017년	2018년 상반기
수익률	2.42	1.68	1.37	1.29	0.75

주) 2018년 상반기 수익률은 연율화하지 않은 반기 수익률임

나. 외화 단기자금

○ 국민연금의 외화 단기자금은 해외주식, 해외채권 및 해외대체 등의 투자자산의 집행을 위한 준비 자금으로 기금운용계획상의 자산군은 아님

- 불필요한 환전수수료를 절감하고 해외투자의 원활한 집행을 지원하기 위해 2014년 9월 운용 개시하였고, 분기별 일평잔 미화 3억 달러 한도 내에서 운용하며 원칙적으로 환헤지를 하지 않음
- 투자대상은 운용초기의 안정성 제고를 위해 우선적으로 달러 표시 외화 예금(보통예금, 정기예금, MMDA) 및 외화 CD를 운용대상으로 함

○ 2018년 상반기 중 외화 단기자금의 시가 평균 규모는 2,342억 원으로 전년도 평균 2,563억 원 대비 221억 원 감소하였음

- 2014년 말 외화 단기자금은 해외부동산의 HSBC 빌딩 매각에 의해 일시적으로 증가하여 2014년 말 원화기준 9,326억원까지 증가하였으나, 2015년 초 자금배분 이후 규모가 감소하였음
- 2018년 상반기 중 해외자산 매각에 의한 외화 단기자금 규모의 변동폭이 컸음

〈표 Ⅱ-53〉 연도별 외화 단기자금 평균 운용규모

(단위: 억 원, 만 달러, %)

구분	2016년		2017년		2018년 상반기	
	규모	비중	규모	비중	규모	비중
원화	1,479	0.03	2,563	0.1	2,342	0.0
달러	12,800	-	22,716	-	21,781	-

주) 비중은 금융전체 평균 보유금액 대비 비중임

○ 2018년 상반기 국내 외화 단기자금의 시간가중 수익률은 9.14%를 기록하였음

- 달러기준 수익률은 9.36%를 보였으며, 전년 말(-10.10%) 대비 수익률 상승 전환은 원화기준 수익률은 원/달러 환율의 상승에 따른 결과임
- 2018년 하반기 원/달러 환율의 변동이 커질 경우 2018년 말 원화기준 수익률도 큰 변동을 보일 전망임

〈표 Ⅱ-54〉 외화 단기자금 수익률 추이

(단위: %)

구분	2016년			2017년			2018년 상반기		
	기금	BM	초과	기금	BM	초과	기금	BM	초과
원화	1.04	1.08	-0.04	-10.10	-9.89	-0.21	9.14	9.36	-0.23
달러	0.50	0.53	-0.03	0.87	1.10	-0.23	0.66	0.86	-0.20

주) 2018년 상반기 수익률은 연율화하지 않은 반기 수익률임

6. 국내주식 부문

○ 2018년 상반기 국내주식 투자규모는 124조 7,370억 원(19.6%)으로 전년 말 대비 6조 7,764억 원(전년도 대비 5.2%▼) 감소

○ 국내주식 수익률은 -5.32%로 전년 말(26.31%) 대비 31.63%p 감소

○ 상반기 국내주식 수익률은 벤치마크 대비 1.09%p 하회하는 낮은 성과를 보였으며, 연간 국내주식 목표초과수익률 0.34%p보다 저조한 상태

○ 상반기 국내외 하방 리스크에 따른 국내주식 시장의 전반적인 위축

에도 직접운용의 경우 하방 리스크를 적절히 방어하여 양호한 성과를 보였으나 위탁운용은 벤치마크 대비 낮은 성과를 보이며 시장의 하방리스크를 충분히 흡수하지 못한 것으로 나타남

가. 상반기 국내 주식시장 현황

○ 2018년 상반기 국내 주식시장은 선진국 금리 상승, 미·중 무역분쟁 등 대외적 하방 리스크의 영향으로 위축된 시장 심리가 반영됨

- 직접운용의 경우 업종배분 효과에 의해 시장의 하방리스크를 적절히 방어한 결과 벤치마크 대비 양(+)의 수익률을 거둘 수 있었음
- 반면, 액티브 위탁운용의 경우 하방리스크를 충분히 방어하지 못하며 벤치마크 대비 음(-)의 수익률을 기록하는 낮은 성과를 보임
- 상반기에 국내 및 해외 주식시장에 작용한 하방 리스크 및 투자심리 위축이 하반기에도 지속될 가능성에 대비하기 위해 매크로 지표 모니터링, 포트폴리오 다변화를 통한 위험 분산, 시장상황에 맞는 종목 발굴 필요

나. 포트폴리오 분석

1) 투자 현황

○ 2018년 6월말 현재 국내주식 투자규모는 124조 7,370억 원(19.6%)으로 전년 말 대비 6조 7,764억 원으로 전년도 대비 5.2% 감소

- 국내주식에 대한 투자비중은 19.6%로 목표비중(18.7%)을 0.9%p 상회(투자허용범위 ±5.0%p)
- 패시브유형에 대한 투자 규모 및 기금 내 비중은 각각 33.5%와

6.57%로 전년도 대비 감소하였으며, 액티브유형도 투자 규모 및 기금 내 비중이 각각 46.3%와 9.06%로 모두 감소하였음

○ 직접/위탁 운용체계로 투자현황을 살펴보면,

- 국내 주식 중 직접운용 비중은 53.7%로 전년말(54.2%) 대비 0.5%p 감소하였고 위탁운용 비중은 46.3%로 전년말(45.8%)대비 0.5%p 증가하였음

〈표 Ⅱ-55〉 국내주식부문 투자 현황(액티브/패시브 유형)

(단위: 억 원, %)

구분		2016년			2017년			2018년 상반기		
		규모	자산군내 비중	기금내 비중	규모	자산군내 비중	기금내 비중	규모	자산군내 비중	기금내 비중
패시브	직접	349,542	34.1	6.3	447,233	34.0	7.20	418,340	33.5	6.57
액티브	계	674,801	65.9	12.1	867,902	66.0	13.98	829,030	66.5	13.01
	직접	198,659	19.4	3.6	265,620	20.2	4.28	251,502	20.2	3.95
	위탁	476,141	46.5	8.5	602,282	45.8	9.70	577,528	46.3	9.06
계		1,024,343	100.0	18.4	1,315,134	100.0	21.18	1,247,370	100.0	19.58

〈표 Ⅱ-56〉 국내주식부문 투자 현황(기존유형)

(단위: 억 원, %)

구분	2017년 6월말		2017년		2018년 6월말	
	규모	비중	규모	비중	규모	비중
국내주식 전체	1,247,641	100	1,315,134	100	1,247,370	100
직접	679,068	54.4	712,853	54.2	669,842	53.7
위탁	568,572	45.5	602,282	45.8	577,528	46.3

○ 2018년 상반기 국내주식 부문의 투자규모 감소분 -6조 7,764억 원은 액티브운용의 평가손익이 주요 원인임

- 2018년 상반기 중 국내주식은 패시브운용과 액티브운용에 각각 -3,824억 원, 6,150억 원의 신규투자를 실시하였으며 평가손익은 각각 -2조 5,069억 원, -4조 5,022억 원임

〈표 Ⅱ-57〉 2018년 상반기 국내주식 평가금액 증가요인 분석

(단위: 억 원)

구분		1. 신규투자	2. 손익	합계 (전년말 대비 증가분)
국내주식 전체		2,327	-70,091	-67,764
	패시브	-3,824	-25,069	-28,893
	액티브	6,150	-45,022	-38,872

2) 국내주식의 시장대비 비중

○ 2018년 6월말 기준, 국내주식시장에서 국민연금기금의 국내주식투자 규모 비중은 6.8%로 전년도 말(7.0%)에 비해 다소 감소

- 유가증권시장에서의 비중은 7.7%로 전년도(7.9%) 대비 감소한 반면, 코스닥 시장에서의 비중은 1.3%로 전년도(1.3%)와 동일

〈표 Ⅱ-58〉 국내주식시장에서 국민연금이 차지하는 비중

(단위: 억 원, %)

구분	2016년			2017년			2018년 상반기		
	국민연금	시장	비중	국민연금	시장	비중	국민연금	시장	비중
유가증권시장	1,008,782	13,079,312	7.7	1,266,783	16,055,944	7.9	1,198,600	15,547,173	7.7
코스닥	26,768	1,984,799	1.4	36,912	2,772,987	1.3	35,147	2,676,889	1.3
전체	1,035,551	15,064,111	6.9	1,315,134	18,828,931	7.0	1,233,747	18,224,062	6.8

주 1) 금액은 시가 기준으로 말일기준 KRX 시가총액 자료임
2) 비상장주식 및 현금성자산, 선물옵션 금액은 제외함

○ 2018년 6월말 기준, 국민연금기금의 국내주식 중 10%이상의 지분을 보유한 종목은 전체 보유종목 중 13.6%로 전년도말 대비 1.7%p 증가하였음

- 5% 이상 종목의 비중은 38.0%로 전년도말(35.7%) 대비 2.3%p 증가

〈표 Ⅱ-59〉 국내주식의 지분율 추이

(단위: %)

구분	2016년		2017년		2018년 6월	
	보유종목수	비중	보유종목수	비중	보유종목수	비중
10% 이상	75	9.8	95	11.9	102	13.6
5% 이상	202	26.5	190	23.8	184	24.4
3% 이상	126	16.5	123	15.4	123	16.3
1% 이상	158	20.7	175	21.9	184	24.4
1% 미만	202	26.5	214	26.8	160	21.3

주) 우선주, ETF 제외

3) 국내주식의 매매활동 분석

○ 2018년도 상반기 국민연금기금 국내주식은 총 1조 9,985억 원을 순매수함

- 연간 순매수 기조는 지속되고 있으나 규모는 전년도 말(2조 2,137억 원)대비 감소
- 2018년도 상반기 국내주식 패시브 운용은 2,909억 원의 순매수, 액티브운용은 1조 7,076억 원의 주식을 순매수하여 액티브운용의 순매수 규모가 상대적으로 큰 것으로 나타남
- 액티브 직접운용의 순매수는 4,558억 원이었으며 액티브 위탁운용의 순매수는 1조 2,518억 원으로 액티브 운용에서도 위탁운용의 순매수 규모가 상대적으로 컸음

- 패시브운용과 액티브운용의 유형 간 매매금액 차이는 뚜렷한 모습이며 전년 대비로는 액티브운용의 순매수 기조가 상대적으로 강하게 나타남

〈표 Ⅱ-60〉 국민연금 국내주식 매매동향

(단위: 억 원)

구분		2016년	2017년	2018년 상반기
패시브	매수	19,454	33,288	10,324
	매도	14,935	23,473	7,416
	순매수	4,518	9,815	2,909
액티브	매수	438,067	1,103,106	259,301
	매도	412,992	1,090,783	242,224
	순매수	25,076	12,322	17,076
국내주식 전체	매수	457,521	1,136,394	269,625
	매도	427,927	1,114,257	249,640
	순매수	29,594	22,137	19,985

○ 2018년 상반기 국민연금 국내주식 부문의 매매평균 회전율은 19.82%이며 CRSP 회전율은 19.06%를 나타냄

- 전년도말 회전율(92.30%)보다 감소하였으며 거래소시장의 회전율(56.66%) 대비로도 낮은 수준을 보임

〈표 Ⅱ-61〉 시장대비 국내주식 시가총액 회전율

(단위: %)

구분		2016년	2017년	2018년 상반기
매매평균 회전율[1)]	패시브	5.40	6.86	2.01
	액티브	65.39	138.50	29.19
	국내주식 전체	45.68	93.30	19.82

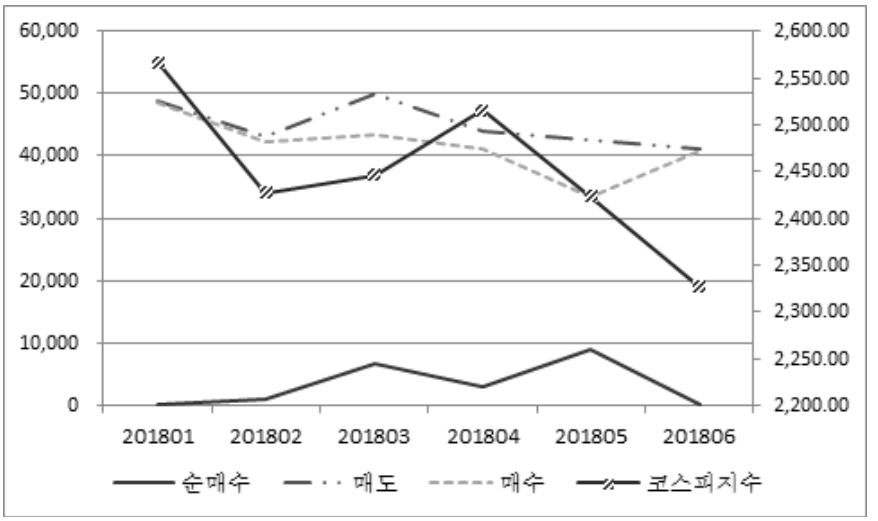
구분		2016년	2017년	2018년 상반기
CRSP 회전율[2]	패시브	4.69	5.67	1.68
	액티브	63.46	137.77	28.20
	국내주식 전체	44.15	92.43	19.06
거래소시장		87.89	133.60	56.66
코스닥시장		402.11	592.94	265.44

주 1) (매수금액 및 매도금액의 평균)/(보유주식 시가평가액 평균)
2) (매수금액과 매도금액 중 작은 금액)/(보유주식 시가평가액 평균)

○ 순매수 규모의 추이를 살펴보면, 상반기 코스피 지수가 크게 하락하면서 적극적인 순매수 기조는 약화된 것으로 보임

[그림 Ⅱ-15] 2018년 상반기 국내주식 매수·매도 추이

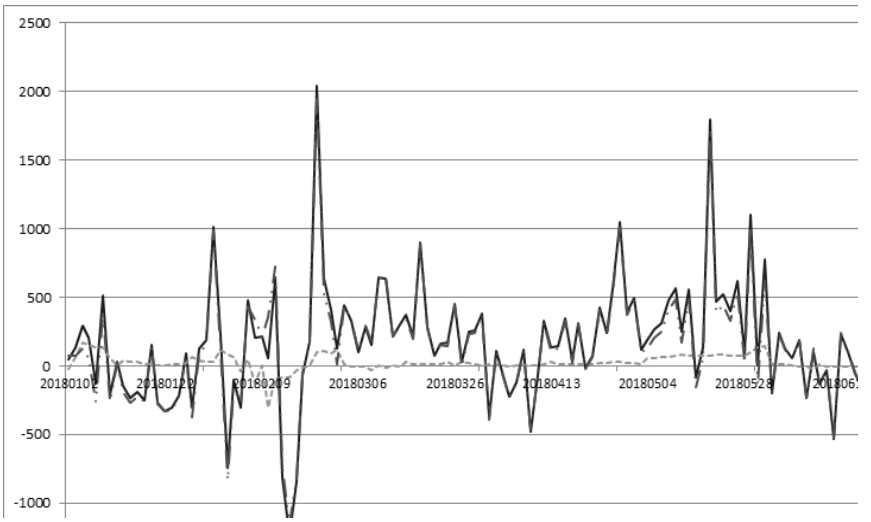
(단위: 억 원)



주) 그래프의 좌표 우측은 순매수금액, 매도금액, 매수금액을 나타내고, 좌측은 코스피지수를 나타냄

[그림 Ⅱ-16] 2018년 상반기 국내주식 순매수 규모 추이

(단위: 억 원)



다. 수익률 분석

1) 총 수익률

○ 2018년 상반기 국내주식의 수익률은 -5.32%로 전년 말(26.31%) 대비 31.63%p 감소

- 상반기 국내주식은 벤치마크 대비 1.09%p 하회하는 낮은 성과를 보였으며, 연간 국내주식 목표초과수익률 0.34%p보다 저조한 상태
- 2017년 전반적으로 상승세였던 국내주식시장 상황과 달리(2017년 말 코스피지수: 2,467.13p (2016년 2,026.46p)), 2018년 상반기 국내주식시장은 전반적으로 저조한 성과를 보였으며 이는 글로벌 주식시장의 둔화 및 신흥국 시장위축 등 하방 리스크가 반영된 결과로 평가됨 (2018년 6월말 기준 코스피지수: 2,326.13)
- 패시브 운용과 액티브 직접운용은 작년에 이어서 벤치마크 대비

양의 초과 수익률을 보였지만 액티브 위탁운용은 벤치마크 대비 음의 성과를 보여 국내주식 전체 수익률이 하향 조정됨

〈표 Ⅱ-62〉 국내주식부문의 수익률 추이(신규 유형체계)

(단위: %)

구분		2016년	2017년	2018년 상반기
패시브	직접	10.31	28.22	-5.65
액티브	직접	9.84	28.65	-5.15
	위탁	1.02	23.91	-5.58
	소계	3.48	25.32	-4.96
국내주식전체		5.64	26.31	-5.32

주) 반기 수익률은 연율화하지 않았음.

〈표 Ⅱ-63〉 국내주식부문의 수익률 추이(기존 유형체계)

(단위: %)

구분		2015년 상반기	2015년	2016년 상반기	2016년	2017년 상반기	2017년	2018년 상반기
국내	직접	3.46	-0.90	3.09	9.99	22.61	28.38	-5.62
	위탁	12.39	4.48	-0.42	1.02	19.42	23.91	-4.96
	소계	7.68	1.67	1.38	5.64	21.12	26.31	-5.32

주) 반기 수익률은 연율화하지 않았음

○ 분기별 분석결과, 2018년 1분기 국내주식의 전체의 벤치마크 대비 초과수익률은 -1.36%p였지만 2분기에는 0.21%p로 회복세를 보였고, 특히 1분기 성과가 저조했던 액티브 위탁운용에서 2분기 양의 초과수익률이 나타남 (1분기 -1.76%p → 2분기 +0.39%p)

- 액티브 위탁운용의 경우, 1분기에 음의 성과에서 2분기에 양의 초과성과로 전환하였지만, 최근 액티브운용의 낮은 성과가 지속되고 있는 바, 액티브 위탁운용에 대한 관리체계가 필요

[그림 Ⅱ-17] 2018년 상반기 분기별 각 성과단위별 초과수익률

(단위: %, %p)



2) 총 수익률 요인분해

○ 2018년 상반기 국내주식 -5.32%의 수익률을 수익의 원천별로 분해해 보면 기타 자산운용효과가 가장 큰 기여를 하는 것으로 나타남

- 배당으로 인한 수익률은 1.53%로 벤치마크인 KOSPI_T(1.50%) 대비로는 0.03%p 상회

〈표 Ⅱ-64〉 국내주식 총수익률 요인분해

(단위: %, %p)

구분	국내주식전체			패시브			액티브		
	수익률	BM	초과	수익률	BM	초과	수익률	BM	초과
1. 대여거래	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.01
2. 배당	1.53	1.50	0.03	1.53	1.50	0.03	1.53	1.41	0.12
3. 이자 및 수익금	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

구분	국내주식전체			패시브			액티브		
	수익률	BM	초과	수익률	BM	초과	수익률	BM	초과
4. 기타 자산운용	-6.85	-5.73	-1.13	-7.18	-7.73	0.55	-6.69	-5.08	-1.61
총 수익률	-5.32	-4.23	-1.09	-5.65	-6.23	0.58	-5.15	-3.67	-1.48

3) 초과 수익률

○ 2018년도 상반기 국내주식(-5.32%)은 벤치마크(-4.23%) 대비 1.09%p 하회

- 국내주식 패시브운용은 -5.65%의 수익률로 전술적 벤치마크를 0.58%p 상회하였으며 액티브운용은 -5.15%의 수익률로 전술적 벤치마크를 -1.48%p 하회함
- 직접운용의 벤치마크 대비 수익률은 0.60%p였지만, 위탁운용의 벤치마크 대비 수익률은 -1.29%로 국내주식 전체 음의 초과 수익률에 기여함

○ 각 세부 유형별 전술적 벤치마크 대비 초과성과는 패시브 운용과 액티브 직접운용에서는 양의 초과 성과가 달성되었지만, 액티브 위탁운용은 음의 낮은 성과를 보임

- 국내 주식시장이 전반적으로 약세장을 보임에 따라 시장지수를 추종하여 운용되는 패시브 직접운용은 절대 수익률은 음의 수익률을 보였지만, 초과 수익률은 벤치마크 수익률을 상회하여 양의 초과 수익률(0.58%p)을 기록
- 액티브운용에서는 직접운용에서 벤치마크 대비 양의 초과 수익률(0.65%p)을 보였지만 위탁운용은 벤치마크 대비 음의 초과 수익률(-1.29%p)을 기록하여 부진한 성과를 보임

○ 각 세부 유형별 전술적 벤치마크 대비 초과성과는 패시브 운용과 액티브 직접운용에서는 양의 초과 성과가 달성되었지만, 액티브 위탁운용은 음의 낮은 성과를 보임

〈표 Ⅱ-65〉 국내주식부문의 초과수익률 추이(신규 유형체계)

(단위: %)

구분		2016년			2017년			2018년상반기		
		기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
패시브	직접	10.31	10.15	0.16	28.22	27.47	0.75	-5.65	-6.23	0.58
액티브	직접	9.84	10.15	-0.31	28.65	27.47	1.18	-5.58	-6.23	0.65
	위탁	1.02	3.57	-2.55	23.91	25.46	-1.55	-4.96	-3.67	-1.29
	소계	3.48	3.57	-0.09	25.32	25.46	-0.14	-5.15	-3.67	-1.48
국내주식전체		5.64	5.24	0.4	26.31	24.08	2.23	-5.32	-4.23	-1.09

주) 반기 수익률은 연율화하지 않았음.

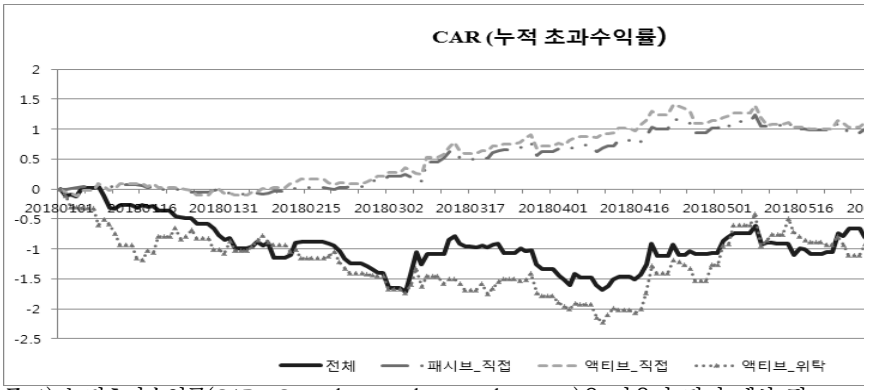
〈표 Ⅱ-66〉 국내주식부문의 초과수익률 추이(기존유형체계)

(단위: %)

구분		2017년			2018년상반기			2.5년평균 ('16~'18.6)			4.5년평균 ('14~'18.6)		
		기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
국내	직접	28.38	27.47	0.91	-5.62	-6.23	0.60	12.17	11.63	0.54	4.76	4.69	0.07
	위탁	23.91	25.46	-1.55	-4.96	-3.67	-1.29	7.19	9.39	-2.20	3.96	5.46	-1.50
	소계	26.31	24.08	2.23	-5.32	-4.23	-1.09	9.80	9.35	0.45	4.41	5.11	-0.70

[그림 Ⅱ-18] 2018년 상반기 성과단위별 누적 초과수익률($Ret - Ret_{(BM)}$)

(단위: %, %p)



주 1) 누적초과수익률(CAR: Cumulative abnormal return)은 다음과 같이 계산 됨:

$$CAR_p(t,T) = \sum_{t=1}^{T}(R_{p,t} - R_{bm,t})$$

여기서 $R_{p,t}$는 각 성과단위의 t일의 수익률을 나타내며, $R_{bm,t}$는 벤치마크의 t일 수익률을 나타낸다.

2) 벤치마크 수익률은 국내주식 전체는 KOSPI(배당포함), 패시브 직접은 KOSPI200(배당포함), 액티브직접은 KOSPI200(배당포함), 액티브 위탁은 KOSPI(배당포함)와 KOSDAQ100(배당포함)의 합성지수임

〈참고〉 국내주식부문 벤치마크(Benchmark : BM) 지수

구분		벤치마크 지수				비고
		적용 개시연도	변경 전	적용 개시연도	변경 후	
패시브	직접	2005	KOSPI200_T(배당포함)	-	좌동	기금운용본부
액티브	직접	2005	KOSPI200_T(배당포함)	-	좌동	기금운용본부 신설
	위탁	2006	KOSPI+KOSDAQ100 (배당포함)	-	좌동	
	소계	-	-	2015	KOSPI+KOSDAQ100 (배당포함)	
국내주식전체		2005	KOSPI_T(배당포함)	-	좌동	기금운용위원회

4) 초과수익 요인분해

□ 국내주식 전체

○ 국내주식의 상반기 음의 초과성과의 71.6%는 전술적 벤치마크 대비 세부 유형 내 성과(-0.78%p)에서 기인

- 벤치마크 선택효과는 -0.31%p로 음의 초과성과의 28.4%를 설명
- 세부 업종별 요인분석 결과 IT하드웨어 및 장비에서 업종배분효과(-0.17%p)와 종목선택효과(-0.37%p)가 모두 가장 낮은 수치를 보임

〈표 Ⅱ-67〉 국내주식 전체 초과수익 기여도 분석

(단위: %, %p)

국내주식 전체			벤치마크 선택효과	전술적 벤치마크 대비 초과성과의 기여도		
NPS	BM[1)]	초과수익	벤치마크 선택효과[2)]	계	패시브	액티브
-5.32	-4.23	-1.09	-0.31	-0.78	0.20	-0.98

주 1) 벤치마크는 KOSPI(배당포함)
2) 벤치마크 선택효과 : 기금운용위원회에서 부여한 전략적 벤치마크와 달리 기금운용본부가 자체적으로 설정한 전술적 벤치마크가 수익률에 기여한 정도
3) 기여도: 전략적 BM 대비 초과수익률 * 해당 유형의 보유비중, 단위는 %p
4) 소수점 둘째자리에서 반올림으로 인한 단수차이 존재
5) 국내주식 전체 초과성과 = 벤치마크 선택효과 + 전술적 벤치마크 대비 초과성과의 기여도

〈표 Ⅱ-68〉 국내주식 전체 업종별 요인분해

(단위: %, %p)

업종	액티브 비중	벤치마크 비중	보유비중 차이	성과요인	
				업종배분효과	종목선택효과
에너지	4.94	4.71	0.23	-0.01	-0.17
화학	4.75	4.68	0.07	-0.04	-0.14
철강과 비철금속	3.88	3.71	0.17	-0.03	-0.07

업종	액티브 비중	벤치마크 비중	보유비중 차이	성과요인	
				업종배분효과	종목선택효과
종이,목 재, 포장재	0.17	0.43	-0.26	-0.01	-0.01
건설	2.14	2.19	-0.05	0.04	-0.01
기계	0.98	1.17	-0.19	-0.01	0.01
조선	0.62	0.82	-0.20	-0.04	-0.07
운송	1.23	1.55	-0.32	-0.01	0.11
기타산업재	3.78	4.39	-0.61	0.06	-0.18
자동차, 부품	6.78	6.96	-0.18	0.02	-0.25
내구소비재, 의류	2.64	3.00	-0.36	0.03	-0.09
기타경기관련소비재	2.32	2.00	0.33	0.00	0.01
소매(유통)	1.99	1.98	0.01	0.00	0.03
음식료	3.82	4.16	-0.34	0.00	-0.28
화장품	2.70	3.52	-0.82	-0.07	-0.05
헬스케어	3.38	4.38	-1.00	-0.01	-0.23
은행	6.56	5.88	0.68	-0.06	-0.20
증권	1.76	1.78	-0.02	-0.02	-0.05
보험	3.10	4.32	-1.22	0.15	-0.05
기타금융	0.24	0.48	-0.24	0.00	-0.02
소프트웨어, 서비스	5.34	5.33	0.01	-0.01	-0.10
반도체, 반도체장비	4.82	3.80	1.02	0.17	-0.17
IT하드웨어, 장비	27.81	24.09	3.72	-0.17	-0.37
통신서비스	2.58	2.32	0.26	-0.02	-0.13
유틸리티	1.55	2.16	-0.61	0.02	-0.01
미분류	0.13	0.20	-0.07	-0.01	-0.06

주 1) 소수점 둘째자리에서 반올림으로 인한 단수차이 존재
2) 벤치마크는 전술적 벤치마크인 KOSPI지수(배당포함)

□ 국내주식 패시브운용

○ 패시브운용의 초과수익을 요인분해한 결과, 업종배분효과에서는 낮은 성과(-0.07%p)를 보였지만 종목선택효과(0.69%p)가 초과성과에 기여

〈표 Ⅱ-69〉 패시브유형 초과수익 요인분해

(단위: %, %p)

구분		기금	BM[3]	초과수익		
				소계	업종배분[1]	종목선택[2]
2015년	패시브 전체	-0.27	-0.07	-0.21	-0.11	-0.1
2016년		10.31	10.15	0.15	0.04	0.11
2017년		28.22	27.47	0.75	0.19	0.55
2018년 상반기		-5.65	-6.23	0.58	-0.07	0.69

주 1) 업종배분효과 : BM업종수익률 * 업종초과보유비중
2) 종목선택효과 : 업종보유비중 * 업종초과수익률
3) 벤치마크는 KOSPI200(배당포함)
4) 소수점 둘째자리에서 반올림으로 인한 단수차이 존재

○ 세부 업종별 종목선택효과는 안정형소비재의 종목선택효과가 0.69%p로 가장 높게 나타났으며, 인터넷(0.05%p)과 건설/비금속(0.04%p)도 양호한 성과를 보임

- 종목선택효과가 낮은 업종은 타이어, 조선/운송으로 각각 -0.04%p와 -0.03%p였음
- 패시브 직접운용의 업종별 성과요인에서 안정형 소비재의 종목선택효과에서 가장 크게 나타났고, 올해 초 기금운용본부가 안정형 소비재의 비중 하회를 축소하겠다는 운영계획이 있었던바, 시장의 변동성이 큰 현재의 국면에서 운용관리가 적절히 이루어진 것으로 보임

〈표 Ⅱ-70〉 패시브유형 초과수익 업종별 요인분해

(단위: %, %p)

업 종	비중	벤치마크 비중	보유비중차이	성과 요인	
				업종배분효과	종목선택효과
은행	8.14	8.14	-0.01	-0.01	0.01
비은행	4.48	4.45	0.03	-0.02	-0.01
반도체	32.23	31.63	0.60	0.00	0.00
전자	4.23	4.31	-0.08	0.00	0.01
건설/비금속	2.03	2.04	0.00	0.02	0.04
조선/운송	1.23	1.23	0.00	0.02	-0.03
기계	1.11	1.63	-0.52	0.01	-0.01
통신	2.71	2.75	-0.04	0.00	0.00
인터넷	5.07	5.54	-0.47	0.01	0.05
미디어엔터	0.38	0.40	-0.01	0.00	0.00
철강/기타소재	3.89	3.95	-0.06	-0.01	0.01
에너지/상사	7.51	7.42	0.09	-0.03	0.01
안정형소비재	8.73	8.61	0.13	-0.01	0.65
변동형소비재	3.82	3.76	0.06	0.00	0.02
유틸리티	1.65	1.67	-0.02	0.00	0.01
자동차	3.51	3.56	-0.05	-0.01	0.00
자동차부품	3.22	3.28	-0.05	-0.01	0.00
타이어	0.55	0.60	-0.06	0.01	-0.04
지주	5.48	5.02	0.46	-0.06	-0.02

주 1) 소수점 둘째자리에서 반올림으로 인한 단수차이 존재
2) 벤치마크는 전술적 벤치마크인 KOSPI200(배당포함)
3) 패시브 운용의 업종구분은 국민연금기금의 섹터구분(중분류)을 따름

□ 국내주식 액티브운용

○ 액티브 직접운용의 초과수익은 종목선택효과에 기인한 것으로 나타

났으며, 액티브 위탁운용은 업종배분효과보다 종목선택효과가 낮은 성과에 기인한 것으로 나타남

- 액티브 직접운용의 전술적 벤치마크 대비 초과성과는 업종배분효과(0.03%p)와 종목선택효과(0.65%p) 모두 양의 기여를 함
- 액티브 위탁운용의 업종배분효과와 종목선택효과는 각각 -0.19%와 -1.60%p로 종목선택효과가 액티브 위탁운용의 음의 초과성과에 더욱 부정적으로 기여함

〈표 Ⅱ-71〉 액티브운용 초과수익 요인분해

(단위: %, %p)

세부유형			기금	BM	초과수익			
					소계	업종배분	종목선택	기타효과
2015년	액티브	직접운용	-1.29	-0.07	-1.22	-0.31	-0.94	-0.02
		위탁운용	4.48	4.86	-0.38	0.72	-1.35	0.25
2016년		직접운용	9.67	10.15	-0.48	0.14	-0.69	0.07
		위탁운용	1.02	3.57	-2.55	-0.83	-1.5	-0.22
2017년		직접운용	28.65	27.47	1.18	0.39	0.74	0.06
		위탁운용	23.91	25.46	-1.55	0.06	-1.36	-0.25
2018년 상반기		직접운용	-5.58	-6.23	0.65	0.03	0.65	-0.03
		위탁운용	-4.96	-3.67	-1.29	-0.19	-1.60	0.50

주 1) 업종배분효과 : BM업종수익률 * 업종초과보유비중
2) 종목선택효과 : BM업종보유비중 * 업종초과수익률
3) 기타효과는 배당효과 및 기타수익 등을 포함하며 종목선택효과에 포함시켜 해석할 수도 있음, 위탁운용의 기타수익은 수익률 계산방식에 따른 차이도 포함
4) 반올림에 의한 단수차이 있음

○ 업종별로 액티브 직접운용의 종목선택효과가 가장 두드러진 업종은 안정형소비재(0.59%p)로 나타남

- 인터넷(0.08%p), 변동형소비재(0.08%p), 자동차부품(0.05%p)에서도 종목선택효과가 긍정적인 영향을 줌

- 직접운용의 보유비중이 큰 반도체에서도 양의 종목선택효과 0.02%p가 나타나 직접운용의 양의 초과성과에 기여함

〈표 Ⅱ-72〉 액티브 직접운용 업종별 요인분해

(단위: %, %p)

업 종	비중	벤치마크 비중	보유비중 차이	성과 요인	
				업종배분효과	종목선택효과
은행	7.99	8.14	-0.15	0.00	-0.01
비은행	4.36	4.45	-0.09	0.00	0.00
반도체	32.92	31.63	1.29	-0.02	0.02
전자	4.19	4.31	-0.12	-0.01	0.01
건설/비금속	2.19	2.04	0.16	0.03	0.04
조선/운송	1.18	1.23	-0.05	0.02	-0.08
기계	1.09	1.63	-0.54	0.02	-0.04
통신	2.65	2.75	-0.11	0.01	0.01
인터넷	4.71	5.54	-0.83	0.06	0.08
미디어엔터	0.39	0.40	0.00	0.00	0.00
철강/기타소재	3.98	3.95	0.03	0.00	0.01
에너지/상사	7.51	7.42	0.09	-0.03	-0.08
안정형소비재	8.72	8.61	0.11	-0.02	0.59
변동형소비재	3.93	3.76	0.17	0.00	0.08
유틸리티	1.73	1.67	0.06	0.00	0.02
자동차	3.65	3.56	0.09	-0.03	0.00
자동차부품	3.25	3.28	-0.02	-0.03	0.05
타이어	0.59	0.60	-0.01	0.01	-0.04
지주	4.97	5.02	-0.06	0.02	0.01

주 1) 소수점 둘째자리에서 반올림으로 인한 단수차이 존재
2) 벤치마크는 전술적 벤치마크인 KOSPI200(배당포함)
3) 액티브 직접운용의 업종구분은 국민연금기금의 섹터구분(중분류)을 따름

○ 액티브 위탁운용의 업종별 종목선택효과는 전반적으로 음의 초과수익에 기여한 것으로 나타남

- 액티브 위탁운용의 종목선택효과가 가장 부진하게 나타난 업종은 화학(-0.40%p)이었고, 운수장비(-0.37%p)와 의약품(-0.36%p)도 음의 종목선택효과에 기여
- 투자비중이 가장 높았던 전기전자(비중: 29.08%)에서도 종목선택효과가 -0.11%로 부진

〈표 Ⅱ-73〉 액티브 위탁운용 업종별 요인분해

(단위: %, %p)

업 종	비중	벤치마크 비중	보유비중 차이	성과 요인	
				업종배분효과	종목선택효과
KQ100	6.15	6.80	-0.64	0.08	-0.40
건설업	1.53	1.25	0.29	0.07	0.16
금융업	12.30	12.18	0.12	0.00	-0.11
기계	1.32	1.29	0.04	-0.02	-0.07
미분류	1.15	1.20	-0.05	0.00	0.00
보험업	3.06	3.90	-0.84	0.12	0.04
비금속광물제품	0.31	0.46	-0.15	-0.02	-0.01
서비스업	6.99	7.64	-0.66	0.05	-0.02
섬유의복	0.41	0.36	0.06	0.00	-0.03
운수장비	6.16	6.30	-0.15	-0.01	-0.37
운수창고업	1.28	1.25	0.03	0.00	-0.07
유통업	4.31	4.85	-0.54	-0.03	0.21
은행	1.68	1.24	0.44	-0.01	-0.01
음식료품	2.04	2.07	-0.03	0.02	-0.07

업 종	비중	벤치마크 비중	보유비중 차이	성과 요인	
				업종배분효과	종목선택효과
의료정밀	0.11	0.11	0.00	0.00	-0.01
의약품	2.14	3.28	-1.13	-0.14	-0.36
전기가스업	1.30	1.88	-0.59	0.03	0.10
전기전자	29.08	27.38	1.70	-0.14	-0.11
종이목재	0.07	0.15	-0.08	-0.02	0.01
증권	1.90	1.38	0.52	-0.06	0.04
철강금속	3.91	3.40	0.50	-0.04	-0.06
통신업	2.52	2.15	0.37	-0.05	-0.05
화학	10.29	9.50	0.79	-0.03	-0.40

주 1) 소수점 둘째자리에서 반올림으로 인한 단수차이 존재
2) 벤치마크는 전술적 벤치마크인 KOSP+KOSDAQ100의 합성지수
3) 위탁운용의 경우, 업종분류가 패시브, 액티브 직접과 상이
3) 자료의 제약으로 액티브 위탁운용의 업종구분은 거래소 업종구분을 따름

5) 유형별 수익률

□ 국내주식 패시브운용

○ 2018년 상반기에는 국내주식 패시브운용 전체가 벤치마크 대비 양의 초과수익을 나타낸 가운데 퀀트인덱스와 순수인덱스 유형의 초과수익이 패시브 전체 초과수익에 큰 기여를 하였음

- 국내주식 패시브운용 중 가장 비중이 높은 순수인덱스 유형은 벤치마크 수익률을 0.58%p 상회하였고, 다음으로 비중이 높은 퀀트인덱스 유형은 벤치마크 수익률 대비 0.45%p 높은 성과를 보임
- KRX 유형에서 -1.49%p의 음의 초과수익이 나타난 점을 제외하면, 패시브유형이 전반적으로 양의 초과수익을 달성하였음

〈표 Ⅱ-74〉 국내주식 패시브운용 유형별 수익률[1)]

(단위: %, %p)

구분		2016년	2017년	2018년 상반기			2017년 보유비중	2018년 상반기 보유비중	적용 BM
				기금	BM	초과			
Passive	퀀트인덱스	10.70	28.29	-5.77	-6.23	0.45	8.70	8.56	KRX유형은 KRX100 지수 사용, 나머지는 KOSPI200_T
	순수인덱스	10.30	28.20	-5.64	-6.23	0.58	88.30	88.57	
	KRX	7.36	29.37	-4.74	-3.25	-1.49	0.70	0.66	
	스타일	10.04	28.33	-5.78	-6.23	0.45	2.30	2.20	
패시브 전체		10.31	28.22	-5.65	-6.23	0.58	100.00	100.00	

주 1) 2018년 상반기 수익률은 연율화하지 않은 반기 수익률이며 보유비중은 2018년 6월말 기준임.

□ 국내주식 액티브운용

○ 2018년 상반기 액티브운용은 -5.15%의 수익률로 액티브운용 전체 벤치마크 대비 -1.48%p 하회함

- 국내주식 액티브운용은 직접운용과 위탁운용으로 운용 중이며 세부 유형 중에서는 직접운용의 코어 유형이 벤치마크 대비 0.65%p의 양의 수익률로 양호한 성과를 보임
- 액티브 위탁운용의 경우 벤치마크 대비 -1.29%p의 음의 초과 수익률을 보여 낮은 성과가 나타남
- 액티브 위탁운용 유형중 최근 3년간의 수익률 기준 가장 높은 절대성과를 보인 액티브퀀트 유형은 상반기에 벤치마크 대비 1.60%p를 기록하였고, 최근 3년간 가장 낮은 수익률을 보인 배당주형은 벤치마크대비 2.58%p 양의 초과 수익률을 보임
- 중소형주형의 경우 올 초 비중 확대 운용방향을 세웠음에도 벤치마크 수익률을 -2.85%p 하회함

〈표 Ⅱ-75〉 국내주식 위탁운용 유형별 수익률

(단위: %, %p)

구 분		2017년	2018년 상반기				3년평균 ('15~'17)	보유 비중	적용 BM
			기금	BM	BM 대비	전체BM 대비[1]			
직접 운용	코어	28.65	-5.58	-6.23	0.65	-1.91	11.76	100	KOSPI200_T
	소계	28.65	-5.58	-6.23	0.65	-1.91	11.76	100	
위탁 운용	순수주식형	25.52	-4.72	-5.08	0.36	-1.05	8.00	28.4	합성지수[2]
	중소형주	17.13	-1.22	1.63	-2.85	2.45	7.02	9.8	중소형지수
	책임투자[9]	26.22	-5.27	-6.63	1.36	-1.60	9.97	11.8	SRI지수
	장기투자형	21.45	-5.50	-5.73	0.23	-1.83	9.49	15.0	KOSPI
	액티브퀀트	27.55	-6.12	-7.72	1.60	-2.45	11.87	17.7	KOSPI200
	대형주형[3]	23.5	-5.38	-8.13	2.75	-1.71	10.09	7.1	KOSPI100
	배당주형[4]	23.45	-6.42	-9.00	2.58	-2.75	6.48	3.4	배당지수
	가치형[5]	25.13	-5.7	-7.82	2.12	-2.03	11.15	4.1	가치지수
소계		23.91	-4.96	-3.67	-1.29	-1.29	9.36	100	순수주식형BM
액티브유형[6] 전체		25.32	-5.15	-3.67	-1.48	-1.48	9.88	-	KOSPI_T*(1-S) +KOSDAQ100*S

주 1) 전체 BM은 'KOSPI_T*(1-S)+KOSDAQ100*S' 로서 배당을 포함한 합성지수임
*S=KOSDAQ100시가총액÷(KOSDAQ100+유가증권시장 시가총액)
2) 순수주식형 BM은 'KOSPI*(1-S)+KOSDAQ100*S' 로서 배당을 제외한 합성지수임
*S=KOSDAQ100시가총액÷(KOSDAQ100+유가증권시장 시가총액)
3) 대형주형은 13.7.17.부터 최초 투자되어 2013년의 성과는 연율화 하지 않았음
4) 배당주형은 15.4.27.부터 최초 투자되어 2015년의 성과는 연율화 하지 않았음. 배당주형의 벤치마크는 NPS-KRX 배당지수의 사용자지수임
5) 가치형은 15.11.14.부터 최초 투자되어 2015년의 성과는 연율화 하지 않았음 가치형의 벤치마크는 NPS-MSCI 가치지수 의 사용자지수임
6) 액티브유형은 15.7.1.부터 공식적으로 설정되어 운용되기 시작하였음
7) 투자비중은 2017년 12월말 기준임
8) 위탁운용 내의 세부유형 비중 합계와 액티브 유형 내의 직접운용과 위탁운용 비중의 합이 100%가 되지 않는 것은 세부유형으로 분류되지 않는 TM펀드 때문임
9) 책임투자형은 15년 하반기에 "사회책임투자"에서 "책임투자"로 명칭이 변경되었으며 벤치마크지수도 기존 KOSPI에서 ESG요소를 고려한 NPS-FnGuide SRI지수로 변경됨

라. 위험 분석

○ 2018년 상반기 중 국내주식부문의 위험은 10.45%로 벤치마크인 KOSPI_T의 위험 9.94%대비 0.51%p 높은 수준

- 전년 동기에 비하여 총위험은 5.08%p 증가하였으며 국내 패시브 운용이 액티브 운용보다 더 높은 위험수준을 보임
- 국내 액티브운용은 해당 벤치마크인 혼합지수 대비 -0.01%p 하회하는 위험을 나타냈으며 국내주식 전체 벤치마크 대비로는 높은 수준임

〈표 Ⅱ-76〉 국내주식부문의 총위험 추이(신규유형체계)

(단위: %)

구분		2017년상반기			2017년			2018년상반기		
		기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
패시브	직접	5.87	5.77	0.09	9.52	9.3	0.22	10.92	10.87	0.04
액티브	직접	5.91	5.77	0.14	9.59	9.3	0.29	10.85	10.87	-0.02
	위탁	4.88	5.01	-0.12	7.95	8.29	-0.33	10.08	10.27	-0.19
	소계	5.14	5.01	0.13	8.39	8.29	0.11	10.26	10.27	-0.01
국내주식전체		5.37	5.24	0.12	8.76	8.72	0.03	10.45	9.94	0.51

〈표 Ⅱ-77〉 국내주식부문의 위험 추이(기존유형체계)

(단위: %)

구분		2017년상반기			2018년상반기			2.5년평균 ('16~'18.6)			4.5년평균 ('14~'18.6)		
		기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
국내	직접	4.44	4.35	0.08	10.89	10.87	0.02	10.05	9.87	0.18	10.15	10.00	0.15
	위탁	4.88	5.01	-0.12	10.08	10.27	-0.19	9.02	9.41	-0.39	8.62	8.92	-0.31
	소계	5.37	5.24	0.12	10.45	9.94	0.51	9.45	9.36	0.09	9.20	9.04	0.16

주) 2018년 상반기 총위험은 표준편차로 계산하였으며, 주단위의 수익률을 이용하여 계산한 것임. 나머지 연도의 총 위험은 월단위의 수익률을 이용하여 계산함.

○ 2018년 상반기 국내주식부문 수정샤프지수는 -0.67로 나타났으며 벤치마크의 수정샤프지수 -0.53 대비 하회하였음

- 전년도 동기(3.77) 대비 감소하였으며, 벤치마크와의 차이도 전년도 동기 대비 감소
- 국내 패시브운용과 액티브운용의 수정샤프지수는 각각 -0.74와 -0.64로 전술적 벤치마크 대비 높은 수준으로 나타남

〈표 Ⅱ-78〉 국내주식부문의 수정샤프지수 추이(신규유형체계)

(단위: %)

구분		2017년 상반기			2017년			2018년 상반기		
		기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
패시브	직접	3.70	3.67	0.02	2.77	2.76	0.01	-0.74	-0.80	0.06
액티브	직접	3.68	3.67	0.01	2.80	2.76	0.04	-0.73	-0.80	0.07
	위탁	3.80	3.74	0.05	2.78	2.86	-0.07	-0.61	-0.49	-0.12
	소계	3.79	3.74	0.05	2.80	2.86	-0.05	-0.64	-0.49	-0.15
국내주식전체		3.77	3.65	0.12	2.80	2.55	0.25	-0.67	-0.53	-0.14

〈표 Ⅱ-79〉 국내주식부문의 수정샤프지수 추이(기존유형체계)

구분		2017년			2018년상반기			2.5년평균 ('16~'18.6)			4.5년평균 ('14~'18.6)		
		기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
국내	직접	2.78	2.76	0.02	-0.73	-0.80	0.06	1.04	1.00	0.04	0.28	0.28	0.00
	위탁	2.78	2.86	-0.07	-0.61	-0.49	-0.12	0.60	0.81	-0.21	0.23	0.39	-0.16
	소계	2.8	2.55	0.25	-0.67	-0.53	-0.14	0.85	0.81	0.04	0.27	0.35	-0.08

주) 무위험이자율은 3년 만기 국고채 수익률을 사용함.

○ 2018년 상반기 국내주식부문 IR은 -0.81로 음(-)의 위험조정수익률을 나타냈으며 TE는 1.35%를 기록함

- 패시브운용의 IR값은 1.05로 액티브운용(-0.86) 대비 상대적으로 높은 성과를 나타냈으며 이는 앞서 살펴본 바와 같이 패시브운용이 액티브운용 대비 높은 초과수익을 달성했기 때문임
- 2018년 상반기 액티브 위험 수준은 전년도 동기(0.12) 대비 높아진 것으로 나타났으며, 패시브 직접운용이 상대적으로 낮은 액티브 위험(0.55%)을 보였고, 액티브 직접운용의 액티브위험은 0.68%, 액티브 위탁운용의 액티브 위험은 1.59%로 다소 높은 액티브위험을 보임

○ 기금운용위원회가 의결한 2018년 목표초과수익률(안)에 따라 자산별로 배분된 액티브 위험 배분결과에 따르면 국내주식의 IR은 0.32로 가정하였고 이에 따라 국내주식에 배분된 목표 액티브위험은 1.07%임

- 이에 따라 국내주식의 목표초과수익률(α)은 0.34%p로 설정되었음
- 2018년 상반기 현재 국내주식의 초과수익은 목표초과수익률을 하회하고 있는 상황이며 실제 액티브 위험은 1.35%로 배분된 액티브 위험대비 126%수준임
- 2018년 상반기 중 국내주식의 IR값은 -0.81로 액티브위험 배분시 가정한 0.32보다 낮은 수준을 나타내고 있음

〈표 Ⅱ-80〉 국내주식부문의 IR 및 TE 추이(신규유형체계)

구분		2017년 상반기		2017년		2018년 상반기	
		IR	TE	IR	TE	IR	TE
패시브	직접	1.49	0.33	1.98	0.38	1.05	0.55
액티브	직접	1.43	0.41	2.2	0.53	0.96	0.68
	위탁	-0.21	0.87	-1.45	1.07	-0.81	1.59
	소계	0.73	0.13	-0.11	1.30	-0.86	1.72
국내주식전체		1.09	0.12	1.91	1.17	-0.81	1.35

〈표 Ⅱ-81〉 국내주식부문의 IR 및 TE 추이(기존유형체계)

구분		2017년		2018년상반기		2.5년평균 ('16~'18.6)		4.5년평균 ('14~'18.6)	
		IR	TE	IR	TE	IR	TE	IR	TE
국내	직접	2.19	0.41	1.04	0.58	0.89	0.61	0.08	0.90
	위탁	-1.45	1.07	-0.81	1.59	-1.63	1.35	-0.89	1.67
	소계	1.91	1.17	-0.81	1.35	0.36	1.25	-0.53	1.31

주) 2018년 상반기 IR과 TE값은 주간수익률을 기준으로 산출하였음.

7. 해외주식 부문

○ 해외주식 투자규모는 118조 7,407억 원으로 전년도말 대비 10조 5,263억 원 증가
○ 원화기준 수익률은 4.54%로 벤치마크 대비 0.71%p 초과성과 시현
○ 주요 국가들의 통화정책, 인플레이션 우려, 무역 분쟁 등 대외적 불확실성으로 전년 대비 절대 수익률이 하락

가. 포트폴리오 분석

○ 2018년 6월말 해외주식은 원화기준 118조 7,407억 원으로 전년말 108조 2,144억 원 대비 10조 5,263억 원이 증가함
- 해외주식 패시브운용의 투자금액은 46조 1,232억 원으로 전년말(41조 2,212억 원) 대비 4조 9,020억 원이 증가하였으며 해외주식 포트폴리오 내 비중도 38.8%로 전년 말(38.1) 대비 0.7%p 증가
- 액티브운용은 72조 6,174억 원으로 전년도 66조 9,931억 원 대비 5조 6,243억 원이 증가하였으나 자산군 내 보유비중은 61.2%로 전년(61.9) 대비 감소

- 자산군 내 패시브유형의 비중 확대로 설정한 운용계획이 실제 포트폴리오에 반영된 모습

〈표 Ⅱ-82〉 해외주식 부문 투자현황(신규유형 체계)

(단위: %)

구분		2017년		2018년 상반기	
		규모	비중	규모	비중
해외주식 전체		1,082,144	100.0	1,187,407	100.0
패시브	계	412,212	38.1	461,232	38.8
	직접	370,405	34.2	415,289	35.0
	위탁	41,808	3.8	45,943	3.9
액티브	위탁	669,931	61.9	726,174	61.2

〈표 Ⅱ-83〉 해외주식 부문 투자현황(기존유형 체계)

(단위: 억 원, %)

구분	2016년		2017년		2018년 6월말	
	규모	비중	규모	비중	규모	비중
직접	281,636	32.9	370,405	34.2	415,289	35.0
위탁	574,571	67.1	711,739	65.8	772,117	65.0
해외주식 전체	856,207	100.0	1,082,144	100.0	1,187,407	100.0

○ 2018년 상반기 해외주식 부문의 투자규모 증가분 10조 5,263억 원은 패시브운용 중심의 신규투자와 액티브운용의 평가이익이 주요 원인

- 2018년 상반기 중 해외주식에 대해 총 5조 4,788억 원 규모의 신규투자가 있었으며 실현 및 평가손실과 외환관련 이익은 5조 476억 원
- 전체 투자규모 증가분에서 액티브운용의 평가이익이 53.4%, 패시브운용의 신규투자가 30.0%를 차지하였음

〈표 Ⅱ-84〉 2018년 상반기 해외주식 평가금액 증감요인 분석

(단위: 억 원)

구분	1. 신규투자	2. 손익	합계 (전년말 대비 증가분)
해외주식 전체	54,788	50,476	105,263
패시브	31,725	17,295	49,020
액티브	23,063	33,181	56,244

○ 해외주식의 유형별 투자현황을 살펴보면 패시브운용과 액티브운용의 선진국(DM) 유형이 가장 큰 비중을 차지함

- 액티브운용과 패시브운용 모두 선진국(DM) 유형이 각각 48.0%, 30.3%로 가장 큰 비중을 차지하고 있음

〈표 Ⅱ-85〉 해외주식 세부 유형별 투자현황

(단위: %, %p)

유 형		2018년 상반기	2017년	차이
패시브	선진국(DM) 인덱스	30.3	30.6	-0.3
	퀀트인덱스	2.8	1.8	0.9
	국가배분	1.8	1.8	0.0
	Contextual Alpha	0.2	0.2	0.0
	이머징 인덱스	3.7	3.9	-0.2
	패시브 계	38.8	38.1	0.7
액티브	All Countries	7.6	7.5	0.1
	선진국 시장(DM)	48.0	48.3	-0.3
	신흥국 시장(EM)	3.2	3.5	-0.3
	Satellite	1.6	1.6	0.0

유 형		2018년 상반기	2017년	차이
	China	0.6	0.7	-0.1
	기타	0.2	0.2	0.0
	액티브 계	61.2	61.8	-0.6
Total		100.0	100.0	0.0

○ 2018년 6월말 해외주식의 지역별 비중은 유럽과 남미를 제외하고 모두 벤치마크 대비 비중하회

- 북미지역이 55.9%로 벤치마크(57.7%) 대비 1.8%p 비중하회하고 있으며 일본 비중도 6.8%로 벤치마크(7.8%) 대비 0.9%p 비중하회
- 북미에 이어 높은 비중을 가지고 있는 유럽지역 22.4%로 벤치마크(21.2%) 대비 1.3%p 비중 상회
- 이와 같은 해외주식 포트폴리오의 지역별 구성은 2013년 이후 큰 변화 없이 지속되고 있음

〈표 Ⅱ-86〉 해외주식 지역별 보유비중

(단위: %)

지 역	패시브	액티브	해외주식 전체	해외주식 BM	차이
North America	22.7	33.3	55.9	57.7	-1.8
Europe	8.3	14.1	22.4	21.2	1.3
Asia/Pacific Ex Japan	7.1	3.9	11.0	11.0	-0.1
Japan	3.1	3.7	6.8	7.8	-0.9
Latin America	1.0	0.3	1.3	1.3	0.0
Africa/Mideast	0.8	0.2	1.0	1.1	-0.2

주) 2018년 6월말 기준

〈표 Ⅱ-87〉 해외주식 지역별 보유비중 추이

(단위: %)

지 역	2015			2016			2017			2018.6		
	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
North America	54.8	56.7	-1.9	56.0	57.8	-1.8	54.5	56.4	-1.9	55.9	57.7	-1.8
Europe	23.8	23.3	0.5	23.0	21.7	1.4	23.4	22.0	1.4	22.4	21.2	1.3
Asia/Pacific Ex Japan	7.5	8.2	-0.7	7.0	8.0	-1.0	7.0	8.0	-1.0	11.0	11.0	-0.1
Japan	9.5	9.5	0.0	9.9	10.1	-0.2	10.9	10.9	0.0	6.8	7.8	-0.9
Latin America	1.2	1.2	0.0	1.5	1.4	0.1	1.5	1.4	0.1	1.3	1.3	0.0
Africa/Mideast	1.0	1.1	-0.1	0.9	1.1	-0.2	0.9	1.2	-0.3	1.0	1.1	-0.2

주) 진하게 음영처리된 지역은 벤치마크 대비 비중상회한 지역

○ 해외주식의 상반기 포트폴리오는 벤치마크 대비 IT, 경기소비재(consumer discretionary), 헬스케어의 비중이 높고 금융(financials), 에너지, 소재(material), 필수소비재(consumer staples), 통신업종, 유틸리티에 대한 비중은 낮음

- 패시브운용의 경우에는 IT 업종의 비중이 가장 높았고 금융, 경기소비재, 헬스케어의 비중이 타 업종에 비해 높은 것으로 나타났음
- 액티브운용 역시 IT 업종의 비중이 가장 높았으며 벤치마크 대비 필수소비재, 헬스케어의 비중이 높음

〈표 Ⅱ-88〉 해외주식 업종별 보유비중

(단위: %)

업 종	패시브	액티브	해외주식 전체	MSCI AC Ex-Korea	차이
Financials	16.91	17.18	17.08	17.54	-0.46
IT	18.29	20.09	19.39	19.19	0.2

업 종	패시브	액티브	해외주식 전체	MSCI AC Ex-Korea	차이
Consumer Discretionary	11.83	14.04	13.18	12.42	0.76
Health Care	10.67	13.11	12.16	11.20	0.96
Industrials	10.01	9.74	9.85	10.54	-0.69
Consumer Staples	7.75	7.06	7.33	8.12	-0.79
Energy	6.60	5.79	6.11	6.90	-0.79
Materials	4.97	4.88	4.92	5.20	-0.28
Telecommunication Services	2.67	1.83	2.16	2.84	-0.68
Utilities	2.71	1.87	2.20	2.97	-0.77
Cash Equivalent	0.09	2.63	1.64	0.00	1.64
Unclass	4.48	0.25	1.90	0.00	1.9
Futures	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0
Uninvested	0.15	-0.19	0.00	0.00	0.0
Real Estate	2.87	0.25	2.15	3.09	-0.94

주) 2018년 6월말 기준

나. 수익률 분석

1) 총 수익률

○ 2018년도 상반기 해외주식은 원화기준 4.54% 수익률로 벤치마크(3.83%)를 0.71%p 상회하였고 달러기준 수익률은 -0.14%의 수익률로 달러기준 벤치마크(-0.26%)를 0.12%p 상회

- 글로벌 주식시장의 성과가 상승한 전년 말(10.68%) 대비로는 낮은 절대성과를 기록하였으나 벤치마크 대비로는 양의 초과성과를 달성

- 2018년 상반기 미국의 통화정책 및 인플레이션에 대한 우려, 무역 분쟁 등 불확실성 증가로 글로벌 주식시장 전체성과가 하락하여 해외주식 포트폴리오의 성과도 전년 대비 하락
- 특히 견조한 성과를 기록한 미국 등 선진국 대비 신흥국의 성과가 부진하여 패시브 위탁운용이 음의 성과를 기록
- 해외주식 패시브운용은 원화기준 4.05%의 수익률로 패시브운용의 벤치마크(4.05%)와 유사한 성과를 나타냈고 액티브운용은 원화기준 4.85%의 수익률로 벤치마크(3.83%)를 1.02%p 상회하였음
- 절대수익률은 패시브 직접운용이 4.99%로 가장 높게 나타났으나 벤치마크 대비로는 액티브 위탁운용의 성과가 가장 뛰어남
- 모든 유형의 절대성과가 전년 대비 하락하였으나 패시브 위탁운용을 제외한 다른 유형은 양의 초과성과를 시현
- 원화 대비 달러 환율의 상승으로 원화기준 성과(4.54%)가 달러기준(-0.14%) 대비 높게 나타나 환효과는 성과에 긍정적으로 기여
- 해외주식 포트폴리오의 초과성과 0.71%p는 연간 목표 초과수익률인 0.57% 대비 상회
- 전체 포트폴리오의 초과성과는 자산 내 높은 비중과 양의 성과를 기록한 액티브 위탁운용의 기여가 가장 높음
- 액티브 위탁운용의 성과는 AC(All Countries) 유형이 주로 기여
- 패시브 위탁운용은 유형 내 주요 비중을 차지하는 Asia/Pacific지역의 저조한 성과로 전년 대비 낮은 성과
- 패시브 직접운용은 유형 내 가장 높은 비중을 차지하는 미국시장의 성과 상승으로 전체성과에 긍정적 기여

〈표 Ⅱ-89〉 해외주식 부문 수익률(신규유형 체계)

(단위: %)

구분			2017년			2018년 상반기			2.5년 평균 ('16 ~ 18.6.)			4.5년 평균 ('14 ~ 18.6.)		
			기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
패시브	직접	원화	8.83	8.49	0.34	4.99	4.96	0.03	9.90	9.67	0.24	8.96	8.73	0.23
		달러	22.87	22.40	0.47	0.30	-0.04	0.34	12.00	11.53	0.46	7.60	7.18	0.43
	위탁	원화	20.30	20.19	0.11	-3.96	-3.66	-0.31	-	-	-	-	-	-
		달러	35.70	35.60	0.11	-8.25	-8.24	-0.01	-	-	-	-	-	-
	소계	원화	9.89	9.57	0.32	4.05	4.05	0.00	10.11	9.91	0.20	8.84	8.64	0.20
		달러	24.05	23.61	0.44	-0.59	-0.91	0.31	12.20	11.78	0.42	7.47	7.09	0.39
액티브	위탁	원화	11.14	9.57	1.58	4.85	3.83	1.02	10.27	9.82	0.45	8.97	8.36	0.61
		달러	25.37	23.61	1.76	0.15	-0.26	0.41	12.23	12.07	0.16	7.47	7.01	0.46
해외주식 전체		원화	10.68	9.57	1.12	4.54	3.83	0.71	10.18	9.82	0.36	8.90	8.36	0.54
		달러	24.89	23.61	1.28	-0.14	-0.26	0.12	12.19	12.07	0.11	7.45	7.01	0.43

〈표 Ⅱ-90〉 해외주식 부문 수익률(기존유형 체계)

(단위: %)

구분		2017년			2018년 상반기			2.5년 평균 ('16 ~ '18.6)			4.5년 평균 ('14~ '18.6)		
		기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
직접	원화	8.83	8.49	0.34	4.99	4.96	0.03	9.90	9.67	0.24	8.96	8.73	0.23
	달러	22.87	22.40	0.47	0.30	-0.04	0.34	12.00	11.53	0.46	7.60	7.18	0.43
위탁	원화	11.61	9.57	2.04	4.31	3.83	0.47	10.31	9.82	0.49	16.59	15.55	1.03
	달러	25.89	23.61	2.28	-0.37	-0.26	-0.11	12.27	12.07	0.20	13.72	12.98	0.74
소계	원화	10.68	9.57	1.12	4.54	3.83	0.71	10.18	9.82	0.36	8.90	8.36	0.54
	달러	24.89	23.61	1.28	-0.14	-0.26	0.12	12.19	12.07	0.11	7.45	7.01	0.43

〈참고자료〉 해외주식 부문 벤치마크(Benchmark: BM) 지수

자산종류		벤치마크 지수	비고
해외주식전체		MSCI AC World Index(ex Korea, unhedged-to-KRW)	기금운용위원회가 부여
패시브	전체	MSCI AC World Index(ex Korea, unhedged to KRW)	기금운용본부가 설정
	직접	MSCI The World Index + EM China	기금운용본부가 설정
	위탁	MSCI EM Index ex Korea, unhedged to KRW	기금운용본부가 설정
액티브	위탁	MSCI AC World Index(ex Korea, unhedged-to-KRW)	기금운용본부가 설정

2) 성과요인

○ 2018년도 해외주식 원화수익률은 양의 원화환산효과로 달러기준 대비 높은 수준

- 달러 대비 원화가치의 상승으로 원화환산효과가 4.68%p 양의 기여하여 원화기준 수익률은 4.54%
- 해외투자의 목표 환헤지 비율은 포트폴리오 차원에서 0%로 설정되어 환헤지를 실시하고 있지 않음

〈표 Ⅱ-91〉 해외주식 성과의 환효과

(단위: %, %p)

구분	패시브	액티브	해외주식 전체	BM	차이
BM 환율 적용 달러 수익률	-0.72	0.14	-0.19	-0.26	-
+ BM 환율 적용 효과	0.13	0.00	0.05	0.00	-
달러기준 수익률	-0.59	0.15	-0.14	-0.26	0.12
+ 원화환산 효과	4.64	4.70	4.68	4.09	-
헤지전 원화기준 수익률	4.05	4.85	4.54	3.83	0.71
원화기준 수익률	4.05	4.85	4.54	3.83	0.71

○ 전체 해외주식 포트폴리오의 절대성과에 대한 세부유형별 기여율은 액티브운용이 66.1%, 패시브유형이 33.9%임
- 유형 내 비중이 가장 높은 양의 성과를 시현한 액티브 위탁운용의 절대성과가 기여가 가장 높게 나타남
- 패시브유형 내에서는 패시브 직접운용이 37.5%의 전체성과 기여를 한 것으로 나타났고 패시브 위탁운용이 -3.3%으로 음의 기여를 하였음
- 패시브 위탁운용의 경우 음의 성과를 기록하였으나 자산 내 비중이 낮은 절대성과에 미치는 영향을 제한적임

○ 해외주식 포트폴리오의 초과성과에 대한 세부유형별 기여도는 액티브 위탁운용이 0.63%p, 패시브 직접운용이 0.40%p, 패시브 위탁운용이 -0.30%p
- 액티브 위탁운용과 패시브 직접운용은 각각 All countries 유형과 미국시장의 성과 개선으로 전체 초과성과에 긍정적으로 기여

〈표 Ⅱ-92〉 해외주식 절대성과 기여율

(단위: %, %p)

해외주식	패시브						액티브		
	직접			위탁			위탁		
절대성과	수익률	기여도	기여율	수익률	기여도	기여율	수익률	기여도	기여율
4.54	4.99	1.71	37.5	-3.96	-0.15	-3.3	4.85	3.00	66.1

〈표 Ⅱ-93〉 해외주식 초과성과 기여율

(단위: %, %p)

해외주식	패시브						액티브		
	직접			위탁			위탁		
초과성과	수익률	기여도	기여율	수익률	기여도	기여율	수익률	기여도	기여율
0.71	0.03	0.01	1.44	-0.31	-0.01	-1.66	1.02	0.63	88.9

3) 위험 분석

○ 2018년 상반기 중 해외주식부문 원화기준 수익률의 위험은 8.98%로 벤치마크의 위험 8.94% 대비 0.04%p 높은 수준

- 달러기준 수익률의 위험은 10.67%로 달러기준 벤치마크의 위험 10.63% 대비 0.03%p 상회
- 위험의 절대수준도 전년 말 대비 증가하였으며 유형 내에서는 패시브 위탁운용의 위험수준이 가장 높게 나타남

〈표 Ⅱ-94〉 해외주식부문의 위험 추이(신규유형 체계)

(단위: %)

구분			2016년			2017년			2018년 상반기		
			기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
패시브	직접	원화	12.05	12.47	-0.43	6.58	6.71	-0.14	8.84	8.89	-0.05
		달러	12.66	12.63	0.03	3.18	3.18	0.00	10.50	10.62	-0.12
	위탁	원화	11.59	11.62	-0.03	5.25	5.53	-0.29	10.22	10.10	0.12
		달러	18.97	19.09	-0.12	6.92	6.95	-0.03	12.53	12.55	-0.02
	소계	원화	11.46	11.87	-0.41	6.08	6.25	-0.17	8.77	8.79	-0.02
		달러	12.74	12.73	0.01	3.02	3.04	-0.02	10.54	10.64	-0.11
액티브	위탁	원화	9.70	10.42	-0.72	6.20	5.52	0.68	8.88	8.78	0.10
		달러	11.49	11.18	0.31	2.64	2.78	-0.14	10.77	10.63	0.14
해외주식전체		원화	10.18	10.42	-0.24	6.13	5.52	0.61	8.98	8.94	0.04
		달러	11.80	11.18	0.62	2.74	2.78	-0.04	10.67	10.63	0.03

〈표 Ⅱ-95〉 해외주식부문의 위험 추이(기존유형 체계)

(단위: %)

구분		2017년			2018년 상반기			2.5년 평균('16~'18.6)			4.5년 평균('14~'18.6)		
		기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
직접	원화	6.58	6.71	-0.14	8.84	8.89	-0.05	9.96	10.27	-0.30	10.34	10.29	0.05
	달러	3.18	3.18	0.00	10.50	10.62	-0.12	9.67	9.56	0.10	10.76	10.68	0.08
위탁	원화	5.98	5.52	0.46	8.86	8.78	0.08	8.73	8.81	-0.08	9.45	9.62	-0.17
	달러	2.66	2.78	-0.12	10.79	10.63	0.16	9.29	8.91	0.38	10.15	10.10	0.05
전체	원화	6.13	5.52	0.61	8.98	8.94	0.04	9.03	8.81	0.22	9.61	9.62	-0.01
	달러	2.74	2.78	-0.04	10.67	10.63	0.03	9.31	8.91	0.40	10.23	10.10	0.13

주 1) 2018년 상반기 총위험은 주간단위 수익률의 표준편차로 계산하였으며, 나머지 연도의 총 위험은 월간단위의 수익률을 이용하여 계산함.

○ 원화기준 위험조정성과인 수정샤프지수는 0.42으로 벤치마크(0.35)를 상회하는 것으로 나타났으나 달러기준으로는 벤치마크와 유사한 수준

- 세부유형별로 보면 패시브 직접운용의 수정샤프지수가 0.34로 가장 높게 나타났으나 벤치마크 대비로는 액티브 위탁운용(0.32)이 높음
- 하지만 달러기준으로는 모든 유형의 수정샤프지수가 벤치마크와 유사한 수준으로 나타남

〈표 Ⅱ-96〉 해외주식부문의 수정샤프지수 추이(신규유형 체계)

구분			2016년			2017년			2018년 상반기		
			기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
패시브	직접	원화	0.78	0.73	0.05	1.10	1.03	0.07	0.34	0.34	0.00
		달러	0.53	0.50	0.03	6.69	6.56	0.14	-0.00	-0.00	0.00
	위탁	원화	1.57	1.60	-0.03	3.57	3.36	0.20	-0.00	-0.00	-0.00
		달러	0.81	0.81	0.00	4.93	4.89	0.04	-0.01	-0.01	0.00
	소계	원화	0.86	0.81	0.05	1.37	1.28	0.09	0.21	0.21	0.00
		달러	0.56	0.54	0.02	7.45	7.26	0.19	-0.00	-0.00	0.00
액티브	위탁	원화	0.84	0.93	-0.09	1.54	1.45	0.09	0.32	0.17	0.15
		달러	0.46	0.61	-0.15	9.01	7.93	1.08	-0.00	-0.00	0.00
해외주식전체		원화	0.85	0.92	-0.07	1.49	1.45	0.04	0.42	0.35	0.08
		달러	0.50	0.61	-0.11	8.52	7.93	0.59	-0.00	-0.00	0.00

〈표 Ⅱ-97〉 해외주식부문의 수정샤프지수 추이(기존유형 체계)

구분		2017년			2018년 상반기			2.5년 평균 ('16~'18.6)			4.5년 평균 ('14~'18.6)		
		기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
직접	원화	1.10	1.03	0.07	0.34	0.34	0.00	0.86	0.81	0.05	0.75	0.73	0.02
	달러	6.69	6.55	0.14	-0.00	-0.00	0.00	1.10	1.06	0.04	0.60	0.56	0.04
위탁	원화	1.68	1.45	0.23	0.24	0.17	0.07	1.06	0.96	0.06	1.63	1.49	0.14
	달러	9.14	7.93	1.21	-0.00	-0.00	-0.00	1.18	1.20	-0.03	1.23	1.17	0.07
전체	원화	1.49	1.45	0.04	0.42	0.35	0.08	0.98	0.96	0.02	0.80	0.75	0.06
	달러	8.52	7.93	0.59	-0.00	-0.00	0.00	1.16	1.20	-0.04	0.61	0.58	0.04

○ 2018년 상반기 해외주식 IR은 원화기준 0.63, 달러기준 0.35으로 나타남

- 이는 해외주식 부문에 배분된 목표IR(0.4) 대비 높은 수준이나 장기적(4.5년)으로는 0.24로 낮은 수준
- 원화기준 IR은 전년 말(0.50) 대비 높게 나타났으나 달러기준은 0.35로 1.77을 기록한 전년 말 대비 감소한 모습
- 세부유형별로는 액티브 위탁운용의 IR이 0.79로 가장 높게 나타났으며 패시브 위탁운용이 -0.27로 음의 값을 기록함

〈표 Ⅱ-98〉 해외주식부문의 IR 및 TE 추이(신규유형 체계)

(단위: %)

구분			2016년		2017년		2018년 상반기	
			IR	TE	IR	TE	IR	TE
패시브	직접	원화	0.17	1.27	0.35	0.97	0.02	1.12
		달러	0.68	0.51	1.01	0.46	0.40	0.85
	위탁	원화	-0.31	1.18	0.14	0.79	-0.27	1.16
		달러	-0.72	0.30	0.89	0.12	-0.09	0.10
	소계	원화	0.13	1.24	0.34	0.95	0.00	1.09
		달러	0.62	0.47	1.04	0.42	0.41	0.76
액티브	위탁	원화	-0.78	1.95	0.75	2.11	0.79	1.28
		달러	-1.54	1.03	2.09	0.84	0.80	0.52
해외주식전체		원화	-0.54	1.78	0.50	2.25	0.63	1.12
		달러	-0.55	1.76	1.77	0.72	0.35	0.36

〈표 Ⅱ-99〉 해외주식부문의 IR 및 TE 추이(기존유형 체계)

(단위: %)

구분		2017년		2018년 상반기		2.5년 평균 ('16~'18.6)		4.5년 평균 ('14~'18.6)	
		IR	TE	IR	TE	IR	TE	IR	TE
직접	원화	0.35	0.97	0.02	1.12	0.23	1.04	0.23	1.00
	달러	1.01	0.46	0.40	0.85	0.96	0.49	0.93	0.46
위탁	원화	0.99	2.06	0.33	1.42	0.21	2.28	0.41	2.50
	달러	2.84	0.80	-0.16	0.69	0.20	1.01	0.66	1.12
전체	원화	0.50	2.25	0.63	1.12	0.17	2.07	0.24	2.26
	달러	1.77	0.72	0.35	0.36	0.09	1.29	0.33	1.30

8. 대체투자부문

가. 상반기 대체투자 시장현황

1) 국내 부동산 시장

○ 오피스빌딩의 공실률은 2017년 하반기 소폭 감소하는 추세였으나 2018년 초 다시 상승하여 2분기 기준 13.2%를 기록

- 중대형 상가의 공실률은 2017년 1분기부터 지속적으로 증가하는 추세이며 2018년 상반기 기준 각각 10.7%. 5.2%

〈표 Ⅱ-100〉 공실률 추세

(단위: %)

구분	2017				2018 상반기	
	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4
오피스	11.5	12.4	12.0	11.9	12.7	13.2
중대형 상가	9.5	9.6	9.8	9.7	10.4	10.7

자료: 국토교통부

○ 오피스빌딩의 투자수익률은 2017년 3/4분기 1.39%로 하락하였으나 이후 지속적으로 상승하여 2018년 2분기 기준 1.84%

- 중대형 상가의 투자수익률도 2016년 3/4분기 소폭하락 후 다시 상승하여 2018년 2분기 기준 1.72%를 기록

〈표 Ⅱ-101〉 분기별 투자수익률[1] 추세[2]

(단위: %)

구분	2016년				2017년				2018 상반기	
	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4
오피스	1.51	1.52	1.26	1.39	1.55	1.62	1.39	1.73	1.85	1.84
중대형 상가	1.62	1.65	1.38	1.55	1.53	1.68	1.50	1.83	1.72	1.72

주 1) 투자수익률=소득수익률+자본수익률
2) 분기별 수익률은 3개월 동안의 보유기간 수익률임
자료: 국토교통부

2) 벤처투자

○ 2018년 상반기 벤처조합 결성 금액은 21조 2,381억 원이며 신규 결성금액은 1조 4,146억 원임

- 전년 동기 총 결성 금액 17조 7,515억 원 대비 증가하였으며 신규 결성 금액도 증가하였음

〈표 Ⅱ-102〉 투자조합결성현황

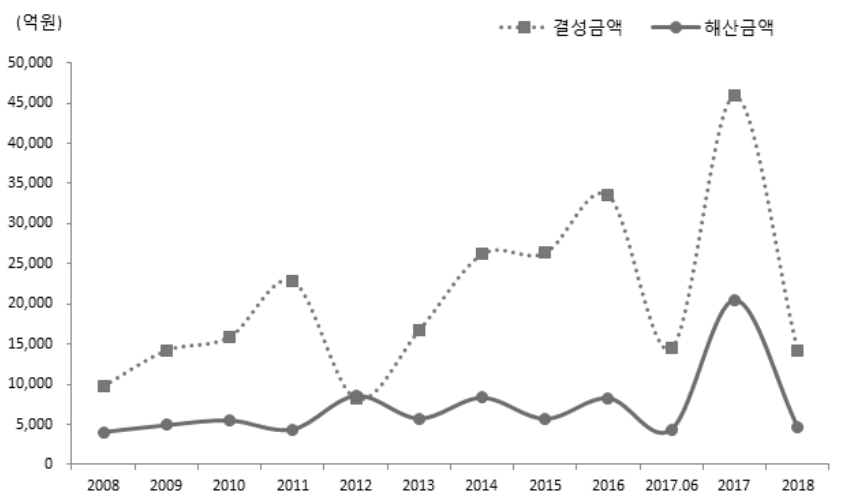
(단위: 개, 억 원)

연도별	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017 상반기	2017년	2018년 상반기
당해연도 결성조합수	41	54	82	108	120	56	164	49
결성금액	8,213	16,681	26,195	26,346	33,515	14,163	45,880	14,146
당해연도 해산조합수	46	33	37	26	44	18	89	30
해산금액	8,572	5,749	8,330	5,709	8,274	4,396	20,484	4,676
조합누계	412	402	447	529	605	643	718	737
조합약정 총 액	92,773	103,705	121,570	142,207	167,448	177,515	202,911	212,381

자료: 한국벤처캐피탈협회

[그림 Ⅱ-19] 연도별 투자조합 결성금액 및 해산금액

(단위: 억 원)

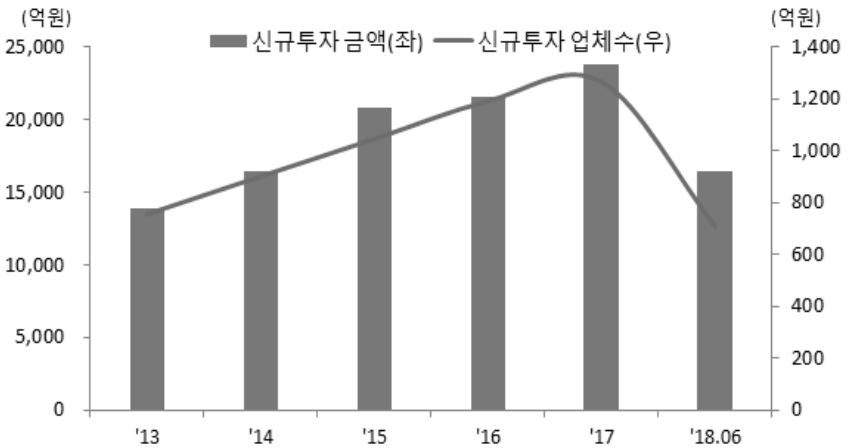


자료: 한국벤처캐피탈협회

- 2018년 상반기 벤처 신규투자 금액은 약 1조 6,149억 원으로 전년 동기(9,926억 원) 대비 증가

[그림 Ⅱ-20] 연도별 벤처투자 신규투자

(단위: 억원)



자료: 한국벤처캐피탈협회

- 2018년 상반기 업종별 신규투자 총액은 1조 6,149억 원이며 바이오/의료가 25%로 가장 높은 비중이고 ICT서비스가 21.8%임

〈표 Ⅱ-103〉 업종별 신규투자 현황

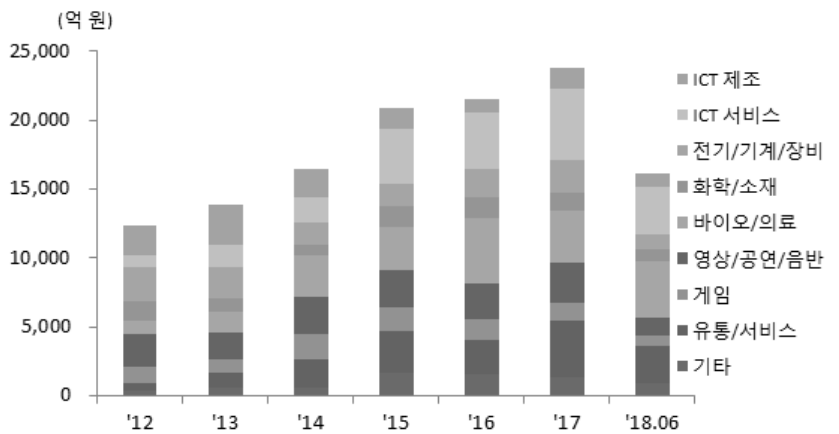
(단위: 억 원)

구분	2015년		2016년		2017년		2018 상반기	
	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중
ICT 제조	1,463	7.0	959	4.5	1566	6.6	966	6.0
ICT 서비스	4,019	19.3	4,062	18.9	5159	21.7	3533	21.9
전기/기계/장비	1,620	7.8	2,125	9.9	2407	10.1	1054	6.5
화학/소재	1,486	7.1	1,502	7.0	1270	5.3	810	5.0

구분	2015년		2016년		2017년		2018 상반기	
	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중
바이오/의료	3,170	15.2	4,686	12.5	3788	15.9	4139	25.6
영상/공연/음반	2,706	13.0	2,678	6.6	2874	12.1	1333	8.3
게임	1,683	8.1	1,427	21.8	1269	5.3	734	4.5
유통/서비스	3,043	14.6	2,494	11.6	4187	17.6	2729	16.9
기타	1,668	8.0	1,570	7.3	1283	5.4	851	5.3
합계	20,858	100.0	21,503	100.0	23803	100.0	16149	100.0

자료: 한국벤처캐피탈협회

[그림 Ⅱ-21] 업종별 신규투자 현황



자료: 한국벤처캐피탈협회

나. 투자현황

○ 2018년 6월 말 대체투자 규모는 69조 4,725억 원으로 전년 대비 2조 6,527억 원 증가

- 국내대체 대비 해외대체투자의 비중 전년 말 대비 5.5%로 증가하였고 해외 인프라의 투자금액이 8,975억 원 증가하여 개별 투자자산으로는 가장 높은 증가율을 보임
- 국내대체투자는 전년 대비 0.9% 증가하였으나 사모투자의 경우 집행 대비 회수금액 증가하고 인하여 투자금액이 감소

〈표 Ⅱ-104〉 국민연금기금의 대체투자금액 추이

(단위: 억 원)

구 분			2014년		2015년		2016년		2017년		2018년 상반기	
국내	부동산		61,009	(13%)	57,013	(10%)	59,366	(9%)	64,595	(10%)	65,779	(9%)
	인프라		88,081	(19%)	83,959	(15%)	83,086	(13%)	77,797	(12%)	79,198	(11%)
	기타대체	소계	72,823	(16%)	82,444	(15%)	77,022	(12%)	80,217	(12%)	79,729	(11%)
		벤처투자	7,851	(2%)	9,360	(2%)	8,999	(1%)	10,534	(1.6%)	10,879	(1.6%)
		사모투자	64,164	(14%)	72,342	(13%)	67,546	(11%)	69,683	(10%)	68,850	(9.9%)
		구조조정투자	808	(0%)	742	(0%)	478	(0%)	-		-	
	계		221,913	(48%)	223,417	(41%)	219,475	(35%)	222,608	(33%)	224,706	(32%)
해외	부동산		121,740	(26%)	154,835	(28%)	190,603	(30%)	183,010	(27%)	189,846	(27%)
	인프라		49,348	(10%)	77,010	(14%)	103,201	(16%)	122,455	(18%)	131,430	(19%)
	사모		73,548	(16%)	91,339	(17%)	114,100	(18%)	128,815	(19%)	136,611	(20%)
	헤지펀드		-		-		9,307	(2%)	11,310	(2%)	12,131	(2%)
	계		244,636	(52%)	323,184	(59%)	417,211	(66%)	445,590	(67%)	470,019	(68%)
총계			466,549	(100%)	546,601	(100%)	636,686	(100%)	668,198	(100%)	694,725	(100%)

주) 투자금액은 파생상품평가액은 포함되었으나, 자산이 공정가치로 평가되지 않았음.
자료: 국민연금연구원, 기금운용본부

다. 수익률

○ 2018년 상반기 대체투자 수익률은 4.97%로 전년 말(4.65%) 대비 0.32%p 높은 수준

- 국내대체투자 수익률은 2.35%, 해외대체투자 수익률은 6.28%로 국내 대비 해외대체투자의 성과가 높았음
- 원화 대비 달러화의 가치 상승으로 해외대체투자에 원화환산효과가 긍정적으로 작용해 달러 기준 성과(1.53%) 대비 원화기준 성과(6.28%)가 높은 수준

○ 2018년 상반기 국내대체투자 수익률을 부문별로 보면 국내인프라 투자수익률이 4.02%로 가장 높고, 국내부동산 투자수익률은 1.96%, 국내사모 투자수익률은 0.83%, 벤처투자는 2.11%를 기록하였음

- 국내부동산은 전년 말 대비 4.95%p 하락하였고 국내 인프라는 1.19%p 상승하였음

○ 2018년 상반기 해외대체투자 수익률은 전 부문에서 양의 성과를 기록

- 부동산, 인프라, 해외사모의 수익률은 각각 6.17%, 6.04%, 6.55%로 나타났고 , 해지펀드의 경우 7.26%의 성과를 시현
- 해외대체투자의 달러기준 수익률은 1.53%을 기록하였으나, 원화기준 수익률은 환변동에 의해 4.75%p 높아진 6.28%를 기록

〈표 Ⅱ-105〉 국민연금기금의 대체투자 투자수익률

(단위: %)

구 분			2014년	2015년	2016년	2017년	2018년 상반기
국내	부동산		10.27	9.22	7.53	6.91	1.96
	인프라		9.04	4.50	6.98	2.83	4.02
	기타 대체	소계	9.28	13.94	3.10	8.81	0.10
		벤처투자	13.08	35.61	10.91	14.35	2.11
		사모투자	9.18	11.92	2.40	8.22	0.83
		구조조정투자	-12.95	-8.18	-23.13	50.99	-
	계		9.44	8.98	5.74	6.13	2.35
해외	부동산		13.58	15.64	12.21	2.68	6.17
	인프라		19.99	13.65	14.10	2.77	6.04
	사모		15.05	14.90	11.37	7.74	6.55
	헤지펀드		-	-	2.94	-6.79	7.26
	계		15.29	14.90	12.34	3.82	6.28
총계			12.47	12.30	9.99	4.65	4.97

주 1) 2017년말 국내보유자산은 회계연도 말의 공정가치가 반영되었고 해외대체투자 자산은 2017년 3분기 말의 공정가치임
2) 2018년 6월말 투자금액은 파생상품평가액은 포함되었으나, 자산이 공정가치로 평가되지는 않았음

〈표 Ⅱ-106〉 원-달러 환변동의 해외대체성과에 대한 영향 분석

(단위: %, %p)

구 분		2016년			2017년			2018년 상반기		
		달러 기준 (A)	원화 기준 (B)	차이 (B-A)	달러 기준 (A)	원화 기준 (B)	차이 (B-A)	달러 기준 (A)	원화 기준 (B)	차이 (B-A)
해외	부동산	8.95	12.34	3.39	15.89	2.68	-13.21	1.42	6.17	4.75
	인프라	8.82	12.21	3.39	15.93	2.77	-13.15	1.30	6.04	4.75
	사모	10.70	14.21	3.40	21.54	7.74	-13.81	1.80	6.55	4.75
	헤지펀드	8.02	11.37	3.35	5.29	-6.70	-11.98	2.45	7.26	4.81
	계	0.34	2.94	2.60	17.14	3.82	-13.33	1.53	6.28	4.75

주 1) 2017년말 국내보유자산은 회계연도 말의 공정가치가 반영되었고 해외대체투자 자산은 2017년 3분기 말의 공정가치임

2) 2018년 6월말 투자금액은 파생상품평가액은 포함되었으나, 자산이 공정가치로 평가되지는 않았음

국민연금연구원 발간보고서 목록

2017년도

연구보고서 2017-01	한반도 통일에 대비한 남북연금 통합 기본계획 연구	이용하, 소성규 외	2018.4.
연구보고서 2017-02	국민연금기금 전략적 자산배분 포트폴리오의 리밸런싱에 관한 연구	황정욱, 강병진	2018.4.
연구보고서 2017-03	명목확정기여방식에 관한 기초연구	유호선, 유현경	2018.4.
연구보고서 2017-04	노령연금 수급실태에 관한 연구	김혜진	2018.4.
연구보고서 2017-05	중고령자의 공적연금 수급 특성과 삶의 질 연구	송현주, 임란	2018.4.
연구보고서 2017-06	국민연금제도의 재정적 지속가능성 평가	유희원, 한신실	2018.4.
연구보고서 2017-07	전망기간 연장을 고려한 중기재정추계모형 재구축	신경혜, 박성민	2018.4.
연구보고서 2017-08	가입행태를 고려한 국민·퇴직연금의 급여분석모형 구축과 노후소득 보장효과	한정림, 최경진	2018.7.
연구보고서 2017-09	조기노령연금 감액률 및 연기연금 증액률의 적정성 분석	신승희, 권혁진, 손현섭	2018.7.
연구보고서 2017-10	고령화가 성장에 미치는 영향	성명기, 이진웅	2018.4.
연구보고서 2017-11	중기 거시경제 전망모형 개선 연구	성명기	2018.4.
연구보고서 2017-12	국민연금기금의 목표초과수익률 설정에 관한 연구	황정욱, 태엄철	2018.4.
연구보고서 2017-13	국내주식 포트폴리오 및 강화지수 연구: 기업부채비율 행태를 반영한 요인(factor)구성을 중심으로	강대일, 태엄철	2018.4.
정책보고서 2017-01	국민연금 상품 투자에 관한 연구	주상철, 이정화	2018.4.
정책보고서 2017-02	2016년도 국민연금기금의 성과평가	황정욱, 강대일 외	2018.4.

정책보고서 2017-03	기초연금 소득인정액 기준 개선방안 검토	최옥금, 이은영	2018.4.
정책보고서 2017-04	국민연금 부동산 자산의 정책벤치마크 설정에 관한 연구	최영민, 김민정	2018.7.
정책보고서 2017-05	국민연금 해외투자가 외환시장에 미치는 영향 및 시사점	주상철, 원상희	2018.7.
정책보고서 2017-06	국민연금기금의 기준포트폴리오 설정 방안	박태영, 원상희	2018.7.
정책보고서 2017-07	국민연금 수급권 변동관리 효율화 방안 연구	정인영, 유현경	2018.7.
정책보고서 2017-08	기초연금의 차등보조율 개선방안 연구	안서연, 한신실	2018.7.
정책보고서 2017-09	지역가입자 징수율 및 납부예외자 비중 전망	윤병욱, 송창길	2018.4.
정책보고서 2017-10	확률 프로그래밍을 활용한 국민연금 ALM에 관한 연구- I	김민정, 최영민	2018.7.
조사보고서 2017-01	중고령자의 비재무적 노후생활 실태: 여가, 대인관계, 건강을 중심으로	송현주, 임란 외	2017.12.
연차보고서 2017-01	국민연금 중기재정전망(2017~2021)	신경혜, 박성민 외	2017.6.
연차보고서 2017-02	2018년 국민연금기금의 자산배분-ALM 분석을 중심으로	최영민, 김민정 외	2018.7.
용역보고서 2017-01	내과상병의 국민연금 장애심사규정 개선에 관한 연구 - 일반상태 구분표를 중심으로	대구대 산학협력단	2018.7.
용역보고서 2017-02	한국과 일본의 인구구조 고령화의 가계경제에 대한 영향 비교연구	유경원	2018.4.
용역보고서 2017-03	한국과 일본의 인구구조 고령화의 노동시장에 대한 영향 비교연구	박철성, 김보민	2018.7.
용역보고서 2017-04	국민연금 책임투자와 스튜어드십 코드에 관한 연구 I, II	고려대 산학협력단	2018.4.
요약보고서 2017-01	2017년도 연구분야별 주요 연구결과 요약집		2018.9.
연구자료 2017-01	2017년 상반기 국민연금 기금운용성과 평가보고서	황정욱, 태엄철 외	2018.7.
연구자료 2017-02	국민연금 가입제도 형평성 제고 방안 연구	김헌수, 김아람	2018.8.

연구자료 2017-03	우리나라 국민연금과 미국 OASDI의 소득계층별 수급부담 구조 비교분석	최기홍, 이진웅	2018.8.
연구자료 2017-04	국민연금 보험료율과 소득대체율 관계에 대한 연구	김형수	2018.8.
프로젝트 2017-01	국민연금 장기재정추계모형 2016	재정추계분석실	2017.5.
프로젝트 2017-02	기초연금 도입 전·후 노인빈곤 실태분석	최옥금, 이은영	2018.4.
프로젝트 2017-03	2017년 기초연금의 사회경제적 효과 분석	최옥금, 안서연 외	2018.7.
프로젝트 2017-04	독일의 공·사적 연금제도 연구	유호선, 김진수 외	2018.7.
프로젝트 2017-05	영국의 공·사적 연금제도 연구	정인영, 정창률	2018.7.
프로젝트 2017-06	우리나라 공사연금제도의 내실화 방안과 정부의 역할	김헌수, 유호선 외	2018.7.
프로젝트 2017-07	일본의 공사연금제도 연구	김헌수, 김재현	2018.7.
단기과제 2017-01	단기연구과제1 • 유족연금 수급권자의 범위 제한 검토 • 외국인에 대한 반환일시금제도 개선 방안 검토 • 소재 불명자 등에 대한 지급정지제도 개선 방안 검토 • 사망일시금 지급액 산출기준의 적정성	유호선, 김헌수, 정인영, 김혜진 외	2018.8.
단기과제 2017-02	단기연구과제2 • 기초수급자 근로능력평가 도구 비교분석 (활동능력평가 도구를 중심으로) • 구상·환수금 징수율 제고를 위한 국내외 사례 연구 • 일용·단시간 근로자 대상 소득기준 적용방안 • 외국 연금기관의 연금급여사업 성과지표 조사 • 양육 크레딧 신설 방안 검토	오욱찬, 유현경, 최옥금, 정인영, 안서연, 황정욱 외	2018.8.
단기과제 2017-03	기금운용 관련 정보공개의 해외 사례 비교 연구	황정욱, 이정화	2018.8.

2016년도

연구보고서 2016-01	북한 노후소득보장 제도 및 실태 연구	민기채, 조성은 외	2017.1.

연구보고서 2016-02	베이비붐 세대의 부양부담이 노후준비에 미치는 영향	송현주, 임란	2017.1.
연구보고서 2016-03	가입기간별 가입자 추계 2016	박성민	2017.3.
연구보고서 2016-04	국민연금의 소득계층별 수급부담 통계모형	최기홍, 신승희 외	2017.3.
연구보고서 2016-05	국민연금의 일반균형 세대간회계 연구	최기홍, 김형수	2017.3.
연구보고서 2016-06	국민연금 신규수급자의 연금액 추계 2016	한정림, 신승희	2017.3.
연구보고서 2016-07	국민연금 보험료수입 추계 2016	한정림, 김형수 외	2017.3.
연구보고서 2016-08	국민연금 가입자 추계 2016	김형수	2017.3.
연구보고서 2016-09	해외주식운용 장기성과 개선을 위한 포트폴리오 연구 (비공개)	강대일, 황정욱	2017.3.
연구보고서 2016-10	국민연금 노령연금 및 반환일시금 추계 2016	신경혜, 송창길 외	2017.3.
연구보고서 2016-11	국민연금 유족연금 및 장애연금 추계 2016	신경혜, 송창길	2017.3.
연구보고서 2016-12	공적연금 연계모형 구축과 기초율 산정 연구 2016	박성민, 송창길 외	2017.3.
연구보고서 2016-13	장기 거시경제 전망모형 연구	성명기	2017.3.
연구보고서 2016-14	국민연금의 장기 거시경제 영향 연구	성명기, 홍기석	2017.3.
연구보고서 2016-15	자산군 프로파일 변경에 기반한 전략적 자산배분에 관한 연구	최영민, 손경우 외	2017.3.
연구보고서 2016-16	팩터 기반 인덱스의 전술적 활용 방안-해외 주식시장을 중심으로	손경우, 최영민 외	2017.3.
연구보고서 2016-17	국민연금 액티브운용 관리 체계에 관한 연구: 액티브 위험 한도 설정 체계를 중심으로(비공개)	강대일, 이지연 외	2017.4.
연구보고서 2016-18	독자적 투자전략과 펀드성과의 관계 분석	이지연	2017.3.
정책보고서 2016-01	우리나라 유족보장의 개선방안연구 - 유족기초연금의 도입을 중심으로 -	이용하, 최인덕 외	2017.1.

정책보고서 2016-02	성직자 노후보장실태와 국민연금 가입 제고 방안	유희원, 한신실	2017.1.
정책보고서 2016-03	기초연금 운영국가의 급여수준 검토 및 시사점	최옥금, 한신실	2017.1.
정책보고서 2016-04	국민연금 크레딧제도 개선방안	유호선, 유현경	2017.1.
정책보고서 2016-05	청년층의 국민연금 가입 제고방안 연구	정인영, 유희원 외	2017.1.
정책보고서 2016-06	은퇴 예정자를 위한 노후준비 교육 프로그램 개발	성혜영, 김아람	2017.3.
정책보고서 2016-07	지역가입자 소득수준 및 규모 전망 연구	윤병욱, 송창길 외	2017.3.
정책보고서 2016-08	국내채권 기대수익률 산출체계 개선에 관한 연구	이상헌	2017.3.
정책보고서 2016-09	노인기초보장제도의 관리운영방식에 관한 국제비교	이용하, 최옥금 외	2017.4.
정책보고서 2016-10	2015년 국민연금기금의 성과평가	강대일, 이지연 외	2017.3.
정책보고서 2016-11	해외투자시 동태적 환헤징 전략에 관한 연구	주상철	2017.3.
정책보고서 2016-12	해외 주요 연금의 기금운용부문 개혁 사례와 시사점	박태영, 이정화	2017.3.
정책보고서 2016-13	국민연금의 직접운용과 위탁운용 비교에 관한 연구 (비공개)	정문경, 태엄철 외	2017.3.
조사보고서 2016-01	중·고령자의 경제생활 및 노후준비 실태 - 제6차(2015년도) 국민노후보장패널조사(KReIS) 기초분석보고서 -	송현주, 임란 외	2017.1.
조사보고서 2016-02	재정목표 및 재정지표의 국제비교 연구	국민연금 연구원 연금제도팀	2017.3.
연차보고서 2016-01	2017년 국민연금기금의 자산배분: ALM분석을 중심으로(비공개)	최영민, 박태영 외	2017.3.
용역보고서 2016-01	국민연금 재정추계를 위한 거시경제변수 전망	김성태, 권규호 외	2017.5.
요약보고서 2016-01	2016년도 연구분야별 주요 연구결과 요약집		2017.6.

워킹페이퍼 2016-01	국민연금 국내주식의 위탁규모 증가가 성과에 미치는 영향	정문경, 이정화	2017.4.
연구자료 2016-01	2016년 상반기 국민연금 기금운용성과 평가보고서	황정욱, 태엄철	2017.4.
프로젝트 2016-01	해외 연기금의 책임투자관련 주요 현황	이정화, 원상희	2017.3.
프로젝트 2016-02	통일 대비 효율적인 연금통합 방안 연구	이용하, 이철수 외	2017.4.
프로젝트 2016-03	2016년 기초연금의 사회경제적 효과 분석 연구	최옥금, 이상붕 외	2017.4.
프로젝트 2016-04	국민연금과 국민경제 연구	성명기 편	2017.5.
단기과제 2016-01	단기연구과제1 (장애연금과 장애인연금의 역할정립 및 연계방안, 국민연금법과 장애인복지법의 장애판정기준 연계방안)	오욱찬, 이재은	2017.4.
단기과제 2016-02	단기연구과제2 (공단 내·외부 데이터를 융합한 가치 창출 및 업무 활용방안, 빅데이터를 활용한 국민연금 부정수급 예측모형 개발 방안)	유호선, 왕승현, 이은영	2017.4.
단기과제 2016-03	단기연구과제3 (60세 이후 연령대별 필요 생활자금 조사, 노후준비 교육의 체계 및 주제 분류, 내연금 사이트 종합 재무설계 내용 개선)	성혜영, 김아람	2017.4.

2015년도

연구보고서 2015-01	자녀세대의 부모에 대한 소득이전과 노후준비	송현주, 임란	2016.3.
연구보고서 2015-02	결측치 대체방법 연구(비공개) - 국민노후보장패널 소득관련 자료를 이용하여	박주완, 김호진	2016.3.
연구보고서 2015-03	중기 거시경제 전망모형 연구	성명기	2016.3.
연구보고서 2015-04	국민연금이 소비와 저축에 미치는 영향 연구	성명기, 이준상	2016.3.
연구보고서 2015-05	미국의 경기국면의 예측과 투자전략	손경우, 최영민	2016.3.

연구보고서 2015-06	자산소유자를 대상으로 한 GIPS®기준의 국민연금 성과 평가 적용에 관한 연구	정문경, 이지연 외	2016.3.
연구보고서 2015-07	노인가구의 경제적 가치 수준과 빈곤완화 효과 분석 - 한국, 미국, 영국의 패널자료를 이용하여	이상붕, 이은영 외	2016.3.
연구보고서 2015-08	국민연금가입자 중기전망방법 개선 연구	박성민, 송창길	2016.3.
연구보고서 2015-09	기초연금 재정시뮬레이션(비공개)	신경혜, 김형수	2016.3.
연구보고서 2015-10	국민연금 보험료수입 및 신규수급자의 기본연금액 추계를 위한 소득지수 개선방안 연구	한정림, 송창길	2016.3.
연구보고서 2015-11	사망률 전망 모형의 선택과 전망된 사망률에 기초한 국민연금의 수익비와 재정효과 분석	최장훈, 권미애 외	2016.3.
연구보고서 2015-12	출산율과 사망률 변경에 따른 인구전망	최장훈, 김형수	2016.3.
연구보고서 2015-13	미시모의실험 모형에 의한 국민연금의 세대간·세대내 소득재분배 측정	최기홍, 신승희	2016.3.
연구보고서 2015-14	국민연금의 재정안정화정책의 평가: OG모형 파레토개선 접근법	최기홍, 신성휘 외	2016.3.
연구보고서 2015-15	재무곤경위험을 고려한 해외주식 포트폴리오 구성전략에 관한 연구 - 미국시장을 중심으로	강대일, 조재호 외	2016.3.
연구보고서 2015-16	외부 위탁운용 매니저의 군집투자 행태(herding)와 유인에 관한 연구	이지연, 태엄철	2016.3.
연구보고서 2015-17	국민연금 가입자 평균소득 전망방법 개선 연구	한정림, 허재준 외	2016.5.
정책보고서 2015-01	기초연금 급여적정수준 유지를 위한 연동방법 검토	최옥금, 한신실 외	2016.3.
정책보고서 2015-02	고령화의 진전과 공사적 연금자산 성장이 국민연금 기금운용에 미치는 영향과 대응방안	박태영, 원상희	2016.3.
정책보고서 2015-03	국민연금기금의 통화 오버레이 전략에 관한 연구	주상철, 노상윤	2016.3.
정책보고서 2015-04	국민연금 부동산투자 다각화 방안에 관한 연구	노상윤, 주상철 외	2016.3.
정책보고서 2015-05	CVaR를 사용한 전략적 자산 배분에 관한 연구	최영민, 손경우 외	2016.3.
정책보고서 2015-06	국민연금 국내주식 위탁운용 관리개선에 관한 연구	정문경, 황정욱 외	2016.3.

정책보고서 2015-07	2014년도 국민연금기금의 성과평가	강대일, 정문경 외	2016.3.
정책보고서 2015-08	국민연금 사업장가입자 증가요인분석과 확대 방안에 관한 연구	이용하, 김원섭 외	2016.3.
정책보고서 2015-09	공적연금제도와 고령자 고용정책의 보완적 발전 방안	정인영, 민기채 외	2016.3.
정책보고서 2015-10	생애주기별 소비 및 저축실태 분석에 따른 노후준비 전략	성혜영, 이은영	2016.3.
정책보고서 2015-11	국민연금 목표초과 수익률 산출체계 개선 방안에 관한 연구	강대일, 정문경 외	2016.3.
정책보고서 2015-12	정년제와 공적연금제도 변화과정에 관한 연구	김헌수, 유현경	2016.5.
조사보고서 2015-01	중·고령자의 일상적 스트레스와 대처 전략 －국민노후보장패널 5차 부가조사 기초분석보고서	송현주, 박주완 외	2016.3.
연차보고서 2015-01	2016년 국민연금기금의 자산배분: ALM분석을 중심으로 (비공개)	최영민, 박태영 외	2016.3.
연차보고서 2015-02	국민연금 중기재정전망(2016-2020)	박성민, 신경혜 외	2016.5.
용역보고서 2015-01	싱가포르 공적연금 기금운용의 시사점	이준희	2016.5.
용역보고서 2015-02	국민연금기금의 공공사회서비스 인프라 투자	주은선, 김진석 외	2016.5.
용역보고서 2015-03	기금규모 증가에 따른 국민연금의 시장영향력 분석 (비공개)	이재현	2016.5.
워킹페이퍼 2015-01	가입자 및 수급자 추계의 기초율 추정	김진미	2016.3.
연구자료 2015-01	2015년 상반기 국민연금 기금운용성과 평가 보고서	황정욱, 태엄철	2016.5.
프로젝트 2015-01	해외 연기금의 기금관련 주요 현황	이정화, 원상희	2016.3.
프로젝트 2015-02	주요 동유럽 체제전환 국가의 경제사회적 성과 비교 －동독, 체코, 헝가리, 폴란드를 중심으로	이용하, 민기채 외	2016.5.
프로젝트 2015-03	우리나라 노후소득보장의 종합적 고찰	이용하, 김원섭 외	2016.5.

저자 약력

- **황 정 욱**
  한양대학교 경제학 박사
  한양대학교 경제연구소 연구원
  현 국민연금연구원 부연구위원
  현 국민연금연구원 기금평가팀장

- **조 은 영**
  서울대학교 경영학 박사
  서울대학교 증권금융연구소 객원연구원
  서울대, 동국대, 숙명여대 강사
  현 국민연금연구원 부연구위원

- **태 엄 철**
  서울시립대학교 경제학과
  고려대학교 경제학 석사
  에너지경제연구원 위촉연구원
  현 국민연금연구원 전문연구원

- **황 준 호**
  한양대학교 경영학 재무금융 박사과정 수료
  현 국민연금연구원 주임연구원

연구자료 2018-01
2018년 상반기 국민연금 기금운용성과 평가보고서

2019년 5월 인쇄
2019년 5월 발행

발행인 : 김 성 주
편집인 : 이 용 하
발행처 : 국민연금공단 국민연금연구원
전북 전주시 덕진구 기지로 180(만성동)
TEL : 063-713-6778 / FAX : 063-713-2901

ISBN 978-89-6338-458-0