

든든한 노후, 청렴한 국민연금이 함께 합니다

■ 정책보고서 2019-07

2018년 국민연금 기금운용 성과평가

황정욱·조은영·태엄철·황준호

머 리 말

2018년 말 국민연금의 운용자산은 시가기준으로 638조 8천억 원이며, 금융부문에서 638조의 포트폴리오를 구성하여 운용하고 있다. 국민연금기금은 수급자의 노후 소득 보장, 연금제도 안정성과 지속성에 기여하기 위해 국내 및 해외 금융시장에서 자산을 운용하여 수익을 창출하기 위해 노력하고 있다. 또한 국민연금은 1999년 기금운용본부가 출범한 이래 기금운용 성과에 대한 평가를 매년 실시하고 있다. 국민연금 기금운용 성과평가는 이러한 기금운용의 성과를 측정하고 그 요인을 분석함으로써 차기 운용에 대한 피드백을 통해 운용체계를 개선하는데 기여할 뿐만 아니라 국민연금 가입자들에게 운용현황을 공시하여 기금운용에 대한 투명성과 신뢰를 제고하고자 하는데 그 목적이 있다. 국민연금연구원은 2018년도 기금운용성과에 대한 평가보고서에서 국내채권, 해외채권, 국내주식, 해외주식, 대체투자에 대한 1년 간의 단기 평가 뿐만 아니라 3년 및 5년 중기 평가와 더불어 15년 이상의 장기 평가를 수행하고 그 결과를 제시 하였다.

특히 2018년도 기금운용 성과평가에서는 금융부문 포트폴리오의 투자현황에 대한 분석뿐 아니라 성과요인에 대한 분석을 강화하였다. 2018년도 국민연금기금 초과성과에는 국내주식과 대체투자에 기인한 전술적 비중조절 효과가 가장 큰 기여를 하였고 자산군 측면에서는 국내주식이 가장 큰 부정적 기여를 하였다. 5년과 10년 간의 중장기 성과요인에서도 전술적 비중조절 효과와 벤치마크 선택효과가 부정적 기여를 한 것으로 나타나 이에 대한 개선이 필요한 것으로 보인다.

심층분석에서는 국민연금기금의 국내주식 위탁운용 펀드에 대한 유형 차별화 및 포트폴리오 분석을 통해 지난 5년 간의 국내주식 위탁운용을 점검하고 위탁운용 유형 간의 유형 차별화가 필요하며 우수한 운용능력을 보유한 운용사와 펀드매니저 발굴이 필요함을 제시하였다. 또한 2018년부터 전략적 자산배분 기준비중의 산출방식이 변경됨에 따라 이에 대한 전략적 의미를 분석하고 이러한 정책적 의사결정이 기금운용 성과에 미치는 영향도를 점검하기도 하였다. 마지막으로 해외투자 확대에 따른 해외투자 자산의 성과분석에 대한 개선이 필요하다라는 대내외 요구에 부응하여 해외주식에 대한 배당세 면세 효과를 분석하고 이를 성과요인 분해 방법론에 적용함으로써 기금운용 성과평가의 요인분석이 보다 다양화되고 정교화 되었다.

국민연금연구원은 이상의 평가 내용이 기금운용 투자 과정에 환류(feedback)되어 기금운용 성과가 개선되기를 기대한다. 또한 국민연금 기금운용 성과평가 결과를 보고 국민들이 국민 연금의 투자 현황과 여건을 확인하고 적립금이 투자를 통해 얼마나 가치가 증가하는 지 등을 판단할 수 있기를 바란다. 본 평가보고서는 국민연금연구원 기금정책분석실 기금평가팀 황정욱 박사의 책임 하에 팀원들의 공동 작업으로 수행되었다. 평가보고서 발간과 관련하여 애정 어린 조언을 제공한 기금운용본부 및 보건복지부 관계자, 국민연금기금운용 성과보상전문위원회의 위원들, 그리고 익명의 검독자들에게 깊이 사의를 표하는 바이다.

2019년 12월 31일

국민연금공단 이사장 김 성 주
국민연금연구원 원장 이 용 하

목 차 | Contents

| | |
|--------------------------------------|----|
| I. 국민연금 기금운용 개괄 | 4 |
| 제1절 국민연금의 기금운용 원칙과 방향 | 4 |
| 1. 기금운용목적 | 4 |
| 2. 기금운용원칙 | 4 |
| 제2절 2018년 금융자산 운용계획 | 5 |
| 1. 목표 포트폴리오 및 수익-위험 프로파일 | 5 |
| 2. 자산별 투자허용범위 | 6 |
| 3. 목표초과수익률 및 목표액티브위험 | 7 |
| 4. 전술적 운용방향 | 7 |
| 제3절 기금운용 수익 및 위험평가 | 9 |
| 1. 금융부문 수익률 | 9 |
| 2. 포트폴리오의 초과성과 및 기여도 분석 | 13 |
| 3. 금융부문 수익분해 | 17 |
| 4. 기금운용의 위험평가 | 29 |
| 제4절 기금조성 및 금융포트폴리오 운용현황 | 34 |
| 1. 기금의 조성 | 34 |
| 2. 기금의 투자 현황 | 35 |
| 3. 범주별 투자현황 | 40 |
| 4. 목표비중 대비 실제투자 현황 | 42 |
| 5. 포트폴리오 리밸런싱 현황 | 43 |
| 6. 포트폴리오 위탁운용 실적 | 48 |
| 제5절 요약 및 시사점 | 49 |

| | |
|----------------------------------|------------|
| II. 국내채권부문 평가 | 64 |
| 제1절 2018년 국내채권 운용계획 | 64 |
| 1. 국내채권의 전략적 운용목표 | 64 |
| 2. 국내채권의 전술적 운용방향 | 64 |
| 제2절 수익률 분석 | 66 |
| 1. 2018년 국내 채권시장 주요내용 | 66 |
| 2. 총 수익률 | 68 |
| 3. 벤치마크 대비 수익률 | 71 |
| 4. 국내채권 종류별/유형별 수익률 | 74 |
| 5. 국내채권 초과수익 분해 | 79 |
| 제3절 위험분석 | 83 |
| 1. 총 위험 | 83 |
| 2. 위험조정수익률 | 83 |
| 제4절 매매현황 분석 | 86 |
| 제5절 포트폴리오 분석 | 92 |
| 1. 국내채권 투자규모 및 현황 | 92 |
| 2. 종류별 보유현황 | 94 |
| 3. 만기별 보유현황 | 97 |
| 4. 신용등급별 보유현황 | 98 |
| 5. 위탁운용 유형별 보유현황 | 100 |
| 6. 표면이자율 및 만기분포 | 104 |
| 7. 시장대비 보유현황 | 108 |
| 8. 듀레이션 현황 | 109 |
| 제6절 국내채권의 장기성과 | 112 |
| 1. 국내채권시장 동향 | 112 |
| 2. 국내채권 장기 운용성과 | 113 |
| 3. 국내채권 장기 투자현황 | 115 |
| 제7절 단기자금 분석 | 116 |
| 1. 단기자금 투자현황 및 성과 | 116 |
| 제8절 요약 및 시사점 | 118 |

| | |
|----------------------------------|------------|
| Ⅲ. 해외채권부문 평가 | 128 |
| 제1절 2018년 해외채권 운용계획 | 128 |
| 1. 해외채권의 전략적 운용목표 | 128 |
| 2. 해외채권의 전술적 운용방향 | 128 |
| 제2절 수익률 분석 | 130 |
| 1. 총 수익률 | 130 |
| 2. 해외채권 성과요인 | 131 |
| 3. 벤치마크 대비 수익률 | 134 |
| 4. 초과성과 요인분해 | 139 |
| 5. 위탁운용 유형별 수익률 현황 | 142 |
| 제3절 위험분석 | 145 |
| 1. 총 위험 | 145 |
| 2. 위험조정수익률 | 146 |
| 제4절 포트폴리오 분석 | 149 |
| 1. 해외채권투자 규모 및 현황 | 149 |
| 2. 종류별 보유현황 | 151 |
| 3. 만기별 보유현황 | 153 |
| 4. 신용등급별 보유현황 | 154 |
| 5. 위탁운용 유형별 보유현황 | 155 |
| 6. 해외채권 듀레이션 현황 | 157 |
| 7. 해외채권 지역별/통화별 보유비중 | 160 |
| 제5절 해외채권의 장기성과 | 163 |
| 1. 해외채권시장 동향 | 163 |
| 2. 해외채권 장기 운용성과 | 163 |
| 3. 해외채권 투자현황 | 166 |
| 제6절 외화 단기자금 | 167 |
| 1. 외화 단기자금 투자현황 및 성과 | 167 |
| 제7절 요약 및 시사점 | 170 |

| | |
|------------------------------------|------------|
| IV. 국내주식부문 평가 | 178 |
| 제1절 2018년 국내주식 운용계획 | 178 |
| 1. 국내주식의 전략적 운용목표 | 178 |
| 2. 국내주식의 전술적 운용방향 | 178 |
| 3. 2018년 국내주식 시장 상황 | 179 |
| 제2절 수익률 분석 | 182 |
| 1. 2018년도 총 수익률 및 초과수익률 | 182 |
| 2. 수익률 추이 | 184 |
| 3. 세부유형별 수익률 | 187 |
| 4. 수익률 상관관계 분석 | 192 |
| 제3절 수익률 요인 분석 | 193 |
| 1. 국내주식 성과요인 | 193 |
| 2. 국내주식 초과수익 요인분해 | 195 |
| 제4절 위험분석 | 207 |
| 1. 총 위험 | 207 |
| 2. 국내주식의 시장위험 | 208 |
| 3. 위험조정수익률 | 209 |
| 제5절 매매활동 분석 | 212 |
| 1. 매매 동향 | 212 |
| 2. 회전율 분석 | 214 |
| 제6절 포트폴리오 분석 | 215 |
| 1. 국내주식 투자규모 및 현황 | 215 |
| 2. 국내주식 평가금액 증감요인 분석 | 216 |
| 3. 시장대비 투자규모 | 216 |
| 4. 국내주식 규모별 보유현황 | 219 |
| 제7절 장기평가 | 221 |
| 1. 유형별(Active/Passive) 투자 현황 | 221 |
| 2. 장기성과 | 223 |
| 3. 매매활동 | 226 |
| 제8절 요약 및 시사점 | 227 |

| | |
|------------------------------------|------------|
| V. 해외주식부문 평가 | 236 |
| 제1절 2018년 해외주식 운용계획 | 236 |
| 1. 해외주식의 전략적 운용목표 | 236 |
| 2. 해외주식의 전술적 운용방향 | 236 |
| 제2절 수익률 분석 | 238 |
| 1. 총 수익률 및 초과수익률 | 238 |
| 2. 수익률 추이 | 241 |
| 제3절 수익률 요인 분석 | 245 |
| 1. 수익률 성과요인 | 245 |
| 2. 수익률 요인분해 | 246 |
| 제4절 위험 분석 | 256 |
| 1. 총 위험 | 256 |
| 2. 해외주식의 시장위험 | 257 |
| 3. 위험조정수익률 | 258 |
| 제5절 매매활동 분석 | 263 |
| 1. 해외주식 매매동향 및 회전을 | 263 |
| 제6절 포트폴리오 분석 | 265 |
| 1. 해외주식 투자현황 | 265 |
| 2. 평가금액 증가요인 분석 | 265 |
| 3. 유형별 투자현황 | 266 |
| 4. 지역별/업종별 투자비중 | 267 |
| 제7절 요약 및 시사점 | 270 |
| | |
| VI. 대체투자부문 평가 | 278 |
| 제1절 2018년 대체투자부문 운용계획 | 278 |
| 1. 대체투자의 전략적 운용목표 | 278 |
| 2. 대체투자의 전술적 운용방향 | 278 |

| | |
|--|------------|
| 제2절 대체투자 성과분석 | 280 |
| 1. 운용성과 총괄 | 280 |
| 2. 해외 대체투자의 환 효과 | 284 |
| 3. 국내부동산 운용성과 | 288 |
| 4. 국내인프라 운용성과 | 290 |
| 5. 국내기타대체 운용성과 | 291 |
| 6. 해외부동산 운용성과 | 295 |
| 7. 해외인프라 운용성과 | 296 |
| 8. 해외사모투자 운용성과 | 298 |
| 9. 헤지펀드 운용성과 | 299 |
| 제3절 대체투자부문 투자현황 | 301 |
| 1. 대체투자 시장 현황 | 301 |
| 2. 포트폴리오 현황 총괄 | 312 |
| 3. 국내부동산 포트폴리오 현황 | 318 |
| 4. 국내인프라 포트폴리오 현황 | 321 |
| 5. 국내기타대체투자 포트폴리오 현황 | 325 |
| 6. 해외부동산 포트폴리오 현황 | 329 |
| 7. 해외인프라 포트폴리오 현황 | 332 |
| 8. 해외사모 포트폴리오 현황 | 335 |
| 9. 헤지펀드 포트폴리오 현황 | 338 |
| 제4절 요약 및 시사점 | 340 |
| | |
| VII. 2018년도 기금운용 심층분석 | 345 |
| 주제1. 국민연금기금 국내주식 위탁운용펀드의 유형간 차별화 및 포트폴리오 분석 | 347 |
| 제1절 논의 배경 | 347 |
| 제2절 액티브 위탁운용 펀드 기초 통계량 | 348 |
| 1. 기초통계량 | 348 |
| 제3절 유형간 상관도 분석(Correlation analysis) | 353 |

| | |
|--|------------|
| 제4절 주식집중도 및 액티브 운용의 펀드 성과 | 359 |
| 1. 주식집중도(Security concentration)와 펀드성과(Fund performance) | 359 |
| 2. 시가총액 상위 기업에 대한 투자 현황 | 365 |
| 제5절 결론 및 시사점 | 367 |
| | |
| 주제2. 국민연금기금 SAA기준비중 산출방식 변경에 따른 효과분석 | 369 |
| 제1절 논의 배경 | 369 |
| 제2절 SAA 포트폴리오의 리밸런싱 체계 | 371 |
| 1. 목표비중의 산출 및 이행체계 | 371 |
| 2. 기존 SAA기준비중 산출방식 | 374 |
| 3. 2018년도 SAA기준비중 산출방식 변경 | 376 |
| 4. SAA기준비중 산출방식 변경에 따른 결과비교 | 379 |
| 제3절 시사점 | 383 |
| | |
| 주제3. 국민연금기금 해외주식 면세단체 규정에 따른 효과분석 | 384 |
| 제1절 논의 배경 | 384 |
| 제2절 해외투자 연기금의 면세단체 규정 | 386 |
| 제3절 해외주식 배당세 감면이 성과에 미치는 영향 분석 | 391 |
| 제4절 시사점 | 393 |

표차례

| | |
|---|----|
| 〈표 I-1〉 최근 5년간 연도별 전략적 자산배분 추이 | 6 |
| 〈표 I-2〉 최근 5년간 목표포트폴리오의 특성치 추이 | 6 |
| 〈표 I-3〉 2018년 투자허용범위 | 6 |
| 〈표 I-4〉 시가평가 수익률-신규 유형체계 | 11 |
| 〈표 I-5〉 시가평가 수익률-기존 유형체계 | 12 |
| 〈표 I-6〉 범주별 수익률 | 13 |
| 〈표 I-7〉 벤치마크 대비 초과수익률 | 14 |
| 〈표 I-8〉 2018년도 금융부문 각 자산군별 초과성과 기여도 분석 | 15 |
| 〈표 I-9〉 목표초과수익률 및 초과수익 달성현황 | 16 |
| 〈표 I-10〉 2018년도 금융부문 전체 수익률 요인분해 | 18 |
| 〈표 I-11〉 2018년도 자산군별 수익기여도 | 20 |
| 〈표 I-12〉 2018년도 자산군별 초과수익기여도 | 20 |
| 〈표 I-13〉 2018년도 금융부문 전체 수익률 요인분해-SAA기준비중 산출기준 변경전후 비교 | 23 |
| 〈표 I-14〉 금융부문 전체 장기 수익률 요인분해 | 26 |
| 〈표 I-15〉 장기 자산군별 초과수익기여도 | 26 |
| 〈표 I-16〉 금융전체 수익률 요인분해-대체투자 제외 시 | 28 |
| 〈표 I-17〉 2018년도 자산군별 초과수익기여도-대체투자 제외시 | 28 |
| 〈표 I-18〉 자산종류별 총 위험(실현변동성) | 29 |
| 〈표 I-19〉 위험조정수익성과(샤프지수) | 30 |
| 〈표 I-20〉 베타와 위험조정수익성과(트레이너지수) | 31 |
| 〈표 I-21〉 위험조정수익성과(정보비율 IR) | 33 |
| 〈표 I-22〉 기금의 수입과 지출 | 34 |
| 〈표 I-23〉 시가기준 자산보유 현황 | 36 |
| 〈표 I-24〉 금융부문 시가평가금액-신규유형 체계 | 38 |
| 〈표 I-25〉 금융부문 시가평가금액-기존유형 체계 | 39 |
| 〈표 I-26〉 범주별 투자현황 | 40 |
| 〈표 I-27〉 기금운용 계획대비 집행 현황 | 42 |
| 〈표 I-28〉 금융부문 목표비중과 투자허용 범위 | 43 |
| 〈표 I-29〉 세부자산별 위탁운용 실제비중 및 목표범위 | 48 |
| 〈표 II-1〉 주요 금리 추이 | 67 |
| 〈표 II-2〉 국민연금 국내채권부문 투자수익률 | 68 |
| 〈표 II-3〉 국내채권 전체 투자수익률 기여도 | 69 |

| | |
|---|-----|
| 〈표 II-4〉 국내채권 성과요인 | 70 |
| 〈표 II-5〉 국내채권 전체 초과수익 기여도 분석 | 71 |
| 〈표 II-6〉 국내채권부문의 벤치마크 대비 수익률 추이 | 72 |
| 〈표 II-7〉 목표초과수익률 대비 달성현황 추이 | 72 |
| 〈표 II-8〉 국내채권 직접운용 종류별 운용성과 및 초과성과 기여도 분석 (방식1) | 75 |
| 〈표 II-9〉 국내채권 직접운용 초과수익 기여도 분석 (방식2) | 76 |
| 〈표 II-10〉 국내채권위탁 유형별 운용성과 및 기여도 | 77 |
| 〈표 II-11〉 국내채권 위탁운용 초과수익 기여도 분석 | 78 |
| 〈표 II-12〉 국내채권 위탁운용 유형별 수익률 추이 | 78 |
| 〈표 II-13〉 국내채권 위탁운용 유형별 초과성과 요인분해 | 81 |
| 〈표 II-14〉 국내채권 자산별 총 위험 추이 | 83 |
| 〈표 II-15〉 국내채권 자산별 샤프비율 추이 | 84 |
| 〈표 II-16〉 국내채권 자산별 트레이너지수 추이 | 84 |
| 〈표 II-17〉 국내채권 자산별 정보비율(IR) 추이 | 85 |
| 〈표 II-18〉 2018년도 국민연금기금 국내채권 직접 및 위탁 운용 거래 현황 | 88 |
| 〈표 II-19〉 국내채권 위탁운용 유형별 매매현황 | 91 |
| 〈표 II-20〉 국내채권 보유 상위 10개 종목 | 91 |
| 〈표 II-21〉 국내채권부문 투자현황 | 92 |
| 〈표 II-22〉 2018년 국내채권부문 투자금액 증감 요인 분석 | 93 |
| 〈표 II-23〉 채권 종류별 구성비 추이(연도별) | 94 |
| 〈표 II-24〉 국민연금 보유 국내채권 종류별 구성비 | 95 |
| 〈표 II-25〉 국내채권 벤치마크 대비 시가평가금액 기준 보유비중 | 97 |
| 〈표 II-26〉 국민연금 보유 국내채권 만기별 구성비 | 97 |
| 〈표 II-27〉 국내채권부문의 신용등급별 구성비 추이 | 98 |
| 〈표 II-28〉 국내채권 신용등급별 구성비 (직접/위탁) | 99 |
| 〈표 II-29〉 국내채권 위탁운용 유형별 투자규모 추이 | 100 |
| 〈표 II-30〉 국내채권 위탁운용 종류별 보유비중 | 102 |
| 〈표 II-31〉 국내채권 위탁운용 신용등급별 비중 | 103 |
| 〈표 II-32〉 국내채권 전체 표면이자율 및 잔존만기별 비중 (2018년 말) | 104 |
| 〈표 II-33〉 국내채권 직접운용 표면금리 및 잔존만기별 비중 (2018년 말) | 106 |
| 〈표 II-34〉 국내채권 위탁운용 표면금리 및 잔존만기별 비중 (2018년 말) | 107 |
| 〈표 II-35〉 국민연금기금의 국내채권 종류별 투자 비중 추이 | 108 |
| 〈표 II-36〉 연도별 국내채권 듀레이션 추이 | 109 |
| 〈표 II-37〉 국내채권 위탁운용 유형별 듀레이션 현황 | 111 |
| 〈표 II-38〉 연도별 3년 연평균 Rolling 수익률 추이 | 113 |

| | |
|---|-----|
| 〈표Ⅱ-39〉 국내채권의 3년 평균 위험 및 위험조정성과의 장기추이 | 114 |
| 〈표Ⅱ-40〉 2018년 말 국내 단기자금 보유현황 | 116 |
| 〈표Ⅱ-41〉 원화 단기자금 연도별 운용추이 | 117 |
| 〈표Ⅲ-1〉 국민연금 해외채권부문 투자수익률 | 130 |
| 〈표Ⅲ-2〉 해외채권 성과의 환효과 | 132 |
| 〈표Ⅲ-3〉 2018년 해외채권 환오픈 영향 추정 | 134 |
| 〈표Ⅲ-4〉 해외채권부문의 자산종류별 벤치마크 대비 수익률 추이 | 135 |
| 〈표Ⅲ-5〉 해외채권 전체 초과수익 기여도 분석 | 137 |
| 〈표Ⅲ-6〉 목표초과수익률 대비 달성현황 추이 | 138 |
| 〈표Ⅲ-7〉 해외채권 직접운용의 초과수익 요인분해 | 140 |
| 〈표Ⅲ-8〉 해외채권 위탁운용 초과수익 기여도 분석 | 140 |
| 〈표Ⅲ-9〉 해외채권 초과수익의 환효과 요인분해 | 141 |
| 〈표Ⅲ-10〉 해외채권 위탁운용 유형별 수익률 현황 | 143 |
| 〈표Ⅲ-11〉 해외채권 위탁운용 유형별 초과성과 요인분해 | 144 |
| 〈표Ⅲ-12〉 해외채권 운용별 총 위험 | 145 |
| 〈표Ⅲ-13〉 해외채권 운용별 수정샤프비율 | 146 |
| 〈표Ⅲ-14〉 해외채권 운용별 트레이너지수 추이 | 147 |
| 〈표Ⅲ-15〉 해외채권 운용별 정보비율(IR) 및 추적오차(TE) 추이 | 148 |
| 〈표Ⅲ-16〉 해외채권 투자현황 | 149 |
| 〈표Ⅲ-17〉 2018년 해외채권부문 투자금액 증감 요인 분석 | 150 |
| 〈표Ⅲ-18〉 해외채권 종류별 보유현황 | 152 |
| 〈표Ⅲ-19〉 국민연금 보유 해외채권 잔존만기별 보유현황 | 153 |
| 〈표Ⅲ-20〉 국민연금 보유 해외채권 신용등급별 보유현황 | 154 |
| 〈표Ⅲ-21〉 해외채권 위탁운용 유형별 투자현황 및 보유비중 | 155 |
| 〈표Ⅲ-22〉 해외채권 직접운용 듀레이션 추이 | 158 |
| 〈표Ⅲ-23〉 해외채권 위탁운용 유형별 듀레이션 추이 | 159 |
| 〈표Ⅲ-24〉 주요국 국채 금리 추이 | 160 |
| 〈표Ⅲ-25〉 해외채권 지역별 보유비중 | 161 |
| 〈표Ⅲ-26〉 해외채권 통화별 보유비중 | 162 |
| 〈표Ⅲ-27〉 연도별 3년 연평균 Rolling 수익률 추이 | 164 |
| 〈표Ⅲ-28〉 해외채권의 3년 평균 위험 및 위험조정성과의 장기추이 | 166 |
| 〈표Ⅲ-29〉 외화 단기자금 보유현황 | 167 |
| 〈표Ⅲ-30〉 외화 단기자금 연도별 운용추이 | 167 |
| 〈표Ⅲ-31〉 2018년 말 외화 단기자금 벤치마크 대비 성과 | 168 |
| 〈참고자료〉 외화 단기자금 벤치마크(Benchmark: BM) 지수 | 169 |

| | |
|---|-----|
| 〈표Ⅳ-1〉 국내 주식시장 시가총액 상위 10개 종목 | 181 |
| 〈표Ⅳ-2〉 국내주식 부문별 수익률 | 183 |
| 〈표Ⅳ-3〉 국내주식 운용방식 별 수익률 현황(기존 직접/위탁 방식) | 183 |
| 〈표Ⅳ-4〉 목표초과수익률 대비 달성현황 추이 | 187 |
| 〈표Ⅳ-5〉 국내주식 패시브운용 유형별 운용방식 | 188 |
| 〈표Ⅳ-6〉 국내주식 패시브운용 유형별 수익률 | 188 |
| 〈표Ⅳ-7〉 국내주식 액티브운용 유형별 특징 | 190 |
| 〈표Ⅳ-8〉 국내주식 액티브운용 유형별 수익률 | 191 |
| 〈표Ⅳ-9〉 국내주식 신규 유형별(패시브/액티브) 상관관계 | 192 |
| 〈표Ⅳ-10〉 신규 액티브 유형내 세부유형(액티브 직접/ 액티브 위탁)별 상관관계 | 192 |
| 〈표Ⅳ-11〉 국내주식 기존 유형별(직접/위탁) 상관관계 | 192 |
| 〈표Ⅳ-12〉 국내주식 부문 수익률 요인 | 194 |
| 〈표Ⅳ-13〉 국내주식 전체 수익률 기여율 | 195 |
| 〈표Ⅳ-14〉 국내주식 전체 초과수익 기여율 (액티브 유형 세분화) | 196 |
| 〈표Ⅳ-15〉 국내주식 전체 초과수익 기여도 분석 | 196 |
| 〈표Ⅳ-16〉 패시브유형 초과수익 요인분해 | 197 |
| 〈표Ⅳ-17〉 패시브 업종별 요인분해 | 197 |
| 〈표Ⅳ-18〉 패시브 세부유형별 초과수익 기여율 | 198 |
| 〈표Ⅳ-19〉 액티브유형 초과수익 요인분해 | 199 |
| 〈표Ⅳ-20〉 액티브 직접운용 업종별 요인분해 | 199 |
| 〈표Ⅳ-21〉 액티브 위탁운용 초과수익 요인분해 | 200 |
| 〈표Ⅳ-22〉 액티브 위탁운용 세부 유형별 요인 기여도 | 200 |
| 〈표Ⅳ-23〉 액티브 위탁운용 업종별 요인분해 | 200 |
| 〈표Ⅳ-24〉 2018년 헬스케어 업종내 셀트리온의 비중과 수익률의 상관관계 | 203 |
| 〈표Ⅳ-25〉 액티브 세부 유형별 초과수익 기여율 | 205 |
| 〈표Ⅳ-26〉 국내주식 업종별 요인분해 | 206 |
| 〈표Ⅳ-27〉 국내주식 부문 총 위험(실현변동성) | 207 |
| 〈표Ⅳ-28〉 국내주식 기존유형 기준 총 위험(실현변동성) | 208 |
| 〈표Ⅳ-29〉 국내주식 부문의 수정샤프지수 | 209 |
| 〈표Ⅳ-30〉 국내주식 부문의 수정샤프지수 | 209 |
| 〈표Ⅳ-31〉 국내주식 전체 수익률 기여율 | 210 |
| 〈표Ⅳ-32〉 국내주식 부문의 트레이너 지수 | 210 |
| 〈표Ⅳ-33〉 국내주식 신규유형별 IR 및 추적오차 | 211 |
| 〈표Ⅳ-34〉 국내주식 기존 유형별 IR 및 추적오차 | 211 |
| 〈표Ⅳ-35〉 국민연금 국내주식 매매 동향 | 212 |

| | |
|--|-----|
| 〈표Ⅳ-36〉 시장대비 국내주식 시가총액 회전을 | 214 |
| 〈표Ⅳ-37〉 국내주식 부문 투자 현황 | 215 |
| 〈표Ⅳ-38〉 2018년 국내주식 평가금액 증가 요인 분석 | 216 |
| 〈표Ⅳ-39〉 국내주식시장에서 국민연금이 차지하는 비중 | 217 |
| 〈표Ⅳ-40〉 국내주식 보유 상위 10개 종목 현황 | 218 |
| 〈표Ⅳ-41〉 국민연금 국내주식 지분을 추이 | 218 |
| 〈표Ⅳ-42〉 국내주식 유형별 지분을 현황 | 219 |
| 〈표Ⅳ-43〉 규모별 주식보유 금액 및 비중 | 220 |
| 〈표Ⅳ-44〉 규모별 주식보유 금액 및 비중(기존 직접/위탁 방식) | 220 |
| 〈표Ⅳ-45〉 국내주식 부문별 액티브/패시브 비중 추이 | 222 |
| 〈표Ⅳ-46〉 연도별 3년 연평균 Rolling 수익률 및 장기성과 추이 | 224 |
| 〈표Ⅳ-47〉 국내주식 부문 BM대비 과거 3년 평균 Rolling 수익률 및 장기성과 | 224 |
| 〈표Ⅳ-48〉 국내주식의 3년 평균 위험 및 위험조정성과의 장기추이 | 225 |
| 〈표Ⅴ-1〉 해외주식 부문 수익률 | 239 |
| 〈표Ⅴ-2〉 해외주식 부문 수익률 | 239 |
| 〈표Ⅴ-3〉 해외주식 세부유형별 수익률(달러기준) | 240 |
| 〈표Ⅴ-4〉 목표초과수익률 대비 달성현황 추이 | 244 |
| 〈표Ⅴ-5〉 해외주식 성과의 환효과 | 245 |
| 〈표Ⅴ-6〉 해외주식 전체 절대성과 기여율 | 246 |
| 〈표Ⅴ-7〉 해외주식 초과수익의 환효과 요인분해 | 246 |
| 〈표Ⅴ-8〉 해외주식 전체 초과수익 기여율 | 247 |
| 〈표Ⅴ-9〉 패시브운용 초과수익 기여율 | 247 |
| 〈표Ⅴ-10〉 패시브 세부 유형별 기여도 | 248 |
| 〈표Ⅴ-11〉 액티브 세부 유형별 기여도 | 248 |
| 〈표Ⅴ-12〉 China 유형 내 운용사별 성과 | 249 |
| 〈표Ⅴ-13〉 패시브유형 지역별 성과 요인 | 250 |
| 〈표Ⅴ-14〉 패시브유형 초과성과 지역별 성과 요인 | 250 |
| 〈표Ⅴ-15〉 액티브유형 지역별 성과 요인 | 251 |
| 〈표Ⅴ-16〉 액티브유형 초과성과 지역별 성과 요인 | 251 |
| 〈표Ⅴ-17〉 패시브유형 업종별 성과 요인 | 252 |
| 〈표Ⅴ-18〉 패시브유형 초과성과 업종별 요인 | 253 |
| 〈표Ⅴ-19〉 액티브유형 업종별 성과 요인 | 254 |
| 〈표Ⅴ-20〉 액티브유형 세부유형별 초과성과 요인 | 255 |
| 〈표Ⅴ-21〉 액티브유형 유형별 초과성과 요인 | 255 |
| 〈표Ⅴ-22〉 해외주식 부문 위험 | 256 |

| | |
|--|-----|
| 〈표 V-23〉 해외주식 기존 운용방식별 위험 | 257 |
| 〈표 V-24〉 해외주식 부문별 수정샤프지수 | 259 |
| 〈표 V-25〉 해외주식 기존 방법별 수정샤프지수 | 259 |
| 〈표 V-26〉 해외주식 부문별 트레이너 지수 | 260 |
| 〈표 V-27〉 해외주식 기존 방법별 트레이너 지수 | 260 |
| 〈표 V-28〉 해외주식 부문별 정보비율(IR) 및 추적오차(TE) 추이 | 261 |
| 〈표 V-29〉 해외주식 운용별 정보비율(IR) 및 추적오차(TE) 추이 | 262 |
| 〈표 V-30〉 해외주식 매매 동향 | 263 |
| 〈표 V-31〉 시장대비 해외주식 시가총액 회전율 (달러기준) | 263 |
| 〈표 V-32〉 해외주식 부문 투자현황 | 265 |
| 〈표 V-33〉 해외주식 부문 투자금액 증감요인 | 266 |
| 〈표 V-34〉 해외주식 세부 유형별 투자현황 | 267 |
| 〈표 V-35〉 해외주식 지역별 보유비중 | 268 |
| 〈표 V-36〉 해외주식 지역별 보유비중 추이 | 268 |
| 〈표 V-37〉 2018년말 해외주식 업종별 보유비중 | 269 |
| 〈표 V-38〉 해외주식 업종별 보유비중 추이 | 269 |
| 〈표 VI-1〉 국민연금기금의 대체투자 투자수익률 | 281 |
| 〈표 VI-2〉 국민연금기금의 대체투자의 벤치마크 대비 수익률 | 282 |
| 〈표 VI-3〉 국민연금 대체투자 수익률 분해 | 283 |
| 〈표 VI-4〉 대체투자 공정가치 평가에 따른 수익률 비교 | 284 |
| 〈표 VI-5〉 해외 대체자산의 환효과 | 286 |
| 〈표 VI-6〉 해외 대체자산 환효과 분해 | 288 |
| 〈표 VI-7〉 국내 부동산 수익률 분해 | 289 |
| 〈표 VI-8〉 국내부동산 공정가치 평가에 따른 수익률 비교 | 289 |
| 〈표 VI-9〉 국내인프라 수익률 분해 | 290 |
| 〈표 VI-10〉 국내인프라 공정가치 평가에 따른 수익률 비교 | 291 |
| 〈표 VI-11〉 국내기타대체 투자형태에 따른 수익률 분해 | 292 |
| 〈표 VI-12〉 국내기타대체 공정가치 평가에 따른 수익률 비교 | 294 |
| 〈표 VI-13〉 해외부동산 수익률 분해 | 295 |
| 〈표 VI-14〉 해외부동산 공정가치 평가에 따른 수익률 비교 | 296 |
| 〈표 VI-15〉 해외인프라 수익률 분해 | 297 |
| 〈표 VI-16〉 해외인프라투자의 공정가치 평가에 따른 수익률 비교 | 297 |
| 〈표 VI-17〉 해외사모 수익률 분해 | 298 |
| 〈표 VI-18〉 해외사모투자의 공정가치 평가에 따른 수익률 비교 | 299 |
| 〈표 VI-19〉 해외헤지펀드 수익률 분해 | 299 |

| | |
|--|-----|
| 〈표Ⅵ-20〉 해외헤지펀드의 공정가치 평가에 따른 수익률 비교 | 300 |
| 〈표Ⅵ-21〉 국내 부동산시장 투자수익률 추이 | 302 |
| 〈표Ⅵ-22〉 국내 인프라 투자계획 | 303 |
| 〈표Ⅵ-23〉 국내 PEF 시장 투자 추이 | 304 |
| 〈표Ⅵ-24〉 국내 M&A 추이 | 304 |
| 〈표Ⅵ-25〉 해외 부동산시장 연도별 펀드조성액 및 잔여 약정액 추이 | 307 |
| 〈표Ⅵ-26〉 해외 인프라시장 연도별 펀드조성액, 잔여약정액, 평균 결성규모 | 308 |
| 〈표Ⅵ-27〉 해외 사모시장 연도별 펀드조성액 및 잔여 약정액 추이 | 310 |
| 〈표Ⅵ-28〉 헤지펀드시장 연도별 운용자산규모 및 순유입액 추이 | 312 |
| 〈표Ⅵ-29〉 국민연금기금의 대체투자금액 추이 | 314 |
| 〈표Ⅵ-30〉 국내대체투자 포트폴리오 구성 | 314 |
| 〈표Ⅵ-31〉 해외대체투자 포트폴리오 구성 | 315 |
| 〈표Ⅵ-32〉 국내대체 및 해외대체 위탁비중 | 316 |
| 〈표Ⅵ-33〉 해외 대체자산 지역별 투자현황 | 317 |
| 〈표Ⅵ-34〉 해외 대체자산 통화별 투자현황 | 317 |
| 〈표Ⅵ-35〉 해외 대체자산 투자개시 연도별 투자현황 | 317 |
| 〈표Ⅵ-36〉 국내부동산 약정 및 투자현황 | 319 |
| 〈표Ⅵ-37〉 국내인프라 투자현황 | 323 |
| 〈표Ⅵ-38〉 국내기타대체 포트폴리오 현황 | 326 |
| 〈표Ⅵ-39〉 해외부동산 투자현황 | 330 |
| 〈표Ⅵ-40〉 해외부동산 전략별 투자현황 | 330 |
| 〈표Ⅵ-41〉 해외부동산 지역별 투자현황 | 330 |
| 〈표Ⅵ-42〉 해외부동산 통화별 투자현황 | 331 |
| 〈표Ⅵ-43〉 해외부동산 투자개시 연도별 투자현황 | 331 |
| 〈표Ⅵ-44〉 해외인프라 투자현황 | 333 |
| 〈표Ⅵ-45〉 해외인프라 전략별 투자현황 | 333 |
| 〈표Ⅵ-46〉 해외인프라 지역별 투자현황 | 334 |
| 〈표Ⅵ-47〉 해외인프라 통화별 투자현황 | 334 |
| 〈표Ⅵ-48〉 해외인프라 투자개시 연도별 투자현황 | 334 |
| 〈표Ⅵ-49〉 해외사모 투자현황 | 336 |
| 〈표Ⅵ-50〉 해외사모 전략별 투자현황 | 336 |
| 〈표Ⅵ-51〉 해외사모 지역별 투자현황 | 337 |
| 〈표Ⅵ-52〉 해외사모 통화별 투자현황 | 337 |
| 〈표Ⅵ-53〉 해외사모 투자개시 연도별 투자현황 | 338 |
| 〈표Ⅵ-54〉 헤지펀드 투자현황 | 339 |

| | |
|--|-----|
| 〈표Ⅶ-1〉 국내주식 위탁운용 기초통계량 | 349 |
| 〈표Ⅶ-2〉 국내주식 위탁운용 기간별 기초통계량 | 350 |
| 〈표Ⅶ-3〉 위탁운용 유형별 BM 상관계수 행렬 | 354 |
| 〈표Ⅶ-4〉 위탁운용 유형별 수익률 상관계수 행렬 | 355 |
| 〈표Ⅶ-5〉 유형별 수익률-BM 상관계수 행렬 | 356 |
| 〈표Ⅶ-6〉 기간별 위탁운용 벤치마크와 가중 벤치마크 차이 | 358 |
| 〈표Ⅶ-7〉 주식 집중도와 수익률의 관계 | 361 |
| 〈표Ⅶ-8〉 주식 집중도와 초과 수익률의 관계 | 361 |
| 〈표Ⅶ-9〉 다중 회귀분석 | 363 |
| 〈표Ⅶ-10〉 유형별 SCI | 364 |
| 〈표Ⅶ-11〉 회귀분석: 유형별 SCI와 성과 | 365 |
| 〈표Ⅶ-12〉 연도별 시가총액 상위 주식 투자현황: 비중 | 366 |
| 〈표Ⅶ-13〉 SAA기준비중 산출방식별 괴리도 비교 | 381 |
| 〈표Ⅶ-14〉 SAA기준비중 산출방식별 성과 비교 | 381 |
| 〈표Ⅶ-15〉 SAA기준비중 산출방식별 리밸런싱 빈도 비교 | 382 |
| 〈표Ⅶ-16〉 국민연금 해외주식 투자대상 국가의 배당세 면제 또는 감면제도 현황 | 388 |
| 〈표Ⅶ-17〉 국민연금 해외주식 수익률현황(직접운용, 달러기준) | 391 |
| 〈표Ⅶ-18〉 국민연금 해외주식 배당세 감면효과(달러기준) | 392 |
| 〈표Ⅶ-19〉 배당세 감면효과에 따른 해외주식 초과성과 분해(달러기준) | 392 |

그림차례

| | |
|---|----|
| [그림 I -1] 금융부문전체 연도별 수익률 및 초과수익률 추이 | 15 |
| [그림 I -2] 금융전체 목표초과수익률 대비 달성현황 추이 | 16 |
| [그림 I -3] 금융부문 전체 수익률에 대한 수익성과 분해 개념도 | 18 |
| [그림 I -4] 국민연금기금의 적립금 추이 | 35 |
| [그림 I -5] 금융부분 투자구성 추이 | 37 |
| [그림 I -6] 각 자산별 투자비중 추이 | 39 |
| [그림 I -7] 지역별 투자추이 | 41 |
| [그림 I -8] 운용주체별 투자추이 | 41 |
| [그림 I -9] 자산종류별 투자추이 | 41 |
| [그림 I -10] 국내주식 목표대비 실제운용현황 | 44 |
| [그림 I -11] 해외주식 목표대비 실제운용현황 | 45 |
| [그림 I -12] 국내채권 목표대비 실제운용현황 | 46 |
| [그림 I -13] 해외채권 목표대비 실제운용현황 | 46 |
| [그림 I -14] 대체투자 목표대비 실제운용현황 | 47 |
| [그림 I -15] 국민연금 기금수익률과 경제지표 추이 | 55 |
| [그림 I -16] 국민연금기금의 중장기 운용방향 | 56 |
| [그림 II -1] 국고채 3년 대비 신용등급별 신용스프레드 추이 | 67 |
| [그림 II -2] 국고채 수익률곡선 추이 | 67 |
| [그림 II -3] 2018년 국내채권 수익률 추이 | 68 |
| [그림 II -4] 2018년 국내채권 이자수익 및 자산운용성과 추이 | 70 |
| [그림 II -5] 2018년 국내채권 연간 초과수익률 추이 | 72 |
| [그림 II -6] 목표초과수익률 대비 달성현황 추이 | 73 |
| [그림 II -7] 2018년 국내채권 직접운용 종류별 수익률 추이 | 74 |
| [그림 II -8] 2018년 국내채권 전체 초과수익분해 | 79 |
| [그림 II -9] 2018년 국내채권 전체 월별 초과수익분해 | 79 |
| [그림 II -10] 2018년 국내채권 직접운용 초과수익분해 | 80 |
| [그림 II -11] 2018년 국내채권 직접운용 월별 초과수익분해 | 80 |
| [그림 II -12] 2018년 국내채권 위탁운용 초과수익분해 | 81 |
| [그림 II -13] 2018년 국내채권 위탁운용 초과수익분해 | 82 |
| [그림 II -14] 국민연금기금 채권 직접 및 위탁 운용 매매 구성비 | 89 |
| [그림 II -15] 국내채권 직접운용 월별 매수추이 | 89 |
| [그림 II -16] 국내채권 위탁운용 월별 매수추이 | 90 |

| | |
|--|-----|
| [그림 II-17] 국내채권 직접/위탁 투자금액 추이 | 93 |
| [그림 II-18] 국내채권부문 종류별 보유비중(연도별) | 95 |
| [그림 II-19] 국내채권 직접운용 보유비중 추이(일별) | 96 |
| [그림 II-20] 국내채권 위탁운용 보유비중 추이(일별) | 96 |
| [그림 II-21] 국내채권 위탁운용 유형별 투자규모 추이 | 101 |
| [그림 II-22] 국내채권 표면이자율 보유비중 | 105 |
| [그림 II-23] 국내채권 잔존만기 보유비중 | 105 |
| [그림 II-24] 국내채권 직접운용 표면금리 및 잔존만기 비중 | 106 |
| [그림 II-25] 국내채권 위탁운용 표면금리 및 잔존만기 비중 | 107 |
| [그림 II-26] 국내채권 전체 듀레이션 추이 | 109 |
| [그림 II-27] 국내채권 직접운용 듀레이션 추이 | 110 |
| [그림 II-28] 국내채권 위탁운용 듀레이션 추이 | 110 |
| [그림 II-29] 연도별 수익률 및 3년 평균 수익률 추이 | 113 |
| [그림 II-30] 국내채권 투자규모 추이 | 115 |
| [그림 II-31] 연도별 단기자금 평균보유액 및 수익률 추이 | 117 |
| [그림 III-1] 해외채권 각 부문별 연간수익률 추이 | 131 |
| [그림 III-2] 2018년 해외채권 전체 성과와 원/달러 환율 추이 | 134 |
| [그림 III-3] 2018년 해외채권 연간 누적 수익률 추이 | 135 |
| [그림 III-4] 2018년 해외채권 연간 초과수익률 추이 | 136 |
| [그림 III-5] 목표초과수익률 대비 달성현황 추이 | 138 |
| [그림 III-6] 해외채권 위탁운용 유형별 초과수익 기여도 | 143 |
| [그림 III-7] 해외채권 투자 추이 | 149 |
| [그림 III-8] 해외채권 Treasury, Corporate Index 및 Index 스프레드 | 152 |
| [그림 III-9] 해외채권 전체 월별듀레이션 추이 | 157 |
| [그림 III-10] 해외채권 직접운용 월별듀레이션 추이 | 158 |
| [그림 III-11] 해외채권 위탁운용 듀레이션 추이 | 159 |
| [그림 III-12] 해외 주요국 국채 금리 및 스프레드 추이 | 160 |
| [그림 III-13] 해외채권 원화기준 연도별 수익률 및 3년 평균 수익률 | 165 |
| [그림 III-14] 해외채권 달러기준 연도별 수익률 및 3년 평균 수익률 | 165 |
| [그림 III-15] 해외채권 투자규모 추이 | 166 |
| [그림 III-16] 외화 단기자금 투자규모 추이 | 168 |
| [그림 III-17] 외화단기자금 성과(원화기준) | 169 |
| [그림 III-18] 외화단기자금 성과(달러기준) | 169 |
| [그림 IV-1] 국내 주식시장 추이 | 180 |
| [그림 IV-2] 2018년 국내주식 누적수익률 추이 | 185 |

| | |
|--|-----|
| [그림Ⅳ-3] 2018년 국내주식 누적초과수익률 추이 | 185 |
| [그림Ⅳ-4] 2018년 국내주식 유형별 누적초과수익률 추이 | 186 |
| [그림Ⅳ-5] 목표초과수익률 대비 달성현황 추이 | 187 |
| [그림Ⅳ-6] 패시브운용 유형별 수익률 추이 | 189 |
| [그림Ⅳ-7] 액티브위탁운용의 헬스케어 업종 벤치마크 대비 비중 변화 추이 | 202 |
| [그림Ⅳ-8] 액티브위탁운용 헬스케어 업종내 월별 셀트리온 비중 및 셀트리온 수익률 | 202 |
| [그림Ⅳ-9] 액티브위탁운용의 셀트리온 누적 순매수 및 수익률 | 203 |
| [그림Ⅳ-10] 액티브위탁운용의 반도체 업종 벤치마크 대비 비중 변화 추이 | 204 |
| [그림Ⅳ-11] 국내주식 시장위험 한도 소진 추이 | 208 |
| [그림Ⅳ-12] 국내주식 순매수 규모 추이-주가지수 대비 | 213 |
| [그림Ⅳ-13] 국내주식 패시브유형 순매수 규모 추이 | 213 |
| [그림Ⅳ-14] 국내주식 액티브유형 순매수 규모 추이 | 214 |
| [그림Ⅳ-15] 국내주식 부문별 액티브/패시브 비중 추이 | 221 |
| [그림Ⅳ-16] 국내주식 액티브유형 내 직접/위탁 비중 추이 | 222 |
| [그림Ⅳ-17] 국내주식 부문 유형별 투자비중 추이 | 222 |
| [그림Ⅳ-18] 국내주식 액티브위험 추이 | 223 |
| [그림Ⅳ-19] 국내주식 장기수익률 추이 | 224 |
| [그림Ⅳ-20] 국내주식 장기 초과수익률 추이 | 225 |
| [그림Ⅳ-21] 국내주식 장기매매활동 추이 | 226 |
| [그림Ⅴ-1] 글로벌 주식시장의 누적수익률 추이 | 242 |
| [그림Ⅴ-2] 해외주식 누적수익률 추이 | 242 |
| [그림Ⅴ-3] 해외주식 각 부문별 누적수익률 추이 | 243 |
| [그림Ⅴ-4] 해외주식 누적초과수익률 추이 | 243 |
| [그림Ⅴ-5] 목표초과수익률 대비 달성현황 추이 | 244 |
| [그림Ⅴ-6] 해외주식 시장위험 한도소진 추이 | 258 |
| [그림Ⅴ-7] 해외주식 순매수 규모 추이 | 264 |
| [그림Ⅵ-1] 해외 대체자산 최근 5년 성과 추이 | 287 |
| [그림Ⅵ-2] 국내 부동산시장 공실률 및 수익률 추이 | 301 |
| [그림Ⅵ-3] 국내 벤처캐피탈시장 회수 및 수익배수 추이 | 305 |
| [그림Ⅵ-4] 국내 벤처캐피탈시장 결성 및 신규투자 추이 | 306 |
| [그림Ⅵ-5] 해외 부동산시장에 조성된 펀드 전략별/지역별 비중 추이 | 307 |
| [그림Ⅵ-6] 해외 부동산시장 연도별/지역별 잔여약정액 추이 | 308 |
| [그림Ⅵ-7] 해외 인프라시장 펀드조성 지역별 비중 추이 | 309 |
| [그림Ⅵ-8] 해외 사모시장 연도별/섹터별 잔여 약정액(dry powder) 추이 | 310 |
| [그림Ⅵ-9] 해외 사모시장 펀드 섹터별/지역별 비중 추이 | 311 |

| | |
|---|-----|
| [그림Ⅵ-10] 2018년도 국내 및 해외 대체투자자산의 구성비 | 313 |
| [그림Ⅵ-11] 국내대체 투자개시 연도별 투자현황(투자잔액 기준) | 315 |
| [그림Ⅵ-12] 국내부동산 투자유형별 비중 | 319 |
| [그림Ⅵ-13] 국내부동산 투자유형별 비중 | 320 |
| [그림Ⅵ-14] 국내부동산 투자만기별 비중 | 321 |
| [그림Ⅵ-15] 국내인프라 투자섹터별 비중 | 324 |
| [그림Ⅵ-16] 국내인프라 투자전략별 비중 | 324 |
| [그림Ⅵ-17] 국내인프라 투자만기별 비중 | 325 |
| [그림Ⅵ-18] 국내기타대체 투자전략별 비중 | 326 |
| [그림Ⅵ-19] 국내기타대체 프로젝트투자 섹터별 비중 | 327 |
| [그림Ⅵ-20] 국내기타대체 해외자산 비중 | 328 |
| [그림Ⅵ-21] 국내기타대체 투자만기별 비중 | 328 |
| [그림Ⅵ-22] 헤지펀드 투자전략별 비중 | 339 |
| [그림Ⅶ-1] 현행 위탁펀드 8개 유형의 비중 및 초과수익률 추이 | 351 |
| [그림Ⅶ-2] 유형별 액티브 위탁 BM대비 초과수익률 추이 | 352 |
| [그림Ⅶ-1] 위탁운용 벤치마크 수익률과 가중 벤치마크 수익률 차이 | 357 |
| [그림Ⅶ-3] 해외주식 목표비중 이행과정(예시) | 374 |
| [그림Ⅶ-4] 목표비중과 SAA기준비중 비교(예시) | 376 |
| [그림Ⅶ-5] SAA기준비중 산출방식별 비교 | 380 |

I

2018년 국민연금 기금운용 성과평가

국민연금 기금운용 개괄

제 1절 국민연금의 기금운용 원칙과 방향

제 2절 2018년 금융자산 운용계획

제 3절 기금운용 수익 및 위험평가

제 4절 기금조성 및 금융포트폴리오 운용현황

제 5절 요약 및 시사점



주요 이슈

■ 2018년도 금융부문 전체 수익률은 -0.89%로 벤치마크(-0.23%) 대비 0.63%p 하회

대내외 금융시장의 불확실성 하에서 **주식부문이 낮은 성과를** 나타냄에 따라 전년도 대비 **8.17%p 낮은 -0.89%**의 수익률을 나타냈음. 2008년 이후 처음으로 음의 성과를 달성한 것이나 장기투자자인 국민연금기금의 특성상 해당연도의 성과에만 집중하기 보다는 중장기 성과를 함께 고려하는 것이 필요하며 향후에도 위험자산 확대에 따른 기금전체 수익률 변동성은 확대될 가능성이 있으므로 이에 대한 충분한 이해가 필요. '18년도 성과를 반영한 기금의 중장기 성과는 『중기자산배분』의 목표수익률이나 『기금운용계획』상 목표 포트폴리오의 기대수익 보다는 낮음. '18년도 금융부문 전체 **음의 초과성과는 요인별로는 전술적 비중 조절 효과가 가장 큰 기여를 함.** 이는 대체투자의 비중하회와 국내주식의 비중상회가 주요 요인임. 자산군 측면에서는 **국내주식이 음의 초과성과에 가장 큰 기여를 한 자산군**임

■ 대체투자 집행실적 개선을 위한 방안마련 노력

주식과 채권의 전통적 자산의 수익률 변동에도 불구하고 안정적으로 양호한 성과를 나타냈던 대체투자에 대한 집행부진이 최근까지 기금전체 성과에 부정적 영향을 미쳐왔음. 이에 대한 개선노력이 요구되었으며 기금운용본부는 대체투자 세부 자산군별 목표비중 설정, 중장기 집행자금의 정교한 예측, 신규 자산군 플랫폼 설정, 대체투자 의사결정 체계의 신속화 등 다양한 방안들을 검토하였음. 이러한 방안들이 실제 실행되고 그 가시적 효과가 나타난다면 대체투자의 집행부진에 따른 구조적인 전술적 비중하회가 개선될 수 있을 것으로 기대

■ 해외투자 확대에 따른 운용체계 개선 노력

국내시장에 편중되어 있는 국민연금기금의 포트폴리오를 효율화하고 다변화하기 위해 해외투자 확대에 대한 운용방향은 지속적으로 추진되어 왔음. 이에 따라 2018년도 해외투자 비중은 30.1%로 전년도 대비 1.7%p 증가하였고 외환관리체계 등 해외투자에 대한 운용 및 관리체계 개선 노력도 이루어지고 있으나 아직은 본격화 되지 않고 초기단계에 이르고 있는 부분들이 있는 바 해외투자의 증가속도 등을 감안하여 이에 부합되는 개선노력이 지속될 필요가 있음

1. 국민연금 기금운용 개괄

제1절 국민연금의 기금운용 원칙과 방향

1. 기금운용목적

- 연금재정 장기 건전성 유지에 기여하고 위험한도 내 기금운용 수익을 최대화함

2. 기금운용원칙

1) 수익성의 원칙

- 가입자와 미래세대의 부담 완화를 고려하여 위험한도 내 최대 수익 추구

2) 안정성의 원칙

- 투자자산 수익률의 변동성과 손실위험이 허용 범위 내에서 관리되도록 안정적 운용 추구

3) 공공성의 원칙

- 국민연금이 국가경제 및 국내금융시장에 미치는 파급효과를 감안하여 운용

4) 유동성의 원칙

- 국민연금기금은 연금급여에 대한 책임준비금임을 감안하여 연금지급에 필요한 유동성을 고려하여 운용되어야 하고, 투자자산의 처분 시 국내금융시장 충격이 최소화되는 방안을 사전에 강구해야 함

5) 운용독립성의 원칙

- 국민연금의 기금운용은 위의 네 가지 운용원칙에 따라 운용되어야 하고, 다른 목적을 위해 운용원칙이 훼손되어서는 안 됨

제2절 2018년 금융자산 운용계획

1. 목표 포트폴리오 및 수익-위험 프로파일

- 「2018~2022년 중기자산배분」에서 향후 5년간 경제성장률과 물가상승률을 고려하여 설정한 기금의 목표수익률은 5.1%
 - 이러한 중기자산배분을 이행하기 위해 2018년도에는 기대수익률 4.7%, 표준편차로 측정된 위험이 6.0%이며 연간손실확률은 23.0%인 전략적 자산배분 포트폴리오를 설정
 - 기금운용위원회는 국내 경제성장률과 물가상승률 전망을 기반으로 목표수익률을 설정하나 위험 허용한도 등을 감안하여 조정치를 부여함
 - 최근까지 목표수익률은 지속적으로 낮아지는 추세였음
- 이러한 목표를 달성하기 위한 2018년도 자산별 운용계획은 해외주식과 대체투자를 확대하는 반면 국내채권과 국내주식 감소, 해외채권은 비중 유지하는 것임
 - 이는 위험자산 확대라는 큰 방향성 아래 협소한 국내 금융시장의 제약을 인식하고 해외 투자 확대를 통해 금융부문 전체의 수익을 개선하고자 하는 것임
 - 이에 따라 해외주식 목표비중은 '17년도 15.4%에서 '18년도 17.7%로 2.3%p 확대 되었으며 국내채권 목표비중은 '17년말 49.5%에서 47.1%로 2.4%p 축소되었음
 - 최근 5년간 각 자산별 운용방향은 국내채권 축소, 해외주식 증가의 기조가 유지되었으며, 국내주식과 대체투자는 증가 기조가 감소 또는 둔화되었음
 - 그러한 가운데 최근 5년간 연도별 목표포트폴리오의 기대수익은 낮아졌으며, 총 위험과 연간손실확률은 확대되는 추세임

6 2018년 국민연금 기금운용 성과평가

〈표 I -1〉 최근 5년간 연도별 전략적 자산배분 추이

(단위 : %)

| 구 분 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|------|------|------|------|------|------|
| 국내주식 | 20.0 | 20.0 | 20.0 | 19.2 | 18.7 |
| 해외주식 | 10.5 | 11.6 | 13.1 | 15.4 | 17.7 |
| 국내채권 | 54.2 | 52.9 | 51.4 | 49.5 | 47.1 |
| 해외채권 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 |
| 대체투자 | 11.3 | 11.5 | 11.5 | 11.9 | 12.5 |

〈표 I -2〉 최근 5년간 목표포트폴리오의 특성치 추이

(단위 : %)

| 구 분 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|--------|------|------|------|------|------|
| 기대수익률 | 5.9 | 5.6 | 5.2 | 4.5 | 4.7 |
| 위험 | 6.1 | 6.0 | 5.9 | 5.7 | 6.0 |
| 연간손실확률 | 16.7 | 17.7 | 19.2 | 21.7 | 23.0 |

2. 자산별 투자허용범위

- 기금운용위원회는 기금운용본부가 단기간의 금융시장변화에 대응하여 전술적으로 포트폴리오를 조정할 수 있도록 자산군별 목표비중을 벗어날 수 있는 허용범위를 지정

〈표 I -3〉 2018년 투자허용범위

(단위 : %p)

| 구 분 | 국내주식 | 해외주식 | 국내채권 | 해외채권 | 대체투자 |
|----------|------|------|------|------|-----------|
| SAA 허용범위 | ±2.0 | ±1.5 | ±3.5 | ±0.5 | ±1.2 |
| TAA 허용범위 | ±3.0 | ±2.0 | ±5.0 | ±2.0 | +1.2/-2.2 |
| 총 허용범위 | ±5.0 | ±3.5 | ±8.5 | ±2.5 | +2.4/-3.4 |

3. 목표초과수익률 및 목표액티브위험

- 2017-제8차 기금운용위원회(2017.12.27.)에서 금융자산 전체 목표초과수익률 0.20%p, 목표액티브위험 0.50%, 목표 IR 0.4를 설정
- 전년도와 동일한 IR 수준에서 전주이전에 따른 기금운용본부의 동기부여를 위해 금융자산 전체 목표초과수익률을 0.05%p 낮추도록 함

4. 전술적 운용방향

- 기금운용본부는 기금운용위원회가 부여한 목표초과수익률을 달성하기 위해 각 자산별로 액티브위험을 배분하고 자산별 목표초과수익률을 설정
- 리스크관리위원회(2018.1.19.)는 액티브위험 배분을 포함한 기금 전체의 총 위험과 자산군별 위험한도를 결정
- 기금운용본부는 기금운용위원회에서 의결한 2018년 목표액티브위험 0.50%를 사용하여 0.20%p 이상의 초과수익률을 달성할 수 있도록 각 자산별로 배분
- 리스크관리위원회가 부여한 2018년도 기금전체의 액티브위험 한도는 0.99%임
- 기본적으로 SAA(strategic asset allocation)의 기준비중을 따라 운용하며, 2018년도 금융시장 불확실성을 고려하여 적극적 대응보다는 전년도 전술적 비중을 그대로 유지하고자 하는 운용방향을 설정
- 액티브/패시브유형에 대한 그간의 전술적 방향은 주식부문의 패시브 비중을 확대하는 것이었으나 '18년도는 전년도와 동일한 수준을 유지하고자 함
 - 이는 국내주식과 해외주식의 패시브 비중이 일정수준(30~40%) 이상이 됨에 따라 패시브 운용에 대한 확대기조보다는 일정 범위 내에서 액티브/패시브 비중에 대해 전술적 대응을 하겠다는 기조변화로 보임
 - 이를 위해 액티브/패시브 유형에 대한 목표비중 허용범위를 확대하기도 하였음

■ 자산군별 운용전략은 전년도 대비 큰 변화는 없으며, “유연성·다변화·분석적·체계적” 운용 강조

- 국내주식은 포트폴리오 체계화를 위한 관리체계를 지속해서 개선하고 특히 위탁운용은 세부유형 배분체계와 위탁운용사 관리를 강화하고자 함
- 해외주식은 전년도와 마찬가지로 해외투자 확대에 대응하여 운용인프라를 강화하고 투자다변화와 다양한 운용전략과 운용유형을 개발하고 포트폴리오 위험관리를 강화하고자 함
- 국내채권은 금리변동성 확대에 대비한 포트폴리오 조정과 대응수단을 확보하고 위탁프로세스 개선 및 유형전략과 포트폴리오 관리를 강화하고자 함
- 해외채권은 미국 기준금리 인상과 변동성 확대에 대응한 듀레이션 관리, 세부 운용유형 배분체계 강화, 추가 수익원 확보 및 투자대상 다변화와 성과분석 능력을 제고하고자 함
- 대체투자는 시장의 경쟁심화 속에서도 다변화를 위해 다양한 투자지역과 투자전략, 투자수단들을 검토하여 투자경쟁력을 확보하고 시장 변동성에 대응하여 선제적 리스크관리를 하고자 함
 - 대체투자는 기준비중 대비 실제비중이 지속적으로 하회하고 있으나 단기간 투자규모 확대의 어려움과 시장여건 등을 감안하고 있음
 - '17년도 성과평가를 통해 제언된 정책과제를 통해 대체투자 집행여건 개선방안이 검토되었으며, 이를 통해 의사결정 신속화, 투자 플랫폼 유연화 방안들이 제시되기도 하였음

제3절 기금운용 수익 및 위험평가

1. 금융부문 수익률

- 2018년도 금융부문 전체 수익률 -0.89%를 달성하여 전년도(7.28%) 대비 8.17%p 하락
 - 대내외 금융시장 불확실성 하에서 채권부문의 성과가 견조하게 나타났음에도 불구하고 주식부문의 성과하락으로 전년도 대비 낮은 성과를 달성하였음
 - 「2018~2022년 중기자산배분」에서 설정하였던 목표수익률 5.10% 대비로는 5.99%p 하회
 - 중기자산배분 이행계획에 따른 「2018년도 기금운용계획」상 기대수익률(4.70%) 대비로도 5.59%p 하회하였음
 - '08년도 이후 10년 만에 마이너스 절대성적을 나타냄
 - 금융부문 전체 장기수익률은 15년 평균수익률이 5.45%이며, 10년 평균수익률 5.53%, 5년 평균수익률 4.14% 등으로 최근의 수익률 하락 추이가 여전히 반영되고 있음
 - 금융부문 전체 10년 평균수익률은 중기자산배분 목표수익률의 10년 평균 수준(6.44%)을 하회하였고 동기간 연도별 기금운용계획상의 기대수익률 평균 수준(5.79%)도 하회한 모습임
 - 채권부문 연간수익률은 4.78%로 전년도 대비 4.30%p 상승하였고 국내채권은 4.82%, 해외채권은 4.25%의 수익률을 나타냄
 - 전년도 대비 국내채권부문의 수익률 상승은 FED의 완만한 기준금리 인상, 국내 경기둔화 우려 등으로 시장금리가 하락함에 기인
 - 해외채권의 전년도 대비 수익률 상승은 미중 무역분쟁 심화, 신흥국 위기확산 우려로 글로벌 안전자산 선호기조에 따른 시장금리 하락과 환율 상승에 기인
 - 15년간 채권전체 평균수익률은 4.78%, 국내채권 4.76%, 해외채권 5.28%이며, 채권전체 10년 평균수익률 4.36%, 국내채권 4.34%, 해외채권 4.61%로 장기 평균 수익률 기준으로는 해외채권의 성과가 국내채권에 비해 높음

10 2018년 국민연금 기금운용 성과평가

- 주식부문 연간수익률은 -11.73%로 전년도 대비 30.79%p 하락하였고 국내주식 -16.90%, 해외주식 -5.60%의 수익률을 나타냄
 - 전년도 대비 국내외 주식 수익률 하락은 미중 무역분쟁 심화, 글로벌 경기둔화 우려 등으로 주식시장이 하락한 것에 기인
 - 15년 주식전체 평균수익률 8.79%, 국내주식 부문 8.54%, 해외주식 부문 4.23%, 10년 평균 수익률은 주식전체 8.86%, 국내주식 7.88%, 해외주식 8.77%를 나타냄
 - 주식부문의 장기성과는 해외주식이 국내주식 대비 높게 나타나고 있음
- 2018년 대체투자 수익률은 12.05%로 전년도 대비 7.40%p 상승하였음
 - 대체투자 공정가치 평가전 수익률은 7.23%로 4.82%p가 공정가치 평가에 기인하였으며 전년도(5.65%p) 대비 공정가치 평가에 의한 수익률 차이는 축소된 모습임¹⁾
 - 10년 평균 8.03%, 5년 평균 10.25%로 대체투자의 장기 수익률(10년)은 주식보다는 낮지만 채권보다는 높은 것으로 나타나 금융부문 전체성과 견인에 기여하였음

1) 대체투자 부문의 수익률은 공정가치평가의 반영으로 인해 수익률이 평활화(smoothing)되고 위험을 과소평가 하거나 수익률이 과대평가 될 가능성도 있으므로 전통자산과의 수익률 비교 시에 유의가 필요함

〈표 I -4〉 시가평가 수익률-신규 유형체계

(단위 : %)

| 구분 ¹⁾ | | 2016년 | 2017년 | 2018년 | 3년 평균 ('16~'18) | 5년 평균 ('14~'18) | |
|------------------|------------------|-------|--------|--------|--------------------|--------------------|------|
| 채권 | 국내 | 패시브 | 1.80 | 0.49 | 4.81 | 2.35 | 3.62 |
| | | 액티브 | 2.04 | 0.63 | 4.88 | 2.50 | 3.64 |
| | 국내소계 | | 1.83 | 0.51 | 4.82 | 2.37 | 3.62 |
| | 해외 액티브 | 직접 | 3.91 | 0.10 | 4.19 | 2.72 | 3.89 |
| | | 위탁 | 4.15 | 0.32 | 4.29 | 2.90 | 3.75 |
| | 해외소계 | | 4.01 | 0.22 | 4.25 | 2.81 | 3.80 |
| 채권 합계 | | 1.99 | 0.48 | 4.78 | 2.40 | 3.64 | |
| 주식 | 국내 | 패시브 | 10.31 | 28.22 | -16.91 | 5.53 | - |
| | | 액티브 | 3.48 | 25.32 | -16.89 | 2.53 | - |
| | 국내소계 | | 5.64 | 26.31 | -16.90 | 3.50 | 1.29 |
| | 해외 | 패시브 | 11.26 | 9.89 | -4.62 | 5.26 | - |
| | | 액티브 | 9.57 | 11.14 | -6.24 | 4.52 | - |
| | 해외소계 | | 10.13 | 10.68 | -5.60 | 4.79 | 5.80 |
| 주식 합계 | | 7.70 | 19.06 | -11.73 | 4.21 | 3.17 | |
| 대체투자 | 국내 | 5.74 | 6.13 | 8.26 | 6.70 | 7.70 | |
| | 해외 | 12.34 | 3.82 | 13.95 | 9.94 | 11.98 | |
| | 대체소계 | 9.99 | 4.65 | 12.05 | 8.85 | 10.25 | |
| 단기자금 | 국내 | 1.37 | 1.29 | 1.57 | 1.41 | 1.66 | |
| | 해외 ²⁾ | 1.04 | -10.10 | 10.82 | 0.22 | - | |
| 금융전체 | | 4.69 | 7.28 | -0.89 | 3.64 | 4.14 | |

주 1) 2015년 7월부터 기금운용본부는 기존 직접/위탁 유형체계에서 액티브/패시브 유형체계로 세부자산군 분류 체계를 변경하였음

2) 외화단기자금은 2014년 9월부터 별도로 수익률 산출

3) 본 보고서에서 보고되고 있는 국민연금의 수익률들은 시간가중수익률이며 별도의 언급이 없는 한 운용비용을 차감한 수익률임. 다만, 직접운용의 경우에는 간접비용의 일부가 차감되지 못하였음 이는 직접운용의 운용자 인건비와 컨설팅 비용, 건물사용료 등임.

12 2018년 국민연금 기금운용 성과평가

〈표 1-5〉 시가평가 수익률¹⁾-기존 유형체계

(단위 : %)

| 구분 ²⁾ | | 2016년 | 2017년 | 2018년 | 3년 평균 ('16~'18) | 5년 평균 ('14~'18) | 10년 평균 ('09~'18) | 15년 평균 ('04~'18) | |
|---------------------|------------------|-------|--------|--------|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|------|
| 채권 | 국내 | 직접 | 1.80 | 0.49 | 4.81 | 2.35 | 3.62 | 4.33 | 4.76 |
| | | 위탁 | 2.04 | 0.63 | 4.88 | 2.50 | 3.64 | 4.45 | - |
| | 국내소계 | | 1.83 | 0.51 | 4.82 | 2.37 | 3.62 | 4.34 | 4.76 |
| | 해외 액티브 | 직접 | 3.91 | 0.10 | 4.19 | 2.72 | 3.89 | 4.36 | 5.24 |
| | | 위탁 | 4.15 | 0.32 | 4.29 | 2.90 | 3.75 | 4.91 | - |
| | 해외소계 | | 4.01 | 0.22 | 4.25 | 2.81 | 3.80 | 4.61 | 5.28 |
| 채권 합계 | | 1.99 | 0.48 | 4.78 | 2.40 | 3.64 | 4.36 | 4.78 | |
| 주식 | 국내 | 직접 | 9.99 | 28.38 | -16.73 | 5.55 | 1.70 | 8.11 | 8.53 |
| | | 위탁 | 1.02 | 23.91 | -17.08 | 1.25 | 0.77 | 7.63 | 8.51 |
| | 국내소계 | | 5.64 | 26.31 | -16.90 | 3.50 | 1.29 | 7.88 | 8.54 |
| | 해외 | 직접 | 10.82 | 8.83 | -4.04 | 4.99 | 6.11 | - | - |
| | | 위탁 | 9.78 | 11.61 | -6.44 | 4.66 | 5.65 | 8.63 | 4.14 |
| | 해외소계 | | 10.13 | 10.68 | -5.60 | 4.79 | 5.80 | 8.77 | 4.23 |
| 주식 합계 ²⁾ | | 7.70 | 19.06 | -11.73 | 4.21 | 3.17 | 8.86 | 8.79 | |
| 대체투자 | 국내 | 5.74 | 6.13 | 8.26 | 6.70 | 7.70 | 6.88 | - | |
| | 해외 | 12.34 | 3.82 | 13.95 | 9.94 | 11.98 | 7.97 | - | |
| 대체투자 | | 9.99 | 4.65 | 12.05 | 8.85 | 10.25 | 8.03 | - | |
| 단기자금 | 국내 | 1.37 | 1.29 | 1.57 | 1.41 | 1.66 | 2.21 | 2.86 | |
| | 해외 ³⁾ | 1.04 | -10.10 | 10.82 | 0.22 | - | - | - | |
| 금융전체 | | 4.69 | 7.28 | -0.89 | 3.64 | 4.14 | 5.53 | 5.45 | |

주 1) 해외자산 수익률은 원화 표시 수익률이고, 시간가중수익률 산출을 위한 일간수익률 산출 방식에 있어 시기적으로 차이가 있음. 2007년 이후의 수익률 계산방식은 순 투자액 적용기준가에 대차수수료와 배당 등을 따로 분리하여 반영하는 방법을 사용하였음

2) 주식전체 10년 평균수익률은 2010년부터 시작된 해외주식 직접운용의 성과가 포함되어 있음

3) 해외단기자금은 2014년 9월부터 별도로 수익률 산출시작

○ 범주별 수익률 현황을 살펴보면, 최근 15년간 해외자산과 위험자산의 수익률이 국내자산 그리고 안전자산의 수익률 보다 높은 것으로 나타남

- 2018년도 해외자산 수익률은 0.39%로 국내자산 수익률 -1.34% 대비 1.73%p 높은 것으로 나타났고 이는 국내주식이 낮은 성과를 나타낸 반면, 해외자산은 환율상승에 따라 상대적으로 높은 수익률을 보였기 때문

- 3년 평균, 5년 평균 수익률 등 장기성과도 해외자산이 더 높은 수준

- 2018년도 위험자산은 -6.66%로 안전자산(4.75%) 대비 11.41%p 낮은 성과를 나타냈으나, 3년 평균, 5년 평균, 10년 평균 성과 등 장기성과는 여전히 위험자산이 더 높게 나타나는 모습

- 위탁운용의 성과는 자산군별로 상이하게 나타나나 채권부문은 위탁운용이 주식부문의 직접 운용의 성과가 높게 나타남
- 최근 15년간의 성과를 볼 때, 기금의 장기적 운용방향이었던 해외투자 확대, 위험자산 확대의 운용방향은 기금전체 성과에 긍정적인 기여를 한 것으로 보임

〈표 I -6〉 범주별 수익률

(단위 : %)

| 구분 | | 2016년 | 2017년 | 2018년 | 3년 평균 (’16~’18) | 5년 평균 (’14~’18) | 10년 평균 (’09~’18) | 15년 평균 (’04~’18) |
|-------------------|------|-------|-------|-------|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|
| 지역별 | 국내 | 2.93 | 7.27 | -1.34 | 2.89 | 3.27 | 4.87 | 5.17 |
| | 해외 | 9.75 | 7.19 | 0.39 | 5.70 | 7.65 | 8.17 | 5.96 |
| 자산별 ²⁾ | 채권부 | 1.99 | 0.47 | 4.75 | 2.39 | 3.61 | 4.34 | 4.76 |
| | 비채권부 | 8.22 | 15.41 | -6.66 | 5.25 | 4.78 | 8.92 | 9.30 |

주 1) 해외자산 수익률은 원화 표시 수익률이고, 시간가중수익률 산출을 위한 일간수익률 산출 방식에 있어 시기적으로 차이가 있음. 2007년 이후의 수익률 계산방식은 순 투자액 적용기준가에 대차수수료와 배당 등을 따로 분리하여 반영하는 방법을 사용하였음

2) 채권부는 국내채권, 해외채권, 단기자금을 포함하였으며 비채권부는 주식부문과 대체투자부문의 합임

2. 포트폴리오의 초과성과 및 기여도 분석

- 2018년 금융부문 전체수익률(-0.89%)은 **벤치마크** 수익률(-0.26%) 대비 **0.63%p 하회**
 - 2008년 이후 처음으로 음의 절대성과를 나타낸 가운데 초과성과도 음의 성과를 나타내 절대성과의 하락을 방어하지 못하였음
 - 2008년 이후 금융부문 전체의 초과성과가 절대성과 하락기에 양의 성과, 절대성과 상승기에 음의 성과를 나타내는 경향이었으나 2017년부터는 절대성과와 초과성과 모두 상승하고 하락하는 모습임(그림 I-1)
 - 금융부문 전체의 15년 평균 수익률 초과성과는 -0.04%p, 10년 평균 수익률의 초과성과는 -0.24%p, 5년 평균 -0.04%p를 나타냈으며 2018년도 성과에 따라 중장기 초과성과도 낮아지는 모습임
- 2018년도 국내채권(4.78%)은 벤치마크 수익률(4.74%)을 0.05%p 상회하였고 부여된 목표초과수익률(0.03%p) 대비로도 상회하였음

14 2018년 국민연금 기금운용 성과평가

- 전년도 음의 초과성과(-0.07%p)에 이어 다시 양의 초과성과를 달성함으로써 3년과 5년 평균 초과수익률은 중립화(0.00%p) 되었고 15년 평균 초과수익률은 0.04%p로 장기적인 측면에서 양호한 초과성과를 나타냄
- 2018년도 국내주식(-16.90%)은 벤치마크 수익률(-15.63%) 대비 1.27%p 하회하여 금융 부문 전체 초과성과에 부정적 기여를 하였음
 - 국내주식의 15년 평균 초과수익률은 0.55%p이나 10년 평균 0.15%p, 최근 5년 -0.68%p로 최근의 초과성과는 낮아지는 추세를 보이고 있음
- 해외주식(-5.60%)도 벤치마크 수익률(-5.36%)을 0.24%p 하회하여 2018년도 금융부문 전체 초과성과에 부정적인 기여를 하였음
 - 15년 평균 수익률 기준으로는 -1.85%p 초과성과를 나타냈으나 최근 5년과 10년 평균 초과성과는 0.28%p를 나타내고 있음
- 2018년도 대체투자 부문(12.05%)은 벤치마크(11.28%) 대비 0.77%p의 초과성과를 달성하여 금융부문 전체 초과성과에는 긍정적인 요인이 되었음
 - 10년 평균 수익률 기준으로 대체투자 부문의 벤치마크 대비 초과수익률 수준을 고려할 때 평활화 효과(smoothing effect)는 어느 정도 나타나는 것으로 보임

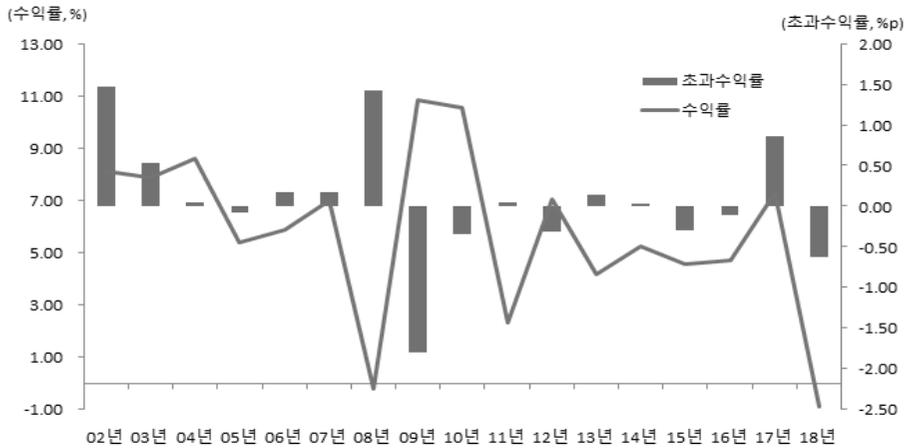
〈표 1-7〉 벤치마크 대비 초과수익률

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2018년 | | | 3년 평균('16~'18) | | | 5년 평균('14~'18) | | | 10년 평균('09~'18) | | | 15년 평균('04~'18) | | |
|------|--------|--------|-------|----------------|------|-------|----------------|------|-------|-----------------|------|-------|-----------------|------|-------|
| | 기금 | 벤치마크 | 초과수익 | 기금 | 벤치마크 | 초과수익 | 기금 | 벤치마크 | 초과수익 | 기금 | 벤치마크 | 초과수익 | 기금 | 벤치마크 | 초과수익 |
| 국내채권 | 4.78 | 4.74 | 0.05 | 2.35 | 2.35 | 0.00 | 3.60 | 3.60 | 0.00 | 4.32 | 4.35 | -0.03 | 4.77 | 4.73 | 0.04 |
| 해외채권 | 4.31 | 4.40 | -0.09 | 2.83 | 2.93 | -0.10 | 3.78 | 4.11 | -0.34 | 4.55 | 4.90 | -0.35 | 5.24 | 4.73 | 0.51 |
| 국내주식 | -16.90 | -15.63 | -1.27 | 3.50 | 3.28 | 0.22 | 1.29 | 1.97 | -0.68 | 7.88 | 7.73 | 0.15 | 8.54 | 7.99 | 0.55 |
| 해외주식 | -5.60 | -5.36 | -0.24 | 4.79 | 4.83 | -0.04 | 5.80 | 5.52 | 0.28 | 8.77 | 8.50 | 0.28 | 4.23 | 6.08 | -1.85 |
| 대체투자 | 12.05 | 11.28 | 0.77 | 8.85 | 7.49 | 1.36 | 10.25 | 7.99 | 2.26 | 8.03 | 8.94 | -0.91 | - | - | - |
| 금융전체 | -0.89 | -0.26 | -0.63 | 3.64 | 3.62 | 0.02 | 4.14 | 4.18 | -0.04 | 5.53 | 5.76 | -0.24 | 5.45 | 5.48 | -0.04 |

- 주 1) 해외채권의 벤치마크 수익률에는 목표 헤지비용이 반영되어 있음
 2) 해외자산의 원화기준 벤치마크는 2008년부터 설정되었으며 그 이전 벤치마크는 달러기준으로 비교 시 유의필요
 3) 대체투자의 성과평가용 벤치마크는 2013년부터 적용되었으며 그 이전의 벤치마크는 정책벤치마크를 대응치로 사용하였음
 4) 국내채권은 원화단기자금, 해외채권은 외화단기자금을 고려한 수익률임
 5) 반올림에 의한 단수차이 있음

[그림 I-1] 금융부문전체 연도별 수익률 및 초과수익률 추이



- 금융부문 전체 초과수익률(-0.63%p)에 대하여 각 자산군별로는 **국내주식의 초과성과**가 가장 큰 기여(-0.31%p)를 하였으며, 다음으로 **해외주식 초과성과**가 기여(-0.06%p) 하였음
 - 반면 대체투자의 초과성과의 기여(0.11%p)와 국내채권 초과성과의 기여(0.02%p)가 금융부문 전체 초과성과 하회를 만회하는데 기여
 - 대체투자를 제외하는 경우를 가정한 금융부문 초과성과(-0.47%p)도 국내주식 초과성과 기여도(-0.34%p)가 가장 크고 다음으로 해외주식 초과성과 기여도(-0.07%p)가 큰 것으로 나타남

<표 I-8> 2018년도 금융부문 각 자산군별 초과성과 기여도 분석

(단위 : %, %p)

| 구분 | 국내채권 ³⁾ | 해외채권 ³⁾ | 국내주식 | 해외주식 | 대체투자 | 금융전체 | |
|-------------|--------------------|--------------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 기금수익률 | 4.78 | 4.31 | -16.90 | -5.60 | 12.05 | -0.89 | |
| 대체투자 포함시 | BM수익률 | 4.74 | 4.40 | -15.36 | -5.36 | 11.28 | -0.26 |
| | 초과성과 | 0.05 | -0.09 | -1.27 | -0.24 | 0.77 | -0.63 |
| | 기여도 ¹⁾ | 0.02 | 0.00 | -0.31 | -0.06 | 0.11 | -0.24 |
| | 기여율 ²⁾ | -3.3 | 0.5 | 50.0 | 9.7 | -17.8 | 39.2 |
| 대체투자 제외 시** | BM수익률 | 4.74 | 4.40 | -15.36 | -5.36 | - | -2.10 |
| | 초과성과 | 0.05 | -0.09 | -1.27 | -0.24 | - | -0.47 |
| | 기여도 ¹⁾ | 0.02 | 0.00 | -0.34 | -0.07 | - | -0.39 |
| | 기여율 ²⁾ | -4.9 | 0.8 | 75.2 | 14.3 | - | 85.4 |

주 1) Brinson모형을 기반으로 하는 성과요인 분석에 따라 각 자산군이 금융부문 전체 초과성과에 기여한 정도이며 금융전체 초과성과와 기여도의 합의 차이는 전술적 비중조절 효과에 기인한 것임. 보다 자세한 사항은 아래 금융부문 수익분해 참조
 2) 기여율은 해당 각 자산군의 초과성과 기여도가 금융전체 초과성과에서 차지하는 비중임 금융전체 기여율에 표기된 수치는 각 자산군 초과성과 기여율의 합이며 전술적 비중조절 효과가 제외되어 있음 전술적 비중조절 효과에 의한 기여율까지 포함한 총합은 100%가 됨
 3) 국내채권과 해외채권 수익률은 각각 원화 및 외화 단기자금 포함하여 산출하였기 때문에 이들을 제외하고 산출한 <표 I-5>의 수익률과 차이가 있음
 4) 대체투자 제외시 금융부문 전체의 수익률은 -2.42%임
 ** 대체투자 제외 시 전통자산의 비중은 대체투자 포함 시의 상대적 비중을 그대로 고려하여 재조정 하였음

16 2018년 국민연금 기금운용 성과평가

○ 2018년 국민연금기금 금융부문 초과성과(-0.63%p)는 목표초과수익률 0.20%p를 0.83%p 하회하였음

- 목표달성률은 -315.00%이며, 이는 2009년도 목표초과수익률 설정 이후 금융부문 전체에서 가장 낮은 달성률임
- 기금운용위원회가 공식적으로 목표초과수익률을 설정하기 시작한 2009년부터 초과수익률의 평균 목표달성률은 -50.75%이고 최근 5년간 목표달성률은 평균 -27.15%임

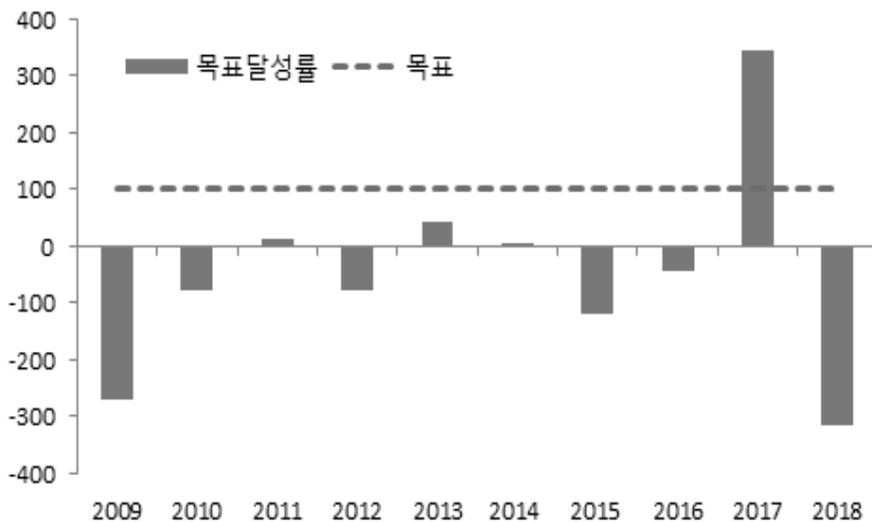
〈표 1-9〉 목표초과수익률 및 초과수익 달성현황

(단위 : %, %p)

| 구 분 | 2011년 | 2012년 | 2013년 | 2014년 | 2015년 | 2016년 | 2017년 | 2018년 |
|--------------|-------|--------|-------|-------|---------|--------|--------|---------|
| 실현수익률(R) | 2.32 | 7.03 | 4.16 | 5.25 | 4.57 | 4.69 | 7.28 | -0.89 |
| BM 수익률(M) | 2.27 | 7.34 | 4.01 | 5.21 | 4.87 | 4.80 | 6.42 | -0.26 |
| 초과수익률실적(R-M) | 0.05 | -0.32 | 0.15 | 0.04 | -0.30 | -0.11 | 0.86 | -0.63 |
| 목표초과수익률 | 0.45 | 0.41 | 0.38 | 0.20 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.20 |
| 달성률 | 10.68 | -77.11 | 36.74 | 17.66 | -119.38 | -44.31 | 342.71 | -315.00 |

주 1) 달성률=초과수익률실적/목표초과수익률

[그림 1-2] 금융전체 목표초과수익률 대비 달성현황 추이



3. 금융부문 수익분해

- 2018년도 금융부문 전체성과를 요인별로 분해하면 모든 부문이 초과성과 하회에 기여하였으며, 특히 전술적 자산배분에 의한 효과가 가장 큰 비중을 차지하여 전체성과에 부정적인 기여를 하였음
 - 전략적 자산배분 효과는 -0.26%로 전체성과에 29.6% 음의 기여를 하였음
 - 금융부문 전체 초과성과(-0.63%p) 하회에 가장 큰 기여를 한 것은 전술적 비중조정 효과(-0.38%p)이며, 다음이 벤치마크 선택효과와 자산선택효과(-0.12%p)가 비슷한 기여를 하였음
 - 따라서 벤치마크 선택효과와 전술적 비중조정 효과를 합친 전술적 자산배분 효과(TAA)는 -0.50%p로 금융부문 전체 초과성과 하회에 주요 요인이 되었음
 - 2017년도 상황과 비교해 보면, 주식시장 상승 하에서 높은 절대성과(7.28%)와 초과성과(0.85%p)를 나타냈음에도 불구하고 전술적 비중조정효과는 0.08%p로 그 기여가 크지 않았음
 - 이는 2018년도의 각 자산군별 전술적 비중조정 방향이 2017년도와 크게 다르지 않았으나 국내주식에 대한 연중 평균적인 비중상회 폭과 대체투자에 대한 비중하회 폭이 2017년도 보다 확대되어 성과하회에 큰 요인이 됨
- 패시브/액티브 신규 유형체계에 따른 벤치마크 선택효과는 기존 직접/위탁 유형체계의 벤치마크 선택효과보다 0.08%p 정도 긍정적인 효과를 나타내는 것으로 분석
 - 다만 그러한 변화는 국내주식과 해외주식의 자산선택효과가 줄어들게 됨으로써 전체성과 측면에서는 상쇄됨

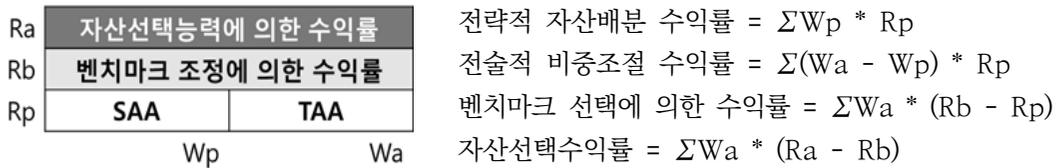
〈표 I -10〉 2018년도 금융부문 전체 수익률 요인분해

(단위 : %)

| 구분 | 2018년 | | | |
|-------------------------|---------------|-------|-------------|-------|
| | 개편체계(패시브/액티브) | | 기존체계(직접/위탁) | |
| | 수익률 | 기여도 | 수익률 | 기여도 |
| 전략적 자산배분(SAA) | -0.26 | 29.6 | -0.26 | 29.6 |
| 전술적 자산배분효과(TAA) | -0.50 | 56.3 | -0.58 | 65.8 |
| 벤치마크 선택효과 ¹⁾ | -0.12 | 13.4 | -0.20 | 22.9 |
| 전술적 비중조절효과 | -0.38 | 42.9 | -0.38 | 42.9 |
| 자산선택효과(stock selection) | -0.12 | 14.1 | -0.04 | 4.7 |
| 총 효과 | -0.89 | 100.0 | -0.89 | 100.0 |
| 통화 오버레이 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 금융부문 전체 수익률 | -0.89 | 100.0 | -0.89 | 100.0 |

주 1) 국민연금 기금운용위원회는 자산군별 전략적 벤치마크를 기반으로 기금의 전략적 자산배분을 “국민연금기금 운용계획”에서 매년 설정하며, 기금운용본부는 초과수익을 창출하기 위해 전략적 자산배분에 대한 전술적 비중 조절(tilting) 뿐만 아니라 “연간자금운용계획”에서 액티브/패시브운용 또는 직접/위탁운용에 대한 세부 벤치마크를 전략적 벤치마크와 다르게 설정함. 벤치마크 선택효과는 기금운용본부가 설정한 전술적 벤치마크가 총 수익률에 기여하는 정도를 분해하기 위함임

[그림 I -3] 금융부문 전체 수익률에 대한 수익성과 분해 개념도



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

Wa : 기금의 각 자산군별 실제 투자비중

Rp : 기금운용위원회가 부여한 전략적 벤치마크에 기반한 각 자산군별 수익률

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

Ra : 기금의 자산군별 실제수익률을 각각 의미함

- 2018년도 금융부문 전체성과 -0.89%의 요인을 자산군별로도 살펴보면, 국내주식과 해외 주식의 시장하락이 전체성과 하락의 가장 큰 요인으로 나타남
- 액티브 운용에 의한 성과요인 중 전체성과 하회에 가장 큰 기여를 한 자산군도 역시 국내주식(-0.44%p) 부문임

- 앞서 언급한 것처럼 금융부문 전체 초과성과 하회에 가장 큰 기여를 한 요인은 전술적 비중조정 효과이며, 이는 대체투자 부문(-0.27%p)의 연중 비중하회에 의한 부분이 크게 작용
- 벤치마크 대비 크게 하회한 국내주식에 대해 연중 지속적으로 비중상회한 전술적 비중조정(-0.12%p)도 금융부문 전체 초과성과 하회에 주요 요인임
- 자산선택 효과는 각 자산군별 전술적 벤치마크와 다르게 운용하여 창출된 초과성과의 금융부문 전체 초과성과에 대한 기여로 볼 수 있는데 국내주식 위탁운용의 초과성과 하회로 국내주식의 자산선택 효과가 크게 음의 기여(-0.19%p)를 함
- 국내주식의 벤치마크 선택효과는 국내주식에 대해 기금운용본부가 액티브/패시브 세부 유형을 설정하고 국내주식 전체 전략적 벤치마크와 다르게 세부유형 벤치마크를 설정하여 운용한 결과로 볼 수 있음²⁾
- 현재 국내주식의 세부유형의 전술적 벤치마크는 패시브 유형의 경우 KOSPI200(배당포함), 액티브 유형이 KOSPI+KOSDAQ100(배당포함)으로 설정되어 있음
- 아울러 액티브 유형 내에서도 액티브 직접운용의 벤치마크가 KOSPI200(배당포함)으로 설정되어 있어 국내주식 전체 포트폴리오의 상당비중이 대형주 중심의 KOSPI200을 추종하도록 되었음
- 따라서 대형주 위주로 하락한 2018년도 시장상황 하에서는 KOSPI200을 추종하도록 한 벤치마크 선택효과가 국내주식 전체 전략적 벤치마크 KOSPI와 금융부문 전체 벤치마크를 하회하게 되는데 기여하였음

2) 국내주식 전체 전략적 벤치마크는 기금운용위원회가 설정하며 현재 KOSPI(배당포함)지수가 설정되어 있음

〈표 I -11〉 2018년도 자산군별 수익기여도

(단위 : %p, %)

| 구분 | | 전략적 자산배분 | 전략적 자산배분 | | | 초과수익률 |
|------|-----|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | 전술적 비중조정 | 벤치마크 선택 | 자산선택효과 | |
| 국내채권 | 기여도 | 2.20 | 0.06 | 0.00 | 0.02 | 0.08 |
| | 기여율 | -1,092.5 | -7.1 | 0.3 | -2.6 | -9.4 |
| 국내주식 | 기여도 | -3.16 | -0.13 | -0.12 | -0.19 | -0.44 |
| | 기여율 | 1,568.9 | 14.6 | 13.4 | 21.8 | 49.8 |
| 해외채권 | 기여도 | 0.17 | -0.01 | 0.00 | 0.00 | -0.01 |
| | 기여율 | -85.9 | 0.9 | 0.0 | 0.4 | 1.2 |
| 해외주식 | 기여도 | -0.88 | -0.03 | 0.00 | -0.06 | -0.09 |
| | 기여율 | 438.8 | 3.3 | -0.8 | 7.1 | 10.1 |
| 대체투자 | 기여도 | 1.47 | -0.27 | 0.00 | 0.11 | -0.16 |
| | 기여율 | -729.3 | 31.2 | 0.0 | -12.5 | 18.7 |

주 1) 각 자산군별 전략적 자산배분(SAA)효과는 시장의 변화에 따른 성과로 해석

2) 각 자산군별 전술적 비중조정 기여도는 자산군간 상대적 성과 차이에 따라 실제비중을 조절하는 정의에 따라 측정된 수치이며, 각 자산군 별로 전체 전술적 비중조정 활동 효과 -0.38%p에 얼마나 기여를 하였는지를 나타냄

3) 기여도는 2018년도 금융부문 전체성과 -0.89%p에 대한 기여도임

〈표 I -12〉 2018년도 자산군별 초과수익기여도

(단위 : %p, %)

| 구분 | | 초과수익 | 전술적 비중조정 | 벤치마크 선택 | 자산선택효과 |
|------|-----|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 국내채권 | 기여도 | 0.08 | 0.06 | 0.00 | 0.02 |
| | 기여율 | -13.3 | -10.0 | 0.4 | -3.6 |
| 국내주식 | 기여도 | -0.44 | -0.13 | -0.12 | -0.19 |
| | 기여율 | 70.7 | 20.7 | 19.0 | 31.0 |
| 해외채권 | 기여도 | -0.01 | -0.01 | 0.00 | 0.00 |
| | 기여율 | 1.7 | 1.2 | 0.0 | 0.5 |
| 해외주식 | 기여도 | -0.09 | -0.03 | 0.00 | -0.06 |
| | 기여율 | 14.3 | 4.6 | -0.5 | 10.1 |
| 대체투자 | 기여도 | -0.16 | -0.27 | 0.00 | 0.11 |
| | 기여율 | 26.6 | 44.3 | 0.0 | -17.8 |

주 1) 기여도는 금융부문 전체 초과성과인 -0.63%p에 대한 기여도임

- 단, 여기서 전술적 비중조정 효과는 기존 Brinson모형과 일관된 방식으로 측정된 경우³⁾와는 달리 자산군간 상대적 성과차이에 의해 전술적 비중조절을 하는 방식⁴⁾으로 측정하였음

○ 기금운용본부는 SAA기준비중 산출방식을 변경하여 2018년도부터 적용하였음

- SAA기준비중은 기금운용위원회가 중기자산배분을 통해 설정한 각 자산별 목표비중에 시장 가격의 변동을 반영하여 산출한 기금운용본부의 전략적 목표임

3) 이 때의 전술적 비중조정 활동을 각 자산군 수익률이 양인지 음인지를 예측하여 그 여부에 따라 실제 비중을 기준비중 대비 비중상회, 하회하도록 조절하는 것으로 정의하고 각 자산군의 전술적 비중조정 활동에 대한 기여도는 $(w_{a,i} - w_{p,i})R_{p,i}$ 로 측정할 수 있으며 그 결과는 다음과 같음

〈자산군별 수익기여도〉

(단위 : %p, %)

| 구분 | 기여도 | 전략적 자산배분 | 전술적 비중조정 | | | 초과수익률 |
|------|-----|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | 전술적 비중조정 | 벤치마크 선택 | 자산선택효과 | |
| 국내채권 | 기여도 | 2.20 | 0.06 | 0.00 | 0.02 | 0.08 |
| | 기여율 | -1,092.5 | -6.8 | 0.3 | -2.6 | -9.1 |
| 국내주식 | 기여도 | -3.16 | -0.13 | -0.12 | -0.19 | -0.44 |
| | 기여율 | 1,568.9 | 14.8 | 13.4 | 21.8 | 50.0 |
| 해외채권 | 기여도 | 0.17 | -0.01 | 0.00 | 0.00 | -0.01 |
| | 기여율 | -85.9 | 0.8 | 0.0 | 0.4 | 1.2 |
| 해외주식 | 기여도 | -0.88 | -0.03 | 0.00 | -0.06 | -0.09 |
| | 기여율 | 438.8 | 3.2 | -0.3 | 7.1 | 10.0 |
| 대체투자 | 기여도 | 1.47 | -0.27 | 0.00 | 0.11 | -0.16 |
| | 기여율 | -729.3 | 30.8 | 0.0 | -12.5 | 18.3 |

〈자산군별 초과수익 기여도〉

(단위 : %p, %)

| 구분 | 기여도 | 초과수익 | 전술적 비중조정 | 벤치마크 선택 | 자산선택효과 |
|------|-----|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 국내채권 | 기여도 | 0.08 | 0.06 | 0.00 | 0.02 |
| | 기여율 | -12.9 | -9.6 | 0.4 | -3.6 |
| 국내주식 | 기여도 | -0.44 | -0.13 | -0.12 | -0.19 |
| | 기여율 | 71.0 | 21.0 | 19.0 | 31.0 |
| 해외채권 | 기여도 | -0.01 | -0.01 | 0.00 | 0.00 |
| | 기여율 | 1.7 | 1.1 | 0.0 | 0.5 |
| 해외주식 | 기여도 | -0.09 | -0.03 | 0.00 | -0.06 |
| | 기여율 | 14.2 | 4.6 | -0.5 | 10.1 |
| 대체투자 | 기여도 | -0.16 | -0.27 | 0.00 | 0.11 |
| | 기여율 | 26.0 | 43.8 | 0.0 | -17.8 |

4) 이 때의 전술적 비중조정 활동은 각 자산군의 수익률이 금융부문 전체 벤치마크 보다 높은지 낮은지 여부를 예측하여 그에 따라 실제 비중을 조절하는 것으로 정의하고 각 자산군별 전술적 비중조정 활동에 대한 기여도는 $(w_{a,i} - w_{p,i})(R_{p,i} - R_p)$ 으로 측정함. 다만, 전술적 비중조정 활동의 정의에 따라 각각 산출된 자산군별 기여도 합은 동일하여 Brinson모형 기반의 전체 전술적 비중조정 활동 결과와 일치함. $(\sum(w_{a,i} - w_{p,i})R_{p,i} = \sum(w_{a,i} - w_{p,i})(R_{p,i} - R_p))$

22 2018년 국민연금 기금운용 성과평가

- 기금운용본부는 이 SAA기준비중을 기준으로 전술적 비중조절을 실행하고 그 결과에 대해 평가를 받게 됨
 - 개편된 SAA기준비중 산출방식은 기존의 시장가격 변화를 그대로 반영하던 방식에서 시장의 가격변화와 해당 자산군에 대한 기대수익률과의 차이만큼만을 SAA기준비중 변화로 반영하여 산출하는 방식임
 - 따라서 앞서 언급한 바와 같이 SAA기준비중이 기금운용본부의 전술적 비중조절을 위한 기준이 된다는 점에서 그 변경에 따른 효과도 참고적으로 살펴볼 필요가 있음
- 2018년도 SAA기준비중을 산출방식 변경 전 기준을 적용했을 경우와의 수익분해 결과를 비교해 보면 SAA기준비중 산출기준 변경의 효과를 추정해 볼 수 있음
- SAA기준비중 산출방식 변경은 기금전체 벤치마크 수익률과 기금운용본부의 전술적 비중 조절 효과에 영향을 미침
 - 현행 변경방식에서의 벤치마크 수익률은 -0.26%인 반면 변경 이전 방식으로 산출된 벤치마크 수익률은 -0.32%로 변경에 따른 효과는 전략적 자산배분 성과에 긍정적 영향
 - 반면, 초과수익률은 0.06%p 만큼 하락하게 되고 이는 전술적 비중조절 효과가 0.06%p 하락하기 때문임
 - 변경된 방식은 음의 성과를 달성한 국내주식과 해외주식에 기대수익률까지 차감하게 함으로써 SAA기준비중을 상대적으로 더 낮추게 됨
 - 이에 따라 국내주식과 해외주식의 SAA기준비중 대비 실제비중의 상회폭이 확대됨
 - 이는 앞서 언급한 바와 같이 주식부문의 성과가 저조했던 2018년도 상황 하에서는 전술적 비중조절 효과에 부정적 영향이 확대되는데 영향을 주게 됨

〈표 I -13〉 2018년도 금융부문 전체 수익률 요인분해-SAA기준비중 산출기준 변경전후 비교⁵⁾

(단위 : %)

| 구분 | 2018년 | | | |
|--------------------------|-------------|-------|-----------|-------|
| | SAA기준비중 변경전 | | SAA기준 변경후 | |
| | 수익률 | 기여도 | 수익률 | 기여도 |
| 전략적 자산배분(SAA) | -0.32 | 36.4 | -0.26 | 29.6 |
| 전술적 자산배분효과(TAA) | -0.44 | 49.5 | -0.50 | 56.3 |
| 벤치마크 선택 효과 ¹⁾ | -0.12 | 13.4 | -0.12 | 13.4 |
| 전술적 비중조정효과 | -0.32 | 36.1 | -0.38 | 42.9 |
| 자산선택효과(stock selection) | -0.12 | 14.1 | -0.12 | 14.1 |
| 총 효과 | -0.89 | 100.0 | -0.89 | 100.0 |
| 통화 오버레이 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 금융부문 전체 수익률 | -0.89 | 100.0 | -0.89 | 100.0 |

주 1) 국민연금 기금운용위원회는 자산군별 전략적 벤치마크를 기반으로 기금의 전략적 자산배분을 “국민연금기금 운용계획”에서 매년 설정하며, 기금운용본부는 초과수익을 창출하기 위해 전략적 자산배분에 대한 전술적 비중 조절(tilting) 뿐만 아니라 “연간자금운용계획”에서 액티브/패시브운용 또는 직접/위탁운용에 대한 세부 벤치마크를 전략적 벤치마크와 다르게 설정함. 벤치마크 선택효과는 기금운용본부가 설정한 전술적 벤치마크가 총 수익률에 기여하는 정도를 분해하기 위함임

5) 〈표〉 2018년도 자산군별 수익기여도-대체투자 SAA기준비중 산출기준 변경전

(단위 : %p, %)

| 구분 | 전략적 자산배분 | 전술적 비중조정 | | | 자산선택효과 | 초과수익률 |
|------|----------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | 전술적 비중조정 | 벤치마크 선택 | 자산선택효과 | | |
| 국내채권 | 기여도 | 2.20 | 0.08 | 0.00 | 0.02 | 0.10 |
| | 기여율 | -1,092.5 | -9.6 | 0.3 | -2.6 | -11.9 |
| 국내주식 | 기여도 | -3.16 | -0.09 | -0.12 | -0.19 | -0.40 |
| | 기여율 | 1568.9 | 10.1 | 13.4 | 21.8 | 45.2 |
| 해외채권 | 기여도 | 0.17 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -0.01 |
| | 기여율 | -85.9 | 0.3 | 0.0 | 0.4 | 0.7 |
| 해외주식 | 기여도 | -0.88 | -0.03 | 0.00 | -0.06 | -0.09 |
| | 기여율 | 438.8 | 2.9 | -0.3 | 7.1 | 9.7 |
| 대체투자 | 기여도 | 1.47 | -0.29 | 0.00 | 0.11 | -0.18 |
| | 기여율 | -729.3 | 32.4 | 0.0 | -12.5 | 19.9 |

〈표〉 2018년도 자산군별 수익기여도-대체투자 SAA기준비중 산출기준 변경전

(단위 : %p, %)

| 구분 | 초과성과 | 전술적 비중조정 | 벤치마크 선택 | 자산선택효과 |
|------|------|--------------|--------------|--------------|
| 국내채권 | 기여도 | 0.10 | 0.08 | 0.00 |
| | 기여율 | -18.7 | -15.1 | 0.4 |
| 국내주식 | 기여도 | -0.40 | -0.09 | -0.12 |
| | 기여율 | 71.1 | 15.8 | 21.0 |
| 해외채권 | 기여도 | -0.01 | 0.00 | 0.00 |
| | 기여율 | 1.1 | 0.5 | 0.0 |
| 해외주식 | 기여도 | -0.09 | -0.03 | 0.00 |
| | 기여율 | 15.2 | 4.5 | -0.5 |
| 대체투자 | 기여도 | -0.18 | -0.29 | 0.00 |
| | 기여율 | 31.3 | 51.0 | 0.0 |

- 금융부문 전체 장기수익률에 대한 요인분해 결과, 전략적 자산배분에 의한 효과가 전체 성과에서 대부분을 차지하고, 자산선택 효과가 양의 기여를 한 반면, 전술적 자산배분 효과는 전체성과에 부정적 기여를 하였음
 - 10년 평균 수익률 5.53% 중 전략적 자산배분 효과는 104.3%의 기여를 하였고 전술적 자산배분 효과는 6.0%의 부정적 기여를 하였음
 - 자산선택 효과는 장기적으로도 양의 기여를 한 것으로 나타남
 - 5년 평균 금융부문 전체 초과성과는 -0.04%p를 달성하였고 이는 주로 전술적 비중조정 효과(-0.18%p)가 포함된 전술적 자산배분 효과(-0.25%p)에 기인
 - 3년 평균 금융부문 전체 초과성과는 0.02%p를 달성하였고 이는 주로 벤치마크 선택효과(0.12%p)와 자산선택효과(0.08%p)에 기인
 - 전술적 자산배분 효과 내에서는 장기적으로는 벤치마크 선택효과보다 전술적 비중조정 효과가 더 큰 음의 기여를 하고 있음
 - 3년 평균, 5년 평균의 전술적 비중조정 효과가 음의 기여를 한 것은 대체투자의 실제비중 하회와 국내주식의 비중상회에 기인함
 - 대체투자의 실제비중 하회를 국내채권 등 다른 자산군에서 흡수하여 비중상회한 부분이 장기성과에 있어서도 비중조정 효과에 부정적인 기여로 나타남
- 장기 자산군별 초과수익 기여도를 살펴보면, 3년 평균 기준으로는 대체투자가 금융부문 전체 초과성과에 가장 큰 기여를 함
 - 3년 평균 금융부문 전체 초과성과 0.02%p 중 대체투자가 0.05%p로 가장 큰 기여를 하였음
 - 각 요인별로는 대체투자의 자산선택효과가 0.17%p로 가장 큰 양의 기여를 하였고 다음으로는 국내주식의 벤치마크선택 효과가 0.11%p로 양의 기여를 하였음
 - 반면 대체투자의 전술적 비중조정 효과가 -0.11%p로 가장 큰 음의 기여를 하였으나 최종적으로는 대체투자가 금융부문 전체 초과성과에 0.05%p 양의 기여를 하는 것으로 나타났음
 - 국내채권의 전술적 비중조정 효과는 -0.02%p 음의 기여를 하여 자산선택 효과를 포함한 최종적인 기여는 -0.02%p로 가장 큰 음의 기여를 한 자산군으로 나타남
 - '17년도 가장 큰 양의 기여를 하였던 국내주식의 벤치마크 선택효과는 '18년도에는 음의 성과를 기록하며 3년 평균 기준으로는 0.12%p의 양의 기여를 한 것으로 나타났음

- 5년 평균 기준으로는 국내주식이 금융부문 전체 초과성과 하회에 가장 큰 기여를 함
 - 5년 평균 금융부문 전체 초과성과는 -0.04%p로 벤치마크를 하회하였으며, 이 중 국내주식이 -0.21%p로 가장 큰 음의 기여를 하였고, 국내채권 -0.02%p, 해외채권 -0.02%p로 음의 기여를 함
 - 반면, 대체투자(0.15%p)와 해외주식(0.05%p)은 양의 기여를 하여 장기 초과성과 하회 폭을 줄이는데 기여하였음
 - 요인별로는 대체투자의 전술적 비중조정 효과(-0.12%p)가 가장 큰 음의 기여를 하고 있으나 자산선택효과(0.28%p)는 가장 큰 양의 기여를 하여 최종적으로 대체투자의 초과성과가 양의 기여를 함
 - 국내주식의 경우 자산선택효과(-0.09%p), 벤치마크 선택효과(-0.07%p), 전술적 비중조정 효과(-0.05%p) 모두 음의 기여를 하여 단일 요인이 아닌 자산군 전체 측면에서는 가장 큰 음의 기여를 한 것으로 나타남
 - 대체투자의 지속적인 비중하회가 장기적으로도 초과성과에 부정적 영향을 미치고 있으므로 시장상황과 내부 프로세스를 감안하되 개선노력을 통해 초과성과 제고가 이루어질 필요가 있음
 - 국내주식 벤치마크 선택효과는 기간에 따라 다르게 나타나고 있으며, 중장기 성과에서 음의 기여를 고려할 때, 이와 관련한 장기성과의 안정적 창출 노력이 필요할 것으로 사료됨

〈표 I-14〉 금융부문 전체 장기 수익률 요인분해

(단위 : %)

| 구분 | 3년 평균 (2016년~2018년) | | 5년 평균 (2014년~2018년) | | 10년 평균 (2009년~2018년) | |
|--------------------------|------------------------|-------|------------------------|-------|-------------------------|-------|
| | 수익률 | 기여도 | 수익률 | 기여도 | 수익률 | 기여도 |
| 전략적 자산배분(SAA) | 3.62 | 99.5 | 4.18 | 101.0 | 5.77 | 104.3 |
| 전술적 자산배분효과(TAA) | -0.05 | -1.4 | -0.25 | -6.0 | -0.33 | -6.0 |
| 벤치마크 선택 효과 ¹⁾ | 0.12 | 3.3 | -0.07 | -1.7 | -0.04 | -0.8 |
| 전술적 비중조절효과 | -0.17 | -4.7 | -0.18 | -4.3 | -0.29 | -5.2 |
| 자산선택효과(stock selection) | 0.08 | 2.2 | 0.20 | 4.8 | 0.09 | 1.6 |
| 총 효과 | 3.65 | 100.3 | 4.13 | 99.8 | 5.52 | 99.9 |
| 기타 ²⁾ | -0.01 | -0.3 | -0.01 | -0.2 | 0.01 | 0.1 |
| 금융부문 전체 수익률 | 3.64 | 100.0 | 4.14 | 100.0 | 5.53 | 100.0 |

주 1) 국민연금 기금운용위원회는 자산군별 전략적 벤치마크를 기반으로 기금의 전략적 자산배분을 “국민연금기금 운용계획”에서 매년 설정하며, 기금운용본부는 초과수익을 창출하기 위해 전략적 자산배분에 대한 전술적 비중 조절(tilting) 뿐만 아니라 “연간자금운용계획”에서 액티브/패시브운용 또는 직접/위탁운용에 대한 세부 벤치마크를 전략적 벤치마크와 다르게 설정함. 벤치마크 선택효과는 기금운용본부가 설정한 전술적 벤치마크가 총 수익률에 기여하는 정도를 분해하기 위함임

2) 기타는 수익률 분해 과정 중 반영되지 못한 총효과와 금융부문 전체 수익률의 차이를 의미함

3) 반올림에 의한 단수차이 있음

〈표 I-15〉 장기 자산군별 초과수익기여도⁶⁾

(단위 : %p, %)

| 구분 | | 초과수익 | | 전술적 비중조절 ²⁾ | | 벤치마크 선택 | | 자산선택효과 | |
|------|-----|--------------|--------------|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | 3년평균 | 5년평균 | 3년평균 | 5년평균 | 3년평균 | 5년평균 | 3년평균 | 5년평균 |
| 국내채권 | 기여도 | -0.02 | -0.02 | -0.02 | -0.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | 기여율 | -71.0 | 44.3 | -77.8 | 40.4 | 4.8 | 1.5 | 2.0 | 2.6 |
| 국내주식 | 기여도 | 0.00 | -0.21 | -0.04 | -0.05 | 0.11 | -0.07 | -0.07 | -0.09 |
| | 기여율 | 7.9 | 456.8 | -152.5 | 106.1 | 439.8 | 155.5 | -279.5 | 195.2 |
| 해외채권 | 기여도 | -0.01 | -0.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -0.01 | -0.02 |
| | 기여율 | -19.3 | 39.5 | 0.0 | 0.0 | 4.2 | 3.4 | -23.5 | 36.1 |
| 해외주식 | 기여도 | 0.00 | 0.05 | 0.00 | 0.01 | 0.00 | 0.01 | -0.01 | 0.03 |
| | 기여율 | -11.6 | -102.4 | 17.1 | -13.6 | 3.3 | -15.4 | -32.1 | -73.3 |
| 대체투자 | 기여도 | 0.05 | 0.15 | -0.11 | -0.12 | 0.00 | 0.00 | 0.17 | 0.28 |
| | 기여율 | 194.0 | -338.3 | -439.1 | 270.2 | 0.0 | -73.3 | 633.1 | -608.5 |

주 1) 금융부문 전체 초과수익률을 산술적으로 측정할 경우 3년 평균 0.02%p, 5년 평균 -0.04%p이나 성과요인분해 모형을 통해 측정된 초과수익률은 3년 평균 0.03%p, 5년 평균 -0.05%p로 차이가 있음 이는 앞서 〈표 I-14〉의 요인분해 결과에서 나타난 것과 마찬가지로 기타 항목의 차이에 기인한 것임

2) 각 자산군별 전술적 비중조절 기여도는 자산군간 상대적 성과 차이에 따라 실제비중을 조절하는 정의에 따라 측정된 수치이며, 각 자산군 별로 전체 전술적 비중조절 활동 효과 -0.17%p(3년 평균)와 -0.18%p(5년 평균)에 얼마나 기여를 하였는지를 나타냄

- 대체투자가 전술적 비중조정 활동의 제약으로 작용한다는 점을 고려하여 대체투자를 제외할 경우를 가정한 두 가지 방식의 금융부문 수익분해 결과를 살펴보면,
 - 2018년도의 경우 대체투자를 제외하더라도 전술적 비중조정 활동의 성과는 초과성과에 음의 기여를 하는 것으로 나타남
 - 방법 17)의 경우 금융부문 전체 초과성과는 -0.47%p이며, 이 중 전술적 비중조정 효과가 -0.07%p로 대체투자 제외 전보다 낮게 나타나나 최근 3년간 지속적인 음의 성과를 나타내고 있음
 - 대체투자를 제외한 경우의 초과성과 하회의 주요요인은 자산선택효과(-0.26%p)임
 - 방법 28)의 경우 금융부문 전체 초과성과는 -0.57%p이며, 이 중 전술적 비중조정 효과가 -0.22%p로 대체투자 제외 전보다 더 낮게 나타나나 대체투자 비중하회를 다른 자산군에 비례배분한 경우보다는 높음
 - 기금운용본부는 전술적 운용에 있어 기존 대체투자의 미집행 자금을 국내채권에 흡수하도록 전술적 자금배분을 해왔으나 2018년 중에는 국내채권에 초과 배분된 금액 중 일부를 각 자산군에 재배분하는 형태로 변경하기로 하였음

6) 전술적 비중조정 활동을 각 자산군 수익률이 양인지 음인지를 예측하여 그 여부에 따라 실제 비중을 기준비중 대비 비중상회, 하회하도록 조절하는 것으로 정의하고 각 자산군의 전술적 비중조정 활동에 대한 기여도를 측정 할 수도 있고 그 결과는 다음과 같음

〈장기 자산군별 초과수익 기여도〉

(단위 : %p, %)

| 구분 | | 초과수익 | | 전술적 비중조정 | | 벤치마크 선택 | | 자산선택효과 | |
|------|-----|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | 3년평균 | 5년평균 | 3년평균 | 5년평균 | 3년평균 | 5년평균 | 3년평균 | 5년평균 |
| 국내채권 | 기여도 | 0.03 | 0.05 | 0.02 | 0.05 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | 기여율 | 89.7 | -119.2 | 83.4 | -123.6 | 4.5 | 1.7 | 1.9 | 2.8 |
| 국내주식 | 기여도 | 0.01 | -0.20 | -0.04 | -0.04 | 0.11 | -0.07 | -0.07 | -0.09 |
| | 기여율 | 18.0 | 484.9 | -130.6 | 92.5 | 407.6 | 173.9 | -259.0 | 218.4 |
| 해외채권 | 기여도 | -0.01 | -0.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -0.01 | -0.02 |
| | 기여율 | -21.7 | 38.4 | -3.8 | -5.8 | 3.8 | 3.8 | -21.7 | 40.4 |
| 해외주식 | 기여도 | 0.03 | 0.08 | 0.03 | 0.04 | 0.00 | 0.01 | -0.01 | 0.03 |
| | 기여율 | 90.4 | -199.3 | 117.0 | -100.0 | 3.1 | -17.3 | -29.7 | -82.0 |
| 대체투자 | 기여도 | -0.02 | 0.04 | -0.19 | -0.23 | 0.00 | 0.00 | 0.17 | 0.28 |
| | 기여율 | -76.5 | -104.9 | -663.3 | 575.9 | 0.0 | 0.0 | 586.8 | -680.8 |

- 7) 여기서 방법 1은 대체투자를 제외한 나머지 자산군의 비중을 각 자산군의 비중대로 비례하여 조정하는 방식을 의미
- 8) 여기서 방식 2는 대체투자를 제외한 나머지 자산군의 비중을 국내채권에 대해서만 대체투자 비중만큼을 흡수하여 증가시키고 나머지 자산군의 비중은 그대로 유지하는 형태로 재조정하는 방식임

〈표 I -16〉 금융전체 수익률 요인분해-대체투자 제외 시

(단위 : %)

| 구분 | 방법 1 | | | | | | 방법 2 | | | |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2016년 | | 2017년 | | 2018년 | | 2017년 | | 2018년 | |
| | 수익률 | 기여도 |
| 전략적 자산배분(SAA) | 4.14 | 102.1 | 7.07 | 92.5 | -1.95 | 81.1 | 6.23 | 90.0 | -1.05 | 64.9 |
| 전술적 자산배분효과(TAA) | 0.07 | 1.8 | 0.40 | 5.3 | -0.20 | 8.2 | 0.55 | 7.9 | -0.34 | 20.7 |
| 벤치마크 선택효과 ¹⁾ | 0.10 | 2.5 | 0.42 | 5.5 | -0.13 | 5.4 | 0.37 | 5.4 | -0.11 | 6.9 |
| 전술적 비중조정효과 | -0.03 | -0.7 | -0.01 | -0.2 | -0.07 | 2.8 | 0.18 | 2.5 | -0.22 | 13.8 |
| 자산선택효과(stock selection) | -0.16 | -3.9 | 0.17 | 2.2 | -0.26 | 10.7 | 0.15 | 2.1 | -0.23 | 14.4 |
| 총 효과 | 4.06 | 100.1 | 7.64 | 100.0 | -2.40 | 99.5 | 6.92 | 100.0 | -1.62 | 100.0 |
| 기타 ²⁾ | -0.01 | -0.1 | 0.00 | 0.0 | -0.02 | 0.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 금융부문 전체 수익률 | 4.05 | 100.0 | 7.64 | 100.0 | -2.42 | 100.0 | 6.92 | 100.0 | -1.62 | 100.0 |

주 1) 국민연금 기금운용위원회는 자산군별 전략적 벤치마크를 기반으로 기금의 전략적 자산배분을 “국민연금기금 운용계획”에서 매년 설정하며, 기금운용본부는 초과수익을 창출하기 위해 전략적 자산배분에 대한 전술적 비중 조정(tilting) 뿐만 아니라 “연간자금운용계획”에서 액티브/패시브운용 또는 직접/위탁운용에 대한 세부 벤치마크를 전략적 벤치마크와 다르게 설정함. 벤치마크 선택효과는 기금운용본부가 설정한 전술적 벤치마크가 총 수익률에 기여하는 정도를 분해하기 위함임

2) 기타는 수익률 분해 과정 중 반영되지 못한 총효과와 금융부문 전체 수익률의 차이를 의미함

3) 반올림에 의한 단수차이 있음

○ 대체투자 제외 시 초과성과에 대한 각 자산군별/요인별 성과하회의 요인은 국내주식의 자산선택효과와 벤치마크 선택효과 그리고 해외주식의 자산선택 효과가 큰 기여

〈표 I -17〉 2018년도 자산군별 초과수익기여도-대체투자 제외시

(단위 : %p, %)

| 구분 | | 총효과 | 전술적 비중조정 | 벤치마크 선택 | 자산선택효과 |
|------|-----|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 국내채권 | 기여도 | 0.01 | -0.01 | 0.00 | 0.02 |
| | 기여율 | -3.2 | 1.7 | 0.6 | -5.5 |
| 국내주식 | 기여도 | -0.38 | -0.04 | -0.13 | -0.21 |
| | 기여율 | 83.3 | 8.1 | 28.6 | 46.6 |
| 해외채권 | 기여도 | -0.02 | -0.02 | 0.00 | 0.00 |
| | 기여율 | 5.1 | 4.3 | 0.0 | 0.8 |
| 해외주식 | 기여도 | -0.07 | 0.00 | 0.00 | -0.07 |
| | 기여율 | 14.8 | 0.5 | -0.7 | 15.1 |

주 1) 방법 1에 의해 대체투자를 제외한 경우이며 이때의 금융부문 전체 초과성과인 -0.47%p에 대한 기여도임

4. 기금운용의 위험평가

■ 총 위험

○ 2018년 금융부문의 총 위험 4.41%는 벤치마크(4.26%) 대비 0.15%p 높은 수준임

- 2018년도 금융부문의 총 위험인 실현변동성은 기금운용계획상 자산배분 포트폴리오의 위험 6.0%보다 현저히 낮은 수준임
- 다만 이러한 상황은 대체투자의 위험 측정에 한계가 있다는 현실을 감안할 필요가 있음
- 금융부문 전체의 장기적인 총 위험 수준도 15년 평균 3.49%, 10년 평균 3.24%, 5년 평균 2.92%로 최근까지 위험수준의 하락 경향이 나타나고 있었으나 2018년도 위험이 전년도 대비 대폭 상승하는 모습
- 자산별로는 국내채권의 위험이 1.86%로 전년도 대비 0.58%p 상승하였으나 장기적인 위험수준과 비교하면 낮은 수준임
- 해외채권의 위험도 전년도 대비 상승하였고 벤치마크 대비 그리고 장기적 위험수준 대비 높은 수준을 나타냄
- 국내주식(15.77%)의 위험은 전년도 대비 높아졌으며 벤치마크 대비로도 높은 모습으로 최근 위험수준이 지속적으로 높아지고 있음
- 대체투자 벤치마크의 낮은 위험은 연 1회 산출되는 벤치마크의 특성에 기인한 것임

〈표 I-18〉 자산종류별 총 위험(실현변동성)¹⁾

(단위 : %)

| 구분 | | 2016년 | 2017년 | 2018년 | 3년 평균 (’16~’18) | 5년 평균 (’14~’18) | 10년 평균 (’09~’18) | 15년 평균 (’04~’18) |
|------------|----|-------|-------|-------|--------------------|--------------------|---------------------|---------------------|
| 국내채권 | 기금 | 2.86 | 1.28 | 1.86 | 2.11 | 2.04 | 1.98 | 2.44 |
| | BM | 2.84 | 1.29 | 1.90 | 2.11 | 2.04 | 1.99 | 2.37 |
| 해외채권 | 기금 | 3.12 | 2.38 | 4.05 | 3.21 | 2.91 | 2.79 | 3.77 |
| | BM | 3.45 | 2.29 | 4.02 | 3.29 | 3.04 | 2.79 | 2.77 |
| 국내주식 | 기금 | 6.20 | 8.76 | 15.77 | 11.77 | 10.61 | 14.73 | 17.49 |
| | BM | 6.43 | 8.72 | 14.36 | 12.12 | 10.78 | 14.79 | 17.76 |
| 해외주식 | 기금 | 10.18 | 6.13 | 13.54 | 10.31 | 10.29 | 12.90 | 14.72 |
| | BM | 10.42 | 5.52 | 12.94 | 10.03 | 10.23 | 11.23 | 11.86 |
| 대체투자 | 기금 | 8.56 | 7.80 | 4.98 | 7.12 | 7.03 | 5.57 | - |
| | BM | 1.84 | 1.35 | 1.15 | 1.80 | 1.45 | 3.48 | - |
| 금융부문 전체 | 기금 | 2.52 | 2.28 | 4.41 | 3.27 | 2.92 | 3.24 | 3.49 |
| | BM | 2.23 | 1.81 | 4.26 | 2.99 | 2.78 | 3.41 | 3.57 |

주 1) 총 위험은 월간수익률을 연율화하여 추정하였음

2) 해외자산은 2008년부터 원화기준 벤치마크가 설정되어 적용되었음

3) 대체투자 성과평가용 벤치마크는 2013년도부터 설정되어 적용되었으며 그 이전에는 정책벤치마크를 성과평가용으로 사용

■ 위험조정수익성과 - 샤프지수

○ 위험조정 수익성과인 샤프(Sharpe Ratio)지수⁹⁾는 -0.13임

- 이는 기금이 위험 한 단위(1%)를 증가시킴으로써 창출하는 무위험이자율 대비 초과수익률 (프리미엄)이 -0.13%임을 의미

- 15년 평균 샤프지수는 0.59, 10년 평균 샤프지수는 0.87로 벤치마크 대비 장기적인 성과는 15년 평균은 유사한 수준이고 10년 평균은 낮은 상황임

○ 국내채권의 샤프지수는 벤치마크보다 높은 성과를 나타냈으나 해외주식과 해외채권은 벤치마크 보다 낮은 성과를 나타냈고 국내주식은 벤치마크와 비슷한 수준의 성과를 나타냄

〈표 1-19〉 위험조정수익성과(샤프지수)¹⁾

| 구분 | | 2016년 | 2017년 | 2018년 | 3년 평균 ('16~'18) | 5년 평균 ('14~'18) | 10년 평균 ('09~'18) | 15년 평균 ('04~'18) |
|---------|----|-------|-------|-------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| 국내채권 | 기금 | 0.13 | -0.02 | 1.44 | 0.27 | 0.81 | 0.82 | 0.57 |
| | BM | 0.12 | -0.02 | 1.39 | 0.27 | 0.81 | 0.83 | 0.57 |
| 해외채권 | 기금 | 0.86 | -0.04 | 0.55 | 0.33 | 0.63 | 0.66 | 0.49 |
| | BM | 0.86 | -0.04 | 0.57 | 0.35 | 0.71 | 0.79 | 0.49 |
| 국내주식 | 기금 | 0.68 | 2.80 | -3.00 | 0.15 | -0.07 | 0.35 | 0.29 |
| | BM | 0.59 | 2.55 | -3.00 | 0.12 | 0.00 | 0.34 | 0.26 |
| 해외주식 | 기금 | 0.85 | 1.45 | -1.04 | 0.29 | 0.37 | 0.47 | 0.06 |
| | BM | 0.93 | 1.41 | -0.97 | 0.30 | 0.35 | 0.52 | 0.23 |
| 대체투자 | 기금 | 1.00 | 0.37 | 2.00 | 0.99 | 1.18 | 0.96 | - |
| | BM | 4.27 | 0.22 | 7.97 | 3.16 | 4.18 | 1.79 | - |
| 금융부문 전체 | 기금 | 1.29 | 2.40 | -0.13 | 0.57 | 0.75 | 0.87 | 0.59 |
| | BM | 1.50 | 2.56 | -0.10 | 0.61 | 0.81 | 0.90 | 0.59 |

주 1) 위험은 월간수익률로 추정하였고, 무위험이자율은 3년 만기 국고채수익률로 가정함

2) 자산수익률 및 BM수익률이 무위험수익률에 미달하는 경우 단위 보정 수정샤프지수로 계산

■ 위험조정수익성과 - 트레이너지수

○ 체계적 위험조정 수익성과인 트레이너지수(Treynor Ratio)는 -2.92%p로 벤치마크 (-2.36%p) 대비 하회

9) 샤프지수는 위험 한 단위당 창출된 무위험자산 대비 초과수익률로 기금의 위험조정성과지표 중 하나임

- 베타가 1보다 큼에 따라 BM 대비 체계적 위험이 더 컸던 반면, 무위험이자율 대비 초과수익률(프리미엄)은 음의 값을 기록하며 트레이너지수가 벤치마크 대비 하회함
- 금융부문 전체의 15년 평균 트레이너지수는 2.16%p로 벤치마크 2.10%p 대비 상회한 반면, 10년 평균과 5년 평균 트레이너 지수는 모두 벤치마크 대비 하회
- 세부 자산군 중에서는 국내채권이 2018년도에 1보다 작은 베타를 나타내며, 2.73의 위험조정 성과를 나타냈음
- 해외주식은 베타가 1보다 큰 가운데 -7.47의 성과를 나타낸 반면, 국내주식은 1보다 작은 베타를 나타내며 -20.45의 성과를 나타냄

〈표 I -20〉 베타와 위험조정수익성과(트레이너지수)¹⁾

(단위 : %p)

| 구분 | 2018 | | | 3년 평균('16~'18) | | | 5년 평균('14~'18) | | | 10년 평균('09~'18) | | | 15년 평균('04~'18) | | |
|------|-------|--------|--------|----------------|------|------|----------------|-------|------|-----------------|-------|------|-----------------|------|------|
| | 베타 | 기금 | BM | 베타 | 기금 | BM | 베타 | 기금 | BM | 베타 | 기금 | BM | 베타 | 기금 | BM |
| 국내채권 | 0.984 | 2.73 | 2.64 | 0.999 | 0.57 | 0.57 | 0.997 | 1.66 | 1.66 | 0.995 | 1.63 | 1.65 | 1.022 | 1.36 | 1.35 |
| 해외채권 | 0.912 | 2.42 | 2.30 | 0.920 | 1.14 | 1.15 | 0.910 | 2.01 | 2.17 | 0.899 | 2.05 | 2.20 | 0.732 | 2.53 | 1.34 |
| 국내주식 | 0.929 | -20.45 | -17.73 | 0.964 | 1.79 | 1.50 | 0.975 | -0.67 | 0.03 | 0.991 | 5.22 | 5.03 | 0.981 | 5.26 | 4.61 |
| 해외주식 | 1.032 | -7.47 | -7.46 | 1.007 | 2.99 | 3.05 | 0.983 | 3.92 | 3.58 | 1.107 | 5.48 | 5.80 | 1.165 | 0.73 | 2.70 |
| 대체투자 | 2.487 | 4.01 | 9.18 | 2.537 | 2.84 | 5.71 | 0.111 | 3.27 | 6.05 | 0.667 | 48.21 | 6.24 | - | - | - |
| 금융부문 | 1.022 | -2.92 | -2.36 | 1.053 | 1.76 | 1.83 | 1.001 | 2.19 | 2.24 | 0.927 | 3.05 | 3.06 | 0.955 | 2.16 | 2.10 |

주 1) 트레이너지수는 베타로 측정된 체계적 위험 한 단위당 창출된 무위험이자율 대비 초과수익률임. 무위험이자율은 3년 만기 국고채 수익률로 가정함

2) 베타는 각 운용자산군 월별수익률과 해당 BM 월별수익률의 공분산을 운용자산군 및 해당 BM의 변동성으로 나눈 민감도로 측정함. BM의 베타는 자신의 시계열과의 공분산으로 분산이며 항상 1임

■ 위험조정수익성과 - 정보비율

○ 2018년 금융부문 전체 초과수익률은 -0.63%p를 나타냈고, 금융부문 전체 추적오차(TE)는 0.68%로 실현 IR은 -0.93임

- 기금운용위원회가 부여한 목표 IR 0.4 대비 낮은 성과를 달성하였음
- 2018년도 실제 액티브위험은 0.68% 수준으로 목표액티브위험 0.50%를 상회하고 있음
- 그럼에도 음의 초과성과를 달성하여 액티브 운용의 효율성이 낮은 모습임

- 리스크관리 차원에서 모니터링 되고 있는 기금전체 액티브 위험¹⁰⁾은 2018년 3월부터 연중 수차례 한도를 초과하여 이에 대한 조치가 논의되기도 하였음
- 기금전체 액티브 위험(대체 제외 시)은 목표 액티브위험 축소에 따라 하향 조정된 액티브 위험 한도 0.99%를 초과하였고 이는 국내주식 부문과 해외채권에서 주로 기인
- 국내주식 패시브 유형과 액티브 유형도 연중 액티브 위험한도를 초과하였으며 이는 대형주와 의약품, 헬스케어 관련 특정 종목의 액티브 위험 증가로 인한 것임
- 기금운용본부는 한도초과 해소를 위한 포트폴리오 조정의 제약을 고려하여 즉각적인 해소조치는 유예하고 운용부서 차원에서 벤치마크와 괴리가 큰 업종이나 종목, 유형들의 괴리도를 조정해 나가기로 하였음
- 15년 평균 IR은 -0.05, 10년 평균 -0.31, 5년 평균 -0.05로 전년도의 양호했던 성과에도 불구하고 2018년도 성과로 인해 중장기 액티브운용 성과가 하락하였음
- 15년 평균 추적오차는 0.74%이고 10년 평균 0.76%로 중장기 액티브 위험 수준은 2018년도 목표 액티브 위험 0.50%를 상회하고 있음
- 국내채권의 액티브 운용 효율성이 2018년도 높게 나타나고 있으며 해외채권, 국내주식, 해외주식은 낮은 모습임
- 국내주식의 장기(15년) IR 수준은 현재 해당 자산군의 목표IR 수준을 나타내고 있으며, 국내채권과 해외채권의 장기(15년) IR 수준은 목표에 미치지 못함
- 특히 해외주식의 15년 평균 IR 수준은 매우 낮은 상황임

10) 120일 이동 추적오차(TE)로 측정하며 월간으로 측정되는 성과평가 보고서 상 추적오차(TE)와는 차이가 있음

〈표 I -21〉 위험조정수익성과(정보비율 IR)¹⁾

(단위 : IR-비율, TE-%)

| 구분 | | 2016년 | 2017년 | 2018년 | 3년 평균 ('16~'18) | 5년 평균 ('14~'18) | 10년 평균 ('09~'18) | 15년 평균 ('04~'18) |
|------------|----|-------|-------|-------|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|
| 국내채권 | IR | 1.45 | -0.64 | 1.10 | 0.06 | -0.03 | -0.33 | 0.13 |
| | TE | 0.03 | 0.11 | 0.04 | 0.07 | 0.05 | 0.09 | 0.32 |
| 해외채권 | IR | -0.45 | 0.11 | -0.08 | -0.09 | -0.35 | -0.27 | 0.16 |
| | TE | 0.64 | 0.60 | 1.24 | 1.10 | 0.96 | 1.26 | 3.26 |
| 국내주식 | IR | 0.37 | 1.91 | -0.65 | 0.15 | -0.48 | 0.10 | 0.32 |
| | TE | 1.09 | 1.17 | 1.95 | 1.47 | 1.43 | 1.44 | 1.71 |
| 해외주식 | IR | -0.54 | 0.50 | -0.11 | -0.02 | 0.12 | 0.08 | -0.34 |
| | TE | 1.78 | 2.25 | 2.27 | 2.06 | 2.24 | 3.64 | 5.45 |
| 대체투자 | IR | 0.10 | 0.35 | 0.22 | 0.22 | 0.35 | -0.14 | - |
| | TE | 6.89 | 7.27 | 4.41 | 6.14 | 6.39 | 6.36 | - |
| 금융부문 전체 | IR | -0.13 | 0.79 | -0.93 | 0.02 | -0.05 | -0.31 | -0.05 |
| | TE | 0.87 | 1.08 | 0.68 | 0.88 | 0.85 | 0.76 | 0.74 |

주 1) TE는 추적오차(tracking error)임. TE는 월별 빈도로 측정한 각 운용자산군 BM 대비 초과수익률의 변동성을 연율화 하여 측정함

제4절 기금조성 및 금융포트폴리오 운용현황

1. 기금의 조성

- 2018년도 국민연금 기금의 총지출은 21조 3,958억 원으로 전년도 대비 8.6% 증가하였으나, 기금의 총수입은 38조 5,348억 원으로 전년도 대비 53.6% 감소하였음
 - 국민연금의 연금보험료의 수입(44조 3,735억 원)은 전년도 대비 6.2% 증가하였으나, 기금 운용수익(-5조 8,671억 원)이 전년도 대비 -114.2%로 크게 감소하여 기금증가세 둔화에 기여
 - 연금급여지출(20조 7,527억 원)은 전년도 대비 8.7% 증가하여 여전히 빠른 증가세를 나타내고 있음
 - 관리운영비, 지급수수료, 복지타운관리비 등의 운용비 지출(6,431억 원)은 3.1% 증가함
- 따라서 2018년말 기금적립금(매입가 기준)은 전년도 대비 38조 3,658억 원(7.3%) 증가한 565조 5,446억 원임

〈표 1-22〉 기금의 수입과 지출¹⁾

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 기금의 수입 | | | | 기금의 지출 | | | 기금 증가액 | 적립금 (매입가) |
|-------|------------------|---------------------|------------------|--------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| | 보험료 | 운용수익 | 기타 ²⁾ | 합계 | 급여 | 운용비 ³⁾ | 합계 | | |
| 2014년 | 340,775 (6.8) | 131,268 (-7.6) | 122 (3.0) | 472,165 (2.4) | 137,799 (5.1) | 5,504 (4.2) | 143,304 (5.1) | 328,861 (1.2) | 4,208,259 (8.5) |
| 2015년 | 364,261 (6.9) | 125,819 (-4.2) | 106 (-13.1) | 490,186 (3.8) | 151,840 (10.2) | 5,705 (3.7) | 157,545 (9.9) | 332,641 (1.1) | 4,540,900 (7.9) |
| 2016년 | 390,359 (7.2) | 134,653 (7.0) | 113 (6.6) | 525,125 (7.1) | 170,682 (12.4) | 5,845 (2.5) | 176,527 (12.0) | 348,598 (4.8) | 4,889,498 (7.7) |
| 2017년 | 417,849 (7.0) | 412,130 (206.1) | 715 (532.7) | 830,694 (58.2) | 190,839 (11.8) | 6,235 (6.7) | 197,074 (11.6) | 633,620 (81.8) | 5,271,788 (7.8) |
| 2018년 | 443,735 (6.2) | -58,671 (-114.2) | 284 (-60.3) | 385,348 (-53.6) | 207,527 (8.7) | 6,431 (3.1) | 213,958 (8.6) | 171,390 (-73.0) | 5,655,446 (7.3) |

주 1) 현금주의(현금의 유입 및 지출 반영)로 작성된 표로, 운용수익 및 적립금(매입가)은 시가로 표시된 운용수익 및 적립금과 다름

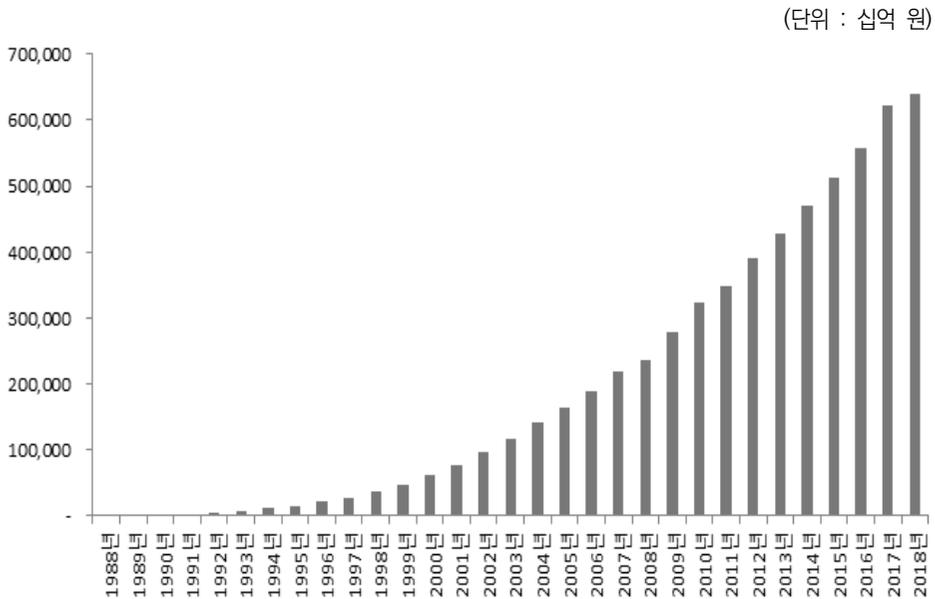
2) 결산상 잉여금과 국고보조금 등의 소계

3) 관리운영비, 지급수수료, 복지타운관리비 등의 소계

4) 괄호()안은 전년도 대비 증감률임

자료: 기금운용본부 공시자료 기초 재작성

[그림 I-4] 국민연금기금의 적립금 추이



2. 기금의 투자 현황

■ 2018년말 시가기준 기금규모는 638조 7,811억 원임

○ 이러한 적립금 규모는 재정추계를 통해 추계된 적립금 규모와 약 33조원 정도 차이

- 연도말 시가기준 총 적립금 규모는 전년도 대비 2.8%(17조 1,389억 원) 증가
- 증가분의 상당비중은 전년도와 달리 채권부문의 증가(24조 9,051억 원)에 기인
- 2018년도 시가기준 운용손실은 5조 8,671억 원으로 2018년도 적립금 증가규모 대비 34.2%에 이룸
- 자산별 규모는 채권이 337조 5,800억 원으로 가장 많은 비중(52.9%)을 차지하며 주식이 221조 8,747억 원으로 34.7%, 대체투자가 76조 6,195억 원으로 12.0% 투자되고 있는 가운데 주식성과의 하락으로 주식비중이 전년도 대비 하락
- 복지부문은 복지타운 건립, 보육·노인시설 대여, 생활안정자금·생계자금·신용회복지원자금 등의 복지사업에 1,446억 원(0.02%) 투자됨

〈표 I-23〉 시가기준¹⁾ 자산보유 현황

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 복지 | 금융 | | | | | 기타 ³⁾ | 적립금 (시가) |
|-------|-----------------|------------------|----------------------|----------------------|--------------------|----------------------|------------------|------------------------|
| | | 단기 | 채권 | 주식 | 대체 | 금융 합계 | | |
| 2014년 | 1,264 (0.03) | 33,988 (0.72) | 2,786,586 (59.31) | 1,405,409 (29.91) | 466,550 (9.93) | 4,692,534 (99.88) | 4,431 (0.09) | 4,698,229 [428,684] |
| 2015년 | 1,362 (0.03) | 19,776 (0.39) | 2,902,300 (56.65) | 1,648,322 (32.17) | 546,585 (10.67) | 5,116,983 (99.88) | 4,896 (0.10) | 5,123,241 [425,012] |
| 2016년 | 1,396 (0.03) | 34,380 (0.62) | 3,025,597 (54.19) | 1,880,174 (33.68) | 636,668 (11.40) | 5,576,819 (99.89) | 4,777 (0.09) | 5,582,991 [459,750] |
| 2017년 | 1,433 (0.02) | 17,273 (0.28) | 3,126,749 (50.30) | 2,397,994 (38.58) | 668,173 (10.75) | 6,210,182 (99.90) | 4,806 (0.08) | 6,216,422 [633,431] |
| 2018년 | 1,446 (0.02) | 21,426 (0.34) | 3,375,800 (52.85) | 2,218,747 (34.73) | 766,195 (11.99) | 6,382,168 (99.91) | 4,196 (0.07) | 6,387,811 [171,389] |

주: 1) 본 표의 금액은 미결제조정(미수금, 예수금, 미수수익 등)이 반영된 회계상 평가금액으로 다음 성과평가기준 시가평가금액과 일치하지 않음

2) ()안은 적립금 대비 보유비중을, []안은 전년도 대비 적립금 증가분을 각각 나타냄

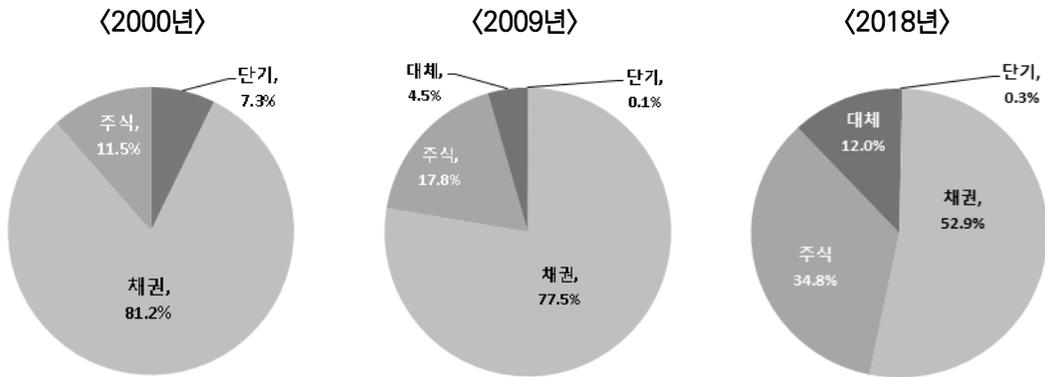
3) 일반 사업회계 자산, 기금 보관금 및 공단임대보증금 등의 소계

자료: 기금운용본부 공시자료 기초 재작성

○ 주식의 투자비중은 줄어들고 안전자산인 채권의 투자비중은 확대

- 채권 투자금액은 전년도 대비 24조 9,051억 원 증가하였고, 투자비중도 2.6%p 증가
- 주식 투자금액의 경우 전년도 대비 17조 9,247억 원 감소하였고, 이에 따라 투자비중도 3.8%p 감소됨
- 대체투자 투자금액은 전년도 대비 9조 8,022억 원 증가하여 투자비중은 1.3%p 확대됨
- 국민연금의 장기적인 자산구성 변화는 2001년 채권 투자비중이 86.2%였으나 2018년말 기준 52.9%로 33.3%p 감소한 반면 주식부문은 2001년 10.2%에서 2018년말 34.8%로 24.6%p 증가하였음

[그림 I-5] 금융부분 투자구성 추이



■ 금융부분 2018년도 말 기준 시가평가액은 638조 1,571억 원임

- 2018년도 말 국민연금 금융부분 투자규모는 2000년도(25조 1,219억 원) 대비 613조 352억 원 증가한 638조 1,571억 원 규모로 24배 성장하였음
 - 금융부분 증가규모 중 동기간 누적 운용수익금은 274조원 규모로 전체 증가분의 45% 정도를 차지함
- 2018년도 말 기준 국내채권 투자규모는 310조 9,915억 원으로 전년도 대비 21조 5,918억 원 증가하였으며 투자비중도 2.1%p 증가하였음
 - 국내채권 투자규모는 최초로 300조원 이상이 됨
- 반면 국내주식 투자규모는 2018년도 말 기준 108조 9,134억 원으로 전년도 대비 22조 6,001억 원 감소하였고 투자비중은 4.1%p 감소하였음
- 해외주식 투자규모는 112조 8,998억 원으로 전년도 대비 4조 6,854억 원 증가하였으며, 투자비중도 전년도 대비 0.3%p 증가하였음
 - 시장하락 가운데 해외주식 투자규모 증가는 순투자가 증가했기 때문
- 대체투자 규모는 76조 6,222억 원으로 전년도 대비 9조 8,024억 원 증가하였고 투자비중은 1.2%p 증가하였음
- 주식시장 약세 하에서 국내주식 비중감소로 위험자산 비중 확대 기조는 둔화되었음
 - 위험자산 내에서는 해외주식이 짧은 기간 큰 폭으로 증가하였으며, 2018년도 성과저조에도 순투자 증가로 증가추세는 이어졌으며 그 역할이 중요해지고 있음

38 2018년 국민연금 기금운용 성과평가

- 국내채권과 해외주식 내에서 패시브 유형의 비중이 증가하였으며, 특히 해외주식 패시브 유형의 증가추세는 지속되고 있음
- 2015년도 수립된 해외투자 전략 계획에 따라 외환관리 체계 변경이 추진 중에 있으며, FX overlay가 시범적으로 운용되었음
- 2018년도 말 FX overlay에 따른 파생상품 평가액은 -1,400만원 규모임

〈표 1-24〉 금융부문 시가평가금액-신규유형 체계

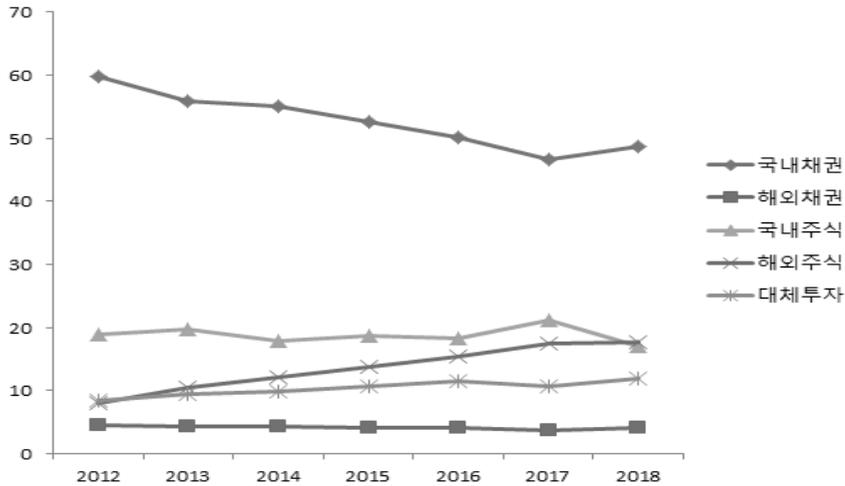
(단위 : 억 원, %)

| 구분 ¹⁾ | | | | 2016년 | | 2017년 | | 2018년 | |
|------------------|--------|-----|-----|-----------|---------|-----------|---------|-----------|---------|
| | | | | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 |
| 채권 | 국내채권 | 패시브 | 직접 | 2,453,976 | 44.0 | 2,545,949 | 41.0 | 2,730,536 | 42.8 |
| | | 액티브 | 위탁 | 339,462 | 6.1 | 348,049 | 5.6 | 379,379 | 5.9 |
| | 국내채권 계 | | | 2,793,438 | 50.1 | 2,893,998 | 46.6 | 3,109,915 | 48.7 |
| | 해외채권 | 액티브 | 직접 | 101,825 | 1.8 | 104,789 | 1.7 | 108,339 | 1.7 |
| | | | 위탁 | 130,329 | 2.3 | 127,952 | 2.1 | 157,538 | 2.5 |
| | 해외채권 계 | | | 232,155 | 4.2 | 232,741 | 3.7 | 265,876 | 4.2 |
| 채권 전체 | | | | 3,025,592 | 54.2 | 3,126,739 | 50.4 | 3,375,792 | 52.9 |
| 주식 | 국내주식 | 패시브 | 직접 | 349,542 | 6.3 | 447,233 | 7.2 | 366,827 | 5.7 |
| | | | 액티브 | 직접 | 198,659 | 3.6 | 265,620 | 4.3 | 221,604 |
| | | 액티브 | 위탁 | 476,141 | 8.5 | 602,282 | 9.7 | 500,703 | 7.8 |
| | | | 소계 | 674,801 | 12.1 | 867,902 | 14.0 | 722,307 | 11.3 |
| | 국내주식 계 | | | 1,024,343 | 18.4 | 1,315,134 | 21.2 | 1,089,134 | 17.1 |
| | 해외주식 | 패시브 | 직접 | 281,636 | 5.0 | 370,405 | 6.0 | 404,800 | 6.3 |
| | | | 위탁 | 28,338 | 0.5 | 41,808 | 0.7 | 47,298 | 0.7 |
| | | 액티브 | 소계 | 309,973 | 5.6 | 412,212 | 6.6 | 452,098 | 7.1 |
| | | | 위탁 | 546,233 | 9.8 | 669,931 | 10.8 | 676,900 | 10.6 |
| | 해외주식 계 | | | 856,206 | 15.4 | 1,082,144 | 17.4 | 1,128,998 | 17.7 |
| 주식 전체 | | | | 1,880,549 | 33.7 | 2,397,278 | 38.6 | 2,218,132 | 34.8 |
| 대체투자 | 국내 | | | 219,475 | 3.9 | 222,608 | 3.6 | 244,088 | 3.8 |
| | 해외 | | | 417,211 | 7.5 | 445,590 | 7.2 | 522,135 | 8.2 |
| | 대체소계 | | | 636,686 | 11.4 | 668,198 | 10.8 | 766,222 | 12.0 |
| 단기자금 | 국내 | | | 32,089 | 0.6 | 13,903 | 0.2 | 19,649 | 0.3 |
| | 해외 | | | 2,291 | 0.0 | 3,370 | 0.1 | 1,777 | 0.0 |
| FX overlay | | | | - | - | -6 | -0.0 | 0 | 0.0 |
| 금융부문 전체 | | | | 5,577,207 | 100.0 | 6,209,483 | 100.0 | 6,381,571 | 100.0 |

주 1) 2015년 7월 기금운용본부 운용조직 개편에 따라 기존 직접/위탁운용유형을 액티브/패시브 유형체제로 변경 하였음 이에 따라 국내채권 직접은 패시브로, 위탁은 액티브로 해외채권 전체는 액티브로 변경됨. 주식부문은 국내외 각 부문의 직접 및 위탁을 재구성하여 패시브와 액티브로 재편

[그림 I-6] 각 자산별 투자비중 추이

(단위 : %)



<표 I-25> 금융부문 시가평가금액-기존유형 체계

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 2014년 | | 2015년 | | 2016년 | | 2017년 | | 2018년 | | | |
|---------|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------|
| | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | | |
| 채권 | 국내채권 | 직접 | 2,290,935 | 48.8 | 2,364,534 | 46.2 | 2,453,976 | 44.0 | 2,545,949 | 41.0 | 2,730,536 | 42.8 |
| | | 위탁 | 289,781 | 6.2 | 321,829 | 6.3 | 339,462 | 6.1 | 348,049 | 5.6 | 373,379 | 5.9 |
| | 국내채권 계 | | 2,580,716 | 55.0 | 2,686,363 | 52.5 | 2,793,438 | 50.1 | 2,893,998 | 46.6 | 3,109,915 | 48.7 |
| | 해외채권 | 직접 | 88,840 | 1.9 | 93,704 | 1.8 | 101,825 | 1.8 | 104,789 | 1.7 | 108,339 | 1.7 |
| | | 위탁 | 117,027 | 2.5 | 122,110 | 2.4 | 130,329 | 2.3 | 127,952 | 2.1 | 157,538 | 2.5 |
| | 해외채권 계 | | 205,868 | 4.4 | 215,815 | 4.2 | 232,155 | 4.2 | 232,741 | 3.7 | 265,876 | 4.2 |
| 채권 전체 | | 2,786,583 | 59.4 | 2,902,178 | 56.7 | 3,025,592 | 54.2 | 3,126,739 | 50.4 | 3,375,792 | 52.9 | |
| 주식 | 국내주식 | 직접 | 424,570 | 9.0 | 493,251 | 9.6 | 548,202 | 9.8 | 712,852 | 11.5 | 588,431 | 9.2 |
| | | 위탁 | 416,301 | 8.9 | 456,529 | 8.9 | 476,141 | 8.5 | 602,282 | 9.7 | 500,703 | 7.8 |
| | 국내주식 계 | | 840,871 | 17.9 | 949,780 | 18.6 | 1,024,343 | 18.4 | 1,315,134 | 21.2 | 1,089,134 | 17.1 |
| | 해외주식 | 직접 | 116,912 | 2.5 | 200,213 | 3.9 | 281,636 | 5.0 | 370,405 | 6.0 | 404,800 | 6.3 |
| | | 위탁 | 449,045 | 9.6 | 499,086 | 9.8 | 574,571 | 10.3 | 711,739 | 11.5 | 724,198 | 11.3 |
| | 해외주식 계 | | 565,956 | 12.1 | 699,299 | 13.7 | 856,206 | 15.4 | 1,082,144 | 17.4 | 1,128,998 | 17.7 |
| 주식 전체 | | 1,406,828 | 30.0 | 1,649,079 | 32.2 | 1,880,549 | 33.7 | 2,397,278 | 38.6 | 2,218,132 | 34.8 | |
| 대체투자 | 국내 | 221,913 | 4.7 | 223,417 | 4.4 | 219,475 | 3.9 | 222,608 | 3.6 | 244,088 | 3.8 | |
| | 해외 | 244,636 | 5.2 | 323,184 | 6.3 | 417,211 | 7.5 | 445,590 | 7.2 | 522,135 | 8.2 | |
| | 소계 | 466,549 | 9.9 | 546,601 | 10.7 | 636,686 | 11.4 | 668,198 | 10.8 | 766,222 | 12.0 | |
| 단기자금 | 국내 | 24,662 | 0.5 | 16,266 | 0.3 | 32,089 | 0.6 | 13,903 | 0.2 | 19,649 | 0.3 | |
| | 해외 | 9,326 | 0.2 | 3,510 | 0.1 | 2,291 | 0.0 | 3,370 | 0.1 | 1,777 | 0.0 | |
| 통화오버레이 | | | | | | | | -6 | -0.0 | 0 | 0.0 | |
| 금융부문 전체 | | 4,693,948 | | 5,117,635 | | 5,577,207 | | 6,209,483 | | 6,381,571 | | |

3. 범주별 투자현황

- 국민연금기금은 중장기적 운용방향에 따라 해외투자, 위탁운용, 위험자산 투자 확대 기조를 유지해 왔음
 - 2018년도말 해외투자 규모는 191조 8,787억 원 규모로 전년도 말(176조 3,846억 원) 대비 15조 4,941억 원 증가
 - 해외자산의 기금전체 대비 비중은 전년도 말 대비 1.7%p 증가한 30.1%로 기금내의 비중증가 추세는 지속
 - 위탁운용 비중도 전년도 말(38.5%) 대비 0.1%p 증가한 38.6%를 나타내고 있으며 이는 해외채권과 대체투자에 의한 것으로 특히 해외채권은 신규투자를 통해 위탁운용이 확대 되었음
 - 해외주식의 패시브 비중확대라는 전술적 운용방향에 따라 직접운용의 비중은 지속 확대 되고 있음
 - 한편 주식과 대체투자과 같은 위험자산의 비중은 2018년도 말 46.8%로 전년도 말 (49.4%) 대비 2.6%p 감소하여 위험자산 확대 기조는 둔화되었으나 장기적인 추세는 지속되고 있음

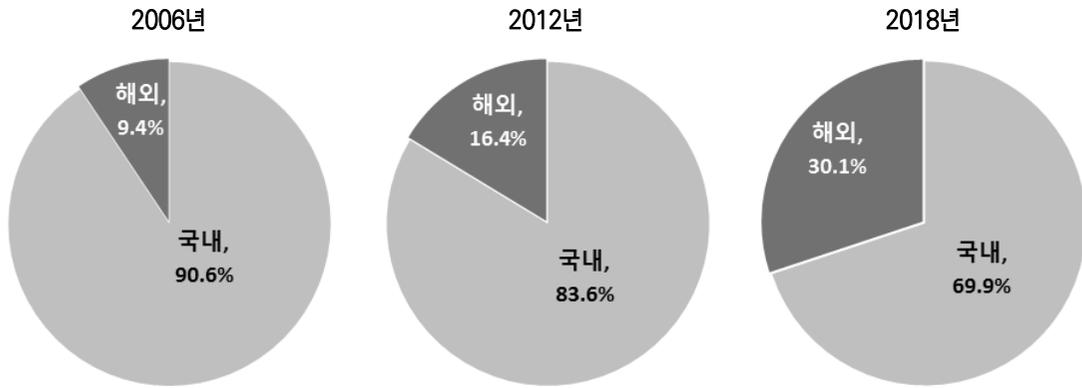
〈표 1-26〉 범주별 투자현황

(단위 : 억 원, %)

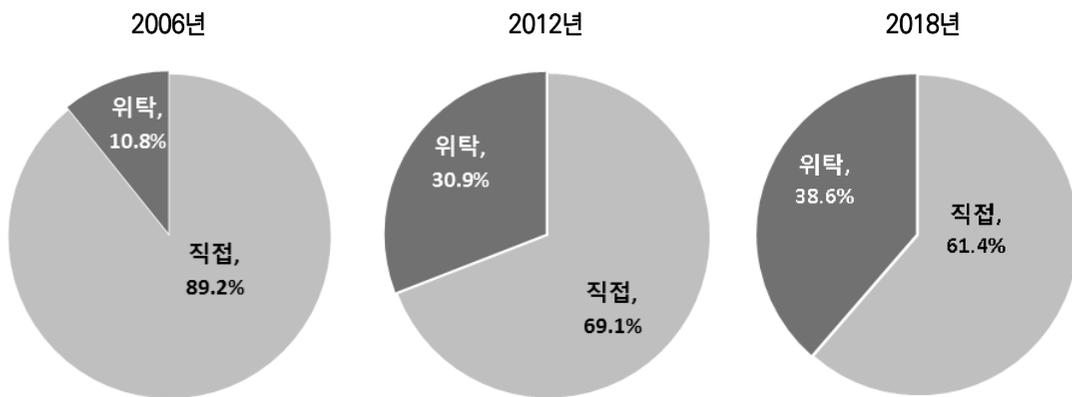
| 구분 | 2014년 | | 2015년 | | 2016년 | | 2017년 | | 2018년 | | |
|---------|-------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|------|
| | 금액 | 비중 | |
| 투자지역 | 국내 | 3,668,162 | 78.1 | 3,875,826 | 75.7 | 4,069,345 | 73.0 | 4,445,643 | 71.6 | 4,462,785 | 69.9 |
| | 해외 | 1,025,786 | 21.9 | 1,241,808 | 24.3 | 1,507,863 | 27.0 | 1,763,846 | 28.4 | 1,918,787 | 30.1 |
| 운용주체 | 직접 | 3,044,822 | 64.9 | 3,275,332 | 64.0 | 3,491,328 | 62.6 | 3,817,790 | 61.5 | 3,917,627 | 61.4 |
| | 위탁 | 1,649,126 | 35.1 | 1,842,301 | 36.0 | 2,085,880 | 37.4 | 2,391,698 | 38.5 | 2,462,925 | 38.6 |
| 자산종류 | 채권 | 2,820,571 | 60.1 | 2,921,954 | 57.1 | 3,059,972 | 54.9 | 3,144,012 | 50.6 | 3,397,218 | 53.2 |
| | 비채권 | 1,873,377 | 39.9 | 2,195,681 | 42.9 | 2,571,235 | 45.1 | 3,065,473 | 49.4 | 2,984,354 | 46.8 |
| 금융부문 전체 | | 4,693,948 | | 5,117,635 | | 5,577,207 | | 6,209,486 | | 6,381,571 | |

주 1) 채권자산에 단기자금 포함됨
 2) 반올림에 의한 단수차이 있음

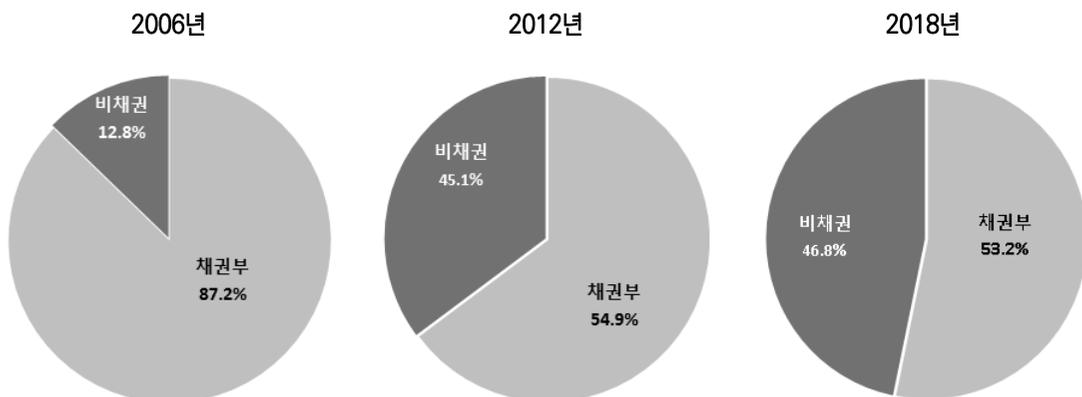
[그림 I-7] 지역별 투자추이



[그림 I-8] 운용주체별 투자추이



[그림 I-9] 자산종류별 투자추이



4. 목표비중 대비 실제투자 현황

- 국내채권, 해외채권의 실제비중은 2018년 연말 목표비중을 상회(overweight)한 반면 국내주식, 대체투자는 하회(underweight)
 - 전년도 대비 비중확대의 운용방향을 수립했던 해외주식(17.7%)은 해외주식의 낮은 성과에도 불구하고 목표비중 수준을 유지함
 - 이는 전년도 해외주식 실제비중이 '18년도 말 목표비중 수준에 이를 정도로 목표비중 대비 초과(2.0%p)하고 있었던 가운데 성과하락에 따라 그 초과비중이 해소되는 모습임
 - 반면 비중축소의 운용방향을 수립했던 국내채권(49.0%)의 경우 목표비중 47.1%를 1.9%p 상회하여 비중감소 목표에는 이르지 못하는 상황
 - 국내주식의 경우 비중축소(0.5%p)의 운용방향을 설정하였으나 주식시장 약세로 목표비중 대비 1.6%p 하회
 - 전년도와 마찬가지로 목표비중을 유지하기로 하였던 해외채권의 경우에는 실제비중이 목표비중 대비 소폭 상회하였음
 - 대체투자는 소폭 비중확대를 계획했던 가운데 실제비중은 목표비중 대비 0.5%p 하회하였음
 - 결국 국내채권과 국내주식의 목표비중을 축소하고 이 두 자산군의 비중감소분 만큼을 해외주식에서 주로 대응하도록 하였으며, 실제비중은 해외채권을 제외한 자산군들이 목표비중 대비 괴리가 축소되었음
 - 이는 주식부문의 시장상황에 따른 실제비중이 감소와 채권부문 성과상승에 기인함

〈표 1-27〉 기금운용 계획대비 집행 현황

(단위 : %, %p)

| 자산군 | 2017년 말 기준 | | | 2018년 말 기준 | | | 비중의 증감 | |
|--------------------|------------|----------|------------|------------|----------|------------|--------------|--------------|
| | 실제비중 (A) | 목표비중 (B) | 차이 (C=A-B) | 실제비중 (D) | 목표비중 (E) | 차이 (F=D-E) | 목표비중 (G=E-B) | 실제비중 (H=D-A) |
| 국내채권 ¹⁾ | 46.9 | 49.5 | -2.6 | 49.0 | 47.1 | 1.9 | -2.4 | 2.1 |
| 해외채권 | 3.8 | 4.0 | -0.2 | 4.2 | 4.0 | 0.2 | 0.0 | 0.4 |
| 국내주식 | 21.2 | 19.2 | 2.0 | 17.1 | 18.7 | -1.6 | -0.5 | -4.1 |
| 해외주식 | 17.4 | 15.4 | 2.0 | 17.7 | 17.7 | 0.0 | 2.3 | 0.3 |
| 대체투자 | 10.8 | 11.9 | -1.1 | 12.0 | 12.5 | -0.5 | 0.6 | 1.2 |

주 1) 원화 단기자금은 국내채권, 외화단기자금은 해외채권에 포함함

5. 포트폴리오 리밸런싱 현황

■ 2018년 전술적 자산배분 활동

- 국내주식, 해외주식과 국내채권은 SAA기준비중 대비 연중 상회하는 전술적 대응을 실행하였음
- 반면 해외채권과 대체투자는 SAA기준비중 대비 하회한 모습이며 특히 대체투자 부문의 비중하회(2.4%p)가 전년도에 이어 몇 년간 지속되고 있는 모습임
 - 이는 다른 자산군에 대한 전술적 비중조절에도 영향을 미치고 있음
- 각 자산별 전략적 자산배분(SAA) 허용범위는 목표비중을 기준으로 설정되고, 전술적 자산배분(TAA) 허용범위는 SAA기준비중을 기준으로 설정됨
 - SAA비중은 시장변화에 따른 시가변화를 반영하여 목표비중을 재산출한 것이며, SAA 허용범위 내에서만 변동이 허용되고 허용범위를 벗어나게 되면 사전에 설정된 기준에 따라 리밸런싱이 이루어지게 됨
 - 기금운용본부의 전술적 활동은 SAA비중을 기준으로 TAA허용범위 내에서 포트폴리오의 실제비중을 조정함으로써 이루어지게 됨

〈표 I -28〉 금융부문 목표비중¹⁾과 투자허용 범위

(단위 : %, %p)

| 자산군 | 2018년 말 기준 | | | | | 투자허용범위 ²⁾ | | |
|------|-------------|-------------|---------------|--------------------|---------------|----------------------|------|----------|
| | 실제비중 (A) | 목표비중 (B) | 차이 (C=A-B) | SAA 기준비중 (D) | 차이 (E=A-D) | 총 허용범위 | | |
| | | | | | | | SAA | TAA |
| 국내채권 | 49.0 | 47.1 | 1.9 | 48.0 | 1.0 | ±8.5 | ±3.5 | ±5.0 |
| 해외채권 | 4.2 | 4.0 | 0.2 | 4.2 | 0.0 | ±2.5 | ±0.5 | ±2.0 |
| 국내주식 | 17.1 | 18.7 | -1.6 | 16.3 | 0.8 | ±5.0 | ±2.0 | ±3.0 |
| 해외주식 | 17.7 | 17.7 | 0.0 | 17.1 | 0.6 | ±3.5 | ±1.5 | ±2.0 |
| 대체투자 | 12.0 | 12.5 | -0.5 | 14.4 | -2.4 | 2.4/-3.4 | ±1.2 | 1.2/-2.2 |

주 1) 2018년도 국민연금 기금운용계획(안) (2017.5.25. 기금운용위원회 의결)

2) 국민연금기금운용지침(2016.4.8. 개정안)

- 국내주식의 경우 연중으로는 비중상회라는 전술적 방향을 크게 변화시키지 않는 가운데 미중 무역분쟁, 주요국 통화정책 정상화 기조, 신흥국 금융불안 등에 기인한 변동성 확대에 따라 시기별 조정대응

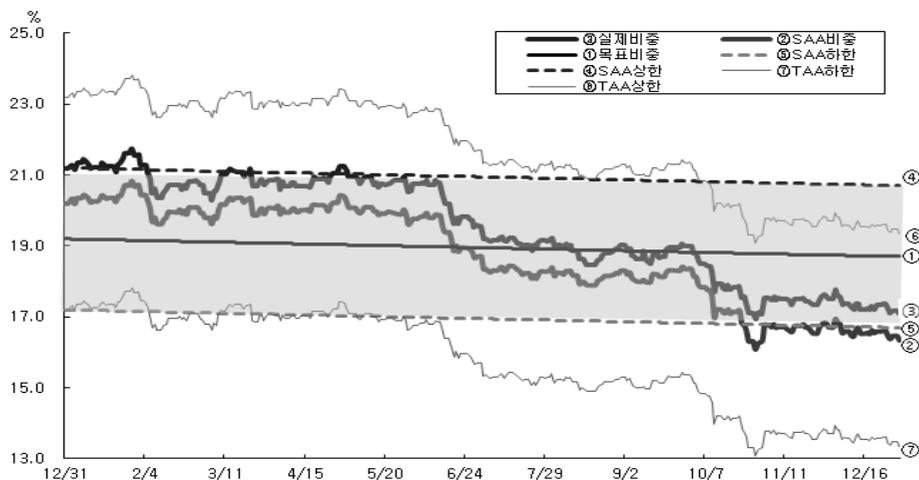
44 2018년 국민연금 기금운용 성과평가

- 1분기 전술적 비중상회 폭을 유지하기 위한 전술적 운용기조에서 시장불확실성 확대로 적극적 집행을 유보하였다가 5월 큰 규모의 순매수를 통해 전술적 비중상회 폭을 확대 하였음
- 이후 6월~8월까지 주식시장 하락과 더불어 리스크 요인과 대체투자 리밸런싱을 고려하여 순매도를 실행하였고 이를 통해 비중상회 폭을 축소시키는 전술적 운용을 하였음
- 4분기부터는 전술적 비중상회의 과도한 하락폭을 감안하여 다시 전술적 비중상회 폭을 확대하도록 자금집행을 하였음
- 다만 연중 전술적 비중상회를 유지한 것은 전술적 비중조정 효과에 부정적 기여를 하였음
- 전술적 비중조절의 제약요인에도 불구하고 이에 대한 효율적 활용방안에 대한 노력 필요

○ 11월부터 국내주식 SAA기준비중이 허용범위 하단을 이탈하여 이에 대한 리밸런싱이 실행되었음

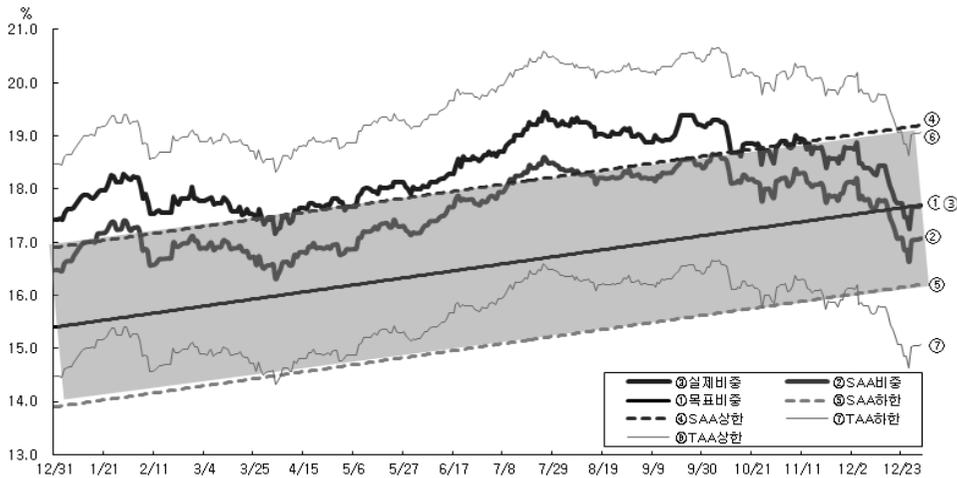
- 허용범위 하향이탈의 원인은 국내주식시장 하락에 기인
- SAA기준비중은 전술적 비중조정 활동의 기준이 되므로 전술적 운용방향에 중요 고려 사항임

[그림 I -10] 국내주식 목표대비 실제운용현황



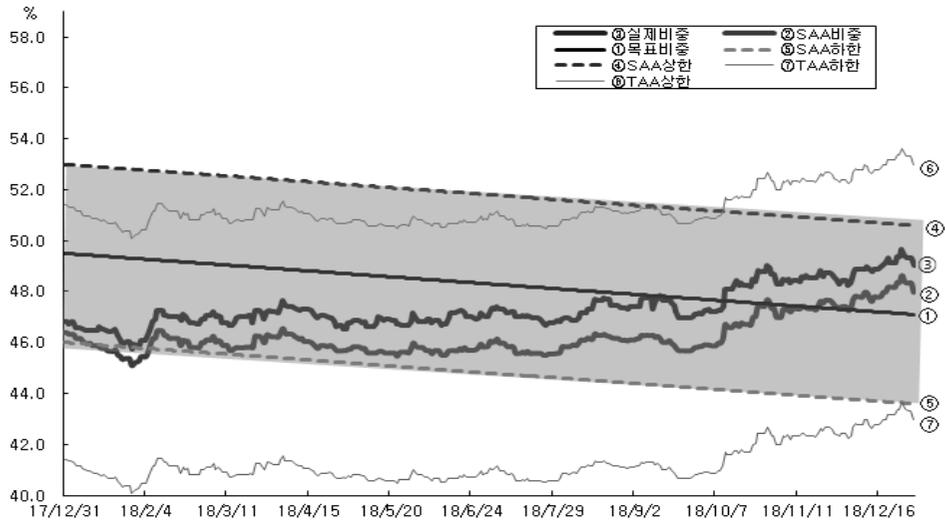
- 해외주식의 경우 국내주식과 마찬가지로 연중으로는 비중상회라는 전술적 방향을 크게 변화시키지 않는 가운데, 시장변동성 확대와 수익률 하락에도 불구하고 일정수준 이상의 순매수를 지속하여 전술적 대응
 - 그러나 4분기 해외주식 시장의 큰 폭 하락과 함께 초과성과도 하락함에 따라 전술적 비중상회 폭이 축소되었음
 - 다만 해외주식 시장의 긍정적 여건을 고려한 지속적인 자금집행으로 전술적 비중상회 폭 축소가 일정정도로 제한되는 모습임
 - 하반기 말 시장하락기에 비중상회의 전술적 운용은 전술적 비중조절 효과에 부정적 기여
- 연초와 8월 SAA기준비중이 허용범위 상단을 이탈하여 이에 대한 리밸런싱이 실행되었음
 - 허용범위 상단 이탈은 해당 기간 해외주식의 시장상승에 기인

[그림 I-11] 해외주식 목표대비 실제운용현황



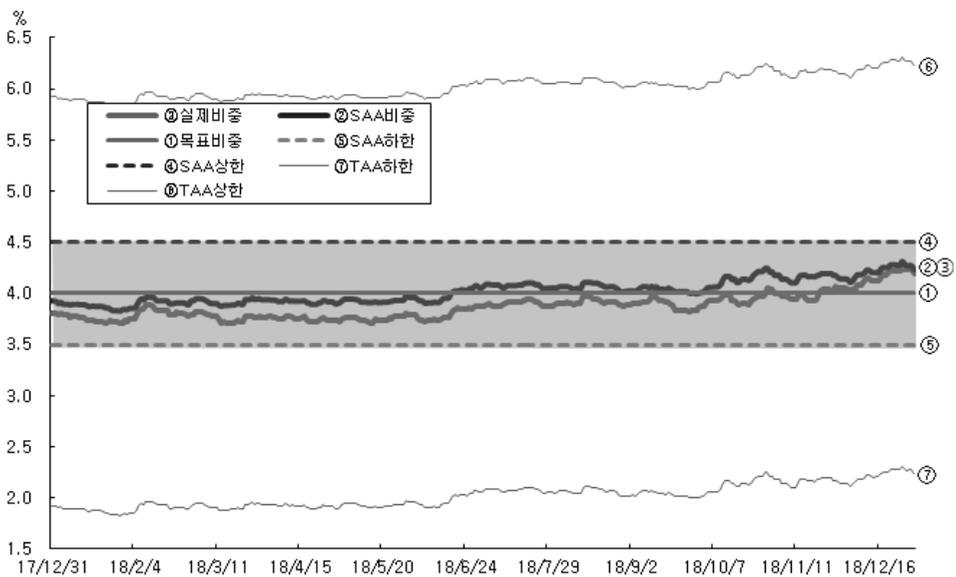
- 국내채권의 전술적 비중조절은 다른 자산군의 전술적 비중조절에 의해 상대적으로 흡수 조정 되고 있는 모습임
 - 2018년 동안 국내채권도 지속적으로 전술적 비중상회하는 모습이었으며, 이는 채권부문의 상대적 성과양호, 대체투자 집행실적 부진 등에 기인한 것임
 - 이러한 국내채권 전술적 비중조절은 기금전체 전술적 비중조절 효과에 긍정적 기여를 함

[그림 I -12] 국내채권 목표대비 실제운용현황



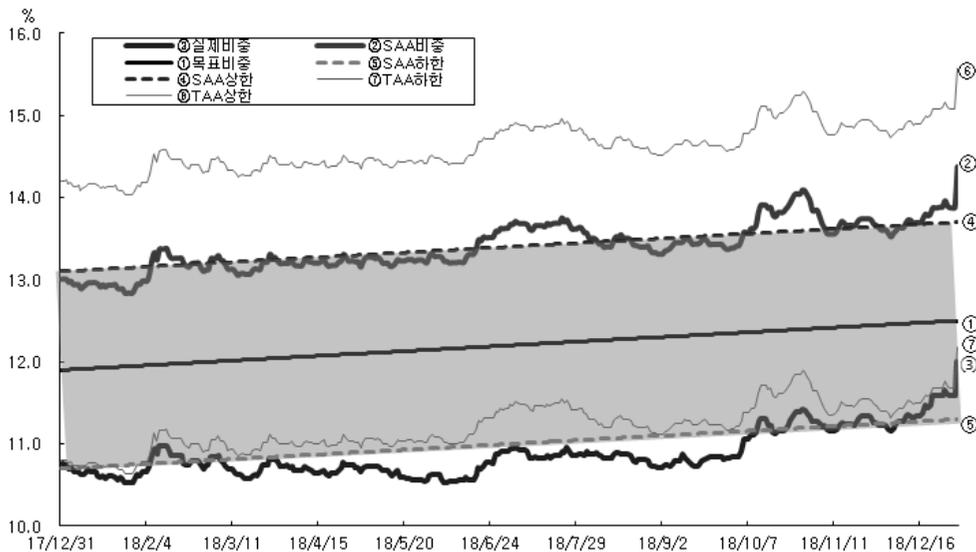
- 해외채권의 실제투자비중은 연중 SAA기준비중 대비 비중하회 수준을 지속적으로 유지하였다가 연말 비중하회 폭이 축소되어 중립화 수준에 이룸
- 해외채권의 연도말 전술적 비중하회 폭 변화는 채권 자산에 대한 긍정적 전망과 더불어 우호적인 환율의 영향 등을 함께 고려한 조치로 보임

[그림 I -13] 해외채권 목표대비 실제운용현황



- 대체투자의 실제비중은 연중 SAA기준비중을 크게 하회하고 있음
 - 대체투자에 대한 집행실적 개선 요구는 2017년도 성과평가에서도 요구되었던 상황으로 시장과 운용여건을 고려한 투자 프로세스 개선, 운용전략 다양화 등에 개선노력이 이루어질 필요가 있음
 - 대체투자 SAA기준비중은 주식부문의 성과하락에 따라 상대적으로 비중이 증가하여 허용 범위 상단을 벗어나고 있으며, 연중에 여러 차례 리밸런싱이 이루어지기도 하였음
 - 반면 대체투자의 실제 비중은 TAA허용범위 하단을 지속적으로 벗어나고 있어, 기금운용 본부의 전술적 재량범위를 초과하고 있는 모습으로 이에 대한 해소 노력이 필요
 - 특히 2018년도 양호한 성과를 나타냈던 대체투자의 전술적 비중하회는 기금전체 전술적 비중조절 효과에 큰 음의 기여를 함

[그림 I -14] 대체투자 목표대비 실제운용현황



- 기금운용본부는 SAA기준비중 산출식을 변경하고 이를 2018년도부터 적용하였음
 - 이러한 변경을 통해 SAA기준 비중의 변동폭이 다소 줄어드는 효과가 나타나게 되었으며, 시장이 장기적인 추세를 나타낼 경우 이러한 효과는 성과에는 부정적인 기여를 하게 됨
 - 반면, 시장이 단기 변동할 경우에는 역추세 전략으로써 성과에 긍정적인 기여를 하게 될 것으로 예상됨

6. 포트폴리오 위탁운용 실적

■ 금융부문 전체 위탁운용 목표는 설정된 목표범위 내에서 관리되고 있음

○ 해외주식의 투자규모 확대라는 운용방향을 고려하여 직접운용을 중심으로 투자규모가 확대되고 있으며, '18년도에는 해외주식을 제외한 자산군들의 위탁운용비중이 전년도 대비 높아졌음

- 이러한 모습은 특별한 전술적 운용방향에 따른 것으로는 보기 어려움

〈표 1-29〉 세부자산별 위탁운용 실제비중 및 목표범위¹⁾

(단위 : %, %p)

| 구분 | 국내채권 | 해외채권 | 국내주식 | 해외주식 | 대체투자 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 실제비중 | 12.2 | 59.3 | 46.0 | 64.1 | 91.5 |
| 목표범위 | 10~14 | 50~70 | 45~65 | 55~75 | 65~95 |

주 1) 국민연금기금운용위원회는 의안번호 제2013-10호에 대한 의결에서 기존 목표비중 허용범위 방식을 목표 범위 방식으로 변경함(의결일: 2013. 9. 16). 「국민연금기금 위탁운용방향 개선방안 및 2014년도 위탁운용 계획(안)」참조.

2) 각 자산군별 위탁운용 목표범위는 2017-3차 기금운용위원회(2017.2.28.)의 「국민연금기금 위탁운용 목표 범위 조정(안)」에 의함

제5절 요약 및 시사점

■ 기금의 수익성과

- 2018년도 금융부문 전체성과는 **-0.89%**로 지난 2년간 양호했던 주식성과가 크게 하락하며, 견조한 채권부문 성과와 대체투자의 성과에도 불구하고 **전년도 대비 낮은 성과를 나타냄**
- 2018년도 금융부문 전체 수익률은 「2018~2022년 증기자산배분」 **목표수익률 5.1%** 대비 **5.99%p 하회**하였으며, 2018년 기금운용계획상 **기대수익률 4.7%** 대비로도 **5.59%p 하회**하였음
 - 금융부문 전체 **5년 평균** 수익률은 **4.14%**로 최근 5년간 연간 목표 포트폴리오의 **기대수익률 평균 수준인 5.79%** 대비로는 **1.65%p 하회**
- 금융부문 전체 **15년 평균** 수익률은 **5.45%**이고 2017년도 성과에 의해 반전하였던 증장기 성과도 다시 하락하는 모습임
 - 금융부문 전체 10년 **평균수익률 5.53%**는 증기자산배분에서 설정하는 **목표수익률의 평균수준(6.44%)**을 하회하였고 동기간 기금운용계획 상 **기대수익률의 평균수준(5.79%)**도 하회하였음
 - 포트폴리오의 절반을 차지하는 2018년도 **채권부문** 수익률은 **4.78%**로 전년도 대비 **상승**하였고 **15년 평균수익률은 4.78%**이나 최근에 수익률 **하락추세**가 나타나고 있음
 - **주식부문** 연간수익률은 **-11.73%**로 전년도 대비 **30.79%p 하락**하였고 **15년 평균 수익률은 8.79%**로 증장기 성과는 다시 **하락**하는 모습임
 - **대체투자의** 2018년도 수익률은 **12.05%**이며 전년도 대비 **7.40%p 크게 상승**하였음
 - 대체투자 **10년 평균수익률은 8.03%**로 동기간 주식보다는 낮고 채권보다는 높은 것으로 나타나 금융부문 전체 **성과견인에 주요한 기여**를 하였으나 최근에 투자비중 확대에 어려움을 겪고 있음
- 범주별로는 최근 15년간 **해외자산과 위험자산**의 수익률이 국내자산과 안전자산의 수익률보다 **높은** 것으로 나타남

■ 벤치마크 대비 초과수익성과

- 2018년 금융부문 전체 수익률(-0.89%)은 벤치마크 수익률(-0.26%) 대비 **0.63%p 하회함**
 - 이러한 초과성과는 2009년도 초과성과(-1.80%p) 이후로 가장 낮은 성과를 달성한 것임
 - 2018년도 금융부문 전체 초과성과 하회에는 **국내주식(-0.31%p)**이 가장 큰 요인이 되었으며, **해외주식(-0.06%p)**이 다음으로 기여를 하였음
 - 15년 평균 수익률의 초과성과는 -0.04%p, 10년 평균 -0.24%p, 5년평균 -0.04%p로 2018년도 성과에 따라 **증장기 초과성과도 낮아지는 모습**
 - 2008년 금융위기 이후 절대성과 하락기에는 양의 초과성과, 절대성과 상승기에는 음의 초과성과를 나타내는 경향을 보였으나 2017년도 이후에는 절대성과와 초과성과 모두 상승하거나 하락하는 모습을 보임

■ 금융부문 수익분해

- 2018년도 금융부문 전체성과를 **요인별로 분해하면 전략적 자산배분에 의한 효과**가 가장 큰 비중을 차지하며, 초과성과에는 **전술적 자산배분에 의한 효과**가 가장 부정적인 요인이 되었음
 - **전략적 자산배분 효과**는 -0.26%p로 음의 전체성과에 **29.6%**를 기여하였으며, 금융부문 전체 초과성과 하회에는 **전술적 비중조절 효과**가 가장 큰 요인이었던 것으로 나타났음
 - **벤치마크 선택 효과**와 자산선택 효과는 비슷한 음의 기여를 함
 - 벤치마크 선택 효과와 전술적 비중조절 효과를 합친 전술적 자산배분 효과(TAA)는 -0.50%p로 초과성과 하회에 큰 기여
- **패시브/액티브 신규 유형체계에 따른 벤치마크 선택 효과**는 과거 직접/위탁 유형체계의 **벤치마크 선택 효과**보다 기금전체 성과에 긍정적인 것으로 나타남
- 2018년도 금융부문 전체 초과성과 하회 요인을 **자산군별로도 살펴보면, 국내주식이 -0.44%p**로 가장 큰 기여를 한 것으로 나타남
 - 자산군내 요인별로는 **대체투자의 비중하회에 따른 전술적 비중조절 효과(-0.27%p)**가 가장 큰 요인이었음

- 다음으로는 국내주식 위탁운용 초과성과 하회에 따른 **자산선택효과(-0.19%p)**가 음의 기여를 함
- 국내주식의 연중 비중상회한 **전술적 비중조절 효과(-0.13%p)**와 대형주 위주로 하락한 국내 주식시장 상황으로 **벤치마크 선택효과(-0.12%p)**도 음의 기여를 함
- SAA기준비중 산출방식 변경에 따른 효과로 전략적 자산배분 효과는 긍정적 성과로 나타난 반면, **전술적 비중조절 효과**는 산출방식 변경 전보다 낮아지는 것으로 나타남
 - 이는 주식부문의 성과가 음의 성과를 나타낸 가운데 해당 자산군의 기대수익률도 차감되어 주식부문의 SAA기준비중 대비 비중상회와 대체투자 부문의 비중하회를 더욱 심화시키기 때문임
- 금융부문 전체 **장기수익률**에 대한 **요인분해** 결과, **요인별**로는 **전략적 자산배분**에 의한 효과가 대부분의 비중을 차지하고, **자산선택 효과**가 양의 기여를 한 반면, **전술적 자산배분효과**는 부정적 기여를 하였음
 - 10년 평균 수익률 5.53% 중 **전략적 자산배분 효과**는 104.3%의 기여를 하였고 **전술적 자산배분 효과**는 6.0%의 부정적 기여를 하였음
 - 5년 평균기준 금융부문 전체 음의 초과성과는 주로 **전술적 자산배분 효과**에 기인하며 3년 평균기준 양의 초과성과는 **자산선택효과**에 기인
 - 자산군별로는 3년 평균 초과성과에는 **대체투자가 가장 큰 양의 기여**를 하였고 5년 평균 기준 음의 초과성과는 **국내주식이 기여**를 함

■ 기금운용의 위험분석

- 2018년 금융부문의 **총 위험 4.41%**는 벤치마크(4.26%) 대비 **0.15%p 높은 수준**
 - 2018년도 금융부문의 총 위험인 실현변동성은 기금운용계획상 자산배분 포트폴리오의 위험 6.0%보다 현저히 낮은 수준임
 - 금융부문 전체의 장기적인 총 위험 수준도 **15년 평균 3.49%, 10년 평균 3.24%, 5년 평균 2.92%**로 최근 위험수준의 **하락 경향**이 나타나고 있었으나 2018년도는 전년도 대비 대폭 상승하는 모습

- 위험조정 수익성과인 샤프(Sharpe Ratio)지수는 -0.13임
 - 15년 평균 샤프지수는 0.59, 10년 평균 샤프지수는 0.87로 장기적인 성과는 벤치마크와 유사(15년 평균)하거나 다소 낮은(10년 평균) 상황임
 - 국내채권의 샤프지수는 벤치마크보다 높은 성과를 나타냈으며 해외주식과 해외채권은 벤치마크보다 낮은 수준의 성과를 나타냈고 국내주식은 유사한 수준의 성과를 나타냄
- 체계적 위험조정 수익성과인 트레이너지수(Treynor Ratio)는 -2.92%p로 벤치마크 (-2.36%p) 대비 하회
 - 금융부문 전체의 15년 평균 트레이너지수는 2.16%p로 벤치마크 2.10%p 대비 상회하였고 10년 평균, 5년 평균 트레이너 지수는 모두 벤치마크 대비 하회
 - 세부 자산군 중에서는 국내채권이 2018년도에 1보다 작은 베타를 나타냈고 2.73의 위험조정 성과를 나타냄
- 2018년 금융부문 전체 수익률은 -0.63%p의 초과성과를 나타냈고, 금융부문 전체 추적오차(TE)는 0.68%로 실현 IR은 -0.93임
 - 기금운용위원회가 부여한 목표 IR 0.4 대비 낮은 성과를 달성
 - 2018년도 실제 액티브위험은 0.68% 수준으로 목표액티브 위험 0.50%를 상회
 - 15년 평균 IR은 -0.05, 10년 평균 -0.31, 5년 평균 -0.05로 2018년도 성과로 인해 중장기 액티브 운용성과 하락하였음
 - 15년 평균 추적오차는 0.74%이고 10년 평균 0.76%로 중장기 액티브 위험 수준도 2018년도 목표 액티브위험 0.50%를 상회
 - 금융부문의 추적오차는 리스크관리 측면에서 모니터링 되는 수치 기준으로는 연중 여러 차례 한도를 초과함

■ 기금조성 및 투자 현황

- 2018년도 국민연금 기금의 총지출은 21조 3,958억 원으로 전년도 대비 8.6% 증가, 기금의 총수입이 38조 5,348억 원으로 전년도 대비 53.6% 감소하였고 총 적립금 규모는 7.3% 증가
 - 국민연금의 연금보험료의 수입(44조 3,735억 원)은 전년도 대비 6.2% 증가, 기금운용수익(-5조 8,671억 원)도 전년도 대비 114.2% 감소

- 연금급여지출(20조 7,527억 원)은 전년도 대비 8.7% 증가하여 빠른 증가세
- 2018년말 시가기준 총 **적립금 규모**는 전년도 대비 2.8%(17조 1,389억 원) 증가한 **638조 7,811억 원**임
 - 증가분의 상당비중은 자산군 측면에서는 전년도와 달리 **채권부문의 증가(24조 9,051억 원)**에 기인
 - 2018년도 시가기준 **운용손실**은 **5조 8,671억 원**으로 적립금 증가규모의 **34.2%**에 해당하는 규모
 - 금융부문 자산 중 **채권**이 337조 5,800억 원으로 가장 많은 비중(**52.9%**)을 차지하며 **주식**이 221조 8,747억 원으로 **34.7%**, **대체투자**가 76조 6,195억 원으로 **12.0%** 투자
- 국민연금 금융부문 시가평가액 기준 투자규모는 2000년도 25조 1,219억 원 규모에서 2018년도 말 기준 613조 352억 원이 증가한 638조 1,571억 원 규모로 빠르게 성장하였음
- **채권과 대체투자의 투자비중은 증가, 주식의 투자비중은 감소**
 - 2018년도말 기준 **국내채권** 투자규모는 310조 9,915억 원으로 전년도 대비 21조 5,918억 원 증가하였고 투자비중도 **2.1%p** 증가하였음
 - 반면 **국내주식** 투자규모는 2018년도말 기준 108조 9,134억 원으로 전년도 대비 22조 6,001억 원 감소하였고 투자비중도 **4.1%p** 감소하였음
 - **해외주식** 투자규모는 112조 8,998억 원으로 최초로 국내주식 규모를 넘어섰으나, 투자비중도 **0.3%p** 증가하였음
- 전년도 투자비중이 소폭 감소하였던 **대체투자**의 투자규모는 9조 8,024억 원 증가하여 투자비중도 **1.2%p** 증가하였음
 - 대체투자의 비중증가에도 불구하고 대체투자 기준비중 대비 비중하회와 지속되고 있어 중장기 성과에도 영향을 미침
 - 시장상황과 내부 프로세스를 고려하되 이에 대한 개선노력도 필요
- 주식시장 약세 하에 **위험자산 비중 확대** 기조는 **둔화**
 - 위험자산 내에서도 **해외주식과 대체투자 비중이 확대**되었으나 2018년도 성과가 좋지 않았던 **국내주식**의 비중이 **큰 폭으로 줄어들어** 위험자산 전체 비중은 전년도 대비 **2.5%p** 축소되었음

■ 포트폴리오 리밸런싱 및 전술적 운용 현황

- 국내주식과 해외주식 그리고 국내채권은 SAA기준 비중 대비 연중 상회하는 전술적 대응을 실행
 - 반면 대체투자 부문의 비중하회(2.4%p)가 몇 년간 지속되고 있는 모습이며 이는 다른 자산군의 전술적 비중조절에도 영향을 미치고 있음
 - 이러한 전술적 비중조절은 전년도에 이어 큰 기초의 변화는 없었으나 국내주식과 대체투자의 전술적 비중상회와 비중하회 폭이 전년도 대비 확대되며 운용성과에 음의 기여를 한 주요 요인이 되었음
- SAA기준비중 산출방식의 변경이 있었으며 이와 함께 연중 국내주식과 해외주식 그리고 국내채권과 대체투자 부문의 SAA기준비중이 연중 몇 차례 리밸런싱 되기도 하였음

■ 시사점

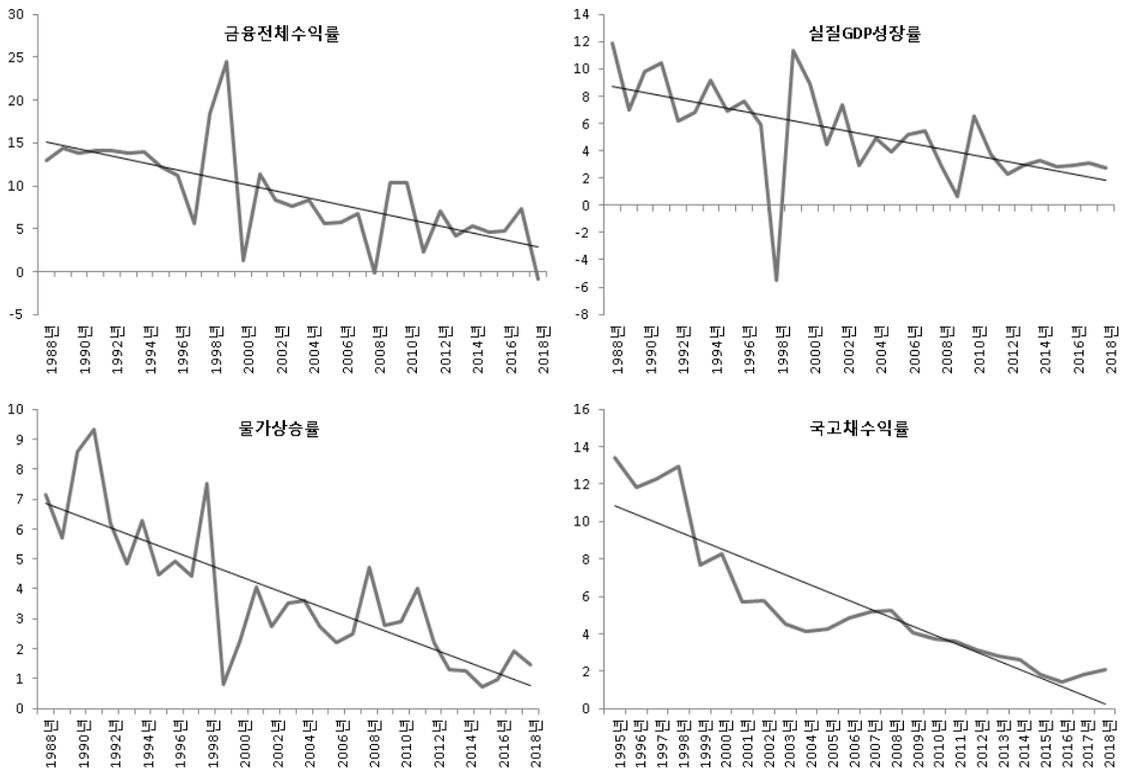
- 국민연금기금의 증장기 성과 제고를 위한 운용체계 개선 논의 필요

<현황>

- 현행 기금운용 체계는 2006년에 마련된 이후 현재까지 그 기본적 틀을 유지해 오고 있음
- 현행 체계 하에서 기금운용 목표수익률은 국내 경제상황과 연동되어 있어 기금에 설정되는 목표수익률 수준도 지속적으로 하락하고 있음
- 또한 현행 체계 하에서의 전략적 자산군에 대한 기대수익률 수준도 지속적으로 하락하고 있는 반면 위험수준은 높아져 목표 포트폴리오의 효율성도 낮아지고 있는 추세임
- 그럼에도 실제 포트폴리오는 운용여건과 제약으로 인해 목표 포트폴리오의 목표비중을 즉각적으로 이행하지 못하고 있고 포트폴리오 조정 속도를 초과할 정도의 급격한 기금규모 증가로 인해 그 이행여건도 악화되고 있는 모습임
- 이로 인해 목표 포트폴리오의 기대수익 수준에도 하회하고 있는 모습
- 따라서 기금의 실제 수익률도 연도별로 상황에 따라 다르게 나타나나 장기 수익률 추이는 지속 하락하고 있고, 기금운용위원회가 기대하고 있는 목표수준에도 이르지 못하고 있어 그 어려움이 가중되고 있는 상황임

- 그러나 국내의 인구구조 나 경제구조의 변화에 따라 향후에도 이러한 추세가 장기화 될 수 있을 것으로 전망되고 있음

[그림 I-15] 국민연금 기금수익률과 경제지표 추이

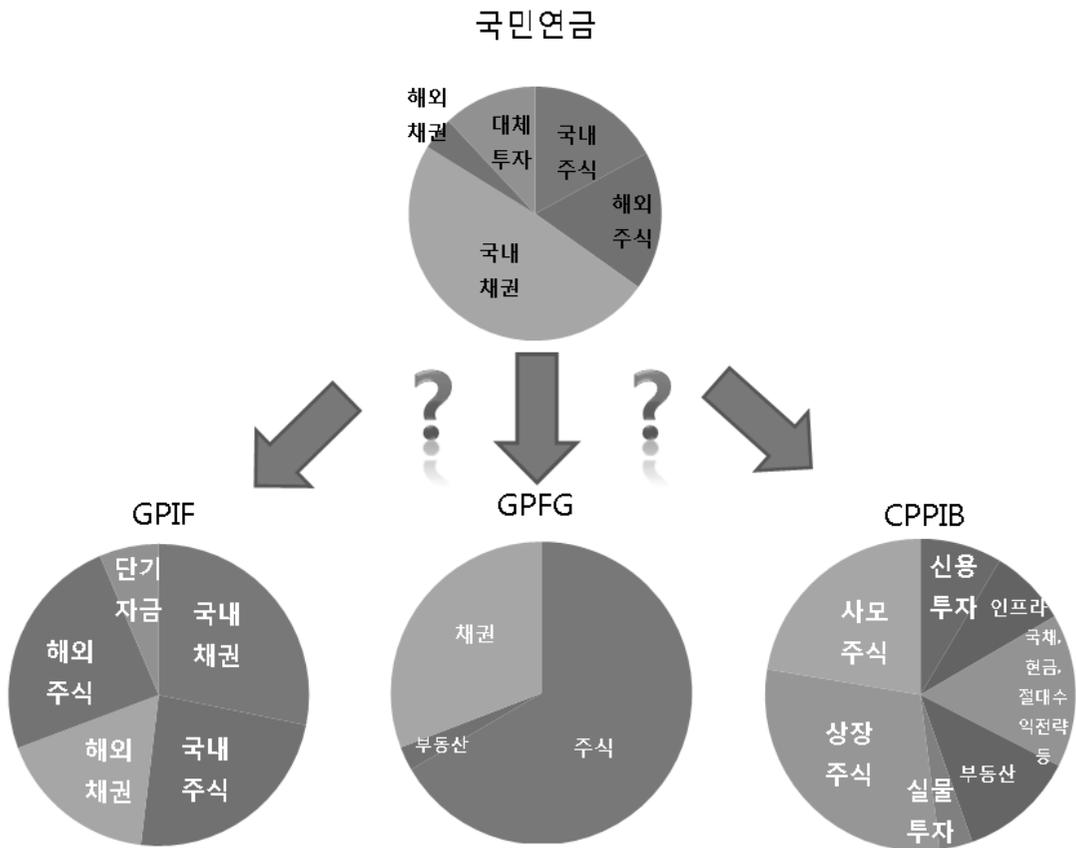


<개선방향에 대한 논의>

- 국민연금기금의 소진시점 37년, 수지적자 발생시점이 23년 후로 예상되는 재정상황을 고려한다면 현재와 같은 기금운용이 가능한 투자시계는 20년 이하일 것으로 예상됨
- 따라서 이러한 재정상황을 반영하고 급격한 기금규모 증가와 소진의 국면을 반영할 수 있는 장기 운용전략을 고민하고 이를 실행하고 뒷받침하는 운용체계 마련을 위한 논의 필요
- 장기 수익률 제고를 위해서는 체계적인 운용전략과 프로세스 하에서도 자산의 다변화와 유연화가 이루어질 필요가 있음

- 기금운용본부가 보다 유연하고 재량을 갖는 투자여건을 마련하기 위해서는 분명한 장기 운용전략과 목표를 수립하고 이를 바탕으로 역할과 책임을 분담할 수 있는 체계에 대한 고민이 필요
- 이는 기금운용위원회 차원에서의 투자철학과 방향과도 관련된 것으로 향후 국민연금 기금운용의 나아가야 할 방향에 대한 심층적인 논의와 합의가 필요할 것으로 사료됨

[그림 1-16] 국민연금기금의 중장기 운용방향



○ 기금전체 초과성과 제고를 위한 전술적 운용방안 개선노력 필요

- 중장기 절대성과 제고와 더불어 액티브 운용을 통한 초과성과를 제고하기 위한 전술적 운용방안에 대한 개선노력이 여전히 경주될 필요가 있음
- 기금전체 초과성과는 장기적으로도 음의 성과를 나타내고 있고 이에 대한 요인은 벤치마크 선택과 전술적 비중조절 효과가 음의 기여를 한 영향이 큼

- 벤치마크 선택은 단기적 대응이 어렵고 여건에 따른 변경이 어려운 구조적 한계를 갖고 있다는 측면이 있음
- 전술적 비중조정 활동은 대체투자 집행실적 저조에 따른 영향이 있으나 대체투자를 제외한 경우에도 여전히 음의 성과를 나타내고 있으므로 이에 대한 개선노력이 필요
- 대체투자 집행실적이 저조한 부분에 대해서 국내채권에서 흡수하고 있는 방식도 대체투자의 수익-위험 특성을 감안하여 다른 자산군에 배분될 수 있는 체계도 검토할 필요가 있음
- 전술적 운용의 제약사항에도 불구하고 이를 극복할 수 있는 방안들에 대한 검토는 지속될 필요가 있음
- 그간 파생상품 활용이나 오버레이 펀드 활용, GTAA 펀드의 활용 등 여러 방안이 검토되고 제안되기도 하였으나 구체적으로 실행되지는 못하고 있는 실정으로 이에 대한 실행가능성을 재점검하는 것도 필요
- 이러한 실행방안들이 전체 전술적 운용 개선에 큰 영향을 미치는데 일부 제약이 있어, 개선 정도가 일부 제한된 범위 내에서만 나타난다고 하더라도 이러한 방안들에 대한 실행은 개선노력이라는 측면과 향후 발전가능성이라는 측면에서 의미가 있을 것으로 사료됨
- 아울러 기금운용본부의 액티브 운용역량과 활용 가능한 액티브 운용요소에 대한 점검과 분석을 선행하고 이를 바탕으로 실효성 있는 액티브 운용전략을 수립하는 것이 필요하다고 보임
- 앞서 언급한 바와 같이 전술적 비중조절에 대한 추가적인 대응방안 등을 검토하거나 벤치마크 선택효과를 개선하기 위한 벤치마크 검토, 각 자산군별 전술적 벤치마크 설정과 벤치마크 대비 초과성과 제고 노력을 위한 실효성 있는 방안들이 점검되어야 할 것임

○ SAA(Strategic Asset Allocation)기준비중 산출방식 변경에 따른 성과 모니터링 및 SAA기준비중 관리체계에 대한 개선 필요

- SAA기준비중은 기금운용위원회의 전략적 자산배분에 대한 의사결정의 일부로 기금운용본부의 전술적 비중조절에 대한 운용기준이며 성과평가에 기준이기도 함
- 그러나 일반적인 포트폴리오의 리밸런싱에 대한 의사결정은 실행단계에서의 전술적 운용의 주요 수단이 되기도 함
- 따라서 SAA기준비중으로 대표되는 목표 포트폴리오의 리밸런싱은 이러한 전략적 관점에서의 의사결정과 전술적 관점에서의 의사결정이 복합되고 있는 측면이 있음

- 현재의 SAA기준비중 산출체계와 SAA기준비중에 대한 리밸런싱 방식이 그 기술적 복잡성으로 인해 설정권한이 기금운용본부에 위임되어 있음
- 이것이 기금운용위원회의 전략적 의사결정과 맞닿아 있고 성과평가의 기준이 된다는 측면에서 변경 이후 사후적으로라도 평가기관과 성과평가보상전문위원회에 공식적으로 공유될 필요가 있다고 사료됨
- 아울러 이에 대한 성과측면에서의 지속적인 모니터링도 이루어질 필요가 있음

○ 해외투자 확대에 대응한 외환 통합 관리체계 개선 필요

- 기금운용본부는 ‘해외투자 종합계획 기획단’의 논의를 통해 마련된 『해외투자 전략 및 추진과제(’15~’19)』를 기금운용위원회에 보고하고 이를 수행하여 왔음
- 이 중 외환 관련 통합관리 체계 마련을 위한 추진과제는 ‘기금전체 투자규모 대비 헤지 비율 설정’과 ‘환율 전망을 고려한 통화 종류별 보유비중(통화바스켓) 관리’임
- 전체 포트폴리오 변동성 축소라는 관점에서 해외투자 전체의 전략적 환헤지 비율이 0%로 설정되었고 이로 인해 해외채권의 헤지비율도 단계적으로 낮춰져서 ’17년도 50%, ’18년도 말에 완전 오픈 되었음
- 전술적으로는 환율변동에 따른 수익방어를 위해 미헤지 금액의 일정 범위(’18년도 $\pm 3\%$, ’19년도부터는 $\pm 5\%$) 내에서 미헤지 규모를 조정할 수 있도록 하였음
- 이에 따라 2017년도에는 시범적으로 통화 오버레이가 실행되었으나, 2018년도말 기준 -1,400만 원의 평가액을 나타내었고 2018년도 연간 기준으로는 -96억 원의 평가손실을 나타내며 해당 포지션이 모두 청산되었음
- 2018년도 통화오버레이에 따른 연간 평가손실은 당초 달러약세를 전망한 오버레이 short 포지션에 기인한 것임
- 통화 오버레이는 외환시장에 대한 전망과 더불어 전체 포트폴리오 관점에서는 전술적 의사결정임과 동시에 실제 실행과정에서는 외환부서의 의사결정과 판단도 필요한 다층적 관점의 운용과정으로 여러 복잡성이 내재되어 있음
- 따라서 외환시장의 방향에 대한 전망의 어려움과 더불어 단기적으로 환변동에 적시에 대응할 수 있는 내부 의사결정 체계 마련 등 실제 운용과정에서 나타날 수 있는 여러 도전과제들을 지속적으로 개선해 나갈 필요가 있음
- 향후에도 보다 체계적인 외환 통합관리 수행을 위해서는 최적 통화구성이나 비중설정 방안 등을 모색할 필요가 있으며,

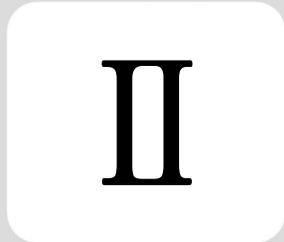
- 특히 통화오버레이의 운용에 있어 외환시장 전망에서부터 외환전략 수립 및 실행 그리고 재조정에 이르기까지 일련의 체계들이 보다 원활하게 이루어질 수 있도록 개선노력이 필요함

○ **시장변동성 확대와 더불어 액티브 위험 관리체계 점검 필요**

- 2018년도는 시장의 변동성 확대와 더불어 기금전체의 액티브 위험도 확대되었고 연중에는 액티브 위험 한도를 초과하는 상황이 나타났음
- 이에 대한 대응으로 기금운용본부는 관련 사항을 모니터링 하였고 단기에 즉각적인 포트폴리오 조정을 통해 액티브 위험한도 초과상황을 해소하기는 어렵다는 판단하여 관련 조치들을 유예하기로 하였음
- 기금운용본부의 액티브 위험 발생 요인들이 벤치마크 선택이나 대체투자의 비중하회 등과 같은 구조적 문제에서 발생한다면 이에 대한 개선노력과 더불어 적정 액티브 위험한도의 부여를 검토할 필요가 있음
- 아울러 한도초과 상황이 발생하더라도 즉각 대응이 어렵다는 구조적 문제가 국민연금 기금이 기대 이상의 추가적인 위험에 노출될 수 있는 가능성을 내포하고 있다는 점에서 이에 관한 관리를 강화할 필요가 있음
- 이것은 여러 제약사항을 완화하면서 기술적 운용의 성과제고를 위한 노력들과도 연결되는 부분임

○ **위험자산, 해외자산 확대에 따른 수익률 변동성 관리 필요**

- 2018년 말 주식과 대체투자를 포함한 위험자산군의 비중은 46.8%에 이르고 있고 향후에도 이 비중은 확대될 것으로 예상됨
- 그러므로 2018년도와 같이 주식시장의 수익률 변동에 따라 포트폴리오 전체 수익률 변동성도 확대될 수 있음
- 따라서 포트폴리오 관리 차원에서 이러한 변동성을 잘 모니터링하고 관리할 필요가 있으며 아울러 단기적 수익률 변동성 확대에 따른 평판위험 및 연금제도에 대한 신뢰도 하락 가능성에 대비할 필요가 있음
- 단기적 성과에 집중하여 단기적 투자의사결정을 하게 된다면 장기투자자로서의 장점을 상실하고 잘못된 의사결정에 이를 수 있게 된다는 점을 주지할 필요가 있음



2018년 국민연금 기금운용 성과평가

국내채권부문 평가

제 1절 2018년 국내채권 운용계획

제 2절 수익률 분석

제 3절 위험 분석

제 4절 매매현황 분석

제 5절 포트폴리오 분석

제 6절 국내채권의 장기성과

제 7절 단기자금 분석

제 8절 요약 및 시사점



주요 이슈

■ 국내채권 전년도 대비 수익률 상승, 목표초과수익률 상회

2018년 국내채권 수익률은 4.82%로 전년도(0.51%) 대비 상승하였으며, 직접운용이 4.23%p, 위탁운용이 0.59%p 기여함. 미중 무역분쟁, 유럽지역 정치 불안정성 심화 및 국내 경기 성장세 둔화 가운데 시장금리가 하락하며 전년도 대비 절대수익률이 상승하였고, 상대적으로 듀레이션이 긴 채권 종류의 절대수익률이 높았음. 국내채권 전체의 전략적 벤치마크 대비 초과수익률은 0.08%p 기록, 직접운용이 0.05%p, 위탁운용이 0.04%p 기여하였고, 만기효과가 0.06%p, 섹터선정효과가 0.02%p 기여함

■ BM 편입대상 대비 신용등급 구성 차이의 구조적 요인이 일부 성과 제약

2017년 이후 전반적으로 기업재무제표가 개선되며 시장의 신용 이벤트 발생 리스크가 감소되었고, 이러한 추세는 2018년까지 이어짐. 이에 따라 우량 신용채권 보다는 비우량 신용채권 위주로 국고채 대비 신용스프레드 축소가 지속된 반면, 우량 신용채권은 경기둔화 우려로 신용스프레드 확대. BM 편입에 대한 신용등급 조건은 BBB+이상이나 회사채 및 여신금융채는 A-이상, ABS는 AA+ 이상만 보유하고 있어 시장에서 A+이하 채권의 신용스프레드 축소로 신용채권의 유형BM 대비 초과성과에 음(-)의 영향. 2017년에도 우량 신용채권보다는 상대적으로 낮은 A등급 신용채권 위주로 신용스프레드가 축소한 가운데 우량 신용채권의 비중 상회로 초과성과에 음(-)의 영향을 미쳤음

■ 2019년 미 Fed 금리 동결 시사 가운데 금리변동성 확대에 유의 지속 필요

2018년말 미 Fed의 2019년 추가적인 2차례 금리인상 예고와 달리 2019년 3월 기준금리 동결 및 보유자산 축소를 통한 양적 긴축(QT)정책을 9월 종료할 것이라고 시사함. 이러한 조치는 미 경기둔화 우려 확대에 기인함. 하지만 2020년에는 기존 전망대로 1차례 금리인상을 예고하고 있고, 4월 이후 미국의 개선된 경제지표들이 발표되며 시장금리 상승 반전 중임. 벤치마크 듀레이션 상승에 동반한 국내채권 포트폴리오 듀레이션 장기화 가운데 금리변동성 확대에 유의를 지속할 필요가 있음

II. 국내채권부문 평가

제1절 2018년 국내채권 운용계획

1. 국내채권의 전략적 운용목표

■ 안정적 장기 수익확보를 위한 선별적 분산투자

- 국내채권은 안정적인 장기 수익확보를 위해 만기보유가 원칙이며, 채권 종류별, 발행기관별, 계열별(회사채) 및 만기구조별로 분산투자함
- 국내채권 운용 시 발행자의 신용과 무위험채권과의 스프레드 등을 고려하여 투자하되 일정범위 안에서 듀레이션을 조정하여 초과수익 확보

■ 중장기 국내채권 비중 축소

- 중장기 자산배분의 이행계획에서 국내채권 목표비중은 전체 금융부문 수익 제고를 위해 감소되고 있음
 - 기금운용계획에서 목표비중은 2017년 말 49.5%에서 2018년 말 47.1%로 축소됨¹¹⁾

2. 국내채권의 전술적 운용방향

■ 전년도 대비 하향 조정된 목표초과수익률 설정

- 2018년도 국내채권의 목표초과수익률은 전년도(0.04%p)에 비해 축소된 0.03%p임
 - 액티브 위험은 2017년(0.16%) 대비 축소한 0.13% 배분됨

11) 2017년도 제4차 기금운용위원회 의결(2017.5.25)

■ 금리 상승 기조와 시장변동 위험 확대에 대응하는 패시브(직접)운용

- 글로벌 금리 상승 전망 및 시장변동성 확대를 감안하여 포트폴리오 듀레이션을 벤치마크 대비 제한적 범위 내에서 탄력적으로 대응하고,
 - 만기구간별 상대가치평가를 활용하여 만기별 교체매매를 통한 초과수익 획득
- 우량 신용채 투자 확대를 통해 포트폴리오 수익률을 제고하고 만기집중 채권의 분할 매각으로 자금흐름을 분산하여 재투자 위험을 축소하고자 함

■ 위탁 유형간 비중조절로 시장변동성 확대에 대응하는 액티브(위탁)운용

- 금리상승 및 변동성 확대의 대응을 위해 상대적으로 듀레이션 전략에 집중하는 일반형 축소
 - 다양한 전략 구사가 가능한 상대가치형 비중 확대 검토
 - 금리 상승 및 신용 스프레드 축소 환경에 대응하기 위해 상대적으로 듀레이션이 짧고 신용물 비중이 높은 크레딧 유형 비중 확대
 - 우수 운용사 발굴을 위한 크레딧 유형 운용사 신규 선정
- 정기평가 결과 상위 운용사 대상으로 회수자금에 대한 자금 배분 실시

제2절 수익률 분석

1. 2018년 국내 채권시장 주요내용

- 주요국 중앙은행들의 긴축 전환 인식과 미국 기준금리의 연 4회 인상 시사 가운데,
 - 연초 국내 기준금리의 연 2회 인상 전망이 부각되면서 금리가 상승
 - 이후 미중 무역분쟁 및 국내 고용 부진으로 국내경기 둔화 우려가 확산되며 금리가 큰 폭으로 하락
- 전년도 말 대비 대부분의 구간에서 금리가 하락한 가운데 연중으로는 신용스프레드 및 기간스프레드의 변동이 컸음
- 신용 스프레드는 우호적인 수급여건에도 불구하고 미중 무역분쟁 및 글로벌 경기 둔화 우려로 고등급 신용채권에서는 전년도 대비 소폭 확대하였으나, 저등급 신용채권은 신용이벤트 감소로 전년도 대비 축소
- 장기물 수요 증가로 장기물 금리가 하락하며 20년 이상물 금리가 10년물보다 낮은 금리 역전현상이 전년에 이어 지속
 - 정부의 장기채권 발행물량보다 보험사/연기금의 수요량이 커지며 장기물에 대한 초과 수요 발생
 - 중장기적으로 국내 경제 성장률 및 물가상승률 하락 전망으로 경제 성장세 둔화 우려
 - 연말 미국 Fed의 기준금리 인상조절 시사에 따른 국내 시장금리 하락 가운데 상대적으로 스프레드의 여유가 있는 장기 금리 하락폭이 더 컸음
- 신용물 발행규모 증가에도 불구하고 신용물 발행시장에 투자자금의 유입 증가
 - 금리 상승폭이 제한된 가운데 신용물 캐리에 대한 상대적 매력 상승
 - 대형 신용 이벤트 부재 및 신용등급 개선에 따른 비우량물에 대한 시각 개선
 - 초대형 IB 출범에 따른 증권사 투자 확대, 환헤지 손실 확대에 따른 보험사들의 국내 투자 회귀

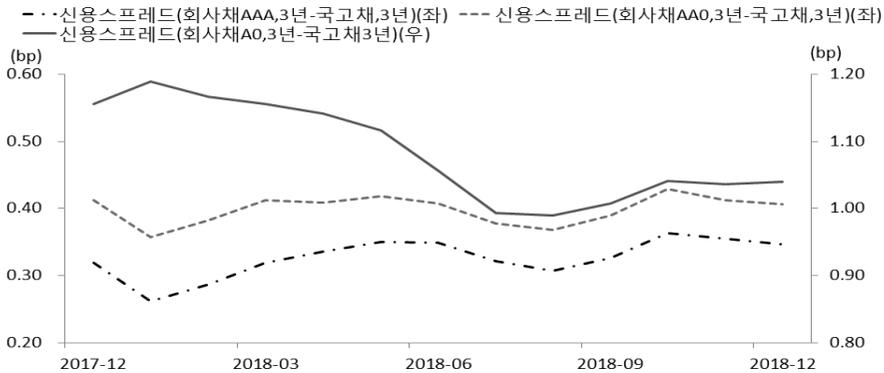
〈표II-1〉 주요 금리 추이

(단위 : %, %p, bp)

| 주요 금리 | '17년 12월말 | '18년 3월말 | '18년 6월말 | '18년 9월말 | '18년 12월말 | 전년도말 대비 |
|--------------------|-----------|----------|----------|----------|-----------|---------|
| 기준금리 | 1.50 | 1.50 | 1.50 | 1.50 | 1.75 | 0.25 |
| 국고채 1년물 | 1.83 | 1.88 | 1.85 | 1.79 | 1.78 | -0.06 |
| 국고채 3년물(A) | 2.10 | 2.27 | 2.18 | 1.95 | 1.83 | -0.28 |
| 국고채 5년물 | 2.30 | 2.50 | 2.44 | 2.13 | 1.89 | -0.41 |
| 국고채 10년물(B) | 2.47 | 2.71 | 2.66 | 2.32 | 1.99 | -0.48 |
| 국고채 20년물 | 2.44 | 2.70 | 2.65 | 2.27 | 1.97 | -0.47 |
| 국고채 30년물 | 2.41 | 2.68 | 2.63 | 2.24 | 1.93 | -0.49 |
| 회사채(AA-,민평) 3년물(C) | 2.54 | 2.70 | 2.64 | 2.37 | 2.28 | -0.26 |
| 신용스프레드(C-A)(bp) | 43.60 | 43.30 | 46.70 | 42.10 | 45.50 | 1.90 |
| 기간스프레드(B-A)(bp) | 37.20 | 43.70 | 48.10 | 36.20 | 16.70 | -20.50 |

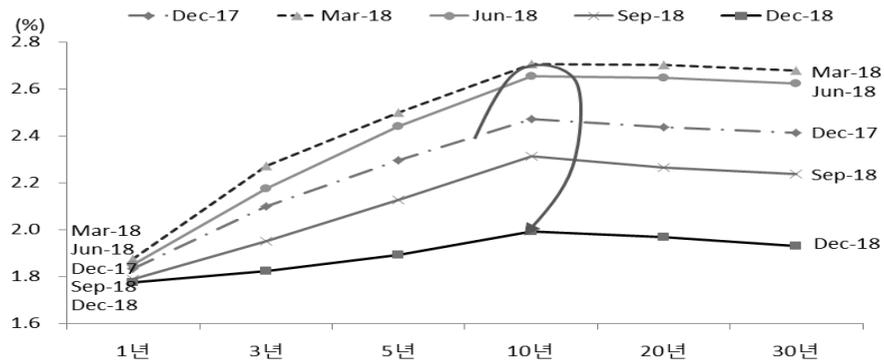
주) 월평균(영업일기준) 금리임
 자료) 한국은행

[그림II-1] 국고채 3년 대비 신용등급별 신용스프레드 추이



주) 매월 말일자 금리임
 자료) KIS 채권평가

[그림II-2] 국고채 수익률곡선 추이



주 1) 월평균(영업일기준) 금리임
 2) 위 그림의 화살표는 2017년 12월부터 2018년 12월까지의 분기말 수익률 곡선 추이를 나타낸 것으로 수익률곡선이 2018년 3월 말은 2017년 12월 말 대비 가팔라졌으나, 2018년 3월 말 이후에는 점차 평탄화되어 2018년 12월 말 기준 10년 이상 장기물의 금리는 2017년 12월 대비 큰 폭으로 하락하였음
 자료) 한국은행

2. 총 수익률

- 2018년도 국내채권부문 전체 수익률 4.82%는 시장 금리하락의 영향으로 전년도 말 (0.51%) 대비 4.31%p 상승
 - 최근 3개년 연평균 수익률은 2.37%를 달성하여 이전 3개년('15~'17년) 연평균 수익률 2.20% 대비 0.17%p 상승
 - 최근 5개년 연평균 수익률은 3.62%로 이전 5개년('13~'17년) 연평균 수익률 3.08% 대비 0.54%p 상승

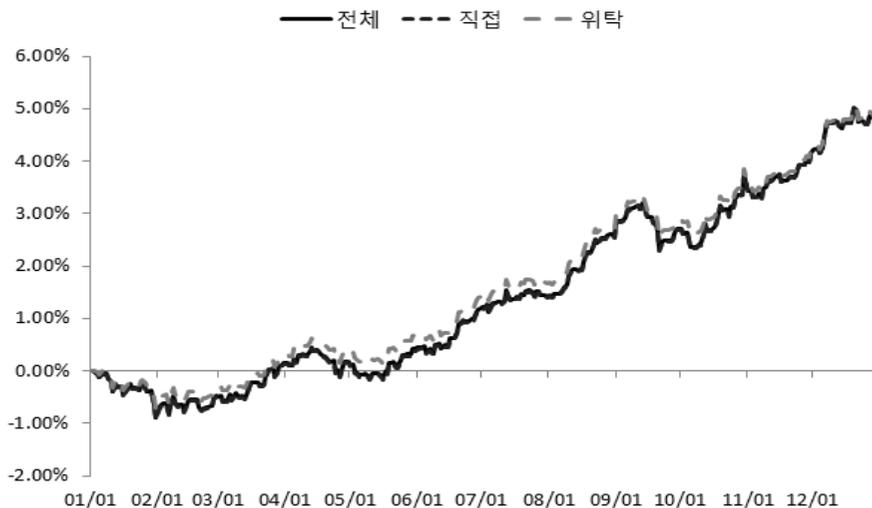
〈표 II-2〉 국민연금 국내채권부문 투자수익률

(단위 : %, %p)

| 구분 | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 3년 평균 ('16~'18) | 5년 평균 ('14~'18) | 10년 평균 ('09~'18) | 15년 평균 ('04~'18) |
|-------|-----|------|------|------|------|------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|
| 국내 채권 | 직접 | 6.80 | 4.31 | 1.80 | 0.49 | 4.81 | 2.35 | 3.62 | 4.33 | 4.76 |
| | 위탁 | 6.66 | 4.12 | 2.04 | 0.63 | 4.88 | 2.50 | 3.64 | 4.45 | 4.26 |
| | 합계 | 6.79 | 4.29 | 1.83 | 0.51 | 4.82 | 2.37 | 3.62 | 4.34 | 4.76 |
| | 기여도 | | | | | | | | | |
| | 직접 | 6.04 | 3.80 | 1.58 | 0.43 | 4.23 | 2.07 | 3.20 | 3.95 | 4.42 |
| | 위탁 | 0.75 | 0.49 | 0.25 | 0.08 | 0.59 | 0.30 | 0.43 | 0.39 | 0.33 |

주) 각 기여도=(국내채권전체 내 전년도 말 비중)*(각 세부자산군 투자수익률)

[그림 II-3] 2018년 국내채권 수익률 추이



〈표 II-3〉 국내채권 전체 투자수익률 기여도¹⁾²⁾

(단위 : %, %p)

| 국내채권 전체 투자수익률 | 직접운용 | | | | 위탁운용 | | |
|------------------|------|-------|-------|------|------|-------|-------|
| | 소계 | 국공채파트 | 회사채파트 | 소계 | 일반형 | 상대가치형 | 크레디트형 |
| 4.82 | 4.23 | 2.46 | 1.75 | 0.59 | 0.27 | 0.18 | 0.14 |

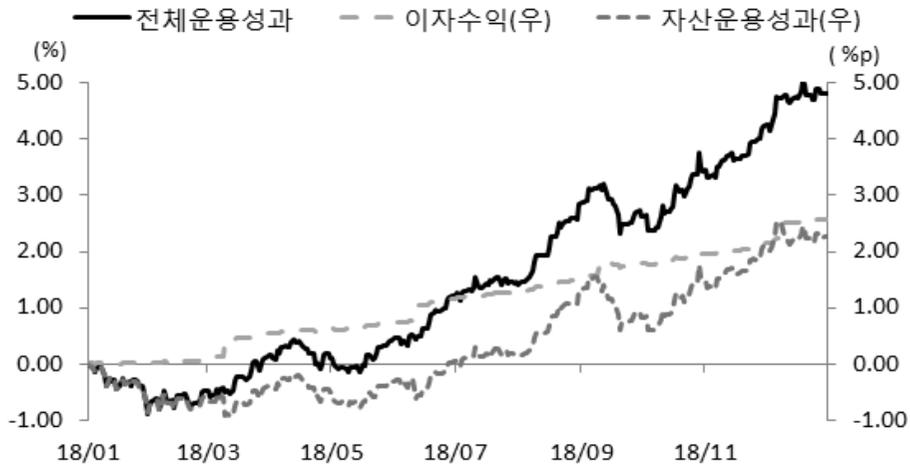
주 1) 각 기여도=(국내채권전체 내 전년도 말 비중)*(각 세부자산군 투자수익률)

2) 반올림에 의한 단수차이가 있음

- 국내채권 전체 투자수익률(4.82%)에 직접운용은 4.23%p, 위탁운용은 0.59%p 기여
 - 직접운용은 위탁운용 대비 투자수익률이 다소 낮았으나, 국내채권 내 높은 비중(87.8%)을 차지하며 국내채권 절대성과에 기여도가 높았음
 - 국내채권 전체 수익률은 이자수익(2.57%p)에 의한 요인이 가장 큰 기여
 - 그리고 미중 무역분쟁, 국내 경제 성장세 둔화, 유럽 주변국의 정치리스크 등으로 2월 이후 시장금리가 하락하였으며 이에 따라 채권가격이 상승하며 자산운용성과는 2.25%p를 기록

- 세부자산군별로는 직접운용이 4.81%의 수익률을 기록하였으며, 위탁운용이 4.88%를 실현하여 위탁운용이 직접운용에 비해 높은 성과 달성
 - 국내채권 위탁운용은 2016년 이후 직접운용 대비 높은 성과 지속 실현
 - 신용채권과 비우량 채권에서의 성과가 제고되며 직접운용 대비 위탁운용의 성과 상승이 컸음
 - 직접운용(4.81%)은 채권가격 상승의 영향으로 양호한 성과를 실현하였으며, 듀레이션이 긴 국공채파트의 절대수익률(5.42%)이 높았음
 - 위탁운용(4.88%)의 양호한 성과도 채권가격 상승에 기인하며, 일반형에서 타 유형 대비 높은 성과(5.05%)를 보임
 - 직접운용의 경우 이자수익 2.59%p와 함께 채권가격 상승으로 인한 효과(2.22%p)로 인해 4.81%의 수익률을 기록
 - 위탁운용의 경우 이자수익에 의한 성과가 2.40%p, 자산운용 수익률은 2.47%p로 나타나 자산운용 수익이 이자수익보다 높았음

[그림 II-4] 2018년 국내채권 이자수익 및 자산운용성과 추이



〈표 II-4〉 국내채권 성과요인

(단위 : %, %p)

| 구분 | 이자수익 ¹⁾ | 자산운용 | 국채선물 ²⁾ | 유동성 ³⁾ | 계 |
|---------|--------------------|------|--------------------|-------------------|------|
| 직접운용 | 2.59 | 2.22 | 0.00 | 0.00 | 4.81 |
| 위탁운용 | 2.40 | 2.47 | -0.06 | 0.06 | 4.88 |
| 국내채권 전체 | 2.57 | 2.25 | -0.01 | 0.01 | 4.82 |

- 주 1) 채권거래 중 이자와 관련된 부분의 수익률로 직접운용의 경우 이자 관련 거래내역을 제외하고 자산운용으로 인한 수익률을 산출한 후 직접 전체 수익률에서 차감함. 위탁운용의 경우 시가평가액에서 발생이자의 누적분을 제외하여 산출함
 2) 국내채권 위탁운용 수익률에서 채권 및 유동성 수익률을 차감하여 산출함
 3) 채권 외에 현금보유에 의한 성과임

3. 벤치마크 대비 수익률

- 국내채권의 벤치마크 대비 초과수익률은 0.08%p로 2018년 국내채권 목표초과수익률(0.03%p)의 265.6% 달성함
 - 직접운용은 전술적 벤치마크 대비 0.06%p 상회 하였고, 3년 평균은 이전 3개년(-0.01%p) 대비 상승 반전함
 - 위탁운용의 경우도 전년도(-0.17%p) 대비 상승하며 전술적 벤치마크 대비 0.30%p를 상회하였고, 3년 평균수익률도 0.10%p의 초과성과 실현하며 이전 3개년(0.02%p) 대비 상승함
 - 3년 평균수익률과 5년 평균수익률은 벤치마크 대비 각각 0.02%p 초과성과를 달성
 - 3년 평균수익률은 이전 3개년(-0.00%p) 대비, 5년 평균수익률은 이전 5개년(0.01%) 대비 각각 상승함
- 국내채권 전체의 전략적 벤치마크 대비 초과성과(0.08%)에 직접운용이 0.05%p, 위탁운용이 0.04%p 기여함
 - 국내채권 전체의 전략적 벤치마크 대비 초과성과(0.08%p)는 벤치마크 선택효과 0.00%p와 전술적 벤치마크 대비 초과성과 0.08%p로 나뉨
 - 벤치마크 선택효과(0.00%p)는 전략적 벤치마크와 전술적 벤치마크의 불일치에 의해 발생하는 초과성과 기여도로 미미한 효과를 나타냈음
 - 전술적 벤치마크 대비 초과성과(0.08%)는 각 세부자산군이 자체 전술적 벤치마크에 따른 운용의 결과로 전략적 벤치마크 대비 초과성과 대부분을 설명함
 - 그 외 설명되지 않는 기타효과(0.00%p)는 거의 나타나지 않음

〈표II-5〉 국내채권 전체 초과수익 기여도 분석

(단위 : %, %p)

| 국내채권 전체 | | | 벤치마크 선택효과 | 전술적 벤치마크 대비 초과성과 기여도 | | | 기타효과 |
|---------|------|------|-----------|----------------------|------|------|------|
| 기금 | 전략BM | 초과성과 | | 계 | 직접 | 위탁 | |
| 4.82 | 4.74 | 0.08 | 0.00 | 0.08 | 0.05 | 0.04 | 0.00 |

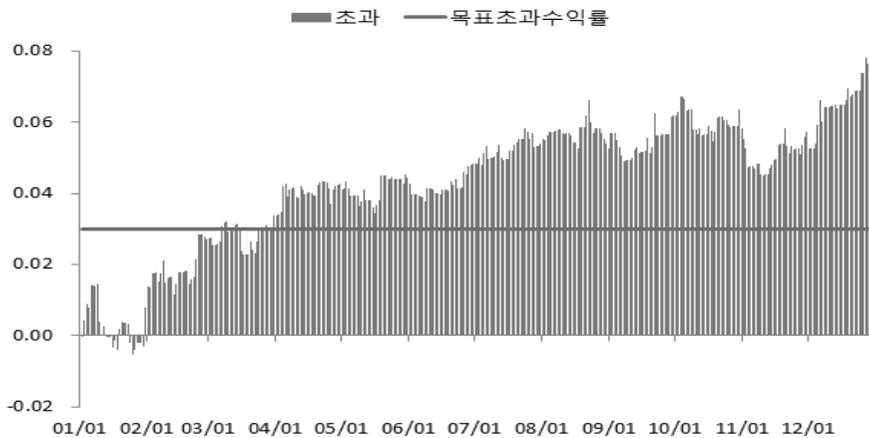
주 1) 벤치마크 선택효과 : 기금운용위원회에서 부여한 전략적 벤치마크와 달리 기금운용본부가 자체 설정한 전술적 벤치마크가 수익률에 기여한 정도임
 2) 기여도 = (각 전술적 벤치마크 대비 초과수익률)*각 세부자산군 보유비중
 3) 반올림에 의한 단수차이가 있음

〈표 II-6〉 국내채권부문의 벤치마크 대비 수익률 추이

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2016년 | | | 2017년 | | | 2018년 | | | 3년 평균 ('16~'18) | | | 5년 평균 ('14~'18) | | | |
|----|-------|------|------|-------|------|------|-------|------|------|-----------------|------|------|-----------------|------|------|------|
| | 기금 | BM | 초과 | 기금 | BM | 초과 | 기금 | BM | 초과 | 기금 | BM | 초과 | 기금 | BM | 초과 | |
| 국내 | 직접 | 1.80 | 1.77 | 0.03 | 0.49 | 0.56 | -0.07 | 4.81 | 4.76 | 0.06 | 2.35 | 2.35 | 0.00 | 3.62 | 3.61 | 0.01 |
| | 위탁 | 2.04 | 1.86 | 0.19 | 0.63 | 0.80 | -0.17 | 4.88 | 4.58 | 0.30 | 2.50 | 2.40 | 0.10 | 3.64 | 3.54 | 0.10 |
| | 소계 | 1.83 | 1.78 | 0.05 | 0.51 | 0.58 | -0.07 | 4.82 | 4.74 | 0.08 | 2.37 | 2.35 | 0.02 | 3.62 | 3.60 | 0.02 |

〈그림 II-5〉 2018년 국내채권 연간 초과수익률 추이



○ 기금운용위원회가 의결¹²⁾한 2018년 목표초과수익률(안)에 따라 국내채권에 배분된 목표 초과수익 달성률은 265.5%임

- 2009년 이후 10년간 6차례 양(+)의 초과성과를 달성한 바 있으며, 연평균 목표초과 수익 달성률은 11.18%, 누적 초과성과는 -0.01%p임

〈표 II-7〉 목표초과수익률 대비 달성현황 추이

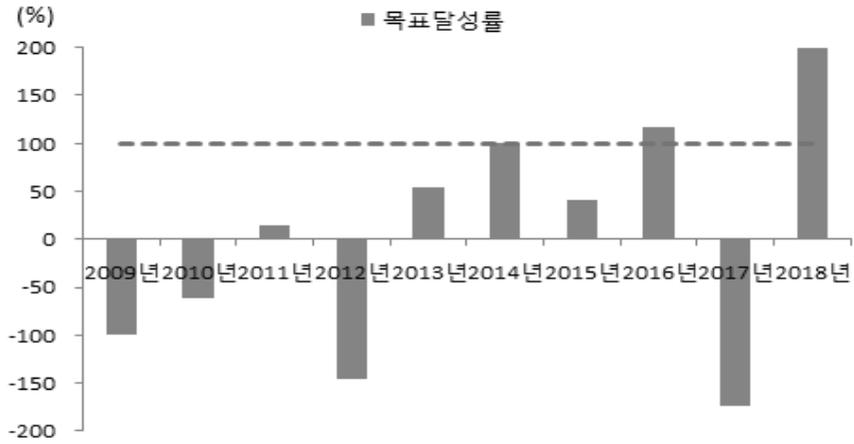
(단위 : %, %p)

| 구분 | 2009년 | 2010년 | 2011년 | 2012년 | 2013년 | 2014년 | 2015년 | 2016년 | 2017년 | 2018년 |
|-------------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 목표초과수익률 | 0.11 | 0.08 | 0.08 | 0.08 | 0.06 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.03 |
| 실제초과수익률 | -0.11 | -0.05 | 0.01 | -0.12 | 0.03 | 0.04 | 0.02 | 0.05 | -0.07 | 0.08 |
| 달성률 ¹⁾ | -98.9 | -61.9 | 14.0 | -145.7 | 54.5 | 100.2 | 41.6 | 116.6 | -173.9 | 265.5 |

주 1) 달성률은 목표초과성과급 지급기준이 되며 목표대비 초과성과를 얼마나 달성했느냐를 측정함. 달성률 = 실제 초과수익률/목표초과수익률

12) 2009년부터 목표초과수익률을 공식적으로 설정하기 시작함

[그림 II-6] 목표초과수익률 대비 달성현황 추이



<참고자료> 국내채권부문 벤치마크(Benchmark: BM) 지수¹³⁾

| 구분 | 2011년 이후 | | 구분 |
|-------|----------|--|--------|
| 국내 채권 | 직접 | NPS Customized Index 구성 기준에서 신용물(회사채, 여신채, ABS)시가에 ×0.9배를 적용한 모집단 기준지수 | 전술적 BM |
| | 위탁 | 기존 국내채권위탁 Index 구성 기준에서 신용물(회사채, 여신채, ABS)시가에 ×2.0배를 적용한 모집단 기준지수 | 전술적 BM |
| | 전체 | NPS Customized Index (2014.1.1. 이후 잔존만기 3개월 미만물 포함)* | 전략적 BM |

* 2013년 5월 2차 기금운용위원회 의결

13) 국내채권 벤치마크지수(Customized Index) 편입대상

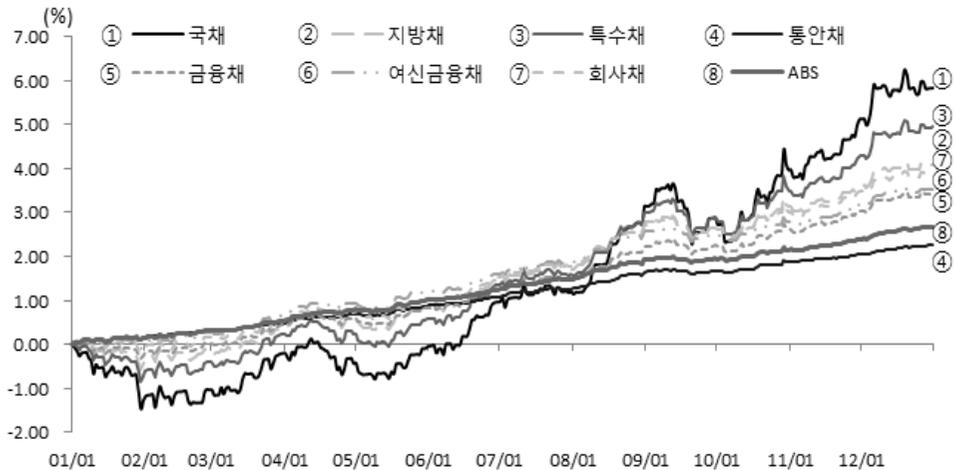
| 항 목 | 발생시 만기 | 투자대상등급 | 발행잔액 | 제외대상 |
|-------|---------|----------------------|-----------|--|
| 편입 대상 | 1.5년 이상 | BBB+이상 ¹⁾ | 300억 원 이상 | 주식관련 채권, 사모사채, 주기연계채권(ELN), 파생연계 채권(DLS), 변동금리부채권(FRN), 후순위채, 후후순위채, 옵션부채권 |

주 1) 신용등급 하락으로 편입조건에 부합하지 않게 되는 경우 해당 분기 말에 유니버스에서 일괄 제외

4. 국내채권 종류별/유형별 수익률

- 파트별로 살펴보면, 국내채권 전체의 전략적 벤치마크(4.74%) 대비 초과성과에 대해 국공채 파트가 가장 큰 양(+)의 기여함
 - 이는 국공채 파트 벤치마크 듀레이션이 전략적 벤치마크 듀레이션 대비 상대적으로 길어 채권 가격 상승에 따라 양(+)의 영향을 미쳤기 때문임
 - 직접운용의 국공채 파트 내 국채 실현수익률(5.83%)은 국채 종류 벤치마크¹⁴⁾ 수익률(5.96%) 대비 저조하였음에도 지방채와 통안채가 각 종류 벤치마크 대비 양호한 성과를 실현하였음
 - 이에 따라 직접운용 국공채 파트의 실현수익률은 국공채 파트 벤치마크 수익률보다 4bp 양(+)의 초과성과를 달성함
- 직접운용 절대수익률(4.81%)에 국공채 파트는 2.80%p, 회사채 파트는 1.99%p 기여함
 - 종류별 절대수익률은 평균 듀레이션이 상대적으로 긴 국채, 특수채에서 4~5% 성과를 실현하였고, 평균 듀레이션이 상대적으로 짧은 통안채, ABS는 2% 수준의 저조한 성과를 실현

[그림 II-7] 2018년 국내채권 직접운용 종류별 수익률 추이



- 국내채권 직접운용의 전술적 벤치마크 대비 초과성과(0.06%)의 기여도에 대해 2가지 방식으로 분석이 가능함

14) 기금운용위원회는 국내채권 전체에 대한 벤치마크를 부여하며, 직접운용과 위탁운용 및 그 세부적인 종류의 채권(국채, 지방채, 통안채, 특수채, 회사채, 여신금융채, 금융채, ABS)에 대한 벤치마크 설정은 기금운용본부에 위임함

■ (방식 1) 전술적 벤치마크 대비 초과성과 분석

- 먼저, 직접운용의 전술적 벤치마크 대비 각 종류의 초과성과를 분석하면, 직접운용의 초과성과에 국공채 파트는 양(+)의 기여, 회사채 파트는 음(-)의 기여
 - 국공채 파트(5.42%)는 직접운용 전술BM(4.76%) 대비로 66bp의 초과성과를 실현하며 직접운용의 전술BM 대비 초과성과에는 0.34%p의 기여를 하였음
 - 회사채 파트(4.11%)는 직접운용 전술BM(4.76%) 대비로 -64bp인 음(-)의 초과성과를 실현하며 직접운용의 전술 벤치마크 대비 초과성과에 -0.31%p의 음(-)의 기여를 하였음

<표II-8> 국내채권 직접운용 종류별 운용성과 및 초과성과 기여도 분석 (방식1)

(단위 : %, %p)

| 구분 | 비중 | | | 운용성과 | | | 초과성과 기여도 분석 | | |
|--------|-------|-------|--------|---------------------------|------|-------|------------------------|-------|-------------------|
| | '17년말 | '18년말 | '18년목표 | 직접 기여도 ¹⁾ 종류BM | | | 방식 1 (직접운용 전술BM 대비) | | |
| | | | | | | | 전술BM | 초과성과 | 기여도 ²⁾ |
| 국채 | 45.8 | 44.0 | 50 | 5.83 | 2.67 | 5.96 | 4.76 | 1.08 | 0.49 |
| 지방채 | 1.0 | 1.1 | | 4.09 | 0.04 | 3.72 | | -0.66 | -0.01 |
| 통안채 | 4.9 | 6.5 | | 2.26 | 0.11 | 2.22 | | -2.49 | -0.12 |
| 국공채 파트 | 51.7 | 51.6 | 5.42 | 2.80 | 5.38 | 0.66 | | 0.34 | |
| 특수채 | 22.3 | 21.3 | 50 | 4.94 | 1.10 | 4.62 | | 0.19 | 0.04 |
| 금융채 | 8.5 | 9.2 | | 3.44 | 0.29 | 3.37 | | -1.31 | -0.11 |
| 여신금융채 | 2.8 | 3.2 | | 3.54 | 0.10 | 3.33 | | -1.21 | -0.03 |
| 회사채 | 9.8 | 10.0 | | 3.89 | 0.38 | 4.14 | | -0.87 | -0.08 |
| ABS | 5.0 | 4.8 | | 2.67 | 0.13 | 3.44 | -2.08 | -0.10 | |
| 회사채 파트 | 48.3 | 48.4 | 4.11 | 1.99 | 4.05 | -0.64 | -0.31 | | |
| 직접 전체 | 100.0 | 100.0 | 100 | 4.81 | 4.81 | 4.76 | 0.06 | 0.06 | |

주 1) 절대성과기여도=(직접운용 내 전년도말종류별비중)×(각종류별 투자수익률)

2) 초과성과기여도=(종류별 성과-직접전체벤치마크)×전년도말종류별비중

■ (방식 2) 각 종류별 벤치마크 대비 초과성과 분석

- 다음으로 직접운용의 각 채권 종류별 벤치마크 대비 각 종류의 초과성과를 분석하면, 직접 운용의 초과성과에 국공채 파트와 회사채 파트 모두 양(+)의 기여
 - 국내채권 직접운용의 종류별 수익률은 지방채, 특수채, 여신금융채 순으로 각 종류별 벤치마크(종류BM)¹⁵⁾ 수익률을 상회하는 것으로 나타났음¹⁶⁾

- 또한, 국공채 파트와 회사채 파트는 종류BM 대비 각각 4bp, 6bp 상회하여 **각 파트 모두에서 직접운용의 직접BM(전술BM) 초과성과에 긍정적 영향**

〈표 II-9〉 국내채권 직접운용 초과수익 기여도 분석 (방식2)

(단위 : %p, %)

| 국내채권 직접운용 | | | 벤치마크 선택효과 | 각 종류별 벤치마크 대비 초과성과 기여도(자산선택효과) | | | | | | | | | | | | | 기타 효과 |
|-----------|----------|----------|--------------|--------------------------------|-----------|-------|------|------|------|-----------|------|------|-----------|-------|-------|------|----------|
| 기금 | 전술 BM | 초과 성과 | | 계 | 국공채 파트 | 국채 | 지방채 | 통안채 | 잔차 | 회사채 파트 | 특수채 | 금융채 | 여신 금융채 | 회사채 | ABS | 잔차 | |
| 4.81 | 4.76 | 0.06 | -0.02 | 0.05 | 0.02 | -0.06 | 0.00 | 0.00 | 0.07 | 0.03 | 0.07 | 0.01 | 0.01 | -0.02 | -0.04 | 0.01 | 0.02 |

- 주 1) 벤치마크 선택효과 : 전술적 벤치마크와 달리 기금운용본부가 자체 설정한 종류별 벤치마크가 수익률에 기여한 정도임
 2) 기여도 = (각 종류별 벤치마크 대비 초과수익률)*각 종류 보유비중
 3) 반올림에 의한 단수차이가 있음

○ 기여도를 살펴보면, 국내채권 직접운용의 전술적 벤치마크 대비 초과성과(0.06%)에 국공채 파트가 0.02%p, 회사채 파트가 0.03%p 기여한 것으로 분석됨

- 국내채권 직접의 전술적 벤치마크 대비 초과성과(0.06%p)는 벤치마크 선택효과 - 0.02%p, 종류별 벤치마크 대비 초과성과 0.05%p, 기타효과 0.02%p로 나뉨
- 벤치마크 선택효과(-0.02%p)는 직접운용 전술 벤치마크와 각 종류별 벤치마크의 불일치에 의해 발생하는 초과성과 기여도임
- 각 종류별 벤치마크 대비 초과성과(0.05%)는 각 채권 종류가 자체 설정한 종류별 벤치마크에 따른 운용의 결과임
- 그 외 설명되지 않는 기타효과(0.02%p)로 각 종류별 벤치마크의 비중과 달리 기금의 각 종류 채권을 운용한 결과가 포함됨
- **BM 편입에 대한 신용등급 조건**은 BBB+이상이나 직접운용 회사채 및 여신금융채는 A- 이상, ABS는 AA+ 이상만 보유하고 있어 A+이하 채권의 **신용스프레드 축소로 신용채권의 유형BM 대비 초과성과에 음(-) 영향의**

15) 기금운용본부는 국내채권 내 세부적인 종류의 채권(국채, 지방채, 통안채, 특수채, 회사채, 여신금융채, 금융채, ABS) 벤치마크는 자체 설정함
 16) 그러나 이것이 초과수익에서 종류별 자산배분효과가 양의 기여를 의미하지는 않음. 예를 들면 벤치마크를 구성하는 지방채의 수익률이 1.78%이었고 포트폴리오를 구성하고 있는 지방채의 절대수익률이 2.00%라고 하더라도, 국내채권 전체의 벤치마크 수익률 1.78%보다 높은 수익률을 달성한 지방채를 벤치마크 비중보다 낮게 유지하게 되면 종류별 자산배분 효과는 음의 효과로 나타날 수 있음

- 위탁운용의 운용유형¹⁷⁾별 수익률을 살펴보면 일반형이 5.04%로 위탁운용의 전술적 벤치마크(4.58%) 대비 0.46%p 초과성과를 기록하였고, 상대가치형(4.97%)은 0.40%p의 초과성과를 나타냄
 - 크레디트형(4.51%)은 일반형과 상대가치형에 비하여 상대적으로 낮은 절대수익률을 나타내며 위탁 전술BM 대비 -0.07%p의 초과수익을 기록
 - 듀레이션이 상대적으로 장기인 일반형이 크레디트형보다 상대적으로 높은 성과 실현

〈표II-10〉 국내채권위탁 유형별 운용성과 및 기여도

(단위 : %, %p)

| 구분 | 비중 | | | 수익률 | | | | | |
|------------------------|-------|-------|--------|------|-------------------|------|---------|-----------|-------------------|
| | '17년말 | '18년말 | '18년목표 | 위탁운용 | | | 초과성과 | | |
| | | | | 성과 | 기여도 ¹⁾ | 유형BM | 유형BM 대비 | 위탁전체 BM대비 | 기여도 ²⁾ |
| 일반형 | 42.8 | 39.7 | 40.8 | 5.04 | 2.15 | 4.73 | 0.31 | 0.46 | 0.20 |
| 일반형 예비 | 1.2 | 1.1 | | 5.62 | 0.07 | 4.73 | 0.89 | 1.04 | 0.01 |
| 일반형 전체 | 43.9 | 40.8 | | 5.05 | 2.22 | 4.73 | 0.32 | 0.47 | 0.21 |
| 상대가치형 | 29.2 | 29.8 | 31.2 | 4.97 | 1.45 | 4.73 | 0.25 | 0.39 | 0.11 |
| 상대가치형 예비 ³⁾ | 1.3 | 1.3 | | 5.22 | 0.07 | 4.73 | 0.49 | 0.64 | 0.01 |
| 상대가치형 전체 | 30.5 | 31.1 | | 4.98 | 1.52 | 4.73 | 0.26 | 0.40 | 0.12 |
| 크레디트형 | 25.6 | 28.1 | 27.9 | 4.51 | 1.16 | 4.29 | 0.22 | -0.07 | -0.02 |
| 위탁전체 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 4.88 | 4.88 | 4.58 | 0.30 | 0.30 | 0.30 |

- 주 1) 절대성과기여도=(위탁운용 내 전년도말비중)×(각종류별 투자수익률)
 2) 초과성과기여도=(종류별 성과-직접전체벤치마크)×전년도말종류별비중
 3) 성과가 우수하였던 상대가치형 예비 운용사는 '17년 1월 중 정규운용사로 선발되었고, 이후 '17년 11월 3개 운용사가 상대가치형 예비운용사로 신규 선정되어 '17년 12월부터 투자개시하였음. 이에 성과는 투자기간 수익률로 연간 BM성과와 비교 시 해석에 유의가 필요하여 분석에 반영하지 않았음

17) 국내채권 위탁운용 유형별 특징

| 항 목 | BM | 채권 비율 | 운용방법 및 특징 | | | |
|-------|------------------------|--------|-----------|--|------------------------|-------------|
| | | | 듀레이션 허용범위 | 주요전략 | 위험허용한도 | 매매회전율 |
| 일반형 | 채권종합지수 (BBB+이상, 3사평균) | 80% 이상 | ±0.8년 | 적극적 만기전략, 자산간, 등급, 만기별 mismatch 활용 | 기준수익률 대비 손실률 0.40%pt이내 | 연간 800%미만 |
| 상대가치형 | | | ±0.4년 | 현선물 차익거래, 신용분석투자, 자산간, 등급, 만기별 mismatch 활용 | | 연간 1,000%미만 |
| 크레디트형 | 회사채합성지수 (BBB+이상, 3사평균) | 90% 이상 | ±1.0년 | 신용분석투자 기반 자산간, 등급, 만기별 저평가 종목 발굴 | 기준수익률 대비 손실률 0.50%pt이내 | 연간 400%미만 |

- 각 유형별 BM 대비 초과성과를 고려하면, 국내채권 위탁운용의 전술적 벤치마크 대비 초과성과(0.30%)에 일반형이 0.14%p, 상대가치형이 0.08%p, 크레디트형이 0.06%p 기여한 것으로 분석됨
 - 국내채권 위탁의 전술적 벤치마크 대비 초과성과(0.30%p)는 벤치마크 선택효과 0.03%p, 종류별 벤치마크 대비 초과성과 0.28%p, 기타효과 -0.00%p로 나뉨
 - 벤치마크 선택효과(0.03%p)는 위탁운용 전술 벤치마크와 각 유형별 벤치마크의 불일치에 의해 발생하는 초과성과 기여도임
 - 각 유형별 벤치마크 대비 초과성과(0.28%)는 각 채권 유형이 자체 설정한 유형별 벤치마크에 따른 운용의 결과임
 - 그 외 설명되지 않는 기타효과(-0.01%p)로 거의 나타나지 않음

〈표 II-11〉 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 | 크레디트형 | |
| 4.88 | 4.58 | 0.30 | 0.03 | 0.28 | 0.14 | 0.08 | 0.06 | -0.01 |

- 주 1) 벤치마크 선택효과 : 전술적 벤치마크와 달리 기금운용본부가 자체 설정한 유형 벤치마크가 수익률에 기여한 정도임
- 2) 기여도 = (각 전술적 벤치마크 대비 초과수익률)*각 세부자산군 보유비중
- 3) 반올림에 의한 단수차이가 있음

〈표 II-12〉 국내채권 위탁운용 유형별 수익률 추이

(단위 : %, %p)

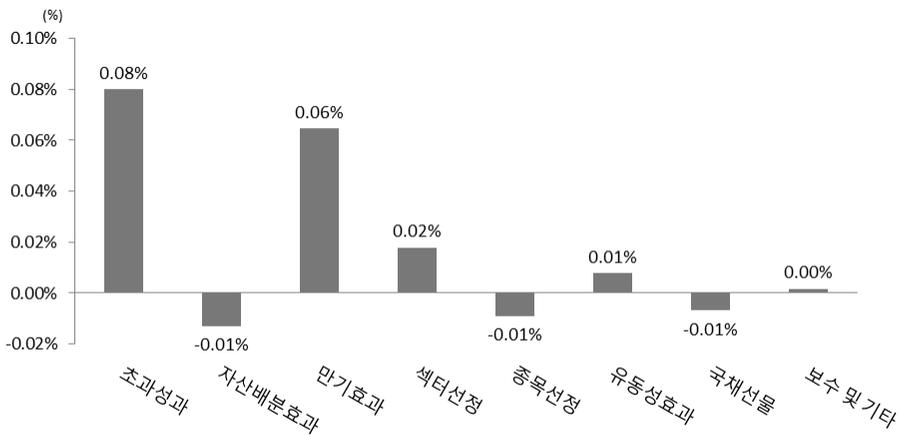
| 구분 | 2015 | | 2016 | | 2017 | | 2018 | |
|----------|------|--------------------|------|------|-------|-----------------|------|------|
| | 수익률 | BM초과 ¹⁾ | 수익률 | BM초과 | 수익률 | BM초과 | 수익률 | BM초과 |
| 일반형 | 4.25 | -0.02 | 1.97 | 0.20 | 0.60 | -0.03 | 5.04 | 0.31 |
| 일반형 예비 | 4.21 | -0.06 | 5.78 | 4.01 | -0.57 | -1.19 | 5.62 | 0.89 |
| 상대가치형 | 4.24 | -0.03 | 1.98 | 0.21 | 0.62 | 0.00 | 4.97 | 0.25 |
| 상대가치형 예비 | 4.42 | 0.14 | 2.22 | 0.45 | 0.12 | - ²⁾ | 5.22 | 0.49 |
| 크레디트형 | 3.70 | 0.08 | 2.20 | 0.12 | 0.77 | -0.44 | 4.51 | 0.22 |

- 주 1) BM초과는 국내채권 위탁운용 각 유형 BM 기준 초과성과를 의미함
- 2) 2016년 중 성과가 우수하였던 상대가치형 예비 운용사는 '17년 1월 중 정규운용사로 선발되었고, 이후 '17년 11월 3개 운용사가 상대가치형 예비운용사로 신규 선정되어 '17년 12월부터 투자개시하였음. 이에 성과는 투자기간 수익률로 연간 상대가치형 BM 성과와 비교하지 않았음

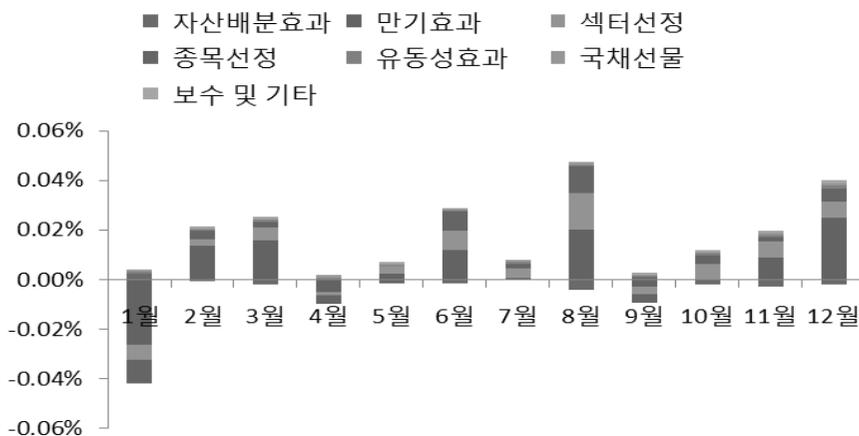
5. 국내채권 초과수익 분해

- 국내채권 전체의 전략적 벤치마크 대비 초과성과(0.08%p)에는 금리하락에 따라 만기효과(0.06%p)가 초과수익에 가장 큰 양(+)의 기여¹⁸⁾
 - 동일 만기구간 내에서 성과가 좋은 섹터에 어느 정도 효과적인 비중을 배분하는지를 판단하는 섹터선택효과(0.02%p)는 양(+)의 기여를 함
 - 기타는 잔차로 주요 설명변수로 설명되지 않는 요인임

[그림 II-8] 2018년 국내채권 전체 초과수익분해¹⁹⁾



[그림 II-9] 2018년 국내채권 전체 월별 초과수익분해

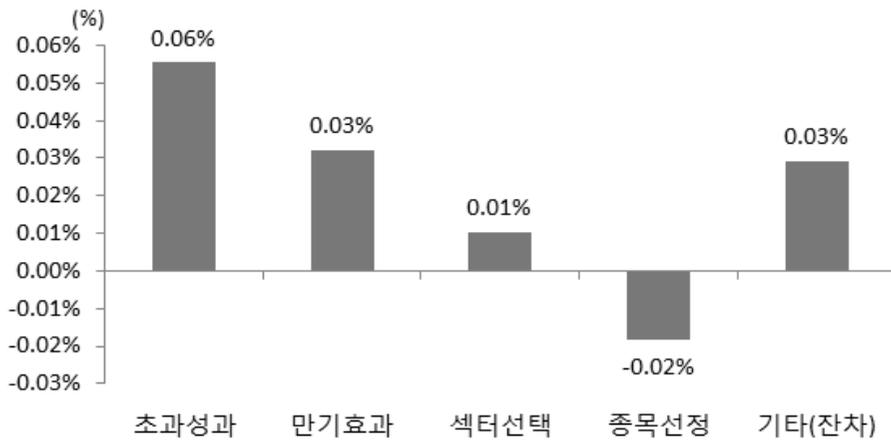


18) 국내채권 성과를 분해하기 위해 채권을 섹터별(국채, 통안채, 특수채, 금융채, 회사채, ABS), 만기별(1년 미만, 1-2년 미만, 2-3년 미만, 3-5년 미만, 5-7년 미만, 7년 이상)로 분류함. 국내채권 직접 및 위탁운용의 벤치마크 대비 초과수익률은 섹터선택, 만기선택, 종목선택 효과 분해할 수 있음. 위탁운용의 경우 국채선물 운용이 가능하기 때문에 이를 추가하여 초과수익 분해를 실시함

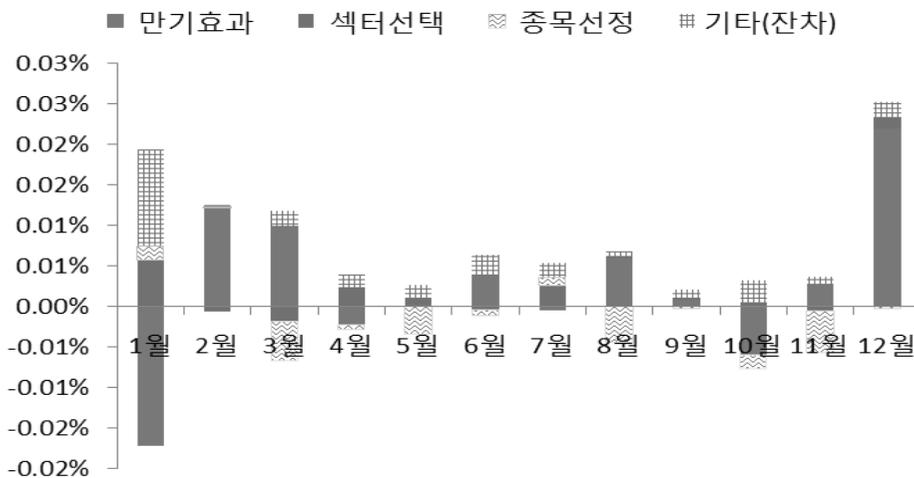
19) 보수 및 기타비용은 위탁운용사에 지급된 위탁보수 및 수수료 등임

- 국내채권 직접운용의 전술적 벤치마크 대비 초과성과(0.06%p)에는 만기효과(0.03%p)가 초과수익에 가장 큰 양(+)의 기여
 - 섹터선택효과(0.01%p)가 양(+)의 기여를 한 반면, 종목선택효과(-0.02%p)는 음(-)의 기여를 함

[그림 II-10] 2018년 국내채권 직접운용 초과수익분해



[그림 II-11] 2018년 국내채권 직접운용 월별 초과수익분해



- 위탁운용의 전략적 벤치마크 대비 초과성과(0.30%p)에는 운용사선택 효과가 0.28%p의 양(+)의 기여를 하였음

- 위탁운용 유형배분효과는 0.03%p의 양(+)의 기여를 하였으며, 매매에 의한 효과 등의 설명되지 않는 기타효과는 -0.01%p임

〈표 II-13〉 국내채권 위탁운용 유형별 초과성과 요인분해

(단위: %, %p)

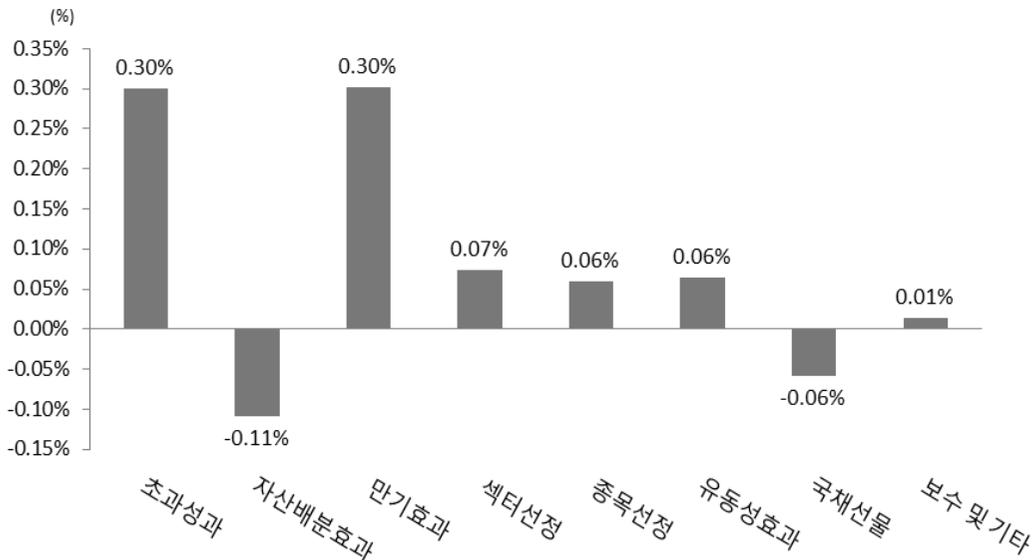
| 국내채권 위탁운용 | | | 초과성과 요인 | | |
|-----------|------|------|---------|--------|-------|
| 기금 | 벤치마크 | 초과성과 | 운용사선정효과 | 유형배분효과 | 기타 |
| 4.88 | 4.58 | 0.30 | 0.28 | 0.03 | -0.01 |

주 1) 초과수익은 국내채권 전체 벤치마크 대비 초과수익임

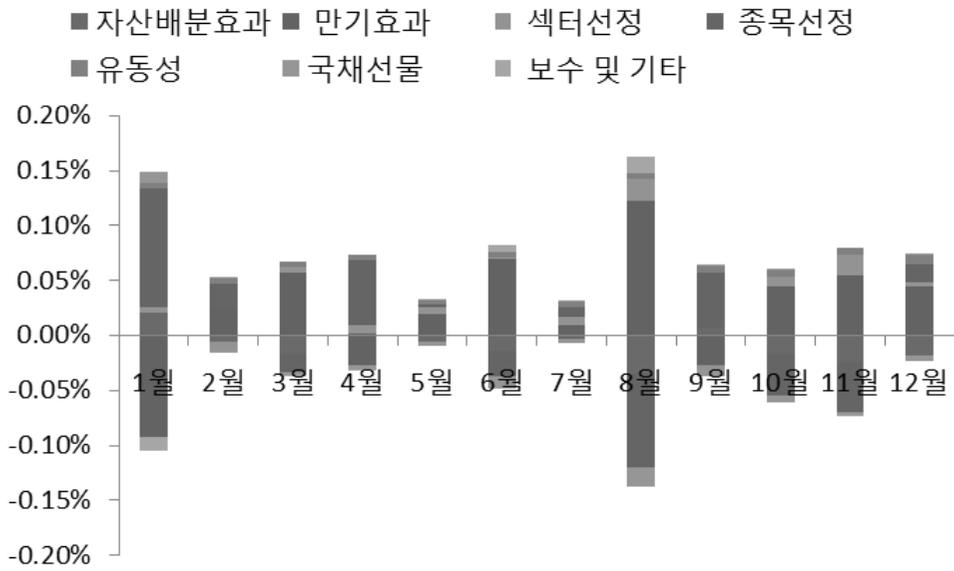
- 2) 운용사선정효과 = $\sum(\text{유형}AP\text{수익률} - \text{유형}BM\text{수익률}) * \text{유형별비중}$
- 3) 유형배분효과 = $\sum(\text{유형}BM\text{수익률}) * \text{유형별비중} - \text{위탁}BM\text{수익률}$
- 4) 반올림에 의한 단수차이가 있음
- 5) 기금운용본부 내부보고서 등을 참조하여 작성함

- **위탁운용**의 전술적 벤치마크 대비 초과수익률(0.30%p)에 **만기효과(0.30%p)**가 크게 양(+)의 기여하였음
 - 국채선물(-0.06%p)과 자산배분효과(-0.11%p)는 음(-)의 기여함
 - 반면 섹터선정효과(0.07%p)와 유동성효과(0.06%p)는 양(+)의 기여를 하며 자산배분 효과와 국채선물효과를 만회함

[그림 II-12] 2018년 국내채권 위탁운용 초과수익분해



[그림 II-13] 2018년 국내채권 위탁운용 초과수익분해



제3절 위험분석

1. 총 위험

- 글로벌 정치 갈등 및 경제성장 둔화의 우려 등으로 **국내채권 변동성은 전년도(1.29%)보다 0.59%p 상승한 1.88%**를 나타냄
 - 이에 2018년도 국내채권부문 연간 총 위험은 3년 평균 2.12%, 5년 평균 2.06%로 전년도에 이어 중장기 위험수준이 2%를 초과함
 - 직접운용의 총 위험은 1.92%로 벤치마크(1.91%)와 유사한 수준임
 - 위탁운용 총 위험은 1.66%로 전술적 벤치마크 1.70%를 0.04%p 하회하였고, 직접운용 총 위험(벤치마크 포함) 보다 낮은 경향성이 2012년 이후 지속
 - 미중 무역분쟁, 국내 경기둔화 우려 등으로 **변동성이 전년도 대비 상승**

〈표II-14〉 국내채권 자산별 총 위험 추이

(단위 : %)

| 구분 | 2016 | | 2017 | | 2018 | | 3년 평균 | | 5년 평균 | | 10년 평균 | | 15년 평균 | | |
|-------|------|------|------|------|------|------|-------|------|-------|------|--------|------|--------|------|------|
| | 기금 | BM | 기금 | BM | 기금 | BM | 기금 | BM | 기금 | BM | 기금 | BM | 기금 | BM | |
| 국내 채권 | 직접 | 2.91 | 2.86 | 1.30 | 1.30 | 1.92 | 1.91 | 2.15 | 2.12 | 2.08 | 2.06 | 2.01 | 2.00 | 2.44 | 2.37 |
| | 위탁 | 2.67 | 2.61 | 1.28 | 1.20 | 1.66 | 1.70 | 1.97 | 1.93 | 1.91 | 1.87 | 1.89 | 1.82 | 2.35 | 2.21 |
| 전체 | | 2.88 | 2.84 | 1.29 | 1.29 | 1.88 | 1.90 | 2.12 | 2.11 | 2.06 | 2.04 | 1.99 | 1.99 | 2.43 | 2.37 |

주) 총 위험은 월간수익률의 표준편차를 변동성으로 정의한 것임

2. 위험조정수익률

- 위험조정 성과인 **수정샤프비율**은 성과 개선으로 **전년도 대비 상승**
 - 2018년 국내채권 전체 **수정샤프비율**은 1.44로 벤치마크(1.39) 대비 높은 수준의 성과를 실현
 - 직접운용과 위탁운용의 수정샤프비율은 각각 1.42, 1.68로 벤치마크(1.39, 1.46) 대비 높은 성과를 보임
 - 3년 평균 국내채권 전체의 수정샤프비율은 0.28로 이전 3개년(2015~2017년)의 수정샤프비율(0.32) 대비 하락

〈표 II-15〉 국내채권 자산별 샤프비율 추이

(단위 : %)

| 구분 | 2016 | | 2017 | | 2018 | | 3년 평균 | | 5년 평균 | | 10년 평균 | | 15년 평균 | | |
|-------|------|------|------|-------|-------|------|-------|------|-------|------|--------|------|--------|------|------|
| | 기금 | BM | 기금 | BM | 기금 | BM | 기금 | BM | 기금 | BM | 기금 | BM | 기금 | BM | |
| 국내 채권 | 직접 | 0.12 | 0.12 | -0.02 | -0.02 | 1.42 | 1.39 | 0.27 | 0.27 | 0.81 | 0.81 | 0.81 | 0.82 | 0.56 | 0.56 |
| | 위탁 | 0.22 | 0.16 | -0.01 | -0.01 | 1.68 | 1.46 | 0.37 | 0.32 | 0.89 | 0.85 | 0.92 | 0.86 | 0.02 | 0.02 |
| 전체 | | 0.13 | 0.12 | -0.02 | -0.02 | 1.44 | 1.39 | 0.28 | 0.27 | 0.82 | 0.81 | 0.82 | 0.82 | 0.57 | 0.57 |

주) 음의 값은 수정샤프비율 방식으로 산출되었음

- 체계적 위험(베타)으로 무위험수익률 대비 초과성과를 나누어 측정하는 **트레이너지수**는 절대수익률 상승으로 전년도(-1.30%p) 대비 4.04%p 상승한 2.74%p로 나타남
 - 직접운용은 위탁운용 대비 비슷한 수준의 베타를 보였으나 무위험수익률 대비 낮은 초과 성과로 인해 트레이너지수는 위탁운용 대비 0.14%p 낮은 2.71%p 달성
 - **직접운용과 위탁운용** 베타는 전년도(각각 1.03, 1.03) 대비 하락하며 **체계적 위험이 전년도 대비 감소**
 - 위탁운용의 베타는 5년 평균 1.02를 보여 중장기적으로도 벤치마크 대비 적극적 운용을 수행한 것으로 판단됨

〈표 II-16〉 국내채권 자산별 트레이너지수 추이

단위 (베타: 단위 없음(민감도), 트레이너지수: %p)

| 구분 | 2016 | | 2017 | | 2018 | | 3년 평균 | | | 5년 평균 | | | 10년 평균 | | | 15년 평균 | | | | |
|----|------|------|------|-------|-------|------|-------|------|------|-------|------|------|--------|------|------|--------|------|------|------|------|
| | 기금 | BM | 기금 | BM | 베타 | 기금 | BM | 베타 | 기금 | BM | 베타 | 기금 | BM | 베타 | 기금 | BM | 베타 | 기금 | BM | |
| 국내 | 직접 | 0.35 | 0.33 | -1.32 | -1.24 | 1.00 | 2.71 | 2.66 | 1.01 | 0.57 | 0.57 | 1.01 | 1.66 | 1.66 | 1.00 | 1.61 | 1.64 | 1.03 | 1.34 | 1.34 |
| | 위탁 | 0.59 | 0.41 | -1.13 | -1.01 | 0.98 | 2.85 | 2.48 | 1.02 | 0.71 | 0.62 | 1.02 | 1.67 | 1.60 | 1.03 | 1.68 | 1.57 | 1.00 | 1.18 | 1.03 |
| 전체 | | 0.38 | 0.34 | -1.30 | -1.23 | 0.99 | 2.74 | 2.64 | 1.01 | 0.58 | 0.57 | 1.01 | 1.67 | 1.66 | 1.00 | 1.62 | 1.64 | 1.02 | 1.34 | 1.34 |

- 적극적 운용에 대한 위험조정성과인 **정보비율(IR)**은 2.68로 지난해 대비 상승반전함
 - **추적오차**는 전년도(0.11%) 대비 감소하며 **3년 평균에 비해 낮음**
- 직접운용 IR은 2.07, 위탁운용 IR은 4.95로 상승반전함
 - 2017년 음의 초과성과에 따라 음의 값을 실현하였으나, 2018년 양의 초과성과를 달성 하며 IR도 상승반전함

- 위탁운용 추적오차(TE)의 전년도(0.33%) 대비 하락과 양호한 양의 초과성과 달성에 따라 위탁운용 IR이 전년도(-0.49) 대비 큰 폭으로 상승
- 기금운용위원회가 의결한 2018년 목표초과수익률(안) 하에서 자산별로 배분된 액티브 위험 배분결과에 따르면
 - 국내채권의 목표 IR은 0.24이며 국내채권에 배분된 목표액티브위험은 0.13%, 이에 기초한 목표초과수익률(α)은 0.03%p임
- 2018년 말 기준 국내채권 초과수익률은 목표초과수익률 0.03%p를 초과하였으며 실제 액티브위험은 0.03%로, 배분된 액티브위험의 23.1%를 소진
 - 2018년 말 기준 국내채권의 IR값 2.68은 액티브위험 배분 시 가정한 0.24 대비 약 11배 수준임

〈표II-17〉 국내채권 자산별 정보비율(IR) 추이

(단위 : IR-비율, TE-%)

| 구 분 | | | 2016 | 2017 | 2018 | 3년 평균 | 5년 평균 | 10년 평균 | 15년 평균 |
|------|----|----|------|-------|------|-------|-------|--------|--------|
| 국내 | 직접 | IR | 0.54 | -0.88 | 2.07 | 0.07 | 0.27 | -0.28 | 0.20 |
| | 운용 | TE | 0.05 | 0.08 | 0.03 | 0.06 | 0.05 | 0.09 | 0.14 |
| | 위탁 | IR | 1.79 | -0.49 | 4.95 | 0.50 | 0.64 | 1.07 | 0.71 |
| | 운용 | TE | 0.10 | 0.33 | 0.06 | 0.21 | 0.16 | 0.16 | 0.21 |
| 국내채권 | | IR | 1.04 | -0.64 | 2.68 | 0.26 | 0.40 | -0.13 | 0.27 |
| 전체 | | TE | 0.04 | 0.11 | 0.03 | 0.07 | 0.06 | 0.09 | 0.13 |

주) 월간수익률 기준

제4절 매매현황 분석

- 2018년 국내채권 직접운용의 거래는 매수를 중심으로 이루어졌고 만기상환을 포함한 전체 거래 규모는 전년도 대비 14조 4,199억 원 증가
 - 2018년 직접운용의 전체 거래금액은 전년도와 비슷한 126조원 규모임
 - 매수금액은 전체 거래금액의 53.8%에 해당하는 67조 6,927억 원으로 전년도 61조 9,150억 원 대비 5조 7,777억 원, 9.3% 증가
 - 지난해에 비해 매수가 증가한 채권 종류는 통안채 230.4%, 회사채 38.8%, 여신금융채 33.6%이며, 매수가 감소한 채권 종류는 지방채 -39.2%, 금융채 -28.3%, 특수채 -25.7%임
 - 매도금액은 30조 7,478억 원으로 전년도(14조 8,662억 원) 대비 106.8% 증가
 - 회사채(317.9%), 국채(226.5%), 여신금융채(121.3%)는 매도가 증가한 반면, ABS(-90.9%)는 감소
 - 원리금상환은 전년도 34조 6,408억 원에서 27조 4,014억 원으로 전년도 대비 7조 2,394억 원 감소함
 - ABS는 거래금액 대비 46.3%를 상환하였고, 회사채가 40.7%를 상환, 금융채는 가장 낮은 5.1%를 상환
 - 특수채와 금융채의 경우 듀레이션 중립화 및 음(-)의 초과성과 방어를 위해 전년도 대비 매도는 각각 55.6%, 83.0% 증가한 반면, 매수는 25.7%, 28.3% 감소
 - 직접운용 전체의 매수채권 듀레이션은 5.27년으로 전년도(5.32년) 대비 감소하였으며, 위탁운용 매수채권 듀레이션 5.37년을 하회함
- 2018년 국내채권 직접운용은 포트폴리오 듀레이션을 탄력적으로 조정하고 우량 신용채권 투자 확대로 포트폴리오 수익률의 제고를 계획
 - 2018년 매매현황에서는 투자등급, 발행시 만기, 발행잔액 등의 투자제한에 의해 신용물에 대한 벤치마크 복제가 어려워 벤치마크와의 듀레이션 중립화를 위해 특수채 매도가 증가
 - A+이하 등급에서 신용스프레드가 축소되며 기금의 금융채(AAA, AA+등급 위주)와 금융채 벤치마크(A등급 위주)와의 음(-)의 초과성과 확대 방어를 위해,
 - 같은 등급에서 금융채(AAA)보다 금리가 대략 10bp 가량 높은 회사채 및 ABS 매수가 증가했고 금융채는 매도 증가

○ 위탁운용은 전년도 대비 거래금액과 회전율이 전년도 수준 유지

- 위탁운용은 금리 변동 기 국채에 대한 매수거래와 매도거래가 모두 증가하며 회전율 또한 전년도(96%) 대비 상승한 반면 통안채의 거래활동은 지난해에 비해 둔화됨
- 2018년 한 해 동안 위탁운용의 전체 거래금액은 57조 6,501억 원으로 전년도 대비 1.2%, 금액으로는 6,804억 원 증가하였으며 매수/매도 거래 활동은 지난해에 비해 종류별로 상당한 차이를 나타냄
- 지난해에 비해 매수가 증가한 종류는 지방채(190.3%), ABS(65.9%), 회사채(33.1%)이며, 매수가 감소한 종류는 통안채(-45.3%), 금융채(-39.9%)임
- 매도금액은 26조 9,223억 원으로 전년도(25조 5,548억 원) 대비 5.4% 증가
- 금융채(37.8%), 국채(10.2%)의 매도가 증가한 반면, 지방채(-43.7%), 통안채(-45.0%)는 감소
- 국내채권 위탁운용의 통안채는 매수와 매도 모두가 활발하여 회전율이 63%로 전년도 대비 증가하였으나, 회사채는 매수가 감소하며 회전율이 전년도 85% 수준으로 감소하였음
- 2018년 위탁운용 매수-매도 듀레이션 차이는 1.25년으로 2017년 위탁운용 매수-매도 듀레이션 차이(0.90년)보다 넓어졌음

〈표Ⅱ-18〉 2018년도 국민연금기금 국내채권 직접 및 위탁 운용 거래 현황

(단위 : 억 원)

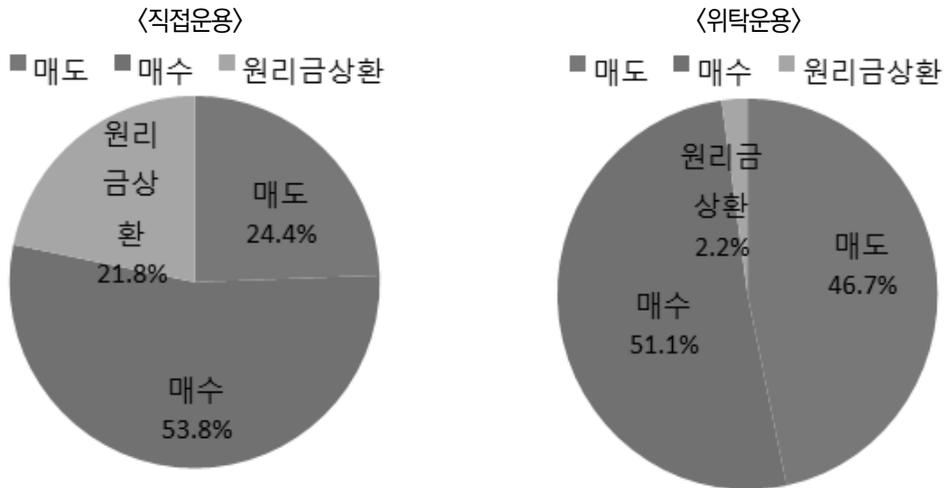
| 구분 | 매도 | 매수 | 원리금상환 | 거래금액 | 매도+매수 | 매도Dur. | 매수Dur. | 회전율 | |
|-------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|---------|--------|-------|
| 직 | 국공채파트 | 166,795 | 370,395 | 151,046 | 688,237 | 537,190 | 1.00 | 6.18 | 12.12 |
| | 국채 | 139,351 | 227,129 | 91,433 | 457,913 | 366,479 | 1.17 | 8.85 | 11.56 |
| | 지방채 | 0 | 6,087 | 2,180 | 8,267 | 6,087 | 0.00 | 5.28 | 0.00 |
| | 통안채 | 27,444 | 137,180 | 57,433 | 222,057 | 164,624 | 0.13 | 1.79 | 18.24 |
| 접 | 회사채파트 | 140,684 | 306,531 | 122,967 | 570,182 | 570,182 | 0.39 | 4.17 | 11.79 |
| | 특수채 | 68,025 | 108,306 | 23,770 | 200,101 | 176,331 | 0.38 | 5.91 | 12.48 |
| | 금융채 | 53,739 | 39,666 | 5,031 | 98,436 | 93,405 | 0.44 | 3.23 | 19.35 |
| | 여신금융채 | 9,162 | 33,399 | 6,854 | 49,415 | 42,561 | 0.30 | 2.72 | 14.21 |
| | 회사채 | 9,657 | 69,147 | 38,876 | 117,684 | 78,804 | 0.26 | 4.13 | 3.84 |
| | ABS | 100 | 56,013 | 48,435 | 104,519 | 56,114 | 0.10 | 2.37 | 0.08 |
| | 합 계 | 307,478 | 676,927 | 274,014 | 1,258,419 | 984,405 | 0.72 | 5.27 | 12.30 |
| | 위탁 | 국채 | 121,307 | 126,832 | 277 | 248,416 | 248,140 | 7.05 | 8.36 |
| 지방채 | 853 | 2,595 | 480 | 3,928 | 3,448 | 1.19 | 4.61 | 21.12 | |
| 통안채 | 11,355 | 10,348 | 165 | 21,869 | 21,704 | 1.42 | 1.53 | 637.09 | |
| 특수채 | 31,903 | 29,659 | 1,727 | 63,290 | 61,563 | 2.35 | 4.39 | 54.14 | |
| 금융채 | 19,306 | 18,590 | 1,625 | 39,521 | 37,896 | 1.62 | 2.43 | 68.42 | |
| 여신금융채 | 51,582 | 52,173 | 1,257 | 105,013 | 103,756 | 1.42 | 2.76 | 77.53 | |
| 회사채 | 32,114 | 54,026 | 6,658 | 92,797 | 86,139 | 1.83 | 3.21 | 39.03 | |
| ABS | 802 | 463 | 402 | 1,666 | 1,265 | 0.24 | 1.69 | 43.90 | |
| 합 계 | 269,223 | 294,688 | 12,590 | 576,501 | 563,911 | 4.12 | 5.37 | 76.73 | |

- 주 1) 회전율은 CRSP에서 사용되는 Turnover Ratio임. 매수 및 매도 거래대금 가운데 최소금액 대비 각 종류별 채권의 일평균 보유액으로 나누어 산출함
 2) 거래현황표의 자료는 유량개념임
 3) 현금성 자산, 파생상품 제외

○ 국내채권 직접운용의 종류별 월별 매수는 6월에는 9조 3천억 원 대, 9월에는 7조 3천억 원 대였음

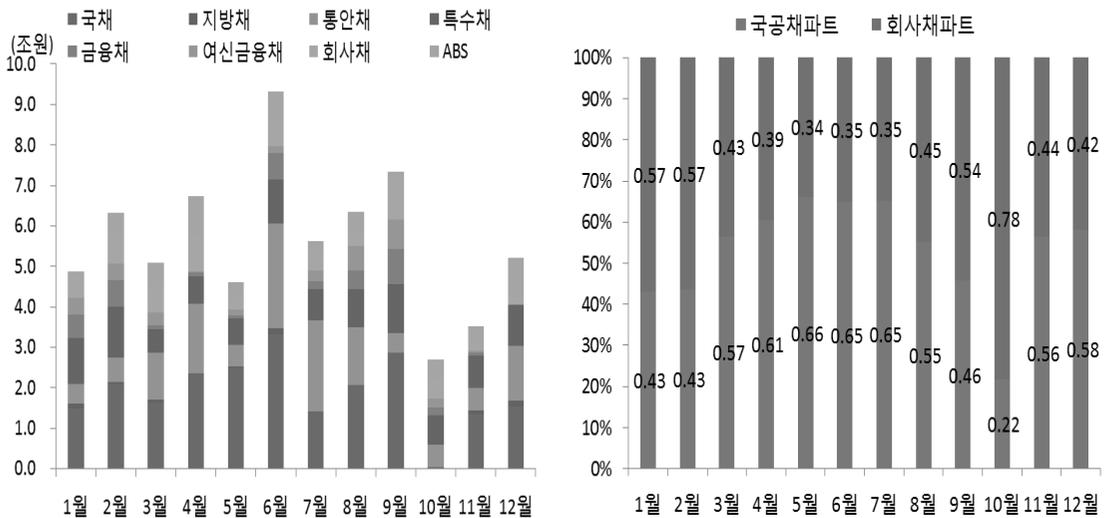
- 통안채는 6월 2조 6천억 원 대 매수를 보였고, 7월에도 2조 2천억 원 대를 매수하였음
- 특수채에 대해서는 1월에 1조 1천억 원 이후 2월, 9월에 1조 2천억 원이 매수되었음
- 국채는 상반기 매수가 증가하는 경향을 보였으나 11월 금리 충격 전 후로 크게 감소하였고, 회사채는 9월을 제외하고 1조 원 미만 규모를 매수함
- 직접운용 월별 매수금액 내 비중에서 국공채파트는 10월 및 11월에는 큰폭으로 감소하였으나 연 평균 54%를 차지하며 회사채파트(46%)보다 높은 비중을 보임

[그림 II-14] 국민연금기금 채권 직접 및 위탁 운용 매매 구성비



주) 현금성 자산, 파생상품 제외

[그림 II-15] 국내채권 직접운용 월별 매수추이

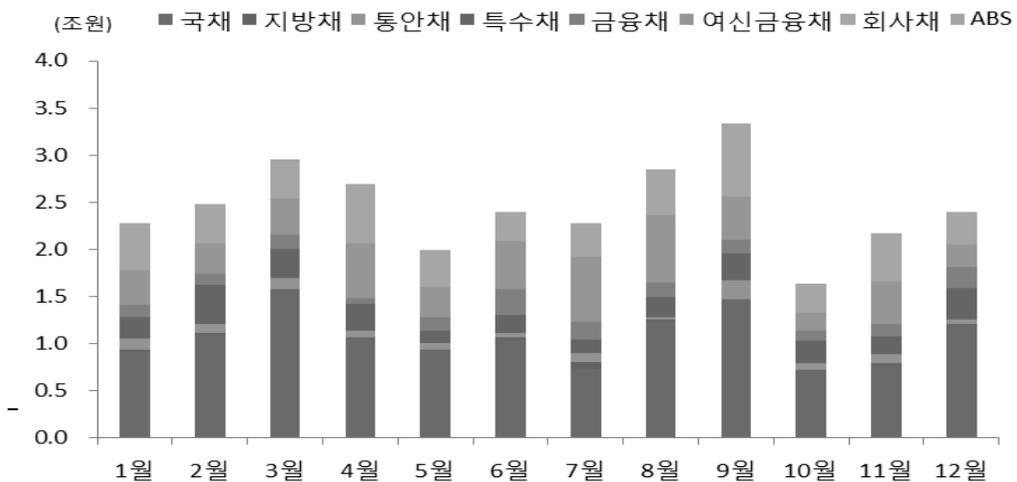


주) 현금성 자산, 파생상품 제외

- 국내채권 위탁운용의 종류별 월별 매수는 10월 1조 6천억 원 대로 급감하였으나 한국은행 기준금리 인상이 있던 11월 이후 다시 증가
 - 국채 매수 증가는 분기말에 커지는 경향이 있었으나 직접운용과 달리 11월 금리충격 상황에서 가장 많이 매수한 것으로 나타남

- 금융채는 분기당 평균 4천억 원 대를 매집하였는데, 11월 금리 급등 국면에서 5천억 원 대의 최대 매수를 기록함
- 국채는 1/4분기부터 3/4분기까지는 월 평균 1조 원 대 이상 매수하였으나, 10월과 11월에 매수금액이 감소하며 4/4분기 월 평균 9천억 원 대를 매수함
- 회사채에 대한 매수는 9월 8천 억 원 대 매수를 제외하고 연중 월 평균 4천 억 원 대를 보임
- 국내채권 위탁운용 매매활동을 종합하면, 대체로 매분기 분기말로 갈수록 매수가 증가하는 양상을 보이고 있으며 11월 금리 충격 전후로 국채 매수가 감소하며 총 매수 금액도 감소하였음

[그림 II-16] 국내채권 위탁운용 월별 매수추이



- 위탁운용 유형별 회전율은 예비형을 제외하면 크레디트형이 76.17%로 가장 높았고, 다음으로 일반형의 회전율이 68.79%를 보임
 - 크레디트형은 매수금액과 매도금액이 전년도 대비 20% 후반 수준으로 감소하며 회전율은 전년도(288.77%) 대비 큰 폭으로 감소
 - 일반형은 전년도 대비 매도금액은 증가한 반면, 매수금액은 감소하며 매수 및 매도금액의 최소금액이 전년도 대비 증가하였고 이에 따라 CRSP 기준 회전율이 전년도(66.56%) 대비 소폭 증가함
 - 상대가치형은 매도금액과 매수금액이 전년도 대비 각각 77%, 72% 수준으로 감소하며 CRSP 기준 회전율이 전년도(82.95%) 대비 20.36%p 감소

〈표 II-19〉 국내채권 위탁운용 유형별 매매현황

(단위: 억 원, %, 년)

| 구분 | 매도 | 매수 | 원리금상환 | 거래금액 | 매도+매수 | 매도Dur. | 매수Dur. | 회전율 ¹⁾ |
|----------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|--------|-------------------|
| 일반형 | 102,468 | 106,675 | 2,969 | 212,111 | 209,142 | 4.58 | 6.24 | 68.79 |
| 일반형 예비 | 6,231 | 6,466 | 50 | 12,747 | 12,697 | 6.09 | 6.75 | 267.14 |
| 상대가치형 | 64,377 | 70,138 | 5,713 | 140,227 | 134,514 | 3.82 | 5.34 | 62.59 |
| 상대가치형 예비 | 25,725 | 25,785 | 0 | 51,510 | 51,510 | 4.83 | 5.01 | 600.13 |
| 크레디트형 | 70,422 | 85,625 | 3,859 | 159,905 | 156,047 | 3.31 | 4.30 | 76.17 |
| 위탁운용 전체 | 269,223 | 294,688 | 12,590 | 576,501 | 563,911 | 4.12 | 5.37 | 76.13 |

주1) 회전율은 CRSP에서 사용되는 회전율(Turnover Ratio)임. 매수 및 매도 거래대금 가운데 최소금액 대비 각 종류별 채권의 일평균 보유액으로 나누어 산출함

- 직접운용 포트폴리오 내의 집중도는 2010년 이후 꾸준히 감소
 - 직접운용 포트폴리오 중 보유액 기준 상위 10개 종목이 차지하는 비중은 15.95%로 전년도(19.62%) 대비 집중도가 완화됨
 - 2010년 26.0%를 기록하였으나 이후 꾸준히 감소하면서 지난해에 이어 집중도가 완화되는 경향 유지
- 위탁운용의 집중도는 19.36%를 기록하여 전년도(19.26%)와 비슷한 수준을 유지

〈표 II-20〉 국내채권 보유 상위 10개 종목

(단위 : 억 원)

| 순위 | 직접운용 | | | 위탁운용 | | |
|----|----------------------|---------|-------|----------------------|--------|-------|
| | 종목명 | 평가액 | 비중(%) | 종목명 | 평가액 | 비중(%) |
| 1 | 국고채권04250-2106(11-3) | 59,336 | 2.17 | 국고0400-3112(11-7) | 13,214 | 3.61 |
| 2 | 국고채권04000-3112(11-7) | 48,875 | 1.79 | 국고03750-3312(국고13-8) | 12,045 | 3.29 |
| 3 | 국고채권03500-2403(14-2) | 46,056 | 1.69 | 국고02375-2712(17-7) | 6,907 | 1.88 |
| 4 | 국고채권03000-2409(14-5) | 44,685 | 1.64 | 국고03500-2403(14-2) | 6,665 | 1.82 |
| 5 | 국고채권05000-2006(10-3) | 44,560 | 1.63 | 국고03000-2409(국고14-5) | 6,265 | 1.71 |
| 6 | 국고채권03750-3312(13-8) | 41,849 | 1.53 | 국고02125-2706(국고17-3) | 6,150 | 1.68 |
| 7 | 국고채권05500-2803(08-2) | 38,755 | 1.42 | 국고0475-3012(국고10-7) | 5,163 | 1.41 |
| 8 | 국고채권02250-2506(15-2) | 37,744 | 1.38 | 국고02625-4803(18-2) | 5,156 | 1.41 |
| 9 | 통화안정증권02140-2006-02 | 37,409 | 1.37 | 국고02250-2506(15-2) | 4,915 | 1.34 |
| 10 | 국고0375-2206(12-3) | 36,288 | 1.33 | 물가01000-2606(16-5) | 4,467 | 1.22 |
| | 총계 | 435,558 | 15.95 | 총계 | 70,947 | 19.36 |

제5절 포트폴리오 분석

1. 국내채권 투자규모 및 현황

- 기금유입액 증가와 만기보유 기조에 의해 2018년 국내채권 투자금액의 상승추세가 지속 되었으며 금융부문 전체 대비 투자비중은 증가(국내채권 장기 투자현황 참고)
 - 2018년 12월 말 현재 국민연금기금 국내채권부문 투자금액은 시가기준 310조 9,915억 원에 도달하였고 전년도 대비 7.5% 증가함
 - 국내채권 부문의 금융부문 전체 내 투자비중 증가는 국채채권 성과 향상과 주식부문의 저조한 성과에 기인함
- 국내채권 위탁운용 비중은 국내채권 전체 대비 12%대 유지
 - 국내채권은 다양한 수익구조를 구성하기 위해 예비운용사 제도 도입, 운용유형 및 투자 대상 다양화하며 위탁 비중을 2011년 기준 8.8%에서 2016년 12.2%로 확대 이후 2018년 12.2% 수준임
 - 위탁운용비중의 허용범위는 10%~14%²⁰⁾이며, 2018년 말 실제비중 12.2%는 허용범위 내에서 관리됨

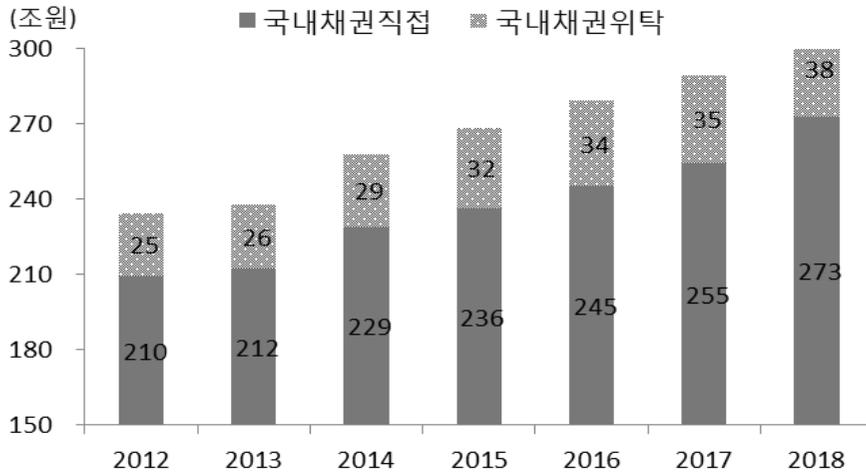
〈표 II-21〉 국내채권부문 투자현황

(단위: 억 원, %)

| 구분 | 2014년 | | 2015년 | | 2016년 | | 2017년 | | 2018년 | |
|------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|
| | 규모 | 비중 |
| 국내채권 | 2,580,716 | 100.0 | 2,686,363 | 100.0 | 2,793,438 | 100.0 | 2,893,998 | 100.0 | 3,109,915 | 100.0 |
| 직접 | 2,290,935 | 88.8 | 2,364,534 | 88.0 | 2,453,976 | 87.8 | 2,545,949 | 88.0 | 2,730,536 | 87.8 |
| 위탁 | 289,781 | 11.2 | 321,829 | 12.0 | 339,462 | 12.2 | 348,049 | 12.0 | 379,379 | 12.2 |

20) 「국민연금기금 위탁운용 목표범위 조정(안)(2015-5차 기금위)」(2015.12.24.)

[그림 II-17] 국내채권 직접/위탁 투자금액 추이



○ 국내채권 투자규모 증가는 대부분 신규투자에 기인

- 국내채권 직접운용의 신규 투자금액 증가가 국내채권 투자규모 증가에 대한 기여도가 가장 높고, 금리 하락에 따른 이익은 평가손익에 모두 반영
- 국내채권 위탁운용의 투자규모 증감에 대해 평가손익이 가장 높은 기여를 하였으며, 신규 투자와 이자수익도 양(+)의 기여를 함

<표 II-22> 2018년 국내채권부문 투자금액 증감 요인 분석^{주)}

(단위: 억 원, %)

| 구분 | 직접운용 | | 위탁운용 | | 국내채권(전체) | |
|--------------|---------|-------|--------|-------|----------|-------|
| | 규모 | 비중 | 규모 | 비중 | 규모 | 비중 |
| 1. 신규투자 | 129,057 | 69.9 | 13,990 | 44.7 | 143,047 | 66.3 |
| 2. 평가손익 | 55,530 | 30.1 | 17,340 | 55.3 | 72,871 | 33.7 |
| 3. 매매손익 | - | - | -8,761 | -28.0 | -8,761 | -4.1 |
| 4. 이자수익 | - | - | 8,761 | 28.0 | 8,761 | 4.1 |
| 합계('18년 증가분) | 184,587 | 100.0 | 31,331 | 100.0 | 215,918 | 100.0 |

주) 직접운용의 매매손익과 이자수익 등의 실현손익은 단기자금으로 회수되기 때문에 직접운용의 투자규모의 증감에는 영향을 주지 않아 증감요인 분석에는 포함시키지 않았고, 위탁운용의 경우에는 위탁운용의 순자산(NAV)에 포함되기 때문에 증감요인에 포함시켜 분석을 하였음. 다만 수익률 산출 시에는 직접운용 위탁운용 모두 실현손익을 고려하였음. 이에 위 분석에 대한 해석에 유의할 필요가 있음.

2. 종류별 보유현황

- 2018년 국내채권 포트폴리오에서 국채는 2017년말 평가액 대비 4조 4,788억 원 증가 하면서 시장대비 5.8%p 비중상회하였으며, 전년도(44.7%) 대비 소폭 낮아진 43.8%를 기록
 - 국내 채권시장 내 특수채 발행량이 전년도 대비 감소한 반면, 금융채 및 회사채 등 신용채권의 발행량은 증가
 - 직접운용의 듀레이션 중립화를 위해 회사채 및 여신금융채 대신 특수채 매도가 증가하며 평가액 기준 구성비는 전년도(21.9%) 대비 감소한 21.0%를 차지하였고, 특수채 발행량 감소로 시장 대비 9.8%p 상회
 - 통안채 보유비중은 5.9%로 2017년도 통안채 보유비중 4.4% 대비 증가

〈표Ⅱ-23〉 채권 종류별 구성비 추이(연도별)

(단위: 억 원, %)

| 구분 | 2016년 | | | 2017년 | | | 2018년 | | |
|-----|-----------|------|-------------|-----------|------|-------------|-----------|------|-------------|
| | 기금 | | 채권시장 구성비 | 기금 | | 채권시장 구성비 | 기금 | | 채권시장 구성비 |
| | 규모 | 구성비 | | 규모 | 구성비 | | 규모 | 구성비 | |
| 국채 | 1,214,215 | 43.5 | 37.5 | 1,276,191 | 44.7 | 38.0 | 1,320,979 | 43.8 | 38.0 |
| 지방채 | 21,611 | 0.8 | 1.3 | 28,654 | 1.0 | 1.2 | 34,911 | 1.2 | 1.1 |
| 특수채 | 556,909 | 20.0 | 14.0 | 625,385 | 21.9 | 12.3 | 634,576 | 21.0 | 11.2 |
| 통안채 | 187,502 | 6.7 | 10.7 | 126,925 | 4.4 | 9.5 | 178,727 | 5.9 | 9.2 |
| 금융채 | 336,452 | 12.1 | 18.6 | 345,452 | 12.1 | 20.0 | 353,315 | 11.7 | 21.3 |
| 회사채 | 471,996 | 16.9 | 17.9 | 451,580 | 15.8 | 19.0 | 495,911 | 16.4 | 19.0 |

- 주 1) 2018년 12월 말 기준
- 2) 현금성 자산, 파생상품 제외
- 3) 채권분류기준은 국민연금 내부기준임
- 4) 시장통계는 KIS채권평가 데이터

- 직접운용의 국채(45.2%) 구성은 1년 미만 단기물 위주로 비중이 축소되며 전년도 말 (46.4%) 대비 1.2%p 감소하였으며 특수채 구성비는 전년도 말(22.6%)과 비교해 0.7%p 감소한 21.9%를 기록
 - 금융채 구성비는 전년도 말(10.1%) 대비 0.2%p 감소한 9.9%를 기록
 - 회사채 비중은 전년도 말(14.9%)에 비해 0.3%p 증가한 15.2%를 기록
- 위탁운용에서 국채의 구성비는 33.1%로 채권시장(38.0%) 대비 4.9%p 하회하였고, 직접 운용 부문에서 편중되어있는 국채비중(45.2%)은 위탁운용의 비중하회로 다소 완화되어 전체 포트폴리오의 구성비는 43.8%임

- 금융채의 투자 비중(24.7%)도 전년도 말(26.8%) 대비 2.1%p 감소하였고, **직접운용** 부문의 금융채 부족분을 보완하는 역할을 수행

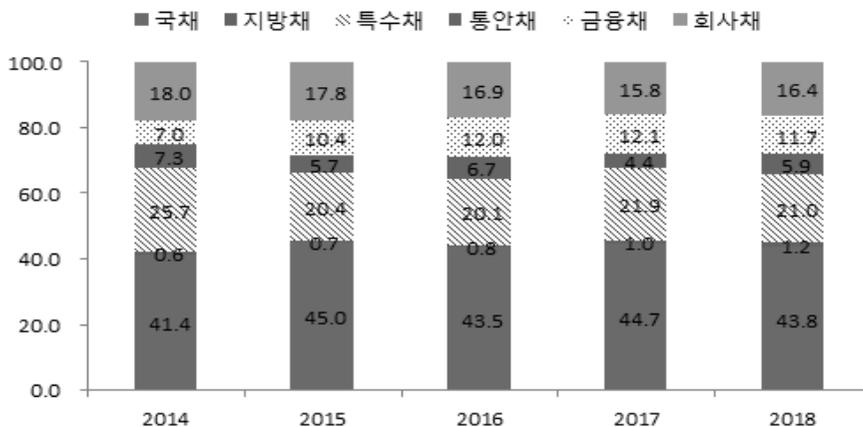
〈표 II-24〉 국민연금 보유 국내채권 종류별 구성비

(단위: 억 원, %)

| 구분 | 국내채권(전체) | | 직접 | | 위탁 | | 채권시장 구성비 |
|-----|-----------|-------|-----------|-------|---------|-------|-------------|
| | 규모 | 구성비 | 규모 | 구성비 | 규모 | 구성비 | |
| 국채 | 1,320,979 | 43.8 | 1,200,909 | 45.2 | 120,070 | 33.1 | 38.0 |
| 지방채 | 34,911 | 1.2 | 29,943 | 1.1 | 4,968 | 1.4 | 1.1 |
| 특수채 | 634,576 | 21.0 | 580,985 | 21.9 | 53,591 | 14.8 | 11.2 |
| 통안채 | 178,727 | 5.9 | 177,321 | 6.7 | 1,407 | 0.4 | 9.2 |
| 금융채 | 353,315 | 11.7 | 263,563 | 9.9 | 89,751 | 24.7 | 21.3 |
| 회사채 | 495,911 | 16.4 | 402,694 | 15.2 | 93,218 | 25.7 | 19.0 |
| 전체 | 3,018,419 | 100.0 | 2,655,414 | 100.0 | 363,005 | 100.0 | 100.0 |

- 주 1) 2018년 12월 말 기준이며 전체에서 국내채권 전체는 채권시장 대비 비중을 의미함. 구성비에 단수차 있음
- 2) 현금성 자산, 파생상품 제외
- 3) 채권분류기준은 국민연금 내부기준임

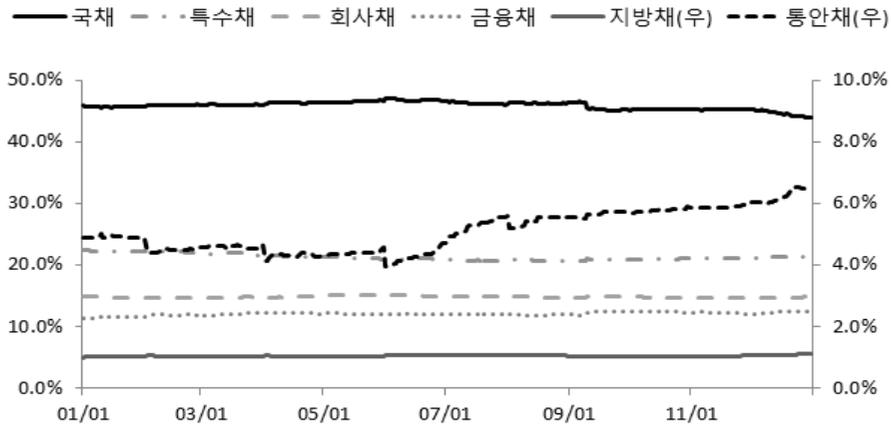
[그림 II-18] 국내채권부문 종류별 보유비중(연도별)



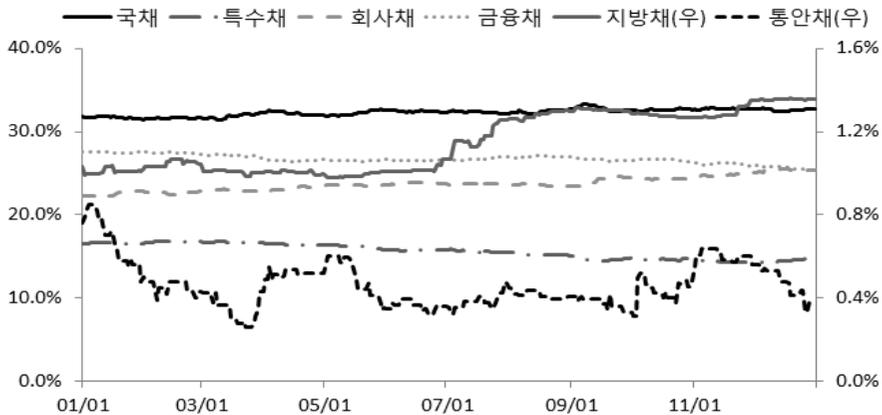
- 국민연금 국내채권 포트폴리오의 구성비는 채권시장의 구성비 대비 국채, 특수채의 비중이 높고 금융채, 통안채, 회사채, 지방채 비중은 낮음
 - 국채 또는 특수채는 타 채권에 비해 안전 자산으로 시장 대비 초과 편성
 - 채권시장 구성비 대비 국채비중 초과분의 일부는 통안채의 부족분을 국채로 대체하여 매수한 부분임

- 보유비중에서 금융채가 시장 대비 차이가 큰 반면, 회사채 비중을 시장과 가깝게 유지하며 신용스프레드를 활용한 액티브 성과를 획득하는 것으로 나타남

[그림 II-19] 국내채권 직접운용 보유비중 추이(일별)



[그림 II-20] 국내채권 위탁운용 보유비중 추이(일별)



- 국내채권 벤치마크 구성비와 비교 시 국채, 특수채, 회사채의 비중은 높은 반면 금융채, 통안채, 지방채 비중은 낮은 수준임
 - 국채가 벤치마크 구성비 43.9% 대비 0.8%p를 초과하고 있는 반면, 통안채의 경우 벤치마크 구성비 9.3% 대비 4.9%p 낮음
 - 금융채는 벤치마크 구성비 대비 6.1%p 낮으나 특수채와 회사채가 벤치마크 구성비 대비 각각 7.3%p, 3.0%p 높아 신용물 보유를 보완함

〈표 II-25〉 국내채권 벤치마크 대비 시가평가금액 기준 보유비중

(단위 : %)

| 구분 | 국채 | 지방채 | 특수채 | 통안채 | 금융채 | 회사채 | 계 |
|------|------|-----|------|-----|------|------|-------|
| 국민연금 | 44.7 | 1.0 | 21.9 | 4.4 | 12.1 | 15.8 | 100.0 |
| 벤치마크 | 43.9 | 1.1 | 14.6 | 9.3 | 18.2 | 12.8 | 100.0 |

주) 국내채권 벤치마크는 직접 및 위탁운용 벤치마크의 12월 말 현재 운용중인 자산의 시가평가액 기준 가중평균

3. 만기별 보유현황

- 국내채권의 만기별 보유비중을 살펴보면 5년 이상 중장기물 비중(38.1%)이 벤치마크(32.2%)를 상회하고 2~5년 미만물(29.3%)도 벤치마크(27.6%) 대비 상회하며 금리 하락 가운데 벤치마크 대비 양(+)의 기여함
 - 반면, 1년 미만 초단기물(11.4%)은 벤치마크 대비 7.7%p 하회함
 - 5~7년물(10.1%)은 벤치마크 대비 3.8%p, 7년물~10년물(10.1%)은 1.7%p, 10년 이상 장기물(17.9%)은 0.4%p 상회
 - 직접운용에서 7년물 초과 장기물 비중은 전년도 25.9%보다 2.6%p 증가한 28.5%이며 벤치마크(25.9%) 대비 2.6%p 상회하였음
 - 위탁운용에서 7년물 초과 장기물 비중은 전년도 22.6%보다 2.7%p 증가한 25.3%로 벤치마크(25.9%) 대비 0.6%p 하회하였음

〈표 II-26〉 국민연금 보유 국내채권 만기별 구성비

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 국내채권(전체) | | 직접 | | 위탁 | | 채권시장 구성비 | 국내채권 벤치마크 |
|--------|----------|------|---------|------|--------|------|----------|-----------|
| | 규모 | 구성비 | 규모 | 구성비 | 규모 | 구성비 | | |
| 1년 미만 | 345,546 | 11.4 | 317,742 | 12.0 | 27,804 | 7.7 | 22.8 | 19.1 |
| 1년~2년 | 635,791 | 21.1 | 567,934 | 21.4 | 67,857 | 18.7 | 18.8 | 21.1 |
| 2년~3년 | 414,246 | 13.7 | 341,022 | 12.8 | 73,224 | 20.2 | 11.6 | 12.9 |
| 3년~5년 | 471,213 | 15.6 | 399,213 | 15.0 | 72,000 | 19.8 | 14.9 | 14.7 |
| 5년~7년 | 304,582 | 10.1 | 274,280 | 10.3 | 30,301 | 8.3 | 6.3 | 6.3 |
| 7년~10년 | 306,079 | 10.1 | 270,276 | 10.2 | 35,803 | 9.9 | 7.7 | 8.4 |
| 10년초과 | 540,964 | 17.9 | 484,946 | 18.3 | 56,017 | 15.4 | 17.8 | 17.5 |

- 주 1) 2018년 12월 말 기준
- 2) 현금성 자산, 파생상품 제외
- 3) 채권분류기준은 국민연금 내부기준임
- 4) 국내채권 벤치마크는 직접 및 위탁운용 벤치마크의 12월 말 현재 운용중인 자산의 시가평가액 기준 가중평균

4. 신용등급별 보유현황

- 신용스프레드의 프리미엄을 확보하기 위한 전술적인 노력으로 무위험채권을 포함한 AAA 등급 이상의 채권비중은 2008년 이후 감소 추세
 - 2018년 12월 말 현재 무위험채권(국채, 통안채, 지방채)을 포함한 AAA등급 이상의 채권 비중은 83.8%로 전년도 말(85.3%) 대비 1.5%p 감소
 - 반면 국공채, 통안채 및 지방채와 같이 신용등급이 부여되지 않는 무위험채권의 비중은 51.5%로 전년도(51.6%) 대비 0.1%p 감소하여 벤치마크(54.7%) 대비 3.2%p 하회, 전체 채권시장 구성비 대비 3.1%p 상회

〈표Ⅱ-27〉 국내채권부문의 신용등급별 구성비 추이

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 2016년 | | | 2017년 | | | 2018년 | | |
|-------------------|-----------|------|-------------|-----------|------|-------------|-----------|------|-------------|
| | 기금 | | 채권시장 구성비 | 기금 | | 채권시장 구성비 | 기금 | | 채권시장 구성비 |
| | 규모 | 구성비 | | 규모 | 구성비 | | 규모 | 구성비 | |
| AAA ¹⁾ | 2,355,316 | 85.3 | 82.8 | 2,434,166 | 85.3 | 82.6 | 2,530,230 | 83.8 | 81.8 |
| AA+ | 209,937 | 7.6 | 6.8 | 216,606 | 7.6 | 6.8 | 239,016 | 7.9 | 6.7 |
| AA0 | 71,300 | 2.6 | 3.3 | 78,906 | 2.8 | 3.5 | 110,670 | 3.7 | 3.9 |
| AA- | 63,923 | 2.3 | 3.7 | 66,323 | 2.3 | 4.0 | 76,734 | 2.5 | 4.7 |
| A+ | 24,116 | 0.9 | 1.2 | 20,119 | 0.7 | 1.0 | 21,159 | 0.7 | 1.1 |
| A0 | 21,362 | 0.8 | 1.1 | 23,612 | 0.8 | 1.1 | 21,502 | 0.7 | 0.9 |
| A- | 11,653 | 0.4 | 0.6 | 12,212 | 0.4 | 0.5 | 18,526 | 0.6 | 0.5 |
| BBB+이하 | 3,712 | 0.1 | 0.6 | 2,242 | 0.1 | 0.6 | 583 | 0.0 | 0.4 |

주 1) 무위험채권은 AAA등급에 포함됨
 2) 현금성 자산, 파생상품 제외
 3) 2018년 국내채권 BBB+ 이하 보유 규모는 전년도 대비 감소하였고 BBB+ 등급은 위탁운용사의 한화건설 회사채 201억 원 매수에 의한 것임. CCC0등급은 대우조선해양 회사채로 직접 250억 원, 위탁 132억 원으로 총 382억 원임

- A+이하 채권의 신용스프레드 축소 가운데 직접운용의 여신금융채는 AA-이상, ABS는 AA+이상이 대부분을 차지하여 종류별 BM 대비 음(-)의 기여를 하였으나, 위탁운용은 신용등급 분산투자로 적극적 수익 추구
 - 직접 및 위탁운용 모두 AAA등급 이상에 주로 투자하였으나 위탁운용은 벤치마크 대비 하회 보유하며 전술적으로 신용스프레드를 확보하고 직접운용의 AAA등급 편중을 완화함

- 직접운용의 경우, AAA등급 이상 투자비중은 전년도 말(89.3%) 대비 감소한 87.8%로서 벤치마크(83.3%) 대비 4.4%p, 채권시장 구성비(81.8%) 대비 6.0%p 상회
- 위탁운용의 경우, AAA등급 이상 투자비중은 전년도 말(55.8%) 대비 0.8%p 감소한 55.0%로 벤치마크 대비 28.3%p, 채권시장 구성비 대비 26.9%p 하회하며 상대적으로 신용채권 위주 투자 경향을 나타냄
- 위탁운용은 AA+등급부터 A-등급까지 벤치마크와 채권시장 구성비 대비 비중 상회
- 대우조선해양 종목은 채무조정으로 2017년 말 평가액 388억 원(액면 1,940억 원)이 잔존²¹⁾ 하였으나 2018년 4분기 중 위탁운용에서 평가액 6억 원(액면 30억 원)을 24억 원에 일부 매각하며 평가액 382억 원(액면 1,910억 원) 잔존함
- 연중 A-등급 이상의 일부 종목에서 신용등급이 변경된 바, 산업별 이슈, 기업 실적 및 신용위험을 고려한 종목 조정 필요

〈표 II-28〉 국내채권 신용등급별 구성비 (직접/위탁)

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 국내채권(전체) | | 직접 | | 위탁 | | 채권시장 구성비 | 국내채권 벤치마크 |
|---------------------|-----------|------|-----------|------|---------|------|----------|-----------|
| | 규모 | 구성비 | 규모 | 구성비 | 규모 | 구성비 | | |
| 무위험채권 ¹⁾ | 1,554,736 | 51.5 | 1,427,539 | 53.8 | 127,196 | 35.0 | 48.4 | 54.7 |
| AAA | 975,495 | 32.3 | 903,206 | 34.0 | 72,288 | 19.9 | 33.4 | 28.7 |
| AA+ | 239,016 | 7.9 | 195,612 | 7.4 | 43,404 | 12.0 | 6.7 | 5.7 |
| AA0 | 110,670 | 3.7 | 83,082 | 3.1 | 27,588 | 7.6 | 3.9 | 3.4 |
| AA- | 76,734 | 2.5 | 37,638 | 1.4 | 39,096 | 10.8 | 4.7 | 4.9 |
| A+ | 21,159 | 0.7 | 4,048 | 0.2 | 17,111 | 4.7 | 1.1 | 1.1 |
| A0 | 21,502 | 0.7 | 2,532 | 0.1 | 18,970 | 5.2 | 0.9 | 1.0 |
| A- | 18,526 | 0.6 | 1,507 | 0.1 | 17,020 | 4.7 | 0.5 | 0.5 |
| BBB+이하 | 583 | 0.0 | 250 | 0.0 | 333 | 0.1 | 0.4 | 0.2 |

주 1) 무위험 채권은 국고채, 통안채와 지방채 등임

2) 예금 및 현금성 자산, 파생상품 제외

3) 2018년 국내채권 BBB+ 이하 보유 규모는 전년도 대비 감소하였고 BBB+ 등급은 위탁운용사의 한화건설 회사채 201억 원 매수에 의한 것임. CCC0등급은 대우조선해양 회사채로 직접 250억 원, 위탁 132억 원으로 총 382억 원 임

21) 2017년 출자전환된 주식(2017년 12월 말 기준, 574억 원)은 채권신용등급에서 제외되었으며, 출자전환 주식은 2018년 3월 1,074억 원에 전액 매도되어 국내채권 내 해당 주식보유는 없음

5. 위탁운용 유형별 보유현황

- 국내채권의 위탁운용은 전년도 대비 예비 포함 일반형(41.6%)은 감소하고, 예비포함 상대가치형(30.6%)과 크레디트형(27.7%)의 비중은 증가
 - 일반형을 줄이고 상대가치형과 크레디트형을 늘리려는 2018년 운용계획을 따른 결과임
 - 일반형은 전년도(44.0%) 대비 2.4%p 감소한 41.6%를 기록함
 - 운용계획에 따라 7월 크레디트형에 3개 운용사 선정 후 9,000억 원 신규 자금 집행
 - 정기평가 결과에 따라 일반형 예비 내에 있던 1개 운용사가 정규 운용사로 선발되었고, 성과가 저조한 일반형 예비 내 1개 운용사가 회수되며 일반형 예비의 자산규모는 연초 대비 1/2 수준인 2,143억 원으로 감소
 - 상대가치형의 보유비중은 29.4%로 전년도 말(29.2%) 대비 0.2%p 증가
 - 크레디트형의 보유비중은 2018년 말 27.7%로 전년도(25.6%) 대비 2.1%p 증가하였음

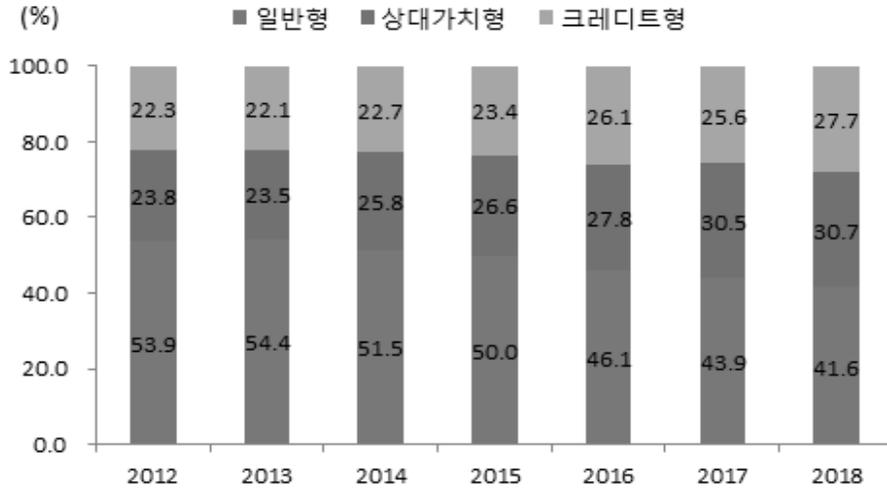
〈표 II-29〉 국내채권 위탁운용 유형별 투자규모 추이¹⁾

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | | 2016 | 2017 | 2018 |
|----------|--------------------|---------|---------|---------|
| 일반형 | 투자금액 ²⁾ | 151,387 | 148,804 | 155,579 |
| | 증가율 ³⁾ | - 3.8 | -1.7 | 4.6 |
| | 비중 ⁴⁾ | 44.6 | 42.8 | 41.0 |
| 일반형 예비 | 투자금액 | 5,127 | 4,083 | 2,143 |
| | 증가율 | 128.9 | -20.4 | -47.5 |
| | 비중 | 1.5 | 1.2 | 0.6 |
| 상대가치형 | 투자금액 | 93,417 | 101,517 | 111,711 |
| | 증가율 | 11.5 | 8.7 | 10.0 |
| | 비중 | 27.5 | 29.2 | 29.4 |
| 상대가치형 예비 | 투자금액 | 1,071 | 4,501 | 4,735 |
| | 증가율 | - 65.9 | 320.2 | 5.2 |
| | 비중 | 0.3 | 1.3 | 1.2 |
| 크레디트형 | 투자금액 | 88,459 | 89,144 | 105,210 |
| | 증가율 | 17.5 | 0.8 | 18.0 |
| | 비중 | 26.1 | 25.6 | 27.7 |
| 위탁운용 전체 | 투자금액 | 339,462 | 348,049 | 379,379 |
| | 증가율 | 5.5 | 2.5 | 9.0 |
| | 비중 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

주 1) 각 해당연도 12월 말 기준
 2) 투자금액은 시가평가액 기준
 3) 증가율은 전년도 말 대비 투자금액 증가율
 4) 비중은 위탁운용 전체 투자금액 대비 비중

[그림 II-21] 국내채권 위탁운용 유형별 투자규모 추이



- 국내채권 위탁운용 종류별 비중을 살펴보면 금융채(3.3%p), 회사채(4.4%p), 특수채(2.6%p), 지방채(0.5%p) 보유비중이 벤치마크 대비 높고 통안채(-7.2%p), 국채(-3.6%)는 벤치마크 대비 하회
 - 일반형에서 금융채(6.0%p), 특수채(3.0%p), 지방채(1.5%p) 보유비중이 벤치마크를 상회하였고, 국채(-2.9%p), 통안채(-8.3%)는 벤치마크 대비 하회하며 벤치마크 대비 이탈 범위가 컸음
 - 일반형 예비에서 특수채의 보유비중은 14.8%p 상회, 국채와 금융채는 각각 2.7%p, 2.2%p 하회
 - 상대가치형에서 금융채(7.7%p), 회사채(8.6%p) 보유비중이 벤치마크를 상회하였고, 국채(-6.9%p), 통안채(-9.1%p) 보유비중이 벤치마크 하회하며 금융 및 회사채 중심으로 액티브 운용함
 - 상대가치형 예비는 금융채 보유비중이 벤치마크를 12.4%p 상회하였고, 특수채는 4.7%p 하회하며 상대가치형과 종류별 보유전략에 차이가 있음
 - 크레딧형에서 회사채와 특수채 보유비중이 벤치마크를 각각 5.1%p, 4.3%p 상회하였고, 금융채(-6.5%), 국채(-2.8%) 보유비중은 하회하여 회사채와 특수채 중심으로 액티브 운용한 것으로 나타남

〈표 II-30〉 국내채권 위탁운용 종류별 보유비중

(단위 : %, %p)

| 구분 | 국채 | | 지방채 | | 특수채 | | 통안채 | | 금융채 | | 회사채 | | |
|--------|----------|------|------|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|-----|
| | 비중 | 차이 | 비중 | 차이 | 비중 | 차이 | 비중 | 차이 | 비중 | 차이 | 비중 | 차이 | |
| 위탁채권 | 33.1 | -3.6 | 1.4 | 0.5 | 14.8 | 2.6 | 0.4 | -7.2 | 24.7 | 3.3 | 25.7 | 4.4 | |
| 기금 | 일반형 | 41.2 | -2.9 | 2.6 | 1.5 | 17.7 | 3.0 | 0.9 | -8.3 | 24.3 | 6.0 | 13.4 | 0.6 |
| | 일반형 예비 | 41.3 | -2.7 | 0.0 | -1.1 | 29.5 | 14.8 | 0.0 | -9.1 | 16.0 | -2.2 | 13.2 | 0.4 |
| | 일반형 전체 | 41.2 | -2.9 | 2.5 | 1.4 | 17.9 | 3.2 | 0.9 | -8.3 | 24.2 | 5.9 | 13.4 | 0.6 |
| | 상대가치형 | 37.2 | -6.9 | 0.9 | -0.2 | 14.5 | -0.1 | 0.1 | -9.1 | 26.0 | 7.7 | 21.3 | 8.6 |
| | 상대가치형 예비 | 41.8 | -2.3 | 4.2 | 3.1 | 10.0 | -4.7 | 0.0 | -9.1 | 30.7 | 12.4 | 13.4 | 0.6 |
| | 상대가치형 전체 | 37.4 | -6.7 | 1.0 | -0.1 | 14.3 | -0.3 | 0.1 | -9.1 | 26.2 | 7.9 | 21.0 | 8.2 |
| | 크레디트형 | 16.2 | -2.8 | 0.0 | 0.0 | 10.6 | 4.3 | 0.0 | 0.0 | 24.0 | -6.5 | 49.2 | 5.1 |
| B M | 위탁채권 | 36.7 | - | 0.9 | - | 12.2 | - | 7.6 | - | 21.4 | - | 21.2 | - |
| | 일반/상대 | 44.1 | - | 1.1 | - | 14.7 | - | 9.1 | - | 18.3 | - | 12.8 | - |
| | 크레디트 | 19.0 | - | 0.0 | - | 6.3 | - | 0.0 | - | 30.5 | - | 44.1 | - |

주 1) 2018년 12월 말 기준

2) 위탁운용 전체 투자금액 대비 비중

- 국내채권 위탁운용 신용등급별 비중을 살펴보면 A-(3.9%p), A0(3.7%p), AA+(3.3%p), AA-(3.0%p) 등급 보유비중이 벤치마크 대비 3%p 이상 상회하였음
- 무위험등급(- 11.0%p), AAA(-7.7%p) 등급은 벤치마크 대비 하회하여 AA+ 이하 등급을 활용한 신용스프레드 확보에 보다 주력하였음을 알 수 있음
 - 일반형에서 신용등급 기준 벤치마크 대비 편중 경향은 위탁채권 전체와 크게 다르지 않음
 - 일반형 예비에서 무위험등급의 보유비중은 벤치마크를 1.8%p 상회, CCC0등급으로 대우조선행양이 존재함
 - 상대가치형에서 신용등급 기준 보유비중의 벤치마크 대비 편중 경향은 일반형과 위탁채권 전체 대비 AA+ 이하 등급의 비중상회가 나타나며 신용스프레드 확보에 보다 집중한 것으로 볼 수 있음
 - 상대가치 예비에서 신용등급 기준 보유비중의 벤치마크 대비 편중 경향은 상대가치형 보다 강하여 A0(8.1%p) 등급을 활용한 신용스프레드 확보에 주력한 것으로 나타남
 - 크레디트형에서 신용등급 기준 보유비중의 벤치마크 대비 편중은 A0(5.5%p)와 A-(4.5%p) 등급에서 나타남

〈표 II-31〉 국내채권 위탁운용 신용등급별 비중

(단위 : %, %p)

| 구분 | 무위험 | | AAA | | AA+ | | AA0 | | AA- | | A+ | | A0 | | A- | | BBB+ | | CCC0 | | |
|--------|----------|-------|-------|------|-------|------|------|------|------|------|-----|-----|------|-----|------|-----|------|------|------|-----|-----|
| | 비중 | 차이 | 비중 | 차이 | 비중 | 차이 | 비중 | 차이 | 비중 | 차이 | 비중 | 차이 | 비중 | 차이 | 비중 | 차이 | 비중 | 차이 | 비중 | 차이 | |
| 위탁채권 | 35.0 | -11.0 | 19.9 | -7.7 | 12.0 | 3.3 | 7.6 | 2.2 | 10.8 | 3.0 | 4.7 | 3.0 | 5.2 | 3.7 | 4.7 | 3.9 | 0.1 | -0.3 | 0.0 | 0.0 | |
| 기 금 | 일반형 | 44.8 | -10.6 | 23.0 | -5.5 | 9.7 | 4.2 | 4.9 | 1.6 | 7.4 | 2.7 | 3.0 | 2.0 | 3.4 | 2.5 | 3.6 | 3.2 | 0.1 | -0.1 | 0.0 | 0.0 |
| | 일반형 예비 | 57.2 | 1.8 | 18.0 | -10.4 | 11.0 | 5.5 | 6.2 | 2.9 | 7.0 | 2.3 | 0.0 | -1.0 | 0.0 | -0.9 | 0.0 | -0.5 | 0.0 | -0.2 | 0.5 | 0.5 |
| | 일반형 전체 | 44.9 | -10.5 | 22.9 | -5.6 | 9.7 | 4.3 | 4.9 | 1.6 | 7.4 | 2.7 | 2.9 | 1.9 | 3.4 | 2.5 | 3.6 | 3.1 | 0.1 | -0.1 | 0.0 | 0.0 |
| | 상대가치형 | 38.4 | -16.9 | 18.3 | -10.2 | 12.1 | 6.6 | 6.9 | 3.6 | 9.9 | 5.2 | 5.0 | 4.0 | 4.4 | 3.5 | 4.8 | 4.4 | 0.0 | -0.2 | 0.0 | 0.0 |
| | 상대가치형예비 | 46.0 | -9.4 | 9.9 | -18.6 | 9.8 | 4.3 | 7.9 | 4.6 | 7.7 | 3.0 | 4.8 | 3.8 | 9.0 | 8.1 | 4.9 | 4.4 | 0.0 | -0.2 | 0.0 | 0.0 |
| | 상대가치형 전체 | 38.8 | -16.6 | 17.9 | -10.6 | 12.0 | 6.5 | 7.0 | 3.7 | 9.8 | 5.1 | 5.0 | 4.0 | 4.6 | 3.7 | 4.8 | 4.4 | 0.0 | -0.2 | 0.0 | 0.0 |
| | 크레디트형 | 16.2 | -3.3 | 17.7 | -8.9 | 15.2 | -2.1 | 12.3 | 1.0 | 16.8 | 0.6 | 7.0 | 3.4 | 8.7 | 5.5 | 6.2 | 4.5 | 0.0 | -0.7 | 0.1 | 0.1 |
| | B M | 위탁채권 | 46.1 | - | 27.6 | - | 8.7 | - | 5.4 | - | 7.8 | - | 1.7 | - | 1.5 | - | 0.8 | - | 0.4 | - | 0.0 |
| 일반/상대 | 55.4 | - | 28.5 | - | 5.5 | - | 3.3 | - | 4.7 | - | 1.0 | - | 0.9 | - | 0.5 | - | 0.2 | - | 0.0 | - | |
| 크레디트 | 19.5 | - | 26.6 | - | 17.3 | - | 11.3 | - | 16.2 | - | 3.6 | - | 3.2 | - | 1.7 | - | 0.7 | - | 0.0 | - | |

주 1) 2018년 12월 말 기준
 2) 위탁운용 전체 투자금액 대비 비중

6. 표면이자율 및 만기분포

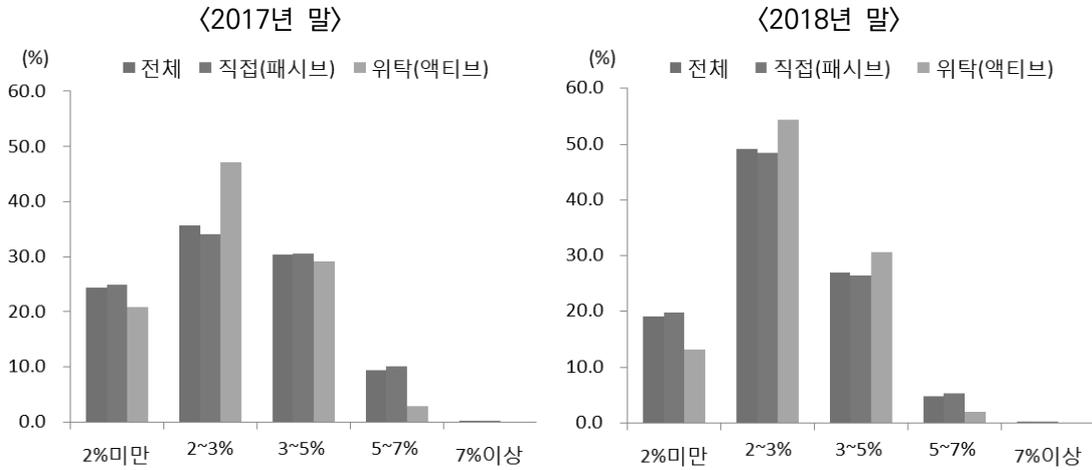
- 국내채권 표면이자율 가중평균은 2.74%임
 - 국내채권 직접운용은 2.74%이며, 위탁운용은 2.77%로 직접운용의 표면이자율이 더 낮음
- 표면이자율별 보유비중은 장기간 저금리 기조 지속으로 인해 표면금리 분포가 하향되었고 3% 미만인 68.1%를 차지함
 - 국내채권 직접운용은 표면금리 4% 미만인 86.3%이고, 위탁운용은 4% 미만인 89.3%임
 - 국내채권 전체 포트폴리오 중 86.6%의 표면금리가 4% 미만임
 - 잔존하는 1년 미만의 표면금리 5~7% 채권이 만기가 도래되며 1년 미만물의 비중 (11.5%)은 전년도(16.4%) 대비 5.0%p 감소하였음
 - 반면, 1~2년 미만의 표면금리 2~3% 채권이 전년도(5.3%) 대비 7.9%p 증가하며 1~2년 미만물은 전년도(15.9%) 대비 5.2%p 증가한 21.1%를 차지
 - 대부분의 잔존만기에서 표면금리 2~3% 미만물 비중이 증가하여 2~3% 미만물은 전년도 (35.6%) 대비 13.4%p 증가한 49.1%를 차지함
 - 시장금리 하락 가운데 낮은 표면금리 채권의 보유 비중 증가가 지속되며 이자수익이 감소 되고 있음

〈표 II-32〉 국내채권 전체 표면이자율 및 잔존만기별 비중 (2018년 말)

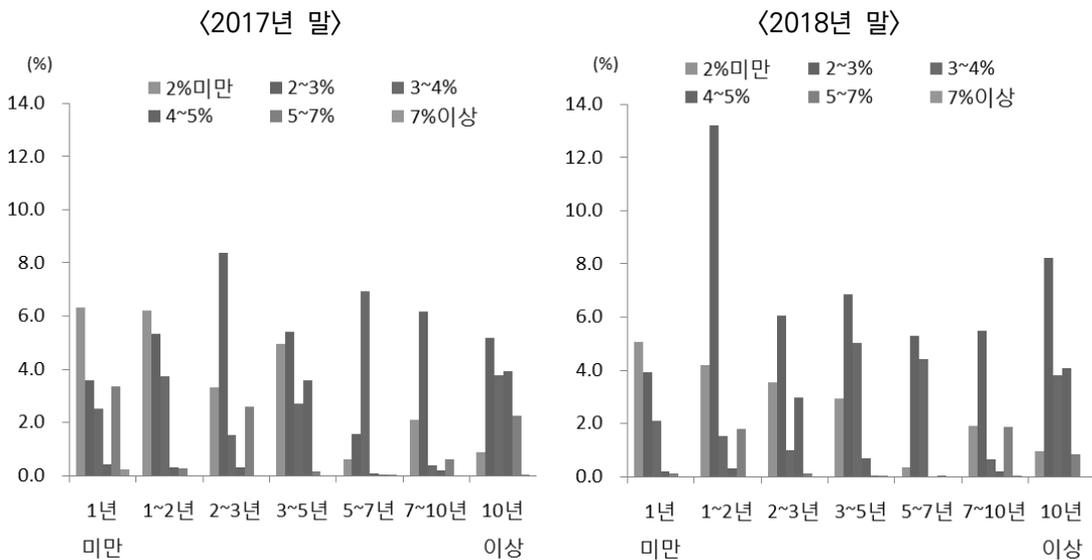
(단위: %)

| 국내채권전체 | 1년 미만 | 1~2년 | 2~3년 | 3~5년 | 5~7년 | 7~10년 | 10년이상 | 계 |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 2%미만 | 5.06 | 4.21 | 3.56 | 2.96 | 0.35 | 1.92 | 0.96 | 19.02 |
| 2~3% | 3.92 | 13.21 | 6.08 | 6.85 | 5.29 | 5.49 | 8.23 | 49.07 |
| 3~4% | 2.11 | 1.54 | 0.99 | 5.03 | 4.41 | 0.64 | 3.80 | 18.52 |
| 4~5% | 0.21 | 0.31 | 2.97 | 0.70 | 0.00 | 0.21 | 4.08 | 8.48 |
| 5~7% | 0.14 | 1.78 | 0.12 | 0.05 | 0.03 | 1.88 | 0.86 | 4.87 |
| 7%이상 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.03 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.03 |
| 계 | 11.45 | 21.06 | 13.72 | 15.61 | 10.09 | 10.14 | 17.92 | 100.00 |

[그림 II-22] 국내채권 표면이자율 보유비중



[그림 II-23] 국내채권 잔존만기 보유비중



- 국내채권 **직접운용**의 경우 잔존만기 2년 이상 표면금리 5% 이상 비중이 3.2%이고, **잔존만기 2년 이상 표면금리 5% 미만**은 63.5%임
 - 잔존만기 10년 이상, 표면금리 3% 미만 비중은 9.8%이나, 동일 잔존만기 표면금리 5% 이상 비중은 0.9%에 불과하여 장기물의 표면금리 감소 경향이 드러남
 - 장기물 표면금리 하락 가운데 벤치마크 듀레이션 상승에 동반하여 직접운용의 듀레이션이 상승하였으므로 금리 충격시 채권의 변동성이 증가하면서 체계적 위험이 상승할 수 있음

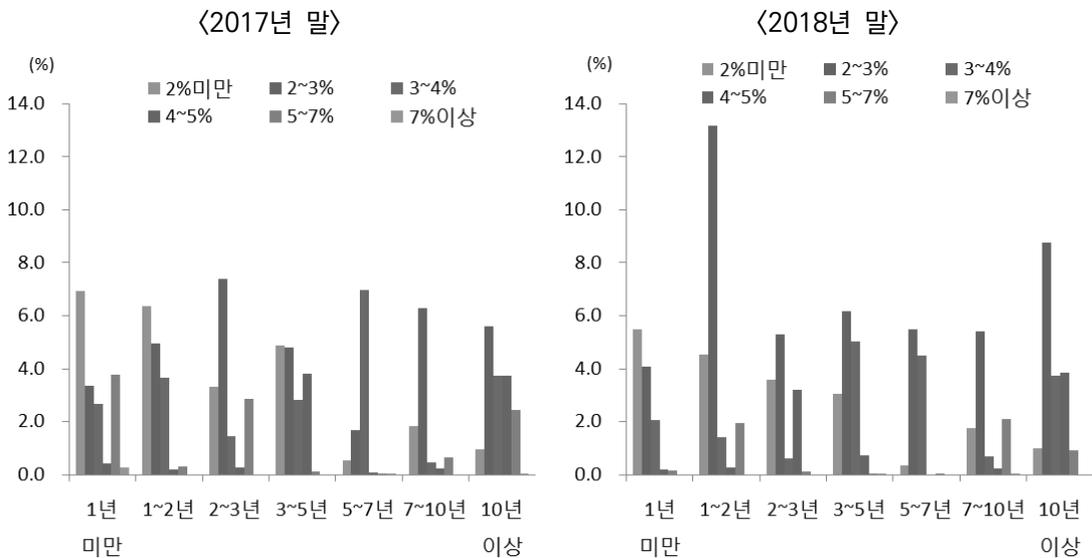
- 2019년 4월 들어 미국과 중국 등 국가의 경제지표가 개선되며 시장금리가 상승하고는 있지만 미 Fed가 금리 동결을 시사한 가운데,
- 미중 무역분쟁, 국내 경기성장 둔화 등 시장금리 하락 요인들이 해소되지 않으며 추가적인 시장금리 하락 가능성이 여전히 남아 있어 시장 금리 변동에 비탄력적일 수 있는 전략으로 다변화 지속 필요
- 저금리 기조 지속은 국내채권 직접운용 부문의 이자수익에 음(-)의 영향을 미치고 있음

〈표Ⅱ-33〉 국내채권 직접운용 표면금리 및 잔존만기별 비중 (2018년 말)

(단위 : %)

| 직접운용 | 1년 미만 | 1~2년 | 2~3년 | 3~5년 | 5~7년 | 7~10년 | 10년이상 | 계 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 2%미만 | 5.50 | 4.55 | 3.60 | 3.07 | 0.33 | 1.76 | 1.01 | 19.83 |
| 2~3% | 4.06 | 13.19 | 5.30 | 6.17 | 5.49 | 5.40 | 8.74 | 48.36 |
| 3~4% | 2.07 | 1.42 | 0.63 | 5.02 | 4.48 | 0.70 | 3.74 | 18.06 |
| 4~5% | 0.19 | 0.27 | 3.19 | 0.72 | 0.00 | 0.22 | 3.86 | 8.44 |
| 5~7% | 0.14 | 1.97 | 0.12 | 0.02 | 0.03 | 2.08 | 0.91 | 5.27 |
| 7%이상 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.03 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.04 |
| 계 | 11.97 | 21.39 | 12.84 | 15.03 | 10.33 | 10.18 | 18.26 | 100.00 |

[그림Ⅱ-24] 국내채권 직접운용 표면금리 및 잔존만기 비중



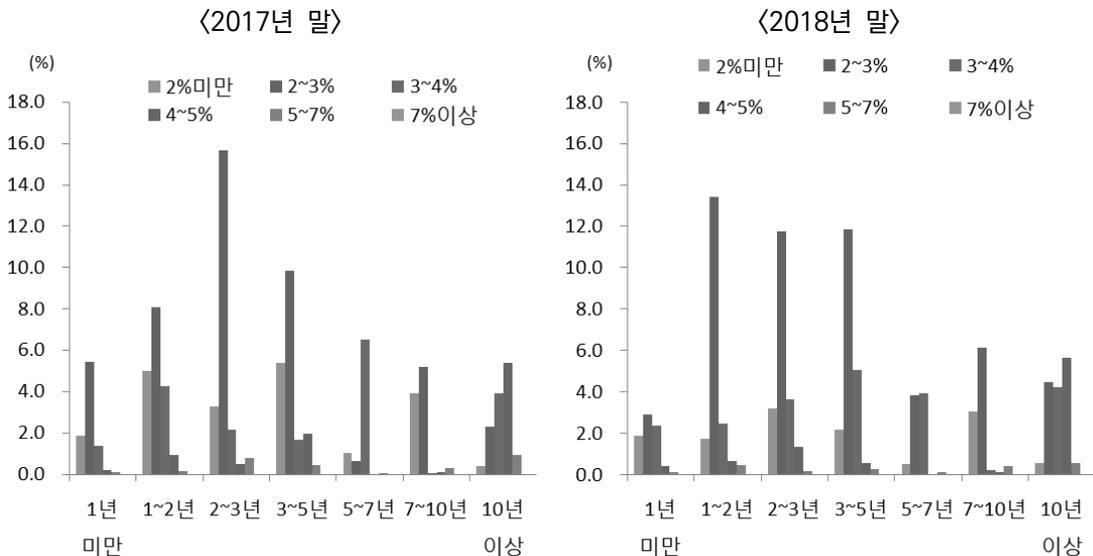
- 국내채권 **위탁운용**의 경우 잔존만기 2년 이상 표면금리 5% 이상 비중은 1.4%에 불과하고, 잔존만기 2년 이상 표면금리 5% 미만은 72.3%에 이룸
 - 국내채권 위탁운용은 활발한 거래활동으로 자본이득을 실현하였으나 보유 포트폴리오의 이자수익 감소는 피할 수 없었음
 - 장기물 표면금리 하락 경향은 위탁운용이 직접운용에 비해 더 두드러지게 나타남

〈표II-34〉 국내채권 위탁운용 표면금리 및 잔존만기별 비중(2018년 말)

(단위 : %)

| 위탁운용 | 1년 미만 | 1~2년 | 2~3년 | 3~5년 | 5~7년 | 7~10년 | 10년이상 | 계 |
|------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|--------|
| 2%미만 | 1.87 | 1.74 | 3.21 | 2.16 | 0.52 | 3.04 | 0.56 | 13.09 |
| 2~3% | 2.90 | 13.39 | 11.76 | 11.83 | 3.83 | 6.12 | 4.46 | 54.30 |
| 3~4% | 2.37 | 2.46 | 3.65 | 5.06 | 3.93 | 0.20 | 4.24 | 21.92 |
| 4~5% | 0.42 | 0.64 | 1.35 | 0.57 | 0.00 | 0.12 | 5.66 | 8.75 |
| 5~7% | 0.11 | 0.45 | 0.15 | 0.24 | 0.09 | 0.39 | 0.53 | 1.95 |
| 7%이상 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 계 | 7.67 | 18.69 | 20.11 | 19.86 | 8.36 | 9.87 | 15.45 | 100.00 |

[그림II-25] 국내채권 위탁운용 표면금리 및 잔존만기 비중



7. 시장대비 보유현황

- 국내 채권시장에서 국민연금기금의 시장 대비 투자비중은 2009년 이후 감소 추세를 보이며 2015년 14.9%까지 축소, 2016년 15.6%로 소폭 확대
 - 2018년 12월 말 현재, 국민연금 국내채권 투자규모의 시장대비 비중은 전년도(15.5%)와 유사한 15.5%를 기록하였음
 - 시장발행 잔액은 전년도 말 대비 4.2% 증가하였고, 국민연금 보유채권 액면금액은 전년도 말 대비 3.7% 증가함
- 국채와 특수채는 각각 전체 채권시장평균비중 15.5%를 상회하는 17.2%, 29.0%의 비중을 나타내며 높은 집중도를 보임
 - 전년도에 비해 지방채, 통안채의 시장 대비 비중은 각각 3.1%p, 2.9%p 증가하였고, 국채와 금융채는 각각 0.7%p, 0.9%p 감소하였음

〈표 II-35〉 국민연금기금의 국내채권 종류별 투자 비중 추이

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 2016년 | | | 2017년 | | | 2018년 | | |
|-----|-----------|------------|------|-----------|------------|------|-----------|------------|------|
| | 국민연금 | 시장 | 비중 | 국민연금 | 시장 | 비중 | 국민연금 | 시장 | 비중 |
| 국채 | 1,146,079 | 6,366,717 | 17.9 | 1,211,412 | 6,774,711 | 17.9 | 1,220,469 | 7,086,439 | 17.2 |
| 지방채 | 20,942 | 212,896 | 9.5 | 28,491 | 215,146 | 13.2 | 34,517 | 212,019 | 16.3 |
| 특수채 | 535,085 | 2,322,940 | 22.4 | 611,003 | 2,201,450 | 27.8 | 608,169 | 2,095,341 | 29.0 |
| 통안채 | 182,641 | 1,683,900 | 10.1 | 126,850 | 1,702,600 | 7.5 | 177,697 | 1,716,400 | 10.4 |
| 금융채 | 303,891 | 3,230,914 | 9.6 | 342,750 | 3,561,008 | 9.6 | 346,818 | 3,974,727 | 8.7 |
| 회사채 | 466,275 | 3,224,958 | 15.3 | 450,615 | 3,394,031 | 13.3 | 490,672 | 3,544,650 | 13.8 |
| 전체 | 2,654,913 | 17,042,325 | 15.6 | 2,771,121 | 17,849,006 | 15.5 | 2,878,342 | 18,629,576 | 15.5 |

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

8. 듀레이션 현황

- 국내채권의 평균 듀레이션은 벤치마크(4.67년) 대비 0.02년 긴 4.69년이며 지난해 4.53년 보다 0.16년 확대되었고, 낮아지는 표면금리와 함께 듀레이션은 꾸준히 장기화되고 있음
 - 국내채권 직접운용의 경우 4.71년을 넘어서고 있으며, 국내채권 위탁도 4.52년을 기록함
 - 듀레이션 장기화는 2019년 미 Fed의 금리 동결 및 보유자산 축소를 통한 양적 긴축(QT) 등의 시사에도 불구하고, 여전히 2020년부터는 금리 인상 가능성도 남아있어 금융 충격에 국내채권 포트폴리오의 변동성 확대와 하방위험(downside risk)이 심화될 수 있음을 의미함

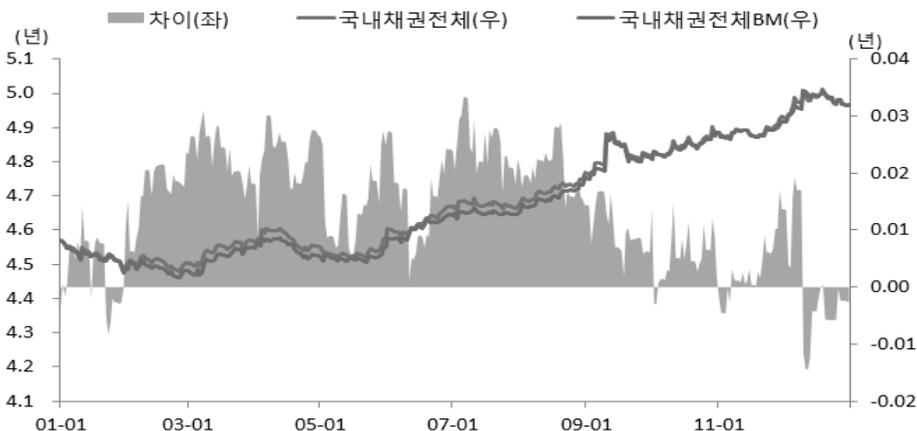
〈표 II-36〉 연도별 국내채권 듀레이션^{주)} 추이

(단위 : 년)

| 구분 | | 국내채권 | 직접운용 | 위탁운용 | 국내채권 벤치마크 |
|-------|------|------|------|------|-----------|
| 2014년 | 평균 | 3.77 | 3.78 | 3.70 | 3.65 |
| | 표준편차 | 0.09 | 0.09 | 0.12 | 0.12 |
| 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 | 평균 | 4.53 | 4.55 | 4.36 | 4.51 |
| | 표준편차 | 0.05 | 0.05 | 0.05 | 0.05 |
| 2018년 | 평균 | 4.69 | 4.71 | 4.52 | 4.67 |
| | 표준편차 | 0.16 | 0.16 | 0.12 | 0.16 |

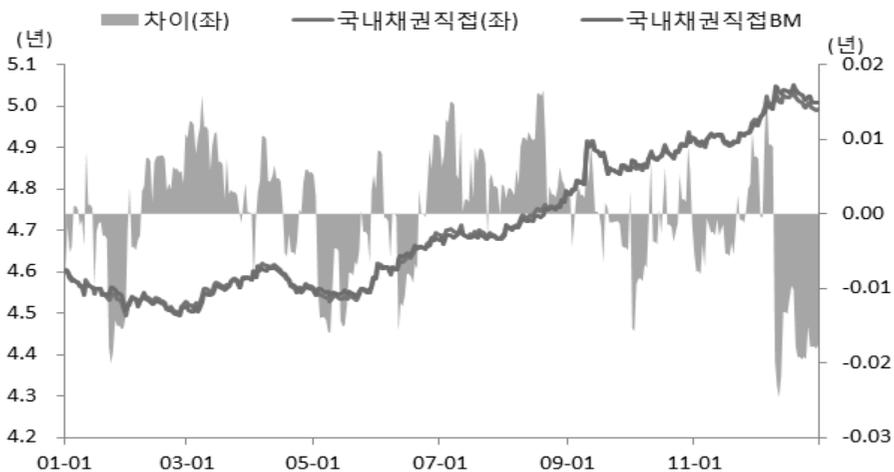
주) 2018년 국내채권 전체 듀레이션 및 운용별 듀레이션은 일별 보유가액 가중 방식으로 산출함

[그림 II-26] 국내채권 전체 듀레이션 추이



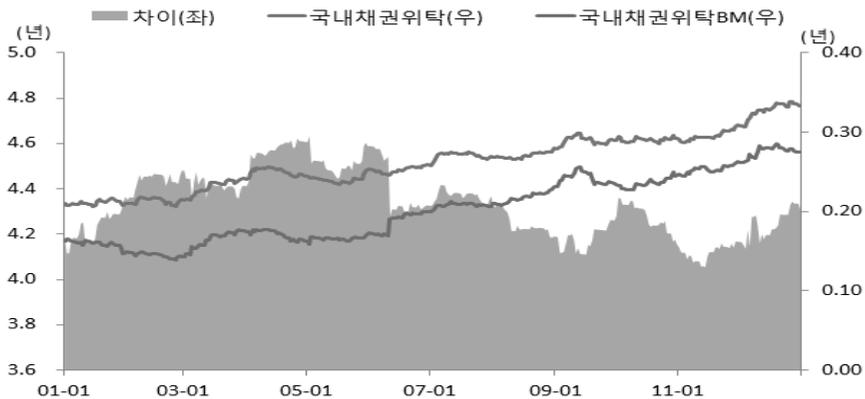
- 국내채권 직접운용의 연평균 듀레이션은 4.71년으로 연중 직접운용 벤치마크 연평균 듀레이션(4.71년)과 비슷한 수준을 이어감
 - 연중 듀레이션 갭이 최대 0.02년 수준으로 전술적으로는 패시브운용의 취지에 맞게 중립적으로 운용한 것을 나타남

[그림 II-27] 국내채권 직접운용 듀레이션 추이



- 국내채권 위탁운용 연평균 듀레이션은 4.52년으로 전체 벤치마크 연평균 듀레이션(4.67년) 대비 0.16년 하회
 - 국내채권 위탁운용 벤치마크(4.31) 대비 0.21년 상회하고, 연중 듀레이션 갭은 유지하면서 액티브 운용의 목적에 걸맞게 적극적으로 듀레이션 전략을 실행함²²⁾

[그림 II-28] 국내채권 위탁운용 듀레이션 추이



22) 액티브 운용의 여러 방법에는 듀레이션 갭 유지 외에도 수익률 곡선(Yield Curve) 및 크레딧 비중 등에 대한 조절 등도 있음

- 위탁운용 유형별로는 일반형 예비(5.31년), 상대가치형 예비(5.18년), 일반형(4.84년), 상대가치형(4.74년), 크레디트형(3.70년) 순서로 듀레이션이 김
- 벤치마크와의 차이는 0.10년에서 0.66년 사이로 나타나 적극적으로 듀레이션을 사용하여 운용하는 것으로 보임

〈표 II-37〉 국내채권 위탁운용 유형별 듀레이션¹⁾ 현황

(단위 : 년)

| 구분 | 2016년 | | 2017년 | | 2018년 | |
|------------------------|-------|------|-------|------|-------|------|
| | 기금 | BM차이 | 기금 | BM차이 | 기금 | BM차이 |
| 일반형 | 4.64 | 0.25 | 4.66 | 0.18 | 4.84 | 0.20 |
| 일반형 예비 | 4.60 | 0.21 | 4.93 | 0.45 | 5.31 | 0.66 |
| 상대가치형 | 4.50 | 0.12 | 4.57 | 0.09 | 4.74 | 0.10 |
| 상대가치형 예비 ²⁾ | 4.53 | 0.15 | 5.17 | 0.69 | 5.18 | 0.54 |
| 크레디트형 | 3.59 | 0.14 | 3.58 | 0.13 | 3.70 | 0.14 |
| 위탁전체 | 4.35 | 0.24 | 4.36 | 0.19 | 4.52 | 0.21 |

주 1) 2018년 국내채권 위탁운용 유형별 듀레이션은 일별 보유가액 가중 방식으로 산출함

2) 2017년 상대가치형 예비형의 듀레이션은 1월 중 정규운용사로 선발된 운용사를 제외하고, 12월 신규 선정된 운용사만 계산함

제6절 국내채권의 장기성과

1. 국내채권시장 동향

- 금융위기 이후 채권수익률 하락은 지속되었고, 최근 국내 구조조정 장기화로 채권의 변동성은 높아지고 있으나 유통시장의 유동성 휘발로 초과수익의 기회는 감소함
 - 채권 표면금리는 GDP 성장률의 하락으로 인해 하향 추세가 유지된 반면 30년 이상 초장기물을 포함한 10년 이상 장기물 시장이 형성되면서 국내채권 듀레이션은 장기화되고 있음
 - 2008년 경기부양과 기준금리 인하로 채권금리는 일시 하락한 이후, 원/달러 환율 급등과 국제유가 상승에 따른 인플레이션 우려로 다시 급등
 - 글로벌 금융위기가 심화되면서 중앙은행의 정책금리 인하와 양적완화로 금리가 단기간에 급락하고 지속적으로 저금리 기조가 유지됨
 - 2010년부터 출구전략에 대한 논의가 이루어졌으나 실제 실행은 2014년 말부터 진행되었고 불확실성 증가로 안전자산에 대한 선호는 강화됨
 - 2014년 하반기 유럽 재정위기 타계를 위한 양적완화 재시행 등의 통화완화 정책 및 정책금리 인하가 다시 단행되면서 시장금리 재하락
 - 2015년 국제유가 하락 지속, 전년도 말 ECB의 양적완화 효과로 채권시장은 강세로 시작하였으나 여러 금융시장 및 거시경제 변수의 영향으로 금리의 등락이 지속되고 변동성이 심화됨
 - 2016년 경제성장률 전망치 하향 조정, 6월 기준금리 인하 및 브렉시트 현실화로 안전자산에 대한 선호가 강화되면서 채권시장 강세하였으나 미 대선에서 트럼프 당선이후의 금리충격으로 금리 상승
 - 2017년 3차례의 미국 기준금리 인상과 1차례의 한국은행 기준금리 인상으로 시장금리는 상승세를 유지하였고 기업재무제표의 전반적인 개선, 신용 이벤트 발생 리스크 감소 등으로 신용물 스프레드가 축소되었음
 - 2018년 미중 무역분쟁, 국내 경기성장 둔화로 시장금리가 하락하였고, 신용이벤트 해소가 반영되며 비우량 신용물 스프레드가 축소됨
 - 시장금리 상승 가운데 중기물 금리 상승폭이 단기물의 상승폭보다 커 수익률 곡선은 가팔라졌으나, 10년 이상 장기물 상승폭은 초장기물일수록 감소하며 금리 역전현상이 2017년에 이어 지속됨

2. 국내채권 장기 운용성과

- 국내채권의 15년간(2004년~2018년) 누적수익률은 100.96%이고 15년간 연평균 수익률은 4.76%를 기록
 - 2014년 이후 3년 연평균 Rolling 수익률은 4% 대를 유지하다가 2017년 2.20%로 하락
 - 2018년 말 현재 3년 평균수익률 2.37%는 15년간 국내채권의 연평균 수익률 4.76% 대비 하회
 - 위탁운용은 2004년 설정 이후로 수익성과가 직접운용 대비 지속적으로 하회하다가 2009년에는 그 수익성과가 직접보다 높아졌고 2015년부터 다시 직접운용 수익을 하회 하였으나 2017년 이후 다시 상회함
 - 금융부문 포트폴리오에서 48.7%를 점유하는 국내채권의 장기 연평균 수익률 저하는 금융 부문 전체 포트폴리오 장기 수익률 둔화로 이어져 운용수익률 제고를 위한 대책 마련이 요구됨

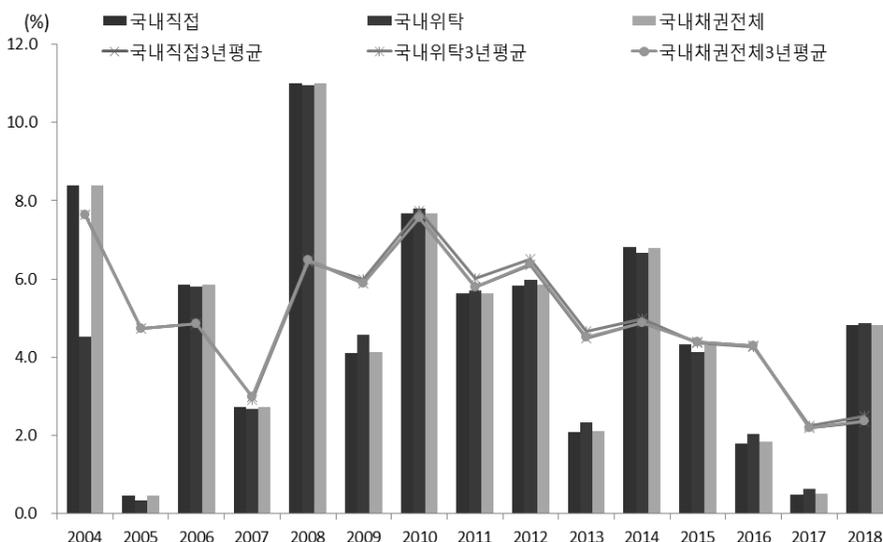
〈표II-38〉 연도별 3년 연평균 Rolling 수익률 추이

(단위 : %)

| 구분 | '09 | '10 | '11 | '12 | '13 | '14 | '15 | '16 | '17 | '18 | 10년간 성과('09~'18) | | 15년간 성과('04~'18) | |
|------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------------------|------|------------------|------|
| | | | | | | | | | | | 누적 | 연평균 | 누적 | 연평균 |
| 직접 | 5.89 | 7.56 | 5.79 | 6.37 | 4.49 | 4.88 | 4.38 | 4.28 | 2.19 | 2.35 | 52.76 | 4.33 | 100.78 | 4.76 |
| 위탁 ^{주)} | 6.00 | 7.74 | 6.02 | 6.50 | 4.67 | 4.98 | 4.36 | 4.26 | 2.25 | 2.50 | 54.61 | 4.45 | 86.95 | 4.57 |
| 전체 | 5.89 | 7.57 | 5.8 | 6.38 | 4.51 | 4.89 | 4.38 | 4.28 | 2.20 | 2.37 | 52.90 | 4.34 | 100.96 | 4.76 |

주) 국내채권 위탁운용의 누적수익률과 연평균 수익률은 설정일인 '04.7월부터의 누적수익률과 연평균 수익률임

[그림II-29] 연도별 수익률 및 3년 평균 수익률 추이



- 국내채권의 위험 및 위험조정성과의 장기추이에서 **3년 연평균 총 위험**은 2008년 이후 낮아지다 국내 구조조정이 본격화된 2015년 다시 증가하였고 2016년 2% 구간 재진입 후 2018년은 2.12% 수준 유지
 - 국내채권의 3년 연평균 총 위험은 2010년 3.80%로 정점을 기록한 이후 **2011년 금융위기 이전 수준인 1.89%**로 1%대를 나타내고, 시중 유동성 약화로 변동성이 저하되며 2014년 1.76%까지 하락
 - 2015년 들어 대내외 경기여건 부진, 미국과 유럽 등의 중앙은행 통화정책의 영향으로 변동성이 증가하기 시작하여 2015년 2% 가까이 상승하고 2016년에 2%대 변동성으로 2018년까지 2%대 유지
 - 2018년 기준 3년 연평균 총 위험(2.12%)은 15년간 연평균 총 위험(2.43%)에는 미치지 못함
 - 그러나 2%대 변동성은 채권 포트폴리오의 상당한 가격하방 충격을 야기할 수 있으므로 금리 급등으로 인한 가격충격 관리에 유의 필요
- 액티브위험에 대한 초과수익성과를 나타내는 **3년 평균 정보비율**은 2015년 0.78의 성과 이후 2017년 -0.04로 하락하였으나 **2018년 0.26으로 상승반전**
 - 2012년 3년 평균 정보비율은 -0.58까지 낮아졌으나 2014년 국내채권 전체 벤치마크를 변경하면서 3개월 미만을 포함한 후 정보비율 회복되는 모습을 보였고,
 - 2017년도 정보비율은 -0.04로 전년도 대비 1.18 하락했으나 2018년 0.26으로 상승
 - 15년간 연평균으로는 0.27을 달성하여 국내채권의 위험조정 장기성과는 평균적으로 목표 수준 0.3보다 낮은 것으로 나타남
 - 추적오차는 2012년 0.10% 이하로 진입한 후, 2015년부터 0.05% 미만으로 줄어 패시브 운용기조가 강화되고 있었으며, 2017년부터 소폭 상승

〈표 II-39〉 국내채권의 3년 평균 위험 및 위험조정성과의 장기추이

(단위 : %)

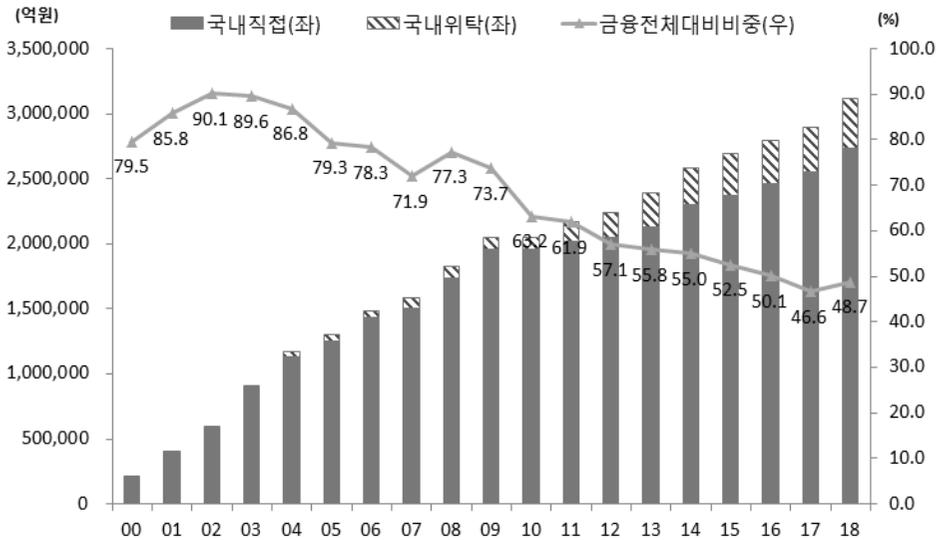
| 3년 Rolling | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 10년 연평균 | 15년 연평균 |
|------------|-------|-------|-------|------|------|-------|------|-------------|-------------|
| | | | | | | | | (2009~2018) | (2004~2018) |
| 위험 | 1.81 | 1.89 | 1.76 | 1.93 | 2.27 | 2.28 | 2.12 | 1.99 | 2.43 |
| 정보비율(IR) | -0.58 | -0.38 | -0.28 | 0.78 | 1.14 | -0.04 | 0.26 | -0.13 | 0.27 |
| 추적오차 | 0.09 | 0.06 | 0.06 | 0.04 | 0.03 | 0.07 | 0.07 | 0.09 | 0.13 |

주) 각 연도별 수치는 해당연도 포함 이전 3개년 동안의 평균 위험, 정보비율, 추적오차를 나타냄

3. 국내채권 장기 투자현황

- 금융부문 전체 대비 비중은 2002년 90.1%로 정점을 찍은 이후 지속적으로 감소하였으나, 국내채권 성과 제고로 2018년 말 48.7%를 기록함
 - 과거 2000년부터 2018년까지 국내채권 투자규모 추이는 지속적으로 증가하고 있으나 그 비중은 2008년 금융위기를 제외하고 감소 추세를 보인 후 2018년 전년도(46.6%) 대비 증가함
 - 2008년 국내채권 비중 증가는 금융위기로 인한 주식부분의 자산가치 급락과 채권부분의 높은 수익성으로 인한 자산가치 상승에 기인함
 - 금융부문 전체 대비 비중은 축소되고 있으나 기금의 성장속도로 인해 2012년 이후 국내채권 투자규모는 가파르게 성장하고 있음
 - 2018년 금융부문 전체 내 국내채권 부문의 비중 증가는 시장금리 하락에 따른 국내채권 성과 제고와 상대적인 주식성과 하락에 기인함

[그림 II-30] 국내채권 투자규모 추이



제7절 단기자금 분석

1. 단기자금 투자현황 및 성과

- 국민연금의 단기자금은 주식, 채권, 대체투자 등의 투자자산 집행 및 연금급여 지출 등을 위한 준비 자금으로서 기금운용계획 상의 자산군으로 분류되지는 않음
 - 기금운용에서는 그 규모를 최소화하기 위해 노력하고 있으며, 안정성과 유동성을 기본으로 수익성도 고려하여 관리
 - 보험료와 급여 등의 현금유출입 규모가 비등해지는 시기부터 유동성 재고를 위한 단기자금 규모는 적정수준으로 확대될 전망이다
- 2018년 12월 말 현재 시가기준 국내 단기자금 규모는 1조 9,649억 원으로 금융부문 연말 시가총액 대비 0.31%를 차지함
 - 국내금융시장에서 위험 대비 적정 투자기회가 감소하는 경우 단기자금의 운용은 대안적인 선택이 될 수 있음
- 2018년 말 기준으로 국내단기자금은 국내REPO매수, MMDA, 전자단기사채 등에 투자 되고 있으며 국내REPO매수가 **34.4%로 가장 큰 비중**을 차지하고 있음

〈표II-40〉 2018년 말 국내 단기자금 보유현황

(단위 : 억 원, %)

| 상품구분 | 투자규모 | |
|------------|--------|-------|
| | 보유액 | 보유비중 |
| MMDA | 5,380 | 27.4 |
| 전자단기사채(단기) | 5,819 | 29.6 |
| CP(단기) | 200 | 1.0 |
| CD(단기) | 1,496 | 7.6 |
| 국내REPO매수 | 6,754 | 34.4 |
| 국내단기자금 전체 | 19,649 | 100.0 |

- 2018년 단기자금 운용수익은 시간가중수익률 기준으로 1.57%이며 전년도(1.29%) 대비 0.28%p 상승하였고, 전체 금융자산 연평균보유액 대비 비중은 전년도에 비해 소폭 감소한 0.40%를 기록함

〈표 II-41〉 원화 단기자금 연도별 운용추이

(단위: 억 원, %)

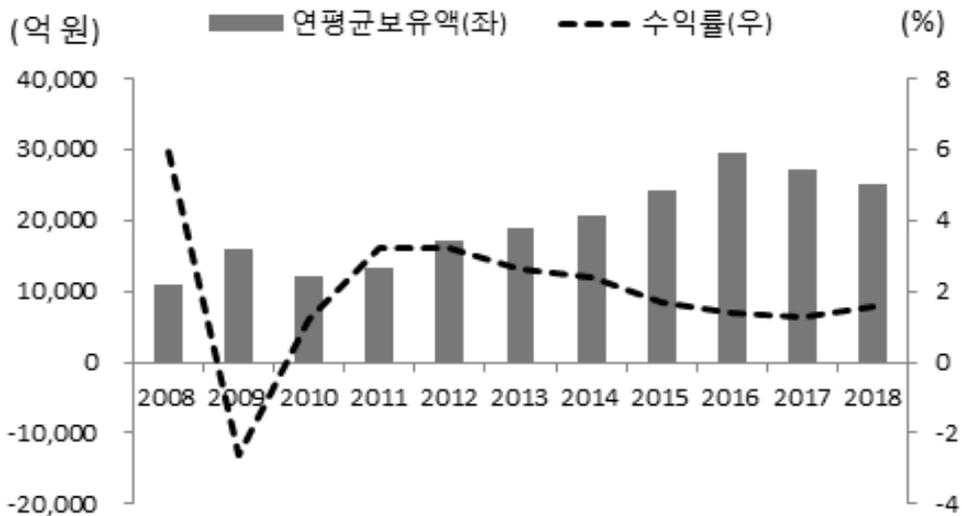
| 연도 | 연평균보유액 ¹⁾ | 비중 ²⁾ | 수익률 |
|--------|----------------------|------------------|-------|
| 2009 | 15,963 | 0.62 | -2.60 |
| 2010 | 12,136 | 0.41 | 1.22 |
| 2011 | 13,422 | 0.38 | 3.26 |
| 2012 | 17,147 | 0.55 | 3.25 |
| 2013 | 18,917 | 0.46 | 2.66 |
| 2014 | 20,885 | 0.47 | 2.42 |
| 2015 | 24,441 | 0.48 | 1.68 |
| 2016 | 29,666 | 0.53 | 1.37 |
| 2017 | 27,216 | 0.46 | 1.29 |
| 2018 | 25,312 | 0.40 | 1.57 |
| 3년 평균 | 27,108 | 0.41 | 1.45 |
| 5년 평균 | 24,225 | 0.43 | 1.88 |
| 10년 평균 | 19,084 | 0.46 | 2.03 |

주 1) 보유자산 시가의 평균

2) 전체 평균 금융자산보유액 대비 비중

3) '09~'10년 단기자금 수익률은 외화단기자금 손익이 포함되어 국내단기자금 수익률과 상이함

[그림 II-31] 연도별 단기자금 평균보유액 및 수익률 추이



제8절 요약 및 시사점

■ 국내채권 운용방향

- 2018년도 국내채권은 안정적 장기 수익확보를 위한 만기보유와 초과수익 확보를 위한 만기별/신용등급별 선별적인 분산투자 기조를 유지하되 전체 금융 포트폴리오에서 비중 축소(49.5% → 47.1%)를 전략적 목표로 설정
 - 전술적 목표는 시장 변동성 확대에 대한 대응임
 - 전년도 대비 기금 전체 목표초과수익률 하향 조정되어 국내채권에 부여된 목표초과수익률은 전년도(0.04%p) 대비 축소된 0.03%p임
 - 국내채권 직접부문은 패시브로 운용하되 금리 상승 기조와 시장변동 위험의 확대에 대응하여 제한적 범위 내에서 탄력적 듀레이션 조정, 분할매각으로 자금흐름을 분산하여 재투자위험 축소를 수행
 - 위탁부문은 액티브로 운용하며 금리 상승, 변동성 확대, 신용스프레드 축소에 대응하기 위해 일반형 축소, 상대가치형 확대, 크레딧 유형 비중 확대 수행
 - 위탁운용사의 정기평가 결과에 기반하여 상위 운용사 대상으로 회수자금 추가 배분 실시

■ 수익률 및 매매 분석

- 2018년 국내채권 수익률은 4.82%를 달성하여 전년도(0.51%) 대비 상승
 - 국내채권 전체 수익률 4.82%에 대해 직접운용 4.23%p, 위탁운용 0.59%p를 기여
 - 세부 유형별 절대성과로는 직접운용이 4.81%, 위탁운용이 4.88%를 보였고, 국내채권 직접운용은 2014년부터 2015년까지 위탁운용에 비해 높은 성과를 달성하였으나 2016년 이후 위탁운용 대비 낮은 성과 실현
 - 미중 무역분쟁, 국내 경제 성장세 둔화, 유럽 주변국의 정치리스크 등으로 2월 이후 시장 금리가 하락하며 직접과 위탁 모두 전년도 대비 양호한 성과 실현
 - 이자수익(2.57%)에 의한 요인이 가장 큰 기여하였고, 시장금리 하락으로 채권가격이 상승하며 자산운용성과는 2.25%를 기록
- 국내채권의 벤치마크 대비 초과수익률은 0.08%p로 2018년 국내채권 목표초과수익률(0.03%p)의 265.6% 달성함

- 국내채권 전체의 전략적 벤치마크 대비 초과성과(0.08%)에 직접운용이 0.05%p, 위탁운용이 0.04%p 기여
 - 직접운용은 벤치마크 대비 0.06%p 상회, 위탁운용의 경우 벤치마크 대비 0.30%p를 상회하는 성과 실현
 - 국내채권 전체의 전략적 벤치마크 대비 초과성과(0.08%p)에는 금리하락에 따라 만기효과(0.06%p)가 초과수익에 가장 큰 양(+)의 기여
 - 섹터선정효과(0.02%p)는 양(+)의 기여를 함
- 국내채권 직접운용은 투자등급, 발행시 만기, 발행잔액 등의 투자제한에 의해 신용물에 대한 벤치마크 복제가 어려워 벤치마크와의 듀레이션 중립화를 위해 특수채 매도가 증가
- A+ 이하 등급에서 신용스프레드가 축소되며 기금의 금융채와 금융채 벤치마크와의 음(-)의 초과성과 확대 방어를 위해 금융채보다 금리가 높은 AAA등급의 회사채 및 ABS 매수가 증가했고 금융채는 매도 증가
 - 위탁운용은 전년도 대비 거래금액과 회전율이 전년도 수준 유지
 - 위탁운용의 유형별 회전율은 예비형을 제외하면 크레디트형이 76.17%로 가장 높았으나 매수금액과 매도금액이 전년도 대비 20% 후반 수준으로 감소하며 회전율은 전년도(288.77%) 대비 큰 폭으로 감소

■ 위험 및 위험조정성과

- 국내채권 연간 총 위험은 글로벌 정치 갈등 및 경제성장 둔화의 우려 등으로 변동성이 전년도(1.29%) 대비 상승한 1.88%를 나타냄
 - 3년 평균 2.12%와 5년 평균 2.06%로 전년도에 이어 중장기 위험수준이 2%를 초과함
- 국내채권의 위험조정 성과인 수정샤프비율은 성과 개선으로 전년도(-0.02) 대비 상승한 1.44를 나타냄
 - 2018년 국내채권의 전체 수정샤프비율(1.44)은 벤치마크(1.39) 대비 높은 수준의 성과를 실현
- 체계적 위험(베타)으로 무위험수익률 대비 초과성과를 나누어 측정하는 트레이너지수는 절대수익률 상승으로 전년도(-1.30%p) 대비 4.04%p 상승한 2.74%p로 나타남
 - 직접운용과 위탁운용 베타는 전년도(각각 1.03, 1.03) 대비 하락하며 체계적 위험이 전년도 대비 감소

- 액티브 운용에 대한 위험조정성과인 **정보비율(IR)**은 2.68로 지난해 대비 상승반전함
 - **추적오차**는 전년도(0.11%) 대비 감소하며 **3년 평균에 비해 낮음**
 - 2018년 국내채권의 목표액티브위험은 전년도 대비 낮아진 0.13%이며 실현된 추적오차는 0.03로 목표액티브위험의 23.1% 소진함

■ 투자현황 분석

- 기금유입액 증가와 만기보유 기조에 의해 2018년에도 국내채권 투자금액의 상승추세가 지속되었으며 금융부문 전체 대비 투자비중은 증가
 - 2018년 12월 말 현재 시가기준 310조 9,915억 원임
 - 국내채권 부문의 금융부문 전체 내 투자비중 증가는 국채내권 성과 향상과 주식부문의 저조한 성과에 기인함
- 국내채권 투자규모 증가는 대부분 신규투자에 기인
 - 국내채권 직접운용의 신규 투자금액 증가가 국내채권 투자규모 증가에 대한 기여도가 가장 높고, 금리 하락에 따른 이익은 평가손익에 모두 반영
 - 국내채권 위탁운용의 투자규모 증감에 대해 평가손익이 가장 높은 기여를 하였으며, 신규 투자와 이자수익도 양(+)의 기여를 함
- 국내채권 만기별 보유비중을 살펴보면 5년 이상 중장기물 비중(38.1%)이 벤치마크(32.2%)를 상회하고 2~5년 미만물(29.3%)도 벤치마크(27.6%) 대비 상회하며 금리 하락 가운데 벤치마크 대비 양(+)의 기여함
 - 5~7년물(10.1%)은 벤치마크 대비 3.8%p, 7년~10년물(10.1%)은 1.7%p, 10년 이상 장기물(17.9%)은 0.4%p 상회
- A+이하 채권의 신용스프레드 축소 가운데 직접운용의 여신금융채는 A+이상, ABS는 AA+이상만 보유하고 있어 종류별 BM 대비 음(-)의 기여를 하였으나, 위탁운용은 신용등급 분산투자로 적극적 수익 추구
 - 연중 A-이상의 일부 종목에서 신용등급이 변경된 바, 산업별 이슈, 기업 실적 및 신용 위험을 고려한 종목 조정 필요
- 표면이자율별 보유비중은 장기간 저금리 기조 지속으로 인해 표면금리 분포가 악화되었고 3% 미만이 68.1%를 차지함

- 국내채권 전체 포트폴리오 중 표면금리 4% 미만이 86.6%, 직접운용은 86.3%이고, 위탁 운용은 89.3%임
- 시장금리 하락 가운데 낮은 표면금리 채권의 보유 비중 증가가 지속되며 이자수익이 감소되고 있음
- 2018년 12월 말 현재, 국민연금 국내채권 투자규모의 시장대비 비중은 전년도(15.5%)와 유사한 15.5%를 기록하였음
 - 시장발행 잔액은 전년도 말 대비 4.2% 증가하였고, 국민연금 보유채권 액면금액은 전년도 말 대비 3.7% 증가함
- 국내채권의 평균 듀레이션은 벤치마크(4.67년) 대비 0.02년 긴 4.69년이며 지난해 4.53년 보다 0.16년 확대되었고, 낮아지는 표면금리와 함께 듀레이션은 꾸준히 장기화되고 있음
 - 듀레이션 장기화는 2019년 미 Fed의 금리 동결 및 보유자산 축소를 통한 양적 긴축(QT) 등의 시사에도 불구하고, 여전히 2020년부터는 금리 인상 가능성이 남아있어 금융 충격에 국내채권 포트폴리오의 변동성 확대와 하방위험(downside risk)이 심화될 수 있음을 의미함

■ 국내채권의 장기운용성과

- 국내채권의 15년간(2004년~2018년) 누적수익률은 100.96%이고 15년간 연평균 수익률은 4.76%를 기록
 - 2018년 말 현재 3년 평균수익률 2.37%는 15년간 국내채권의 연평균 수익률 4.76% 대비 하회
- 국내채권의 위험 및 위험조정성과의 장기추이에서 3년 연평균 총 위험은 2008년 이후 낮아지다 국내 구조조정이 본격화된 2015년 다시 증가하였고 2016년 2% 구간 재진입 후 2018년은 2.12% 수준 유지
 - 2%대 변동성은 채권 포트폴리오의 상당한 가격하방 충격을 야기할 수 있으므로 금리 급등으로 인한 가격충격 관리에 유의할 필요가 있음
- 액티브위험에 대한 초과수익성과를 나타내는 3년 평균 정보비율은 2015년 0.78의 성과 이후 2017년 -0.04로 하락하였으나 2018년 0.26으로 상승반전
 - 15년간 연평균으로는 0.27을 달성하여 국내채권의 위험조정 장기성과는 평균적으로 목표 수준 0.3보다 낮은 것으로 나타남

■ 시사점

- 2019년 미 Fed 금리 동결 시사 가운데 경제지표 개선되며 금리변동성 확대에 유의 지속 필요
 - 2019년 연초 경기 둔화 우려 가운데 미국 정책금리의 추가인상 가능성이 낮아졌으나, 4월 이후 우려했던 경제지표들이 미국과 중국 등에서 개선된 것으로 발표되며 금리변동성 확대에 유의가 요구됨
 - 2018년 말 미 Fed의 2019년 추가적인 2차례 금리인상 예고와 달리 2019년 3월 기준 금리 동결 및 보유자산 축소를 통한 양적긴축(QT) 정책을 9월 종료할 것이라고 시사함
 - 이러한 조치는 미 경기둔화 우려 확대에 기인함
 - 하지만 2020년에는 기존 전망대로 1차례 금리인상을 예고하고 있고, 4월 이후 미국 고용지표나 중국 제조업지표 등이 개선된 것으로 발표되고 있음
 - 미국 10년물 국채는 2018년 11월 초 3.24%까지 상승한 후 2019년 3월 말 2.3%대 후반까지 하락하였으나 2019년 4월 2.6% 초반까지 상승반전하고 있음
 - 주요국 경제지표 개선이 지속 여부에 따라 2019년 채권시장의 금리 변동성이 확대될 것으로 예상됨
 - 벤치마크 듀레이션 상승에 동반한 국내채권 포트폴리오 듀레이션의 장기화 가운데 금리 변동성 확대에 유의가 지속될 필요가 있음.
 - 성과 측면에서도 금융시장의 예상과 달리 금리가 인상되는 가운데 저신용채권에 대한 수요 증대로 신용스프레드가 축소가 지속될 경우, BM 편입대상의 제약으로 BM 대비 고신용채권 위주로 보유하는 국내채권의 초과성과 하락이 커질 것으로 예상됨

- 표면금리 하락세 지속 가운데 이자수익 축소에 대응하고 안정적 수익 확보를 위해 시장 금리 변동에 비탄력적일수 있는 전략으로 다변화 지속 노력 필요
 - 시장금리 하락 가운데 낮은 표면금리 채권의 보유 비중 증가가 지속되며 이자수익이 악화되고 있어 안정적 수익 확보를 위한 노력을 지속할 필요
 - 국내 채권시장의 금리 하락 가운데 국내채권 표면금리 가중평균은 2016년 3.08%, 2017년 2.88%, 2018년 2.74%로 하락세가 지속됨
 - 이러한 가운데 이자수익은 2017년 2.56%, 2018년 2.57%로 2016년 2.78% 대비 하락하였음
 - 장기간 저금리 기조 지속으로 인해 표면금리 분포가 악화되었고, 표면금리 4% 미만 보유비율은 국내채권 전체는 86.6%, 직접운용 86.3%, 위탁운용 89.3%임

- 잔존만기 2년 이상 표면금리 4% 미만은 직접운용의 경우 55.5%이며, 위탁운용의 경우 64.6%에 이릅니다
- 2019년 4월 들어 주요국 경제지표 개선되고 있으나, 주요국 경제지표 개선이 지속되지 못할 경우 추가적인 시장금리 하락도 가능하며,
- 미중 무역분쟁, 국내 경기성장 둔화 등 시장금리 하락 요인들이 해소되지 않고 잔존하는 가운데 시장 금리 변동에 비탄력적일 수 있는 전략으로 다변화 필요

III

2018년 국민연금 기금운용 성과평가

해외채권부문 평가

제 1절 2018년 해외채권 운용계획

제 2절 수익률 분석

제 3절 위험분석

제 4절 포트폴리오 분석

제 5절 해외채권의 장기성과

제 6절 외화 단기자금

제 7절 요약 및 시사점



주요 이슈

■ 2018년도 해외채권 성과 전년도 대비 상승, 목표초과성과는 하회

2018년 해외채권의 수익률은 원화기준 4.25%로 직접운용은 1.89%p, 위탁운용은 2.36%p 기여함. 전략적 벤치마크(4.40%) 대비 0.15%p 하회하였으며 직접운용은 -0.06%p, 위탁운용은 -0.06%p 기여함. 미 기준금리 인상 가운데 미국의 시장금리는 상승하였으나 미중 무역분쟁, 유럽지역 정치 불안정성 확대 및 신흥국 경기 침체 등으로 유럽 주변지역과 신흥국 등 시장금리는 하락함. 연말 글로벌 시장금리 하락 시에 벤치마크 대비 짧은 듀레이션, 신용물의 저조한 성과 등은 초과성과에 음(-)의 영향

■ 신용스프레드 확대 가운데 신용물의 BM 대비 비중 상회로 저조한 초과성과

2018년 신용스프레드 축소를 예상한 운용계획에 따라 미국 신용물 위주로 비중을 확대하며 벤치마크 대비 신용물의 비중이 상회하게 됨. 하지만 신용물의 시장금리 상승이 커지며 신용물의 절대성과는 저조하였고, 연중 국고채 대비 신용물의 신용스프레드가 확대되며 신용물의 비중 상회는 전략적 벤치마크 대비 초과성과에 음(-)의 영향을 미침

■ 직접운용의 전략 다변화 시도 가운데 구조적 제약 사항에 대한 점검 필요

위탁운용은 여러 위탁운용사(Multi-fund)를 통해 다양한 전략을 구사하거나 위험을 분산할 수 있는 반면, 직접운용의 전술BM은 전략BM 중 일부(국채:공채:회사채=5:3:2의 비중)로 제약되어 있고 단일 펀드(one-fund)로 운용되고 있어 상대적으로 성과 변동성이 커질 수 있음. 직접운용 달러기준 성과의 총위험은 최근 3년 평균 2.47%로 5년 평균 2.33%보다 증가한 가운데 위험조정성과인 수정샤프비율은 최근 3년 평균 0.46으로 5년 평균 0.54 대비 하락하였음. 최근 시장금리가 재상승하며 금리 변동성 확대 가능성이 다시 높아진 가운데 신흥국, 신규 신용채권 등에 검토가 진행되고 있어 유연하고 안정적인 포트폴리오 관리를 위한 운용체계의 구조적 제약 사항을 점검할 필요가 있음

Ⅲ. 해외채권부문 평가

제1절 2018년 해외채권 운용계획

1. 해외채권의 전략적 운용목표

- 해외채권은 해외투자의 한 부분으로 해외투자를 통한 자산배분의 효율성 제고, 기금 운용 기법의 선진화 도모 및 기금성숙기의 자산 현금화시 국내 금융시장 영향 최소화
 - 투자 다변화로부터 분산투자 효과 및 자산배분 효율성을 제고하며, 해외 운용기관과의 연계를 강화하여 기금운용 기법의 선진화를 도모함
 - 또한 장기적으로 기금성숙기의 급여지급을 대비하여 자산 현금화의 부작용을 최소화하는데 목표를 둠
- 해외채권 목표비중 4.0% 유지
 - 2018년도 중기자산배분의 이행 계획에 따라 금융부문 내 목표비중은 4.0%를 유지

2. 해외채권의 전술적 운용방향

- 시장환경 전망
 - 전반적인 금리 상승 기조 가운데 점진적이고 제한적인 금리 상승을 전망
 - 반면, 유럽 및 일본에서는 금리 변동성 확대가 잔존할 것으로 전망
 - 미국 금리는 Fed의 기준금리 인상 신호와 더불어 트럼프 정부의 재정정책 기대감으로 물가 상승이 기대되며 금리 상승 압력이 커질 전망
 - 유럽 및 일본은 경제성장률과 고용지표의 개선으로 인플레이션 상승 압력이 커지며 하반기 이후 통화정책 정상화 논의될 것으로 예상
 - 신용스프레드는 경제지표 및 통화정책에 따라 지역별로 차별화가 전망됨
 - 미국 신용스프레드는 하반기 이후 확대, 유럽은 현 수준 유지 예상

■ 해외채권 액티브 직접운용 방향

- 미국 금리상승 기조 가운데 듀레이션은 BM 대비 짧게 유지하되 허용범위 내에서 시장 변동성 확대에 전술적 대응하며, 신흥국의 투자가능발행기관군(IU) 편입 및 검토를 지속
- 국채 및 정부 관련채에 대해 선진국은 주요국 금리 스프레드 축소와 미국 장단기 금리 스프레드 축소에서 투자 기회 모색, 신흥국은 경제지표가 견조한 국가에 대해 선별적으로 투자하되 저가 매수 기회 포착
- 회사채는 기업에 대한 상대가치 분석을 활용하여 선별적 투자하며, US Credit의 경우 금융규제 완화 기대 등에 따라 비중 확대 검토
- 핵심(Core)전략에 대한 전략 다변화, 비핵심(Satellite)전략에 대해 해외사무소와 협업을 통한 위탁 전략의 내재화 및 지역 특화 펀드 도입 검토

■ 해외채권 액티브 위탁운용 방향

- 위탁운용은 핵심전략과 벤치마크에 포함되지 않은 전략으로 구분
- Enhanced Index의 전략 다변화 모색을 위해 Global Aggregate 유형의 추가 및 신규 운용사 선정
- 운용 스타일 다변화를 위해 Credit, Securitized²³⁾ 등 운용사를 확대, 이머징 마켓 전략 등의 도입을 검토, 자금 재배분을 통한 포트폴리오 리밸런싱
- 핵심 전략 : 국채 및 정부관련채는 경제지표 개선으로 비중 유지나 확대, Securitized는 Fed 부동산 수급 여건 및 모기지 금리 상승으로 비중 유지나 확대, Credit은 기업이익 개선 등으로 비중 유지나 확대
- 벤치마크 비포함 전략 : Unconstrained²⁴⁾는 금리 상승 시 이익실현하여 비중 축소, US High Yield²⁵⁾는 높아진 가격 부담 등으로 이익실현하여 비중 축소, US Bank Loan²⁶⁾도 가격 부담이 높아지며 비중 축소

23) 주택 등 자산을 담보로 발행된 상품인 MBS 등 자산유동화 증권에 투자

24) 시장 환경에 중립적으로 목표 수익을 창출할 수 있도록 유연한 투자가이드라인(목표 수익률 및 변동성)을 설정하여 위험관리함

25) 신용평가등급이 낮은 반면 수익률이 높은 고수익 상품에 투자함

26) 시장 금리에 연동하여 지급 이자가 결정(Libor+ α)되는 변동금리 상품으로서 금리상승기에 수익률 제고 기여 가능

제2절 수익률 분석

1. 총 수익률

- 2018년 해외채권부문 전체 수익률은 원화기준 4.25%임
 - 세부유형별로 해외채권 직접운용은 원화기준 4.19%, 위탁운용은 4.29%의 수익률을 달성
 - 금리상승으로 2016년~2018년 3년 평균 수익률이 2.81%로 전년도 동기간(2015년~2017년) 수익률 1.91% 대비 0.90%p 상승
 - 5년 평균수익률(2014년~2018년)은 3.80%를 달성하여 2013년~2017년의 5년 연평균 수익률 3.02% 대비 0.78%p 상승
 - 원화기준 수익률 4.25% 실현에 직접운용은 1.89%p, 위탁운용은 2.36%p 기여
 - 달러기준 수익률 1.51%에 직접운용은 0.67%p, 위탁운용은 0.83%p 기여

〈표Ⅲ-1〉 국민연금 해외채권부문 투자수익률

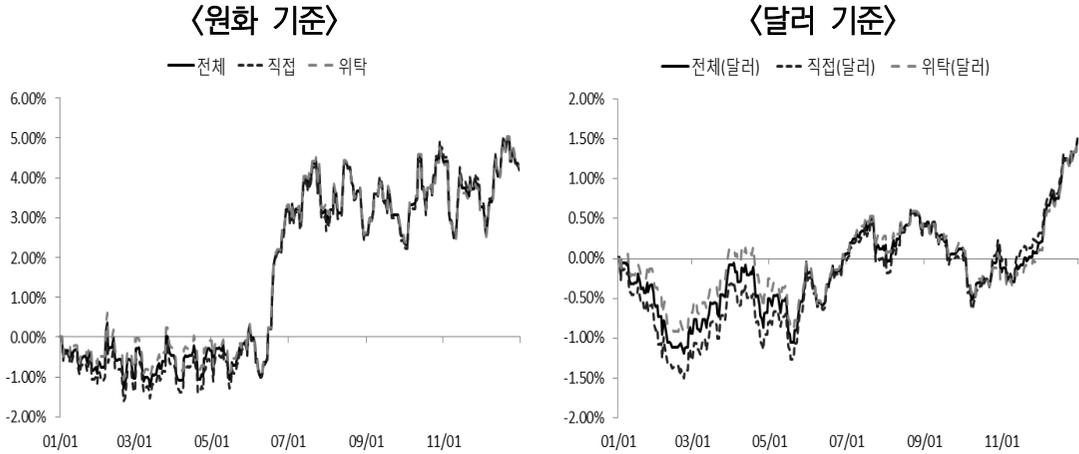
(단위 : %, %p)

| 구분 | | '14 | '15 | '16 | '17 | '18 | 3년 평균 ('16~'18) | 5년 평균 ('14~'18) | 10년 평균 ('09~'18) | | |
|-----------------|---------------------------|------------------|------|------|------|------|-----------------|-----------------|------------------|------|------|
| 해외 채권 액티브 | 직접 | 원화 | 9.49 | 2.00 | 3.91 | 0.10 | 4.19 | 2.72 | 3.89 | 4.36 | |
| | | 달러 ¹⁾ | 7.22 | 0.74 | 3.41 | 3.24 | 1.49 | 2.71 | 3.20 | 3.01 | |
| | 위탁 | 원화 | 9.03 | 1.18 | 4.15 | 0.32 | 4.29 | 2.90 | 3.75 | 4.91 | |
| | | 달러 | 7.06 | 0.00 | 3.89 | 3.48 | 1.51 | 2.95 | 3.16 | 3.79 | |
| | 전체 | 원화 | 9.23 | 1.52 | 4.01 | 0.22 | 4.25 | 2.81 | 3.80 | 4.61 | |
| | | 달러 ¹⁾ | 7.13 | 0.31 | 3.66 | 3.37 | 1.51 | 2.84 | 3.17 | 3.32 | |
| | 기 여 도 ²⁾ | 직접 | 원화 | 4.09 | 0.87 | 1.72 | 0.04 | 1.89 | 1.21 | 1.71 | 2.00 |
| | | | 달러 | 3.12 | 0.32 | 1.50 | 1.46 | 0.67 | 1.09 | 0.95 | 2.23 |
| | | 위탁 | 원화 | 5.14 | 0.67 | 2.33 | 0.18 | 2.36 | 1.62 | 2.12 | 2.65 |
| | | | 달러 | 4.01 | 0.00 | 2.18 | 1.91 | 0.83 | 1.36 | 1.49 | 2.12 |

주 1) 2013년까지는 달러 헤지 미포함 기준 수익률이며, 2014년 이후는 달러 헤지 포함 기준 수익률임

2) 직접/위탁의 기여도는 (각 세부자산군의 해외채권내 전년도 말 비중)*(각 세부자산군의 투자수익률)로 계산됨

[그림 Ⅲ-1] 해외채권 각 부문별 연간수익률 추이



2. 해외채권 성과요인

1) 자산운용 성과요인

- 2018년 해외채권 성과에는 미 기준금리 추가 인상(4차례: 3월, 6월, 9월, 12월) 등에도 불구하고,
 - 하반기 이후 글로벌 경기 둔화 우려과 주식시장 약세에 따른 안전자산 선호로 시장금리가 전반적으로 하락하며 성과에 양(+)의 영향을 미쳤고 달러기준 1.51% 실현
 - 또한, 2017년부터 2년간 원-달러 간 단계적 환헤지 오픈 가운데 6월 말 이후 원-달러 환율이 상승하며 원화기준 수익률 4.25% 기록
 - 직접운용은 시장금리 상승과 신용스프레드 축소를 예상 한 가운데 회사채 비중 확대 등이 음(-)의 영향을 미쳐 달러기준 1.49% 성과 실현
 - 위탁운용은 연말 시장금리 하락기에서 국공채 성과가 양(+)의 영향을 미쳤으나 직접과 마찬가지로 연중 저조한 신용채권 성과 등의 영향으로 달러기준 1.51% 성과 실현

2) 환에 의한 성과요인

- 2018년 해외채권의 달러기준 수익률²⁷⁾은 1.51%를 기록하였으며 달러수익률을 원화로 환산한 원화환산 효과는 원화 대비 달러화 강세에 의해 3.93%임

27) 해외채권 직접운용은 이중통화-달러 간 헤지를 시행하고 있어 해외채권 전체 달러 수익률은 헤지 포함 수익률임

132 2018년 국민연금 기금운용 성과평가

- 환헤지 파생상품 평가손실의 증가에 따른 **환헤지 효과**는 **-1.19%**를 기록하며 해외채권의 환헤지 이후 원화기준 수익률은 **4.25%**를 기록

〈참고자료〉 해외채권 성과의 환효과 분해

| 자산수익(LC) | 달러화환산 효과(LC/USD) | 달러화헤지 효과(LC/USD) | 환효과 | |
|------------------------|------------------|------------------|-----|-----------------|
| 달러기준수익률(USD Hedged) | | 원화환산효과 (USD/KRW) | | 환헤지효과 (USD/KRW) |
| 헤지 전 원화수익률(KRW) | | | | |
| 헤지 후 원화수익률(KRW Hedged) | | | | |

〈표Ⅲ-2〉 해외채권 성과의 환효과²⁸⁾

(단위 : %, %p)

| 구분 | 액티브직접 | 액티브위탁 | 해외채권액티브 | 벤치마크 |
|-----------------------------|-------|-------|---------|-------|
| 헤지 후 달러기준 수익률 | 1.49 | 1.51 | 1.51 | 1.70 |
| + 원화환산 효과 | 4.20 | 4.59 | 3.93 | 4.30 |
| 헤지 전 원화기준 수익률 ¹⁾ | 5.69 | 6.10 | 5.44 | 6.00 |
| + 환헤지 효과(USD/KRW) | -1.51 | -1.81 | -1.19 | -1.59 |
| 헤지 후 원화기준 수익률 | 4.19 | 4.29 | 4.25 | 4.40 |

- 주 1) 기존분해체계에서 액티브직접의 헤지전 원화기준 기금수익률은 2.45%로 원화환산 효과는 0.96%p, 환헤지 효과(USD/KRW)는 1.74%로 산출됨
- 2) 기존분해체계에서 해외채권 액티브의 헤지전 원화기준 기금수익률은 4.46%로 원화환산 효과는 2.95%p, 환헤지 효과(USD/KRW)는 -0.21%로 산출됨
- 3) 위탁운용은 위탁사에 헤지 포함된 미국 달러를 벤치마크로 부여하고 있어 헤지전 원화기준 기금수익률은 기존과 동일함

28) 본 표의 환효과 분해체계는 아래와 같은 개선이 반영된 결과임

〈해외채권 환효과 분해체계 개선〉

| | | 개선 전 | 개선 후 |
|-----------|--------|--|--|
| 헤지 전 원화기준 | BM 수익률 | $(1+\text{헤지 전 달러기준(USD) BM수익률}) \times (1+\text{일일환율변동}) - 1$ | $(1+\text{헤지 후 달러기준(USD) BM수익률}) \times (1+\text{일일환율변동}) - 1$ |
| | 기금 수익률 | 헤지 전 달러기준(USD) 보유 및 거래금액에 일일환율변동 반영 | 헤지 전 달러기준(USD) 보유 및 거래금액에 일일환율변동과 추가로 이종통화-USD 간 환헤지 파생 관련 보유금액 및 거래금액을 반영 |

주) 헤지 전 원화기준 BM 수익률은 헤지 후 달러기준 BM 수익률에 런던기준 오후4시 환율을 적용한 결과임. 해외채권 액티브 위탁운용의 경우 런던시간과 한국시간의 시차에 따른 환율보정이 월말 및 연말에 반영되고, 액티브 직접운용의 경우 연말보정만 반영되는 현행 BM 산출체계를 따랐음

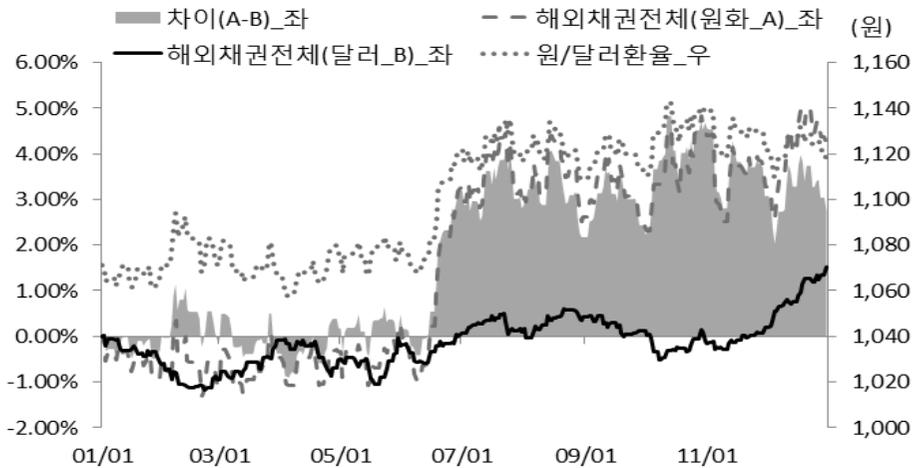
- 개선 전 BM 수익률은 헤지 전 달러기준 BM수익률이 기준이었으나, 개선 후 헤지 후 달러기준 BM수익률을 기준으로 변경함
- 개선을 통해 기금수익률에 이종통화-USD간 환헤지 파생 관련 보유금액 및 거래금액을 반영함
- 개선 과정에서 일부 한계가 존재함. 환헤지과정에서 일부 종목은 이종통화와 원화간에 직접 헤지하여 이종통화-USD와 USD-원화로 구분이 안 되며, 이에 따라 이들 종목은 헤지 후 달러기준 기금수익률에 반영되지 않았기 때문에 헤지 전 원화기준 기금수익률은 엄밀한 수익률은 아님

- **직접운용의 달러기준 수익률**²⁹⁾은 1.49%이며 **원화환산효과**가 4.20%p로 **환헤지 전** 원화 수익률은 5.69%를 기록
 - 직접운용 부문 환헤지 파생상품 평가손익에 따른 **환헤지 효과가 -1.51%p**를 기록하여 양의 성과를 상쇄하면서 환헤지 이후 원화기준 수익률은 4.19%를 달성
- **위탁운용은 달러기준 수익률이 1.51%**로 직접운용 대비 상대적으로 높은 성과를 기록 하였으며 **원화환산효과**가 4.59%p로 나타남
 - **환헤지 전 원화수익률이 6.10%**를 기록하였으나 환헤지 파생상품 평가손익에 따른 **환헤지 효과가 -1.81%p**를 기록하여 해외채권 위탁운용의 **환헤지 이후 원화기준 수익률은 4.29%**를 기록함
- 원/달러 환율이 하락하는 가운데 2017년부터 시행되는 단계적 환오픈³⁰⁾의 영향으로 원-USD간 환헤지 효과의 절대성과가 환율적용 효과보다 낮음
 - 미 달러화 강세에 따라 2018년말 원/달러 환율은 1,118원/달러로 전년도 말(1,071원/달러) 대비 4.4% 상승하였음
 - 2018년 해외채권은 연말 0%까지 일자별로 환헤지 비율을 낮추어 해외채권 성과에 대한 미 달러화 강세의 긍정적 영향은 예년에 비해 컸음
 - 해외채권에 대한 100% 환헤지를 가정한 2018년의 수익률자료는 별도로 존재하지 않아 벤치마크에 대해 100% 환헤지인 경우의 수익률과 2018년말 0%까지 환헤지 비율을 조정한 수익률을 간접적으로 비교함
 - 연말 0%까지 환헤지 오픈한 직접운용 벤치마크 수익률은 1.62%, 총 위험은 2.27%였고, 100% 환헤지한 직접운용 벤치마크 수익률은 0.76%, 총위험은 2.22%로 환헤지 오픈 후 수익률은 상승하고 변동성은 증가함
 - 벤치마크가 동일하게 부여되는 위탁운용과 해외채권 전체의 경우에도 마찬가지로 환헤지 오픈으로 0.93%p 수익률 상승이 있었고, 0.03%p의 변동성이 증가하였음

29) 헤지후 달러 수익률임. 참고로 해외채권 직접운용의 헤지전 달러 수익률은 -1.66%였으며 이종통화의 달러 헤지를 통해 수익률이 상승되었음

30) '17년부터 2년간 원화-USD간의 환헤지를 단계적으로 0%수준까지 오픈함. 다만, 이종통화-USD간의 환헤지는 100% 수준을 유지함

[그림Ⅲ-2] 2018년 해외채권 전체 성과와 원/달러 환율 추이



〈표Ⅲ-3〉 2018년 해외채권 환오픈 영향 추정

(단위 : %, %p)

| 구 분 | | 직접운용 벤치마크 | 위탁운용 및 전체 벤치마크 |
|-----|-------------|-----------|----------------|
| 수익률 | 환헤지 오픈(A) | 1.62 | 1.70 |
| | 100% 환헤지(B) | 0.76 | 0.77 |
| | 차이(A-B) | 0.87 | 0.93 |
| 총위험 | 환헤지 오픈(A) | 2.27 | 2.07 |
| | 100% 환헤지(B) | 2.22 | 2.03 |
| | 차이(A-B) | 0.04 | 0.03 |

주 1) 환헤지 오픈 전후의 벤치마크 수익률을 비교한 수치로 해외채권의 실현성과에 대한 영향과 일치하지는 않으며 해석에 유의가 필요함
 2) 반올림에 의한 단수차이가 있음

3. 벤치마크 대비 수익률

○ 2018년도 해외채권의 달러기준 성과는 벤치마크 대비 하회

- 미 기준금리 인상에 대비해 연중 BM 대비 짧은 듀레이션 유지했으나, BM 대비 높은 비중의 신용채권의 보유, 위탁운용에서 성과가 좋지 않았던 벤치마크에는 포함되지 않는 US High Yield의 저조한 성과 등으로 벤치마크 대비 음(-)의 초과성과 실현
- 해외채권 달러기준 수익률은 1.51%로 전략적 벤치마크 1.70% 대비 0.19%p인 음의 초과성과 기록

- 해외채권 직접운용 달러기준 수익률은 1.49%로 벤치마크(1.62%) 대비로도 0.13%p 하회하는 초과성과 기록
- 해외채권 위탁운용 달러기준 수익률은 1.51%로 벤치마크(1.70%) 대비 0.19%p인 음의 초과성과 기록
- 위탁운용이 연중 지속적인 벤치마크 대비 짧은 듀레이션을 유지한 반면 직접운용은 2/4분기 이후 벤치마크 대비 듀레이션 갭을 확대하여 연말 시장금리 하락기에 성과에는 부정적인 영향을 주었음

〈표Ⅲ-4〉 해외채권부문의 자산종류별 벤치마크 대비 수익률 추이

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2016 | | | 2017 | | | 2018 | | | 3년 평균 ('16~'18) | | | 5년 평균 ('14~'18) | | | 10년 평균 ('09~'18) | | | |
|----|------------------|------|------|-------|------|------|------|------|------|-----------------|------|------|-----------------|------|------|------------------|------|------|-------|
| | 기금 | BM | 초과 | 기금 | BM | 초과 | 기금 | BM | 초과 | 기금 | BM | 초과 | 기금 | BM | 초과 | 기금 | BM | 초과 | |
| 직접 | 원화 | 3.91 | 4.55 | -0.64 | 0.10 | 0.03 | 0.06 | 4.19 | 4.32 | -0.14 | 2.72 | 2.95 | -0.23 | 3.89 | 4.02 | -0.13 | 4.36 | 3.96 | 0.40 |
| | 달러 ¹⁾ | 3.41 | 4.13 | -0.72 | 3.24 | 3.06 | 0.18 | 1.49 | 1.62 | -0.13 | 2.71 | 2.93 | -0.22 | 3.20 | 3.35 | -0.16 | 3.01 | 2.90 | 0.11 |
| 위탁 | 원화 | 4.15 | 4.40 | -0.25 | 0.32 | 0.04 | 0.28 | 4.29 | 4.40 | -0.12 | 2.90 | 2.93 | -0.03 | 3.75 | 4.11 | -0.36 | 4.91 | 4.90 | 0.01 |
| | 달러 | 3.89 | 3.98 | -0.09 | 3.48 | 3.07 | 0.40 | 1.51 | 1.70 | -0.19 | 2.95 | 2.91 | 0.04 | 3.16 | 3.44 | -0.28 | 3.79 | 3.78 | 0.01 |
| 전체 | 원화 | 4.01 | 4.40 | -0.39 | 0.22 | 0.04 | 0.18 | 4.25 | 4.40 | -0.15 | 2.81 | 2.93 | -0.12 | 3.80 | 4.11 | -0.31 | 4.61 | 4.90 | -0.29 |
| | 달러 ¹⁾ | 3.66 | 3.98 | -0.33 | 3.37 | 3.07 | 0.30 | 1.51 | 1.70 | -0.19 | 2.84 | 2.91 | -0.07 | 3.17 | 3.44 | -0.27 | 3.32 | 3.78 | -0.46 |

주 1) 2013년까지는 달러 헤지 미포함 기준 수익률이며, 2014년 이후는 달러 헤지 포함 기준 수익률임
 2) 반올림에 의한 단수차이가 있음

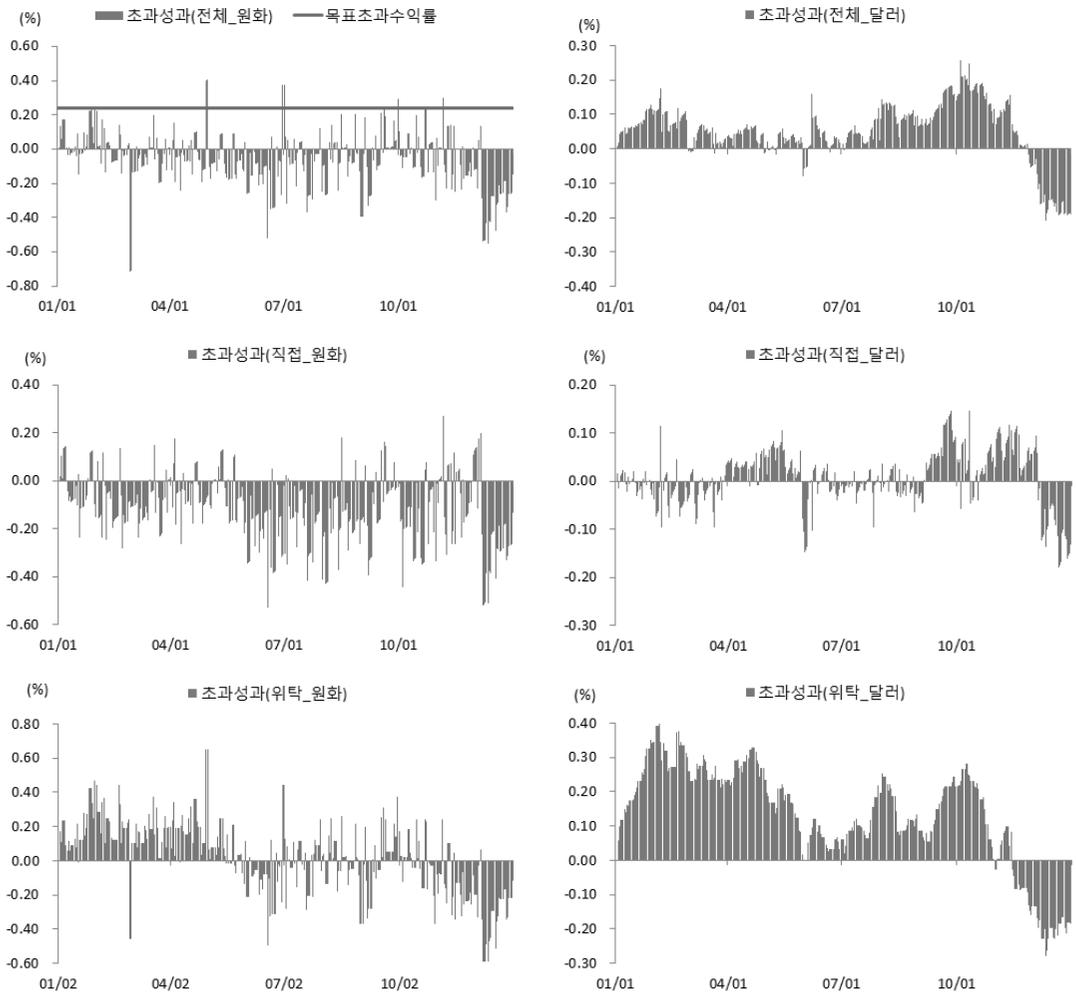
[그림Ⅲ-3] 2018년 해외채권 연간 누적 수익률 추이



- 해외채권의 수익성과는 원화기준 4.25%의 수익률을 기록하며 전략적 벤치마크 4.40% 대비 0.15%p 하회하였음

- 기금운용위원회가 의결한 2018년 기금전체 목표초과수익률(0.25%p)을 달성하기 위해 해외채권에 설정된 **목표초과수익률(0.24%p)을 하회**
- 해외채권 **직접운용 원화기준 수익률은 4.19%**이며 전술적 벤치마크 4.32% 대비 **-0.14%p인 음의 초과성과 기록**
- **위탁운용 수익률은 원화기준 4.29%**로 벤치마크 4.40%대비 **-0.12%p인 음의 초과성과 기록**
- **3년 평균 해외채권 직접운용의 초과성과는 -0.23%p, 위탁운용은 -0.03%p**를 달성하여 **전체 초과성과는 -0.12%p**로 음의 초과성과 기록

[그림Ⅲ-4] 2018년 해외채권 연간 초과수익률 추이



- 해외채권 전체의 전략적 벤치마크 대비 원화기준 초과성과(-0.15%)에 직접운용이 -0.06%p, 위탁운용이 -0.06%p 기여함
 - 해외채권 전체의 전략적 벤치마크 대비 원화기준 초과성과(-0.15%p)는 벤치마크 선택효과 -0.04%p와 전술적 벤치마크 대비 초과성과 -0.12%p로 나뉨
 - 달러기준 초과성과(-0.19%p)는 전술적 벤치마크 대비 초과성과(-0.15%p)가 대부분을 설명하며, 직접운용은 -0.06%p, 위탁운용은 -0.10%p 기여
 - 벤치마크 선택효과(-0.04%p)는 전략적 벤치마크와 전술적 벤치마크의 불일치에 의해 발생하는 초과성과 기여도로 전략적 벤치마크와 전술적 벤치마크의 차이³¹⁾에 의해 발생함
 - 전술적 벤치마크 대비 초과성과는 각 세부자산군이 자체 전술적 벤치마크에 따른 운용의 결과임
 - 그 외 설명되지 않는 기타효과는 0.01%p로 나타남

〈표Ⅲ-5〉 해외채권 전체 초과수익 기여도 분석

(단위 : %, %p)

| 구분 | 해외채권 전체 | | | 벤치마크 선택효과 | 전술적 벤치마크 대비 초과성과 기여도 | | | 기타효과 |
|------|---------|------|-------|-----------|----------------------|-------|-------|------|
| | 기금 | 전략BM | 초과성과 | | 계 | 직접 | 위탁 | |
| 원화기준 | 4.25 | 4.40 | -0.15 | -0.04 | -0.12 | -0.06 | -0.06 | 0.01 |
| 달러기준 | 1.51 | 1.70 | -0.19 | -0.03 | -0.15 | -0.06 | -0.10 | 0.01 |

- 주 1) 벤치마크 선택효과 : 기금운용위원회에서 부여한 전략적 벤치마크와 달리 기금운용본부가 자체 설정한 전술적 벤치마크가 수익률에 기여한 정도임
 2) 기여도 = (각 전술적 벤치마크 대비 초과수익률)*각 세부자산군 보유비중
 3) 반올림에 의한 단수차이가 있음

〈참고자료〉 해외채권부문 벤치마크(Benchmark: BM) 지수³²⁾

| 구분 | 적용연도 | 현재 벤치마크 지수 명 | 비고 | |
|------|-----------|------------------|--|------------------------|
| 해외채권 | 전체 액티브 | 2008년 2015.07 | Barclays Global Aggregate Index ex) Korea, Full-hedged(기타통화-USD), Partial-hedged(USD-KRW) | 전술적 BM (기금운용위원회 부여) |
| | 액티브 직접 | 2010년 | Barclays Customized Index (50%Treasuries/20%Gov-relate/30%Corp) Full-hedged(기타통화-USD), Partial-hedged(USD-KRW) | 전략적 BM (기금운용본부 설정) |
| | 액티브 위탁 | 2008년 | Barclays Global Aggregate Index ex) Korea, Full-hedged(기타통화-USD), Partial-hedged(USD-KRW) | |

- 31) 해외채권 전체는 위탁과 벤치마크가 동일하고 직접운용도 전체와 차이가 적게 나타났음
 32) 지난 2008년 성과평가결과에 따라 벤치마크와 실제 자산군 간의 괴리를 줄이도록 벤치마크를 개선하라는 기금운용위원회의 개선요망사항이 있었으며 이에 대한 개선작업의 일환으로 2009년 말에 해외채권 직접운용의 벤치마크의 구성비중이 변경되었음. 이에 따라 벤치마크의 구성을 미국채 위주의 구성에서 Global 국채로 대상범위를 넓히고 그 비중도 50%로 맞추었으며 공사채와 회사채도 Global Aggregate Index내의 AAA이상을 모두 포함하는 것이 아니라 공사채 20%와 A등급이상 회사채를 30%의 구성비로 재구성 하도록 하였음

138 2018년 국민연금 기금운용 성과평가

- 기금운용위원회가 의결³³⁾한 2018년 목표초과수익률(안)에 따라 해외채권에 배분된 목표 초과수익 달성률은 -63.0%p임
- 2009년 이후 10년간 4차례 양(+)의 초과성과를 달성한 바 있으며, 연평균 목표초과수익 달성률은 -52.0%, 누적 초과성과는 -0.17%p임

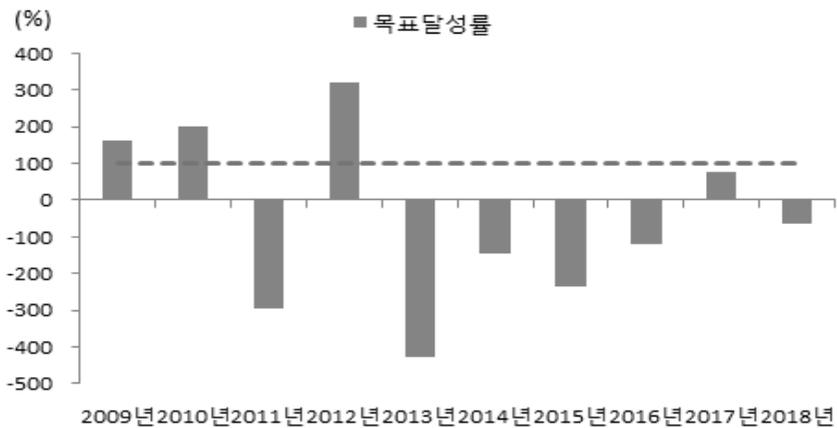
〈표Ⅲ-6〉 목표초과수익률 대비 달성현황 추이

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2009년 | 2010년 | 2011년 | 2012년 | 2013년 | 2014년 | 2015년 | 2016년 | 2017년 | 2018년 |
|-------------------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 목표초과수익률 | 0.47 | 0.52 | 0.38 | 0.38 | 0.38 | 0.30 | 0.33 | 0.33 | 0.24 | 0.24 |
| 실제초과수익률 | -0.77 | 1.05 | -1.12 | 1.22 | -1.62 | -0.44 | -0.77 | -0.39 | 0.18 | -0.15 |
| 달성률 ¹⁾ | 163.2 | 202.1 | -294.3 | 321.0 | -425.9 | -146.7 | -233.6 | -118.8 | 75.7 | -63.0 |

주 1) 달성률은 목표초과성과급 지급기준이 되며 목표대비 초과성과를 얼마나 달성했느냐를 측정함. 달성률 = 실제 초과수익률/목표초과수익률

[그림Ⅲ-5] 목표초과수익률 대비 달성현황 추이



33) 2009년부터 목표초과수익률을 공식적으로 설정하기 시작함

4. 초과성과 요인분해

1) 달러기준 수익률의 초과성과 요인분해

- 해외채권 직접운용 달러기준 수익률의 벤치마크대비 초과성과 -0.13%p는 헤지 후 환변동효과³⁴⁾, 통화별 배분효과³⁵⁾, 통화별 운용효과³⁶⁾로 나눌 수 있음
 - 통화별 운용효과는 다시 섹터배분효과, 수익률곡선(Yield Curve)효과, 종목선정효과 등으로 나눌 수 있음
 - 섹터배분효과(0.04%)과 수익률곡선효과(0.08%p)는 양(+)의 영향을 주었으나 종목선정효과는 -0.21%p로 음(-)의 영향을 주었음
 - 잔차(0.03%p)는 초과성과에서 주요 설명변수로 설명되지 않는 요인으로 적용환율 및 평가가격 차이³⁷⁾와 환헤지 적용방법 차이 등에 따른 효과임

34) 헤지 후 환변동효과(FX allocation & Hedging) : 미 달러화와 각 통화간 환율 변동 및 배분에 의해 발생하는 BM 대비 초과효과로 헤지 후 BM 대비 포지션의 환 변동에 의한 효과(hedged fx allocation)이며, 통화별 자산의 수익률과 환 변동 간 교차효과를 포함

35) 통화별 배분효과(Local Market Allocation) : 각 통화에 대한 BM 대비 AP의 배분에 의한 효과임. BM 내 각 통화별 자산의 수익률과 BM 전체 수익률과의 차이를 해당 통화에 대한 BM 대비 포트폴리오의 비중을 곱하여 산출함. BM 수익률에서 현금성 자산의 수익률은 제외함

36) 통화별 운용효과(Local Management) : 각 통화자산에 대한 BM 수익률 대비 AP수익률의 초과효과

37) 현행 기금의 해외채권(A)은 국내 채권평가사 3사의 가격 평균을 적용하고, 환율은 국내 매매기준율을 적용함. 그러나 벤치마크(D)는 인덱스 가격(Bloomberg 가격)을 적용하고, 환율은 런던환율을 적용하고 있어 해외채권 실현수익률과 벤치마크 수익률 간 초과성과에는 운용역이 의도하지 않은 적용가격과 환율적용에 의한 성과가 포함되어 있음. 이를 위해 현행 해외채권의 국내 채권평가사 3사 평균 가격 대신 수탁사 가격을 적용한 경우(B), 벤치마크와 거의 유사하게 BM 가격(인덱스 가격)과 런던환율을 적용한 수익률(C)을 산출하였음. 그 결과에 따른 초과성과는 아래와 같이 분해됨.

평가가격 및 환율적용 차이 효과

(단위 : %p)

| 구분 | 기금 | | | 벤치마크(D) | 초과성과(A-D) | 가격차이효과(A-B) | 환율차이효과(B-C) | 운용효과(C-D) |
|----------|---------|-------------|--------------|---------|-----------|-------------|-------------|-----------|
| | 현행방식(A) | 수탁사가격 적용(B) | 벤치마크 기준적용(C) | | | | | |
| 달러(헤지포함) | 1.49 | 1.43 | 1.43 | 1.62 | -0.13 | 0.06 | -0.01 | -0.19 |

즉, 해외채권 직접의 현행방식에 의한 초과성과(A-D) -0.13%p에는 가격차이에 의한 영향(A-B), 0.06%p 환율차이에 의한 영향(B-C) -0.01%p가 포함되어 있음. 벤치마크와 유사하게 가격과 환율을 적용한 경우 초과성과(C-D)는 -0.19%p로 분석됨. 다만, 정확한 가격차이효과는 현행방식에 의한 기금수익률(채권3사 가격평균에 매매 기준율 적용)과 매매기준율에 BM가격을 적용하여 산출된 수익률 차이이나 데이터의 한계에 따라 매매기준율에 수탁사가격을 적용하여 산출하였기 때문에 운용효과(C-D)에는 수탁사가격과 BM 가격 차이에 의한 일부 효과가 포함되어 있음

〈표Ⅲ-7〉 해외채권 직접운용의 초과수익 요인분해

(기준: USD 성과, 단위: %, %p)

| 초과성과 (USD hedged) | 헤지 후 환변동 | 통화별 배분효과 | 소계 | 통화별 운용효과 | | | | 잔차 | |
|----------------------|-------------|-------------|-------|----------|------------------------|-------|-------|---------------------------------|---------------------------------|
| | | | | 섹터배분 | 수익률곡선 (Yield Curve) | 종목선정 | 기타1) | 가격, 환율적용 차이 ²⁾ | 환헤지 방법 차이 등 ³⁾ |
| -0.13 | 0.00 | -0.05 | -0.11 | 0.04 | 0.08 | -0.21 | -0.02 | 0.05 | -0.02 |

주 1) 기타는 leverage, intra-day 등에 의한 차이임

2) 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

3) 잔차 중 환헤지 방법 차이는 국민연금의 환헤지 방법과 Bloomberg Port의 환헤지 방법에서의 차이, 가격 적용에서의 차이(BM가격 부재 시 국민연금은 수탁사 가격 적용하나 Barclays point는 다른 가격 적용 가능)로 추정됨

자료: Bloomberg Port, 국민연금연구원

○ 해외채권 위탁운용의 전술적 벤치마크 대비 초과성과(-0.19%p)에 Global Treasury & Gov-related가 -0.21%p, Global Unconstrained가 -0.16%p, Global Credit이 -0.03%p 기여한 것으로 분석됨

- 해외채권 전체의 전술적 벤치마크 대비 초과성과(-0.19%p)는 벤치마크 선택효과 0.28%p, 자산선택효과 -0.48%p, 기타효과 0.01%p로 나뉨
- 벤치마크 선택효과(0.28%p)는 위탁운용 전술 벤치마크와 각 유형별 벤치마크의 불일치에 의해 발생하는 초과성과 기여도임
- 자산선택효과(-0.48%)는 각 채권 유형의 배분에 따른 운용의 결과임
- 그 외 설명되지 않는 기타효과는 0.01%p임

〈표Ⅲ-8〉 해외채권 위탁운용 초과수익 기여도 분석

(단위 : %p, %)

| 해외채권 위탁운용 | | | 벤치마크 선택효과 | 각 유형별 벤치마크 대비 초과성과 기여도(자산선택효과) | | | | | | | | | | 기타 효과 |
|-----------|----------|----------|--------------|--------------------------------|---------------------------|--------------------|---------------------|--------|-------|-------|---------------|--------------|------|----------|
| 기금 | 전술 BM | 초과 성과 | | 계 | Global Trsy & Gov-rel. | Global Unconst. | Securitized /MBS | Credit | | | High Yield | Bank Loan | | |
| | | | | | | | Global | US | Euro | | | | | |
| 1.51 | 1.70 | -0.19 | 0.28 | -0.48 | -0.21 | -0.16 | -0.05 | -0.03 | -0.01 | -0.00 | -0.01 | -0.02 | 0.01 | |

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

2) 기여도 = (각 유형 벤치마크 대비 초과수익률)*각 세부자산군 보유비중

3) 반올림에 의한 단수차이가 있음

4) 헤지후 달러기준 수익률 기준임

2) 환성가에 의한 초과성과 요인분해

- 해외채권의 전략적 벤치마크 대비 초과성과(-0.15%p)는 자산운용효과(-0.19%p)와 환효과(0.04%p)³⁸⁾로 나뉨
 - 환효과는 원화환산 환율차이³⁹⁾ -0.37%p와 환헤지 효과 0.41%p로 분해됨
- 해외채권 액티브직접의 전술적 벤치마크 대비 초과수익률 -0.14%p는 자산운용효과(-0.13%p)와 환효과(-0.00%p)로 분해될 수 있음
 - 환효과 중에서도 원화환산 환율차이 -0.50%p가 환헤지 효과(0.50%p)로 전체 환효과는 -0.00%p임
- 액티브위탁의 경우 음의 초과성과 -0.12%p에서 자산운용에 의한 초과성과가 -0.19%p이고 환에 의한 효과는 0.07%p를 차지하고 있음
 - 환효과 중에서 원화환산 환율차이와 환헤지 효과가 각각 0.29%p, -0.22%p 실현하였음

〈표Ⅲ-9〉 해외채권 초과수익¹⁾의 환효과 요인분해

(단위 : %p)

| | 액티브직접 | 액티브위탁 | 해외채권액티브 |
|-----------------------------|-------|-------|---------|
| 벤치마크대비 초과수익(A+B) | -0.14 | -0.12 | -0.15 |
| 자산운용(A) | -0.13 | -0.19 | -0.19 |
| 환효과(B=ba+bb) | -0.00 | 0.07 | 0.04 |
| +원화환산환율차이(ba) ²⁾ | -0.50 | 0.29 | -0.37 |
| +환헤지 효과(bb) | 0.50 | -0.22 | 0.41 |

- 주 1) 초과수익은 직접운용 및 위탁운용의 경우 전술적 벤치마크 대비이며, 해외채권 전체는 전략적 벤치마크 대비임
 2) 표〈Ⅲ-2〉와 같은 개선이 반영된 결과임
 3) 개선 전 직접운용의 환율적용차이는 -0.11%p, 환헤지효과는 0.10%p, 위탁운용의 환율적용차이는 -3.36%p, 환헤지 효과는 -3.28%p, 해외채권 액티브 전체의 환율적용차이는 -1.72%p, 환헤지효과는 -1.68%p로 산출됨
 4) 반올림에 의한 단수차이가 있음

38) 초과수익의 환효과 요인분해는 아래 표에서와 같이 기금 대비 BM의 성과 차이에서 산출됨

〈참고〉 해외채권 성과의 환효과 분해

(단위 : %, %p)

| 구분 | 액티브직접 | | | 액티브위탁 | | | 해외채권 액티브 | | |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|
| | 기금 | BM | 초과성과 | 기금 | BM | 초과성과 | 기금 | BM | 초과성과 |
| 헤지 후 달러기준 수익률 | 1.49 | 1.62 | -0.13 | 1.51 | 1.70 | -0.19 | 1.51 | 1.70 | -0.19 |
| + 원화환산 효과 | 4.20 | 4.71 | -0.50 | 4.59 | 4.30 | 0.29 | 3.93 | 4.30 | -0.37 |
| 헤지 전 원화기준 수익률 ¹⁾ | 5.69 | 6.33 | -0.64 | 6.10 | 6.00 | 0.10 | 5.44 | 6.00 | -0.56 |
| + 환헤지 효과(USD/KRW) | -1.51 | -2.01 | 0.50 | -1.81 | -1.59 | -0.22 | -1.19 | -1.59 | 0.41 |
| 헤지 후 원화기준 수익률 | 4.19 | 4.32 | -0.14 | 4.29 | 4.40 | -0.12 | 4.25 | 4.40 | -0.15 |

- 주 1) 초과수익은 직접운용 및 위탁운용의 경우 전술적 벤치마크 대비이며, 해외채권 전체는 전략적 벤치마크 대비임
 2) 표〈Ⅲ-2〉와 같은 개선이 반영된 결과임

39) 원화환산환율 차이효과란 벤치마크에 적용되는 기준통화 환율과 기금 포트폴리오에서 사용하는 환산환율과의 차이에 의해 나타나는 초과성과 기여분임. 예를 들면 해외채권 벤치마크의 환율은 전일 런던시장 4시 기준 환율을 사용하여 지수산출이 이루어진다면 기금 포트폴리오는 국내회계법규에 따라 기준일 서울 외국환증개시장 고시 매매기준율만을 사용하도록 강제되고 있기 때문에 각 적용환율간의 차이에 의해 발생하게 되는 초과성과에 대한 기여분임

5. 위탁운용 유형별 수익률 현황

- 위탁운용의 Global Treasury & Gov-related 유형은 유로지역 주변국을 중심으로 금리가 하락한 가운데 미국 기준금리가 4차례 인상되며 2.32%의 절대성과 달성, 나머지 유형은 위탁운용 전체보다 낮은 수익률 실현
- Global Unconstrained⁴⁰⁾유형은 연초 이후 신용스프레드가 확대되며 -0.22%의 저조한 성과 기록
- High Yield(US)⁴¹⁾과 Bank loan⁴²⁾은 고평가된 가격부담과 주요국 중앙은행의 유동성 축소에 따른 비우량 채권 시장의 변동성 확대에 선제적으로 대응하고자 4월 전액 회수, 이후 회수자금을 US Credit에 집행
- Credit 유형은 신용물의 유동성 축소 및 경기둔화 우려로 Global Credit과 US Credit은 음(-)의 성과를 실현한 반면, Euro 지역의 정치적 불안정성 확대로 신용물 금리가 하락하며 Euro Credit은 1.17% 기록
- Global Securitized⁴³⁾ 유형은 연중 음(-)의 성과를 기록하였으나 연말 상업용 부동산 가격 상승세와 수급 여건의 개선으로 0.89%를 실현
- 위탁운용 초과수익에 연말 미국 경기지표 둔화 가운데 미중 무역분쟁 및 유럽 정치 이슈에 따른 안전자산 선호로 Global Treasury & Gov-related 유형에서 해외채권 위탁의 전술적 벤치마크(1.70%) 대비 초과성과 달성
 - 경기 둔화로 연초 이후 신용스프레드 확대 가운데 벤치마크 대비 신용물 비중 상회의 결과 Credit 유형의 저조한 초과성과 실현
 - 벤치마크 대비 초과수익 성과가 저조했던 Global Securitized 유형과 Bank Loan 유형에서 2017년도에 이어 음의 기여
 - 전액 회수된 High Yield(US) 유형의 전술BM 대비 초과성과는 -3.51%p 실현하였으나 보유비중이 낮아 기여도는 -0.06%p임

40) 시장 환경에 중립적으로 목표 수익을 창출할 수 있도록 유연한 투자가이드라인(목표 수익률 및 변동성)을 설정하여 위험관리함

41) 신용평가등급이 낮은 반면 수익률이 높은 고수익 상품에 투자함

42) 시장 금리에 연동하여 지급 이자가 결정(Libor+a)되는 변동금리 상품으로서 금리상승기에 수익률 제고 기여 가능. 2016년 투자 개시하였으며 신용등급이 낮은 미국 기업 대출에 간접투자

43) MBS 등 자산유동화 증권에 투자하며 주택 등 자산을 담보로 발행된 상품에 투자함

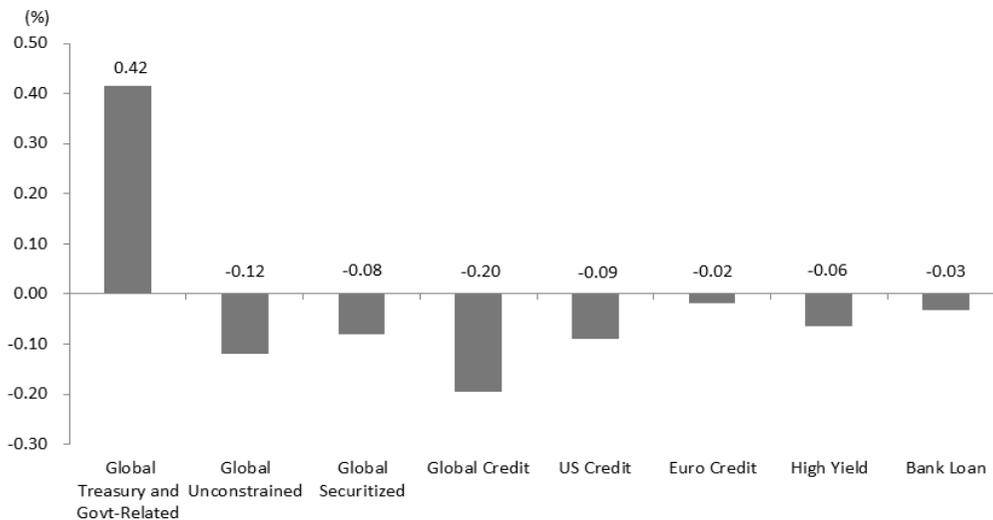
〈표Ⅲ-10〉 해외채권 위탁운용 유형별 수익률¹⁾ 현황

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2017 | | | | 2018 | | | | |
|-------------------------------|--------|------|--------------------|-------------------|-------|-------|--------------------|-------------------|-------|
| | 기금 | | 초과수익 ²⁾ | | 기금 | | 초과수익 ²⁾ | | |
| | 성과 | 기여도 | 성과 | 기여도 ³⁾ | 성과 | 기여도 | 성과 | 기여도 ³⁾ | |
| Global Treasury & Gov-related | 2.76 | 1.74 | -0.31 | -0.20 | 2.32 | 1.55 | 0.62 | 0.42 | |
| Global Unconstrained | 3.81 | 0.32 | 0.74 | 0.06 | -0.22 | -0.01 | -1.92 | -0.12 | |
| Global securitized/MBS | 2.66 | 0.23 | -0.41 | -0.4 | 0.89 | 0.09 | -0.81 | -0.08 | |
| Credit | Global | 6.38 | 0.33 | 3.31 | 0.17 | -1.47 | -0.09 | -3.17 | -0.20 |
| | U.S. | 6.70 | 0.13 | 3.63 | 0.07 | -2.78 | -0.06 | -4.48 | -0.09 |
| | Euro | 6.74 | 0.35 | 3.67 | 0.19 | 1.17 | 0.04 | -0.53 | -0.02 |
| High Yield (US) | 6.11 | 0.34 | 3.04 | 0.13 | -1.81 | -0.04 | -3.51 | -0.06 | |
| Bank loan | 3.01 | 0.06 | -0.06 | -0.00 | 0.50 | 0.01 | -1.20 | -0.03 | |
| 해외위탁채권 계 | 3.48 | 3.48 | 0.40 | 0.40 | 1.51 | 1.51 | -0.19 | -0.19 | |

- 주 1) 위 표의 위탁운용유형별 수익률은 모두 달러 헤지 포함 기준 수익률임
- 2) 초과수익은 해외채권 위탁운용 벤치마크 대비 초과수익임
- 3) 기금의 유형별 절대수익률 기여도는 (각 유형 전년도 말 비중)*(각 유형 성과)로 계산되며, 초과수익에 대한 기여도는 (각 유형 전년도 말 비중)*(각 유형 성과-위탁전체BM)으로 계산됨
- 4) 기금운용본부 내부보고서 등을 참조하여 작성함

[그림Ⅲ-6] 해외채권 위탁운용 유형별 초과수익 기여도



- 주 1) 달러화 기준 유형별 보유비중에 따른 초과수익에 대한 기여도임
- 2) 기여도= (유형별 성과 - 위탁전체벤치마크)*2016년말유형비중

- 위탁운용의 전략적 벤치마크 대비 초과성과(-0.19%p)에는 운용사선정효과가 -0.48%p의 음(-)의 기여를 하였음
 - 저조한 운용사선정효과는 24개 운용사⁴⁴⁾ 중 21개 운용사가 음(-)의 초과성과 실현에 기인
 - Global Treasury and Gov-Related 유형의 BM 대비 비중 상회 가운데 연말 성과 개선되며 위탁운용 유형배분효과는 0.27%p의 양(+)의 기여
 - 매매에 의한 효과 등의 설명되지 않는 기타효과는 0.02%p임

〈표 III-11〉 해외채권 위탁운용 유형별 초과성과 요인분해

(단위: USD, %p)

| 해외채권 위탁운용 | | | 초과성과 요인 | | |
|-----------|------|-------|---------|--------|------|
| 기금 | 벤치마크 | 초과성과 | 운용사선정효과 | 유형배분효과 | 기타 |
| 1.51 | 1.70 | -0.19 | -0.48 | 0.27 | 0.02 |

- 주 1) 위탁운용 유형별 수익률은 달러 헤지 포함 기준 수익률임
- 2) 초과수익은 해외채권 전체 벤치마크 대비 초과수익임
- 3) 반올림에 의한 단수차이가 있음
- 4) 기금운용본부 내부보고서 등을 참조하여 작성함

44) Bank Loan과 High Yield(US) 포함

제3절 위험분석

1. 총 위험

- 월간수익률의 실현변동성(과거수익률의 표준편차)으로 측정된 해외채권의 원화기준 총 위험은 전년도 2.35%에서 4.05%로 증가하였음
 - 2018년은 미국 기준금리가 점진적으로 인상된 가운데 미중 무역분쟁, 유럽지역 정치 이슈 등의 영향으로 총 위험이 전년도 대비 증가
 - 직접운용의 경우 전년도(2.50%)에서 4.34%로, 위탁운용의 경우 전년도(2.29%)에서 3.88%로 증가
 - 성과가 저조하였던 위탁운용 EMD 유형 2015년 전액 회수된 이후 2016년부터 직접운용 대비 낮은 변동성으로 운용되고 있으며 이는 위탁운용의 만기 및 신용등급 등 분산효과에 기인함
 - 달러기준으로도 해외채권 총 위험은 1.94%로 연중 원-달러 환해지의 점진적 오픈 이후 원화기준 수익률 총 위험의 증가폭이 확대

〈표Ⅲ-12〉 해외채권 운용별 총 위험

(단위 : %)

| 구분 | 2014 | | 2015 | | 2016 | | 2017 | | 2018 | | 3년 평균 | | 5년 평균 | | 10년 평균 | | |
|----|------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|------|-------|------|--------|------|------|
| | 기금 | BM | 기금 | BM | 기금 | BM | 기금 | BM | 기금 | BM | 기금 | BM | 기금 | BM | 기금 | BM | |
| 직접 | 원화 | 1.28 | 1.70 | 2.52 | 2.77 | 3.42 | 3.49 | 2.50 | 2.63 | 4.34 | 4.51 | 3.44 | 3.57 | 3.02 | 3.17 | 2.95 | 3.26 |
| | 달러 ¹⁾ | 1.35 | 1.68 | 2.43 | 2.71 | 3.30 | 3.39 | 1.96 | 1.85 | 2.12 | 2.27 | 2.47 | 2.53 | 2.33 | 2.45 | 3.15 | 2.79 |
| 위탁 | 원화 | 1.63 | 1.78 | 3.18 | 2.96 | 3.14 | 3.45 | 2.29 | 2.29 | 3.88 | 4.02 | 3.12 | 3.29 | 2.95 | 3.04 | 2.93 | 2.79 |
| | 달러 | 1.62 | 1.72 | 3.16 | 2.90 | 3.08 | 3.36 | 1.32 | 1.64 | 1.90 | 2.07 | 2.18 | 2.41 | 2.36 | 2.44 | 2.58 | 2.45 |
| 전체 | 원화 | 1.44 | 1.78 | 2.84 | 2.96 | 3.19 | 3.45 | 2.35 | 2.29 | 4.05 | 4.02 | 3.22 | 3.29 | 2.94 | 3.04 | 2.78 | 2.79 |
| | 달러 ¹⁾ | 1.47 | 1.72 | 2.78 | 2.90 | 3.11 | 3.36 | 1.59 | 1.64 | 1.94 | 2.07 | 2.26 | 2.41 | 2.29 | 2.44 | 2.80 | 2.45 |

주 1) 2013년까지는 달러 헤지 미포함 기준 수익률이며, 2014년 이후는 달러 헤지 포함 기준 수익률임

2) 총 위험은 표준편차로 계산하였으며, 월단위의 수익률을 이용하여 계산한 후 연율화 한 것임

- 해외채권 원화기준 전체 수익률의 변동성은 4.05%로 벤치마크(4.02%) 대비 0.03%p 높은 수준을 나타냄
 - 직접운용의 원화기준 총 위험은 4.34%로 벤치마크 대비 0.17%p 낮았으며, 위탁운용의 총 위험도 3.88%로 벤치마크 대비 0.14%p 낮은 수준임
 - 위탁운용 EMD 유형 2015년 전액 회수된 이후인 최근 3년(2016년~2018년)간 해외채권 직접운용의 경우 원화기준과 달러기준에서 모두 위탁운용 대비 높은 변동성을 부담하였으며

절대수익률에서 **저조한 성과를** 나타냈고 있어 그 원인이 구조적인 요인에 의한 것인지 진단이 필요함

2. 위험조정수익률

- 해외채권부문의 위험을 감안한 위험조정성과인 **수정샤프비율**은 무위험 이자율 대비 **수익률이 높아지며 전년도 대비 상승 반전**
 - 국채 3년 무위험 이자율보다 해외채권 원화 수익률이 높게 달성되면서 수정샤프비율은 양의 수치를 나타냄
 - 해외채권 직접운용의 수정샤프비율은 0.48로 직접운용의 벤치마크(0.49) 대비 0.01 낮은 성과를 기록하였음
 - 위탁운용의 수정샤프비율은 직접운용보다 높은 0.56으로 벤치마크(0.57) 대비 0.01 낮은 성과를 실현함⁴⁵⁾

〈표Ⅲ-13〉 해외채권 운용별 수정샤프비율

| 구분 | 2014 | | 2015 | | 2016 | | 2017 | | 2018 | | 3년 평균 | | 5년 평균 | | 10년 평균 | | |
|----|------------------|------|------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|-------|------|--------|------|------|
| | 기금 | BM | 기금 | BM | 기금 | BM | 기금 | BM | 기금 | BM | 기금 | BM | 기금 | BM | 기금 | BM | |
| 직접 | 원화 | 5.37 | 3.84 | 0.08 | 0.18 | 0.72 | 0.89 | -0.04 | -0.05 | 0.48 | 0.49 | 0.27 | 0.33 | 0.65 | 0.66 | 0.56 | 0.38 |
| | 달러 ¹⁾ | 3.43 | 2.67 | -0.03 | -0.02 | 0.60 | 0.79 | 0.73 | 0.68 | -0.01 | -0.01 | 0.38 | 0.46 | 0.54 | 0.58 | 0.09 | 0.07 |
| 위탁 | 원화 | 3.95 | 3.97 | -0.02 | 0.17 | 0.86 | 0.86 | -0.03 | -0.04 | 0.56 | 0.57 | 0.36 | 0.35 | 0.61 | 0.71 | 0.75 | 0.78 |
| | 달러 | 2.76 | 2.91 | -0.06 | -0.02 | 0.79 | 0.76 | 1.27 | 0.78 | -0.01 | -0.01 | 0.54 | 0.47 | 0.52 | 0.61 | 0.42 | 0.44 |
| 전체 | 원화 | 4.62 | 3.97 | -0.01 | 0.17 | 0.81 | 0.86 | -0.04 | -0.04 | 0.53 | 0.57 | 0.32 | 0.35 | 0.63 | 0.71 | 0.68 | 0.78 |
| | 달러 ¹⁾ | 3.10 | 2.91 | -0.04 | -0.02 | 0.71 | 0.76 | 0.99 | 0.78 | -0.01 | -0.01 | 0.47 | 0.47 | 0.54 | 0.61 | 0.22 | 0.44 |

주 1) 2013년까지는 달러 헤지 미포함 기준 수익률이며, 2014년 이후는 달러 헤지 포함 기준 수익률임
 2) 샤프비율은 월간수익률로 측정함
 3) 음의 값은 수정샤프비율 방식으로 측정함

45) 2008년 금융위기 이후 저금리 기조에 의해 해외부문 기준금리는 국채 3년물물리에 비해 매우 낮게 형성됨. 해외채권 자산운용의 위험 조정 성과를 반영하기 위해서 해당 국가 무위험이자율을 사용한 수정샤프비율을 산출하여 분석 하여야 국채 3년 이자율을 사용할 경우 나타날 수 있는 환요인 등에 따른 희석효과를 배제할 수 있음. 아래 표는 미국채 3년물물리를 무위험 이자율로 사용한 해외채권 자산별 샤프비율임

| 미국채 3년물 기준 | 2017년 | | 2018년 | | 3년 평균 | | 5년 평균 | |
|------------|-------|------|-------|-------|-------|------|-------|------|
| | 기금 | BM | 기금 | BM | 기금 | BM | 기금 | BM |
| 직접 | 0.85 | 0.81 | -0.02 | -0.02 | 0.40 | 0.48 | 0.77 | 0.79 |
| 위탁 | 1.44 | 0.92 | -0.02 | -0.02 | 0.56 | 0.49 | 0.74 | 0.83 |
| 전체 | 1.13 | 0.92 | -0.02 | -0.02 | 0.50 | 0.49 | 0.77 | 0.83 |

미국채 3년물물리를 사용한 2018년 수정샤프비율은 국채 3년물물리를 사용한 원화 샤프비율에 비해 낮게 나타남.

○ 체계적 위험 대비 초과수익을 측정하는 트레이너지수 역시 무위험이자율에 비해 높은 성과에 따라 양(+)으로 상승

- 해외채권의 트레이너지수는 전년도 -1.59%p에서 2.36%p로 상승 반전하였으며 해외채권 전체 벤치마크(2.30%) 대비 높은 수준임⁴⁶⁾

〈표Ⅲ-14〉 해외채권 운용별 트레이너지수¹⁾ 추이

(단위 : %p)

| 구분 | 2016 | | | 2017 | | | 2018 | | | 3년 평균 | | | 5년 평균 | | | 10년 평균 | | | |
|----|------------------|------|------|------|------|-------|-------|------|-------|-------|------|------|-------|------|------|--------|------|------|------|
| | 베타 | 기금 | BM | 베타 | 기금 | BM | 베타 | 기금 | BM | 베타 | 기금 | BM | 베타 | 기금 | BM | 베타 | 기금 | BM | |
| 직접 | 원화 | 0.98 | 2.54 | 3.11 | 0.94 | -1.82 | -1.77 | 0.96 | 2.18 | 2.22 | 0.96 | 0.98 | 1.17 | 0.94 | 2.07 | 2.08 | 0.68 | 2.43 | 1.25 |
| | 달러 ¹⁾ | 0.97 | 2.03 | 2.69 | 1.06 | 1.36 | 1.26 | 0.93 | -0.66 | -0.48 | 0.97 | 0.96 | 1.15 | 0.94 | 1.33 | 1.41 | 0.98 | 0.30 | 0.19 |
| 위탁 | 원화 | 0.86 | 3.16 | 2.96 | 0.95 | -1.55 | -1.76 | 0.86 | 2.56 | 2.30 | 0.87 | 1.29 | 1.15 | 0.90 | 2.01 | 2.17 | 0.96 | 2.29 | 2.19 |
| | 달러 | 0.86 | 2.85 | 2.54 | 0.80 | 2.11 | 1.27 | 0.89 | -0.66 | -0.40 | 0.86 | 1.37 | 1.13 | 0.91 | 1.34 | 1.50 | 0.98 | 1.10 | 1.07 |
| 전체 | 원화 | 0.91 | 2.83 | 2.96 | 0.99 | -1.59 | -1.76 | 0.91 | 2.36 | 2.30 | 0.92 | 1.12 | 1.15 | 0.92 | 2.03 | 2.17 | 0.90 | 2.11 | 2.19 |
| | 달러 ¹⁾ | 0.91 | 2.45 | 2.54 | 0.96 | 1.64 | 1.27 | 0.92 | -0.63 | -0.40 | 0.92 | 1.15 | 1.13 | 0.91 | 1.34 | 1.50 | 1.02 | 0.60 | 1.07 |

주 1) 2013년까지는 달러 헤지 미포함 기준 수익률이며, 2014년 이후는 달러 헤지 포함 기준 수익률임
 2) 트레이너지수는 월간수익률로 측정된 것임

○ 적극적 운용에 대한 위험조정성과를 측정하기 위한 정보비율은 해외채권의 낮은 초과 수익률에 따라 전년도 대비 음(-)의 성과를 기록함

- 해외채권 전체 IR은 전년도 0.31에서 -0.09로, 직접운용은 전년도 0.15에서 -0.26으로, 위탁운용은 전년도 0.40에서 -0.06으로 효율성이 감소하였음

46) 2008년 금융위기 이후 저금리 기조에 의해 해외부문 기준금리가 국채 3년물에 비해 매우 낮게 형성됨. 해외채권 자산운용의 체계적 위험 대비 초과수익을 측정하기 위해서 해당 국가 무위험이자율을 사용한 트레이너 지수를 산출하여 분석하여야 국채 3년 이자율을 사용할 경우 나타날 수 있는 환요인 등에 따른 희석효과를 배제할 수 있음. 아래 표는 미국채 3년물을 무위험 이자율로 사용한 해외채권 자산별 트레이너 지수임

| 미국채 3년물 기준 | 2017년 | | | 2018년 | | | 3년 평균 | | | 5년 평균 | | |
|---------------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|------|-------|------|------|
| | 베타 | 기금 | BM | 베타 | 기금 | BM | 베타 | 기금 | BM | 베타 | 기금 | BM |
| 직접 | 1.06 | 1.58 | 1.49 | 0.98 | -1.22 | -1.00 | 0.97 | 1.01 | 1.21 | 0.94 | 1.91 | 1.94 |
| 위탁 | 0.80 | 2.40 | 1.50 | 0.89 | -1.25 | -0.92 | 0.86 | 1.43 | 1.19 | 0.91 | 1.93 | 2.03 |
| 전체 | 0.96 | 1.88 | 1.50 | 0.92 | -1.19 | -0.92 | 0.92 | 1.21 | 1.19 | 0.91 | 1.93 | 2.03 |

미국채 3년물을 사용한 2018년 트레이너지수는 국채 3년물을 사용한 원화 트레이너지수에 비해 낮게 나타남. 트레이너 지수는 벤치마크에 대한 민감도(베타)로 무위험자산 대비 프리미엄을 나눈 값이며 베타의 절대 값이 1 보다 작을 경우, 즉 시장요인에서 벗어나는 전략을 구사하는 경우 그 값이 증폭됨

148 2018년 국민연금 기금운용 성과평가

- 2018년 해외채권의 액티브위험(TE)은 1.76%이며 해외채권 직접운용 TE는 0.51%, 위탁 운용의 TE는 1.87% 수준임
- 직접운용은 위탁운용 대비 더 낮은 액티브위험을 부담하였으며, 초과성과가 저조하여 IR이 상대적으로 낮았음
- 기금운용위원회가 의결한 2018년 목표초과수익률(안)에 따라 자산별로 배분된 **해외채권 액티브위험**은 환위험을 포함하지 않았을 경우 **0.74%임**
 - 환위험을 포함한 전체 목표 액티브위험은 0.74%, 목표초과수익률(α)은 0.24%임
 - 2018년 말 기준 전체 해외채권은 벤치마크 대비 -0.15%p의 초과성과로 목표초과수익률은 달성하지 못했고, 실제 액티브위험은 환위험을 포함한 원화기준 1.76%로 배분된 액티브 위험(0.74%) 대비 237.8% 소진
 - 2018년 말 기준 **해외채권의 IR값은 -0.09로 액티브위험 배분 시 가정한 0.32를 하회**

〈표Ⅲ-15〉 해외채권 운용별 정보비율(IR) 및 추적오차(TE) 추이

(단위 : IR-비율, TE-%)

| 구분 | | | '14 | '15 | '16 | '17 | '18 | 3년 평균 ('16~'18) | 5년 평균 ('14~'18) | 10년 평균 ('09~'18) |
|----|------------------|----|-------|-------|-------|------|-------|-----------------|-----------------|------------------|
| 직접 | 원화 | IR | 0.57 | -0.58 | -1.68 | 0.15 | -0.26 | -0.53 | -0.27 | 0.18 |
| | | TE | 0.63 | 0.51 | 0.38 | 0.43 | 0.51 | 0.44 | 0.49 | 2.20 |
| | 달러 ¹⁾ | IR | 0.25 | -0.46 | -1.98 | 0.88 | -0.40 | -0.71 | -0.37 | 0.07 |
| | | TE | 0.59 | 0.53 | 0.36 | 0.20 | 0.32 | 0.31 | 0.42 | 1.55 |
| 위탁 | 원화 | IR | -0.83 | -0.98 | -0.22 | 0.40 | -0.06 | -0.02 | -0.31 | 0.01 |
| | | TE | 0.77 | 1.13 | 1.16 | 0.69 | 1.87 | 1.29 | 1.16 | 1.22 |
| | 달러 | IR | -0.74 | -0.84 | -0.08 | 0.99 | -0.32 | 0.05 | -0.33 | 0.01 |
| | | TE | 0.74 | 1.16 | 1.18 | 0.41 | 0.58 | 0.78 | 0.85 | 0.95 |
| 전체 | 원화 | IR | -0.60 | -1.07 | -0.58 | 0.31 | -0.09 | -0.11 | -0.32 | -0.24 |
| | | TE | 0.73 | 0.72 | 0.67 | 0.59 | 1.76 | 1.11 | 0.96 | 1.22 |
| | 달러 ¹⁾ | IR | -0.63 | -0.91 | -0.48 | 1.09 | -0.61 | -0.16 | -0.47 | -0.36 |
| | | TE | 0.76 | 0.74 | 0.68 | 0.28 | 0.31 | 0.45 | 0.58 | 1.26 |

주 1) 2013년까지는 달러 헤지 미포함 기준 수익률이며, 2014년 이후는 달러 헤지 포함 기준 수익률임

제4절 포트폴리오 분석

1. 해외채권투자 규모 및 현황

- 2018년 12월 말 해외채권부문 투자금액은 26조 5,876억 원으로 2017년 말 23조 2,741억 원 대비 3조 3,135억 원 증가하였음
 - 직접운용 규모는 10조 8,339억 원으로 전년도 대비 3,550억 원 증가하였고, 전체 금융부문 대비 비중이 1.7%로 전년도 수준 유지
 - 해외채권 위탁운용 규모는 15조 7,538억 원으로 전년도 대비 2조 9,586억 원 증가하여 전체 금융부문 대비 비중이 2.5%로 전년도 대비 0.4%p 증가하였고, 이러한 증가는 Global Treasury & Gov-related 유형, Unconstrained 유형, US Credit 유형 등에서 신규 투자 증가가 견인
 - 원/달러 환율 상승에 따른 원화기준 시가평가액 증가와 상대적으로 주식부문의 비중이 감소하며 기금 내 해외채권 비중이 전년도 대비 확대
 - 2018년 12월 말 위탁비중은 55.0% 차지하며 연중 목표범위(50~70%)를 준수

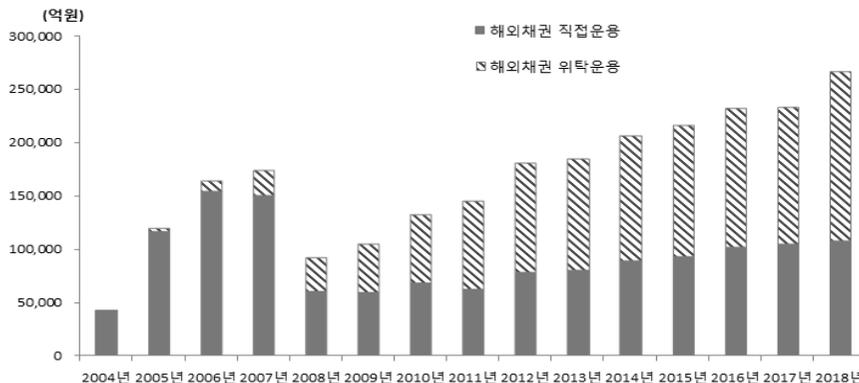
〈표Ⅲ-16〉 해외채권 투자현황

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 2014년 | | 2015년 | | 2016년 | | 2017년 | | 2018년 | |
|------|---------|-----|---------|-----|---------|-----|---------|-----|---------|-----|
| | 규모 | 비중 |
| 해외채권 | 205,868 | 4.4 | 215,815 | 4.2 | 232,155 | 4.2 | 232,741 | 3.7 | 265,876 | 4.2 |
| 직접 | 88,840 | 1.9 | 93,704 | 1.8 | 101,825 | 1.8 | 104,789 | 1.7 | 108,339 | 1.7 |
| 위탁 | 117,027 | 2.5 | 122,110 | 2.4 | 130,329 | 2.3 | 127,952 | 2.1 | 157,538 | 2.5 |

- 주 1) 비중은 전체금융자산 대비 비중임
- 2) 반올림에 의한 단수차이 존재함

[그림Ⅲ-7] 해외채권 투자 추이



- 해외채권 전체 투자금액은 위탁운용의 신규투자, 금리상승에 의한 평가이익이 발생하며 전년도 대비 증가

〈표Ⅲ-17〉 2018년 해외채권부문 투자금액 증감 요인 분석

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 직접운용 | | 위탁운용 | | 해외채권 전체 | | |
|----------------------------|-------|-------|---------|--------|---------|-------|------|
| | 규모 | 비중 | 규모 | 비중 | 규모 | 비중 | |
| 1. 신규투자 | -966 | -27.2 | 22,940 | 77.5 | 21,973 | 65.2 | |
| 2. 평가손익 | 2,869 | 80.8 | 7,749 | 26.2 | 10,617 | 31.5 | |
| 3. 이자 및 실현손익 ¹⁾ | 0 | 0.0 | 1,005 | 3.4 | 1,005 | 3.0 | |
| 4. 외화관련 손익 ²⁾ | 환손익 | -177 | -5.0 | 199 | 0.7 | 22 | 0.1 |
| | 환헤지손익 | 1,824 | 51.4 | -2,307 | -7.8 | -483 | -1.4 |
| | 소계 | 1,647 | 46.4 | -2,108 | -7.1 | -461 | -1.4 |
| 합계('18년 증가분) | 3,549 | 100.0 | 295,856 | 100.0 | 33,722 | 100.0 | |

- 주 1) 직접운용의 매매손익과 이자수익 등의 실현손익은 단기자금으로 회수되어 직접운용의 투자규모의 증감에 영향을 주지 않아 증감요인 분석에서 제외하였고, 위탁운용의 경우 위탁사의 위탁운용 순자산(NAV)에 포함되므로 증감요인분석에 반영함. 다만 수익률 산출 시에 직접 및 위탁 운용 모두 실현손익을 반영.
- 2) 외화관련 손익은 환손익과 환헤지손익으로 구성되며, 환손익은 예금통장의 입출금에서 발생하는 금액차이로 〈표Ⅲ-2〉의 원화환산효과 중 일부는 평가손익이나 실현손익에 포함될 수 있어 원화환산효과와 비교 해석에 유의가 필요함

- 해외채권 전체를 보면 **환변동성이 증가**하며 **외화관련 손실은 461억 원**이었으며, 일부 환손익은 평가손익 및 실현손익에 포함되어 환손익 효과가 희석되었음⁴⁷⁾
- 2018년 미국 기준금리의 점진적 인상에도 불구하고 **연말 전반적으로 시장금리가 하락**하며 **양(+)**의 실현손익과 **양(+)**의 평가손익이 발생

47) 2018년 해외채권 헤지 전 원화기준 전체 수익률은 5.44%, 직접운용 4.59%, 위탁운용 6.10%임. 해외채권 전체에서 평가손익은 헤지효과가 반영되지 않은 원화기준 수익을 반영하기 때문에 양(+)⁴⁷⁾의 값이며, 외화관련 손익에서 헤지효과가 모두 반영되어 헤지 후 원화기준 수익률은 음(-)의 값을 나타냄. 평가손익 및 외화관련 손익에 대한 해석에 유의할 필요가 있음. 해외채권 성과에 대한 환효과는 〈표Ⅲ-2〉 해외채권 성과요인 참조

2. 종류별 보유현황

- 2018년 해외채권은 스프레드 변동성이 높은 시장 상황을 감안하여 국공채인 Treasury 및 Gov-related 종류에 추가 자금을 집행하였음
- 해외채권은 2018년 말 Treasury 및 Gov-related 종류 비중이 전년도(67.9%) 대비 3.3%p 확대되며 71.2%를 차지함
 - 해외채권은 전략적 벤치마크 대비 Treasury, Securitized 비중은 낮고 Gov-related, 회사채의 비중은 높음
- 미국 기준금리 인상으로 연중 채권 시장 금리가 상승한 가운데 연말 시장금리가 일시적으로 하락하며 해외채권의 Treasury 비중 확대는 초과성과에 양(+)의 영향을 미침
- 연초 대비 신용 스프레드의 확대 가운데 Corporate의 벤치마크 대비 비중 상회는 초과 성과에 음(-)의 영향을 미침
 - 직접운용 내의 외화표시 한국채권 비중은 2015년 3.5%에서 2016년 1.3%로 감소된 이후 2018년 1.1%로 감소
 - 현재 직접운용의 종류별 비중은 전략적 벤치마크 대비 Treasury 비중은 낮고 Gov-related, Corporate 비중은 높은 상황임
 - 해외채권 직접운용의 전술적 벤치마크는 Treasury 50%, Gov-related 20%, Corporate 비중이 30%로 구성되어 있음
- 위탁운용은 높은 가격에 대한 부담으로 상대적인 가치가 낮아지고 있는 Corporate 종류에 대해 전년도 대비 비중 축소
 - 위탁운용은 전략적 벤치마크 대비 Treasury, Gov-related 비중은 높고 Securitized, Corporate의 비중은 낮음
 - 연초 계획대로 Securitized 종류의 비중이 확대된 가운데 미 기준금리 인상에도 불구하고 연말 미국 내 상업용 부동산 가격 상승과 수급 여건 개선으로 성과에 양(+)의 영향을 미침

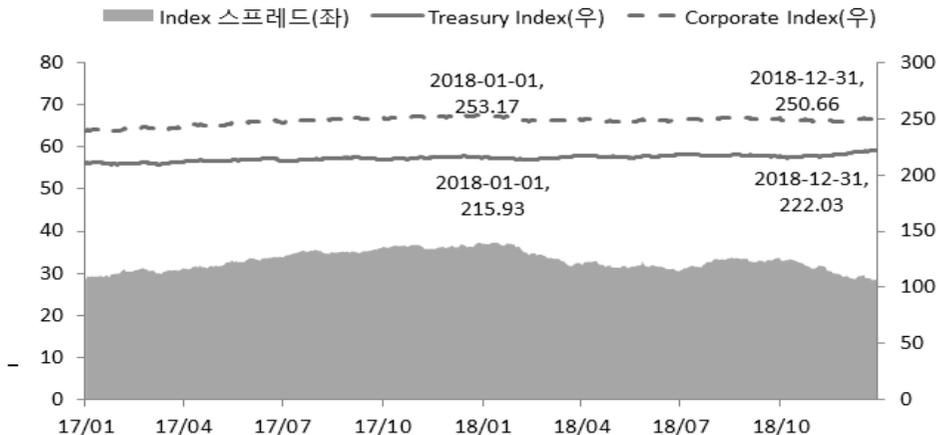
〈표Ⅲ-18〉 해외채권 종류별 보유현황¹⁾

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 종류 | 2017년 | | | | | | | | 2018년 | | | | | | | |
|----------|---------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------------|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------------|----------------------|
| | | 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 | | |
| 해외 채권 | Treasury ²⁾ | 36,737 | 35.3 | 59,768 | 53.9 | 96,505 | 44.9 | 50.0 | 53.7 | 46,045 | 42.4 | 72,601 | 56.3 | 118,646 | 49.9 | 50.0 | 54.4 |
| | Gov-related ³⁾ | 28,384 | 27.3 | 20,962 | 18.9 | 49,346 | 23.0 | 20.0 | 12.1 | 27,943 | 25.7 | 22,644 | 17.6 | 50,587 | 21.3 | 20.0 | 11.7 |
| | Corporate ⁴⁾ | 37,675 | 36.2 | 18,999 | 17.1 | 56,674 | 26.4 | 30.0 | 19.0 | 33,986 | 31.3 | 21,344 | 16.5 | 55,331 | 23.3 | 30.0 | 18.6 |
| | Securitized ⁵⁾ | - | - | 10,969 | 9.9 | 10,969 | 5.1 | - | 15.2 | - | - | 12,402 | 9.6 | 12,402 | 5.2 | - | 15.4 |
| | 기타 | - | - | 211 | 0.2 | 211 | 0.1 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| | 계 | | 102,796 | 98.9 | 110,908 | 100.0 | 213,704 | 99.5 | 100.0 | 100.0 | 107,975 | 99.4 | 128,991 | 100.0 | 236,966 | 99.7 | 100.0 |
| 국내 채권 | 국채 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| | 금융채 | 500 | 0.5 | - | - | 500 | 0.2 | - | - | 499 | 0.5 | - | - | 499 | 0.2 | - | - |
| | 특수채 | 393 | 0.4 | - | - | 393 | 0.2 | - | - | 133 | 0.1 | - | - | 133 | 0.1 | - | - |
| | 회사채 | 285 | 0.3 | - | - | 285 | 0.1 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| | 계 | | 1,178 | 1.1 | - | - | 1,178 | 0.5 | - | - | 632 | 0.6 | - | - | 632 | - | - |
| 전체 계 | | 103,974 | 100.0 | 110,908 | 100.0 | 214,882 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 108,607 | 100.0 | 128,991 | 100.0 | 237,598 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |

- 주 1) 위 표의 보유금액은 환헤지 관련 파생상품 및 현금성 자산을 감안하지 않은 금액임
- 2) 자국통화로 발행되는 국채
- 3) 외국 통화로 발행하는 국채, 지방정부채, 국제기구채
- 4) 회사채(industrial, Financial)
- 5) MBS 등 유동화 증권
- 6) 기금운용본부 내부보고서 등을 참조하여 재작성함

〔그림Ⅲ-8〕 해외채권 Treasury, Corporate Index 및 Index 스프레드



주) Treasury Index와 Corporate Index간 차이인 Index 스프레드의 축소는 Treasury 성과에 비해 Corporate의 성과가 상대적으로 저조해짐을 의미함
 자료) 블룸버그 Barclays Global Aggregate Treasury Index, Barclays Global Aggregate Corporate Index

3. 만기별 보유현황

- 해외채권은 금리인상에 대응하기 위해 7년 이상 장기물의 비중을 지난해 45.6%에서 43.4%로 축소함
 - 미국 기준금리 인상 경로가 사전에 공개되며 전년도 대비 장기물 보유 비중이 축소함
 - 직접운용의 경우 장기물 비중이 감소(7년 이상 전년도 42.9% → 40.3%)한 반면 단기물 비중이 증가(3년 미만 전년도 21.4% → 23.9%)함
 - 위탁운용의 경우 장기물 비중이 감소(7년 이상 전년도 48.1% → 46.2%)한 반면 단기물 비중이 증가(3년 미만 전년도 22.3% → 23.0%)함
 - 10년 이상 장기물 비중은 직접운용의 경우 전년도 26.4%에서 24.0%로 감소되며 위탁운용(전년도 30.0% → 30.7%)과 대조적인 구성을 보임
 - 직접운용의 7년 이상 장기물 비중은 종류별로 전년도 대비 Treasury에서 증가한 반면 회사채 및 Securitized에서 각각 1.04%p, 1.24%p 감소
 - 직접운용 7년 이상 장기물은 지역별로 전년도 대비 북미, 아프리카/중동에서 증가한 반면, 유럽 및 아시아/태평양은 각각 4.15%p, 0.38%p 축소
- 해외채권 전체에서 7년 이상 장기물의 비중이 전년도 대비 감소하며 예년과 달리 벤치마크 대비 비중하회
 - 미국 기준금리 인상 가운데 북미 중심의 장기물 증가는 초과성과에 음(-)의 영향
 - 연말 Treasury 및 Gov-Related 유형의 성과 개선 가운데 Treasury의 장기물 비중 증가는 초과성과에 양(+)의 영향

〈표Ⅲ-19〉 국민연금 보유 해외채권 잔존만기별 보유현황

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 2017년 | | | 2018년 | | | | | | |
|--------|----------|------|--------------|----------|------|--------|------|--------|------|--------------|
| | 해외채권(전체) | | 해외채권 벤치마크 | 해외채권(전체) | | 직접 | | 위탁 | | 해외채권 벤치마크 |
| | 규모 | 구성비 | | 규모 | 구성비 | 규모 | 구성비 | 규모 | 구성비 | |
| 1년 미만 | 12,078 | 5.6 | 0.0 | 15,727 | 6.4 | 4,040 | 3.4 | 11,687 | 9.1 | 0.0 |
| 1년~3년 | 34,854 | 16.2 | 21.8 | 41,955 | 17.0 | 24,069 | 20.5 | 17,886 | 13.9 | 22.3 |
| 3년~5년 | 42,805 | 19.9 | 19.3 | 49,118 | 19.9 | 26,727 | 22.7 | 22,392 | 17.4 | 19.0 |
| 5년~7년 | 27,132 | 12.6 | 16.6 | 32,876 | 13.3 | 15,438 | 13.1 | 17,438 | 13.5 | 14.8 |
| 7년~10년 | 37,267 | 17.3 | 19.1 | 37,081 | 15.9 | 19,105 | 16.3 | 19,976 | 15.5 | 20.7 |
| 10년 이상 | 60,689 | 28.3 | 23.2 | 67,787 | 27.5 | 28,174 | 24.0 | 39,612 | 30.7 | 23.2 |

4. 신용등급별 보유현황

- 연초 이후 확대된 신용스프레드 가운데 해외채권 전체에서 Ba 이하 등급에 대한 보유 비중이 벤치마크를 상회하며 초과성과에 음(-)의 영향을 미쳤음
 - 반면, A 등급 이상의 벤치마크 대비 보유비중은 2.6%p를 하회
- 해외채권의 Aaa 신용등급은 전년도 대비 보유비중이 확대되며 2018년 말 31.6%를 차지함
 - Aa 이상 등급이 전년도 대비 0.8%p 축소된 반면, A 등급은 0.5%p 확대되었음
 - Ba 이하 등급이 전년도 대비 2.2%p 축소되었으며, Baa 등급은 0.4%p 축소
 - 전략적 벤치마크 대비 Aa, A 등급과 Ba 이하 등급의 비중이 상회하고, Aaa 및 Baa 등급의 비중은 하회함
- 직접운용은 A 등급이 3.8%p 확대한 반면, Aaa 등급과 Aa 등급은 각각 0.4%p, 0.3%p 축소
 - Ba 미만 등급은 전년도에 이어 보유가 없음
 - 직접운용은 A 이상 등급의 비중이 92.1%를 차지하며 전년도 89.1% 대비 3.1%p 확대됨
- 위탁운용은 A 이상 등급의 비중이 전년도 70.2%에서 74.5%로 4.3%p 확대
 - Ba 등급의 비중은 전년도(5.1%) 대비 4.7%p 축소된 0.4%를 차지

〈표Ⅲ-20〉 국민연금 보유 해외채권 신용등급별 보유현황

(단위 : %)

| 구분 | 2016년 | | | | 2017년 | | | | 2018년 | | | |
|------|-------|------|------|------|-------|------|------|------|-------|------|------|------|
| | 직접 | 위탁 | 전체 | BM | 직접 | 위탁 | 전체 | BM | 직접 | 위탁 | 전체 | BM |
| Aaa | 28.9 | 35.9 | 32.7 | 40.3 | 25.9 | 31.1 | 28.6 | 39.6 | 25.5 | 36.1 | 31.6 | 40.3 |
| Aa | 22.1 | 18.6 | 20.2 | 16.5 | 23.1 | 13.8 | 18.3 | 16.3 | 22.8 | 13.5 | 17.5 | 16.0 |
| A | 36.9 | 20.0 | 27.7 | 26.9 | 40.0 | 25.3 | 32.5 | 26.8 | 43.8 | 24.9 | 33.0 | 28.4 |
| Baa | 9.6 | 15.7 | 12.9 | 16.3 | 10.9 | 19.0 | 15.0 | 17.3 | 7.9 | 19.5 | 14.6 | 15.4 |
| Ba | 0.0 | 7.8 | 4.2 | 0.0 | 0.0 | 5.1 | 2.6 | 0.0 | 0.0 | 0.4 | 0.2 | 0.0 |
| B 이하 | 2.6 | 2.0 | 2.3 | 0.0 | 0.0 | 5.8 | 3.0 | 0.0 | 0.0 | 5.6 | 3.2 | 0.0 |

주) 기금운용본부 내부보고서 등을 참조하여 작성함

5. 위탁운용 유형별 보유현황

- 해외채권 위탁운용의 운용유형별 비중을 살펴보면 Global Treasury & Gov-related 유형이 62.3%로 전년도 말(61.2%) 대비 확대됨

〈표Ⅲ-21〉 해외채권 위탁운용 유형별 투자현황 및 보유비중¹⁾

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 2016년 | | 2017년 | | 2018년 | | |
|-------------------------------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|------|
| | 보유규모 | 비중 | 보유규모 | 비중 | 보유규모 | 비중 | |
| Global Treasury & Gov-related | 71,797 | 58.4 | 67,902 | 61.2 | 80,417 | 62.3 | |
| Global Unconstrained | 10,356 | 8.4 | 6,792 | 6.1 | 11,156 | 8.6 | |
| Securitized/MBS 유형 | 15,269 | 12.4 | 14,014 | 12.6 | 14,475 | 11.2 | |
| Credit 유형 | Global | 6,865 | 5.6 | 8,280 | 7.5 | 8,815 | 6.8 |
| | U.S. | 2,573 | 2.1 | 2,444 | 2.2 | 9,033 | 7.0 |
| | European | 6,688 | 5.4 | 5,271 | 4.8 | 5,096 | 4.0 |
| | 계 | 16,126 | 13.1 | 15,994 | 14.4 | 22,943 | 17.8 |
| High Yield 유형 (US) | 7,113 | 5.8 | 3,001 | 2.7 | - | - | |
| Bank Loan 유형 | 2,363 | 1.9 | 3,205 | 2.9 | - | - | |

- 주1) 위 표의 보유금액은 환헤지 관련 파생상품 및 현금성 자산을 감안하지 않은 금액임
- 2) 기금운용본부 자료 활용

- 달러화 강세로 위탁운용의 원화기준 보유규모는 전년도 대비 증가
- Securitized 유형은 금리 상승으로 성과가 저조한 가운데 연초의 비중 확대 계획에 따라 투자금액은 1조 4,475억 원으로 금액은 증가하였으나, 위탁운용 내 상대적 비중은 전년도 대비 1.4%p 감소
- US Credit 유형은 연초 계획에 따라 자금이 추가 집행되며 비중은 전년도 대비 4.8%p 증가하였고, European Credit 유형과 Global Credit 유형은 전년도 대비 각각 0.8%p, 0.7%p 감소
- US High Yield 와 Bank loan⁴⁸⁾ 유형은 높아진 가격부담 등의 이유로 전액 회수

48) 선순위 담보를 보유하는 변동금리 상품으로 투자 다변화 및 금리상승기 초과성과를 확보

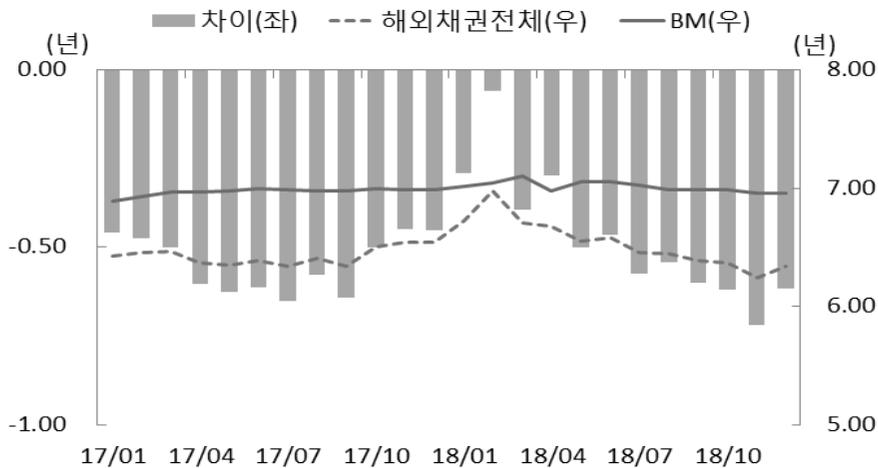
- 절대수익률(Unconstrained)⁴⁹⁾유형은 연초 비중 축소를 계획하였으나, 짧은 듀레이션과 저 평가된 신흥국 투자 중이라는 점을 고려하여 자금이 10월 추가 집행되며 금액은 4,367억 원, 비중은 2.5%p 증가함
- 연말 시장금리 하락 가운데 Global Treasury & Gov-related 유형 비중 확대는 성과에 양(+)⁴⁹⁾의 영향
 - 다만, Credit 유형의 전년도 대비 비중 확대는 연초 이후 확대된 신용 스프레드의 영향으로 성과에 음(-)의 영향
 - 또한 연초 계획과 달리 절대수익률(Unconstrained)유형의 비중 확대 가운데 저조한 성과는 성과에 음(-)의 영향
- Enhanced Index의 전략 다변화 모색 등을 위해 Global Aggregate 유형의 추가 및 신규 운용사 선정
 - 2018년도 운용계획에 따라 전략 다변화 및 원활한 자금집행을 위해 Global Aggregate 유형을 11월 추가하며 운용사 1곳을 신규 선정, 이후 자금집행은 2019년에 실시

49) 절대수익률(Global unconstrained)전략 : Global Aggregate 전략을 보완하는 역할을 하며 벤치마크를 기준으로 투자하는 기존 투자 방식이 시장 위험에 일정하게 노출되기 때문에 시장 위험을 최소화하면서도 다양한 초과 수익원을 가진 전략의 필요성이 대두되며 도입됨. 시장 환경에 중립적인 목표 수익을 창출할 수 있도록 유연한 투자가이드라인(목표 수익률 및 변동성)을 설정하여 위험관리함

6. 해외채권 듀레이션 현황

- 해외채권 전체의 듀레이션은 전년도 대비 0.11년 증가, 벤치마크 대비 하회는 유지
 - 연초 시장 불확실성이 커지며 듀레이션 갭 축소 전략을 수행
 - 미국 기준금리 인상에도 불구하고 유로지역의 정치적 불확실성이 커지며 미국을 제외한 주요국 금리가 하락한 가운데 듀레이션 갭을 확대하였고 벤치마크 대비 초과성과에 부정적인 영향을 미침
 - 해외채권 전체의 평균 듀레이션은 6.54년으로 벤치마크 7.01년 대비 0.47년 짧았으나 변동성은 0.21%로 전년도(0.07%) 대비 증가

[그림Ⅲ-9] 해외채권 전체 월별듀레이션 추이



주) 해외채권 전체의 듀레이션은 직접운용과 위탁운용의 월말 NAV 가중 방식으로 산출함
 자료 : 기금운용본부

- 해외채권 직접운용의 듀레이션은 1/4분기 벤치마크 대비 중립적인 범위 내에서 양(+)의 듀레이션 갭 유지⁵⁰⁾, 이후 음(-) 듀레이션 갭으로 전환
 - 2/4분기 이후 음(-) 듀레이션 갭은 미국 금리상승기에 대비한 벤치마크 대비 짧은 듀레이션 유지라는 전년도 말 계획 방향에 따름
 - 2018년 1월 7.44년으로 출발하여 2월 7.54년까지 증가하였으나 이후 감소세를 이어가 2018년말 전년도 말(7.37년) 대비 낮아진 6.58년 기록
 - 직접운용의 평균 듀레이션은 7.10년으로 벤치마크 7.13년 대비 0.03년 짧았으나 변동성은 0.30%로 전년도(0.10%) 대비 증가

50) 직접운용 전체의 듀레이션은 BM 듀레이션과 중립적인 수준을 유지하며 직접운용 전술BM 대비 초과성과에 미친 영향은 뚜렷하지 않은 것으로 판단됨.

- 연말 시장금리가 하락폭이 확대되며 초과성과에 음(-)의 영향

〈표Ⅲ-22〉 해외채권 직접운용 듀레이션 추이

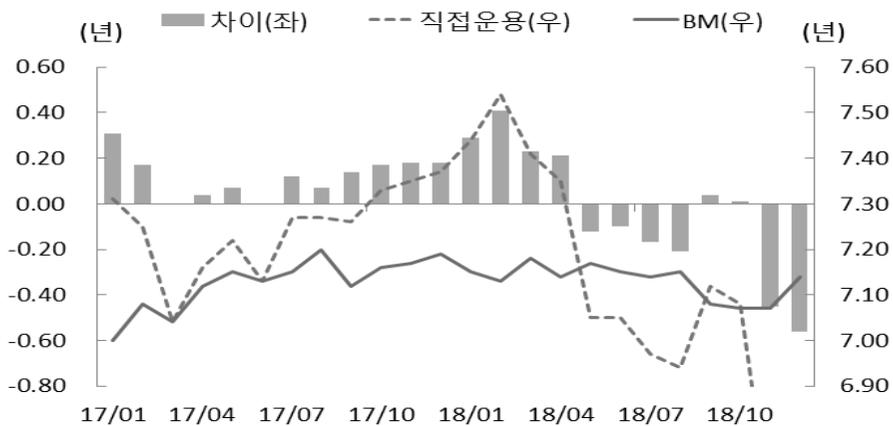
(단위: 년)

| 구분 | | 해외채권 직접운용 | 직접운용 벤치마크 | 차이 |
|----------|------|-----------|-----------|-------|
| 2016년 | 평균 | 6.83 | 7.09 | -0.26 |
| | 표준편차 | 0.26 | 0.16 | - |
| 2017년 | 평균 | 7.25 | 7.13 | 0.12 |
| | 표준편차 | 0.10 | 0.06 | - |
| 2018년 월별 | 1월 | 7.44 | 7.15 | 0.29 |
| | 2월 | 7.54 | 7.13 | 0.41 |
| | 3월 | 7.41 | 7.18 | 0.23 |
| | 4월 | 7.35 | 7.14 | 0.21 |
| | 5월 | 7.05 | 7.17 | -0.12 |
| | 6월 | 7.05 | 7.15 | -0.10 |
| | 7월 | 6.97 | 7.14 | -0.17 |
| | 8월 | 6.94 | 7.15 | -0.21 |
| | 9월 | 7.12 | 7.08 | 0.04 |
| | 10월 | 7.08 | 7.07 | 0.01 |
| | 11월 | 6.62 | 7.07 | -0.45 |
| | 12월 | 6.58 | 7.14 | -0.56 |
| 2018년 | 평균 | 7.10 | 7.13 | -0.04 |
| | 표준편차 | 0.30 | 0.04 | - |

주) 월별 듀레이션은 월말기준

자료 : 기금운용본부

[그림Ⅲ-10] 해외채권 직접운용 월별듀레이션 추이

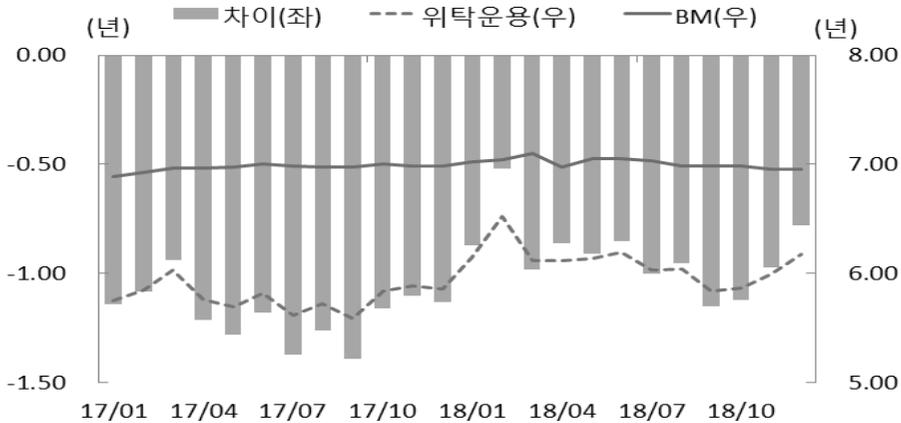


자료 : 기금운용본부

- 2018년 연말 해외채권 위탁운용의 듀레이션은 연중 짧게 유지한 가운데 연말 시장금리 하락 시에 음(-)의 듀레이션 갭 축소

- 위탁운용은 직접운용에 비해 미국 연준의 기준금리 상승 전 시장상황에 대응한 적극적인 듀레이션 전략 구사
- 2018년 연초 미국 기준금리 인상이 가시화되었으나 미중 무역분쟁, 유럽지역 정치불안, 신흥국 금융위험 증대 등으로 미국을 제외한 국가들의 금리가 인하되며 3/4분기까지 전년도 말 대비 음(-)의 듀레이션 갭 확대는 벤치마크 대비 초과성과에 지역별로 상반된 기여
- 연말 음(-)의 듀레이션 갭 축소는 미국 등 시장금리 하락 가운데 벤치마크 대비 초과 성과에 양(+)의 기여

[그림 Ⅲ-11] 해외채권 위탁운용 듀레이션 추이



자료 : 기금운용본부

<표 Ⅲ-23> 해외채권 위탁운용 유형별 듀레이션 추이

(단위: 년)

| | 1월 | 2월 | 3월 | 4월 | 5월 | 6월 | 7월 | 8월 | 9월 | 10월 | 11월 | 12월 | 평균 | 표준 편차 |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Global Treasury & Gov-related | 6.79 | 7.53 | 6.86 | 6.68 | 6.76 | 6.87 | 6.74 | 6.68 | 6.26 | 6.52 | 6.42 | 6.74 | 6.74 | 0.31 |
| Global Unconstrained | 3.16 | 1.92 | 1.65 | 2.10 | 1.76 | 1.68 | 1.71 | 1.38 | 1.74 | 1.65 | 1.80 | 1.58 | 1.84 | 0.45 |
| Global Securitized | 6.09 | 5.04 | 4.57 | 4.80 | 4.85 | 4.66 | 4.75 | 4.52 | 4.87 | 5.06 | 6.49 | 6.34 | 5.17 | 0.71 |
| Global Credit | 6.28 | 6.15 | 6.09 | 6.21 | 6.02 | 6.04 | 6.10 | 6.08 | 5.94 | 5.87 | 6.54 | 6.46 | 6.15 | 0.20 |
| US Credit | 7.48 | 7.42 | 7.52 | 7.19 | 7.09 | 7.04 | 7.13 | 7.15 | 7.02 | 6.94 | 6.80 | 6.77 | 7.13 | 0.24 |
| Euro. Credit | 4.89 | 4.43 | 4.93 | 4.78 | 4.75 | 5.04 | 2.22 | 4.95 | 5.39 | 4.77 | 4.70 | 4.78 | 4.64 | 0.79 |
| US High Yield | 4.08 | 4.29 | 4.70 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 1.09 | 1.97 |
| Bank Loan | 0.69 | 0.42 | 0.73 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 0.15 | 0.29 |
| 위탁운용 전체 | 6.15 | 6.52 | 6.12 | 6.12 | 6.14 | 6.20 | 6.03 | 6.04 | 5.84 | 5.87 | 5.99 | 6.18 | 6.10 | 0.18 |
| 위탁운용 BM | 7.02 | 7.04 | 7.10 | 6.98 | 7.05 | 7.05 | 7.03 | 6.99 | 6.99 | 6.99 | 6.96 | 6.96 | 7.01 | 0.04 |
| 차이 | -0.87 | -0.52 | -0.98 | -0.86 | -0.91 | -0.85 | -1.00 | -0.95 | -1.15 | -1.12 | -0.97 | -0.78 | -0.91 | |

주1) 기금운용본부 자료 활용

7. 해외채권 지역별/통화별 보유비중

- 미국 기준금리의 4차례 인상 가운데 **주요국 금리 변동은 각국의 경기 및 정부정책에 따라 상이**
 - 미국 금리는 경제지표 개선과 금리인상 전망에 의한 전반적인 금리상승 가운데 연중 미중 무역분쟁 및 신흥국 금융불안에 따른 금리하락이 발생하였고 연말 주가 급락 이후 안전 자산 선호로 금리하락
 - 영국 금리는 3월 이후 영란은행(BOE)의 바이백 종료와 대규모 채권발행 등으로 급등 하였으나 유로지역 정치 불안과 브렉시트 이슈에 따른 안전자산 수요 증가로 금리 하락 하는 등 변동성이 확대
 - 독일 금리는 유로지역의 정치적 불안정성 확대에 따른 위험회피 심리가 커지며 연중 금리 하락이 지속되었고 전년도 대비 19bp 하락
 - 일본 금리는 연중 양적완화 축소 우려로 금리가 상승하였으나 글로벌 금융 불안과 일본 은행의 국채 매입 등으로 연말 다시 하락

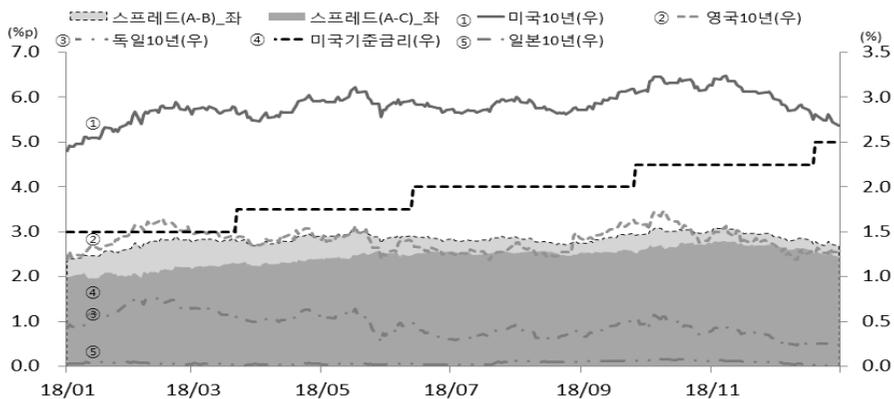
〈표Ⅲ-24〉 주요국 국채 금리 추이

| | 2017년말 | 2018년 | | | | 전년도 말 대비 증감 |
|------------|--------|-------|------|------|------|-------------|
| | | 1분기 | 2분기 | 3분기 | 4분기 | |
| 미국 10년물(A) | 2.41 | 2.74 | 2.86 | 3.06 | 2.68 | 0.28 |
| 영국 10년물 | 1.19 | 1.35 | 1.28 | 1.57 | 1.28 | 0.09 |
| 독일 10년물(B) | 0.43 | 0.50 | 0.30 | 0.47 | 0.24 | -0.19 |
| 일본 10년물(C) | 0.05 | 0.05 | 0.04 | 0.13 | 0.00 | -0.05 |
| 스프레드(A-B) | 1.98 | 2.24 | 2.56 | 2.59 | 2.44 | 0.46 |
| 스프레드(A-C) | 2.36 | 2.69 | 2.82 | 2.93 | 2.68 | 0.32 |

(단위: %, bp)

주) 매 분기말 금리임
자료: 블룸버그

[그림Ⅲ-12] 해외 주요국 국채 금리 및 스프레드 추이



주) 미국 기준금리는 범위로 주어지며, 상단값을 그래프화하였음
자료: 블룸버그

- 해외채권 전체의 지역별 보유비중은 북미가 가장 큰 40.9%로 전년도(37.6%) 대비 확대되었음
 - 해외채권 전체에서 유럽지역, Global 투자 보유비중은 각각 2.3%p, 0.8%p 축소한 반면, 북미 및 아시아·태평양지역의 보유비중은 각각 3.3%p, 0.5%p 확대하였음
 - 직접운용의 경우 영국과 독일 등 비중을 축소한 반면 프랑스의 비중은 확대하여 유럽 지역의 비중이 전년도 대비 0.9%p 확대하였으며, 미국의 비중을 전년도 대비 축소하며 북미는 0.3%p가 축소함
 - 위탁운용의 경우 독일, 영국, 기타지역의 비중은 전년도 대비 0.3%p, 0.2%p, 4.9%p 축소하며 유럽지역의 비중이 전년도 대비 6.6%p 축소하였고, 북미의 비중은 6.0%p를 확대
- 위탁의 경우 미국 기준금리 인상에도 불구하고 미국 비중이 전년도 대비 확대하며 벤치마크 대비 비중 상회하여 초과성과에 음(-)의 영향
 - 또한 금리가 하락한 유럽지역 전년도 대비 비중축소는 초과성과에 음(-)의 영향

〈표Ⅲ-25〉 해외채권 지역별 보유비중

(단위 : %)

| 지역 | 2016년 | | | | 2017년 | | | | 2018년 | | | |
|-----------------------|-------|------|------|------|-------|------|------|------|-------|------|------|------|
| | 직접 | 위탁 | 전체 | BM | 직접 | 위탁 | 전체 | BM | 직접 | 위탁 | 전체 | BM |
| North America | 39.3 | 46.1 | 44.0 | 42.6 | 35.6 | 39.5 | 37.6 | 42.0 | 35.3 | 45.5 | 40.9 | 42.7 |
| 미국 | 33.5 | 44.2 | 39.3 | 39.2 | 29.4 | 35.5 | 32.5 | 38.6 | 28.2 | 41.7 | 35.7 | 39.5 |
| 캐나다 | 5.8 | 1.9 | 4.7 | 3.3 | 6.2 | 3.8 | 5.0 | 3.3 | 6.9 | 3.6 | 5.1 | 3.2 |
| Europe | 30.6 | 30.2 | 30.4 | 30.8 | 35.5 | 35.0 | 35.2 | 32.3 | 36.4 | 28.4 | 32.9 | 30.9 |
| 영국 | 6.1 | 5.5 | 5.8 | 5.6 | 6.0 | 5.3 | 5.6 | 5.7 | 5.0 | 4.5 | 4.7 | 5.2 |
| 프랑스 | 5.4 | 3.7 | 4.9 | 5.8 | 8.5 | 4.0 | 5.3 | 6.1 | 12.0 | 3.9 | 7.5 | 5.9 |
| 독일 | 4.5 | 4.4 | 4.3 | 5.1 | 5.2 | 5.4 | 5.3 | 5.3 | 3.0 | 4.3 | 3.7 | 5.2 |
| 네덜란드 | 3.7 | 0.6 | 3.2 | 1.1 | 4.7 | 3.1 | 3.9 | 1.7 | 3.9 | 2.1 | 2.9 | 1.7 |
| 기타 | 10.9 | 15.9 | 12.3 | 13.2 | 11.7 | 18.5 | 15.4 | 13.5 | 12.6 | 13.6 | 13.2 | 13.9 |
| Japan | 16.3 | 12.5 | 14.2 | 17.5 | 15.2 | 14.0 | 14.6 | 16.6 | 15.0 | 14.9 | 15.0 | 17.3 |
| Asia/Pacific ex Japan | 9.8 | 4.5 | 6.9 | 4.9 | 8.3 | 5.4 | 6.8 | 5.2 | 9.8 | 5.2 | 7.3 | 5.1 |
| 호주 | 5.2 | 1.9 | 3.4 | 1.7 | 4.6 | 2.2 | 3.4 | 1.7 | 6.2 | 1.3 | 3.5 | 1.6 |
| 한국 | 1.4 | 0.0 | 0.6 | - | 1.2 | - | 0.6 | - | 1.5 | - | 0.7 | - |
| 뉴질랜드 | 1.1 | 0.6 | 0.9 | 0.2 | 1.0 | 0.6 | 0.8 | 0.2 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.1 |
| 싱가포르 | 1.3 | 0.6 | 0.9 | 0.2 | 1.1 | 0.7 | 0.8 | 0.2 | 1.1 | 1.0 | 1.1 | 0.2 |
| 중국 | 0.4 | 0.2 | 0.3 | 0.6 | 0.3 | 0.2 | 0.3 | 0.7 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.7 |
| 기타 | 0.3 | 1.3 | 0.9 | 2.2 | 0.1 | 1.8 | 1.0 | 2.4 | 0.2 | 2.1 | 1.3 | 2.5 |
| Latin America | 1.8 | 2.0 | 1.9 | 2.2 | 1.4 | 2.9 | 2.2 | 2.2 | 1.3 | 2.8 | 2.1 | 1.0 |
| Global | 1.3 | 1.6 | 1.4 | 1.1 | 2.6 | 1.9 | 2.2 | 1.1 | 1.5 | 1.3 | 1.4 | 2.2 |
| Africa/Mideast | 1.0 | 1.2 | 1.1 | 0.8 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 0.6 | 0.7 | 1.9 | 1.4 | 0.6 |

주 1) 달러기준임
 2) 기금운용본부 자료 활용하여 재작성

- 해외채권 전체의 통화별 보유비중은 미 달러화가 2017년 47.2%에서 2018년 47.5%로 확대되었으며 전략적 벤치마크(45.3%) 대비 높은 수준임
 - 해외채권 전체에서 영국 파운드화 및 일본 엔화는 축소된 반면, 미 달러화 및 유로화 등에서는 비중이 확대됨
 - 직접운용은 달러화 비중이 2017년 43.6%로 확대된 이후 2018년 41.0%로 감소하며 전년도에 이어 전략적 벤치마크(45.3%) 대비 낮은 수준임
 - 직접운용에서 전년도 말 대비 엔화는 비중이 2.3%p 축소되었고, 유로화 비중은 7.1%p 확대되었음
 - 위탁운용은 미국 달러화에 대해서는 벤치마크 대비 높으며 유로화, 일본 엔화에 대해서는 낮음
 - 위탁운용의 유로화 비중은 지난해 21.1%에서 20.0%로 축소하였으나 일본 엔화에 대한 비중은 0.4%p 확대되며 14.6%를 차지함
- 금리가 상승한 미 달러화 채권의 벤치마크 대비 비중 초과폭이 전년도 2.7%p에서 2.2%p로 소폭 축소되었으나 여전히 벤치마크 대비 비중 상회하며 해외채권 전체의 초과성과에는 음(-)의 영향을 줌
 - 독일을 비롯해 유로지역의 금리가 하락한 가운데 유로화 채권의 벤치마크 대비 비중 하회 유지는 해외채권 전체의 초과성과에는 음(-)의 영향

〈표Ⅲ-26〉 해외채권 통화별 보유비중

(단위 : %)

| 표시통화 | 2016년 | | | | 2017년 | | | | 2018년 | | | |
|-------------|-------|------|------|------|-------|------|------|------|-------|------|------|------|
| | 직접 | 위탁 | 전체 | BM | 직접 | 위탁 | 전체 | BM | 직접 | 위탁 | 전체 | BM |
| 미국 달러(USD) | 43.2 | 53.0 | 48.6 | 45.5 | 43.6 | 50.2 | 47.2 | 44.5 | 41.0 | 52.6 | 47.5 | 45.3 |
| 유로(EUR) | 20.0 | 18.8 | 19.3 | 23.8 | 21.0 | 21.1 | 21.1 | 25.5 | 28.1 | 20.0 | 23.5 | 24.5 |
| 일본 엔(JPY) | 19.3 | 14.6 | 16.7 | 17.1 | 17.7 | 14.2 | 15.8 | 16.2 | 15.4 | 14.6 | 15.0 | 16.8 |
| 영국 파운드(GBP) | 6.6 | 5.0 | 5.7 | 5.2 | 7.7 | 5.4 | 6.4 | 5.3 | 5.9 | 4.2 | 4.9 | 4.8 |
| 캐나다 달러(CAD) | 5.6 | 2.7 | 4.0 | 2.6 | 4.1 | 2.3 | 3.1 | 2.6 | 4.1 | 2.1 | 3.0 | 2.6 |
| 호주 달러(AUD) | 2.2 | 1.6 | 1.8 | 1.3 | 2.7 | 1.7 | 2.2 | 1.4 | 3.4 | 1.2 | 2.1 | 1.3 |
| 기타 | 3.2 | 4.4 | 3.8 | 4.6 | 3.2 | 5.1 | 4.2 | 4.6 | 2.1 | 5.3 | 3.9 | 4.7 |

주 1) 달러기준임

2) 기금운용본부 자료 활용

제5절 해외채권의 장기성과

1. 해외채권시장 동향

- 2006년에 등락을 거듭하던 **미국채 금리**는 2007년 하반기부터 급락하여 2015년 12월 Fed 기준금리 인상 전까지 **사실상 제로금리**에 가깝게 유지
 - 장기물의 경우 2000년대 초반의 하락세가 단기물에 비해 상대적으로 완만하여 장단기 스프레드가 확대되었고 2004년부터도 완만한 상승세를 보여 2006년에는 장단기 스프레드가 사라지고 역전현상마저 나타남
 - 2007년 말 글로벌 금융위기로 인해 장기 채권금리도 하락하였으나, 단기물 낙폭이 더 커 장단기 스프레드는 다시 크게 벌어지게 되었음
- 글로벌 금융위기 후 2010년에 이르러 선진국 국채금리가 역사적으로 낮은 수준을 보였으며, 2014년에는 미국의 테이퍼링과 유럽 및 일본의 양적완화로 대조적 정책을 가진 후 2015년까지 지역별 차별화 지속됨
 - 2014년 디플레이션 우려 증대 및 경제지표 악화에 따라 주요국의 통화완화정책이 발표되며 저금리 기조 유지
 - 2015년 연중 미국 기준금리 기대 속 중국 등 신흥국 채권시장이 약세를 보인 가운데 금리 변동성이 증대
- 미국 Fed는 2015년 12월 0.25%p, 2016년 12월 0.25%p 인상 이후 2017년 3차례에 걸쳐 각 0.25%p씩, 2018년에는 4차례에 걸쳐 각 0.25%p 인상
 - 2018년은 미국과 영국의 시장금리가 연초 대비 상승하였으나, 독일 및 유로 주변지역은 영국과 이탈리아 등의 정치적 불확실성이 증대되며 시장 금리가 연초 대비 하락

2. 해외채권 장기 운용성과

- 2009년 이후 10년간 원화기준 누적 수익률은 56.90%이고 10년간 원화기준 연평균 수익률은 4.61%를 달성함
 - 해외채권의 연도별 3년 평균수익률의 추이를 살펴보면 금리의 본격적인 하락기인 2002~2005년까지의 연평균 12.44%로 10%를 초과

- 2000년대 중반 금리 상승기 시작으로 수익성과가 저조하였으나, 이후 2008년 수익률이 크게 개선되었고 장기간 저금리가 지속되면서 2012년까지 수익이 개선됨
- 2010년까지는 해외채권 위탁운용이 시작된 2005년과 금융위기 직후인 2009년을 제외하고 위탁운용의 수익성과가 직접운용에 비해 낮았으나 이 후 두 성과는 큰 차이를 보이지 않음
- 2013년 미국 양적완화 축소로 장기 금리 상승, 중국 및 신흥국들의 정책 금리 인상 대응으로 채권수익이 크게 악화되었고, 2014년 주요국 디플레이션 우려 확산 등에 따른 저금리 유지의 영향으로 수익률 상승
- 2015년 예상보다 미 기준금리 인상이 지체되며 **달러화 강세**와 신흥국의 경기침체 등에 따라 **성과 저조하였고**, 2016년 짧은 듀레이션 유지 가운데 주요국 금리의 연중 하락의 영향으로 **음(-)의 초과 성과 달성**
- 2017년은 연중 벤치마크 대비 짧은 듀레이션 유지 가운데 **신용스프레드 축소**로 신용물 비중 상회가 **양(+)**의 초과 성과 달성
- 2018년은 연말 미국 경기 둔화 우려로 시장금리 하락 가운데 **BM 대비 비중 상회하던 국공채 성과 개선**으로 **양(+)**의 초과 성과 달성
- 최근 3년 연평균 수익률은 2018년 양호한 성과의 영향으로 2.81%를 실현하며 전년도 기준 3년 연평균 수익률 대비 상승 반전
- 10년 평균 수익률은 4.61%, 15년 평균 수익률은 5.28%로 **국내채권의 10년 평균 수익률 3.62%, 15년 평균 수익률 4.34%보다 더 높은 성과를 나타남**

〈표Ⅲ-27〉 연도별 3년 연평균 Rolling 수익률 추이

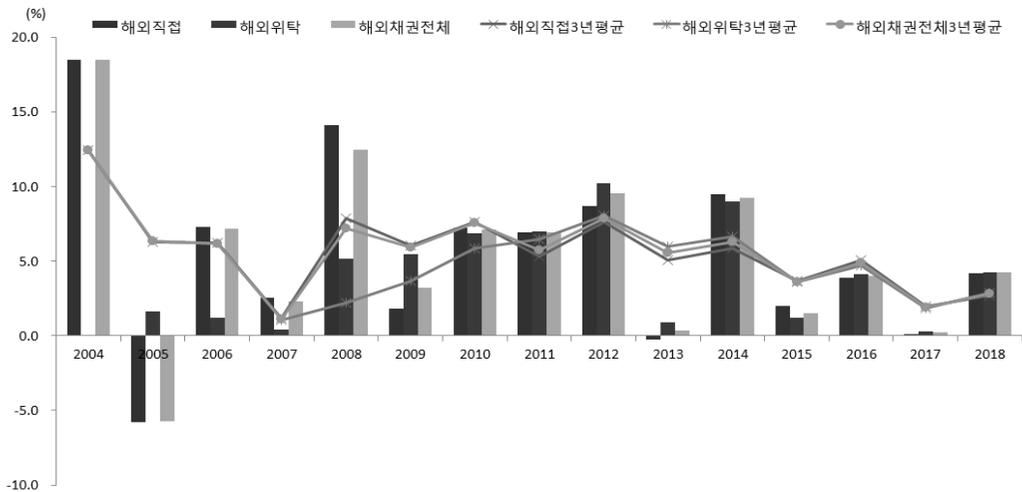
(단위 : %)

| 구분 | | '14 | '15 | '16 | '17 | '18 | 5년 ('14~'18) | | 10년 ('09~'18) | | 15년 ('04~'18)2) | |
|----|------------------|------|-------|------|------|------|--------------|------|---------------|------|-----------------|------|
| | | | | | | | 누적 | 연평균 | 누적 | 연평균 | 누적 | 연평균 |
| 직접 | 원화 | 5.89 | 3.66 | 5.09 | 1.99 | 2.72 | 21.30 | 3.89 | 53.29 | 4.36 | 115.03 | 5.24 |
| | 달러 ¹⁾ | 0.75 | -2.74 | 3.76 | 2.46 | 2.71 | 17.04 | 3.20 | 34.51 | 3.01 | 82.39 | 4.09 |
| 위탁 | 원화 | 6.65 | 3.64 | 4.74 | 1.87 | 2.90 | 20.21 | 3.75 | 61.43 | 4.91 | 75.40 | 4.10 |
| | 달러 | 4.61 | 1.94 | 3.61 | 2.44 | 2.95 | 16.83 | 3.16 | 45.06 | 3.79 | 66.52 | 3.71 |
| 전체 | 원화 | 6.32 | 3.64 | 4.87 | 1.91 | 2.81 | 20.51 | 3.80 | 56.90 | 4.61 | 116.26 | 5.28 |
| | 달러 ¹⁾ | 2.87 | -0.15 | 3.66 | 2.44 | 2.84 | 16.89 | 3.17 | 38.64 | 3.32 | 85.01 | 3.98 |

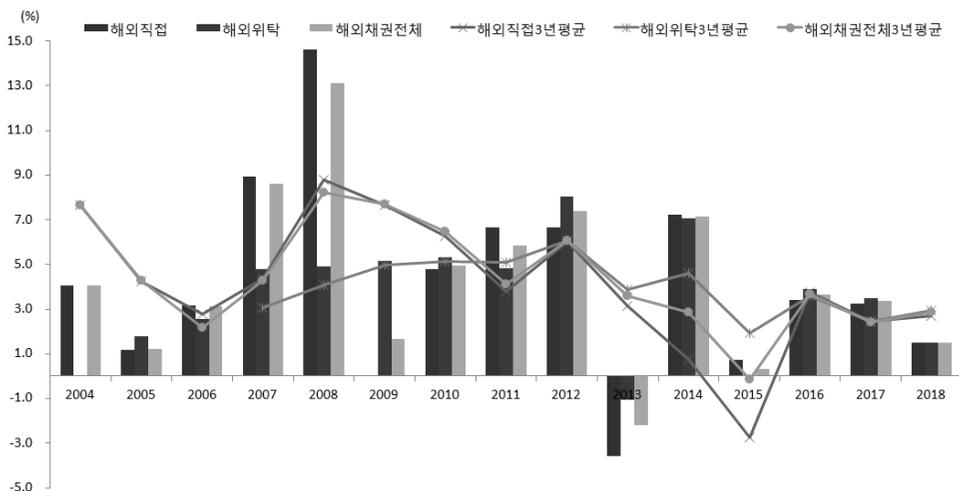
주 1) 2013년까지는 달러 헤지 미포함 기준 수익률이며, 2014년 이후는 달러 헤지 포함 기준 수익률임

2) 원해외채권 전체 및 직접은 15년 성과이며 해외채권 위탁은 2006년부터 13년 성과임.

[그림 Ⅲ-13] 해외채권 원화기준 연도별 수익률 및 3년 평균 수익률



[그림 Ⅲ-14] 해외채권 달러기준¹⁾ 연도별 수익률 및 3년 평균 수익률



주 1) 2013년까지는 달러 헤지 미포함 기준 수익률이며, 2014년 이후는 달러 헤지 포함 기준 수익률로 2016년 기준 3년 평균 수익률부터 달러 헤지 포함 수익률이며 그 이전까지의 3년 평균 수익률은 달러 헤지 미포함 수익률임

- 해외채권의 원화기준 총 위험은 2018년도 금리 변동성 증가하며 3년 평균 총 위험은 3.22%로 증가
- 정보비율의 경우 최근 3년간 저조한 성과로 인해 3년 평균 -0.11를 나타내며 전년도 기준 3년 평균(-0.50)에 이어 음(-)의 IR 유지
 - 3년 평균 추적오차는 2013년 이후부터 2017년까지는 1% 이하 유지하였으나 2018년 기준으로는 1.11%를 기록하며 1%를 넘어섬

〈표Ⅲ-28〉 해외채권의 3년 평균 위험 및 위험조정성과의 장기추이

(단위 : 위험-%, IR-비율, TE-%)

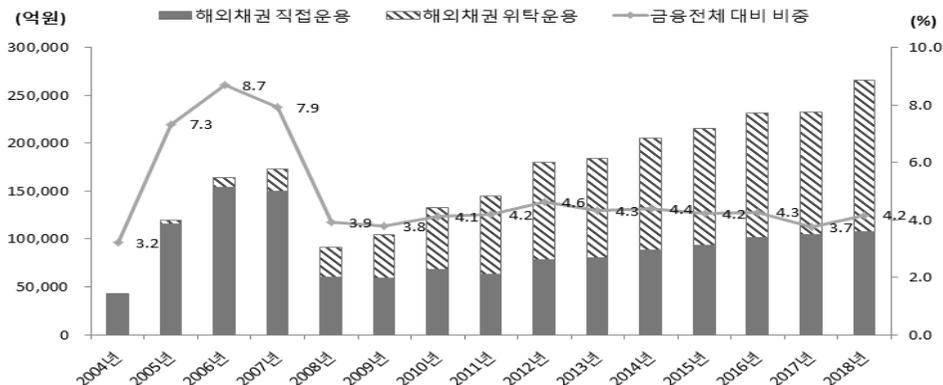
| 3년 Rolling | | '12 | '13 | '14 | '15 | '16 | '17 | '18 | 5년 연평균 ('14~'18) | 10년 연평균 ('09~'18) |
|------------|------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------------|-------------------|
| 위험 | 원화 | 2.07 | 2.91 | 2.74 | 2.95 | 2.68 | 2.77 | 3.22 | 2.94 | 2.78 |
| | 달러 ¹⁾ | 2.54 | 3.22 | 3.06 | 2.91 | 2.60 | 2.54 | 2.26 | 2.29 | 2.80 |
| 정보비율 (IR) | 원화 | 0.29 | -0.54 | -0.38 | -1.26 | -0.78 | -0.50 | -0.11 | -0.32 | -0.24 |
| | 달러 ¹⁾ | 0.50 | -0.03 | -0.97 | -0.80 | -0.70 | -0.39 | -0.16 | -0.47 | -0.36 |
| 추적오차 | 원화 | 1.30 | 0.99 | 0.82 | 0.76 | 0.69 | 0.65 | 1.11 | 0.96 | 1.22 |
| | 달러 ¹⁾ | 1.65 | 1.70 | 1.53 | 1.85 | 0.71 | 0.59 | 0.45 | 0.58 | 1.26 |

주 1) 2013년까지는 달러 헤지 미포함 기준 수익률이며, 2014년 이후는 달러 헤지 포함 기준 수익률임
 2) 각 연도별 수치는 해당연도 포함 이전 3개년 평균 위험, 정보비율, 추적오차임

3. 해외채권 투자현황

- 2000년대 초반 해외채권 투자는 해외발행 한국물을 중심으로 이루어졌고 자산군 분류도 국내채권의 한 섹터로 분류되어 운용되었음
- 2004년부터 순수해외채권으로 미국채를 본격적으로 투자하기 시작하며 해외채권 투자 규모도 본격적으로 증가
- 하지만 2008년도 글로벌 금융위기 이후 한국은행 통화스왑 조기해지로 인한 미국채의 청산으로 인해 투자규모가 큰 폭으로 감소하였지만, 2009년부터 위탁운용을 중심으로 투자규모가 다시 증가
 - 금융부문 전체에서 차지하는 **해외채권의 비중**은 2007년 7.9%에서 **2008년 3.9%로 감소한 이후 4%대를 유지함**
 - 2018년은 원-달러 환오른 가운데 달러 강세와 상대적으로 주식부문이 저조한 성과를 실현하며 **2018년 말 기준 전체 금융자산 내 비중은 4.2%**를 기록

[그림Ⅲ-15] 해외채권 투자규모 추이



제6절 외화 단기자금

1. 외화 단기자금 투자현황 및 성과

- 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 개시
 - 분기별 일평균 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 12월 말 현재 시가기준 외화 단기자금 규모는 원화기준 1,777억 원으로 기금 총액 대비 0.03%를 차지함
 - 1/4분기 평균보유액은 원화기준 3,182억 원, 달러기준 2억 9,658만 달러까지 기록하였으나 분기별 일평균 미화 3억 달러 한도를 넘지 않음
- 2018년 연중 정기예금과 외화 MMDA(국내) 보유하였음

〈표Ⅲ-29〉 외화 단기자금 보유현황

(단위 : 억 원, 백만 달러, %)

| 상품구분 | 평균보유액 ¹⁾ | | | | | | | | 2018년 말 보유현황 | | | |
|-------------|---------------------|-----|-------|-----|-------|-----|-------|-----|--------------|-------|-----|-------|
| | 1/4분기 | | 2/4분기 | | 3/4분기 | | 4/4분기 | | | | | |
| | 원화 | 달러 | 원화 | 달러 | 원화 | 달러 | 원화 | 달러 | 원화 | 비중 | 달러 | 비중 |
| 외화 정기예금(국내) | 2,672 | 249 | 840 | 78 | 2,211 | 195 | 1,117 | 99 | 1,118 | 62.9 | 100 | 62.9 |
| 외화 MMDA(국내) | 510 | 48 | 661 | 61 | 807 | 72 | 1,299 | 115 | 659 | 37.1 | 59 | 37.1 |
| 해외 단기자금 전체 | 3,182 | 297 | 1,501 | 139 | 3,109 | 269 | 2,416 | 214 | 1,777 | 100.0 | 159 | 100.0 |

주 1) 보유자산 시가의 평균

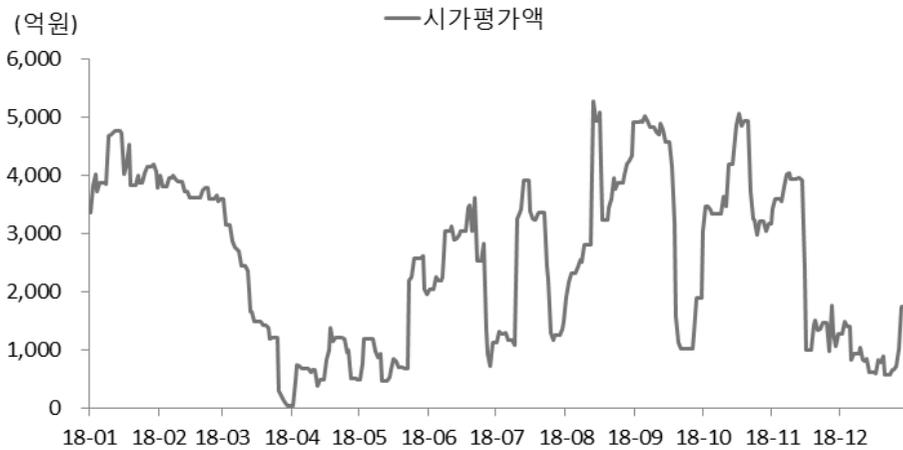
〈표Ⅲ-30〉 외화 단기자금 연도별 운용추이

(단위 : 억 원, %)

| 연도 | 2018년 말 | | |
|------|---------|------------------|--------|
| | 연평균 규모 | 비중 ¹⁾ | 수익률 |
| 2016 | 1,479 | 0.03 | 1.04 |
| 2017 | 2,563 | 0.04 | -10.10 |
| 2018 | 2,529 | 0.04 | 10.82 |

주 1) 금융자산 평균보유액 대비 비중

[그림Ⅲ-16] 외화 단기자금 투자규모 추이



- 2018년 외화 단기자금 운용수익은 시간가중수익률로 10.82%를 기록
 - 2018년 1/4분기말과 2/4분기말 원/달러 환율이 상승하여 원화기준 외화단기자금 성과 상승폭이 확대됨
 - 달러 기준 시간가중수익률은 1.55%를 기록
 - 벤치마크 대비 초과성과는 원화기준 -0.49%p, 달러기준 -0.43%p임
- 벤치마크 대비 음(-)의 초과성과는 외화 단기자금과 벤치마크의 투자가능 금융기관 신용등급 상이, 역내 거래와 역외 거래의 달러 금리차이, 기금과 벤치마크의 듀레이션 차이 등에 기인함
- 외화 단기자금의 벤치마크 불일치 개선 가능성에 대한 기대
 - 현재 해외 소재 은행에는 예금이 가능하지 않으나, 관련 기관에서 논의되고 있는 관련 법령 개정 시 해외 소재 은행에 예금이 가능해져 벤치마크와의 불일치가 대부분 해소될 것으로 기대
 - 이러한 가운데 해외자산 규모 확대에 대응한 운용대상 다변화와 운용한도 확대 논의 필요

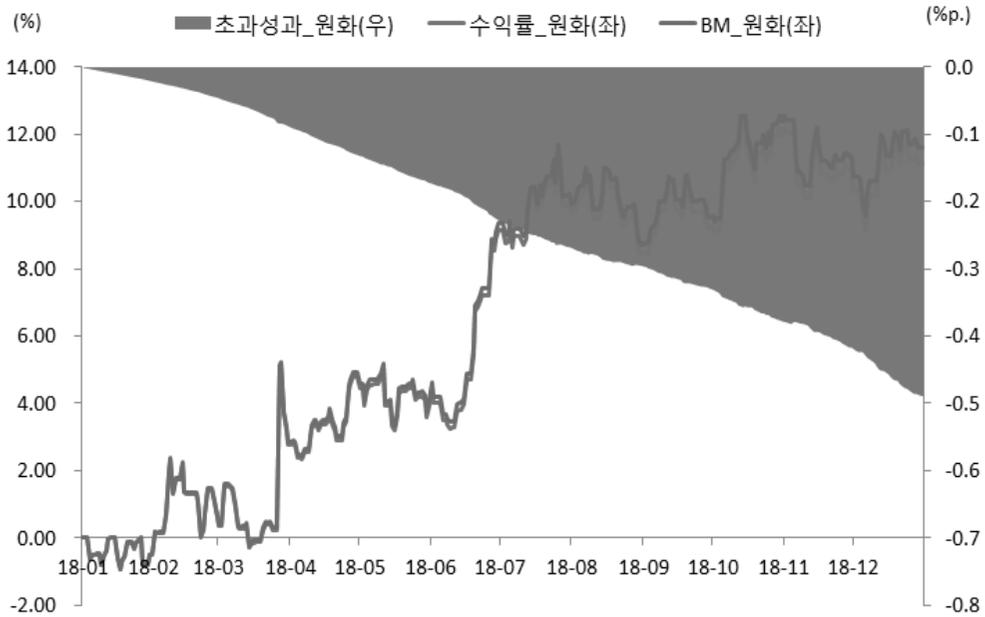
<표Ⅲ-31> 2018년 말 외화 단기자금 벤치마크 대비 성과

(단위 : %, %p)

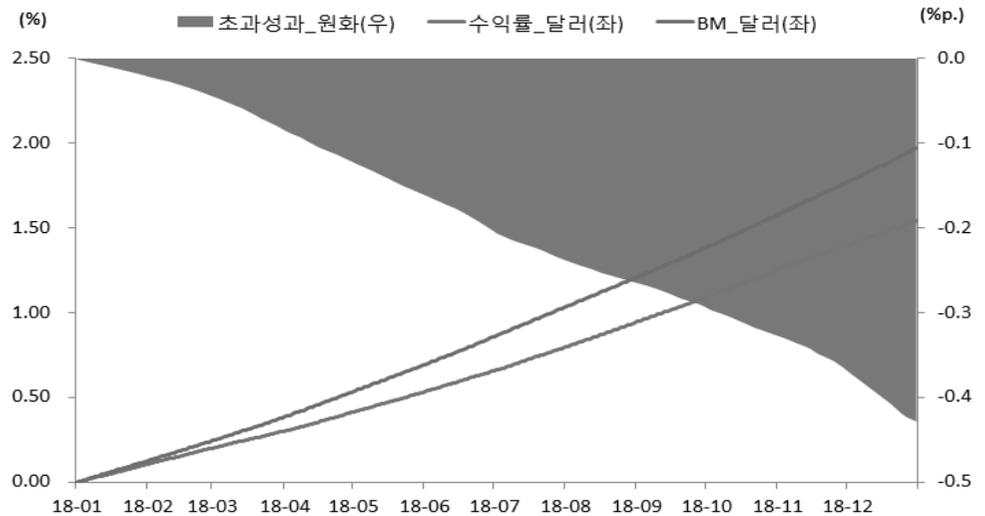
| 구분 | 기금 | 벤치마크 | 초과수익 |
|-----|-------|-------|-------|
| 원 화 | 10.82 | 11.31 | -0.49 |
| 달 러 | 1.55 | 1.98 | -0.43 |

주 1) 초과수익은 전술적 벤치마크 대비 초과수익을 의미함

[그림 Ⅲ-17] 외화단기자금 성과(원화기준)



[그림 Ⅲ-18] 외화단기자금 성과(달러기준)



〈참고자료〉 외화 단기자금 벤치마크(Benchmark: BM) 지수⁵¹⁾

| 구분 | 적용연도 | 벤치마크지수 |
|---------|-------|----------------------------------|
| 외화 단기자금 | 2014년 | 달러 예금 1일 금리 × 50% + 1개월 금리 × 50% |

51) 결제성 용도 및 준비자금 성격을 모두 고려하여 달러 예금의 1일 금리와 1개월 금리를 동일한 비중으로 반영하여 BM 산출

제7절 요약 및 시사점

■ 해외채권 운용방향

- 2018년 해외채권의 운용방향은 2010년 이후 동일한 해외채권 목표비중을 유지하며, 해외채권 내 50~70%내 위탁운용 비중 유지
 - 전반적인 금리 상승 기조 가운데 점진적이고 제한적인 금리 상승을 전망하였고, 유럽 및 일본에서는 금리 변동성 확대가 잔존할 것으로 예상
 - 직접운용은 지역별 금리 방향성에 차별적으로 대응하고 핵심(Core)전략에 대한 전략 다변화, 비핵심(Satellite)전략에 대해 해외사무소와 협업을 통한 위탁 전략의 내재화 및 지역 특화 펀드 도입 검토
 - 위탁운용의 경우 운용 스타일 다변화를 위해 Credit, Securitized 등 운용사를 확대, 이머징 마켓 전략 등의 도입을 검토, 자금 재배분을 통한 포트폴리오 리밸런싱

■ 수익률 분석

- 2018년 해외채권 원화기준 수익률 4.25% 실현에 직접운용은 1.89%p, 위탁운용은 2.36%p 기여
 - 하반기 이후 글로벌 경기 둔화 우려와 주식시장 약세에 따른 안전자산 선호로 시장금리가 전반적으로 하락하며 성과에 양(+)의 영향을 미쳤고 달러기준 1.51% 실현
 - 2017년부터 2년간 원-달러 간 단계적 환헤지 오픈 가운데 6월 말 이후 원-달러 환율이 상승하며 원화기준 수익률 4.25% 기록
 - 직접운용은 시장금리 상승과 신용스프레드 축소를 예상 한 가운데 회사채 비중 확대 등이 음(-)의 영향을 미쳐 달러기준 1.49% 성과 실현
 - 위탁운용은 연말 시장금리 하락기에서 국공채 성과가 양(+)의 영향을 미쳤으나 직접과 마찬가지로 연중 저조한 신용채권 성과 등의 영향으로 달러기준 1.51% 성과 실현
- 해외채권의 수익성과는 원화기준 4.25%의 수익률을 기록하며 전략적 벤치마크 4.40% 대비 0.15%p 하회하였음
 - 해외채권 전체의 전략적 벤치마크 대비 원화기준 초과성과(-0.15%)에 직접운용이 -0.06%p, 위탁운용이 -0.06%p 기여

- 미 기준금리 인상에 대비해 연중 BM 대비 짧은 듀레이션 유지해 금리 상승 시 양(+)
영향을 미쳤으나, 연말 시장금리가 하락하며 성과에 부정적인 영향을 미침
- 연말 일부 기업에서 실적이 부진하며 신용 스프레드가 확대된 가운데 BM 대비 높은
비중의 신용채권의 보유, 위탁운용에서 Global 및 US Credit의 저조한 성과 등으로
벤치마크 대비 음(-)의 초과성과 실현
- 위탁운용이 연중 지속적인 벤치마크 대비 짧은 듀레이션을 유지한 반면 직접운용은 2/4
분기 이후 벤치마크 대비 듀레이션 갭을 확대하여 연말 시장금리 하락기에 성과에는
부정적인 영향을 주었음

■ 위험 분석

- 2018년은 미국 기준금리가 점진적으로 인상된 가운데 미중 무역분쟁, 유럽지역 정치
이슈 등의 영향으로 총 위험은 전년도(2.35%) 대비 4.05%로 증가하였음
 - 해외채권 원화기준 전체 수익률의 변동성은 4.05%로 벤치마크(4.02%) 대비 0.03%p 높은
수준을 나타냄
 - 직접운용의 경우 전년도(2.50%)에서 4.34%로, 위탁운용의 경우 전년도 2.29%에서
3.88%로 증가
 - 달러기준으로도 해외채권 총 위험은 1.94%로 연중 원-달러 환해지의 점진적 오픈 이후
원화기준 수익률 총 위험의 증가폭이 확대
- 해외채권부문의 위험을 감안한 위험조정성과인 수정샤프비율은 무위험 이자율 대비 수익률이
높아지며 전년도 대비 상승 반전
 - 위험조정성과지표인 수정샤프비율은 전년도 -0.04에서 0.53으로 상승반전
- 체계적 위험 대비 초과수익을 측정하는 트레이너지수 역시 무위험이자율에 비해 높은
성과에 따라 양(+)으로 상승
 - 해외채권의 트레이너지수는 전년도 -1.59%p에서 2.36%p로 상승 반전하였으며 해외채권
전체 벤치마크(2.30%) 대비 높은 수준임
- 해외채권 전체 정보비율(IR)은 -0.09로 해외채권 목표 IR 0.32 하회
 - 2018년 해외채권의 액티브위험(TE)은 1.76%이며 배분된 액티브위험(0.74%) 대비
237.8% 소진

■ 투자분석

- 해외채권 규모는 2008년 큰 폭으로 감소한 이후 증가추세임
 - 2018년 말 현재 해외채권 투자금액은 26조 5,876억 원으로 전년도 대비 3조 3,135억 원 증가
 - 해외채권 투자금액 증가요인을 살펴보면 신규투자(2조 1,973억 원), 평가손익(1조 617억 원), 이자 및 실현손익(1,005억 원)은 양(+)의 기여한 반면, 외화관련 손익(-461억 원)은 음(-)의 기여함
- 잔존만기별 보유는 금리인상에 대응하기 7년 이상 장기물의 비중을 지난해 45.6%에서 43.4%로 축소함
 - 미국 기준금리 인상 경로가 사전에 공개되며 전년도 대비 장기물 보유 비중이 축소함
- 연초 이후 확대된 신용스프레드 가운데 해외채권 전체에서 Ba 이하 등급에 대한 보유 비중이 벤치마크를 상회하며 초과성과에 음(-)의 영향을 미쳤음
- 연말 시장금리 하락 가운데 Global Treasury & Gov-related 유형 비중 확대는 성과에 양(+)의 영향
 - 다만, Credit 유형의 전년도 대비 비중 확대는 연초 이후 확대된 신용 스프레드의 영향으로 성과에 음(-)의 영향
 - 또한 연초 계획과 달리 절대수익률(Unconstrained) 유형의 비중 확대 가운데 저조한 성과는 성과에 음(-)의 영향
- 해외채권 전체의 듀레이션은 전년도 대비 0.11년 증가, 벤치마크 대비 하회는 유지
 - 연초 시장 불확실성이 커지며 듀레이션 갭 축소 전략을 수행
 - 미국 기준금리 인상에도 불구하고 유로지역의 정치적 불확실성이 커지며 미국을 제외한 주요국 금리가 하락한 가운데 듀레이션 갭을 확대하였고 벤치마크 대비 초과성과에 부정적인 영향을 미침
 - 해외채권 전체의 평균 듀레이션은 6.54년으로 벤치마크 7.01년 대비 0.47년 짧았으나 변동성은 0.21%으로 전년도(0.07%) 대비 증가
- 해외채권 전체의 지역별 보유비중은 북미가 가장 큰 40.9%로 전년도(37.6%) 대비 확대되었음

- 위탁의 경우 미국 기준금리 인상에도 불구하고 미국 비중이 전년도 대비 확대하며 벤치마크 대비 비중 상회하여 초과성과에 음(-)의 영향
- 또한 금리가 하락한 유럽지역 전년도 대비 비중축소는 초과성과에 음(-)의 영향
- 금리가 상승한 미 달러화 채권의 벤치마크 대비 비중 초과폭이 전년도 2.7%p에서 2.2%p로 소폭 축소되었으나 여전히 벤치마크 대비 비중 상회하며 해외채권 전체 초과성과에는 음(-)의 영향을 줌
- 독일을 비롯해 유로지역의 금리가 하락한 가운데 유로화 채권의 벤치마크 대비 비중 하회 유지는 해외채권 전체의 초과성과에는 음(-)의 영향

■ 해외채권의 장기성과

- 해외채권의 2009년 이후 10년간 원화기준 누적 수익률은 56.90%이고 10년간 원화기준 연평균 수익률은 4.61%를 달성함
- 해외채권의 원화기준 총 위험은 2018년도 금리 변동성 증가하며 3년 평균 총 위험은 3.22%로 증가
- 정보비율의 경우 최근 3년간 저조한 성과로 인해 3년 평균 -0.11을 나타내며 전년도 기준 3년 평균(-0.50)에 이어 음(-)의 IR 유지

■ 외화 단기자금

- 2018년 12월 말 현재 시가기준 외화 단기자금 규모는 원화기준 1,777억 원으로 기금 총액 대비 0.03%를 차지함
 - 1/4분기 평균보유액은 원화기준 3,182억 원, 달러기준 2억 9,658만 달러까지 기록하였으나 분기별 일평잔 미화 3억 달러 한도를 넘지 않음
- 2018년 연중 정기예금과 외화 MMDA(국내) 보유
- 2018년 외화 단기자금 운용수익은 시간가중수익률로 10.82%를 기록
 - 달러 기준 수익률은 1.55%로 벤치마크 대비 초과성과는 원화기준 -0.49%p, 달러기준 -0.43%p임

■ 시사점

○ 금리 변동성 확대 전망 가운데 리스크관리 및 투자다변화 요구

- 2019년 4월 미국 고용지표나 중국 제조업지표 등이 개선되며, 2019년 연초 미 Fed에서 금리동결을 시사한 원인이었던 미국 경기둔화의 우려가 줄어들고 있음
- 연초 경제상황과 달리 2019년 하반기 금리인상에 대한 긍정적인 경제지표 발표가 지속된다면 금리 변동성이 확대될 가능성이 있음
- 시장 금리 변동성에 유의하여 리스크관리할 필요가 있으며, 금리변동에 비탄력적으로 대응할 수 있는 전략으로 투자 다변화가 필요함

○ 직접운용의 전략 다변화 시도 가운데 구조적 제약 사항에 대한 점검 필요

- 위탁운용은 여러 위탁운용사(Multi-fund)를 통해 다양한 전략을 구사하거나 위험을 분산할 수 있는 반면,
- 직접운용의 전술BM은 전략BM 중 일부(국채:공채:회사채=5:3:2의 비중)로 제약되어 있고 단일 펀드(one-fund)로 운용되고 있어 상대적으로 성과 변동성이 커질 수 있음
- 직접운용 달러기준 성과의 총위험은 최근 3년 평균 2.47%로 5년 평균 2.33%보다 증가한 가운데 위험조정성과인 수정샤프비율은 최근 3년 평균 0.38로 5년 평균 0.54 대비 하락하였음
- 최근 시장금리가 재상승하며 금리 변동성 확대 가능성이 다시 높아진 가운데 신흥국, 신규 신용채권 등에 검토가 진행되고 있어 유연하고 안정적인 포트폴리오 관리를 위한 운용체계의 구조적 제약 사항을 점검할 필요가 있음

IV

2018년 국민연금 기금운용 성과평가

국내주식부문 평가

제 1절 2018년 국내주식 운용계획

제 2절 수익률 분석

제 3절 수익률 요인 분석

제 4절 위험 분석

제 5절 매매활동 분석

제 6절 포트폴리오 분석

제 7절 장기 평가

제 8절 요약 및 시사점



주요 이슈

■ 2018년 국내주식 절대성과 및 초과성과는 저조

2018년도 국내주식의 운용성과는 -16.90%로 전년도 대비 낮은 절대 수익률을 보였으며, 벤치마크 대비 초과성과는 1.27%p 하회함. 미국의 기준금리 리스크, 미-중 무역분쟁 및 글로벌 경제 둔화 전망 등으로 인한 하방 리스크의 확대로 국내 주식시장이 전반적으로 작년대비 크게 위축됨. 이러한 시황이 반영되어 국내주식 운용성과는 전년도 대비 저조하게 나타남. 국내주식 음(-)의 성과에 대한 기여도 분석결과 액티브 위탁운용의 기여가 가장 크게 나타남

■ 패시브운용 및 액티브 직접운용의 초과성과는 양호

국내주식 전체 초과성과는 저조한 반면, 패시브운용과 액티브직접운용 등 직접운용의 초과성과는 양호하게 나타남. 패시브운용의 벤치마크 대비 운용성과는 0.71%p였고 액티브 직접운용의 초과성과는 1.18%p로 국내주식시장의 전반적인 하방리스크를 적절히 방어함. 섹터별 성과요인분해 결과 패시브운용과 액티브직접운용 모두 헬스케어 업종의 업종배분효과 및 종목선택효과가 성과요인에 높게 기여한 것으로 나타남. 이는 셀트리온의 유가증권시장으로의 이전상장 및 제약바이오 업종의 회계이슈 등의 리스크에 대한 전반적인 운용전략이 적절히 이루어진 결과임

■ 액티브 위탁운용의 관리체계 재정비 필요

최근 몇 년간 액티브 위탁운용의 벤치마크 대비 저조한 성과가 지속되고 있는 만큼 액티브 위탁운용의 관리체계 재정비 필요. 올해 액티브 위탁운용은 -1.70%p 음(-)의 초과성과를 기록. 현재 액티브 위탁운용은 매크로 국면분석 및 유형별 스타일 분석을 통해 유형별 비중을 조정하는 운용계획을 마련하는 등 운용전략의 다변화를 시도 중임. 또한 외부 위탁 펀드평가사 평가체계를 강화함으로써 체계적인 펀드평가를 위한 관리 기준 마련 등 위탁운용 관리체계효율성 제고를 위한 노력을 강화하고 있음

IV. 국내주식부문 평가

제1절 2018년 국내주식 운용계획

1. 국내주식의 전략적 운용목표

- 장기적으로 안정적인 수익확보 및 위험한도 내의 수익최대화를 위한 투자전략 구축과 체계적인 운용관리체계 강화
 - 국내주식 운용의 장기적인 운용목표는 위험한도 내의 최대 수익 확보에 있으며, 이를 위해 직접운용은 패시브운용(Passive Management)과 액티브운용(Active Management)으로 운영되며 위탁운용은 액티브운용(Active Management)을 지향⁵²⁾
- 중기 자산배분(안)에 따른 국내주식 비중 축소
 - 2018년도 국내주식의 전략적 운용방안은 중기 자산배분 목표비중 달성을 위한 이행계획상의 운용계획에 따라 금융부문 내 국내주식의 투자 비중을 전년도 대비 축소

2. 국내주식의 전술적 운용방향

- 2018년 국내주식의 전술적 운용방향은 기금운용계획상의 목표비중과 허용범위를 기본으로 하여 운용
 - 2018년 목표초과수익률은 0.34%p, 목표액티브위험은 1.07%, 목표IR은 0.32임
 - 국내주식 패시브 운용은 포트폴리오 최적화 및 리스크 모델을 활용하여 운용 효율성 제고 노력
 - 주요 벤치마크 산출 방법론 및 인덱스·퀀트 방법론을 검토하고 기금운용규모 및 시장충격 비용을 감안한 투자전략 구축

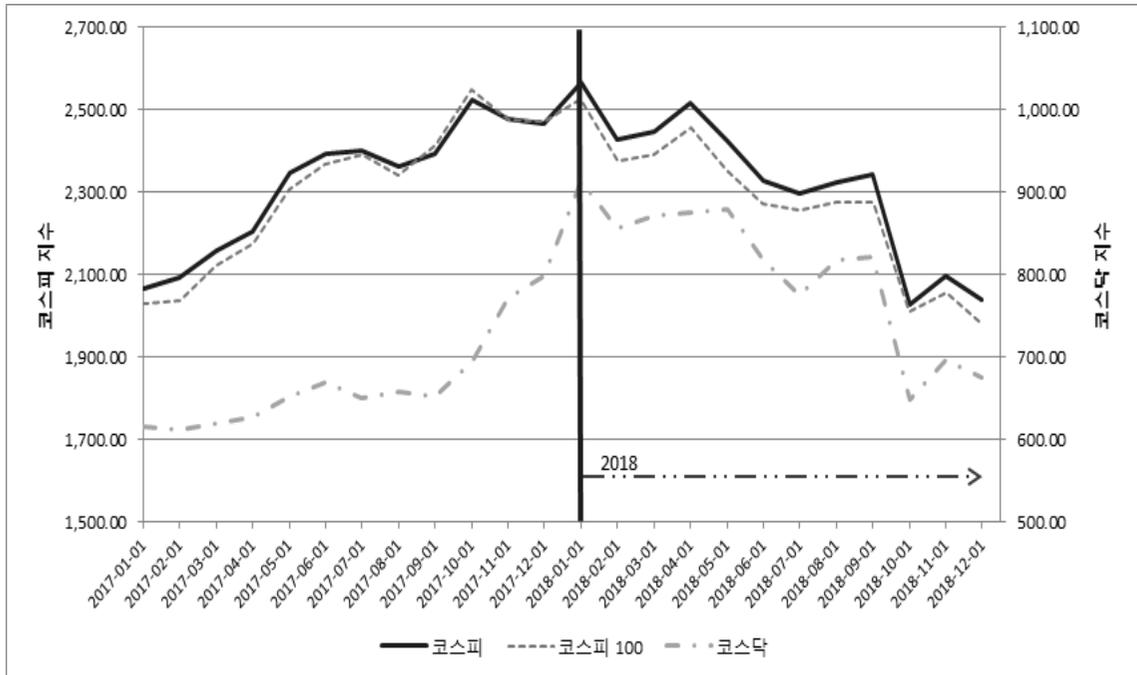
52) 패시브운용이란 시장수익률(통상적으로 벤치마크 수익률)을 그대로 추적하는 것을 목적으로 하는 투자방식인 반면 액티브운용은 벤치마크 대비 초과수익을 목적으로 의도적으로 시장(벤치마크)과 다르게 운용하는 방식

- 선진기관을 벤치마크하여 포트폴리오 관리체계의 개선 방안 마련
- 국내주식 액티브 직접운용은 안정적 수익률 확보 및 포트폴리오 관리 위해 기업 가치평가 및 factor investing을 통한 투자 프로세스 구축
 - 초과성과 원천을 다양화하여 최적 포트폴리오를 구축을 위한 재편
 - 리스크 요인별 액티브 위험 배분을 주기적으로 모니터링 하고, 선제적 조정을 통한 안정적인 성과관리 체계 추구
- 국내주식 액티브 위탁운용은 시장 국면을 반영한 유형전략과 위탁펀드 관리 강화를 위한 개선방안을 마련하여 안정적인 수익률 제고
 - 매크로 국면분석 및 유형별 스타일 분석 결과를 바탕으로 중소형주형, 책임투자형, 배당주형, 가치형 비중 확대
 - BM 개선 검토, 위탁 펀드내 현금 비중 축소 및 주식 보유비중 확대 검토 등 위탁 관리 시스템 개선을 위한 방안 검토

3. 2018년 국내주식 시장 상황

- 2018년 국내주식시장은 미국의 기준금리 인상, 미-중 무역분쟁 및 글로벌 경제 둔화 전망으로 인한 투자심리 위축 등 하방 리스크의 증가로 작년 말 대비 크게 위축됨
 - 12월 말 기준 코스피지수는 2041.04로 전년도 말(2467.49) 대비 17.3% 하락했으며 코스닥 지수도 675.65로 지난해 전년도 말(798.62) 대비 15.4% 하락해 글로벌 금융위기가 있었던 2008년 이후 가장 낙폭이 컸음
 - 2018년 1월 말 국내증시 전체의 시가총액이 2,019조원으로 사상 첫 2,000조원을 돌파하는 모습을 보여 국내시장의 상승세가 전망되기도 했지만, 시장의 리스크 확대로 하방 압력이 커지면서 12월 말 기준 1,561조원으로 연초 대비 크게 감소

[그림Ⅳ-1] 국내 주식시장 추이



○ 대형주 중심의 호전을 보였던 2017년 국내주식시장과는 달리 2018년은 대형주의 주가 하방 변동성이 컸음

- 반도체 시장의 어두운 전망이 반영되어 삼성전자와 SK하이닉스 두 종목 모두 시가총액은 전년도 말에 비해 감소
- 반면 셀트리온과 삼성바이오로직스 등 헬스케어업종 대형주의 시가총액은 소폭 상승하였으나, 어닝쇼크 및 회계감리 등의 이슈로 투자심리 악화의 위험이 잔재하며 하반기에 하방 전환됨
- 국내 주식시장의 시가총액 상위 10위권 주식 대부분 전년도 대비 시가총액이 감소함

〈표Ⅳ-1〉 국내 주식시장 시가총액 상위 10개 종목

| | 2017년 | | 2018년 | | |
|----|--------|--------------|----------|--------------|----------------|
| | 종목명 | 시가총액 (조원) | 종목명 | 시가총액 (조원) | 전년도 비교 (조원) |
| 1 | 삼성전자 | 328.9 | 삼성전자 | 231.0 | -97.9 |
| 2 | SK하이닉스 | 55.7 | SK하이닉스 | 44.0 | -11.6 |
| 3 | 삼성전자우 | 38.1 | 셀트리온 | 27.9 | 0.8 |
| 4 | 현대차 | 34.4 | 삼성전자우 | 26.1 | -12.0 |
| 5 | POSCO | 29.0 | 삼성바이오로직스 | 25.6 | 1.0 |
| 6 | NAVER | 28.7 | 현대차 | 25.3 | -9.0 |
| 7 | LG화학 | 28.6 | LG화학 | 24.5 | -4.1 |
| 8 | 셀트리온 | 27.1 | SK텔레콤 | 21.8 | 0.2 |
| 9 | KB금융 | 26.5 | 한국전력 | 21.2 | -3.2 |
| 10 | 현대모비스 | 25.6 | POSCO | 21.2 | -7.8 |

제2절 수익률 분석

1. 2018년도 총 수익률 및 초과수익률

- 2018년 국민연금 국내주식 부문은 -16.90%의 수익률로 전략적 벤치마크인 KOSPI(배당포함)의 수익률 -15.63%를 1.27%p 하회
 - 주요 대형주의 주가 상승을 중심으로 국내주식시장의 성과가 향상된 2017년과 달리 2018년은 대형주의 주가 하방 변동성이 컸음. 시장 대비 대형주의 비중이 큰 국내주식 포트폴리오 구성⁵³⁾이 국내주식 성과에 부정적으로 영향을 줌
 - 중·장기수익률 추이를 상향시킨 전년도 국내주식 운용성과와 달리 2018년의 성과는 장기 성과를 하향시키는 요인으로 작용

- 2018년도 국내주식 전체 전략적 벤치마크 수익률(-15.63%) 대비 각 유형별 초과성과는 **패시브운용과 액티브운용이 각각 1.28%p, 1.26%p 하회**하였고, 액티브 운용내에서는 액티브 직접이 0.80%p, 액티브 위탁이 1.45% 하회함
 - 유형 모두에서 전략적 벤치마크 대비 낮은 성과를 보였으며, **액티브 위탁운용의 성과가 국내주식 전체 벤치마크 대비 초과성과 하회에** 주된 기여
 - 2017년 액티브운용은 유형의 전술적 벤치마크인 KOSPI+KOSDAQ100(배당포함) 대비 음(-)의 초과성과를 보였으나 국내주식 전체 벤치마크 대비로는 양(+)⁵⁴⁾의 초과성과를 달성하였음
 - 그러나 2018년에는 운용유형의 벤치마크뿐 아니라 전략적 벤치마크 대비로도 음(-)의 성과를 보임

- 각 세부 유형의 전술적 벤치마크 대비 초과성과는 액티브 직접운용과 패시브운용의 성과 모두 양(+)⁵⁴⁾의 초과성과 달성
 - **패시브운용**은 -16.91%의 수익률로 전술적 벤치마크 KOSPI200(배당포함)⁵⁴⁾의 수익률 -17.61%를 0.71%p **상회**
 - **액티브 직접운용**은 -16.43%의 수익률을 보여 전술적 벤치마크 KOSPI200(배당포함)을 1.18%p **상회**

53) 2018년말 기준 국내주식 전체 포트폴리오중 대형주가 차지하는 비중은 83.8%로 시장내 대형주 구성비 67.3%를 상회함

54) 액티브 직접운용과 패시브운용의 벤치마크인 KOSPI200_T는 KOSPI200 지수에 배당수익을 반영한 지수임

- **액티브 위탁운용**은 -17.08%의 수익률을 보여 전술적 벤치마크⁵⁵⁾ 수익률 -15.38%를 1.70%p 하회

○ 국내주식의 초과성과는 국내주식에 부여된 **목표초과수익률(0.34%p)** 대비 하회

- 2018년 실제초과성과는 목표초과수익률 대비 1.61%p 하회하였으며 달성도는 -372.9% 수준

〈표Ⅳ-2〉 국내주식 부문별 수익률

(단위 : %, %p)

| 구분 | | 2016년 | | | 2017년 | | | 2018년 | | | 3년 평균('16~'18) | | |
|--------|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|----------------|------|-------|
| | | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 |
| 패시브 | 직접 | 10.31 | 10.15 | 0.15 | 28.22 | 27.47 | 0.75 | -16.91 | -17.61 | 0.71 | 5.53 | 4.98 | 0.55 |
| | 위탁 | 9.67 | 10.15 | -0.48 | 28.65 | 27.47 | 1.18 | -16.43 | -17.61 | 1.18 | 5.65 | 4.98 | 0.67 |
| 액티브 | 위탁 | 1.02 | 3.57 | -2.55 | 23.91 | 25.46 | -1.55 | -17.08 | -15.38 | -1.70 | 1.25 | 3.21 | -1.97 |
| | 소계 | 3.48 | 3.57 | -0.09 | 25.32 | 25.46 | -0.14 | -16.89 | -15.38 | -1.51 | 2.53 | 3.21 | -0.69 |
| 국내주식전체 | | 5.64 | 5.24 | 0.40 | 26.31 | 24.08 | 2.23 | -16.90 | -15.63 | -1.27 | 3.50 | 3.28 | 0.22 |

주) 반올림에 의한 단수차이 있음

〈표Ⅳ-3〉 국내주식 운용방식 별 수익률 현황(기준 직접/위탁 방식)

(단위 : %, %p)

| 구분 | | 2016년 | | | 2017년 | | | 2018년 | | | 3년 평균('16~'18) | | | 5년 평균('14~'18) | | |
|----|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|----------------|------|-------|----------------|------|-------|
| | | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 |
| 국내 | 직접 | 9.99 | 10.15 | -0.16 | 28.38 | 27.47 | 0.91 | -16.73 | -17.61 | 0.89 | 5.55 | 4.98 | 0.57 | 1.70 | 1.55 | 0.15 |
| | 위탁 | 1.02 | 3.57 | -2.55 | 23.91 | 25.46 | -1.55 | -17.08 | -15.38 | -1.70 | 1.25 | 3.21 | -1.97 | 0.77 | 2.22 | -1.45 |
| | 소계 | 5.64 | 5.24 | 0.4 | 26.31 | 24.08 | 2.23 | -16.90 | -15.63 | -1.27 | 3.50 | 3.28 | 0.22 | 1.29 | 1.97 | -0.68 |

주) 반올림에 의한 단수차이 있음

55) 액티브 위탁운용과 액티브운용의 벤치마크는 KOSPI_T*(1-S)+KOSDAQ100*S의 합성지수임. 단, 액티브운용 내의 직접운용은 세부 벤치마크로 KOSPI200_T를 사용

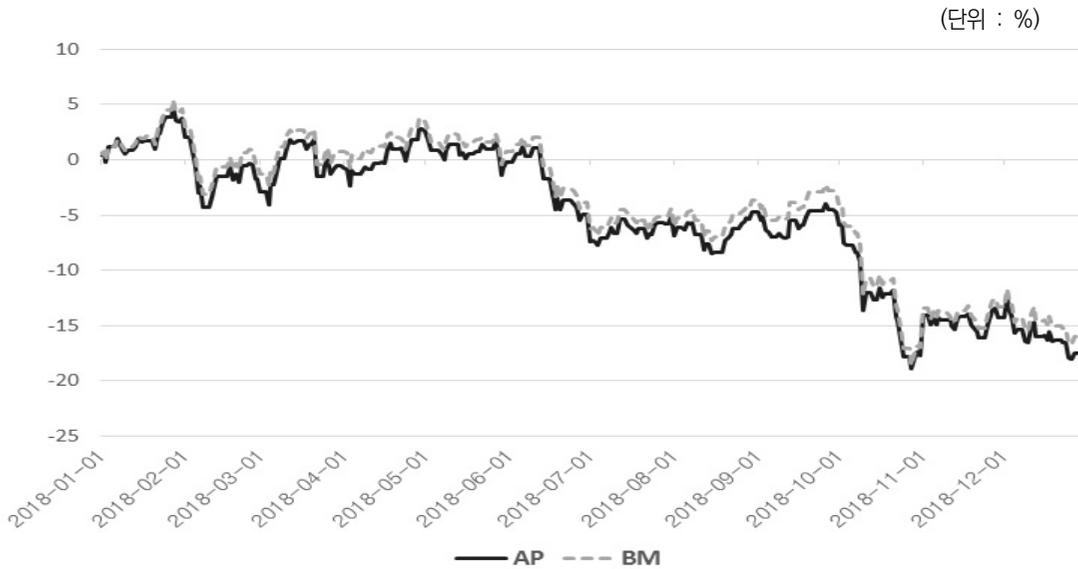
〈참고〉 국내주식부문 벤치마크(Benchmark : BM) 지수

| 구분 | | 벤치마크 지수 | | | | 비고 |
|--------|----|------------|---------------------------|------------|---------------------------|---------|
| | | 적용 개시연도 | 변경전 | 적용 개시연도 | 변경후 | |
| 패시브 | 직접 | 2005 | KOSPI200_T(배당포함) | - | 좌동 | 기금운용본부 |
| 액티브 | 직접 | 2005 | KOSPI200_T(배당포함) | - | 좌동 | 기금운용본부 |
| | 위탁 | 2006 | KOSPI+KOSDAQ100 (배당포함) | - | 좌동 | |
| | 소계 | - | - | 2015 | KOSPI+KOSDAQ100 (배당포함) | 기금운용본부 |
| 국내주식전체 | | 2005 | KOSPI_T(배당포함) | - | 좌동 | 기금운용위원회 |

2. 수익률 추이

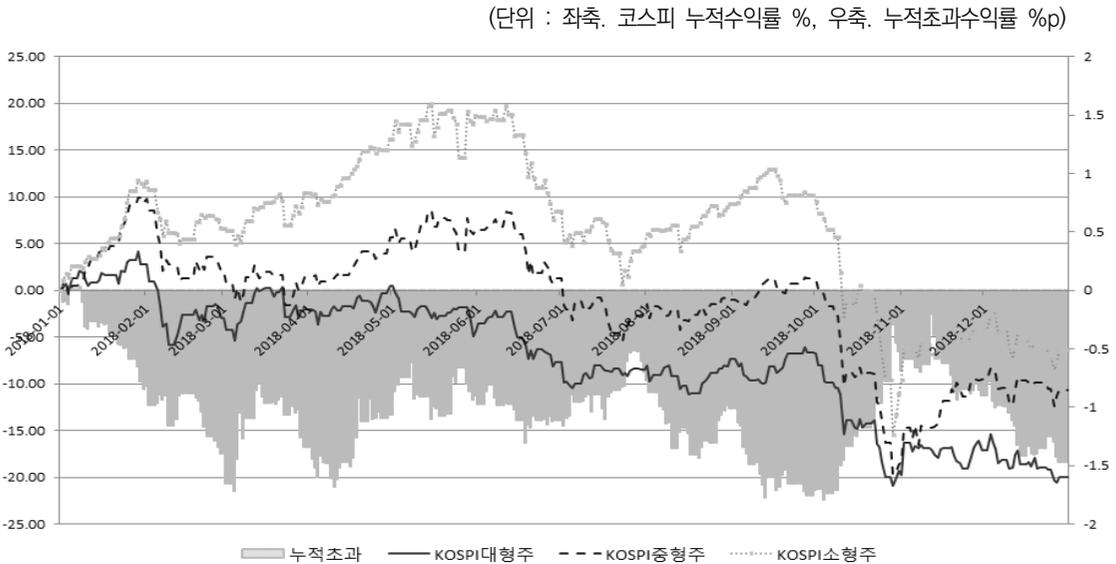
- 2018년 국내주식 운용의 누적수익률은 연초 다소 상승하다가 미·중 무역분쟁이 점화 및 글로벌 경기 둔화 우려로 하락과 상승을 반복함. 4분기에 들어서면서 국내 주식시장의 하방리스크 확대에 따라 하락하는 추세를 보임
 - 전년도에 대형주 중심으로 호전을 보였던 시장 상황과 달리 2018년에는 대형주의 하방 변동성이 컸으며, 특히 시장의 주요 업종 중 하나인 반도체 시장이 위축되어 국내주식시장 전반적인 저성과가 나타남
 - 국내주식 전체 누적 수익률은 초반 상승, 중간 보합, 후반 하락하는 모습을 보이며 시장 벤치마크(BM)와 등락을 같이 하는 양상임
 - 벤치마크 대비 누적초과수익률은 지속적인 음의 누적초과수익률 추세로 목표초과수익률을 달성하지 못하는 양상

[그림Ⅳ-2] 2018년 국내주식 누적수익률 추이



- 주 1) 일별데이터 이용
- 주 2) BM은 국내주식 전체 벤치마크 지수(KOSPI_T)를 의미함

[그림Ⅳ-3] 2018년 국내주식 누적초과수익률 추이



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

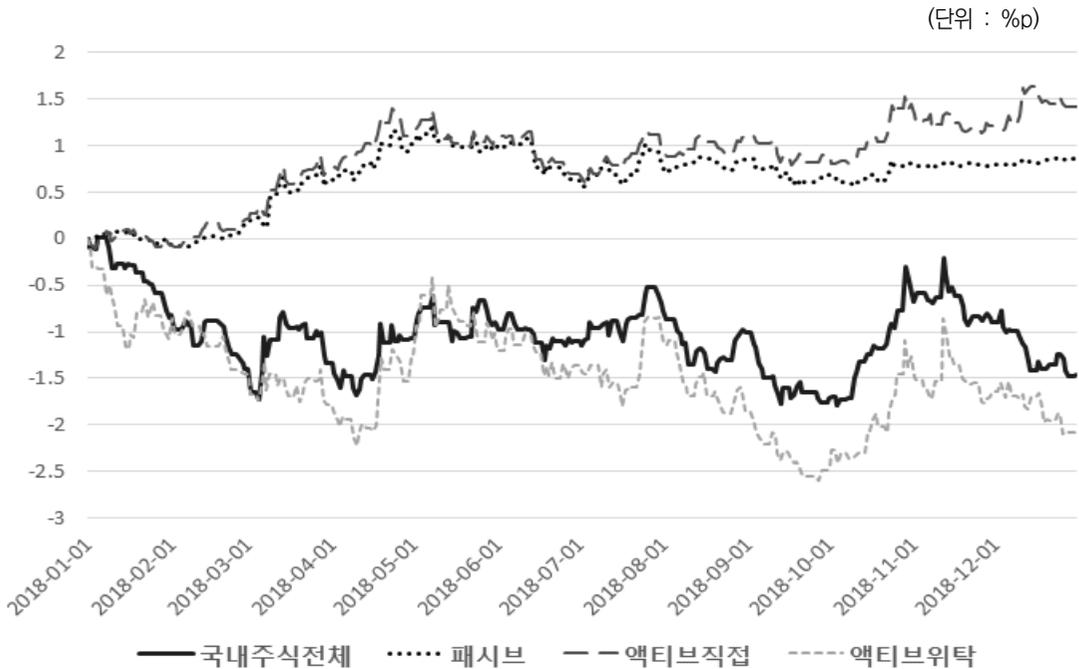
$$CAR_p(t, T) = \sum_{t=1}^T (R_{p,t} - R_{bm,t})$$

여기서 $R_{p,t}$ 는 국내주식 전체의 t일의 수익률을 나타내며, $R_{bm,t}$ 는 벤치마크(KOSPI_T)의 t일 수익률을 나타낸다.

2) 벤치마크 수익률은 국내주식 전체는 KOSPI(배당포함)를 사용

- 개별 유형에 부여된 유형별 벤치마크 대비 누적초과수익률 추이는 패시브 운용 및 액티브 직접운용의 경우 꾸준히 양의 누적초과 수익률을 보였으나, 액티브 위탁운용은 지속적인 음의 누적초과 수익률을 보임

[그림Ⅳ-4] 2018년 국내주식 유형별 누적초과수익률 추이



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

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

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), 액티브 직접은 KOSPI200(배당포함), 액티브 위탁은 KOSPI(배당포함)와 KOSDAQ100(배당포함)의 합성지수임

- 기금운용위원회가 목표초과수익률을 설정하기 시작한 2009년 이후 연도별 목표초과수익 평균 달성도는 -14.58% 수준
 - 2018년 목표초과수익률은 0.34%p로 2017년에 부여된 목표초과 수익률 0.50%p보다 낮아졌으나(전년도 대비 0.16%p▼) 목표초과수익 달성률은 전년도 대비 하회한 -372.9%로 나타남
 - 연도별 달성도 현황은 2017년을 제외하고 낮은 달성도를 기록
 - 2009년 이후 10년 동안 5차례 양의 초과 성과를 보였으며, 달성률 100% 이상인 경우는 2009년과 2017년 2차례였음

〈표Ⅳ-4〉 목표초과수익률 대비 달성현황 추이

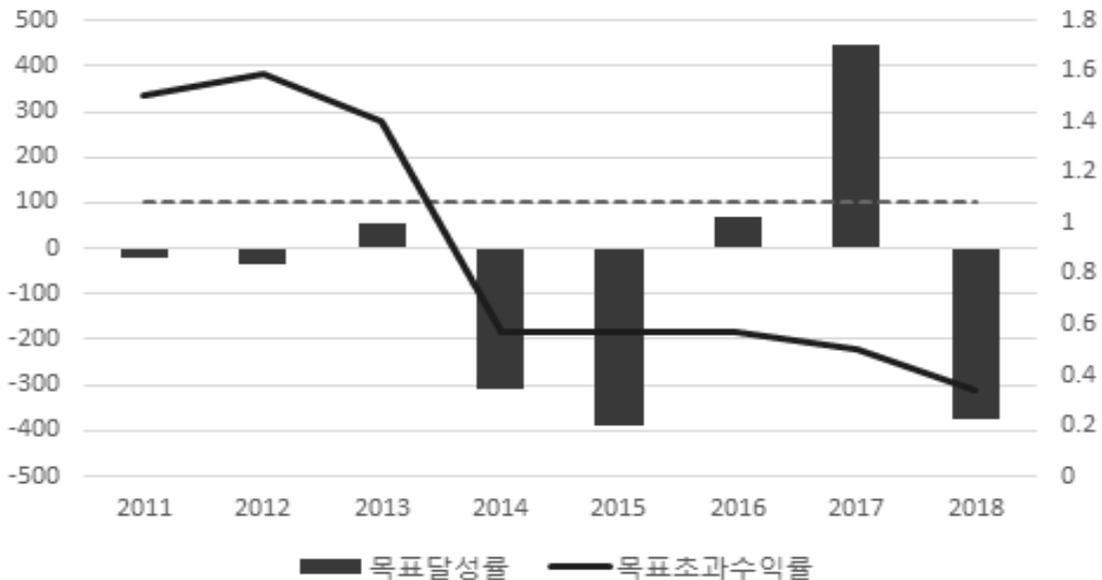
(단위 : %p, %)

| 구분 | 2011년 | 2012년 | 2013년 | 2014년 | 2015년 | 2016년 | 2017년 | 2018년 |
|-------------------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 목표초과수익률 | 1.50 | 1.59 | 1.40 | 0.57 | 0.57 | 0.57 | 0.50 | 0.34 |
| 실제초과수익률 | -0.34 | -0.52 | 0.77 | -1.77 | -2.21 | 0.40 | 2.23 | -1.27 |
| 달성률 ¹⁾ | -22.7 | -32.7 | 55.0 | -310.5 | -387.7 | 70.7 | 446.0 | -372.9 |

주 1) 달성률은 목표초과성과급 지급기준이 되며 목표대비 초과성과를 얼마나 달성했는지를 측정함. 달성률 = 실제 초과수익률/목표초과수익률

[그림Ⅳ-5] 목표초과수익률 대비 달성현황 추이

(단위 : 왼쪽축(달성률) %, 오른쪽축(목표초과수익률) %p)



3. 세부유형별 수익률

1) 국내주식 패시브운용

○ 국내주식 패시브운용은 직접운용으로 운용되고 있으며, 4개 세부유형으로 구성됨

- 패시브유형의 투자 규모 및 자산 내 비중은 감소
- 전년도 대비 유형간 배분의 큰 변화는 없으나 순수인덱스 비중이 소폭 증가(2017년말 88.3% → 2018년 말 88.5%)하고 퀀트인덱스(2017년말 8.7% → 2018년말 8.6%)와 스타일펀드 비중(2017년말 2.3% → 2018년말 2.2%)은 소폭 감소

〈표Ⅳ-5〉 국내주식 패시브운용 유형별 운용방식

| 구분 | 세부운용방식 |
|--------|--|
| 순수인덱스 | · KOSPI200지수 추종 인덱스 펀드 · 추적오차(TE) 최소화, 2005년부터 운용 |
| 퀀트인덱스 | · 퀀트기법에 기반하여 초과성과를 추구하는 펀드 · 추적오차(TE) 한도 관리, 2009년부터 운용 |
| KRX100 | · KRX100지수 추종 인덱스 펀드 · 추적오차(TE) 최소화, 2007년부터 운용 |
| 스타일펀드 | · 종목군내에서 중소형주 중심 운용 · 추적오차(TE) 한도 관리, 2012년부터 운용 |

○ 2018년도 패시브운용의 세부유형별 벤치마크 대비 초과성과는 KOSPI200지수를 추종하는 펀드인 **순수인덱스 유형**이 가장 높았음

- 패시브운용의 4개 세부유형 모두 음의 절대성과를 시현하여 전년도 절대성과 대비 크게 위축된 성과를 보였지만 시장 대비로는 양호한 초과성과를 보임
- 가장 비중이 높은 순수인덱스형의 초과성과는 0.72%로 양의 초과성과를 보였고 퀀트인덱스형과 스타일형 모두 양의 초과성과를 보임
- 세부유형내 유일하게 음의 초과 성과를 보인 KRX유형은 패시브 직접운용 내 비중이 적어 패시브운용 전체성과에 대한 기여는 제한적

〈표Ⅳ-6〉 국내주식 패시브운용 유형별 수익률

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2016년 | 2017년 | 2018년 | | | 3년평균 (’16~’18) | 5년평균 (’14~’18) | 10년평균 (’09~’18) | ’18년말 투자비중 |
|-------------------|-------|-------|--------|--------|-------|-------------------|-------------------|--------------------|---------------|
| | | | 기금 | BM | 초과 | | | | |
| 퀀트인덱스 | 10.70 | 28.29 | -16.97 | -17.61 | 0.65 | 7.34 | 3.00 | 10.23 | 8.6 |
| 순수인덱스 | 10.30 | 28.20 | -16.90 | -17.61 | 0.72 | 7.20 | 2.91 | 9.75 | 88.5 |
| KRX ¹⁾ | 7.36 | 29.37 | -16.67 | -16.60 | -0.07 | 6.69 | 2.38 | 9.60 | 0.7 |
| 스타일 ²⁾ | 10.04 | 28.33 | -17.12 | -17.61 | 0.49 | 7.08 | 3.11 | 3.48 | 2.2 |
| 패시브 전체 | 10.31 | 28.22 | -16.91 | -17.61 | 0.71 | 7.21 | 2.91 | 9.76 | 100 |

주 1) KRX펀드의 BM은 KRX100지수를 사용함.

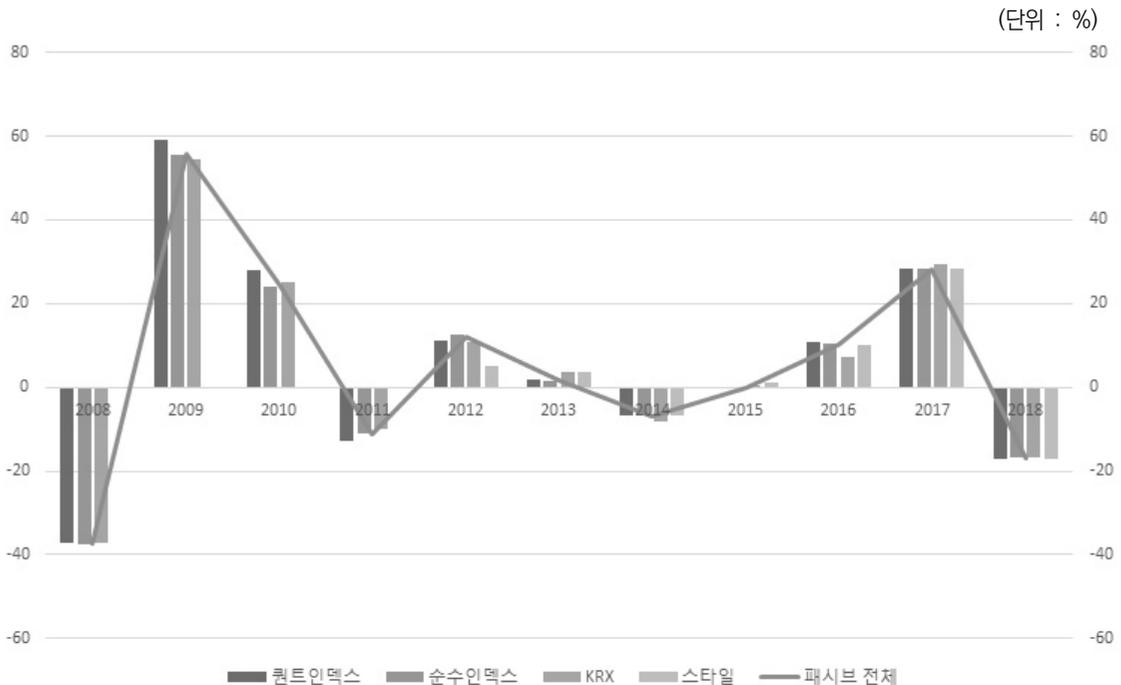
2) 스타일펀드

3) 패시브운용의 공식적인 설정은 2015년 하반기부터이며, 과거 패시브운용은 직접운용 내의 인덱스 펀드를 분류하던 내부 기준을 따른 것임

4) 단수 차이가 존재할 수 있음

- 패시브운용 유형별 절대 수익률은 전체적으로 음의 수익률을 기록한 2014년 이후 상승 추이를 보이다가 2018년 낮은 성과로 전환됨
 - 국내 주식시장의 전반적인 위축이 반영된 결과로 보임

[그림Ⅳ-6] 패시브운용 유형별 수익률 추이



2) 액티브운용

- 국내주식 액티브(Active) 운용은 9개의 유형으로 세분화하여 운용
 - 액티브운용 내에 코어펀드를 직접운용이 담당하고 있으며,
 - 나머지 8개 유형에 대해서는 총 86개 펀드를 설정하여 이를 33개의 위탁운용사가 운용
 - 2018년 세부 유형간 배분 전략은 안정적 수익창출을 위한 패시브 유형의 비중 소폭 하향 조정으로 액티브 직접 및 위탁운용의 비중을 소폭 확대를 계획
- 당초 계획한 2018년 배분전략(패시브운용 소폭 감소)이 반영되어 국내주식 전체에서 액티브 운용이 차지하는 비중은 전년도(66.0%) 대비 확대(66.3%)

〈표Ⅳ-7〉 국내주식 액티브운용 유형별 특징

| 운용유형 | | BM | 세부운용방식 |
|------|-------|--|---|
| 직접운용 | 코어펀드 | KOSPI200(배당포함) | · MP-AP운용 가이드라인 내에서 운용 |
| 위탁운용 | 순수주식형 | $KOSPI \times (1 - S) + KOSDAQ100 \times S$ | · 주식비율 90%이상을 유지하며 종목리서치를 통한 스타일 및 종목선택 · 파생상품 투자불가 |
| | 중소형주형 | $(NPC-MS) \times 0.8 + KOSPI대형주지수 \times 0.1 + KOSDAQ100 \times 0.1$ | · 주식비율 90%이상 유지하면서 중소형주를 70%이상 보유, 종목리서치를 통한 종목선택 · 파생상품 투자불가 |
| | 장기투자형 | KOSPI | · 장기성장주나 저평가 소외주 등에 투자하며 장기적인 포트폴리오 관리를 통한 초과수익추구 · 파생상품 투자불가 |
| | 책임투자형 | NPS-FnGuide SRI지수 | · 기업의 사회적책임(Corporate Social Responsibility), ESG(Environmental, Social & Governance)요소 등을 최대한 고려하여 장기적 지속가능한 기업에 투자 · 파생상품 투자불가 |
| | 액티브퀀트 | KOSPI200 | · 현선물 차익거래, 계량모형에 의한 tilting, 새로운 인덱스개발 등을 활용하여 투자 · 파생상품 투자가능 |
| | 대형주형 | KOSPI100 | · KOSPI100종목에 90%이상을 투자하되, 종목선택을 통한 적극적 초과수익 추구 · 투자유니버스는 KOSPI200으로 제한, 위탁자산 NAV의 90% 이상을 KOSPI100에 투자 · 파생상품 투자불가 |
| | 배당주형 | NPS-KRX 배당지수 | · 기업의 과거 및 미래 배당지급을 감안한 종목선택을 통해 운용 · 파생상품 투자불가 |
| | 가치형 | NPS_MSCI 가치지수 | · 가치가 저평가된 종목에 투자하여 중장기적 초과수익 추구 · 파생상품 투자불가 |

- 액티브유형 내에서는 **직접운용인 코어펀드**가 -16.43%의 수익을 창출하여 **액티브 직접 운용의 전술적 벤치마크인 KOSPI200(배당포함) 대비 1.18%p 상회**하였음
- 액티브유형 내 **액티브 위탁운용**의 수익률은 -17.08%로 **액티브 위탁운용의 전술적 벤치마크인 KOSPI+KOSDAQ100(배당포함) 대비 1.70%p 하회**하였음
 - 위탁운용 내 가장 높은 비중을 차지하고 있는 순수주식형은 -16.72%의 수익률로 순수주식형의 벤치마크 대비 0.26%p의 초과성과를 달성했으나 액티브운용 전체 벤치마크 대비 -1.34%p의 음의 초과수익을 기록하였고,

- 책임투자형(-3.57%p), 액티브퀀트형(-2.26%p), 장기투자형(-1.91%p), 대형주형(-2.52%p) 등 중소형주형(0.81%p)을 제외하고 세부유형 대부분이 액티브유형 전체 벤치마크 대비 낮은 성과를 기록하여 액티브 위탁운용 전체성과에 부정적 기여
- 반면 중소형주형의 경우 액티브유형 전체 벤치마크 대비 양(+의 성과를 보였으나, 중소형 주형의 벤치마크인 중소형지수 대비로는 음(-)의 성과를 보였음

〈표IV-8〉 국내주식 액티브운용 유형별 수익률

(단위 : %, %p)

| 구 분 | 2018년 | | | | 3년평균 (’16~’18) | 5년평균 (’14~’18) | 10년평균 (’09~’18) | 투자 비중 | 유형내 비중 | 적용 BM | |
|------------------------|--------------------|--------|----------|------------------------------|-------------------|-------------------|--------------------|----------|-----------|-------------------------------|--------------------|
| | 기금 | BM | BM 대비 | 전체 BM 대비 ¹⁾ | | | | | | | |
| 직접 운용 | 코어 | -16.43 | -17.61 | 1.18 | -1.05 | 7.35 | 2.89 | 10.59 | 100.0 | 30.7 | KOSPI200_T |
| | 소계 | -16.43 | -17.61 | 1.18 | -1.05 | 7.35 | 2.89 | 10.59 | | | |
| 위탁 운용 | 순수주식형 | -16.72 | -16.98 | 0.26 | -1.34 | 1.85 | -0.44 | 6.78 | 32.7 | 22.7 | 합성지수 ²⁾ |
| | 중소형주 | -14.57 | -11.37 | -3.21 | 0.81 | -3.91 | 2.51 | 9.24 | 9.3 | 6.5 | 중소형지수 |
| | 책임투자 ⁹⁾ | -18.95 | -18.17 | -0.78 | -3.57 | 0.86 | 0.04 | 7.71 | 9.1 | 6.3 | SRI지수 |
| | 액티브퀀트 | -17.64 | -19.33 | 1.69 | -2.26 | 4.80 | 1.59 | 2.98 | 17.9 | 12.4 | KOSPI200 |
| | 장기투자형 | -17.29 | -17.28 | 0.00 | -1.91 | 0.22 | 1.42 | 1.57 | 14.4 | 10.0 | KOSPI |
| | 대형주형 ³⁾ | -17.90 | -19.96 | 2.06 | -2.52 | 2.51 | 0.75 | - | 6.4 | 4.4 | KOSPI100 |
| | 배당주형 ⁴⁾ | -15.84 | -17.08 | 1.24 | -0.46 | 2.71 | 1.28 | - | 5.4 | 3.7 | 배당지수 |
| 가치형 ⁵⁾ | -16.37 | -16.62 | 0.25 | -0.98 | 5.14 | - | - | 4.7 | 3.2 | 가치지수 | |
| 소계 | -17.08 | -15.38 | -1.70 | -1.70 | 1.25 | 0.77 | 7.62 | 99.9 | 69.3 | 순수주식형 BM | |
| 액티브유형 전체 ⁶⁾ | -16.89 | -15.38 | -1.51 | -1.51 | 2.53 | 1.10 | 7.83 | - | - | KOSPI_T*(1-S)+ KOSDAQ100*S | |

주 1) 액티브유형 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 12월 말 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

4. 수익률 상관관계 분석

- 패시브운용과 액티브운용 간 초과수익의 상관관계는 0.89로 전년도(0.52) 대비 상승
 - 기존대로 직접운용과 위탁운용으로 구분하여 초과수익 상관관계를 측정할 경우 0.60으로 양의 상관관계가 나타남
 - 액티브운용 내 세부 유형 간의 전략적BM대비 초과수익은 전년도 음의 상관관계에서 양의 상관관계가 전환
 - 이러한 결과는 2018년 국내 주식시장의 전반적인 시스템 리스크의 확대에 의한 시장요인의 공통성(commonality) 강도가 커지면서 유형별 상관관계가 증가된 것으로 보임⁵⁶⁾

〈표Ⅳ-9〉 국내주식 신규 유형별(패시브/액티브) 상관관계

| 구분 | | 절대수익 | 초과수익 ¹⁾ |
|------|-------|------|--------------------|
| 상관관계 | 2016년 | 0.95 | 0.09 |
| | 2017년 | 0.99 | 0.52 |
| | 2018년 | 0.99 | 0.89 |

주 1) 전략적 벤치마크인 국내주식 전체 BM 대비 각 유형별 초과수익의 상관관계임

2) 월간수익률을 이용하여 계산

〈표Ⅳ-10〉 신규 액티브 유형내 세부유형(액티브 직접/ 액티브 위탁)별 상관관계

| 구분 | 절대수익 | 전술BM 대비 초과수익 ¹⁾ | 전략BM 대비 초과수익 ²⁾ | |
|------|-------|----------------------------|----------------------------|-------|
| 상관관계 | 2016년 | 0.84 | -0.20 | -0.53 |
| | 2017년 | 0.97 | 0.33 | -0.19 |
| | 2018년 | 0.99 | 0.88 | 0.59 |

주 1) 전술적 벤치마크인 액티브전체 BM 대비 각 유형별 초과수익의 상관관계임

2) 전략적 벤치마크인 국내주식 전체 BM 대비 각 유형별 초과수익의 상관관계임

3) 월간수익률을 이용하여 계산

〈표Ⅳ-11〉 국내주식 기존 유형별(직접/위탁) 상관관계

| 구분 | 절대수익 | 초과수익 ¹⁾ | |
|------|--------|--------------------|-------|
| 상관관계 | 2017년 | 0.97 | -0.22 |
| | 2018년 | 0.99 | 0.60 |
| | 최근 3년 | 0.97 | -0.08 |
| | 최근 5년 | 0.93 | -0.40 |
| | 최근 10년 | 0.97 | -0.34 |

주 1) 전략적 벤치마크 대비 각 유형별 초과수익의 상관관계임

2) 단기 상관관계는 주간수익률을 이용하여 계산하였고, 연간 이상은 월간수익률을 이용하여 계산

56) 선행연구에 따르면 시장의 하방위험이 커진 기간에 주식들에 포함된 시장요인의 공통성 강도가 증가하는 경향이 있음(Eom, Park, Kim and Kaizoji, 2015)

제3절 수익률 요인 분석

1. 국내주식 성과요인

1) 국내주식 절대수익률 기여요인

○ 2018년 국내주식 성과의 가장 큰 기여요인은 **자산운용효과**

- 국내주식의 총 수익률 -16.90% 중 자산운용효과는 -18.77%p로 전년도 대비 크게 감소하였으며 벤치마크(-17.28%p) 대비로도 낮은 수준
- 세부 유형별로 보면 패시브운용의 자산운용효과가 -18.69%p로 벤치마크 대비 0.64%p 상회하였으며 액티브운용의 자산효과는 -18.76%p로 벤치마크 대비 1.83%p 하회
- 액티브운용 내에서는 직접운용의 자산운용효과(-18.24%p)가 벤치마크 대비 높은 수준이었으나 위탁운용은 상대적으로 낮은 자산운용효과(-18.99%p)를 시현하였음

○ 국내주식 전체 배당효과는 1.87%p로 벤치마크 대비 0.21%p 상회

- 세부 유형별로는 패시브운용에서 벤치마크 대비 0.07%p 상회하였고, 액티브 직접과 위탁은 각각 0.08%p와 0.35%p 상회함
- 배당효과의 전반적 수준은 전년도 대비 증가하였으며 2018년 국내주식 전체 절대수익률은 대부분 자산운용효과에 기인함

〈표Ⅳ-12〉 국내주식 부문 수익률 요인

(단위 : %, %p)

| 구분 | | 2017년 | | | | | 2018년 | | | | | | |
|---------|----|-------|------------------|-------|------------------------|---------|--------|--------|--------|----------|---------|--------|--------|
| | | 총수익률 | 배당 | 대여거래 | 이자 및 수익금 ¹⁾ | 기타 자산운용 | 총수익률 | 배당 | 대여거래 | 이자 및 수익금 | 기타 자산운용 | | |
| 패시브 | 직접 | 기금 | 28.22 | 2.68 | 0.00 | 0.00 | 25.54 | -16.91 | 1.78 | 0.00 | 0.00 | -18.69 | |
| | | BM | 27.47 | 2.43 | 0.00 | 0.00 | 25.04 | -17.61 | 1.71 | 0.00 | 0.00 | -19.33 | |
| | | 차이 | 0.75 | 0.25 | 0.00 | 0.00 | 0.50 | 0.71 | 0.07 | 0.00 | 0.00 | 0.64 | |
| 액티브 | 직접 | 기금 | 28.65 | 2.60 | 0.03 | 0.00 | 26.02 | -16.43 | 1.80 | 0.01 | 0.00 | -18.24 | |
| | | | BM ²⁾ | 27.47 | 2.57 | 0.00 | 0.00 | 24.90 | -17.61 | 1.71 | 0.00 | 0.00 | -19.33 |
| | | | 차이 | 1.18 | 0.03 | 0.03 | 0.00 | 1.12 | 1.18 | 0.08 | 0.01 | 0.00 | 1.09 |
| | 위탁 | 기금 | 23.91 | 1.96 | 0.02 | 0.00 | 21.95 | -17.08 | 1.90 | 0.00 | 0.00 | -18.99 | |
| | | | BM | 25.46 | 2.20 | 0.00 | 0.00 | 23.26 | -15.38 | 1.55 | 0.00 | 0.00 | -16.93 |
| | | | 차이 | -1.55 | -0.24 | 0.02 | 0.00 | -1.31 | -1.70 | 0.35 | 0.00 | 0.00 | -2.06 |
| | 소계 | 기금 | 25.32 | 2.15 | 0.02 | 0.00 | 23.15 | -16.89 | 1.87 | 0.01 | 0.00 | -18.76 | |
| | | | BM | 25.46 | 2.20 | 0.00 | 0.00 | 23.26 | -15.38 | 1.55 | 0.00 | 0.00 | -16.93 |
| | | | 차이 | -0.14 | -0.05 | 0.02 | 0.00 | -0.11 | -1.51 | 0.31 | 0.01 | 0.00 | -1.83 |
| 국내주식 전체 | 기금 | 26.31 | 2.33 | 0.02 | 0.00 | 23.98 | -16.90 | 1.87 | 0.01 | 0.00 | -18.77 | | |
| | | BM | 24.08 | 2.20 | 0.00 | 0.00 | 21.88 | -15.63 | 1.65 | 0.00 | 0.00 | -17.28 | |
| | | 차이 | 2.23 | 0.13 | 0.02 | 0.00 | 2.10 | -1.27 | 0.21 | 0.01 | 0.00 | -1.49 | |

주 1) 예치금 이자수익, 기타 거래세 환급금 등의 잡수익임

2) 액티브 직접운용의 세부유형 벤치마크는 액티브 전체 전술적 벤치마크(KOSPI+KOSDAQ100 합성지수(배당 포함))에도 불구하고 KOSPI200(배당포함)으로 설정됨

○ 국내주식 전체 절대수익률 성과는 자산 내 액티브 위탁운용이 주로 기여

- 국내주식 전체 절대성과에는 액티브 위탁운용의 기여가 46.5%로 가장 높았으며 패시브 운용과 액티브 직접운용의 전체성과 기여율은 각각 33.7%, 19.8% 수준
- 액티브 위탁운용은 패시브와 액티브 직접운용 대비 낮은 수준의 절대성과를 시현하였으며, 자산 내 가장 높은 비중을 차지하고 있어 국내주식 전체 절대성과에 큰 기여를 함

〈표IV-13〉 국내주식 전체 수익률 기여율

(단위 : %, %p)

| 국내주식 전체 | 패시브 | | | 액티브 | | | | | |
|------------|-------|-------------------|------|-------|-------|------|-------|-------|------|
| | | | | 직접 | | | 위탁 | | |
| NPS | 보유 비중 | 기여도 ¹⁾ | 기여율 | 보유 비중 | 기여도 | 기여율 | 보유 비중 | 기여도 | 기여율 |
| -16.90 | 33.68 | -5.69 | 33.7 | 20.35 | -3.34 | 19.8 | 45.97 | -7.85 | 46.5 |

주 1) 세부 유형별 비중을 고려한 절대수익률이 국내주식 전체 수익률에 차지하는 수준

2) 소수점 둘째자리에서 반올림으로 인한 단수차이 존재

2. 국내주식 초과수익 요인분해

1) 국내주식 전체 초과수익 기여도

- 2018년도 국내주식 전체 초과성과에 대한 패시브운용과 액티브운용의 기여율은 각각 34.1%, 65.9%임
 - 패시브운용과 액티브운용 모두 국내주식의 전략적 벤치마크 대비 음(-)의 초과성과를 보이며 국내주식 전체 음(-)의 초과성과에 기여
 - 국내주식 내 46.0%의 비중을 차지하고 있는 액티브 위탁운용이 전략적·전술적 벤치마크 대비 낮은 성과를 기록해 전체 초과성과에 가장 크게 부정적으로 기여함
- 국내주식 전체 초과수익을 전술적 운용의 관점에서 보면, 음의 초과수익의 39.4%는 벤치마크 선택효과(-0.50%p)에서 기인
 - 이는 기금운용본부가 자체적으로 세부 유형에 설정한 전술적 벤치마크(KOSPI200(배당포함), KOSPI+KOSDAQ100(배당포함))가 전략적 벤치마크인 KOSPI(배당포함)보다 저조한 성과를 시현한 것이 기인
 - 전술적 벤치마크 대비 세부 유형의 초과성과 기여도는 패시브운용에서 0.24%p 기여했으며, 액티브운용에서 -1.00%p를 기여하여 전체 음(-)의 초과성과에 액티브운용이 상대적으로 큰 기여를 함

<표Ⅳ-14> 국내주식 전체 초과수익 기여율 (액티브 유형 세분화)

(단위 : %, %p)

| 국내주식 전체 | | | 패시브 | | | 액티브 | | | | | |
|---------|------------------|-------|----------------|-------------------|------|----------------|-------|------|----------------|-------|------|
| | | | | | | 직접 | | | 위탁 | | |
| NPS | BM ¹⁾ | 초과 수익 | 전략적 BM 대비 초과수익 | 기여도 ²⁾ | 기여율 | 전략적 BM 대비 초과수익 | 기여도 | 기여율 | 전략적 BM 대비 초과수익 | 기여도 | 기여율 |
| -16.90 | -15.63 | -1.27 | -1.28 | -0.43 | 34.1 | -0.80 | -0.16 | 12.7 | -1.45 | -0.67 | 53.2 |

주 1) 벤치마크는 KOSPI(배당포함)

2) 기여도: 전략적 BM 대비 초과수익률 * 해당 유형의 보유비중, 단위는 %p

3) 소수점 둘째자리에서 반올림으로 인한 단수차이 존재

<표Ⅳ-15> 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 |
| -16.9 | -15.6 | -1.27 | -0.5 | -0.76 | 0.24 | -1.00 |

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

2) 패시브유형 초과수익 요인분해

○ 패시브운용은 업종배분효과와 종목선택효과가 모두 초과성과에 긍정적으로 기여

- 전술적 벤치마크 대비로 패시브유형의 초과수익 요인을 보면 업종배분효과는 0.12%p, 종목선택효과는 0.59%p로 **종목선택효과**가 초과수익에 보다 긍정적으로 기여함
- 세부 업종별로는 헬스케어의 업종배분효과가 0.43%p로 가장 크게 나타났고, 다음으로 건설업의 업종 배분효과가 0.02%p로 높았음
- 종목선택효과 역시 헬스케어(0.56%p) 업종에서 가장 높게 나타났으며, 건설업(0.25%p)의 업종 배분효과가 다음으로 높았음
- 헬스케어 업종의 양의 업종배분효과 및 종목선택효과는 헬스케어 대형주인 셀트리온 및 삼성바이오로직스에 대한 운용전략이 적절히 이루어진 점에 기인
- 반면에 세부 업종별로 유형 내 가장 높은 비중(29.0%)을 가진 반도체 및 반도체장비는 업종배분효과와 종목선택효과 모두 부정적으로 기여

- 패시브운용의 세부 유형별 기여도를 보면 유형 내 가장 비중이 높은 순수인덱스형의 전체 초과성과 기여율이 89.7%로 가장 높음
 - KRX형이 전술적 벤치마크 대비 가장 높은 수준의 초과수익을 창출하였으나 유형 내 적은 비중(0.7%)으로 기여율은 0.9%

〈표Ⅳ-16〉 패시브유형 초과수익 요인분해

(단위 : %, %p)

| 구분 | 기금 | BM ¹⁾ | 초과수익 | | |
|-------|--------|------------------|------|--------------------|--------------------|
| | | | 소계 | 업종배분 ²⁾ | 종목선택 ³⁾ |
| 2016년 | 10.31 | 10.15 | 0.15 | 0.04 | 0.11 |
| 2017년 | 28.22 | 27.47 | 0.75 | 0.19 | 0.55 |
| 2018년 | -16.91 | -17.61 | 0.71 | 0.12 | 0.59 |

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

〈표Ⅳ-17〉 패시브 업종별 요인분해

(단위 : %, %p)

| 업종 | 패시브 비중 | 벤치마크 비중 | 보유비중차이 | 성과 요인 | |
|------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | | | | 업종배분효과 | 종목선택효과 |
| IT하드웨어, 장비 | 4.112 | 4.081 | 0.031 | -0.027 | 0.028 |
| 건설 | 2.547 | 2.467 | 0.080 | 0.022 | 0.253 |
| 반도체, 반도체장비 | 28.971 | 28.943 | 0.028 | -0.023 | -0.008 |
| 보험 | 3.03 | 3.019 | 0.011 | -0.009 | 0.004 |
| 소매(유통) | 1.739 | 1.733 | 0.006 | -0.010 | 0.007 |
| 소프트웨어, 서비스 | 5.817 | 5.908 | -0.091 | -0.027 | 0.065 |
| 에너지 | 2.814 | 2.751 | 0.063 | -0.005 | -0.010 |
| 운송 | 0.957 | 0.914 | 0.043 | -0.001 | -0.002 |
| 유틸리티 | 1.745 | 1.729 | 0.016 | -0.009 | -0.002 |
| 은행 | 7.425 | 7.408 | 0.017 | -0.010 | 0.007 |
| 음식료 | 3.303 | 3.342 | -0.039 | -0.008 | -0.012 |
| 자동차, 부품 | 6.371 | 6.423 | -0.052 | 0.004 | -0.028 |
| 철강과 비철금속 | 3.425 | 3.463 | -0.038 | 0.003 | 0.012 |
| 통신서비스 | 3.425 | 3.32 | 0.105 | 0.008 | 0.003 |
| 헬스케어 | 5.589 | 5.633 | -0.044 | 0.432 | 0.562 |
| 화장품 | 2.827 | 2.765 | 0.062 | -0.042 | 0.009 |
| 화학 | 4.634 | 4.562 | 0.072 | -0.047 | 0.096 |

- 주 1) 소수점 둘째자리에서 반올림으로 인한 단수차이 존재
- 2) 벤치마크는 전술적 벤치마크인 KOSPI200(배당포함)

〈표Ⅳ-18〉 패시브 세부유형별 초과수익 기여율

(단위 : %, %p)

| 패시브 | | | 순수인덱스 | | 퀀트인덱스 | | KRX | | 스타일 | |
|--------|------------------|------|----------------|------|----------------|-----|----------------|-----|----------------|-----|
| NPS | BM ¹⁾ | 초과수익 | 전술적 BM 대비 초과성과 | 기여율 | 전술적 BM 대비 초과성과 | 기여율 | 전술적 BM 대비 초과성과 | 기여율 | 전술적 BM 대비 초과성과 | 기여율 |
| -16.91 | -17.61 | 0.71 | 0.72 | 89.7 | 0.65 | 7.9 | 0.9 | 0.9 | 0.49 | 1.5 |

주 1) 벤치마크는 KOSPI200(배당포함)

2) 기여도: 전략적 BM 대비 초과수익률 * 해당 유형의 보유비중, 단위는 %p

3) 소수점 둘째자리에서 반올림으로 인한 단수차이 존재

3) 액티브유형 초과수익 요인분해

○ 액티브운용 직접운용의 초과수익은 종목선택효과에 기인

- 액티브 직접운용의 전술적 벤치마크 대비 초과성과에는 업종배분(0.15%p), 종목선택(0.94%p), 배당효과(0.08%p)가 모두 양의 기여를 하였고 그 중 종목선택효과의 기여가 가장 높음
- 패시브유형과 마찬가지로 헬스케어 업종에서 가장 높은 업종배분효과(0.38%p)와 종목선택효과(0.64%p)가 나타남
- 업종배분효과는 IT하드웨어, 장비(-0.08%p)가 저조하게 나타났으며 종목선택효과는 화장품 업종(-0.10%p)에서 저조하게 나타났음
- 액티브 직접운용 유형내 가장 비중이 큰 반도체, 반도체장비의 업종배분효과는 -0.07%p였고 종목선택효과는 0.02%p로 2018년도 반도체 시장의 부진이 반영됨

○ 액티브운용 위탁운용의 음(-)의 초과성과는 종목선택효과에 기인

- 위탁운용의 업종배분효과는 -0.18%p였고, 종목선택효과는 -1.74%p로 나타나 전체성과에 부정적 기여
- 세부 업종별로 보면, 유형 내 가장 높은 비중을 가진 반도체 및 반도체 장비 업종에서 낮은 업종배분효과(-0.26%p)를 시현하였고 종목선택효과도 -0.08%p로 나타나 업종 내 종목선택도 부진하였음
- 위탁운용의 종목선택효과에서는 헬스케어 업종(-0.44%p)이 가장 부정적인 기여를 한 것으로 나타남. 이외 화학(-0.41%p), 자동차 및 부품 업종(-0.38%p)의 종목선택효과도 부정적인 기여를 함

- 액티브 위탁운용의 초과수익을 세부 유형간 배분효과 및 운용사 선정효과 등으로 나눠보면, 유형배분효과는 -0.11%p, 운용사선정효과는 -1.49%p, 회수자산효과⁵⁷⁾, 매매효과 등이 포함된 기타효과는 -0.10%p로 나타남

〈표Ⅳ-19〉 액티브유형 초과수익 요인분해

(단위 : %, %p)

| 연도 | 세부유형 | 기금 | BM | 초과수익 | | | | | |
|-------|------|--------|--------|-------|--------------------|--------------------|-------|--------------------|--|
| | | | | 소계 | 업종배분 ¹⁾ | 종목선택 ²⁾ | 배당효과 | 기타수익 ³⁾ | |
| 2016년 | 직접운용 | 9.67 | 10.15 | -0.48 | 0.14 | -0.69 | 0.05 | 0.02 | |
| | 위탁운용 | 1.02 | 3.57 | -2.55 | -0.83 | -1.50 | -0.25 | 0.03 | |
| 2017년 | 직접운용 | 28.65 | 27.47 | 1.18 | 0.39 | 0.74 | 0.03 | 0.03 | |
| | 위탁운용 | 23.91 | 25.46 | -1.55 | 0.06 | -1.36 | -0.24 | -0.01 | |
| 2018년 | 직접운용 | -16.43 | -17.61 | 1.18 | 0.15 | 0.94 | 0.08 | 0.01 | |
| | 위탁운용 | -17.08 | -15.38 | -1.70 | -0.18 | -1.74 | 0.35 | -0.13 | |

- 주 1) 업종배분효과 : BM업종수익률 * 업종초과보유비중
- 2) 종목선택효과 : BM업종보유비중 * 업종초과수익률
- 3) 배당효과와 기타수익효과를 종목선택효과에 포함시켜 해석할 수도 있음, 위탁운용의 기타수익은 수익률 계산 방식에 따른 차이도 포함
- 4) 예치금 이자수익 및 대차수수료 수익 등
- 5) 반올림에 의한 단수차이 있음

〈표Ⅳ-20〉 액티브 직접운용 업종별 요인분해

(단위 : %, %p)

| 업종 | 비중 | 벤치마크 비중 | 보유비중차이 | 성과 요인 | |
|------------|-------|---------|--------|--------|--------|
| | | | | 업종배분효과 | 종목선택효과 |
| IT하드웨어, 장비 | 4.457 | 4.081 | 0.376 | -0.084 | -0.067 |
| 건설 | 2.74 | 2.467 | 0.273 | 0.034 | 0.314 |
| 반도체, 반도체장비 | 29.28 | 28.943 | 0.337 | -0.074 | 0.022 |
| 보험 | 3.125 | 3.019 | 0.106 | -0.003 | 0.027 |
| 소매(유통) | 1.812 | 1.733 | 0.079 | 0.013 | 0.071 |
| 소프트웨어, 서비스 | 5.904 | 5.908 | -0.004 | -0.001 | 0.501 |
| 에너지 | 2.954 | 2.751 | 0.203 | -0.038 | 0.000 |
| 유틸리티 | 1.851 | 1.729 | 0.122 | -0.006 | 0.023 |
| 은행 | 7.334 | 7.408 | -0.074 | 0.003 | -0.008 |
| 음식료 | 3.501 | 3.342 | 0.159 | 0.009 | -0.029 |
| 자동차, 부품 | 6.347 | 6.423 | -0.076 | -0.025 | 0.001 |
| 철강과 비철금속 | 3.468 | 3.463 | 0.005 | 0.001 | 0.010 |
| 통신서비스 | 3.462 | 3.32 | 0.142 | 0.035 | 0.011 |
| 헬스케어 | 4.297 | 5.633 | -1.336 | 0.379 | 0.644 |
| 화장품 | 2.668 | 2.765 | -0.097 | 0.026 | -0.100 |
| 화학 | 4.569 | 4.562 | 0.007 | -0.055 | -0.063 |

- 주 1) 소수점 둘째자리에서 반올림으로 인한 단수차이 존재
- 2) 벤치마크는 전술적 벤치마크인 KOSPI200(배당포함)
- 3) 자료의 제약으로 액티브 직접운용의 업종구분은 국민연금기금의 섹터구분을 따름

57) 회수자산효과: 위탁펀드에서 자금이 회수되어 회수관리임시펀드에서 집행되어 타 유형에 반영되지 않는 효과 (Transition Management, TM 효과),

〈표Ⅳ-21〉 액티브 위탁운용 초과수익 요인분해

(단위 : %, %p)

| 액티브 위탁 | | 초과수익 요인 | | | |
|----------|------------------|---------|-------|-------|-------|
| 액티브 위탁전체 | BM ¹⁾ | 초과수익 | 유형배분 | 운용사선정 | 기타 |
| -17.08 | -15.38 | -1.70 | -0.11 | -1.49 | -0.10 |

- 주 1) 액티브 위탁 벤치마크는 KOSPI+KOSDAQ100(배당포함). 각 세부유형의 벤치마크지수는 배당포함 지수를 사용하였으며, 기금과 데이터 제공기관과의 배당인식 시점의 차이로 다소 괴리가 있을 수 있음
 2) 초과수익 = 유형배분효과 + 운용사선정효과 + 기타효과
 3) 기타효과 = 위탁자산의 수익률 계산 차이, Transition Management(TM 효과), 매매효과 등이 포함
 4) 매매효과 = 당일 매매로 발생한 손익효과
 5) 배당제의 벤치마크로 분석할 경우, 유형배분 효과가 -0.25%p였고, 운용사선정 효과는 0.24%p.

〈표Ⅳ-22〉 액티브 위탁운용 세부 유형별 요인 기여도

(단위 : %, %p)

| 액티브 위탁 | 초과수익 요인 | |
|--------|---------|-------|
| | 유형배분 | 운용사선정 |
| 순수주식형 | 0.00 | -0.44 |
| 중소형주 | 0.49 | -0.42 |
| 책임투자형 | -0.09 | -0.24 |
| 액티브퀀트 | -0.40 | 0.00 |
| 장기투자형 | -0.04 | -0.24 |
| 대형주 | -0.18 | 0.02 |
| 배당주 | 0.04 | -0.07 |
| 가치주 | 0.06 | -0.10 |

- 주 1) 액티브 위탁 벤치마크는 KOSPI+KOSDAQ100(배당포함)
 2) 각 유형의 벤치마크는 배당포함 지수를 사용. 위탁유형 중 배당주형(배당주형 BM, KRX)과 가치형(NPS-MSCI 가치지수)의 경우, 기금과 각 데이터를 제공하는 기관(KRX, MSCI)간의 배당인식 시점의 차이로 다소 괴리가 존재할 수 있음

〈표Ⅳ-23〉 액티브 위탁운용 업종별 요인분해

(단위 : %, %p)

| 업종 | 비중 | 벤치마크 비중 | 보유비중차이 | 성과 요인 | |
|------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | | | | 업종배분효과 | 종목선택효과 |
| IT하드웨어, 장비 | 5.103 | 4.193 | 0.910 | -0.211 | -0.094 |
| 건설 | 3.655 | 2.883 | 0.772 | 0.079 | -0.180 |
| 반도체, 반도체장비 | 21.903 | 20.083 | 1.820 | -0.259 | -0.084 |
| 보험 | 3.213 | 3.716 | -0.503 | 0.149 | 0.124 |
| 소매(유통) | 2.549 | 2.316 | 0.233 | -0.100 | -0.069 |
| 소프트웨어, 서비스 | 4.397 | 5.674 | -1.277 | 0.179 | -0.114 |
| 에너지 | 3.487 | 2.872 | 0.615 | -0.105 | -0.093 |
| 운송 | 2.077 | 1.649 | 0.428 | 0.012 | 0.059 |
| 유틸리티 | 2.298 | 2.257 | 0.041 | 0.026 | 0.014 |

| 업 종 | 비중 | 벤치마크 비중 | 보유비중차이 | 성과 요인 | |
|----------|-------|---------|--------|--------|--------|
| | | | | 업종배분효과 | 종목선택효과 |
| 은행 | 4.402 | 5.15 | -0.748 | 0.096 | 0.063 |
| 음식료 | 4.253 | 4.013 | 0.240 | -0.036 | 0.012 |
| 자동차, 부품 | 5.658 | 5.941 | -0.283 | 0.014 | -0.381 |
| 철강과 비철금속 | 3.825 | 3.542 | 0.283 | -0.122 | -0.172 |
| 통신서비스 | 3.731 | 2.654 | 1.077 | 0.047 | 0.005 |
| 헬스케어 | 4.504 | 9.612 | -5.108 | 0.471 | -0.444 |
| 화장품 | 2.099 | 3.029 | -0.930 | 0.207 | -0.017 |
| 화학 | 6.441 | 4.934 | 1.507 | -0.280 | -0.409 |

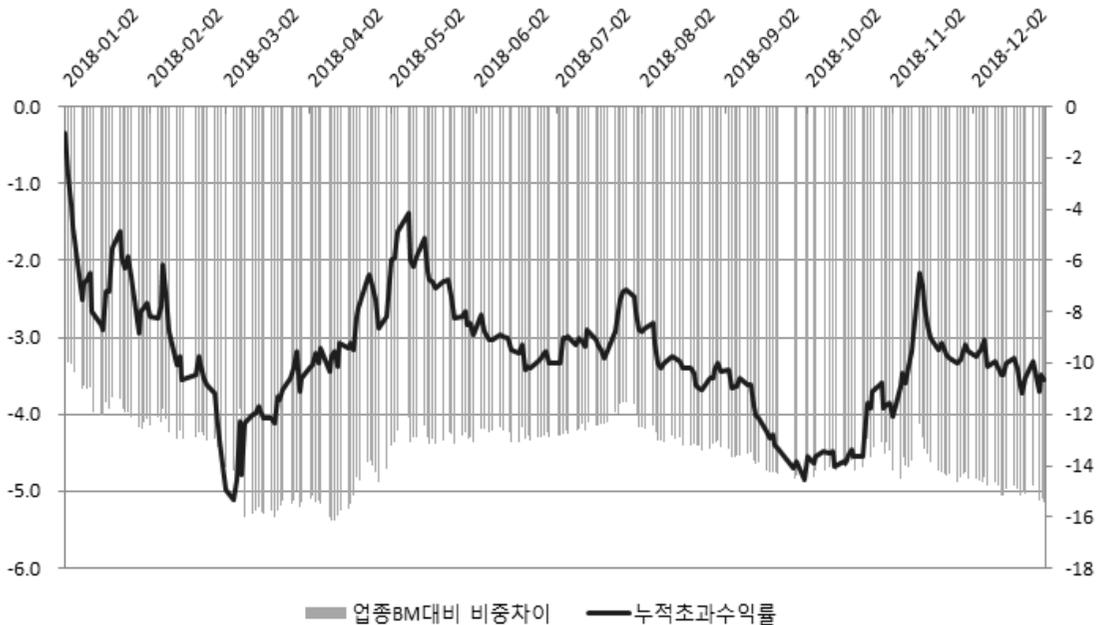
주 1) 소수점 둘째자리에서 반올림으로 인한 단수차이 존재
 2) 벤치마크는 전술적 벤치마크인 KOSPI+KOSDAQ100(배당포함)

○ 패시브운용 및 액티브직접운용과 달리 액티브운용 위탁운용의 경우 헬스케어 업종에 대한 운용전략 결과가 상이

- 헬스케어 업종에 대한 위탁운용의 연초 비중은 약 4.2%로 벤치마크 비중(7.4%) 대비 3.2% UW(underweight) 기조를 보였으나, 2분기 UW 소폭 조정 후, 업종 내 변동성이 컸던 4분기에 UW이 다소 확대됨
- 액티브 위탁운용의 헬스케어 업종내 셀트리온 비중은 2017년 말 약 5.9%이었으나 이전 상장 이벤트가 있었던 2018년 2월에 약 9.0%로 비중이 크게 확대되었으며, 6월 23.8% 까지 그 비중이 큰 폭으로 확대되었다가 연말에 축소 조정됨
- 셀트리온의 주가는 이전상장 이전인 1월 42.8%의 월 수익률을 보이는 등 크게 급등하다 이전상장 후 이벤트 효과가 하향 조정됨
- 위탁운용의 헬스케어 업종내 셀트리온의 비중변화(Δw_t)와 다음기 셀트리온 수익률(ret_{t+1})의 상관관계수($Corr(\Delta w_t, ret_{t+1})$)는 -0.29였으며, 위탁운용 헬스케어 업종내 셀트리온 비중변화(Δw_t)와 다음기의 액티브 위탁운용 헬스케어 업종 수익률($ret_{AP,t+1}$)과의 상관관계수($Corr(\Delta w_t, ret_{AP,t+1})$)는 -0.41로 음의 상관관계가 나타남
- 회귀분석을 통해 추정된 베타(β)에서도 비슷한 결과가 도출됨
- 액티브 위탁운용의 벤치마크(KOSPI + KOSDAQ100)의 구성종목에 이전상장 이전부터 셀트리온이 포함되어 있었던 점이 적극적인 운용전략을 구사하기에 제약요인으로 작용한 것도 원인

[그림Ⅳ-7] 액티브위탁운용의 헬스케어 업종 벤치마크 대비 비중 변화 추이

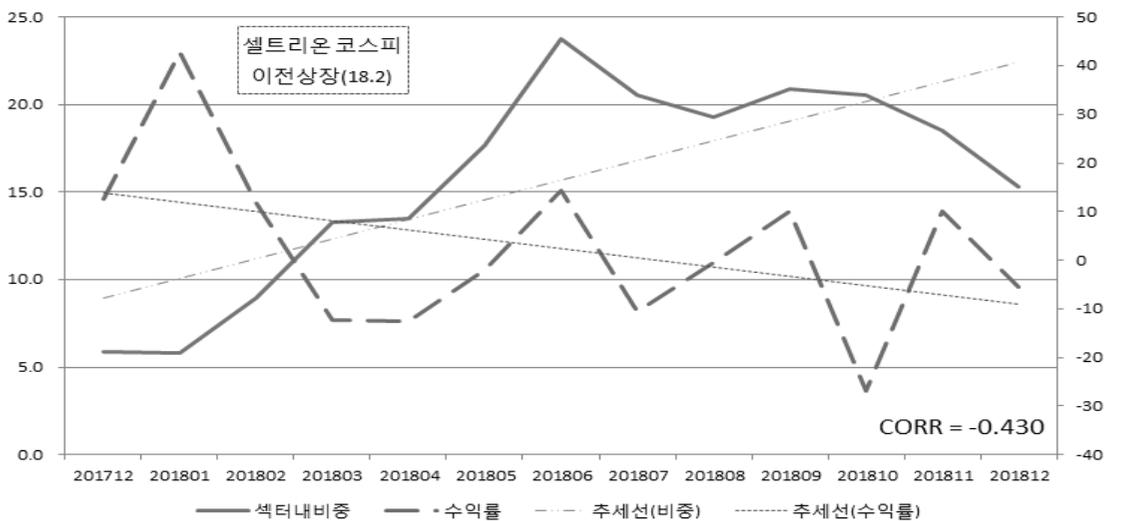
(단위: 왼쪽 축-BM 대비 비중차이, 오른쪽 축-누적초과수익률 %p)



- 주 1) 업종BM대비 비중 차이는 액티브 위탁운용의 헬스케어 비중에서 위탁운용 벤치마크대비 해당업종의 비중을 차감한 수치이며, 누적초과 수익률은 액티브 위탁운용의 헬스케어 수익률에서 헬스케어 BM 수익률을 차감하여 누적시킨 결과임
- 2) 일간 데이터를 이용

[그림Ⅳ-8] 액티브위탁운용 헬스케어 업종내 월별 셀트리온 비중 및 셀트리온 수익률

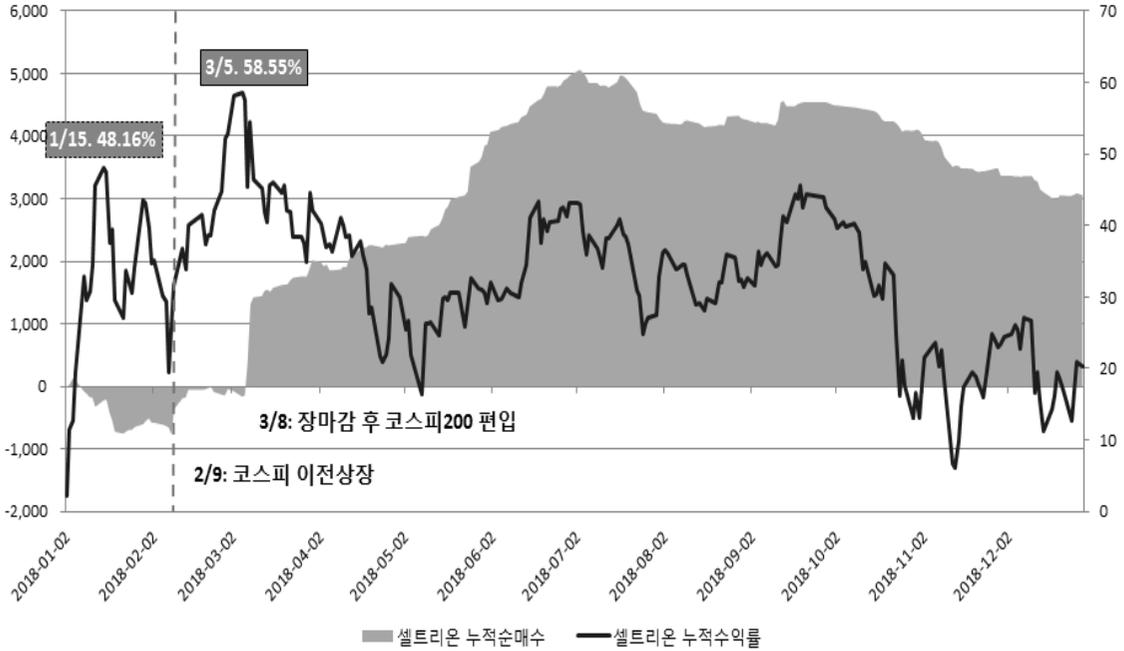
(단위: 왼쪽 축- 비중, 오른쪽 축-수익률 %p)



- 주 1) 섹터내비중은 액티브 위탁운용의 헬스케어 업종 평가액 대비 셀트리온 평가액을 의미하며, 수익률은 셀트리온의 월별 수익률. 모두 월간 데이터를 이용

[그림 IV-9] 액티브위탁운용의 셀트리온 누적 순매수 및 수익률

(단위: 왼쪽 축-누적 순매수 억 원, 오른쪽 축-수익률 %)



주) 첫 거래일을 기점으로 일별데이터를 이용해서 구함

<표 IV-24> 2018년 헬스케어 업종내 셀트리온의 비중과 수익률의 상관관계

| | | 상관계수 | | 베타 | |
|------|------------|------------------------|-------------------------------|-----------------------------|------------------------------------|
| | | $Corr(w_t, ret_{t+1})$ | $Corr(\Delta w_t, ret_{t+1})$ | $Y: ret_{t+1} \quad X: w_t$ | $Y: ret_{t+1} \quad X: \Delta w_t$ |
| 셀트리온 | ret_i | -0.15 | -0.29 | -0.36 | -1.16 |
| | ret_{AP} | -0.02 | -0.41 | -0.03 | -1.33 |

주 1) 베타(β)는 $Y_{t+1} = \alpha + \beta X_t$ 의 식을 이용하여 추정하였으며, 독립변수(X)는 비중을 종속변수(Y)는 다음기 수익률을 의미함. 월별 데이터를 이용

주 2) ret_i 는 셀트리온의 수익률을 ret_{AP} 는 위탁운용 헬스케어업종의 수익률을 의미함

주 3) w_t 는 액티브 위탁운용 헬스케어업종내 셀트리온의 비중을 의미하며 Δw_t 는 이번기의 비중에서 이전기의 비중을 차감한 비중변화를 의미함

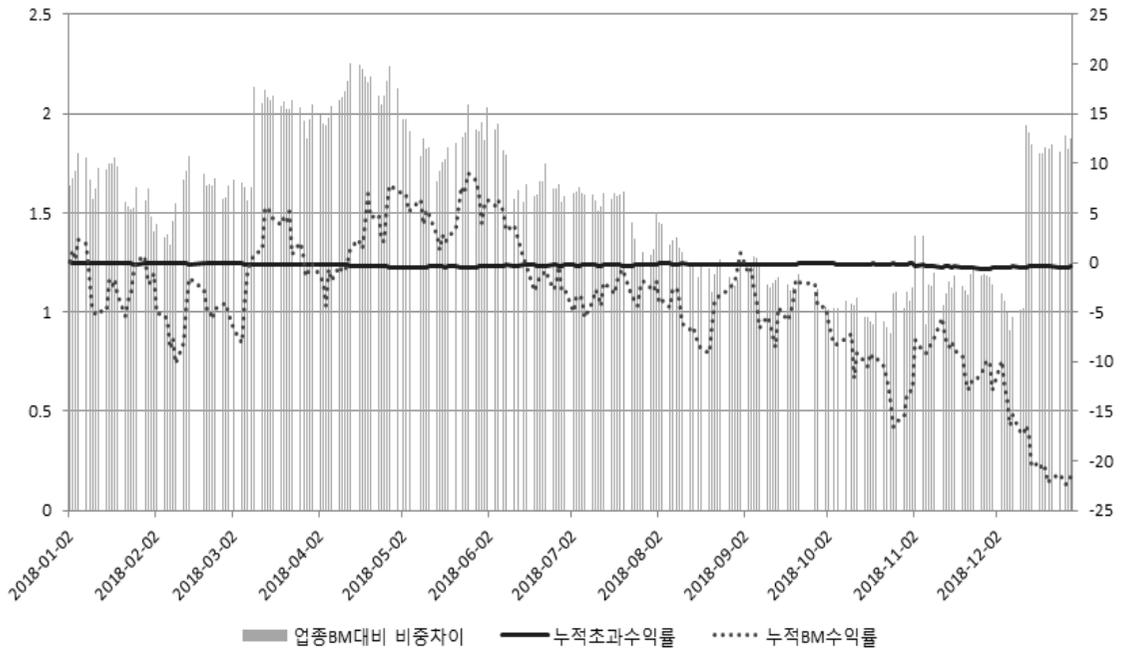
○ 액티브운용 위탁운용의 업종별 포트폴리오에서 가장 큰 비중을 차지하고 있는 반도체, 반도체 장비 업종의 경우, 전년도 반도체 시장의 부진으로 낮은 성과를 보임

- 2017년도에 이어 위탁운용의 반도체 및 반도체 장비 업종에 대한 벤치마크 대비 OW(overweight)이 유지되는 추세에서 2분기 OW을 확대하다 3분기 축소되는 추이

- 반도체 시장의 전반적인 하락으로 인하여 반도체 업종내 종목선택 보다는 유형배분 효과가 액티브위탁운용 성과에 부정적으로 기여

[그림Ⅳ-10] 액티브위탁운용의 반도체 업종 벤치마크 대비 비중 변화 추이

(단위: 왼쪽 축-BM 대비 비중차이, 오른쪽 축-누적초과수익률 %p)



- 주 1) 업종BM대비 비중 차이는 액티브 위탁운용의 반도체 및 반도체 장비 업종 비중에서 해당업종의 BM 비중을 차감한 수치이며, 누적초과 수익률은 액티브 위탁운용의 반도체 및 반도체 장비 업종의 수익률에서 해당업종의 BM 수익률을 차감하여 누적시킨 수치고, 누적 BM수익률은 액티브 위탁운용의 반도체 및 반도체 장비 업종 BM 수익률을 누적시킨 결과임
- 2) 일별 데이터를 이용

○ 액티브 위탁운용의 세부 유형별 초과수익 기여도 기준,

- 전술적 벤치마크 대비 양의 초과성과를 나타낸 중소형주형이 위탁운용 성과에 긍정적 기여하였으나 위탁운용 내 비중(9.3%)이 적어 전체 초과성과에 대한 기여율이 적음
- 반면에 순수주식형, 책임투자형, 액티브퀀트형, 장기투자형, 대형주형, 배당주형, 가치주형 등 대부분의 위탁운용 유형에서 전술적 벤치마크 대비 저조한 성과를 나타내 위탁운용 성과에 부정적 기여
- 전술적 BM대비 음의 초과 성과를 보인 유형들의 위탁운용 내 비중은 90.7%로 벤치마크 대비 성과 하회 폭이 커 위탁운용 전체 초과성과에 부정적 영향

- 유형내 비중이 가장 높은 순수주식형(32.7%)는 해당 유형에 부여된 벤치마크 대비로는 0.26%p 초과성적을 달성하였으나 전략적 벤치마크 대비로는 -1.34%p 하회하여 전체성과 하회에 기여함

〈표IV-25〉 액티브 세부 유형별 초과수익 기여율

(단위 : %, %p)

| 액티브 위탁운용 세부 유형 | 전술적 BM 대비 초과성과 | 기여도 | 기여율 |
|-------------------|-------------------|-------|-------|
| 순수주식형 | -1.34 | -0.44 | 27.39 |
| 중소형주형 | 0.81 | 0.08 | -4.71 |
| 책임투자형 | -3.57 | -0.32 | 20.31 |
| 액티브퀀트형 | -2.26 | -0.40 | 25.28 |
| 장기투자형 | -1.91 | -0.28 | 17.19 |
| 대형주형 | -2.52 | -0.16 | 10.08 |
| 배당주형 | -0.46 | -0.02 | 1.55 |
| 가치주형 | -0.99 | -0.05 | 2.91 |
| 액티브 위탁운용 | -1.70 | - | - |

주 1) 벤치마크는 KOSPI+KOSDAQ100(배당포함)

2) 기여도: 전략적 BM 대비 초과수익률 * 해당 유형의 보유비중, 단위는 %p

3) 소수점 둘째자리에서 반올림으로 인한 단수차이 존재

4) 위 기여율은 위탁운용에서 회수된 회우관리임시펀드 효과와 위탁운용의 수익률 계산 방식 차이에 의한 효과가 제외되어 있음

5) 음의 초과성과에 대한 기여율이므로 음의 기여율은 전술적 BM 대비 높은 성과를 낸 유형, 양의 기여율은 전술적 BM 대비 낮은 성과를 시현해 음의 초과성과를 유도한 세부 유형을 말함

○ 국내주식 전체의 업종별 성과요인 분해 결과,

- 업종배분 효과에서는 반도체, 반도체 장비(-0.82%p)에서 부정적 기여가 컸음. 국내주식 포트폴리오 바스켓내 반도체 업종의 비중이 높은 상황에서 2018년 반도체 시장의 하방 충격을 적절히 흡수하지 못한 점이 주요 원인
- 반면, 헬스케어 업종배분효과는 국내주식 성과에 가장 긍정적인 기여를 했음
- 종목선택 효과에서는 보험업(0.16%p)이 가장 긍정적 기여를 했고, 자동차, 부품 (-0.20%p) 및 헬스케어(-0.18%p)가 가장 부정적 기여를 한 것으로 나타남
- 셀트리온 이전 상장, 삼성바이오로직스 회계이슈 등 연중 변동성이 컸던 헬스케어 업종에 대한 패시브운용 및 액티브직접운용의 운용전략이 긍정적인 성과요인으로 작용

〈표Ⅳ-26〉 국내주식 업종별 요인분해

(단위 : %, %p)

| 업종 | 비중 | 벤치마크 비중 | 보유비중차이 | 성과 요인 | |
|------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | | | | 업종배분효과 | 종목선택효과 |
| IT하드웨어, 장비 | 4.632 | 3.761 | 0.871 | -0.199 | -0.014 |
| 건설 | 3.088 | 3.069 | 0.019 | 0.024 | 0.055 |
| 반도체, 반도체장비 | 25.834 | 21.247 | 4.587 | -0.818 | -0.082 |
| 보험 | 3.132 | 3.999 | -0.867 | 0.222 | 0.164 |
| 소매(유통) | 2.121 | 2.061 | 0.060 | -0.033 | -0.075 |
| 소프트웨어, 서비스 | 5.192 | 5.361 | -0.169 | -0.021 | -0.068 |
| 에너지 | 3.148 | 3.091 | 0.057 | -0.022 | -0.049 |
| 운송 | 1.544 | 1.775 | -0.231 | 0.007 | 0.019 |
| 유틸리티 | 2.017 | 2.429 | -0.412 | 0.040 | 0.010 |
| 은행 | 6.038 | 5.542 | 0.496 | -0.135 | -0.015 |
| 음식료 | 3.774 | 4.139 | -0.365 | 0.048 | 0.035 |
| 자동차, 부품 | 6.043 | 6.393 | -0.350 | 0.020 | -0.200 |
| 철강과 비철금속 | 3.615 | 3.492 | 0.123 | -0.088 | -0.049 |
| 통신서비스 | 3.571 | 2.828 | 0.743 | 0.044 | -0.005 |
| 헬스케어 | 4.831 | 6.985 | -2.154 | 0.309 | -0.182 |
| 화장품 | 2.465 | 3.195 | -0.730 | 0.169 | 0.027 |
| 화학 | 5.439 | 5.182 | 0.257 | -0.071 | -0.168 |

주 1) 소수점 둘째자리에서 반올림으로 인한 단수차이 존재
 2) 벤치마크는 전술적 벤치마크인 KOSP+KOSDAQ100(배당포함)

제4절 위험분석

1. 총 위험

- 2018년 국내주식 시장의 불확실성 및 시스템 리스크 확대에 따라 국민연금 국내주식 부문의 변동성 또한 전년도 대비 증가
 - 2018년도 국내주식 총 위험은 15.77%로 전년도(8.76%) 대비 7.01%p 증가하였고 이는 전략적 벤치마크 대비로는 -1.13%p 하회하는 수준
 - 최근 3년, 5년 총위험의 경우 전략적 벤치마크 대비 낮은 수준을 보임
- 액티브운용의 변동성이 패시브운용의 변동성보다 높은 수준이었으며, 액티브운용 내에서는 액티브 위탁운용의 변동성이 액티브 직접운용의 변동성보다 높은 수준임
 - 액티브운용 내에서는 절대 수익률이 가장 낮았던 위탁운용 변동성이 16.27%로 가장 높았으며 직접운용은 상대적으로 낮은 15.21%를 보임
 - 중장기 총 위험 추이를 보면 모든 세부 유형의 5년 평균 총 위험이 3년 평균 총 위험보다 낮게 나타나 최근으로 올수록 변동성이 다소 증가함

〈표Ⅳ-27〉 국내주식 부문 총 위험(실현변동성)

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2016년 | | | 2017년 | | | 2018년 | | | 3년평균('16~'18) | | | |
|------------|-------|------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|---------------|-------|-------|-------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | |
| 패시브 | 직접 | 7.17 | 7.27 | -0.10 | 9.52 | 9.30 | 0.22 | 15.54 | 15.44 | 0.10 | 12.14 | 12.08 | 0.06 |
| | 직접 | 7.44 | 7.27 | 0.17 | 9.59 | 9.30 | 0.29 | 15.21 | 15.44 | -0.23 | 12.06 | 12.08 | -0.02 |
| 액티브 | 위탁 | 5.53 | 6.51 | -0.98 | 7.95 | 8.29 | -0.33 | 16.27 | 17.65 | -1.38 | 11.61 | 12.40 | -0.80 |
| | 소계 | 5.9 | 6.51 | -0.61 | 8.39 | 8.29 | 0.11 | 15.91 | 17.65 | -1.74 | 11.65 | 12.40 | -0.75 |
| 국내주식 전체 | | 6.2 | 6.43 | -0.23 | 8.76 | 8.72 | 0.03 | 15.77 | 16.9 | -1.13 | 11.77 | 12.12 | -0.35 |

〈표Ⅳ-28〉 국내주식 기존유형 기준 총 위험(실현변동성)

(단위 : %, %p)

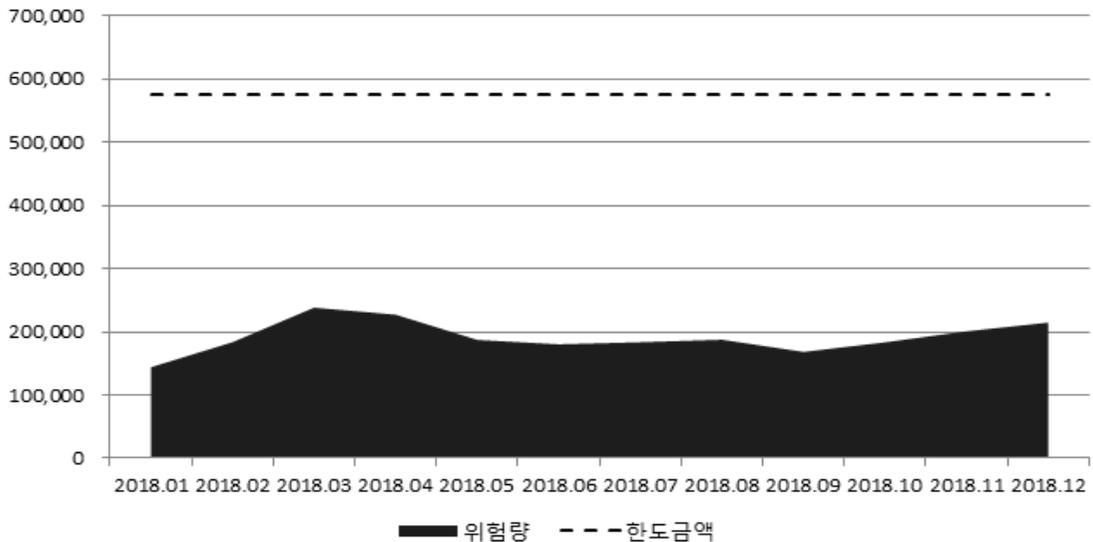
| 구분 | 2016년 | | | 2017년 | | | 2018년 | | | 3년 평균 ('16~'18) | | | 5년 평균 ('14~'18) | | | |
|----|-------|------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | |
| 국내 | 직접 | 7.27 | 7.27 | 0.00 | 9.55 | 9.3 | 0.25 | 15.41 | 15.44 | -0.03 | 12.11 | 12.08 | 0.03 | 11.28 | 11.23 | 0.05 |
| | 위탁 | 5.53 | 6.51 | -0.98 | 7.95 | 8.29 | -0.33 | 16.27 | 17.65 | -1.38 | 11.61 | 12.40 | -0.80 | 10.28 | 10.87 | -0.58 |
| | 소계 | 6.20 | 6.43 | -0.23 | 8.76 | 8.72 | 0.03 | 15.77 | 16.9 | -1.13 | 11.77 | 12.12 | -0.35 | 10.61 | 10.78 | -0.17 |

2. 국내주식의 시장위험

- 국내주식의 연중 시장위험 한도 소진 추이는 한도 내에서 관리되고 있는 모습을 보임
 - 2018년 말 기준 국내주식의 시장위험은 21조 4,910억 원으로 시장위험 한도 57조 5,563억 원 대비 37.3% 소진
 - 미·중 무역분쟁 등 자산시장의 불확실성이 컸던 3월 41.4%(국내주식 시장위험 23조 8,406억 원) 소진하여 2월 소진율인 31.9%를 크게 상회했지만 점차 안정적인 추세를 보이다가 4분기에 다시 상승하는 모습

[그림Ⅳ-11] 국내주식 시장위험 한도 소진 추이

(단위 : 억 원)



3. 위험조정수익률

- 2018년도 국내주식 수정샤프비율은 -3.00으로 벤치마크와 비슷한 수준으로 나타남
 - 총 위험이 벤치마크 대비 상대적으로 높았지만 무위험수익률 대비 상대성과가 낮아 위험 조정 성과가 벤치마크와 차이가 적음
 - 최근 3년간의 중기적 위험조정 성과는 벤치마크 대비 상회하였으며, 직접운용의 양의 위험조정성과에 기여함
 - 지난 5년간 평균 위험조정 성과보다 3년간의 평균 위험조정성과가 양호하게 나타나 총 위험 대비 효율성이 개선되고 있음
- 최근 3년간 패시브 직접운용과 액티브 직접운용의 중장기적 위험조정성과는 벤치마크 대비 높은 것으로 나타났지만, 위탁운용의 경우 낮은 위험조정성과를 보임

〈표Ⅳ-29〉 국내주식 부문의 수정샤프지수

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2016년 | | | 2017년 | | | 2018년 | | | 3년 평균 ('16~'18) | | | |
|--------|-------|-------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|-----------------|------|------|-------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | |
| 패시브 | 직접 | 1.24 | 1.2 | 0.04 | 2.77 | 2.76 | 0.01 | -2.95 | -3.04 | 0.09 | 0.31 | 0.26 | 0.04 |
| 액티브 | 직접 | 1.11 | 1.2 | -0.09 | 2.80 | 2.76 | 0.04 | -2.82 | -3.04 | 0.23 | 0.32 | 0.26 | 0.06 |
| | 위탁 | -0.02 | 0.33 | -0.35 | 2.78 | 2.86 | -0.07 | -3.12 | -3.09 | -0.04 | 0.00 | 0.12 | -0.12 |
| | 소계 | 0.34 | 0.33 | 0.01 | 2.80 | 2.86 | -0.05 | -3.02 | -3.09 | 0.06 | 0.06 | 0.12 | -0.05 |
| 국내주식전체 | | 0.68 | 0.59 | 0.09 | 2.80 | 2.55 | 0.25 | -3.00 | -3.00 | 0.00 | 0.15 | 0.12 | 0.02 |

주 1) 반올림에 의한 단수차이 있음

〈표Ⅳ-30〉 국내주식 부문의 수정샤프지수

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2016년 | | | 2017년 | | | 2018년 | | | 3년 평균 ('16~'18) | | | 5년 평균 ('14~'18) | | | |
|----|-------|-------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|-----------------|------|------|-----------------|-------|-------|-------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | |
| 국내 | 직접 | 1.18 | 1.20 | -0.02 | 2.78 | 2.76 | 0.02 | -2.90 | -3.04 | 0.14 | 0.31 | 0.26 | 0.05 | -0.03 | -0.04 | 0.02 |
| | 위탁 | -0.02 | 0.33 | -0.35 | 2.78 | 2.86 | -0.07 | -3.12 | -3.09 | -0.04 | 0.00 | 0.12 | -0.12 | -0.12 | 0.02 | -0.15 |
| | 소계 | 0.68 | 0.59 | 0.09 | 2.80 | 2.55 | 0.25 | -3.00 | -3.00 | 0.00 | 0.15 | 0.12 | 0.02 | -0.07 | 0.25 | -0.32 |

주 1) 무위험이자율은 3년 만기 국고채 수익률을 사용함

2) 반올림에 의한 단수차이 있음

210 2018년 국민연금 기금운용 성과평가

- 2018년도 국내주식의 체계적 위험 대비 위험조정성과인 트레이너지수는 -20.45%로 벤치마크(-17.73%) 대비 -2.72%p 하회한 것으로 나타남
 - 국내주식 직접운용의 증장기적으로 체계적 위험 대비 위험조정성과는 양호한 것으로 보이나, 위탁운용의 경우 벤치마크 대비 하회함

〈표Ⅳ-31〉 국내주식 전체 수익률 기여율

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2016년 | | | 2017년 | | | 2018년 | | | 3년 평균 ('16~'18) | | | |
|--------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-----------------|-------|------|-------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | |
| 패시브 | 직접 | 9.00 | 8.71 | 0.29 | 25.81 | 25.67 | 0.13 | -18.92 | -19.71 | 0.80 | 3.73 | 3.20 | 0.54 |
| 액티브 | 직접 | 8.08 | 8.71 | -0.63 | 26.06 | 25.67 | 0.39 | -18.85 | -19.71 | 0.86 | 3.88 | 3.20 | 0.39 |
| | 위탁 | -0.51 | 2.12 | -2.63 | 23.23 | 23.66 | -0.44 | -20.92 | -17.48 | -3.44 | -0.57 | 1.43 | -0.44 |
| | 소계 | 2.28 | 2.12 | 0.16 | 23.50 | 23.66 | -0.16 | -21.22 | -17.48 | -3.74 | 0.80 | 1.43 | -0.16 |
| 국내주식전체 | | 4.41 | 3.79 | 0.62 | 24.64 | 22.28 | 2.36 | -20.45 | -17.73 | -2.72 | 1.79 | 1.50 | 2.36 |

주) 2018년 국내주식의 베타는 0.93, 패시브운용은 1.00, 액티브 직접운용은 0.98, 위탁운용은 0.92임

〈표Ⅳ-32〉 국내주식 부문의 트레이너 지수

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2016년 | | | 2017년 | | | 2018년 | | | 3년 평균 ('16~'18) | | | 5년 평균 ('14~'18) | | | |
|----|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|-----------------|-------|------|-----------------|-------|-------|-------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | |
| 국내 | 직접 | 8.56 | 8.71 | -0.15 | 25.90 | 25.67 | 0.23 | -18.89 | -19.71 | 0.82 | 3.77 | 3.20 | 0.57 | -0.25 | -0.39 | 0.15 |
| | 위탁 | -0.51 | 2.12 | -2.63 | 23.23 | 23.66 | -0.44 | -20.92 | -17.48 | -3.44 | -0.57 | 1.43 | -2.01 | -1.26 | 0.27 | -1.53 |
| | 소계 | 4.41 | 3.79 | 0.62 | 24.64 | 22.28 | 2.36 | -20.45 | -17.73 | -2.72 | 1.79 | 1.50 | 0.29 | -0.67 | 0.03 | -0.70 |

주) 2018년 국내주식의 베타는 0.93, 직접운용 1.00, 위탁운용 0.92임

- 2018년도 국내주식의 IR은 -0.65로 전년도(1.92) 대비 하락했으며 실현된 연간 추적오차(TE)는 1.95로 전년도 대비 증가하였음
 - 국내주식에 설정된 목표IR(0.32) 대비 하회하는 수준임
 - 세부 유형별로 보면 패시브운용의 IR 0.86으로 액티브운용 -0.56보다 높았음
 - 액티브 내에서는 액티브 직접운용의 IR이 1.14로 세부 유형 중 가장 높은 수준이었으며 액티브 위탁운용은 -0.78로 음(-)의 IR을 기록함

- 위탁운용 IR은 직접운용 IR 대비 낮은 수준이며, 이는 위탁운용 추적오차가 직접운용에 비해 높고 초과수익은 낮은 점이 반영된 결과임
- 국내주식의 3년, 5년 평균 IR은 각각 0.15, -0.48로 장기적 관점에서 운용의 효율성은 높다고 보기 어려움
- 자산군별로 배분된 2018년도 국내주식 액티브 위험은 1.07%이며 2018년 말 국내주식 전체의 실현된 액티브 위험은 1.95%로 부여된 목표 액티브 위험을 상회함
 - 패시브운용과 액티브 운용 모두 실현 액티브 위험은 전년도 대비 증가하였음
 - 2017년에 비해 국내주식에 배분된 목표 액티브 위험(1.58%, 2017년 기준)이 낮아졌음에도 불구하고, 실현 액티브 위험은 높아졌으며 국내주식의 초과성과도 전년도 대비 저조한 모습임

〈표Ⅳ-33〉 국내주식 신규유형별 IR 및 추적오차

(단위 : IR-비율, TE-%)

| 구분 | | 2016년 | | 2017년 | | 2018년 | | 3년 평균 ('16~'18) | |
|--------|-----|-------|------|-------|------|-------|------|-----------------|------|
| | | IR | TE | IR | TE | IR | TE | IR | TE |
| 패시브 | 직접 | 0.49 | 0.31 | 1.98 | 0.38 | 0.86 | 0.82 | 1.02 | 0.54 |
| | 액티브 | -0.58 | 0.83 | 2.20 | 0.53 | 1.14 | 1.04 | 0.80 | 0.83 |
| 액티브 | 위탁 | -1.87 | 1.37 | -1.45 | 1.07 | -0.78 | 2.19 | -1.25 | 1.57 |
| | 소계 | -0.07 | 1.27 | -0.11 | 1.30 | -0.56 | 2.70 | -0.37 | 1.85 |
| 국내주식전체 | | 0.37 | 1.09 | 1.91 | 1.17 | -0.65 | 1.95 | 0.15 | 1.47 |

〈표Ⅳ-34〉 국내주식 기존 유형별 IR 및 추적오차

(단위 : IR-비율, TE-%)

| 구분 | | 2016년 | | 2017년 | | 2018년 | | 3년 평균 ('16~'18) | | 5년 평균 ('14~'18) | |
|----|----|-------|------|-------|------|-------|------|-----------------|------|-----------------|------|
| | | IR | TE | IR | TE | IR | TE | IR | TE | IR | TE |
| 국내 | 직접 | -0.40 | 0.39 | 2.19 | 0.41 | 1.01 | 0.88 | 0.95 | 0.61 | 0.17 | 0.88 |
| | 위탁 | -1.87 | 1.37 | -1.45 | 1.07 | -0.78 | 2.19 | -1.25 | 1.57 | -0.82 | 1.76 |
| | 소계 | 0.37 | 1.09 | 1.91 | 1.17 | -0.65 | 1.95 | 0.15 | 1.47 | -0.48 | 1.43 |

제5절 매매활동 분석

1. 매매 동향

- 2018년도 국민연금 국내주식 순매수 규모는 1조 7,726억 원으로 전년도 대비 4,411억 원 감소
 - 매수와 매도가 활발했던 2017년과 달리 2018년은 전년도 대비 매수와 매도금액의 수준이 크게 감소
 - 패시브운용의 순매수 규모는 2,211억 원으로 전년도 대비 감소하였고 액티브운용은 1조 5,515억 원으로 전년도 대비 증가
 - 매매 거래대금 기준으로 패시브운용의 경우 매매거래 규모가 전년도 수준으로 활발했으며, 액티브운용의 매매거래 규모는 전년도 대비 크게 위축됨
 - 2018년 국내 주식시장의 전반적인 하방위험 및 유동성 위험이 확대되면서 거래가 상대적으로 위축

〈표Ⅳ-35〉 국민연금 국내주식 매매 동향

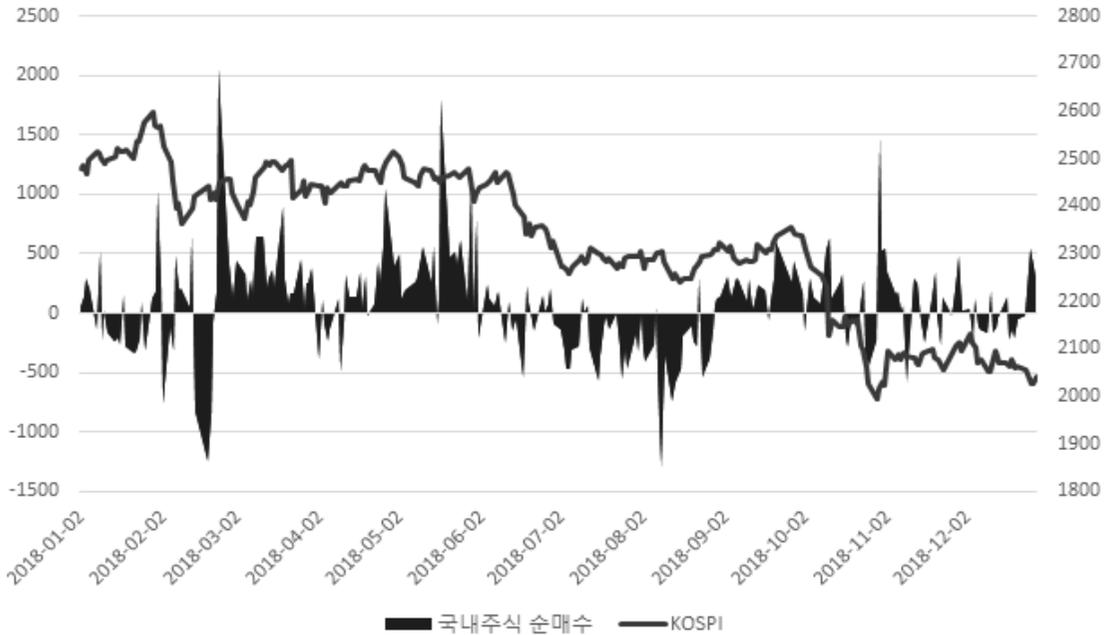
(단위 : 억 원)

| 구분 | | 2016년 | 2017년 | 2018년 |
|------------|-----|---------|-----------|---------|
| 패시브 | 매수 | 19,454 | 33,288 | 29,425 |
| | 매도 | 14,935 | 23,473 | 27,214 |
| | 순매수 | 4,518 | 9,815 | 2,211 |
| 액티브 | 매수 | 438,067 | 1,103,106 | 435,375 |
| | 매도 | 412,992 | 1,090,783 | 419,860 |
| | 순매수 | 25,076 | 12,322 | 15,515 |
| 국내주식 전체 | 매수 | 457,521 | 1,136,394 | 464,800 |
| | 매도 | 427,927 | 1,114,257 | 447,074 |
| | 순매수 | 29,594 | 22,137 | 17,726 |

- 2018년 순매수 규모 추이를 살펴보면 국내 주식시장이 다소 보합세였던 상반기에는 순매수 기초를 보였지만 하반기에는 국내 주식시장이 위축과 함께 순매수가 축소되는 추이를 보임

[그림Ⅳ-12] 국내주식 순매수 규모 추이-주가지수 대비

(단위: 왼쪽 축-순매수규모, 억 원, 오른쪽 축-KOSPI, points)



[그림Ⅳ-13] 국내주식 패시브유형 순매수 규모 추이

(단위: 왼쪽 축-순매수규모, 억 원, 오른쪽 축-KOSPI, points)



[그림Ⅳ-14] 국내주식 액티브유형 순매수 규모 추이



2. 회전을 분석

- 2018년 연간 국민연금 국내주식 부문의 **매매평균 회전율은 36.74%**임
 - 전년도(93.30%) 대비 크게 감소하였으며 패시브 운용보다는 액티브 운용의 감소폭이 큼
 - CRSP 회전율(36.03%) 또한 전년도(92.43%) 대비 감소하였음
- 패시브운용의 매매평균 회전율은 연간기준 6.79% 수준을, 액티브운용 회전율은 52.53% 수준을 나타내고 있음

〈표Ⅳ-36〉 시장대비 국내주식 시가총액 회전율

(단위 : %)

| 구분 | | 2016년 | 2017년 | 2018년 |
|------------------------|-----|--------|--------|--------|
| 매매평균 회전율 ¹⁾ | 패시브 | 5.40 | 6.86 | 6.79 |
| | 액티브 | 65.39 | 138.5 | 52.53 |
| | 전체 | 45.68 | 93.30 | 36.74 |
| CRSP 회전율 ²⁾ | 패시브 | 4.69 | 5.67 | 6.52 |
| | 액티브 | 63.46 | 137.77 | 51.57 |
| | 전체 | 44.15 | 92.43 | 36.03 |
| 코스피시장 | | 87.89 | 133.6 | 102.81 |
| 코스닥시장 | | 402.11 | 592.94 | 439.98 |

주 1) (매수금액 및 매도금액의 평균)/(보유주식 시가평가액 평균)

2) (매수금액과 매도금액 중 적은 금액)/(보유주식 시가평가액 평균)

제6절 포트폴리오 분석

1. 국내주식 투자규모 및 현황

- 2018년 말 국민연금 국내주식 부문 시가총액 규모는 108조 9,134억 원으로 전년도 말 131조 5,134억 원 대비 22조 6,000억 원(17.2%) 감소
- **패시브운용** 비중은 33.7%로 전년도(34.0%) 대비 0.3%p 감소하였으며 기금운용본부가 자체적으로 설정한 패시브운용 **목표비중 35%** 대비 낮은 수준임
 - 2018년 기금운용본부는 **전술적 운용방향**으로 **패시브 펀드의 비중을 소폭 조정하는 계획을 수립**. 자산 내 패시브 비중은 전년도 대비 0.3% 하향 조정 계획
 - 실제 운용 역시 패시브유형 비중이 소폭 하향 조정되었음
- 위탁운용 비중은 전년도(45.8%) 대비 0.2%p 증가한 46.0%로 위탁운용 목표범위(45%~65%) 내에 있음

〈표IV-37〉 국내주식 부문 투자 현황

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 2016년 | | 2017년 | | 2018년 | |
|---------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|
| | 규모 | 비중 | 규모 | 비중 | 규모 | 비중 |
| 국내주식 전체 | 1,024,343 | 100.0 | 1,315,134 | 100.0 | 1,089,134 | 100.0 |
| 패시브 | | | | | | |
| 직접 | 349,542 | 34.1 | 447,233 | 34.0 | 366,827 | 33.7 |
| 액티브 | | | | | | |
| 액티브계 | 674,801 | 65.9 | 867,902 | 66.0 | 722,307 | 66.3 |
| 직접 | 198,659 | 19.4 | 265,620 | 20.2 | 221,604 | 20.4 |
| 위탁 | 476,141 | 46.5 | 602,282 | 45.8 | 500,703 | 46.0 |

2. 국내주식 평가금액 증감요인 분석

○ 국내주식 평가금액은 전년도 대비 **22조 6,000억 원 감소하였음**

- 이는 신규자금 집행 등 신규투자 부진보다 상대적으로 주식시장 하락에 따른 손익 발생에 기인
- 국내주식 패시브운용의 순투자자는 전년도 대비 5,854억 원 감소하였고 7조 4,552억 원의 평가손익이 발생하여 평가금액은 총 8조 406억 원이 감소하였음
- 액티브 직접운용은 418억 원의 순투자 감소와 4조 3,598억 원의 평가손익 감소로 평가금액이 총 4조 4,016억 원 감소하였음
- 액티브 위탁운용은 1,870억 원의 신규투자자와 10조 3,449억 원의 평가손익 감소로 평가금액이 총 10조 1,579억 원 감소하였음
- 패시브운용의 신규투자 감소는 국내주식의 전술적 운용 계획은 중장기 패시브 펀드의 비중 소폭 조정이 반영된 결과

〈표Ⅳ-38〉 2018년 국내주식 평가금액 증가 요인 분석

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 1. 신규투자 | | 2. 손익 | | 합계(18년 증가분) | | |
|---------|---------|-------|----------|----------|-------------|----------|------|
| | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | |
| 국내주식 전체 | -4,401 | 100.0 | -221,599 | 100 | -226,000 | 100.0 | |
| 패시브 | -5,854 | 133.0 | -74,552 | 33.6 | -80,406 | 35.6 | |
| 액티브 | 소계 | 1,452 | -33.0 | -147,047 | 66.4 | -145,595 | 64.4 |
| | 직접 | -418 | 9.5 | -43,598 | 19.7 | -44,016 | 19.5 |
| | 위탁 | 1,870 | -42.5 | -103,449 | 46.7 | -101,579 | 44.9 |

3. 시장대비 투자규모

○ 2018년 12월 기준, 국민연금기금의 국내주식투자 규모가 주식시장에서 차지하는 **비중은 전년도 대비 감소**

- 국내주식시장에서 차지하는 기금의 비중 감소는 주식시장의 시가총액 축소속도 이상으로 기금의 보유시가총액이 축소되는 것을 의미함
- 2017년에 이어 코스닥 시장에서의 시장 대비 비중은 소폭 감소

〈표Ⅳ-39〉 국내주식시장에서 국민연금이 차지하는 비중

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 2016년 | | | 2017년 | | | 2018년 | | |
|--------|-----------|------------|-----|-----------|------------|-----|-----------|------------|-----|
| | 국민연금 | 시장 | 비중 | 국민연금 | 시장 | 비중 | 국민연금 | 시장 | 비중 |
| 전체 | 1,008,304 | 15,064,111 | 6.7 | 1,303,695 | 18,828,931 | 6.9 | 1,075,169 | 15,722,102 | 6.8 |
| 유가증권시장 | 981,558 | 13,079,312 | 7.5 | 1,266,783 | 16,055,944 | 7.9 | 1,046,707 | 13,439,719 | 7.8 |
| 코스닥 | 26,746 | 1,984,799 | 1.3 | 36,912 | 2,772,987 | 1.3 | 28,462 | 2,282,383 | 1.2 |

주 1) 금액은 연도 말 시가기준임

2) 비상장주식 및 현금성자산, 우선주, ETF, 선물옵션, 외국주 금액은 제외함

- 2018년 말 현재, 국민연금기금의 국내주식 보유 상위 10개 종목의 포트폴리오 비중은 39.8%로 시장(32.8%) 대비 7.0%p 높은 수준
 - 2017년 말 상위 10개 종목의 비중(43.3%) 대비 상위 10개 종목의 비중은 감소하였지만 시장대비 비중은 증가. 대형주 중심으로 전체 시가총액이 줄어들었던 시황이 반영됨
 - 가장 비중이 큰 종목은 삼성전자(21.2%)로 코스피시장 내에서의 삼성전자 비중(17.2%) 보다 높은 모습
 - 이외 나머지 대형 종목들도 시장 대비 국민연금의 비중이 높아 상위 10개 종목에 대한 집중도는 높은 수준

〈표Ⅳ-40〉 국내주식 보유 상위 10개 종목 현황

(단위 : %)

| 보유종목 | 2017년 | | | | | 2018년 | | | | | |
|--------|-------|------|------|------|------|--------|------|------|------|------|------|
| | NPS | 시장 | 지분율 | | | 보유종목 | NPS | 시장 | 지분율 | | |
| | | | 총합 | 직접투자 | 위탁투자 | | | | 총합 | 직접투자 | 위탁투자 |
| 삼성전자 | 22.9 | 20.5 | 9.6 | 6.0 | 3.6 | 삼성전자 | 21.2 | 17.2 | 10.0 | 6.2 | 3.8 |
| SK하이닉스 | 3.2 | 3.5 | 10.0 | 6.3 | 3.7 | SK하이닉스 | 3.7 | 3.3 | 9.1 | 6.1 | 2.9 |
| POSCO | 2.6 | 1.8 | 11.1 | 6.4 | 4.6 | LG화학 | 2.2 | 1.8 | 9.8 | 5.3 | 4.6 |
| NAVER | 2.6 | 1.8 | 10.8 | 6.7 | 4.0 | POSCO | 2.1 | 1.6 | 10.7 | 6.2 | 4.5 |
| 현대차 | 2.5 | 2.1 | 8.5 | 5.4 | 3.1 | SK텔레콤 | 2.0 | 1.6 | 9.8 | 5.1 | 4.7 |
| LG화학 | 2.4 | 1.8 | 9.1 | 5.4 | 3.7 | 현대차 | 1.9 | 1.9 | 8.2 | 5.3 | 2.9 |
| KB금융 | 2.0 | 1.7 | 9.6 | 7.0 | 2.6 | NAVER | 1.8 | 1.5 | 9.5 | 6.7 | 2.8 |
| 현대모비스 | 1.8 | 1.6 | 9.8 | 5.5 | 4.3 | KB금융 | 1.7 | 1.4 | 9.5 | 6.7 | 2.8 |
| 신한지주 | 1.7 | 1.5 | 9.5 | 7.0 | 2.6 | 삼성SDI | 1.6 | 1.1 | 11.9 | 6.0 | 5.9 |
| SK텔레콤 | 1.6 | 1.3 | 9.1 | 5.1 | 4.0 | 신한지주 | 1.6 | 1.4 | 9.4 | 6.6 | 2.7 |

주 1) 금액은 연도 말 시가기준임

2) 현금성 자산은 제외하며, 시장 데이터는 거래소(KRX) 데이터 이용

○ 2018년 말 현재 국민연금의 지분율 5%이상 보유종목 수는 273개이며 그 수는 전년도 (285개) 대비 감소

- 5% 이상 지분율의 종목수가 전체 종목수에 약 36.6%를 차지함
- 10% 이상 지분율 종목도 80개로 전년도(95개) 대비 감소하였음

〈표Ⅳ-41〉 국민연금 국내주식 지분율 추이

(단위 : 주, %)

| 구분 | 2016년 | | 2017년 | | 2018년 | |
|------------|--------|------|--------|------|--------|------|
| | 보유종목 수 | 비중 | 보유종목 수 | 비중 | 보유종목 수 | 비중 |
| 10%이상 | 75 | 9.8 | 95 | 11.9 | 80 | 10.7 |
| 5%이상~10%미만 | 202 | 26.5 | 190 | 23.8 | 193 | 25.9 |
| 3%이상~5%미만 | 126 | 16.5 | 123 | 15.4 | 125 | 16.8 |
| 1%이상~3%미만 | 158 | 20.7 | 175 | 21.9 | 163 | 21.9 |
| 1% 미만 | 202 | 26.5 | 214 | 26.8 | 184 | 24.7 |

주1) 우선주, ETF 제외

2) 소수점 둘째자리 반올림으로 인한 단수차이 존재

〈표Ⅳ-42〉 국내주식 유형별 지분율 현황

(단위 : 주, %)

| 구분 | 전체 | | 직접운용 | | 위탁운용 | |
|------------|--------|------|--------|------|--------|------|
| | 보유주식 수 | 비중 | 보유주식 수 | 비중 | 보유주식 수 | 비중 |
| 10%이상 | 80 | 11.2 | 0 | 0.0 | 20 | 2.7 |
| 5%이상~10%미만 | 193 | 27.0 | 66 | 8.9 | 158 | 21.2 |
| 3%이상~5%미만 | 127 | 17.7 | 84 | 11.3 | 162 | 21.7 |
| 1%이상~3%미만 | 163 | 22.8 | 42 | 5.6 | 213 | 28.6 |
| 1% 미만 | 153 | 21.4 | 14 | 1.9 | 163 | 21.9 |

주1) 우선주, ETF 제외

2) 소수점 둘째자리 반올림으로 인한 단수차이 존재

4. 국내주식 규모별 보유현황

- 2018년 말 국내주식은 시장대비 **대형주**의 보유 비중이 **높은** 반면에 **소형주 및 코스닥** 종목의 보유 비중은 **낮음**
 - 세부 유형별로는 **패시브운용**과 **액티브 직접운용**의 **대형주 비중이 높았으며** 액티브 위탁 운용은 상대적으로 대형주 비중이 낮았음
 - 2018년과 같이 대형주 중심으로 시장 전체 시가총액이 감소했던 시장의 상황을 감안할 때, 패시브운용과 액티브 직접운용의 양호한 성과는 시장 리스크를 적절히 대응한 것으로 보임
 - 반면 액티브 위탁운용의 경우 상대적으로 대형주의 비중이 낮았음에도 낮은 성과를 보여 시장 리스크를 적절히 흡수하지 못함

〈표Ⅳ-43〉 규모별 주식보유 금액 및 비중

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 패시브 | | 액티브 | | | | | | 국내주식 전체 | | 코스피 구성비 | 시장 구성비 (B) | 차이 (A-B) | |
|-----|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|---------|------------|----------|------|
| | | | 소계 | | 직접운용 | | 위탁운용 | | | | | | | |
| | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 비중 (A) | | | | | |
| 거래소 | 대형주 | 338,282 | 92.2 | 562,611 | 79.4 | 206,541 | 93.2 | 356,070 | 73.2 | 900,893 | 83.8 | 78.8 | 67.3 | 16.5 |
| | 중형주 | 27,238 | 7.4 | 93,551 | 13.2 | 14,775 | 6.7 | 78,776 | 16.2 | 120,789 | 11.2 | 12.8 | 10.9 | 0.3 |
| | 소형주 | 0 | 0.0 | 10,183 | 1.4 | 0 | 0.0 | 10,183 | 2.1 | 10,183 | 0.9 | 4.7 | 4.0 | -3.1 |
| | 기타 | 1,270 | 0.3 | 13,572 | 1.9 | 286 | 0.1 | 13,286 | 2.7 | 14,842 | 1.4 | 3.8 | 3.2 | -1.9 |
| 소계 | 366,790 | 100.0 | 679,917 | 96.0 | 221,602 | 100.0 | 458,315 | 94.2 | 1,046,707 | 97.4 | 100.0 | 85.5 | 11.9 | |
| 코스닥 | 39 | 0.0 | 28,423 | 4.0 | 0 | 0.0 | 28,423 | 5.8 | 28,462 | 2.6 | 0.0 | 14.5 | -11.9 | |
| 총 계 | 366,829 | 100 | 708,340 | 100 | 221,602 | 100 | 486,738 | 100 | 1,075,169 | 100 | 100 | 100 | 0.0 | |

- 주 1) 대/중/소형주는 거래소 기준이며 비상장주식, 신주인수권 및 위탁운용의 현금성자산, 선물옵션 금액은 제외함.
 2) 기타는 우선주 및 ETF
 3) 시장구성비는 코스피와 코스닥시장을 합친 유가증권시장 전체의 구성비중임

〈표Ⅳ-44〉 규모별 주식보유 금액 및 비중(기존 직접/위탁 방식)

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 직접운용 | | 위탁운용 | | 국내주식 | | 코스피 구성비(B) | 시장 구성비(B) | 차이 (A-B) | |
|-----|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|------------|-----------|----------|------|
| | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중(A) | | | | |
| 거래소 | 대형주 | 544,823 | 92.6 | 356,070 | 73.2 | 900,893 | 83.8 | 78.8 | 67.3 | 16.5 |
| | 중형주 | 42,013 | 7.1 | 78,776 | 16.2 | 120,789 | 11.2 | 12.8 | 10.9 | 0.3 |
| | 소형주 | 0 | 0.0 | 10,183 | 2.1 | 10,183 | 0.9 | 4.7 | 4.0 | -3.1 |
| | 기타 | 1,556 | 0.3 | 13,286 | 2.7 | 14,842 | 1.4 | 3.8 | 3.2 | -1.9 |
| 소계 | 588,392 | 100.0 | 458,315 | 94.2 | 1,046,707 | 97.4 | 100.0 | 85.5 | 11.9 | |
| 코스닥 | 39 | 0.0 | 28,423 | 5.8 | 28,462 | 2.6 | 0.0 | 14.5 | -11.9 | |
| 총 계 | 588,431 | 100 | 486,738 | 100 | 1,075,169 | 100 | 100 | 100 | 0.0 | |

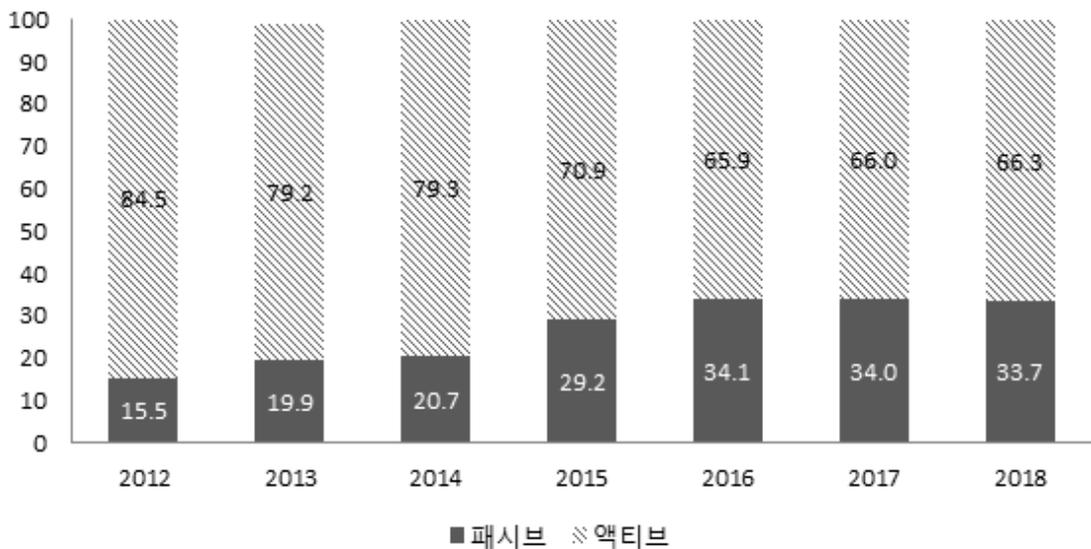
- 주 1) 대/중/소형주는 거래소 기준이며 비상장주식, 신주인수권 및 위탁운용의 현금성자산, 선물옵션 금액은 제외함
 2) 기타는 우선주 및 ETF
 3) 시장구성비는 코스피와 코스닥시장을 합친 유가증권시장 전체의 구성비중임

제7절 장기평가

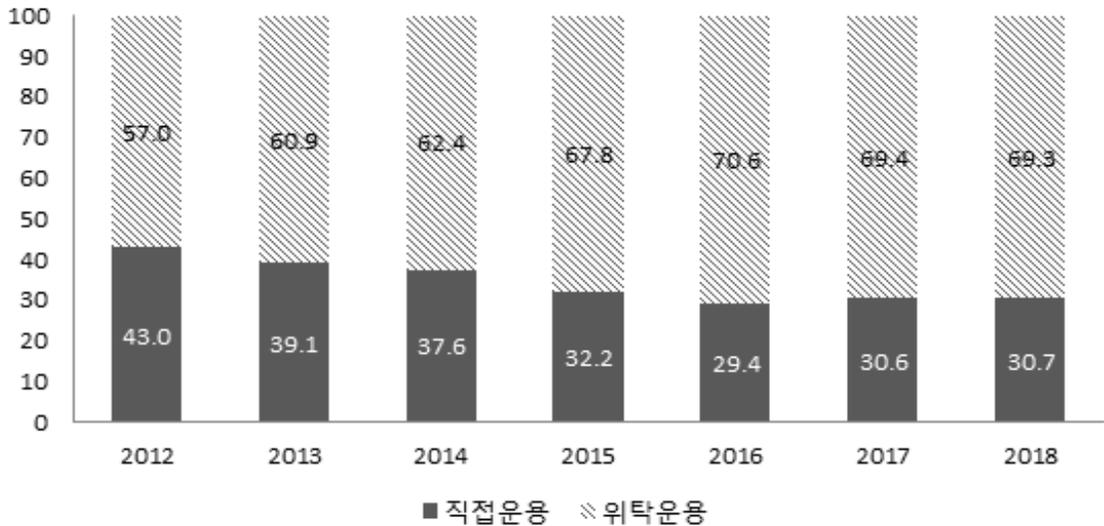
1. 유형별(Active/Passive) 투자 현황

- 국내주식은 액티브유형의 비중이 패시브유형 대비 높은 수준이나 패시브유형의 투자 비중이 지속적으로 증가하는 추세이며 자산 내 액티브 운용의 비중이 감소하고 있는 추세임
 - 국내주식의 액티브유형 내 직접운용과 위탁운용의 비중 추이를 보면 액티브 직접운용의 비중이 감소하고 있는 추세로 나타남
 - 국내주식 전체에서 직접운용과 위탁운용의 투자비중 추이를 보면 직접운용의 비중이 소폭 증가하는 추세를 보임

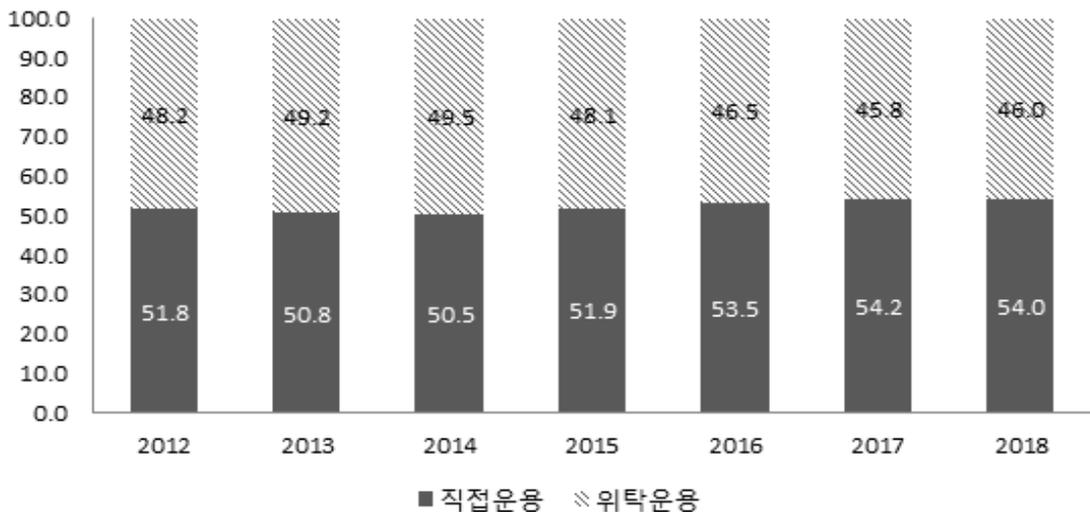
[그림Ⅳ-15] 국내주식 부문별 액티브/패시브 비중 추이



[그림Ⅳ-16] 국내주식 액티브유형 내 직접/위탁 비중 추이



[그림Ⅳ-17] 국내주식 부문 유형별 투자비중 추이



<표Ⅳ-45> 국내주식 부문별 액티브/패시브 비중 추이

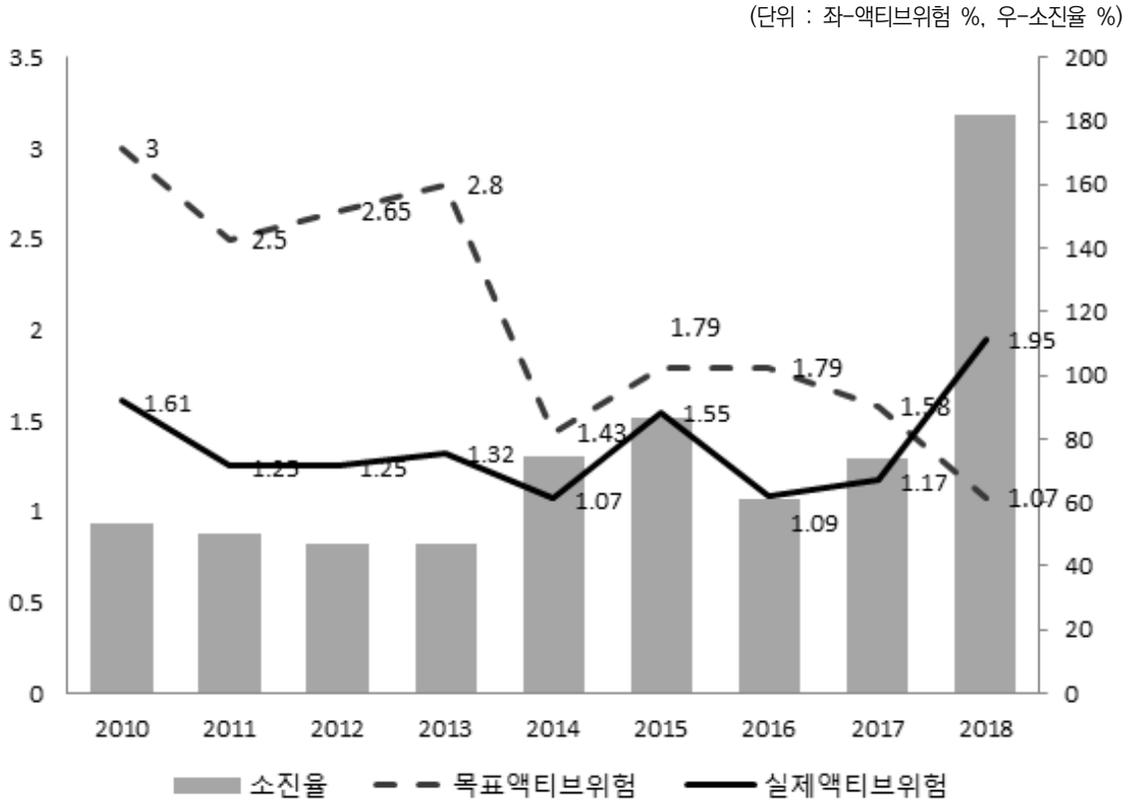
(단위 : %)

| 구분 | | 2014년 | 2015년 | 2016년 | 2017년 | 2018년 |
|-----|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 패시브 | 직접운용 | 20.7 | 29.2 | 34.1 | 34.0 | 33.7 |
| | 위탁운용 | 79.3 | 70.8 | 65.9 | 66.0 | 66.3 |
| 액티브 | 직접운용 | 29.8 | 22.8 | 19.4 | 20.2 | 20.4 |
| | 위탁운용 | 70.2 | 77.2 | 80.6 | 79.8 | 79.6 |

* 소수점 둘째자리에서 반올림으로 인한 단수차이 존재

- 2010년 목표 액티브 위험 대비 실현 액티브 위험은 지속적으로 하회하였으나 2018년 상회로 반전함

[그림Ⅳ-18] 국내주식 액티브위험 추이



2. 장기성과

- 국내주식의 연도별 수익률의 추이를 보면 2011년 글로벌 금융위기 이후기간이 금융위기 이전 기간보다 연도 간 수익률의 편차가 줄어드는 추세여음
- 연도별 3년 이동평균(Rolling average) 수익률은 벤치마크 수익률 대비 낮은 수준이었으나 2017년 기준으로 3년 평균 수익률은 벤치마크와 동등한 수준으로 회복하였고 2018년에도 이러한 기조가 유지됨

〈표Ⅳ-46〉 연도별 3년 연평균 Rolling 수익률 및 장기성과 추이

(단위 : %)

| 구분 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 10년 연평균 ('09~'18) | 15년 연평균 ('04~'18) |
|-------|-------|------|-------|------|------|------|-------|------|-------|------|-------------------|-------------------|
| 직접 | 10.90 | 7.67 | 21.34 | 7.36 | 0.12 | 1.55 | -2.17 | 0.58 | 11.85 | 5.55 | 8.11 | 8.53 |
| 위탁 | 10.92 | 6.04 | 20.69 | 7.04 | 1.06 | 3.03 | 1.41 | 0.38 | 9.36 | 1.25 | 7.63 | 8.51 |
| 국내주식계 | 10.93 | 6.82 | 20.96 | 7.18 | 0.55 | 2.28 | -0.44 | 0.52 | 10.70 | 3.50 | 7.88 | 8.54 |

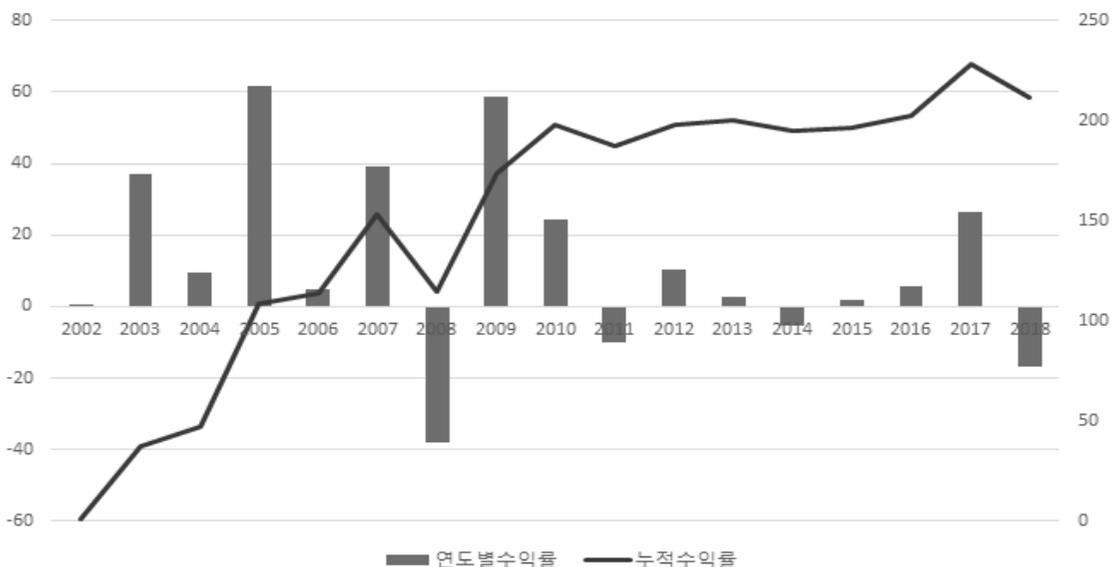
〈표Ⅳ-47〉 국내주식 부문 BM대비 과거 3년 평균 Rolling 수익률 및 장기성과

(단위 : %, %p)

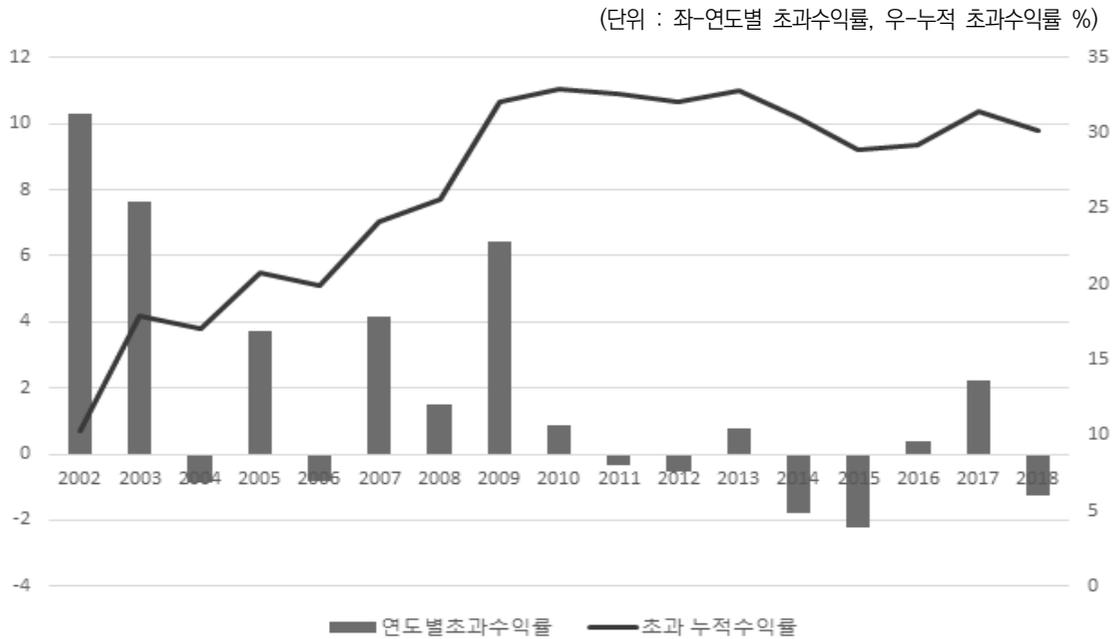
| 구분 | 2016년 (3년 Rolling) | | | 2017년 (3년 Rolling) | | | 2018년 (3년 Rolling) | | | 10년 평균 | | | 15년 평균 | | | |
|----|--------------------|------|------|--------------------|-------|-------|--------------------|------|------|--------|------|------|--------|------|------|------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | |
| 국내 | 직접 | 0.58 | 0.94 | -0.35 | 11.85 | 0.94 | 10.92 | 5.55 | 4.98 | 0.57 | 8.11 | 7.60 | 0.50 | 8.53 | 7.92 | 0.61 |
| | 위탁 | 0.38 | 1.67 | -1.29 | 9.36 | 10.86 | -1.51 | 1.25 | 3.21 | -1.97 | 7.63 | 7.72 | -0.09 | 8.51 | 7.91 | 0.60 |
| | 소계 | 0.52 | 1.74 | -1.22 | 10.70 | 10.70 | 0.00 | 3.50 | 3.28 | 0.22 | 7.88 | 7.73 | 0.15 | 8.54 | 7.99 | 0.55 |

[그림Ⅳ-19] 국내주식 장기수익률 추이

(단위 : 좌-연도별수익률, 우-누적수익률 %)



[그림IV-20] 국내주식 장기 초과수익률 추이



- 국내주식의 3년 평균 위험은 2009년 이후 감소하는 추세임
- 국내주식의 3년 평균 IR은 2012년 이후 지속적으로 음의 IR이었으나 전년도인 2017년부터 반등하여 소폭 상승하는 추세
 - 장기적 관점에서 볼 때 운용효율성은 제고되고 있음

<표IV-48> 국내주식의 3년 평균 위험 및 위험조정성과의 장기추이

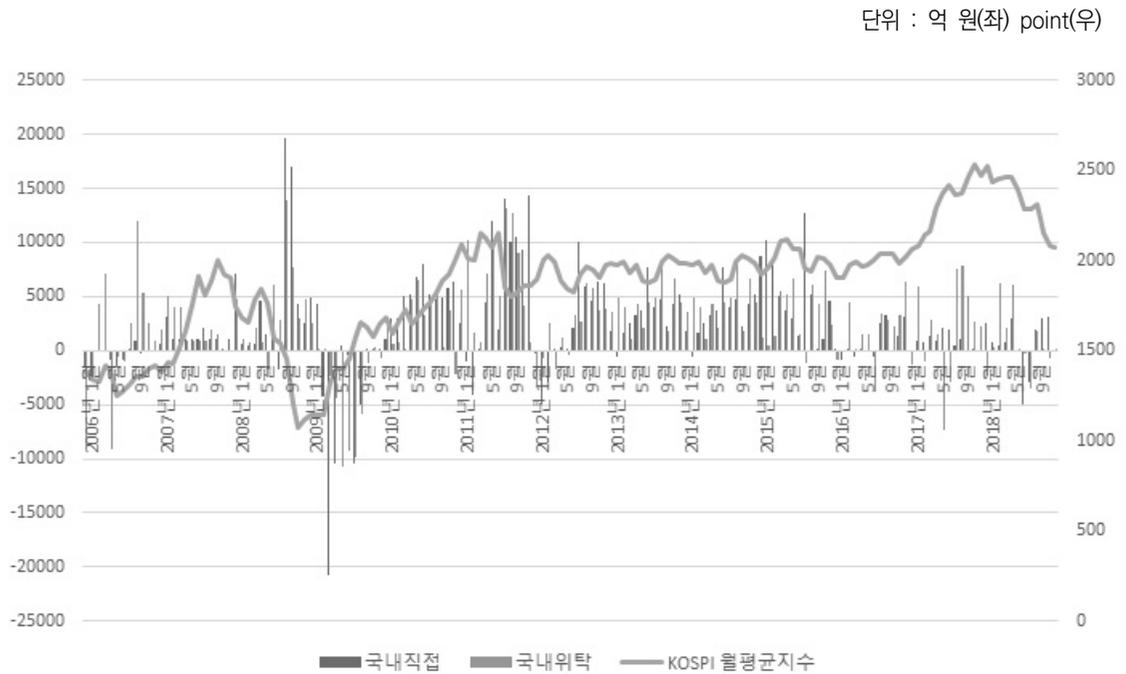
(단위 : 위험-%, IR-비율, TE-%)

| 구분 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 5년 연평균 ('13~'17) | 10년 연평균 ('08~'17) |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|------------------|-------------------|
| 위험 | 26.60 | 25.02 | 20.75 | 16.5 | 15.4 | 10.93 | 9.38 | 7.94 | 8.57 | 11.77 | 10.61 | 14.73 |
| 정보비율(IR) | 1.58 | 1.11 | 1.18 | -0.04 | -0.03 | -0.44 | -0.81 | -0.97 | 0.00 | 0.15 | -0.48 | 0.10 |
| 추적오차 | 2.22 | 2.32 | 1.51 | 1.35 | 1.25 | 1.22 | 1.35 | 1.27 | 1.26 | 1.47 | 1.43 | 1.44 |

3. 매매활동

- 2006년 이후 국내주식 순매수 규모는 금융위기 기간인 2008-2009년 큰 폭의 변화를 보이다가 2010년 이후 매도보다는 매수가 큰 매수 우위의 매매활동을 보임
- 2010년 이후로 순매수 기초를 보이다가 2016년부터 다소 약화된 모습을 보임

[그림Ⅳ-21] 국내주식 장기매매활동 추이



제8절 요약 및 시사점

■ 국내주식 운용방향

- 2018년 국내주식의 운용방향은 국내주식에 대한 투자비중 감소
 - 전체 포트폴리오 안정화를 위해 자산군 내 패시브운용 비중의 축소를 계획
 - 목표초과수익률 0.34%p, 목표액티브위험 1.07%, 목표IR 0.32임
 - 2018년 국내주식은 음의 초과성과(-1.27%p)를 달성하여 목표초과수익률을 1.61%p 하회하였고 달성도는 -373.5% 수준임
 - 액티브위험은 1.95%로 목표 1.07% 대비 183.2% 수준이었으며 IR은 -0.65로 목표 대비 하회

■ 수익률 분석

- 2018년 국내주식의 절대성과는 **-16.90%**로 벤치마크를 **1.27%p** 하회
 - 국내주식의 절대성과에 대한 기여율은 패시브운용이 33.7%, 액티브 직접운용과 위탁 운용은 각각 19.8%, 46.5% 기여함
 - 국내주식의 초과성과에 대한 기여율은 패시브운용이 34.1%, 액티브 직접운용과 위탁 운용은 각각 12.7%, 53.2% 기여함
 - 전술적 운용의 관점에서 보면 국내주식의 초과성과는 벤치마크 선택효과보다 기금운용 본부가 각 유형별로 설정한 전술적 벤치마크에 따른 성과가 전체 운용성과에 주요 원인으로 작용
- **패시브운용은 -16.91%의 절대성과**를 기록하여 전략적 벤치마크 대비 1.28%p 하회하였고, 전술적 벤치마크 대비로는 0.71%p의 **초과성과 달성**
 - 패시브 내 KRX 유형을 제외하고 **모든 세부 유형이 전술적 BM 대비 양의 초과성과**를 나타냈으며 특히 유형 내 비중이 높은 **순수인덱스형이 전체성과에 주로 기여**
 - 전술적 벤치마크 대비 0.71%p의 초과성과는 **종목선택효과(0.59%p)가 주로 기여**하였고 업종배분효과도 0.12%p로 양의 기여하였음

- **액티브운용은 -16.89%의 절대수익률로 전술적 벤치마크 대비 1.26%p 하회하였으며 전략적 벤치마크 대비로는 1.51%p 하회**
 - 액티브유형 내에서는 액티브 직접운용이 -16.43%의 절대성과, 액티브 직접운용의 전술적 벤치마크 대비 1.18%p의 초과성과를 보임
 - 반면에, 액티브 위탁운용은 -17.08%의 절대성과를 보였고 전술적 벤치마크 대비 1.70%p 하회하였음
 - 특히 위탁운용은 8개의 유형중 중소형주형을 제외한 모든 유형에서 액티브 유형 전체에 부여한 전략적 벤치마크 대비 낮은 성과를 나타내 위탁운용 성과에 부정적 기여
- **업종별 요인분해 결과 주가 변동성 압박이 컸던 헬스케어 주에 대한 유형간 운용전략 결과가 상이**
 - 셀트리온의 코스피 이전상장 및 제약바이오 기업 회계이슈 등 리스크가 존재했던 헬스케어 업종에 대한 패시브운용 및 액티브직접운용의 전략이 적절히 작용하여 국내주식 성과에 긍정적으로 기여
 - 반면 위탁운용의 경우 헬스케어 업종 투자에 있어 종목선택효과가 부정적인 기여를 함

■ 위험 및 위험조정성과

- 2018년도 국내주식 **총 위험은 15.77%**로 전략적 벤치마크 대비로는 1.13%p 하회
- 위험조정성과인 **수정샤프비율은 -3.00**으로 전년도 대비 감소
 - 최근 3년간 증기적 위험조정성과는 벤치마크 대비 상회하여 중장기적 관점에서 총 위험 대비 효율성이 양호
- **정보비율(IR)은 -0.65로 전년도(1.91) 대비 하락하였고 국내주식 목표IR(0.32) 대비로도 낮은 수준**
- 액티브 위험은 **1.95%**로 목표액티브위험 1.07%대비 높은 수준이며 2017년 액티브 위험 (1.17%p) 대비 증가

■ 매매활동

- 2018년도 국내주식의 순매수 규모는 전년도 대비 축소되었으며 액티브운용을 중심으로 매매활동이 이뤄졌음
 - 액티브운용의 매매평균 회전율은 52.53%로 국내주식 전체(36.74%) 또는 패시브운용(6.79%) 대비 높은 수준

■ 포트폴리오 분석

- 2018년 부문별 투자 현황은 **패시브운용 비중이 33.7%, 액티브 직접운용이 20.4%, 액티브 위탁이 46.0%**로 액티브 위탁운용의 비중이 컸음
 - 패시브운용의 비중은 전년도 대비 0.3%p 감소하였고 액티브운용의 비중은 0.3%p 증가
 - 2018년 국내주식은 평가손실 발생으로 투자규모는 감소
 - 패시브운용과 액티브운용 모든 유형에서 평가손실이 발생하여 평가금액이 감소
- 국민연금이 국내주식시장에서 차지하는 비중은 6.8%로 전년도 7.0% 대비 감소
- 2018년 말 현재, 국민연금기금의 국내주식 보유 상위 10개 종목의 포트폴리오 비중은 39.8%로 시장(32.8%) 대비 7.0%p 높은 수준
 - 2017년 말 상위 10개 종목의 비중(43.3%) 대비 감소하였지만 시장대비비중은 증가(2017년 말 6.4%p). 대형주 중심으로 전체 시가총액이 축소된 시황이 반영.
 - 가장 비중이 큰 종목은 삼성전자(21.2%)로 코스피시장 내에서의 삼성전자 비중(17.2%) 보다 높음
 - 시가총액 상위 10개 종목에 대한 집중도는 시장대비 높은 수준
- 규모별로는 시장 대비 **대형주의 비중이 높고 중소형주의 비중이 낮은** 상황이 지속되고 있음

■ 국내주식의 장기성과

- 국내주식은 액티브유형의 비중이 패시브유형 대비 높은 수준이나 그 차이는 감소하고 있는 추세임
- 국내주식의 10년 평균 수익률과 15년 평균 수익률은 각각 7.88%, 8.54%
 - 연도별 절대 및 초과성과의 크기는 최근 감소하는 추세였으나 2017년 성과로 상향 조정 후, 2018년 운용성과로 다소 하향 조정됨

■ 시사점

- 2018년도 국내주식 운용성과는 저조하나 패시브운용 및 액티브직접운용은 시장 리스크를 적절히 방어한 것으로 분석됨
 - 2018년 시장의 하방 리스크 증가로 코스피 및 코스닥 시장 전반적인 지수 하락에도 불구하고 패시브운용 및 액티브직접운용은 각 유형에 부여된 전술적 벤치마크 대비 양호한 성과를 낸
 - 특히 2018년 대형주 중심의 시장 하방 리스크 확대, 셀트리온의 코스피 시장으로 이전 상장 및 이와 함께 KOSPI200에 편입되는 지수편입 효과 등 시장의 불확실성이 커진 상황을 적절히 대응하는 전술적 운용전략이 이루어진 것으로 보임
 - 장기성과에서도 직접운용의 과거 10년 간의 운용성과는 절대수익률 8.11%와 초과수익률 0.50%로 직접운용의 운용방향이 기금 전체성과에 긍정적인 기여를 한 것으로 나타남
- 국내주식의 액티브 위탁운용 수익률 제고를 위한 노력 필요
 - 액티브 위탁운용은 2018년 국내주식의 전체적인 성과에 가장 부정적인 기여를 한 것으로 나타남
 - 액티브 위탁운용의 국내주식 내 차지하는 비중이 상당한 바, 최근 몇 년간 지속된 저조한 성과의 원인을 분석하고 수익률 제고를 위한 노력이 필요
 - 전략적·전술적 운용전략 점검을 안정적인 초과수익 확보 및 위탁운용의 관리 효율성을 높일 수 있는 운용전략 수립이 필요하며, 유형별 배분전략 점검 및 우수한 위탁운용사 발굴과 육성을 위한 방안 마련이 필요

○ 국내 주식시장의 시스템 리스크를 방어할 수 있는 대응방안 모색

- 2018년 국내 주식시장은 미·중 무역분쟁, 미국 기준금리 변동 이슈, 글로벌 경기둔화 전망 등 외부 충격 요인과 이로 인한 투자심리 위축으로 시장 전체 시스템 리스크가 확대되었음
- 코스피 및 코스닥 시장지수 모두 연중에 크게 하락하였고, 이러한 주식시장의 전반적인 위축이 국민연금 기금운용에 있어 국내주식 전체 성과에도 부정적인 요인으로 작용함
- 최근 시장의 불안 요인이 다소 완화되고 있지만 해소되지 않는 시황이기 때문에 국내 주식시장의 불확실성은 여전히 존재
- 무역분쟁 및 글로벌 경기 우려 장기화에 따른 유동성 축소 및 투자심리 위축 등 국내 주식시장 전반적인 경직성 확대에 대한 대비 필요
- 이러한 시장 시스템 불안요인이 장기화 될 가능성에 대비하여 국내 주식시장에 대한 적극적인 모니터링과 함께 투자전략의 탄력성을 높여 대외충격을 최대한 흡수할 수 있는 운용전략이 필요

V

2018년 국민연금 기금운용 성과평가

해외주식부문 평가

제 1절 2018년 해외주식 운용계획

제 2절 수익률 분석

제 3절 수익률 요인 분석

제 4절 위험 분석

제 5절 매매활동 분석

제 6절 포트폴리오 분석

제 7절 요약 및 시사점



주요 이슈

■ 2018년 해외주식은 원화기준 -5.60%의 절대성과와 벤치마크 대비 -0.24%p 음의 초과 성과를 기록

2018년 해외주식 포트폴리오는 절대성과(-5.60%)와 초과성과(-0.24%p) 모두 음의 성과를 기록. 달러기준 절대성과는 -9.52%로 벤치마크 대비 0.32%p 하회하였음. 포트폴리오의 부진한 성과는 미국과 중국의 무역분쟁과 글로벌 경기둔화 우려에 따른 글로벌 주식시장의 성과 하락이 주요 원인임. 세부유형별로는 모든 유형이 음의 절대성과를 기록하였음. 전략적 벤치마크 대비로는 패시브 직접운용이 양의 초과성과를 시현하여 전체성과에 긍정적으로 기여하였으나 액티브 위탁운용과 패시브 위탁운용이 음의 초과성과를 기록하여 전체성과에 부정적 영향

■ 해외주식의 안정적 성과 창출을 위한 노력 필요

최근 해외주식 포트폴리오의 지역별, 업종별 보유비중이 큰 변화 없이 지속되고 있음. 이는 장기투자자로서 해외주식 포트폴리오를 운용하고자 하는 기금운용본부의 의도가 반영된 것으로 사료됨. 하지만 실제 성과를 보면, 3년, 5년, 10년 벤치마크 대비 수익률이 각각 -0.04%p, 0.28%p, 0.27%p로 동기간의 목표초과수익률 평균 대비 낮은 수준. 해외주식은 기금의 운용규모 확대에 따라 매년 그 운용규모가 증가하고 있어 향후 기금 전체성과에 해외주식이 중요한 요인으로 작용할 가능성이 높음. 따라서 성과제고 및 장기적으로 안정적 성과를 창출할 수 있는 노력이 경주되어야 할 것으로 사료됨

■ 해외주식 전략팀의 신설로 전체 포트폴리오 관점에서 효율성 강화 기대

2018년 해외주식 전략소팀이 신설되었음. 해외주식 전략소팀은 액티브/패시브유형의 최적 비중 탐색, 해외주식 전체 포트폴리오의 목표포트폴리오의 구성, 그리고 실제 운용되고 있는 액티브/패시브유형과 목표포트폴리오 간 괴리를 보완하는 것을 주요 업무로 함. 이를 통해 해외주식 포트폴리오 전체 관점에서 기존 대비 전략적인 의사결정이 이뤄질 수 있을 것으로 보이며 포트폴리오의 효율성 역시 강화될 것으로 기대

V. 해외주식부문 평가

제1절 2018년 해외주식 운용계획

1. 해외주식의 전략적 운용목표

- 해외주식의 중장기 비중 확대를 통한 기금전체 포트폴리오의 분산투자 제고
 - 기금의 장기적인 해외투자 운용방향⁵⁸⁾에 따라 해외주식 비중 확대
 - 최근 국내주식의 규모 확대에 대한 제약으로 해외주식의 대체역할이 강조되고 있음
- 목표정보비율(IR) 0.4, 환위험을 포함하지 않은 액티브위험 1.42%를 사용하여 목표 초과수익률 0.57%p를 달성하도록 설정

2. 해외주식의 전술적 운용방향

- 신흥국과 선진국의 지속적인 경기성장 예상에 따른 선진국 대 신흥국 비중을 BM 대비 중립 유지
 - 전년도 경기성장이 2018년에도 지속될 것으로 예상하고 신흥국 대 선진국 비중을 BM 대비 중립으로 유지
 - 경제상황 변화에 따라 신흥국 비중 재확대 또는 축소 등 탄력적 대응도 고려
 - 자금배분계획은 액티브유형 대비 패시브유형의 투자비중 확대이며 패시브와 액티브운용의 목표비중은 각각 40%, 60%임
- 유형 간 차별화된 운용방식
 - 패시브 운용은 규모 확대에 따라 시장 및 벤치마크 대비 안정적으로 운용

58) 현재 국민연금기금의 해외투자 주요 목적은 국내투자를 보완하여 투자대상 확대를 통한 분산투자 효과를 제고하고 장기적으로 향후 기금성숙기의 급여지급에 따른 영향을 최소화 하고자 하는 것임

- **액티브운용**은 기존 신흥시장의 벤치마크 대비 비중 상회를 유지하되 시장 변화에 탄력적으로 대응
 - 그럼에도 불구하고 금리인상, 인플레이션 추이에 따른 시장 하락 및 변동성 확대에 대비하여 시장 방어적 전략 활용을 검토

제2절 수익률 분석

1. 총 수익률 및 초과수익률

- 2018년도 국민연금 해외주식 부문 원화기준 수익률은 -5.60%이며 전략적 벤치마크 (-5.36%)를 0.24%p 하회
 - 달러기준 수익률은 -9.52%로 원화 대비 낮은 수준이며 전략적 벤치마크(-9.20%) 대비로도 0.32%p 하회
 - 연중 발생한 미국과 중국 간 무역분쟁, 유럽의 정치, 경제 불확실성 증가로 전년도 대비 글로벌 주식시장의 성과가 하락
 - 이와 같은 부정적 시장 상황으로 해외주식 포트폴리오의 절대수익률이 전년도 대비 16.28%p 하락
- 전략적 벤치마크 대비 세부유형별 초과성과는 **패시브운용이 양의 초과성과(0.74%p)**, **액티브운용이 음의 초과성과(-0.88%p)**를 기록
 - 부정적 시장상황에도 불구하고 패시브유형은 전략적 벤치마크 대비 양의 초과성과를 기록
 - 이는 선진국 위주로 투자하고 있는 **패시브 직접운용**이 전략적 벤치마크 대비 **양의 초과 성과(1.32%p)**를 시현한 것에 기인
 - 특히 패시브 직접운용은 해당 유형 벤치마크(MSCI The World Index(unhedged KRW)) 대비로도 양의 초과성과(0.81%p)를 기록
 - 반면 신흥국에 투자하고 있는 **패시브 위탁운용**은 낮은 절대성과(-9.84%) 뿐만 아니라 전략적 벤치마크 대비 음의 초과성과(-4.48%p)를 기록하였고 해당 유형별 벤치마크(MSCI EM Index ex Korea, unhedged KRW) 대비로도 낮은 초과성과(-0.04%p)를 기록
 - **액티브 위탁운용** 역시 전략적 벤치마크 대비 **음의 초과성과(-0.88%p)**를 기록하였음
 - 따라서 **해외주식 전체 초과성과**는 포트폴리오 내 주요 비중(60.0%)을 차지하는 **액티브 위탁운용의 음의 초과성과**가 주요 원인

〈표V-1〉 해외주식 부문 수익률

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2016년 | | | 2017년 | | | 2018년 | | | 3년 평균('16~'18) | | | | |
|---------|-------|----|-------|-------|-------|-------|-------|------|--------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | | |
| 패시브 | 직접 | 원화 | 10.82 | 10.60 | 0.22 | 8.83 | 8.49 | 0.34 | -4.04 | -4.85 | 0.81 | 4.99 | 4.52 | 0.47 |
| | | 달러 | 7.72 | 7.37 | 0.34 | 22.87 | 22.40 | 0.47 | -7.98 | -8.71 | 0.73 | 6.79 | 6.26 | 0.53 |
| | 위탁 | 원화 | 19.65 | 20.02 | -0.37 | 20.30 | 20.19 | 0.11 | -9.84 | -9.79 | -0.04 | 11.64 | 11.87 | -0.23 |
| | | 달러 | 16.30 | 16.52 | -0.22 | 35.70 | 35.60 | 0.11 | -13.59 | -13.45 | -0.14 | 10.94 | 10.99 | -0.06 |
| | 소계 | 원화 | 11.26 | 11.10 | 0.17 | 9.89 | 9.57 | 0.32 | -4.62 | -5.36 | 0.74 | 5.26 | 4.83 | 0.43 |
| | | 달러 | 8.14 | 7.85 | 0.29 | 24.05 | 23.61 | 0.44 | -8.55 | -9.20 | 0.65 | 7.05 | 6.58 | 0.48 |
| 액티브 | 위탁 | 원화 | 9.57 | 11.10 | -1.52 | 11.14 | 9.57 | 1.58 | -6.24 | -5.36 | -0.88 | 4.52 | 4.83 | -0.31 |
| | | 달러 | 6.27 | 7.85 | -1.58 | 25.37 | 23.61 | 1.76 | -10.15 | -9.20 | -0.95 | 6.18 | 6.58 | -0.40 |
| 해외주식 전체 | | 원화 | 10.13 | 11.10 | -0.96 | 10.68 | 9.57 | 1.12 | -5.60 | -5.36 | -0.24 | 4.79 | 4.83 | -0.04 |
| | | 달러 | 6.89 | 7.85 | -0.97 | 24.89 | 23.61 | 1.28 | -9.52 | -9.20 | -0.32 | 6.50 | 6.58 | -0.08 |

〈표V-2〉 해외주식 부문 수익률

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2017년 | | | 2018년 | | | 3년 평균 ('16~'18) | | | 5년 평균 ('14~'18) | | | 10년 평균 ('09~'18) | | | |
|----|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-----------------|------|------|-----------------|------|------|------------------|------|------|------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | |
| 직접 | 원화 | 8.83 | 8.49 | 0.34 | -4.04 | -4.85 | 0.81 | 4.99 | 4.52 | 0.47 | 6.1 | 5.73 | 0.37 | 6.7 | 6.6 | 0.1 |
| | 달러 | 22.87 | 22.40 | 0.47 | -7.98 | -8.71 | 0.73 | 6.79 | 6.26 | 0.53 | 4.99 | 4.52 | 0.47 | 7.14 | 6.65 | 0.49 |
| 위탁 | 원화 | 11.61 | 9.57 | 2.04 | -6.44 | -5.36 | -1.08 | 4.66 | 4.83 | -0.17 | 5.65 | 5.52 | 0.13 | 8.63 | 8.5 | 0.13 |
| | 달러 | 25.89 | 23.61 | 2.28 | -10.34 | -9.20 | -1.14 | 6.33 | 6.58 | -0.25 | 4.41 | 4.31 | 0.10 | 9.49 | 9.49 | 0.00 |
| 계 | 원화 | 10.68 | 9.57 | 1.12 | -5.60 | -5.36 | -0.24 | 4.79 | 4.83 | -0.04 | 5.80 | 5.52 | 0.28 | 8.77 | 8.5 | 0.27 |
| | 달러 | 24.89 | 23.61 | 1.28 | -9.52 | -9.20 | -0.32 | 6.50 | 6.58 | -0.08 | 4.59 | 4.31 | 0.28 | 9.68 | 9.49 | 0.19 |

주 1) 해외주식 벤치마크는 2008년부터 원화기준으로 설정되었고 그 이전은 달러기준 수익률이므로 10년 평균 원화기준 수익률을 벤치마크와 비교할 경우 유의가 필요

주 2) 2015년 7월 기금운용본부의 운용유형 개편에 따라 직접/위탁 운용유형을 액티브/패시브 유형체계로 변경 하였음. 이에 따라 공식적인 자산운용 및 성과평가는 액티브/패시브 체계로 진행되나 참고를 위해 직접/위탁 방식으로도 성과정보를 본 표와 같이 제시

〈표 V-3〉 해외주식 세부유형별 수익률(달러기준)

(단위 : %, %p)

| 유형 | | 기금 | BM | 유형BM 대비 | 전체BM 대비 |
|-------|------------------|--------|--------|---------|---------|
| 패시브 | 선진국(DM) 인덱스 | -8.07 | -8.71 | 0.64 | 1.13 |
| | 퀀트 인덱스 | -8.25 | -8.71 | 0.46 | 0.95 |
| | 국가배분 | -8.13 | -8.71 | 0.58 | 1.07 |
| | 이머징 인덱스 | -13.59 | -13.45 | -0.14 | -4.39 |
| | Contextual Alpha | -8.72 | -8.71 | -0.01 | 0.48 |
| | 패시브 계 | -8.55 | -9.20 | 0.65 | 0.65 |
| 액티브 | All Countries | -7.07 | -9.20 | 2.13 | 2.13 |
| | 선진국 시장(DM) | -9.95 | -8.71 | -1.24 | -0.75 |
| | 신흥국 시장(EM) | -13.57 | -13.45 | -0.12 | -4.37 |
| | Small cap | -14.56 | -13.86 | -0.70 | -5.36 |
| | China | -31.30 | -32.99 | 1.69 | -22.10 |
| | 액티브 계 | -10.15 | -9.20 | -0.95 | -0.95 |
| Total | | -9.52 | -9.20 | -0.32 | -0.32 |

주 1) 세부유형의 대한 수익률은 벤치마크 환율을 적용한 달러 수익률이며 패시브/액티브 성과는 매매환율을 적용한 달러 수익률

○ 세부유형별 수익률을 보면

- 패시브 직접운용은 선진국 인덱스, 퀀트 인덱스, 국가배분 유형이 해당 유형 BM 대비 양의 초과성과를 시현하였고 이 중 선진국 인덱스의 기여도가 가장 높음
- 패시브 위탁운용인 이머징 인덱스 유형은 전략적 벤치마크 대비 낮은 초과성과 (-4.39%p) 뿐만 아니라 유형 벤치마크 대비로도 저조한 성과(-0.14%p)를 기록
- 액티브 위탁운용은 All countries(이하, AC) 유형이 전략적 벤치마크 대비 양의 초과 성과를 기록
- 하지만 선진국, 신흥국, Small cap, China 등 AC 유형을 제외한 모든 유형이 전략적 벤치마크 대비 음의 초과성과를 기록
- 특히 액티브유형 내 주요 비중(75.6%)을 차지하는 선진국 시장의 음의 초과성과가 액티브 위탁운용 전체성과에 부정적 기여

〈참고자료〉 해외주식 부문 벤치마크(Benchmark: BM) 지수

| 자산종류 | 벤치마크 지수 | | | | 비고 |
|--------|------------|--|------------|--|--|
| | 적용 개시연도 | 변경적용전 ¹⁾ | 적용 개시연도 | 변경적용 | |
| 해외주식전체 | 2008 | MSCI AC World Index(ex Korea, hedged-to-KRW) | 2015 | MSCI AC World Index(ex Korea, unhedged-to-KRW) | 기금운용위원회가 부여 |
| | 전체 | - | | - | MSCI AC World Index(ex Korea, unhedged to KRW) |
| 패시브 | 직접 | 2013 | 2016 | MSCI The World + MSCI EM Asia Index(ex Korea, hedged-to-KRW) | 기금운용본부가 설정 |
| | 위탁 | - | | - | MSCI EM Index ex Korea, unhedged to KRW |
| 액티브 | 위탁 | 2008 | 2015 | MSCI AC World Index(ex Korea, unhedged-to-KRW) | 기금운용본부가 설정 |

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

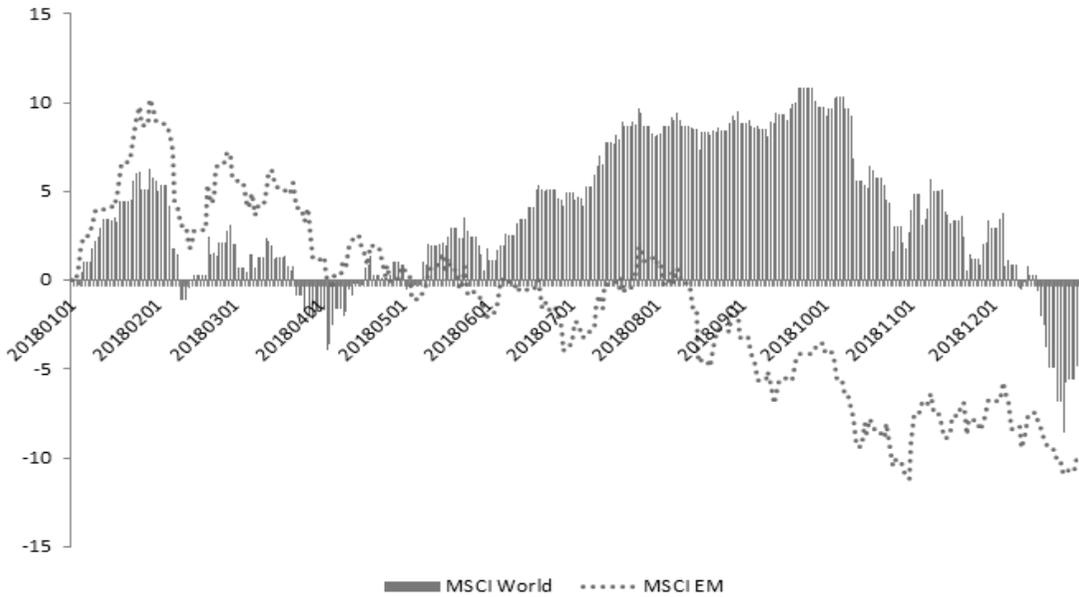
2. 수익률 추이

○ 2018년 해외주식 포트폴리오의 수익률은 연중 등락을 반복하는 모습

- 시장 환경은 미국과 중국의 무역분쟁과 글로벌 경기둔화 우려로 전년도 대비 글로벌 주식시장의 성과가 전반적으로 하락하였으며 특히 중국을 비롯한 신흥국의 성과가 지속적으로 하락
- 해외주식 포트폴리오의 누적수익률은 연중 등락을 반복하는 모습이었으며 10월 이후 급격히 하락하는 모습
- 누적초과수익률의 추이를 보면 8월 이전까지는 양의 초과성과를 보였으나 10월 이후 음의 초과성과가 지속적으로 발생

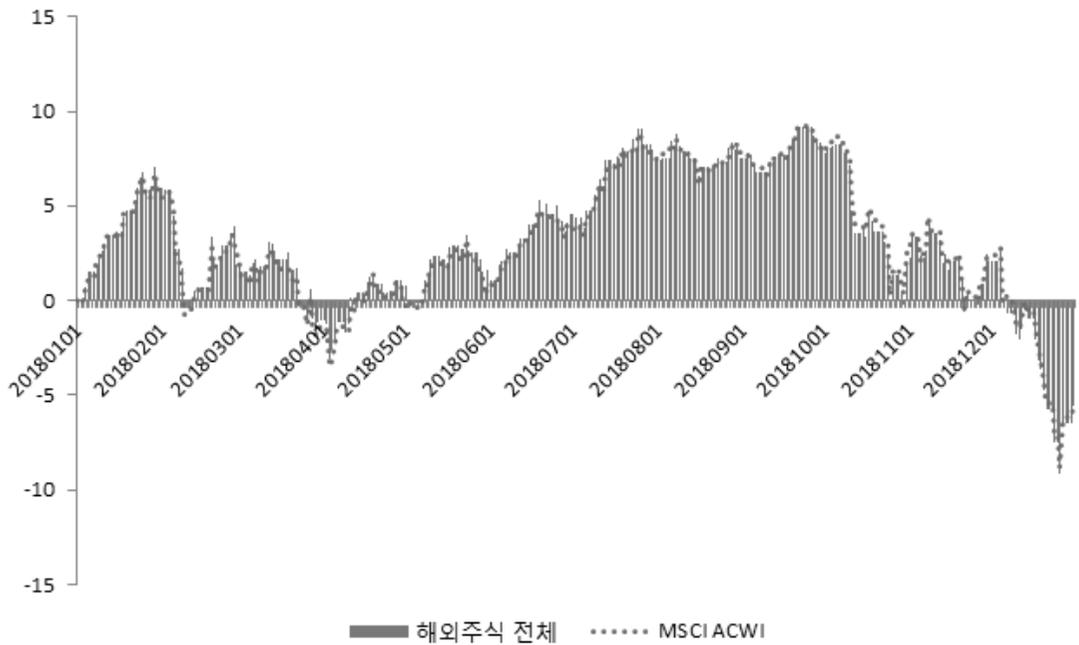
[그림 V-1] 글로벌 주식시장의 누적수익률 추이

(단위 : %)



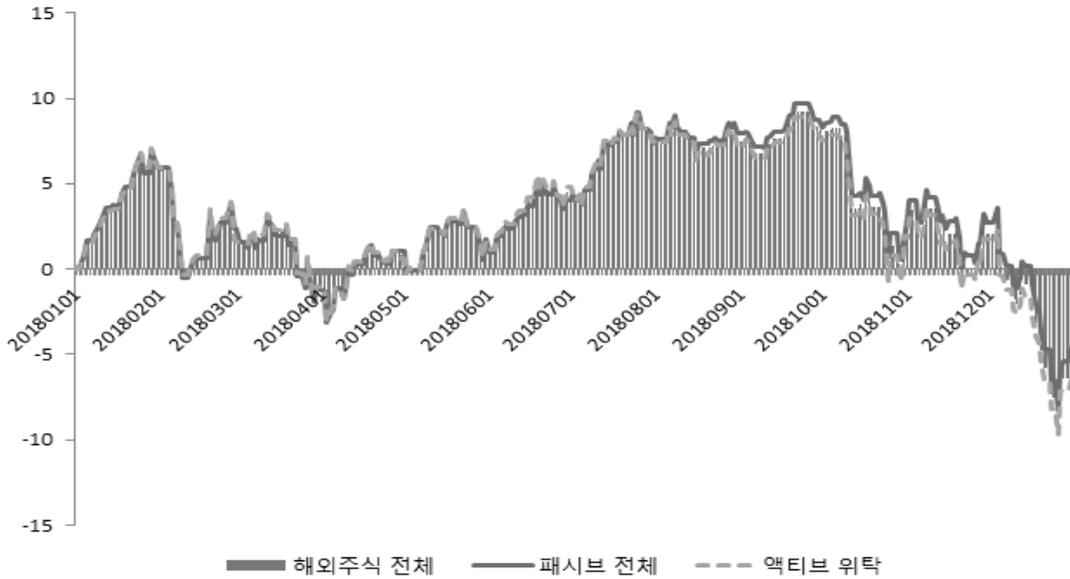
[그림 V-2] 해외주식 누적수익률 추이

(단위 : %)



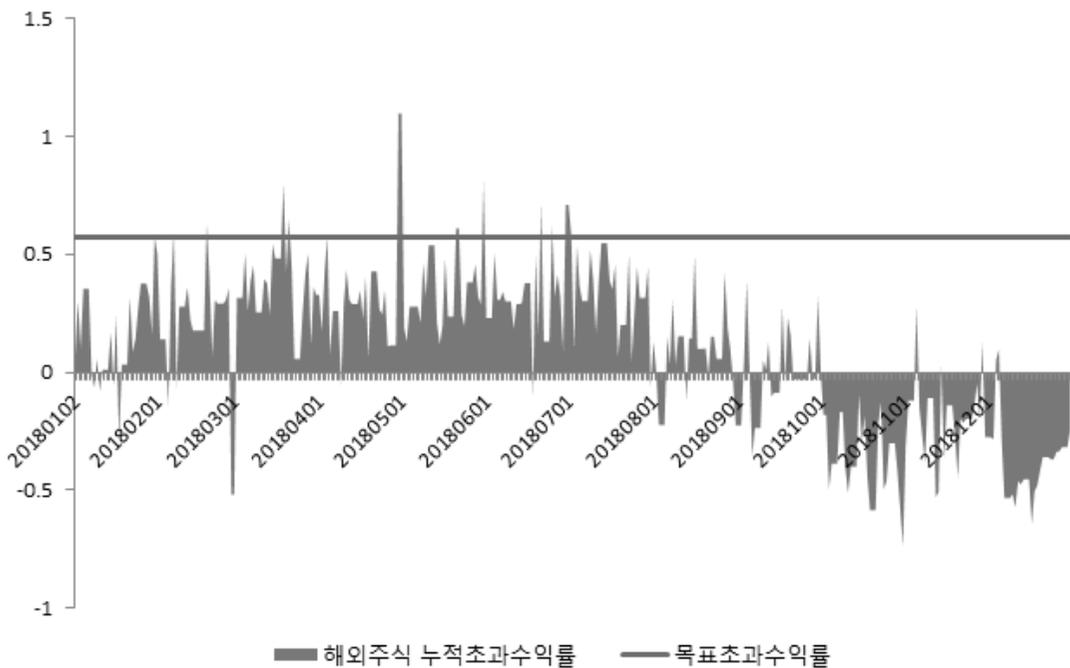
[그림 V-3] 해외주식 각 부문별 누적수익률 추이

(단위: %)



[그림 V-4] 해외주식 누적초과수익률 추이

(단위: %p)



244 2018년 국민연금 기금운용 성과평가

- 2018년 목표초과수익률 0.57%p 대비 실제초과성과는 -0.24%p로 달성률은 -42.2%임
- 기금운용위원회가 공식적으로 목표초과수익률을 설정한 이후 과거 10년간 총 5번씩 양의 초과성과와 음의 초과성과를 기록

〈표 V-4〉 목표초과수익률 대비 달성현황 추이

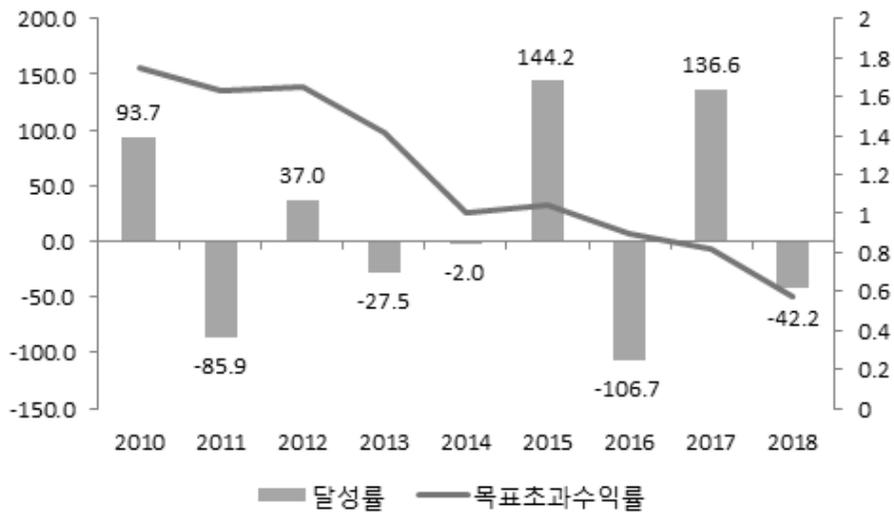
(단위 : %p, %)

| 구분 | 2011년 | 2012년 | 2013년 | 2014년 | 2015년 | 2016년 | 2017년 | 2018년 |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 목표초과수익률 | 1.63 | 1.65 | 1.42 | 1.00 | 1.04 | 0.90 | 0.82 | 0.57 |
| 실제초과수익률 | -1.40 | 0.61 | -0.39 | -0.02 | 1.50 | -0.96 | 1.12 | -0.24 |
| 달성률 ¹⁾ | -85.9 | 37.0 | -27.6 | -2.0 | 144.4 | -107.1 | 136.6 | -42.2 |

주 1) 달성률은 목표초과성과급 지급기준이 되며 목표대비 초과성과를 얼마나 달성했느냐를 측정함. 달성률 = 실제 초과수익률/목표초과수익률

[그림 V-5] 목표초과수익률 대비 달성현황 추이

(단위 : %)



제3절 수익률 요인 분석

1. 수익률 성과요인

- 2018년도 해외주식 포트폴리오는 양의 원화환산효과로 원화기준 수익률(-5.60%)이 달러 기준 수익률(-9.52%) 대비 높은 수준
 - 달러 대비 원화가치의 하락으로 인해 원화환산효과가 3.92%p 양의 기여
 - 2015년부터 해외투자의 목표 환헤지 비율이 포트폴리오 차원에서 0%로 설정되었고 이에 따라 해외주식은 환헤지를 하지 않고 있음

〈표V-5〉 해외주식 성과의 환효과

(단위 : %, %p)

| 구분 | 패시브 | 액티브 | 해외주식 전체 | BM | 차이 |
|--------------|-------|--------|---------|-------|-------|
| 달러기준 수익률 | -8.55 | -10.15 | -9.52 | -9.20 | -0.32 |
| + 원화환산 효과 | 3.93 | 3.91 | 3.92 | 3.84 | 0.08 |
| 헤지전 원화기준 수익률 | -4.62 | -6.24 | -5.60 | -5.36 | -0.24 |
| + 환헤지 효과 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 원화기준 수익률 | -4.62 | -6.24 | -5.60 | -5.36 | -0.24 |

- 해외주식 전체 절대성과에 대한 세부유형별 기여율은 패시브 직접운용과 위탁운용이 각각 24.7%, 6.7%, 액티브 위탁운용이 68.9%
 - 자산 내 가장 높은 비중(60.0%)을 보유하고 있는 액티브 위탁운용이 해외주식 전체 절대성과 대비 낮은 성과를 기록해 전체성과에 부정적 영향
 - 세부유형 중 패시브 위탁운용의 절대성과가 -9.84%로 가장 낮았으나 해외주식 포트폴리오 내 적은 비중(3.8%)로 절대성과에 미치는 기여율은 제한적임

〈표 V-6〉 해외주식 전체 절대성과 기여율

(단위 : %, %p)

| 해외주식 | 패시브 | | | | | | 액티브 | | |
|-------|-------|------|------|-------|-----|-----|-------|------|------|
| | 직접 | | | 위탁 | | | 위탁 | | |
| NPS | 수익률 | 비중 | 기여율 | 수익률 | 비중 | 기여율 | 수익률 | 비중 | 기여율 |
| -5.60 | -4.04 | 34.2 | 24.7 | -9.84 | 3.8 | 6.7 | -6.24 | 61.9 | 68.9 |

- 주 1) 세부 유형별 비중을 고려한 절대수익률이 해외주식 전체 수익률에 차지하는 수준
- 2) 소수점 둘째자리에서 반올림으로 인한 단수차이 존재
- 3) 직접/위탁 체계로 구분 시, 전체 절대성과에 대한 기여율은 직접운용이 24.7%, 위탁운용이 75.6%

2. 수익률 요인분해

■ 환효과 및 초과수익 요인분해

- 해외주식 포트폴리오의 벤치마크 대비 낮은 성과는 음의 자산효과에 기인
 - 2018년 해외주식의 초과성과는 음의 자산운용효과와 양의 원화환산효과로 분해
 - 특히 원화환산효과 대비 낮은 자산운용효과로 전체성과가 하락
- 패시브운용의 경우 환효과와 자산운용효과가 각각 0.09%p, 0.65%로 모두 양의 값을 나타낸 반면, 액티브운용은 음의 자산운용효과(-0.95%p), 양의 환효과(0.07%p)를 기록

〈표 V-7〉 해외주식 초과수익의 환효과 요인분해

(단위 : %p)

| 구분 | 패시브 | 액티브 | 해외주식 전체 |
|----------------|------|-------|---------|
| 벤치마크대비 초과수익(원) | 0.74 | -0.88 | -0.24 |
| 자산운용(달러) | 0.65 | -0.95 | -0.32 |
| 환효과 | 0.09 | 0.07 | 0.08 |
| +환율적용차이 | 0.09 | 0.07 | 0.08 |
| +환헤지 효과 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

주) 반올림에 의한 단수차이 존재함

〈표V-8〉 해외주식 전체 초과수익 기여율

(단위 : %, %)

| 해외주식 전체 | | | 패시브 | | | 액티브 | | |
|---------|------------------|-------|----------------|-------------------|--------|----------------|-------|-------|
| NPS | BM ¹⁾ | 초과수익 | 전략적 BM 대비 초과수익 | 기여도 ²⁾ | 기여율 | 전략적 BM 대비 초과수익 | 기여도 | 기여율 |
| -5.60 | -5.36 | -0.24 | 0.74 | 0.28 | -117.1 | -0.88 | -0.54 | 225.4 |

주 1) 벤치마크는 MSCI AC World Index(ex Korea, unhedged to KRW)

2) 기여도: 전략적 BM 대비 초과수익률 * 해당 유형의 보유비중, 단위는 %p

3) 소수점 둘째자리에서 반올림으로 인한 단수차이 존재

4) 원화 기준 수익률

5) 직접/위탁체제로 구분 시, 초과성과에 대한 기여는 위탁운용이 270.0%, 직접운용이 -117.1%

- 전체 초과성과에 대한 유형별 기여는 패시브운용(0.28%p)이 긍정적으로 기여하였으며 액티브유형(-0.54%p)은 부정적으로 기여
- 패시브운용의 초과수익은 양의 초과성과를 시현한 패시브 직접운용이 긍정적 기여를 하였고 전략적 벤치마크 대비 -4.39%p(달러기준)를 기록한 패시브 위탁운용이 부정적 기여
- 패시브운용 내 세부유형별로는 유형 내 가장 높은 비중(74.8%)을 보유한 패시브 직접운용의 선진국 인덱스 유형이 전술적 벤치마크 대비 1.13%p 초과성과를 시현
 - 패시브 직접운용의 퀀트인덱스형, Contextual alpha 유형 역시 전술적 벤치마크 대비 각각 0.95%p, 1.07%p 상회하여 전체 초과성과에 긍정적 기여
 - 반면 패시브 위탁운용인 이머징 인덱스 유형은 -13.59%의 낮은 절대성과와 전략적 벤치마크 대비 음의 초과성과(-4.39%p)를 기록하여 전체 초과성과에 부정적 기여

〈표V-9〉 패시브운용 초과수익 기여율

(단위 : %, %p)

| 패시브 | | | 패시브 직접운용 | | | 패시브 위탁운용 | | |
|-------|------------------|------|----------------|-------------------|-------|----------------|-------|-------|
| NPS | BM ¹⁾ | 초과수익 | 전술적 BM 대비 초과수익 | 기여도 ²⁾ | 기여율 | 전술적 BM 대비 초과수익 | 기여도 | 기여율 |
| -4.62 | -5.36 | 0.74 | 1.32 | 1.18 | 160.0 | -4.48 | -0.47 | -63.3 |

주 1) 벤치마크는 MSCI AC World Index(ex Korea, unhedged to KRW)

2) 기여도: 전략적 BM 대비 초과수익률 * 해당 유형의 보유비중, 단위는 %p

3) 소수점 둘째자리에서 반올림으로 인한 단수차이 존재

4) 원화 기준 수익률

〈표 V-10〉 패시브 세부 유형별 기여도

(단위 : %, %p), 달러기준

| 유형 | 수익률 | 전술적 BM 대비 초과성과 ¹⁾ | 비중 | 성과 기여도 | |
|------------------|--------|------------------------------|------|--------|-------|
| | | | | 기여도 | 기여율 |
| 선진국 인덱스 | -8.07 | 1.13 | 74.8 | 0.84 | 114.1 |
| 퀀트인덱스 | -8.25 | 0.95 | 6.5 | 0.06 | 8.3 |
| 국가배분 | -8.72 | 0.48 | 6.3 | 0.01 | 1.2 |
| Contextual Alpha | -8.13 | 1.07 | 1.9 | 0.07 | 9.1 |
| 이머징 인덱스 | -13.59 | -4.39 | 10.5 | -0.46 | -63.3 |

주 1) 벤치마크는 MSCI AC World Index(ex Korea, unhedged to KRW)

2) 소수 2자리 반올림으로 단수차이 존재

○ 액티브유형의 경우, 유형 내 주요 비중을 차지하는 선진국유형의 낮은 성과가 전체성과에 부정적 영향

- 유형 내 가장 높은 비중(76.4%)을 차지하는 선진국 유형이 전술적 벤치마크 대비 음의 초과성과를 기록하여 액티브 전체성과에 부정적 영향
- 세부유형 중 AC 유형은 전술적 벤치마크 대비 양의 초과성과를 기록하여 전체성과에 긍정적으로 기여
- China, Small cap 유형은 각각 -31.30%, -14.56%의 낮은 절대성과를 기록하였고 전술적 벤치마크 대비로도 -22.10%p, -5.36% 저조하였으나 유형 내 적은 비중으로 성과에 미치는 영향을 제한적

〈표 V-11〉 액티브 세부 유형별 기여도

(단위 : %, %p)

| 유형 | 수익률 | 전술적 BM 대비 초과성과 | 비중 | 성과 기여도 | |
|-------------------|--------|----------------|------|--------|-------|
| | | | | 기여도 | 기여율 |
| All Countries(AC) | -7.07 | 2.13 | 15.7 | 0.33 | -35.1 |
| 선진국(DM) | -9.95 | -0.75 | 76.4 | -0.57 | 60.4 |
| 신흥국(EM) | -13.57 | -4.37 | 5.5 | -0.24 | 25.3 |
| Small Cap | -14.56 | -5.36 | 2.3 | -0.13 | 13.2 |
| China | -31.30 | -22.10 | 0.1 | -0.03 | 3.3 |

주 1) 벤치마크는 액티브유형의 전술적 벤치마크인 MSCI AC World Index (Ex Korea, unhedged to KRW)

2) 소수 2자리 반올림으로 단수차이 존재

〈표V-12〉 China 유형 내 운용사별 성과

(단위 : %, %p)

| 운용사명 | 수익률 | | | 3년 평균 수익률('16~'18) | 유형별 BM ¹⁾ 대비 초과성과 | 전술적 BM ²⁾ 대비 초과성과 | 유형 내 비중 |
|--------|--------|-------|--------|-----------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | | | | |
| C1 | -12.32 | 34.74 | -25.70 | -4.25 | 7.29 | -16.50 | 18.5 |
| C2 | -13.48 | 60.42 | -37.74 | -4.75 | -4.76 | -28.54 | 35.3 |
| C3 | -11.76 | 53.45 | -27.76 | -0.73 | 5.23 | -18.56 | 18.9 |
| K1_act | -16.80 | 43.07 | -25.10 | -3.75 | 7.89 | -15.90 | 8.1 |
| K2_act | -14.25 | 35.53 | -28.17 | -5.84 | 4.82 | -18.97 | 8.1 |
| K3_pas | -19.01 | 22.27 | -29.73 | -11.39 | 3.26 | -20.53 | 5.1 |
| K4_pas | -18.46 | 23.26 | -28.96 | -10.62 | 4.03 | -19.76 | 5.6 |

주) 1) 유형 벤치마크는 MSCI China A

2) 전술적 벤치마크는 MSCI AC World Index (Ex Korea, unhedged to KRW),

3) 소수 2자리 반올림으로 단수차이 존재

4) C1, C2, C3은 중국운용사, K1_act, K2_act는 액티브유형의 국내운용사, K3_pas, K4_pas는 패시브유형의 국내운용사임

- 액티브유형 중 가장 낮은 성과를 기록한 China 유형은 2018년 기준 -31.30%의 절대 성과와 전술적 벤치마크 대비 -22.10%p의 초과성과를 기록
 - 중국유형은 총 3개의 중국운용사(C1, C2, C3)와 4개의 국내운용사(K1_act, K2_act, K3_act, K4_act)가 운용을 하고 있으며 유형 내 패시브/액티브유형을 구분하고 있음
 - 국내운용사 중 K1_act와 K2_act은 액티브, K3_pas, K4_pas는 패시브 전략을 실시하고 있으며 중국운용사는 모두 액티브 전략임
 - 성과를 보면, 패시브운용을 하고 있는 국내운용사의 성과가 3년 평균 -11.39%, -10.62%로 저조
 - 액티브유형의 경우, 개별 운용사별 성과의 편차가 존재하며 운용사의 국적에 따라 일괄적인 성과추이가 발생하지는 않는 것으로 보임
 - 과거 3년 동안의 성과 추이를 보면 매년 성과 변동의 크기가 크게 나타남
- 지역별 운용관점에서 초과성과의 요인을 보면 패시브유형은 종목선택효과가 초과성과에 주로 기여
 - 패시브유형의 종목선택효과는 1.10%p, 지역배분효과는 -0.21%p로 종목선택효과가 전체 패시브유형의 초과성과를 견인
 - 지역별로 보면, 유형 내 주요 비중을 차지하고 있는 북미(58.8%)의 종목선택효과가 1.32%p로 나타났으며 유럽지역은 음의 종목선택효과(-0.20%p)를 기록하였음

- 지역배분효과는 선진국 지역에서는 양의 수준으로 나타났으나 아시아/태평양 지역 등을 비롯한 신흥국 지역에서 음의 수준을 기록
- 결과적으로 벤치마크 대비 비중 상회하고 있는 북미지역의 양의 종목선택효과가 초과성과의 주요 원인

〈표 V-13〉 패시브유형 지역별 성과 요인

(단위 : %, %p)

| 지역 | 패시브 비중 | 벤치마크 비중 | 보유비중차이 | 성과 요인 | |
|-----------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | | | | 종목선택효과 | 지역배분효과 |
| North America | 58.8 | 58.1 | 0.7 | 1.32 | 0.04 |
| Europe | 20.1 | 20.5 | -0.4 | -0.20 | 0.05 |
| Japan | 7.6 | 7.7 | -0.1 | 0.01 | 0.01 |
| Asia/Pacific Ex Japan | 10.6 | 11.0 | -0.4 | 0.05 | -0.05 |
| Latin America | 1.5 | 1.5 | 0.0 | -0.07 | -0.24 |
| Africa/Mideast | 1.1 | 1.2 | -0.1 | 0.00 | -0.02 |

- 주) 1) 벤치마크는 패시브유형의 전술적 벤치마크인 MSCI AC World Index (Ex Korea, unhedged to KRW)
 2) 소수 2자리 반올림으로 단수차이 존재
 3) 지역배분효과 = (BM의 지역별 수익률 - BM 전체수익률) * (AP의 지역별 비중 - BM의 지역별 비중)
 4) 지역 내 종목선택효과 = (AP의 지역별 수익률 - BM의 지역별 수익률) * (AP의 지역별 비중)

〈표 V-14〉 패시브유형 초과성과 지역별 성과 요인

(단위 : %, %p)

| 패시브 | | 초과성과요인 | | | | |
|-------|------------------|--------|--------|--------|--------|-------|
| NPS | BM ¹⁾ | 초과수익 | 종목선택효과 | 지역배분효과 | 환율적용효과 | 기타효과 |
| -8.55 | -9.20 | 0.65 | 1.10 | -0.21 | -0.12 | -0.12 |

- 주) 1) 벤치마크는 패시브유형의 전술적 벤치마크인 MSCI AC World Index (Ex Korea, unhedged to KRW)
 2) 소수 2자리 반올림으로 단수차이 존재
 3) 지역배분효과 = (BM의 지역별 수익률 - BM 전체수익률) * (AP의 지역별 비중 - BM의 지역별 비중)
 4) 종목선택효과 = (AP의 지역별 수익률 - BM의 지역별 수익률) * (AP의 지역별 비중)
 5) 환율적용효과 = AP와 벤치마크 간 적용되는 환율 차이로 발생하는 효과
 6) 기타효과 = 환적용 효과 고려 후 초과수익 - (지역배분효과 + 지역선택효과)로 계산되며 지역별 성과요인으로 설명되지 않는 요인효과와 현금보유로 인한 효과가 포함

○ 액티브유형의 경우 종목선택효과의 부진이 초과성과 하회의 주요 원인

- 액티브유형의 종목선택효과는 -0.58%p, 지역배분효과는 -0.16%로 상대적으로 종목선택 효과가 크게 부진

- 지역별로는 유럽과 아시아/태평양 지역의 종목선택효과가 -0.33%p, -0.23%p로 저조하였으며 유럽지역은 지역배분효과 또한 -0.13%p를 기록
- 북미지역은 0.22%p 양의 종목선택효과를 기록하였으나 지역배분효과가 -0.11%p로 부진하여 전체성과에 제한적 기여

〈표V-15〉 액티브유형 지역별 성과 요인

(단위 : %, %p)

| 지역 | 액티브 비중 | 벤치마크 비중 | 보유비중차이 | 성과 요인 | |
|-----------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | | | | 종목선택효과 | 지역배분효과 |
| North America | 55.0 | 58.1 | -3.1 | 0.22 | -0.11 |
| Europe | 22.9 | 20.5 | 2.4 | -0.33 | -0.13 |
| Japan | 5.9 | 7.7 | -1.8 | -0.18 | 0.07 |
| Asia/Pacific Ex Japan | 11.1 | 11.0 | 0.0 | -0.23 | 0.00 |
| Latin America | 1.5 | 1.5 | 0.0 | -0.03 | 0.00 |
| Africa/Mideast | 1.0 | 1.2 | -0.1 | -0.02 | 0.01 |

- 주) 1) 벤치마크는 액티브유형의 전술적 벤치마크인 MSCI AC World Index (Ex Korea, unhedged to KRW)
 2) 소수 2자리 반올림으로 단수차이 존재
 3) 지역배분효과 = (BM의 지역별 수익률 - BM 전체수익률) * (AP의 지역별 비중 - BM의 지역별 비중)
 4) 종목선택효과 = (AP의 지역별 수익률 - BM의 지역별 수익률) * (AP의 지역별 비중)
 5) 보유비중은 현금(2.23%) 제외

〈표V-16〉 액티브유형 초과성과 지역별 성과 요인

(단위 : %, %p)

| 액티브 | | | 초과성과요인 | | | |
|--------|------------------|-------|--------|--------|--------|-------|
| NPS | BM ¹⁾ | 초과수익 | 종목선택효과 | 지역배분효과 | 환율적용효과 | 기타효과 |
| -10.15 | -9.20 | -0.95 | -0.58 | -0.16 | -0.02 | -0.19 |

- 주) 1) 벤치마크는 액티브유형의 전술적 벤치마크인 MSCI AC World Index (Ex Korea, unhedged to KRW)
 2) 소수 2자리 반올림으로 단수차이 존재
 3) 지역배분효과 = (BM의 지역별 수익률 - BM 전체수익률) * (AP의 지역별 비중 - BM의 지역별 비중)
 4) 종목선택효과 = (AP의 지역별 수익률 - BM의 지역별 수익률) * (AP의 지역별 비중)
 5) 환율적용효과 = AP와 벤치마크 간 적용되는 환율 차이로 발생하는 효과
 6) 기타효과 = 환적용 효과 고려 후 초과수익 - (지역배분효과 + 종목선택효과)로 계산되며 지역별 성과요인으로 설명되지 않는 요인효과와 현금보유로 인한 효과가 포함

○ **업종별** 운용관점 역시 **패시브유형**의 초과성과는 **종목선택효과**가 기여

- 패시브유형의 종목선택효과는 1.00%p로 초과성과에 긍정적으로 기여했으나 업종배분 효과는 -0.58%p로 저조한 수준
- 종목선택효과는 Communication Service 업종(0.52%p)과 유형 내 주요 비중을 차지하는 IT 업종(0.48%p)에서 높게 나타났음
- 업종배분효과는 Health Care(-1.12%p), Financials(-0.40%p), IT(-0.22%p) 업종에서 부진하였음
- 종합적으로 보면 Financials, Health Care, IT 업종에서 발생한 부정적 업종배분 효과에도 불구하고 IT, Communication Service 업종의 높은 종목선택효과가 패시브 유형 전체 초과성과에 긍정적으로 기여

〈표V-17〉 패시브유형 업종별 성과 요인

(단위 : %, %p)

| 업종 | 패시브 비중 | 벤치마크 비중 | 보유비중차이 | 성과 요인 | |
|------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | | | | 종목선택효과 | 업종배분효과 |
| Financials | 16.2 | 17.3 | -1.1 | 0.01 | -0.40 |
| IT | 13.7 | 14.5 | -0.8 | 0.48 | -0.22 |
| Industrials | 9.6 | 10.3 | -0.7 | 0.09 | 0.31 |
| Consumer Discretionary | 10.3 | 10.4 | -0.1 | 0.04 | 0.00 |
| Energy | 5.6 | 6.2 | -0.6 | 0.03 | -0.01 |
| Health Care | 11.3 | 12.2 | -0.9 | 0.06 | -1.12 |
| Materials | 4.5 | 4.9 | -0.4 | 0.13 | -0.09 |
| Consumer Staples | 7.8 | 8.5 | -0.7 | 0.02 | 0.04 |
| Communication Services | 7.7 | 9.0 | -1.3 | 0.52 | -0.18 |
| Real Estate | 2.8 | 3.2 | -0.4 | 0.10 | 0.00 |
| Utilities | 2.9 | 3.4 | -0.5 | 0.01 | -0.11 |
| Unclass | 7.5 | 0.0 | 7.5 | -0.48 | 1.20 |

주) 1) 벤치마크는 패시브유형의 전술적 벤치마크인 MSCI AC World Index (Ex Korea, unhedged to KRW)
 2) 소수 2자리 반올림으로 단수차이 존재
 3) 업종배분효과 = (BM의 업종별 수익률 - BM 전체수익률) * (AP의 업종별 비중 - BM의 업종별 비중)
 4) 종목선택효과 = (AP의 업종별 수익률 - BM의 업종별 수익률) * (AP의 업종별 비중)

〈표 V-18〉 패시브유형 초과성과 업종별 요인

(단위 : %, %p)

| 패시브 | | 초과성과요인 | | | | |
|-------|------------------|--------|--------|--------|--------|------|
| NPS | BM ¹⁾ | 초과수익 | 종목선택효과 | 업종배분효과 | 환율적용효과 | 기타효과 |
| -8.55 | -9.20 | 0.65 | 1.00 | -0.58 | -0.12 | 0.11 |

- 주) 1) 벤치마크는 패시브유형의 전술적 벤치마크인 MSCI AC World Index (Ex Korea, unhedged to KRW)
 2) 소수 2자리 반올림으로 단수차이 존재
 3) 업종배분효과 = (BM의 업종별 수익률 - BM 전체수익률) * (AP의 업종별 비중 - BM의 업종별 비중)
 4) 종목선택효과 = (AP의 업종별 수익률 - BM의 업종별 수익률) * (AP의 업종별 비중)
 5) 환율적용효과 = AP와 벤치마크 간 적용되는 환율 차이로 발생하는 효과
 6) 기타효과 = 환적용 효과 고려 후 초과수익 - (업종배분효과 + 종목선택효과)로 계산되며 지역별 성과요인으로 설명되지 않는 요인효과와 현금보유로 인한 효과가 포함

○ 액티브유형의 경우 **종목선택효과**가 초과성과 하회의 주요 요인

- 액티브유형은 업종배분효과(0.48%p)는 양의 기여를 하였으나 종목선택효과(-0.86%p)의 부진으로 음의 초과성과를 기록
- 세부 업종별로 보면, Health Care 업종은 0.42%p의 높은 종목선택효과를 기록하였으나 Industrials(-0.59%p), Consumer Discretionary(-0.52%p) 등의 업종에서 종목선택효과가 부진하였음
- 업종배분효과는 Health Care(0.25%p)가 높게 나타났으며 대부분의 업종에서 양의 값을 시현
- 종합하면, 액티브유형의 초과성과는 Health Care의 양의 종목선택, 업종배분효과에도 불구하고 Industrials, Consumer Discretionary를 비롯한 대부분의 업종에서 부진한 종목선택효과로 인해 벤치마크 대비 하회

〈표V-19〉 액티브유형 업종별 성과 요인

(단위 : %, %p)

| 업종 | 액티브 비중 | 벤치마크 비중 | 보유비중차이 | 성과 요인 | |
|------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | | | | 종목선택효과 | 업종배분효과 |
| Financials | 17.25 | 17.30 | -0.05 | 0.04 | 0.00 |
| IT | 14.62 | 14.47 | 0.15 | 0.06 | 0.01 |
| Industrials | 9.71 | 10.30 | -0.59 | -0.59 | -0.10 |
| Consumer Discretionary | 11.13 | 10.44 | 0.69 | -0.52 | -0.03 |
| Energy | 5.45 | 6.24 | -0.79 | -0.13 | 0.05 |
| Health Care | 14.00 | 12.21 | 1.79 | 0.42 | 0.25 |
| Materials | 4.60 | 4.94 | -0.34 | -0.07 | 0.03 |
| Consumer Staples | 7.52 | 8.46 | -0.94 | -0.31 | 0.05 |
| Communication Services | 8.89 | 9.03 | -0.14 | -0.29 | 0.02 |
| Real Estate | 1.81 | 3.23 | -1.42 | -0.02 | 0.00 |
| Utilities | 2.21 | 3.39 | -1.18 | 0.08 | -0.17 |

주) 1) 벤치마크는 액티브유형의 전술적 벤치마크인 MSCI AC World Index (Ex Korea, unhedged to KRW)

2) 소수 2자리 반올림으로 단수차이 존재

3) 업종배분효과 = (BM의 업종별 수익률 - BM 전체수익률) * (AP의 업종별 비중 - BM의 업종별 비중)

4) 종목선택효과 = (AP의 업종별 수익률 - BM의 업종별 수익률) * (AP의 업종별 비중)

○ 액티브유형의 세부유형별 초과성과 요인을 보면

- 유형 BM 대비 양의 초과성과를 기록한 AC유형(0.33%p)과 China(0.01%p)의 운용사선정효과가 긍정적으로 나타남
- 반면 선진국(-0.94%p), Small Cap(-0.31%p)은 유형 BM 대비 저조한 성과를 기록하여 음의 운용사선정효과를 기록
- 유형배분효과는 선진국유형이 0.37%p로 높게 나타났으며 글로벌 주식시장 대비 성과가 큰 폭으로 하락한 신흥국(-0.23%p)과 중국유형(-0.18%p)이 음의 유형배분효과를 기록

〈표 V-20〉 액티브유형 세부유형별 초과성과 요인

(단위 : %, %p, 달러기준)

| 유형 | 수익률 | 유형 BM 대비 초과성과 | 전략적 BM 대비 초과성과 | 성과 요인 | |
|-------------------|--------|---------------|----------------|---------|--------|
| | | | | 운용사선택효과 | 유형배분효과 |
| All Countries(AC) | -7.07 | 2.13 | 2.13 | 0.33 | 0.00 |
| 선진국(DM) | -9.95 | -1.24 | -0.75 | -0.94 | 0.37 |
| 신흥국(EM) | -13.57 | -0.12 | -4.37 | -0.01 | -0.23 |
| Small Cap | -14.56 | -9.25 | -5.36 | -0.31 | 0.00 |
| China | -31.30 | 1.69 | -22.10 | 0.01 | -0.18 |

- 주) 1) 벤치마크는 액티브유형의 전술적 벤치마크인 MSCI AC World Index (Ex Korea, unhedged to KRW)
 2) 소수 2자리 반올림으로 단수차이 존재
 3) 유형배분효과 = (유형별 BM 수익률 - 위탁전체 BM 수익률) * AP의 유형별 비중
 4) 운용사선택효과 = (AP의 유형별 수익률 - 유형별 BM 수익률) * AP의 유형별 비중

〈표 V-21〉 액티브유형 유형별 초과성과 요인

(단위 : %, %p)

| 액티브 | | | 초과성과요인 | | | |
|--------|------------------|-------|---------|--------|--------|-------|
| NPS | BM ¹⁾ | 초과수익 | 운용사선택효과 | 유형배분효과 | 환율적용효과 | 기타효과 |
| -10.15 | -9.20 | -0.95 | -0.92 | -0.05 | -0.02 | -0.01 |

- 주) 1) 벤치마크는 액티브유형의 전술적 벤치마크인 MSCI AC World Index (Ex Korea, unhedged to KRW)
 2) 소수 2자리 반올림으로 단수차이 존재
 3) 유형배분효과 = $\sum((\text{유형별 BM 수익률} - \text{위탁전체 BM 수익률}) * \text{AP의 유형별 비중})$
 4) 운용사선택효과 = $\sum((\text{AP의 유형별 수익률} - \text{유형별 BM 수익률}) * \text{AP의 유형별 비중})$
 5) 환율적용효과 = AP와 벤치마크 간 적용되는 환율 차이로 발생하는 효과
 6) 기타효과 = 환적용 효과 고려 후 초과수익 - 운용사선택효과 + 유형배분효과) 계산되며 지역별 성과요인으로 설명되지 않는 요인효과와 현금보유로 인한 효과가 포함

제4절 위험 분석

1. 총 위험

- 2018년 연간 해외주식의 변동성은 원화기준 13.54%로 BM 대비 0.60%p 상회
 - 이는 6.13%를 기록한 전년도 대비 증가하였으며 달러기준으로는 14.18%로 그 증가폭이 더 크게 나타남
 - 글로벌 주식시장의 성과 하락으로 시장 자체의 수익률 변동성이 크게 증가하였음 (MSCI ACWI 달러기준, 월간수익률 변동성은 12.96%)
 - 세부유형별로는 패시브운용의 위험(13.76%)이 액티브운용의 위험(13.50%) 대비 높은 수준이며 패시브운용 내에서는 위탁운용의 총 위험이 16.69%로 가장 높았음
 - 벤치마크 대비로는 액티브 위탁운용이 높은 수준(0.56%p)이었으며 패시브운용은 벤치마크 대비 -0.21%p 낮았음

〈표 V-22〉 해외주식 부문 위험

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2016년 연간 | | | 2017년 연간 | | | 2018년 연간 | | | 3년 평균('16~'18) | | | | |
|---------|----------|----|-------|----------|-------|------|----------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | | |
| 패시브 | 직접 | 원화 | 12.05 | 12.47 | -0.43 | 6.58 | 6.71 | -0.14 | 13.96 | 14.15 | -0.19 | 11.12 | 11.39 | -0.27 |
| | | 달러 | 12.66 | 12.63 | 0.03 | 3.18 | 3.18 | 0.00 | 14.75 | 14.58 | 0.17 | 11.55 | 11.48 | 0.07 |
| | 위탁 | 원화 | 11.59 | 11.62 | -0.03 | 5.25 | 5.53 | -0.29 | 16.69 | 16.72 | -0.03 | 14.16 | 14.26 | -0.1 |
| | | 달러 | 18.97 | 19.09 | -0.12 | 6.92 | 6.95 | -0.03 | 19.13 | 18.79 | 0.34 | 16.52 | 16.41 | 0.11 |
| | 소계 | 원화 | 11.46 | 11.87 | -0.41 | 6.08 | 6.25 | -0.17 | 13.76 | 13.96 | -0.21 | 10.78 | 11.05 | -0.27 |
| | | 달러 | 12.74 | 12.73 | 0.01 | 3.02 | 3.04 | -0.02 | 14.78 | 14.61 | 0.17 | 11.63 | 11.57 | 0.48 |
| 액티브 | 위탁 | 원화 | 9.70 | 10.42 | -0.72 | 6.20 | 5.52 | 0.68 | 13.50 | 12.94 | 0.56 | 10.18 | 10.03 | 0.15 |
| | | 달러 | 11.49 | 11.18 | 0.31 | 2.64 | 2.78 | -0.14 | 13.88 | 13.49 | 0.39 | 10.93 | 10.58 | 0.35 |
| 해외주식 전체 | | 원화 | 10.18 | 10.42 | -0.24 | 6.13 | 5.52 | 0.61 | 13.54 | 12.94 | 0.60 | 10.31 | 10.03 | 0.28 |
| | | 달러 | 11.80 | 11.18 | 0.62 | 2.74 | 2.78 | -0.04 | 14.18 | 13.49 | 0.69 | 11.11 | 10.58 | 0.53 |

〈표V-23〉 해외주식 기준 운용방식별 위험

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2017년 | | | 2018년 | | | 3년 평균 ('16~'18) | | | 5년 평균 ('14~'18) | | | 10년 평균 ('09~'18) | | | |
|----|-------|------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-----------------|-------|-------|------------------|-------|-------|-------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | |
| 직접 | 원화 | 6.58 | 6.71 | -0.14 | 13.96 | 14.15 | -0.19 | 11.12 | 11.39 | -0.27 | 10.99 | 10.97 | 0.02 | - | - | - |
| | 달러 | 3.18 | 3.18 | 0.00 | 14.75 | 14.58 | 0.17 | 11.55 | 11.48 | 0.07 | 11.67 | 11.6 | 0.07 | - | - | - |
| 위탁 | 원화 | 5.98 | 5.52 | 0.46 | 13.4 | 12.94 | 0.46 | 10.04 | 10.03 | 0.01 | 10.13 | 10.23 | -0.1 | 12.83 | 11.23 | 1.60 |
| | 달러 | 2.66 | 2.78 | -0.12 | 13.95 | 13.49 | 0.46 | 10.88 | 9.22 | 1.66 | 11.03 | 8.79 | 2.24 | 14.40 | 14.62 | -0.22 |
| 전체 | 원화 | 6.13 | 5.52 | 0.61 | 13.54 | 12.94 | 0.6 | 10.31 | 10.03 | 0.28 | 10.29 | 10.23 | 0.06 | 12.90 | 11.23 | 1.67 |
| | 달러 | 2.74 | 2.78 | -0.04 | 14.18 | 13.49 | 0.69 | 11.11 | 10.58 | 0.53 | 11.1 | 10.85 | 0.25 | 14.43 | 14.62 | -0.19 |

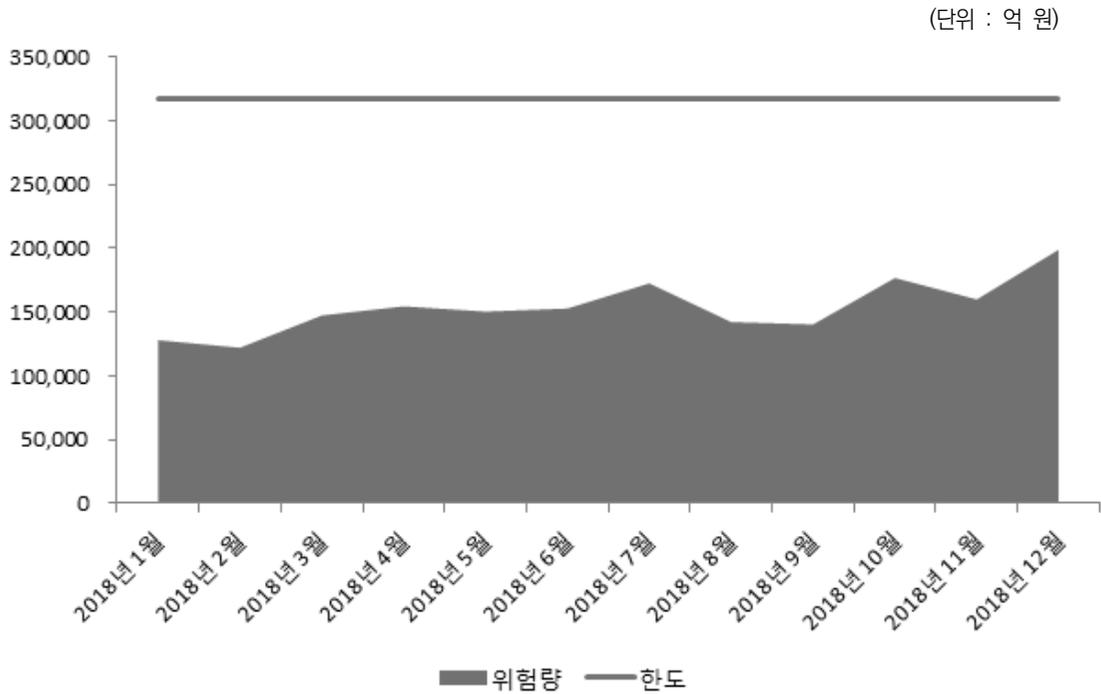
주 1) 해외주식 벤치마크는 2008년부터 원화기준 벤치마크가 설정되었으므로 10년 평균 원화기준 위험을 벤치마크와 비교 시 유의가 필요

주 2) 2015년 7월 기금운용본부의 운용유형 개편에 따라 직접/위탁 운용유형을 액티브/패시브 유형체계로 변경 하였음. 이에 따라 공식적인 자산운용 및 성과평가는 액티브/패시브 체계로 진행되나 참고를 위해 직접/위탁 방식으로도 성과정보를 본 표와 같이 제시

2. 해외주식의 시장위험

- 해외주식의 시장위험 한도소진 추이를 살펴보면 2018년도 연중 한도 내에서 관리되는 모습임
 - 2018년 말 기준 해외주식의 시장위험은 **19조 8,981억 원**으로 한도인 31조 7,552억 원의 **62.7% 소진**

[그림 V-6] 해외주식 시장위험 한도소진 추이



3. 위험조정수익률

- 2018년도 해외주식 원화기준 수정샤프지수는 -1.04로 벤치마크의 수정샤프지수(-0.97) 대비 0.07 하회
 - 달러기준 수정샤프지수는 -1.72로 벤치마크의 수정샤프지수(-1.59) 대비 0.13 하회
 - 세부유형별로는 액티브운용의 수정샤프지수(-1.13)가 패시브운용(-0.92) 대비 저조 하였으며 패시브 위탁운용이 -1.99로 가장 낮은 수준을 기록
 - 2018년의 성과하락으로 장기 평균 샤프지수 또한 최근 3년 평균 수치가 5년 및 10년 대비 낮은 수준

〈표 V-24〉 해외주식 부문별 수정샤프지수

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2016년 연간 | | | 2017년 연간 | | | 2018년 연간 | | | 3년 평균('16~'18) | | | | |
|---------|----------|----|------|----------|-------|------|----------|------|-------|----------------|-------|------|------|-------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | | |
| 패시브 | 직접 | 원화 | 0.78 | 0.73 | 0.05 | 1.10 | 1.03 | 0.07 | -0.86 | -0.98 | 0.12 | 0.27 | 0.23 | 0.04 |
| | | 달러 | 0.53 | 0.50 | 0.03 | 6.69 | 6.56 | 0.14 | -1.56 | -1.65 | 0.09 | 0.43 | 0.38 | 0.05 |
| | 위탁 | 원화 | 1.57 | 1.60 | -0.03 | 3.57 | 3.36 | 0.20 | -1.99 | -1.99 | 0.00 | 0.82 | 0.83 | -0.01 |
| | | 달러 | 0.81 | 0.81 | 0.00 | 4.93 | 4.89 | 0.04 | -3.10 | -3.02 | -0.08 | 0.66 | 0.67 | -0.01 |
| | 소계 | 원화 | 0.86 | 0.81 | 0.05 | 1.37 | 1.28 | 0.09 | -0.92 | -1.04 | 0.12 | 0.31 | 0.26 | 0.26 |
| | | 달러 | 0.56 | 0.54 | 0.02 | 7.45 | 7.26 | 0.19 | -1.65 | -1.73 | 0.08 | 0.45 | 0.41 | 0.04 |
| 액티브 | 위탁 | 원화 | 0.84 | 0.93 | -0.09 | 1.54 | 1.45 | 0.09 | -1.13 | -0.97 | -0.16 | 0.44 | 0.48 | -0.04 |
| | | 달러 | 0.46 | 0.61 | -0.15 | 9.01 | 7.93 | 1.08 | -1.77 | -1.59 | -0.18 | 0.57 | 0.62 | -0.05 |
| 해외주식 전체 | 원화 | 달러 | 0.85 | 0.92 | -0.07 | 1.49 | 1.45 | 0.04 | -1.04 | -0.97 | -0.07 | 0.29 | 0.30 | -0.01 |
| | | 달러 | 0.50 | 0.61 | -0.11 | 8.52 | 7.93 | 0.59 | -1.72 | -1.59 | -0.13 | 0.42 | 0.44 | -0.02 |

〈표 V-25〉 해외주식 기존 방법별 수정샤프지수

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2017년 | | | 2018년 | | | 3년 평균 ('16~'18) | | | 5년 평균 ('14~'18) | | | 10년 평균 ('09~'18) | | | |
|----|-------|------|------|-------|-------|-------|-----------------|------|------|-----------------|------|------|------------------|------|------|-------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | |
| 직접 | 원화 | 1.10 | 1.03 | 0.07 | -0.86 | -0.98 | 0.12 | 0.27 | 0.23 | 0.04 | 0.34 | 0.31 | 0.03 | 0.04 | 0.04 | 0.00 |
| | 달러 | 6.69 | 6.55 | 0.14 | -1.56 | -1.65 | 0.09 | 0.43 | 0.38 | 0.05 | 0.26 | 0.22 | 0.04 | 0.04 | 0.04 | 0.00 |
| 위탁 | 원화 | 1.68 | 1.45 | 0.23 | -1.14 | -0.97 | -0.17 | 0.45 | 0.5 | -0.05 | 0.33 | 0.31 | 0.02 | 0.46 | 0.52 | -0.06 |
| | 달러 | 9.14 | 7.93 | 1.21 | -1.81 | -1.59 | -0.22 | 0.45 | 0.5 | -0.05 | 0.22 | 0.39 | -0.17 | 0.47 | 0.53 | -0.06 |
| 전체 | 원화 | 1.49 | 1.45 | 0.04 | -1.04 | -0.97 | -0.07 | 0.29 | 0.3 | -0.01 | 0.37 | 0.35 | 0.02 | 0.47 | 0.52 | -0.05 |
| | 달러 | 8.52 | 7.93 | 0.59 | -1.72 | -1.59 | -0.13 | 0.42 | 0.44 | -0.02 | 0.23 | 0.21 | 0.02 | 0.48 | 0.46 | 0.02 |

주 1) 원화기준 지수는 3년만기 국고채수익률을 달러기준 지수는 3년만기 미국채수익률을 무위험 수익률로 사용
 주 2) 2015년 7월 기금운용본부의 운용유형 개편에 따라 직접/위탁 운용유형을 액티브/패시브 유형체제로 변경 하였음. 이에 따라 공식적인 자산운용 및 성과평가는 액티브/패시브 체제로 진행되나 참고를 위해 직접/위탁 방식으로도 성과정보를 본 표와 같이 제시

- 체계적 위험 대비 초과수익을 측정하는 트레이너지수는 -7.47%로 전년도(8.81%) 대비 크게 감소하였고 벤치마크(-7.46%) 대비로도 0.01%p 낮은 수준
 - 세부 유형별 트레이너지수는 패시브 위탁운용(-12.51%), 액티브 위탁운용(-8.12%), 패시브 직접운용(-6.23%)의 순으로 나타나 패시브 위탁운용이 상대적으로 시장상황에 적절히 대응하지 못한 것으로 보임

〈표 V-26〉 해외주식 부문별 트레이너 지수

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2016년 연간 | | | 2017년 연간 | | | 2018년 연간 | | | 3년 평균('16~'18) | | | | |
|---------|----------|----|-------|----------|-------|-------|----------|------|--------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | | |
| 패시브 | 직접 | 원화 | 9.76 | 9.16 | 0.60 | 7.49 | 6.92 | 0.57 | -6.23 | -6.95 | 0.72 | 3.30 | 2.74 | 0.56 |
| | | 달러 | 6.70 | 6.37 | 0.33 | 21.50 | 20.83 | 0.66 | -1.05 | -11.33 | 10.28 | 4.89 | 4.38 | 0.51 |
| | 위탁 | 원화 | 18.36 | 18.58 | -0.22 | 19.94 | 18.62 | 1.32 | -12.51 | -11.89 | -0.62 | 10.14 | 10.09 | 0.05 |
| | | 달러 | 15.39 | 15.51 | -0.12 | 34.30 | 34.03 | 0.27 | -16.5 | -16.07 | -0.43 | 9.07 | 9.12 | -0.04 |
| | 소계 | 원화 | 10.23 | 9.65 | 0.57 | 8.65 | 8.00 | 0.65 | -6.83 | -7.46 | 0.63 | 3.57 | 3.05 | 0.53 |
| | | 달러 | 7.14 | 6.85 | 0.29 | 22.84 | 22.04 | 0.80 | -11.05 | -11.82 | 0.77 | 5.18 | 4.70 | 0.48 |
| 액티브 | 위탁 | 원화 | 8.88 | 9.65 | -0.77 | 9.06 | 8.00 | 1.06 | -8.12 | -7.46 | -0.66 | 2.76 | 3.05 | -0.29 |
| | | 달러 | 5.14 | 6.85 | -1.71 | 26.29 | 22.04 | 4.25 | -12.43 | -11.82 | -0.61 | 4.20 | 4.70 | -0.50 |
| 해외주식 전체 | | 원화 | 9.02 | 9.65 | -0.63 | 8.81 | 8.00 | 0.81 | -7.47 | -7.46 | -0.01 | 2.99 | 3.05 | -0.06 |
| | | 달러 | 5.63 | 6.85 | -1.22 | 24.52 | 22.04 | 2.47 | -11.58 | -11.82 | 0.24 | 4.42 | 4.70 | -0.28 |

- 주 1) 원화기준 지수는 3년 만기 국고채수익률을 달러기준 지수는 3년 만기 미국채수익률을 무위험 수익률로 사용
 2) 2018년 해외주식의 베타는 원화수익률 기준 1.03, 패시브운용은 0.96, 액티브운용은 1.06임. 달러수익률 기준으로는 0.95, 패시브운용은 0.98, 액티브운용은 0.91임

〈표 V-27〉 해외주식 기존 방법별 트레이너 지수

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2017년 | | | 2018년 | | | 3년 평균('16~'18) | | | 5년 평균 ('14~'18) | | | 10년 평균 ('09~'18) | | | |
|----|-------|-------|-------|-------|--------|--------|----------------|------|------|-----------------|------|------|------------------|------|------|-------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | |
| 직접 | 원화 | 7.49 | 6.92 | 0.57 | -6.23 | -6.95 | 0.72 | 3.30 | 2.74 | 0.56 | 4.17 | 3.78 | 0.39 | 3.99 | 3.90 | 0.10 |
| | 달러 | 21.50 | 20.83 | 0.66 | -1.048 | -11.33 | 10.28 | 4.89 | 4.38 | 0.51 | 2.98 | 2.52 | 0.45 | 4.40 | 3.91 | 0.49 |
| 위탁 | 원화 | 9.87 | 8.00 | 1.88 | -8.4 | -7.46 | -0.94 | 2.95 | 3.05 | -0.10 | 3.86 | 3.58 | 0.28 | 5.41 | 5.79 | -0.39 |
| | 달러 | 26.54 | 22.04 | 4.50 | -12.57 | -11.82 | -0.75 | 4.29 | 4.70 | -0.41 | 2.39 | 2.31 | 0.08 | 6.90 | 6.76 | 0.14 |
| 전체 | 원화 | 8.81 | 8.00 | 0.81 | -7.47 | -7.46 | -0.01 | 2.99 | 3.05 | -0.06 | 3.92 | 3.58 | 0.34 | 5.48 | 5.79 | -0.31 |
| | 달러 | 24.52 | 22.04 | 2.47 | -11.58 | -11.82 | 0.24 | 4.42 | 4.70 | -0.28 | 2.55 | 2.31 | 0.24 | 7.08 | 6.76 | 0.32 |

- 주 1) 원화기준 지수는 3년 만기 국고채수익률을 달러기준 지수는 3년 만기 미국채 수익률을 무위험 수익률로 사용
 2) 2015년 7월 기금운용본부의 운용유형 개편에 따라 직접/위탁 운용유형을 액티브/패시브 유형체계로 변경하였음. 이에 따라 공식적인 자산운용 및 성과평가는 액티브/패시브 체계로 진행되나 참고를 위해 직접/위탁 방식으로도 성과정보를 본 표와 같이 제시

- 2018년도 해외주식 전체 원화기준 정보비율(IR)은 -0.11로 목표 IR(0.40)을 0.51 하회
 - 세부유형별로는 패시브운용(0.97)이 액티브운용의 정보비율(-0.36) 대비 높게 나타났으며 패시브운용 내에서는 패시브 직접운용(1.11)이 높은 수준의 IR을 기록
 - 특히 패시브 직접운용은 최근 3년간 지속적인 양의 IR을 실현하였음
 - 반면 액티브운용의 경우 음의 IR(-0.36)을 기록해 액티브운용의 효율성이 저조한 모습이며 2015년 이후 큰 폭으로 변동하고 있음
 - 해외주식 전체의 액티브위험은 2.27%로 전년도(2.25%) 대비 상승
 - 액티브 위탁운용(2.43%)이 패시브유형(0.76%) 대비 높은 액티브 위험을 기록

〈표V-28〉 해외주식 부문별 정보비율(IR) 및 추적오차(TE) 추이

(단위 : IR-비율, TE-%)

| 구분 | | | | 2016년 | 2017년 | 2018년 |
|--------|----|----|-------|-------|-------|-------|
| 패시브 | 직접 | 원화 | IR | 0.17 | 0.35 | 1.11 |
| | | | TE | 1.27 | 0.97 | 0.73 |
| | | 달러 | IR | 0.68 | 1.01 | 1.75 |
| | | | TE | 0.51 | 0.46 | 0.41 |
| | 위탁 | 원화 | IR | -0.31 | 0.14 | -0.01 |
| | | | TE | 1.18 | 0.79 | 4.95 |
| | | 달러 | IR | -0.72 | 0.89 | -0.03 |
| | | | TE | 0.30 | 0.12 | 5.00 |
| | 소계 | 원화 | IR | 0.13 | 0.34 | 0.97 |
| | | | TE | 1.24 | 0.95 | 0.76 |
| | | 달러 | IR | 0.62 | 1.04 | 1.17 |
| | | | TE | 0.47 | 0.42 | 0.56 |
| 액티브 | 위탁 | 원화 | IR | -0.78 | 0.75 | -0.36 |
| | | TE | 1.95 | 2.11 | 2.43 | |
| | 달러 | IR | -1.54 | 2.09 | -1.22 | |
| | | TE | 1.03 | 0.84 | 0.78 | |
| 해외주식전체 | 원화 | IR | -0.54 | 0.50 | -0.11 | |
| | | TE | 1.78 | 2.25 | 2.27 | |
| | 달러 | IR | -0.55 | 1.77 | -0.26 | |
| | | TE | 1.76 | 0.72 | 1.23 | |

〈표 V-29〉 해외주식 운용별 정보비율(IR) 및 추적오차(TE) 추이

(단위 : IR-비율, TE-%)

| 구분 | | | '16 | '17 | '18 | 3년 평균 ('16~'18) | 5년 평균 ('14~'18) | 10년 평균 ('09~'18) |
|----|----|----|-------|------|-------|---------------------|---------------------|----------------------|
| 직접 | 원화 | IR | 0.17 | 0.35 | 1.11 | 0.48 | 0.39 | 0.10 |
| | | TE | 1.27 | 0.97 | 0.73 | 0.99 | 0.97 | 1.00 |
| | 달러 | IR | 0.68 | 1.01 | 1.75 | 1.17 | 1.07 | 0.06 |
| | | TE | 0.51 | 0.46 | 0.41 | 0.45 | 0.44 | 0.74 |
| 위탁 | 원화 | IR | -0.63 | 0.99 | -0.41 | -0.08 | 0.05 | 0.03 |
| | | TE | 2.09 | 2.06 | 2.6 | 2.24 | 2.46 | 3.79 |
| | 달러 | IR | -1.33 | 2.84 | -1.09 | 0.25 | 0.09 | 0.00 |
| | | TE | 1.04 | 0.80 | 1.05 | 1.03 | 1.06 | 1.63 |
| 소계 | 원화 | IR | -0.54 | 0.50 | -0.11 | -0.02 | 0.12 | 0.04 |
| | | TE | 1.78 | 2.25 | 2.27 | 2.06 | 2.24 | 3.64 |
| | 달러 | IR | -0.55 | 1.77 | -0.26 | -0.06 | 0.21 | 0.11 |
| | | TE | 1.76 | 0.72 | 1.23 | 1.29 | 1.3 | 1.69 |

주 1) 2015년 7월 기금운용본부의 운용유형 개편에 따라 직접/위탁 운용유형을 액티브/패시브 유형체계로 변경하였음. 이에 따라 공식적인 자산운용 및 성과평가는 액티브/패시브 체계로 진행되나 참고를 위해 직접/위탁 방식으로도 성과정보를 본 표와 같이 제시

제5절 매매활동 분석

1. 해외주식 매매동향 및 회전을

- 2018년 국민연금의 해외주식 순매수 규모는 135억 2백만 달러임
 - 해외주식 전체 포트폴리오의 매매활동은 매수가 443억 22백만 달러, 매도가 308억 20백만 달러로 총 135억 2백만 달러의 순매수가 이루어짐
 - 매매수준은 액티브운용이 패시브운용 대비 높으나 순매수 규모는 패시브운용이 70억 6천만 달러로 64억 43백만 달러인 액티브 대비 높음
 - 해외주식 전체 포트폴리오의 회전율은 매매평균회전율 기준 35.39%이며 패시브운용과 액티브운용은 각각 16.56%, 47.37%임
 - 연중 매매추이를 보면 순매수 우위의 매매가 지속적으로 나타났으며 성과 추이에 따라 순매수 기초의 변화는 없었던 것으로 보임

〈표V-30〉 해외주식 매매 동향

(단위 : 백만 달러)

| 구분 | | 2018년 |
|------------|-----|--------|
| 패시브 | 매수 | 10,374 |
| | 매도 | 3,315 |
| | 순매수 | 7,060 |
| 액티브 | 매수 | 33,958 |
| | 매도 | 27,514 |
| | 순매수 | 6,443 |
| 해외주식 전체 | 매수 | 44,322 |
| | 매도 | 30,820 |
| | 순매수 | 13,502 |

〈표V-31〉 시장대비 해외주식 시가총액 회전율 (달러기준)

(단위 : %)

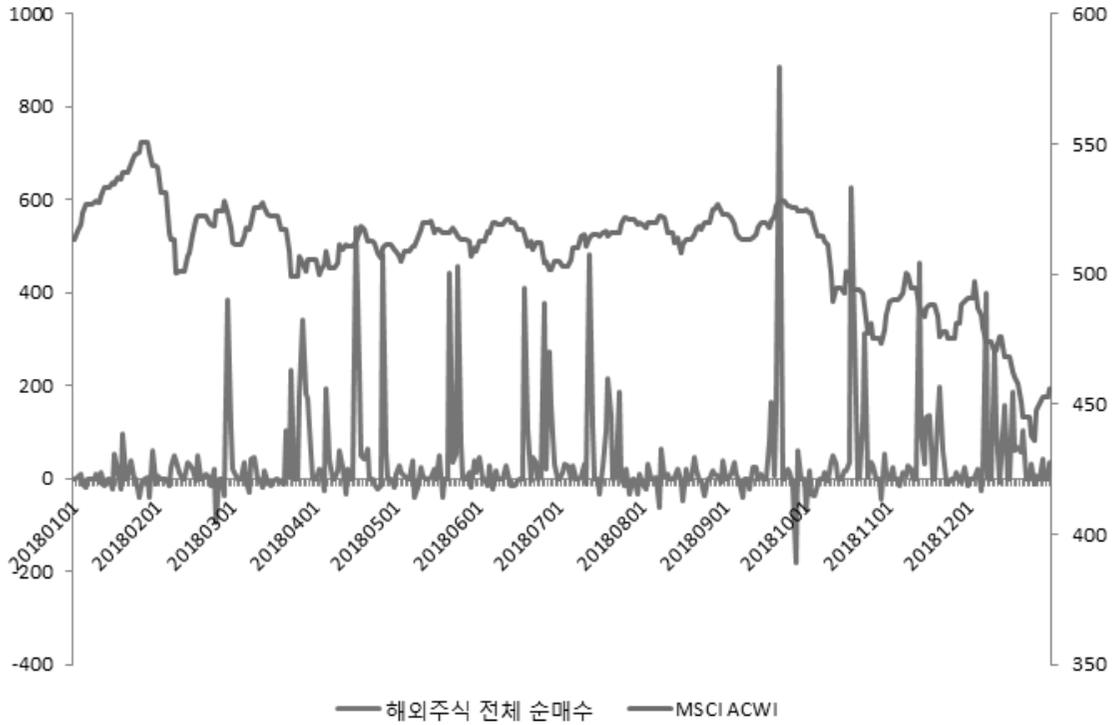
| 구분 | | 2016년 | 2017년 | 2018년 |
|---------------------------|-----|-------|-------|-------|
| 매매평균 회전율 ¹⁾ | 패시브 | 26.42 | 17.17 | 16.56 |
| | 액티브 | 46.47 | 42.71 | 47.37 |
| | 전체 | 39.77 | 32.98 | 35.39 |
| CRSP 회전율 ²⁾ | 패시브 | 9.80 | 7.97 | 8.01 |
| | 액티브 | 43.99 | 38.30 | 42.41 |
| | 전체 | 32.57 | 26.7 | 29.03 |

주 1) (매수금액 및 매도금액의 평균)/(보유주식 시가평가액 평균)

2) (매수금액과 매도금액 중 작은 금액)/(보유주식 시가평가액 평균)

[그림 V-7] 해외주식 순매수 규모 추이

(단위 : 백만 달러, pt)



제6절 포트폴리오 분석

1. 해외주식 투자현황

- 2018년 말 해외주식 포트폴리오의 시가총액은 원화기준 112조 8,998억 원으로 전년도 말 108조 2,144억 원 대비 4.3% 증가
- 전술적 운용방향인 패시브 투자 비중 확대에 따라 전년도 대비 자산 내 패시브 투자 비중이 증가
- 액티브 위탁운용 비중은 전년도(61.9%) 대비 1.9%p 감소한 60.0%
 - 패시브운용 비중 증가와 액티브운용의 비중 감소가 지속되고 있으나 과거 비중 증감 추세로 볼 때 향후에도 몇 년간은 액티브 위탁운용이 해외주식 내 가장 높은 비중을 유지할 것으로 보임

〈표 V-32〉 해외주식 부문 투자현황

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | | 2016년 | | 2017년 | | 2018년 | |
|---------|-------|---------|-------|-----------|-------|-----------|-------|
| | | 규모 | 비중 | 규모 | 비중 | 규모 | 비중 |
| 패시브 | 직접 | 281,636 | 32.9 | 370,405 | 34.2 | 404,800 | 35.9 |
| | 위탁 | 28,338 | 3.3 | 41,808 | 3.8 | 47,298 | 4.1 |
| | 패시브 계 | 309,973 | 36.2 | 412,212 | 38.1 | 452,098 | 40.0 |
| 액티브 | 위탁 | 546,233 | 63.8 | 669,931 | 61.9 | 676,900 | 60.0 |
| 해외주식 전체 | | 856,206 | 100.0 | 1,082,144 | 100.0 | 1,128,998 | 100.0 |

주) 반올림에 의한 단수차이 있음

2. 평가금액 증가요인 분석

- 2018년 해외주식은 평가금액 하락에도 불구하고 신규투자로 전년도 대비 증가
 - 해외주식에 대한 신규투자는 패시브유형 내의 직접운용을 중심으로 이루어졌으며 이는 패시브운용의 투자금액 증가에 상당부분 기여

- 모든 유형에서 평가손실이 발생하였으나 액티브 위탁운용에서 가장 크게 발생

〈표 V-33〉 해외주식 부문 투자금액 증감요인

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | | 신규투자 | | 손익 | | 증감액 | |
|---------|------|---------|------|---------|------|--------|------|
| | | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 |
| 패시브 | 직접 | 53,413 | 45.5 | -19,018 | 27.0 | 34,395 | 73.4 |
| | 위탁 | 10,281 | 8.8 | -4,791 | 6.8 | 5,491 | 11.7 |
| | 패시브계 | 63,694 | 54.3 | -23,808 | 33.8 | 39,886 | 85.1 |
| 액티브 | 위탁 | 53,662 | 45.7 | -46,694 | 66.2 | 6,968 | 14.9 |
| 해외주식 전체 | | 117,356 | 100 | -70,502 | 100 | 46,854 | 100 |

주) 반올림에 의한 단수차이 있음

3. 유형별 투자현황

○ 2017년에 이어서 기금운용본부는 **패시브운용 우위의 투자집행을 계획**

- 패시브 직접운용 내 유형 중 선진국 인덱스형을 제외한 나머지 유형의 비중 확대를 계획하고 패시브 위탁운용인 이머징 인덱스는 비중 유지를 계획
- 실제 운용 비중을 보면, 패시브 직접운용은 2018년 계획 비중에 맞춰 선진국 인덱스형 비중 축소, 나머지 유형의 비중 확대가 이뤄진 모습이며 패시브 위탁운용 역시 2018년 계획 비중을 0.01%p 상회

○ 액티브유형은 시장 변화에 탄력적으로 대응하며 신흥국과 선진국 비중을 BM 대비 증립으로 하는 안정적 운용을 계획

- 액티브 내 세부유형 중 AC 유형, Small Cap, China A 유형은 비중 축소, 선진국 유형과 신흥국 유형은 비중 확대를 계획
- 실제 운용결과 AC 유형을 제외한 모든 세부유형에서 계획 비중 대비 하회

〈표V-34〉 해외주식 세부 유형별 투자현황

(단위 : %, %p)

| 유형 | 펀드 수 | 전체 비중 | 2018년 계획 비중 | 차이 | |
|-------|------------------|-------|----------------|------|------|
| 패시브 | 선진국(DM) 인덱스 | 1 | 30.0 | 31.5 | -1.5 |
| | 퀀트인덱스 | 1 | 2.6 | 2.0 | 0.6 |
| | Contextual Alpha | 1 | 0.8 | 0.4 | 0.4 |
| | 국가배분 | 1 | 2.5 | 2.0 | 0.5 |
| | 이머징 인덱스 | 2 | 4.2 | 4.1 | 0.1 |
| | 패시브 계 | 6 | 40.0 | 40.0 | 0.0 |
| 액티브 | All Countries | 5 | 9.3 | 6.6 | 2.7 |
| | 선진국 시장(DM) | 29 | 45.3 | 47.6 | -2.3 |
| | 신흥국 시장(EM) | 8 | 3.3 | 3.6 | -0.3 |
| | Small cap | 1 | 1.4 | 1.4 | 0.0 |
| | China | 8 | 0.5 | 0.6 | -0.1 |
| | 액티브 계 | 51 | 59.9 | 60.0 | -0.1 |
| Total | 57 | 100.0 | 100.0 | 0.0 | |

주 1) 2018년도 말 달러기준 비중이며 2018년 계획 비중은 기금운용본부의 운용계획을 기준으로 설정함

2) 오버레이 펀드와 TM펀드 포함 시 패시브는 총 7개 펀드, 액티브는 총 53개 펀드임

4. 지역별/업종별 투자비중

- 2018년 말 기준 해외주식은 북미지역(56.5%) 및 유럽지역(21.8%) 비중이 포트폴리오 내 높은 비중을 차지
 - 벤치마크 대비로는 유럽지역이 비중 상회, 북미와 일본, 아시아/태평양 지역이 비중 하회하고 있음
- 특히 유럽지역의 벤치마크 대비 비중 상회와 북미지역의 비중 하회가 2014년 이후 지속되고 있음

〈표V-35〉 해외주식 지역별 보유비중

(단위 : %, %p)

| 지역 | 패시브운용 | 액티브운용 | 해외주식 전체 | 해외주식 BM | 차이 |
|-----------------------|-------|-------|---------|---------|------|
| North America | 58.8 | 55.0 | 56.5 | 58.1 | -1.6 |
| Europe | 20.1 | 22.9 | 21.8 | 20.5 | 1.3 |
| Japan | 7.6 | 5.9 | 6.6 | 7.7 | -1.1 |
| Asia/Pacific Ex Japan | 10.6 | 11.1 | 10.9 | 11.0 | -0.1 |
| Latin America | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 1.5 | 0.0 |
| Africa/Mideast | 1.1 | 1.0 | 1.1 | 1.2 | -0.1 |
| Cash | 0.1 | 2.3 | 1.4 | 0.0 | 1.4 |

주) 소수 2자리 반올림으로 단수차이 존재

〈표V-36〉 해외주식 지역별 보유비중 추이

(단위 : %, %p)

| 업종 | 2014년 | | | 2015년 | | | 2016년 | | | 2017년 | | | 2018년 | | |
|-----------------------|-------|------|------|-------|------|------|-------|------|------|-------|------|------|-------|------|------|
| | 기금 | BM | 차이 |
| North America | 53.4 | 56.8 | -3.4 | 54.8 | 56.7 | -1.9 | 56.0 | 57.8 | -1.8 | 54.5 | 56.4 | -1.9 | 56.5 | 58.1 | -1.6 |
| Europe | 24.1 | 23.4 | 0.7 | 23.8 | 23.3 | 0.5 | 23.0 | 21.7 | 1.4 | 23.4 | 22.0 | 1.4 | 21.8 | 20.5 | 1.3 |
| Japan | 6.8 | 7.3 | -0.5 | 7.5 | 8.2 | -0.7 | 7.0 | 8.0 | -1.0 | 7.0 | 8.0 | -1.0 | 6.6 | 7.7 | -1.1 |
| Asia/Pacific Ex Japan | 10.0 | 9.6 | 0.3 | 9.5 | 9.5 | 0.0 | 9.9 | 10.1 | -0.2 | 10.9 | 10.9 | 0.0 | 10.9 | 11.0 | -0.1 |
| Latin America | 1.7 | 1.7 | -0.1 | 1.2 | 1.2 | 0.0 | 1.5 | 1.4 | 0.1 | 1.5 | 1.4 | 0.1 | 1.5 | 1.5 | 0.0 |
| Africa/Mideast | 0.8 | 1.2 | -0.5 | 1.0 | 1.1 | -0.1 | 0.9 | 1.1 | -0.2 | 0.9 | 1.2 | -0.3 | 1.1 | 1.2 | -0.1 |

주) 진하게 음영 처리된 지역은 연도말 기준으로 벤치마크 대비 비중상회한 지역임

- 해외주식 포트폴리오의 업종별로는 비중으로는 경기소비재(Consumer Discretionary), 헬스케어(Health Care) 업종이 벤치마크 대비 비중 상회, 금융(Financials), 산업재(Industrials), 에너지(Energy), 장치산업(Utility), 소재(Materials), 필수소비재(Consumer Staples) 업종이 비중 하회하고 있음
- 패시브운용과 액티브운용 모두 Financials, IT, Health Care의 보유 비중이 높게 나타났으며 상대적으로 Utilities, Real Estate 업종의 비중은 낮음
 - 대부분의 업종에서 액티브운용과 패시브운용 간 벤치마크 대비 비중 차이는 크게 나타나지 않았으나 Health Care 업종에서 액티브운용은 벤치마크 대비 1.8%p 비중 상회, 패시브운용은 0.8%p 비중 하회하였음

- 전년도에 이어 해외주식 전체 및 세부 유형별 포트폴리오의 업종별 보유비중이 유지되는 모습

〈표 V-37〉 2018년말 해외주식 업종별 보유비중

(단위 : %, %p)

| 업종 | 패시브운용 | 액티브운용 | 해외주식 전체 | MSCI AC Ex-Korea | 차이 |
|------------------------|-------|-------|------------|---------------------|------|
| Financials | 16.4 | 17.3 | 16.9 | 17.3 | -0.4 |
| IT | 13.7 | 14.6 | 14.3 | 14.5 | -0.2 |
| Industrials | 9.6 | 9.7 | 9.7 | 10.3 | -0.6 |
| Consumer Discretionary | 10.1 | 11.1 | 10.7 | 10.4 | 0.3 |
| Energy | 5.8 | 5.5 | 5.6 | 6.2 | -0.6 |
| Health Care | 11.4 | 14.0 | 13.0 | 12.2 | 0.8 |
| Materials | 4.7 | 4.6 | 4.7 | 4.9 | -0.3 |
| Consumer Staples | 7.9 | 7.5 | 7.7 | 8.5 | -0.8 |
| Communication Services | 8.1 | 8.9 | 8.6 | 9.0 | -0.4 |
| Real Estate | 3.0 | 1.8 | 2.3 | 3.2 | -1.0 |
| Utilities | 2.9 | 2.2 | 2.5 | 3.4 | -0.9 |

〈표 V-38〉 해외주식 업종별 보유비중 추이

(단위 : %, %p)

| 업종 | 2014년 | | | 2015년 | | | 2016년 | | | 2017년 | | | 2018년 | | |
|------------------------|-------|------|------|-------|------|------|-------|------|------|-------|------|------|-------|------|------|
| | 기금 | BM | 차이 |
| Financials | 20.2 | 21.8 | -1.6 | 19.8 | 21.6 | -1.8 | 18.3 | 18.8 | -0.5 | 18.1 | 18.9 | -0.8 | 16.9 | 17.3 | -0.4 |
| IT | 15.3 | 13.4 | 1.9 | 16.0 | 14.5 | 1.4 | 16.8 | 15.1 | 1.7 | 18.1 | 17.5 | 0.6 | 14.3 | 14.5 | -0.2 |
| Industrials | 10.5 | 10.6 | -0.1 | 10.4 | 10.3 | 0.1 | 11.0 | 10.6 | 0.3 | 10.7 | 11.0 | -0.3 | 9.7 | 10.3 | -0.6 |
| Consumer Discretionary | 13.1 | 12.0 | 1.1 | 13.8 | 12.9 | 0.9 | 12.6 | 12.1 | 0.5 | 12.6 | 12.0 | 0.6 | 10.7 | 10.4 | 0.3 |
| Energy | 6.2 | 8.2 | -2.0 | 4.8 | 6.3 | -1.4 | 6.1 | 7.4 | -1.4 | 5.4 | 6.5 | -1.1 | 5.6 | 6.2 | -0.6 |
| Health Care | 12.1 | 11.8 | 0.3 | 13.0 | 12.7 | 0.3 | 11.2 | 11.2 | 0.0 | 11.6 | 10.8 | 0.8 | 13.0 | 12.2 | 0.8 |
| Materials | 4.5 | 5.2 | -0.7 | 4.0 | 4.5 | -0.5 | 5.1 | 5.2 | -0.1 | 5.0 | 5.5 | -0.5 | 4.7 | 4.9 | -0.3 |
| Consumer Staples | 9.1 | 9.8 | -0.7 | 9.1 | 10.2 | -1.2 | 8.3 | 9.5 | -1.2 | 8.0 | 8.8 | -0.8 | 7.7 | 8.5 | -0.8 |
| Communication Services | 2.9 | 3.9 | -1.0 | 3.0 | 3.8 | -0.8 | 2.8 | 3.7 | -0.8 | 2.6 | 3.0 | -0.4 | 8.6 | 9.0 | -0.4 |
| Utilities | 1.9 | 3.1 | -1.2 | 2.2 | 3.4 | -1.2 | 2.1 | 3.2 | -1.1 | 2.1 | 2.9 | -0.8 | 2.5 | 3.4 | -0.9 |

주) 진하게 음영 처리된 업종은 연도말 기준으로 벤치마크 대비 비중 상회한 업종임

제7절 요약 및 시사점

■ 해외주식 운용방향

- 2018년 해외주식의 운용방향은 벤치마크 대비 안정적 운용과 패시브 유형의 비중 증가임
 - 전년도와 마찬가지로 패시브운용은 선진국 인덱스형을 제외한 나머지 유형의 비중 확대와 이머징 인덱스 유형의 비중 유지를 계획
 - 액티브 유형은 기존 신흥시장의 벤치마크 대비 비중 상회를 유지하되 시장 변화에 탄력적으로 대응
 - 특히 금리인상, 인플레이션 추이 등을 주목해 시장하락 및 변동성 확대에 대비하는 방어적 전략 검토를 계획

■ 총 수익률 분석

- 2018년도 해외주식 수익률은 원화기준 **-5.60%**, 벤치마크 대비 0.24%p 하회
 - 원화기준 -0.24%p의 초과성과는 목표초과수익률 대비 -42.4% 수준
 - 달러기준 수익률은 -9.52%, 벤치마크 대비 음의 초과성과(-0.32%p)를 기록
 - 미국과 중국 간 무역분쟁, 글로벌 경기둔화 우려로 글로벌 주식시장의 성과가 하락 하였으며 특히, 중국을 비롯한 신흥국의 성과가 전년도 대비 큰 폭으로 하락
 - 이와 같은 부정적 시장 환경이 해외주식 포트폴리오의 성과 부진의 주요 원인
 - 세부유형별로는 패시브운용이 -4.62%의 절대성과, 벤치마크 대비로는 0.74%p 상회 하였음
 - 패시브운용의 성과는 신흥국 위주의 패시브 위탁운용이 부진하였음에도 불구하고 선진국 위주의 직접운용이 벤치마크 대비 초과성과(0.81%p)를 기록한 것이 주요 원인
 - 액티브운용은 -6.24%의 절대성과를 기록하고 벤치마크 대비로도 0.88%p 하회
 - 액티브운용 내에서는 AC 유형이 양의 초과성과를 기록하였으나 다른 모든 유형이 전술적 벤치마크 대비 저조한 성과를 기록하여 전체성과에 부정적 영향
 - 특히 전년도 높은 성과를 기록한 China, Small Cap 유형이 각 -31.30%, -14.56%의 저조한 성과를 기록

- 장기성과는 원화기준 3년 평균 4.79%, 벤치마크 대비 -0.04%p 초과성과를 기록하였고 5년 평균 절대성과는 5.80% 벤치마크 대비 0.28%p 상회
 - 2018년의 성과하락으로 최근 3년 평균 수치가 5년, 10년 평균 수익률 대비 낮은 수준

■ 성과요인 분석

- 액티브 위탁운용이 해외주식 전체성과 부진의 주요 원인
 - 해외주식 포트폴리오의 절대성과는 포트폴리오의 내 주요 비중(60%)dmf 차지하며 음의 절대성과를 기록한 액티브 위탁운용이 부정적 영향
 - 절대성과는 패시브 위탁운용이 가장 낮았으나 해외주식 포트폴리오 내 적은 비중으로 전체성과에 미치는 영향을 제한적
- 해외주식 전체 초과성과 역시 액티브운용의 성과 부진이 주요 원인
 - 액티브운용은 전술적 벤치마크(-5.36%) 대비 0.88%p 하회하여 전체 초과성과에 부정적 영향
 - 액티브운용의 성과는 종목선택효과의 부진이 주요 원인
 - 세부유형별로는 선진국 유형의 부정적 효과가 가장 높은 것으로 나타남
 - 선진국 유형은 -9.95%의 절대성과로 China(-31.30%), Small Cap(-14.56%), 신흥국(-13.57%) 등 다른 유형 대비 성과 부진의 크기가 상대적으로 작았으나 유형 내 높은 비중(76.4%)으로 전체성과에 미치는 영향력이 큼
- 2018년 해외주식의 자산운용 수익률은 -9.52%로 저조한 반면, 환효과는 3.92%로 성과에 긍정적으로 작용하였음

■ 위험 및 위험조정성과

- 2018년 연간 해외주식의 변동성은 원화기준 13.54%로 BM 대비 0.60%p 상회
 - 2018년 글로벌 주식시장은 전년도 대비 크게 하락하여 시장 자체의 수익률 변동성 수준이 증가하였음(MSCI ACWI 달러기준, 월간수익률 변동성은 12.96%)
- 원화기준 수정샤프지수는 -1.04로 벤치마크의 수정샤프지수(-0.97) 대비 0.07 하회
 - 달러기준 수정샤프지수는 -1.72로 벤치마크의 수정샤프지수(-1.59) 대비 0.13 하회

272 2018년 국민연금 기금운용 성과평가

- 세부유형별로는 액티브운용의 수정샤프지수(-1.13)가 패시브운용(-0.92) 대비 저조하였으며 패시브 위탁운용이 -1.99의 가장 낮은 수준을 기록
- 체계적 위험 대비 초과수익을 측정하는 트레이너지수는 -7.47%로 전년도(8.81%) 대비 크게 감소하였고 벤치마크(-7.46%) 대비로도 0.01%p 낮은 수준이며 정보비율은 원화 기준 -0.11로 목표 IR(0.40)을 0.51 하회
- 2018년도 해외주식에 배분된 액티브위험은 1.42%이며 실제 추적오차는 2.27%로 변동성을 제외한 목표 액티브위험 대비 159.9% 소진

■ 매매활동 분석

- 2018년 국민연금의 해외주식 순매수 규모는 135억 200만 달러임
- 해외주식 전체의 매매활동은 매수가 443억 22백만 달러, 매도가 308억 20백만 달러로 총 135억 2백만 달러의 순매수가 이루어짐
- 매매수준은 액티브운용이 패시브운용 대비 높으나 순매수 규모는 패시브운용이 70억 6천만 달러로 64억 43백만 달러인 액티브 대비 높음
- 해외주식 전체의 회전율은 매매평균회전율 기준 35.39%이며 패시브운용과 액티브운용은 각각 16.56%, 47.37%임
- 연중 매매추이를 보면 순매수 우위의 매매가 지속적으로 나타났으며 성과 추이에 따라 순매수 기초의 변화는 없었던 것으로 보임

■ 포트폴리오 분석

- 2018년 말 해외주식은 전년도 대비 4.3% 증가한 112조 8,998억 원이며 자산 내 패시브 운용의 규모가 전년도 대비 증가하였으나 액티브운용 비중이 60.0%로 해외주식 내에서의 비중이 가장 높음
- 세부유형별로는 패시브운용 비중 증가와 액티브운용의 비중 감소가 지속되고 있으나 과거 비중 증감 추세로 볼 때 향후에도 몇 년간 액티브 위탁운용이 해외주식 내 가장 높은 비중을 유지할 것으로 보임
- 해외주식은 북미지역(56.5%) 및 유럽지역(21.8%) 비중이 포트폴리오 내 높은 비중을 차지

- 특히 유럽지역의 벤치마크 대비 비중 상회와 북미지역의 비중 하회가 2014년 이후 지속되고 있음
- 해외주식 포트폴리오의 업종별로는 비중으로는 경기소비재(Consumer Discretionary), 헬스케어(Health Care) 업종이 벤치마크 대비 비중 상회, 금융(Financials), 산업재(Industrials), 에너지(Energy), 장치산업(Utility), 소재(Materials), 필수소비재(Consumer Staples) 업종이 비중 하회하고 있음
- 패시브운용과 액티브운용 모두 Financials, IT, Health Care의 보유 비중이 높게 나타났으며 상대적으로 Utilities, Real Estate 업종의 비중은 낮음
 - 대부분의 업종에서 액티브운용과 패시브운용 간 벤치마크 대비 비중 차이는 크게 나타나지 않았으나 Health Care업종에서 액티브운용은 벤치마크 대비 1.8%p 비중 상회, 패시브운용은 0.8%p 비중 하회하였음

■ 시사점

- 해외주식 포트폴리오의 안정적 성과 달성을 위한 노력 필요
 - 2018년 해외주식 포트폴리오의 성과는 전년도 대비 하락하여 달러기준 -9.52%, 원화기준 -5.60%p
 - 성과하락에도 불구하고 포트폴리오의 지역별, 업종별 보유비중 변화는 보이지 않았으며 이와 같은 비중이 최근 몇 년간 지속되고 있음
 - 이는 장기투자자로서 해외주식 포트폴리오를 운용하고자하는 기금운용본부의 의도가 반영된 것으로 보임
 - 하지만 실제 장기성과를 보면 3년, 5년, 10년 평균 수익률은 벤치마크 대비 각각 -0.04%p, 0.28%p, 0.27%p로 동기간의 목표초과수익률 평균 대비 모두 낮은 수준
 - 해외주식은 기금의 분산투자효과 제고와 더불어 국내자산의 액티브운용 제약의 대안으로써 역할을 기대 받는 자산임
 - 또한 해외주식 투자확대 방향에 따라 그 운용규모가 매년 증가하고 있어 향후 해외주식의 성과가 기금의 전체성과에 중요한 요인으로 작용할 가능성이 높음
 - 따라서 해외주식 포트폴리오의 성과제고와 더불어 장기적으로 안정적인 성과를 창출할 수 있는 노력이 지속적으로 경주되어야 할 것으로 사료됨

VI

2018년 국민연금 기금운용 성과평가

대체투자부문 평가

제 1절 2018년 대체투자부문 운용계획

제 2절 대체투자 성과분석

제 3절 대체투자부문 투자현황

제 4절 요약 및 시사점



주요 이슈

- 2018년도 대체투자 성과는 12.05%로 전년도 4.65% 대비 7.40%p 상승. 최근 3년 평균 수익률은 8.85%이고, 투자규모는 76조 6,222억 원으로 전년도 대비 14.7% 증가함

2018년도 대체투자 수익률이 전년도 대비 상승한 요인은 달러화 대비 원화가 연초 대비 절하되면서 대체투자의 68%를 차지하는 해외대체의 수익률 상승에 기여한 환효과와 공정 가치 평가에 따른 자산가치 상승 때문임 대체투자의 10년 평균 성과는 주식보다는 소폭 낮고 채권보다는 높은 수준이며, 기금전체 성과에 양(+)의 기여를 하며 포트폴리오 효율화에 기여하고 있는 모습임

- 대체투자 전체는 벤치마크 대비 0.77%p 상회하였고, 해외대체는 0.29%p 상회, 국내대체도 1.64%p 상회하여 기금전체 초과성과에 양(+)의 기여

2018년 대체투자 수익률 12.05%는 벤치마크 수익률(11.28%) 대비 0.77%p 상회함. 해외대체(13.95%)는 벤치마크(13.65%) 대비 0.29%p 상회하였으며, 국내대체(8.26%)는 벤치마크(6.61%) 대비 1.64%p 상회. 대체투자 초과성과 상회는 중장기 성과에서도 나타나고 있으며, 기금전체 측면에서 자산선택효과에 긍정적 기여를 한 것으로 나타남. 다만 대체투자의 벤치마크에 대한 적절성과 그 초과성과에 대한 해석에는 한계가 있을 수 있다는 점은 주지할 필요가 있음

- 대체투자 운용체계 개편 노력

최근까지 대체투자 집행실적 개선을 위한 노력의 필요성이 강조되어 왔고 기금운용본부는 이에 대한 일환으로 대체투자 관련 조직개편, 대체투자 집행자금 추정모형 도입검토, 의사결정 신속화(fast-track) 체계 도입, 신규 전략 플랫폼 도입 등을 검토하였음. 이에 대한 본격적인 실행이 이루어진다면 대체투자 집행실적에 대한 개선이 이루어질 수 있을 것으로 기대되나 이와 함께 위험관리 강화방안, 대체투자 장기전략과 의사결정 위임과 재량에 대한 심도있는 논의도 병행될 필요가 있음

VI. 대체투자부문 평가

제1절 2018년 대체투자부문 운용계획

1. 대체투자의 전략적 운용목표

- 기존 전통적 투자자산과는 상이한 대체투자 자산의 위험-수익 특성을 고려하여 기금 전체 포트폴리오의 운용 효율성 제고
 - 대체투자의 운용목표는 주식, 채권 등 표준화된 전통적 자산과 다른 위험-수익 특성을 고려하여 기금전체 포트폴리오를 다변화하고 운용 효율성을 제고하는데 있음
 - 또한 기존 투자하고 있는 세부 대체자산 외에도 새로운 투자처 발굴을 위한 적극적 노력을 경주하고자 함
- 대체투자의 중장기 운용방향은 포트폴리오 내의 비중확대이나 현재의 시장여건과 집행상황 등이 고려되고 있으며, 2018년도 기금운용계획에서는 전년도 대비 소폭 비중확대(0.6%p) 계획
 - 중장기 자산배분의 이행 포트폴리오로서 설정된 2018년도 기금운용계획에 따라 대체투자의 2018년 말 목표비중은 2017년 말 보다 0.6%p 확대된 12.5%임
 - 인프라, 부동산, 사모투자 및 헤지펀드의 목표비중은 각각 3.2%, 4.8%, 4.0%, 0.5%이나 세부자산군의 투자비중은 대체투자 자산의 특성 등을 고려하여 탄력적으로 상호조정 가능

2. 대체투자의 전술적 운용방향

- 2018년도 대체투자의 집행규모를 해외대체를 중심으로 확대할 것으로 계획
 - 2018년도 대체투자 총 집행규모(순증+회수)는 16조 1,500억 원(국내 3.1조 원, 해외 13.1조 원)으로 예상하고 국내·해외 투자, 인프라·부동산·기타 대체투자의 투자금액은 시장 여건에 따라 상호 조정하기로 함

■ 국내 대체투자의 전술적 운용 방향

- 전년도와 마찬가지로 우량 투자기회 확보를 위한 각 부문별 기반(platform) 펀드 발굴과 전략적 투자자와의 네트워크 강화 추진
- 사모투자는 중형 사모, 벤처캐피탈(VC), 섹터펀드 등 기업의 성장단계와 산업 특성, 투자전략을 고려한 위탁펀드 투자전략의 **다변화** 지속
- 부동산은 신규 위탁펀드 검토를 통한 포트폴리오 **다변화** 방안 검토
- 인프라는 유틸리티(utility: 발전, 에너지, 설비 등), 환경, 신재생 에너지 분야 등 신규 투자기회 발굴 노력

■ 해외 대체투자의 전술적 운용 방향

- 해외 사모투자는 경영권매수(buyout) 전략의 실적 우수 운용사에 대한 **투자확대**, 공동 투자(co-investment) 투자기회 발굴(deal sourcing) 관련 채널 **다변화**, 금리환경 변화, Secondary 시장확대와 시장하락 시 대응을 위한 포트폴리오(Portfolio) **재조정(rebalancing)** 추진
- 해외 인프라투자는 핵심부문 투자 지속, 우량 운용사와 관련 주요 기관투자자 동반 프로젝트 투자를 활성화
- 해외 부동산투자는 핵심 부문(Core) 투자 지속으로 글로벌 불확실성을 대비, **단독펀드 확대**로 전략실행 **유연성** 확보, 부채 펀드(debt fund)/특정 섹터(specialty sector) 투자 확대를 통한 포트폴리오 **다변화**, 자산의 선별적 매각을 통한 **선제적 리스크 관리**

제2절 대체투자 성과분석

1. 운용성과 총괄

- 2018년도 대체투자 전체 수익률은 12.05%로 전년도 4.65%보다 7.40%p 상승
 - 국내대체 수익률은 8.26%인 반면, 해외대체의 수익률은 13.95%로 국내대체 대비 높음
 - 해외대체의 국내대체 대비 높은 수익률은 해외투자 환헤지 오픈 정책가운데 원화 평가 절하에 의한 환효과와 공정가치 평가에 의한 가치상승에 주로 기인함
- 대체투자 성과가 2017년 대비 상승한 이유도 전년도 대비 해외대체의 환효과와 공정가치평가에 의한 자산가치 상승에 기인한 것으로 판단됨
 - 세부자산별로는 국내사모를 제외한 나머지 자산군들이 전년도 대비 성과가 상승하였으며, 특히 해외대체 부분의 성과상승이 두드러졌음
 - 대체투자 10년 평균 수익률은 8.03%이나 최근의 성과는 장기성과 수준을 충분히 상회하고 있음
 - 해외 사모는 지난 해 7.74%에서 7.61%p 상승한 15.35%를 나타내 해외 대체 자산 중에서 가장 높은 성과를 달성함
 - 2016년 신규 투자된 헤지펀드는 중위험-중수익 재간접펀드(fund of funds)로 투자되었고 환 변동이 포트폴리오 성과에 유리하게 작용하여 3.20%의 성과를 나타냄
 - 2018년도 국내기타대체 수익률은 7.89%로 전년도 대비 0.92%p 하락
 - 이는 벤처투자가 31.72%의 수익률을 달성했음에도 불구하고 국내기타대체 내에서 비중이 큰 국내사모투자가 상대적으로 낮은 4.70% 수익률을 나타냈기 때문임
 - 2018년도 국내부동산 수익률은 7.17%로 전년도 대비 0.26%p 상승하였고, 이는 배당수익 등이 낮아졌음에도 불구하고 전년도 대비 공정가치평가가 상승했기 때문임
 - 국내인프라 수익률은 9.41%로 전년도 대비 6.58%p 상승하였고, 이는 인프라의 공정가치 평가 상승에 기인함
- 과거 3년간 부문별 수익률을 살펴보면, 국내기타대체 수익률은 6.57%, 국내부동산 수익률은 7.20%, 국내인프라 수익률은 6.35%임
- 해외대체의 부문별 3년 평균 수익률은, 해외사모 11.44%, 해외인프라 10.10%, 해외 부동산 9.42%를 나타냄

〈표VI-1〉 국민연금기금의 대체투자 투자수익률

(단위 : %)

| 구 분 | | 2014년 | 2015년 | 2016년 | 2017년 | 2018년 | 3년 평균 (‘16~’18) | 5년 평균 (‘14~’18) | 10년 평균 (‘09~’18) | |
|-----|----------|--------------------|--------|-------|--------|-------|--------------------|--------------------|---------------------|-------|
| 국내 | 부동산 | 10.27 | 9.22 | 7.53 | 6.91 | 7.17 | 7.20 | 8.21 | 7.04 | |
| | 인프라 | 9.04 | 4.50 | 6.98 | 2.83 | 9.41 | 6.35 | 6.51 | 6.47 | |
| | 기타 대체 | 소 계 | 9.28 | 13.94 | 3.10 | 8.81 | 7.89 | 6.57 | 8.55 | 6.98 |
| | | 벤처투자 | 13.08 | 35.61 | 10.91 | 14.35 | 31.72 | 18.66 | 20.70 | 14.36 |
| | | 사모투자 | 9.18 | 11.92 | 2.40 | 8.22 | 4.70 | 5.08 | 7.23 | 7.40 |
| | | 구조조정 ¹⁾ | -12.95 | -8.18 | -23.13 | 50.99 | - | 5.09 | -1.49 | -2.77 |
| 계 | 9.44 | 8.98 | 5.74 | 6.13 | 8.26 | 6.70 | 7.70 | 6.88 | | |
| 해외 | 부동산 | 13.58 | 15.64 | 12.21 | 2.68 | 13.70 | 9.42 | 11.47 | 7.66 | |
| | 인프라 | 19.99 | 13.65 | 14.10 | 2.77 | 13.82 | 10.10 | 12.73 | 9.77 | |
| | 사모 | 15.06 | 14.90 | 11.37 | 7.74 | 15.35 | 11.44 | 12.84 | 8.50 | |
| | 헤지펀드 | - | - | 2.94 | -6.79 | 3.20 | - | - | - | |
| | 계 | 15.30 | 14.90 | 12.34 | 3.82 | 13.95 | 9.94 | 11.98 | 7.97 | |
| 총 계 | | 12.47 | 12.30 | 9.99 | 4.65 | 12.05 | 8.85 | 10.25 | 8.03 | |

주 1) 국내 기타대체 부문 구조조정(CRC) 보유자산은 2017년 12월 27일자로 모두 회수됨

2) 국내 보유자산은 회계연도 말의 공정가치가 반영되었고, 해외 보유자산은 3분기 말의 공정가치임

자료: 국민연금연구원, 기금운용본부

- 기금운용본부의 대체투자 세부자산별 투자 기조는 지난 몇 년간 해외 위주의 투자확대, 사모 및 부동산 부문의 투자 확대, 신규 대체상품 발굴 등이었음
 - 중장기 성과를 살펴볼 때 이러한 투자방향은 전체성과에 긍정적으로 작용한 측면이 있음
 - 단, 미국의 인플레이션 우려에 따른 금리인상, EU 유동성완화 조치 약화 등 글로벌 금리 상승 유인과 더불어 시장 유동성 감소에 따른 시장상황을 모니터링하고 이에 대한 대응 방안 마련 필요
 - 헤지펀드는 중위험-중수익의 재간접 펀드형태로 투자되고 있으나 글로벌 투자환경 변화에 대응하여 위험-수익 프로파일을 검토하고 대체투자 자산군 포트폴리오 내에서 역할을 재고할 필요가 있음
- 2018년 대체투자 수익률 12.05%는 벤치마크 수익률 11.28% 대비 0.77%p 상회
 - 국내대체 수익률 8.26%는 벤치마크 수익률 6.61% 대비 1.64%p 상회
 - 해외대체 수익률 13.95%는 벤치마크 수익률 13.65% 대비 0.29%p 상회

- 해외사모투자, 헤지펀드를 제외한 나머지 세부자산군 수익률은 벤치마크 수익률을 초과 달성함
- 대체투자 전체의 최근 3년 평균수익률 8.85%는 벤치마크의 3년 평균수익률 7.49% 대비 1.36%p 상회함
- 최근 5년 평균 수익률 10.25%는 벤치마크(7.99%) 대비 2.26%p 상회함

〈표VI-2〉 국민연금기금의 대체투자의 벤치마크 대비 수익률

(단위 : %, %p)

| 구 분 | 2016년 | | | 2017년 | | | 2018년 | | | 3년 평균 | | | 5년 평균 | | | | |
|-----|-------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | | |
| 국내 | 부동산 | 7.53 | 7.52 | 0.00 | 6.91 | 6.94 | -0.02 | 7.17 | 5.63 | 1.54 | 7.20 | 6.70 | 0.51 | 8.21 | 7.22 | 0.99 | |
| | 인프라 | 6.98 | 7.01 | -0.03 | 2.83 | 3.56 | -0.73 | 9.41 | 8.95 | 0.46 | 6.35 | 6.48 | -0.13 | 6.51 | 6.51 | 0.00 | |
| | 기타 대체 | 소계 | 3.10 | | -0.97 | 8.81 | | -1.67 | 7.89 | | 2.71 | 6.57 | | 0.03 | 8.55 | | 2.93 |
| | | 벤처투자 | 10.91 | 4.06 | 6.85 | 14.35 | 10.48 | 3.87 | 31.72 | 5.18 | 26.54 | 18.66 | 6.54 | 12.12 | 20.70 | 5.62 | 15.08 |
| | | 사모투자 | 2.40 | | -1.66 | 8.22 | | -2.26 | 4.70 | | -0.47 | 5.08 | | -1.46 | 7.23 | | 1.62 |
| | | 구조조정 | -23.13 | | -27.19 | 50.99 | | 40.51 | - | | - | - | | - | - | | - |
| | 계 | 5.74 | 6.05 | | -0.31 | 6.13 | | 6.88 | -0.74 | | 8.26 | 6.61 | | 1.64 | 6.70 | | 6.51 |
| 해외 | 부동산 | 12.21 | 9.35 | 2.86 | 2.68 | -0.73 | 3.41 | 13.70 | 11.23 | 2.48 | 9.42 | 6.48 | 2.94 | 11.47 | 8.27 | 3.20 | |
| | 인프라 | 14.10 | 9.28 | 4.82 | 2.77 | -4.94 | 7.71 | 13.82 | 12.14 | 1.68 | 10.10 | 5.22 | 4.88 | 12.73 | 5.63 | 7.10 | |
| | 사모 | 11.37 | 15.88 | -4.51 | 7.74 | 5.31 | 2.43 | 15.35 | 19.23 | -3.88 | 11.44 | 13.31 | -1.87 | 12.84 | 13.82 | -0.98 | |
| | 헤지펀드 | 2.94 | 3.16 | -0.22 | -6.79 | -5.50 | -1.29 | 3.20 | 5.51 | -2.31 | - | - | - | - | - | - | |
| | 계 | 12.34 | 11.42 | 0.92 | 3.82 | -0.31 | 4.13 | 13.95 | 13.65 | 0.29 | 9.94 | 8.08 | 1.86 | 11.98 | 9.17 | 2.81 | |
| 총계 | 9.99 | 9.32 | 0.68 | 4.65 | 2.10 | 2.55 | 12.05 | 11.28 | 0.77 | 8.85 | 7.49 | 1.36 | 10.25 | 7.99 | 2.26 | | |

주 1) 연도별 및 3년 평균의 BM 수익률은 2013년부터 적용되는 성과평가용 벤치마크 수익률임

2) 반올림에 의한 단수차이가 존재함

자료: 국민연금연구원, 기금운용본부

- 2018년도 대체투자 전체 수익률(12.05%)을 분해하면, 배당 및 이자 수익률⁵⁹⁾은 4.28% 이고, 가격변동 수익률은 7.77%임
- 배당 및 이자 수익률은 전년도 대비 0.53%p 상승한 반면 가격변동 수익률은 6.87%p 상승하여 2018년도 대체투자 성과상승에 주요 요인
- 특히 가격변동 수익률은 해외대체가 공정가치평가 반영으로 인한 가치변동과 환효과가 절반정도씩 기여를 하며 전년도 대비 크게 상승(10.02%p)하였음

59) 배당 및 이자 수익률에는 제 세금 및 수수료의 차감이 반영됨

- 국내대체의 경우는 3.29%p 상승하여 대체투자 전체 성과전인에는 해외대체의 가격변동이 큰 기여
- 국내대체의 수익률(8.25%) 중 배당 및 이자 수익률은 4.97%이고, 가격변동 수익률은 3.29%임
- 해외대체의 수익률(13.95%) 중 배당 및 이자 수익률은 3.93%이고, 가격변동 수익률은 10.02%임

〈표VI-3〉 국민연금 대체투자 수익률 분해

(단위 : %)

| 구 분 | 대체전체 | | | 국내대체 | | | 해외대체 | | |
|-------|-------|--------------|-------------|-------|--------------|-------------|-------|--------------|-------------|
| | 총 수익률 | 배당·이자 수익률 | 가격변동 수익률 | 총 수익률 | 배당·이자 수익률 | 가격변동 수익률 | 총 수익률 | 배당·이자 수익률 | 가격변동 수익률 |
| 2014년 | 12.47 | 5.41 | 7.06 | 9.44 | 4.79 | 4.65 | 15.30 | 8.54 | 6.76 |
| 2015년 | 12.30 | 4.58 | 7.72 | 8.98 | 4.79 | 4.19 | 14.90 | 4.38 | 10.52 |
| 2016년 | 9.99 | 3.90 | 6.09 | 5.74 | 4.86 | 0.88 | 12.34 | 3.26 | 9.08 |
| 2017년 | 4.65 | 3.75 | 0.90 | 6.13 | 4.43 | 1.70 | 3.82 | 3.39 | 0.42 |
| 2018년 | 12.05 | 4.28 | 7.77 | 8.26 | 4.97 | 3.29 | 13.95 | 3.93 | 10.02 |

주) 반올림에 의한 단수 차이가 존재함

자료: 국민연금연구원, 기금운용본부

- 2018년도 국민연금 대체투자의 공정가치 평가 전 수익률은 7.23%이고, 공정가치 평가 후 수익률은 12.05%임
 - 그 차이인 4.83%p는 공정가치 평가에 기인함
 - 국민연금 국내대체의 공정가치 평가 전 수익률은 4.74%이고, 공정가치 평가 후 수익률은 8.26%이며, 그 차이는 3.52%p이고 공정가치 평가에 따른 가치변동 영향이 전년도 (2.14%p) 대비 증가하였음
 - 해외대체의 공정가치 평가 전 수익률은 8.48%, 공정가치 평가 후 수익률은 13.95%로 상승, 그 차이는 5.47%p⁶⁰⁾를 기록하였고 전년도 공정가치 평가에 따른 가치변동의 영향(7.36%p)보다는 하락
 - 해외대체의 공정가치평가 후 가치변동과 환효과에 의한 효과가 합쳐져 전체 성과에는 긍정적 기여를 하게 되었음

60) 공정가치평가는 연말 한번 실시됨에 따라 공정가치평가 후 수익률의 환효과는 12월 말일의 환변동에 의해 결정됨

〈표 VI-4〉 대체투자 공정가치 평가에 따른 수익률 비교

(단위 : %, %p)

| 구분 | | 공정가치 평가 후 수익률 | 공정가치 평가 전 수익률 | 차이 |
|-------|------|---------------|---------------|------|
| 2014년 | 대체전체 | 12.47 | 6.07 | 6.40 |
| | 국내대체 | 9.44 | 4.59 | 4.85 |
| | 해외대체 | 15.29 | 7.41 | 7.88 |
| 2015년 | 대체전체 | 12.30 | 7.70 | 4.60 |
| | 국내대체 | 8.98 | 6.27 | 2.71 |
| | 해외대체 | 14.90 | 8.91 | 5.99 |
| 2016년 | 대체전체 | 9.99 | 5.90 | 4.09 |
| | 국내대체 | 5.74 | 4.73 | 1.01 |
| | 해외대체 | 12.34 | 6.52 | 5.82 |
| 2017년 | 대체전체 | 4.65 | -1.00 | 5.65 |
| | 국내대체 | 6.13 | 3.99 | 2.14 |
| | 해외대체 | 3.82 | -3.55 | 7.36 |
| 2018년 | 대체전체 | 12.05 | 7.23 | 4.83 |
| | 국내대체 | 8.26 | 4.74 | 3.52 |
| | 해외대체 | 13.95 | 8.48 | 5.47 |

주 1) 공정가치 평가전 수익률(연간)은 연말 펀드 가치 변화를 제외한 시간가중 수익률로 추정하였음

2) 공정가치 평가전 수익률은 2013년부터 산출을 시작하였음

자료: 국민연금연구원, 기금운용본부

2. 해외 대체투자의 환 효과

- 해외대체의 수익률 13.95% 가운데 원-달러 환율변동에 의한 환효과는 4.75%p로 전년도 -13.33%p 대비 18.08%p 상승함
- 2018년도 해외 대체투자의 달러기준 수익률은 9.20%이고 전년도 달러 기준 수익률 대비 7.94%p 하락함
 - 원화 기준 수익률은 13.95%로 달러 기준 수익률과 원화기준 수익률의 차이 4.75%p는 원화 가치 하락에 따른 환차익에 기인함

- 해외사모의 달러기준 수익률이 10.56%로 전년도 대비 10.98%p 하락하였고, 해외부동산과 해외인프라의 달러기준 수익률은 전년도 대비 각각 6.92%p, 6.85%p 하락하며 8.97%, 9.08%를 보임
 - 헤지펀드 달러기준 수익률은 -1.11%로 전년도 대비 6.40%p 하락하였으나 달러 대비 원화 약세로 원화기준 수익률은 3.20%를 나타냄
- 달러기준 수익률이 전년도 대비 하락하였으나, 달러 대비 원화가치 하락에 따른 환효과가 긍정적인 영향을 끼쳐 원화기준 절대성과는 상승함

〈표 VI-5〉 해외 대체자산의 환효과

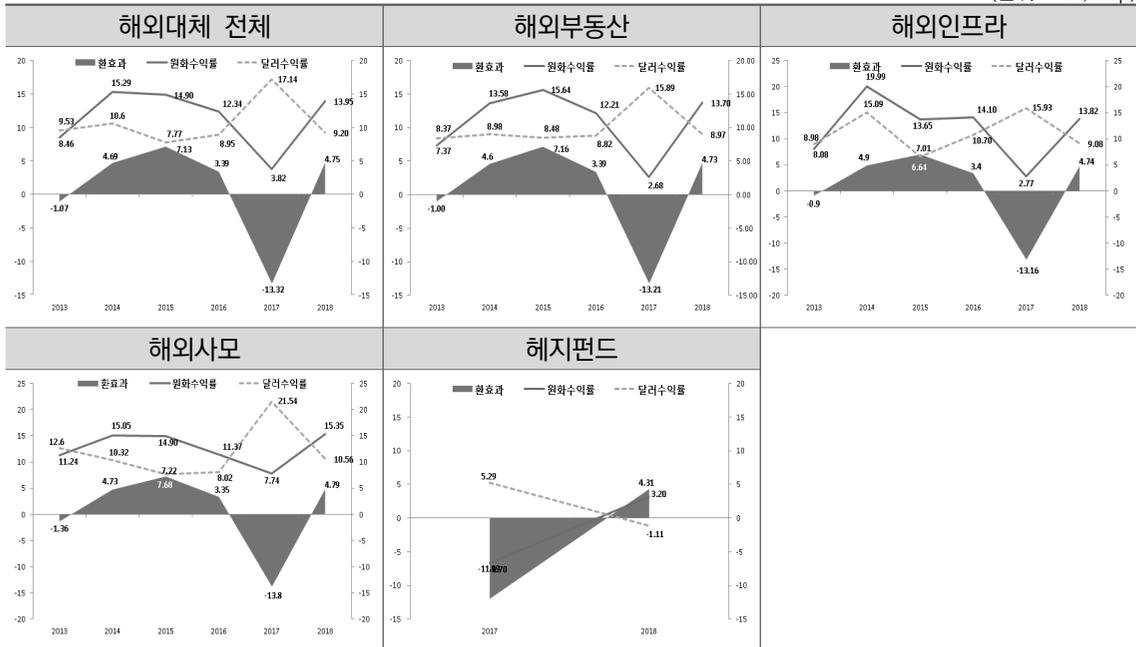
(단위 : %, %p)

| 구분 | | 달러기준 수익률 | 환효과 | 원화기준 수익률 |
|--------------|-------|----------|--------|----------|
| 2014년 | 해외대체 | 10.60 | 4.70 | 15.30 |
| | 해외부동산 | 8.98 | 4.22 | 13.58 |
| | 해외인프라 | 15.09 | 4.26 | 19.99 |
| | 해외사모 | 10.32 | 4.29 | 15.05 |
| 2015년 | 해외대체 | 7.76 | 7.14 | 14.90 |
| | 해외부동산 | 8.48 | 7.16 | 15.64 |
| | 해외인프라 | 6.64 | 7.01 | 13.65 |
| | 해외사모 | 7.68 | 7.22 | 14.90 |
| 2016년 | 해외대체 | 8.95 | 3.39 | 12.34 |
| | 해외부동산 | 8.82 | 3.39 | 12.21 |
| | 해외인프라 | 10.70 | 3.40 | 14.10 |
| | 해외사모 | 8.02 | 3.35 | 11.37 |
| 2017년 (A) | 해외대체 | 17.14 | -13.33 | 3.82 |
| | 해외부동산 | 15.89 | -13.21 | 2.68 |
| | 해외인프라 | 15.93 | -13.15 | 2.77 |
| | 해외사모 | 21.54 | -13.81 | 7.74 |
| | 헤지펀드 | 5.29 | -11.98 | -6.70 |
| 2018년 (B) | 해외대체 | 9.20 | 4.75 | 13.95 |
| | 해외부동산 | 8.97 | 4.73 | 13.70 |
| | 해외인프라 | 9.08 | 4.74 | 13.82 |
| | 해외사모 | 10.56 | 4.79 | 15.35 |
| | 헤지펀드 | -1.11 | 4.31 | 3.20 |
| 차이 (B-A) | 해외대체 | -7.94 | 18.07 | 10.13 |
| | 해외부동산 | -6.92 | 17.94 | 11.02 |
| | 해외인프라 | -6.85 | 17.90 | 11.05 |
| | 해외사모 | -10.98 | 18.59 | 7.61 |
| | 헤지펀드 | -6.40 | 16.30 | 9.90 |

자료: 국민연금연구원, 기금운용본부

[그림 VI-1] 해외 대체자산 최근 5년 성과 추이

(단위 : %, %p)



- 2018년 해외대체의 환효과 4.75%p는 대부분 가격변동 수익률 혹은 공정가치평가 전 수익률에 반영됨
 - 해외대체의 성과를 가격변동 수익률과 배당 및 이자 수익률로 분해할 때, 달러 대비 원화가치 하락에 따른 환효과는 각각 가격변동 수익률에서 4.58%p, 배당 및 이자 수익률에서 0.17%p로 나뉘짐
 - 공정가치평가 전 원화기준 수익률 8.48%에는 환효과 4.52%p가 포함되어 있음
 - 공정가치 변동에 의한 수익률 변동분 5.47% 중 환효과는 0.23%p임

〈표 VI-6〉 해외 대체자산 환효과 분해

(단위 : %, %p)

| 구분 | | 달러기준 수익률 | 환효과 | 원화기준 수익률 |
|-------|--------------|----------|--------|----------|
| 2016년 | 가격변동 수익률 | 5.79 | 3.29 | 9.08 |
| | 배당/이자 수익률 | 3.16 | 0.10 | 3.26 |
| | 총 수익률 | 8.95 | 3.39 | 12.34 |
| | 공정가치평가 전 수익률 | 3.31 | 3.21 | 6.52 |
| | 공정가치 변동 | 5.64 | 0.18 | 5.82 |
| | 총 수익률 | 8.95 | 3.39 | 12.34 |
| 2017년 | 가격변동 수익률 | 13.32 | -12.89 | 0.43 |
| | 배당/이자 수익률 | 3.83 | -0.44 | 3.39 |
| | 총 수익률 | 17.14 | -13.33 | 3.82 |
| | 공정가치평가 전 수익률 | 8.84 | -12.38 | -3.54 |
| | 공정가치 변동 | 8.31 | -0.94 | 7.36 |
| | 총 수익률 | 17.14 | -13.33 | 3.82 |
| 2018년 | 가격변동 수익률 | 5.44 | 4.58 | 10.02 |
| | 배당/이자 수익률 | 3.76 | 0.17 | 3.93 |
| | 총 수익률 | 9.20 | 4.74 | 13.95 |
| | 공정가치평가 전 수익률 | 3.96 | 4.52 | 8.48 |
| | 공정가치 변동 | 5.24 | 0.23 | 5.47 |
| | 총 수익률 | 9.20 | 4.74 | 13.95 |

주) 반올림에 의한 단수차이 있음
 자료: 국민연금연구원, 기금운용본부

3. 국내부동산 운용성과

- 2018년도 국내부동산의 수익률은 7.17%로 부동산의 낮은 가격변동 수익률(1.57%)보다 고정적인 임대수익 및 대출 이자 수익률(5.60%)이 더 큰 기여를 한 것으로 나타남
 - 부동산시장 침체로 가격변동 수익률은 최근 3년간 평균 1.30%, 5년 평균 2.18%로 나타남
 - 국내부동산 시장 경쟁 심화와 임대사업 부진으로 운용방향을 고정 수익 확보에 맞추었고, 그 결과 임대 및 대출이자 수익에 의한 성과가 3년 평균 5.90%는 5년 평균 6.03%를 달성

〈표VI-7〉 국내 부동산 수익률 분해

(단위 : %, %p)

| 연도 | 총 수익률 | 임대수익 및 대출이자 수익률 | 가격변동 수익률 |
|----------------|-------|--------------------|----------|
| 2014년 | 10.27 | 5.80 | 4.47 |
| 2015년 | 9.22 | 6.65 | 2.57 |
| 2016년 | 7.53 | 6.42 | 1.11 |
| 2017년 (A) | 6.91 | 5.69 | 1.23 |
| 2018년 (B) | 7.17 | 5.60 | 1.57 |
| 전년도 대비 (B)-(A) | 0.26 | -0.09 | 0.34 |
| 3년 평균 | 7.20 | 5.90 | 1.30 |
| 5년 평균 | 8.21 | 6.03 | 2.18 |

자료: 국민연금연구원, 기금운용본부

- 2018년 국내부동산의 공정가치 평가 후 수익률은 7.17%로 공정가치 평가 전 수익률인 3.67%에 비해 3.50%p 높음
 - 국내 부동산시장의 침체로 최근까지 가격 상승폭은 2%대로 둔화되기도 하였으나 2018년도에는 3.50%로 소폭 상승하였음
 - 3년 평균 공정가치 평가 전·후 상승폭은 3.02%p임
 - 반면 5년 평균 공정가치 평가 전·후 상승폭은 3.65%로 2014년 6.55% 공정가치 상승폭이 큰 영향을 미침

〈표VI-8〉 국내부동산 공정가치 평가에 따른 수익률 비교

(단위 : %, %p)

| 구분 | 공정가치 평가 후 수익률(A) | 공정가치 평가 전 수익률(B) | 차이(A-B) |
|----------------|---------------------|---------------------|---------|
| 2014년 | 10.27 | 3.72 | 6.55 |
| 2015년 | 9.22 | 6.59 | 2.63 |
| 2016년 | 7.53 | 4.75 | 2.78 |
| 2017년 (A) | 6.91 | 4.12 | 2.80 |
| 2018년 (B) | 7.17 | 3.67 | 3.50 |
| 전년도 대비 (B)-(A) | 0.26 | -0.45 | 0.70 |
| 3년 평균 | 7.20 | 4.18 | 3.02 |
| 5년 평균 | 8.21 | 4.56 | 3.65 |

주) 공정가치 평가 전 수익률(연간)은 연말 공정가치 변화를 제외한 시간가중 수익률로 추정하였음

자료: 국민연금연구원, 기금운용본부

4. 국내인프라 운용성과

- 2018년도 국내인프라 수익률은 9.41%로 해당 성과는 배당 및 이자수익률이 상당부분 기여
 - 배당 및 이자 수익률은 6.86%이고, 가격변동 수익률은 2.55%로, 배당 및 이자 수익률은 전년도 대비 1.68%p 상승, 가격변동 수익률은 4.90%p 상승하였음
 - 3년 및 5년 평균 배당 및 이자 수익률은 각각 5.70%, 5.41%인 반면에, 가격변동 수익률은 각각 0.67%, 1.11%임
 - 국내인프라 부문 가격변동 수익률은 낮으나 배당 및 이자 수익이 지속적으로 상승하고 있어, 3년 및 5년 총 수익률은 각각 6.37%, 6.52%임

〈표VI-9〉 국내인프라 수익률 분해

(단위 : %, %p)

| 연도 | 총 수익률 | 배당·이자수익률 | 가격변동 수익률 |
|----------------|-------|----------|----------|
| 2014년 | 9.04 | 5.05 | 3.99 |
| 2015년 | 4.50 | 4.88 | -0.38 |
| 2016년 | 6.98 | 5.10 | 1.88 |
| 2017년 (A) | 2.83 | 5.18 | -2.35 |
| 2018년 (B) | 9.41 | 6.86 | 2.55 |
| 전년도 대비 (B)-(A) | 6.58 | 1.68 | 4.90 |
| 3년 평균 | 6.37 | 5.70 | 0.67 |
| 5년 평균 | 6.52 | 5.41 | 1.11 |

자료: 국민연금연구원, 기금운용본부

- 2018년 국내인프라의 공정가치 평가 후 수익률은 9.41%로 공정가치 평가 전 수익률인 7.61%에 비해 1.80%p 높음
 - 3년 평균 공정가치 평가 전·후 가치변동은 0.04%p, 5년 평균은 0.37%p로 최근 국내인프라 부문은 낮은 가치상승 추세가 나타나고 있음

〈표VI-10〉 국내인프라 공정가치 평가에 따른 수익률 비교

(단위 : %, %p)

| 구분 | 공정가치 평가 후 수익률(A) | 공정가치 평가 전 수익률(B) | 차이(A-B) |
|----------------|---------------------|---------------------|---------|
| 2014년 | 9.04 | 6.19 | 2.84 |
| 2015년 | 4.50 | 5.58 | -1.08 |
| 2016년 | 6.98 | 5.62 | 1.36 |
| 2017년 (A) | 2.83 | 5.78 | -2.95 |
| 2018년 (B) | 9.41 | 7.61 | 1.80 |
| 전년도 대비 (B)-(A) | 6.58 | 1.83 | 4.75 |
| 3년 평균 | 6.37 | 6.33 | 0.04 |
| 5년 평균 | 6.52 | 6.15 | 0.37 |

주) 공정가치 평가 전 수익률(연간)은 연말 공정가치 변화를 제외한 시간가중 수익률로 추정하였음

자료: 국민연금연구원, 기금운용본부

5. 국내기타대체 운용성과

- 2018년 국내기타대체의 수익률은 7.89%로 이 중 가격변동으로 인한 수익률은 5.34%이고, 배당 및 이자에 의한 수익률은 2.54%임
 - 2018년 벤처투자의 수익률은 31.72%로 전년도 대비 17.37%p 상승하였고, 이 중 가격변동으로 인한 수익률은 11.65%이며, 배당 및 이자 수익률은 5.72%로 가격변동으로 인한 수익률 기여가 더 크게 나타남
 - 벤처투자의 3년 평균과 5년 평균 수익률은 각각 18.66%와 20.70%로 최근까지 벤처투자의 운용성과가 상대적으로 높게 나타나고 있음
 - 2018년 사모투자의 수익률은 4.70%로 전년도 대비 3.52%p 하락하였고, 이 중 가격변동으로 인한 수익률은 2.72%이고, 배당 및 이자 수익률은 1.98%임
 - 벤처의 수익률이 전년도 대비 상승한 것은 사모투자자산의 공정가치 변동분의 상승과 가격 실현에 기인함
 - CRC 펀드는 신규로 투자되지 않고 2017년 12월 전부 회수됨

〈표VI-11〉 국내기타대체 투자형태에 따른 수익률 분해

(단위 : %, %p)

| 구분 | | 총 수익률 | 배당·이자 수익률 | 가격변동 수익률 |
|-----------------|------|--------|-----------|----------|
| 2014년 | 기타대체 | 9.28 | 3.65 | 5.63 |
| | 벤처 | 13.08 | 1.04 | 12.04 |
| | 사모 | 9.18 | 3.99 | 5.19 |
| | CRC | -12.95 | - | -12.95 |
| 2015년 | 기타대체 | 13.94 | 3.08 | 10.87 |
| | 벤처 | 35.61 | 1.10 | 34.51 |
| | 사모 | 11.92 | 6.33 | 5.59 |
| | CRC | -8.18 | - | -8.18 |
| 2016년 | 기타대체 | 3.10 | 3.52 | -0.42 |
| | 벤처 | 10.91 | 4.79 | 6.11 |
| | 사모 | 2.40 | 3.41 | -1.01 |
| | CRC | -23.13 | 0.00 | -23.13 |
| 2017년 (A) | 기타대체 | 8.81 | 2.47 | 6.34 |
| | 벤처 | 14.35 | 1.13 | 13.22 |
| | 사모 | 8.22 | 2.67 | 5.55 |
| | CRC | 50.99 | 0.00 | 50.99 |
| 2018년 (B) | 기타대체 | 7.89 | 2.54 | 5.34 |
| | 벤처 | 31.72 | 6.85 | 24.87 |
| | 사모 | 4.70 | 1.98 | 2.72 |
| | CRC | - | - | - |
| 전년도 대비 (B-A) | 기타대체 | -0.92 | 0.07 | -1.00 |
| | 벤처 | 17.37 | 5.72 | 11.65 |
| | 사모 | -3.52 | -0.69 | -2.83 |
| | CRC | - | - | - |
| 3년 평균 | 기타대체 | 6.57 | 2.86 | 3.71 |
| | 벤처 | 18.66 | 4.18 | 14.48 |
| | 사모 | 5.08 | 2.69 | 2.38 |
| | CRC | - | - | - |
| 5년 평균 | 기타대체 | 8.55 | 3.06 | 5.49 |
| | 벤처 | 20.70 | 2.98 | 17.72 |
| | 사모 | 7.23 | 3.65 | 3.58 |
| | CRC | - | - | - |

자료: 국민연금연구원, 기금운용본부

- 2018년 국내기타대체의 공정가치 평가 후 수익률 7.89%은 공정가치 평가 전 수익률 2.85%에 비해 5.04%p 높음
 - 벤처는 공정가치 평가 이후 27.51%p 상승하여 가장 높은 상승 폭을 보였고, 사모투자는 공정가치 평가 이후 2.11%p 상승함
 - 벤처의 3년 평균 공정가치 평가 전·후 차이는 17.29%, 5년 평균 차이는 17.74%로 최근 벤처투자 가치가 지속 상승하고 있는 모습임
 - 사모의 3년 평균 공정가치 평가 전·후 차이는 1.93%로 5년 평균 차이 3.27%에 비해 다소 낮아 최근 사모투자 가치 변화가 3%대를 하회하며 하락 추세를 나타냄
 - 국내기타대체의 3년 평균 공정가치 평가 전·후 차이는 3.68%로 5년 평균 차이 4.76% 하회함
 - 이와 같은 추세는 최근 사모투자 부문의 공정가치 변화폭 하락이 반영된 것으로 보임

〈표Ⅵ-12〉 국내기타대체 공정가치 평가에 따른 수익률 비교

(단위 : %, %p)

| 구분 | | 공정가치 평가 후 수익률(A) | 공정가치 평가 전 수익률(B) | 차이(A-B) |
|--------------------|------|------------------|------------------|---------|
| 2014 | 기타대체 | 9.28 | 3.43 | 5.85 |
| | 벤처 | 13.08 | 2.84 | 10.25 |
| | 사모 | 9.18 | 3.55 | 5.63 |
| | CRC | -12.95 | -0.22 | -12.73 |
| 2015 | 기타대체 | 13.94 | 6.99 | 6.95 |
| | 벤처 | 35.61 | 8.43 | 27.18 |
| | 사모 | 11.92 | 6.93 | 4.99 |
| | CRC | -8.18 | - | -8.18 |
| 2016 | 기타대체 | 3.10 | 3.77 | -0.67 |
| | 벤처 | 10.91 | 1.97 | 8.94 |
| | 사모 | 2.40 | 4.10 | -1.70 |
| | CRC | -23.13 | -5.82 | -17.31 |
| 2017 (A) | 기타대체 | 8.81 | 1.98 | 6.83 |
| | 벤처 | 14.35 | -1.79 | 16.15 |
| | 사모 | 8.22 | 2.71 | 5.51 |
| | CRC | 50.99 | 50.99 | 0.00 |
| 2018 (B) | 기타대체 | 7.89 | 2.85 | 5.04 |
| | 벤처 | 31.72 | 4.20 | 27.51 |
| | 사모 | 4.70 | 2.59 | 2.11 |
| | CRC | - | - | - |
| 전년도 대비 (B-A) | 기타대체 | -0.92 | 0.87 | -1.79 |
| | 벤처 | 17.37 | 5.99 | 11.36 |
| | 사모 | -3.52 | -0.12 | -3.40 |
| | CRC | - | - | - |
| 3년 평균 | 기타대체 | 6.57 | 2.89 | 3.68 |
| | 벤처 | 18.66 | 1.37 | 17.29 |
| | 사모 | 5.08 | 3.15 | 1.93 |
| | CRC | - | - | - |
| 5년 평균 | 기타대체 | 8.55 | 3.79 | 4.76 |
| | 벤처 | 20.70 | 2.96 | 17.74 |
| | 사모 | 7.23 | 3.96 | 3.27 |
| | CRC | - | - | - |

주) 1) 공정가치 평가 전 수익률(연간)은 연말 공정가치 변화를 제외한 시간가중 수익률로 추정하였음

2) 반올림에 의한 단수차이 있음

자료: 국민연금연구원, 기금운용본부

6. 해외부동산 운용성과

- 2018년도 해외부동산 성과는 13.70%로 전년도 대비 11.02%p 상승하였음
 - 배당 및 이자 수익률(3.54%)은 전년도 대비 0.06%p 소폭 하락한 반면, 가격변동 수익률(10.17%)은 전년도 대비 11.10%p 상승하면서 가격변동 수익률 상승이 해외부동산 수익률 상승에 대부분을 설명함
 - 달러대비 원화가치 하락에 따른 긍정적인 환효과가 성과에 기여를 함
 - 3년 평균 가격변동 수익률(5.73%)이 5년 평균(6.77%) 대비 낮고, 3년 배당 및 이자 수익률(3.69%)도 5년 평균(4.70%)에 비해 낮아 2017년의 성과하락이 최근까지 영향을 미치고 있는 모습임

〈표VI-13〉 해외부동산 수익률 분해

(단위 : %, %p)

| 연도 | 총 수익률 | 배당·이자수익률 | 가격변동 수익률 |
|----------------|-------|----------|----------|
| 2014년 | 13.58 | 7.82 | 5.76 |
| 2015년 | 15.64 | 4.63 | 11.01 |
| 2016년 | 12.21 | 3.93 | 8.28 |
| 2017년 (A) | 2.68 | 3.60 | -0.93 |
| 2018년 (B) | 13.70 | 3.54 | 10.17 |
| 전년도 대비 (B)-(A) | 11.02 | -0.06 | 11.10 |
| 3년 평균 | 9.42 | 3.69 | 5.73 |
| 5년 평균 | 11.46 | 4.70 | 6.77 |

주1) 환헤지 파생상품을 포함한 원화 표시 수익률임

2) 2014년도 가격변동수익률은 런던소재 부동산 매각 5410억(FX수익포함)이 발생분이 포함

자료: 국민연금연구원, 기금운용본부

- 2018년 해외부동산의 공정가치 평가 후 수익률은 13.70%로 공정가치 평가 전 수익률인 7.79%에 비해 5.91%p 높음
 - 공정가치 평가에 따른 차이의 3년 평균과 5년 평균은 각각 5.69%, 5.77%로 큰 차이가 없음
 - 반면 공정가치 평가전 수익률도 2017년도 이전의 수익률 수준을 회복하는 모습이나 2017년도 수익률의 영향으로 3년 평균(3.73%)과 5년 평균(5.69%)은 낮은 수준

〈표 VI-14〉 해외부동산 공정가치 평가에 따른 수익률 비교

(단위 : %, %p)

| 구분 | 공정가치 평가 후 수익률(A) | 공정가치 평가 전 수익률(B) | 차이(A-B) |
|----------------|------------------|------------------|---------|
| 2014년 | 13.58 | 8.50 | 5.08 |
| 2015년 | 15.64 | 8.92 | 6.72 |
| 2016년 | 12.21 | 7.75 | 4.46 |
| 2017년 (A) | 2.68 | -3.90 | 6.57 |
| 2018년 (B) | 13.7 | 7.79 | 5.91 |
| 전년도 대비 (B)-(A) | 11.02 | 11.69 | -0.66 |
| 3년 평균 | 9.42 | 3.73 | 5.69 |
| 5년 평균 | 11.46 | 5.69 | 5.77 |

주) 공정가치 평가 전 수익률(연간)은 연말 공정가치 변화를 제외한 시간가중 수익률로 추정하였음
 자료: 국민연금연구원, 기금운용본부

7. 해외인프라 운용성과

○ 2018년도 해외인프라 수익률은 13.82%로 전년도 대비 11.05%p 상승함

- 배당 및 이자 수익률은 7.04%이고, 가격변동 수익률은 6.79%로 전년도 대비 각각 3.29%p와 7.77%p 상승하면서 특히 가격변동 수익률 상승이 해외인프라 수익률 상승에 크게 기여함
- 달러대비 원화 가치 하락에 따른 긍정적인 환효과가 해외인프라 수익에 기여함
- 3년 평균 가격변동 수익률은 5.42%, 5년 평균 수익률은 7.97%이고, 3년 배당 및 이자 수익률은 4.68%, 5년 평균 수익률은 4.75%로 2018년도 대비 낮아 2017년도의 성과 하락이 지속적으로 영향을 미치고 있는 모습임

〈표VI-15〉 해외인프라 수익률 분해

(단위 : %, %p)

| 연 도 | 총 수익률 | 배당·이자수익률 | 가격변동 수익률 |
|----------------|-------|----------|----------|
| 2014년 | 19.99 | 4.64 | 15.35 |
| 2015년 | 13.65 | 5.07 | 8.58 |
| 2016년 | 14.10 | 3.30 | 10.80 |
| 2017년 (A) | 2.77 | 3.75 | -0.98 |
| 2018년 (B) | 13.82 | 7.04 | 6.79 |
| 전년도 대비 (B)-(A) | 11.05 | 3.29 | 7.77 |
| 3년 평균 | 10.10 | 4.68 | 5.42 |
| 5년 평균 | 12.72 | 4.75 | 7.97 |

주) 환헤지 파생상품을 포함한 원화 표시 수익률임

- 2018년 해외인프라의 공정가치 평가 후 수익률 13.82%는 공정가치 평가 전 수익률 7.91%에 비해 5.19%p 높음
- 공정가치 평가에 따른 차이의 3년 평균과 5년 평균은 각각 6.79%, 7.61%로 최근 공정가치 평가 차이의 하락 추세를 나타냄

〈표VI-16〉 해외인프라투자의 공정가치 평가에 따른 수익률 비교

(단위 : %, %p)

| 구분 | 공정가치 평가 후 수익률(A) | 공정가치 평가 전 수익률(B) | 차이(A-B) |
|----------------|------------------|------------------|---------|
| 2014년 | 19.99 | 6.91 | 13.07 |
| 2015년 | 13.65 | 8.87 | 4.78 |
| 2016년 | 14.10 | 5.79 | 8.31 |
| 2017년 (A) | 2.77 | -3.42 | 6.19 |
| 2018년 (B) | 13.82 | 7.91 | 5.91 |
| 전년도 대비 (B)-(A) | 11.05 | 11.33 | -0.28 |
| 3년 평균 | 10.10 | 3.31 | 6.79 |
| 5년 평균 | 12.72 | 5.11 | 7.61 |

주) 공정가치 평가 전 수익률(연간)은 연말 공정가치 변화를 제외한 시간가중 수익률로 추정하였음
 자료: 국민연금연구원, 기금운용본부

8. 해외사모투자 운용성과

- 2018년도 해외사모투자의 수익률은 15.35%로 전년도 대비 7.61%p 상승함
 - 배당 및 이자 수익률은 1.79%이고, 가격변동 수익률은 13.56%로 전년도 대비 각각 -1.26%p와 8.87%p 변동하면서 가격변동 수익률 상승이 해외사모 수익률 상승에 기여함
 - 달러대비 원화가치 하락에 따른 환효과가 해외사모 수익에 긍정적 영향을 미침

〈표VI-17〉 해외사모 수익률 분해

(단위 : %, %p)

| 연도 | 총 수익률 | 배당·이자수익률 | 가격변동 수익률 |
|----------------|-------|----------|----------|
| 2014년 | 15.05 | 2.90 | 12.16 |
| 2015년 | 14.90 | 3.55 | 11.35 |
| 2016년 | 11.37 | 2.08 | 9.28 |
| 2017년 (A) | 7.74 | 3.05 | 4.69 |
| 2018년 (B) | 15.35 | 1.79 | 13.56 |
| 전년도 대비 (B)-(A) | 7.61 | -1.26 | 8.87 |
| 3년 평균 | 11.44 | 2.33 | 9.12 |
| 5년 평균 | 12.84 | 2.68 | 10.16 |

주) 환헤지 파생상품을 포함한 원화 표시 수익률임
 자료: 국민연금연구원, 기금운용본부

- 2018년 해외사모투자의 공정가치 평가 후 수익률 15.35%는 공정가치 평가 전 수익률 10.36%에 비해 4.98%p 높음
 - 공정가치 평가에 따른 차이의 3년 평균과 5년 평균은 각각 7.34%, 7.42%로 2018년도의 가치변동은 최근의 변동수준보다 다소 낮아진 모습

〈표VI-18〉 해외사모투자의 공정가치 평가에 따른 수익률 비교

(단위 : %, %p)

| 구분 | 공정가치 평가 후 수익률(A) | 공정가치 평가 전 수익률(B) | 차이(A-B) |
|----------------|------------------|------------------|---------|
| 2014년 | 15.05 | 5.81 | 9.24 |
| 2015년 | 14.90 | 9.10 | 5.80 |
| 2016년 | 11.37 | 5.04 | 6.33 |
| 2017년 (A) | 7.74 | -2.68 | 10.41 |
| 2018년 (B) | 15.35 | 10.36 | 4.98 |
| 전년도 대비 (B)-(A) | 7.61 | 13.04 | -5.43 |
| 3년 평균 | 11.44 | 4.10 | 7.34 |
| 5년 평균 | 12.84 | 5.43 | 7.42 |

주) 공정가치 평가 전 수익률(연간)은 연말 공정가치 변화를 제외한 시간가중 수익률로 추정하였음

2) 반올림에 의한 단수차이 있음

자료: 국민연금연구원, 기금운용본부

9. 헤지펀드 운용성과

○ 헤지펀드는 재간접펀드(Fund of Funds)로 2016년 11월 말에 시작하였고, 2018년 성과는 3.20%를 달성

- 투자 개시 이후 배당 및 이자는 없었으며, 원-달러 환변동이 가격변동 성과에 영향을 미쳐 가격 변동수익률은 전년도 대비 9.99%p 상승함

〈표VI-19〉 해외헤지펀드 수익률 분해

(단위 : %, %p)

| 연도 | 총 수익률 | 배당·이자수익률 | 가격변동 수익률 |
|----------------|-------|----------|----------|
| 2016년 | 2.94 | 0.00 | 2.94 |
| 2017년 (A) | -6.79 | 0.00 | -6.79 |
| 2018년 (B) | 3.20 | 0.00 | 3.20 |
| 전년도 대비 (B)-(A) | 9.99 | 0.00 | 9.99 |

주 1) 환헤지 파생상품을 포함한 원화 표시 수익률임. 2016년 해외헤지펀드 성과는 2016년 11월 28일부터 측정

2) 배당·이자수익률은 제 세금 및 수수료가 포함됨

자료: 국민연금연구원, 기금운용본부

300 2018년 국민연금 기금운용 성과평가

- 2018년 헤지펀드의 공정가치 평가 후 수익률 3.20%는 공정가치 평가 전 수익률 4.34%에 비해 1.16%p 낮음
 - 2개년도 운용기간 동안 운용성과는 채권수익률보다 낮고 벤치마크 대비 성과도 낮은 상황임
 - 헤지펀드 도입단계의 여러 상황들을 감안할 필요가 있으나 향후 헤지펀드 성과제고를 위한 다양한 전략검토와 관리체계 강화노력이 필요해 보임

〈표Ⅵ-20〉 해외헤지펀드의 공정가치 평가에 따른 수익률 비교

(단위 : %, %p)

| 구분 | 공정가치 평가 후 수익률(A) | 공정가치 평가 전 수익률(B) | 차이(A-B) |
|----------------|------------------|------------------|---------|
| 2016년 | 2.94 | 2.58 | 0.35 |
| 2017년 (A) | -6.79 | -7.29 | 0.50 |
| 2018년 (B) | 3.20 | 4.36 | -1.16 |
| 전년도 대비 (B)-(A) | 9.99 | 11.65 | -1.66 |

주) 공정가치 평가 전 수익률(연간)은 연말 공정가치 변화를 제외한 시간가중 수익률로 추정하였음. 2016년 해외 헤지펀드 성과는 2016년 11월 28일부터 측정

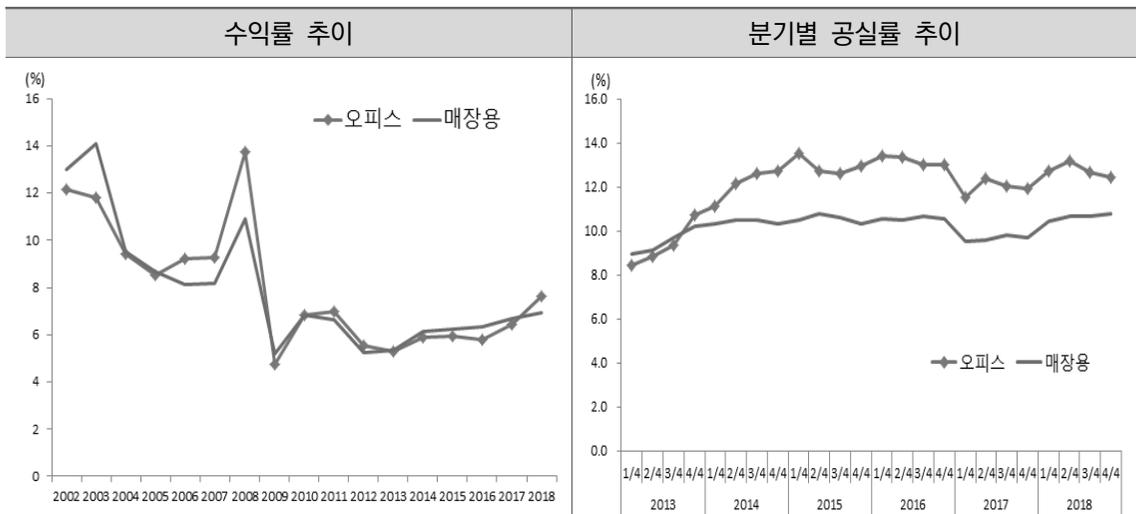
자료: 국민연금연구원, 기금운용본부

제3절 대체투자부문 투자현황

1. 대체투자 시장 현황

- 국내 부동산시장은 한국은행의 금리인상에도 불구하고 상업용 부동산에 대한 투자수요가 증가하여 오피스 및 매장용 부동산의 자산가치 상승폭이 확대되었으나 임대수익은 소폭 하락하는 모습
 - 상업용 부동산의 2018년 연간 투자수익률은 6~7%로 나타났으며, 대부분의 유형에서 전년도 대비 상승하였고 이는 주로 자본수익률 상승이 기여
 - 2018년도 투자수익률에 대한 기여에는 임대수익 등의 소득수익률의 기여가 큼
 - 연말 소폭 정책금리 인상이 있었으나 저금리 기조가 유지되면서 상업용 건물에 투자 수요가 증가하여 오피스 및 매장용 부동산 자본수익률은 각각 1.26%p, 0.36%p 상승
 - 불확실한 경제상황 가운데 오피스 공급도 증가하여 공실률이 전년도 대비 증가하였고 이에 따라 소득수익률은 전반적으로 하락하며 오피스는 전년도 대비 0.13%p, 매장용 부동산은 0.17%p 낮아짐

[그림VI-2] 국내 부동산시장 공실률 및 수익률 추이



자료: 국토교통부

〈표 VI-21〉 국내 부동산시장 투자수익률 추이

(단위 : %)

| 구분 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 3년평균 | 5년평균 | 10년평균 | 15년평균 | |
|-----|-------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|------|
| 오피스 | 소득수익률 | 4.83 | 4.62 | 4.54 | 4.52 | 4.38 | 4.48 | 4.58 | 4.36 | 5.03 |
| | 자본수익률 | 1.04 | 1.26 | 1.22 | 1.86 | 3.13 | 2.07 | 1.70 | 1.22 | 2.34 |
| | 투자수익률 | 5.91 | 5.93 | 5.80 | 6.44 | 7.61 | 6.61 | 6.34 | 5.62 | 7.40 |
| 매장용 | 소득수익률 | 4.86 | 4.71 | 4.60 | 4.43 | 4.27 | 4.43 | 4.57 | 4.23 | 4.81 |
| | 자본수익률 | 1.25 | 1.47 | 1.68 | 2.21 | 2.56 | 2.15 | 1.83 | 1.35 | 2.28 |
| | 투자수익률 | 6.16 | 6.24 | 6.34 | 6.71 | 6.91 | 6.65 | 6.47 | 5.63 | 7.13 |

주 1) 매장용은 참고자료 중 중대형상가에 해당됨

2) 소득수익률 = 순영업소득(임대료 등 수입-영업경비)/기초자산가격

3) 자본수익률 = 자산가격변동액/기초자산액

4) 투자수익률 = 소득수익률+자본수익률

자료: 국토교통부

○ 국내 인프라시장은 정부의 인프라 정책변화에 따른 수요 감소, 신규 민간투자사업 축소, 저금리 기조와 투자경쟁 심화에 따른 기대수익률 하락, 인프라 분야에 대한 정부예산 축소 등으로 저조한 성과를 보이고 있음

- 정부는 SOC 분야의 재정투자규모를 2017년 22.1조 원 대비 14.2% 축소시킨 19조 원 규모로 축소
- SOC투자의 재정지출 구조를 조정하여 시설투자를 축소하고 4차 산업혁명 관련 미래 신산업 육성, 안전과 재해예방 등 생활밀착형 인프라 확충에 집중할 계획임⁶¹⁾
- SOC분야 지출은 2017~2021년 계획기간 동안 연평균 7.5% 감소할 것으로 전망되었음 (2017년 22.1조 원 → 2021년 16.2조 원)
- 그간 축적된 SOC 기반 수준을 고려하여 신규사업은 가급적 억제하고 완공위주로 투자 하고 기존 계속사업은 집행실적과 성과에 따라 우선순위와 재정소요를 재점검하는 등 지출구조를 효율화 하고자 함
- 정부 재정 중 복지분야 지출 확대로 SOC 분야 재정투자는 축소되는 중이고, 공기업 부채 누적으로 신규투자 확대에는 한계가 존재

61) 기획재정부, 2018 나라살림 예산개요

〈표VI-22〉 국내 인프라 투자계획

(단위 : 조 원)

| 구 분 | '17 | '18 | '19 | '20 | '21 | 5년 평균증가율 |
|---------|------|------|------|------|------|----------|
| SOC전체 | 22.1 | 17.7 | 17.0 | 16.5 | 16.2 | -7.5 |
| 교통 및 물류 | 18.6 | 14.2 | 13.4 | 12.9 | 12.5 | -9.4 |
| 도로 | 7.4 | 5.4 | 5.1 | 4.8 | 4.7 | -10.6 |
| 철도·도시철도 | 7.1 | 4.7 | 4.5 | 4.3 | 4.1 | -13.1 |
| 해운·항만 | 1.8 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | -3.0 |
| 항공·공항 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | -5.1 |
| 물류 등 기타 | 2.2 | 2.2 | 2.1 | 2.1 | 2.0 | -1.6 |
| 지역개발 | 3.5 | 3.5 | 3.6 | 3.6 | 3.7 | 1.3 |
| 수자원 | 1.8 | 1.7 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | -6.2 |
| 지역 및 도시 | 1.2 | 1.6 | 1.7 | 1.9 | 2.0 | 13.5 |
| 산업단지 | 0.5 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | -12.1 |

자료) 기획재정부, 2017~2021년 국가재정운용계획

- 국내 PEF 시장규모는 GP와 PEF의 수, PEF 약정액 규모 등 측면에서 지속적인 확대 추세에 있음
- 2017년 말 국내 경영참여형 사모집합투자기구(PEF)는 총 444개, 출자약정액 62.6조원, 출자이행액 45.5조원으로 성장함
 - 2018년 6월 말 기준으로 PEF수는 501개, 약정액 66.4조원으로 크게 증가하였음
- 2018년 6월 말 PEF 총 501개는 자본시장법이 시행된 2009년(110개) 대비 약 4.6배 증가한 수치임
 - 2018년 6월 말 PEF 집행금액은 49.3조원으로 2009년(12.8조원) 대비 3.9배 증가
- 이러한 시장확대의 요인은 연기금 등 기관투자자들의 대체투자 확대지속, PEF 규제개편 추진에 따른 시장의 우호적 분위기, 글로벌 운용사들의 국내시장 진출 등임
 - PEF 규제개편으로 기관전용 사모펀드가 도입될 경우 10%롤이나 레버리지 제한 등의 운용규제가 대폭 완화되며 이에 따라 시장참여자도 늘어날 것으로 기대
- 국내 PEF시장의 확대와 더불어 세컨더리 펀드 등 유형 다변화와 PEF 규모 소형화, GP간 경쟁심화 등이 나타나고 있는 상황

〈표VI-23〉 국내 PEF 시장 투자 추이

(단위 : 조 원, 건)

| 구 분 | 약정액 및 집행액 | | | 신규 펀드조성 | | 투자회수 및 해산 | |
|------|-----------|------|-------|---------|------|-----------|-----|
| | 약정액 | 집행액 | PEF 수 | 조성액 | 조성건수 | 투자회수 | 해산수 |
| 2010 | 26.6 | 16.7 | 148 | 7.3 | 46 | 0.9 | 8 |
| 2011 | 31.8 | 25.9 | 181 | 6.5 | 43 | 3.8 | 10 |
| 2012 | 40.0 | 31.9 | 226 | 9.7 | 60 | 2.1 | 15 |
| 2013 | 44.0 | 28.1 | 237 | 7.4 | 45 | 3.7 | 34 |
| 2014 | 51.2 | 31.8 | 277 | 9.8 | 71 | 3.5 | 31 |
| 2015 | 58.5 | 38.4 | 316 | 10.2 | 76 | 5.8 | 37 |
| 2016 | 62.2 | 43.6 | 383 | 9.4 | 109 | 8.1 | 42 |
| 2017 | 62.6 | 45.5 | 444 | 9.9 | 135 | 7.4 | 64 |

자료: 금융감독원

○ 국내 M&A 시장은 대기업 지배구조 개편과 금융지주사 사업강화에 따른 거래로 거래 규모가 증가하였으나 거래금액은 감소

- 거래건수 기준으로는 최근 10년간 가장 많은 건수를 나타냈으나 글로벌 무역분쟁 등 대내외 불확실성 증가로 대형 M&A거래는 감소하였음
- 다만 구조조정이나 사업재편을 위한 소규모 인수합병이 증가하였고 해외기업의 M&A의 경우 미중 무역분쟁, 브렉시트, 글로벌 경제성장세 약화로 거래가 감소하였음

〈표VI-24〉 국내 M&A 추이

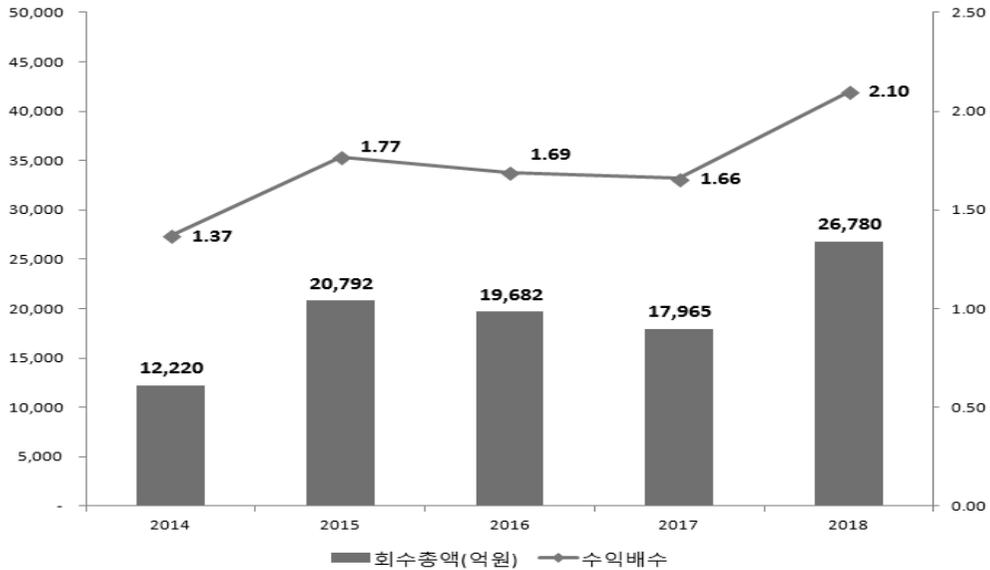
(단위 : 조 원, 건)

| 구 분 | 국내기업의 M&A | | | 해외기업의 M&A | | | 전체 | |
|-------|-----------|-------|------|-----------|-------|-------|-------|-------|
| | 국내-국내 | 국내-해외 | 소계 | 해외-국내 | 해외-해외 | 소계 | | |
| 2015년 | 건수 | 520 | 14 | 534 | 32 | 103 | 135 | 669 |
| | 금액 | 56.1 | 0.2 | 56.3 | 5.1 | 320.5 | 325.6 | 381.9 |
| 2016년 | 건수 | 468 | 22 | 490 | 47 | 109 | 156 | 646 |
| | 금액 | 26.0 | 0.3 | 26.3 | 3.2 | 564.1 | 567.3 | 593.6 |
| 2017년 | 건수 | 505 | 9 | 514 | 41 | 113 | 154 | 668 |
| | 금액 | 42.6 | 11.2 | 53.8 | 9.6 | 446.0 | 455.6 | 509.4 |
| 2018년 | 건수 | 554 | 16 | 570 | 37 | 95 | 132 | 702 |
| | 금액 | 41.8 | 1.8 | 43.6 | 5.0 | 438.0 | 443.0 | 486.6 |

자료: 공정거래위원회

- 2018년 벤처투자 시장은 신규약정 4.7조원, 집행금액 3.4조원, 회수 2.7조원으로 역대 최고치를 나타내며 성장
 - 벤처투자의 2018년 수익배수도 2.10배로 2017년도 1.66배 대비 증가

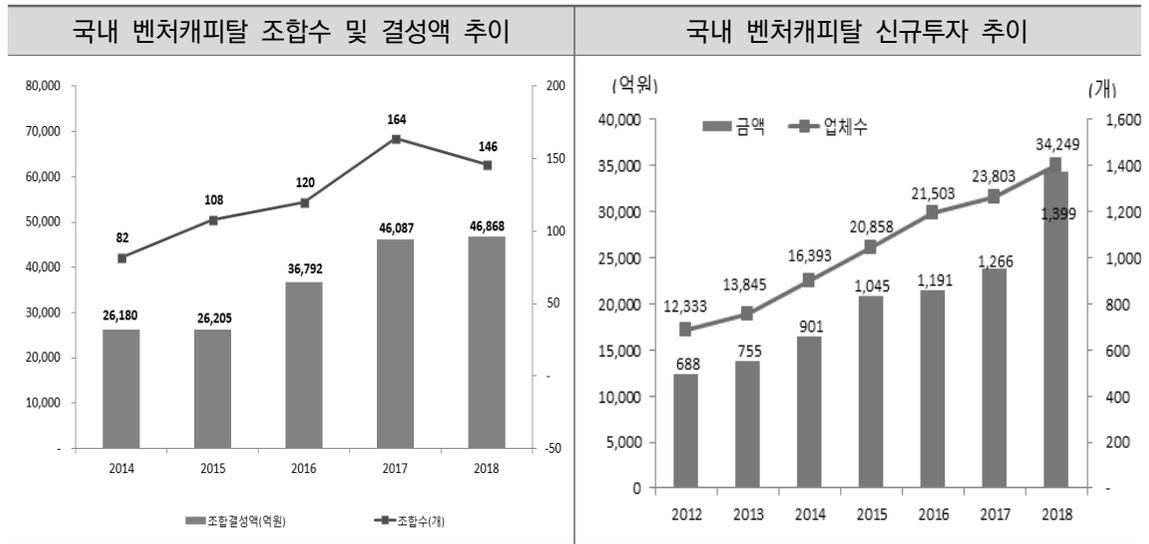
[그림VI-3] 국내 벤처캐피탈시장 회수 및 수익배수 추이



자료: 한국벤처캐피탈협회

- 국내 벤처캐피탈 시장에서 창업투자회사는 2016년 이후 3년간 120개(2016년)에서 133개(2018년)로 13개 증가했고, 신규조합수 동기간 120개, 신규금액 3조 6,792억 원에서, 신규조합수 146개, 신규금액 4조 6,868억 원으로 증가함
 - 동기간 운영조합수는 605개 그리고 운영금액 16조 9,473억 원에서, 운영조합수 807개 그리고 운영금액 24조 78억 원으로 증가함
 - 2017년대비 신규조합 수는 감소하였지만 투자금액은 소폭 증가하였음
 - 신규투자는 1,399개사에 3조 4,249억 원이 투자되었으며 전년도 대비 43.9% 증가
 - 2018년 업종별 신규투자 비중은 바이오/의료가 24.6%, 8,417억 원으로 4,629억 원이 증가되었으며 다음으로 ICT 서비스가 21.8%, 7,468억 원이 투자되었음
 - 업력별로는 8년 이상 후기업체의 신규투자 비중이 36.5%이고 중기가 34.8%, 초기는 28.6%임

[그림VI-4] 국내 벤처캐피탈시장 결성 및 신규투자 추이



자료: 한국벤처캐피탈협회

- 2018년 12월 말 기준 해외 부동산시장의 펀드조성액(fundraising)은 전년도 말(1,320억 달러) 대비 80억 달러 감소한 1,240억 달러이며, 조성된 폐쇄형 펀드수는 전년도 말(406개) 대비 106개 감소한 300개였음
 - 시장에 조성된 펀드액의 지역별 비중을 보면, 북미는 63.0%, 유럽과 기타지역은 각각 24.2%, 0.4%이고, 아시아는 12.4%임
 - 이는 전년도 대비 아시아 지역(2.8%p), 북미지역(1.1%p) 증가한 반면 기타지역(-3.4%p)과 유럽지역(-0.5%p)은 줄어든 모습
 - 조성된 펀드액의 전략별 비중을 보면, Distressed 전략은 0.5%, Opportunistic 전략은 34.7%, 가치부과(value added) 33.9%, 부채(debt) 21.2%, Core 1.8%, Core-Plus 3.1%를 차지함
 - Opportunistic 유형이 가장 크게 증가(12.0%p)한 반면, Core유형이 가장 크게 감소(-6.6%p) 하였음
 - 2018년 말 잔여 약정액은 전년도 2,900억 달러 대비 175억 달러 증가한 3,075억 달러이며, 북미지역은 1,939억 달러로 전체 잔여 약정액 중 63.1%를 차지하고, 유럽과 아시아는 각각 731억 달러(23.8%), 316억 달러(10.3%)임

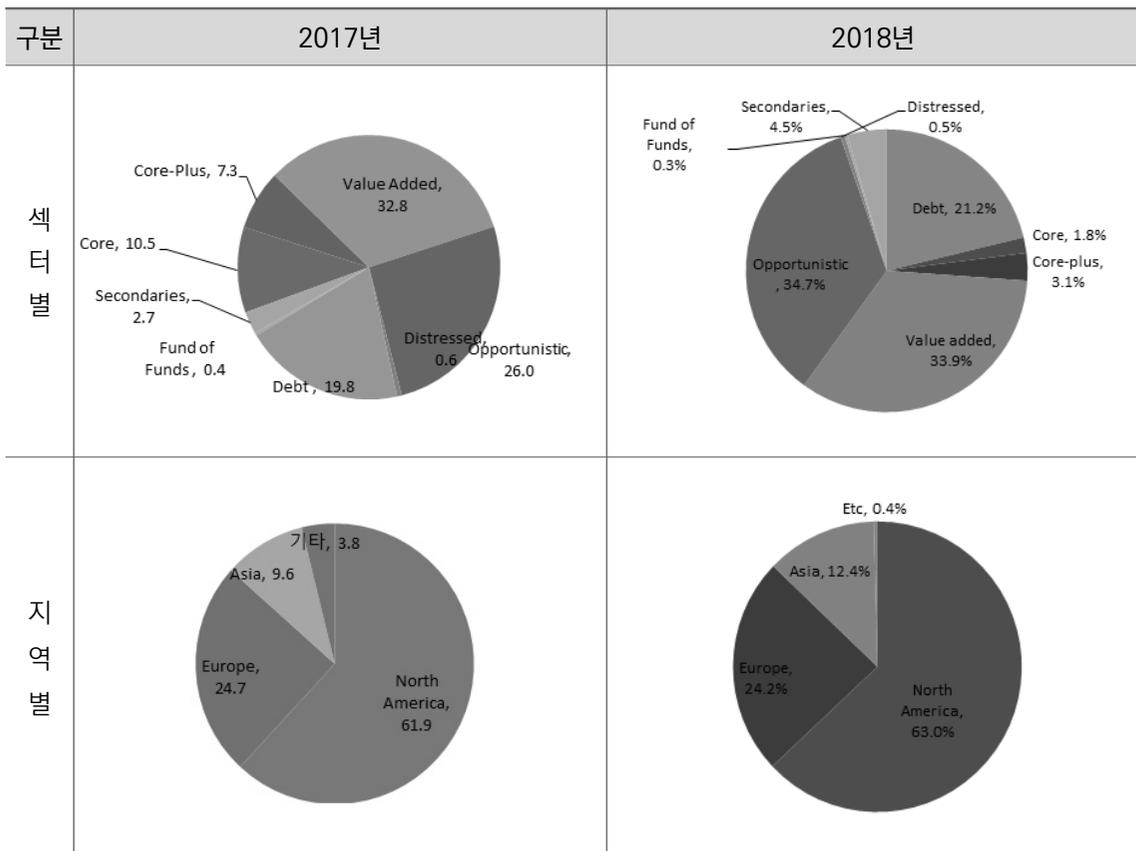
〈표VI-25〉 해외 부동산시장 연도별 펀드조성액 및 잔여 약정액 추이

(단위 : 10억 달러)

| 구 분 | 펀드조성액 (Closed End Fundraising) | | 잔여 약정액 (dry powder) |
|------|--------------------------------|-----|-------------------------|
| | 조성 펀드수(폐쇄형) | 전체 | |
| 2011 | 290 | 77 | 169 |
| 2012 | 358 | 88 | 143 |
| 2013 | 363 | 109 | 209 |
| 2014 | 395 | 122 | 205 |
| 2015 | 394 | 139 | 237 |
| 2016 | 401 | 130 | 244 |
| 2017 | 406 | 132 | 290 |
| 2018 | 300 | 124 | 308 ¹⁾ |

주 1) 2018년도 잔여약정액은 2018년 12월기준임
 자료: Preqin

[그림VI-5] 해외 부동산시장에 조성된 펀드 전략별/지역별 비중 추이



자료: Preqin

[그림VI-6] 해외 부동산시장 연도별/지역별 잔여약정액 추이



자료: Preqin

○ 2018년 12월 기준 해외 인프라시장에서 조성된 펀드수는 77개이며, 조성액은 940억 달러임

- 2018년 6월 기준 펀드조성액 중 북미의 비중이 53.9%로 가장 크며, 유럽 39.1%, 아시아 4.5%순임
- 전년도 말 대비 북미와 유럽 비중은 증가한 반면, 아시아와 기타지역의 비중은 축소되었음
- 조성된 펀드의 평균 약정 규모는 12억 4,000만 달러이고, 전년도(8억 5,600만 달러)보다 3억 8,400만 달러 증가함

〈표VI-26〉 해외 인프라시장 연도별 펀드조성액, 잔여약정액, 평균 결성규모

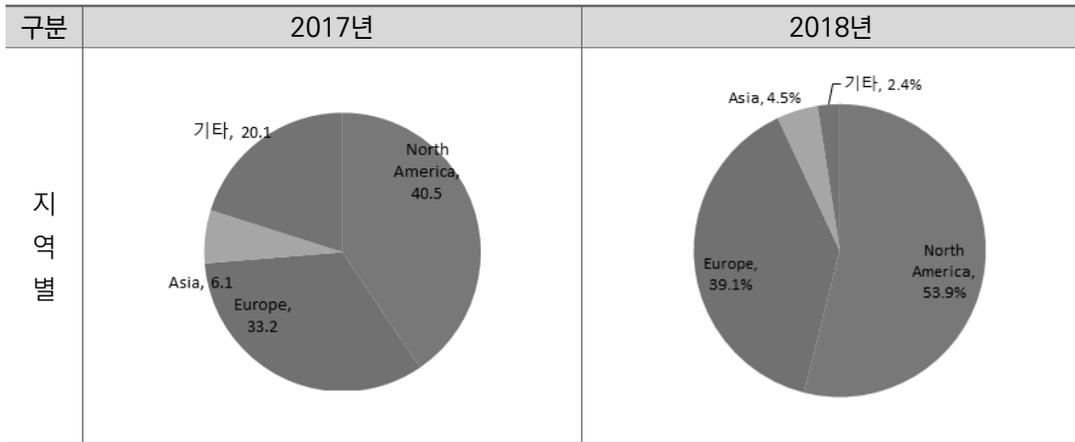
(단위 : 10억 달러)

| 구 분 | 펀드조성액(Fundraising) | | 잔여 약정액 (dry powder) | 평균 결성규모 (average capital targeted) |
|------|--------------------|----|------------------------|---------------------------------------|
| | 조성 펀드수(폐쇄형) | 전체 | | |
| 2011 | 59 | 27 | 88 | 0.474 |
| 2012 | 77 | 33 | 78 | 0.451 |
| 2013 | 93 | 49 | 112 | 0.559 |
| 2014 | 81 | 44 | 107 | 0.586 |
| 2015 | 99 | 61 | 108 | 0.660 |
| 2016 | 91 | 67 | 153 | 0.861 |
| 2017 | 97 | 77 | 170 | 0.856 |
| 2018 | 77 | 94 | 184 ¹⁾ | 1.240 |

주) 2018년도 잔여 약정액은 12월 말 기준임

자료: Preqin

[그림VI-7] 해외 인프라시장 펀드조성 지역별 비중 추이



자료: Preqin

- 2018년 6월 말 기준 해외 사모시장은 펀드조성 건수는 1,176개이고, 펀드조성액 규모는 4,320억 달러임
 - 잔여 약정금액은 전년도 말 대비 18.2% 증가한 1조 2,130억 달러임
 - 바이아웃 비중은 잔여 약정액 기준 57.5%(6,980억 달러)로 2012년 이후 해외 사모시장 성장을 견인하고 있고, 성장형은 전년도 대비 52.5% 성장한 2,120억 달러로 전체 잔여 약정액 규모 중 17.5%를 점유함
 - 벤처유형은 2,390억 달러 19.7%를 차지함
 - 결성금액 기준 비중은 북미가 50.4%로 가장 컸고, 유럽지역은 15.5%를 차지한 반면, 아시아는 27.3%를 나타냄

310 2018년 국민연금 기금운용 성과평가

〈표VI-27〉 해외 사모시장 연도별 펀드조성액 및 잔여 약정액 추이

(단위 : 10억 달러)

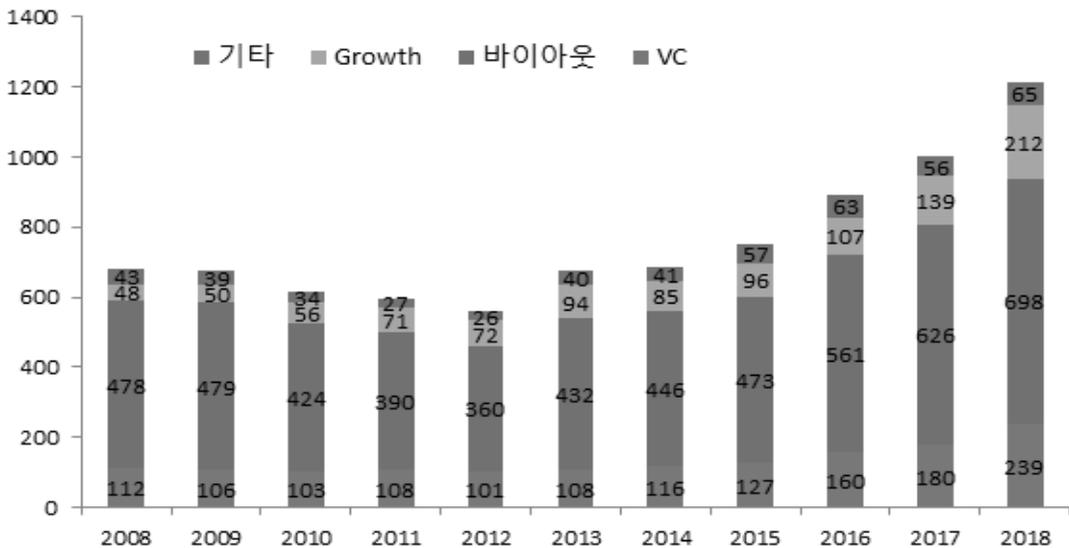
| 구 분 | 펀드조성액 (Fundraising) | | 잔여 약정액 (dry powder) |
|------|---------------------|-----|-------------------------|
| | 조성 펀드수 | 전체 | |
| 2009 | 795 | 212 | 671 |
| 2010 | 958 | 180 | 614 |
| 2011 | 1,162 | 238 | 594 |
| 2012 | 1,134 | 244 | 557 |
| 2013 | 1,245 | 326 | 669 |
| 2014 | 1,508 | 48 | 681 |
| 2015 | 1,892 | 402 | 743 |
| 2016 | 1,936 | 487 | 830 |
| 2017 | 1,670 | 566 | 1,026 |
| 2018 | 1,176 | 432 | 1,213 ¹⁾ |

주 1) 2018년도 잔여 약정액은 2018년도 6월 말 기준

자료: Preqin

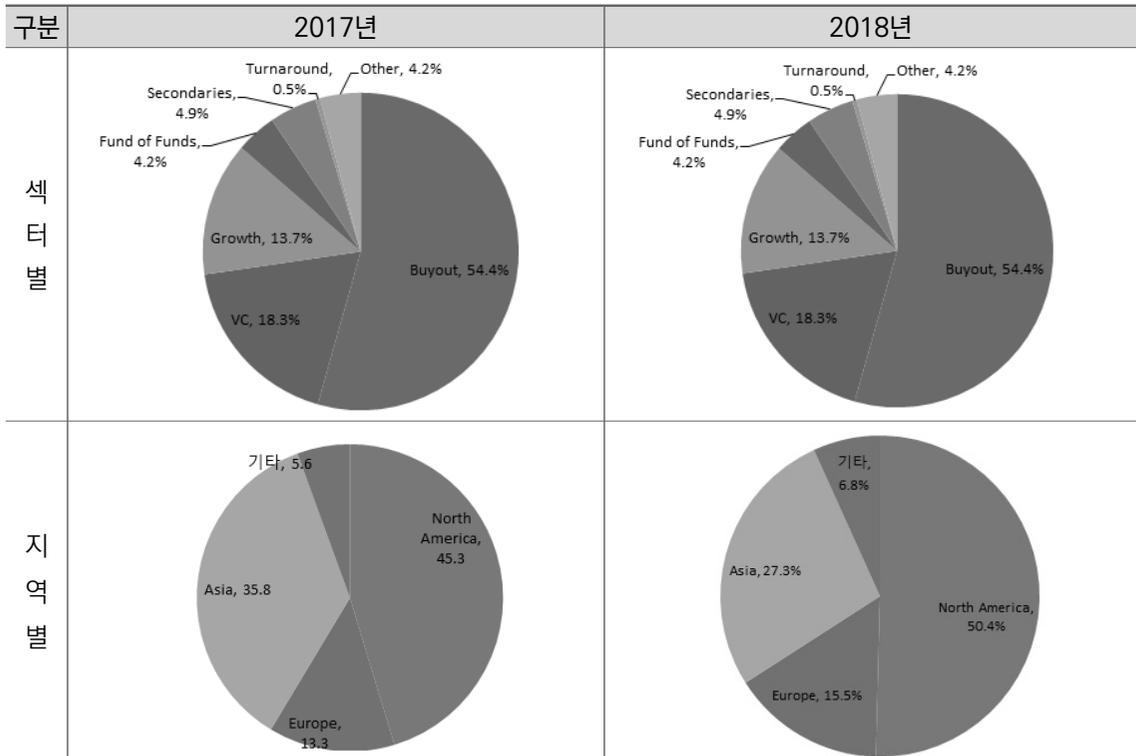
[그림VI-8] 해외 사모시장 연도별/섹터별 잔여 약정액(dry powder) 추이

(10억달러)



자료: Preqin

[그림 VI-9] 해외 사모시장 펀드 섹터별/지역별 비중 추이



주) 2017년 섹터별 비중은 2018년 1/4분기 펀드조성액(Fundraising)기준임. 2017년 지역별 비중은 2018년 1분기 결성금액(Capital Targeted) 기준, 2018년 섹터별, 지역별 비중은 2019년 1분기 기준
 자료: Preqin

- 2018년 헤지펀드시장은 운용자산이 감소하면서 전년도 대비 3.1% 축소되어 전년도 최대 규모 대비 1,000억불 감소한 3조 1,100억 달러 규모임
 - 2016년은 2009년 이후 처음으로 순유출 700억 달러를 기록하였고, 2018년도 다시 순유출 340억 달러를 나타냄

〈표 VI-28〉 헤지펀드시장 연도별 운용자산규모 및 순유입액 추이

(단위 : 10억 달러)

| 구 분 | 운용자산규모 | | 순유입액 |
|------|--------|------|------|
| | 총 규모 | 증가액 | |
| 2011 | 2,008 | 91 | 71 |
| 2012 | 2,252 | 244 | 34 |
| 2013 | 2,628 | 376 | 64 |
| 2014 | 2,845 | 217 | 76 |
| 2015 | 2,897 | 52 | 44 |
| 2016 | 3,020 | 123 | -70 |
| 2017 | 3,210 | 190 | 98 |
| 2018 | 3,110 | -100 | -34 |

자료: HFR Global Hedge Fund Industry Report news release, 2019.01.18

2. 포트폴리오 현황 총괄

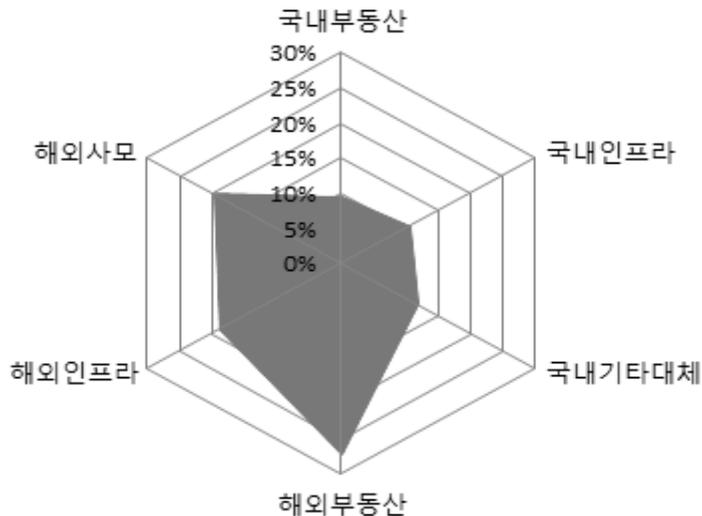
- 2018년 말 현재 대체투자 투자규모는 76조 6,222억 원으로 전년도 대비 14.7% 증가함
 - 국내 대체투자는 24조 4,088억 원으로 전년도 대비 9.6% 증가, 전체 대체투자의 32%를 차지
 - 해외 대체투자는 52조 2,135억 원으로 전년도 대비 17.2% 증가, 대체투자 전체 규모의 68%를 차지
 - 국내대체투자 시장기회가 여의치 않은 상황에서 해외대체투자를 중심으로 비중확대를 하고자한 방향으로 해외대체 비중이 증가한 모습임
 - 유형별 비중은 부동산 36%(국내: 9%, 해외: 27%), 인프라 30%(국내: 11%, 해외: 19%), 기타대체투자(사모투자) 32%(국내: 12%, 해외: 20%), 해외헤지펀드 2%를 차지함
 - 전년도 대비 대체투자 자산군 내 포트폴리오 구성의 변화는 크지 않으나 부동산 비중이 소폭 감소하고 사모투자의 비중이 소폭 증가하였음
- 국내대체의 유형별 투자규모는 국내부동산 7조 2,708억 원으로 전년도 대비 12.6% 증가하였고, 국내인프라(8조 825억 원)는 3.9% 증가, 국내기타대체(9조 555억 원)는 12.9% 증가하였음
 - 2018년 말 프로젝트와 블라인드펀드를 포함한 총 펀드 수는 전년도(322개) 대비 17개 증가한 339개임

- 2018년 말 기준 약정금액은 33조 7,136억 원으로 전년도(30조 9,842억 원) 대비 2조 7,294억 원 증가하였음
- 투자잔액은 전년도(21조 6,495억 원) 대비 2조 481억 원 증가한 23조 6,976억 원이며, 이 중 74.2%가 프로젝트이며 나머지 25.8%는 펀드임
- 투자개시 연도별 투자잔액을 살펴보면, 2008년, 2012년, 투자건 위주로 회수가 발생하였고 2011년과 2012년 투자개시 투자건의 투자잔액이 큰 상황
- 국내 PEF 시장이 확대되고 시장여건이 우호적이며, 벤처 신규투자가 증가하고 있는 가운데 국내기타대체의 약정금액은 전년도 대비 5,869억 원이 증가하였음

○ 해외대체의 유형별 투자규모는 해외대체 부문이 양호한 성과를 나타낸 가운데 해외부동산이 21조 650억 원으로 전년도 대비 15.1% 증가하였고, 인프라 14조 6,939억 원, 해외사모 15조 2,874억 원으로 각각 전년도 대비 20.0%, 18.7% 증가하였음

- 2018년 9월 말 프로젝트와 블라인드펀드를 포함한 총 펀드 수는 전년도(308개) 대비 35개 증가한 343개임
- 2018년 9월 말 달러기준 약정금액은 687억 4,300만 달러로 전년도(623억 3,900만 달러) 대비 64억 400만 달러 증가하였음
- 달러기준 투자잔액은 전년도(324억 4,2200만 달러) 대비 33억 2,600만 달러 증가한 357억 6,800만 달러이며, 이 중 31.6%가 프로젝트이고 나머지 68.4%는 펀드로 국내대체와 마찬가지로 지난해에 이어 펀드의 비중이 늘어나고 있음

[그림VI-10] 2018년도 국내 및 해외 대체투자자산의 구성비



〈표 VI-29〉 국민연금기금의 대체투자금액 추이

(단위 : 억 원, 백만 달러)

| 구 분 | | 2016년 | | 2017년 | | 2018년 | | |
|-----|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------|
| | | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | |
| 국내 | 부동산 | 59,366 | 9% | 64,595 | 10% | 72,708 | 9% | |
| | 인프라 | 83,086 | 13% | 77,797 | 12% | 80,825 | 11% | |
| | 기타 대체 | 소계 | 77,022 | 12% | 80,217 | 12% | 90,555 | 12% |
| | | 벤처투자 | 8,999 | - | 10,534 | - | 12,712 | - |
| | | 사모투자 | 67,546 | - | 69,683 | - | 77,843 | - |
| | | 구조조정투자 | 478 | - | - | - | - | - |
| | 계 | 219,475 | 34% | 222,608 | 33% | 244,088 | 32% | |
| 해외 | 부동산 | 원화 | 190,603 | 30% | 183,010 | 27% | 210,650 | 27% |
| | | 달러 | 15,772 | - | 17,081 | - | 18,840 | - |
| | 인프라 | 원화 | 103,201 | 16% | 122,455 | 18% | 146,939 | 19% |
| | | 달러 | 8,540 | - | 11,429 | - | 13,141 | - |
| | 사모 | 원화 | 114,100 | 18% | 128,815 | 19% | 152,874 | 20% |
| | | 달러 | 9,441 | - | 12,023 | - | 13,673 | - |
| | 헤지펀드 | 원화 | 9,307 | 1% | 11,310 | 2% | 11,672 | 2% |
| | | 달러 | 770 | - | 1,056 | - | 1,043 | - |
| | 계 | 원화 | 417,211 | 66% | 445,590 | 67% | 522,135 | 68% |
| | | 달러 | 34,523 | - | 41,590 | - | 46,698 | - |
| | 총계 | | 636,686 | 100% | 668,198 | 100% | 766,222 | 100% |

주) 자산들은 공정 가치로 평가되었음

자료: 국민연금연구원, 기금운용본부

〈표 VI-30〉 국내대체투자 포트폴리오 구성

(단위 : 건, 억 원)

| 구 분 | 2017년 | | | | 2018년 | | | |
|--------------------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|
| | 국내 부동산 | 국내 인프라 | 국내 기타사모 | 국내 대체 | 국내 부동산 | 국내 인프라 | 국내 기타사모 | 국내 대체 |
| 펀드 수 ²⁾ | 46 | 152 | 124 | 322 | 49 | 162 | 128 | 339 |
| 약정금액 ³⁾ | 65,173 | 89,729 | 154,940 | 309,842 | 79,305 | 95,598 | 162,233 | 337,136 |

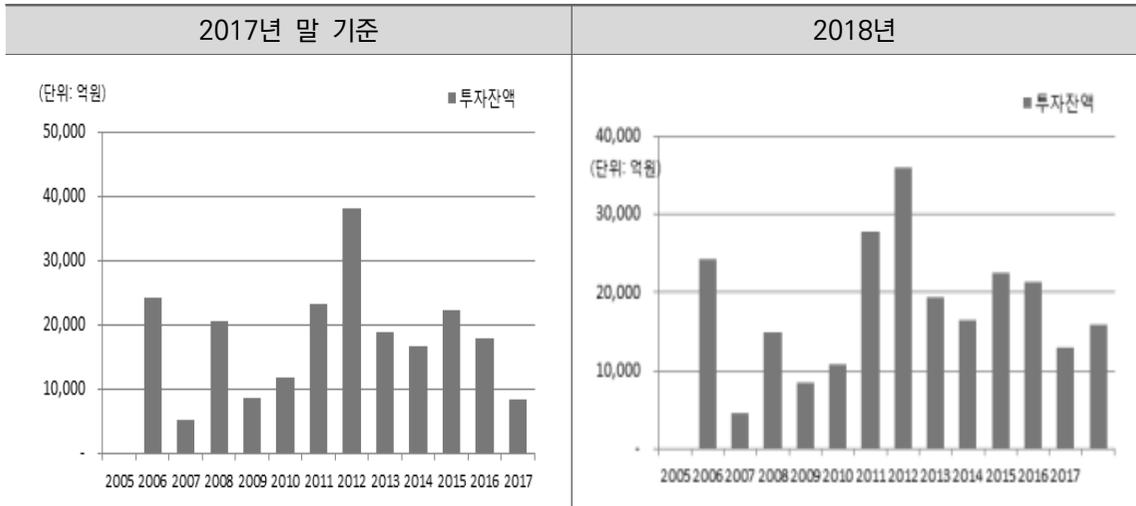
주 1) 약정금액은 2018년 12월 말 기준

2) 개별 종목 기준으로 펀드 수는 위탁펀드와 프로젝트(블라인드 포함)의 합임

3) 2018년 말 기준 청산 완료 펀드 및 출자가 이루어지지 않은 펀드 약정액은 제외되었음

자료: 기금운용본부

[그림 VI-11] 국내대체 투자개시 연도별 투자현황(투자잔액 기준)



자료: 기금운용본부

<표 VI-31> 해외대체투자 포트폴리오 구성¹⁾

(단위 : 건, 백만 달러)

| 구 분 | 2017년도 | | | | 2018년도 | | | |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 해외 부동산 | 해외 인프라 | 해외 사모 | 해외 대체 | 해외 부동산 | 해외 인프라 | 해외 사모 | 해외 대체 |
| 펀드 수 ²⁾ | 121 | 66 | 121 | 308 | 131 | 74 | 138 | 343 |
| 약정금액 | 26,530 | 13,538 | 22,271 | 62,339 | 29,428 | 14,755 | 24,560 | 68,743 |
| 집행금액 | 20,538 | 9,937 | 14,653 | 45,128 | 21,824 | 11,944 | 18,530 | 52,298 |

주 1) 2018년 9월 말 기준으로 <표 VI-19>와 상이할 수 있음

주 2) 개별 종목 기준으로 펀드 수는 위탁펀드와 프로젝트(블라인드 포함)의 합임

자료: 기금운용본부

- 2018년 말 현재 국민연금기금의 대체투자자산 위탁금액은 70조 1,108억 원으로 대체투자 자산의 91.5%를 차지하며, 위탁금액과 위탁비중은 전년도 대비 증가하였음
 - 국내대체와 해외대체의 위탁금액은 각각 17조 8,973억 원과 52조 2,135억 원이며, 국내 및 해외의 대체투자 위탁비율은 각각 73.3%, 100.0%로 해외대체는 모두 위탁 투자임
 - 국내대체 중 위탁자산은 부동산, 인프라 및 기타대체 유형별로 각각 8조 8,702억 원, 2조 2,614억 원 및 6조 7,657억 원이며, 부동산 부문의 위탁비중이 98%로 국내대체 자산군 가운데 가장 높음
 - 반면에 국내대체 중 인프라의 위탁자산 비중은 28%로 가장 낮음

〈표 VI-32〉 국내대체 및 해외대체 위탁비중

(단위 : 억 원, %)

| 구 분 | | 위탁금액 | 비중 |
|------|------|---------|-------|
| 국내대체 | 부동산 | 88,702 | 98.0 |
| | 인프라 | 22,614 | 28.0 |
| | 기타대체 | 67,657 | 93.1 |
| | 소계 | 178,973 | 73.3 |
| 해외대체 | 부동산 | 210,650 | 100.0 |
| | 인프라 | 146,939 | 100.0 |
| | 사모 | 152,874 | 100.0 |
| | 헤지펀드 | 11,672 | 100.0 |
| | 소계 | 522,135 | 100.0 |
| 전체 | | 701,108 | 91.5 |

주) 금액은 시가 기준임

자료: 국민연금연구원, 기금운용본부

- 해외대체 2018년 투자잔액 기준의 지역별 투자현황은 북미 30.4%, 글로벌투자 36.5%, 유럽지역 16.8%, 아시아 16.0%임
 - 전년도 대비 북미와 유럽, 아시아 비중은 축소, 글로벌투자 비중은 확대되었음
 - 특히 해외인프라와 해외사모는 글로벌투자 비중이 가장 높음
- 해외대체 통화별 투자현황은 미국 달러화가 75.4%를 점유하였고 유로는 14.0%를 차지하며 주요 5개 통화에 98.2%가 집중됨
 - 전년도 말 대비 미국 달러화 비중은 소폭 증가한 반면 유로화 비중은 감소하였음
- 해외대체는 2005년에 투자개시한 펀드가 존재하고, 투자잔액 기준으로 최근 5년 사이에 투자개시한 펀드 비중이 61.7%임
- 가장 최근인 2014년도에 투자개시한 펀드의 비중이 가장 높고 다음으로 2015년도 투자개시 펀드가 16.5%, 2016년도 투자개시 펀드 15.6% 등 2012~2016년도 투자개시 펀드의 비중이 높은 상황임

〈표VI-33〉 해외 대체자산 지역별 투자현황

(단위 : 백만 달러, %)

| 구 분 | 해외부동산 | | 해외사모 | | 해외인프라 | | 해외대체전체 | |
|-------------------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|
| | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 |
| 아시아 ³⁾ | 3,325 | 21.1 | 1,101 | 10.2 | 1,352 | 14.1 | 5,778 | 16.0 |
| 유럽지역 | 2,913 | 18.5 | 1,703 | 15.7 | 1,460 | 15.2 | 6,067 | 16.8 |
| 북미 | 7,257 | 46.1 | 3,862 | 35.6 | 2,087 | 21.7 | 13,206 | 30.4 |
| 남미 | 22 | 0.1 | - | - | 81 | 0.8 | 103 | 0.3 |
| 글로벌투자 | 2,240 | 14.2 | 4,158 | 38.4 | 4,615 | 48.1 | 11,012 | 36.5 |
| 전체 | 15,756 | 100.0 | 10,824 | 100.0 | 9,594 | 100.0 | 36,174 | 100.0 |

주 1) 해외대체투자 모니터링 자문사인 Grosvenor 제공 데이터의 2018년도 9월 말 투자잔액 기준임

2) 환율은 기금운용본부 내부 대미환율 적용

3) 해외사모의 아시아는 기금운용본부 분류체계에서 아시아/신흥국(EM, emerging market)임

자료: 기금운용본부

〈표VI-34〉 해외 대체자산 통화별 투자현황

(단위 : 백만 달러, %)

| 구 분 | 해외부동산 | | 해외사모 | | 해외인프라 | | 해외대체전체 | |
|---------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|
| | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 |
| 호주(AUD) | 853 | 5.4 | - | 0.0 | 972 | 10.1 | 1,826 | 5.0 |
| 유로(EUR) | 2,396 | 15.2 | 1,534 | 14.2 | 1,136 | 11.8 | 5,066 | 14.0 |
| 영국(GBP) | 400 | 2.5 | 207 | 1.9 | 416 | 4.3 | 1,023 | 2.8 |
| 일본(JPY) | 321 | 2.0 | - | - | - | - | 321 | 0.9 |
| 미국(USD) | 11,464 | 72.8 | 9,021 | 83.3 | 6,808 | 71.0 | 27,293 | 75.4 |
| 기타 | 322 | 2.0 | 62 | 0.6 | 263 | 2.7 | 646 | 1.8 |
| 전체 | 15,756 | 100.0 | 10,824 | 100.0 | 9,594 | 100.0 | 36,174 | 100.0 |

주 1) 해외대체투자 모니터링 자문사인 Grosvenor 제공 데이터의 2018년도 9월 말 투자잔액 기준임

2) 환율은 기금운용본부 내부 대미환율 적용

자료: 기금운용본부

〈표VI-35〉 해외 대체자산 투자개시 연도별 투자현황

(단위 : 백만 달러, %)

| 구 분 | 해외부동산 | | 해외사모 | | 해외인프라 | | 해외대체전체 | |
|------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|
| | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 |
| 2005 | 44 | 0.3 | 21 | 0.2 | - | 0.0 | 65 | 0.2 |
| 2006 | 22 | 0.1 | 160 | 1.5 | - | 0.0 | 181 | 0.5 |
| 2007 | 80 | 0.5 | 115 | 1.1 | - | 0.0 | 195 | 0.5 |
| 2008 | 337 | 2.1 | 156 | 1.4 | 83 | 0.9 | 576 | 1.6 |
| 2009 | 729 | 4.6 | 25 | 0.2 | - | 0.0 | 754 | 2.1 |
| 2010 | 262 | 1.7 | 108 | 1.0 | 1173 | 12.2 | 1,543 | 4.3 |
| 2011 | 467 | 3.0 | 626 | 5.8 | 567 | 5.9 | 1,661 | 4.6 |
| 2012 | 2,171 | 13.8 | 1,350 | 12.5 | 962 | 10.0 | 4,483 | 12.4 |
| 2013 | 2,047 | 13.0 | 1,695 | 15.7 | 641 | 6.7 | 4,383 | 12.1 |
| 2014 | 3,267 | 20.7 | 1,574 | 14.5 | 1323 | 13.8 | 6,164 | 17.0 |
| 2015 | 2,587 | 16.4 | 2,014 | 18.6 | 1355 | 14.1 | 5,957 | 16.5 |
| 2016 | 2,388 | 15.2 | 1,183 | 10.9 | 2066 | 21.5 | 5,637 | 15.6 |
| 2017 | 1,178 | 7.5 | 1,258 | 11.6 | 991 | 10.3 | 3,428 | 9.5 |
| 2018 | 176 | 1.1 | 539 | 5.0 | 433 | 4.5 | 1,148 | 3.2 |
| 전체 | 15,756 | 100.0 | 10,824 | 100.0 | 9,594 | 100.0 | 36,174 | 100.0 |

주 1) 해외대체투자 모니터링 자문사인 Grosvenor 제공 데이터의 2018년도 9월 말 투자잔액 기준임

2) 환율은 기금운용본부 내부 대미환율 적용

자료: 기금운용본부

- 국내 대체시장에서 우량자산 경쟁 심화, 저금리 지속에 따른 기대수익률 하락, 인프라에 대한 정부재정지출 축소 등으로 국민연금의 투자기회가 지속적으로 감소하고 있으나, 국내기타대체부문에서는 시장확대와 성숙화로 시장여건은 우호적임
 - 국내부동산은 2018년도 중 임대료가 유지되는 추세였음에도 불구하고 공실률 악화로 소득수익률 하락한 반면, 우량 자산에 대한 시중유동성 경쟁으로 자본수익률은 다소 상승함
 - 다만, 국내부동산에 대한 경쟁 격화로 향후 신규 부동산 투자의 기대수익에는 한계가 있을 것을 판단됨
 - 국내 경영참여형 사모집합투자기구(PEF) 시장은 연기금 등 기관투자자들의 투자확대 지속, 관련 제도와 규제에 대한 개편, 글로벌 운용사들의 국내시장 확장으로 시장여건이 양적, 질적으로 우호적인 분위기를 나타내고 있음
 - 다만 관련 국민연금기금 투자 프로세스가 변화된 기업결합 시장의 환경과 투자유인에 부합하지 않는 측면이 있어 제한적인 기업결합 투자기회에 참여하는 상황임
 - 국내 벤처 시장은 양적성장과 더불어 수익성도 개선된 모습
- 2018년 해외 대체투자는 글로벌 경기의 견조한 성장세 속에 3/4분기까지 자산가격이 상승하면서 채권형보다는 지분형 투자 위주인 국민연금 해외대체투자 성과가 높게 나타났고, 미국 달러화 강세로 원화 표시 수익도 높게 나타남
 - 다만 4/4분기 Fed(미국 중앙은행)의 시장의 불확실성으로 자산가격이 조정되었고, 시중 금리가 하락하였으나 해외대체투자 공정가치 산출에는 반영되지 않음

3. 국내부동산 포트폴리오 현황

- 2018년 말 국내 부동산투자의 투자 약정액은 7조 9,305억 원, 투자 잔액은 6조 8,184억 원으로 전년도 대비 각각 1조 2,123억 원, 6,941억 원 증가함
 - 국내 부동산투자는 지분형, 대출형, 혼합형으로 구분하며, 지분형의 투자 잔액이 5조 2,307억 원으로 76.7%를 차지함
 - 대출형과 혼합형의 투자 잔액은 각각 5,255억 원과 1조 1,621억 원임
- 대출형의 투자잔액은 전년도 대비 210억 원 감소하였으나 지분형과 혼합형의 투자잔액은 각각 1,401억 원, 5,750억 원 증가하였음

〈표VI-36〉 국내부동산 약정 및 투자현황

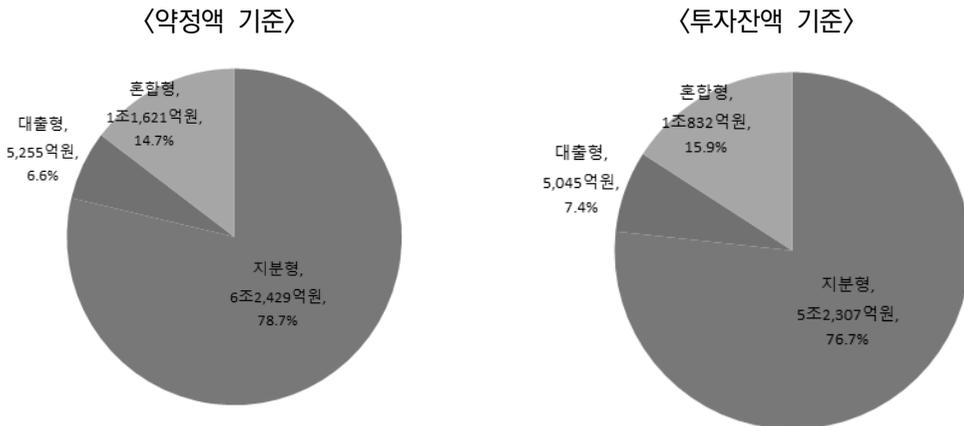
(단위 : 억 원)

| 부 문 | | 2017년 말 | | 2018년 말 | | 증 감 | |
|-------|-----|---------|--------|---------|--------|--------|-------|
| | | 약정 | 투자잔액 | 약정 | 투자잔액 | 약정 | 투자잔액 |
| 국내부동산 | 소 계 | 67,182 | 61,243 | 79,305 | 68,184 | 12,123 | 6,941 |
| | 지분형 | 55,966 | 50,906 | 62,429 | 52,307 | 6,463 | 1,401 |
| | 대출형 | 5,795 | 5,255 | 5,255 | 5,045 | -540 | -210 |
| | 혼합형 | 5,421 | 5,082 | 11,621 | 10,832 | 6,200 | 5,750 |

자료: 국민연금연구원, 기금운용본부

- 2018년 말 약정액 기준 78.7%, 투자잔액 기준 76.7%가 지분형임
- 대출형은 약정액 기준 6.6%, 혼합형은 14.7%를 차지함

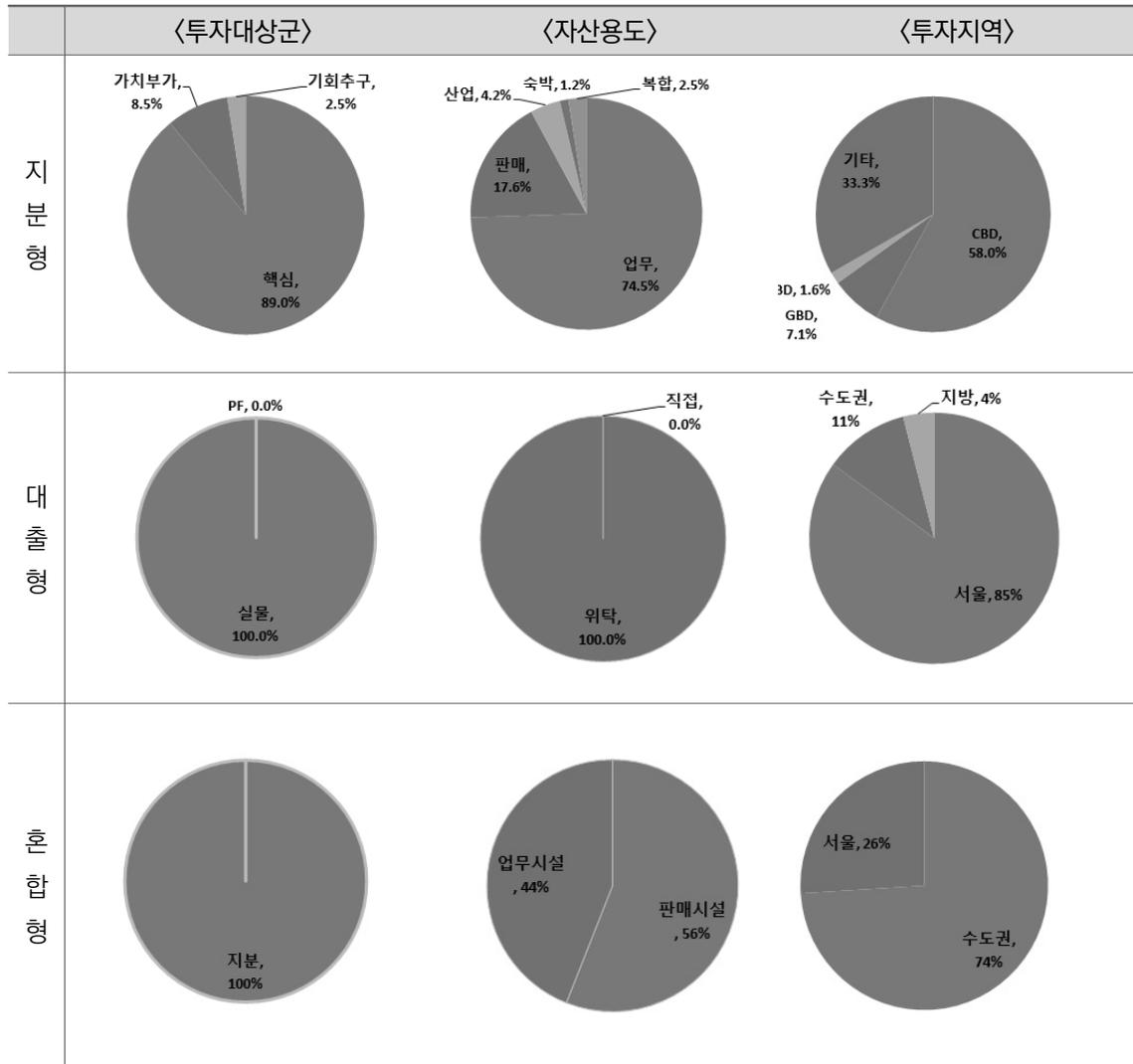
[그림VI-12] 국내부동산 투자유형별 비중



주) 금액은 2018년도 12월 말 약정금액 및 투자잔액 기준임
 자료: 기금운용본부

- 지분형은 89.0%가 핵심투자형에 투자하고 있으며, 자산의 주용도는 업무용이거나 판매 시설로 약 58%가 도심업무지구(CBD)에 위치함
- 대출형은 거의 대부분 실물에 대한 담보대출로서 위탁투자하고 있으며, 약 85%가 서울에 위치함
- 혼합형은 전액 지분투자로 서울 및 수도권에 위치하고, 56%가 판매시설에, 44%가 업무 시설에 투자되고 있음

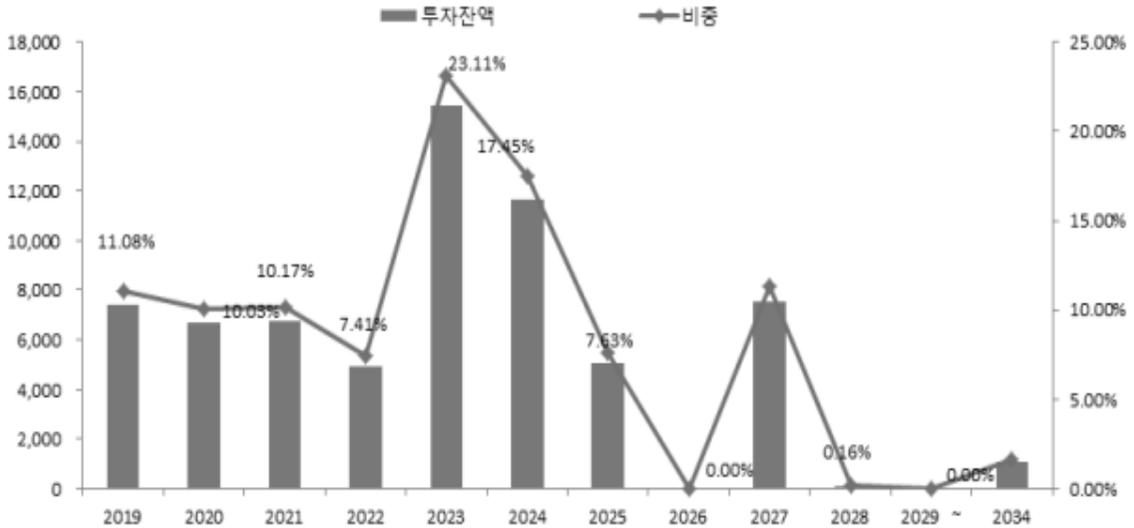
[그림VI-13] 국내부동산 투자유형별 비중



주) 비중은 2018년도 12월 말 약정금액 및 투자잔액 기준임
 자료: 기금운용본부

- 2023년이 만기인 투자건이 가장 높은 23.1%를 점유하고 있고, 개별자산 비중이 큰 A자산의 만기연장에 기인
 - 다음으로 비중이 높은 연도는 2024년으로 17.5%의 비중을 보이고 있음
 - 최근 5년간 만기도래 예정 자산의 비중은 전체 투자잔액의 61.8%임

[그림 VI-14] 국내부동산 투자만기별 비중



주) 금액은 2018년도 12월 투자잔액 기준임
 자료: 기금운용본부

4. 국내인프라 포트폴리오 현황

- 2018년 국내인프라의 투자 약정액은 9조 5,598억 원이고, 투자 잔액은 8조 1,701억 원임
 - 이 중 인프라 직접투자 잔액이 5조 9,426억 원으로 72.7%를 차지하고, 인프라 위탁 투자 잔액이 2조 2,275억 원으로 27.3%를 차지함
 - 전년도 말 대비 위탁투자 비중이 증가하였고 특히 위탁투자 내에서 발전·유틸리티의 비중이 증가하였음
- 국내인프라 투자는 BTO 사업, BTL 사업 및 발전·유틸리티, 운송·터미널, 에너지·자원으로 구분됨
 - BTO사업 비중이 56.6%로 가장 높고 다음이 BTL사업이며 발전·유틸리티가 전년도 대비 3,195억 원 증가하여 3.8%p 비중 증가하였음
- 직접투자의 경우, BTO 사업 투자잔액은 4조 4,370억 원으로 전체 인프라 투자잔액 대비 54.3%의 비중을 차지하고, BTL 사업은 1조 3,551억 원으로 16.6%를 차지함

322 2018년 국민연금 기금운용 성과평가

- 그 밖에 발전·유틸리티가 1.9%를 차지하여, 국내 인프라 직접투자는 BTL 사업과 BTO 사업 위주로 운영됨
- 위탁투자의 경우 BTO 사업은 1,873억 원으로 전체 인프라 투자잔액 대비 2.3%를 점유하고, BTL 사업은 382억 원으로 0.5%을 차지함
 - 발전·유틸리티 5,873억 원(7.2%), 운송·터미널 5,697억 원(7.0%), 자원·에너지는 8,450억 원으로 10.3%의 비중을 나타내며 투자 다각화를 지향한 포트폴리오를 구성하고자 함
- 직접투자의 경우, BTO 사업과 BTL 사업이 전년도(각 4조 4,674억 원 및 1조 4,395억 원) 대비 각각 304억 원, 844억 원이 감소하여 감소추세가 지속되고 있는 모습임
 - 한편, 같은 사업부문에 대해 위탁투자의 전년도(각 1,810억 원 및 401억 원)에 비해 BTO는 63억 원 증가, BTL은 19억 원 감소하였음
 - 위탁투자의 경우 발전·유틸리티 분야는 전년도 대비 3,202억 원이 증가하였고, 전년도에 이어 발전·유틸리티 분야의 증가추세는 지속되고 있음
 - 국내 인프라투자는 열악한 투자기회로 발전·유틸리티 외 신규 투자처 발굴이 쉽지 않았던 것으로 판단됨
 - 공동투자 확대와 신규 투자기회 발굴에 부응하기 위한 다각적 노력이 필요

〈표VI-37〉 국내인프라 투자현황

(단위 : 억 원, %)

| 구 분 | | 2017년도 | | | 2018년도 | | |
|----------|---------|----------|--------|-------|----------|--------|-------|
| | | 약정 금액 | 투자 잔액 | | 약정 금액 | 투자 잔액 | |
| | | | 금액 | 비중 | | 금액 | 비중 |
| 직접 투자 | 소계 | 66,711 | 60,602 | 76.0 | 66,849 | 59,426 | 72.7 |
| | BTO 사업 | 47,105 | 44,674 | 56.0 | 47,143 | 44,370 | 54.3 |
| | BTL 사업 | 17,939 | 14,395 | 18.0 | 17,939 | 13,551 | 16.6 |
| | 발전·유틸리티 | 1,667 | 1,533 | 1.9 | 1,767 | 1,504 | 1.8 |
| | 운송·터미널 | - | - | - | - | - | - |
| | 자원·에너지 | - | - | - | - | - | - |
| 위탁 투자 | 소계 | 25,527 | 19,162 | 24.0 | 28,749 | 22,275 | 27.3 |
| | BTO 사업 | 2,569 | 1,810 | 2.3 | 2,568 | 1,873 | 2.3 |
| | BTL 사업 | 465 | 401 | 0.5 | 465 | 382 | 0.5 |
| | 발전·유틸리티 | 6,950 | 2,671 | 3.3 | 10,172 | 5,873 | 7.2 |
| | 운송·터미널 | 7,077 | 5,829 | 7.3 | 7,077 | 5,697 | 7.0 |
| | 자원·에너지 | 8,466 | 8,450 | 10.6 | 8,466 | 8,450 | 10.3 |
| 합계 | 소계 | 92,238 | 79,764 | 100.0 | 95,598 | 81,701 | 100.0 |
| | BTO 사업 | 49,674 | 46,484 | 58.3 | 49,711 | 46,243 | 56.6 |
| | BTL 사업 | 18,404 | 14,797 | 18.6 | 18,404 | 13,933 | 17.1 |
| | 발전·유틸리티 | 8,617 | 4,204 | 5.3 | 11,939 | 7,377 | 9.0 |
| | 운송·터미널 | 7,077 | 5,829 | 7.3 | 7,077 | 5,697 | 7.0 |
| | 자원·에너지 | 8,466 | 8,450 | 10.6 | 8,466 | 8,450 | 10.3 |

주) 금액에는 rounding error에 의한 차이가 포함

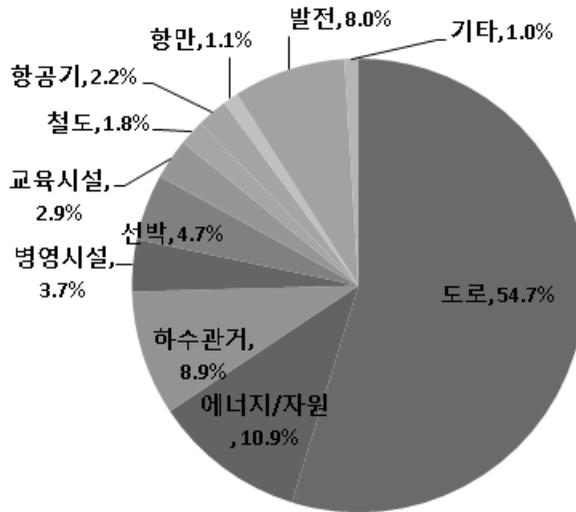
자료: 기금운용본부

○ 국내인프라는 전액 Core 및 Core-plus⁶²⁾ 자산에 투자하고 있음

- 투자잔액 기준으로 Core 자산의 비중은 85.5%임
- 섹터별로는 A고속도로, B고속도로, C고속도로 등 BTO 도로사업의 섹터가 54.7%이나 전년도 대비 비중은 감소
- 그 외에 에너지·자원이 10.9%, 하수관거가 8.9% 비중을 나타내며 전년도 대비 비중이 감소한 모습임

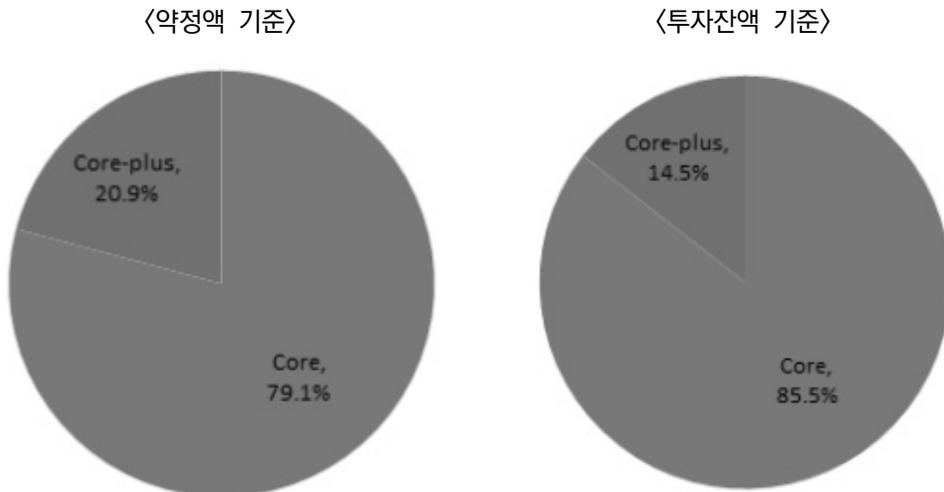
62) 건설단계부터 투자한 자산은 Core-plus 전략으로 분류됨

[그림VI-15] 국내인프라 투자섹터별 비중



주) 금액은 2018년도 12월 말 투자잔액 기준임
 자료: 기금운용본부

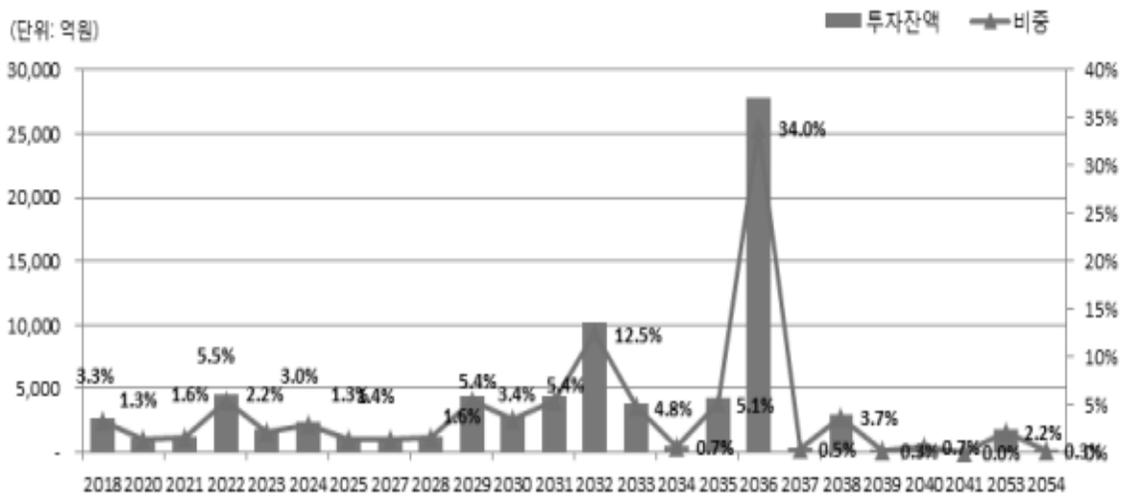
[그림VI-16] 국내인프라 투자전략별 비중



주 1) 금액은 2018년도 12월 말 투자잔액 기준임
 자료: 기금운용본부

- A고속도로, B고속도로, C고속도로, D터널 등의 투자자산들이 만기에 포함된 2036년의 비중이 34.0%로 가장 높은 비중을 나타냄
- 최장 30년의 만기를 갖는 투자자산도 있는 인프라의 특성을 감안하면 향후 국민연금의 투자시계와 운용여건을 고려한 포트폴리오 구축이 이루어질 필요가 있을 것임

[그림 VI-17] 국내인프라 투자만기별 비중



주) 금액은 2018년도 12월 말 투자잔액 기준임
 자료: 기금운용본부

5. 국내기타대체투자 포트폴리오 현황

- 2018년 말 현재 기타대체투자 자산의 약정금액은 16조 2,233억 원으로 전년도 15조 4,955억 원에 비해 4.7% 증가하였고, 투자잔액은 8조 7,069억 원으로 전년도 대비 1조 279억 원이 증가하여 13.4% 증가함
 - 벤처투자 잔액은 7,055억 원으로 전년도 4,040억 원 대비 48.1% 증가함
 - PEF는 전년도 5조 3,364억 원 대비 13.6% 증가한 6조 602억 원이며 국내기타대체 부문 약정액 기준 비중은 60.1%, 투자잔액 기준 비중은 69.6%임
 - 기타대체투자자산 중 2018년 말 약정액 기준으로 신규약정이 활발한 세부부문은 PEF(66.2%)와 벤처투자(19.4%)이고 투자집행이 활발한 세부부문은 PEF(77.5%), 벤처투자(11.8%)와 Co-pa 펀드(8.5%)임

326 2018년 국민연금 기금운용 성과평가

- 투자잔액 기준으로 전년도 대비 증가한 부문은 벤처투자, PEF, Co-pa순이며, NPL(-17.9%), 메자닌(-7.0%)은 감소

○ 전년도 대비 투자잔액이 감소한 부문은 메자닌과 NPL로 각각 128억 원과 479억 원이 감소하였음

- 이에 따라 메자닌의 투자잔액 비중은 7.0% 줄어들었고, NPL의 투자잔액도 17.9% 감소하였음

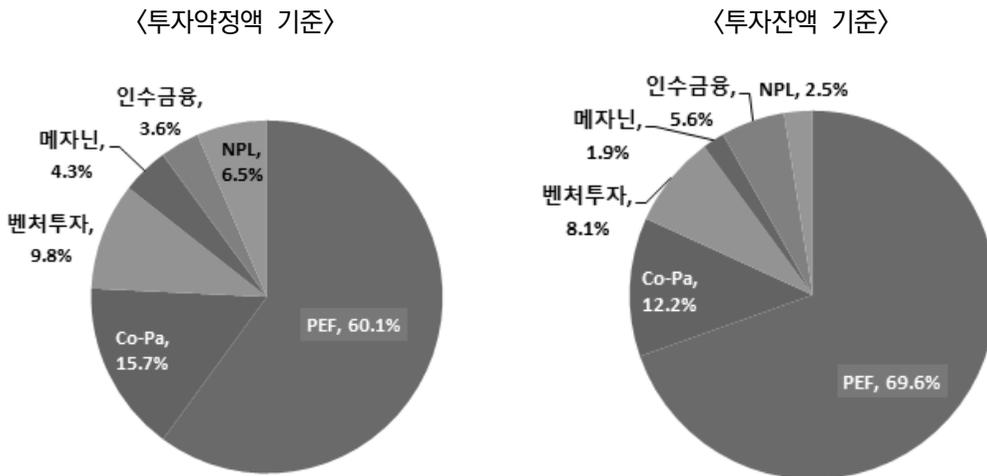
〈표Ⅵ-38〉 국내기타대체 포트폴리오 현황

(단위 : 억 원)

| 구분 | 2017년 말 | | 2018년 약정/투자 | | 2018년 말 | |
|-------|---------|--------|-------------|--------|---------|--------|
| | 약정 | 투자잔액 | 신규약정 | 투자집행 | 약정 | 투자잔액 |
| PEF | 93,637 | 53,364 | 13,773 | 15,216 | 97,465 | 60,602 |
| Co-Pa | 30,343 | 9,619 | - | 1,665 | 25,443 | 10,624 |
| 벤처투자 | 9,325 | 4,765 | 4,040 | 2,310 | 15,955 | 7,055 |
| 메자닌 | 4,970 | 1,817 | 3,000 | 230 | 6,970 | 1,689 |
| 인수금융 | 5,900 | 4,556 | - | 905 | 5,900 | 4,909 |
| NPL | 10,500 | 2,670 | - | 985 | 10,500 | 2,191 |
| CRC | 280 | - | - | - | - | - |
| 합계 | 154,955 | 76,790 | 20,813 | 19,646 | 162,233 | 87,069 |

자료: 기금운용본부

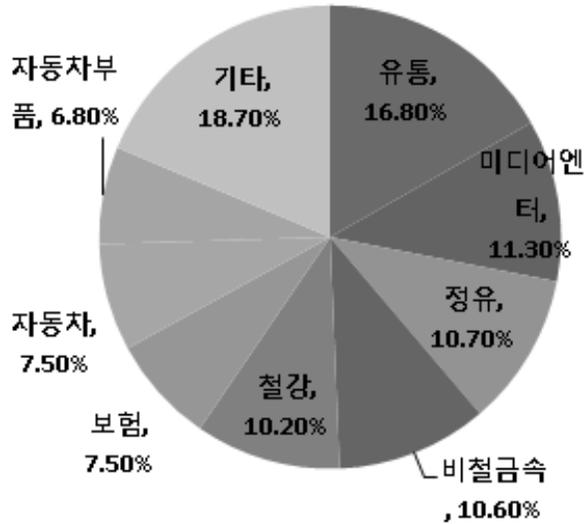
[그림Ⅵ-18] 국내기타대체 투자전략별 비중



주) 금액은 2018년도 12월 말 약정금액 및 투자잔액 기준임
 자료: 기금운용본부

- 프로젝트투자의 섹터별 비중은 기타부문의 비중(18.7%)이 가장 높고, 다음은 유통 부문 (16.8%)임

[그림 VI-19] 국내기타대체 프로젝트투자 섹터별 비중

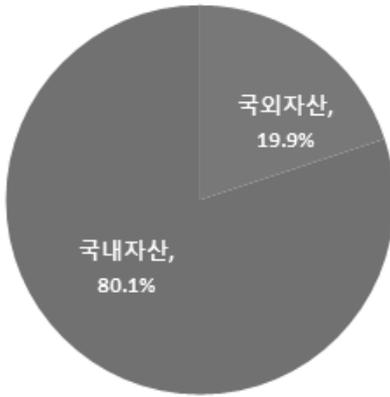


주) 금액은 2018년도 6월 말 투자잔액 기준임
 자료: 기금운용본부

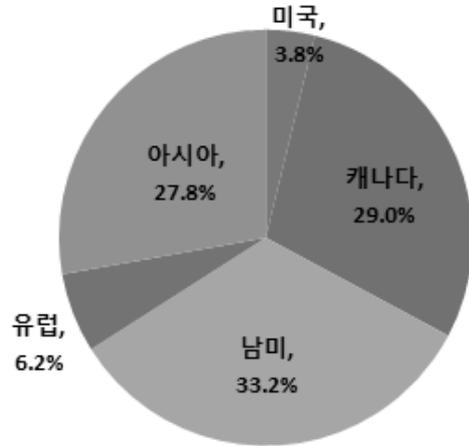
- 2018년 말 현재 국내기타대체의 해외소재 COPA(Corporate partnership) 및 프로젝트 PEF 등을 통해 투자하고 있으며 국내기타대체 자산 내의 약 19.9%를 차지함
 - 해외자산은 남미에 33.2%, 캐나다에 29.0%, 아시아에 27.8%에 소재하고 있음

[그림Ⅵ-20] 국내기타대체 해외자산 비중

〈국내기타대체 내 해외자산 비중〉



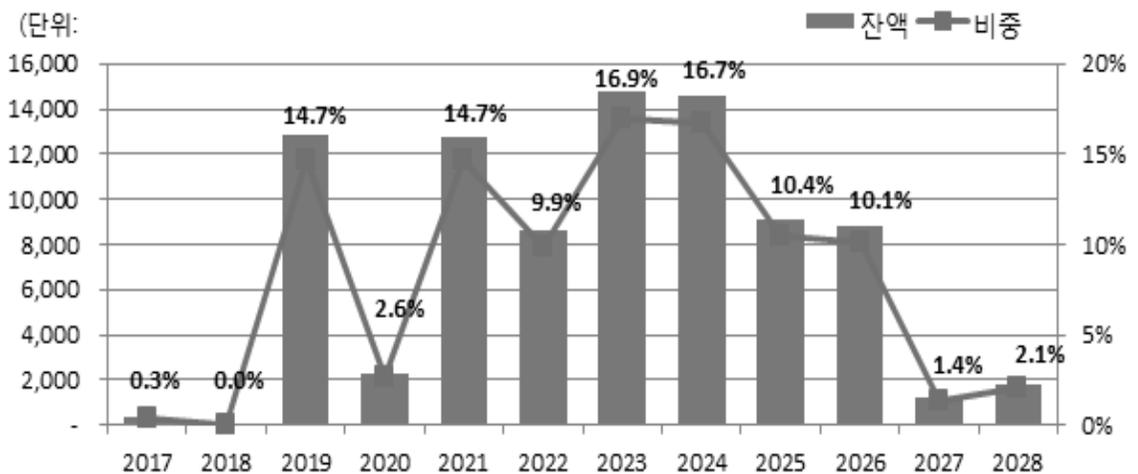
〈해외자산 내 소재국가별 비중〉



주) 금액은 2018년도 12월 말 투자잔액 기준임
 자료: 기금운용본부

- 펀드 약정 상 만기일 기준 투자비중은 2023년이 16.9%로 가장 높은 비중을 나타냄
- 최근 5년 이내 만기도래가 예상되는 투자자산 비중은 32.3%임

[그림Ⅵ-21] 국내기타대체 투자만기별 비중



주 1) 금액은 2018년도 12월 말 투자잔액 기준임
 2) 2017년 만기는 A 펀드(인수금융)으로 해당 대출채권은 2017년 4월 26일 만기도래 이후 연체상태임
 자료: 기금운용본부

6. 해외부동산 포트폴리오 현황

- 2018년 3분기 말 현재 국민연금기금은 35개의 해외부동산 프로젝트와 98개의 해외부동산 펀드에 투자하고 있음
 - 누적 총 약정금액은 294억 4,700만 달러이고 집행금액은 218억 2,100만 달러이며, 투자 진척도는 77.0%임
- 해외부동산 펀드의 총 약정금액은 약 210억 8,600만 달러이며 전년도 대비 16.4% 증가함
 - 투자집행은 146억 8,600만 달러로 전년도 대비 14.2% 증가함
 - 해외부동산 펀드(합동펀드+단독펀드)의 지역별 투자잔액 기준 비중은 유럽지역 9.1%, 북미 28.0%, 아시아가 10.3%, 글로벌투자가 14.2%로 북미에 보다 편중되어 있음
- 해외부동산 프로젝트의 약정금액은 83억 9,300만 달러이고, 이 중 집행금액은 71억 3,900만 달러로 전년도 대비 각각 0.2%와 7.0% 감소하였음
 - 해외부동산 프로젝트의 투자잔액 비중은, 유럽지역 24.5%, 북미지역이 47.2%, 아시아가 28.3%로 아시아와 유럽지역 비중이 해외부동산 펀드에 비해 높음
- NAV와 잔여약정금액 합을 기준으로 Core 및 Core-plus 전략의 비중은 54%, Value-added 전략은 26%, Opportunistic 전략은 20%임
 - 펀드 내 Core 비중이 전년도 대비 8%p 감소한 반면, Core-plus 전략은 3%p 증가하였음
 - 프로젝트 내 전략 비중은 전년도 대비 Core와 Opportunistic 비중이 감소한 반면 Core-plus와 Value-added 비중은 증가하였음
- 투자잔액을 기준으로 해외부동산 포트폴리오를 통화별로 보면, 미국 달러화의 비중이 72.8%, 유로화의 비중이 15.2%를 차지함
 - 펀드 내에서는 미국 달러화의 비중이 82.0%, 유로화의 비중이 12.2%를 차지하였고 특히 단독펀드의 경우 미국 달러화가 84.9%를 차지함
 - 프로젝트 내에서는 유로화 및 호주 달러화 비중이 상대적으로 높아 각각 7.5% 및 13.2%를 차지함
- 최근 5년간 투자 개시된 투자 건의 비중이 60.9%를 차지하고 있으며, 펀드 내에서는 63.4%를 차지함
 - 프로젝트 내에서는 2009년 이전 투자 건은 종료됨

330 2018년 국민연금 기금운용 성과평가

- 2016년 이후 투자 개시된 투자건은 펀드 내에서는 20.6%인 반면, 프로젝트 내에서는 28.8%를 차지하며 프로젝트의 투자비중이 상대적으로 높게 나타나고 있음

○ 2017년 달러 강세, Fed 완만한 금리상승 기조와 연말 금리하락 등으로 자산가격 상승함

- 그러나 북미, 유럽 그리고 아시아 지역 투자비중은 축소되었고 글로벌투자의 비중은 크게 증가하고 있는 모습임

〈표VI-39〉 해외부동산 투자현황

(단위 : 백만 달러)

| 구분 | 2017년 3분기 기준 | | | 2018년 3분기 기준 | | |
|------|--------------|-------|--------|--------------|-------|--------|
| | 전체 | 프로젝트 | 펀드 | 전체 | 프로젝트 | 펀드 |
| 투자자산 | 121개 | 33개 | 88개 | 133개 | 35개 | 98개 |
| 약정금액 | 26,530 | 8,411 | 18,119 | 29,477 | 8,391 | 21,086 |
| 집행금액 | 20,538 | 7,676 | 12,862 | 21,823 | 7,137 | 1,4686 |

주) 기금 해외대체투자 모니터링 자문사인 GCM Grosvenor 제공 자료 기준

자료: 기금운용본부

〈표VI-40〉 해외부동산 전략별 투자현황

(단위 : %)

| 구분 | 2016 | | | 2017 | | | 2018 | | |
|---------------|------|-----|-------|------|-----|-------|------|-----|-------|
| | 프로젝트 | 펀드 | 해외부동산 | 프로젝트 | 펀드 | 해외부동산 | 프로젝트 | 펀드 | 해외부동산 |
| Core | 68 | 1 | 23 | 68 | 0.5 | 31 | 64 | 2 | 23 |
| Core plus | - | 47 | 31 | - | 51 | 28 | - | 48 | 31 |
| Value-added | 28 | 25 | 26 | 28 | 25 | 15 | 24 | 27 | 26 |
| Opportunistic | 4 | 27 | 19 | 4 | 24 | 26 | 12 | 23 | 20 |
| 전체 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

주 1) 해외대체투자 모니터링 자문사인 Grosvenor 제공 데이터의 2018년도 9월 말 NAV+잔여약정금액 기준임

2) 환율은 기금운용본부 내부 대미환율 적용

자료: 기금운용본부

〈표VI-41〉 해외부동산 지역별 투자현황

(단위 : 백만 달러, %)

| 구분 | 단독펀드 | | 프로젝트 | | 합동펀드 | | 해외부동산 | |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 |
| 아시아 | 805 | 16.5 | 1,707 | 28.3 | 812 | 16.7 | 3,325 | 21.1 |
| 유럽지역 | 569 | 11.7 | 1,480 | 24.5 | 864 | 17.8 | 2,913 | 18.5 |
| 북미 | 2,466 | 50.6 | 2,845 | 47.2 | 1,946 | 40.1 | 2,240 | 46.1 |
| 남미 | - | - | - | - | 22 | 0.5 | 7,257 | 0.1 |
| 글로벌투자 | 1,033 | 21.2 | - | - | 1,207 | 24.9 | 22 | 14.2 |
| 전체 | 4,873 | 100.0 | 6,032 | 100.0 | 4,851 | 100.0 | 15,756 | 100.0 |

주 1) 해외대체투자 모니터링 자문사인 GCM Grosvenor 제공 데이터의 2018년도 9월 말 투자잔액 기준임

2) 환율은 기금운용본부 내부 대미환율 적용

자료: 기금운용본부

〈표VI-42〉 해외부동산 통화별 투자현황

(단위 : 백만 달러, %)

| 구 분 | 단독펀드 | | 프로젝트 | | 합동펀드 | | 해외부동산 | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 |
| 호주(AUD) | - | - | 795 | 13.2 | 58 | 1.2 | 853 | 5.4 |
| 유로(EUR) | 364 | 7.5 | 1,213 | 7.5 | 819 | 16.9 | 2,396 | 15.2 |
| 영국(GBP) | 205 | 4.2 | 150 | 4.2 | 45 | 0.9 | 400 | 2.5 |
| 일본(JPY) | 163 | 3.3 | 87 | 3.3 | 71 | 1.5 | 321 | 2.0 |
| 미국(USD) | 4,137 | 84.9 | 3,491 | 84.9 | 3,836 | 79.1 | 11,464 | 72.8 |
| 기타 | 5 | 0.1 | 295 | 0.1 | 22 | 0.5 | 322 | 2.0 |
| 전체 | 4,873 | 100.0 | 6,032 | 100.0 | 4,851 | 100.0 | 15,756 | 100.0 |

주 1) 해외대체투자 모니터링 자문사인 Grosvenor 제공 데이터의 2018년도 9월 말 투자잔액 기준임

2) 환율은 기금운용본부 내부 대미환율 적용

자료: 기금운용본부

〈표VI-43〉 해외부동산 투자개시 연도별 투자현황

(단위 : 백만 달러, %)

| 구 분 | 단독펀드 | | 프로젝트 | | 합동펀드 | | 해외부동산 | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 |
| 2005 | - | - | - | - | 44 | 0.9 | 44 | 0.3 |
| 2006 | - | - | - | - | 22 | 0.4 | 22 | 0.1 |
| 2007 | - | - | - | - | 80 | 1.6 | 80 | 0.5 |
| 2008 | - | - | - | - | 337 | 7.0 | 337 | 2.1 |
| 2009 | - | - | 686 | 11.4 | 43 | 0.9 | 729 | 4.6 |
| 2010 | 17 | 0.4 | 245 | 4.1 | - | 0.0 | 262 | 1.7 |
| 2011 | 362 | 7.4 | - | - | 106 | 2.2 | 467 | 3.0 |
| 2012 | 1,030 | 21.1 | 602 | 10.0 | 539 | 11.1 | 2,171 | 13.8 |
| 2013 | 151 | 3.1 | 1,065 | 17.7 | 830 | 17.1 | 2,047 | 13.0 |
| 2014 | 1,945 | 39.9 | 340 | 5.6 | 982 | 20.2 | 3,267 | 20.7 |
| 2015 | 386 | 7.9 | 1,357 | 22.5 | 844 | 17.4 | 2,587 | 16.4 |
| 2016 | 635 | 13.0 | 1,264 | 20.9 | 490 | 10.1 | 2,388 | 15.2 |
| 2017 | 294 | 6.0 | 356 | 5.9 | 528 | 10.9 | 1,178 | 7.5 |
| 2018 | 53 | 1.1 | 116 | 1.9 | 6 | 0.1 | 176 | 1.1 |
| 전체 | 4,873 | 100.0 | 6,032 | 100.0 | 4,851 | 100.0 | 15,756 | 100.0 |

주 1) 해외대체투자 모니터링 자문사인 Grosvenor 제공 데이터의 2018년도 9월 말 투자잔액 기준임

2) 환율은 기금운용본부 내부 대미환율 적용

자료: 기금운용본부

7. 해외인프라 포트폴리오 현황

- 2018년 3분기 말 현재 국민연금기금은 19개의 해외인프라 프로젝트와 56개의 해외인프라 펀드에 투자하고 있음
 - 누적 총 약정금액은 147억 5,500만 달러이고 집행금액은 119억 4,400만 달러로 투자 진척도는 80.9%임
- 해외인프라 펀드의 총 약정금액은 약 102억 2,000만 달러이고, 이는 전년도 대비 16.0% 증가한 금액임
 - 투자집행은 약 75억 8,700만 달러 수준으로 전년도 대비 36.9% 지속 증가추세에 있음
 - 해외인프라 펀드의 투자잔액을 지역 별로 보면, 유럽지역 투자가 13.7%, 북미지역이 9.9%, 글로벌투자가 66.4%로 글로벌 펀드의 비중이 가장 높음
- 해외인프라 프로젝트의 약정금액은 45억 3,500만 달러이고, 이 중 집행금액은 43억 5,800만 달러로 전년도 대비 각각 2.2%와 0.7% 감소함
 - 해외인프라 프로젝트의 투자잔액을 지역별로 보면, 유럽지역 투자가 17.5%, 북미지역이 39.7%, 글로벌이 20.4%, 아시아가 22.5% 수준임
- NAV와 잔여약정금액 합을 기준으로 다각화(Diversified) 전략의 비중은 44%를 차지하며, 에너지 전략은 20%, Midstream 전략은 16%를 차지함
 - 펀드 내 다각화(Diversified) 전략 비중이 전년도 대비 2%p 증가하고, 교통 전략은 2%p 감소하였음
 - 프로젝트 내 Midstream 비중은 전년도 대비 1%p 감소하였고 통신부문 전략도 1%p 감소하였으며, 선박 전략이 1% 증가하는 등 전략별 비중은 크게 변화하지 않았음
- 투자잔액을 통화별로 보면, 미국 달러화의 비중이 71.0%, 호주 달러화의 비중이 10.1%를 차지함
 - 펀드 내에서는 미국 달러화의 비중이 78.2%, 유로화의 비중이 17.5%를 차지하였고 특히 단독펀드의 경우 미국 달러화로 전액 투자됨
 - 프로젝트 내에서는 호주 달러화 및 영국 파운드화 비중이 상대적으로 높아 각각 18.8% 및 10.9%를 차지함
- 최근 5년간 투자 개시된 투자건의 비중이 64.3%를 차지하고 있으며, 펀드 내에서는 69.2%를 차지하고 있음
 - 프로젝트 내에서는 2010년의 투자 건이 30.0% 비중으로 남아 있음

- 프로젝트 내에서 최근 5년 간 투자 개시된 투자건은 56.8%를 차지하며 펀드와 상이한 투자현황을 나타냄

○ 아시아지역의 사회기반시설 수요 증가, 미국의 확대재정 정책에 따른 에너지 및 교통부문 활성화, 유럽지역의 지속적인 산업기반시설 노후화 개선에 따라 시장이 활성화되고 있음

〈표VI-44〉 해외인프라 투자현황

(단위 : 백만 달러)

| 구분 | 2017년 3분기 기준 | | | 2018년 3분기 기준 | | |
|------|--------------|-------|-------|--------------|-------|--------|
| | 전체 | 프로젝트 | 펀드 | 전체 | 프로젝트 | 펀드 |
| 투자자산 | 66개 | 17개 | 49개 | 75개 | 19개 | 56개 |
| 약정금액 | 13,538 | 4,726 | 8,812 | 14,755 | 4,535 | 10,220 |
| 집행금액 | 9,937 | 4,398 | 5,540 | 11,944 | 4,358 | 7,587 |

주) 기금 해외대체투자 모니터링 자문사인 GCM Grosvenor 제공 자료 기준

자료: 기금운용본부

〈표VI-45〉 해외인프라 전략별 투자현황

(단위 : %)

| 구분 | 2016 | | | 2017 | | | 2018 | | |
|-----------|------|-----|-------|------|-----|-------|------|-----|-------|
| | 프로젝트 | 펀드 | 해외인프라 | 프로젝트 | 펀드 | 해외인프라 | 프로젝트 | 펀드 | 해외인프라 |
| 다각화전략 | 2 | 72 | 44 | 2 | 70 | 42 | 1 | 73 | 44 |
| 에너지 | 11 | 28 | 21 | 9 | 28 | 20 | 12 | 25 | 20 |
| Midstream | 47 | - | 19 | 40 | - | 17 | 41 | - | 16 |
| 선박 | 6 | - | 2 | 5 | - | 2 | 8 | - | 3 |
| 통신 | 5 | - | 2 | 4 | - | 2 | 3 | - | 1 |
| 교통 | 29 | - | 12 | 40 | - | 16 | 35 | - | 14 |
| 항공 | - | - | - | - | 2 | 1 | - | 1 | 1 |
| 전체 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

주 1) 해외대체투자 모니터링 자문사인 Grosvenor 제공 데이터의 2017년도 9월 말 투자잔액 기준임

2) 환율은 기금운용본부 내부 대미환율 적용

자료: 기금운용본부

〈표 VI-46〉 해외인프라 지역별 투자현황

(단위 : 백만 달러, %)

| 구 분 | 단독펀드 | | 프로젝트 | | 합동펀드 | | 해외인프라 | |
|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 |
| 아시아 | - | - | 857 | 22.5 | 495 | 11.3 | 1,352 | 14.1 |
| 유럽지역 | - | - | 667 | 17.5 | 793 | 18.2 | 1,460 | 15.2 |
| 북미 | - | - | 1,515 | 39.7 | 572 | 13.1 | 2,087 | 21.7 |
| 남미 | - | - | - | - | 81 | 1.9 | 81 | 0.8 |
| 글로벌투자 | 1409 | 100.0 | 779 | 20.4 | 2,427 | 55.6 | 4,615 | 48.1 |
| 전체 | 1409 | 100.0 | 3,818 | 100.0 | 4,367 | 100.0 | 9,594 | 100.0 |

주 1) 해외대체투자 모니터링 자문사인 Grosvenor 제공 데이터의 2018년도 9월 말 투자잔액 기준임

2) 환율은 기금운용본부 내부 대미환율 적용

자료: 기금운용본부

〈표 VI-47〉 해외인프라 통화별 투자현황

(단위 : 백만 달러, %)

| 구 분 | 단독펀드 | | 프로젝트 | | 합동펀드 | | 해외인프라 | |
|---------|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 |
| 호주(AUD) | - | - | 718 | 18.8 | 254 | 5.8 | 972 | 10.1 |
| 유로(EUR) | - | - | 127 | 3.3 | 1,009 | 23.1 | 1,136 | 11.8 |
| 영국(GBP) | - | - | 416 | 10.9 | - | - | 416 | 4.3 |
| 일본(JPY) | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 미국(USD) | 1409 | 100.0 | 2294 | 60.1 | 3,105 | 71.1 | 6,808 | 71.0 |
| 기타 | - | - | 263 | 6.9 | - | - | 263 | 2.7 |
| 전체 | 1409 | 100.0 | 3818 | 100.0 | 4,367 | 100.0 | 9,594 | 100.0 |

주 1) 해외대체투자 모니터링 자문사인 Grosvenor 제공 데이터의 2018년도 9월 말 투자잔액 기준임

2) 환율은 기금운용본부 내부 대미환율 적용

자료: 기금운용본부

〈표 VI-48〉 해외인프라 투자개시 연도별 투자현황

(단위 : 백만 달러, %)

| 구 분 | 단독펀드 | | 프로젝트 | | 합동펀드 | | 해외인프라 | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 |
| 2008 | - | - | - | - | 83 | 1.9 | 83 | 0.9 |
| 2009 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 2010 | - | - | 1,173 | 30.7 | - | - | 1,173 | 12.2 |
| 2011 | 59 | 4.2 | 235 | 6.2 | 2,783 | 6.2 | 567 | 5.9 |
| 2012 | - | - | 61 | 1.6 | 901 | 20.6 | 962 | 10.0 |
| 2013 | - | - | 180 | 4.7 | 460 | 10.5 | 641 | 6.7 |
| 2014 | 380 | 26.9 | 492 | 12.9 | 452 | 10.3 | 1,323 | 13.8 |
| 2015 | 492 | 34.9 | 195 | 5.1 | 668 | 15.3 | 1,355 | 14.1 |
| 2016 | 122 | 8.6 | 720 | 18.8 | 1,225 | 28.1 | 2,066 | 21.5 |
| 2017 | 168 | 11.9 | 550 | 14.4 | 273 | 6.2 | 991 | 10.3 |
| 2018 | 189 | 13.4 | 212 | 5.6 | 32 | 0.7 | 433 | 4.5 |
| 전체 | 1,409 | 100.0 | 3,818 | 100.0 | 4,367 | 100.0 | 9,594 | 100.0 |

주 1) 해외대체투자 모니터링 자문사인 Grosvenor 제공 데이터의 2018년도 9월 말 투자잔액 기준임

2) 환율은 기금운용본부 내부 대미환율 적용

자료: 기금운용본부

8. 해외사모 포트폴리오 현황

- 2018년 3분기 말 현재 국민연금기금은 16개의 해외사모 프로젝트와 122개의 해외 사모 펀드에 투자하고 있음
 - 해외 사모투자의 총 약정금액은 245억 6,000만 달러이고 집행금액은 185억 3,000만 달러로 투자의 진척도는 75.4%임
- 해외사모 펀드의 총 약정금액은 약 217억 5,900만 달러이고, 전년도 대비 11.4% 증가한 금액임
 - 투자집행은 161억 4,700만 달러로 전년도 대비 24.5% 증가함
 - 해외 사모펀드의 투자잔액을 지역별로 보면, 유럽지역 투자가 15.7%, 북미가 35.7%, 아시아가 10.2%, 글로벌투자가 38.4%로 글로벌 투자비중이 가장 높음
 - 또한, 투자전략별로 보면 바이아웃(buyout)이 63%로 가장 많고, Distressed가 9%, Credit/메자닌이 14%를 차지하고 있음
- 2018년 3분기 말 현재 국민연금기금의 해외사모 프로젝트 약정금액은 28억 100만 달러이고, 이 중 집행금액은 23억 8,300만 달러로 전년도 대비 각각 2.2%와 41.8% 증가함
 - 해외사모 프로젝트의 투자잔액을 지역별로 보면 북미지역 투자가 60.6%, 글로벌투자가 23.1%, 아시아/신흥국(EM) 0.6%임
 - 또한, 투자전략별로 보면, 바이아웃이 78%, Credit/메자닌이 22%로 두 부문에 특화되어 있고 특히 중소형 바이아웃이 2018년도에 신규로 투자되었음
- 2016년부터 펀드 내 Core 전략과 VC 전략이 투자가 개시되었으며, 2018년 동안 Core 전략의 투자잔액 기준 비중은 유지되었으나 VC 전략은 감소함
 - 투자잔액을 기준으로 해외사모의 Credit/메자닌과 Distressed의 비중이 1%p 감소, 2%p씩 증가하였음
- 투자잔액을 통화별로 보면, 미국 달러화의 비중이 82.7%, 유로화의 비중이 16.4%로 두 통화가 대부분의 비중을 차지함
 - 펀드 내에서는 미국 달러화의 비중이 82.9%, 유로화의 비중이 17.1%를 차지하였고 특히 단독펀드의 경우 미국 달러화 비중이 95.5%를 차지함
 - 프로젝트 내에서는 미국 달러화 비중이 75.8%이고 다음으로 영국 파운드화가 15.2%의 비중을 나타냄
- 최근 5년 사이에 투자 개시된 투자 건의 비중이 88.8%를 차지하며, 특히 프로젝트 내에서는

93.9%를 차지하고 있음

- 펀드 내에서는 2011년 이전의 투자 건은 2.0%임
- 2016년 이후 개시된 투자 건은 프로젝트 내에서는 75.9%인 반면, 펀드 내에서는 66.1%를 차지하며 상이한 투자현황을 나타냄

○ 미국 달러화 강세와 더불어 Fed의 완만한 금리상승 기조로 자산가격 상승의 효과는 지분형 해외대체 실적에 긍정적으로 요인으로 작용

- 다만 이것은 2018년도 3분기 이후의 연말 금리하락과 환율상승 그리고 주식시장의 가격조정 등은 반영되지 않았음

〈표VI-49〉 해외사모 투자현황

(단위 : 백만 달러)

| 구 분 | 2017년 3분기 기준 | | | 2018년 3분기 기준 | | |
|------|--------------|-------|--------|--------------|-------|--------|
| | 전 체 | 프로젝트 | 펀드 | 전 체 | 프로젝트 | 펀드 |
| 투자자산 | 121개 | 13개 | 108개 | 138개 | 16개 | 122개 |
| 약정금액 | 22,271 | 2,741 | 19,529 | 24,560 | 2,801 | 21,759 |
| 집행금액 | 14,653 | 1,681 | 12,972 | 18,530 | 2,383 | 16,147 |

주) 기금 해외대체투자 모니터링 자문사인 GCM Grosvenor 제공 자료 기준

자료: 기금운용본부

〈표VI-50〉 해외사모 전략별 투자현황

(단위 : %)

| 구 분 | 2016 | | | 2017 | | | 2018 | | |
|-------------|------|-----|------|------|-----|------|------|-----|------|
| | 프로젝트 | 펀드 | 해외사모 | 프로젝트 | 펀드 | 해외사모 | 프로젝트 | 펀드 | 해외사모 |
| Core | - | 6 | 5 | - | 6 | 5 | - | 5 | 5 |
| Credit/Mezz | 59 | 16 | 20 | 30 | 12 | 15 | 22 | 13 | 14 |
| Distressed | - | 9 | 9 | - | 8 | 7 | - | 9 | 9 |
| 대형 바이아웃 | 41 | 35 | 36 | 70 | 38 | 42 | 75 | 38 | 41 |
| Secondary | - | 9 | 8 | - | 9 | 8 | - | 10 | 9 |
| 중소형 바이아웃 | - | 24 | 21 | - | 26 | 23 | 3 | 24 | 22 |
| VC | - | 1 | 1 | - | 1 | 0.4 | - | 1 | 0.1 |
| 기타 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 전체 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

주 1) 해외대체투자 모니터링 자문사인 Grosvenor 제공 데이터의 2018년도 9월 말 NAV+잔여약정금액 기준임

2) 환율은 기금운용본부 내부 대미환율 적용

자료: 기금운용본부

〈표VI-51〉 해외사모 지역별 투자현황

(단위 : 백만 달러, %)

| 구 분 | 단독펀드 | | 프로젝트 | | 합동펀드 | | 해외사모 | |
|-------------------|------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 |
| 아시아 ³⁾ | 40 | 2.4 | 2 | 0.6 | 531 | 7.2 | 573 | 6.1 |
| 유럽지역 | 75 | 4.5 | 57 | 15.7 | 1,276 | 17.4 | 1,407 | 15.0 |
| 북미 | 363 | 21.7 | 219 | 60.6 | 2,062 | 28.2 | 2,645 | 28.2 |
| 남미 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 글로벌투자 | 1198 | 71.5 | 84 | 23.1 | 3,457 | 47.2 | 4,738 | 50.6 |
| 전체 | 1677 | 100.0 | 361 | 100.0 | 7,326 | 100.0 | 9,364 | 100.0 |

주 1) 해외대체투자 모니터링 자문사인 Grosvenor 제공 데이터의 2018년도 9월 말 투자잔액 기준임

2) 환율은 기금운용본부 내부 대미환율 적용

3) 해외사모의 아시아는 기금운용본부 분류체계에서 아시아/신흥국(EM, emerging market)임

자료: 기금운용본부

〈표VI-52〉 해외사모 통화별 투자현황

(단위 : 백만 달러, %)

| 구 분 | 단독펀드 | | 프로젝트 | | 합동펀드 | | 해외인프라 | |
|----------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 |
| 유로(EUR) | 75 | 4.5 | 2 | 0.5 | 1,461 | 19.9 | 1,538 | 16.4 |
| 미국(USD) | 1,602 | 95.5 | 274 | 75.8 | 5,865 | 80.1 | 7,740 | 82.7 |
| 영국(GBP) | - | - | 55 | 15.2 | - | - | 55 | 0.6 |
| 캐나다(CAD) | - | - | 31 | 8.6 | - | - | 31 | 0.3 |
| 전체 | 1,677 | 100.0 | 361 | 100.0 | 7,326 | 100.0 | 9,364 | 100.0 |

주 1) 해외대체투자 모니터링 자문사인 Grosvenor 제공 데이터의 2017년도 9월 말 투자잔액 기준임

2) 환율은 기금운용본부 내부 대미환율 적용

자료: 기금운용본부

〈표 VI-53〉 해외사모 투자개시 연도별 투자현황

(단위 : 백만 달러, %)

| 구 분 | 단독펀드 | | 프로젝트 | | 합동펀드 | | 해외사모 | |
|------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 |
| 2006 | - | - | - | - | 11 | 0.2 | 11 | 0.1 |
| 2007 | - | - | - | - | 50 | 0.7 | 50 | 0.5 |
| 2008 | - | - | - | - | 10 | 0.1 | 10 | 0.1 |
| 2009 | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 2010 | 106 | 6.3 | - | - | - | - | 106 | 1.1 |
| 2011 | 40 | 2.4 | 2 | 0.5 | 140 | 1.9 | 182 | 1.9 |
| 2012 | 173 | 10.3 | - | - | 110 | 1.5 | 283 | 3.0 |
| 2013 | - | - | - | - | 404 | 5.5 | 404 | 4.3 |
| 2014 | 191 | 11.4 | 20 | 5.6 | 639 | 8.7 | 850 | 9.1 |
| 2015 | 421 | 25.1 | 65 | 18.0 | 757 | 10.3 | 1,243 | 13.3 |
| 2016 | 207 | 12.4 | 137 | 37.9 | 948 | 12.9 | 1,292 | 13.8 |
| 2017 | 95 | 5.7 | 86 | 23.7 | 1,342 | 18.3 | 1,522 | 16.3 |
| 2018 | 443 | 26.4 | 52 | 14.3 | 2,915 | 39.8 | 3,410 | 36.4 |
| 전체 | 1,677 | 100.0 | 361 | 100.0 | 7,326 | 100.0 | 9,364 | 100.0 |

주 1) 해외대체투자 모니터링 자문사인 Grosvenor 제공 데이터의 2018년도 9월 말 투자잔액 기준임

2) 환율은 기금운용본부 내부 대미환율 적용

자료: 기금운용본부

9. 헤지펀드 포트폴리오 현황

- 2018년 4분기 말 현재 헤지펀드 순자산 가치는 10억 달러이며, 전략 유형 중 Event-driven이 29.2%, Relative Value 23.1%, Equity-hedge가 23.5%를 차지함
- 헤지펀드에 대한 포트폴리오 위험관리는 투자잔액을 기준으로 투자전략 및 편입펀드 운용사의 비중이 30% 이하가 되도록 관리하고 있음
 - 재간접헤지펀드 위험관리는 NAV를 기준으로 투자전략 및 편입펀드 운용사의 비중이 각각 50% 이하이어야 하며, 점검결과 기준을 초과하고 있지는 않음
 - 유동성 관련 지표⁶³⁾는 1년간 적용이 유예되었고, 2017년 2월 초기 포트폴리오 구축이 완료되어 2018년 2월부터 점검되고 있음

63) 1년 이내 현금화 가능자산 비중 최소 60% 이상, 2년 이내 현금화 가능 자산 비중 최소 90%이상, 2년 초과 4년 이내 현금화 가능 자산 비중 최대 10% 이하

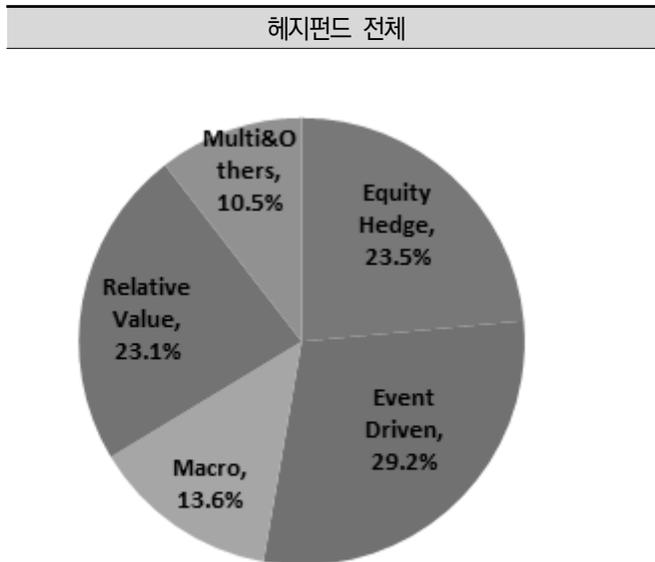
〈표VI-54〉 헤지펀드 투자현황

(단위 : 건, 백만 달러)

| 구 분 | 2018년 3분기 기준 | | |
|------|--------------|------|-------|
| | 전 체 | 프로젝트 | 펀드 |
| 투자자산 | 2 | - | 2 |
| 약정금액 | - | - | - |
| 집행금액 | 1,000 | - | 1,000 |

주) 기금 해외대체투자 모니터링 자문사인 GCM Grosvenor 제공 자료 기준
 자료: 기금운용본부

[그림VI-22] 헤지펀드 투자전략별 비중



주) 2018년도 9월 말 NAV 기준임
 자료: 기금운용본부

제4절 요약 및 시사점

■ 대체투자 운용방향

- 대체투자 자산의 상이한 위험-수익 특성을 고려하여 운용 효율성 제고 및 신규 투자처 발굴
 - 대체투자의 운용목표는 주식, 채권 등 표준화된 전통적 자산과는 다른 위험-수익 특성을 고려하여 기금전체의 운용 효율성을 제고하는데 있음
 - 또한 각 세부자산군별로 새로운 투자상품과 시장을 발굴하기 위한 적극적인 노력을 경주하고자 함
- 대체투자 증장기 운용방향은 비중확대이나 현재의 시장여건과 집행상황 등을 고려하여 2018년도 기금운용계획 상에서는 소폭 비중확대
 - 대체투자 목표비중은 12.5%이고 인프라, 부동산, 사모투자 및 헤지펀드의 목표비중은 각각 3.2%, 4.8%, 4.0%, 0.5%이나 세부자산군의 투자비중은 탄력적으로 상호조정 가능
- 해외대체를 중심으로 집행규모를 확대하는 것으로 계획하고 전년도와 마찬가지로 우량 투자기회 확보를 위한 대체자산군 각 부문별 기반(platform) 펀드 발굴 및 전략적 투자자와의 네트워크 강화를 계획함
 - 아울러 국내대체는 포트폴리오 전략 다변화를 추진하고자 함
 - 해외대체는 경영권매수 투자지속, 포트폴리오 리밸런싱과 더불어 전략실행의 유연성을 확보하고 다변화를 추진하고자 함

■ 수익률 및 성과요인 분석

- 2018년도 대체투자 전체 수익률은 12.05%로 전년도 4.65%보다 7.40%p 상승하였고, 최근 3년 평균수익률은 8.85%임
 - 대체투자 수익률 상승의 요인은 공정가치 평가에 의한 자산가치 상승과 해외대체의 환효과에 의한 것임
 - 2018년도 국내대체 수익률은 8.26%인 반면, 해외대체의 수익률은 13.95%로 국내대체 대비 높은 수준임

- 대체투자 성과가 2018년 대비 상승한 이유는 전년도 대비 해외대체의 달러 강세와 더불어 공정가치 변화로 인한 가치상승에 기인
 - 환변동에 의한 효과와 가치변동에 의한 효과는 전체 대체투자 성과에서 각각 절반정도 영향을 미치고 있는 것으로 추정됨
 - 달러화 대비 유로화(EUR)는 연초 대비 4.8%, 원화(KRW)는 3.2% 절하되며 통화 가치가 하락하면서 원화표시 수익률이 높아지게 됨
 - 대부분의 세부자산들이 전년도 대비 수익률이 상승하였으며 국내대체 보다는 해외대체의 수익률 상승 폭이 더 크게 나타났음
 - 해외 부동산(전년도 2.68%), 해외 인프라(전년도 2.77%) 수익률이 전년도 대비 각각 11.02%p에서 11.05%p 상승하며 10% 이상의 성과를 보였음
 - 특히 해외사모는 전년도 7.74%에서 7.61%p 상승한 15.35%를 나타냄
 - 2016년부터 신규 투자된 헤지펀드는 중위험-중수익 재간접펀드(fund of funds)로 구성되면서 헤지펀드 시장의 성과가 저조했던 2018년도 상황에서도 환효과로 원화기준 3.20%의 성과를 나타냄

- 국내대체의 부문별 수익률은 **국내인프라가 9.41%, 국내기타대체 7.89%, 국내부동산 7.17%**임
 - 2018년도 국내기타대체 수익률은 7.89%로 전년도 대비 0.92%p 하락하였고 이는 기타 대체 내의 사모투자 수익률이 하락하였기 때문임
 - 2018년도 국내부동산 수익률은 7.17%로 전년도 대비 0.26%p 상승하였고, 이는 전년도 대비 국내 공정가치평가 변동분 상승 때문임
 - 2018년도 국내인프라 수익률은 9.41%로 전년도 대비 6.58%p 상승하였고, 인프라의 가치변동분 상승에 기인함
 - 과거 3년간 부문별 수익률을 살펴보면, 국내기타대체 수익률은 6.57%, 국내부동산 수익률은 7.20%, 국내인프라 수익률은 6.35%임

- 해외대체의 부문별 수익률은, **해외사모 15.35%, 해외인프라 13.82%, 해외부동산 13.70% 및 헤지펀드 3.20%**를 나타냄
 - 2018년도 해외대체 수익률은 전년도에 비해 10.31%p 상승한 13.95%의 수익률을 보였으며, 이는 부동산, 사모, 헤지펀드 수익률이 원화평가절하 등으로 전년도 대비 상승하였기 때문임

■ 포트폴리오 분석

- 2018년 말 현재 대체투자 투자규모는 76조 6,222억 원으로 전년도 대비 14.7% 증가함
 - 국내 대체투자는 24조 4,086억 원으로 전년도 대비 9.6% 증가, 전체 대체투자의 32%를 차지하고, 해외 대체투자는 52조 2,135억 원으로 전년도 대비 17.2% 증가, 68%를 차지
 - 국내대체투자 시장기회가 여의치 않은 상황에서 해외대체투자를 통한 비중확대의 방향으로 해외대체 비중이 증가함
 - 유형별 비중은 부동산 36%(국내: 9%, 해외: 27%), 인프라 30%(국내: 11%, 해외: 19%), 기타대체투자(사모투자) 32%(국내: 12%, 해외: 20%), 헤지펀드는 2%의 비중으로 전년도 대비 비중변화가 크지 않음
- 국내대체의 유형별 투자규모는 국내부동산 7조 2,708억 원으로 전년도 대비 12.6% 증가하였고, 국내인프라(8조 825억 원)는 3.9% 증가, 국내기타대체(9조 555억 원)는 12.9% 증가하였음
 - 국내 PEF 시장이 확대되며 우호적인 분위기였고, 벤처 신규투자가 증가한 가운데 국내 기타대체의 약정금액은 전년도 대비 5,869억 원이 증가하였음
- 해외대체의 유형별 투자규모는 해외부동산 21조 650억 원으로 전년도 대비 15.1% 증가하였고, 인프라 14조 6,939억 원, 해외사모 15조 2,874억 원으로 각각 전년도 대비 20.0%, 18.7% 증가하였음
- 국내 대체시장에서 부동산 및 인프라 관련 우량자산 경쟁 심화, 저금리 지속에 따른 기대 수익률 하락으로 투자기회가 지속적으로 감소하고 있으나, 국내기타대체부문에서 우호적인 시장분위기가 나타나고 있음
- 2018년 해외 대체투자는 완만한 금리상승 기조와 함께 예상외 저금리 유지로 3/4분기 까지 자산가격이 상승하면서 채권형보다는 지분형 투자 위주인 국민연금 해외대체투자 성과가 높게 나타났고, 미국 달러화 강세로 원화 표시 수익도 높게 나타남

■ 시사점

- 대체투자 집행실적 개선을 위한 투자전략과 투자프로세스 개선과 함께 향후 운용방향과 위험관리 강화방안 마련 노력 병행 필요

- 최근까지 대체투자의 집행실적 부진으로 대체투자의 SAA기준비중 대비 실제비중의 하회
가 지속되어 왔으며, 이는 기금전체 성과에 부정적인 영향을 미쳐왔음
- 다만 2018년도 기금운용계획에 따른 목표비중(12.5%)과 실제비중(12.0%)이 큰 괴리가
있는 것은 아닌 상황임
- 최근 증기자산배분 상 대체투자의 비중 확대의 운용방향을 이행해 가는 과정에서 목표
비중의 확대정도가 둔화되었던 측면도 있음
- 그럼에도 불구하고 향후에도 대체투자의 비중확대 방향에 따른 집행 노력이 지속되어야
할 것으로 보이나 대체투자 시장에서의 경쟁심화, 대체자산 가치의 고점 논란, 대체투자
프로세스의 제약사항들로 인해 비중확대가 쉽지 않은 상황임
- 이를 개선하기 위해 기금운용본부는 대체투자 관련 부서의 확대개편, 대체투자 의사결정
신속화, 전술적 개념의 신규전략 플랫폼 도입 등을 검토하고 추진하고자 하였음
- 우선 대체투자 관련 조직개편은 2018년도 동안 기존 국내와 해외로 나누었던 대체투자
관련 운용부서를 자산군 기반으로 나누어 확대 개편한 것이었음
- 국내대체투자를 담당하던 대체투자실과 해외대체투자를 담당하던 해외대체실을 사모투자실,
인프라실, 부동산실의 3개실로 나누고 각 실내에 국내와 해외를 각각 담당하는 2개의
팀을 신설함
- 의사결정체계 개선은 기존 2달 이상 걸리던 의사결정 프로세스를 단축하기 위해 특정
조건 하에서는 신속절차(fast-track)를 진행할 수 있는 체계를 검토하였음
- 이는 LP경쟁 심화에 따른 우량 투자기회를 확보하는데 경쟁력을 갖기 위한 노력의 일환임
- 또 다른 방안 중 하나는 기존 전략적 자산군 차원에서만 다루어지던 대체투자의 세부
자산군 외에 전술적으로 투자할 수 있는 신규 투자전략 플랫폼을 도입하는 것임
- 이는 기존 주식이나 채권에서 벤치마크 외(non-benchmark) 종목에 투자하는 전술적
운용과 유사한 성격의 운용수단으로 활용될 수 있을 것으로 사료됨
- 특히 정형화되기 어렵다는 대체투자의 특성을 감안하여 대체투자 시장에서의 새로운
투자기회를 확보하고 다양한 자산에 대한 다변화를 위해서는 운용의 유연성과 재량확대가
중요한 고려사항이 되어야 할 것임
- 기금운용본부는 전술적 차원에서 운용체계에 대한 유연화, 다변화, 체계화를 목표로 하고
여러 방안들을 실행하고 있으나 전략적 차원에서도 이러한 운용방향을 지원할 수 있도록
관련 내용이 검토될 필요가 있음
- 이를 위해 공적연기금 내에서 대체투자라는 자산에 대한 적극적인 투자와 운용을 위해서
필요한 투자철학과 의사결정체계의 권한과 위임에 대한 심도깊은 논의와 이해가 필요

- 이러한 모든 조치가 대체투자의 비중확대라는 목표를 달성하기 위한 것이라면 이와 관련하여 다음과 같은 추가적인 사항들도 고민하고 대응할 필요가 있을 것임
- 첫째, 단기적으로는 대체투자를 비롯한 투자자산 가치의 고점에 대한 우려가 잠재되어 있으므로 자산가격의 본격적 조정 시점 이전의 투자는 보다 신중한 접근이 필요한 반면, 조정 시점 이후의 본격적 투자확대를 위한 대응과 준비가 필요할 것으로 사료됨
- 둘째, 장기적으로는 현 상황에서의 국민연금 투자시계가 20년 이하일 수 있다는 점을 고려하여 통상적으로 만기 10년~30년 정도가 되는 부동산과 인프라 자산에 대한 장기 투자전략을 향후 검토해 볼 필요가 있다고 사료됨
- 최근에 도입된 대체투자 세부자산군의 집행자금 예측을 통한 배분체계 검토는 이러한 논의의 출발이 될 수도 있을 것으로 생각됨
- 아울러 해외사무소 역할강화 등을 포함한 조직체계 변경과 새로운 투자프로세스와 전략 도입에 부응하는 위험관리 방안에 대한 검토와 개선노력도 병행될 필요가 있음

VII

2018년 국민연금 기금운용 성과평가

2018년도 기금운용 심층분석

- 주제 1. 국민연금기금 국내주식 위탁운용펀드의 유형간 차별화 및 포트폴리오 분석
- 주제 2. 국민연금기금 SAA기준비중 산출방식 변경에 따른 효과분석
- 주제 3. 국민연금기금 해외주식 면세단체 규정에 따른 효과분석



주제1. 국내주식 위탁운용펀드의 유형간 차별화 및 포트폴리오 분석

제1절 논의 배경

- 국민연금은 기금운용에 있어 장기적으로 안정적인 수익확보를 위한 운용전략 및 관리 체계를 강화해 나가고 있으며, 위험한도 내 최대수익 확보를 위해 직접운용은 패시브 운용과 액티브운용으로 나누어 운용되며 위탁운용은 액티브 운용을 지향하고 있음
 - 국내주식 내 액티브 위탁운용이 차지하는 비중은 약 46.0%로 위탁운용의 비중이 낮은 국내채권과 달리 자산군내 비중이 상당한바, 국내주식 전체성과에 기여하는 정도가 큼
- 국민연금기금이 2002년도부터 운용하고 있는 외부위탁 펀드 운용체계는 그동안 몇 번의 유형 개편 및 관리체계 강화를 통해 위탁운용 체계 개선을 위한 방안이 마련되었지만, 최근 5년간 음(-)의 초과성과를 보여 위탁운용 관리체계 점검의 필요성이 꾸준히 제기됨
- 이에 따라, 본고에서는 위탁운용체계의 현황 및 성과를 검토하고 이를 바탕으로 국민연금의 운용에 대한 시사점을 도출하고자 함
- 이를 위해 다음과 같은 분석을 하고자 함
 - 유형간 수익률 및 벤치마크 수익률의 상관관계 검토: 우선, 유형별 수익률 및 벤치마크의 상관관계를 분석함으로써 각 유형별 차별화 현황을 검토하고자 함
 - 다음으로 각 유형의 벤치마크로 구성된 가중 포트폴리오 수익률과 액티브 위탁유형 전체 벤치마크와의 차이(과리도)를 검토함
 - 이를 통해 액티브 위탁운용 유형간의 차별성을 파악하고, 현재의 유형배분이 국내주식 위탁운용의 목표치를 안정적으로 추종하고 있는지를 검토하고자 함
 - 마지막으로 위탁운용 개별 펀드 단위의 포트폴리오를 분석하여 주식 집중도와 운용성과 간의 관계 분석함. 포트폴리오의 다양화의 필요성이 꾸준히 제기되는 바, 포트폴리오 단위의 분석방법론을 적용하여 주식집중도와 운용성과의 관계를 분석하고자 함

제2절 액티브 위탁운용 펀드 기초 통계량

1. 기초통계량

- <표Ⅷ-1>에서는 2009년부터 2018년까지 월별 데이터를 이용한 국내주식 위탁펀드의 기초통계량을 제시하고 있음
 - 데이터: 2009년부터 2018년까지 월말 기준으로 펀드별 주식 보유 포트폴리오 데이터는 총 912,862개의 관측치가 존재하였으며, 월말 기준 NAV 등 펀드의 기초자료를 담은 데이터는 총 9,736개 fund-month 관측치가 존재함
- 2018년 현재 액티브 위탁운용은 순수주식형, 중소형주형, 책임투자형, 장기투자형, 액티브퀀트형, 대형주형, 배당주형, 가치형 등 총 8가지 유형으로 운용되고 있음
 - 2009년부터 2018년까지 지속 존재한 유형은 순수주식형, 중소형주형, 책임투자형, 액티브퀀트형 등 4가지 유형이었음
 - 장기투자형은 2009년 7월부터, 대형주형은 2013년 7월부터, 배당주형은 2015년 4월부터, 가치형은 2015년 11월부터 데이터가 존재하였음
 - 지배구조형과 위탁운용 내 패시브 운용을 지향했던 인덱스형 및 코스닥형은 연구기간중 소멸함
- 평균적으로 가장 비중이 높은 유형은 순수주식형이고, 다음으로 액티브퀀트형, 책임투자형 순임
 - 순수주식형의 평균 비중은 45.39%로 가장 높았으며, 액티브퀀트형이 13.98%로 다음을 이음
 - 가장 평균 비중이 낮은 유형은 코스닥형(0.46%)이었으며, 현행 8개 유형 중에는 가치형(3.41%)이 낮은 비중을 차지함
- 다음으로 <표Ⅷ-1>에서 6번째 열부터 9번째 열까지는 월평균 수익률을 의미하며, 마지막 3개의 열은 2009년부터 2018년까지 10년 간의 장기 누적수익률을 의미함
 - 현행 8개 유형 중 10년간 벤치마크 대비 누적수익률이 가장 높았던 유형은 중소형주형(22.29%p)과 장기투자형(21.86%p)이었음

〈표Ⅶ-1〉 국내주식 위탁운용 기초통계량

| | N (기간) | N (fund) | NAV (십억) | Wt (%) | 월평균 수익률 (%) | | | 누적(2009-2018, %) | | |
|---------|-----------|-------------|-------------|-----------|-------------|--------|-------|------------------|--------|-------|
| | | | | | RET | BM | 차이 | RET | BM | 차이 |
| 순수주식형 | 120 | 23 | 16,379 | 45.39 | 0.63 | 0.60 | 0.03 | 75.33 | 72.05 | 3.28 |
| 중소형주형 | 120 | 11 | 4,406 | 10.94 | 0.84 | 0.65 | 0.19 | 100.20 | 77.91 | 22.29 |
| 책임투자형 | 120 | 8 | 4,928 | 12.15 | 0.70 | 0.61 | 0.09 | 84.42 | 73.93 | 10.49 |
| 장기투자형 | 113 | 10 | 4,336 | 9.67 | 0.49 | 0.30 | 0.19 | 56.26 | 34.49 | 21.86 |
| 액티브퀀트형 | 120 | 11 | 5,848 | 13.98 | 0.71 | 0.56 | 0.15 | 85.52 | 66.70 | 18.82 |
| 대형주 | 65 | 10 | 2,819 | 5.83 | 0.18 | 0.06 | 0.12 | 11.95 | 3.81 | 8.14 |
| 배당주형 | 44 | 8 | 1,861 | 3.61 | 0.06 | 0.05 | 0.01 | 2.65 | 2.10 | 0.55 |
| 가치형 | 37 | 8 | 1,769 | 3.41 | 0.40 | 0.46 | -0.06 | 15.00 | 17.02 | -2.02 |
| 인덱스형 | 21 | 4 | 1,190 | 6.23 | 2.78 | 2.64 | 0.14 | 58.36 | 55.48 | 2.88 |
| 지배구조형 | 12 | 2 | 190 | 1.25 | 4.45 | 3.35 | 1.10 | 53.38 | 3.35 | 50.03 |
| 코스닥형 | 18 | 1 | 86 | 0.46 | 3.70 | 2.22 | 1.48 | 66.63 | 40.02 | 26.61 |
| | | N(fund) | NAV | | RET(평균) | BM(평균) | | RET(누적) | BM(누적) | |
| 위탁펀드 전체 | | 159 | 39,440 | | 0.70 | 0.60 | | 83.52 | 72.05 | |

- 주1) 본 표에서는 2009년부터 2018년까지 월별 데이터를 이용한 표본 펀드들의 기초 통계량 보고
- 주2) N(기간)은 해당 유형이 유지된 기간(월)을 의미하며 N(Fund)는 해당 유형의 펀드 수를 NAV는 순자산가치, Wt는 위탁운용 전체에서 차지하는 비중을 월평균으로 보고하고 있음
- 주3) 평균 수익률을 월 수익률의 평균값을 의미하며, 누적은 2009년부터 2018년까지 월별 수익률을 누적시킨 값이다. 여기서 RET은 각 유형별 수익률을 의미하며 BM은 각 유형의 벤치마크 수익률을 의미함.
- 주4) 액티브유형 전체 BM은 'KOSPI_T*(1-S)+KOSDAQ100*S' 로서 합성지수임. 순수주식형 BM은 'KOSPI*(1-S)+KOSDAQ100*S', 중소형주 BM은 중소형80%, 대형10%, KOSDAQ100 10%로 구성된 합성지수를 사용, 책임투자형은 NPS-SRI지수, 액티브퀀트형은 KOSPI200, 대형주형은 KOSPI100, 배당주형은 배당주형 BM, 가치형은 NPS-MSCI 가치지수를 벤치마크로 사용함. 자료의 제약으로 배당제의 수익률을 사용
- 주5) 대형주형은 2013년 7월부터, 배당주형은 2015년 4월부터, 가치형은 15년 11월부터 최초 투자됨. 책임투자형은 2015년 하반기 "사회책임투자"에서 "책임투자"로 명칭이 변경됨

○ 〈표Ⅶ-2〉는 표본기간을 2009년-2013년과 2014년-2018년으로 두 개의 부표본을 나누어 〈표Ⅶ-1〉의 방법론을 동일하게 적용한 결과임

- 순수주식형의 비중은 부표본1인 전기에 비해 부표본2인 후기에 하향 조정됨
- 반면, 다른 유형의 비중은 대부분 소폭 증가하여 유형 다변화를 위한 분배가 이루어진 것으로 보임
- 2009년-2013년 대부분의 유형의 누적 초과 수익률의 양(+)의 성과를 보인 반면, 2014년-2017년의 경우에는 8개의 유형 중 4개 유형에서 음(-)의 누적 초과 성과가 나타남

〈표Ⅶ-2〉 국내주식 위탁운용 기간별 기초통계량

Panel A. 부표본 기간1: 2009-2013

| | N (기간) | N (fund) | NAV (십억) | Wt (%) | 월평균 수익률 (%) | | | 누적(2009-2013, %) | | |
|-----------------|-----------|-------------|-------------|-----------|-------------|------|---------|------------------|--------|-------|
| | | | | | RET | BM | DIFF | RET | BM | DIFF |
| 순수주식형 | 60 | 24.6 | 16,714 | 57.49 | 1.26 | 1.08 | 0.18 | 75.58 | 64.73 | 10.85 |
| 중소형주형 | 60 | 9 | 3,335 | 10.51 | 1.39 | 0.94 | 0.45 | 83.61 | 56.69 | 26.92 |
| 책임투자형 | 60 | 9 | 3,720 | 11.55 | 1.37 | 1.10 | 0.27 | 82.39 | 66.12 | 16.27 |
| 장기투자형 | 53 | 9 | 1,810 | 5.40 | 0.89 | 0.58 | 0.31 | 47.18 | 30.76 | 16.42 |
| 액티브퀀트형 | 60 | 11 | 3,669 | 11.74 | 1.26 | 1.13 | 0.13 | 75.85 | 67.68 | 8.17 |
| 대형주 | 5 | 6 | 1,248 | 3.02 | 1.25 | 1.39 | -0.14 | 6.27 | 6.94 | -0.67 |
| 인덱스형 | 21 | 4 | 1,190 | 6.23 | 2.78 | 2.64 | 0.14 | 58.36 | 55.48 | 2.88 |
| 지배구조형 | 12 | 2 | 190 | 1.25 | 4.45 | 3.35 | 1.10 | 53.38 | 3.35 | 50.03 |
| 코스닥형 | 18 | 1 | 86 | 0.46 | 3.70 | 2.22 | 1.48 | 66.63 | 40.02 | 26.61 |
| | | | N(fund) | | NAV | | RET(누적) | | BM(누적) | |
| 위탁펀드(2009-2013) | | | 113 | | 30,108 | | 78.13 | | 64.73 | |

Panel B. 부표본 기간2: 2014-2018

| | N (기간) | N (fund) | NAV (십억) | Wt (%) | 월평균 수익률 (%) | | | 누적(2014-2018, %) | | |
|-----------------|-----------|-------------|-------------|-----------|-------------|-------|---------|------------------|--------|-------|
| | | | | | RET | BM | DIFF | RET | BM | DIFF |
| 순수주식형 | 60 | 21 | 16,044 | 33.28 | 0.00 | 1.08 | -1.08 | -0.25 | 7.32 | -7.57 |
| 중소형주형 | 60 | 12 | 5,478 | 11.38 | 0.28 | 0.35 | -0.07 | 16.59 | 21.22 | -4.63 |
| 책임투자형 | 60 | 8 | 6,136 | 12.75 | 0.03 | 0.13 | -0.1 | 2.03 | 7.81 | -5.79 |
| 장기투자형 | 60 | 10 | 6,862 | 13.94 | 0.15 | 0.06 | 0.09 | 9.08 | 3.64 | 5.43 |
| 액티브퀀트형 | 60 | 11 | 8,028 | 16.23 | 0.16 | -0.02 | 0.18 | 9.67 | -0.98 | 10.65 |
| 대형주 | 60 | 11 | 3,133 | 6.39 | 0.09 | -0.05 | 0.14 | 5.68 | -3.13 | 8.81 |
| 배당주형 | 44 | 8 | 1,861 | 3.61 | 0.06 | 0.05 | 0.01 | 2.65 | 2.10 | 0.55 |
| 가치형 | 37 | 8 | 1,769 | 3.41 | 0.41 | 0.46 | -0.05 | 15.00 | 17.02 | -2.01 |
| | | | N(fund) | | NAV | | RET(누적) | | BM(누적) | |
| 위탁펀드(2014-2018) | | | 116 | | 48,773 | | 5.39 | | 7.32 | |

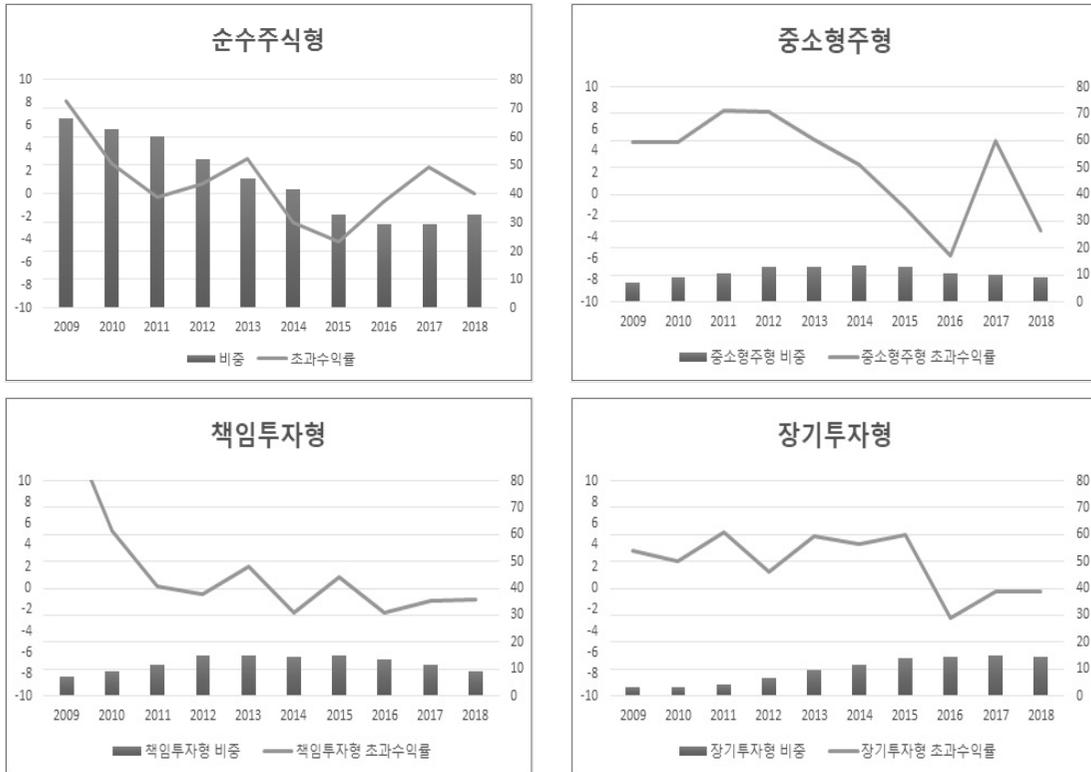
주1) 변수에 대한 설명은 〈표1〉 주석에 표기함

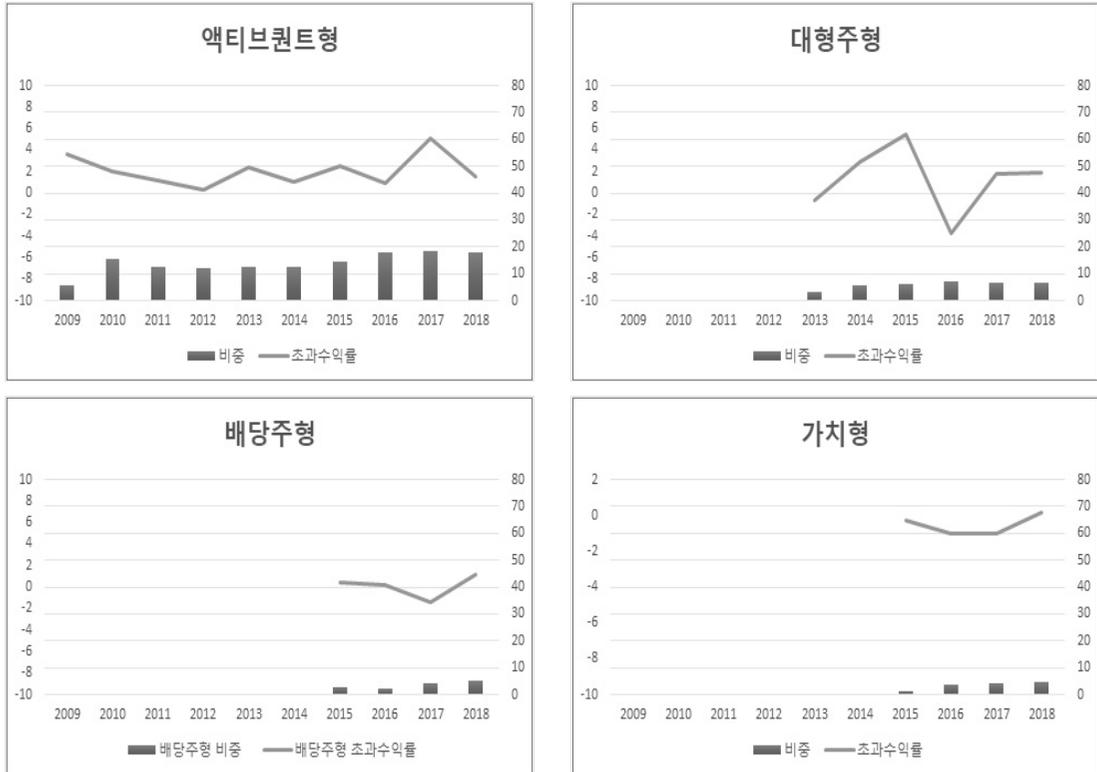
○ 〈그림Ⅶ-1〉과 〈그림Ⅶ-2〉는 각 유형별 초과 수익률 추이를 나타냄

- 〈그림Ⅶ-1〉은 연도별 각 유형의 비중 및 각 유형의 벤치마크 대비 초과수익률 추이를 나타내고 있음

- 순수주식형의 비중은 하향 조정되는 추세이며 다른 유형들의 비중이 소폭 증가하는 패턴을 보임
- 액티브퀀트형의 경우 유형의 벤치마크 대비 안정적인 초과성과를 보여주고 있는 반면에 대형주와 가치형은 다소 저조한 성과를 보임
- <그림Ⅶ-2>는 액티브 위탁운용의 전술적 벤치마크인 액티브 위탁운용 벤치마크 대비 초과 수익률을 연도별로 나타낸 것임
- [2009-2013년]과 [2014-2018년]을 비교해보면 비교적 여러 유형에서 [2014-2018년]의 초과 수익률이 저조하게 나타남

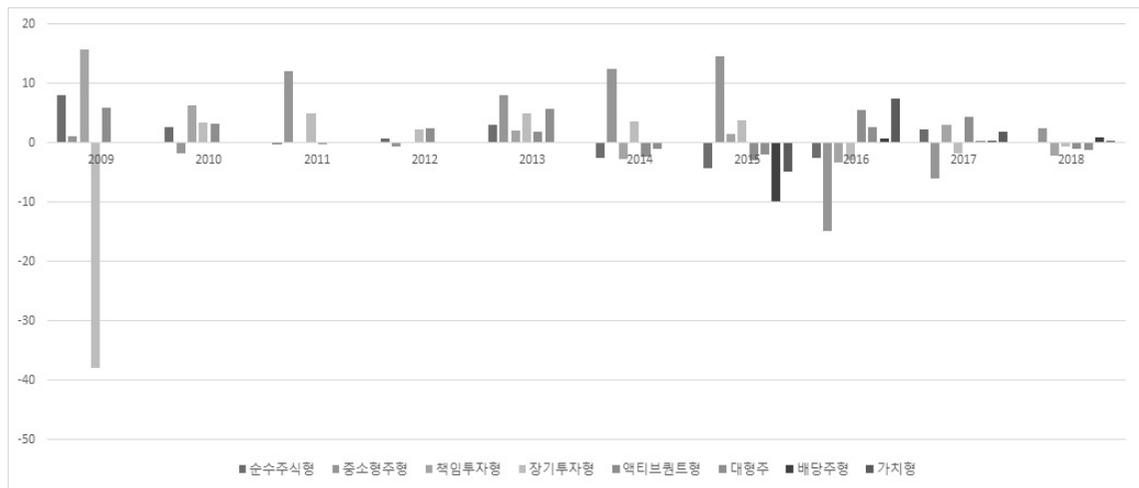
[그림Ⅶ-1] 현행 위탁펀드 8개 유형의 비중 및 초과수익률 추이





주1) 순수주식형 BM은 'KOSPI*(1-S)+ KOSDAQ100*S', 중소형주 BM은 중소형80%, 대형10%, KOSDAQ100 10%로 구성된 합성지수를 사용, 책임투자형은 NPS-SRI지수, 액티브퀀트형은 KOSPI200, 대형주형은 KOSPI100, 배당주형은 배당주형 BM, 가치형은 NPS-MSCI 가치지수를 벤치마크로 사용함. 자료의 제약으로 배당제의 수익률을 사용

[그림VII-2] 유형별 액티브 위탁 BM⁶⁴대비 초과수익률 추이



64) 액티브유형 전체 BM은 'KOSPI_T*(1-S)+KOSDAQ100*S' 로서 합성지수임.

제3절 유형간 상관도 분석(Correlation analysis)

- 본 절에서는 위탁운용 펀드 유형별 수익률 및 벤치마크(BM) 수익률⁶⁵⁾의 상관도 분석을 하고자 함
 - 현재 위탁운용 펀드 유형은 8가지로 운용되고 있으며, 각 펀드가 추구하는 스타일의 차별화를 위해서는 각 유형이 목표로 하는 벤치마크 지수 간의 상호배타성과 독립성이 일정수준이상 확보되어야 함
 - 이를 위해, 현재 부여된 유형별 벤치마크의 상관관계와 유형별 수익률의 상관관계를 보고자 함
 - 또한 현행 유형별 배분전략에 따른 유형별 벤치마크와 전술적 벤치마크인 액티브 위탁운용 벤치마크(KOSPI+KOSDAQ100)간의 괴리도 분석을 통해 현행 위탁펀드의 유형 배분 전략을 검토하고자 함
- <표Ⅶ-3>은 2009년부터 2018년까지의 월별 데이터를 이용하여 위탁운용 펀드 8개 유형의 벤치마크 간의 상관계수 행렬(correlation coefficient matrix)을 나타냄
 - 상관도 분석 결과 중소형주를 제외한 대부분의 유형의 벤치마크 상관관계가 매우 높은 것으로 나타남
 - 순수주식형을 기준으로 책임투자형, 장기투자형, 액티브퀀트형, 대형주형, 배당주형, 가치주형 등 대부분의 유형과 강한 양(+)의 상관관계를 보임
 - 반면, 중소형주의 경우 다른 유형과 다소 차별성을 가짐

65) 현행 8개 유형의 벤치마크는 다음과 같음. 액티브 운용 및 액티브 위탁운용 벤치마크는KOSPI+KOSDAQ100 (배당포함)임

| 유형 | 벤치마크 지수 | 유형 | 벤치마크 지수 |
|--------|---|-------|---------------|
| 순수주식형 | $KOSPI*(1-S)+ KOSDAQ100*S$ | 장기투자형 | KOSPI |
| 중소형주형 | $(NPC-MS) \times 0.8 + KOSPI\text{대형주지수} \times 0.1 + KOSDAQ100 \times 0.1$ | 대형주형 | KOSPI100 |
| 책임투자형 | NPS-FnGuide SRI지수 | 배당주형 | NPS-KRX 배당지수 |
| 액티브퀀트형 | KOSPI200 | 가치형 | NPS_MSCI 가치지수 |

- <표Ⅶ-4>는 2009년부터 2018년까지의 월별 데이터를 이용하여 위탁운용 펀드 8개 유형의 수익률 간의 상관관계수 행렬(correlation coefficient matrix)을 나타냄
 - 유형별 벤치마크 결과와 마찬가지로 유형간 상관도가 높은 수준으로 나타남
 - 순수주식형의 수익률과 대부분의 유형의 수익률 간에는 강한 양(+)적 선형관계 존재하며 이러한 결과는 피어슨의 상관관계수와 스피어만 상관관계수 모두에서 나타남
 - 다른 유형들 역시 마찬가지로 유형간 상관관계가 강하게 나타남

<표Ⅶ-3> 위탁운용 유형별 BM 상관관계수 행렬

| | 순수 주식형 | 중소형주 | 책임 투자형 | 장기 투자형 | 액티브 퀀트 | 대형주형 | 배당주형 | 가치주형 | |
|--------------------------------------|-----------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| 스 피 어 만 상 관 계 수 | 순수 주식 | 1.000 [<0.01] (120) | 0.856 [<0.01] (120) | 0.986 [<0.01] (120) | 0.998 [<0.01] (113) | 0.981 [<0.01] (120) | 0.932 [<0.01] (65) | 0.906 [<0.01] (44) | 0.934 [<0.01] (37) |
| | 중소형 | 0.793 [<0.01] (120) | 1.000 [<0.01] (120) | 0.798 [<0.01] (120) | 0.808 [<0.01] (113) | 0.759 [<0.01] (120) | 0.601 [<0.01] (65) | 0.581 [<0.01] (44) | 0.722 [<0.01] (37) |
| | 책임 투자 | 0.976 [<0.01] (120) | 0.709 [<0.01] (120) | 1.000 [<0.01] (120) | 0.986 [<0.01] (113) | 0.984 [<0.01] (120) | 0.942 [<0.01] (65) | 0.944 [<0.01] (44) | 0.928 [<0.01] (37) |
| | 장기 투자 | 0.996 [<0.01] (113) | 0.736 [<0.01] (113) | 0.981 [<0.01] (113) | 1.000 [<0.01] (113) | 0.986 [<0.01] (113) | 0.955 [<0.01] (65) | 0.933 [<0.01] (44) | 0.951 [<0.01] (37) |
| | 액티브 퀀트 | 0.970 [<0.01] (120) | 0.671 [<0.01] (120) | 0.970 [<0.01] (120) | 0.978 [<0.01] (113) | 1.000 [<0.01] (120) | 0.992 [<0.01] (65) | 0.960 [<0.01] (44) | 0.961 [<0.01] (37) |
| | 대형주 | 0.931 [<0.01] (65) | 0.479 [<0.01] (65) | 0.923 [<0.01] (65) | 0.954 [<0.01] (65) | 0.978 [<0.01] (65) | 1.000 [<0.01] (65) | 0.961 [<0.01] (44) | 0.958 [<0.01] (37) |
| | 배당주 | 0.899 [<0.01] (44) | 0.396 [<0.01] (44) | 0.928 [<0.01] (44) | 0.931 [<0.01] (44) | 0.934 [<0.01] (44) | 0.937 [<0.01] (44) | 1.000 [<0.01] (44) | 0.965 [<0.01] (37) |
| | 가치주 | 0.909 [<0.01] (37) | 0.573 [<0.01] (37) | 0.866 [<0.01] (37) | 0.939 [<0.01] (37) | 0.945 [<0.01] (37) | 0.931 [<0.01] (37) | 0.944 [<0.01] (37) | 1.000 [<0.01] (37) |

주1) 2009년부터 2018년까지 월별 데이터를 이용함

주2) 상관관계수 행렬의 대각선 상단은 피어슨 상관관계수(Pearson correlation coefficient)를 의미하며 대각선을 기준으로 하단은 스피어만 상관관계수(Spearman correlation coefficient)를 의미함

주3) 대괄호[]에는 통계적 유의성을 나타내는 p-value를 소괄호()에는 관측치 수를 보고함

주4) 각 유형의 벤치마크에 대한 설명은 각주2)를 참조

〈표Ⅶ-4〉 위탁운용 유형별 수익률 상관계수 행렬

| | | 순수 주식형 | 중소형주 | 책임 투자형 | 장기 투자형 | 액티브 퀀트 | 대형주형 | 배당주형 | 가치주형 |
|--------------------------------------|-----------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|--------------------------|--------------------------|--------------------------|
| 스 피 어 만 상 관 계 수 | 순수 주식 | 1.000 [<0.01] (120) | 0.824 [<0.01] (120) | 0.990 [<0.01] (120) | 0.978 [<0.01] (113) | 0.980 [<0.01] (120) | 0.973 [<0.01] (65) | 0.937 [<0.01] (44) | 0.972 [<0.01] (37) |
| | 중소형 | 0.739 [<0.01] (120) | 1.000 [<0.01] (120) | 0.826 [<0.01] (120) | 0.867 [<0.01] (113) | 0.731 [<0.01] (120) | 0.641 [<0.01] (65) | 0.625 [<0.01] (44) | 0.784 [<0.01] (37) |
| | 책임 투자 | 0.982 [<0.01] (120) | 0.741 [<0.01] (120) | 1.000 [<0.01] (120) | 0.971 [<0.01] (113) | 0.965 [<0.01] (120) | 0.962 [<0.01] (65) | 0.913 [<0.01] (44) | 0.950 [<0.01] (37) |
| | 장기 투자 | 0.968 [<0.01] (113) | 0.823 [<0.01] (113) | 0.959 [<0.01] (113) | 1.000 [<0.01] (113) | 0.939 [<0.01] (113) | 0.951 [<0.01] (65) | 0.922 [<0.01] (44) | 0.963 [<0.01] (37) |
| | 액티브 퀀트 | 0.968 [<0.01] (120) | 0.614 [<0.01] (120) | 0.943 [<0.01] (120) | 0.916 [<0.01] (113) | 1.000 [<0.01] (120) | 0.979 [<0.01] (65) | 0.967 [<0.01] (44) | 0.981 [<0.01] (37) |
| | 대형주 | 0.956 [<0.01] (65) | 0.475 [<0.01] (65) | 0.935 [<0.01] (65) | 0.922 [<0.01] (65) | 0.978 [<0.01] (65) | 1.000 [<0.01] (65) | 0.954 [<0.01] (44) | 0.973 [<0.01] (37) |
| | 배당주 | 0.914 [<0.01] (44) | 0.426 [<0.01] (44) | 0.837 [<0.01] (44) | 0.868 [<0.01] (44) | 0.949 [<0.01] (44) | 0.931 [<0.01] (44) | 1.000 [<0.01] (44) | 0.970 [<0.01] (37) |
| | 가치주 | 0.948 [<0.01] (37) | 0.635 [<0.01] (37) | 0.887 [<0.01] (37) | 0.939 [<0.01] (37) | 0.974 [<0.01] (37) | 0.960 [<0.01] (37) | 0.949 [<0.01] (37) | 1.000 [<0.01] (37) |

주1) 2009년부터 2018년까지 월별 데이터를 이용함

주2) 상관계수 행렬의 대각선 상단은 피어슨 상관계수(Pearson correlation coefficient)를 의미하며 대각선을 기준으로 하단은 스피어만 상관계수(Spearman correlation coefficient)를 의미함

주3) 대괄호 []에는 통계적 유의성을 나타내는 p-value를 소괄호 ()에는 관측치 수를 보고함

○ 〈표Ⅶ-5〉는 유형별 수익률과 각 유형이 설정한 벤치마크 수익률(BM)과의 상관관계를 보고하고 있음

- 유형별 수익률과 각 유형에 부여된 벤치마크 수익률 간에 상관도가 높은 수준으로 나타남
- 순수주식형과 순수주식형 BM와의 상관계수는 0.989였으며 중소형주와 중소형주형 BM간의 상관계수는 0.975 등 대부분의 유형에서 해당 유형 수익률과 각 유형에 부여된 벤치마크 수익률이 높은 양(+)의 상관관계가 나타남

- 그러나 유형별 수익률과 다른 유형의 BM과의 상관관계 역시 높은 수준으로 나타남. 예를 들어, 순수주식형의 경우 책임투자형BM과의 상관관계가 0.982였으며 장기투자형BM과는 0.986으로 높은 양(+)의 상관관계를 보임

〈표Ⅶ-5〉 유형별 수익률-BM 상관계수 행렬

| | | BM | | | | | | | |
|----------------------------|-----------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | | 순수주식형 | 중소형주 | 책임투자형 | 장기투자형 | 액티브퀀트 | 대형주형 | 배당주형 | 가치주형 |
| 유 형 별 수 익 률 | 순수 주식 | 0.989 [<0.01] | 0.837 [<0.01] | 0.982 [<0.01] | 0.986 [<0.01] | 0.974 [<0.01] | 0.933 [<0.01] | 0.910 [<0.01] | 0.941 [<0.01] |
| | 중소형 | 0.826 [<0.01] | 0.975 [<0.01] | 0.769 [<0.01] | 0.778 [<0.01] | 0.728 [<0.01] | 0.544 [<0.01] | 0.532 [<0.01] | 0.700 [<0.01] |
| | 책임 투자 | 0.977 [<0.01] | 0.834 [<0.01] | 0.975 [<0.01] | 0.972 [<0.01] | 0.958 [<0.01] | 0.896 [<0.01] | 0.884 [<0.01] | 0.918 [<0.01] |
| | 장기 투자 | 0.969 [<0.01] | 0.862 [<0.01] | 0.950 [<0.01] | 0.965 [<0.01] | 0.932 [<0.01] | 0.889 [<0.01] | 0.882 [<0.01] | 0.919 [<0.01] |
| | 액티브퀀 트 | 0.983 [<0.01] | 0.762 [<0.01] | 0.987 [<0.01] | 0.987 [<0.01] | 0.996 [<0.01] | 0.986 [<0.01] | 0.969 [<0.01] | 0.972 [<0.01] |
| | 대형주 | 0.958 [<0.01] | 0.682 [<0.01] | 0.966 [<0.01] | 0.970 [<0.01] | 0.962 [<0.01] | 0.951 [<0.01] | 0.944 [<0.01] | 0.956 [<0.01] |
| | 배당주 | 0.933 [<0.01] | 0.667 [<0.01] | 0.945 [<0.01] | 0.952 [<0.01] | 0.970 [<0.01] | 0.963 [<0.01] | 0.977 [<0.01] | 0.948 [<0.01] |
| | 가치주 | 0.964 [<0.01] | 0.796 [<0.01] | 0.938 [<0.01] | 0.976 [<0.01] | 0.977 [<0.01] | 0.978 [<0.01] | 0.952 [<0.01] | 0.977 [<0.01] |

주1) 2009년부터 2018년까지 월별 데이터를 이용함

주2) 상관계수 행렬의 대각선 상단은 피어슨 상관계수(Pearson correlation coefficient)를 의미하며 대각선을 기준으로 하단은 스피어만 상관계수(Spearman correlation coefficient)를 의미함

주3) 대괄호]는 p-value를 의미함

주4) 각 유형의 벤치마크에 대한 설명은 각주2)를 참조

○ 〈그림Ⅶ-3〉은 액티브 위탁운용의 벤치마크(KOSPI+KOSDAQ100)의 월별 수익률과 액티브 위탁운용의 각 유형의 벤치마크의 가중 합으로 구성된 가중 벤치마크 수익률(TBMret)의 시계열 차이 값을 보여줌

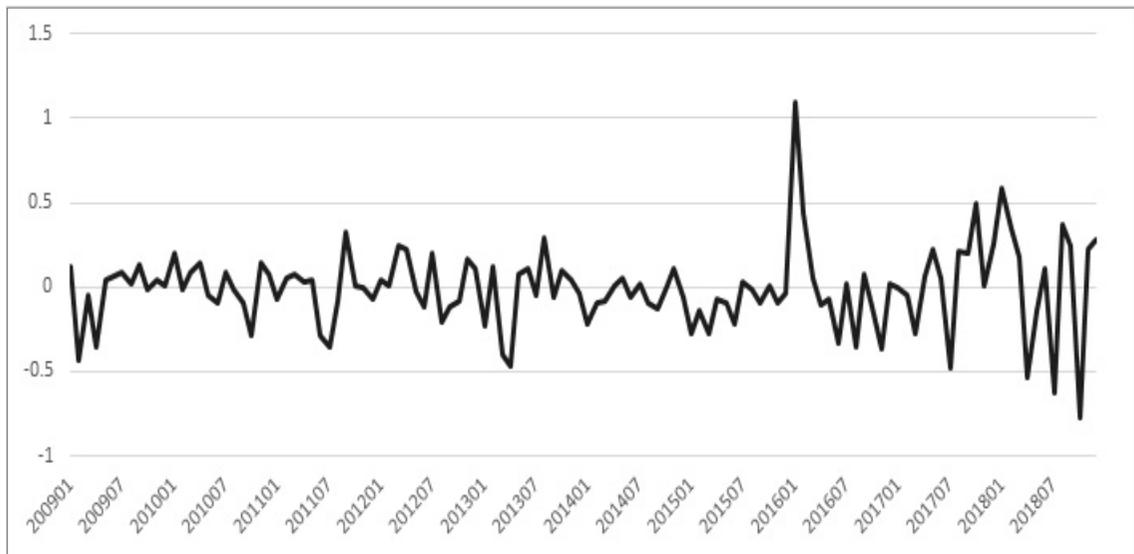
- 가중 벤치마크 수익률은 다음과 같은 식을 이용해 구함

$$- TBMret_t = \sum_{i=1}^n w_t^{type} * BM_t^{type} , \text{ 여기서 } w_t^{type} \text{ 은 각 유형의 위탁운용 내 비중을 의미하며}$$

BM_t^{type} 은 각 유형별 벤치마크 수익률을 의미함

- 액티브 위탁운용 벤치마크를 목표로 유형별 배분 및 포트폴리오 구성이 이루어지기 때문에, 각 유형에 대한 배분전략에 따라 구성된 포트폴리오가 얼마나 목표치와 괴리도가 있는지를 분석하여 복제 포트폴리오의 효율성과 안정성을 점검하고자 함
- 두 벤치마크 간의 차이가 2014년을 기준으로 이전 5년간(2009년-2013년)은 비교적 0점을 기준으로 큰 변동성 없이 안정적인 패턴을 보여주고 있으나, 그에 비해 2014년 이후 5년간은 두 수익률 차이 값의 변동성이 확대됨

[그림Ⅶ-3] 위탁운용 벤치마크 수익률과 가중 벤치마크 수익률 차이



- 주1) 액티브 위탁운용 전체 BM은 'KOSPI*(1-S)+KOSDAQ100*S'을 사용
- 주2) 유형별 벤치마크로 구성된 가중 벤치마크 수익률은 $TBMret_t = \sum_{i=1}^n w_i^{type} * BM_t^{type}$ 을 이용하여 구했으며 각 유형(i)의 비중과 유형별 벤치마크 수익률로 가중 벤치마크 수익률(TBMret)을 구함
- 주3) 차이값은 액티브유형 전체 BM에서 가중 벤치마크 수익률(TBMret)을 차감하여 구함
- 주4) 데이터의 제약으로 배당제외 데이터 이용

- 다음으로 기간별 액티브 위탁펀드의 벤치마크 수익률과 유형별 벤치마크의 가중 수익률의 누적차이, 월 평균 차이 및 표준편차를 분석하여 <표Ⅶ-6>에 보고함
 - <표Ⅶ-6>의 1열부터 3열까지는 2009년부터 2018년까지를 분석한 결과이고 4열부터 9열까지는 전체기간을 [2009-2013년]과 [2014년-2018년]의 두 부표본 기간으로 나누어 분석한 결과를 보고하고 있음
 - [2009-2013년]기간 동안의 두 벤치마크간의 누적차이는 -0.528%로 액티브 위탁펀드의 벤치마크 수익률보다 가중 벤치마크 수익률이 더 양호하게 나타남

- [2014년-2018년]기간 동안의 두 벤치마크간의 누적차이는 -1.055%로 이전 기간보다 누적차이가 확대되었으며, 첫 번째 부표본기간과 마찬가지로 가중 벤치마크가 액티브 위탁 전체 벤치마크보다 더 우월한 성과를 냄
- 표준편차는 앞선 5년간(부표본1)보다 이후 5년간(부표본2)에서 더욱 확대됨을 알 수 있음. 또한 최근 3년간(2016-2018년)을 추정한 결과 두 벤치마크 차이의 표준편차는 0.340으로 더욱 확대됨

〈표Ⅶ-6〉 기간별 위탁운용 벤치마크와 가중 벤치마크 차이

| 전체기간:2009-2018 | | | 부표본1: 2009-2013 | | | 부표본2: 2014-2018 | | |
|----------------|--------|----------|-----------------|--------|----------|-----------------|--------|----------|
| 누적차이 (%) | 평균 (%) | STD (차이) | 누적차이 (%) | 평균 (%) | STD (차이) | 누적차이 (%) | 평균 (%) | STD (차이) |
| -1.584 | -0.013 | 0.227 | -0.528 | -0.009 | 0.171 | -1.055 | -0.018 | 0.274 |

주1) 2009년부터 2018년까지 월별 데이터를 이용함

- 본 절에서 각 유형별 벤치마크의 차별성을 분석한 결과, 위탁운용 유형간 스타일 차별화를 위한 각 유형별 역할에 대한 점검이 필요
 - 각 유형에 부여된 벤치마크간의 상관관계 뿐 아니라, 각 유형의 수익률 역시 증소형주를 제외하고 높은 수준
 - 액티브 위탁운용 전체 벤치마크 대비 가중 벤치마크가 중장기적으로 양호한 성과를 보임으로서 전술적 벤치마크를 추종하는 배분전략은 적절히 이루어진 것으로 보임
 - 반면에, 액티브 위탁운용의 전술적 벤치마크와 가중평균 벤치마크 간의 차이의 변동성이 확대되고 있음
 - 안정적이고 최적화된 운용성과를 창출하기 위해서 유형별 차별화에 대한 점검이 필요

제4절 주식집중도 및 액티브 운용의 펀드 성과

1. 주식집중도(Security concentration)와 펀드성과(Fund performance)

- 본 소절에서는 2009년부터 2018년까지의 월별 데이터를 이용하여 개별 위탁펀드의 주식 집중도와 운용성과와의 관계를 분석하고자 함
 - 펀드성과와 포트폴리오 집중도 간의 관계성을 본 기존연구에서는 포트폴리오의 집중도가 펀드 매니저의 주식 선택 능력(stock-picking skill)의 신호가 될 수 있는지에 대한 실증 분석 결과를 제시하고 있음(Kacperczyk, Siam and Zhen, 2005; Brand, Brown and Gallagher 2005; Sapp and Yan 2008 등)
 - Sapp and Yan(2008)은 주식 집중도가 높은 펀드들이 낮은 펀드들에 비해 우수한 성과를 낸다는 실증적 증거는 없다고 주장했으며, 오히려 다양한 주식을 보유한 펀드들이 더 양호한 성과를 낸다는 실증결과를 제시함. 이러한 결과를 바탕으로 펀드 매니저들이 특정 주식에 쏠리게 투자하는 것이 우월한 주식 선택 능력(stock-picking skill)의 신호가 되지 못한다고 주장함
- 액티브 위탁운용펀드의 포트폴리오 분석을 통해 집중적인 포트폴리오를 가진 펀드들이 더 높은 성과를 보였는지, 아니면 포트폴리오 다변화를 추구한 펀드들이 더 높은 성과를 보였는지를 보고자 함
 - 주식 집중도 측정을 위해 Sapp and Yan(2008)의 방법론을 이용함

$$- SCI = \sum_{i=1}^N (w_i - \bar{w}_i)^2$$

여기서 SCI(Security Concentration Index)는 마켓 포트폴리오 대비 펀드 매니저가 해당주식에 얼마나 승부를 했는지를 상대적으로 나타내는 지표이고, w_i 는 포트폴리오 내 주식i의 비중, \bar{w}_i 는 전체 마켓 포트폴리오 대비 주식i의 비중을 의미함

- 분석을 위해 펀드 포트폴리오중 보통주만을 대상으로 분석하며, 월별 관측치수가 15일 미만의 펀드는 제외, 수익률 및 NAV 자료가 없는 펀드, 각 유형의 예비형 펀드는 샘플에서 제외함
- <표Ⅶ-7>은 월별 포트폴리오 리밸런싱(rebalancing) 방법론과 분기별 포트폴리오 리밸런싱 방법론을 통해 주식 집중도에 따른 운용성과를 나타냄

- 매월 말(또는 매분기 말) 각 위탁펀드의 SCI를 구한 후, SCI 값을 기준으로 위탁운용 펀드를 5개의 그룹으로 분류
 - 5개로 분류된 펀드들의 1개월 후 수익률(RET1), 3개월 누적 수익률(RET3), 6개월 누적 수익률(RET6), 12개월 누적 수익률(RET12)을 구하여 그룹별 평균치를 보고함
 - 하단의 DIFF는 가장 집중도가 높은 5번째 그룹과 가장 집중도가 낮은 1번째 그룹과의 차이를 의미하며 아래 괄호는 t-stat을 의미함
 - 따라서 집중도가 낮은 펀드가 높은 펀드에 비해 우수한 성과를 보일 경우에는 DIFF값의 음수(-)를 나타낼 것이며, 반대의 경우에는 양수(+)가 나타날 것임
- 분석결과 다양한 주식의 포트폴리오를 가진 펀드들이 집중된 펀드들보다 상대적으로 높은 초과 성과를 달성⁶⁶⁾
- <표VII-7>에서 월별 리밸런싱 포트폴리오 기준 12개월 누적수익률은 5그룹과 1그룹간의 차이는 -2.18%(t-stat=4.28)로 통계적으로도 유의미한 차이를 보임
 - 분기별 포트폴리오 리밸런싱을 한 결과에서도 비슷한 결과가 도출됨.
 - 따라서 포트폴리오를 다양하게 구성한 펀드들이 주식 집중도가 높은 펀드들에 비해 좋은 운용성과를 보여줌
- <표VII-8>은 각 펀드들의 유형별 벤치마크(BM)대비 초과 수익률을 의미함
- 월별 리밸런싱 포트폴리오 분석 방법론을 적용한 경우, 5그룹과 1그룹간의 12개월 누적 수익률의 차이는 -0.76%(t-stat=3.23)로 통계적으로도 유의미하였음
 - 분기별 포트폴리오 리밸런싱을 적용한 결과에서도 역시 비슷한 결과가 도출되어, 초과 수익률 기준으로도 집중화된 펀드들보다 다변화 포트폴리오를 가진 펀드들의 성과가 우월한 것으로 나타남

66) 주식집중도 측정변수를 $SCI_{alternative} = \sum_{i=1}^N (w_i)^2$ 로 대체 사용해도 유사한 결과를 도출할 수 있었음. 이후 <표8>과 <표9> 등의 분석방법을 사용한 결과 역시 마찬가지로 SCI의 결과와 유사한 결과가 도출됨

〈표Ⅶ-7〉 주식 집중도와 수익률의 관계

Panel A. Monthly rebalancing

| | N | SCI | RET1 | RET3 | RET6 | RET12 |
|-------------------------------------|------|----------|--------|--------|---------|----------|
| 1 (Diversified) | 1710 | 2.06 | 0.76 | 2.23 | 4.17 | 8.62 |
| 2 | 1768 | 4.21 | 0.55 | 1.70 | 3.14 | 6.01 |
| 3 | 1793 | 5.07 | 0.54 | 1.61 | 3.02 | 5.61 |
| 4 | 1768 | 6.04 | 0.58 | 1.86 | 3.62 | 6.57 |
| 5 (focused) | 1743 | 7.08 | 0.52 | 1.75 | 3.38 | 6.44 |
| DIFF(5-1) expectation:(-) | | 5.02 | -0.24 | -0.49* | -0.79** | -2.18*** |
| t-stat | | (110.23) | (1.51) | (1.86) | (2.13) | (4.28) |

Panel B. Quarterly rebalancing

| | N | SCI | RET1 | RET3 | RET6 | RET12 |
|-------------------------------------|-----|---------|--------|--------|--------|----------|
| 1 (Diversified) | 561 | 2.06 | 0.90 | 2.06 | 4.04 | 8.21 |
| 2 | 579 | 4.20 | 0.98 | 1.47 | 2.98 | 5.53 |
| 3 | 588 | 5.07 | 1.13 | 1.27 | 2.63 | 5.12 |
| 4 | 579 | 6.01 | 1.24 | 1.74 | 3.59 | 6.18 |
| 5 (focused) | 572 | 7.06 | 0.89 | 1.59 | 3.07 | 5.75 |
| DIFF(5-1) expectation:(-) | | 5.00 | 0.00 | -0.47 | -0.97 | -2.47*** |
| t-stat | | (65.46) | (0.01) | (1.10) | (1.56) | (2.97) |

주1) SCI가 가장 낮은 위탁펀드군이 1그룹(Diversified), 가장 높은 위탁펀드군이 5그룹(focused)으로 분류됨

주2) RET1, RET3, RET6, RET12는 1개월, 3개월, 6개월, 12개월 누적 수익률을 의미

〈표Ⅶ-8〉 주식 집중도와 초과 수익률의 관계

Panel A. Monthly rebalancing

| | N | SCI | ABRET1 | ABRET3 | ABRET6 | ABRET12 |
|-------------------------------------|------|----------|---------|---------|---------|----------|
| 1 (Diversified) | 1710 | 2.06 | 0.17 | 0.49 | 0.97 | 2.28 |
| 2 | 1768 | 4.21 | 0.03 | 0.13 | 0.23 | 0.78 |
| 3 | 1793 | 5.07 | 0.00 | -0.05 | -0.15 | -0.19 |
| 4 | 1768 | 6.04 | 0.03 | 0.14 | 0.40 | 0.72 |
| 5 (focused) | 1743 | 7.08 | 0.02 | 0.27 | 0.70 | 1.52 |
| DIFF(5-1) expectation:(-) | | 5.02 | -0.14* | -0.22* | -0.27* | -0.76*** |
| t-stat | | (110.23) | (-1.78) | (-1.89) | (-1.84) | (-3.23) |

Panel B, Quarterly rebalancing

| | N | SCI | ABRET1 | ABRET3 | ABRET6 | ABRET12 |
|-------------------------------------|-----|---------|---------|---------|---------|---------|
| 1 (Diversified) | 561 | 2.06 | -0.12 | 0.46 | 0.94 | 2.28 |
| 2 | 579 | 4.20 | -0.05 | 0.07 | 0.13 | 0.75 |
| 3 | 588 | 5.07 | -0.05 | -0.15 | -0.23 | 0.02 |
| 4 | 579 | 6.01 | 0.11 | 0.20 | 0.53 | 0.81 |
| 5 (focused) | 572 | 7.06 | -0.19 | 0.31 | 0.57 | 1.43 |
| DIFF(5-1) expectation:(-) | | 5.00 | -0.08 | -0.15 | -0.37 | -0.85** |
| t-stat | | (65.46) | (-0.37) | (-0.85) | (-1.40) | (-2.11) |

주1) SCI가 가장 낮은 위탁펀드군이 1그룹(Diversified), 가장 높은 위탁펀드군이 5그룹(focused)으로 분류됨

주2) ABRET1, ABRET3, ABRET6, ABRET12은 각 펀드 유형별 벤치마크 대비 누적 초과수익률을 의미함

○ <표VII-9>는 앞에서의 결과들이 펀드 특성변수를 통제하고도 유의하게 나타나는지를 보고자 회귀분석을 진행한 결과를 나타냄

- 패널A에서 종속변수는 1개월, 3개월, 6개월, 12개월 누적 수익률이며 패널B에서는 1개월, 3개월, 6개월, 12개월의 누적 초과수익률(유형별 벤치마크 대비)을 사용함
- SCI와 운용성과의 관계를 분석하고자 통제변수로 지난 1년간의 시장모멘텀(prelyr_mktret), 지난기의 펀드 수익률(ret(t-1)), 지난기 순자산가치의 자연 로그값(logNAV(t-1)), 펀드 설정 후 운용된 기간의 자연로그 값을 사용함(Fundyear)
- Panel A에서 1개월, 3개월, 6개월, 12개월 운용성과에 대한 SCI의 상관계수가 음(-)의 값을 보였으며, 비록 3개월 및 6개월의 누적수익률을 종속변수로 이용한 모델에서는 통계적 유의미성이 약해졌지만 방향성은 앞선 결과와 일치하였음
- Panel B에서는 누적 초과 성과를 종속변수로 사용한 결과를 보고하고 있음. SCI의 상관계수가 1-,3-,6-,12-개월 누적수익률을 종속변수로 이용한 모든 모델에서 음(-)의 값을 보였으며 5% 유의수준에서 유의미한 결과가 도출됨
- 펀드의 특성변수를 통제한 회귀분석을 실시한 결과에서도 포트폴리오 방법론을 이용한 결과와 유사한 결과가 도출되었음

〈표Ⅶ-9〉 다중 회귀분석

Panel A. 수익률

| | RET1 | RET3 | RET6 | RET12 |
|---------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| SCI | -0.06* (-1.85) | -0.08 (-1.54) | -0.09 (-1.21) | -0.30** (-2.97) |
| pre1yr_mktret | -0.07*** (-14.60) | -0.16*** (-21.13) | -0.23*** (-20.39) | -0.20*** (-15.00) |
| ret(t-1) | -0.12*** (-9.09) | 0.01 (0.41) | -0.22*** (-8.07) | -0.25*** (-8.00) |
| lnNAV(t-1) | -0.02 (-0.26) | -0.22** (-2.34) | -0.54*** (-4.44) | -1.44*** (-7.95) |
| Fundyear | -0.15** (-2.49) | -0.09 (-0.98) | 0.29** (2.34) | 1.07*** (5.84) |
| Intercept | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Year FE | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 8,625 | 8,329 | 7,864 | 6,977 |
| adj.R-square | 0.11 | 0.18 | 0.28 | 0.26 |

Panel B. 초과수익률

| | ABRET1 | ABRET3 | ABRET6 | ABRET12 |
|---------------|--------------------|--------------------|---------------------|----------------------|
| SCI | -0.028 (-1.47) | -0.048* (-1.82) | -0.032 (-0.89) | -0.138*** (-2.75) |
| pre1yr_mktret | 0.002 (0.87) | 0.010*** (2.70) | 0.022*** (5.44) | 0.028*** (3.17) |
| ret(t-1) | 0.034*** (4.63) | 0.016 (1.58) | -0.014 (-1.13) | -0.008 (-0.37) |
| lnNAV(t-1) | 0.026 (0.86) | -0.025 (-0.61) | -0.153** (-2.30) | -0.687*** (-8.51) |
| Fundyear | -0.055* (-1.64) | -0.039 (-0.96) | 0.096 (1.45) | 0.483*** (5.35) |
| Intercept | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Year FE | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 8,625 | 8,329 | 7,864 | 6,977 |
| adj.R-square | 0.06 | 0.04 | 0.08 | 0.12 |

주1) ET1, RET3, RET6, RET12는 1개월, 3개월, 6개월, 12개월 누적 수익률을 의미하고, ABRET1, ABRET3, ABRET6, ABRET12은 각 펀드 유형별 벤치마크 대비 누적 초과수익률을 나타냄. SCI는 각 펀드의 SCI의 랭크 값을 이용

주2) t-통계량은 White(1980)의 이분산성 보정 표준편차(heteroskedasticity-consistent standard error)를 이용하여 추정하였고, 괄호 안에 표기함

주3) ***, **, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함을 나타냄

- <표Ⅶ-10>에서는 2009년부터 2018년까지 월별 포트폴리오로 구한 유형별 SCI의 평균과 중위수를 보고하고 있음
 - 중소형주의 SCI가 가장 낮은 수치를 보였으며, 대형주형과 액티브퀀트형, 배당주형이 비교적 높은 SCI의 값을 보임

<표Ⅶ-10> 유형별 SCI

| | SCI | | 누적 수익률 (2009-2018, %) | |
|--------|-----|-----|-----------------------|--------|
| | 평균 | 중위수 | 수익률 | 초과 수익률 |
| 순수주식형 | 4.9 | 4.8 | 75.33 | 3.28 |
| 중소형주 | 1.8 | 1.6 | 100.20 | 22.29 |
| 사회책임투자 | 5.4 | 5.4 | 84.42 | 10.49 |
| 장기투자형 | 4.6 | 4.5 | 56.26 | 21.86 |
| 액티브퀀트 | 6.1 | 6.3 | 85.52 | 18.82 |
| 대형주형 | 7.3 | 7.3 | 11.95 | 8.14 |
| 배당주형 | 6.1 | 6.2 | 2.65 | 0.55 |
| 가치주형 | 6.0 | 6.1 | 15.00 | -2.02 |

주1) 초과 수익률(누적)은 각 유형의 수익률과 각 유형에 부여된 벤치마크 수익률의 차이를 의미

- 유형별 SCI와 향후 수익률의 관계를 살펴보기 위해서 회귀분석을 실시하였으며 그 결과는 <표Ⅶ-11>에 보고하였음
 - 종속변수는 3개월, 6개월, 12개월 누적수익률(RET3, RET6, RET12) 및 누적초과수익률(ABRET3, ABRET6, ABRET12)이며 중요 독립변수는 유형내 펀드들의 평균 SCI를 이용함. 그 외 통제변수로 이전달의 코스피 수익률과 이전달의 해당 유형의 수익률을 사용하였음
 - 회귀 분석결과 유형의 평균적인 SCI와 3개월, 6개월, 12개월의 누적수익률간의 통계적으로 유의미한 음(-)의 상관관계가 존재
 - 누적 수익률(RET)에 비해 누적 초과수익률(ABRET)은 통계적 유의성은 다소 감소했지만 SCI와 누적초과수익률간의 역의 관계가 여전히 유지되었고 통계적으로 유의미했음

〈표Ⅶ-11〉 회귀분석: 유형별 SCI와 성과

| | RET3 | RET6 | RET12 | ABRET3 | ABRET6 | ABRET12 |
|--------------|---------------------|----------------------|----------------------|--------------------|---------------------|---------------------|
| SCI | -0.278** (-2.15) | -0.512*** (-2.66) | -0.937*** (-3.56) | -0.049* (-1.70) | -0.120** (-2.43) | -0.160** (-2.34) |
| Mktret(t-1) | -0.492* (-1.85) | -0.527* (-1.69) | -0.696* (-1.76) | 0.082 (1.49) | 0.015 (0.15) | -0.065 (-0.45) |
| Typeret(t-1) | 0.648*** (2.34) | 0.749* (1.87) | 0.749* (1.93) | -0.014 (-0.25) | 0.201 (0.66) | 0.201 (1.37) |
| Intercept | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 738 | 708 | 648 | 738 | 708 | 648 |
| adj.R-square | 0.03 | 0.02 | 0.03 | 0.03 | 0.03 | 0.04 |

주1) 월별 데이터 이용

주2) 종속변수인 RET1, RET3, RET6, RET12는 각 유형의 누적 수익률을 ABRET1, ABRET3, ABRET6, ABRET12는 각 유형별 벤치마크 대비 누적 초과수익률을 의미함.

주3) 독립변수인 SCI는 각 유형의 펀드들의 평균 SCI, MKTret(t-1)은 이전달의 코스피 수익률을 Typeret(t-1)은 이전달의 유형별 수익률을 의미함

주4) t-통계량은 White(1980)의 이분산성 보정 표준편차(heteroskedasticity-consistent standard error)를 이용하여 추정하였고, 괄호 안에 표기함

주5) ***, **, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함을 나타냄

2. 시가총액 상위 기업에 대한 투자 현황

○ 본 소절에서는 국내 주식시장 내 시가총액 최상위 주식들에 대한 위탁운용 펀드들의 투자현황을 검토하고자 함

- 국내주식 투자에 있어 대형주 위주의 투자가 이루어졌었던 점이 꾸준히 제기되는바, 시가총액 최상위 기업들에 대해 쏠림현상이 있는지를 파악

○ 〈표Ⅶ-12〉는 각 연도말 시가총액 최상위 주식에 대한 투자 현황을 보여줌

- 위탁펀드 전체 포트폴리오 대비 시가총액 5위까지 기업들에 대한 투자비중은 2014년을 기점으로 과거 5년간에 비해 최근 5년간 다소 낮아짐

- 그러나 시장 대비(초과) 투자비중은 이전기간에 비해 최근 5년간 다소 증가하는 추이를 보임

- 위탁펀드들의 시가총액 상위 기업에 대한 OW(overweight)이 다소 확대되고 있는 모습임

- 소수 대형주에 대한 집중화는 전년도인 2018년과 같이 시장의 시스템 리스크(system risk) 확대 및 특정 대기업의 기업고유 리스크(idiosyncratic risk)가 확대되었을 때 그 충격을 충분히 흡수하는데 한계가 있음
- 포트폴리오의 다변화를 통해서 대형주 중심의 시장 충격이 왔을 때, 충분히 방어할 수 있는 전략이 필요

〈표Ⅶ-12〉 연도별 시가총액 상위 주식 투자현황: 비중

| | N | 투자비중 | | | 시장 대비 투자비중(OW) | | |
|-----------|----|---------|---------|---------|----------------|---------|---------|
| | | Wt(시총1) | Wt(시총3) | Wt(시총5) | Wt(시총1) | Wt(시총3) | Wt(시총5) |
| 2009 | 55 | 13.84 | 23.48 | 28.58 | 0.36 | 1.06 | 0.84 |
| 2010 | 59 | 13.04 | 18.70 | 23.61 | 0.74 | -1.00 | -1.57 |
| 2011 | 61 | 15.20 | 21.95 | 27.09 | 0.82 | 0.01 | -0.11 |
| 2012 | 65 | 20.87 | 26.60 | 29.40 | 1.94 | 0.76 | -1.01 |
| 2013 | 70 | 17.24 | 22.51 | 26.65 | -0.30 | -1.71 | -2.09 |
| 2014 | 79 | 16.21 | 22.86 | 26.73 | 0.91 | 1.71 | 1.32 |
| 2015 | 91 | 14.96 | 18.70 | 21.67 | 1.20 | 0.21 | -0.60 |
| 2016 | 93 | 19.74 | 24.83 | 28.42 | 2.18 | 2.77 | 2.52 |
| 2017 | 86 | 20.82 | 26.40 | 30.58 | 2.60 | 3.15 | 4.14 |
| 2018 | 73 | 18.70 | 22.24 | 26.27 | 2.82 | 1.51 | 2.32 |
| 2009-2013 | 62 | 16.04 | 22.65 | 27.06 | 0.71 | -0.18 | -0.79 |
| 2014-2018 | 84 | 18.08 | 23.00 | 26.73 | 1.94 | 1.87 | 1.94 |

주1) 연도말 기준

주2) Wt(시총1)은 시가총액 1위기업에 대한 투자 비중을 의미하며 Wt(시총3)과 Wt(시총5)는 시가총액 1위에서 3위까지, 1위에서 5위까지의 투자비중을 각각 의미함

주3) 시장데이터는 FN가이드 데이터를 이용

제5절 결론 및 시사점

- 본고에서는 액티브 위탁운용 펀드의 유형별 차별성에 대한 현황을 검토하고 개별 위탁 펀드의 포트폴리오 단위의 분석을 통해 위탁운용의 안정적인 수익 창출을 위한 시사점을 제공하고자 하였음
- 이를 위해 우선 유형간 벤치마크 및 수익률의 상관관계를 분석함으로써 유형간의 중첩 정도를 파악하고, 각 유형으로 구성된 모델 포트폴리오와 목표치인 위탁운용 전체 벤치마크와의 괴리도가 얼마나 있는지를 분석함. 다음으로 개별 펀드 포트폴리오 단위에서 주식 집중도와 펀드 운용성과간의 관계성을 검토함
- 분석결과를 요약하면 다음과 같음
 - 첫째, 액티브 위탁운용의 현행 8개의 유형간의 벤치마크의 상관도 및 수익률의 상관도가 중소형주를 제외하고 높은 수준임
 - 둘째, 액티브 위탁운용 전체 벤치마크 수익률과 이를 추종하는 유형별 벤치마크의 가중 합 (weighted sum)으로 구성된 가중 벤치마크 수익률간의 괴리도를 분석한 결과, 가중 벤치마크 수익률의 성과가 중장기적으로 더 양호하게 나타남. 그러나 두 벤치마크 괴리도의 변동성은 확대되고 있음
 - 셋째, 위탁운용 펀드의 주식집중도와 운용성과와의 관계를 분석한 결과 주식집중도가 높은 펀드에서 낮은 운용성과를 보임. 이러한 결과는 펀드관련 특성변수를 통제한 이후에도 유지되었음
- 앞에서의 분석결과의 시사점은 다음과 같음
 - 각 유형별 포지셔닝을 명확히 함으로서 차별화된 유형별 전략 구축 및 현행 8개의 유형의 성격을 대표하는 특성 팩터에 대한 점검이 필요
 - 현재 부여된 벤치마크간의 차별화 및 각 유형내 펀드들의 투자전략 등 전반적인 운용체계 점검을 토대로, 현행 유형의 최적화 및 신규유형 개발 등 위탁운용 유형체계의 강건성 확보를 위한 노력이 필요
 - 액티브 위탁운용 전체 벤치마크를 목표로 구성한 유형별 배분전략은 중장기적으로 적절히 이루어진 것으로 보임. 따라서 기금운용본부가 부여한 목표에 대한 외부 운용사들의 이행 여부를 지속적으로 모니터링할 필요가 있음

- 액티브 위탁운용의 개별 펀드의 위험을 최대한 분산시키면서도 안정적인 알파(α)를 창출하는 최적의 포트폴리오를 구성할 수 있도록 개별 위탁펀드의 포트폴리오 단위의 지속적인 점검이 필요
- 유형별 차별성 강화 및 우수한 운용능력을 보유한 운용사와 펀드 매니저를 발굴함으로써 위탁운용이 직접운용과 차별화된 운용전략 및 배분전략이 이루어 질 수 있을 것으로 기대함

〈참고 자료〉 연도별 위탁운용 벤치마크와 가중 벤치마크 차이

| Year | 누적차이(%) | 평균(%) | STD(차이) |
|------|---------|--------|---------|
| 2009 | -0.322 | -0.027 | 0.179 |
| 2010 | 0.185 | 0.015 | 0.135 |
| 2011 | -0.353 | -0.029 | 0.174 |
| 2012 | 0.463 | 0.039 | 0.149 |
| 2013 | -0.503 | -0.042 | 0.223 |
| 2014 | -0.546 | -0.046 | 0.089 |
| 2015 | -1.290 | -0.108 | 0.104 |
| 2016 | -0.201 | -0.017 | 0.329 |
| 2017 | 0.708 | 0.059 | 0.253 |
| 2018 | 0.274 | 0.023 | 0.439 |

주1) 2009년부터 2018년까지 월별 데이터를 이용함

주2) 액티브 위탁운용 전체 BM은 'KOSPI*(1-S)+KOSDAQ100*S'을 사용

주3) 유형별 벤치마크로 구성된 가중 벤치마크 수익률은 $TBMret_t = \sum_{i=1}^n w_i^{type} * BM_t^{type}$ 을 이용하여 구했으며

각 유형(i)의 비중과 유형별 벤치마크 수익률로 가중 벤치마크 수익률(TBMret)을 구함

주4) 차이값은 액티브유형 전체 BM에서 가중 벤치마크 수익률(TBMret)을 차감하여 구함. 배당제의 데이터 이용

주제2. 국민연금기금 SAA기준비중 산출방식 변경에 따른 효과분석

제1절 논의 배경

- 지난 2010년 기금운용위원회는 전략적 자산배분에 의해 설정된 목표 포트폴리오(이하 SAA 포트폴리오)에 대해 가정하였던 리밸런싱 방식을 변경하였음
 - 기존 주기고정방식의 리밸런싱을 범위방식으로 변경하여 2011년부터 적용
- 이에 따라 목표비중과는 달리 범위방식의 리밸런싱이 적용되는 SAA기준비중이 산출되기 시작하였음
 - SAA기준비중은 실제 포트폴리오의 전술적 자산배분 활동의 기준이 되며, 또한 이에 대한 성과평가의 기준이 됨
 - SAA기준비중의 산출방식의 결정은 기술적인 접근이 이루어져야 하는 관계로 기금운용 위원회에서 직접 다루기보다는 기금운용본부에서 관리하는 것이 효율적이라는 사유로 기금운용본부에 위임하도록 하였음
- 최근까지 몇 차례 SAA기준비중 산출방식이나 리밸런싱 방법에 대한 기준의 변경이 있었으며 2018년도에도 SAA기준비중 산출방식이 변경되었음
 - SAA기준비중 산출방식과 관련한 변경은 2017년도에 있었으며, 기존 대체투자의 SAA기준비중 산출시 사용하던 대체투자 기대수익률을 대체투자의 실제수익률을 사용하는 방식으로 변경하였음
 - 리밸런싱 방법에 대한 기준변경은 2016년도에 있었으며 기존 리밸런싱 실행기간을 감안하여 리밸런싱 규모를 산정하던 방식에서 리밸런싱 실행 기간동안 일정수준으로 리밸런싱을 실행하는 방식으로 변경
 - SAA기준비중의 리밸런싱 허용범위는 2012년과 2015년에 변경이 있었으며, 국내채권과 해외주식에 대한 SAA기준비중의 리밸런싱 허용범위가 투자비중과 변동성 확대를 고려하여 확대되었다.
 - 이러한 변경의 효과들은 과거 성과평가 등을 통해 다루어진 바 있음

370 2018년 국민연금 기금운용 성과평가

- 따라서 본 심층분석은 가장 최근에 이루어졌던 2018년도 SAA기준비중 산출방식 변경 내용을 소개하고 그 변경에 따른 효과와 의미를 분석해 보고자 함
 - 이는 SAA기준비중이 기금운용위원회의 의사결정인 전략적 자산배분과 밀접한 관계를 갖고 있고, 전술적 자산배분과 성과평가의 기준이 되기 때문에 그에 따른 변경효과를 모니터링할 필요가 있기 때문임

제2절 SAA 포트폴리오의 리밸런싱 체계

1. 목표비중의 산출 및 이행체계

- 국민연금 기금운용위원회는 5년 단위의 중기 전략적 자산배분을 통해 5개 자산군에 대한 목표비중을 설정함
 - 일반적으로는 이러한 목표비중이 설정되면 투자기간 시작점인 해당연도 첫 영업일에 모든 자산군의 비중을 목표비중에 도달하도록 조정함
 - 그 이후 전략적 자산배분의 투자시계(여기서는 5년)가 경과된 후인 투자기간 말 시점에 해당 포트폴리오의 실제 수익률이 실현되게 됨
 - 그리고 만약 실제 수익률이 당초 기대한 수준과 달라지거나 자산군의 수익-위험 특성이 달라진다면 새로운 자산배분을 통해 다시 목표비중에 도달하도록 실제 비중을 조정할 수도 있을 것임
 - 그러나 국민연금기금은 빠른 속도로 기금속도가 늘어나고 있는 가운데 위험자산과 해외 자산을 늘리겠다는 전략적 운용방향 아래 특정 자산군의 비중을 한 방향으로 늘리거나 줄이고 있음
 - 또한 대규모인 기금규모로 인해 협소한 국내시장에서는 시장에 미치는 영향을 고려하여 거래를 해야 하는 상황임
 - 그러므로 전략적 자산배분에서 결정되는 목표비중을 연초 첫 영업일에 목표비중에 맞춰 모두 조정하게 된다면 시장에 미치는 영향이 매우 클 수 있어 이를 투자기간 말에 도달하도록 이행계획을 수립함
 - 이로 인해 당초 전략적 자산배분을 통해 기대하게 되는 목표 포트폴리오의 수익 수준은 이행계획에 따라 5년 이후에 도달한 목표비중을 통해 그 이후의 투자기간을 동안 실현 될 수 있다고 가정하게 됨
 - 다만 그러한 결과는 현 시점에서 가정한 자산군별 기대수익과 변동성이 5년 후 시점에서도 여전히 유지가 되어야 한다는 가정이 충족되어야 할 것임
 - 중기 전략적 자산배분을 통해 결정된 이행계획에 따라 5년 내의 각 연도별 목표비중이 설정되며 이것이 각 연도별 기금운용계획을 통해 실제 실행되게 됨
 - 그러나 각 연도별 기금운용계획 상 자산군별 목표비중에 대해서도 해당 연도 연초에 실행하는 것이 아니라 연도말에 도달하도록 연중에 이행해 가도록 하고 있음

- 따라서 연중에는 전년도 말 목표비중과 당해 연도말 목표비중과의 차이만큼을 일중 균등하게 이행해 가거나 또는 월별 균등하게 이행해 가는 형태로 목표비중이 설정된다고 가정함
- 이에 따라 연중 목표비중의 이행궤적은 전년도 말 목표비중에서 당해 연도말 목표비중까지 선형으로 증감하는 형태로 나타나게 됨

$$Tw_{i,t} = \frac{Tw_{i,t-1} + A_i}{\sum_{i=1}^5 (Tw_{i,t-1} + A_i)} \quad \text{식 (1)}$$

단, 여기서 $Tw_{i,t}$ 는 t기(일 또는 월)말 i 자산군의 목표비중

$$A_i = \frac{Tw_{T-1\text{년도말}} - Tw_{T\text{년도말}}}{365} \quad : \text{일별 균등이행 가정 시}$$

$$A_i = \frac{Tw_{(T-1)\text{년도말}} - Tw_{T\text{년도말}}}{12} \quad : \text{월별 균등이행 가정 시}$$

$$\sum_{i=1}^5 (Tw_{i,t-1} + A_i) = 1$$

- 다만, 연중 세부 기간별(일별, 월별)로 이행하는 방식이 각 기간 말 아닌 기초에 이행해 간다고 가정하여 당초 전략적 자산배분을 실행하는 취지를 일부라도 반영하도록 하였음
- 즉, 자산배분을 통한 목표 포트폴리오의 운용취지를 제대로 구현하기 위해서는 연초에 목표비중으로 이행 후 운용을 해야 함
- 그러나 기금규모나 시장영향력 등의 제약으로 이를 실행하기 어렵기 때문에 비록 이를 순차적으로 이행해 가도록 하나 이행 과정 중에는 목표 포트폴리오의 운용취지를 감안하여 해당 기간 초에 이행하는 것으로 가정
- 예를 들어 2018년도 기금운용계획에 따라 해외주식의 목표비중은 17.7%이고 2017년도 말 목표비중 15.4% 대비 2.3%p 증가
- 따라서 이를 월균등 이행해 간다고 가정할 경우 매월 이행해야 할 목표비중의 증가분은 약 0.19%p임
- 1월 초 15.59%로 목표비중을 조정하고 한 달의 기간이 경과한 후 1월 말에는 그 기간 동안 시장변화에 따른 비중변화와는 상관없이 15.59%를 강제적으로 유지해야 함
- 이를 위해서는 리밸런싱이 이루어진다고 가정하고 이를 주기(월말) 고정방식의 리밸런싱 이라고 함

- 단, 이때 이를 실제 실행하는 운용자 입장에서는 시장변화에 따른 목표비중으로부터의 이탈정도를 해소할 수 있는 비중만큼을 조정해야하고 이 리밸런싱 규모는 다음과 같이 나타낼 수 있음
- 단, 여기서 시장변화로 인해 월말에 나타나게 되는 가상의 목표비중을 $Tw'_{i,t}$ 라고 함

$$Mw_{i,t} = Tw_{i,t} - Tw'_{i,t} \quad \text{식 (2)}$$

$$Mw_{i,t} = Tw_{i,t} - \left\{ \frac{(Tw_{i,t-1} + A_i) \times (1 + R_{i,t})}{\sum_{i=1}^5 (Tw_{i,t-1} + A_i) \times (1 + R_{i,t})} \right\} \quad \text{식 (3)}$$

단, $Mw_{i,t}$ 는 리밸런싱 규모

$R_{i,t}$ 는 i 자산군의 t 기간 시장수익률

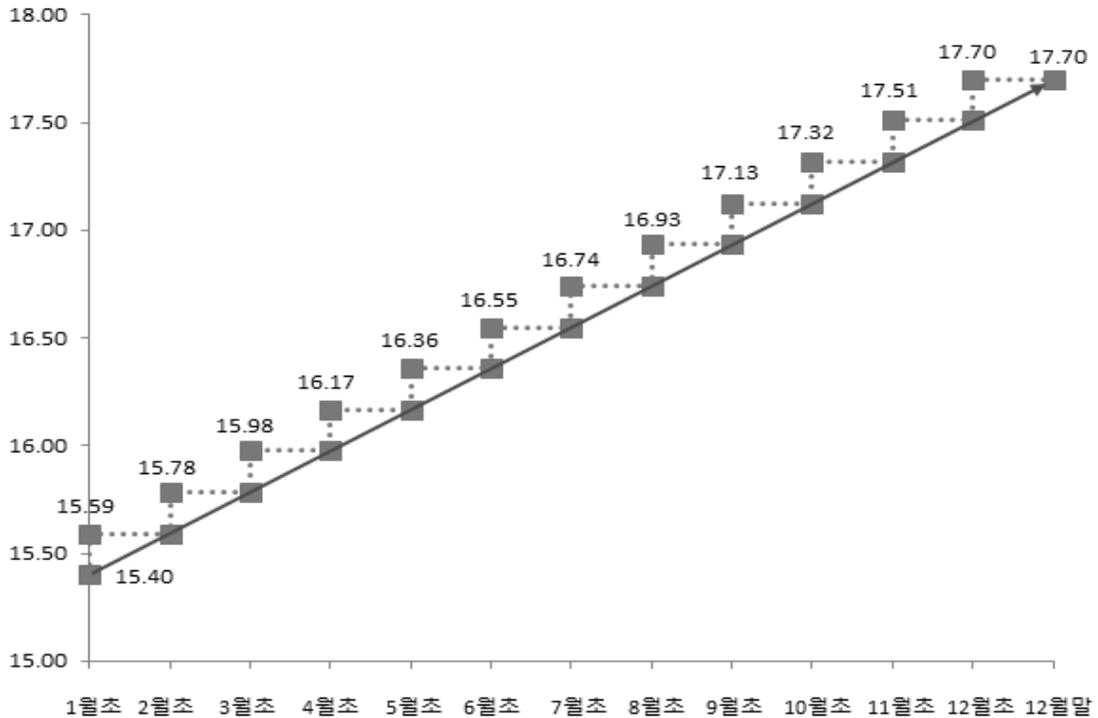
- 2월 초에는 다시 연도 말 목표비중으로의 이행을 위해 목표비중을 0.19%p 증가시킨 15.78%로 목표비중을 조정하게 됨

$$Tw_{i,t+1} = Tw_{i,t} + A_i$$

$$Tw_{i,t+1} = Tw'_{i,t} + Mw_{i,t} + A_i \quad \text{식 (4)}$$

- 이를 각 월초마다 계속 이행해간다고 가정하면 다음 그림과 같이 계단식으로 목표비중이 증가하게 되며 매월 말 기준으로 목표비중을 연결하면 선형으로 증가하는 하는 형태임
- 이는 이행 기간을 일별로 가정했을 경우에도 마찬가지 형태가 됨

[그림VII-4] 해외주식 목표비중 이행과정(예시)



2. 기존 SAA기준비중 산출방식

- SAA기준비중은 목표비중에 시장의 변동을 반영하여 산출되며, 이 SAA기준비중이 월말 목표비중과의 괴리가 일정 범위 내에 있다면 이는 목표비중에 도달하고 있는 것으로 간주하고 목표비중과 달리 강제적인 리밸런싱을 하지 않음
 - 이를 범위 리밸런싱이라 하며 앞서 소개한 바와 같이 2011년도부터 2017년 말까지 이러한 체계를 적용하였음
 - 특정 자산군의 SAA기준비중을 $Sw_{i,t}$ 라고 하면, 최초 SAA기준비중을 적용하던 시점에는 목표비중과 SAA기준비중이 동일하다고 볼 수 있으므로 식(1)의 $Tw_{i,t}$ 를 $Sw_{i,t}$ 로 바꿀 수 있음

$$Sw_{i,t} = \frac{Sw_{i,t-1} + A_i}{\sum_{i=1}^5 (Sw_{i,t-1} + A_i)} \quad \text{식 (5)}$$

단, $\sum_{i=1}^5 (Sw_{i,t-1} + A_i) = 1$

- 결국 월말에 무조건적으로 리밸런싱을 하여 목표비중으로 복귀하도록 하는 경우는 목표 비중 $Tw_{i,t}$ 로 나타낼 수 있고 일정범위 내에서는 리밸런싱을 하지 않고 그 비중을 그대로 인정하게 될 경우에는 목표비중과는 다른 별도의 SAA기준비중인 $Sw_{i,t}$ 가 산출된다고 볼 수 있음
- 따라서 허용범위 내에서 리밸런싱이 이루어지지 않는 경우의 SAA기준비중은 다음과 같이 나타낼 수 있음

$$Sw_{i,t} = \frac{(Sw_{i,t-1} + A_i) \times (1 + R_{i,t})}{\sum_{i=1}^5 (Sw_{i,t-1} + A_i) \times (1 + R_{i,t})} \quad \text{식 (6)}$$

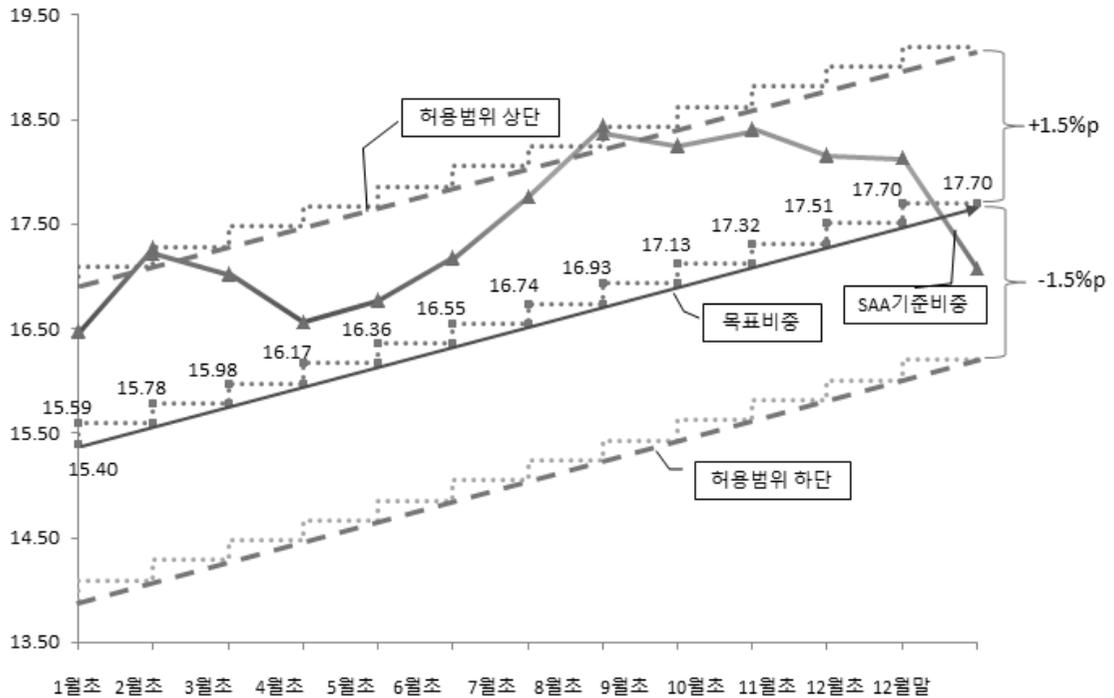
- 이는 앞서 식(2)와 식(3)에서 나타난 바와 같이 $Tw'_{i,t}$ 와 유사하다는 것을 알 수 있음
- 만약, SAA기준비중이 허용범위를 벗어나 리밸런싱이 이루어지게 된다면 그 리밸런싱 규모는 SAA기준비중이 허용범위로부터 이탈한 부분만큼을 해소하는 정도가 될 것임

$$Mw_{i,t} = Lw_{i,t} - \left\{ \frac{(Sw_{i,t-1} + A_i) \times (1 + R_{i,t})}{\sum_{i=1}^5 (Sw_{i,t-1} + A_i) \times (1 + R_{i,t})} \right\} \quad \text{식 (7)}$$

단, $Lw_{i,t}$ 는 SAA기준비중의 허용범위

- SAA기준비중이 목표비중으로부터 이탈할 수 있는 허용범위는 해당자산군의 변동성이나 시장여건, 정책 등을 고려하여 사전적으로 결정되고 기금운용지침에 규정되어 있음
- 예를 들어 2018년도 해외주식의 SAA기준비중 허용범위는 목표비중을 기준으로 $\pm 1.5\%p$ 임

[그림VII-5] 목표비중과 SAA기준비중 비교(예시)



3. 2018년도 SAA기준비중 산출방식 변경

- 기금운용본부는 SAA기준비중 산출방식을 변경하고 2018년도부터 적용하였음
 - SAA기준비중 산출방식 변경의 주요 이유 중 하나는 기금운용본부가 매년 수립하는 연간 자금배분계획 상 각 자산군별 자금배분 계획과 SAA기준비중을 추종하기 위해 각 자산군 별로 배분하게 되는 자금배분이 달라지기 때문임
 - 연간 자금배분계획에 따라 연중 각 자산군별로 자금을 배분하게 되고 각 자산군 내에서는 배분된 자기에 따라 세부 운용을 실행하게 됨
 - 그러나 연간 계획에서 집행 예정되어 있던 자금과 실제 연중 집행되어야 하는 자금규모가 상이하게 되어 운용계획과 실제 실행 간의 괴리가 나타나게 된다는 것임
 - 이에 따라 연간자금배분 계획과 일관성을 갖도록 하여 실제 운용에 있어 예측가능성을 갖고자 하는 목적임

- SAA기준비중 산출방식의 변경내용은 기존 SAA기준비중 산출식에서 시장의 실제 실현된 수익률을 반영하던 방식에서 실제 실현된 수익률과 중기자산배분에서 가정한 각 자산군별 기대수익률과의 차이를 다음과 같이 반영한다는 것임

$$Sw_{i,t} = \frac{(Sw_{i,t-1} + A_i) \times (1 + R_{i,t} - R_{i,t}^e)}{\sum_{i=1}^5 (Sw_{i,t-1} + A_i) \times (1 + R_{i,t} - R_{i,t}^e)} \quad \text{식 (8)}$$

단, 여기서 $R_{i,t}^e$ 는 중기자산배분 상 가정했던 i 자산군의 기대수익률

- 산식 상 i 자산군의 실제 시장수익률과 기대수익률이 동일하다면, 식(8)은 다음과 같이 정리가 됨

$$Sw_{i,t} = \frac{(Sw_{i,t-1} + A_i)}{\sum_{i=1}^5 (Sw_{i,t-1} + A_i)} \quad \text{식 (9)}$$

- 실제 시장수익률과 기대수익률이 같은 경우 일 또는 월별 균등 이행비중만큼의 SAA기준 비중을 조정한다는 것을 의미
 - 최초 출발지점에서 목표비중과 SAA기준비중이 같다면, 1기간이 지난 이후에도 시장수익률과 기대수익률이 같을 경우에는 목표비중과 SAA기준비중이 동일하게 된다는 것을 의미
 - 만약 출발지점에서 목표비중과 SAA기준비중이 같지 않았다면, 기대수익률과 실제수익률이 같을 경우에는 SAA기준비중은 목표비중과의 괴리를 유지한 채 A_i 만큼 변하게 된다고 할 수 있음
- 이러한 산출방식 변경은 일균등 또는 월균등 이행비중(A_i)에 대한 인식의 변화에 기반한다고 할 수 있음
 - 기금운용본부의 연간 자금배분 계획 상 목표비중에 도달하기 위한 각 자산군별 배분금액 (이하 중립자금배분)은 각 자산군이 수익률에 의해 기초의 목표비중이 변화하여 연도 말 목표비중과 괴리가 나타난 경우 이를 조정하는 규모만큼의 자금을 중립자금배분금액으로 추정

- 그러나 연초시점에는 해당 자산군 시장수익률을 알지 못하기 때문에 증기자산배분 상 해당 자산군에 가정했던 기대수익률을 시장수익률이라고 가정
- 결국 중립자금배분을 추정하기 위한 식(10)은 앞서 설명한 식(2)와 식(3)의 $Mw_{i,t}$ 와 동일한 개념이며 목표비중에 도달하기 위해 시장변화분 만큼의 괴리를 목표비중을 되돌리기 위한 자금집행임

$$DM_{i,2018년} = \left\{ \frac{Tw_{i,2018년초} \times (1 + R_{i,2018년}^e)}{\sum_{i=1}^5 Tw_{i,2018년초} \times (1 + R_{i,2018년}^e)} \right\} - Tw_{i,2018년도말}$$

$$DM_{i,2018년} = \left\{ \frac{Tw_{i,2018년초} \times (1 + R_{i,2018년}^e)}{\sum_{i=1}^5 (Tw_{i,2018년초} \times (1 + R_{i,2018년}^e))} \right\} - \frac{Tw_{i,2018년초} + A_i}{\sum_{i=1}^5 (Tw_{i,2018년초} + A_i)} \quad \text{식 (10)}$$

단, 여기서 $DM_{i,2018년}$ 은 2018년도 중립자금배분 금액

$R_{i,t}^e$ 는 i 자산의 t 시점 기대수익률

$$\sum_{i=1}^5 (Tw_{i,t-1} + A_i) = 1$$

- 기금운용본부는 이때의 균등 이행비중 A_i 에는 시장의 변화분과 중립자금배분 $Mw_{i,t}$ 이 함께 포함된 것이고 이때 시장변화분에 이미 수익률이 반영되어 있다고 인식
- 기초 시점에는 실제 시장변화를 알 수 없으므로 기대수익률이 반영된다고 가정함

$$A_i = Tw_{i,t-1}(1 + R_{i,t}^e) + Mw_{i,t} \quad \text{식 (11)}$$

- 따라서 식(6)과 같이 기존 SAA기준비중 산출방식에 포함되어 있는 A_i 에도 이미 해당 기간의 시장변화인 기대수익률이 감안되어 있으므로 여기에 실제수익률을 다시 곱해주는 방식은 시장변화의 중복반영이라는 논리임

$$Sw_{i,t} = \frac{(Sw_{i,t-1} + A_i) \times (1 + R_{i,t})}{\sum_{i=1}^5 (Sw_{i,t-1} + A_i) \times (1 + R_{i,t})}$$

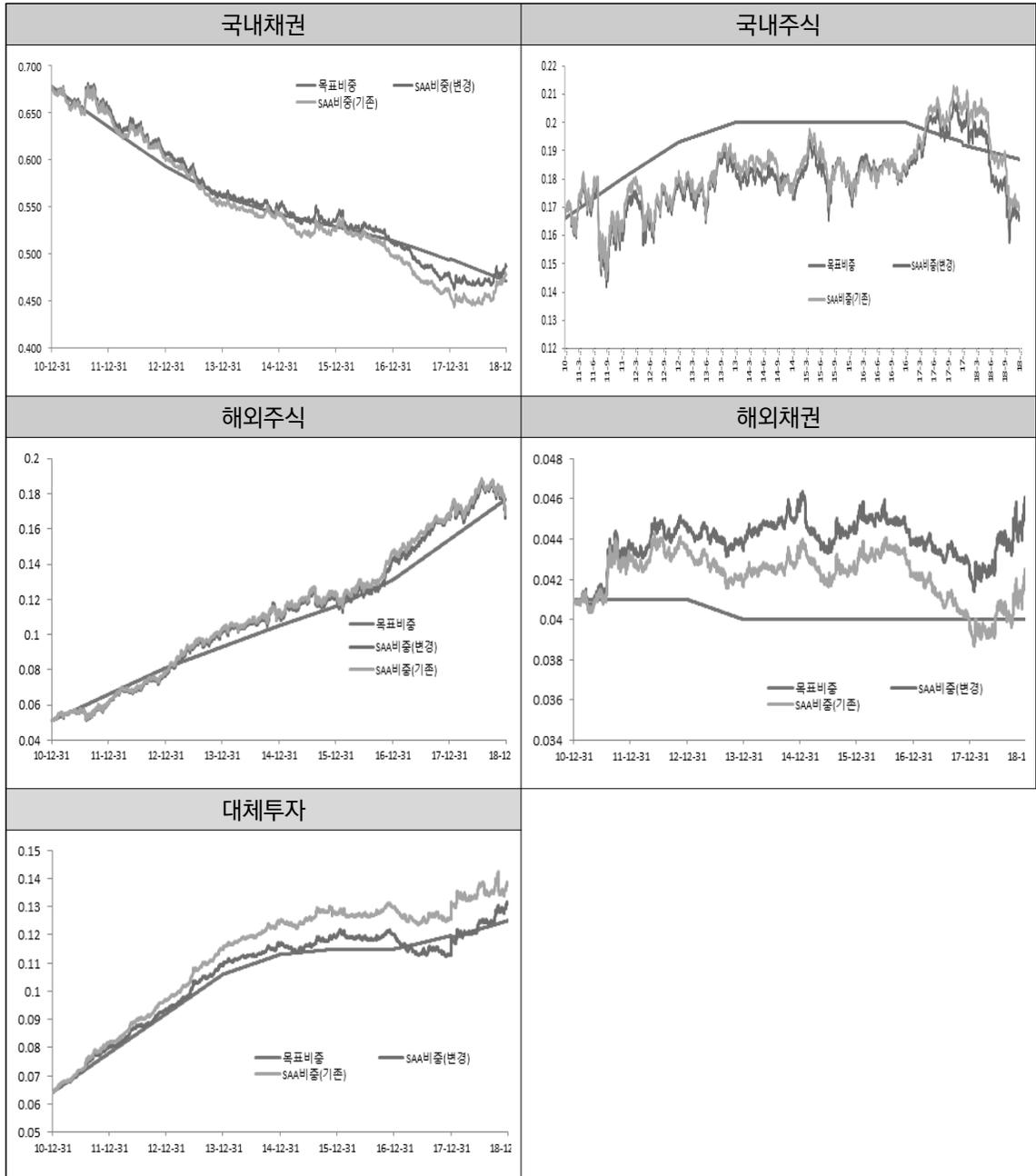
$$A_i = Sw_{i,t-1}(1 + R_{i,t}^e) + Mw_{i,t} \quad \text{식 (12)}$$

- 그러므로 위의 식(8)과 같이 실제 수익률에 기대수익률을 차감하여 중복반영의 효과를 제거하려고 하였음
 - 이러한 인식의 변화는 중기자산배분 그리고 연단위 기금운용계획 상 연도말 목표비중을 설정하고 있는 현 상황에서 연도말 목표비중을 이행해 가는 과정에 보다 중점을 둔 인식임
 - 기존의 목표비중 산출과 그 이행과정 그리고 SAA기준비중 산출식에 적용된 균등 이행 방식은 비록 중기배분이나 연간계획이 목표비중을 연도 말에 도달한다고 하나 연중 세부 기간별로는 기초에 이행해 간다고 가정하여 전략적 자산배분의 취지를 일부라도 반영하고자 한 것이었음
 - 따라서 균등 이행비중 A_i 는 시장변화분이 반영되지 않고 기초에 순수 자금집행으로만 조정하게 된다고 가정하였던 것으로 볼 수 있음
- 결국 이러한 산식의 변화는 당초 기초에 A_i 만큼 자금집행을 통해 포트폴리오를 운용 한다는 취지의 효과를 상쇄시키는 방향으로 작용하게 되는 반면, 연간계획 상 연도말에 목표비중을 달성하게 하는 연간 이행계획과는 일관성을 높이게 된다는 의미가 있을 것임
- 다만 기대수익률의 차감의 효과는 A_i 에만 영향을 미치는 것이 아니라 $Sw_{i,t-1} + A_i$ 전체에 영향을 미치게 됨

4. SAA기준비중 산출방식 변경에 따른 결과비교

- SAA기준비중 산출방식에 따른 비중추이 비교
- 기존 SAA기준비중과 변경 SAA기준비중의 추이를 2011년도부터 비교해 보면, 변경방식이 수익률에서 기대수익률을 차감하는 만큼 SAA기준비중의 변화가 크지 않고 따라서 목표 비중과의 평균적인 차이나 괴리도가 기존방식보다는 작은 것으로 나타남
 - 이것은 변경방식이 SAA기준비중이 목표로부터 벗어나는 강도가 상대적으로 적게 나타나는 것을 말함

[그림VII-6] SAA기준비중 산출방식별 비교



〈표Ⅶ-13〉 SAA기준비중 산출방식별 괴리도 비교

| 구 분 | | 국내채권 | 국내주식 | 해외주식 | 해외채권 | 대체투자 |
|----------|-----|-------|------|-------|-------|-------|
| SAA기준 변경 | 평균 | -0.29 | 1.27 | -0.45 | -0.36 | -0.18 |
| | 괴리도 | 1.15 | 0.99 | 0.61 | 0.13 | 0.25 |
| SAA기준 기존 | 평균 | 0.70 | 0.97 | -0.63 | -0.19 | -0.86 |
| | 괴리도 | 1.56 | 1.10 | 0.67 | 0.12 | 0.42 |

○ SAA기준비중 산출방식에 따른 성과 비교

- 기존 SAA기준비중과 변경 SAA기준비중으로 포트폴리오 구성하여 운용한 가상의 경우 각 해당 방식별 성과는 절대수익률 기준으로는 중장기 적으로는 큰 차이를 보이지 않으나 기존방식의 위험이 높아 위험을 고려한 위험조정성과는 변경방식이 소폭 높은 것으로 나타남
- 다만 이 경우에는 리밸런싱에 의한 거래비용은 감안되지 않음

〈표Ⅶ-14〉 SAA기준비중 산출방식별 성과 비교

(단위 : %)

| 구분 | | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 3년 평균 | 5년 평균 | 8년 평균 |
|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|--------|-------|-------|-------|
| 수익률 | SAA변경 | 2.31 | 7.35 | 3.98 | 5.25 | 4.82 | 4.71 | 6.29 | -0.27 | 3.54 | 4.14 | 4.28 |
| | SAA기준 | 2.27 | 7.34 | 4.02 | 5.21 | 4.86 | 4.79 | 6.41 | -0.44 | 3.54 | 4.14 | 4.28 |
| 위험 | SAA변경 | 3.93 | 3.19 | 2.85 | 2.30 | 2.66 | 2.24 | 1.76 | 4.21 | 2.96 | 2.74 | 2.95 |
| | SAA기준 | 3.98 | 3.24 | 2.86 | 2.32 | 2.68 | 2.23 | 1.81 | 4.33 | 3.03 | 2.80 | 3.00 |
| 샤프 비율 | SAA변경 | -5.11 | 1.32 | 0.42 | 1.16 | 1.14 | 1.46 | 2.54 | -9.95 | 0.59 | 0.80 | 0.63 |
| | SAA기준 | -5.37 | 1.30 | 0.43 | 1.13 | 1.14 | 1.50 | 2.54 | -11.02 | 0.58 | 0.78 | 0.62 |

○ SAA기준비중 산출방식에 따른 리밸런싱 빈도

- SAA기준비중 산출방식에 따라 SAA허용범위를 벗어난 경우 실행하는 리밸런싱의 빈도를 비교하면, 기존 SAA기준비중 산출방식이 전체적인 횟수가 많고 해외채권을 제외한 모든 자산군에서 리밸런싱이 발생
- SAA기준비중 변경방식의 경우에는 국내채권과 대체투자에 대해서는 리밸런싱이 발생하지 않고 국내주식을 제외한 다른 자산군에 대해서는 리밸런싱 발생빈도가 낮음

382 2018년 국민연금 기금운용 성과평가

- 국내주식의 경우에는 2011~2014년까지 시장하락 등에 따른 리밸런싱 허용범위 하단에 걸쳐 리밸런싱이 빈번히 이루어지는 모습임

〈표Ⅶ-15〉 SAA기준비중 산출방식별 리밸런싱 빈도 비교

| 구분 | | 국내주식 | 해외주식 | 국내채권 | 해외채권 | 대체투자 | 계 |
|------------|-------|------|------|------|------|------|-----|
| 리밸런싱 빈도 | SAA변경 | 82 | 18 | 0 | 13 | 0 | 107 |
| | SAA기준 | 36 | 81 | 2 | 0 | 21 | 140 |

제3절 시사점

- 리밸런싱 변경에 따른 효과를 비교분석 하면 절대적 성과는 기존방식이 더 높은 것으로 나타나나 변경방식의 위험수준이 낮아 위험조정 성과는 비슷한 것으로 나타남
 - 따라서 최근 8년간의 시장상황과 변동성 하에서는 SAA기준비중 변경에 따른 성과적 측면에서의 유의미한 영향은 없을 것으로 사료되나 향후에 지속적인 모니터링은 필요
 - SAA기준비중 변경방식은 SAA기준비중이 시장변화를 그대로 반영하지 않고 기대수익 만큼을 차감하여 그 변화의 정도가 상대적으로 약해지는 측면이 있어 포트폴리오의 총 위험에는 긍정적인 기여를 한 것으로 보임
 - 다만 이러한 리밸런싱 방식은 시장의 상황과 변동성에 따라 그 전략의 우월성이 바뀔 가능성이 있으므로 이에 대한 지속적인 모니터링도 필요
- 리밸런싱 체계와 관련된 의사결정 프로세스 보완 필요
 - SAA기준비중 산출방식은 기금전체 벤치마크 수익률 산출의 중요한 요소이며, 기금운용 본부의 전술적 자산배분 활동의 기준이 되고 있음
 - 또한 전략적 자산배분의 목표비중에 대한 이행과정의 합의라는 의사결정도 포함되어 있음
 - 이는 집행기관인 기금운용본부의 실행과 관련된 내용이면서도 전략적 자산배분이 구현되는 과정인 전략적 의사결정과정도 관련됨
 - 또한 연중 기초 균등이행에 관한 의사결정은 과거 성과평가보상전문위원회 등에서도 논의되었던 사항임
 - 연간 이행계획과의 일관성을 높이는 방법은 연간 이행계획을 기존 SAA기준비중 산출 방식에서 구현했던 이행방식을 고려하여 일치시키는 방향과 기존 SAA기준비중 산출방식을 변경하여 연간 이행계획에 맞추는 방향이 선택가능하나 이번 변경은 후자의 방식이 선택되었음
 - 이를 통해서도 2018년도 SAA기준비중 산출방식 변경을 통해 연간 운용계획과 자금배분 방식과는 보다 일관성을 갖추게 된다는 측면이 있지만 그 과정에서 기존 논의되었던 이행 과정에 대한 변화가 충분히 논의되지 못하였다는 측면에서 향후에는 이러한 논의과정을 거칠 수 있는 프로세스 마련이 필요할 것으로 사료됨

주제3. 국민연금기금 해외주식 면세단체 규정에 따른 효과분석

제1절 논의 배경

- 국민연금기금은 중장기 전략에 따라 해외투자 비중을 확대해 오고 있으며, 특히 해외주식을 중심으로 그 비중을 확대해 오고 있음
 - 2009년 말 해외주식 투자규모는 19조 9,152억 원으로 기금전체 투자규모 대비 6.2% 비중이었음
 - 지속적해오던 해외주식 투자확대 방향은 2014년부터 가속화되기 시작해 2018년 말 112조 8,998억 원으로 지난 10여년간 92조원 이상 증가하였으며 투자규모는 4.7배 성장하였음
 - 금융부문 전체 대비 비중도 17.7%에 이르고 국내주식 투자규모와 비중을 능가하게 되었음
 - 해외주식 내에서는 급격히 증가하는 해외주식 투자규모에 대한 집행 효율성을 고려하여 위탁운용보다는 상대적으로 직접운용의 비중을 확대해왔음
 - 해외주식 직접운용은 2009년 말 시작되어 2010년부터 본격화 되었고 2009년말 1,981억 원 투자되었던 투자규모는 2018년 말 현재 40조 4,800억 원 규모로 크게 확대되었으며 해외주식 전체에서 35.9%를 차지할 정도로 성장하였음
 - 해외주식은 그 동안 북미, 유럽, 일본, 아시아 태평양, 남미, 아프리카 지역 등 전 세계 다양한 국가들에 대해 투자 범위를 확대해 왔음
 - 그러나 해외주식 직접운용은 선진국 위주의 투자를 하고 상대적으로 위탁운용은 전문성을 발휘 할 수 있는 신흥국 등에 더 많은 투자를 하고 있는 상황임
- 이러한 가운데 기금운용본부는 해외투자에 대한 역량강화와 체계개선을 위해 노력을 해 오고 있으며, 특히 해외주식 부문은 포트폴리오 체계화와 운용전략 다변화를 경주해 왔음
 - 특히 해외투자를 통해 글로벌 투자환경에 잘 대응하고 각 국가별로 직면하게 되는 다양한 제도와 법규 등에도 대처해야 하는 어려움이 있으며, 다른 글로벌 운용사와의 경쟁에서도 우위를 가질 수 있도록 운용체계를 개선해 나가야 함
 - 그 가운데서도 해외투자에 대한 운용비용이 더 높을 수 있다는 우려 등을 감안하여 향후에는 운용비용 효율화도 필요하게 될 것임

- 그러한 가운데 본 심층분석은 작년도 성과평가 보고서에서 수행하였던 비용분석을 출발점으로 보다 세부적인 내용의 이슈를 다루고자 하였음
 - 특히 해외주식 투자와 국내주식 투자의 비용구조에서 가장 큰 차이를 보이는 부분은 거래비용 내의 배당세의 반영 여부임
 - 국내에서는 국민연금기금은 국가단체로써 주식투자를 통해 얻는 배당수익에 대해서는 면세규정을 적용받아 배당세를 납부하지 않고 있음
 - 반면 해외주식에서는 일부 국가에서는 면세단체로 인정받아 면세를 받기도 하지만 또 다른 일부 국가에서는 배당세를 납부하고 있음
 - 작년도 운용비용 분석결과를 통해 2016년도에 국민연금 해외주식이 해외정부에 납부한 배당세는 약 800억 원 정도에 이르고 있음
 - 해외투자 확대 규모를 감안한다면 이 규모는 향후에도 더 커질 수 있고 이러한 부분이 성과에 미치는 영향도 커질 가능성이 있음
 - 국내주식의 경우에는 면세로 인해 배당세가 국민연금 포트폴리오에 미치는 영향이 없고 벤치마크에도 배당세를 반영하지 않고 있어 초과성과에도 큰 영향은 미치지 않고 있음
 - 반면 해외주식의 경우에는 배당세가 일부 국가에서는 면세가 되고 있는 반면 벤치마크에서는 면세단체가 아닌 일반 재외국가 운용기관이 투자하였을 경우 적용되는 배당세 기준이 적용되고 있어 초과성과 측정에 있어서 배당세가 일정 정도 영향을 미치고 있음
 - 따라서 국민연금기금이 면세단체로서 갖게 되는 법적 지위를 통해 해외주식 성과에서 얻게 되는 효과를 분석하고 이에 대한 인식방식과 개선사항은 없는지 점검해 보고자 함

제2절 해외투자 연기금의 면세단체 규정

- 세계 각 국가들은 자국에 투자하는 해외 기관들 중 일정 자격 요건을 갖춘 기관에 대해 면세단체로 규정하여 배당세를 면제 받을 수 있도록 하고 있음
 - 미국의 예를 들면 미국은 세법상 해외의 국가기관은 해당 국가의 일부(integral part) 이거나 국가의 통제를 받는 기관(controlled entity)으로 나누고 있음
 - 이러한 국가기관들 중 국가의 일부인 기관으로 인정받게 되면 이러한 기관이 미국 내 금융자산 투자를 통해 얻게 되는 수익에 대해 면세를 하고 있음⁶⁷⁾
 - 반면 국가의 통제를 받는 상업적 기관인 경우에는 면세혜택을 받지 못함
 - 따라서 해외에 투자하기 위해 해당 국가에서 국민연금 기금이 갖게 되는 법적지위를 확인하고 이에 대한 사전적인 법절차 등 적극적인 조치를 취함으로써 배당을 포함한 금융투자 소득에 대한 면세를 통해 추가적인 수익을 얻을 수 있게 됨
 - 많은 연기금들이 이러한 관리를 위해 전문 컨설팅사나 법무법인, 회계법인 등의 전문 기관들의 도움을 받아 이를 운용하고 관리하고 있음
 - 이 과정에서 글로벌 수탁은행의 역할도 매우 중요함
- 현재 국민연금이 투자하고 있는 해외의 주요 투자 국가들의 배당세와 배당세 면제와 관련한 현황을 살펴보면 다음과 같음
 - 아래 표는 국민연금 해외주식 투자대상 국가 중 주요국이며 면세나 감세혜택을 받고 있는 국가, 주요국이며 면세나 감세혜택을 받지 못하고 있는 국가, 주요국은 아니지만 면세나 감세혜택을 받고 있는 국가 현황임
 - 아래 표에서 언급되지 않은 국가들은 주요국이 아니거나 국민연금의 법적지위와는 관계 없이 배당소득세에 대한 면세제도를 운용하고 있는 국가들임
 - 아래 표에 포함되어 있는 주요국들 중 면세나 감세혜택을 받고 있는 국가는 22개 국가이고 이 중 면세 혜택을 받고 있는 국가는 미국, 호주, 영국, 벨기에, 아일랜드이며 멕시코는 일부 종목에 대해서만 면세임
 - 감세혜택을 받고 있는 국가들은 캐나다, 일본, 뉴질랜드와 북유럽 국가 등 16개 국가임
 - 감세혜택이 가장 많은 국가는 체코이고 가장 적은 국가는 일본이며 감세혜택을 받는 국가들의 평균 감세수준은 11.6% 정도임

67) 미국 내국세법 Section 982조, 김수성, 최원석(2017), “연기금의 해외투자 운용에 따른 면세단체 규정의 개선 방안 연구”, 세무회계저널, 제 18권, 제1호.

- 감세혜택을 받는 국가들은 대부분 이중과세 협약에 따라 해당 국가의 기관이 적법한 절차를 통해 신청할 경우 감세혜택을 부여하는 제도를 운영하고 있음
- 캐나다의 경우 외국 국가기관에 대한 면세혜택 제도를 운영하고는 있으나 국가 간 호혜 조치 부족으로 이에 대한 원활한 조치를 받지 못하고 있음
- 면세나 감세혜택 제도가 있으나 그에 따른 혜택을 받지 못하고 있는 곳은 네덜란드 등 4개 국가임
- 프랑스의 경우 외국 정부기구의 신청 시 면세조치 가능한 국가이나 현재 면세혜택을 받지 못하고 있음
- 배당세 감면을 위한 조치는 진행 중임
- 이 외에도 스페인, 스위스 등이 감세 또는 환급신청을 추진 중임
- 네덜란드는 15%의 배당소득세율을 적용받고 있으나 별도의 신청을 통해 해당 세금에 대한 환급을 진행 중임

○ 배당세 관련하여 가장 많은 혜택을 보고 있는 국가는 미국이라고 할 수 있음

- 해외투자 포트폴리오 내에 가장 많은 비중을 차지하는 미국은 정부기관 지위 인정으로 배당세 30%를 전액 면제받고 있어 그에 따른 성과에 긍정적인 영향을 가장 많이 미칠 것으로 생각됨

〈표Ⅶ-16〉 국민연금 해외주식 투자대상 국가의 배당세 면제 또는 감면제도 현황

| 투자대상 국가 | 배당세 법정세율 | 국민연금 적용세율 | 구분 | 면세나 감면혜택 현황 |
|---------|----------|-----------|----|---|
| 호주 | 30% | 0% | 면세 | 비거주 정부기관 및 연기금은 배당소득에 대한 면세 신청 가능하며, 국민연금은 면세지위 인정받아 면세적용 이중과세방지 협정을 통해서는 15%감면 혜택 |
| 캐나다 | 25% | 15% | 감세 | 배당세 법정세율은 25% 외국 정부기구는 캐나다와의 세금관련 호혜조치들이 존재할 경우 면제가 가능하나 현재 한국과 캐나다간 호혜조치 부족으로 캐나다 정부가 면세조치 불허 다만 이중과세방지 협정에 따라 배당소득세를 15%까지 감면 혜택 가능 |
| 프랑스 | 30% | 15% | 감세 | 배당세 법정세율 30% 외국 정부기구에 대한 배당세 면세조치는 신청 시 가능하나 현재 신청에 의한 면세조치를 프랑스 당국으로부터 거절당한 상황 다만 프랑스 자국 비영리법인과의 차별금지(EU법 및 한-프 조세 조약)원칙 적용 주장으로 15%환급조치 받고 있음 |
| 독일 | 26.375% | 15% | 감세 | 배당세 법정세율 26.375% 해외 정부기관에 대한 배당세 면세조치는 없으며, 다만 이중과세방지 협정에 따라 정부기관과 연기금은 배당소득에 대해 11.375% 환급조치를 받아 최종 15% 세율을 적용 |
| 중국 | 10% | 10% | - | 배당세 법정세율 10% 외국 정부기관에 대한 면세제도는 없으며, 이중과세방지 협약에 따라 비거주 투자자의 배당소득세는 10% 적용함 따라서 배당소득세는 법정세율 대로 부과됨 |
| 이탈리아 | 26% | 15% | 감세 | 배당세 법정세율 26% 외국 정부기관에 대한 면세제도는 없으며, 이중과세방지 협약에 따라 비거주 투자자의 배당소득세는 15% 감면 가능하며 이에 대한 신청 시 가능 |
| 일본 | 15.315% | 15% | 감세 | 배당세 법정세율 15.315% 이중과세방지 협정에 따라 외국 정부기관과 연기금은 배당소득세 15% 감세 혜택 |
| 영국 | 0% | 0% | 면세 | 비거주 외국 투자자에 대한 배당소득세는 면세 리츠상품에서의 부동산 배당소득에 대해서는 20% 과세, 이중과세방지 협약으로 5% 환급가능하나 국민연금과 같은 연기금은 면세지위를 인정받아 20% 환급조치로 면세적용 |
| 미국 | 30% | 0% | 면세 | 비거주 외국 투자자에 대한 배당소득세 법정세율은 30%임 외국 정부기관은 모든 금융소득에 대해 면세 조치 |
| 벨기에 | 30% | 0% | 면세 | 비거주 투자자에 대한 배당소득세 법정세율 30%임 비거주 해외 연기금에 대한 배당소득에 대한 면세제도 비거주 해외연기금 자격요건 : 연기금 운용목적, 비상업적 기구, 본국에서도 비과세 대상일 것 단, 30%원천징수 후 환급신청을 통해 면세적용 |

| 투자대상 국가 | 배당세 법정세율 | 국민연금 적용세율 | 구분 | 면세나 감면혜택 현황 |
|---------|----------|-----------|------|--|
| 체코 | 35% | 10% | 감세 | 비거주 투자자 배당소득세 법정세율 35% 면세제도는 없으며, 이중과세방지 협정을 통해 배당세 10%감면 혜택 가능 |
| 핀란드 | 30% | 15% | 감세 | 비거주 투자자 배당소득세 법정세율 30% 면세제도는 없으며 해외연기금의 경우 신청을 통해 배당소득세 15% 감면혜택, 이중과세방지 협약을 통해서도 신청 시 배당 소득 15% 세율 적용 현재 면세적용 신청 추진 중 |
| 아일랜드 | 20% | 0% | 면세 | 비거주 투자자 배당소득세 법정세율 20% 유럽연합이나 아일랜드와 이중과세 협정을 맺은 경우 특정 요건이 충족되면 면세혜택 |
| 이스라엘 | 25% | 15% | 감세 | 비거주 투자자 배당소득세 법정세율 25% 리츠의 배당소득세 법정세율은 23% 다만 리츠를 제외한 일반 배당소득세에 대해서는 이중과세협정에 따라 감면혜택 다만 외국 연기금의 경우에는 신청에 따라 리츠에 대한 배당 소득세를 면제받을 수 있음 이중과세방지 협정에 따른 감세율은 15%임 |
| 멕시코 | 10% | 10%/0% | 일부면세 | 비거주 투자자의 배당소득세는 2014년 이전 발행 주식에 대한 배당소득세는 면세 2014년 이후 발행 주식에 대한 배당소득세의 법정세율은 10%임 부동산신탁증권의 배당금에 대해서는 법정세율이 부과되나 비거주 해외 연기금에 대해서는 자격요건을 갖추어 면세 혜택 국민연금은 현재 면세혜택 받고 있음 |
| 네덜란드 | 15% | 15% | 환급신청 | 비거주 외국 투자자에 대한 배당소득세 법정세율은 15% 네덜란드와 조세정보교환협정을 체결한 국가의 비거주 면세 단체는 면세혜택 법적단체로서 수입의 수익적 소유자, 거주국에서 면세기관, 네덜란드 세법에 따라 면세 가능한 기관, 금융투자 소득일 경우 면세자격이 됨 국민연금은 현재 배당소득세에 대한 면세적용 가능 기관으로 환급 신청 중 |
| 뉴질랜드 | 30% | 15% | 감세 | 비거주 투자자 배당세 법정세율은 30% 면세제도는 없으며 이중과세방지 협정에 따라 배당소득세 15% 감면 혜택 |
| 노르웨이 | 25% | 15% | 감세 | 비거주 투자자 배당세 법정세율 25% 면세제도는 없으며 이중과세방지 협정에 따라 배당소득세 15% 감면 혜택 |
| 폴란드 | 19% | 10% | 감세 | 비거주 투자자 배당세 법정세율 19% 면세지도는 없으며 이중과세방지 협정에 따라 9%를 환급조치 받고 배당소득세 10%로 감면 혜택 |

390 2018년 국민연금 기금운용 성과평가

| 투자대상 국가 | 배당세 법정세율 | 국민연금 적용세율 | 구분 | 면세나 감면혜택 현황 |
|------------|-------------|--------------|----|--|
| 포르투갈 | 25% | 15% | 감세 | 비거주 투자자 배당세 법정세율 25% 면세제도가 없으며, 이중과세방지 협정에 따라 감면세율 적용으로 4% 환급받고 최종 15%세율 적용 |
| 러시아 | 15% | 10% | 감세 | 비거주 투자자 배당소득세 법정세율 15% 면세제도는 없으며, 이중과세방지 협정에 따라 신청하면 배당세 10% 감면 혜택 |
| 스페인 | 19% | 19% | 감세 | 비거주 투자자 배당소득세 법정세율 19% 면세제도는 없으며 이중과세방지 협정에 따라 4% 환급조치로 15% 세율을 적용받고 있음 |
| 스웨덴 | 30% | 15% | 감세 | 비거주 투자자 배당소득세 법정세율 30% 면세제도는 없으며 이중과세방지 협정에 따라 배당소득세 15%로 감면 |
| 스위스 | 35% | 35% | 감세 | 비거주 투자자 배당소득세 법정세율 35% 면세제도는 없으며 이중과세방지 협정에 따라 감면세율 적용받아 20% 환급조치로 배당소득세 15%로 감면 |

주) 본 표의 배당세 감면현황은 2019년 5월 기준이나 이후 배당세 감면이 성과에 미치는 영향분석은 2019년도 이전의 성과라는 점을 감안하여 2018년도 기준 배당세 감면현황을 반영하였음

제3절 해외주식 배당세 감면이 성과에 미치는 영향 분석

- 해외주식 배당세 감면 효과를 분석하기 위한 분석대상은 우선 해외주식 직접운용으로 한정하기로 함
 - 해외주식 위탁운용의 특성 상 배당세액에 대한 상세한 데이터를 단기간에 입수하기 어려운 상황으로 우선 해외주식 직접운용을 대상으로 분석하고 이를 통해 해외주식 전체의 효과를 가늠할 수 있는 출발점으로 삼고자 함
- 해외주식 직접운용은 본격적인 운용이 시작된 이후 지속적으로 양호한 성과를 달성해 왔음
 - 지난 9년 동안 연평균 7.96%의 성과를 달성하여 벤치마크 7.41% 대비 0.55%p의 초과 성과를 달성하였음
 - 2011년도를 제외하고 대부분의 기간에서 양의 초과성과를 달성하여 안정적으로 초과 성과를 달성하는 모습

〈표Ⅶ-17〉 국민연금 해외주식 수익률현황(직접운용, 달러기준)

| 2010 | | | 2011 | | | 2012 | | | 2013 | | | 2014 | | |
|----------------|-------|------|----------------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|------|----------------|------|------|
| 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 |
| 11.76 | 11.20 | 0.56 | -5.41 | -5.29 | -0.12 | 17.37 | 15.83 | 1.54 | 25.87 | 25.04 | 0.83 | 5.80 | 5.23 | 0.56 |
| 2015 | | | 2016 | | | 2017 | | | 2018 | | | 3년 평균('16~'18) | | |
| 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 |
| -0.97 | -1.18 | 0.21 | 7.72 | 7.37 | 7.32 | 22.87 | 22.40 | 0.47 | -7.98 | -8.71 | 0.73 | 6.79 | 6.26 | 0.53 |
| 5년 평균('14~'18) | | | 9년 평균('10~'18) | | | | | | | | | | | |
| 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | | | | | | | | | |
| 4.99 | 4.52 | 0.47 | 7.96 | 7.41 | 0.55 | | | | | | | | | |

- 배당세 효과를 분석하기 위해 국민연금이 면세단체가 아닌 일반 비거주 외국 투자자로 가정한 경우 납부해야 하는 배당세를 추정하고 이를 반영한 성과와 현재의 성과를 비교하여 배당세 감면 효과를 측정함
 - 각 연도별로 추정한 배당세 감면효과는 아래 표와 같고 9년 연평균 배당세 감면효과는 37bps로 추정되었음

〈표Ⅶ-18〉 국민연금 해외주식 배당세 감면효과(달러기준)

(단위 : bps.)

| 구분 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 3년 평균 | 5년 평균 | 9년 평균 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 배당세 감면 효과 | 2 | 32 | 47 | 45 | 38 | 37 | 45 | 47 | 38 | 43 | 41 | 37 |

- 배당세 감면효과 결과를 바탕으로 기존 해외주식 직접운용의 성과에서 배당세 감면에 따른 효과를 분해해 볼 수 있음
 - 현재 해외주식 직접운용의 벤치마크는 배당 반영 시 국민연금과 같은 국가기관의 배당세율을 반영하는 것이 아닌 일반 투자기관의 배당세율을 반영하여 지수를 산출하고 있음
 - 따라서 배당세 감면에 따른 효과를 고려하여 벤치마크 대비 초과성과를 분해하게 된다면 포트폴리오와 벤치마크 간의 배당세율이 상이하게 적용되어 발생하게 되는 성과의 차이를 가늠해 볼 수 있음
 - 이에 따라 지난 9년 간 해외주식 직접운용은 연평균 55bps의 초과성과를 달성하였고 이 중 37bp가 배당세 감면에 따른 효과로 분해될 수 있고 나머지 초과성과는 18bps로 추정된다고 볼 수 있음

〈표Ⅶ-19〉 배당세 감면효과에 따른 해외주식 초과성과 분해(달러기준)

(단위 : bps.)

| 구분 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 3년 평균 | 5년 평균 | 9년 평균 |
|------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 총 초과 성과 | 56 | -12 | 154 | 83 | 56 | 21 | 34 | 47 | 73 | 53 | 47 | 55 |
| 배당세 감면 효과 | 2 | 32 | 47 | 45 | 38 | 37 | 45 | 47 | 38 | 43 | 41 | 37 |
| 배당세 감면효과 제외 초과성과 | 54 | -44 | 108 | 38 | 18 | -16 | -11 | 0 | 35 | 10 | 6 | 18 |

제4절 시사점

- 배당세 감면에 따른 초과성과의 기여가 9년 연평균 37bps.로 전체 초과성과에서 차지하는 비중이 적지 않다는 점을 감안한다면 이에 대한 효율적인 관리 노력이 지속될 필요가 있음
 - 각 국가별 조세제도에 대한 모니터링과 파악이 필요하며, 그에 대응한 조치들을 취할 수 있도록 관련 전문기관과 협의할 필요가 있을 것임
 - 아울러 현재까지 해외 국가기관과 같은 면세기관에 대한 면세나 조세감면 제도를 운영하고 있는 국가이면서도 국민연금이 그 법적지위를 확보하지 못하였거나 관련 신청이나 조치들이 이루어지지 못하고 있는 국가들이 있다면 해당 사항의 점검을 통해 개선해 나갈 필요도 있을 것임

- 해외주식 벤치마크 변경 가능성 검토 필요
 - 배당세 감면에 대한 대응이 해외주식 운용자의 역할이라기보다는 백오피스의 의사결정과 지속적인 관리의 영역이라면 이에 대한 성과측정과 요인분해에 대한 개선도 검토해 볼 필요가 있을 것임
 - 정교한 성과측정과 요인분석의 측면에서 그러한 운용자의 의도치 않은 성과에 대해서는 그 요인을 별도로 분리하고 포트폴리오의 성과관리 측면에서도 그러한 요인들을 제거한 성과측정이 보다 바람직 할 것으로 생각됨
 - 본 심층분석을 통해 배당세 감면에 따른 추가적인 효과를 추정하고 이를 통해 성과의 요인의 분해를 시도하였지만 배당세 효과를 제외한 나머지 초과성과에 대한 요인을 더 분해하기 위해서는 업종별, 종목별 비중이나 수익률과 같은 세부 정보에서도 배당세 효과가 제외된 정보들이 제공될 수 있어야 함
 - 반대로 초과성과의 기준이 되는 벤치마크를 실제 포트폴리오와 동일한 배당세 효과가 반영 될 수 있도록 변경하는 것도 검토해 볼 수 있을 것임
 - 현재 해외주식 벤치마크의 제공업체인 MSCI에서는 국민연금과 같은 투자기관에 제공되는 지수를 해당 투자기관의 법적지위에 부합하도록 배당세를 반영하여 맞춤형 지수 (customized index)를 제공하는 서비스도 제공하고 있는 것으로 알려져 있음
 - 따라서 해외주식 부문에서 사용되고 있는 벤치마크 지수들이 변경 가능한지에 대한 검토를 통해 변경하는 것도 바람직한 방법일 수 있을 것임

국민연금연구원 발간보고서 목록

2018년도

| | | | |
|------------------|--|---------------------|---------|
| 연구보고서 2018-01 | 중고령자의 근로욕구에 관한 연구 | 송현주, 임란, 왕승현 | 2019.4. |
| 연구보고서 2018-02 | 급여액분포 추정방법에 관한 연구 | 신경혜 | 2019.4. |
| 연구보고서 2018-03 | 국민연금 장애연금 추계모형의 개선방안 연구 | 신승희, 손현섭 | 2019.4. |
| 연구보고서 2018-04 | 다층노후소득보장 추계모형 구축 - 공적연금 수급자 추계 | 박성민, 송창길 | 2019.4. |
| 연구보고서 2018-05 | 다층노후소득보장 모형 구축 | 한정림, 송창길 | 2019.4. |
| 연구보고서 2018-06 | 장기거시경제 전망모형 연구 | 김혜선 | 2019.4. |
| 연구보고서 2018-07 | 인구구조 변화가 저축률 및 이자율에 미치는 영향: 공적연금의 역할을 중심으로 | 김혜선 | 2019.4. |
| 연구보고서 2018-08 | 국민연금 A-K 일반균형 모형의 개선 및 재정평가 연구 | 최기홍, 윤병욱, 오유진 | 2019.4. |
| 연구보고서 2018-09 | 국내 상장기업의 배당정책 연구 - 국민연금 투자기업을 중심으로 | 최희정, 최영민, 김민수 | 2019.4. |
| 연구보고서 2018-10 | 고령화가 인플레이션에 미치는 영향 연구 | 성명기, 이준희, 오유진 | 2019.4. |
| 연구보고서 2018-11 | 국민연금기금의 해외투자 성과평가 방안에 관한 연구 - 해외 주식과 해외채권을 중심으로 | 황정욱, 황준호 | 2019.4. |
| 연구보고서 2018-12 | 공적연금제도의 발달과 노후 생활수준의 변화 | 성혜영, 김아람 | 2019.6. |
| 연구보고서 2018-13 | 노인의 소득-자산 구성과 수준에 관한 연구: OECD 주요 국가 비교를 중심으로 | 안서연, 이은영 | 2019.6. |

| | | | |
|------------------|--|-----------------------------|----------|
| 연구보고서 2018-14 | 국민연금제도의 위험분담(risk-sharing) 기능과 경제적 효율성 | 윤병욱, 최기홍, 김경빈 | 2019.6. |
| 연구보고서 2018-15 | 국민연금 가입자의 가입기간 분석 | 김형수 | 2019.6. |
| 정책보고서 2018-01 | 임의계속가입제도 운영방안에 관한 연구 | 김혜진, 신승희, 유현경 | 2019.4. |
| 정책보고서 2018-02 | 국민연금보험료 추후납부제도 개선방안 연구 | 유희원, 유현경, 한신실 | 2019.4. |
| 정책보고서 2018-03 | 공적연금의 분할연금제도 개선방안 | 유호선, 유현경 | 2019.4. |
| 정책보고서 2018-04 | 기초연금 전달체계 현황 분석 및 개선방안 | 최옥금· 한신실 | 2019.4. |
| 정책보고서 2018-05 | 2017년도 국민연금기금의 성과평가 | 황정욱, 강대일, 태엄철, 황준호 | 2019.4. |
| 정책보고서 2018-06 | 국민연금기금운용위원회의 주요의제와 논의과정 분석 - 공개 회의록을 중심으로 | 정지영, 원상희, 손경우 | 2019.4. |
| 정책보고서 2018-07 | 국민연금의 책임투자 개선방안에 관한 연구 | 최영만· 최희정 | 2019.4. |
| 정책보고서 2018-08 | 확률 프로그래밍을 활용한 국민연금 ALM에 관한 연구-II | 김민정, 정지영 | 2019.4. |
| 정책보고서 2018-09 | 국민연금의 자국편의(Home bias)에 대한 연구 | 정지영, 김민정, 윤보현 | 2019.6. |
| 정책보고서 2018-10 | 국민연금 부양가족연금제도의 역할 및 개선방안 연구 | 류재린, 이용하, 유현경, 임병인 | 2019.6. |
| 정책보고서 2018-11 | 국민연금 보험료 지원의 성과와 개선방안 연구 | 김현수, 김아람 | 2019.6. |
| 조사보고서 2018-01 | 중고령자의 경제생활 및 노후준비 실태 | 송현주, 임 란, 왕승현, 이은영 | 2018.12. |

| | | | |
|------------------|---|---|---------|
| 연차보고서 2018-01 | 국민연금 중기재정 전망(2018~2022) | 신경혜, 박성민, 한정림 | 2018.8. |
| 연차보고서 2018-02 | 2019년 국민연금기금의 자산 배분 - ALM 분석을 중심으로 | 최영민, 김민정, 최희정, 정지영, 이성훈, 원상희 | 2019.6. |
| 연구자료 2018-01 | 2018년 상반기 국민연금성과평가 | 황정욱, 조은영, 태엄철, 황준호 | 2019.6. |
| 연구자료 2018-02 | 국민연금 가입자의 생애주기에 따른 기준소득월액 분포연구 | 김혜진, 한정림 | 2019.6. |
| 용역보고서 2018-01 | 국민연금에 대한 주관적 인식 조사연구 위탁연구 | 김성욱, 조성희, 이지연, 신성희 | 2019.6. |
| 용역보고서20 18-02 | 기초연금 수급자와 국민연금 수급자의 소비행태 비교 분석 | 이진형, 정지운 | 2019.6. |
| 용역보고서 2018-03 | 국민연금소득재분배효과분석 수익비를 중심으로 | 김용하, 석재은, 홍인수 | 2019.6. |
| 용역보고서 2018-04 | 북한 장애인법제와 장애인연금 | 이철수, 한경훈, 김효주, 김승혜 | 2019.6. |
| 프로젝트 2018-01 | 기초연금의 거시경제 파급효과 분석 | 성명기, 김경빈 | 2019.4. |
| 프로젝트 2018-02 | 고령화가 공적연금과 국민경제에 미치는 영향 : 한국과 일본 비교 연구 | 성명기 편 | 2019.4. |
| 프로젝트 2018-03 | 2018년 기초연금의 사회경제적 효과 분석 연구 | 안서연, 최옥금, 이은영, 한신실 | 2019.6. |

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. |

398 2018년 국민연금 기금운용 성과평가

| | | | |
|------------------|---|---------------|----------|
| 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 책임투자과 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 | 김현수, 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 | 재정추계분 석실 | 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 | 김현수, 유호선 외 | 2018.7. |
| 프로젝트 2017-07 | 일본의 공사연금제도 연구 | 김현수, 김재현 | 2018.7. |
| 단기과제 2017-01 | 단기연구과제1 <ul style="list-style-type: none"> • 유족연금 수급권자의 범위 제한 검토 • 외국인에 대한 반환일시금제도 개선 방안 검토 • 소재 불명자 등에 대한 지급정지제도 개선 방안 검토 • 사망일시금 지급액 산출기준의 적정성 | 유호선, 김현수, 정인영, 김혜진 외 | 2018.8 |
| 단기과제 2017-02 | 단기연구과제2 <ul style="list-style-type: none"> • 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 | 오옥찬, 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, 임 란 | 2017.1. |
| 연구보고서 2016-03 | 가입기간별 가입자 추계 2016 | 박성민 | 2017.3. |
| 연구보고서 2016-04 | 국민연금의 소득계층별 수급부담 통계모형 | 최기흥, 신승희 외 | 2017.3. |
| 연구보고서 2016-05 | 국민연금의 일반균형 세대간회계 연구 | 최기흥, 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 | 손 경우, 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, 이상봉 외 | 2017.4. |
| 프로젝트 2016-04 | 국민연금과 국민경제 연구 | 성명기 편 | 2017.5. |
| 단기과제 2016-01 | 단기연구과제1 (장애연금과 장애인연금의 역할정립 및 연계방안, 국민연금법과 장애인 복지법의 장애판정기준 연계방안) | 오옥찬, 이재은 | 2017.4 |
| 단기과제 2016-02 | 단기연구과제2 (공단 내외부 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 종합재무설계 내용 개선) | 성혜영, 김아람 | 2017.4 |

저자 약력

- **황 정 욱**
한양대학교 졸업
한양대학교 박사(경제학)
현 국민연금연구원 부연구위원
- **조 은 영**
숙명여자대학교 졸업
서울대학교 박사(경영학, 재무금융)
현 국민연금연구원 부연구위원
- **태 엄 철**
서울시립대학교 졸업
고려대학교 석사(경제학)
현 국민연금연구원 전문연구원
- **황 준 호**
한양대학교 박사(경영학)
현 국민연금연구원 주임연구원

정책보고서 2019-07
2018년 국민연금 기금운용 성과평가

2019년 6월 인쇄
2019년 6월 발행

발행인 : 김 성 주

편집인 : 이 용 하

발행처 : 국민연금공단 국민연금연구원
전북 전주시 덕진구 기지로 180(만성동)

TEL : 063-713-6778 / FAX : 063-715-6564

ISBN 978-89-6338-509-9