청렴한 국민연금, 든든한 노후행복

연구자료 2017-01

2017年 上半期 國民年金 基金運用成果 評價報告書

황정욱 · 태엄철 · 황준호

NPS 국민연금공단
국민연금연구원

목 차 | Contents

Ⅰ. 국민연금 기금운용 현황 및 총 수익률 ····· 1
1. 국민연금 기금운용 현황 ····· 1
2. 총수익률 ····· 3

Ⅱ. 국민연금 금융부문 성과 ····· 5
1. 금융부문 포트폴리오 ····· 5
1) 투자 현황 ····· 5
2) 계획대비 집행실적 ····· 6
2. 금융부문 전체 운용성과 분석 ····· 13
1) 수익률 및 위험 ····· 13
2) 자산별 수익률 ····· 15
3) 자산별 벤치마크 대비 수익률 ····· 17
4) 금융부문 수익 분해 ····· 17
3. 국내채권부문 ····· 19
1) 상반기 국내채권시장 현황 ····· 19
(1) 국내채권시장 동향 ····· 19
2) 국내채권 포트폴리오 분석 ····· 22
(1) 국내채권 투자현황 ····· 22
(2) 시장대비 보유비중 ····· 25
(3) 종류별 보유현황 ····· 27
(4) 신용등급별 보유현황 ····· 31
(5) 표면금리 및 만기분포 ····· 33
3) 매매활동 분석 ····· 35
4) 수익률 분석 ····· 37
(1) 총수익률 ····· 37
(2) 벤치마크 대비 수익률 ····· 38
(3) 국내채권 초과수익 분해 ····· 39
(4) 국내채권 직접(패시브)운용 종류별 수익률 ····· 41
(5) 국내채권 위탁(액티브)운용 유형별 수익률 ····· 42

5) 위험 분석 ····· 43
(1) 듀레이션 현황 ····· 43
(2) 총위험 ····· 45
(3) 위험조정수익률 ····· 46
6) 대우조선해양 채무조정의 영향 ····· 47
(1) 대우조선해양 시가평가액의 변동추이 ····· 47
4. 해외채권부문 ····· 51
1) 해외채권 포트폴리오 분석 ····· 51
(1) 해외채권 투자현황 ····· 51
(2) 해외채권 종류별 보유현황 ····· 53
(3) 위탁운용 유형별 보유현황 ····· 55
(4) 만기별 보유현황 ····· 57
(5) 통화별 보유비중 ····· 58
(6) 지역별 보유비중 ····· 59
2) 수익률 분석 ····· 60
(1) 총수익률 ····· 60
(2) 해외채권 성과요인 분석 ····· 60
(3) 벤치마크대비 수익률 ····· 61
(4) 해외채권 초과수익의 환효과 요인분해 개선 ····· 62
3) 위험분석 ····· 64
(1) 해외채권 듀레이션 ····· 64
(2) 총위험 ····· 66
(3) 위험조정수익률 ····· 67
5. 단기자금 ····· 69
1) 원화 단기자금 ····· 69
2) 외화 단기자금 ····· 70
6. 국내주식 부문 ····· 72
1) 상반기 국내 주식시장 현황 ····· 72
2) 포트폴리오 분석 ····· 72
(1) 투자 현황 ····· 72
(2) 국내주식의 시장대비 비중 ····· 74
(3) 국내주식의 매매활동 분석 ····· 75

3) 수익률 분석 ····· 77
(1) 총 수익률 ····· 77
(2) 총 수익률 요인분해 ····· 78
(3) 초과 수익률 ····· 79
(4) 초과수익 요인분해 ····· 80
(5) 유형별 수익률 ····· 82
4) 위험 분석 ····· 85
7. 해외주식 부문 ····· 88
1) 포트폴리오 분석 ····· 88
2) 수익률 분석 ····· 92
(1) 총 수익률 ····· 92
3) 위험 분석 ····· 94
8. 대체투자부문 ····· 98
1) 상반기 대체투자 시장현황 ····· 98
(1) 국내 부동산 시장 ····· 98
(2) 벤처투자 ····· 100
2) 투자현황 ····· 103
3) 수익률 ····· 104

표 차 례

〈표 Ⅰ-1〉 국민연금기금운용 현황(시가기준) ····· 2
〈표 Ⅰ-2〉 국민연금기금 수익률 및 수익금 ····· 3
〈표 Ⅱ-1〉 금융부문 운용 현황(성과기준) ····· 6
〈표 Ⅱ-2〉 금융부문 계획대비 집행 현황 (2017. 6. 30 현재) ····· 7
〈표 Ⅱ-3〉 2017년 세부자산별 위탁운용 목표비중 및 허용범위 ····· 13
〈표 Ⅱ-4〉 연도별 국민연금 수익률 추이 ····· 14
〈표 Ⅱ-5〉 시가평가 수익률 ····· 16
〈표 Ⅱ-6〉 벤치마크 대비 초과수익률 ····· 17
〈표 Ⅱ-7〉 금융부문 총 수익률 요인분해 ····· 18
〈표 Ⅱ-8〉 채권 발행 현황 ····· 20
〈표 Ⅱ-9〉 주요 금리 변화 ····· 21
〈표 Ⅱ-10〉 국내채권의 유형별 투자현황 ····· 24
〈표 Ⅱ-11〉 2017년 상반기 국내채권부문 투자금액
증감 요인 분석 ····· 24
〈표 Ⅱ-12〉 국민연금기금의 섹터별 시장대비 투자비중 추이 ····· 26
〈표 Ⅱ-13〉 국민연금기금의 국내채권 잔존만기별 시장대비
투자비중 추이 ····· 27
〈표 Ⅱ-14〉 2017년 6월말 채권 종류별 투자비중 ····· 29
〈표 Ⅱ-15〉 국내채권 벤치마크 대비 보유비중 ····· 30
〈표 Ⅱ-16〉 채권 종류별 투자비중 추이(연도별) ····· 30
〈표 Ⅱ-17〉 2017년 6월말 채권 신용등급별 투자비중(직접/위탁) ·· 32
〈표 Ⅱ-18〉 국내채권부문의 신용등급별 투자비중 추이 ····· 33
〈표 Ⅱ-19〉 2017년 상반기 국내채권 거래 현황 ····· 37
〈표 Ⅱ-20〉 국민연금 국내채권부문 투자수익률 ····· 38
〈표 Ⅱ-21〉 국내채권 부문의 유형별 수익률 추이 ····· 39

〈표 Ⅱ-22〉 국내채권의 초과수익분해 ····· 40
〈표 Ⅱ-23〉 국내채권 직접(패시브)운용 종류별 수익률 ····· 41
〈표 Ⅱ-24〉 국내채권 위탁(액티브)운용 유형별 수익률 현황 ····· 43
〈표 Ⅱ-25〉 국내채권 듀레이션 ····· 44
〈표 Ⅱ-26〉 국내채권의 투자유형별 총위험 추이 ····· 46
〈표 Ⅱ-27〉 국내채권의 투자유형별 위험조정수익률(수정샤프지수) 추이 ····· 46
〈표 Ⅱ-28〉 국내채권 유형별 정보비율(IR) 추이 ····· 47
〈표 Ⅱ-29〉 대우조선해양 채무조정 ····· 48
〈표 Ⅱ-30〉 대우조선해양 채무조정 전후 수익률 변동 ····· 49
〈표 Ⅱ-31〉 대우조선해양 제외에 따른 국내채권 수익률 변동 ····· 50
〈표 Ⅱ-32〉 해외채권의 유형별 투자현황 ····· 52
〈표 Ⅱ-33〉 2017년 상반기 해외채권부문 투자금액 증감 요인 분석 ····· 53
〈표 Ⅱ-34〉 해외채권 직접운용 종류별 보유현황 ····· 54
〈표 Ⅱ-35〉 해외채권 위탁운용 유형별 투자현황 및 보유비중 ····· 56
〈표 Ⅱ-36〉 국민연금 보유 해외채권 잔존만기별 보유현황 ····· 58
〈표 Ⅱ-37〉 해외채권 통화별 보유비중(달러기준) ····· 59
〈표 Ⅱ-38〉 해외채권의 지역별 보유비중(달러기준) ····· 59
〈표 Ⅱ-39〉 국민연금 해외채권부문 투자수익률 ····· 60
〈표 Ⅱ-40〉 해외채권 성과요인 ····· 61
〈표 Ⅱ-41〉 해외채권부문의 자산종류별 벤치마크 대비 수익률 추이 ····· 62
〈표 Ⅱ-42〉 해외채권 초과수익의 환효과 요인분해 ····· 63
〈표 Ⅱ-43〉 해외채권 초과수익의 환효과 요인분해 ····· 64
〈표 Ⅱ-44〉 해외채권의 투자유형별 총위험 추이 ····· 67

〈표 Ⅱ-45〉 해외채권의 투자유형별 위험조정수익률(수정샤프지수) 추이 ····· 68
〈표 Ⅱ-46〉 해외채권 자산별 정보비율(IR) 추이 ····· 69
〈표 Ⅱ-47〉 연도별 원화 단기자금 평균 운용규모 ····· 70
〈표 Ⅱ-48〉 원화 단기자금 수익률 추이 ····· 70
〈표 Ⅱ-49〉 연도별 외화 단기자금 평균 운용규모 ····· 71
〈표 Ⅱ-50〉 외화 단기자금 수익률 추이 ····· 72
〈표 Ⅱ-51〉 국내주식부문 투자 현황(액티브/패시브 유형) ····· 73
〈표 Ⅱ-52〉 국내주식부문 투자 현황(기존유형) ····· 73
〈표 Ⅱ-53〉 2017년 상반기 국내주식 평가금액 증가요인 분석 ····· 74
〈표 Ⅱ-54〉 국내주식시장에서 국민연금이 차지하는 비중 ····· 74
〈표 Ⅱ-55〉 국내주식의 지분율 추이 ····· 75
〈표 Ⅱ-56〉 국민연금 국내주식 매매동향 ····· 76
〈표 Ⅱ-57〉 시장대비 국내주식 시가총액 회전율 ····· 76
〈표 Ⅱ-58〉 국내주식부문의 수익률 추이(신규 유형체계) ····· 78
〈표 Ⅱ-59〉 국내주식부문의 수익률 추이(기존 유형체계) ····· 78
〈표 Ⅱ-60〉 국내주식 총수익률 요인분해 ····· 79
〈표 Ⅱ-61〉 국내주식부문의 초과수익률 추이(신규 유형체계) ····· 79
〈표 Ⅱ-62〉 국내주식부문의 초과수익률 추이(기존유형체계) ····· 80
〈표 Ⅱ-63〉 직접운용 초과수익 요인분해 ····· 81
〈표 Ⅱ-64〉 액티브운용 초과수익 요인분해 ····· 81
〈표 Ⅱ-65〉 국내주식 패시브운용 유형별 수익률 ····· 82
〈표 Ⅱ-66〉 국내주식 위탁운용 유형별 수익률 ····· 84
〈표 Ⅱ-67〉 국내주식부문의 총위험 추이(신규유형체계) ····· 85
〈표 Ⅱ-68〉 국내주식부문의 위험 추이(기존유형체계) ····· 85
〈표 Ⅱ-69〉 국내주식부문의 수정샤프지수 추이(신규유형체계) ····· 86
〈표 Ⅱ-70〉 국내주식부문의 수정샤프지수 추이(기존유형체계) ····· 86
〈표 Ⅱ-71〉 국내주식부문의 IR 및 TE 추이(신규유형체계) ····· 87

〈표 Ⅱ-72〉 국내주식부문의 IR 및 TE 추이(기존유형체계) ····· 87
〈표 Ⅱ-73〉 해외주식 부문 투자현황(신규유형체계) ····· 88
〈표 Ⅱ-74〉 해외주식 부문 투자현황(기존유형체계) ····· 89
〈표 Ⅱ-75〉 2017년 상반기 해외주식 평가금액 증감요인 분석 ····· 89
〈표 Ⅱ-76〉 해외주식 세부 유형별 투자현황 ····· 90
〈표 Ⅱ-77〉 해외주식 지역별 보유비중 ····· 91
〈표 Ⅱ-78〉 해외주식 업종별 보유비중 ····· 92
〈표 Ⅱ-79〉 해외주식 부문 수익률(신규유형 체계) ····· 93
〈표 Ⅱ-80〉 해외주식 부문 수익률(기존유형 체계) ····· 93
〈표 Ⅱ-81〉 해외주식부문의 위험 추이(신규 유형체계) ····· 95
〈표 Ⅱ-82〉 해외주식부문의 위험 추이(기존 유형체계) ····· 95
〈표 Ⅱ-83〉 해외주식부문의 수정샤프지수 추이(신규 유형체계) ····· 96
〈표 Ⅱ-84〉 해외주식부문의 수정샤프지수 추이(기존 유형체계) ····· 96
〈표 Ⅱ-85〉 해외주식부문의 IR 및 TE 추이(신규 유형체계) ····· 97
〈표 Ⅱ-86〉 해외주식부문의 IR 및 TE 추이(기존 유형체계) ····· 98
〈표 Ⅱ-87〉 공실률 추세 ····· 98
〈표 Ⅱ-88〉 월세기준 임대료 추세 ····· 99
〈표 Ⅱ-89〉 분기별 투자수익률 추세 ····· 99
〈표 Ⅱ-90〉 투자조합결성현황 ····· 100
〈표 Ⅱ-91〉 업종별 신규투자 현황 ····· 102
〈표 Ⅱ-92〉 국민연금기금의 대체투자금액 추이 ····· 103
〈표 Ⅱ-93〉 국민연금기금의 대체투자 투자수익률 ····· 105
〈표 Ⅱ-94〉 원-달러 환변동의 해외대체성과에 대한 영향 분석 ··· 105

그 림 차 례

[그림 Ⅱ-1] 국내주식 목표대비 실제운용현황 추이 ····· 8
[그림 Ⅱ-2] 국내주식의 전술적 비중조절과 순매수 추이 ····· 9
[그림 Ⅱ-3] 해외주식 목표대비 실제운용현황 추이 ····· 10
[그림 Ⅱ-4] 국내채권 목표대비 실제운용현황 추이 ····· 11
[그림 Ⅱ-5] 해외채권 목표대비 실제운용현황 추이 ····· 11
[그림 Ⅱ-6] 대체투자 목표대비 실제운용현황 추이 ····· 12
[그림 Ⅱ-7] 총 수익률에 대한 수익성과 분해 개념도 ····· 19
[그림 Ⅱ-8] 주요 금리 월별 변화 추이 ····· 22
[그림 Ⅱ-9] 국내채권 표면금리별 보유비중 ····· 34
[그림 Ⅱ-10] 국내채권 잔존만기별 보유비중 ····· 35
[그림 Ⅱ-11] 국내채권 직접(패시브)운용의 종류별 수익률 추이 ····· 42
[그림 Ⅱ-12] 국내채권 직접(패시브)운용 듀레이션 변동 추이 ····· 45
[그림 Ⅱ-13] 국내채권 위탁(액티브)운용 듀레이션 변동 추이 ····· 45
[그림 Ⅱ-14] 대우조선해양 시가평가액 변동추이 ····· 48
[그림 Ⅱ-15] 대우조선해양 채무조정 전후 국내채권 수익률 추이 ·· 50
[그림 Ⅱ-16] 해외채권 직접운용 월별듀레이션 추이 ····· 65
[그림 Ⅱ-17] 해외채권 위탁운용 월별듀레이션 추이 ····· 66
[그림 Ⅱ-18] 2017년 상반기 국내주식 순매수 규모 추이 ····· 77
[그림 Ⅱ-19] 연도별 투자조합 결성금액 및 해산금액 ····· 101
[그림 Ⅱ-20] 연도별 벤처투자 신규투자 ····· 101
[그림 Ⅱ-21] 업종별 신규투자 현황 ····· 102

Ⅰ. 국민연금 기금운용 현황 및 총 수익률

1. 국민연금 기금운용 현황

2017년 상반기말 국민연금기금은 597조 7,902억 원(시가기준) 금융 99.8%, 복지 0.02%, 기타부문 0.2%

○ 금융부문 시가평가 금액은 596조 5,540억 원으로 전체 기금자산의 99.8%를 차지하고 있음

○ 2017년도 6월말 현재 자산별 투자비중은 국내채권 47.9%, 국내주식 20.9%, 해외주식 16.4%, 대체투자 10.6%, 해외채권 3.9%, 단기자금 0.2% 순

- 2008년 이후 지속되어오던 채권비중 감소와 위험자산인 주식투자 비중 증가의 추세가 이어져 오고 있으나 대체투자 비중확대는 둔화된 모습임
- 상반기말까지 국내외 주식시장 성과가 상대적으로 양호한 흐름을 나타내어 국내외 주식비중이 증가하였음
- 대체투자는 상반기말 시점 공정가치 평가가 반영되지 않은 가운데 국내대체 회수자금 증가와 신규투자 확대 둔화 등으로 전년도말 대비 비중이 다소 감소하였음

〈표 Ⅰ-1〉 국민연금기금운용 현황(시가기준)

(단위: 억 원, %)

구분				2016년 6월말		2016년		2017년 6월말		16년 대비 증감
				규모	비중	규모	비중	규모	비중	
총계				5,354,059	100.0	5,582,991	100.0	5,977,902	100.0	349,911
복지				1,402	0.0	1,396	0.0	1,423	0.0	27
금융	계			5,340,378	99.7	5,577,207	99.8	5,965,540	99.8	388,721
	채권	소계		3,047,679	56.9	3,025,592	54.1	3,092,328	51.7	66,730
		국내채권 계		2,815,459	52.6	2,793,438	50.1	2,861,127	47.9	67,683
		국내	직접	2,482,463	46.4	2,453,976	43.9	2,517,887	42.1	63,905
			위탁	332,997	6.2	339,462	6.0	343,240	5.7	3,778
		해외채권계		232,220	4.3	232,155	4.1	231,201	3.9	-953
		해외	직접	106,028	2.0	101,825	1.8	100,271	1.7	-1,553
			위탁	126,192	2.4	130,329	2.3	130,929	2.2	599
	주식	소계		1,863,572	31.4	1,880,549	33.6	2,227,455	37.3	347,282
		국내주식 계		955,462	17.8	1,024,343	18.3	1,247,641	20.9	224,050
		국내	직접	500,214	9.3	,548,201	9.8	679,069	11.4	131,620
			위탁	455,249	8.5	476,141	5.2	568,572	9.5	92,430
		해외주식 계		728,110	13.6	856,206	15.3	979,814	16.4	123,232
		해외	직접	221,410	4.1	281,636	5.0	332,947	5.6	50,945
			위탁	506,700	9.5	574,571	10.2	646,867	10.8	72,286
	대체투자			571,635	10.7	636,686	11.4	634,767	10.6	-1,901
	단기자금			38,804	0.7	34,380	0.6	14,824	0.2	-19,556
기타				12,278	0.2	4,777	0.0	10,940	0.2	6,163

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

2. 총수익률

2017년 상반기 국민연금기금 총수익률은 시가기준 5.10%(장부가기준 5.40%)
복지 0.50%, 금융 시가기준 5.11%(장부가기준 5.41%)

○ 2017년 상반기 국민연금기금의 채권평가손익이 반영된 시가 평잔수익률은 5.10%로 나타났고, 채권평가손익이 반영되지 않은 장부가 평잔수익률도 5.40%임

- 채권부문 평잔수익률은 시가기준 0.68%(장부가기준 1.26%)를 달성하였으며 주식부문은 14.03%의 평잔수익률을 기록하였음

〈표 Ⅰ-2〉 국민연금기금 수익률 및 수익금

(단위: 억 원, %)

구분			2016년		2017년 상반기		2.5년 평균 ('15~ '17.6)	연평균 ('88~ '16)	
			수익률	수익금	수익률	수익금	수익률	수익률	수익금
공공부문			-	-	-	-	-	8.26	190,827
복지부문			-1.35	-17	0.50	7	-1.70	6.57	6,139
기타부문			0.63	67	0.20	15	0.89	1.90	1,809
금융		시가	4.76	245,390	5.11	284,758	4.85	5.74	2,388,485
		장부가	5.35	275,977	5.41	301,771	4.46	5.49	2,285,857
	채권	시가	1.98	56,666	0.68	20,292	4.28	5.26	1,517,583
	채권	장부가	3.05	87,253	1.26	37,305	3.58	4.90	1,413,690
	주식		7.79	131,497	14.03	269,484	3.85	6.30	614,363
	대체투자		9.91	57,088	-0.79	-5,119	11.33	9.00	245,447
	단기자금		2.02	630	0.29	102	1.74	4.57	14,527
전체		시가	4.75	245,439	5.10	284,780	4.84	5.86	2,587,257
		장부가	5.34	276,026	5.40	301,793	4.45	5.63	2,484,632

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

자료: 기금운용본부

Ⅱ. 국민연금 금융부문 성과

1. 금융부문 포트폴리오

○ 2017년 상반기말 금융부문 투자규모는 596조 9,374억 원이며
○ 채권은 비중감소, 국내주식과 해외주식 비중은 증가
○ 위험자산의 확대, 위탁비중의 확대, 해외투자 확대는 지속
○ 전략적 자산배분 기준대비로는 해외주식과 국내채권이 지속적으로 상회, 대체투자는 지속적으로 하회

1) 투자 현황

○ 2017년 6월말 현재 금융부문 투자규모(성과기준)는 595조 9,374억 원으로 전년말 대비 7.03% 증가

○ 금융부문 중 채권(51.8%)은 전년 말 대비 2.4%p 감소, 대체투자(10.6%)도 전년 말 대비 0.8%p 감소, 반면 주식(37.3%)은 국내외 주식시장 상승과 투자 확대로 전년대비 3.6%p 상승

- 해외투자 비중은 해외투자 확대의 기조 하에 '17년 상반기 27.3%로, 전년 말(27.0%) 대비 0.3%p 증가

〈표 Ⅱ-1〉 금융부문 운용 현황(성과기준)

(단위: 억 원, %)

구분			2016.6월말		2016		2017.6월말	
			금액	비중	금액	비중	금액	비중
채권	국내채권	직접	2,482,363	46.5	2,453,976	44.0	2,517,887	42.2
		위탁	332,997	6.2	339,462	6.1	343,240	5.8
	국내채권계		2,815,459	52.7	2,793,438	50.1	2,861,127	47.9
	해외채권	직접	106,028	2.0	101,825	1.8	100,271	1.7
		위탁	126,192	2.4	130,329	2.3	130,929	2.2
	해외채권계		232,220	4.3	232,155	4.2	231,201	3.9
채권 전체			3,047,679	57.1	3,025,592	54.2	3,092,328	51.8
주식	국내주식	직접	500,214	9.4	548,201	9.8	679,069	11.4
		위탁	455,249	8.5	476141	8.5	568,572	9.5
	국내주식계		955,462	17.9	1,024,343	18.4	1,247,641	20.9
	해외주식	직접	221,410	4.1	281636	5.0	332,947	5.6
		위탁	506,700	9.5	574,571	10.3	646,867	10.8
	해외주식계		728,110	13.6	856,206	15.4	979,814	16.4
주식 전체			1,683,572	31.5	1,880,549	33.7	2,227,455	37.3
대체투자			571,635	10.7	636,686	11.4	634,767	10.6
단기자금			38,804	0.7	34,380	0.6	14,824	0.2
금융부문 전체			5,341,690		5,576,819		5,969,374	

2) 계획대비 집행실적

① 목표비중 대비 현황

○ 2017년 6월말 각 자산군의 목표비중대비 보유비중을 살펴보면, 전년도말에 대비 국내채권과 대체투자의 목표비중과 포트폴리오 실제 비중의 괴리가 커진 모습

– 국민연금의 중장기 운용정책 방향은 국내채권은 비중감소, 주식과 대체투자는 비중증가로 위험자산의 비중을 높여 수익률을 제고하는 것임

- 비중감소가 목표인 국내채권은 기금운용계획상의 6월말 목표 보유비중을 2.4%p 하회하여 목표대비 더 낮은 상태이며 12월말 목표비중 기준으로는 1.4%p만큼 하회
- 비중축소(0.8%p)를 목표로 하고 있는 국내주식은 6월말 기금운용계획상 목표 비중 대비 1.3%p 상회하고 있는 상황임
- 비중증가를 목표로 하고 있는 해외주식은 6월말 기금운용계획상 목표비중 대비 2.2%p 상회하고 있으며 12월말 목표 보유비중 대비로도 1.0%p 상회 하고 있음
- 대체투자의 6월말 현재 보유비중은 10.6%로 6월말 목표 비중을 1.1%p 하회하고 있음

〈표 Ⅱ-2〉 금융부문 계획대비 집행 현황 (2017. 6. 30 현재)

(단위: %)

구분	2017년6월말 실제비중 (A)	2017년6월말 목표비중[1] (B)	2017년말 계획[2] (C)	차이				
				6월말 계획대비 (A–B)	2016년말 계획대비 (A–C)	투자허용범위[3]		
							SAA	TAA
국내채권	48.1	50.5	49.5	–2.4	–1.4	±8.5	±3.5	±5.0
해외채권	3.9	4.0	4.0	–0.1	–1.0	±2.5	±0.5	±2.0
국내주식	20.9	19.6	19.2	1.3	1.7	±5.0	±2.0	±3.0
해외주식	16.4	14.2	15.4	2.2	1.0	±3.5	±1.5	±2.0
대체투자	10.6	11.7	11.9	–1.1	–1.3	+2.4/ –3.4	±1.2	+1.2/ –2.2

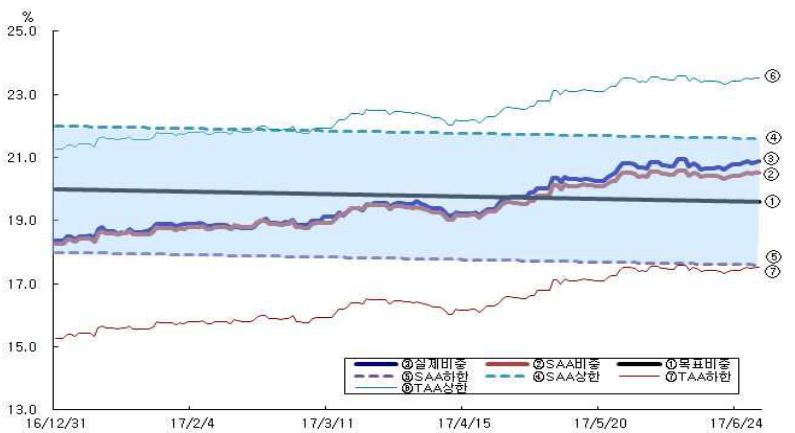
주1) 2017년말 목표 비중대비 2017년 6월말 목표비중으로 일별 균등증감을 반영한 계획비중임.
2) 2017년 기금운용계획(안)에 의한 자산군별 목표비중임.
3) 2017년도 기금운용지침에 의한 자산군별 투자허용범위임.

② 전술적 자산배분(TAA) 현황

○ 국내주식은 전년도 말 SAA기준비중 대비 비중상회로 전환한 이후 2017년 상반기에도 지속적인 순매수를 통해 SAA비중 대비 상회폭을 확대하는 모습이었음

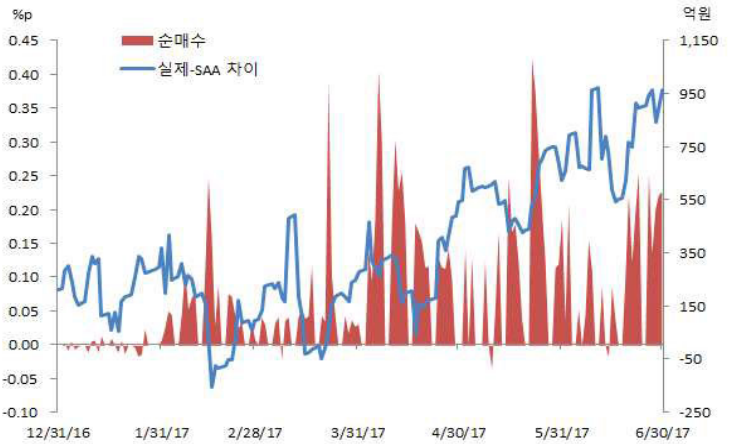
- 연초 SAA기준비중과의 상회폭이 축소되며 일시적으로 하회하기도 하였으나 3월 이후 시장이 상승하기 시작하고, 국내주식 순매수 규모도 지속적으로 나타나기 시작하면서 국내주식의 비중 상회 폭이 확대되는 모습임

[그림 Ⅱ-1] 국내주식 목표대비 실제운용현황 추이



- 국내주식에 대한 전술적 비중조절과 순매수 추이를 비교해보면, 3월 이후 지속적인 순매수와 더불어 비중상회 폭이 확대되는 모습을 확인할 수 있음

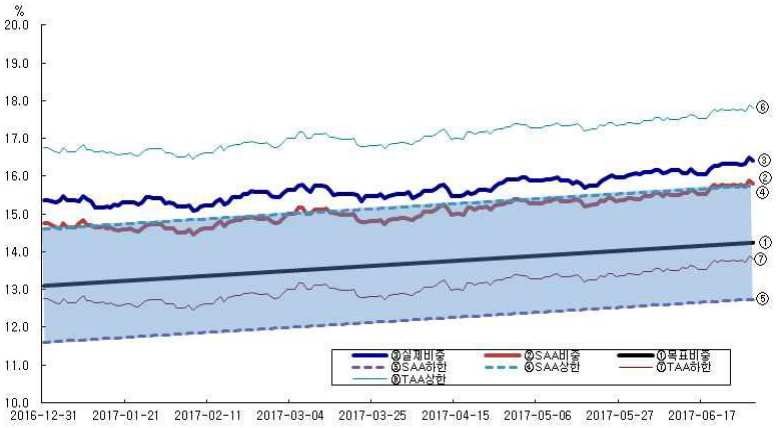
[그림 Ⅱ-2] 국내주식의 전술적 비중조절과 순매수 추이



○ 해외주식은 투자증가로 목표비중 대비 2.2%p 상회하는 실제비중을 나타냈으며, 해외주식의 SAA비중이 SAA허용범위를 초과하는 경우가 여러 차례 나타났고 6월말 현재로도 허용범위를 벗어나 있음

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

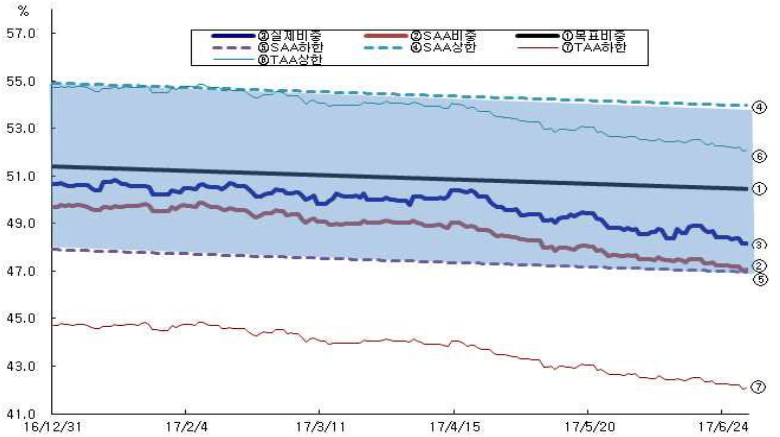
[그림 Ⅱ-3] 해외주식 목표대비 실제운용현황 추이



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

- 대체투자의 비중확대 지연으로 인해 소화되지 못하는 여유자금은 국내채권과 기타 자산군에서 소화하고 있어 전술적 비중조절의 제약사항이 되고 있음
- 국내주식과 해외주식 시장의 양호한 수익과는 달리 국내채권 시장의 성과가 저조하여 국내채권의 SAA비중이 허용범위 하단에 근접하고 있음

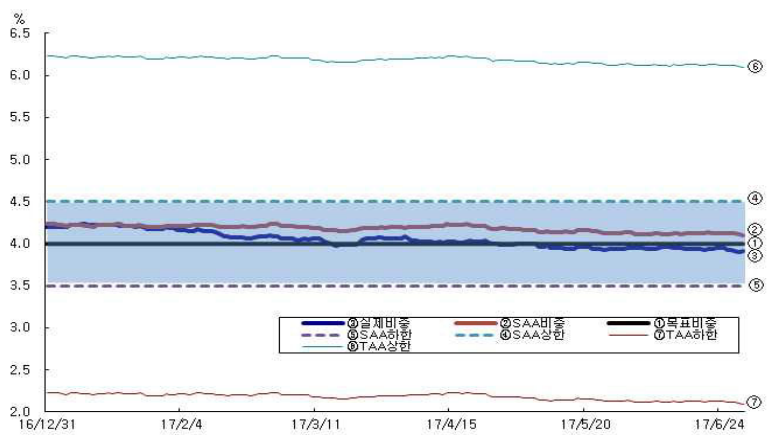
[그림 Ⅱ-4] 국내채권 목표대비 실제운용현황 추이



○ 해외채권은 연도말 대비 비중하회 폭이 모습을 보이고 있으나 이는 해외채권에 대한 적극적인 집행이 이루어지지 않았기 때문으로 보임

– 향후 해외채권의 환헤지가 오픈되면 해외채권 비중조절에 환에 대한 영향도 함께 고려되어야 할 것으로 예상됨

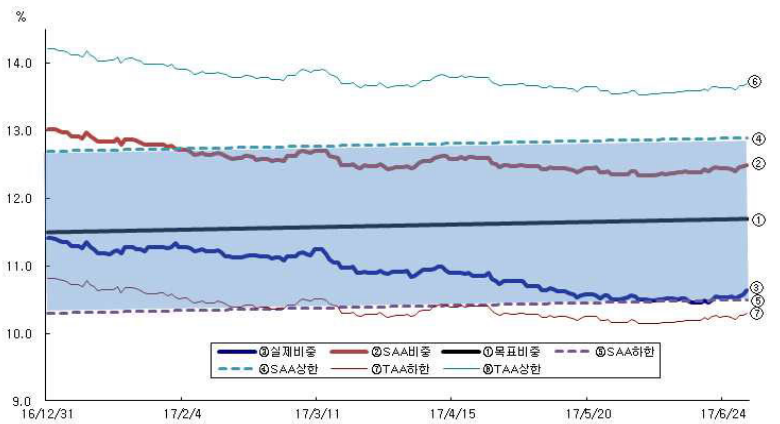
[그림 Ⅱ-5] 해외채권 목표대비 실제운용현황 추이



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

- 대체투자에 대한 전술적 자산배분 활동에 제약이 있기 때문으로 보이며 SAA기준 비중도 장기 기대수익률을 반영하기 때문임
- 이에 따라 기금운용본부는 대체투자의 SAA기준비중 산출방식을 장기 기대 수익률 반영방식에서 실제수익률을 반영하는 방식으로 변경하였고 2017년 상반기 중으로 SAA기준비중이 허용범위 내로 복귀하게 되었음
- 그럼에도 불구하고 실제비중의 SAA비중대비 하회는 지속적인 모습이며, 이는 대체투자에 대한 적극적인 자금집행 노력이 충분히 이루어지지 못한 측면도 함께 작용한 것으로 보임

[그림 Ⅱ-6] 대체투자 목표대비 실제운용현황 추이



○ 2017년 상반기 현재 국민연금의 위탁운용 비중은 37.8%

- 2017년도 상반기 국민연금의 위탁운용 비중은 37.8%로 전년도 말 37.4%에 비해 0.4%p 증가
- 2017년 상반기의 경우 해외채권과 대체투자의 위탁운용 비중만 증가

- 특히 해외주식의 경우 패시브 직접운용을 위주로 한 해외투자 확대가 지속적으로 실행되고 있는 모습임

〈표 Ⅱ-3〉 2017년 세부자산별 위탁운용 목표비중 및 허용범위

(단위: %)

구분		국내주식	국내채권	해외주식	해외채권	대체투자	Total
2016년	12월말 실제비중	46.5	12.1	67.1	56.1	88.8	37.4
	목표비중	45.0~65.0	10.0~14.0	70.0~90.0	50.0~70.0	65.0~95.0	-
2017년 상반기	6월말 실제비중(A)	45.6	12.0	66.6	56.6	89.1	37.8
	허용범위	45.0~65.0	10.0~14.0	65.0~85.0	50.0~70.0	65.0~95.0	-

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

2. 금융부문 전체 운용성과 분석

○ 금융부문 수익률은 5.05%로 전년 동기 대비(2.42%) 2.63%p 상승, 벤치마크(5.31%) 대비 하회
○ 벤치마크 하회의 주요요인은 선택효과의 낮은 성과에 기인
○ 국내채권을 제외한 다른 자산군들이 벤치마크 대비 높은 상대성과 달성

1) 수익률 및 위험

○ 2017년 상반기 국민연금기금의 금융부문 수익률은 시간가중수익률[1] 기준으로 5.05%이며 이는 전략적자산배분 수익률(5.31%)을 0.27%p 하회

- 2014년~2016년까지의 3년간 연평균 수익률이 4.84%인 가운데 전년동기(4.66%) 대비로도 높은 수준을 나타냄

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

- 2014년 이후 과거 3년 평균 총위험은 2.36% 수준이며, 2017 상반기 위험은 1.77%를 나타냄. 전년동기 총위험은 2.92%였음
- 금융부문의 수정샤프지수(2.38)는 벤치마크(2.74)대비 낮은 수준을 나타냈으며 금융부문의 IR값은 −0.64로 3년 평균 IR(−0.15) 및 5년 평균 IR(−0.16)을 살펴보더라도 유의미한 값을 나타내지 못함

○ 2017년초 기금운용위원회가 결정한 '2017년도 목표초과수익률(안)' [2]에 따라 금융전체의 IR은 0.4이고 목표액티브 위험 0.64%, 목표초과수익률은 0.25%로 설정

- 2017년 상반기 초과성과는 2017년 목표초과수익률을 하회하고 있는 수준임
- 금융전체의 실제 액티브위험(TE)은 0.41% 수준으로 전년동기(0.68%) 대비 낮아졌으며 목표액티브 위험의 64% 수준임

〈표 Ⅱ−4〉 연도별 국민연금 수익률 추이[1]

(단위: %)

구분	2016년 상반기			2016년			2017년 상반기			3년 평균 ('14~'16)			5년 평균 ('12~'16)		
	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
수익률	2.42	3.14	−0.72	4.69	4.80	−0.11	5.05	5.31	−0.27	4.84	4.96	−0.13	5.13	5.24	−0.11
총위험	2.92	2.69	0.23	3.59	3.34	0.29	1.77	1.63	0.14	2.36	2.31	0.05	2.47	2.46	0.01
수정 샤프지수	0.58	0.89	−0.31	1.29	1.50	−0.21	2.38	2.74	−0.36	1.71	1.78	−0.07	1.38	1.45	−0.07
IR(TE)	−1.06 (0.68)			−0.14 (0.77)			−0.64 (0.41)			−0.15 (0.83)			−0.16 (0.69)		

주1) 벤치마크는 기금운용지침상의 BM을 자산별 목표비중을 이용하여 합성한 지수를 사용
2) 총위험은 표준편차로 계산하였으며, 월간수익률을 이용하여 계산한 후 연율화한 것임. 2016년 상반기, 2017년 상반기 표준 편차는 주간단위의 수익률을 이용한 반기 표준편차임.
3) 샤프지수는 무위험이자율에 대한 연간수익률의 초과분을 총위험으로 나누어 계산함 계산 시 무위험 이자율은 3년 만기 국고채 수익률을 사용

2) 2017년 제 1차 국민연금기금운용위원회 의결(2017.1.25.)

4) IR값은 벤치마크대비 초과수익률을 초과수익률의 표준편차, 즉 추적오차(Tracking Error)로 나누어 계산함. IR값의 괄호안은 추적오차(Tracking Error)를 나타냄

〈참고자료〉 자산군별 벤치마크(Benchmark: BM) 지수

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

자료: '2016년 기금운용지침'상의 자산군별 벤치마크지수임.

2) 자산별 수익률

○ 2017년도 상반기 금융부문 자산군 중 채권자산의 낮은 성과에도 불구하고 국내주식과 해외주식의 성과가 상대적으로 높았던 가운데 금융부문 전체의 성과는 5.05%를 달성

- 국내주식은 중대형주 성과가 저조했던 작년과 달리 특정 대형주들의 가격상승으로 유가증권시장 전체 성과가 개선된 가운데 21.13%의 수익률을 달성
- 해외주식은 2016년말부터 본격화된 글로벌 경기회복세가 주식시장의 상승을 견인한 가운데 5.88%의 성과를 나타냄
- 국내채권은 2017년 상반기 미국 정책금리 인상에 따른 금리 상

승기조로 0.61%의 수익률을 나타냄

- 해외채권도 마찬가지로 2017년 상반기 중 미국 정책금리 인상 이후 주요국 시장금리가 상승하여 1.51%의 수익률을 나타냄
- 대체투자의 수익성과는 −0.78%이며 이는 2017년도의 공정가치 평가[3] 가 반영되지 않은 결과임
- 그러나 2017년도 상반기 대체투자의 성과는 과거 동기간 수익률에 대비 낮아졌음

〈표 Ⅱ−5〉 시가평가 수익률[1]

(단위: %)

구분			2013 연간	2014 상반기	2014 연간	2015 상반기	2015 연간	2016 상반기	2017 상반기	2.5년평균 (2015~2017.6)	4.5년평균 (2013~2017.6)
채권	국내	직위	2.07	3.18	6.80	1.91	4.31	3.58	0.62	2.68	3.45
		위탁	2.34	3.09	6.66	1.94	4.12	3.47	0.54	2.68	3.47
	국내채권 계		2.10	3.17	6.79	1.91	4.29	3.57	0.61	2.69	3.47
	해외	직접	−0.27	4.74	9.49	0.20	2.00	6.04	1.41	2.93	3.62
		위탁	0.91	5.22	9.03	0.20	1.18	5.35	1.59	2.77	3.71
	해외채권 계		0.39	5.01	9.23	0.19	1.52	5.63	1.51	2.82	3.66
채권 합계			1.98	3.29	6.96	1.77	3.32	3.71	0.66	2.69	3.47
주식	국내	직위	1.23	−0.41	−6.65	3.46	−0.90	3.09	22.61	12.30	5.32
		위탁	4.16	1.43	−4.17	12.39	4.48	−0.42	19.43	9.70	5.24
	국내주식 계		2.65	0.49	−5.43	7.68	1.67	1.38	21.13	11.1	5.32
	해외	직접	24.58	2.15	10.23	5.21	5.41	−1.38	4.76	8.41	12.23
		위탁	2.95	1.66	8.57	6.59	5.77	−0.49	6.43	8.84	11.36
	해외주식 계		21.61	1.77	8.94	6.27	5.73	−0.76	5.88	8.74	11.52
주식합계			8.39	0.92	−0.07	7.12	4.09	0.47	14.07	10.01	7.33
대체투자			6.44	0.16	12.47	2.49	12.30	1.69	−0.78	8.48	8.89
단기자금	원화		2.66	1.28	2.42	0.94	1.68	0.75	0.62	−	−
	외화		−	−	−	5.44	10.07	−2.94	−5.96	−	−
금융전체			4.16	2.27	5.25	3.46	4.57	2.42	5.05	5.75	5.28

주1) 해외자산 수익률은 원화 표시 수익률임

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

3) 자산별 벤치마크 대비 수익률

○ 2017년 상반기 금융부문 전체의 벤치마크 대비 초과수익률은 -0.27%p

- 국내채권이 0.61%의 수익률을 달성하여 벤치마크(0.71%)대비 0.10%p 하회한 성과를 달성하였고 해외채권은 1.51%로 벤치마크(1.28%) 대비 0.23%p 상회
- 국내주식 경우는 21.13%의 수익률을 나타냈으며, 벤치마크 대비 1.12%p 상회하였고 해외주식은 5.88%의 수익률을 달성하여 벤치마크 대비 0.53%p 상회하였음
- 대체투자는 -0.78%의 수익률을 달성하여 벤치마크 수익률 3.46%에 비해 -4.24%p 하회하였음

〈표 Ⅱ-6〉 벤치마크 대비 초과수익률

(단위: %)

구분	2017년 상반기			2.5년 평균 (2015~2017.6)			4.5년 평균 (2013~2017.6)		
	수익률	BM	초과	수익률	BM	초과	수익률	BM	초과
국내채권	0.61	0.71	-0.10	2.68	2.70	-0.01	3.45	3.44	0.01
해외채권	1.51	1.28	0.23	2.82	3.19	-0.37	3.66	4.33	-0.67
국내주식	21.13	20.01	1.12	11.10	11.47	-0.38	5.35	5.78	-0.46
해외주식	5.88	5.34	0.53	8.73	8.27	0.46	11.52	11.34	0.18
대체투자	-0.78	3.46	-4.24	8.48	9.28	-0.81	8.89	7.76	1.13
금융부문	5.05	5.31	-0.27	5.75	6.02	-0.27	5.28	5.39	-0.11

4) 금융부문 수익 분해

○ 기금의 2017년도 상반기 금융전체 수익률 중 SAA로 인한 수익률은 5.31%로 총 수익률의 105.2%를 기여

- 기금운용계획에 따른 SAA비중과 실제 보유비중과의 차이로 발

생하는 전술적 비중 조절에 따른 효과는 0.08%로 총 수익률의 1.6% 기여함

- 기금운용계획상의 벤치마크와 달리 기금운용본부가 별도의 세부 벤치마크를 운용함에 따라 나타나는 벤치마크 선택효과는 0.01%를 나타냄
- 이에 따라 전술적 비중조절과 벤치마크 조정을 통한 전체적인 전술적 활동에 의한 효과는 0.09%로 총 수익률에 대한 기여도는 1.7%로 나타남
- 한편, 운용본부의 액티브 관리(active management)에 의한 수익창출 효과라 할 수 있는 자산선택효과는 -0.35%를 나타냄

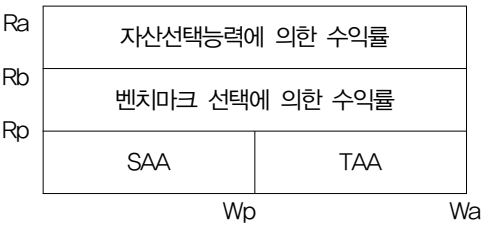
〈표 II-7〉 금융부문 총 수익률 요인분해

(단위: %)

	패시브/액티브		직접/위탁	
	수익률(%)	수익기여도	수익률(%)	수익기여도
전략적자산배분(SAA)[1]	5.31	105.2	5.31	105.2
벤치마크 선택효과[2]	0.08	1.6	0.16	3.1
전술적 비중 조절 효과[3]	0.01	0.1	0.01	0.1
자산군내 선택효과[4]	-0.35	-7.0	-0.43	-8.5
총 수익률	5.05	100.0	5.05	100.0

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

[그림 Ⅱ-7] 총 수익률에 대한 수익성과 분해 개념도



where W_p : 기금운용위원회에서 주어진 자산배분 비중
W_a : 기금운용의 실제 보유비중
R_p : 기금운용위원회에서 주어진 벤치마크 수익률
R_b : 기금운용본부의 벤치마크 선택에 의한 수익률
R_a : 기금의 실제수익률

- SAA 수익률 = $W_p * R_p$
- TAA 수익률 = $(W_a - W_p) * R_p$
- 벤치마크 선택에 의한 수익률 = $W_a * (R_b - R_p)$
- 자산선택수익률 = $W_a * (R_a - R_b)$

3. 국내채권부문

1) 상반기 국내채권시장 현황

(1) 국내채권시장 동향

○ 발행시장

- 상반기 채권발행규모는 약 326조 원이며 전년 동기 대비 약 8조 원 증가
- 상반기 채권발행액은 전년 동기 대비 국채, 지방채를 제외하고 종류별로 증가

- 2017년 상반기 약 72조 원이 발행된 국채는 전년 동기(83조 원) 대비 약 11조 원 감소하며 13.2%의 감소를 보임
- 특수채는 2017년 상반기에 약 36조 원 발행하여 전년 동기 대비 약 7.5조 원 증가, 회사채는 약 48조 원 발행하여 전년 동기 대비 9조원 증가했음
- 금융채의 상반기 발행규모는 약 80조 원으로 전년 동기(74조 원) 대비 6조 원 증가하였으며, 통안증권은 전년 동기(91조 원) 대비 약 4% 감소했음

〈표 II-8〉 채권 발행 현황

(단위: 조 원, %)

채권종류		2014년	2015년	2016년 상반기(A)	2016년	2017년 상반기(B)	비중 (A/B)
국채	발행액	147.9	163.0	83.4	138.0	72.4	22.2
	증감률[1)]	9.1	10.2	-4.4	-15.3	-13.2	
지방채	발행액	4.6	5.8	2.0	3.6	1.8	0.6
	증감률	2.2	26.1	-41.2	-38.0	-10.8	
특수채	발행액	60.3	91.4	28.5	61.8	36.0	11.0
	증감률	31.8	51.6	-51.9	-32.4	26.3	
통안증권	발행액	189.9	188.0	90.8	161.1	87.6	26.9
	증감률	8.5	-1.0	-10.9	-14.3	-3.5	
금융채	발행액	121.3	142.9	74.1	143.3	80.1	24.6
	증감률	15.2	17.8	9.0	0.3	8.1	
회사채	발행액	79.3	82.6	39.2	72.5	48.3	14.8
	증감률	9.9	4.2	-7.3	-12.2	23.2	
계(A)	발행액	603.4	673.7	318.1	580.3	326.2	100.0
	증감률	1.1	11.7	-12.2	-13.9	2.5	

주1) 전년 동기 대비 증감률
자료: 금융투자협회

○ 주요금리추이

- 금통위는 2015년 3월 25bp, 6월 25bp, 2016년 6월 25bp씩 인하한 이후 2017년 6월말까지 기준금리 1.25%로 유지
- 2016년 12월 미국 정책금리의 25bp 인상 이후 국고채 3년물 금리는 2016년 12월 1.69%까지 상승하였고 2017년 상반기까지 비슷한 수준 유지
- 회사채는 2017년 6월말까지 상승 추세를 이어가 2.21% 기록

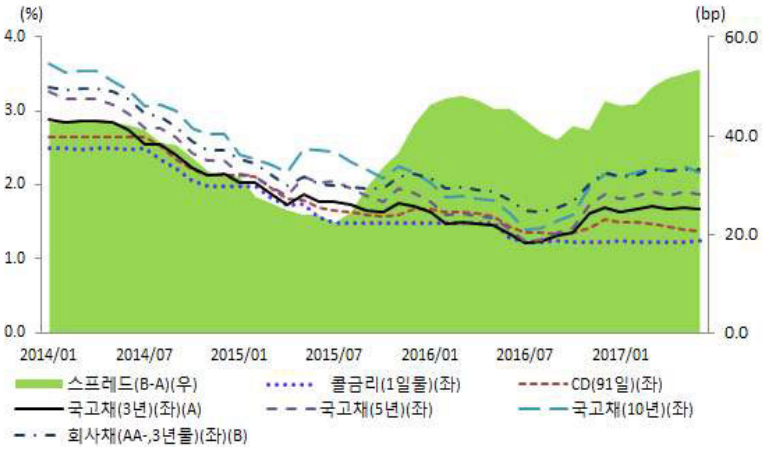
〈표 Ⅱ-9〉 주요 금리 변화

(단위: %, bp)

구분	2016년			2017년					
	10월	11월	12월	1월	2월	3월	4월	5월	6월
콜금리(1일)	1.23	1.23	1.22	1.24	1.23	1.23	1.23	1.23	1.24
CD(91일물)	1.35	1.42	1.54	1.50	1.48	1.48	1.43	1.39	1.38
국고채(3년) (A)	1.36	1.61	1.69	1.64	1.71	1.71	1.68	1.69	1.67
국고채(5년)	1.41	1.74	1.87	1.82	1.91	1.91	1.86	1.91	1.86
국고채(10년)	1.60	1.97	2.16	2.11	2.22	2.22	2.18	2.26	2.17
회사채 (AA-, 3년물) (B)	1.87	2.02	2.16	2.10	2.21	2.21	2.20	2.22	2.21
신용스프레드 (B-A)	42.0	41.2	47.0	46.1	49.9	49.9	51.7	52.6	53.5

자료: 한국은행

[그림 Ⅱ-8] 주요 금리 월별 변화 추이



자료: 한국은행

○ 스프레드 추이

- 2016년 12월 말 기준 국고채(3년) 수익률은 1.69%였고, 회사채(3년, AA-) 수익률은 12월 말 기준 2.16%를 기록하여 신용스프레드는 47.0bp를 기록
- 2017년 6월말 국고채(3년) 수익률은 1.67%, 회사채(3년, AA-)수익률은 2.21%로 형성되면서 신용스프레드는 53.5bp를 기록하며 신용스프레드 크기는 6개월 전 대비 6.5bp 확대됨

2) 국내채권 포트폴리오 분석

(1) 국내채권 투자현황

○ 2017년 6월말 현재 채권의 국내투자 규모는 286조 1,127억 원으로 전체 채권자산의 92.3%를 차지하고 있음

- 국내채권 투자규모는 2016년도 말(279조 3,438억 원) 대비 2.4% 증가하였고 전년 동기(281조 5,459억 원) 대비로는

6.5% 증가한 규모임

- 기금의 전체 포트폴리오에서 국내채권 자산이 차지하는 비중은 2016년도 말 50.1% 수준으로 축소된 후 2017년 6월말 현재 47.9%로 축소함
- 국내채권 투자비중의 지속적인 감소는 국내채권 투자비중을 줄이려는 중기(2017~2021년)자산배분안과 그 이행과정인 기금운용계획에 따른 것으로 2017년 자산배분(안)에서 국내채권이 차지하는 비중은 전년(51.4%)에 비해 1.9%p 낮아진 49.5%임
- 국내채권 투자비중 감소는 위험자산 확대, 해외투자 증가 및 국내채권의 저조한 성과에 기인함

○ 2017년 6월말 현재 국내채권의 직접(패시브) 규모는 251조 7,887억 원으로 국내채권자산 중 88.0%를 차지하였고, 위탁(액티브) 규모는 34조 3,240억 원으로 12.0% 수준을 나타냄.

- 국내채권 위탁(액티브) 투자비중은 전년동기(11.8%) 대비 증가하였으나, 전년말(12.2%)보다 소폭 감소하며 투자비중 증가세가 주춤함
- 직접(패시브)은 전년말(245조 3,976억 원) 대비 6조 3,911억 원, 위탁(액티브)은 전년말(33조 9,462원) 대비 3,778억 원 증가하였음

〈표 Ⅱ-10〉 국내채권의 유형별 투자현황

(단위: 억 원)

구분		2014년		2015년		2016년 상반기		2016년		2017년 상반기	
		금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중
전체		2,580,716	100.0	2,686,363	100.0	2,815,459	100.0	2,793,438	100.0	2,861,127	100.0
국내	직접(패시브)	2,290,935	88.8	2,364,534	88.0	2,482,463	88.2	2,453,976	87.8	2,517,887	88.0
	위탁(액티브)	289,781	11.2	321,829	12.0	332,997	11.8	339,462	12.2	343,240	12.0

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

○ 국내채권 투자규모 증가는 직접(패시브) 중심의 신규투자 증가에 기인하고 있으며, 2017년 상반기 위탁(액티브)의 신규투자는 1,928억 원이었음

- 국내채권 직접(패시브)운용의 경우 신규투자가 8조 179억 원 증가하였으며, 평가손실은 1조 6,268억 원이었음
- 국내채권 위탁(액티브)운용의 경우 평가이익에 의한 투자비중 증가가 1,850억 원, 이자수익에 의한 감소가 3,963억 원이였으며, 기타 실현손익은 3,963억 원이었음

〈표 Ⅱ-11〉 2017년 상반기 국내채권부문 투자금액 증감 요인 분석

(단위: 억 원, %)

구분	직접(패시브)운용		위탁(액티브)운용		국내채권전체	
	금액	비중	금액	비중	금액	비중
1. 신규투자	80,179	125.5	1,928	51.0	82,107	121.3
2. 평가손익	−16,268	−25.5	1,850	49.0	−14,418	−21.3
3. 이자수익	0	0.0	−3,963	−1,049	−3,963	−5.9
4. 기타실현손익	0	0.0	3,963	−104.9	3,963	5.9
합계(상반기 증가분)	63,911	100.0	3,778	100.0	67,689	100.0

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

(2) 시장대비 보유비중

○ 국내 채권시장에서 국민연금기금의 영향력은 2009년 이후 감소 추세를 이어 가며 2015년 말 14.9%까지 감소하였으며, 2017년 상반기 현재 국민연금 국내채권 투자규모의 시장대비 비중은 전년말 대비 0.4%p 감소한 15.2%임

- 시장발행잔액은 전년말 대비 3.9% 증가하였으며, 국민연금 보유채권의 액면금액은 전년말 대비 1.1% 증가함

○ 2017년 6월말 현재, 시장대비 채권종류별 보유비중을 살펴보면, 특수채의 시장대비 투자비중이 26.0%로 가장 높으며 전년말(23.0%) 대비로도 증가하였음

- 국채, 통안채, 금융채, 회사채의 시장대비 투자비중은 전년말 대비 감소한 반면, 특수채, 지방채의 시장대비 투자비중은 전년말 대비 증가하였음
- 국채의 시장대비 투자비중 감소는 투자비중을 줄이는 포트폴리오 구성방향에 따른 것으로 보이며, 특수채의 시장대비 투자비중 확대는 2017년 상반기 시장의 특수채 발행잔액 감소에 따른 것으로 보임
- 회사채의 시장대비 투자비중 감소는 위탁(액티브)운용에서 신용채권 중심의 크레딧형에 대한 비중 확대전략이 회사채 금리 상승에 따라 주춤한 것으로 판단됨
- 통안채의 2017년 상반기 시장대비 투자비중은 전년도말(10.8%) 대비 1.5%p 감소한 9.3%로 투자규모와 비중 모두 지속적인 감소세를 나타내고 있음

〈표 Ⅱ-12〉 국민연금기금의 섹터별 시장대비 투자비중 추이[1)]

(단위: 억 원, %)

구분	2015년			2016년			2017년 상반기		
	국민연금	시장	시장대비 비중	국민연금	시장	시장대비 비중	국민연금[2)]	시장[3)]	시장대비 비중
국채	1,073,080	5,974,872	18.0	1,146,079	6,366,717	18.0	1,161,107	6,771,956	17.1
지방채	17,811	217,946	8.2	20,942	212,896	9.8	22,077	216,069	10.2
특수채	509,813	2,438,428	20.9	535,085	2,322,940	23.0	586,073	2,257,225	26.0
통안채	150,953	1,809,300	8.3	182,641	1,683,900	10.8	161,993	1,748,100	9.3
금융채	267,915	3,068,061	8.7	303,891	3,230,914	9.4	297,168	3,318,173	9.0
회사채	465,366	3,166,632	14.7	466,275	3,224,958	14.5	456,708	3,401,830	13.4
전체	2,484,938	16,675,239	14.9	2,654,913	17,042,325	15.6	2,684,826	17,713,353	15.2

주1) 시장금액은 발행잔액 기준, 국민연금은 액면금액 기준, 말일기준으로 시가평가 잔액 기준인 〈표 Ⅱ-16〉 국민연금 채권 유형별 투자현황과 차이가 존재함
2) 예금 및 현금성 자산 제외
3) 시장통계는 KIS채권평가 데이터

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

- 2017년 상반기 잔존만기 2~3년물의 시장대비 보유비중은 전년도말 (15.9%) 대비 3.1%p 증가한 19.0%를 차지함
- 잔존만기 5~7년물의 보유비중은 2016년 말 17.0%, 2017년 상반기 20.9%로 증가하였음

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

(단위: 억 원, %)

구분	2015년			2016년			2017년 상반기		
	국민연금	시장	시장대비 비중	국민연금	시장	시장대비 비중	국민연금[2)]	시장[3)]	시장대비 비중
1년미만	440,578	4,071,922	10.8	482,851	4,170,487	11.6	450,842	4,285,612	10.5
1년~2년	493,179	3,232,765	15.3	527,922	3,248,554	16.3	473,858	3,280,321	14.4
2년~3년	329,532	2,091,124	15.8	280,348	1,759,386	15.9	406,095	2,141,099	19.0
3년~5년	424,638	2,616,350	16.2	505,607	2,757,758	18.3	476,053	2,771,849	17.2
5년~7년	213,151	1,099,529	19.4	189,858	1,115,173	17.0	210,336	1,004,980	20.9
7년~10년	274,859	1,331,312	20.6	305,051	1,409,138	21.6	284,439	1,494,722	19.0
10년 초과	308,844	2,232,236	13.8	360,530	2,581,829	14.0	383,622	2,734,771	14.0
전체	2,484,938	16,675,239	14.9	2,654,913	17,042,325	15.6	2,685,246	17,713,353	15.2

주1) 시장금액은 발행잔액 기준, 국민연금은 액면금액 기준
2) 예금 및 현금성 자산 제외
3) 시장통계는 KIS채권평가 데이터

(3) 종류별 보유현황

○ 2017년 6월말 현재 국내채권 포트폴리오 구성 종목 변화의 큰 특징은 금융채, 회사채의 비중이 감소한 반면 국채의 비중이 증가한 것임

- 금융채의 비중은 2017년 6월말 현재 10.8%p를 차지하며 전년동기(11.9%) 대비 1.1%p, 전년말(20.0)% 대비 9.2%p 감소하였고, 회사채 구성비는 전년동기(16.8%) 대비 0.5%p, 전년말(16.9%) 대비 0.6%p 감소한 16.3%를 기록하였음
- 반면, 국채는 전년동기(42.5%p) 대비 2.1%p 증가, 전년말(45.0%) 대비 0.4%p 감소한 44.6%를 차지함

○ 직접(패시브)운용은 국채(46.1%) 구성비가 가장 높았으며 전년동기(47.1%) 대비 1.0%p 감소했으나 전년말(44.7%) 대비 1.4%p 증가하였음

- 금융채 구성비는 전년동기(9.1%) 대비 0.1%p, 전년말(10.5%)

대비 1.5%p 감소한 9.0%를 기록하였고, 특수채 구성비는 22.4%로 전년동기(20.5%) 대비 1.9%p, 전년말(20.7%) 대비 1.7%p 증가하였음

○ 위탁(액티브)운용의 경우 국채 투자 비중(33.8%)이 가장 높았으며 전년동기 (36.1%) 대비 2.3%p, 전년말(34.7%) 대비 0.9%p 감소하였음

- 특수채(16.5%)는 전년동기(16.8%) 대비 0.3%p 감소하였으나, 전년말(14.9%) 대비 1.6%p 증가하였음
- 유형별 구성비는 직접(패시브)운용의 경우 장기보유 목적에 중점을 둔 운용전략으로 인해, 위탁(액티브)운용은 적극적 매매를 통한 수익창출을 도모 하는 운용전략에 의해 비중 차이를 나타내는 것으로 보임

○ 국민연금 국내채권 포트폴리오의 구성비는 채권시장의 구성비에 비해 국채, 특수채의 비중은 높음

- 직접(패시브)운용의 경우 채권시장의 구성비에 비해 국채, 특수채의 비중이 높고, 위탁(액티브)운용의 경우 특수채, 금융채, 회사채의 비중이 높음
- 국민연금의 직접(패시브)운용 국내채권 투자는 국채와 특수채와 같이 상대적 안전자산 투자경향이 강하기 때문에 이들 채권의 보유비중이 높은 반면, 위탁(액티브)운용은 적극적 투자기회 모색의 운용전략에 의해 회사채의 투자비중이 높게 나타남

〈표 Ⅱ-14〉 2017년 6월말 채권 종류별 투자비중

(단위: 억 원, %)

구분	채권(전체)		직접(패시브)		위탁(액티브)		채권시장 구성비
	금액	구성비	금액	구성비	금액	구성비	
국채	1,254,562	44.6	1,140,611	46.1	113,951	33.8	38.2
지방채	22,837	0.8	18,660	0.8	4,17	1.2	1.2
특수채	609,935	21.7	554,290	22.4	55,645	16.5	12.7
통안채	162,438	5.8	157,763	6.4	4,675	1.4	9.9
금융채	303,105	10.8	222,209	9.0	80,896	24.0	18.7
회사채	459,802	16.3	381,936	15.4	77,866	23.1	19.2

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

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

○ 2017년 6월말 현재 국민연금의 회사채 구성비는 16.3%이며 이는 벤치마크 구성 비중 12.7% 대비 3.6%p 높은 수준임

- 2012년말 회사채 보유비중은 15.2%로 증가하며 벤치마크 구성비(14.5%) 대비 0.7%p로 확대되었으며, 2013년말 회사채 보유비중(16.3%)은 벤치마크 구성비(14.1%)보다 2.2%p 확대되었음
- 이후 2014년말 회사채 보유비중(18.0%)은 벤치마크 구성비(13.1%)보다 확대 되었고, 2016년말 회사채 보유비중(16.9%)은 벤치마크 구성비(12.9%)보다 초과하였으며 2017년 상반기까지 목표비중과의 보유비중 차이가 소폭 줄어듦

〈표 Ⅱ-15〉 국내채권 벤치마크 대비 보유비중

(단위: %)

구분	국채	지방채	특수채	통안채	금융채	회사채	계
국민연금	44.6	0.8	21.7	5.8	10.8	16.3	100.0
벤치마크	43.4	1.2	16.8	9.8	16.1	12.7	100.0

○ 2017년 6월말 현재 국민연금의 전년말 대비 국채와 특수채의 비중은 증가한 반면 통안채, 금융채 및 회사채의 비중은 감소하는 모습을 보임

- 국채 비중은 44.6%로 전년동기(45.8%) 대비 1.2%p 감소하였으나, 전년말(43.5%) 대비 1.1%p 증가하였음
- 특수채 비중은 21.7%로 전년동기(20.1%) 대비 1.6%p, 전년말(20.0%) 대비 1.7%p 증가한 반면, 회사채 비중은 16.3%로 전년동기(17.9%) 대비 1.6%p, 전년말(16.9%) 대비 0.6%p 감소하였음
- 금융채 비중은 10.8%로 전년동기(10.5%) 대비 0.3%p 증가하였으나, 전년 말(12.1%) 대비 1.3%p 감소하였음

〈표 Ⅱ-16〉 채권 종류별 투자비중 추이(연도별)

(단위: 억 원, %)

구분	2015년			2016년			2017년 6월말		
	기금		채권시장 구성비	기금		채권시장 구성비	기금		채권시장 구성비
	금액	구성비		금액	구성비		금액	구성비	
국채	1,200,624	45.0	35.8	1,214,215	43.5	37.5	1,254,562	44.6	38.2
지방채	19,046	0.7	1.3	21,611	0.8	1.3	22,837	0.8	1.2
특수채	544,468	20.4	14.6	556,909	20.0	14.0	609,935	21.7	12.7
통안채	151,516	5.7	10.9	187,502	6.7	10.7	162,438	5.8	9.9
금융채	277,799	10.4	18.4	336,452	12.1	18.6	303,105	10.8	18.7
회사채	476,420	17.8	19.0	471,996	16.9	17.9	459,802	16.3	19.2

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

(4) 신용등급별 보유현황

○ 2017년 6월말 현재, 국민연금의 국내채권은 무위험채권(국채, 통안채, 지방채)을 포함한 AAA등급에 85.2% 투자하였음

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

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

- 직접(패시브)운용의 경우, AAA등급 투자비중이 전년도말(89.1%) 대비 소폭 확대하였으며, AA등급 이하에서는 전년도말(10.9%) 대비 0.1%p 감소한 10.8%를 투자하여 상대적으로 안전자산에 대한 투자비중이 높았음
- 위탁(액티브)운용의 경우 AAA등급 투자비중이 전년도말(57.6%) 대비 1.4%p 감소한 56.2%, AA등급 이하에는 전년도말(42.4%) 대비 1.5%p 증가한 43.9% 투자하여 보다 안전자산에 대한 투자비중이 감소하였음
- 위탁(액티브)운용 AAA등급의 비중 감소는 신용물의 신규 매입 증가에 기인하였음
- 2007년 이후 수익성 제고를 위해 국내채권 투자대상을 BBB+까지 확대되었으며 2016년 6월말 현재 신용등급 BBB이하의 보유금액 3,329억 원임

〈표 Ⅱ-17〉 2017년 6월말 채권 신용등급별 투자비중 (직접/위탁)

(단위: 억 원, %)

구분	국내채권(전체)		직접(패시브)		위탁(액티브)		채권시장 구성비	국내채권 벤치마크
	금액	구성비	금액	구성비	금액	구성비		
AAA[1)]	2,396,974	85.2	2,207,620	89.2	189,355	56.2	82.5	84.2
AA+	214,417	7.6	169,352	6.8	45,065	13.4	6.9	5.8
AA0	76,493	2.7	58,392	2.4	18,101	5.4	3.4	3.1
AA-	68,529	2.4	29,737	1.2	38,792	11.5	3.9	4.0
A+	22,215	0.8	3,051	0.1	19,164	5.7	1.1	1.2
A0	21,130	0.8	2,303	0.1	18,826	5.6	1.1	1.1
A-	9,593	0.3	2,420	0.1	7,174	2.1	0.6	0.5
BBB이하	3,329	0.1	2,594	0.1	735	0.2	0.5	0.2

주1) 국채, 통안채 등의 무위험 등급은 AAA에 포함되고 금액은 시가기준임
2) 정기예금 등은 제외한 순수 채권 투자 금액으로 시가기준임.

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

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

〈표 Ⅱ-18〉 국내채권부문의 신용등급별 투자비중 추이

(단위: 억 원, %)

구분	2015년			2016년			2017년 6월말		
	기금		채권시장 구성비	기금		채권시장 구성비	기금		채권시장 구성비
	금액	구성비		금액	구성비		금액	구성비	
AAA[1)]	2,308,819	86.4	82.6	2,355,316	85.3	82.8	2,386,974	85.2	82.5
AA+	178,112	6.7	6.7	209,937	7.6	6.8	214,417	7.6	6.9
AA0	75,887	2.8	3.5	71,300	2.6	3.3	76,493	2.7	3.4
AA-	53,288	2.0	3.5	63,923	2.3	3.7	68,529	2.4	3.9
A+	30,683	1.1	1.5	24,116	0.9	1.2	22,215	0.8	1.1
A0	13,389	0.5	1.0	21,362	0.8	1.1	21,130	0.8	1.1
A-	5,399	0.2	0.4	11,653	0.4	0.6	9,593	0.3	0.6
BBB이하	4,294	0.2	0.8	3,712	0.1	0.6	3,329	0.1	0.5

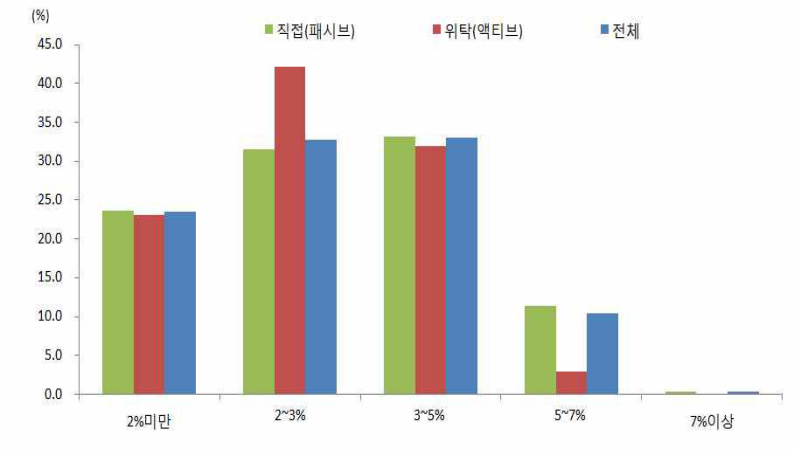
주) 국채, 통안채 등의 신용등급은 AAA에 포함됨.

(5) 표면금리 및 만기분포

○ 표면금리별 보유비중은 국내채권 직접(패시브)운용의 경우 3~5% 범위가 33.5%로 가장 높고, 위탁(액티브)운용은 2~3%가 42.1%로 가장 높게 나타남

- 국내채권 직접(패시브)운용 및 위탁(액티브)운용은 모두 2015년 말 이후 유동성이 풍부한 채권인 5% 미만 표면금리를 갖는 채권중심으로 투자 운용하고 있음
- 위탁(액티브)운용의 경우 5~7% 표면금리를 갖는 채권 보유비중은 3.0%로 직접(패시브)운용(11.4%) 대비 8.4%p 낮은 반면, 3%미만 표면금리의 채권에 대한 보유비중은 위탁(액티브)운용(65.1%)이 직접(패시브)운용(55.1%)보다 10.0%p 높음

[그림 Ⅱ-9] 국내채권 표면금리별 보유비중

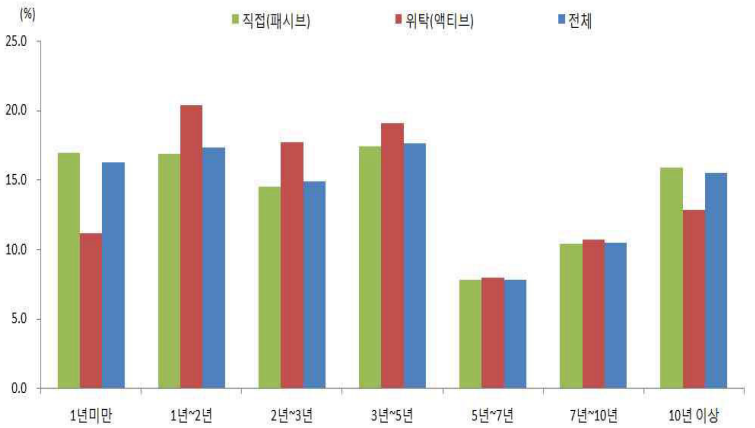


주) 2017년 6월말 기준임

○ 2017년 6월말 현재 국내채권 잔존만기별 보유비중을 살펴보면, 잔존만기 7년초과물의 비중이 26.0%로 가장 높게 나타남

- 직접(패시브)운용의 경우 잔존만기 7년초과물 비중이 26.3%로 가장 높게 나타났으며 다음으로 3~5년물 비중이 17.5%를 기록하였음
- 위탁(액티브)운용의 경우에는 잔존만기 7년초과물 비중이 23.6%로 가장 높게 나타났으며 다음으로 1~2년물의 비중이 20.4%임

[그림 Ⅱ-10] 국내채권 잔존만기별 보유비중



주) 2017년 6월말 기준임

3) 매매활동 분석

○ 2017년 상반기 직접(패시브)운용의 경우, 전체적으로 매도금액보다 매수금액이 5.5배 규모로 이루어짐

- 2017년 6월말 현재 직접(패시브)운용의 매도금액, 매수금액 및 원리금상환을 합친 전체 거래금액은 58조 9,507억 원이며 전년동기(58조 9,723억 원) 대비 216억 원 감소하였음
- 거래금액 중 매수금액은 57.0%에 해당되는 33조 5,796억 원으로 전년동기 31조 3,746억 원 대비 2조 2,050억 원 증가했으며, 매도금액은 6조 595억 원으로 전년동기(7조 5,164억 원)에 비해 1조 4,569억 원 감소하였음
- 원리금상환액은 전년동기(17조 1,330억 원)에서 2조 1,786억 원 증가한 19조 3,116억 원을 기록하였음
- 종류별로는 국채부문의 매도금액이 전년동기(4조 5,742억 원) 대비 2조 7,230억 원 감소한 1조 8,512억 원였으며, 매수금액

은 전년동기(10조 8,900억 원) 대비 2조 1,263억 원 증가한 13조 163억 원을 기록하였음

- 특수채부문의 경우 매도금액이 전년동기(7,203억 원) 대비 1조 2,466억 원 증가하였고, 금융채부문 매도금액은 전년동기(5,353억 원) 대비 1조 2,149억 원 증가하였음
- 직접(패시브)운용의 회전율은 2.44%로 전년동기(3.10%) 대비 감소하며 금융채, 특수채, 통안채 순으로 비교적 활발한 교체매매가 있었던 것으로 나타남

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

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

〈표 II-19〉 2017년 상반기 국내채권 거래 현황[1)]

(단위: 억 원, %)

구분		매도	매도Dur	매수	매도Dur	원리금상환	거래금액	매도+매수	회전율1[2)]	회전율2[3)]
직접(패시브)	국채	18,512	1.82	130,163	6.60	58,622	207,297	148,675	1.65	13.27
	지방채	0	0.00	3,217	5.66	1,710	4,927	3,217	0.00	18.05
	특수채	19,669	0.35	86,312	5.22	15,797	121,778	105,981	3.69	19.87
	통안채	4,612	0.29	22,340	1.78	42,589	69,541	26,952	2.79	16.28
	금융채	17,502	0.20	34,631	4.19	18,362	70,495	52,133	8.76	26.11
	여신금융채	0	0.00	9,497	4.13	907	10,404	9,497	0.00	15.71
	회사채	300	0.47	28,314	4.73	27,230	55,845	28,615	0.12	11.30
	ABS	0	0.00	21,321	1.90	27,898	49,219	21,321	0.00	16.28
	합계	60,595	0.75	335,796	5.20	193,116	589,507	396,391	2.44	15.97
위탁(액티브)	국채	55,429	5.89	55,814	7.45	1,274	112,517	111,243	47.90	96.13
	지방채	715	2.29	541	3.71	135	1,391	1,256	11.95	27.74
	특수채	15,961	2.33	17,192	3.18	2,707	35,860	33,153	28.35	58.88
	통안채	11,328	1.19	11,626	1.42	768	23,722	22,954	241.40	489.16
	금융채	6,818	1.35	15,397	2.23	3,676	25,891	22,214	47.28	154.05
	여신금융채	25,101	1.30	28,857	2.32	2,519	56,477	53,958	40.62	87.33
	회사채	15,491	1.87	22,120	3.33	4,062	41,673	37,612	20.42	49.33
	ABS	604	0.48	179	2.74	331	1,114	783	7.58	33.13
	합계	131,447	3.42	151,726	4.38	15,472	298,645	283,173	39.16	84.36

주1) 거래액은 결제금액 기준임
2) 회전율1은 매도+매수 거래금액 대비 각 종류별 채권의 일평균 보유액으로 나누어 산출되었음
3) 회전율2는 CRSP에서 사용되는 Turnover Ratio임. 매수 및 매도 거래대금 가운데 최소금액 대비 각 종류별 채권의 일평균 보유액으로 나누어 산출되었음

4) 수익률 분석

(1) 총수익률

○ 2017년 상반기 국내채권부문 전체 수익률은 0.61%를 달성하여 전년도말(1.83%)대비 1.22%p 감소하였으며, 전년동기(3.57%)대비 2.96%p 감소하였음

○ 세부유형별로는 직접(패시브)운용이 0.62%의 수익률을 기록하였으며, 위탁(액티브)운용이 0.54%로 실현수익률로는 위탁(액티브)운용이 직접(패시브)운용에 비해 상대적으로 낮은 성과를 나타냄
- 특히 2014년 말 이후 직접(패시브)운용의 성과가 위탁(액티브)

운용의 성과에 비해 지속적으로 높은 수준을 보이던 모습이 2016년 말 반전되었으나 다시 2017년 상반기 직접(패시브)운용이 상대적으로 우수한 성과를 보임

- 직접(패시브)운용은 위탁(액티브)운용에 비해 국채 등 장기물 보유비중이 상대적으로 높은 가운데,
- 2017년 상반기에는 미국 정책금리 인상 이후, 국채 대비 회사채 등 신용물의 시장금리가 상대적으로 더 상승(신용스프레드 증가)함에 따라 직접(패시브)운용 성과가 위탁(액티브)운용 성과 대비 높아진 것으로 판단됨

〈표 Ⅱ-20〉 국민연금 국내채권부문 투자수익률

(단위: %)

구분		2013년	2014년	2015년	2016년 상반기	2016년	2017년 상반기	2.5년 평균 (2015~2017.6)
국내 채권	직접(패시브)	2.07	6.80	4.31	3.58	1.80	0.62	2.68
	위탁(액티브)	2.34	6.66	4.12	3.47	2.04	0.54	2.67
	합계	2.10	6.79	4.29	3.57	1.83	0.61	2.68

주) 2017년 상반기 수익률은 6개월간의 기간수익률로 연율화하지 않은 값임

(2) 벤치마크 대비 수익률

○ 2017년 상반기 국내채권 수익률은 0.61%를 달성하였고 이는 벤치마크 수익률 0.71%대비 0.10%p 하회한 것임

- 유형별로는 국내채권 직접(패시브)운용 수익률이 0.62%로 벤치마크 대비 0.08%p 하회였으며, 위탁(액티브)운용 수익률은 0.54%로 벤치마크 대비 0.25%p 하회함
- 국내채권 직접(패시브)운용은 2013년 이후 지속적으로 양(+)의 초과수익률을 달성하였으나, 2017년 상반기 대우조선해양의 채무조정에 따라 음(-)의 초과수익률을 실현함

- 위탁(액티브)운용은 2008년 이후로 전술적 벤치마크뿐만 아니라 전략적 벤치마크 대비 높은 성과를 보인 후, 직접운용과 마찬가지로 대우조선해양의 채무조정에 의해 2017년 상반기 전술적 벤치마크(0.80%)와 전략적 벤치마크(0.71%) 대비 모두 하회함

〈표 II-21〉 국내채권 부문의 유형별 수익률 추이

(단위: %)

구분		2014년		2015년		2016년 상반기		2016년		2017년 상반기		2.5년 평균 (15~17.6)	
		기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM
국내	직접(패시브)	6.80	6.77	4.31	4.30	3.58	3.53	1.80	1.77	0.62	0.71	2.68	2.70
	위탁(액티브)	6.66	6.49	4.12	4.08	3.47	3.34	2.04	1.86	0.54	0.80	2.67	2.69
	전체	6.79	6.75	4.29	4.27	3.57	3.52	1.83	1.78	0.61	0.71	2.68	2.70

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

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

(3) 국내채권 초과수익 분해

○ 국내채권 직접(패시브)운용 초과수익률은 만기효과 및 개별종목 선택효과 등에서 음의 기여를 하였음

- 2017년 상반기 국내채권 직접(패시브)운용은 전술적 벤치마크 대비 8bp 음(-)의 초과수익을 나타냈음
- 이를 요인별로 분해해보면, 개별종목 선택효과가 6bp로 가장 큰 음(-)의 기여를 하였고 만기효과도 -1bp로 음(-)의 기여를 함

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

- 2017년 상반기 위탁(액티브)운용은 전술적 벤치마크 대비 25bp 음(−)의 초과수익을 보이고 있음
- 이를 요인별로 분해해보면, 만기효과가 26bp 및 종류별 자산배분 효과가 3bp의 양의 기여를 하였으나 기타효과 −36bp 및 개별종목 선택효과 −19bp로 음(−)의 기여를 하면서 초과수익을 감소시켰음
- 위탁(액티브)운용의 경우 만기효과가 26bp로 초과수익 성과에 긍정적인 영향 미쳤으나, 직접(패시브)운용의 경우는 만기효과가 −0.01bp로 초과수익에 대한 기여가 달랐음
- 개별종목 선택효과도 마찬가지로 직접(패시브)운용과 위탁(액티브)운용에서 초과수익에 미치는 기여가 다르게 나타났음
- 종류별 자산배분 효과는 직접(패시브)운용이 위탁(액티브)운용에 비해 상대 적으로 낮은 것으로 분석됨

〈표 Ⅱ-22〉 국내채권의 초과수익분해

(단위: %)

구분	직접(패시브)운용	위탁(액티브)운용
종류별 자산배분[1]	0.00	0.03
만기효과[2]	−0.01	0.26
개별종목 선택효과[3]	−0.06	−0.19
기타[4]	−0.01	−0.36
초과수익	−0.08	−0.25

주1) 채권종류별 자산배분이란 채권운용자가 운용채권의 종류별 비중을 벤치마크의 채권 종류별 비중과 다르게 투자하여 발생하는 초과수익을 말함
2) 만기효과는 벤치마크의 만기비중과 운용채권의 만기비중을 다르게 투자함으로써 발생하는 초과수익임
3) 개별종목 선택효과는 각 종류별/만기별 벤치마크 지수대비 저평가된 종목을 선택하는 능력임
4) 기타는 잔차로 주요 설명변수로 설명되지 않은 기타 요인임

(4) 국내채권 직접(패시브)운용 종류별 수익률

○ 2017년 상반기 동안 국내채권 직접(패시브)운용 중 여신금융채, 회사채, ABS를 제외한 다른 채권종류의 수익률은 벤치마크 대비 높은 성과를 나타냄

- 특히 회사채(0.19%)는 벤치마크(1.13%) 대비 95bp, ABS(1.04%)는 벤치마크(1.28%) 대비 24bp, 여신금융채(1.09%)는 벤치마크(1.19%) 대비 10bp 낮았으며, 가장 높은 벤치마크 대비 수익률은 국채에서 6bp로 나타났음
- 종류별 수익률은 보유채권내의 여신금융채, ABS는 높은 수준을 유지한 반면 회사채 및 국채의 수익성과는 상대적으로 낮았음
- 국채에 대한 투자비중은 평균비중 기준으로 벤치마크 대비 여전히 2.2%p 높고 금융채의 경우는 3.2%p 낮은 비중을 차지하고 있음
- ABS의 평균 투자비중은 5.8%로 벤치마크(1.1%) 대비 4.7%p 높은 비중을 차지하고 있음

〈표 Ⅱ-23〉 국내채권 직접(패시브)운용 종류별 수익률

(단위: 억 원, %)

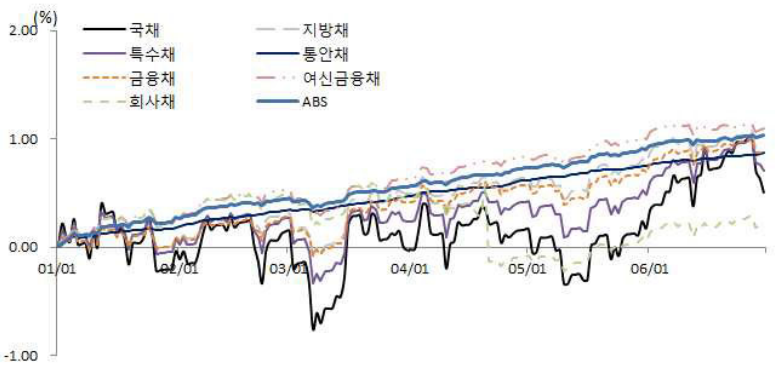
구분	2017년 상반기				
	누적수익률	BM수익률	평균보유 금액	평균보유 비중	BM평균비중
국채	0.51	0.45	1,120,349	45.2	43.0
지방채	0.92	0.89	17,825	0.7	0.7
특수채	0.70	0.71	533,293	21.4	21.4
통안채	0.88	0.89	165,525	6.7	8.4
금융채	0.85	0.84	199,680	8.0	11.2
여신금융채	1.09	1.19	60,467	2.4	4.2
회사채	0.19	1.13	253,294	10.2	10.1
ABS	1.04	1.28	130,950	5.3	1.0

주) 보유 금액 및 비중은 상반기 평균임.

○ 2017년 상반기 국내채권 직접(패시브)운용 중 여신금융채, ABS는 1% 이상의 성과를 나타냄

- 다만, BM에만 포함되는 저등급 채권이 상대적으로 높은 성과를 실현하며 벤치마크 대비 각 10bp, 24bp 하회함

[그림 Ⅱ-11] 국내채권 직접(패시브)운용의 종류별 수익률 추이



(5) 국내채권 위탁(액티브)운용 유형별 수익률[4)]

○ 위탁(액티브)운용의 운용유형별 수익률을 살펴보면 2017년 6월말 일반형이 상대가치형보다 상대적으로 높은 수익률을 달성하였음

- 2017년 상반기 위탁(액티브)운용의 상대형 예비운용사에서 수익률이 전술적 벤치마크 대비 음(-)의 초과수익을 기록한 가운데

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

특히, 일반형 예비운용사의 수익률이 상대적으로 저조하였음

- 일반형이 0.62%로 벤치마크 대비 0.10%p의 음(-)의 초과수익을 달성하였고 상대가치형의 성과는 0.59%로 벤치마크대비 0.13%p 낮았음

〈표 Ⅱ-24〉 국내채권 위탁(액티브)운용 유형별 수익률 현황[1)]

(단위: 억 원, %, %p)

	2014년		2015년		2016년 상반기		2016년		2017년 상반기	
	수익률	BM초과	수익률	BM초과	수익률	BM초과	수익률	BM초과	수익률	BM초과
일반형	6.72	0.05	4.30	0.28	3.59	0.11	1.97	0.20	0.62	-0.10
일반형예비[2)]	6.99	0.31	4.51	0.50	3.31	-0.17	5.78	4.01	-0.96	-1.68
상대가치형	6.79	0.12	4.20	0.18	3.59	0.12	1.98	0.21	0.59	-0.13
상대가치형 예비[2)]	0.05	-6.62	4.47	0.46	3.63	0.15	2.22	0.45	0.11	-0.61
크레딧형	6.38	0.22	4.30	0.98	3.07	0.02	2.20	0.12	0.44	-0.55

주1) 2017년 6월 30일 기준
2) 일반형 예비 및 상대가치형 예비는 예비운용사 선정에 따른 것으로, 각각 2013년 및 2014년에 최초 설정되었으며 설정된 해의 수익률은 연율화하지 않은 값임

5) 위험 분석

(1) 듀레이션 현황

○ 국내채권의 평균 듀레이션은 2013년 말에 벤치마크를 상회 후 2017년 상반기에도 상회를 이어감

- 2017년 상반기 국내채권 듀레이션은 4.48년으로 2016년 평균인 4.48년 수준을 유지함
- 직접(패시브)의 경우 2017년 상반기 동안 평균 4.50년의 듀레이션을 나타낸 반면 위탁(액티브)은 4.35년으로 상대적으로 짧은 듀레이션을 유지하였음
- 직접(패시브)운용의 경우 2007년부터 듀레이션 전략에 의해 벤

치마크 듀레이션이 목표 듀레이션으로 설정되었고 2017년 6월 말 현재 직접(패시브)운용 듀레이션(4.50년)은 직접(패시브)운용의 벤치마크 듀레이션(4.47년) 대비 0.03년 상회하였음

- 직접(패시브)운용의 듀레이션은 2017년 6월 벤치마크 듀레이션 대비 하회하였으나 이후 다시 직접(패시브)운용과 벤치마크의 듀레이션 모두 증가하며 벤치마크 대비 상회를 유지함

○ 위탁(액티브)운용은 적극적인 듀레이션 전략을 시행한 것으로 보임

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

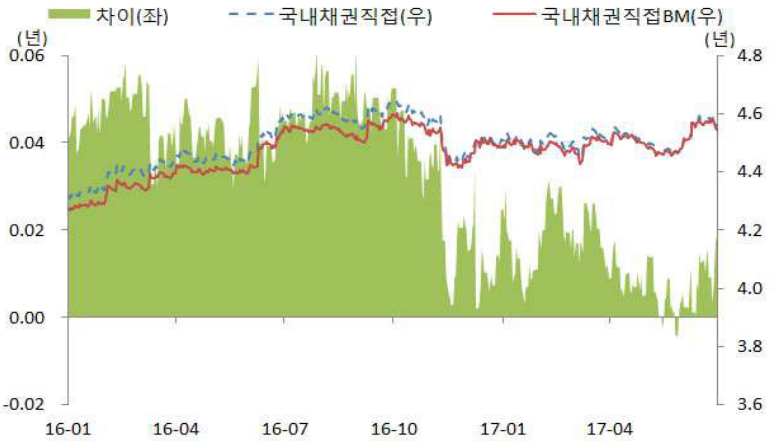
○ 직접(패시브)과 위탁(액티브) 모두 저금리 기조 하에서 듀레이션의 장기화 추세가 나타나고 있음

〈표 Ⅱ-25〉 국내채권 듀레이션

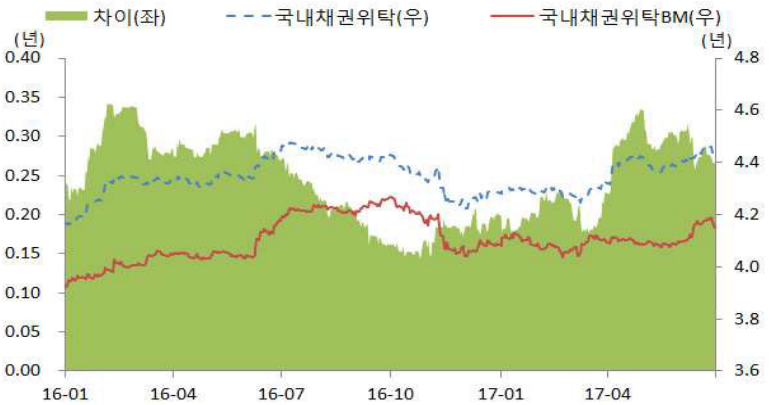
(단위: 년)

구분		국내채권 전체	직접(패시브) 운용	위탁(액티브) 운용	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 상반기	평균	4.42	4.43	4.36	4.35
	표준편차	0.06	0.06	0.06	0.06
2016년	평균	4.48	4.50	4.35	4.43
	표준편차	0.09	0.09	0.07	0.09
2017년 상반기	평균	4.48	4.50	4.35	4.40
	표준편차	0.03	0.03	0.06	0.04

[그림 Ⅱ-12] 국내채권 직접(패시브)운용 듀레이션 변동 추이



[그림 Ⅱ-13] 국내채권 위탁(액티브)운용 듀레이션 변동 추이



(2) 총위험

○ 2017년 상반기 중 국내채권의 총위험은 0.96%로 벤치마크(0.96%)와 유사한 위험수준을 보였으며 전년동기(1.17%)대비

0.21%p, 전년말 위험수준 (2.88%) 대비 1.92%p 감소하였음

- 직접(패시브)운용의 총 위험은 0.98%로 벤치마크(0.97%) 대비 높았고, 위탁(액티브)운용의 총 위험(0.88%)도 전술적 벤치마크(0.85%) 대비 높은 위험수준을 나타냄

〈표 Ⅱ-26〉 국내채권의 투자유형별 총위험 추이

(단위: %)

구분		2014년		2015년		2016년 상반기		2016년		2017년 상반기		2.5년 평균 (15~17.6)	
		기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM
국내	직접(패시브)	1.09	1.09	2.44	2.43	1.19	1.16	2.91	2.86	0.98	0.97	2.37	2.35
	위탁(액티브)	1.03	1.01	2.26	2.19	1.07	1.05	2.67	2.61	0.88	0.85	2.20	2.13
	전체	1.09	1.08	2.42	2.41	1.17	1.16	2.88	2.84	0.96	0.96	2.35	2.33

주) 총위험은 표준편차로 계산하였으며, 2017년 상반기 표준편차는 주간수익률을 사용하였고 반기 표준편차임.

(3) 위험조정수익률

○ 2017년 상반기 국내채권의 위험조정성과지표인 수정샤프지수는 -0.00으로 벤치마크(-0.00)와 비슷한 수준을 나타냄

- 2017년 상반기 직접(패시브)운용과 위탁(액티브)의 수정샤프지수 모두 -0.00로 벤치마크(-0.00)와 유사한 성과를 실현함

〈표 Ⅱ-27〉 국내채권의 투자유형별 위험조정수익률(수정샤프지수) 추이

구분		2014년		2015년		2016년 상반기		2016년		2017년 상반기		2.5년 평균 (2015~2017.6)	
		기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM
국내	직접(패시브)	3.85	3.84	1.03	1.03	1.78	1.77	0.12	0.12	-0.00	-0.00	0.44	.046
	위탁(액티브)	3.95	3.88	1.03	1.04	1.86	1.77	0.22	0.16	-0.00	-0.00	0.48	0.50
	전체	3.86	3.84	1.03	1.03	1.79	1.77	0.13	0.12	-0.00	-0.00	0.45	0.46

주) 무위험이자율은 3년 만기 국고채 수익률을 사용함.

○ 2017년 상반기 국내채권의 정보비율은 -1.26으로 음의 값을 실현하며 2년 6개월 평균 -0.21대비 매우 낮은 수준임

- 정보비율은 액티브 운용의 성과를 측정하는 지표로써 추적오차 대비 초과 수익률로 측정됨
- 국내채권 중 대부분의 비중을 차지하는 직접운용이 -1.45의 음의 정보비율 (IR)을 달성하였으며, 위탁운용은 -1.06으로 상대적으로 높은 수준임

〈표 II-28〉 국내채권 유형별 정보비율(IR) 추이

(단위: IR-비율, TE-%)

구분		2014년	2015년	2016년 상반기	2016년	2017년 상반기	2.5년 평균 (2015~2017.6)
국내	직접 (패시브)	1.25 (0.03)	0.97 (0.02)	2.17 (0.02)	0.54 (0.05)	-1.45 (0.06)	-0.27 (0.06)
	위탁 (액티브)	4.95 (0.04)	0.49 (0.08)	3.59 (0.04)	1.79 (0.10)	-1.06 (0.24)	-0.0202)
국내채권 전체		1.62 (0.02)	1.07 (0.02)	2.66 (0.02)	1.04 (0.04)	-1.26 (0.08)	-0.21 (0.07)

주) 괄호안은 추적오차이고 2017년 상반기 정보비율과 추적오차는 주간수익률 기준으로 산출하였음

6) 대우조선해양 채무조정의 영향

(1) 대우조선해양 시가평가액의 변동추이

○ 2017년 4월 21일을 기준으로 대우조선해양의 채무조정이 실시되었음

- 이에 따라, 국내채권 전체의 시가평가액은 4월 20일 대비 1,515억 원이 감소하였음

〈표 Ⅱ-29〉 대우조선해양 채무조정

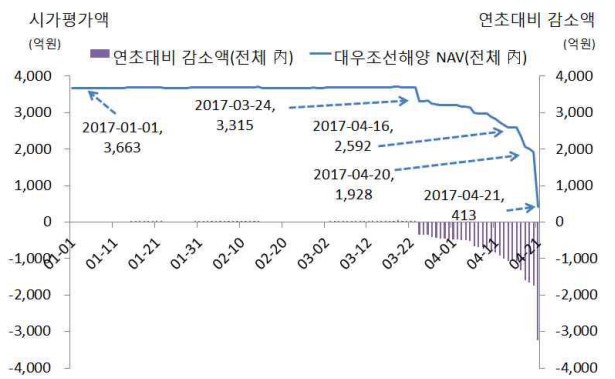
(단위: 억 원)

구분	시가평가액									채무조정					
	2017.1.1.(A)			2017.4.20.(B)			2017.4.21.(C)			조정액(D=C-B)			조정율(D/B)		
	직접	위탁	전체	직접	위탁	전체	직접	위탁	전체	직접	위탁	전체	직접	위탁	전체
대우조선해양6-1	1,470	490	1,960	747	249	1,763	163	54	217	-584	-195	-779	-78.2	-78.2	-78.2
대우조선해양4-2	-	287	287	-	149	149	-	33	33	-	-177	-177	-	78.1	-78.1
대우조선해양5-2	-	356	356	-	189	189	-	40	40	-	-149	-149	-	-78.8	-78.8
대우조선해양7	882	176	1,158	495	99	594	103	21	124	-392	-78	-471	-79.2	-79.2	-79.2
계	2,353	1,310	3,663	1,242	686	1,928	266	147	413	-976	-537	-1515	78.6	-78.5	-78.6

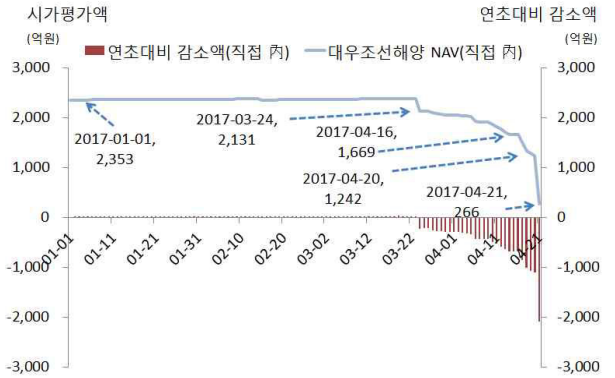
주1) 일부 종목은 평가가격이 3월 중순이후부터 2017.04.20.일까지 지속 하락함

[그림 Ⅱ-14] 대우조선해양 시가평가액 변동추이

국내채권 전체 內



국내채권 직접(패시브) 內



국내채권 위탁(액티브) 內	

○ 2017년 6월말 기준 국내채권 전체의 벤치마크 대비 초과성과는 10bp 하회

- 벤치마크에는 대우조선해양이 포함되고 있지 않은 반면, 기금의 국내채권 에는 포함되고 있어 대우조선해양의 채무조정은 기금의 수익률에만 영향을 미쳤음
- 대우조선해양을 제외한 경우 벤치마크 대비 2bp의 양(+)의 초과성과가 실현 되어 대우조선해양의 채무조정에 따라 12bp의 초과성과 하락이 발생
- 대우조선해양 채무조정에 따라 직접운용은 8bp의 음(−)의 초과성과가 발생 하였고, 위탁운용은 34bp의 음(−)의 초과성과가 발생하였음

〈표 Ⅱ−30〉 대우조선해양 채무조정 전후 수익률 변동

(단위: %)

구분	2017.4.20.(A)						2017.4.21.(B)						변동(B−A)					
	직접		위탁		전체		직접		위탁		전체		직접		위탁		전체	
	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM
일간수익률	0.02	−0.01	−0.01	−0.01	0.02	−0.01	−0.16	−0.09	−0.24	0.08	−0.17	−0.09	−0.18	−0.08	−0.23	−0.07	−0.19	−0.08
연간누적	0.47	0.48	0.42	0.54	0.47	0.48	0.31	0.39	0.18	0.47	0.30	0.40	−0.16	−0.09	−0.24	−0.07	−0.17	−0.08

〈표 Ⅱ-31〉 대우조선해양 제외에 따른 국내채권 수익률 변동

(단위: %)

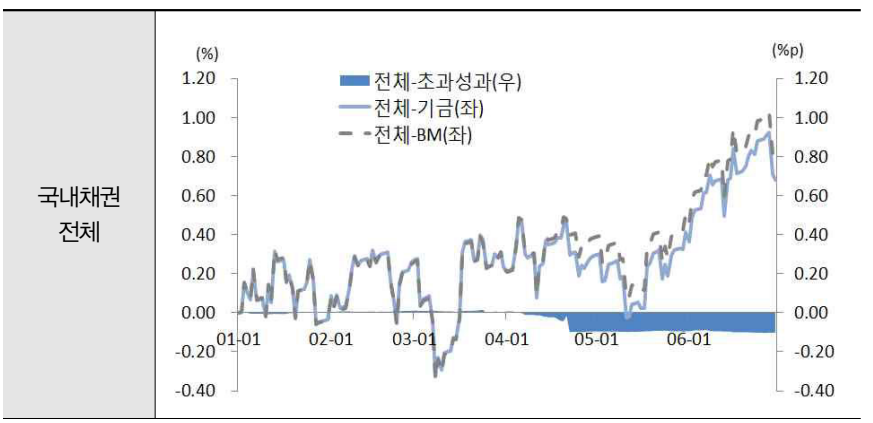
구분		대우조선해양 포함(A)						대우조선해양 제외(B)						대우조선해양 영향(A-B)					
		직접		위탁		전체		직접		위탁		전체		직접		위탁		전체	
		기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM
4.21일 기준	일간수익률	-0.16	-0.09	-0.24	-0.08	-0.17	-0.09	-0.09	-0.09	-0.08	-0.08	-0.09	-0.09	-0.07	-	-0.06	-	-0.08	-
	누적수익률	0.31	0.39	0.18	0.47	0.30	0.40	0.40	0.39	0.52	0.47	0.41	0.40	-0.08	-	-0.34	-	-0.12	-
6.30일 기준	일간수익률	-0.07	-0.07	-0.05	-0.06	-0.07	-0.07	-0.07	-0.07	-0.05	-0.06	-0.07	-0.07	0.00	-	0.00	-	0.00	-
	누적수익률	0.62	0.70	0.54	0.80	0.61	0.71	0.70	0.70	0.89	0.80	0.72	0.71	-0.08	-	0..34	-	-0.12	-

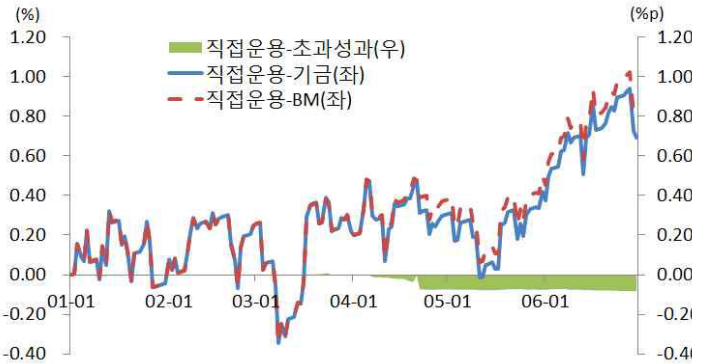
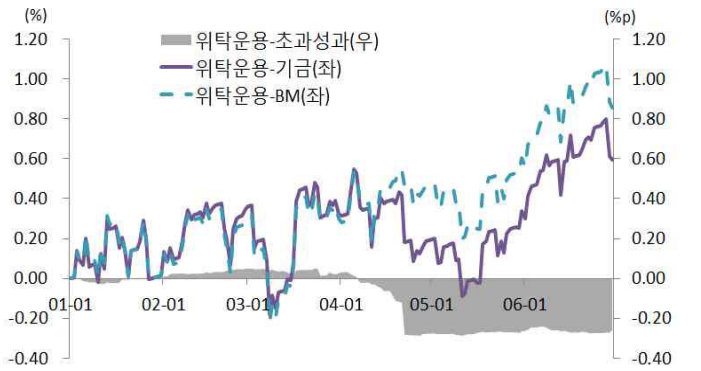
주1) 직접운용의 경우 거래 및 보유금액에서 대우조선해양을 제외한 후 산출한 반면, 위탁운용의 경우 위탁 데이터의 한계 상 거래금액에서만 대우조선해양을 제외한 후 산출하여 위탁 및 전체의 대우조선해양 제외 후 수익률은 정확하지 않은 대략적인 수치임

2) 벤치마크에서는 '15.10.1일부로 대우조선해양 종목이 제외됨에 따라 '17년 상반기 중에는 벤치마크 내에 포함되지 않고 있음

○ 2017년 4월 21일 대우조선해양 채무조정으로 초과성과가 하락한 이후 비슷한 수준의 음(-)의 초과성과를 6월말까지 유지함

[그림 Ⅱ-15] 대우조선해양 채무조정 전후 국내채권 수익률 추이



국내채권 직접(패시브)	
국내채권 위탁(액티브)	

4. 해외채권부문

1) 해외채권 포트폴리오 분석

(1) 해외채권 투자현황

○ 2017년 상반기 해외채권 투자규모는 23조 1,201억 원으로 2016년 말 23조 2,155억 원대비 954억 원 감소하였음

– 해외채권 직접운용 규모는 10조 271억 원으로 전년말 대비 1,554억 원 감소하였으며 전년동기 대비로는 5,757억 원 감소했음

- 해외채권 위탁운용 규모는 13조 929억 원으로 전년말 대비 600억 원 증가 하였으며 전년동기 대비로는 4,737억 원 증가 했음
- 직접운용 비중이 점차 감소하기 시작하여 2006년 93.9%에 달했던 직접운용 비중이 2017년 상반기 현재 43.4%로 감소하였으며 2011년 상반기 이후 위탁운용 비중이 직접운용 비중보다 높음
- 점차 미국 중심 포트폴리오를 조정하는 동시에 신용물 및 이머징국가 채권에 대한 투자 확대를 통해 투자다변화된 위탁운용 비중 증가가 예상됨

〈표 II-32〉 해외채권의 유형별 투자현황

(단위: 억 원)

구분		2015년		2016년 상반기		2016년		2017년 상반기	
		기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM
전체(액티브)		215,815	100.0	232,220	100.0	232,155	100.0	231,201	100.0
해외	직접	93,704	43.4	106,028	45.7	101,825	43.9	100,271	43.4
	위탁	122,110	56.6	126,192	54.3	130,329	56.1	130,929	56.6

주) 2017년 6월 30일 기준

○ 2017년 상반기 해외채권 투자금액의 증가요인은 직접운용과 위탁운용에서 상반된 모습을 나타내고 있음

- 해외채권 투자금액 증가요인을 분석한 결과를 보면 해외채권 투자규모 증가의 가장 큰 요인은 직접운용의 경우 외화관련손익에 기인하였으며, 위탁운용의 경우 신규투자와 외화관련손익에 기인하였음
- 위탁운용의 경우 신규투자가 3,278억 원, 외화관련손익이 7,175억 원이 실현된 반면 평가손실이 5,134억 원, 이자 및 실현손실이 4,719억 원이 발생 하면서 투자금액 증감에 많은 영

향을 미쳤음

- 반면, 직접운용은 신규투자가 3,060억 원, 평가손실이 984억 원 발생하였음

〈표 Ⅱ-33〉 2017년 상반기 해외채권부문 투자금액 증감 요인 분석

(단위: 억 원, %)

구분	직접운용		위탁운용		해외채권전체	
	금액	비중	금액	비중	금액	비중
1. 신규투자	-3,060	196.9	3,278	546.2	218	-22.9
2. 평가손익	-984	63.3	-5,134	-855.4	-6,118	642.2
3. 이자+실현손익[1)]	0	0.0	-4,719	-786.3	-4,719	494.6
4. 외화관련손익	2,490	-160.0	7,175	1,195.5	9,964	-1,013.0
합계(상반기 증가분)	-1,554	100.0	660	100.0	-54	1,000.0

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

(2) 해외채권 종류별 보유현황

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

- 해외채권의 해외물 국채(Treasury) 비중은 2016년 말 48.2%에서 2017년 상반기 50.9%로 증가하였음
- 해외물 정부채권(Government-related)은 2016년 말 15.2%에서 2017년 상반기 13.4%로 1.8%p 감소하였고, 해외물 신용물 중심채권(Corporate)은 2016년 말 27.4%에서 2017년 상반기 24.8%로 2.6%p 감소하였음
- 직접운용 내의 한국물 비중은 2017년 상반기 1.3%로 전년 말(1.3%) 수준을 유지함
- 해외채권의 전략적 벤치마크인 국채 53.9%, 정부채권 12.2%,

신용물 중심 채권 비중이 18.6% 대비 해외채권 전체는 국채와 신용물 중심채권의 비중은 높고 정부채권 비중은 낮은 상황임

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

〈표 II-34〉 해외채권 직접운용 종류별 보유현황

(단위: 억 원, %)

구분	종류	2016년								2017년 상반기							
		직접		위탁		전체		직접운용전술BM	해외채권전략BM	직접		위탁		전체		직접운용전술BM	해외채권전략BM
		금액	비중	금액	비중	금액	비중			금액	비중	금액	비중	금액	비중		
해외물	Treasury	46,360	44.7	62,964	51.2	109,324	48.2	50.0	53.9	46,120	44.7	63,885	56.7	1,110,305	50.9	50.0	53.9
	Gov-related	20,345	19.6	14,049	11.4	34,394	15.2	20.0	12.2	20,345	19.6	8,563	7.6	28,908	13.4	20.0	12.2
	Corporate	35,758	34.5	26,352	21.4	62,110	27.4	30.0	18.6	24,758	34.4	25,802	22.9	61,560	24.8	30.0	18.6
	Securitized	–	–	14,812	12.0	14,812	6.5	–	15.2	–	–	13,183	11.7	13,183	6.1	–	15.2
	기타	–	–	4,847	3.9	4,847	2.1	–	–	–	–	1,239	1.1	1,239	0.6	–	–
계		102,463	98.7	123,024	100.0	225,487	99.4	100.0	100.0	102,522	98.7	112,672	100.0	215,195	99.4	100.0	100.0
한국물	국채	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–	–
	금융채	367	0.4	–	–	367	0.2	–	–	367	0.4	–	–	367	0.2	–	–
	특수채	627	0.6	–	–	627	0.3	–	–	627	0.6	–	–	627	0.3	–	–
	회사채	313	0.3	–	–	313	0.1	–	–	313	0.3	–	–	313	0.1	–	–
계		1,307	1.3	–	–	1,307	0.6	–	–	1,307	1.3	–	–	1,307	0.6	–	–
전체 계		103,769	100.0	123,024	100.0	226,794	100.0	100.0	100.0	103,829	100.0		100.0	216,502	100.0	100.0	100.0

주1) 위 표의 보유금액은 환헤지 관련 파생상품 및 현금성 자산을 감안하지 않은 금액임
2) 기금운용본부 내부보고서 등을 참조하여 재작성함

(3) 위탁운용 유형별 보유현황

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

- 각 유형별 투자현황을 살펴보면, Global Treasury & Government related 유형의 비중이 57.0%로 가장 높지만 전년말(58.4%) 대비로는 줄어들었으며 Global Unconstrained 유형과 High Yield 유형(US)의 비중은 각각 1.0%p, 0.5%p 감소
- 2017년 상반기 기준 Credit 유형 위탁투자운용 금액은 전년말 대비 2.3%p 증가한 1조 7,380억 원임
- Securitized 유형은 2017년 상반기 현재 1조 3,374억 원의 자금을 운용하고 있으며 투자 비중은 11.9%를 차지하고 있음
- 2012년 3월 Euro Credit 유형이 신설된 후 2017년 상반기 현재 7,785억 원의 자금을 운용하고 있으며 투자 비중은 6.9%를 차지하고 있음
- Leverage loan 유형은 2017년 상반기 현재 3,367억 원의 자금을 운용하고 있으며 투자 비중은 3.0%를 차지함

〈표 Ⅱ-35〉 해외채권 위탁운용 유형별 투자현황 및 보유비중

(단위: 억 원, %)

구분		2014년		2015년		2016년		2017년 상반기	
		금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중
Global Aggregate		86,664	74.4	82,677	70.1	–	–	–	–
Global Treasury & Gov-Related		–	–	–	–	71,797	58.4	64,263	57.0
Global Unconstrained		0	0.0	8,017	6.8	10,356	8.4	8,309	7.4
Securitized 유형		3,457	3.0	4,270	6.8	15,269	12.4	13,374	11.9
Credit 유형	Global	7,322	6.3	6,349	3.6	6,865	5.6	7,064	6.3
	U.S	3,471	3.0	3,619	5.4	2,573	2.1	2,531	2.2
	Euro	8,037	6.9	8,300	3.1	6,688	5.4	7,785	6.9
	계	18,829	16.2	18,268	7.0	16,126	13.1	17,380	15.4
EMD 유형		3,022	2.6	–	15.5	–	–	–	–
High Yield 유형(US)		4,582	3.9	4,715	4.0	7,113	5.8	5,980	5.3
Bank Loan		–	–	–	–	2,363	1.9	3,367	3.0

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

(4) 만기별 보유현황

○ 해외채권의 잔존만기별 보유현황은 1년 미만 단기물, 10년 이상 장기물은 각각 1.8%p, 1.0%p 감소한 반면, 1~3년 단기물과 3~5년 중기물 보유 비중은 각각 1.6%p, 0.6%p 증가하며 포트폴리오 구성 변화를 보이고 있음

- 해외채권 전체로는 2017년 상반기 1년 미만의 비중은 6.0%로 전년말(7.8%) 대비 1.8%p, 10년 이상 장기물 비중은 26.6%로 전년말(27.6%) 대비 1.0%p 감소하였음
- 반면 2017년 상반기 1~3년물 비중은 15.3%로 전년말(13.7%) 보다 1.6%p, 3~5년물 비중은 21.2%로 전년말(20.6%) 대비 0.6%p 증가하였음
- 직접운용의 경우 10년 이상 초장기물 비중이 25.1%로 전년말(26.0%) 대비 0.9%p 감소한 반면 3~5년물 비중은 전년말(26.4%) 대비 1%p 증가한 27.4%를 차지하며 포트폴리오 구성 내에서 가장 큰 비중을 차지하고 있음
- 위탁운용은 기금 특성에 맞게 10년 이상의 초장기물이 27.8%로 포트폴리오 내 가장 큰 비중을 차지하고 있으며 포트폴리오 구성비중은 전년도말과 비교하여 1년미만물, 3~5년물, 5~7년물이 각각 1.8%p, 2.5%p, 0.3%p 증가한 반면, 7~10년물, 10년 이상물은 각각 1.0%p, 3.9%p 감소하였음
- 벤치마크 대비로는 직접운용의 경우 1년 미만물, 3~5년물 및 10년 이상 장기물 비중이 벤치마크 대비 높은 비중을 나타내고 있음
- 위탁운용의 경우 1년 미만물, 10년 이상 장기물이 벤치마크 대비 높은 비중을 차지하고 있음

〈표 Ⅱ-36〉 국민연금 보유 해외채권 잔존만기별 보유현황

(단위: 백만 달러, %)

구분	2016년 말			2017년 상반기						
	채권(전체)		해외채권 벤치마크	채권(전체)		직접		위탁		해외채권 벤치마크
	금액	구성비		금액	구성비	금액	구성비	금액	구성비	
1년미만	1,503	7.8	0.0	1,323	6.0	403	4.5	829	7.2	0.0
1~3년	2,622	13.7	21.5	3,118	15.3	1,404	15.7	1,713	15.0	21.4
3~5년	3,947	20.6	20.1	4,322	21.2	2,451	27.4	1,871	16.3	19.9
5~7년	2,307	12.0	15.1	2,533	12.4	1,042	11.3	1,521	13.3	15.0
7~10년	3,502	18.3	20.6	3,761	18.4	1,433	16.0	2,328	20.3	20.7
10년 이상	5,304	27.6	22.6	5,423	26.6	2,242	25.1	3,180	27.8	23.0

주) 규모는 시가평가액 기준임

(5) 통화별 보유비중

○ 해외채권의 통화별 보유비중은 미달러화 49.0%, 유로화 20.4%, 엔화 16.0% 등임

- 해외채권 직접(액티브)의 경우 미달러화가 44.1%로 가장 높으며, 유로화 비중은 20.9%임
- 반면, 위탁(액티브)은 미달러화 발행채권 비중이 52.8%, 유로화 비중이 20.0%로 직접(액티브) 대비 미달러화 비중이 높고 유로화 비중이 낮음

〈표 Ⅱ-37〉 해외채권 통화별 보유비중(달러기준)

(단위: 백만 달러, %)

거래통화	2016년				2017년 상반기			
	전체	BM	직접	위탁	전체	BM	직접	위탁
미국 달러(USD)	48.6	45.5	43.2	53.0	49.0	44.9	44.1	52.8
EU 유로(EUR)	19.3	23.8	20.0	18.8	20.4	24.5	20.9	20.0
일본 엔(JPY)	16.7	17.1	19.3	14.6	16.0	16.7	18.8	13.8
영국 파운드(GBP)	5.7	5.2	6.6	5.0	5.5	5.2	6.7	5.5
캐나다 달러(CAD)	4.0	2.6	5.6	2.7	2.8	2.6	3.7	2.2
기타	5.6	5.8	5.4	6.0	6.4	6.2	5.9	6.7

(6) 지역별 보유비중

○ 해외채권의 지역별 보유비중은 북미 41.6%, 유럽 32.8%, 아시아/태평양 13.6% 차지함

- 해외채권 직접(액티브)의 경우 북미의 비중이 35.3%로 가장 높으며, 유럽의 비중은 34.4%로 벤치마크 대비 북미는 낮고 유럽은 높음
- 반면, 위탁(액티브)은 북미 비중은 46.7%, 유럽 비중은 31.6%로 벤치마크 대비 북미·유럽 비중은 높고 아시아/태평양 및 일본의 비중은 낮음

〈표 Ⅱ-38〉 해외채권의 지역별 보유비중(달러기준)

(단위: 백만 달러, %)

지 역	2016년				2017년 상반기			
	전체	BM	직접	위탁	전체	BM	직접	위탁
North America	44.0	42.6	39.3	48.0	41.6	42.3	35.3	46.7
Europe	30.4	30.8	30.6	30.2	32.8	31.3	34.4	31.6
Asia/Pacific Ex Japan	14.2	17.5	16.3	12.5	13.6	17.1	15.7	11.9
Japan	6.9	4.9	9.8	4.5	6.4	5.1	8.8	4.4
Latin America	1.9	2.2	1.8	2.0	2.1	2.3	1.5	2.6
Global	1.4	1.1	1.3	1.6	2.0	1.1	2.7	1.5
Africa/Mideast	1.1	0.8	1.0	1.2	1.5	0.8	1.6	1.3

2) 수익률 분석

(1) 총수익률

○ 2017년 상반기 해외채권부문 전체 수익률은 원화기준 1.51%를 달성하였음

- 2017년 상반기 해외채권 수익률은 전년동기 수익률(5.63%) 대비 하회함
- 세부 유형별로는 직접운용은 1.41%였고, 위탁운용이 1.59%로 0.18%p 높음
- 2009년 하반기 이후 위탁운용의 성과가 직접운용에 비해 높아졌으나 2014년 말부터 직접운용의 성과가 더 높아지다가 2016년 말부터 다시 위탁운용이 더 높은 성과를 실현함

〈표 Ⅱ-39〉 국민연금 해외채권부문 투자수익률

(단위: %)

구분		2013년	2014년	2015년	2016년 상반기	2016년	2017년 상반기	2.5년 평균 (2015~2017.6)
해외채권 (액티브)	직접	-0.27	9.49	2.00	6.04	3.91	1.41	2.93
	위탁	0.91	9.03	1.18	5.35	4.15	1.59	2.77
	합계	0.31	9.23	1.52	5.63	4.01	1.51	2.82

주) 2017년 상반기 수익률은 6개월간의 기간수익률로 연율화 하지 않은 값임

(2) 해외채권 성과요인 분석

○ 2017년 상반기 해외채권의 달러기준 수익률은 1.85%이며 달러 수익률을 환율로 환산한 원화환산 효과는 환율 하락으로 인해 -5.98%를 기록하였음

- 환헤지 파생상품 평가손익의 증가에 따른 환헤지 효과는 5.64%로 해외채권의 환헤지 이후 원화기준 수익률은 1.51%를 나타남
- 각 세부자산별로 환헤지 효과가 상이하게 나타나는 것은 세부자

산별로 환헤지 수단이 상이하고 기타 환율적용과 헤지비율과 같은 복합적인 요인에 따른 것이며 직접 및 위탁운용 환헤지 효과는 각각 5.56%, 5.70%의 값을 나타냄

〈표 Ⅱ-40〉 해외채권 성과요인

(단위: %)

구분	직접운용	위탁운용	해외채권 전체	벤치마크
달러기준 수익률	1.74	1.94	1.85	1.44
+원화환산 효과	-5.89	-6.05	-5.98	-5.35
헤지전 원화기준 수익률	-4.15	-4.11	-4.13	-3.90
+환헤지 효과	5.56	5.70	5.64	5.19
헤지후 원화기준 수익률	1.41	1.59	1.51	1.28

주1) 해외채권 환효과 요인분해의 개선에 따른 결과임
2) 기존 분해체계에서 원화환산 효과는 직접운용 -2.63%, 위탁운용 -6.05%, 해외채권전체 -4.57%, 직접운용의 전술적 벤치마크 -2.78%, 해외채권의 전략적 벤치마크 -2.55%로 산출됨
3) 기존 분해체계에서 환헤지 효과는 직접운용 2.30%, 위탁운용 5.70%, 해외채권전체 4.23%, 직접운용의 전술적 벤치마크 2.62%, 해외채권의 전략적 벤치마크 2.39%로 산출됨

(3) 벤치마크대비 수익률

○ 2017년 상반기 해외채권 수익률은 1.51%로 벤치마크 1.28%대비 0.23%p 상회하였음

- 해외채권 직접운용의 수익률은 1.41%로 벤치마크 대비 0.06%p 하회하였으며 위탁운용의 수익률은 1.59%로 벤치마크 대비 0.31%p 상회함
- 직접운용의 달러기준 수익률은 1.74%로 벤치마크(1.63%) 대비 0.11%p 상회하였으며, 위탁운용의 달러기준 수익률은 1.94%로 벤치마크(1.44%) 대비 0.50%p 상회하였음
- 해외채권 전체의 달러기준 수익률은 1.85%로 벤치마크(1.44%)

대비 0.41%p 상회하며 위탁운용의 벤치마크 대비 수익률(0.50%p)보다 낮았는데, 이는 전략적 벤치마크 대비 직접운용의 수익률이 위탁운용의 수익률보다 저조했기 때문임

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

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

자료: '17년 연간자금운용계획'상의 채권부문 세부 자산군별 벤치마크지수임.

〈표 II-41〉 해외채권부문의 자산종류별 벤치마크 대비 수익률 추이

(단위: %)

구분		2014년			2015년			2016년			2017년 상반기			2.5년 평균 (2015~2017.6)		
		기금	BM	초과	기금	BM	초과	기금	BM	초과	기금	BM	초과	기금	BM	초과
직접	원화	9.49	9.13	0.36	2.00	2.30	-0.30	3.91	4.55	-0.64	1.41	1.48	-0.06	2.93	3.33	-0.40
	달러	7.22	7.07	0.15	0.74	0.98	-0.24	3.41	4.13	-0.72	1.74	1.63	0.11	2.36	2.69	-0.34
위탁	원화	9.03	9.67	-0.64	1.18	2.29	-1.10	4.15	4.40	-0.25	1.59	1.28	0.31	2.77	3.19	-0.42
	달러	7.06	7.61	-0.55	0.00	0.98	-0.98	3.89	3.98	-0.09	1.94	1.44	0.50	2.32	2.56	-0.23
전체	원화	9.23	9.67	-0.44	1.52	2.29	-0.77	4.01	4.40	-0.39	1.51	1.28	0.23	2.82	3.19	-0.37
	달러	7.13	7.61	-0.48	0.31	0.98	-0.67	3.66	3.98	-0.33	1.85	1.44	0.41	2.32	2.56	-0.23

(4) 해외채권 초과수익의 환효과 요인분해 개선

○ 환효과분해 체계를 아래와 같이 개선[5] 하였음

5) 개선 과정에서 일부 한계가 존재함. 환헤지과정에서 일부 종목은 이종통화와 원화간에 직접 헤지하여 이종통화-USD와 USD-원화로 구분이 안되며, 이에 따라 이들 종목은 헤지 후 달러기준 기금수익률에 반영되지 않았기 때문에 헤지 전 원화기준 기금수익률은 엄밀한 수익률은 아님

- 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

〈표 Ⅱ-42〉 해외채권 초과수익의 환효과 요인분해

		개선 전	개선 후
헤지전 원화 기준	BM 수익률	(1+헤지 전 달러기준(USD) BM수익률) X (1+일일환율변동) - 1	(1+헤지 후 달러기준(USD) BM수익률) X (1+일일환율변동) - 1
	기금 수익률	헤지 전 달러기준(USD) 보유 및거래금액에 일일환율변동 반영	헤지 전 달러기준(USD) 보유 및거래금액에 일일환율변동과 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

○ 해외채권전체의 원화기준 벤치마크 대비 초과수익은 자산운용과 환효과로 구성됨

- 환효과는 포트폴리오와 벤치마크의 적용환율 차이(원화 환산환율 차이)에 따른 환율적용효과와 환헤지 비율과 수단의 차이에 따른 환헤지 효과로 구성
- '17년부터 시행되는 단계적 환오픈[6] 의 영향으로 원-USD간 환헤지 효과의 절대성과가 환율적용효과보다 저조하였음
- 해외채권전체 자산운용에 의해 0.41%p를 달성하였으나 원화 환산환율 차이에 의해 환율적용효과(-0.63%p)로 환효과가 -0.18%p를 기록하며, 원화 기준 벤치마크 대비 초과수익은

6) '17년부터 2년간 원화-USD간의 환헤지를 단계적으로 0%수준까지 오픈함. 다만, 이종통화-USD 간의 환헤지는 100% 수준을 유지함

0.23%p을 실현

- 직접(액티브)과 위탁(액티브) 모두 환효과가 초과성과에 음(−)의 기여함

〈표 Ⅱ−43〉 해외채권 초과수익의 환효과 요인분해

(단위: %p)

구 분	직접(액티브)	위탁(액티브)	해외채권전체
벤치마크대비 초과수익(원화기준)[1]	−0.06	0.31	0.23
자산운용(달러기준)	0.11	0.50	0.41
환효과	−0.17	−0.19	−0.18
+환율적용[2]	−0.28	−0.70	−0.63
+환헤지 효과[3]	0.11	0.52	0.45

주1) 단 초과수익은 전술적 벤치마크 대비 초과수익을 의미함
2) 기존 분해체계에서 환율적용효과는 직접운용 0.15%p, 위탁운용 −3.50%p, 해외채권전체 −2.02%p로 산출됨
3) 기존 분해체계에서 환헤지 효과는 직접운용 −0.32%p, 위탁운용 3.32%p, 해외채권전체 −1.84%p로 산출됨

3) 위험분석

(1) 해외채권 듀레이션

○ 해외채권은 2017년 상반기 미국의 정책금리 인상에 대비해 듀레이션 전략을 수행하였음

○ 직접운용은 2016년 12월 이후부터 2017년 3월과 6월의 미국 정책금리 인상에 대비해 듀레이션 축소전략을 통한 듀레이션 갭 확대를 수행

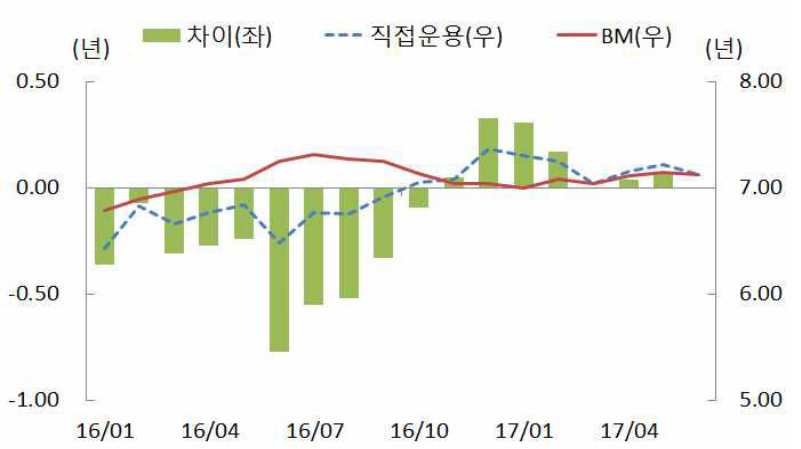
- 2017년 상반기 직접운용의 평균 듀레이션은 7.19년으로 벤치마크 7.09년 대비 0.10년만큼 긴 것으로 나타남
- 상반기에는 벤치마크 대비 긴 듀레이션을 유지한 가운데 4월은 벤치마크 듀레이션과의 괴리가 줄었으나, 5월 이후에 다시 그

차이가 늘었음

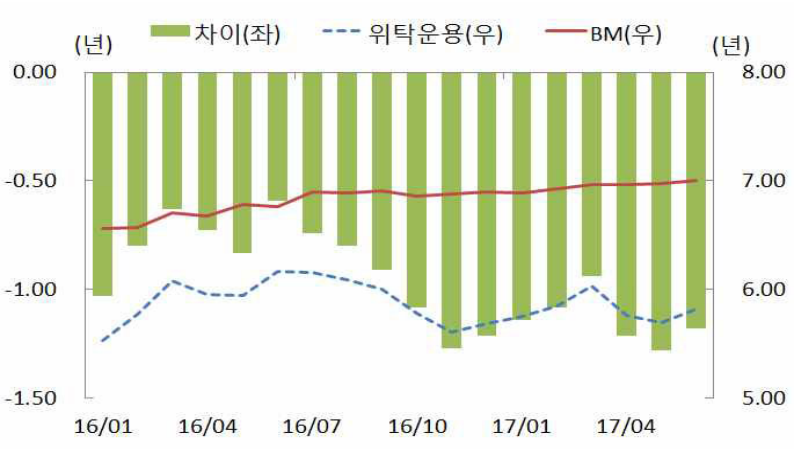
○ 위탁운용은 연초 해외 주요국 경기둔화에 따라 듀레이션이 확대되었고, 2분기 미국 정책금리 인상에 대비해 듀레이션 축소전략을 수행하였음

- 해외채권 위탁운용의 듀레이션은 벤치마크 대비 지속적으로 짧게 유지되며 그 차이가 확대되고 있음
- 위탁운용의 평균 듀레이션은 5.82년으로 벤치마크 6.96년 대비 1.14년만큼 짧은 것으로 나타남

[그림 Ⅱ-16] 해외채권 직접운용 월별듀레이션 추이



[그림 Ⅱ-17] 해외채권 위탁운용 월별듀레이션 추이



(2) 총위험

○ 2017년 상반기 해외채권부문의 총위험은 1.56%로 추정되며 이는 전년도말 (3.19%) 대비 1.63%p 감소하였으며 벤치마크(1.67%) 대비 0.11%p 낮은 수준임

- 직접운용의 총 위험은 1.84%로 벤치마크(1.66%) 대비 0.18%p 높았고, 위탁운용의 총 위험은 1.36%로 벤치마크(1.67%) 대비 0.31%p 낮은 수준임
- 달러기준으로 직접운용의 총 위험은 1.75%로 벤치마크(1.58%) 대비 0.17%p 높았으며 위탁운용의 총 위험(1.30%)은 벤치마크(1.61%) 대비 0.31%p 낮은 수준임
- 달러기준 수익률의 변동성과 헤지후 원화수익률의 변동성을 비교해 보면 해외채권 전체의 경우 헤지후 원화기준 수익률의 위험이 높아진 것으로 나타나며 특히 직접운용의 달러기준 총위험은 1.75%에서 헤지후 원화기준 총 위험은 1.84%로 0.09%p 증가함

〈표 Ⅱ-44〉 해외채권의 투자유형별 총위험[1] 추이

(단위: %)

구분		2014년		2015년		2016년		2017년 상반기[1]		2년6개월 평균 (15~17.6)	
		기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM
직접	원화	1.28	1.70	2.52	2.77	3.42	3.49	1.84	1.66	2.78	2.89
	달러	1.35	1.68	2.43	2.71	3.30	3.39	1.75	1.58	2.72	2.85
위탁	원화	1.63	1.78	3.18	2.96	3.14	3.45	1.36	1.67	2.85	2.91
	달러	1.62	1.72	3.16	2.90	3.08	3.36	1.30	1.61	2.84	2.87
전체	원화	1.44	1.78	2.84	2.96	3.19	3.45	1.56	1.67	2.75	2.91
	달러	1.47	1.72	2.78	2.90	3.11	3.36	1.48	1.61	2.72	2.87

주1) 총위험은 표준편차로 계산하였으며, 2017년 상반기 표준편차는 반기 표준편차임
2) BM은 달러 헤지포함이므로 기금과의 비교에 유의가 필요함

(3) 위험조정수익률

○ 2017년 상반기 해외채권부문의 위험조정수익률(수정샤프지수)은 0.43으로 벤치마크(0.27) 대비 높았음

- 해외채권 직접운용 원화기준의 경우 0.31로 직접운용 벤치마크(0.38) 대비 낮았으며, 달러기준의 경우 0.52로 벤치마크(0.50)보다 높았음
- 위탁운용 원화기준의 경우 0.56으로 벤치마크(0.27) 대비 높았으며, 달러기준으로도 위탁운용(0.85)의 벤치마크(0.38) 대비 위험조정수익률이 높게 나타남

〈표 Ⅱ-45〉 해외채권의 투자유형별 위험조정수익률(수정샤프지수)[1)2)] 추이

구분		2014년		2015년		2016년		2017년 상반기		2년6개월 평균	
		기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM	기금	BM
직접	원화	5.37	3.84	0.08	0.18	0.72	0.89	0.31	0.38	0.47	0.59
	달러	3.43	2.67	-0.03	0.02	0.60	0.79	0.52	0.50	0.27	0.37
위탁	원화	3.95	3.97	-0.02	0.17	0.86	0.86	0.56	0.27	0.40	0.54
	달러	2.76	2.91	-0.06	-0.02	0.79	0.76	0.85	0.38	0.24	0.32
전체	원화	4.62	3.97	-0.01	0.17	0.81	0.76	0.43	0.27	0.43	0.54
	달러	3.10	2.91	-0.04	-0.02	0.71	0.76	0.69	0.38	0.25	0.32

주1) 무위험이자율은 3년 만기 국고채 수익률을 사용함.
2) 음의 값은 조정샤프비율 방식으로 측정한 값임

○ 2017년 상반기 해외채권 직접운용의 액티브위험[7)] 은 0.35%이며 위탁운용의 액티브 위험은 0.41% 수준임

- 해외채권 전체의 정보비율(IR)은 0.83이었으며, 직접운용의 정보비율(IR)은 -0.18으로 위탁운용의 정보비율(0.77)대비 낮은 수준이었음
- 목표 정보비율(IR) 0.40 대비로는 해외채권전체 및 위탁운용이 목표를 초과 달성하였음

7) 액티브위험이란 벤치마크 대비 초과수익률의 표준편차인 Tracking Error를 말함

〈표 Ⅱ-46〉 해외채권 자산별 정보비율(IR)[1] 추이

(단위: IR-비율, TE-%)

구분		2014년	2015년	2016년	2017년 상반기	2.5년 평균 ('15~17.6)
직접	원화	0.57 (0.63)	-0.58 (0.51)	-0.68 (0.38)	-0.18 (0.35)	-0.98 (0.63)
	달러	0.25 (0.59)	-0.46 (0.53)	-1.98 (0.36)	0.36 (0.30)	-0.81 (0.65)
위탁	원화	-0.83 (0.77)	-0.98 (1.13)	-0.22 (1.16)	0.77 (0.41)	-0.41 (0.40)
	달러	-0.74 (0.74)	-0.84 (1.16)	-0.08 (1.18)	1.27 (0.39)	-0.22 (0.42)
전체	원화	-0.60 (0.73)	-1.07 (0.72)	-0.58 (0.67)	0.83 (0.28)	-0.59 (1.03)
	달러	-0.63 (0.76)	-0.91 (0.74)	-0.48 (0.68)	1.73 (0.24)	-0.36 (1.05)

주1) 정보비율은 2017년 이전의 경우에는 월간수익률로 측정하였고 2017년 상반기는 주간기준 수익률로 측정함
2) 괄호안은 추적오차로 단위는 %임

5. 단기자금

1) 원화 단기자금

○ 국민연금의 원화 단기자금은 주식, 채권 등의 투자자산의 집행과 연금급여 지출 등을 위한 대기성 자금으로 기금운용계획상의 자산군은 아니며 기금운용정책 상으로는 그 규모를 최소화 하도록 하고 있음

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

○ 2017년 상반기 중 원화 단기자금의 시가 평균 규모는 3조 2,705억 원으로 전년도말 3조 2,088억 원 대비 617억 원 증가하였음

〈표 Ⅱ-47〉 연도별 원화 단기자금 평균 운용규모

(단위: 억 원)

구분	2013년		2014년		2015년		2016년		2017년 상반기	
	규모	비중	규모	비중	규모	비중	규모	비중	규모	비중
시가평균	18,917	0.46	20,885	0.47	24,441	0.48	32,088	0.53	32,705	0.57

주) 비중은 금융전체 평균 보유금액 대비 비중임

○ 2017년 상반기 원화 단기자금의 시간가중 수익률은 0.62%를 기록하였음

- 한국은행의 기준금리 인하에 따라 원화 단기자금의 수익률은 전년 동기 (0.75%) 대비 0.13%p 하락하였으며, 향후 미국의 기준금리 인상에 대응한 한국은행의 금융정책에 따라 수익률 변동이 발생될 것으로 예상됨

〈표 Ⅱ-48〉 원화 단기자금 수익률 추이

(단위: %)

구분	2013년	2014년	2015년	2016년	2017년 상반기
수익률	2.66	2.42	1.68	1.37	0.62

주) 2017년 상반기 수익률은 연율화하지 않은 반기 수익률임

2) 외화 단기자금

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

- 불필요한 환전수수료를 절감하고 해외투자의 원활한 집행을 지원하기 위해 2014년 9월 운용 개시
- 분기별 일평잔 미화 3억 달러 한도 내에서 운용하며 원칙적으

로 환헤지를 하지 않음

- 투자대상은 운용초기의 안정성 제고를 위해 우선적으로 달러 표시 외화 예금(보통예금, 정기예금, MMDA) 및 외화 CD를 운용대상으로 함

○ 2017년 상반기 중 외화 단기자금의 시가 평균 규모는 2,448억원으로 전년도 평균 1,479억원 대비 969억 원 증가하였음

- 2014년 말 외화 단기자금은 해외부동산의 HSBC 빌딩 매각에 의해 일시적으로 증가하여 2014년 말 원화기준 9,326억원까지 증가하였으나, 2015년초 자금배분 이후 규모가 감소하였음
- 2017년 상반기 중 해외자산 매각에 의한 외화 단기자금 규모의 변동폭이 컸음

〈표 Ⅱ-49〉 연도별 외화 단기자금 평균 운용규모

(단위: 억 원, 만 달러, %)

구분	2015년		2016년		2017년 상반기	
	규모	비중	규모	비중	규모	비중
원화	1,497	0.03	1,479	0.03	2,448	0.04
달러	13,458	-	12,800	-	21,480	-

주) 비중은 금융전체 평균 보유금액 대비 비중임

○ 2017년 상반기 국내 외화 단기자금의 시간가중 수익률은 -2.94%를 기록하였음

- 달러기준 수익률은 0.24%를 보였으며, 음(-)의 원화기준 수익률은 원/달러 환율의 영향에 의한 결과임
- 2017년 하반기 원/달러 환율의 변동이 커질 경우 2016년 말 원화기준 수익률도 큰 변동을 보일 전망임

〈표 Ⅱ-50〉 외화 단기자금 수익률 추이

(단위: %)

구분	2015년			2016년			2017년 상반기		
	기금	BM	초과	기금	BM	초과	기금	BM	초과
원화	10.07	9.87	0.20	1.04	1.08	-0.04	-5.96	-5.85	-0.11
달러	0.42	0.24	0.18	0.50	0.53	-0.03	0.35	0.46	-0.11

주) 2017년 상반기 수익률은 연율화하지 않은 반기 수익률임

6. 국내주식 부문

○ 국내주식 투자규모는 124조 7,641억원으로 전년도말 대비 증가
○ 수익률은 21.12%로 전년말(5.64%) 대비 15.48%p 증가
○ 벤치마크 대비 1.11%p의 초과성과를 달성하여 연간 국내주식의 목표초과수익률을 0.50%p 초과
○ 2017년 초 특정 대형주들의 가격상승으로 유가증권시장 전체성과가 개선
○ 대형주 위주의 포트폴리오 구조를 유지한 직접운용이 높은 수익률 창출

1) 상반기 국내 주식시장 현황

○ 중·대형주 성과가 저조했던 작년과 달리, 2017년 초 특정 대형주의 가격상승으로 유가증권시장 성과가 개선
- 이러한 장세 하에서 대형주 위주의 포트폴리오 구조를 유지한 직접운용이 높은 절대성과와 양의 초과수익률을 창출

2) 포트폴리오 분석

(1) 투자 현황

○ 2017년 6월말 현재 국내주식 투자규모는 124조 7,641억 원으로 전년말 대비 22조 3,298억 원 증가
- 투자비중은 20.9%로 목표비중(19.2%)을 1.7%p 상회(투자허용

범위 ±5.0%p)

- 패시브유형의 비중이 증가하고 있으며 자산군 내 액티브유형은 비중이 감소

○ 직접/위탁 운용체계로 투자현황을 살펴보면,

- 직접운용 비중은 54.4%로 전년말(54.0%) 대비 0.4%p 증가하였고 위탁운용 비중은 45.5%로 전년말(46.0%)대비 0.5%p 감소하였음

〈표 Ⅱ-51〉 국내주식부문 투자 현황(액티브/패시브 유형)

(단위: 억 원, %)

구분		2016년		2017년 6월말	
		규모	비중	규모	비중
국내주식 전체		1,024,343	100.0	1,247,641	100.0
패시브	직접	349,542	34.1	429,301	34.4
액티브	계	674,801	65.9	818,339	65.5
	직접	198,659	19.4	249,767	20.0
	위탁	476,141	46.5	568,572	45.5

〈표 Ⅱ-52〉 국내주식부문 투자 현황(기존유형)

(단위: 억 원, %)

구분	2016년 6월말		2016년		2017년 6월말	
	규모	비중	규모	비중	규모	비중
국내주식 전체	955,462	100.0	1,024,343	100.0	1,247,641	100
직접	500,214	52.4	548,201	54.0	679,068	54.4
위탁	455,249	47.6	476,141	46.0	568,572	45.5

○ 2017년 상반기 국내주식 부문의 투자규모 증가분 22조 3,298억 원은 액티브 운용의 평가이익이 주요 원인임

- 2017년 상반기 중 국내주식은 액티브운용과 패시브운용에 각각 5,696억 원, 1,365억 원의 신규투자를 실시하였으며 평가손익

은 각각 13조 7,843억 원, 7조 8,394억 원임

〈표 Ⅱ-53〉 2017년 상반기 국내주식 평가금액 증가요인 분석

(단위: 억 원)

구분		1. 신규투자	2. 손익	합계 (전년말 대비 증가분)
국내주식 전체		7,060	216,238	223,298
	패시브	1,365	78,394	79,759
	액티브	5,696	137,843	143,539

(2) 국내주식의 시장대비 비중

○ 2017년 6월말 기준, 국민연금기금의 국내주식투자 규모가 주식시장에서 차지하는 비중은 6.9%로 전년과 동일한 수준

- 국내주식시장과 기금의 평가금액이 전년 대비 각각 18.1%, 17.3% 증가하였음
- 코스닥 시장에 대한 투자비중은 2015년 상반기 이후 지속적으로 하락한 모습이었으나 2017년 상반기 소폭 상승

〈표 Ⅱ-54〉 국내주식시장에서 국민연금이 차지하는 비중

(단위: 억 원, %)

구분	2016년 6월말			2016년			2017년 6월말		
	국민연금	시장	비중	국민연금	시장	비중	국민연금	시장	비중
전체	963,342	14,628,432	6.6	1,035,551	15,064,111	6.9	1,223,289	17,678,612	6.9
유가증권시장	930,913	12,501,981	7.4	1,008,782	13,079,312	7.7	1,191,231	15,488,587	7.7
코스닥	32,429	2,126,451	1.5	26,768	1,984,799	1.4	32,057	2,190,025	1.5

주1) 금액은 시가 기준으로 말일기준임
2) 비상장주식 및 현금성자산, 선물옵션 금액은 제외함

○ 2017년 6월말 기준, 국민연금기금의 국내주식 중 10%이상의 지분을 보유한 종목은 전체 보유종목 중 11.4%를 차지하며 전년도

말 대비 1.6%p 증가하였음

- 5%이상 종목은 35.4%로 전년도말(36.3%) 대비 0.9%p 감소

〈표 Ⅱ-55〉 국내주식의 지분율 추이

(단위: %)

구분	2016년 6월		2016년		2017년 6월	
	보유종목수	비중	보유종목수	비중	보유종목수	비중
10% 이상	80	10.7	75	9.8	88	11.4
5% 이상	212	28.4	202	26.5	185	24.0
3% 이상	122	16.3	126	16.5	125	16.2
1% 이상	179	24.0	158	20.7	183	23.7
1% 미만	154	20.6	202	26.5	190	24.6

주) 우선주, ETF 제외

(3) 국내주식의 매매활동 분석

○ 2017년도 상반기 국민연금기금 국내주식은 총 1조 6,485억 원을 순매수함

- 연간 순매수 기조는 지속되고 있으나 규모는 전년(2조 9,594억 원)대비 감소한 모습
- 2017년도 상반기 국내주식 패시브운용은 6,156억 원의 순매수, 액티브운용은 1조 328억 원의 주식을 순매수하여 액티브운용과 위탁운용의 순매수 규모가 상대적으로 큰 것으로 나타남
- 패시브운용과 액티브운용의 유형 간 매매금액 차이는 뚜렷한 모습이며 전년 대비로는 패시브운용의 순매수 기조가 상대적으로 강하게 나타남

〈표 Ⅱ-56〉 국민연금 국내주식 매매동향

(단위: 억 원)

구분		2015년	2016년	2017년 상반기
패시브	매수	81,130	19,454	18,204
	매도	26,178	14,935	12,047
	순매수	54,952	4,518	6,156
액티브	매수	571,083	438,067	218,703
	매도	521,412	412,992	208,375
	순매수	49,670	25,076	10,328
국내주식 전체	매수	652,213	457,521	236,907
	매도	547,590	427,927	220,422
	순매수	104,622	29,594	16,485

○ 2017년 상반기 국민연금 국내주식 부문의 매매평균 회전율은 63.77%이며 CRSP 회전율은 61.47%를 나타냄

- 전년도말 대비 회전율(45.68%)보다 증가하였으며 거래소시장의 회전율 (43.84%) 대비로도 높은 수준

〈표 Ⅱ-57〉 시장대비 국내주식 시가총액 회전율

(단위: %)

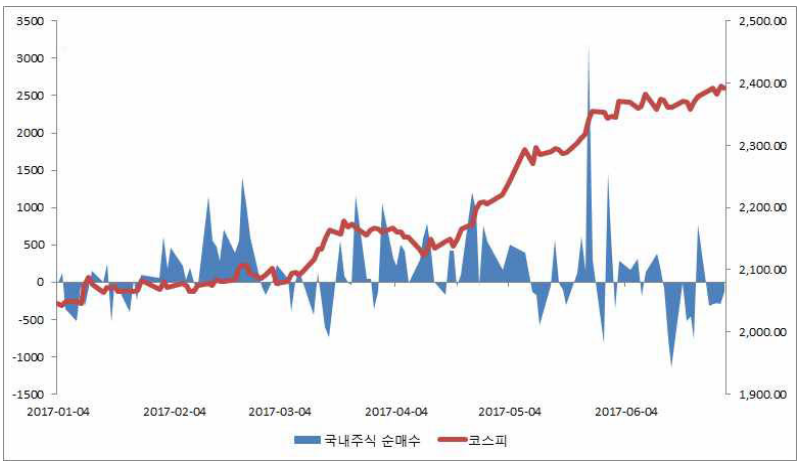
구분		2015년	2016년	2017년 상반기
매매평균 회전율	패시브	11.11	5.40	25.10
	액티브	119.78	65.39	78.52
	국내주식 전체	63.89	45.68	63.77
CRSP 회전율	패시브	5.42	4.69	19.99
	액티브	114.34	63.46	76.62
	국내주식 전체	58.32	44.15	61.47
거래소시장		105.29	87.89	43.84
코스닥시장		467.97	402.11	181.12

주1) (매수금액 및 매도금액의 평균)/(보유주식 시가평가액 평균)
2) (매수금액과 매도금액 중 작은 금액)/(보유주식 시가평가액 평균)

○ 일별 순매수 규모의 추이를 살펴보면, 올해 2월 코스피 지수 상승 전 큰 규모의 순매수가 있었으며 6월 전까지 지속적으로 적극

적인 순매수 기조가 나타난 것으로 보임

[그림 Ⅱ-18] 2017년 상반기 국내주식 순매수 규모 추이



3) 수익률 분석

(1) 총 수익률

○ 2017년 상반기 국내주식의 수익률은 21.12%로 전년말(5.64%) 대비 15.48%p 증가

- 벤치마크 대비 1.11%p의 초과성과를 달성하여 연간 국내주식의 목표초과수익률 0.50%p를 초과한 상태
- 중·대형주 성과가 저조했던 작년과 달리, 2017년 초 특정 대형주들의 가격상승으로 유가증권시장 전체성과가 개선
- 대형주 위주의 포트폴리오 구조를 유지한 직접운용에서 높은 절대성과와 양의 초과수익이 창출
- 액티브 위탁운용의 경우, 상대적으로 낮은 대형주보유와 높은 중소형주 보유로 음의 초과수익(-0.18%) 발생

- 특히, 대형주 상승의 시장상황에도 불구하고 액티브 위탁운용의 대형주 유형(20.01%)이 벤치마크(21.16%) 대비 음의 초과성과(-1.15%p)를 기록

〈표 Ⅱ-58〉 국내주식부문의 수익률 추이(신규 유형체계)

(단위: %)

구분		2016년 하반기	2016년	2017년 상반기
패시브	직접	3.41	10.31	22.56
액티브	직접	2.74	9.84	22.66
	위탁	-0.42	1.02	19.42
	소계	0.52	3.48	20.38
국내주식전체		1.38	5.64	21.12

주) 반기 수익률은 연율화하지 않았음

〈표 Ⅱ-59〉 국내주식부문의 수익률 추이(기존 유형체계)

(단위: %)

구분		2015년 상반기	2015년	2016년 상반기	2016년	2017년 상반기	2.5년 평균 ('15~'17.6)	4.5년 평균 ('13~'17.6)
국내	직접	3.46	-0.90	3.09	9.99	22.61	12.30	5.32
	위탁	12.39	4.48	-0.42	1.02	19.42	9.70	5.24
	소계	7.68	1.67	1.38	5.64	21.12	11.10	5.32

주) 반기 수익률은 연율화하지 않았음

(2) 총 수익률 요인분해

○ 2017년 상반기 국내주식 21.12%의 수익률을 수익의 원천별로 분해해 보면 기타 자산운용효과가 가장 큰 기여를 하는 것으로 나타남

- 배당으로 인한 수익률은 1.96%로 전년말 대비(1.92%) 대비 높아졌으나 벤치마크인 KOSPI_T(2.01%) 대비로는 0.05%p 하회

〈표 II-60〉 국내주식 총수익률 요인분해

(단위: %, %p)

구분	국내주식전체			패시브			액티브		
	수익률	BM	초과	수익률	BM	초과	수익률	BM	초과
1. 대여거래	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.01
2. 배당	1.96	2.01	-0.05	2.19	4.07	-1.88	3.05	1.9	1.15
3. 이자 및 수익금	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
4. 기타 자산운용	19.16	18.00	1.16	20.37	18.00	2.37	17.33	17.71	-0.38
총 수익률	21.12	20.01	1.11	22.56	22.07	0.49	20.38	19.61	0.77

(3) 초과 수익률

○ 2017년도 상반기 국내주식(21.12%)은 벤치마크(20.01%) 대비 1.11%p 상회

- 국내주식 패시브운용은 22.56%의 수익률로 전술적 벤치마크를 0.49%p 상회하였으며 액티브운용은 20.38%의 수익률로 전술적 벤치마크를 0.77%p 상회함
- 패시브운용이 전략적 벤치마크 대비로도 2.55%p 상회하여 국내주식 전체 초과수익(1.11%p)에도 기여

〈표 II-61〉 국내주식부문의 초과수익률 추이(신규 유형체계)

(단위: %)

구분		2015년			2016년			2017년 상반기		
		기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
패시브	직접	-0.27	-0.07	-0.20	10.31	10.15	0.16	22.56	22.07	0.49
액티브	직접	-1.29	-0.07	-1.22	9.84	10.15	-0.31	22.66	22.07	0.59
	위탁	4.48	-4.86	-0.38	1.02	3.57	-2.55	19.42	19.61	-0.18
	소계	2.31	2.73	-0.42	3.48	3.57	-0.09	20.38	19.61	0.77
국내주식전체		1.67	3.88	-2.21	5.64	5.24	0.40	21.12	20.01	1.11

〈표 Ⅱ-62〉 국내주식부문의 초과수익률 추이(기존유형체계)

(단위: %)

구분		2016년			2017년 상반기			2.5년 평균('15~'17.6)			4.5년 평균('13~'17.6)		
		기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
국내	직접	9.99	10.15	-0.16	22.61	22.07	0.53	12.30	12.54	-0.24	5.32	5.48	-0.16
	위탁	1.02	3.57	-2.55	19.42	19.61	-0.18	9.70	11.03	-1.33	5.24	5.63	-0.39
	소계	5.64	5.24	0.40	21.12	20.01	1.11	11.10	11.47	-0.38	5.32	5.78	-0.46

〈참고〉 국내주식부문 벤치마크(Benchmark : BM) 지수

구분		벤치마크 지수				비고
		적용 개시연도	변경전	적용 개시연도	변경후	
패시브	직접	2005	KOSPI200 (배당포함)	-	좌동	기금운용본부
액티브	직접	2005	KOSPI200 (배당포함)	-	좌동	기금운용본부
	위탁	2006	KOSPI+KOSDAQ100 (배당포함)	-	좌동	
	소계	-	-	2015	KOSPI+KOSDAQ100 (배당포함)	신설
국내주식전체		2005	KOSPI (배당포함)	-	좌동	기금운용위원회

(4) 초과수익 요인분해

□ 국내주식 패시브운용

○ 패시브운용의 초과수익을 요인분해한 결과, 종목선택에 의한 효과가 초과수익에 양의 기여를 하였음

- 패시브운용 초과수익 0.15%p 중에서 종목선택에 의한 효과가

0.11%p로 전체 초과성과의 대부분을 기여함

〈표 Ⅱ-63〉 직접운용 초과수익 요인분해

(단위: %, %p)

구분		수익률			업종배분	종목선택
		펀드	BM	초과		
패시브	2016년	10.31	10.15	0.15	0.04	0.11
	2017년 상반기	22.57	22.07	0.49	0.07	0.42

주) 국내주식 패시브운용 BM은 KOSPI200_T

□ 국내주식 액티브운용

○ 액티브운용은 전술적 벤치마크 대비 0.77%p의 초과성과를 달성하였으며 이는 액티브 직접운용의 종목선택효과에 대부분 기인하는 것으로 나타남

- 액티브 직접운용의 초과수익률 0.59%p 중에서 배당효과와 기타수익이 각각 -0.27%p, 0.32%p로 나타났으며 종목선택과 업종배분은 0.42%p, 0.12%p임
- 액티브 위탁운용의 초과수익률은 -0.19%p로 업종배분(0.14%p)을 제외한 모든 요인에 음의 기여를 하는 것으로 나타남

〈표 Ⅱ-64〉 액티브운용 초과수익 요인분해

(단위: %, %p)

구분	펀드수익률 (A)	BM수익률 (B)	초과 (A-B)				
				업종배분	종목선택	배당효과	기타수익
직접운용	22.66	22.07	0.59	0.12	0.42	-0.27	0.32
위탁운용	19.42	19.61	-0.19	0.14	-0.15	-0.06	-0.12

주1) 액티브운용 BM은 'KOSPI_T*(1-S)+KOSDAQ100*S' 으로 합성지수임
*S=KOSDAQ100시가총액÷(KOSDAQ100+유가증권시장 시가총액)
2) 배당효과와 기타수익효과는 보다 넓은 범위에서 종목선택 효과로 볼 수 있음

(5) 유형별 수익률

□ 국내주식 패시브운용

○ 2017년 상반기에는 국내주식 패시브운용 전체가 양의 초과수익을 나타낸 가운데 퀀트인덱스와 순수인덱스 유형의 초과수익이 패시브 전체 초과수익에 큰 기여를 하였음

- 국내주식 패시브운용 중 가장 비중이 높은 순수인덱스 유형은 22.59%의 수익률을 달성하여 벤치마크 수익률을 0.52%p 상회하였고 퀀트인덱스 유형은 22.57%의 수익률을 나타내어 벤치마크 수익률 대비 0.50%p 높은 성과를 나타냄
- 이외 KRX유형과 스타일유형도 각각 0.09%p, 0.05%p의 초과수익을 달성하여 모든 패시브유형이 양의 초과수익을 달성하였음

〈표 Ⅱ-65〉 국내주식 패시브운용 유형별 수익률[주1)]

(단위: %, %p)

구분		2015년	2016년	2017년 상반기			2016년 보유비중	2017년 상반기 보유비중	적용 BM
				기금	BM	초과			
Passive	퀀트인덱스	-0.24	10.70	22.57	22.07	0.50	8.7	8.58	KRX유형은 KRX100 지수 사용, 나머지는 KOSPI200_T
	순수인덱스	-0.31	10.30	22.59	22.07	0.52	88.2	88.46	
	KRX	0.15	7.36	21.17	21.08	0.09	0.7	0.64	
	스타일	1.06	10.04	22.13	22.07	0.05	2.4	2.32	
패시브 전체		-0.27	10.31	22.56	22.07	0.49	100	100	

□ 국내주식 액티브운용

○ 2017년 상반기 액티브운용은 20.38%의 수익률로 액티브운용 전체 벤치마크 대비 0.77%p 상회함

- 국내주식 액티브운용은 직접운용과 위탁운용으로 운용 중이며 세부유형 중에서는 직접운용의 코어 유형이 22.66%로 가장 높은 절대성과를 달성하였고 액티브 유형 전체 벤치마크 대비로도 3.05%p의 높은 초과성과를 달성 하였음
- 최근 몇 년간 높은 수익률을 보이던 중소형주 유형은 액티브운용 중 가장 낮은 절대수익률(14.06%)을 기록하였고 액티브유형 전체 벤치마크 대비로도 5.55%p 하회
- 특정 대형주들의 가격상승에도 불구하고 대형주형은 전술적 벤치마크 대비 음의 초과수익(-1.15%p)을 기록한 것으로 나타남
- 위탁운용의 세부유형별로 순수주식형과 액티브퀀트, 가치형이 유형별 벤치마크와 액티브 전체 벤치마크 모두를 초과한 수익률을 달성하였음

〈표 Ⅱ-66〉 국내주식 위탁운용 유형별 수익률

(단위: %, %p)

구분		2016년	2017년 상반기				3년평균	보유비중	적용 BM
			기금	BM	BM 대비	전체BM 대비			
직접운용	코어	9.84	22.66	22.07	0.59	3.05	0.38	100	KOSPI200_T
위탁운용	순수주식형	1.08	20.42	17.85	2.57	0.81	-2.19	28.4	합성지수[2]
	중소형주	-11.33	14.06	10.60	3.46	-5.55	4.19	9.8	중소형지수
	책임투자	0.29	20.49	20.73	-0.24	0.88	-0.69	11.8	SRI지수
	장기투자형	0.63	17.82	18.21	-0.39	-1.79	2.37	15.0	KOSPI200
	액티브펀드	9.11	22.51	20.21	2.3	2.9	0.84	17.7	KOSPI100
	대형주형	6.26	20.01	21.16	-1.15	0.4	0.79	7.1	
	배당주형	4.28	19.02	17.42	1.6	-0.59	-	3.4	배당지수
	가치형	11.07	22.13	20.56	1.57	2.52	-	4.1	가치지수
	소계	1.02	19.42	19.61	-0.18	-0.18	0.38	100	순수주식형BM
액티브유형전체		3.48	20.38	19.61	0.77	-	-	-	KOSPI_T*(1-S)+KOSDAQ100*S

주1) 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 '13.7.17일부터 최초 투자됨.

4) 배당주형은 '15.4.27일부터 최초 투자됨. 배당주형 벤치마크는 NPS-KRX 배당지수임

5) 가치형은 '15.11.14일부터 최초 투자됨. 가치형의 벤치마크는 NPS-MSCI 가치지수임

6) 액티브유형은 '15.7.1일부터 공식적으로 설정되어 운용되기 시작하였음. 액티브유형 전체 벤치마크는 KOSPI+KOSDAQ100(배당포함)의 합성지수임

7) 보유비중은 2017년 6월말 기준임.

8) 액티브 직접운용 중 코어플러스 유형은 '16.3.15일 이후로 해당유형이 폐지되었으며 수익률은 ' 16.1.1일부터 '16.3.15일까지 기간 수익률임

4) 위험 분석

○ 2017년 상반기 중 국내주식부문의 위험은 5.37%로 벤치마크인 KOSPI_T의 위험 5.24%대비 0.12%p 높은 수준

- 전년 동기에 비하여 총 위험은 4.16%p 감소하였으며 국내 패시브 운용이 액티브 운용보다 더 높은 위험수준을 보임
- 국내 액티브운용은 해당 벤치마크 대비 0.13%p 상회하는 위험을 나타냈으며 국내주식 전체 벤치마크 대비로는 낮은 수준임

〈표 Ⅱ-67〉 국내주식부문의 총위험 추이(신규유형체계)

(단위: %)

구분		2016년 하반기			2016년			2017년 상반기		
		기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
패시브	직접	10.42	10.43	-0.01	7.17	7.27	-0.10	5.87	5.77	0.09
액티브	직접	10.48	10.43	0.05	7.44	7.27	0.17	5.91	5.77	0.14
	위탁	8.78	9.43	-0.65	5.53	6.51	-0.98	4.88	5.01	-0.12
	소계	9.19	9.43	-0.24	5.90	6.51	-0.61	5.14	5.01	0.13
국내주식전체		9.53	9.65	-0.12	6.20	6.43	-0.23	5.37	5.24	0.12

〈표 Ⅱ-68〉 국내주식부문의 위험 추이(기존유형체계)

(단위: %)

구분		2016년 상반기			2017년 상반기			2.5년 평균('15~'17.6)			4.5년 평균('13~'17.6)		
		기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
국내	직접	10.45	10.43	0.02	4.44	4.35	0.08	9.80	9.61	0.88	10.12	9.98	0.97
	위탁	8.87	9.43	-0.5	4.88	5.01	-0.12	7.90	8.29	1.68	8.43	8.66	1.3
	소계	9.53	9.65	-0.12	5.37	5.24	0.12	8.60	8.41	1.36	9.06	8.80	1.29

주) 2017년 상반기 총위험은 표준편차로 계산하였으며, 주단위의 수익률을 이용하여 계산한 것임. 나머지 연도의 총 위험은 월단위의 수익률을 이용하여 계산함.

○ 2017년 상반기 국내주식부문 수정샤프지수는 3.77로 나타났으며 벤치마크의 수정샤프지수 3.65 대비 상회하였음

- 국내 패시브운용과 액티브운용의 수정샤프지수는 각각 3.70, 3.79로 전술적 벤치마크 대비 높은 수준으로 나타남

〈표 Ⅱ-69〉 국내주식부문의 수정샤프지수 추이(신규유형체계)

구분		2016년 하반기			2016년			2017년 상반기		
		기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
패시브	직접	0.26	0.25	0.01	1.24	1.20	0.04	3.70	3.67	0.02
액티브	직접	0.19	0.25	-0.06	1.11	1.20	-0.09	3.68	3.67	0.01
	위탁	-0.10	0.07	-0.17	-0.02	0.33	-0.35	3.80	3.74	0.05
	소계	-0.02	0.07	-0.09	0.34	0.33	0.01	3.79	3.74	0.05
국내주식전체		0.07	0.15	-0.08	0.68	0.59	0.09	3.77	3.65	0.12

〈표 Ⅱ-70〉 국내주식부문의 수정샤프지수 추이(기존유형체계)

구분		2016년 상반기			2017년 상반기			2.5년 평균('15~'17.6)			4.5년 평균('13~'17.6)		
		기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
국내	직접	1.18	1.20	-0.02	4.90	4.87	0.02	1.09	1.13	-0.05	0.32	0.34	-0.02
	위탁	-0.02	0.33	-0.35	3.80	3.74	0.05	1.02	1.13	-0.11	0.38	0.41	-0.04
	소계	0.68	0.59	0.09	3.77	3.65	0.12	1.10	1.17	-0.07	0.36	0.42	-0.06

주) 무위험이자율은 3년 만기 국고채 수익률을 사용함.

○ 2017년 상반기 주식부문 IR은 1.09로 양의 위험조정수익률을 나타냈으며 TE는 0.12%를 기록함

- 패시브운용의 IR값은 1.49로 액티브운용(0.73) 대비 상대적으로 높은 성과를 나타냈으며 이는 앞서 살펴본 바와 같이 패시브운용이 액티브운용 대비 높은 초과수익을 달성했기 때문임
- 2017년 상반기 액티브 위험 수준은 전년도 동기(0.57) 대비 낮아진 것으로 나타나 국내주식에 대한 액티브 운용기조가 다소 소극적인 방향으로 전환된 모습을 보이고 있음

○ 기금운용위원회가 의결한 2017년 목표초과수익률(안)에 따라 자산별로 배분된 액티브 위험 배분결과에 따르면 국내주식의 IR은 0.32로 가정하였고 이에 따라 국내주식에 배분된 목표 액티브위험은 1.58%임

- 이에 따라 국내주식의 목표초과수익률(α)은 0.50%로 설정되었음
- 2017년 상반기 현재 국내주식의 초과수익은 목표초과수익률을 상회하고 있는 상황이며 실제 액티브 위험은 0.12%로 배분된 액티브위험 대비 7.5%수준임
- 2017년 상반기 중 국내주식의 IR값은 1.09로 액티브위험 배분 시 가정한 0.32보다 높은 수준을 나타내고 있음

〈표 II-71〉 국내주식부문의 IR 및 TE 추이(신규유형체계)

(단위: %)

구분		2016년 상반기		2016년		2017년 상반기	
		IR	TE	IR	TE	IR	TE
패시브	직접	0.29	0.20	0.49	0.31	1.49	0.33
액티브	직접	-0.91	0.67	-0.58	0.83	1.43	0.41
	위탁	-1.44	1.27	-1.87	1.37	-0.21	0.87
	소계	-1.39	0.64	-0.07	1.27	0.73	0.13
국내주식전체		-1.48	0.57	0.37	1.09	1.09	0.12

〈표 II-72〉 국내주식부문의 IR 및 TE 추이(기존유형체계)

(단위: %)

구분		2016년		2017년 상반기		2.5년 평균('15~'17.6)		4.5년 평균('13~'17.6)	
		IR	TE	IR	TE	IR	TE	IR	TE
국내	직접	-0.40	0.39	1.62	0.33	-0.27	0.88	-0.16	0.97
	위탁	-1.87	1.37	-0.21	0.87	-0.79	1.68	-0.23	1.73
	소계	0.37	1.09	1.09	0.12	-0.28	1.36	-0.35	1.29

주) 2017년 상반기 IR과 TE값은 주간수익률을 기준으로 산출하였음.

7. 해외주식 부문

○ 해외주식 투자규모는 97조 9,814억 원으로 전년도말 대비 12조 3,608억 원증가
○ 수익률은 5.87%로 벤치마크 대비 0.52%p 상회
○ 최근 운용비중이 증가한 패시브 직접운용과 액티브 위탁운용의 양호한 성과로 해외주식 전체의 성과 개선

1) 포트폴리오 분석

○ 2017년 6월말 해외주식은 원화기준 97조 9,814억 원으로 전년말 85조 6,206억 원 대비 12조 3,608억 원이 증가함
- 해외주식 패시브운용의 투자금액은 33조 2,947억 원으로 전년말(28조 1,636억 원) 대비 5조 1,311억 원이 증가하였으며 보유비중도 33.9%로서 전년말 보유비중(32.9%) 대비 1.0%p 증가함
- 액티브운용은 61조 1,441억 원으로 전년도 54조 6,233억 원 대비 6조 5,208억 원이 증가하였으나 자산군내 보유비중은 62.4%로 전년도 대비 감소하였음
- 이는 패시브 직접운용을 위주로 해외투자 확대를 하기로 한 운용기조가 반영된 결과로 볼 수 있겠음

〈표 II-73〉 해외주식 부문 투자현황(신규유형체계)

(단위: %)

구분		2016년		2017년 상반기	
		규모	비중	규모	비중
해외주식 전체		856,206	100	979,814	100
패시브	계	309,973	36.2	370,017	37.7
	직접	281,636	32.9	332,947	33.9
	위탁	28,338	3.3	37,070	3.7
액티브	위탁	546,233	63.8	611,441	62.4

〈표 Ⅱ-74〉 해외주식 부문 투자현황(기존유형체계)

(단위: 억 원, %)

구분	2015년		2016년		2017년 6월말	
	규모	비중	규모	비중	규모	비중
직접	200,213	28.6	281,636	32.9	332,946	34
위탁	499,086	71.4	574,571	67.1	646,867	66
해외	699,300	100.0	856,207	100.0	979,814	100.0

○ 2017년 상반기 해외주식 부문의 투자규모 증가분 12조 3,607억 원은 패시브운용을 중심으로 한 신규투자 증가와 액티브운용의 평가이익이 주요 원인

- 2017년 상반기 중 해외주식에 대해 총 7조 3,360억 원 규모의 신규 투자가 있었으며 시장하락 등으로 인한 실현 및 평가손실과 외환관련 이익은 5조 3,247억 원임
- 전체 투자규모 증가분에서 패시브운용의 신규투자가 33.0%, 액티브운용의 평가이익이 28.8%를 차지하였음

〈표 Ⅱ-75〉 2017년 상반기 해외주식 평가금액 증감요인 분석

(단위: 억 원)

구분	1. 신규투자	2. 손익	합계 (전년말 대비 증가분)
해외주식 전체	73,360	53,247	123,607
패시브	40,817	17,583	58,400
액티브	20,544	35,664	56,208

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

- 액티브운용과 패시브운용 모두 선진국(DM) 유형이 각각 77.6%, 80.5%로 가장 큰 비중을 차지하고 있음

〈표 Ⅱ-76〉 해외주식 세부 유형별 투자현황

(단위: %, %p)

유형		전체비중	2016년 계획 비중	차이
패시브	선진국(DM) 인덱스	80.5	80.0	-0.5
	퀀트인덱스	4.8	5.0	0.2
	국가배분	4.5	5.0	0.5
	이머징 인덱스	9.6	9.1	-0.5
	패시브 계	0.3	0.9	0.6
액티브	All Countries	100.0	100.0	-
	신흥국 시장(EM)	12.5	11.2	-1.3
	선진국 시장(DM)	77.6	79.4	1.8
	Satellite	5.8	5.1	-0.7
	액티브 계	4.1	4.3	0.2
Total		100.0	100.0	-

주1) 2017년 상반기말 달러기준 비중이며 2017년 계획 비중은 기금운용본부의 운용계획을 기준 으로 설정함.
2) 2016년 3월 새롭게 도입된 퀀트유형인 Contextual Alpha 유형은 퀀트인덱스에 포함시켰음

○ 2017년 6월말 해외주식의 지역별 비중은 유럽과 남미를 제외하고 모두 벤치마크 대비 비중하회

- 북미지역이 54.67%로 벤치마크 대비 2.08%p 비중하회하고 있으며 아시아(일본 제외) 비중도 10.60%로 벤치마크 대비 0.04%p 하회
- 북미에 이어 높은 비중을 가지고 있는 유럽지역(23.58%)은 벤치마크 대비 1.40%p 비중 상회
- 이러한 포트폴리오의 지역별 구성은 전년도말 대비 북미지역의 비중하회 폭이 소폭 증가하고 유럽지역의 비중상회 폭도 증가한 모습임

〈표 Ⅱ-77〉 해외주식 지역별 보유비중

(단위: %)

지역	패시브	액티브	해외주식 전체	해외주식 BM	차이
North America	39.3	60.7	54.6	56.8	-2.08
Europe	34.8	65.2	23.5	22.2	1.40
Asia/Pacific Ex Japan	37.1	62.9	10.6	10.6	-0.04
Japan	42.7	57.3	7.07	7.87	-0.80
Latin Americ	35.0	65.0	1.49	1.41	0.08
Africa/Mideast	42.7	57.3	0.94	1.16	-0.22

주) 2017년 6월말 기준

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

- 패시브운용의 경우에는 금융업종의 비중이 가장 높은 가운데 미분류 비중이 높아 해외주식 전체 벤치마크 대비 전업종이 비중 하회하는 모습임
- 액티브운용은 IT업종의 비중이 가장 높고 벤치마크 대비 필수소비재, 헬스 케어의 비중이 높음

〈표 Ⅱ-78〉 해외주식 업종별 보유비중

(단위: %)

업종	패시브	액티브	해외주식 전체	MSCI AC Ex-Korea	차이
Financials	18.14	18.38	18.29	18.74	-0.44
IT	15.63	19.40	17.99	16.38	1.60
Consumer Discretionary	11.57	13.21	12.59	12.13	0.46
Health Care	11.11	12.37	11.89	11.57	0.33
Industrials	10.35	10.85	10.66	10.89	-0.23
Consumer Staples	9.03	7.51	8.08	9.39	-1.31
Energy	5.89	4.62	5.10	6.17	-1.07
Materials	4.80	4.89	4.85	5.11	-0.26
Telecommunication Services	3.13	2.35	2.65	3.27	-0.62
Utilities	2.90	1.56	2.06	3.15	-1.09
CASH EQUIVALENT	0.11	2.86	1.83	0.00	1.83
UNCLASS	4.58	0.37	1.95	0.00	1.95
FUTURES	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
UNINVESTED	-0.19	-0.16	-0.17	0.00	-0.17
Real Estate	2.94	1.79	2.22	3.20	-0.98

주) 2017년 6월말 기준

2) 수익률 분석

(1) 총 수익률

○ 2017년도 상반기 해외주식은 원화기준 5.87% 수익률로 벤치마크(5.34%) 를 0.52%p 상회하였고 달러기준 수익률은 12.30%의 수익률로 달러기준 벤치마크(11.21%)를 1.09%p 상회함

- 전년말 절대수익률(10.13%) 대비 낮은 성과이나 초과성과가 음이었던 작년과는 달리 0.52%p의 양의 초과성과 달성
- 해외주식 패시브운용은 원화기준 5.26%의 수익률로 패시브운용의 벤치마크(5.24%)대비 0.02%p 상회하였고 액티브운용은 원

화기준 6.22%의 수익률로 벤치마크(5.34%)를 0.87%p 상회하였음

- 절대수익률은 패시브 위탁운용이 가장 높게 나타났으나 벤치마크 대비로는 액티브 위탁운용의 성과가 가장 뛰어남
- 해외주식 전체 및 세부운용 모두 원화기준 수익률 수준이 달러기준 수익률 보다 낮아 환효과는 부정적 요인으로 작용

〈표 II-79〉 해외주식 부문 수익률(신규유형 체계)

(단위: %)

구분			2016년			2017년 상반기			2.5년 ('15~'17.6.)		
			기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
패시브	직접	원화	10.82	10.60	0.22	4.75	4.71	0.03	8.41	8.30	0.11
		달러	7.72	7.37	0.34	11.15	10.83	0.31	7.05	6.70	
	위탁	원화	19.65	20.02	-0.37	10.29	10.52	-0.23	-	-	-
		달러	16.30	16.52	-0.22	16.96	16.98	-0.02	-	-	-
	소계	원화	11.26	11.10	0.17	5.26	5.24	0.01	8.37	8.31	0.06
		달러	8.14	7.85	0.29	11.68	11.40	0.28	6.99	6.70	0.29
액티브	위탁	원화	9.57	11.10	-1.52	6.22	5.34	0.87	8.83	8.27	0.56
		달러	6.27	7.85	-1.58	12.65	11.21	1.44	7.27	6.55	0.72
해외주식전체		원화	10.13	11.10	-0.96	5.87	5.34	0.52	8.73	8.27	0.46
		달러	6.89	7.85	-0.97	12.30	11.21	1.09	7.23	6.55	0.68

〈표 II-80〉 해외주식 부문 수익률(기존유형 체계)

(단위: %)

구분		2016년			2017년 상반기			2.5년 평균('15~'17.6)			4.5년 평균('13~'17.6)		
		기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
직접	원화	10.82	10.60	0.22	4.75	4.71	0.03	8.41	8.30	0.11	12.23	11.92	0.31
	달러	7.72	7.73	0.34	11.15	10.83	0.31	7.04	6.70	0.34	10.68	10.19	0.49
위탁	원화	9.78	11.10	-1.31	6.42	5.34	1.07	8.84	8.27	0.57	11.36	11.34	0.02
	달러	6.48	7.85	-1.37	12.86	11.21	1.65	7.17	8.89	-1.71	9.71	10.88	-1.16
소계	원화	10.13	11.10	-0.96	5.88	5.34	0.53	8.73	8.27	0.46	11.52	11.34	0.18
	달러	6.89	7.85	-0.97	12.30	11.21	1.09	7.23	6.55	0.68	9.88	9.55	0.33

〈참고자료〉 해외주식 부문 벤치마크(Benchmark: BM) 지수

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

3) 위험 분석

○ 2017년 상반기 중 해외주식부문 원화기준 수익률의 위험은 5.11%로 벤치마크의 위험 5.15% 대비 0.04%p 낮은 수준을 나타냄

- 달러기준 수익률의 위험은 4.59%로 달러기준 벤치마크의 위험 4.38% 대비 0.21%p 상회.
- 그러나 전년도 동기에 비해서는 위험수준이 전반적으로 낮아진 모습

〈표 II-81〉 해외주식부문의 위험 추이(신규 유형체계)

(단위: %)

구분			2016년 상반기			2016년 연간			2017년 상반기		
			기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
패시브	직접	원화	12.15	11.92	0.23	12.05	12.47	-0.43	5.28	5.35	-0.06
		달러	11.67	11.67	0.00	12.66	12.63	0.03	4.55	4.49	0.06
	위탁	원화	13.13	13.10	0.03	11.59	11.62	-0.03	4.47	4.90	-0.43
		달러	15.49	15.57	-0.08	18.97	19.09	-0.12	6.45	6.49	-0.03
	소계	원화	11.98	11.79	0.19	11.46	11.87	-0.41	5.00	5.10	-0.10
		달러	11.72	11.75	-0.03	12.74	12.73	0.01	4.54	4.48	0.05
액티브	위탁	원화	11.97	11.71	0.26	9.70	10.42	-0.72	5.19	5.15	0.03
		달러	11.49	11.57	-0.07	11.49	11.18	0.31	4.64	4.38	0.25
해외주식전체		원화	11.95	11.71	0.24	10.18	10.42	-0.24	5.11	5.15	-0.04
		달러	11.54	11.57	-0.03	11.80	11.18	0.62	4.59	4.38	0.21

〈표 II-82〉 해외주식부문의 위험 추이(기존 유형체계)

(단위: %)

구분		2016년 상반기			2017년 상반기			2.5년 평균('15~'17.6)			4.5년 평균('13~'17.6)		
		기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
직접	원화	12.05	12.47	-0.42	5.28	5.35	-0.06	11.10	11.07	0.03	10.20	10.13	0.07
	달러	12.66	12.63	0.03	4.55	4.49	0.06	12.65	12.61	0.04	11.13	11.13	0.00
위탁	원화	9.46	10.42	-0.96	5.05	5.15	-0.09	9.76	10.51	-0.75	9.05	9.75	-0.7
	달러	11.58	11.18	0.40	4.64	4.38	0.25	11.40	6.75	4.65	10.38	7.89	2.49
전체	원화	10.18	10.42	-0.24	5.11	5.15	-0.04	10.07	10.51	-0.44	9.26	9.75	-0.49
	달러	11.80	11.18	0.62	4.59	4.38	0.21	11.57	11.33	0.24	10.46	10.39	0.07

주1) 2016년 상반기 총위험은 주간단위 수익률의 표준편차로 계산하였으며, 나머지 연도의 총 위험은 월간단위의 수익률을 이용하여 계산함.

○ 원화기준 위험조정성과인 수정샤프지수는 0.98로 벤치마크(0.87)를 상회하는 것으로 나타났고 달러기준 수정샤프지수(2.49)도 벤치마크(2.36)를 상회 하는 수준임

- 세부유형별로 보면 패시브 위탁운용의 수정샤프지수(2.11)가 가장 높은 수준으로 나타났으며 패시브 직접운용(0.74)이 가장 낮

은 수준

- 하지만 모든 유형의 수정샤프지수가 양의 값을 가졌고 벤치마크 대비로도 모두 초과수익을 달성하였음

〈표 Ⅱ-83〉 해외주식부문의 수정샤프지수 추이(신규 유형체계)

구분			2016년 하반기			2017년 상반기		
			기금	BM	차이	기금	BM	차이
패시브	직접	원화	-0.26	-0.29	0.03	0.74	0.72	0.01
		달러	-0.16	-0.16	0.00	2.26	0.22	0.03
	위탁	원화	0.64	0.61	0.03	2.11	1.97	0.13
		달러	0.60	0.59	0.01	2.49	2.48	0.01
	소계	원화	-0.18	-0.21	0.03	0.88	0.86	0.02
		달러	-0.09	-0.09	0.00	2.38	2.35	0.03
액티브	위탁	원화	-0.18	-0.16	-0.02	1.03	0.87	0.16
		달러	-0.10	0.04	-0.14	2..54	2.36	0.17
해외주식전체		원화	-0.18	-016	-0.02	0.98	0.87	0.11
		달러	-0.10	0.04	-0.14	2.49	2.36	0.12

〈표 Ⅱ-84〉 해외주식부문의 수정샤프지수 추이(기존 유형체계)

구분		2016년 상반기			2017년 상반기			2.5년 평균('15~'17.6)			4.5년 평균('13~'17.6)		
		기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이
직접	원화	-0.26	-0.29	0.03	0.74	0.72	0.01	0.61	0.60	0.01	0.99	0.96	0.02
	달러	-0.16	-0.16	0.00	2.26	2.22	0.03	0.43	0.40	0.03	0.77	0.72	0.04
위탁	원화	-0.15	-0.16	0.01	0.98	0.87	0.11	0.74	0.63	0.11	1.02	0.94	0.08
	달러	-0.07	0.04	-0.11	2.58	2.36	0.22	0.49	1.08	-0.59	0.73	1.11	-0.38
전체	원화	-0.18	-0.16	-0.02	1.27	0.98	0.87	0.71	0.63	0.07	1.01	0.94	0.07
	달러	-0.10	0.04	-0.14	2.49	2.36	0.12	0.48	0.44	0.05	0.74	0.71	0.03

○ 2017년 상반기 해외주식부문 IR은 원화기준 0.41, 달러기준 2.10으로 나타남

- 기금운용위원회가 의결한 2017년 목표초과수익률(안)에 따라 자

산별로 배분된 액티브 위험 배분결과에 따르면 해외주식의 IR은 0.4로 가정하였고 이에 따라 해외주식에 배분된 목표 액티브 위험은 2.06%(환변동성 미포함)임

- 이에 따라 해외주식의 목표초과수익률(α)은 0.82%p로 설정되었음
- 2017년 상반기 현재 해외주식의 초과수익(0.52%p)은 목표초과수익률을 상회하고 있는 상황이며 실제 액티브 위험은 환위험을 포함한 원화기준 1.27%로 배분된 액티브위험(2.80%(환액티브 위험 포함))대비 45.3%수준임
- 2017년 상반기 중 해외주식의 IR값은 액티브위험 배분시 가정한 0.4보다 높은 수준(0.41)을 나타내고 있으나 장기적으로는(4.5년) 낮은 수준을 나타내고 있음

〈표 Ⅱ-85〉 해외주식부문의 IR 및 TE 추이(신규 유형체계)

(단위: %)

구분			2016년 상반기		2016년 연간		2017년 상반기	
			IR	TE	IR	TE	IR	TE
패시브	직접	원화	0.15	1.96	0.17	1.27	0.02	1.28
		달러	0.01	1.00	0.68	0.51	0.51	0.60
	위탁	원화	0.23	1.41	-0.31	1.18	-0.18	1.27
		달러	0.39	0.25	-0.72	0.30	-0.28	0.08
	소계	원화	0.16	1.92	0.13	1.24	0.52	0.54
		달러	-0.01	0.94	0.62	0.47	0.01	1.26
액티브	위탁	원화	-0.06	2.47	-0.78	1.95	0.67	1.29
		달러	-1.34	0.98	-1.54	1.03	2.46	0.58
해외주식전체		원화	-0.07	2.20	-0.54	1.78	0.41	1.27
		달러	-1.36	0.95	-0.55	1.76	2.10	0.21

〈표 Ⅱ-86〉 해외주식부문의 IR 및 TE 추이(기존 유형체계)

(단위: %)

구분		2016년		2017년 상반기		2.5년 평균('15~'17.6)		4.5년 평균('13~'17.6)	
		IR	TE	IR	TE	IR	TE	IR	TE
직접	원화	0.17	1.27	0.02	1.28	0.10	1.09	0.34	0.92
	달러	0.68	0.51	0.51	0.60	0.69	0.50	1.08	0.46
위탁	원화	-0.63	2.09	0.85	1.26	0.23	2.42	0.01	2.45
	달러	-1.33	1.04	3.04	0.54	-0.25	6.76	-0.23	5.02
전체	원화	-0.54	1.78	0.41	1.27	0.23	1.97	0.08	2.20
	달러	-0.55	1.76	2.10	0.21	0.45	1.51	0.25	1.35

8. 대체투자부문

1) 상반기 대체투자 시장현황

(1) 국내 부동산 시장

○ 오피스빌딩의 공실률은 2016년 3/4분기에 주춤하여 2017년 1/4분기 11.5% 까지 하락하였으나 이후 다시 12.4%까지 상승함

- 매장용 빌딩 공실률은 2017년에 1/4분기 9.5%까지 하락하여 2017년 2/4분기 9.6%였음

〈표 Ⅱ-87〉 공실률 추세

(단위: %)

구분	2015년				2016년				2017 상반기	
	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4
오피스	13.5	12.7	12.6	13.0	13.4	13.4	13.0	13.0	11.5	12.4
매장용	10.5	10.8	10.6	10.3	10.6	10.5	10.7	10.6	9.5	9.6

자료: 국토교통부

○ 오피스빌딩의 임대료는 2016년 말까지 ㎡당 1만4,800원을 유지하였으나 이후 상승하여 2017년 2/4분기 이후 ㎡당 1만7,300원으로 유지됨

- 매장용 빌딩의 임대료는 2016년 이후 ㎡당 3만1,000원대 초반을 유지하다 2017년 2/4분기에 2만9,000원 후반대로 하락

〈표 Ⅱ-88〉 월세기준 임대료 추세

(단위: 천 원/㎡)

구분	2015년				2016년				2017 상반기	
	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4
오피스	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8	14.7	14.8	17.2	17.3
매장용	31.8	31.7	31.8	31.8	31.1	31.1	31.1	31.1	29.5	29.6

자료: 국토교통부

- 오피스빌딩의 투자수익률은 2016년 3/4분기 1.26%로 하락한 후에 2016년 4/4분기 이후 상승하여 2017년 2/4분기 1.62%를 보임
- 매장용 빌딩의 투자수익률도 2016년 3/4분기에 1.38%로 하락한 후 2016년 4/4분기 이후 상승하여 2017년 2/4분기 1.68%였음

〈표 Ⅱ-89〉 분기별 투자수익률[1] 추세[2]

(단위: %)

구분	2015년				2016년				2017 상반기	
	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4	3/4	4/4	1/4	2/4
오피스	1.46	1.51	1.23	1.60	1.51	1.52	1.26	1.39	1.55	1.62
매장용	1.49	1.55	1.34	1.71	1.62	1.65	1.38	1.55	1.53	1.68

주1) 투자수익률=소득수익률+자본수익률
2) 분기별 수익률은 3개월 동안의 보유기간 수익률임 자료: 국토교통부

(2) 벤처투자

○ 2017년 상반기 벤처조합 결성 금액은 1조4,163억 원, 해산 금액은 4,396억 원임

- 전년 동기 결성 금액 3,352억 원에 비해 실적이 증가하였으며 조합약정 총액도 전년동기(15조5,379억 원) 대비 증가하였음

〈표 Ⅱ-90〉 투자조합결성현황

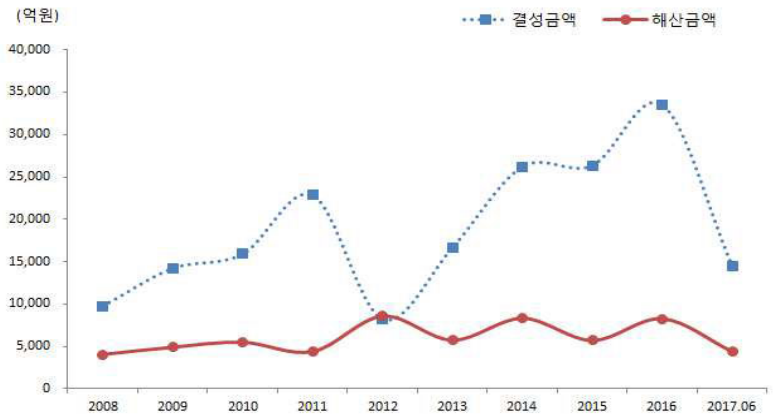
(단위: 개, 억 원)

연도별	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	2017 상반기
당해연도 결성조합수	67	67	41	54	82	108	120	56
결성금액	15,899	22,855	8,213	16,681	26,195	26,346	33,515	14,163
당해연도 해산조합수	40	41	46	33	37	26	44	18
해산금액	5,504	4,400	8,572	5,749	8,330	5,709	8,274	4,396
조합누계	393	417	412	402	447	529	605	643
조합약정 총액	76,185	94,656	92,773	103,705	121,570	142,207	167,448	177,515

자료: 한국벤처캐피탈협회

[그림 Ⅱ-19] 연도별 투자조합 결성금액 및 해산금액

(단위: 억 원)



자료: 한국벤처캐피탈협회

- 2017년 상반기 벤처 신규투자 금액은 약 9,926억 원이며 신규투자 업체는 576개사임

[그림 Ⅱ-20] 연도별 벤처투자 신규투자

(단위: 억원)



자료: 한국벤처캐피탈협회

– 2017년 상반기 업종별 신규투자 총액은 9,926억 원이며 정보통신(ICT), 일반 제조, 문화콘텐츠 부분이 전체대비 약 63.0% 비중을 차지함

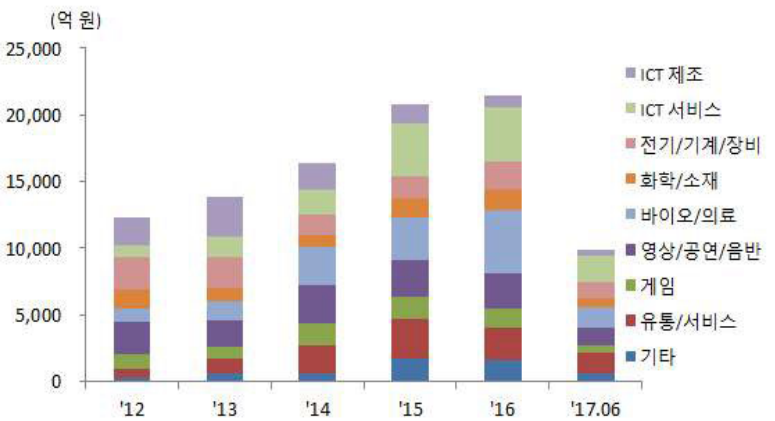
〈표 Ⅱ-91〉 업종별 신규투자 현황

(단위: 억 원)

구분	2014년		2015년		2016년		2017 상반기	
	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중
ICT 제조	1,951	11.9	1,463	7.0	959	4.5	440	4.4
ICT 서비스	1,913	11.7	4,019	19.3	4,062	18.9	2,081	21.0
전기/기계/장비	1,560	9.5	1,620	7.8	2,125	9.9	1,200	12.1
화학/소재	827	5.0	1,486	7.1	1,502	7.0	601	6.1
바이오/의료	2,928	17.9	3,170	15.2	4,686	12.5	1,538	13.3
영상/공연/음반	2,790	17.0	2,706	13.0	2,678	6.6	1,317	6.2
게임	1,762	10.7	1,683	8.1	1,427	21.8	619	15.5
유통/서비스	2,046	12.5	3,043	14.6	2,494	11.6	1,564	15.8
기타	616	3.8	1,668	8.0	1,570	7.3	566	5.7
합계	16,393	100.0	20,858	100.0	21,503	100.0	9,926	100.0

자료: 한국벤처캐피탈협회

[그림 Ⅱ-21] 업종별 신규투자 현황



자료: 한국벤처캐피탈협회

2) 투자현황

○ 2017년 6월말 현재 대체투자규모는 전년 말 대비 1,919억 원 감소한 63조 4,767억 원이며 전체 기금에서 차지하는 비중은 10.6%임

- 헤지펀드는 전년말 대비 25.6% 증가한 1조 1,689억 원을 기록하여 대체투자군 가운데 가장 큰 폭의 증가율을 나타냈으며 국내부동산은 전년말 대비 6.5% 증가한 6조 3,224억 원으로 두 번째 증가율을 나타냈음
- 국내사모는 전년말 대비 4.2% 감소한 6조 4,694억 원이었으며, 국내인프라는 전년말 대비 2.6% 감소한 8조 965억 원였음
- 대체투자규모는 전반적으로 하락한 가운데 해외부동산은 전년말 대비 2.3% 감소한 18조 6,176억 원에 그쳤음
- 해외대체의 규모 감소는 원-달러 환율 하락에 따른 결과임

〈표 Ⅱ-92〉 국민연금기금의 대체투자금액 추이

(단위: 억 원)

구분			2014년	2015년	2016년 상반기	2016년	2017년 상반기
국내	부동산		61,009 (13%)	57,013 (10%)	55,192 (10%)	59,366 (9%)	63,224 (10%)
	인프라		88,081 (19%)	83,959 (15%)	82,425 (14%)	83,086 (13%)	80,965 (13%)
	기타대체	소계	72,823 (16%	82,444 (15%)	79,309 (14%)	77,022 (12%)	74,276 (12%)
		벤처투자	7,851 (2%)	9,360 (2%)	8,625 (2%)	8,999 (1%)	9,104 (1%)
		사모투자	64,164 (14%)	72,342 (13%)	69,950 (12%)	67,546 (11%)	64,694 (10%)
		구조조정투자	808 (0%)	742 (0%)	734 (0%)	478 (0%)	478 (0%)
	계		221,913 (48%)	223,417 (41%)	216,926 (38%)	219,475 (35%)	218,465 (34%)
해외	부동산		121,740 (26%)	154,835 (28%)	175,852 (31%)	190,603 (30%)	186,176 (29%)
	인프라		49,348 (10%)	77,010 (14%)	79,093 (14%)	103,201 (16%)	106,831 (17%)
	사모		73,548 (16%)	91,339 (17%)	99,762 (17%	114,100 (18%)	111,605 (18%)
	해지펀드		–	–		9,307 (2%)	11,689 (2%)
	계		244,636 (52%)	323,184 (59%)	354,707 (62%)	417,211 (66%)	416,302 (66%)
총계			466,549 (100%)	546,601 (100%	571,633 (100%)	636,686 (100%)	634,767 (100%)

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

3) 수익률

○ 2017년 상반기 대체투자 수익률[8] 은 −0.78%로 전년동기(1.69%) 대비 2.47%p 하락, 전년말(9.99%) 대비로는 10.77%p 하락하였음

- 국내대체투자 수익률은 1.77%, 해외대체투자 수익률은 −2.11%로 해외대체투자는 원−달러 환율 하락에 따라 원화기준 수익률은 음(−)의 성과를 기록함

○ 2017년 상반기 국내대체투자 수익률을 부문별로 보면 국내인프라 투자수익률이 2.80%로 가장 높고, 국내부동산 투자수익률은 2.10%, 국내사모 투자수익률은 0.65%를 기록하였음

- 국내부동산은 전년동기(2.44%) 대비 0.34%p 하락하였고, 국내인프라의 경우에도 전년동기(2.80%) 수준을 유지하였음
- 벤처투자는 −1.50%를 기록하며 전년동기(−1.23%) 대비 0.27%p 하락한 반면, 구조조정투자는 전년동기(2.41%) 대비 2.41%p 하락하였음

○ 2017년 상반기 해외대체투자 수익률은 전 부문에서 음(−)의 수익률을 기록하며 전년동기 대비 전 부문에서 하락함

- 헤지펀드, 해외사모, 해외부동산은 수익률이 각각 −3.67%, −2.90%, −2.16를 기록하였으며, 해외인프라 수익률은 −1.01%를 기록함
- 해외대체투자의 달러기준 수익률은 3.82%를 기록하였으나, 원화기준 수익률은 환변동에 의해 −5.92%p 낮아진 −2.11%를 기록
- 해외대체투자의 환효과는 전년동기(−0.65%p)에 비해 5.27%p 감소하였음

---

8) 2017년 상반기 대체투자 수익률은 시간가중 수익률이며 투자자산에 대한 공정가치 평가가 이루어지지 않아서 그 의미는 제한적임

〈표 Ⅱ-93〉 국민연금기금의 대체투자 투자수익률

(단위: %)

구분			2014년	2015년	2016년 상반기	2016년	2017년 상반기
국내	부동산		10.27	9.22	2.44	7.53	2.10
	인프라		9.04	4.50	2.80	6.98	2.80
	기타 대체	소계	9.28	13.94	1.99	3.10	0.39
		벤처투자	13.08	35.61	-1.23	10.91	-1.50
		사모투자	9.18	11.92	0.40	2.40	0.65
		구조조정투자	-12.95	-8.18	2.41	-23.13	0.00
	계		9.44	8.98	2.41	5.74	1.77
해외	부동산		13.58	15.64	2.11	12.21	-2.16
	인프라		19.99	13.65	1.54	14.10	-1.01
	사모		15.05	14.90	-0.21	11.37	-2.90
	해지펀드		-	-	-	2.94	-3.67
	계		15.29	14.90	1.31	12.34	-2.11
총계			12.47	12.30	1.69	9.99	-0.78

주1) 2016년말 국내보유자산은 회계연도 말의 공정가치가 반영되었고 해외대체투자 자산은 2016년 3분기 말의 공정가치임
2) 2017년 6월말 투자금액은 파생상품평가액은 포함되었으나, 자산이 공정가치로 평가되지는 않았음

〈표 Ⅱ-94〉 원-달러 환변동의 해외대체성과에 대한 영향 분석

(단위: %, %p)

구분		2016년 상반기			2016년			2017년 상반기		
		달러기준 (A)	원화기준 (B)	차이 (B-A)	달러기준 (A)	원화기준 (B)	차이 (B-A)	달러기준 (A)	원화기준 (B)	차이 (B-A)
해외	부동산	1.97	1.31	-0.65	8.95	12.34	3.39	3.82	-2.11	-5.92
	인프라	2.77	2.11	-0.66	8.82	12.21	3.39	3.77	-2.16	-5.93
	사모	2.18	1.54	-0.64	10.70	14.21	3.40	4.97	-1.01	-5.98
	해지펀드	0.44	-0.21	-0.65	8.02	11.37	3.35	2.97	-2.90	-5.86
	계	-	-	-	0.34	2.94	2.60	2.30	-3.67	-5.97

주1) 2016년말 국내보유자산은 회계연도 말의 공정가치가 반영되었고 해외대체투자 자산은 2016년 3분기 말의 공정가치임
2) 2017년 6월말 투자금액은 파생상품평가액은 포함되었으나, 자산이 공정가치로 평가되지는 않았음

국민연금연구원 발간보고서 목록

2016년도

연구보고서 2016-01	북한 노후소득보장 제도 및 실태 연구	민기채, 조성은 외	2017.1.
연구보고서 2016-02	베이비붐 세대의 부양부담이 노후준비에 미치는 영향	송현주, 임란	2017.1.
연구보고서 2016-03	가입기간별 가입자 추계 2016	박성민	2017.3.
연구보고서 2016-04	국민연금의 소득계층별 수급부담 통계모형	최기홍, 신승희 외	2017.3.
연구보고서 2016-05	국민연금의 일반균형 세대간회계 연구	최기홍, 김형수	2017.3.
연구보고서 2016-06	국민연금 신규수급자의 연금액 추계 2016	한정림, 신승희	2017.3.
연구보고서 2016-07	국민연금 보험료수입 추계 2016	한정림, 김형수 외	2017.3.
연구보고서 2016-08	국민연금 가입자 추계 2016	김형수	2017.3.
연구보고서 2016-09	해외주식운용 장기성과 개선을 위한 포트폴리오 연구 (비공개)	강대일, 황정욱	2017.3.
연구보고서 2016-10	국민연금 노령연금 및 반환일시금 추계 2016	신경혜, 송창길 외	2017.3.
연구보고서 2016-11	국민연금 유족연금 및 장애연금 추계 2016	신경혜, 송창길	2017.3.
연구보고서 2016-12	공적연금 연계모형 구축과 기초율 산정 연구 2016	박성민, 송창길 외	2017.3.
연구보고서 2016-13	장기 거시경제 전망모형 연구	성명기	2017.3.
연구보고서 2016-14	국민연금의 장기 거시경제 영향 연구	성명기, 홍기석	2017.3.
연구보고서 2016-15	자산군 프로파일 변경에 기반한 전략적 자산배분에 관한 연구	최영민, 손경우 외	2017.3.

연구보고서 2016-16	팩터 기반 인덱스의 전술적 활용 방안-해외 주식시장을 중심으로	손경우, 최영민 외	2017.3.
연구보고서 2016-17	국민연금 액티브운용 관리 체계에 관한 연구: 액티브 위험 한도 설정 체계를 중심으로(비공개)	강대일, 이지연 외	2017.4.
연구보고서 2016-18	독자적 투자전략과 펀드성과의 관계 분석	이지연	2017.3.
정책보고서 2016-01	우리나라 유족보장의 개선방안연구 -유족기초연금의 도입을 중심으로-	이용하, 최인덕 외	2017.1.
정책보고서 2016-02	성직자 노후보장실태와 국민연금 가입 제고 방안	유희원, 한신실	2017.1.
정책보고서 2016-03	기초연금 운영국가의 급여수준 검토 및 시사점	최옥금, 한신실	2017.1.
정책보고서 2016-04	국민연금 크레딧제도 개선방안	유호선, 유현경	2017.1.
정책보고서 2016-05	청년층의 국민연금 가입 제고방안 연구	정인영, 유희원 외	2017.1.
정책보고서 2016-06	은퇴 예정자를 위한 노후준비 교육 프로그램 개발	성혜영, 김아람	2017.3.
정책보고서 2016-07	지역가입자 소득수준 및 규모 전망 연구	윤병욱, 송창길 외	2017.3.
정책보고서 2016-08	국내채권 기대수익률 산출체계 개선에 관한 연구	이상헌	2017.3.
정책보고서 2016-09	노인기초보장제도의 관리운영방식에 관한 국제비교	이용하, 최옥금 외	2017.4.
정책보고서 2016-10	2015년 국민연금기금의 성과평가	강대일, 이지연 외	2017.3.
정책보고서 2016-11	해외투자시 동태적 환헤징 전략에 관한 연구	주상철	2017.3.
정책보고서 2016-12	해외 주요 연금의 기금운용부문 개혁 사례와 시사점	박태영, 이정화	2017.3.
정책보고서 2016-13	국민연금의 직접운용과 위탁운용 비교에 관한 연구 (비공개)	정문경, 태엄철 외	2017.3.
조사보고서 2016-01	중·고령자의 경제생활 및 노후준비 실태 -제6차(2015년도) 국민노후보장패널조사(KReIS) 기초분석보고서-	송현주, 임란 외	2017.1.

조사보고서 2016-02	재정목표 및 재정지표의 국제비교 연구	국민연금 연구원 연금제도팀	2017.3.
연차보고서 2016-01	2017년 국민연금기금의 자산배분: ALM분석을 중심으로(비공개)	최영민, 박태영 외	2017.3.
용역보고서 2016-01	국민연금 재정추계를 위한 거시경제변수 전망	김성태, 권규호 외	2017.5.
요약보고서 2016-01	2016년도 연구분야별 주요 연구결과 요약집		2017.6.
워킹페이퍼 2016-01	국민연금 국내주식의 위탁규모 증가가 성과에 미치는 영향	정문경, 이정화	2017.4.
연구자료 2016-01	2016년 상반기 국민연금 기금운용성과 평가보고서	황정욱, 태엄철	2017.4.
프로젝트 2016-01	해외 연기금의 책임투자관련 주요 현황	이정화, 원상희	2017.3.
프로젝트 2016-02	통일 대비 효율적인 연금통합 방안 연구	이용하, 이철수 외	2017.4.
프로젝트 2016-03	2016년 기초연금의 사회경제적 효과 분석 연구	최옥금, 이상붕 외	2017.4.
프로젝트 2016-04	국민연금과 국민경제 연구	성명기 편	2017.5.
단기과제 2016-01	단기연구과제1 (장애연금과 장애인연금의 역할정립 및 연계방안, 국민연금법과 장애인복지법의 장애판정기준 연계방안)	오욱찬, 이재은	2017.4
단기과제 2016-02	단기연구과제2 (공단 내· 외부 데이터를 융합한 가치 창출 및 업무 활용방안, 빅데이터를 활용한 국민연금 부정수급 예측모형 개발 방안)	유호선, 왕승현, 이은영	2017.4
단기과제 2016-03	단기연구과제3 (60세 이후 연령대별 필요 생활자금 조사, 노후준비 교육의 체계 및 주제 분류, 내연금 사이트 종합재무설계 내용 개선)	성혜영, 김아람	2017.4

2015년도

연구보고서 2015-01	자녀세대의 부모에 대한 소득이전과 노후준비	송현주, 임란	2016.3.
연구보고서 2015-02	결측치 대체방법 연구 -국민노후보장패널 소득관련 자료를 이용하여	박주완, 김호진	2016.3.
연구보고서 2015-03	중기 거시경제 전망모형 연구	성명기	2016.3.
연구보고서 2015-04	국민연금이 소비와 저축에 미치는 영향 연구	성명기, 이준상	2016.3.
연구보고서 2015-05	미국의 경기국면의 예측과 투자전략	손경우, 최영민	2016.3.
연구보고서 2015-06	자산소유자를 대상으로 한 GIPS®기준의 국민연금 성과평가 적용에 관한 연구	정문경, 이지연 외	2016.3.
연구보고서 2015-07	노인가구의 경제적 가치 수준과 빈곤완화 효과 분석 -한국, 미국, 영국의 패널자료를 이용하여	이상붕, 이은영 외	2016.3.
연구보고서 2015-08	국민연금가입자 중기전망방법 개선 연구	박성민, 송창길	2016.3.
연구보고서 2015-09	기초연금 재정시뮬레이션	신경혜, 김형수	2016.3.
연구보고서 2015-10	국민연금 보험료수입 및 신규수급자의 기본연금액 추계를 위한 소득지수 개선방안 연구	한정림, 송창길	2016.3.
연구보고서 2015-11	사망률 전망 모형의 선택과 전망된 사망률에 기초한 국민연금의 수익비와 재정효과 분석	최장훈, 권미애 외	2016.3.
연구보고서 2015-12	출산율과 사망률 변경에 따른 인구전망	최장훈, 김형수	2016.3.
연구보고서 2015-13	미시모의실험 모형에 의한 국민연금의 세대간·세대내 소득재분배 측정	최기홍, 신승희	2016.3.
연구보고서 2015-14	국민연금의 재정안정화정책의 평가: OG모형 파레토 개선 접근법	최기홍, 신성휘 외	2016.3.
연구보고서 2015-15	재무곤경위험을 고려한 해외주식 포트폴리오 구성전략에 관한 연구 -미국시장을 중심으로	강대일, 조재호 외	2016.3.

연구보고서 2015-16	외부 위탁운용 매니저의 군집투자 행태(herding)와 유인에 관한 연구	이지연, 태엄철	2016.3.
연구보고서 2015-17	국민연금 가입자 평균소득 전망방법 개선 연구	한정림, 허재준 외	2016.5.
정책보고서 2015-01	기초연금 급여적정수준 유지를 위한 연동방법 검토	최옥금, 한신실 외	2016.3.
정책보고서 2015-02	고령화의 진전과 공사적 연금자산 성장이 국민연금 기금운용에 미치는 영향과 대응방안	박태영, 원상희	2016.3.
정책보고서 2015-03	국민연금기금의 통화 오버레이 전략에 관한 연구	주상철, 노상윤	2016.3.
정책보고서 2015-04	국민연금 부동산투자 다각화 방안에 관한 연구	노상윤, 주상철 외	2016.3.
정책보고서 2015-05	CVaR를 사용한 전략적 자산 배분에 관한 연구	최영민, 손경우 외	2016.3.
정책보고서 2015-06	국민연금 국내주식 위탁운용 관리개선에 관한 연구	정문경, 황정욱 외	2016.3.
정책보고서 2015-07	2014년도 국민연금기금의 성과평가	강대일, 정문경 외	2016.3.
정책보고서 2015-08	국민연금 사업장가입자 증가요인분석과 확대 방안에 관한 연구	이용하, 김원섭 외	2016.3.
정책보고서 2015-09	공적연금제도와 고령자 고용정책의 보완적 발전 방안	정인영, 민기채 외	2016.3.
정책보고서 2015-10	생애주기별 소비 및 저축실태 분석에 따른 노후준비 전략	성혜영, 이은영	2016.3.
정책보고서 2015-11	국민연금 목표초과 수익률 산출체계 개선 방안에 관한 연구	강대일, 정문경 외	2016.3.
정책보고서 2015-12	정년제와 공적연금제도 변화과정에 관한 연구	김헌수, 유현경	2016.5.
조사보고서 2015-01	중·고령자의 일상적 스트레스와 대처 전략 –국민노후보장패널 5차 부가조사 기초분석보고서	송현주, 박주완 외	2016.3.
연차보고서 2015-01	2016년 국민연금기금의 자산배분: ALM분석을 중심으로	최영민, 박태영 외	2016.3.

연차보고서 2015-02	국민연금 중기재정전망(2016-2020)	박성민, 신경혜 외	2016.5.
용역보고서 2015-01	싱가포르 공적연금 기금운용의 시사점	이준희	2016.5.
용역보고서 2015-02	국민연금기금의 공공사회서비스 인프라 투자	주은선, 김진석 외	2016.5.
용역보고서 2015-03	기금규모 증가에 따른 국민연금의 시장영향력 분석	이재현	2016.5.
워킹페이퍼 2015-01	가입자 및 수급자 추계의 기초율 추정	김진미	2016.3.
연구자료 2015-01	2015년 상반기 국민연금 기금운용성과 평가 보고서	황정욱, 태엄철	2016.5.
프로젝트 2015-01	해외 연기금의 기금관련 주요 현황	이정화, 원상희	2016.3.
프로젝트 2015-02	주요 동유럽 체제전환 국가의 경제사회적 성과 비교 -동독, 체코, 헝가리, 폴란드를 중심으로	이용하, 민기채 외	2016.5.
프로젝트 2015-03	우리나라 노후소득보장의 종합적 고찰	이용하, 김원섭 외	2016.5.

2014년도

연구보고서 2014-01	가입기간별 기초율을 적용한 국민연금 장기재정전망(Ⅱ)	박성민	2014.12
연구보고서 2014-02	공적연금 가입자 추계 방법 연구	박주완, 한정림	2014.12
연구보고서 2014-03	국민연금 이력자료에 의한 계층별 특성치의 통계적 추정	최기홍, 신승희	2014.12
연구보고서 2014-04	국민연금제도변수 중기 전망 연구	성명기, 최장훈	2014.12
연구보고서 2014-05	국민연금과 거시경제 모의실험모형 연구	성명기	2014.12

연구보고서 2014-06	국민연금 포트폴리오의 최적공분산 추정에 관한 연구	최영민	2014.12
연구보고서 2014-07	경제적불평등과 노후최저보장제도의 관계 및 시사점 -OECD국가를 중심으로	이상봉, 서대석	2015.3
연구보고서 2014-08	국민연금 기타 대체투자의 수익과 위험에 관한 연구 (비공개)	정문경, 최장훈 외	2015.3
연구보고서 2014-09	국민연금의 재정평가 지표에 대한 비교연구	최기홍, 김형수	2015.3
연구보고서 2014-10	남부유럽 연금개혁 연구	권혁창, 정창률 외	2015.3
연구보고서 2014-11	독거노인의 생애노동이력과 이전소득 효과 연구	송현주, 성혜영 외	2015.3
연구보고서 2014-12	부도위험을 고려한 주식 포트폴리오 구성과 거래전략에 관한연구	강대일, 조재호 외	2015.3
연구보고서 2014-13	고연령 사망률 추정과 미래 사망률 전망방식 개선에 관한 연구	최장훈, 김형수	2015.3
연구보고서 2014-14	시간변동성 성과평가지표를 이용한 국민연금기금의 성과평가에 관한 연구	정문경, 황정욱 외	2015.3
연구보고서 2014-15	우리나라 다층노후소득보장체계의 연금소득 추정	한정림, 박주완	2015.3
연구보고서 2014-16	유족연금 및 중복급여 산출방법 개선방안	신경혜, 신승희	2015.3
연구보고서 2014-17	환경, 사회, 지배구조요인(ESG)을 이용한 투자 전략에 관한 연구	손경우, 주상철	2015.3
연구보고서 2014-18	ALM을 사용한 기금운용 통합관리방안(Ⅱ)(비공개)	강대일, 김배호 외	2015.3
정책보고서 2014-01	국민연금 국내부동산 벤치마크 사용자지수 산출에 관한 연구	노상윤, 민성훈 외	2014.12
정책보고서 2014-02	국민연금기금의 액티브 외화관리전략에 관한 연구	주상철, 손경우	2014.12
정책보고서 2014-03	공적연기금 리스크 관리체계의 국제비교	최영민, 박태영 외	2014.12
정책보고서 2014-04	국민연금 국내 인프라투자 벤치마크 지수 개선방안 연구	노상윤, 유승동 외	2014.12

정책보고서 2014-05	정년연장이 국민연금제도에 미치는 영향에 관한 연구	김헌수, 김원식 외	2015.3
정책보고서 2014-06	2013년 국민연금 기금운용 성과평가 (공개)	강대일, 정문경 외	2015.3
정책보고서 2014-07	2013년 국민연금 기금운용 성과평가 (비공개)	강대일, 정문경 외	2015.3
정책보고서 2014-08	국민연금 기금운용지침 개선방안	박태영, 이정화	2015.3
정책보고서 2014-09	국민연금사각지대 완화를 위한 지역가입자 관리개선 방안연구	정인영, 김경아 외	2015.3
정책보고서 2014-10	노인기초보장제도와 국민연금 간 역할분담관계에 관한연구	이용하, 최옥금 외	2015.3
정책보고서 2014-11	단시간 근로자 실태와 국민연금 적용방안	최옥금, 조영은	2015.3
정책보고서 2014-12	연금교육 활성화를 통한 노후준비 수준 제고 방안	성혜영, 송현주 외	2015.3
정책보고서 2014-13	우리나라 노년층의 노후소득격차 발생요인 분석과 지원방안연구	김경아, 김헌수 외	2015.3
정책보고서 2014-14	우리나라 중·고령자들의 노동시장 특성과 국민연금 제도 가입확대방안	유호선, 박주완 외	2015.3
조사보고서 2014-01	유족연금제도의 국제비교 연구	유호선, 김경아 외	2015.3
조사보고서 2014-02	장애인 소득보장체계의 국제비교연구	이용하, 정인영 외	2015.3
조사보고서 2014-03	중·고령자의 경제생활 및 노후준비실태 -제5차(2013년도)국민노후보장패널(KReIS)분석보고서-	송현주, 이은영 외	2015.3
연차보고서 2014-01	2015년 국민연금기금의 자산배분 -ALM분석을 중심으로(비공개)	기금정책팀	2014.12
연차보고서 2014-02	국민연금 중기재정전망(2015~2019)	박성민, 신경혜 외	2015.3
용역보고서 2014-01	최적사회보장과 창조경제 -국민연금기금의 효율적 투자방안을 중심으로	임양택	2014.12

용역보고서 2014-02	1. 독일연금통합의 전개과정 평가 (고려대학교 산학협력단) 2. 북한사회보장과 연금제도 운영실태 분석 (신한대학교 산학협력단)	김원섭 이철수 외	2015.3
용역보고서 2014-03	국민연금 사각지대 개선방안 연구 (인제대학교 산학협력단, 충북대학교 산학협력단)	김재진, 이정우 외	2015.3
용역보고서 2014-04	반납·추납 보험료 대여사업 사업타당성 분석 및 수요도 조사(대구대학교 산학협력단)	전승훈	2015.3
용역보고서 2014-05	일반국민과 공무원의 노후보장체계 국제비교 연구	김상호, 배준호 외	2015.6
워킹페이퍼 2014-01	연간 거시경제계량모형 개발	박무환	2015.3
연구자료 2014-01	2014년 상반기 국민연금 기금운용성과 평가보고서	황정욱, 태엄철	2015.3
프로젝트 2014-01	OECD 주요 국가의 기초보장 급여적정성 평가방법	이용하, 최옥금 외	2015.3
단기과제 2014-01	단기과제 Ⅰ	성혜영, 송현주 외	2015.6
단기과제 2014-02	단기과제 Ⅱ	이용하, 유호선 외	2015.6

저자 약력

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

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

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

연구자료 2017-01
2017년 상반기 국민연금 기금운용성과 평가보고서

2018년 6월 인쇄
2018년 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 978-89-6338-414-6