의 결 번 호	제 2018 - 10 호
의 결 연 월 일	2018. 12. 14. (제 8 회)

의결사항

2019년도 목표 초과수익률(안)

국민연금기금운용위원회

제 출 자	위원장 박 능 후 (보건복지부장관)
제출연월일	2018. 12. 14.

1. 의결주문

○ 2019년도 목표 초과수익률(안)을 별지와 같이 의결함

2. 제안이유

○ '국민연금 기금운용지침 제10조(목표 초과수익률)'에 따라 2019년도 목표 초과수익률(안)을 의결하고자 함

3. 주요 내용

○ (제1안) 2019년 목표 초과수익률 0.22%p

- 목표 정보비율(IR) 0.4 고정
- 목표 액티브위험 0.55% 적용하여 전년 대비 0.02%p 상향

○ (제2안) 2019년 목표 초과수익률 0.25%p

- 목표 정보비율(IR) 0.4 고정
- 목표 액티브위험 0.64% 적용하여 전년 대비 0.05%p 상향

4. 국민연금 기금운용실무평가위원회 심의결과

○ 목표 초과수익률 현행 유지('18년 0.20%p), 상향 조정(0.22%p~0.27%p) 중 상향 조정으로 심의

- 상향 조정(안)은 0.22%p, 0.25%p 2개 안 상정

<별지>

2019년도 목표 초과수익률(안)

2018. 12. 14.

보건복지부

목 차

Ⅰ. 목표 초과수익률의 의의 ·····

Ⅱ. 그간 목표 초과수익률 설정 경과 및 평가 ·····

Ⅲ. 2019년도 목표 초과수익률(안) ·····

Ⅳ. 성과평가보상전문위원회 및 실무평가위원회
검토결과 ·····

Ⅴ. 향후 계획 ·····

설명자료

설명자료 1. 액티브 운용과 초과수익 ·····
설명자료 2. 기금운용본부 성과급 보상체계 ·····
설명자료 3. 과거 초과수익 실적의 요인별 분석 ·····
설명자료 4. 목표 초과수익률 해외사례 ·····
설명자료 5. 해외연기금의 목표초과수익률 설정 현황조사

Ⅰ. 목표 초과수익률 의의

□ 개념

○ **기금운용본부가 벤치마크* 수익률 대비 달성**해야할 **초과수익의 목표치**(기금운용지침 제10조)

* 벤치마크(Benchmark) : 펀드를 운용할 때 그 운용성과를 비교하는 기준. 통상 운용자는 벤치마크 수익률을 따르거나 그 이상을 추구하도록 요구 받음

□ 설정 목적과 활용

○ **(목적)** 기금의 **안정적인 초과수익 달성** 및 **장기수익률 제고**를 위해 **기금운용의 적극성 수준 제시**

- 동시에 기금운용본부가 활용할 수 있는 **총 위험수준을 부여**함으로써 **안정성도 고려**

○ **(실행) 기금운용본부**는 기금운용위원회가 정한 목표 초과수익률을 달성할 수 있도록 **자산군별로 액티브위험을 배분**하고,

- 그 결과를 목표 초과수익률이 적용되는 연도에 **최초로 개최되는 기금운용위원회에 보고**

○ **(활용)** 목표 초과수익률은 기금운용본부의 **운용성과에 대한 성과급 지급 기준**으로 활용 (설명자료2 참고)

- 기금운용본부에 대한 **정량평가의 기준**이 되며, 목표달성도(실제 초과수익률/목표 초과수익률)에 따라 **목표성과급 및 장기성과급 총액** 결정

< 국민연금기금운용지침 제10조 >

제10조(목표 초과수익률) ① 공단은 액티브운용을 통하여 전략적 자산배분에 의한 수익률(벤치마크 수익률) 대비 초과수익을 추구할 수 있다.

② 기금운용위원회는 … 대체투자를 제외한 금융부문 전체의 목표 액티브위험과 목표 IR을 정함으로써 목표 초과수익률을 결정한다.

③ 공단은 기금운용위원회가 정한 목표 초과수익률을 달성할 수 있도록 … 목표 액티브 위험을 자산군별로 배분하고 그 배분 결과를 목표 초과수익률이 적용되는 연도에 최초로 개최되는 기금운용위원회에 보고한다.

Ⅱ. 목표 초과수익률 설정 경과 및 평가

□ 산출식 및 구성 요소

목표 초과수익률	=	목표 정보비율(IR)	×	목표 액티브위험 (TAA 액티브위험·자산군 액티브위험)

○ **(정보비율, Information Ratio)** 액티브 운용의 효율성을 나타내는 지표로, **IR이 높을수록 다른 운용자 대비 역량이 높음**을 의미

○ **(액티브 위험)** 초과수익 창출을 위해 시장상황에 맞게 **①전략적 자산배분(SAA)의 배분비중** 및 **②벤치마크 종목 구성과 다르게 투자**함으로써 발생하는 위험

- **액티브 위험이 클수록 실제 운용수익률이 벤치마크 수익률에서 벗어난 정도가 큼**(초과수익률의 표준편차로 측정)

□ 목표 초과수익률 및 목표 액티브위험 설정경과

(단위: %, %p)

구 분		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
목표 초과수익률		**0.45**	**0.45**	**0.41**	**0.38**	**0.20**	**0.25**	**0.25**	**0.25**	**0.20**
정보비율(IR)	목표치	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
	실적치	△0.66	0.12	△1.04	0.26	0.05	△0.35	△0.13	0.79	-
액티브위험 (TE)	목표치[1]	0.90	0.90	0.82	0.75	0.49	0.64	0.64	0.64	0.50
	실적치[2]	0.53	0.40	0.30	0.53	0.83	0.85	0.87	1.08	-
실현수익률(A)		**10.57**	**2.32**	**7.03**	**4.16**	**5.25**	**4.57**	**4.69**	**7.28**	**-**
BM 수익률(B)		10.91	2.27	7.34	4.02	5.21	4.87	4.80	6.42	-
초과수익률실적(A-B)		△0.35	**0.05**	**△0.32**	**0.14**	**0.04**	**△0.30**	**△0.11**	**0.86**	**-**

주 1) 목표치는 대체투자 미포함, 실적치는 대체투자 포함 ('13.9 기금운용위원회에서 16년까지 대체투자에 대한 목표 초과수익률 부여를 유예, '16년 성보위에서 대체투자에 대한 목표 초과수익률 부여방안을 검토하였으나 공개 데이터 부족, 장기보유 특성, 연 1회 공정가치 평가 등 이유로 합리적인 목표 부여가 곤란한 것으로 검토)

2) 액티브위험 실적치는 월간수익률의 표준편차를 연율화하여 산출하였음

자료) 2017년도 국민연금 기금운용 성과평가(국민연금연구원), 기금운용본부, 기금운용위원회(2018년도 목표초과수익률(안))

□ **목표 초과수익률 설정에 대한 평가**

○ 초과수익률 실적은 당해 **운용전략과 시장상황에 따라 초과** 또는 **미달하는 결과**를 보임

○ 다만, 목표 초과수익률은 **기금운용본부의 성과급 체계와 연계**하여 운용본부로 하여금 **운용역량을 활용해서 시장(벤치마크) 수익률 대비 초과수익을 내도록 유도**한다는 의미가 있으며,

* (해외사례) CalPERS(캘리포니아 공무원연금) 5bp, GPFG(노르웨이 국부펀드) 25bp, AP2(스웨덴 국민연금) 50bp, CalSTRS(캘리포니아 사학연금) 40bp

- '17년의 경우 **국민연금은** IR, 액티브위험 및 초과수익률 모두 **목표치보다 높게 초과성과 달성**

□ **목표 초과수익률 설정 시 고려사항**

○ 목표 액티브위험 및 목표 초과수익률은 **기금운용본부가 전술적 자산배분을 수립하는 기준**이 되므로 **안정적인 설정이 필요**하며

- **계량모형 산출 결과, 운용여건, 시장상황** 등을 종합적으로 고려

○ **과거의 설정 추세**

- '09년 이후 '14년까지 목표초과수익률은 **점진적으로 하향조정**(0.45→0.20%p), 이후 **'15~'17년은 0.25%p로 동일하게 설정**(장기적 관점에서 일정한 수준으로 제시할 필요성 고려)

- '18년 목표 초과수익률 논의 시 **기금위는** 운용직 보수수준, 성과보상 필요성 등 **운용역의 동기부여를 고려**하여 **0.20%p*로 설정**

* '17년 대비 0.05%p 하향

Ⅲ. 2019년도 목표 초과수익률(안)

□ 계량모형 등에 따른 산출결과

① 목표 IR(안) : 0.4로 제안

○ **기금운용본부에 기대하는 운용역량 수준**을 의미하는 지표로서, '13.9월 기금운용위원회에서 '14년 **목표 IR을 0.4로 설정하고 유지**

* '13년 컨설팅 결과 상위 국민연금과 유사하도록 설정된 시장펀드들과 비교시 운용능력이 25위 정도에 해당하는 펀드들의 IR 수준을 0.4로 추정
(IR 0.8 최상위, IR 0.2는 중간 정도로 분석)

○ 장기적 관점에서 **안정적인 목표 설정 필요**

② 목표 액티브위험 : 0.55~0.67% ('18년: 0.50~0.61%)

○ 운용자가 벤치마크와 다르게 **자신의 운용재량을 통해 발생시킬 수 있는 초과수익의 범위**를 의미하며, **액티브위험이 클수록 그 재량을 발휘할 수 있는 범위가 커지게 됨**

* (예시) 통계적으로 목표 액티브위험 0.5는 –0.5%p~+0.5%p의 초과수익률이 발생할 가능성이 있는 정도의 운용재량을 의미함

○ 과거 실적치 등을 통해 산출한 결과, 액티브 운용이 상대적으로 용이한 **해외주식 증가** 등으로 **목표 액티브위험도 전년보다 증가**

⇨ 산식에 따른 **목표 초과수익률(안) : 0.22 ~ 0.27%p**

< 목표 초과수익률 산출 결과 >

(단위 : %, %p)

구분	목표 IR	목표 액티브위험(%)			목표 초과수익률(%p)
			TAA 액티브위험(%)	자산군 액티브위험(%)	
2019년	0.4	0.55~0.67	0.09	0.54~0.55	0.22~0.27
2018년	0.4	0.50~0.61	0.06	0.49~0.50	0.20~0.24

□ 목표 초과수익률 및 목표 액티브위험(안)

◇ 계량모형 산출결과, 시장여건 및 정책방향 등을 종합적으로 고려하여 **목표 초과수익률을 현행(0.20%p)보다 상향 조정**

○ 기금 소진시기 단축 등 재정계산 결과 발표 후 **기금의 장기수익률을 제고하라는 국민적 요구**가 높은 점도 감안한 목표 설정 필요

○ (1안) **목표 초과수익률 0.22%p, 목표 액티브위험 0.55%**

- 목표 초과수익률을 **현행보다 상향 조정**하되 과도한 상향은 기금 운용본부의 **실제 운용에 부담으로 작용**할 수 있고,
- 운용직의 성과급 지급 등 **동기부여 요인도 고려**하여 **상향 가능 범위 중 최소값을 선택**

○ (2안) **목표 초과수익률 0.25%p, 목표 액티브위험 0.64%**

- 과거('15~'17년)와 유사한 수준인 **0.25%p로 상향 조정**하여, 기금 운용본부에게 **보다 적극적인 투자 유도**
- '17년 초과성과 실적(0.86%p)을 감안할 때, 0.25%p도 **기금운용본부가 달성 불가능한 목표는 아니라고 판단**됨

Ⅳ. 성과평가보상전문위원회 및 실무평가위원회 검토결과

1. 성과평가보상전문위원회 검토결과 ('18.11.22)

□ 2018년 목표 초과수익률(0.20%p) **현행 유지 제안**

○ 전년 대비 목표 액티브위험과 목표 초과수익률을 변경시킬 정도의 **중대한 자산운용전략 및 운용방향의 변화가 있다고 볼 수 없음**

○ 현재 **기금운용직 보수수준, 성과급 지급 등 동기부여 필요성** 등을 감안할 때, **목표 초과수익률은 안정적으로 설정**할 필요

2. 실무평가위원회 검토결과 ('18.12.11)

□ 2018년 목표 초과수익률(0.20%p)보다 **상향 조정**

○ 당초 실평위에 제안한 현행 유지(0.20%p)안, 상향 조정(0.22~0.27%p) 안 중 **상향 조정으로 심의**

- **범위 내 최소값**(0.22%p, 1안), **'17년 수준**(0.25%p, 2안) **2개 안 상정**

○ 해외주식 비중 확대 등 **적극적 투자기조를 감안**할 때, 기금운용본부도 시장(BM) 대비 **높은 초과수익**을 낼 수 있도록 **목표 설정 필요**

- 내년 국내외 주식시장 등의 변동성이 여전히 클 수 있다는 **경제여건 예측을 감안**할 때, **위험을 좀 더 부담하는 투자전략이 수익률을 높이는 기회로 작용**할 수 있음

- 기금운용본부의 동기부여를 위해 목표를 낮게 설정하기보다, **도전적 목표를 주고 이를 달성할 수 있도록 기금운용본부를 독려**할 필요

○ 주식시장의 변동 주기('17년 상승, '18년 하락)를 고려할 때, **'19년은 '18년 대비 주가가 상승할 가능성**도 있음을 감안

< 목표 초과수익률 설정 판단 근거 >

목표치 설정	목표 초과수익률 현행 유지		목표 초과수익률 상향 조정
기금운용 전략	**안정적 운용**		**적극적·도전적 운용**
동기 부여	운용직 보수수준 및 성과급 지급 등 동기부여 필요성 등 고려		-
내부 운용 여건	• **기금규모 증가**에 따라 국내 **주식시장 내 점유율이 여전히 높고, 그에 따른 액티브운용 제약요인** 등이 큰 상황 * 국내주식시장 내 국민연금 비중: 6.7%('16) → 6.9%('17) → 6.8%('18.6) * 코스피 시장 내 국민연금 비중 : 7.5%('16) → 7.9%('17) → 7.7%('18.6)	⇔	• 기금규모가 커지더라도 **국내주식 비중축소·해외주식 비중 확대 기조**에 따라 액티브운용 가능성도 높다고 볼 수 있음 * 국내주식: '18년 18.7%→'19년 18.0%, 해외주식: '18년 17.7%→'19년 20.0% • 상대적으로 액티브 운용이 용이한 해외주식 비중 확대 기조가 유지되므로, **향후 액티브 운용 제약은 커지지 않을 것으로 예측** ※ 실제비중: 해외주식 증가, 국내주식 감소 * 국내주식 21.2%('17년) →19.6%('18.6), 해외주식 17.4%(17년)→18.6%('18.6)
기금위·실평위원 의견 등	• **시장(BM)을 추종하는 투자**(패시브)를 기본적으로 하는 상황에서 **초과수익을 내는 것이 쉽지 않다**는 점을 고려 필요 • 성과평가보상 측면에서 **운용역 동기부여 가능성** 등을 고려할 필요	⇔	• **국민연금 자산규모가 계속 증가**하는 단계에서는 좀 더 **적극적·도전적으로 운용**할 필요 있음 • 위험을 좀 더 부담하는 투자전략이 **기금의 수익률을 더 높일 기회로 작용**할 수 있음
실적치	• 과거 **초과수익률 실적치**를 보면 '17년을 제외하고 **목표치를 크게 하회함** * '12년 –0.32%p, '13년 0.14%p, '14년 0.04%p, '15년 –0.30%p, '16년 –0.11%p		• '18.12.10일 기준 **액티브 위험은 0.61% 수준**(잠정)으로 **목표(0.50%)를 상회**하고 있음 <자산별 초과수익률 달성현황> 초과수익 액티브위험 **금융전체 -0.45%p 0.61%** 국내주식 -0.92%p 1.74% 해외주식 -0.52%p 1.81% 국내채권 0.03%p 0.05% 해외채권 -0.38%p 1.55%

Ⅴ. 향후 계획

□ **2019년도 목표 초과수익률(안) 의결** (12월)

○ **기금운용위원회 심의·의결**로 2019년 **목표 초과수익률** 등 **확정**

□ **자산군별 액티브위험 배분 결과 보고** ('19년)

○ 기금운용본부는 **자산군별로 액티브위험**을 배분하고 그 결과를 차기 기금운용위원회에 보고

* 리스크관리위원회(위원장 : 공단 이사장)를 거쳐 기금운용위원회에서 결정된 목표 액티브 위험을 자산군별로 배분

설명자료 1	액티브 운용과 초과수익

1. 패시브 운용과 액티브 운용

○ **패시브 운용(Passive Management)**

- 중장기적인 기금운용의 목표 달성을 위해 자산군별 목표비중 및 벤치마크를 설정하고, 이에 맞추어 자산운용

○ **액티브 운용(Active Management)**

- 시장 상황에 맞게 **자산군별 투자비중 조정 및 종목 선택을 통해 SAA 대비 초과수익* 창출**(SAA 보다 추가 비용이 들고, 높은 운용역량 필요)

* 예시) 600조원 기준 초과수익 1bp는 60억원에 해당

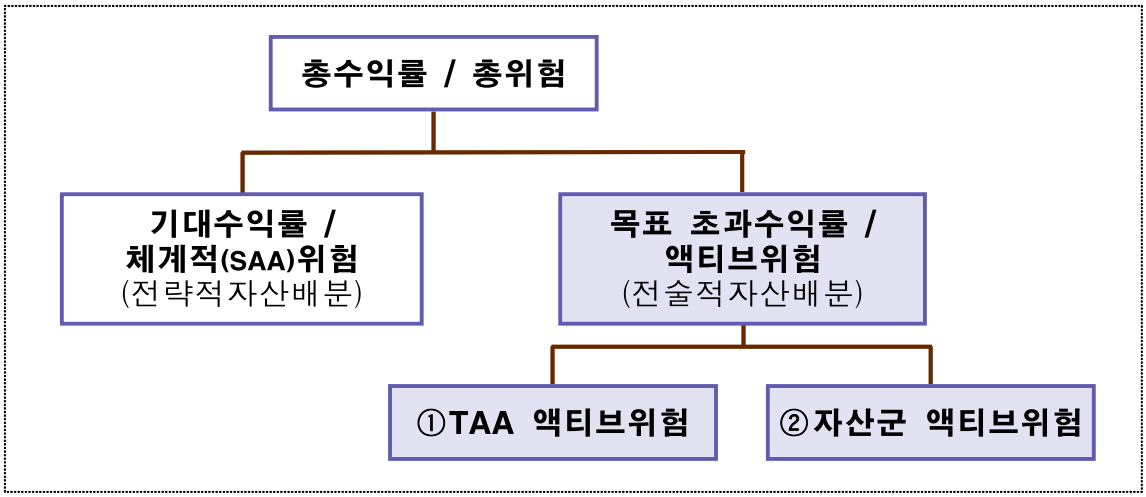
2. 액티브 운용의 성과 목표

□ 기금 운용의 위험

○ 총위험은 체계적(SAA)위험과 액티브위험으로 구성

- **위험간 분산효과**로 인해 총위험량은 체계적 위험과 액티브위험의 단순합 보다는 작음

< 기금운용의 수익률(위험) 구조 >



○ 액티브위험은 다시 **TAA 액티브위험과 자산군 액티브위험**으로 구분

- **(TAA 액티브위험)** 자산군별 투자 비중을 **SAA 비중과 달리***하여 발생하는 **수익률 차이의 표준편차**

  * 예시) 주식시장 강세를 전망하고, SAA 목표비중보다 주식투자 비중을 확대

  * 산식) TAA액티브위험 = $\sigma[\Sigma$(Weight_Actual - Weight_SAA) × BM수익률]

- **(자산군 액티브위험)** 개별 자산군 내에서 **세부자산에 대한 투자비중을 벤치마크 투자비중과 달리***하여 발생하는 **수익률 차이의 표준편차**

  * 예시) A기업의 주가상승폭이 클 것을 전망하고, KOSPI 지수에 반영된 A기업 주식의 투자비중보다 실제적으로는 높게 투자

  * 산식) 자산군 액티브위험 = $\sigma[\Sigma$(Weight_Actual - Weight_BM) × 자산수익률]

□ 배분된 액티브위험에 비례하여 목표 초과수익률 결정

○ **목표 초과수익률 = 목표 액티브위험 × 목표 IR**

[주요 특징]

▲ 목표 액티브위험을 확대하면, 목표 초과수익률이 증가하나, 포트폴리오의 **총위험도 같이 증가함**

▲ 일정 수준 이상의 액티브위험은 현실적으로 실행하기가 곤란함

- 2009년 목표 액티브 위험 설정 시에도 자산군별 배분까지 고려시 현실적으로 실현가능한 최대 수준은 1.1%로 판단됨

▲ **IR 수준은 시장효율성 및 운용규모와 역의 관계**

- 시장이 비효율적이고, 시장 내에서 액티브 운용을 위한 자산 매매가 원활한 여건 하에서 초과수익을 창출하기가 용이함

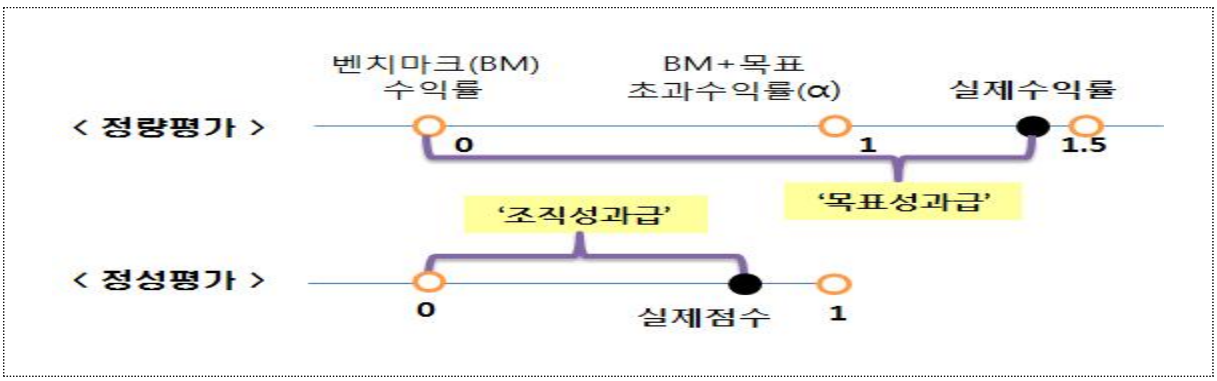
설명자료 2 기금운용본부 성과급 보상체계

구분	목표성과급(60%)	조직성과급(20%)	장기성과급(20%)
목적	기금 전체 및 개별 자산군의 초과수익에 대한 보상	운용체계 개선을 위한 조직 전체의 정성적 노력 제고	장기성과 창출에 대한 보상
평가기간	3개년 가중(5:3:2)		5개년 평균
평가방식	정량평가	정성평가	정량평가
지급대상	운용전문인력* 및 본부장 * 운용직, 운용관리직, 운용지원직	운용전문인력 및 본부장	5년 이상 재직한 운용전문인력
성과급 총액	기금운용본부 기본급 총합의 60% × 3개년 가중 정량평가 성과지수	기금운용본부 기본급 총합의 20% × 3개년 가중 정성평가 성과지수	지급대상자 기본급 총합의 20% × 5개년 평균 기금전체 목표달성률
비고	정량평가 성과지수 = ∑(평가항목* 별 평가비중 × 목표달성도) (* 기금 전체 및 개별자산군 등)	정성평가 성과지수 = ∑(과제 별 평가비중×평균점수)	목표달성률 = 실제 초과수익률 / 목표 초과수익률

* (목표성과급) 기금전체 및 개별 자산군(이하 전술적 자산배분 포함)의 벤치마크(BM) 대비 **초과수익 창출에 대한 보상**으로, 목표 초과수익률 달성도에 대한 **정량평가**에 따라 지급

* (조직성과급) 기금운용체계 개선을 위한 **조직전체의 노력에 대한 보상**으로 성과평가보상전문위원회의 **정성평가**에 따라 지급

* (장기성과급) **장기 성과창출**에 기여한 **운용전문인력에 대한 보상**으로 **5개년 평균 기금전체 목표달성률에 대한 정량평가**에 따라 지급



설명자료 3 | 과거 초과수익 실적의 요인별 분석

□ 초과수익 요인

○ 최근 5년 간 자산군별로 볼 때 해외주식과 대체투자 부문의 기여도가 크며, 그 중 **자산선택효과*가 큰 기여**

* 벤치마크와 다른 세부종목을 선택함에 따라 나타나는 효과

○ 요인별로는 전술적 자산배분보다 벤치마크 선택과 자산선택효과를 합친 **자산군 액티브 성과가 더 높게 나타남**

<자산군별/요인별 초과수익 기여도>

(단위 : %,%p)

구분		초과수익		TAA 액티브 성과		자산군 액티브 성과			
				전술적 비중조절		벤치마크 선택		자산선택효과	
		3년평균	5년평균	3년평균	5년평균	3년평균	5년평균	3년평균	5년평균
국내채권	기여도	-0.07	-0.05	-0.06	-0.04	0.00	0.00	-0.01	0.00
	기여율	-41.4	-30.2	-35.3	-28.0	0.9	0.0	-7.0	-2.7
국내주식	기여도	0.01	-0.07	0.00	-0.03	0.03	-0.06	-0.03	0.01
	기여율	3.4	-49.2	-0.3	-17.8	21.1	-38.3	-17.4	6.9
해외채권	기여도	-0.02	-0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.02	-0.03
	기여율	-11.0	-24.6	0.0	0.0	0.7	-0.1	-11.8	-21.4
해외주식	기여도	0.10	0.07	0.01	0.02	0.00	0.01	0.08	0.04
	기여율	61.5	44.5	8.5	10.3	1.2	0.2	51.7	25.6
대체투자	기여도	0.14	0.24	-0.07	-0.06	0.00	0.00	0.21	0.30
	기여율	87.5	159.5	-42.9	-39.7	0.0	0.0	130.4	199.2

□ 평가

○ 해외주식 비중을 늘려나가는 현행 투자기조를 고려할 때, 향후 **액티브 운용을 통한 초과성과 달성 가능성도 증가**할 것으로 기대

- **해외주식의 경우** 시장 영향력 우려도 적고 **국내주식보다 종목도 훨씬 다양**하므로,
- 초과성과를 창출하기 위해 **벤치마크와 다른 종목을 선택하여 운용할 여지**도 많음

설명자료 4	목표 초과수익률 해외사례

◇ 주요 해외연기금들은 **장기적으로 안정적인 수준**으로 **목표 초과수익률과 액티브위험 한도**를 부여

○ 목표 초과수익률, 액티브위험 한도는 연기금의 **자산배분상황, 액티브운용 전략 등에 따라 다양**하게 나타남

◇ 주요 해외연기금들은 일반적으로 **대체투자에 대해서는 목표 초과수익률, 액티브위험 한도를 설정하지 않고 있음**

□ CalPERS (미국 캘리포니아 공무원연금)

○ **목표 초과수익률 및 목표 TE** 설정시 액티브운용에 대한 철학, 액티브운용 시장여건, 과거 TE 실적치 등 정성/정량적인 요소를 두루 고려

○ 목표 초과수익률과 액티브위험 한도에 대체투자는 고려되고 있지 않음

구 분	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
액티브 위험한도	1.50%p							
목표 초과수익률	-	0.13%p	0.20%p				0.05%p	
실현 초과수익률	-0.10%p	-0.60%p	1.48%p	0.44%p	-0.09%p	-0.41%p	-0.15%p	-0.06%p

주 1) CIO 성과평가 항목 中 기금 전체 포트폴리오 알파에 대한 인센티브 목표
2) 2012년 이전 목표초과수익률 자료는 홈페이지에서 공개하고 있지 않음
3) 목표초과수익률에 대체투자는 고려되지 않음

□ GPFG(NBIM) (노르웨이 국부펀드)

○ **목표 초과수익률**은 노르웨이 재무부에서 외부석학들의 자문 등을 받아 결정

○ 목표 초과수익률과 액티브위험 한도에 대체투자는 고려되지 않음

구 분	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
액티브 위험한도	1.50%p	1.00%p					1.25%p		
목표 초과수익률	0.25%p								
실현 초과수익률	1.06%p	-0.13%p	0.21%p	0.99%p	-0.77%p	0.45%p	0.15%p	0.70%p	-

주) 액티브 위험한도는 2011년부터 2016년1월까지 1.00%p로 유지하였고, 2016년 2월부터 1.25%p로 조정

□ AP2 (스웨덴 국민연금)

○ 목표 초과수익률과 액티브위험 한도는 전통자산만을 고려

구 분	2013	2014	2015	2016	2017
액티브 위험한도	3.00%p				
목표 초과수익률	0.50%p				
실현 초과수익률	0.40%p	0.50%p	0.90%p	-0.40%p	0.09%p

주) 2018년도 annual report의 미발표에 따라 2018년도 목표초과수익률은 미확인

□ CPPIB (캐나다 국민연금)

○ 2016년 기준 위원회 차원에서 부여하는 액티브위험 한도는 없음

- 2015년부터 위원회는 기존 레퍼런스 포트폴리오 대비 액티브 리스크를 설정하지 않고 목표 총위험(Total Risk Target)을 설정

○ 대체투자의 개별 자산에 대해서 목표 초과수익(value-added target) 부여

- 단, CPPIB가 reference portfolio 체계를 운용하고 있다는 점에서 국민연금에 대한 시사점으로는 의미가 제한적임

구 분	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
목표 초과수익률	0.35%p	0.40%p					6.71 억불	7.30 억불	7.89 억불	36.57 억불	39.62 억불	43.32 억불
실현 초과수익률	1.75%p	2.00%p	-0.15%p	-1.20%p	1.82%p	1.77%p	-3 억불	-1 억불	28 억불	164.05 억불	55.63 억불	115.47 억불

주) 2017년도의 목표초과수익률은 5년 누적으로 설정

설명자료 5	해외연기금의 목표초과수익률 설정 현황 조사(Amundi)

□ 목표 초과수익률 설정체계 개선을 위한 연구용역('17년)

○ '16년 성보위 검토 결과에 따라 해외 연기금의 **목표 초과수익률** 및 **액티브 위험한도** 설정 시 **정책적 의사결정의 근거** 및 절차 조사

<국민연금기금 목표 초과수익률 설정체계 개선을 위한 연구용역 개요>

- 조사기관 : Amundi(프랑스 파리소재 자산운용사)
- 조시기간 : '17.11월~12월
- 조사대상 해외연기금 : NBIM(노르웨이), GPIF(일본) 등 10개 연기금

○ (조사결과)

- 조사대상 해외연기금들은 정책적이고 정성적인 결정방식, 기존 국민연금과 유사한 방식 등 **다양한 형태의 목표초과수익률 설정 방식을 활용**하고 있으며 **절대적인 방법은 없는 것**으로 보임
- 각 기관마다 **투자대상, 투자철학, 운용체계, 규모** 등이 다양하기 때문
- 조사대상 기관 중 **액티브 운용에 대한 믿음이 있는 기관들이 목표 초과수익률을 부여**하되, 대체로 **장기적으로 안정적인 수준**으로 목표 초과수익률을 부여

구분	Top-down 방식	Bottom-up 방식
설정 방식	전체 포트폴리오의 목표 초과수익률 설정(정책적·규범적) → 각 자산군별 목표 초과수익률 설정	각 자산군별 목표 초과수익률 설정(계량산식) → 전체 포트폴리오 목표 초과수익률 설정
해외 연기금	ADIA, AP2, World Bank Pension * 국민연금도 Top-down 방식에 가까움	Compenswiss, CalPERS

○ (**추가제안**) 전역 포트폴리오 파라미터 활용방식, 목표초과수익률과 허용 최대손실 가정 간의 관계를 고려하는 방식을 추가 제안하였으나

- 각 방식 또한 **추정 데이터의 한계** 등으로 **정성적 판단이 불가피**하므로 **추가적인 논의와 검토가 요구**된다는 의견 제시

○ (결론) **목표 초과수익률 결정은** 절대적 방법보다, 연기금별로 **다양한 요인과 방식을 함께 고려한 정책적 판단이 필요**하다는 결론 제시