

의안번호	제 2008 - 호	의 결 사 항
심 의 연 월 일	2008. 12. 29. (제 8 회)	

2009년도 국민연금기금운용계획변경(안)

국민연금기금운용위원회

제 출 자	위원장 전 재 회 보건복지가족부장관
제출연월일	2008. 12. 29.

1. 의결주문

2009년도 국민연금기금운용계획변경(안)을 별지와 같이 의결한다.

2. 제안이유

‘08년 기금운용계획 변경되고, ‘09년 국내외 경제 및 금융시장의 불안에 대응하기 위해 당초 ‘09년 기금운용계획 상의 자산별 목표비중을 조정하고 ‘09년 환헤지 정책을 정하고자 함

3. 주요골자

- 가. 2009년말 국내주식의 목표비중을 20.3%에서 17.0%로 변경함
- 나. 2009년말 해외주식의 목표비중을 9.4%에서 3.6%로 변경함
- 다. 2009년말 국내채권의 목표비중을 60.4%에서 69.3%로 변경함
- 라. 2009년말 해외채권의 목표비중을 6.0%에서 4.1%로 변경함
- 마. 2009년말 대체투자의 목표비중을 3.9%에서 6.0%로 변경함
- 바. 2009년말 해외채권의 환헤지 비율은 100%(±2%pt)로 하고
해외주식의 환헤지 비율은 70%(±10%pt)로 함
- 사. 해외채권의 벤치마크는 100%의 헤지비율을 반영하여
산출하고 해외주식의 벤치마크는 '08년말 목표 헤지비율
90%에서 매분기 5%pt씩 하향하여 헤지비율을 반영함

4. 실무평가위원회 심의 결과

- ☐ 원안대로 심의하였으며 다음과 같은 의견이 있었음
 - 국내주식비중을 더 감소시켜야 한다는 의견이 있는 반면
당초 계획을 유지하면서 허용범위를 더 확대해야 한다는
의견도 있었음

- 중기자산배분의 변경 후에 2009년 기금운용계획을 변경해야 한다는 의견이 있었으나,
 - 중기자산배분의 변경은 경제 및 금융상황에 대한 면밀한 검토를 통해 내년 5월까지 마무리할 계획임을 설명함
- 2009년 자산배분(안) 특성치와 여유자금배분에 대한 보완 설명이 필요하다는 의견

<별지>

2009년도 국민연금기금운용계획변경(안)

2008. 12

보 건 복 지 가 족 부

목 차

I . 검토배경	1
II . 2009년 경제 및 금융시장 전망	2
1. 2009년 경제 및 금융시장 전망	2
2. 주요 세부이슈 전망	4
III. 2009년 기금운용계획 변경(안)	4
1. 목표 포트폴리오 변경	5
2. 여유자금배분 변경	8
3. 2009년 환헤지 정책 및 벤치마크	9

참고

1. 2009년 경제 및 금융시장 전망	11
2. 자산별 목표비중 변경 내역	20
2. 국내주식 목표비중에 따른 여유자금배분 변경(안) ...	22

I. 검토배경

- 2008년 미국발 금융위기로 인한 글로벌 경제 및 금융시장 불안으로 국민연금 기금운용 여건도 악화
 - 국내외 주식시장의 급락으로 기금운용수익률이 매우 낮은 수준을 기록 중이며
 - 해외투자는 국내외환시장의 변동성 확대, 한국은행 등과의 통화스왑 조기 해지 등으로 신규투자 잠정 중단
 - 국민연금은 이러한 대내외 여건의 급격한 변화를 반영하여 2008년 기금운용계획을 변경('08.10. 제6차 기금위)

<'08년 기금운용계획 변경>

(단위 : %, %포인트)

구 분	2008년말 목표비중			2008년말 예상비중
	변경전	변경후	증감	
국내주식	17.0	17.0	-	12.0
국내채권	66.4	72.4	+6.0	77.7
해외주식	6.8	3.6	△3.2	2.2
해외채권	6.9	4.1	△2.8	4.1
대체투자	2.9	2.9	-	4.0
금융자산	100.0	100.0		100.0

- 2008년 기금운용계획이 변경되고 2009년에도 글로벌 시장 불안이 지속될 것으로 예상됨에 따라 2009년 기금운용계획에 대한 변경 검토
 - 2008년 기금운용계획 변경은 기금 포트폴리오의 이행 계획에 변화를 야기시킴으로써 기존 계획의 수정 불가피
 - 또한 2009년 국내외 불안한 시장 상황에 탄력적으로 대응하기 위해서도 기금운용계획 변경 필요

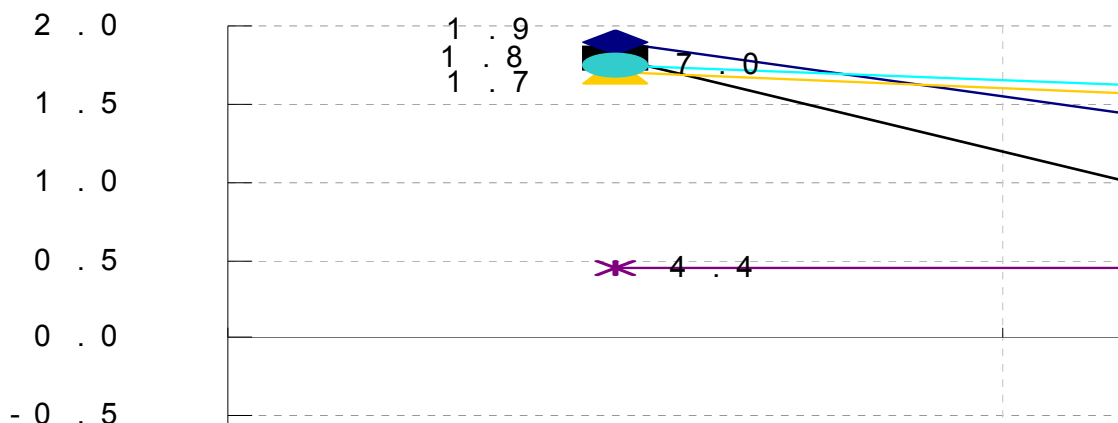
Ⅱ. 2009년 경제 및 금융시장 전망

1. 2009년 경제 및 금융시장 전망

□ 경제성장률

- 올해 금융위기가 실물경기 침체로 이어져 2009년 경제 성장률은 올해보다 더 낮아질 것이란 전망이 지배적
- '08년 11월 IMF 경제전망에서 연초대비 2009년 성장 전망치를 큰 폭 하향한 상황

<IMF 2009년 주요국 GDP 전망 변경 추이>



- 국내외 경제 및 금융기관들이 예상한 2009년 한국 GDP 성장률은 -3.0~3.6% 수준

※ 한국 GDP 성장률 전망(%) : LG경제연구원 3.6, KDI 3.3, SERI 3.2, OECD 2.7, 한국은행 2.0, 골드만 삭스 1.8, 금융연구원 1.7, 삼성증권 -0.2, UBS -3.0

- 세계 각국이 금융위기 및 경기침체 방지를 위한 일련의 대책을 내놓고 있으나
- 실제 효과가 나타나기까지 시간이 소요될 것으로 보이며 국내외 경기는 2009년 상반기 이후 개선될 것으로 조심스럽게 전망

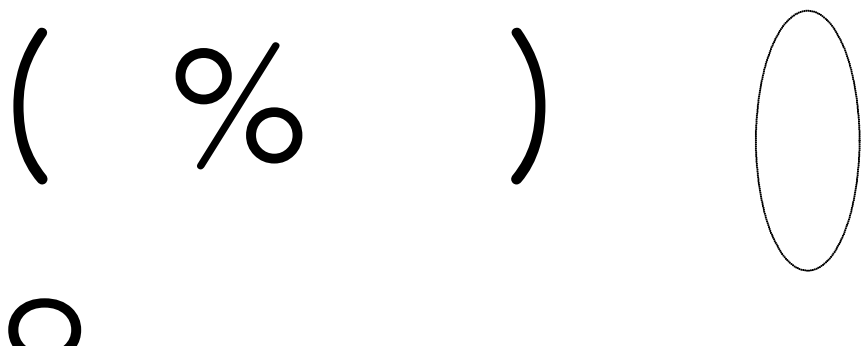
□ 주식 시장

- 주가는 내년 상반기 국내외 경기부진, 기업실적 악화 등에 따라 상반기 저점을 보인 이후,
 - 현재 진행 중인 각국 정부의 대폭적인 금리인하 및 경기부양책의 효과로 상승할 것으로 기대
- 다만 국내외 경기회복 모멘텀이 미약하고 신용경색에 따른 기업이익의 회복세가 지연될 것으로 보여 주가는 완만히 반등할 전망

□ 채권 시장

- 세계경제 둔화 및 물가부담 완화, 각국 정부의 경기부양을 위한 대폭적인 금리인하와 풍부한 유동성 등으로 채권 금리는 하락할 전망

< 각국 중앙은행의 금리인하 추이 >



- 미국 FRB는 최근('08.12.16) 1.0%였던 연방기금금리(FFR)를 0~0.25%로 인하하였으며 통화량 확대정책도 병행
 - 한국은행도 최근('08.12.11) 기준금리를 3%까지 인하하였으며 내년에는 2%대까지 추가 인하 가능성

2. 주요 세부 이슈 전망

- ◇ 주택가격 조정, 과도한 신용, 금융부실로 실물경제 부진
- ◇ 주가 상승 추세 전환 모멘텀 부재
- ◇ 강도 높은 통화완화 및 재정정책 예상, 정책효과 시간 필요

구 분	현황 및 전망
부동산 경기	<ul style="list-style-type: none"> ▪미국 주택가격은 현재 15% 하락중, 2009년말까지 추가 10~15% 하락 전망 ▪국내 부동산 경기 위축과 건설사 유동성 위기 및 부실이 가시화될 우려
금융부실 (신용경색)	<ul style="list-style-type: none"> ▪금융위기 확산 차단 예상, 구제금융 등 글로벌 공조 체계로 금융위기 완화 : 추가 부실은 예상되나, 불안 확산은 진정 ▪향후 부동산가격 추가 하락 및 신용경색 위험 잠재
소비 & 물가	<ul style="list-style-type: none"> ▪주택, 주가 등 자산가치 하락으로 소비심리 위축 ▪고용불안, 신용경색 여파(소비자 금융 및 부채부담 가중) 등으로 소비위축이 심화되고 장기화 불가피 ▪유동성 확대에도 불구하고 경기침체 수요 부진으로 인플레이션 압력 미미
수출	<ul style="list-style-type: none"> ▪세계경기 둔화, 원자재 가격 하락 등으로 우리나라 수출 증가세 (-) 전환, 글로벌 경기 부양 및 고환율로 일부 보완 : 우리나라 수출 2008년 20%, 2009년 -5% 예상
기업 실적	<ul style="list-style-type: none"> ▪금융위기, 실물경기 침체, 수요 부진으로 실적부진 : 기업이익 증가율 '08년 -9%, '09년도 (-) 예상 ▪유동성 확보에 주력하며 투자 여력은 축소

☞ 참고1 : 2009년 경제 및 금융시장 전망

Ⅲ. 2009년 기금운용계획 변경(안)

1. 목표 포트폴리오 변경

□ 자산별 목표비중 조정

기존 중기자산배분(안)의 변경없이 2008년 기금운용계획 변경을 반영하여 2009년도 포트폴리오 이행상에 무리가 없는 정도로 자산별 목표비중 조정

<2009년 자산배분 변경(안)>

(단위 : %, %포인트)

구분	변경전(A)	변경후(B)	증감(B-A)	허용범위	'08년 계획
국내주식	20.3	17.0	△3.3	±5.0	17.0
국내채권 ^{주)}	60.4	69.3	+ 8.9	±10.0	72.4
해외주식	9.4	3.6	△5.8	±1.5	3.6
해외채권	6.0	4.1	△1.9	±1.5	4.1
대체투자	3.9	6.0	+ 2.1	±2.0	2.9
계	100.0	100.0	-		100.0

<2009년 자산배분(안)의 특성치>

(단위 : %)

	기대수익률	위험 ¹⁾	연간손실확률 ²⁾
변경전	7.0	6.1	12.6
변경후	6.9	5.1	9.0

주: 1) 포트폴리오의 표준편차 2) 1년 운용수익률이 (-)수익률일 가능성
3) 2009 ~ 13년 중기자산배분상의 자산별 기대수익률 적용

- (국내주식) 국내시장의 불확실성, '08년말 국내주식 예상 비중 12%, 이행계획의 유연성 등을 반영하여 불가피하게 '08년과 동일한 17% 유지
- (해외주식 및 채권) 외환시장 불안, '08년 기금운용계획 변경 등을 반영하여 '09년도 목표비중은 '08년과 동일하게 각각 3.6%, 4.1% 유지

- (대체투자) '08년말 예상비중(4.0%)이 '09년 당초 목표비중(3.9%)를 초과하므로 운용유연성 제고를 위해 6.0%로 상향
- (국내채권) 국내외 주식, 해외채권의 감소분과 대체투자 증가분의 차이를 국내채권으로 흡수

☞ **참고2 : 자산별 목표비중 변경 내역**

□ 투자 허용범위 조정

- 국내채권의 투자허용범위를 $\pm 6.5\%pt$ 에서 $\pm 10.0\%pt$ 로 확대하여 각 자산군의 투자비중 변동을 최대한 흡수할 수 있도록 함

□ 2009년말 예상 포트폴리오

- 동 목표비중 달성시 2009년말 시가기준 총적립금은 255조 8,032억원으로 예상

<2009년말 시가기준 예상 포트폴리오>

(단위 : 억원, %)

구분	2009년말(E)		2008년말(E)		A-B
	금액(A)	비중	금액(B)	비중	
복 지 부 문	1,363	0.1	1,663	0.1	△300
금 융 부 문	2,549,049	99.6	2,241,274	99.6	307,775
주 식	524,907	20.5	319,285	14.2	205,622
국 내	433,152	16.9	269,184	12.0	163,968
해 외	91,755	3.6	50,101	2.2	41,654
채 권	1,871,056	73.1	1,831,903	81.4	39,153
국 내	1,766,533	69.0	1,740,380	77.3	26,153
해 외	104,523	4.1	91,523	4.1	13,000
대체투자	153,086	6.0	90,086	4.0	63,000
기 타 부 문	7,620	0.3	7,295	0.3	325
총 적 립 금	2,558,032	100.0	2,250,232	100.0	307,800

2. 여유자금배분 변경

- 변경된 목표비중을 달성하기 위해 여유자금 74조 1,135억원의 배분을 아래 표와 같이 변경함

<2009년 여유자금 배분(안)>

(단위 : 억원)

구 분	변경전(A)	변경 후(B)	증감(B-A)	2008년
주 식 (순 증)	354,367 (232,000)	337,867 (215,500)	△16,500 (△16,500)	260,500 (194,435)
국 내 (순 증)	237,113 (145,000)	265,113 (173,000)	28,000 (28,000)	157,000 (94,880)
해 외 (순 증)	117,254 (87,000)	72,754 (42,500)	△44,500 (△44,500)	103,500 (99,555)
채 권 (순 증)	348,768 (47,654)	340,268 (39,154)	△8,500 (△8,500)	577,978 (42,811)
국 내 (순 증)	318,231 (50,654)	293,731 (26,154)	△24,500 (△24,500)	561,478 (34,842)
해 외 (순 증)	30,537 (△3,000)	46,537 (13,000)	16,000 (16,000)	16,500 (7,969)
대체투자	38,000	63,000	25,000	29,000
SOC투자	4,000	12,000	8,000	6,000
부동산투자	8,000	15,000	7,000	6,000
기타 사모투자	8,000	11,000	3,000	8,000
해외 대체투자	18,000	25,000	7,000	9,000
여유자금 계	741,135	741,135	-	867,478

주 1) 2009년 여유자금 74조 1,135억원은 채권 원금회수 29조 2,937억원, 위탁운용 만기도래원리금 12조 6,059억원(국내주식 9조 2,113억원, 해외주식 3조 2,254억원, 해외채권 2,000억원, 대체투자 1,692억원) 포함

2) 대체투자는 원금회수가 없는 것으로 가정, 순증 금액임

□ 여유자금배분 변경내역 설명

- 국내주식의 목표비중을 낮추고 국내채권의 목표비중을 높였음에도 불구하고 국내주식에 배분되는 여유자금이 당초보다 증가하고 국내채권은 감소하는 것으로 나타남

(단위 : 억원)

구 분	변경전(A)	변경후(B)	증감(B-A)
국내주식 (순 증)	237,113 (145,000)	265,113 (173,000)	28,000 (28,000)
국내채권 (순 증)	318,231 (50,654)	293,731 (26,154)	△24,500 (△24,500)

주) A : 국내주식 17%→20.3% 변화시, B : 국내주식 12%→17% 변화시

- 기존에는 목표비중을 기준으로 여유자금배분을 작성하였으나 변경(안)에서는 '08년말 예상비중을 기준으로 작성하여 증감폭이 확대되었기 때문

(단위 : %, %pt)

구 분	변경 전			변경 후		
	'08년 목표비중	'09년 목표비중	증감	'08년말 예상비중	'09년 목표비중	증감
국내주식	17.0	20.3	3.3	12.0	17.0	5.0
국내채권	66.4	60.4	△6.0	77.7	69.3	△8.4

- 한편 '08년말 예상비중(국내주식 12%)을 기준으로 목표비중 조정 전과 후 국내주식에 배분되는 여유자금을 비교한다면 조정 후가 조정 전보다 작아지는 것을 알 수 있음

(단위 : 억원)

구 분	조정 전(a)	조정 후(B)	증감(B-a)
국내주식 (순 증)	347,113 (255,000)	265,113 (173,000)	△82,000 (△82,000)
국내채권 (순 증)	211,731 (△55,847)	293,731 (26,154)	△82,000 (△82,000)

주) a : 국내주식 12%→20.3%, 변화시 B : 국내주식 12%→17% 변화시

☞ 참고2 : 국내주식 목표비중에 따른 여유자금 배분안

□ 승인 조건의 변경

- 대체투자의 목표비중 상향 조정을 반영하여 2009년도 누적약정 한도(투자잔액+누적 미집행약정액)를 증가

- 누적약정 한도 : 26조원 → 30.4조원 (4.4조원 증가)

<2009년도 대체투자 누적약정 한도 내역>

투 자 대 상	변경전	변경후
대체투자 누적약정 한도 총계	26.0조원	30.4조원
1. 2008년말 예상 누적약정액	15.2조원	14.6조원
2. 2009년 예상 신규약정액	10.8조원	15.8조원

3. 2009년 환헤지 정책 및 벤치마크

□ 2008년 해외주식 환헤지 정책 변경('08.10월 기금위 결정)

- 해외주식의 전략적 헤지비율 적용을 1년씩 순연하여 2009년말 70%, 2010년말 60%, 2011년말 50%로 하고,
- 2008년말 해외주식의 전략적 헤지비율을 70%에서 90%로 높이고 허용범위를 5%에서 10%로 확대하여 적용하도록 함

<08년 환헤지 목표>

구분	당초		변경후	
	전략적 헤지비율	허용범위	전략적 헤지비율	허용범위
해외채권	100%	± 2%pt	100%	± 2%pt
해외주식	70%	± 5%pt	90%	± 10%pt

※ 2008년 해외주식 BM 헤지비율도 환헤지 비율 변경이후 90%로 적용

□ 2009년 환헤지 정책

- (해외채권) '09년 해외채권의 전략적 헤지비율(100%) 및 허용범위($\pm 2\%pt$)는 현행 유지
- (해외주식) 기금위 의결에 따라 '09년 해외주식의 전략적 헤지비율은 70%로 하고 허용범위는 외환시장의 변동성 확대 예상에 따라 $\pm 10\%pt$ 로 확대

<2009년말 전략적 헤지비율>

구분	전략적 헤지비율	허용범위
해외채권	100%	$\pm 2\%pt$
해외주식	70%	$\pm 10\%pt$

- (벤치마크) 해외채권의 벤치마크는 현행과 같이 100%의 헤지비율을 반영하여 산출함
 - 해외주식의 벤치마크는 '08년말 목표 헤지비율 90%에서 매분기 5%pt씩 하향*하여 헤지비율을 반영함
 - 2009년에도 외환시장의 불안이 완전히 해소되기 어려울 것으로 전망되므로 벤치마크의 헤지비율을 단계적으로 적용하여 외환 운용의 변동성을 낮추고자 함

* '09.1분기 85%, 2분기 80%, 3분기 75%, 4분기 70% 환헤지 비율을 적용하여 벤치마크 산출

◆ 2009년에는 해외투자 중장기 투자방향을 재정립하여

- 자금조성 및 회수, 외환운용, 환헤지 등 해외투자 전 과정을 통합하는 전략 및 역량강화 방안을 강구할 계획
- 환헤지 정책도 동 결과에 따라 2010년부터 새로 적용할 예정

참고1 2009년 경제 및 금융시장 전망

1. 경제 및 금융시장 전망

□ 국내외 경제

- 국내외 경제는 2009년 상반기까지 급락후 완만히 개선될 전망
 - 세계 각국이 금융위기 및 경기침체 방지를 위한 일련의 대책을 내놓고 있으나 실제 효과가 나타나기까지는 시간이 소요되기 때문
- 그러나 글로벌 경제의 부진이 장기화됨에 따라 성장률 수치의 상승에도 불구하고 회복강도는 미약할 것으로 보임

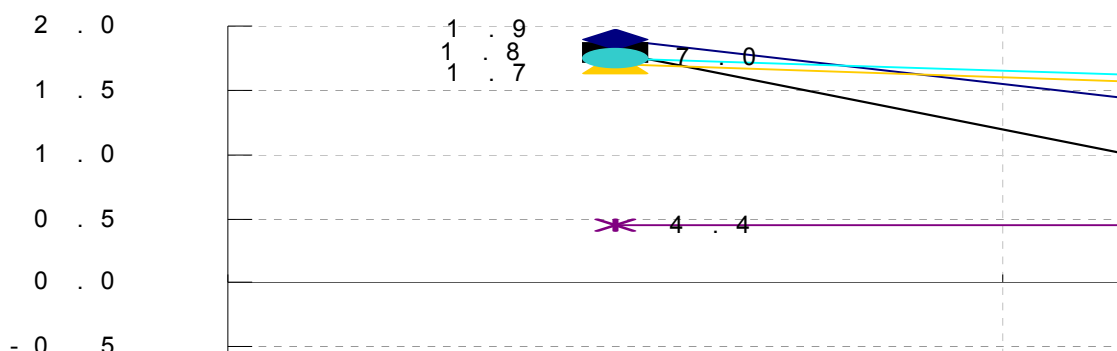
<IMF의 세계경제 전망>

(단위 : %)

지 역	2007	2008(추정)	2009(전망)
세계경제	5.0	3.7	2.2
선진국	2.6	1.4	-0.3
미국	2.0	1.4	-0.7
유로	2.6	1.2	-0.5
신흥시장&개도국	8.0	6.6	5.1
중국	11.9	9.7	8.5
인도	9.3	7.8	6.3
한국	5.0	4.1	2.0
세계무역 증가율	7.2	4.6	2.1

주 : IMF World Economic Outlook 2008. 11. 6

<2009년 주요국 GDP 전망 변경 추이>



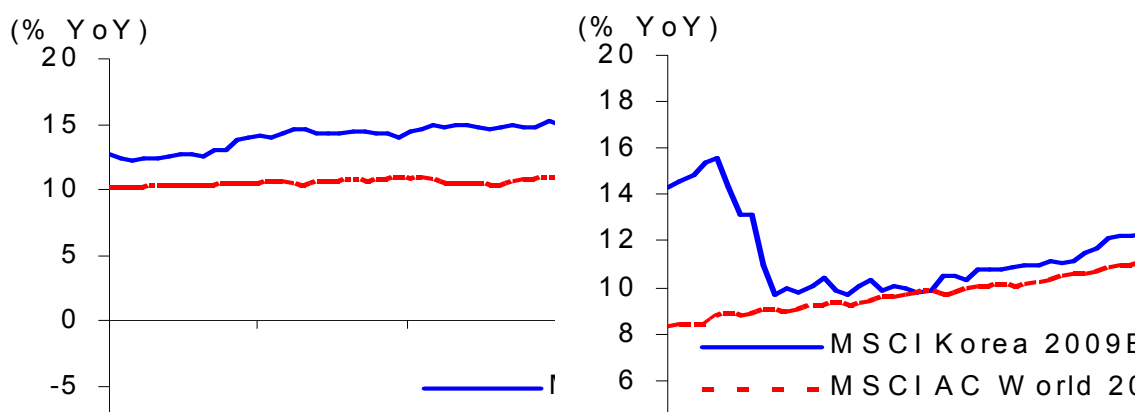
- 세계경기 둔화에 따라 세계무역 증가율 또한 둔화될 것으로 보여 내년도 우리나라 수출증가율 또한 올해 20%에서 -5% 내외로 둔화 예상

※ 내수회복을 위한 경기부양책 등 정부정책이 중요한 변수

□ 국내 주가

- 주가는 내년 상반기 국내외 경기부진, 기업실적 악화 등에 따라 상반기 저점을 보인 이후,
 - 현재 진행중인 각국 정부의 대폭적인 금리인하 및 경기 부양책의 효과가 시차를 두고 나타나면서 완만히 상승 기대
- 국내외 경기회복 모멘텀이 미약하고 신용경색에 따른 기업이익 회복세가 지연될 것으로 보여 주가반등 또한 완만할 전망
- 기업이익 전망은 세계경제 둔화, 기업 유동성 위축 및 수요부진 등으로 하향조정 추세
 - 2008년 국내 및 해외기업 이익증가율 전망치는 각 -9.0%, -3.4%. 2009년 실적도 하향 조정되면서 부진할 것으로 보임

< 2008, 2009년도 기업이익(EPS) 증가율 전망치 추이 >

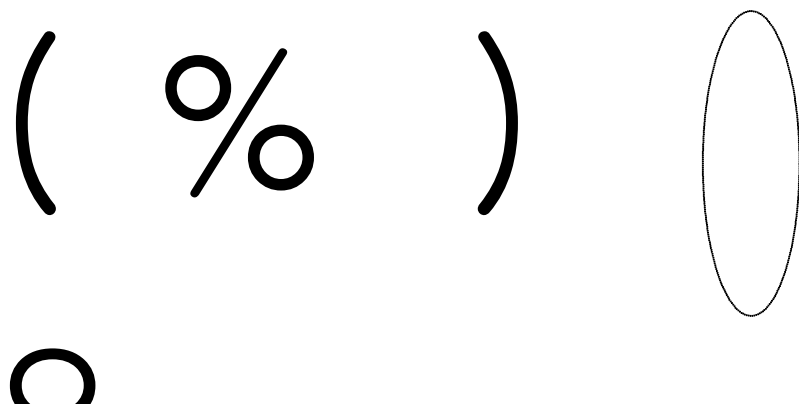


주 : Thomson IBES 2008. 10. 30일 기준

□ 국내 금리

- 세계경제 둔화 및 물가부담 완화, 각국 정부의 경기부양을 위한 대폭적인 금리인하와 풍부한 유동성 등으로 채권 금리는 하락할 전망

< 각국 중앙은행의 금리인하 추이 >



- 미국 FRB는 최근(12.16) 1.0%였던 연방기금금리(FFR)를 0~0.25%로 인하하였으며 통화확대 정책도 병행
 - 한국은행도 최근('08.12.11) 기준금리를 3%까지 인하하였으며 내년에는 2%대까지 추가 인하 가능성
- 풍부한 유동성에도 불구하고 경기부진, 소비위축, 기업들의 유동성 위험 상존 및 투자위축 등으로 물가상승 압력은 미미
 - 내년도 선진국의 소비자물가 상승률은 1.4%로 올해 3.6%에 비해 큰 폭 낮아지고, 신흥시장 물가 또한 7.1%로 올해 9.2%에 비해 낮아질 전망(IMF 전망치)

2. 세부 이슈 전망

□ 부동산 경기

기준 전망	호재	악재
<ul style="list-style-type: none"> · 미국 주택시장 진정 : 09년 상반기 ↘ 하반기 → · 국내 부동산 연착륙 : 09년 상반기 ↘ 하반기 → 	<ul style="list-style-type: none"> · 미국 건설부문 반등 : 공공 건설투자 · 건설사 부실 조기 정리 : 상반기중 구조조정 완료 (중소 건설사) 	<ul style="list-style-type: none"> · 모기지(연체율, 금리) 부담 · 국가 재정투입 확대 : 프라임 모기지 부실 · 주택가격 하락 가속화 · 가계 부실 · 대형 건설사 부실 위험

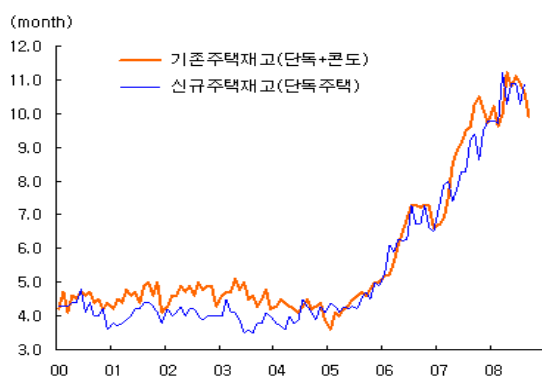
○ 미국 주택가격은 현재 15% 하락, 2009년 추가 하락 가능성 높음

- 현재 주택재고 소진기간이 10개월 수준(과거 평균 5~6개월)이며 고용여건 악화, 금융기관 대출 기피 등으로 주택 구매여력 약화
- 재고조정과 주택 차압 등으로 추가적인 가격하락 예상

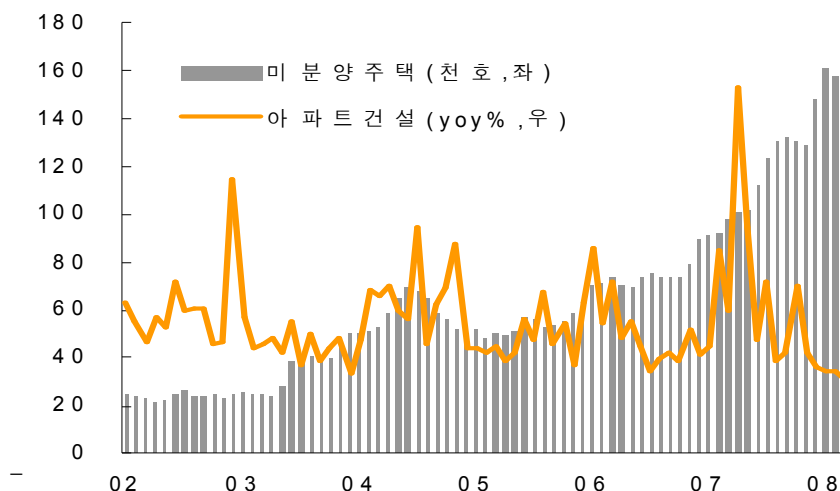
○ 국내 주택가격은 상대적으로 안정적이나 미분양 증가와 자금시장 경색으로 건설사 부실 우려 확산

- 주택가격 하락과 부동산 PF 및 중소 건설사 부실이 불가피할 것으로 예상되는 가운데 정부정책 지원 등으로 가계 및 대형 건설사로 전이 차단 전망

< 미국 주택 재고 추이 >



< 국내 미분양 주택 추이 >



□ 금융부실 (신용경색)

기준 전망	호 재	악 재
<ul style="list-style-type: none"> • 미국 금융부실 진행 : 09년 상반기 악화, 하반기 안정 	<ul style="list-style-type: none"> • 자금시장 및 신용경색 완화 : 신용스프레드 안정 	<ul style="list-style-type: none"> • 상업은행 부실 대두 : 시장 안정책 실효성 의문
<ul style="list-style-type: none"> • 국내 금융부실 진행 : 09년 상반기 악화, 하반기 안정 	<ul style="list-style-type: none"> • 금융기관 부실 미미 : 상반기중 구조조정 완료 (중소 건설사 정리) 	<ul style="list-style-type: none"> • 부실규모 확대 : 국내 은행 부실 : 시장 안정책 효과 의문

○ 미국 등 주요 금융기관 추가 부실은 진행되나, 불안 확산은 차단

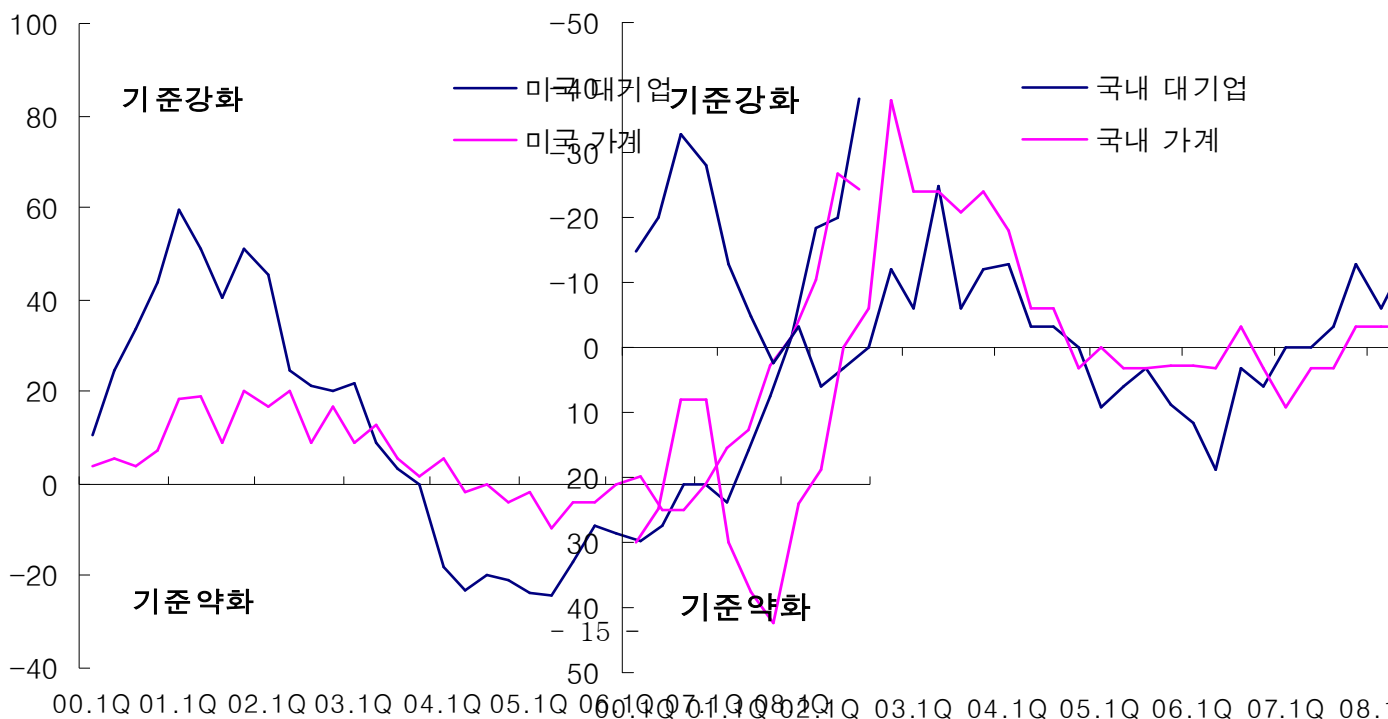
- 89년 RTC(정리신탁공사) 설치후 3년간 부실 금융기관 정리 지속, 적극적인 유동성 공급과 금융불안 확산 방지책으로 실물경제 파급 최소화

○ 자산가치 하락과 은행 재무구조 불안정으로 공급된 유동성이 기업 및 개인의 신용 창출로 연결까지 일정 시간 소요 예상

- 현재 불투명한 금융기관의 추가 부실규모를 파악하고 안정적 수준의 자본 확보 필요, 실물경제 침체에 따른 금융기관 추가 부실 악순환 차단

< 미국 대출 태도 >

< 국내 대출 태도 >



□ 소비 & 물가

기준 전망	호 재	악 재
<ul style="list-style-type: none"> • 미국 소비부진 심화 • 09년 상반기 ↘ • 하반기 → 	<ul style="list-style-type: none"> • 모기지 금리 하락 	<ul style="list-style-type: none"> • 급격한 고용 부진 및 소득감소 우려 • 가계 부실 심화
<ul style="list-style-type: none"> • 국내 소비부진 심화 • 09년 상반기 ↘ • 하반기 → 	<ul style="list-style-type: none"> • 가계 대출 금리 안정 	<ul style="list-style-type: none"> • 고용 악화 • 가계 부실 심화

○ 미국 등 선진국 소비는 자산가치 하락 및 고용 부진 여파로 급격한 소비 부진과 장기화 불가피할 전망

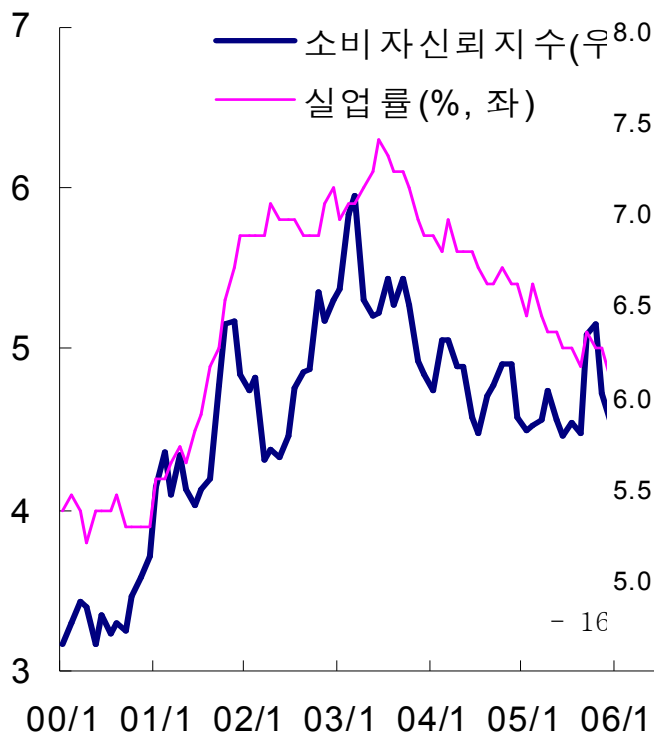
- 다만 재정정책 확대로 급격한 소비둔화를 방어하여 가계 부실에 의한 금융, 실물경제 추가 부실 악순환 방지 노력

○ 국내외 물가 상승 압력은 글로벌 수요둔화에 따라 미미

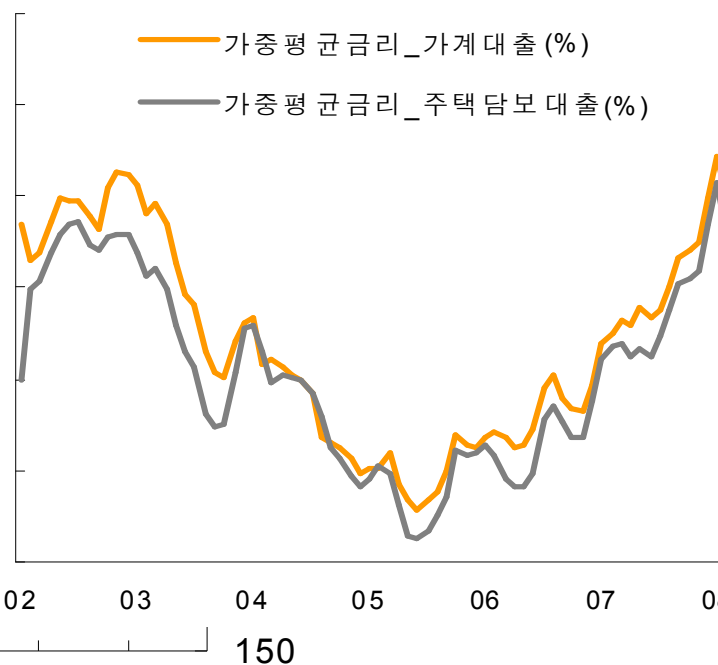
○ 국내 소비 또한 경기 부양책 등으로 급격한 위축은 방지하려는 노력 진행

- 주택 가격 급락과 가계 대출 금리가 높게 유지되는 경우 국내 소비 또한 급격한 위축 가능성 잠재

< 실업률 및 소비심리지수(미) >



< 국내 가계 대출 금리 >



□ 수출

기준 전망	호 재	악 재
<ul style="list-style-type: none"> 중국 경제성장률 : 09년 상반기 7% 하반기 8% 	<ul style="list-style-type: none"> 글로벌 경기부양 공조 	<ul style="list-style-type: none"> 이머징 경제 급격한 둔화 보호주의 확산 : 교역량 감소
<ul style="list-style-type: none"> 국내 수출 증가율 : 09년 상반기 -10% 하반기 0% 	<ul style="list-style-type: none"> 중국, 중동 등 이머징 개발 수요 	<ul style="list-style-type: none"> 0%내외 수출 증가율 : 중국, 중동 등 이머징 수요 급격한 위축

○ 중국 등 이머징 국가의 풍부한 유동성과 안정적 재정상황 감안시 급격한 성장률 둔화 가능성은 낮음

- 일부에서는 중국 과잉설비로 성장률이 6%이하까지 급락 우려

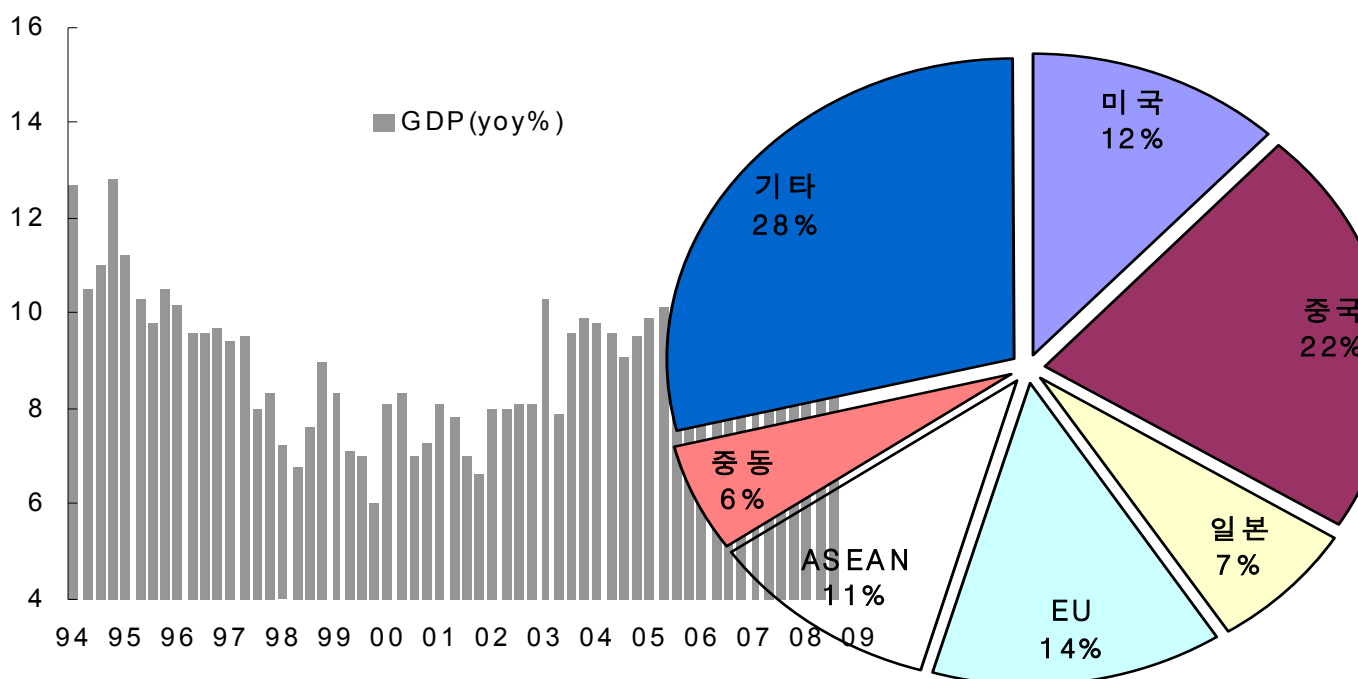
○ 현재 글로벌 경기 부양 공조 상황, 상호 지원 필요성 인식

- 자국 중심의 경기부양, 고용안정 등 유혹이 클 수 있으나, 이는 장기적으로 효율적이지 못한 결과 예상(글로벌 및 자국 성장 회복 지연)

○ 글로벌 경기 부양책과 고환율 영향으로 수출 둔화세 보완 전망

- 2009년 원달러 평균 1,200원 예상(2008년 평균 1,100원 수준)

< 중국 경제성장률 > < 국내 수출 지역별 비중(08.10월) >



□ 기업 실적

기준 전망	호 재	악 재
실적둔화 예상 속도 : 09년 상반기 ↘ 하반기 →	• 09.1Q중 기업 실적 하향 마무리 • 대규모 재정지출 혜택 • M&A 확산	• 금융기관, 기업, 개인 추가 부실 악순환 • 신용경색 지속 : 유동성 확보에 주력 투자 어려움 • 경기침체 장기화

○ 기업이익 예상치는 금융위기와 글로벌 경기침체 우려를 반영하여 급격히 하향중

- 향후 12개월 이익 전망치 최근 1개월사이 크게 하향 조정

○ 국내 및 이머징국가 기업의 2009년 실적 추가 조정 불가피

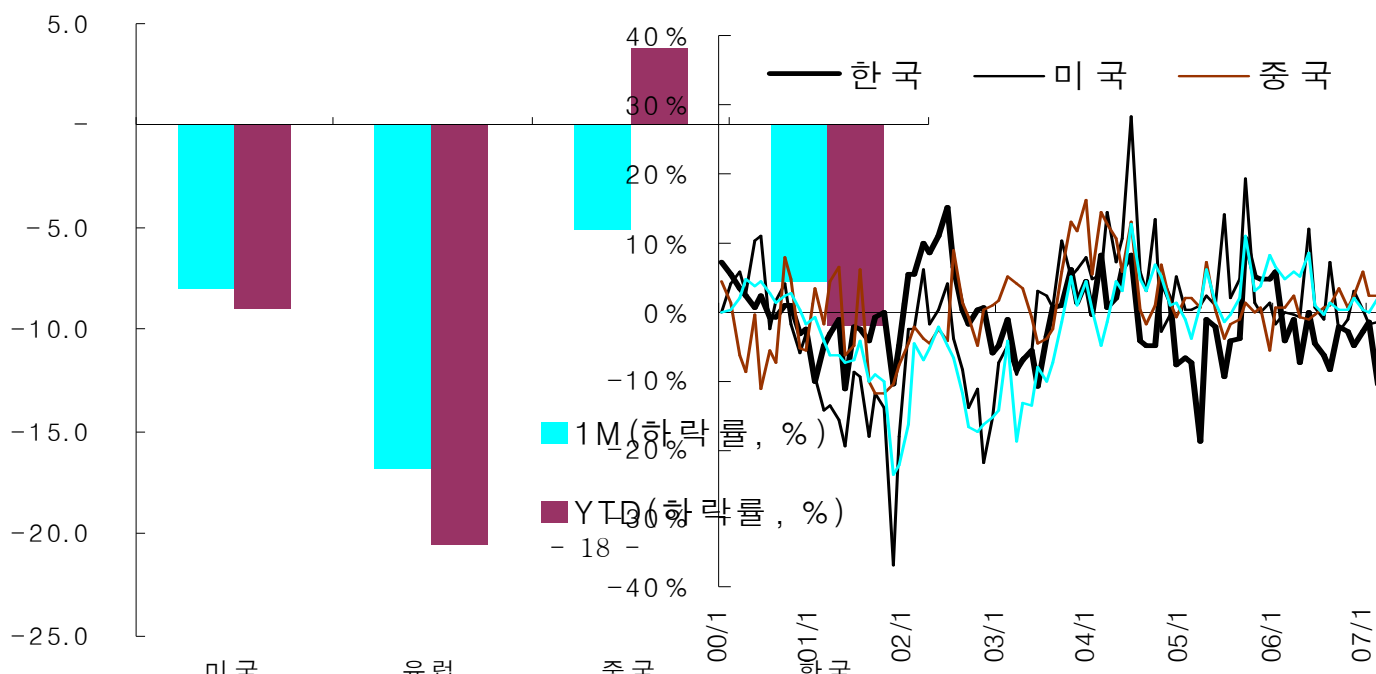
- 국내기업 2009년 이익 증가율 전망치 15%대는 너무 높은 수준

○ 향후 경기회복 모멘텀이 미약하나, 신용경색 해소시 세계 주요 대기업의 안정적 재무상황과 저금리에 기초한 M&A 등 유동성 장세 기대

- 비관적인 전망에 기초한 급격한 실적 하향조정 이후 반등

< 12m fwd EPS 변화율 >

< 기업실적 조정 추이 >



□ 정부 정책

기준 전망	호 재	악 재
<ul style="list-style-type: none"> · 글로벌 정책 공조 · 대규모 경기부양책 	<ul style="list-style-type: none"> · 2009년 상반기중 실효 · 금융위기 및 신용경색 확산 방어 · 글로벌 리더 부각 · 각 경제주체 심리 안정 	<ul style="list-style-type: none"> · 정책 실효성 논란 · 추가 부실 확산 등

○ 국내외 각국이 최근 대규모 재정지출 발표 등 글로벌 정책공조 진행중

- 글로벌 금융위기 확산 방지를 위한 각국 금융지원책 집행 개시, 본격적인 실물 경제 침체 방어를 위한 대규모 재정지출 예정

○ 당분간 정책 실효성 및 추가 부양책 필요 논란은 계속될 전망

- 2008년 4Q~2009년 상반기까지의 급격한 세계경기둔화 상황을 피하기 어려울 것으로 예상

○ 각국 정부간 공조체제와 정치적 통합 안정이 유지되느냐가 관건

- 글로벌 리더로서 미국 재부각 등 어려운 시기에 대한 희망이 존재하긴 하나, 미국 중심의 금융 및 경제질서에 대한 이탈 세력 대두 가능성 등 불안요인도 잠재

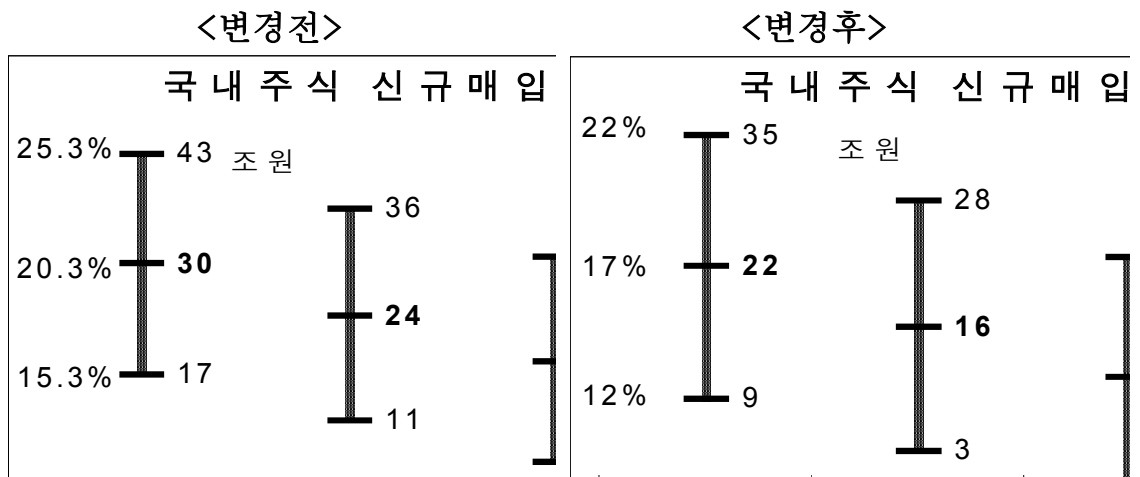
< 주요국 경기 부양 정책 >

구 분	경기 부양책
한국	08.11월 경제난국 종합대책 : 14조원 규모 재정지출
중국	2010년까지 4조위안(한화 약 775조원) 지출
독일	2012년까지 230억유로(한화 약 39조원) 경기부양책
미국	오바마 당선자의 연내 추가 부양책 발표 기대 : 0.5~1조달러 재정정책

참고2 자산별 목표비중 변경 내역

□ 국내주식

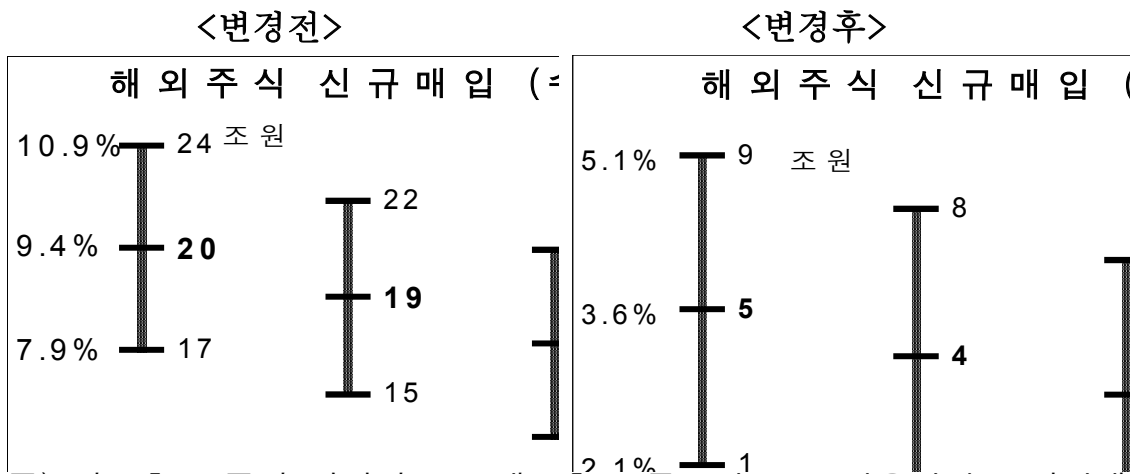
- 2009년말 예상 KOSPI 지수별 신규 매입 규모를 감안하여 '08년 수준과 동일한 비중 결정



주) 가로축은 KOSPI 시나리오를 세로축은 목표비중 ± 허용범위를 나타냄

□ 해외주식

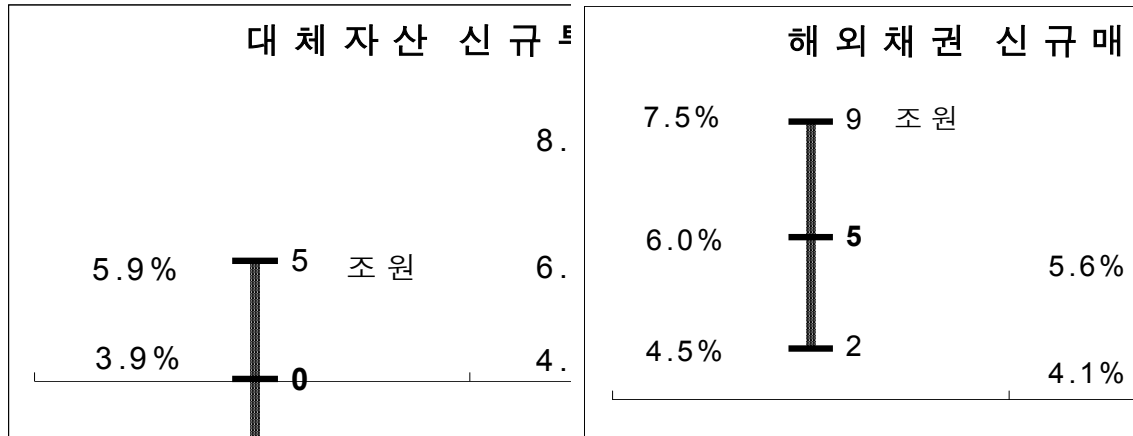
- 2009년말 MSCI 수익률 변화에 따른 신규 매입 규모, 외환시장 상황에 따라 신규 집행이 제약될 가능성 등을 고려하여 '08년 수준과 동일한 비중 결정



주) 가로축은 주가 시나리오를 세로축은 목표비중 ± 허용범위를 나타냄

□ 대체투자

- 실물투자 환경이 호전될 가능성이 높고, '08년말 예상 비중(4.0%)이 '09년 당초 목표비중(3.9%)를 초과하므로 6.0%로 상향



□ 해외채권

- 외환시장 상황에 따라 신규 투자가 제한되는 상황을 고려하여 '08년 수준으로 목표비중 변경

□ 국내채권

- 국내외 주식, 해외채권의 감소분과 대체투자 증가분의 차이를 국내채권으로 흡수

참고3 국내주식 목표비중에 따른 여유자금배분 변경(안)

◇ 국내주식 목표비중의 허용범위 하한(12%) 및 상한(22%)에 따른 여유자금배분의 변동을 살펴봄

※ 국내주식 비중의 변화는 국내채권 비중의 변화로 흡수하고 다른 자산군의 목표비중 변화는 없다고 가정

□ 국내주식비중 12% 가정 여유자금 배분(안)

(단위 : 억원)

구 분	변경전(A)	변경후(B)	증감(B-A)	2008년
주 식 (순 증)	354,367 (232,000)	215,867 (93,500)	△138,500 (△138,500)	260,500 (194,435)
국 내 (순 증)	237,113 (145,000)	143,113 (51,000)	△94,000 (△94,000)	157,000 (94,880)
해 외 (순 증)	117,254 (87,000)	72,754 (42,500)	△44,500 (△44,500)	103,500 (99,555)
채 권 (순 증)	348,768 (47,654)	462,268 (161,154)	113,500 (113,500)	577,978 (42,811)
국 내 (순 증)	318,231 (50,654)	415,731 (148,154)	97,500 (97,500)	561,478 (34,842)
해 외 (순 증)	30,537 (△3,000)	46,537 (13,000)	16,000 (16,000)	16,500 (7,969)
대체투자	38,000	63,000	25,000	29,000
SOC투자	4,000	5,000	6,000	6,000
부동산투자	8,000	20,000	10,000	6,000
기타 사모투자	8,000	13,000	5,000	8,000
해외 대체투자	18,000	25,000	4,000	9,000
여유자금 계	741,135	741,135	-	867,478

주 1) 2009년 여유자금 74조 1,135억원은 채권 원금회수 29조 2,937억원, 위탁운용 만기도래원리금 12조 6,059억원(국내주식 9조 2,113억원, 해외주식 3조 2,54억원, 해외채권 2,000억원, 대체투자 1,692억원) 포함

2) 대체투자는 원금회수가 없는 것으로 가정, 순증 금액임

□ 국내주식비중 22% 가정시 여유자금 배분(안)

(단위 : 억원)

구 분	변경전(A)	변경 후(B)	증감(B-A)	2008년
주 식 (순 증)	354,367 (232,000)	460,867 (338,500)	106,500 (106,500)	260,500 (194,435)
국 내 (순 증)	237,113 (145,000)	388,113 (296,000)	151,000 (151,000)	157,000 (94,880)
해 외 (순 증)	117,254 (87,000)	72,754 (42,500)	△44,500 (△44,500)	103,500 (99,555)
채 권 (순 증)	348,768 (47,654)	217,268 (△83,846)	△131,500 (△131,500)	577,978 (42,811)
국 내 (순 증)	318,231 (50,654)	170,731 (△96,846)	△147,500 (△147,500)	561,478 (34,842)
해 외 (순 증)	30,537 (△3,000)	46,537 (13,000)	16,000 (16,000)	16,500 (7,969)
대체투자	38,000	63,000	25,000	29,000
SOC투자	4,000	5,000	6,000	6,000
부동산투자	8,000	20,000	10,000	6,000
기타 사모투자	8,000	13,000	5,000	8,000
해외 대체투자	18,000	25,000	4,000	9,000
여유자금 계	741,135	741,135	-	867,478

주 1) 2009년 여유자금 74조 1,135억원은 채권 원금회수 29조 2,937억원, 위탁운용 만
 기도래원리금 12조 6,059억원(국내주식 9조 2,113억원, 해외주식 3조 2,254억원, 해외
 채권 2,000억원, 대체투자 1,692억원) 포함

2) 대체투자는 원금회수가 없는 것으로 가정, 순증 금액임