의 결 번 호	제 2017 - 1 호
의 결 연 월 일	2017. 1. 25. (제 1 회)

의결사항

2017년도 목표 초과수익률(안)

국민연금기금운용위원회

제 출 자	위원장 정 진 엽 (보건복지부장관)
제출연월일	2017. 1. 25.

1. 의결주문

○ 2017년도 목표 초과수익률(안)을 별지와 같이 의결함

2. 제안이유

○ ‘국민연금 기금운용지침 제10조(목표 초과수익률)’에 따라 2017년도 목표 초과수익률(안)을 의결하고자 함

3. 주요 내용

○ 2017년 목표 초과수익률을 0.25%p로 함

- 목표 정보비율(IR)은 0.4, 목표 액티브위험은 0.64%로 함

<별지>

2017년도 목표 초과수익률(안)

2017. 1. 25.

보건복지부

목 차

Ⅰ. 목표 초과수익률의 의의 ·····

Ⅱ. 2017년도 목표 초과수익률(안) ·····

Ⅲ. 성과평가보상전문위원회 및 실무평가위원회 검토결과 ·····

Ⅳ. 2017년도 자산군별 액티브위험 배분 결과 (안) ·····

설명자료

1. 액티브운용과 초과수익 ·····

2. 기금운용본부 성과급 보상체계 ·····

3. 목표 초과수익률 해외사례 ·····

Ⅰ. 목표 초과수익률 의의

1. 개념

○ 기금운용본부가 **액티브 운용***을 통해 전략적 자산배분(SAA)에 의한 수익률**(벤치마크 수익률)을 **초과**하여 **달성해야 할 수익률**의 **목표치**

* 액티브 운용(Active Management) : 시장 상황에 맞게 전략적 자산배분의 배분 비중 및 벤치마크 종목 구성과 다르게 투자하는 운용방식

** **전략적 자산배분**(Strategic Asset Allocation; SAA)**비중**을 **유지**할 경우에 **'사후적'**으로 **실현**되었을 **수익률**

2. 설정 목적 및 활용

○ **(목적) 기금의 안정적인 초과수익 달성**을 위해 초과 수익의 목표치와 활용할 수 있는 위험수준을 제시

- **(운용방향 제시)** 기금운용본부가 액티브 운용을 통해 달성해야 할 **초과수익의 목표치를 부여**함으로써 장기수익률 제고를 위한 **기금 운용의 적극성 수준 제시**

- **(위험수준 결정)** 목표 초과수익률 결정시 액티브위험도 함께 결정함으로써 기금운용본부가 활용할 수 있는 액티브 **위험의 수준을 부여**

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

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

3. 산출식 및 구성 요소

목표 초과수익률	=	목표 정보비율(IR)	×	목표 액티브위험 (자산군간 비중·자산군내 종목 조정 위험)

□ **(정보비율, Information Ratio)** 액티브 운용의 효율성을 나타내는 지표로, IR이 높을수록 다른 운용자 대비 역량이 높음을 의미

* **액티브 운용**에 따른 **위험 한 단위 당 초과수익률(초과수익률/액티브위험)**

□ **(액티브 위험)**

○ **(자산군간 투자비중 조정위험)** 자산군간 **실제 투자 비중**을 기금운용위원회가 정한 **전략적 자산배분 비중과 달리**하여 발생하는 수익률 차이의 표준편차

* 예) 주식시장 강세를 전망하고, 전략적 자산배분(SAA) 목표비중보다 주식 투자 비중을 확대했을 경우, 당초 기금운용위원회가 정한 자산배분 비중에 따른 수익률과 실제 투자비중에 따른 수익률 차이의 표준편차

○ **(자산군내 종목 조정위험)** **세부종목별** 실제 투자 비중을 **벤치마크 비중과 달리**하여 발생하는 수익률 차이의 표준편차

* 예) A기업의 주가상승폭이 클 것을 전망하여 벤치마크(KOSPI 지수)상의 A기업 비중보다 높게 투자했을 경우, 벤치마크에 따른 수익률과 실제 수익률 차이의 표준편차

< 목표 초과수익률 및 액티브위험 한도 설정경과 >

(단위: %, %p)

구 분		2011	2012	2013	2014	2015	2016
목표 초과수익률		**0.45**	**0.41**	**0.38**	**0.20**	**0.25**	**0.25**
정보비율(IR)	목표치	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
	실적치	0.12	△1.04	0.26	0.05	△0.35	-
액티브위험 (TE)	목표치[1]	0.90	0.82	0.75	0.49	0.64	0.64
	실적치[2]	0.40	0.30	0.53	0.83	0.85	-
실현수익률(A)		2.32	7.03	4.16	5.25	4.57	-
BM 수익률(B)		2.27	7.34	4.02	5.21	4.87	-
초과수익률실적(A-B)		**0.05**	**△0.32**	**0.14**	**0.04**	**△0.30**	**-**

주 1) 목표치는 대체투자 미포함, 실적치는 대체투자 포함 ('13년 대체투자 벤치마크 적용이후 벤치마크의 정합성 검증과 실적치 누적기간이 필요하여 '16년까지 대체투자에 대한 목표 초과수익률 부여를 유예함, '13.9 기금운용위원회)

2) 액티브위험 실적치는 월간수익률의 표준편차를 연율화하여 추정하였음

자료) 2015년도 국민연금 기금운용 성과평가(국민연금연구원), 기금운용본부

Ⅱ. 2017년도 목표 초과수익률(안)

1 목표 IR(안)

□ (그 간의 경과) '08년 목표 정보비율(IR)을 0.5로 설정하고 지속적으로 유지해오다, **'14년 목표 IR부터 0.4로 조정하여 유지**

○ '13.9월 기금운용위원회에서 유사펀드와의 비교 및 기금의 액티브 운용여지를 감안하여 **'14년 목표 IR을 0.4로 조정후 '16년까지 유지**

□ **('17년 목표 IR (안)) '16년 목표 IR과 동일하게 0.4로 설정 제안**

○ 목표 IR은 **기금운용본부의 운용능력 요구수준**으로서 조직의 구조 및 성과보상체계와 관련되므로, **장기적인 관점**에서 **안정성을 고려**하여 설정할 필요

○ **시장 및 액티브 운용여건이 '16년과** 크게 다르지 않은 점을 고려하여 **'17년 목표 IR을 '16년과 동일하게 0.4로 유지**

2 목표 액티브 위험 및 목표 초과수익률(안)

목표 액티브 위험 0.64%, 목표 초과수익률 0.25%p 제안 ('16년과 동일)

○ 목표 액티브위험과 목표 초과수익률은 **기금운용본부가 운용전략을 수립하는 기준**으로, 매년 변경시 중장기 운용전략 수립이 곤란한 점을 고려하여 **안정적으로 제시할 필요**

○ '16년 대비 **액티브운용 여건은 다소 개선**될 것으로 보이나,

- 목표 초과수익률을 변경시킬 정도로 **중대한 자산운용전략의 변화나 액티브운용 여건의 변화가 있다고 보기 어려운 점**

- 그간 **초과수익률 실적치, 해외 연기금 사례, 계량분석 결과** 등을 고려할 때 0.25%p를 변경할 필요성이 크지 않다는 점 등을 고려하여 **'16년과 동일하게 결정**

< 판단 근거 >

① 액티브운용 여건

- **(자산배분) '17년 기금운용계획*에 따라** 액티브운용이 어려운 **국내채권은 축소,** 액티브운용이 용이한 **해외주식은 확대**될 예정으로 **기금전체의 액티브운용 여건은 다소 개선**될 수 있을 것으로 판단

  * 기금운용계획상 목표 포트폴리오('16→'17) : 국내주식(20%→19.2%), 해외주식(13.1%→15.4%), 국내채권(51.4%→49.5%), 해외채권(4.0%→4.0%)

- **(국내주식 운용) 최근 국내주식 공모펀드의 액티브운용 성과가 확대**되는 상황*이나, 자산규모의 확대에 따라 **국내주식의 액티브 운용을 통한 초과수익 창출에는 한계가 있음**

  * 최근 3년 국내주식 공모펀드 초과수익률 추이(평균) : 1.41%('13) → 3.04('14) → 5.34%('15)
  (단, 국민연금은 공모펀드와 벤치마크, 운용규모 등에 차이가 있으므로 수치의 직접적인 비교는 한계가 있음)

② 국민연금의 초과수익률 과거 실적치

- 최근 5년간 **실제 사용한 액티브위험**을 통해 **기대할 수 있는 초과수익률은 0.23%p** (단, IR은 0.4 가정)

구 분	2011	2012	2013	2014	2015	5년평균
'17년 기대 IR(A)	0.4					
실제 TE(B)	0.40	0.30	0.53	0.83	0.85	**0.58**
기대 초과수익률(A×B)	0.16	0.12	0.21	0.33	0.34	**0.23**

③ 계량분석에 따른 예측치

- 과거실적을 토대로 **계량모형**을 통해 분석해본 결과, **목표 초과수익률은 0.20%p ~ 0.24%p수준으로 도출**

구분	IR	목표 액티브위험(%)			목표 초과수익률(%p)
			TAA 액티브위험	자산군 액티브위험(%)	
2017년	0.4	0.49~0.60	0.15	0.47	0.20~0.24

* 기존 방식과 동일한 방법을 활용시 목표 액티브위험은 0.49%, 목표 초과수익률은 0.20%p이고, 자산군 액티브위험을 보다 적극적으로 반영(과거치로부터 도출된 수준의 1.5배)시 목표 초과수익률은 0.24%p임

④ 해외 연기금의 목표 초과수익률

- 해외 주요 연기금의 **목표 초과수익률 수준**은 해당 연기금의 **자산배분 현황** 등에 따라 다양하게 나타남

  * CalPERS(미국) 0.20%p, GPFG(노르웨이) 0.25%p, AP2(스웨덴) 0.50%p

- 해외 연기금의 **실제 평균 초과수익률**은 **0.2%p~0.3%p** 수준

  ※ 연도별 BM대비 초과수익률 실적 분포 (CEM보고서)

구 분	2010	2011	2012	2013	2014	5년평균
peer group 평균	0.8	0.4	0.1	-0.3	0.5	0.2
Global Universe 평균	0.6	-0.3	0.8	0.5	0.0	0.3
국민연금	-0.4	0.0	-0.3	0.1	0.1	-0.1

* 자산배분 상황이 다르고, 자신들의 액티브 운용 방향과 목적에 따라 초과수익률이 달라지므로 절대적인 수준을 직접적으로 비교하는 것에는 유의가 필요함

Ⅲ. 성과평가보상전문위원회 및 실무평가위원회 검토결과

1. 성과평가보상전문위원회 검토결과('16.11.17)

□ **목표 IR 0.4, 목표 액티브위험 0.64%, 목표 초과수익률 0.25%p 제안**

○ 목표 액티브위험과 목표 초과수익률을 변경시킬 정도의 중대한 자산운용전략 및 운용방향의 변화, 액티브 운용여건의 변화가 있다고 볼 수 없고, 안정적인 목표 초과수익률 제시의 필요성을 고려하여 '16년과 동일하게 결정

□ **2015년 제4차 기금운용위원회의 심의결과에 따라 목표 초과수익률 설정체계 개선방안을 검토 한 결과**

○ 기금운용위원회에서 정책적 목표인 '**목표 초과수익률**'과 위험관리를 위한 '**액티브 위험 한도**'를 결정하는 방식으로 개선하는 방향에 동의

* (기존) 목표 IR, 목표 액티브위험, 목표 초과수익률 결정
(개선) 목표 초과수익률, 액티브위험 한도 결정

○ 다만, 목표 초과수익률을 결정하기 위한 **구체적인 근거에 대한 추가 연구** 필요

2. 실무평가위원회 검토결과('17.1.18)

□ **목표 IR 0.4, 목표 액티브위험 0.64%, 목표 초과수익률 0.25%p로 심의**

○ 중대한 자산운용전략 및 운용방향의 변화나 액티브 운용여건의 변화가 있다고 보기 어렵고, 안정적인 목표 초과수익률 제시 필요성, 해외사례 등을 고려하여 **원안대로 심의**

Ⅳ. 2017년도 자산군별 액티브위험 배분 결과 (안)

□ 기금운용위원회가 정한 **목표 초과수익률**을 달성할 수 있도록 국민연금공단이 **목표 액티브위험을 자산군별로 배분** (기금운용지침 제10조)

□ **액티브위험 배분결과** ('16.12월, 리스크관리위원회)

* 2016년 목표 초과수익률(0.25%p)과 목표 액티브위험(0.64%)을 전제로 배분

○ 기금운용계획상 **자산군별 비중 변화** 및 각 자산군의 **액티브 운용 정책 변화**를 반영하여 목표 TE 부여

- **(국내채권/TAA)** 액티브 운용여건 및 정책에 있어 전년 대비 특별한 변화가 없어 **전년 목표 TE와 유사한 수준** 사용
- **(주식/해외채권)** 해외주식의 패시브 비중 증가, 해외채권의 자산평가 방식*, 국내주식 액티브 운용 정책 변화를 반영하여 **목표 TE를 전년대비 축소**

  * 해외채권직접의 AP-BM 평가일 시점 차이 제거

< 2017년 자산군별 목표 액티브위험 및 목표 초과수익률(잠정) >

(단위 : %, %p)

	자산군 비중[1]	목표IR (A)	목표 액티브위험(B)		목표 초과수익률(A*B)	
			2017년	2016년	2017년	2016년
국내주식	22.2	0.32	1.58	1.79	0.50	0.57
해외주식	16.1	0.40	2.80 (2.06)[2]	2.80 (2.25)	0.82	0.90
국내채권	57.1	0.24	0.16	0.16	0.04	0.04
해외채권	4.5	0.32	0.87 (0.74)[2]	1.87 (1.03)	0.24	0.33
TAA		0.16	0.27	0.27	0.04	0.04
금융전체	100.0	0.40	0.64	0.64	0.25[3]	0.25

주1) '16년말과 '17년말 SAA 목표비중의 평균비중을 합계 100%가 되도록 환산(대체 제외)

2) ( )안은 환TE(BM과 AP의 적용환율차이로 발생하는 추적오차)를 제외한 배분 결과임
환에 의하여 발생된 액티브위험에 대해서는 IR 및 상관계수 0을 가정
'17년 환 TE는 해외주식 1.89, 해외채권 0.47

3) 0.25는 기금운용위원회에서 결정한 기금 전체의 목표 초과수익률. 설정된 자산군 비중과 자산별 목표초과수익률이 모두 달성할 경우 전체 초과수익률은 0.32임

【참고】 자산군별 목표 IR

	국내주식	해외주식	국내채권	해외채권	TAA
목표 IR	0.32	0.40	0.24	0.32	0.16

* ('16.12.29) 리스크관리위원회 『2017년도 위험한도 배정 및 관리계획(안)』
('16.12.29) 투자위원회 『2017년 연간자금운용계획(안)』

설명자료 1	액티브운용과 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) 500조원 기준 초과수익 1bp는 500억원에 해당

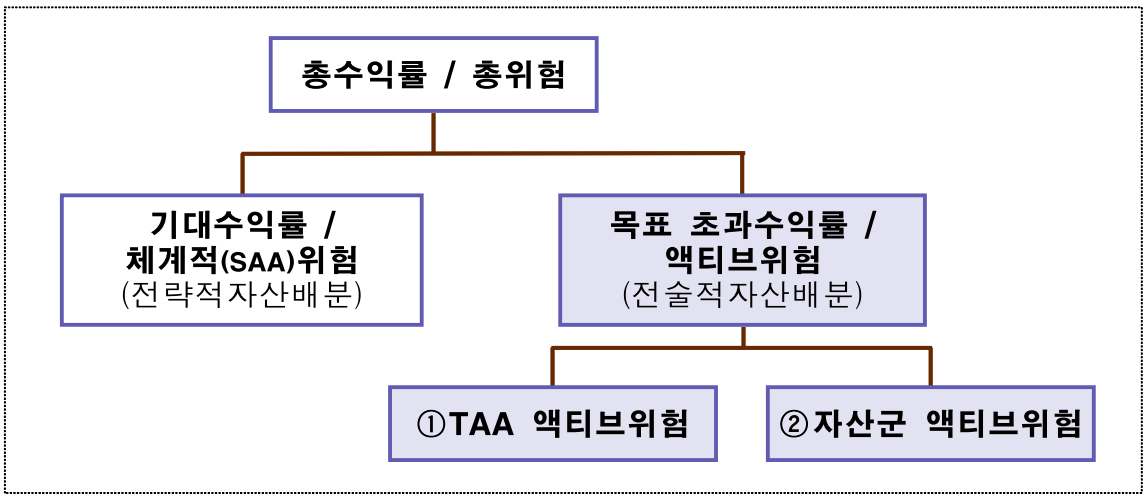
2. 액티브 운용의 성과 목표

□ **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

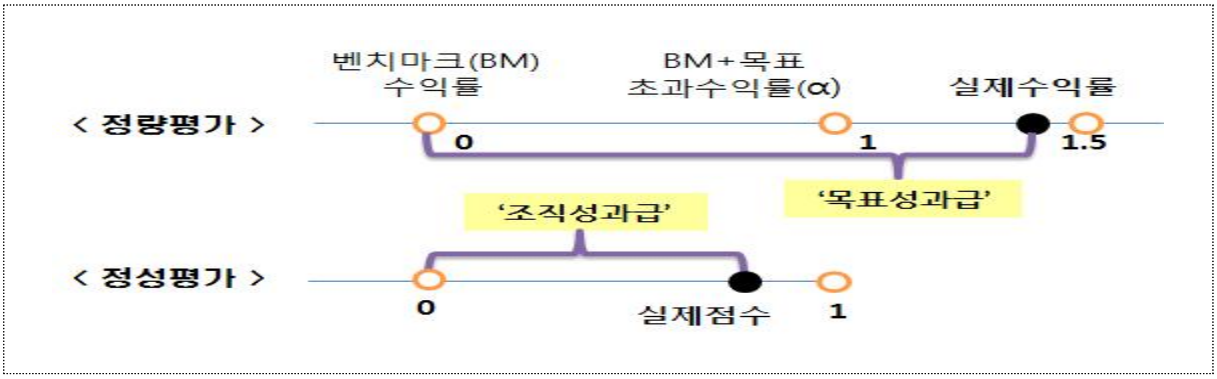
설명자료 2 | 기금운용본부 성과급 보상체계

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 | 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	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
액티브위험 한도	150bp	150bp	150bp	150bp	150bp	150bp	150bp	150bp
목표 초과수익률*	-	-	-	13bp	20bp	20bp	20bp	20bp

* CIO 성과평가 항목 中 기금 전체 포트폴리오 알파에 대한 인센티브 목표
* 2012년 이전 목표초과수익률 자료는 홈페이지에서 공개하고 있지 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	2011~2016.1	2016.2~
액티브위험한도	150bp	100bp	125bp
목표 초과수익률*	25bp	25bp	25bp

* 3년 누적 성과 기준

□ AP2 (스웨덴 국민연금)

○ 목표 초과수익률과 액티브위험 한도는 전통자산만을 고려

구 분	2013	2014	2015	2016
액티브 위험한도	300bp	300bp	300bp	300bp
목표 초과수익률	50bp	50bp	50bp	50bp

□ CPPIB (캐나다 국민연금)

○ 2016년기준 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	2008~2012	2013	2014	2015	2016
목표 초과수익률*	35bp	40bp	671백만불	780백만불	789백만불	3,657백만불

* 2016년도의 목표초과수익률은 5년 누적으로 설정