

| | | |
|-------|--------------------------|------|
| 의안번호 | 제2018 - 6호 | 의결사항 |
| 의결연월일 | 2018. 7. 4. (제 4 회) | |

2017년도 국민연금 기금운용 성과평가(안)

국민연금기금운용위원회

| | |
|-------|----------------------|
| 제출자 | 위원장 박능후 (보건복지부장관) |
| 제출연월일 | 2018. 7. 4. |

1. 의결주문

「2017년도 국민연금 기금운용 성과평가(안)」을 별지와 같이 의결함

2. 제안이유

「성과평가보상전문위원회」의 검토를 거쳐, 「국민연금법」 제104조 제6항의 규정에 따라 제출된 「2017년도 국민연금 기금운용 성과평가(안)」을 심의하고자 함

3. 주요내용

1) 국민연금기금은 2017년말 현재 시가기준 621조 6,422억원의 자산을 보유함 (전년대비 11.3% 증가)

○ 금융부문이 621조 182억원(99.9%)으로 비중이 가장 크며, 복지 부문은 1,433억원(0.02%)임

○ 금융부문의 자산군별 비중은 채권 50.3%, 주식 38.6%, 대체 투자 10.8%임(단기자금 0.3% 별도)

2) 2017년도 국민연금기금 전체 금액가중수익률은 7.26%, 수익금은 41조 1,941억원임

○ 금융부문의 시간가중수익률은 7.28%로, 벤치마크(6.42%) 대비 0.86%p 높음

3) 2017년도 국민연금 기금운용 성과평가 결과를 바탕으로 성과평가 보상전문위원회에서는 5가지의 정책제언 제시

- 시장지배력을 감안한 국내주식 운용 제약 완화 방안
- 금리 변동성 확대에 대응한 금리부 자산의 운용 및 위험관리 방안
- 외환 익스포저 통합 관리 방안
- 대체투자 집행 부진 원인 분석 및 장단기 대응방안 마련
- 성과평가 관련 기초 자료(실제 포트폴리오 및 벤치마크) 관리 체계 개선

4. 관계법령 : 국민연금법 제104조 제1항 및 제6항

5. 국민연금기금운용실무평가위원회 심의결과

- 원안대로 심의하였음

2017년도 국민연금 기금운용 성과평가(안) 요약

2018. 7. 4.



보건복지부

I. 성과평가 개요

□ 평가 근거

- 국민연금법 제104조제6항에 따라 실무평가위원회는 기금운용 성과 평가 결과를 6월 말까지 기금운용위원회에 제출해야 함
- 기금운용지침 및 성과평가보상지침에 평가 원칙, 내용, 절차 등 세부사항 규정

□ 평가 개요

- (원칙) 매년 평가를 실시하되 3년 이상 장기 평가를 원칙으로 함
- (항목) 정량평가와 정성평가로 구분
 - 정량평가는 벤치마크* 대비 초과수익률을 평가
* p.82 참고자료1 자산군별 벤치마크 지수 참조
 - 정성평가는 운용체계, 리스크 관리개선 등을 포함하며, 성과평가 보상전문위원회 선정과제(정책제언)에 대한 추진실적을 평가
- (절차) 국민연금연구원 및 외부평가기관이 성과평가보고서 작성, 전문위 검토 후 실무평가위 및 기금위에 보고

□ 2017년 성과평가 추진 경과

- 국민연금연구원, 외부평가전문기관(에프앤가이드 컨소시엄) 보고서 작성(1~4월)
- 5차례 전문위 회의를 개최, 평가결과 검토 및 2018년도 과제 선정
 - * ▲1차(1.24) 평가계획 논의, ▲2차(4.6) 2016년 정책제언 기금본부 대면심사, ▲3차(5.3) 평가기관 보고서 검토, ▲4차(5.24) 2017년 정책제언 작성 ▲5차(6.18) 최종 평가결과 검토

「국민연금법」 제104조(국민연금기금실무평가위원회) ⑥ 실무평가위원회는 기금 운용에 관한 평가결과를 다음 연도 6월 말까지 운용위원회에 제출하여야 한다.

「기금운용지침」 제21조(성과평가) ② 운용성과의 평가는 매년 실시하되 3년 이상의 장기 평가를 원칙으로 하며, 벤치마크와의 정량적 비교평가 뿐 아니라 운용체계와 리스크 관리의 개선 등 정성적인 평가를 포함한다.

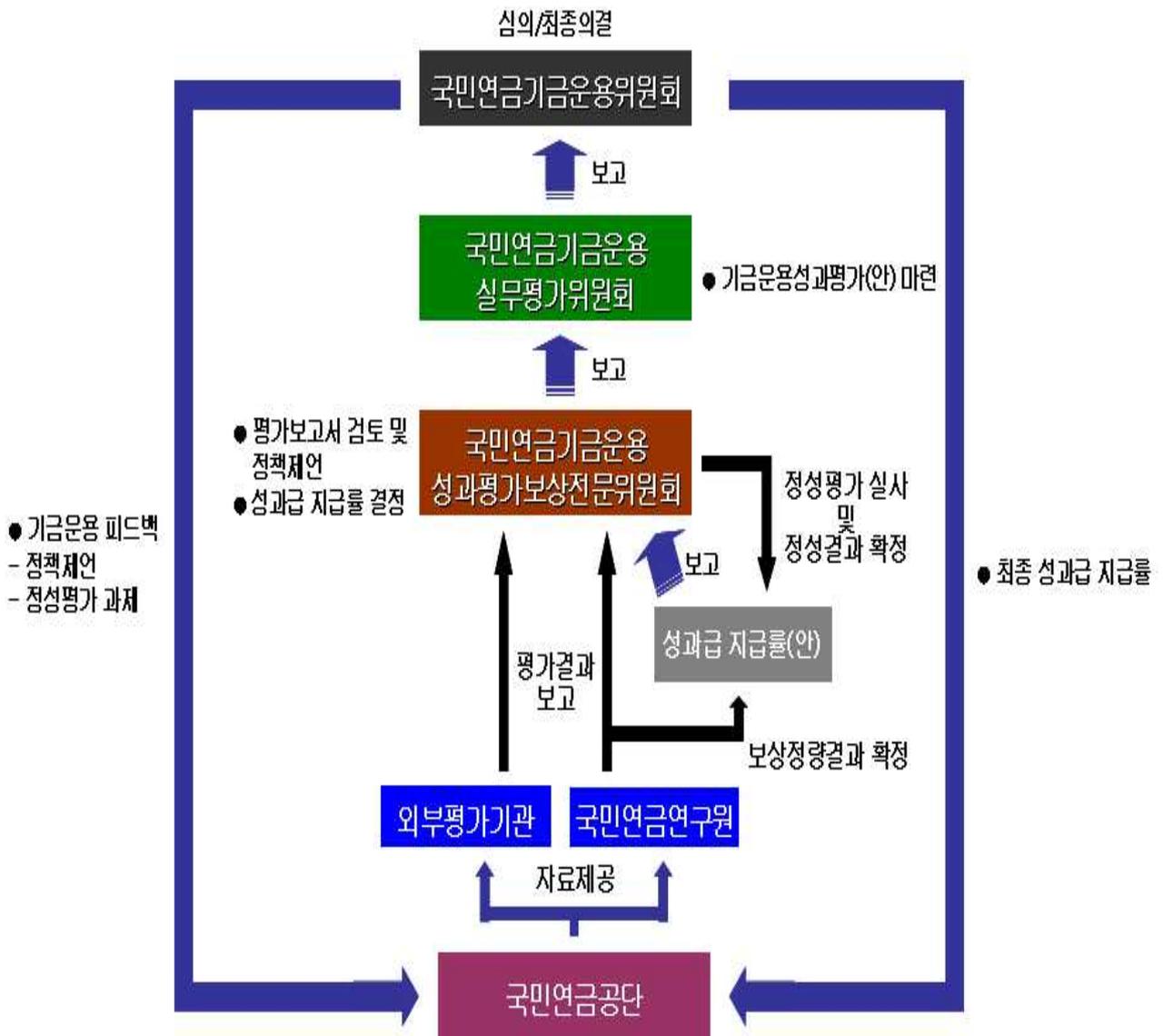
③ 국민연금연구원 및 외부평가전문기관이 작성한 성과평가보고서는 성과평가보상 전문위원회가 검토하고 실무평가위원회를 거쳐 기금운용위원회에 보고하여야 한다.

참고 1

국민연금 기금운용 성과평가 체계

- 내·외부 평가기관이 전년도 기금운용에 대한 평가 수행(매년 1~4월)
- 성과평가보상전문위원회가 성과 검토 및 정책 제언(매년 4~5월)
 - * 정책 제언은 다음연도 기금운용본부 정성평가 과제로 부여
- 실무평가위원회 심의 후 기금운용위원회에서 의결(매년 6월)
 - 평가 결과는 기금운용본부 성과급 지급률 결정에 활용
(정량평가-목표성과급, 정성평가-조직성과급)
 - * 정성평가 과제 대면심사 등 실사(3월) → 전문위원회 최종평가회의(5월)
→ 성과평가 최종보고 및 성과급 지급률(안) 심의(5월) → 기금위 의결(6월)

<성과평가 체계도>



- '18년 제1차 성과평가보상전문위원회 개최(1.24)
 - '17년도 국내대체투자 공정가치평가(안), 17년도 기금운용성과 내·외부평가계획 등 심의안건 1건, 보고안건 3건에 대하여 논의
- '18년 제2차 성과평가보상전문위원회 개최(4.6)
 - '2017년 12월말 국민연금 기금운용 현황' 보고안건 1건 논의
 - 기금운용본부 정성평가과제 대면평가 실시
 - '17년도 기금운용본부의 정성평가 과제(5개)에 대한 실적보고서를 전문위원회가 직접 검토하고 질의·응답 등 대면평가 후 정성평가 점수 확정
- '18년 제3차 성과평가보상전문위원회 개최(5.3, 보고서 검토회의)
 - 내부 및 외부평가기관의 2017년도 기금운용 성과평가보고서에 대한 검토, 질의답변
- '18년 제4차 성과평가보상전문위원회 개최(5.24, 보고서 검토회의)
 - 2017년도 기금운용 성과평가 및 정책제언서 작성
 - '17년 성과급 지급기준에 따른 정량평가 최종점수 확정
- '18년 제5차 성과평가보상전문위원회 개최(6.18)
 - 「2017년도 국민연금 기금운용본부 성과급 지급률(안)」 심의
 - '17년도 기금운용 성과평가 및 '18년도 정책제언 보고
 - '18년도 기금운용본부 기본급 체계 및 변동사항 보고

II. 2017년도 기금운용 현황 및 수익률

□ 기금 규모

- 2017년 말 현재 기금 규모는 시가기준 621조 6,422억원
 - 금융부문 621조 182억원(99.9%), 복지부문 1,433억원(0.02%) 등
- 금융부문은 채권 312.7조원(50.3%), 주식 239.8조원(38.6%), 대체투자 66.8조원(10.8%), 단기자금 1.7조원(0.3%) 등으로 구성

□ 기금운용 수익률

- 2017년도 금액가중수익률*은 7.26%, 수익금은 41조 1,941억원
 - * 1988년 이래 연평균 수익률은 6.02%, 누적수익금은 299조 9,200억원
 - * 금액가중수익률 : 투자자가 투자한 금액에 대한 효율성을 측정하기 위한 지표로, 절대적인 투자금액을 기준으로 평가시점까지 달성한 수익률

< 국민연금기금 투자 현황 및 운용성과 : 금액가중수익률 기준 >

(단위 : 억 원, %)

| 구 분 | 투자 현황 | | 운용 성과 | | 3년 평균 (’15~’17) | 5년 평균 (’13~’17) | 연평균 (’88~’17) | |
|------|-----------|-------|-------|---------|--------------------|--------------------|------------------|-----------|
| | 금액 | 비중 | 수익률 | 수익금 | 수익률 | 수익률 | 수익률 | 수익금 |
| 계 | 6,216,422 | 100.0 | 7.26 | 411,941 | 5.61 | 5.31 | 6.02 | 2,999,200 |
| 금융부문 | 6,210,182 | 99.9 | 7.28 | 411,896 | 5.62 | 5.32 | 5.92 | 2,800,381 |
| 채권 | 3,126,739 | 50.3 | 0.48 | 14,348 | 2.15 | 3.03 | 4.81 | 1,531,930 |
| 주식 | 2,397,278 | 38.6 | 18.70 | 368,392 | 10.54 | 8.35 | 8.38 | 982,744 |
| 대체투자 | 668,198 | 10.8 | 4.53 | 29,627 | 8.50 | 8.84 | 8.14 | 275,074 |
| 단기자금 | 17,273 | 0.3 | 0.35 | 104 | 1.33 | 1.54 | 4.21 | 14,631 |
| 공공부문 | - | - | - | - | - | - | 8.26 | 190,827 |
| 복지부문 | 1,433 | 0.0 | -1.65 | -22 | -1.69 | -1.33 | 6.45 | 6,117 |
| 기타부문 | 4,806 | 0.1 | 0.61 | 66 | 0.65 | 0.89 | 1.77 | 1,875 |

○ 금융부문 시간가중수익률*은 7.28%로, 전년대비(4.69%) 2.59%p 상승, 벤치마크(6.42%) 대비 0.86%p 상회

* 시간가중수익률 : 운용자의 운용능력 측정을 위한 지표, 각 기간별 투자 금액은 고려하지 않고 입출금이 발생하는 세부기간마다 수익률을 계산하여 가중평균한 수익률

- 자산군별로 국내채권 0.51%, 해외채권 0.22%, 국내주식 26.31%, 해외주식 10.68%, 대체투자 4.65%임

< 국민연금기금 금융부문 투자 현황 및 운용성과 : 시간가중수익률 기준 >

(단위 : 조 원, %, %p)

| 구분 | '17년 | | | | | '16년 수익률 | 장기수익률 | | | |
|----------|-------|-------|------|--------|-------|-------------|--------------------|--------------------|---------------------|------|
| | 투자 현황 | | 수익률 | | | | 3년 평균 (’15~’17) | 5년 평균 (’13~’17) | 10년 평균 (’08~’17) | |
| | 금액 | 비중 | 기금 | BM | BM 대비 | | | | | |
| 금융부문 | 621.0 | 100.0 | 7.28 | 6.42 | 0.86 | 4.69 | 5.50 | 5.18 | 5.60 | |
| 채권 | 채권소계 | 312.7 | 50.3 | 0.48 | 0.54 | -0.05 | 1.99 | 2.18 | 3.08 | 4.97 |
| | 국내채권 | 289.4 | 46.6 | 0.51 | 0.58 | -0.07 | 1.83 | 2.20 | 3.08 | 4.94 |
| | 해외채권 | 23.3 | 3.7 | 0.22 | 0.04 | 0.18 | 4.01 | 1.91 | 3.02 | 5.40 |
| 주식 | 주식소계 | 239.7 | 38.6 | 19.06 | 17.51 | 1.56 | 7.70 | 9.83 | 7.49 | 4.74 |
| | 국내주식 | 131.5 | 21.2 | 26.31 | 24.08 | 2.23 | 5.64 | 10.70 | 5.66 | 4.74 |
| | 해외주식 | 108.2 | 17.4 | 10.68 | 9.57 | 1.12 | 10.13 | 8.83 | 11.29 | 2.27 |
| 대체투자 | 66.8 | 10.8 | 4.65 | 2.10 | 2.55 | 9.99 | 8.93 | 9.12 | 7.11 | |
| 단기 자금 | 국내 | 1.4 | 0.2 | 1.29 | - | - | 1.37 | 1.45 | 1.88 | 2.03 |
| | 해외 | 0.3 | 0.1 | -10.10 | - | - | 1.04 | -0.01 | - | - |

주 1) 해외자산 수익률은 원화 표시 수익률 2) 단기자금의 벤치마크는 산출하지 않음,

3) FX overlay(외환을 해외투자자산과 별도 분리하여 통합 관리, '17년 소규모 실행) -6억 원 포함

○ 금융부문 수익률 상승은 국내 주요기업 실적개선, 선진국 경기회복세 지속, 신흥국 시장에 대한 투자심리 및 기업실적 개선 등에 따른 국내 및 해외주식 수익률 상승에 기인

- 벤치마크 대비 초과성과(0.86%p)는 국내 및 해외주식과 대체투자의 높은 초과성과에 주로 기인

- '17년 환율 하락(달러당 1,208 → 1,071원, -11.3%)으로 인해 해외 자산의 원화 기준 수익률은 달러 기준 수익률보다 낮게 나타남

* 해외자산 전체(주식,채권,대체) 원화 수익률 7.19%, 달러수익률 19.65%

□ 금융부문 수익률 요인분해

- 수익률 7.28%는 전략적 자산배분(SAA) 효과(6.42%)+전술적 자산배분(TAA) 효과(0.45%)+자산선택 효과(0.41%)로 분해

* SAA : Strategic Asset Allocation, TAA : Tactical Asset Allocation

- 전략적 자산배분(SAA) 효과는 기금위에서 부여한 전략 벤치마크와 자산배분에 따른 투자 시 얻는 수익률로, 벤치마크 수익률과 동일
- 전술적 자산배분(TAA) 효과는 기금운용본부의 전술적 운용(전술적 벤치마크 선택 및 자산군 비중 조절 등)에 따른 효과

* 전술적 벤치마크 선택 효과(0.37%)와 전술적 비중 조절 효과(0.08%)로 구성

- 자산선택 효과는 투자 집행 시 개별자산군내의 섹터 혹은 종목을 벤치마크와 다르게 운용(액티브 운용)한 효과

- 전술적 자산배분 효과 및 자산선택 효과가 양(+)의 효과를 나타내어, 전년과 달리 벤치마크 수익률 대비 초과수익(+0.86%p) 달성

<금융부문 수익률 요인 분해 및 기여도>

| 구 분 | 2017년 | | 2016년 | | 3년 평균 ('15년~'17년) | | 5년 평균 ('13년~'17년) | |
|-----------------------------|---------|--------|---------|--------|-------------------|--------|-------------------|--------|
| | 수익률 (%) | 수익 기여도 | 수익률 (%) | 수익 기여도 | 수익률 (%) | 수익 기여도 | 수익률 (%) | 수익 기여도 |
| 수익률 | 7.28 | 100.0 | 4.69 | 100.0 | 5.50 | 100.0 | 5.18 | 100.0 |
| 전략적 자산배분(SAA) ¹⁾ | 6.42 | 88.2 | 4.80 | 102.3 | 5.36 | 97.4 | 5.06 | 97.7 |
| 전술적 자산배분(TAA) | 0.45 | 6.1 | -0.06 | -1.2 | -0.07 | -1.2 | -0.16 | -2.9 |
| 벤치마크 선택 효과 ²⁾ | 0.37 | 5.1 | 0.09 | 2.0 | 0.04 | 0.7 | -0.05 | -0.9 |
| 전술적 비중 조절 효과 ³⁾ | 0.08 | 1.0 | -0.15 | -3.2 | -0.11 | -1.9 | -0.11 | -2.0 |
| 자산선택 효과 ⁴⁾ | 0.41 | 5.7 | -0.05 | -1.0 | 0.24 | 4.3 | -0.31 | 5.7 |

주 1) 목표수익률과 허용위험을 반영, 자산군의 상대적 비율을 결정으로 발생하는 효과(=벤치마크 수익률)

2) 기금위가 부여한 전략적 벤치마크와 달리 기금운용본부가 직접·위탁투자에 별도의 벤치마크를 운영함에 따르는 효과

3) 기금위가 부여한 전략적자산배분에 의한 기준비중과 실제 투자비중과의 차이로 발생하는 효과

4) 운용본부가 투자집행시 개별자산군내의 섹터 혹은 종목을 벤치마크와 달리하는 액티브 운용(active management)에 의한 수익창출 효과

Ⅲ. 자산군별 운용성과

1. 채권 부문

□ 국내채권

- (운용 현황) 투자규모는 289조 3,998억 원으로 전년대비 10조 560억 원 증가
 - 투자비중은 46.9%(단기자금 0.2% 포함)로 목표비중(49.5%)을 2.6%p 하회 (투자허용범위 ±8.5%p)
 - 수익률은 0.51%로 전년(1.83%) 대비 1.32%p 하락, 벤치마크(0.58%) 대비 0.07%p 하회
 - 최근 3년 평균수익률(2.20%)은 벤치마크(2.20%)와 비슷한 수준을 실현 하였으며 5년 평균수익률(3.08%)은 벤치마크(3.07%) 대비 0.01%p 상회

<국내채권 부문의 수익률 추이>

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2017년 | | | 2016년 | | | 3년 평균('15~'17) | | | 5년 평균('13~'17) | | |
|---------|-------|------|-------|-------|------|------|----------------|------|-------|----------------|------|------|
| | 기금 | BM | 초과 | 기금 | BM | 초과 | 기금 | BM | 초과 | 기금 | BM | 초과 |
| 계 | 0.51 | 0.58 | -0.07 | 1.83 | 1.78 | 0.05 | 2.20 | 2.20 | -0.00 | 3.08 | 3.07 | 0.01 |
| 직접(패시브) | 0.49 | 0.56 | -0.07 | 1.80 | 1.77 | 0.03 | 2.19 | 2.20 | -0.01 | 3.07 | 3.07 | 0.01 |
| 위탁(액티브) | 0.63 | 0.80 | -0.17 | 2.04 | 1.86 | 0.19 | 2.25 | 2.23 | 0.02 | 3.14 | 3.07 | 0.06 |

- (성과 요인) 국내 기준금리 인상*, 대우조선해양 채무조정에 따른 손실** 발생 등으로 초과성과는 벤치마크 대비 하회(-0.07%p)

* 한국은행 기준금리 인상(1.25→1.5%, '17.11월)

** 대우조선해양 액면금액 3,880억원 중 2,787억원 감액손실 처리('17.4월)

- 직접운용(0.49%)은 벤치마크 대비 0.07%p 하회, 위탁운용(0.63%)은 벤치마크 대비 0.17%p 하회

□ 해외채권

- (운용 현황) 투자규모는 23조 2,741억원으로, 전년대비 586억원 증가
 - 투자비중은 3.8%로 목표비중(4.0%)을 0.2%p 하회(허용범위 ±2.5%p)
 - 수익률은 0.22%로 전년(4.01%) 대비 3.79%p 하락, 벤치마크(0.04%) 대비 0.18%p 상회
 - 3년(1.91%)과 5년(3.02%) 평균수익률은 벤치마크(2.23%, 3.63%) 대비 각각 0.33%p, 0.61%p 하회

<해외채권 부문의 수익률 추이>

(단위 : %, %p)

| 구분 | | 2017년 | | | 2016년 | | | 3년 평균('15~'17) | | | 5년 평균('13~'17) | | |
|-------------|----|-------|------|------|-------|------|-------|----------------|------|-------|----------------|------|-------|
| | | 기금 | BM | 초과 | 기금 | BM | 초과 | 기금 | BM | 초과 | 기금 | BM | 초과 |
| 계 | 원화 | 0.22 | 0.04 | 0.18 | 4.01 | 4.40 | -0.39 | 1.91 | 2.23 | -0.33 | 3.02 | 3.63 | -0.61 |
| | 달러 | 3.37 | 3.07 | 0.30 | 3.66 | 3.98 | -0.33 | 2.44 | 2.67 | -0.23 | 2.40 | 3.07 | -0.65 |
| 직접 (액티브) | 원화 | 0.10 | 0.03 | 0.06 | 3.91 | 4.55 | -0.64 | 1.99 | 2.28 | -0.29 | 2.99 | 3.43 | -0.43 |
| | 달러 | 3.24 | 3.06 | 0.18 | 3.41 | 4.13 | -0.72 | 2.46 | 2.72 | -0.26 | 2.14 | 2.86 | -0.70 |
| 위탁 (액티브) | 원화 | 0.32 | 0.04 | 0.28 | 4.15 | 4.40 | -0.25 | 1.87 | 2.23 | -0.36 | 3.07 | 3.63 | -0.57 |
| | 달러 | 3.48 | 3.07 | 0.40 | 3.89 | 3.98 | -0.09 | 2.44 | 2.67 | -0.22 | 2.64 | 3.07 | -0.43 |

- (성과 요인) 美 시장금리(0.75→1.50%) 상승, 원/달러 환율하락(달러당 1,208 → 1,071원, -11.3%) 등으로 해외채권 수익률은 전년 대비 하락
 - 직접운용(0.10%)은 지역별 금리전망(美↑, 유럽·日↓ 등)을 고려, 만기별 보유를 달러*하고 회사채 등 신용물 확대(34.5→36.2%)로 벤치마크 대비 상회(0.06%p)
 - * 벤치마크 대비 美日 국채 장기물(7년 이상) 축소, 유럽·日 정부관련채권 단기물(3년 이하) 확대
 - 위탁운용(0.32%)은 단기물(만기 3년 이하) 비중을 전년보다 확대(17.9→22.3%), 고수익 신용물*을 보유하는 전략으로 벤치마크 대비 상회(0.28%p)
 - * 고수익-저신용(High Yield(US))채권 및 Credit 유형에서 성과 우수

2. 주식 부문

□ 국내주식

- (운용 현황) 투자규모는 131조 5,134억 원(21.2%)으로 전년도 말 102조 4,343억 원 대비 29조 791억 원 증가
 - 투자비중은 21.2%로 목표비중(19.2%)을 2.0%p 상회(허용범위 ±5.0%)
 - * '17년 말 기준 국내주식시장에서 국민연금이 차지하는 비중: 7.0%
 - 수익률은 26.31%로 전년(5.64%) 대비 20.67%p 상승, 벤치마크(24.08%) 대비 2.23%p 상회
 - 3년 평균수익률(10.70%)은 벤치마크(10.69%) 대비 0.01%p 상회, 5년 평균수익률(5.66%)은 벤치마크(5.89%) 대비 0.23%p 하회

<국내주식 직접/위탁 유형별 수익률>

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2017년 | | | 2016년 | | | 3년 평균 (’15~’17) | | | 5년 평균 (’13~’17) | | | |
|----|-------|-------|-------|-------|------|-------|--------------------|-------|-------|--------------------|------|------|-------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | |
| 국내 | 직접 | 28.38 | 27.47 | 0.91 | 9.99 | 10.15 | -0.16 | 11.85 | 11.95 | -0.10 | 5.75 | 5.83 | -0.09 |
| | 위탁 | 23.91 | 25.46 | -1.55 | 1.02 | 3.57 | -2.55 | 9.36 | 10.86 | -1.51 | 5.48 | 6.06 | -0.59 |
| | 소계 | 26.31 | 24.08 | 2.23 | 5.64 | 5.24 | 0.40 | 10.70 | 10.69 | 0.01 | 5.66 | 5.89 | -0.23 |

- (성과 요인) 국내주식 주요 대형주의 가격상승에 힘입어, 대형주 중심의 포트폴리오 구성이 전년 대비 수익률 상승의 주요 요인
 - 대형주 비중이 높은 직접운용*이 대형주 상승에 힘입어 벤치마크 대비 상회(0.91%p)
 - * 대형주 비중: 직접운용 91.4%, 위탁운용 72.7% (코스피(BM) 80.9%)
 - 중소형주 비중이 상대적으로 높은 위탁운용은 중소형주형, 장기투자형 등의 벤치마크 대비 낮은 성과로 인해 벤치마크 대비 하회(-1.55%p)

□ 해외주식

- (운용 현황) 투자규모는 원화기준 108조 2,144억 원으로 전년도 말 85조 6,206억 원 대비 22조 5,938억 원 증가
 - 투자비중은 17.4%로 목표비중(15.4%)을 2.0%p 상회(허용범위 ±3.5%p)
 - 수익률은 10.68%로, 전년(10.13%) 대비 0.55%p 상승, 벤치마크(9.57%) 대비 1.12%p 상회
 - 3년(8.83%)과 5년(11.29%) 평균수익률은 벤치마크(8.26%, 11.02%) 대비 각각 0.57%p, 0.27%p 상회

<해외주식 직접/위탁 유형별 수익률>

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2017년 | | | 2016년 | | | 3년 평균('15~'17) | | | 5년 평균('13~'17) | | | |
|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|------|------|----------------|-------|-------|------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | |
| 계 | 원화 | 10.68 | 9.57 | 1.12 | 10.13 | 11.10 | -0.96 | 8.83 | 8.26 | 0.57 | 11.29 | 11.02 | 0.27 |
| | 달러 | 24.89 | 23.61 | 1.28 | 6.89 | 7.85 | -0.97 | 9.81 | 9.21 | 0.60 | 11.20 | 10.88 | 0.32 |
| 직접 | 원화 | 8.83 | 8.49 | 0.34 | 10.82 | 10.60 | 0.22 | 8.33 | 8.14 | 0.19 | 11.79 | 11.45 | 0.34 |
| | 달러 | 22.87 | 22.40 | 0.47 | 7.72 | 7.37 | 0.34 | 9.43 | 9.10 | 0.33 | 11.78 | 11.31 | 0.47 |
| 위탁 | 원화 | 11.61 | 9.57 | 2.04 | 9.78 | 11.10 | -1.31 | 9.03 | 8.26 | 0.77 | 11.22 | 11.02 | 0.20 |
| | 달러 | 25.89 | 23.61 | 2.28 | 6.48 | 7.85 | -1.37 | 9.96 | 9.21 | 0.75 | 11.09 | 10.88 | 0.21 |

- (성과 요인) 선진국 및 신흥국의 경기회복에 따른 해외 주식시장 강세는 수익률에 긍정적 기여, 원/달러 환율 하락은 부정적 기여
 - 신흥국 투자비중이 상대적으로 높은 위탁운용* 성과가 벤치마크 대비 크게 상회(2.04%p)하는 등 해외주식 전체 초과성과에 기여
 - * 신흥국 투자비중: 직접운용 0%, 위탁운용 10.3%
 - 원-달러 환율의 하락으로 달러기준 수익률(24.89%) 대비 원화기준 수익률(10.68%)은 하락(-14.21%p)

3. 대체투자 부문

- (운용 현황) 투자규모는 66조 8,198억 원(국내 22.2조원, 해외 44.5조원)으로 전년 63조 6,686억 원 대비 3조 1,512억 원(국내 21.9조원, 해외 41.7조원) 증가
 - 투자비중은 10.8%로 목표비중(11.9%)을 1.1%p 하회(허용범위 +2.4%p/-3.4%p), 전략적 자산배분(SAA)에 의한 목표비중을 지속적으로 하회
 - 수익률은 4.65%로 전년(9.99%) 대비 5.34%p 하락, 벤치마크(2.10%) 대비 2.55%p 상회
 - 3년(8.93%)과 5년(9.12%) 평균도 벤치마크(7.20%, 6.70%) 상회

<국민연금기금의 대체투자 투자수익률>

(단위 : %, %p)

| 구 분 | 2017년 | | | 2016년 | | | 3년 평균('15~'17) | | | 5년 평균('13~'17) | | | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | |
| 계 | 4.65 | 2.10 | 2.55 | 9.99 | 9.32 | 0.68 | 8.93 | 7.20 | 1.73 | 9.12 | 6.70 | 2.42 | |
| 국내 | 계 | 6.13 | 6.88 | -0.74 | 5.74 | 6.05 | -0.31 | 6.94 | 5.96 | 0.98 | 6.97 | 5.98 | 0.99 |
| | 부동산 | 6.91 | 6.94 | -0.02 | 7.53 | 7.52 | 0.00 | 7.88 | 7.30 | 0.59 | 7.82 | 7.38 | 0.44 |
| | SOC | 2.83 | 3.56 | -0.73 | 6.98 | 7.01 | -0.03 | 4.76 | 5.01 | -0.25 | 5.47 | 5.54 | -0.07 |
| | 사모 등 | 8.81 | 10.48 | -1.67 | 3.10 | 4.06 | -0.97 | 8.53 | 5.95 | 2.58 | 7.90 | 5.32 | 2.58 |
| 해외 | 계 | 3.82 | -0.31 | 4.13 | 12.34 | 11.42 | 0.92 | 10.25 | 8.49 | 1.76 | 10.88 | 7.45 | 3.42 |
| | 부동산 | 2.68 | -0.73 | 3.41 | 12.21 | 9.35 | 2.86 | 10.04 | 8.30 | 1.74 | 10.20 | 6.61 | 3.58 |
| | 인프라 | 2.77 | -4.94 | 7.71 | 14.10 | 9.28 | 4.82 | 10.05 | 3.13 | 6.92 | 11.56 | 4.67 | 6.90 |
| | 사모 | 7.74 | 5.31 | 2.43 | 11.37 | 15.88 | -4.51 | 11.30 | 13.33 | -2.03 | 12.03 | 11.64 | 0.39 |
| 헤지펀드 | -6.79 | -5.50 | -1.29 | 2.94 | 3.16 | -0.22 | | | 0.00 | 0.00 | 0 | 0.00 | |

주 1) 2017년의 국내보유자산은 회계연도말의 공정가치가 반영되었고, 2017년도의 해외대체투자자산은 2017년 3분기 말의 공정가치임.

- (성과 요인) 수익률 4.65%는 배당·이자수익(3.75%)과 공정가치* 증가분 5.65%p, 해외 자산의 환효과 -13.33%p 등에 기인
 - * 대체투자 등 비시장성 자산에 대해 합리적인 가격 별도 책정(p.83 참조)
 - 전년 대비 수익률 하락은 원-달러 환율 하락에 따른 해외 자산의 성과 하락*이 주요 원인
 - * 해외 대체 달러수익률(17.14%)에서 환효과 제외한 원화수익률 3.82%

IV. 국민연금기금 정성평가

- 국민연금기금은 2017년말 기준 621.6조원으로 전년 대비 63.3조원 (11.3%) 증가하여 총 7.26%의 기금운용수익률을 달성하였음
 - 금융부문 운용수익률은 7.28%로 벤치마크 수익률(6.42%)를 0.86%p 상회하였으며, 이는 최근 3년, 5년 장기평균 수익률을 크게 상회
 - 금리상승 등 대내외 금융시장 불확실성 하에서 국내채권의 낮은 성과에도 불구하고, 주식부문의 성과 견인으로 전년 대비 높은 성과 달성
- 금융부문 총 위험은 지속 하락하고 있으나 벤치마크보다 높은 수준이고, 기금 전체 액티브위험(1.08%)은 목표 액티브위험(0.64%)를 초과
 - 액티브 위험 확대로 높은 초과수익을 실현하였으나, 성과를 지속 담보하기 위해 국내주식 벤치마크 등 구조적인 운용 제약 완화 필요
- 개별 자산군에 대한 구체적인 성과요인분석(attribution analysis)이 시도된 점은 긍정적인 개선사항으로 평가('17년 정책제언 반영)
 - 향후 다양한 측면에서 성과요인을 분석하려는 노력이 지속되어야 하고, 분석결과가 실제 운용에 반영되는 선순환 구조를 강화할 필요
- 주식·채권 등 전통 자산의 운용체계가 직접/위탁에서 패시브/액티브 체계('15년 下 도입)가 정착되고 있는 것으로 평가됨
 - 향후 패시브/액티브 운용에 따른 초과성과 및 기여도 차이를 면밀히 분석하고, 위험배분 등을 통한 수익률 제고 노력 필요

※ 참고

- 패시브 운용: 운용수익률이 가능한 한 시장수익률(BM 수익률)에 접근하도록 포트폴리오를 구성하여 운용하는 방식
- 액티브 운용: 시장상황에 맞게 자산군별 비중 조정 및 종목선택 등을 통해 시장수익률(BM 수익률) 대비 초과수익을 창출하기 위한 운용 방식

- 해외자산 비중의 증가 및 단계적 환 오픈 정책의 실행 과정에서 전년과 달리 환율 하락에 따른 해외자산의 원화환산 수익률 저하 발생
 - '18년 예정된 환 오픈 정책을 효과적으로 추진하기 위해, 환 위험에 노출된 해외자산의 운용 전략 수립 및 위험관리 강화 필요
- 미국 기준금리상승 등 금리 상승기조가 예상되고 있어 이에 민감한 채권 등 금리부 자산의 수익률이 과거와 달리 지속 하락 예측
 - 채권, 부동산 등 금리부 자산의 배분 및 듀레이션 조정 등 금리 상승에 대비한 운용 전략 및 위험관리 강화 필요
- 국내주식의 대형주 중심 포트폴리오 구성을 감안할 때 액티브 운용 등에 제약이 있으며 이는 지속적인 성과 창출에도 한계로 작용
 - 국민연금의 국내 주식시장에서 차지하는 비중이 7%로 높은 시장 지배력을 갖고 있으므로, 이를 감안한 운용 전략 필요
 - 향후 국민연금의 스튜어드십 코드 도입 시에도 국내주식에서의 높은 시장지배력을 충분히 감안할 필요
- 대체투자의 전략적 자산배분(SAA) 목표비중 하회 현상이 지속되고 있어 전체 포트폴리오 차원의 운용 상 제약요인으로 작용하고 있음
 - 대체투자의 집행부진 원인을 다각도로 분석하여, 향후 이를 개선할 수 있는 방안을 마련하기 위한 지속적 노력 필요

V. 2018년도 전문위원회 정책제언

□ 2017년 평가결과를 토대로 5가지 과제('18년 정성평가 과제) 선정

① 시장지배력을 감안한 국내주식 운용 제약 완화 방안

- 국민연금의 전체 주식시장 보유비중이 7%를 상회하는 등 실제 운용 상 제약조건으로 작용
- 개별기업 지분율, 실제 거래자료 등을 통한 국민연금의 시장지배력과 거래에 따른 시장충격비용을 측정하고, 그에 대응하는 방안을 검토

② 금리 변동성 확대에 대응한 금리부 자산의 운용 및 위험관리 방안

- 금리상승 등 변동성 확대에 대응하기 위한 채권 및 대체투자(부동산 등)의 금리부 자산 운용전략 및 위험관리 방안 마련

③ 외환 익스포저 통합 관리 방안

- '18년 해외채권 환헷지 오픈으로 국민연금의 환 익스포저(환 변동에 노출된 모든 자산의 합계액) 확대 예정
- 기금 전체의 환 위험을 통합적으로 관리할 수 있는 통화 오버레이(currency overlay) 등 전략 수립 검토

④ 대체투자 집행부진 원인 분석 및 장단기 대응 방안 마련

- 대체투자 목표비중 하회의 주요 원인을 내부/외부 요인으로 분석
- 경쟁 심화 등 시장여건, 현행 투자 프로세스 및 벤치마크 등 다각도로 분석하여 장단기 대응방안 검토

⑤ 성과평가 관련 기초자료(실제 포트폴리오 및 벤치마크) 관리체계 개선

- 성과평가에 필요한 기초 데이터(일일기금수익률, 벤치마크수익률)를 정확히 산출하기 위한 검증 프로세스 개선, 전문성 보완 등 검토

□ 평가 결과

- 2016년도 성과평가지 위험관리 등 운용 개선을 위해 5개 과제를 선정, 기금운용본부에 부여
- 과제 선정 취지에 부합하여 전반적으로 충실히 이행(평균점수: 81.0/100점)하였으며, 일부과제의 경우 향후 지속적으로 개선·보완이 필요한 중장기 추진과제로서 중요성이 강조

□ 과제별 세부평가

① 국민연금 스튜어드십코드 도입 방안 검토

- 연구용역을 통해 스튜어드십코드 도입 시 제기 가능한 문제점 검토 및 다양한 이해관계자의 입장을 청취하였으나 제도 시행 초기 단계임을 감안한 체계적 도입 방안을 마련할 필요

② 포트폴리오 리밸런싱 체계 재검토

- 현재 리밸런싱 방식의 대체투자 리밸런싱 문제 해소방안 검토, 대안으로 Reference portfolio*를 제시하였으나 실제 적용을 위해 대체투자 자산배분과 효율적 운용을 위한 체계를 갖추는 것이 선행될 필요

* 위험자산의 적정 비중을 설정, 전략적자산배분의 기준이 되는 포트폴리오

③ 대체투자 세부 자산군별 비중의 전략적 접근

- 외부용역 및 Collaboration project, 해외사례 벤치마킹 등을 통해 위험-수익 특성에 기반한 배분 프로세스 구축, Cash flow pacing 모형을 추정하였으나 대체투자 실제 투자비중의 지속적인 미달 현상 등을 충분히 반영하는지에 대해 면밀히 검토할 필요

④ **운용규모 확대 및 지방이전에 따른 조직 및 인프라 강화**

- 해외투자 확대, 지방이전 등에 대처하기 위한 방안을 종합적으로 검토하였으나, 지방이전으로 인한 업계 대면 기회 상실 및 인력이탈 관련 처우개선 등에 대한 추가적인 대책을 마련할 필요

⑤ **성과요인분석 체계화 및 정교화**

- 전체 자산군 뿐 아니라 해외 및 대체자산에 대한 성과요인분해 강화를 위해 다요인모형(Multi factor model)을 도입하였으며 운용으로의 피드백 강화라는 측면에서 긍정적으로 평가
- 효율적인 성과요인분석을 위해서는 기초 데이터의 정합성이 우선적으로 확보되어야 하므로 이를 개선하기 위한 노력 지속 필요

VI. 향후 계획

□ 향후 일정

- 국민연금 기금운용 성과평가(안) 기금운용위원회 의결('18.7월초)
- 국민연금법 시행령 제87조에 따라 기금의 운용 내용 및 평가 결과를 일간지 및 경제지 각 1개 이상에 공시(~8월말)

□ '18년도 정책제언 과제 추진 계획

- 기금운용본부는 후속조치 계획을 수립·시행, 국민연금연구원이 과제수행을 지원('18.6월~'19.2월)
- 과제 이행실적을 전문위원회가 평가('19.3월~5월)하여 '18년도 기금운용 성과평가 및 성과급 지급률 산정에 반영

VII. 실무평가위원회 심의 결과

□ 심의 결과 : 원안 심의

□ 논의 결과

- 최근 5년 중 가장 높은 수익률(7.28%)을 만들어 낸 만큼, 앞으로 이러한 높은 수익률을 지속 유지하기 위한 노력 필요
 - 직접투자자에 비해 상대적으로 수익률이 낮게 나타난 위탁투자자에 대한 관리를 강화할 필요
 - 대체투자 집행 부진에 대한 다양한 원인 분석 및 개선방안(전문인력 확보 등) 검토 필요

<별 지>

2017년도 국민연금 기금운용 성과평가(안)

2018. 7. 4.



목 차

| | |
|--------------------------------------|-----|
| I. 국민연금기금운용 현황 및 수익률 | 47 |
| 1. 국민연금기금운용 현황 | 47 |
| 2. 기금전체 총수익률 | 48 |
| 3. 금융부문 수익률 | 50 |
| II. 국민연금기금(금융부문) 운용 정량평가 | 52 |
| 1. 금융부문 투자 현황 | 52 |
| 2. 금융부문 운용성과 분석 | 53 |
| 3. 자산군별 운용성과 분석 | 56 |
| (1) 국내채권 | 56 |
| (2) 해외채권 | 63 |
| (3) 국내주식 | 69 |
| (4) 해외주식 | 74 |
| (5) 대체투자 | 78 |
| III. 국민연금기금 정성평가 | 86 |
| IV. 2018년도 전문위원회 정책제언 및 후속조치(안) | 97 |
| 1. 2018년도 정책제언 | 97 |
| 2. 정책제언 후속조치 계획(안) | 102 |
| 3. 향후 계획 | 105 |

I. 국민연금기금운용 현황 및 수익률

1. 국민연금기금운용 현황

- 2017년말 현재 국민연금기금의 시가평가 금액은 621조 6,422억 원
 - 금융부분이 전체 기금자산의 99.9%(621조 182억 원)
 - 복지부분은 노후긴급자금 대여자금 증가(75억 원)로 전년 대비 37억 원 증가한 1,433억원(0.02%)
- 자산별 투자비중은 국내채권 46.6%, 국내주식 21.2%, 해외주식 17.4%, 대체투자 10.8%, 해외채권 3.7%, 단기자금 0.3% 순

<국민연금기금운용 현황(시가기준)>

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 2017년 | | 2016년 | | 증감 | | | |
|----|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|-------|
| | 규모 | 비중 | 규모 | 비중 | 규모 | 비중 | | |
| 계 | 6,216,422 | 100.0 | 5,582,991 | 100.0 | 633,431 | 100.0 | | |
| 금융 | 계 | 6,210,182 | 99.9 | 5,576,819 | 99.9 | 632,664 | 99.9 | |
| | 국내 채권 | 전체 | 2,893,998 | 46.6 | 2,793,438 | 50.0 | 100,560 | 15.9 |
| | | 직접 | 2,545,949 | 41.0 | 2,453,976 | 44.0 | 91,973 | 14.5 |
| | | 위탁 | 348,049 | 5.6 | 339,462 | 6.1 | 8,587 | 1.4 |
| | 해외 채권 | 전체 | 232,741 | 3.7 | 232,155 | 4.2 | 586 | 0.1 |
| | | 직접 | 104,789 | 1.7 | 101,825 | 1.8 | 2,964 | 0.5 |
| | | 위탁 | 127,952 | 2.1 | 130,329 | 2.3 | -2,377 | - 0.4 |
| | 국내 주식 | 전체 | 1,315,134 | 21.2 | 1,024,343 | 18.3 | 290,791 | 45.9 |
| | | 직접 | 712,852 | 11.5 | 548,202 | 9.8 | 164,650 | 26.0 |
| | | 위탁 | 602,282 | 9.7 | 476,141 | 8.5 | 126,141 | 19.9 |
| | 해외 주식 | 전체 | 1,082,144 | 17.4 | 856,206 | 15.3 | 225,938 | 35.7 |
| | | 직접 | 370,405 | 6.0 | 281,636 | 5.0 | 88,769 | 14.0 |
| | | 위탁 | 711,739 | 11.4 | 574,571 | 10.3 | 137,168 | 21.7 |
| | 대체투자 | 668,198 | 10.8 | 636,686 | 11.4 | 31,701 | 5.0 | |
| | 단기자금 | 17,273 | 0.3 | 34,380 | 0.6 | -17,107 | - 2.7 | |
| 복지 | 1,433 | 0.0 | 1,396 | 0.0 | 37 | 0.0 | | |
| 기타 | 4,806 | 0.1 | 4,777 | 0.1 | 29 | 0.0 | | |

주1) '17년도 기타부분은 일반사업회계자산(5,156억)에서 공단임대보증금(350억)을 차감한 금액임
 주2) 반올림에 의한 단수차이 있음
 주3) 금융부분 내 각 세부자산별로는 미결제조정(미수금, 미지급금, 예수금 등)이 반영되지 않은 성과평가기준 금액임

2. 기금전체 총수익률¹⁾

- '17년도 기금의 총수익률은 7.26%로 전년(4.75%) 대비 2.51%p 상승
 - 금융부문 수익률은 7.28%, 복지부문 -1.65%, 기타부문 0.61%
 - 금융부문 내에서는 채권 0.48%, 주식 18.70%, 대체투자 4.53%
- 최근 3년 및 5년 기금의 평균수익률은 각각 5.61%, 5.31%이고
 - 최근 3년 : 채권 2.15%, 주식 10.54%, 대체투자 8.50%
 - 최근 5년 : 채권 3.03%, 주식 8.35%, 대체투자 8.84%

<국민연금기금 수익률 및 수익금>

(단위 : 억 원, %)

| 구 분 | 2017년 | | 2016년 | | 3년 평균 ('15~'17) | 5년 평균 ('13~'17) | 연평균 ('88~'17) | |
|------|-------|---------|-------|---------|---------------------|---------------------|-------------------|-----------|
| | 수익률 | 수익금 | 수익률 | 수익금 | 수익률 | 수익률 | 수익률 | 수익금 |
| 계 | 7.26 | 411,941 | 4.75 | 245,439 | 5.61 | 5.31 | 6.02 | 2,999,200 |
| 금융 | 7.28 | 411,896 | 4.76 | 245,390 | 5.62 | 5.32 | 5.92 | 2,800,381 |
| 채권 | 0.48 | 14,348 | 1.98 | 56,666 | 2.15 | 3.03 | 4.81 | 1,531,930 |
| 주식 | 18.70 | 368,392 | 7.79 | 131,497 | 10.54 | 8.35 | 8.38 | 982,744 |
| 대체투자 | 4.53 | 29,627 | 9.91 | 57,088 | 8.50 | 8.84 | 8.14 | 275,074 |
| 단기자금 | 0.35 | 104 | 2.02 | 630 | 1.33 | 1.54 | 4.21 | 14,631 |
| 공공부문 | - | - | - | - | - | - | 8.26 | 190,827 |
| 복지부문 | -1.65 | -22 | -1.35 | -17 | -1.69 | -1.33 | 6.45 | 6,117 |
| 기타부문 | 0.61 | 66 | 0.63 | 67 | 0.65 | 0.89 | 1.77 | 1,875 |

- 기금은 실질GDP성장률+CPI상승률 이상의 성과를 내어 실질가치 보전
 - '17년도 수익률(7.26%)은 실질GDP성장률+CPI상승률(5.04%)을 2.22%p 상회
 - 3년 연평균 수익률(5.61%)은 실질GDP성장률+CPI상승률(4.14%)을 1.47%p 상회

주1) 금액가중수익률, 시가 기준임. 금액가중수익률이란 투자자가 투자한 금액에 대한 효율성을 측정하기 위한 지표로, 매 시점의 투자금액이 만기까지 달성한 수익률

<참고> 연도별 주요 경제지표와 기금운용수익률

(단위 : %)

| 구 분 | 국민연금기금 수익률 | | 실질경제 성장률 | 소비자물가 상승률 | 국고채수익률 (3년만기) | 추가상승률 | GDP 디플레이터 |
|--------------|------------|-------|-------------|--------------|------------------|--------|--------------|
| | 기금수익률 | 금융부문 | | | | | |
| 1988년 | 11.98 | 12.96 | 11.90 | 7.15 | - | 72.76 | 7.10 |
| 1989년 | 12.79 | 14.35 | 7.00 | 5.70 | - | 0.28 | 6.00 |
| 1990년 | 12.55 | 13.83 | 9.80 | 8.57 | - | -23.48 | 10.10 |
| 1991년 | 12.76 | 14.04 | 10.40 | 9.33 | - | -12.24 | 9.50 |
| 1992년 | 12.68 | 14.07 | 6.20 | 6.21 | - | 11.05 | 7.70 |
| 1993년 | 11.99 | 13.87 | 6.80 | 4.83 | - | 27.67 | 6.20 |
| 1994년 | 12.12 | 13.95 | 9.20 | 6.27 | - | 18.61 | 8.10 |
| 1995년 | 11.81 | 12.19 | 6.90 | 4.48 | 13.39 | -10.25 | 6.90 |
| 1996년 | 10.55 | 11.16 | 7.60 | 4.92 | 11.84 | -26.24 | 4.30 |
| 1997년 | 8.84 | 5.56 | 5.90 | 4.44 | 12.26 | -42.21 | 4.10 |
| 1998년 | 14.41 | 18.37 | -5.50 | 7.51 | 12.94 | 49.47 | 4.60 |
| 1999년 | 12.8 | 24.49 | 11.30 | 0.81 | 7.69 | 82.78 | -1.20 |
| 2000년 | 5.87 | 1.34 | 8.90 | 2.26 | 8.30 | -50.92 | 1.10 |
| 2001년 | 9.01 | 11.41 | 4.50 | 4.07 | 5.68 | 37.47 | 3.70 |
| 2002년 | 7.67 | 8.39 | 7.40 | 2.76 | 5.78 | -9.54 | 3.10 |
| 2003년 | 7.03 | 7.58 | 2.90 | 3.51 | 4.55 | 29.19 | 3.40 |
| 2004년 | 8.07 | 8.40 | 4.90 | 3.59 | 4.11 | 10.51 | 3.00 |
| 2005년 | 5.61 | 5.65 | 3.90 | 2.75 | 4.27 | 53.96 | 1.00 |
| 2006년 | 5.77 | 5.77 | 5.20 | 2.20 | 4.83 | 3.99 | -0.10 |
| 2007년 | 6.79 | 6.81 | 5.50 | 2.50 | 5.20 | 32.25 | 2.40 |
| 2008년 | -0.18 | -0.19 | 2.80 | 4.70 | 5.27 | -40.73 | 3.00 |
| 2009년 | 10.39 | 10.41 | 0.70 | 2.80 | 4.03 | 49.65 | 3.50 |
| 2010년 | 10.37 | 10.39 | 6.50 | 2.90 | 3.72 | 21.88 | 3.20 |
| 2011년 | 2.31 | 2.31 | 3.70 | 4.00 | 3.62 | -10.98 | 1.60 |
| 2012년 | 6.99 | 7.00 | 2.30 | 2.20 | 3.13 | 9.38 | 1.00 |
| 2013년 | 4.19 | 4.20 | 2.90 | 1.30 | 2.79 | 0.72 | 0.90 |
| 2014년 | 5.25 | 5.26 | 3.30 | 1.27 | 2.59 | -4.76 | 0.60 |
| 2015년 | 4.57 | 4.58 | 2.80 | 0.71 | 1.79 | 2.39 | 2.40 |
| 2016년 | 4.75 | 4.76 | 2.90 | 0.97 | 1.44 | 3.32 | 1.80 |
| 2017년 | 7.26 | 7.28 | 3.10 | 1.94 | 1.80 | 21.76 | 2.30 |
| 연평균('15~'17) | 5.61 | 5.62 | 2.93 | 1.21 | 1.68 | 10.66 | 2.22 |
| 연평균('13~'17) | 5.31 | 5.32 | 3.00 | 1.24 | 2.08 | 4.81 | 1.63 |
| 연평균('99~'17) | 6.51 | 7.04 | 4.50 | 2.49 | 4.24 | 7.88 | 1.93 |
| 연평균(30년간) | 6.02 | 5.92 | 5.39 | 3.89 | 5.70 | 5.39 | 3.59 |

주1) 국민연금기금의 채권부문 시가평가는 2000년부터 시작되었음

주2) 실질경제상승률은 실질GDP상승률을 의미함. 2017년 실질경제상승률은 한국은행이 '18년 3월에 발표한 잠정치임

3. 금융부문 수익률

○ '17년도 기금의 금융부문 시간가중수익률*은 7.28%로, 전년(4.69%) 대비 259%p 상승, 벤치마크 수익률(6.42%) 대비 0.86%p 상회

* 시간가중수익률 : 운용자의 운용능력을 측정하기 위한 지표로, 세부기간별 수익률을 계산한 후 복리로 누적한 수익률

- 최근 3년(5.50%)과 5년(5.18%) 평균수익률은 벤치마크(5.36%, 5.06%) 대비 0.14%p, 0.12%p 상회

<금융부문 벤치마크 대비 수익률 - 직접/위탁 체계>

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2017년 | | | 최근 3년간('15~'17) | | | 최근 5년간('13~'17) | | | | | |
|------|-------|------|-------|-----------------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | | | |
| 계 | 7.28 | 6.42 | 0.86 | 5.50 | 5.36 | 0.14 | 5.18 | 5.06 | 0.12 | | | |
| 채권 | 채권 전체 | | 0.48 | 0.54 | -0.05 | 2.17 | 2.20 | -0.03 | 3.08 | 3.11 | 0.04 | |
| | 국내 | 전체 | 0.51 | 0.58 | -0.07 | 2.20 | 2.20 | 0.00 | 3.08 | 3.07 | 0.01 | |
| | | 직접 | 0.49 | 0.56 | -0.07 | 2.19 | 2.20 | -0.01 | 3.07 | 3.07 | 0.01 | |
| | | 위탁 | 0.63 | 0.80 | -0.17 | 2.25 | 2.23 | 0.02 | 3.14 | 3.07 | 0.06 | |
| | 해외 | 전체 | 원화 | 0.22 | 0.04 | 0.18 | 1.91 | 2.23 | -0.33 | 3.02 | 3.63 | -0.61 |
| | | | 달러 | 3.37 | 3.07 | 0.30 | 2.44 | 2.67 | -0.23 | 2.40 | 3.07 | -0.65 |
| | | 직접 | 원화 | 0.10 | 0.03 | 0.06 | 1.99 | 2.28 | -0.29 | 2.99 | 3.43 | -0.43 |
| | | | 달러 | 3.24 | 3.06 | 0.18 | 2.46 | 2.72 | -0.26 | 2.14 | 2.86 | -0.70 |
| | 위탁 | 원화 | 0.32 | 0.04 | 0.28 | 1.87 | 2.23 | -0.36 | 3.07 | 3.63 | -0.57 | |
| | | 달러 | 3.48 | 3.07 | 0.40 | 2.44 | 2.67 | -0.22 | 2.64 | 3.07 | -0.43 | |
| 주식 | 주식 전체 | | 19.06 | 17.51 | 1.56 | 9.83 | 9.65 | 0.17 | 7.49 | 7.56 | -0.07 | |
| | 국내 | 전체 | 26.31 | 24.08 | 2.23 | 10.70 | 10.69 | 0.01 | 5.66 | 5.89 | 0.23 | |
| | | 직접 | 28.38 | 27.47 | 0.91 | 11.85 | 11.95 | -0.10 | 5.75 | 5.83 | -0.09 | |
| | | 위탁 | 23.91 | 25.46 | -1.55 | 9.36 | 10.86 | -1.51 | 5.48 | 6.06 | -0.59 | |
| | 해외 | 전체 | 원화 | 10.68 | 9.57 | 1.12 | 8.83 | 8.26 | 0.57 | 11.29 | 11.02 | 0.27 |
| | | | 달러 | 24.89 | 23.61 | 1.28 | 9.81 | 9.21 | 0.60 | 11.20 | 10.88 | 0.32 |
| | | 직접 | 원화 | 8.83 | 8.49 | 0.34 | 8.33 | 8.14 | 0.19 | 11.79 | 11.45 | 0.34 |
| | | | 달러 | 22.87 | 22.4 | 0.47 | 9.43 | 9.10 | 0.33 | 11.78 | 11.31 | 0.47 |
| | | 위탁 | 원화 | 11.61 | 9.57 | 2.04 | 9.03 | 8.26 | 0.77 | 11.22 | 11.02 | 0.20 |
| | | | 달러 | 25.89 | 23.61 | 2.28 | 9.96 | 9.21 | 0.75 | 11.09 | 10.88 | 0.21 |
| 대체투자 | | 4.65 | 2.10 | 2.55 | 8.93 | 7.20 | 1.73 | 9.12 | 6.70 | 2.42 | | |

주1) 금융부문 계는 FX overlay -6억 원 포함임

<참고> 금융부문 벤치마크 대비 수익률 - 액티브/패시브 체계

(단위 : %, %p)

| 구분 | | 2017년 | | | 최근 3년간('15~'17) | | | 최근 5년간('13~'17) | | | | |
|------|-------|---------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | | |
| 계 | | 7.28 | 6.42 | 0.86 | 5.50 | 5.36 | 0.14 | 5.18 | 5.06 | 0.12 | | |
| 채권 | 채권 전체 | | 0.48 | 0.54 | -0.05 | 2.17 | 2.20 | -0.03 | 3.08 | 3.11 | 0.04 | |
| | 국내 | 전체 | 0.51 | 0.58 | -0.07 | 2.20 | 2.20 | 0.00 | 3.08 | 3.07 | 0.01 | |
| | | 패시브(직접) | 0.49 | 0.56 | -0.07 | 2.19 | 2.20 | -0.01 | 3.07 | 3.07 | 0.01 | |
| | | 액티브(위탁) | 0.63 | 0.80 | -0.17 | 2.25 | 2.23 | 0.02 | 3.14 | 3.07 | 0.06 | |
| | | 액티브 | 원화 | 0.22 | 0.04 | 0.18 | 1.91 | 2.23 | -0.33 | 3.02 | 3.63 | -0.61 |
| | 해외 | 달러 | 3.37 | 3.07 | 0.30 | 2.44 | 2.67 | -0.23 | 2.40 | 3.07 | -0.65 | |
| | | 직접 | 원화 | 0.10 | 0.03 | 0.06 | 1.99 | 2.28 | -0.29 | 2.99 | 3.43 | -0.43 |
| | | | 달러 | 3.24 | 3.06 | 0.18 | 2.46 | 2.72 | -0.26 | 2.14 | 2.86 | -0.70 |
| | | 위탁 | 원화 | 0.32 | 0.04 | 0.28 | 1.87 | 2.23 | -0.36 | 3.07 | 3.63 | -0.57 |
| | | | 달러 | 3.48 | 3.07 | 0.40 | 2.44 | 2.67 | -0.22 | 2.64 | 3.07 | -0.43 |
| 주식 | | 주식 전체 | | 19.06 | 17.51 | 1.56 | 9.83 | 9.65 | 0.17 | 7.49 | 7.56 | -0.07 |
| | 국내 | 전체 | 26.31 | 24.08 | 2.23 | 10.70 | 10.69 | 0.01 | 5.66 | 5.89 | 0.23 | |
| | | 패시브 | 28.22 | 27.47 | 0.75 | - | - | - | - | - | - | |
| | | 액티브 | 25.32 | 25.46 | -0.14 | - | - | - | - | - | - | |
| | 해외 | 전체 | 원화 | 10.68 | 9.57 | 1.12 | 8.83 | 8.26 | 0.57 | 11.29 | 11.02 | 0.27 |
| | | | 달러 | 24.89 | 23.61 | 1.28 | 9.81 | 9.21 | 0.60 | 11.20 | 10.88 | 0.32 |
| | | 패시브 | 원화 | 9.89 | 9.57 | 0.32 | - | - | - | - | - | - |
| | | | 달러 | 24.05 | 23.61 | 0.44 | - | - | - | - | - | - |
| | | 액티브 | 원화 | 11.14 | 9.57 | 1.58 | - | - | - | - | - | - |
| | 달러 | 25.37 | 23.61 | 1.76 | - | - | - | - | - | - | | |
| 대체투자 | | 4.65 | 2.10 | 2.55 | 8.93 | 7.20 | 1.73 | 9.12 | 6.70 | 2.42 | | |

주1) 금융부문 계는 FX overlay -6억 원 포함임

※ 패시브/액티브 체계는 2015년 하반기부터 적용

- 패시브 운용: 운용수익률이 가능한 한 시장수익률(BM 수익률)에 접근하도록 포트폴리오를 구성하여 운용하는 방식
- 액티브 운용: 시장상황에 맞게 자산군별 비중 조정 및 종목선택 등을 통해 시장수익률(BM 수익률) 대비 초과수익을 창출하기 위한 운용 방식

II. 국민연금기금(금융부문) 운용 정량평가

1. 금융부문 투자 현황

- 2017년말 금융부문 투자규모는 621조 182억원으로, 전년대비 63조 2,664억원(11.3%) 증가
- 위험자산의 확대, 해외투자 확대, 위탁비중의 확대라는 운용 기조는 2017년에도 지속
 - 채권(50.7%)과 대체투자(10.8%)는 전년 대비 각각 42%p, 0.6%p 감소하였고 주식(38.6%)은 전년 대비 48%p 증가
 - 해외투자 비중은 글로벌 금융위기 이후 금융시장 안정과 해외투자 확대의 기조 하에 '17년 28.4%로 전년(27.0%) 대비 1.4%p 증가
 - 위탁운용 비중은 '17년 38.5%로 전년(37.4%) 대비 1.1%p 증가
- 해외채권과 해외주식을 제외한 자산군에서 전년에 비해 전략적 자산배분에 의한 목표 비중과 포트폴리오 실제 비중의 차이가 확대됨
 - 해외주식 실제 비중은 전년에 이어 목표 비중을 초과함

<2017년도 자산군별 목표비중 및 실제투자비중>

(단위 : %, %p)

| 자산군 | 2017년 말 기준 | | | 2016년 말 기준 | | | 비중의 증감 | |
|------|-------------|-------------|---------------|-------------|-------------|---------------|-----------------|-----------------|
| | 실제비중 (A) | 목표비중 (B) | 차이 (C=A-B) | 실제비중 (D) | 목표비중 (E) | 차이 (F=D-E) | 목표비중 (G=B-E) | 실제비중 (H=A-D) |
| 국내채권 | 46.9 | 49.5 | -2.6 | 50.7 | 51.4 | -0.7 | -1.9 | -3.8 |
| 해외채권 | 3.8 | 4.0 | -0.2 | 4.2 | 4.0 | 0.2 | 0.0 | -0.4 |
| 국내주식 | 21.2 | 19.2 | 2.0 | 18.4 | 20.0 | -1.6 | -0.8 | 2.8 |
| 해외주식 | 17.4 | 15.4 | 2.0 | 15.4 | 13.1 | 2.3 | 2.3 | 2.0 |
| 대체투자 | 10.8 | 11.9 | -1.1 | 11.4 | 11.5 | -0.1 | 0.4 | -0.6 |

주1) 금융부문=100%, 국내단기자금(0.3%p)은 국내채권에 해외단기자금(0.01%p)은 해외채권에 포함

2. 금융부문 운용성과 분석

□ 수익률 및 위험

- 2017년도 금융부문 시간가중수익률은 7.28%로, 전년(4.69%) 대비 2.59%p 상승, 벤치마크(6.42%) 대비 0.86%p 상회
 - 자산군별 수익률은 국내채권 0.51%, 해외채권 0.22%, 국내주식 26.31%, 해외주식 10.68%, 대체투자 4.65%임
 - 최근 3년(5.50%)과 5년(5.18%) 연평균 수익률은 벤치마크 수익률 (5.36%, 5.06%) 대비 각각 0.14%p, 0.12%p 상회
 - 전년대비 수익률이 상승한 것은 국내 주요기업 실적개선, 선진국 경기회복세 지속, 신흥국 투자심리 및 기업실적 개선 등에 따른 국내 및 해외주식 수익률 상승에 기인
- 총위험은 2.28%로 벤치마크(1.81%)보다 높은 수준이고, '15년 이후 지속적으로 낮아지는 추세
 - 위험조정 성과인 샤프비율(Sharpe Ratio)은 2.40으로 전년(1.29)에 비해 상승하여 총위험 대비 수익성 증가
 - 정보비율(IR)은 0.79으로, 전년(-0.13)에 비해 액티브 운용의 효율성이 증가한 것으로 평가

<국민연금 금융부문 성과 추이>

| 구분 | 2017년 | | | 2016년 | | | 3년 평균 ('15~'17) | | | 5년 평균 ('13~'17) | | |
|------------------------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-----------------|------|-------|-----------------|------|------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 |
| 수익률(%) | 7.28 | 6.42 | 0.86 | 4.69 | 4.80 | -0.11 | 5.50 | 5.36 | 0.14 | 5.18 | 5.06 | 0.12 |
| 총위험(%) ¹⁾ | 2.28 | 1.81 | 0.47 | 2.52 | 2.23 | 0.29 | 2.40 | 2.21 | 0.19 | 2.43 | 2.34 | 0.09 |
| 샤프비율 ²⁾ | 2.40 | 2.56 | -0.16 | 1.29 | 1.50 | -0.21 | 1.59 | 1.66 | -0.07 | 1.28 | 1.27 | 0.01 |
| 정보비율 ³⁾ | | 0.79 | | | -0.13 | | | 0.16 | | | 0.15 | |
| 액티브위험(%) ⁴⁾ | | 1.08 | | | 0.87 | | | 0.92 | | | 0.83 | |

주1) 총위험 : 투자수익률의 표준편차

2) 샤프비율 : 한 단위의 위험자산에 투자해서 얻은 (무위험 자산 대비) 초과수익률

3) 정보비율 : 위험 1단위를 감수하는데 대해 보상받는 초과수익. 액티브 위험 한 단위당 얻을 수 있는 (벤치마크 대비) 초과수익률

4) 액티브위험 : 시장상황에 따라 초과수익을 얻기 위한 액티브 운용에 따른 위험으로, 실제 운용 수익률과 벤치마크 수익률의 차이의 표준편차로 측정

□ 성과요인 분석

- 금융부문 전체 초과수익률(0.86%p)에 대하여 국내주식의 초과성과가 가장 큰 기여(0.38%p)를 하였으며, 다음으로 대체투자 초과성과(0.26%p)와 해외주식 초과성과(0.17%p)가 주로 기여함

<금융부문 각 자산군별 초과성과 기여도 분석>

(단위 : %, %p)

| 구분 | 국내채권 ³⁾ | 해외채권 ³⁾ | 국내주식 | 해외주식 | 대체투자 | 금융전체 |
|-------------------|--------------------|--------------------|-------|-------|------|------|
| 기금수익률 | 0.51 | 0.11 | 26.31 | 10.68 | 4.65 | 7.28 |
| BM수익률 | 0.58 | 0.04 | 24.08 | 9.57 | 2.10 | 6.42 |
| 초과성과 | -0.07 | 0.07 | 2.23 | 1.12 | 2.55 | 0.86 |
| 기여도 ¹⁾ | -0.04 | 0.00 | 0.38 | 0.17 | 0.26 | 0.78 |
| 기여율 ²⁾ | -4.5 | 0.3 | 44.5 | 20.4 | 30.5 | 91.2 |

주1) 기여도 : 각 자산군이 금융전체 초과성과(0.86%p)에 기여한 정도(Brinson모형 기반). 금융전체 초과성과(0.86%p)=자산군별 기여도 합계(0.78%p)+전술적 비중조정 효과(0.08%p)

2) 기여율 : 각 자산군의 초과성과 기여도가 금융전체 초과성과(0.86)에서 차지하는 비중. 100%=자산군별 기여율 합계(91.2%)+전술적 비중조정 효과(8.8%)

3) 국내채권과 해외채권 수익률은 각각 원화 및 외화 단기자금 포함하여 산출, 단기자금 제외한 표와 수치 상 차이 있음.

- 수익률 7.28%에는 기금운용본부의 전술적 자산배분(TAA) 효과 및 자산선택 효과가 0.86%p 양(+의 기여)
 - 전략적 자산배분(SAA) 효과는 6.42%로, 기금위에서 전략적으로 부여한 벤치마크와 자산배분안에 따라 투자하는 경우 얻을 수 있는 수익률
 - 전술적 자산배분(TAA) 효과는 0.45%*로, 기금운용본부의 전술적 차원(벤치마크 선택 및 자산군 비중 조절 등)의 운용에 따른 결과임
 - * 전술적 벤치마크 선택 효과(0.37%)와 전술적 비중 조절 효과(0.08%)로 구성
 - 자산선택 효과는 0.41%로, 투자 집행 시 개별자산군내의 섹터 혹은 종목을 벤치마크와 달리하여 운용한 결과임

<금융부문 수익률 요인 분해 및 기여도>

| 구 분 | 2017년도 | | 3년 평균 (2015년~2017년) | | 5년 평균 (2013년~2017년) | |
|----------------------------|------------|-----------|------------------------|-----------|------------------------|-----------|
| | 수익률 (%) | 수익 기여도 | 수익률 (%) | 수익 기여도 | 수익률 (%) | 수익 기여도 |
| 수익률 | 7.28 | 100.0 | 5.50 | 100.0 | 5.18 | 100.0 |
| 전략적자산배분(SAA) ¹⁾ | 6.42 | 88.2 | 5.36 | 97.4 | 5.06 | 97.7 |
| 전술적자산배분(TAA) | 0.45 | 6.1 | -0.07 | -1.2 | -0.16 | -2.9 |
| 벤치마크 선택 효과 ²⁾ | 0.37 | 5.1 | 0.04 | 0.7 | -0.05 | -0.9 |
| 전술적 비중 조절 효과 ³⁾ | 0.08 | 1.0 | -0.11 | -1.9 | -0.11 | -2.0 |
| 자산선택 효과 ⁴⁾ | 0.41 | 5.7 | 0.24 | 4.3 | -0.31 | 5.7 |

주1) 목표수익률과 허용위험을 반영하여 자산군의 상대적 비율을 결정함으로써 발생하는 효과

2) 기금운용본부가 패시브·위탁투자에 별도의 벤치마크를 운영함에 따르는 효과

3) 기금위가 부여한 전략적자산배분에 의한 기준비중과 실제 투자비중과의 차이로 발생하는 효과

4) 운용본부가 투자집행시 개별자산군내의 섹터 혹은 종목을 벤치마크와 달리하는 액티브 운용 (active management)에 의한 수익창출 효과

3. 자산군별 운용성과 분석

(1) 국내채권

□ 투자현황

- '17년말 국내채권 투자규모는 289조 3,998억 원(단기자금 1.3조원 미포함)으로 전년대비 10조 560억 원 증가
 - '17년 투자비중은 46.6%*로 전년(50.1%) 대비 3.5%p 감소*, 목표비중(49.5%)을 2.9%p 하회(투자허용범위 ±8.5%p)
 - * 국내채권투자에 원화단기자금 포함 시, '17년 46.9%로 목표비중을 2.6%p 하회
 - 국내채권 투자비중 감소는 위험자산 확대 및 해외투자 증가에 기인

<국내채권부문 투자현황>

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 2017년 | | | 2016년 | | | 2015년 | | |
|---------|-----------|---------|--------|-----------|---------|--------|-----------|---------|--------|
| | 규모 | 자산군 내비중 | 기금내 비중 | 규모 | 자산군 내비중 | 기금내 비중 | 규모 | 자산군 내비중 | 기금내 비중 |
| 계 | 2,893,998 | 100.0 | 46.6 | 2,793,438 | 100.0 | 50.1 | 2,686,363 | 100.0 | 52.5 |
| 직접(패시브) | 2,545,949 | 88.0 | 41.0 | 2,453,976 | 87.8 | 44.0 | 2,364,534 | 88.0 | 46.2 |
| 위탁(액티브) | 348,049 | 12.0 | 5.6 | 339,462 | 12.2 | 6.1 | 321,829 | 12.0 | 6.3 |

□ 국내채권 포트폴리오 분석

- (종류별 보유비중) 국내채권 중 국채·특수채의 보유 비중은 증가하였고, 벤치마크 구성 대비 국채, 특수채, 회사채의 비중은 높음
 - 금리상승 변동성에 대비하여 국채 단기물 비중 증가
 - 벤치마크 포트폴리오의 듀레이션(투자자금 평균 회수기간) 증가로, 실제 포트폴리오 듀레이션과의 차이를 줄이기 위해 특수채 장기물 증가

<국민연금 보유 국내채권 종류별 구성비>

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 2017년 | | | | 2016년 | | | |
|-----|-----------|-------|-------------|--------------|-----------|-------|-------------|--------------|
| | 국내채권 | | 채권시장 구성비 | 국내채권 벤치마크 | 국내채권 | | 채권시장 구성비 | 국내채권 벤치마크 |
| | 규모 | 구성비 | | | 규모 | 구성비 | | |
| 계 | 2,854,187 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 2,756,565 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 국채 | 1,276,191 | 44.7 | 38.0 | 43.3 | 1,214,215 | 43.5 | 37.4 | 42.9 |
| 지방채 | 28,654 | 1.0 | 1.2 | 1.2 | 21,611 | 0.8 | 1.3 | 1.2 |
| 특수채 | 625,385 | 21.9 | 12.3 | 16.2 | 556,909 | 20.0 | 13.6 | 17.6 |
| 통안채 | 126,925 | 4.4 | 9.5 | 9.7 | 187,502 | 6.7 | 9.9 | 9.6 |
| 금융채 | 345,452 | 12.1 | 20.0 | 17.2 | 304,333 | 12.1 | 19.0 | 15.7 |
| 회사채 | 451,580 | 15.8 | 19.0 | 12.4 | 471,996 | 16.9 | 18.9 | 12.9 |

주) 예금 및 현금성 자산 제외

- (만기별 보유비중) 전년 대비 3년 미만 단기물 비중 증가(46.6%→48.4%) , 3년~5년 중기물(19.1%→16.8%)과 7년 초과 장기물(27.0%→25.5%) 비중 감소
- 5년 이상 중장기물 비중(34.8%p)이 벤치마크(30.2%p)보다 높아, 금리 변동에 따른 위험 노출은 벤치마크 포트폴리오보다 높음

<국민연금 보유 국내채권 만기별 구성비>

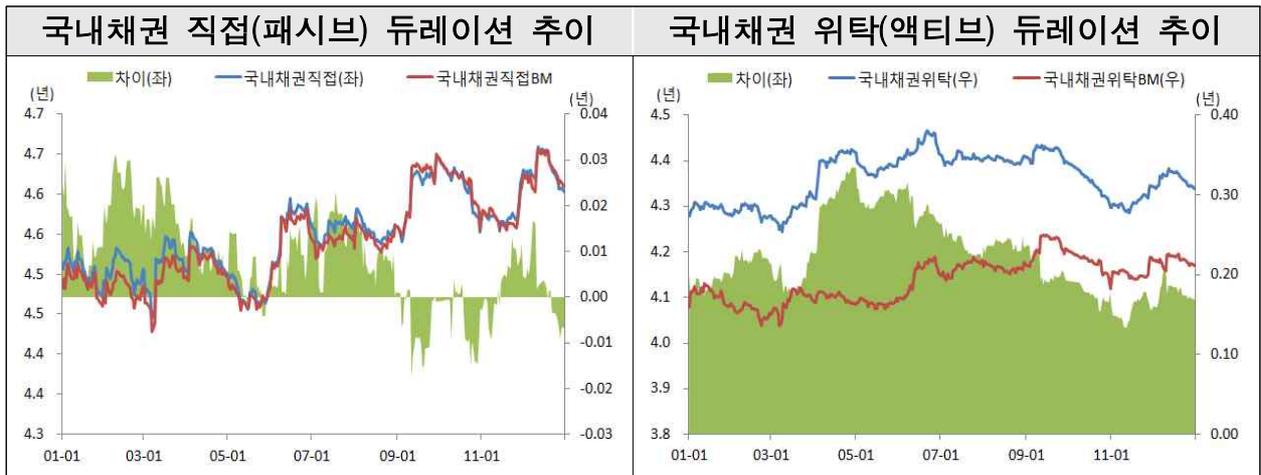
(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 2017년 | | | | 2016년 | | | |
|-------|-----------|-------|-------------|--------------|-----------|-------|-------------|--------------|
| | 국내채권 | | 채권시장 구성비 | 국내채권 벤치마크 | 국내채권 | | 채권시장 구성비 | 국내채권 벤치마크 |
| | 규모 | 구성비 | | | 규모 | 구성비 | | |
| 계 | 2,854,187 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 2,756,565 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 1년 미만 | 468,618 | 16.4 | 23.7 | 20.1 | 463,153 | 16.8 | 25.0 | 19.9 |
| 1년~2년 | 452,689 | 15.9 | 18.0 | 21.2 | 536,392 | 19.5 | 18.7 | 21.9 |
| 2년~3년 | 460,667 | 16.1 | 12.6 | 13.7 | 284,005 | 10.3 | 11.8 | 11.7 |
| 3년~5년 | 480,085 | 16.8 | 15.0 | 14.9 | 527,272 | 19.1 | 16.6 | 16.7 |
| 5년~7년 | 263,489 | 9.2 | 6.5 | 6.6 | 201,031 | 7.3 | 5.7 | 6.0 |
| 7년 초과 | 728,638 | 25.5 | 24.2 | 23.5 | 744,712 | 27.0 | 22.1 | 23.7 |

주) 예금 및 현금성 자산 제외

○ (듀레이션) 국내채권의 평균 듀레이션은 4.53년으로, 벤치마크 (4.51년) 대비 0.02년 긴 상태로,

- 실제 포트폴리오와 벤치마크 듀레이션 차이를 최소화하는 과정에서 국내채권 듀레이션도 증가하는 추세가 나타나고 있음



□ 국내채권의 시장대비 보유비중

○ 국내 채권시장에서 국민연금기금이 차지하는 비중은 전년(15.6%) 대비 0.1%p 감소한 15.5%

- 국채(17.9%) 및 특수채(27.8%)의 비중이 채권시장 평균비중(15.5%) 보다 높은 집중도를 보이고 있으며,
- 특히 시장 내 특수채 발행량이 감소한 가운데 특수채 장기물 보유 비중 증가로, 특수채 시장에서 기금 집중도 심화

<국민연금기금의 국내채권 섹터별 투자 비중 추이>

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 2017년 | | | 2016년 | | | 2015년 | | |
|-----|-----------|------------|------|-----------|------------|------|-----------|------------|------|
| | 국민연금 | 시장 | 비중 | 국민연금 | 시장 | 비중 | 국민연금 | 시장 | 비중 |
| 계 | 2,771,121 | 17,849,006 | 15.5 | 2,654,913 | 17,042,325 | 15.6 | 2,484,938 | 16,675,239 | 14.9 |
| 국채 | 1,211,412 | 6,774,711 | 17.9 | 1,146,079 | 6,366,717 | 17.9 | 1,073,080 | 5,974,872 | 18.0 |
| 지방채 | 28,491 | 215,146 | 13.2 | 20,942 | 212,896 | 9.5 | 17,811 | 217,946 | 8.2 |
| 특수채 | 611,003 | 2,201,450 | 27.8 | 535,085 | 2,322,940 | 22.4 | 509,813 | 2,438,428 | 20.9 |
| 통안채 | 126,850 | 1,702,600 | 7.5 | 182,641 | 1,683,900 | 10.1 | 150,953 | 1,809,300 | 8.3 |
| 금융채 | 342,750 | 3,561,008 | 9.6 | 303,891 | 3,230,914 | 9.6 | 267,915 | 3,068,061 | 8.7 |
| 회사채 | 450,615 | 3,394,031 | 13.3 | 466,275 | 3,224,958 | 15.3 | 465,366 | 3,166,632 | 14.7 |

주1) 시장금액은 발행잔액 기준, 국민연금은 액면금액 기준

2) 현금성 자산 제외

3) 시장통계는 KIS채권평가 데이터

□ 수익률 분석

○ (총수익률) '17년도 수익률은 0.51% 달성, 전년(1.83%) 대비 1.32%p 하락, 벤치마크(0.58%) 대비 0.07%p 하회

- 국내채권은 美 및 국내 기준금리 인상에 따른 국내 시장금리 상승, 보유채권의 가치 하락 따른 평가손실 발생으로 수익률 하락
- 이자수익은 2.56%p이었으나 자산운용수익이 -2.06%p을 기록
- 국내채권 수익률(0.51%)에 대하여 직접운용이 0.43%p, 위탁운용이 0.08%p 기여하였으며, 직접운용 중 회사채 파트가 가장 큰 기여

<국내채권부문의 자산종류별 벤치마크 대비 수익률 추이>

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2017년 | | | 2016년 | | | 3년 평균('15~'17) | | | 5년 평균('13~'17) | | |
|---------|-------|------|-------|-------|------|------|----------------|------|-------|----------------|------|------|
| | 기금 | BM | 초과 | 기금 | BM | 초과 | 기금 | BM | 초과 | 기금 | BM | 초과 |
| 계 | 0.51 | 0.58 | -0.07 | 1.83 | 1.78 | 0.05 | 2.20 | 2.20 | -0.00 | 3.08 | 3.07 | 0.01 |
| 직접(패시브) | 0.49 | 0.56 | -0.07 | 1.80 | 1.77 | 0.03 | 2.19 | 2.20 | -0.01 | 3.07 | 3.07 | 0.01 |
| 위탁(액티브) | 0.63 | 0.80 | -0.17 | 2.04 | 1.86 | 0.19 | 2.25 | 2.23 | 0.02 | 3.14 | 3.07 | 0.06 |

<국내채권 성과요인>

(단위 : %, %p)

| 구분 | 이자수익 ¹⁾ | 자산운용 | 국채선물 ²⁾ | 유동성 ³⁾ | 계 |
|---------|--------------------|-------|--------------------|-------------------|------|
| 직접(패시브) | 2.57 | -2.08 | 0.00 | 0.00 | 0.49 |
| 위탁(액티브) | 2.52 | -1.93 | 0.01 | 0.03 | 0.63 |
| 계 | 2.56 | -2.06 | 0.00 | 0.00 | 0.51 |

주1) 직접운용의 경우 이자 관련 거래내역을 제외한 자산운용 수익률을 산출한 후 직접 전체 수익률에서 차감하여 이자수익 성과를 산출함. 위탁운용의 경우 시가평가액에서 발생이자의 누적분을 제외하여 산출함

2) 국내채권 위탁운용 수익률에서 채권 및 유동성 수익률을 차감하여 산출함

3) 채권 외에 현금보유에 의한 성과임

<국내채권 전체 투자수익률 기여도>

(단위 : %, %p)

| 국내채권 전체 투자수익률 | 직접운용 | | | 위탁운용 | | | |
|------------------|------|-------|-------|------|------|-------|-------|
| | 소계 | 국공채파트 | 회사채파트 | 소계 | 일반형 | 상대가치형 | 크레디트형 |
| 0.51 | 0.43 | 0.11 | 0.31 | 0.08 | 0.03 | 0.02 | 0.02 |

○ (초과성과 요인분해) 국내채권 초과성과(-0.07%)에 직접운용이 -0.06%p, 위탁운용이 -0.02%p, 벤치마크 선택효과가 0.01%p 기여함

* 벤치마크 선택효과 : 기금운용위원회에서 부여한 전략적 벤치마크와 달리 기금운용본부가 자체 설정한 전술적 벤치마크가 수익률에 기여한 정도

- 벤치마크 비포함 종목인 대우조선해양*의 채무조정과 벤치마크 대비 상대적으로 긴 만기구조로 음(-)의 초과성과가 나타남

* 벤치마크에서는 '15.10.1일부로 대우조선해양 종목이 제외됨에 따라 '17년 중에는 벤치마크 내에 포함되지 않음

<국내채권 전체 초과수익 기여도 분석>

(단위 : %, %p)

| 국내채권 전체 | | | 벤치마크 선택효과 | 전략적 벤치마크 대비 초과성과 기여도 | | | 기타 효과 |
|---------|------|-------|--------------|----------------------|-------|-------|----------|
| 기금 | 전략BM | 초과성과 | | 계 | 직접 | 위탁 | |
| 0.51 | 0.58 | -0.07 | 0.01 | -0.08 | -0.06 | -0.02 | 0.00 |

<직접운용>

- 초과성과(-0.07%p)에 대우조선해양 채무조정에 따른 종목선택효과*(-0.09%p), 금리상승에 따른 만기선택효과*(-0.03%p)가 음(-)의 기여

* 벤치마크와 다르게 선택된 개별 종목의 특성에 기인한 효과

- 대우조선해양은 벤치마크에서 제외되었으나 매각의 어려움 등으로 기금에서 보유

** 벤치마크의 채권 만기와 다르게 구성된 포트폴리오 만기에 따른 효과

- 국내채권 실제 포트폴리오의 만기가 벤치마크 대비 상대적으로 장기로 구성

<직접운용 초과수익분해>

(단위 : %, %p)

| 직접운용 초과성과 | 만기효과 | 섹터선택효과 ¹⁾ | 종목선택효과 | 대우조선해양 주식성과 ²⁾ | 기타 |
|--------------|-------|----------------------|--------|------------------------------|------|
| -0.07 | -0.03 | 0.02 | -0.09 | 0.02 | 0.01 |

주 1) 선택효과 : 벤치마크의 채권 선택과 달리 포트폴리오 섹터를 구성함에 따른 효과

2) 출자전환된 대우조선해양 주식의 가치가 2017년말 시가평가됨에 따른 영향

- 유형별 기여도로 살펴보면, 초과성과(-0.07%p)에 국공채 파트가 0.06%p, 회사채 파트가 -0.12%p 기여한 것으로 분석됨

<직접운용 초과수익 기여도 분석>

(단위 : %, %p)

| 국내채권 직접운용 | | | 벤치마크 선택효과 | 각 유형별 벤치마크 대비 초과성과 기여도 | | | 기타효과 |
|-----------|------|-------|--------------|------------------------|-------|-------|-------|
| 기금 | 전술BM | 초과성과 | | 소계 | 국공채파트 | 회사채파트 | |
| 0.49 | 0.56 | -0.07 | 0.01 | -0.06 | 0.06 | -0.12 | -0.02 |

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

<위탁운용>

- 초과성과(-0.17%p)에 직접운용과 마찬가지로 저조한 종목선택효과(-0.11%p)와 만기선택효과(-0.08%p)가 음(-)의 기여

<위탁운용 초과수익분해>

(단위 : %, %p)

| 위탁운용 초과성과 | 자산배분 효과 ¹⁾ | 만기효과 | 섹터선택 효과 | 종목선택 효과 | 유동성효과 ²⁾ | 국채선물 효과 | 보수 및 기타비용 ³⁾ | 대우조선해양 주식성과 |
|--------------|--------------------------|-------|------------|------------|---------------------|------------|----------------------------|----------------|
| -0.17 | 0.02 | -0.08 | 0.04 | -0.11 | 0.03 | 0.01 | -0.14 | 0.05 |

- 주 1) 자산배분효과 : 위탁운용사가 배정받은 자금을 채권, 현금 등으로 배분함에 따른 효과
- 2) 유동성효과 : 위탁운용사가 채권 대신 현금으로 보유함에 따른 효과
- 3) 위탁운용사에 지급된 위탁보수 및 수수료 등임

- 유형별 기여도로 살펴보면, 초과성과(-0.17%p)에 일반형이 -0.03%p, 상대가치형이 0.00%p, 크레딧형이 -0.11%p 기여한 것으로 분석됨

<위탁운용 초과수익 기여도 분석>

(단위 : %, %p)

| 국내채권 위탁운용 | | | 벤치마크 선택효과 | 각 유형별 벤치마크 대비 초과성과 기여도(자산선택효과) | | | | 기타 효과 |
|-----------|------|-------|--------------|-----------------------------------|-------|-------|-------|----------|
| 기금 | 전술EM | 초과성과 | | 계 | 일반형 | 상대가치형 | 크레딧형 | |
| 0.63 | 0.80 | -0.17 | -0.01 | -0.15 | -0.03 | 0.00 | -0.11 | 0.00 |

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

- 초과성과(-0.17%p)를 위탁운용 프로세스를 고려하여 살펴보면, 운용사 선정 효과가 -0.15%p의 음(-)의 기여를 하였음

<위탁운용 유형별 초과성과 요인분해>

(단위 : %, %p)

| 국내채권 위탁운용 | | | 초과성과 요인 | | |
|-----------|------|-------|---------|--------|-------|
| 기금 | 벤치마크 | 초과성과 | 운용사선정효과 | 유형배분효과 | 기타 |
| 0.63 | 0.80 | -0.17 | -0.15 | -0.00 | -0.01 |

- 주 1) 운용사선정효과 : 유형 내 펀드에 대한 투자선택의 효과
- 2) 유형배분효과 : 위탁운용 내 유형을 일반형, 상대가치형, 크레딧형으로 배분함에 따른 효과

- (장기성과) 3년(2.20%) 평균수익률은 벤치마크(2.20%)와 비슷한 수준을 실현, 5년(3.08%) 평균수익률은 벤치마크(3.07%) 대비 0.01%p 상회

○ 대우조선해양 채무조정에 따른 효과(-0.09%)를 제외할 경우 국내 채권은 벤치마크 대비 0.02%p 양(+)¹의 초과성과 실현

- 채무조정에 따라 액면가 기준 2,787억 원 감액손실*이 발생하였음

* 감액 전 액면가 3,880억 원에 대해 50%로 출자전환된 주식 중 131억원을 매도하였고, 574억 원은 주식으로 보유, 90% 감액된 388억 원은 채권으로 보유함

<대우조선해양 제외에 따른 국내채권 수익률 변동>

(단위 : %, %p)

| 구분 | 직접 | | | 위탁 | | | 전체 | | |
|----------------|-------|------|-------|-------|------|-------|-------|------|-------|
| | 기금 | BM | 초과 | 기금 | BM | 초과 | 기금 | BM | 초과 |
| 대우조선해양 포함(A) | 0.49 | 0.56 | -0.07 | 0.63 | 0.80 | -0.17 | 0.51 | 0.58 | -0.07 |
| 대우조선해양 제외(B) | 0.56 | 0.56 | -0.00 | 0.92 | 0.80 | 0.13 | 0.60 | 0.58 | 0.02 |
| 대우조선해양 영향(A-B) | -0.07 | - | -0.07 | -0.29 | - | -0.29 | -0.09 | - | -0.09 |

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

□ 위험분석

○ (총위험) 2017년 국내채권의 총위험은 1.29%로 전년(2.88%) 대비 1.59%p 하락하였고, 벤치마크(1.29%)와 유사한 수준임

- 3년(2.28%) 평균은 벤치마크(2.26%) 대비 0.02%p 높은 수준임

○ (샤프비율) 위험조정 성과인 샤프비율은 -0.02으로 전년(0.13) 대비 하락하였으며, 벤치마크(0.12)와 유사한 수준임

○ (정보비율) 위험조정 성과인 정보비율은 -0.64로 전년(1.04) 대비 하락, 액티브위험(0.11%)이 전년(0.04%) 대비 증가

<국내채권 위험 및 위험조정수익 현황>

| 구분 | 2017년 | | | 2016년 | | | 3년 평균('15~'17) | | | 5년 평균('13~'17) | | |
|------------------|-------|-------|------|-------|------|------|----------------|------|------|----------------|------|------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 |
| 총위험(%) (표준편차) | 1.29 | 1.29 | 0.00 | 2.88 | 2.84 | 0.04 | 2.28 | 2.26 | 0.02 | 2.07 | 2.05 | 0.02 |
| 샤프비율 | -0.02 | -0.02 | 0.00 | 0.13 | 0.12 | 0.01 | 0.23 | 0.23 | 0.00 | 0.48 | 0.48 | 0.00 |
| 정보비율 | -0.64 | | | 1.04 | | | -0.04 | | | 0.22 | | |
| 액티브위험(%) | 0.11 | | | 0.04 | | | 0.07 | | | 0.06 | | |

(2) 해외채권

□ 투자 현황

○ (투자규모) 2017년말 해외채권 투자규모는 23조 2,741억원(외화단기 0.3조원 미포함)으로, 전년대비 586억원 증가

- '17년 투자비중은 3.7%로 전년(4.2%) 대비 감소*, 목표비중(4.0%)을 0.3%p 하회(투자허용범위 ±2.5%p)

* 해외채권투자에 외환단기자금 포함 시, '17년 3.8%로 목표비중을 0.2%p 하회

<해외채권 투자현황>

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 2017년 | | | 2016년 | | | 2015년 | | |
|----|---------|---------|--------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|
| | 규모 | 자산군 내비중 | 기금내 비중 | 규모 | 자산군 내비중 | 기금내 비중 | 규모 | 자산군 내비중 | 기금내 비중 |
| 계 | 232,741 | 100.0 | 3.7 | 232,155 | 100.0 | 4.2 | 215,815 | 100.0 | 4.2 |
| 직접 | 104,789 | 45.0 | 1.7 | 101,825 | 43.9 | 1.8 | 93,704 | 43.4 | 1.8 |
| 위탁 | 127,952 | 55.0 | 2.1 | 130,329 | 56.1 | 2.3 | 122,110 | 56.6 | 2.4 |

□ 해외채권 포트폴리오 분석

○ (통화별 보유비중) 미달러화 47.2%, 유로화 21.1%, 엔화 15.8% 등의 순으로 보유, 전년 대비 미달러화와 엔화의 비중은 축소, 유로화는 확대

- 위탁운용이 직접운용 대비 미 달러화와 유로화 비중이 모두 높음

- 미 금리상승에 따른 달러화 채권 가치 하락에 따라, 벤치마크 대비 높은 달러화 채권비중은 초과성과에 음(-)의 기여

- 유로지역 금리 상승에 따른 유로화 채권 가치 하락에 따라, 벤치마크 대비 낮은 유로화 채권비중은 초과성과에 양(+)의 기여

<해외채권 통화별 보유비중(달러기준)>

(단위 : %)

| 거래통화 | 2017년 | | | | 2016년 | | | |
|-------------|-------|------|------|------|-------|------|------|------|
| | 전체 | BM | 직접 | 위탁 | 전체 | BM | 직접 | 위탁 |
| 미국 달러(USD) | 47.2 | 44.5 | 43.6 | 50.2 | 48.6 | 45.5 | 43.2 | 53.0 |
| EU 유로(EUR) | 21.1 | 25.5 | 21.0 | 21.1 | 19.3 | 23.8 | 20.0 | 18.8 |
| 일본 엔(JPY) | 15.8 | 16.2 | 17.7 | 14.2 | 16.7 | 17.1 | 19.3 | 14.6 |
| 영국 파운드(GBP) | 6.4 | 5.3 | 7.7 | 5.4 | 5.7 | 5.2 | 6.6 | 5.0 |
| 캐나다 달러(CAD) | 3.1 | 2.6 | 4.1 | 2.3 | 4.0 | 2.6 | 5.6 | 2.7 |
| 기타 | 6.6 | 6.0 | 5.9 | 6.8 | 5.6 | 5.8 | 5.4 | 6.0 |

- (지역별 보유비중) 북미 37.6%, 유럽 35.2%, 일본/아시아/태평양 21.4% 등
- 미국 금리상승에 대비, 북미 비중이 전년 대비 감소

<해외채권 지역별 보유비중(달러기준)>

(단위 : %)

| 거래통화 | 2017년 | | | | 2016년 | | | |
|--------------|-------|------|------|------|-------|------|------|------|
| | 전체 | BM | 직접 | 위탁 | 전체 | BM | 직접 | 위탁 |
| 북미 | 37.6 | 42.0 | 35.6 | 39.5 | 44.0 | 42.6 | 39.3 | 46.1 |
| 유럽 | 35.2 | 32.3 | 35.5 | 35.0 | 30.4 | 30.8 | 30.6 | 30.2 |
| 일본 | 14.6 | 16.6 | 15.2 | 14.0 | 14.2 | 17.5 | 16.3 | 12.5 |
| 아시아태평양(일본제외) | 6.8 | 5.2 | 8.3 | 5.4 | 6.9 | 4.9 | 9.8 | 4.5 |
| 남미 | 2.2 | 2.2 | 1.4 | 2.9 | 1.9 | 2.2 | 1.8 | 2.0 |
| 글로벌 | 2.2 | 1.1 | 2.6 | 1.9 | 1.4 | 1.1 | 1.3 | 1.6 |
| 아프리아/중동 | 1.3 | 0.6 | 1.4 | 1.3 | 1.1 | 0.8 | 1.0 | 1.2 |

- (만기별 보유현황) 3년미만 단기물은 2.6%p 증가, 3~5년 중기물과 7년 초과 장기물 보유 비중은 각각 0.9%p, 2.2%p 감소
- 7년 초과 장기물은 벤치마크 대비 보유비중이 높아, 금리변동에 따른 위험 노출은 벤치마크 포트폴리오보다 높음

<국민연금 보유 해외채권 잔존만기별 보유현황>

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 2017년 | | | 2016년 | | |
|--------|---------|-------|--------------|---------|-------|--------------|
| | 채권(전체) | | 해외채권 벤치마크 | 채권(전체) | | 해외채권 벤치마크 |
| | 규모 | 구성비 | | 규모 | 구성비 | |
| 계 | 214,825 | 100.0 | 100.0 | 226,794 | 100.0 | 100.0 |
| 1년 미만 | 12,078 | 5.6 | 0.0 | 11,283 | 5.0 | 0.0 |
| 1년~3년 | 34,854 | 16.2 | 21.8 | 32,186 | 14.2 | 21.5 |
| 3년~5년 | 42,805 | 19.9 | 19.3 | 47,152 | 20.8 | 20.1 |
| 5년~7년 | 27,132 | 12.6 | 16.6 | 27,896 | 12.3 | 15.1 |
| 7년~10년 | 37,267 | 17.3 | 19.1 | 42,306 | 18.7 | 20.6 |
| 10년 이상 | 60,689 | 28.3 | 23.2 | 65,971 | 29.1 | 22.6 |

주) 환헤지 파생상품 및 현금성 자산 제외

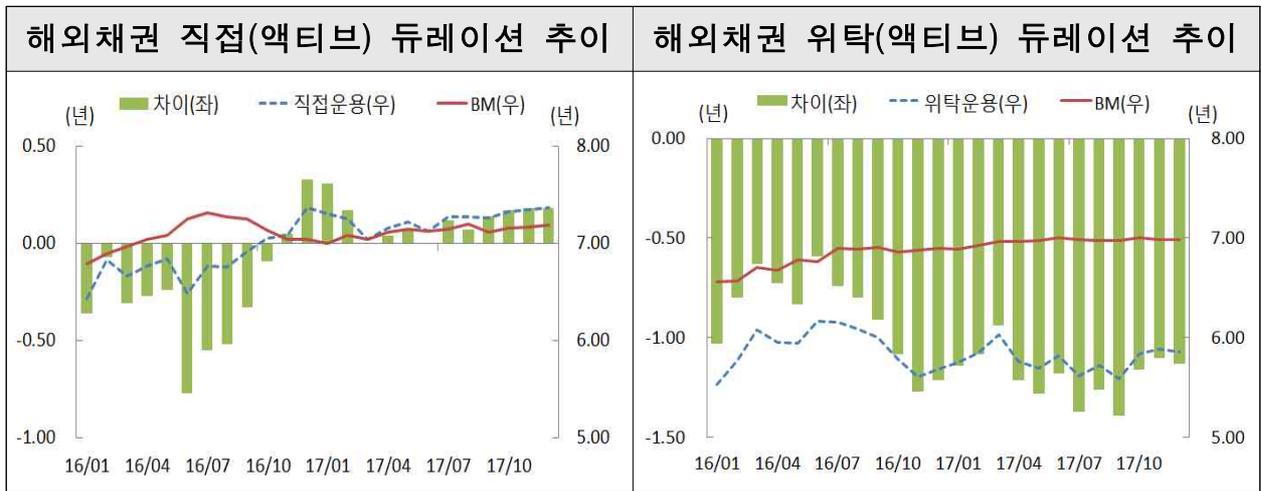
○ (듀레이션) 시장 불확실성에 대비해 벤치마크 대비 일정범위 내에서 듀레이션(투자자금 평균 회수기간) 조정

- 직접운용은 연중 벤치마크 대비 양(+)^{*}의 듀레이션 갭^{*} 유지

* 듀레이션 갭(gap) : 벤치마크와 실제 포트폴리오의 듀레이션 차이

- 위탁운용은 글로벌 정책 불확실성의 증대 가운데 시장 금리 상승에 대응하여 벤치마크 대비 듀레이션을 짧게 유지^{*}

* 듀레이션 증가(감소) 시 금리변화에 대한 채권가격의 변동성이 상승(하락)함



□ 수익률 분석

○ (총수익률) 2017년 수익률은 0.22%로, 전년(4.01%) 대비 3.79%p 하락, 벤치마크(0.04%) 대비 0.18%p 상회

* 해외채권의 달러기준 수익률은 3.37%, 벤치마크 대비 0.30%p 상회

- 전년(4.01%) 대비 성과 하락은 독일 등 유로지역과 미국 등의 시장 금리 상승과 단계적 환오픈 과정에서 원/달러 환율 하락에 기인

* 단계적 환오픈 과정에서 수익률은 -2.66%p 하락, 변동성은 0.67%p 증가

<2017년 해외채권 환오픈 영향 추정>

(단위 : %, %p)

| 구 분 | | 직접운용 벤치마크 | 위탁운용 및 전체 벤치마크 |
|-----|-------------|-----------|----------------|
| 수익률 | 환헤지 오픈(A) | 0.03 | 0.04 |
| | 100% 환헤지(B) | 2.69 | 2.70 |
| | 차이(A-B) | -2.65 | -2.66 |
| 총위험 | 환헤지 오픈(A) | 2.63 | 2.29 |
| | 100% 환헤지(B) | 1.81 | 1.62 |
| | 차이(A-B) | 0.82 | 0.67 |

- 해외채권 전체의 전략적 벤치마크 대비 원화기준 초과성과 (0.18%p)에 직접운용이 0.03%p, 위탁운용이 0.16%p 기여함

<해외채권 전체 초과수익 기여도 분석>

(단위 : %, %p)

| 구분 | 해외채권 전체 | | | 벤치마크 선택효과 | 전략적 벤치마크 대비 초과성과 기여도 | | | 기타 효과 |
|------|---------|-------|------|--------------|----------------------|------|------|----------|
| | 기금 | 전략 BM | 초과성과 | | 계 | 직접 | 위탁 | |
| 원화기준 | 0.22 | 0.04 | 0.18 | 0.00 | 0.18 | 0.03 | 0.16 | 0.00 |
| 달러기준 | 3.37 | 3.07 | 0.30 | 0.00 | 0.30 | 0.08 | 0.23 | 0.00 |

주1) 벤치마크 선택효과 : 기금운용위원회에서 부여한 전략적 벤치마크와 달리 기금운용본부가 자체 설정한 전술적 벤치마크가 수익률에 기여한 정도임

- 직접운용은 회사채 비중 확대, 신용스프레드 축소 가운데 고위험 신용채권 보유 전략으로 0.10% 성과 실현
- 위탁운용은 금리인상에 대응한 단기물 비중 확대, 듀레이션 축소 전략을 지속하여 0.32%의 성과를 보임

<해외채권부문의 자산종류별 벤치마크 대비 수익률 추이>

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2017년 | | | 2016년 | | | 3년 평균('15~'17) | | | 5년 평균('13~'17) | | | |
|----|-------|------|------|-------|------|------|----------------|------|------|----------------|------|------|-------|
| | 기금 | BM | 초과 | 기금 | BM | 초과 | 기금 | BM | 초과 | 기금 | BM | 초과 | |
| 계 | 원화 | 0.22 | 0.04 | 0.18 | 4.01 | 4.40 | -0.39 | 1.91 | 2.23 | -0.33 | 3.02 | 3.63 | -0.61 |
| | 달러 | 3.37 | 3.07 | 0.30 | 3.66 | 3.98 | -0.33 | 2.44 | 2.67 | -0.23 | 2.40 | 3.07 | -0.65 |
| 직접 | 원화 | 0.10 | 0.03 | 0.06 | 3.91 | 4.55 | -0.64 | 1.99 | 2.28 | -0.29 | 2.99 | 3.43 | -0.43 |
| | 달러 | 3.24 | 3.06 | 0.18 | 3.41 | 4.13 | -0.72 | 2.46 | 2.72 | -0.26 | 2.14 | 2.86 | -0.70 |
| 위탁 | 원화 | 0.32 | 0.04 | 0.28 | 4.15 | 4.40 | -0.25 | 1.87 | 2.23 | -0.36 | 3.07 | 3.63 | -0.57 |
| | 달러 | 3.48 | 3.07 | 0.40 | 3.89 | 3.98 | -0.09 | 2.44 | 2.67 | -0.22 | 2.64 | 3.07 | -0.43 |

- (초과성과 요인분해) 해외채권의 벤치마크 대비 초과성과(0.18%p)는 달러기준 초과성과인 자산운용성과(0.30%p)와 환효과(-0.12%p)*로 분해

* 환효과는 원화환산 환율차이 - 0.34%p와 환헤지 효과 0.22%p로 분해

<해외채권 초과수익의 환효과 요인분해>

(단위 : %p)

| | 직접 | 위탁 | 해외채권 전체 |
|-------------------|-------|-------|---------|
| 벤치마크대비 초과수익(원화기준) | 0.06 | 0.28 | 0.18 |
| 자산운용(달러기준) | 0.18 | 0.40 | 0.30 |
| 환효과 | -0.11 | -0.13 | -0.12 |
| +원화환산환율차이 | -0.32 | -0.40 | -0.34 |
| +환헤지 효과 | 0.21 | 0.28 | 0.22 |

주1) 단 초과수익은 전술적벤치마크 대비 초과수익을 의미함

2) 환효과는 포트폴리오와 벤치마크의 적용환율 차이에 따른 효과(원화환산환율차이), 환헤지 비율과 수단의 차이에 따른 환헤지 효과로 구성

<직접운용>

- 원화기준 초과성과(0.06%p)는 자산운용효과(0.18%p)와 환효과(-0.11%p)로 분해됨
- 달러기준 초과성과(0.18%p)에 대하여 섹터배분효과*와 수익률 곡선(Yield Curve)효과**는 양(+)의 기여, 종목선택효과***는 음(-)의 기여

* 기금운용본부에서 포트폴리오 섹터를 벤치마크와 달리 구성함에 따른 효과

- 직접운용은 회사채 비중의 확대, 벤치마크 대비 고금리 신용채권의 비중 상회

** 기금운용본부에서 포트폴리오 만기를 벤치마크와 달리 구성함에 따른 효과

*** 기금운용본부에서 벤치마크와 달리 선택한 개별 종목의 특성에 기인한 효과

< 직접운용 초과수익 요인분해 >

(단위 : %, %p)

| 초과성과 (달러기준) | 통화별 배분효과 | 통화별 운용효과 | | | | | 잔차 |
|----------------|-------------|----------|------|-------|-------|------|------|
| | | 소계 | 섹터배분 | 수익률곡선 | 종목선택 | 기타 | |
| 0.18 | 0.04 | 0.12 | 0.16 | 0.09 | -0.12 | 0.01 | 0.02 |

주 1) 통화별 배분효과 : 기금이 벤치마크와 다르게 각 통화를 구성함에 따른 효과

2) 통화별 운용효과 : 각 통화자산에 대한 벤치마크 대비 기금의 초과성과

<위탁운용>

- 원화기준 초과성과(0.28%p)는 자산운용효과(0.40%p)와 환효과(-0.13%p)로 분해됨
- 달러기준 초과성과(0.40%p)에 대하여 국채 및 정부관련채권이 0.23%p, 절대수익률 유형채권*이 0.22%p, 유로지역 신용채권이 0.05%p 기여

* 시장환경에 독립적으로 목표 수익을 창출할 수 있도록 유연한 투자가이드라인 (목표 수익률 및 변동성)을 설정하여 위험관리함

<위탁운용 초과수익 기여도 분석>

(단위 : %, %p)

| 해외채권 위탁운용 | | | 벤치마크 선택효과 | 각 유형별 벤치마크 대비 초과성과 기여도 | | | | | | | | | | 기타 효과 |
|-----------|----------|----------|--------------|------------------------|---------------|-------------|-------|-------------|------|------|-------------|------|-------|----------|
| 기금 | 전술 BM | 초과 성과 | | 계 | 국채 및 정부관련채 | 절대수익률 유형 | 유동화증권 | Credit(신용물) | | | 고수익 신용상품 | 뱅크론 | | |
| | | | | | | | | Global | US | Euro | | | | |
| 3.48 | 3.07 | 0.40 | -0.03 | 0.46 | 0.23 | 0.22 | 0.01 | 0.03 | 0.01 | 0.05 | -0.07 | 0.00 | -0.03 | |

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

2) 유동화증권 : 주택 등 자산을 담보로 한 MBS 등 자산유동화 증권에 투자

3) 고수익 신용상품 : 신용평가등급이 낮은 반면 높은 고수익 상품에 투자

4) 뱅크론 : 시장 금리에 연동하여 지급이자가 결정되는 변동금리 상품으로 금리상승기에 수익률 제고에 기여 가능

- 위탁운용 프로세스를 고려한 초과성과(0.40%p)를 살펴보면, 운용사 선정 효과가 0.46%p의 양(+)의 기여를 하였음

<위탁운용 유형별 초과성과 요인분해>

(단위 : %, %p)

| 해외채권 위탁운용 | | | 초과성과 요인 | | |
|-----------|------|------|---------|--------|-------|
| 기금 | 벤치마크 | 초과성과 | 운용사선정효과 | 유형배분효과 | 기타 |
| 3.48 | 3.07 | 0.40 | 0.46 | 0.00 | -0.06 |

주 1) 초과수익은 해외채권 전체 벤치마크 대비 초과수익임

- (장기성과) 3년(1.91%)과 5년(3.02%) 평균수익률은 벤치마크(2.23%, 3.63%) 대비 각각 0.33%p, 0.61%p 하회

□ 위험분석

- (총위험) 2017년 해외채권의 총위험은 2.35%로 전년(3.19%) 대비 감소
 - 주요국 경기회복에 대한 기대감 형성, 미국의 금리인상에 대한 시장에서의 선반영 등으로 총 위험이 전년 대비 감소
- (샤프비율) 위험조정성과인 샤프비율은 -0.04로 전년(0.81) 대비 하락
- (정보비율) 위험조정성과인 정보비율은 0.31로 초과수익률 실현에 따라 전년(-0.58) 대비 양(+)으로 상승반전

<해외채권 위험 및 위험조정수익 현황>

| 구분 | 2017년 | | | 2016년 | | | 3년 평균('15~'17) | | | 5년 평균('13~'17) | | |
|------------------|-------|-------|------|-------|------|-------|----------------|------|-------|----------------|------|-------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 |
| 총위험(%) (표준편차) | 2.35 | 2.29 | 0.06 | 3.19 | 3.45 | -0.26 | 2.77 | 2.90 | -0.13 | 2.88 | 2.83 | 0.05 |
| 샤프비율 | -0.04 | -0.04 | 0.00 | 0.81 | 0.86 | -0.05 | 0.08 | 0.19 | -0.11 | 0.33 | 0.55 | -0.22 |
| 정보비율 | 0.31 | | | -0.58 | | | -0.50 | | | -0.86 | | |
| 액티브위험(%) | 0.59 | | | 0.67 | | | 0.65 | | | 0.71 | | |

(3) 국내주식

□ 투자현황

- 2017년 말 국내주식 투자규모는 131조 5,134억 원(21.2%)으로 전년 대비 29조 791억 원 증가
 - 투자비중은 21.2%로 목표비중(19.2%)을 2.0%p 상회(투자허용범위 ±5.0%p)

<국내주식 부문 투자 현황>

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 2017년 | | | 2016년 | | | 2015년 | | | |
|-----|-----------|----------|--------|-----------|----------|--------|---------|----------|--------|------|
| | 규모 | 자산군 내 비중 | 기금내 비중 | 규모 | 자산군 내 비중 | 기금내 비중 | 규모 | 자산군 내 비중 | 기금내 비중 | |
| 전체 | 1,315,134 | 100.0 | 21.2 | 1,024,343 | 100.0 | 18.4 | 949,780 | 100.0 | 18.6 | |
| 패시브 | 직접 | 447,233 | 34.0 | 7.2 | 349,542 | 34.1 | 6.3 | 277,026 | 29.2 | 5.4 |
| 액티브 | 소계 | 867,902 | 66.0 | 14.0 | 674,801 | 65.9 | 12.1 | 672,754 | 70.8 | 13.1 |
| | 직접 | 265,620 | 20.2 | 4.3 | 198,659 | 19.4 | 3.6 | 216,225 | 22.8 | 4.2 |
| | 위탁 | 602,282 | 45.8 | 9.7 | 476,141 | 46.5 | 8.5 | 456,529 | 48.1 | 8.9 |
| 직접 | | 712,852 | 54.2 | 11.5 | 548,202 | 53.5 | 9.8 | 493,251 | 51.9 | 9.6 |
| 위탁 | | 602,282 | 45.8 | 9.7 | 476,141 | 46.5 | 8.5 | 456,529 | 48.1 | 8.9 |

주1) 반올림에 의한 단수차이 있음

□ 국내주식 포트폴리오 분석

- (규모별 보유비중) 2017년 말 기준, 국민연금의 국내주식투자 규모가 주식시장에서 차지하는 비중은 7.0%로 전년(6.9%) 대비 0.1%p 증가
 - 국내주식 포트폴리오는 시장 대비 대형주의 보유비중이 높은 반면 소형주 및 코스닥 비중은 낮음
 - 이는 2017년 주요 대형주의 가격상승으로 포트폴리오 내 대형주 비중이 증가한 것에 기인
 - 특히 보유 상위 10개 종목의 포트폴리오 비중이 43.3%로 시장(36.9%) 대비 높은 수준
- * 국내주식 포트폴리오는 삼성전자(22.9%)의 보유비중이 가장 높으며 업종별로는 전기전자 업종의 비중이 33.4%로 유가증권시장(28.7%) 대비 높은 수준

<국내주식시장에서 국민연금이 차지하는 비중>

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 2017년 | | | 2016년 | | | 2015년 | | |
|--------|-----------|------------|-----|-----------|------------|-----|---------|------------|-----|
| | 국민연금 | 시장 | 비중 | 국민연금 | 시장 | 비중 | 국민연금 | 시장 | 비중 |
| 전체 | 1,315,134 | 18,828,931 | 7.0 | 1,035,551 | 15,064,111 | 6.9 | 938,435 | 14,444,634 | 6.5 |
| 유가증권시장 | 1,266,783 | 16,055,944 | 7.9 | 1,008,782 | 13,079,312 | 7.7 | 902,220 | 12,428,321 | 7.3 |
| 코스닥 | 36,912 | 2,772,987 | 1.3 | 26,768 | 1,984,799 | 1.4 | 36,215 | 2,016,313 | 1.8 |

주1) 금액은 시가 기준임. 말일기준임

주2) 비상장주식 및 현금성자산, 우선주, ETF, 선물옵션 금액은 제외함

<주식 규모별 보유금액 및 비중>

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 국내주식 전체 | | 코스피 구성비 | 시장 구성비(B) | 차이 (A-B) | |
|-----|-----------|-----------|---------|-----------|-------------|------|
| | 금액 | 비중(A) | | | | |
| 거래소 | 대형주 | 1,080,970 | 82.9 | 80.9 | 66.3 | 14.6 |
| | 중형주 | 131,129 | 10.1 | 11.7 | 9.6 | 2.1 |
| | 소형주 | 12,160 | 0.9 | 4.1 | 3.4 | 0.7 |
| | 기타 | 42,524 | 3.3 | 3.3 | 5.8 | -2.5 |
| 소계 | 1,266,783 | 97.2 | 100 | 85.0 | 15 | |
| 코스닥 | 36,912 | 2.8 | 0.0 | 15.0 | -15 | |
| 총계 | 1,303,695 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 0.0 | |

주1) 대/중/소형주는 거래소 기준이며 비상장주식, 신주인수권 및 위탁운용의 현금성자산, 선물옵션 금액은 제외

주2) 기타는 우선주 및 ETF

주3) 시장구성비는 코스피와 코스닥시장을 합친 주식시장 전체의 구성비중임

□ 수익률 분석

○ (총수익률) 2017년도 수익률은 26.31%로 전년(5.64%) 대비 20.67%p 상승, 벤치마크(24.08%) 대비 2.23%p 상회

- 주요 대형주의 가격상승으로 국내주식시장의 성과가 제고되었고 국내주식 포트폴리오의 절대성과도 크게 상승
- 또한 벤치마크 대비 대형주 중심의 국내주식 포트폴리오 구성이 초과성과에 긍정적 기여
- 직접운용은 코어펀드 및 패시브 직접운용의 높은 성과와 종목선택효과로 벤치마크 수익률보다 상회
- 위탁운용은 중소형주형, 장기투자형, 대형주형 등이 낮은 성과를 기록하고 음의 종목선택효과(-1.36%p)를 보여 벤치마크 수익률보다 하회

<국내주식 패시브/액티브 유형별 수익률>

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2017년 | | | 2016년 | | | 2015년 | | | |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | |
| 전체 | 26.31 | 24.08 | 2.23 | 5.64 | 5.24 | 0.40 | 1.67 | 3.88 | -2.21 | |
| 패시브 | 직접 | 28.22 | 27.47 | 0.75 | 10.31 | 10.15 | 0.15 | -0.27 | -0.07 | -0.20 |
| 액티브 | 직접 | 28.65 | 27.47 | 1.18 | 9.67 | 10.15 | -0.48 | -1.29 | -0.07 | -1.22 |
| | 위탁 | 23.91 | 25.46 | -1.55 | 1.02 | 3.57 | -2.55 | 4.48 | 4.86 | -0.38 |
| | 소계 | 25.32 | 25.46 | -0.14 | 3.48 | 3.57 | -0.09 | 2.31 | 2.73 | -0.42 |

주 1) 반올림에 의한 단수차이 있음

○ (초과성과 요인분해) 국내주식 전체 초과성과에 가장 큰 기여 요인은 벤치마크 선택효과

- 국내주식 전체 초과성과 2.23%p 중 2.07%p가 벤치마크 선택효과
- 기금운용본부가 세부유형에 설정한 전술적 벤치마크가 전략적 벤치마크보다 우수한 성과를 시현한 것에 기인

<국내주식 직접/위탁 유형별 수익률>

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2017년 | | | 2016년 | | | 3년 평균('15~'17) | | | 5년 평균('13~'17) | | |
|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|----------------|------|-------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 |
| 계 | 26.31 | 24.08 | 2.23 | 5.64 | 5.24 | 0.40 | 10.70 | 10.69 | 0.01 | 5.66 | 5.89 | -0.23 |
| 직접 | 28.38 | 27.47 | 0.91 | 9.99 | 10.15 | -0.16 | 11.85 | 11.95 | -0.10 | 5.75 | 5.83 | -0.09 |
| 위탁 | 23.91 | 25.46 | -1.55 | 1.02 | 3.57 | -2.55 | 9.36 | 10.86 | -1.51 | 5.48 | 6.06 | -0.59 |

<국내주식 초과수익 기여율>

(단위 : %, %p)

| 국내주식 전체 | | | 벤치마크 선택효과 | 전술적 벤치마크 대비 초과성과의 기여도 | | |
|---------|------------------|------|-------------------------|-----------------------|------|-------|
| NPS | BM ¹⁾ | 초과수익 | 벤치마크 선택효과 ²⁾ | 계 | 패시브 | 액티브 |
| 26.31 | 24.08 | 2.23 | 2.07 | 0.16 | 0.25 | -0.09 |

주1) 벤치마크는 KOSPI(배당포함)

2) 벤치마크 선택효과 : 기금운용위원회에서 부여한 전략적 벤치마크와 달리 기금운용본부가 자체적으로 설정한 전술적 벤치마크가 수익률에 기여한 정도

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

4) 소수점 둘째자리에서 반올림으로 인한 단수차이 존재

5) 국내주식 전체 초과성과 = 벤치마크 선택효과 + 전술적 벤치마크 대비 초과성과의 기여도

- 세부 유형별로 보면, 국내주식 초과성과는 패시브운용(63.1%)이 주로 기여하였으며 이는 종목선택효과에 기인
- 액티브 위탁운용은 종목선택효과가 저조해 벤치마크 대비 낮은 성과를 기록하였고 이는 초과성과에 부정적 영향

<세부 유형별 초과수익 기여율>

(단위 : %, %p)

| 국내주식 전체 | | | 패시브 | | | 액티브 | | | | | |
|---------|------------------|------|------|-------------------|------|------|------|------|-------|-------|------|
| | | | | | | 직접 | | | 위탁 | | |
| NPS | BM ¹⁾ | 초과수익 | 초과수익 | 기여도 ²⁾ | 기여율 | 초과수익 | 기여도 | 기여율 | 초과수익 | 기여도 | 기여율 |
| 26.31 | 24.08 | 2.23 | 4.13 | 1.41 | 63.1 | 4.56 | 0.92 | 41.3 | -0.16 | -0.08 | -3.4 |

주1) 벤치마크는 KOSPI(배당포함)

주2) 기여도는 전략적 BM 대비 초과수익률*해당 유형의 보유비중, 단위는 %p

- 세부 유형별로 중소형주, 장기투자형, 대형주형 등 대부분의 유형이 벤치마크 대비 낮은 성과를 기록하여 전체성과에 부정적 영향

* 세부 유형의 전술적 벤치마크 대비 초과수익은 다음과 같음. 순수주식형(2.32%p), 중소형주(-8.33%p), 책임투자(0.76%p), 장기투자(-4.01%p), 액티브퀀트(2.09%p), 대형주형(-1.96%p), 배당주형(-2.01%p), 가치형(-0.33%p)

- 액티브 위탁운용의 성과요인은 유형배분(-0.52%p)과 운용사 선정효과(-0.44%p)로 유형배분과 운용사 선정효과 모두 부진

* 유형배분효과: 위탁운용 내 설정되어 있는 세부유형(스타일)에 대한 자금배분이 위탁운용 전체 초과성과에 미친 효과

* 운용사선정효과: 세부유형 내 운용사의 성과가 위탁운용 전체 초과성과에 미친 효과

<액티브 유형 초과수익 요인분해: 유형배분 및 운용사선정 효과>

(단위 : %, %p)

| 액티브 위탁 | | | 초과수익 요인 | | |
|----------|------------------|-------|---------|-------|-------|
| 액티브 위탁전체 | BM ¹⁾ | 초과수익 | 유형배분 | 운용사선정 | 기타 |
| 23.91 | 25.46 | -1.55 | -0.52 | -0.44 | -0.58 |

주1) 벤치마크는 KOSPI+KOSDAQ100(배당포함)

주2) 초과수익 = 유형배분효과 + 운용사선정효과 + 기타효과

주3) 기타효과 = 위탁자산의 수익률 계산 차이, Transition Management(TM 효과), 매매효과 등이 포함

주4) 매매효과 = 당일 매매로 발생한 손익효과

- (장기성과) 3년 평균수익률(10.70%)은 벤치마크(10.69%) 대비 0.01%p 상회, 5년 평균수익률(5.66%)은 벤치마크(5.89%) 대비 0.23%p 하회

□ 위험분석

- (총위험) 국내주식의 총위험은 8.76%로 전년(6.10%) 대비 증가
 - 벤치마크(8.72%) 대비 0.03%p 높은 수준이며 최근 3년 평균(8.57%)과 5년(9.00%) 평균 위험은 벤치마크(8.42%, 8.75%) 보다 높은 수준
- (샤프비율) 국내주식의 샤프비율은 2.80로 벤치마크(2.55) 대비 높았으며, 전년(0.68) 대비 상승하였음
 - 하지만 최근 5년(0.39) 평균 샤프비율은 벤치마크(0.43) 대비 0.04 하회로 총 위험 대비 투자 효율성은 낮은 수준
- (정보비율) 국내주식의 정보비율은 1.91으로 전년(0.37)에 비해 높아졌으며, 최근 3년과 5년(0.00, -0.18) 평균 정보비율보다 크게 높은 수준

<국내주식 위험 및 위험조정 성과 현황>

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2017년 | | | 2016년 | | | 3년 평균 ('15~'17) | | | 5년 평균 ('13~'17) | | |
|------------------|-------|------|------|-------|------|-------|-----------------|------|-------|-----------------|------|-------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 |
| 총위험(%) (표준편차) | 8.76 | 8.72 | 0.03 | 6.20 | 6.43 | -0.23 | 8.57 | 8.42 | 0.15 | 9.00 | 8.75 | 0.25 |
| 샤프비율 | 2.80 | 2.55 | 0.25 | 0.68 | 0.59 | 0.09 | 1.05 | 1.07 | -0.02 | 0.39 | 0.43 | -0.04 |
| 정보비율 | 1.91 | | | 0.37 | | | 0.00 | | | -0.18 | | |
| 액티브위험(%) | 1.17 | | | 1.09 | | | 1.34 | | | 1.29 | | |

(4) 해외주식

□ 투자현황

- 2017년 말 해외주식 투자규모는 108조 2,144억 원으로 전년(85조 6,206억 원) 대비 26.3% 증가
 - 투자비중은 17.4%로 목표비중 15.4%을 2.0% 상회(투자허용범위 ±3.5%p)

<해외주식 부문 투자 현황>

(단위 : 억 원, %)

| 구분 | 2017년 | | | 2016년 | | | 2015년 | | | |
|-----|-----------|-------------|-----------|---------|-------------|-----------|---------|-------------|-----------|-----|
| | 규모 | 자산군 내 비중 | 기금내 비중 | 규모 | 자산군 내 비중 | 기금내 비중 | 규모 | 자산군 내 비중 | 기금내 비중 | |
| 전체 | 1,082,144 | 100 | 17.4 | 856,206 | 100.0 | 15.4 | 699,300 | 100.0 | 13.7 | |
| 패시브 | 계 | 412,212 | 38.1 | 6.6 | 309,973 | 36.2 | 5.6 | 212,187 | 30.3 | 4.1 |
| | 직접 | 370,405 | 34.2 | 6.0 | 281,636 | 32.9 | 5.0 | 200,213 | 28.6 | 3.9 |
| | 위탁 | 41,808 | 3.8 | 0.7 | 28,338 | 3.3 | 0.5 | 11,974 | 1.7 | 0.2 |
| 액티브 | 위탁 | 669,931 | 61.9 | 10.8 | 546,233 | 63.8 | 9.8 | 487,113 | 69.7 | 9.5 |
| | 직접 | 370,405 | 34.2 | 6.0 | 281,636 | 32.9 | 5.0 | 200,213 | 28.6 | 3.9 |
| | 위탁 | 711,739 | 65.8 | 11.5 | 574,571 | 67.1 | 10.3 | 499,087 | 71.3 | 9.7 |

주1) 반올림에 의한 단수차이 있음

□ 해외주식부문 포트폴리오 분석

- (지역별 보유비중) 북미지역(54.5%) 및 유럽지역(23.4%) 중심
 - 해외주식 전체의 지역별 비중은 북미지역과 일본, 아프리카 등이 벤치마크 대비 비중 하회하였고 유럽과 남미지역은 비중 상회
 - 북미와 유럽 중심의 해외주식 포트폴리오 구조가 최근 몇 년간 지속

<해외주식의 지역별 보유 비중 : 2017년 말 기준>

(단위 : %, %p)

| 지 역 | 전체 | | | BM | 차이 |
|-----------------------|------|------|------|------|------|
| | | 패시브 | 액티브 | | |
| North America | 54.5 | 56.8 | 54.3 | 57.7 | -3.2 |
| Europe | 23.4 | 21.7 | 23.9 | 21.6 | 1.8 |
| Japan | 7.0 | 7.6 | 6.4 | 7.9 | -0.9 |
| Asia/Pacific Ex Japan | 10.9 | 11.4 | 9.9 | 10.1 | 0.8 |
| Latin America | 1.5 | 1.4 | 1.7 | 1.4 | 0.1 |
| Africa/Mideast | 0.9 | 1.1 | 0.88 | 1.1 | -0.2 |

□ 수익률 분석

- (총수익률) '17년도 수익률은 전년(10.13%) 대비 상승하여 10.68%를 기록, 벤치마크(9.57%) 대비 1.12%p 상회
- 달러기준 수익률은 24.89%로 원화 대비 높은 수준이며 전략적 벤치마크 대비로도 1.28%p 상회
- 완만한 경제성장, 인플레이션 우려 완화로 인한 선진국 성과 상승과 달러 약세, 외국인 투자자금 유입 등으로 신흥국의 성과도 제고되어 해외주식 포트폴리오의 절대성과가 상승
- 직접운용은 선진국의 성과 상승으로 세부 모든 유형의 펀드가 전술적 벤치마크 대비 상회
- 위탁운용은 신흥국의 성과 제고와 지역 내 종목선택 효과로 인해 높은 수준의 절대성과와 전술적 벤치마크 대비 양(+)^{의 초과 수익률을 시현}

<해외주식 패시브/액티브 유형별 수익률>

(단위 : %, %p)

| 구분 | | | 2017년 | | | 2016년 | | | 2015년 | | |
|--------|----|----|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 |
| 패시브 | 직접 | 원화 | 8.83 | 8.49 | 0.34 | 10.82 | 10.60 | 0.22 | 5.41 | 5.39 | 0.02 |
| | | 달러 | 22.87 | 22.40 | 0.47 | 7.72 | 7.37 | 0.34 | -0.97 | -1.18 | 0.21 |
| | 위탁 | 원화 | 20.30 | 20.19 | 0.11 | 19.65 | 20.02 | -0.37 | - | - | - |
| | | 달러 | 35.70 | 35.60 | 0.11 | 16.30 | 16.52 | -0.22 | - | - | - |
| | 소계 | 원화 | 9.89 | 9.57 | 0.32 | 11.26 | 11.10 | 0.17 | 4.39 | 4.42 | -0.03 |
| | | 달러 | 24.05 | 23.61 | 0.44 | 8.14 | 7.85 | 0.29 | -1.97 | -2.11 | 0.14 |
| 액티브 | 위탁 | 원화 | 11.14 | 9.57 | 1.58 | 9.57 | 11.10 | -1.52 | 6.16 | 4.23 | 1.93 |
| | | 달러 | 25.37 | 23.61 | 1.76 | 6.27 | 7.85 | -1.58 | -0.44 | -2.30 | 1.86 |
| 해외주식전체 | | 원화 | 10.68 | 9.57 | 1.12 | 10.13 | 11.10 | -0.96 | 5.73 | 4.23 | 1.50 |
| | | 달러 | 24.89 | 23.61 | 1.28 | 6.89 | 7.85 | -0.97 | -0.81 | -2.30 | 1.49 |

<해외주식 기존 세부유형별 수익률>

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2017년 | | | 2016년 | | | 3년 평균('15~'17) | | | 5년 평균('13~'17) | | | |
|----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|------|------|----------------|-------|-------|------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | |
| 계 | 원화 | 10.68 | 9.57 | 1.12 | 10.13 | 11.10 | -0.96 | 8.83 | 8.26 | 0.57 | 11.29 | 11.02 | 0.27 |
| | 달러 | 24.89 | 23.61 | 1.28 | 6.89 | 7.85 | -0.97 | 9.81 | 9.21 | 0.60 | 11.20 | 10.88 | 0.32 |
| 직접 | 원화 | 8.83 | 8.49 | 0.34 | 10.82 | 10.60 | 0.22 | 8.33 | 8.14 | 0.19 | 11.79 | 11.45 | 0.34 |
| | 달러 | 22.87 | 22.40 | 0.47 | 7.72 | 7.37 | 0.34 | 9.43 | 9.10 | 0.33 | 11.78 | 11.31 | 0.47 |
| 위탁 | 원화 | 11.61 | 9.57 | 2.04 | 9.78 | 11.10 | -1.31 | 9.03 | 8.26 | 0.77 | 11.22 | 11.02 | 0.20 |
| | 달러 | 25.89 | 23.61 | 2.28 | 6.48 | 7.85 | -1.37 | 9.96 | 9.21 | 0.75 | 11.09 | 10.88 | 0.21 |

○ (초과성과 요인분해) 선진국 및 신흥국 시장의 성과제고 및 지역 내 종목선택효과로 인해 양(+의 초과성과 발생

- 전술적 벤치마크 대비 패시브유형(0.32%p)과 액티브유형(1.58%p) 모두 양의 초과성과를 기록하였으나 초과성과의 크기와 자산 내 비중이 높은 액티브유형의 성과 기여율(87.5%)이 더 높음

<해외주식 초과수익 기여율>

(단위 : %, %p)

| 해외주식 전체 | | | 패시브 | | | 액티브 | | |
|---------|------------------|------|------|------|------|------|------|------|
| NPS | BM ¹⁾ | 초과수익 | 초과수익 | 기여도 | 기여율 | 초과수익 | 기여도 | 기여율 |
| 10.68 | 9.57 | 1.12 | 0.32 | 0.12 | 10.9 | 1.58 | 0.98 | 87.5 |

주1) 벤치마크는 MSCI AC World Index(ex Korea, unhedged to KRW)

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

3) 소수점 둘째자리에서 반올림으로 인한 단수차이 존재

4) 원화 기준 수익률

○ (장기성과) 3년(8.83%)과 5년(11.29%) 평균수익률은 벤치마크(8.26%, 11.02%) 대비 각각 0.57%p, 0.27%p 상회

□ 위험분석

- (총위험) 해외주식의 총위험(원화기준)은 6.13%로 전년(10.18%) 대비 낮은 수준
 - 벤치마크 위험 5.52% 대비 0.61%p 상회
- (샤프비율) 샤프비율(원화기준)은 1.49로 벤치마크(1.45)보다 높은 수준
- (정보비율) 정보비율은 0.50로 전년(-0.54) 대비 증가
 - 최근 3년 및 5년 정보비율은 각각 0.28, 0.12, 전년 대비 증가

<해외주식 위험 및 위험조정수익 현황>

(단위 : %, %p)

| 구분 | 2017년 | | | 2016년 | | | 3년 평균 ('15~'17) | | | 5년 평균 ('13~'17) | | |
|------------------|-------|------|------|-------|-------|-------|-----------------|------|-------|-----------------|------|-------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 |
| 총위험(%) (표준편차) | 6.13 | 5.52 | 0.61 | 10.18 | 10.42 | -0.24 | 9.56 | 9.79 | -0.22 | 9.03 | 9.38 | -0.36 |
| 샤프비율 | 1.49 | 1.45 | 0.04 | 0.85 | 0.92 | -0.07 | 0.80 | 0.72 | 0.08 | 1.14 | 1.07 | 0.07 |
| 정보비율 | 0.50 | | | -0.54 | | | 0.28 | | | 0.12 | | |
| 액티브위험(%) | 2.25 | | | 1.78 | | | 2.05 | | | 2.22 | | |

(5) 대체투자

□ 투자현황

- 2017년 말 대체투자 규모는 66조 8,198억 원(국내 22.3조원, 해외 44.6조원)으로 전년(63조 6,686억 원) 대비 4.9%(3조 1,512억 원) 증가
- 투자비중은 10.8%로 목표비중(11.9%)을 1.1%p 하회(투자허용범위 +24%p/-3.4%p)

<국민연금기금의 대체투자금액 추이>

(단위 : 억 원, %)

| 구 분 | | 2017년 | | 2016년 | | 2015년 | | |
|-----|----------|--------|---------|-------|---------|-------|---------|------|
| | | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | 금액 | 비중 | |
| 국내 | 부동산 | | 64,595 | 10% | 59,366 | 9% | 57,013 | 10% |
| | 인프라 | | 77,797 | 12% | 83,086 | 13% | 83,959 | 15% |
| | 기타 대체 | 소계 | 80,217 | 12% | 77,022 | 12% | 82,444 | 15% |
| | | 벤처투자 | 10,534 | | 8,999 | - | 9,360 | - |
| | | 사모투자 | 69,683 | | 67,546 | - | 72,342 | - |
| | | 구조조정투자 | - | | 478 | - | 742 | - |
| | 계 | | 222,608 | 33% | 219,475 | 34% | 223,417 | 41% |
| 해외 | 부동산 | 원화 | 183,010 | 27% | 190,603 | 30% | 154,835 | 28% |
| | | 달러 | 17,081 | | 15,772 | - | 13,211 | - |
| | 인프라 | 원화 | 122,455 | 18% | 103,201 | 16% | 77,010 | 14% |
| | | 달러 | 11,429 | | 8,540 | - | 6,571 | - |
| | 사모 | 원화 | 128,815 | 19% | 114,100 | 18% | 91,339 | 17% |
| | | 달러 | 12,023 | | 9,441 | - | 7,793 | - |
| | 헤지펀드 | 원화 | 11,310 | 2% | 9,307 | 1% | - | - |
| | | 달러 | 1,056 | | 770 | - | - | - |
| | 계 | 원화 | 445,590 | 67% | 417,211 | 66% | 323,184 | 59% |
| | | 달러 | 41,590 | | 34,523 | - | 27,575 | - |
| | 총계 | | 668,198 | 100% | 636,686 | 100% | 546,601 | 100% |

□ 수익률 분석

- (총수익률) 2017년 수익률은 4.65%로 전년(9.99%) 대비 5.34%p 하락 하였으나 벤치마크(2.10%) 대비로는 2.55%p 상회

* 대체투자의 경우 2013년부터 성과평가용 벤치마크를 적용하고 있음

- 국내/해외 대체투자 수익률은 각각 6.13%, 3.82로, 벤치마크(6.88%, -0.31%)대비 국내는 0.74%p 하회, 해외는 4.13%p 상회

<국민연금기금의 대체투자 투자수익률>

(단위 : %, %p)

| 구 분 | 2017년 | | | 2016년 | | | 3년 평균('15~'17) | | | 5년 평균('13~'17) | | | |
|-----|-------|-------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|
| | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | 기금 | BM | 차이 | |
| 계 | 4.65 | 2.10 | 2.55 | 9.99 | 9.32 | 0.68 | 8.93 | 7.20 | 1.73 | 9.12 | 6.70 | 2.42 | |
| 국내 | 계 | 6.13 | 6.88 | -0.74 | 5.74 | 6.05 | -0.31 | 6.94 | 5.96 | 0.98 | 6.97 | 5.98 | 0.99 |
| | 부동산 | 6.91 | 6.94 | -0.02 | 7.53 | 7.52 | 0.00 | 7.88 | 7.30 | 0.59 | 7.82 | 7.38 | 0.44 |
| | SOC | 2.83 | 3.56 | -0.73 | 6.98 | 7.01 | -0.03 | 4.76 | 5.01 | -0.25 | 5.47 | 5.54 | -0.07 |
| | 사모 등 | 8.81 | 10.48 | -1.67 | 3.10 | 4.06 | -0.97 | 8.53 | 5.95 | 2.58 | 7.90 | 5.32 | 2.58 |
| 해외 | 계 | 3.82 | -0.31 | 4.13 | 12.34 | 11.42 | 0.92 | 10.25 | 8.49 | 1.76 | 10.88 | 7.45 | 3.42 |
| | 부동산 | 2.68 | -0.73 | 3.41 | 12.21 | 9.35 | 2.86 | 10.04 | 8.30 | 1.74 | 10.20 | 6.61 | 3.58 |
| | 인프라 | 2.77 | -4.94 | 7.71 | 14.10 | 9.28 | 4.82 | 10.05 | 3.13 | 6.92 | 11.56 | 4.67 | 6.90 |
| | 사모 | 7.74 | 5.31 | 2.43 | 11.37 | 15.88 | -4.51 | 11.30 | 13.33 | -2.03 | 12.03 | 11.64 | 0.39 |
| | 헤지펀드 | -6.79 | -5.50 | -1.29 | 2.94 | 3.16 | -0.22 | | | 0.00 | 0.00 | 0 | 0.00 |

주1) 2017년의 국내보유자산은 회계연도말의 공정가치가 반영되었고, 2017년도의 해외대체투자자산은 2017년 3분기 말의 공정가치임

- (성과분석) 국내 및 해외대체 모두 전년 대비 성과 하락
 - 대체투자(4.65%)는 공정가치 증가분 5.65%p, 배당 및 이자 수익률²⁾ 3.75%, 해외대체의 원-달러 환율변동에 의한 환효과 -13.33%p
 - 공정가치평가 후 대체투자 수익률은 5.65%p 상승하였으며 국내 대체는 2.14%p, 해외대체는 7.36%p 상승

2) 배당 및 이자 수익률에는 제 세금 및 수수료의 차감이 반영됨

<대체투자의 공정가치평가에 따른 수익률 비교>

(단위 : %, %p)

| 구분 | | 공정가치 평가 후 수익률 | 공정가치 평가 전 수익률 | 차이 |
|-------|------|------------------|------------------|-------------|
| 2017년 | 대체전체 | 4.65 | -1.00 | 5.65 |
| | 국내대체 | 6.13 | 3.99 | 2.14 |
| | 해외대체 | 3.82 | -3.55 | 7.36 |
| 2016년 | 대체전체 | 9.99 | 5.90 | 4.09 |
| | 국내대체 | 5.74 | 4.73 | 1.01 |
| | 해외대체 | 12.34 | 6.52 | 5.82 |
| 2015년 | 대체전체 | 12.30 | 7.70 | 4.60 |
| | 국내대체 | 8.98 | 6.27 | 2.71 |
| | 해외대체 | 14.90 | 8.91 | 5.99 |

주1) 공정가치 평가전 수익률(연간)은 연말 펀드 가치 변화를 제외한 시간가중 수익률로 추정하였음

2) 공정가치 평가전 수익률은 2013년부터 산출을 시작하였음

- 대체투자 전체 수익률(4.65%)은 배당 및 이자 수익률* 3.75%,
가격변동 수익률은 0.90%로 분해됨
- 국내대체는 배당 및 이자수익 4.43%p, 가격변동 1.70%, 해외대체는
배당 및 이자수익 3.39%p, 가격변동 0.42%

<대체투자의 수익률 분해>

(단위 : %, %p)

| 구분 | 대체전체 | | | 국내대체 | | | 해외대체 | | |
|-------|----------|--------------|-------------|----------|--------------|-------------|----------|--------------|-------------|
| | 총 수익률 | 배당·이 자수익률 | 가격변동 수익률 | 총 수익률 | 배당·이 자수익률 | 가격변동 수익률 | 총 수익률 | 배당·이 자수익률 | 가격변동 수익률 |
| 2015년 | 12.30 | 4.58 | 7.72 | 8.98 | 4.79 | 4.19 | 14.90 | 4.38 | 10.52 |
| 2016년 | 9.99 | 3.90 | 6.09 | 5.74 | 4.86 | 0.88 | 12.34 | 3.26 | 9.08 |
| 2017년 | 4.65 | 3.75 | 0.90 | 6.13 | 4.43 | 1.70 | 3.82 | 3.39 | 0.42 |

주) 반올림에 의한 단수 차이가 존재함

- 해외대체의 수익률 3.82% 가운데 원-달러 환율변동에 의한 환효과는 -13.33%p로 전년(3.39%) 대비 16.72%p 감소함

<해외대체 성과의 원-달러 환변동 영향>

(단위 : %, %p)

| 구분 | | 달러기준 수익률 | 환효과 | 원화기준 수익률 |
|--------------|-------|--------------|---------------|--------------|
| 2015년 | 해외대체 | 7.76 | 7.14 | 14.90 |
| | 해외부동산 | 8.48 | 7.16 | 15.64 |
| | 해외인프라 | 6.64 | 7.01 | 13.65 |
| | 해외사모 | 7.68 | 7.22 | 14.90 |
| 2016년 (A) | 해외대체 | 8.95 | 3.39 | 12.34 |
| | 해외부동산 | 8.82 | 3.39 | 12.21 |
| | 해외인프라 | 10.70 | 3.40 | 14.10 |
| | 해외사모 | 8.02 | 3.35 | 11.37 |
| 2017년 (B) | 해외대체 | 17.14 | -13.33 | 3.82 |
| | 해외부동산 | 15.89 | -13.21 | 2.68 |
| | 해외인프라 | 15.93 | -13.15 | 2.77 |
| | 해외사모 | 21.54 | -13.81 | 7.74 |
| | 헤지펀드 | 5.29 | -11.98 | -6.70 |
| 차이 (B-A) | 해외대체 | 8.19 | -16.72 | -8.52 |
| | 해외부동산 | 7.07 | -16.60 | -9.53 |
| | 해외인프라 | 5.23 | -16.55 | -11.33 |
| | 해외사모 | 13.52 | -17.16 | -3.63 |
| | 헤지펀드 | 4.95 | -14.58 | -9.64 |

- (장기성과) 대체투자의 3년과 5년 평균 수익률은 각각 8.93%, 9.12%로 벤치마크(7.20%, 6.70%) 대비 상회

참고 1

자산군별 벤치마크 지수

| 세부자산군 | | 벤치마크 지수 | 비고 | |
|----------|-----------|--|---|---|
| 국내 주식 | 전체 | KOSPI_T(배당포함) | 전략적 | |
| | 패시브 직접 | KOSPI200_T(배당포함) | 전술적 | |
| | | KOSPI200_T(배당포함) | | |
| | 액티브 위탁 | KOSPI + KOSDAQ100(배당포함) | | |
| | | 소계 | | KOSPI + KOSDAQ100(배당포함) |
| 해외 주식 | 전체 | MSCI AC World Index(ex Korea, unhedged-to-KRW) | | 전략적 |
| | 패시브 위탁 | 직접 | MSCI The World Index(unhedged to KRW) | 전술적 |
| | | MSCI EM Index (ex Korea, unhedged to KRW) | | |
| | | 소계 | MSCI AC World Index(ex Korea, unhedged-to-KRW) | |
| | 액티브 위탁 | MSCI AC World Index(ex Korea, unhedged-to-KRW) | | |
| 국내 채권 | 전체 | NPS Customized Index | 전략적 | |
| | 패시브 직접 | 국내채권직접 Index (NPS Customized Index 중 신용물 (회사채, 여신채, ABS) 시가×0.9) | 전술적 | |
| | | 액티브 위탁 | | 국내채권위탁 Index (3개 이상 채권평가사 BBB+등급 이상 종합지수 평균 중 신용물(회사채, 여신채, ABS) 시가×2.0) |
| 해외 채권 | 전체 | Barclays Global Aggregate Index ex) Korea, Full-hedged(기타통화-USD), Partial-hedged(USD-KRW) | | 전략적 |
| | 액티브 위탁 | 직접 | Barclays Customized Index (50%Treasuries/20%Gov-relate/ 30%Corp) Full-hedged(기타통화-USD), Partial-hedged (USD-KRW) | 전술적 |
| | | Barclays Global Aggregate Index ex) Korea, Full-hedged(기타통화-USD), Partial-hedged(USD-KRW) | | |
| 단기 자금 | 원화 | 평잔 규모에 상관없이 발행어음금리 적용(7일, 월평균) | 전술적 | |
| | 외화 | 달러 예금 1일 금리×0.5 + 1개월 금리×0.5 | | |
| 대체 투자 | 전체 | 세부자산군의 가중평균 지수 | 성과 평가용 | |
| | 국내부동산 | IPD한국지수×w2 + (국내 CPI상승률 + 5%)×(1-w2) | | |
| | 국내인프라 | (국내 CPI 상승률 + 4%)×w3 + (기존 투자자산 실제수익률×(1-w3)) | | |
| | 국내사모 | (KOSPI 3년 연평균 수익률 + 2.5%)×w1 + (국내채권 BM 3년 연평균 YTM + 1.5%)×(1-w1) | | |
| | 해외부동산 | 주요 투자대상 7개국 IPD Country Index 가중평균지수 | | |
| | 해외인프라 | (OECD CPI상승률 + 5%)의 원화 헤지 기준 수익률 | | |
| | 해외사모 | 동종유형비교지수 수익률(IRR) | | |
| | 헤지펀드 | HFRI FoFs×0.5 + [미국단기금리(T-bills 90일물) + 4.5%]×0.5 | | |

주) w1 : 국내사모지분형투자의 당해연도 비중, w2 : 적용시점(2013년) 최초 50% 적용 후 연도
마다 10%p 씩 증가, w3 : BM 적용시점(2013년)부터 신규약정하는 투자자산의 해당자산군
내 실제 비중

□ 공정가치평가의 목적

- (목적) 대체투자 수익률 정합성 제고 및 평가체계 정비의 필요성 지적에 따라 공정가치평가를 2009년도 성과평가부터 적용*

* 성과평가보상지침 제11조 : 기금의 운용자산은 공정가액으로 평가하되, 시장성 없는 유가증권 등 운용자산은 일반적으로 합리적이라고 인정되는 평가모형을 이용하여 산출된 값을 공정가액으로 간주

□ 평가 절차 및 방법

- (절차) 매년 1회 자산평가 및 검증, 이후 추가적인 가치변동 점검, 제기된 관련 이슈 해소를 통한 평가금액의 확정
 - (주체) 위탁운용자산은 운용사가 평가(자체 또는 외부자문기관 활용)하고 기금운용본부는 검증(검증기관 활용)하며, 직접운용 자산은 기금운용본부에서 평가 및 검증(각각 개별기관 활용)
 - (평가대상) 평가연도 12월말 기준 투자경과기간 1년 이상 자산
 - (평가기준일) 재무·시장정보는 평가연도 9월말 기준, 상장자산 등은 12월말 기준을 활용하며, 차년도 1월 중 가치변동 여부 점검
 - (가정 및 방법론) 자산 특성에 따라 시장의 일반적인 가정 및 방법 사용 가능, 이슈발생 시 평가기관·검증기관에서 조정안 마련
 - (가격결정) 과거 기 심의된 사안은 동일 기준을 적용, 신규 이슈는 평가기관·검증기관의 질의응답과정을 거쳐 평가금액 확정, 미 해소 이슈는 성과평가보상 전문위원회의 심의를 통해 확정

□ 기금결산 및 성과평가 반영

- 공정가치평가 결과를 기금재무제표에 반영하여 2월말 기금결산 보고, 기금재무제표에 반영된 수치를 토대로 연간 성과평가에 반영

참고 3

해외자산 성과의 환효과 분해

□ 환효과의 분해

○ (개념) 환효과는 달러수익률을 원화로 환산한 원화환산효과와 환헤지 파생상품 평가손익의 증감에 따른 환헤지효과로 구분됨

- 목표 환헤지 비율(허용범위 $\pm 10\%p$)은 '15년부터 해외주식 및 해외 대체에 대해 0%로 설정, '17년부터 해외채권*은 단계적 환오픈

* '17년부터 2년간 단계적으로 환오픈('16년말 100% → '17년말 50% → '18년말 0%)

□ 해외자산 성과의 환효과 분해

○ (해외자산 전체) 환효과 - 12.47%p는 환헤지 효과 1.43%p, 원화환산효과 - 13.90%p로 분해

- (해외채권) 단계적 환헤지오픈에 의한 환헤지효과 8.90%p, 원화환산효과 - 12.05%p에 의해 환효과 - 3.15%p 실현

- (해외주식) 환헤지 0%p로 환효과 - 14.21%p는 원화환산효과에서 기인

- (해외대체) 환헤지 0%p로 환효과 - 13.33%p는 원화환산효과에서 기인

2017년도 해외자산 성과의 환효과 분해

(단위 : %, %p)

| 구분 | 해외자산전체 | 해외채권 | 해외주식 | 해외대체 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| 헤지 후 달러기준 수익률 | 19.65 | 3.37 | 24.89 | 17.14 |
| + 원화환산 효과 | -13.90 | -12.05 | -14.21 | -13.33 |
| 헤지 전 원화기준 수익률 | 5.76 | -8.68 | 10.68 | 3.82 |
| + 환헤지 효과(USD/KRW) | 1.43 | 8.90 | 0.00 | 0.00 |
| 헤지 후 원화기준 수익률 | 7.19 | 0.22 | 10.68 | 3.82 |

<참고자료> 해외자산 성과의 환효과 분해

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

□ 주요내용

○ (보고배경) Cambridge*에서 해외사모 벤치마크의 세부 분류기준을 자체 개편(4개→7개)하였음을 기금운용본부에 통보('17.11)

* 해외사모 맞춤형 벤치마크지수 제공 업체

○ (변경 사유) Cambridge의 현행 전략구분으로 일부 벤치마크 제공 불가하며, 기금의 포트폴리오와 벤치마크의 비교 가능성 제고

○ (반영사항) ▲현행 1개 전략을 기금과 유사한 3개 전략으로 세분화*, ▲현행 2개 전략을 3개 전략으로 세분화**, ▲Cambridge에서 보유하고 있지 않은 전략***은 기금의 해당 자산 IRR 반영하여 증립화

* ①Buyout → ①Buyout, ②Growth Equity, ③Fund of Funds

** ②Credit/Mezzanine, ③Distressed → ④Subordinated Capital, ⑤Credit Opportunities, ⑥Control-Oriented Distressed

*** Core Long-term Fund, 기존 전략에 해당되지 않는 신규 출시 전략 등 약 4.3%('17년3분기)

< Cambridge 벤치마크 세부전략 분류 개편 및 세분화(안) >

| 현행 (맞춤형) | Cambridge 자체 개편 및 세분화(안) | |
|-------------------|------------------------------|--|
| | 변경사항 | 비고 |
| ①Buyout | ①Buyouts | 기금의 Buyout |
| | ②Growth Equity | 기금의 Growth Equity |
| | ③Fund of Funds | 기금의 Fund of Funds |
| ②Credit/Mezzanine | ④Subordinated Capital | 현행의 Mezzanine, 소수의 Credit과 Distressed 포함 |
| | ⑤Credit Opportunities | Distressed 중 일부, 소수의 Mezzanine 포함 |
| ③Distressed | ⑥Control-Oriented Distressed | Distressed 중 일부 |
| ④Secondary | ⑦Secondary Funds | 변동 없음 |

* 단, 현행 buyout, infrastructure, real estate 및 venture fund로 분류되었던 펀드 중 소수 종목은 subordinated capital, control-oriented distressed 및 credit opportunities로 재분류

Ⅲ. 국민연금기금 정성평가

□ 기금운용 상 특징

- 국민연금기금은 2017년말 기준 621.6조원으로 전년 대비 63.3조원 (11.3%) 증가하여 총 7.26%의 기금운용수익률을 달성하였음
 - 위험자산 및 해외투자 확대라는 중장기 운용 기조에 따라 국내채권은 축소되고 해외주식 비중은 증가하였으나, 국내주식과 대체투자 비중은 증가 기조가 감소 또는 둔화되었음
- 2017년도 금융부문의 운용수익률은 7.28%로 벤치마크수익률을 0.86%p 상회하였으며, 이는 5% 초반대에 머물던 최근 3년 및 5년 장기 평균 수익률을 크게 상회하는 실적임
 - 대내외 금융시장 불확실성 하에서 금리상승에 따른 국내채권의 낮은 절대성과에도 불구하고 주식부문의 성과 견인으로 전년 대비 높은 수익성 성과를 달성하였음
 - 국내채권을 제외한 전 자산군에서 벤치마크를 상회하는 성과를 달성하였으며, 이로 인하여 최근 3년 및 5년 장기성과 역시 양(+)의 초과수익률로 개선되었음
 - 지금까지 해외대체 수익률이 국내대체보다 항상 높았는데 17년에는 그 성과가 역전된 바, 그 이유가 일시적인지 구조적인지 살펴보는 것이 중요함
- 장기수익률을 요인분해하면, 전략적 자산배분이 전체성과의 대부분을 차지하며, 초과수익에서는 자산선택 효과가 양의 기여를 한 반면 전술적 자산배분 효과는 아직 부정적 기여에 머무르고 있음
 - 초과수익 성과를 장기수익률 관점에서 보면, 5년 평균으로는 대체투자와 해외주식의 기여가 크며, 3년 평균으로는 대체투자가 전체 초과수익 창출에 가장 크게 기여하였음

- 2017년도에는 국내주식의 초과수익 기여도가 가장 높게 나타났으며, 전술적자산배분 효과가 양의 기여로 전환된 부분이 특징적임
- 전술적자산배분 측면에서 살펴보면, 성과가 좋았던 국내 및 해외 주식 비중을 모두 전략적자산배분에 의한 기준비중보다 높게 가져감으로써 초과수익률 창출에 긍정적으로 기여함
- 전년도에 지적된 바와 같이 대체투자에 대한 전술적 대응이 어려운 현실적 제약 요인 등의 타개를 통한 전술적 비중 효과를 개선하기 노력은 지속적으로 이루어져야 할 것으로 보임
- 국내주식의 경우 전술적 벤치마크 선택에 현실적 제약이 있으며, 대형주 유형에 집중되어 있는 현행 포트폴리오 특성을 감안할 때 성과의 지속성 측면에서는 한계가 있음
- 개별 자산군에 대한 성과요인분석(attribution analysis)을 보다 구체적으로 파악하려는 시도가 이루어진 부분은 긍정적인 개선사항으로 평가됨
- 전체 및 개별 자산군 별로 다양한 각도에서 성과요인을 분석하는 노력은 지속되어질 필요가 있으며, 이러한 분석 결과가 운용에 반영되는 선순환 구조가 보다 강화되어야 함
- 해외자산 비중의 증가 및 헤지를 하지 않는 환정책의 실행 과정에서 전년도와 달리 원화 강세로 인한 해외자산의 원화 환산 수익률의 저하가 발생함
- 기금의 현재 통화 종류별 비중 관리 방식은, 해외주식 및 해외채권은 각각의 벤치마크 통화 구성을 추종하며 해외대체는 통화 블록별 범위를 설정하여 이를 추종하는 방식임
- 체계적인 통화 오버레이(currency overlay) 전략의 수립을 통해 해외자산의 수익률 제고와 위험관리의 개선을 도모하는 노력이 지속적으로 경주되어야 함
- 주식·채권 등 전통적 자산의 운용 체계가 직접/위탁에서 패시브/액티브 체계로 정착되고 있는 것으로 평가됨

- 금융부문 총위험은 지속적으로 하락하고 있으나 벤치마크보다는 높은 수준이 지속되고 있으며, 기금의 전체 액티브위험은 1.08%로 목표 액티브위험 0.64%를 크게 초과하였음
- 2017년도 실현 IR은 0.79로 기금운용위원회가 부여한 목표 IR 0.4를 초과하였으나, 3년 및 5년 평균 IR은 0.15 수준으로 여전히 목표에 미치지 못하고 있음
- 액티브위험의 확대로 높은 초과수익 및 정보비율을 실현하였으나, 성과의 지속성을 담보하기 위하여 국내주식의 벤치마크 문제 등 구조적인 운용 제약을 완화하려는 노력이 요구됨
- 위험관리 측면에서 액티브위험의 한도는 1.11%로 설정되어 있어 연중에 걸쳐 액티브위험이 한도 내에서 관리된 것으로 평가됨

□ 세부 분야별 평가

(1) 국내채권

- 2017년말 국내채권 투자금액은 289조원으로 전년 대비 10조원 증가하였으나 기금 전체 포트폴리오에서 차지하는 비중은 46.6%로 지속적으로 감소하고 있음
- 위험예산제도에 하에서 국내채권의 목표초과수익률은 계속해서 0.04%p로 고정되고 있으며, 국내채권의 위탁운용 비중 역시 12%로 전년도와 동일한 수준을 유지하고 있음
- 금리 상승 전망에 대응한 듀레이션 중립화를 통하여 벤치마크와 실제 포트폴리오와의 차이는 축소되고 있으나, 채권시장 대비 국채 및 특수채의 비중이 높아 금리 상승 구간에서 시장위험이 확대될 수 있음
- 국내채권 수익률은 0.51%로 전년도 대비 1.32%p 하락하였으며, 벤치마크 대비로도 0.07%p 미달하는 성과를 기록하였음
- 국내채권 수익률 하락은 장기적 추세로써 기금의 최근 3년 평균수익률은

2.20%로 전년 대비 2.08%p 하락하였으며 5년 평균 수익률은 3.08%로 전년 대비 1.07%p 하락하였음

- 대우조선해양의 채무조정에 따라 0.09%p의 초과성과 하락이 발생하였으며, 이를 제외할 경우 국내채권은 전략적 벤치마크 대비 0.02%p의 양의 초과성과를 달성한 것으로 평가됨
- 절대수익률의 경우 신용물의 비중이 상대적으로 높은 위탁운용이 직접운용에 비해 높은 경향을 보이고 있음을 반영하여 국내채권의 수익률 제고를 위한 다양한 전략을 검토할 필요가 있음
- 국내채권 포트폴리오의 듀레이션 장기화는 지속적으로 유지되어 전년 대비 0.05년 높은 4.53년에 이르고 있으며, 이는 벤치마크와의 듀레이션 중립화 과정에서 벤치마크 듀레이션의 장기화에 기인함
 - 금리 상승 가능성이 높을 것으로 예측되는 상황에서 국내채권의 평균 듀레이션 확대로 국내채권의 수익률 감소, 위험 증가 및 변동성 확대에 대한 위험관리 방안이 검토될 필요가 있음
- 달성된 초과수익률을 요인 분해한 결과를 보면 음의 기여에 있어 종목선정 효과가 -0.09%p로 가장 큰 비중을 차지하고 있으며 금리상승에 따른 만기효과도 -0.03%p를 차지하고 있음
 - 이러한 구성은 직접과 위탁에서 동일하게 나타나고 있으므로 국내채권의 운용성과 제고를 위하여 이에 대한 개선 방안이 적극적으로 장구되어야 할 것임
 - 성과요인의 만기별, 신용도별, 종류별 등 다각적인 분석이 시행된 것은 전년도에 비해 개선된 것으로 평가되며, 이러한 분석 결과가 포트폴리오 구성과 위험관리에 적극 활용될 수 있는 실행 체계가 구축되어야 함
- 국내채권 수익률의 총 변동성은 해외 경기회복에 대한 기대감 및 금리 인상에 대한 시장의 선반영 등으로 인하여 전년 대비 1.59%p 하락한 1.29%를 기록하였음

- 추적오차는 0.11% 수준으로 목표 액티브위험 0.16%의 69%를 소진 하였으며, 이는 대우조선해양 효과가 반영된 결과로 국내채권의 과거 3년 평균보다 높은 수준임
- 국내채권 부문에서 수익률은 하락하는 반면 위험은 커지는 양상이 추세적으로 지속되고 있어, 수익률 제고를 위한 자산배분과 위험 관리 강화 모두에서 보다 면밀한 검토가 요구됨
- 음(-)의 초과성파로 인해 모든 위험조정수익률 성과는 전년 대비 대폭 하락하였음
- 국내채권 수익률이 지속적으로 하락하고 있는 구조적 이유를 명확히 할 필요가 있으며, 국내채권의 장기수익률 둔화가 구조적이고 지속적이라면 기금운용전략 차원에서 전반적인 대책 마련이 시급한 것으로 판단됨

(2) 해외채권

- 해외채권의 목표비중은 4.0%로 전년과 동일하며 신규 투자도 집행 되지 않아 투자 규모는 전년도와 동일한 23.2조원을 기록하였으나 전체 포트폴리오에서 차지하는 비중은 3.7%로 전년 대비 0.5%p 감소하였음
- 직접운용은 지역별 금리 방향성에 차별적으로 대응하기 위하여 신흥국 펀드 도입을 검토하였으며, 위탁운용은 추가 수익원 확보를 위하여 고수익 크레딧 섹터의 리서치를 강화하였음
- 전년 대비 해외채권 전체, 직접 및 위탁에서 원화 및 달러 기준 절대수익률은 모두 감소하였으나 초과수익률은 모두 양(+)의 성과를 달성함
- 해외채권 달러 기준 수익률은 3.37%로 벤치마크를 0.30%p 초과 달성하였으나, 부분 헤지 이후 원화 강세가 지속됨으로 인하여 원화 기준 수익률은 0.22%로 축소되었음
- 초과성파에 있어 위탁운용 기여분이 0.16%로 직접운용을 상회하며,

특히 크레딧 유형의 성과 제고가 크게 나타남

- 최근 3년간의 원화 약세 추세가 반전되어 원화 강세로 전환된 상황에서 50% 이상의 부분 헤지가 유지됨으로 인하여 전체 수익성 과정에서 환헤지 효과는 8.9%p의 양의 기여로 분해됨
- 향후 해외채권의 환헤지 비중은 점진적으로 감소하여 2018년 말 0%에 도달할 것이므로, 기금의 외환 익스포저 전체에 대한 효율적이고 통합적인 환관리 방안이 마련되어야 함
- 타 자산군에 비해 절대수익률의 성과가 저조한 양상이 지속되고 있어, 해외채권 전반에 대한 보다 적극적인 운용체계 개선이 요구된다는 전년도 지적사항은 계속해서 유효함
- 해외사무소의 효율적 활용, 위탁운용 유형의 관리, 직접운용과 위탁운용의 차별적 전략의 도입 등을 통해 운용성과 제고를 위한 노력은 지속되어야 할 것으로 보임
- 최근 추세와 달리 총 위험은 전년 대비 0.84%p 감소한 2.35%를 기록하였으며 직접, 위탁운용 모두 벤치마크 대비 낮거나 유사한 위험수준을 기록함
- 듀레이션은 전년 대비 0.11년 증가하여 6.43년으로 확대되었으나 벤치마크보다는 0.55년 짧은 수준을 유지하고 있음

(3) 국내주식

- 국내주식 목표비중은 전년 대비 0.8%p 감소한 19.2%였으나 국내주식시장 활황으로 인하여 실제 투자규모는 131.5조원으로 전년 대비 29조원 증가하였으며, 전체 포트폴리오에서 차지하는 투자비중은 21.2%로 전년 대비 2.8%p 상승하였음
- 국내주식의 순매수 규모는 2조 2,137억원이며 이는 전년 대비 7,457억원 감소한 금액으로, 국내주식 투자규모의 증가는 대부분 주식시장 상승에 따른 평가가치 상승에 기인함

- 국내주식 수익률은 26.31%로 벤치마크를 2.23%p 초과 달성함
 - 국내주식 시장이 대형주 장세를 지속함에 따라 직접 운용하고 있는 패시브 부문이 양호한 성과를 달성한 반면 액티브 위탁운용의 성과는 유형별 벤치마크에 대부분 미달하고 있음
 - 위탁운용의 지속적인 성과 저조의 원인으로 대형주 장세의 지속이라는 시장 요인 외에, 빈번한 거래에 의한 과도한 거래비용 같은 전술적 요인이 복합되어 있는지를 파악하기 위한 보다 체계적인 성과분석이 이루어질 필요가 있음
 - 위탁운용의 경우 유형별로 성과가 차이가 크므로 유형 관리와 유형별 배분 전략의 점검을 통해 성과를 제고하는 방안을 지속적으로 마련하고 집행해야 할 것으로 보임
- 국내주식의 초과성과에 있어 92.8%는 벤치마크 선택효과에 기인하는데 이는 대형주 위주의 상승장에서 전략 벤치마크인 KOSPI와 대형주 비중이 높은 하위 전술 벤치마크 간의 불일치로 인해 발생하는 요인이 큼
 - 전년도에 지적된 국내 주식시장 전체를 포괄하는 적절한 벤치마크가 부재한 상황은 아직 해소되지 않았으므로 적절한 패시브 운용과 국내주식의 안정적 운용을 위한 벤치마크 설정 문제는 계속 남아 있음
 - 초과수익률 분해에 의하면 액티브운용을 포함하여 직접운용에서는 종목선택이 초과수익의 주된 원천인 반면, 위탁운용에서는 종목선택이 초과수익 창출에 음(-)의 기여를 하고 있어, 향후 이에 대한 점검 및 관리가 요구됨
- 국내주식의 총위험은 8.76%로 전년 대비 상승하였으며, 이는 벤치마크보다 0.03%p 높은 수준임
 - 액티브위험은 배분된 총 한도 1.58%의 74%를 사용하였으나 IR 1.91을 달성하여 목표 IR 0.32를 초과하는 양호한 성과를 거둠
 - 전략 벤치마크와 하위 전술 벤치마크의 차이에서 기인하는 추적오차를

고려하여 패시브와 액티브 운용 간의 위험배분을 통한 수익률 제고와 위험관리가 지속되어야 함

- 국민연금이 국내 주식시장에서 차지하는 비중은 7%로 지속적으로 증가하고 있어 국내주식의 투자 확대 및 적극적인 액티브 운용의 실질적인 제약요인으로 작용하고 있음
 - 보유 상위 10개 종목의 포트폴리오 비중이 43.3%로 시장(36.9%) 대비 높은 수준이며, 특히 유동주식 대비 지분율은 10%를 상회하는 상황임
 - 향후 국민연금이 스튜어드십코드(Stewardship Code)를 도입할 때에도 이러한 국내주식의 높은 시장지배력을 충분히 감안할 필요가 있음

(4) 해외주식

- 해외주식 투자규모는 108조원으로 전년 대비 22조원이 증가하였으며, 전체 포트폴리오에서 차지하는 비중 역시 전년 대비 2%p 증가하여 17.4%를 기록함
 - 해외주식의 투자규모 및 투자비중의 빠른 증가세는 적극적인 신규 투자와 양호한 투자수익 모두에 기인하며, 이는 해외투자 확대라는 기금의 전략 방향에 부합하는 결과임
- 해외주식은 위험자산 중 규모 확대가 현실적으로 가능한 자산군으로, 빠르게 증가하는 운용 규모에 상응하는 보다 효율적인 운용 체계 구축 및 전문성 확보의 필요성은 전년도와 동일하게 유지됨
- 해외주식의 달러수익률은 24.89%를 기록하였으나, 원화 강세로 인해 원화로 환산된 수익률은 10.68%로 축소되었으며, 모두 벤치마크를 초과하는 양호한 성과를 거둠
 - 해외주식 전체 절대성과에 대한 세부 유형별 기여율은 패시브 직접 운용과 위탁운용이 각각 28.3%, 7.2%, 액티브 위탁운용이 64.5%로 주로 액티브운용의 절대성과에 기인함

- 지난 3년간 직접 운용되는 패시브가 양(+)의 벤치마크 대비 초과 수익률을 거둔 것은 매우 우수한 성과로 평가됨
 - 해외주식의 연도별 성과 추이는 안정성을 확보하지 못하고 있어 벤치마크 대비 초과성과의 등락이 심함
 - 비중과 규모가 모두 증가하고 있는 자산군임을 고려할 때 안정적인 수익률을 확보할 수 있는 포트폴리오 운용 방안 및 합리적인 평가 체계가 마련되어야 할 것으로 보임
- 해외주식 원화수익률의 총위험은 지난 3년 간 지속적으로 감소하여 6.13%를 기록하였으나, 벤치마크 보다는 0.61%p 높은 수준임
 - 다른 자산군에 비해 총위험이 월등히 높은 수준이므로 금융부문 전체 위험관리 차원에서도 해외주식의 위험관리는 철저히 이루어져야 할 것으로 보임
 - 지역별, 섹터별 비중 결정이 중요하며, 환효과를 위시하여 성과의 불안정성을 초래하는 다양한 요인에 대한 면밀한 검토와 대비가 필요함
- 해외주식의 실현 IR은 0.5로서 목표 수준 0.4를 초과달성하였으며 추적오차는 2.25%로 배분된 액티브위험 2.06%를 초과함
 - 환위험이 오픈되어 있는 해외주식의 운용성과 제고와 위험관리 측면에서 해외주식 액티브 운용에 배분되는 위험에 대하여 환 변동성을 감안한 적절한 위험 배분과 효율적인 액티브 운용 전략이 마련될 필요가 있음

(5) 대체투자

- 2017년말 대체투자 규모는 66.8조원으로 전년 대비 3.2조원 증가하였으나 전체 금융자산에서 차지하는 비중은 10.8%로 전년대비 0.6%p 감소하여 연도말 SAA 기준비중을 2.2%p 하회하고 있음
 - 대체투자 기준비중의 산출 방식을 변경하였으나, 실제 투자비중은 기준비중을 여전히 하회하고 있어, 이는 전년도에 지적된 바와 같이

전체 포트폴리오 차원에서의 운용 전략 실행과 수익률 제고에 제약 요인으로 작용하고 있음

- 대체투자 수익률은 4.65%로 전년대비 5.34%p 하락하였으며, 국내와 해외 모두 전년 대비 하락하였으나 특히 원화강세로 인한 해외대체의 원화수익률 하락폭이 큼
 - 벤치마크 대비 초과수익률은 2.55%p로 해외대체는 양(+)의 초과성과를 거두었으나 국내대체는 절대수익률은 해외대체에 비해 높았으나 음(-)의 초과성과를 거둠
 - 2016년 11월 신규로 추가된 헤지펀드는 비록 운용기간은 1년에 불과하나, 음(-)의 초과성과를 기록하고 있으며 절대수익률도 환율 효과로 인하여 -6.79%를 기록하고 있어 향후 집중적인 성과 점검 및 포트폴리오 모니터링이 요구됨
 - 수요자 간 경쟁 심화 등으로 투자여건이 양호하지 않았던 시장 상황이었음에도 불구하고 높은 달러기준 수익률을 기록한 것은 고무적이나, 해외사무소를 중심으로 적정 투자 대상을 확보하고 사전 및 사후 관리를 강화하는 노력은 계속되어야 함
- 국내대체투자의 운용성과는 지난 3년 간 비교적 안정적인 수준을 유지하고 있으며 2017년에는 벤처, 사모투자 등을 포함한 기타대체가 국내 및 해외대체 하위 자산군 중 가장 양호한 성과를 거둠
 - 국내대체의 경우 시장과 규제 여건 변화로 인해 시장의 확대와 동시에 경쟁 역시 강화되는 추세이므로 이에 부응한 의사결정 체제와 조직을 갖추는 것이 국내대체 성과 제고를 위해 필요할 것으로 보임
 - 기타대체의 경우 신규 투자 결정뿐만 아니라 사후 관리와 투자회수가 무엇보다 중요하므로 이에 대한 관리 강화를 통해 수익률을 제고할 수 있는 방안을 지속적으로 마련해야 할 것으로 보임
- 전년도에 지적된 바와 같이 해외 대체투자의 규모와 투자대상이

확대되면서 이에 상응한 운용 조직과 체제를 갖추는 것이 중요함은 계속 유효함

- 해외대체투자 시장에서 세계 주요 LP들 간의 경쟁 격화로 기대목표 수익률을 확보하기가 쉽지 않을 수 있으므로, 이러한 여건 변화에 대한 중장기 대책이 필요함
- 해외대체 전문 인력의 확보가 무엇보다 필요하며 해외사무소의 기능을 강화하고 의사결정 체제를 정비하여 신속하고 효율적인 투자집행과 관리가 이루어질 수 있는 방안이 마련되어야 할 것으로 보임

IV. 2018년도 전문위원회 정책제언 및 후속조치(안)

1. 2018년도 정책제언

1. 시장지배력을 감안한 국내주식 운용 제약 완화 방안

- 국민연금이 전체 주식시장에서 차지하는 비중이 이미 7%를 상회하는 상황에서 피투자 기업 측면에서도 보유지분을 5% 또는 10% 이상 기업수가 각각 190개, 95개에 이룸
 - 특히 국민연금 보유 상위 10개 종목의 유동주식수 대비 지분율은 11%~14.5%에 달함
- 이렇듯 과도한 시장지배력은 패시브 위주의 직접운용과 위탁운용사를 통한 액티브 운용 모두에서 심각한 운용상의 제약요인으로 작용하고 있음
 - 특히 스튜어드십코드 도입을 통한 적극적인 주주권 행사가 강화될 경우 시장에 미치는 영향 및 기금의 운용 제약은 지금보다 훨씬 확대될 것으로 전망됨
 - 시장에 미치는 영향을 가능한 축소하고 기금의 운용 제약을 완화시키기 위한 국내주식의 단기적 대응 방안과 장기적 운용 전략 수립이 요구됨
- 국내주식시장에서 국민연금의 시장지배력을 다면적으로 측정하고, 유사 해외사례를 비교 평가하며, 대규모 거래에 따른 시장충격비용(market impact cost)을 정교하게 추정하여 이로부터 국내주식 운용 전략의 구체적인 실행 로드맵을 마련할 것을 권고함
 - 개별기업에 대한 지분율 및 지분구성, 특히 유동주식 대비 보유비율 등 국민연금의 시장지배력을 다면적으로 측정하고 해외사례와의 비교를 통하여 전략 수립에 반영하여야 함

- 자국의 주식시장에 비해 단일 기관의 운용 규모가 큰 국가에서 국민연금과 같은 높은 개별기업 지분을 문제에 대한 대응 과정을 조사하여 국민연금에 의미 있는 시사점을 도출할 필요가 있음
- 기금의 거래자료 및 시장미시자료(market micro data)를 바탕으로 대규모 거래에 따른 기금의 시장충격비용을 보다 정교하게 측정할 필요가 있으며, 다소 이론적인 과제임을 감안할 때 내부 국민연금 연구원 및 외부 전문가를 적극적으로 활용할 것을 권고함
- 액티브 운용의 제약 및 주주권 강화를 둘러싼 제반 문제 등 당면한 현안 과제에 대한 단기적인 대응 방안이 마련되어야 하며, 실증분석 결과를 바탕으로 국내주식의 증장기 운용 전략을 실행하기 위한 구체적인 로드맵이 마련되어야 함

2. 금리 변동성 확대에 대응한 금리부 자산의 운용 및 위험관리 방안

- 올해를 기점으로 미국 기준금리의 인상 방향성이 구체화되고 있어, 단기적으로는 국내외 채권시장의 운용수익률 하락이 예상되며 장기적으로는 시장 변동성이 크게 확대될 수 있어 보다 적극적인 위험관리 및 대응 방안 마련이 요구됨
- 기금의 국내채권과 해외채권 모두 벤치마크와 실제 포트폴리오 간의 괴리를 축소하고 있으며, 이 과정에서 기금의 채권 듀레이션은 금리 전망과는 무관하게 계속해서 장기화되고 있음
- 대체투자에 있어서도 금리 조정에 민감한 부동산 투자 등의 경우 자산가격의 조정 가능성이 점차 확대되고 있음
- 이러한 국내 및 해외 시장 환경 변화에 대응하여 채권 및 대체투자의 금리부 자산에 대하여 자산배분 및 듀레이션 조정 등 금리 변화에 따른 위험관리를 보다 적극적으로 강화할 필요가 있음
- 이 과정에서 이러한 조정이 국내 시장에 미칠 충격을 완화하기 위한 구체적인 실행 전략도 함께 마련되어야 할 것임

3. 외환 익스포저 통합 관리 방안

- 2018년도 말 해외채권에 대한 환헤지가 완전 오픈되면 국민연금기금의 전체 자산의 30%, 금액으로는 200조원에 가까운 규모가 환 익스포저에 노출될 것으로 예상됨
 - 따라서 국민연금기금의 관점에서 환 익스포저는 국내채권을 제외한 어떤 다른 자산군에 대한 익스포저보다도 큰 규모임
 - 그럼에도 불구하고 기금의 환 정책은 원-달러 헤지 비율에만 초점을 맞추고 있으며, 다양한 이중통화에 대해서는 장기적이고 통합적인 환 관리 정책이 부재한 상황임
- 현재 국민연금기금에서 환 익스포저는 '환율 전망을 고려한 통화 종류별 보유비중 관리'와 같은 소극적 형태로 관리되고 있으며, 아주 작은 규모의 통화 오버레이 전략이 시험적으로 운영되고 있는 수준임
 - 해외투자에 필수적으로 수반되는 외환 익스포저에 대하여 기금 차원의 투자 신념이 정립되어 있지 않으며, 외환을 포함하여 기금의 해외 투자 전반에 대한 장기 운용 전략이 부재한 상황임
- 향후 예상되는 기금 규모의 증가, 해외투자 비중 확대 등을 고려하면 기금의 환 익스포저 증가는 보다 가속화될 것으로 예상되므로, 지금부터 환 익스포저에 대한 기금의 운용 철학, 관리 체계, 조직, 인프라 구축 방안 등이 심층적으로 논의되어야 함
 - 기금의 외환 익스포저 규모 및 증가세를 감안할 때, 자산의 운용과 환에 대한 관리를 분리하여 기금 전체 환 익스포저를 통합적으로 관리하는 통화오버레이(currency overlay) 체계 도입에 대한 심층적인 검토가 요구됨

4. 대체투자 집행 부진 원인 분석 및 장단기 대응 방안 마련

- 2017년 말 대체투자가 전체 금융자산에서 차지하는 비중은 10.8%로 전년대비 0.6%p 감소하였으며, 이는 전략적자산배분(SAA)에 의한 기준비중을 2.2%p 하회하는 양상임
 - 대체투자 기준비중의 산출 방식을 변경하였음에도 불구하고 실제 투자비중은 여전히 기준비중을 여전히 하회하고 있으며, 이는 대체투자 자체뿐만 아니라 전체 포트폴리오 차원에서의 운용전략에 실질적인 제약 요인으로 작용하고 있음
- 대체투자 집행 부진의 원인으로 매도자 중심 시장(seller market)에서 경쟁 심화로 인한 가치 대비 가격 상승이라는 외부요인과 운용인력의 부족 및 의사결정 체계의 비효율성과 같은 내부요인이 복합적으로 작용하고 있어, 이에 대한 정량적인 분석과 심층적인 검토가 요구됨
 - 해외대체투자 시장에서는 세계 주요 LP들 간의 경쟁 격화로 기대 목표수익률을 확보하기가 쉽지 않은 상황으로, 이러한 시장 여건의 변화에 대한 정량적 분석과 장,단기적 관점의 구체적 대응 방안이 마련되어야 함
 - 투자 집행이 특히 저조한 국내대체투자에서는 새로운 투자자산군에 대한 탐색과 다양한 투자기회 발굴을 위한 보다 적극적인 노력이 경주되어야 함
 - 전문 인력의 확보가 무엇보다 필요하며 해외사무소의 기능을 강화하고 의사결정 체계를 정비하여 신속하고 효율적인 투자집행과 관리가 이루어질 수 있는 방안이 마련되어야 함
- 대체투자 집행 부진의 원인을 내부요인과 외부 시장환경으로 나누어 정량 및 정성적으로 면밀히 파악하고, 각각의 원인에 대한 대처 방안을 현행 체계 내에서의 단기적 대응과 중,장기적 전략으로 구체화하여 제시하여야 함

5. 성과평가 관련 기초 자료(AP 및 BM) 관리 체계 개선

- 체계적이고 정교한 성과평가 시스템을 구축하기 위해서는 일일 기금 운용수익률과 벤치마크수익률 산출을 위해 필요한 기초 자료에 대한 검증 주체와 프로세스에 대한 명확한 정의가 중요함
 - 운용지시에서 결제까지 투자자산 원천 정보의 흐름과 일일업무분장표에 따르면 기금운용수익률 산출의 검증 주체는 자산관리부, 자금관리부, 성과분석팀으로 구성되어 있음
- 현재 일 마감 업무에 대한 검증 프로세스는 구축되어 있으나, 산출된 회계마감 정보와 성과평가 목적의 일일 기금운용수익률에 대한 검증 프로세스는 구체적으로 확인되지 않음
 - 또한, 벤치마크 정보에 대한 검증 역시 '국민연금연구원-외부평가기관-기금운용본부'의 3자 교차검증(cross check) 체계를 구축하고 있는 것으로 알려져 있으나, 구체적인 검증 업무 프로세스는 확인되지 않는 상황임
- 일일 기금운용수익률과 벤치마크수익률의 산출에 있어 전문적이고 책임 있는 검증을 위해서는 관련 전문 인력의 확보와 별도의 전담 조직 구성이 요구됨
 - 현재 자산관리부와 자금관리부의 검증 업무 수행 인력은 평균 근속년수 17개월의 일반직 10명과 평균 근속년수 28개월의 운용직 2명으로 구성되어 있어 검증 업무의 전문성을 보장하기 어려움
 - 또한 일일 기금운용수익률 산정의 원천이 되는 회계마감에 대한 검증을 위해서는 일 마감 업무에 대한 높은 전문성이 요구되나, 해당 업무를 당번제로 수행하고 있어 전문성 보완을 위한 추가적인 대책이 마련되어야 할 것으로 사료됨
- 이러한 문제점을 해결하기 위해서는 성과요인분석 체계화 및 정교화를 위한 전문화된 조직을 별도로 구성하여 일일 기금운용수익률과 벤치마크 정보의 정확성 검증 및 모니터링을 수행하고 그 결과에 대해 책임지는 체계를 구축하여야 함

2. 정책제언 후속조치 계획(안)

1. 추진 체계

- (전문위원회) 성과평가 결과를 바탕으로 정책제언 작성, 기금운용 본부가 수행할 정성평가과제 제시 및 이행실적 평가
- (기금운용본부) 전문위원회가 제시한 정성평가과제의 이행 계획 수립 및 수행
- (국민연금연구원) 연구·분석 기능을 통해 기금운용본부의 정책 제언 수행을 지원하고, 전문위원회의 실적평가를 위한 검토의견 제시

2. 정책제언 별 추진 계획

㉠ 시장지배력을 감안한 국내주식 운용 제약 완화 방안

- (기금운용본부)
 - 국내주식운용전략의 구체적인 실행 로드맵 마련을 위한 시장 지배력 및 영향력 조사 분석
 - 자국 주식시장대비 단일 기관 운용규모가 큰 국가에서 높은 개별 기업 지분을 문제에 대한 사례와 대응 과정 조사
 - 시장지배력에 대한 다면적 검토 및 기금거래 및 시장미시자료를 이용한 시장의 영향 여부, 충격비용에 대한 계량적 연구
- (국민연금연구원) 기금운용본부의 국내주식 운용 제약 완화 방안에 대한 검토를 지원하고 향후 관련 연구 가능성 검토

② 금리 변동성 확대에 대응한 금리부 자산의 운용 및 위험관리 방안

○ (기금운용본부)

- 금리 변동성 확대에 대비 위험분석 강화

- 금리 변동성 확대 관련 장·단기 시나리오에 따른 민감도 분석 및 시나리오 분석을 수행하여 기금의 잠재적 영향도 파악
- 요인분석을 활용한 금리변동 모니터링 강화

○ (국민연금연구원) 금리 변동성 확대에 대응한 금리부 자산의 운용 및 위험관리 방안 결과를 바탕으로 향후 연구과제 발굴과 진행 가능성을 검토

③ 외환 익스포저 통합 관리 방안

○ (기금운용본부)

- 적정 해외투자 비중 검토

- 해외투자 증가에 따라 기금 전체 포트폴리오의 변동성을 감소시킬 수 있는 해외투자 비중 연구

- 최적 통화비중 설정

- 통화비중 설정 방법론 검토, 통화 벤치마크 설정 및 리밸런싱 전략 연구 등

- 외환익스포저 통합 관리체계

- 의사결정 체계, 조직 및 인력 구성, 중단기 전술적 대응, 위기상황 대응 체계, 관련 인프라 구축 등

- 국내외 사례조사

- 글로벌 연기금 등 타기관의 외환운용전략 벤치마킹

○ (국민연금연구원) 기금운용본부의 관리 방안에 대해 종합적인 검토를 지원하고 향후 관련 연구를 통해 시사점 제시

④ 대체투자 집행 부진 원인 분석 및 장단기 대응 방안 마련

○ (기금운용본부)

- 대체투자 활성화 방안 연구

- 해외사무소 활성화를 통한 Global 운용사와의 Relationship 강화 및 투자기회 발굴
- Market Practice에 준하는 경쟁력 있는 글로벌 투자 프로세스 구축
- 적정 벤치마크 설정을 위한 시장상황 분석

○ (국민연금연구원) 대체투자의 집행 부진에 대한 원인의 쟁점과 대응 방안을 바탕으로 향후 연구과제 진행 검토

⑤ 성과평가 관련 기초 자료(AP 및 BM) 관리 체계 개선

○ (기금운용본부)

- 관리체계 개선 및 전문화 방안 검토

- 현행 AP & BM관련 기초데이터 현황 및 관리체계 분석, 유사기관 사례조사
- 관리대상 기초데이터에 대한 기준정의 및 프로세스 정립, 전담 부서 지정·운영
- 기금 성과분석에 활용 가능한 기초데이터 추가 확보

○ (국민연금연구원) 기금운용본부와의 협의를 통해 개선 방안 마련을 지원하고 개선된 기초 자료를 차년도 성과평가 시 반영

3. 향후 계획

- 2018년도 정성평가 과제 확정 및 수행
 - 전문위원회 논의를 통해 설정(6월)된 2018년도 정성평가 과제에 따라 세부과제 별 수행('18.6월~'19.2월)
 - 전문위원회에 정성평가 과제 수행 결과 중간보고('18.4분기)
- 과제별 이행실적 평가
 - (전문위원회) 정성평가 질의·응답 등 실시('19.3월) → 최종평가 회의('19.4월) → '성과평가 및 정책제언(안)' 마련('19.5월)
 - (기금운용위원회·실무평가위원회) '2018년도 기금운용 성과평가(안)' 심의·의결('19.6월)

□ 총평

- 2017년도 정책제언은 5개의 정성평가 과제로 설정되어 수행되었으며, 이를 통하여 기금운용체계의 효율화가 일정 부분 진행되고 있는 것으로 평가됨
 - 정성평가 과제는 전반적으로 충실히 수행되었으며, 의미 있는 개선 방안을 도출하고 있는 것으로 평가됨
 - 다만, 일부 방안에 대해서는 구체성이 부족하고 이행과정에서 나타날 수 있는 문제점을 보완하기 위한 방안이 보다 심도 깊게 논의되었으면 하는 아쉬움이 있음
- 정책제언은 기금 포트폴리오의 구성과 운용방식, 시장 상황 등의 변화에 맞추어 기금 운용 방식과 전반적인 체제의 변화와 적응을 요구하는 과제로 구성되었음
 - 스튜어드십 코드 도입 방안 검토는 본격적인 제도의 도입과 수행을 위한 첫 단계로서 향후 그 시행이 더욱 중요하므로 지속적인 이행이 필요할 것으로 보임
 - 운용규모 확대 및 지방이전에 따른 조직 및 인프라 강화 역시 일시에 달성되기는 힘든 사안이므로, 특히 기획재정부 및 국회와의 소통과 협의를 통해 국민연금기금 운용 개선을 위한 중요 과제로 지속적으로 추진되어야 할 것임

| 구분 | 정성평가 과제 | |
|---------------|--------------------------------------|--|
| | 과제명 | 세부과제(소관부서) |
| 정책 제언 ① | 1. 국민연금 스텐어드십코드 도입 방안 검토 | ① 국민연금 스텐어드십 코드 관련 연구용역 추진 (운용전략실) |
| 정책 제언 ② | 2. 포트폴리오 리밸런싱 체계 재검토 | ① 포트폴리오 리밸런싱 체계 재검토 (운용전략실, 운용지원실) |
| 정책 제언 ③ | 3. 대체투자 세부 자산군별 비중의 전략적 접근 | ① 대체투자 세부 자산군 배분 체계 개선 (운용전략실) |
| 정책 제언 ④ | 4. 운용규모 확대 및 지방이전에 따른 조직 및 인프라 강화 | ① 기금운용 조직 및 인프라 강화 방안 마련 (운용지원실) |
| 정책 제언 ⑤ | 5. 성과요인분석 체계화 및 정교화 | ① 국민연금연구원 성과요인분해 정교화 강화방안 공동 검토 (국민연금연구원, 리스크관리센터) |

□ 2017년도 정책제언별 평가

① 국민연금 스튜어드십코드 도입 방안 검토

- 기관투자자의 스튜어드십코드 도입이 확산되고 있는 시점에서, 국민 연금은 단순한 의결권 행사를 넘어 다양한 주주권 행사를 통해 보다 적극적으로 기업가치를 제고해야 할 필요성이 제기됨
 - 이에 본 과제에서는 국민연금의 스튜어드십코드 도입에 관한 주요 이슈를 종합적으로 검토하고, 해외사례 등을 통해 국민연금에 적합한 스튜어드십코드 도입 방안을 모색하였음
- 외부 연구기관에 발주된 연구용역을 통해 스튜어드십코드 도입에 제기될 수 있는 문제점이 다각적으로 검토되었으며, 공청회 및 관련 위원회를 통하여 다양한 이해관계자의 입장을 청취하기 위한 노력이 경주되었음
 - 외부 기관을 활용한 연구용역도 필요하지만 보다 중요한 것은 용역 결과를 바탕으로 기금운용본부 자신이 이 사안에 어떻게 임하려 하는지에 대한 적극적인 자세나 방향제시가 있어야 함
 - 국민연금이 스튜어드십코드를 실제로 도입하기 위해서는 발생 가능한 법적 문제 해결, 이해상충 가능성 완화, 주주권 이행 및 실행조직 구성에 대한 다양한 이견 절충 등 많은 사회적 합의 과정이 선행되어야 함
- 본 과제의 실적은 단순히 연구용역 결과의 제시에 그치고 있으며, 연구용역에서 제시된 방안은 본 사안의 복잡성 및 중요성을 감안할 때 구체성과 세부적 설명이 충분치 않아 향후 실질적인 제도 실행에 어려움이 있을 수 있음
 - 특히 스튜어드십코드의 도입 및 실행에 있어 핵심 기구라 할 수 있는 수탁자책임위원회(가칭)의 전문성 및 독립성, 책임성 확보를 위한 심층적 검토와 구체적 대안 제시가 미흡한 측면이 있음

- 해외사례 조사에 있어서는 스투어드십코드의 도입 및 이행 수준에 대한 국가 간 차이를 부가적으로 설명할 수 있다면 제도 도입에 실질적인 도움이 될 수 있을 것임
- 연구 용역의 제안을 그대로 시행하기에는 여러 가지 제약요인이 존재하며 국내에서는 아직 제도 시행 초기 단계임을 감안할 때, 단기적인 성과 보다는 중장기적 관점에서 체계적인 도입 방안을 마련하는 것이 중요함
- 이를 통하여 원활한 제도 정착과 더불어 국민연금기금의 장기수익률 제고에 실질적으로 기여할 수 있는 합리적인 방안이 마련되어야 할 것임

② 포트폴리오 리밸런싱 체계 재검토

- 국민연금기금은 밴드리밸런싱 방식에 따른 포트폴리오 리밸런싱 체계를 구축하고 있으나, 최초 설정 이후 오랜 시간이 경과하여 제도의 실행 가능성 및 모수 설정의 적정성에 대한 전반적인 재검토가 필요한 시점임
- 밴드리밸런싱 체계에 수반되는 모수의 적정성에 대한 검토는 외부 연구용역을 통해 수행되었으며, 내부에서는 제도 실행 가능성 측면에서 대체투자의 리밸런싱 문제를 해소하는데 과제의 초점을 맞추고 있음
- 시장가격 변동에 따른 비중 관리를 의미하는 리밸런싱 체계에서, 시가가 관측되지 않는 대체투자 자산이 갖는 구조적인 한계를 완화하고 대체투자가 SAA 기준비중에 지속적으로 미달하는 상황을 해소하기 위한 현실적 대안을 제시하고 있음
- 대체투자의 SAA 기준비중을 실제 비중으로 적용하고 목표비중과의 차이는 전통자산으로 대체하는 방식은 대체투자 리밸런싱의 어려움을 완화할 수 있는 기술적 대안 중 하나로 평가됨
- 그러나 리밸런싱 체계를 설계함에 있어 전략적자산배분(SAA)이라는 기금의 전략 목표가 리밸런싱이라는 전술적 수단으로 훼손되지 않아야

한다는 기본 전제에 대한 고민이 부족함

- 보고서에서 제안하고 있는 역(逆)레퍼런스 방식 같은 리밸런싱 체계의 개편은 전술적 하위 단계에 해당하는 리밸런싱이 자산배분이라는 상위 전략적 의사결정에 영향을 미치게 된다는 점에서 실행에 앞서 보다 면밀한 검토가 필요함
- 적절한 위험자산 비중을 설정하여 전략적자산배분의 기준이 되는 Reference portfolio 체계 도입을 대체투자과 관련된 제반 문제를 해결할 수 있는 근본적 대안으로 제시하고 있으나, 이는 다단계 자산배분이라는 틀에서 별도로 논의되어야 할 보다 큰 주제임
- Reference portfolio가 도입되더라도 대체투자과에 대한 자산배분과 효율적 운용을 위한 체제가 적절히 갖추어지지 않으면 소기의 성과를 거두기 어려우므로 앞서 지적한 대체투자과 제약 요인을 극복하기 위한 노력은 지속되어야 할 것으로 보임

③ 대체투자 세부 자산군별 비중의 전략적 접근

- 대체투자과 세부자산군 별 배분은 집행부서의 개별적 투자 활동에 의해 사후적으로 결정되는 구조로, 다양한 세부자산군의 특성이 통합된 전체 포트폴리오 차원의 전략적 접근이 부재한 상황임
- 이러한 문제는 대체투자 전체에 대한 종합적인 관리 체계 개편의 일환으로 추진되어야 하나, 단기적으로는 대체투자 세부자산군 별 최적 배분 비중을 설정하기 위한 기금운용본부 차원의 전술적 대응 노력이 요구됨
- 현재 7개 세부자산군으로 구성되어 있는 대체투자에서 자산군별 시장 상황과 장기적 전망 등을 바탕으로 세부자산군 간 자금 배분의 기준과 체계를 시스템화 하는 것이 본 과제 목표임
- 「대체투자 세부자산 배분 프로세스 개선」 용역 및 Collaboration project, 해외사례 벤치마킹 등을 통하여 대체투자 세부자산군별

위험-수익 특성에 기반을 둔 세부자산군 배분 프로세스 구축하고 단계적 이행을 위한 Cash flow pacing 모형을 추정하였음

- 세부자산군별 투자 특성 및 포트폴리오 내 전략적 기능을 중심으로 세부자산군 분류 체계 제안(지분형/채권형 구분 등)
 - 자본시장가정(CMA) 수립 시 정량모형을 기반으로 하되, 주요기관 전망과 실무투자팀의 전망을 취합한 3 Pillar approach 제시
 - 기금전체 포트폴리오 측면에서 대체투자에 기대하는 역할과 시장 전망 등 정성적 요인을 전략적 적합도(Strategic fit scorecard)로 정량화하여 향후 보다 효율적인 세부자산군 별 자금배분이 이루어질 수 있는 토대를 마련함
- Cash flow pacing 모형의 실제 적용을 통한 자금배분은 기존 체제와는 상이함으로 이를 실제 적용하는 과정에서 시행착오를 최소화하고 효율적인 자금배분과 운용이 이루어질 수 있도록 지속적인 점검과 개선 노력이 이루어져야 함
- 특히 현재 모형에서 적용하고 있는 주요 모수들이 국민연금기금의 대체투자 부문이 처해 있는 현실, 예를 들어 목표비중 대비 실제 투자비중이 지속적으로 미달하고 있는 현상 등을 충분히 반영하고 있는지에 대한 면밀한 검토가 요구됨

④ 운용규모 확대 및 지방이전에 따른 조직 및 인프라 강화

- 해외투자 확대, 기금운용본부 지방 이전 등 여러 가지 환경변화에 유연하게 대처하기 위해 조직 개선방안, 인력이탈 대책방안, IT 인프라 구축방안 등을 종합적으로 검토하였음
 - 지방 이전에 따른 경쟁력 약화에 대한 국민적 우려를 불식시키기 위한 제반 대책들은 국민연금의 조직 안정과 역량 강화를 위해 무엇보다 시급하게 추진되어야 할 과제로 판단됨
- 과제의 세부 내용이 전반적으로 충실히 수행된 것으로 평가되나,

구체적인 세부 제언들을 살펴보면 실효성을 거두기 위해서는 지속적인 관리와 보완이 이루어져 할 것으로 사료됨

- 조직 개편방안 중 부문장제 도입에서 왜 직무별이 아닌 자산군별 분리를 고려하는지, 이에 대한 해외사례는 어떠한지, 도입에 따른 기대효과와 부작용 등에 대한 보다 심층적인 분석이 요구됨
- 인력이탈 대책방안 중 보수 경쟁력 강화가 문제의 근본적인 해결 방안으로 기능할 수 있는지, 운용여건 악화 완화방안 중 투자네트워크 강화의 실효성은 얼마나 되며 각 세부 방안들의 우선순위는 무엇인지 등에 대한 좀 더 심층적인 분석이 요구됨
- 지방이전에 따른 최대 결함, 즉 자산운용과 자본시장 관련 유관 기관 및 업계와의 대면 기회 상실에 대해서는 아직 본격적인 대응방안이 제시되지 않고 있어 이에 대한 대책 마련이 시급함
- 조직 및 인프라 강화 대책으로 책임투자 조직 및 인력 강화를 제시하였는데 이는 스텔어드십코드 도입 등에 부합하는 것으로 보이나, 이를 시행하기 위해서는 기금운용본부 내외의 추가적인 의견 청취와 시행 방안 마련이 필요할 것으로 보임
- 지방이전에 따른 인력이탈 대책은 단기간의 처방으로 해결되기 어려운 과제로 급여 인상, 근무 여건 개선 외에 다양한 제도 개편 방안을 정부와 국회와의 논의를 통해 도출해야 함
- 금융투자가 다른 업종에 비해 정보의 직접효과가 큰 정보산업이라는 점에서 지방이전 자체의 문제점을 보완할 수 있는 실효성 있는 대책들이 꾸준히 마련되고 실행되어야 함

5] 성과요인분석 체계화 및 정교화

- 전체 자산군에 대한 성과요인분해 강화 외에 기존 성과평가에서 부족한 부분으로 지적되던 해외자산 및 대체자산에 대한 성과요인분해 강화방안 마련이라는 본 과제는 구체적인 계획 하에 비교적

체계적으로 진행된 것으로 평가됨

- 그럼에도 불구하고 데이터체계의 정합성 및 필요 데이터 미비 등의 문제로 인해 해외자산 및 대체자산에 대한 정교한 성과요인 분석의 근본적인 한계가 노정됨
- 자산군 성과요인분석 강화를 위해 도입하는 다요인모형(Multi factor model)은 운용으로의 피드백 강화라는 측면에서 긍정적으로 평가되나, 다요인 모형에서 제안하고 있는 요인들이 운용 과정에서 실제 어떻게 적용되었는지에 따라 성과요인분해 결과의 해석이 달라짐을 유의하여야 함
- 효율적인 성과요인분석을 위해서는 기초 데이터의 정합성이 우선적으로 확보되어야 하므로 이를 개선하기 위한 노력은 향후에도 계속되어야 할 것임
- 현실적 제약 하에서 단기적으로 개선 가능한 방안과 추가적인 인력과 예산이 소요됨으로 인해 장기간에 걸쳐 도입 가능한 작업을 구분하여 장기적 관점에서 본 과제가 지속되기를 기대함