

# 복권기금

## 2019년 연간 자금운용 성과평가보고서

2020. 1.

# Contents

---

I. Introduction

---

II. 금융시장 동향

---

III. 기금운용 현황

---

IV. 자산군별 성과 분석

---

V. 평가결과 및 제언

---

# I . Introduction

---

1. 개요

---

2. 자산운용의 목적과 원칙

---

3. 성과평가의 목적과 원칙

---

4. 성과평가 대상

---

5. 위험관리정책

---

6. 성과평가 주요 내용

---

### ● 용역명

- 2019년 복권기금 자산운용 성과평가

### ● 용역 수행회사

- 한국펀드평가(주)

### ● 용역 수행기간

- 2019년 2월 1일~2020년 1월 31일

### ● 보고서의 목적

- 2019년도 운용자금의 성과분석
- 기금운용의 정확한 성과평가를 통한 투명성 확보, 운용수익률 향상
  - ✓ 기금운용의 투명성 및 공공성 달성
  - ✓ 자산구성의 효율성 확보로 장기적 재정 안정화 추구
  - ✓ 운용성과의 향상을 위한 운용조직의 효율화 도모
- 운용프로세스 개선 및 2020년도 여유자금 운용계획 제언

### ● 보고서의 범위

- 2019년도 연간 기금 자산운용 성과평가 및 보고서 작성
  - ✓ 국내외 금융시장 및 경제동향 분석
  - ✓ 연초자산배분계획 대비 운용현황 분석
  - ✓ 자산군별 운용성과 및 위험관리 분석
  - ✓ 전체 혹은 자금유형별 수익률을 기준수익률 및 목표수익률과 비교 분석
  - ✓ 운용프로세스 평가 및 정책 제언

# I. Introduction

## 2. 자산운용의 목적과 원칙

### ● 자산운용의 목적

- 수익금의 합리적 배분을 통해 저소득층, 국가유공자 등 국민의 복지증진을 위한 사업의 효과적 수행을 위함
  - ✓ 기금재정의 장기적 안정성에 공헌
  - ✓ 위험을 고려한 수준에서 수익을 최대화

### ● 자산운용의 원칙과 방향

- 국가재정법 제63조에 의거 안정성 · 유동성 · 공공성 · 수익성을 감안
- 포트폴리오의 관리는 위험이 고려된 수준에서 수익을 발생시키는 투자 관리체계를 도입하여 운용
  - ✓ 기금의 자금수지 및 시장상황을 검토하여 허용위험 수준을 설정
  - ✓ 이 수준에서 수익률이 극대화되도록 운영하는 것을 원칙으로 함
- 효율적인 자금운용안 제고
  - ✓ 기금의 목표수익률과 허용위험을 반영한 투자배분
- 위원회 운영 및 외부전문인력의 활용을 통한 투명성 및 전문성 강화
  - ✓ 일정 수준 이상의 전문성과 시스템의 확보를 위한 외부투자전문기관 위탁 및 자산운용 관련 컨설팅 등 전문인력 활용
  - ✓ 자산운용의 투명성과 효율성을 제고하기 위하여 자산운용에 관한 심의의결기구로서 복권위원회에 자산운용심의회를 구성하여 운영

# I. Introduction

## 3. 성과평가의 목적과 원칙

### ● 성과평가의 목적

- 자산운용의 투명성과 공공성 달성
  - ✓ 객관적이고 엄밀한 성과평가로 기금운용에 대한 감시 강화
  - ✓ 운용관련 법규 및 규정준수여부에 대한 평가로 기금운용의 건전성 확보
- 장기적인 재정 안정화 추구
  - ✓ 자산구성의 효율성 평가로 기금운용성과 향상
- 운용성과의 향상을 위한 운용조직의 효율화 도모
  - ✓ 운용과정과 성과간의 연계성을 평가하여 운용조직의 장단점 및 개선방안 제시

### ● 성과평가의 원칙

- 적절성(Appropriateness)
  - ✓ 자금운용전략에 부합되는 성과평가방법 적용
- 지속성(Consistency)
  - ✓ 성과평가에 사용되는 방법과 자료의 일관성
- 표준화(Standardization)
  - ✓ 성과측정 및 분석을 수용 가능한 보편적인 방법으로 수행

### ● 투자대상 자산군 및 상품

- 법률상으로는 복권 및 복권기금법 제28조, 국가재정법 제62조 및 제63조에 의하여 주식 및 채권을 비롯한 대부분의 자산에 투자 가능
- 운용기간을 기준으로 1년 미만의 단기자금과 1년 이상 장기투자가 가능한 중장기자금으로 분류하여 운용 중에 있음

구분	대상상품
주식	KOSPI, KOSDAQ
채권	국채, 통안채, 지방채, 회사채, 주식관련채권, 자산유동화증권, 신종채권
단기자금	MMF, MMDA, CD, CP, RP, 정기에금, 발행어음 등
파생상품	주가지수선물, 주가지수옵션, 금리선물
수익증권	자본시장과 금융투자업에 관한 법률 및 자산유동화에 관한 법률에 의한 신탁회사가 발행한 수익증권, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률에 의한 위탁회사가 발행한 수익증권 및 투자회사가 발행한 뮤추얼 펀드

### ● 허용위험한도

#### ▪ 시장위험

- ✓ 1년 동안 포트폴리오 누적 투자수익률이 0% 이하일 가능성을 단기자금은 1% 이하로, 중장기자금은 5% 이하로 통제
  - 단기자금은 “향후1년간 Shortfall Risk $\leq$ 1%”를 만족시키는 포트폴리오를 선택
  - 중장기자금은 “향후 1년간 Shortfall Risk $\leq$ 5%”를 만족시키는 포트폴리오를 선택
- ✓ 우발손실 총당금의 포트폴리오는 아래와 같은 제약을 추가
  - 선택된 자산 배분안의 평균 조성액규모가 계획 적립운용규모 이상이어야 함

#### ▪ 신용위험

- ✓ 채권의 경우 신용평가등급이 A-이상, CP의 경우 A2-이상인 종목에만 투자할 수 있음
- ✓ 채권 및 CP의 동일종목 투자비중은 종목별 운용자산총액의 10%범위 내(국채, 특수채, 금융채 제외)로 정함
- ✓ 자산규모가 일정금액 이하일 경우 자산운용심의회 의결을 통해 동일종목 투자비중한도를 다르게 규정할 수 있음

#### ▪ 유동성위험

- ✓ 자금의 유동성이 부족하여 자금집행을 원활히 하지 못하거나 보유자금의 시장 내 거래의 부진 등으로 정상적인 가격으로 매 매하거나 현금화하지 못함에 따라 발생하는 손실
- ✓ 향후1년 이내 필요한 적정유동성규모를 신뢰수준 90%이하에서 추정하여 운영
- ✓ 단,1개월 이하로 운용될 적정유동성 규모만 실제 포트폴리오에 반영하며, 나머지 규모는 자산운용심의회 의결을 통해 운용방 식을 결정

#### ▪ 운영위험

- ✓ 허용위험한도는 자산운용심의회가 필요하다고 인정되는 경우 설정할 수 있음

※ 복권기금의 여건상 자산운용심의회가 리스크관리심의회를 겸하여 위험관리전략 등을 수립

# I. Introduction

## 6. 성과평가 주요 내용

### ● 성과평가보고서의 주요 내용

주요항목	세부내용	기대효과
금융시장 상황	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 금융시장 동향</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 운용기간 동안의 금융시장 상황 파악</li> </ul>
기금운용 현황	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기금의 자산별 투자 금액 및 비중</li> <li>• 기금의 수익금액 및 전체수익률 결과</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기금의 현 운용결과를 파악</li> </ul>
자산군별 성과 분석	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기금의 수익률과 기준수익률 비교</li> <li>• 자산배분효과 : 기금의 전략적 자산배분 및 전술적 자산배분 분석</li> <li>• 위험조정수익률(샤프비율, IR)을 통한 분석</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 기준수익률의 적정성 여부 확인</li> <li>• 자산배분의 적정성 파악</li> <li>• 위험대비 적정운용수익달성 여부 파악</li> </ul>
기금운용관리에 대한 제언	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 운용결과에 관한 제언</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 복권기금의 효율적이면서 수익률 제고를 위한 운용관리내용을 제언</li> </ul>

## II. 금융시장 동향

---

1. 주식시장 동향

---
2. 채권시장 동향

---
3. 단기금융 및 펀드시장 동향

---

## II. 금융시장 동향

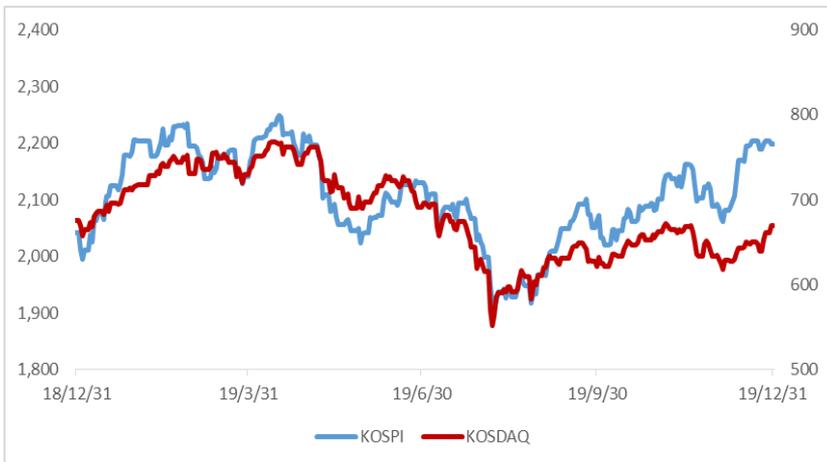
### 1. 주식시장 동향

#### ● 주식시장

- [KOSPI] 연초 상승 후 5월초 미·중 무역분쟁 부각 등에 따라 하락세로 전환하였으나, 9월 이후 반등세를 보이며 7.67% 상승 마감
  - ✓ 연초 강한 상승세로 출발한 KOSPI지수는 5월 들어 미·중 무역협상 합의 불발로 양국 관계가 악화되며 하락 반전함
  - ✓ 9월부터 KOSPI 시장은 글로벌 경기둔화에도 미 연준의 완화적 통화정책, 미·중 1차 무역합의 및 국내 기업 실적 회복 기대감 등으로 증시 회복세 시현. 이에 KOSPI 지수는 전년대비 156.63pt 상승(7.67%)한 2,197.67pt로 마감
- [KOSDAQ] KOSPI 시장과는 달리 KOSDAQ은 변동성 장세를 보이며 전년대비 0.86% 하락 마감
  - ✓ 연초 KOSPI와 동조하며 급등세를 보였으나, 이후 미·중 무역전쟁 및 일본의 반도체 소재 수출규제 등으로 변동성 장세를 보임. 또한 의약품 섹터의 거품붕괴 및 IT종목의 급락으로 한때 600pt를 하회함. 이후 미·중 무역분쟁 완화 기조와 의약품 섹터의 주가 반등으로 상승 반전 하였으나, 전년말 대비 5.82pt 하락한 669.83pt로 마감

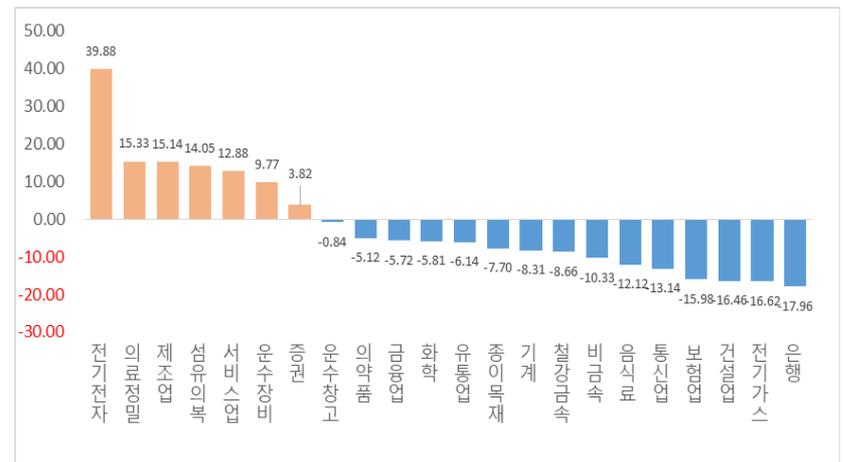
#### • KOSPI 및 KOSDAQ 지수 추이

(단위 : pt)



#### • 섹터별 수익률

(단위 : %)



## II. 금융시장 동향

### 2. 채권시장 동향

- [채권금리] 대내외 기준금리 인하 및 경기둔화 우려로 금리 큰 폭 하락
- 미 연준 및 한은 금통위 기준금리 인하, 미중 무역분쟁 지속, 경기침체 우려 및 채권시장 수급 불안 등으로 금리는 등락이 반복되는 변동성 장세를 보이며 전년대비 큰 폭 하락
  - ✓ (상반기) 대내외 통화정책 이슈 및 글로벌 금리 흐름에 연동되어 초반 박스권을 유지하였으나, 2분기중 미·중 무역협상 및 금리인하 기대감 등의 영향을 받아 큰 폭으로 하락
  - ✓ (하반기) 미·중 및 한일 무역갈등, 경기둔화 우려, 한은 기준금리 인하 등의 영향으로 금리는 8월 최저치(국고3년 기준, 8.19, 1.093%)를 기록, 이후 수급 우려 및 대외 불확실성 완화 기대감 등으로 하락폭을 일부 되돌리며 마감
- 크레딧 스프레드는 전년대비 축소 마감
  - ✓ 상반기 크레딧 스프레드는 캐리 수요가 유입되며 축소세를 보였으나, 하반기 발행 및 유통시장이 둔화되며 확대 전환됨.
  - ✓ 이후 국고채 금리 약세로 크레딧 스프레드는 재차 축소세를 보이며 전년대비 2.7bp 축소 마감

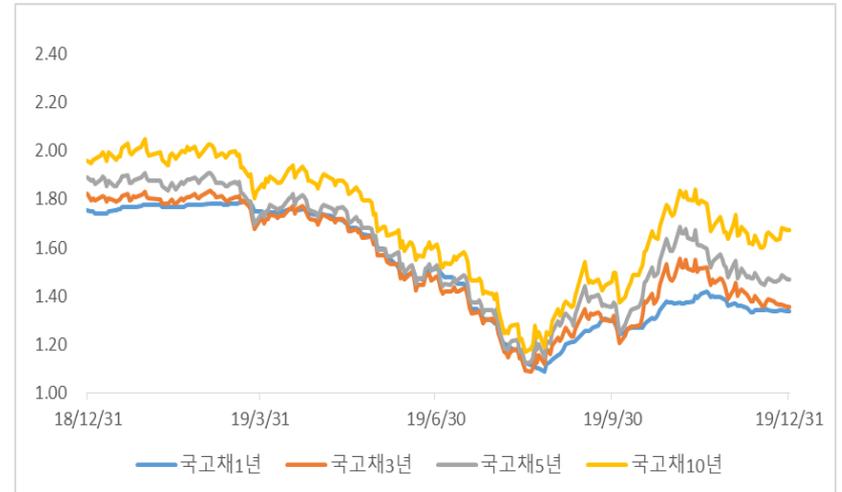
#### • 채권금리 변동현황

(단위 : %, %pt)

채권	분기별 금리 변동분				'18.12말	'19.12말	전년대비
	1Q	2Q	3Q	4Q			
국고3Y	-0.13	-0.22	-0.17	0.06	1.82	1.36	-0.46
회사채 3Y(AA-)	-0.24	-0.23	-0.08	0.06	2.27	1.78	-0.49
통안2Y	-0.14	-0.20	-0.19	0.03	1.86	1.36	-0.50
CD3M (AAA)	-0.03	-0.15	-0.20	-0.02	1.93	1.53	-0.40
CP3M (A1)	-0.12	-0.12	-0.13	0.15	2.08	1.86	-0.22

#### • 국고채 금리 추이

(단위 : %)



## II. 금융시장 동향

### 3. 단기금융 및 펀드시장 동향

#### ● 단기금융 및 펀드시장

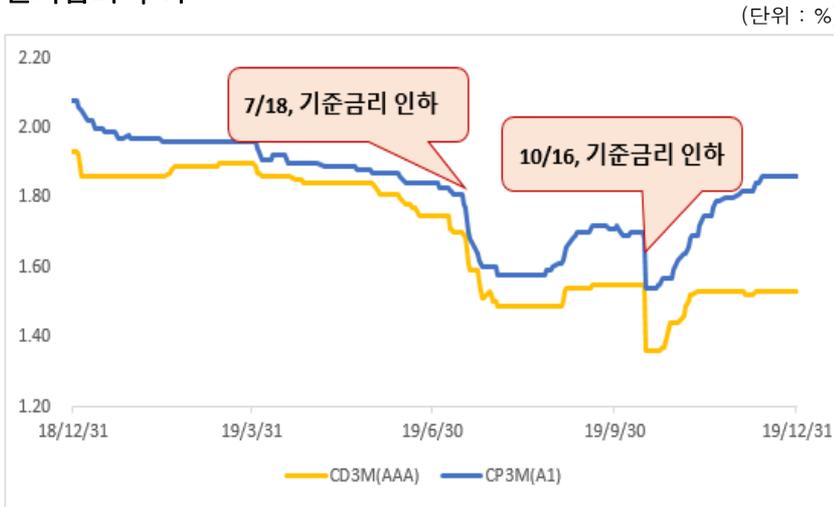
##### ▪ 단기금융

- ✓ (단기금리) 상반기 기준금리 인하 기대감 선반영으로 지속적인 하락세 시현. 하반기 들어 2차례의 기준금리 인하에 연동되어 급락세 시현 후 소폭 상승세를 보였으나, 전년대비 하락 마감
- ✓ CD(91일, AAA) 40bp 하락('18년말 1.93%→ '19년말 1.53%) / CP(91일, A1) 금리 22bp 하락('18년말 2.08%→ '19년말 1.86%)

##### ▪ 펀드시장

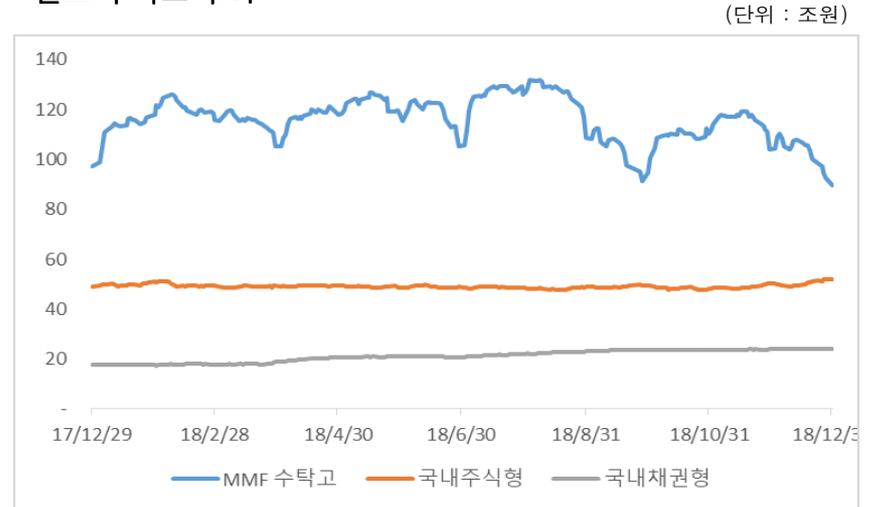
- ✓ 2019년 말 기준 공모펀드 설정액은 197.18조원으로 전년대비 16.45조원 증가
- ✓ 국내주식형과 국내채권형 펀드의 설정액은 소폭 증가하며 전년대비 각각 6.41조원, 6.40조원 증가
- ✓ MMF수탁고는 연중 풍부한 유동성을 보였으나, 연말 자금수요에 따른 유출로 설정액이 일부 감소하며 전년대비 15.23조원 증가

#### • 단기금리 추이



자료출처: 한국은행, KIS 채권평가

#### • 펀드 수탁고 추이



자료출처: 금융투자협회

### Ⅲ. 기금운용 현황

---

1. 기금운용 개요

---

2. 투자 현황

---

3. 시간가중수익률

---

4. 위험 분석

---

5. 성과요인 분석

---

# III. 기금운용 현황

## 1. 기금운용 개요

### ● 연초 운용 계획 및 목표수익률

▪ 2019년 목표수익률은 단기자금 1.84%, 중장기자금 2.02%, 기금전체 1.95%

- ✓ (기금전체) 복권기금의 실질가치 유지를 위해 한국은행 '19년 예상 물가상승률(1.70%)과 '19년 국고채 3년 금리(1.95%) 중 높은 값으로 목표수익률로 설정
- ✓ (단기자금) 기금의 단기자금 운용기간을 대표하는 금융상품인 MMF(7일 평균, '18년 말 기준)수익률 1.84% 적용
- ✓ (중장기자금) 중장기 '19년 자금배분을 통한 단기자금 비중(39.2%) 및 중장기자금 비중(60.8%)를 고려하여, 기금전체 목표수익률을 달성하기 위한 요구수익률

### ● 연초 운용계획 및 목표수익률

(단위 : %, %pt)

구 분			2018년 자산배분계획	2019년 자산배분계획	전년대비	2019년 목표수익률	
단기 자금	현금성자금		3개월 미만	100	100	-	1.84%
	유동성 자금	확정금리형	6개월 이상 ~1년 미만	-	-	-	
		실적배당형	6개월 이상 ~1년 미만	-	-	-	
중장기자금			확정금리형	15	18	3.0	2.02%
			채권형	78	77.6	-0.4	
			주식형	7	4.4	-2.6	

### III. 기금운용 현황

#### 2. 투자 현황

#### ● 자산배분 계획 대비 투자비중

##### ■ 연초 자산배분 계획대로 연간 계획상 자산운용 비중 준수

- ✓ 2019년 연간 평잔은 1,092억원으로 전년(1,706 억원) 대비 614억원 축소
- ✓ 각 자산별, 세부 상품별 연간 자산배분계획 준수

#### • 2019년 자산배분 계획 대비 평잔 비중 현황

(단위 : 억원, %, %pt)

구 분			2018년 평잔	2019년 평잔	2019년 평잔비중	계획 비중	허용 범위	
단기 자금	현금성		3개월 미만	616	471	100.00	100	-
	유동성	확정금리형	6개월 이상~1년 미만	-	-	-	-	-
		실적배당형	6개월 이상~1년 미만	-	-	-	-	-
소계			616	471	100.00	100	-	
중장기자금			확정금리형	179	132	21.31	18	±5
			채권형	804	458	73.80	77.6	±5
			주식형	106	30	4.89	4.4	(-4~+5)
소계			1,089	621	100.00	100	-	
합계			1,706	1,092				

### III. 기금운용 현황

#### 2. 투자 현황(계속)

#### ● 전년대비 2019년 투자 현황 비교

##### ■ 2018년 대비 2019년 기금은 중장기 자금의 투자 비중 크게 축소

- ✓ 2018년에는 단기자금 36.14%와 중장기 63.86%로 운용되었으나, 2019년은 단기비중이 전년대비 크게 증가하고 중장기자금의 비중이 감소하여 단기자금 43.15%, 중장기 자금 56.85%로 운용
- ✓ 중장기자금의 비중이 축소된 가운데, 확정금리형 비중은 전년대비 확대
- ✓ 중장기자금 내 실적배당형인 국내채권형과 국내주식형은 전년대비 감소하여 운용하였으며, 특히 주식형 비중 감소폭이 큼

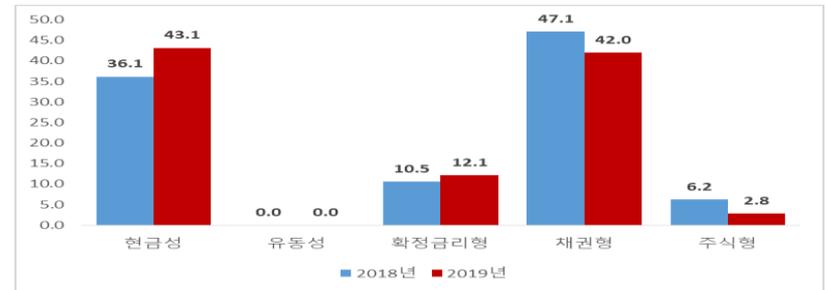
#### ● 전년대비 2019년 투자현황

(단위 : 억원, %)

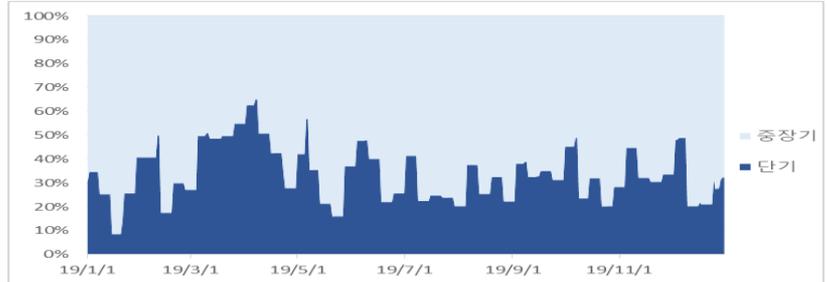
구 분		2018년		2019년		
		평잔	투자비중	평잔	투자비중	
단기자금	현금성	616	36.14	471	43.15	
	유동성	확정금리형	-	-	-	-
		실적배당형	-	-	-	-
단기자금 합계		616	36.14	471	43.15	
중장기자금	확정금리형	179	10.51	132	12.11	
	채권형	804	47.12	458	41.96	
	주식형	106	6.23	30	2.78	
중장기자금 합계		1,089	63.86	621	56.85	
기금전체		1,706	100.00	1,092	100.00	

#### ● 전년대비 2019년 투자비중

(단위 : %)



#### ● '19년 만기별 투자비중 추이



### III. 기금운용 현황

#### 2. 투자 현황(계속)

#### ● 2019년 운용현황

▪ 연간 자산배분 계획 비중을 준수하여 운용하였으며, 계획대비 확정금리형 및 주식 비중 확대

- ✓ 단기자금은 전액 현금성 MMF로 운용하였으며, 확정금리형 상품은 전년도말 주식시장 부진에 따라 안정적 수익 확보 차원으로 투자한 기투자물의 비중의 영향으로 평잔 비중이 높게 기록
- ✓ '19년도 말 중장기자금 중 채권형 운용비중은 79.81%였으며, 연초 기금의 자금수요로 인한 중장기 자금 환매시 축소 운용하였던 채권비중은 점차 확대하여 운용. 이에 평잔대비 말잔 비중이 높게 기록
- ✓ 주식형의 경우 계획대비 확대하여 운용. 특히, 4분기 주식시장 반등시 비중을 확대하여 평잔대비 말잔 비중이 높게 기록

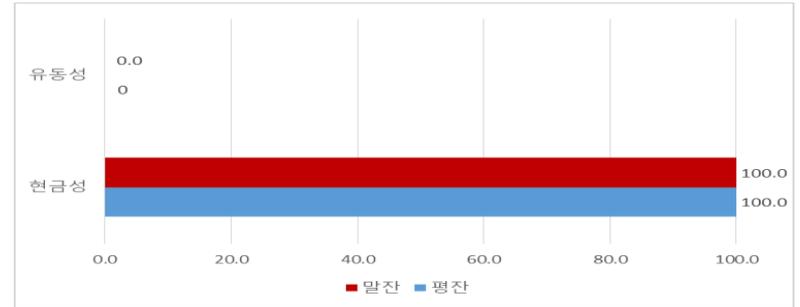
#### • 2019년 평잔 및 말잔 현황

(단위 : 억원, %)

구 분			평잔		말잔	
			금액	비중	금액	비중
단기자금	현금성	현금성	471	100.00	631	100.00
		유동성	확정금리형	-	-	-
	실적배당형		-	-	-	-
단기자금 합계			471	100.00	631	100.00
중장기자금	유동성	확정금리형	132	21.31	142	15.07
		채권형	458	73.80	753	79.81
		주식형	30	4.89	48	5.13
중장기자금 합계			621	100.00	944	100.00

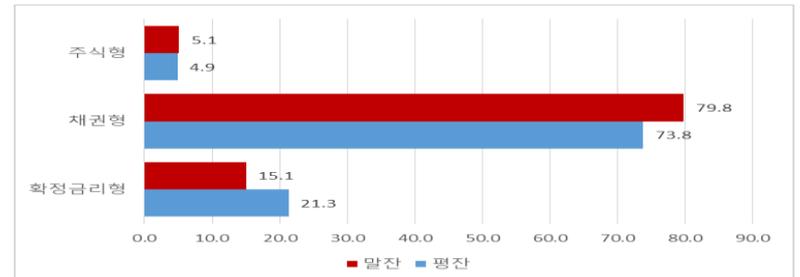
#### • 단기자금 만기별 평잔 및 말잔 비중

(단위 : %)



#### • 중장기자금 유형별 평잔 및 말잔 비중

(단위 : %)



# III. 기금운용 현황

## 3. 시간가중수익률

### ● 기금 전체수익률 현황

- 2019년 기금 전체 2.58%의 수익률을 기록하여 목표수익률(1.95%) 대비 0.63%pt 상회, 기준수익률(2.32%) 대비 0.26%pt 상회
  - ✓ (단기자금) 전년대비 단기 금리 하락, 기준금리 인하의 영향으로 목표수익률 하회, 적극적 종목 선택으로 기준수익률 상회
  - ✓ (중장기자금) 주식과 채권자산 등 실적배당형 상품의 성과가 우수하게 기록되며 중장기 목표수익률을 상회하였으며, 자산군 내 세부 스타일 선정이 효과적으로 작용하며 기준수익률 역시 상회

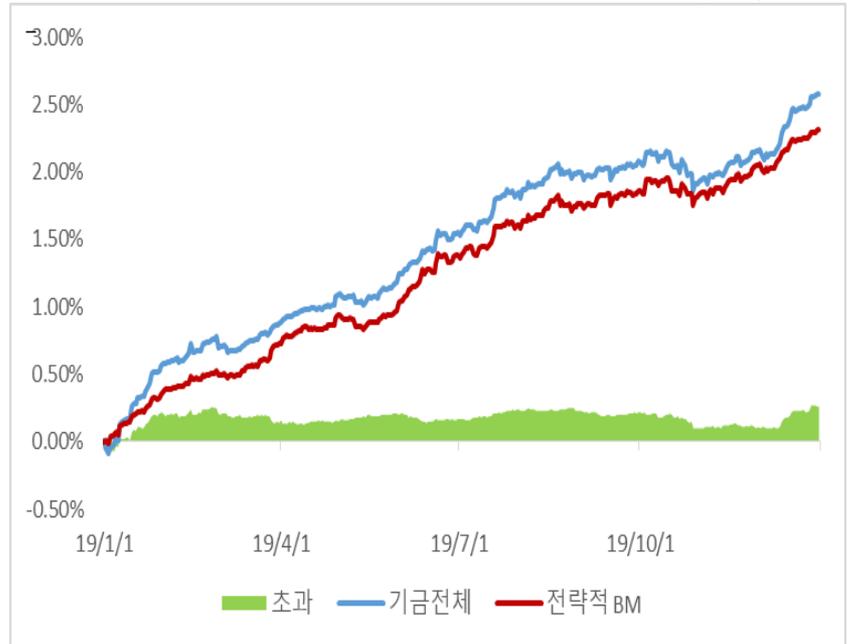
### • 기금 수익률 현황

(단위 : %)

구분		2018년	2019년	기준 수익률	목표 수익률	
단기 자금	현금성	1.72	1.74	1.62	1.84	
	유동성 자금	확정금리형	-			-
		실적배당형	-			-
단기자금 소계		1.72	1.74			
중장기 자금	확정금리형	2.08	2.09	2.96	2.02	
	채권형	3.22	2.72			
	주식형	-17.05	9.94			
중장기자금 소계		0.90	3.17			
기금 전체		1.24	2.58	2.32	1.95	

### • 기금 수익률 추이

(단위 : %, %pt)



\* 2019년 전체 포트폴리오 기준수익률은 전략적 자산배분 BM

### III. 기금운용 현황

#### 3. 시간가중수익률(계속)

#### ● 단기자금 수익률 현황

- 2019년 단기자금 수익률은 1.74%로 기준수익률(1.62%) 대비 0.12%pt 상회, 목표수익률(1.84%) 대비 0.10%pt 하회
  - ✓ 전액 MMF로 운용. 2018년 대비 단기자금 운용수익률은 소폭 상승했으며, 보유종목 분석 결과 안정성은 양호한 것으로 판단
  - ✓ 수시 입출금에 대응목적으로 국채, 통안채, 은행채 등 환금성이 매우 높은 종목을 보유하여 유동성 확보
  - ✓ 공모펀드 대비 운용 수수료를 차이(평균 18.5bp 내외, 기금 4.67bp)와 이자수익 확보에 유리한 CP 및 전단채 투자비중 확대 로 기준수익률 대비 상회
  - ✓ 한국은행이 하반기 기준금리를 두 차례 인하(1.75%→1.25%) 함에 따라 운용수익률이 낮아지며 목표수익률 하회

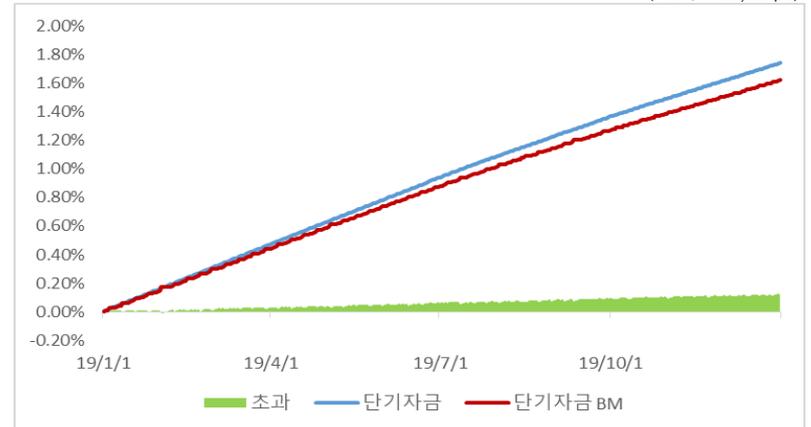
#### • 단기자금 수익률 현황

(단위 : %, %pt)

구분			수익률	기준 수익률	차이	목표 수익률
단기 자금	현금성	3개월 이내	1.74	1.62	0.12	1.84
	유동성	확정금리형	-	-	-	
		실적배당형	-	-	-	
단기자금 소계			1.74	1.62	0.12	

#### • 단기자금 수익률 추이

(단위 : %, %pt)



# III. 기금운용 현황

## 3. 시간가중수익률(계속)

### ● 중장기자금 수익률 현황

- 2019년 중장기자금 수익률은 3.17%로 기준수익률(2.96%) 대비 0.21%pt 상회, 목표수익률(2.02%) 대비 1.15%pt 상회
  - ✓ (확정금리형) 전년대비 예금금리는 하락하였으나, 전년도 기투자한 상품의 금리수준이 높아 기준수익률을 상회. 이에 운용 수익률은 2.09%로 기준수익률(1.89%)을 0.20%pt 상회
  - ✓ (채권형) 채권금리는 8월까지 하락세가 지속되어 우수한 절대성과 및 기준대비 초과성적을 기록하였으나, 하반기 금리 상승세로 전환되어 성과폭을 일부 축소. 이에 채권형은 기준수익률(2.69%)을 0.03%pt 상회한 2.72%의 수익률을 기록
  - ✓ (주식형) 주식형 내 인덱스형과 액티브형 모두 기준수익률 대비 초과성적을 달성하였으며, 대형주가 강세를 보인 금년 인덱스형 펀드의 비중을 확대운용. 이에 주식형은 수익률 9.94%로 기준수익률 7.13% 대비 2.81%pt 상회

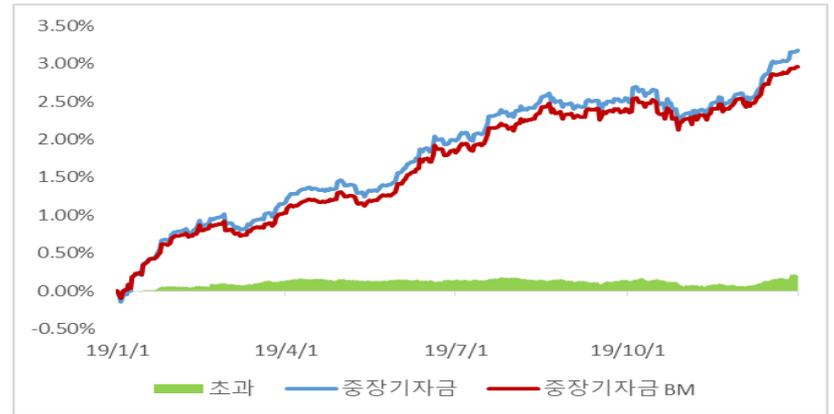
### • 중장기자금 수익률 현황

(단위 : %, %pt)

구분		수익률	기준 수익률	차이	목표 수익률
중장기 자금	확정금리형	2.09	1.89	0.20	2.02
	채권형	2.72	2.69	0.03	
	주식형	9.94	7.13	2.81	
중장기자금 소계		3.17	2.96	0.21	

### • 중장기자금 수익률 추이

(단위 : %, %pt)



### III. 기금운용 현황

#### 4. 위험 분석

#### ● 위험조정성과 분석

- 2019년 기금 전체 총 위험은 0.50%, IR(정보비율)은 1.25
  - ✓ 전년대비 주식시장의 변동성 감소로 기금 전체의 총 위험은 하락('18년 0.97% → '19년 0.50%)
  - ✓ 무위험대비 초과성과 폭 확대로 샤프지수(-0.30 → 1.85)는 개선되었고, IR지표 역시 (-1.28 → 1.25) 개선
  - ✓ 주식과 채권의 동반 강세로 샤프지수 및 IR 모두 양의 수치를 기록

#### • 자금의 위험조정성과 지표

구분	기간	총 위험(%)	총 위험(BM) (%)	샤프지수	TE(%)	IR
단기자금	최근 1년	0.01	0.09	8.62	0.09	1.32
	최근 6개월	0.01	0.08	10.85	0.08	1.30
	최근 3개월	0.01	0.08	10.85	0.08	1.30
중장기자금	최근 1년	0.80	0.74	1.90	0.15	1.37
	최근 6개월	0.86	0.82	0.95	0.15	0.89
	최근 3개월	0.86	0.82	0.95	0.15	0.89
기금전체	최근 1년	0.50	0.43	1.85	0.20	1.25
	최근 6개월	0.55	0.49	1.00	0.17	1.08
	최근 3개월	0.55	0.49	1.00	0.17	1.08

#### • 자산의 위험조정성과 지표

구분	기간	총 위험(%)	총 위험(BM) (%)	샤프지수	TE(%)	IR
채권형	최근1년	0.93	0.92	1.16	0.15	0.21
	최근6개월	1.14	1.12	0.22	0.15	-1.21
	최근3개월	1.14	1.12	0.22	0.15	-1.21
주식형	최근1년	12.87	11.16	0.68	2.51	1.12
	최근6개월	13.24	11.48	0.69	2.86	1.46
	최근3개월	13.24	11.48	0.69	2.86	1.46

※ 위험조정성과는 중간수익률 평균이며, RF(Risk Free) 수익률의 경우 Call을 사용

### III. 기금운용 현황

#### 5. 성과요인 분석

#### ● 성과요인 분석

▪ 연간 기금 중장기 운용수익률(3.17%)은 목표수익률 2.02%를 1.15%pt 상회

- ✓ (단기자금) 두차례 기준금리 인하로 전략적 자산배분효과는 부진, 고금리 종목 편입으로 종목선택효과는 양의 수치 기록
- ✓ (중장기자금) 주식과 채권시장이 강세를 보임에 따라 중장기 전략적 자산배분효과는 우수하게 기록. 주식과 확정금리의 전술적 자산배분효과는 양(+의 성과를 기록했으나, 성과가 양호했던 채권비중을 계획대비 낮게 운용하여 중장기 전술적 자산배분 효과는 미미하게 기록

#### • 2019년 성과요인 분석

(단위 : %, %pt)

구분		단기자금	합계	중장기자금			합계
		현금성		확정금리	채권형	주식형	
수익률	기대	1.84	1.84	2.02	2.02	2.02	2.02
	운용	1.74	1.74	2.09	2.72	9.94	3.17
	BM	1.62	1.62	1.89	2.69	7.13	2.96
비중	전략적배분	100.00	100.00	18.00	77.60	4.40	100.00
	실제배분	100.00	100.00	21.31	73.80	4.89	100.00
전략적 자산배분효과		-0.22	-0.22	0.02	0.70	0.23	0.95
전술적 자산배분효과		0.00	0.00	0.07	-0.11	0.04	0.00
종목선택효과		0.12	0.12	0.04	0.02	0.14	0.21

## IV. 자산군별 성과 분석

---

1. 중장기자금 운용사별 성과
  2. 중장기자금 위험 분석
-

## IV. 자산군별 성과 분석

### 1. 중장기자금 운용사별 성과

#### ● 중장기자금 운용 현황

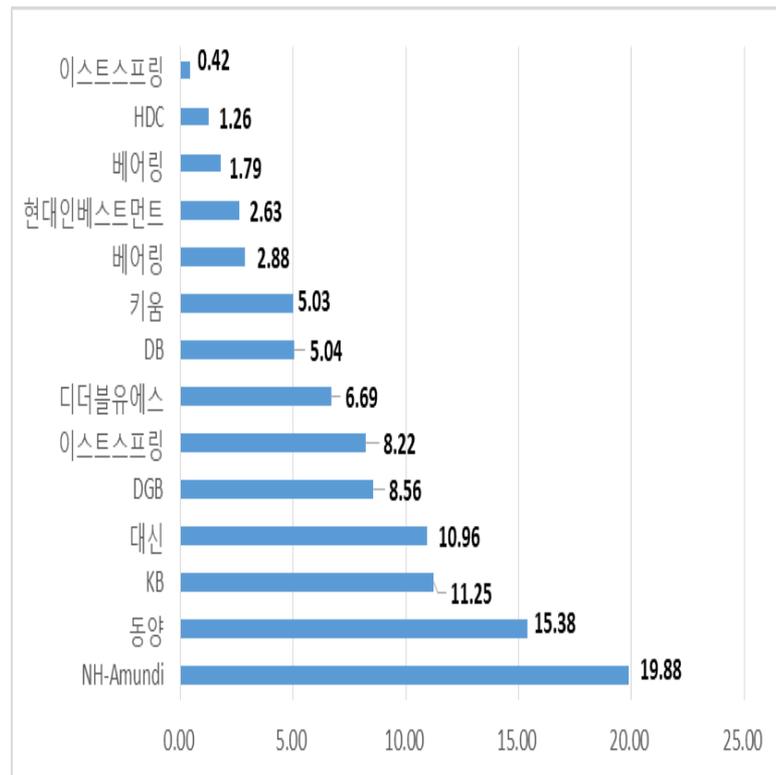
##### · 채권형 펀드별 비중

(단위 : %)

운용사	평잔비중			
	1분기	2분기	3분기	4분기
NH-Amundi(장기국고채)	20.89	20.38	20.50	17.91
이스트스프링(장기국고채)	0.00	5.97	10.96	14.74
KB(장기국고채)	9.09	10.94	11.08	13.64
대신(장기국고채)	13.56	9.92	9.16	11.45
동양(장기국고채)	21.24	16.88	13.66	10.60
디더블유에스(장기국고채)	4.50	7.38	7.70	6.98
DGB(장기국고채)	10.04	10.19	8.54	5.79
DB(일반채형)	4.11	5.25	5.18	5.52
키움(일반채형)	6.05	4.64	4.66	4.86
베어링(일반채형)	3.08	2.64	2.67	3.15
현대인베스트먼트(일반채형)	2.65	2.36	2.41	3.06
베어링(단기국고채)	1.88	1.97	1.97	1.38
HDC(단기국고채)	1.08	1.50	1.53	0.93
이스트스프링(장기국고채)	1.82	-	-	-

##### · 채권형 펀드별 연간 평잔 비중

(단위 : %)



※ 채권형 내 MMF는 제외함

## IV. 자산군별 성과 분석

### 1. 중장기자금 운용사별 성과

#### ● 중장기자금 운용 현황

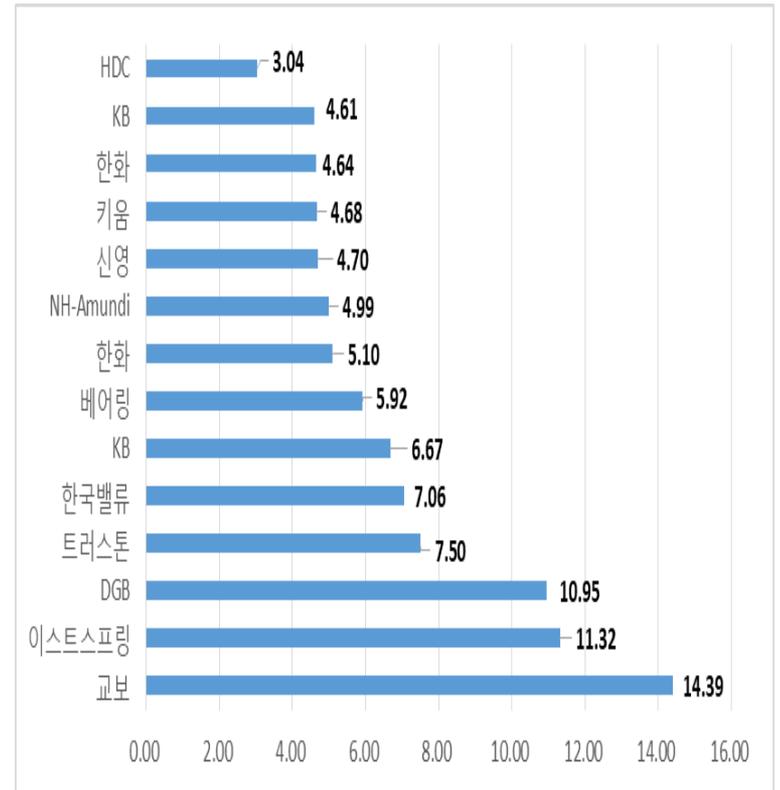
##### · 주식형 펀드별 비중

(단위 : %)

운용사	평잔비중			
	1분기	2분기	3분기	4분기
교보(인덱스형)	12.71	13.84	15.46	16.40
이스트스프링(인덱스형)	8.97	9.85	12.86	14.61
DGB(인덱스형)	7.69	11.42	13.13	13.55
트러스톤(액티브형)	7.55	7.34	7.85	7.25
KB(인덱스형)	3.38	4.85	5.31	5.63
베어링(액티브형)	6.56	5.92	5.62	5.23
키움(액티브형)	4.68	4.45	4.61	4.90
KB(액티브형)	9.27	5.99	5.06	4.74
신영(액티브형)	5.29	3.40	4.88	4.68
한국밸류(액티브형)	8.54	8.17	6.28	4.66
한화(액티브형)	4.50	6.40	5.53	4.60
HDC(액티브형)	2.50	1.79	3.29	4.58
NH-Amundi(액티브형)	6.76	4.29	3.32	4.34
한화(인덱스형)	4.88	6.74	4.32	2.93
IBK(액티브형)	3.94	3.07	2.46	1.90
마이다스(액티브형)	2.77	2.47	-	-

##### · 주식형 펀드별 연간 평잔 비중

(단위 : %)



## IV. 자산군별 성과 분석

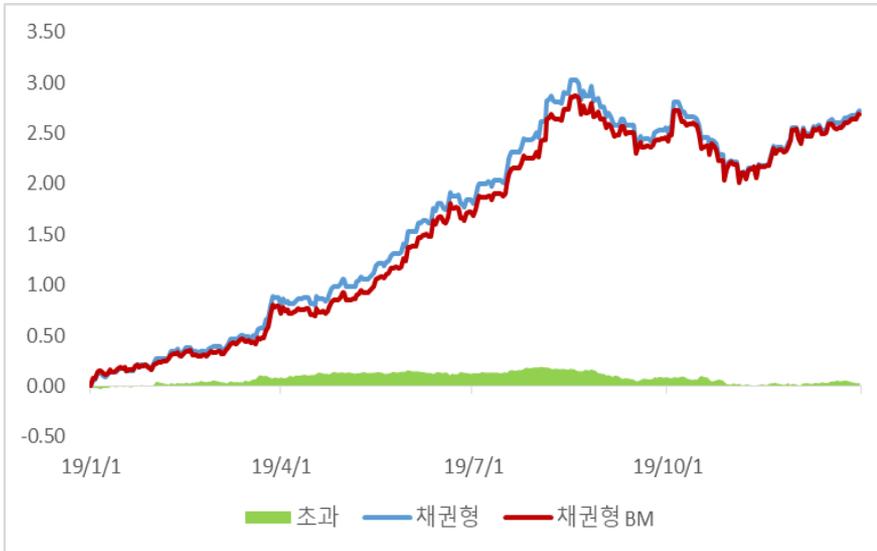
### 1. 중장기자금 운용사별 성과(채권형)

#### ● 채권형 투자수익률

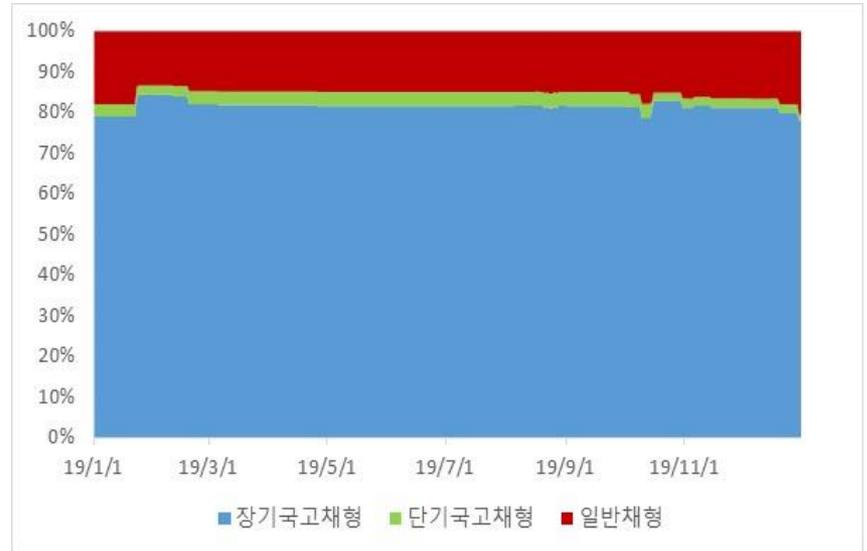
- 채권형 수익률은 8월까지 우수한 성과를 기록하였으나, 하반기 금리 상승세로 전환되어 성과폭을 일부 축소하며 기준대비 0.03%pt 상회
  - ✓ BM대비 평균 듀레이션(펀드 2.49년, BM 2.39년)을 높게 운용하며 기준수익률을 상회하는 성과를 시현
  - ✓ 성과가 가장 우수하게 기록된 장기국고채형 운용비중을 가장 높게 유지했던 점은 긍정적이나, 4분기 장기채 약세장에서 축소 대응하지 않았던 점은 아쉬운 측면이 존재
  - ✓ 반면, 4분기 국고채 약세장에서 크레딧 비중을 높게 운용하여 성과에 기여

#### • 채권형 성과 추이

(단위 : %)



#### • 채권형 스타일 배분 추이



## IV. 자산군별 성과 분석

### 1. 중장기자금 운용사별 성과(채권형)

#### ● 채권형 개별펀드 성과

##### ▪ 장기국고채형을 Core유형으로 설정하고 단기국고채 및 일반채형을 Satellite유형으로 활용

- ✓ 듀레이션을 4년 수준으로 하여 3분기까지 우수한 성과를 기록한 디더블유에스 펀드는, 4분기 장기물 약세시 성과가 악화되었으나 연간 기준 가장 우수한 초과성과 기록
- ✓ 장기국고채형 내 비중이 10%이상 유지된 KB, 대신, 동양은 기준대비 양호한 성과를 기록하며 전체 성과에 긍정적 기여

#### • 2019년 개별펀드 연간 운용성과

유형명	운용사명	수익률	기준수익률	기준수익률 대비
장기국고채	디더블유에스	3.14%	2.69%	0.45%
장기국고채	KB	3.06%	2.78%	0.28%
장기국고채	대신	2.83%	2.69%	0.14%
장기국고채	동양	2.71%	2.69%	0.02%
장기국고채	이스트스프링	2.72%	2.70%	0.02%
장기국고채	NH-Amundi	2.66%	2.69%	-0.03%
장기국고채	DGB	2.65%	2.69%	-0.04%
장기국고채	이스트스프링	2.92%	3.45%	-0.53%
단기국고채	베어링	2.00%	2.69%	-0.69%
단기국고채	HDC	1.98%	2.69%	-0.71%
일반채형	DB	2.85%	2.69%	0.16%
일반채형	키움	2.82%	2.69%	0.13%
일반채형	현대인베스트먼트	2.69%	2.69%	0.00%
일반채형	베어링	2.58%	2.69%	-0.11%

※ 채권형 내 MMF는 제외함

## IV. 자산군별 성과 분석

### 1. 증장기자금 운용사별 성과(주식형)

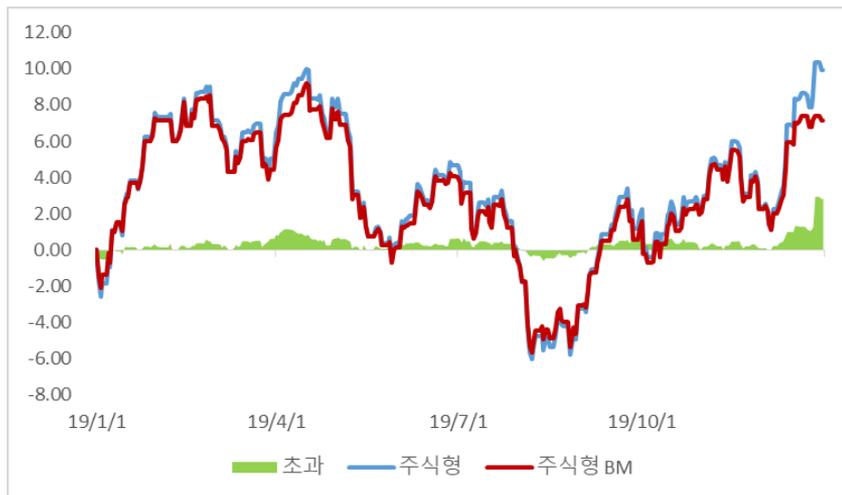
#### ● 주식형 투자수익률

■ **인덱스형 비중확대 전략으로 주식형 전체 수익률은 9.94%로 기준수익률 7.13% 대비 2.81%pt 상회**

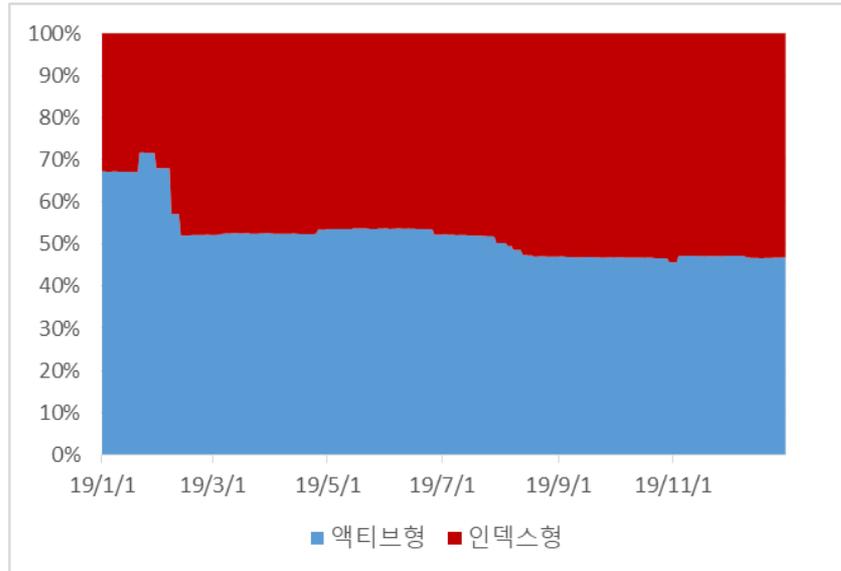
- ✓ 주식형 내 인덱스형과 액티브형 모두 기준수익률 대비 초과성적을 달성하였으며, 대형주가 강세를 보인 '19년 인덱스형 펀드가 액티브형 대비 우수한 성과를 기록
- ✓ 매분기 인덱스의 성과가 우수한 가운데, 연초 비중이 낮았던 인덱스 비중을 지속적으로 확대하였으며, 특히 대형주의 성과가 우수했던 4분기 인덱스 비중을 높게 운용한 점이 성과에 기여함

#### ● 주식형 성과 추이

(단위 : %)



#### ● 주식형 스타일 배분 추이



## IV. 자산군별 성과 분석

### 1. 중장기자금 운용사별 성과(주식형)

#### ● 주식형 개별펀드 성과

##### ■ 인덱스형 펀드가 BM대비 초과성적을 높게 기록

- ✓ 한화를 제외한 인덱스펀드 모두 기준대비 7%pt 이상 우수한 성과를 기록하며 주식형 전체에 긍정적 기여를 함. 다만, 인덱스형 펀드임에도 불구하고 한화펀드는 연간 0.22%의 수익률을 기록하며 저조한 성과를 기록
- ✓ 반면, 부진함이 지속된 액티브형 내 마이다스 펀드는 2/4분기 중 해지

#### • 2019년 개별펀드 연간 운용성과

유형명	운용사명	수익률	기준수익률	기준수익률 대비
인덱스형	교보	14.61%	7.13%	7.48%
인덱스형	DGB	14.49%	7.13%	7.36%
인덱스형	KB	14.42%	7.13%	7.29%
인덱스형	이스트스프링	14.28%	7.13%	7.15%
인덱스형	한화	0.22%	7.13%	-6.91%
액티브형	베어링	11.49%	7.13%	4.36%
액티브형	트러스톤	11.29%	7.13%	4.16%
액티브형	HDC	10.54%	7.13%	3.41%
액티브형	NH-Amundi	10.23%	7.13%	3.10%
액티브형	키움	7.91%	7.13%	0.78%
액티브형	KB	7.24%	7.13%	0.11%
액티브형	신영	7.01%	7.13%	-0.12%
액티브형	한화	6.97%	7.13%	-0.16%
액티브형	한국밸류	6.02%	7.13%	-1.11%
액티브형	IBK	4.55%	7.13%	-2.58%
액티브형	마이다스	-2.91%	4.23%	-7.14%

## IV. 자산군별 성과 분석

### 2. 중장기자금 위험 분석

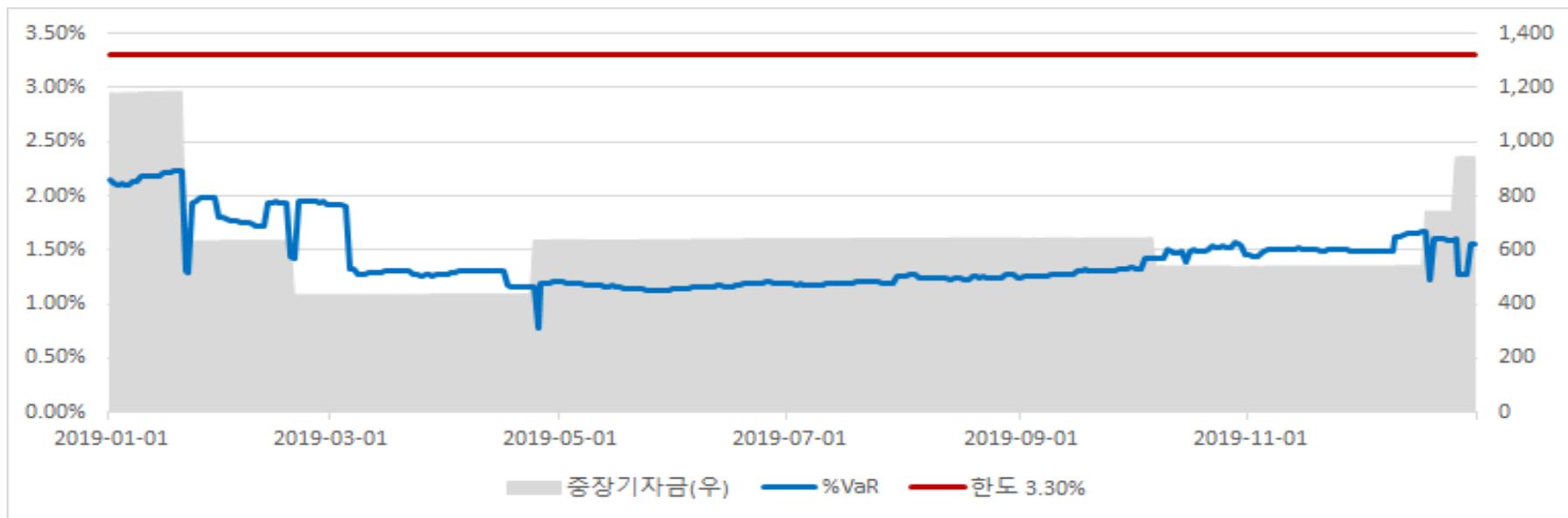
#### ● 위험 분석

■ 중장기자금 연간 VaR는 1.42%으로 시장위험한도(3.30%) 준수

✓ 2019년 중장기자금 평잔은 621억원이며, 연간 VaR는 약 1.42%으로 연간 시장위험한도(3.30%, 소진율: 42.99%) 준수

#### • 중장기자금 연간 VaR

(단위 : 억원)



## V. 평가결과 및 제언

---

1. 평가결과

---

2. 평가제언

---

## V. 평가결과 및 제언

### 1. 평가결과

#### ● 평가결과

##### ■ 2019년 자산배분 투자비중 준수

- ✓ 2019년 단기 및 중장기자금 모두 만기 내 계획비중 투자 허용한도를 준수하였으며 단기자금 평잔은 471억, 중장기는 621억으로 기록됨. 전체규모 대비 비중은 단기가 43.15%, 중장기는 56.85%로서 전년 대비 중장기자금의 비중 감소
- ✓ 단기 내 세부 계정에서는 전액 현금성 MMF로만 운용되었으며, 중장기 세부유형에서는 전년말 대비 채권형 및 주식형 비중 감소, 확정금리 비중 증가

##### ■ 2019년 단기자금 수익률은 1.74%로 목표수익률(1.84%) 대비 0.10%pt 하회, 중장기자금은 3.17%로 목표수익률(2.02%) 대비 1.15%pt 상회

- ✓ 단기자금의 2019년말 MMF 수익률은 1.74%로 기록되었으며, 전년대비 단기금리의 하락과 기준금리 인하로 목표수익률 하회
- ✓ 중장기자금의 목표수익률은 단기자금 수익률을 감안하여 기금 전체 목표수익률을 달성하기 위한 요구수익률로 산정되었음. 연초 설정한 목표수익률 대비 실적배당형인 주식과 채권시장이 강세를 보이며 중장기자금 운용수익률은 목표수익률 대비상회

##### ■ 2019년 단기자금은 기준수익률 (1.62%) 대비 0.12%pt 상회, 중장기자금은 기준수익률(2.96%) 대비 0.21%pt 상회

- ✓ 전체 기금수익률은 2.58%로 기준수익률(2.32%) 대비 0.26%pt 상회
- ✓ 단기자금은 이자수익 확보 목적으로 운용한 고금리 CP 등이 양호한 성과를 기록하며 기준수익률 대비 상회
- ✓ 중장기자금 내 전자산군이 기준수익률을 상회하였으며, 특히 전년 부진한 성과를 기록한 주식형이 우수한 성과를 기록하고, 계획비중대비 소폭 확대 운용한 점이 성과에 기여함
- ✓ 채권형은 8월까지 우수한 성과를 기록하였으며, 하반기 들어 금리 약세 전환시 성과폭이 일부 축소됨
- ✓ 확정금리형은 시장의 정기에금금리는 하락한 반면, 기금의 상품은 전년도 가입한 기존 상품이 고금리로 운용되어 기준대비 상회

- 평가제언

- 자금운용계획 수립시 기금전체의 목표수익률 설정방식 변경

- ✓ (AS-IS) 기금 실질가치 유지 및 안정적인 사업수행을 위해 예상 소비자물가 상승률과 국고채 3년 예상금리를 고려하여 높은 값으로 설정
    - ✓ (기재부 기금운용평가) 목표수익률에 대한 근거 설정이 여전히 부족함. 다만, 타 기금도 유사한 문제를 지니고 있음
    - ✓ (고려사항) 현재 경제지표를 활용한 방식을 유지하되, 복권기금 중장기 자산이 혼합형 내 채권과 주식으로 운용됨을 고려하여 위험프리미엄을 가산
    - ✓ (TO-BE) 기금 실질가치 유지 및 안정적인 사업수행을 위해 예상 소비자물가 상승률과 국고채 3년 예상금리에 위험프리미엄을 가산한 값 중 높은 값으로 설정

## ● 기준수익률

- 운용 성과의 평가 지표가 되는 수익률로 투자 자산별 시장평균수익률을 기준수익률로 산정하고, 기금 전체의 기준수익률은 상품별 기준수익률을 그 투자 비중을 가중하여 설정

### • 투자자금별 기준수익률

구 분			기준수익률	제공처
단기자금	현금성자금	3개월 미만	MMF 평균수익률	펀드평가사
	유동성자금	확정금리형	정기에금 6개월 ~ 1년 수익률	한국은행
		실적배당형	KIS종합채권지수 3개월 ~ 1년미만(A-이상)	KIS채권평가
단기자금 소계			$\Sigma(\text{자금별 실제 투자비중} \times \text{자금별 BM})$	
중장기자금		확정금리형	정기에금 1년 ~ 2년 수익률	한국은행
		채권형	KIS종합채권지수 국고채 2년 ~ 3년	KIS채권평가
		주식형	투자기간의 KOSPI지수(90%) + KIS콜금리지수(10%)	한국거래소, KIS채권평가
중장기자금 소계			$\Sigma(\text{자금별 실제 투자비중} \times \text{자금별 BM})$	
전체 포트폴리오			$\Sigma(\text{자금별 계획 투자비중} \times \text{자금별 BM})$	

- 당사는 펀드의 수익률, 위험을 정확히 평가하여 절대성과와 상대성과를 산출, 객관적이고 공정한 평가를 수행하고자 함

성과지표	산 식	설 명
기간수익률 (시간가중수익률)	$[(1 + R_1)(1 + R_2)(1 + R_3)\Lambda (1 + R_n) - 1] \times 100$	<ul style="list-style-type: none"> <li>일간수익률을 기하수익률로 연결하여 계산, 기간 내의 현금흐름의 타이밍효과를 제거</li> <li><math>R_n</math>: n번째 날의 수익률</li> <li>단, 수익률 연환산은 KFR방식에 따라 기하누적하는 방식을 사용</li> </ul>
표준편차	$\sqrt{\frac{\sum (R_i - \overline{R_i})^2}{N - 1}}$	<ul style="list-style-type: none"> <li>수익률의 변동성을 나타내며 위험지표로 널리 사용</li> <li>샤프지수 등 위험조정지표를 산출 시 활용</li> <li><math>R_i</math>: 개별펀드의 수익률</li> <li>N: 수익률의 수</li> </ul>
샤프지수	$\frac{\overline{R_i} - \overline{R_f}}{S.D.(R_i)}$	<ul style="list-style-type: none"> <li>표준편차를 위험지표로 사용하여 펀드의 위험대비 수익률 효율성을 계산</li> <li>S.D.(<math>R_i</math>): 개별펀드 수익률의 표준편차</li> <li>단, 수익률 연환산은 KFR방식에 따라 기하누적하는 방식을 사용</li> </ul>

※ 성과평가지 원칙적으로 시간가중수익률을 사용하였으나, 자금운용성과평가 기준에 따라 일부 평잔수익률을 사용함

## [복권기금자산운용지침]

### 10.4 성과평가 기준

#### (1) 성과평가 기준

가. 성과평가에 사용하는 수익률은 순자산가치가 반영되는 수익률을 현금흐름에 영향을 받지 않는 시간가중수익률로 조정하여 사용한다. 단, 경우에 따라 평잔수익률을 사용할 수 있다. 또한 각 투자 상품별로 기준수익률을 설정한다.

- 당사는 펀드의 수익률, 위험을 정확히 평가하여 절대성과와 상대성과를 산출, 객관적이고 공정한 평가를 수행하고자 함

성과지표	산 식	설 명
추적오차 (TE : Tracking Error)	$\sqrt{\frac{\sum (D_i - \bar{D})^2}{N}}$	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 펀드수익률과 BM수익률의 차이의 변동성을 나타냄</li> <li>▪ BM 대비 상대위험지표임</li> <li>▪ <math>D_i</math>: 개별펀드의 수익률과 BM수익률의 차이</li> <li>▪ N: 수익률의 수</li> </ul>
정보비율 (IR : Information Ratio)	$\frac{\left( \frac{\sum (R_i - R_m)}{N} \right)}{S.D.(R_i - R_m)}$	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ BM 대비 초과수익률을 상대위험도를 측정하는 트레이킹에러로 조정하여 상대위험조정지표를 산출함</li> <li>▪ <math>R_i</math>: 개별펀드의 수익률</li> <li>▪ <math>R_m</math>: BM의 수익률</li> <li>▪ S.D.(<math>R_i - R_m</math>): BM 대비 초과수익률의 표준편차</li> <li>▪ N: 수익률의 수</li> </ul>
상관계수 (RSQ: R-Square)	$r = \frac{\sum (x_i - \bar{x})(y_i - \bar{y})}{\sqrt{(x_i - \bar{x})^2} \sqrt{(y_i - \bar{y})^2}}$	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ x, y의 평균을 이용하여</li> <li>▪ <math>x_i</math>: 개별펀드 x의 수익률</li> <li>▪ <math>y_i</math>: 개별펀드 y의 수익률</li> <li>▪ x, y의 선형관계의 강도를 나타냄, 두 변량 X, Y 사이의 상관관계의 정도를 나타내는 수치(계수)</li> </ul>

## ■ BHB Model – Performance Attribution Analysis at Fund–Level

### ◆ BHB(Brinson, Hood and Beebower) Model

- BHB(Brinson, Hood and Beebower) Model은 펀드 수준에서의 운용성과를 분석하기 위한 이론으로써 펀드의 운용성과를 시장상황에 따라 자산 편입비중을 전술적으로 조정한 효과를 측정하는 자산배분효과(Asset Allocation Effect)와 각 자산 내에서 실제 자산을 투자함으로써 발생한 효과를 측정하는 증권선택효과(Security Selection Effect)로 분해됨
- Brinson, Hood and Beebower의 1986, 1992년 연구논문인 ‘Determinants of Portfolio Performance’에 근거함

$$r^{AP} - r^{BM} = \text{Asset Allocation} + \text{Security Selection}$$

### ◆ 자산배분(Asset Allocation) 효과

- 해당 자산의 실제편입비중과 벤치마크 자산비중(계획배분)의 차이에 해당 자산의 벤치마크수익률과 벤치마크 총수익률(전체)의 차이를 곱한 값으로 즉, 시장상황에 따라 자산편입비중을 전술적으로 조정한 효과를 측정하여 나타냄
- 이때, 포트폴리오 및 벤치마크의 수익률은 각 투자자산들의 수익률 및 투자비중으로 구성됨
- t시점의 자산배분효과를 식으로 표현하면 다음과 같음

$$r_{t, \text{AssetAllocation}} = \sum_j (w_{t,j}^p - w_{t,j}^b) \cdot (r_{t,j}^b - r_{t, \text{Total}}^b)$$

Where,  $r_{t, \text{Total}}^p = \sum_j w_{t,j}^p \times r_{t,j}^p$      $r_{t, \text{Total}}^b = \sum_j w_{t,j}^b \times r_{t,j}^b$     r : 수익률, t : 시점, w : 비중, p : 포트폴리오, b : 벤치마크, j : 자산군

- 벤치마크 총수익률(전체수익률)보다 수익률이 높았던 자산에 벤치마크 대비 비중을 초과하여 투자하였을 경우 자산배분 효과는 양(+)의 값을 가지게 됨. 또한 벤치마크 총수익률보다 수익률이 낮았던 자산에 벤치마크 대비 비중을 적게 가져간 경우에도 자산배분을 통해 초과수익에 긍정적인 효과를 나타낸 것으로 나타남

## ■ BHB Model – Performance Attribution Analysis at Fund-Level

### ◆ 증권선택(Security Selection) 효과

- 자산투자효과(BHB모형에서 Security Selection; 이하 자산투자효과)는 해당 자산의 실제편입비중에 실제수익률과 벤치마크수익률의 차이를 곱한 값의 합으로 효과를 측정하여 나타냄. 벤치마크 대비 초과수익률 중 자산 내에서 성과가 좋은 종목을 얼마나 잘 선택했는지를 나타내는 성과요인임

$$r_{t,Security\ Selection} = \sum_j w_{t,j}^p \cdot (r_{t,j}^p - r_{t,j}^b)$$

Where, r : 수익률, t : 시점, w : 비중, p : 포트폴리오, b : 벤치마크, j : 자산군

# Contact Us



신동승	한국펀드평가	대표	02.399.3353	dsshin@kfr.co.kr
송인욱	리서치센터	센터장	02.399.3124	iwsong@kfr.co.kr
이지혜	리서치센터 2팀	팀장<평가>	02.399.3411	leejh@kfr.co.kr
박정서	리서치센터 2팀	연구원<평가>	02.399.3390	cspark@kfr.co.kr