

# 대체투자 출자전략 중간점검, 실물자산 역할 재조명



Real Asset Analyst

한세원

☎ (02) 3772-1237

✉ peterhan@shinhan.com

## 대체투자 출자전략, PD·인프라펀드 선호 지속

인프라와 PD펀드에 대한 강한 추종은 지속적 현상이다. 고금리로 PE자산 가격 형성에 불리한 국면이 지속되고, 부동산 충격으로 시장이 냉각된 영향이다. 인프라펀드는 모집이 사상 최대였던 2022년 기저효과의 영향이 크다고 판단된다. 최근 수년간의 PD 자산 선호세가 보다 보편적인 트렌드로 자리잡은 모양새다.

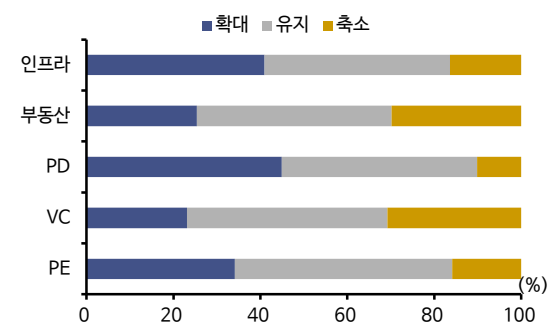
## 중장기 부동산 비중 유지, 현재 경색은 일시적 현상으로 인식

중장기 관점의 비중 유지 의견은 부동산에서 가장 크게 나타났다. 다수의 펀드 LP들이 현재 상업용 부동산 시장의 경색을 일시적 현상으로 보고 있다는 방증이다. 팬데믹 등 기존 시장 수급 구도를 뒤흔든 요인들이 구조적이고 장기적인 변화로 연결될 수준은 아니라는 인식이 주도적임을 알 수 있다. 이는 2024년 공실률 정점론이 더 설득력을 얻고 있는 상황과도 일맥상통한다.

## 사모 인프라·사모 부동산 대출 등 실물자산 비중 강조

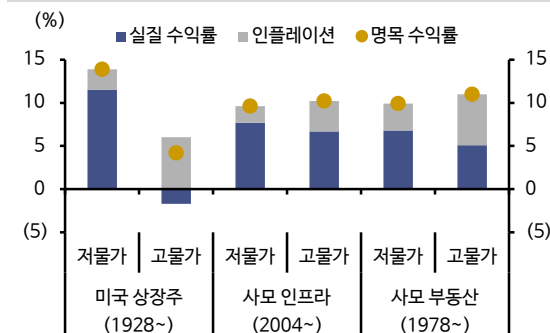
최근 대형 펀드 운용사들, 특히 PE·PD펀드에 집중하던 서구 GP들이 실물자산(Real Assets)의 비중확대를 강조하고 나선 현상은 눈여겨 볼 필요가 있다. 이들은 전통적 인플레이션 방어 자산인 물가연동채(TIPS)나 금·원자재·상장리츠의 대안으로 담보가치와 물가 연동 현금흐름이 우량한 사모 실물 자산 비중 확대를 제안하기 때문이다. 물가상승을 잘 반영한 계약이 현금흐름의 원천인 사모 인프라 자산과 부동산 냉각 국면에서 리스크 노출 수준 관리가 가능한 사모 부동산 대출은 효과적인 실물 대안이다.

전년 대비 향후 12개월 사모 대체투자 출자 선호



자료: Preqin, 신한투자증권

인플레이션 국면별 자산군 수익률 비교



자료: Bloomberg, Burgiss, KKR, 신한투자증권

## 대체투자 출자전략 중간점검

2022년 이후 최근까지는 금융시장 변동성이 부각되면서 대체투자 딜 흐름도 전반적으로 둔화되는 양상이 나타난 시기다. 특히 전통자산 투자 NAV(Net Asset Value) 감소로 대체투자 비중이 갑자기 증가하거나 포트폴리오의 유동성 관리 수요가 대두되면서, 펀드 LP 출자의 전략적 조절이 쉽지 않은 상황이 나타나기도 했다. 서구 오피스를 중심으로 나타난 상업용 부동산 시장 조정 역시 기존의 프로젝트 출자 전략을 다시 반추하게 된 계기로 작용했다. 본고에서는 상반기말까지 집계된 글로벌 사모 대체투자 시장의 흐름과 펀드 LP들의 시각을 바탕으로 남은 올 한해와 내년의 흐름을 짚어본다.

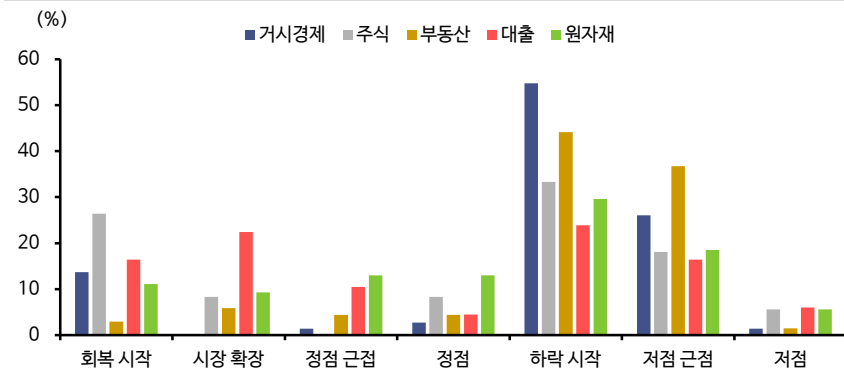
### 사모 대체투자펀드 출자전략 흐름

부동산 사이클에 저점 근접 중이라는 응답이 최대, PD는 딜 성장과 리스크 점증 의견이 양립

펀드 LP들이 보는 금융시장 사이클 중 가장 극명하게 최근 흐름을 반영한 부분은 부동산이다. 부동산 시장이 사이클의 저점에 근접하고 있다는 응답이 가장 많았다. 이는 우리가 이전 보고서에서 북미 오피스 시장의 평균 공실률이 2024년 중 정점을 이룬다고 예상했던 내용과 같은 맥락이다. 착공 등 신규공급이 거의 사라진 현지 시장 상황을 감안할 때, 최근 저가 부동산 자산을 집중 매수 중인 공격적 펀드들의 움직임은 사이클 저점 이후를 겨냥한 행보로 볼 수 있다.

PD(Private Debt)펀드는 최근까지도 다수 LP들의 지지가 굳건한 자산군이다. 이런 PD펀드가 큰 축을 이루는 대출시장에 대해서는 시장이 확장 사이클이라는 시각과 저점에 근접하고 있다는 시각이 혼재된 모습이다. 고금리가 지속되는 상황에서 잠재 딜도 많고 성과도 양호한 시장이 지속된다는 시각과 신용 리스크의 점증이 불가피하다는 시각이 양립하는 국면으로 풀이된다.

#### 펀드 LP들의 글로벌 금융시장 사이클 판단



자료: Preqin, 신한투자증권

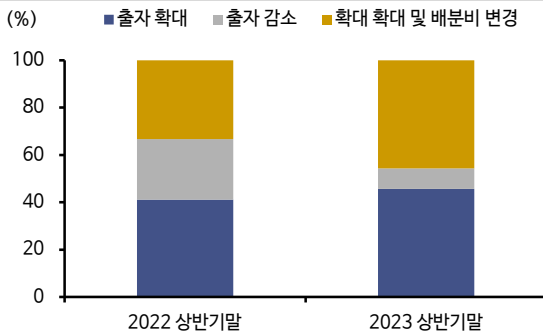
대체투자 비중 늘이면서  
자산군간 비중 변경하겠다는  
의견 다수,  
인프라와 PD펀드에 대한  
강한 출자 선호 지속

하지만 사모 대체투자 비중을 줄이겠다는 응답은 전년 대비 크게 감소했다. 대신 사모 대체투자 전체 출자 규모를 늘이면서 대체투자 내에서 자산군의 비중을 달리하겠다는 응답이 크게 늘었다. 부동산 시장 사이클에 대한 저점 근접 시각 등 실물자산에 대해 전반적으로 우호적인 입장을 반영한 제스처다.

사모 대체투자 출자 의사결정에 있어 전년 분모효과(Denominator Effect)의 영향은 미미하다는 응답이 많았다. 다소 의외의 결과이나, AUM이 작을수록 영향이 크지 않다는 응답의 비중이 높았다는 디테일에 해석의 키가 있다. 펀드 LP의 AUM이 작을수록 더 유연한 자산배분이 가능하기 때문이다.

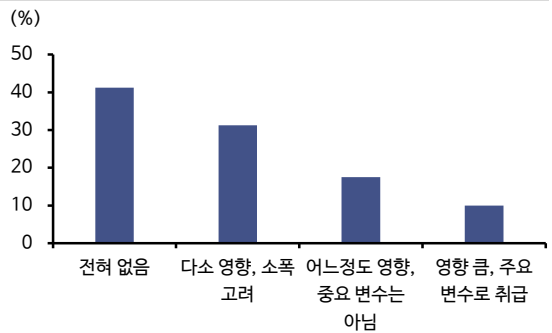
인프라와 PD펀드에 대한 강한 추종은 지속적인 현상이다. 선호도는 PD가 소폭 더 강하게 나타난다. 고금리 수준이 유지되면서 PE자산 가격 형성에 불리한 국면이 지속되는데다, 상업용 부동산 시장 충격으로 시장이 냉각된 영향이다. 인프라펀드가 강한 인플레이션 방어 특성이 있기는 하나, 건설(EPC) 단계를 포함한 자산들을 중심으로 고금리의 영향에서 완전히 자유롭지는 않다. 하지만 인프라펀드 모집이 사상 최대였던 2022년 기저효과 영향이 더 크다고 판단된다. 최근 수년간의 PD 자산 선호세가 보다 보편적인 트렌드로 자리잡은 모양새다.

#### 시장 사이클의 출자 전략에 대한 영향



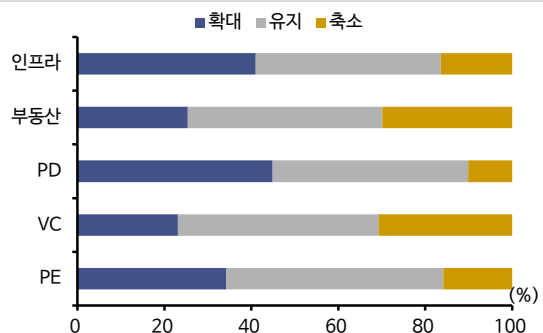
자료: Preqin, 신한투자증권

#### 전년 분모효과의 출자 전략에 대한 영향



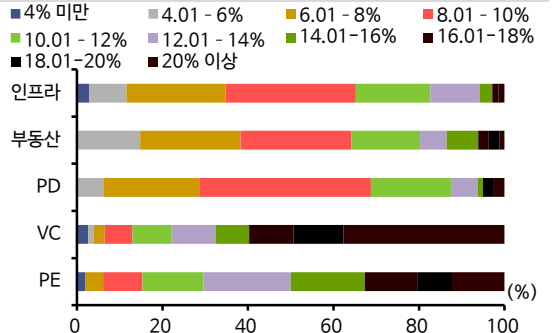
자료: Preqin, 신한투자증권

#### 전년 대비 향후 12개월 사모 대체투자 출자 선호



자료: Preqin, 신한투자증권

#### 사모 대체투자 목표 수익률 분포



자료: Preqin, 신한투자증권

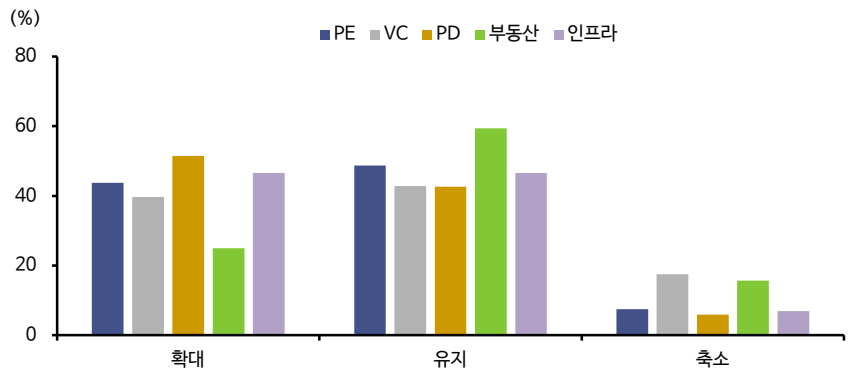
중장기 배분 확대도  
인프라 및 PD펀드 중심,  
최근 부동산 경색이 구조적·  
장기적 변화 수준은  
아니라는 인식 다수

LP들은 여전히 PD·부동산·인프라에서 높은 한자리수 퍼센트(High Single Digits)의 목표 수익률을 기대했다. PE 목표수익률에 큰 변동은 없었다.

보다 중장기적으로 봤을 때도 배분 확대에 대한 펀드 LP들의 높은 관심은 역시 PD와 인프라에 집중된다. 시장 변동성이 확대된 상황에서 전통자산과의 상관성 최소화 및 안정적·고정적인 현금수익이 대체투자의 주목적임을 감안할 때, 설득력 높은 펀드 출자전략으로 평가되는 이유다.

흥미로운 부분은 부동산이다. 중장기 관점에서 비중을 유지하겠다는 의견은 부동산에서 가장 크게 나타났다. 다수의 펀드 LP들이 현재 상업용 부동산 시장의 경색을 일시적인 현상으로 보고 있다는 방증이다. 팬데믹 등 기존의 부동산 시장 수급 구도를 뒤흔든 요인들이 보다 구조적이고 장기적인 변화로 연결될 수준은 아니라는 인식이 주도적임을 알 수 있다. 이는 북미 오피스 시장의 신규 공급이 끊기다시피 한 상태에서 대두되고 있는 2024년 공실률 정점론이 더 설득력을 얻고 있는 상황과도 일맥상통한다.

#### 중장기 사모 대체투자 배분 전략



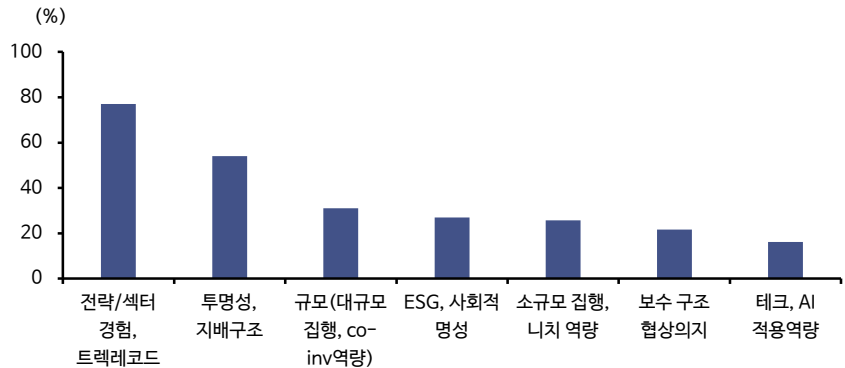
자료: Preqin, 신한투자증권

검증된 대형 GP 펀드 위주의 출자 경향,  
내외부 정책 및 규제 변화가 인프라 출자에 미치는 영향은 미미

시장 불확실성과 변동성이 커진 상황에서 운용이력이 검증된 대형 GP 펀드 출자는 전형적인 보수적 접근이다. 흥미로운 부분은 보수절감 의지 대비 딜집행이나 Co-investment 딜역량에 부여된 가점 차가 크지 않다는 점이다. 보수절감에 의한 실질 수익률 개선 가능성에 대한 LP들의 인식을 읽을 수 있다.

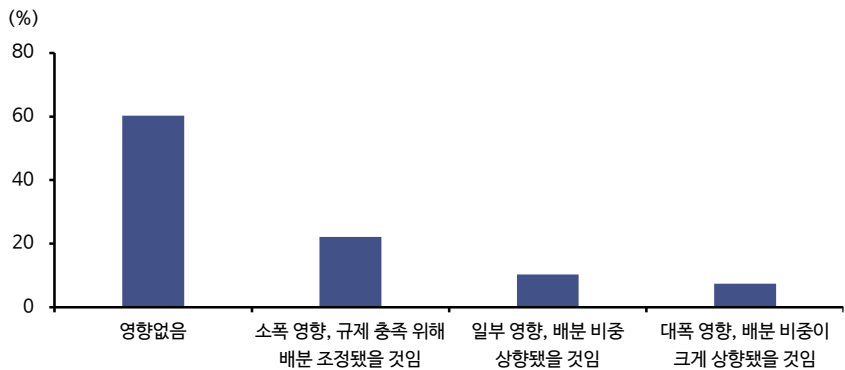
LP 내외부의 정책적 변화가 인프라나 부동산 등 실물자산 비중 확대에 미치는 영향은 크지 않다고 조사됐다. 정책이나 규제 가이드라인 측면의 접근보다는 실질적인 리스크 초과 수익을 따지는 상업적 접근법에 따라 실물자산에 대한 배분이 이뤄져 왔음을 알 수 있다. 이는 외부의 정책적 고려나 외풍에 따른 실물자산 배분 증감 가능성에 대한 우려를 불식시키는 부분이다. 특히 정책이나 규제 차원의 고려가 시장 성장에 많이 관여할 수 밖에 없는 인프라 투자 관점에서의 버블 우려를 잠재우는 부분이라 할 수 있다.

#### 사모 대체투자 펀드 운용사 선정 기준



자료: Preqin, 신한투자증권

#### 정책·규제 변화가 실물자산 배분에 미치는 영향



자료: Preqin, 신한투자증권

## 인프라·부동산 등 사모 실물자산의 역할 및 비중 강조

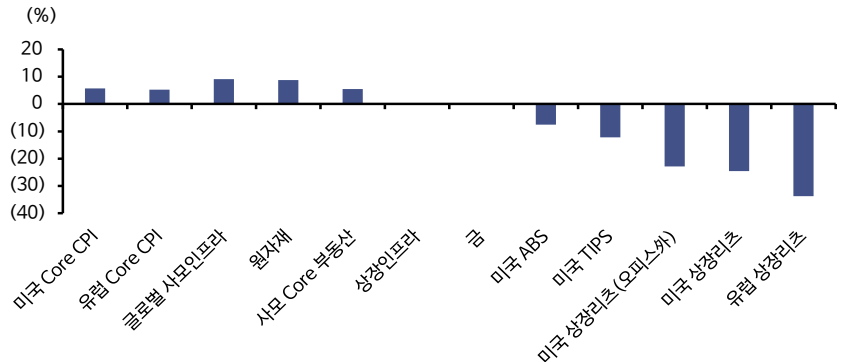
최근 서구 대형펀드 GP들이 사모 실물자산 비중확대를 강조한 점 주목 필요,

최근 금융시장의 움직임에서 볼 수 있는 자산들의 거동은 물가상승과 고금리 현상의 지속에서 유래된 경우가 많다. 한동안 전통자산에서 주식과 채권이 양의 상관성을 띄면서 동조화 논란이 있었던 것도 같은 이유다.

한편, 대체투자에서는 전통자산에서 흔히 접하는 정량적 포트폴리오 분석 방법이 적용되기 쉽지 않다. 회수까지 만기가 길고 유동성이 낮아 운용자산의 NAV 측정 수단이 극히 제한되고, 장내에서 실시간으로 거래되는 증권형 자산이 아니다 보니 정량적 데이터를 축적하기도 어렵기 때문이다. 드물게 관찰되는 사모투자 인덱스들도 시장에 도입된 이력이 일천하거나 데이터 수집에 대한 포괄성과 신뢰성이 의문시되는 까닭이다.

그럼에도 불구하고 최근 대형 펀드 운용사들, 특히 PE(Private Equity)나 PD(Private Debt)펀드에 집중하던 서구 GP들이 실물자산(Real Assets)의 비중확대를 강조하고 나선 현상은 눈여겨 볼 필요가 있다. 이들은 전통적인 인플레이션 방어 공모 자산인 물가연동채(TIPS, Treasury Inflation-Protected Securities)나 금·원자재·상장리츠의 대안으로 담보가치가 확실하거나 물가상승에 연동한 현금흐름을 갖는 사모 실물 자산에 대한 비중 확대를 제안하고 있기 때문이다.

주요 물가연동 자산군의 연 수익률 비교



자료: Bloomberg, Burgiss, KKR, 신한투자증권 / 주: 4Q21 ~ 4Q22 기간 대상

물가연동채·상장리츠·원자재 등 자산군의 물가연동 특성 효용 저조

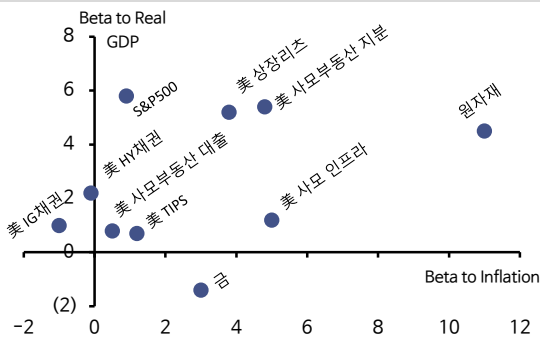
물가연동채는 실질 금리 상승에 민감한 인플레이션 연동 특성이 있긴 하나, 당장의 물가상승 보다는 중장기 인플레이션에 대한 헤지가 주역할이다. 따라서 채권 가격에 반영되는 인플레이션 기대치 대비 급등한 최근 인플레이션 상황에서는 물가연동채의 효용이 높지 않다.

상장 부동산리츠는 전형적인 물가 연동 자산인 실물 부동산에 기초하고 있다. 그러나, 공모 상장자산의 본질적 성격 상 주식시장의 변동성에 크게 노출돼있을 뿐 아니라, 현금흐름 보다는 신규자산 편입에 의한 성장 논리에 집중하는 경우가 많다. 이는 많은 경우 부동산 자산 고유의 성격이나 물가 연동 특성보다 주식시장의 움직임에 강한 연동을 보이는 배경이 된다. 북미의 공모 상장리츠들에서 나타

나는 과도한 오피스 자산 쏠림 현상도 최근 물가 연동 특성을 크게 희석시킨 요인 중 하나로 지적된다.

원자재 또한 물가 연동 자산이나, 물가 방어 특성이나 수익성 대비 지나치게 높은 변동성이 문제다. 그리고 이 변동성을 초래하는 날씨, 지정학적 문제, 정치 및 정책 변화 등의 변수들은 예측 가능성이 매우 낮다는 부정적 공통점이 있다. 특히 수요가 전반적으로 감소하는 경기 하강 국면에서 나타나는 원자재의 하방 리스크는 전체 포트폴리오의 리스크 확대로 전이될 가능성이 높다.

### 자산군별 실질 GDP와 물가상승에 대한 Beta 분포



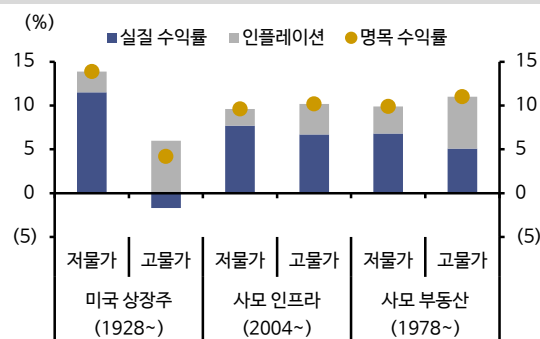
자료: Bloomberg, Burgiss, KKR, 신한투자증권

### 주요 원자재 상품별 수익률 및 변동성 비교

	GSCI CMTD Spot	WTI 원유	밀	구리	S&P 500
연평균 수익률	4.4	4.6	2.9	8	10
연 변동성	27.8	42.8	29.9	29.8	15.9
수익률/변동성	0.16	0.11	0.1	0.27	0.63
분기 최저 수익률	-43.9	-66.5	-23.4	-51	-21.9
분기 최고 수익률	29	91.7	61.3	40.6	20.5

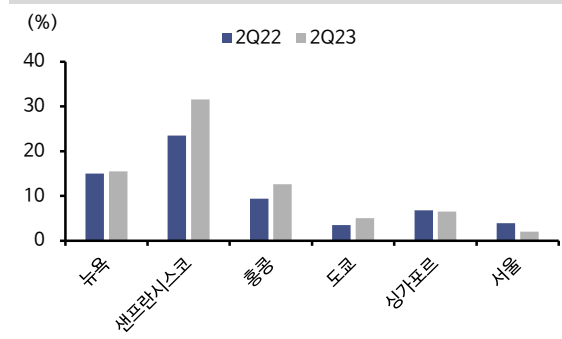
자료: Bloomberg, KKR, 신한투자증권 / 주: 기간 20년 기준

### 인플레이션 국면별 자산군 수익률 비교



자료: Bloomberg, Burgiss, KKR, 신한투자증권

### 지역별 오피스 부동산 공실률 비교



자료: CBRE, JLL, KKR, 신한투자증권

사모 인프라 및 사모 부동산 대출에서 우량한 물가상승 방어 효과 기대 가능

이런 상황에서 인프라와 부동산 등 실물은 우량한 인플레이션 방어 효과 뿐 아니라, 전체 포트폴리오 구성 자산들간의 상관성을 낮추는 다각화 효과가 가장 큰 자산군이다. 특히 물가상승을 잘 반영한(Escalator) 계약이 현금흐름의 원천인 사모 인프라 자산과 상업용 부동산 냉각 국면에서 리스크 노출 수준 관리가 가능한 사모 부동산 대출은 매우 효과적인 실물 대안이다.

## 포트폴리오 다각화 효과까지 실물자산의 역할 진화

그런 한편, 국내 대체투자 펀드 LP들에게 이런 흐름은 낯설지 않은 풍경이다. PE 펀드 자산이 대체투자 AUM의 절반 이상을 차지하는 서구와 달리, 국내에서는 인프라·부동산 등 사모투자 실물자산의 비중이 대체투자의 2/3를 차지하는 LP들이 많기 때문이다.

이제는 실물자산 비중의 확대가 사모 대체투자 포트폴리오 내에서의 다각화 뿐 아니라, 전통자산 영역에서의 물가연동 자산의 대체까지 역할이 확장·진화하는 단계를 맞고 있다. 이런 현상은 대체투자 채널과 전략의 다양화에 따라 앞으로도 지속적 확대가 예상된다.

주요 공·사모 자산군별 수익률 상관성

	글로벌 사모 인프라	글로벌 사모 부동산	미국 변동금리 ABS	글로벌 국채	글로벌 물가연동채	글로벌 IG채권	글로벌 HY채권	미국 상장리츠	글로벌 상장주식	원자재
글로벌 사모 인프라	-	69	38	10	39	33	43	52	46	46
글로벌 사모 부동산	69	-	18	(2)	25	11	19	40	39	28
미국 변동금리 ABS	38	18	-	(26)	26	26	73	54	51	47
글로벌 국채	10	(2)	(26)	-	75	78	30	22	13	(5)
글로벌 물가연동채	39	25	26	75	-	89	70	61	54	38
글로벌 IG채권	33	11	26	78	89	-	77	67	59	29
글로벌 HY채권	43	19	73	30	70	77	-	85	79	57
미국 상장리츠	52	40	54	22	61	67	85	-	97	55
글로벌 상장주식	46	39	51	13	54	59	79	97	-	50
원자재	46	28	47	(5)	38	29	57	55	50	-

자료: Bloomberg, Burgiss, KKR, 신한투자증권 / 주: 20년간 분기 수익률 기준

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 한세원).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.