

# 제로금리시대의 대체투자 시장현황과 전망

보험연구원 세미나

제로금리시대, 보험산업 영향과 과제

KB자산운용  
인프라운용본부장  
김형윤 전무

2020 11. 12

# Contents

1. 대체투자의 진화
2. 우리나라의 대체투자 현황
3. 코로나19의 영향과 대체투자시장 전망

본 발표자료는 발표자 개인의 의견으로, 소속 회사의 공식적인 의견이 아니며 회사 정책을 반영하는 것이 아닙니다.  
본 발표자료는 세미나 발표 목적으로 작성된 것으로 특정 투자를 권유 또는 유인하는 것이 아닙니다.  
본 발표자료는 공개된 자료를 위주로 작성되었으며, 그 출처를 밝혔습니다만,  
사실 확인 및 판단은 청중 개개인에게 그 책임이 있습니다.

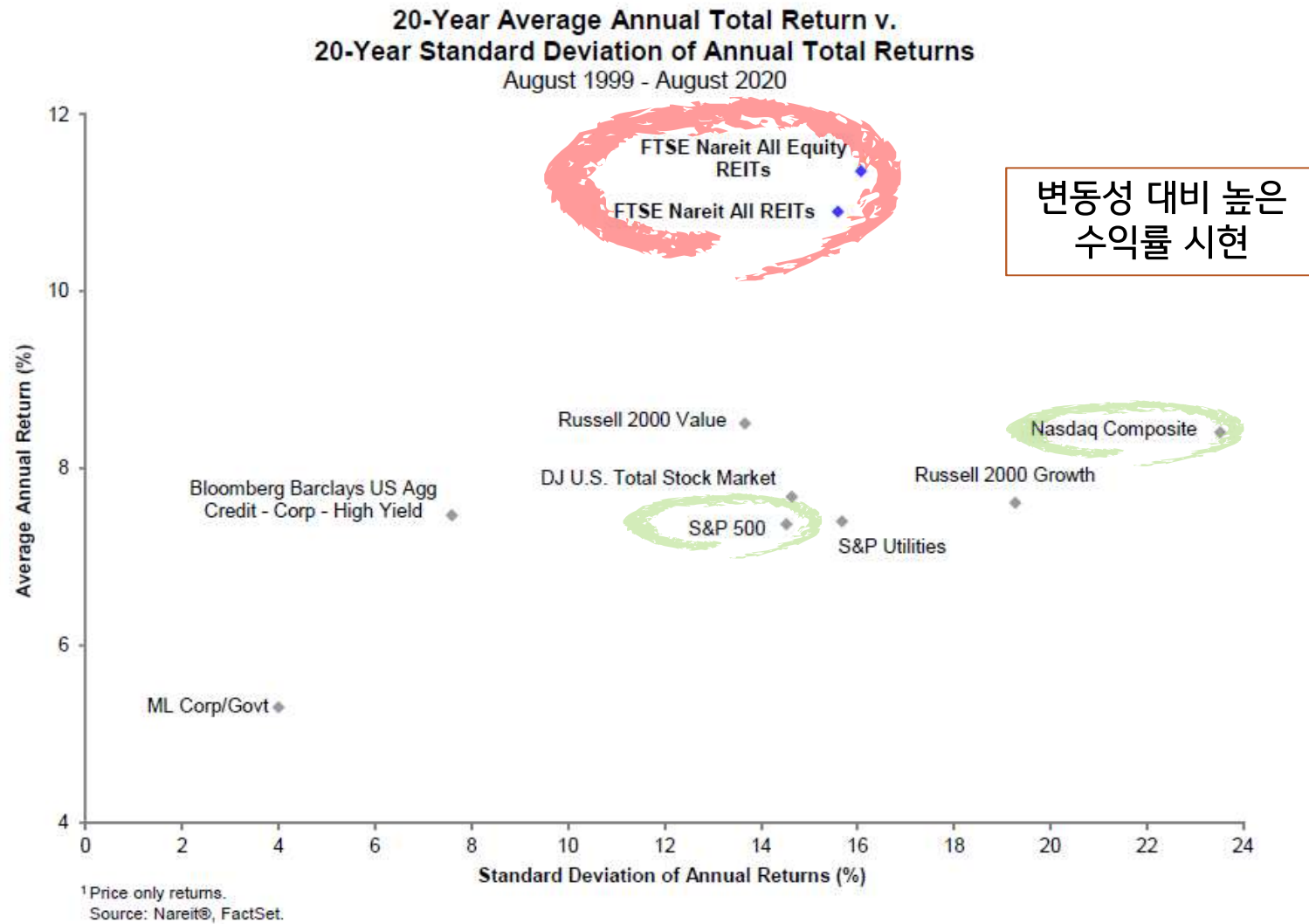
# 대체투자의 진화

## 세마리 토끼 잡기 : 대체투자의 초과수익은 어디서 나오나?



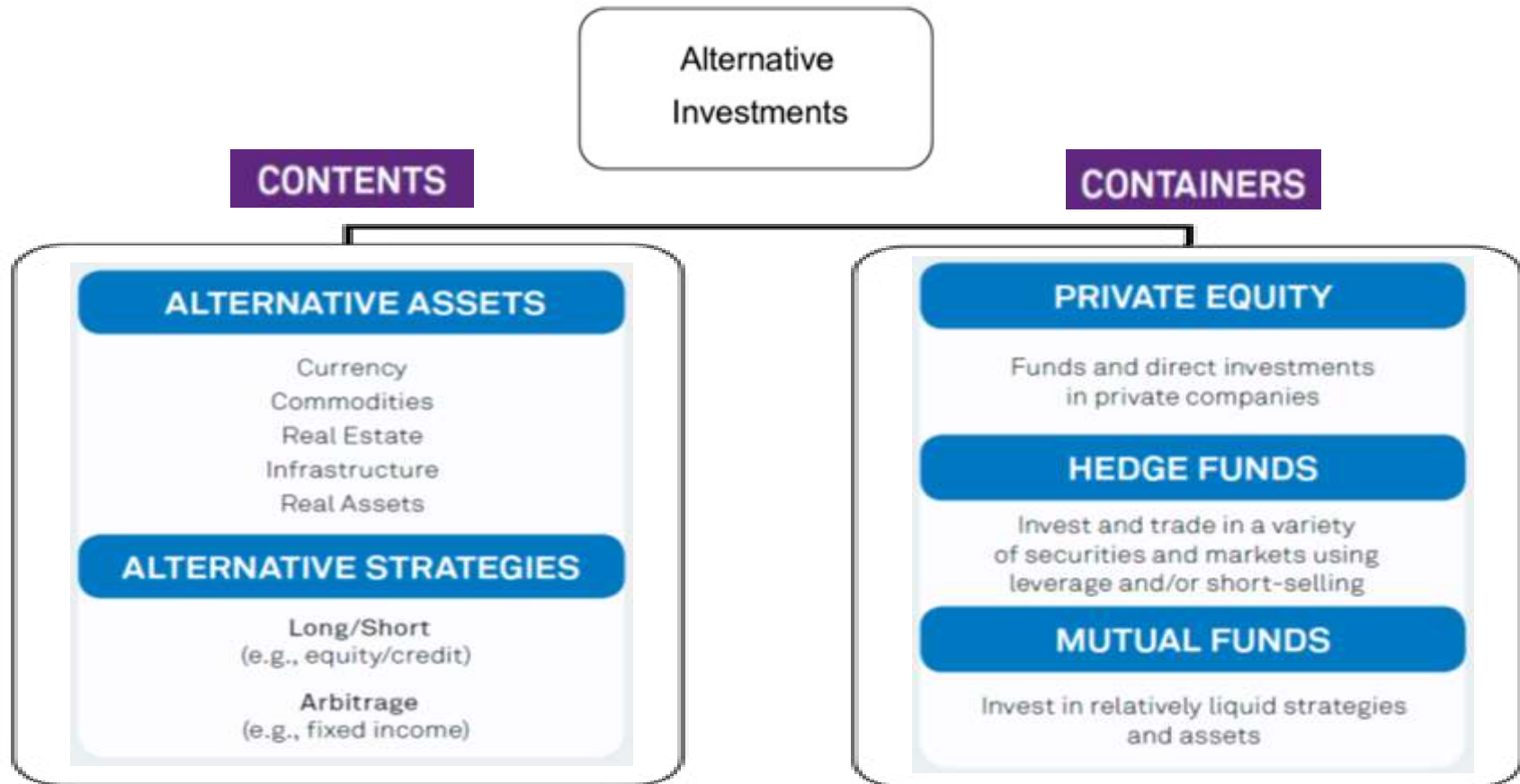
- 대체투자는 높은 수익성 대비 상당수준의 안정성을 견비하고 있음  
대체투자의 초과수익은 유동성 희생의 대가
- 펀드상장, ETF 등으로 유동성 있는 대체상품 개발 확대중이며, 초과수익은 감소하는 추세임
- 시장성 유가증권과 상관관계가 낮음, 포트폴리오의 안정화에 기여  
∴ 비상장 대체투자상품은 취득원가법, 순자산가치법, 가치증가법, DCF 등으로 평가
- Efficient Frontier를 상향시키는 효과  
→ 시장성 유가증권과 분산투자할 경우 동일 리스크 대비 수익률 상승 효과

# 안정성 대비 수익성 (미국 리츠 사례)



출처 : National Association of Real Estate Investment Trusts, Reitwatch (2020.9)

# 대체투자는 무엇을 대체 하는 것인가?

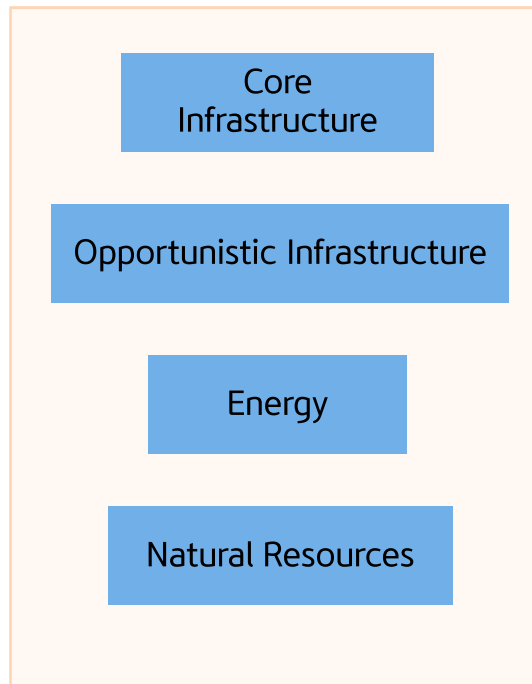


- 투자대상의 대체 : 부동산, 인프라, Commodity ...
- 투자전략의 대체 : Long/Short, Arbitrage ...
- 투자형태의 대체 : Private Equity, 헷지펀드, 뮤추얼펀드 ...

# 대체투자 투자대상

## Alternative Investment

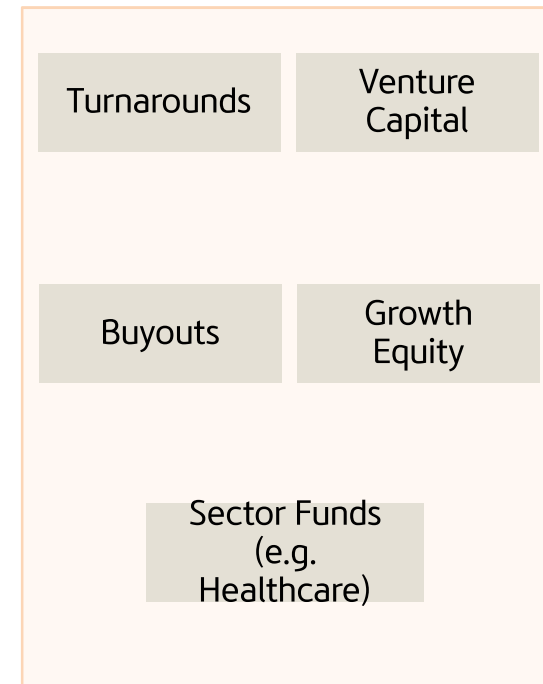
### Infrastructure



### Real Estate



### Private Equity



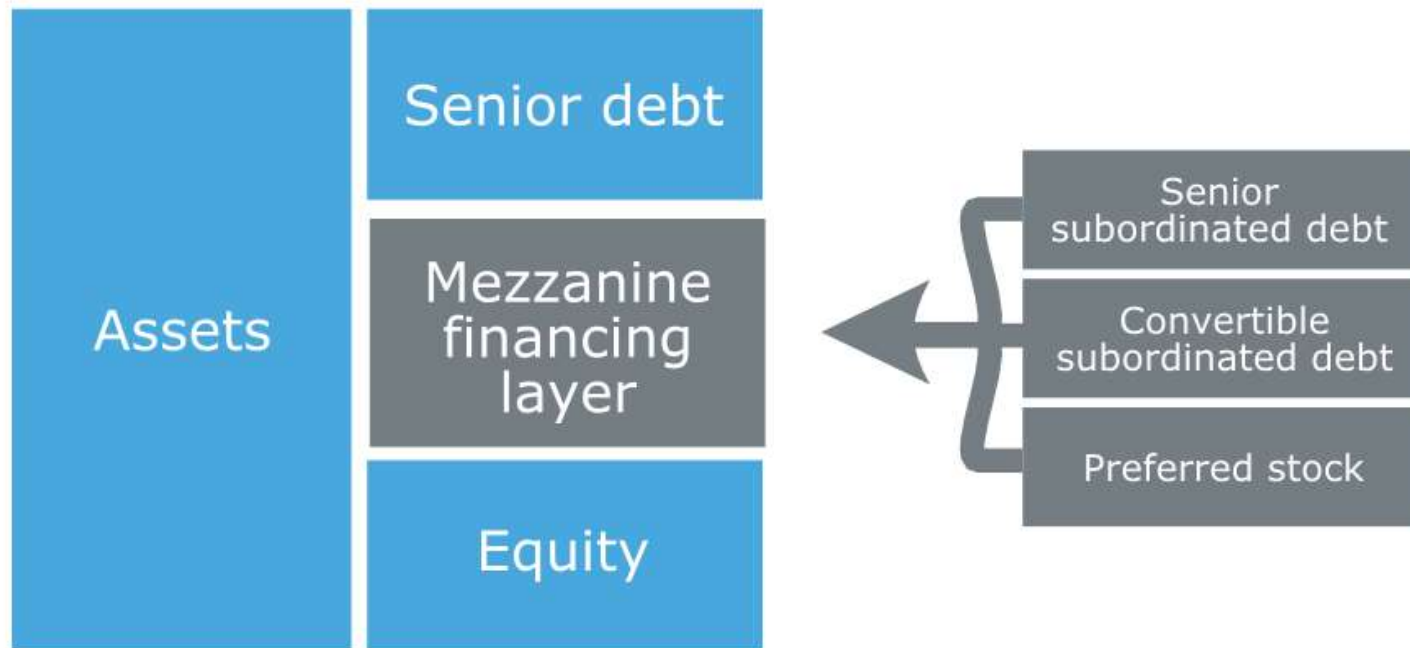
Secondaries

Hedge Funds

Mezzanine

Distressed / Credit

## 대체투자 투자수단 (순위별)



❖ 수익률

Equity > Mezzanine > Senior Debt



## 대체투자 상품의 진화



- ✓ 사모에서 공모로
- ✓ REITs 상장, 인프라펀드, 공모헤지펀드
- ✓ 모기지 등 증권화
- ✓ 지수의 개발 (Indexation)
- ✓ 알파에서 베타로
- ✓ 매니저의 능력에서 시스템으로
- ✓ 대체자산과 전통자산의 융합

# 우리나라의 대체투자 현황

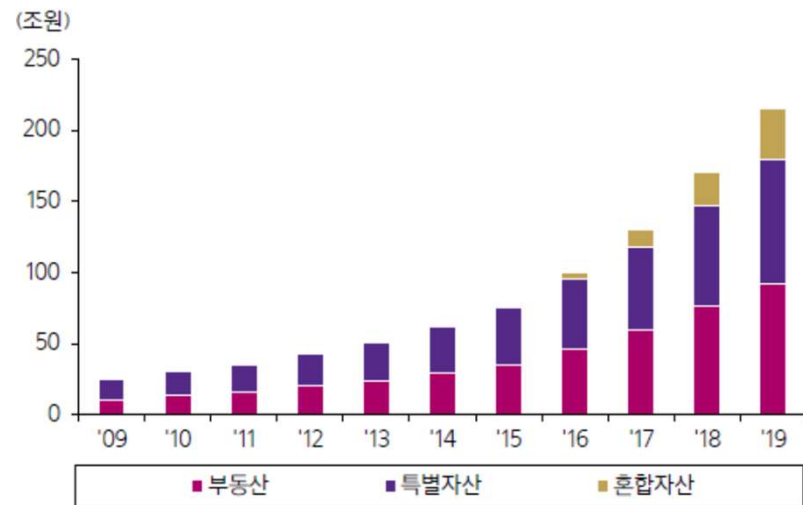
## 우리나라 대체투자의 도입

구 분	시행시기 및 내용
부동산신탁	1990년 신탁업법 개정에 따라 부동산신탁회사를 통한 부동산의 매입 개발 관리 가능
사회기반시설 투융자회사	1994년 사회간접자본시설에 대한 민간자본유치촉진법을 통해 도입
자산유동화증권(ABS)	1998년 자산유동화에 관한 법률 제정 후 활성화
부동산투자회사	2001년 부동산투자회사법 시행으로 부동산투자회사(REITs) 도입
선박투자회사	2002년 선박투자회사법을 제정하여 선박펀드 도입
사모M&A펀드	2004년 간접투자자산운용업법 개정, 기업인수증권투자회사 도입
특별자산펀드	2004년 간접투자자산운용업법 개정, 펀드의 투자대상이 특별자산으로 확대
사모투자전문회사(PEF)	2004년 간접투자자산운용업법 개정, GP-LP 구조의 사모투자전문회사 도입
해외자원개발투자회사	2006년 해외자원개발 사업법을 통해 해외자원개발투자회사 도입
헤지펀드	2011년 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 개정을 통해 헤지펀드 제도 도입
전문투자형 사모펀드	2015년 10월 전문투자형과 경영참여형 펀드로 개편

- ✓ 초기에는 자금조달을 위한 정책적 목적으로 도입 (개별법)  
→ 금융투자대상으로서 2004년 특별자산펀드 도입 (일반법)

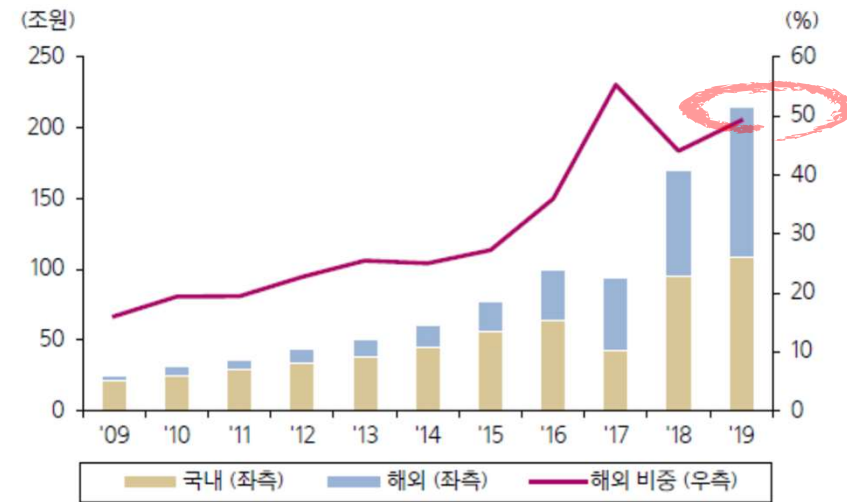
# 국내 기관투자자의 대체투자 (펀드) 현황

국내 대체투자 펀드 규모



자료: 금융투자협회

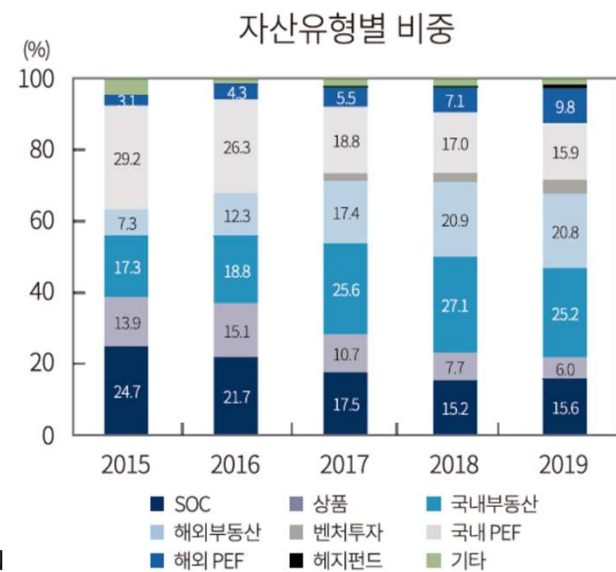
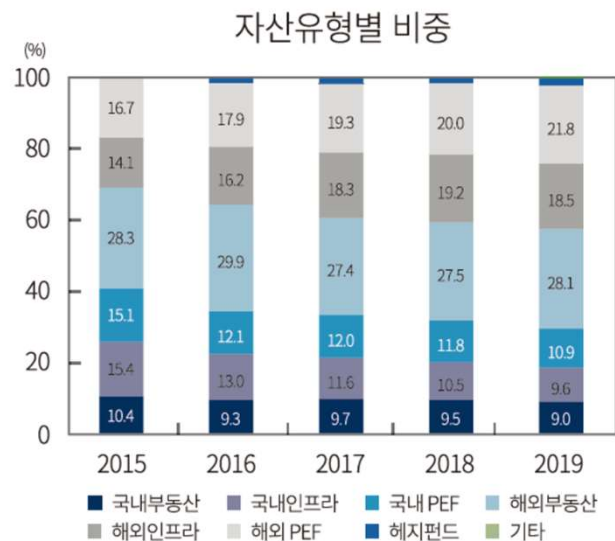
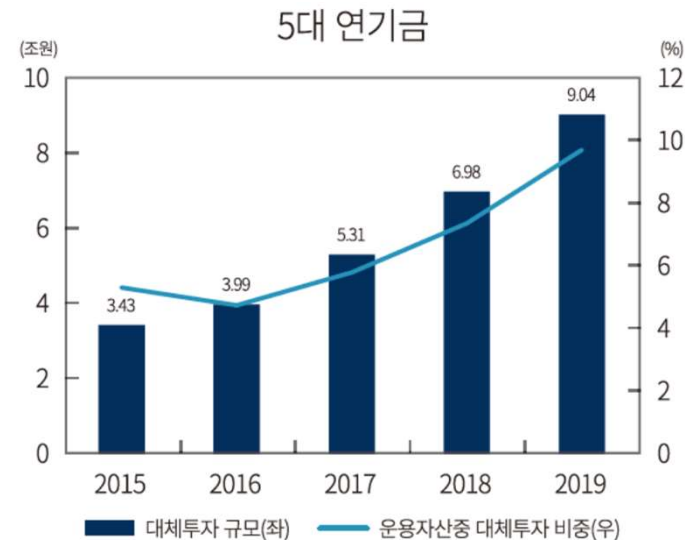
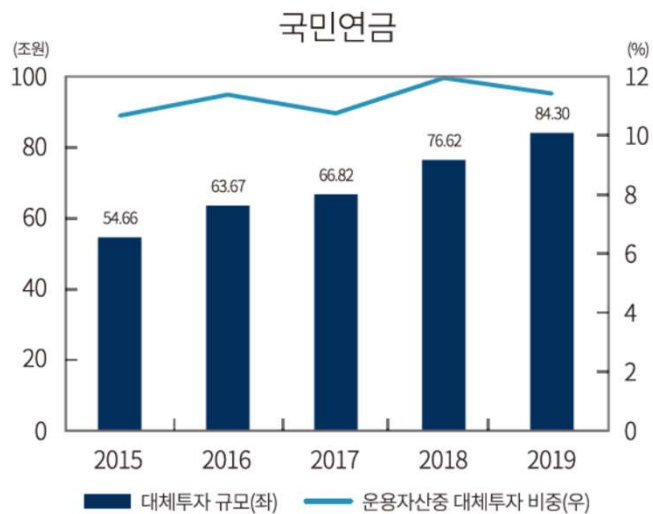
해외 대체투자 자산 비중 확대 지속



자료: 금융투자협회

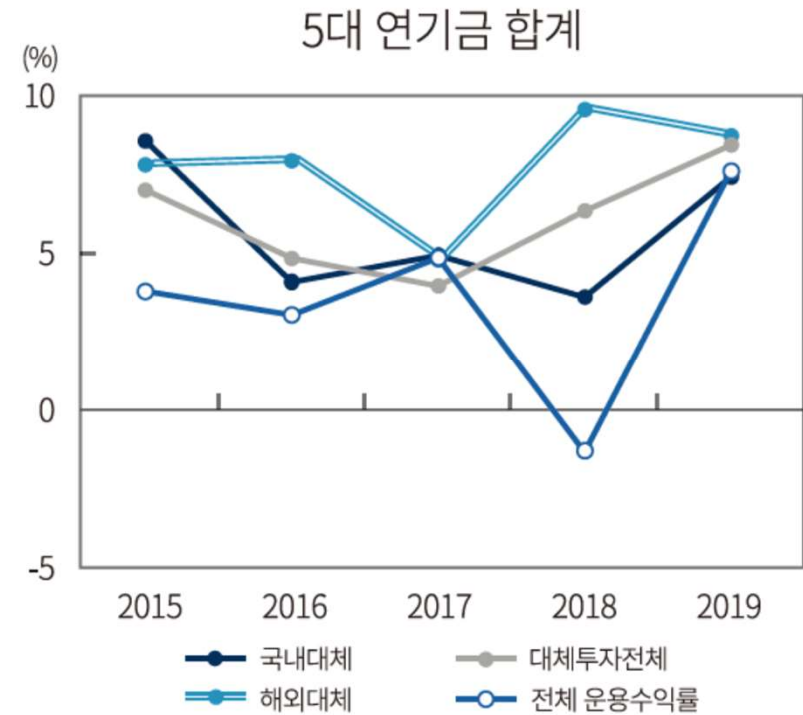
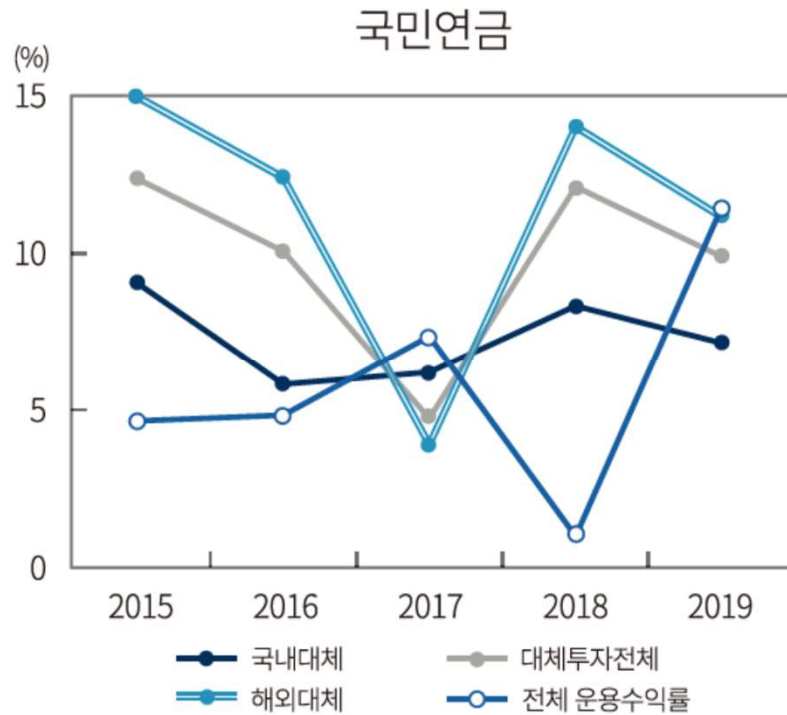
- 대체투자 펀드규모는 2009년 27조원에서 2019년말 230조원으로 10년 동안 약 8.5배의 빠른 성장세를 보였음
- 국내 수익형 부동산 및 인프라 자산 등 국내 대체투자 시장 규모가 상대적으로 협소
- 최근에는 해외 대체투자 자산 위주로 성장함 (2019년말 50%대에 육박)

# 국민연금과 5대 연기금의 대체투자 규모와 자산유형



김필규, 코로나19사태에 따른 해외대체투자 위험요인 분석, 자본시장연구원 (2020)

# 국민연금과 5대 연기금의 운용수익률



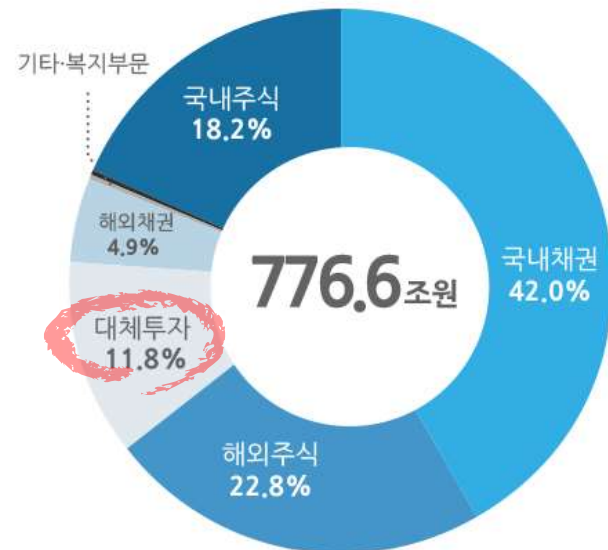
❖투자수익률

해외대체 > 국내대체

❖수익률의 편차

유가증권(주식) > 대체투자

# 국민연금 대체투자 사례



2020. 7월 말 기준      단위 : 조원

부 분	금 액	비 중
금융부문	775.7	99.9%
● 국내주식	141.0	18.2%
● 국내채권	325.9	42.0%
● 해외주식	177.1	22.8%
● 해외채권	38.3	4.9%
● 대체투자	91.3	11.8%
● 단기자금	2.1	0.3%
기타·복지부문	0.9	0.1%

<국민연금기금의 대체투자금액 추이>

(단위 : 억 원, %)

구 분			2019년		2018년		2017년	
			금액	비중	금액	비중	금액	비중
국내	부동산		75,498	9%	72,708	9%	64,595	10%
	인프라		80,681	10%	80,825	11%	77,797	12%
	기타 대체	소계	91,815	11%	90,555	12%	80,217	12%
		벤처투자	14,680	-	12,712	-	10,534	-
		사모투자	77,135	-	77,843	-	69,683	-
		구조조정 투자	-	-	-	-	-	-
	계		247,994	29%	244,088	32%	222,608	33%
해외	부동산	원화	236,864	28%	210,650	27%	183,010	27%
		달러	20,458	-	18,840	-	17,081	-
	인프라	원화	155,863	18%	146,939	19%	122,455	18%
		달러	13,462	-	13,141	-	11,429	-
	사모	원화	183,748	22%	152,874	20%	128,815	19%
		달러	15,870	-	13,673	-	12,023	-
	헤지펀드	원화	17,719	2%	11,672	2%	11,310	2%
		달러	1,530	-	1,043	-	1,056	-
	사모대출	원화	793	0%	-	-	-	-
		달러	68	-	-	-	-	-
	계	원화	594,986	71%	522,135	68%	445,590	67%
		달러	51,389	-	46,698	-	41,590	-
총계			842,980	100%	766,222	100%	668,198	100%

출처 : 국민연금 홈페이지

# 국민연금 대체투자 투자수익률

<국민연금기금의 대체투자 투자수익률>

(단위 : %, %p)

구 분	2019년			2018년			3년 평균('17~'19)			5년 평균('15~'19)			
	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	기금	BM	차이	
계	9.82	9.70	0.13	12.05	11.28	0.77	8.80	7.62	1.18	9.73	8.50	1.22	
국내	계	7.08	6.62	0.46	8.26	6.61	1.64	7.15	6.70	0.45	7.23	6.22	1.01
	부동산	8.59	7.30	1.29	7.17	5.63	1.54	7.56	6.62	0.94	7.88	6.96	0.92
	SOC	6.15	6.27	-0.12	9.41	8.95	0.46	6.10	6.24	-0.14	5.95	6.04	-0.09
	사모 등	6.67	6.38	0.29	7.89	5.18	2.71	7.79	7.32	0.46	8.03	5.88	2.15
해외	계	11.09	11.10	-0.01	13.95	13.65	0.29	9.53	7.97	1.56	11.15	10.02	1.12
	부동산	10.36	10.90	-0.54	13.70	11.3	2.48	8.81	6.98	1.83	10.83	9.40	1.43
	인프라	11.12	10.95	0.17	13.82	12.14	1.68	9.13	5.75	3.38	11.01	6.42	4.59
	사모	12.27	11.14	1.14	15.35	19.23	-3.88	11.74	11.75	-0.00	12.29	14.04	-1.75
	헤지펀드	9.81	11.31	-1.50	5.33	5.51	-0.19	1.84	3.54	-1.69	-	-	-
	사모대출	-0.79	-0.92	0.14	-	-	-	-	-	-	-	-	-

<대체투자의 수익률 분해>

(단위 : %, %p)

구 분	대체전체			국내대체			해외대체		
	총 수익률	배당·이자수익률	가격변동 수익률	총 수익률	배당·이자수익률	가격변동 수익률	총 수익률	배당·이자수익률	가격변동 수익률
2019년	9.82	3.41	6.41	7.08	4.47	2.61	11.09	2.93	8.16
2018년	12.05	4.28	7.77	8.26	4.97	3.29	13.95	3.93	10.02
2017년	4.65	3.75	0.90	6.13	4.43	1.70	3.82	3.39	0.42

❖투자수익률

해외대체 > 국내대체

❖국내대체

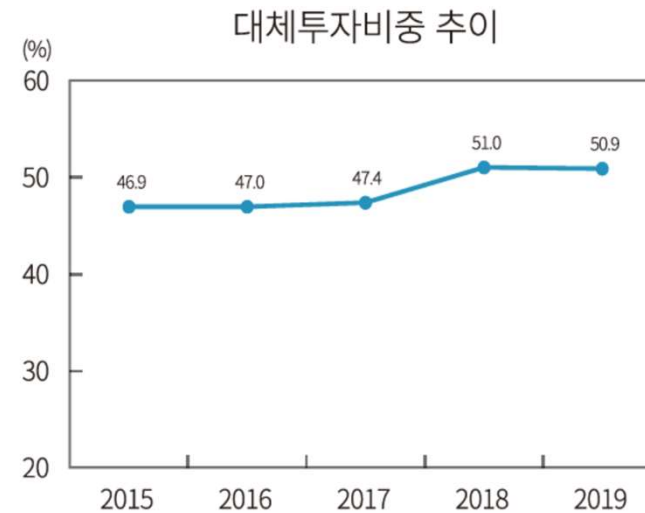
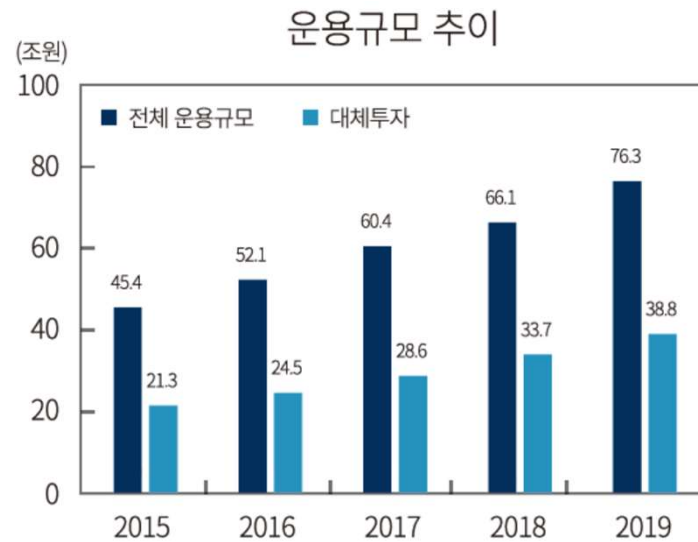
이자+배당 > 가격변동

❖해외대체

이자+배당 < 가격변동



## 7대 공제회 운용규모와 대체투자비중



김필규, 코로나19사태에 따른 해외대체투자 위험요인 분석, 자본시장  
연구원 (2020)

✓ 연기금에 비해 공제회가 대체투자비중이 월등히 높은 편

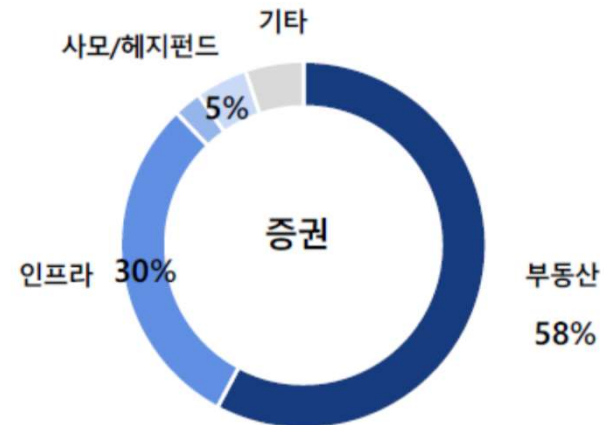
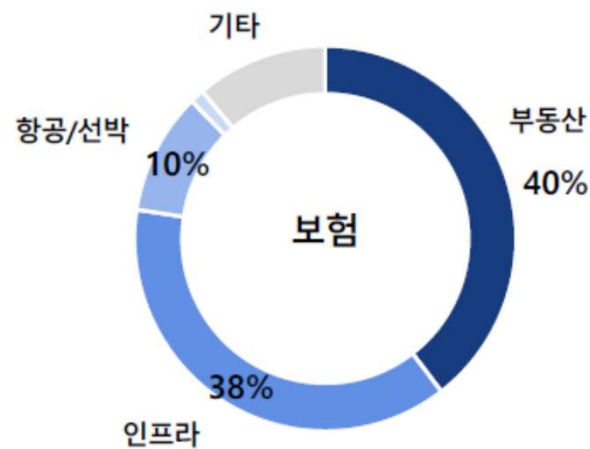
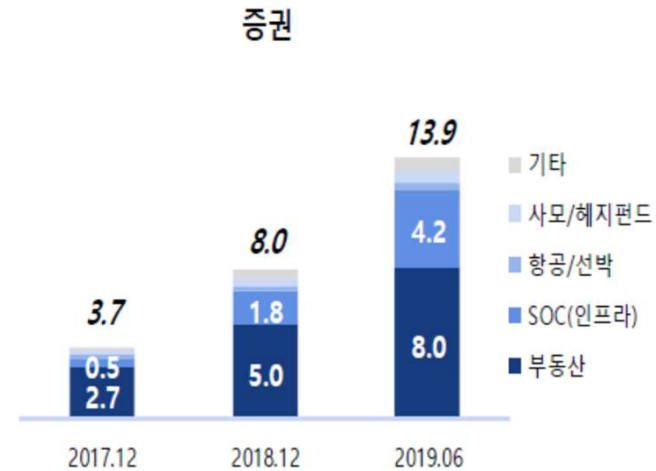
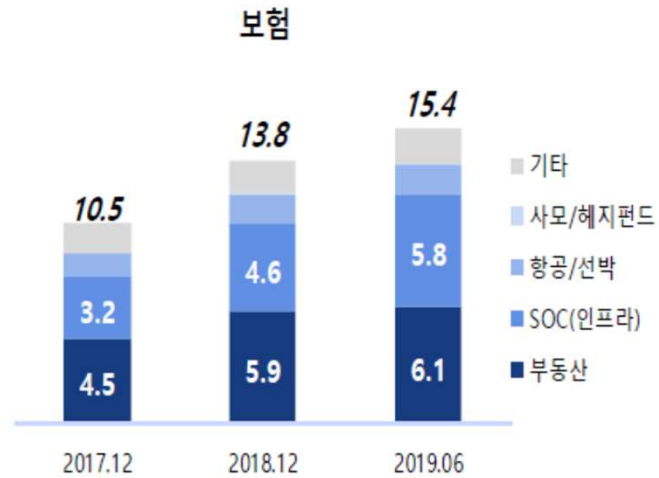
## 교직원공제회 투자 사례

구 분	2017		2018		2019		2020.6월말	
	금액	비율	금액	비율	금액	비율	금액	비율
투자자산 부문	255,156	78.60%	265,312	76.70%	302,128	78.20%	331,242	80.10%
- 주식	48,328	14.90%	38,248	11.10%	49,799	12.90%	55,703	13.50%
- 채권	77,580	23.90%	75,352	21.80%	65,702	17.00%	68,254	16.50%
- 대체투자	124,269	38.30%	148,497	42.90%	173,577	44.90%	182,765	44.20%
- 단기자금	4,979	1.50%	3,215	0.90%	13,050	3.40%	24,520	5.90%
회원대여 부문	55,922	17.20%	66,118	19.10%	69,766	18.00%	68,942	16.70%
기타자산 부문	13,501	4.20%	14,669	4.20%	14,515	3.80%	13,365	3.20%
합계	324,579	100.00%	346,099	100.00%	386,409	100.00%	413,549	100.00%

구 분	2017		2018		2019		2020.6월말	
	금액	수익률	금액	수익률	금액	수익률	금액	수익률
투자자산 부문	18,025	7.50%	10,531	4.00%	19,331	6.90%	9,075	5.40%
- 주식	8,514	21.50%	-7,640	-16.00%	6,231	14.60%	1,363	2.50%
- 채권	2,510	3.40%	3,668	4.90%	2,687	3.90%	1,444	4.30%
- 대체투자	6,855	5.80%	14,389	11.00%	10,217	6.50%	6,121	6.90%
- 단기자금	146	1.60%	114	1.90%	196	1.90%	147	1.90%
회원대여 부문	1,865	3.50%	2,123	3.50%	2,411	3.50%	1,252	3.60%
기타자산 부문	1,978	15.20%	1,886	13.40%	1,651	11.30%	1,048	13.40%
합계	21,868	7.10%	14,540	4.30%	23,393	6.40%	11,375	5.40%

출처 : 교직원공제회 홈페이지

# 보험사 / 증권사 대체투자자산 비교

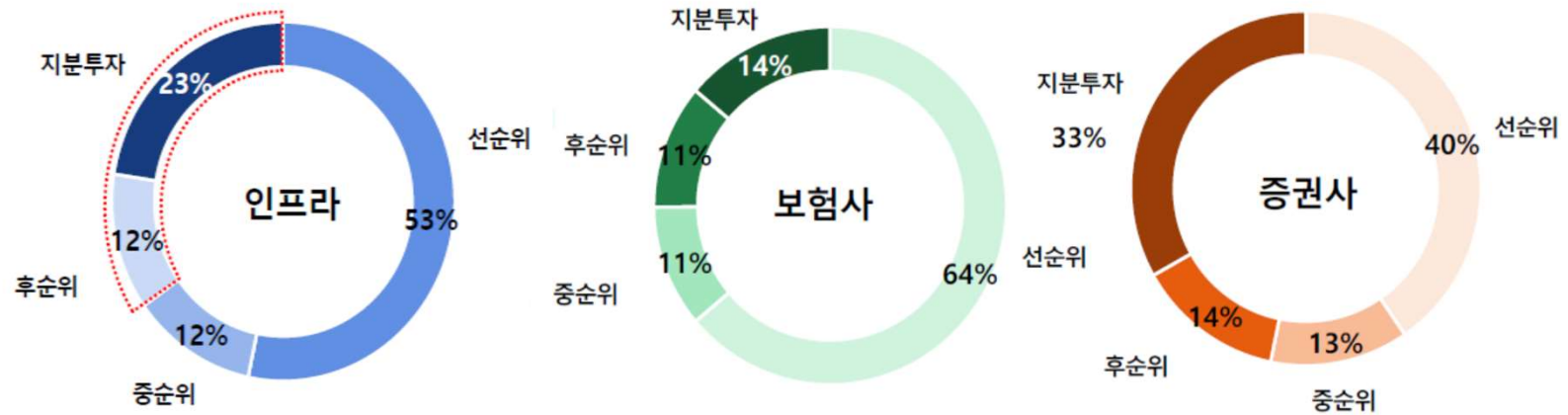


✓ 보험사는 인프라 투자비중이 높은 반면, 증권사는 부동산 비중이 더 높은 편

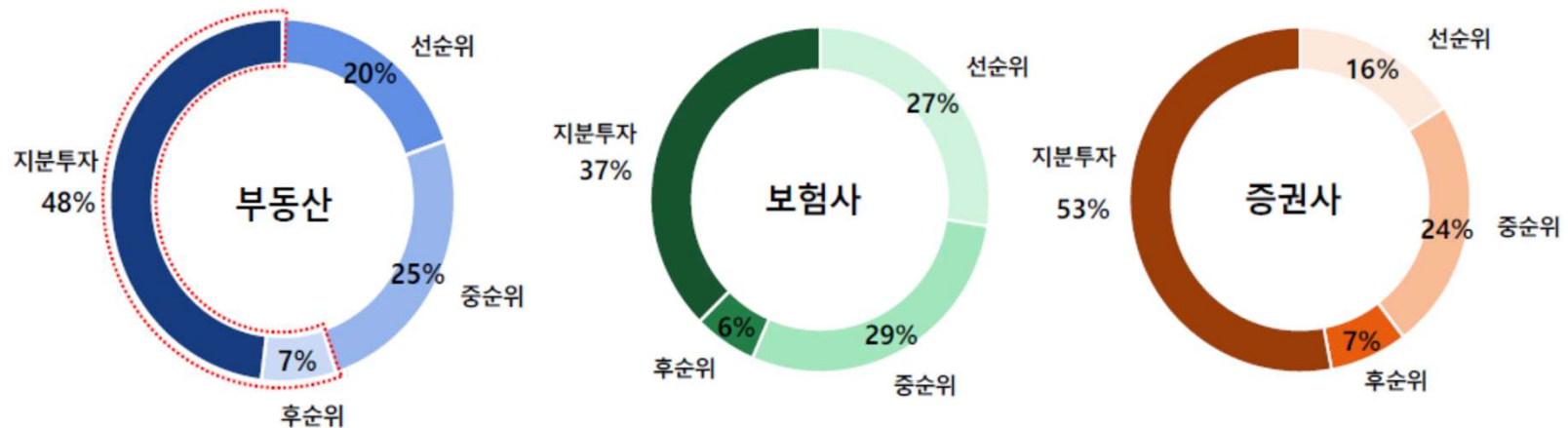
✓ 항공기 선박 (주로 중순위 트렌치)에 보험사들이 투자

이재우 외, 급증하는 해외대체투자, 증권/보험사의 리스크는?, 한국기업평가 (2019.9)

## 보험사 / 증권사 대체투자 순위별 투자현황



\* 보험사는 안정적 인프라 선순위 선호 / 증권사는 인프라 지분투자에도 적극적

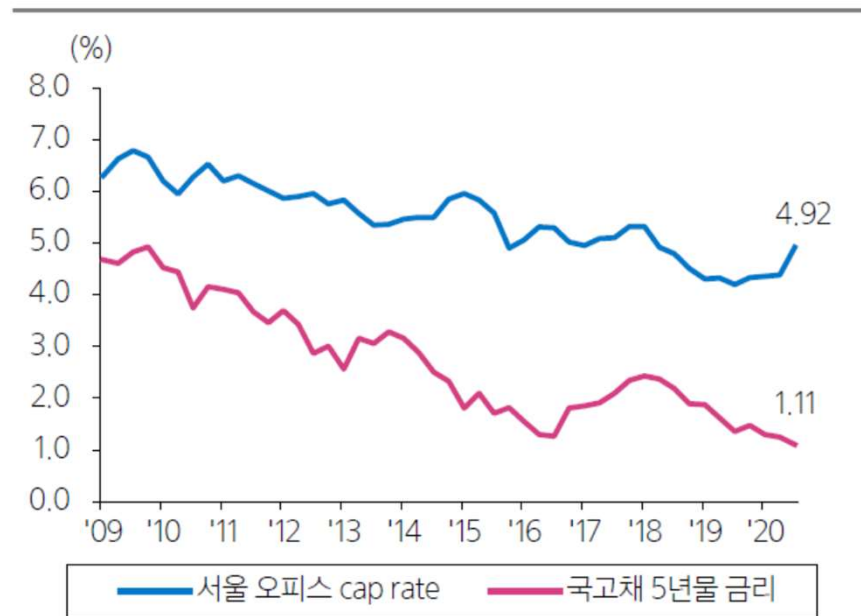


\* 보험사는 부동산 선순위, 중순위, 지분투자 분산 투자 / 증권사는 수익성 높은 지분투자 선호

이재우 외, 급증하는 해외대체투자, 증권/보험사의 리스크는?, 한국기업평가 (2019.9)

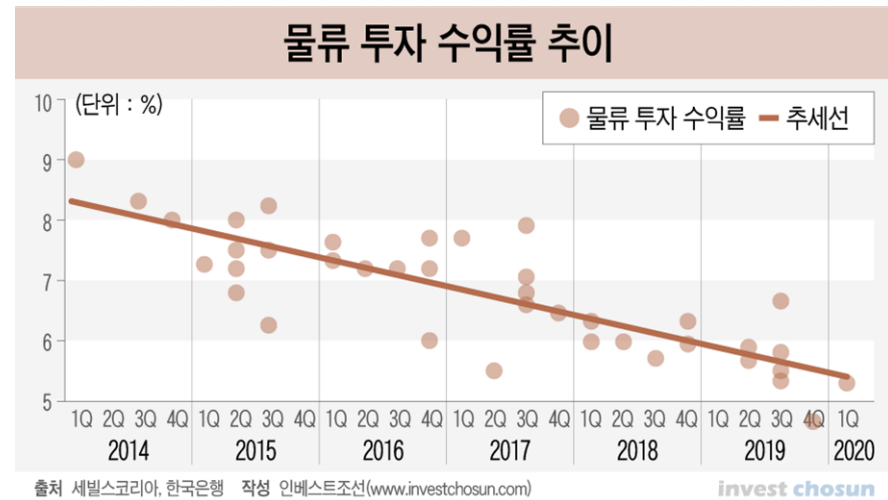
# 대체투자 수익률의 하락추세

서울 오피스 Cap. Rate 추이  
(2009~2020년 2분기)



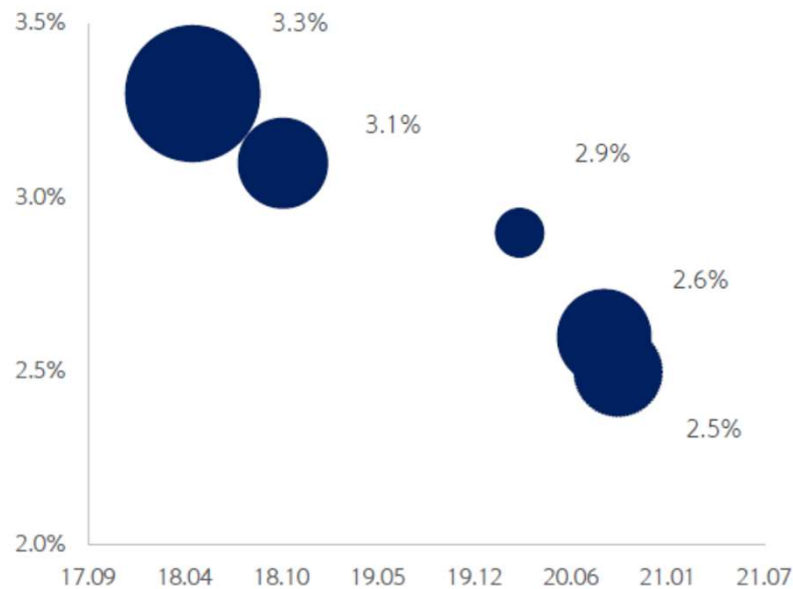
자료: Bloomberg, 삼성증권

물류투자 수익률 추이  
(2014.1분기~2020년 1분기)



# 대체투자 수익률의 하락추세

## 장기차입금리 하락 추세 (프라임급 빌딩 담보대출)



신한알파리츠, IR자료, 20.10

## 신규대출/리파이낸싱 금리 조정

서울스퀘어  
금리 3.5~3.6%

삼성물산 서초사옥  
금리 3.5% (CD금리+131bp)

강남N타워  
금리 3.6% -> 2.6% (리파이낸싱)

S생명L타워  
선순위대출 금리 2.5%

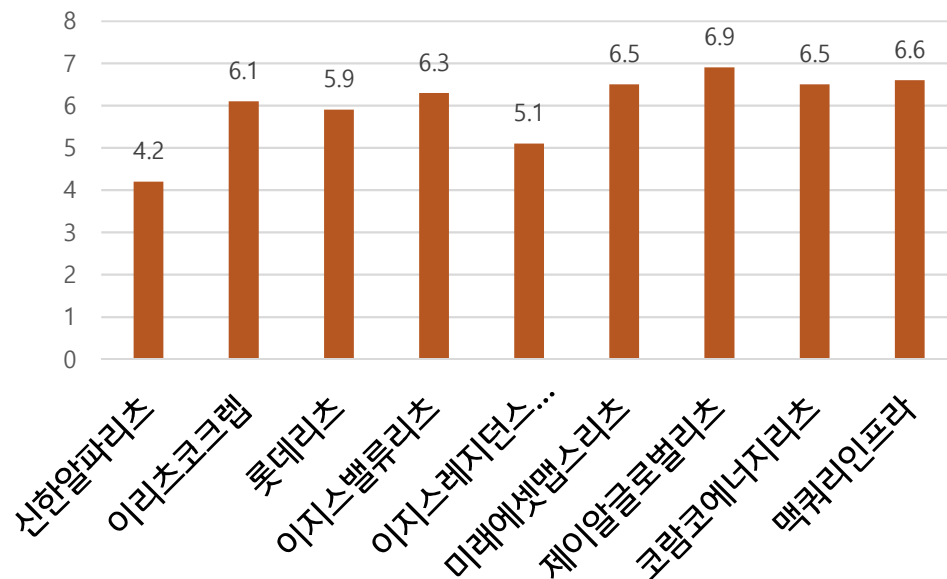
현대해상 강남사옥, 파인애비뉴B동, CJ제일제당  
센터의 대출 금리는 연 2.6~2.7%

(언론자료 등 참조)

## 여전히 유효한 대체투자

리츠 예상배당율(%)

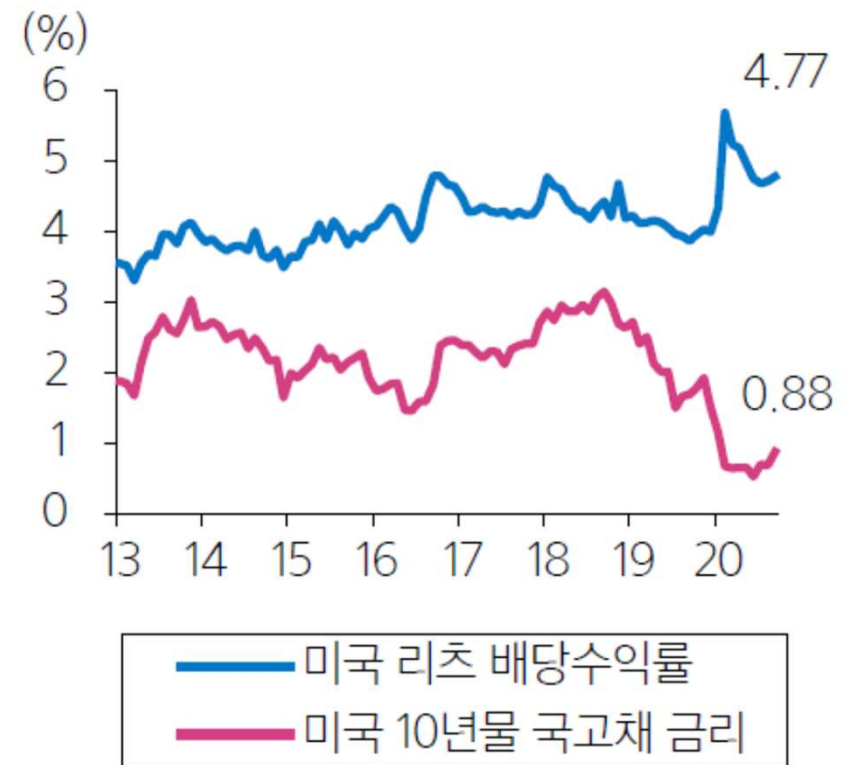
2020(F)



20.10.30 종가 기준  
(출처 : 삼성증권)

- ✓ 통상 리츠의 배당률은 레버리지 이후의 수익률임  
(ROI가 아닌 ROE)
- ✓ 상장 리츠는 시가평가 대상임

미국 리츠 배당수익률



참고: FTSE EPRA/NAREIT 지수 기준

자료: Bloomberg, 삼성증권

(2020.10)

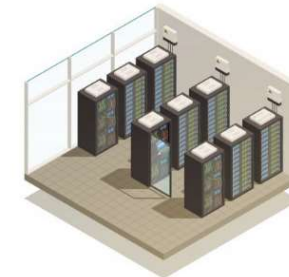
# 코로나19의 영향과 대체투자시장 전망



# 코로나의 명암

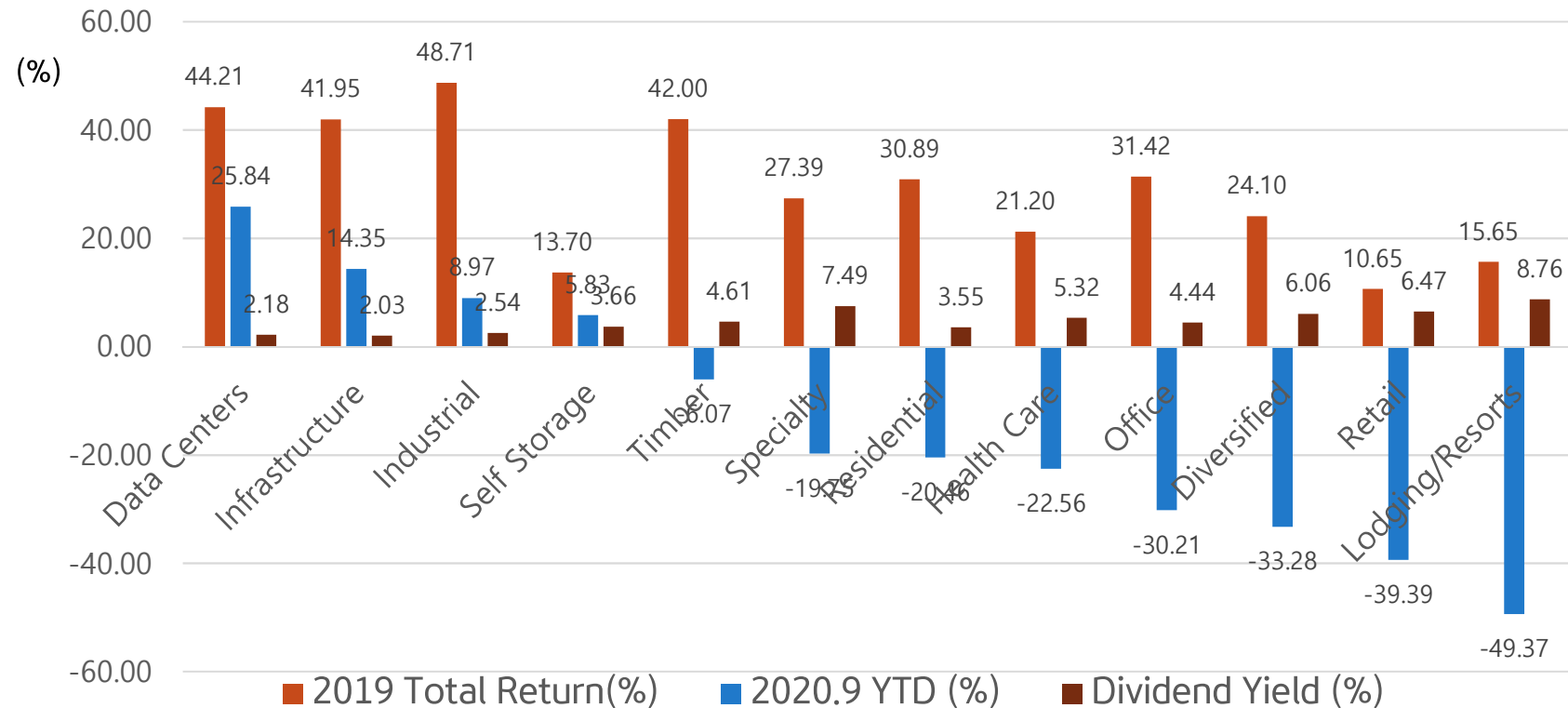
Negative

Positive



DATA CENTER

## 리츠 섹터별 성과

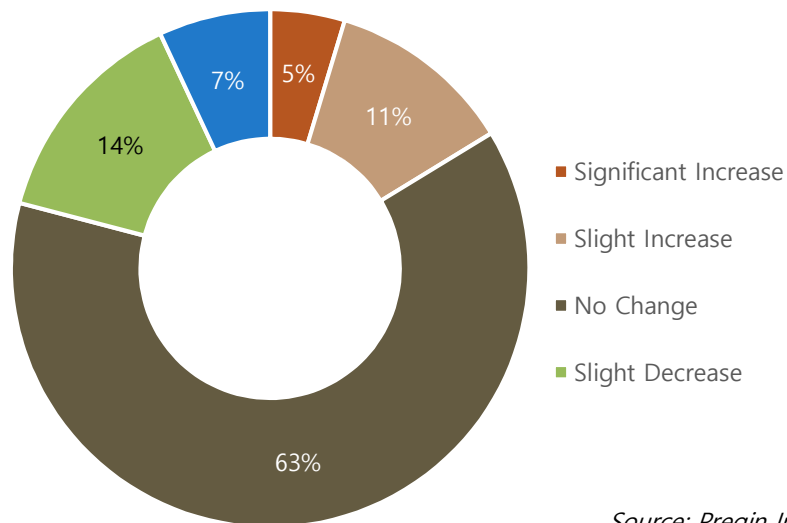


출처 : National Association of Real Estate Investment Trusts

- ✓ 2019년 꾸준한 상승세를 보이던 US Reits는 2020년 3월 코로나 이후 섹터별로 극명한 차이를 보임
- ✓ Data Center, Communication Tower, Logistic는 상승세 시현
- ✓ Retail, Hotel, Resort는 폭락세를, Office, Residence는 하락세를 나타냄
- ✓ 임대료 감면/재조정 등으로 일부 리츠는 배당수익률이 하락하였으나, 전반적으로 정상 배당 지급중

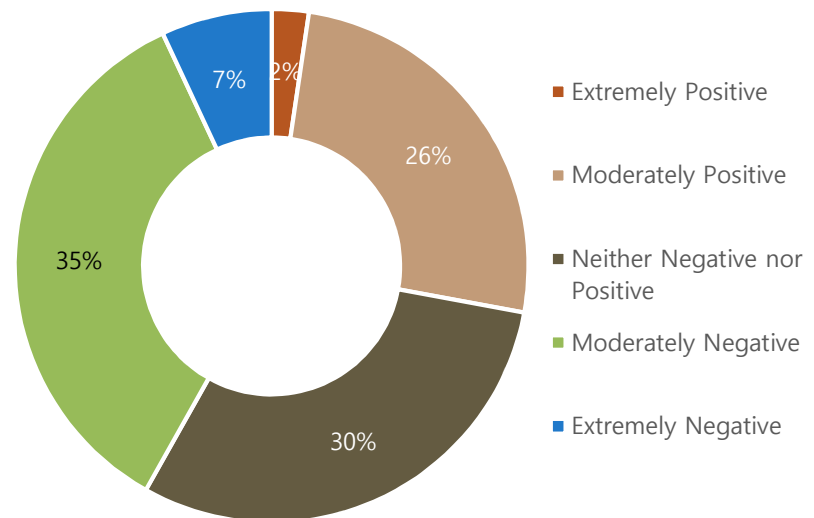
# 코로나의 영향에 대한 해외투자자 서베이

Investor Views on the Impact of COVID-19  
on the Size of Their Planned Commitments  
to Alternatives in 2020



Source: Preqin Investor Interviews, June 2020

Investor Views on the Long-Term Impact  
of COVID-19 on the Returns of Their  
Alternatives Portfolios



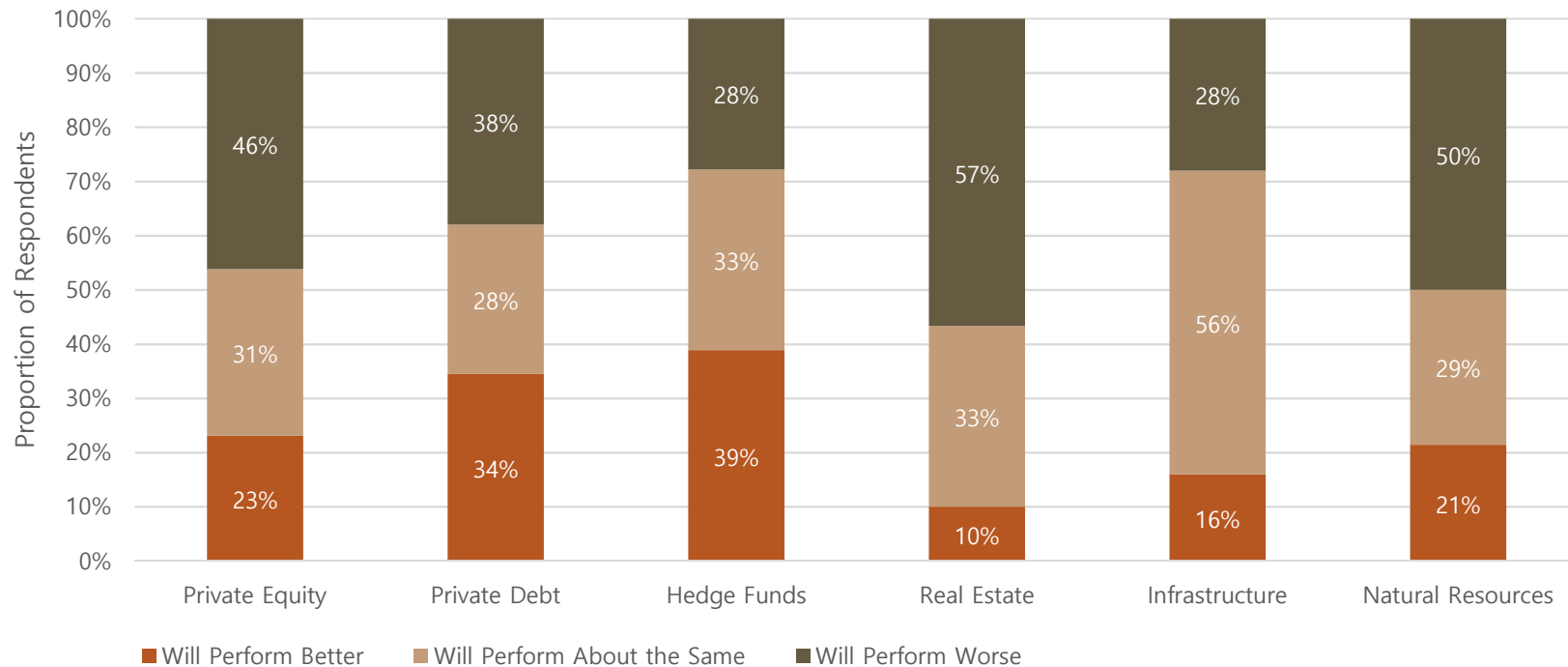
Source: Preqin Investor Interviews, June 2020

- ✓ 63%의 투자자가 계획대로 투자를 집행하겠다고 응답
- ✓ 16%의 투자자는 오히려 투자를 늘리겠다고 답변
- ✓ 20년 하반기 및 21년 투자가 늘어날 수도 있다고 전망

- ✓ 코로나가 대체투자성과에는 부정적일 것이라는 반응이 다수
- ✓ 35% 다소 부정적, 7% 매우 부정적, 30%는 중립적으로 답변
- ✓ 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 답변도 28%에 달함

# 코로나의 영향에 대한 해외투자자 서베이

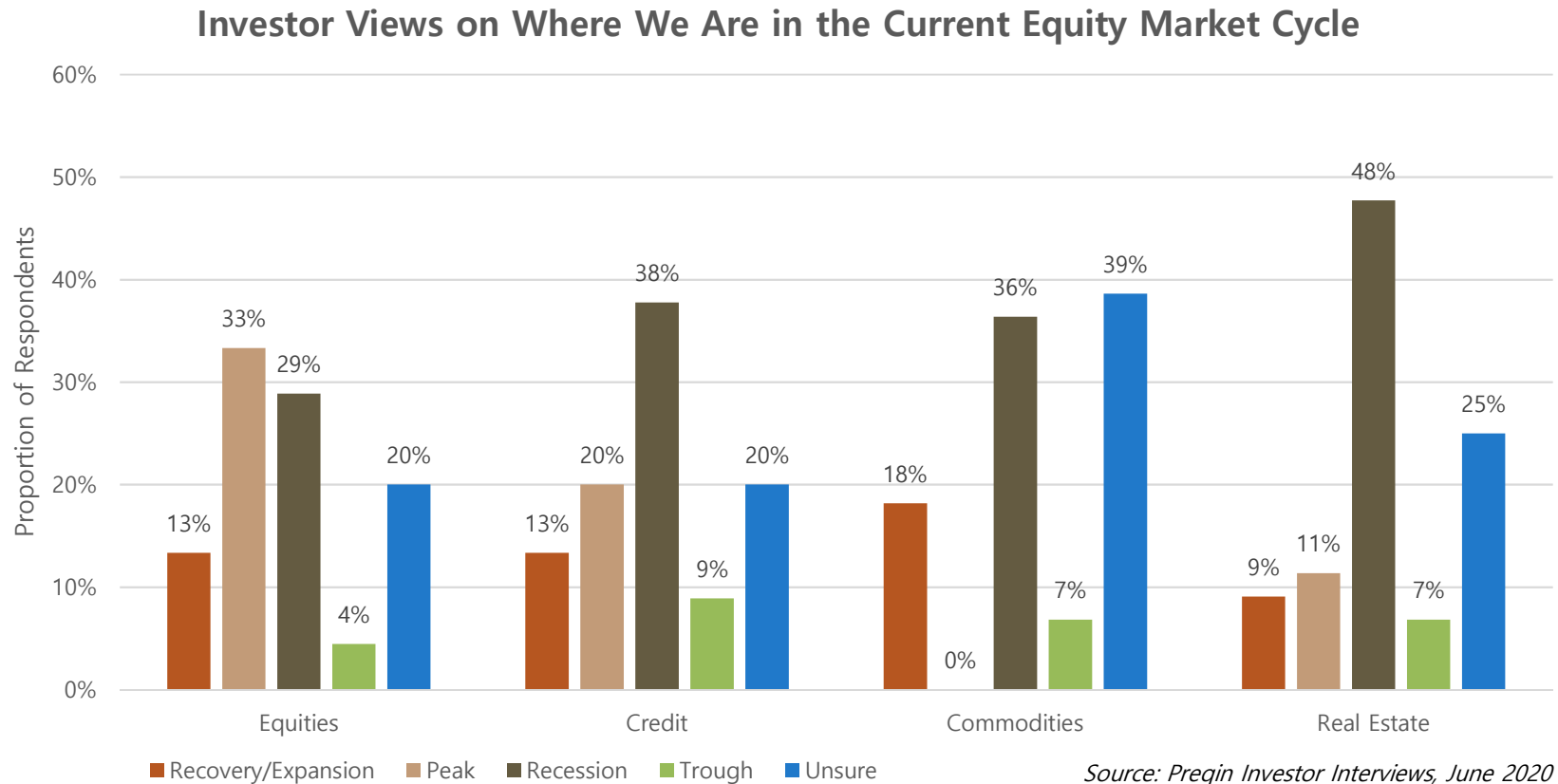
Investors' Expectations for the Performance of Their Investment Portfolios  
in the Next 12 Months Compared with the Previous 12 Months



Source: Preqin Investor Interviews, June 2020

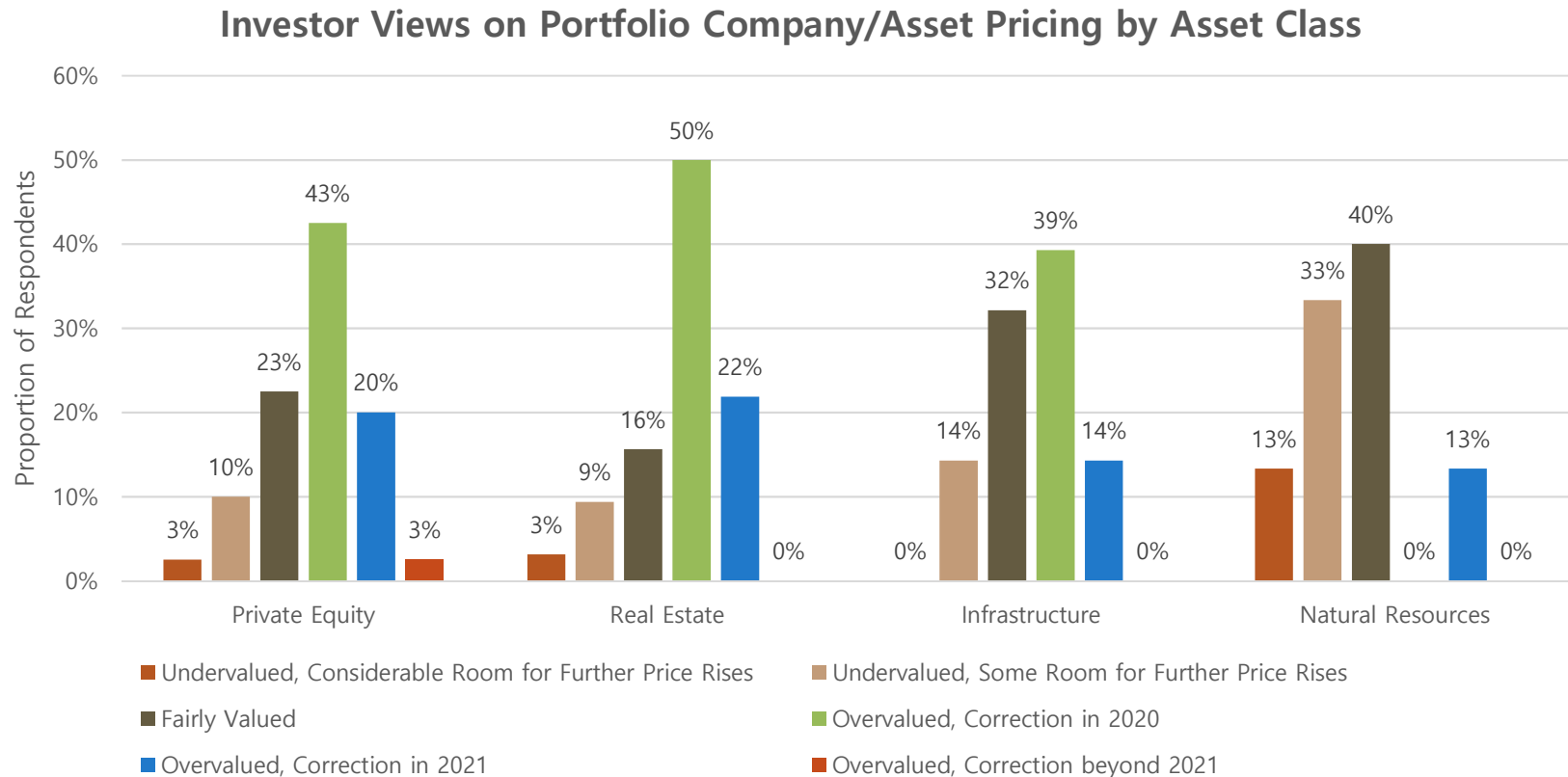
- ✓ Private Equity은 46% 투자자가 수익률 하락 예상, Private Debt은 조금 덜 부정적이어서 38% 하락 예상
- ✓ 부동산은 57% 투자자들이 수익률 하락을 우려
- ✓ 자원개발 및 Commodity에 대한 기대도 매우 부정적
- ✓ 인프라는 “안전한 투자처”로 인식, 72% 투자자들이 현상유지 내지 개선으로 전망 (단, 교통분야에 대한 우려 상존)

# 대체투자 전망 서베이



- ✓ 투자자의 1/3은 Equity Cycle의 정점에 이르렀다고 전망, 29%는 수축 국면에 돌입했다고 답변
- ✓ Credit 38%, Commodity 36%, 부동산 48%로 각각 수축기에 접어들었다고 답변
- ✓ 긍정적인 답변도 존재  
(Equity 13%, Credit 13%, Commodity 18%, 부동산 9% 응답자가 회복 전망을 피력)

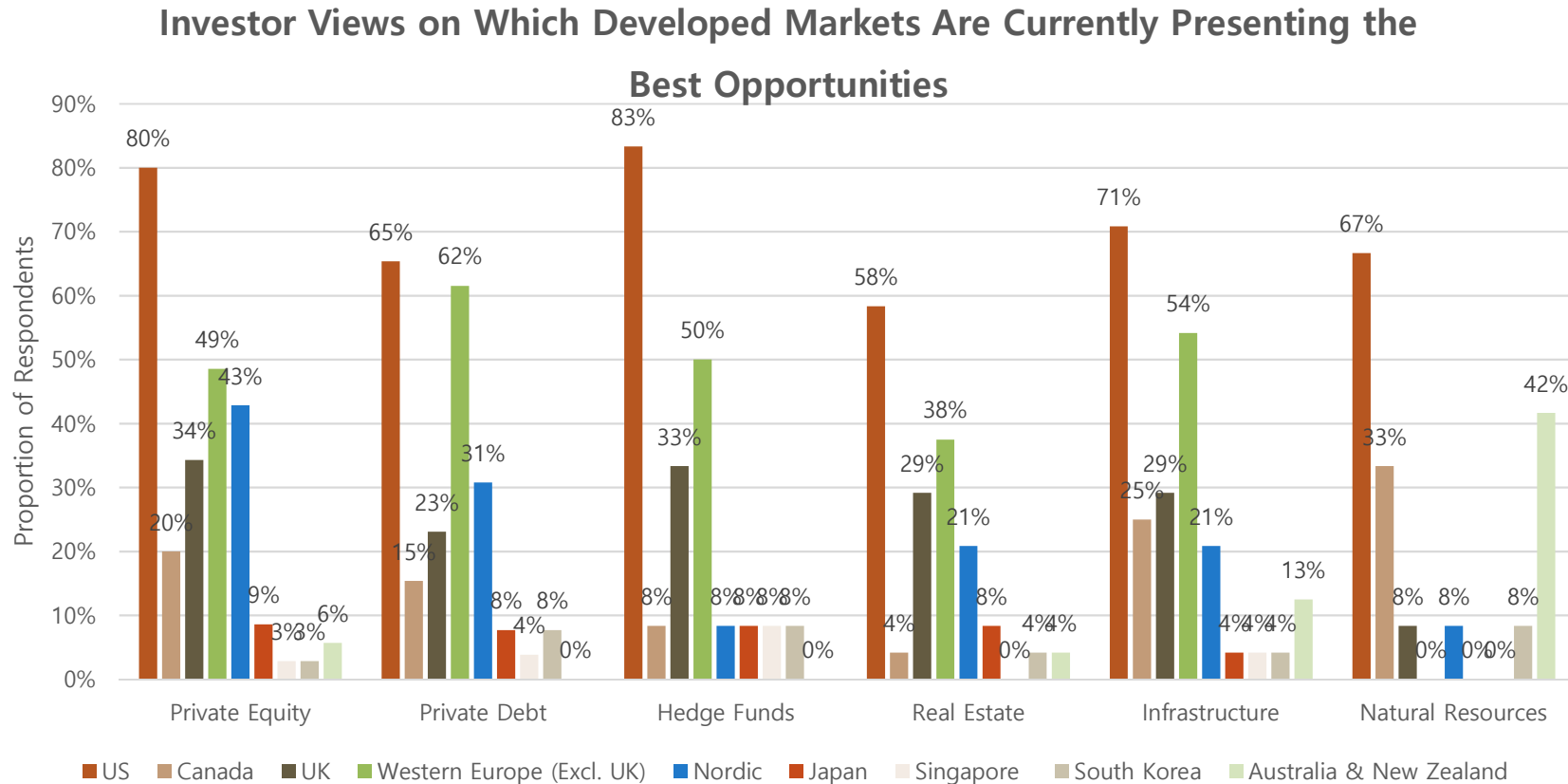
# 대체투자 전망 서베이



Source: Preqin Investor Interviews, June 2020

- ✓ 천연자원 가격에 대해 86%의 응답자가 적정수준으로 하락하였거나 반등 여지가 있다고 답변
- ✓ Private Equity 43%, 부동산 50%, 인프라 39% 응답자가 금년중 조정이 있을 것으로 예상
- ✓ Private Equity 20%, 부동산 22%, 인프라 14% 응답자가 내년중 조정이 있을 것으로 예상

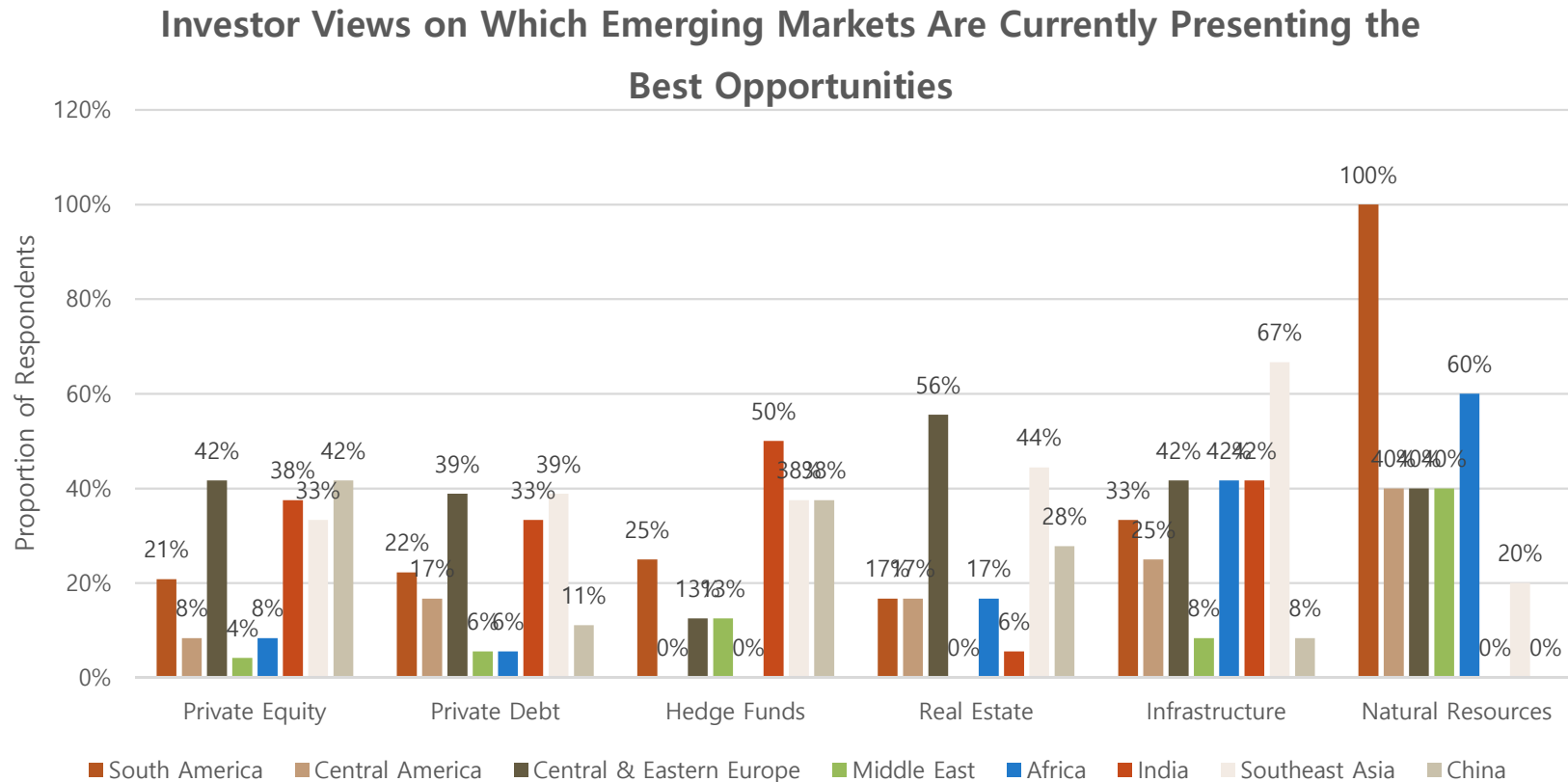
# 선진국 대체투자 유망지역 서베이



Source: Preqin Investor Interviews, June 2020

- ✓ 전체적으로 미국 시장을 가장 매력적으로 평가, 서유럽, 영국이 그 다음 순
- ✓ 북유럽에 대한 선호가 고르게 분포됨
- ✓ 서유럽에서 Private Debt 펀드에 대한 선호(62%)는 은행의 Lender 역할 축소를 반증
- ✓ 서유럽의 인프라 선호도 54%로 높은 편

# Emerging Market 대체투자 유망지역 서베이



Source: Preqin Investor Interviews, June 2020

- ✓ 중부유럽과 동유럽에 대한 선호도로 상승 (PE 42%, 부동산 56%, 인프라 42% 등)
- ✓ 중국은 여전히 투자 선호국가 (Private Equity 42%, 부동산 28%, 반면 인프라는 8%에 불과(정치적 리스크))
- ✓ 동남아 인프라에 대해서는 67%가 기회가 많다고 응답 (일대일로 정책의 영향)



## 맺음말 : 보험자산운용에의 시사점

- ✓ 대체투자는 안정성 대비 높은 수익률을 제공한다
- ✓ 대체투자에는 부동산, 인프라, 기업투자 등 다양한 분야가 있고, 선순위, 메자닌, 에쿼티 등이 있다.
- ✓ 대체투자는 유동성이 낮지만, Reits, Fund, ETF, 증권화 등 유동성을 보강한 상품으로 진화하고 있다.

- ✓ 대체투자는 빠른 성장세를 보이고 있고, 특히 해외분야가 가파르게 성장하고 있다.
- ✓ 연기금 보다는 공제회의 대체투자비중이 높다.
- ✓ 보험사는 부동산과 인프라 선순위대출 투자 등 안전자산을 선호하는 경향이 있다.
- ✓ 대체투자의 경쟁강도가 높아짐에 따라 수익률은 하락하고 있지만, 여전히 대체투자 매력도는 높다.

- ✓ 코로나의 영향으로 대체투자에서도 섹터별로 희비가 엇갈리고 있다.
- ✓ 자산가격에 대한 임팩트가 컸으나, 배당수익에 미치는 영향은 제한적이다.
- ✓ 서베이에 의하면, 코로나로 인하여 투자수익률 하락을 예상하고 있으나, 투자를 축소할 의사는 크지 않다.
- ✓ 미국과 서유럽, 영국에 대한 투자선호도는 여전히 높다.
- ✓ 중부 및 동유럽이 주목 받고 있으며, 호주 에너지, 동남아시아 인프라, 중국 부동산에 관심을 갖고 있다.