하반기 글로벌 대체투자자(Investors) 전망

대체투자

Analyst 정승기

02 369 3173
seungki.jeong@dongbuhappy.com

RA 정세록

02 369 3273
aing888@dongbuhappy.com

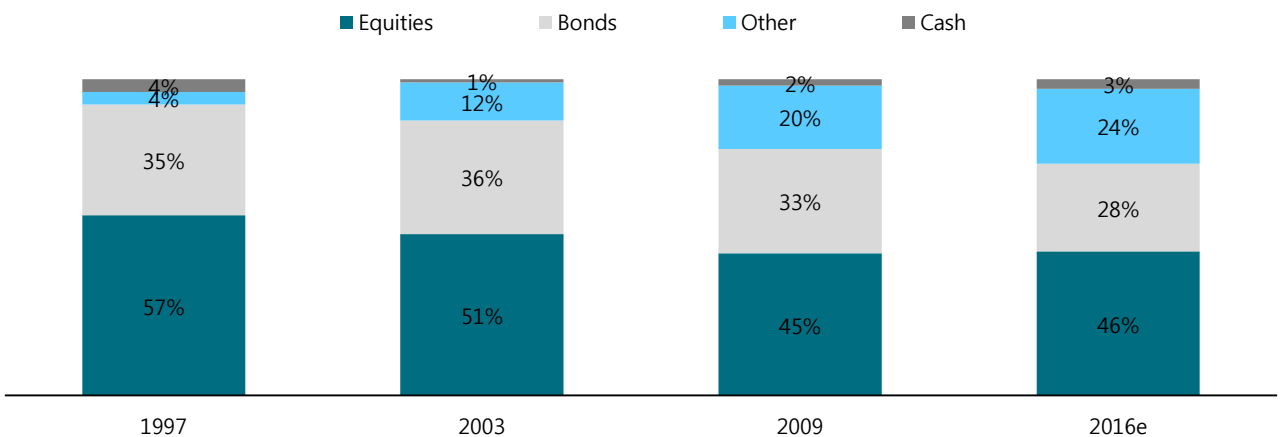
대체투자 정승기
02 369 3173
Seungki.jeong@dongbuhappy.com

들어가며

2017년 상반기가 훌쩍 지나갔다. 이제 하반기에 대비하여 대체투자 시장의 전망이 필요한 시점이다. 그러나 대체투자 전망이라는 부분을 정리하기가 쉽지 않아 다른 관점으로 접근해 보았다. 글로벌 투자자들의 대체투자 현황을 살피고 미래 전략을 살펴봄으로써 간접적으로 하반기 시장을 가늠해보고자 한다.

97년 이후 연금펀드들의 자산구성 변화를 보면 대체투자 규모가 점차 커지는 것을 볼 수 있다. 이제 단어의 의미대로 대체자산군의 지위가 아니라 하나의 대표 자산군이 된 것으로 보인다. 다만 대체투자 관련 투자자들의 가이드라인과 전망, 자산배분 계획은 일관되기 보다는 다변화 되어 있었다. 이는 국내 기관투자자의 경우도 마찬가지이다.

글로벌 연금 펀드 시장의 자산배분 추이 1997–2016



자료: Willis towers, 동부 리서치

글로벌 연금 펀드 시장

글로벌 연금 펀드 시장에서 대체투자의 위치를 확인해보았다.

Part 01

04 글로벌 연금 펀드 시장

대체투자 정승기
02 369 3173
Seungki.jeong@dongbuhappy.com

글로벌 연금 펀드 시장

상위 22개국 현황(2016년 말)

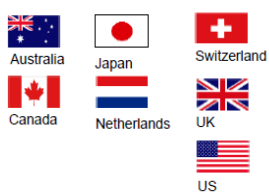
- 상위 22개 국가 연금자산 합계 36조4350억USD. 2015년 말 34조9310억 대비 4.3% 증가
- 해당 규모는 22개국 GDP 합계의 62%에 해당
- 3대 연금시장은 미국, 영국, 일본 순. 각각 비중 61.7%, 7.9%, 7.7% 차지. 미국 비중 압도적

상위 7개국 현황(2016년 말)

- 2016년 말 기준 상위 7개 국가의 연금자산 규모는 글로벌 연금자산 합계의 91.7%에 육박
- 평균 글로벌 자산 배분은 주식 46%, 채권 28%, 기타(부동산 및 기타대체 포함) 24%, 현금 3%. 국가별 자산군 비중은 차이가 존재
- 1997년부터 채권, 주식, 현금 비중은 각기 다른 속도로 감소세 지속, 반대로 기타자산(부동산 및 대체) 비중은 4%에서 현재 24%까지 증가
- 글로벌 상위 100개 대체투자운용사가 운용중인 연금자산 규모는 1조4928억USD에 달함

상위 22개국

상위 7개국



자료: Willis towers, 동부 리서치

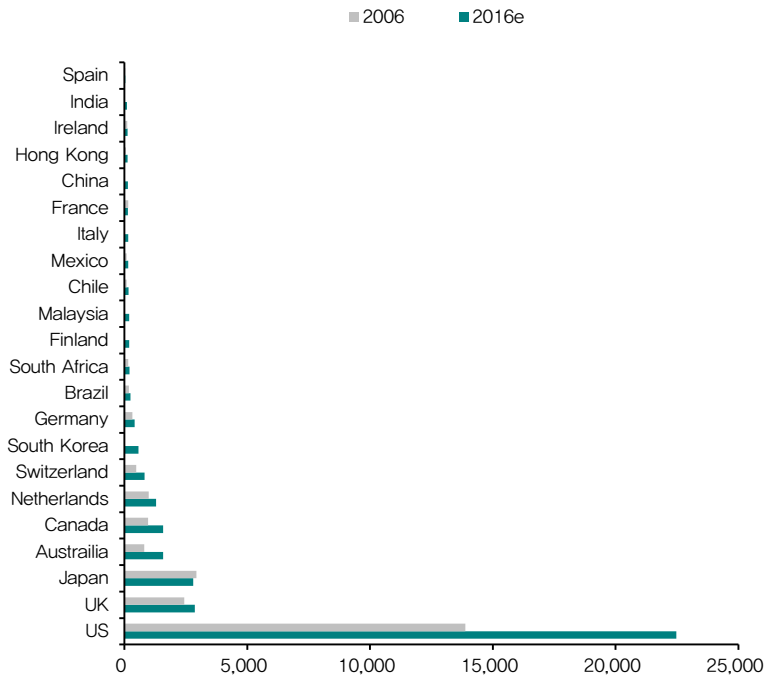
대체투자 정승기
02 369 3173
Seungki.jeong@dongbuhappy.com

글로벌 연금 펀드 시장

2006~2016 연금자산 성장 (USD기준)

- 미국은 압도적인 차이로 규모 1위 유지. 주요 3개 시장인 미국, 영국, 일본의 자산은 글로벌 연금자산 총합계의 77.3% 차지
- 2006~2016년 상위22개 국가의 평균 성장률 CAGR(Compound Annual Growth Rate)은 연 4.0% 기록. 홍콩(7.8%), 호주(6.9%), 칠레(6.8%) 순으로 빠르게 성장
- 프랑스(-0.8%), 일본(-0.4%), 스페인(-0.1%)은 역성장 (USD기준)

글로벌 연기금 국가별 자산 변화 2006-2016



자료: Willis towers, 동부 리서치

대체투자 정승기
02 369 3173
Seungki.jeong@dongbuhappy.com

글로벌 연금 펀드 시장

국가별 연금 펀드 자산

국가	자산 (USD billion)	자산/GDP ratio (%)
Australia	1,583	126.0%
Brazil	251	14.2%
Canada	1,575	102.8%
Chile	172	73.0%
China	141	1.2%
Finland	199	83.2%
France	146	59.0%
Germany	415	11.9%
Hong Kong	133	42.0%
India	105	4.7%
Ireland	130	42.2%
Italy	153	8.2%
Japan	2,808	59.4%
Malaysia	190	62.7%
Mexico	154	14.5%
Netherlands	1,296	168.3%
South Africa	207	73.8%
South Korea	575	40.9%
Spain	39	3.1%
Switzerland	817	123.3%
UK	2,868	108.2%
US	22,480	121.1%
Total	36,435	62.0%

자료: Willis towers, 동부 리서치　　주: 2016년 기준

글로벌 TOP 40 연금 펀드

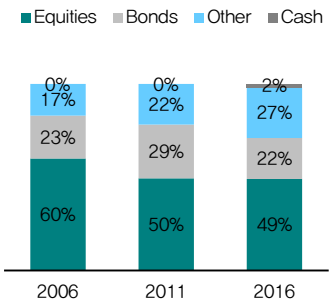
순위	펀드명	시장	자산 (USD Million)
1	Government Pension Investment	Japan	1,153,203
2	Government Pension Fund	Norway	865,943
3	Federal Retirement Thrift	U.S.	443,328
4	National Pension	South Korea	435,405
5	ABP	Netherlands	384,271
6	National Social Security	China	294,939
7	California Public Employees	U.S.	285,774
8	Central Provident Fund	Singapore	211,373
9	Canada Pension	Canada	201,871
10	PFZW	Netherlands	186,471
11	California State Teachers	U.S.	181,875
12	Local Government Officials	Japan	176,160
13	New York State Common	U.S.	173,541
14	Employees Provident Fund	Malaysia	161,707
15	New York City Retirement	U.S.	155,120
16	Florida State Board	U.S.	147,819
17	Texas Teachers	U.S.	125,327
18	Ontario Teachers	Canada	123,985
19	ATP	Denmark	106,640
20	GEPF	South Africa	103,147

자료: Willis towers, 동부 리서치　　주: 2015년 기준

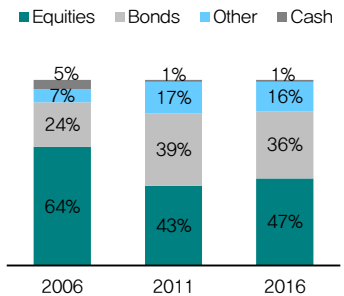
대체투자 정승기
02 369 3173
Seungki.jeong@dongbuhappy.com

글로벌 연금 펀드 시장

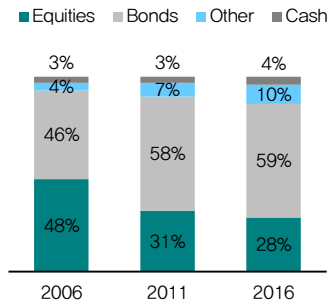
미국



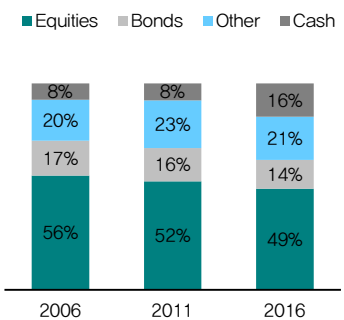
영국



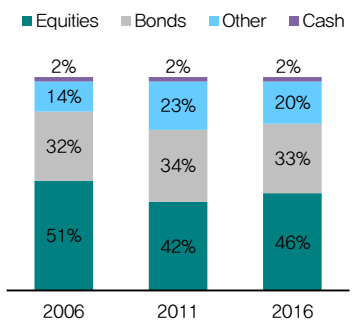
일본



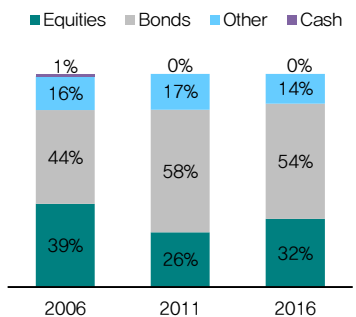
호주



캐나다



네덜란드



자료: Willis towers, 동부 리서치

Part 02

연금 / 기금 / 국부펀드 / 보험사 / 대학 기금 운용현황 및 향후 전략

현재 투자 현황 및 향후 투자 전략을 담고 있다. 규격화된 자료가 없어 여러 출처에서 수집하여 작성하였다.

09 노르웨이 정부 연기금, 캐나다 연금, 네덜란드연금, 캘리포니아 공무원 연금, 아부다비 국부펀드, 알리안츠, 프루덴셜, 예일, 하버드 기금

대체투자 정승기
02 369 3173
Seungki.jeong@dongbuhappy.com

노르웨이 정부 연기금 (NGPF)

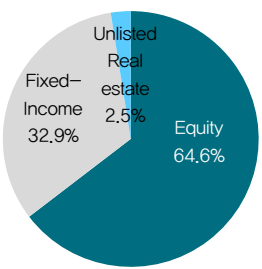
투자 현황

- 유럽 1위 공적 연금
- 시장 가치: 78,670억 크로네(1천조원, 17년 1분기 말 기준)
- 현재 비상장 부동산 비중은 2.5%, 16년 말 기준, 총 13개국 내 807개 부동산(1,540만㎡) 자산 보유
- 10개 전략도시: 뉴욕, 보스턴, 워싱턴, 샌프란시스코, 런던, 파리, 베를린, 뮌헨, 도쿄, 싱가폴 / 3개 섹터: 오피스, 물류, 소매

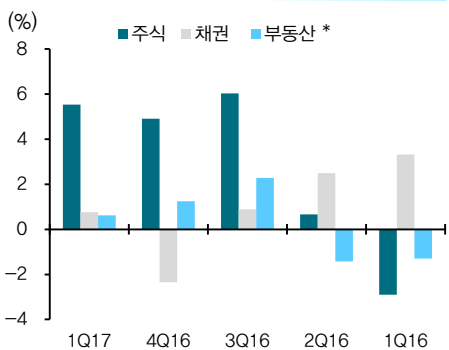
대체투자관련 전망

- 주식 비중은 60%에서 70%로 확대 예정. 인프라 대신 주식 비중 확대. 노르웨이 재무부, 비상장 인프라 투자를 포함시키자는 의견 거절
- 노르웨이 재무부, 비상장 부동산 벤치마크 없애고 상장/비상장 부동산 비중 각각 5%/7%로 제한. 과거 비상장 부동산에 연 1%씩 신규 투자, but 16년에 신규 투자 0.14%에 그쳐
- 재무위원회 "부동산 시장은 이제 새로운 국면에 접어들었다. 안정적인 성장기에 들어섰다. 서두를 필요는 없다"

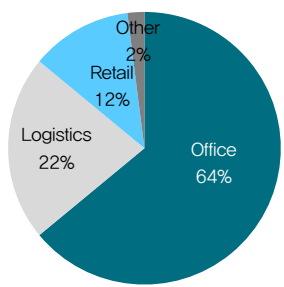
17년 1분기 말 기준 NGPF 자산 배분



NGPF 수익률(USD 기준)



부동산은 오피스 섹터 특히 주력



자료: NGPF, 동부 리서치 *: 비상장 부동산 수익률

대체투자 정승기
02 369 3173
Seungki.jeong@dongbuhappy.com

캐나다 연금 (CP)

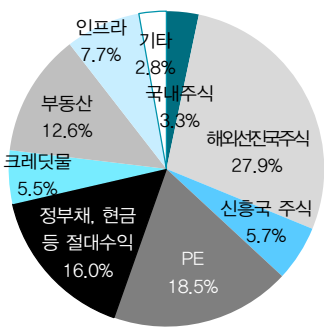
투자 현황

- 총 자산 기준 글로벌 9위 공적 연금
- 시장 가치: 3,167억 달러 (17.03.31 기준)
- FY17 수익률 11.8%, 5년 연간 수익률 11.8%, 10년 연간 수익률 6.7%
- 00년 채권 95%, 주식 5%에서 17년 PE 18%, 부동산 12% 등으로 변화
- PE투자 : 선진국PE 16.3%, 신흥국PE 1.8%, 캐나다PE 0.4%
- 부동산,인프라 투자:섹터와 지역 모두 고르게 분배

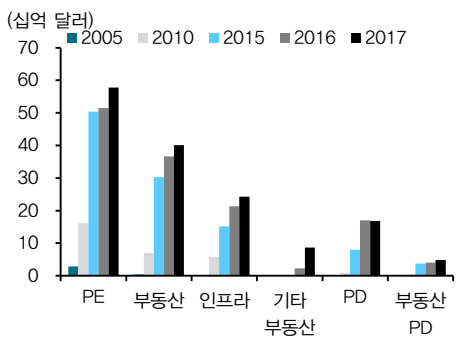
대체투자관련 전망

- 신흥국 비중 늘릴 예정. 전체 포트폴리오 중 신흥국 PE 비중은 단 1.8%, 신흥국 주식은 5.7%. CEO Mark Machin, "중국과 인도 중심으로 신흥국 비중을 15%에서 20%까지 늘릴 예정. 글로벌 투자지로서 인도 매력도 상당해"
- 인프라 늘리고 주식 축소 원해. 선진국 인프라에 대한 비중확대 희망 높음. 하지만 최근 고밸류에이션으로 인해 거래 성사가 다소 어려워짐

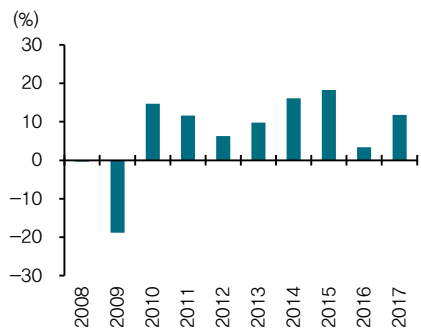
FY17 4분기말(03.31) 기준 자산 배분



자산군별 투자규모



자산군별 수익률



자료: CP, 동부 리서치

대체투자 정승기
02 369 3173
Seungki.jeong@dongbuhappy.com

네덜란드 공적연금 (ABP)

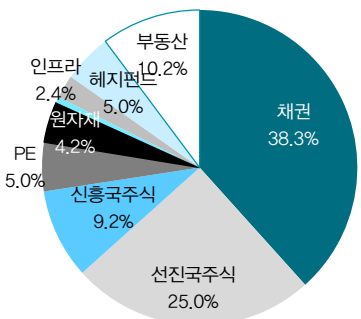
투자 현황

- 1분기 말 기준 투자가능자산 3,890억 유로
- 수익률: 17년 1분기 기준 2% (+75억 유로), 16년 말 기준 9.5%(+330억 유로)
- 자산배분 목표: 채권 40%, 주식&대체투자 60%

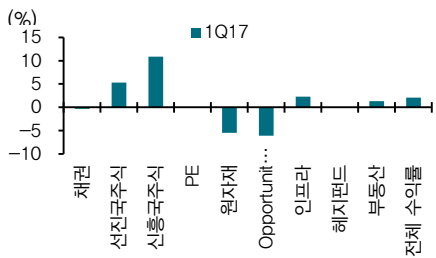
대체투자관련 전망

- 미국의 보유 자산 비중을 증대, 북미 지역 투자를 38%로 3% 포인트 상향. 유럽 전체 지분을 22%로 5% 포인트 줄이는 한편 아시아 태평양 자산에 대한 지분은 12%로 1% 포인트 상향
- 국채에 대한 지분 축소, 선진 시장 주식에 대한 배분을 1% 포인트 상승한 25%로 상향. 이머징 부채 포트폴리오 1%포인트 상승한 3%로 상향
- 포트폴리오 다각화 위해 전세계 인플레이션 연계 채권에 투자하기 시작, PE 직접 투자 확대 계획

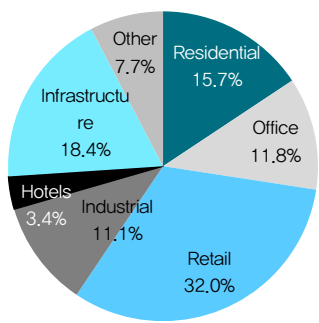
17년 1분기 말 기준 자산배분



1Q17 수익률



16년 실물자산 투자 현황



자료: ABP, 동부 리서치

대체투자 정승기
02 369 3173
Seungki.jeong@dongbuhappy.com

캘리포니아 공무원연금 (CalPERS)

투자 현황

- 시장 가치: 3,235.6억 달러(17.06 기준)
- 전체 수익률: 11.2%(17년 3월 31일 기준, 목표치 대비 15 bps 하회)
- 주요 자산별 수익률(목표치 대비): 주식 +19.7% (–18 bps),

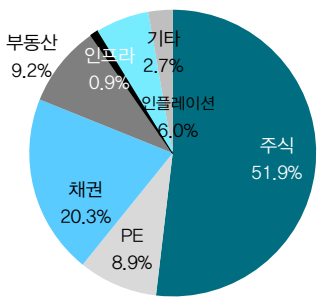
  PE +13.9% (–640 bps), 채권 +0.3% (+115 bps),

  부동산 +7.6% (+24 bps), 인프라 +9.9% (+345 bps)
- 부동산 90% 이상을 미국시장에 투자

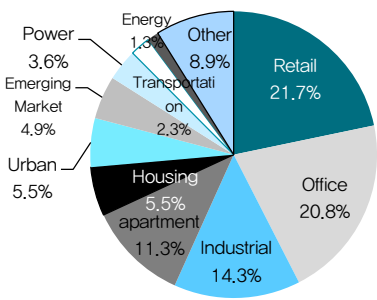
대체투자관련 전망

- 16.9월 이후 CalPERS는 포트폴리오의 위험을 줄이기 위해 주식과 PE에 대한 노출 줄여가는 중. 2018년 7월까지 완성될 예정인 현재 진행중인 포트폴리오 배분 개정과정 동안 연간 수익률 5.8% 예상
- 실물 자산 포트폴리오 구조적 변경. 부동산, 인프라 및 산림지를 각각의 3가지 포트폴리오 대신 하나의 포트폴리오로 통합관리 제안
- PE의 경우 현재 $26B 규모이며, 앞으로 $148B 규모의 글로벌 에쿼티와 벤치마크 공유 예정. 전체 펀드 시각에서 PE에 대한 배분 관리 예정

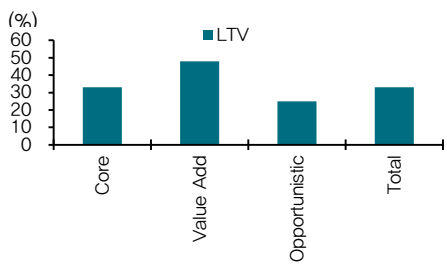
시장가치 기준 자산배분 (17.4 기준)



실물자산 섹터 구성 (16.4 기준)



부동산 투자 레버리지



자료: CalPERS, 동부 리서치

대체투자 정승기
02 369 3173
Seungki.jeong@dongbuhappy.com

아부다비 투자청 (ADIA)

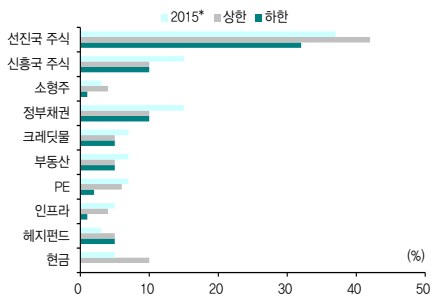
투자 현황

- ADIA는 자산 총액을 공개하지 않으며, Sovereign Wealth Fund Institute의 추정액으로는 ADIA의 자산을 792B 달러로 추정. 20 년간 연간 수익률은 2015 년 6.5 %로 전년도의 7.4 %에서 하락
- 피어 그룹 대비 저위험, 저수익, 고유동성을 추구하는 경향이 있음(정부 적자 해소에 자금 활용)
- 11년부터 부동산, 인프라 PE 등 비유동적 자산 투자 증가. 캐나다 연금을 벤치마크해 PE 공동 투자 활발하게 진행. PE 자금 대부분 LBO에 할당

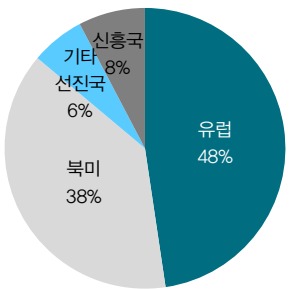
대체투자관련 전망

- 부동산: 전통적으로 선진국 내 commercial, retail 섹터 선호
- 인프라: 20–50억 달러 규모 시장 가치 자산 선호
- 중국에 대한 추가 투자 목표. 중국의 부동산 시장 및 소규모 중국 기업에 투자 기회를 얻고 있음. 중국의 리테일 및 주거 부동산에 투자. 지역 사모 펀드와 협력하여 중소 기업 및 신흥 기업에 공동 투자 할 수 있는 기회를 위해 지역 전문가 찾는 중

장기 포트폴리오 목표



PEF 매니저 분포 지역



16년 투자내역 일부

투자 대상	대상국	구분
Scotia Gas Networks	UK	인프라
Abertis Autopistas Chile	Chile	인프라
Mahanagar Gas Ltd.	India	인프라
La Tour alto, La Defence	France	부동산
Prologis China Logistics Venture	China	부동산
Palazzo INPS, 22 Milan	Italy	부동산

자료: Sovereign Wealth Center, 동부 리서치　　*: 2015년은 SWC의 추정치 중간값

대체투자 정승기
02 369 3173
Seungki.jeong@dongbuhappy.com

알리안츠 그룹 (Alianz)

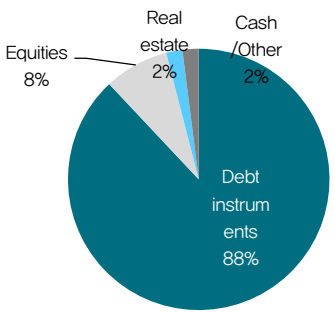
투자 현황

- 2016년 말 기준 자산군별 투자 비중은 채권 88%, 주식 8%, 부동산 2%, 현금/기타 2%
- 현재 대체투자(대체자본 & 대체부채) 규모 1천억 유로 수준. 중기 목표 수준은 1천4백억 유로. 비중 한도는 총투자자산의 14% 이상
- 2016년 대체투자자산 전년 대비 18% 증가

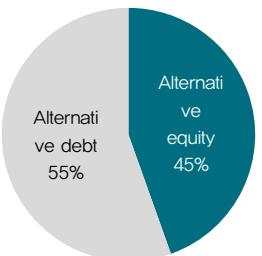
대체투자관련 전망

- 인프라 부채와 유사한 자산집약적 사업에 초점을 맞출 계획
- 기업 대출, 직접 대출, 부실 채권 및 기회주의 신용 등의 대체투자에 강점을 가진 운용사인 Sound Harbor Partners 인수하면서 사모부채 역량 강화

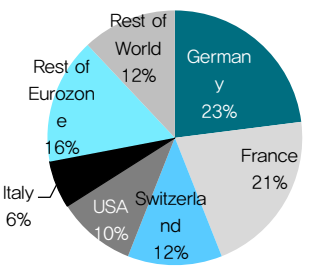
자산 구성 (16년 말)



대체 포트폴리오 구성



부동산 지역별



자료: AG, 동부 리서치

대체투자 정승기
02 369 3173
Seungki.jeong@dongbuhappy.com

프루덴셜 (Prudential Financial)

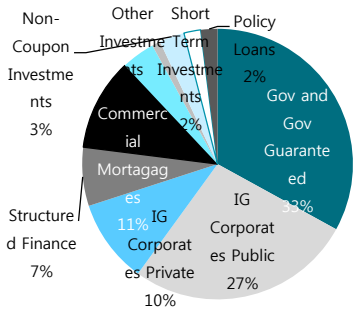
투자 현황

- 2016년 말 기준 총투자자산 3790천억USD. 92% 투자등급 자산
- 투자자산 비중 비교적 안정적으로 유지. 투자등급 미만 자산(BIG) 6%에서 4%로 감소
- 대체자산(Non-Coupon Port.)은 전체 투자자산의 ~3%(약 USD 93억) 차지. 이 중 부동산은 21%(약 USD 19.5억)

대체투자관련 전망

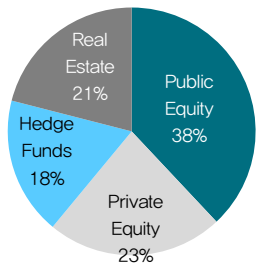
- 밸류에이션에 대해 점점 조심스럽게 되고 있으며, 이제는 구별되는 공급 및 수요를 가질 수 있는 도시 및 부동산 분야의 가치를 식별하기 위해 훨씬 더 정교한 접근법이 필요
- 어떠한 대체 투자 전략이 기존의 주식 및 채권 보유와 비교해서 실질적으로 다각화 혜택을 제공하는지 더 신중하게 생각해야 하는 시기

자산구성 (16년말)



투자 등급 채권 등급별 구분

대체자산 구성



자료: PF, 동부 리서치

대체투자 정승기
02 369 3173
Seungki.jeong@dongbuhappy.com

예일대 대학기금 (Yale)

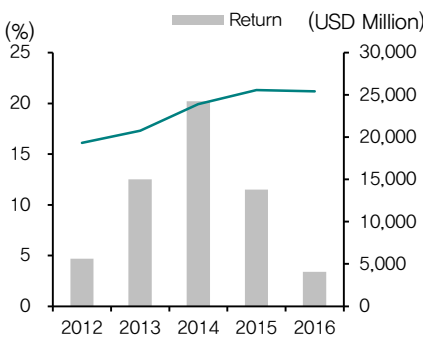
투자 현황

- 지난 10년간 예일 기금운용 수익률은 Peer group 평균과 인플레이션을 크게 상회. 자산군별 연평균 수익률은 대부분 벤치마크를 상회
- 대체자산(Leveraged Buyouts + RealEstate + VentureCapital + Absolute Return) 비중은 합계 66%로 교육기관 기금 평균인 38%에 비해 높음

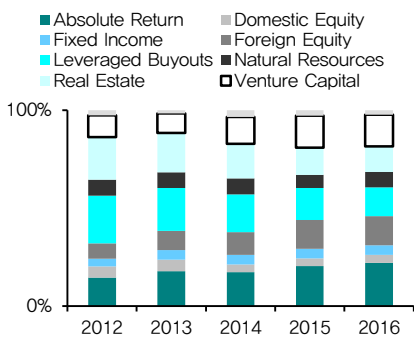
대체투자관련 전망

- 기금운용에 있어 외부 top manager들에 대한 수수료가 너무 높다는 비판에 직면. 하지만 예일기금 관계자는 높은 보상으로 최고의 manager들을 고용해 active하게 운용해 온 것이 예일 기금의 수익률이 대학기금 중 최고 수준인 이유라고 반박.
- 예일은 최고 전문가를 통한 active 투자를 통해 고위험자산 비중을 지속적으로 증가시켜 왔음. 앞으로도 passive 보다는 active 투자를 고수할 뜻을 밝힘

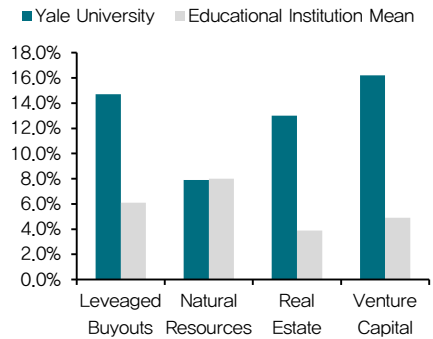
예일대 기금 시장가치 2012–2016



타 대학기금과 비교한 성과



타 대학기금 대비 높은 대체 비중



자료: Yale, 동부 리서치

대체투자 정승기
02 369 3173
Seungki.jeong@dongbuhappy.com

하버드 대학기금 (Harvard)

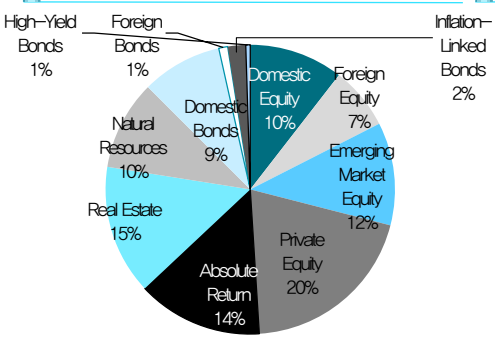
투자 현황

- 지난 20년간 하버드 기금운용 수익률은 벤치마크 수익률 연 7.7%를 상회하는 10.4%를 기록
- 하버드 기금의 최근 몇 년간 운용수익률은 저조한 편이었지만, 부동산투자는 그 중 가장 높은 수익률을 자랑. 2016회계연도 연간 수익률은 13.8%를 기록

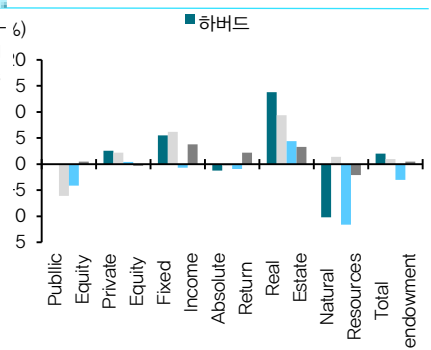
대체투자관련 전망

- 하버드 기금 운용을 맡고 있는 HMC(Harvard Management Company)는 부동산 투자팀을 개별 헤지펀드 형태로 분사(Spin off) 결정. 이는 2017년 새로 부임한 CEO인 N.P. Narvekar의 구조조정 방침의 일환
- Narvekar는 과거 콜럼비아 대학교 기금운용을 이끌며 부임기간 동안 연 수익률 10.1%를 달성한 인물로 하버드 부임 직후 인력을 절반 가까이 줄이는 구조조정에 착수

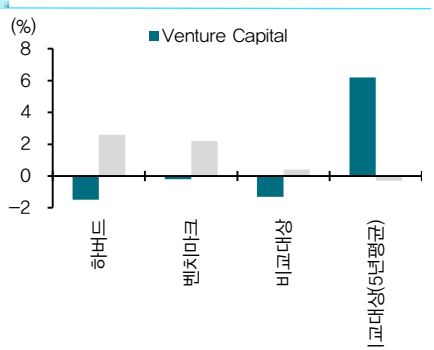
자산구조 (16년 기준)



자산군별 수익률 (16년)



Private Equity, VC 수익률 (16년)



자료: Harvard, 동부 리서치

대체투자 정승기
02 369 3173
Seungki.jeong@dongbuhappy.com

기관별 대체 현황 및 전망 요약

기관별 내용

구분		대체투자 현황	자산배분 전망
GPFG	연금	– 대체투자 비중 2.5%로 미미한 수준 – 비상장 부동산 위주	– 비상장 인프라 투자 불허 – 주식 비중 확대 예정
CP	연금	– PE, 실물자산 각각 19%, 20% – 실물자산 대부분 Equity, Infra	– 신흥국 비중, 15%까지 확대 – 선진국 인프라 고평가, 경쟁 심해
ABP	연금	– 헤지펀드, PE 각 5%씩 – 실물자산 12.6%	– PE 직접투자 확대해 비용 절감 – 유럽 비중 축소, 아시아·북미 확대
CalPERS	연금	– PE 9%, 실물자산 10% – 실물자산 90% 이상 미국 집중	– 주식, PE 비중 줄여 리스크 관리 – 비용 절감 위해 위탁 규모 축소
ADIA	중동국부펀드	– PE, 헤지펀드 최대 각각 5% – 실물자산 최대 15%	– 중국 비중 확대
Allianz	보험사	– 비중은 2%로 적은 수준이나 빠른 성장 중	– 신규 펀드 등을 통해 infra debt 투자 강조
Prudential	보험사	– 대체투자 비중 3% 정도 – PE, 헤지펀드, 부동산 골고루	– 전반적인 투자자산 고밸류로 신중한 접근
Harvard	대학기금	– 대체투자 비중 48.5%	– 구조조정 진행 및 아웃소싱 업무 확장
Yale	대학기금	– 대체투자 비중 66%	– 수수료 부담에도 Active 운용 확대

자료: 동부 리서치

Note

Dongbu Securities

본 사

본사 영업부	02) 369-3200	서울특별시 영등포구 국제금융로8길 32 (동부증권빌딩 1~2층)

서울지역

강남금융센터	02) 3474-9000	서울특별시 서초구 강남대로 341(삼원빌딩 3층)
도곡금융센터	02) 568-3700	서울특별시 강남구 언주로30길 39 (삼성SEI타워 5층)
동부금융센터	02) 3011-5000	서울특별시 강남구 테헤란로 432 (동부금융센터빌딩 3층)
청담금융센터	02) 514-1414	서울특별시 강남구 영동대로 646 (동흥빌딩 2층)
목동	02) 2636-6000	서울특별시 양천구 목동서로 159-1 (CBS기독교방송 1층)
압구정금융센터	02) 3445-8800	서울특별시 강남구 논현로 176길 14 (중권빌딩 2층)
을지로금융센터	02) 753-9000	서울특별시 중구 남대문로 103 (동부빌딩 3층)
잠실	02) 419-6200	서울특별시 송파구 올림픽로 35 다길 45(루터회관 1층)

경기지역

분당	031) 718-7000	경기도 성남시 분당구 성남대로 32 (보명프라자 4층)
인천	032) 518-3434	인천광역시 부평구 길주로 633 (메디캐슬빌딩 2층)
평촌	031) 382-6200	경기도 안양시 동안구 시민대로 194 (홍국생명빌딩 4층)
진접	031) 572-4020	경기도 남양주시 진접읍 장현천로 20 3층
화성향남	031) 366-0900	경기도 화성시 향남읍 삼천병마로 216 3층

부산 · 경상지역

남포	051) 242-6000	부산광역시 중구 구덕로 90 (남포메디칼센터 2층)
부산	051) 515-6200	부산광역시 동래구 충렬대로 353 (BNK부산은행 건물 2층)
센텀	051) 741-7200	부산광역시 해운대구 센텀동로 9 (대우트럼프스퀘어 2층)
양산	055) 388-0900	경상남도 양산시 양산역1길 24 (영동프라자 1층)
창원	055) 600-5500	경상남도 창원시 의창구 두대동 333 시티세븐 (트레이드센터 3층)
대구	053) 476-4000	대구광역시 수성구 무학로 99 (호연빌딩 2층)
범어	053) 745-4900	대구광역시 수성구 달구벌대로 2348 (수협빌딩 2층)
포항	054) 275-3100	경상북도 포항시 북구 중흥로 301 (신아빌딩 1층)

대전 · 충청지역

대전	042) 522-6600	대전광역시 서구 도산로 51 (도마라이프클리닉센터 3층)
둔산	042) 489-9500	대전광역시 서구 둔산서로 59 (고운손병원빌딩 2층)
천안	041) 569-7000	충청남도 천안시 서북구 동서대로 129 (에이엠타워 2층)
청주	043) 253-9400	충청북도 청주시 흥덕구 2순환로 1229 (고속터미널 2층)

광주 · 전라지역

광주	062) 225-6900	광주광역시 남구 봉선로 164 (비아로마상환빌딩 4층)
전주	063) 229-2211	전라북도 전주시 완산구 백제대로 140 (효자메디컬센터 2층)

강원지역

강릉	033) 641-7800	강원도 강릉시 강릉대로 270 (구) 고속버스터미널 건너편
원주	033) 765-9400	강원도 원주시 서원대로 406 (리더스타워 3층)

본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.