

SECTOR UPDATE

2026. 9. 17

리서치센터 대체투자팀

이경자 팀장, 수석연구위원
kyungja.lee@samsung.com

홍주미 연구원, Research Associate
jumi14.hong@samsung.com



대체투자

4분기 전망

금리 상승기 대체투자 전략

삼성증권

금리 상승기 대체투자 전략

금리 압력이 커지며 대체투자 전략을 재점검할 시기입니다. 금리 상승, AI 속도조절론, 유가 급등 등 온갖 혼돈 속에서 4분기 대체투자 전략은 금리 변동에 방어적이고 현금흐름 가시성이 높은 전략 위주로 재편할 필요가 있습니다.

전반적으로 에쿼티 전략보다 대출전략이 유리한 시기입니다. 규제시장 유틸리티와 같이 일정 수익률의 보전이 가능한 인프라, 특히 인프라 대출의 안정성이 높아질 전망입니다. 산업 전반에 시데이터센터의 비중이 커지며 인프라 전략의 변동성이 높아지고 있으나 빅테크의 사전임차를 확보한 자산 위주로 투자되고 있음이 중요합니다.

사모대출은 연초 환매 러시를 겪었으나 스프레드가 확대되며 최근 빈티지의 매력이 높아질 전망입니다. AI 속도조절론이 제기되며 자산시장 전반의 혼란 속, 직접대출의 최대 리스크로 꼽혔던 소프트웨어 기업의 과도했던 할인이 완화되고 있음도 안도 요소입니다. 실제 9월 기준, 소프트웨어 업종의 디폴트율은 하락했고 타 업종 대비 낮은 수준을 기록했습니다. 무엇보다 직접대출은 변동금리 구조이기 때문에 금리 해지가 가능하다는 점이 재부각될 전망입니다.

엑시트 병목이 장기화되고 있는 PE/VC는 금리 영향이 불가피할 것입니다. 그러나 북미 집중을 넘어 거버넌스 개혁과 승계 이슈로 구조적 성장을 보이는 일본 PE, 정책자금 주도로 자금 유입과 투자액이 크게 늘어나는 한국 VC 등 아시아 국가에서 모멘텀이 나타날 것으로 예상합니다.

부동산은 꾸준히 구조조정이 진행되고 있어, 새로운 위기의 진앙지로 간주될 가능성은 낮습니다. 전반적으로 투자 비중은 축소되겠지만 opportunistic 및 value-add 전략의 기회가 될 것입니다. 우량 자산의 대출 전략 역시 유효합니다.

금리 상승 압력이 클 때에는 할인율이 커질 capital gain보다 현금흐름의 중요성이 부각됩니다. 특히 유동성이 부족한 대체투자 전략에서는 계약기반 현금흐름이 확보된 자산군의 선호도가 높아질 전망입니다. 대체투자 내 인프라와 사모대출 전략의 비중확대 의견을 제시합니다.

EXECUTIVE SUMMARY

PE/VC

- 글로벌 바이아웃 거래의 90% 이상은 미국이 차지했으나 점차 유럽과 아시아의 기여도 상승. 2026년 상반기 기준, 유럽 비중 9%, 아시아 8%로 확대
- 유럽의 우주/방산 PE투자액은 2026년 1분기 최고치 기록. 독일의 5천억 유로의 국방지출 패키지 승인 등 정책적 효과에 기반
- 일본은 사업승계와 상장폐지가 만드는 사상 최대 규모의 바이아웃 시장 도래. 타 국가와 달리 헬스케어, 요양 등 내수 섹터와 제조업에 기회 풍부

사모대출

- 사모대출 스프레드 축소로 '쉬운 초과수익의 시대' 는 소멸했으나 2026년 들어 스프레드 재확대. 전년 대비 50~100bp 상승. 2026년 빈티지 매력도 상승
- 미들마켓 대출 수요 지속. ① 미국의 기업 부채는 2028년까지 1조 달러의 리파이낸싱 필요, ② 비상장 상태로 남은 기업 증가로 사모대출 수요 급증
- 소프트웨어 기업 우려로 비상장BDC의 환매 러시가 있었으나 2분기 정점으로 예상. 최근 속도조절론은 과도했던 소프트웨어 기업 리스크 완화 요인

인프라

- 규제시장 하에 있는 미국 유틸리티는 인프라 업계에서 대표적 코어자산이며 고금리, 인플레이션 시기 최적의 대안
- 비중이 커지고 있는 AI데이터센터는 부채 규모가 커지고 있지만 현재 북미에서 건설 중인 자산의 92%는 사전 임차가 확보된 자산
- 향후 AI데이터센터의 밸류에이션에 전력 확보 여부가 최대 변수가 될 것. 기존 자산도 전력 확장성에 따라 밸류에이션 편차 확대

부동산

- 글로벌 오피스 시장은 맨해튼, 샌프란시스코, 싱가포르, 도쿄 23구 등 시 수혜를 입거나 공급 축소 요인이 있는 지역의 국지적 회복. 전반적으로는 침체
- 2024~2025년 금리 하락으로 단순 만기연장 누적, 2026년부터 구조조정 본격화. 그러나 새로운 위기의 진앙지는 아닐 것
- 전반적으로 비중 축소 가운데, 우량 자산의 대출 전략, Value-add 및 opportunistic 전략이 유리한 시점

결론

- ① 금리 상승, 유가 상승, AI 집중도가 높아진 가운데 AI 속도조절론 등 다수의 리스크를 고려한 대체투자 전략 필요. 핵심은 현금흐름 위주의 전략과 지역 분산
- ② 계약 기반 하에 현금흐름 가시성이 확보된 인프라, 변동금리 구조로 금리 헤지가 가능한 사모대출 선호. 인프라 역시 대출 전략이 유리
- ③ PE/VC는 북미의 엑시트 병목이 지속되며 새로운 모멘텀이 있는 일본 및 한국 등으로 지역 다변화 필요

자료: 삼성증권

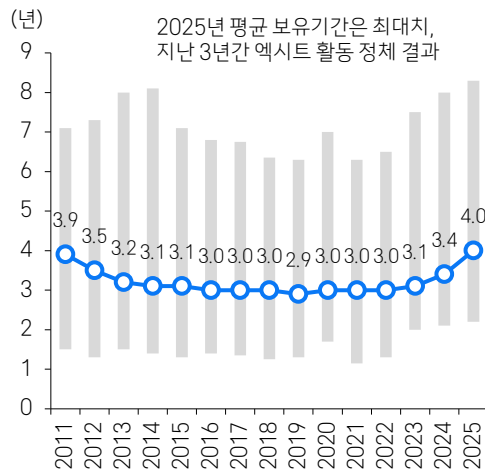
		향후 3개월			향후 12개월			핵심 투자 아이디어
		-1	0	+1	-1	0	+1	
대체 투자	PE/VC	○	●	○	○	●	○	미국 중심에서 구조적 변화가 있는 일본으로 확장 변동금리 구조로 헤지가 가능한 직접대출이 방어적 AI capex에 따른 투자 기회 확대, 금리에 방어적 금리 부담과 구조조정 지속, 일부 대출전략 유효
	사모 대출	○	○	●	○	○	●	
	인프라	○	○	●	○	○	●	
	부동산	●	○	○	●	○	○	

+1: Positive, 0: Neutral -1: Negative

1) PE: 미국을 넘어

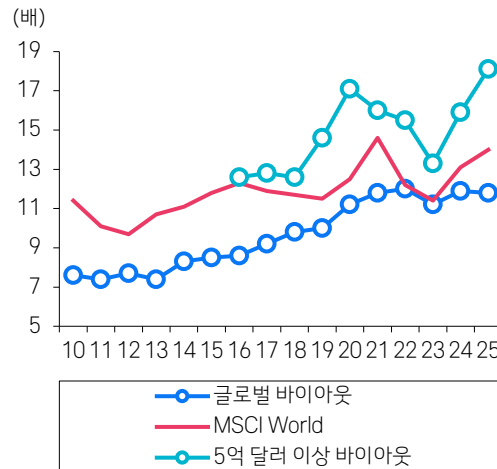
- 글로벌 바이아웃 거래의 90% 이상을 차지하던 북미 위주에서 유럽/일본의 기여도 상승. 2026년 상반기, 딜 거래액의 9%는 유럽, 8%는 일본이 차지
- 유럽의 우주/방산PE 투자액은 2026년 1분기 최고치 기록
- 독일의 2025년 5천억 유로의 인프라/국방 지출 패키지 승인, EU에 1,500억 유로의 SAFE 대출 및 EIB 자금이 드론/우주시스템/사이버보안에 투입됨
- 엑시트 기간 장기화와 AI 딜 편중으로 북미 PE 시장은 대형 GP 중심, 세컨더리 및 컨티뉴에이션 펀드 확산 예상
 - 미국 바이아웃 딜의 밸류에이션은 주식 밸류에이션을 크게 상회, 고밸류에이션 부담으로 소수 메가딜 외에는 IPO를 통한 엑시트가 어려워지는 구조

미국 바이아웃 펀드의 평균 보유기간 - 고령화



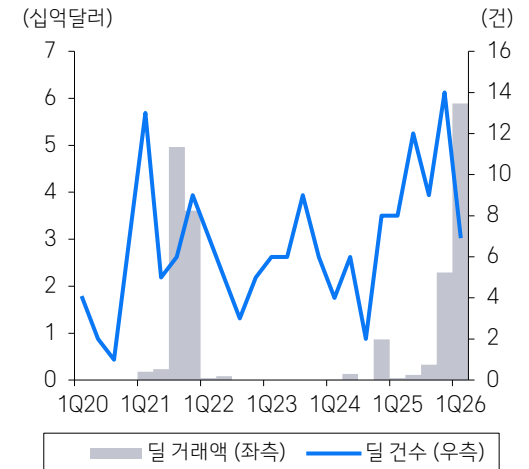
자료: Pitchbook, 삼성증권

바이아웃 딜과 주식시장 EV/EBITDA 멀티플



참고: 바이아웃펀드는 인수가/EBITDA, MSCI World는 12MFW 기준
자료: Bloomberg, MSCI, Pitchbook, 삼성증권

유럽의 방산 PE 딜 거래액

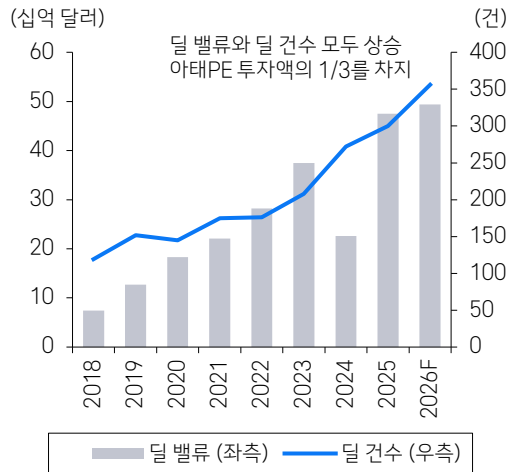


참고: 2026년 1분기 말 기준
자료: Pitchbook, 삼성증권

1) PE: 일본 바이아웃 호황

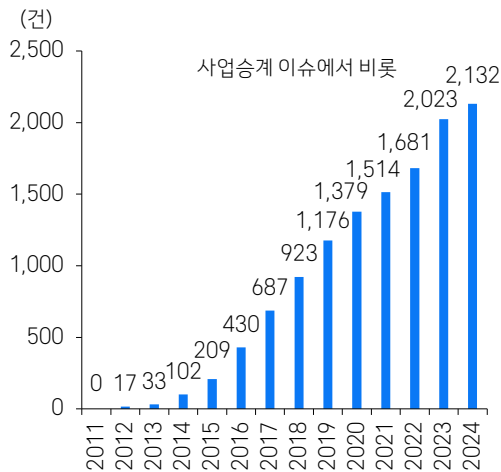
- 일본은 사업승계/상장폐지가 만드는 사상 최대 규모의 바이아웃 시장. 상장폐지(take-private) 거래가 전체 딜 거래액의 과반 이상을 차지하기 시작
- 배경 1) 인구구조: 일본 가족기업 CEO의 평균 연령은 60.4세. 70세 이상 경영자 기업 중 31%가 후계 계획 부재. 1천억엔을 초과하는 사업승계 딜 증가
- 배경 2) 지배구조 개선 압력: 대형 공개매수 증가. KKR, EQT 등 글로벌 운용사가 공동투자 기회로 참여
- 2026년 8월 누적 상장폐지 거래액은 276억 달러로 전년의 3배 - 블랙스톤의 TechnoPro, EQT의 후지테크 인수 제안 등
- 일본은 AI에 편중된 미국과 달리 헬스케어, 요양 등 내수 섹터와 국제 경쟁력을 갖춘 제조업에서 PE 기회 풍부

일본 PE 거래 추이



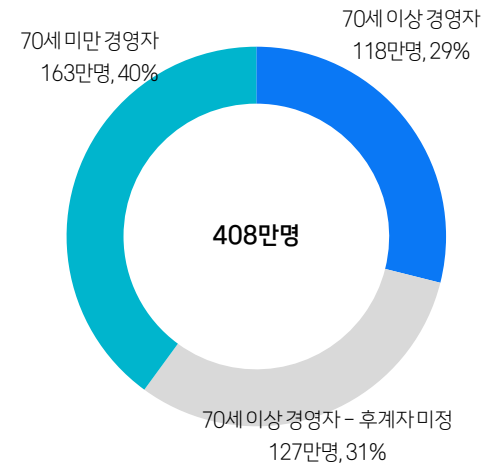
자료: Pitchbook, 삼성증권

일본의 중소기업 M&A 딜 건수



자료: Pitchbook, 삼성증권

일본의 중소기업 경영자 연령 현황

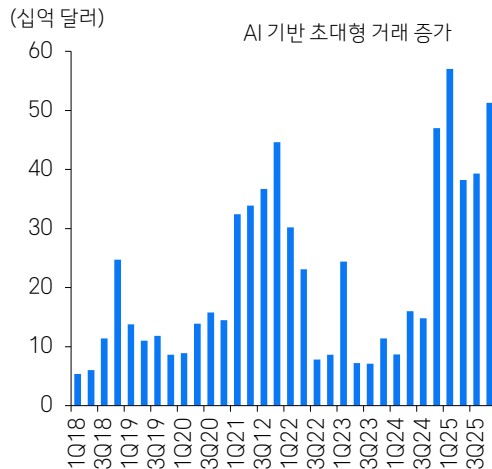


자료: 일본중소기업청

1) PE/VC: AI 독식의 역설

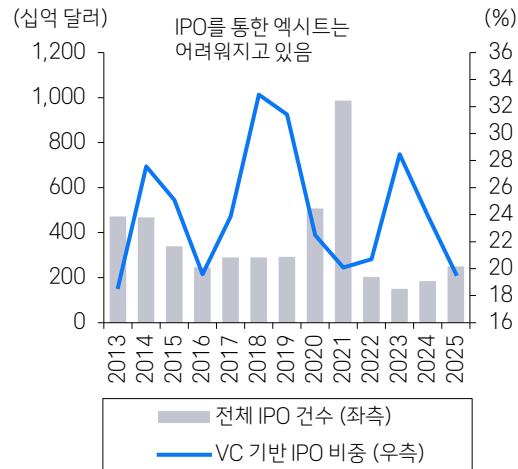
- 미국 내 VC 시장에서 AI 스타트업이 딜 거래의 65%를 차지하고 신규 유니콘의 절반 이상이 AI 관련 기업으로 쏠림 심화
- 2026년 1분기 VC 딜 거래액은 전분기 대비 2배 급증했으나 OpenAI 등 소수 기업의 초대형 라운드 영향. 그 외에는 모두 침체
- AI 관련 기업이 VC 시장을 독식하며 유동성이 메마르고 자금이 순환되지 못하는 후유증
- OpenAI·Anthropic 등 잠재적 IPO가 유동성의 최대 변수. 이들의 상장 지연 시 VC의 유동성 회복은 2027년 이후로 장기화. 이미 VC기반 IPO는 감소세
- 고금리를 겪으며 VC 투자에 신중해지고 있음도 중요. AI 관련 기업의 후기 라운드는 선별적 비중 확대, 비AI이거나 AI 초기 단계는 보수적 접근 예상

미국 유니콘 딜 거래액



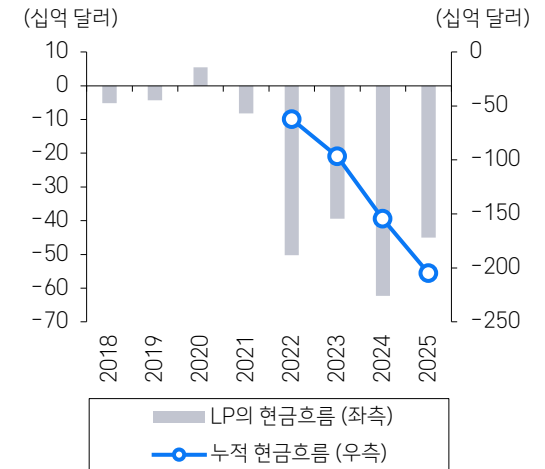
자료: Pitchbook-NVCA Venture Monitor

미국 IPO 거래액



자료: Pitchbook, 삼성증권

북미 VC 펀드의 LP 현금흐름

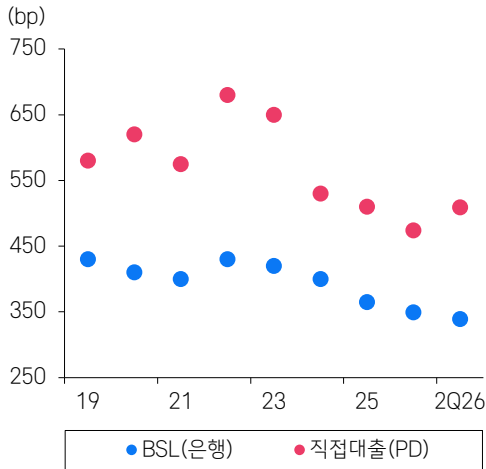


자료: Pitchbook-NVCA Venture Monitor

2) 사모대출: 금리 상승기 방어적 매력

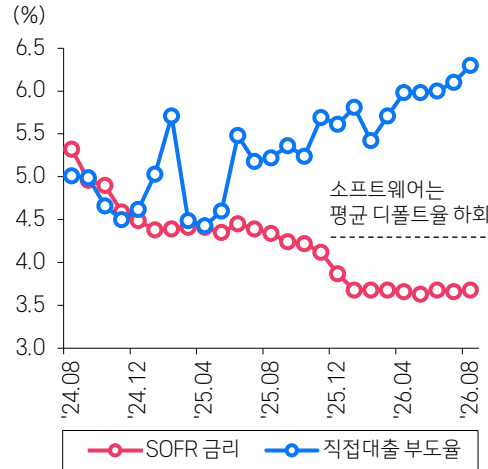
- 사모대출 스프레드가 빠르게 축소되었던 2025년을 지나며 리스크 관리 강화, 2026년 들어 스프레드 재반등
- 그럼에도 전통 미들마켓 직접대출의 수요는 지속될 전망. ① 2026~2028년 1조 달러에 달하는 미국 기업의 부채 만기 도래, 리파이낸싱 필요
② 지난 30년간 IPO 감소. 비상장 상태로 남은 기업이 늘어나며 사모금융 수요 급증. 미국 바이아웃 금융에서 사모대출 비중은 2024년 85% 기록
③ 금리 상승기, 변동금리 구조로 금리 헤지가 가능한 직접대출에 대한 투자 매력 재부각
- 소프트웨어향 직접대출은 2021년 공격적 투자의 후유증이 잔존하나 최근 AI 속도조절론이 제기되며 극단적 밸류에이션 할인은 완화될 전망
- 실제 9월 기준, 직접대출 시장 내 디폴트율은 전분기 대비 하락. 타 섹터 대비해서도 낮은 수준 기록
- 포화된 미국 직접대출에서 ABF(자산담보부대출), 인프라 대출로 확장 단계. 지역적으로도 PE시장이 활성화되는 일본과 유럽 등으로 분산 예상

직접대출과 BSL 스프레드 비교(SOFR 대비)



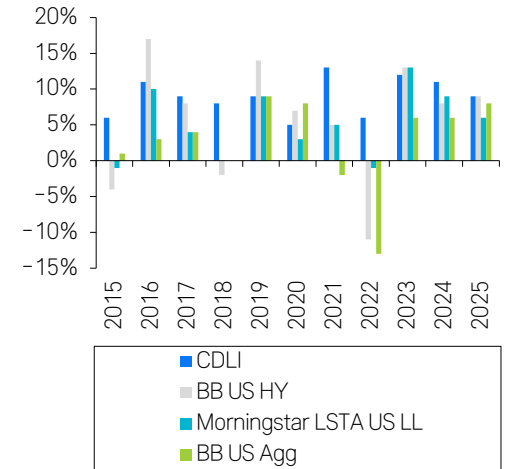
참고: BSL은 B2/B3 등급 기준
자료: Pitchbook

SOFR 금리와 사모대출 디폴트율



참고: Pitchbook이 집계하는 직접대출 대상, PIK선택 포함
자료: Pitchbook

직접대출은 장기간 고른 성과를 보임

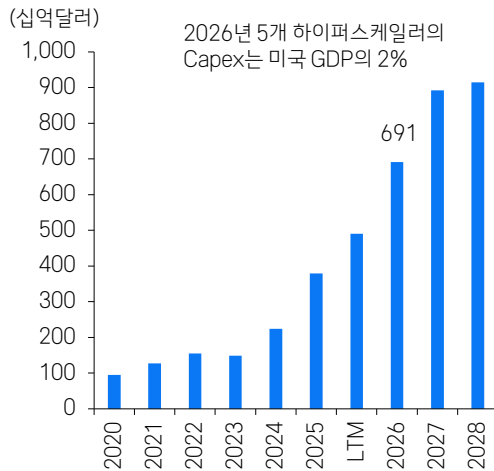


참고: CDLI-Cliffwater Direct lending index(직접대출지수)
자료: Bloomberg, 삼성증권

3) 인프라: AI Capex

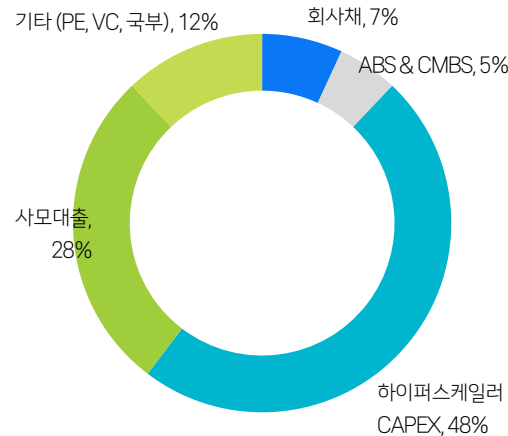
- 미국 하이퍼스케일러가 주도하는 AI Capex 확장 장기화. Capex의 75%가 AI 데이터센터이며 2026년 5대 하이퍼스케일러의 capex는 미국 GDP의 2%
- 데이터센터의 전력 소비 비중은 2025년 4%→ 2030년 8%로 확대될 것, 전력 병목 심화로 관련 투자가 증가하며 유틸리티 업계 M&A는 최대치 기록
- 규제 시장 하의 유틸리티는 코어 자산으로 최선호 자산이 될 것. Rate base 구조 하에 정부로부터 투자 수익률을 보전 받기 때문
- 하이퍼스케일러의 Free cash flow가 2026년 2분기부터 (-)로 전환하며 사모시장에서 자금 조달 증가 전망, 인프라 시장의 기회
- 신규 개발 시 전력 확보 여부가 관건. 기존 자산도 전력 확장성에 따라 밸류에이션 편차 나타나고 있음에 유의. AI데이터센터 건설은 실행 리스크가 변수

하이퍼스케일러 5개의 Capex



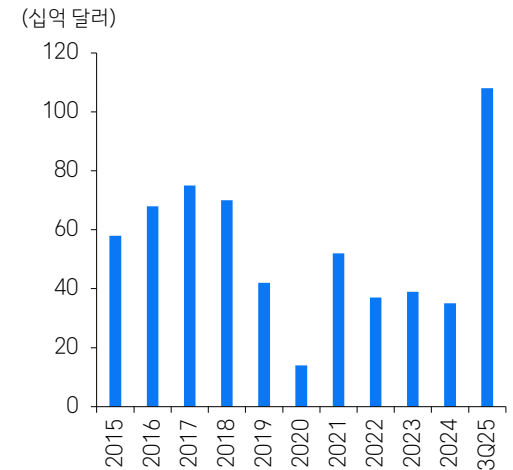
참고: 아마존, MS, 구글, 메타, 오라클
자료: Factset

북미 데이터센터 자금 조달 구성(2025년)



자료: Pitchbook

미국 전력 및 유틸리티 M&A 거래액

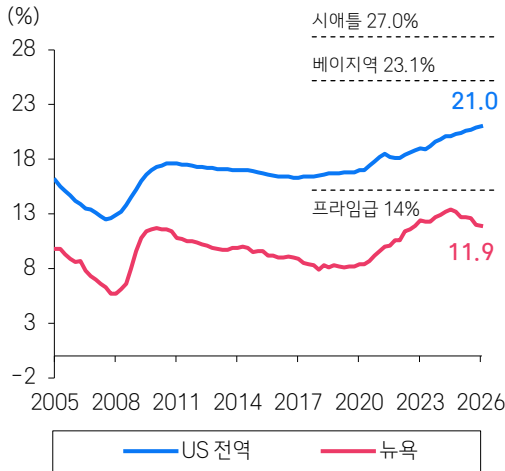


자료: Infralogic, 삼성증권

4) 부동산: 고금리와 구조조정

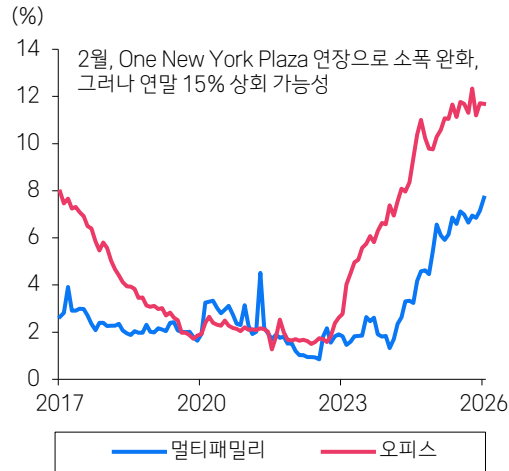
- 미국 오피스 시장은 맨해튼, 샌프란시스코 등 SI 산업 영향을 입는 도시 위주로 공실 하락과 거래 회복이 나타나고 있으나 매우 국지적
- 아시아 내에서도 공급이 축소된 싱가포르, 도쿄23구 등 일부 도시를 제외하고는 부진. 시장 전반의 턴어라운드까지는 시간 소요
- 글로벌 상업용 부동산의 부실 자산 처분이 증가하며 밸류에이션 하락이 야기. 결국 시장 저점 확인의 계기
- 2024~2025년 금리 하락으로 단순 만기만 연장하는 'Extend & Pretend' 규모는 한계, 1년 새 절반 수준으로 급감 (2024년 42% → 2025년 21%)
- 기존 자산의 부실 정리와 투자금 회수에 역점. 펀더멘털 회복이 예상되는 자산은 Value-add 및 opportunistic 전략, 대출 전략으로 선별적 접근

미국 오피스 공실 - 지역별 편차 확대



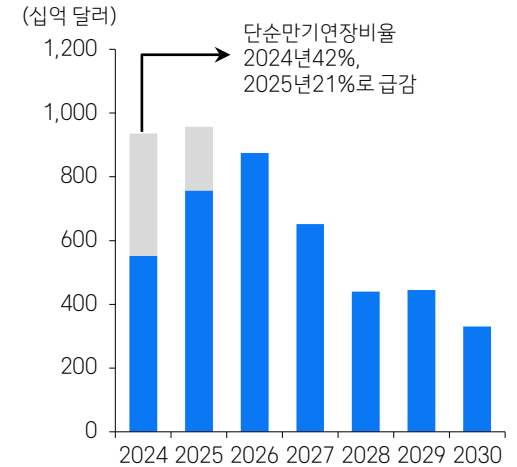
자료: RCA, 삼성증권

CMBS 연체율



자료: Trepp, 삼성증권

미국 CRE 대출 - 만기의 벽 도래

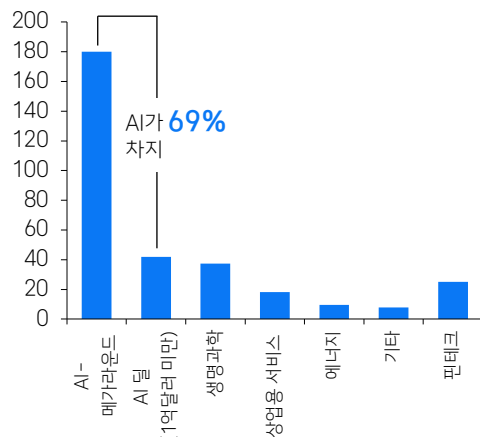


자료: Trepp, 삼성증권

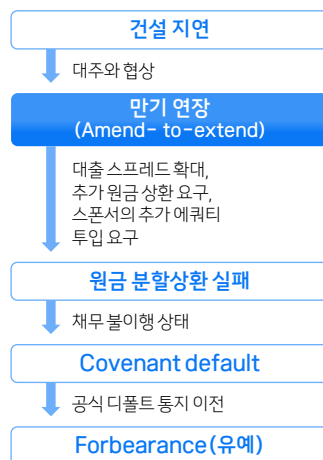
리스크 점검: AI 단일 테마 의존

- 미국 하이퍼스케일러 주도의 AI 데이터센터에 대체투자전반의 의존도 상승
- 2026년 상반기 기준 사모대출의 34%, 인프라전략의 40%, VC의 69%가 데이터센터와 연계 에너지에 집중
- 빅테크가임차인이거나 개발에 참여한 프로젝트는 안정적이나 미국 데이터센터의 건설 지연, 취소가 증가하고 있음은 시장 불안 요인
- 하이퍼스케일러, AI 모델러, 엔비디아로 연결되는 Circular financing은 PE/VC 및 인프라 시장에서도 유념해야 할 사례
- 단, 최종 차주는 빅테크라는 점이 중요. 역대 주요 부채 사이클에서 가장 재무비율이 강력한 차주라는 점에서 혼돈은 있어도 시스템 리스크 가능성은 낮음

(십억 달러)



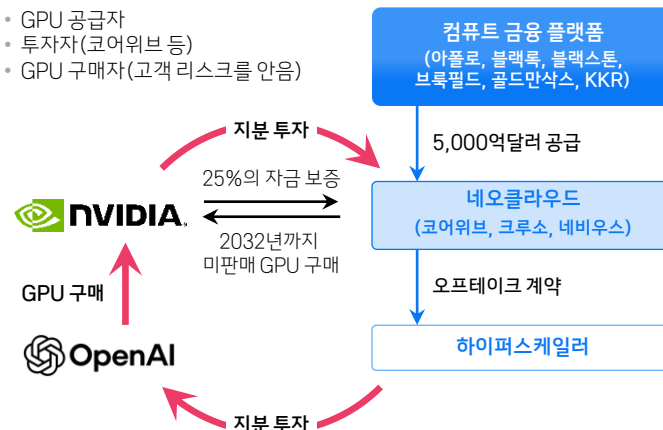
A|데이터센터 건설 지연 시 리스크



순환금융 사례 - 엔비디아의 '컴퓨트 금융 플랫폼'

엔비디아의 역할

- GPU 공급자
- 투자자(코어위브 등)
- GPU 구매자(고객 리스크를 안음)



참고: 코어워브와엔비디아는63억 달러 규모의 주문 계약 체결, 코어워브의 데이터센터 용량
이 고객에게 다 팔리지 않을 경우 엔비디아가 2032년까지 잔여 용량 구매의무 계약
자료: 언론 보도, 삼성증권

Compliance Notice

- 본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확히 반영되었습니다.

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)

Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA