SECTOR
UPDATE

2025. 11

리서치센터 대체투자팀

이경자 팀장, 수석연구위원
kyungja.lee@samsung.com

대체투자 시리즈 ⑦:

사모대출 시장은 과열인가?

삼성증권

사모대출 시장은 과열인가?

퍼스트브랜즈의 Chapter11로 시작된 크레딧 이벤트들은 사모대출 리스크의 전조로 우려되었습니다. 발생 초기 '사모신용'(Private credit, 비은행기관 대출)의 부실로 언론에 혼용되며 사모대출 시장에 혼돈을 줬기 때문입니다. 그러나 이 딜들은 은행 컨소시움이 대출 발행을 주선하고 CLO로 기관에 무수히 재매각된 형태가 대부분이었으며,사모대출의 메인 전략인 '직접대출'(Direct lending)의 피해는 거의 없었습니다. 직접대출은 운용사가 개별 대출을 직접 수행하므로 정밀한 모니터링과 차주에 통제력 행사로 일반 레버리지론 대비 낮은 손실율을 유지하고 있습니다. 대출 구조가 알려지기 시작하며 해당 사례는 BSL(Broadly syndicated loan) 시장의 실패 사례로 인식되고 있습니다.

일련의 이벤트들은 ① BSL의 딜소싱 경쟁 심화로 인한 느슨한 대출 요건(Covenant-lite) 증가, ② 개별 기업의 모럴헤저드 등 특정 요인이 큽니다. 시스템 리스크로 보기에는 일부 지역은행만 집중된 구조라 비중이 약하거나 개별 이슈의 특징이 큽니다. 스폰서딜 의존도가 높은 직접대출 및 BDC에게는 매우 제한적 영향에 그치며 사모대출 고유의 방어적 특징이 부각되는 기회가 되었습니다. 또한 이번 이벤트로 급속히 대출 기준이 완화되던 대출 시장은 다시 기준을 가다듬는 계기가 될 전망입니다. 즉, 사모대출 시장은 과열로 가기 전, 일종의 예방주사를 맞은 셈입니다. 그럼에도 이를 계기로 사모대출 시장 역시 다음 요인을 고려해야 할 것입니다.

트럼프 행정부의 새로운 정책- 관세정책, 이민자에 대한 강경책-은 후행적으로 취약 차주의 이자 상환능력을 저하시킬 수 있습니다. 고금리가 장기화되며 펀더멘털이 약화된 일부 섹터는 관세정책으로 인한 비용 부담과 이민자 정책에 따른 생산성 하락 등의 어려움이 가중될 수 있기 때문입니다. 2023년부터 프라임-서브프라임 채권간 연체율이나 스프레드 격차가 확대되고 있는데 양극화의 심화 가능성을 시사합니다.

금리인하가 진행되며 취약 차주의 이자 상환능력이 개선될 수 있음은 긍정적 요소입니다. 미국 사모대출 시장의 가중평균 금리는 2024년부터 150bp 내외 하락했지만 타 자산군 대비 이자율 프리미엄은 유지되고 있어, 절대 수익률 보다 신용 개선 가능성에 초점을 맞춰야 합니다. 더불어 2024년부터 BSL과 딜 소싱 경쟁, 대형 PE딜 실종 등으로 성장이 부진하던 사모대출 업계는 점차 PE 및 M&A 딜 회복 기조에 맞춰 2026년부터 성장 재개가 예상됩니다.

REPORT
CONTENTS

01 사모신용 시장의 이벤트 05p

02 리스크 점검과 결론 17p

Summary

크레딧 이벤트

- 9~10월 연이은 크레딧 이벤트로 사모신용(Private credit)에 리스크 제기. 부실 사례들은 BSL을 증권화 한 CLO가 주류이며 은행이 구조화
- CLO를 사모신용으로 언론이 혼용하며 사모대출의 메인 전략인 직접대출(Direct lending)에도 리스크가 반영되는 혼선
- BSL은 대형 신디케이트 대출인만큼 정밀한 차주 실사에 한계, 2024년부터 딜소싱 경쟁으로 'Covenant-lite'(느슨한 약정) 구조도 증가
- First Brands, Tricolors, Cantor 등의 이벤트는 중복 담보 설정, 모럴 헤저드, 실사 부족 등 개별 기업에 국한된 요인 영향이 큼

리스크 점검

- 이벤트의 공통점은 미국의 새로운 관세정책과 강경한 이민자 정책의 후유증이 이미 고금리로 취약해진 차주의 펀더멘털을 악화시켰다는 것
- 직접대출은 capex 부담이 큰 제조업(내연기관 자동차 등) 차주 비중이 낮은 편이며 PE스폰서딜 중심, 개별 대출 특성상 면밀한 모니터링
- 2025년 들어 손실율이 상승한 레버리지론과 달리 직접대출은 여전히 1%대의 낮은 손실율 유지 중
- 그러나 절대적으로 낮은 손실율의 이면에는 PIK(현물 이자 지급) 등 선택적 채무 불이행 증가도 작용했다는 점도 고려해야 할 것

사모대출 전망

- 크레딧 이벤트 이후 미국 CLO 시장에 자금 유출. 이 익스포저가 일부 있던 소수의 상장 BDC는 주가가 급락했으나 빠르게 회복
- NDFI(비은행 금융기관)의 급성장에 따른 일부 부실화가 미국 지역은행의 크레딧 리스크를 크게 확대시킬 가능성은 제한적
- 금리 하락은 긍정적, 단기적으로는 사모대출의 이자수익 하락 요인이나 차주의 건전성이 개선되고 신규 대출 수요가 확대되기 때문
- 최근 PE의 조달비용 하락, M&A 활성화는 PE스폰서딜 중심인 직접대출의 회복 가능성을 시사. 크레딧 이벤트를 계기로 과도한 경쟁 완화 예상

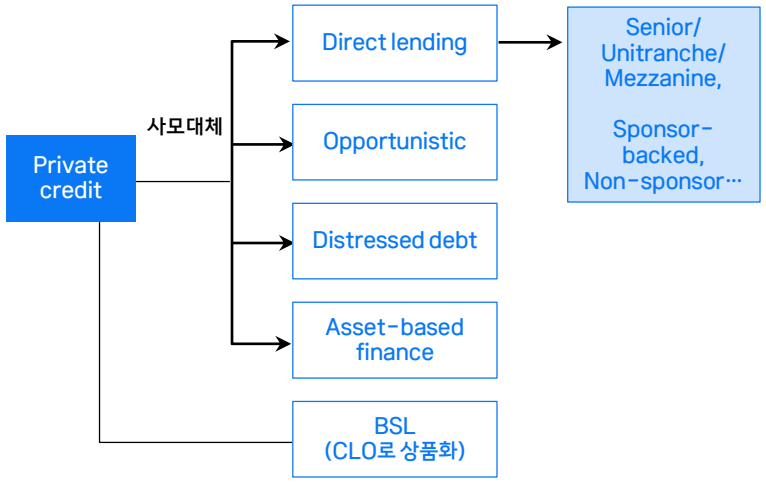
PART 01

사모신용 시장의 이벤트

사모신용(Private credit) 구분: 비은행 대출

- 3건의 부실 대출 사례로 사모신용에 리스크 제기. CLO(BSL 등을 증권화한 상품)/직접대출 모두 비은행 신용공급의 넓은 개념인 Private credit 범주 - CLO를 사모대출로 언론이 혼용하며 사모대출의 주요 전략인 직접대출(Direct lending)에 혼선, 3건의 사례를 직접대출로 오해하기도
- 일례로 퍼스트브랜즈 대출은 직접대출이 아닌, 은행 및 CLO 운용사 등 전통 금융기관과 광범위한 기관에 분산된 BSL(Broadly syndicated loan)
- CLO는 레버리지론(BSL)을 증권화한 구조화 상품, 직접대출은 펀드가 직접 대출을 실행함으로써 비용과 신속성에 우위
- BSL은 대형 신디케이트 대출인만큼 철저한 실사 수행에 한계, 직접대출은 PE스폰서딜 위주로 개별 모니터링, 이벤트 발생 시에도 즉각적 대응

광의의 사모신용(Private credit)



참고: CLO-Collateralized loan obligation, 이미 발행된 레버리지론(특히 BSL)을 구조화한 상품
자료: 삼성증권

미국 레버리지론 분류

구분	BSL	Direct Lending(직접대출)
구조	구조화 증권	개별 대출
투자 구조	트랜치 구조(AAA~에쿼티까지)	Bilateral 또는 클럽딜 형태의 대출
자금흐름	대출 풀→SPV→ 투자자	LP자금→ 펀드→ 차주
주요 차주	대형 레버리지론 차주	중견, 비상장 기업
유동성	중간 (2차 시장 존재)	매우 낮음 (비공모)
딜 규모	5~10억 달러	5억 달러 미만이 대부분이나 10억 달러 초과 대형 딜도 있음
투자자	기관, 은행, 펀드	연기금, 보험사, 패밀리오피스 등
특징	• 증권화, 분산화, 구조화 수익 • 레버리지론 풀을 구조화한 증권	• 직접대출, 통제력 • 운용사가 직접 대출을 만드는 전략
장점	분산효과	높은 금리 스프레드
기초자산	이미 발행된 레버리지론을 pooling	대체투자 운용사가 자체적으로 비상장, 중견기업에 신규 대출

참고: 레버리지론은 기업 신용도가 낮고(BB+ 이하) 레버리지가 높은 기업에게 제공되는 대출을 의미
자료: 삼성증권

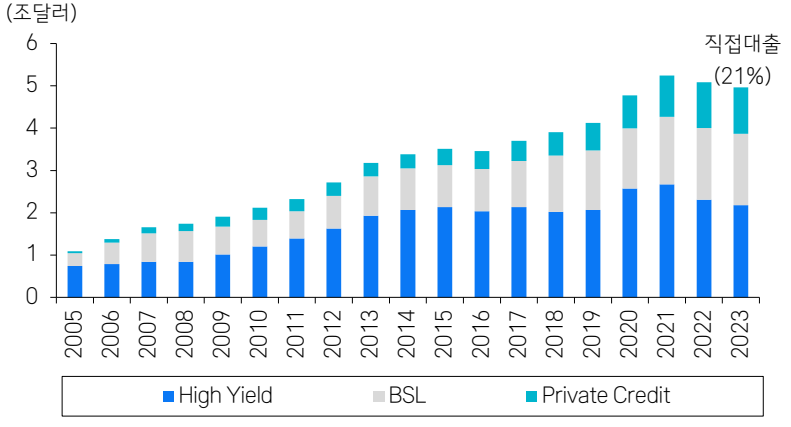
사모신용 구분: 비은행 대출

- 최근 5년간 사모대체 시장 내 사모대출은 직접대출 위주로 급성장
- 하이일드론, BSL(레버리지론), 사모대출은 각 1.2~2.0조달러 규모
- 차주와 투자자 특성에 따라 대출 시장간 자금 이동
- 투자자- 초저금리 시기, 초과 수익을 위해 사모대출로 이동
- 차주- 은행 중개 회피, 직접조달 선호(속도, 맞춤형, 확실성) 등으로 금리 하락기에도 직접대출을 선택하는 수요자 증가

직접대출 트랜치

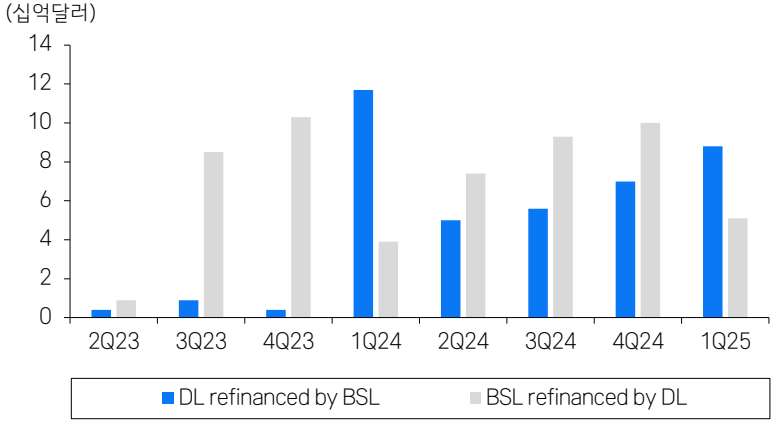
용어	설명	이자율	특징	리스크
Senior direct lending program	비상장 중견기업(mid-market)에 직접 대출 프로그램	SOFR+ 400-600bp	선순위 담보대출 중심으로 구조적 위험이 낮고 은행 대출 수익률보다 높아 BDC의 코어자산, 선취수수료(arrangement fee), Exit fee	중
First lien senior secured loan	1순위 담보를 가진 대출, 차주의 자산에 가장 먼저 청구권을 가짐	SOFR+ 400-600bp	손실 가능성 낮고 금리 상승 시 변동금리 구조로 이자수익 증가	하
Second lien senior secured loan	2순위 담보를 가진 대출, 차주의 자산에 차순위 청구권을 가짐	SOFR+ 700-1,000bp	PE가 스폰서인 바이아웃 금융에 종종 활용, 일부 BDC는 유니트랜치(1순위, 2순위 묶은 형태)로 운용	중상
Senior Subordinated Loans	담보가 없거나 제한적인 후순위 대출	SOFR+ 900-1,500bp	BDC의 알파 수익 창출용이며 메자닌보다는 선순위	상

비은행 대출잔액



자료: Pitchbook, 삼성증권

BSL과 직접대출간 리파이낸싱 추이



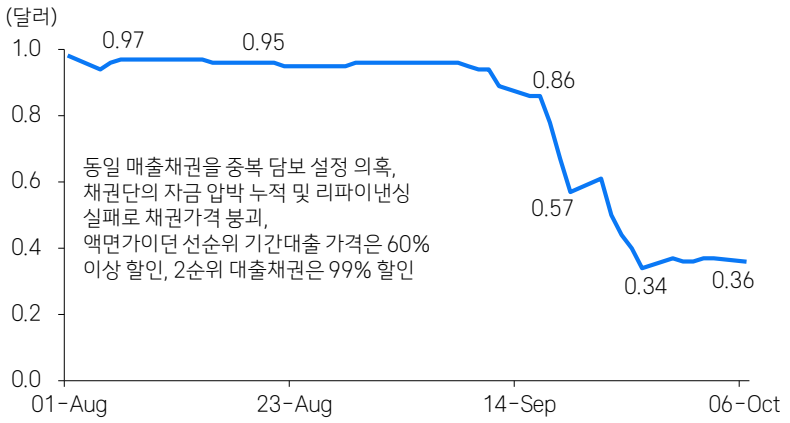
자료: Pitchbook, 삼성증권

이벤트①

First brands: Chapter 11

- 9월, 자동차 부품업체 First Brands Group이 Chapter 11 신청
- 역팩토링(reverse factoring) 및 SCF(Supply Chain Finance)등 부외 금융 의존으로 실제 부채 규모 파악 실패
- 4월, 관세 정책으로 애프터 마켓 부품 산업 전반에 비용 증가, 퍼스트브랜즈는 재고 사전 구매에 6천만달러 지불 등 새로운 관세로 2.2억달러 비용 부담, 더불어 6~9월 신사업 개시로 2억 달러 추가 지출
- 채권자 청구액은 12개 채권자에 걸쳐 8.7억 달러

First Brands 선순위 기간대출 채권 가격 추이



참고: 2027년 3월 만기 Term loan 중 일부 발췌
자료: Morningstar

First Brands 확장 타임라인-10년간 15개사 인수

날짜	내용	차입액 (십억달러)
2014년	2013년 Crowne Industrial Group 설립, Carter Fuel Pumps, Trico Products 인수합병	0.4
2019년	FRAM Group(필터 및 점화플러그) 인수	0.3
2020년	Brake Parts Inc(Raybetos 브레이크), Champion Labarotories(Luber-finer 필터) 인수	1.0
2020년	Centric Parts(StopTech 성능 브레이크) 인수, First Brand Group으로 리브랜딩	
2023년	Horizon Global(트레일러 견인 장비), Cardone Industries(재생 부품) 인수	1.1
2024년	연 50억달러의 매출 기록, 직원 2.6만명으로 급성장	0.5
2025년	관세 비용 발생하여 그룹 전체적인 마진 급감, 중복 담보 설정 및 사기 혐의 제기되며 Chapter11 신청	0.3

자료: Bloomberg, 삼성증권

First Brands 제품 포트폴리오

자료: First Brands 청문회

이벤트 ①

First brands: 대출 구조

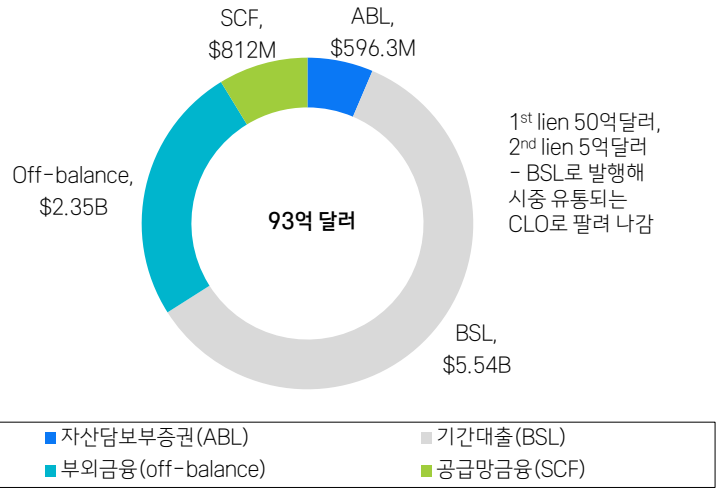
- 과도한 차입 및 매출채권 매각(팩토링) 등 부외부채 거래 과중. 1st lien(50억달러), 2nd lien(5억달러) 담보채권을 BSL로 발행(이는 CLO에 편입)
- 주로 제프리스 산하 펀드를 통해 팩토링 방식으로 운영자금을 조달해 옴. UBS, 블랙록 등이 대출 어랜저. 일본 노린추킨 은행은 무역금융 제공 등
- 퍼스트브랜즈의 부채는 CLO로 광범위하게 분산 , 이를 보유한 상장 BDC는 제한적 익스포저, 직접대출은 없었음
- 파산 과정에서 주요 문제는 중복 담보 설정 – 동일 매출 채권을 여러 민간 대출기관에 중복으로 담보로 제공
  - 이는 BSL을 구성한 제프리스 등 주요 투자은행의 리스크 관리 미비로 지적됨

First Brands 주요 대출 투자자

주요 대출자	노출액 (십억달러)	내용
Jefferies (Point Bonita Capital Fund)	7.1	펀드를 통해 매출채권 팩토링에 투자 (해당 펀드 AUM 내 비중 25%)
Jefferies (Apex Credit Partners)	0.5	Jefferies CLO 부문 (AUM 내 비중 1%)
UBS (O'Connor Fund)	0.5	인보이스 파이낸싱을 통해 AUM의 30%, 지분 투자한 Raistone은 First Brands로부터 매출의 80% 창출
Milennium Management	0.1	헤지펀드, 재고 관련 단기차입금에 노출
Katsumi Global (Norinchukin Bank&Mitsui JV)	1.8 (무역금융)	미회수 매출채권 14.3억 달러
Marathon Asset Management	0.3 (CLO)	단일 기관으로는 최대 CLO 보유자
Monroe Capital Income Plus	0.1	BDC 중 최대 노출(비상장 BDC) 1순위 채권 가치를 101.25%로 평가

자료: 언론 기사, 삼성증권

퍼스트 브랜즈 부채 구성- 대부분 BSL



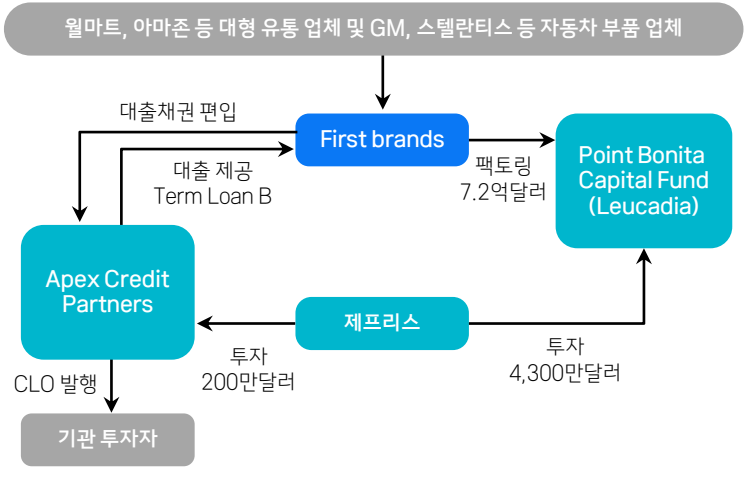
참고: 파산 직전 공식 재무제표상 부채는 61억달러
자료: Reuters, 삼성증권

이벤트①

First brands: 대출을 주도한 투자은행 '제프리스'

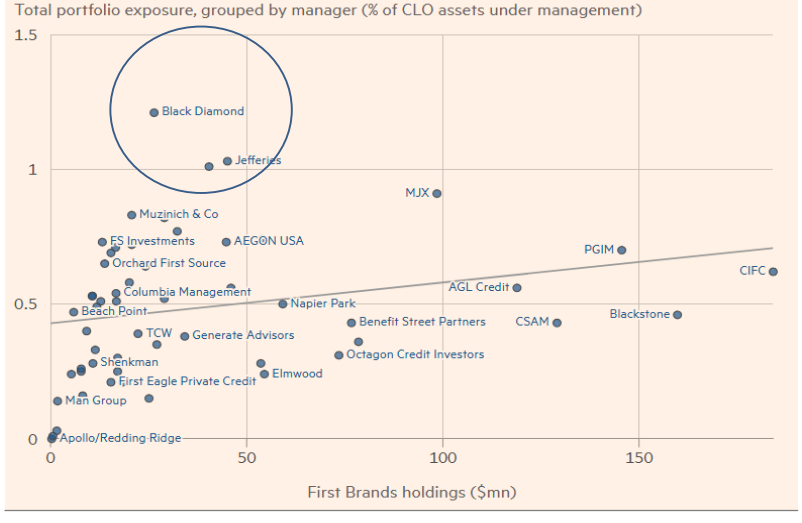
- 퍼스트브랜즈는 매출의 70%를 팩토링화 – 단기 유동성 확보는 가능하지만 수수료 증가, 미래 현금 흐름 감소의 부작용
- 이 금융을 주도한 주요 대주는 투자은행인 Jefferies, 2019년부터 팩토링 거래를 통한 매출채권 매입 활발
  - 제프리스 주가는 이번 사태로 25% 급락
- 퍼스트브랜즈는 50억 달러의 대출을 받고 제프리스는 이렇게 편입된 대출채권으로 CLO 발행 – 80여개 CLO가 40억달러의 손실을 발생
- 제프리스가 50% 지분을 보유한 산하 펀드 'Apex Credit Partners'는 42억 달러의 CLO 전문 운용사로 AUM의 1%(4,800만달러)가 관련 대출
  - PGIM, 블랙스톤, 오크트리 등 대형 자산운용사들도 퍼스트브랜즈 CLO에 일부 익스포저

제프리스의 딜 구조



참고: Point Bonita Capital은 제프리스의 자산운용 계열인 Leucadia산하의 무역금융 펀드, Apex Credit Partners는 제프리스의 대출 및 CLO 운용 부문
자료: 삼성증권

투자자별 퍼스트브랜즈 대출채권과 CLO 자산 내 비중



자료: Financial Times

이벤트②

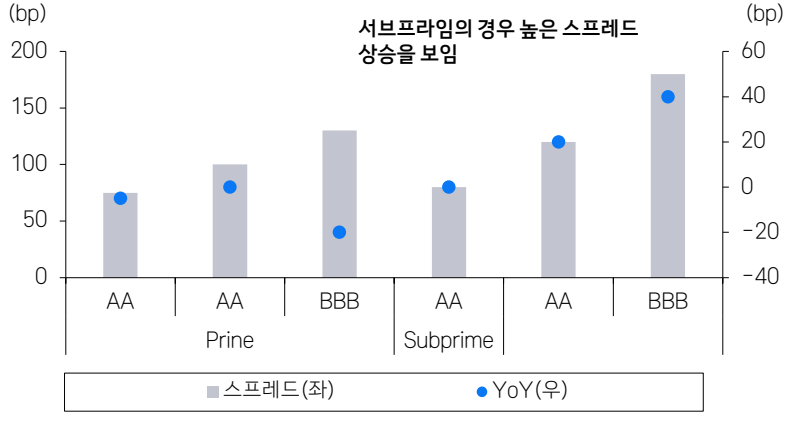
Tricolor: 대출 구조

- Tricolor holdings는 텍사스에서 히스패닉 서브프라임 대상 대출채권을 자산유동화증권(ABS) 형태로 판매하는 오토금융 기업
- 10억 달러 이상의 대출이 은행을 통한 ABS로 이뤄졌으며 BDC 또는 사모시장 노출은 거의 없음. ABS 투자자들은 3분기 손실 인식
- 특수금융 중 하나인 ABS(자산담보부대출) 의 투자대상은 모기지, 소비자 금융, 비소비자 금융, Contractual cash flow(특정계약 현금흐름) 등 다양
- 직접적 손실의 이유는 이중 담보 문제. 오토금융 특성상 은행들은 담보권(자동차) 행사를 통해 손실을 최소화 해야 하나 Tricolor는 중고차 매매 과정에서 담보가치를 높여 인식하는 편법, 또한 이중 담보로 담보 회수 불가

Tricolor 주요 대주

주요 대출자	대손상각 손실	내용
제이피모건 체이스	1.7억 달러	ABS, 창고대출
바클레이즈	1.5억 달러	ABS, 창고대출
Fifth Third	1.7~2억 달러	ABS, 창고대출
Triumph Financial	2,300만 달러	차량담보대출

등급별 ABS 평균 스프레드



참고: 10월 20일 기준
자료: IMF, 삼성증권

ABS vs Direct lending 비교

ABS (자산담보부대출)	구분	Direct Lending (직접대출)
담보자산 (대출 Pool, 저작권료 등) 현금흐름	**대출 담보**	기업 미래 현금흐름
낮음	**딜소싱 경쟁 강도**	높음
높음	**위험조정수익률**	낮음
전문화된 자산 분석 능력	**Underwriting 역량**	기업 현금흐름 분석
원리금 분할 상환	**대출 상환구조**	만기 일시상환
주로 고정금리, 일부 변동금리 포함	**금리 (수익률) 구조**	변동금리
낮은 편	**시장 상관관계**	높은 편

자료: 삼성증권

이벤트 ③

Cantor: 대출 구조

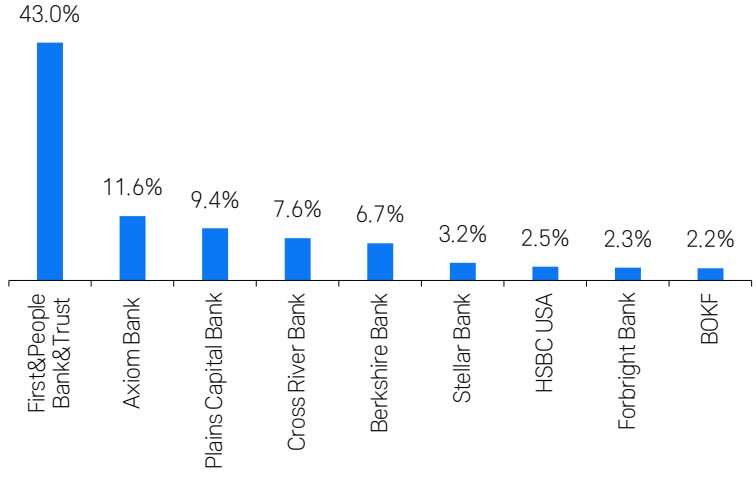
- 지역은행 Zions, Western Alliance가 허위 담보로 실행된 대출 손실 발표(부동산펀드 Cantor group 관련 대출) , Zions 계열사 CB&T는 Cantor 소송
- CB&T는 2016~2017년 Cantor Group II, IV에 6천만달러 투입, 이 펀드는 부실 주거용 및 상업용 모기지 매입용
- 부실 발생 시 선순위 담보가 설정되도록 하는 조건이지만 담보권 행사하는 시점에 CB&T는 담보자산이 타 대주에게 제공된 사실 발견, 자금 회수 실패
- Western Alliance Bancorp도 담보대출 사기소송 제기
- 이는 지역 상업은행의 느슨한 대출 심사가 원인이며 사모대출(직접대출)과는 무관

Cantor 주요대출자

주요 대출자	익스포저	내용
Western Alliance Bank	1억 달러	상업용 부동산 대출, 담보 이전 (fraudulent transfer) 사기
Zions Bancorp / CB&T	6천만 달러	상업용 부동산 (CRE) 담보 대출로, 담보자산 중 일부가 중복 설정 의혹으로 소송 제기
PacWest Bancorp (현 Banc of California)	4천만 달러	
Valley National Bank	2,500만 달러	
Origin Bank	1,500만 달러	

자료: 삼성증권

미 중소은행 NBFI(비은행 금융기관) 연체율



자료: Pitch

특징 ①: 은행 구조화(Bank-led) 딜

- 3개 딜 모두 은행 주도의 고위험 딜. 그 외 중복 담보 설정, 자산 과대계상, 사기 등 개별 이슈로 사모신용 시장 전반을 대변한다고 보기 어려움
- 그럼에도 타 NDFI의 대출들도 유사한 문제가 있을 수 있다는 경각심을 불러일으키는 계기
  - 대출 실행 시 담보 등 안전장치를 설정하는 대신 NDFI 대출은 거래 상대방인 금융사가 은행으로부터 대출을 받아 다시 대출로 운용하는 구조이기 때문
- 최근 은행권의 대출 기준 완화 영향이 큼. BSL시장은 경쟁 과열로 인한 Covenant-lite로 차주에게 유리한 구조가 많음. 반면 직접대출은 대주에게 유리
- 직접대출은 BSL 시장 대비 엄격한 실사 진행. 대출 조건 측면에서도 강력한 covenant 설정으로 차주 기업의 재무상태 악화 시 적극 개입.
  - 이를 위해 대출 실행 이후 광범위한 실사와 모니터링이 운용사 역량을 결정 짓는 key factor

퍼스트브랜즈와 Tricolor의 차주 특징

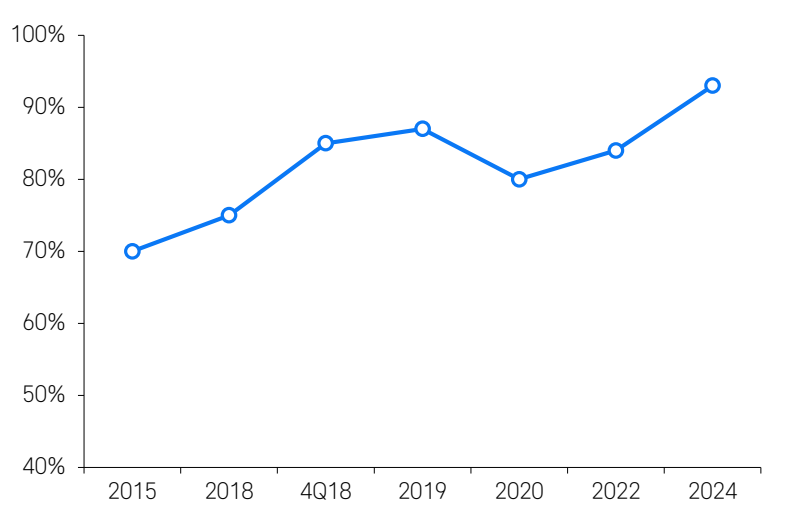
Tricolor	First Brands
서브프라임 자동차 대출 업체	자동차 애프터마켓 부품 사업
차주는 평균 신용점수 614로 낮음 운전면허 없이 차량 구입자금 대출	오프밸런스 시니어/하이일드 대출, 불투명한 구조로 인해 DoJ 조사 진행 예정
은행 창고대출 및 유동화로 자금조달	대규모 시중 대출을 통해 자금조달

직접대출과 BSL 운용 비교

	직접대출	BSL
대주 구성	단독 또는 소수 사모신용펀드 (Ares, 블랙스톤, 블루아울 등)	다수의 은행 및 기관 참여
차주	비상장 중견기업 스폰서딜 PE포트폴리오	대형 LBO기업 상장사
거래 형태	비공개, 맞춤형 계약	공개시장, 표준화
Covenant 구조	Full maintenance covenant	Covenant-lite
모니터링	펀드매니저기 직접 관리 보고서 요구	시장에 따라 간접 감시
조기 개입형	강함 (Trigger 빠름)	약함 (Cov-lite로 약화됨)

자료: 삼성증권

미국 레버리지론 신규 발행에서 Covenant-lite 구조 비중



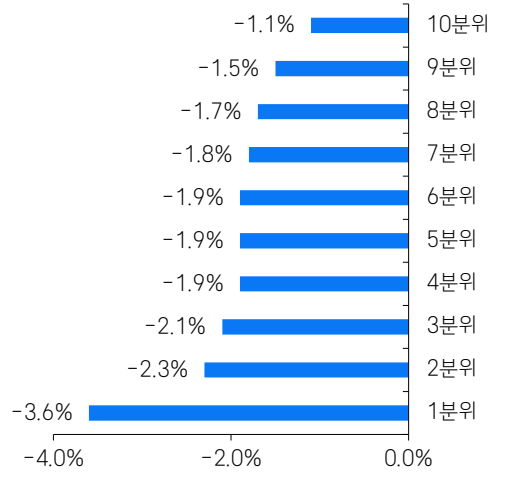
자료: 포브스
참고: 레버리지론은 직접대출(비공개), BSL(CLO 유동화 등)을 모두 포함

이벤트

특징 ②: 관세정책

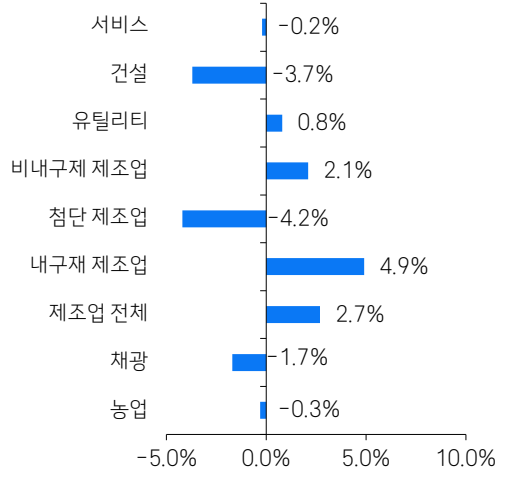
- 이번 부실 사례의 공통점 중 하나는 트럼프 행정부 들어 새로운 정책이 장기 고금리로 인해 취약해진 서브프라임 차주에 충격을 키웠다는 점
- 새로운 관세는 수출입 영향이 큰 제조업에 타격. 이미 자동차 산업은 전기차 확대로 사후 관리용 자동차 부품 시장의 취약성이 커지던 상황
  - 직접대출은 높은 자본지출, 경기 변동성, 원자재 리스크 등을 지닌 기업을 차주로 회피. Ares는 2024년부터 Auto 섹터 투자 중단
- 관세 타격은 소득분위 낮은 가정에 큰 영향(Yale Budget Lab), 영세 기업 혹은 개인 차주의 대출 시장 영향은 한동안 클 것
- 관세는 제조업 중심 일부 섹터에는 큰 압박을 주지만 원자재 노출이 낮은 mid-market은 상대적으로 안전. 직접대출 시장에 기회가 될 수도
  - 사모대출은 2분기부터 딜소싱 환경 개선, 2026년에는 관세이슈로 지연된 M&A가 더욱 활발해질 전망

관세의 소득분위별 가처분소득 감소 효과



참고: 9월 26일 기준
자료: GTAP, Yale Budget Lab

관세 도입 이후 산업별 미국 실질 GDP 변화



참고: 9월 26일 기준
자료: GTAP, Yale Budget Lab

소비자대출 연체율 추이

	2Q24	2Q25	YoY(%)
학자금 대출	0.80%	12.88%	12.08%
신용카드 대출	7.18%	6.93%	-0.25%
자동차 대출	2.88%	2.93%	0.05%
모기지	0.95%	1.29%	0.34%
신용대출	0.51%	1.15%	0.64%
주택담보 신용대출	0.51%	1.15%	0.64%
기타	5.42%	5.42%	0.00%
총계	1.59%	2.91%	1.32%

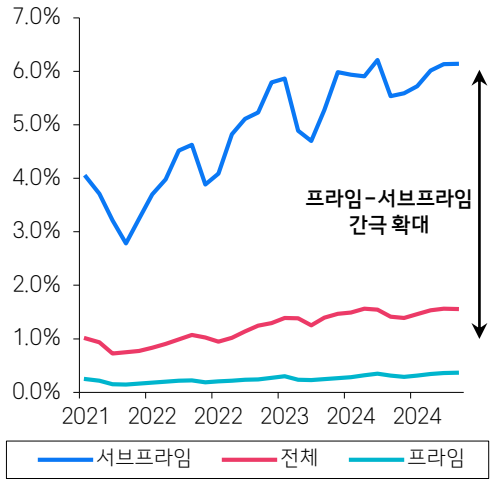
참고: 연체일 90일 이상 기준 집계
자료: FRBNY

이벤트

특징 ③: 이민자 정책

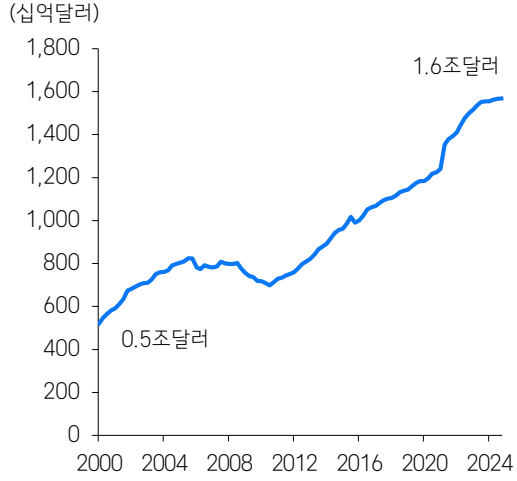
- 트럼프 행정부 출범과 함께 부정적 환경 직면. 1) 이민자 강경책, 2) 관세정책 등. 고금리 후유증과 고용시장 악화로 서브프라임/프라임간 격차 확대
- Tricolor는 서류 미비 이민자/저신용자(전통은행 밖)에게 중고차 판매/담보대출 제공, '25년 채권 거래에서 차주의 68%는 신용점수나 운전면허증이 없음
  - 주고객인 이민자들이 전통금융의 접근성이 낮은 점에 착안, 이들에게 담보가치를 부풀려 오토금융 취급
  - 구매와 금융을 함께 제공하는 BHPH(Buy Here, Pay Here) 모델로 차주들의 성과 데이터 조달과 모니터링 모두를 Tricolor에 의존
  - 총 7만건 대출 사례 중 2.9만건이 동일 차량 식별번호(VIN)를 가진 이중 담보로 설정
- 1월, 60일 이상 연체된 서브프라임 자동차 대출 차주 비율은 6.56%(Fitch)로 1994년 집계 이후 최고, 유사 서브프라임 업체 PrimaLend도 Chapter 11

미국 자동차 대출 연체율 추이



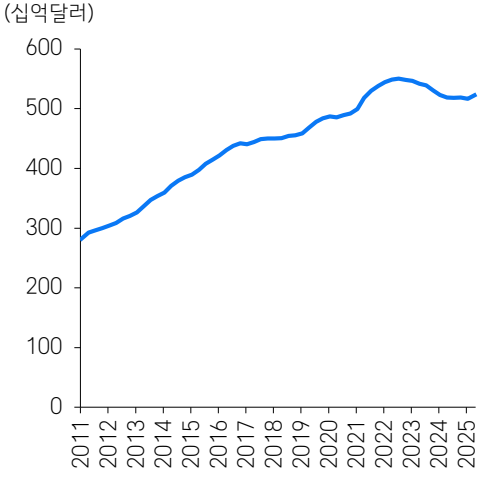
참고: 연체율 60일 이상 기준으로 집계
자료:Fitch Ratings ABS Indx, Equifax, 삼성증권

소유 및 유동화된 자동차 대출 규모



참고:Motor Vehicle Loans Owned and Securitized
자료: FRED

미국 상업은행 보유 자동차 대출 잔고

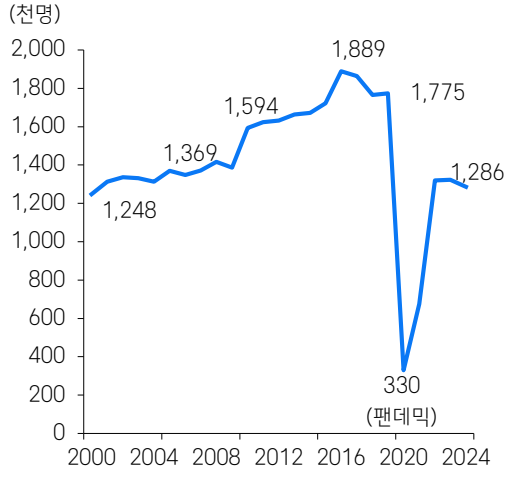


참고: FDIC-Insured Commercial Banks and Savings Institutions 기준 개인에 대한 대출 총액 자료: FRED

특징 ③: 이민자 정책

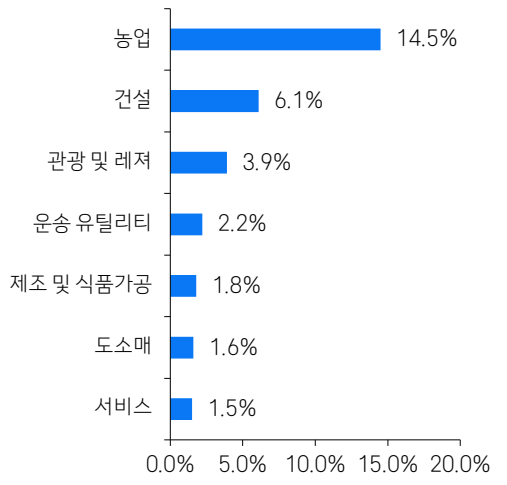
- 전통 금융에 접근성이 낮은 이민자들이 주로 속한 산업 형태는 건설, 관광, 제조 등. 이민자 강경책이 지속되며 후행적으로 경기에 영향이 나타날 것
- 2025년 4월 Hospitality Investor 보고서에 따르면 사모대출은 시장 혼란과 전통 은행 대출의 둔화로 호텔 및 접객 산업에서 영향력을 크게 확대
  - 그러나 장기적으로 트럼프 행정부의 이민정책은 경기 전반에 부정적 요소. GDP 성장 제한, 인플레이션 상승 등
- 새로운 이민 정책과 추방은 농업, 건설, 숙박 시장에서 상당한 긴축을 초래할 전망

미국 순이민자 추이



참고: 2020년은 코로나 특수, 이민자 수는 집계기관별 차이 지대
자료: World Bank

2024~2028 업종별 기대 인플레이션 전망



참고: 가석방 프로그램 종료, 이민자 감소 등의 영향 분석
자료: FWD.us

업종별 이민노동자 비중

주요 대출자	이민자 비율	내용
농업	약 44%	2025년 10월 노동부는 불법 이민자 유입 중단이 식품 가격 안정성을 위협한다고 인정
건설	약 34%	AGCA는 텍사스·뉴저지·플로리다·뉴욕에서 건설노동자의 이민자 비중이 50%에 육박한다고 분석
호텔 및 숙박	약 30%	로이터는 호텔 및 숙박이 기피업종이며 2024년 고용 800만명 중 3분의 1이 이민자였다고 분석
식품가공	약 21%	API 조사에 따르면 베이커리 및 육류 가공업에 한정할 경우 이민자 비중은 33~34% 수준
레스토랑 및 접객	약 22%	OFW에 따르면 셰프의 46%, 웨이터의 18%가 이민자이며 7월까지 4개월 간 약 14만명의 노동자 이탈

자료: 삼성증권 정리

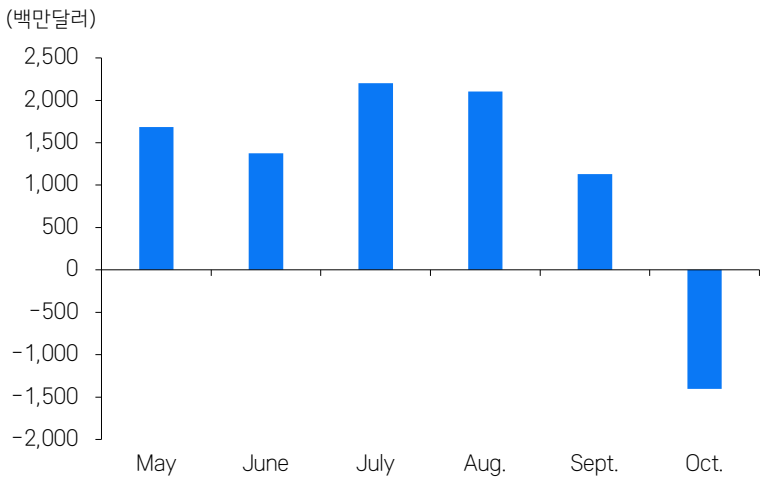
PART 02

리스크 점검과 결론

시장 영향: CLO 자금 유출

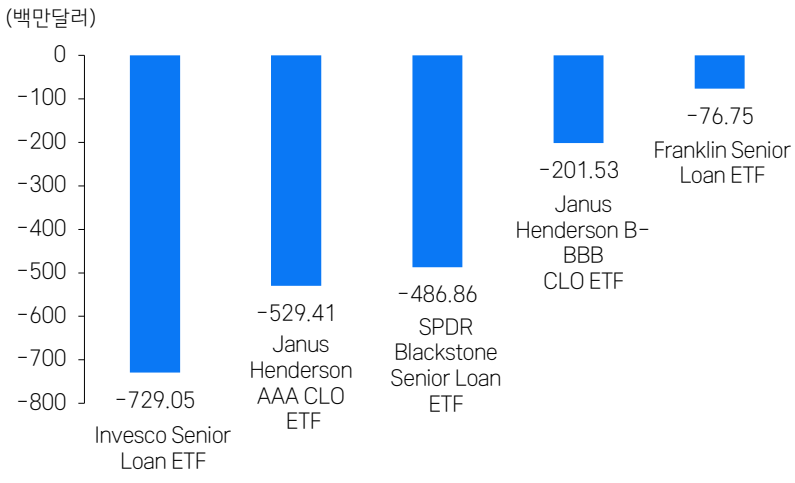
- 일련의 사건들 이후 미국 내 사모신용 자금이 급격히 유출됨
- 2025년 들어 CLO ETF 시장은 강한 성장세로 9월까지 152억 달러의 순유입(2024년 연간 167억달러)을 보였으나 10월에만 15억 달러 유출
- First Brands, Tricolor 등에 노출된 상장 BDC는 15~35%의 주가 하락을 보였으나 소수 BDC만이 익스포저가 있고 비중은 미미. 이후 빠르게 회복

CLO ETF 자금 유출입



참고: 10월 데이터는 21일자 기준
자료: LSEG Lipper

CLO에 투자하는 ETF에 자금 유출 현황

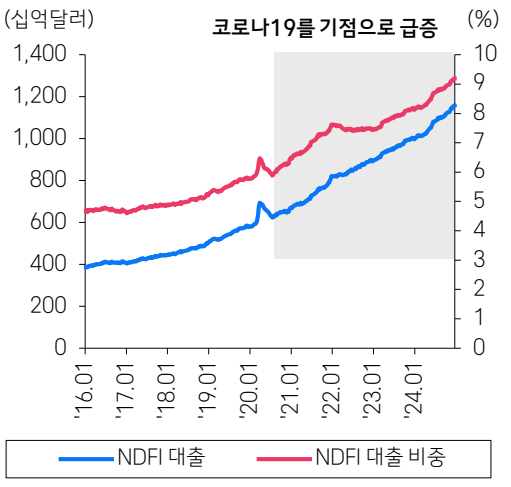


참고: 10월 데이터는 21일자 기준, 미국 증시 상장 ETF 집계
자료: LSEG Lipper

리스크 점검 ①: NDFI

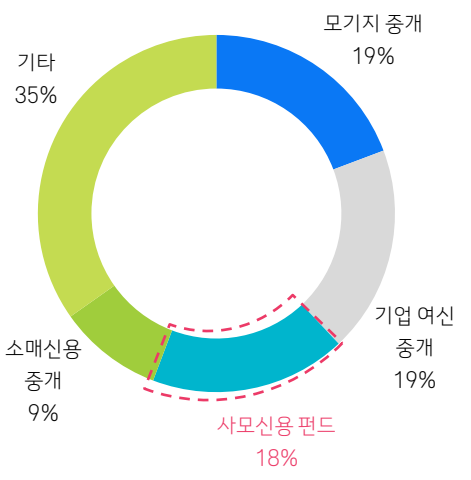
- 이번 신용 리스크의 발생에는 은행이 NDFI(Non- depository financial institution, 비예금 금융기관)에 빌려준 대출이 중심
  - Tricolor는 오토금융기업, Cantor group 산하 펀드들도 금융업 전문 비수신 금융기관인 부동산 대출펀드
- NDFI는 코로나19 이후 급성장, NDFI향 대출은 2015년 초 0.3조달러→ 2024년 1.2조달러, NDFI향 대출 중 사모신용 펀드의 대출 비중 18%
- 은행권 규제 강화 이후 신용이 비은행권으로 이동. 금융중개 기능 탈은행화 현상, 기업 대출의 상당 부분이 CLO를 포함한 사모대출로 이동
- NDFI 이슈가 미국 내 취약주체인 지역은행의 크레딧 리스크를 확대시킬 가능성은 제한적. 미 상업은행 NDFI 대출 잔액 비중 17.5%
- 단, 미국 은행 섹터는 역사적으로 높은 자본 완충력을 보유 중이라 시스템 리스크 확산 가능성 낮음

NDFI 대출 구성



참고: 미 상업은행 잔고 기준
자료: FRED

NDFI 분류



참고: 2024년 기준
자료: S&P Global

총 대출 대비 사모신용대출 비중 상위 은행

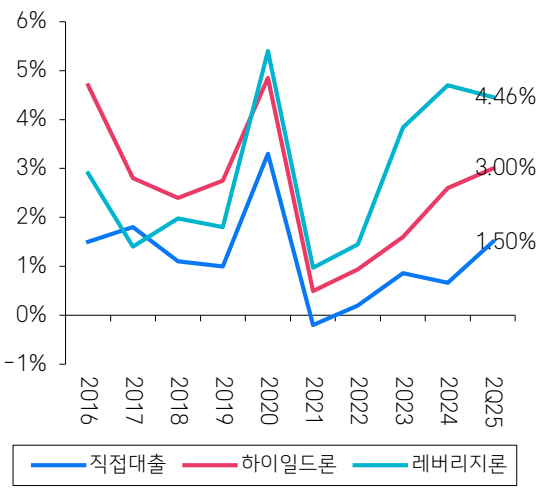
(십억달러)	총대출대비 비중 (%)	Loans to PE funds	NDFI향 대출	NDFI향 대출대비 비중 (%)
First citizens	19.2	27.0	30.1	89.6
State steet	17.6	7.6	26.1	29.2
BNY Mellon	13.9	5.2	6.8	75.7
HSBC USA	13.6	7.7	10.7	72.1
Goldman Sachs	11.3	21.5	91.2	23.6
CIBC	7.9	2.9	7.3	39.6
BMO	7.6	11.3	23.0	49.0
Morgan Stanley	7.0	5.9	53.7	11.0
UBS	6.9	5.9	5.9	99.2
Axos	6.8	1.3	7.8	16.2
Ever	6.3	1.9	10.5	17.8
City National	5.5	3.5	6.7	52.2
Wells Fargo	4.9	42.7	158.1	27.0
Citizens	3.8	5.4	12.9	41.6
Comerica	3.8	1.9	2.7	71.8
소계		151.5	453.5	33.4
업계 총계		201.8	1,156.1	17.5

자료: S&P Global

리스크 점검 ②: Direct lending(직접대출)

- 대형 GP들이 조성하는 사모대출 펀드는 다수 기업의 차주에 분산 투자. 스폰서 딜, 우량 기업 중심. 낮은 LTV에 기반
- 일련의 이벤트들이 시장 전체를 대변하기보다 특정기업 고유의 문제(사기, 이중담보 제공 등)의 요인이 큼
- 2025년 2분기 레버리지론의 손실율은 4.5%로 상승
  - 직접대출 손실율은 1.5%. 2004년부터 평균 손실율은 BSL은 1.98%, 주요 사모대출 펀드는 0.92%(확정 손실률 0.49%)
- 장기간 고금리 환경에 노출된 공격적 자본구조의 기업은 높은 신용 스트레스가 지속될 리스크

레버리지론과 직접대출의 손실률 비교



참고: 직접대출-Cliffwater Direct Lending Index Realized Losses (Gains)
하이일드론- USD HY Loss Rate, 레버리지론- Morningstar LSTA US Leveraged Loan Index
자료: Pitchbook, Morningstar, Bloomberg, 삼성증권

Middle market(비상장 중견 기업) 세부 구분

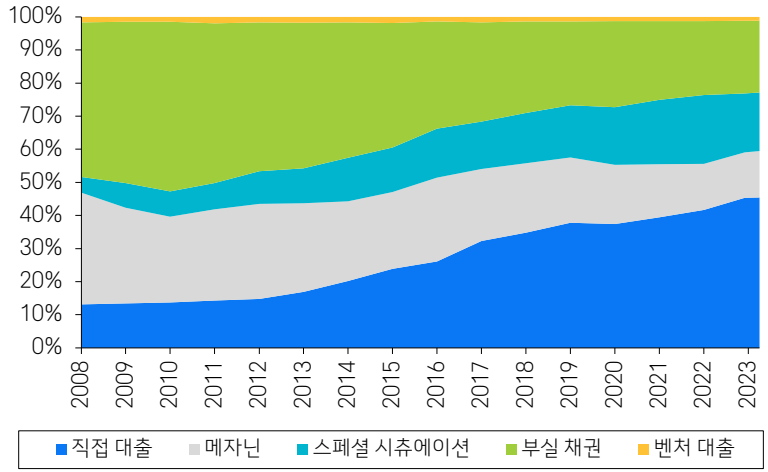
	중하위 기업 (Lower Middle Market)	중위 기업 (Mid Middle Market)	상위 기업 (Upper Middle Market)	신디케이트론 (Broadly syndicated loans)
경쟁	치열	보통	낮음	치열
EBITDA	2,500만 달러 미만	2,500~5,000만 달러	0.5~1.0억 달러	2.5억 달러 이상
담보 이자	선순위 담보: 유의미한 확약조건			선순위 담보: 약식 대출
실사/모니터링	경영진 및 스폰서에게 월별 보고			제한된 실사: 분기 보고
운용사	소형 BDC, Monroe Capital, TPG Twin Brook Capital Partners, Maranon Capital	다수 BDC, Madison Capital Funding, Apollo Debt Solutions, HPS Corporate Lending Fund	대형 BDC FS KKR, Ares Capital Corporation, Golub Capital, Antares Capital, Crescent Capital	대형 은행, 광범위하게 신디케이트된 대출채권담보부증권(CLO), 보험사

자료: 삼성증권

리스크 점검 ②: Direct lending

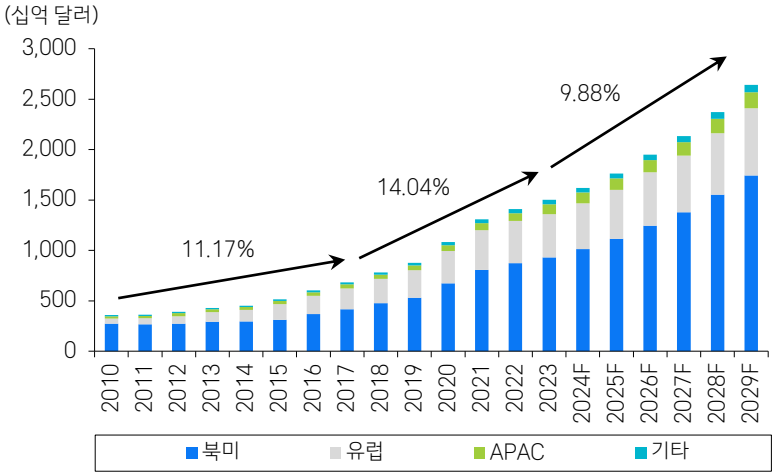
- 글로벌 사모대출 AUM은 2023년 1.6조 달러로 사모 대체투자 AUM의 12%를 차지, 2029년 2.6조 달러로 성장할 전망(Preqin)
- 사모 대체의 주요 자산군인 사모대출에 CLO와 같은 BSL을 유동화한 대출은 불포함
- 북미 직접대출 비중은 2008년 13.2%에서 2024년 3월, 45.4%로 급증, 2029년 66%까지 상승 전망
  - 이 추세는 PE와 동행. 대부분의 직접대출에서 PE스폰서 대출 비중 확대. 종합운용사가 사모대출에 두각을 나타내기 시작한 이유
- Distressed debt과 메자닌 비중은 급감, distressed 전략의 수익률은 높지만(IRR 8.1%(2017~2023), 12%(2023~2029F), 리스크 회피 현상

유형별 사모대출 AUM- 북미



참고: * 2024년 3분기말 기준
자료: Preqin, 삼성증권

글로벌 AUM- 북미 직접대출 중심

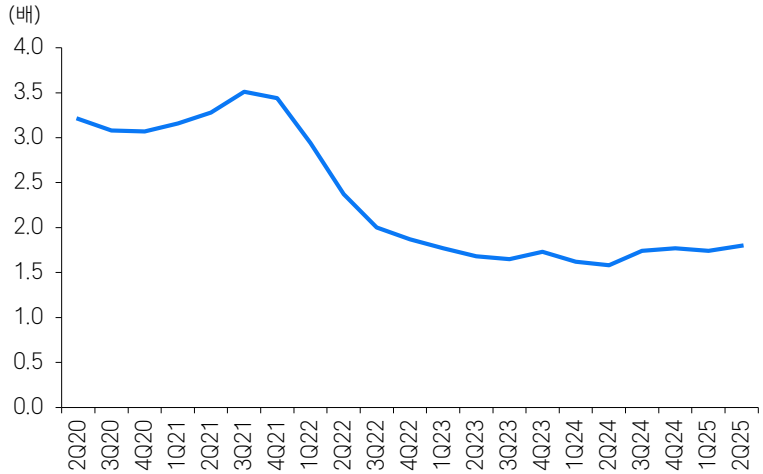


자료: Preqin, 삼성증권

리스크 점검 ②: Direct lending

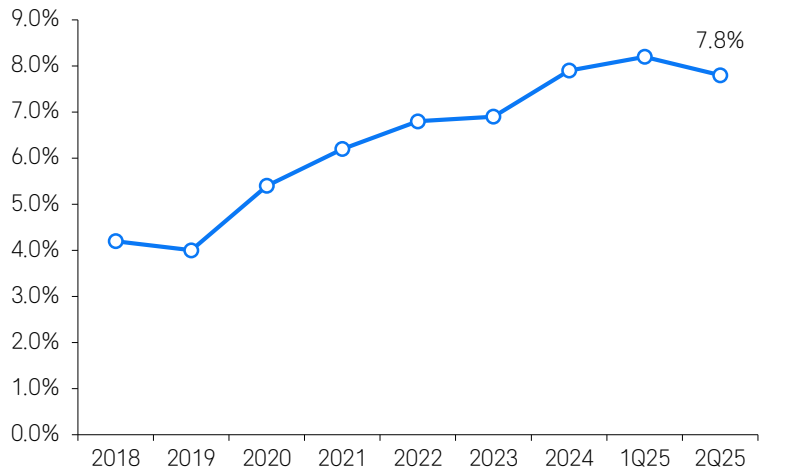
- 직접대출은 BSL과 본질적으로 다르지만 미국 취약 차주의 크레딧 리스크가 상승함을 시사하는 사례. 일부 사모대출도 리스크 상승 신호
  1. 선택적 채무 불이행(Selective default) 증가. 직접대출의 유연한 계약구조는 장점이나 위기 시 리스크 확대 요인
     - 2024년 글로벌 기업 부도 사례 중 60%가 선택적 채무 불이행 형태. 차주가 일정 채무/특정 트랜치에 대해서만 상환 불이행, 혹은 조건 변경
  2. PIK(Payment-in-kind, 현물로 이자 지급) 증가: 이자 지급을 에쿼티나 채권으로 지급 전환하는 구조, 유동성 확보 목적이나 결국 차주의 건전성 약화
- 사모대출은 전통 채권 대비 낮은 부도율이 장점이나, PIK, 상환 유예, 만기 연장 등 유연한 커버넌트로 통계에 잡히지 않는 부도 위험도 고려해야 함
- 사모시장의 투명성 제고, 감독 강화, 시장 규율 강화 필요성이 높아질 것. 미 정부가 401k 연금 자금도 사모 신용에 투자하도록 규제를 완화함도 영향

사모신용 업계 내 평균 이자보상배율



참고: 직접대출을 포함, 사모신용 전체 기준
자료: Pitchbook

상장 BDC의 투자수익 내 PIK 비중

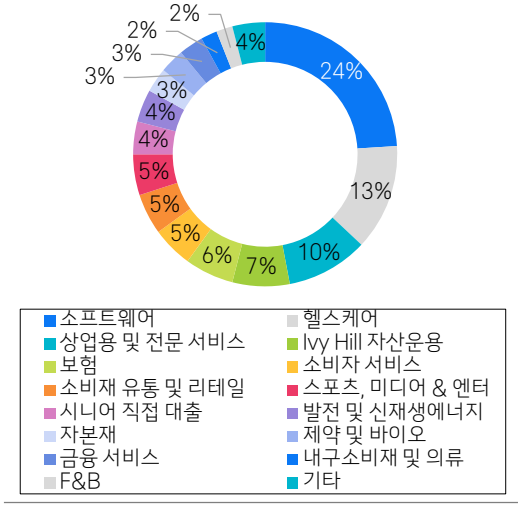


자료: Pitchbook

리스크 점검 ③: BDC(기업성장집합투자기구)

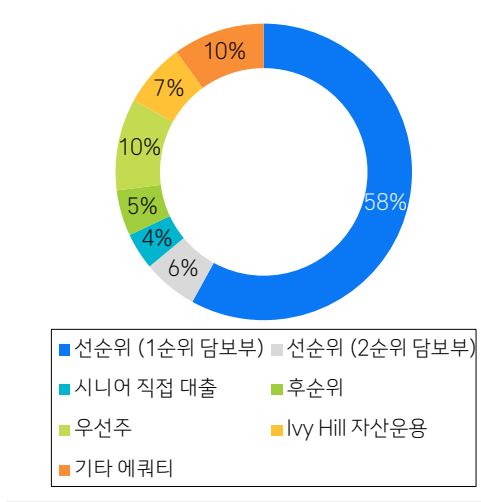
- 미국의 중견기업에 직접대출을 영위하는 BDC 업계는 2024년부터 NAV 하락이 나타났지만 상위 상장 BDC의 건전성은 양호
- 아레스 캐피탈 등 상위 BDC는 풍부한 재원으로 차주가 관세정책으로 인해 어려움을 겪을 경우를 대비해 대출의 유연성 제공, 추가 수익 추구
- 2분기 기준 부실채권 비율은 1.5%, 0.9%(공정가치 기준)으로 역사적으로 낮은 수준
- 포트폴리오에서 관세 노출도가 있는 기업 비중은 10% 미만, Capex 부담이 큰 제조업보다 소프트웨어, 서비스업에 차주 집중
- 포트폴리오 기업의 EBITDA는 성장세, 차주의 건전성을 시사

아레스 캐피탈의 포트폴리오



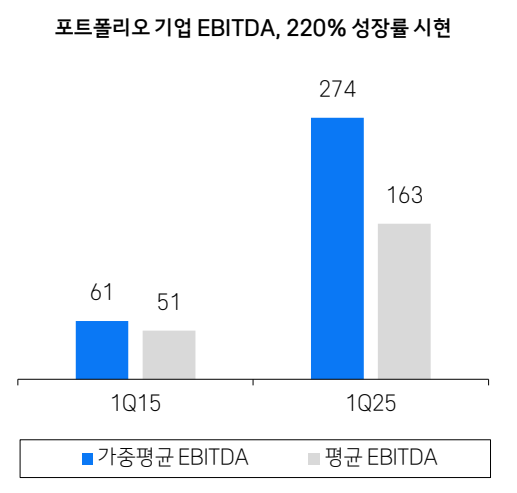
자료: 아레스캐피탈

투자 유형별 비중



자료: 아레스캐피탈

아레스 캐피탈 포트폴리오 기업 EBITDA

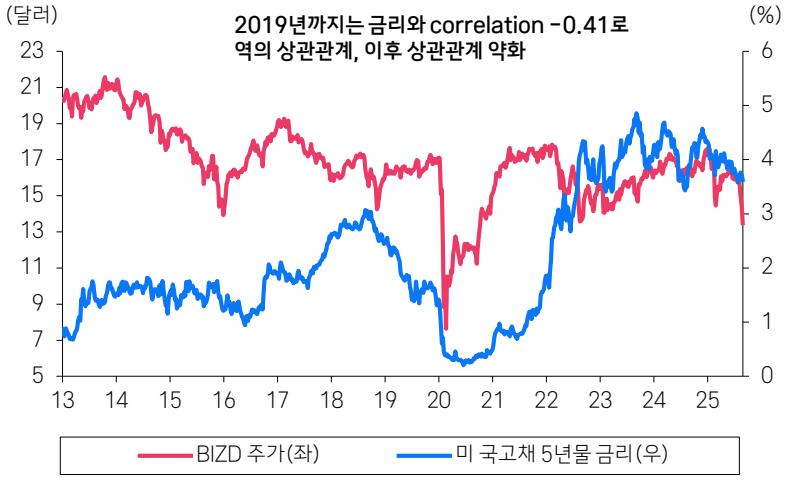


자료: 아레스캐피탈, 삼성증권

전망: 차주 건전성, 금리 하락과 함께 개선

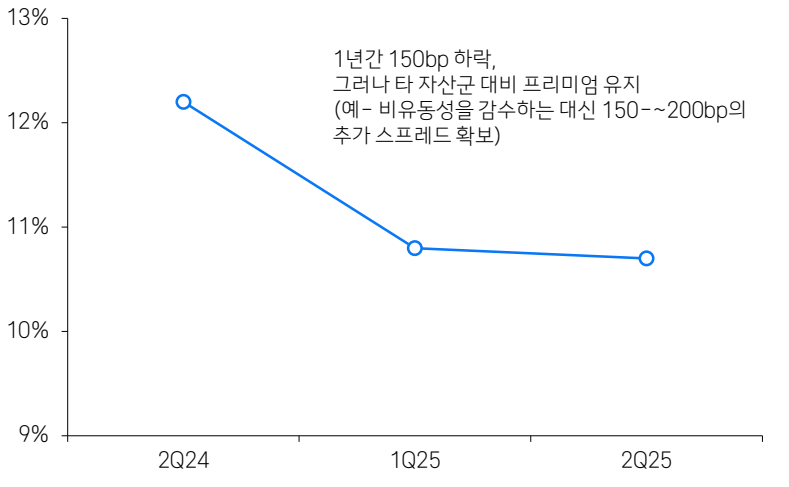
- 일반적으로 사모대출은 저금리가 고금리보다 유리. 금리 인하는 단기적으로 순이자수익(NII) 하락 요인이나 차주의 부도율 하락, 신규 대출 수요 확대
- 2023~2024년 상반기, 사모대출 업계 내 이자수익 급등과 차주 신용 리스크 현실화 전이라 사모대출은 고금리에 방어적으로 인식됨
- 금리 인하 초기인 현 시점은 NII 하락이 시작된 반면 장기 고금리, 관세정책 부정적 영향까지 가세해 후행적으로 차주의 신용리스크 상승 국면
- 고금리 후유증, 관세 정책 등으로 중견 기업의 펀더멘털 약화는 리스크이나 금리 인하로 차주의 부실 해소는 서서히 진행될 것
- 사모대출의 금리 하락은 조달비용 하락, M&A 활성화로 스폰서의 자본비용 하락, M&A 거래 증가를 야기하므로 신규 대출 수요 증가

상장BDC ETF와 미 국고채 금리



참고: 상장BDC ETF 주가는 VanEck BDC Income ETF(BIZD) 기준
자료: Bloomberg, 삼성증권

사모대출 시장의 가중평균 금리 하락

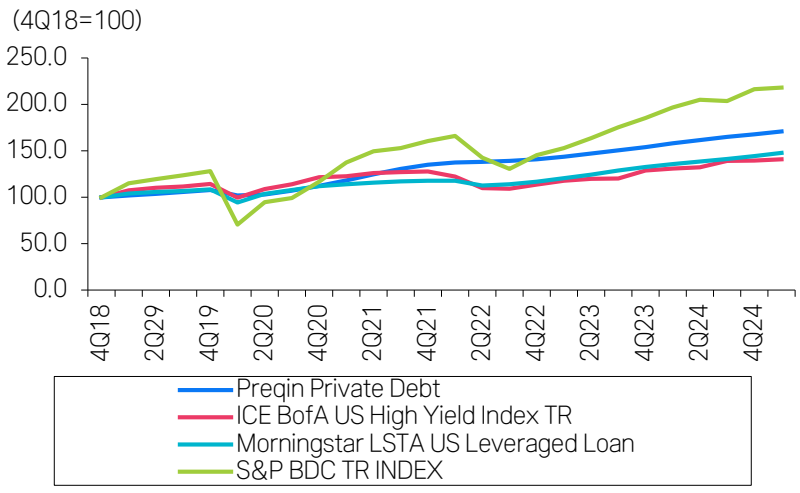


자료: Pitchbook, 삼성증권

전망: 운용사 선별 기조 강화

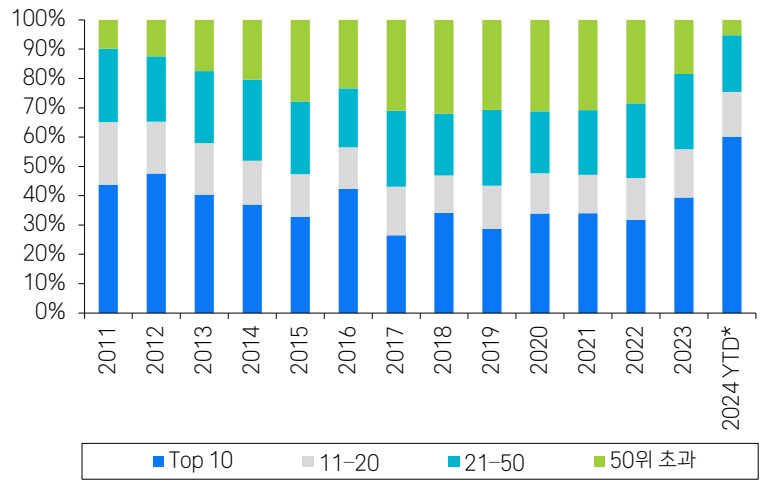
- 2023년 SVB 사태처럼 미국의 크레딧 리스크는 일부 지역은행에 집중되는 구조, 시스템 리스크로 보기에는 비중이 약하거나 개별 이슈
- 사모대출의 핵심인 직접대출 시장은 스폰서딜 위주로 일시적 시장 경색을 기회로 고수익을 취할 수 있을 것
- 높은 이자율 프리미엄을 추구하는 만큼 사모대출 운용사들은 대출 실행까지 상당한 리뷰(Ares는 리뷰 건수의 1~2%만을 대출 실행)와 모니터링
- 한동안 취약주체의 크레딧 리스크가 높아지고 관련 규제가 예상되는 만큼 직접대출 시장은 대주 우위의 시장이 예상됨
- 더불어 2026년 PE딜, M&A와 LBO 활동 회복으로 사모대출 시장은 회복 예상

사모대출과 레버리지론 인덱스 성과 비교



참고: * Preqin 지수, 2025년 1분기 기준
자료: Preqin, 삼성증권

사모 대출 펀드 규모별 모집액 비율– 대형 GP 쏠림



참고: 2024년 3분기말 기준, 클로징된 펀드
자료: Preqin, 삼성증권

Appendix)

First Brands 익스포저: BDC

	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
Ares Strategic Income Fund	$10.6m	$6.9m	$10.8m					
Blue Owl Credit Income Corp.			$4.0m					
First Eagle Private Credit Fund				$5.0m	$2.5m	$0.9m		
Hancock Park Corporate Income Inc.					$0.7m	$0.7m	$0.7m	
OFS Capital Corporation (상장)					$3.3m	$3.1m	$3.1m	
FS Specialty Lending Fund	$9.8m	$19.8m	$24.9m	$24.7m	$24.5m	$23.2m	$22.9m	$12.9m
Goldman Sachs Private Credit Corp.	$1.1m	$1.8m	$6.6m	$6.5m	$4.9m	$6.7m	$6.6m	$6.7m
Great Elm Capital Corp. (상장)	$4.9M	$4.9M	$7.6M	$7.6M	$7.5M	$7.1m	$7.0m	$7.1m
Kennedy Lewis Capital Co	$2.0m	$2.0m	$2.0m	$2.0m	$1.5m	$1.4m	$1.4m	$1.4m
Steele Creek Capital Corporation	$1.0m	$1.0m	$0.8m	$0.8m	$0.8m	$0.7m	$0.7m	$0.7m
Phenixfin Corporation (상장)	$3.9m	$3.8m	$3.9m	$3.9m	$3.8m	$3.6m	$3.5m	$3.6m
Franklin BSP Capital Corporation		$2.5m	$5.0m	$4.9m	$4.9m	$5.6m	$5.5m	$5.6m
Prospect Floating Rate and Alternative Income Fund			$4.0m	$4.0m	$3.9m	$3.7m	$3.7m	$3.7m
Blackstone Private Credit Fund			$4.6m	$4.5m	$1.3m	$3.3m	$4.6m	$4.5m
Palmer Square Capital BDC Inc (상장)			$8.7m	$8.6m	$8.6m	$8.1m	$8.0m	$8.1m
Antares Strategic Credit Fund				$3.0m	$3.9m	$3.7m	$3.7m	$3.7m
Monroe Capital Income Plus Corporation							$48.8m	$47.1m
Crescent Private Credit Income Corp.								$1.4m
Prospect Capital Corp (상장)	$22.1m	$22.2m	$22.1m	$22.0m	$21.9m	$20.8m	$20.4m	
Saratoga Investment Corp (상장)	$4.9m	$4.9m	$4.8m	$4.8m	$4.8m	$4.6m	$4.6m	

자료: 9fin, 삼성증권

- BDC들도 퍼스트브랜즈 익스포저가 있으나 비중 미미
- Ares, 2024년 초까지 비상장 BDC인 Ares strategic income fund에 관련 BSL 익스포저(1.3억 달러)

  - 2024년 5월 장부 외 차입 등 이슈 포착 후 청산 완료

Appendix)

First Brands 노출: 펀드

펀드명	포트폴리오 노출도 (%)	펀드타입	기준일	YTD 수익률 (%)
Franklin Floating Rate	1.29	AIF	31-Aug-25	3.85
M&G Corporate Credit Opportunities ELTIF	0.99	AIF (ELTIF)	30-Jun-25	2.29
JSS Senior Loan Fund	0.97	AIF	31-Aug-25	n/a
Goldman Sachs High Yield Floating Rate Portfolio (Lux)	0.83	AIF	31-Aug-25	3.51
UBS Nova (Lux) Global Senior Loan Fund	0.51	AIF	30-Jun-25	4.14
Muzinich Short Duration High Yield Fund	0.48	UCITS	31-Aug-25	3.03
Muzinich Long Short Credit Yield Fund	0.41	UCITS	31-Aug-25	2.00
BNY Mellon Global High Yield Bond Fund	0.31	UCITS	31-Aug-25	-5.71
FTGF Western Asset Multi-Asset Credit Fund	0.27	UCITS	31-Aug-25	5.91
PGIM Broad Market U.S. High Yield Bond Fund	0.25	UCITS	31-Aug-25	7.42
Lord Abbett Floating Rate Senior Loan Fund	0.22	AIF	31-Aug-25	3.76
Wellington Multi-Sector Credit Fund	0.22	UCITS	31-Jul-25	8.72
Invesco US Senior Loan	0.18	AIF	31-Mar-25	4.05
Pioneer Invest Diversified Loans Fund	0.18	UCITS	30-Jun-25	2.6

참고: AIF= Alternative investment fund (대체자산 펀드), UCITS (Undertaking for collective investment in transferable securities, 공모형 펀드)
자료: 9fin, 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