2025.12.22

iM Credit Spot

2025년 미국 CLO 시장 동향 및 시사점

Credit Spot

[크레딧] 이승재 2122-9143 lsj7845@imfnsec.com

Check Point

1. 2025년 미국 CLO 시장 동향: Refi & Reset 형태가 주류지만 신규발행도 증가
2. CLO, 변해가는 Deal Trend에서 발생할 수 있는 위험요소는 내재하나 엄격한 규제와 여전히 강력한 안정성을 내포
3. 2026년 CLO 수요와 관련된 두 가지 미국 자본 규제

2025년 미국 CLO 시장 동향: Refi & Reset 형태가 주류지만 신규발행도 증가

변동금리 자산에 대한 투자자들의 강력한 수요(CLO는 대부분 변동금리로 구성)와 사모 대출(Private Credit) 시장의 성장은 CLO 시장의 성장의 마중물로 작용했다. 2025년 12월 기준 미국 CLO 신규 발행액은 2,070억 달러를 돌파했다. 이는 2024년의 2,020억 달러를 상회하는 수치이며, 그간 지속된 고금리 환경이 기업의 이자 부담을 가중시켜 신규 대출(Loan Origination)을 위축시킬 것이라는 전망을 벗어난 결과이다. 이러한 발행 호조의 배경에는 복합적인 요인이 작용했다. 1)M&A 및 LBO(Leveraged Buyout) 파이프라인의 회복이다. 2024년까지 금리 인하를 기대 & 2025년 관세이슈로 지연되었던 대규모 인수합병 건들이 2025년 하반기부터 재개되면서 CLO의 기초 자산이 되는 레버리지 론 공급이 활성화되었다. 2)투자자 저변의 확대이다. CLO ETF의 등장 이후로 개인 및 리테일 자금의 유입 통로를 확장하면서 AAA 트랜치 수요를 견인했고, 이는 전체 자본 구조의 조달 비용을 낮추는 선순환 구조를 조성했다.

한편 2025년 CLO 시장의 또다른 특징은 신규 발행도 존재했지만 Refinancing과 Reset 수요가 여전히 강력했다는 점이다. AAA 스프레드 축소 추세는 2025년에도 이어져, 현재 트랜치 AAA CLO 스프레드는 Term SOFR 3개월+120~125bp 수준까지 축소되었다. 이는 2022~2023년 고금리/고스프레드 시기에 발행된 CLO 빈티지(Vintage) Equity Holder들에게 조달비용을 낮출 수 있는 강력한 Refinancing/Reset 유인을 제공했다.

CLO, 변해가는 Deal Trend에서 발생할 수 있는 위험요소는 내재하나 엄격한 규제와 여전히 강력한 안정성을 내포

글로벌 신용평가사에서는 2026년 미국 하이일드 부도율이 2.5~3.0% 수준으로 안정화될 것으로 전망하고 있는 것으로 나타났다. 이는 연준의 금리 인하 기대와 기업들의 선제적 만기 연장이 반영된 결과이다. 그러나 이 수치는 시장이 일부 착시효과가 가미된 건전성을 느끼게 하는 부분일 수 있다. 실제로는 법적 파산(Bankruptcy) 대신 채권자들과의 사적 합의를 통해 채무를 조정하는 '부채 관리 행사(Liability Management Exercises, LMEs)' 또는 'Distressed Exchange'가 증가하고 있기 때문이다. 2024년 기준으로 디폴트 사례 중 Distress Exchange 형태에서 일어난 비중이 60%을 넘어섰으며 25년에도 피치 등 신용평가사에서는 이러한 채권자 간 부채합의 등의 형태를 지적한 바 있다. 이는 통계적 부도율에는 'Soft Default'로 인식되거나 제외될 수 있지만, 투자자 입장에서는 Haircut과 만기 연장이라는 실질적 손해를 의미한다.

회수율도 모니터링해야 할 요소이다. 과거 선순위 담보대출의 회수율은 70~80%에 달했으나, 최근 1순위 담보대출(First Lien)의 회수율이 상대적으로 하락한 것이 일부 사례에서 드러난다. 이러한 회수율 저하의 원인은 대출규정을 완화하는 'Covenant-lite' 구조와 'Aggressive LMEs'에 대체적으로 기인한다. 기업이 재무적으로 악화될 때 채권자가 개입할 수 있는 트리거가 없다 보니, 기업 가치가 완전히 소진될 때까지 부실이 방치될 수 있는 리스크도 존재한다. 이 때문에 S&P 등에서는 포트폴리오 내 Covenant-Lite 대출 비중이 높으면 회수율 가정에 페널티를 부과한다. 예를 들어 일반 선순위 대출 회수율이 50%라면, Covenant-Lite 대출은 41%로 낮춰 적용하는 것이다. 이는 CLO 매니저가 약정이 부실한 대출을 편입할 때 더 많은 자본을 쌓도록 강제하고 있다.

한편 10월말부터 이슈가 된 일부 회사의 이중담보로 인한 도덕적 해이 사건과 관련해서 언급하면, CLO를 다룰 때 'Negative Pledge'라는 담보제공금지조항이 일반적으로 존재한다. 차주가 다른 채권자에게 자산을 이중담보로 제공하는 것을 금지하는

조항이다. 이를 통해 CLO 투자자의 담보권 순위가 뒤로 밀리는 것을 방지한다. 최근 자회사를 통해 우회 자금을 조달하는 사례가 늘고 있어, 신용평가사에서는 법률 검토 시 Negative Pledge 조항의 견고함을 중요하게 평가할 수밖에 없는 환경이 조성되고 있다.

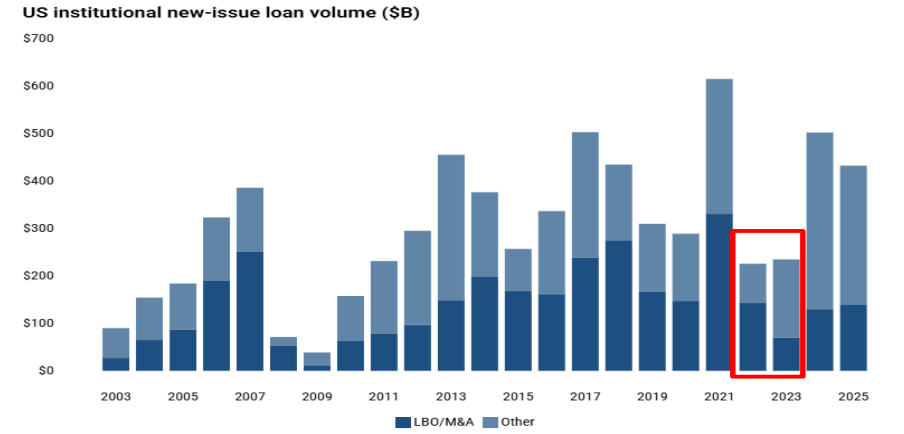
S&P에서 실행한 CLO Stress Test에서는 다양한 거시적, 구조적 리스크에도 CLO가 구조적 견고함을 지니고 있음을 제시했다. 상대적으로 규모가 작은 중소형업체들의 대출채권을 편입하는 MM CLO의 경우에도 기초자산의 30% 부도 및 회수율 35%에 불과한 시나리오를 가정했을 때 AAA 트랜치는 투자적격등급을 유지, AA 트랜치 역시 90%가 넘는 자산이 투자적격등급을 유지한 것으로 나타났다.

2026년 CLO 수요와 관련된 두 가지 미국 자본 규제

미국 대형 은행들의 자본 요건을 강화하는 'Basel III Endgame' 규제안은 CLO 시장의 가장 큰 불확실성 중 하나였다. 당초 2025년 7월 시행 예정이었으나, 업계 반발 및 정치적 지형 변화로 인해 규제 강도가 변화하거나 시행시기의 불확실성이 높아졌다. 규제안이 완화적으로 수정되거나 지연될 경우, 은행들의 CLO AAA 트랜치 매수 여력이 기존대비 강화될 것으로 전망된다. 이는 2026년 스프레드 추가 축소의 근거가 될 수 있다. 반면, 규제가 원안대로 강화될 경우 은행들의 위험가중자산(RWA) 부담이 커져 CLO 수요가 일부 위축될 수 있다.

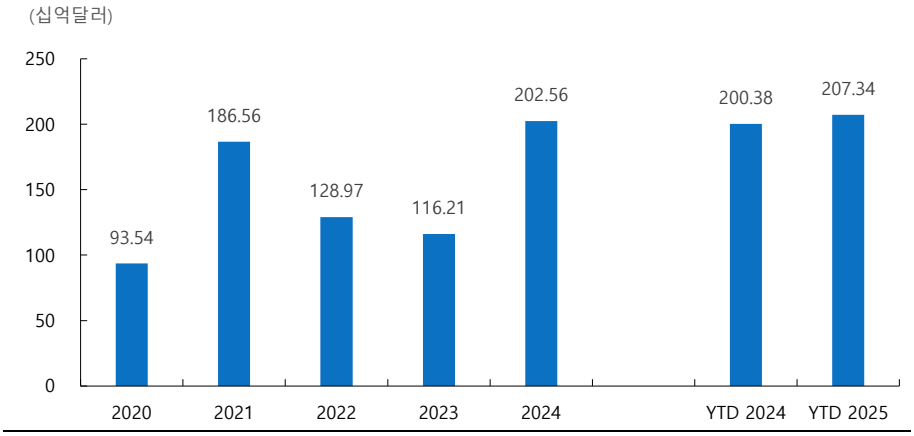
미국 보험사들의 CLO 투자를 좌우하는 전미보험감독관협의회(NAIC)의 자본 규제 개편안 시행 시기가 2026년 말로 1년 연기되었다. NAIC는 기존의 신용평가사 등급 대신 자체적인 모델링을 통해 CLO 트랜치의 위험기반자본(RBC) 부담금을 산정하려는 움직임을 보이고 있다. 이는 특히 Mezzanine 트랜치(BBB, BB급)를 보유한 보험사들의 자본 부담을 크게 늘릴 것으로 예상되었다. 보험사들은 2026년 말까지 기존 규제 하에서 투자를 집행할 수 있는 시간을 확보했으며, 이는 2025~2026년 보험사들의 CLO 매수세를 지지하는 핵심 요인으로 작용할 수 있다. 그러나 2026년 하반기로 갈수록 규제 시행을 앞두고 포트폴리오 조정 매물이 나올 수 있음은 유의할 필요가 있다.

그림1. M&A와 LBO는 궁극적으로 CLO의 시장 자금공급원으로 작용. LBO를 비롯한 시장 회복이 CLO 시장에의 수요를 뒷받침할 것



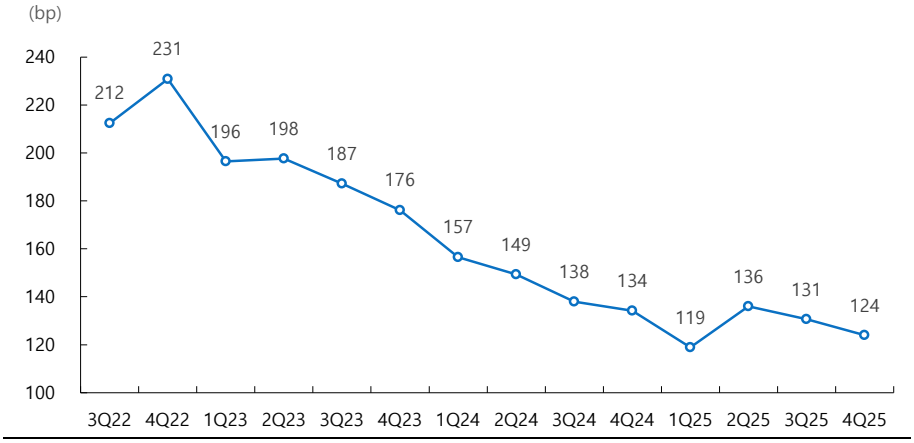
자료: Pitch, iM증권 리서치본부

그림2. 12/16 기준 미국 CLO 신규발행 추이: 2,070억달러로 2년연속 2,000억달러 돌파



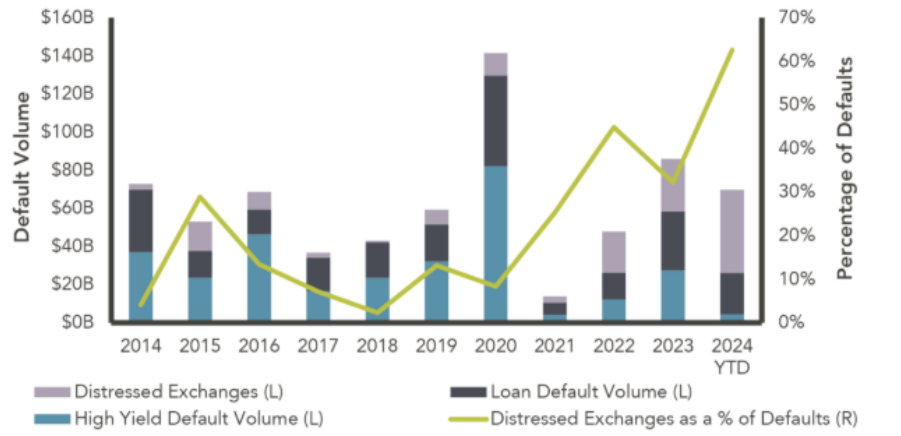
자료: Pitchbook LCD, iM증권 리서치본부

그림3. US AAA Primary CLO Spread 추이: 낮아지는 조달금리 환경에 Refi&Reset 수요 증가



자료: Pitchbook LCD, iM증권 리서치본부

그림4. 채무불이행 교환(Distress Exchange) 등 부도율을 낮추는 행위가 증가함에 따른 착시효과도 살펴볼 필요



자료: Marquette Associates, iM증권 리서치본부

그림5. BSL CLO와 MM CLO 구분

구분	BSL CLO (Broadly Syndicated)	MM CLO (Middle Market)
기초 자산 차주	대기업/중견기업 (EBITDA $50M 이상)	중소기업 (EBITDA $50M 미만)
신용등급 형태	공개 등급 (Public Rating)	신용 추정치 (Credit Estimate)
유동성	높음 (유통 시장 활발)	낮음 (대부분 만기 보유)
약정 (Covenant)	약식 약정 (Cov-Lite) 주류	강력한 유지 약정 (Maintenance Cov)
AAA 신용보강	~36% 내외	~42% ~ 50% (구조적 버퍼 큼)
LME 리스크	중간~높음	낮음 (대주의 통제권 강력)

자료: iM증권 리서치본부

그림6. CLO 상품의 발달단계 구분

구분	CLO 1.0 (2009년 이전)	CLO 2.0 (2010년 ~ 2013년)	CLO 3.0 (2014년 ~ 현재)
핵심 동인	시장 형성 및 유동화 시장	GFC 교훈 반영, 구조적 안정성 강화	볼커 룰, 리스크 보유 등 규제 대응
AAA 신용보강 (Subordination)	약 25% ~ 26%	약 35% ~ 36%	36% 이상 (시장 상황에 따라 변동)
허용 자산 범위	대출, 고수익 채권(10-20%)	선순위 담보대출 중심	선순위 담보대출
조기 상환 트리거	시장가치(Market Value) 기반 존재	현금흐름(Cash Flow) 기반으로 전환	현금흐름 기반, 시장가치 트리거 배제
재투자 기간	통상 6년 이상	4~5년으로 단축	4~5년 표준화, 리셋(Reset) 활성화
약정(Covenant) 환경	유지 약정 (Maintenance) 존재	약식 약정 (Cov-Lite) 적응 시작	Cov-Lite 완전 적응, ESG 배제 조항

자료: iM증권 리서치본부

Compliance notice

· 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
· 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이승재)
본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.