SECTOR
UPDATE

2026. 1. 7

대체투자팀
이경자 팀장
kyungja.lee@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

대체투자

사모대출: 미 데이터센터 대출, 자정작용으로 정상화 단계

- 막대한 투자자금을 조달하기 위해 AI데이터센터 시장 내 사모신용 활용도 증가
- 2025년 하반기 과도한 스프레드 하락을 겪던 사모대출 시장은 자정작용 시작
- 미 데이터센터의 펀더멘털은 수치상 견고, 사모대출 시장의 정상화 단계 진입

WHAT'S THE STORY?

AI데이터센터에 사모신용 활용도 증가: 하이퍼스케일러의 데이터센터 투자금 조달방식이 기업의 자체 자금이나 회사채 발행에서 PF대출, ABS, 사모신용(Private credit) 등 부외금융으로 확장되고 있다. 상위 6개 하이퍼스케일러의 2030년까지 데이터센터 capex가 3조 달러를 초과할 계획이고 주요 빅테크의 capex/영업현금흐름은 2015년 0.3배에서 2024년 0.5배로 상승한만큼, 모회사의 B/S에 영향을 미치지 않는 부외금융, 특히 대규모 장기 맞춤형 자금 조달이 가능한 사모신용의 활용도가 증가하는 추세다. 회계상 빅테크 기업단의 부채 부담은 완화되나 리스크는 대출 시장으로 이전될 수 있다는 점에서 점검이 필요하다.

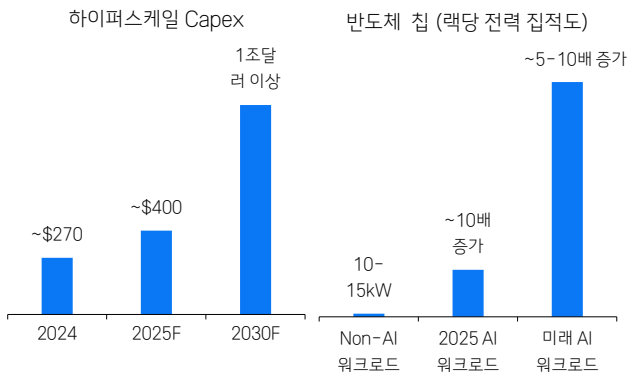
데이터센터 인프라 대출 시장, 자정작용 중: 데이터센터 시장에서 사모대출 스프레드는 2024년 하반기부터 2025년 상반기까지 급격한 축소 압력을 겪었다. 데이터센터 대출은 전통 인프라나 에너지보다 낮은 스프레드를 보이며 경쟁 과열을 보였다. 그런데 2025년 하반기 들어 스프레드가 재확대되고 있다. ① 막대한 투자를 상쇄할 만큼 수익 창출력에 대한 의구심, ② 전력 확보에 불확실성 확대, ③ 사모대출 시장 내부적인 리스크 관리 강화 기조 등에 기인한다. 12월, 오라클이 미시간주에 추진 중이던 1GW급 AI데이터센터에서 대출 파트너인 블루아울의 자금 조달 협상 결렬 발표가 분기점이었다. 투자 철회의 이유는 이전의 프로젝트 대비 미시간 프로젝트의 임대 및 차입조건이 덜 매력적이라는 것이다. 이를 계기로 사모대출 시장에서 자산별, 금융구조별 차별화가 나타나고 있다. 즉 시장 전반의 위축이 아닌, 프로젝트별 변별로 건전한 자정작용이 시작되고 있음은 긍정적이다.

극단적 침체 가정해도 프로젝트 단위의 이벤트: 시장의 우려는 데이터센터를 둘러싼 사모대출이 부실화될 경우 금융 시스템에 미칠 영향일 것이다. 현재 글로벌 데이터센터의 펀더멘털은 견고하다. 미국 내 사상 최대의 개발이 이뤄지고 있음에도 사전 임대율은 74%로 역대 최고치이고 20%대이던 5년 전 대비 수요가 공급을 크게 초과함을 시사한다. 극단적 경우를 가정해도 사모대출은 폐쇄형 펀드 구조로 대응 시간이 있으며 부정적 영향은 프로젝트 단위로 제한될 것이다. 무엇보다 가장 중요한 은행 시스템과 데이터센터 사모신용이 분리돼 있다. 물론 NBFI(비은행금융)대출로 간접적 익스포저는 있으나 2025년 말 은행권의 NBFI 익스포저는 총 자산 대비 7.0%로 큰 변화가 없다. 참고로 금융위기 당시는 12.5%였다. 2026년 데이터센터의 사모대출 시장은 리스크에 상응하는 수익률로 회귀하는 정상화의 단계에 진입할 것이다.

AI데이터센터에 사모신용 활용도 증가

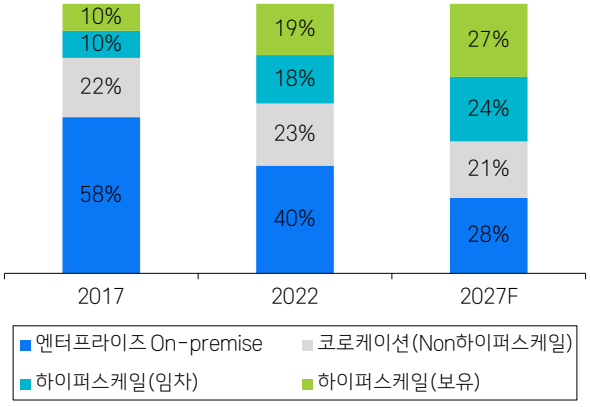
과거 글로벌 하이퍼스케일러들은 데이터센터 투자금을 자체 자금으로 충당했다. 지난 5년간 상위 6개 하이퍼스케일러는 8천억 달러 이상을 AI 인프라 capex로 지출했다. Infralogic에 따르면 동기간 거래된 글로벌 데이터센터 거래액 4,500억 달러 중 3천억 달러 이상이 부채로 조달된 것으로 나타나며, 이 중 2천억 달러는 개발 자금이었다. 2026년 이들의 AI 투자액이 5천억 달러에 달하는 등 2026~2030년 AI데이터센터 capex가 3조 달러를 초과할 계획인 만큼 하이퍼스케일러의 재무 부담은 가중되고 있다. 데이터센터 시장에서는 규모가 가장 중요하고 사양이 고도화되다보니, 하이퍼스케일러들은 과거 임차 구조에서 직접 보유 비중도 늘고 있다. 결국 투자 규모는 더욱 커지고 부채 의존도는 높아질 것이다.

그림 1. 하이퍼스케일, 더 많은 투자를 필요로 함



참고: 2025년 8월 기준, 6개 하이퍼스케일러 대상
자료: Nvidia

그림 2. 글로벌 데이터센터 유형별 용량 구분

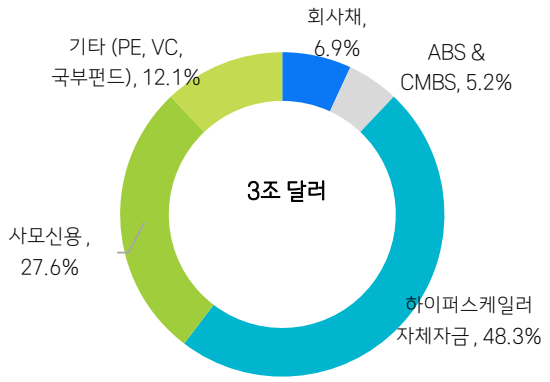


자료: Synergy group

빅테크가 2025년 9월 이후 발행한 회사채는 880억달러 규모인데 이들의 회사채 발행액은 2025년 미국의 회사채 발행액의 1/4 이상으로 채권 시장에 미치는 영향도 커졌다. 지난 9월 오라클이 180억달러, 메타가 300억 달러, 알파벳이 250억 달러의 회사채를 발행한데 이어, 아마존은 150억달러의 회사채 발행 계획을 발표했다. 오라클과 아마존의 capex/영업현금흐름 비율은 이미 1배에 근접했다.

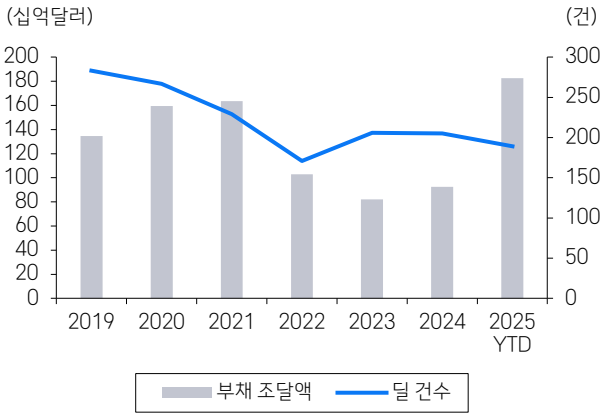
빅테크의 신용도는 대체로 AAA~AA-에 분포하는 높은 신용도로 회사채 금리가 낮다. 일례로 AAA 등급인 MS의 3년물 회사채 금리는 동일 만기 미국채 금리보다 10bp 내외 낮았다. 빅테크가 낮은 금리의 회사채로 투자금을 조달하면 가장 이상적이지만 막대한 투자규모로 SPV를 활용한 부외금융에 의존도를 높이고 있다. 빅테크 기업들은 매출 성장에도 FCF부담으로 배당 및 자사주 매입 여력이 축소되고 재무 비율은 약화될 수 있어, capex를 기업 B/S에 반영하지 않는 부외금융(Off-the-balance)의 효용성이 크다. 데이터센터의 개발 자금 조달이 모기업의 회사채뿐 아니라 PF대출, 사모대출 등 다양한 형태를 띠며 회계상 빅테크 기업의 부채 부담은 완화되겠지만 리스크는 크레딧 시장으로 이전될 수 있다. 투자금은 큰 반면 수익 회수는 수년 뒤이고 그마저도 빠른 기술 혁신으로 예측이 어렵다는 점이 급격히 팽창한 부외금융 시장의 리스크로 제기되기 시작했다.

그림 3. AI데이터센터 capex 자금 조달 방식(2026~2030)



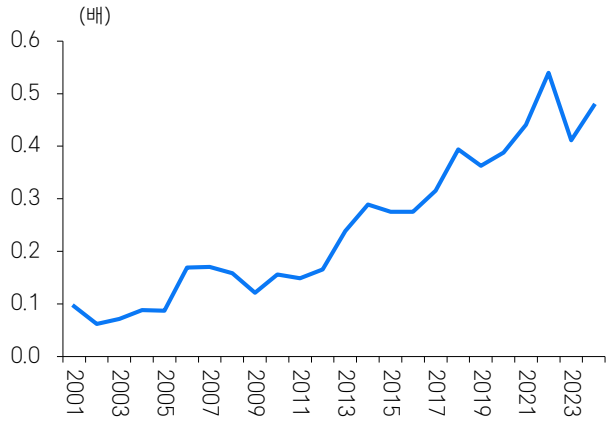
참고: 2025년 경우 11월까지 누적 거래 기준
자료: S&P Global, 삼성증권

그림 4. 데이터센터 부채 조달액 추이



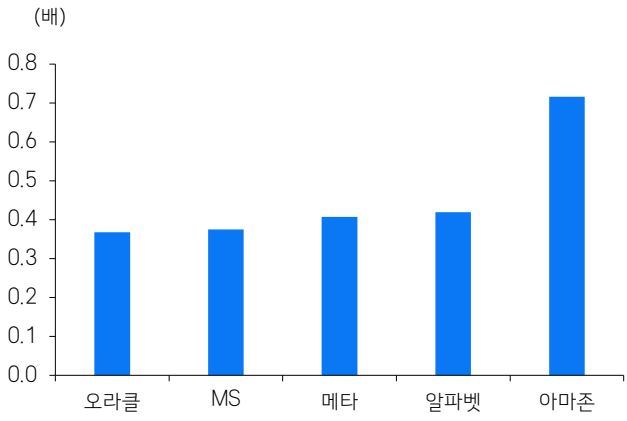
참고: 2025년 경우 11월까지 누적 거래 기준
자료: S&P Global, 삼성증권

그림 5. 5대 빅테크 기업의 CAPEX/영업현금흐름 배수 추이



참고: 아마존, MS, 메타, 알파벳, 오라클 대상
자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 6. 2024년 기준 빅테크 기업의 capex/영업현금흐름 배수



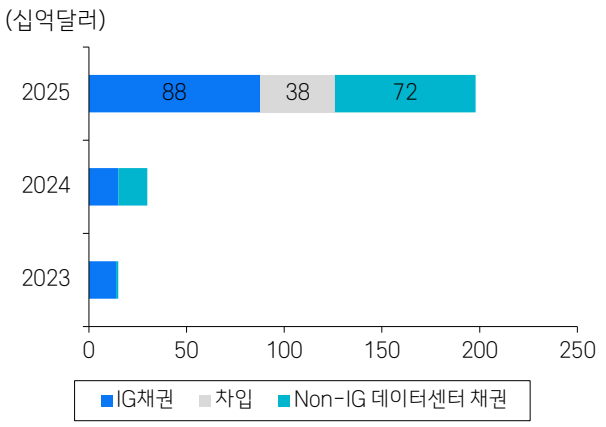
자료: Bloomberg, 삼성증권

데이터센터 대출 유형별 특징

데이터센터 개발자금은 은행의 PF대출, 임대수입을 담보로 한 구조화금융/유동화 증권(CMBS), 사모대출 등으로 조달한다. 현금흐름이 안정적이거나 장기 계약이 확보된 발행사는 IG(investment grade)등급과 유사한 조달금리로 대출을 구조화하며 주로 PF나 ABS(Asset backed securities)로 발행된다. IG등급은 만기가 길고 원금 상환 부담이 낮다. 같은 자산이라도 구조에 따라 고금리의 사모대출, IG등급의 저금리인 ABS 등으로 나뉜다.

사모신용(Private Credit)의 활용도가 가장 빠르게 증가했음이 디지털 인프라 시장의 최근 특징이다. ① 은행권을 향한 추세적인 규제 강화로 대규모 대출이 쉽지 않아진 반면, ② 사모신용은 대규모 단일 딜이 가능한데다 ③ PIK(payment-in-kind), 메자닌 등을 활용해 구조의 유연성으로 맞춤형 대출 솔루션이 가능하다. 사모신용은 담보 및 계약 기반 수익이 주를 이루기에 선호하는 기초자산은 AI데이터센터가 되었다. 차주 입장에서도 빅테크는 성장스토리는 강하지만 현금흐름 변동성이 커, 사모대출을 통해 순수 대출이라기보다 에쿼티성 하이브리드 솔루션의 형태로 자금 조달이 용이하다.

그림 7. AI빅테크의 차입 구조



자료: iCapital

표 1. 데이터센터 대출 유형별 특징

자금조달 구조	설명	인수 고려사항	계약 기간
Construction loan	건설 비용 및 초기 운영 자금 조달을 목적으로 한 프로젝트별 부채	- 차주의 신용도 - 디벨로퍼의 트랙레코드 - 완공 보증 등 리스크 완화 장치	3~5년
Real estate leases (REITs)	정상 운영 상태에 있는 안정화된 데이터센터의 임대차 거래	- 임대 계약은 임대료 인상 포함 - 임차인의 신용도 - 계약 갱신 가능성	5~20년
Warehouse/ Holdingco financing	프로젝트 포트폴리오 또는 데이터센터 캠퍼스를 지원하는 부채금융	- 프로젝트에 대한 모회사 지분을 담보로 한 담보부 금융 - 완공 보증, 계약 변경 등 리스크 완화 장치	5~15년
Securitized credit issuance	개발 자금 조달을 위한 장기 ABS 또는 CMBS	- 담보 기반 - 임대료(현금흐름)을 기반으로 함	5년

자료: 삼성증권

주요 사모신용 활용 사례를 보자. 메타는 10월 SPV 를 설립해 PIMCO, 블랙록, 아폴로 등 운용사로부터 270억달러의 30년 만기 사모대출을 고정금리 6.58%에 조달했다. 오라클은 SPV를 통해 블루아울, JP모건 등 운용사로부터 660억달러를 조달했다. 데이터센터를 각 SPV가 소유하고 빅테크가 데이터센터를 임대하는 구조이다. 데이터센터뿐 아니라, 장비 구매도 사모대출로 조달하며 금융 범위가 확대되었다. XAI가 GPU 구매에 필요한 200억달러를 조달한 것이 대표적이다. GPU, 발전설비, 냉각시스템 등 MEP(mechanical, electrical, plumbing)도 금융 대상에 포함시키는 것이 그 예다. MEP가 건물 투자비 대비 3배 이상이 소요되기 때문에 금융 대상이 확대됨은 당연한 결과이나, 데이터센터의 리스크 판단에 복잡성이 높아지는 요인이다. 이러한 사모신용은 BDC보다 PEF(펀드) 구조가 주류로 AI데이터센터 대출은 전통적인 인프라 사모대출과 유사한 특징으로 발전하게 되었다.

표 2. 데이터센터(건설)에 투자된 사모대출 펀드 사례

데이터센터	차주	운용사	금리	주요 조건
Hyperion Data Center (미국 루이지애나주)	Meta / SPV	PIMCO, 블랙록, 블루아울, 아폴로	6.58%(고정금리)	- JV(블루아울 80%, 메타 20%) - 270억 달러 부채, 30억 달러 에쿼티 - 2049년 만기
CoreWeave AI Data Centers	CoreWeave	블랙스톤, Magnetar	n/a	- GPU 서버 자산 담보
Eco Data Center Sweden	EcoDataCenter	도이치은행 프라이빗크레딧	n/a	- 인프라PF 성격 - ESG 요건 포함 - 6억유로 규모

자료: 각 사, 삼성증권

데이터센터 금융 시장, 이미 자정작용 중

데이터센터의 수요처이자 개발 주체인 빅테크의 신용등급은 높지만 데이터센터의 PF대출, ABS 채권 등은 선순위 기준 빅테크 기업의 회사채 금리 대비 스프레드가 138~145bp 높은 것으로 분석된다. 이는 데이터센터의 구조적 리스크인 낮은 수요 예측 가능성과 빠른 기술 노후화를 반영한 것이다. 일반적으로 데이터센터 대출 시장에서 조달 금리는 회사채가 가장 낮고, ABS, 사모대출 순으로 높은 금리 수준을 보인다. 대출 종류별로 살펴보자.

ABS는 주로 완공돼 안정화된 자산을 기초로 발행된다. 신용평가 기관들은 대체로 우량 데이터센터의 선순위 트랜치는 A급으로 평가하고 있다. ABS는 임차인의 임대료를 담보로 한 채권이기에 임차인의 신용등급과 임대료(현금흐름)의 안정성을 최우선으로 둔다. 2018년 최초 발행돼 역사는 짧지만 발행이 급증하며 인기있는 채권이 되었다. 그 결과 최근 2년간 ABS에서 A등급의 평균 스프레드는 210bp 내외였고 2025년 들어 신규 딜은 160bp까지 축소되었다. 그럼에도 완공자산의 특성상 우량 임차인과 적절한 리스크 완화 장치가 있을 경우 여전히 매력적 수익률이다.

ABS는 2023년을 제외한다면 매년 발행이 급증했다. 주요 ABS 발행사는 Sabey, Centersquare, Compass, 사이러스원, STACK Infrastructure 등 데이터센터 운영사들이다. 선순위 평균 쿠폰 금리는 2021년 2.9%에서 2023년 5.8%로 급상승했고 후순위는 2024년 최대 6.65%를 기록했지만 개발자금 금리보다 낮다. 타 자산과 비교 시 데이터센터 ABS는 동일 등급 회사채나 타 ABS보다 높은 수익률을 제공하면서도 만기가 짧은 편이다. 따라서 데이터센터 ABS는 고려할 조건이 많은 복잡한 채권이지만 단중기 고정수익을 원하는 투자자에게 매력적 대안으로 성장했다.

개발 자금으로 활용된 사모대출이 엑시트하는 방식도 완공된 자산이 담보인 ABS로 전환이다. ABS로 전환이 막히는 경우는 다음 문제가 발생하는 경우다. ① 전력: 임시 전력을 쓰거나 영구적 확보가 어려워지는 경우다. ② 계약 구조 문제: AI 사용량에 기반한 임대계약(Merchant)인 경우, 미래 수익의 예측 가능성이 하락한다. ③ 임차인 리스크: ABS계약은 단일 임차인에 집중하기보다 다변화된 임차 구조를 선호한다. ④ 건설 기간 잔존: 약 2/3 이상 capex가 남아 안정화된 운영자산이라고 보기 어려운 경우다. ABS 전환이 실패한다면 사모대출은 만기를 연장해야 하고 금리 스프레드가 확대된다.

표 3. 데이터센터 대출 비교

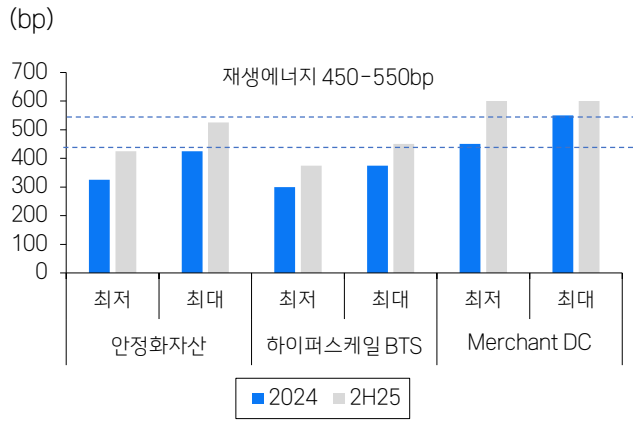
구분	회사채	PF	ABS	사모대출
차주	기업	프로젝트 SPV	프로젝트 SPV	법인 혹은 Holdco
상환 재원	기업 현금흐름	프로젝트	특정 자산/계약	회사, 자산 혼합
소구	전면 소구	제한적/무소구	무소구	제한적
담보	없음/약함	토지, 건물, 계약	자산, 계약	담보 다양
개발 단계	운영 안정 이후	개발	운영 안정 이후	개발부터 운영까지 다양
금리 수준	최저	중간	PF보다 낮음	최고
시장	공모	은행 중심	구조화 시장	사모
장점	신용등급 기반 저금리	부외금융으로 B/S 부담 완화	자산기반 증권화로 분산효과	맞춤형 대출로 빠른 실행
단점	기업 B/S 부담	PF리스크 반영	복잡한 구조화	금리와 covenant 유연성 낮음

자료: 삼성증권

사모대출은 펀드 구조로 개발부터 완공까지 다양하게 자금이 조달된다. 미국 데이터센터의 사모대출 스프레드는 2025년 상반기까지 AI 기대감으로 비정상적인 축소를 겪었다. 안정화된 데이터센터의 경우, 2023년 기준 SOFR 대비 450~550bp에 대출금리가 형성되다가 2024년 325~425bp로 축소되었고 이는 2025년 상반기까지 이어졌다. 하이퍼스케일이 임차하는 Built-to-Suit(BTS) 자산은 300bp까지 축소되는 사례도 나타났다. 이는 전통 인프라나 에너지 자산보다 낮은 스프레드다. 전통적으로 재생에너지는 인프라 사모대출 시장에서 비교적 선호되는 자산으로 고위험 딜인 데이터센터보다 낮은 스프레드를 보여왔으나 2024년 하반기부터 2025년 상반기까지 역전을 보였다.

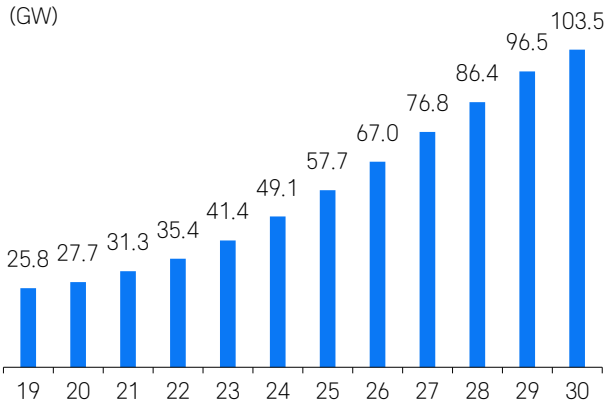
그런데 2025년 하반기 들어 과잉 투자 우려, 전력 및 수요 불확실성이 제기되며 스프레드가 다시 확대되었다. 트리거는 세가지로 판단된다. ① AI 수요는 유지되나 capex의 효율성에 의문이 생겼다. ② 전력과 전력망 비용 문제가 부각되었다. 2025년 하반기부터 전력 확보 지연으로 건설 지연 사례가 증가했기 때문이다. ③ 사모대출 시장 내부적으로 리스크 관리 기조가 강화되었다. 2025년 스프레드 압력으로 이 시기 빈티지는 공격적이라는 인식이 생겼기 때문이다. 실제 2025년 들어 이전에 급성장하던 인프라 사모대출 딜 거래액은 급감했다.

그림 8. 데이터센터 사모대출 금리 SOFR 대비 스프레드



자료: iCapital, 삼성증권

그림 9. 데이터센터 전력 사용량 전망



자료: Synergy group

데이터센터 대출 시장, 따지는 것이 많아졌다

4분기 들어 나타난 데이터센터 시장에서 대출 스프레드의 재확대는 블루아울의 오라클 데이터센터 프로젝트에 투자 철회 이벤트가 중요한 계기가 되었다고 생각된다. 오라클은 미시간주에 오픈AI와 장기 계약을 기반으로 100억달러 규모의 1GW급 AI데이터센터 개발을 추진해 왔다. 그런데 지난 12월, 대출 파트너였던 사모크레딧 운용사 블루아울이 자금 지원 논의를 중단하기로 했다. 이유는 블루아울이 오라클과 이전에 했던 프로젝트보다 미시간 프로젝트의 임대 및 차입조건이 덜 매력적이라는 것이다.

장기간 AI인프라 투자 확대로 오라클의 부채가 급증했고(운영리스 부채를 포함, 총 부채 1,240억 달러) 미시간 지역의 환경 변화로 인한 개발 여건 악화도 고려된 것으로 보인다. 최근 미국 내에서는 착공했지만 전력망 연결이 지연되고 PPA 가격이 상승하며 데이터센터의 램프업이 지연되는 사례가 속출하고 있다. 이는 프로젝트의 DSCR을 악화시키고 결국 리파이낸싱 리스크를 야기한다. 전력 인프라가 충분하지 않아 준공이 지연되고, 사전임대가 2027년 이후로 밀리는 현상이 발생하고 있다. 세계 최대 데이터센터 시장인 북버지니아에서는 전력 부족으로 데이터센터 공실이 1% 미만에 머무르고 있으며 유럽 전역에서도 전력 확보 문제로 운영사들이 전력망 연결이 가능한 외곽으로 이전하며 데이터센터 가용 물량이 전년대비 25% 감소한 현실이다. 이를 종합적으로 반영, 블루아울은 이전 프로젝트 대비 더 엄격한 조건을 요구했으나 합의에 이르지 못했다. 이는 AI인프라 투자 비용 부담이라는 잠재 리스크를 표면화 시킨 뉴스였다. 이후 대출시장에 나타난 유형별 변화는 다음과 같다.

1) 은행 주도의 대형 PF: 스프레드에 큰 변화는 없는데, 원래가 보수적 대출 태도를 보였기 때문이다. 오라클 연계 뉴멕시코의 대형 데이터센터의 PF는 SOFR대비 2.5%p 수준에서 논의돼 기존과 유사한 수준이다.

2) ABS: 트랜치별 차별화는 조금씩 나타나고 있지만 건설 리스크와 분리돼 상대적으로 안정적 흐름이다. 담보가 운영자산으로 현금흐름 기반이기에 본질적으로 건설 시장과 다르다.

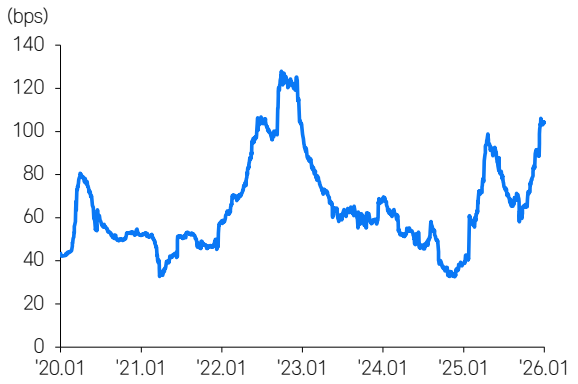
3) 사모대출: 딜마다 양극화가 발생하고 구조가 강화되는 것으로 파악된다. 임차인, 건설 및 전력 리스크, 엑시트 전략이 불확실한 딜에서 스프레드 확대가 뚜렷하다. 스프레드를 높이지 못한다면 LTV 및 DSCR 조건을 상향하거나 Cash sweep을 강화하고 추가 담보를 요구하는 등 covenant 강화 현상이 나타나고 있다. 하이퍼스케일러 연계 장기계약의 경우 상반기 대비 25bp 내외, 멀티테넌트 계약의 경우 50~150bp 내외의 스프레드 확대가 나타난 것으로 파악된다. 전력 확보가 불확실하거나 초기 단계 딜은 대출계약이 어려워지고 있다.

표 3. 오라클-블루아울 미시간 데이터센터를 둘러싼 이벤트

날짜	주요 내용
이전	블루아울은 오라클의 대형 데이터센터 프로젝트에서 핵심 역할 제공해옴 -텍사스 애빌린 150억달러 규모 부지 확보 -뉴멕시코 180억달러 캠퍼스 프로젝트 건설 자금
2025.10	오라클, OpenAI, Related Digital이 미시간주 세일린타운십에 1GW급 AI 데이터센터를 건설할 계획이라고 공식 발표 Stargate 프로젝트의 일환으로 2026년 초 착공 예정이라고 밝힘 주지사는 해당 프로젝트가 주 역사상 최대 규모 프로젝트라고 지지 성명
2025.11	세일린타운십에서 주민, 지자체와 개발사 Related Digital 사이 갈등 발생 데이터센터 용도 변경 신청을 현지 당국이 거부하며 소송, 이후 합의
2025.12	리스크를 고려한 수익률 상향을 요구했으나 합의에 이르지 못함 자금협상 결렬 발표, 블루아울은 투자 철회

자료: 언론 기사, 삼성증권

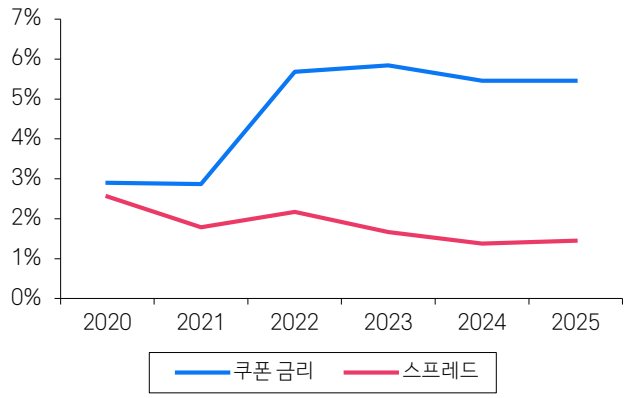
그림 10. 오라클 CDS 프리미엄



자료: Bloomberg, 삼성증권

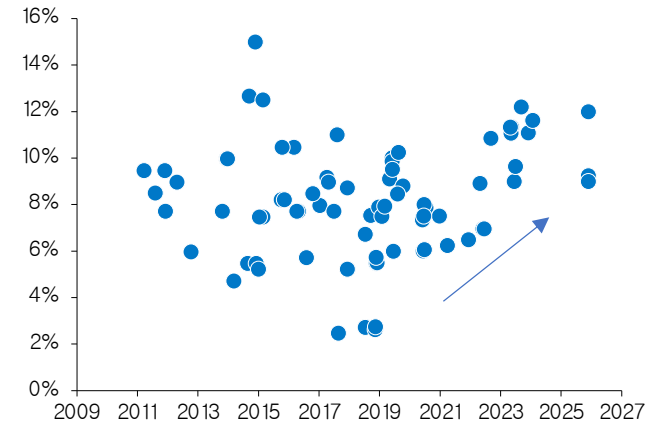
이 이벤트 이후 리스크가 큰 자산이나 하위 트랜치에서 스프레드가 크게 확대되었다. 반면, 최우량 자산이거나 PF 및 ABS 금리는 큰 변화가 없었다. 즉, 전반적인 자금시장 경색이 아닌 선별적으로 자금이 이동하기 시작했다. 과거에는 데이터센터에 임대 계약만 있으면 무조건적으로 자금이 쏠렸으나 이제 금융조건, 차주의 재무 구조가 고려되기 시작함을 시사한다. 2025년 상반기까지 데이터센터 딜에서 공사모가 서로 경쟁하며 리파이낸싱하던 과열에서 진정되는 것으로 판단된다. 데이터센터 자금 조달 시장에서 리스크 관리와 자정작용으로, 긍정적 변화다.

그림 11. 데이터센터ABS 발행금리는 안정적이나…



자료: Bloomberg, 삼성증권

그림 12. 인프라 사모대출 펀드 대출금리 추이



자료: Ares, 블랙스톤, 삼성증권

데이터센터 대출 중에서도 사모대출에 리스크 관리 기조가 세진 이유는 부외금융으로 리스크가 가려진다는 우려 외에도, 급격히 팽창한 규모 때문이다. 사모대출은 빅테크의 장기 계약을 담보로 이뤄지는데 7~10%의 높은 조달금리를 커버할 만큼 수익성을 AI데이터센터가 확보할 수 있는지 여부에 관심이 전환되고 있다. 추론용 데이터센터의 수익화가 지연되는 현 시점, 이제 AI내러티브에 의존하기보다 전력/계약/입지를 까다롭게 평가하고 투자자들은 미래 수익이 막대한 투자를 상쇄할 수 있는지를 고민하기 시작했다. AI성장과 수익화 시점을 예측하기는 어렵기에 이제 데이터센터 대출 시장은 대출의 발행 구조와 리스크 헤지 여부, 즉 계약 내용을 따지게 될 것이다. 데이터센터 대출 시장의 위험 신호가 아닌 리스크가 가격에 반영되기 시작하는 정상화의 과정으로 판단한다. 수익률 압력으로 고민하던 직접대출 투자자에게 데이터센터 대출은 적절한 투자자산으로 회귀하는 과정이 될 것이다.

표 4. 데이터센터 사모대출에서 고려 요소

고려 요소	선호되는 유형	근거
차주(임차인)신용	우량 하이퍼스케일러 딜	장기 현금흐름 가시성에 기반, 높은 재계약 가능성
임차인집중도	분산 필요	개발 프로젝트는 단일 임차인 의존도가 높아 리스크
자산 유형	완공 후 안정화 자산	건설 단계의 불확실성 제거
기술 노후화	설비를 임차인이 부담하는 구조	빠른 기술 혁신으로 설비 노후화를 임차인에게 전가

자료: 삼성증권

업계가 2026년 데이터센터 대출 시장에 주목하는 이유는 2023~2024년 조성된 초기 AI데이터센터의 리파이낸싱이 시작되는 해이기 때문이다. 리파이낸싱을 거치며 대출별 변별이 이뤄질 가능성이 높다.

2025년 10월 기준, 2026년 만기가 도래하는 사모대출 부채는 1.35조 달러이다. 대다수는 2020~2021년 저금리 환경에 발행돼 현재 금리로 리파이낸싱할 경우 최소 150bp의 높은 자금조달 비용을 부담하게 된다. 일반적으로 변동금리 구조를 활용했지만 리파이낸싱 시점에 자산의 상태에 따라 스프레드 재조정이 이뤄질 수 있다.

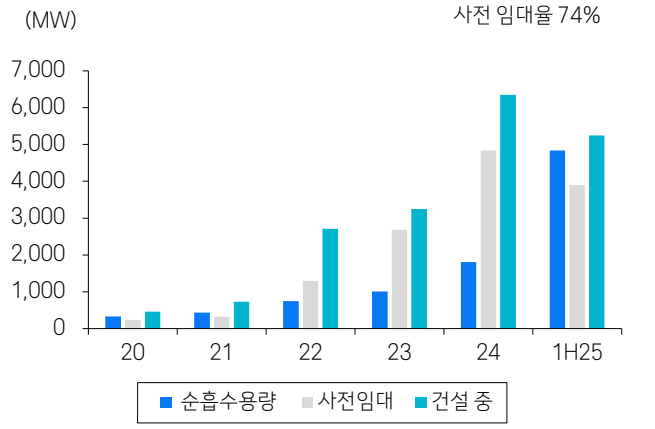
과거 데이터센터 딜은 임차인의 신용이 가장 중요한 변수였다. 이제는 데이터센터의 금융 계약 구조가 중시되고 있다. DSCR 1.2배 이하의 프로젝트, 전력이 충분히 확보되지 않았거나 임시 전력에 의존하는 프로젝트 등은 리파이낸싱 리스크가 잠재한다. 짧은 만기, 높은 LTV, AI 사용량 연동형 수익 구조(Merchant DC), 프로젝트의 질보다 단지 빅테크의 신용에 기댄 딜에서 리스크가 커질 수 있다. 우량 딜은 장기 고정금리로 리파이낸싱에 성공하며 안정적 인프라 자산으로 재분류될 것이다.

다양한 리스크를 고려해도 AI데이터센터의 대출 투자는 리스크 대비 매력적인 리턴의 투자 방식으로 생각한다. 데이터센터의 사모신용은 주식 대비 변동성이 낮은 방식으로 AI 데이터센터 투자에 접근할 수 있는 방법 중 하나기 때문이다. 특히 안정화된 데이터센터의 대출수익은 PF와 실물 부동산의 중간 영역에 위치한다. 자본차익을 기대하기보다 임대수익에 기반한 안정적 현금흐름이 중시되기 때문이다. 장기 임대 계약은 임대료 상승 조항을 포함하는 경우가 많아 인플레이션 헤지가 가능하다. 이러한 현금흐름의 특성은 주식과 낮은 상관관계를 보이는 사모 인프라 자산의 특성이다.

인프라 사모대출 시장 정상화 수순

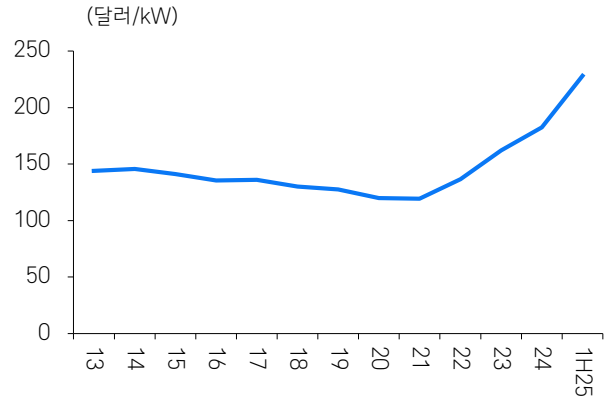
현재 글로벌 데이터센터의 펀더멘털은 견고하다. 사상 최대의 개발이 이뤄지고 있음에도 사전 임대율은 80%대로 역대 최고다. 이는 20%대에 머무르던 불과 5년 전과 크게 달라진 점이다. 하이퍼스케일러의 높은 신용도, 임차인의 높은 이전 비용으로 인한 계약 갱신 가능성, 클라우드와 AI 확산이라는 장기 성장 동력은 과도한 우려를 낮추는 요인이다. 극단적 경우를 가정해도 사모대출은 폐쇄형 펀드구조이므로 급격한 자금 이탈이 발생하기 어려우며 대응 시간이 있음을 의미한다.

그림 13. 미국 데이터센터 건설 중 자산



자료: CBRE

그림 14. 미국 데이터센터 월간 실질 임대료



자료: CBRE

그러나 지난 2년간 데이터센터 붐이 지속되며 밸류에이션은 가파르게 상승하고 있음은 간과하지 말아야 할 요소이다. 데이터센터의 cap rate는 4.4%까지 하락하는데 최상급 인프라 자산군에서도 상단 범위다. 이런 환경은 레버리지 확대(에쿼티 버퍼 하락), 담보/covenant 약화, 자산의 질 대비 수익률 스프레드 축소 등으로 이어지고 있다.

표 5. 섹터별 사모-공모시장 밸류에이션 비교 (2025년 3분기 기준)

구분	하위 섹터	Implied cap rate	3개월 변화 (bps)	12개월 변화 (bps)	5년 평균 implied cap rate	사모시장 cap rate	리츠 vs 사모시장 밸류에이션 갭
전통	아파트	5.40%	18	(62)	5.12%	5.19%	-4.0%
	산업용	5.56%	87	143	4.13%	4.57%	-17.9%
	오피스	7.52%	39	(27)	6.94%	6.98%	7.2%
	리테일	6.28%	6	(50)	6.87%	7.05%	12.1%
	호텔	7.10%	(10)	28	6.61%	5.85%	-17.7%
	소계	5.67%	46	18	5.28%	5.43%	-4.2%
신성장	생명과학	7.61%	146	121	5.40%	5.50%	-27.7%
	헬스케어	4.93%	21	(82)	5.59%	6.69%	35.8%
	단독주택	5.51%	10	4	4.79%	4.74%	-13.9%
	제조주택	5.04%	45	45	4.79%	5.05%	0.0%
	통신탑	5.21%	61	59	4.37%	4.59%	-11.9%
	데이터센터	4.23%	48	53	4.71%	5.48%	29.6%
	셀프스토리지	5.50%	87	20	6.13%	5.28%	4.0%
	소계	5.12%	47	10	4.75%	5.44%	6.2%
	총계	5.67%	35	1	6.18%	5.74%	1.2%

자료: Bloomberg, CenterSquare

만약 AI데이터센터 임대료 하락, 전력 비용 급등, 건설 단계 지연에 따른 램프업 지연이 나타난다면 프로젝트의 현금흐름이 악화되고 크레딧 시장에 영향을 미치게 된다. 고금리가 장기화되는 등 매크로 변수도 비우호적으로 전환 시 리파이낸싱 시점 이자비용 급증으로 리스크가 확대될 수 있다. 극단적 시나리오를 가정해도 이는 시장 전반의 침체를 야기하기보다 개별 SPV 단위에서 크레딧 이벤트로 제한될 전망이다. 금융 시스템 리스크로 확산되려면 은행권으로 리스크가 전이되어야 하나 그 가능성이 낮기 때문이다.

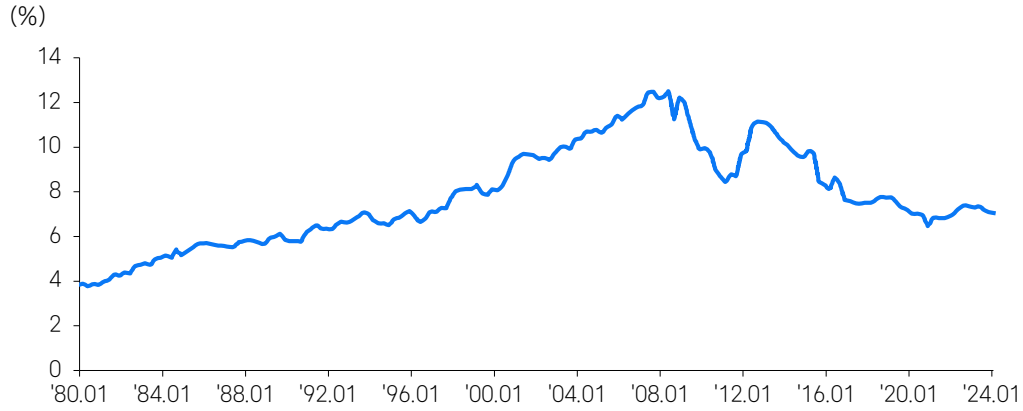
1) 데이터센터 사모신용은 은행 시스템과 분리돼 있다. 현재 데이터센터 자금 조달의 핵심은 사모신용으로 비은행권(NBFI), 펀드 등이다. 물론 은행이 NBFI에 익스포저가 있지만 그 규모가 전체 금융 시스템을 위협할 정도로 크지 않다. 국제통화기금(IMF)에 따르면 은행권의 NBFI 익스포저는 총 자산 대비 7%에 해당한다. 유의미하지만 압도적이지는 않다. 참고로 서브프라임 위기 당시 12.5%였다.

2) 규제장치가 작동하고 있다. 은행은 금융위기 이후 강화된 자본 규제인 리스크 가중자산(RWA, Risk weighted assets) 규제 하에 있다. 은행이 특정 자산의 위험을 감당할 초과 자본을 갖추도록 요구함으로써 익스포저 증가가 곧 시스템 붕괴로 이어지지 않도록 관리되고 있다.

3) 금융위기 당시와 다른 점은 레버리지가 프로젝트 단위로 제한돼 있고 금융위기 원인이던 파생 및 재유동화 구조가 아니라는 점이다. 금융위기 문제의 근원은 복잡한 CDO(Collateralized debt obligation)와 합성 파생상품이었으며 복층 재유동화가 대부분이었다. AI데이터센터 딜은 구조는 복잡할지언정 재유동화 사례는 없다. 또한 사모펀드의 특성상 강제 매도 메커니즘(일 마진콜, 실시간 환매 등)이 없다. 즉 리스크가 발생하더라도 비교적 느리게 표면화되기에 대응 시간이 있다.

결론적으로 시스템 리스크로 발전할 가능성은 없지만 문제 발생 시 구조화된 크레딧 리스크로 일부 드러날 가능성은 있다. 이는 사모신용의 선별적 손실로 제한될 것이다. 2026년은 과도했던 인프라 사모대출 시장이 자정작용을 통해 정상화 단계로 진입하는 시기로 생각한다.

그림 15. 미국 은행권 총 자산에서 NBFI 부채 비중



자료: Federalreserve.gov, 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