해외 크레딧

2026년 레버리지 파이낸스 시장 점검 ①: (느슨해지는 조건과 리스크의 이동)

Asset Allocation

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

차입자 우위 환경의 형성: 금리보다 문서 완화로

2026년 미국의 레버리지 파이낸스 시장은 차입자 우위 (borrower-friendly) 환경에서 출발하고 있다. 금리 인하 가능성이 열려 있는 상황에서 자금 공급은 다시 늘어나고 있으며, 차입자 역시 대출 시장을 선택할 수 있는 위치에 놓였다. 특히 미국의 리파이낸싱 거래는 은행 주도의 레버리지론 (BSL)과 사모대출 (Direct Lending)이 거의 비슷한 비중으로 분산되고 있어, 차입자가 두 시장의 조건을 동시에 비교하며 협상할 수 있는 환경이 형성되고 있다. 이로 인해 차입자는 과거처럼 특정 조달 채널에 의존하지 않고, 은행 대출과 사모대출을 병렬적으로 협상 테이블에 올려놓을 수 있게 됐다. 한 쪽 시장이 막히면 다른 쪽으로 이동하던 구조가 아니라, 두 시장을 동시에 활용하는 구도가 만들어진 것이다.

차입자 우위 환경에서 경쟁은 단순히 조달 비용을 낮추는 방향으로만 작동하지는 않는다. 정책금리 인하 기대가 존재하더라도 스프레드는 이미 상당 부분 타이트해져 있으며, 자금 공급자 역시 경쟁이 심화되더라도 최소한의 수익률을 유지해야 한다. 그 결과 경쟁의 초점은 금리 레벨 자체보다는, 대출 문서와 구조 조건을 조정하는 방향으로 이동하고 있다. 차입자가 단기 현금 부담을 조정할 수 있는 선택지를 제공하는 방식의 조건 설계가 대표적이다.

사모대출의 구조적 유연성이 등급 시장으로 일부 확산

이 과정에서 나타난 변화는 단순한 Cov-lite 대출의 증가로 설명되지는 않는다. Cov-lite는 이미 미국 BSL 시장의 핵심 구간에서는 표준형에 가까운 구조로 자리 잡았다. 글로벌 신용평가사들이 2026년 레버리지 시장에서 주목하는 첫 번째 변화는, 과거 사모대출 시장에서 더 자주 관찰되던 '구조적 유연성'이 신용등급이 부여된 대출 거래 (rated debt)에서도 부분적으로 수용되기 시작했다는 점이다.

사모대출은 대출자 수가 제한적이고 거래별 협상이 가능한 구조이기 때문에 차입자는 현금흐름이 일시적으로 악해지는 구간을 넘기기 위한 다양한 조건을 협상해 왔다. 예를 들면 이자 지급을 뒤로 미루는 *PIK 구조, 레버리지 지표를 관리하기 위한 *EBITDA add-back, *만기 구조의 유연한 조정 등이 이에 해당한다. [상세 설명은 도표3 참고]

반면 등급이 부여된 대출 구조, 특히 다수 투자자가 참여하는 은행 레버리지론 (BSL) 시장은 문서 표준화가 강하고, 과도한 예외 조항을 받아들이는 데 제약이 컸다. 그러나 차입자가 은행 대출과 사모대출을 동시에 비교할 수 있는 환경이 만들어지면서, 과거에는 사모대출 영역에서만 가능하다고 여겨졌던 일부 조건들이 등급이 부여된 대출 거래에서도 제한적으로 등장하기 시작했다. 이는 대출 시장이 단숨에 사모 대출화되었다는 의미는 아니다. 다만 경쟁 심화 속에서 차입자가 요구하는 구조적 유연성이, 등급 구조 내부의 문서와 조건 차원에서 일부 반영되고 있다는 점은 분명해졌다.

자산배분/해외크레딧
Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com

하나증권 리서치센터

레버리지는 등급 구조 '밖'에서 축적되고 있다

앞서 살펴본 변화가 등급이 부여된 대출 구조 내부에서 문서와 조건이 느슨해지는 현상이었다면, 글로벌 신용평가사들이 주목하는 두 번째 변화는 부채 자체가 등급이 부여된 차입자 구조의 바깥에서 축적되고 있다는 점이다.

등급이 부여된 구조란, 신용평가사가 상환 능력을 평가할 때 기준으로 삼는 운영회사(OpCo)의 현금흐름과 이에 직접 연결된 담보·보증·부채의 범위를 의미한다. 그러나 차입자가 조달 조건의 선택 폭을 넓히는 과정에서, 이 범위 밖에서의 자금 조달 역시 함께 증가하고 있다. 스폰서 레벨 차입, 지주회사 (HoldCo) 부채, 일부 펀드 단위의 차입과 같은 구조는 전통적인 신용 지표에 즉각적으로 반영되지 않는 경우가 많다.

문제는 이러한 부채가 평가의 범위 밖에 위치해 있음에도 불구하고, 상환 재원은 결국 동일한 운영회사 (OpCo)의 현금흐름에 의존한다는 점이다. 다시 말해, 현금은 하나인데 그 위에 등급 평가의 대상이 되는 부채와, 평가 범위 밖의 부채가 동시에 쌓이고 있는 구조가 형성되고 있다. 이로 인해 등급이 부여된 구조 내부에서는 단기적으로 안정적인 부채 관리가 유지되는 것처럼 보일 수 있다.

그러나 실제로는 운영회사에서 창출되는 현금이 이자, 배당, 상환의 형태로 상위 구조로 이전되는 사례가 점차 늘어날 가능성이 크다. 이러한 현금 이동은 정상 국면에서는 큰 문제로 인식되지 않지만, 실적 변동이나 경기 하강 국면에서는 현금흐름의 완충력을 빠르게 약화시키는 요인으로 작용할 수 있다.

향후 점검 과제와 보고서 전개 방향

본 글에서는 2026년 레버리지 파이낸스 시장에서 나타나는 구조적 변화와 리스크의 방향을 살펴보았다.

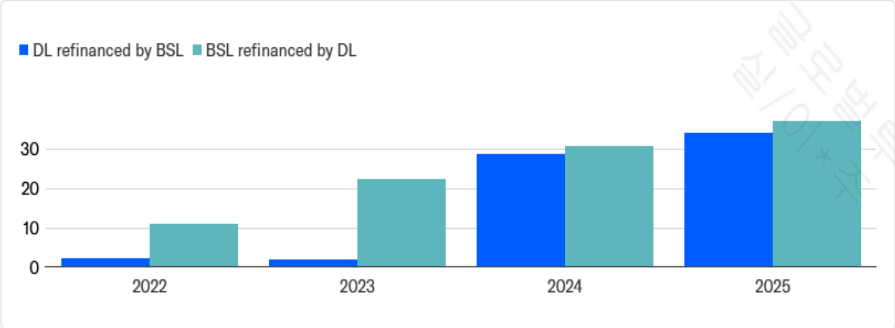
차입자 우위 환경 속에서 조달 조건의 완화와 구조적 유연성이 확산되며, 차입자는 이자 지급 방식, 만기 구조, 재무 지표 관리 측면에서 더 많은 선택지를 확보하게 됐다. 그 결과 단기적으로는 현금 기준 상환 부담이 낮아지고 거래의 연속성도 유지되고 있다. 그러나 이는 상환 부담이 해소되었다기보다는, 구조 선택을 통해 이자와 원금 상환의 부담이 시간적으로 뒤로 이동한 결과에 가깝다. 동시에 이러한 유연성은 등급이 부여된 구조 내부뿐 아니라, 평가 범위 밖의 자본 구조에서도 레버리지를 확대시키는 방향으로 작용하고 있다. 이제는 표면적인 거래 안정이나 디폴트 지표만으로 시장의 건전성을 판단하기보다는, 조건 완화와 구조 선택이 자본 구조 전반에 미치는 영향을 함께 점검할 필요가 있다.

다음 글에서는 이러한 조건 완화가 등급이 부여된 차입자 구조의 바깥, 즉 스폰서 레벨 차입, 지주회사 (HoldCo) 부채, NAV 대출 등으로 어떻게 확장되고 있는지를 보다 구체적으로 살펴본다. 그리고 이어지는 시리즈에서는 CLO의 흡수력, 풀 포워드 (full-forward) 만기 구조, 그리고 2026~2029년으로 이어지는 만기 집중과 어떤 방식으로 연결되는지를 분석할 예정이다.

도표 1. Direct Lending과 BSL 거래 분포 추이

* Direct Lending과 BSL의 거래 분포는 24~25년 거의 비슷한 규모로 발생

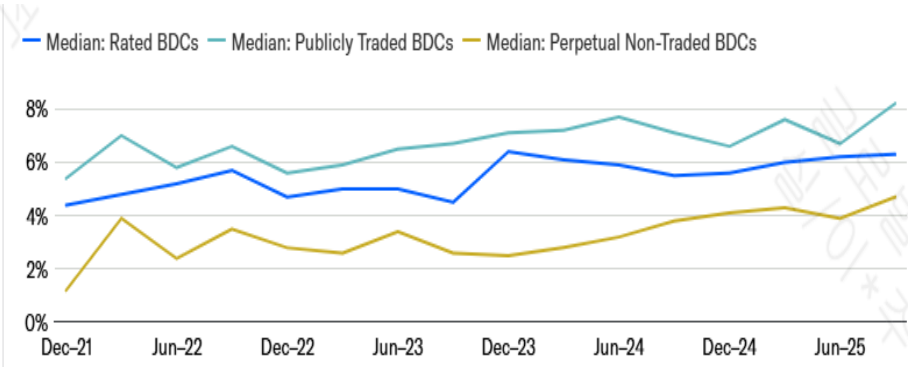
*경쟁 심화 상태를 시사하는 동시에, 26년에도 이러한 흐름은 가속화될 전망



자료: Pitchbook and Moody's Ratings, 하나증권

도표 2. PIK 비중의 점진적 상승 추세

* PIK, 차입자가 이자를 당장 현금으로 내지않고, 원금에 더해 나중에 갚는 구조
* 아직 PIK 비중이 높다고 볼 순 없음 (increased but remain contained) 단, PIK 비중 상승하면서 레버리지론 시장 내 현금 기반의 스트레스가 축적될 가능성
▷ 초기 경고 지표



자료: Moody's, 하나증권

도표 3. 용어 설명

항목	해석	차입자 베네핏	리스크 요인
PIK (이자 자본화)	현금 이자 대신 이자를 원금에 더함	당장 현금 유출 감소, 유동성 방어	이자 부담이 사라진 게 아니라 원금에 누적됨
EBITDA add-back 확대	비용·일회성 항목 등을 EBITDA에 가산	레버리지 지표가 낮아져 보임, 조건 유지 용이	실제 현금창출력과 지표 괴리가 커질 수 있음
만기 유연화 (연장/옵션화)	단기 연장 옵션, 만기 조정 조항	차환 타이밍을 조절, 협상력 유지	만기 '집중'이 뒤로 밀리며 누적될 수 있음
Covenant 완화/예외 조항	테스트 완화, 예외 범위 확대	트리거를 피하며 운영 여력 확보	조기 경보 기능이 약해질 수 있음
리프라이싱 (Repricing)	스프레드/조건 재조정	비용 절감 또는 조건 개선	대출자 수익률 희생 vs 조건 완화로 균형 이동

자료: 하나증권