The Credit

LS Edge Investment Strategy | 해외크레딧 | 2026. 03.03

사모 대출 펀드의 리스크 점증, Credit Crunch의 전조일까? (feat.MFS, OBDC II)

크레딧 | **조수희** | shcho@ls-sec.co.kr

최근 6개월간 반복되고 있는 사모대출 시장의 노이즈, 다만, 크레딧 채권 시장은 비교적 고요한 편

2월말 영국 모기지 여전사 MFS(Market Financial Solutions)가 파산절차에 들어갔다. 특히, MFS가 이중담보(Double Pledging)를 통해 자체 여력 대비 과대 대출을 일으킨 사실(담보 부족에 따른 잠재손실 추정액 £930M(약 1.5조원))로 인해 MFS에 도매 대출을 제공한 대형 금융기관의 심사 부실 논란이 이어지며 글로벌 대형 은행(Barclays 등)의 주가가 급락하는 등 사모대출펀드 관련 우려가 재차 확대되었다. 금번 사태 외에도 최근 사모대출 시장의 노이즈가 반복되고 있다. 2월 19일에는 Blue owl capital의 비상장 BDC인 OBDC II의 환매 중단으로 사모대출시장의 부실 우려가 재점화되었고, '25.4분기에는 Tricolor, First Brands 파산 관련 Fraud 사건이 있었다.

다만, 미국 Corporate Bond 시장은 최근의 이슈에도 불구하고 비교적 고요한 양상이다. IG, HY 신용 스프레드는 1년 Band를 크게 이탈하지 않고 있으며, HY 스프레드는 최근 200~300bp 정도이고(글로벌 금융위기 2,000bp 상회, 코로나 1,000bp 상회, SVB·CS 사태 500~600bp), SLOOS 지수도 20% 이내이다(Senior Loan Officer Opinion Survey, 은행 대출행태 설문조사, 20% 이상을 경색 신호로 보는 경우 많음). 주식시장도 사모대출펀드의 환매요청 혹은 비중 축소가 진행 중이라고 알려진 소프트웨어 섹터 및 대체투자 운용사 중심으로 주가 변동성이 확대되었고, 금융 및 테크 섹터 주가지수는 보합세를 보이고 있다.

Credit Crunch 발생이 베이스 시나리오는 아니지만, 부분적 신용 경색 발생 가능성은 내재

사모대출시장은 규제의 사각지대에서 급성장했으나, '25년부터는 노이즈가 반복되고 있다. SVB사태('23년) 혹은 GFC('08년)과 같은 사태로 확산될 가능성에 대한 우려의 시선도 존재한다. 그러나 현재 대형 금융기관들의 자본여력, 은행의 사모신용 및 NDFI에 대한 대출 비중, 다변화된 기초자산 섹터 등을 감안할 때, 현재 지속되는 사모대출 리스크가 금융 시장의 전면적 신용 크런치를 촉발할 가능성은 크지 않다고 판단한다. 다만, 사모대출 시장내 Fraud 등 약화된 Underwriting Event의 반복과 그에 대응한 은행의 대출 심사 기준 강화 등으로 일부 기업/섹터 등에 대한 부분적 자금 경색이 발생할 가능성을 배제할 수는 없는 상황으로 생각된다. 현재의 위기 인식으로 인한 Credit Crunch의 발생 가능성을 1)찻잔 속 태풍으로 단기조정 및 건전화 과정을 거칠 가능성(No Crunch), 2)국지적 자금 경색 발생 가능성(Partial Crunch), 3)전면적 신용 크런치 발생 가능성(Systemic)으로 분류한다면, 1단계로 마무리될 확률이 높으나, 2단계로 나아갈 가능성이 내재해 있는 국면이라고 판단한다. 금융기관들의 심사 강화 과정에서 Funding 조건의 미세한 변화가 누적될 경우 최근 펀더멘털 우려가 확대된 중소 소프트웨어 기업 같은 일부 업종의 부분적 자금 경색으로 이어질 가능성은 존재한다고 생각된다.

사모대출 펀드 관련 유사 사건의 빈도/규모 및 금융기관의 대응 추이, 매크로 환경 변화에 대한 모니터링 필요

향후의 진행 방향에 대한 주요 모니터링 포인트는 1)유사한 사건의 발생 빈도와 규모, 관련한 주요 금융기관의 심사(Underwriting) 부실 여부, 2) 향후 금융기관의 대출 태도 강화 등 대응 추이, 3) 미국 기준금리 인하 여부 등 매크로 환경 변화이다. 또한, PEF 규제 강화 가능성도 모니터링 요소이다. 유럽의 AIFMD 2.0 개시(4/16, 강화된 대체투자펀드 규제 적용), 미국의 사모대출 규제 논의 등 규제 환경의 변화 과정에서 나타날 수 있는 주요 금융기관의 신용 공급 축소 가능성도 사모대출펀드와 관련하여 크레딧 시장(Corporate Bond 및 Private credit)에 미치는 영향 정도를 좌우할 수 있는 요소라고 생각된다.

사모대출 관련 노이즈 반복과 점증하는 리스크

최근 6개월간 반복되고 있는 사모대출 시장의 노이즈

2월말 영국 모기지 여전사 MFS(Market Financial Solutions)가 파산절차에 들어갔다. 특히, MFS가 이중담보(Double Pledging)를 통해 자체 여력 대비 과대 대출을 일으킨 사실(담보 부족에 따른 잠재손실 추정액 £930M(약 1.5조원))로 인해 MFS에 도매 대출을 제공한 대형 금융기관의 심사 부실 논란이 이어지며 Barclays, Santander, 그 외 Wells fargo, Jefferies, Apollo(자회사 Atlas SP Partners) 등 대형금융기관의 주가가 급락하는 등 사모대출펀드 관련 우려가 재차 확대되었다.

표1 **MFS 사태 관련 요약**

구분	내용
기업	06 년 설립된 런던 기반 전문 부동산 금융사, 브릿지론/BTL 등 부동산 담보대출을 주로 공급한 NDFI
사건 개요	2/20 일 경 MFS 는 주거래 은행과의 절차적 문제로 인해 일시적으로 은행 계좌 접근이 제한되는 Banking-related Issue 발생을 이유로 법정관리 신청 회사 주장은 "기초자산은 건전하나, 은행 계좌 접근 제한으로 일시적 유동성 이슈 발생", 채권단 주장은 "①동일 부동산 담보를 여러 대출에 중복 제공(이중 담보, double pledging), ②£1.2bln 채무 중 £0.9bln 이상이 담보 부족 상태, ③ Fraud 의혹 제기"
피해 추정	Barclays, Apollo(Atlas SP Partners), Jefferies 등의 대형 기관들이 MFS 에 £2bln 이상의 대출/크레딧 라인 제공 특히, Barclays 가 최대 개별 익스포저(£0.6bln 추정) 노출된 것으로 알려지며 주목받고 있음
시장 반응	개별 이탈 케이스로 보는 시각(BDLA "특정기관의 운영 이슈")과 브릿지론 업계 구조조정 및 심사 강화의 중요성 부각의 계기로 보는 시각 혼재, '26.1 월 Century Capital 파산 사례 등 영국 모기지론 시장의 조정 가능성 존재, 사모대출펀드의 내재된 리스크에 대한 우려도 점증되는 분위기

자료: 언론 취합, LS증권 리서치센터

한편, 최근 사모대출 시장의 노이즈가 반복되고 있다. '25.4분기 Tricolor, First Brands 파산 관련 Fraud 사건이 최근의 사모대출 리스크에 대한 경각심을 불러일으킨 발단이었다.

표2 **사모 대출 시장 관련 Event**

시기	주요사건 및 위기 조짐	영향 및 결과
25.10	Tricolor Holdings(미국 자동차 대출사) 파산	자산기반금융(ABF) 시장의 담보 조작 Fraud 사건(중복 담보)
25.12	First Brands(부품 제조사) 파산	글로벌 금융기관의 포트폴리오 기업 부실 가시화
26.01	영국 Century Capital 파산	영국 내 브릿지론(단기 담보대출) 시장 유동성 우려
26.02	미국 비상장 BDC, OBDC II 환매 중단 선언	비상장 BDC 등 사모대출 분야의 유동성 우려
26.02	MFS(Market Financial Solution)파산	G-SIB (바클레이즈 등)의 손실 발생

자료: 언론 취합 등, LS증권 리서치센터

2/19일에는 Blue owl capital의 비상장 BDC인 OBDC II의 환매 중단으로 사모대출의 부실 우려가 재점화되었다. OBDC II의 환매중단선언은 '25년 말부터 이어진 소프트웨어 섹터에 대한 센티먼트 조정과 중첩되며 금융시장, 특히 Private Credit 시장에 대한 불안감을 야기한 바 있다. 비상장 BDC의 환매 중단 선언은 흔치 않은 사례로 유동성 미스매치를 내포하고 있고, '23.3월의 SVB 파산 사태 등 금융기관 위기의 도화선이 유동성 미스매치라는 점, 글로벌금융위기('08년) 1년 전 BNP Paribas의 펀드 환매 중단 사례를 상기시킨 점에서 주목받았다.

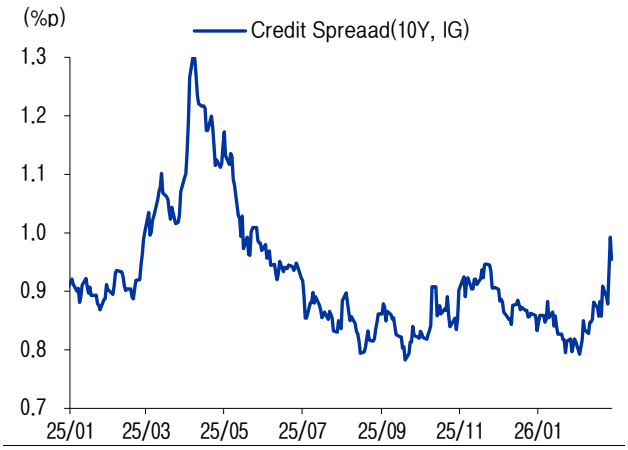
그러나 SVB 파산은 기준금리 인상 시기였던 점에서 현 시점과 차이가 있고, '07년 BNP Paribas의 환매중단 사례는 중단선언 주체의 직접적인 시스템 영향도, 관련 시장의 리테일 비중 및 단기금융시장과의 연결성 면에서 차이가 존재한다.

다만, OBDC II 사례의 경우, 1) 사모대출 시장의 유동성이 타이트해지는 상황이며, 2) 사모대출펀드가 투자해 온 주요 산업 중 하나인 중소 소프트웨어 섹터의 Exit 리스크가 확대되었다는 점, 3) PIK 방식 등을 통해 리스크를 이연해온 사모대출펀드에 대한 센티먼트가 약화되었다는 점, 4) 사모대출펀드의 특징인 비유동성과 불투명성을 드러냈다는 점에서, 점증하고 있는 사모대출펀드 관련 리스크의 단면을 보여주었다.

다만, Corporate Bond 시장은 고요한 편

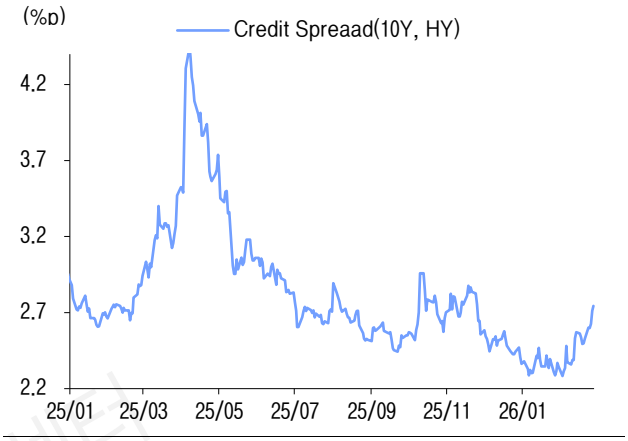
사모 대출이 대부분 HY Bond로 자금을 조달하기 어려운 중소기업을 대상으로 진행된다는 점에서, 미국 Corporate Bond 시장은 최근의 이슈에도 불구하고 IG, HY 신용 스프레드가 최근 1년간의 밴드를 벗어날 정도로 확대되지는 않은 양상이다. 주식시장도 사모대출펀드의 환매요청 혹은 비중 축소가 진행된다고 알려진 소프트웨어 섹터 및 대체투자운용사 중심으로 주가 변동성이 확대되었고, 금융 및 테크섹터의 주가지수는 보합세를 보이고 있다.

그림1 미국 IG Spread 추이



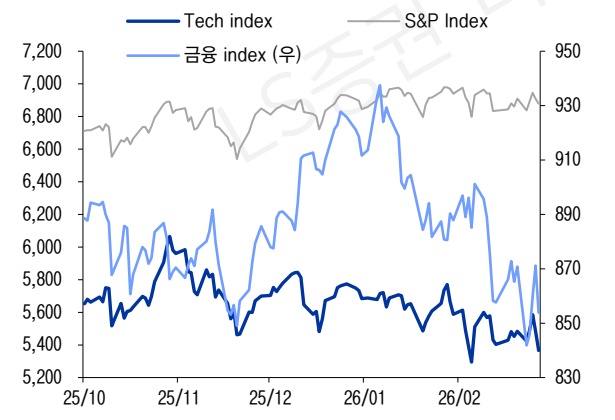
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림2 미국 HY Spread 추이



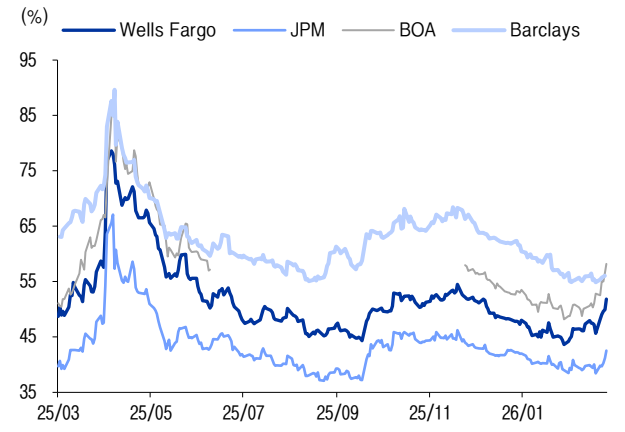
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림3 주가지수 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림4 주요 대형은행 CDS 추이



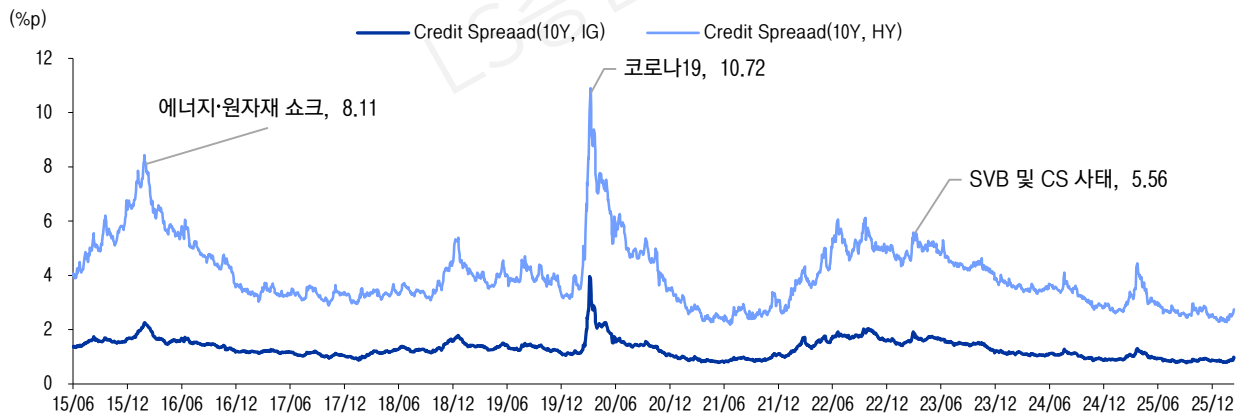
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

신용 확대 국면 후반부, 사모대출펀드 발 Credit Crunch 가능성은?

과거 Credit Crunch 사례와 비교

사모대출시장은 규제의 사각지대에서 급성장했으나, '25년부터 노이즈가 반복되고 있다. 신용평가사 Moody's는 2026년 Credit Tail Risk 중 하나로 "사모대출 스트레스의 전염(Stress in private Credit generate contagion)을 든 바 있다. 사모대출 자산의 광범위한 다운턴과 회수율 하락이 발생해, 프라이빗 크레딧 구조의 구조적 취약점(레버리지, 공시부족, 언더라이팅 문제 등)이 드러나고, 투자한 보험사, 은행, 하이브리드 펀드를 통해 위험 프리미엄이 전반적으로 상승하는 시나리오이다. 최근의 사모대출 시장 노이즈와 관련해 SVB사태('23년) 혹은 GFC('08년)과 같은 사태로 확산될 가능성에 대한 우려의 시선도 존재한다.

그림5 **미국 크레딧 스프레드 추이**



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

표3 **과거 Credit Crunch 와 비교**

	GFC 글로벌 금융위기 (2008, 서브프라임/CDO)	SVB 사태 (2023, 은행위기)	사모대출 리스크 점증 (2025~2026, PDF 리스크 점증)
위기 발생 원인	서브프라임 모기지&CDO 부실	고금리에 따른 국채 평가손실&뱅크런	언더라이팅 부실(사기)&고금리 지속
위기 성격	시스템적 위기(Systemic)	유동성 위기(Liquidity) -국지적·일시적 신용경색	신용/투명성 위기(Credit/Trust) -현재 신용 크런치 국면 아님
기초자산	주택 담보 대출(특정섹터 집중)	미 국채 및 MBS(우량자산)	중소기업 대출, 부동산 대출 등(다변화)
전염 경로	은행 간 파생상품 연쇄 디폴트	SNS 기반 예금 인출 및 중소 은행 확산	은행의 대출 태도 강화 가능성 등 존재 (부분적 신용경색 야기 가능성 내재)
레버리지 구조	매우 높음(은행 내부 누적)	보통(예금 기반 자산 운용)	펀드-은행 간 복합 구조(불투명성)
규제환경	규제 사각지대(shadow banking)	바젤 III 미적용 중소은행 취약성	사모 시장의 비공식성 (Shadow-Shadow)
정부/금융당국 대응	대규모 구제금융(bail-out)	예금 전액 보장 및 유동성 공급(BTFP)	개별 기관 손실 인식 및 규제 강화 유도

자료: LS증권 리서치센터

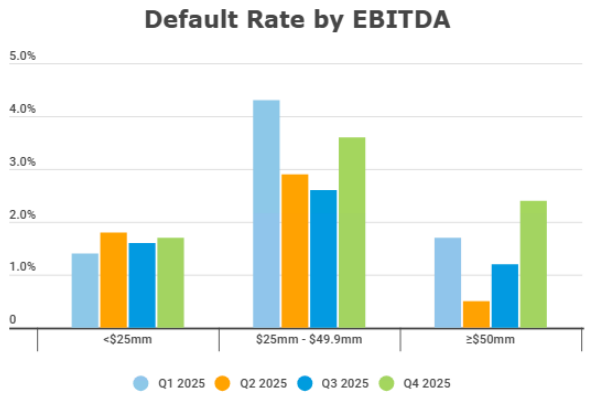
주) 음영은 가능성 혹은 진행중인 상황 언급

사모대출시장의 구조, 크레딧 지표 등 감안시, 전면적 Credit Crunch 징후는 크지 않음

현재 대형 금융기관들의 자본건전성, 사모신용 및 NDFI에 대한 대출 비중, 다변화된 기초자산 섹터 등을 감안할 때, 현재 지속되는 사모대출 리스크가 금융 시장의 전면적 신용 크런치를 촉발할 가능성은 높지 않다고 판단한다. 글로벌 금융위기 당시의 HY 스프레드는 2,000bp를 상회하였으나, 최근에는 200~300bp 정도이며(코로나 1,000bp 상회, '15년 에너지 쇼크 700bp, SVB 및 CS 사태 500~600bp), SLOOS 지수(Senior Loan Officer Opinion Survey, 은행 대출행태 설문조사)도 20% 이내이다(해당 지수 20% 이상을 경색 신호로 보는 경우 많음).

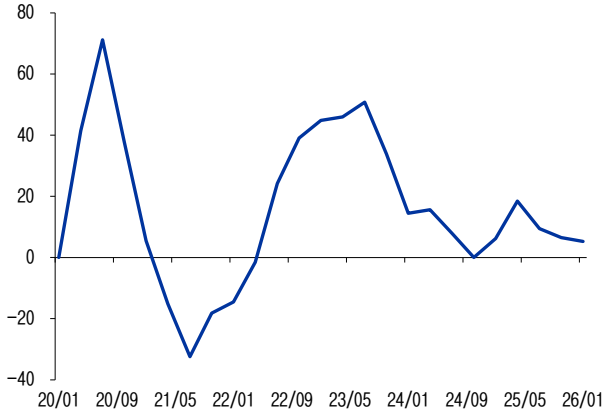
다만, 심사 부실 관련 사건이 반복되는 가운데, Proskauer Default Index(사모채권 디폴트율)의 '25.4Q 부도율이 2.46%로 3Q 1.84%, 2Q 1.76% 대비 상승하였고, 최근 반복된 Event를 계기로 사모신용펀드에 대한 은행 대출태도나 PEF 규제 환경이 강화될 가능성이 있다.

그림6 Proskauer Default Index(사모대출 디폴트율)



자료: Proskauer Rose LLP, LS증권 리서치센터

그림7 SLOOS 지수 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

Credit Crunch 발생이 베이스 시나리오는 아니지만, 부분적 신용경색 발생 가능성 내재

사모대출 시장내 Fraud 발생 등 Underwriting Event의 반복과 그에 대응한 은행의 대출 심사 기준 강화 등으로 일부 기업/섹터 등에 대한 부분적 자금 경색이 발생할 가능성을 배제할 수는 없는 상황으로 생각된다. 대형은행들은 사모대출 펀드에 대한 신용 공여(Subscription Line, Leveraged Facility)를 제공하는 방식으로 중소기업 대출에 참여해 왔는데, Credit Line 한도 및 담보 조절 등을 통해 신용 공급의 축소를 이끌 가능성이 있다.

현재의 위기 인식으로 인한 Credit Crunch의 발생 가능성을 1)찻잔 속 태풍으로 단기조정 및 건전화 과정을 거칠 가능성(No Crunch), 2)국지적 자금 경색 발생 가능성(Partial Crunch), 3)전면적 신용 크런치 발생 가능성(Systemic)으로 분류한다면, 1단계로 마무리될 확률이 높으나, 2단계로 나아갈 가능성이 내재해 있는 국면이라고 판단한다. 금융기관들의 심사 강화 과정에서 Funding 조건의 미세한 변화가 누적될 경우 최근 펀더멘털 우려가 확대된 중소 소프트웨어 기업 같은 일부 업종의 부분적 자금 경색으로 이어질 가능성은 존재한다고 생각된다.

표4 Credit Crunch 단계별 예상 시나리오

시나리오 LEVER	1)노이즈 확산 및 수습 (No Crunch)	2)부분적 자금 경색 (Partial Crunch)	3)전면적 신용 크런치 (Systemic)
위기 성격	찻잔 속의 태풍	K 자형 양극화 및 국지적 위기	Minsky Moment(금융 붕괴 위기)
주요 가정			
Fraud·언더라이팅 부실 사건의 횟수/정도	MSF, Tricolor, First Brands 등 소수 사례로 제한됨, 추가 부실 사례가 제한적 수준 발생	추가 사례 지속 발생 및 규모/빈도 증가, 비중 큰 특정 전략/섹터 집중	부실이 대형 운용사/플랫폼까지 확산, 대형 펀드/BDC/NDFI 에서 동시다발적 손실/유동성 위기 발생
사모대출 디폴트율	상승 완만, 섹터 편차는 있으나 시스템 레벨의 전반적 급등 없음	빠른 상승, 특정 섹터의 국지적 급속한 상승	사모채권 디폴트율이나 HY 신용 스프레드가 GFC 수준까지 상승, 회수율 급락(구조적 손실 확대)
은행의 NDFI/사모대출펀드 익스포저	익스포저에 대한 우려는 있으나, 기존 한도 유지 및 심사 프로세스만 강화	은행이 NDFI 및 사모대출 익스포저에 대해 대출 조건 및 Covenant 강화 본격화, 일부 신용공여라인 종료 등	은행이 익스포저에 대한 강한 디레버리징, 라인 회수 및 신규 대출 중단 등
예상 현상			
성장	레버리지 조정/언더라이팅 강화를 거치지만, 전반적인 성장기조 유지	사모대출의 성장 속도는 둔화, 일부 산업 섹터는 축소모드로 전환	은행/보험/자산운용사에 손실과 디레버리징 등 유발
조달환경	중소기업 자금조달 환경도 부분적 긴축에 그치고 거시적으로 신용 크런치로 보긴 어렵다는 평가	중소/미들마켓 차입기업의 자금조달 조건 악화, 일부 지역/산업에서 CAPEX/고용 조정	정책/규제 대응(대규모 유동성 공급, 자본확충 등) 필요한 상황
금융시장	G-SIB 신용도에 구조적 타격 없음	은행/보험 손실은 관리 가능한 수준이나 크레딧/에쿼티 시장 변동성 확대, 리스크 프리미엄 상향	현재 주요 기관은 시스템 위기 시나리오의 확률을 낮게 보되, 테일리스크 가능성 경고
AI 투자 영향	AI 투자 관련 자금조달 원활	AI 인프라 등 우량 섹터로만 자금 쏠림 심화 (현재도 사모대출펀드의 중소 S/W 대출 축소. AI 인프라 관련 투자 확대 기조임)	AI 관련 섹터 포함 전방위적 조달 비용 상승

자료: LS증권 리서치센터

향후 모니터링 포인트는?

향후의 진행 방향에 대한 주요 모니터링 포인트는 1)유사한 사건의 발생 빈도와 규모, 관련한 주요 금융기관의 심사(Underwriting) 부실 여부, 2) 향후 금융기관의 대출 태도 강화 등 대응 추이, 3) 미국 기준금리 인하 여부 등 매크로 환경 변화이다. 또한, PEF 규제 강화 가능성도 모니터링 요소이다. 유럽의 AIFMD 2.0 개시(4/16, Leverage 및 유동성 관리 수준 및 보고·공시체계 강화, 세부 이행은 단계적), 미국의 사모대출 규제 논의 등 규제 환경의 변화 과정에서 나타날 수 있는 주요 금융기관의 신용 공급 축소 가능성도 사모대출펀드와 관련하여 크레딧 시장(Corporate Bond 및 Private credit)에 미치는 영향 정도를 좌우할 수 있는 요소라고 생각된다.

LS증권 리서치센터

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 조수희).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.