[이미지 = Chat GPT 사용]

2026년 3월 자산배분의 창(窓)

푸른 부엉이가 말하다

"Capex 규모보다 숨겨진 구조를 보라"

2026.3.5 자산배분/해외크레딧 이영주 leeyoungju@hanafn.com 선임연구원 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com

하나증권

Contents

자산배분 초록	2
자산배분 전략/Review 모아보기	4
투자 Insight.	6
자산별 Comment	26
자산별 Point	30
글로벌 경제 I 전규연	30
국내/선진국 주식 I 이재만	31
신흥국 주식 I 김경환	33
채권 I 박준우, 허성우	34
국내 크레딧 I 김상만	36
해외 크레딧 I 이영주, 하형민	37
원자재 I 전규연	39
캘린더 I 임승미	40

하나증권

자산배분 초록

푸른 부엉이가 말하다: Capex 규모보다 숨겨진 구조를 보라

① BDC 급락 : SaaS 성장성 균열

- BDC는 중소·미들마켓 기업을 대상으로 직접 대출을 통해 성장해 옴
  이자수익 중심이며, 변동금리 비중이 높아 금리 상승기에 수익성이 개선되는 구조. 자산도 대개 1순위 담보대출로 구성되어 방어적 신용으로 인식됨
- 그러나 포트폴리오 내 소프트웨어 및 관련 산업 비중이 평균 20~30% 수준으로 높음. 오랜 기간 해당 산업은 반복 구독 기반 매출과 높은 마진, 낮은 경기 민감도를 보여왔으나 최근 AI가 확산되며 이러한 성장 구조가 흔들리기 시작
- 기업 인력 감축·생산성 개선이 좌석 (Seat) 기반 매출 감소로 이어졌고, 반복 매출의 안정성에 균열이 발생
  Pluralsight 사례는 단순 기업 부실이 아니라 SaaS 모델의 구조적 취약성이 현실화된 사건으로 판단. 상당 대출이 Non-accrual (무이자자산)로 전환되며 채권자들 또한 지분 전환을 단행
- 연초 BDC 급락은 금리 요인이 아닌, BDC 성장의 기반 산업에 대한 재평가가 트리거로 작용

② 블루아울의 환매 구조 전환 : 유동성 스트레스 확대

- Blue Owl의 OBDC II는 장기·비유동 직접대출 자산을 보유하면서 분기마다 NAV 5%까지 환매를 허용하는 semi-liquid 구조
- 25년 이래 사모대출 불안이 커지며 OBDC II에 대한 환매 요청이 반복적으로 한도를 초과해 옴. 이에 블루아울은 비례배분을 적용하는 동시에 더 나아가 유동성 전환을 위해 상장 BDC와의 합병을 추진하였으나 투자자 반발로 철회. 결국, 26.2월 Blue Owl은 분기 환매를 영구 종료하였고, 대신 현금 기반 자본 반환 방식으로의 전환을 선언
- 시장은 환매 창구 폐쇄 자체를 유동성 스트레스 신호로 해석하며 불안감이 커지는 모습
  OBDC II 펀드는 기본적으로 구조적 미스매치 보유. 자산은 장기/비유동적인데 비해 투자자들은 단기/부분 유동성을 기대하기 때문
  우선 지금까지 자산 매각비율은 1% 내외로 자산 관리 가능 구간으로 간주되나, 향후 5% 초과 시 NAV 신뢰성 훼손 및 유동성 스파이럴 위험 가능성
- 블루아울 사태는 개별 이슈로 시작하였으나, 불안심리가 확산되며 다른 non-traded BDC 전반에서 환매율 상승이 관측되는 상황
  게다가, 헤지펀드마저 OBDC II 지분 할인 매입을 제안하며 시장에 불안심리를 더욱 자극. 당분간 BDC 업종 단기 변동성 증대 구간으로 판단

③ Hyperion 들여다보기 : 진짜 위험은 Capex가 아닌 '숨겨진 레버리지'

- Meta의 Hyperion AI 데이터센터 프로젝트는 약 $300억에 달함. SPV가 부채를 조달하고, Meta (20%)와 Blue Owl 펀드 (80%)가 지분을 투자
- 한편, SPV 부채는 Meta 재무제표에 비연결 (off-balance) 처리. 그러나 감사인은 해당 판단을 Critical Audit Matter로 지적하는 상황
  레버리지의 적층 리스크도 존재 (1층 SPV 프로젝트 부채, 2층 펀드 차원의 NAV Loan 설정) ▷ 동일 자산 기초의 다층 레버리지 구조
- AI 데이터센터 관련 감가상각 이슈도 반복 거론되고 있어 불확실성 지속. 전통 인프라 대비 GPU·서버 교체 주기가 3~5년에 불과하기 때문
  미래 SPV 현금흐름 둔화 시, 개별기업보다 금융 설계 방식에 따른 구조적 긴장감이 먼저 확대될 가능성
- Hyperion 구조의 핵심은 단순히 빅테크의 Capex 규모 자체가 아님. Capex가 어떤 금융 구조를 통해 확장되고 있는가가 중요
  Off-balance 처리, SPV 구조, NAV Loan 결합을 통해 숨겨진 부채가 누적되고 있음을 인지할 필요

Strategy	• 주식 -0.82%p (국내 -0.52%p, 선진국 +0.12%p) • 국채 -0.54%p (선진국 단기 선호도 -1, -1.75%p) / 크레딧 -0.21%p (하이일드 단기 선호도 +1, +0.50%p) • 원유 단기 선호도 +2, +1.53%p
추천 ETF	• SMH: 하이퍼스케일러 Capex와 소버린 AI 정책 기반 실적 기대 • MADE: 미국 내 매출 비중 높은 제조업의 리쇼어링 수혜 전망 • 0092B0: SMR에 무게중심 높여 높은 국내 원전 테마 ETF • 442090: 국내 수출주 실적 개선과 맞물린 소부장 기업들의 추가 성과 기대

자산배분 전략: 비중 및 자산 내 상대가치

자산구분		투자선호도		자산배분비중	자산 내 상대가치
자산그룹	자산군	장기	단기(분기)		
주식	국내	★★★★★☆☆	★★★★☆☆☆	8.8%	반도체, 자동차, 방산
	선진국	★★★★★☆☆	★★★★☆☆☆	20.1%	미국 > 일본 > 유럽
	신흥국	★★★★★☆☆	★★★★☆☆☆	16.1%	홍콩 > 중국 > 인도 > 베트남 > 대만
국채	국내	★★★★★☆☆	★★★★☆☆☆	3.6%	단기물 선호
	선진국	★★★★★☆☆	★★★★☆☆☆	6.2%	중단기물
	신흥국	★★★★★☆☆	★★★★★☆☆	9.0%	금리 인하 단행 국가 중심
크레딧	국내	★★★☆☆☆☆	★★★★☆☆☆	1.7%	우량 회사채
	투자등급	★★★★★☆☆	★★★★★☆☆	4.0%	대형은행 회사채, BBB 등급
	하이일드	★★★★☆☆☆	★★★★★☆☆	3.4%	우량 BB 등급
대체투자	원유	★★★☆☆☆☆	★★★★★☆☆	4.2%	
	금	★★★★★☆☆	★★★★★☆☆	15.0%	
유동성		★★★★☆☆☆	★★★★☆☆☆	8.0%	

자산별 성과비교

No.	주식 성과 %			채권 성과 %			원자재/환율 성과 %				
		1M	YTD		1M	YTD			1M		YTD
1	한국	15.7	31.8	미 국채	1.4	1.2	WTI 유가		18.2		26.1
2	일본	6.7	11.2	미국 IG	0.9	1.0	원자재		12.1		17.6
3	캐나다	4.9	6.3	신흥국 IG	0.7	0.6	금		9.6		16.6
4	호주	3.3	4.1	신흥국 USD	0.3	0.7	리츠		6.0		8.7
5	신흥국	2.2	8.4	유럽 IG	0.0	0.8	달러		1.4		0.7
6	영국	1.4	5.4	글로벌 IG	0.0	0.5	천연가스		-5.8		-18.8
7	중국	1.1	0.6	미국 HY	-0.2	0.4	달러 대비 절상	위안	0.4		1.0
8	선진국	-1.8	0.6	유럽 HY	-0.5	0.3		헤알	-0.3		4.1
9	유럽	-2.1	2.0	글로벌 HY	-0.6	0.2		엔	-1.3		-0.6
10	미국	-2.3	-0.4	미국 레버리지론	-1.4	-1.5		유로	-1.5		-1.1

기간: 2026년 2월 3일 ~ 2026년 3월 3일

*선진국: MSCI DM
*신흥국: MSCI EM
*원자재: S&P GSCI
*리츠: FTSE EPRA/NAREIT
*레버리지론: Morningstar LTSA US Leveraged Loan

투자 Insight

푸른 부엉이가 말하다:
Capex 규모보다 숨겨진 구조를 보라

- BDC 급락 : SaaS 성장성 균열
- 블루아울의 환매 구조 전환 : 유동성 스트레스 확대
- Hyperion 들여다보기 : 진짜 위험은 Capex가 아닌 '숨겨진 레버리지'

[BDC 급락 : SaaS 성장성 균열]

BDC 급락, 무엇이 달라졌길래?

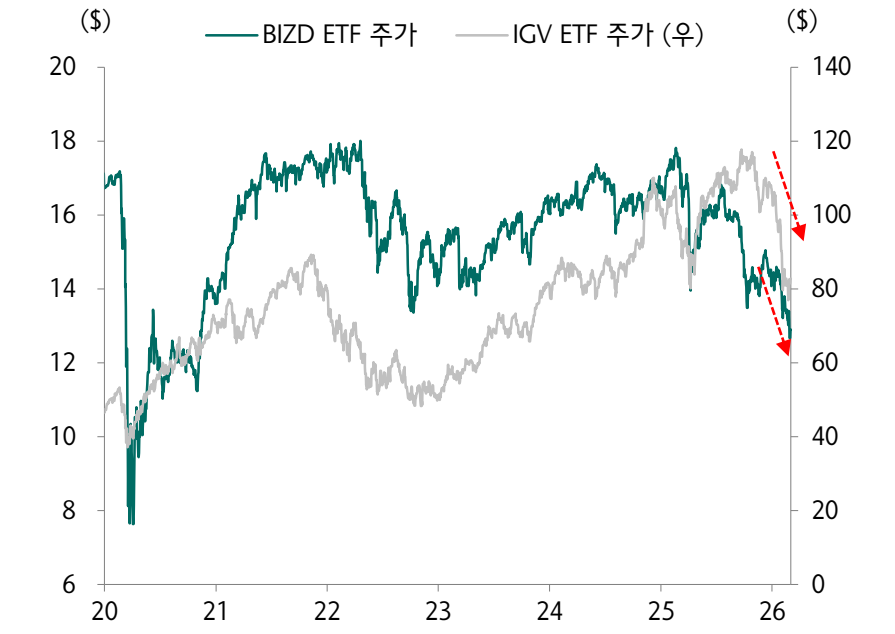
- 연초부터 BDC 섹터는 SaaS·소프트웨어 관련 주식의 약세와 맞물리며 급격히 조정받아 옴
- 연초 조정의 트리거는 단순히 금리·경기 변수로 설명하기 어려움. 동시에 사모대출 시장의 과도한 레버리지 탓도 아님
- 대신, 오랜 기간 BDC 기업들의 성장 근간 산업이던 SaaS가 흔들리면서 이에 대한 대출 포지션이 컸던 BDC들이 동반 급락한 것

BDC (Business Development Company) 개요

구분	내용
법적 구조	• 1940년 투자회사법 (Investment Company Act) 기반의 투자회사 • 대부분 RIC (세제 통과 구조)를 적용 받음 • 상장 BDC와 비상장 (non-traded) BDC가 모두 포함 동일한 법적 틀을 따름
과세 구조	• 과세소득의 90% 이상을 배당할 경우 법인세 면제
주요 투자 대상	• 비상장 중견·중소기업 대상 직접대출 (Private Credit) 중심
자산 구성	• 1순위 담보대출이 중심이며, 일부 2순위·메자닌·지분 투자 포함
산업 비중	• 소프트웨어·기술·비즈니스 서비스 비중이 상대적으로 높음
수익 구조	• 이자수익 (NII)이 핵심이며, 일부 지분 투자에서 자본이익 발생
금리 구조	• 변동금리 대출 비중이 높아, 기준금리 상승 시 수익성 개선 효과
레버리지	• 자산 대비 부채 활용 구조 (규제상 자산 커버리지 150% 요건)
배당 성향	• 높은 배당성향 유지, 일반적으로 고배당 업종으로 분류
자금 조달	• 은행 크레딧라인, 공모 회사채, ABS 등

자료: 하나증권

BIZD (BDC ETF) 추이와 IGV (Tech Software ETF)



주) IGV (Ishares Expanded Tech-Software Sector ETF)
자료: Bloomberg, 하나증권

[BDC 급락 : SaaS 성장성 균열]

소프트웨어 산업에 대한 불안은 BDC를 흔들기 시작

- BDC들은 오랜 기간 중견·비상장 기업에게 직접 대출을 해오면서 성장해 옴
- BDC 포트폴리오 내 소프트웨어 산업 투자 비중은 평균 20%. 관련 산업 포함 시 40% 수준까지도 이름
- 2000년 이래 소프트웨어 산업은 반복 구독 매출과 높은 마진을 바탕으로 안정적 현금을 창출해 옴
- 실제 BDC 사이에선 “소프트웨어는 담보다”라는 전제가 있을 정도로 소프트웨어 기업 대출을 선호

주요 BDC 별 소프트웨어 및 관련 산업 투자 비중

	Software	Professional Services (HairCut)	**Total Sensitive**	AUM ($bn)	Market Cap ($bn)
Hercules Capital	35%	5%	**40%**	31.24	2.78
Ares Capital Corp	23%	6%	**29%**	31.24	14.01
Golub Capital BDC	27%	0%	**27%**	8.98	3.25
MS Direct lending	20%	7%	**26%**	3.91	1.36
Blackstone Secured Lending	20%	5%	**25%**	14.66	5.73
Sixth Street Specialty	18%	7%	**25%**	3.42	1.74
FS KKR Capital	17%	6%	**25%**	14.22	3.73
Goldman Sachs BDC	19%	4%	**23%**	3.60	1.06
Blue Owl Capital Corp	12%	2%	**14%**	17.19	5.95
Trinity Capital	10%	0%	**10%**	2.48	1.28
Prospect Capital Group	3%	0%	**3%**	6.80	1.35

자료: 기업별 IR 자료 (25.4Q 기준), Bloomberg, 하나증권

[BDC 급락 : SaaS 성장성 균열]

AI, SaaS 기업 수익 구조를 흔들흔들

- 1~2년 사이 AI 확산 속도가 가속화되면서 SaaS 기업의 수익구조는 크게 불안정해지는 모습
- SaaS의 기본 모델 (좌석 기반 구독, Seat-based)은 개발 기업의 인력 감축과 생산성 개선으로 크게 타격받고 있음
- 경기 둔화가 아닌 기술 변화에 따른 구조적 충격이 BDC 산업 생태계에 발생

Pluralsight 사례

구분	해석
기업 개요	기업 개발자·IT 인력을 대상으로 한 온라인 교육 SaaS 기업
비즈니스 모델	고객사 직원 수 (Seat)에 연동되는 구독 (subscription) 기반 매출
사모화 시점 및 기업가치	2021년, 약 USD 3.5bn
인수 주체	Vista Equity Partners
인수 금융 구조	사모대출 중심의 레버리지 인수 (LBO)
대출 규모 및 형태	약 USD 1.3bn (Uni-tranche 사모대출)
주요 대출 참여자	Ares Capital, Blue Owl Capital, Golub Capital, FS KKR Capital, Goldman Sachs 계열
당시 신용 전제	반복 매출 구조, 기업 교육의 필수성, 낮은 경기 민감도
환경 변화	2024년 AI 개발 도구(ChatGPT, GitHub Copilot 등) 확산
사업 영향	개발자 학습 방식 변화, 기업 고객의 교육 라이선스 축소
매출 구조 변화	고객사 인력 감축 → 좌석 수 감소 → 반복 매출 약화
재무 영향	현금흐름 저하, 이자 지급 부담 확대
대출 상태 변화	2024년 하반기 일부 대출 Non-accrual(이자 미지급) 전환
구조조정 시점	2024년 말 ~ 2025년 초
구조조정 방식	채무 재조정(restructuring), 파산 절차 미진행
채권자 지위 변화	대출단 일부가 채권자에서 지분 보유자로 전환

- 이번 Pluralsight 사례는 대출 대금에 대한 정상적 회수가 어렵다는 인식 채권자가 지분 전환을 통해 가치 회수를 시도한 사례
- 이는 특정 기업의 경영 실패에 따른 개별 부실이라기보다, 좌석 수 기반 SaaS 모델이 AI 환경에서 구조적으로 취약할 수 있음을 드러낸 사건
- 그 결과, BDC 및 사모대출 포트폴리오 내 SaaS 섹터 전반에 대한 재평가가 촉발
- AI 충격이 이론적 우려를 넘어 실제 사모대출 손실과 구조조정으로 현실화된 초기 사례

자료: Bloomberg, 하나증권

[BDC 급락 : SaaS 성장성 균열]

이미 예고되었던 BDC 급락 … Apollo가 말했었잖아

- 12월 말 Apollo Global Management는 테크 · 소프트웨어 섹터 관련 신용 노출 축소를 공식 발표한 바 있음
- Apollo의 결정은 AI 개발을 전제로 무분별하게 확장되고 있는 신용 시장에 대한 경계의 목소리로 해석됨
- 1월 초, 소프트웨어 (SaaS) 기업들은 주가 상승 모멘텀이 크게 둔화되었고, 그 뒤 BDC들도 일제히 조정 진행 중

Apollo의 조정 사항

구분	기존 상태	조정 내용	의미 / 해석
사모대출 내 AI·소프트웨어 비중	약 20% 내외	단일 자릿수 (10% 미만)로 축소	AI 성장성 부정이 아닌, 레버리지 누적 속도에 대한 조정
구조화 신용(CLO 등) 익스포저	유지·확대 국면	중기적으로 약 50% 축소	동일 AI 수요에 연동된 중첩 리스크 축소
신규 AI 딜 집행 속도	정상 속도	집행 속도 둔화	'딜 성사 우선'에서 '조건 우선'으로 전환
신용 조건(LTV·멀티플)	상단 허용	상단 제한 강화	Cov-lite 하에서도 레버리지 상한 재설정
유동성 자산 비중	상대적으로 낮음	현금·단기국채 확대	신용 후반부 국면 대비 방어적 포지션
접근 방식의 변화	구조적 방어 (업티어링 활용)	노출 자체 축소	개별 딜 대응이 아닌 포트폴리오 차원의 재평가

자료: 하나증권

[블루아울의 환매 구조 전환 : 유동성 스트레스 확대]

Blue Owl OBDC II 환매 중단

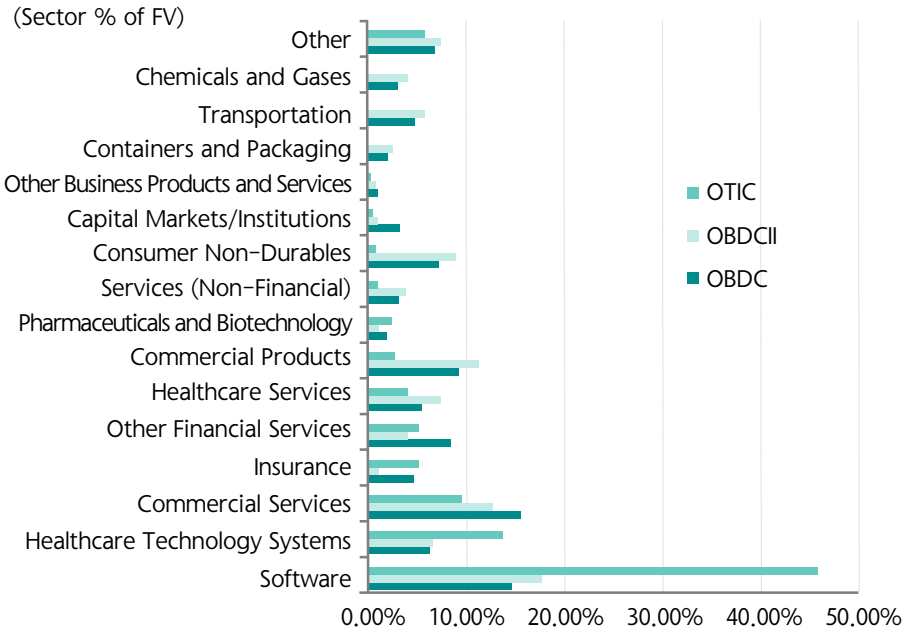
- Blue Owl은 2월 중순 OBDC II의 분기별 정기 환매 프로그램 (quarterly tender offer)을 종료
- 동시에 자산매각·대출상환·이자유입 등 실제 현금 유입 범위 내 자본 반환 방식 (Returns of capital)으로의 전환을 선언
- 이러한 결정의 배경은 지속적 환매 압력에 따른 펀드 NAV 훼손 가능성 및 다른 펀드로의 불안정성 전염을 방지하기 위함
- 그러나 시장은 상징적이던 “정기적 환매 창구 소멸”로 인식하며 심리적 불안을 키우는 모습

OBDC II 개요

구분	내용
운용사	Blue Owl Capital
펀드명	Blue Owl Capital Direct Lending Fund II (OBDC II)
구조	비상장 BDC (Non-traded BDC)
투자자 대상	리테일·고액자산가 포함
자산 유형	미국 중소·미들마켓 기업 직접대출 (Senior Secured 중심)
자산 특성	장기·비유동 (Private Credit)
유동성 구조	분기별 NAV의 최대 5% 환매 허용 (Semi-liquid 구조)
NAV 산정	분기별 평가 기반 (시장가격 아님)
레버리지	BDC 규제 한도 내 차입 활용
수익 구조	이자수익 중심 (Floating rate 비중 대부분)
문제 발생	환매 요청이 분기 한도 (NAV 5%) 초과 → 유동성 압박 확대
구조적 리스크	비유동 자산 vs 부분 유동성 약속의 미스매치

자료: 하나증권

OBDC II 섹터별 노출도 (25.3Q 기준)

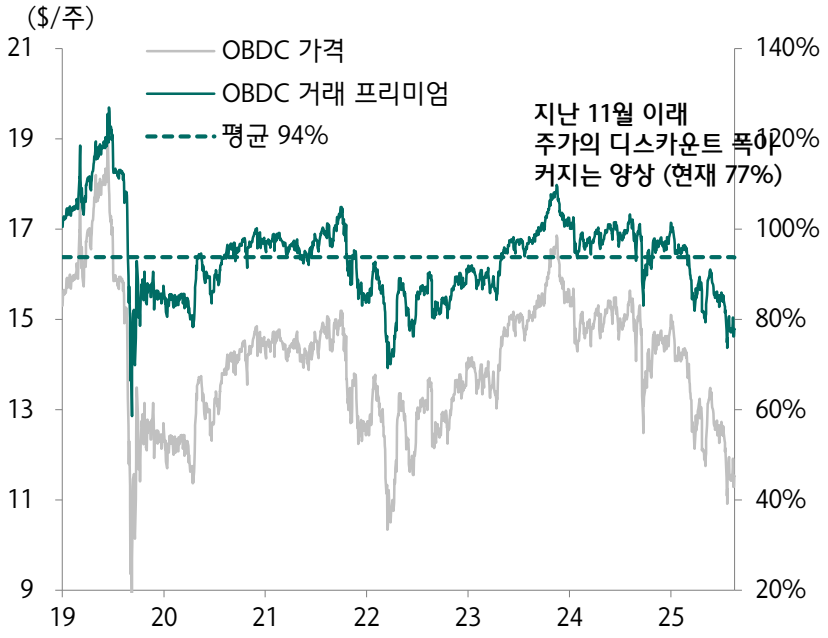


[블루아울의 환매 구조 전환 : 유동성 스트레스 확대]

낮아진 투자자들의 유동성 체감

- 2025년, 환매 신청이 반복적으로 한도를 초과하자 일부 분기의 경우 비례배분 (Proration)하여 환매를 집행하기도 함
- 낮아진 투자자들의 체감 유동성 ▷ “환매는 선착순, 지금이라도 환매하지 않으면 환매가 어렵다” 인식 확산
- 25.11월 블루아울은 OBDC II (비상장)를 OBDC (상장)와 합병해 유동성 전환을 시도하려 하였으나 합병 조건에 투자자들이 크게 반발하면서 합병 계획은 결국 철회 (∵ 상장 BDC의 디스카운트 문제 -20%)

OBDC (상장) 주가 및 거래 프리미엄



자료: Bloomberg, 하나증권

환매 압력 누적 상태

시점	이벤트 발생	상황
25년 초	환매 요청 증가	• 비례배분 적용 • 내부 유동성 관리 압박
25년 중반	환매 요청 분기 한도 반복 초과 (NAV 5% 수준)	
25년 11월 초	OBDC II + OBDC 합병 발표	• 상장 전환을 통한 구조적 유동성 해결 시도
발표 직후	투자자 반발 확대	• 약 20% 할인된 거래 가격
25년 11월 중	합병 공식 철회	• 가격·형평성 논란 심화
26년 초	환매 재개 기대 형성	• 구조 정상화 기대감
26년 2월 이후	분기 환매 영구 종료를 발표 자산 매각·상환 통한 자본 반환 (단. 45일내 NAV 30% 반환 약속)	• Semi-liquid 구조 폐기 • 총 $14 규모 청산 및 이중 $6은 OBDC II에 해당
26년 2월 후반	Saba/Cox 할인 매입 제안	• -20~35% 할인 매입 제안

자료: 하나증권

[블루아울의 환매 구조 전환 : 유동성 스트레스 확대]

다행히 우려 대비 손실 없던 자산 매각 현황

- 결국 블루아울은 환매 창구 중단을 발표. 45일 내 NAV의 30%의 자본 반환을 약속하였고 이행에 큰 이슈는 없어 보임
- 유동성 확보 차원에서 세 개 펀드 자산 중, 총 $14억 대출자산을 매각하였고, 매각 손실은 매우 제한 (PAR, NAV 99.7%)
- 블루아울 보유 크레딧물의 1%가 안 되는 자산 매각에 해당. 아직은 사모 대출채권 가격 안정성도 유지되는 국면이란 판단
- 다만, 이후 헤지펀드들의 OBDC II 지분 할인 매입 제안 (NAV 대비-25% 이상)이 나오며 시장 투자자 불안을 자극

블루아울 환매 상태

구분	규모	환매 여부	매각 규모
Credit Flatform (총 AUM 대비)	~$157.8B (전체 50%)	-	
OBDC (상장 BDC)	~$16.5B	- 상장 (시장 매도 가능)	$4억 (부채 상환)
OBDC II	~$1.6B	- 前 환매 0 - 現 환매 x	$6억 (부채 상환 및 NAV 30% 상환)
OTIC	~$6.2B	- 일부 환매	$4억 (부채 상환)
기관 DL 펀드 & 보험자금	~$130B (Credit 중 70% 이상)	- 환매 불가 (락업 구조)	-

자료: Bloomberg, 하나증권

자산별 환매 가격 테이블 (예상)

환매율	환매 규모	매각 자산 성격	예상 매각 가격	NAV 영향	시장 인식
1~2%	~$3.2B	우량 자산	98~100%	미미	관리 가능
3%	~$4.7B	평균 자산 일부 포함	97~99%	0.5~1% 하락 가능	경고 구간
5%	~$7.9B	평균~중간 등급 자산	95~98%	1~2% 압박 NAV 신뢰 테스트 구간	전환점
10%	~$15.8B	잔여·유동성 낮은 자산	<95% 가능	마크다운	유동성 스파이럴

자료: Bloomberg, 하나증권

[블루아울의 환매 구조 전환 : 유동성 스트레스 확대]

우선은 개별 펀드 문제로 판단되나, 전반적 투자 심리 불안이 커질 가능성 존재

- OBDC II 주요 자산은 중견 · 중소기업 대상의 직접 대출 자산. 기본적으로 유동성 제약이 큼 (∵ Secondary market 부재)
- 장기·비유동 자산임에도 단기 환매 조건을 붙여 판매하는 사모신용 상품 구조는 기본적 유동성 미스매치가 상당한 편
- 환매 증가 시 자산 매각 할인 폭이 커질 수 있고, 여기에 더해 NAV 가격 신뢰가 훼손된다면 환매 쏠림은 가팔라질 수 있음
- 블루아울 환매 이슈는 개별 펀드 문제로 시작하였으나, 전반적 투자 심리가 불안정해 다른 펀드로의 환매 압력도 추가될 수 있음

BDC 전반에 대한 환매 압력

관측 시점 (출처)	관측 대상	확인된 데이터 / 내용
2026-02-27 (Reuters)	미국 private credit 섹터 전반	블루아울 유동성 조치 이후 섹터 전반에 유동성 압력과 투자자 불안이 확산 (무디스 코멘트 포함)
2026-02-19 (Reuters)	Blue Owl OBDC II	기존의 분기 5% tender 구조에서 NAV의 최대 30% 일괄 자본 반환 방식으로 전환 선언
2026-02-17 (Fitch Ratings)	Perpetually non-traded BDC (Fitch 표본)	4Q25 평균 환매율 NAV의 4.5%로 상승 3Q25 1.6% 대비 확대. 자금 유입 둔화 병행 언급.
2026-02-18 (Creditflux, Fitch 인용)	Non-traded BDC 전반	자금 유입 둔화 및 환매 상승 관측. 투자심리 약화 언급
2026-02-19 (Alternative Credit Investor)	개별 BDC 사례	Blue Owl Technology Income Corp 환매 17%, OBDC II 15% 기록 Blackstone Private Credit (BCRED) 3Q 기준 4.5%, 26.3월 기준 7.9%로 상승 Ares Strategic Income 5.6%.
2026-01-09 (WealthManagement, Goldman 인용)	Ares non-traded BDC	4Q 환매 요청이 순자산 5% 초과. Goldman은 역사적 평균 약 2% 수준 언급.

자료: 각 출처, 하나증권

[블루아울의 환매 구조 전환 : 유동성 스트레스 확대]

푸른 부엉이의 조용한 울음은 사모대출 시장의 양면을 비추는 거울

① 단기적 변동성 불가피

- 25년 하반기 이래 BDC 기업들은 사모대출 시장의 레버리지 불안을 트리거 삼아 조정받기 시작
- 26년 초 소프트웨어 기업에 대한 미래 가치 훼손 우려에 조정 폭은 심화되는 경향. 동시에 대형 사모대출 펀드의 환매 구조 변경 이슈까지 겹쳐지며 단기적 모멘텀을 찾기 어려운 상황
- 투자 심리가 불안정한 만큼 작은 이벤트조차 확대 해석 경향이 다분해 단기적 변동성은 커질 수밖에 없음

① 선택적 '쇼핑 타임'

- 사모대출 산업 전반에 번지는 무차별적 불안이 지나면 기본적으로 히스토리컬 재무 건전성과 포트 방어력을 보유한 BDC들의 경쟁력은 더욱 부각될 수 있을 것
- 최근 몇 년 동안 BDC 업종의 주가 조정이 크지 않았던 만큼 오히려 이번 조정 국면에서 안정적 BDC에 대한 선택적 '쇼핑타임'이 일어날 기회가 될 수도 있음
- NII 증가 여력, 배당 삭감 가능성, 분산된 포트 구성, Non-Accrual 관리, 거래 가격 수준 등을 눈여겨 볼 필요

주요 BDC의 거래 가격 정도 (장기평균 Vs. 26.3월 초)

	BDC 종목	가격 프리미엄	시가총액 ($B)
1	Ares Capital Corp	0.95x	13.6
2	Blue Owl Capital Corp	0.78x	5.8
3	Blackstone Secured Lending Fun	0.90x	5.6
4	Main Street Capital Corp	1.73x	5.2
5	Golub Capital BDC Inc	0.83x	3.2
6	FS KKR Capital Corp	0.52x	3.0
7	Hercules Capital Inc	1.20x	2.7
8	Sixth Street Specialty Lending	1.04x	1.7
9	Capital Southwest Corp	1.35x	1.4
10	Prospect Capital Corp	0.44x	1.3
11	Morgan Stanley Direct Lending	0.73x	1.3
12	Trinity Capital Inc	1.11x	1.2
13	Goldman Sachs BDC Inc	0.72x	1.0
14	Oaktree Specialty Lending Corp	0.70x	1.0
15	MidCap Financial Investment Co	0.71x	0.9
16	Barings BDC Inc	0.77x	0.9
17	Bain Capital Specialty Finance	0.75x	0.8
18	PennantPark Floating Rate Capi	0.79x	0.8
19	SLR Investment Corp	0.81x	0.8
20	Carlyle Secured Lending Inc	0.69x	0.8
21	New Mountain Finance Corp	0.68x	0.8
22	Fidus Investment Corp	0.92x	0.7
23	Nuveen Churchill Direct Lendin	0.74x	0.6
24	MSC Income Fund Inc	0.80x	0.6
25	Gladstone Investment Corp	0.93x	0.6

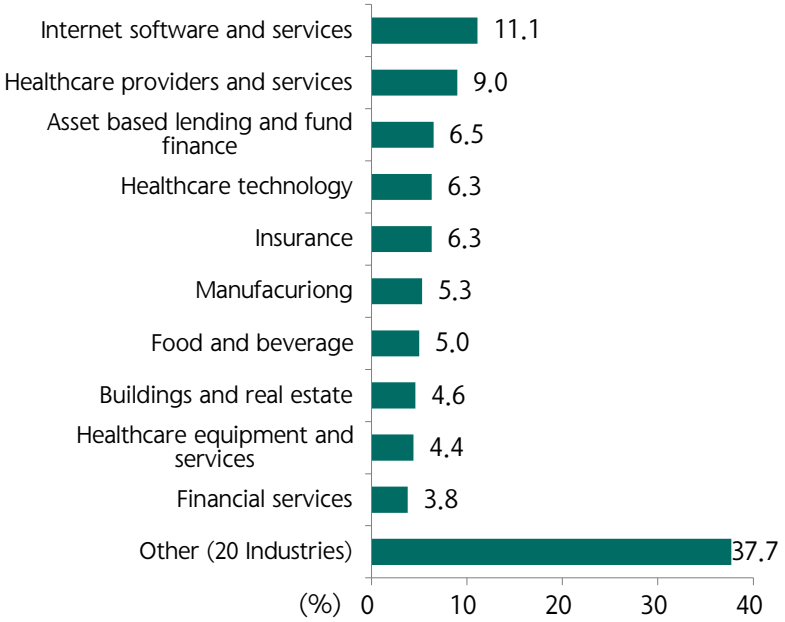
자료: 각 기업 25.4Q 공시자료, 하나증권

[블루아울의 환매 구조 전환 : 유동성 스트레스 확대]

푸른 부엉이의 실제 재무 건전성은 어때?

- Blue Owl의 배당 커버리지 약화 흐름 (Q4 NII Vs. 배당 : $0.38 Vs $0.37 ▷ **배당 컷 가능성 상당.** 이미 특별 배당금 지급 중단)
  - 변동금리 대출 비율이 96%로 금리 노출도가 상당한 만큼 금리 하락 사이클 부담 지속 ▷ 주가는 이미 약 20% 할인 거래
- 블루아울의 소프트웨어 투자 비중은 8~11%. 사스포칼립스 불안 지속은 블루아울 주가에 부정적 영향
- 여기에 더해, 갑작스러운 환매 전략 전환 선언 또한 유동성 스트레스를 증폭시키는 요소
- 배당컷 리스크는 이미 가격 반영 상태이며, 향후 재무 개선 여부가 중요 (LTV 30%, EBITDA 성장률 15%. Non-Accrual 1.1%)

블루아울 산업 분산도 및 재무 건전성



$B	Q4'24	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	Y/Y Growth
Total Investments	$13.2	$17.7	$16.9	$17.1	$16.5	**24.8%**
Non-Accrual (at cost)	1.9%	1.4%	1.6%	**2.7%**	**2.3%**	21.1%
Non-Accrual (at fair value)	0.4%	0.8%	0.7%	**1.3%**	**1.1%**	175.0%

(/주당)	Q4'24	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25	Y/Y Growth
NII	$0.47	$0.41	$0.42	$0.37	$0.38	-19.1%
Dividend	$0.37	$0.37	$0.37	$0.37	$0.37	0.0%
Coverage Ratio	127.0%	110.8%	113.5%	**100.0%**	**102.7%**	-19.1%

자료: Bloomberg, 하나증권

[Hyperion 들여다보기 : 진짜 위험은 Capex가 아닌 '숨겨진 레버리지']

Meta가 추진하는 Hyperion 초대형 프로젝트

- Meta는 약 270~300억 달러 규모의 AI 데이터센터 건설을 추진 중 ▷ 초대형 프로젝트 Hyperion
- 전형적인 프로젝트 파이낸스 (PF) 구조를 따름
  - SPV가 자산을 보유하고 프로젝트 부채를 조달하며, 여기에 Meta와 Blue Owl Fund가 2:8로 지분투자를 병행하는 방식

Hyperion 구조 개요

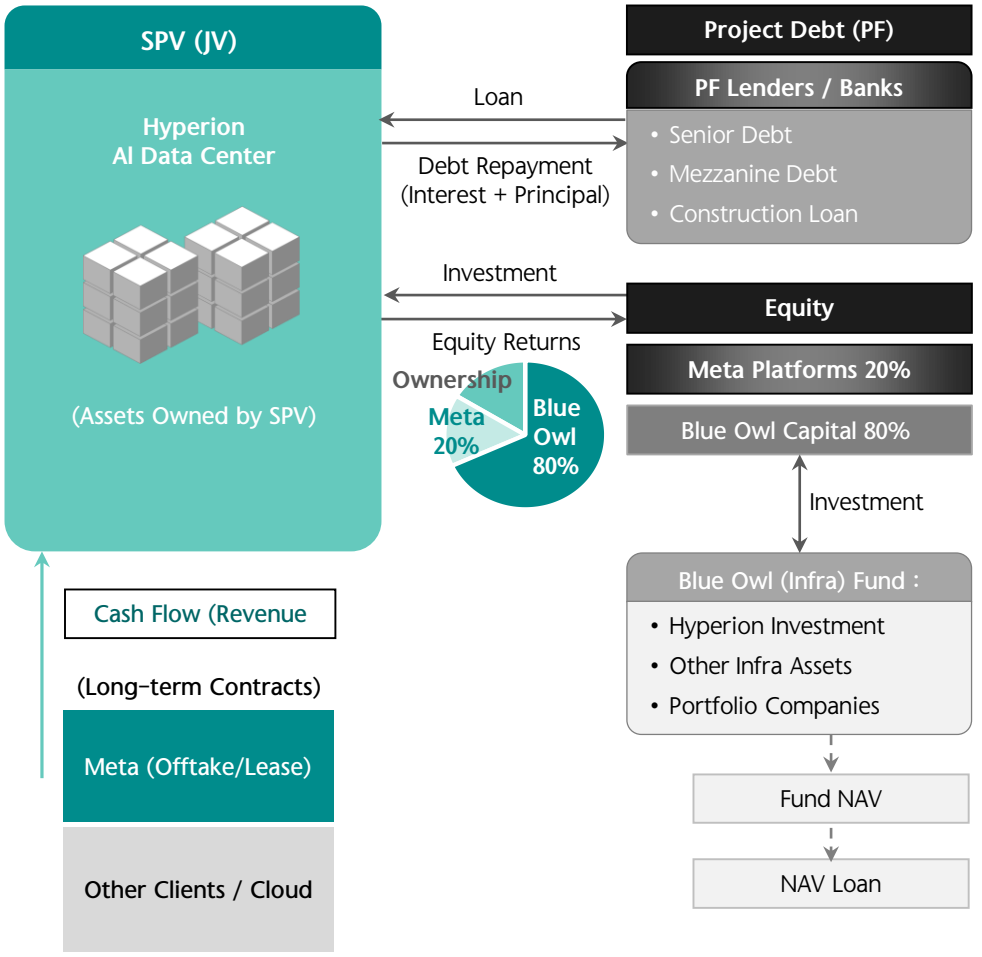
프로젝트명	Hyperion AI Data Center Project
주체	Meta Platforms + Blue Owl Capital
구조	합작 SPV (Project Finance 구조)
총 투자 규모	약 $27~30bn (시장 추정치 범위)
자금 구조	Meta 약 20% 지분 투자 / Blue Owl 펀드 약 80% 지분 투자
부채 조달	SPV 차원에서 프로젝트 파이낸싱 방식으로 조달
회계 처리	현재 Meta 재무제표에 비연결 (Off-balance) 처리
감사 이슈	외부 감사인이 'Critical Audit Matter'로 판단 중요성 강조
목적	초대형 AI 학습·추론용 데이터센터 인프라 구축
현금흐름 구조	장기 사용 계약 기반 (Meta가 주요 수요자)
리스크 포인트	① 통제권 판단 논쟁과 회계 연결 여부 불확실성 ② 장기 사용 의무의 실질 부채 성격 ③ 짧아진 감가상각 기술 교체 주기(3~5년)

자료: Bloomberg, 하나증권

Hyperion 구조 들여다보기

- 일반적으로 데이터 센터를 지을 경우,
  전문 운영사 중심의 프로젝트 구조를 활용해 옴
  - 대개 운영사들 (Ex. Equinix, Digital Realty 등)과 빅테크 간 장기 임차 계약을 맺고, 설비를 사용
  - 종종 운영사들도 SPV를 사용
- 이번 Hyperion 프로젝트에서 Meta는 단순 임차인을 역할을 넘어 지분에 참여
  - AI 전용 인프라 확보와 장기 용량 통제를 위함
- 향후, 빅텍들의 AI 인프라 확장 방식은 전통적 임차 모델을 넘어서 하이페리온처럼 자본을 활용한 전략적 자산 통제 방식이 확산될 전망

Hyperion Project 구조 도식화



자료: Bloomberg, 하나증권

[Hyperion 들여다보기 : 진짜 위험은 Capex가 아닌 '숨겨진 레버리지']

Hyperion 구조의 핵심, "누가 진짜 빚을 지는가?"

- 현재로선 메타가 Hyperion 프로젝트를 재무제표에 포함시키지 않고 있음 ▷ Off-balance
- Meta는 SPV를 단독 통제하지 않는 데다, 손실 보전 의무가 없어 주요 수익 및 손실 결정 주체가 아니라 판단
- 단, 외부 감사인 (EY)은 해당 SPV의 비연결 처리 관련 판단을 두고 주요 감사 사항 (CAM)으로 지적. 이에 SEC/의회 관심이 커져
- 아직 실무적 변경사항은 없지만, 외부 분석가와 투자자들은 이를 두고 "실질적 부담"으로 평가하며 향후 재무 불확실성을 우려

"누가 빚을 지는가", 감사인 지적사항

구분	내용	감사인 코멘트 / 인용 취지	코멘트 인용
감사인	Ernst & Young (EY)	Meta 외부감사인	"The determination of whether the Company is the primary beneficiary of the variable interest entity required significant judgment." "We identified the evaluation of consolidation of the data center joint venture as a critical audit matter."
이슈 분류	Critical Audit Matter (CAM)	"재무제표에 중대한 판단이 수반되는 영역"	
핵심 쟁점	Hyperion JV의 연결 여부	Meta가 Primary Beneficiary인지 여부	
현재 처리	Meta는 SPV를 비연결 (off-balance) 처리	SPV 부채는 Meta 장부에 포함되지 않음	
판단 기준	ASC 810 (VIE 기준)	통제권 + 손익 노출 구조	
감사인 언급 요지	판단이 "highly judgmental"	상당한 판단과 가정 필요	
리스크 포인트	계약 조건·의사결정 권한·경제적 노출	단순 지분율이 아닌 실질 통제 여부	

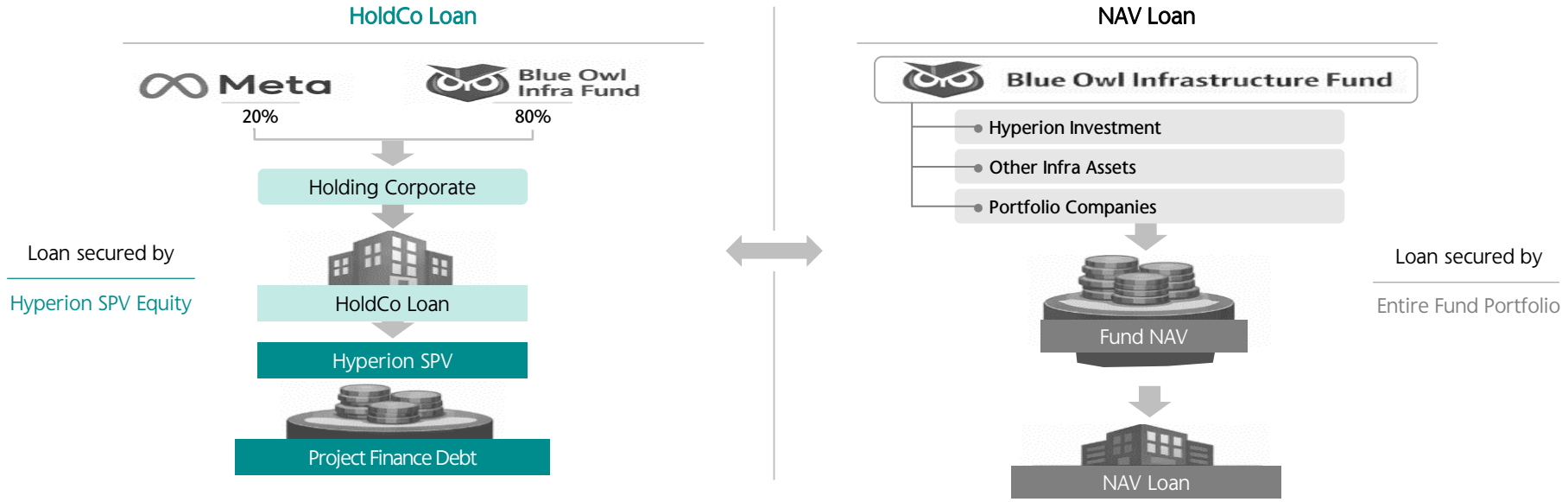
자료: 하나증권

[Hyperion 들여다보기 : 진짜 위험은 Capex가 아닌 '숨겨진 레버리지']

Hyperion은 전형적 인프라 금융이나, 다층 레버리지 적층 가능성은 충분히 열려 있어

- Blue Owl이 보유한 SPV 지분 (80%)은 펀드 자산에 귀속되며 해당 펀드는 지분 가치를 담보로 NAV Loan 설정 가능
  - 이때 담보는 SPV 지분이 아닌 펀드 수익권 또는 출자 지분이 되기에 JV의 직접적 승인 이슈가 낮음
  - 그러나, LTV는 10~30%로 보수적으로 적용되며 만약 NAV 하락 시 LTV가 상승해 추가 담보 요구가 나타날 수 있음
- 또한, 이론적으로는 메타와 함께 Holding Corp. 차원에서 차입을 일으킬 가능성도 존재 (단, 현실적 제약 상당)
- 가장 가능성 높은 2층 레버리지 구조는 SPV PF + Fund NAV Loan의 조합. 이러한 레버리지 적층 구조는 데이터센터 현금흐름 약화 시, Meta나 Blue Owl 기업 자체 충격보다 금융 설계 방식에 따른 구조적 긴장감이 먼저 확대될 가능성

다층 레버리지 가능 구조 (HoldCo Vs. NAV Loan)



자료: 하나증권

[Hyperion 들여다보기 : 진짜 위험은 Capex가 아닌 '숨겨진 레버리지']

감가상각도 중요 이슈

- 전통 인프라는 20~40년 상각 구조인 반면, AI 데이터센터 · GPU · 서버 교체 주기는 3~5년에 불과
- 데이터센터 완공이 예상되는 2028년 전후 실질 감가상각이 발생할 것
- 그런데 만약 해당 시점 연결 판단이 보수적으로 변경된다면 자산/부채/감가상각이 동시에 재무제표에 반영될 가능성
- 뿐만 아니라, 회계처리 방식과 관계 없이 GPU 교체 주기와 수요 둔화 가능성은 여전한 경제적 리스크로 남아 있음

회계처리 관련 논란 제기

구분	전통 인프라 (도로·공항·전력망 등)	AI 데이터센터 인프라 (Hyperscaler DC)
자산 수명	20~40년 (일부 50년 이상)	건물 20~30년 / 서버·GPU 3~5년
감가상각 기간	장기 직선 상각	건물 장기 / IT장비 단기
기술 교체 위험	매우 낮음	매우 높음 (GPU 세대 교체 빠름)
수요 안정성	규제·독점 기반, 안정적	AI 수요 사이클 민감
현금흐름 가시성	장기 사용료·규제 수익	장기 계약 존재하나 CapEx 민감
재투자 필요성	낮음	매우 높음 (주기적 장비 교체)
PF 적합성	매우 높음	구조는 PF 가능하나 기술 리스크 존재
잔존가치 예측	비교적 안정	기술 진부화로 불확실
금리 민감도	높음 (듀레이션 길다)	중간 (현금흐름 단축 가능성)
레버리지 안정성	장기 구조에 적합	현금흐름 변동 시 민감

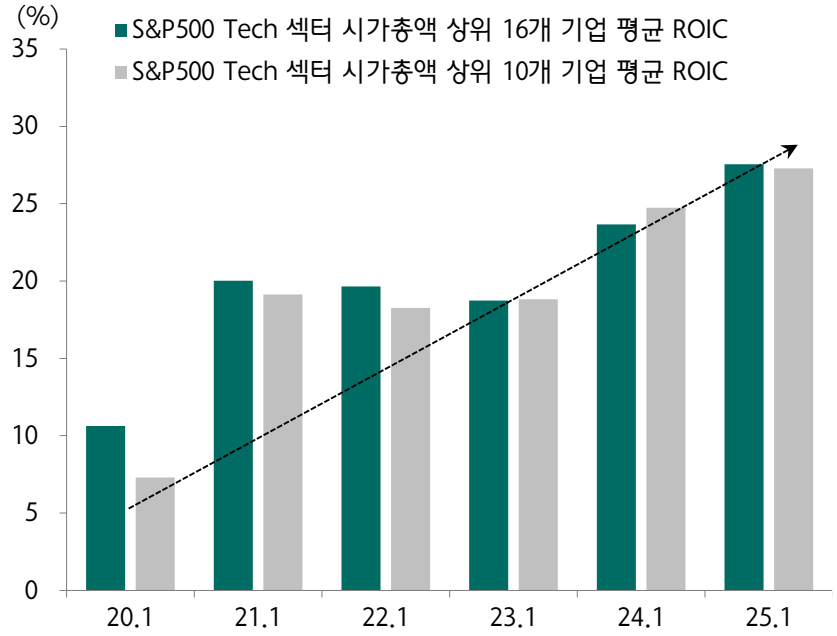
자료: 하나증권

[Hyperion 들여다보기 : 진짜 위험은 Capex가 아닌 '숨겨진 레버리지']

빅테크 재무제표에 모든 Capex가 드러나고 있는 게 아냐.. "Off-balance 주목"

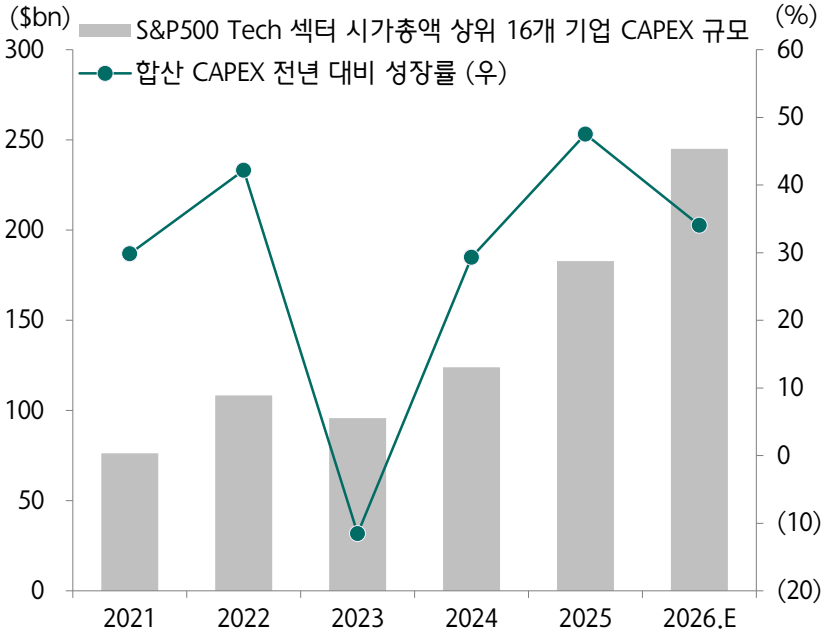
- 지금 신용시장에서 주목하는 빅테크 투자의 핵심 위험 요소는 Meta 기업의 현금창출 능력이 아님
- 빅테크 재무제표는 천문학적인 투자 집행이 이어지고 있음에도 아직 견고함이 유지되는 모습
- 그러나 Hyperion 구조에서 살펴보았듯이, 모든 투자 확대가 빅테크 재무제표에 다 드러나는 것이 아님
- 더 나아가, 히든 부채 구조 이면에 또 다른 다층 레버리지가 쌓일 수 있는 환경이 조성되는 상황

S&P 500 Tech 섹터 기업 평균 ROIC (시가총액 상위 기업)



자료: Bloomberg, 하나증권

S&P 500 Tech 섹터 기업 Capex 규모 및 성장률



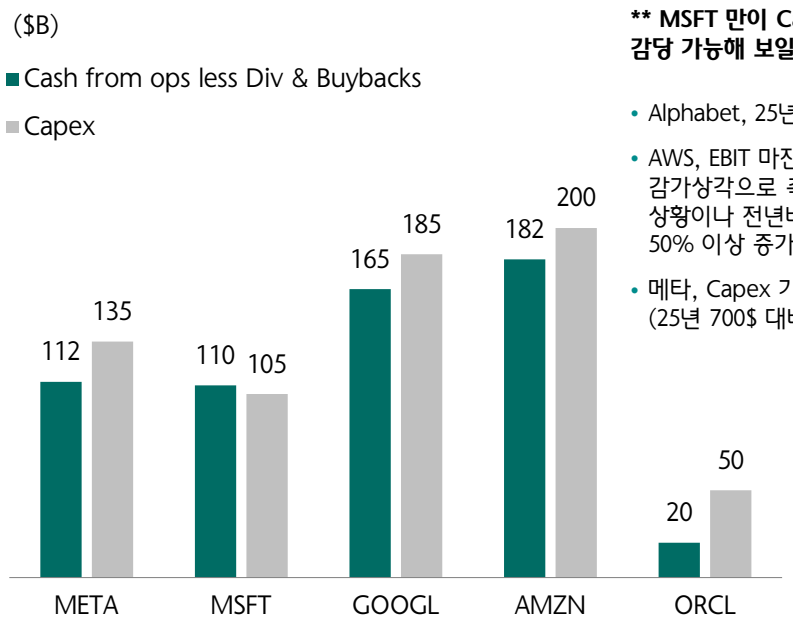
자료: Bloomberg, 하나증권

[Hyperion 들여다보기 : 진짜 위험은 Capex가 아닌 '숨겨진 레버리지']

블루아울과 Meta 지분 투자, 그리고 진짜 위험은?

- SPV는 Meta와의 장기 사용 계약에서 발생한 현금으로 운영비 지출 및 이자·원금을 상환하고 잔여 금액을 지분 투자자에게 배분
- Blue Owl의 지분투자는 장기 계약 기반 인프라 자산 (SPV)에서 안정적 현금흐름과 목표 IRR을 달성하려는 목적이 우선.
  즉, 적은 비용 (지분)으로 거대한 프로젝트 부채를 조달해 금융적 수혜를 추구하는 전형적 사모펀드 역할
- 반면, Meta의 지분 투자는 이와는 달리 전략적 인프라 확보와 자산 통제력을 유지하려는 목적
- 그러나 시장은 이들 기업들의 목적보다 자금을 조달하는데 활용한 금융 구조 설계에 경계감을 높이는 상황

막대한 26년 Capex 집행 예정. 그러나 감춰진 부채는 따로 있어



**** MSFT 만이 Capex 계획 감당 가능해 보일 정도**

- Alphabet, 25년 대비 2배
- AWS, EBIT 마진이 감가상각으로 축소된 상황이나 전년비 50% 이상 증가
- 메타, Capex 기준 $1350억 (25년 700$ 대비)

자료: Bloomberg, 하나증권

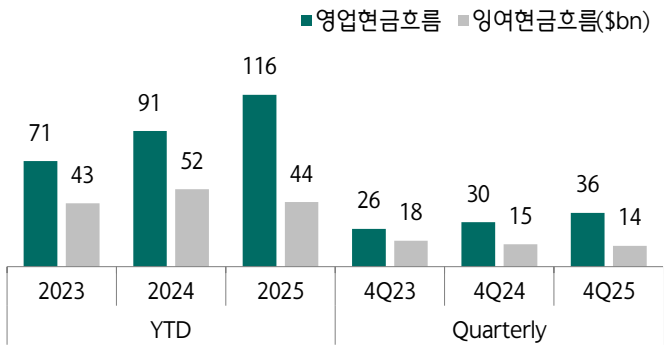
금융 구조적 불안 요소

첫째	• 동일한 금융 구조를 활용한 자금 조달을 반복해 나갈 것. • SPV 구조가 반복될 경우, 연결 판단과 공시 기준은 계속해서 검증 대상이 될 것. • AI 인프라 투자가 가능한 지금의 금융 설계 구조에 적용될 경계감이 지속될 수밖에 없음
둘째	• SPV 부채, 지분 투자, 그리고 경우에 따라 펀드 차원의 추가 차입까지 이어지는 레버리지 체계도 부담 • 이미 26년 하이퍼스케일러들의 막대한 Capex 집행도 우려되는 가운데 숨겨진 레버리지는 더욱 부담이 될 수 있음
셋째	• 26년 시작부터 레버리지론 시장은 차입자 우위 환경이 나타남 • 약정 조건 완화와 구조적 유연성 확대도 신용시장 내 숨겨진 위험 요소는 확산될 수밖에 없음

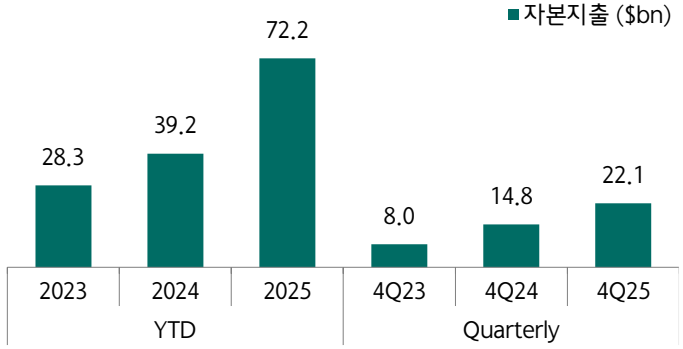
자산배분/해외크레딧 이영주

Meta 재무제표 해석

Meta 현금흐름

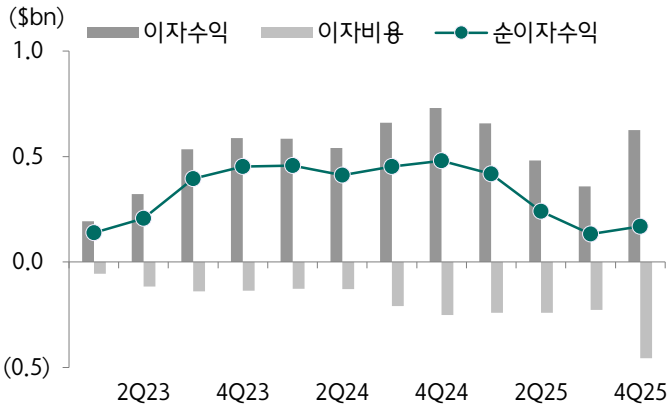


Meta 자본지출



- ✓ 26년 Capex 가이던스 제시 ($1,150~$1,350억)
  - 25년 $772억 대비 큰 폭 증가
  - 25년 Capex도 24년 대비 2배
- ✓ Capex 고려 시, 26년 FCF는 (-)로 전환될 가능성 제기
- ✓ 만약 메타가 유동성 확보를 위해 부채를 조달하지 않았을 경우 주주환원 정책 부담 컸을 것
- ✓ 향후 2~3년 대규모 Capex 고려 시, FCF보다 오히려 영업 현금흐름 추이가 더 중요할 것

Meta 순이자수익



Meta 10월 부채 $300억 추가 (평균 금리 5.35%)

PRICING TERM SHEET
META PLATFORMS, INC.

$4,000,000,000 4.200% Senior Notes due 2030
$4,000,000,000 4.600% Senior Notes due 2032
$6,500,000,000 4.875% Senior Notes due 2035
$4,500,000,000 5.500% Senior Notes due 2045
$6,500,000,000 5.625% Senior Notes due 2055
$4,500,000,000 5.750% Senior Notes due 2065

- ✓ Meta, 이자비용 < 이자 수익
- ✓ 단, 10월 발행 부채 $300억은 4Q B/S 미반영 상태
  - 25년말, 실질 장기차입금 $600억
- ✓ 이를 반영할 때, 26년 이자비용은 $15.4억 증가해 총 $27억원을 예상
- ✓ 26년 이자 손익분기는 지켜질 것이란 컨센서스가 형성됨

자료: Bloomberg, 하나증권

자산별 리뷰 및 전망 요약

국내 주식

코스피 -20%
하락의 시사점

- **리뷰** 삼성전자 35%, SK하이닉스 17% 상승하며 코스피 6000 돌파를 주도했고 환율은 강세 안정되었으나, 외국인의 매도세가 매우 거셌음. 자동차, 금융 업종 등 대형주도 큰 폭으로 상승해 증시 강세를 이끌었으나, 미국의 이란 공습으로 국내 증시는 5000선까지 밀리며 하락
- **전망** 반도체 중심의 이익 상향, 높은 고객예탁금, 국내 증시 추종 ETF로의 꾸준한 자금 유입 등 유동성 증가를 기반으로 한 PER 상승에 대한 기대가 높은 상황. 자사주 소각 관련 상법 개정안 및 상장 폐지 요건 강화 등도 밸류에이션 상승에 긍정적인 영향을 줄 것. 미국 10년물 금리와 환율 하락 시 PER이 상승할 수 있는 기업에 대한 관심 필요

선진국 주식

미국
소프트웨어 업종,
저가 매수 유입 기대

- **리뷰** 가치 성장 로테이션 진행 중인 가운데, 여전히 AI disruption의 공포가 소프트웨어 업종을 더불어 증시 센티먼트 약세를 이끌며 증시는 보합 수준. 월말 엔비디아는 실적 발표 호조에도 이어지는 거래일 하락 시현.
VIX는 20내외의 높은 수준을 유지하며 상방을 제한하고 있고 중동 정세 불안으로 유가는 급등
- **전망** 글로벌 유동성 규모가 사상 최고치를 경신하고 있고, 연내 연준의 기준금리 인하 가능성도 여전히 상존.
유동성 확장을 기반으로 M7 대신 이익 턴어라운드와 이익 성장이 지속될 수 있는 기업들에 대한 관심 필요. 또한, 급등한 유가를 기반으로 에너지, 유틸리티 업종이 불안한 증시 속 대안이 될 수 있을 것

신흥국 주식

신흥국 단기 변동성
확대 불가피,
중국-홍콩-인도 등
소외 국가 반등 주목

- **리뷰** 중동 발 불확실성 확대와 신흥국 내 과도하게 집중된 국가/업종(한국/브라질/IT/소재)의 단기 조정 압력 확대.
다만, 신흥국 내 과도한 쏠림 일부 해소되고 중국, 인도, 홍콩 등 지역 상대강도 회복을 예상
- **전망** 중국과 홍콩 증시는 신흥국 내 소외 국가에서 3월 이후 전인대 부양책과 펀더멘털 부각에 따라 상대강도 회복 예상. 중국은 AI 제외 영역에서 리플레이션과 시클리컬 및 제조업 경쟁력 다시 부각되며 단기 반등 시도 예상, 인도 역시 내수 경기 모멘텀이 저가매수 촉발 예상. 신흥국 국가별 단기 우선 순위는 홍콩 > 중국 > 인도 > 베트남 > 대만 순 제시

자산별 리뷰 및 전망 요약

국내 채권

인플레이션 우려 부각에 인상 리스크 재점화

- **리뷰** 국고 3년 금리는 2월 9일 3.27%에서 2월 27일 3.05%까지 하락하면서 안정. 2월 금통위에서 새로운 점도표 등을 통해 인상 리스크를 낮춰준 영향이 크게 작용. 그러나 미국의 이란 공격으로 인플레이션 불안이 가중되면서 3년 금리는 3.2% 수준까지 급반등
- **전망** 반도체 중심으로 한국 경제는 성장률이 상향 조정되고 있는 추세. 여기에 인플레이션 우려까지 겹치며 인상 리스크 지속될 전망. 다만 유가 상승에 따른 성장률 둔화 효과도 존재하며, 주가 급락과 4월 WGBI 편입 실행 등 채권 수급 부담 완화까지 고려하면 금리가 추가로 급등할 가능성은 제한적

국내 크레딧

산 넘어 산

- **리뷰** 2월 신용 스프레드는 확대세 지속. 시장금리 상승 압력 지속 및 변동성 확대에 따른 부담이 여전한 가운데 1월 중순부터 확대 전환된 신용 스프레드가 약세를 지속. 수급적으로도 금융권 머니 무브에 따른 채권 수요 기반 약화와 더불어 특수은행/공사채 중심의 초우량물 발행 물량 증가에 대한 부담이 약세 압력 가중
- **전망** 2월 말 국채 금리 상승세가 둔화되고 채권시장 안정을 위한 대책 등이 제시됨에 일단 국내적인 상황 변수는 이전에 비해 개선. 다만 중동 지역 전쟁 발발에 따른 지정학적 리스크가 대두됨에 따라 또 다른 대외 악재가 발생. 중동 사태의 전개 추이에 따라 관련 영향의 진폭이 커질 수밖에 없어 리스크 관리 지속 필요

선진국 국채

고용에서 물가로 초점이 옮겨가는 중

- **리뷰** 2월 미국 채권시장은 장기물 중심 강세 마감. 미 국채 금리 하락은 경제지표보다는 금융시장 불확실성에 따른 채권 수요가 높아진 데에 기인. 미 대법원 관세 판결은 단기적으로 금리 상승 리스크지만 영향은 제한적. 중동 분쟁 발 국제유가 상승은 인플레이션 리스크를 재차 부각시키는 재료. 미 10년물은 4%를 일시적 하회 후 되돌리는 모습
- **전망** 기본 시나리오는 호르무즈 해협의 물동량 감소와 미국과 이란의 군사적 충돌이 1~2개월간 지속되는 그림을 전망. 이 경우 WTI 상단은 배럴당 $90 수준까지 열어둘 필요. 분쟁이 장기화된다면 물가 리스크가 재차 부각될 전망. 3월 FOMC에서는 금리 동결 전망하며, 당분간 금리 상승 압력은 유효. 10년물 금리 4.1% 재차 도달할 가능성에 무게

자산별 리뷰 및 전망 요약

선진국 크레딧

국적도 자산도 예외 없다. 사모대출 구조 불안 재부각

- **리뷰** MFS는 英 부동산 대출 전문 비은행 렌더. 대출채권 포트를 담보로 warehouse 자금을 조달하는 자산 기반 레버리지 구조로 성장. 최근 동일 대출채권이 여러 금융기관 담보 풀에 포함됐을 가능성이 제기되자 은행들은 MFS 자금 공급을 축소, 지급불능 절차 진입. 실제 담보 부족이 확정된 것은 아니었으나, 담보 구성에 대한 의문만으로도 자금은 빠르게 보수화된 사례
- **전망** 대출채권은 중앙 공시 체계가 없어 포트 단위 담보 구조에서는 교차 검증이 구조적으로 어렵다는 한계가 재확인. 게다가 주요 글로벌 금융기관들도 MFS 자금 공급에 관여했던 만큼, 비은행 리스크가 은행 시스템과 분리되어 있지 않음을 시사. 포트 기반 신용 구조에서는 유사한 취약성이 반복적으로 노출 사모대출 시장 불안 재부각

Korean Paper

안정성은 여전하나, 벤치마크 금리가 오른다면

- **리뷰** AI의 산업 잠식 우려와 사모대출 리스크, 미국-이란 전쟁으로 인한 시장 변동성 확대 가운데 글로벌 크레딧 스프레드는 점진적으로 확대. 반면, 아시아 내 우량 등급 재확인(Moody's Aa2)과 국내 주요 수출기업들의 실적 개선 기대로 한국물 관심 증대. 이에 민간기업 KP 중심으로 강세 지속되며 가격 부담 높아진 상황
- **전망** 단기적으로 제한적인 신규 발행 전망. NIP 확대 정도에 대한 파악이 필요. 1~2월처럼 아시아 채권시장 내 우량 자산 지위가 유지된다면 시중은행채 중심 접근 권고. 다만, KP 수익률에 벤치마크 금리의 영향력이 높아진 만큼 기대인플레이션 상승에 따른 연준 인하 기대 재조정과 미국 국채 금리 상방 압력에 주의

자산별 리뷰 및 전망 요약

원자재

호르무즈 해협 봉쇄로 원유 공급 리스크 부각

- **리뷰** 미국-이란 간 군사적 긴장 고조로 원유 공급 차질에 대한 우려가 나타나며 국제유가 상승. 다만 수급 펀더멘털은 유가 상승을 뒷받침하고 있지 않아 유가 상단은 제한되는 모습. 금 가격은 월초 급격한 조정 이후 완만한 상승 흐름을 시현 중. 지정학적 리스크, 관세 불확실성 등으로 안전자산에 대한 선호심리 확대
- **전망** 호르무즈 해협 봉쇄로 원유 공급 차질이 발생하며 유가 강세 국면이 나타날 전망. 공급 지연과 물류비용 상승 등으로 위험 프리미엄 상존. 다만 이란 경제 상황 고려 시 장기전 가능성은 제한적일 것으로 봄. 금 가격은 신흥국 중앙은행들의 금 매입 지속, 지정학적 리스크에 따른 안전자산 수요 등으로 상승 흐름이 이어질 전망

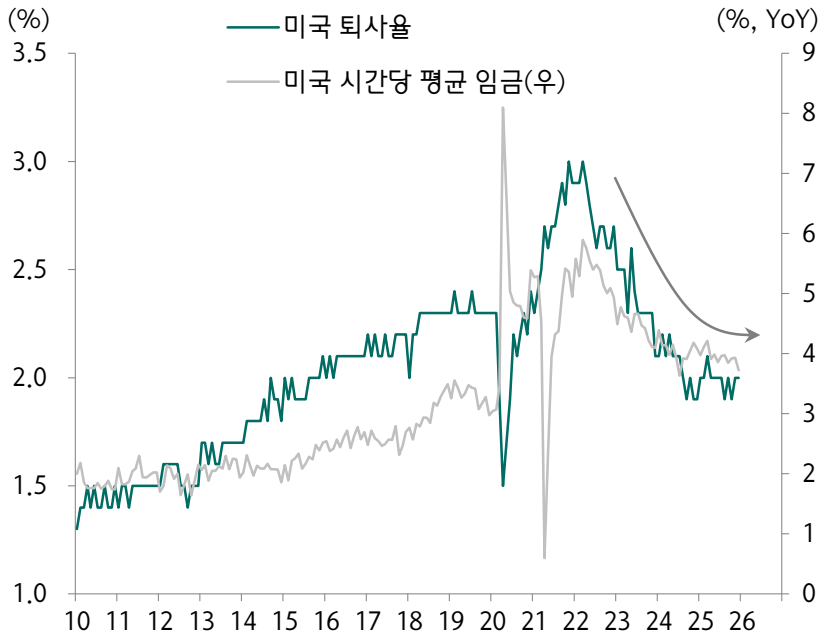
유망 ETF 4선

- **SMH** 글로벌 반도체 ETF. 매출의 50%가 반도체와 반도체 장비 생산 분야에서 발생하는 25개 기업들을 편입. 하이퍼스케일러 기업들의 Capex 모멘텀과 소버린 AI 구축 정책 기반의 실적 기대가 지속되는 영역
- **MADE** 대형 제조업 ETF. 미국 내 매출 비중이 높은 제조업 기업들로 구성된 포트폴리오. 리쇼어링과 관세 정책의 압박이 지속되는 과정에서 수혜 기대 가능한 영역. 연준 정책과 현재의 미국 경제 성장 경로에서도 모멘텀 유효
- **0092B0** 원자력과 SMR 밸류체인의 국내 기업 포트폴리오. 전력 공급의 안정성과 적시성의 장점이 함께 부각되고 있는 SMR에 무게중심을 높여 놓은 국내 원전 테마 ETF. 두산에너빌리티, 한국전력, 현대건설, 한전기술을 중심의 구성
- **442090** 전방 산업의 경쟁 심화 속에서 부품, 장비, 소재 등 후방 산업(소부장) 내 독점적 지위를 가진 대장장이 기업들에 집중 투자하는 액티브 ETF. 국내 주요 수출주들의 실적 개선과 맞물려 시장 지수 대비 추가적인 수익 창출 기대

여전히 좋은 미국, 좋아지고 있는 한국

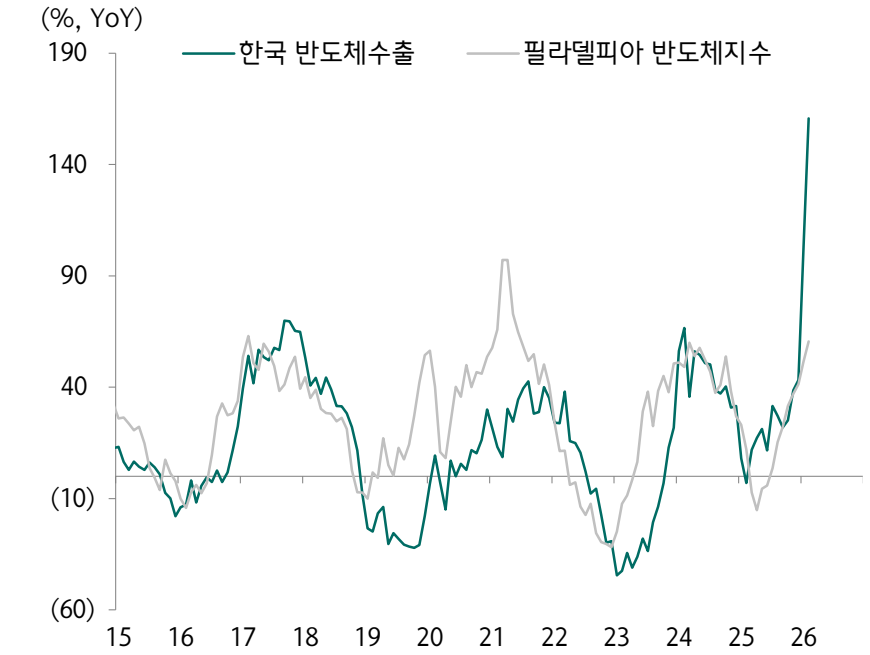
- 미국은 트럼프 정부의 감세안(OBBBA) 영향으로 2025년에 대한 세금 환급이 이루어지며 상반기 소비 모멘텀 강화 기대. 노동시장은 구인 수요와 구직 수요가 동반 하락하며 역동성이 낮아졌으나, 해고가 늘어나지 않아 저고용, 저해고 국면이 이어질 듯
- 한국 경제는 대외부문 주도로 2026년 연간 2% 성장 예상. D램 수급률이 마이너스(-)를 기록하며 초과 수요로 인한 반도체 가격 강세가 지속될 가능성. 반도체 수출 호조를 토대로 경상수지 흑자 규모는 역대 최대 수준을 경신할 것이며, 설비투자도 증가 기대

미국 노동시장의 역동성 낮아지며 이직 유인 약화. 임금도 안정될 여지



자료: LSEG, 하나증권

한국 경제는 반도체 수출 주도의 성장세 시현 기대

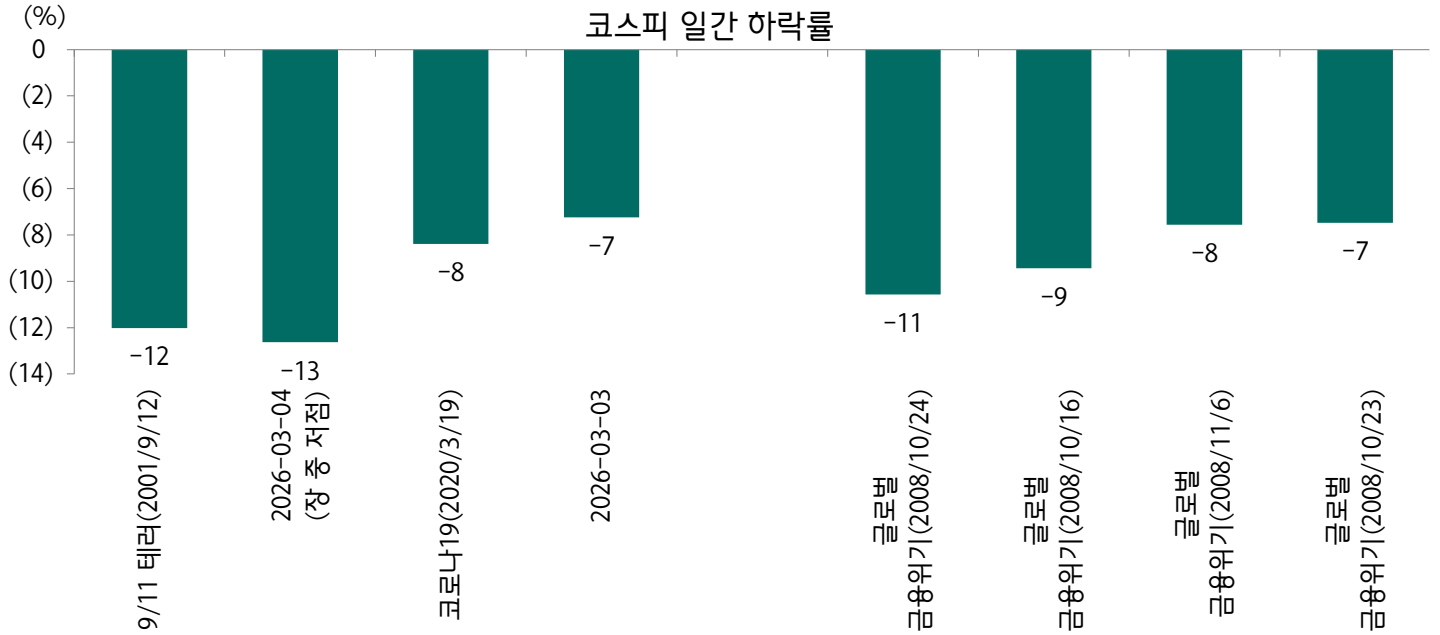


자료: LSEG, CEIC, 하나증권

코스피 -20% 하락의 시사점

- 2026년 3/3일(-7%)~4일(4일 장중 저점 기준 -12%) 2거래일 동안 -20% 하락, 이는 현재 이란 발 중동 리스크로 인해 발생할 수 있는 전쟁과 공급망 차질 이슈 반영한 하락률. 코스피 5,000p 부근에서는 저점 형성이 가능할 것으로 판단
- 코스피 일간 하락률이 가장 컸던 사례:
  ① 코로나19 펜데믹으로 공급망 차질 우려(2020/03/19, -8%), ② 9/11테러(2001/09/12, -12%)

코스피 일간 하락률이 가장 컸던 역사적 사례와 원인

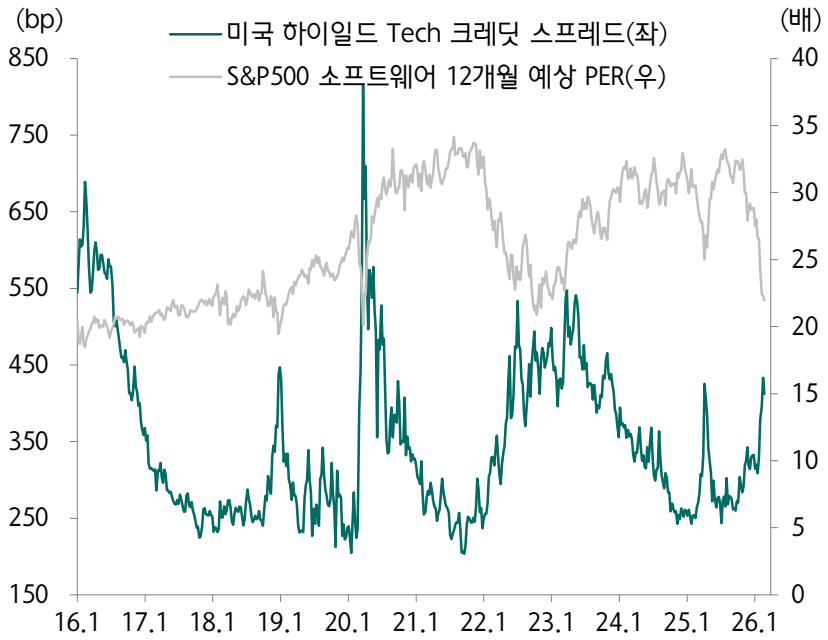


자료: 에프앤가이드 Quantiwise, 하나증권

미국 소프트웨어 업종, 저가 매수 유입 기대

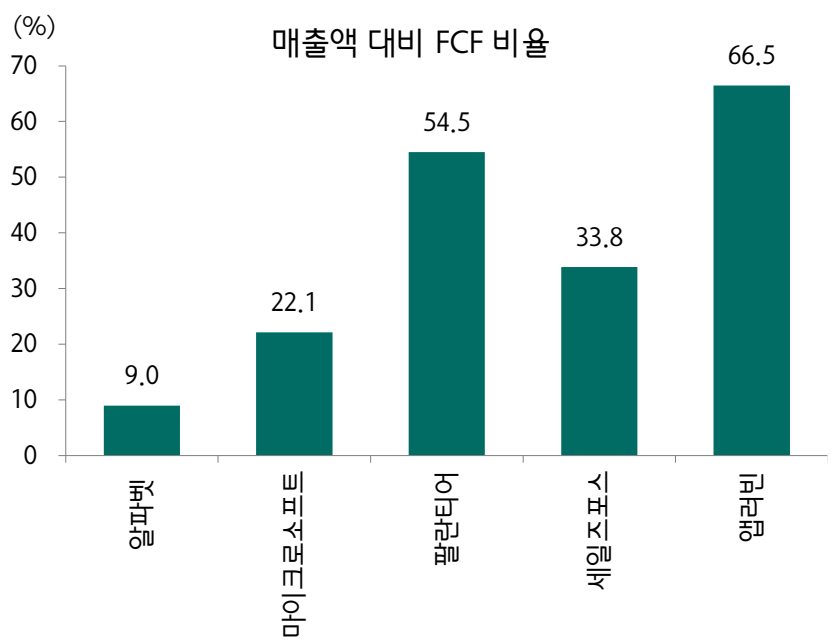
- 미국 하이일드 Tech 신용 스프레드 433bp를 정점으로 하락 전환
- S&P500 소프트웨어 업종 12개월 예상 PER 2025년 10월 말 32.5배에서 21.9배까지 급락
- 현재 PER은 2016년 이후 하단(평균-표준편차) 21.6배에 근접

S&P500 소프트웨어 업종: 신용 스프레드 하락 전환, PER 급락



자료: Bloomberg, 하나증권

S&P500 소프트웨어 기업 중 FCF 마진율이 상대적으로 높은 종목

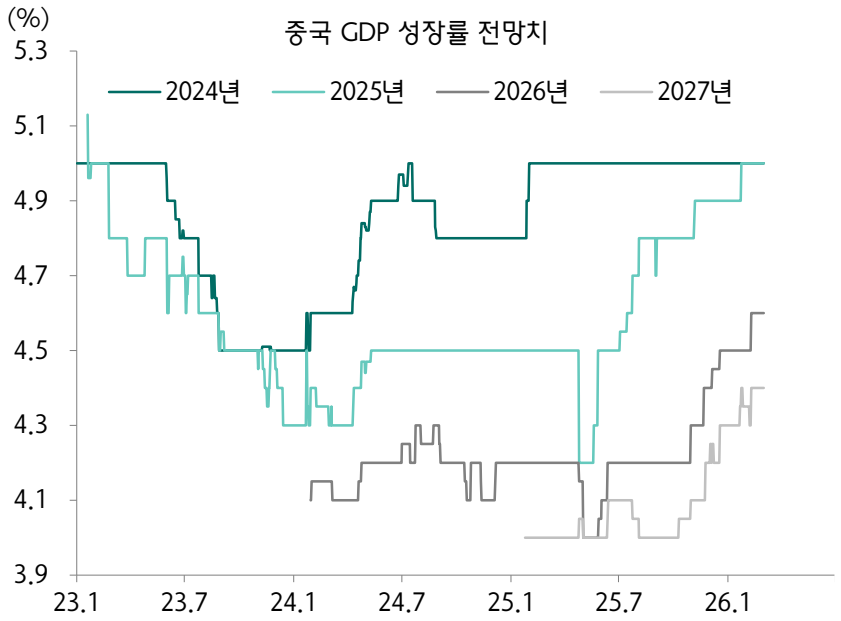


자료: Bloomberg, 하나증권

신흥국 단기 변동성 확대 불가피, 중국-홍콩-인도 등 1분기 소외 국가 반등 주목

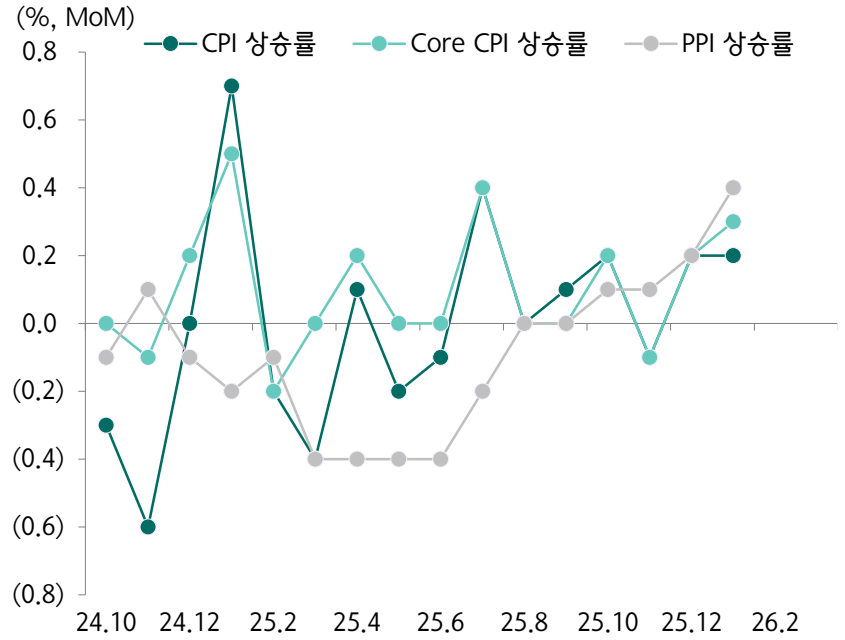
- 중동 발 불확실성 확대와 신흥국내 과도하게 집중된 국가/업종(한국/브라질/IT/소재) 단기 조정 압력 확대
- 중국과 홍콩 증시는 신흥국내 소외 국가에서 3월 이후 전인대 부양책과 펀더멘털 부각에 따라 상대강도 회복 예상
- 중국은 AI 제외 영역에서 리플레이션과 시클리컬 및 제조업 경쟁력 부각되며 단기 반등 시도 예상, 인도 역시 내수 경기 부각

중국 성장률 전망치 추이: 2026-2027년 전망 상향 지속



자료: Bloomberg, 하나증권

2026년 중국 물가와 명목 GDP 상승 : 디플레이션 구간 탈출

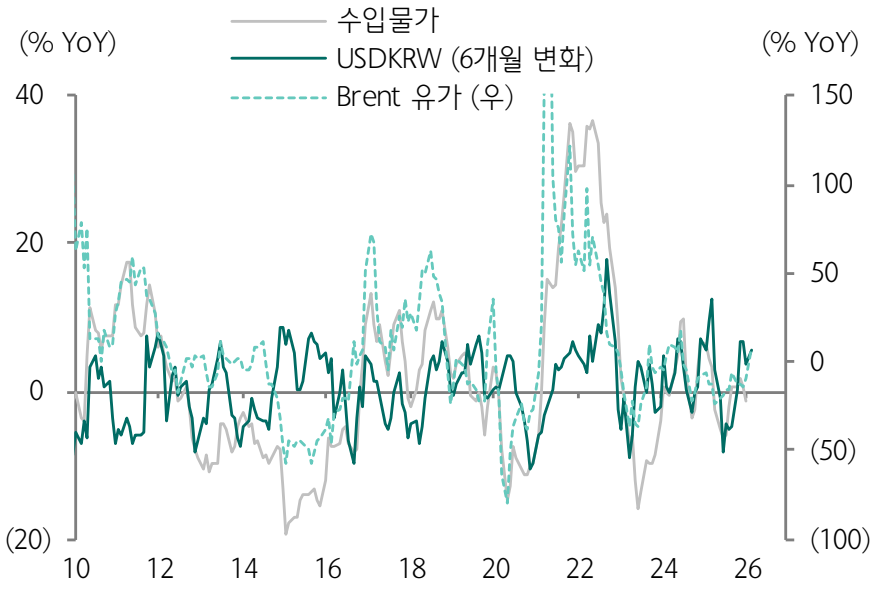


자료: Wind, 하나증권

유가 충격에 따른 인플레이션 우려로 동결 장기화

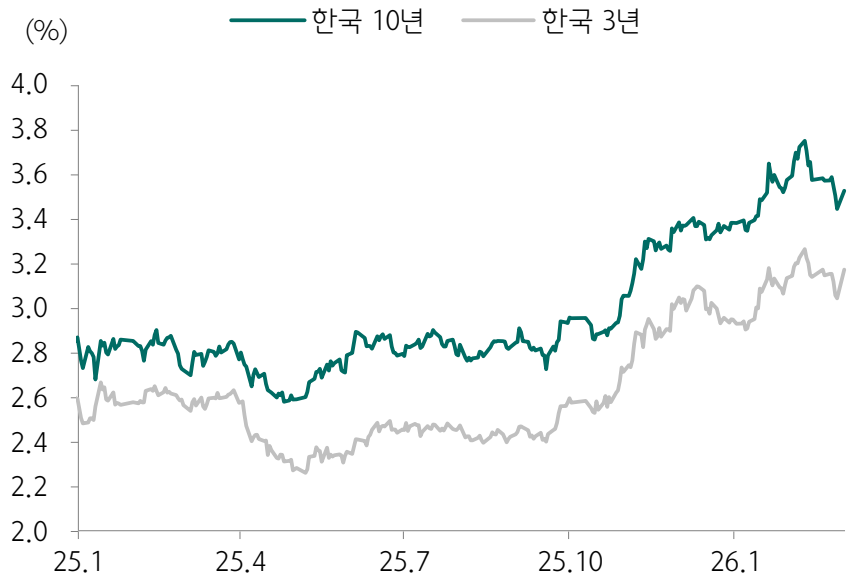
- 한국은행은 2월 금통위에서 예상대로 기준금리를 2.50%로 동결하고, 성장률 전망 올해 2.0%로 0.2%p 상향. 다만 새로 공개한 점도표를 통해 인상 가능성은 낮음을 시사 (총 21개 점 중 6개월 후 인상은 1개). 그러나 이란 사태로 유가가 급등함에 따라 인상 리스크 재부각. 한국은행은 성장률 회복 속에서 물가안정에 대한 경계감이 높다는 점에서 미국 연준보다 민감하게 대응할 가능성이 높음
- 국고채 3년 금리는 유가가 안정되기 전까지 3.2% 수준에서 등락할 전망. 실제 인상으로 이어지지 않는다면 추가 급등 리스크는 제한

한국 수입물가와 환율 및 유가



자료: LSEG, 하나증권

한국 국고채 3, 10년 금리

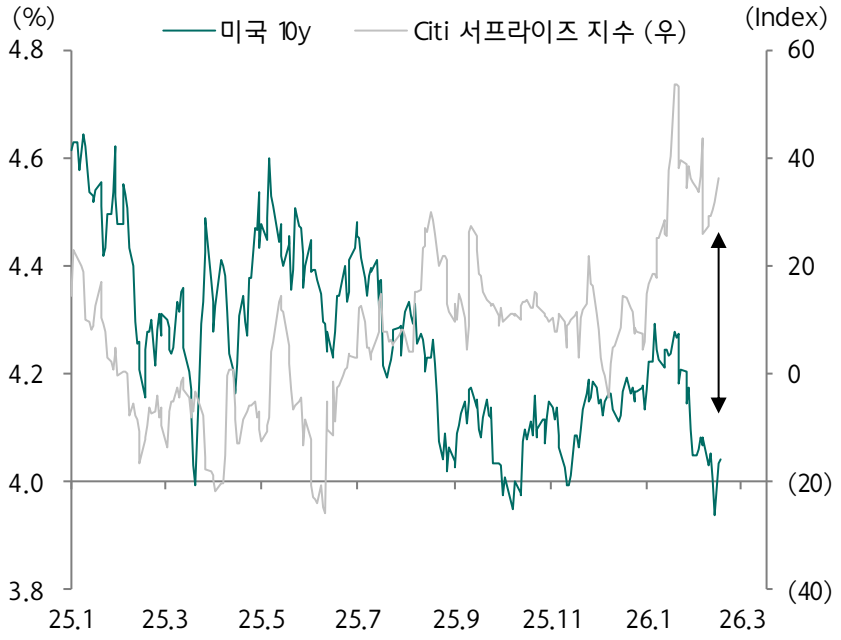


자료: 인포맥스, 하나증권

변동성 확대 국면에서 금리 상방 압력 유효

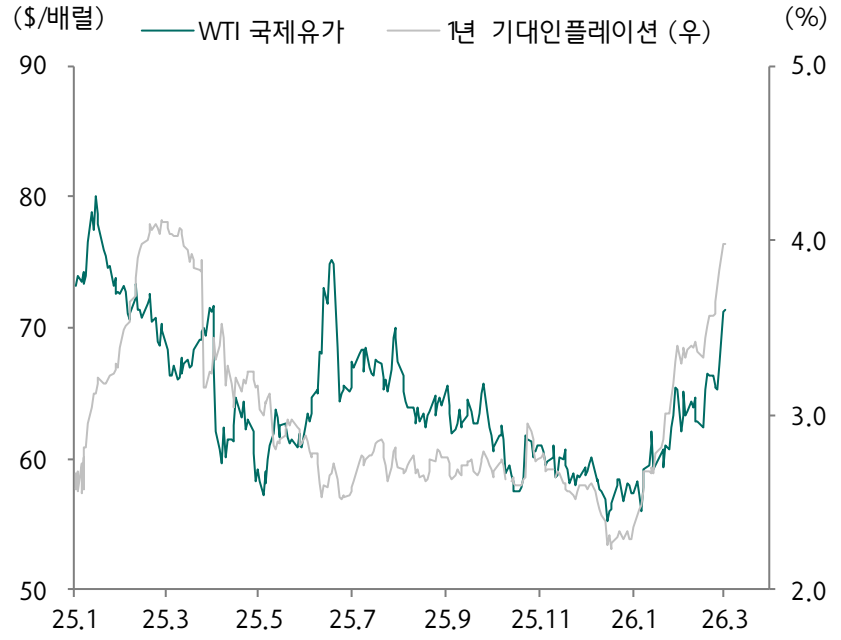
- 미 국채 10년물 금리가 Key Level로 여겨지는 4%를 일시적으로 하회한 것은 경제지표보다는 금융시장 불확실성에 따른 채권 수요에 기인. 여전히 견조한 모습을 보이고 있는 Citi 경제 서프라이즈 지수와 10년물 금리 간의 괴리가 확대되는 중
- 중동 전쟁으로 인해 WTI 국제유가 급등. 이는 기대인플레이션 추가 상승 가능성으로 연결. 고용과 물가 간의 균형이 맞춰진 상황에서 전쟁이 장기화된다면 물가로 초점이 이동할 수밖에 없는 상황. 당분간 미 국채는 변동성 확대되는 가운데 상방 압력은 유효

미 10년물 4% 일시적 하회는 금융시장 불확실성에 따른 수요에 기인



자료: Bloomberg, 하나증권

당분간 중동 지정학적 리스크 장기화 여부가 중요

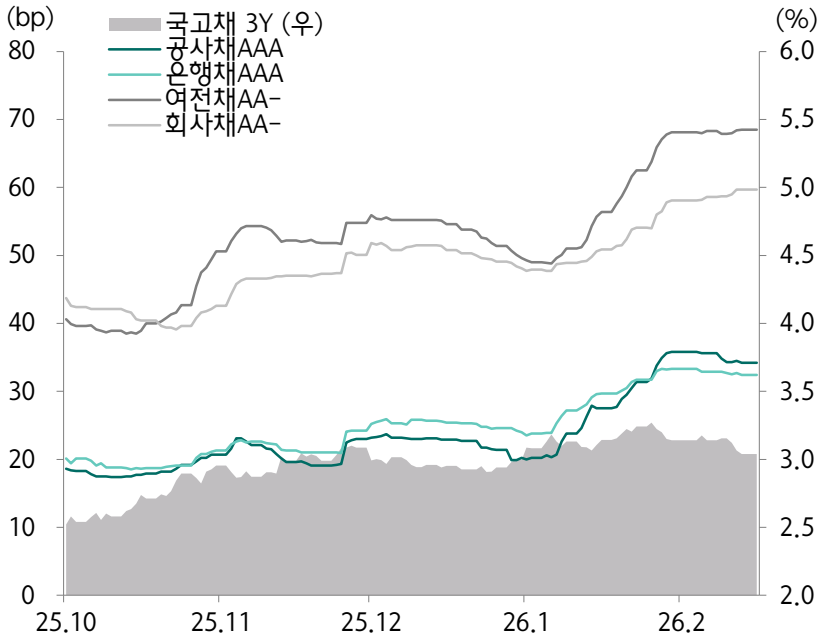


자료: Bloomberg, 하나증권

산 넘어 산

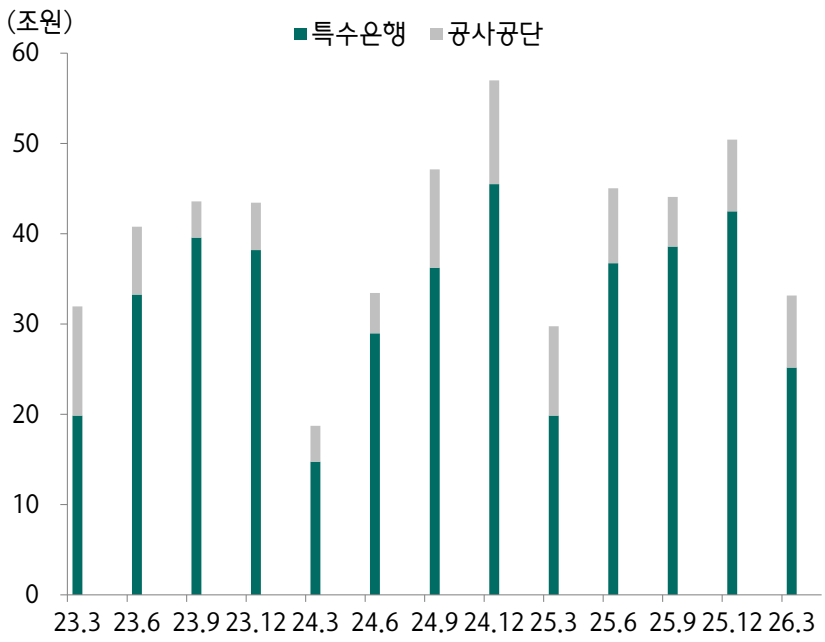
- 2월 중순 이후 국채 금리의 상승세가 둔화됨에 따라 신용 스프레드 또한 안정세에 들어갈 수 있는 여건이 형성
- 주요 공기업 채권 발행기관 협의체가 가동됨에 따라 초우량물 수급 부담에 대한 심리적 우려 또한 이전 대비 경감
- 다만, 수요 측면에서 금융자산 간 머니 무브 현상이 진정될 수 있는지의 여부에 대한 확인이 필요
- 상기한 국내적으로 우호적인 상황 변화를 능가하는 중동발 지정학적 리스크 발생 여파 감안 시 아직은 보수적 스탠스 유지 필요

국고 3년 금리 vs. 신용 스프레드 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

공사채/특수은행채 분기별 발행 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

선진국 크레딧

국적도 자산도 예외 없다. 사모대출 구조 불안 재부각

- MFS는 英 부동산 대출 전문 비은행 렌더. 대출채권 포트를 담보로 warehouse 자금을 조달하는 자산 기반 레버리지 구조로 성장. 최근 동일 대출채권이 여러 금융기관 담보 풀에 포함됐을 가능성이 제기되자 은행들은 MFS 자금 공급을 축소 ▷ 지급불능 절차 진입
- 실제 담보 부족이 확정된 것은 아니었으나, 담보 구성에 대한 의문만으로도 자금은 빠르게 보수화된 사례
- 대출채권은 중앙 공시 체계가 없어 포트 단위 담보 구조에서는 교차 검증이 구조적으로 어렵다는 한계가 재확인 (25.9월 Tricolor 사태) 게다가 주요 글로벌 금융기관들도 MFS 자금 공급에 관여했던 만큼, 비은행 리스크가 은행 시스템과 분리되어 있지 않음을 시사
- 자산 유형과 국가를 달리해도 포트 기반 신용 구조에서는 유사한 취약성이 반복적으로 노출되고 있는 상황. 사모대출 시장 불안 재부각

MFS (Market Financial Solutions) 지급불능 절차 발생

구분	내용
사업 모델	대출 실행 → 포트 구성 → warehouse 차입
레버리지 방식	포트 가치 × advance rate 기반 차입
문제 제기	동일 대출채권 중복 담보 가능성
직접 결과	자금 공급 축소 → 단기 유동성 경색
현재 상태	지급불능 (Administration) 절차

자료: 하나증권

MFS와 지난 미국 Tricolor Holdings 파산 사례 비교

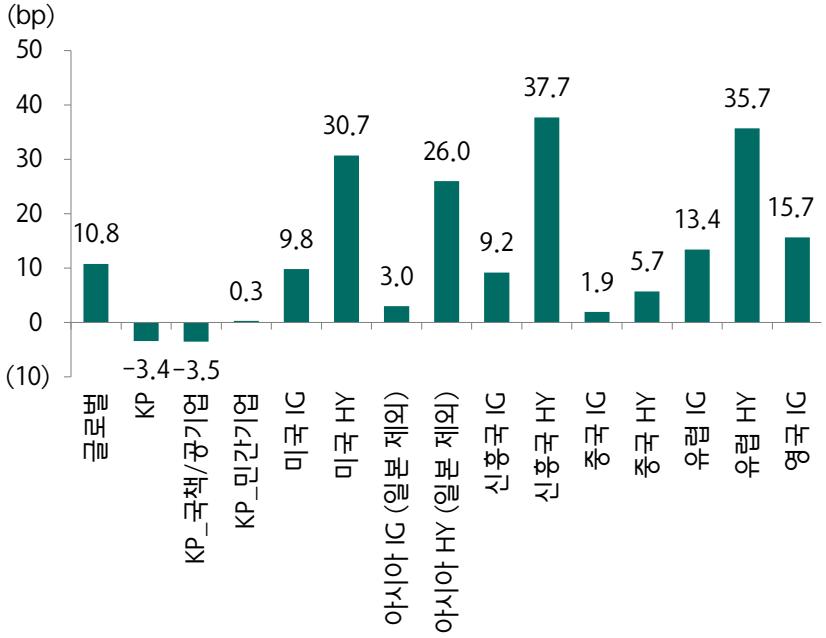
항목	MFS	Tricolor
자산 유형	부동산 대출	자동차 대출
담보 방식	포트 단위	포트 단위
쟁점	중복 담보 가능성	중복 담보 의혹
의미	담보 신뢰 훼손 시 자금 경색	구조적 취약성 노출

자료: 하나증권

안정성은 여전하나, 벤치마크 금리가 오른다면

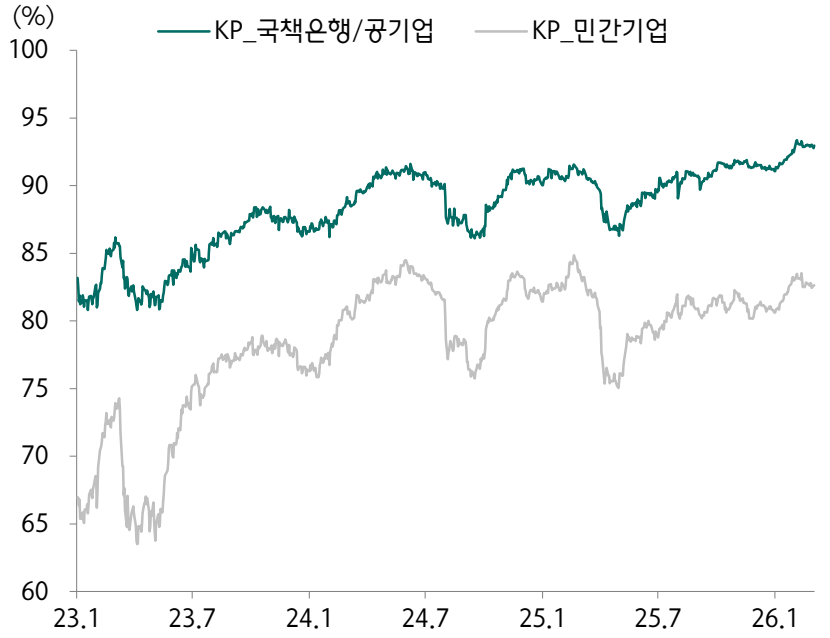
- AI의 산업 잠식 우려와 사모대출 리스크, 미국-이란 전쟁으로 인한 시장 변동성 확대 가운데 글로벌 크레딧 스프레드 점진적으로 확대
- 반면, 아시아 내 우량 등급 재확인(Moody's Aa2)과 국내 주요 수출기업들의 실적 개선 기대로 한국물 관심 증대. 1월 대비 급감한 신규 발행 물량 역시 스프레드 확대를 제한한 요소. 이에 민간기업 KP 중심으로 강세 지속되며 가격 부담 높아진 상황
- 단기적으로 제한적인 신규 발행 전망. NIP 확대 정도에 대한 파악이 필요. 1~2월처럼 아시아 채권시장 내 우량 자산 지위가 유지된다면 시중은행채 중심 접근 권고. 다만, KP 수익률에 벤치마크 금리의 영향력이 높아진 만큼 기대인플레이션 상승에 따른 연준 인하 기대 재조정과 미국 국채 금리 상방 압력에 주의

1월 말 대비 글로벌 크레딧 스프레드 변동 폭



자료: Bloomberg, 하나증권

KP 절대금리 내 벤치마크 금리 영향력 확대



자료: Bloomberg, 하나증권

자산배분/해외크레딧 이영주

원자재

호르무즈 해협 봉쇄로 원유 공급 리스크 부각

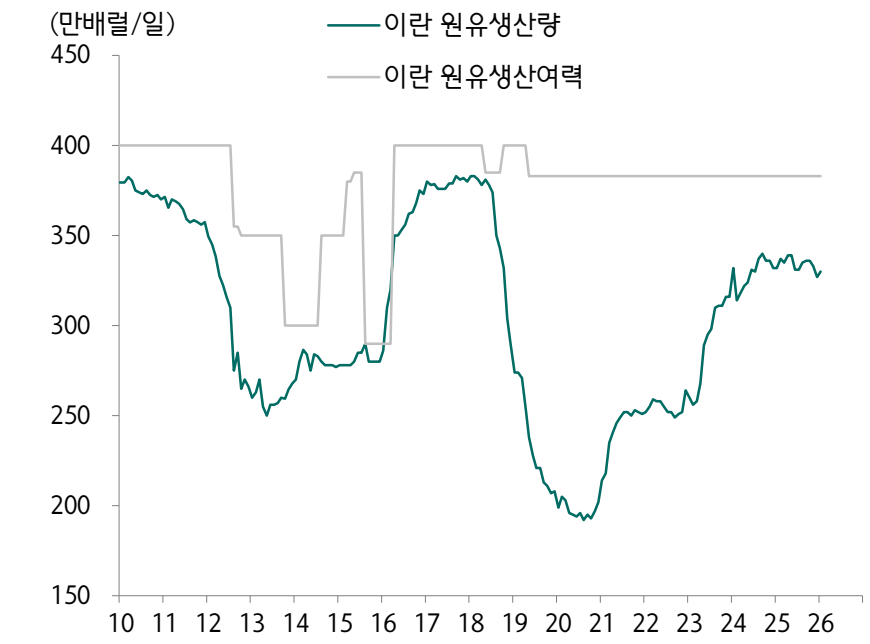
- 미국과 이스라엘의 이란 공격으로 이란의 최고지도자 하메네이가 사망하면서 이란은 호르무즈 해협을 봉쇄. 호르무즈 해협을 통과하는 원유 및 석유제품 규모는 일일 2000만 배럴로, 글로벌 석유 소비량의 20% 수준. 공급 지연과 운송비 상승 등으로 위험 프리미엄 높아지며 유가 상승 불가피할 듯. WTI 상단은 배럴당 $90 수준까지 열어둘 것을 권고
- 다만 호르무즈 해협을 봉쇄하면 이란의 원유 수출 통로도 막혀 이란 경제에도 막중한 부담이 가해지므로 장기전 가능성은 제한적

호르무즈 해협을 통해 운반되는 석유 수송량

항목	2020	2021	2022	2023	2024
호르무즈 해협을 지나는 수송량 (백만배럴/일)	19.1	19.4	21.4	21.4	20.3
- 원유 및 콘덴세이트 (백만배럴/일)	14.3	14.4	16.0	15.5	14.3
- 석유제품 (백만배럴/일)	4.8	5.0	5.5	5.8	5.9
세계 해상 석유 수송량 (백만배럴/일)	71.4	72.6	74.3	76.0	75.5
세계 석유 소비량 (백만배럴/일)	91.0	99.6	99.5	101.8	102.7
호르무즈 해협을 지나는 LNG 수송량 (십억입방피트/일)	10.7	10.7	11.0	10.5	10.3

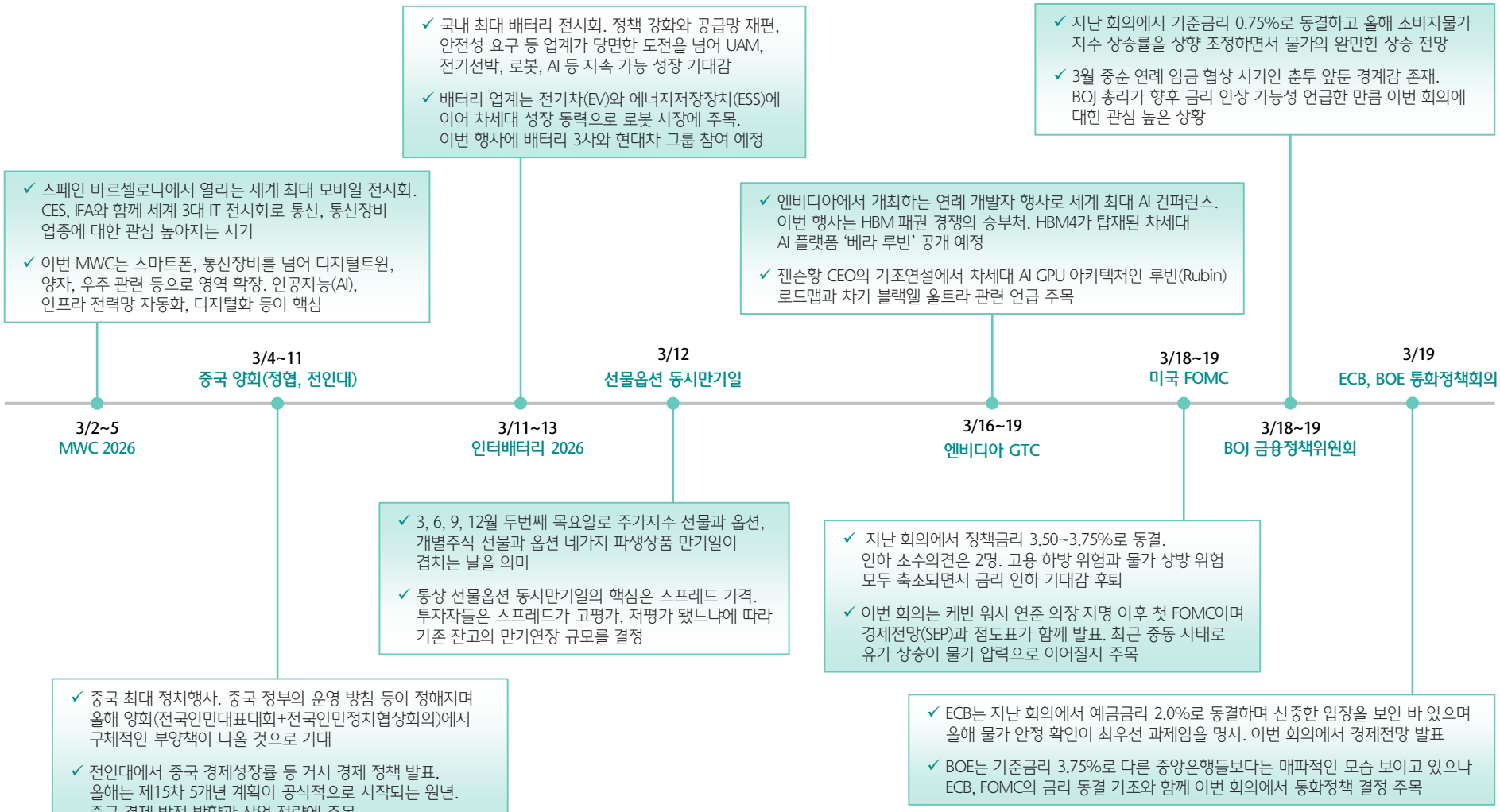
자료: Bloomberg, 하나증권

2020년 이후 꾸준히 늘어난 이란의 원유 생산량

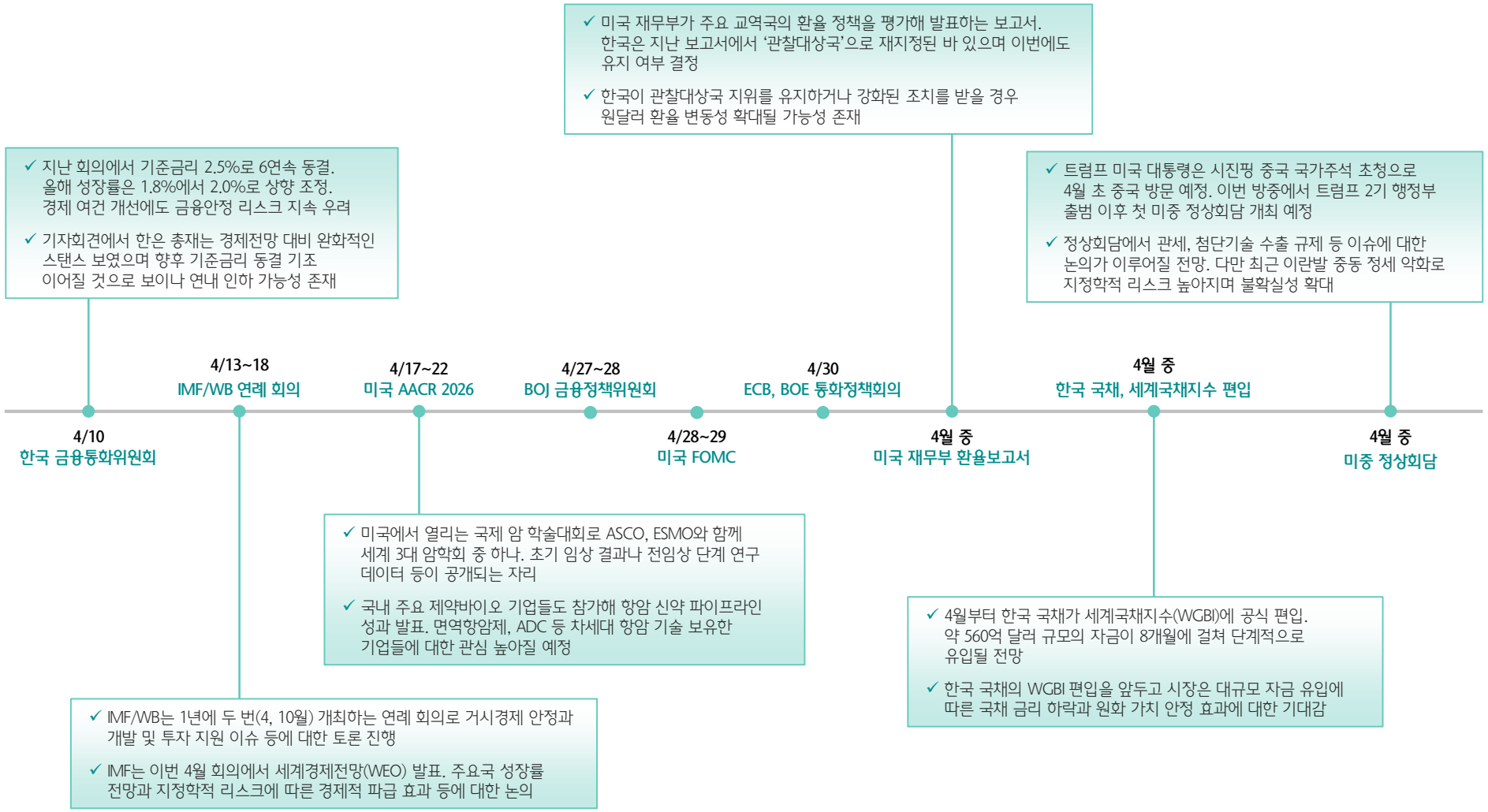


자료: Bloomberg, 하나증권

3월 주요 예정 이벤트


✓ 스페인 바르셀로나에서 열리는 세계 최대 모바일 전시회. CES, IFA와 함께 세계 3대 IT 전시회로 통신, 통신장비 업종에 대한 관심 높아지는 시기
✓ 이번 MWC는 스마트폰, 통신장비를 넘어 디지털트윈, 양자, 우주 관련 등으로 영역 확장. 인공지능(AI), 인프라 전력망 자동화, 디지털화 등이 핵심
3/2~5
MWC 2026
✓ 중국 최대 정치행사. 중국 정부의 운영 방침 등이 정해지며 올해 양회(전국인민대표대회+전국인민정치협상회의)에서 구체적인 부양책이 나올 것으로 기대
✓ 전인대에서 중국 경제성장률 등 거시 경제 정책 발표. 올해는 제15차 5개년 계획이 공식적으로 시작되는 원년. 중국 경제 발전 방향과 산업 전략에 주목
3/4~11
중국 양회(정협, 전인대)
✓ 국내 최대 배터리 전시회. 정책 강화와 공급망 재편, 안전성 요구 등 업계가 당면한 도전을 넘어 UAM, 전기선박, 로봇, AI 등 지속 가능 성장 기대감
✓ 배터리 업계는 전기차(EV)와 에너지저장장치(ESS)에 이어 차세대 성장 동력으로 로봇 시장에 주목. 이번 행사에 배터리 3사와 현대차 그룹 참여 예정
3/11~13
인터배터리 2026
✓ 3, 6, 9, 12월 두번째 목요일로 주가지수 선물과 옵션, 개별주식 선물과 옵션 네가지 파생상품 만기일이 겹치는 날을 의미
✓ 통상 선물옵션 동시만기일의 핵심은 스프레드 가격. 투자자들은 스프레드가 고평가, 저평가 됐느냐에 따라 기존 잔고의 만기연장 규모를 결정
3/12
선물옵션 동시만기일
✓ 엔비디아에서 개최하는 연례 개발자 행사로 세계 최대 AI 컨퍼런스. 이번 행사는 HBM 패권 경쟁의 승부처. HBM4가 탑재된 차세대 AI 플랫폼 '베라 루빈' 공개 예정
✓ 젠슨황 CEO의 기조연설에서 차세대 AI GPU 아키텍처인 루빈(Rubin) 로드맵과 차기 블랙웰 울트라 관련 언급 주목
3/16~19
엔비디아 GTC
✓ 지난 회의에서 정책금리 3.50~3.75%로 동결. 인하 소수의견은 2명. 고용 하방 위험과 물가 상방 위험 모두 축소되면서 금리 인하 기대감 후퇴
✓ 이번 회의는 케빈 워시 연준 의장 지명 이후 첫 FOMC이며 경제전망(SEP)과 점도표가 함께 발표. 최근 중동 사태로 유가 상승이 물가 압력으로 이어질지 주목
3/18~19
미국 FOMC
✓ 지난 회의에서 기준금리 0.75%로 동결하고 올해 소비자물가 지수 상승률을 상향 조정하면서 물가의 완만한 상승 전망
✓ 3월 중순 연례 임금 협상 시기인 춘투 앞둔 경계감 존재. BOJ 총리가 향후 금리 인상 가능성 언급한 만큼 이번 회의에 대한 관심 높은 상황
3/18~19
BOJ 금융정책위원회
✓ ECB는 지난 회의에서 예금금리 2.0%로 동결하며 신중한 입장을 보인 바 있으며 올해 물가 안정 확인이 최우선 과제임을 명시. 이번 회의에서 경제전망 발표
✓ BOE는 기준금리 3.75%로 다른 중앙은행들보다는 매파적인 모습 보이고 있으나 ECB, FOMC의 금리 동결 기조와 함께 이번 회의에서 통화정책 결정 주목
3/19
ECB, BOE 통화정책회의

4월 주요 예정 이벤트


✓ 미국 재무부가 주요 교역국의 환율 정책을 평가해 발표하는 보고서. 한국은 지난 보고서에서 '관찰대상국'으로 재지정된 바 있으며 이번에도 유지 여부 결정
✓ 한국이 관찰대상국 지위를 유지하거나 강화된 조치를 받을 경우 원달러 환율 변동성 확대될 가능성 존재
✓ 지난 회의에서 기준금리 2.5%로 6연속 동결. 올해 성장률은 1.8%에서 2.0%로 상향 조정. 경제 여건 개선에도 금융안정 리스크 지속 우려
✓ 기자회견에서 한은 총재는 경제전망 대비 완화적인 스탠스 보였으며 향후 기준금리 동결 기조 이어질 것으로 보이나 연내 인하 가능성 존재
✓ 트럼프 미국 대통령은 시진핑 중국 국가주석 초청으로 4월 초 중국 방문 예정. 이번 방중에서 트럼프 2기 행정부 출범 이후 첫 미중 정상회담 개최 예정
✓ 정상회담에서 관세, 첨단기술 수출 규제 등 이슈에 대한 논의가 이루어질 전망. 다만 최근 이란발 중동 정세 악화로 지정학적 리스크 높아지며 불확실성 확대
4/10
한국 금융통화위원회
4/13~18
IMF/WB 연례 회의
4/17~22
미국 AACR 2026
4/27~28
BOJ 금융정책위원회
4/28~29
미국 FOMC
4/30
ECB, BOE 통화정책회의
4월 중
미국 재무부 환율보고서
4월 중
한국 국채, 세계국채지수 편입
4월 중
미중 정상회담
✓ 미국에서 열리는 국제 암 학술대회로 ASCO, ESMO와 함께 세계 3대 암학회 중 하나. 초기 임상 결과나 전임상 단계 연구 데이터 등이 공개되는 자리
✓ 국내 주요 제약바이오 기업들도 참가해 항암 신약 파이프라인 성과 발표. 면역항암제, ADC 등 차세대 항암 기술 보유한 기업들에 대한 관심 높아질 예정
✓ IMF/WB는 1년에 두 번(4, 10월) 개최하는 연례 회의로 거시경제 안정과 개발 및 투자 지원 이슈 등에 대한 토론 진행
✓ IMF는 이번 4월 회의에서 세계경제전망(WEO) 발표. 주요국 성장률 전망과 지정학적 리스크에 따른 경제적 파급 효과 등에 대한 논의
✓ 4월부터 한국 국채가 세계국채지수(WGBI)에 공식 편입. 약 560억 달러 규모의 자금이 8개월에 걸쳐 단계적으로 유입될 전망
✓ 한국 국채의 WGBI 편입을 앞두고 시장은 대규모 자금 유입에 따른 국채 금리 하락과 원화 가치 안정 효과에 대한 기대감

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.