The Credit

LS Edge Investment Strategy | 해외크레딧 | 2026. 03.12

사모대출시장 점검, JP Morgan 담보 재평가와 리테일 환매 확대

크레딧 | **조수희** | shcho@ls-sec.co.kr

JP Morgan의 사모대출 관련 신용 축소에 대한 보도

사모대출 시장에 Credit Facility를 제공해 온 주요 은행 중 하나인 JP Morgan이 사모대출펀드가 보유한 일부 담보자산의 가치를 내부 기준상 하향 재평가한 것으로 보도되었다(Financial Times 등). 보도에 따르면, 은행의 담보인정가치와 그에 연동된 대출 가능 한도를 보수적으로 재산정한 것으로 리스크 관리 차원의 선제적인 조치를 취한 것에 가깝고, JP Morgan이 일부 계약에서 통상보다 넓은 재평가 권한을 보유한 다소 예외적인 케이스여서 금번 사례의 일반화 가능성이 크지 않을 수는 있다. 다만, 이는 일부 대형은행의 사모대출시장에 대한 레버리지 스탠스가 점차 보수화될 가능성을 시사한다는 점에서 의미가 있다. 특히, 은행이 사모대출 시장의 Layered Leverage 구조에서 이전에 비해 신용공여(대출) 태도를 보수적으로 전환하기 시작할 수 있다는 신호라면, 추후 시장 유동성 여건의 점진적 타이트닝과 중소기업 자금조달 여건 악화 가능성으로 이어질 수 있어 모니터링이 필요하다고 생각된다.

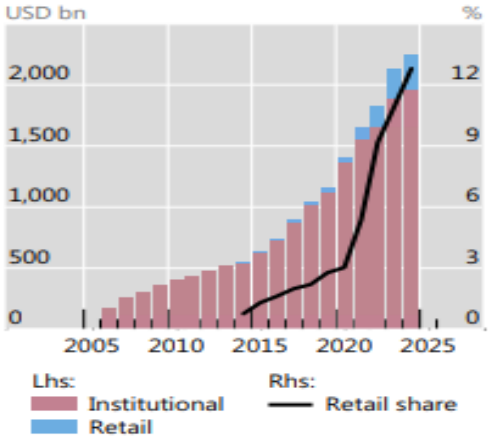
최근 BCRED, HLEND 등 Evergreen BDC·사모대출 펀드의 리테일 자금 환매 확대

3월 초 최대 규모 Evergreen BDC인 Blackstone의 BCRED, HPS(BlackRock 자회사) 산하 HLEND의 분기 환매 요청이 확대되었다. BCRED는 운용사/임직원 자금 등으로 환매 요청을 수용하였고(No Gating, 일시 조치), HLEND는 Gating(다음 분기 이연)을 발동시켰다. 고금리 환경이 지속되는 가운데, 현금흐름 약화 등 기초자산의 부실 가능성에 대한 우려, 밸류에이션 고평가에 따른 리스크온 심리의 약화, 사모대출 관련 지표가 경기에 후행하는 점 등이 리테일 펀드의 환매 증가를 야기하고 있는 것으로 보인다. 2022년 경부터 사모대출 시장에 Evergreen·Semi-liquid 구조의 Private Credit Vehicle을 통해 HNW(고액자산가) 중심 리테일 머니의 유입이 가속화되었으며, 사모대출 시장 성장 동력의 하나로 작용한 바 있다(BIS 추정 리테일 비중 약 13%,'25년). 리테일 투자 비중이 높은 OBDC II의 환매 중단 및 자산 매각 진행(Blue Owl, 10년 만기, 비상장 BDC), Cliffwater의 Interval Fund인 CCLFX의 NAV 일부(약 $1B, 전체의 약 10%) Secondary 매각 시도 등 최근 사모대출 시장은 리테일 펀드의 유동성 확보 및 환매 대응 여력이 주요 이슈이다. 관련하여, 리테일 자금의 특징인 높은 뉴스 민감도, 센티먼트 악화와 전염 효과에 따른 펀드런 발생 가능성, 이에 따른 해당 Vehicle의 유동성 미스매치 발생 가능성, BDC Vehicle이 포함된 사모대출 시장의 가격 변동성을 높일 수 있는 점이 우려 요인이다.

유동성 스트레스와 기초자산의 부실 가능성에 대한 모니터링 필요

사모대출의 건전성 지표는 자산 평가의 불투명성과 조건 완화 여지로 인해 펀더멘털 악화를 후행적으로 반영하는 경향이 있는 점을 감안해야 하지만, 최근 주요 비율(non-accrual rate 등)이 장기 시계열 평균에 비해 크게 약화되지 않은 수준으로 나타나는 등 펀더멘털 악화 징후가 현재로서는 크지 않다. 또한, 최근 리테일 펀드의 환매 요청 확대 이슈에도 불구하고, '25.4분기까지 관련 펀드에 자금 유입은 지속되었다. 기관투자자 비중이 높고 기초자산의 섹터 분포가 다변화된 사모대출 시장 구조상 리테일 펀드의 유동성 스트레스가 단기간에 시장 전체로 전이될 가능성은 높지 않다고 판단된다. 비상장 BDC 다수가 채택하는 Semi-liquid 구조의 특성상 환매 요청이 일정 수준을 초과할 경우 환매 제한이 작동하는 구조로, 펀드 차원에서 대응 시간을 확보할 수 있는 측면도 있다. 사모대출 시장의 최근 Dry powder가 $500B 정도로 추정되는 점, OBDC II의 기초자산 약 30%를 보험사 등 기관에서 인수한 점 등 감안시, 기초자산에서 광범위한 부실이 발생하지 않는다면, 최근 리테일 펀드의 유동성 압박은 일부 기관투자자에게는 선별적 투자 기회로 작용할 가능성도 존재한다고 생각된다. 1) 사모대출 펀드의 기초자산 부실 사례 증가 및 금융기관(운용사 및 은행)의 관리 강화 여부, 2) 리테일 사모대출 펀드의 환매 전염 정도와 운용사 및 Secondary 시장의 대응, 3) 매크로 환경 변화가 모니터링 대상이다.

그림1 리테일 머니 유입과 사모대출 AUM 확대

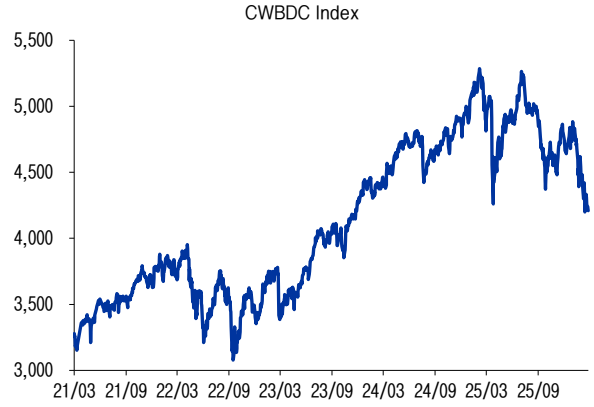


자료: BIS, LS증권 리서치센터

그림2 상장 BDC의 NAV 하락

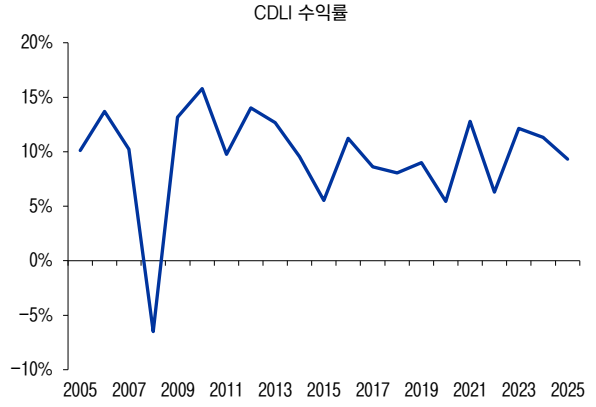
자료: Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research, LS증권 리서치센터

그림3 Cliffwater BDC Index 추이



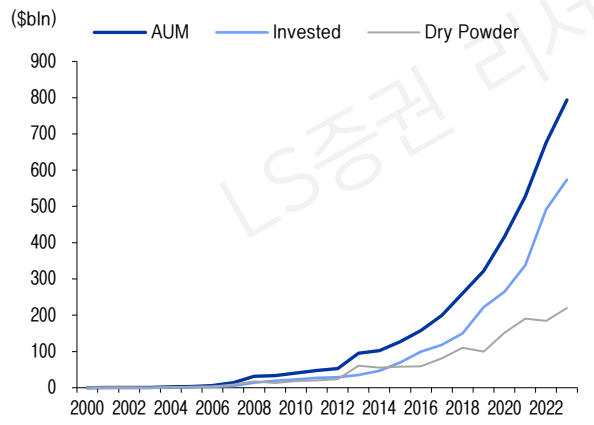
자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터
주: 상장 BDC의 수익률 추이(BDC/상장 사모신용 부문의 벤치마크)

그림4 Cliffwater Direct Lending Index(CDLI)기준 수익률



자료: Cliffwater, LS증권 리서치센터
주: CDLI: 미국 Direct lending 펀드의 대출 포지션 기반 사모대출 인덱스

그림5 Direct Lending(사모대출 일종)의 Dry Powder 추이



자료: Bloomberg, LS증권 리서치센터

그림6 주요 Evergreen Fund의 '25.4분기 자금흐름

구분	inflows	outflows	net inflows
Apollo Debt Solutions BDC	1,019	689	330
Ares Strategic Income Fund	733	595	138
Blackstone Private Credit Fund	2,400	2,108	292
Blue Owl Credit Income Corp.	1,215	1,010	205
Goldman Sachs Private CreditCorp.	923	281	642
Golub Capital Private Credit Fund	361	51	310
HPS Corporate Private Credit Fund	900	477	423

자료: S&P Global Ratings, LS증권 리서치센터
주: Evergreen BDC (Perpetual, nontraded) Net Inflows,
Flows for the quarter ended Dec.31, 2025

표1 **최근 리테일 펀드 환매 요청 확대 사례**

구분	BCRED	HLEND	OBDC II	CCLFX
운용사	Blackstone	HPS(BlackRock)	Blue Owl	Cliffwater
상장	비상장 BDC	비상장 BDC	비상장 BDC	Interval Fund
만기	Evergreen(Open-end)	Evergreen	Finite-life	Evergreen
AUM	$82B	$26B	$1.6B	$32.5B
최근 환매 요청/ NAV 대비	7.9%	9.3%		14%
규모	$3.8B	$1.2B		$4.5B
대응현황 (Gating 여부)	미적용(100% 수용)	게이팅 실행(5%캡)	구조 변경	7%까지만 환매
	한도를 5%→7%로 일시 상향. 운용사/임직원이 4 억 달러 직접 수혈하여 환매 대응 (Ad-Hoc, 일시조치)	환매 요청이 NAV 의 5% Cap 을 넘어서며 Gating 발동, 규약상 분기 5%에 해당하는 $0.6B 만 실행, 잔여 물량(4.3%)이 다음분기로 이월됨 (Pro-rata)	합병안('25.11 월) 철회 → ('26.2 월) 자산 매각 (기관투자자 컨소시엄이 인수, NAV $0.6B, Par 수준), 환매 중단 → 단계적 청산 (최근 NAV 약 30% 수준의 자본 환급)	규정상 분기별 환매 NAV 의 5% 제한, 운용사 재량으로 7%까지 상향 가능 7% 이상 이연함 *NAV 의 10% Secondary 매각 시도를 통한 유동성 관리 ('26.3 월, $1B)

자료: 언론취합 등, LS증권 리서치센터

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.