MIRAE ASSET 미래에셋증권

Investment Strategy
2026.3.17

[채권]
민지희
jihee.min.a@miraeasset.com
[금융]
정태준
taejoon.jeong@miraeasset.com

Fixed Income Issue

미국 사모신용 리스크와 국내 금융업 영향 점검

- AI 확산 등에 기존 소프트웨어 업체 사업 모델의 지속 가능성 우려 심화. 관련 업체의 익스포저가 큰 사모대출 상품을 취급하는 운용사 주가 하락하며 사모신용 리스크 확대
- 사모대출 시장 주요 투자자가 장기투자 성격이며, 기초자산의 낮은 유동성을 반영해 환매 구조가 제한적, 양호한 유동성 여건을 감안하면 펀드런 발생 가능성 제한적
- 국내 주요 증권사의 작년 해외 사모대출 펀드 투자액은 17조원 규모. 단, 상위 12개 증권사의 별도 자본 합계는 77.4조원 및 전체 금융시장 규모와 비교하면 그 비중은 미미

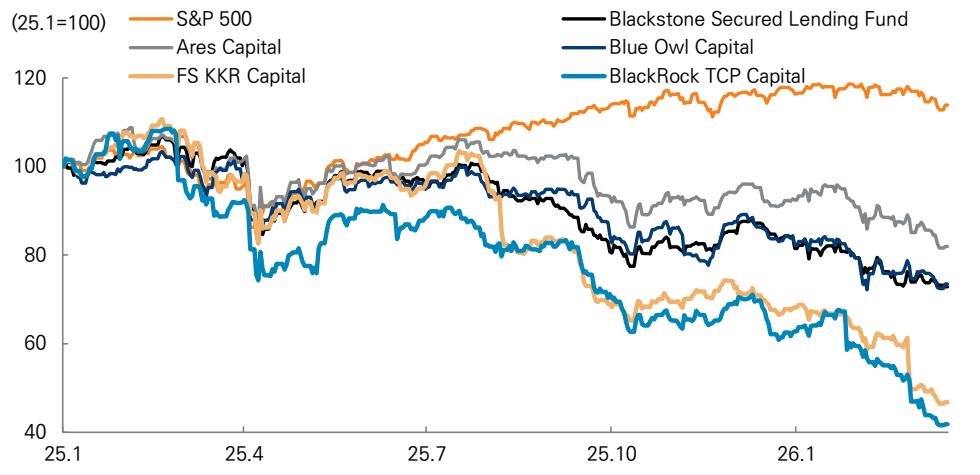
1. 사모신용(Private credit) 이슈 점검

사모신용 혹은 사모대출은 비은행 기관이 비상장 기업에 자금 조달을 위해 제공하는 대출 상품을 의미한다. 작년 연준 보고서(Bank Lending to Private Credit: Size, Characteristics, and Financial Stability Implications, 2025년 5월)에 따르면 2024년 2Q 기준 미국 내 사모대출 규모는 1.4조달러까지 크게 성장했다.

작년 9월 Tricolors, First Brands 등의 파산으로 사모대출 시장 불안이 시작됐다. 이후 AI 에이전트 상용화 가능성이 부각되면서 기존 소프트웨어 업체의 비즈니스 모델의 지속 가능성에 대한 우려도 심화됐다. 사모신용 펀드 내 소프트웨어 섹터 투자 비중은 20% 내외로 높은 수준이다. 이에 작년말부터 주요 사모대출 펀드에서 환매 요청이 급증했다. 최근에는 Blue Owl의 펀드 환매 중단 사태로 사모신용 불안이 확대되고 있다.

BDC(Business Development Company, 기업성장투자기구)는 사모대출 펀드의 주된 투자 수단이며 일부 BDC는 상장돼 주식처럼 거래된다. 투자자들의 펀드 환매 요청이 늘어남에 따라 BDC와 사모대출을 취급하는 운용사들의 주가는 큰 폭 하락했다(그림1).

그림 1. 주요 상장 BDC 주가 추이



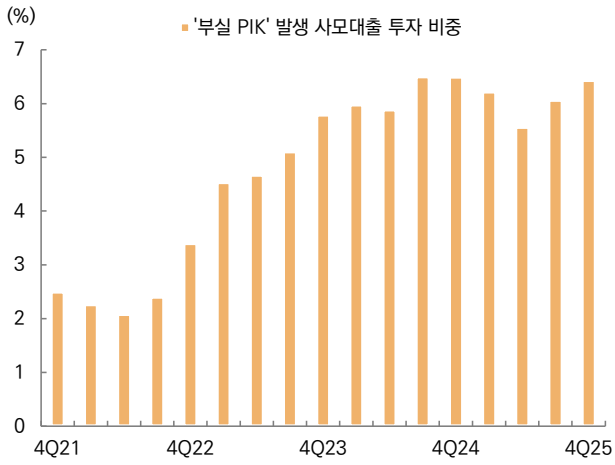
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

2. 사모신용 시장 리스크 체크포인트

사모대출 시장과 관련해 예상 가능한 주요 리스크는 다음과 같다. 1) 차입 기업 중 비우량 기업의 신용위험이 높아지면서 사모대출 부도율이 급증하며 펀드런 발생 여부, 2) 은행을 비롯한 금융 시스템 위기로 확산될 가능성, 3) 대출 만기 도래 시점에서 리파이낸싱 리스크 등이다.

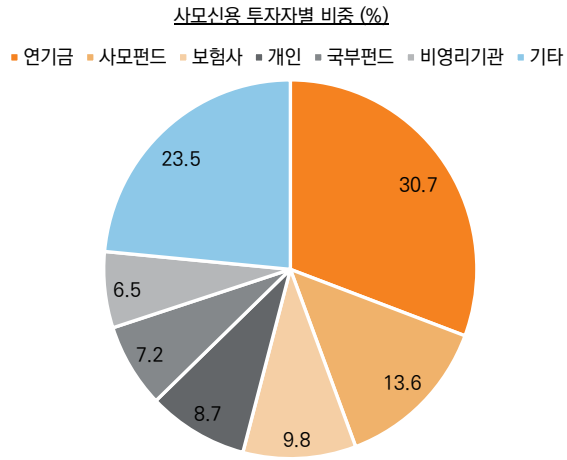
올해 1월 기준 미국 사모대출 부도율은 5.8%로 낮은 수준이다. 그러나 최근 사모대출에서 PIK(Payment-in-Kind) 구조의 활용 비율이 높아졌다(그림2). PIK는 차입기업이 현금으로 이자를 지급하지 않고 이자를 대출원금에 더해 이자 지급을 유예하는 구조를 의미한다. AI 확산에 따른 일부 소프트웨어 기업의 경쟁력 약화, 금리 상승 환경은 사모대출 시장 내 재무 구조가 취약한 기업을 중심으로 신용 위험이 확대될 수 있음을 시사한다.

그림 2. 금리 인상기를 지나며 높아진 Bad PIK 비율



자료: Lincoln International, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 사모신용 시장의 주요 투자자 분포



자료: BIS("The global drivers of private credit", 2025.3월), 미래에셋증권 리서치센터

일부 비우량 기업들의 디폴트 리스크가 다소 높아졌지만, 2023년 SVB 사태와 같이 사모대출 시장에서 대규모의 펀드런이 발생할 가능성은 낮다고 판단한다. 우선 사모대출 시장의 주된 투자자는 연기금, 보험사, 국부펀드 등이다(그림3). 이들은 은행 예금과 같이 단기 유동성 수요에 기반한 자금 운용 보다는 대체로 장기 투자 관점에서 운용 계획을 세운다.

또 사모대출 펀드는 기초자산의 낮은 유동성을 반영해 환매 구조가 제한적으로 짜여 있다. 일반적으로 사모대출은 대출 기간 중 자금 회수가 제한되며, 일부 개방형의 구조에도 분기 단위 환매 및 사전 통보 등의 제약이 존재한다. 장기 투자 성격의 투자자들이 주로 사모대출 상품에 투자한다는 점을 감안하면 단기간 내 연쇄적인 대규모 펀드런이 발생할 가능성은 제한적이라고 본다.

최근 일부 투자자들의 환매 요청이 증가한 점은 향후 연쇄적인 신용 리스크 발생 가능성에 대한 선제적 대응 성격이 강하다고 판단된다. 그러나 단일 기업의 재무구조 악화가 연쇄적인 신용 위험 및 시스템 리스크를 초래할 가능성은 제한적이다.

연준 보고서(2025년 5월)에 따르면 2024년 4Q 기준 은행의 사모대출 관련 익스포저는 비교적 안정적인 지표를 유지하고 있다. BDC 및 사모대출 펀드의 연체율은 매우 낮고, 평균 신용등급도 BBB 수준으로 투자등급 범위 내에 위치한다〈표1 참고〉.

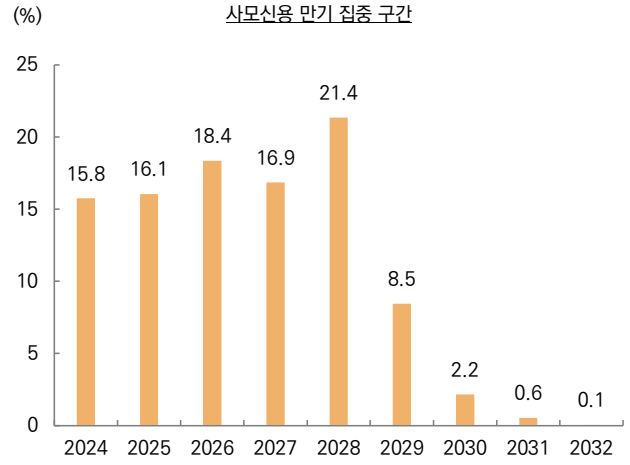
표 1. 비은행 금융기관(NBFIs)에 대한 은행의 대출 현황 (2024년 4Q)

	대출 약정액(십억달러)	평균 이자율 (%)	만기 (년)	평균 신용등급	연체율 (%)
BDC	56	6.4	4.1	BBB	0.5
사모대출 펀드	40	6.6	2.6	BBB	0.7

자료: FRB, FR Y-14Q, 미래에셋증권 리서치센터

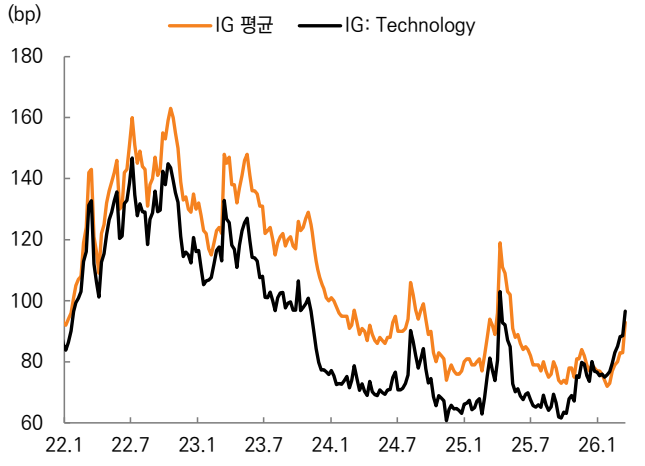
〈표1〉은 2024년 4Q 데이터지만 지금은 금리 인상기가 아니기 때문에 대출시장 전반의 이자비용이나 연체율이 빠르게 상승했을 것으로 보이지는 않는다. 올해 인플레 부담에 연준 금리 인하 여력이 축소될 수 있겠지만, 노동시장이 둔화되고 있는 점을 감안하면 연준이 금리를 인상할 가능성도 낮다. 최근 불거진 사모대출 내 일부 차입기업에서 파생된 신용 위험은 비우량 기업 및 산업 단위로 통제될 것으로 판단하는 이유다.

그림 4. 2026~2028년에 사모대출 만기 도래가 집중



자료: FRB, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. IG 테크업종은 트럼프 관세 위협 당시와 비슷한 레벨

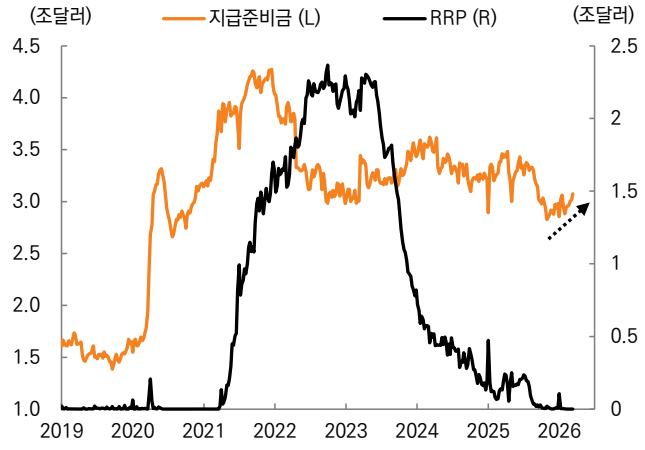


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

마지막으로 사모대출 시장의 리파이낸싱 위험에 대한 판단이다. 사모대출 시장의 만기는 2026년~2028년에 상당 부분의 대출 만기가 집중된다(그림4). 대규모 차환 수요가 특정 시점에 집중되면 일부 레버리지 수준이 높은 기업을 중심으로 차환 부담이 확대될 가능성이 있다.

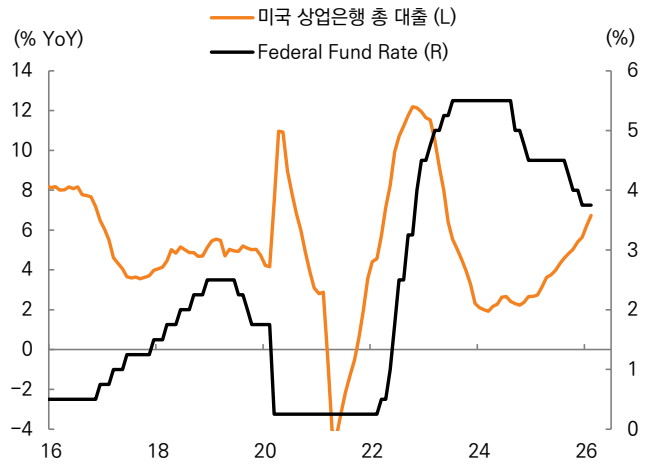
인플레 우려에 연준 금리 인하가 지연될 수 있겠지만 연준 RMP 정책 등이 뒷받침되고 있어 미국 금융시장 유동성 여건은 대체로 양호하다. 연준이 단기채 매입을 통해 금융시장 안정에 나서고 있으며, 시중은행들의 대출 증가율도 오름세를 기록하고 있다(그림6,7). 지정학 리스크가 완화되면서 유가 부담이 낮아질 경우 금리 인하 기대도 중기적으로 점차 회복될 수 있다. 만기 도래 시점에 리파이낸싱 여건이 악화될 가능성은 제한적이다.

그림 6. 작년 말부터 연준 지준금 다시 증가



자료: FRB, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 미 시중은행 대출 증가율 오름세



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

현재 미국 회사채 중 테크 업종의 투자등급 스프레드는 작년 4월 트럼프 대통령의 관세 위협 당시와 비슷한 수준으로 확대됐다(그림5). 일부 테크 업체들의 재무 부담, 소프트웨어 업종 차환 리스크 등에 테크 업종의 상대적인 언더퍼폼은 이어질 전망이다. 그러나 SVB 사태 당시와 비슷하게 개별 기업 및 업종 단계에서 신용 위험이 통제된다면 신용 스프레드도 점차 안정될 가능성이 높다. 앞서 논의한대로 시중 유동성 환경은 대체로 완화적이기 때문이다.

사모대출 시장 투자자 기반이 장기 자금 중심이며, 펀드 구조상 환매가 제한적이라는 점을 고려할 필요가 있다. 최근의 사모대출 환매 급증이 연쇄적인 펀드런으로 이어질 가능성은 낮다고 판단된다. 사모대출 시장의 리스크는 일부 비우량 차입기업을 중심으로 시장에 단기적인 변동성을 초래할 수 있겠지만 금융 시스템 전반의 불안으로 확산될 가능성은 낮다.

3. 국내 금융업에 미치는 영향

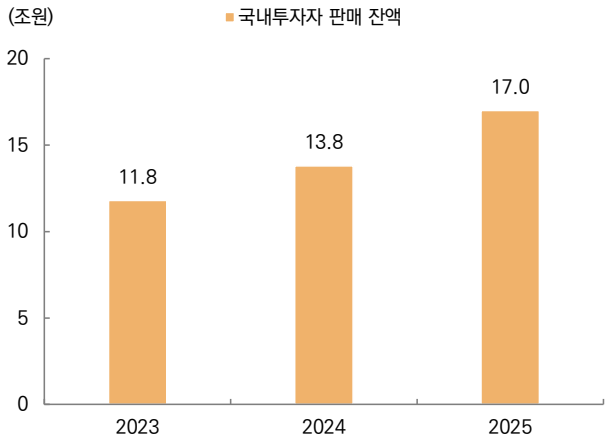
금융감독원은 지난 4일, 증권사 간담회를 개최하고 사모신용에 대한 리스크를 점검했다. 해당 간담회의 보도자료에 따르면 국내 12개 주요 증권사의 해외 사모대출 펀드 국내투자자 판매 잔액은 2023년 11.8조원에서 2024년 13.8조원, 2025년에는 17.0조원까지 증가했으며, 개인 판매 잔액은 2023년 1,154억원에서 2025년 4,797억원까지 증가한 바 있다.

게다가 대형 증권사들은 발행어음이나 IMA로 조달한 금액을 사모대출펀드에 직접 투자했거나, 투자할 계획인 것으로도 나타났다. 발행어음과 IMA는 높은 조달금리를 제시하면서 자금을 모집하는만큼, 운용수익률 또한 높아야하기 때문이다. 언론 상에서 가장 큰 규모의 투자를 집행했다고 보도한 한국투자증권은 약 1.5조원을 투자한 것으로 나타났다.

그러나 이는 시스템 리스크는 물론, 사모대출 펀드를 판매한 증권사들에게도 큰 문제가 되지 않을 정도의 규모에 불과하다. 지난 2025년 3분기 기준 국내 상위 12개사의 별도 자본 합계는 77.4조원이며, 누적 순이익은 6.4조원에 이르기 때문이다. 국내 금융시장 규모와 비교하면 비중은 더욱 미미한 수준이다. 지난 2월 기준 은행의 총 수신금액은 2,459조원, 자산운용사 및 증권사 사모펀드의 총 수신금액은 1,424조원에 달하기 때문이다.

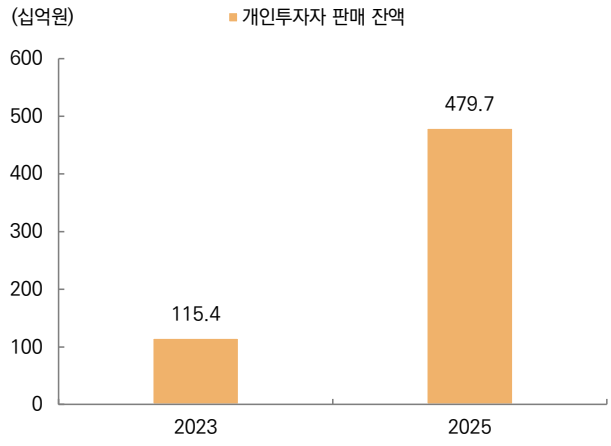
물론 이는 어디까지나 금융 산업 전반의 리스크로 확대될 염려가 제한적이라는 것이지, 투자자 입장에서 손실이 발생할 리스크가 없다는 것은 아니다. 특히 사모대출펀드 판매사들의 경우, 향후 불완전판매와 배상의 문제가 발생할 가능성도 배제할 수는 없다.

그림 8. 해외 사모대출펀드 국내투자자 판매 잔액



자료: 금융감독원, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 해외 사모대출펀드 개인투자자 판매 잔액



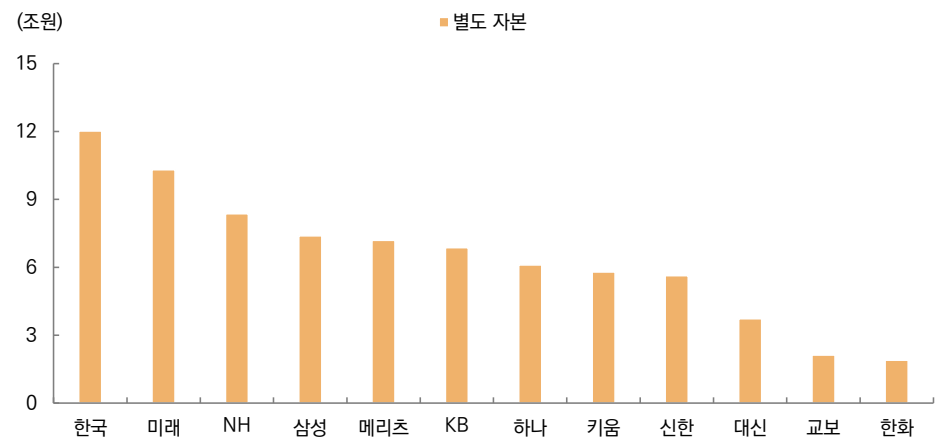
자료: 금융감독원, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 국내 증권사 해외 사모대출펀드 투자 현황

증권사	주요 현황
한국투자증권	- 발행어음 조달액 중 1.5조원 투자, 그 중 약 1,500억원 블루아울 상품
KB증권	- 발행어음 조달액의 약 4~5% 투자 계획
NH투자증권	

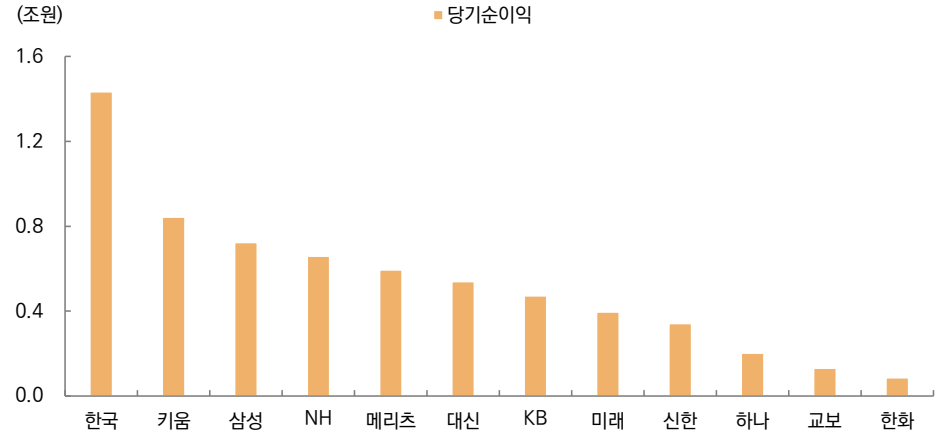
자료: 언론 보도, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 국내 상위 12개사 별도 자본



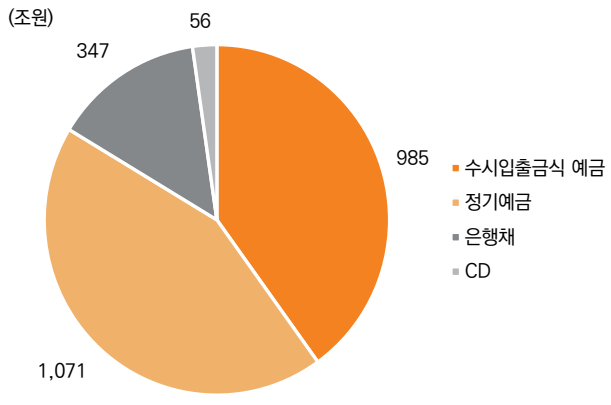
주: 2025년 3분기 기준, 자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 국내 상위 12개사 별도 순이익



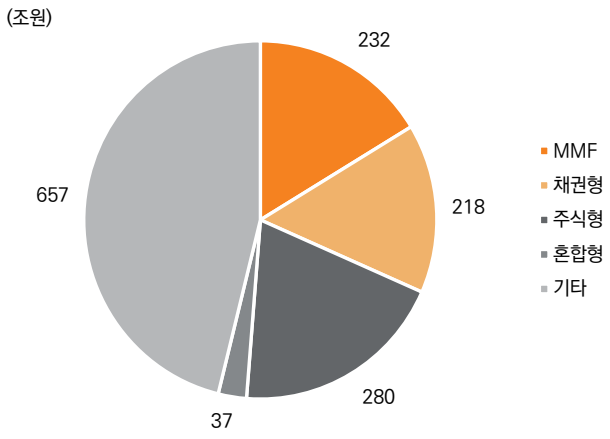
주: 2025년 3분기 누적 기준, 자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 국내 은행 총 수신



주: 2026년 1월 기준, 자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 국내 자산운용사 및 증권사 사모펀드 총 수신



주: 2026년 1월 기준, 자료: 한국은행, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.