2026/03/25

[Credit Issue]

김지영 센터장 jykim79@iprovest.com
김태은 선임연구원 taeeun.kim@iprovest.com

Private Credit 코멘트

- 지난 해부터 시작된 미국 발 사모시장 노이즈, 현재 지속 중
- 시장 일각에서는 2008년 글로벌 금융위기 재현 가능성을 우려하는 시각 존재
- 현재 사모신용 시장의 불안이 전면적인 시스템 위기로 확산될 가능성은 제한적이라고 판단
- 1) 2008년과 달리 손실 흡수 주체 분산, 2)미국 은행의 충분한 자본여력 때문

1. 사모신용 노이즈는 시장 경계심 속에 확대 중

지난해 하반기 이후 사모신용 관련 노이즈가 연이어 발생하고 있다. 최근 블루아울의 일부 펀드 환매 제한 이슈에 이어 영국 모기지 업체 MFS의 법정관리 신청까지 이어지면서 사모신용 리스크에 대한 시장의 경계심리가 높아지고 있는 것이다. 이에 일부 사모신용 익스포저가 높은 대형 사모펀드 운용사들의 주가 역시 부진한 흐름을 보이고 있다(도표1 참조).

글로벌 사모신용 시장은 2008년 금융위기 이후 꾸준히 외형 확장을 했다. 금융위기 경험 후 은행에 대한 자본 및 건전성 규제가 강화되면서, 기존 전통 은행이 담당하던 중위험, 고위험 차주에 대한 대출 기능 일부가 비은행권(NBFI: 비은행금융중개기관)으로 이동했기 때문이다. 2025년 글로벌 사모대출 시장 규모는 2.3조 달러(원화 1,500원기준 약 3,000조원)로, 2020년 1.2조달러 대비 1.9배 수준이다. 여기에 미국 시장은 2025년 기준 약 1.6조 달러로 글로벌 시장의 약 70%를 차지하는 것으로 추정되며, 절대 규모만 놓고 보면 미국채(약 29.7조 달러), 회사채(약 11.5조 달러)보다는 작지만 CP(약 1.3조 달러)와 HY채권(약 1.3조 달러)는 상회하는 규모다.

[도표 1] 2025 년 하반기 이후 사모신용 이벤트 타임라인

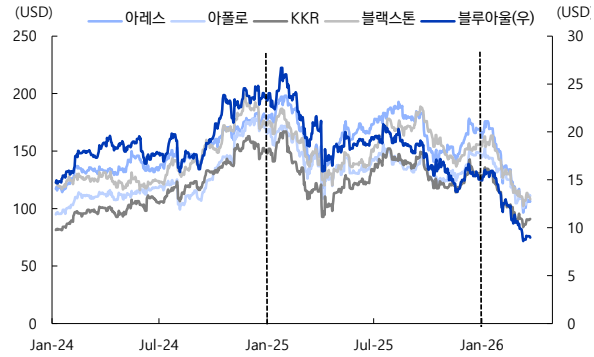
일자	기업	사업	사건	내용
2025-09-10	트라이컬러	미국 자동차 대출 업체	파산	**- 대출채권 담보 구조의 불투명성 부각** - 동일 자동차 대출채권의 중복 담보 제공 의혹이 제기되며 담보권 충돌 및 구조 불투명성 부각 - 대출 부실 확대로 투자자 간 담보 회수권 충돌 발생
2025-09-28	퍼스트브랜즈	미국 자동차 부품 업체	파산보호 신청	**- 사모대출펀드를 통한 불투명한 자금조달 구조에 대한 우려 부각** - 공격적 인수에 따른 과도한 차입과 재무구조 악화로 파산보호 신청 - 사모대출을 통한 운전자금을 조달한 가운데, 해당 대출채권이 구조화상품에도 연계된 것으로도 알려지며 사모대출 레버리지 구조의 복잡성 부각
2026-02-18	블루아울	미국 BDC 운용사	환매중단	**- 비유동 자산 기반 BDC의 유동성 미스매치 부각** - BDC 펀드인 OBDC Ⅱ에 대한 환매 요청 급증했으나 단기 자산 매각이 어려워 환매 중단
2026-02-25	MFS	영국 모기지 업체	법정관리신청	**- 대출채권 기반 담보 구조 불투명성 부각** - 단기 고금리 부동산 대출채권의 중복 담보 제공 가능성이 제기되며 담보 구조 불투명성 부각
2026-03-02	블랙스톤	미국 사모펀드 운용사	대규모 환매 요청	**- 비상장 사모대출 펀드의 환매 리스크 부각** - 비상장 사모대출 펀드인 BCRED 자산에 대한 7.9% 규모의 환매 요청 수용
2026-03-06	블랙록	미국 사모펀드 운용사	환매제한	**- 비유동 자산 기반 사모대출 펀드 유동성 미스매치 문제 재부각** - 기업대출펀드인 HLEND 가 분기 환매 한도(5%)를 초과하는 요청을 받으며 환매 제한 시행

자료: 언로보도 종합, 교보증권 리서치센터

유형별로는 직접대출(Direct Lending) 비중이 가장 크다. Prequin에 따르면 직접대출 유형은 미국 사모신용의 약 54.3%를 차지한다. 여기서 우려되는 것은 전체 포트폴리오 쏠림 현상이다.

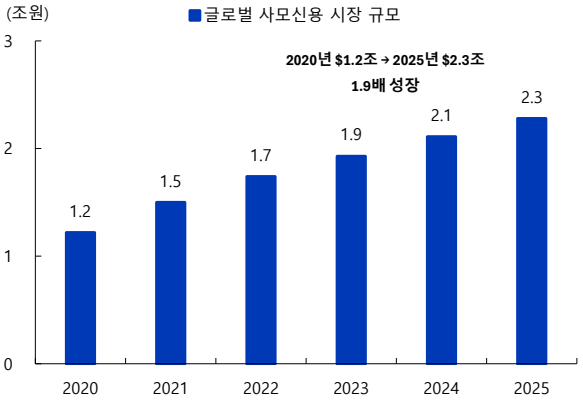
2025년 신규 발행 건수(PitchBook) 기준으로 미국 사모 직접대출 포트폴리오를 보면, 기술(19%)과 헬스케어(19%) 비중이 가장 높다. JP모건은 미국 사모대출 시장의 소프트웨어 익스포저를 약 21%로 추정하고 있으며, 이를 기술, 비즈니스서비스까지 포함할 경우 기술 섹터 비중은 약 40%까지 확대되는 것으로 보고 있다. 지난 해부터 사모신용관련 환매요청이 많았던 분야가 바로 기술(소프트웨어) 분야였다.

[도표 2] 주요 사모펀드 운용사 주가 추이



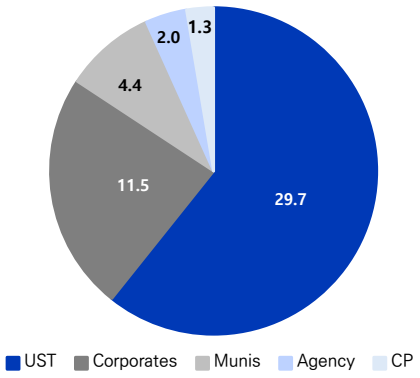
자료: Bloomberg, 교보증권 리서치센터

[도표 3] 글로벌 사모신용 시장 규모 추이 및 전망치



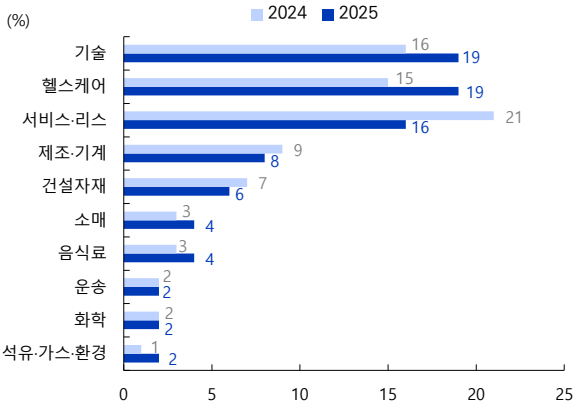
자료: Prequin, 교보증권 리서치센터
주: 2025년~2030년은 전망치

[도표 4] 미국 채권자산 잔액(25년 3분기말 기준)



자료: SIFMA, 교보증권 리서치센터

[도표 5] 25년 미국 사모 직접대출 TOP10 섹터별 비중



자료: PitchBook, 교보증권 리서치센터

2. 사모신용, 2008년 금융위기 데자뷔?

최근 일각에서는 미국 사모신용 관련 환매 요구 증가로 인한 유동성 불안이 2008년 금융위기 당시 서브프라임 모기지 부실사태를 연상시킨다는 우려가 발생했다.

결론부터 말하자면, 현재 사모신용 시장의 불안이 전면적인 시스템 위기로 확산될 가능성은 제한적이라고 판단한다. 다만 향후 이란사태 등 경제적인 불확실성이 커지면서 미국이 고물가로 인해 기준금리를 인상할 경우 미국발 사모신용에 대한 유동성 리스크가 커질 가능성은 존재한다.

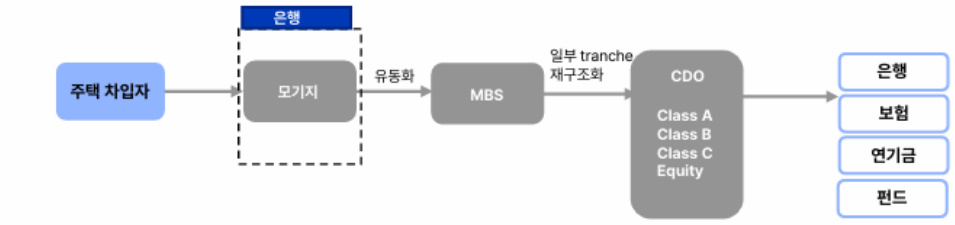
1) 2008년도 금융위기와는 다르게 손실 흡수주체가 보다 분산되어 있고,

2) 기초위험의 성격 및 분석 정도가 다르며,

3) 미국 은행의 자본력, 손실 흡수 능력이 금융위기때 보다는 강화되었으며,

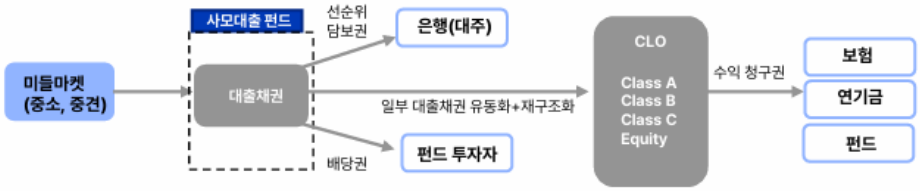
4) 사모신용 펀드의 상당수가 폐쇄형인 구조라 시장 전체 리스크로 바로 전이될 가능성은 낮아 보이기 때문이다.

[도표 6] 2008 년 서브프라임 모기지 레버리지 구조도



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 7] 2026 년 사모신용 레버리지 구조도



자료: 교보증권 리서치센터

2-1. 2008년 금융위기와의 유사점: 다층 레버리지 구조와 불투명성

실제로 현재 사모신용 시장 우려와 2008년 금융위기 사이에는 일부 유사한 측면은 존재한다.

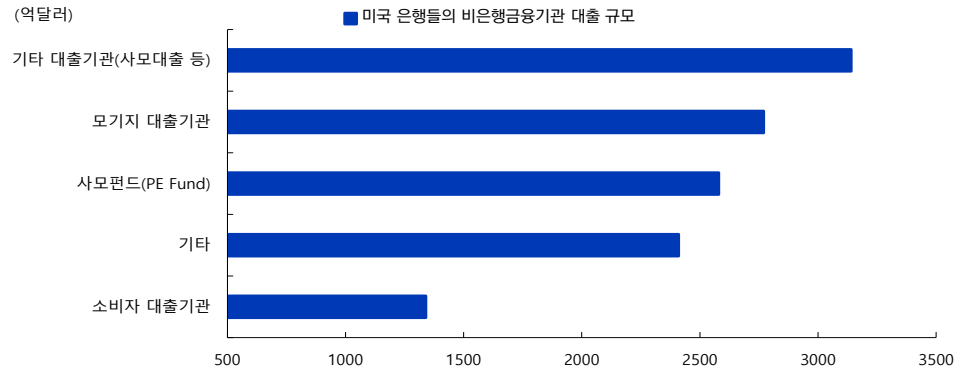
첫째, 다양하고 서로 다른 구조의 금융상품이 동일한 기초 신용위험에 연동되어 있다는 점이다.

2008년에는 서브프라임 모기지가 CDO, CDS로 재구조화 되면서 금융기관 전반에 위험이 전이되었다. 표면상으로는 다양한 상품과 투자주체별로 분산된 것처럼 보였지만, 실질적으로는 모두 주택시장이라는 단일 변수에 연동돼 있었고, 해당 상품을 대규모로 보유하거나 유동성 공급을 담당하던 은행과 투자은행이 충격의 중심에 놓였다고 보면 된다. 결국 기초자산 부실이 구조화상품 손실로 이어지고, 이것이 다시 은행 및 투자은행의 자본이 훼손되고, 나아가 자금시장 경색으로 연결되며 전체적인 금융시스템 위기로 확산되었던 것이다.

현재 사모신용 시장도 구조는 다르지만, 여러 금융주체가 동일한 기초 신용위험에 연결돼 있다는 점에서는 유사한 면을 갖고 있다. 사모펀드가 미들마켓 기업에 직접 대출하고, 일부 대출채권은 CLO 등으로 재유동화 되면서, 은행, GP, CLO 투자자 등이 모두 미들마켓 기업의 신용위험에 직/간접적으로 노출되는 구조이기 때문이다.

여기서 시스템의 중심인 은행도 미들마켓에 연결돼 있는데, 실제로 미국 은행들의 사모대출기관에 대한 대출 규모는 25년 3분기말 3,140억 달러로 전체 비은행금융기관 대출(총 1.2조 달러)의 26%를 차지하고 있어, 최근 사모신용관련 이슈에서 자유롭다고 할 수는 없는 실정이다.

[도표 8] 미국 은행들의 비은행금융기관 대출 규모



자료: FED, 교보증권 리서치센터

둘째, 시장이 다소 불투명하다는 점이다.

2008년 금융위기 당시 구조화상품은 복잡한 구조와 제한된 정보로 인해 실제 위험이 과소평가되며 높은 신용등급(AAA)을 받았다. 현재 사모신용 역시 공모채권이나 상장주식과 달리 실시간 시장가격이 부재하고, 자산가치 평가가 개별 기관의 내부모형에 의존하는 경우가 많다. 또한 은행과 비은행권 간 레버리지 연계 규모를 외부에서 정확히 파악하기 어렵다는 점도 잠재 리스크를 사전에 식별하기 어렵게 만드는 요인이다.

2-2. 2008년 금융위기와의 차이점: 손실흡수 주체 분산과 기초위험의 차이

다만 현재 사모신용 시장을 2008년 금융위기와 동일선상에 놓고 보기는 어렵다고 생각한다. 다시 말하자면, 최근 사모신용 시장의 불안이 즉각적인 시스템 위기로 확산될 가능성은 제한적이라고 판단한다.

첫째, 손실 흡수주체가 보다 분산되어 있다.

금융위기는 은행 중심의 시스템 내부에 손실이 집중되면서 금융시스템 전반으로 충격이 빠르게 확산된 반면, 현재는 손실 흡수 주체가 보험사, 연기금, 자산운용사, 리테일 투자자, 사모펀드 등으로 분산되어 있다. 이 때문에 손실이 특정 대형 은행이나 예금기관에 집중될 가능성은 상대적으로 낮다고 판단되며, 손실 발생 시 충격은 개별 금융기관의 건전성 악화보다는 수익률 저하나 포트폴리오 리밸런싱 형태로 나타날 가능성이 높다고 사료된다.

둘째, 기초위험의 성격이 다르다.

2008년 금융위기에는 다양한 상품 구조에도 불구하고 실질적으로는 주택가격이라는 단일 변수에 시스템 전반이 묶여 있었다. 반면, 현재 사모신용은 미들마켓 내에서도 IT, 헬스케어, 산업재, 소비재 등 섹터가 여러 개로 분산돼 있다. 특정 섹터의 유동성 경색은 발생할 수 있지만, 특종 업종 충격이 전체 미들마켓 대출펀드 붕괴로 즉각 이어질 가능성은 상대적으로 낮다고 생각된다.

셋째, 미국 은행 시스템의 자본여력도 금융위기 당시와는 다르다는 점이다.

2025년 6월 27일 발표된 미 연준의 자본 건전성 평가(스트레스 테스트) 결과, 미국 주요 22개 은행의 CET1(보통주 자기자본 비율)은 극단적 침체 시나리오에서도 24년 4분기 13.4%에서 11.6%로 하락해 규제 요건(4.5%)을 7.1%p나 상회한 것으로 나타났다(도표9, 10 참조).

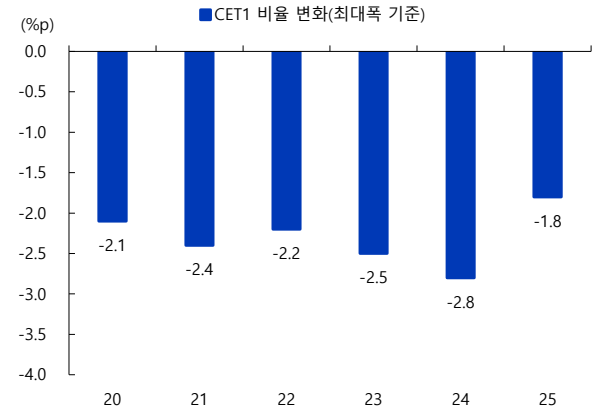
또한, NBFI(비은행금융기관)에 대한 테스트에서는 기존 조건에 극단적 침체 시나리오에 추가적으로 더해 분석했다. 즉 사모신용 펀드를 포함한 비은행금융기관에 대한 신용 충격과 Credit Line 추가 인출을 가정하더라도 미국 주요 은행의 CET1 비율은 11.9%를 유지할 수 있으며, 이는 약 1.6%p 하락한 수준이다.

결국 이는 미국 은행권의 직접적인 손실 흡수 능력이 과거보다 강화되었음을 시사한다. 물론 2008년 금융위기 당시에는 동일한 CET1 체계 도입 이전으로 직접 비교에는 한계가 있으나, 당시 대형 은행지주회사의 aggregate Tier 1 common ratio가 5.6%(2008년 말 기준)였던 점을 감안한다면, 현재 미국 은행권의 자본 건정성은 안정적인 수준이라고 사료된다. 참고로 국내 은행권의 CET1 비율도 11.5~13.8%로 안정적인 수준을 시현하고 있다(도표11 참조).

마지막으로, 사모신용 펀드의 상당수(81%)는 폐쇄형 구조로 운용되고 있다는 점이다.

최근 블루아울 등에서 불거진 환매 이슈는 제한적 환매가 가능한 semi-liquid 구조에서 발생한 사례다. 지난 몇 년간 리테일 자금 유입을 위해 evergreen, interval fund, non-traded BDC 등 semi-liquid 구조가 빠르게 증가하긴 했지만, 시장 전체적으로는 여전히 폐쇄형 비중이 높은 상황이다(약 81%). 이에 일부 semi-liquid 구조에서 사모신용 환매 압력이 시장 전체의 시스템 리스크로 곧바로 전이될 가능성은 제한적이라고 판단된다.

[도표 9] 극단적 시나리오 가정하에 미국 주요 은행의 CET1 비율 변화



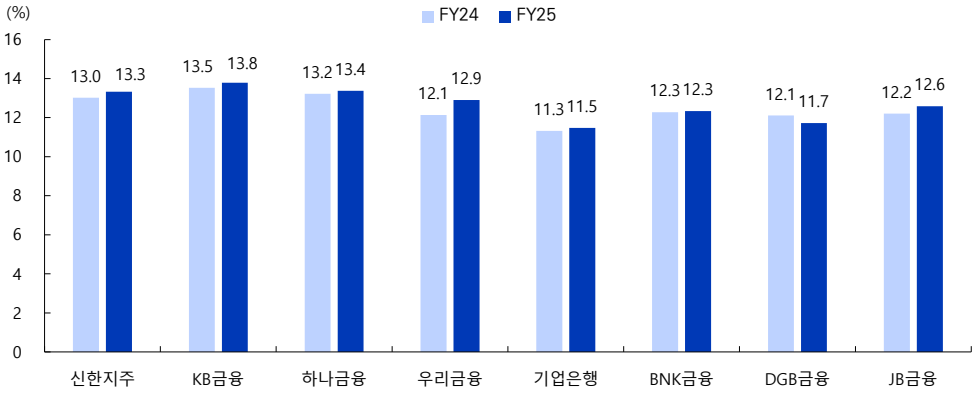
자료: FED, 교보증권 리서치센터

[도표 10] 연준 스트레스 테스트 심각한 위기 시나리오 가정

구분	기준	연준 시나리오
실업률	BLS 실업률	5.9%p ↑
실질 GDP	실질 GDP QoQ saar	7.8%p ↓
주택 가격	Case-Shiller National Home Price Index	33% ↓
상업용 부동산	Mood'ys/RCA CPPI	30% ↓
3개월물 금리	Treasury bill 3M	4.4%p ↓
회사채 스프레드	BBB-UST 10y	3.9%p ↑
주식 가격	S&P 500	50% ↓

자료: FED, 교보증권 리서치센터

[도표 11] 국내 은행 CET1 비율 추이



자료: 각 사 IR자료, 교보증권 리서치센터

[도표 12] 은행대출 vs. 사모신용대출 비교

구분	은행대출	사모대출
규제	바젤 3 협약, SLR, LCR 등	비적용
자본요건	국가별 자기자본 비율	펀드단위 자율
공시의무	정기적	비공시 또는 비정기적
레버리지 측정	각국 감독기준 존재	펀드별 자체평가
시스템 감시	중앙은행 및 감독기관	제한적 관측

자료: 언로보도, 교보증권 리서치센터

3. 사모신용, 시스템 리스크보다는 국지적 유동성 충격 가능성에 무게

다만, 사모신용에 대한 우려 요인이 전혀 없는 것은 아니다. 표면적인 부도율 자체는 아직 통제 가능한 수준으로 보이지만, 사모신용 중 PIK* 사용 비중 추이가 올라오고 있어 향후 부도율은 상승할 가능성이 높아 보인다.

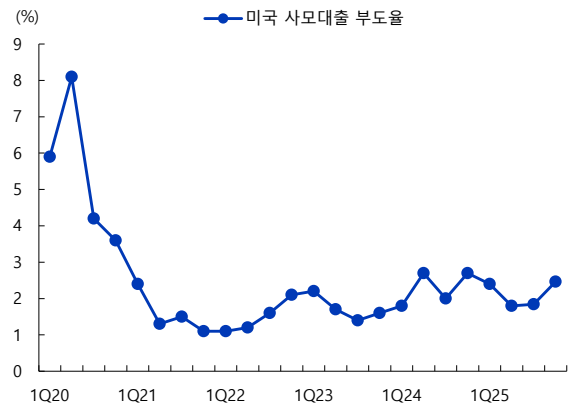
* PIK(payment-in-kind): 이자, 배당, 원금 등을 현금 대신 채권, 주식, 재고 등으로 지급하는 방식. 사모대출에서는 이자 지급을 유예하는 대신 원금에 가산하거나 추가 채권을 발행

Proskauer Rose가 발표한 미국 사모대출 부도율은 25년 4분기 2.46%로 3분기 1.84% 대비 소폭 상승했으나, 절대적인 수준은 아직 낮은 편이라고 발표했다. 그러나, 사모대출 중 PIK 옵션 사용 비중을 고려하면 실질적인 부도율은 더 높을 가능성이 존재한다. 기업은 유동성 경색 상황에서 PIK 옵션을 사용해 이자지급을 유예할 수 있으며, 이 경우 부도로 집계되지 않기 때문이다. Lincoln에 따르면 사모대출 중 PIK 사용 비중은 21년 4분기 7.0%에서 25년 4분기 11.0%로 증가했으며, 그 중 대출 실행 후 이자 지급 불가로 PIK로 전환된 대출 비중(bad PIK)은 36.7%에서 58.3%로 증가했다.

사모대출 시장 내 부실대출, 부실 심사, bad PIK 확대 같은 현상이 반복될 경우 이에 대응해 은행권과 비은행권 모두 대출 심사를 강화하면서 일부 기업과 특정 섹터를 중심으로 국지적 자금 경색이 나타날 수 있다. 특히 연체율 상승과 디폴트 확대가 동반되어 semi-liquid 상품 중심의 환매 압력이 재차 확대될 경우, 유동성 우려가 일부 BDC나 관련 펀드로 확산될 가능성은 배제하기 어렵다.

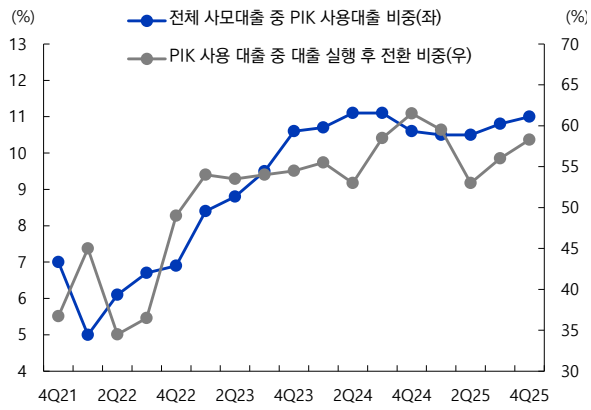
결론적으로 사모신용 관련 노이즈와 BDC 기업들의 주가 부진은 당분간 이어질 가능성이 높지만, 시스템 리스크로 확산될 가능성은 제한적이라고 판단한다. 손실 흡수 주체가 은행 중심이 아닌 보험사, 연기금, 자산운용사, 리테일 투자자 등으로 분산되어 있고, 미들마켓 기초위험 역시 다양한 섹터에 분산되어 있으며, 미국 은행권의 자본여력도 충분한 수준이기 때문이다. 따라서 일부 펀드나 특정 섹터를 중심으로 한 단기적, 국지적 유동성 경색 가능성은 존재하나, 2008년과 같은 전면적 신용위기로 확산될 가능성은 낮다고 판단한다.

[도표 13] 미국 사모대출 부도율 추이



자료: Proskauer Rose LLP, 교보증권 리서치센터

[도표 14] 사모대출 중 PIK 사용 비중 추이



자료: Lincoln International, 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.