Asset Allocation

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.

자산배분/해외크레딧
Analyst 이영주 leeyoungju@hanafn.com

하나증권 리서치센터

해외 크레딧

미국 은행의 신용 외주화와 NDFI 대출 구조

미국 은행 대출 구조의 변화

금융위기 이후 미국 은행의 기업 대출 구조는 단순한 축소가 아니라 방향 자체가 변화하였다. 은행은 여전히 투자등급 (IG) 기업과 대형 차주에 대해서는 직접 대출과 자본시장 연계를 통한 신용 공급을 유지하고 있다. 반면, 사모펀드가 인수한 기업이나 레버리지 수준이 높은 차주, 그리고 일부 미들마켓 및 중소기업 대출 영역에서는 직접 대출 비중을 점진적으로 축소해왔다.

이러한 변화의 배경에는 2013년 도입된 leveraged lending guidance가 있다. 해당 가이던스는 LBO와 같은 고레버리지 거래에 대해 상환능력과 레버리지 수준을 보다 엄격하게 점검하도록 만든 조치로, 은행이 해당 영역에서 직접 대출 확대를 제약하는 요인으로 작용하였다. 여기에 중소기업 대출의 구조적인 특성도 영향을 미쳤다. 개별 심사와 사후 관리 부담이 크고, 거래 규모 대비 수익성이 낮은 구조는 은행 입장에서 자본 효율이 떨어지는 자산으로 인식되었다. 그 결과 은행은 중소기업 대출을 직접 확대하기보다, 조금 더 효율적인 방식의 간접 신용 공급으로 방향을 전환하게 되었다.

NDFI를 통한 신용 공급: 규모와 구조의 변화

이러한 변화는 은행의 비예금 금융기관 (NDFI, Non-Dpository Financial Institution) 대상 대출 증가로 이어졌다. 2025년 말 기준, 은행의 NDFI 대출잔액은 약 $1.4조 수준까지 증가했으며, 이는 전체 대출의 약 10~11%에 해당하고 기업대출 (C&I)의 1/3 이상을 차지한다. 또한 Tier1 자본 대비 비중도 2010년 4.1%에서 약 52.3%까지 상승하였다. (2010~2024년 동안 NDFI 대출 잔액은 연평균 약 21.9% 성장한 반면, 동기간 CRE 대출은 약 7.7% 성장에 그쳤다.)

이 수치는 단순한 대출 증가를 넘어, 은행의 신용 공급 구조가 NDFI를 중심으로 재편되고 있음을 보여준다. 과거 기업대출이 은행 대차대조표에서 직접 이루어졌다면, 현재는 상당 부분이 NDFI를 매개로 하는 신용중개 구조를 통해 공급되고 있다.

여기서 중요한 것은 약정 구조다. 은행의 NDFI 대출은 상당 부분이 revolving credit line 형태로 제공되며, 이에 따라 대출 잔액 외에도 대규모 미사용 약정 (undrawn commitment)이 존재한다. FDIC 기준, 미사용 약정은 전체 약정의 약 40% 수준으로 추정되며, 이는 약 9천억~1조 달러 규모에 해당한다. 즉, 현재 1.4조 달러의 명목 대출 잔액 뒤에는 추가적으로 인출 가능한 잠재 익스포저가 상당 규모로 존재하는 구조다.

NDFI 핵심 구성: 사모펀드와 기업 신용 중개기관

FDIC 기준 NDFI는 크게 5개 부문으로 구분된다. (모기지, 기업 신용, 소비자 신용, 사모펀드, 기타 등) 이 가운데 기업 신용 구조에서 핵심 중추는 사모펀드와 기업 신용 중개기관이다.

기업신용 중개기관에는 사모대출 펀드와 BDC 등이 포함되며, 이들은 실제로 기업에 대출을 실행하는 주체다. 반면 사모펀드는 기업 인수 (LBO)를 통해 레버리지 수요를 만들어낸다.

즉, 자금 공급자와 수요 창출 주체가 분리된 구조 속에서 은행 신용은 두 축 모두에 연결된다. 사모대출 펀드에는 직접 대출 형태로, 사모펀드에는 subscription line, NAV loan 등 다양한 방식으로 자금을 공급하는 구조다.

신용의 확장 방식: 펀드 구조와 레버리지

이 구조가 더 복잡해지는 이유는 펀드 레벨 금융이 결합되기 때문이다. 은행 자금은 단순히 기업 부채로만 연결되지 않는다.

앞서 언급하였듯이 은행은 사모대출 기관뿐 아니라 사모펀드에도 subscription line과 NAV loan을 제공한다. subscription line은 LP 출자 약정을 기반으로 한 브릿지성 대출이고, NAV loan은 펀드가 보유한 자산가치를 담보로 추가적인 레버리지를 일으키는 구조다.

특히, 인프라나 데이터센터 투자처럼 SPV가 자산과 프로젝트 부채를 보유하고 인프라 펀드가 해당 SPV의 지분을 보유하는 구조에서는 동일 기초자산을 중심으로 다양한 레벨의 신용이 형성된다. 은행들은 SPV의 프로젝트 부채와, 펀드 지분 투자, 그리고 펀드 레벨 NAV loan 등 서로 다른 층위에 나누어 참여하게 된다.

이 과정에서 개별 기관의 익스포저는 분산되어 보일 수 있어도, 결국 하나의 자산을 기반으로 부채와 지분, 펀드 레버리지가 중첩된 구조가 형성된다. 이러한 신용은 대부분 NDFI를 경유해 공급되기 때문에, 집계 기준에서는 동일한 기초자산을 기반으로 한 신용이 하나의 범주로 포착되며 전체 규모로 반영된다.

보이지 않는 신용, 미사용 약정

현재 구조에서 또 다른 중요 포인트는 미사용 약정이다. 이는 현재 대출 잔액에는 포함되지 않지만 필요 시 언제든지 인출될 수 있는 신용이다.

Moody's에 따르면 기업 신용 중개기관 (BCI)과 사모펀드 (PE)에 대한 미사용 약정은 약 3,840억 달러 수준 이상으로 관측된다. 이는 전체 미사용 약정의 일부에 해당하며, 나머지는 모기지 금융기관, 소비자 금융기관 등 다른 NDFI 섹터에 분포되어 있다.

특히 이들 영역은 대부분 리볼빙 구조로 제공되기 때문에, 유동성이 필요해지는 순간 실제 대출로 전환되며, 잠재 익스포저가 스트레스 상황에서는 은행 부담으로 이어질 수 있다.

결국, 규모보다 중요한 것은 신용 공급 구조에 있다.

현재 은행의 NDFI 익스포저는 과거 금융위기 당시와 비교하면 절대 규모 측면에서는 제한적으로 보일 수 있다. 그러나 이 구조를 단순히 규모로만 평가하기에는 한계가 있다.

NDFI 대출은 대형 은행에 약 85% 이상 집중되어 있으며, 은행과 비은행 금융기관 간의 연결성도 크게 강화되었다. 기업 부채, 사모펀드 투자, 펀드 레벨 금융이 결합되면서 동일 기초 자산을 중심으로 신용이 여러 단계에 걸쳐 형성된다.

이러한 신용은 은행 대차대조표에 직접적으로 모두 드러나지 않는다. 사모대출, 사모펀드, 그리고 미사용 약정 등 다양한 경로를 통해 생성되고 연결되기 때문이다.

결과적으로 현재 구조는 과거처럼 특정 자산군에 집중된 리스크와는 다르지만, 신용이 여러 단계에서 생성되고 연결된다는 점에서 또 다른 형태의 불확실성을 내포한다. 은행의 직

접적인 익스포저는 제한적으로 보일 수 있지만, 실제 신용은 구조를 따라 더 넓은 범위에 걸쳐 확장되어 있으며, 리스크 역시 동일 경로를 따라 전이될 가능성을 내포하고 있다.

도표 1. FDIC 기준 NDFI 대출 구조

구분	주요 차입자	대출 규모 ('25.4Q 기준)	핵심 역할
① 신용중개기관 (Business Credit Intermediaries)	Private Credit 펀드, BDC, CLO 관련 중개기관	$348.2bn	사모대출 직접 공급 채널
② 사모펀드 (Private Equity Funds)	PEF, Capital call 기반 차입 주체 Fund Finance, NAV Loan	$341.4bn	펀드차입 및 브리지/캐피털 콜
③ 모기지 금융회사 (Mortgage Credit intermediaries)	모기지 대출기관, 모기지 금융 중개기관	$297.9bn	(비은행) 주택 신용 공급
④ 소비자 금융회사 (Consumer Credit Intermediaries)	소비자 금융사, 핀테크 대출업체, 카드 할부 중개기관	$140.6bn	(비은행) 소비자 신용 공급
⑤ 기타 금융회사 (Insurance & Pension Intermediaries, MMF, Hedge Fund)	생명보험사, 연금펀드, Captive, Reinsurer, MMF, 헤지펀드 브로커딜러	$273.5bn	기관자산운용·ALM 레버리지 단기자금 운용· 시장 유동성 공급
미국 은행 전체 NDFI	1.40tn (4Q25)		우회 신용 창출

주) 대출 규모는 자산 $10 bn 초과 은행을 대상으로 함. FDIC 세부 공개 내역을 따름 (25.4Q). 단, 총 NDFI의 경우 1Q26까지 확인 가능
자료: FDIC, 하나증권

*** 2025 4Q 기준,**

美 은행 총 NDFI 규모

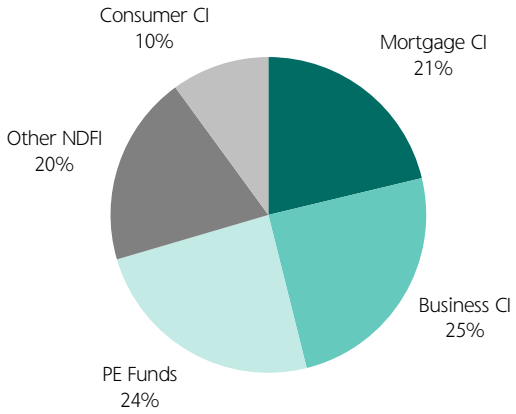
(자산 > $10bn) :

- $1.4조

- Business CI : $348.2bn

- PE Fund : $341.4bn

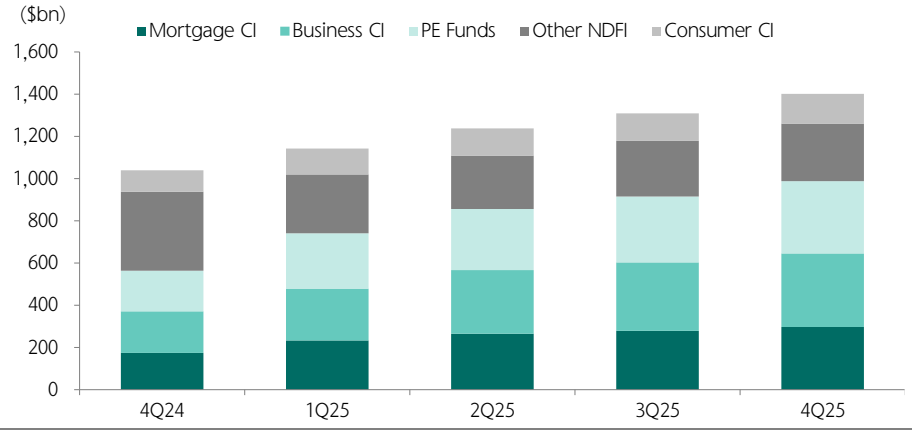
도표 2. 미국 은행 NDFI 규모 (25.4Q 기준)



자료: FDIC, 하나증권

도표 3. 미국 은행 NDFI 증가 속도

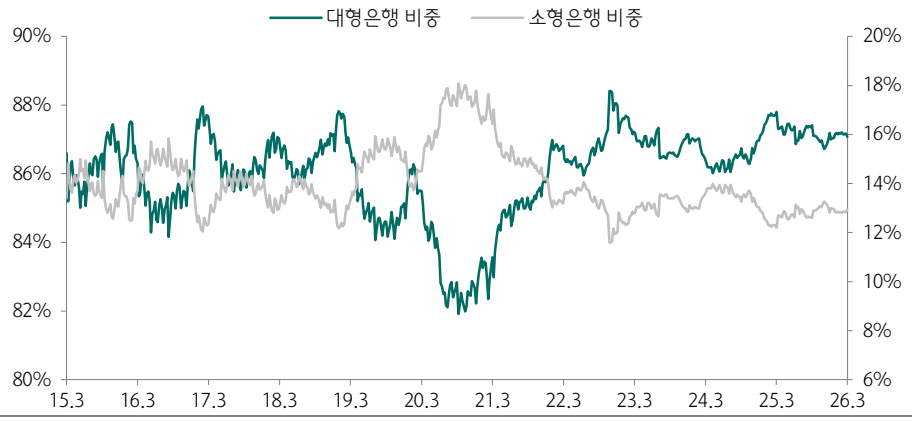
* 2025 4Q 기준,
美 은행 총 NDFI 증가 속도
(자산 > $10bn)
- YoY +35%
- QoQ +7%



자료: FDIC, 하나증권

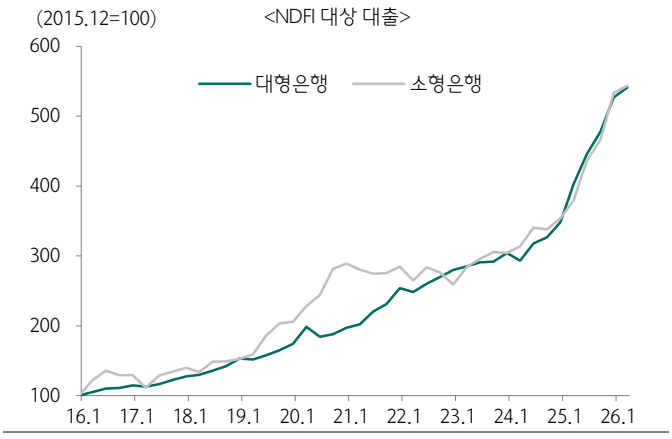
도표 4. 미국 은행 규모별 NDFI 대출 비중

* 26.3월말 기준,
美 은행 시스템 내
NDFI 대출 잔액 중
대형은행 비중 87%
소형은행 비중 13%



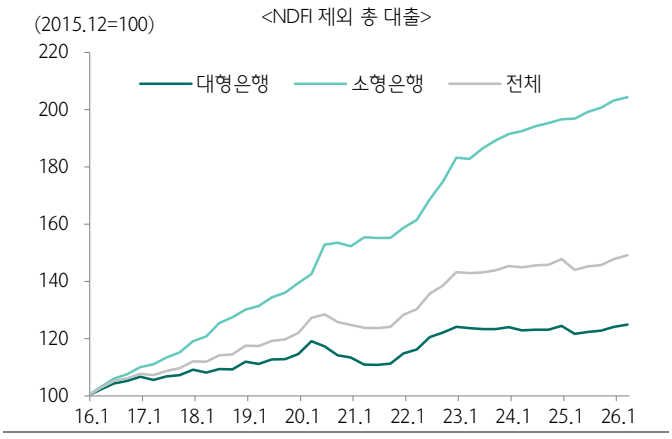
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 미국 은행의 NDFI 대출 성장 속도 (15년 4Q 이래)



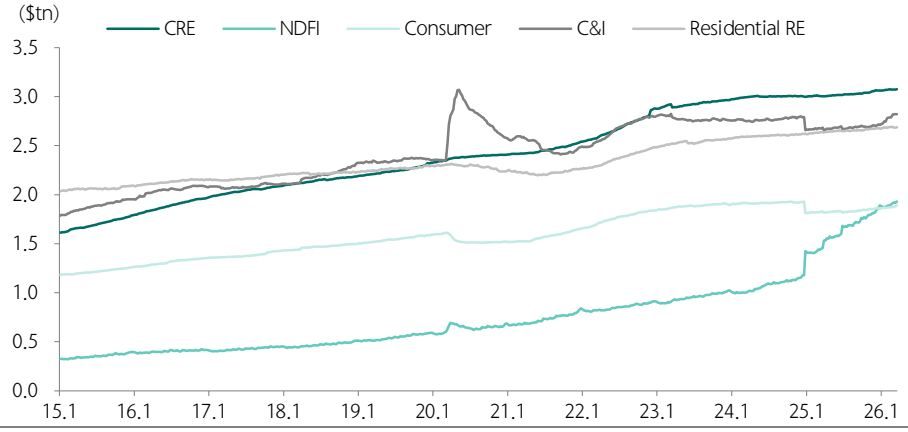
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 미국 은행의 NDFI 제외 대출 성장 (15년 4Q 이래)



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 미국 은행의 유형별 대출 규모 추이



주) 26.1Q 기준 $1.9조는 미국 내 은행 전체 (국내+해외)로 합산 (미국 은행 $1.43조)

자료: Bloomberg, 하나증권