한화투자증권

GLOBAL

| 2026년 4월 15일 |

미국 주식

해외주식 한상희, CFA | sanghi.han@hanwha.com | 3772-7695

사모신용 이슈가 시스템 리스크가 아닌 이유

: 리먼 사태와는 상이

#1 2008년 금융 위기 서브프라임 모기지 상품에 대한 은행들의 직접 투자

#2 2022년 상업용 부동산 투자자에게 판매돼 (Sell Down) 위험이 분산됐고…

#3 2026년 사모신용 … 이는 사모 대출 관련 펀드도 마찬가지 → 연준의 스트레스 테스트 결과 확인

목 차

05 I. 리먼 브라더스 사태 복기: 뱅커와 신평사의 윤리적 파산

22 II. 상업용 부동산 문제였지만… … 시스템 충격은 제한적

37 III. 사모신용도 상업용 부동산과 유사: 리스크가 투자자에 분산

63 IV. 연준 2025년 스트레스 테스트 분석: 2024년 대비 개선

Executive Summary

2008년 금융 위기는 악성 파생상품의 은행 보유가 야기 **강화된 규제가 유지되는 이유**

❖ 부동산 버블이 터지면서 서브프라임 대출 문제로 리먼 브라더스가 파산해 GFC (Global Financial Crisis)가 왔다고 생각하지만…

❖ … 미국의 대형 은행이 망한 (또는 공적자금 수혈) 이유는 금융 기관들이 서브프라임 파생상품을 서로 사줬기 때문

✓ 뱅커들과 신용평가사들이 자신들의 이익 (성과급 및 승진)을 위해 비윤리적으로 행동한 것

✓ 시스템 붕괴를 막기 위해 기준금리를 내리고, 연준이 QE를 도입: 기축통화국인 미국만 쓸 수 있는 방법

❖ 당시에 구제금융을 받은 씨티그룹의 재무제표를 분석하면 안전자산 (현금 및 국채 등) 비율이 낮고, 막대한 부외부채 보유

❖ 2008년의 금융 시스템적인 리스크를 거치면서 미국 정부와 의회는 세 가지 영역에서 규제 강화

1) 자기 자본 및 유동성: 높아진 CET1 요구 비율, 최소 유동성 보유 의무, 레버리지 제한

2) 도드 – 프랭크법: 볼커룰 및 연례 스트레스 테스트 수행

3) 파생상품: OTC가 아닌 공개된 중앙 거래소에서 처리하도록 의무화

2022년 기준금리 인상으로 상업용 부동산 문제 불거졌지만… **… 미국 은행 및 금융 시스템 건전해 투자자 피해로 제한**

❖ 미국의 전년동월대비 물가상승률은 2021년 하반기부터 5%를 넘겼으나, 기준금리 인상은 러-우 전쟁 발발 이후 단행

✓ CPI는 2022년 6월에 정점을 찍었음에도 불구하고, 2022년 3월부터 2023년 7월까지 16개월 만에 기준금리 525bps 인상

✓ 늦었기 때문에 급격히 올렸다는 평가가 지배적: 갑작스러운 금리 상승으로 저금리 수혜를 받았던 상업용 부동산 문제 부상

❖ 금리가 올라가면 2가지 경로를 통해 상업용 부동산 투자자에게 악영향: 현재까지도 완벽히 해결되지 않았지만, 금융 시스템 영향 제한적

1) 무위험 이자율 대비 Cap Rate이 중요: 밸류에이션이 하락했기 때문에 만기가 됐을 때 부동산 매각을 통한 원금 상환이 어려워지는 것

2) 상업용 부동산은 통상적으로 레버리지를 쓰는데, 금리가 올랐을 때 대출 연장을 하면 펀드의 실질수익률 급락: 투자자 환매 요청 급증

❖ 폐쇄형 펀드 및 후순위/Equity를 통해 위험 흡수: 투자자들의 자금은 묶여있고, 문제가 발생하면 후순위/지분 트랜치가 손해보는 구조

Executive Summary

은행들의 사모신용에 대한 노출 증가했지만, 감당할 수 있는 수준 NBFI의 대출 노출도 낮은 상태

❖ 미국 전체 은행 자산 중에서 현금 및 국채 등이 차지하는 비율은 리먼 사태 이후 급격하게 상승

✓ 상업용 부동산과 마찬가지로 사모신용 관련된 상품도 은행들이 직접 보유하지 않고 위험을 분산시켰다는 의미

❖ 은행은 NDFI (NonDepository Financial Institution)에 대출을 해서 사모시장에 신용을 공급하는 간접적 방식으로 노출

✓ NDFI 대출은 2025년 말 기준으로 2020년 대비 3배 가까이 증가했고…

✓ … 연준이 스트레스 테스트에서 사용한 기준인 NBFI* 대출은 2019 ~ 24년 동안 56% 늘었는데…

✓ … 같은 기간 미국 은행 전체 대출은 21% 증가에 그쳤다는 점에서 우려가 커지는 상황

* NonBank Financial Intermediaton: NDFI 대비 넓은 개념으로 2024년 기준 2.3조 달러로 같은 시기 NDFI 대출 규모인 1.2조 달러의 약 두 배 수준

❖ 전체 NBFI의 자산 중 은행이 대출한 규모는 3%에 불과하며, 대형 금융 기관 비중 70% 육박: NDFI向 대출의 산업은 균형적으로 배분

✓ 소프트웨어 업체에 대한 우려를 하지만, 상장 기업들의 재무제표 양호: 러셀 2000 지수의 건전성도 통제 가능한 수준

2025년 연준 스트레스 테스트 분석 2020년 이후 가장 양호한 결과

❖ 2008년 금융 위기를 겪은 후, 연준은 주요 은행들의 상세 재무 데이터를 받아 (직원 파견 등) 연례 스트레스 테스트 수행

✓ 최악의 실업률, GDP 성장률, 부동산 (주택 및 상업용) 가격 및 주가 등을 가정해 은행의 건전성을 분석하는데…

1) … Tier 1 자본 비율은 1.8%p 하락하고 (2020년 이후 평균 -2.5%p, 2024년 -2.8%p)…

2) … 향후 9개 분기 합산 세전순손실 800억 달러로 총자산의 0.4%이며 (-3.1% ~ +3.7% 범위)…

3) … 대출 손실률은 6.6% (1.2% ~ 16.4% 범위)

❖ **사모신용 자금 공급과 관련된 NBFI (NDFI 대비 큰 개념) 위험에 대한 별도의 스트레스 테스트를 수행했는데, 연준은 관리 가능하다는 의견**

I

리먼 브라더스 사태 복기:

뱅커와 신평사의 윤리적 파산

2008년 금융 위기 연대기 발단: IT버블 이후 증가한 유동성과…

❖ IT버블이 터지면서 미국 증시가 급락했고, 경제에 부담이 되면서 연준과 정부는 완화적인 통화 및 재정 정책 시행

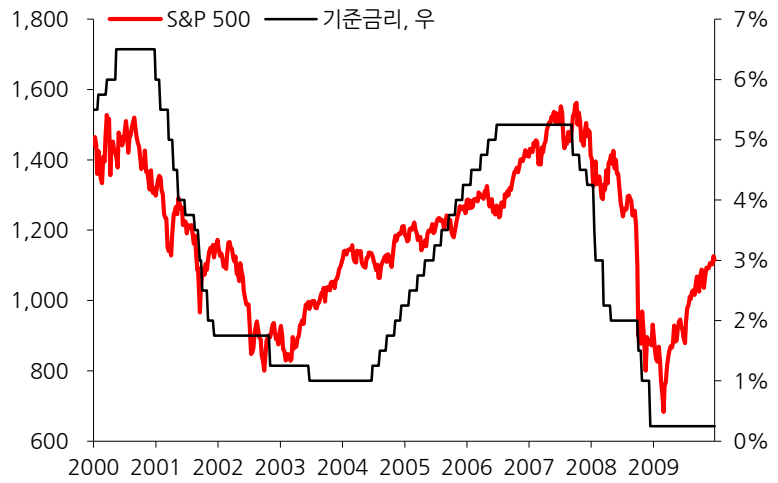
1) S&P 500은 고점에서 50% 가까이 빠졌고…

2) … 기준금리는 6.5%에서 1%까지 떨어졌으며…

3) … 흑자를 유지하던 재정이 적자로 전환

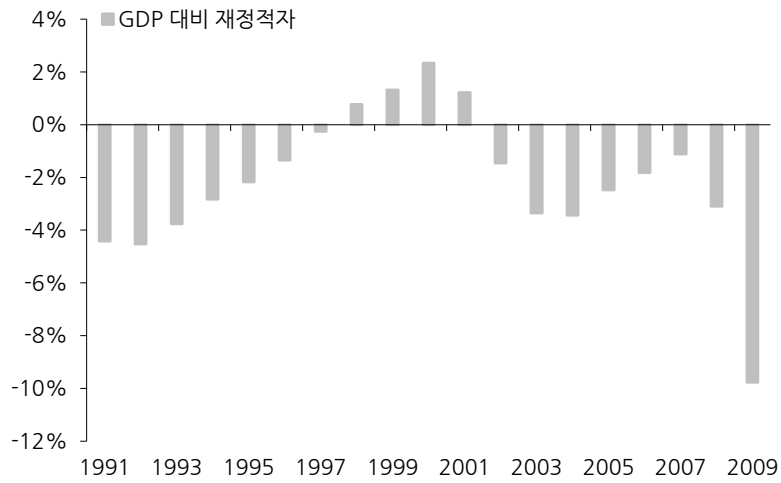
→ GDP 대비 적자 비율을 3.4%까지 확대

S&P 500과 기준금리



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

GDP 대비 재정적자 비율



자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터

2008년 금융 위기 연대기 발단: IT버블 이후 증가한 유동성과…, 계속

❖ 재정적자 비율이 상승한 이유는 적극적인 감세 정책

✓ 민주당 클린턴에서 공화당 부시로 미국 여당이 바뀌면서 두 가지 감세 정책 시행

1) EGTRRA (Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act): 최고소득세율 인하, 투자 등 공제율 인상

2) JGTRRA (Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act): 자본소득세율 인하, 투자 공제 확대

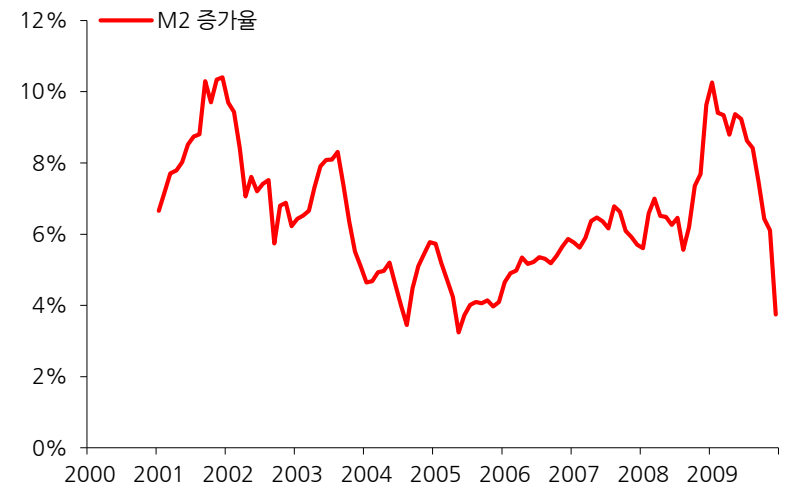
❖ 적극적인 유동성 공급으로 M2 증가율은 7%까지 확대

2001/03 감세 정책에 따른 세율 변화

	이전	2001년 EGTRRA	2003년 JGTRRA
최고 소득세율	39.6%	2006년까지 35%로 인하	2003년에 조기 시행
자본소득세	20%	불변	15%
배당소득세율	최대 39.6%	불변	15%
세금 환급	X	개인 $300 / 부부 $600	불변
자녀 세액 공제	$500	10년 동안 $1,000로 인상	2003년에 조기 시행
추가 감가상각 공제	0%	30%	50%
10% 세율	X	$6K/$12K 구간 신설	적용 구간 확대

자료: 한화투자증권 리서치센터

M2 증가율

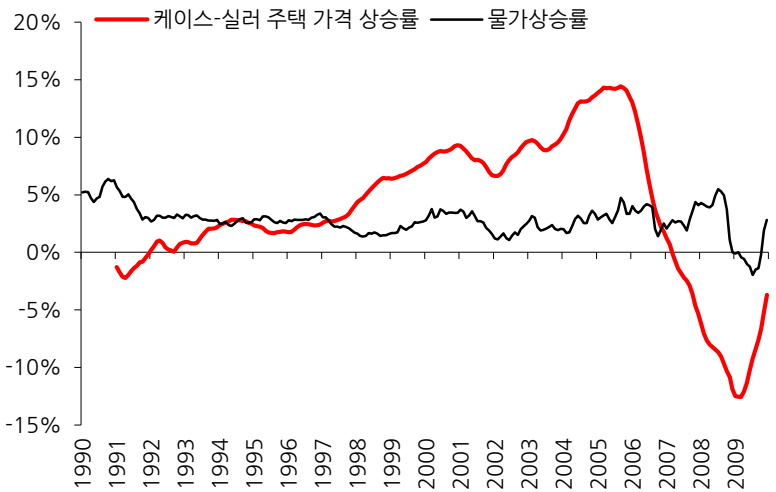


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

2008년 금융 위기 연대기 발단: … 물가 대비 초과 상승한 집 값

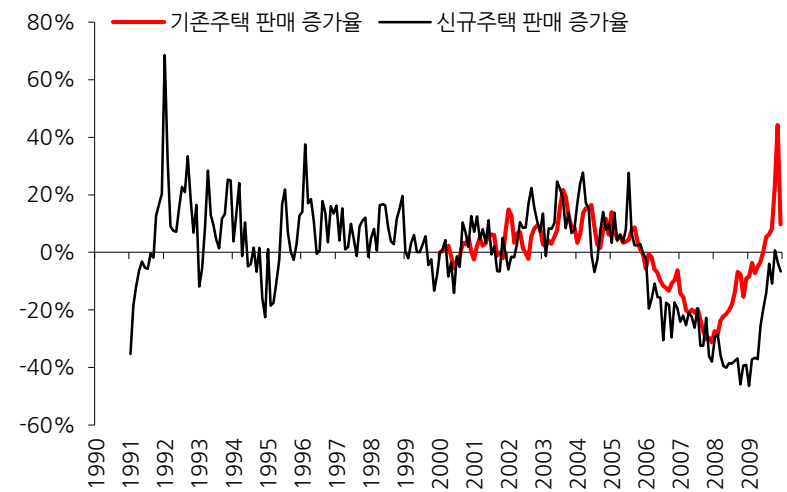
- ❖ 유동성이 풀리면서 미국 부동산 가격이 오르고, 거래량 늘며 버블 권역으로 진입
  - ✓ 집값 상승률은 15%에 육박했고…
  - ✓ …기존 및 신규주택 판매 증가율도 두 자릿수로 확대
- ❖ 주택 시장 정점에서 단가의 오름폭은 물가상승률 대비 10%p 이상 차이가 날 정도로 과열
  - ✓ 2005년 고점 이후 부동산의 가격 모멘텀은 둔화됐지만, 주식 시장은 2007년까지 지속 상승
  - ✓ 2005년부터 Short을 주장했던 투자자/애널리스트들이 괴로움을 겪었던 이유

케이스-실러 주택 가격 및 일반 물가상승률



자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터

기존 및 신규 주택 판매량 증가율

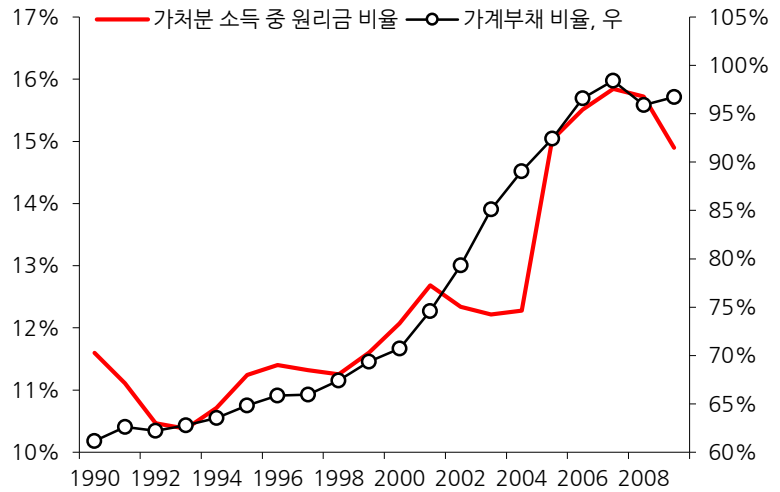


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

2008년 금융 위기 연대기 전개: 레버리지를 늘리기 위해…

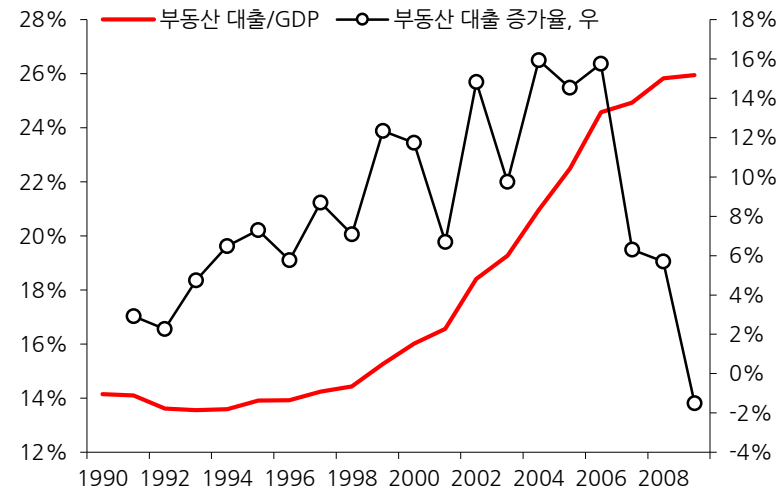
- 2007년까지 금융 시장의 강세가 지속된 이유는 레버리지가 확장됐기 때문
  - ✓ 60%대였던 가계 부채 비율이 100%에 가깝게 상승했고…
  - ✓ … 이자율이 오르면서 가처분 소득 중 원리금 비율도 15% 돌파
- 전년 대비 부동산 대출 증가율은 2006년에 16%까지 확대됐는데…
- … GDP 대비 부동산 대출은 늘었지만, 2007년부터 변화율이 약화되면서 자산 시장에 부담을 주기 시작

GDP 대비 가계 부채 비율 및 가처분소득 대비 원리금 상환 비율



자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터

GDP 대비 부동산 대출 비율 및 부동산 대출 증가율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

2008년 금융 위기 연대기 전개: … 대출 기준 내리고…

❖ 레버리지의 확대는 인위적이었다고 평가

✓ 대출 기준 및 기타 자금 공급 규제를 완화시키고…

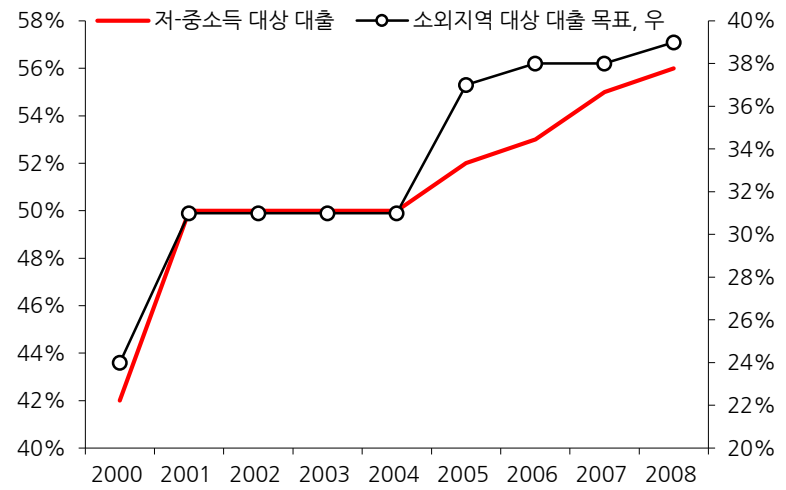
✓ … 파생 관련 시장을 키우는 방법이 활용

❖ 프레디맥과 패니매에게…

1) … 높아진 저소득층 및 소외지역 대출 목표를 부여했고…

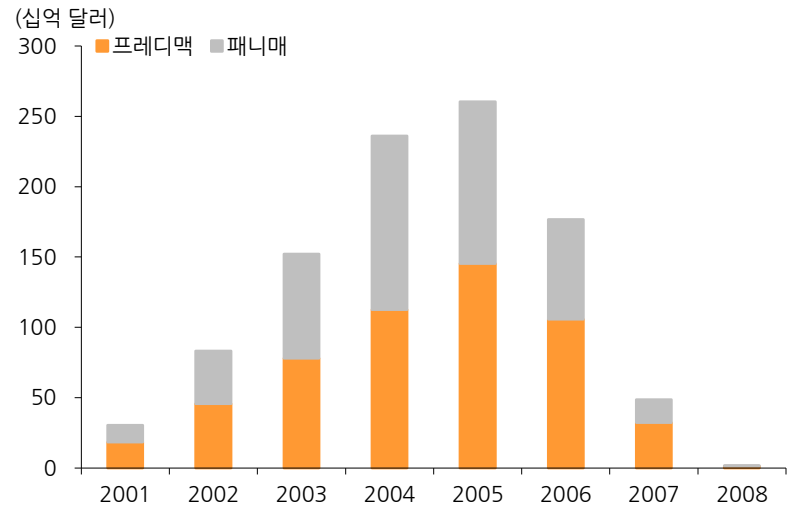
2) … 민간이 발행한 서브프라임 기반 MBS를 매입하도록 독려

프레디맥과 패니매에 대한 주택도시개발부의 저소득층 및 소외지역 대출 매입 목표



주: 매입 목표는 중복 가능
자료:HUD, 한화투자증권 리서치센터

프레디맥과 패니매 민간 서브프라임 MBS 매입 규모

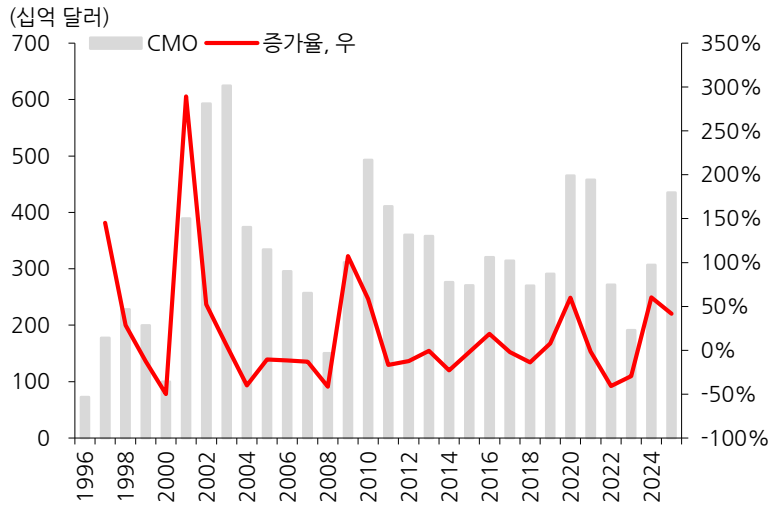


자료: FHFA, 한화투자증권 리서치센터

2008년 금융 위기 연대기 전개: … 관련 파생상품 시장 급성장

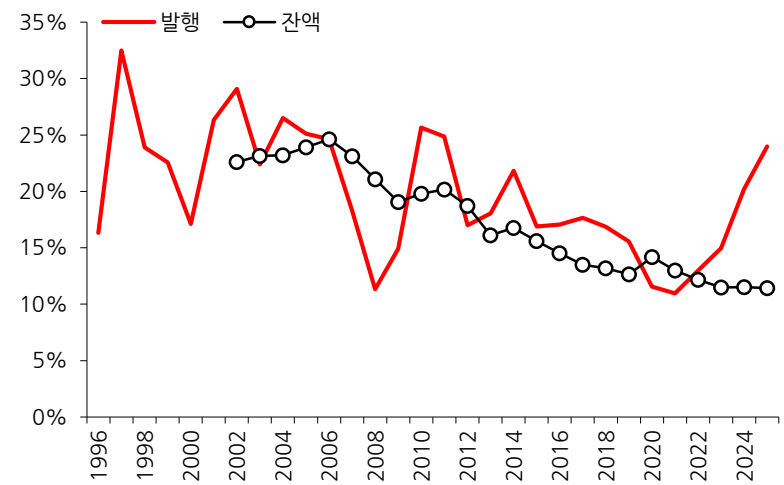
- ❖ 프레디맥과 패니매가 발행한 MBS 기반 CMO가 IT버블 이후 빠르게 증가
  - ✓ 1,000억 달러에서 6,000억 달러까지 4년 만에 6배 증가했고…
  - ✓ … MBS 대비 발행 비중도 25% 돌파
- ❖ 더 큰 문제는 민간에서 발생: 프레디맥과 패니매가 2004년부터 상대적으로 보수적인 관점 견지
  - ✓ 빈 자리를 민간이 메웠고, 그 비중이 2006년 들어 50% 상회
  - ✓ 같은 기간 서브프라임 비중은 민간 발행 MBS에서 60%를 넘기며 위기 신호 발생

프레디맥과 패니매 MBS 기반 CMO 발행 규모 및 증가율



자료: SIFMA, 한화투자증권 리서치센터

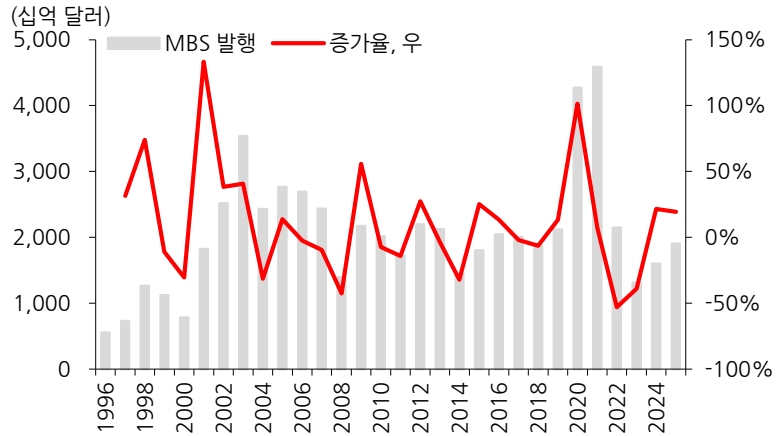
프레디맥과 패니매 MBS 대비 CMO 발행 및 잔액 비중

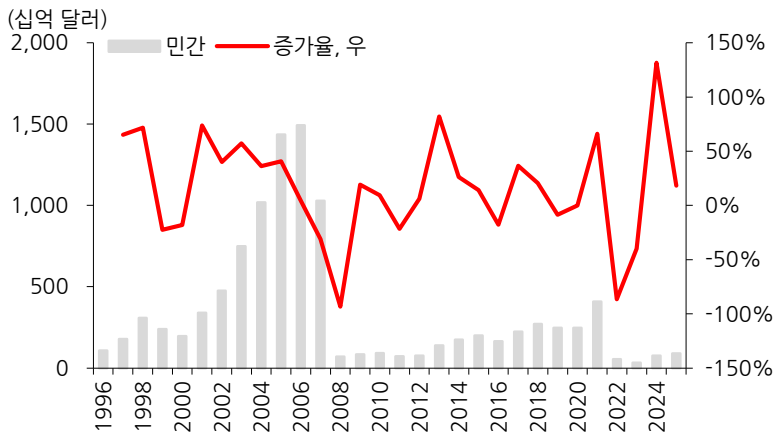


자료: SIFMA, 한화투자증권 리서치센터

2008년 금융 위기 연대기 전개: … 관련 파생상품 시장 급성장, 계속

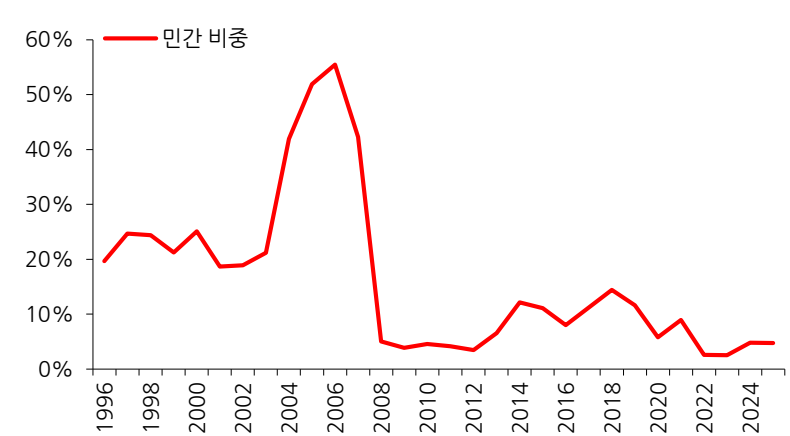
전체 (위) 및 민간 MBS 발행 규모 및 증가율

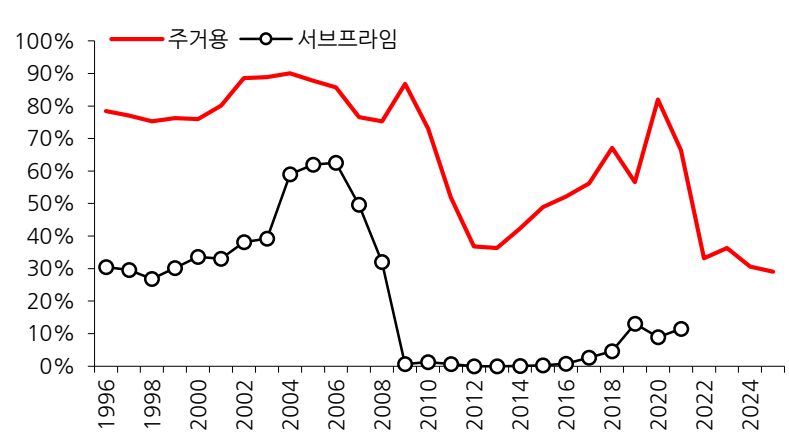




자료: SIFMA, 한화투자증권 리서치센터

민간 MBS 발행 비중 (위) 및 주거용 및 서브프라임 비중





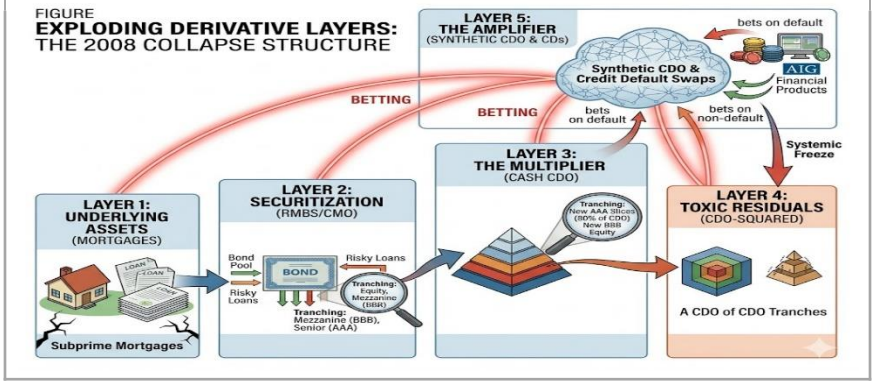
자료: SIFMA, 한화투자증권 리서치센터

2008년 금융 위기 연대기 전개: … 관련 파생상품 시장 급성장, 계속

- ❖ 모기지를 기반으로 한 MBS와 CMO뿐만 아니라, 다양한 부채를 묶은 CDO 발행도 급증
  - ✓ CMO는 모기지만을 포함하기 때문에, 위험 분석이 상대적으로 용이했던 반면…
  - ✓ …CDO는 서브프라임을 넣어주지 않으려는 CMO의 회피 수단으로 작동했기 때문에 Risk 확대
- ❖ CDO 발행 규모는 2006 ~ 07년에 정점을 찍었고, CDO스퀘어, 합성CDO까지 확장
  - ✓ **CDS를 바탕으로 발행된 합성CDO는 명목 금액 5조 달러까지 성장했는데, 이는 당시 미국 GDP의 35% 수준**
  - ✓ 현금흐름의 변동성이 큰 자산을 기반으로 하는 파생상품을 금융기관이 자산으로 편입하며 순환참조 위기 심화

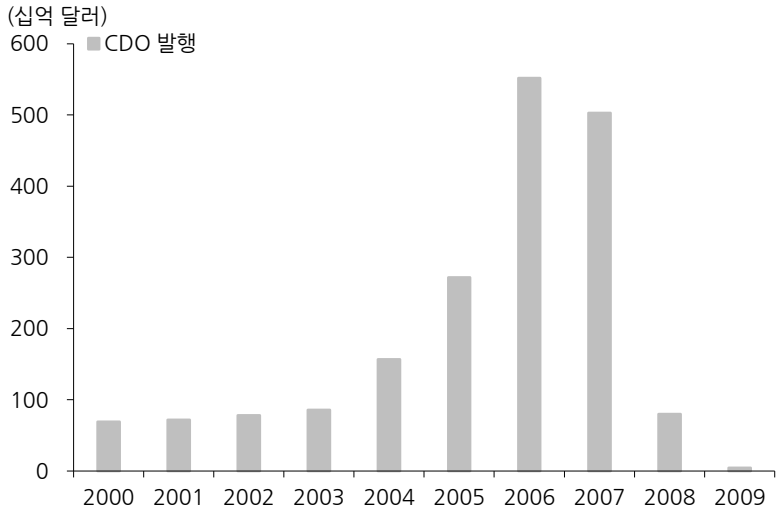
서브프라임 모기지 관련 파생상품

	기초자산	리스크	정점 시장 규모
MBS	모기지 대출	서브프라임은 高	3.5조 달러/년 발행
CMO/CDO	대출 트랜치	高	0.6조 달러/년 발행
CDO스퀘어	CDO 트랜치	극단적 高	500억 달러
합성CDO	CDS	극단적 레버리지	명목 금액 5조 달러



자료: 한화투자증권 리서치센터

전체 CDO 발행

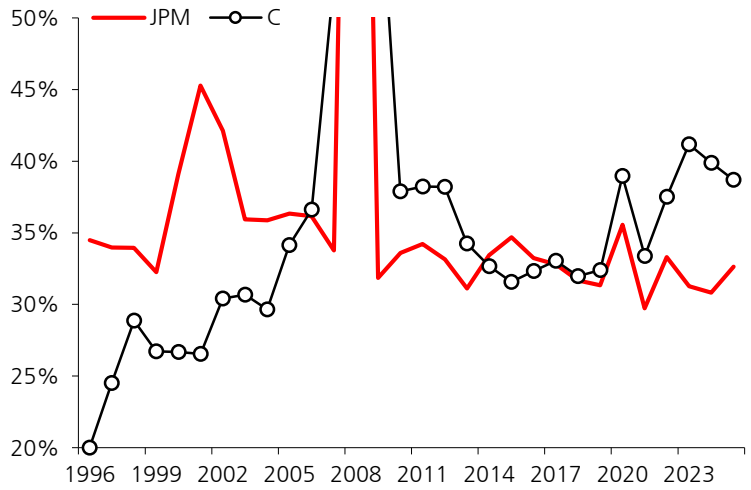


자료: SIFMA, FCIC, 한화투자증권 리서치센터

2008년 금융 위기 연대기 위기: 은행과 신평사의 이기심이…

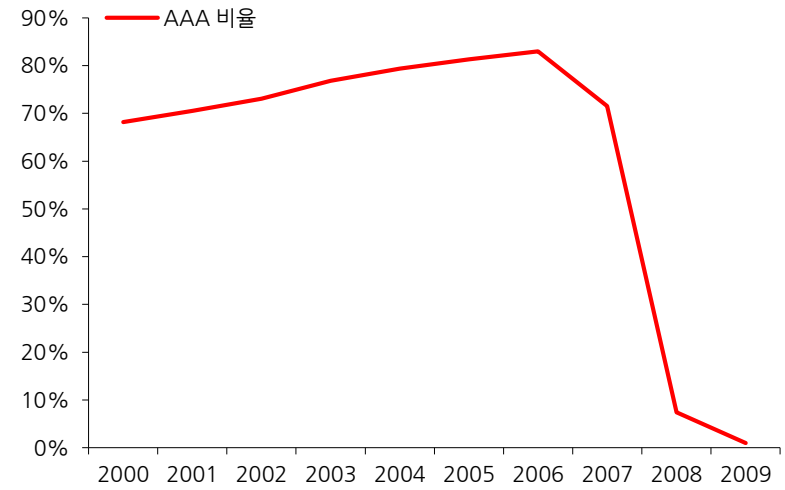
- 2000년대 초반의 IT버블 이후 다양한 규제 완화로 이익이 늘어나던 금융기관들의 모럴 해저드 심화
  - ✓ 대형 은행 중에서 리먼 브라더스 이후 파산 위험에 빠졌던 씨티그룹은 제이피모건과 다르게…
  - ✓ … 2007년에도 영업수익 대비 인건비 비중이 재차 상승: 씨티그룹은 TARP만으로 부족해 구제금융으로 연명
- 투자은행 업계의 돈잔치에 협력했던 곳이 3대 신용평가사
  - ✓ 2000년에 60%대였던 AAA비율이 80% 돌파
  - ✓ 서브프라임 비율이 상승했던 것을 감안하면 신용평가사들의 기준이 대폭 완화적으로 바뀌었다고 평가 가능

JPM vs. C: 영업수익 대비 인건비 비율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

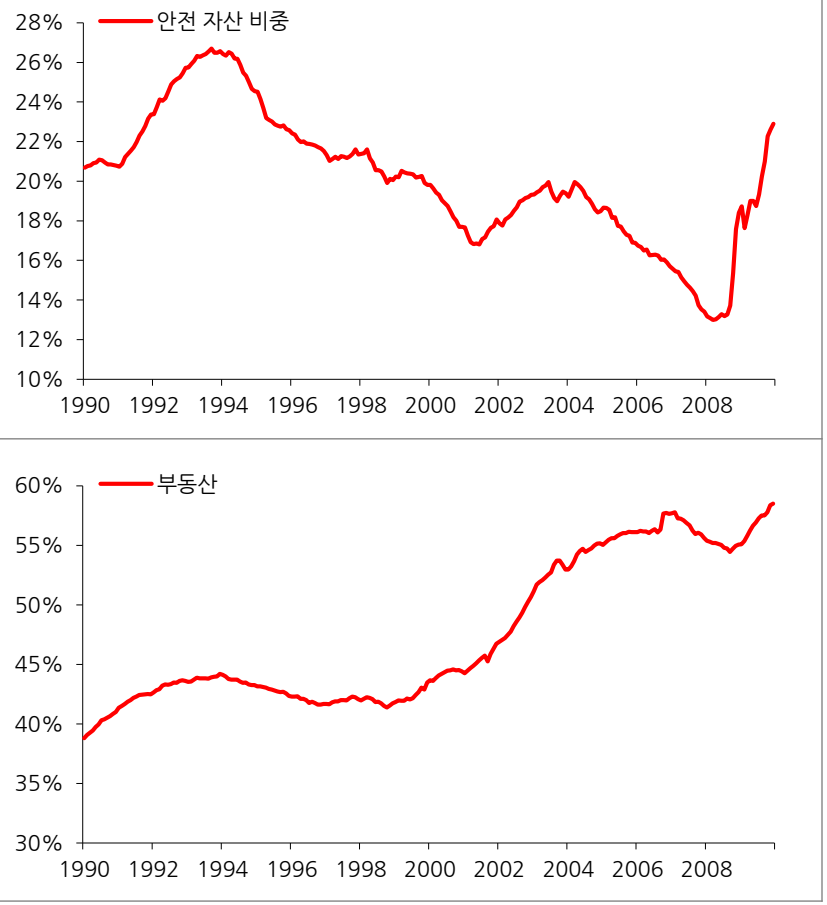
3대 신평사 모기지 관련 증권 AAA 비중



자료: FCIC, Moody's, 한화투자증권 리서치센터

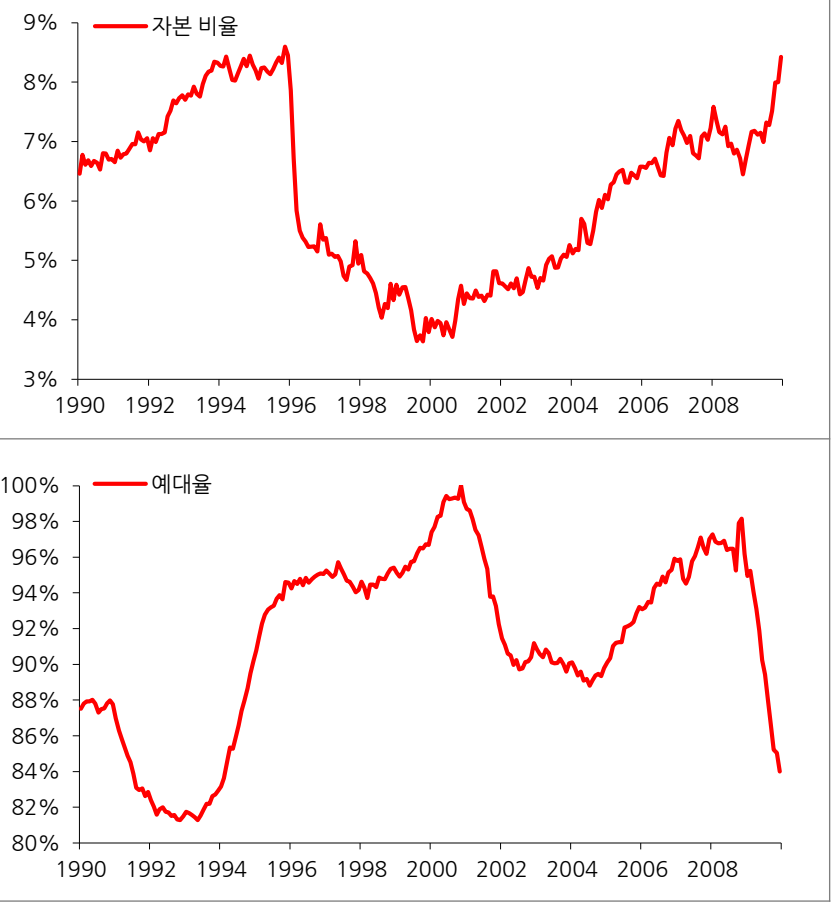
2008년 금융 위기 연대기 위기: … 금융 시스템에 부담으로 작용

은행 안전자산 (위) 및 대출 중 모기지 비중



주: 안전자산은 현금, 국고채 및 연금 예치금
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

은행 자본 비율 (위) 및 예대율



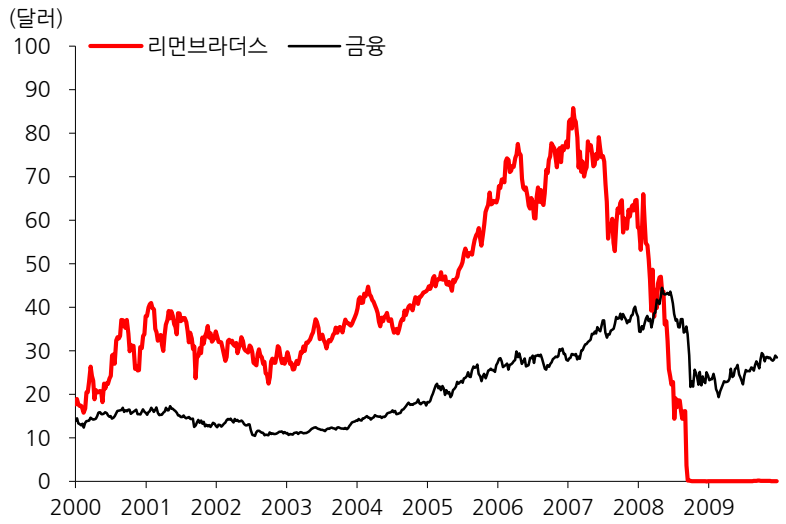
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

2008년 금융 위기 연대기 절정: 리먼 브라더스가 파산하면서…

❖ 2008년 3월 베어스턴스가 위기에 빠지면서 금융 시스템 불안정성 심화

- ✓ 2008년 10월까지 다양한 기업이 문제를 일으켰는데…
- ✓ … 실제 파산으로 이어졌던 경우는 리먼브라더스가 유일
- ✓ 투자은행인 메릴린치는 뱅크오브아메리카가 인수했고, 상업은행인 와코비아는 웰스파고와 합병
- ✓ 리먼브라더스 주가는 2007년 1분기에 고점을 찍었고, 파산 결정 전까지 80% 폭락

리먼 브라더스 및 미국 금융 주가



자료: Bloomberg, Factset, 한화투자증권 리서치센터

금융 산업 내 구조조정 내역

피인수 기업 (또는 파산)	인수 기업	시기
베어스턴스	제이피모건	2008년 3월
인디맥	FDIC → 원웨스트	2008년 7월
패니메이 & 프레디맥	FHFA (사실상 국유화)	2008년 9월
리먼브라더스	파산, 일부 노무라, 바클레이즈	2008년 9월
메릴린치	뱅크오브아메리카	2008년 9월
AIG	구제금융 이후 분할, 재민영화	2008년 9월
워싱턴 뮤추얼	제이피모건	2008년 9월
와코비아	웰스파고	2008년 10월

자료: 한화투자증권 리서치센터

2008년 금융 위기 연대기 절정: … 최악의 경기 침체 진입

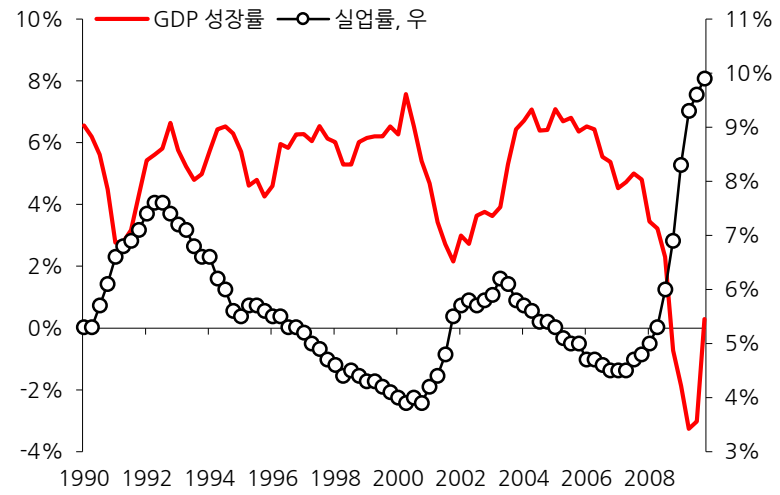
❖ 5위 이내의 투자은행이 파산하면서 Too Big To Fail 신화 붕괴

1) 2008년 4분기 전년 동기 대비 GDP 성장률은 (-)로 전환됐고…

2) … 실업률은 2009년 4분기에 9.9%까지 급등했으며…

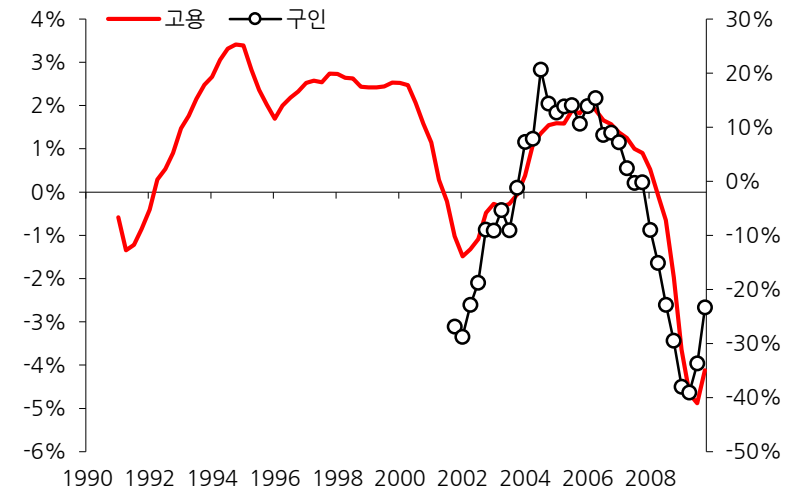
3) … 고용 건수는 2008년 2분기부터 2009년 4분기까지 지속적으로 감소

전년 동기 대비 GDP 성장률 및 실업률



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

고용 및 구인



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

2008년 금융 위기 연대기 결말: 기준금리 인하와 QE로 문제를 해결하고…

❖ 미국 연준은 완화적 통화 정책을 통해 위기를 극복하기 위해 노력

✓ 기준금리를 0.25%까지 낮췄고…

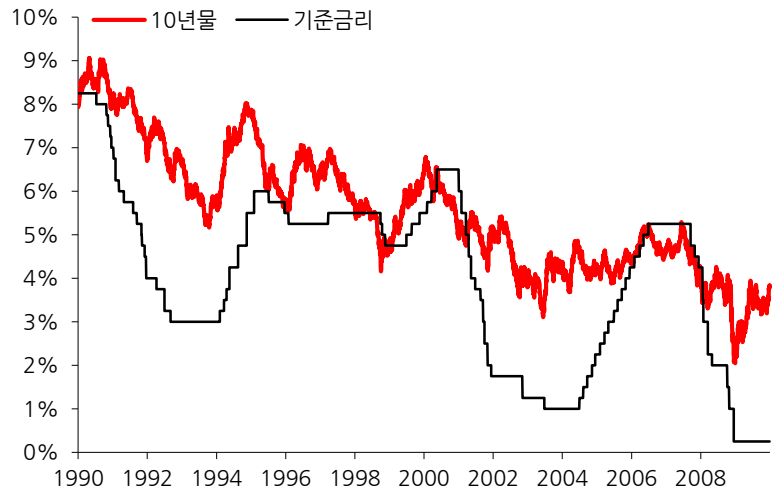
✓ … 이론으로만 존재하던 양적완화를 버냉키의 주도로 시행: 버냉키는 금융위기 대처에 기여했다는 평가로 2022년 노벨경제학상 수상

❖ 위기가 해결되는 과정에서 미국 정부는 세 가지 영역의 규제를 강화 (p19)

1) 자산 건전성 및 자본 규제: 바젤 III 도입했고, 유동성 확보 의무화

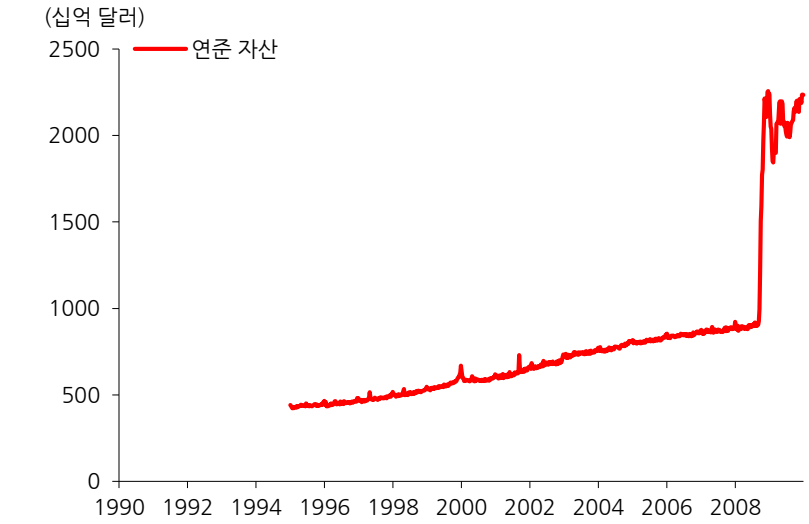
2) 영업 활동 및 거래를 제한했고, 파생상품 시장 투명성도 확보: 연준의 스트레스 테스트도 의무화

기준금리와 10년물 금리



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

연준 자산



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

2008년 금융 위기 연대기 결말: … 재발을 막기 위해 규제를 강화

금융과 관련된 규제 강화		
	항목	**내용**
자산 건전성 및 자본 규제 (Balance Sheet Soundness)	바젤 III 도입	은행의 보통주자본비율(CET1) 등 자기자본 요건을 대폭 상향해 손실 흡수 능력 강화
	유동성 규제	위기가 왔을 때, 30일 동안 견딜 수 있는 유동성 자산 확보(LCR****)와 장기 자금 조달 안정성(NSFR****)을 의무화
스트레스 테스트 및 감시 (Oversight & Stress Test)	CCAR 및 DFAST*	연준이 매년 최악의 경제 시나리오를 가정해 은행의 자본 적정성을 검증
	SIFI** 지정	'대마불사' 기관을 지정해 일반 은행보다 엄격한 자본 보유 의무와 감독 기준을 적용
영업 활동 및 거래 제한 (PI Trade & Limits)	볼커 룰	은행이 고객의 돈이 아닌 자기자본으로 위험한 투자를 하는 자기자본거래를 원칙적으로 금지
	사모/헤지펀드 투자 제한	은행이 위험 자산인 사모펀드나 헤지펀드에 지분 투자를 하는 범위를 엄격히 제한
파생상품 시장 투명성 (Derivatives Transparency)	중앙청산소 강제 청산	불투명했던 장외파생상품 거래를 반드시 중앙청산소를 통해서 하도록 해 연쇄 파산 방지
	SEF*** 거래	파생상품 거래를 공개된 플랫폼에서 수행해 가격 투명성과 거래 기록을 확보
부실 정리 체계 (Resolution Authority)	Living Will	대형 은행이 파산할 경우 공적자금 투입 없이 스스로 어떻게 해체될 것인지에 대한 '사전 유언장' 작성

* CCAR: Comprehensive Capital Analysis and Review, DFAST: Dodd-Frank Act Stress Tests

** SIFI: Systemically Important Financial Institution

*** SEF: Swap Execution Facility

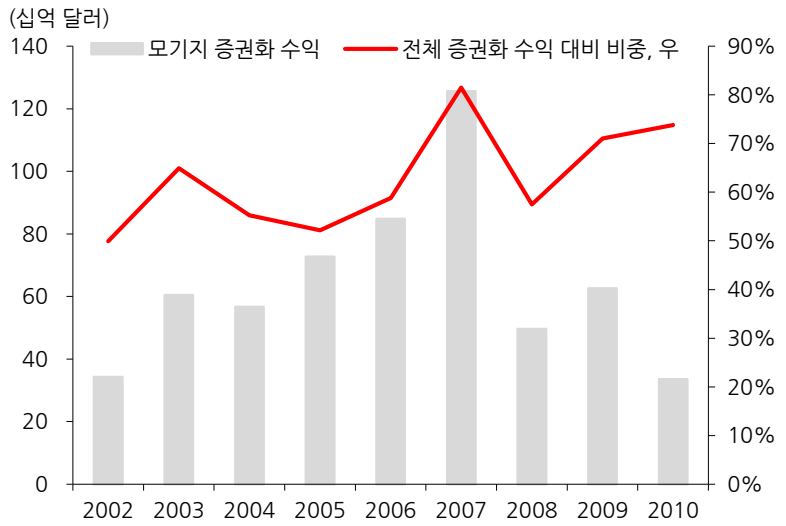
**** LCR: Liquidity Coverage Ratio, NSFR: Net Stable Funding Ratio

자료: 한화투자증권 리서치센터

씨티그룹 재무제표 분석 VIE가 부외부채로 인식됐고…

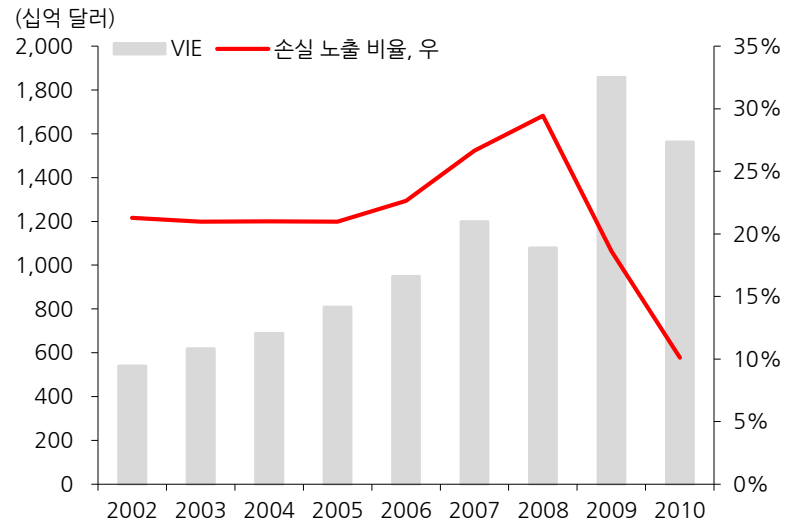
- 씨티그룹은 주요 은행 중에서 실질적으로 유일하게 직접적인 구제금융을 받았던 기관
  - ✓ 2005년 증권화 수익 중 모기지 비중은 50%에 그쳤으나, 2007년 고점에 80%를 초과하며 급등
  - ✓ 씨티그룹이 위기에 빠지면서 사후에 부외부채에 대한 조사가 시작됐는데…
  - ✓ … 규모가 1조 달러가 넘었고, 손실 노출 비율도 30%에 육박
- 부외부채 공시와 연결 재무제표에 대한 규제가 엄격해진 바젤 III가 도입된 계기

씨티그룹 모기지 관련 증권화 영업수익 및 비중



주: 2010년부터 증권화 관련 자산을 재무제표에 계상해야 했기 때문에 2011년 이후의 의미는 제한적
자료: 씨티그룹, 한화투자증권 리서치센터

씨티그룹 부외부채 및 최대 손실 노출 비율

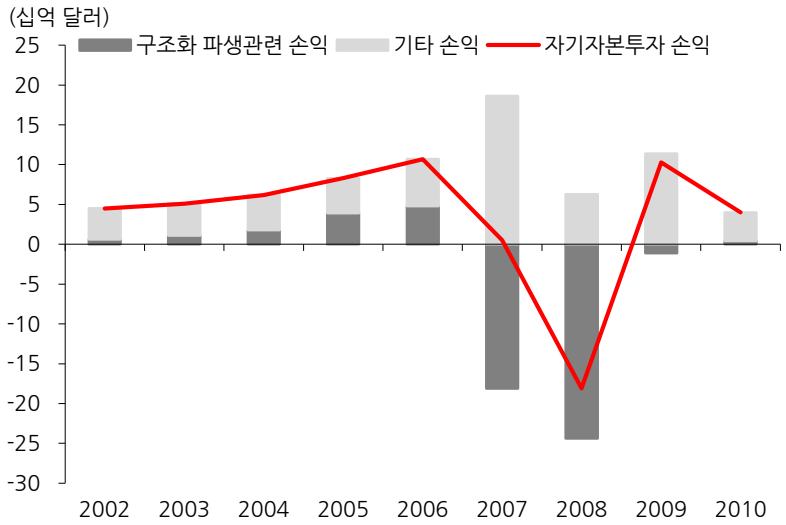


주1: 2010년부터 증권화 관련 자산을 재무제표에 계상해야 했기 때문에 2011년 이후의 의미는 제한적
주2: VIE: Variable Interest Entities ⊃ SIV/QSPE
자료: 씨티그룹, 한화투자증권 리서치센터

씨티그룹 재무제표 분석 …파생상품은 담보없이 장외에서 거래

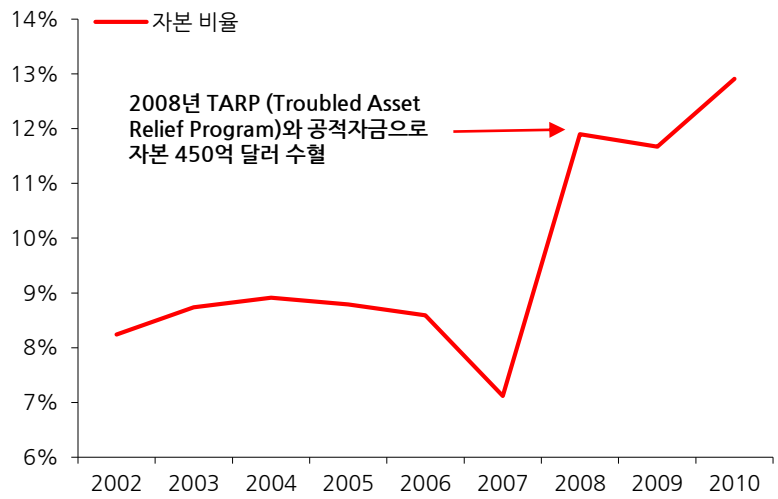
- 꾸준하게 증가하던 자기자본 수익은 2007년부터 급감했는데…
- … 구조화 파생관련 손실이 급증했기 때문: 2008년에는 전체 자기자본투자 손실이 180억 달러까지 확대
- 2007년 씨티그룹의 자기자본 비율은 7%까지 하락했고…
- … 2008년 450억 달러 공적자금 수혈로 자본 비율 급상승

씨티그룹 자기자본 및 파생관련 투자 손익



자료: 씨티그룹, 한화투자증권 리서치센터

씨티그룹 Tier1 자본 비율



자료: 씨티그룹, 한화투자증권 리서치센터

II

상업용 부동산 문제였지만…

… 시스템 충격은 제한적

미국 상업용 부동산 위기의 역사 1790년대: NALC

- NALC (North American Land Company) 버블의 촉매는 1790년의 Funding Act
  - ✓ 독립 전쟁으로 발생한 개별적인 부채가 연방 채권으로 교환되며 유동성 급증: 모리스가 발행한 '모리스 노트'가 통화처럼 유통
  - ✓ NALC는 주요 주에서 약 600만 에이커에 이르는 방대한 토지를 소유했고, 자본금은 300만 달러(현 가치 약 1억 달러)
  - ✓ 에이커당 0.1~0.2달러에 매입해서 0.5~1달러에 판매하는 것을 목표로 했고…
  - ✓ … 모리스의 개인 신용을 담보로 투자자에게 연 6%의 배당을 보장하는 무리한 구조
- 나폴레옹 전쟁의 여파로 유럽 자본이 이탈하고 영란은행의 금태환 중지로 인한 유동성 경색 발생: 토지 시장 순식간에 붕괴

NALC 버블과 붕괴

	버블 (1791-1795)	붕괴 (1796-1798)
핵심 촉매	Funding Act of 1790*	나폴레옹 전쟁으로 유럽 자금 이탈
DC 토지 가격	1793년 기준 80달러/LOT, 現 3K	가격 급락, 건축 중단
모리스 노트**	액면가, 통화 대용	액면가 대비 80 ~ 90% 할인
신용 상태	모리스 IOU***만으로 자금 수혈 가능	영란은행 금태환 중지, 극심한 경색
토지 유동성	매매 용이	가격 불문 매매 거의 불가능
모리스의 상태	10M 달러 이상의 채무	사기 혐의 등으로 투옥

* 독립전쟁 기간의 채무를 연방정부 채권으로 교환: 유동성 급증 효과

** 독립선언서에 참여했던 모리스가 개발사업을 위해 발행한 채권의 일종

*** 모리스 (I)가 빚졌다 (Owe) 너에게 (You)

자료: 한화투자증권 리서치센터

NALC 구조

총 토지 소유	6백만 에이커, 약 25,000km^2
주요 주 (state)	PA, VA, NC, SC, GA, KY
자본	3백만 달러, 現 1억 달러
주식 발행	100달러 액면가로 3만주
보장 배당	모리스의 개인신용 바탕 6%
평균 매입 단가	0.1 ~ 0.2 달러/에이커
목표 판매 단가	0.5 ~ 1달러/에이커

자료: District of Columbia original land owners, 한화투자증권 리서치센터

미국 상업용 부동산 위기의 역사 1790년대: NALC, 계속

- ❖ NALC는 조지아에 가장 넓은 토지를 갖고 있었으며, 이는 면화 농장 투기로 연결
- ❖ 버지니아는 퇴역군인 정착을 위한 목재 및 담배 재배가 목적을 갖는 투자 대상으로 제시됐고….
- ❖ …노스캐롤라이나, 펜실베니아 및 DC는 非농업과 관련된 것으로 투기적 성향 심화

NALC 토지 일람

에이커	
조지아	2,300,000
버지니아	930,000
노스캐롤라이나	700,000
펜실베니아	650,000
DC	6,000 구역

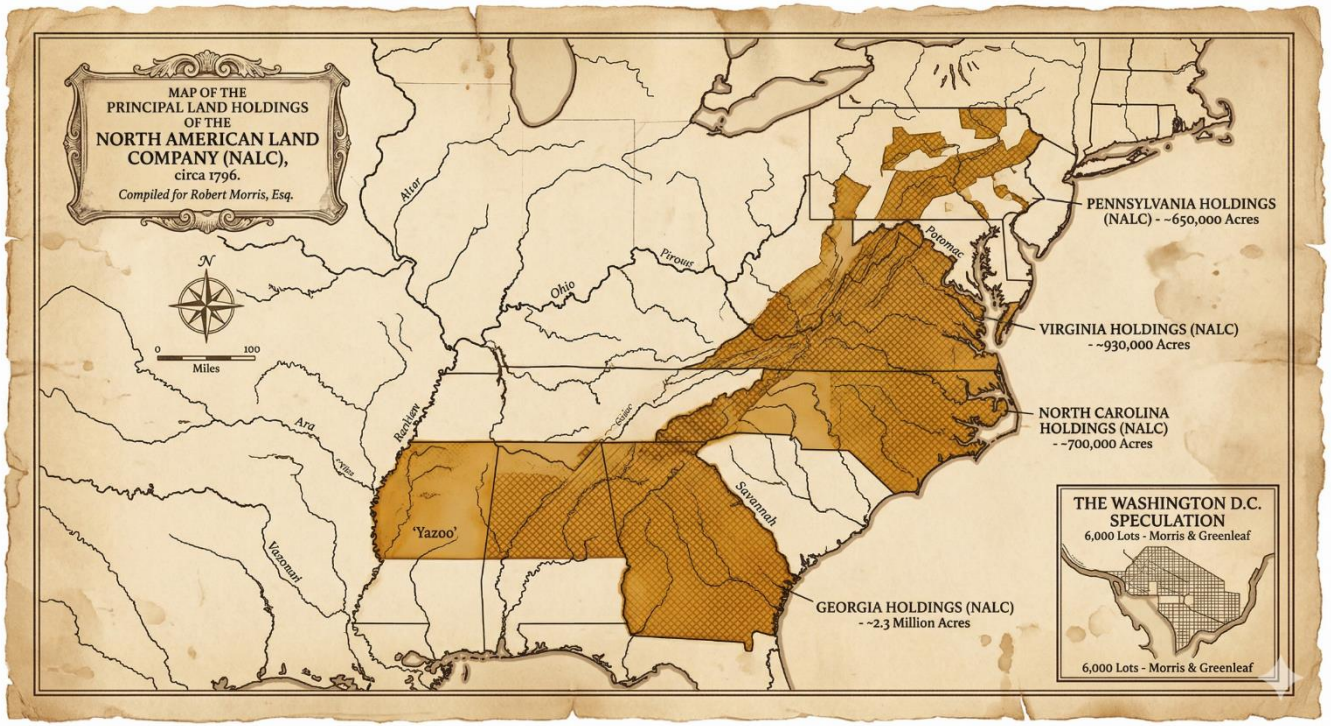
면화 농장 확장 투기 1789/94

퇴역군인 정착을 위한 목재/담배

남부에 대한 물류 요충지 매입

필라델피아: 금융 수도

새로운 수도에 대한 투기



자료: District of Columbia original land owners, 한화투자증권 리서치센터

미국 상업용 부동산 위기의 역사 1830년대: 시카고 개발

- 1827년 일리노이-미시간 운하 법안 통과로 시카고 성장 개시
  - ✓ 1836년 운하 공사가 본격화되자 투기 열풍이 불면서, 핵심 지역의 단가가 Lot당 100달러에서 3만 달러로 300배 폭등
  - ✓ 불과 6년 만에 시카고 인구는 3,820명으로 약 19배 증가했고, 토지 판매 규모는 120 Lots에서 12,000 Lots로 100배 급증
  - ✓ 버블 정점기에 일리노이주립은행권을 활용한 대출이 성행: 가격 상승을 부채가 견인하는 구조가 형성
- 은행 난립, 영란은행의 금리 인상 및 면화 가격 폭락으로 미국은 1837년 대공황 진입: 일리노이주립은행이 파산하며 유동성 고갈

시카고 부동산 버블과 붕괴

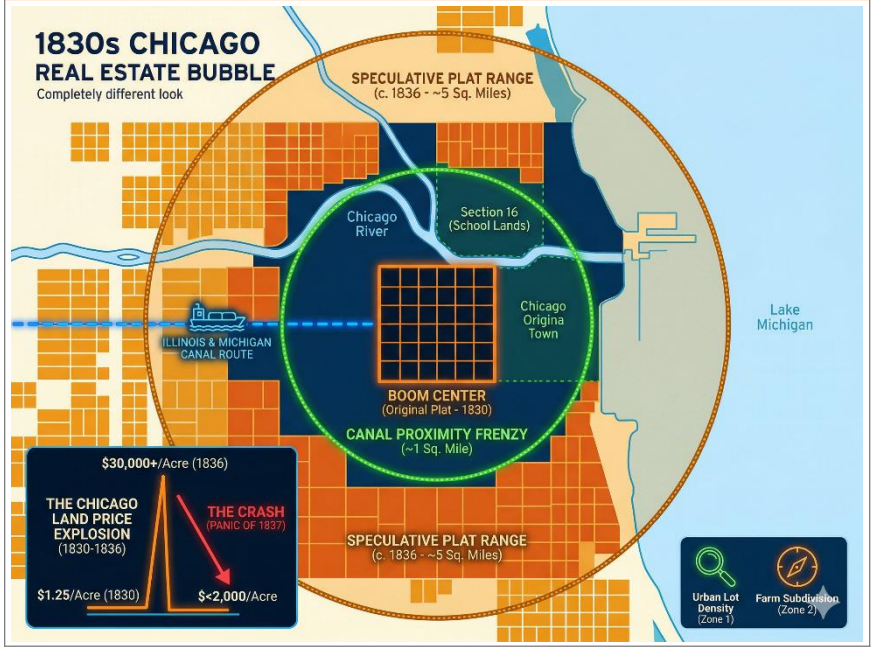
	발단 (1830)	버블 (1836)	붕괴 (1837-1842)
핵심 촉매	I&M 운하*	1836년 운하 공시 개시	일리노이주립은행 파산 (1837~42)
부동산 시가총액	12만 달러	1,050만 달러	150만 달러
핵심지역 단가	100달러/Lot	3만 달러/Lot	1,500 ~ 2,500달러/Lot, 경매가
총 판매 규모	120 Lots	12,000 Lots	경매 등 진행, 시장 판매 難
시카고 인구	200명	3,820명 (1836 Census)	4,400명에서 정체 (1840 Census)
부동산 관련 대출	無	IL 은행권** 대출 성행	은행 파산 이후 6년 동안 관련 대출 0

* 일리노이 & 미시건 운하 관련 법안 1827년 통과

** 일리노이주립은행

자료: 한화투자증권 리서치센터

1830년대 시카고 개발



자료: 한화투자증권 리서치센터

미국 상업용 부동산 위기의 역사 1880년대: 서부 및 로스앤젤레스 개발

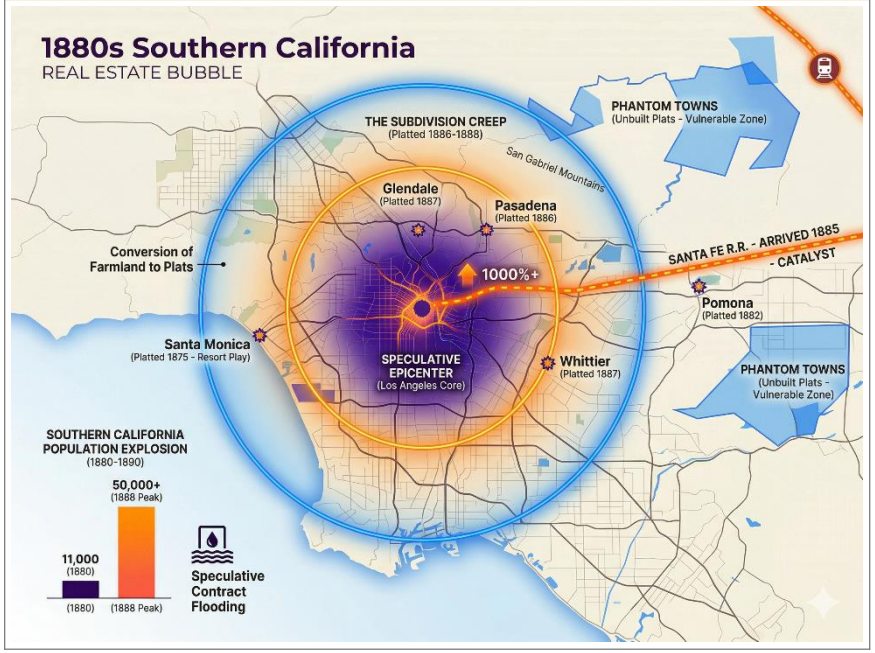
- 1885년 ATSF (현 BNSF) 철도가 연결되면서 LA 인구는 1880년 1.1만 명에서 1888년 5만 명 이상으로 폭증
  - ✓ LA 다운타운(스프링 거리)의 지가는 1882년 1.5K 달러에서 1887년 10만 달러로 급등했고…
  - ✓ … 산타모니카 지역은 1875년 대비 버블 정점기에 가격이 300배 폭등
  - ✓ 중심지의 열기는 외곽으로 전이: 패서디나와 오렌지카운티 등 농지들이 택지로 전환되며 지가가 100배 이상 상승
- 1887년에 정점을 찍고, 버블은 붕괴: 2 ~ 3년 만에 부동산 가격은 90% 이상 폭락

서부 및 LA 부동산 버블과 붕괴

	초기	버블	붕괴
스프링거리, LA DT	1.5K 달러 (1882)	십만 달러 (1887)	15K 달러 (1889)
패서디나, CA	250 달러 (1883)	12.5K 달러 (1887)	천 달러 (1890)
산타모니카, 광역 LA	50 달러 (1875)	15K 달러 (1887)	2K 달러 (1890)
오렌지카운티, 광역 LA	10 달러/에이커 (1881)	천 달러/에이커 (1887)	50 달러/에이커 (1892)
실패한 도시 투기	1.25 달러/에이커 (1886)	십만 달러 (1887)	만 달러 (1890)

자료: 한화투자증권 리서치센터

1880년대 서부 개발

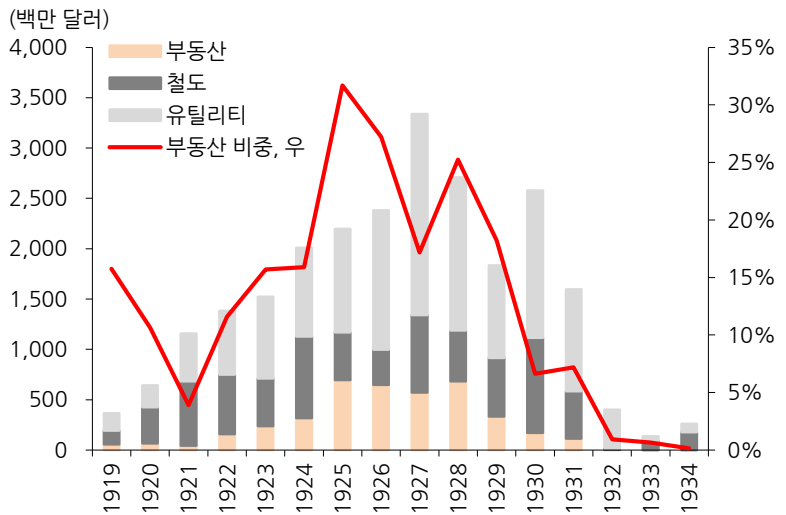


자료: 한화투자증권 리서치센터

미국 상업용 부동산 위기의 역사 1920년대: 마천루 건설 열기

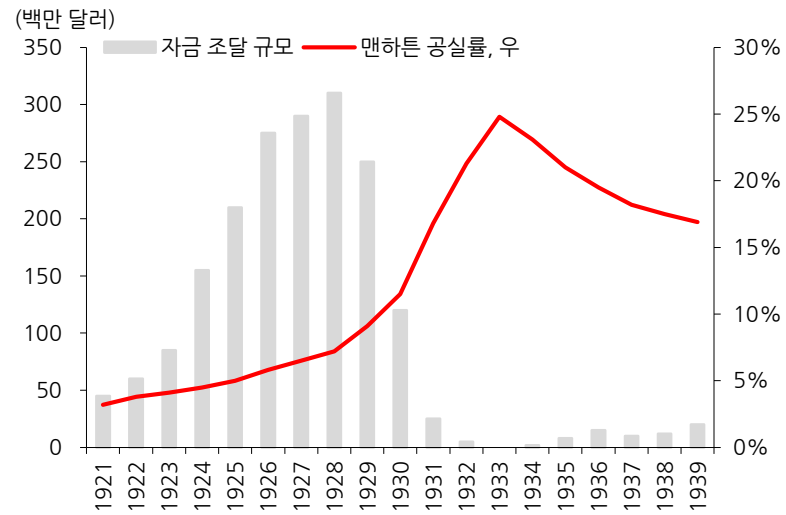
- ❖ 제1차 세계대전 이후 전쟁 피해가 없었던 미국의 경제적 번영과 전쟁 배상금 해결을 위한 각국의 통화 발행으로…
- ❖ … 1920년대 유동성이 급격하게 증가하며 자산 가격 급등 및 인플레이션 대두
  - ✓ 부동산 분야 자금 조달 비중은 1925년에 30%를 넘기며 과열 신호
  - ✓ NYC의 부동산 자금 조달 규모는 1928년 3억 달러를 돌파하며 정점을 찍었는데…
  - ✓ … 공실률은 이미 지속적으로 상승하는 중이었다는 점이 위기의 근원

분야별 자금조달 규모



자료: NBER Working Paper 2010, 한화투자증권 리서치센터

NYC 부동산 자금 조달 규모 및 맨하튼 공실률

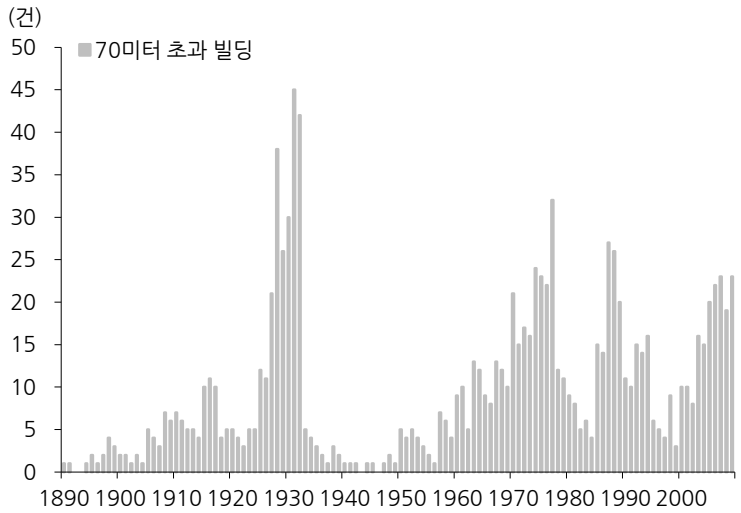


자료: NBER Working Paper 2010, 한화투자증권 리서치센터

미국 상업용 부동산 위기의 역사 1920년대: 마천루 건설 열기, 계속

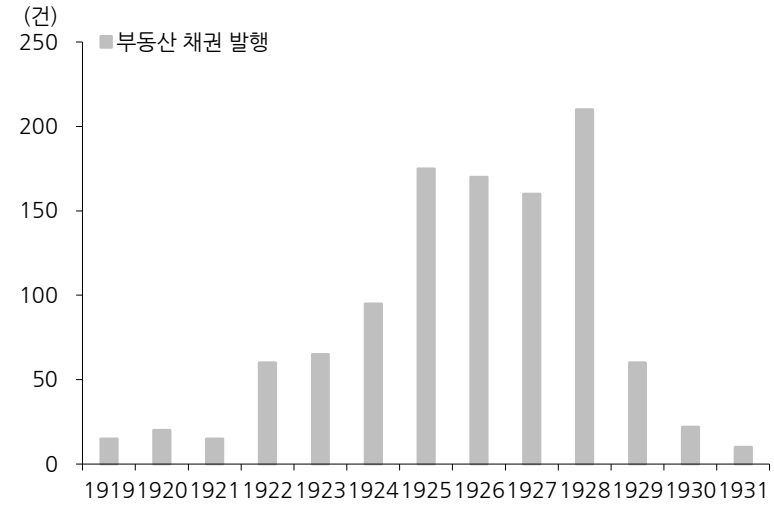
- 1924년까지 한 자릿수에 불과하던 70미터 초과 빌딩 건설은…
- … 1931년 45개까지 급증했고, 이 수치는 지금까지도 가장 많은 연간 고층 빌딩 완공 개수로 남아있는 상태
- 5년 이상 만기를 갖는 부동산 채권 발행도 1928년 2억 달러를 돌파
  - ✓ 1919년 1,500만 달러 대비 9년 만에 14배 증가했고…
  - ✓ … 1931년 1,000만 달러로 95% 급감

70미터 초과 마천루 완공



자료: NBER Working Paper 2010, 한화투자증권 리서치센터

5년 이상 만기 부동산 채권 발행 건수



자료: NBER Working Paper 2010, 한화투자증권 리서치센터

미국 상업용 부동산 위기의 역사 1980년대: 가속상각과 S&L의 투자

- 1981년 레이건의 공화당이 카터의 민주당으로부터 대통령직을 탈환하면서 본격적인 감세 정책 도입
  - ✓ ERTA를 통해 감가상각 기간이 짧아져 비용 처리가 빨라지면서 상업용 부동산 투자 유인 확대
  - ✓ 상업용 건물의 공실률은 지속적으로 올라가고 있었으나, 투자처가 필요했던 S&L의 자금이 유입되면서…
  - ✓ … 1985년까지 상업용 건물 착공 증가
- 1986년 TRA가 통과되면서 세제 혜택이 축소됐고, 1983년 8.5%였던 기준금리가 1984년 12%에 육박
  - ✓ 갑작스러운 유동성 축소로 상업용 부동산 가격은 급락했고, S&L(Savings & Loans) 파산으로 금융 시장 충격

정책 변화에 따른 1980년대 상업용 부동산 버블과 붕괴

	사건	상업용 영향	S&L 영향
1981	ERTA* 통과	버블 시작, 15년 감가상각	핫머니 유입
1983 ~ 85	공급 초과 정점	공실률 15% 넘기며 위기	S&L은 추가 유동성 공급
1986	TRA** 통과	투자 세금 혜택 축소로 수요 ↓	부동산 가격 -30 ~ 40%
1987 ~ 89	붕괴 기간	경매/공매 급증	1989년까지 수백 곳 S&L 파산
1989	FIRREA ***	RTC**** 설립	정부 4,000억 달러 자산 정리

* Economic Recovery Act: 감세 (소득세, 자본이득세, 투자세액공제) 및 가속상각

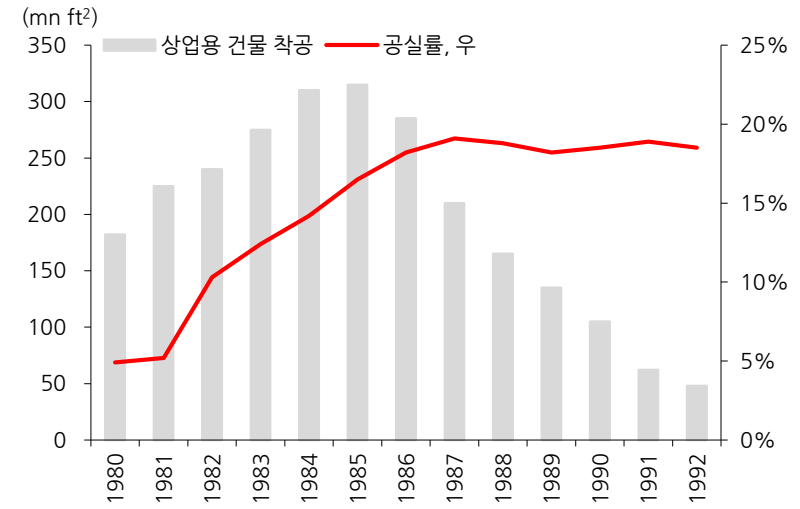
** Tax Reform Act: 개인 소득세 추가 감세 vs. 기업 대상 투자 공제 축소

*** 금융기관 개혁, 회복 및 집행법: S&L 사태 해결에 집중

**** Resolution Trust Corporation: 정리신탁공사 (~ 1995)

자료: 서울대, 한화투자증권 리서치센터

상업용 건물 착공과 공실률

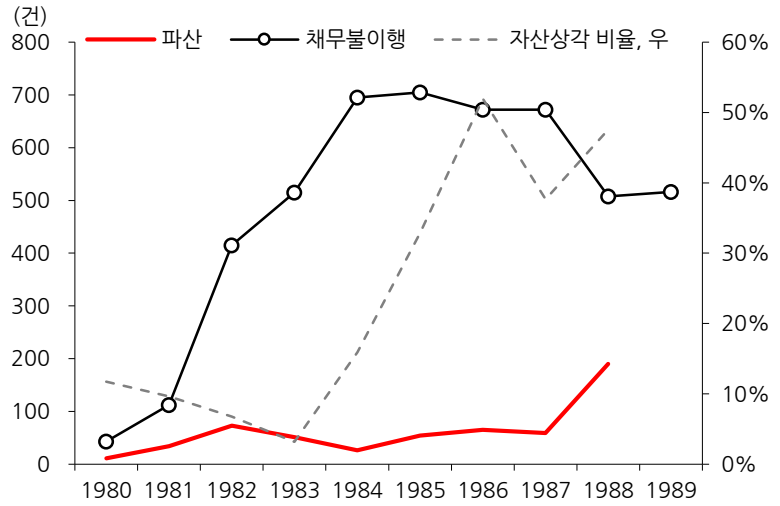


자료: REIS, 한화투자증권 리서치센터

미국 상업용 부동산 위기의 역사 1980년대: 가속상각과 S&L의 투자, 계속

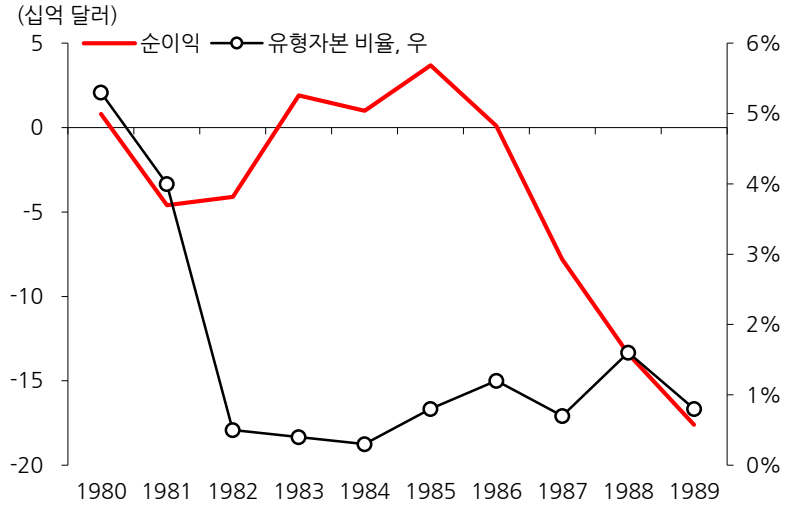
- S&L은 기준금리가 인상되던 1984년부터 위기 징후가 있었으나, 1985년까지는 순이익을 내면서 위기가 수면 아래 잠복
- 1986년의 TRA가 나쁜 쪽 촉매로 작용하며…
  1) S&L의 순이익은 사라졌고…
  2) … 자산상각 비율은 50%를 넘겼으며…
  3) … 파산 기업도 급증: 미국 정부는 RTC를 설립하고 4,000억 달러 규모 자산 정리
- **<u>엄청난 위기로 느껴지지만, 1985 ~ 90년까지 블랙먼데이 기간을 포함하고도 S&P 500은 100% 상승</u>**

S&L 파산/채무불이행 건수 및 자산상각 비율



자료: FDIC, 한화투자증권 리서치센터

S&L 자본 비율 및 순이익

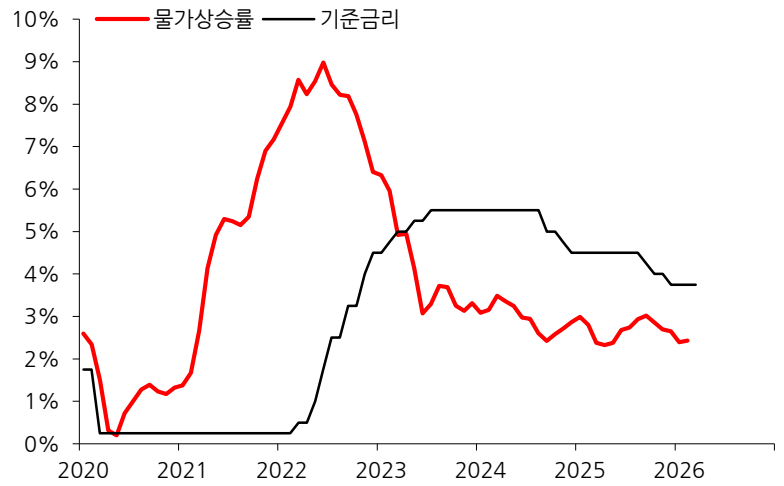


자료: FDIC, 한화투자증권 리서치센터

2022년의 급격한 기준금리 인상으로… … 상업용 부동산 우려 확산

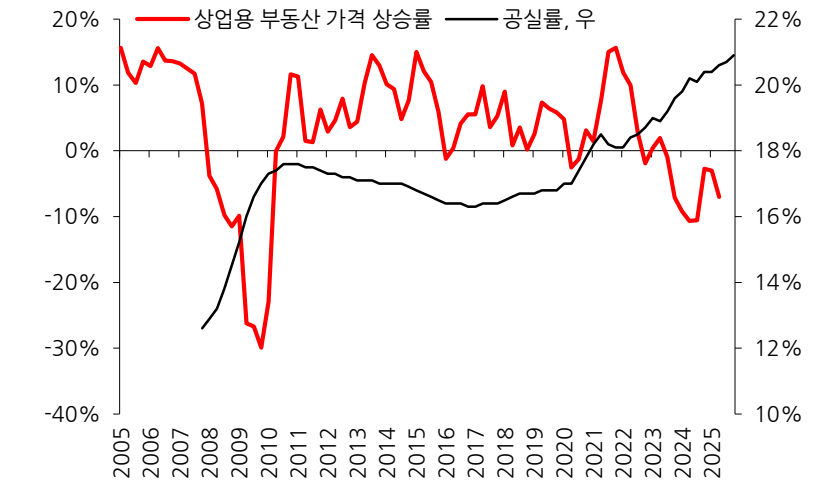
- 2022년 이후 투자자들의 우려가 컸던 상업용 부동산 문제는 현재까지 시스템 위기로 전이되지 않은 상황
- 당시에 상업용 부동산에 대한 걱정이 언론을 장식했는데…
- …급격한 금리 인상으로 프로젝트의 수익성이 떨어졌고…
- …재택 근무 등의 확산으로 공실률이 상승했기 때문
  1) 2022년 2월 0.25%였던 기준금리는 2023년 7월 5.5%까지 인상됐고…
  2) … 공실률은 200bps 이상 상승

물가상승률과 기준금리



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

상업용 부동산 가격 상승률 및 공실률



자료: FRED, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

2022년의 급격한 기준금리 인상으로… … 상업용 부동산 우려 확산, 계속

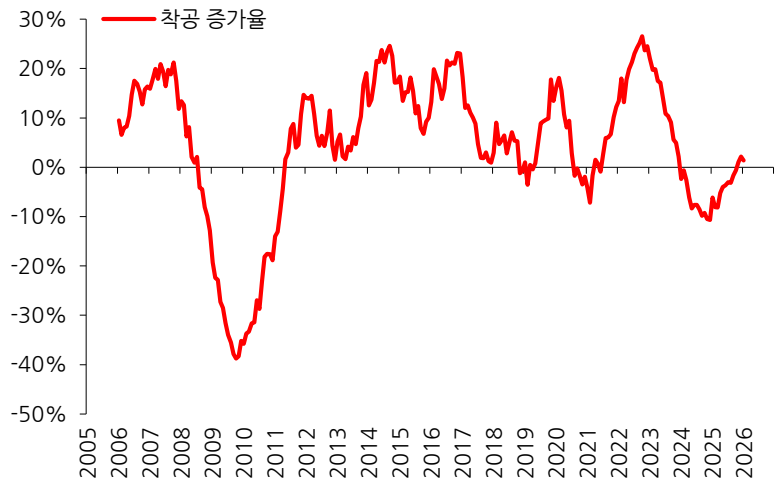
❖ 공실률의 상승은 수요 부진과 공급 증가가 맞물렸던 결과

✓ 낮아진 금리와 QE 및 보조금 지급으로 폭발한 유동성이 상업용 부동산 시장으로 유입

→ 2021년 CMBS 발행 증가율이 133%까지 급격하게 상승

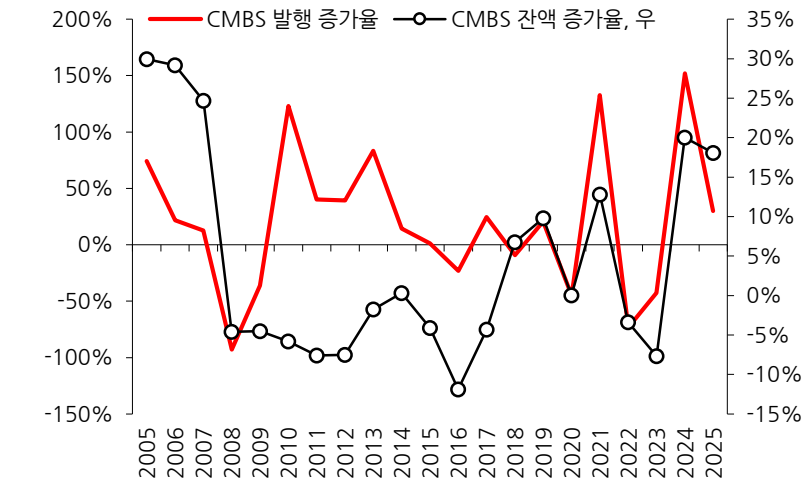
✓ 2022년 전년 동월 대비 상업용 부동산 착공 증가율은 27%까지 확대

상업용 부동산 착공 증가율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

연간 CMBS 발행 및 잔액 증가율

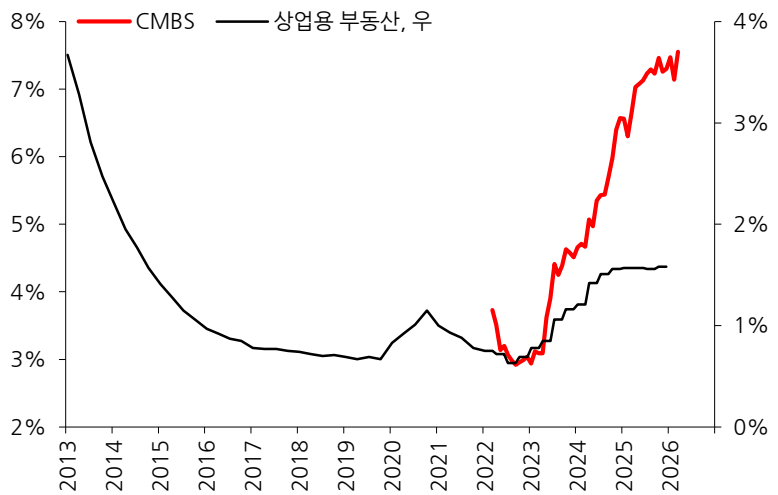


자료: SIFMA, 한화투자증권 리서치센터

2022년의 급격한 기준금리 인상으로… … 상업용 부동산 우려 확산, 계속

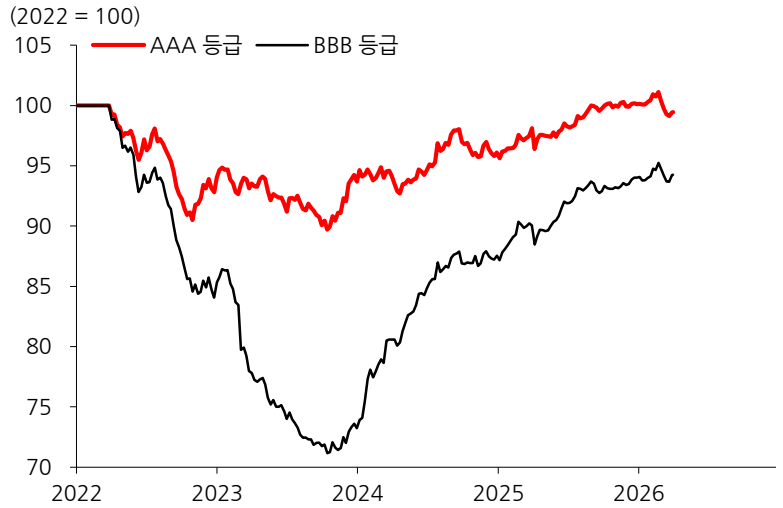
- ❖ 상업용 부동산에 투입됐던 유동성은 악화된 프로젝트 수익성으로 인해 연체율 상승으로 연결
- ❖ CMBS 연체율은 3%대에서 7%대까지, 상업용 부동산 대출에 대한 연체율은 0.7%에서 1.6%까지 올라간 상태
  - ✓ 1.6%의 전체 연체율은 과거 대비 높은 편은 아니라는 점에서 시스템 위기로 전이되지 않은 것
- ❖ 2023년 말에 30% 가까이 하락했던 BBB 등급 CMBS 가격은 올라오고 있고…
- ❖ … AAA 등급은 액면가를 회복한 상황
  - ✓ 자극적인 뉴스에 비해 금융을 지탱하는 은행 및 높은 신용도의 금융 기관에는 문제가 없었다는 의미

상업용 부동산 대출 및 CMBS 연체율



자료: FRED, Trepp, 한화투자증권 리서치센터

CMBS AAA, BBB 등급 가격

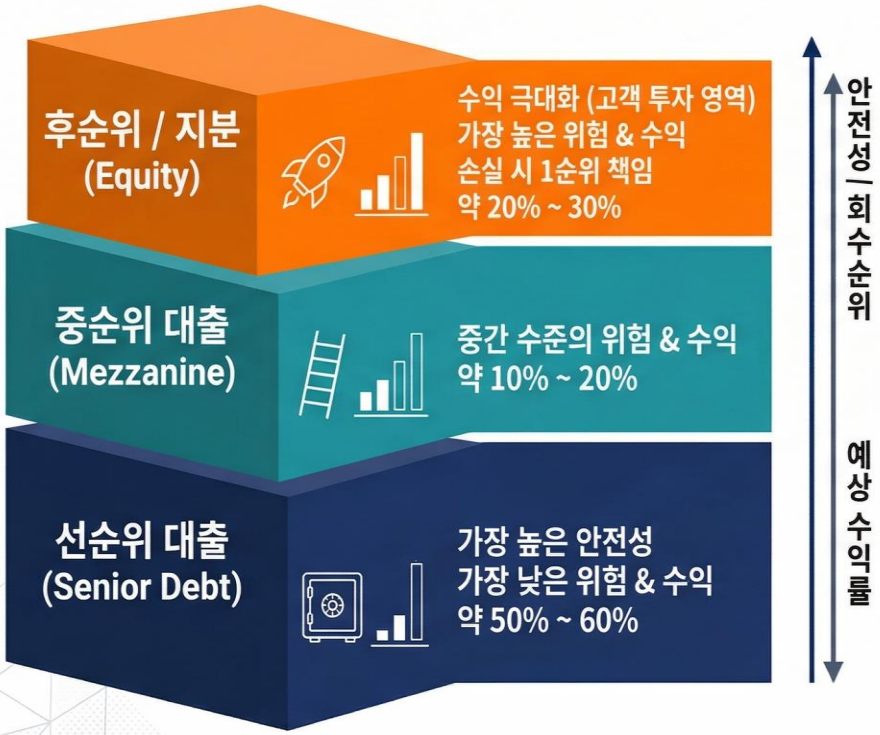


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

투자자로 위험을 전이했기에… … 금융 시스템에 대한 문제는 제한적

부동산 펀드 투자자 구분 및 Cap rate: 월세 수익률과 무위험 이자율을 비교해서 부동산의 매력과 가치를 평가하는 것이 일반적

자금 구조와 수익 및 위험의 계층 (Capital Stack)



수익률의 핵심 지표 (Return Metric)

자본환원율 (Cap Rate)

$$\text{자본환원율} = \frac{\text{순영업소득(NOI)}}{\text{부동산 취득가격}}$$

순영업소득(NOI)
= (월세 x 12) - 운영비용
임대 수익에서 경비를 제외한 핵심 수익

부동산 취득가격
건물을 매입하는 데 들어간 총 비용

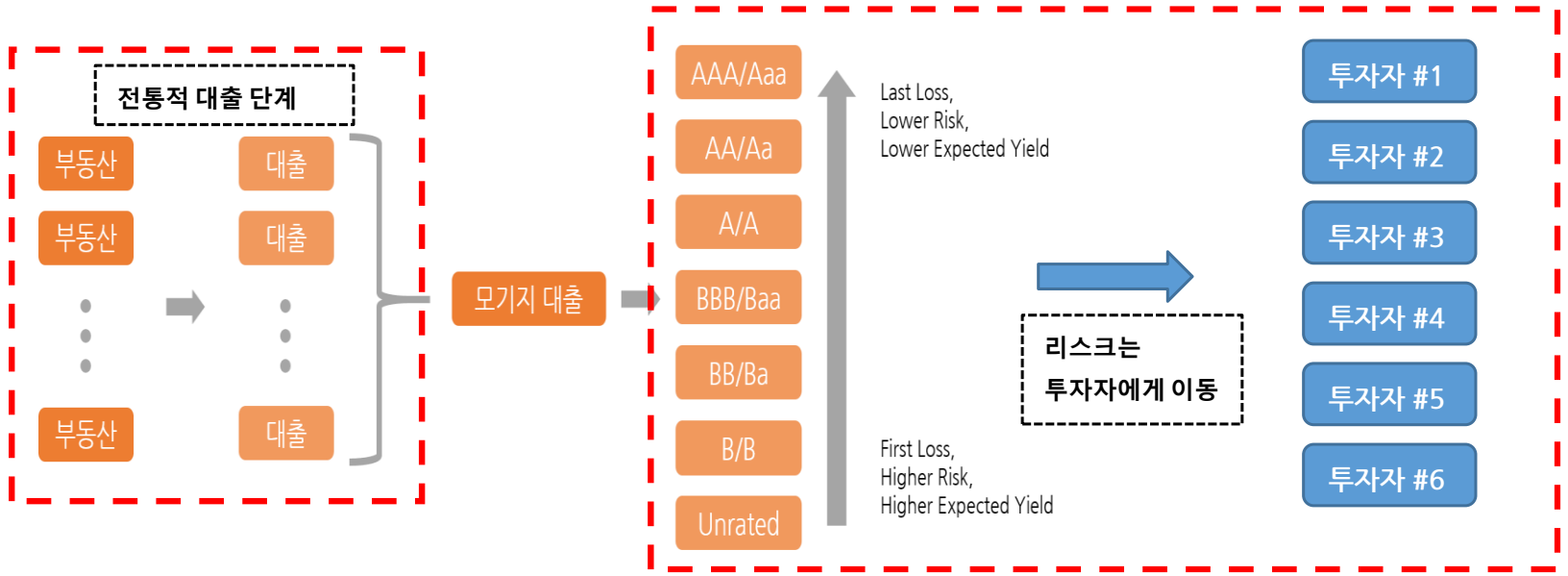
자본환원율이 높을수록 시장 금리 대비 매력적인 투자 기회입니다.

자료: 한화투자증권 리서치센터

투자자로 위험을 전이했기에… … 금융 시스템에 대한 문제는 제한적, 계속

- ❖ 리먼 브라더스 사태 이후 엄격해진 규정과 은행들의 리스크 관리 행태가 위험을 투자자에게 넘기도록 압박
- ❖ 상업용 부동산 대출을 제한적으로 내보냈고, 그 대출마저 CMBS로 바꿔 투자자에 넘기면서 리스크를 분할하고 절연시킨 상태

CMBS 발행 구조

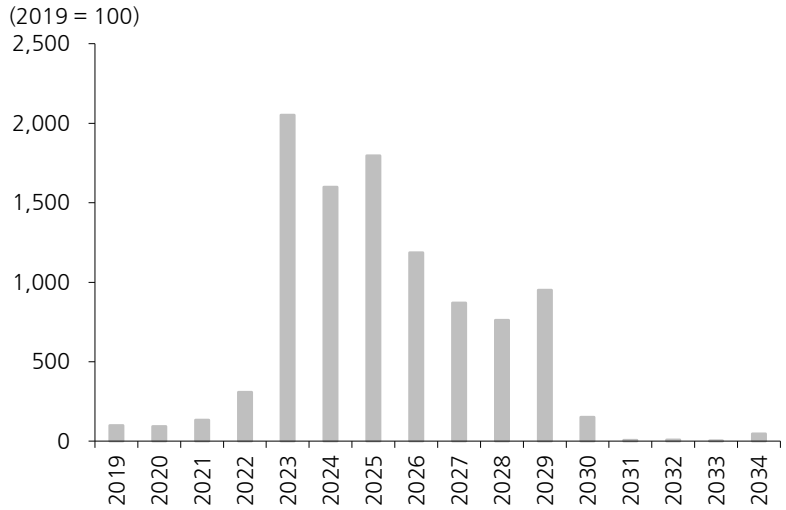


자료: 한화투자증권 리서치센터

투자자로 위험을 전이했기에… … 금융 시스템에 대한 문제는 제한적, 계속

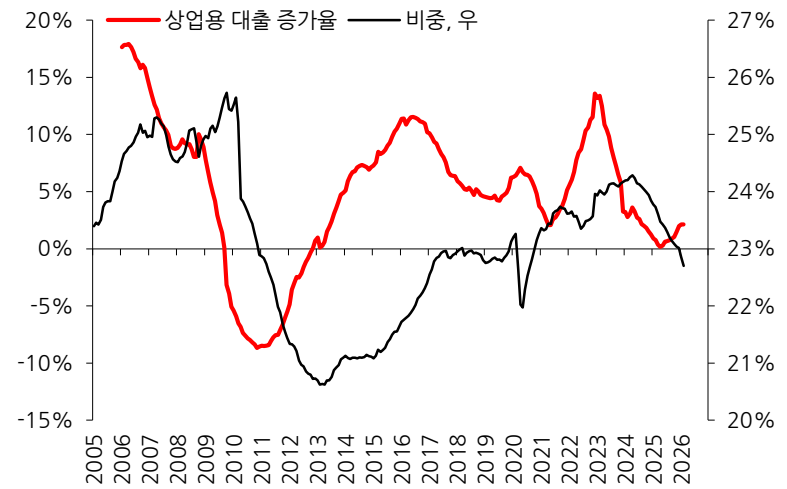
- 만기 예정인 CMBS 물량은 2023 ~ 25년의 정점을 지난 상태이고…
- … 은행들의 상업용 부동산 대출 증가율도 크게 낮아졌으며…
- … 부동산 대출에서 차지하는 비중도 하락하는 추세

만기 예정 CMBS



자료: CBRE, 한화투자증권 리서치센터

상업용 부동산 대출 증가율 및 비중



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

III

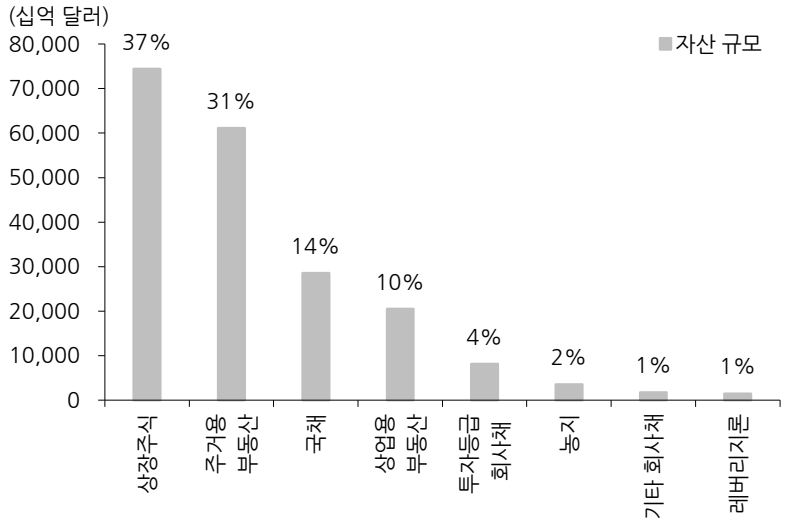
사모신용도 상업용 부동산과 유사:

리스크가 투자자에 분산

미국 금융 시스템 현황 자산 시장

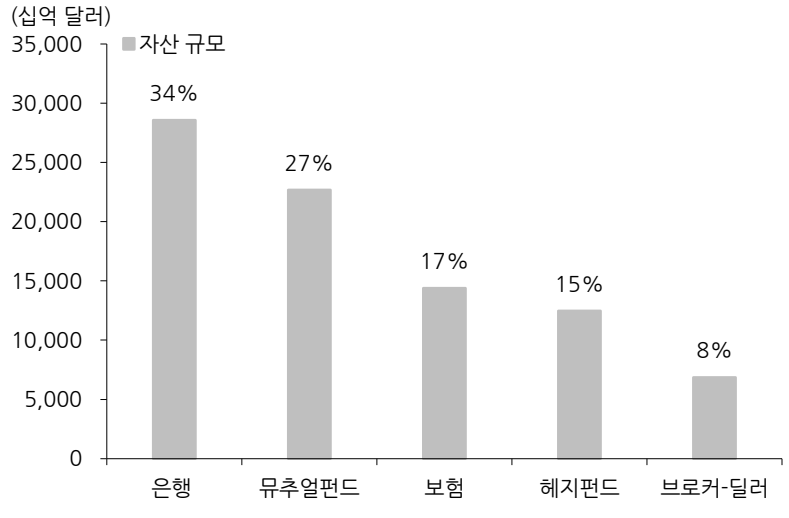
- ❖ 미국 자산 시장 규모는 200조 달러로 평가되며 가장 큰 영역은 상장주식
  - ✓ 채권 시장이 더 클 것이라는 관념과 달리 연준은 상장주식 >> 국채 + 회사채 + 기타로 평가
  - ✓ 주거용 부동산이 31%로 두 번째로 크며, 상업용 부동산은 10%이고, 이는 은행의 NDFI 대출 규모와 유사
- ❖ 미국 금융 기관의 총 자산은 85조 달러로 전체 자산의 40% 선이며, 은행이 34% 차지
  - ✓ 유가증권에 주로 투자하는 뮤추얼펀드가 그 다음
  - ✓ **상업용 부동산 및 사모신용의 절대 규모가 크다는 뉴스를 볼 때, 반드시 고려해야 하는 미국의 전체 국부 및 자산**

자산 시장별 규모



자료: FED, 한화투자증권 리서치센터

금융 권역별 규모

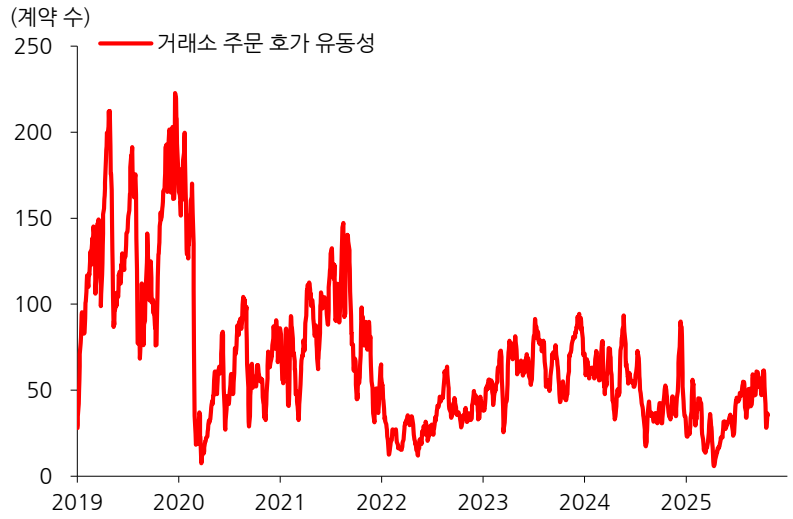


자료: FED, 한화투자증권 리서치센터

미국 금융 시스템 현황 자산 시장: 주식

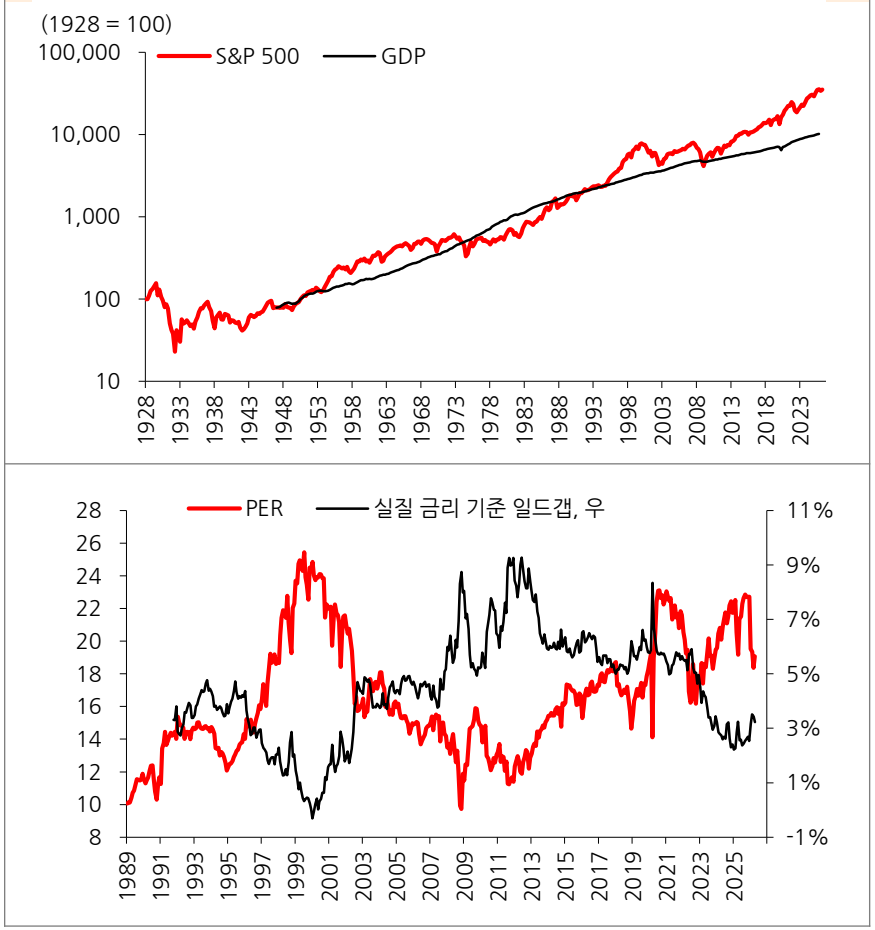
- PER 및 일드갭 그리고 GDP 대비 지수 흐름을 보면 미국 증시가 역사적인 관점에서 비싸진 것은 사실
- 거래의 폭발성 및 유동성을 보면 현재 미국 증시는 붕괴를 앞에 둔 과열권에 진입했다고 보기 어렵다고 판단
  - ✓ 주가가 단기 고점을 형성할 때, 거래소 주문 호가 유동성은 상승하는 경향이 있는데, 지금은 하락하는 중

주식 시장 유동성



자료: FED, 한화투자증권 리서치센터

S&P 500과 GDP (위) 및 PER과 일드갭

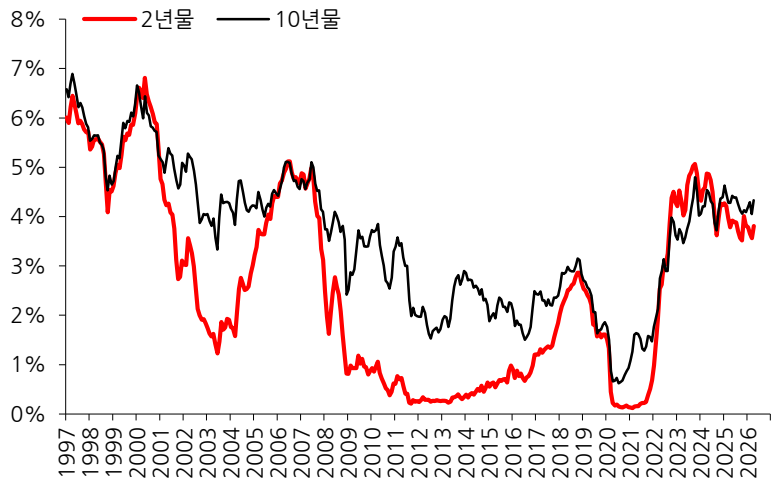


자료: Factset, FED, 한화투자증권 리서치센터

미국 금융 시스템 현황 자산 시장: 채권

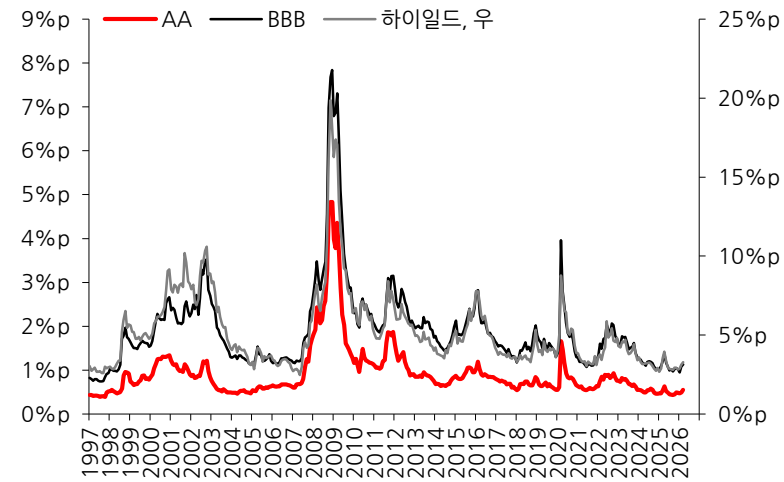
- ❖ 전쟁 이후 물가에 대한 우려가 확대되면서 국채 금리가 높은 수준에서 유지되는 중
  - ✓ 케빈 워시 청문회도 연기됐기 때문에, 현재 미국 정부 정책과 엇박자를 내는 파월 의장의 영향력이 유지되는 중
  - ✓ 11월 중간선거 이전까지 기준금리를 올리지 않을 것이라는 확신을 신임 의장 후보자가 줄 수 있다면…
  - ✓ … 채권 시장은 빠르게 안정될 것으로 기대
- ❖ 상업용 부동산에 이어 사모신용이 위기로 언급되고 있지만, 회사채 스프레드는 안정적

2년물 및 10년물 금리



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

회사채 스프레드

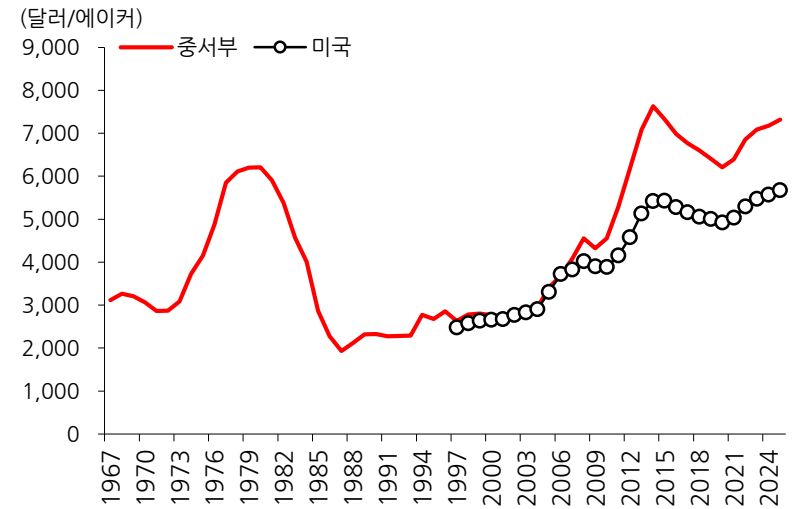


자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터

미국 금융 시스템 현황 자산 시장: 부동산

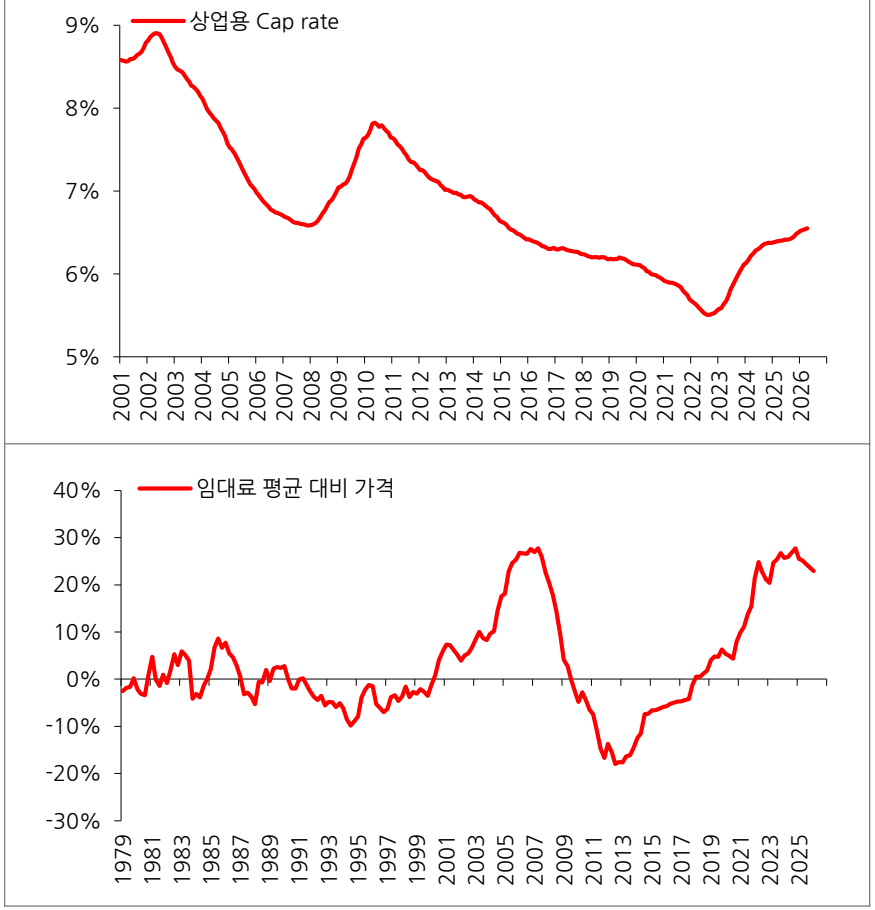
- 2022년 최저점을 찍었던 상업용 부동산 Cap rate은 회복되고 있고…
- … 역사적 임대료 대비 가격도 하락하고 있어, 상업용 부동산 시장의 위험은 정점을 지났다고 평가
- 농지 가격은 코로나 이후의 상승세가 유지되는 중

농지 가격



자료: FED, 한화투자증권 리서치센터

상업용 부동산 Cap rate (위) 및 주거용 부동산 역사적 임대료 대비 가격 할증



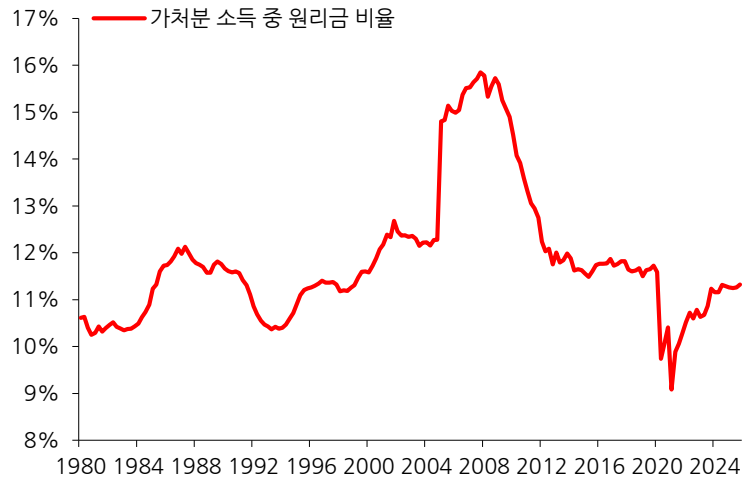
자료: FED, 한화투자증권 리서치센터

미국 금융 시스템 현황 가계

❖ **상업용 부동산 및 사모신용이 2008년 리먼 브라더스 파산과 같은 금융 위기로 이어지지 않는 이유는 건전한 가계와 은행 덕분**

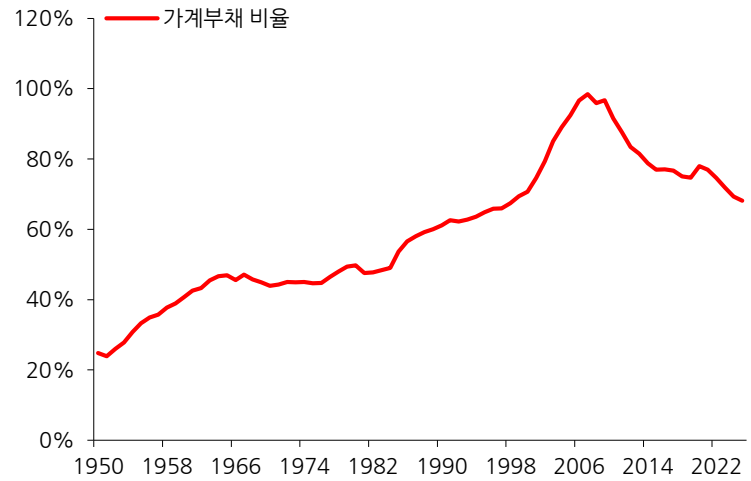
- ✓ 가계 가처분 소득 대비 원리금 비율은 11.3%로 1980년 이후 평균과 유사하고…
- ✓ …2008 ~ 09년의 15 ~ 16% 대비 월등히 낮은 상태
- ✓ GDP 대비 가계부채 비율도 2007년 고점 100% 내외에서 68%까지 하락: 1998년 수준과 비슷

가계 가처분 소득 중 원리금 비율



자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터

GDP 대비 가계부채 비율

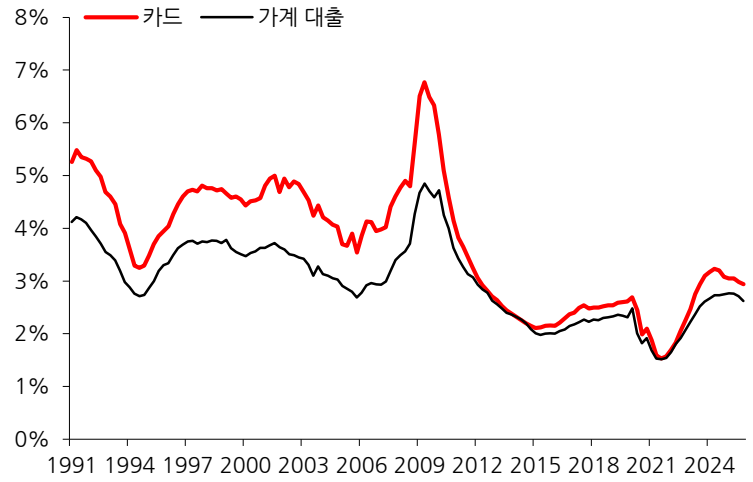


자료: FRED, IMF, 한화투자증권 리서치센터

미국 금융 시스템 현황 가계, 계속

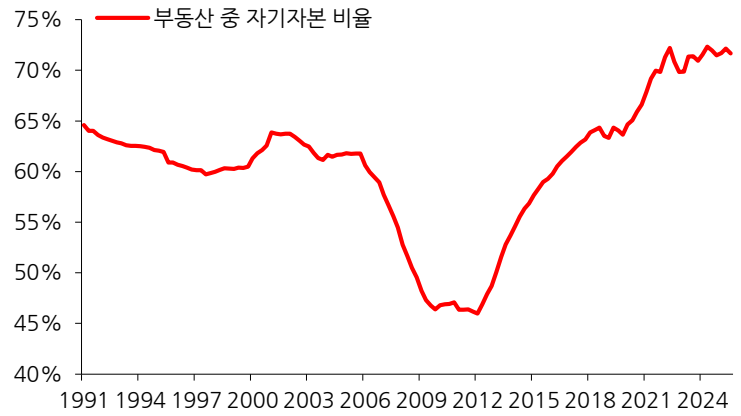
- 저소득층의 생활이 어려워졌다는 다양한 영상과 기사가 있지만, 카드 및 전체 가계 대출 연체율은 2024년을 고점으로 하락하고 있는 중
- 가계 부동산 자산 중 자기자본 비율도 역사적 최고 수준이며…
- … 가계 현금 및 예금 비율도 2007년 저점 0.2% (800억 달러) 대비 20배 수준인 3.9% (5.6조 달러) 까지 상승

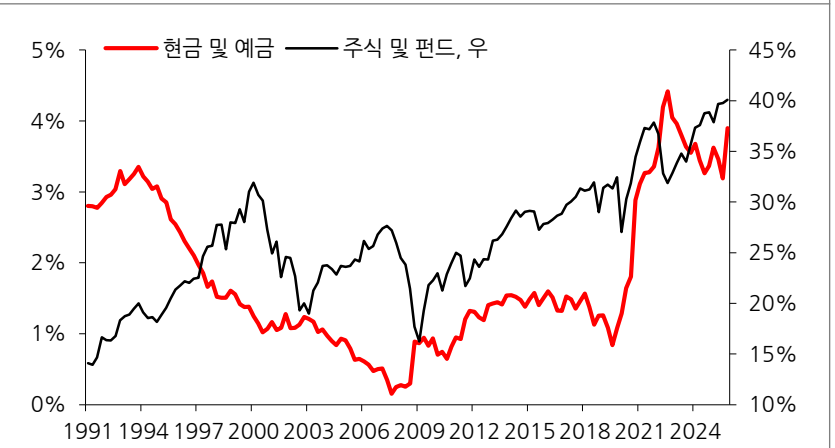
가계 대출 및 신용카드 연체율



자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터

가계 부동산 중 자기자본 비율(위) 및 자산 중 현금과 주식 비중



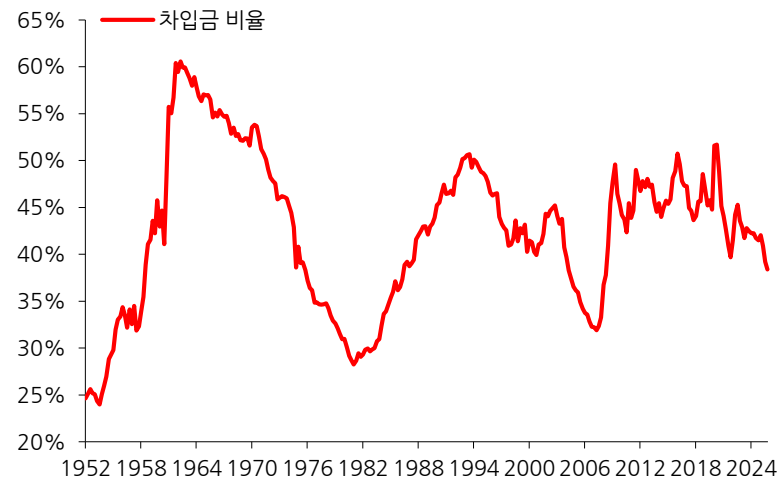


자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터

미국 금융 시스템 현황 기업

- ❖ 미국은 기축통화국으로 정부의 부채는 최소한 중/단기적인 위기의 원인이 될 수 없다는 점 받아들여야 할 때
- ❖ 위기는 가계 또는 기업에서 나타나는데, 가계는 과거 대비 최고 수준으로 건전하고…
- ❖ …기업 상태도 양호
  - ✓ 자기자본 대비 차입금 비율은 40% 미만으로 평균에 미치지 못하며…
  - ✓ …이자보상배율도 14배로 차입금 상환 능력 양호

자기자본 대비 차입금 비율



자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터

비금융 기업 세후 이자보상배율

자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터

미국 금융 시스템 현황 기업, 계속

❖ 생산성이 급격히 향상되며 노동 대비 자본의 부가가치가 더 빠르게 증가해 수익성은 지속적으로 향상

✓ 1950년대 2%대였던 세후 이익률은 18%까지 상승

→ 2026년 2월 20일 발간한 'Capex와 생산성: This time it's NOT different' 중 Chapter III 참조

❖ 과도한 설비투자에 대한 우려와 달리 Capex to Sales 비율은 고점 대비 -200bps

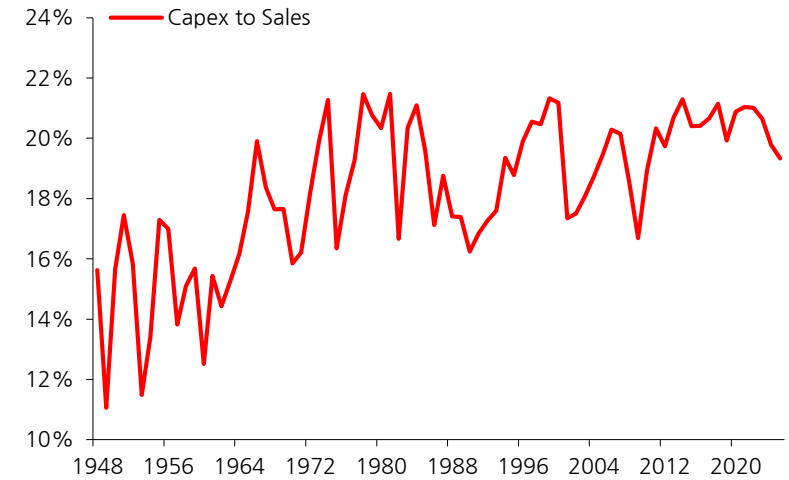
✓ 하드웨어 투자는 진행 중이지만, 소프트웨어/로봇/전력/방산은 이제 시작

→ 2027년 미국 GDP 성장률이 2026년 대비 개선될 것으로 예상하는 이유: 상기 자료 Chapter II 참조

비금융 기업 세후 이익률

자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터

비금융 기업 Capex to Sales

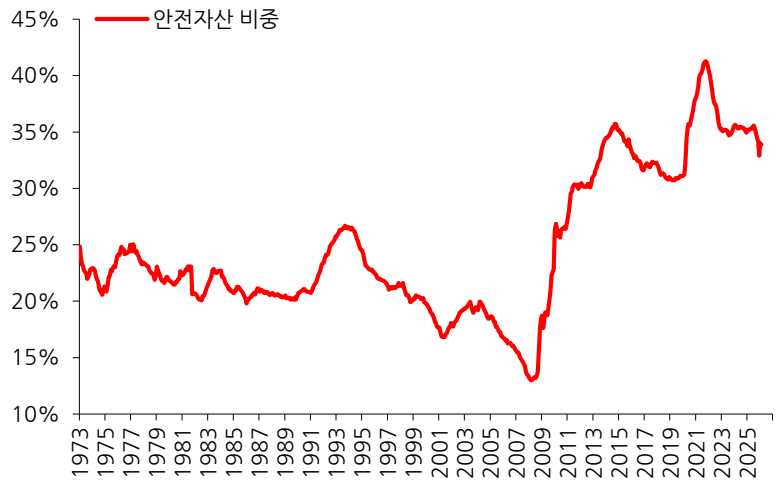


자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터

미국 금융 시스템 현황 은행

- ❖ 기업 중 은행의 건전성은 금융 위기 여부를 판별하는 특히 중요한 요소
- ❖ 스트레스 테스트 (p63부터 참조) 대상이 되는 주요 은행들의 리스크 관리가 엄격해지며, 건전성 최고 수준
  - ✓ 미국 은행의 안전자산 비중은 2008년 1분기 13%로 역사적 저점을 찍었던 반면…
  - ✓ … 2026년 2월에는 34%로 평균 대비 월등히 높은 상태
  - ✓ 자기자본 비율도 두 자릿수 복귀

은행 안전자산 비중



주: 안전 자산은 현금, 국고채 및 연준 관련으로 구성
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

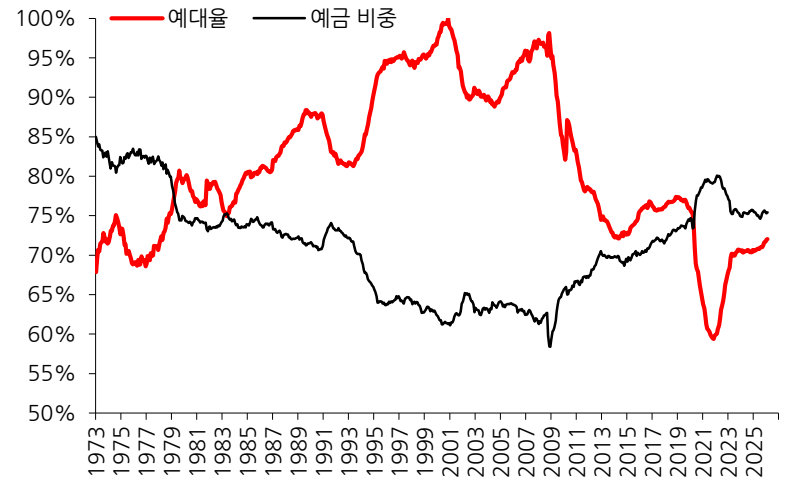
은행 자본 비율

자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

미국 금융 시스템 현황 은행, 계속

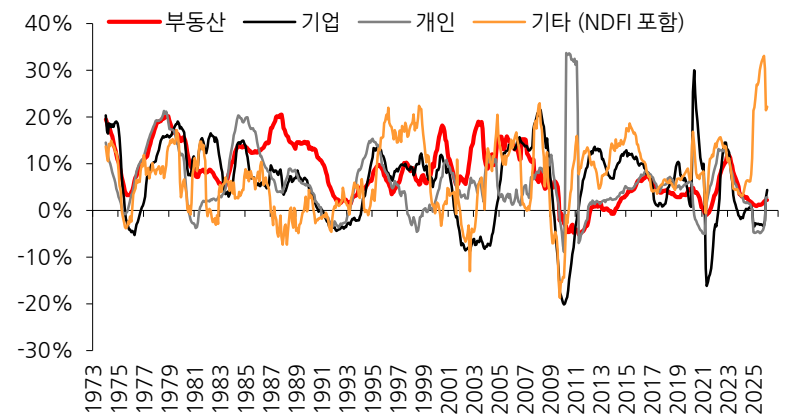
- 예대율은 상승했지만, 여전히 70% 초반에 불과하고…
- … 자금 조달 중 예금 비율은 2008년 금융 위기 이후 지속적으로 올라 75% 기록 중
- 시장의 걱정인 NDFI 대출 증가율은 가파르지만, 여타 영역은 안정적이고…
- … 부동산 부문 비중은 지속적으로 하락

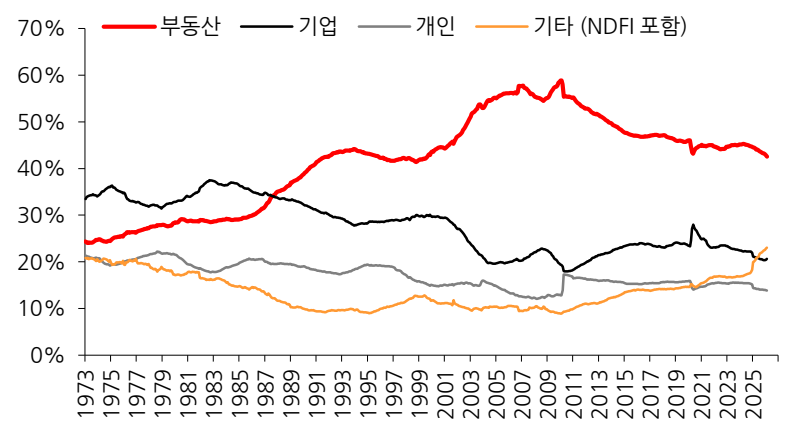
은행 예대율 및 부채 조달 중 예금 비율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

은행 분야별 대출 증가율 (위) 및 비중

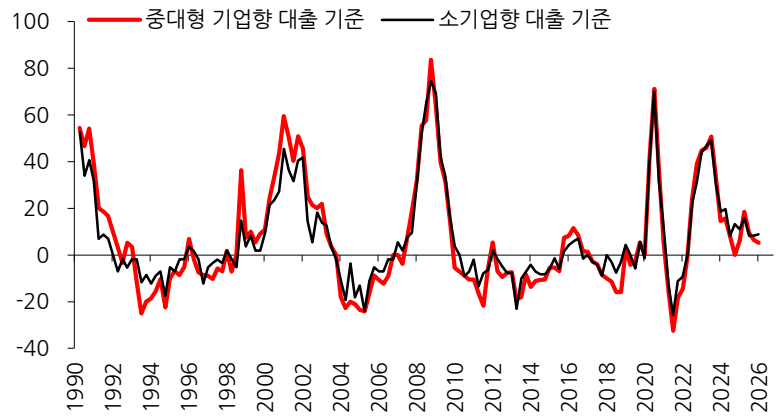


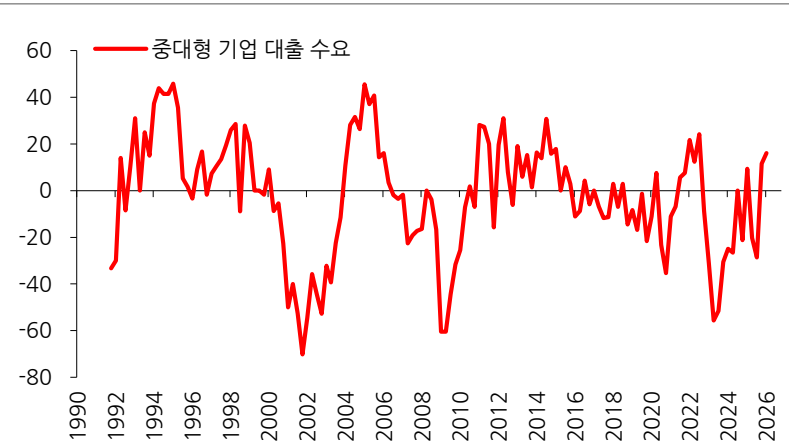


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

미국 금융 시스템 현황 은행, 계속

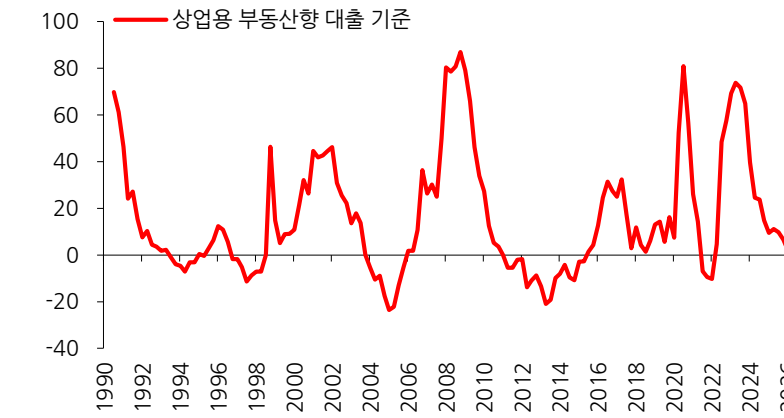
기업에 대한 은행 대출 긴축 태도 (위) 및 대출 수요

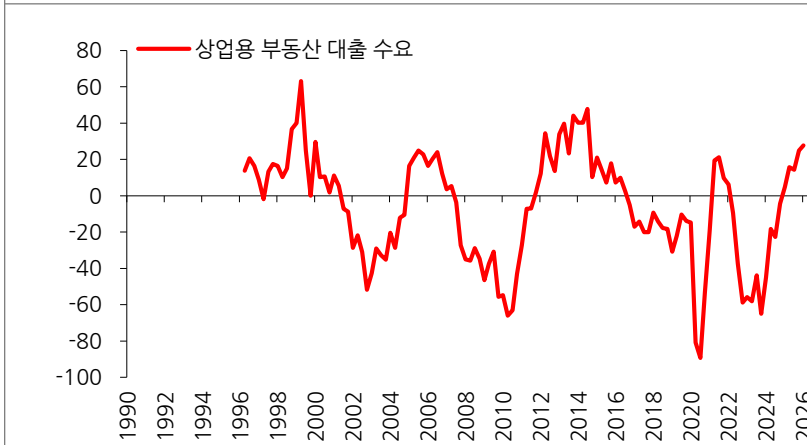




자료: SLOOS, 한화투자증권 리서치센터

상업용 부동산에 대한 은행 대출 긴축 태도 (위) 및 대출 수요





주: 상업용 부동산은 두 가지 데이터를 연결
자료: SLOOS, 한화투자증권 리서치센터

미국 금융 시스템 현황 보험

❖ 위험 신호가 나타나는지 여부를 관찰해야 하는 부문은 생명보험

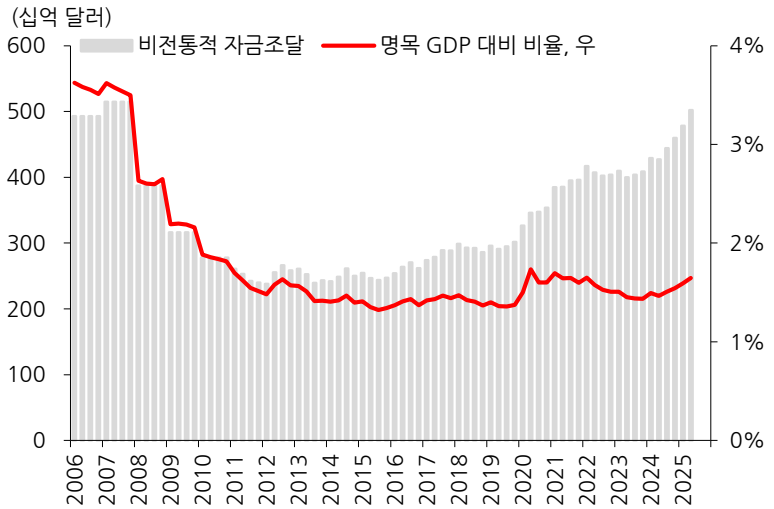
✓ 비전통적 자금조달 규모가 리먼 브라더스 사태 직전 수준까지 올랐고…

✓ … 비유동자산 비율도 올라가는 중

✓ 비전통적 자금조달의 GDP 대비 비중이 안정적이기 때문에 시스템 리스크가 되지 않을 것으로 기대

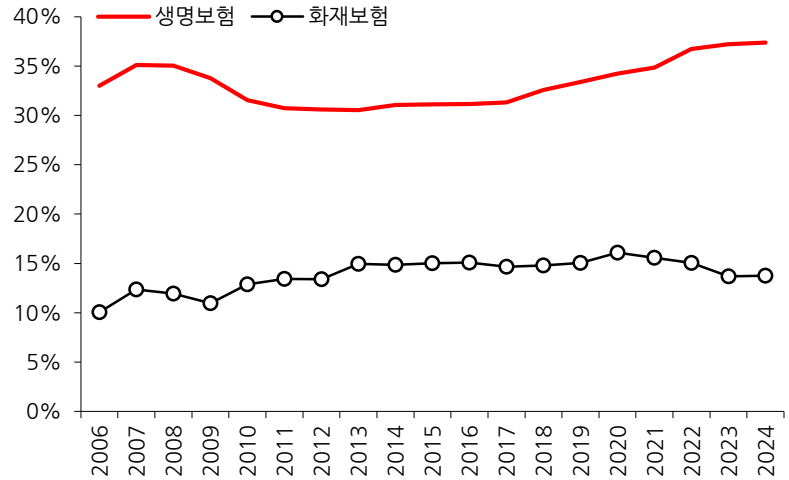
❖ 보험은 전제 금융 기관 중 17%에 그치며, 생명보험은 그 중에서 2/3 (p38참조)

생명보험 비전통적 자금 조달 규모 및 GDP 대비 비율



주: 비전통적 자금 조달은 RP, FHLB 선수금, ABS, 주식담보대출
자료: FED, 한화투자증권 리서치센터

생명보험 및 화재보험 비유동자산 보유 비율

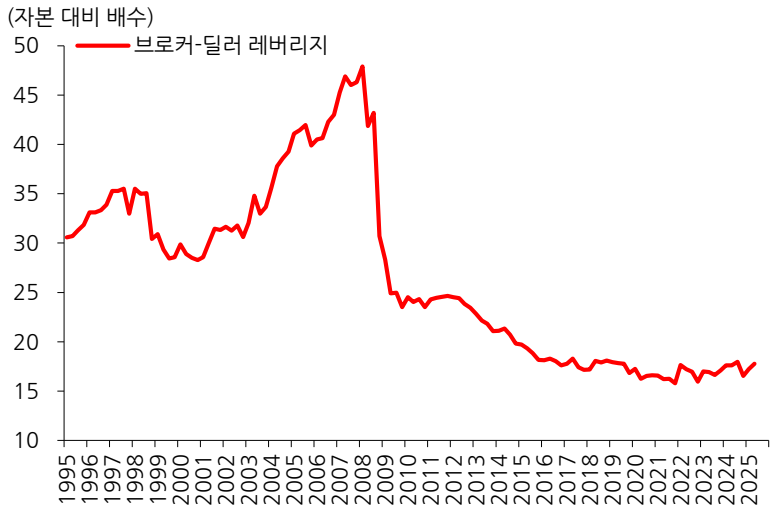


자료: FED, 한화투자증권 리서치센터

미국 금융 시스템 현황 브로커 – 딜러 & 헤지펀드

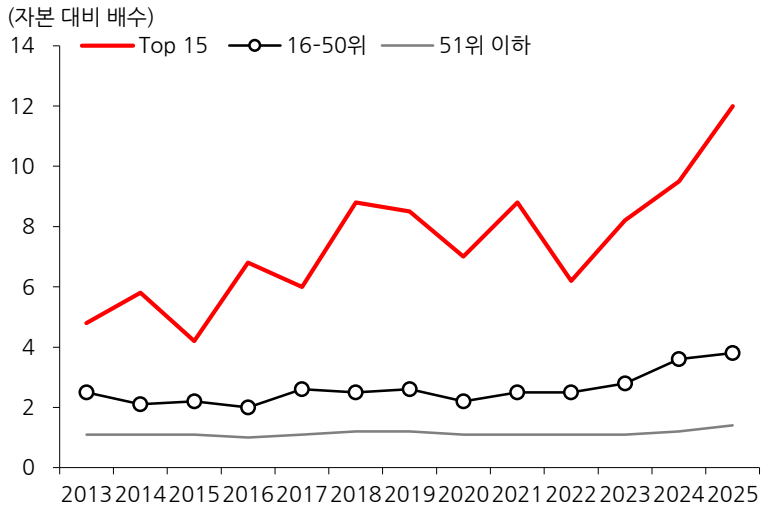
- ❖ 규모는 상대적으로 작지만, 적극적인 레버리지 활용으로 위기를 키웠던 브로커 - 딜러들의 재무상태는 안정적
  - ✓ 2007 ~ 08년에 45배가 넘었던 레버리지 비율은 20배 미만으로 하락
- ❖ 헤지펀드 레버리지 비율은 커지고 있지만…
- ❖ …대형사 및 담보 위주로 위험성은 과거 대비 제한적

브로커-딜러 레버리지 비율



자료: FED, 한화투자증권 리서치센터

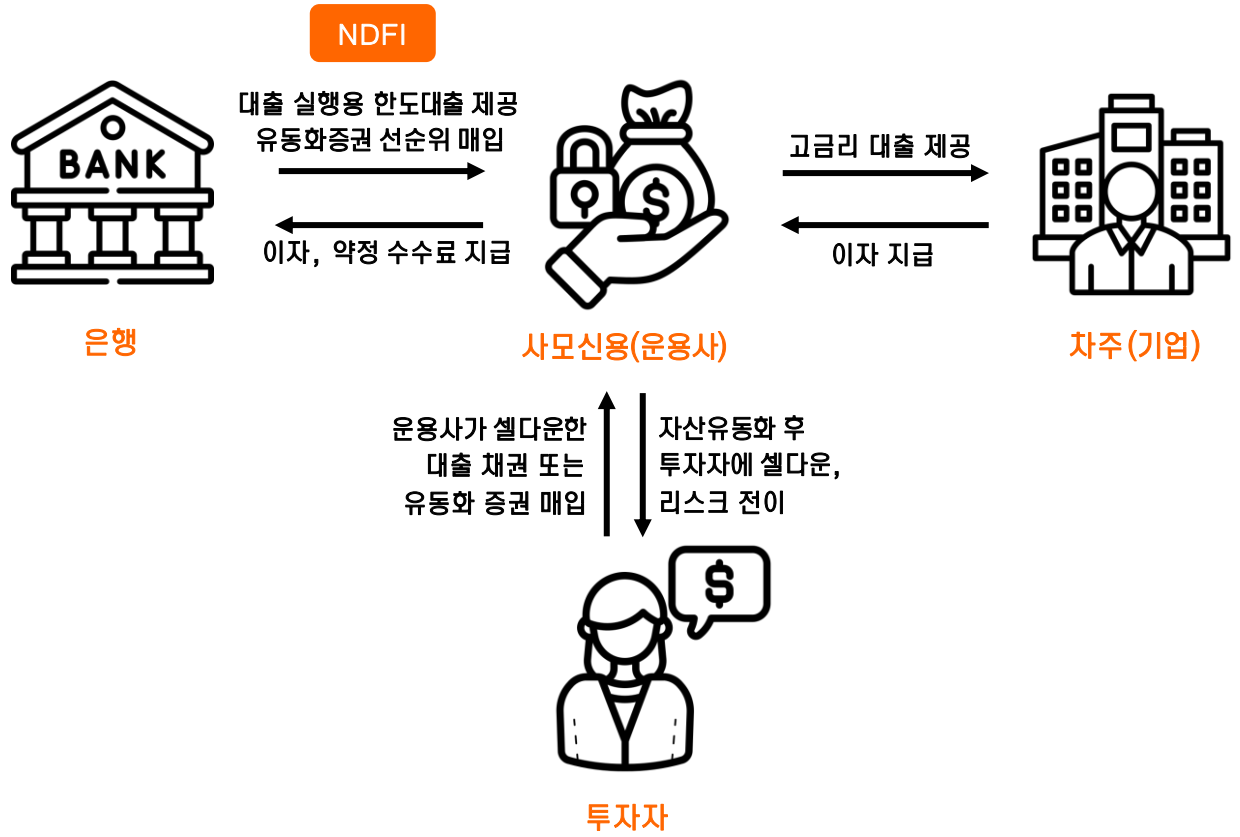
헤지펀드 순위별 레버리지 비율



자료: FED, 한화투자증권 리서치센터

사모신용, 은행 시스템과 리스크 직접 투자 없고, 운용사는 Sell Down

은행은 자금을 사모펀드 등에 대출해주는 방법으로 사모신용 시장에 간접적으로 노출: 직접 파생상품을 보유했던 리먼 브라더스 파산 사태와 확실하게 다른 점

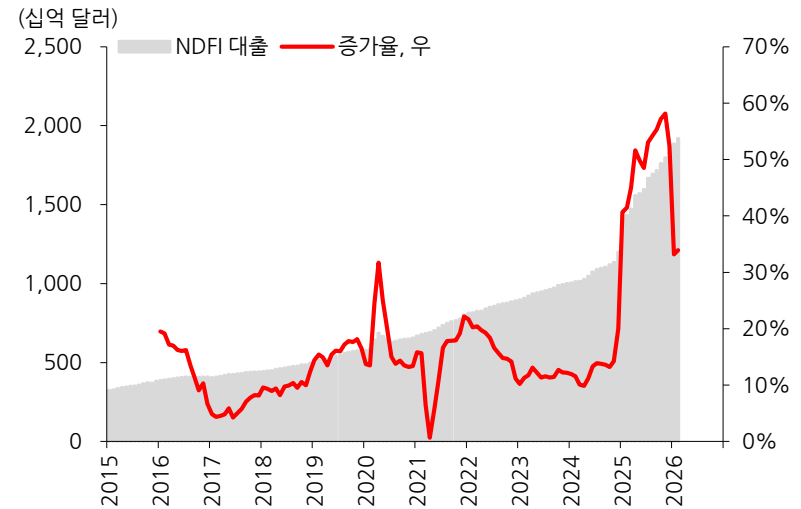


자료: 한화투자증권 리서치센터

사모신용, 은행 시스템과 리스크 NDFI/NBFI

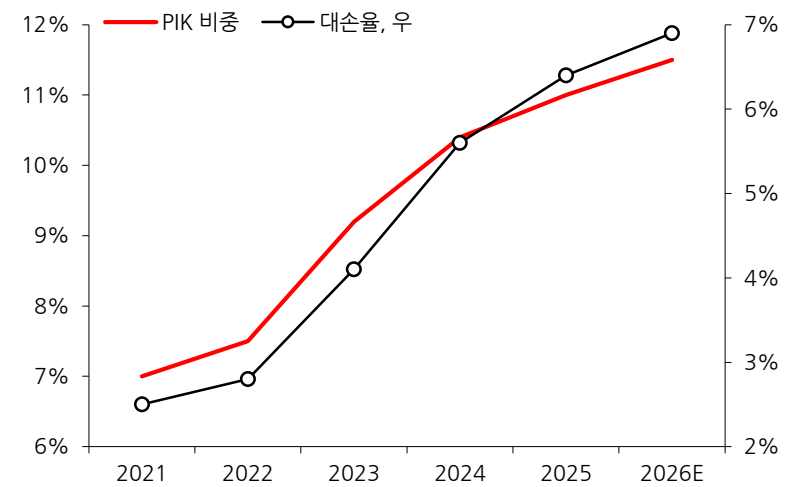
- ❖ 은행이 사모신용과 연관이 되는 계정은 NDFI(NonDepository Financial Institutions)向 대출
  - ✓ 2025년 1월부터 급증하기 시작해 2025년 11월 58%까지 증가율 확대
  - ✓ 절대 규모는 1.9조 달러로 금융권 전체 자산 대비 2%
- ❖ 이자를 원금에 가산하는 대출 방식인 PIK (Payment-In-Kind) 비중은 2021년 7%에서 12%까지 상승했고…
- ❖ … 대손율도 2.5%에서 7% 가까이 오른 상태

NDFI 대출 및 증가율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

PIK (Payment-In-Kind) 사용 비중 및 대손율

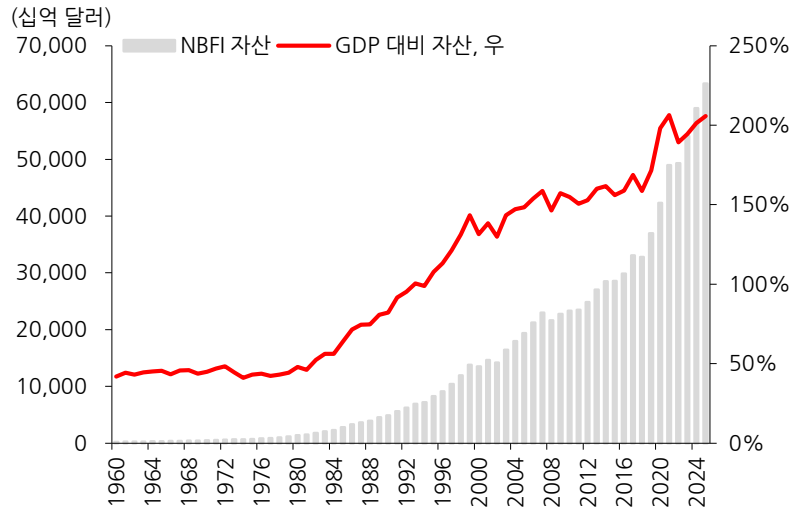


자료: LPMI, 한화투자증권 리서치센터

사모신용, 은행 시스템과 리스크 NDFI/NBFI, 계속

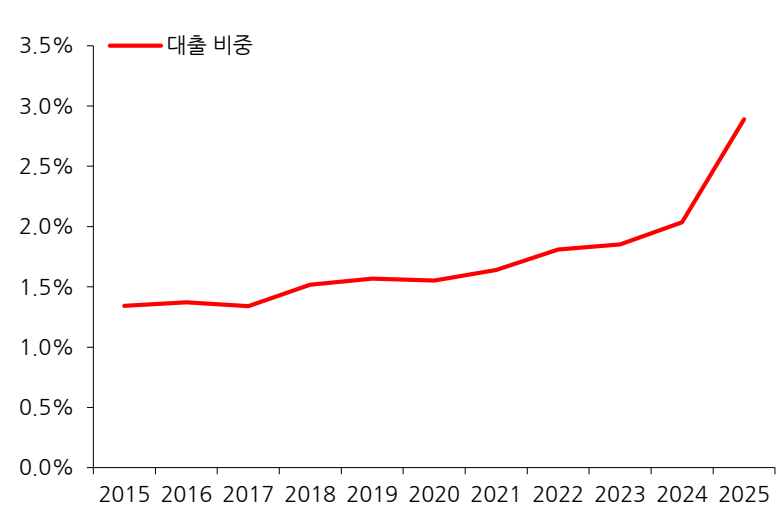
- NBFI (NonBank Financial Intermediation) 자산 규모는 2025년 기준 63조 달러로 파악
- 코로나 시기를 거치며, GDP 대비 비중이 상승
- NBFI의 전체 자산 중에서 NDFI 대출이 차지하는 비중은 3%에 불과하다는 점에서 위기가 당면하지 않았다고 판단

NBFI 자산 및 GDP 대비 비중



자료: FRED, 한화투자증권 리서치센터

NBFI 자산 중 은행대출 비율

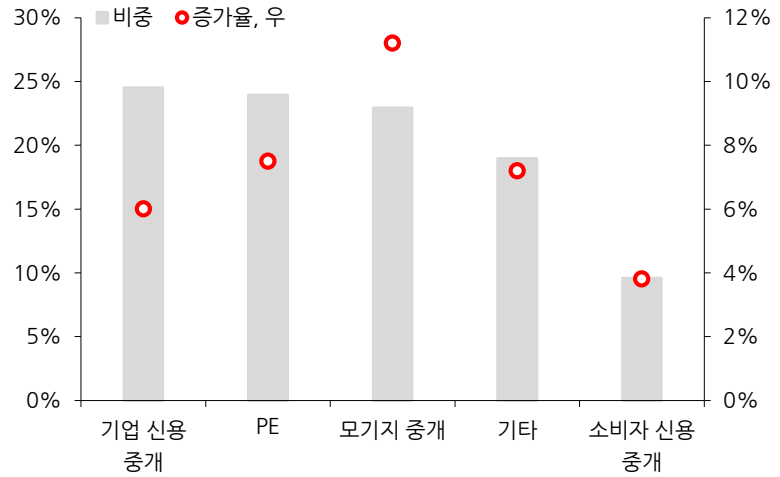


자료: FRED, FSB, Factset, 한화투자증권 리서치센터

사모신용, 은행 시스템과 리스크 NDFI/NBFI, 계속

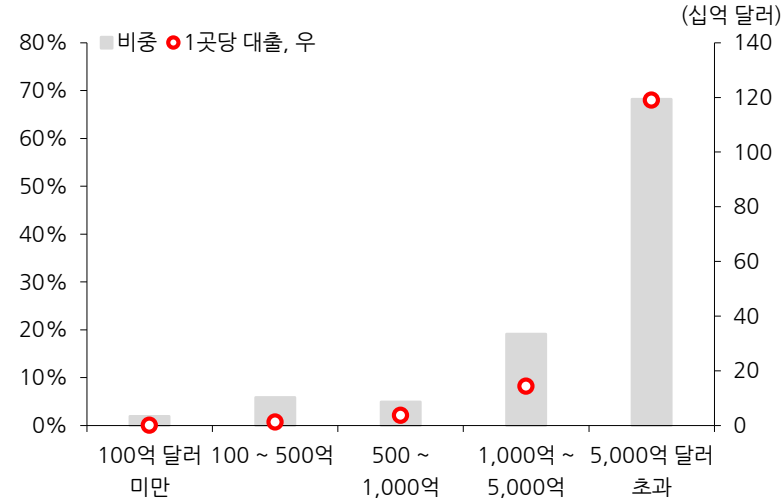
- NDFI에게 나간 대출의 산업별 비중은 잘 배분된 상태
  - ✓ 소프트웨어 기업 등이 위기의 진원으로 꼽히고 있지만, 기업 신용 중개 비중은 25%로 집중되지 않은 상황
  - ✓ 전분기 대비 증가율은 6%로 다른 영역 대비 안정적
- 대부분의 대출을 자산 규모 5,000억 달러가 넘는 대형 은행이 수행했다는 점도 리스크를 낮추는 요소

NDFI 산업별 비중 및 2025년 4분기 QoQ 증가율



주: 기타에는 지주회사, 보험사, 패밀리오피스, 국부펀드 및 기타 금융기관 포함
자료: S&P Global, 한화투자증권 리서치센터

NDFI 은행 규모별 대출 비중 및 은행 1곳당 대출 금액

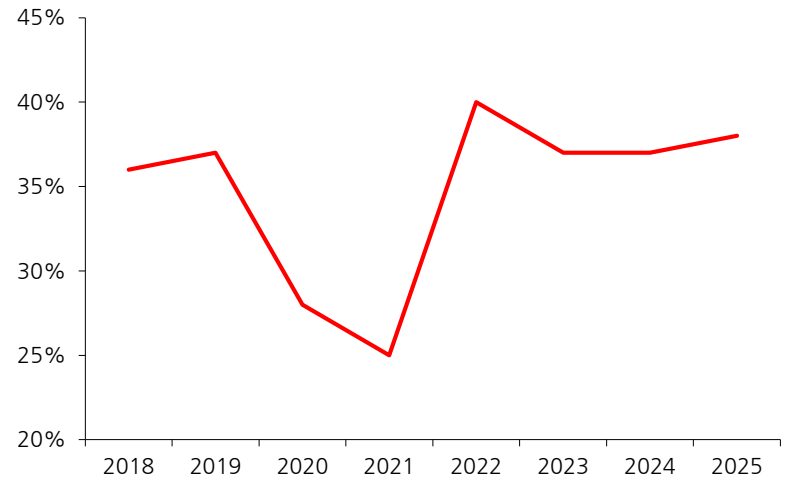


자료: S&P Global, 한화투자증권 리서치센터

사모신용, 은행 시스템과 리스크 NDFI/NBFI, 계속

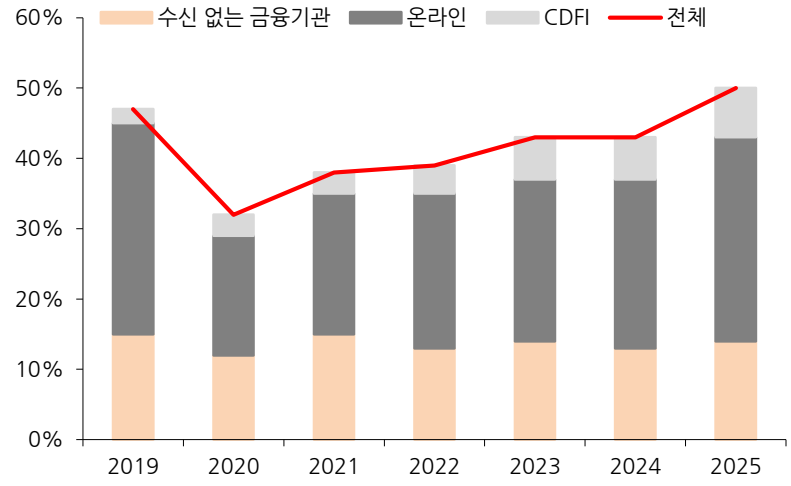
- 중소기업의 자금 조달이 어려워서 사모신용을 썼다는 것은 오해
- 자금 조달 중 NDFI 비중이 2020년 저점 이후 상승하고 있는 것은 사실이지만…
- …중소기업의 자금 조달 필요성이 과거 대비 다르지 않다는 사실에 주목: 안정적인 대출 수요 암시
  - ✓ 코로나 보조금이 풍부했던 시기인 2020 ~ 21년을 제외하면 35% 내외의 기업이 과거 12개월 동안 자금 조달했다는 응답

중소기업 중 과거 12개월 동안 자금 조달 신청한 비율



자료: FED, 한화투자증권 리서치센터

중소기업 자금조달 중 NDFI 비중



자료: FED, 한화투자증권 리서치센터

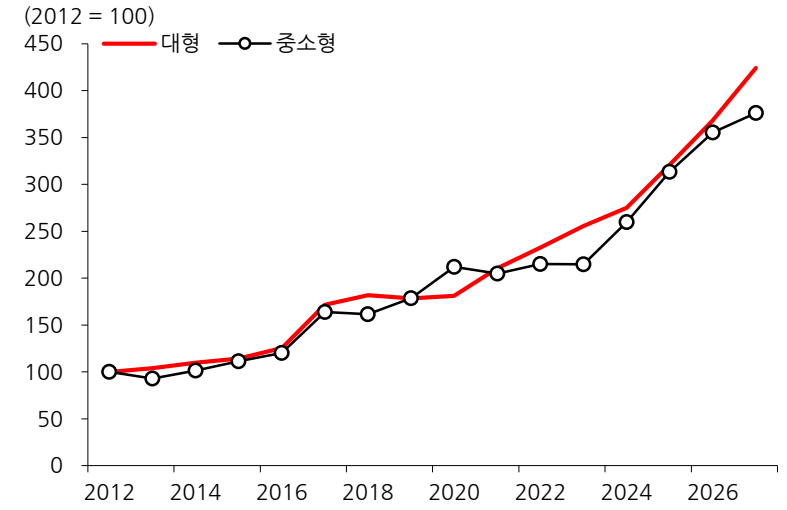
소프트웨어 기업이 문제? 상장 기업 재무구조 매우 우량

❖ 데이터가 확인되는 상장 소프트웨어 기업의 상태는 우수

✓ 대형 기업은 매출과 이익 모두 지속적으로 상승하고 있고…

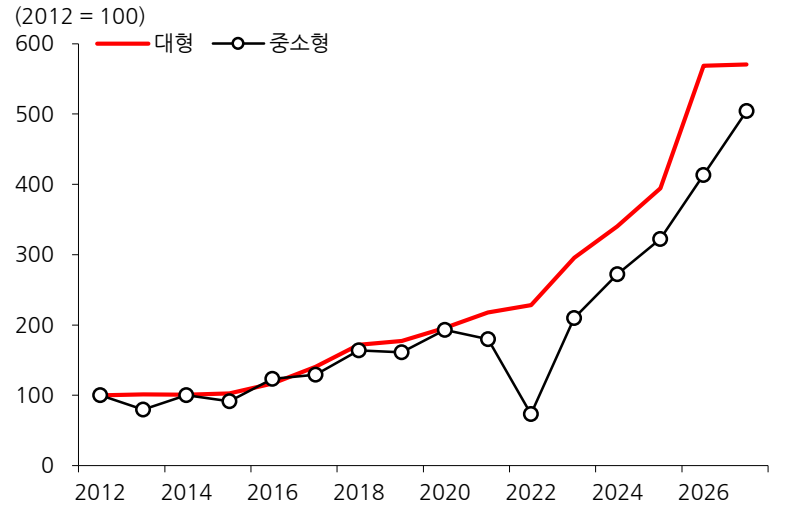
✓ … 중소형 회사들도 이익의 변동성은 있지만 실적이 개선되는 중

상장 소프트웨어 비교, 대형 vs. 중소형: 매출



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

상장 소프트웨어 비교, 대형 vs. 중소형: EPS

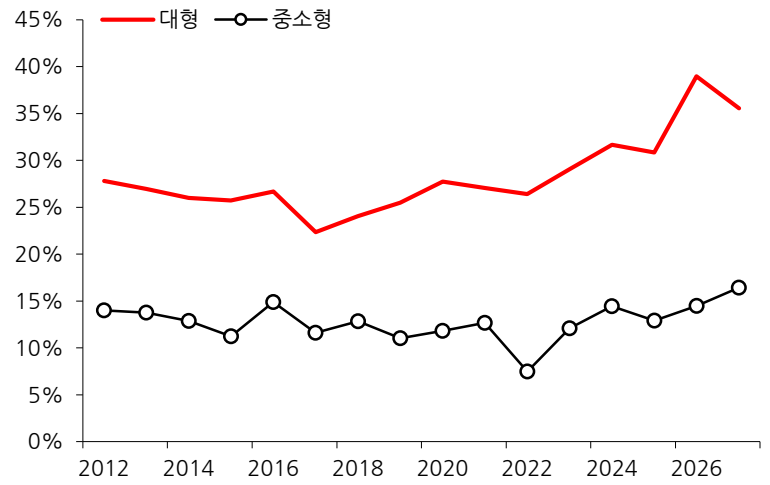


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

소프트웨어 기업이 문제? 상장 기업 재무구조 매우 우량, 계속

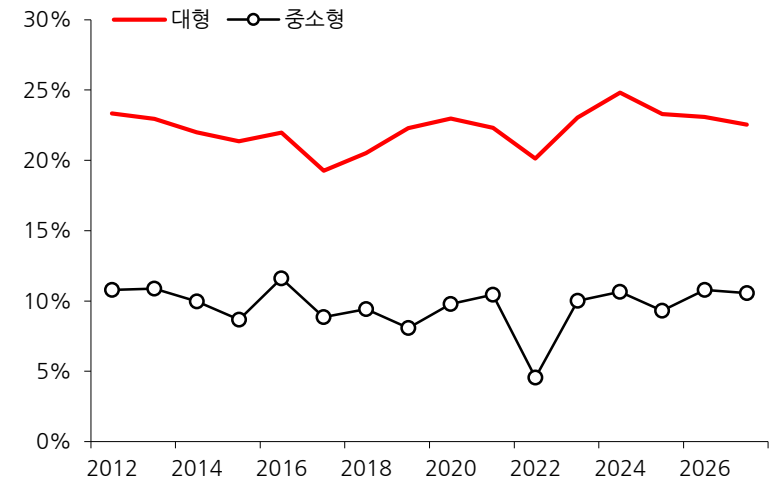
- 대형 기업의 수익성은 매우 양호해…
- … 투자가 필요하면 보유 현금으로 진행할 수 있고…
- … 중소형 회사의 이익률은 대형사 대비 떨어지나…
- … 오히려 최근 들어 개선되는 추세

상장 소프트웨어 비교, 대형 vs. 중소형: 영업이익률



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

상장 소프트웨어 비교, 대형 vs. 중소형: 잉여현금흐름마진

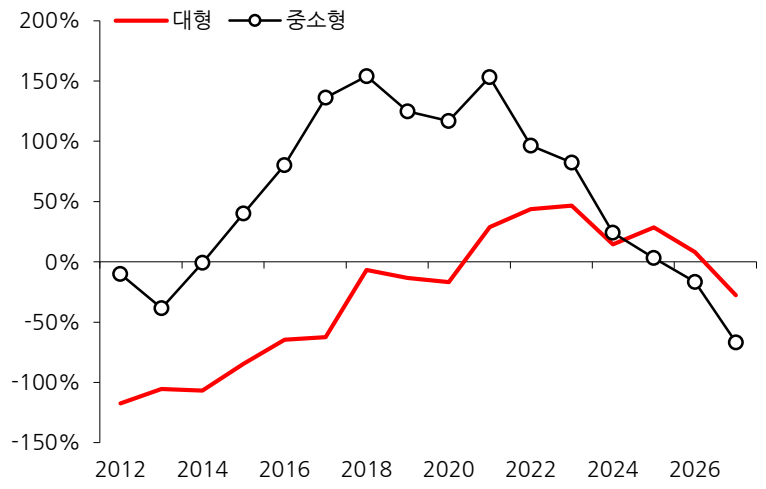


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

소프트웨어 기업이 문제? 상장 기업 재무구조 매우 우량, 계속

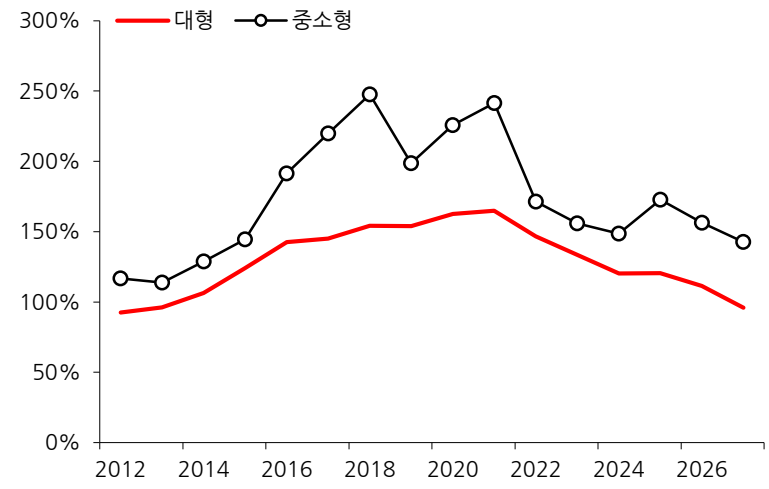
- 대형 기업은 2027년부터 순현금으로 전환되며…
- … 리스크 관리가 더욱 중요한 중소형 회사는 2026년부터 순현금 진입
- 상대적으로 높은 부채비율은 중소형 기업의 이자 지급이 필요없는 부채가 더 많다는 의미로…
- … 현금 흐름을 위해 운전자본 관리를 타이트하게 한다는 의미

상장 소프트웨어 비교, 대형 vs. 중소형: 순차입금/EBITDA



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

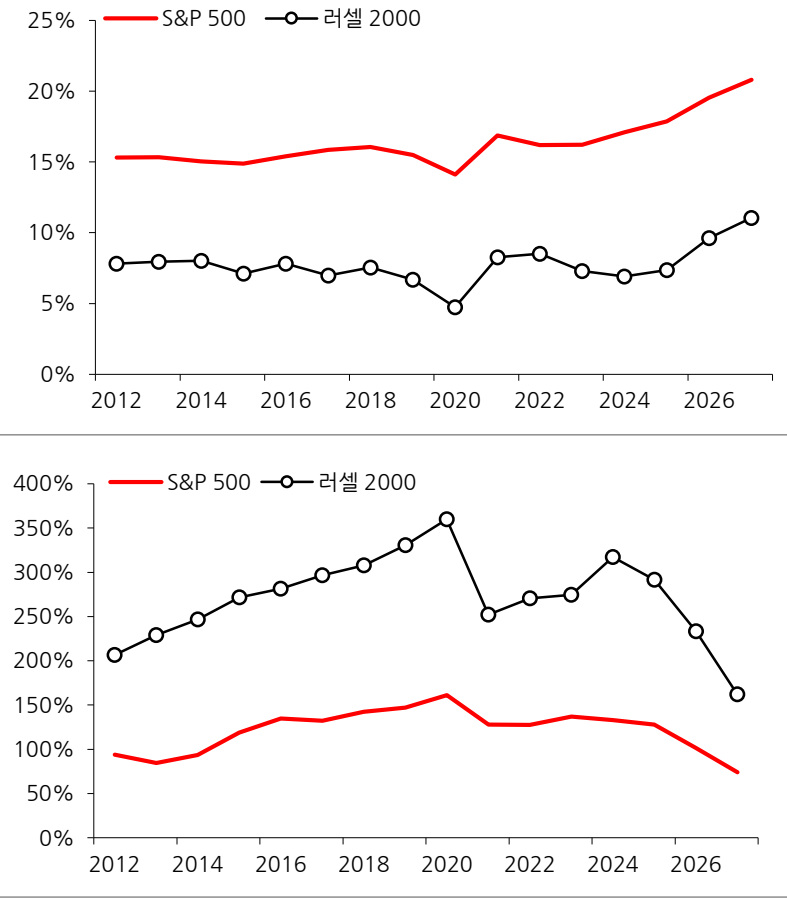
상장 소프트웨어 비교, 대형 vs. 중소형: 부채비율



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

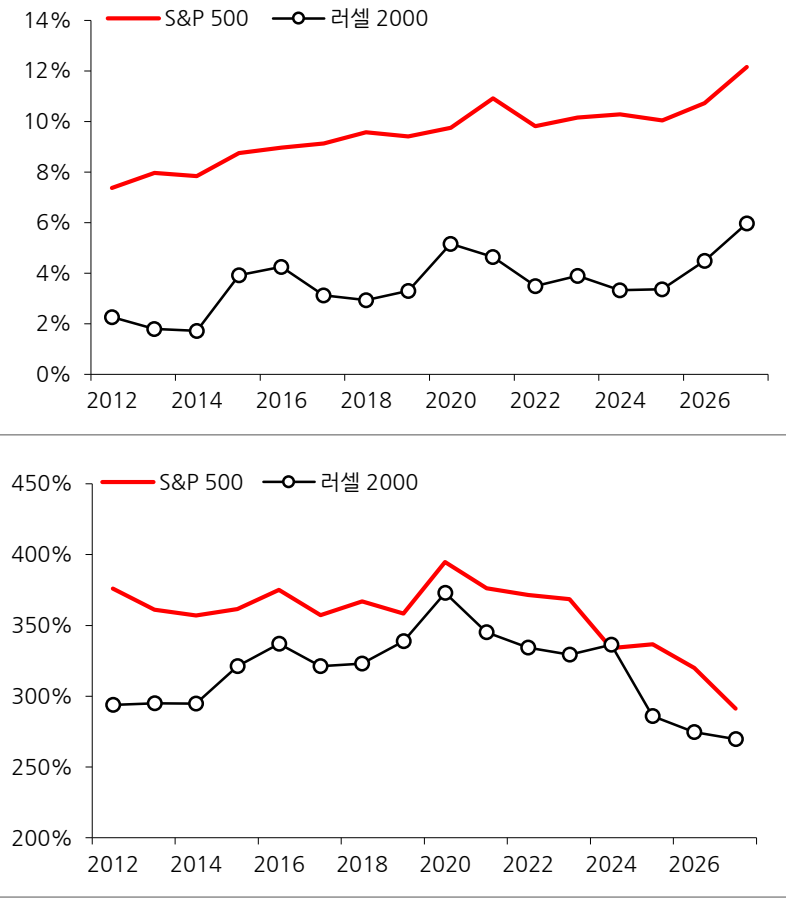
소프트웨어 기업이 문제? 상장 기업 재무구조 매우 우량, 계속

S&P 500, 러셀 2000 비교, 영업이익률 (위) vs. 잉여현금흐름마진



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

S&P 500, 러셀 2000 비교, 순차입금/EBITDA (위) vs. 부채비율

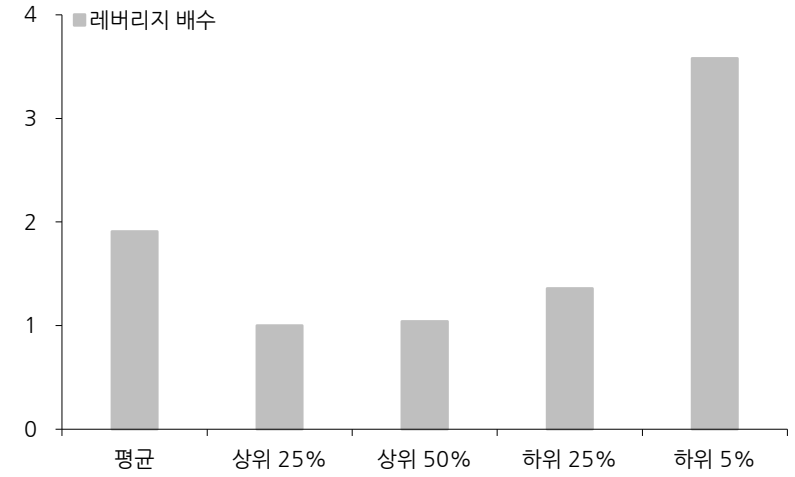


자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

사모펀드 시장 및 기업 소규모 PE는 상대적으로 건전성 악화됐으나…

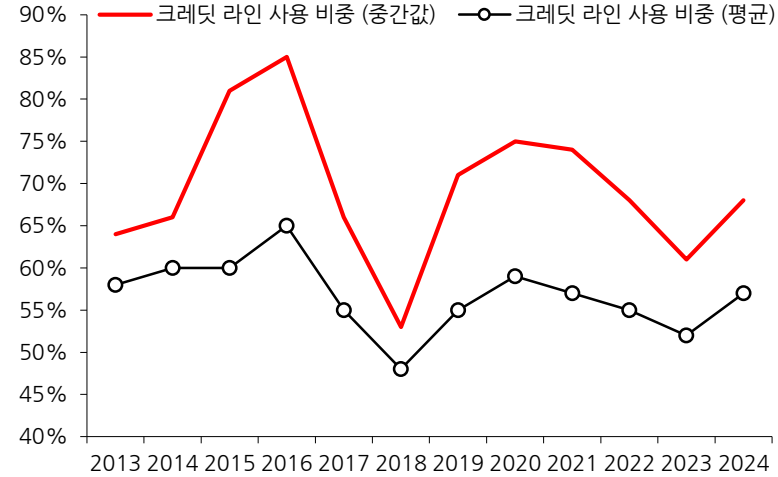
- 사모신용과 직접적으로 연결되는 영역은 사모펀드
  - ✓ 은행으로부터 돈을 빌려 기업들에게 대출한 뒤, 펀드로 만들어서 투자자에게 판매하는 사업 구조가 있기 때문
  - ✓ 사모펀드의 상황이 악화되면 유동성이 묶이며 상장 주식 시장에 간접적인 악영향 가능
- 대형사에 비해 소형사의 레버리지가 높고…
- … 크레딧 라인 사용 비율도 중간값 > 평균값이기 때문에 대형사의 환매 대응 여력 높다고 판단

PE 규모별 레버리지 배수



자료: OFR, 한화투자증권 리서치센터

PE 크레딧 라인 사용 비중

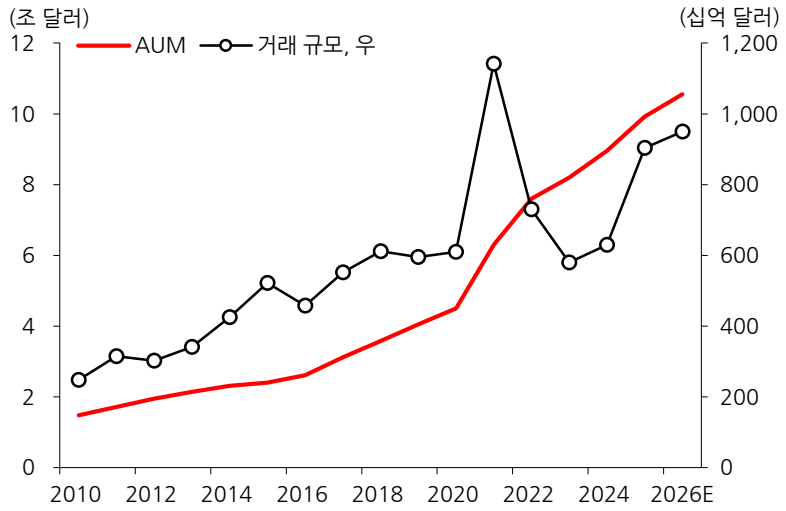


자료: OFR, 한화투자증권 리서치센터

사모펀드 시장 및 기업 …뉴스에 나오고 있는 회사들 비중 미미하고…

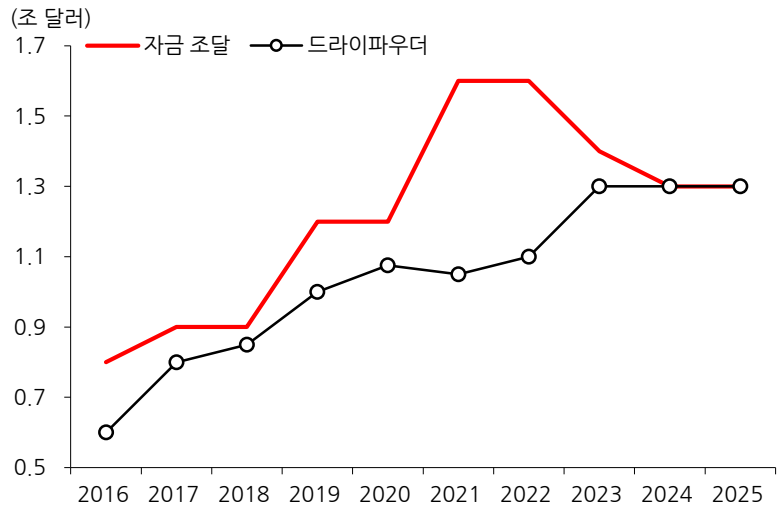
- PE의 AUM은 지속적으로 증가하고 있는데…
- … 거래 규모는 2021년 고점을 경신하지 못하고 있어…
- … 자금 조달은 줄었음에도 불구하고…
- … 드라이파우더는 고점을 유지하는 중

PE 전체 AUM 및 거래 규모



자료: KPMG, Bain & Company, 한화투자증권 리서치센터

PE 자금 조달 및 드라이 파우더 규모



자료: Bain & Company, 한화투자증권 리서치센터

사모펀드 시장 및 기업 … 대형 회사들의 건전성은 역사상 최고 수준

❖ 신문 지상을 장식하는 블루아울과 기타 대형사의 상황은 상이

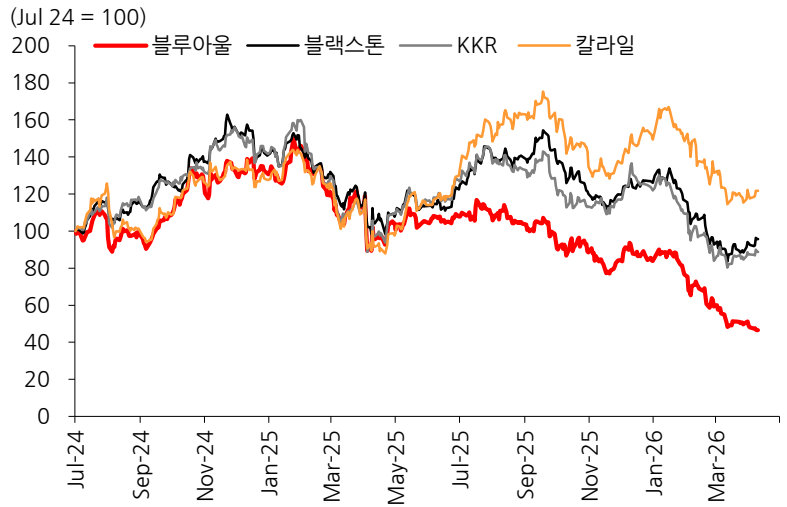
1) 꾸준하게 주가가 하락하는 블루아울 vs. 반등 시도하는 블랙스톤/KKR/칼라일

2) 블랙스톤/KKR/칼라일의 자본 비율도 양호한데…

3) … 특히 자산 중 현금성 비율이 두 배 이상

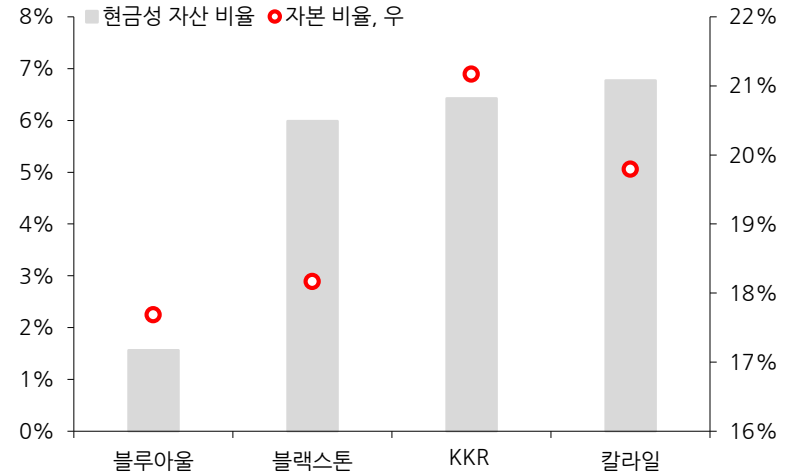
→ 유동성이 부족하더라도, 환매에 대한 GP로서의 대응 능력 탁월

블루아울 캐피털 vs. 블랙스톤, KKR, 칼라일: 주가



자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

블루아울 캐피털 vs. 블랙스톤, KKR, 칼라일: 현금성 자산 비중 및 자본비율



주: KKR은 보험 부문 제외
자료: Factset, 한화투자증권 리서치센터

IV

연준 2025년 스트레스 테스트 분석:

2024년 대비 개선

2025 스트레스 테스트 가정 (Severely Adverse Scenario)과 대상 은행

- 연준은 매년 스트레스 테스트를 수행
- 경기 및 자산 가격에 대한 최악의 가정을 통해 은행 건전성 확인
  - ✓ 실업률 10%, GDP -8%, 주가 50% 하락 등
  - ✓ **최악의 상황이 되면 금리를 0%로 내리겠다는 의지 포함**
- 2026년에는 사모신용과 관련된 상세 데이터를 요구했기에 결과가 주목되는 상황: 2025년에도 관련 분석을 수행했으나, 부차적 (p68)

최악의 시나리오 가정 변화: 2024 vs. 2025

	2024	2025
실업률	+6.3%p로 10%	+5.9%p로 10%
실질 GDP 변동폭	-8.50%	-7.80%
주택 가격	-36%	-33%
상업용 부동산 가격	-40%	-30%
3개월 국채 금리	-5.3%p로 0%	-4.4%p로 0%
BBB 스프레드	+4.1%p로 5.8%	+3.9%p로 5%
주가	-55%	-50%

자료: FED, 한화투자증권 리서치센터

스트레스 테스트 대상 은행

	카테고리*
American Express	III
Bank of America	I
Bank of NY-Mellon	I
Barclays US	III
BMO	III
Capital One	III
Charles Schwab Corp	III
Citigroup	I
DB USA	III
Goldman Sachs	I
JPMorgan Chase	I
M&T	IV
Morgan Stanley	I
Northern Trust	II
PNC	III
RBC USA	IV
State Street	I
TD Group	III
Truist	III
UBS Americas	III
US Bancorp	III
Wells Fargo	I

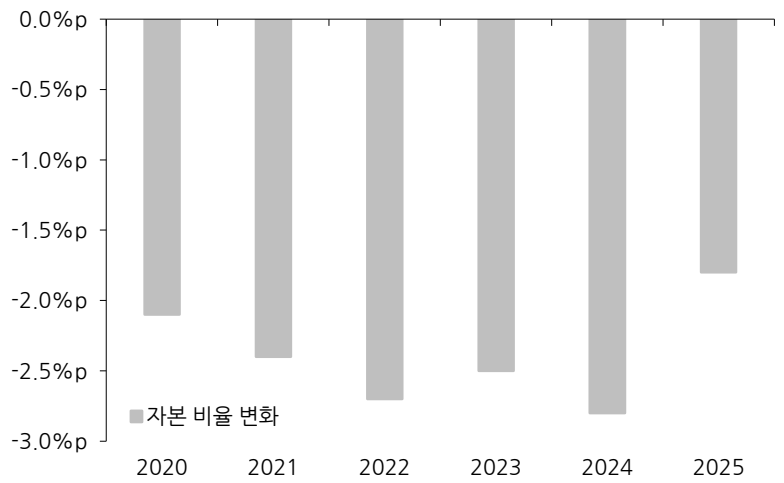
* 카테고리 I: 연례, Global Systemically Important Banks
II: 연례, 자산 7,000억 달러 초과
III: 2년에 한 번, 자산 2,500 ~ 7,500억 달러
IV: 2년에 한 번, 자산 1,000 ~ 2,500억 달러

자료: FED, 한화투자증권 리서치센터

2025 스트레스 테스트 자본 비율

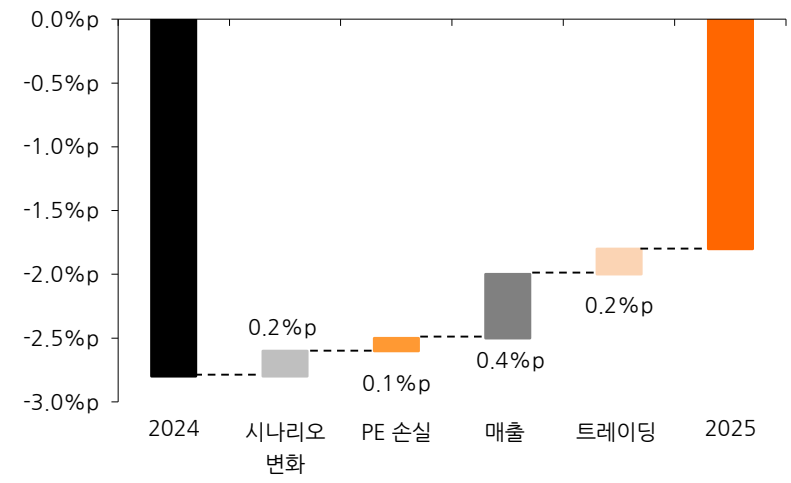
- 2024년 스트레스 테스트 결과 최악의 가정에서 대상 은행의 자본 비율은 2.8%p 하락하는데…
- … 2025년에는 100bps가 상승하며 자본 비율 악화 폭이 -1.8%p로 개선
- 시나리오 변화에 따른 +0.2%p를 제외하면 0.8%p가 올라간 것
  - ✓ 매출 증가와 트레이딩 손실 축소 등 핵심 영역에서의 건전성 강화가 인상적
  - ✓ 사모신용 이슈의 진원인 PE관련 손실도 2024년 대비 개선

연도별 스트레스 테스트 수행 후 자본 비율 하락 폭



자료: FED, 한화투자증권 리서치센터

2024년 대비 2025년 자본 비율 개선 영역



자료: FED, 한화투자증권 리서치센터

2025 스트레스 테스트 세전이익

- 최악의 가정 하에서 스트레스 테스트 대상 22개 은행의 향후 9개 분기 대출비용 반영 전 매출은 4,693억 달러
  - ✓ 순이자 수익 9,321억 달러, 비이자 수익 8,604억 달러에서 비이자 비용 1.3조 달러를 차감한 수치
- 연준은 부정적 시나리오 하에서 주요 금융 기관의 대출비용을 4,726억 달러로 예상하고 있어, 은행의 핵심 사업에서 손실을 볼 것으로 전망: -33억 달러
- 신용 비용, 트레이딩 및 기타 손실까지 반영하면 예상되는 세전이익은 -804억 달러
  - ✓ 804억 달러는 은행 자산 대비 0.4%로 위험 크기 제한적

1) 자산 대비 비율에서의 자산은 향후 9개 분기 평균 기준

2) 신용 비용에 해당하는 투자자산은 매도가능증권 및 만기보유증권으로 손익계산서에 직접 반영되지 않는 것에 한정

3) 트레이딩 손실은 거래상대방 위험과 시장가격평가 리스크 반영

4) 기타 손실은 판매 또는 투자 목적으로 보유 중인 대출금 중 공정가치 옵션을 적용해 측정된 대출금의 변동 예상치, 대출금의 헤지 과정에서 발생하는 손실/이익, 사모펀드 투자에 따른 손실이 포함

2027년 1분기까지 스트레스 테스트에 따른 매출 및 이익

	십억 달러	자산 대비 비율
대출비용 반영 전 매출, 4 = 1 + 2 - 3	469.3	2.3%
순이자 수익, 1	932.1	4.6%
비이자 수익, 2	860.4	4.3%
비아자 비용, 3	1,323.2	6.6%
대출비용, 5	472.6	
투자자산에 대한 신용 비용, 6	4.5	
트레이딩 손실, 7	42.4	
기타 손실, 8	30.2	
세전이익, 9 = 4 - 5 -6 - 7 - 8	**-80.4**	**-0.4%**

자료: FED, 한화투자증권 리서치센터

2025 스트레스 테스트 대출비용

- 최악의 가정 하에서 스트레스 테스트 대상 22개 은행의 향후 9개 분기 대출비용은 4,719억 달러: 세전이익 분석 과정의 4,726억 달러와 7억 달러 차이가 나는 것은 계산 상의 불일치로 연준은 설명
  - ✓ 신용카드 부문 손실이 1,575억 달러로 최대
  - ✓ 기업 부문 1,239억 달러로 그 다음을 차지하며, 상업용 부동산, 소비자 및 모기지의 순서
- 손실 비율 6.6%를 기준으로 역산하면, 스트레스 테스트 대상 은행의 대출 자산은 7.2조 달러로…
- … 미국 전체 은행 대출 13.3조 달러의 53% 수준
  - ✓ 미국의 은행 개수가 4,000개가 넘는 것을 감안하면 시스템에 중요한 금융 기관을 대부분 커버하고 있다고 봐도 무방

1) 기업은 법인 카드 포함

2) 소비자는 학자금 및 자동차 대출 등으로 구성

3) 기타에는 비미국 부동산 대출 포함

2027년 1분기까지 스트레스 테스트에 따른 대출비용

	십억 달러	2025년 4분기 손실 비율	손실 비율
대출비용	**471.9**	**0.8%**	**6.6%**
모기지	25.7	0.7%	1.9%
HELOCS*	4.3	NM	3.4%
기업	123.9	0.7%	8.4%
상업용 부동산	51.6	0.8%	7.2%
신용카드	157.5	1.5%	16.9%
소비자	31.3	1.4%	5.3%
기타	77.5	NM	3.9%

* Home Equity Lines Of Credit

자료: FED, FRED, 한화투자증권 리서치센터

2025 스트레스 테스트 NBFI

❖ 과거 5년 동안 21% 증가한 전체 대출에 비해 NBFI向은 56% 늘어 연준도 이에 대한 경각심을 가진 상태

✓ 은행 재무제표에 잡히는 NDFI는 비예금금융기관으로 예금을 받지 않고 대출이나 투자를 수행하는 기관을 의미

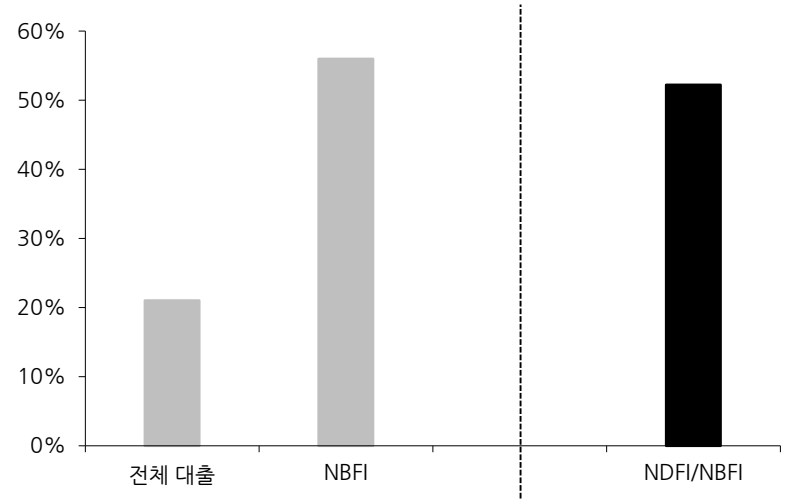
: 핀테크 대출업체, 사모펀드, 리스/할부 금융사 및 모기지 전문회사 등

✓ 스트레스 테스트에서 사용된 용어인 NBFI는 비은행금융중개로 보험사, 연금펀드, MMF 등을 모두 포괄: NBFI > NDFI

✓ NBFI 대출은 2024년 기준 2.3조 달러로 NDFI의 두 배 수준

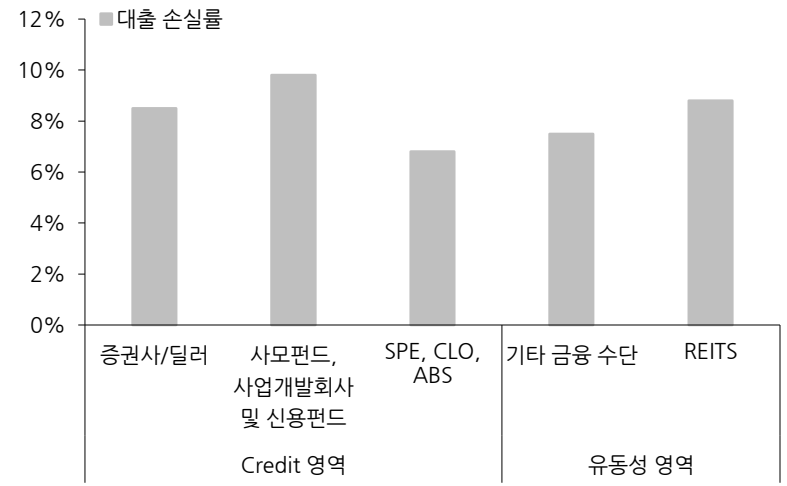
❖ 스트레스 테스트 환경 하에서 NBFI 차주의 대출 손실률은 평균 8.3%로 은행 전체 수치 6.6%에 비해 1.7%p 높은 수준

지난 5년 동안 NBFI와 전체 대출 증가율 및 NBFI 대비 NDFI 비율



자료: FED, 한화투자증권 리서치센터

스트레스 테스트 이후 NBFI 업종별 대출 대비 손실률



자료: FED, 한화투자증권 리서치센터

Compliance Notice

(공표일: 2026년 4월 14일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 의거하여 본인의 의견을 정확히 반영해 작성했으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭이 없었음을 확인합니다(한상희). 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 저희 회사는 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. 저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, redisseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by Hanwha Investment & Securities.

종목 투자등급

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

산업 투자의견

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중

(기준일: 2026년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자 상품의 비중	90.7%	9.3%	0.0%	100.0%

Memo.

본 페이지는 편집상 공백 페이지입니다

한화투자증권 리.서.치.센.터

리서치센터장

박영훈

Energy

02.3772.7614

houn0715@hanwha.com

[투자전략팀]

안현국	팀장	퀀트	3772-7646	hg.ahn@hanwha.com
임혜윤	연구위원	경제	3772-7728	hylim@hanwha.com
김성수	연구위원	채권	3772-7616	sungsoo.kim@hanwha.com
최규호	책임연구원	경제	3772-7720	choi.gh@hanwha.com
한시화	책임연구원	크레딧	3772-7737	shhan1229@hanwha.com

[기업분석팀]

김소혜	팀장	인터넷/게임/미디어	3772-7404	sohye.kim@hanwha.com
김성래	수석연구위원	자동차/부품	3772-7751	sr.kim@hanwha.com
송유림	수석연구위원	건설/유틸리티	3772-7152	yurim.song@hanwha.com
박세연	수석연구위원	ESG	3772-7406	shannon@hanwha.com
김도하	수석연구위원	은행/보험	3772-7479	doha.kim@hanwha.com
한유정	연구위원	음식료/화장품	3772-7693	yujung.han@hanwha.com
이진협	연구위원	유통/의류/지주	3772-7638	jinhyeob.lee@hanwha.com
엄수진	연구위원	ESG	3772-7407	sujineom@hanwha.com
박수영	책임연구원	엔터/레저/운송	3772-7634	suyoung.park.0202@hanwha.com
이용욱	책임연구원	에너지/화학/2차전지	3772-7635	yw.lee@hanwha.com
배성조	책임연구원	조선/방산/우주/기계	3772-7611	seongjo.bae@hanwha.com
박준영	책임연구원	반도체	3772-7481	jyp94@hanwha.com
권지우	책임연구원	철강	3772-7689	jiwoo.kwon@hanwha.com
고예진	연구원	반도체/에너지/화학/2차전지/음식료/화장품/엔터/레저/운송 RA	3772-7701	yejinko@hanwha.com
김나우	연구원	인터넷/게임/미디어/유통/의류/방산/우주/기계/은행/보험 RA	3772-7710	now.kim@hanwha.com
김예인	연구원	ESG/건설/유틸리티/자동차/부품 RA	3772-8420	yein.kim@hanwha.com

[글로벌리서치팀]

한상희, CFA	팀장	해외주식	3772-7695	sanghi.han@hanwha.com
박유진	책임연구원	중국주식	3772-8217	yujin.park@hanwha.com
박제인	연구원	해외주식 RA	3772-7380	jane8314@hanwha.com
심혜린	연구원	미국주식 RA	3772-7374	hyerin.sihm@hanwha.com
박정현	연구원	중국주식 RA	3772-7417	jeong.hyeon.park@hanwha.com

[디지털자산리서치팀]

최윤영	팀장	디지털자산	3772-7402	yy.choy@hanwha.com

본 · 지점망

본사 02)3772-7000(代)
서울시 영등포구 여의대로 56(여의도동)
고객지원센터 080-851-8282
주문전용 080-851-8200
ARS 080-852-1234

서울

본 사	02) 3772-7000	영 업 부	02) 3775-0775
강남WM센터	02) 6975-2000	노 원 지 점	02) 931-2711
갤러리아WM센터	02) 3445-8700	목동WM센터	02) 2654-2300
금융플라자63지점	02) 308-6363	송파WM센터	02) 449-3677
금융플라자시청지점	02) 2021-6900	강북WM센터	02) 743-7311

인천/경기

분당WM센터	031) 707-7114	일 산 지 점	031) 929-1313
송도IFEZ지점	032) 851-7233	평 촌 지 점	031) 381-6004
신 갈 지 점	031) 285-7233	평 택 지 점	031) 652-8668
안 성 지 점	031) 677-0233		

부산/울산/경남

부산WM센터	051) 465-7533	울산WM센터	052) 265-0505
마린시티지점	055) 943-3000	언 양 지 점	052) 262-9300
거제브랜치	055) 730-0400		

대구/경북

대구WM센터	053) 741-3211	영 주 지 점	054) 633-8811
문 경 지 점	054) 550-3500	영 천 지 점	054) 331-5000
거 창 지 점	051) 751-8321		

대전/충청

대전WM센터	042) 488-7233	청 주 지 점	043) 224-3300
천 안 지 점	041) 563-2001	홍 성 지 점	041) 631-2200

광주/전라

광주WM센터	062) 713-5700	전 주 지 점	063) 710-1000

한화투자증권

[Compliance Notice]
이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보 출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.