[AI로 생성된 이미지 입니다]

2026년 하반기 해외크레딧 전망

Private Credit 연장전 시작

미들마켓을 넘어, AI 인프라 금융 시대로

2026. 5. 14 | 자산배분/해외크레딧 이영주 leeyoungju@hanafn.com

하나증권

[2026년 하반기 해외크레딧 전망]

Private Credit 연장전 시작
(미들마켓을 넘어, AI 인프라 금융 시대로)

- Private Credit은 어떻게 거대한 신용 플랫폼이 되었나
- 미들마켓을 넘어 AI 인프라가 새로운 신용 중심이 되고 있다
- 신용 사이클은 시간이 늘어나는 구조로 전환
- 규제 정책과 유동성은 AI 투자 사이클을 지탱
- 핵심 이슈: 누가 이 누적된 신용을 다시 받아줄 것인가

초록

Private Credit 연장전 시작 (미들마켓을 넘어, AI 인프라 금융 시대로)

Ⅰ. Private Credit은 어떻게 거대한 신용 플랫폼이 되었나

- 상반기 내내 미국 사모신용 시장에서는 환매 압력과 미들마켓 부실 우려가 지속되었다. 그럼에도 시장 규모는 확대되고 있으며 현재 Private Credit 시장 AUM은 약 2조 달러로 추정된다. 다만 이 수치는 대출펀드 기반 자산 중심의 규모에 불과하다. 자산기반금융 (ABF), 인프라 및 부동산 대출, 보험계정, 펀드 레벨 레버리지 등 상당 부분은 포함하지 않고 있어 실제 연결 규모는 훨씬 클 가능성이 높다.
- 현재 Private Credit 시장은 단순한 대출 시장을 넘어 은행·BDC·PE·보험사·리테일 자금이 연결되는 거대한 신용 플랫폼으로 진화하고 있다.
- 금융위기 이후, 은행은 고레버리지 기업에 대한 직접대출에서는 후퇴했지만 신용 공급 자체를 축소한 것은 아니었다. 대신 NDFI (비예금 금융기관)를 통한 간접 신용 공급 구조로 이동하며 위험과 자금 흐름 또한 사모대출 시장으로 재배치되었다.
- 이 과정에서 사모신용 시장은 공모시장 접근이 어려운 미들마켓 기업을 중심으로 Direct Lending을 확대했고, 이후 PE-LBO 구조와 결합하여 다층 레버리지 구조를 형성했다. 최근에는 AI 데이터센터·전력·디지털 인프라 PF 금융까지 연결되면서, 사모신용 시장의 팽창 범위는 산업 전반으로 확대되고 있다.

Ⅱ. 미들마켓을 넘어 AI 인프라가 새로운 신용 중심이 되고 있다

- 미들마켓 부실 우려가 해소되기도 전에, 사모신용 시장은 AI 데이터센터·전력·네트워크 Capex 확대에 따른 새로운 신용 수요를 흡수하고 있다.
- 현재 미국 성장 구조는 AI CAPEX 확대에 크게 의존하고 있으며, 사모신용 기업들은 관련 인프라 PF (Project Finance)에 깊게 관여하고 있다. 특히 AI 데이터센터 투자는 SPV 기반 프로젝트 구조 위에 부채 · 지분 · 펀드 차입이 동시에 적층되는 형태로 이루어지고 있으며, 이를 통해 대규모 자금이 시장 내부에서 순환하고 있다. 상당수 투자가 Off-balance 구조로 진행된다는 점 역시 특징적이다. 이는 Big Tech 재무제표 밖에서도 레버리지가 빠르게 누적되고 있음을 의미한다.
- 더 중요한 점은 AI 인프라가 전통적인 장기 인프라 자산과는 다르다는 사실이다. GPU·서버·네트워크 장비는 감가상각 주기가 짧고 기술 교체 속도가 빠르기 때문에 지속적인 재투자와 차환 수요가 반복적으로 발생할 가능성이 높다. 그 결과 AI 인프라는 단순한 성장 산업을 넘어, 향후 사모신용시장의 신규 자금 수요를 지속적으로 자극하게 될 것이다.

자산배분/해외크레딧 이영주

III. 신용 사이클은 시간이 늘어나는 구조로 전환

- 현재 Private Credit 시장의 가장 큰 특징 중 하나는 손실 인식 속도가 과거보다 현저히 느려지고 있다는 점이다. 과거에는 금리 상승이 디폴트와 손실로 빠르게 연결되었다면, 지금은 PIK, 만기연장, NAV Loan, Continuation Fund 등을 통해 현금 부담과 손실 인식이 뒤로 이연되고 있다.
- 이러한 구조는 기존 미들마켓 대출뿐 아니라 AI 인프라 금융에도 동일하게 적용될 가능성이 높다. 데이터센터 및 디지털 인프라 자산 역시 반복적인 차환 구조와 펀드 레벨 레버리지를 기반으로 움직이고 있기 때문이다.

IV. 규제 정책과 유동성은 AI 투자 사이클을 지탱

- 하반기 통화정책 방향은 금리 인하 여부보다 유동성과 차환 환경 유지에 더욱 초점이 맞춰지고 있다. 올해 가속화된 규제 완화 흐름은 은행의 NDFI 대출 확대를 유도하고 있으며, 이는 사모신용 시장 전반으로 유동성이 흘러 들어가는 구조를 강화시키고 있다.
- 동시에 주요 사모신용 기업과 인프라 펀드, 은행들은 AI 데이터센터·전력·디지털 인프라를 새로운 성장 축으로 인식하며 투자 확대에 나서고 있다.
- 주요 운용사들 (Apollo·Blackstone·Brookfield·KKR·Ares 등)은 AI 인프라 및 데이터센터 금융 확대를 핵심 전략으로 제시하고 있으며, 은행 유동성 또한 이러한 구조와 빠르게 연결되고 있다.
- 결국 정책 완화와 유동성 공급 기조는 기존 미들마켓 신용 구조를 지지하는 데 그치지 않고, 사모신용 시장 전체가 AI 인프라 중심으로 확장되는 흐름까지 떠받치고 있는 것으로 판단된다.

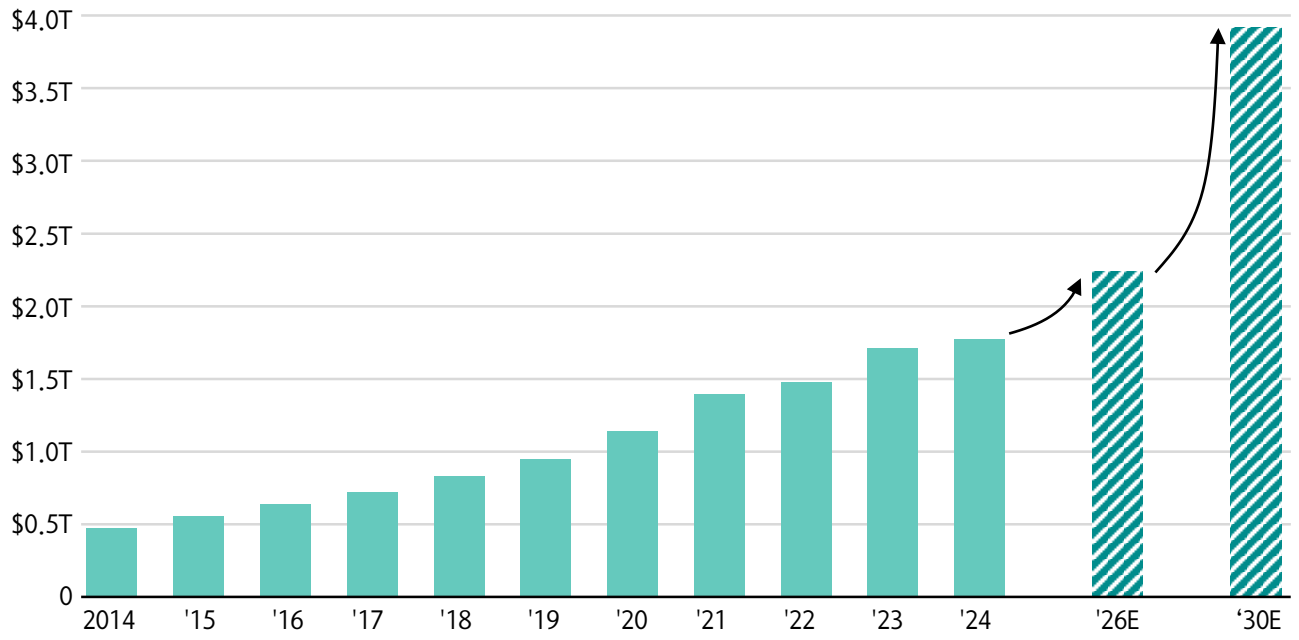
V. 핵심 이슈: 누가 이 누적된 신용을 다시 받아줄 것인가

- 향후 시장의 핵심 리스크는 단순히 부도율 증가가 아닐 것이다. 손실 인식이 지연되는 동안 시장 내부에는 누적된 신용 부담이 계속 쌓이고 있으며, 결국 차환 시점에 '이 신용을 누가 다시 받아줄 수 있는가'가 핵심 이슈로 남을 것이다. 21~22년 급증했던 Direct Lending과 LBO 부채는 만기 구간에 진입하고 있으며, AI 인프라 금융 역시 짧은 투자 및 교체 주기로 인해 반복적인 차환과 신규 자금 조달을 필요로 한다.
- 다행히, 26년 하반기 신용 시장은 풍부한 유동성, 금융 규제 완화, AI 인프라 투자 확대를 기반으로 단기 안정세를 유지할 수 있어 보인다. 그러나 중장기적으로 금리 경로 변화, 차환 부담 확대, 미들마켓 현금흐름 약화, AI CAPEX 둔화 가능성, 데이터센터 자산가치 재평가 등이 핵심 변수로 부상할 것이다.
- 현재 금융 매커니즘은 신용시장 내 부실을 지연시키는 방향으로 작동하고 있지만 그 사이 AI 신용 팽창이 빠르게 추가되면서 시장 규모와 상호 연결성은 이전보다 훨씬 더 거대해지고 복잡해지고 있음을 경계해야 한다.

보이는 것보다 훨씬 큰 Private Credit 시장

- 상반기 내내 미국 사모신용 시장에서는 미들마켓 부실 우려가 지속되어 옴
- 그럼에도 AUM 기준 시장 규모는 성장 흐름을 유지하는 모습
- 다만, 현재 시장에서 관측되는 약 $2조 규모는 펀드 기반 자산에 불과하며 전체 사모신용 시장 규모를 충족시키진 못함

Private Credit Market AUM



**$2조 규모는 실제 Private Credit 시장 전체를 설명하지 못함

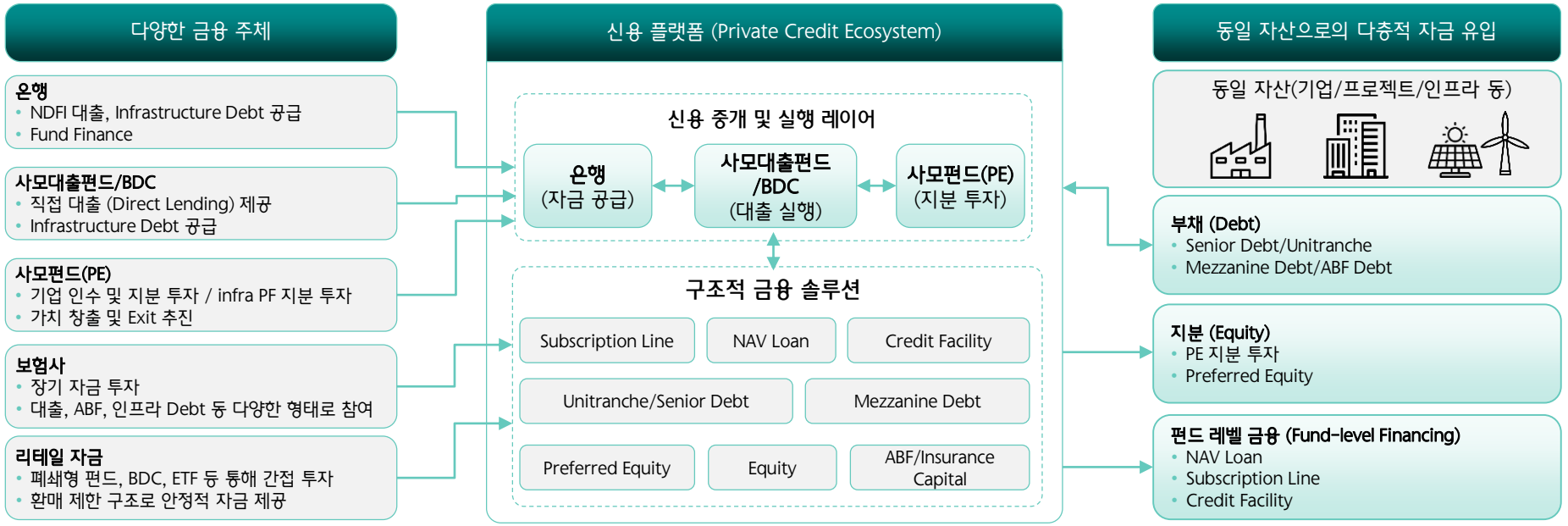
➢ 자산기반금융(ABF), 인프라/부동산 대출, 펀드 레벨 레버리지, 보험계정 및 SMA·구조까지 고려할 경우 실제 신용 공급 규모는 훨씬 클 것으로 추정

주) Preqin's Private debt fund AUM 수치에 기반하며 해당 데이터는 모든 PC AUM을 의미하지 않음 (ABF, Real estate and infrastructure PC assets, 이런 펀드에 대한 추가 차입 등)
자료: Moody's, 하나증권

Private Credit, 신용이 생성되는 구조

- 현재의 Private Credit 시장은 단순 대출 시장을 넘어, 하나의 거대한 신용 플랫폼으로 진화하고 있음
- 은행·사모대출펀드·PE·보험사·리테일 자금이 하나의 구조 안에서 연결되며, 동일 자산 위에 부채·지분·펀드 레벨 금융이 동시에 적층되는 다층 구조가 형성되고 있음
- 지금의 Private Credit 시장은 단순한 자금 공급 영역이 아니라, “신용이 생성되고 확장되는 구조 자체”로 이해할 필요

Private Credit, 신용이 생성되고 확장되는 구조

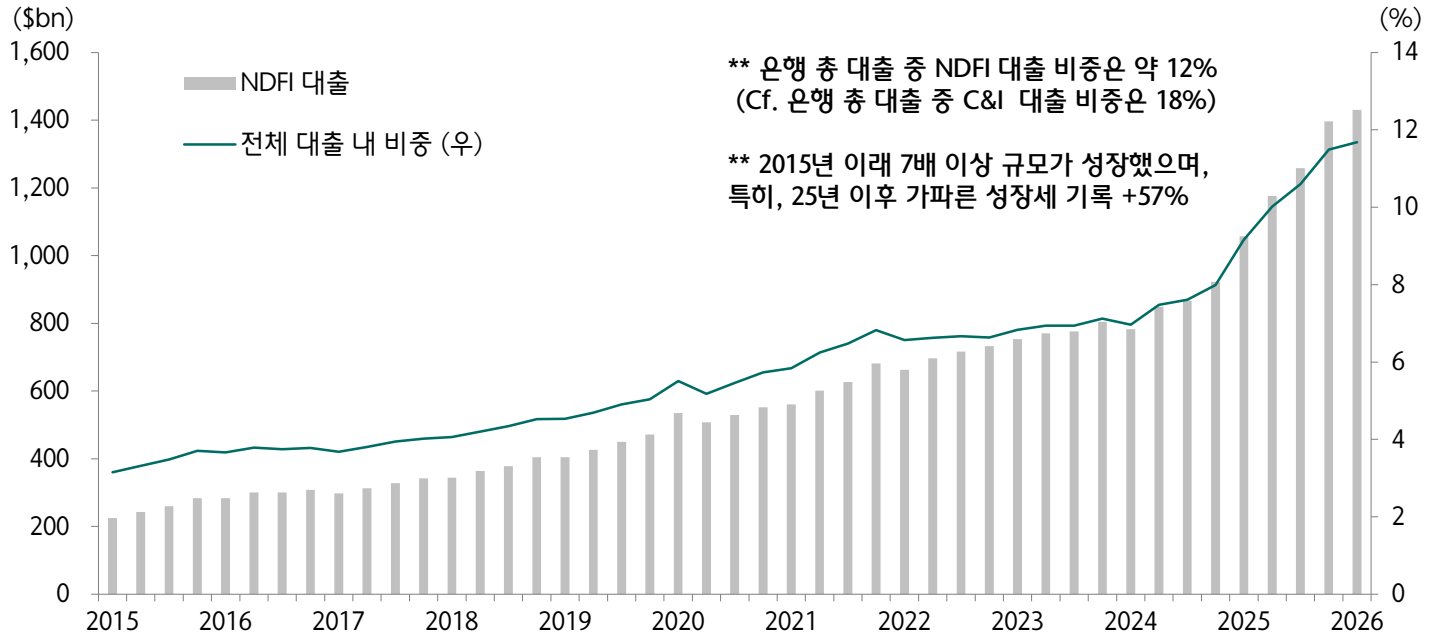


자료: 하나증권

은행 신용은 사라진 것이 아니라 구조를 따라 이동했을 뿐

- 금융위기 이후 은행은 고레버리지 기업에 대한 직접 대출에서는 후퇴했으나, 신용 공급 자체를 축소한 것은 아님
- 대신 NDFI (非예금 금융기관)를 통한 간접 신용 공급 구조로 이동함
- 美 은행의 NDFI 대출 규모는 2015년 이래 약 7배 성장했으며, 26.1Q 기준 $1.4조까지 증가 (미국 내 해외은행 포함 시 $1.9조)

은행의 NDFI 대출 규모



자료: Bloomberg, 하나증권

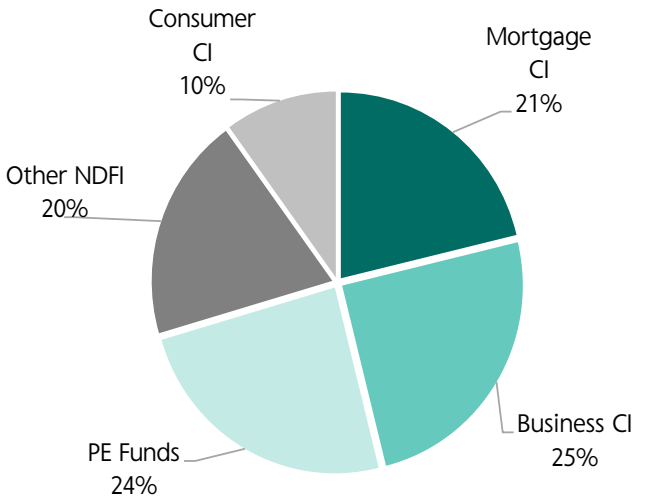
[참고] NDFI 란?

- FDIC는 이러한 NDFI (非예금 금융기관, Non-depository Fianancial Institution)를 크게 5가지로 구분
- 여기서, 기업 신용의 핵심 축은 기업 신용 중개기관 (사모대출펀드, BDC)과 사모펀드에 해당
  - 기업 신용 중개기관은 기업에 대한 직접 대출을 수행하며, 사모펀드는 지분 투자와 펀드 차입을 통해 자본 구조를 형성
- 이 두 축은 분리된 것이 아니라, 동일 기업·자산을 중심으로 결합하여 Private Credit의 다층 신용 구조를 만들어 냄

FDIC 기준 NDFI 란?

구분	주요 차입자	대출 규모 ('25.4Q)	핵심 역할
① 기업 신용 중개기관 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	지분투자/펀드차입 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 (1Q26)		우회 신용 창출

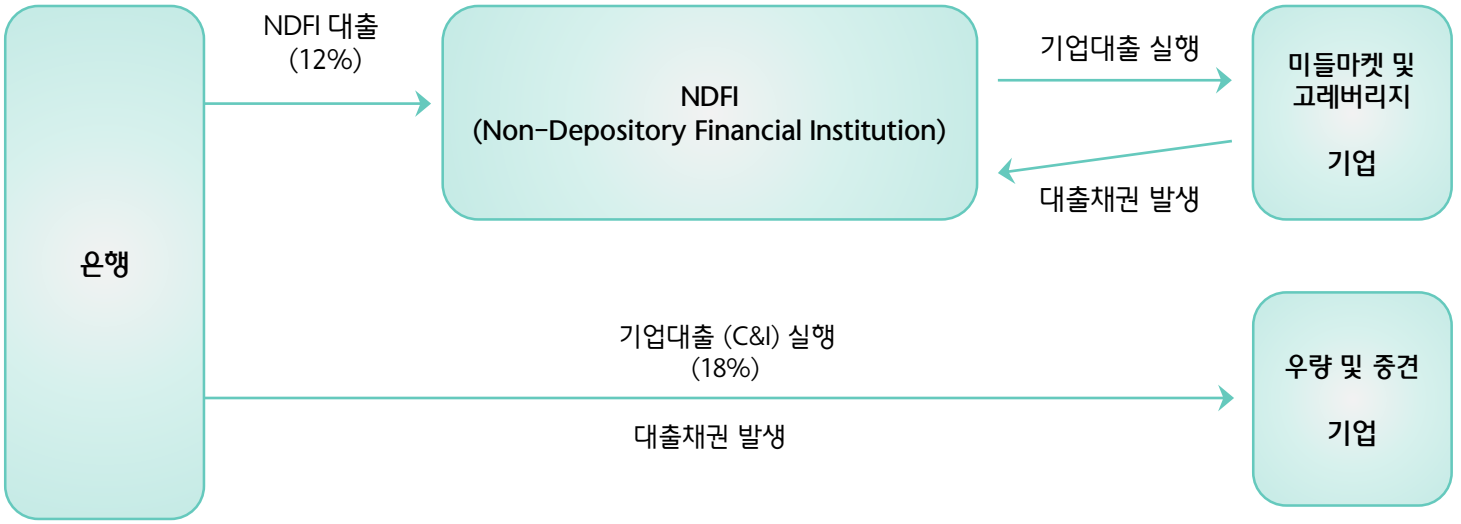
자료: FDIC, 하나증권



미들마켓 직접 대출은 Private Credit 팽창의 출발점

- Private Credit 시장의 출발점은 공모시장 접근이 어려운 미들마켓 기업을 대상으로 한 Direct Lending 이었음
- BDC와 사모대출펀드가 직접 대출을 확대하면서 새로운 신용 생태계가 형성
- 특히, 2020년 이후 풍부한 유동성과 차입자 우위 환경 속에 Cov-lite가 확산되며 EBITDA 조정·PIK·만기연장 구조가 빈번해 짐

미들 마켓 직접 대출은 Private Credit 팽창의 출발점

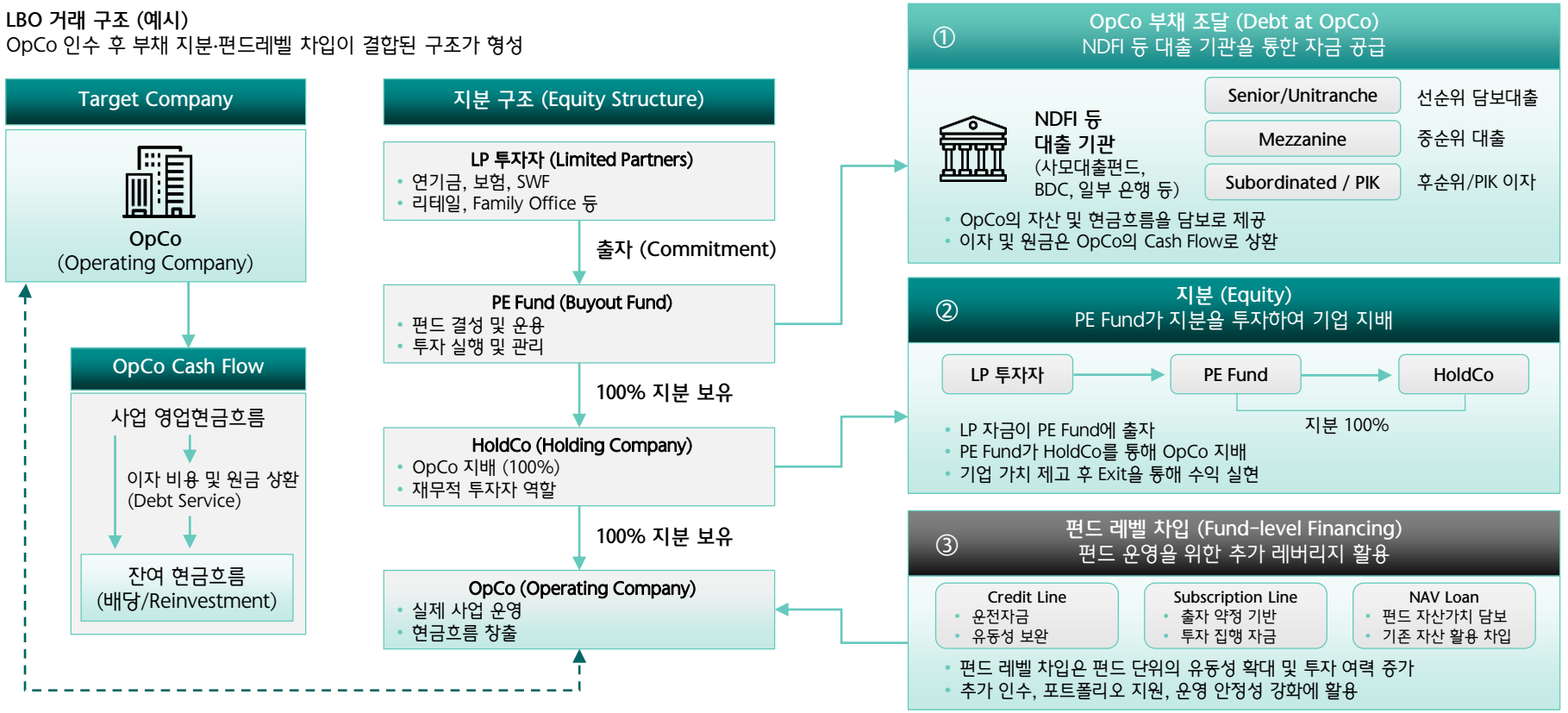


자료: 하나증권

PE의 LBO, 미들마켓 신용 팽창을 가속화

- 이후, PE의 LBO 구조와 결합하면서 사모신용 팽창이 가속화됨
- LBO 대상 기업 (OpCo)에서는 Direct Lending이, HoldCo 단계에서는 PE 지분 투자가 동시에 발생함
- 여기에 Subscription Line, NAV Loan, Credit Facility 등 Fund Finance 구조가 추가

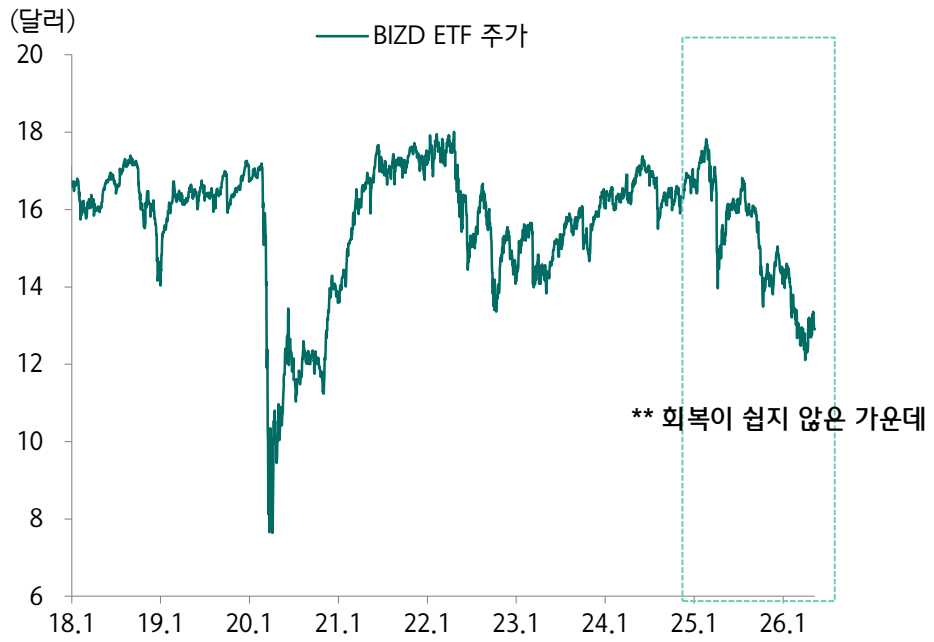
PE-LBO는 미들마켓 신용 팽창을 가속화



신용 팽창은 AI 인프라로 확장되고 있다

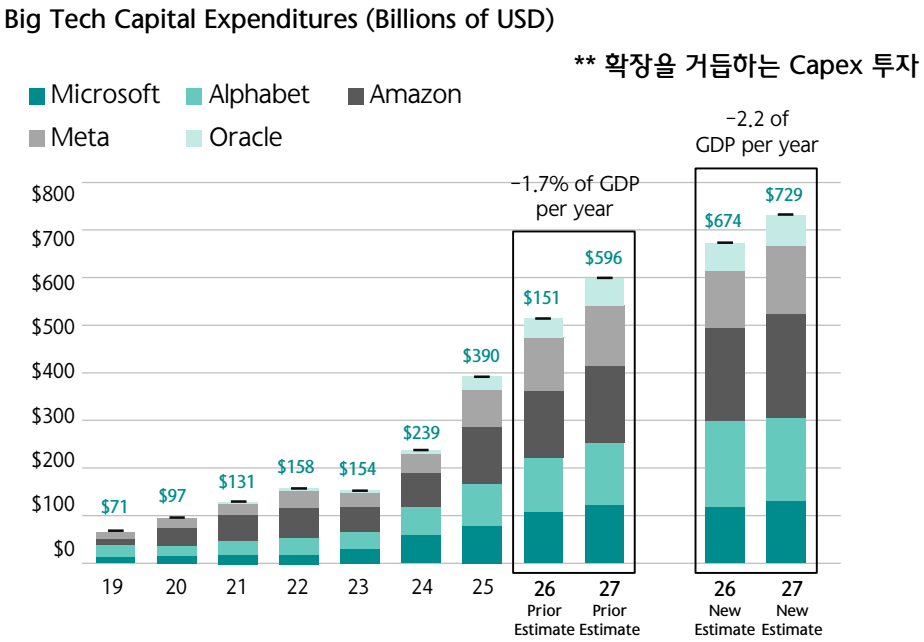
- 미들마켓 부실 우려에도 사모신용 시장은 AI 데이터센터 · 전력 · 네트워크 Capex 확대에 따른 새로운 신용 수요를 흡수해 옴

미국 BDC (사모신용기업) ETF



자료: Bloomberg, 하나증권

미국 빅테크들의 Capex 투자 수요 확대

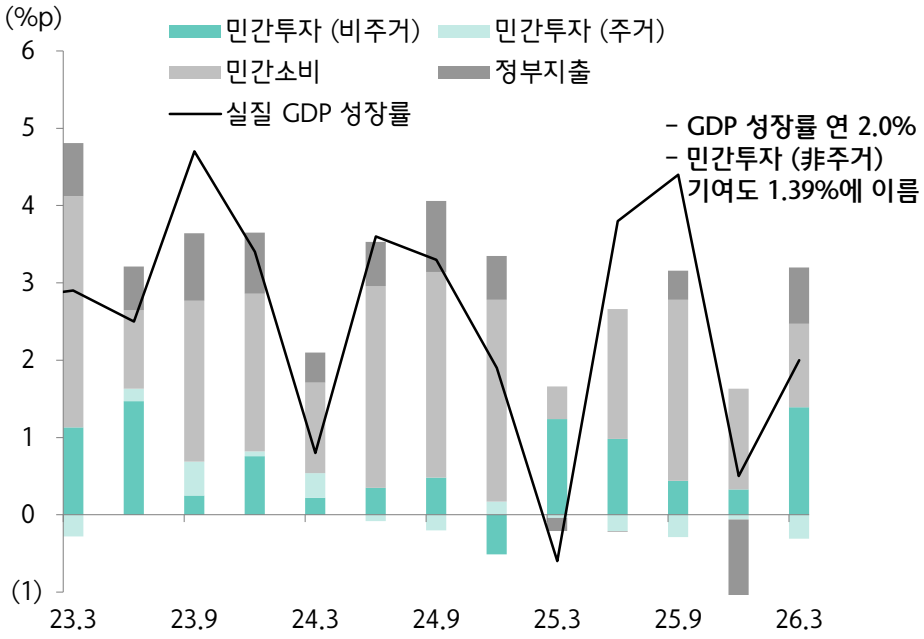


자료: Bloomberg, 하나증권

이제 신용 중심은 AI 인프라 투자다

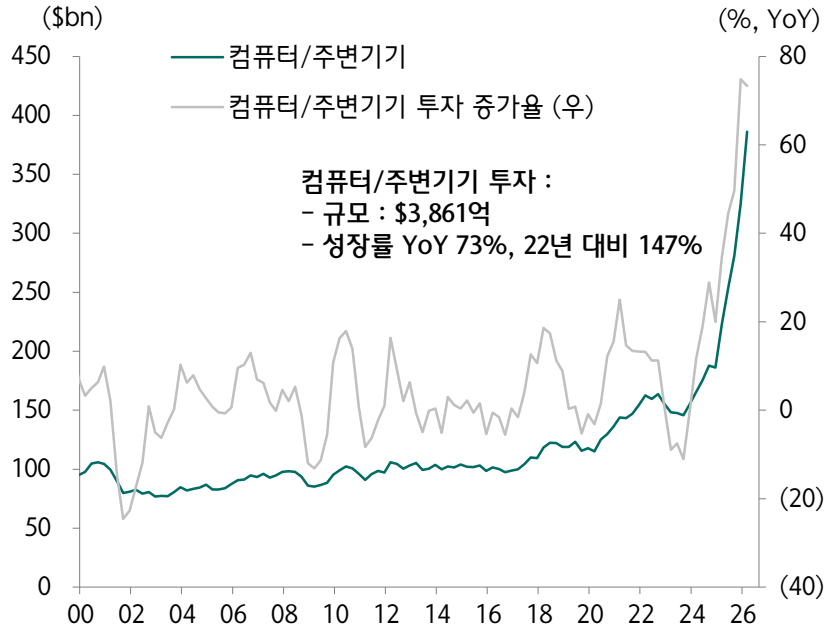
- 현재 미국 성장 구조는 AI 인프라 투자 확대에 크게 의존하고 있음
- 실제 빅테크들의 AI 인프라 투자는 美 성장과 자산가격 상승을 설명하는 핵심 축으로 자리매김 ▷ 1Q GDP 성장에 고스란히 반영
- 다만, 이러한 투자 확대는 단순 빅테크 자체 자금만으로 이루어지지 않는다는 점
- 이에 사모신용 시장 기업들은 디지털 인프라 PF (Project Finance)에 깊게 관여하고 있음

26.1Q 美 민간 투자 부문 확대는 GDP 성장률 기여도 상당



자료: Bloomberg, 하나증권

컴퓨터 및 관련 장비 기기 투자 (GDP 내 민간투자 증가 부분)



자료: Bloomberg, 하나증권

AI 인프라 금융도 다층 레버리지 구조

- 특히 AI 데이터센터 투자는 대부분 SPV 기반 프로젝트 구조로 진행
- 해당 프로젝트 구조 위에 여러 층 금융이 동시에 적층됨 (Project Debt, Equity, 펀드 차입 (Nav loan 등))

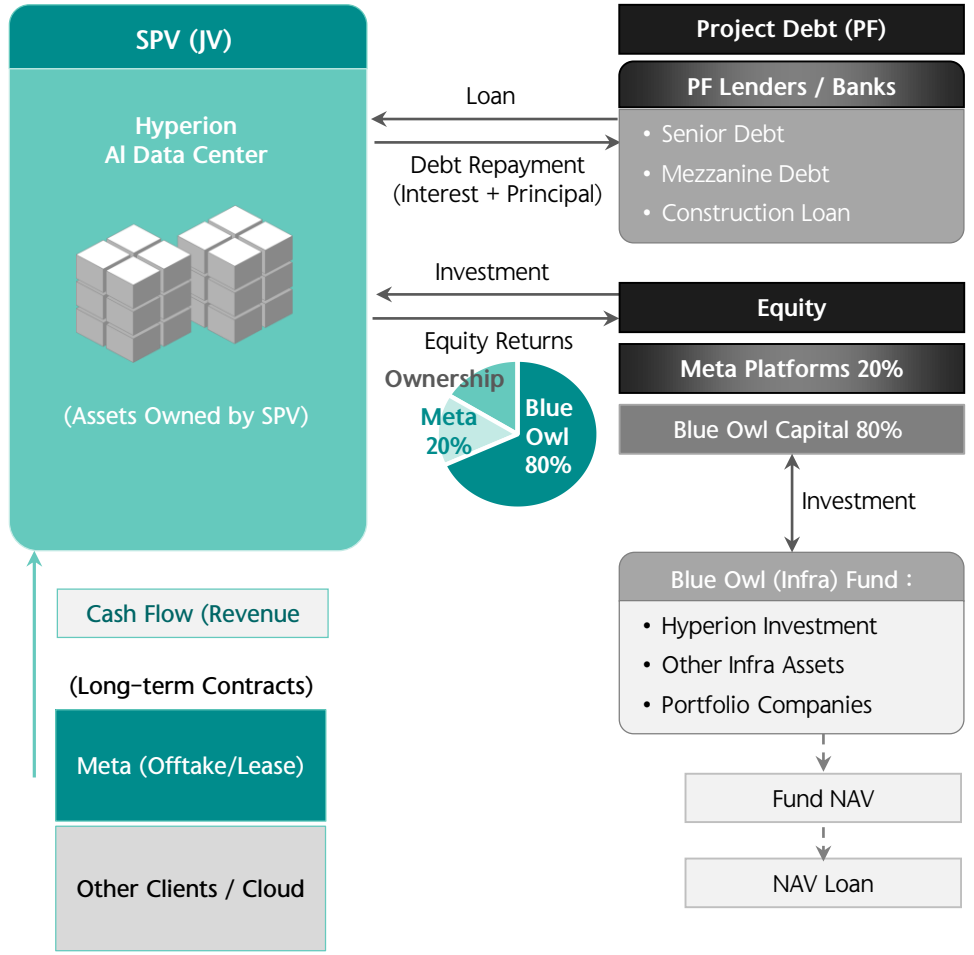
★ [그림 상세 설명]:

➢ Project 단계에서는 은행과 PF lender들이 Construction Loan, Senior Debt, Mezzanine Debt 을 공급하며 인프라 펀드와 PE는 지분 투자자로 참여

➢ 이후 해당 인프라 펀드 및 Credit Fund 단계에서는 지분 및 자산가치를 기반으로 NAV Loan과 Credit Facility, Subscription line 등 펀드 레벨 레버리지가 추가적으로 결합되는 구조가 형성

- 이러한 구조는 기존의 미들마켓 LBO 에서 나타났던 다층 레버리지 구조와 유사하며, AI 인프라 금융을 통해 더욱 크고 빠르게 확장됨

AI 데이터 센터 Project 구조 도식화 (Ex. Hyperion Project)



자료: 하나증권

Off Balance 구조 속 숨겨진 레버리지

- AI 데이터센터 금융의 핵심은 여러 층의 금융이 결국 동일한 현금흐름에 의존한다는 사실
  표면적으로는 다양한 투자자와 금융 구조로 분산된 것처럼 보이지만, 실제 상환 재원은 빅테크의 AI 인프라 수요에 따른 장기 임차 계약에 크게 의존하고 있음 ▷ 장기 임차인 리스크가 큰 상황
- 게다가, 상당수 데이터센터 투자는 SPV및 JV 구조를 활용하면서 Big Tech 재무제표 밖 (Off-balance)에서도 레버리지가 누적됨
  시장은 빅테크의 높은 ROIC와 AI 성장만을 관측하는 반면, 그 이면에서는 사모신용· PF · Fund Finance · 구조화 금융이 결합된 다층 부채 구조가 확대되고 있는 상황임을 경계할 필요

"누가 빚을 지는가", 감사인 지적사항 (Hyperion Project 사례)

구분	내용	감사인 코멘트 / 인용 취지	코멘트 인용
감사인	Ernst & Young (EY)	Meta 외부감사인	"The determination of whether the Company is the primary beneficiary of the variable interest entity required significant judgment." "We identified the evaluation of consolidation of the data center joint venture as a critical audit matter."
이슈 분류	Critical Audit Matter (CAM)	"재무제표에 중대한 판단이 수반되는 영역"	
핵심 쟁점	Hyperion JV의 연결 여부	Meta가 Primary Beneficiary인지 여부	
현재 처리	Meta는 SPV를 비연결 (off-balance) 처리	SPV 부채는 Meta 장부에 포함되지 않음	
판단 기준	ASC 810 (VIE 기준)	통제권 + 손익 노출 구조	
감사인 언급 요지	판단이 "highly judgmental"	상당한 판단과 가정 필요	
리스크 포인트	계약 조건·의사결정 권한·경제적 노출	단순 지분율이 아닌 실질 통제 여부	

자료: 하나증권

AI 인프라도 결국 차환 구조를 만든다

- 더 중요한 점은 AI 인프라가 전통적인 장기 인프라 자산과는 다르다는 점
- GPU · 서버 · 네트워크 장비는 감가상각 주기가 짧고 기술 교체 속도가 빠르기 때문에 지속적인 재투자와 차환 수요가 반복적으로 발생할 가능성이 높음
- 결국 AI 인프라는 단순한 성장 산업을 넘어, 향후 사모신용 시장의 신규 자금 수요를 지속적으로 자극하는 구조가 되고 있음

감가상각 비교 (전통 인프라 Vs. 기술 인프라)

구분	전통 인프라 (도로·공항·전력망 등)	AI 데이터센터 인프라 (Hyperscaler DC)
자산 수명	20~40년 (일부 50년 이상)	건물 20~30년 / 서버·GPU 3~5년
감가상각 기간	장기 직선 상각	건물 장기 / IT 장비 단기
기술 교체 위험	매우 낮음	매우 높음 (GPU 세대 교체 빠름)
수요 안정성	규제·독점 기반, 안정적	AI 수요 사이클 민감
현금흐름 가시성	장기 사용료·규제 수익	장기 계약 존재하나 CapEx 민감
재투자 필요성	낮음	매우 높음 (주기적 장비 교체)
PF 적합성	매우 높음	구조는 PF 가능하나 기술 리스크 존재
잔존가치 예측	비교적 안정	기술 진보로 불확실
금리 민감도	높음 (듀레이션 길다)	중간 (현금흐름 단축 가능성)
레버리지 안정성	장기 구조에 적합	현금흐름 변동 시 민감

자료: 하나증권

신용 사이클은 '시간이 늘어난 구조'가 되고 있다.

- 현재 Private Credit 시장의 가장 큰 특징은 손실 인식이 과거보다 훨씬 느려졌다는 점
- 과거에는 금리 상승이 디폴트와 손실로 빠르게 연결되었다면, 지금은 PIK·만기연장·NAV Loan·Continuation Fund 등을 통해 현금 부담과 손실 인식이 뒤로 이연되고 있음
- 이러한 구조는 기존 미들마켓 대출뿐 아니라 AI 인프라 금융에도 동일하게 적용될 가능성이 높음
  데이터센터 및 디지털 인프라 자산 역시 장기 현금흐름 창출을 전제로 차환 반복 및 펀드 레벨 레버리지를 활용하고 있기 때문

신용 사이클 내 시간 지연 메커니즘

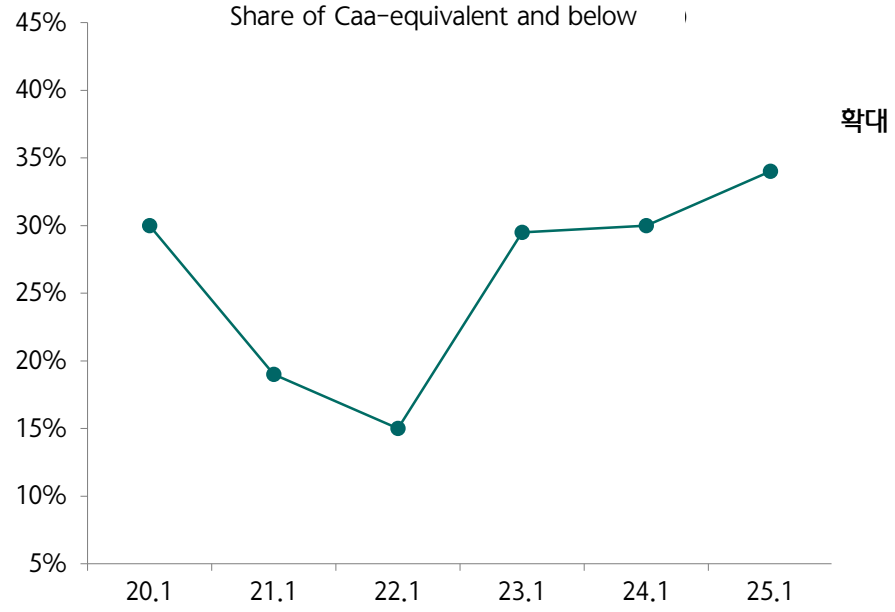
구분	과거 구조	현재 구조
기업 차입자	금리 상승 시 빠른 부실 반영	PIK·만기연장으로 현금 부담 이연
PE / 펀드	자산 매각 및 손실 반영	NAV Loan·Continuation Fund로 시간 확보
BDC	부실과 배당 부담이 비교적 빠르게 반영	PIK 수익 인식으로 손실 반영 지연
보험사	시장 가격 기반 평가	내부 모델 기반으로 완만한 손실 반영
투자자	가격 하락과 환매로 즉각 반응	NAV 평가·환매 제한으로 가격 발견 지연
은행 / 금융기관	직접 기업대출 중심	NDFI·Fund Finance 중심으로 간접 익스포저 확대 (손실 발견이 더딤)
AI 인프라	장기 인프라 중심 투자	PF·SPV·펀드 차입 결합으로 반복 차환 구조 확대

자료: 하나증권

기업 단계에서는 현금 부담이 부채로 전환되고 있다

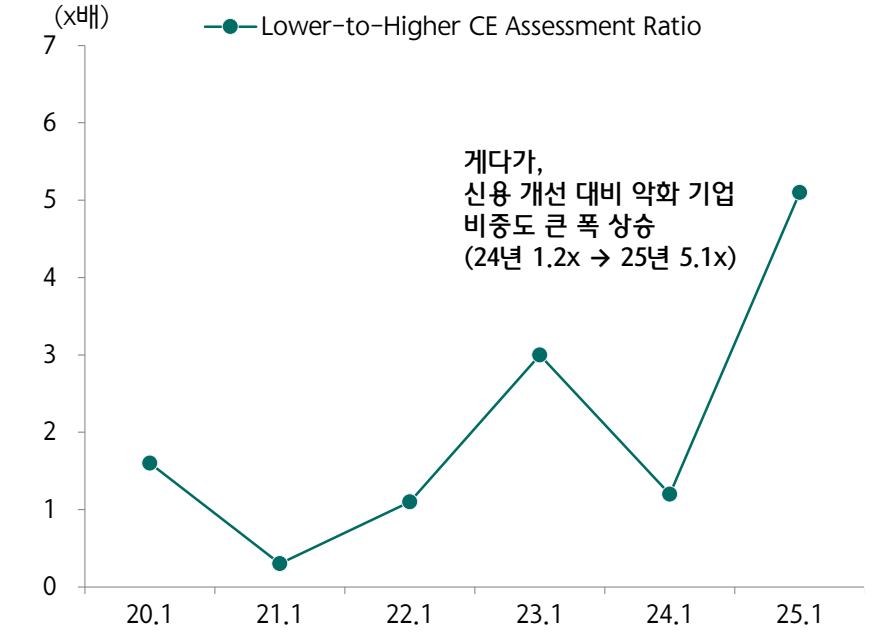
- 실제 미들마켓 기업의 현금흐름은 약화되고 있음에도, 대출 조건은 여전히 차입자에게 우호적인 방식으로 조정되고 있음
- PIK 전환, 만기연장, EBITDA 조정 등의 Cov-lite 구조는 이들 기업의 단기 현금 부담을 낮춰줄 수 있음
- 그러나 기업의 부채 부담이 줄어드는 것은 아니라, 미래 차환 시점으로 그 부담이 이연되는 것

Caa 등급 이하 비중



자료: Moody's, 하나증권

신용하향/신용상향 기업 비율 (CE 대상)

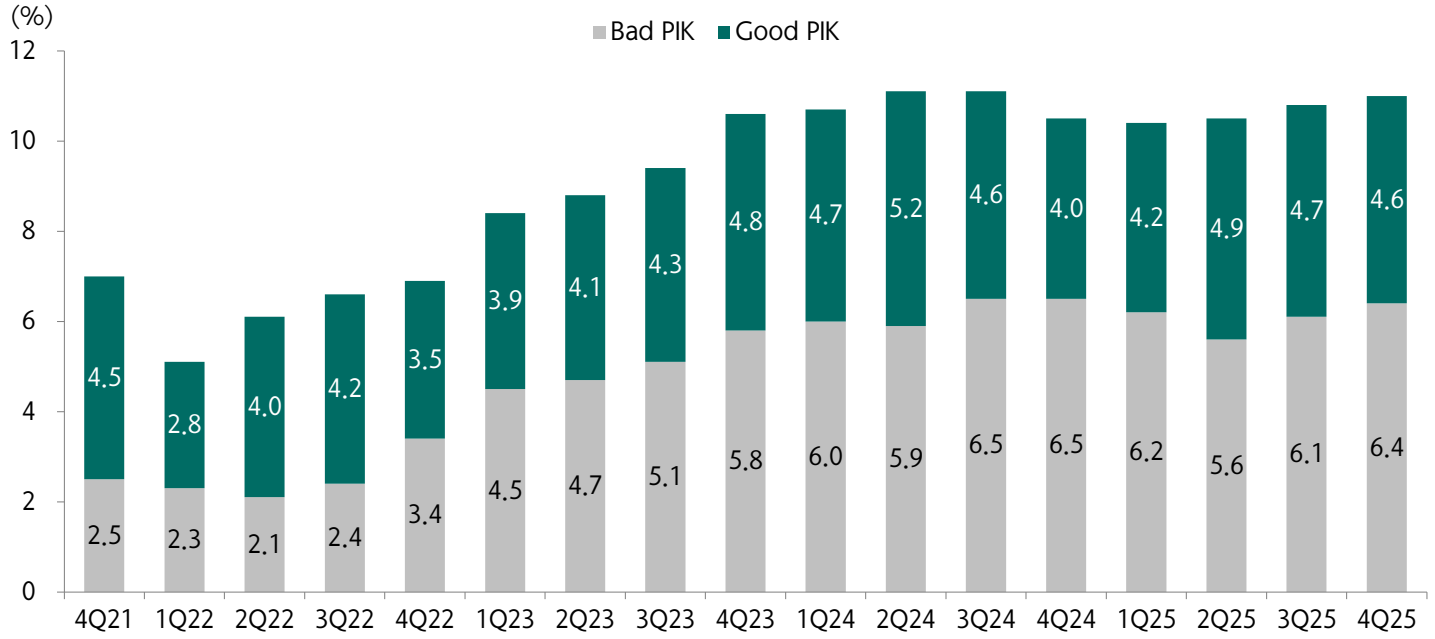


주) CE Assessment: 미들마켓 내 공식 신용등급은 없지만, 등급 기준으로 평가한 경우
자료: Moody's, 하나증권

BDC, 이익은 발생하지만 현금은 들어오지 않는 상태

- BDC는 PIK 이자도 회계상 수익 (발생주의 원칙)으로 인식. 이에 현금 유입과 무관하게 배당을 유지해야 하는 구조
- PIK 비중이 확대될수록 실제 현금 유입은 감소하지만, 배당이 지속되는 상황
- 차주의 손실 인식은 지연되고, 투자자들에게 BDC 신용 상태의 왜곡을 유발할 수 있음 (낮은 Non-accrual 비율 구조)
- 특히, Bad PIK (현금 이자에서 PIK로 전환되는) 증가는 차주의 현금 창출력 이미 약화됨을 시사 ▷ 잠재적 부도 발생률 상승

BDC 대출 포트폴리오 내 PIK 이자지급 비중



* PIK 전환 비중 6.4% 기록
  - PIK 중도 전환 (Bad PIK)은 차입자의 현금창출 약화를 시사
  - Bad PIK = 잠재적 부도 확률

* Non-accrual 비중이 1~2%임을 감안하면 부실 위험은 8%~15%까지 증가할 가능성 존재

* 배당가능소득의 90%를 배당하는 BDC에게 평균 PIK 11% 비중은 분명 부담스러운 상황일 수 있음

주): Bad PIK: PIK 지급으로 중도 전환된 경우
자료: Lincoln International, 하나증권

[III. 신용 사이클은 시간이 늘어난 구조로 전환]

PE, 손실 보다는 시간을 선택하고 있다

- 사모펀드는 NAV 기반으로 자산을 관리. 펀드 만기 내 성과 회복을 전제로 운용되므로 즉각 손실을 확정할 유인이 낮음
- 현재 IPO 및 M&A 시장은 일부 대형 딜을 제외하면 전반적으로 거래가 제한되며, Exit 환경 역시 과거 대비 크게 제약되고 있음
- 이에 기존 자산을 매각하기보다 시간을 확보하는 방식이 선호 ▷ Continuation fund, 리파이낸싱, 조건 재협상, 추가 지분 투입
- 일부 자산은 Dividend recap을 통해 완전한 exit 없이도 일부 현금 회수가 이루어지는 경우도 발생
- 자산은 유지되나 레버리지는 누적 ▷ 점점 차환 금융이 선택이 아닌 구조적으로 반복될 수 밖에 없는 수요로 고착화

PE의 손실 인식 연장 기법

구조	실행 방식	사용 시점	실제 목적	리스크 이전	효과	잠재 리스크 / 트리거
Continuation Fund	기존 포트폴리오를 신규 펀드로 이전 – 기존 LP 일부 exit + 신규 LP 유입	Exit 시장 부진, 펀드 만기 도래	매각 지연, 가치 회복 시간 확보	GP → 신규 LP	자산 유지, NAV 유지	재평가 시 가격 괴리, 할인 거래
Refinancing	기존 대출을 신규 대출로 차환	만기 도래, 금리 상승기	만기 연장	차주 → 신규 대주	디폴트 회피	차환 실패, 이자 부담 증가
Amend & Extend	기존 대출 조건 완화, 만기 연장	covenant 위반 직전	구조 유지	대주 → 차주	단기 안정	조건 약화, recovery 낮아짐
Equity Cure	GP가 자금 추가 투입해 재무지표 보정	covenant 위반 회피	디폴트 방지	GP → 펀드	EBITDA/지표 개선	근본 현금흐름 개선 없음
Dividend Recap	추가 차입 후 기존 투자자에게 배당	Exit 대신 일부 회수	현금 회수 (partial exit)	대주 → 투자자	투자금 일부 회수	부채 증가, 기업 부담 확대
PIK 전환	현금 이자를 원금에 적립	현금 부족	단기 유동성 확보	대주 → 차주	현금 부담 완화	부채 급증, 미래 부담 확대
NAV Loan	펀드 자산 담보로 차입	LP 환매, 유동성 필요	자산 매각 회피	대주 → 펀드	현금 확보	NAV 하락 시 마진콜
Subscription Line	LP 약정 기반 단기 차입	투자 초기	자금 집행 속도 조절	은행 → 펀드	자금 운용 유연성	장기화 시 레버리지 증가

자료: 하나증권

Fund Finance 시장이 점차 커지는 구조

- NAV loan은 펀드 자산가치를 담보로 자산 매각 없이 유동성을 확보하는 수단 ▷ 기업 부채 증가없이 펀드 레벨의 차입이 가능
- Fund Finance 시장이 약 $1조 규모로 확대된 가운데, NAV loan 활용이 급증 ▷ Moody's 경고
- 해당 구조는 단기적으로 유동성 확보 및 시간 지연 역할을 수행할 수 있음 ▷ Exit 지연, 차환 유지, 자산 보유 가능
- 다만, NAV 하락 시 LTV 상승으로 이어지고, 마진콜 또는 담보 보강 요구가 발생 ▷ 구조적 디레버리징 유도

Fund Finance 활용 사례

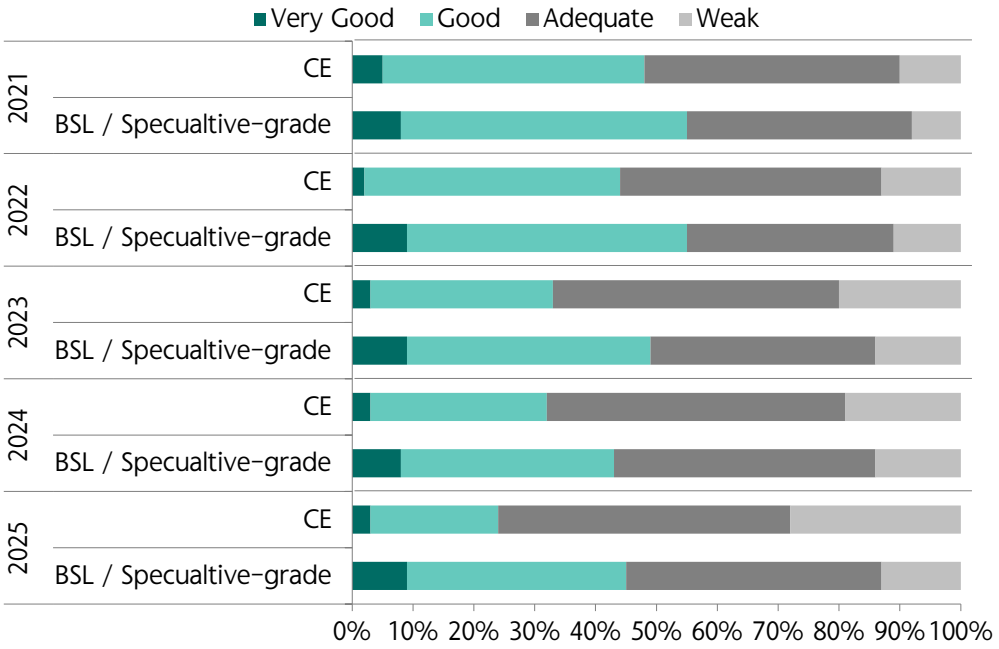
사례	구조	시간 연장 방식
Pluralsight (Vista)	PE-LBO + Fund Finance	Exit 지연 속 NAV Loan 등 펀드 레벨 유동성 활용
Citrix	대형 LBO + 차환 부담	금리 상승 이후 부채 구조 조정 및 차환 추진
Qualtrics	PE 인수 후 구조 유지	IPO·매각 대신 보유기간 연장 중심 전략
Finastra	고레버리지 소프트웨어 LBO	차환 및 조건 재조정 중심 구조 유지
Altera / Tech LBO	기술기업 중심 사모대출	현금흐름 부담 속 차환·PIK 활용 확대
AI 데이터센터 PF	SPV 기반 프로젝트 금융	반복 CAPEX·차환 구조를 통한 장기 확장
BDC / Credit Fund	Direct Lending 포트폴리오	NAV Loan·Continuation Fund 활용 확대

자료: 하나증권

사모 시장은 손실 인식을 늦춘다

- 공모시장 (BSL)은 문제가 생기면 가격이 먼저 움직이면서 금리 부담을 조정할 수 있음
- 반면 사모시장은 장부가 기반 평가와 내부 모델 중심 구조로 인해, 제한적인 가격 발견 기능과 손실 인식이 늦춰지는 경향
- PIK, 만기 연장 등을 사용함으로써 현금 부담은 계속 적층되고 유동성 압박으로 이어짐 (Vs. 상장 BDC의 가격은 급락한 상태)
- Moody's는 사모대출 기업 유동성 상태를 BSL 기업들 대비 훨씬 나쁘다고 경고한 상태

BSL과 CE 기업들의 유동성 구조



자료: Moody's, 하나증권

* Moody's는 미들마켓 기업의 유동성을 4단계로 구분
- Very Good, Good, Adequate, Weak

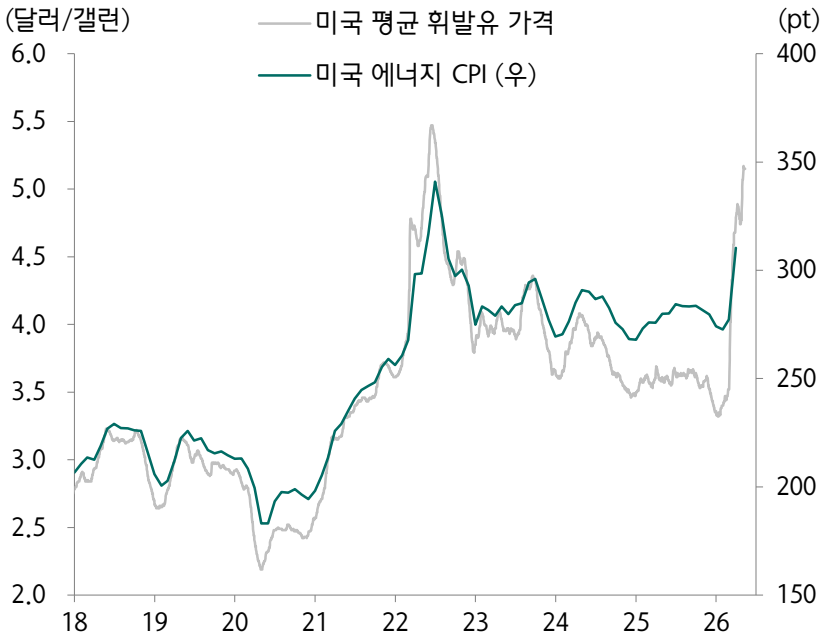
* 이 기준 적용 시, 사모대출 시장 내 비등급 기업 (CE) 중 유동성이 양호한 기업 비중은 48% → 24%로 감소.
반면, 유동성이 취약한 기업 비중은 10% → 28%로 증가

주석)	CE (Private Credit)	BSL
기업 규모	작음 (미들마켓)	더 큼
신용등급	없음 (추정)	있음
시장 접근	없음	있음
유동성	낮음	높음

정책은 금리보다 유동성을 선택하고 있다

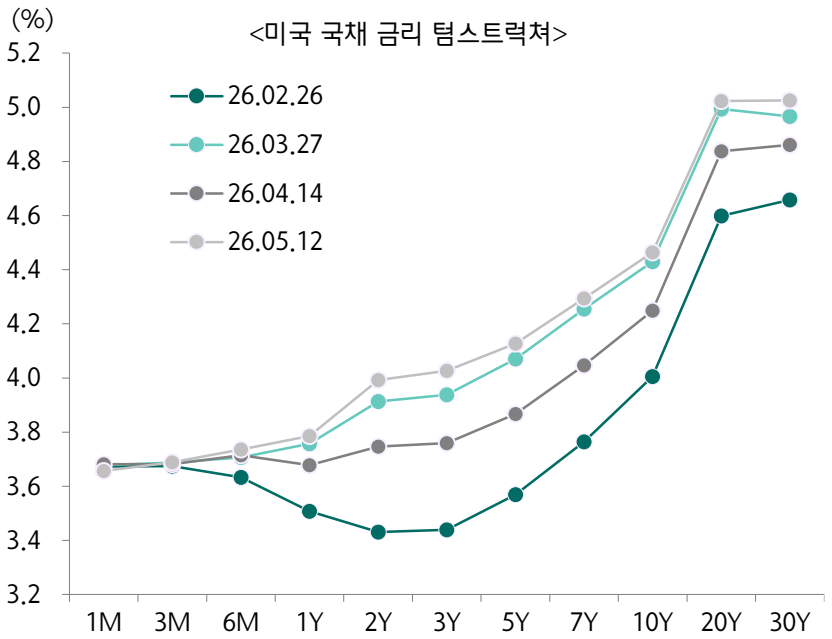
- 하반기 통화정책 방향은 단순한 금리 인하 여부보다 유동성과 차환 환경 유지에 더욱 초점이 맞춰지게 될 것
- 올해 가속화되는 규제 완화 흐름은 은행의 NDFI 대출 확대를 유도하며, 이는 사모신용 전반으로 유동성이 흘러가는 구조를 강화
- 결국 정책 완화와 유동성 공급 기조는 기존 미들마켓 신용 구조를 지지하는데 그치지 않고, 사모신용 시장 전체가 AI 인프라 중심으로 확장되는 흐름까지 함께 떠받치고 있는 것으로 판단됨

에너지 가격 및 물가 불안 지속



자료: Bloomberg, 하나증권

금리 Termstructure (금리 인하 지연을 넘어 인상 가능성 반영)



자료: Bloomberg, 하나증권

케빈 워시 등판, 규제 완화로 읽는다

- 케빈 워시의 연준 의장 지명을 두고 시장에서는 '금융 규제 완화 기조 강화'로 해석
- 워시는 자본규제와 감독 정책이 금융중개 기능을 제약하고 있다는 지속적으로 주장해 옴
- 특히, 금융 규제는 신용공급을 위축시키기보다 시장 기능을 보완하는 방향으로 조정되어야 한다고 강조한 인물

美 은행 주요 규제 완화 흐름 (2025~현재)

구분	시점	내용	핵심 영향
eSLR 완화	2025.11 확정 → 2026 시행 (1월 조기적용 및 4월 효력 발휘)	대형은행 레버리지비율 산정 방식 완화	자본 부담 감소 → 대출 및 자본 활용 여력 확대
자본규제 재설계 (Basel III 관련)	2026.3	자본규제 단순화 및 완화 방향 재설계	초과자본 증가 가능 → 위험자산 투자 여력 확대
레버리지 대출 가이던스 완화	2025.12	2013년 고레버리지 대출 규제 완화	LBO·고위험 대출에 대한 감독 부담 완화
CRA 규정 완화 (철회 방향)	2025.7~	지역재투자 규정 일부 후퇴	대출 의무 및 평가 부담 감소
회복계획 (Recovery Plan) 폐지	2026.3	대형은행 위기대응 계획 의무 폐지	감독·보고 부담 완화
AML 규제 완화 추진	2026.4	AML/CTR 규정 간소화 방향	준법 비용 감소, 운영 부담 완화

자료: 하나증권

레버리지 대출 규제 완화가 다시 시작된다

- 2013년 leveraged lending guidance는 은행의 고레버리지 거래 (부채/EBITDA 약 6배 이상)를 사실상 제한하는 배경이 됨
- 이에 은행은 레버리지 금융 및 미들마켓 대출에서 후퇴하였고, 대신 Private credit market으로 우회하여 신용을 공급해 옴
- 그런데 2026년 해당 가이던스 효력이 약화 ▷ 시장은 은행의 직접 대출시장으로의 재진입 가능성을 기대하고 있으나,
- 현실적으로 은행은 직접 기업대출 확대보다 NDFI 대출과 Fund Finance 구조를 통한 간접 신용공급 방식을 선호할 것

Leveraged Lending Guidance 규제 변화

구분	2013년 가이던스 (과거)	2025~2026년 변화 (현재)
정책 상태	Fed·OCC·FDIC 공동 가이던스 도입	OCC·FDIC 2025년 12월 공식 철회, Fed는 일부 유지
규제 방식	정량 기준 중심 감독 (Rule-based)	원칙 중심 감독 (Principles-based)
핵심 기준	부채/EBITDA 약 6배 초과 시 고위험으로 판단	명시적 레버리지 기준 제거 (은행 자율 판단)
기준의 성격	법은 아니지만 사실상 시장 상한선처럼 작동	참고 수준으로만 존재 (규제 기준 아님)
감독 접근	“기준 초과 시 위험” → 감독 개입	“개별 리스크 판단” → 은행 책임 강화
은행 행동	고레버리지 대출 회피	참여 가능성 확대 (다만 선택적)
대출 구조	보수적 구조 요구 (현금흐름, 상환능력 강조)	구조 유연성 확대 (딜별 판단)
시장 영향	은행 → 사모대출로 신용 이동	구조 유지 + 일부 경쟁 재형성 가능
구조적 결과	레버리지 금융의 비은행화	간접 신용공급 구조 유지 가능성 높음

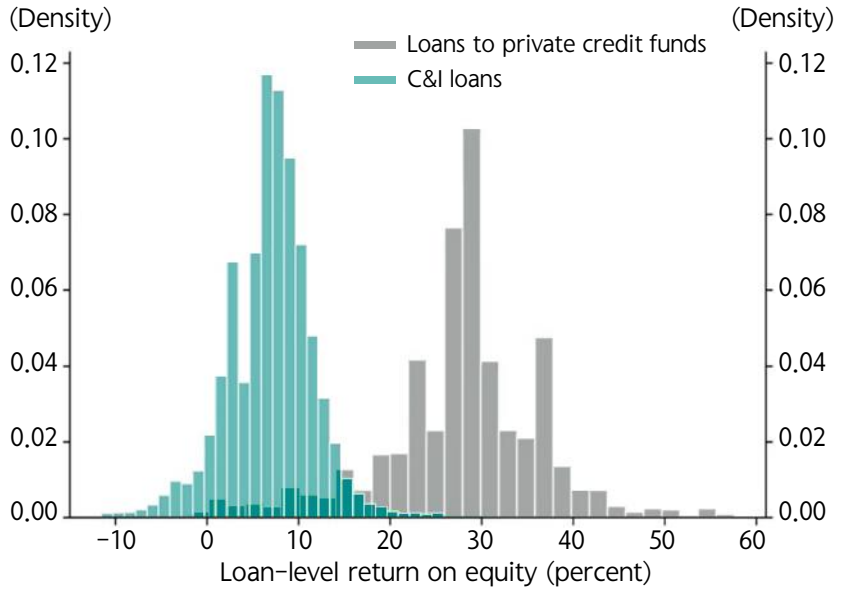
자료: 하나증권

은행의 간접 신용공급 확대가 예상되는 이유

- NDFI로의 우회대출은 자본규제 부담을 줄이면서도 높은 수익률의 신용시장에 계속 참여할 수 있기 때문
- 실제 캔자스 시티 연은 보고서 (2025) 에 따르면
  - C&I 대출 ROE: 7.9% / NDFI 대출 ROE: 29.1%을 기록
- 단순한 수익률 차원의 문제가 아니라, NDFI 대출이 자본규제 상 더 낮은 부담으로 인식되고 있음
  - 은행은 우회 대출을 통해 개별 차주 리스크를 직접 부담하지 않으면서도 해당 시장에 참여
- 즉, 은행과 NDFI은 동일한 차주를 놓고 경쟁하기보다, 서로 다 른 위험 구간을 분담하는 보완적 관계를 지속할 수 있어 보임
- 한편, 주요 사모신용 기업들은 AI 데이터센터·전력·디지털 인프라 금융 비중을 빠르게 확대. 은행 유동성도 동반 투입
  - BDC·Private Credit Fund를 통한 미들마켓 DL,
  - PE·Infra Fund를 통한 AI 데이터센터 투자,
  - PF·Structured Credit·NAV Loan 구조까지 연결되며 시장 전체 레버리지를 확대시키고 있음
- 단기적으로 유동성 부담을 낮출 것. 단, 은행과 사모신용의 연결성 강화를 도모해 금융 시스템 내 상호 의존성을 높임. 이는 중장기적 리스크를 키울 수 있음

은행의 대출 유형별 자기자본 수익률 비교 (C&I Vs. NDFI)

Chart: Bank loans to private credit funds offer higher risk-adjusted returns on average



Notes: Loan-level data are partitioned by the borrower being either a non-financial corporate borrower (labeled "C&I loans") or a private credit fund (labeled "loans to private credit funds"). The sample is restricted to revolving lines of credit with floating interest rates.

자료: Kansas City Fed, 하나증권

401(k)와 리테일 자금은 출구 유동성 역할

- 401(k)의 대체자산 편입 논의는 Private Credit 시장의 새로운 자금 유입 기대를 높이고 있음
- 그러나 초기 편입 비중은 제한적일 가능성이 높고, 실제 유입도 TDF 중심의 간접 편입 형태가 될 가능성이 큼
- 현재 시장은 신규 투자 확대보다 기존 자산 매각과 LP Exit 수요가 더 중요한 상황
- 따라서 리테일 자금은 새로운 성장 자금이라기보다 기존 구조를 유지시키는 출구 유동성 역할에 가까울 수 있음

401(k) 자금 유입의 현실 (규모 Vs 역할)

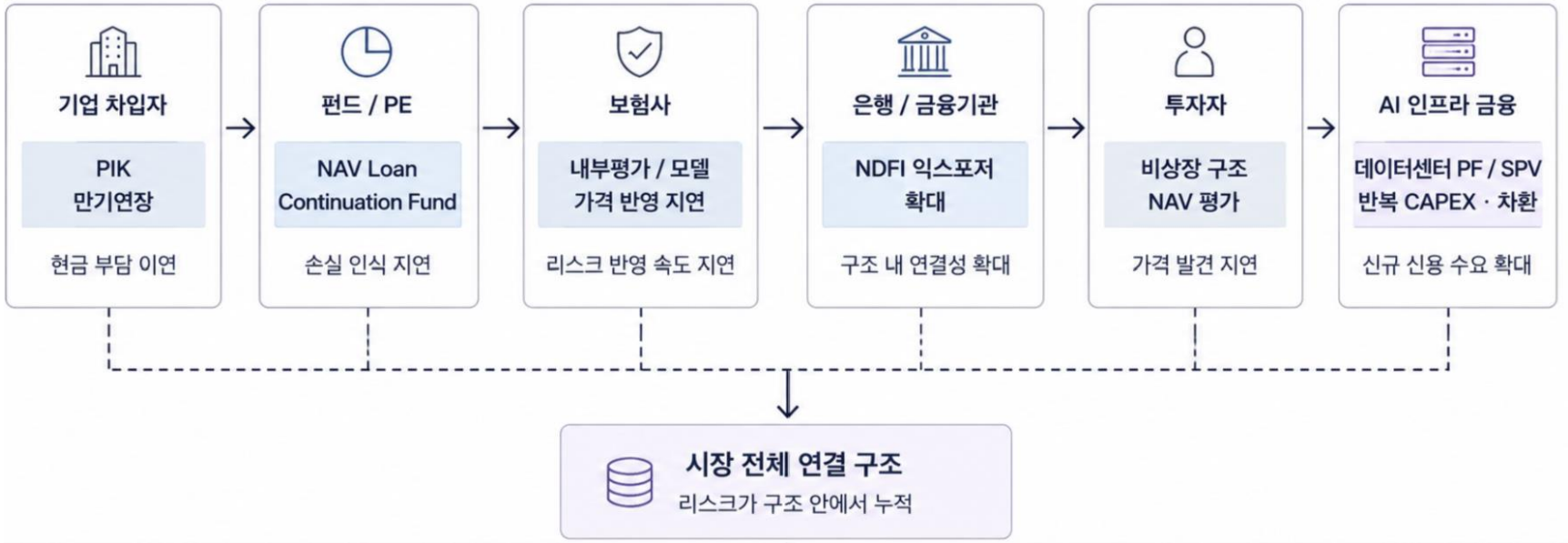
구분	내용	해석
시장 규모	약 14조 달러	잠재력은 매우 큼
예상 편입 비중	약 5~10%	초기 비중은 제한적
이론상 유입 규모	0.7조 ~ 1.4조 달러	숫자상 기대는 큼
유입 속도	매우 점진적	단기 유동성 해결 어려움
투자 방식	TDF 통한 간접 편입	개인 선택 여부 아님
자금 용도	기존 자산 인수	신규 투자 확대 아님
구조	continuation fund 활용	투자자 교체 중심
가격 형성	내부 협상 기반	시장 가격 반영 제한

자료: 하나증권

사모신용시장 리스크는 구조 전체에 연결되고 있다

- 현재 Private Credit 시장 리스크는 개별 차주나 특정 펀드의 문제로만 설명하기 어려움
- 기업 단계에서는 PIK와 만기연장으로 현금 부담이 이연되고, 펀드 단계에서는 NAV Loan과 Continuation Fund로 손실 인식 지연
- 보험사는 내부평가를 통해 가격 반영 속도를 늦추고, 은행은 NDFI 익스포저를 통해 구조 내부 연결성이 확대되고 있음
- 여기에 AI 인프라 금융까지 결합되어 리스크는 시장 전체의 연결 구조 안에서 누적되고 있음

사모신용 리스크 전이 경로 (기업 → 펀드 → 금융기업 및 시스템)



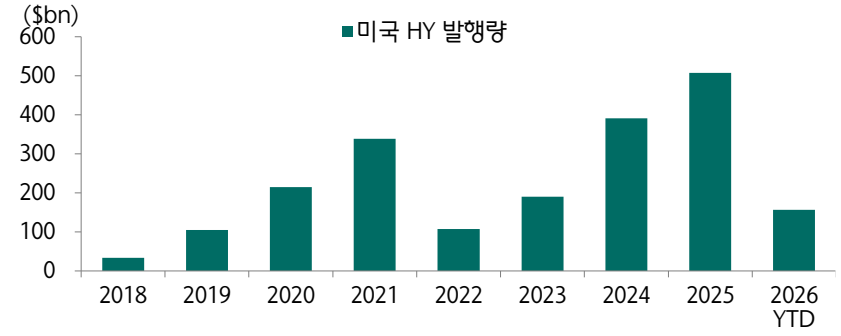
자료: 하나증권

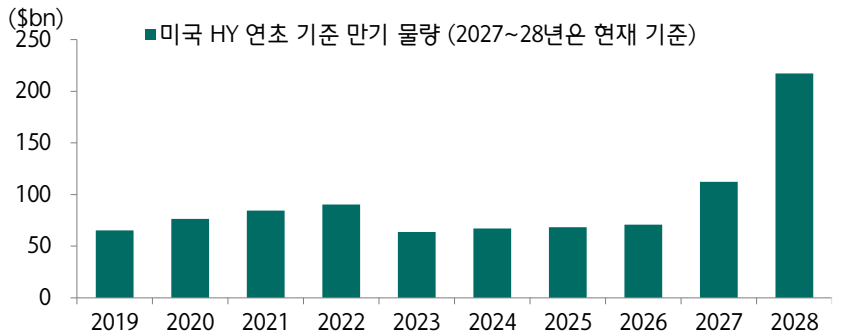
핵심은 “누가 이 누적 부채를 다시 받아줄까?”

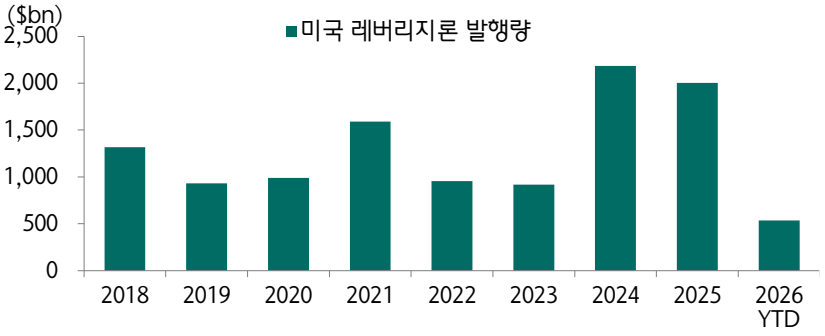
- 향후 시장의 핵심 리스크는 단순 부도율 상승이 아니라, “누적된 신용을 향후 누가 다시 받아줄 수 있는가”에 있을 것
- 2021~2022년 급증했던 DL과 LBO 부채는 점차 만기 구간에 진입하고 있음
- 게다가 AI 인프라 금융 역시 짧은 투자와 교체주기로 인해 반복적인 차환과 신규 자금조달을 필요로 하고 있음

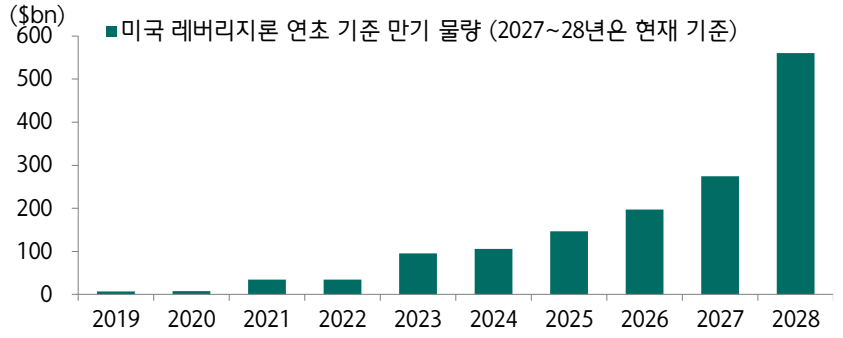
▷ 결국, Private Credit 시장은 미들마켓, 인수 금융, 인프라 금융까지 지속적인 리파이낸싱이 전제되어야 유지되는 구조 형성

만기 벽을 기다리며 (20년 이래 발행 확대) 만기벽







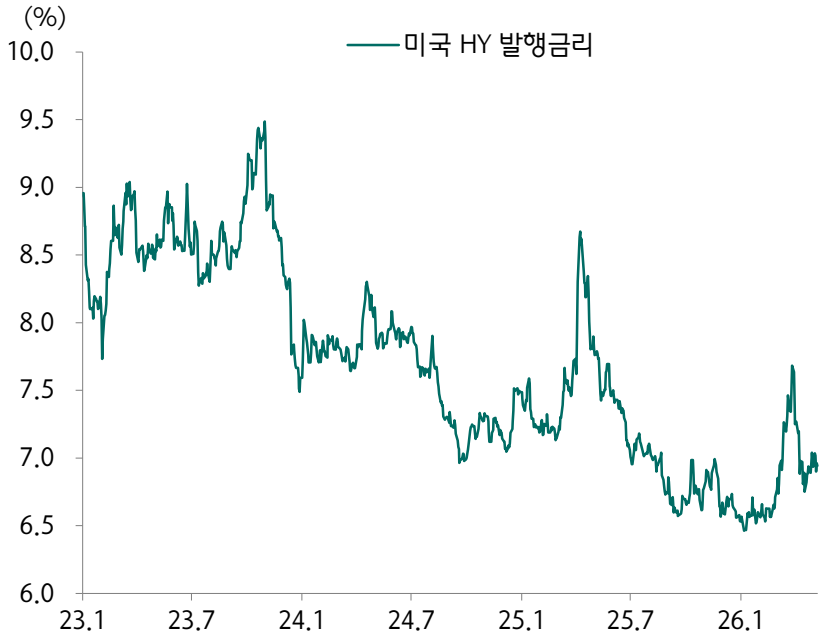


자료: Bloomberg, 하나증권

금리 · 경기 · 구조가 동시에 압박하는 국면 진입

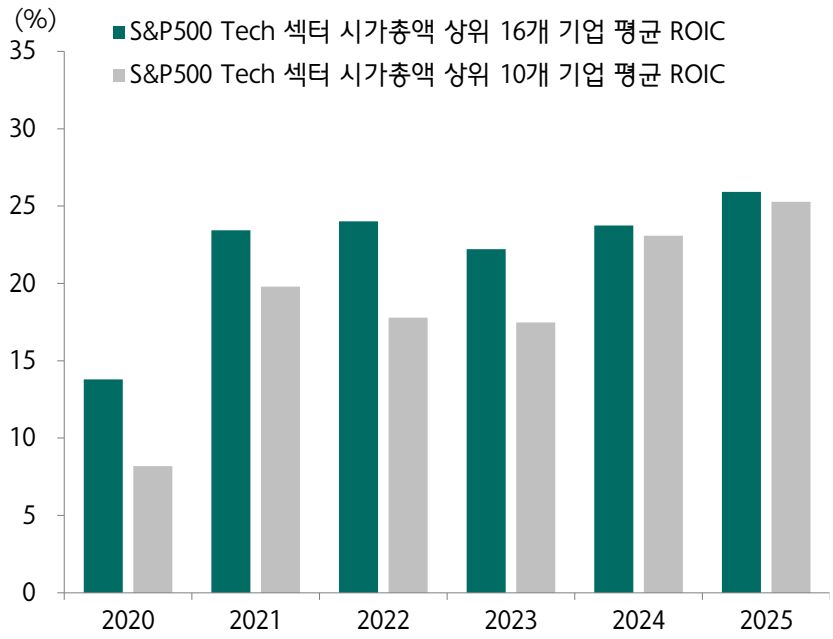
- 금리 경로가 다시 상승하거나 인하 기대가 지연될 경우 차환 비용은 빠르게 높아질 수 있음
- 경기 둔화가 미들마켓의 현금흐름을 압박하는 가운데, AI CAPEX 둔화까지 발생할 경우 신규 투자 기반도 크게 약해질 수 있음
- 이 경우 기존 부실은 더 이상 시간 연장만으로 흡수되기 어려워질 수 있음 (투자자들은 상환을 요구할 것)
- 하반기를 지나며 금리, 경기, AI 투자 둔화가 동시에 맞물리는 사이클이 형성된다면 리스크는 비선형적으로 확대될 수 있음

HY 기업들의 발행 금리 부담



자료: Bloomberg, 하나증권

S&P 500 Tech 섹터 기업 평균 ROIC (시가총액 상위 기업)



자료: Bloomberg, 하나증권

시장은 안정적이지만 구조는 더욱 커지고, 무거워지고 있음

- 2026년 하반기 Private Credit 시장은 풍부한 유동성, 금융 규제 완화, AI 인프라 투자 확대를 기반으로 Private Credit 팽창이 계속 유지되는 흐름을 예상
  - 기존 미들마켓 부실과 BDC 환매 이슈가 존재함에도, 시장은 차환 진행을 단행하며 단기 안정세를 이어갈 것
  - AI 데이터센터·전력·네트워크 중심의 CAPEX 확대 기조는 더욱 다층 레버리지 구조를 형성해 나갈 것

- 다만 현재 구조는 기존 부실이 충분히 해소되지 않은 상태에서, 정책과 유동성이 시간을 벌어주며 새로운 AI 투자 사이클까지 동시에 떠받치고 있다는 점이 핵심

- 내년도 시장의 핵심 변수는:
  - 금리 경로 변화와 차환 비용 상승,
  - 만기벽과 미들마켓 현금흐름 약화,
  - AI CAPEX 둔화 가능성, 데이터센터 자산가치 재평가

➢ 현재 금융 메커니즘은 신용시장 내 부실을 지연시키는 방향으로 작동하며 동시에 AI 중심의 신규 신용 팽창까지 빠르게 추가되면서, 시장 규모와 상호 연결성은 이전보다 훨씬 더 거대해지고 복잡해지고 있는 과정으로 판단.
따라서 이렇게 적층되고 이연된 부채를 “누가 받아줄 수 있는지“에 대한 시장 모니터링이 지속적으로 필요할 것으로 판단

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.