하나TV
하나증권

해외크레딧 I Analyst 이영주

Private Credit 연장전 시작

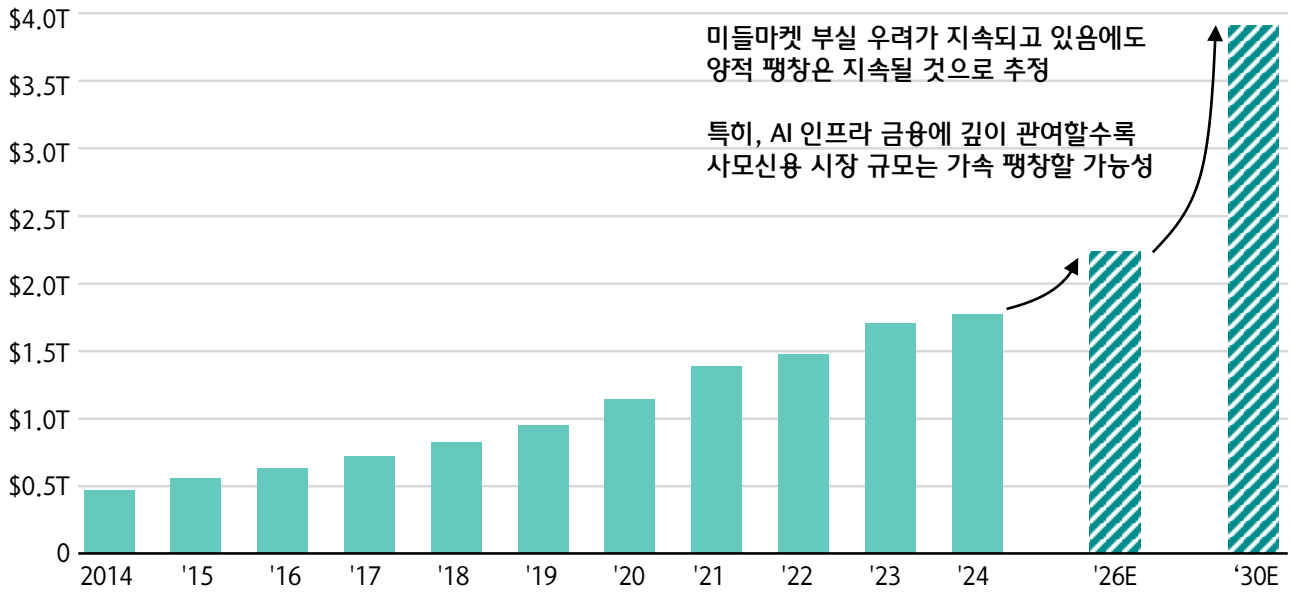
(미들마켓을 넘어, AI 인프라 금융 시대로)

하나증권

Private Credit 연장전은 시작되었다 !

- 현재의 Private Credit 시장은 단순 대출 시장을 넘어, 하나의 거대한 신용 플랫폼으로 진화하고 있음
- 미들마켓 부실 우려가 지속되고 있으나, AI 데이터센터·전력 투자 확대가 새로운 신용 수요를 만들어내며 사모신용 시장 팽창을 가속화
- 이 과정에서 부채는 규제 완화와 차입 구조를 기반으로 계속 연장되며, 신용 사이클 자체가 더 길고 복잡하게 확장되는 구조로 변화

Private Credit 연장전은 시작되었다! (AUM 기준)

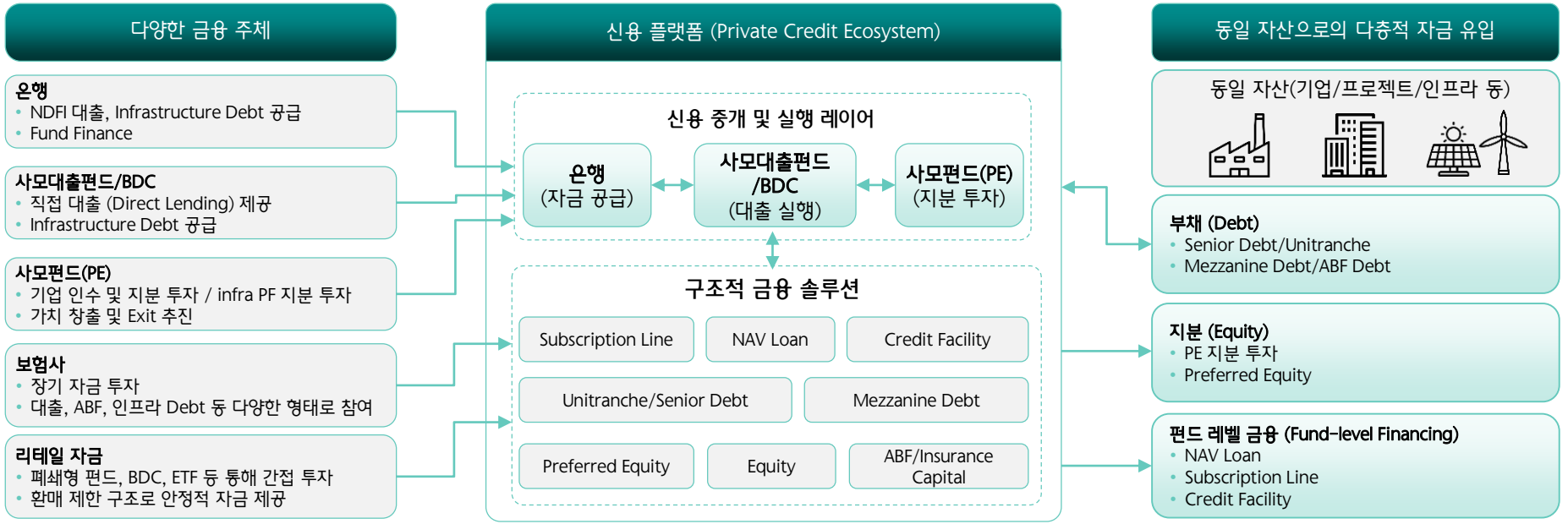


주) Preqin's Private debt fund AUM 수치에 기반하며 해당 데이터는 모든 PC AUM을 의미하지 않음 (ABF, Real estate and infrastructure PC assets, 이런 펀드에 대한 추가 차입 등)
자료: Moody's, 하나증권

Private Credit, 신용이 생성되는 구조

- 현재 Private Credit 시장은 단순 대출 시장을 넘어, 하나의 거대한 신용 플랫폼으로 진화하고 있음
- 다양한 금융 주체 자금이 하나의 구조 안에서 연결되며, 동일 자산 위에 부채·지분·펀드 레벨 금융이 동시 적층되는 구조가 형성
- 이제 Private Credit 시장은 단순한 자금 공급 영역이 아니라, “신용이 생성되고 확장되는 구조 자체”로 이해할 필요

Private Credit, 신용이 생성되고 확장되는 구조

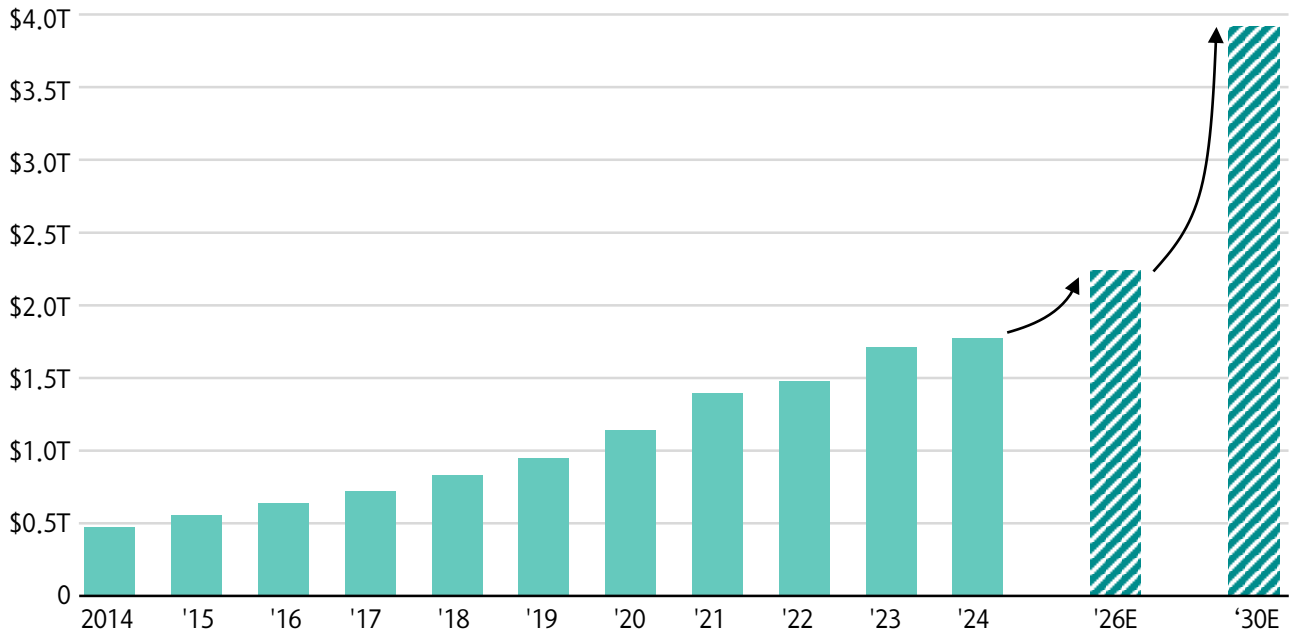


자료: 하나증권

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
- 단, 현재 시장에서 관측되는 약 $2조 규모는 펀드 기반 자산에 불과. 전체 사모신용 시장 규모를 충족시키진 못함

Private Credit Market AUM



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

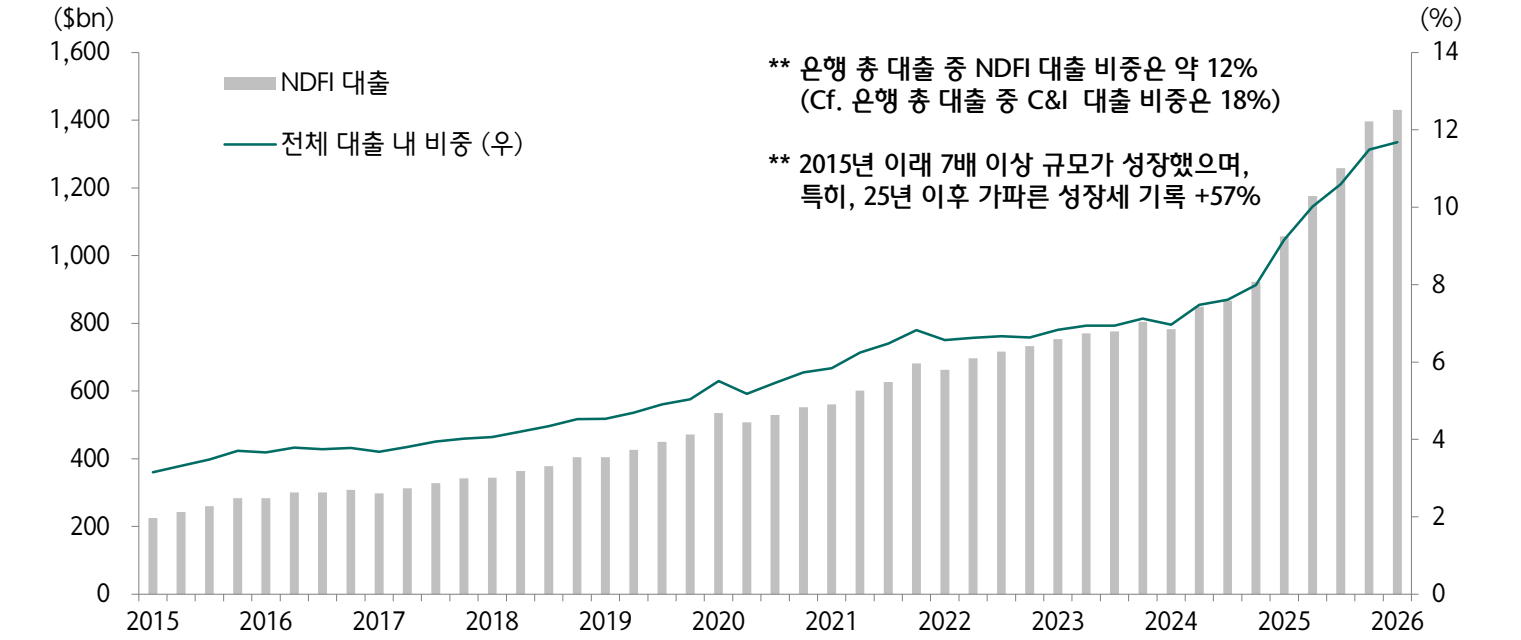
➢ 자산기반금융(ABF), 인프라/부동산 대출, 펀드 레벨 레버리지, 보험계정 및 SMA·구조 까지 고려할 경우 실제 신용 공급 규모는 훨씬 클 것으로 추정

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

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 $1.9조)

은행의 NDFI 대출 규모

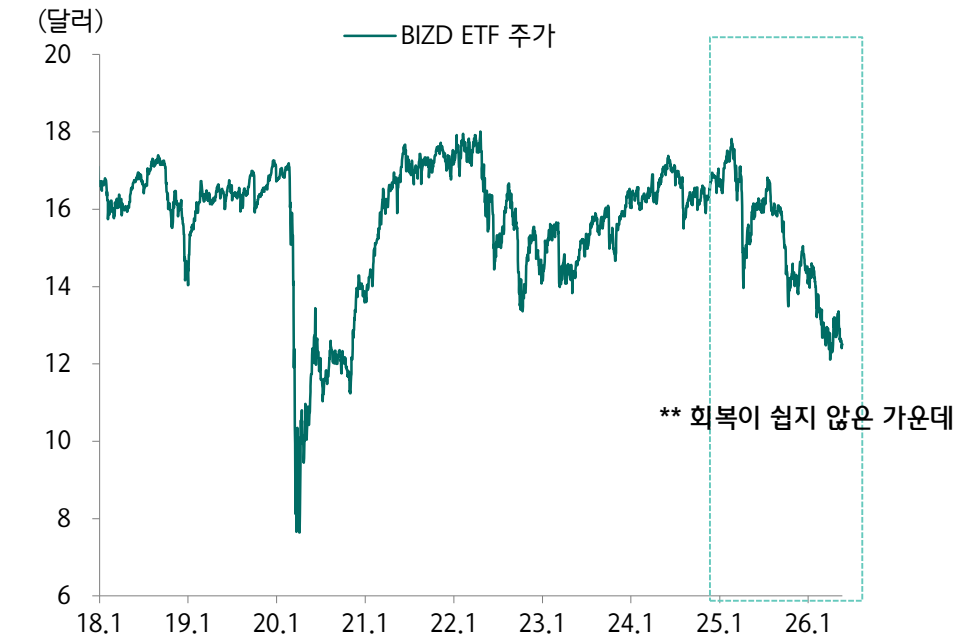


자료: Bloomberg, 하나증권

신용 팽창은 이제 AI 인프라로 확장되고 있다

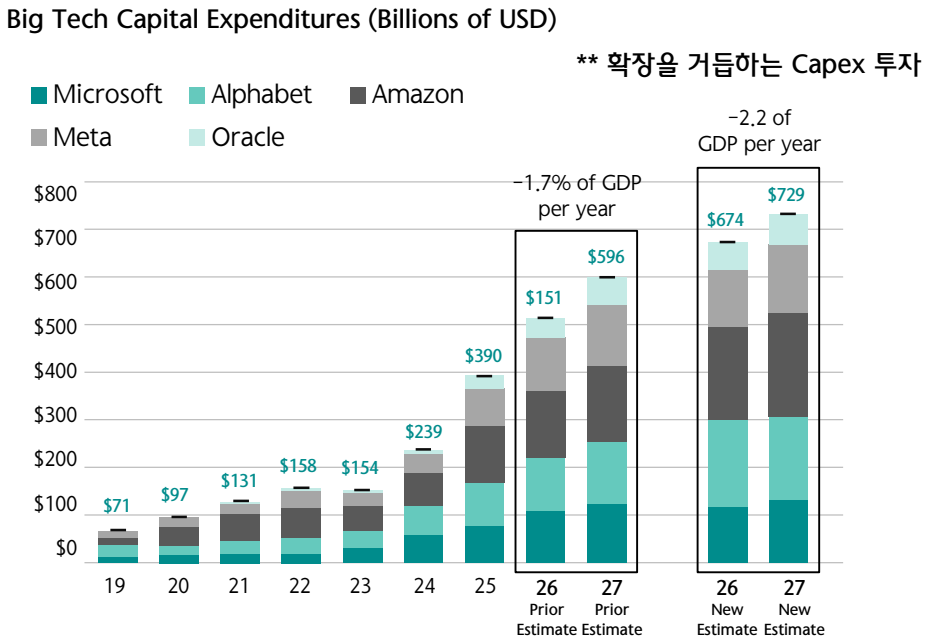
- 사모신용 시장은 미들마켓에 대한 대출 비즈니스를 넘어, AI 데이터센터·전력 Capex 확대에 따른 새로운 신용 수요를 흡수
- 현재 미국 성장 구조는 AI 인프라 투자 확대에 크게 의존하며, 이에 필요 자금은 빅테크 자금만으로 해소하기는 어려움
- 이에 사모신용 기업들은 디지털 인프라 PF (Project Finance)에 깊게 관여하는 모습

미국 BDC (사모신용기업) ETF



자료: Bloomberg, 하나증권

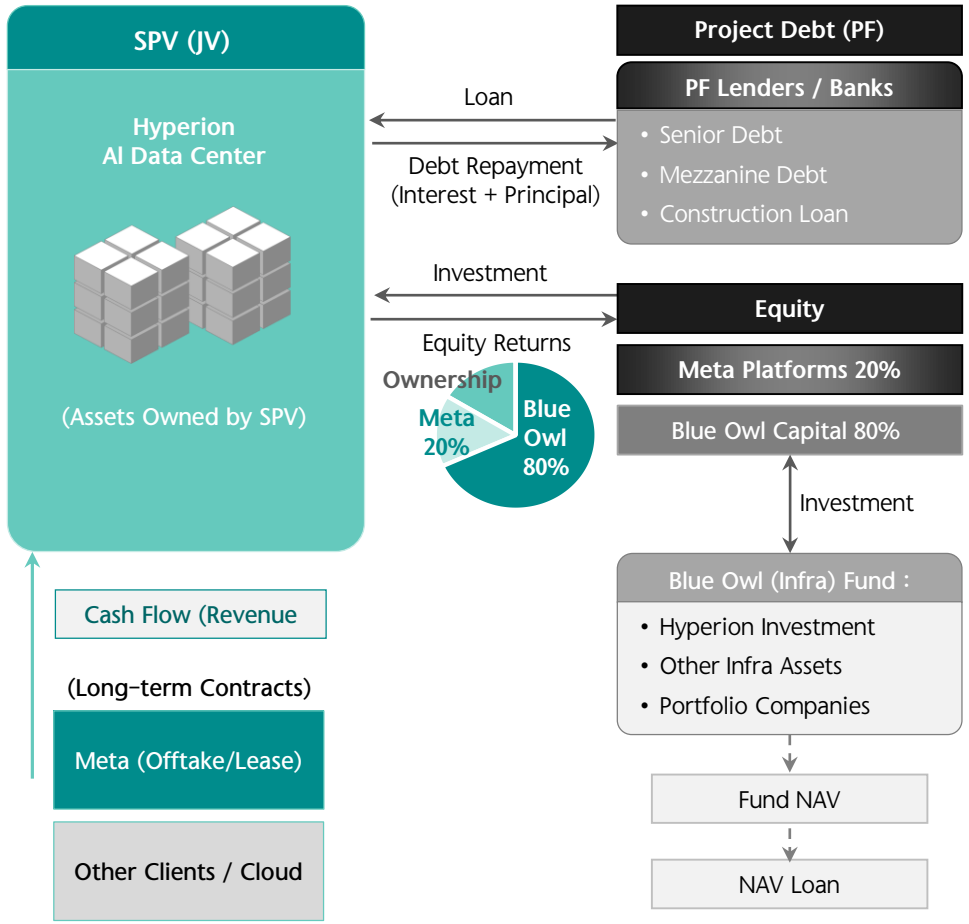
미국 빅테크 Capex 투자 수요 확대



자료: Bloomberg, 하나증권

AI 인프라 금융도 다층 레버리지 구조 형성

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



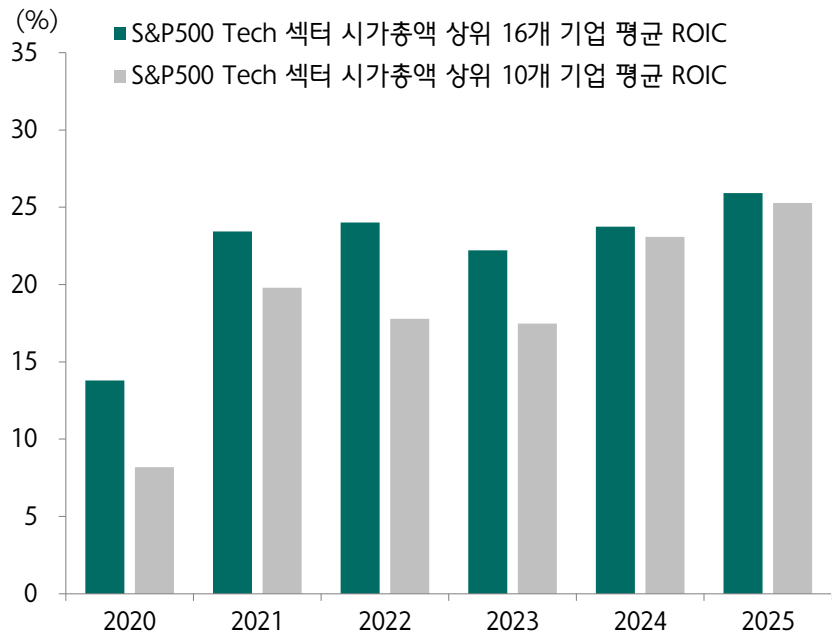
- AI 데이터센터 건설은 대부분 SPV 기반 프로젝트 파이낸스 (PF) 형태로 진행됨
- Project 단계에서는 은행과 PF lender들이 부채 (Debt)를 조달하며, PE는 인프라 펀드를 조성해 지분 (Equity) 투자자로 참여
- 이후, 해당 인프라 펀드의 지분 가치를 바탕으로 NAV loan 같은 펀드 레벨 레버리지가 추가적으로 발생되는 구조
- 즉, 해당 프로젝트 구조 위에 여러 층의 금융이 동시 적층되는 구조가 형성됨

자료: Bloomberg, 하나증권

AI 인프라 금융 구조의 부담, Off-balance와 짧아진 감가상각

- AI 인프라 금융의 핵심은 여러 층의 금융 부담이 동일한 상환 재원에 의존 ▷ 빅테크의 AI 인프라 수요
- SPV 구조로 인해 빅테크 B/S 밖에서 상당한 레버리지가 누적 (Off-balance) ▷ 그럼에도 시장은 빅테크 ROIC와 성장률에만 집중
- 데이터 센터 내 GPU·서버·네트워크 장비는 감가상각 주기가 짧고 기술 교체 속도가 빨라 재투자와 차환 수요를 구조화하는 경향

S&P 빅테크 섹터 기업 평균 ROIC (시가총액 상위 기업)



자료: Bloomberg, 하나증권

감가상각 비교 (전통 인프라 Vs. 기술 인프라)

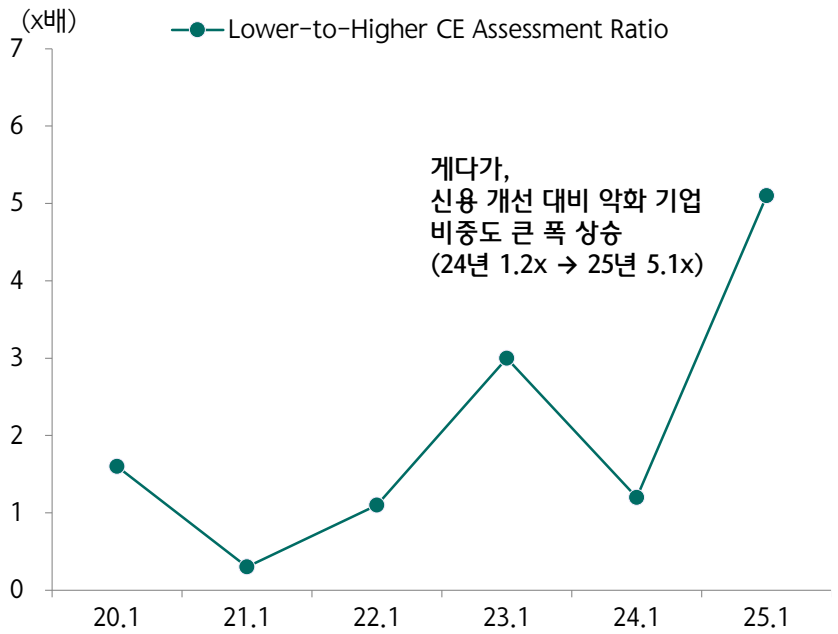
구분	전통 인프라 (도로·공항·전력망 등)	AI 데이터센터 인프라 (Hyperscaler DC)
자산 수명	20~40년 (일부 50년)	건물 20~30년 / 서버·GPU 3~5년
감가상각 기간	장기 직선 상각	건물 장기 / IT 장비 단기
기술 교체 위험	매우 낮음	매우 높음 (GPU 세대 교체 빠름)
수요 안정성	규제·독점 기반, 안정적	AI 수요 사이클 민감
현금흐름 가시성	장기 사용료·규제 수익	장기 계약 존재하나 Capex 민감
재투자 필요성	낮음	매우 높음 (주기적 장비 교체)
PF 적합성	매우 높음	구조는 PF 가능하나, 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

미들마켓 대출 부담은 사라지지 않고, 상환 시점으로 이연되고 있다..

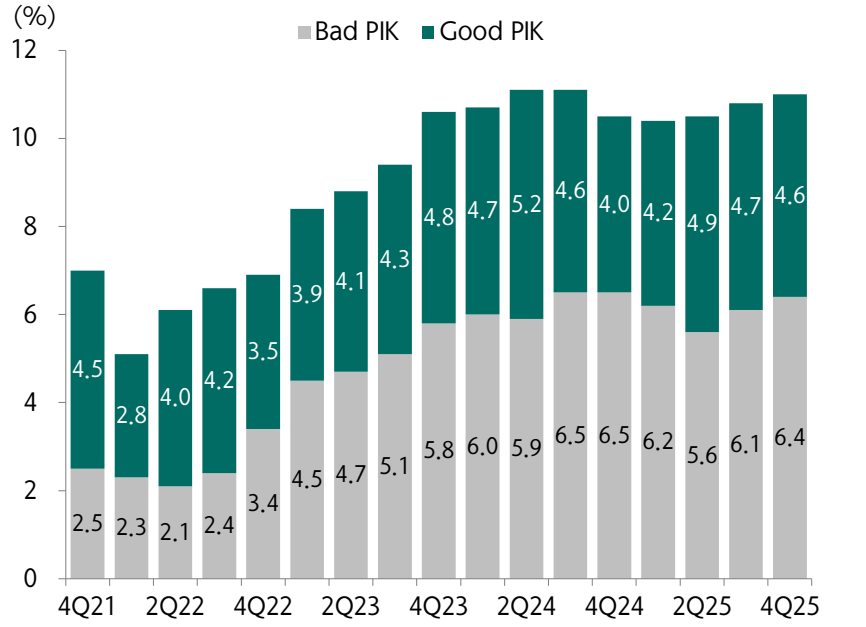
- 한편, 미들마켓 기업의 현금흐름은 약화되고 있으나, PIK 전환 · 만기연장을 통해 기업들의 단기 현금 부담은 낮아진 상태
- BDC도 차주의 손실을 즉각 인식하기보다, 배당 지급을 이어가면서 투자자들에게 BDC 신용 상태의 왜곡을 유발
- 특히, 잠재적 부도 가능성이라 불리는 Bad PIK 비중이 확대되고, 글로벌 신평사의 신용등급 하향 조정은 지속적

신용하향/상향 기업 비율



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

BDC 대출 포트폴리오 내 PIK 이자지급 비중

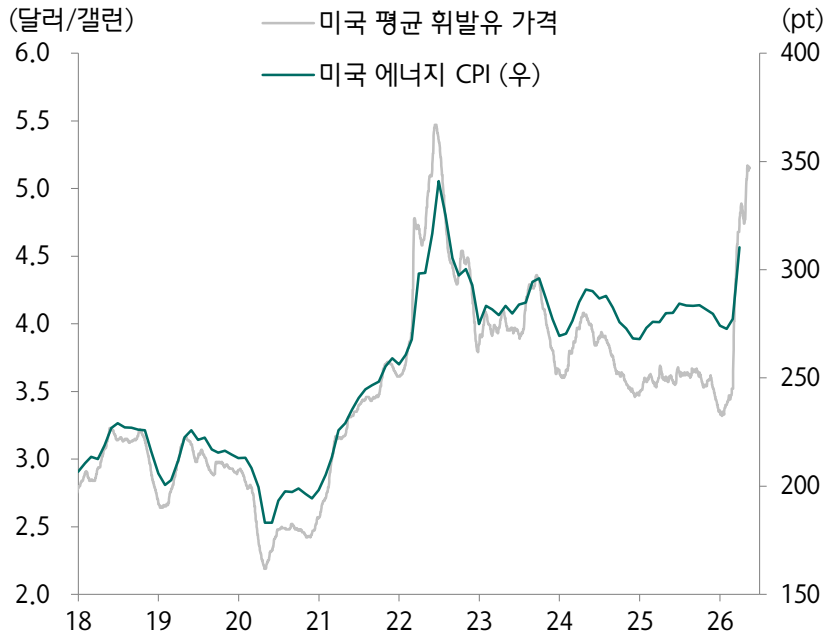


주) Bad PIK: PIK 지급으로 중도 전환된 경우
자료: Lincoln International, 하나증권

정책은 금리보다 유동성을 선택하고 있다

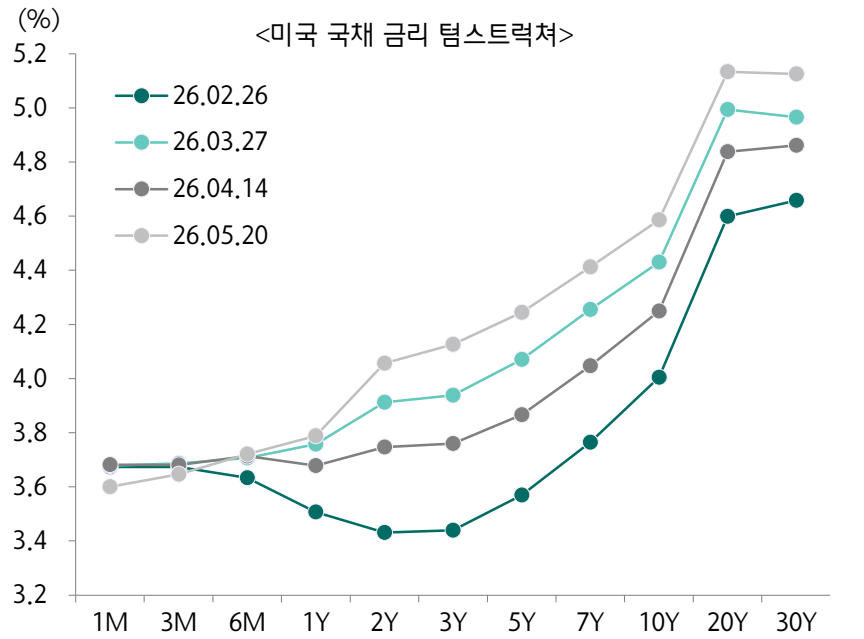
- 하반기 통화정책 방향은 금리 인하보다 유동성과 차환 환경 유지에 더욱 초점을 맞출 것
- 이는 기존 미들마켓 신용 구조를 지지하는 동시에, 사모신용 시장 전반이 AI 인프라 중심으로 확장되는 흐름을 유도할 수 있음
- 가속화되는 금융 규제 완화 흐름 또한 은행의 NDFI 대출 확대를 자극하며, 신용시장 전반으로 유동성이 공급되는 구조를 형성

에너지 가격 및 물가 불안 지속



자료: Bloomberg, 하나증권

금리 Term Structure (금리 인하 지연을 넘어 인상 가능성 반영)

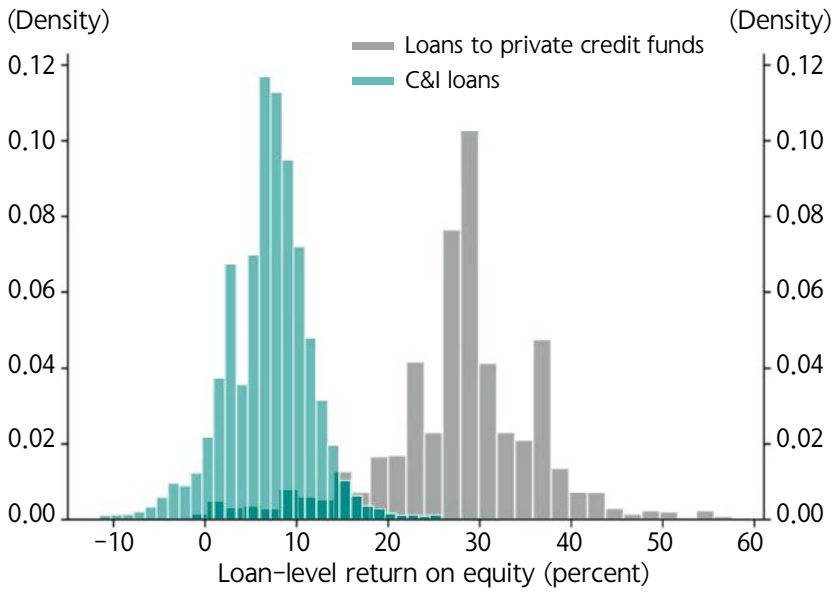


자료: Bloomberg, 하나증권

은행의 간접 신용공급 확대가 예상되는 이유

은행의 대출 유형별 자기자본 수익률 비교 (C&I Vs. NDFI)

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



실제 캔자스 시티 연은 보고서 (2025) 에 따르면
- C&I 대출 ROE: 7.9%
- NDFI 대출 ROE: 29.1%

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.

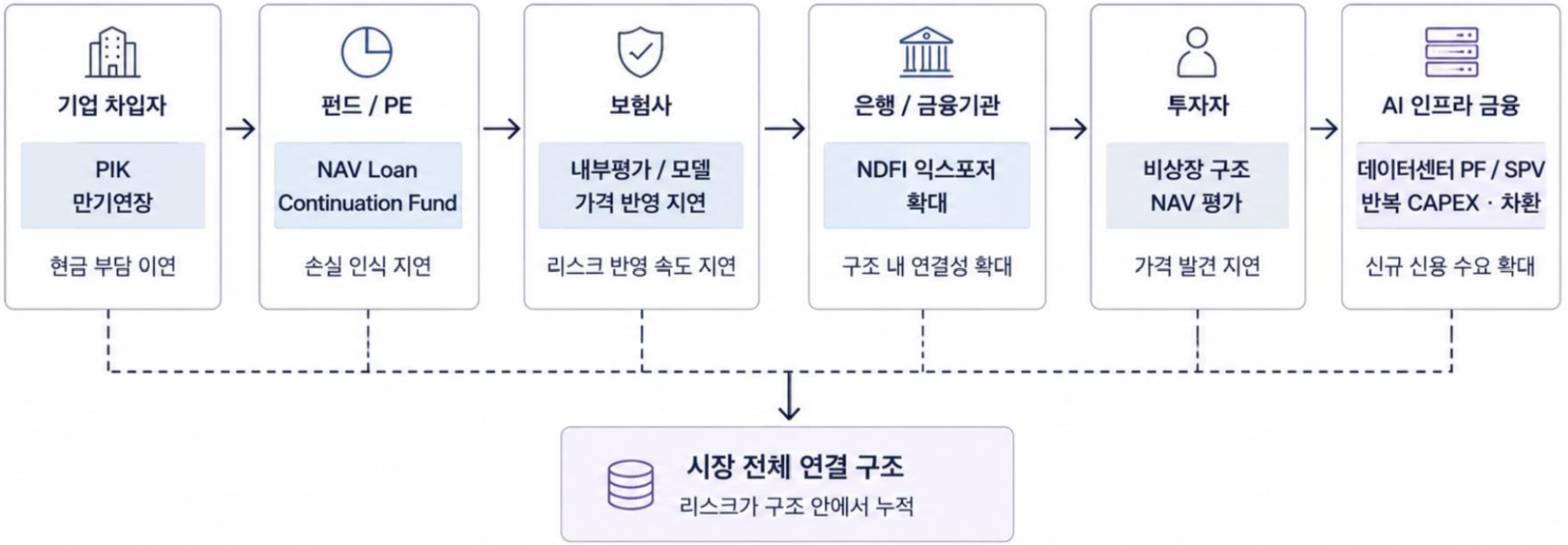
자료: Kansas City Fed, 하나증권

- 금융 규제 완화는 은행은 직접 기업 대출 확대보다 NDFI 대출 또는 Fund Finance 를 통한 간접 신용공급 방식을 자극할 것
- 우회 대출 방식은 자본규제 부담을 줄이면서 高 수익률 신용시장에 참여할 수 있기 때문
  개별 차주 리스크 또한 직접 부담하지 않아도 됨
- 단기적 유동성 부담을 낮출 수 있겠으나,
  중/장기적으로는 은행과 사모신용의 연결성 강화를 도모해 금융 시스템 내 상호 의존성을 높이는 구조

사모신용시장 리스크는 구조 전체에 쌓이고 있다

- 현재 Private Credit 시장 리스크는 개별 차주나 특정 펀드의 문제로만 설명하기 어려움
- 기업은 PIK·만기연장으로 현금 부담을 차환 시점으로 연기. 펀드 단계에서도 Nav Loan을 사용해 손실 인식을 지연시킴
- 은행 또한 NDFI 대출을 통해 사모시장과 연결고리를 높이고, 여기에 AI 인프라 금융까지 더해져 리스크는 신용 구조 곳곳에 쌓여

사모신용 리스크 전이 경로 (기업 → 펀드 → 금융기업 및 시스템)

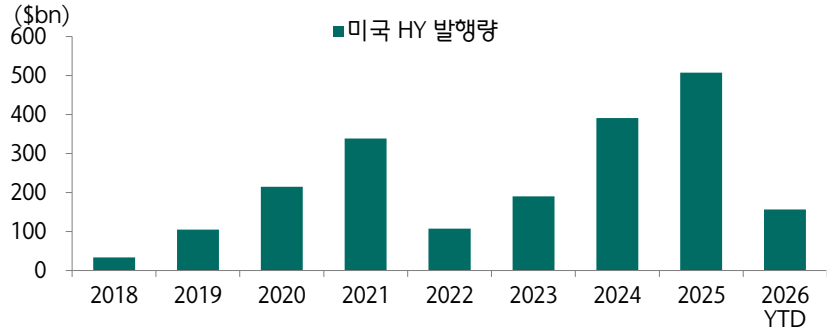


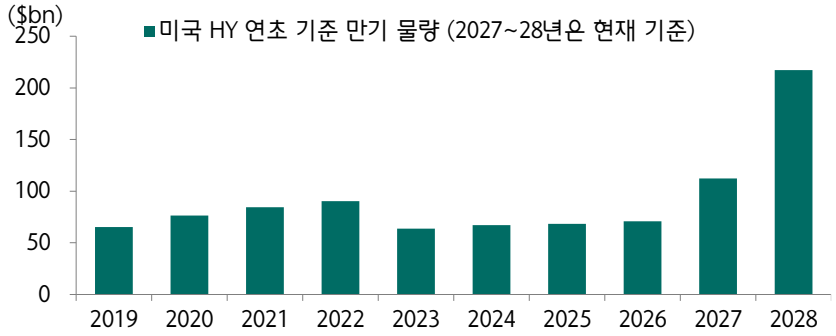
자료: 하나증권

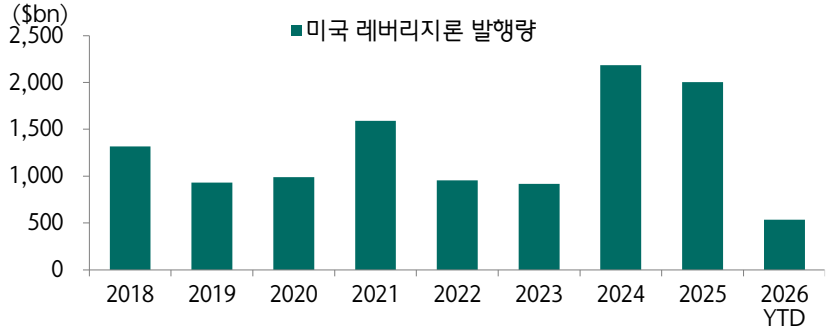
핵심은 “누가 이 누적 부채를 다시 받아줄까?”

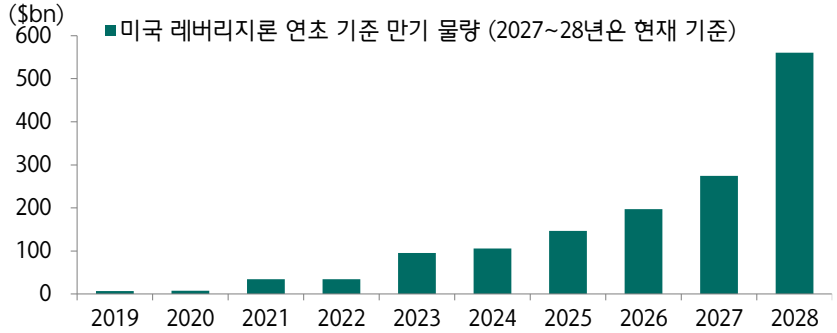
- 향후 핵심 리스크는 단순 부도율 상승이 아니라, “누적된 신용을 향후 누가 다시 받아줄 수 있는가”에 있을 것
- 21~22년 급증했던 미들마켓 부채는 만기 구간에 진입. AI 인프라 금융도 짧은 투자와 교체 주기로 반복적 차환과 신규 자금조달 요구
- 결국, Private Credit 시장은 미들마켓, 인수 금융, 인프라 금융까지 지속적인 리파이낸싱이 전제되어야 유지되는 구조를 형성

만기 벽을 기다리며 (20년 이래 발행 확대)







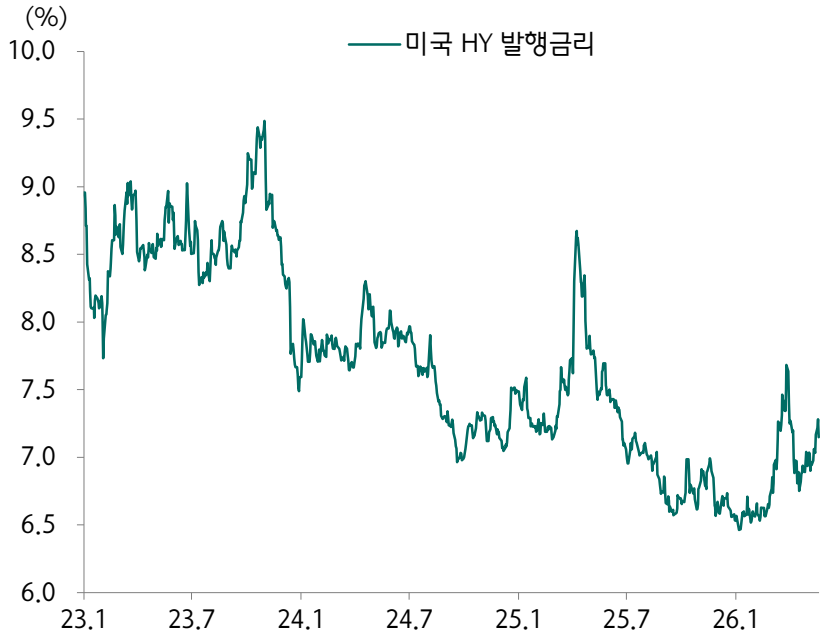


자료: Bloomberg, 하나증권

금리 · 경기 · 구조가 동시에 압박하는 국면 진입

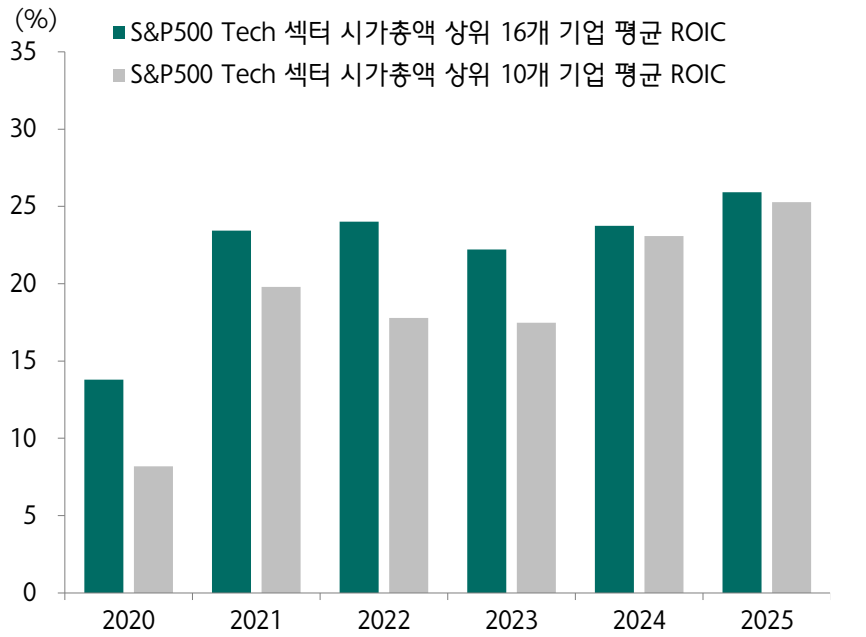
- 추후 금리 경로가 상승하거나 인하 기대가 지연된다면 차환 비용은 빠르게 높아질 수 있음
- 경기 둔화가 미들마켓의 현금흐름을 압박하는 가운데, AI CAPEX 둔화까지 발생한다면 차환 수요도 크게 약해질 수 있음
- 하반기를 지나며 금리 · 경기 · AI 투자 둔화가 동시에 맞물리는 여건에서는 리스크가 비선형적으로 확대될 수 있음을 유의

HY 기업들의 발행 금리 부담



자료: Bloomberg, 하나증권

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



자료: Bloomberg, 하나증권

시장은 안정적이나, 구조는 커지고 무거워지는 경향

- 26.2H Private Credit 시장은 풍부한 유동성, 금융 규제 완화, AI 인프라 투자 확대를 기반으로 양적 팽창이 이어질 것
- 다만, 지금 구조는 미들마켓 부실이 해소되지 않은 상태에서, 정책과 유동성이 시간을 늘려 부채 부담을 이연시키고 있음
- 여기에 신규 AI 투자 수요까지 더해져 결국 미래 리스크는 “상환 시점에 누가 이 부담을 다시 받아줄 수 있는지”에 달려있을 것

단기적 흐름과 장기 리스크

단기적 흐름	장기적 리스크	리스크 관리 방안
➢ 기존 미들마켓 부실과 BDC 환매 이슈가 지속됨 ➢ 단, 시장은 차환 진행을 단행하며 단기 안정세를 이어갈 것 ➢ AI 데이터센터·전력·네트워크 중심의 CAPEX 확대 기조는 더욱 다층 레버리지 구조를 형성해 갈 것	➢ 금리 경로 변화와 차환 비용 상승 ➢ 미들마켓 기업대출의 만기벽 도래와 현금흐름 약화 ➢ 빅테크 AI CAPEX 둔화 가능성 ➢ 데이터센터 자산가치 재평가	➢ 현재 사모시장 내 사용되는 금융 메커니즘은 신용시장 내 부실을 지연시키는 방향으로 작동 ➢ AI 중심의 신규 신용 팽창까지 빠르게 추가되고 있어, 시장 규모와 상호 연결성은 이전보다 훨씬 더 거대해지고 복잡해지고 있음 ➢ 이렇게 적층되고 이연된 부채를 상환 시점에 “누가 받아줄 수 있는지“에 대한 시장 모니터링이 지속적으로 필요할 것

자료: 하나증권

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.