

2026
RESEARCH
FORUM

하나TV
하나증권



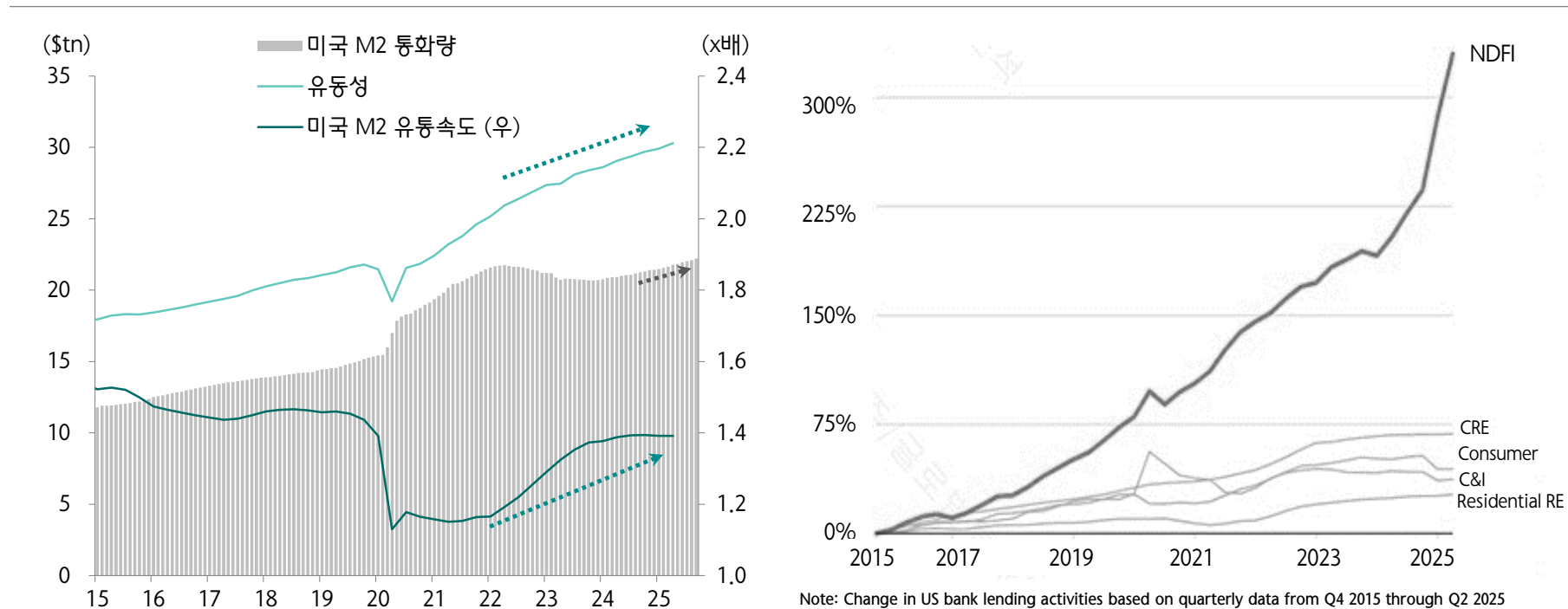
해외크레딧 전망 | 해외크레딧/자산배분 이영주

**신용의 카나리아,
첫 경고음은 이미 울렸다..**

하나증권

신용의 카나리아, 첫 경고음은 이미 울렸다..

- 25년은 사모대출 중심의 신용 팽창이 빠르게 진행. 나아가 사모대출 시장은 정책 수혜 산업의 자본 수요를 채우며 PF형 시장으로 진화함
- 다만, 속도 팽창의 피로감이 시장 곳곳에서 관측됨. 신용의 카나리아는 첫 경고음을 울렸다고 판단
- 26년에는 연준과 美 정부의 정책적 완충을 기대하나 한시적 조치인 만큼 결국 26년 신용시장의 속도를 벗어나 질적 변화가 동반될 필요



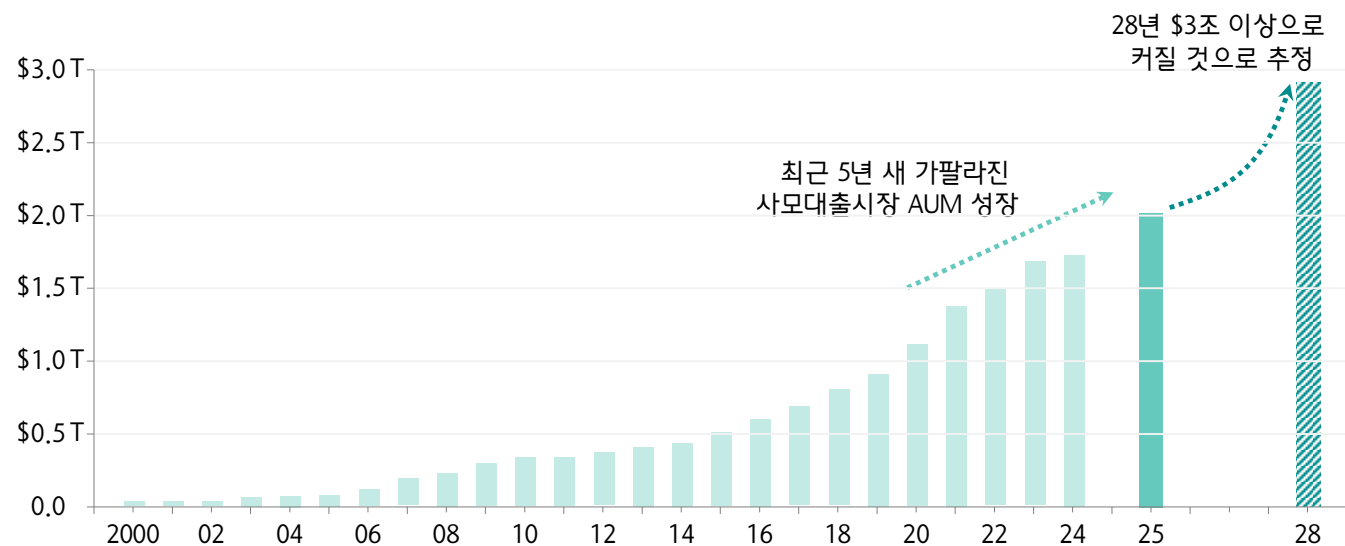
자료: Bloomberg, FRB, 하나증권

미국 사모대출 팽창 : 은행의 신용 외주화

- 사모대출 AUM은 2.1조 달러로 이미 하이일드 마켓을 추월
- 08년 이래 강화된 규제로 은행권의 고위험자산 대출이 제한되면서, 그 빈자리를 사모대출 시장이 채우며 성장

미국 사모대출 시장 AUM 성장 추이

Private credit assets under management will hit nearly \$3 trillion by 2028

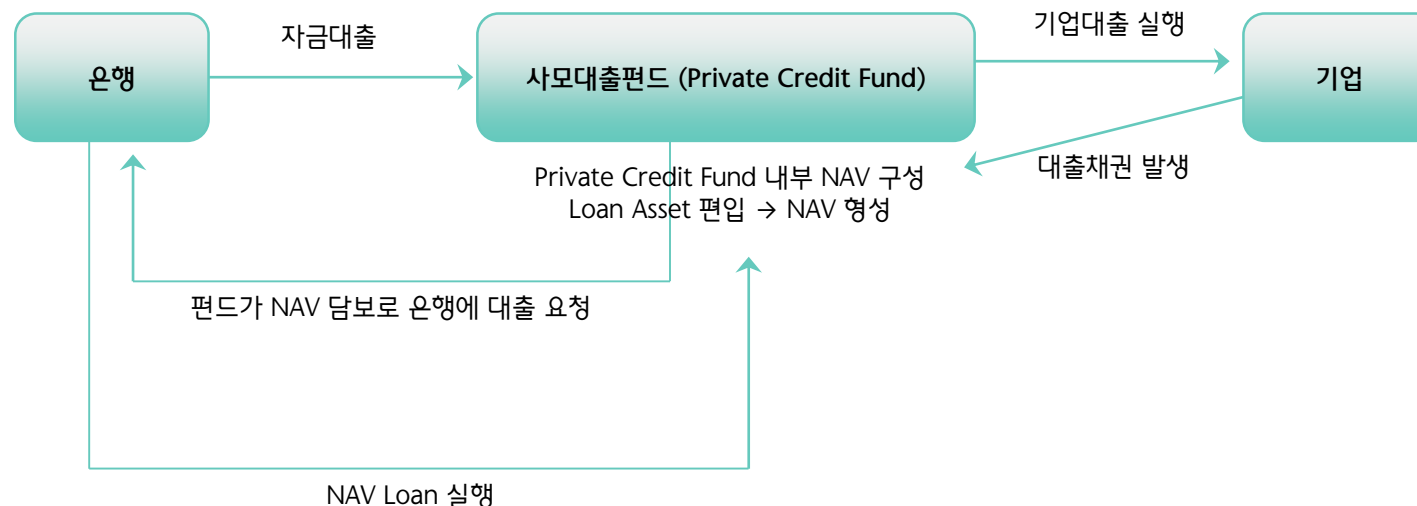


자료: Preqin, 하나증권

NDFI 대출 (신용의 외주화)과 신용의 자기 순환

- 은행의 NDFI 대출은 \$1.2조에 이르며, 은행권 전체 대출의 10% 규모로 성장
- 결국 은행이 자금을 공급하고 비은행이 신용을 직접 집행하는 구조가 정착 (신용의 외주화)
- 이러한 구조는 유동성을 확장시키는 데 도움이 되었으나, 신용의 질을 희석시키는 역할을 할 수 있음

신용의 다중회전 구조



자료: 하나증권

Shadow Banking의 현실

- 은행은 빌려준 자금의 최종 흐름을 완전히 파악하기 어려움
- NDFI, CLO · NAV Loan 얽힘이 복잡해지며, 동일 담보가 여러 층위에서 반복 사용됨
- 상위 25개 은행이 NDFI 자금의 80% 이상을 차지하면서 집중도는 더욱 심화 ▷ 리스크의 분산이 아닌, 리스크 회전이 일어나는 셈

NDFI 대출 상위 25개 은행 분포

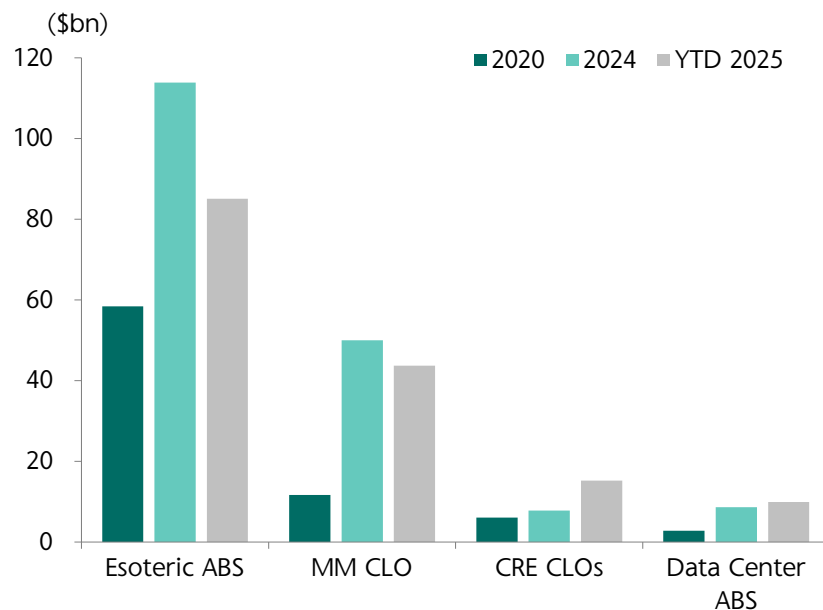
단위 (\$bn)	은행권 NDFI 대출	사업자 신용	사모펀드	모기지	소비자	기타
Total	1,200	299.3	285.2	255.5	128.2	267.2
JP모건 체이스	상위 25개 은행이 대부분 약 \$1조	22.2	47.4	57.6	26	52.7
웰스파고		59.7	41.7	35.3	19.7	17.8
BOA		33.2	29.7	25.9	19.8	71.1
골드만삭스		21.7	26.3	36.1		11
시티그룹		25.8		15.5	31.2	30.6
P&C		29.5	21.4			
트루이스트		19.5				
스테이트스트리트		19.3				
모건스탠리		16.2		27.2		11.9
U.S.뱅크프		10.5	10.7		9.9	
First Citizens			27.6			
TD Bank				8.1		
Capital One				13.6		

자료: Bloomberg, 기업 IR 자료, 하나증권

산업형 신용으로의 전환

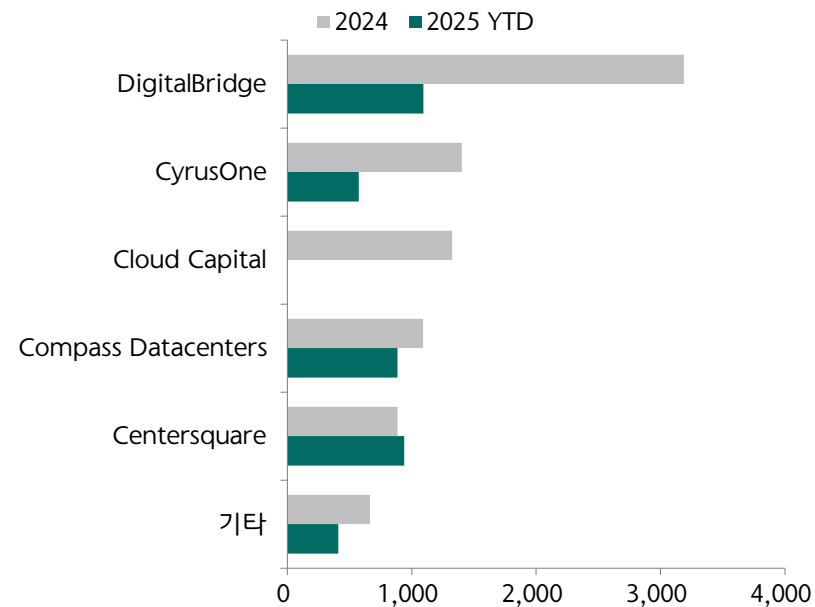
- 사모대출은 단순 기업 대출을 넘어 공급망 리쇼어링 · AI 인프라 구축 · 에너지 전환 프로젝트들을 직접 금융하는 ‘산업형 신용’으로 진화
- 특히 정책 수혜가 큰 프로젝트들을 중심으로 엄청난 신용 수요가 발생하며 사모대출 역할이 확대됨
- 이 과정 속에 은행·사모대출·CLO·보험/연기금 자금이 얹힌 신용사슬이 형성. 다만 빠른 속도 팽창의 지속 가능성에 대한 의구심 형성

사모 유동화 시장의 발행 확대



주: Esoteric ABS (비표준형 유동화증권)은 일반적인 ABS처럼 표준화된 기초자산이 아닌 비전통적으로 특수한 자산을 기초로 발행된 증권을 의미
자료: Moody's, 하나증권

ABS 발행을 주도하고 있는 5개 데이터센터 기업



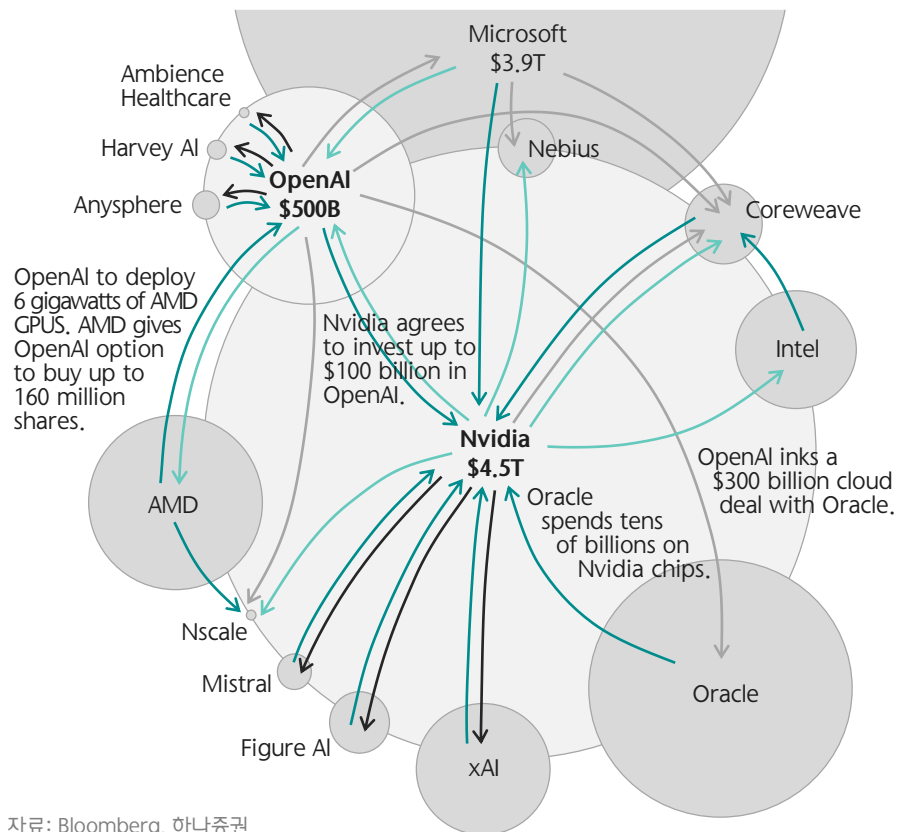
자료: Moody's, 하나증권

속도의 피로 : Oracle CDS 급등

뒤영킨 AI 자금 시장 생태계

How Nvidia and OpenAI Fuel the AI Money Machine

Hardware or Software Investment Services Venture Capital
(Circles sized by market value)



자료: Bloomberg, 하나증권

- Oracle의 \$380억 AI PF 딜은 사모대출 · 은행 · CLO가 얹힌 전형적 사례 ▷ **순환적 딜메이킹 구조**
- 동일자산이 다층 대출로 재활용되며 신용이 중첩됨
- Oracle과 일부 기업의 CDS는 단기간에 급등
- ‘속도의 신용’의 한계에 대한 의문 ▷ 산업형 신용사슬의 불안정성을 보여주는 상징적 사건

Oracle CDS 5Y 스프레드 급등 추세



자료: Bloomberg, 하나증권

규제 완화 : 속도 팽창의 발판

- 트럼프 행정부는 401K 내 사모대출 편입, 전문투자자 자격 완화 등 규제 완화를 단행
- 정책 완화는 자금 접근성을 높였으나, 투명성·유동성·리스크 관리는 뒤따르지 못 함
- 그 결과, ‘합법적 레버리지’가 폭발적으로 확대되어 시장구조가 비대화 됨. 이는 정책 완충력의 컨트롤 능력을 제한할 수 있음

주요 행정명령 및 규제완화 일지

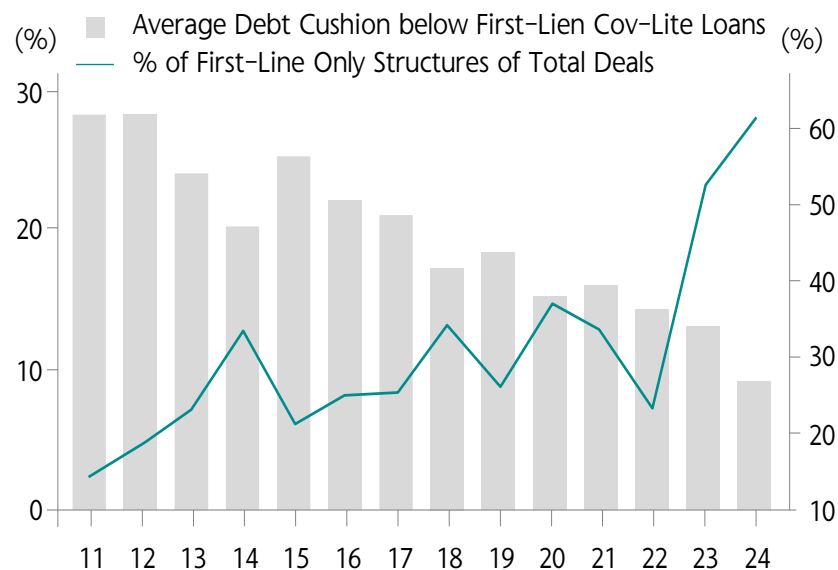
구분	주체 / 기관	주요 내용	시장 영향
① 25.8.7 행정명령 (Executive Order)	백악관 / 대통령	노동부 (DOL)와 증권거래위원회 (SEC)에 사모시장 자산을 401(k) 등 퇴직연금에 포함할 수 있도록 지침 마련 지시 (Private Credit, Private Equity, Commodities, Crypto 등)	퇴직연금 (DC)의 사모시장 접근성 확대 → 소매투자자 참여 기반 확장
③ 25.8.12 리테일 투자 제한 완화 (Retirement Plan Investment)	노동부 (DOL, EBSA)	2021년 지침 철회 (사모자산 비권장) → 401(k) 내 사모대체투자 허용 재확인	퇴직연금 자금의 사모시장 진입 장벽 완화 → 대체투자 운용사 수요 확대
② 25.6.23 공인투자자 자격 확대 (Accredited Investor Reform)	미 하원 (H.R. 3394)	공인투자자 정의 확대. 순자산·소득 요건 외에 SEC가 인정하는 전문 자격/경력 보유자 포함 (CFA, CPA 등)	사모펀드·사모대출 상품에 넓은 투자자층 접근 허용
④ 25.8.15 폐쇄형 펀드 규제 완화 (Closed-End Fund Reform)	증권거래위원회 (SEC, Division of Investment Management)	비공개펀드 기반 폐쇄형 펀드 (CE-FOPF) 규제 완화: ① 판매 대상 확대 (공인투자자 중심 완화) ② 사모펀드 비중 15% 제한 폐지 ③ 위험·수수료·유동성 관련 Plain-English 공시 의무화	PDF·CLO·PE펀드 소매 유통시장 진입 용이
⑤ 25.8.11 사모채권 투자 공시 강화 (Private Placement Transparency)	보험감독협회 (NAIC, SAPWG)	보험사 보유 사모증권 (144A, Reg D, 4(a)(2) 등) 전자보고의무 신설	투자 투명성·리스크 파악 개선, 감독 강화 → 시장 신뢰 제고

자료: Whitehouse.gov, briefing-room, Sec.gov, Dol.gov, 하나증권

Cov-lite 확산과 규율의 붕괴

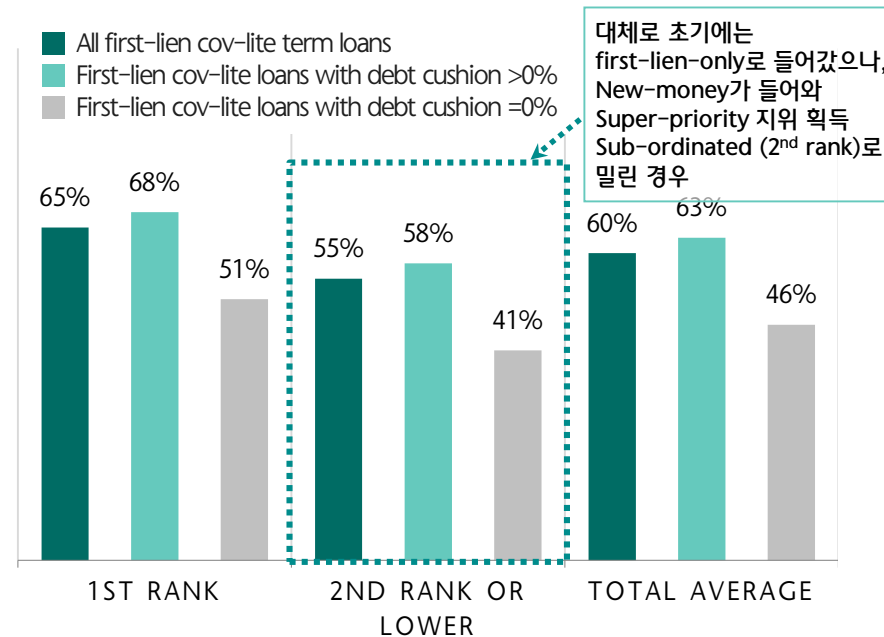
- 우량 차입자 유치를 위한 경쟁이 심화되며 BSL과 대형 Private Credit (PC)들은 대출약정을 무력화시키는 상태
- 이에 Cov-lite가 확산되고, 손실 흡수력은 2014년 대비 1/3 수준으로 감소 (경쟁 심화로 BSL과 대형화된 PC들과의 경계선이 모호)
- PE · BSL · (대형) PC가 동일 관행을 받아들이며 ‘저규율 · 고레버리지’ 생태계 안착 ▷ 약정 무력화는 신용 리스크 방어력을 약화시킴

Debt Cushion 축소 추이



자료: Moody's, 하나증권

이름만 무성한 First-Lien 회수율



주: Sample은 20~25년 사이 부도난 161건 중 Cov-lite 대출
자료: Moody's, 하나증권

담보 순위 전환 : Serta Simmons 사례

- Cov-lite는 단순 조건 완화가 아닌, 담보권 서열을 바꿀 수도 있음 (Serta Simmons Beddings가 대표적 사례)
- 차입자 제약이 약화되면서 추가로 신규 차입이 가능해지고, 이에 Super Priority가 생겨 남
- PE 중심의 인수금융 생태계가 Cov-lite 구조를 선호하고, 은행 (BSL)과 대형 PDF들이 경쟁하면서 이러한 생태계가 확산되고 있음

2020년 Serta Simmons Beddings

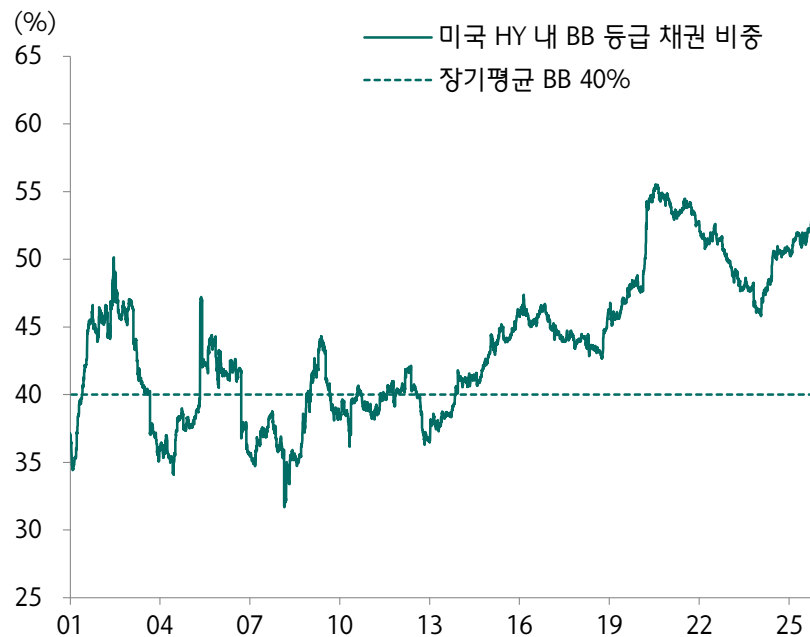
구분	주요 내용	시장 영향
발생 시점	• 2020년 6월 22일 (Loan Amendment & Transaction Agreement 체결)	팬데믹 중 유동성 위기 상황
기존 구조 (Before)	• First-lien term loan ≈ 12억 달러 • Second-lien term loan ≈ 2.5억 달러	모두 cov-lite 조건으로 발행 (maintenance covenant 부재)
거래 형태	• Uptiering Distressed Exchange (DE)	일부 기존 채권자와 합의 → 기존 부채를 신규 “Super-Priority First-Out Term Loan”으로 교환
새로 신설된 트랜치	• Super-Priority First-Out Term Loan ≈ 2억 달러 (신규자금) • Super-Priority Second-Out Term Loan ≈ 8.75억 달러 (교환부채)	총 10.75억 달러 신규·재구조화 부채
결과적 구조 (After)	• Super-Priority First-Out Term Loan (가장 상단) • Super-Priority Second-Out Term Loan (그 다음) • 기존 First-lien 잔여자 (2nd rank로 전락), 기존 Second-lien (3rd rank로 전락)	기존 first-lien 보유자 중 참여하지 않은 그룹은 “same lien label but subordinated in reality” 상태로 전락
법적 논쟁 포인트	• “Majority Lender Consent (50%+1)” 조항을 이용해 거래 승인 • 비참여 채권자들이 “계약상 평등권 침해 (breach of pro rata sharing clause)” 소송	In re Serta Simmons Bedding, LLC (Bankr. S.D. Tex. 2023)
법원 판결 동향	• 2023년 6월 연방 항소법원 (Fifth Circuit): Uptiering 자체로 불법은 아님 판단 • 다만 계약문구 해석에 따라 제한 가능성 언급. 2024~25년 추가 소송 진행 중	핵심 쟁점: “Contractual Subordination vs Covenant Breach”
시장 영향	• 이후 다수 PE-backed issuer들이 Serta-style uptiering 채무교환 시도 • Moody’s는 이를 “first in name, not in nature” 사례의 대표로 분류	Cov-lite 시장의 “계약 내부 리스크 제도화” 사례로 인용

자료: 5th Cir. 2024 (ca5.uscourts.gov), 하나증권

하이일드 구조 변화 : 신용 재배치의 착시

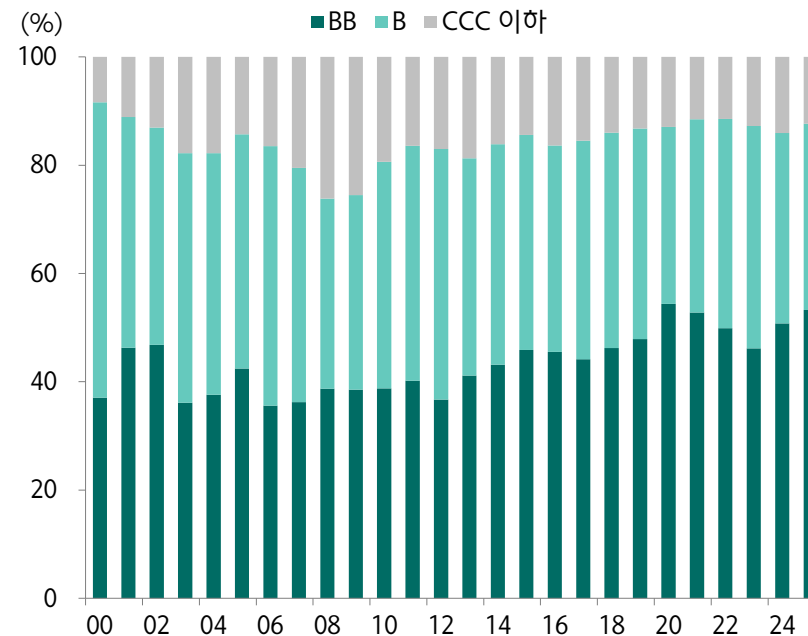
- 사모대출 팽창은 고위험 차입자를 흡수하며 하이일드 등급 구성을 변화시킴
- BB 등급 비중은 53%, CCC 이하는 10%로 축소되며 스프레드는 역사적 하단 > 펀더멘털 개선 아닌 신용의 '재배치' 착시일 수도
- 자금 유입이 멈추면 리스크는 다시 HY 시장으로 역류할 수 있음

High Yield 내 BB 등급 비중의 증가



자료: Bloomberg, 하나증권

High Yield (세부 등급 비중 변화)

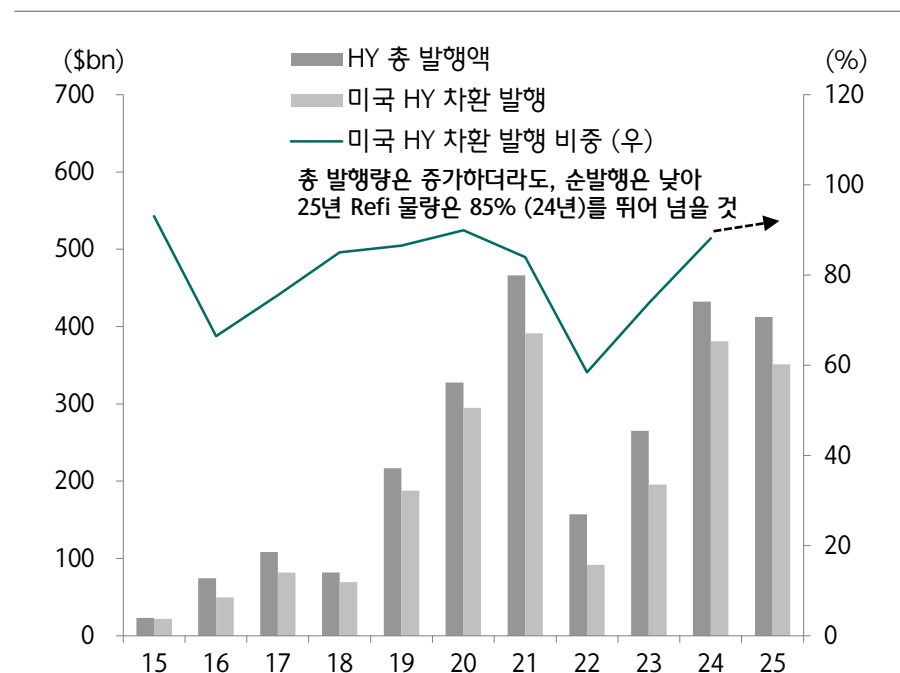


자료: Bloomberg, 하나증권

하이일드 구조 변화 : 낮아진 부도율의 근거

- 하이일드 총발행은 늘었으나 85% 이상이 차환 중심
- 신규 리스크가 부재한 만큼 안정된 스프레드 수준이 유지되는 구조
- 게다가, 사모대출 시장에서의 자금 조달을 활용해 하이일드 시장에 상환을 가져오면서 하이일드 부도율 전망은 개선되는 모습

High Yield 총발행액 및 차환 발행 물량



자료: Bloomberg, 하나증권

High Yield 부도율 전망

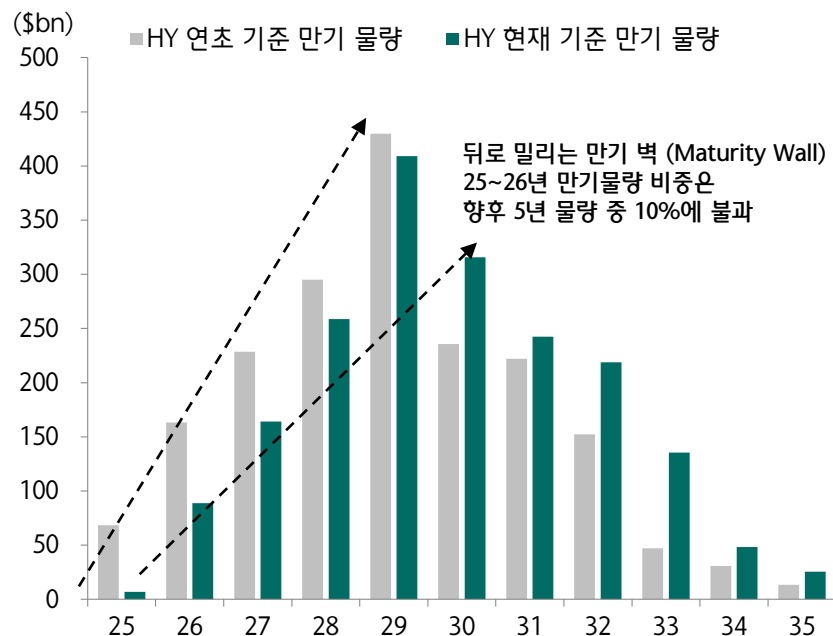
	US	Europe	Global
2025-10-31	5.1%	3.6%	4.2%
2025-11-30	4.6%	3.4%	4.0%
2025-12-31	4.3%	3.5%	3.7%
2026-01-31	4.2%	3.6%	3.7%
2026-02-28	4.0%	3.3%	3.5%
2026-03-31	3.8%	3.4%	3.4%
2026-04-30	3.7%	3.3%	3.3%
2026-05-31	3.4%	3.3%	3.0%
2026-06-30	3.1%	2.8%	2.7%
2026-07-31	3.1%	2.8%	2.7%
2026-08-31	2.9%	2.7%	2.6%
2026-09-30	2.9%	2.4%	2.5%

자료: Moody's, 하나증권

하이일드 구조 변화 : 더 이상 카나리아가 될 수 없는 하이일드 시장

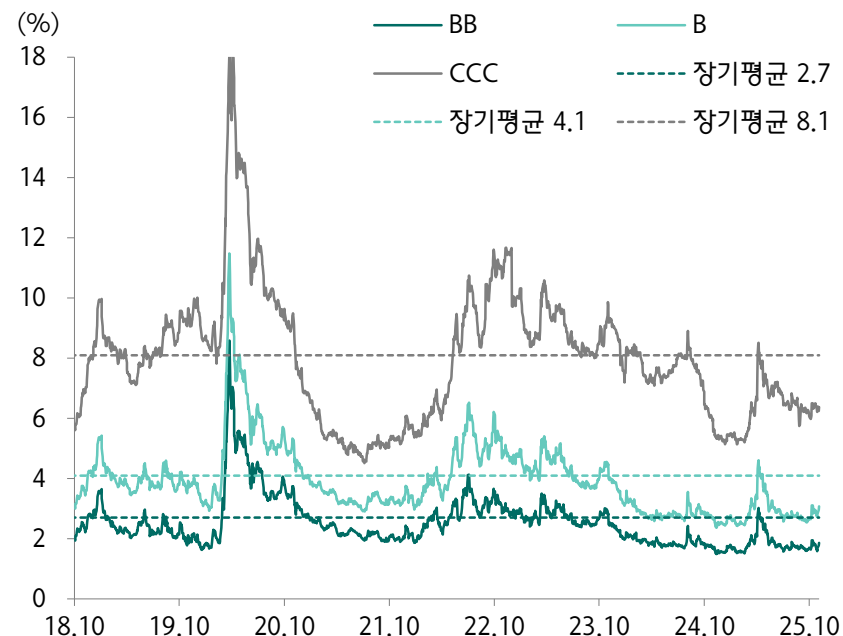
- 그러나 만기 벽의 이연과 현금 이자 대신 PIK (이자지급유예)가 확대. 겉보기 안정과 달리 ‘유동성 연장에 의한 시간 벌기’이기도 함
- 스프레드는 260~300bp 박스권 등락을 예상하며, 상방 리스크는 잠재. “더 이상 카나리아가 될 수 없는 하이일드 시장”
- IG는 미국 경제의 견고함과 10년물 국채 금리의 좁은 레인지를 예상하며 양호한 수익률을 기대하나, 부채 부담 중목에 대해서는 경계

뒤로 밀리는 만기 벽 (Maturity Wall)



자료: Bloomberg, 하나증권

High Yield 등급별 스프레드

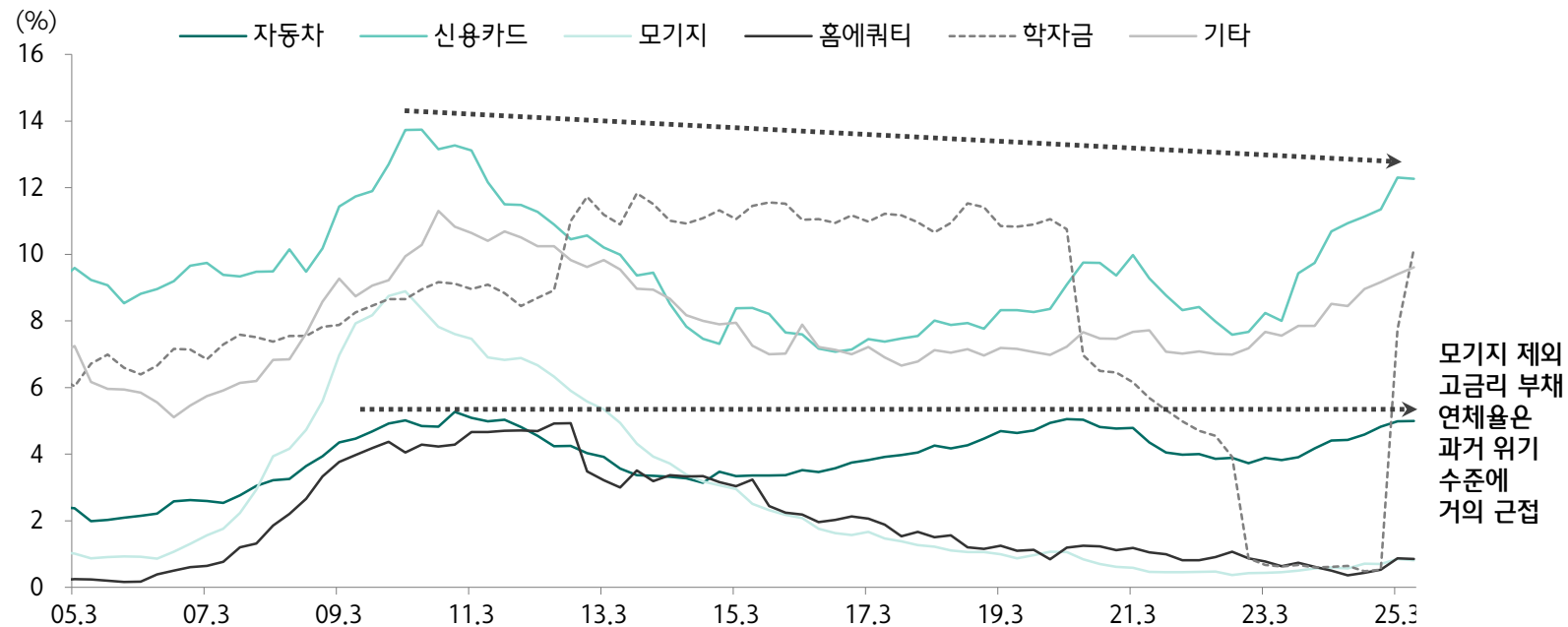


자료: Bloomberg, 하나증권

2026년 신용시장 : 속도에서 균형으로

- 정책 완충 (연준의 금리인하·QT 종료, SLR 규제완화/트럼프 행정부의 재정 지원)으로 단기 불안은 억제될 전망
- 그러나 Cov-lite, 신용의 다중회전 구조로 구조적 취약성이 누적되고 있으며 신용 사이클의 후반부에 나타나는 연체율 상승을 경계
- 신용 속도가 둔화될 경우, 자금 경색은 빠르게 확산될 수 있음 ▷ 26년은 신용의 속도보다 질적 신용으로의 이동이 중요해질 것

유형별 미국 가계 대출 연체율

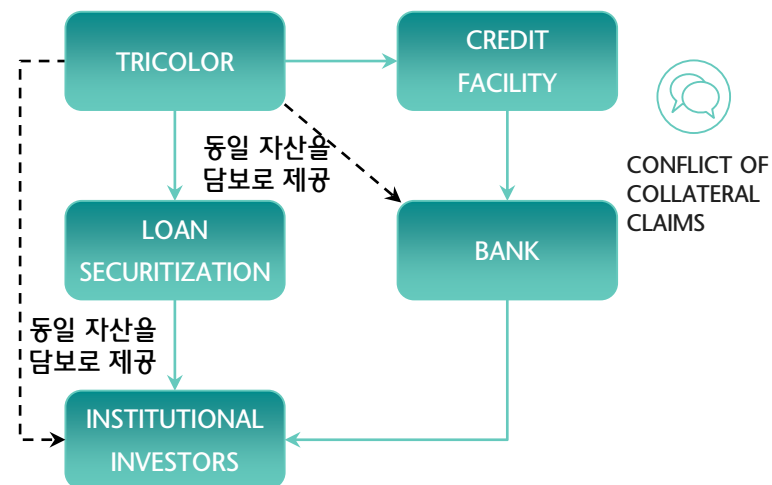
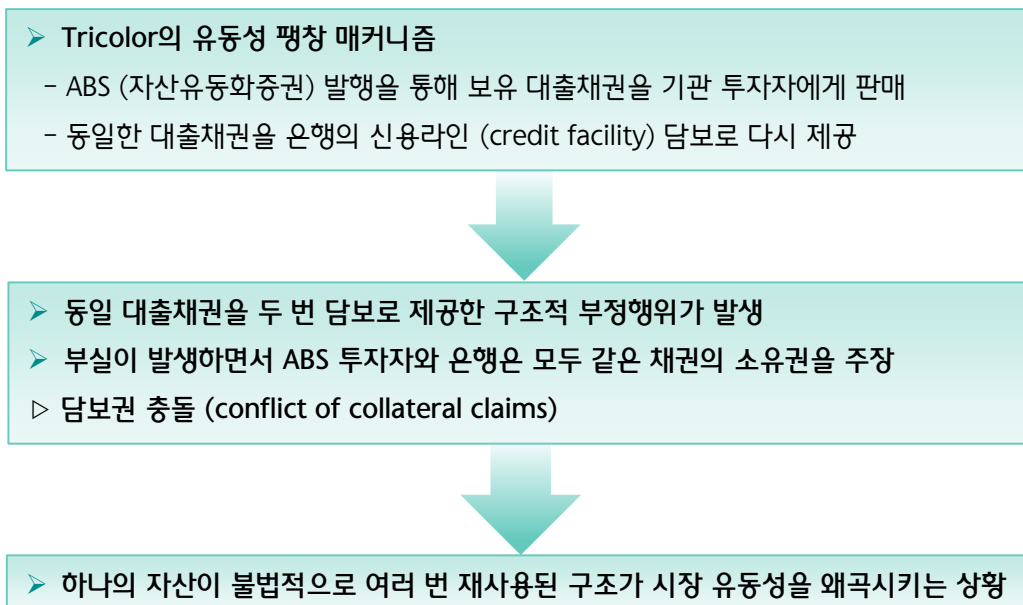


자료: FRB of N.Y., 하나증권

Tricolor Holdings 사태

- Tricolor는 하나의 대출채권을 은행 담보와 ABS로 이중 제공하면서 불법 이중담보 문제를 일으켰음
- 그러나, 지금 합법적으로 일어나는 Private Credit-CLO 유동화-NAV Loan 구조와 본질적으로 다르지 않음
- 하나의 자산이 여러 계약에서 반복 사용될수록 유동성은 늘지만 충격 흡수력은 약화되는 상황

Tricolor 파산 사태는 어떻게 발생한 걸까?



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.