

2025년 2월 27일



## KIWOOM 이슈분석

키움증권 리서치센터 투자전략팀

| 경제/FX 김유미 helloym@kiwoom.com/ | 주식전략/시황 한지영 hedge0301@kiwoom.com | 채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com

키움증권

## 미국 사모신용 불안과 시장 영향

## Check Point

- 사모대출 시장 현황과 위험 요인:** 2025년 Tricolors와 First Brands의 파산에 이어 2026년 블루아울의 환매 중단 발표가 이어지면서 사모대출 시장 리스크 재차 부각. 2025년 중 AI 기업의 자금 수요 확대에 따라 사모대출시장 규모가 2024년 대비 50% 가량 증가하며 가파르게 성장. 약 2.5% 수준의 사모대출 시장의 부도율은 낮은 수준이지만, 실질 부도 위험은 통계상 수치보다 높을 가능성도 배제하기 어려움. 절대적인 규모 측면에서 시스템 리스크로 확대될 가능성은 제한적겠지만, 금융기관과의 연계성이 확대되고 있어 사모대출 시장 모니터링 필요
- 블루아울-BNP 위기 비교:** BNP 파리바 사태는 은행들이 보유한 구조화 상품이 무너지면서 금융시스템 전체로 번진 위기였고, 결국 글로벌 금융위기로 이어진 사례. 반면 블루아울 사태는 사모대출 펀드의 유동성 문제에서 발생한 것으로, 충격이 주로 비은행 영역에 머무르고 있다는 점에서 차이. 또한, 2007년에는 부실의 분포를 파악하기 어려워 시장 전반의 신뢰가 급격히 붕괴되었지만, 현재는 사모대출 시장의 레버리지와 익스포저가 비교적 드러나 있어 정책 대응 여력이 존재. 따라서 이번 사태가 금융시스템 전체로 확산될 가능성은 크지 않지만, 일부 유사 펀드나 특정 산업으로 불안이 퍼질 가능성은 여전히 주의
- 주식 시장 영향:** 제이미 다이먼의 경고, 블루아울 캐피탈의 환매중단 사태 등으로 또 다른 금융위기 발생 시나리오가 거론되고 있는 시점. 실제로 미국 은행주 폭락, AI 주 실적 악화, 하이퍼스케일러 업체들의 FCF 마이너스 전환 등이 출현한다면, 약세장 진입은 불가피할 전망이다. 하지만 견조한 은행주 주가, 양호한 AI 주 실적, 플러스를 기록 중인 하이퍼스케일러 업체들의 FCF 등을 고려 시 현 시점에서는 최악 시나리오 발생 확률은 낮게 가져갈 필요. 연초 이후 50% 가까이 폭등한 코스피도 단기 레벨 부담은 있으나, 이익 모멘텀 가속화, 낮은 밸류에이션 등으로 외부 충격에 대한 체력이 개선된 만큼, 주식 비중 확대 기초를 유지해 나가는 것이 적절

## Compliance Notice

- 당사는 2월 26일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

-본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. -본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다. -본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.



## 사모대출시장 현황과 위험요인

채권/ESG 안예하  
yhahn@kiwoom.com

### 절대적 규모는 적으나 금융시스템 내 유기적 관계 강화는 유의해야

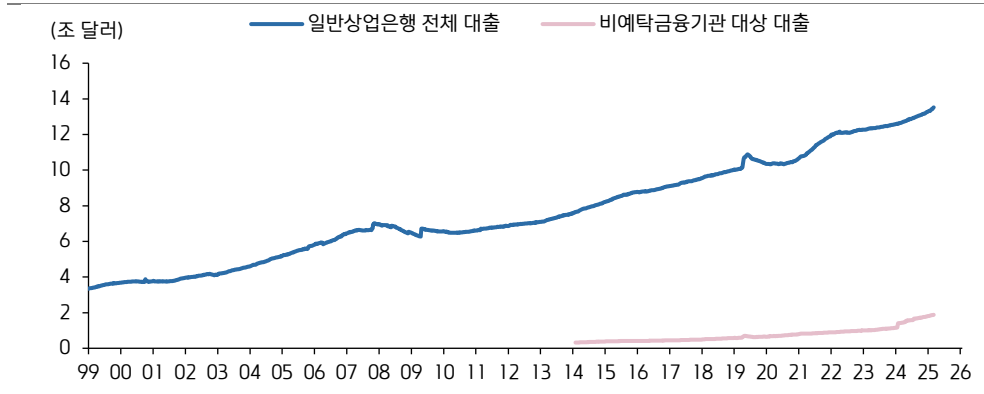
사모대출(private credit)은 은행이 아닌 기관투자자로부터 조달된 자금이 비상장 기업, 특히 신용등급이 낮은 미들마켓 기업에 대출되는 형태를 의미한다. 최근에는 기업상장집합투자기구(BDC)를 통한 자금 유입도 빠르게 증가하고 있다. BDC는 투자자로부터 자금을 모집해 미들마켓 기업에 지분 또는 대출 형태로 투자하고, 그 수익을 배당으로 환원하는 구조다. 이러한 구조 확산으로 사모대출은 전통적 은행대출의 보완재에서 점차 대체재 성격을 일부 띠기 시작했다.

시장 규모는 집계 방식에 따라 상이하다. 사모대출의 범위가 명확히 정의되기 어렵기 때문이다. 미국 연준은 상업은행의 비예탁금융기관 대상 대출 잔액을 활용해 간접적으로 규모를 추정하며, BDC와 사모대출 펀드를 구분해 파악하고 있다. 이에 따르면 2025년 말 기준 미국 비예탁금융기관 대상 대출은 약 1.8조원으로, 2024년 말 1.3조원 대비 약 50% 증가했다. 글로벌 사모대출 시장은 약 2.3조원 수준으로 추정되며, 이 중 미국 비중이 약 70%에 달하는 것으로 알려져 있다.

2025년 들어 AI 관련 기업들의 자금 수요가 급증하면서 해당 섹터 중심으로 사모대출 공급이 크게 확대됐다. 전체 금융시장 내 비중은 아직 제한적이지만, 은행 대출 대비 비중이 10%를 상회하는 수준까지 상승하면서 영향력은 점진적으로 확대되는 모습이다.

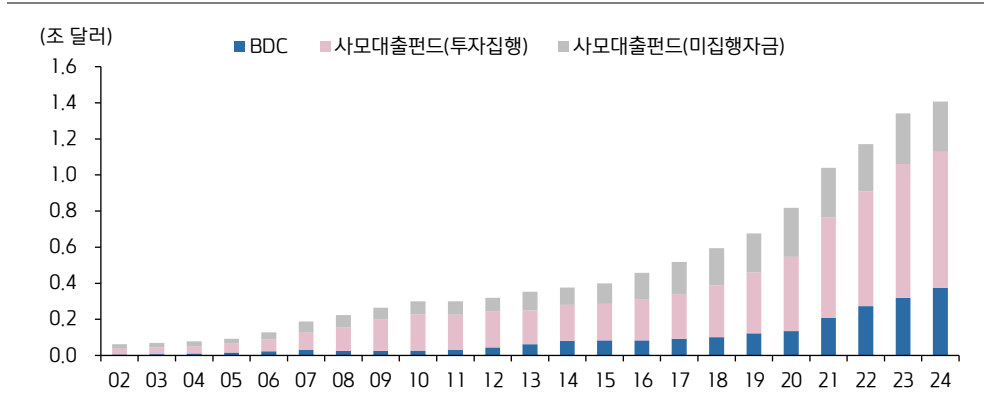
이와 동시에 개별 기업의 부실 사례가 시장 심리에 부담을 주기 시작했다. 2025년 9월 자동차 대출업체 Tricolors와 자동차 부품업체 First Brands가 파산하면서 해당 기업에 자금을 제공했던 사모대출 운용사 및 일부 은행에 손실이 발생했다. 이후 2026년 1월에는 BlackRock과 Apollo 등 주요 운용사 관련 손실 이슈가 제기됐고, 2월에는 자산운용사 블루아울이 사모대출 펀드의 분기별 환매 중단을 발표하면서 유동성 우려가 확대됐다. 일련의 사건은 개별 사례로 평가되기도 하나, 사모대출 투자에 대한 경계심을 자극하는 계기가 되었다.

### 미국 사모대출 추이



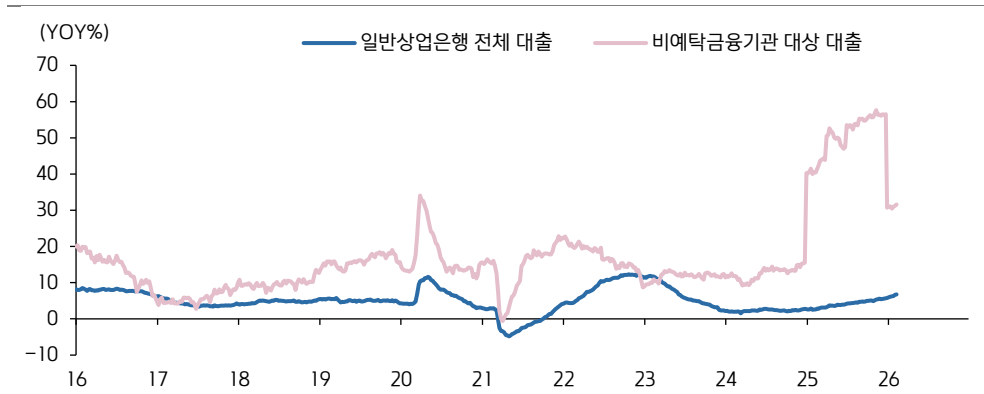
자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

### 미국 사모대출 유형별 추이



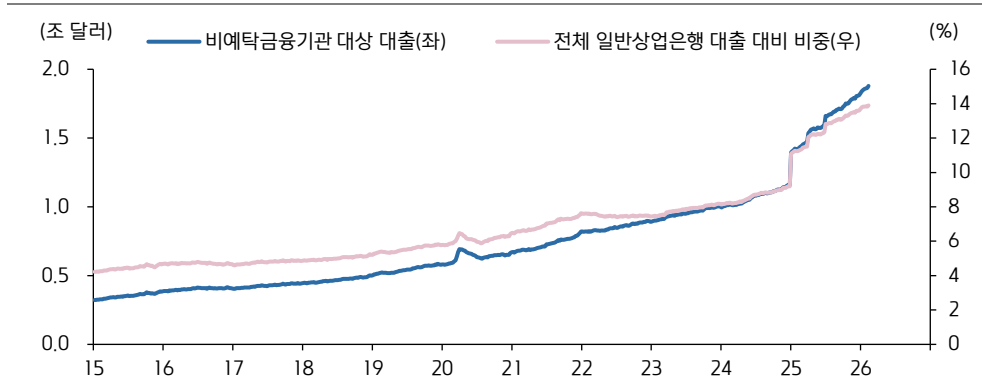
자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

### 미국 사모대출 증가율 추이



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

미국 사모대출 비중 추이



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

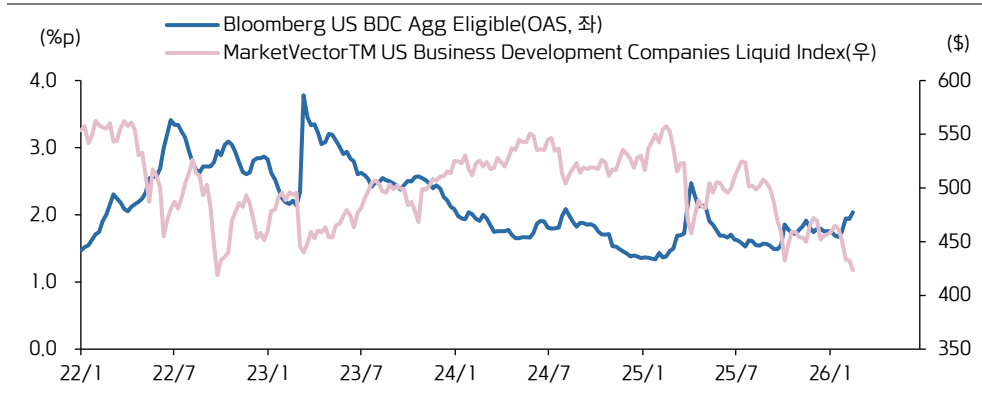
시장 전체 규모가 아직 거시 금융 시스템을 위협할 수준은 아니라는 평가도 존재한다. 다만 은행, 보험사, 자산운용사 등과의 자금 및 투자 연계가 확대되어 왔다는 점에서 금융안정성 차원의 논의는 점차 강화되고 있다. 실제로 최근 BDC 관련 주가가 하락하고 크레딧 스프레드가 확대되는 등 시장은 신규 설정 둔화 가능성을 일부 반영하고 있다.

현재 공표되는 연체율과 부도율은 비교적 낮은 수준을 유지하고 있으나, 통계의 포괄 범위에 대한 의문은 남아 있다. 특히 사모대출의 특성상 정확한 규모 파악이 어렵다는 점에서, 공식 부도율이 실제 리스크를 충분히 반영하지 못할 가능성이 제기된다. 레버리지론 시장과 유사하게 채무조정을 포함한 실질 부도율을 감안할 경우 체감 위험은 더 높을 수 있다. 예컨대 PIK(Payment-in-Kind) 옵션은 이자를 현금 대신 채권이나 주식 등으로 지급하거나 원금에 가산하는 방식으로 상환을 유예하는 구조인데, 2025년 기준 전체 사모대출의 약 10%가 이를 활용한 것으로 추정된다. 이를 고려하면 2025년 4분기 기준 2.46%로 발표된 부도율보다 실질 위험 수준이 높을 가능성을 배제하기 어렵다.

한편 사모대출 관련 불확실성은 투기등급 채권시장으로도 일부 전이되고 있다. 투자등급 채권 스프레드는 여전히 낮은 수준을 유지하고 있으나, 기술 섹터 중심의 투기등급 스프레드는 소폭 확대되는 흐름을 보인다. 사모대출 자금이 서비스, 기술, 헬스케어 등 특정 산업에 집중되어 있다는 점에서 AI 산업에 대한 기대 변화가 금융시장 변동성으로 연결될 가능성도 존재한다.

종합하면, 사모대출은 절대 규모 측면에서 아직 제한적이지만, 금융 시스템 내 연결성이 강화되고 있다는 점에서 국지적 이벤트가 신용시장 전반으로 확산될 가능성에 대한 모니터링이 필요한 시점이다.

미국 BDC 관련 크레딧 스프레드와 주가 추이



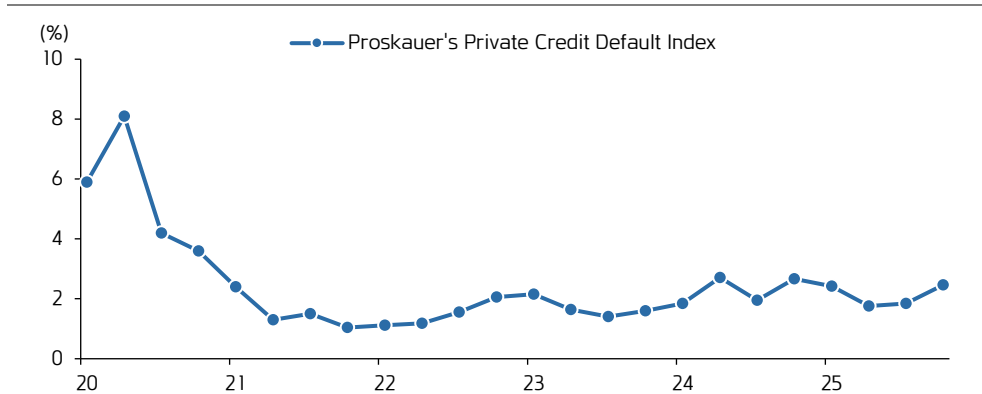
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터  
 주) MarketVectorTM US Business Development Companies Liquid Index  
 = 상장 BDC 중 유동성이 높은 종목들을 선별해 구성한 주가지수

미국 비예탁금융기관 대상 대출 형태별 현황(2024년 4분기 기준)

	대출규모 (십억달러)	Utilization Rate (%)	평균 이자율 (%)	만기 (년수)	평균 신용등급	연체율 (%)
BDCs	56	56.8	6.4	4.1	BBB	0.5
Private Debt Funds	40	55	6.6	2.6	BBB	0.7
Other NBFIs	2193	48.7	6.2	3	BBB	0.7

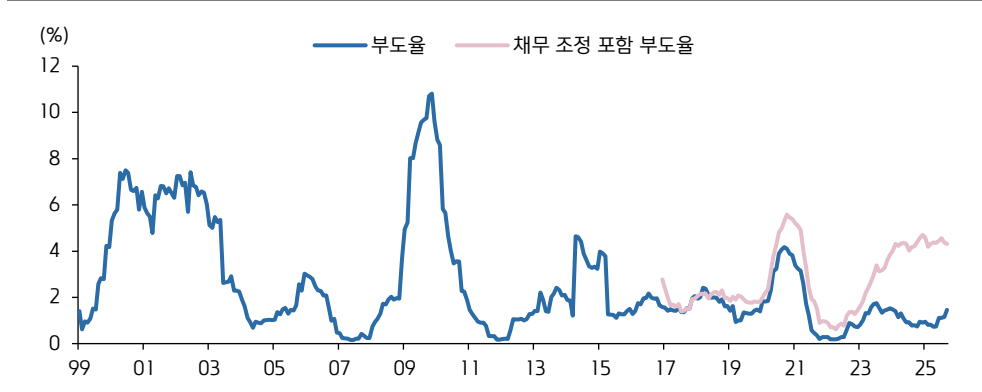
자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

미국 사모대출 부도율 추이



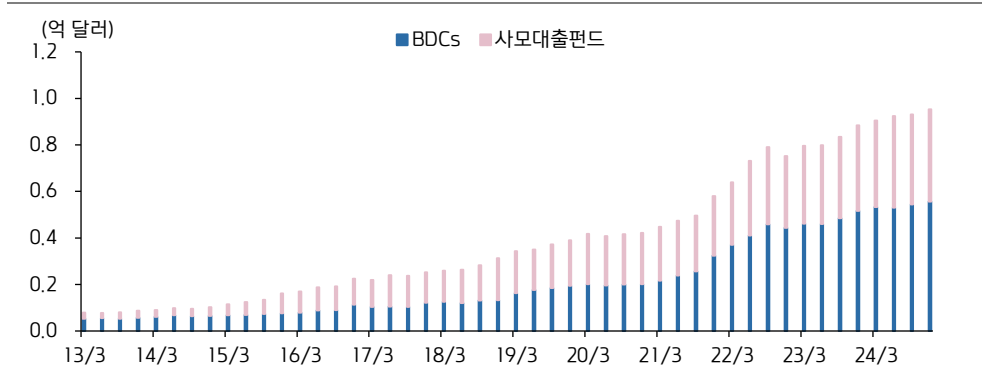
자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

레버리지론 부도율



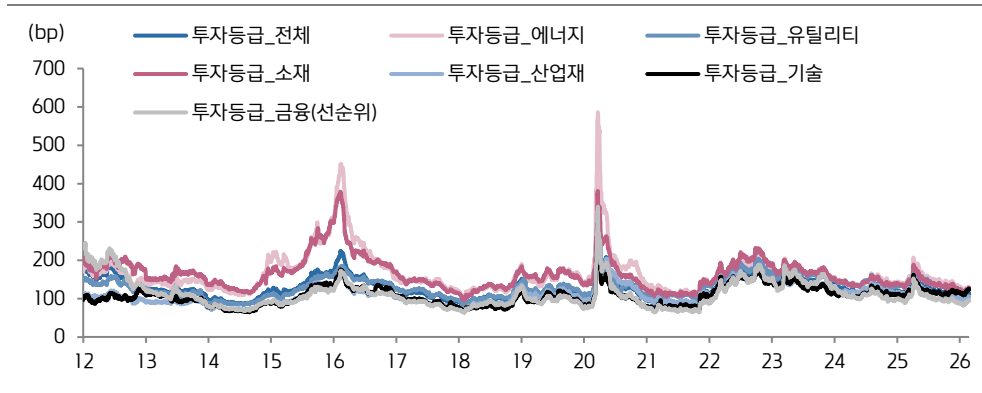
자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

미국 은행들의 사모대출기구형 대출약정 규모 추이



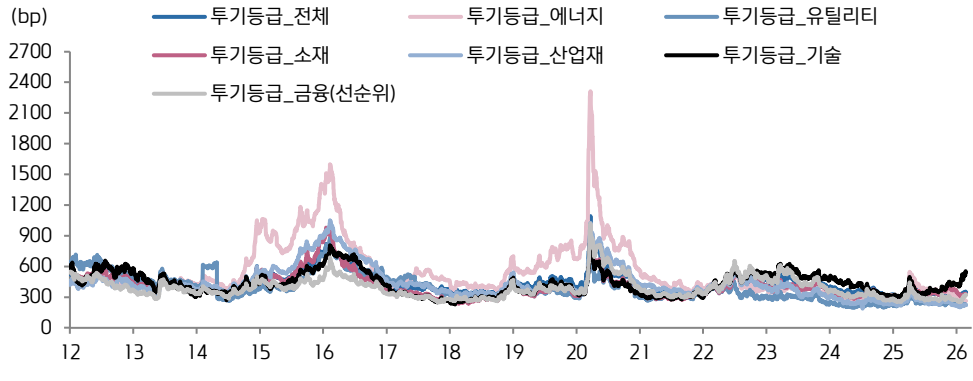
자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

미국 투자등급 섹터별 스프레드



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터

미국 투기등급 섹터별 스프레드



자료: 미 연준, 키움증권 리서치센터



## 블루아울-BNP 위기 비교

Economist 김유미  
helloym@kiwoom.com

### 현 상황과 과거 BNP 바리바 사태 비교

2026년 2월 현재, 블루아울(Blue Owl Capital)의 사모대출 펀드 환매 중단 사태는 사모대출 시장의 구조적 취약성을 드러낸 사건으로 볼 수 있다. 특히 과거 BNP 파riba의 환매 중단 사태와 비교되며 금융위기의 전조라는 우려도 제기되고 있다.

블루아울 캐피탈은 미국을 대표하는 대체투자 운용사 중 하나로, 사모신용과 직접대출을 중심으로 빠르게 성장해 왔다. 주요 투자 대상은 IT 및 소프트웨어 기업이며, 최근에는 인공지능(AI) 인프라와 데이터센터 구축 관련 자금 공급에도 적극적으로 나서고 있다. 특히 전통적인 은행 중개 없이 개인 투자자 자금을 기반으로 증권 및 대기업에 직접 대출을 실행하는 BDC(기업성장집합투자기구) 구조를 핵심 비즈니스 모델로 활용하고 있다.

2026년 2월 19일(현지시간), 블루아울은 개인 투자자를 대상으로 운용되던 사모대출 펀드 '블루아울 캐피탈 코프 II(OBDC II)'에 대해 분기별 환매를 영구적으로 중단한다고 밝혔다. 대신 향후에는 자산 매각이나 현금 유입이 발생할 때마다 투자자에게 비례적으로 자금을 배분하는 방식으로 운용 구조를 전환하기로 했다. 이와 함께 블루아울은 보유 중인 3개 펀드에서 약 14억 달러 규모의 자산을 액면가 대비 약 99.7% 수준에 매각해, 투자자들에게 약 30%의 원금을 우선 상환할 계획이라고 설명했다.

발표 직후 금융시장은 이를 단순한 운용 전략 변경이 아닌 유동성 리스크의 신호로 해석했다. 이에 따라 블루아울 주가는 급락했으며, 블랙스톤과 아폴로 글로벌 매니지먼트 등 주요 사모대출 운용사들의 주가도 동반 하락했다. 결과적으로 투자자들의 경계 심리가 확대되며, 불안이 섹터 전반으로 빠르게 확산되었다.

미국 블루아울 캐피탈 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 미국 블랙스톤, 아폴로 글로벌 매니지먼트 주가



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

블루아울 사태의 배경에는 자산과 부채 간 만기 불일치라는 구조적 문제가 있다. OBDC II 와 같은 준유동형 펀드는 순자산의 최대 5% 범위 내에서 분기별 환매를 허용하지만, 투자 자산인 사모대출은 만기가 길고 시장에서 즉각적인 현금화가 어려운 비유동적 성격을 지닌다. 이러한 유동성 미스매치 속에서 고금리 환경과 경기 둔화 우려가 겹치며 환매 수요가 지속적으로 한도를 상회했고, 그 결과 펀드의 유동성 여력은 점차 악화되었다.

이와 동시에 AI 및 소프트웨어 섹터 전반에 대한 신용 우려도 확대되었다. 블루아울은 해당 산업에 대한 익스포저가 높은 운용사로, 특히 OBDC II 펀드는 전체 자산의 많은 부분이 IT-소프트웨어 및 AI 데이터센터 인프라에 집중되어 있다. 최근 AI 확산이 기존 소프트웨어 산업의 수익 구조를 약화시킬 수 있다는 전망이 부각되면서 관련 기업들의 중장기 수익성에 대한 불확실성이 커졌고, 이는 펀드 자산 건전성에 대한 의구심으로 이어졌다.

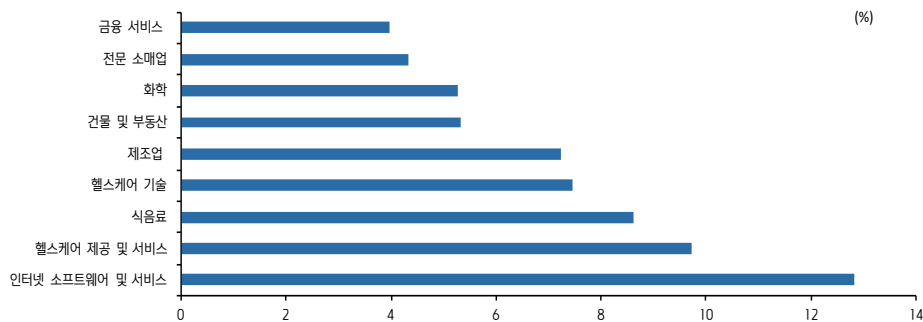
여기에 AI 수익성 논쟁과 기술주 조정이 맞물리며 차입 기업의 상환 능력에 대한 우려가 확대되었고, 투자자들의 불안 심리도 빠르게 증폭되었다. 그 결과 리테일 투자자의 환매 요청이 급증하면서 펀드의 정상적인 유동성 대응이 어려워진 것으로 보인다.

이번 사태는 비유동적인 대출 자산에 단기 환매 조건을 결합해 온 리테일 중심 사모대출 모델의 구조적 한계가 현실화된 사례로 평가된다. 이는 단순히 개별 펀드의 문제가 아니라, 사모대출 시장 전반에 자산 가치 재평가 압력을 유발할 수 있는 사안이다.

특히 블루아울의 환매 중단은 리테일 투자자에게 개방된 준유동성 펀드 구조의 취약성을 드러냈다는 점에서 의미가 크다. 이에 따라 유사한 구조를 가진 다른 사모펀드 상품에 대한 투자자 신뢰도 훼손되며 불안 심리가 확산될 가능성이 있다. 고금리 환경이 장기화되면서 투자 대상 기업의 채무불이행 위험이 높아진 가운데, 비은행 중심의 사모대출 시장의 정보 비대칭성과 낮은 투명성 역시 투자자 불안을 증폭시키는 요인으로 작용했다.

이번 사태의 향방은 리스크의 확산 여부에 달려 있다. 다른 운용사로 불안이 전이될지, 또는 블루아울이 자산 매각을 통해 질서 있게 사태를 수습할지는 향후 사모대출 시장의 신뢰 회복 속도와 리스크 확산 범위를 가늠하는 핵심 변수가 될 것이다.

미국 블루아울 OBDC II 산업별 투자 금액 비중



자료: sec, 키움증권 리서치센터

JP 모건의 제이미 다이먼 CEO는 최근 금융시장에서 2008년 글로벌 금융위기 이전과 유사한 경고 신호가 나타나고 있다고 언급했다. 이에 따라 일부에서는 이번 사태를 2007년 BNP 파리의 환매 중단 사례와 비교하며 금융위기의 전조일 수 있다는 우려를 제기하고 있다.

두 사건은 모두 저금리 환경에서 빠르게 팽창한 특정 금융자산이 고금리와 유동성 경색이라는 환경 변화에 직면하면서 발생했다는 공통점을 갖는다. 또한 비상장 대출 및 CDO와 같이 시장 가격이 명확히 형성되지 않는 자산의 특성상, 가치 평가의 불확실성이 확대되자 투자자들이 선제적으로 자금 회수에 나섰다는 점도 유사하다.

다만 위기의 근본 원인과 전이 경로에는 분명한 차이가 존재한다. BNP 파리의 사태는 주택시장 부실이 은행 중심 금융 시스템 전반으로 확산되며 발생한 사건인 반면, 블루아울 사태는 기업 대출 부실과 유동성 구조 문제가 특정 운용사 및 사모대출

시장에 국한된 충격이다. 즉, 가격 붕괴형 위기라기 보다 유동성 제약형 위기에 가깝고, 금융시스템 핵심인 은행에 직접적인 충격을 주지 않는다는 점에서 시스템 리스크로의 확산 가능성은 제한적이다.

BNP 파리바 사태는 서브프라임 모기지 부실이 구조화 상품을 통해 은행 시스템 전반으로 확산되며 은행간 신뢰 붕괴와 단기자금시장 경색을 초래했고, 이는 결국 글로벌 금융위기로 이어졌다. 반면 이번 사태는 은행 시스템 외부인 사모대출 시장에서 발생했으며, 리스크가 특정 산업과 자산군에 상대적으로 집중되어 있다는 점에서 차별화된다.

또한 블루아울은 환매 중단 이후 자산 매각을 통한 단계적 상환이라는 질서 있는 축소 전략을 선택하고 있어, 시장 전반의 기능이 마비되는 형태의 충격과는 거리가 있다. 이는 가격 메너니즘이 붕괴되었던 2007 년과 달리, 현재는 가격은 유지된 상태에서 유동성만 제한되는 구조임을 의미한다.

더불어 현재는 리스크의 위치와 규모가 일정 부분 가시화되어 있다는 점에서도 차이가 있다. 당시에는 부실의 분포를 파악하기 어려워 시장 전반의 신뢰가 급격히 붕괴되었지만, 현재는 사모대출 시장의 레버리지와 익스포저가 비교적 드러나 있어 정책 대응 여력이 존재한다.

결론적으로 이번 사태가 2007 년과 같은 금융 시스템 붕괴로 이어질 가능성은 제한적이다. 대형 은행의 건전성이 양호하고, 연준의 정책 대응 여력도 확보되어 있다는 점 역시 중요한 차별 요인이다.

특히 미국 소프트웨어 산업의 신용 스프레드는 급등한 반면, 전체 산업의 스프레드는 비교적 낮은 수준에서 안정적으로 유지되고 있다는 점에서 이번 환매 사태의 전 산업 확장 가능성은 제한적이다. 또한, 사모대출 시장의 부실 우려를 선행적으로 가늠할 수 있는 레버리지론 지수 역시 안정적인 흐름을 보이고 있다는 점도 참고할 필요가 있다.

다만 AI 및 소프트웨어 섹터의 부진이 심화될 경우, 유사한 포트폴리오를 보유한 다른 운용사로 신용 리스크와 투자자 불안이 확산될 가능성은 여전히 남아있다. 따라서 이번 사태는 전면적인 금융위기의 촉발 요인이라기보다, 고금리 환경에서 한계에 직면한 사모대출 시장의 잠재 리스크를 드러낸 경고 신호로 해석하는 것이 타당하다

2007년 BNP 파리바 환매 중단 사태 이후 전개

시점	주요 사건
2007.8	BNP 파리바, 미 서브프라임 모기지 관련 펀드 환매 중단 (서브프라임 구조화 채권 부실 심화)
2008.3	미 베어스텝스뱅크런(JP 모건 체이스에 헐값 매각)
2008.7~9	패니메이와 프레디맥의 국유화 (법정관리)
2008.9	미 리먼 브러더스 파산
2008~2009	글로벌 금융위기 본격화

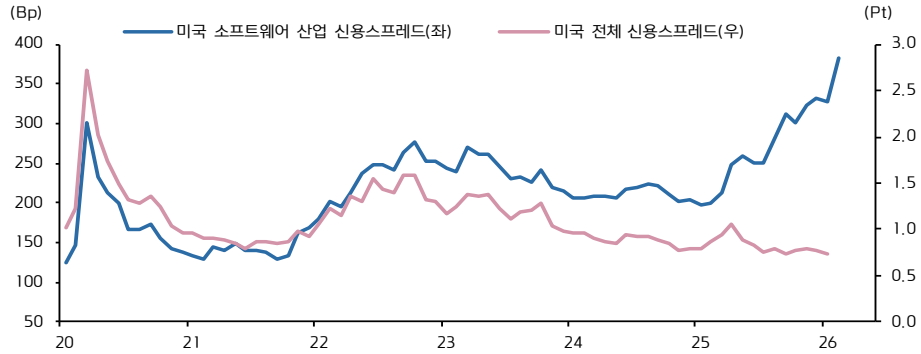
자료: 기사 재인용, 키움증권 리서치센터

BNP파리바 vs 블루아울 사태 비교

구분	2007년 BNP 파리바 사태	2026년 블루아울 사태
위기 전원지	은행 중심 금융 시스템	그림자 금융(사모대출·BDC)
기초 자산	미국 서브프라임 모기지 기반 구조화 상품 (CDO, ABS)	AI·소프트웨어 중심 사모 대출 (Private Credit)
직접적 원인	가격 산정 불능: 유동성 고갈로 자산 가치 평가 불능	고금리 장기화 및 AI 버블 논란에 따른 환매 압력 확대
조치 내용	3개 펀드 자산가치 산정 중단 및 환매 중단	OBDC II 등 리테일 사모대출 펀드 환매 영구 중단
조치의 성격	일시적 환매 중단 → 시장 신뢰 붕괴로 확산 가격 붕괴와 금융시스템 정지	영구적 환매 종료 → 자산 매각 기반 질서 있는 축소 환매 제한과 내부 흡수(가격 시스템 정상 작동)
전이 경로	은행 시스템 내부: 은행 간 자금시장 마비 → 금융권 전반 확산	은행 시스템 외부(그림자 금융): 사모펀드, 연기금 등 비은행권 중심 충격
리스크 가시성	CDO 복잡성으로 익스포져 파악 어려움 정보 비대칭과 시장 패닉 발생	펀드 구조 단순 주요 운용사 공개 (Blue Owl, Ares 등)
시장 파급력	리먼 브러더스 파산으로 이어진 시스템 위기	사모대출 시장 내 신용 수축 및 구조조정 압력

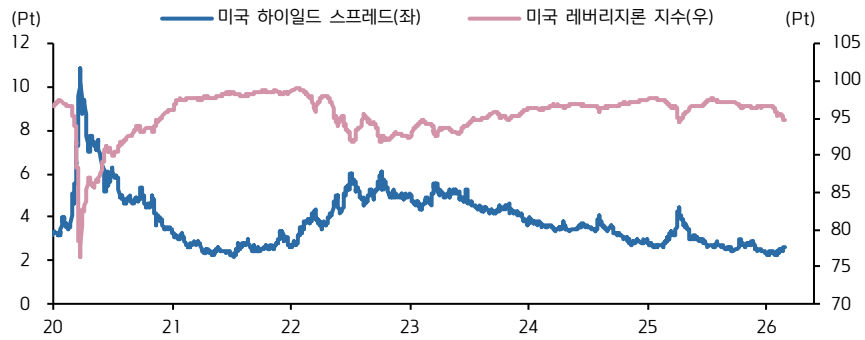
자료: 키움증권 리서치센터

미국 신용 스프레드와 소프트웨어 산업 신용 스프레드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 하이일드 스프레드와 레버리지론 지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

## 주식시장 영향

투자전략/시황 한지영

hedge0301@kiwoom.com

### 모니터링 필요한 시점이나, 현 시점에서 보수적인 포지션 전환은 지양

제이미 다이먼 JP 모건 회장의 이야기들이 시장에서 화제가 되는 것은 그가 가진 상징성 때문인 듯하다. 초대형 은행이 가지고 있는 정보의 우위에 더해, 그는 2008년 금융위기가 발생하기 전부터 이미 대차대조표를 방어적으로 구축했던 전력이 있다. 또한 2021년 파월의장이 인플레이션을 “일시적”이라고 표현한 것을 반박하면서, “연준은 매우 공격적으로 금리를 인상해야 할 것이다”는 전망을 했으며, 실제로 연준은 22년부터 공격적인 금리인상에 나서기도 했다.

이렇게 상징적인 인물인 그가 지난 AI 소프트웨어 산업 및 신용시장을 향해 금융위기 이전의 징후가 보인다고 언급했으니, 시장 참여자들이 긴장을 하는 것도 잘못된 행동은 아닐 것이다. 더군다나, 연초 이후 미국 증시는 이전과 다르게 “조정 시 매수” 전략이 작동하지 않은 채 취약한 주가 흐름을 보이고 있는 시기이다.

일단 미국 증시의 성과 부진은 지난 2~3년간 강세장에서 밸류에이션 부담이 누적된 데서 기인한 측면이 있다. 하지만 주도주인 M7 주들은 오히려 밸류에이션이 3년전 수준으로 내려왔음에도, 이들 주가가 좀처럼 회복 탄력성을 보이지 못한 것은 AI 주를 둘러싼 부정적인 내러티브가 확산되고 있다는 데서 기인한다. 지금 시장은 하이퍼스케일러 업체들의 대규모 AI CAPEX 확대를 “투자 대비 수익성, 효율성” 측면에서 부정적으로 해석하고 있다. 공교롭게도 타이밍 상, 테크업종의 하이일드 스프레드가 연초 300bp 초반대에서 2월말 현재 400bp 초반대로 급등하는 등 크레딧 시장에서도 부정적인 신호가 감지되고 있다. 2월 중 주식시장에서도 앤스로픽 사태를 빌미로 AI 투매현상이 출현하다 보니, 이전보다 시장은 AI에 대한 부정적인 민감도를 높이고 있다.

금융시장에서는 가격 변화가 시장참여자들의 심리와 행동에 영향을 미친다. AI 주들의 주가 불안, 크레딧 시장에서 스프레드 상승 등 일련의 부정적인 가격 변화들이 자기실현적인 예언을 만들어낼 소지가 있다. 만약 제이미 다이먼의 예측이 현실화되어 금융위기급 대형 악재가 발생한다면, 연초 이후 미국 증시와 탈동조화를 보이면서 6,000pt 대에 진입한 코스피도 조정의 충격을 피해갈 수 없을 것이다.

부정적인 시나리오 발생 가능성에 대비를 해야 하는 것은 맞다. 하지만 현재의 불안은 과장된 측면이 크다고 판단하는데, 그 근거를 4개로 제시하자면 다음과 같다. 첫째, 현재 AI 산업을 이끌고 있는 것은 아마존, 알파벳, MS, 메타 등 4개의 하이퍼스케일러 업체이다. 이들은 올해 합산으로 약 6,500억 달러에 육박하는 CAPEX 지출을 발표했지만, 대규모 CAPEX 확대에도 자유현금흐름(FCF)은 “+” 영역에서 견조한

흐름을 유지하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 과거 닷컴버블이나 금융위기 당시에는 실체가 없는 미래 수익, 모기지를 레버리지로 쌓은 것이었지만, 지금 이들은 실제로 수익을 내고 있으며, FCF 상태도 견조하다는 점이 차별화된 부분이다.

둘째, 상기 언급했던 테크업종의 하이일드 스프레드가 연초 이후 400bp 대로 급등한 것은 사실이다. 하지만 과거 금융위기 초입이었던 07~08 년도 당시 1000bp 수준에 달했던 것에 비하면, 현재의 스프레드 급등만 놓고 위기의 전조 증상으로 보기에는 한계점이 존재한다.

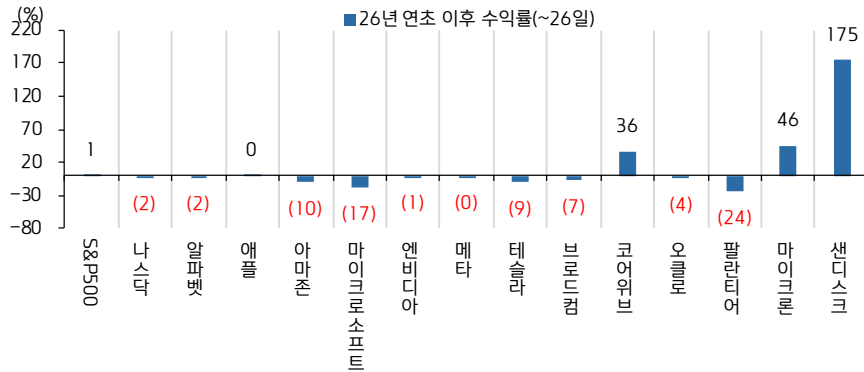
셋째, “신용 경색 → 시스템 리스크 발생”과 같은 부정적인 피드백 루프가 형성되기 위해서는 경기 침체 신호가 수반되어야 하지만, 아직은 침체의 신호가 없다. 경기 모멘텀을 측정하는 미국의 경기 서프라이즈 지수는 현재 +20pt 대로, -50pt 대를 빈번하게 넘나들었던 금융위기에 비해 레벨 차이가 나기 때문이다.

넷째, 역사적으로 금융위기, 신용 리스크는 은행주 급락이 수반되는 경향이 있다. 은행이 경제 시스템의 신용 파이프 역할을 하기 때문이다. 과거 금융위기 당시에도 JP 모건, 골드만삭스, 씨티 등 금융주들의 주가 급락이 S&P500 등 전체 주식시장의 급락에 선행해서 나타났다. 연초 이후 S&P500 금융업종지수가 약 7% 하락하며, S&P500(+1.5%)의 성과를 하회하고 있지만, 금융위기 전조 증상인 07 년도에 비해 주가 조정 폭이 크지 않다. 또한 이전보다 자본 비율이 개선되는 등 은행 건전성은 양호하며, 중앙은행의 대응 여력도 높다. 더 나아가, 이번 4 분기 실적시즌에서 주요 금융주 들이 대부분 어닝 서프라이즈를 기록했으며, 올해 가이던스도 긍정적으로 제시했다는 점도 주목할 부분이다.

이상의 내용을 종합해보자면, 제이미 다이먼의 경고와 맞물린 AI 시장의 수익성 우려 및 신용 불안(사모신용 불안을 초래한 블루아울 캐피탈의 환매 중단 사태 등) 이슈는 무시하기 어려운 것은 사실이다. 은행주들의 주가 모니터링이나 3 월 예정된 오라클 실적(AI 주 불안의 단초역할) 등을 확인하는 과정에서, 은행주 폭락, AI 업체 실적 악화 및 CDS 프리미엄 폭등, 하이퍼스케일러 업체들의 FCF 마이너스 전환 등이 출현하면, 시장 대응 전략을 보수적으로 수정해야 하지만, 상기 언급한 4 개 근거를 고려 시 현시점에서 금융위기급 악재의 발생 확률은 낮게 가져가는 것이 타당하다.

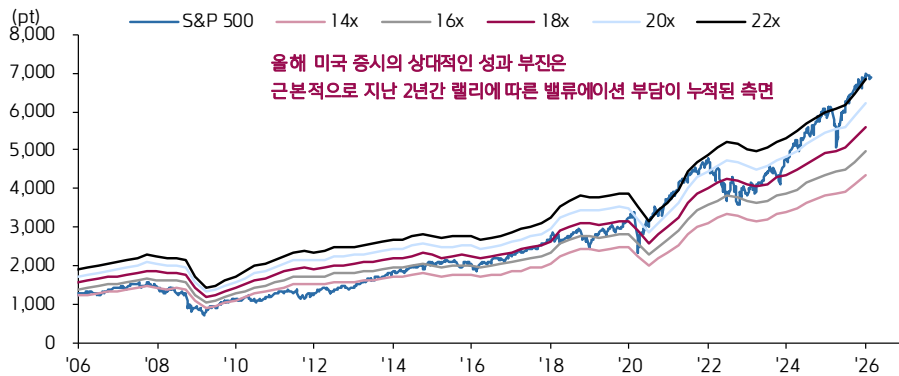
코스피 역시 연초 이후 50% 가까이 폭등한 데에 따른 단기 레벨 및 과열 부담이 누적된 상황 속에서 외부 변수에 변동성이 높아질 수 있기는 하다. 하지만 미국 등 여타 증시에 비해 이익 모멘텀 가속화가 현재 진행형이며, 선행 PER (현재 10 배 초반)도 07~09 년 당시(13 배 이상)보다 밸류에이션 부담이 없는 상태이다. 과거보다 외부 충격에 대한 체력이 개선된 만큼, 미국 AI 산업 노이즈발 변동성 장세에도 주식 포지션 확대 기초를 유지해 나가는 것이 적절하다.

### 연초 이후 미국 증시 및 AI 관련주 주가 변화(~26일)



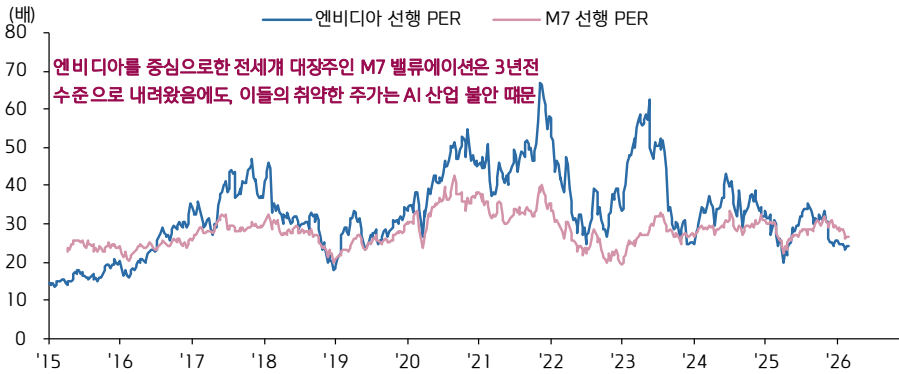
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### S&P500의 선행 PER 밸류에이션 밴드



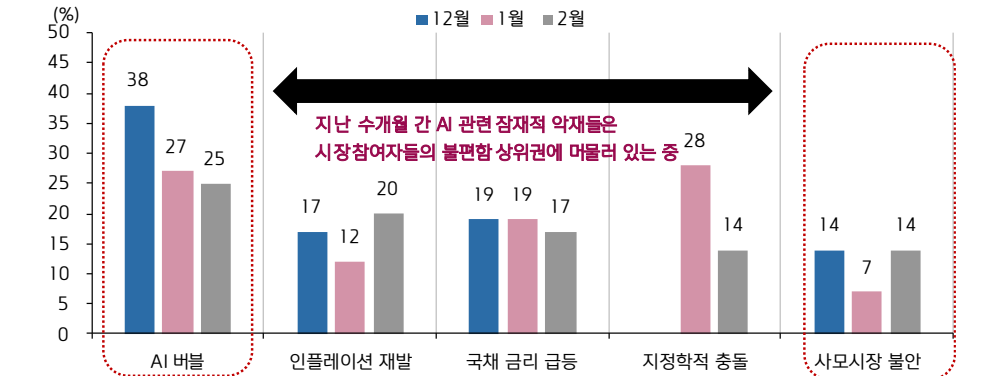
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 엔비디아와 M7 선행 PER



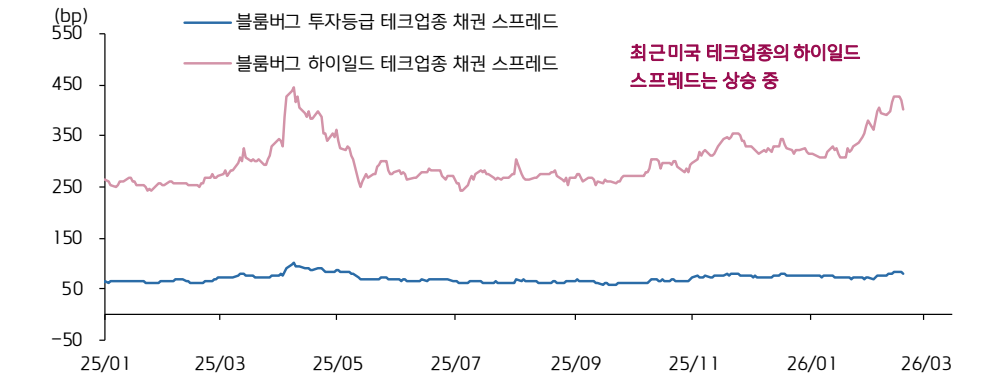
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 글로벌 펀드매니저들이 우려하는 시장의 잠재위험 요인



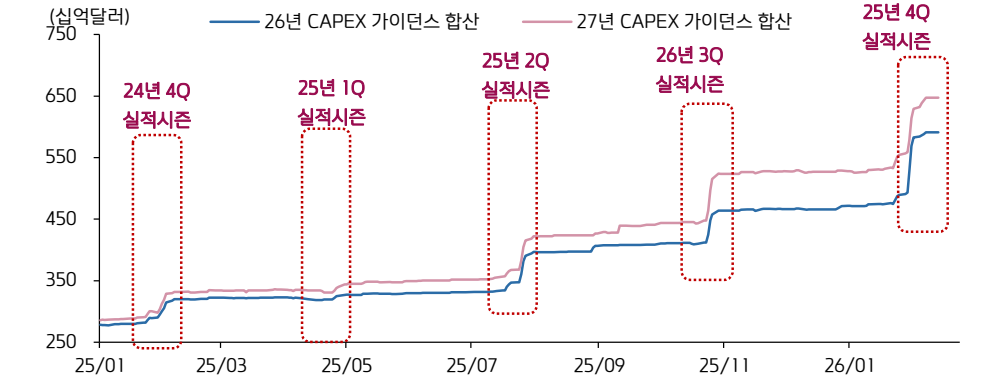
자료: BofA Survey(26년 2월), 키움증권 리서치센터

### 25년 이후 미국 테크업종의 채권(투자등급, 하이일드) 스프레드



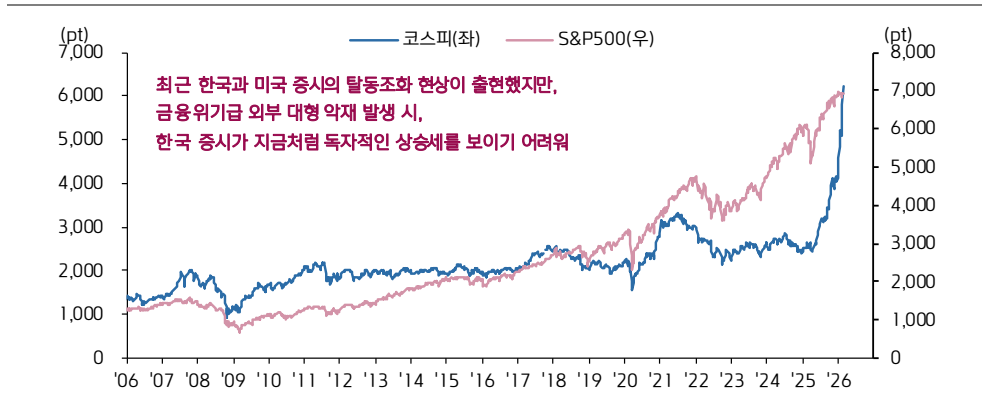
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 하이퍼스케일러 업체들의 연간 CAPEX 가이드런스 합산



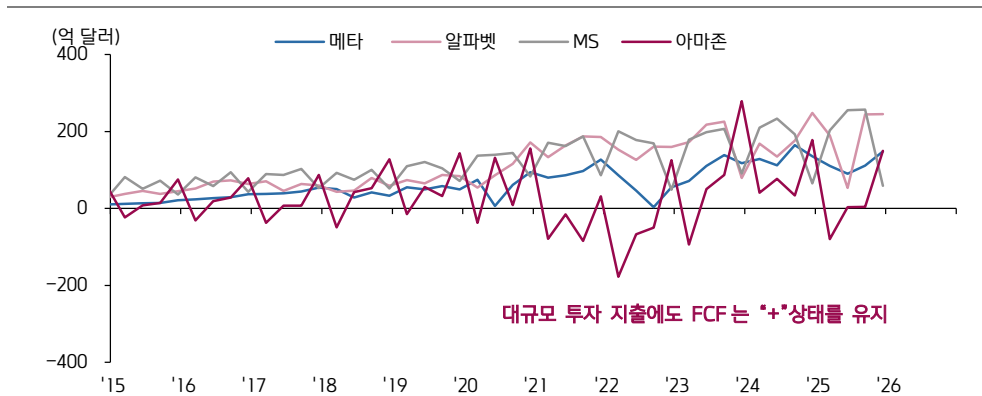
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 코스피와 S&P500



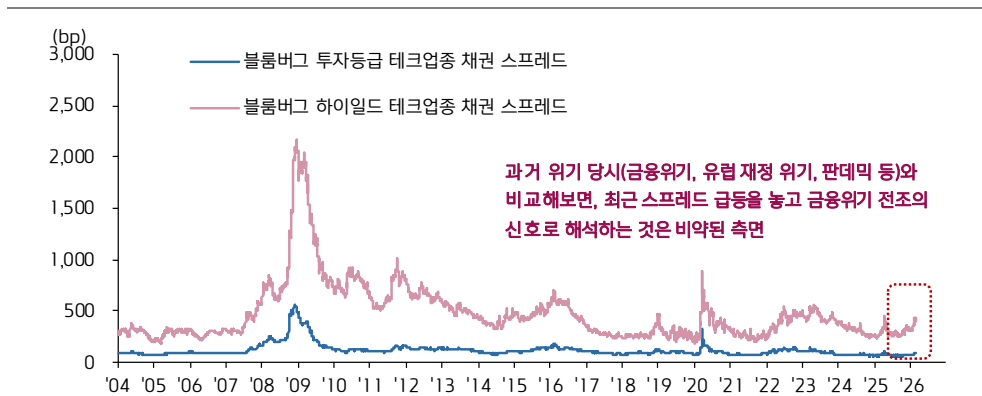
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 하이퍼스케일러 업체들의 자유현금흐름(FCF)



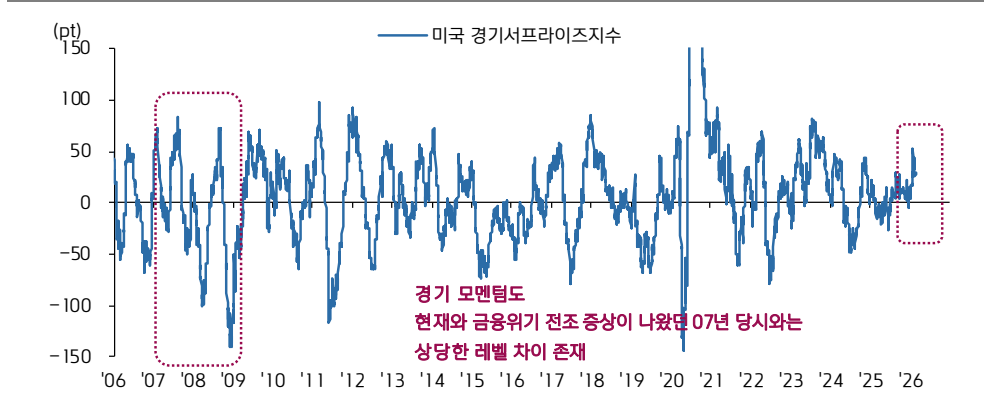
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

### 04년 이후 미국 테크업종의 채권(투자등급, 하이일드) 스프레드



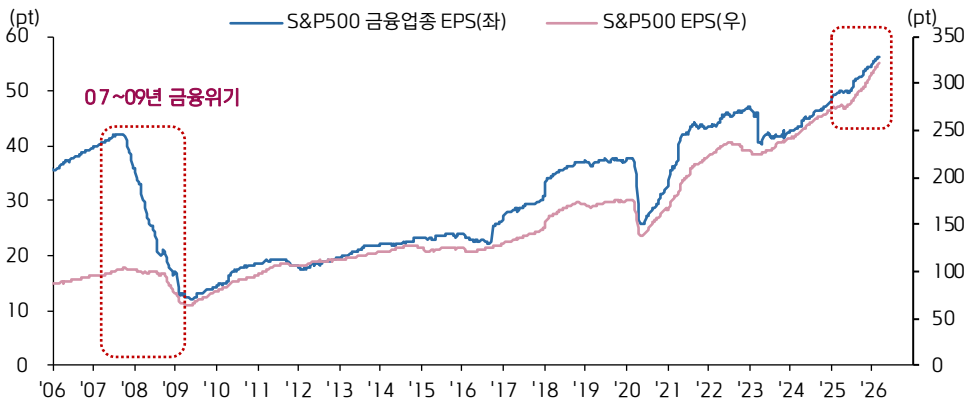
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 경기 모멘텀을 측정하는 경기서프라이즈지수



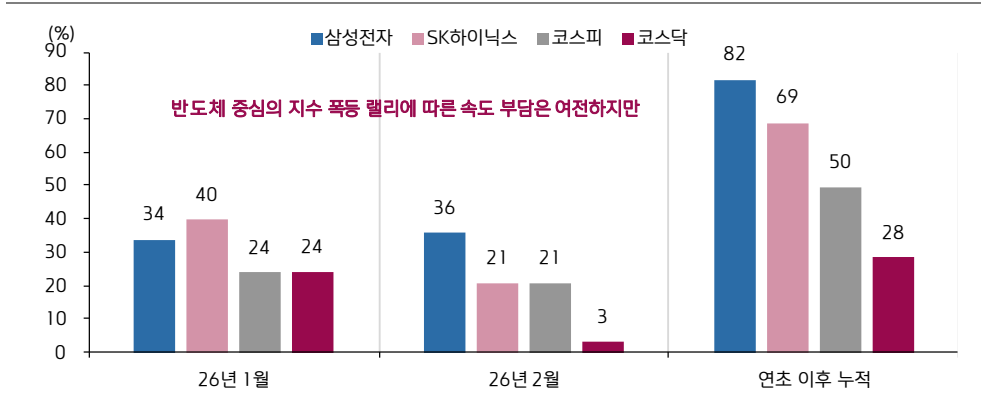
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

S&P500 금융업종과 S&P500 주가(위)와 선행 EPS(아래쪽)



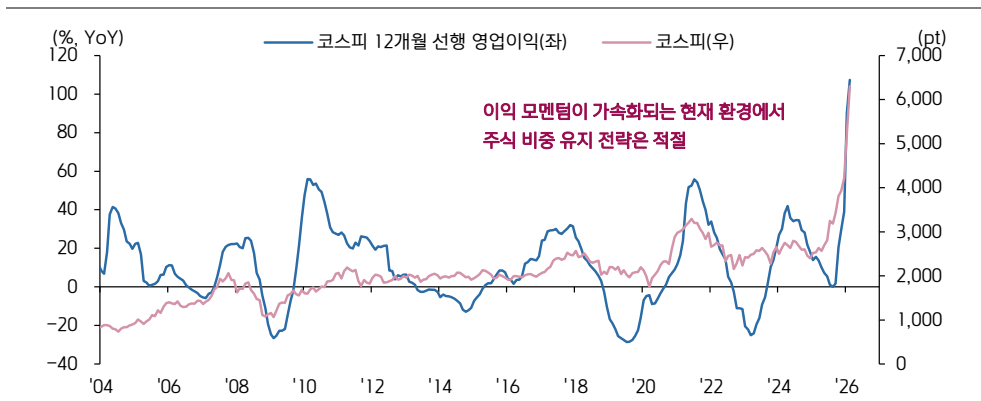
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

삼성전자, SK하이닉스, 코스피, 코스닥 월간 수익률 변화(~26일)



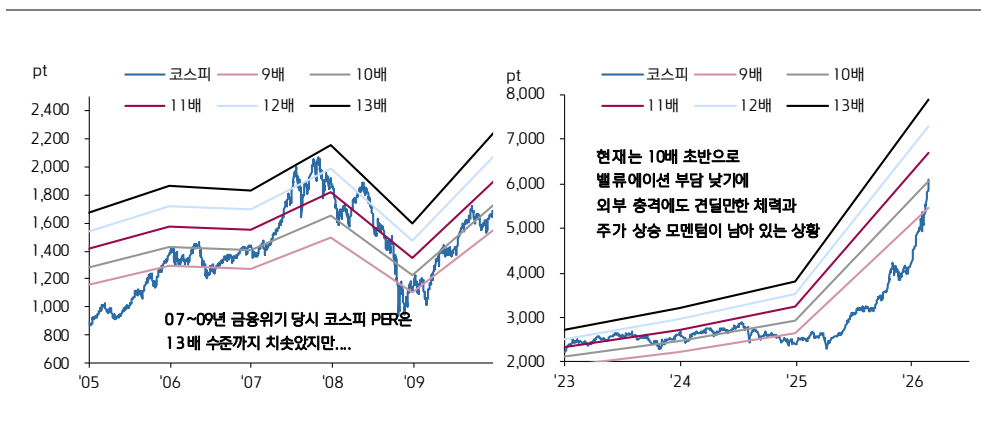
자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

코스피 12개월 선행 영업이익과 코스피 주가



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터

과거 금융위기 vs 현재의 코스피 선행 PER 밸류에이션 밴드상 위치



자료: Fnguide, 키움증권 리서치센터