



키움증권 리서치센터 투자전략팀
채권전략 안예하 yhahn@kiwoom.com



미 사모대출 리스크 점검

Check Point

- 사모대출 시장의 부실은 두 가지 경로로 동시에 나타났음. 하나는 담보 검증 체계의 구조적 취약성이고, 다른 하나는 비유동 자산에 유동성을 약속한 펀드 설계의 한계였음. Tricolor·First Brands·MFS 에서는 동일 자산을 복수 채권자에게 중복 담보로 제공하는 이중담보 사기가 확인됐고, Blue Owl·Blackstone·Stone Ridge 에서는 3~7년 만기 자산을 보유하면서 분기 환매를 약속한 구조가 환매 급증 국면에서 한계를 드러냄
- 금리·성장·유동성 세 변수가 동시에 작용하는 할 경우 사모대출과 관련한 우려는 지속될 가능성이 높음. 금리 상승은 차주의 상환 능력을 약화시키고, AI 충격은 포트폴리오의 상당 비중을 차지하는 소프트웨어 기업의 담보 가치를 재조정하고 있으며, 은행의 대출태도 강화는 펀드의 신규 투자 여력을 제한하는 동시에 기존 자산의 디레버리징 압력을 키우고 있음. 세 변수가 서로를 강화하는 구조인 만큼, 현재 나타나는 환매 제한과 BDC 할인 확대는 이 사이클의 초입으로 보며 모니터링할 필요.

최근 사모대출 관련 이벤트, 담보사기와 유동성 구조 미스매치

2025~2026년 사모대출 시장에서 발생한 일련의 이벤트는 담보 사기와 유동성 구조 미스매치라는 두 가지 축으로 정리된다. 우선 Tricolor Holdings, First Brands Group, 영국 MFS 사례에서는 동일 자산을 복수 채권자에게 담보로 제공하는 이중담보 구조가 확인되었으며, 이는 담보 가치 대비 과도한 레버리지와 직접적으로 연결됐다. Tricolor의 경우 파산 시점 기준 실제 담보 가치는 약 14억 달러였으나 채권자들에게 제공한 담보는 22억 달러로, 약 8억 달러의 부족분이 발생했다. 또한 활성 대출의 약 40%에서 동일한 차량 식별번호(VIN)가 반복 사용되는 등 사전 검증 단계에서 식별 가능한 이상 징후가 존재했던 것으로 나타났다. 이는 사모대출 시장 내에서 담보 검증 체계가 구조적으로 취약했음을 시사한다.

동시에 공통적으로 확인되는 특징은 수익률 경쟁 심화 과정에서 실사 강도가 약화됐다는 점이다. 동일 거래에 대해 일부 투자기관은 이상 징후를 감지하고 투자를 거절한 반면, 다른 기관들은 더 높은 수익률을 추구하며 동일한 위험을 수용했다. 이는 동일 위험에 대해 기관마다 요구 수익률이 달랐다는 것으로, 위험이 제대로 가격에 반영되지 않았음을 의미한다. 결과적으로 담보 기반 대출이라는 사모대출의 핵심 안정장치도 실질적으로 약화되며, 개별 부실로 보이던 사건들이 결국 전반적으로는 구조적 신뢰 훼손으로 이어졌다는 점이 가장 주요 원인이었다.

한편 Blue Owl, Blackstone, Stone Ridge 사례에서는 사기가 아닌 구조적 유동성 미스매치 문제가 부각됐다. 이들 펀드는 3~7년 만기의 비유동 자산을 보유하면서도 투자자에게 분기 단위 환매를 제공하는 반유동성 구조를 채택했으며, 평시에는 안정적으로 작동했으나 금리 상승, 자산 가치 재평가, 그리고 사모대출 전반에 대한 신뢰 약화가 동시에 발생하면서 환매 요청이 급증하는 양상이 나타났다.

특히 특정 섹터(소프트웨어, 핀테크 등)에 대한 익스포저 집중이 확인되며, 거시 환경 변화에 대한 취약성이 확대된 점도 공통적으로 관찰된다. 이에 따라 일부 펀드는 환매 제한 조치를 시행하거나 유동성 확보를 위한 자본 투입을 병행하는 등 구조적 취약성이 현실화되는 모습을 보였다.

뿐만 아니라, PIK(Payment-in-Kind)라는 구조로 리스크를 이연할 수 있는 점도 리스크로 부각되었다. PIK는 사모대출을 통해 대출을 받은 기업이 이자를 현금으로 지급하지 않고, 향후 원금에 더해 상환할 수 있는 방식이다. 대출을 해준 BCD에는 현금을 실제로 받지 않았더라도 이자를 받은 것으로 회계상 처리가 되며, 대출 받은 기업의 현금 부담을 이연시킬 수 있다는 장점이 있겠지만, 전체 투자소득 대비 PIK 비율이 오른다는 것은 현금흐름 부담이 높아진다는 것을 의미하기도 한다. 공식적인 부도 상태로 나아가기 전의 차주의 스트레스를 보여주는 지표로 그림자 부도율로 불리기도 한다.

최근 사모신용 관련 이슈 기업 현황 정리

회사 및 펀드	자산 유형	주요 리스크 요인	담보 부족액	상태
Tricolor	자동차 대출채권·차량	이중담보·가짜 오토론	~8억 달러	Chapter 7 청산, CEO 기소
First Brands	매출채권·재고자산	이중담보·인보이스 위조	~23억 달러 유용	Chapter 11 구조조정 중
MFS	부동산 담보	이중담보	~9.3억 파운드	관재 절차, 창업자 도주
Blue Owl OBDC II	직접대출	유동성 미스매치	해당없음	환매 영구 중단, 자산 매각, 청산형 전환
Blackstone BCRED	직접대출	소프트웨어 집중 + 유동성 미스매치	해당없음	임직원 자금 4억 달러 투입으로 방어
Stone Ridge LENDX	직접대출	소비자 신용 악화 + 유동성 미스매치	해당없음	환매 제한

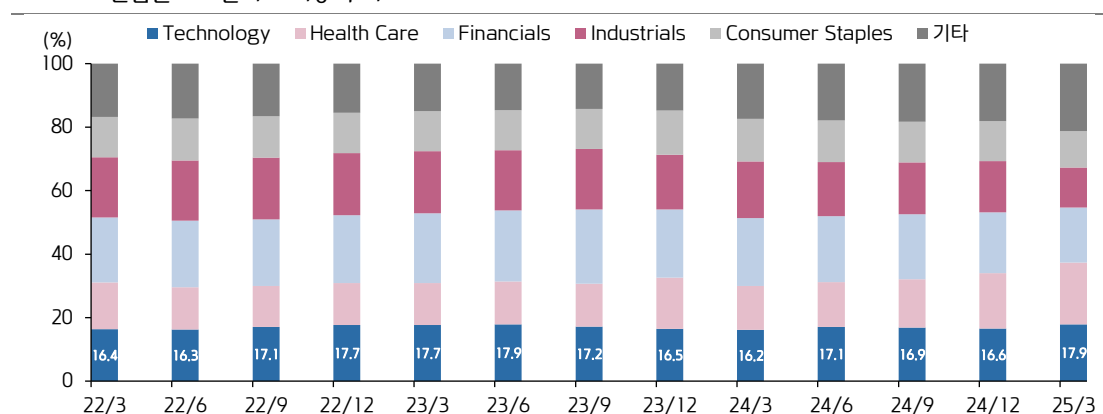
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 리테일펀드 환매 사태 정리

회사 및 펀드	이슈	주요 신호	리스크 요인	추적 가능한 지표
Blue Owl OBDC II	유동성 미스매치	Non-Accrual 상승	소프트웨어 13%	NAV 할인+환매 추이
Blackstone BCRED	소프트웨어 집중 + 유동성 미스매치	분배금 삭감 (2025년 9월) Medallia 평가 하향	소프트웨어 26%	분배금 삭감+markdown
Stone Ridge LENDX	소비자 신용 악화 + 유동성 미스매치	BNPL 연체율 3년 연속 상승 환매 요청의 11%만 지급	BNPL·핀테크 소비자 대출	연체율 데이터

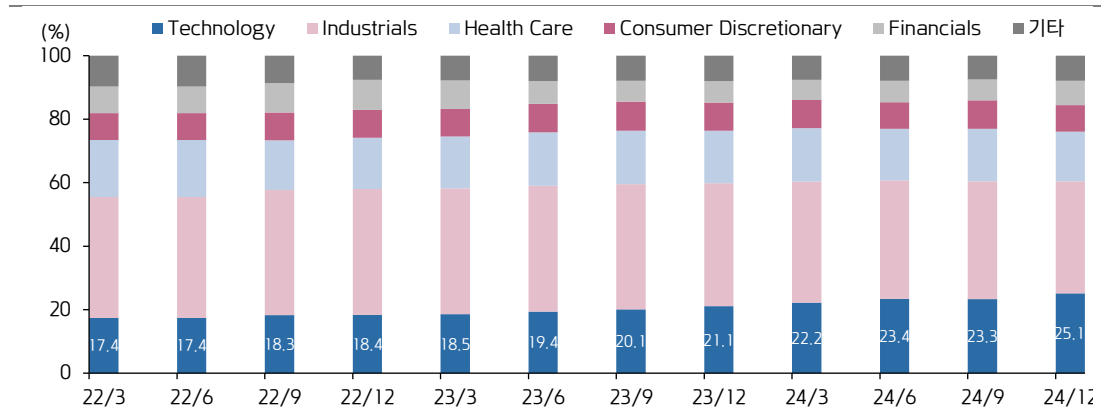
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Blue Owl 산업별 포트폴리오 비중 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Blackstone 산업별 포트폴리오 비중 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

어떤 지표를 봐야하나

사모대출 시장 리스크가 시스템 리스크로 확산되는 것은 절대 규모나 비중 측면에서 제한적으로 판단한다. 다만 최근의 펀드런 사태로 펀드 순자산가치 감소 등이 지속될 경우 추가 환매 요구가 이어지면서 금융시장 변동성을 계속해서 확대시킬 수 있다는 점에서 유의할 필요성이 높아졌다.

비상장 구조 특성상 직접 관측이 제한되기 때문에, 간접 지표를 통한 다층적 모니터링이 필요하다. 첫 번째는 상장 BDC의 주가와 주가순자산 비율이다. BDC는 사모대출 익스포저를 가장 빠르게 반영하는 공개 시장 지표로, 할인율 확대는 투자자 신뢰 약화를 의미한다. 실제로 2026년 3월 기준 공개 BDC 지수(Cliffwater BDC Index) 전체로는 NAV 대비 약 -17% 수준까지 할인 폭이 확대됐으며, 이는 2022년 9월 저점과 유사한 수준이다. 개별 종목으로는 업계 최대 규모인 Ares Capital(ARCC)이 약 -9%, Blackstone Secured Lending(BXSL)이 약 -11% 수준에서 거래되고 있으며, 환매 이슈를 겪은 Blue Owl 계열 OBDC는 할인 폭이 일시적으로 -24% 수준까지 확대되기도 했다. 이러한 할인율 확대는 단순한 가격 조정이 아니라, 사모대출 자산의 장부가(NAV)에 대한 신뢰가 약화되고 있음을 의미하며, 통상적으로 할인율이 -15%를 상회하는 구간에서는 추가적인 자산 재평가 압력이 동반되는 경우가 많다.

두 번째는 PIK 비중과 이자 비발생(Non-accrual) 비율 등 차주의 스트레스 지표이다. 비상장 BDC 및 사모대출 펀드의 10-Q, 10-K 공시를 통해 포트폴리오의 질적 변화를 확인할 수 있으며 분기마다 공시한다는 점에서 후행적이고, 실시간 확인이 제한된다는 한계점이 있으나, PIK 비중의 추세를 확인하면서 차주들의 스트레스 정도를 점검할 수 있다. 최근 사례를 보면 PIK(이자 원금 전환) 비중은 13개 BDC 평균 2024년 12.1% 수준에서 2025년 10.2% 수준으로 소폭 둔화되었으나, 10% 수준을 상회하는 흐름이 이어지고 있는 가운데, 평균 수준을 상회하는 기업은 총 13개 기업 중 6개로, 블루아울은 2025년 18% 수준을 기록했다. 개별 BDC마다 조금씩 비율 수준은 다르나, 전반적으로 우상향하는 흐름을 보인다는 점에서 고금리 상황 지속에 따른 차주들의 스트레스가 점증되고 있음을 짐작해볼 수 있다. 차주들의 스트레스가 강화된다는 점이 더 확대될 경우 펀드 환매 요구가 더 강화될 수 있다.

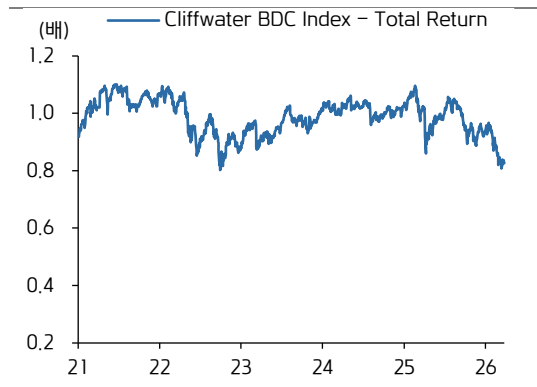
특히 펀드 설정 초기에 PIK 구조로 설계했는지 여부가 중요하다. 초기부터 설정된 사례들이 있는가 하면, 운영 중에 약정 완화를 통해 PIK 구조로 변화하는 사례들도 존재하기 때문이다. 이에 대해 미국 시카고 지역 은행 Lincoln International에서는 Bad PIK로 지칭하고 있으며, 설정 중반에 PIK로 변환된 비율이 2025년 4분기 기준 6.4%로 2022년의 2% 수준에서 크게 확대된 점 또한 그림자 부도를 우려를 높이는 요인이다.

Non-Accrual 의 경우 PIK 보다 실질적으로 현금 흐름이 악화된 상황을 말한다. 차입 기업이 PIK 로 이자 지급을 지연시키는 경우보다 더 악화되어 이자 계상 자체가 멈추게 되는 것으로 실질적으로 부실 대출이 증가하고 있다는 것을 뜻한다. 최근 무디스가 신용등급을 정크등급(Ba1)으로 강등한 FS KKR Capital 의 Non-Accrual 비율은 2025년 4분기 기준 확대된 바 있다. FS KKR 의 경우 선순위 담보대출 비중이 낮아 손실 흡수 규모가 확대될 수 있다는 점 또한 등급 강등의 배경이었다. 그만큼 BDC 들의 선순위 담보대출 비중 또한 살펴볼 필요가 있다.

은행의 레버리지 조건 변화 또한 살펴봐야 한다. 실제로 2025년 말 주요 투자은행(골드만삭스, 모건스탠리 등)은 사모대출 펀드에 제공하는 레버리지 한도의 담보인정비율(LTV)을 기존 약 50% 수준에서 40~45% 수준으로 하향 조정했으며, 일부 고위험 포트폴리오에 대해서는 추가 헤어컷을 요구한 것으로 파악된다. 이는 단순한 보수적 조정이 아니라, 금융기관 내부에서 사모대출 익스포저의 위험도를 재평가하기 시작했음을 의미한다. 과거 사례를 보면 LTV 하향 → 자산 매각 → 가격 하락 → 추가 디레버징으로 이어지는 경로가 반복적으로 나타났다는 점에서, 해당 지표는 시장 스트레스의 가장 선행적인 신호로 해석할 수 있다.

결국 사모대출 시장 모니터링은 가격(BDC 할인율), 펀더멘털(PIK·Non-accrual 비율), 거시 신용 환경(부도율·연체율), 그리고 레버리지 조건(LTV)의 네 가지 축을 동시에 점검하는 것이 핵심이다. 이들 지표가 동시에 악화되는 국면에서는 펀드런 우려를 악화시킬 수 있다는 점에서 모니터링이 필요하다.

Cliffwater BDC 주가순자산 비율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

블루아울 캐피탈 주가순자산 비율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Ares Capital 주가순자산 비율



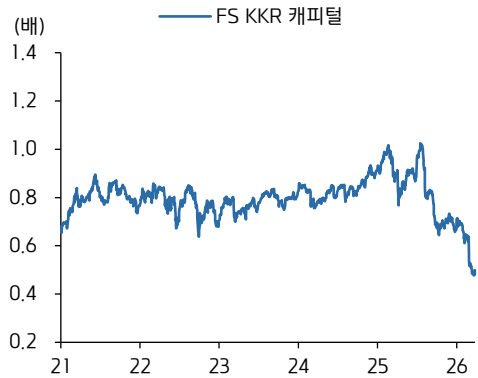
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

블랙스톤 시큐어드 랜딩 펀드 주가순자산 비율



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

FS KKR 주가순자산 비율



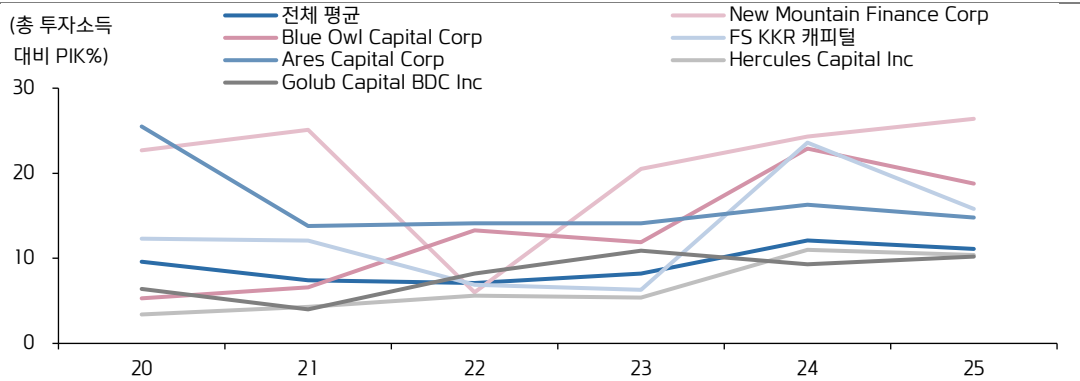
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

메인 스트리트 캐피털주가 순자산 비율



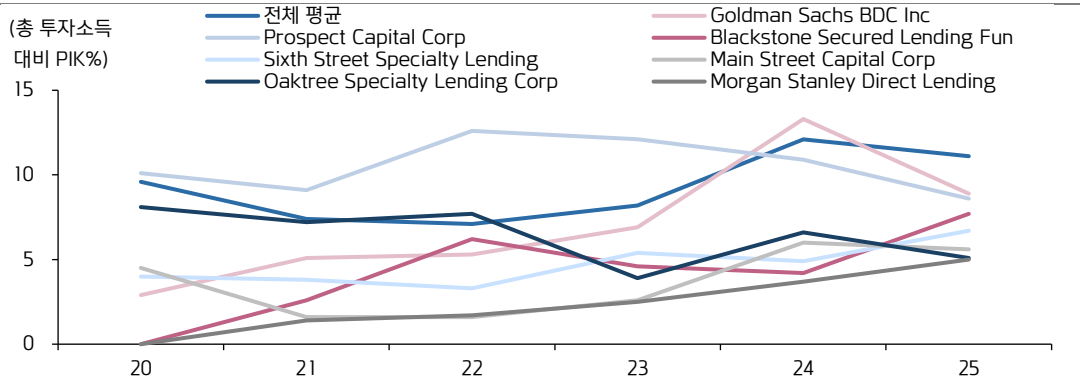
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 BDC 총 투자소득 대비 PIK 비중



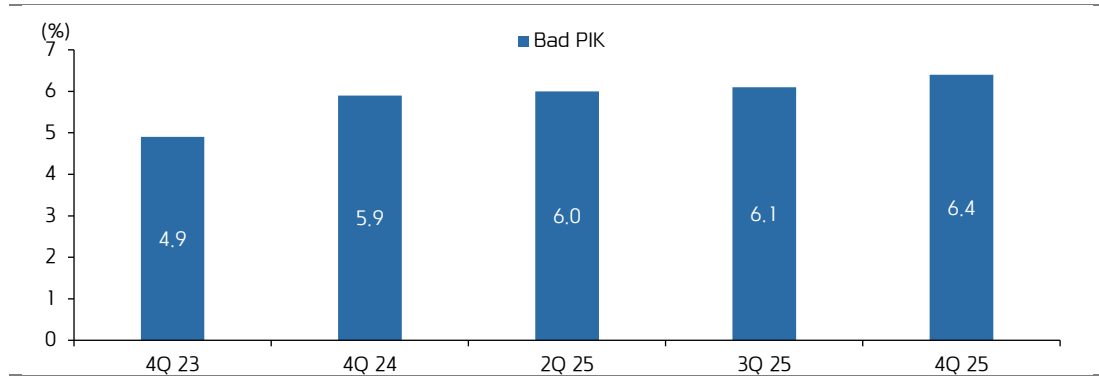
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 BDC 총 투자소득 대비 PIK 비중



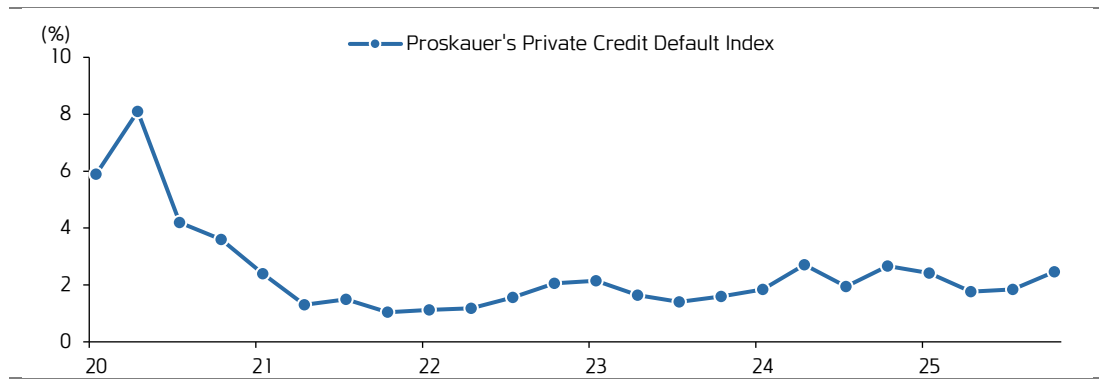
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Bad PIK 비중



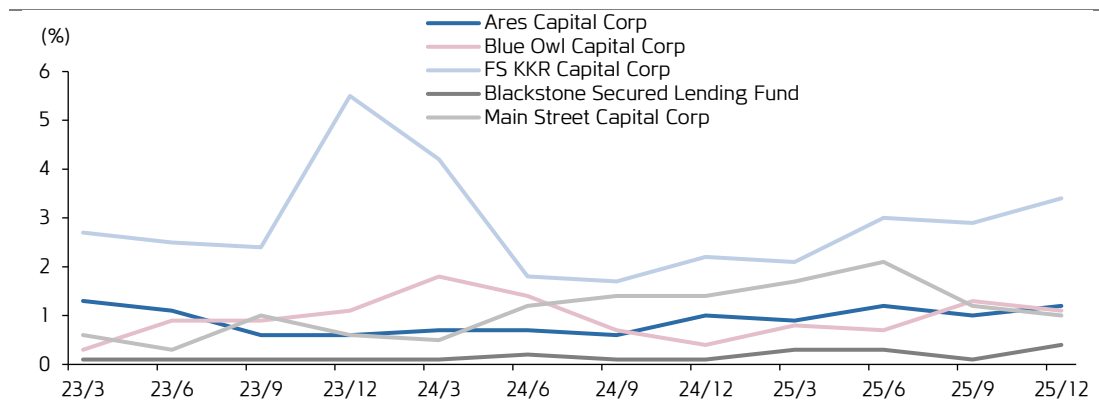
자료: Lincoln International, 키움증권 리서치센터

Proskauer's Private Credit Default Index



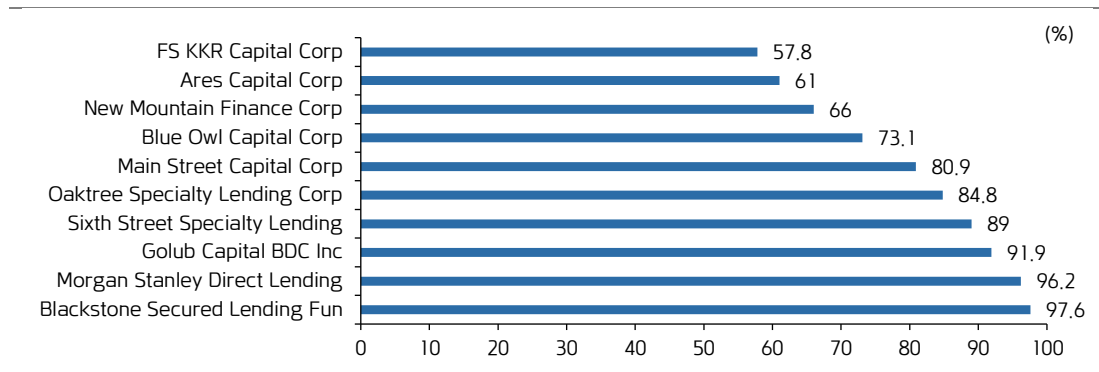
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 BDC 부실대출(Non-Accrual) 비율 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주요 BDC 선순위 담보대출 비중(25년 4Q 기준)



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

시장금리와 소프트웨어 및 AI 관련 기업 익스포저에 주의

사모대출 시장의 리스크 확대는 개별 사건이나 특정 펀드의 문제가 연쇄적으로 발생하면서 점증되었다. 현재 리스크의 확대 여부는 시장 금리 방향과 소프트웨어 및 AI 관련 기업들의 밸류에이션 판단, 유동성 환경 변화 등이 결정할 것으로 본다.

첫 번째 핵심 변수는 시장금리의 변화다. 사모대출은 본질적으로 고정금리 또는 스프레드 기반의 대출 자산으로 구성되어 있어, 금리 상승은 두 가지 경로를 통해 리스크를 확대시킨다. 우선 할인율 상승을 통해 자산의 현재가치를 직접적으로 하락시키며, 동시에 차입 기업의 이자 부담을 증가시켜 이자보상능력(ICR)을 약화시킨다. 실제로 금리 상승 이후 레버리지 기업들의 ICR이 빠르게 하락하고, PIK 전환 비중이 증가한 점은 현금흐름 기반 상환 능력이 구조적으로 약화되고 있음을 보여준다. 이는 결국 부도율 상승과 NAV 하향 압력으로 연결된다. 최근 국제유가 변동성 확대에 따라 인플레이션 우려가 높아지면서 미국채 10년물 금리는 4.3% 수준으로 올라서는 양상을 보여주고 있다. 그간 미 연준의 금리 인하에도 불구하고 재정 확대 정책에 따른 공급 부담으로 미국채 10년물 금리는 4% 수준에서 머물고 있는 상황에서 고금리 장기화가 지속될 경우 차주들의 스트레스 또한 높아질 수 있다.

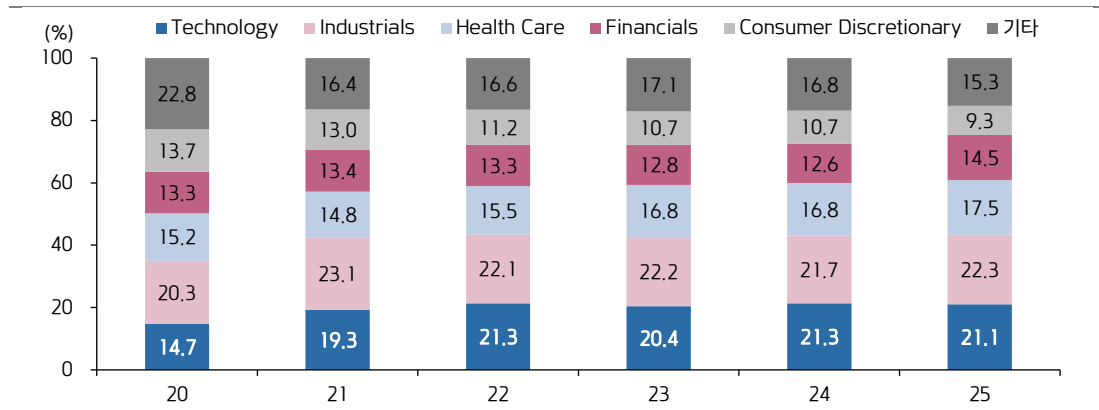
두 번째는 성장 둔화, 특히 소프트웨어 및 AI 관련 기업의 밸류에이션 재조정이다. 사모대출 시장은 전통 산업보다 SaaS, 플랫폼, 핀테크 등 성장 산업에 대한 익스포저가 높은데, 이들 기업은 현금흐름보다는 성장 기대를 기반으로 높은 기업가치를 인정받아 왔다. 그러나 AI 확산으로 기존 소프트웨어 비즈니스 모델의 경쟁 구도가 변화하고, 동시에 금리 상승 환경에서 할인율이 높아지면서 멀티플이 압축되는 현상이 나타나고 있다. 이는 담보 가치 훼손과 리파이낸싱 리스크로 이어진다. 요컨대, 금리 상승과 AI 충격이 동시에 성장주 프리미엄을 붕괴시켰다는 점이 이번 사이클의 특수성이다. 따라서 사모대출 시장의 조정 과정에서 IT 섹터에 대한 노출도를 선별하는 과정이 필요할 것으로 판단한다.

세 번째는 유동성 환경의 변화, 특히 레버리지 공급 축소다. 사모대출 시장은 투자자 자금뿐 아니라 은행이 제공하는 신용 공급에 크게 의존하는 구조를 가지고 있으며, 이 레버리지는 평시에는 수익률을 증폭시키는 역할을 하지만 스트레스 국면에서는 반대로 리스크 증폭 요인으로 작용한다. 실제로 주요 투자은행들이 LTV를 하향 조정하고 대출 조건을 강화하면서, 사모대출 펀드들은 신규 투자 여력이 제한되고 기존

자산에 대한 디레버리징 압력을 동시에 받고 있다. 이는 자산 매각 → 가격 하락 → 추가 환매 요청으로 이어지는 전형적인 유동성 악순환 구조를 만든다.

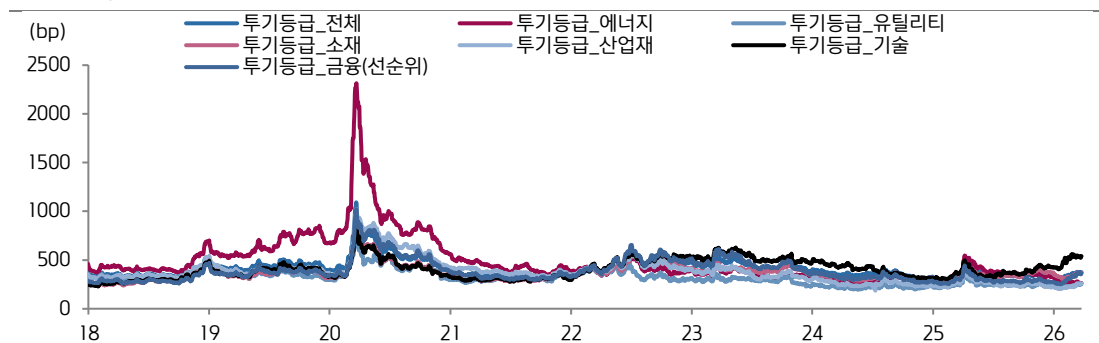
결국 사모대출 시장의 리스크 확대는 금리 상승으로 인한 할인율 부담, 성장 산업의 밸류에이션 재조정, 그리고 레버리지 축소에 따른 유동성 압박이 결합된 결과다. 이 세 변수는 각각 독립적으로도 영향을 미치지만, 동시에 작용할 경우 자산 가치 하락, 신용 위험 증가, 유동성 경색이 서로를 강화하는 구조를 형성한다. 사모대출이라는 시장 특성상 그 자체의 데이터로는 실시간 변화를 확인하기 어려우나, 이와 같은 사모시장의 변화가 유동성 긴축에 대한 우려로 인해 공모시장으로까지 리스크가 확대될 수 있다는 점에서 미국 회사채 스프레드와 주요 BDC 주가 변화 등으로 시장 수급과センチ먼트 확인이 가능하다. 최근 크레딧 스프레드는 국제유가 변화에 따른 국제금리 변동에 일부 영향을 받고 있으나, 급격한 조정은 없는 상황 속에서 연초부터 이어진 IT 소프트웨어 산업에 대한 리스크로 인해 투기등급 중심으로 일부 섹터만 조정을 받는 양상을 보이고 있다.

BDC 전체 포트폴리오 산업별 비중 추이



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 투기등급 회사채 스프레드 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 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 것이나, 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.
-