OPINION

연구위원
정화영

미국 사모대출 시장의 불안 요인 분석 및 확산 가능성 평가*

사모대출 시장은 미국을 중심으로 빠르게 성장하며 기업의 대표적인 자금공급 경로로 자리잡았다. 그러나 최근 일부 차입기업의 부실 발생으로 신용위험에 대한 경계감이 높아진 가운데, AI 기술의 급격한 발전이 기존 소프트웨어 산업의 사업모델과 수익 구조를 약화시킬 수 있다는 인식이 확산되면서 해당 산업에 대한 대출 비중이 높은 사모대출 시장의 안정성에 대한 우려가 확대되고 있다. 이러한 우려들을 바탕으로 사모대출 투자자의 환매 요청이 빠르게 증가하고 있으며, 특히 최근 개인 투자자의 시장 참여가 크게 확대된 준유동성 구조 투자상품을 중심으로 기초자산의 비유동성과 투자자의 유동성 요구 간 괴리로 인해 유동성 미스매치 리스크가 부각되고 있다.

사모대출 투자기구가 은행 등 외부 자금을 활용하는 경우가 적지 않다는 점에서 사모대출 시장은 금융시스템과 일정 수준의 연계성을 가지고 있다. 그러나 사모대출 투자기구의 레버리지가 크게 과도한 수준이 아니며, 사모대출 시장에 대한 은행권의 익스포저도 대체로 선순위 담보부 대출 형태로 구성되어 있다는 점에서 사모대출 시장의 위험이 금융시스템 전반으로 전이될 가능성은 제한적인 것으로 평가된다. 그럼에도 향후 고금리 장기화, 환매 압력 지속, 사모대출 시장으로의 자금 유입 위축 등 여건 변화에 따라 관련 리스크가 확대될 수 있으므로 사모대출 시장에 대한 지속적인 모니터링과 주의 깊은 관찰이 필요하다.

기업의 자금조달 경로로서 미국을 중심으로 빠르게 성장한 사모대출(private credit) 시장의 안정성에 대한 우려가 높아지고 있다. 최근 일부 차입기업에서 부실(default)이 발생하면서 신용위험에 대한 경계감이 강화되는 가운데, 인공지능(Artificial Intelligence: AI) 기술의 급격한 발전이 기존 소프트웨어 기업의 경쟁력과 수익성에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 인식이 확산되면서 소프트웨어 산업에 대한 대출 비중이 높은 사모대출 시장에 대한 우려가 커지고 있다. 본고에서는 사모대출의 구조적인 특성과 시장 현황을 살펴본 후, 이를 바탕으로 최근 사모대출 시장의 불안 요인을 분석하고 불안 확산 가능성을 평가해 보고자 한다.

사모대출 시장 개요: 구조 및 특성

사모대출은 비은행 금융기관이 기업에 직접 제공하는 대출을 의미하며, 전통적인 기업의 자금조달 수단인 은행대출과는 구조적으로 다른 방식으로 운영된다. 사모대출은 투자자로부터 모집한 자금을

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

기반으로 펀드를 조성한 후 해당 펀드가 직접 기업에 대출을 제공하는 구조를 가진다. 주로 사모대출펀드(private credit fund)나 BDC(Business Development Company)[1]와 같은 투자기구가 이러한 대출의 실행 및 운용을 담당한다. 즉, 자금을 공급하는 투자자(investor), 자금을 운용하는 운용사(fund manager), 자금을 차입하는 기업(borrower)이 펀드 구조를 중심으로 연결되는 형태를 갖는다. 운용사는 투자자로부터 모집한 자금을 활용하여 기업에 대출을 실행하고, 이후 대출자산으로부터 발생하는 이자와 원금 상환을 기반으로 투자자에게 수익을 배분한다. 이는 자본시장 기반의 투자 구조를 통해 신용공여가 이루어진다는 점에서 예금을 기반으로 신용을 공급하는 은행대출과 구조적으로 차별화된다.

사모대출의 대표적인 특성은 차입자와 대출자 간 직접 협상을 통해 대출조건을 유연하게 설정하고 신속하게 자금을 공급할 수 있다는 것이다. 은행대출이나 공모채권 발행을 통해 자금을 조달하는 경우 통상 엄격한 심사 절차와 규제 요건을 충족해야 하며, 이로 인해 비교적 긴 시간이 소요된다. 반면 사모대출은 규제 체계가 상대적으로 덜 엄격하므로 차입기업의 재무 상황이나 사업 특성에 맞춰 담보조건, 만기구조, 상환방식 등을 유연하게 설계할 수 있으며 자금 집행도 비교적 신속하게 이루어진다. 실제 사모대출펀드 운용사를 대상으로 한 설문조사 결과에 따르면 사모대출 활용 기업은 유연한 대출 조건을 중요한 요인으로 고려하며, 담보로 제공할 수 있는 유형자산 부족 등으로 은행으로부터 자금조달이 어려운 경우가 많은 것으로 나타났다.[2]

사모대출은 세부 투자 전략에 따라 직접대출(direct lending), 메자닌(mezzanine), 부실채권 투자(distressed debt) 등으로 구분되며, 각 유형은 서로 다른 위험 · 수익 구조와 대출 형태를 가진다. 사모대출 유형 중 가장 큰 비중을 차지하는 직접대출은 비교적 안정적인 현금흐름을 기반으로 하는 기업을 대상으로 선순위 담보대출(senior secured loan) 형태로 자금을 제공한다. 메자닌은 선순위 부채보다 변제순위가 낮지만 주식(equity)보다는 변제순위가 높은 중간적 성격을 갖는 금융 형태로, 상대적으로 높은 수익률을 추구하는 만큼 더 큰 위험을 수반한다.[3] 부실채권 투자는 재무적으로 어려움을 겪고 있는 기업의 채권을 할인된 가격에 매입하거나 구조조정 과정에 참여하여 수익을 추구하는 전략이다.

사모대출은 통상 중견기업(middle-market firm)[4]을 대상으로 자금을 공급하나, 최근에는 투자등급(investment-grade) 신용도를 가진 대규모 기업들도 인수금융, 데이터센터 건설 등 대규모 프로젝트 금융에 사모대출을 활용하는 추세이다. 사모대출의 평균 만기는 약 5년이며 대부분 변동금리(floating rate) 구조를 갖는다.[5]

---

1) BDC는 법적으로는 투자회사이지만, 경제적 기능 측면에서는 펀드와 유사한 투자기구로 이해할 수 있다.

2) Block, J., Jang, Y. S., Kaplan, S. N, Schulze A., 2024, A survey of private debt funds, *Review of Corporate Finance Studies*, 13(2), 335-383.

3) 메자닌 투자는 통상 인수합병이나 성장자금 조달 과정에서 활용되며, 전환권이나 신주인수권과 같은 주식 관련 권리가 결합되는 경우도 많다.

4) 일반적으로 미국에서는 연매출 규모가 1,000만 달러에서 10억 달러 구간에 있는 기업을 중견기업(middle-market firm)으로 지칭한다.

5) Cai, F., Haque, S., 2024, Private credit: Characteristics and risks, FEDS Notes.

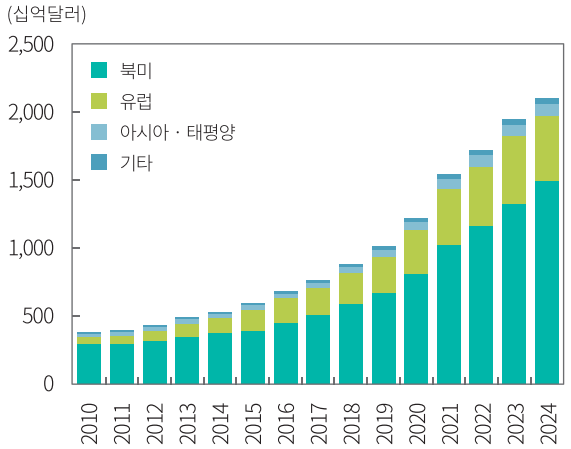
사모대출은 유통시장이 형성되기 어려운 구조적 특성으로 인해 일반적으로 비유동성(illiquidity) 자산으로 분류된다. 사모대출은 개별 협상을 바탕으로 설계된 맞춤형 기업대출이기 때문에 각 대출자산의 구조가 상이하여 표준화 정도가 낮으며, 재무정보가 공개되지 않는 비상장기업이 차입자인 경우가 많아 정보의 비대칭성이 크다. 이와 같은 특성으로 인해 사모대출 시장은 전반적으로 불투명성(opacity)이 높은 시장으로 평가되며, 시장가격 발견이 어려워 가치평가가 내부 모델에 의존하는 경우가 많다. 유통거래가 제한적이므로 대출을 실행한 투자기구가 만기까지 보유하는 것이 일반적이다.

이러한 비유동성으로 인해 사모대출 시장은 투자자의 자금 회수 시점을 사전에 제한할 필요성이 크다. 이에 따라 사모대출펀드와 BDC는 통상 일정기간 동안 환매를 허용하지 않는 폐쇄형(closed-end) 구조를 채택하는 경우가 일반적이다. 이러한 구조는 운용사가 대출자산을 안정적으로 운용할 수 있도록 하는 한편, 투자자에게도 장기 투자 관점을 유도하는 기능을 한다.

사모대출 시장 현황

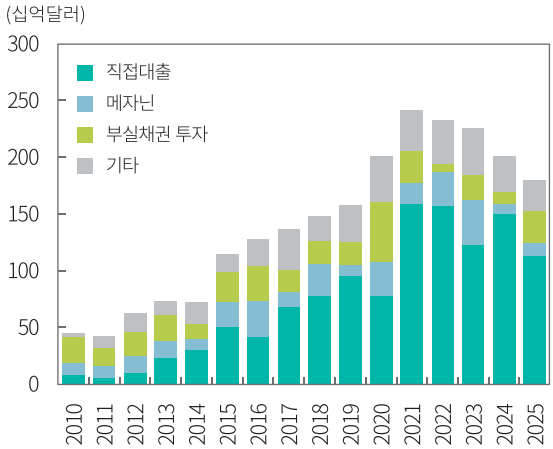
사모대출은 비은행 신용중개의 대표적인 영역으로 부상하며 빠른 속도로 성장해 왔다. 사모대출 운용자산(Asset Under Management: AUM) 규모는 2010년말 3,800억 달러 수준에 불과했으나 2024년말에는 2.1조 달러 규모로 확대되며 연평균 13.0%의 가파른 증가율을 기록하였다(〈그림 1〉). 다만, 미국과 유럽 중심의 시장 구조를 보이며 지역적 다양성은 상대적으로 낮은 수준이다. 한편 사모대출펀드의 자금모집(fundraising)을 유형별로 살펴보면, 직접대출이 가장 큰 규모를 나타내며 사모대출 시장의 핵심적인 유형으로 자리잡고 있음을 확인할 수 있다(〈그림 2〉).

〈그림 1〉 주요 투자 지역별 사모대출 운용자산



주 : 1) 폐쇄형 펀드(closed-end fund) 데이터를 활용하여 글로벌 운용자산 규모를 추정
2) 북미 지역에 대해서는 BDC의 운용자산도 반영
자료: Preqin

〈그림 2〉 유형별 사모대출펀드 자금모집



자료: Preqin

사모대출 시장이 빠르게 성장한 배경에는 저금리 환경의 장기화, 규제 강화에 따른 은행대출 공급 축소, 비은행 금융기관의 자금조달 여건 개선 등이 복합적으로 작용한 것으로 평가된다.[6] 글로벌 금융위기 이후 미국 등 주요국 정책금리가 장기간 낮은 수준을 유지하면서 상대적으로 높은 수익률을 제공하는 대체투자 자산에 대한 수요가 확대되었고, 은행 부문에 대한 자본 및 건전성 규제가 강화되면서 담보 제공 여력이 충분하지 않은 기업에 대출 공급이 제약되는 경향이 나타났다. 이러한 환경 속에서 사모대출 투자기구와 은행 간 자금조달 비용 격차가 축소되면서 은행으로부터 자금조달이 어려운 기업에 대한 자금공급 경로로서 사모대출 시장이 가파르게 성장한 것으로 분석된다.

사모대출 시장의 투자자 기반은 전통적으로 연기금, 보험회사, 국부펀드 등 장기 투자 성향을 가진 기관투자자를 중심으로 형성되어 왔다. 이는 투자 기간 중 환매가 제한되는 폐쇄형 구조가 일반적으로 활용된다는 점에서, 유동성 수요가 낮고 장기 투자 관점을 가진 기관투자자에게 상대적으로 적합한 자산이기 때문이다. 또한 사모대출은 비유동성이라는 특성으로 인해 대규모 신디케이트론[7](broadly syndicated loan)보다 약 150~300bp 높은 수익률을 제공하는 것으로 평가되는데, 이러한 비유동성 프리미엄(illiquidity premium)은 기관투자자의 사모대출 투자 확대를 견인하는 요인으로 작용하였다.

그러나 최근 들어 사모대출 시장의 투자자 기반을 확대하기 위한 노력이 강화되면서 개인투자자(retail investor)의 참여가 증가하는 추세이다. 과거에는 높은 최소 투자금액과 낮은 유동성 등으로 인해 사모대출에 대한 접근성이 제한적이었으나, 제한된 범위 내에서 환매를 허용하는 준유동성(semi-liquid) 상품이 등장하면서 개인투자자의 비중이 빠르게 확대되고 있다.[8] 사모대출 시장 내 개인투자자 비중은 2010년 중반 운용자산(AUM)의 1% 수준에 불과했으나 최근 수년간 빠르게 확대되며 약 13% 수준까지 높아진 것으로 추정된다.[9] 개인투자자는 주로 BDC를 통해 사모대출 시장에 참여하고 있으며, 증권거래소에서 거래가 가능한 상장형 BDC와 준유동성 구조로 운용되는 비상장 공모형 BDC를 통해 대부분의 투자가 이루어지고 있다.[10] 이러한 변화는 사모대출 시장의 저변이 확대되는 긍정적 측면이 있는 반면, 비유동성 자산을 기초로 하는 투자상품에 제한적인 유동성을 부여하는 준유동성 구조가 맞물려 새로운 리스크 요인을 수반할 수 있다.

6) Avalos, F., Doerr, S., Pinter, G., 2025, The global drivers of private credit, BIS Quarterly Review (March).

7) 대규모 신디케이트론은 다수의 금융기관이 공동으로 인수하는 기업대출로, 계약 구조가 상대적으로 표준화되어 있어 비교적 활발한 유통시장이 형성되어 있다.

8) 전통적인 폐쇄형 펀드와 달리 준유동성 구조를 갖는 상품은 일정 주기마다 제한된 범위 내에서 환매를 허용한다.

9) Aldasoro, I., Doerr, S., Todorov, K., 2025, Retail investors in private credit, BIS Bulletin No 106.

10) BDC는 구조에 따라 상장형 BDC(publicly traded BDC)와 비상장형 BDC(non-traded BDC)로 구분되며, 비상장형 BDC는 다시 비상장 공모형 BDC(non-traded public BDC)와 사모형 BDC(privately offered BDC)로 구분된다.

최근 사모대출 시장의 불안 요인 분석

최근 사모대출 시장의 불안이 높아진 배경을 살펴보면, 먼저 미국 신용시장(credit market)에서 발생한 일부 부실 사례가 사모대출 시장에 대한 투자자의 신용위험 경계감을 높이는 계기로 작용하였다. 2025년 9월 자동차부품 기업 First Brands와 자동차금융 기업 Tricolor가 각각 파산 절차를 신청하였는데, 이를 통해 상당한 규모의 부채가 시장참여자의 충분한 감시 없이 누적될 수 있다는 점이 드러났다. 특히 이들 사례에서 동일한 자산을 복수의 대출기관에 담보로 제공하는 이중 담보 설정(double pledging) 등의 부정행위가 드러났는데, 담보 관리 및 정보 검증 체계의 취약성을 보여준 사례로 평가되며 투자자의 경계감을 높이는 요인으로 작용하였다.[11)]

물론 First Brands와 Tricolor가 사모대출을 중심으로 자금을 조달했던 것은 아니며, 대형 은행을 포함한 다양한 대출기관에 걸쳐 손실이 발생했다는 점을 고려할 때 해당 사례를 사모대출 시장 전반의 구조적 부실로 일반화하기 어렵다. 그럼에도 불구하고 이들 사건은 사모대출 생태계 전반의 신용관리 체계에 대한 우려를 높이면서 투자자 심리에 영향을 미친 계기로 평가된다. 사모대출은 대출 조건이 개별적으로 협상되는 비공개 거래 구조의 특성상 담보 자산에 대한 독립적인 외부 검증 및 감독 체계가 상대적으로 제한적인데, 이는 이중 담보 설정과 같은 부정행위를 조기에 탐지하기 어려운 구조적 요인으로 지적된다. 특히 사모대출 시장 규모가 크게 확대된 상황에서 관리 체계의 취약성이 반복될 경우, 개별 부실이 시장 신뢰도에 미치는 영향이 과거보다 커질 수 있다는 점에서 정책당국과 투자자들의 관심이 높아지고 있다.

사모대출 시장의 경계감이 높아진 또 다른 요인으로 AI의 급속한 발전에 따른 소프트웨어 기업 대출의 부실 우려 확산을 꼽을 수 있다. 소프트웨어 기업은 반복적인 매출 구조, 높은 고객 유지율 등을 바탕으로 안정적인 현금흐름을 창출할 수 있다는 평가를 받으며 사모대출 시장의 주요 차입기업으로 부상하였다. 그러나 AI 기술 발전이 기존 소프트웨어 기업의 사업모델과 수익 기반을 잠식할 수 있다는 인식이 확산되면서 해당 산업의 신용위험에 대한 재평가가 진행되고 있다.

2025년말 기준 사모대출 시장에서 서비스형 소프트웨어(Software-as-a-Service: SaaS) 기업에 제공된 직접대출 잔액은 5,000억 달러를 상회하며, 전체 직접대출의 약 19%가 이들 기업에 집중되어 있다.[12)] 특히 소프트웨어 산업은 다른 산업에 비해 담보로 활용할 수 있는 유형자산이 부족하여 부실 발생 시 손실률이 높아질 수 있다. 이러한 특성으로 인해 AI 발전이 소프트웨어 기업의 신용위험 확대로 이어지는 경우, 사모대출 시장 전반의 안정성에 영향을 미칠 수 있는 위험 요인으로 인식되고 있다.

---

11) 한편 사모대출 시장의 경쟁 심화 및 자금공급 확대 과정에서 대출심사 기준(underwriting standard)이 완화되었을 가능성도 제기되고 있다.

12) 서비스형 소프트웨어(SaaS) 기업에 대한 사모대출의 빠른 확대와 AI 기술 발전에 따른 잠재적 신용위험에 대한 보다 자세한 논의는 'BIS, 2026. 3, Box B. Private credit's software lending meets AI disruption, Quarterly Review'를 참조.

위와 같은 우려들이 사모대출에 대한 투자심리 악화로 이어지면서 개인투자자의 참여가 크게 확대된 준유동성 구조 투자상품을 중심으로 투자자의 환매 요청이 급증하고 있다. 이들 준유동성 상품은 유동성이 낮은 사모대출의 특성을 반영하여 통상 분기당 순자산가치(Net Asset Value: NAV)의 5%를 환매 한도(redemption cap)로 설정하고 있으며, 환매 요청액이 환매 한도를 초과하는 경우에는 환매 제한(redemption gate)이 적용될 수 있다.[13] 최근 사모대출 시장에 대한 불안으로 일부 사모대출펀드와 비상장 공모형 BDC에서 환매 요청이 해당 한도를 상회함에 따라 환매 제한(redemption gate)이 적용되는 사례가 나타나고 있다. 개인투자자 비중이 높은 상품에서 환매 요청이 집중되는 현상[14]은 기초자산의 비유동성과 투자자의 유동성 요구 간 괴리로 인한 유동성 미스매치(liquidity mismatch) 리스크를 부각시키는 한편, 최근 투자자 구조 변화가 시장 안정성에 미치는 영향이 커지고 있음을 시사한다.

물론 환매 제한은 약정한 환매 한도 내에서 운용사가 취하는 정상적인 조치로서, 단기적으로 펀드의 유동성 위기를 완화하는 수단으로 평가할 수 있다.[15] 그러나 원하는 시점에 자금을 회수하지 못할 수 있다는 투자자 불안이 확산될 경우, 추가적인 환매 압력으로 이어질 수 있다. 또한 환매 압력 증대에 대응하여 운용사가 양질의 대출자산을 먼저 매각하는 방식으로 유동성을 확보하게 될 경우 포트폴리오 내 상대적으로 부실한 자산의 비중이 높아지는 문제가 발생할 수도 있다.

한편 증권거래소에서 매매가 가능한 상장형 BDC의 경우에도, 사모대출 시장에 대한 불안으로 NAV 대비 크게 낮은 가격으로 거래되는 현상이 나타나고 있다.[16] 이는 내부 평가 모델에 기초한 사모대출 가치평가에 대한 투자자들의 의구심이 높아지는 가운데 투자자 심리가 악화되었음을 시사한다.

불안 확산 가능성 평가

최근 사모대출 시장의 안정성에 대한 우려가 확대되는 가운데, 일각에서는 이러한 우려가 금융시스템 전반의 불안으로 이어질 가능성도 제기하고 있다. 실제로 사모대출펀드와 BDC는 은행 차입 등 외부 자금을 활용하는 경우가 적지 않으며, 은행은 사모대출 운용사에 신용공여한도(credit line)를 제공하는 등 중요한 자금 공급자로 기능하고 있는 것으로 나타난다. 따라서 사모대출 시장은 자금조달 및 유동성 측면에서 금융시스템과 일정 수준의 연계성을 가지고 있다.

---

13) 환매 제한이 적용되는 경우, 환매 한도 내에서 각 투자자의 환매 요청 규모에 비례하여 환매가 이루어진다.

14) Bloomberg, 2026. 3. 26, Trapped in private credit, investors wait to pull out $5 billion.

15) 준유동성 상품의 환매 제한은 투자자와 사전에 합의된 계약 조건에 따른 것이지만, 일부에서는 투자자(특히 개인투자자)가 준유동성 구조를 충분히 이해하지 못하고 투자에 참여했다는 평가도 있다.

16) Financial Times, 2026. 3. 3, Investors ditch private credit funds on rising worries over bad loans.

그러나 사모대출 투자기구의 레버리지가 크게 과도한 수준이 아니며, 은행권의 사모대출 시장에 대한 익스포저도 대체로 선순위 담보부 대출 형태로 구성되어 있다는 점에서 금융시스템 전반으로의 위험 전이 가능성은 제한적인 것으로 평가된다. 비공개 규제 데이터(confidential regulatory data) 등을 활용한 최근 분석[17]에 따르면 사모대출펀드가 차입을 활용하고는 있으나 전반적으로 과도한 레버리지에 의존하는 구조는 아닌 것으로 나타났다.[18] 또한 은행권의 사모대출 관련 익스포저는 아직 제한적인 수준이며[19], 은행의 사모대출 운용기구에 대한 대출도 대부분 선순위 담보부 형태로 제공되어 심각한 경기침체와 같은 매우 불리한 경제 여건이 아닌 이상 은행권의 손실로 이어질 가능성은 낮은 것으로 평가된다.[20] Jerome Powell 연준 의장도 최근 사모대출과 관련하여 일부 투자자 손실이 발생할 수 있으나, 현재로서는 금융시스템 전반의 불안으로 이어질 가능성은 제한적인 것으로 보인다고 평가하였다.[21]

다만 향후 경제여건의 변화에 따라 관련 리스크가 증대될 수 있다는 점을 고려할 때 사모대출에 대한 지속적인 모니터링이 필요하다. 최근 중동 지역의 지정학적 갈등이 격화되면서 경제적 불확실성이 크게 높아지고 있으며, 원자재 가격 상승과 이로 인한 인플레이션 압력이 확대될 경우 고금리 여건이 예상보다 장기간 지속될 수 있다. 이는 대부분 변동금리 구조를 가진 사모대출 차입기업의 이자 부담 증가로 이어져 채무상환 능력을 약화시키고 부실 발생 가능성을 높일 수 있다. 아울러 사모대출 시장은 비교적 최근에 빠르게 성장한 자산군으로, 신용 사이클 전반에 걸친 충분한 경험이 축적되지 않았다는 점도 고려할 필요가 있다.

또한 사모대출 시장의 환매 압력이 당분간 지속될 수 있으므로 이에 따른 리스크에도 유의할 필요가 있다. 사모대출 시장에 대한 투자심리 악화로 인한 자금 유입 위축은 사모대출을 통해 자금을 조달해 온 기업들의 차입 여건 악화로 이어질 수 있다. 이 과정에서 자금조달이 어려워진 기업을 중심으로 부실이 늘어날 수 있으므로 사모대출 시장에 대한 주의 깊은 관찰이 필요하다.

---

17) Berg, T., Lee, J. H., 2026, Measuring Counterparty Exposures to Private Credit, OFR Brief Series 26-02.

18) 2024년말 기준 사모대출펀드에 대한 펀드 단위(fund-level) 분석에서 레버리지(=총자산÷순자산)의 25%분위, 50%분위(중앙값), 75%분위가 각각 1.00, 1.04, 1.36으로 나타났다. 다만, 95%분위는 3.58로 나타나 일부 펀드에서 상대적으로 높은 레버리지가 관찰되었다.

19) 미 연준의 스트레스 테스트 대상 은행 기준 사모대출 관련 익스포저는 기업대출의 5% 미만 수준으로 분석되었다(Berg & Lee, 2026).

20) Fillat, J. L., Landoni, M., Levin, J. D., Wang, J. C., 2025, Could the growth of private credit pose a risk to financial system stability?. Federal Reserve Bank of Boston Current Policy Perspectives Paper 25-8.

21) Reuters, 2026. 3. 31, Fed watching private credit sector for signs of trouble, Powell says.