

투자 고수 5인방 on 사모대출투자

- 2026년 상반기, 금융 시장의 가장 뜨거운 논쟁 중 하나인 사모 신용(Private Credit)에 대한 5명의 투자 거장 의견을 9가지 질문에 대한 답변 형식으로 보겠습니다.
- 끝에는 이에대한 결론 / 제 투자 판단도 공유드립니다.

투자 고수 5인방 소개 :

- ◆ **Blackstone:** 블랙스톤은 AUM 약 1.1조 달러 규모의 세계 최대 대체투자 운용사. 존 그레이(John Gray)는 블랙스톤 President & COO이자 스티브 슈워츠만의 후계자로 꼽히는 핵심 인물이며, 부동산 부문을 거쳐 회사 전반을 이끌고 있다. 마이크 자와즈키(Mike Zawadzky)는 블랙스톤 크레딧·보험 부문 Global Head로, 사모 신용의 대표 브랜드인 BCRED(비상장 BDC)를 총괄한다.
- ◆ **Apollo:** 아폴로는 AUM 약 9,300억 달러 규모의 대체투자 운용사로, 특히 크레딧 부문에서 강자로 꼽힌다. 짐 젤터(Jim Zelter)는 2024년 Apollo의 President로 승진한 인물로, 회사의 크레딧 비즈니스를 장기간 이끌며 아폴로를 "크레딧 중심 플랫폼"으로 재편한 장본인이다.
- ◆ **DoubleLine Capital:** 제프리 군드라흐는 DoubleLine Capital의 창업자 겸 CEO로, 빌 그로스의 뒤를 잇는 월가의 대표적 "Bond King"으로 불린다. 채권·매크로 시장에 대한 직설적이고 비관적인 전망으로 유명하다.
- ◆ **JPMorgan:** 제이미 다이먼(Jamie Dimon)은 회장 겸 CEO로, 현재 미국 주요 은행 CEO 중 최장수 재임자. 2008년 금융위기 당시 JPM을 건실하게 이끈 공로로 월가에서 가장 신뢰받는 뱅커로 꼽힌다. 매년 4월 공개되는 그의 주주서한은 금융·거시·정치·기술을 망라하는 월가 필독 문서.
- ◆ **Soros Fund Management:** Dawn Fitzpatrick은 조지 소로스의 패밀리 오피스(약 250억 달러 운용)의 CEO 겸 CIO. UBS에서 25년간 근무하며 멀티 전략 헤지펀드를 이끈 베테랑 운용역으로, 2018년 Soros Fund로 합류해 현재 포트폴리오 전반을 총괄한다. 소로스의 펀드 매니저 답게, 매크로와 유동성 타이밍에 강점을 가진 인물이다. (현재 사모 신용 시장에 대해 "앞으로 18~24개월은 painful, 그러나 유동성 공급자 입장에서는 기회"라는 양면적 시각으로 하워드 막스와 거의 동일한 의견)

질문 1: 현재 거시경제 및 시장 상황에 대해 어떻게 평가하는가?

- **블랙스톤 (John Gray):** 부정적인 뉴스 헤드라인보다 실물 경제 상황은 훨씬 긍정적입니다. 기업들의 수익

성장은 여전히 견조하며, 특히 AI와 데이터 센터, 칩, 에너지 전환 등에 투입되는 7,000억 달러 규모의 막대한 자본 지출(Capex)은 장기적인 생산성 향상과 경제 성장의 기폭제가 될 것입니다.

- **아폴로 (Jim Zelter):** 전례 없는 거대한 자본 지출 사이클이 열리고 있습니다. 미국 내 데이터 센터만 5~6조 달러의 자금이 필요하며, 이는 전통 은행이나 공모 시장만으로는 감당할 수 없는 엄청난 투자 기회입니다.
- **군드라흐 (Jeffrey Gundlach):** 매크로 지표로 보이는 경기는 둔화되는데 장기 금리는 오르는 매우 위험한 상황입니다. 미국 정부의 연간 2조 달러에 달하는 막대한 재정 적자와 (장기 금리 상승으로 인해) 폭발하는 이자 비용이 문제이죠. 과거 40년간 이어졌던 장기 금리 하락 사이클은 이제 끝났습니다. 따라서 철저하게 '자본 보전(Capital Preservation)'과 저위험 포지션을 취해야 하는 시기입니다.
- **제이미 다이먼 (Jamie Dimon, JPMorgan):** 미국 경제는 여전히 견조하며 소비자는 (최근 다소 약해졌으나) 계속 벌고 쓰고 있고 기업들도 건강해 보입니다. 또한 트럼프 정권하에 통과된 One Big Beautiful Bill Act의 재정 부양, 규제 완화, 5대 하이퍼스케일러의 AI 자본 지출(2025년 4,500억 달러 → 2026년 약 7,250억 달러로 60% 이상 증가)이 성장을 뒷받칩니다. 다만 이란 전쟁 발발 유가·원자재 쇼크와 공급망 재편으로 '끈적한 인플레이션(sticky inflation)'이 시장 예상보다 오래 지속될 수 있으며, 인플레이션이 서서히 올라가는 것이야말로 '파티의 스킵(skunk at the party)'입니다. 고자산 가격·저신용 스프레드·지정학 리스크가 겹쳐 2026년 경기침체 혹은 스태그플레이션 시나리오가 현실화될 가능성도 배제할 수 없으며, '최선을 희망하되 최악에 대비한다(hope for the best, plan for the worst)'는 자세가 필요합니다.
- **소로스 펀드 매니지먼트 (Dawn Fitzpatrick):** 인덱스 수익률만 보면 시장이 잔잔해 보이지만 표면 아래에서는 매우 격렬한 로테이션이 일어나며 스트레스가 누적되어 왔습니다. 이란 발발 오일 쇼크로 연말까지 기대되던 금리 인하 폭이 60bp에서 40bp로 축소되고 10년물 금리가 15bp 상승하는 등 실질적으로 금융 여건이 상당히 타이트해졌습니다. 그럼에도 미국·글로벌 경제는 컨센서스보다 높게 성장할 것이며, 인플레이션은 완화 추세이고, 원유의 미국 소비 지출 내 비중이 5%에 불과하므로 Fed는 유가 급등을 'look through'하고 연내 두 차례 금리를 인하하는 것이 현명해 보입니다.

질문 2: 사모 신용(Private Credit)이 왜 이렇게 급성장하고 있는가?

- **블랙스톤 (John Gray & Mike Zawadsky):** 사모신용은 비은행 대출 기관이 투자자와 차입자(기업)를 직접 연결하여 오리지네이션 비용을 줄이고 유동성을 약간 포기하는 대신, 더 높은 수익을 제공하는 모델입니다. 유동성 채권 대비 일관된 프리미엄 수익(약 200bp)을 제공하기 때문에 향후 시장 규모는 30조 달러까지 커질수 있습니다.
- **아폴로 (Jim Zelter):** 시장이 사모 신용을 사모펀드의 '직접 대출(Direct Lending)'이라는 2조 달러 규모의 좁은 영역으로만 오해하고 있습니다. 실제 사모 신용은 상업용 부동산, 자산 기반 금융 등을 포괄하는 40조 달러 규모의 방대하고 우량한 투자 등급(IG) 시장으로 진화 중입니다. AI 인프라투자로 엄청난 자금이 필요하며, 사모신용이 이런 자금 필요를 채우기 적합합니다.

- **군드라흐 (Jeffrey Gundlach):** 사모신용은 금리가 0%였던 시절, 공모 채권과 주식의 부진을 피하기 위해 가격 변동성(Mark-to-market)이 눈에 띄지 않는 자산을 찾던 사람들의 도피처로 성장했습니다. 본질이 우수해서라기보다는 단순히 변동성을 피하고 싶은 돈이 몰리면서 만들어진 붐이기 때문에 그 토대가 약하다고 판단합니다.

질문 3: 높은 금리 환경에서 부도(Defaults) 증가 & 특히 소프트웨어 산업 대출 리스크에 대한 우려는 어떠한가?

- **블랙스톤 (John Gray):** 부도율이 다소 오를 수는 있으나 관리가 가능한 / 기존 예상치에 부합하는 수준입니다. 블랙스톤이 투자한 포트폴리오 기업들의 현금흐름은 ~10% 증가했고 부채 상환 비율도 양호합니다. AI로 인한 소프트웨어 기업 타격 우려가 있지만, 블랙스톤의 대출 포트폴리오는 LTV(대출가치비율)가 37%에 불과하며, 대부분 선순위 부채이므로 주식(Equity) 가치가 훼손되더라도 채권자는 충분히 보호받을 여지가 큼니다.
- **아플로 (Jim Zelter):** AI 기술 발전으로 소프트웨어 대출이라는 특정 섹터에서 '교차로 사고(Intersection accident)'가 나고 있는 것은 사실이나, 시장 전체의 시스템 위기는 아닙니다. 언론의 부정적 헤드라인이 실제 스프레드 확대보다 투자자 심리에 훨씬 큰 영향을 주고있죠. 다만 사모신용 시장도 영원히 '사이클'을 피할 수는 없으며 언젠가는 신용 사이클의 조정을 겪을 것입니다.
- **군드라흐 (Jeffrey Gundlach):** (일반적인 사모 신용보다 낮은 등급인) CCC 등급의 은행 대출 시장은 스프레드가 2,000bp를 넘어서며 이미 붕괴 상태입니다. 사모 신용 분야 전반에서도 실물 경제 침체가 오면 실제 부도 증가로 이어질 가능성이 높아 보입니다. 결국 극심한 가격 하락(Repricing lower)이 뒤따라겠죠.
- **제이미 다이먼 (Jamie Dimon, JPMorgan):** '바퀴벌레 한 마리가 보이면, 이미 더 많은 벌레가 숨어 있다 (When you see one cockroach, there are probably more)'는 것이 제 입장입니다. 서브프라임 자동차 대출업체 Tricolor의 파산으로 JPM은 2025년 3분기에 1억 7천만 달러를 상각했고, 자동차부품사 First Brands도 유사한 범주의 사고입니다. 이는 2010년 이후 이어진 크레딧 강세장 속에서 인수 기준이 '전반적으로 조금씩 느슨해진(weakening modestly across the board)' 결과이며, 이미 레버리지 대출의 실현 손실이 환경 대비 '다소 높게' 나오고 있습니다. 아직 본격적인 크레딧 다운턴은 오지 않았지만, 일단 도래하면 손실은 시장의 기대보다 훨씬 클 것이 우려됩니다. 소프트웨어 부문에 대한 AI 충격 역시 실재하며, 소프트웨어 관련 대출자들의 상환능력을 전반적으로 재평가할 필요가 있습니다. (이미 JP모건은 이러한 보수적 재평가를 진행했다고 알려짐)
- **소로스 펀드 매니지먼트 (Dawn Fitzpatrick):** 소프트웨어 섹터에서 벌어지는 것은 단순한 일회성 이벤트가 아니라 '당연한(deserved) 구조적 리레이팅'입니다. 이런 변화가 경제/산업 전반으로 완전히 소화되기까지는 시간이 더 필요하며, 향후 18~24개월은 고통스러울 것으로 봅니다. 다만 소프트웨어 고용이 미국 경제의 1% 미만이므로 거시 충격은 제한적이고, 본질적 영향은 전반적인 금융 여건 타이트닝과 차입 비용 상승을 통해 나타납니다. 따라서 각 채권/사모신용 펀드별로, 소프트웨어 익스포저가 얼마나 쏠려 있

는지를 꼼꼼히 들여다보는 '숙제'가 매우 중요합니다. 소로스 펀드는 이미 이런 선별 작업을 진행중이며, 현재 사모신용 부분에서 적합한 투자기회도 발굴하고 있습니다.

질문 4: 사모 신용의 가치평가와, 관련 불투명성(Opacity) 이슈에 대해서 어떻게 생각하는가?

- **블랙스톤 (John Gray):** 사모 신용이 불투명하다는 것은 사실이 아닙니다. 예를 들어 블랙스톤의 비상장 BDC 펀드(BCRED)의 경우 분기별로 모든 대출 내역과 가치를 투명하게 대중에게 공개하며, 엄격한 가치 평가 프로세스와 제3자 검증까지 거치고 있습니다.
- **군드라흐 (Jeffrey Gundlach):** 사모 신용의 가치 평가는 '가짜(Marks are not real)'입니다. 동일한 채권을 두고 8개의 펀드가 95달러부터 8달러까지 제각각으로 가치를 매긴 사례가 있을 정도죠. 극도로 불투명한 시장이며, 대출/채권의 가치 하락을 (각 운용사가) 장부에 제대로 반영하지 않는 것이 가장 큰 문제입니다.
- **제이미 다이먼 (Jamie Dimon, JPMorgan):** 사모 신용은 본질적으로 '투명성이나 엄격한 평가 마크가 부족한' 자산 클래스입니다. 대출이 일반적으로 명백한 손상 이벤트가 없는 한 par 혹은 par 부근 가치로 유지되기 때문에, 경제 현실과 보고된 성과 간에 시차(lag)가 발생합니다. 이 구조적 결함 때문에 실제 실현 손실은 크게 늘지 않아도, 환경 악화를 예상한 투자자들이 미리 매도에 나설 수 있죠. 결국 규제당국이 보다 엄격한 등급 부여와 마크다운을 요구하게 될 것이며, 이는 펀드들에게 추가 자본 확충 요구로 이어질 가능성이 있습니다.
- **소로스 펀드 매니지먼트 (Dawn Fitzpatrick):** 공모 BDC는 현재 평균 약 23% NAV 대비 디스카운트에 거래되는 반면, 비상장 BDC와 interval fund는 NAV로 환매를 제공하고 있습니다. 이 괴리 자체가 가치 평가 문제를 드러낸다고 봅니다. 합리적 투자자라면 비상장 BDC를 NAV에 환매해 받아, 공모 BDC로 로테이션하면 디스카운트가 좁혀지지 않더라도 훨씬 높은 yield를 확보할 수 있습니다. 궁극적으로 이는 사모 신용의 세컨더리 매각 압력을 높일 것이며, 규제 당국도 은행의 사모신용 back-leverage 대출에 대한 리마킹을 요구할 가능성이 큼니다.

질문 5: 현재 사모 신용 시장의 상황이 2008년 글로벌 금융위기(GFC)나 서브프라임 사태와 유사하다는 지적이 있는데?

- **블랙스톤 (John Gray):** 전혀 다릅니다. 현재 상황을 GFC와 비교하는 것은 무모합니다. 당시 은행들은 25~40배의 레버리지를 썼고 단기 부채를 끌어다 장기로 빌려주는 만기 불일치 문제가 컸지만, 현재 당사의 BDC 펀드는 레버리지가 1배 미만이며 만기 불일치 문제도 없습니다.
- **군드라흐 (Jeffrey Gundlach):** 서브프라임 모기지 사태와 규모나 성격 면에서 소름 끼치도록 유사합니다. 서부 개척 시대에 금광이 발견되자 온갖 사람들이 몰려들어 치안이 무너지듯, 급성장한 시장에 불량한 기준이 팽배해졌습니다. 또한 사모펀드가 재보험사를 소유하여 규제를 피하는 등 구조적으로 "완벽한 재앙

(unmitigated disaster)"을 향해 가고 있습니다.

- **제이미 다이먼 (Jamie Dimon, JPMorgan):** 사모 신용 시장 규모(약 1.8조 달러)는 IG 채권(13조 달러)·주택 저당담보(13조 달러)에 비해 상대적으로 작아 '그 자체로 시스템적 위험은 아니다'라고 봅니다(Powell 연준 의장과 같은 견해). 그러나 GFC 이전과의 공통점도 분명 존재합니다. '일부 플레이어가 어리석은 짓을 하고 있으며', 상승장이 모든 배를 띄우다 보니 대부분 부정적 신호를 놓치고 있습니다. 대출 기준이 전반적으로 약화됐고, 신용 사이클이 2010년 이후 한 번도 제대로 꺾이지 않았다는 점에서 '불황이 길어지면 얼마나 나빠질지 상상하기 어렵다'는 점이 가장 큰 우려입니다.

질문 6: 펀드 환매(Redemption requests) 요청 급증에 대한 우려는 어떻게 대응해야 하는가?

- **블랙스톤 (John Gray):** 최근의 환매 요청은 부정적인 뉴스에 반응한 일시적인 소음(Noise)입니다. 사모 신용 상품은 설계 목적 자체가 일일 유동성을 제공하는 것이 아니라, 유동성을 일부 양보하는 대신 프리미엄 수익을 얻도록 고안된 것이기 때문이죠.
- **군드라흐 (Jeffrey Gundlach):** 근본적인 모순입니다. 본질적으로 유동성이 없는 사모(Private) 자산에 분기별, 심지어 월별 유동성을 제공하려는 시도 자체가 작동할 수 없는 모델입니다. 투자자들은 약정된 한도 내에서 최대한 자금을 빼내기 위해 향후 실제 원하는 액수보다 훨씬 거대한 비율(예: 40%)로 환매를 청구할 것이며, 이는 심각한 혼란을 초래할 것입니다.
- **제이미 다이먼 (Jamie Dimon, JPMorgan):** Interval fund, 비상장 BDC, evergreen credit vehicle 등은 '분기별 유동성 제공' 설계를 채택하지만 기초 자산은 본질적으로 비유동적이라는 구조적 불일치를 안고 있습니다. 양호한 시장에서는 이 구조가 돌아가지만 스트레스 국면에서는 자산 유동성과 투자자 환매권 간의 불일치가 강한 압력으로 작용합니다. 따라서 '기관 투자자가 아니라 리테일에 판매되는 모든 상품'에는 더 높은 투명성, 더 높은 기준, 이해상충 최소화가 요구되어야 하며, 다운사이클에서는 일부 대출 수요가 다시 은행권으로 돌아올 것으로 봅니다.
- **소로스 펀드 매니지먼트 (Dawn Fitzpatrick):** 환매 요청은 바로 해결될 현상이 아니라, 앞으로도 상당 기간 높게 유지될 것이며, 일부 구조는 심한 압력을 받을 것으로 보입니다. Blackstone이 BCRED의 분기 환매 한도를 5%에서 7.9%로 상향 조정한 대응은 '장기적으로 영리한 판단'입니다. 단기적으로 수수료에 타격이 있겠지만 투자자에게 한 약속을 지키므로써 장기적으로 사업을 살리기 때문이죠. 약속을 지키는 운용사와 그렇지 못한 운용사의 차별화가 분명해질 것이며, 대체자산 운용업계의 '옥석 가리기(culling)'가 진행될 것입니다. 또한 23% 디스카운트에 거래되는 공모 BDC는 대출을 팔아 자사주를 매입하는 것이 수탁자 의무에 부합하는 행위이며, 이를 하지 않는 것은 수수료 극대화를 위한 핑계로밖에 해석되지 않습니다.

질문 7: 투자 포트폴리오 내에서 사모 신용(Private Credit)이 가지는 역할과 하방 보호(Downside protection) 효과는 어떠한가?

- **블랙스톤 (Mike Zawadsky):** 사모 신용은 전통적인 60/40 포트폴리오에서 채권(40%)의 역할을 월등히 대체하는 이른바 '더 나은 40(Better 40)'입니다. 이 자산은 공모 채권 대비 지난 10년 중 9년 동안 높은 수익(초과 스프레드 200bp)을 일관되게 제공했습니다. 또한 주식 시장(S&P)이 크게 하락했던 2008년, 2018년, 2022년에 포트폴리오의 훌륭한 충격 흡수 장치 역할을 했습니다. 블랙스톤 포트폴리오의 경우 부정적 시나리오(하위 10% 전면 부도 및 회수율 50% 가정)의 숫자를 돌려봐도 연 수익률 하락은 300bp에 그쳐 현재 9~10% 수준의 수익률을 고려하면 하방 보호가 매우 강력합니다.
- **아플로 (Jim Zelter):** 사모 신용은 본질적으로 은퇴 자금이나 보험사의 장기 자본 부채와 완벽하게 짝을 이루는 자산입니다. 무분별한 위험을 감수하는 대신, 탄탄한 기업들을 대상으로 투자 등급(IG) 수준의 선순위 대출을 실행하고 적절한 하방 보호(Downside protection) 구조를 갖춘다면, 장기 투자자들에게는 매우 훌륭하고 논리적인 수익원이 됩니다.
- **군드라흐 (Jeffrey Gundlach):** 사모 신용의 하방 보호/안정성은 허상입니다. 2022년 공모시장(주식 & 채권)이 폭락할 때 사모 신용이 수익을 낸 것처럼 보인 유일한 이유는, 단지 자산가치 하락(Mark-to-market)을 매일 장부에 반영하지 않았기 때문입니다. 투자자들은 리스크가 숨겨진 자산으로 도피했을 뿐이며, 실물 경제가 악화되면, 사모신용 대출도, 숨겨왔던 부도가 현실화되며 가격이 폭락할 것입니다.
- **제이미 다이먼 (Jamie Dimon, JPMorgan):** 크레딧 다운턴은 '언젠가 반드시 온다(will happen one day)'는 전제하에 포트폴리오를 설계해야 합니다. 현재 투자자들은 매일매일의 마크 변동이 적다는 이유로 사모 신용을 '안정적인 자산'으로 인식하는 '안정성의 착시(illusion of stability)'에 빠져 있습니다. 그러나 실제로는 연속적 가격 발견이 부재한 것뿐이지 리스크가 줄어든 것이 아니며, 하방 보호 수치는 현재의 관대한 가치평가 관행에 크게 의존합니다. 다운턴 시 레버리지 대출 전반의 실제 손실은 예상을 크게 상회할 것이며, 이를 감안한 자본 버퍼와 유동성 가정을 다시 점검할 필요가 있습니다.
- **소로스 펀드 매니지먼트 (Dawn Fitzpatrick):** 대형 기관/고액자산가들은 이미 사모자산에 과다 배분되어 있으며, PE가 현금흐름을 만들어내지 못하는 상황에서 이제 사모 신용에서도 같은 문제가 재현될수 있습니다. 따라서 하방 보호로 기능하기는커녕 유동성 부담 요인이 될 수도 있는거죠. 소로스 펀드는 2021~22년 사이에 선제적으로 PE 비중을 줄이고 공모 시장으로 베타를 대체했으며, 현재도 '드라이 파우더'를 확보한 상태입니다. 앞으로 유동성 프리미엄이 크게 벌어지는 순간이 오면 오히려 공모 BDC 매수·세컨더리 시장 참여를 통해 '유동성 공급자' 역할을 하려 합니다. 국채는 현재 전반적 방향성은 불리하지만 결국 안전자산 기능을 할 것이므로 합리적 비중은 유지해야 합니다.

질문 8: 사모 신용의 전체 시장 규모(TAM)와 투자 대상은 사모펀드(PE)의 기업 인수(직접 대출)에만 국한되어 있는가?

- **블랙스톤 (Mike Zawadsky):** 결코 그렇지 않습니다. 현재 2조 달러 규모인 스폰서 기반 직접 대출은 사모

신용의 일부일 뿐이며, 향후 시장 규모(TAM)는 30조 달러까지 폭발적으로 커질 것입니다. 앞으로의 성장은 기업 인수가 아니라 실물 경제, 즉 데이터 센터, AI 인프라 성장, 에너지 전환 등 막대한 자본 수요를 조달하는 데서 올 것이며, 이는 포트폴리오를 기업 리스크로부터 훌륭하게 분산시켜 줍니다.

- **아폴로 (Jim Zelter):** 사모 신용은 상업용 및 주거용 부동산, 자산 기반 금융 등을 모두 아우르는 40조 달러 규모의 시장입니다. 일례로 아폴로는 유럽에 230억 달러 규모의 공장을 짓는 인텔(Intel)과 50대 50 합작을 통해 110억 달러를 조달하는 등 대형 우량 기업의 자본 지출(Capex) 수요를 담당하고 있죠.
- **군드라흐 (Jeffrey Gundlach):** 건강한 실물 경제 투자라기보다는 사모펀드(PE)와 사모 신용, 그리고 보험사 간의 '비정상적이고 기형적인(incestuous)' 구조의 확장이 더 큰 문제입니다. 사모펀드가 보험사를 인수해 사모 신용을 매입하게 하고, 그 리스크를 규제 당국의 감시가 닿지 않는 역외(버뮤다 등) 재보험사로 떠넘기며 자본을 적절히 쌓지 않는 불투명한 구조가 업계에 팽배해 있습니다. 이런 구조에서 문제가 터지는, 테일 / 블랙스완 리스크도 분명 염두에 두어야 합니다.
- **제이미 다이먼 (Jamie Dimon, JPMorgan):** 사모 신용 시장이 직접대출 이상으로 확장되고 있다는 점은 인정하지만, 구조적으로 우려되는 점은 인수 기준의 완화가 레버리지 대출 전반에 걸쳐 '조금씩(modestly)' 진행되고 있다는 점입니다. 시장이 커질수록 후발 진입자·경험이 부족한 대출자의 비중도 늘어나며, '크레딧 제공자가 모두 크레딧을 잘 아는 것은 아니다(it's always been true that not everyone providing credit is necessarily good at it)'라는 현실이 드러날 것입니다. 다운턴이 오면 이들 중 일부의 대출 수요는 다시 은행으로 돌아올 것이고, 은행 규제 완화와 맞물려 자연스러운 재조정 가능성이 있습니다. (~~트럼프 정권은 은행 규제 완화에 긍정적~~)

질문 9: 부정적 헤드라인과 펀드 환매 노이즈 속에서, 막대한 자금을 굴리는 '기관 투자자'와 '개인(소매) 투자자'의 반응은 어떻게 엇갈리고 있는가?

- **블랙스톤 (Mike Zawadsky):** 환매 제한 등으로 언론의 주목을 받는 개인용 비상장 BDC 펀드는 전체 4~5조 달러 레버리지 금융 생태계의 10%도 안 되는 영역입니다. 사모 신용 시장의 80%는 기관 투자자 (Institutions)가 소유하고 있으며, 이들은 자산의 건전성을 확인하고 오히려 비중을 늘리고 있습니다. 실제로 블랙스톤은 부정적 뉴스가 쏟아지던 4분기에 기관 투자자들로부터 역대 최대 규모의 자금을 모집했습니다.
- **아폴로 (Jim Zelter):** 소매 상품 시장과 일부 소프트웨어 대출 등에서 노이즈가 발생하고 있는 것은 사실입니다. 하지만 은퇴 자금, 연기금 등 기관 투자자 시장의 자금 흐름은 굳건하며, 최근 2~3년 동안만 50여 개의 우량 기업 솔루션을 위해 1,500억 달러의 자금을 조달할 만큼 기관들의 사모 신용 수요는 폭발적입니다.
- **군드라흐 (Jeffrey Gundlach):** 비유동적인 사모(Private) 자산에 개인 투자자들을 끌어들이기 위해 분기별, 월별 환매(유동성)를 약속하는 구조 자체가 '작동할 수 없는 근본적인 불일치(Mismatch)'입니다. 투자자들은 약정된 5%를 인출하기 위해 향후 40%를 청구하는 식의 뱅크런 형태를 보일 것입니다. 심지어 500

억 달러가 넘는 기금을 보유한 최고 수준의 기관(하버드 대학)조차 비용 처리를 위해 공모 채권을 발행해야 했을 정도로 이 시장은 깊게 돈이 묶여(locked up) 있습니다.

- **제이미 다이먼 (Jamie Dimon, JPMorgan):** 핵심 원칙은 '기관이 아닌 리테일 투자자에게 팔리는 모든 상품은 더 높은 투명성, 더 엄격한 기준, 이해상충의 최소화가 요구된다'는 것입니다. 실제로 보험 규제당국이 결국 더 엄격한 평가·마크다운을 강제할 것으로 보이며, 이는 일부 개인·반유동 상품에 추가 자본 요구로 이어질 것입니다.
- **소로스 펀드 매니저먼트 (Dawn Fitzpatrick):** 개인·엔다우먼트·고액자산가 모두 사모자산에 지나치게 배분되어 있으며 PE는 이미 현금흐름이 돌지 않습니다. ~~(군드라흐와 같은 애가)~~ 리테일 BDC는 공모-사모 간 NAV 디스카운트를 근거로 환매가 계속될 것이고, 공모 BDC가 23% 디스카운트에 거래되는 한 자금이 공모 쪽으로 흐르는 로테이션은 자연스러운 현상이죠. 이 과정에서 운용사들은 약속을 지키는 운용사와 그렇지 못한 운용사로 '옥석 가리기'가 진행될 것이며, 투자자들은 이를 기억할 것입니다. 소로스 펀드는 유동성이 풍부한 상황을 활용해 일부 공모 BDC를 선별적으로 매수 중이며, 세컨더리 시장에서도 매수자로 적극 참여할 준비가 되어 있습니다.

결론:

- ✓ 현재 사모신용 시장에 대한 아주 긍정적 ~ 아주 부정적까지 다양한 의견 분포를 확인했습니다. 크게 3가지 결론을 정리해보자면:
 - (1) 단기간에는 사모신용 시장에도 크레딧 사이클 충격이 올 가능성이 충분하다.
 - (2) 하지만 구조적/시스템 리스크(마치 2008 금융위기 같은)까지 갈 가능성은 아직 낮아 보인다.
 - (3) 모든 채권펀드가 동일한 위험을 지는 것이 아니기 때문에, SW 노출이 낮은 펀드 + 저평가된 채권 등에서 투자기회가 보이는 상황이다.
- ✓ 저는 안정성 높은 연금/배당 투자를 위해 이미 채권에 꾸준히 투자를 해오고 있습니다. 오늘 본 전문가들 (그리고 별도로 더 자세히 본 하워드 맥스)의 의견처럼 위험과 기회가 공존하는 신용 시장이라는 인식을 가지고 있죠.
- ✓ 그래서 제가 투자하는 채권 펀드는 대체로 = (1) SW 비중이 낮은 펀드 + (2) 부동산/인프라 기반 채권 선호 + (3) 탭티어 운용사와 내부자 인센티브가 일치하는 펀드 선호와 같은 안전장치들이 포함되는 채권 투자를 선별적으로 진행하고 있습니다.
- ✓ 참고로 저와 동일한 배당투자를 집행하시려면, "홍성현의 배당투자"라는 매수/매도 추천 서비스를 통해 가능합니다: <https://hongandcompany.teachable.com/p/inv>

--

매수/매도 추천, 투자자문이 아닙니다. 개인적인 투자 판단 및 생각을 공유해 드릴 뿐이니, 각자에게 맞는 판단을 해주시기 바랍니다. 투자에 대한 모든 책임은 본인 각자에게 있음을 꼭 기억해주세요.