

2024년 자산유동화증권 시장 분석 및 2025년 전망

2025.02.04

구조화 1실

이해광 선임애널리스트

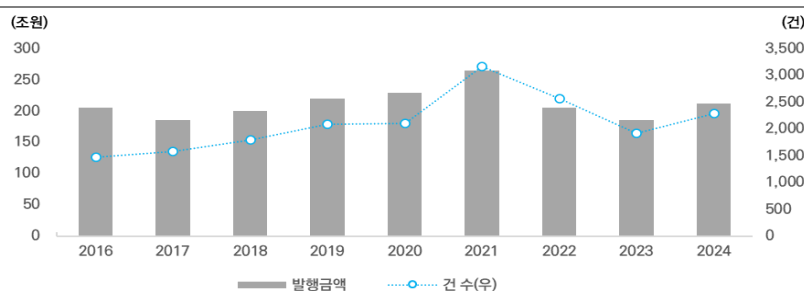
02-787-2246

haewkang.lee@kisrating.com

Executive Summary

2024년 자산유동화증권 발행건수 및 발행금액은 전년 대비 모두 증가

자산유동화증권 발행실적 추이

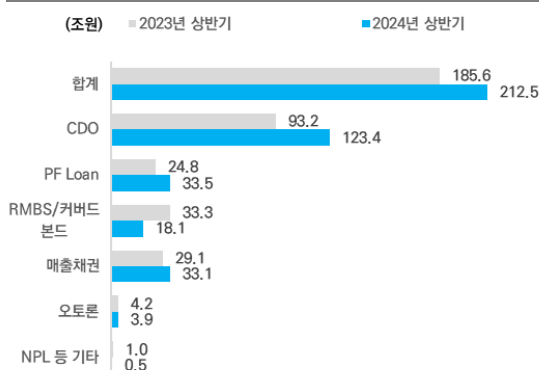


자료: 당사 집계(신용평가 4개사 공시 기준)

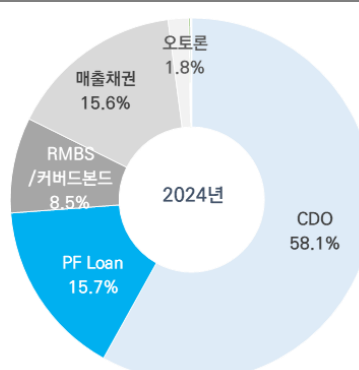
2024년 전체 자산유동화증권 발행건수(당사 집계기준)는 전년 대비 19.1% 증가하였으며, 발행금액(당사 집계기준) 역시 전년 대비 14.5% 증가하여 212.5조원을 기록하였다. 자산유동화증권 시장은 2017년부터 2021년까지 부동산 PF 시장의 성장에 힘입어 견조한 증가세를 보였으나 2022년 하반기 레고랜드 사태로 인한 금융시장 경색으로 성장 추세가 급격히 반전하였다. 금융당국의 시장안정화 대책 등에 힘입어 경색 국면은 일단락된 가운데 금융시장 내 변동성 확대, 2021년 하반기 이후의 고금리 상황, 부동산경기 둔화 등으로 2023년 발행 실적은 전년 대비 감소하였으나, 2024년에는 소폭 반등에 성공한 모습이다.

주요 자산군별로 살펴보면, CDO 발행금액은 123.4조원으로 전년 대비 32.4% 증가하였다. 정기에금 유동화 발행규모가 여수신금리 하락 등으로 인한 예수금 유치 수요 증대에 따라 16.5조원 증가하였고, 정기에금을 제외한 CDO 발행금액도 13.7조원 증가하면서 전체 CDO 발행규모는 2020년 수준(122.2조원)까지 회복하였다. PF 유동화의 경우, PF 대책과 관련한 기존 Bridge Loan 단계 사업장의 본 PF 전환 등에 힘입어 34.9%, 매출채권 유동화는 구매카드 유동화의 확대로 13.7% 증가하였다. RMBS/커버드본드의 경우, 커버드본드 활성화 방안 등 당국의 제도 정비에 힘입어 2022년 이후 발행이 재개되었음에도 특례보증자리론 공급 중단, 신규 보증자리론 대출조건 강화 등 주택담보대출 증가 둔화 요인으로 인하여 전년 대비 45.6% 감소하였으며, 오토론 유동화는 여전채 발행여건 개선으로 대체 자금조달 수요가 감소하면서 전년 대비 7.5% 감소하였다.

2023년 및 2024년 자산군별 발행금액



2024년 자산군별 발행비중(발행금액 기준)



2024년 ABS 시장은 AAA등급이 85.1%를 차지

2024년에는 RMBS, 오토론 발행의 감소로 장기 유동화증권 시장의 전체적인 발행규모가 전년 대비 24.6% 감소한 가운데, AAA 등급은 전체 ABS 발행금액 중 85.1%로 대부분을 차지하였다. 한편, 건설사들이 신용보강을 제공한 ABS의 발행 증가로 A 등급의 비중이 5.5%로, 전년 대비 두드러지게 상승하였다.

ABS 신용등급별 발행실적 (단위: 억원, %)

신용등급	2022년		2023년		2024년	
	발행금액	비율	발행금액	비율	발행금액	비율
AAA	297,915	95.5%	491,595	93.5%	337,328	85.1%
AA	6,703	2.1%	21,638	4.1%	26,143	6.6%
A	2,828	0.9%	6,246	1.2%	21,700	5.5%
BBB	2,599	0.8%	3,920	0.8%	7,169	1.8%
BB	410	0.1%	0	0.0%	567	0.1%
B	0	0.0%	0	0.0%	352	0.1%
CCC 이하	1,530	0.5%	2,476	0.5%	3,339	0.8%
합계	311,986	100.0%	525,925	100.0%	396,597	100.0%

2024년 ABCP/ABSTB 시장은 A1등급이 87.8%를 차지

ABCP/ABSTB 발행규모는 전년 대비 29.9% 증가하였다. A1 등급의 비중은 전년 대비 1.6%p 감소하였으며, 전체 ABCP/ABSTB 발행금액 중 87.8%를 기록하여 여전히 대부분을 차지하였다.

ABCP·ABSTB 신용등급별 발행실적 (단위: 억원, %)

신용등급	2022년		2023년		2024년	
	발행금액	비율	발행금액	비율	발행금액	비율
A1	1,543,095	88.8%	1,189,543	89.4%	1,518,167	87.8%
A2+	92,922	5.3%	68,587	5.2%	79,490	4.6%
A2	37,747	2.2%	35,179	2.6%	73,092	4.2%
A2-	30,385	1.7%	11,679	0.9%	23,082	1.3%
A3+	10,643	0.6%	15,737	1.2%	9,037	0.5%
A3	21,346	1.2%	8,481	0.6%	23,738	1.4%
A3-	425	0.0%	541	0.0%	651	0.0%
B+ 이하	850	0.0%	425	0.0%	1,264	0.1%
합계	1,737,414	100.0%	1,330,173	100.0%	1,728,522	100.0%

2024년 자산군별 Outlook

CDO	PF Loan	매출채권	RMBS	오토론
				
다소 긍정적	다소 부정적	다소 긍정적	중립적	중립적
금리하락, 가계대출 증가에 따른 정기예금 유동화 유인 증가, 일반 기업들의 대체자금 자금 조달 수요 지속 전망	지방 부동산 등 전반적인 부동산 경기 부진, 높은 공사비 및 금융비용 부담, 금리 인하에도 부정적 요인 지속 예상	카드대금채권 유동화 발행수요 성장 지속, 단말기 유동화 현 발행기조 지속 예상	부동산 규제 정책 기조 지속 및 시중 은행금리 인하 시 RMBS 발행 감소 전망/ 정책적 지원 전제 원화 커브드본드 발행 증가 예상	여전채 발행환경 개선에 따른 불확실성 존재/ 기존 오토론 차환수요, ABS 발행환경 개선 요인 존재

- **CDO: 정기에금, 당좌수표 및 대출채권 유동화 증가로 전년 대비 발행규모 증가 (+32.4%)**

2024년 CDO 발행금액은 전년 대비 32.4% 증가한 123.4조원을 기록하였다. CDO 중에서 가장 큰 비중을 차지하는 정기에금 유동화 발행규모는 88.8조원으로 전년 대비 22.9% 증가하며 위축되었던 발행규모가 점진적으로 회복되었다. 대출채권, 수익증권, 사채/어음 등을 기초로 발행하는 정기에금 외 기타 CDO도 전년 대비 88.1% 증가한 29.6조원이 발행되며 CDO 증가에 큰 부분을 차지했다. 2023년 하반기부터 본격적으로 취급된 당좌수표 유동화의 발행규모가 2024년 10.8조원까지 증가한 영향이 컸으며, 일반기업 대출채권을 기초로 한 CDO 유동화 발행규모 또한 전년 대비 3.2조원 증가하면서 발행규모 회복에 기여하였다.

- **PF Loan: 비우호적 여건 아래 금리 안정화, 수도권 중심의 본 PF 전환 및 리파이낸싱 수요 전제로 발행규모 증가 (+34.9%)**

2024년 PF Loan 유동화 발행규모는 33.5조원으로 전년 대비 34.9% 증가했다. 2024년 수도권 중심 일부 우량 사업장의 본 PF 전환과 기존 사업장의 리파이낸싱 위주 PF Loan 유동화가 주로 이루어진 것으로 분석된다. 높은 공사비 및 금융비용 부담 등 PF 사업장의 수익성 확보 측면에서 비우호적 요인들이 여전히 잔존하는 가운데 2023년 발행규모 급감에 따른 기저효과, 정부의 시장 안정화 대책 아래 2024년 금리 인하 기대 등에 따른 시장금리 안정화, 사업성 확보 기대가 상대적으로 높은 수도권 중심의 본 PF 증가 등으로 전체 발행규모는 증가한 것으로 보인다.

- **매출채권: 구매전용카드대금채권 유동화 강세 기조 지속에 따라 전체 매출채권 유동화 규모 증가 (+13.7%)**

2024년 매출채권 유동화 발행금액은 33.1조원으로, 전년 대비 13.7% 증가했다. 이 중 구매전용카드대금채권 유동화 발행금액이 26.3조원으로 역대 반기 발행금액 기준 최대 실적을 경신하였고, 이는 전체 매출채권 유동화 중 82.8%에 이른다. 휴대전화 단말기 할부대금채권 유동화의 경우 전년 대비 3.3% 감소한 5.6조원이 발행되었고, 이 외 기타 매출채권 유동화는 74.2% 감소한 1.2조원을 기록하였다.

- **RMBS/커버드본드 : 특례보증자리론 등 정책모기지 공급 축소 및 대출 규제 강화로 발행규모 감소 (-45.6%)**

2024년 RMBS 발행금액은 18.1조원으로 전년 대비 45.6% 감소했다. 특례보증자리론의 취급이 2024년에 중단되고, 신규 보증자리론의 대출 조건 강화에 따른 수요·공급 또한 감소하면서 정책모기지 공급이 감소한 영향이다. 2019년 국내 첫 발행이 시작된 (원화)커버드본드는 2024년 상반기에는 발행되지 않았으나, 금융당국의 제도 정비 및 지원 등을 바탕으로 2024년 하반기에는 1.7조원의 (원화)커버드본드가 발행되었다.

- **오토론: 여전채 금리 소폭 하락 및 기저 효과 등으로 오토론 발행규모 감소 (-7.5%)**

2024년 오토론 발행금액은 3.9조원으로 전년 대비 7.5% 감소했다. 기준금리 인하 기조와 작년 급등한 오토론 발행 규모에 따른 기저 효과 등에 따라 오토론 유동화를 통한 자금조달 수요가 전년 대비 감소한 것으로 분석된다.

▣ 2025년 종합 전망

2025년에는 시장환경의 불확실성이 지속되는 가운데 대내외 정세, 한국은행의 기준금리 정책기조, 환율 등 시장 외생변수, 정부의 정책 방향성 및 부동산 PF 등의 대책, 유동화 참여기관의 자금 조달 수요 및 재무 상황 등이 영향을 미칠 것으로 예상되며, 자산유동화시장 전반의 회복 추이는 제한적일 것으로 전망한다.

자산군별로 살펴보면, CDO는 기준금리 인하 기조 아래 정부의 한시적 LCR 규제 정상화 조치 등을 감안할 때 정기에금의 발행규모는 증가할 것으로 전망되며, 이외 당좌수표와 대출채권 유동화 또한 수요 지속에 따라 발행규모 성장세가 지속될 것으로 예상된다. PF Loan 유동화의 경우 금리인하 및 정부의 PF 시장안정화 프로그램 운영에도 불구하고, 시공비 상승에 따른 사업성 저하 및 PF 사업장 건전성 제고 관련 대책 기조 등을 종합적으로 감안할 때 발행규모 회복은 제한적일 것으로 전망한다. RMBS의 경우 보증자리론의 예정된 금리 인하에도 불구하고, 특례보증자리론 중단, 주택 매수심리 위축, 시중금리의 인하 등의 여파로 발행규모는 작년 수준을 유지할 것으로 예상되나, 정부의 주택금융정책 방향에 따라 해당 추이는 변동될 수 있다. 커버드본드의 경우, 당국의 관련 정책 정비 및 장기 고정금리 주택담보대출 확대 추세 등을 고려하였을 때 2024년 대비 발행규모가 증가할 전망이다. 카드대금채권 유동화의 경우 일반 기업들의 유동화를 통한 자금 조달 수요가 지속되며 지속적인 성장세를 보일 것으로 예상된다. 오토론 유동화의 경우, 금리 인하 기조 아래 여전채 발행환경 개선이 예상되더라도 불구하고, 금리 인하에 따른 ABS 발행 여건 개선, 기존 오토론 발행사들의 차환 수요 등을 종합적으로 고려할 때 작년 수준을 유지할 것으로 전망한다.

들어가며

당사는 시장참여자들의 이해를 돕기 위해 국내 자산유동화증권 시장의 현황 및 전망에 대한 보고서를 매 반기별로 발표해왔다. 본 고는 그 연장선상에서 2024년 자산유동화증권 시장에 대한 분석정보를 제공하기 위하여 작성되었다.

이하에서는 2024년 자산유동화증권 시장이 어떤 특징을 나타냈는지 구체적으로 살펴보고자 한다. 분석에 앞서 본 고 작성에 적용된 통계량 집계방법 및 해석 시 유의사항을 정리하면 다음 표와 같다.

구분	내용
자료기간	유동화증권 발행일 기준으로 2016년 1월 1일 ~ 2024년 12월 31일
집계방법	한국신용평가, 한국기업평가, NICE신용평가, 서울신용평가 4개사가 해당 기간에 신규로 등급을 공시한 유동화증권 ¹⁾
제외대상	① 동일 SPC가 발행한 유동화증권의 등급이 1년에 1번씩 신규로 부여되어 공시되는 경우 ② 동일 SPC가 기존 유동화증권의 차환발행 목적의 유동화증권 발행시에 신규로 등급이 부여되는 경우(중액 발행 시 증액된 부분만을 포함) ③ 신용파생상품 기초 유동화에서 전문투자자 등록을 위해 발행하는 유동화증권 ④ 신용등급이 부여되지 않은 후순위 유동화사채 ⑤ ABL ⑥ 신용등급 미공시로 발행하는 경우
유의사항	① ABCP Conduit의 경우 시리즈 ABCP가 발행되는 경우가 있으며 이를 별개의 건수로 집계하고 있어 발행건수와 SPC의 수는 불일치 ② 동일 채무자에 대해 여러 개의 SPC가 설립되어 유동화가 실시되는 경우 각각 별개의 유동화 건 및 발행회사로 분류 ③ 오류 수정 및 분류 변경 등으로 과거 당사가 발표하였던 자산유동화증권 시장 분석 관련 통계 수치와 일부 차이 발생 가능

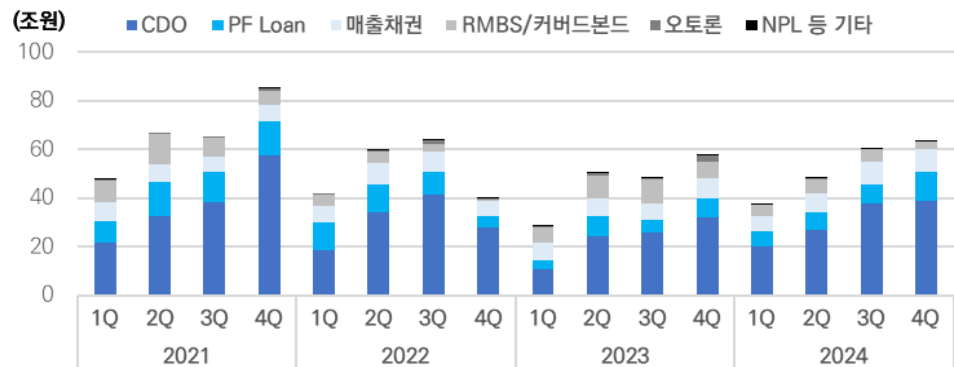
¹⁾ 커버드본드는 형식 상 유동화증권은 아니지만 구조화금융 성격을 지니고 있는 만큼, 본 고의 통계 집계 시 포함하여 산출한다.

1. 2024년 자산유동화증권 발행실적

전체 자산유동화 발행금액은
14.5% 증가

2024년 자산유동화증권의 총 발행금액은 212.5조원으로 전년 발행금액 185.6조원 대비 14.5% 증가하였다. 주요 자산군별로 살펴보면, CDO, PF Loan, 매출채권, NPL 유동화 발행금액이 각각 전년 대비 32.4%, 34.9%, 13.7%, 26.0% 증가하였고, RMBS, 오토론 유동화의 경우 각각 45.6%, 7.5% 감소하였다. 일부 자산군의 감소세에도 불구하고, 유동화시장의 양축인 CDO 및 PF Loan 기초 유동화증권 발행실적이 증가하면서 전체 시장의 회복이 이루어졌다.

분기별 자산유동화증권 발행실적

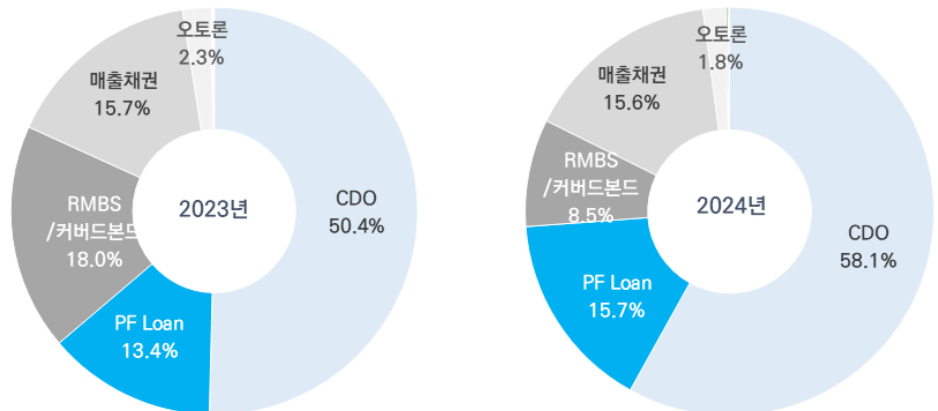


2. 유동화증권 발행실적

자산별 발행비중은
CDO, PF Loan, 매출채권,
RMBS/커버드본드,
오토론 순

2024년의 유동화자산별 발행비중을 살펴보면, 정기에금 유동화를 중심으로 한 CDO가 전체 발행금액의 58.1%로 가장 큰 비중을 차지하고 있고, PF Loan 유동화가 15.7%, 매출채권 유동화가 15.6%를 차지하면서 차례로 그 뒤를 이었다. RMBS/커버드본드 유동화는 발행이 전년 대비 대폭 감소한 결과 8.5%로 비중이 축소되었으며, 오토론 유동화의 비중은 1.8%로 소폭 감소하였다.

유동화자산별 발행비중(금액기준)



유동화자산별 발행실적 (단위: 억원, 건)

유동화자산	2021년		2022년		2023년		2024년	
	발행금액	건수	발행금액	건수	발행금액	건수	발행금액	건수
CDO ¹⁾	1,499,965	1,003	1,218,875	899	932,212	689	1,234,179	905
PF Loan	491,797	1,567	370,699	1,138	248,000	587	334,561	611
RMBS/커버드본드 ²⁾	348,974	29	131,749	20	332,607	36	180,894	31
매출채권	281,075	551	300,423	484	291,225	586	331,213	720
오토론 ³⁾	23,272	10	26,330	12	42,166	17	39,018	16
NPL	190	1	910	4	2,373	8	2,990	9
기타 ⁴⁾	524	2	414	1	7,600	3	2,265	2
합계	2,645,797	3,163	2,049,400	2,558	1,856,183	1,926	2,125,119	2,294

주1) 기초자산이 Bond, Loan, ABS, 수익증권 등인 경우 CDO로 분류

2) 커버드본드(Covered Bond)는 RMBS와 함께 분류

3) 오토론, 오토리스/렌탈채권, 오토매출채권 포함

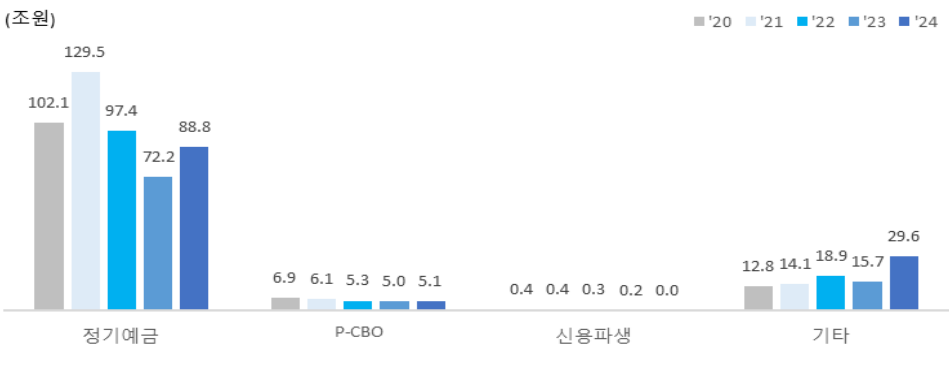
4) 소액론, 리스채권 등 기타 분류되지 않은 것을 포함

① CDO: 정기에금, 매출채권, 당좌수표 유동화 확대로 CDO 발행규모 증가 (+32.4%)

정기에금 유동화 및 당좌수표 등
기타 CDO 증가

2024년 CDO 발행금액은 123.4조원으로 전년 대비 32.4% 증가하였다. CDO 중에서 가장 큰 비중을 차지하는 정기에금 유동화 발행규모는 작년 대비 22.9% 증가하며 규모 측면에서 회복 추이를 이 끌었다. 매출채권, 수익증권, 사채/어음 등을 기초로 발행하는 기타 CDO도 전년 대비 88.1% 증가한 29.6조원이 발행되며 CDO 발행 증가에 큰 부분을 기여했다. 기타 CDO의 증가에는 2023년 하반기부터 본격적으로 취급된 당좌수표 유동화의 발행규모가 2024년 10.8조원까지 증가한 영향이 컸다. 정책금융 성격의 P-CBO 발행규모는 5.1조원으로, 코로나19 대책이 본격화된 2020년 이후 확대된 발행규모를 일정 수준 유지하고 있다.

자산군별 CDO 발행실적

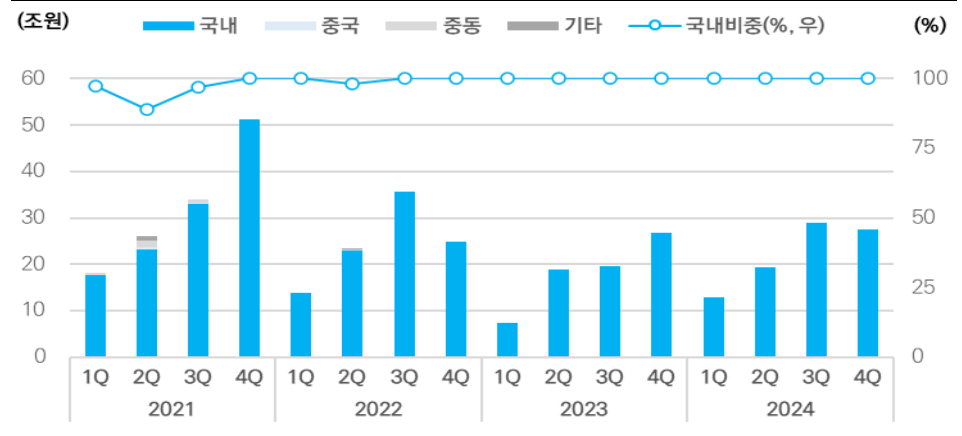


정기에금 유동화 발행실적은
전년대비 회복

정기에금 유동화는 예대을 관리 및 대규모 자금조달을 위한 국내/외 은행의 정기에금 유치 필요성과 안정적인 투자처를 찾는 투자 수요가 맞물려 국내 자산유동화 시장에서 큰 비중을 차지하고 있다. 2024년에는 금리 안정화 내지 기준금리 인하와 맞물려 정기에금 유동화 실적이 전년 대비 증가한 모습을 보였다.

정기에금 유동화 시장은 예금가입기관 소재의 지역별 구분에 따라 국내은행 정기에금 유동화와 해외은행 정기에금 유동화로 구분된다. 2024년 정기에금 유동화 발행금액은 88.8조원으로, 국내은행 정기에금 유동화만이 이루어졌으며, 해외 정기에금 유동화 발행실적은 전무하였다.

분기별 정기예금 유동화 발행실적

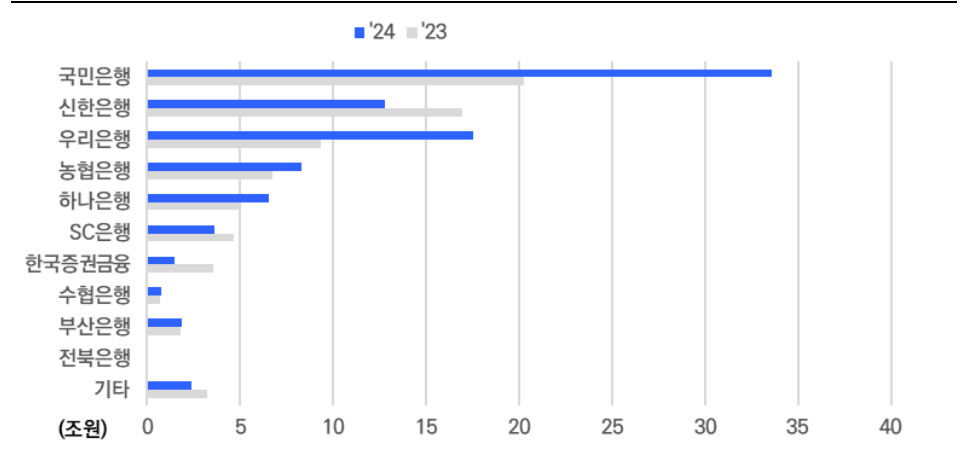


국내은행 정기예금 유동화
발행규모 22.9% 증가

국내은행 정기예금 유동화의 경우, 국내 시중은행의 꾸준한 예수금 유치 수요에 힘입어 꾸준한 발행 실적을 보여왔다. 금융당국의 은행 예대율 규제 완화조치² 종료, 시중금리 하락에 따른 가계대출 증가, 높은 여수신 금리의 여파로 발행실적이 부진했던 전년 대비 기저효과, 기준금리 인하, 금리 안정화 등으로 인해, 2024년 국내은행 정기예금 유동화 발행실적은 전년 대비 22.9% 증가하였다.

은행별로는 발행금액 기준 상위 4개 기관인 (주)국민은행, (주)신한은행, (주)우리은행 및 농협은행(주)의 정기예금이 총 72.2조원 발행되어, 국내은행 정기예금 유동화 발행금액의 81.3%를 차지하였다.

기관별 국내 정기예금 유동화 발행실적



해외은행 정기예금 유동화
발행실적 전무

해외 정기예금 유동화는 Swap Spread를 바탕으로 하여 Cashflow Arbitrage를 일정 수준 향유할 수 있을 경우 이루어지는데, Swap Spread 축소 등으로 2022년 하반기 이후 발행이 이루어지지 않고 있다.

² 코로나19 피해지원 금융규제 완화 차원에서 은행 예대율 규제가 기존 100%에서 105%로 한시적으로 완화(2020년 4월 ~ 2022년 6월)되었으며, 2022년 10월부터 기업부문 자금조달 수요 대응을 위해 다시 완화(105%)되었다가 2023년 7월 이후 기존 100%로 정상화되었다.

기타 CDO 발행규모 증가

대출채권, 수익증권, 사채/어음 등을 기초자산으로 하는 기타 CDO 부문의 2024년 발행금액은 전년 대비 88.1% 증가한 29.6조원이다. 이 중 당좌수표를 포함한 사채/어음 유동화가 45.0%로 가장 큰 비중을 차지하였으며, 대출채권 유동화 비중이 37.7%로 뒤따랐다.

기타 CDO 발행실적을 자산군별로 살펴보면, 대출채권 및 당좌수표를 제외한 사채/어음 유동화의 경우 합계 13.7조 원으로 전년 8.8조원 대비 56.2% 증가하였다. 해당 부문 유동화의 경우, 건설업 및 A급 이하 신용등급의 업체들 위주로 대체자금조달 수요가 증가한 것으로 분석된다.

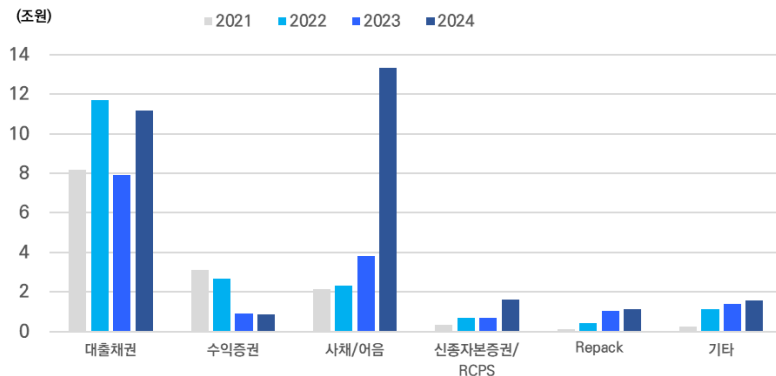
수익증권 유동화는 2022년 하반기 발행규모가 대폭 감소한 이후 신규 발행실적은 최근 2년간 비슷한 수준을 유지하고 있다. 미국 및 유럽의 급격한 금리 상승으로 인해 해외 상업용 부동산 부실 우려가 커지고, 환헤지 비용 등이 높아짐에 따라 신규 해외대체투자가 급감한 영향이다.

신종자본증권/RCPS 유동화는 일반기업들의 부채비율 개선 및 금융회사들의 규제비용 충족 등의 이유로 발행금액이 전년 대비 133.6% 증가하며 1.6조원을 기록했다.

부동산 PF 관련 Repack, 장래대출채권, 대출채권, 신종자본증권 등의 Repack이 이루어지며, Repack 유동화 발행금액은 1.1조원으로, 전년 대비 4.3% 상당 증가하였다.

한편, 2023년부터 단기 운영자금 부담을 최소화할 목적 등으로 SK인천석유화학(주), SK에너지(주), SK엔무브(주) 등 일부 기업들이 발행한 당좌수표 및 부수권리(이득상환청구권)을 기초로 하는 유동화 거래가 이루어지고 있다. 당좌수표 유동화 규모는 2023년 하반기 3.0조원, 2024년 상반기 4.6조원, 2024년 하반기 6.2조원에 이르는 등 빠른 속도로 발행규모가 커지고 있다.

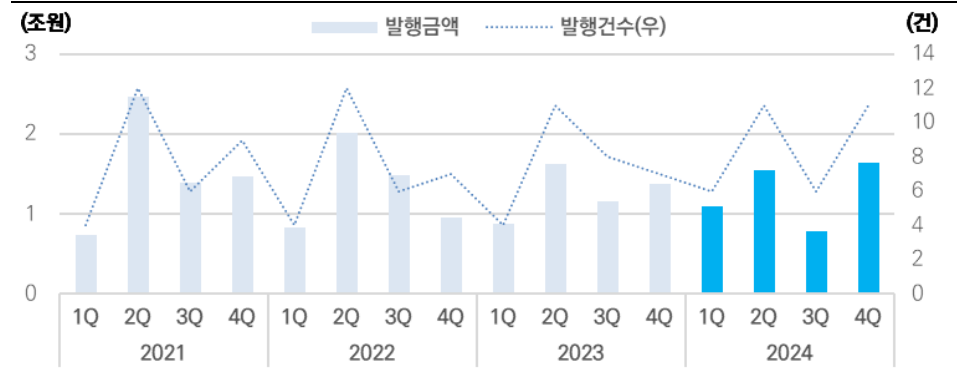
자산군별 기타 CDO 발행실적

P-CBO 발행실적
0.4% 증가

신용보증기금 및 중소기업진흥공단 등의 주관하에 중견·중소기업을 지원하기 위한 정책금융 성격의 Primary CBO 발행실적은 2024년 기준 5.1조원으로 전년 대비 0.4% 증가하였으며, 코로나 19 대응의 일환으로 2020년부터 확대된 발행실적을 일정 수준 유지하고 있는 상황이다. 2024년에 신용보증기금은 총 27회의 P-CBO 발행을 통해 중견·중소기업 및 여전사, 건설사 등에 자금을 지원하였으며, 중소기업진흥공단 및 기술보증기금은 각 두 차례씩 P-CBO 발행을 주관하며 중소기업 및 신사업 중심의 자금지원을 도모하였다. 이외 한국산업은행은 2024년 상반기와 하반기에 각 1차례 P-CBO 발행에 참여하였다³.

³ 한국산업은행 주관으로 2024년 6월 (주)새한산업 등 11개 기업이 발행한 무보증 사모사채를 기초자산으로 한 2,069억원 규모의 P-CBO 유동화증권이 발행되었고, 2024년 10월 대주중공업(주) 등 10개 기업이 발행한 무보증 사모사채를 기초자산으로 한 2,526억원 규모의 P-CBO 유동화증권이 발행되었다.

분기별 Primary CBO 발행실적



한편, 2024년의 신용파생 유동화 발행은 0.02조원에 불과하나, 신용파생 유동화의 경우 미공시 사모사채의 형태로 발행되는 비율이 높아 상기 금액은 실제보다 과소 집계되었을 수 있다.

② PF Loan 유동화: 비우호적 여건 잔존하는 가운데 수도권 본 PF 전환 등에 따른 발행규모 증가

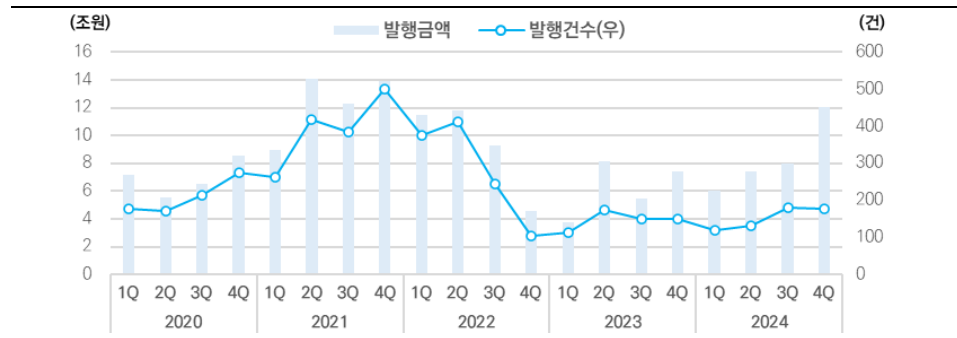
PF Loan 유동화증권 발행규모 증가 관측

PF Loan 유동화 시장은 과거 수년간 지속된 부동산 경기 전반의 호조세와 2020년 코로나19 이후 양적완화에 따라 금융시장 및 부동산 시장으로의 유동성이 지속적으로 공급되면서 꾸준히 성장하였다.

그러나, 코로나19 기간의 양적완화 여파로 유발된 글로벌 인플레이션의 기저 영향에 더하여 2022년 하반기 이후 러시아·우크라이나 전쟁 등으로 가속화된 건설 원자재 가격 상승과 고물가 기조 속 인건비 증가로 공사비 부담이 높아진 가운데, 긴축적인 금융정책에 따른 금리 상승으로 부동산 시장의 성장세가 꺾이기 시작했다. 이에 더해 2022년 10월 레고랜드 사태로 인한 금융시장 경색으로 인해 2022년 4분기부터 부동산 및 금융시장이 급격히 냉각되었다. 정부의 적극적인 시장 안정화 대책으로 금융시장은 안정화를 찾았으나, 고금리, 공사비 증가 등 비우호적 시장 환경이 지속되면서 2023년 내 PF Loan 유동화 발행규모 감소 추이는 지속된 바 있다.

다만, 2024년 PF Loan 유동화 발행규모는 33.5조원으로 전년 대비 34.9% 증가했다. 이는 2023년 발행실적이 최근 5년 내 평균 발행실적 대비 크게 감소했던 기저효과 영향이 있다. 여전히 고금리 상황이 유지되고 있지만 시장 금리 안정화 내지 2024년 하반기에 이루어진 기준금리 인하 기타 금리 정책 기조 변화에 대한 전망 등이 사업성 측면에 있어 금융비용의 절감을 기대하게 하였다. 지방 및 비주거용 부동산 시장의 회복은 더딘 상태이나, 현 추이 속에 사업성 기대가 상대적으로 높은 수도권 중심의 일부 우량 사업장의 본 PF 전환 및 기존 사업장 리파이낸싱 위주의 유동화가 이루어지면서 2024년 PF Loan 유동화 발행규모는 증가한 것으로 분석한다.

분기별 PF Loan 발행실적

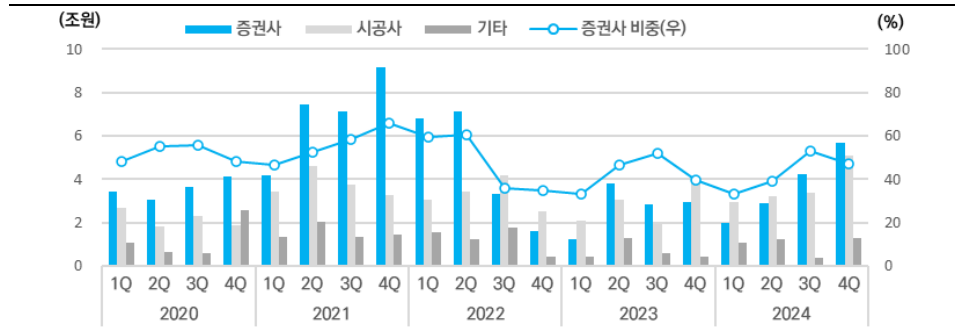


증권사 신용보강과
시공사 신용보강의
유동화증권 발행규모 근사

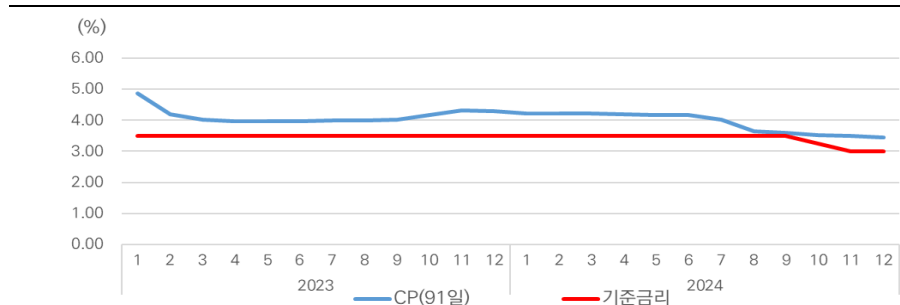
증권사 신용보강 구조의 PF Loan 유동화증권 발행금액은 2024년에 14.8조원을 기록하여 전년 대비 36.7% 증가하였다. 그리고, 시공사 신용보강 구조의 유동화 규모는 14.7조 원으로 전년 대비 30.2% 증가하였다. 그 결과 신용보강 주체별 비중은 증권사 44.3%, 시공사 43.8%를 기록하였다. 2022년 하반기를 기점으로 수년간 증권사 신용보강 중심으로 이어지던 시장은 증권사의 참여 비중 감소와 시공사의 참여 비중이 증가하는 추세로 변화하는 모습을 보였다. 이러한 배경에는 부동산 호황기에 브릿지론 중심으로 적극적으로 영업을 확대해온 증권사의 신규 사업 참여 감소와 PF Loan 부실화 우려에 따라 이루어진 자체적인 리스크 관리 노력 등이 있는 반면, 시공사들은 도급계약을 체결한 사업장에 대해 추가적인 공사비 등 자원 투입이 지속적으로 필요하기 때문인 것으로 분석된다.

한편, 이외 기타 기관(은행, 기타 지자체/공공기관, 일반기업 등)의 신용연계 구조의 PF Loan 유동화 증권 발행금액은 4.0조원으로 2024년 기준 전체 PF Loan 유동화의 11.9%를 차지하였다.

신용보강 주체별 PF Loan 유동화 발행실적



CP(91일) 및 기준금리 추세



주) CP(91일)은 금융투자협회에 공시된 신용등급이 A1인 발행회사 여음의 최종호가수익률을 준용하였고, 기준금리는 한국은행 금융통화위원회에서 결정하는 정책금리임

종합금융투자사업자의
PF Loan 유동화 시장
비중 소폭 확대

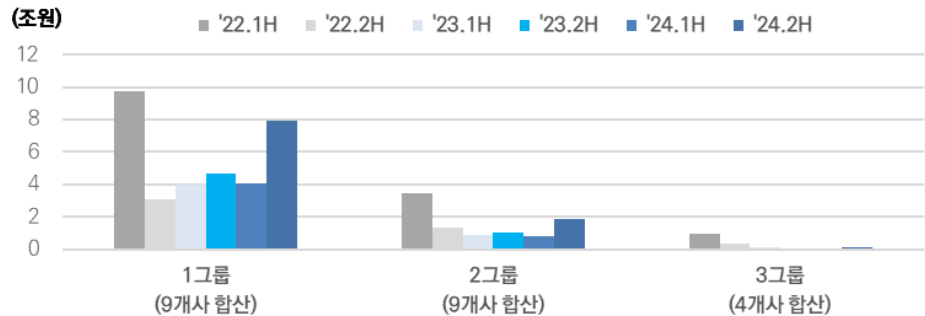
증권사 신용보강 구조 하의 PF Loan 유동화의 경우, 증권사에 대한 부동산PF 익스포저 규제⁴ 하에서 종합금융투자사업자 9개사⁵로 구성된 1그룹이 우수한 자본여력을 기반으로 시장을 주도해왔다. 1그룹이 참여한 PF Loan 유동화 발행금액은 2021년에 18.7조원으로 최고치를 기록한 이후, 2022년 하반기부터 크게 감소하여 2023년에 8.7조원을 기록하였고, 2024년에는 12.0조원을 기록하면서 다시 소폭 회복하는 양상을 보였다.

⁴ 자본시장법에 따르면 증권사는 원칙적으로 자기자본의 100% 이내에서 신용공여 및 기업금융 관련 대출을 할 수 있다. 그러나 자기자본 3조원을 넘겨 종합금융투자사업자로 지정되면 기업에 대한 직접대출은 물론 중소기업 및 기업금융 업무에 한하여 자기자본의 200%까지 신용공여를 할 수 있으며, SPC는 상당수가 명목상 중소기업으로 분류돼 추가 신용 공여 한도를 적용 받는다. 다만, 금융위원회는 2021년 2월 “증권사 기업금융 활성화 방안”을 발표하여 향후 기업금융 관련 신용공여 추가 한도 적용 대상에서 부동산 및 SPC(특수목적법인) 관련 신용공여를 제외하기로 하였다.

⁵ 메리츠증권(주), 미래에셋증권(주), 삼성증권(주), 신한투자증권(주), 엔에이치투자증권(주), 케이비증권(주), 하나증권(주), 한국투자증권(주) 및 키움증권(주)로 2024년 3분기 말을 기준으로 함.

한편, 자본규모 3조원 미만 또는 3조원을 초과하더라도 종합금융투자사업자가 아닌 2그룹과 3그룹은 2021년에 9.2조원으로 최고치를 기록한 이후 2022년 하반기부터 급감하여 2023년에 2.2조원을 기록하였으며, 2024년에는 2.8조원을 기록하면서 전년 대비 총 발행금액이 31.4% 증가하였다. 그 결과 2024년에 1그룹이 전체 증권사 신용보강 구조 내에서 차지하는 비중이 80.9%까지 확대되었다. 이는 부동산 PF 시장이 부진한 가운데, 1그룹 대비 상대적으로 대응력이 열위한 2그룹, 3그룹 증권사의 시장 참여가 크게 위축됨에 따른 것으로 판단된다.

증권사 규모별 신용보강 PF Loan 유동화 발행실적



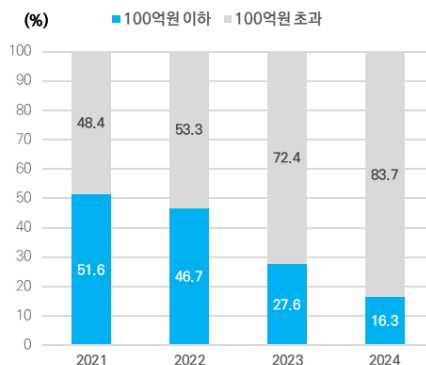
주) 본 고의 분석을 위해 자본규모를 기준으로 증권사를 재분류하였음. 분류방식: 1그룹 - 자본규모가 3조원 이상이자 종합금융투자사업자인 9개 증권사, 2그룹 - 자본규모가 3조원을 초과하나 종합금융투자사업자가 아니거나, 3조원 미만 1조원 이상인 9개 증권사, 3그룹 - 자본규모가 1조원 미만인 4개 증권사 (자본규모는 2024년 3분기말 기준)

소규모 자금조달 비중 및 단기물 비중 모두 감소

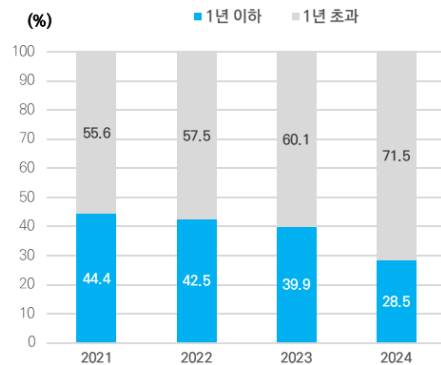
2020년부터 저금리 기조에 따른 부동산 경기 호황으로 일부 증권사들이 소액 다수의 부동산 개발사업 초기에 참여하여 상대적으로 건당 발행금액이 작고(100억원 이하) 조달기간이 단기(1년 이하)인 토지개발 또는 브릿지금융 PF 유동화 규모가 크게 늘어왔다.

그러나, 2023년 이후 소규모 자금조달 비중 및 단기조달 비중이 감소하였는데, 이는 고금리 환경과 공사비 상승 등이 신규 부동산 개발사업에 부담으로 작용하여 신규 토지개발 또는 브릿지금융 유동화가 감소하고, 기존 본 PF 위주의 유동화가 진행됨에 따른 것으로 분석된다.

증권사 신용보강 구조 금액별 비중



증권사 신용보강 구조 기간별 비중⁶



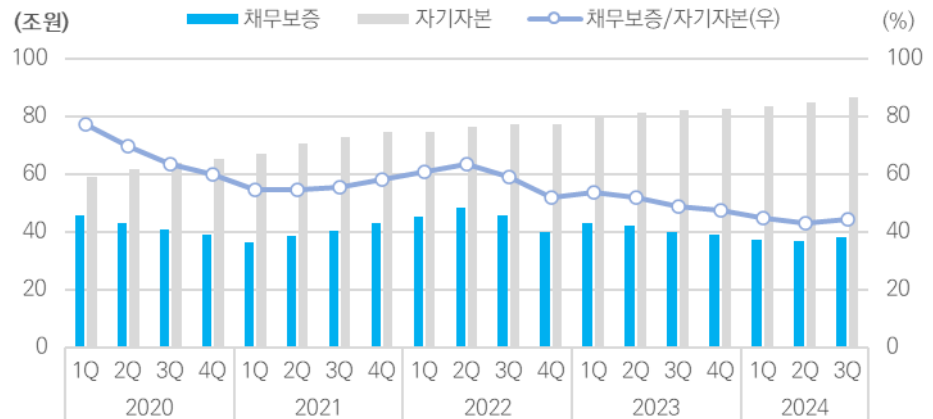
⁶ 윤년 및 영업일 차이에 따른 유동화기간 등 고려하여 367일 초과를 1년 초과로 분류

증권사의 익스포저 규모는 지속적으로 감소하는 추세

부동산 활황기를 맞아 사상 최대 실적을 기록하였던 PF Loan 유동화 시장의 성장에 비례하여 확대되던 증권사들의 익스포저 규모는 2022년 10월에 발생한 레고랜드 사태 이후 지속적인 감소 추이가 확인된다. 이는 부동산 경기하락 내지 PF 안정화 대책 등에 따라 자체 리스크 관리 차원에서 증권사들의 부동산 개발사업에 대한 시장참여가 위축된 영향이 크다.

PF Loan에 대한 증권사의 익스포저 규모는 각 증권사들의 재무건전성 뿐만 아니라 PF Loan 유동화시장의 성장과도 밀접한 관련이 있다. 증권사가 제공하는 채무보증은 2022년 3분기 이후 확인한 감소 추이가 확인되고 있으며, 자기자본 대비 채무보증 금액 비율은 2024년 3분기 기준 전년 동기 대비 4.7%p 감소한 44.1%의 수준으로 하락하였다. 이러한 추세가 지속되면서, 과거 수년간 증권사가 유동화구조에서 대부분의 위험을 부담하는 방식으로 형성되었던 PF Loan 유동화시장이 시공사를 포함한 각 급의 사업 관련 주체들에 의하여 보다 정교하게 위험을 분담하는 형태로 변모하고 있는 것으로 분석된다.

분기별 증권사 채무보증 규모



시공사 신용보강 구조의 PF Loan 유동화증권 증가

2024년 기준, 시공사 신용보강 구조 하의 PF Loan 유동화증권의 발행금액은 14.7조원으로 전년 대비 36.7% 증가하였다. 신용등급 A1인 시공사의 신용보강으로 이루어진 유동화증권 발행액은 전년 대비 증가한 반면, A2+ 이하인 시공사의 신용보강이 제공된 유동화증권 발행액은 전년 대비 감소하며 신용등급별로 차별화되는 양상을 보였다. 고금리 환경이 지속되고, 레고랜드 사태 이후 위험회피 성향이 짙어진 시장상황에서 PF Loan 유동화증권 발행금리 또한 등급별로 크게 차별화되었는데, 그 결과 최상위 신용등급 시공사에 비해 상대적으로 재무구조나 자본시장 접근성이 취약한 차상위 신용등급 시공사의 자금조달 부담이 더욱 가중되었을 것이라 판단된다.

한편, 2024년 상반기에는 주요 건설회사 중 GS건설(주)의 신용등급이 A2+에서 A2로 하향조정되었으며, 에이치디씨현대산업개발(주)의 신용등급이 A/부정적에서 A/안정적으로 상향조정되었다. 그리고, 2024년 하반기에는 (주)태영건설 신용등급이 소멸하였다.

주요 건설회사의 신용등급 변화

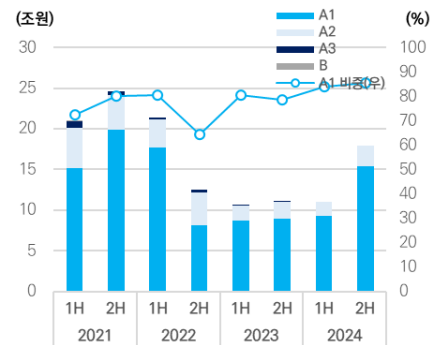
업체명		2022.12.31	2023.06.30	2023.12.31	2024.06.30	2024.12.30
DL	(장기)	AA-/S	AA-/S	AA-/S	AA-/S	AA-/S
현대건설, 현대엔지니어링	(장기)	AA-/S	AA-/S	AA-/S	AA-/S	AA-/S
에이치디씨현대산업개발	(장기)	A/N	A/N	A/N	A/S	A/S
삼성물산		-	A1	A1	A1	A1
DL이앤씨		A1	A1	A1	A1	A1
롯데건설		A2+	A2+	A2+	A2+	A2+
포스코이앤씨		A2+	A2+	A2+	A2+	A2+
GS건설		A2+	A2+	A2+	A2	A2
태영건설		A2	A2-	C	C	-
호반건설		A2	A2	A2	A2	A2
대우건설		A2	A2	A2	A2	A2
SK에코플랜트		A2-	A2-	A2-	A2-	A2-
한화(舊 한화건설)		A2+	A2+	A2+	A2+	A2+

- 주1) 당사 기업어음 신용등급이 존재하지 않는 경우 당사 회사채 신용등급(DL, 현대건설, 에이치디씨현대산업개발) 또는 타 평가기관의 신용등급(현대엔지니어링, 대우건설)을 참조하였음.
 주2) 파란 음영은 등급이 상향조정된 경우, 빨간 음영은 등급이 하향조정된 경우를 의미함.
 주3) 한화가 2022년 11월 1일을 합병기일로 하여 舊 한화건설을 흡수합병한 점을 감안하여, 2022년 12월 31일 이후의 신용등급은 한화의 신용등급을 반영함.

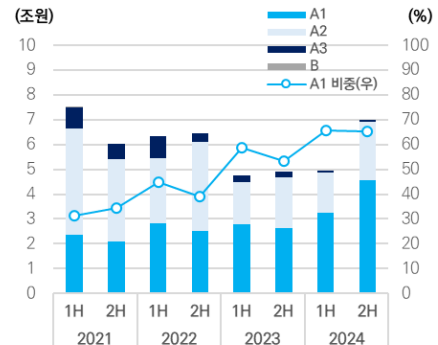
A1 등급 ABCP/ABSTB
발행비중 증가

전체 PF Loan 유동화증권 중 ABCP/ABSTB의 신용등급별 발행규모 비중을 살펴보면, 2024년의 A1등급의 비중은 84.8%로 전년 대비 5.4%p 상승하였다. 이는 A1 등급 증권사 및 시공사 중심의 시장 참여가 증가하는 가운데, 증권사 및 시공사 신용보강 구조 내에서 A2 등급 이하 증권사 및 시공사의 참여 규모가 크게 위축됨에 따른 결과로 판단된다.

신용등급별 전체 PF Loan 유동화 발행실적



신용등급별 시공사 신용보강 구조 발행실적

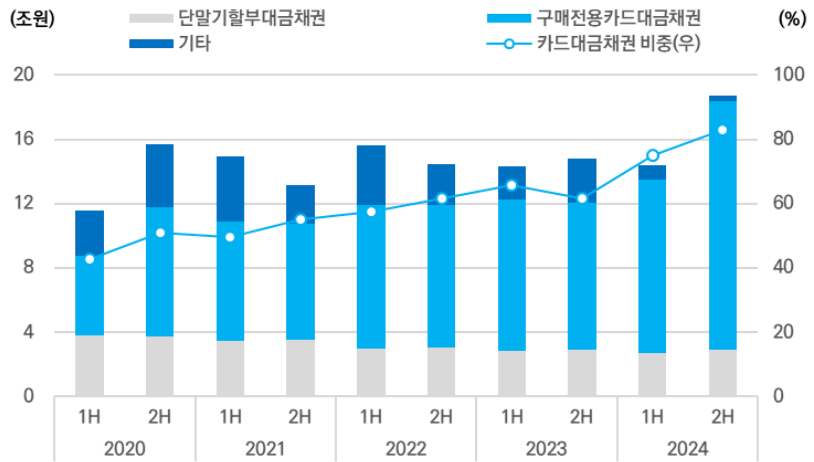


③ 매출채권 유동화: 구매전용카드대금채권 유동화 강세에 힘입어 발행규모 증가(+13.7%)

전체 매출채권 유동화
발행실적은 13.7% 증가

2024년 매출채권 유동화 발행금액은 33.1조원으로, 전년 대비 13.7% 증가하였다. 세부적으로는 법 인회원에 대한 구매전용카드대금채권 유동화 발행금액이 전년 대비 41.9% 증가하며 역대 최고치인 26.3조원을 기록하였다. 이는 전체 매출채권 유동화 중 79.5%에 해당한다. 휴대전화 단말기 할부대금채권 유동화의 경우 전년 대비 3.3%가 감소한 5.6조원이 발행되었으며, 이 외 기타 매출채권 유동화는 74.2% 감소한 1.2조원을 기록하였다. 매출채권 유동화는 전통적으로 휴대전화 단말기 할부대금채권 유동화 위주로 발행이 이루어졌으나, 2019년부터 구매전용카드대금채권 유동화의 비중이 크게 높아지며 매출채권 유동화 시장을 견인하고 있다.

매출채권 기초 유동화증권 발행실적

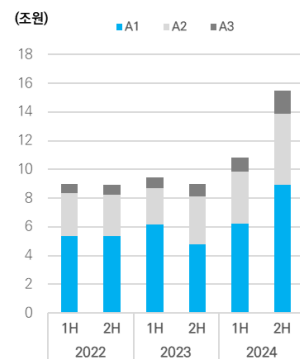


카드대출채권 유동화
발행규모 41.9% 증가

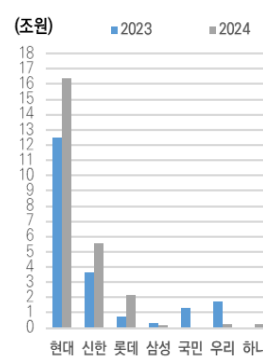
카드대출채권 유동화의 경우, 일반적으로 카드사들의 채권 Book-off 및 법인회원들의 카드사를 매개로 한 자금조달 목적으로 진행된다. 고금리 기조가 지속됨에 따라 높은 조달비용이 발생하면서 카드사 및 법인회원들의 카드대출채권 유동화를 통한 자금조달 수요가 증가하여 2024년에는 전년 대비 41.9% 증가한 26.3조원이 발행되었다. 한편, 2018년 하반기 이후 다수의 신규 법인회원들에 대한 카드대출채권이 기초자산에 포함되며 시장 저변이 확대되고 있다. 아직은 A1 신용등급(57.7%) 및 A2 신용등급(32.5%)의 법인회원 대상 유동화 비중이 높은 편이나, A3 신용등급 비중이 9.9%로 전년 대비 0.9%p 높아지고 있다. 기업들의 대체자금조달 수단으로서 카드대출채권 유동화 활용이 계속 늘어나는 것으로 판단된다.

카드대출채권 유동화의 주요 참여 카드사로는 현대카드(주), 신한카드(주)가 있으며, 2개사 발행 금액의 합계가 전체 카드대출채권 유동화 발행금액의 89.1%를 차지하고 있다. 유동화 참여 카드사는 2024년 기준 총 5개사다. 2024년에는 현대카드(주)가 16.6조원으로 전체 발행금액 중 63.0%를 차지하며 카드대출채권 유동화 시장의 성장을 견인하였다.

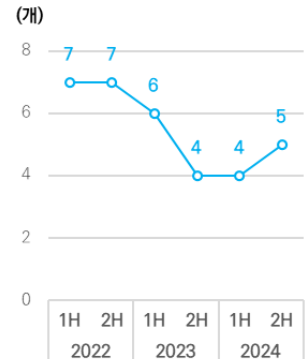
등급별
카드대출채권 유동화 발행실적



참여 카드사별
카드대출채권 유동화 발행실적



카드대출채권
참여 카드사 수 추이

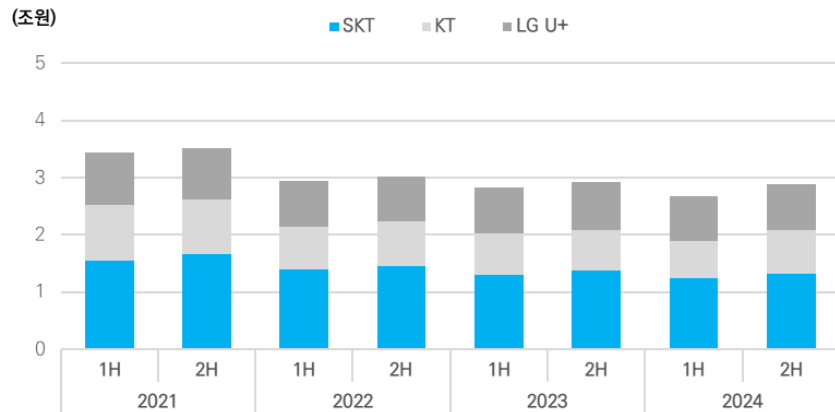


단말기 할부대금채권 유동화
발행규모 3.3% 감소

단말기 할부대금채권은 매출채권 유동화의 대표적인 기초자산에 해당하나, 국내 단말기 시장이 성숙기에 접어들면서 단말기 할부대금채권 유동화 시장 역시 성장이 정체되어 있다. 발행시점에 통신사 간 경쟁 강도, 신규 단말기의 흥행 여부 등이 발행규모에 영향을 미치고 있다. 2024년에는 길어진 스마트폰 교체주기, 고금리 환경 속 ABS 발행여건 악화 등의 영향으로 전년 대비 3.3% 감소한 5.6조 원의 실적을 기록하였다.

통신사별로는 2024년 기준, SK텔레콤(주)가 46.2%로 가장 높은 비중을 차지하였으며, (주)LG 유플러스와 (주)KT가 각각 28.4%와 25.3%로 그 뒤를 잇고 있다.

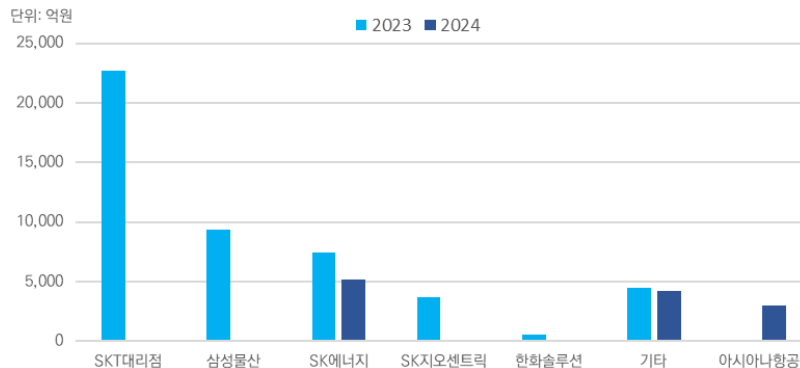
통신사별 단말기 할부채권 유동화 발행실적



기타 매출채권 유동화
발행규모 74.2% 감소

단말기 할부대금채권 및 카드대금채권을 제외한 매출채권 유동화 발행금액은 1.2조원으로 전년 대비 74.2% 감소하였다. 기타 매출채권 유동화 시장에서 큰 비중을 차지하던 삼성물산(주)의 공사대금채권 유동화 및 SK텔레콤(주) 위탁대리점 보유 단말기매매대금채권 유동화가 2024년 중에 전무한 수준의 발행실적을 기록하면서 기타 매출채권 유동화 규모가 크게 감소하였다. 한편, 아시아나항공(주)의 여객항공운임채권 및 마일리지정산채권을 기초자산으로 한 유동화가 약 5년 만에 실행되었으며, 그 외 SK에너지(주) 유류공급대금채권 유동화 등이 발행되었다.

통신사별 단말기 할부채권 유동화 발행실적



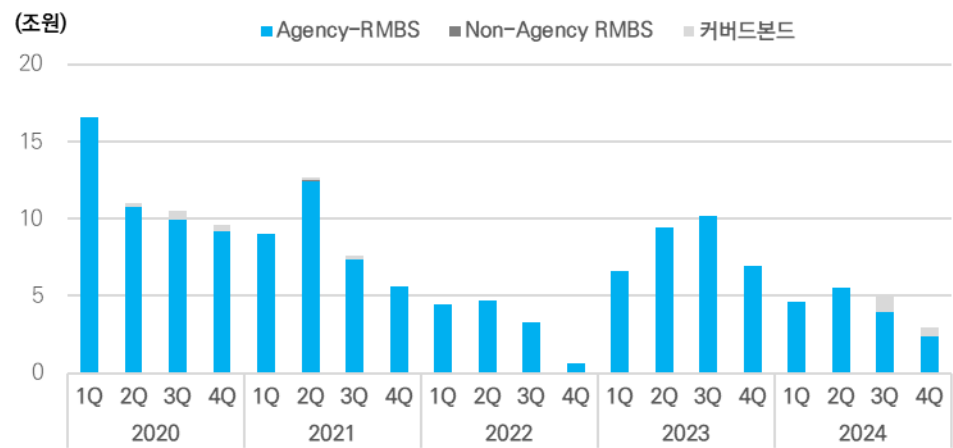
④ RMBS/커버드본드: 특례보증자리론 취급 중단 등에 따른 발행규모 감소 (-45.6%)

주택담보대출을 기초로 한 구조화상품에는 RMBS와 커버드본드⁷가 있다. 국내에서는 RMBS 중심으로 시장이 형성되어 왔으며, 그 중에서도 공적 발행기관인 한국주택금융공사가 자산보유자로 참여하는 Agency-RMBS가 주를 이루고있다.

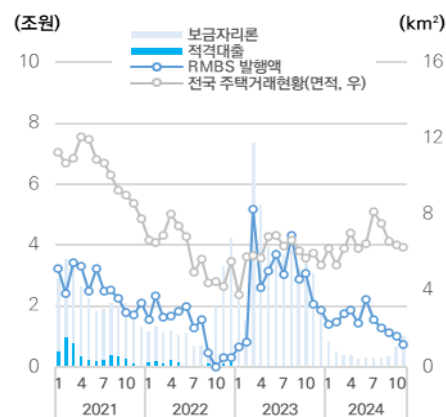
RMBS 규모는 45.6% 감소

2024년에는 한국주택금융공사가 자산보유자로 참여한 Agency-RMBS가 주로 발행되었고, 금융당국의 제도 정비 및 지원 등을 바탕으로 커버드본드 또한 하반기 중 일부 발행되었다. 2023년에는 1월에 출시한 특례보증자리론⁸의 높은 수요에 힘입어 RMBS 발행금액은 크게 증가했다. 그러나, 특례보증자리론 및 적격대출의 취급 중단으로 정책모기지 상품 공급이 둔화하면서 2024년 RMBS/커버드본드의 발행금액은 전년 대비 45.6% 감소한 18.1조원에 그쳤다.

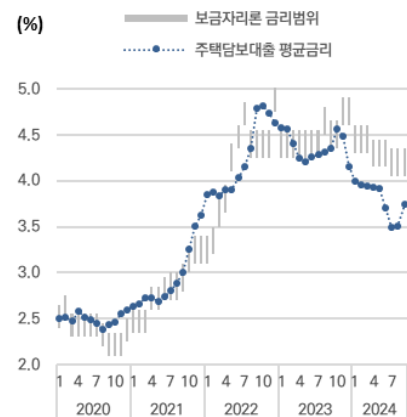
분기별 RMBS/커버드본드 발행실적



월별 보증자리론, RMBS 실적, 주택거래현황



월별 보증자리론, 주택담보대출 금리



자료: 한국주택금융공사, 한국부동산원

⁷ 커버드본드는 발행기관에 대한 상환청구권과 함께 커버풀(기초자산집합)을 담보로 제공받는 채권으로 이중상환청구권, 우선변제권, 파산절연성과 같은 특성을 보유한다.

⁸ 한국주택금융공사는 2023년 1월 30일 시가 9억원 이하 주택 구입 시 4%대 고정금리로 소득에 관계 없이 최대 5억원 까지 대출해주는 것을 골자로 한 특례보증자리론을 출시하였으며, 1년간 한시적으로 운영된 특례보증자리론의 유효신청 금액은 2024년 1월 말 기준 총 43.4조원이었다.

Pay-through 방식
중심으로 시장 형성

국내에서는 발행자가 기초자산의 조기상환위험을 부담하도록 구조화된 Pay-through 방식⁹의 RMBS 중심으로 시장이 형성되어 있다. 기초자산의 조기상환 위험을 투자자가 부담하는 Pass-through¹⁰ 방식의 RMBS는 2016년을 시작으로 일정 수준의 발행실적을 나타냈으나, 2024년에는 1.6조원 발행되면서 전체 발행비중의 9.8%를 차지한다.

원화 커버드본드
발행 재개

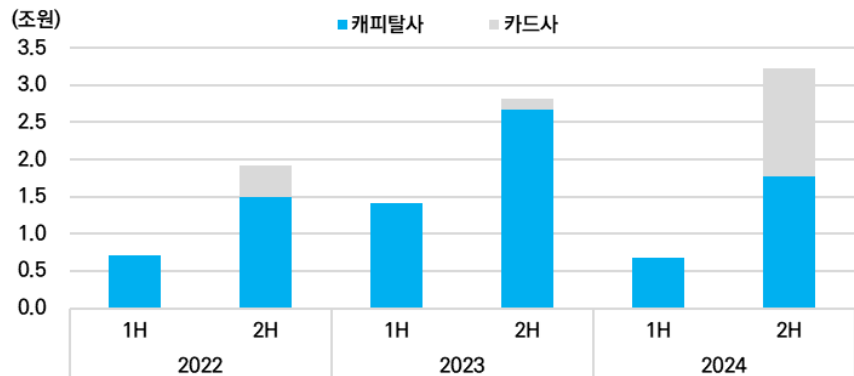
한편, 2021년을 마지막으로 발행이 없었던 원화 커버드본드가 2024년 하반기에 발행이 재개되었다. 금융당국은 민간 장기모기지 확대를 목표로 커버드본드 활성화 방안을 발표하였고, 커버드본드 발행 및 투자 관련 제반 제도를 정비한 바 있다. 금융당국의 지원 속 시중은행들((주)국민은행, (주)신한은행, (주)하나은행)은 2024년 하반기 중 총 1.7조원의 원화 커버드본드를 발행하였다.

오토론 유동화 발행규모
7.5% 감소

⑤ 오토론 유동화: 개선된 여전채 발행환경 속 기저효과 등에 따른 발행규모 감소 (-7.5%)

오토론 유동화 발행실적은 여전사의 신용도, 대체자금조달 수요(조달금리 감소, 장기 자금조달 등의 효과) 등의 영향을 받으며, 여전채 발행환경에 반비례하는 경향이 있다. 2023년에는 고금리 환경하에 여전채 신용스프레드(3년물 기준)의 신용등급별 차별화가 심화됨에 따라, A급 신용등급 캐피탈사를 중심으로 오토론 유동화를 통한 자금조달 수요가 크게 증가하여 발행실적이 전년 대비 60.1% 증가하는 등 발행규모 확대 추이가 관측되었다. 2024년에는 기준금리 인하 기조에도 불구하고, 여전사가 점진적으로 투자비중을 확대한 부동산PF 부실 우려 등이 존재하면서 A급 이하 캐피탈사의 스프레드는 여전히 높은 수준을 유지하였다. 다만, 전반적인 여전채 금리 하락과 부동산 PF 관련 건전성 제고 기조에 따른 자금 총량 수요 증대에 따라 오토론 유동화 외 대체 경로를 활용한 자금 조달이 증가하고, 2023년에 급증한 오토론 유동화 발행규모에 따른 기저 효과 등으로 2024년 발행실적은 전년 대비 7.5% 감소한 3.9조원을 기록하였다.

반기별 오토론 유동화 발행실적



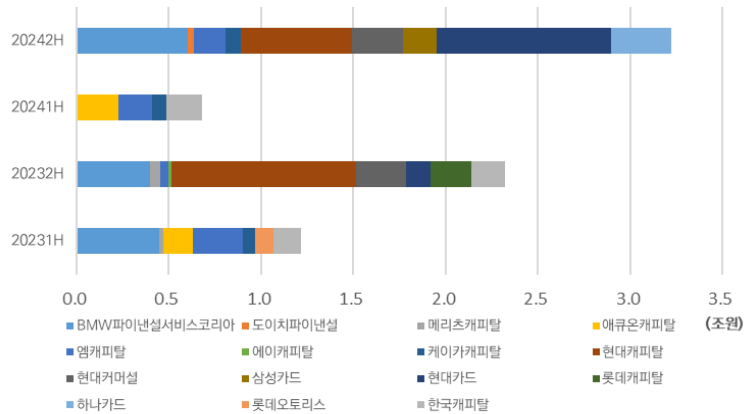
AA급 이상의 캐피탈사와
카드사 위주 오토론 시장
참여 증가

2024년에는 총 8개의 캐피탈사와 2개의 카드사가 오토론 유동화에 참여하였다. AA급 이상 신용등급의 회사의 발행비중은 59.8%로 가장 높았으며, A급 회사의 발행비중은 35.1%, BBB급 이하 회사의 발행비중은 5.2%를 기록하면서 뒤따랐다. 한편, 캐피탈사 중에는 현대커머셜(주)이 0.6조원을 발행하면서 총 발행실적 중 15.4%를 기록하였고, 카드사 중에는 현대카드(주)가 0.9조원을 발행하면서 총 발행실적 중 24.1%를 기록하였다. 2023년 A급 회사의 발행비중은 59.4%를 차지하였으나, 2024년 A급 회사의 발행 비중은 35.1%를 차지하였다. 이는 2024년 A급 회사의 발행규모가 작년 대비 1.1조원 감소한 데에 이어 AA급 발행규모는 해당 등급의 카드사들이 발행에 참여함에 따라 작년 대비 0.7조원의 발행규모가 증가한 데에 기인한 것으로 분석한다.

⁹ 기초자산의 현금유입과 상관없이 유동화증권 원리금 상환시점과 금액이 확정되어 있는 방식

¹⁰ 주택담보대출 Pool에서 발생하는 현금유입액을 그때 그때마다 비정기적으로 원리금 상환에 충당하는 방식

자산보유자별 오토론 유동화 발행실적



3. 자산유동화증권 유형별 발행실적

ABS 등 24.6% 감소
ABCP/ABSTB 29.9% 증가

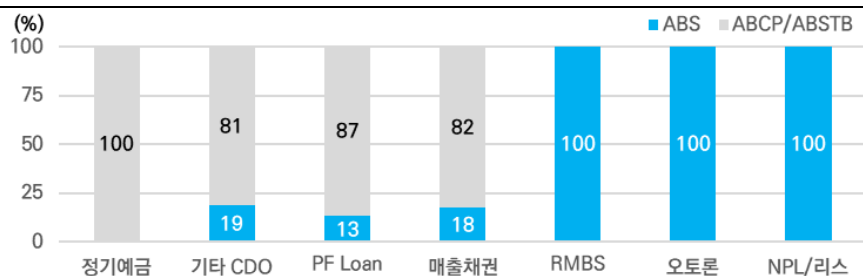
2024년에는 RMBS 및 오토론 발행금액 감소로 ABS(사모/공모, 수익증권/커버드본드 포함) 발행실적이 전년 대비 24.6% 감소하였으나, PF Loan을 기초자산으로 한 ABS 발행 증가로 발행건수는 전년 대비 20.1% 증가했다. 한편, ABCP/ABSTB의 경우 PF Loan을 포함하여 정기예금, 당좌수표, 카드대금채권 유동화 등 RMBS, 오토론을 제외한 부문의 전반적인 발행 증가로 인해, 발행실적 및 발행건수가 전년 대비 각각 29.9%, 19.0% 증가했다.

증권유형	2022년		2023년		2024년	
	발행금액	건수	발행금액	건수	발행금액	건수
ABS ^{주)}	311,986	138	525,925	164	396,597	197
ABCP/ABSTB	1,737,414	2,420	1,330,173	1,762	1,728,522	2,097
합계	2,049,400	2,558	1,856,097	1,926	2,125,119	2,294

주) ABS는 수익증권, 커버드본드 포함

유동화증권의 유형은 기초자산의 종류에 따라 차이가 크다. Arbitrage 딜인 정기예금 유동화 등 CDO는 대부분 ABCP/ABSTB의 형태로 발행되며, Pooling CBO를 중심으로 일부만이 ABS의 형태로 발행된다. RMBS, 오토론 및 NPL 등은 기초자산의 만기가 장기간인 점이 반영되어 대부분 ABS로 발행되는 것이 특징이다. PF Loan 유동화증권은 단기성 자금조달 또는 증권사의 유동성/신용보강을 통한 차환발행구조가 많아 ABCP/ABSTB 형태로의 발행이 선호되고 있다. 매출채권 유동화의 경우 구매전용카드대금채권은 짧은 만기에 일시상환되어 ABCP/ABSTB 발행이 많지만, 단말기 할부대금채권 유동화 등은 긴 회수기간에 걸쳐 분할상환되는 자산이라는 점과 채권양도의 대항요건 구비 등의 이유로 ABS 형태가 선호되고 있다.

2024년 기초자산별 / 증권유형별 발행비중



주) 기타 CDO는 정기예금을 제외한 CDO를 의미함.

4. 자산유동화증권 등급별 발행실적

ABS 시장은
AAA 등급이 85.1% 차지

2024년에는 RMBS, 오토론 발행이 감소하여 장기 유동화증권 시장의 전체적인 발행규모가 전년 대비 24.6%만큼 감소한 가운데, AAA 등급은 전체 ABS 발행금액 중 85.1%로 여전히 가장 높은 비중을 차지하고 있으나 전년 대비 8.4%p 수준 하락한 수치이다. 이는 PF Loan 유동화 위주로 A급 ABS 발행이 증가함에 기인한 것으로 분석한다.

ABS 신용등급별 발행실적

신용등급	2022년		2023년		2024년	
	발행금액	비율	발행금액	비율	발행금액	비율
AAA	297,915	95.5%	491,595	93.5%	337,328	85.1%
AA	6,703	2.1%	21,638	4.1%	26,143	6.6%
A	2,828	0.9%	6,246	1.2%	21,700	5.5%
BBB	2,599	0.8%	3,920	0.8%	7,169	1.8%
BB	410	0.1%	0	0.0%	567	0.1%
B	0	0.0%	0	0.0%	352	0.1%
CCC 이하	1,530	0.5%	2,476	0.5%	3,339	0.8%
합계	311,986	100.0%	525,925	100.0%	396,597	100.0%

ABCP/ABSTB 시장은
A1 등급이 89.4% 차지

ABCP/ABSTB 발행규모는 전년 대비 29.9% 증가하였다. A1 등급의 비중은 전년 대비 1.6%p 감소하였으며, 전체 ABCP/ABSTB 발행금액 중 87.8%를 기록하여 여전히 대부분을 차지하였다. 한편, A급 기업의 카드대금채권 유동화 등이 증가하며 A2급 ABCP/ABSTB의 발행 비중은 10.2%로 전년 대비 1.5%p 상승했다

ABCP-ABSTB 신용등급별 발행실적

신용등급	2022년		2023년		2024년	
	발행금액	비율	발행금액	비율	발행금액	비율
A1	1,543,095	88.8%	1,189,543	89.4%	1,518,167	87.8%
A2+	92,922	5.3%	68,587	5.2%	79,490	4.6%
A2	37,747	2.2%	35,179	2.6%	73,092	4.2%
A2-	30,385	1.7%	11,679	0.9%	23,082	1.3%
A3+	10,643	0.6%	15,737	1.2%	9,037	0.5%
A3	21,346	1.2%	8,481	0.6%	23,738	1.4%
A3-	425	0.0%	541	0.0%	651	0.0%
B+ 이하	850	0.0%	425	0.0%	1,264	0.1%
합계	1,737,414	100.0%	1,330,173	100.0%	1,728,522	100.0%

5. 2025년 전망

2024년 발행실적은 고금리 여파와 부동산 PF 부실우려 등에 따라 크게 위축되었던 CDO, PF Loan 시장의 기저효과 등으로 2023년의 침체국면에서 반등하는 모습을 보였다. 특례보증자리론의 종료, 여전사들의 자체 조달환경 개선 등에 따라 RMBS, 오토론의 발행규모는 감소하였으나, 유동화시장의 양대 주축인 CDO, PF Loan은 물론 매출채권 유동화 부문의 발행 규모 또한 증가하면서 전체 발행 규모는 2023년 대비 14.5% 증가한 212.5조원을 기록하였다.

다만, 2025년 연준의 지속적인 기준금리 인하에 대한 기대에도 불구하고, 미국채 금리 동향 및 세계 각국의 기준금리 추이, 경기 동향 및 대내외 정세 등으로 미루어 볼 때 Macro 전반에 대한 불확실성은 여전히 존재하고 있다. 그리고, 국내 정세 및 시장 동향, 대외 환율 추이에 대한 불확실성으로 한국 은행의 통화 금융정책 방향성 또한 예측하기 어려운 상황이다. 현 추이에도 불구하고, 금리 인하 기조에 대한 시장 내 기대가 우위를 점하는 가운데 추후 금리의 향방은 유동화시장의 전반적인 흐름에 영향을 미칠 것으로 예상된다. 더하여, 정부의 정책 방향성, 유동화 참여기관의 자금 조달 수요 및 재무 상황 등에 따라 각 자산군별 발행규모가 결정될 것으로 전망한다.

정기예금 유동화는 금리 하락 기조 아래 발행규모 증가 예상

CDO 중 정기예금 유동화는 금리 인하 기조 아래 2025년 발행규모가 증가할 것으로 예상된다. 정기예금 유동화 규모는 Arbitrage 딜의 특성상 예금금리, 스왑포인트 등 시장 외생변수 방향성과 금융당국의 규제 등에 따른 은행의 예수금 조달 필요성의 영향을 크게 받는다. 2023년 하반기부터 정부의 LCR/예대율 규제 완화조치가 단계적으로 정상화¹¹되었고, 2025년 1월 경제정책방향¹²에서는 은행 LCR 규제를 한시적으로 97.5%에서 100%로 정상화할 것이라 발표하였다. 이와 더불어 여수신 금리의 하락이 예상되는 가운데 정기예금 유동화 유인이 증가하며 발행규모가 증가할 것으로 예상된다. 다만 그 규모는 국내 은행의 대출증가세, 금융당국의 가계부채 관리 정책, 향후 LCR/예대율 규제 방향 및 기 발행 정기예금 유동화증권 차환 수요 등의 변수에 영향을 받아 가변적일 수 있다.

기타 CDO는 금리 하락 기조 아래 대체 자금조달 수요 지속에 따라 증가 전망

기타 CDO 중 매출채권/사채/어음 유동화의 경우 2024년 대비 소폭 증가한 수준의 발행을 전망하며, 2023년 중 신규 도입되어 빠르게 성장한 당좌수표 유동화는 2025년에도 발행규모의 성장세가 예상된다. 금리 인하 기조가 시장 내 확인되면서 2024년 매출채권 유동화 건들이 2023년 대비 증가하였다. 2025년에도 기준금리 인하에 대한 기대가 지속되는 가운데 대체 자금조달을 위한 기업들의 유동화 수요는 증가할 유인이 있을 것으로 예상된다. 당좌수표 유동화는 일부 특정 그룹의 계열사 등을 위주로 유동화가 이루어지고 있으나, 단기 유동성 관리의 수단 중 하나로써 당좌수표 유동화 시장이 확대될 가능성이 있는 것으로 전망한다.

P-CBO는 제반 정책들과 기업들의 수요 지속에 따라 증가 전망

정기예금을 제외한 기타 CDO 중 P-CBO는 발행규모가 증가할 전망이다. 정기예금을 제외한 기타 CDO 영역 중 P-CBO의 경우, 중소·중견기업 등에 대한 지원규모 및 유관기관의 정책기조 등에 연계된다. 신용보증기금은 채권시장 안정화에 기여하기 위해 2025년에도 P-CBO 발행을 지속할 것임을 밝혔으며, 중소벤처기업진흥공단은 2024년 6월에 기업 성장 사다리 구축방안을 발표한 데 이어 2024년 12월에 P-CBO 주관사 선정을 위한 제안서 접수를 공시하였다. 2025년 1월 경제정책방향에서는 2.8조원의 P-CBO 관련 시장안정프로그램 운영을 지속하겠다고 발표하였다. 상기 사안들과 맞물린 기업들의 수요를 감안하였을 때 P-CBO의 발행규모는 다소간의 증가가 예상된다.

¹¹ 금융당국은 한시적으로 운영하던 유동성 규제 완화 조치 중 은행 예대율을 2023년 7월부터 정상화(105%→ 100%)하고, 은행 LCR 규제를 현행 95%에서 2024년 말까지 단계적으로 97.5%로 강화하였다.

¹² 기획재정부는 2025년 1월 2일에 국내 경기 정책 방향 등을 담은 2025년도 경제정책방향을 발표하였다.

PF Loan 유동화 시장의 회복 가능성은 제한적

PF Loan 유동화의 회복 가능성은 2025년 제한적일 것으로 전망된다. 2025년 1월 경제정책방향에서 예고한 정부의 60조원 규모 PF 시장안정 프로그램 운영이 예정된 가운데 금리 인하 기조가 지속될 시 PF Loan 시장 불확실성 해소 측면에 있어 긍정적 요인으로 작용할 여지가 있다. 다만, 2024년 하반기 2차례의 국내 기준금리 인하가 이루어졌고, PF 정상화를 위한 금융당국의 여러 대책이 도입 및 시행되었음에도 불구하고, 근원적인 문제인 PF 사업의 부진한 수익성이 해결되지 않는 한 PF Loan 시장의 전반적인 활성화는 제한적일 것으로 판단된다.

또한, 금융권의 PF 투자 기조가 보수적으로 전환될 것으로 예상되는 점 역시 PF Loan 유동화 시장에 관망 요인이다. 금융당국은 PF Loan 유동화 시장의 주축이었던 증권사의 단기 PF 유동화 익스포저 규제를 강화¹³하였으며, 사업장에 대한 자기자본 확충 및 사업성 평가 강화¹⁴를 발표함에 따라 금융권 전반적으로도 PF 익스포저 관리 부담이 강화되고 무분별한 PF 참여가 제한적일 전망이다.

2024년 금리 하락 기조와 더불어 수도권 주거용 부동산 중심으로 부동산 가격 상승 추세가 나타난 점은 PF Loan 유동화 시장에 긍정적인 요소이나 해당 추세는 점진적으로 약화되고 있으며, 현재 부진한 비주거용 부동산 시장 및 지방 사업장에 대한 불확실성은 2025년에도 지속될 것으로 예상된다. PF 시장 정상화를 위한 PF 대책의 유효성과 부동산 정책 방향, 그리고 PF 사업장 수익성 회복 여부가 PF Loan 유동화 시장의 향방에 주요한 영향을 미칠 것으로 전망한다.

매출채권 유동화는 카드대금채권의 성장 지속과 단말기 수요 유지 전망

매출채권 유동화 중 카드대금채권은 성장세가 이어질 전망이며, 단말기 유동화는 현 수준의 유동화 수요가 유지될 전망이다. 카드대금채권 유동화는 일반기업들의 대체 자금조달 수단으로서 공고히 자리매김하고 있음을 감안할 때, 발행규모 성장세를 유지할 것으로 전망된다. 반면, 휴대전화 단말기 할부대금채권 유동화는 국내 스마트폰 시장이 성숙기에 접어들어 따라 성장이 정체되어 있다. 향후 관련 서비스의 안정화, 신규 스마트폰의 흥행 여부에 따라 발행규모가 가변적일 수 있으나, 그 영향은 제한적일 것으로 보인다.

RMBS 발행규모 회복은 제한적

RMBS의 발행규모는 2024년 대비 회복 규모가 제한적일 전망이다. 특례보증자리론과 적격대출의 취급 중단으로 2024년 RMBS 발행규모는 전년 대비 감소한 바 있다. 스트레스 DSR 도입에 따른 시중은행 주택담보대출 수요 감소 및 수도권 부동산 시장 강세 등에 따른 주택 매수 요인으로 인해 보증자리론의 규모가 2024년 4분기 증가한 바 있으나, 그 규모는 크지 않았으며 부동산 관련 정책 기조 및 규제 방향에 따라 RMBS 발행규모는 변동 가능성이 존재하나, 현 규제 기조가 지속되는 한 발행규모 회복 추세는 제한적일 것으로 전망한다.

커버드본드 발행규모 증가 전망

2024년 하반기 약 3년만에 발행이 재개된 커버드본드는 2025년 발행규모가 증가할 전망이다. 금융당국은 가계부채 관리, 한정된 정책자금의 서민/실수요층 위주 지원 등을 위해 정책모기지를 축소하고 금융회사 자체 민간 장기모기지를 장려하는 계획을 발표한 바 있다. 민간이 장기모기지를 공급하기 위한 재원 마련을 위한 방안으로써 커버드본드를 활성화할 계획으로 한국주택금융공사 지급보증

¹³ 금융당국은 2024년 5월 “부동산 PF의 질서있는 연착륙을 위한 향후 정책 방향”을 통해, 사업장 평가기준 강화 등 업권별 PF리스크 관리 모범규준 개정, 부실 사업장의 정리, 충분한 총당금 적립 등을 주문했다. 한편, 정상 사업장의 자금 공급 및 재구조화 등 PF 정상화 지원을 위해 금융회사에 인센티브를 제공할 것도 밝혔다. 이 중 종합금융투자사업자의 국내 주거용 대출에 대한 NCR 위험값을 한시적(24년 12월까지)으로 기존 100%에서 60%로 완화하고, 증권사의 부동산 채무보증을 직접 대출로 전환할 경우 NCR 위험값도 한시적(24년 12월까지)으로 32%로 완화하는 비조치의견서를 발급할 것을 밝혔다. 이는 증권사의 단기 유동화증권 채무보증 익스포저를 장기 대출로 전환하기 위한 인센티브를 제공하는 것으로 판단된다.

¹⁴ 금융당국은 2024년 11월 “부동산PF 제도개선방안”을 통해, 사업장 평가기준 강화 및 토지주의 현물출자 방식을 통한 자기자본 확충 기반 마련을 유도하는 방향의 방안들을 제시하였다. 이에 대한 후속조치로서 2025년 1월 금융당국은 “금융투자업 규정 개정안 규정변경예고”를 공개하여 관리형토지신탁에만 적용되던 책임준공의무에 따른 영업용순자본비율(NCR) 위험액산정이 ‘유형에 상관없이’ 책임준공의무가 있는 모든 토지신탁으로 확대·적용되도록 방안을 발표하는 등 조치를 취하고 있다.

을 통해 커버드본드 발행이 가능하게 하는 등, 발행 및 투자 관련 여러 제도를 정비하였다. 금융당국의 정책적 지원과 더불어 장기 고정금리 주택담보대출 확대 추세에 대응하여 2025년 시중은행들의 커버드본드 발행은 2024년 대비 증가가 예상된다.

오토론 유동화 발행규모는 2024년 수준 유지 전망

2025년 오토론 유동화의 경우 2024년 발행 수준을 유지할 전망이다. 금리인하 기대 및 하반기 2차례 기준금리 인하에 따라 캐피탈사의 발행금리 수준이 하향 추이를 나타내고 있으나, 만기도래 차입 부채 규모와 금리 수준을 고려할 때, 조달부담 완화 효과는 중장기적으로 반영될 것으로 예상된다. 해당 추이에서 기준금리 인하 기조가 지속될 시 여전사들의 조달환경이 점진적으로 개선되면서 오토론 유동화를 통한 자금조달 수요는 감소할 수 있다. 그러나, 시장금리 하락으로 인한 장기 ABS 발행여건 개선, 기존 오토론 발행사들의 차환 수요 등이 도래하는 점은 오토론 발행에 있어 긍정적으로 작용할 수 있으며, 해당 여건 등을 고려하였을 때 2025년 오토론 유동화 발행 규모는 2024년 수준을 유지할 것으로 전망한다.

유의사항

한국신용평가 주식회사 ("당사")가 공시하는 신용등급은 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권상의 장래의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 뜻하며, 당사가 발표하는 신용등급 및 평가의견 등 리서치 자료("간행물")는 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권상의 장래의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 포함할 수 있습니다. 당사는 신용위험이란 만기 도래하는 계약상의 채무(financial obligations)를 발행사/기관이 불이행할 수 있는 위험 및 부도시 예상되는 금융손실이라고 정의하고 있습니다. 신용등급은 유동성 위험, 시장가치 위험 또는 가격변동성 등 기타 다른 위험을 다루고 있지 않습니다. 신용등급과 당사 간행물에 포함된 당사의 견해는 현재 또는 과거 사실에 대한 서술이 아닙니다. 또한 간행물에는 계량모델에 근거한 신용위험의 추정치와 관련 의견 또는 키스자산평가 주식회사에서 발행한 견해를 포함할 수 있습니다.

신용등급 및 간행물은 투자자문이나 금융자문에 해당하지 아니하고 그러한 조언을 제공하지도 않으며, 특정 증권을 매수, 매도 또는 보유하라고 권유하는 것도 아닙니다. 또한 당사가 제공하는 신용등급이나 간행물은 해당 정보의 사용자나 그 관계자들에 의해서 행해지는 투자결정에 있어서 어떤 증권을 매매하거나 보유하라는 권고 또는 권유나 사실의 서술이 아니라 당사 고유의 평가기준에 입각한 당사의 의견으로서만 해석되고 또 해석되어야만 하며, 특정 투자자를 위하여 투자자의 적격성에 대해 의견을 주는 것이 아닙니다. 당사는 각 투자자가 매수, 매도 또는 보유를 고려중인 증권 각각에 대해 적절한 주의를 기울여 자체적으로 연구, 평가할 것이라고 기대하고, 그러한 이해를 전제로 하여 신용등급을 공시하고 간행물을 발표합니다.

당사의 신용등급과 간행물은 개인 투자자들이 이용하는 것을 전제로 하고 있지 않습니다. 그렇기 때문에 개인투자자들이 당사의 신용등급과 간행물을 이용하여 투자자의결정을 하는 것은 적절하지 않을 수 있습니다. 만약 의견이 있는 경우에는 반드시 재무 전문가 혹은 다른 전문가에게 자문을 구하시기 바랍니다.

당사는 발행사/기관으로부터 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며, 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인을 수령하고 있으며, 본 보고서는 발행사/기관이 제출한 자료와 함께 당사가 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 자료원에 근거하고 있습니다. 당사는 발행사/기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다는 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나 감사기관이 아니므로 신용평가와 간행물을 준비하는 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않으며, 발행사/기관으로부터 제공받은 정보 또는 신용평가 과정에서 생성되는 정보에 있어서 인간 또는 기계에 의한, 기타 그 외의 다른 요인에 의한 실수의 가능성 때문에 해당 정보를 특정한 목적을 위해 사용하는데 대하여 명시적으로 혹은 묵시적으로도 어떠한 증명이나 서명, 보증 또는 단언을 할 수 없으며, "있는 그대로" 제공됩니다. 또한 본 보고서의 정보들은 신용등급 부여에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것이고 발행사/대상 유가증권에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아님을 밝힙니다. 따라서 당해 신용등급이나 기타 의견 또는 정보에 관하여 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성 또는 특정목적에 적합하지 여부를 당사가 명시적 혹은 묵시적으로 보증하거나 확약하지는 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선서 및 공급자는 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용이나 사용불가능으로 인하여, 또는 그와 관련하여 발생한 어떠한 간접, 특별, 결과적 또는 부수적 손해(현재 혹은 장래의 손실 당사가 부여한 특정 신용등급의 대상이 아닌 관련 금융상품에서 발생하는 손실 또는 손해를 포함하되 이에 한정되지 아니함)에 대하여, 사전에 그 같은 손실 또는 손해 가능성에 대해 고지 받았다고 하더라도, 어느 개인 또는 단체에게도 책임을 지지 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선서 및 공급자는 자신들의 과실(단, 고의 또는 기타 법률상 배제될 수 없는 종류의 책임은 제외함) 또는 자신들의 통제 범위 내에 또는 밖에 있는 사유 등에 의하여, 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용 또는 사용불가능으로 인하여 또는 그와 관련하여, 어느 개인 또는 단체에게 발생한 어떠한 직접 손실이나 손해 또는 보상으로 인한 손실이나 손해에 대해서도 책임을 지지 않습니다.

본 보고서는 필자의 개인적인 견해로 당사의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

여기 있는 모든 정보는 저작권법 등 법의 보호를 받으며, 당사의 사전 서면 동의 없이는 누구도, 이 정보를 전체 또는 부분적으로, 어떤 형태나 방식 또는 수단으로든, 복제 또는 재생산, 배포, 전송, 전달, 유포, 재배포 또는 재판매, 또는 그러한 목적으로 사용하기 위해 저장할 수 없습니다.