

2025년 상반기 자산유동화증권 시장 분석

2025.07.28

구조화 2실

최재우 수석애널리스트

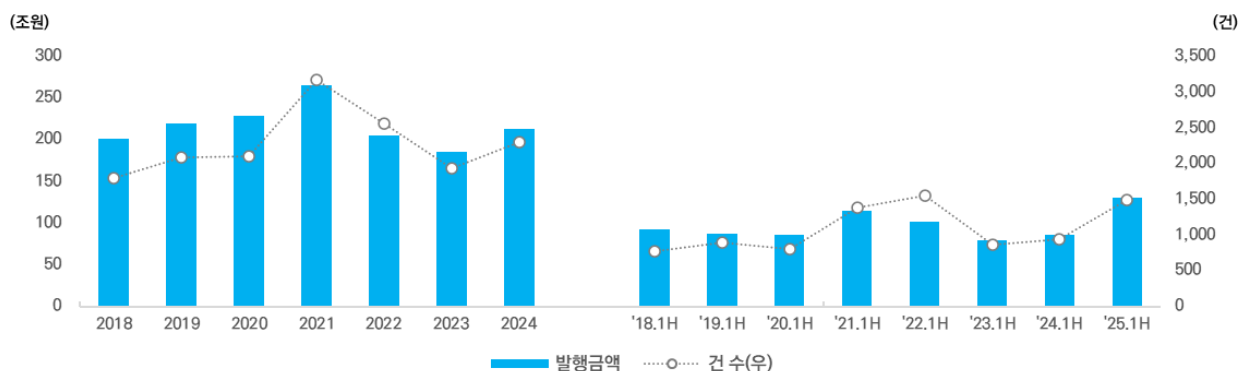
02-787-2288

jaewoo.choi@kisrating.com

Executive Summary

■ 2025년 상반기 자산유동화증권 발행건수(+59.8%) 및 발행금액(+51.4%) 전년 동기 대비 모두 증가

자산유동화증권 발행실적 추이

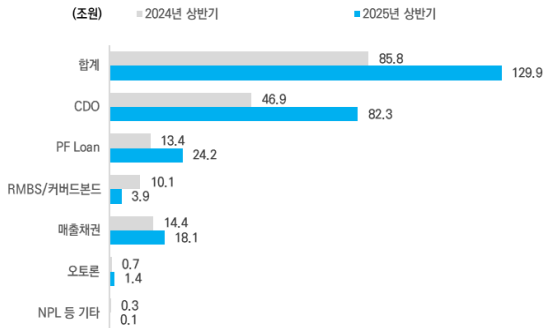


자료: 당사 집계(신용평가 4개사 공시 기준)

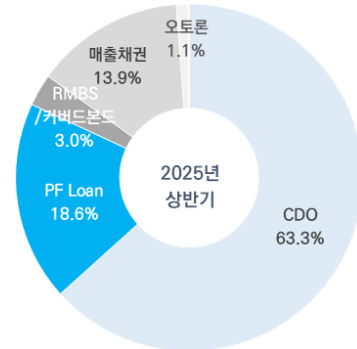
2025년 상반기 전체 자산유동화증권 발행건수는 당사 집계기준 전년 동기 대비 59.8% 증가하였으며, 발행금액 또한 51.4% 증가하여 129.9 조원을 기록하였다. 2024년 하반기부터 기준금리 인하가 시작되면서, 과거 고금리 환경 대비 시장 여건이 보다 우호적으로 전환되었고, 이에 따라 투자 수요가 일부 회복되며 유동화시장의 양대 축인 CDO 및 PF Loan 부문이 성장을 견인하였다. 2024년 하반기 발행실적이 126.7조원을 기록한 데 이어, 2025년 상반기까지 회복세가 지속되는 흐름을 보이고 있다.

2025년 상반기 주요 자산군별 발행규모

2024년 및 2025년 상반기 자산군별 발행금액



2025년 상반기 자산군별 발행금액 비중



- CDO: 82.3조원 발행, 전년 동기 대비 75.4% 증가**
 CDO 발행금액은 전년 동기 대비 35.4조원 증가하였다. 기준금리 인하 사이클에 따른 시중금리 안정과 대출 수요 확대, 그리고 은행권의 예대율 관리 필요성이 복합적으로 작용한 결과 정기예금 유동화 발행실적이 24.1조원 늘어났으며, 정기예금을 제외한 CDO 발행도 10.3조원 증가하며 시장 확대에 기여하였다.
- PF Loan: 24.2조원 발행, 전년 동기 대비 80.0% 증가**
 PF Loan 유동화시장은 수도권 개발사업을 중심으로 뚜렷한 성장세를 보였다. 신용보강 측면에서는 증권사 신용보강을 기반으로 발행된 유동화증권 규모가 13.0조원으로, 전년 동기 대비 166.4% 증가하며 두드러진 증가폭을 기록했다. 시공사 신용보강 구조는 7.6조원, 기타 기관의 신용연계 구조는 3.6조원이 각각 발행되면서 시장 확대에 일조했다.
- 매출채권: 18.1조원 발행, 전년 동기 대비 25.3% 증가**
 법인회원에 대한 구매전용카드대금채권 유동화 발행실적이 15.2조원을 기록하며 시장을 견인하였다. 이는 전체 매출채권 유동화 시장의 84.1%에 해당하며, 전년 동기(10.8조원) 대비 40.3% 증가한 수치이다.
- RMBS/커버드본드 : 3.9조원 발행, 전년 동기 대비 61.5% 감소**
 2025년 상반기에는 커버드본드 발행이 이루어지지 않았다. RMBS 발행 역시 부진했으며, 이는 적격대출의 취급 중단이 지속되는 가운데, 금리 하락 사이클에도 불구하고 부동산 시장의 전반적인 거래 둔화 및 정부 대출규제 등이 복합적으로 작용한 결과로 해석된다.
- 오토론: 1.4조원 발행, 전년 동기 대비 105.5% 증가**
 오토론 유동화 발행실적은 카드사들이 자금조달 및 재무비율 개선을 위한 Book-off 목적으로 시장에 참여하면서 전년 동기 대비 증가세를 나타냈다. 그러나 시장의 주요 참여자인 A급 신용등급 캐피탈사들의 발행은 저조한 편이며, 이는 비교적 우호적인 여전채 발행 환경이 영향을 미친 것으로 보인다.

■ 2025년 하반기 자산군별 Outlook

국내외 통화정책이 2025년 하반기에도 완화 기조를 유지할 것으로 보이며, 이에 따라 유동화증권 발행 여건 역시 우호적인 흐름을 지속할 것으로 예상된다. 다만, 지정학적 리스크와 보호무역주의 강화 등 대외 불확실성이 여전히 상존하고 있어 시장에 부담 요인으로 작용할 수 있다. 이에 더하여 자산군별 발행규모는 정부의 정책 방향, 유동화 참여기관의 자금조달 수요 및 재무 상황 등에 따라 차별화가 이루어질 전망이다.

CDO	PF Loan	매출채권	RMBS/커버드본드	오토론
				
중립적	다소 부정적	중립적	다소 긍정적	중립적
정기예금 유동화는 대출 추이 및 기준금리 인하 시기 등에 따라 발행수요 가변적. 일반 기업들의 대체자금 자금 조달 수요는 지속 전망. P-CBO는 향후 발행계획 등 고려 시 감소 예상	지방 부동산 등 전반적인 부동산 경기 부진, 높은 공사비 및 금융비용 부담, 정부 정책기조도 변수. 금리 인하에도 부정적 요인 지속 예상	카드대출채권 유동화는 꾸준한 발행 예상. 단말기 유동화는 현 수준의 수요 유지 전망	RMBS 회복세는 정책모기지 축소 기조 속 제한적. 커버드본드는 민간 장기모기지 확대를 위한 정책적 지원 등에 따른 신규 발행 기대	여전해 발행환경 개선에 따른 불확실성 존재. ABS 발행환경 개선과 기존 발행물에 대한 차환수요, 그리고 신규 대체 자금 조달 수요는 긍정적 요인

들어가며

당사는 시장참여자들의 이해를 돕기 위해 국내 자산유동화증권 시장의 현황 및 전망에 대한 보고서를 매 반기 정기적으로 발간해왔다. 본 보고서는 그 연장선상에서 2025년 상반기 자산유동화증권 시장에 대한 분석정보를 제공하기 위해 작성되었다.

이하에서는 2025년 상반기 ABS 시장이 나타난 주요 특징들을 구체적으로 살펴보고자 한다. 분석에 앞서, 본 보고서에 적용된 통계 집계 방식과 해석 시 유의사항은 다음 표와 같다.

구분	내용
자료기간	유동화증권 발행일 기준으로 2018년 1월 1일 ~ 2025년 6월 30일
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 (증액 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

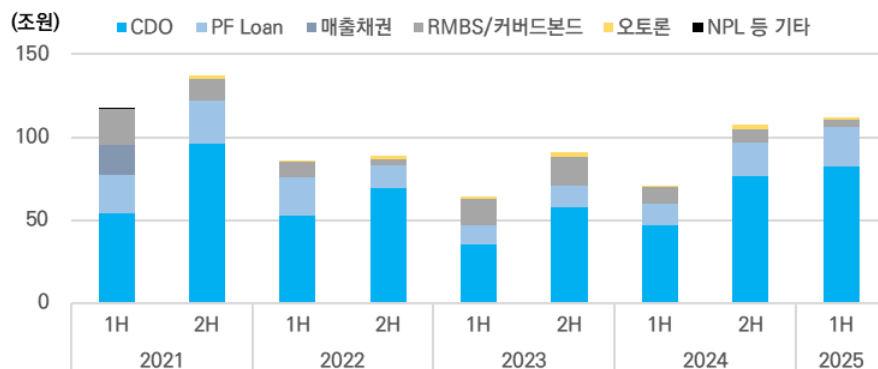
¹⁾ 커버드본드는 형식 상 유동화증권은 아니지만 구조화금융 성격을 지니고 있는 만큼, 본 고의 통계 집계 시 포함하여 산출한다.

1. 전체 자산유동화증권 발행실적

전체 자산유동화 발행금액은
129.9조원

2025년 상반기 자산유동화증권의 총 발행금액은 129.9조원으로, 전년 동기(85.8조원) 대비 51.4% 증가하였다. 유동화시장의 양축인 CDO 및 PF Loan 부문의 성장이 이러한 확대를 견인하였다. 2024년 하반기 발행실적이 126.7조원을 기록한 이후, 2025년 상반기에도 회복세가 이어지는 모습이다.

반기별 자산유동화증권 발행실적

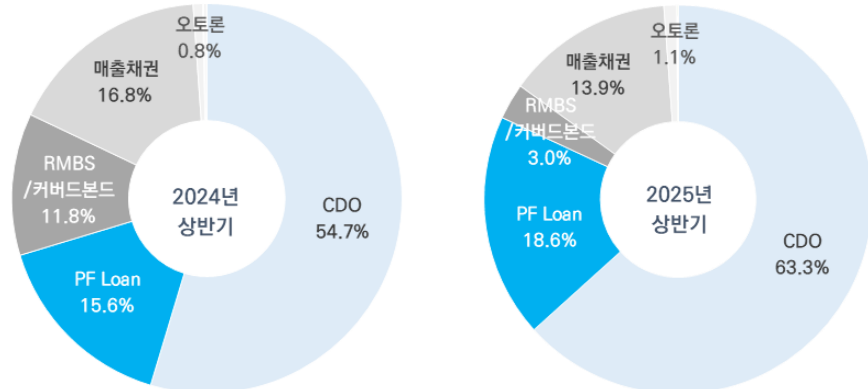


2. 기초자산별 발행실적

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

CDO가 82.3조원 발행되며 전체 자산유동화증권 발행금액의 63.3%를 차지해 가장 큰 비중을 기록했다. PF Loan 유동화는 24.2조원(18.6%), 매출채권 유동화는 18.1조원(13.9%)으로 그 뒤를 이었다. 한편, RMBS/커버드본드 유동화는 전년 동기 대비 발행실적이 크게 감소하면서 전체 비중이 3.0%로 축소되었다.

유동화자산별 발행비중(금액기준)



유동화자산별 발행실적

(단위: 억원, 건)

유동화자산	2022년 상반기		2023년 상반기		2024년 상반기		2025년 상반기	
	발행금액	건수	발행금액	건수	발행금액	건수	발행금액	건수
CDO ¹⁾	525,067	457	352,249	299	469,186	358	822,774	646
PF Loan	234,001	788	119,160	287	134,318	251	241,777	405
RMBS/커버드본드 ²⁾	92,380	13	160,744	18	101,115	13	38,908	7
매출채권	155,959	281	143,486	245	144,173	305	180,675	432
오토론 ³⁾	7,160	4	14,080	8	6,780	6	13,930	4
NPL	-	-	395	2	600	2	1,346	3
신용카드	-	-	3,000	1	-	-	-	-
기타 ⁴⁾	414	1	1,600	1	2,265	2	-	-
합계	1,014,981	1,544	794,714	861	858,438	937	1,299,411	1,497

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

주2) 커버드본드(Covered Bond)는 RMBS와 함께 분류

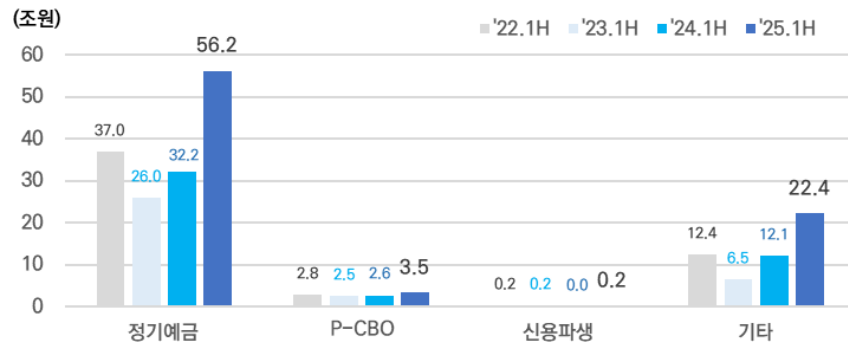
주3) 오토론, 오토리스/렌탈채권, 오토매출채권 포함

주4) 소액론, 리스채권 등 기타 분류되지 않은 것을 포함

① CDO: 82.3조원 발행, 전년 동기 대비 75.4% 증가

CDO의 기초자산은 크게 정기에금, Primary CBO, 신용파생, 기타(대출채권, 수익증권, 사채/어음)로 구분된다. 2025년 상반기에는 정기에금 유동화가 56.2조, 기타 CDO가 22.4조원 발행되면서 시장을 주도하였다.

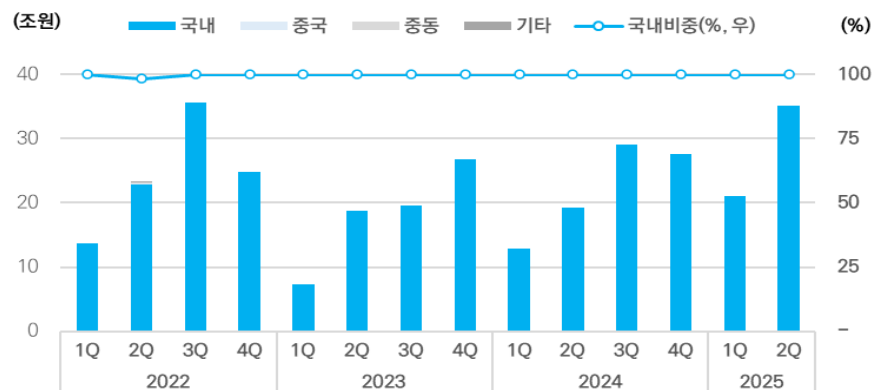
자산군별 CDO 발행실적



정기에금 유동화 발행실적
큰 폭 성장

정기에금 기초 유동화증권 발행액(56.2조원)은 작년 동기(32.2조원) 대비 74.8% 증가하였다. 이는 전년도 높은 여수신 금리 환경 속에서 발행이 부진했던 기저효과에 더해, 2024년 하반기부터 시작된 기준금리 인하 사이클에 따른 시중금리 안정과 대출 수요 확대, 그리고 은행권의 예대율 관리 필요성이 복합적으로 작용한 결과로 보인다. 또한, 유동성커버리지비율(LCR) 기준의 정상화²는 상황에 따라 은행들의 정기에금을 통한 자금조달 수요 확대를 유인할 수 있어 시장에 긍정적인 요인으로 작동할 가능성이 있다. 한편, 2025년 상반기에는 국내은행 정기에금 유동화만 이루어졌으며, 이러한 흐름은 2022년 하반기부터 지속되고 있다.³

분기별 정기에금 유동화 발행실적

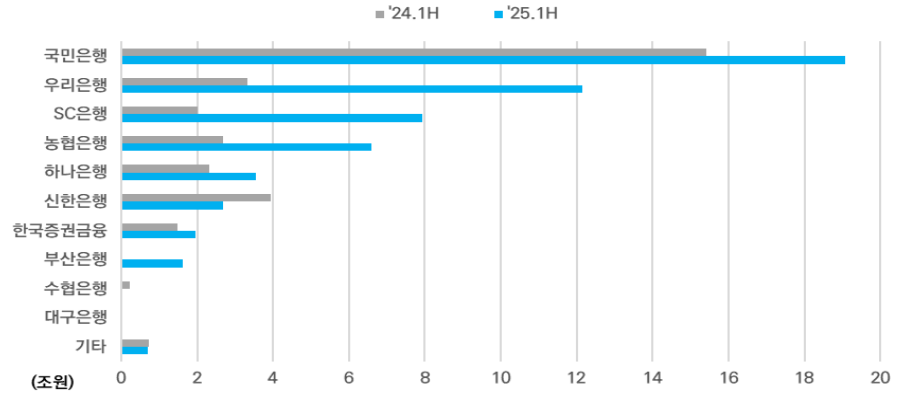


² 2025년부터 기준 97.5%에서 100%로 정상화

³ 해외 정기에금 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.

은행별로는 (주)국민은행의 비중이 33.9%로 가장 높은 비중을 차지하였고, 그 외 (주)우리은행, (주)한국스탠다드차타드은행, 농협은행(주), (주)하나은행, (주)신한은행이 차례로 뒤를 잇고 있다.

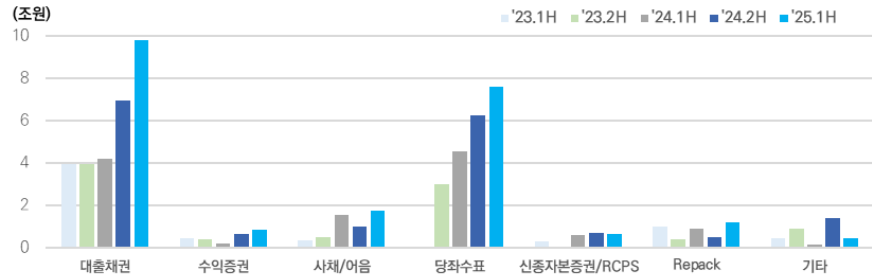
기관별 국내 정기예금 유동화 발행실적



기타 CDO 발행규모도 크게 증가

대출채권, 수익증권, 사채/어음 등을 기초자산으로 하는 기타 CDO 부문의 2025년 상반기 발행금액은 전년 대비 84.8% 증가한 22.4조원이다. 이 중 대출채권 유동화가 9.8조원으로 가장 큰 비중을 차지했으며, 당좌수표 유동화 및 일반 사채/어음 유동화가 각각 7.6조원 및 1.8조원을 기록하며 뒤를 이었다.

자산군별 기타 CDO 발행실적



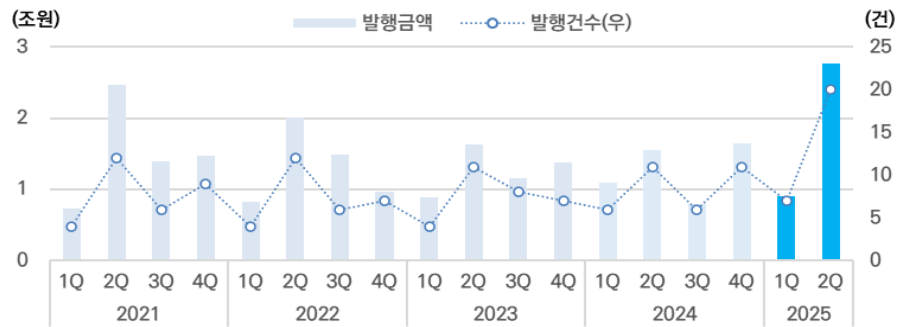
대출채권 및 일반 사채/어음 유동화는 A급 이하 신용등급 기업을 중심으로 대체 자금조달 수요가 확대되면서 전년 동기 대비 102.1% 성장을 나타냈다. 당좌수표 유동화는 단기 운영자금 부담을 최소화할 목적 등으로 기업이 발행하는 당좌수표 및 이에 부수하는 권리(이득상환청구권)를 기초자산으로 하여 발행되는 구조로, 2023년 하반기부터 빠른 속도로 발행규모가 늘어나고 있다.

이 외에도 Repack 유동화증권이 1.2조원 발행되며 전년 동기 대비 36.0% 증가하였다. 이는 부동산 PF 관련 Repack을 비롯해 대출채권, 대출채권, 신종자본증권 등의 Repack이 활발히 이루어진 결과이다. 수익증권 유동화도 0.8조원으로 전년 동기 대비 364.5% 증가하며 회복세를 보이고 있으나, 2022년 상반기 해외대체투자가 활발했던 시기와 비교하면 여전히 낮은 수준에 머물고 있다. 한편, 신종자본증권/RCPS 유동화는 일반기업의 부채비율 개선이나 금융회사의 규제비율 충족 등을 목적으로 활용되고 있으며, 발행 실적에는 유의미한 변동성이 나타나지 않고 있다.

불확실한 경제 여건 속
P-CBO 발행실적
38.8% 증가

Primary CBO는 신용보증기금 및 중소기업진흥공단 등의 주관하에 중견·중소기업을 지원하기 위한 정책금융 성격을 가진다. 경기 침체와 불확실한 경제 여건이 지속되는 가운데 2025년 상반기에 3.7조원이 발행되며 전년 동기 2.6조원 대비 38.8% 증가하였다. 2025년 상반기에 신용보증기금이 총 15회, 중소기업진흥공단 및 기술보증기금이 각 한 차례씩 발행을 주관하였으며, 이외 한국산업은행이 P-CBO 발행에 한 번 참여하였다.⁴

분기별 Primary CBO 발행실적



한편, 신용파생 유동화는 0.2조원 발행되었으나, 미공시 사모사채의 형태로 발행되는 비율이 높아 발행규모가 실제보다 과소 집계되었을 수 있다.

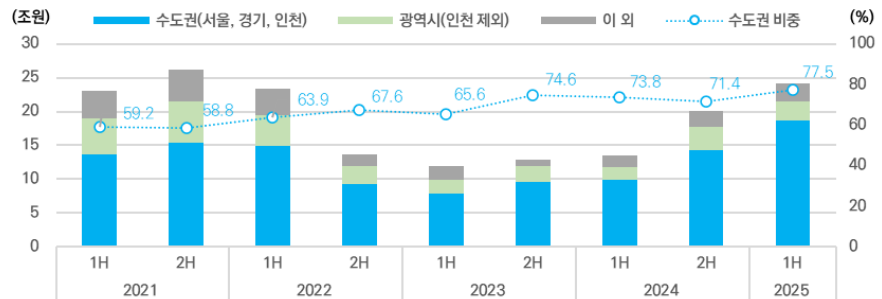
⁴ 한국산업은행 주관으로 2025년 5월 7개 기업이 발행한 무보증 사모사채를 기초자산으로 한 1,771억원 규모의 P-CBO 유동화증권이 발행되었다.

② PF Loan 유동화: 24.2조원 발행, 전년 동기 대비 80.0% 증가

PF Loan 유동화증권
발행규모 증가

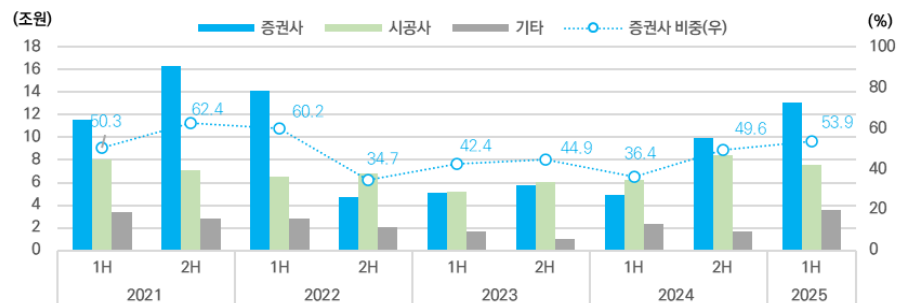
2025년 상반기 PF Loan 유동화시장은 수도권 개발사업을 중심으로 뚜렷한 성장세를 보였다. 글로벌 인플레이션, 러시아-우크라이나 전쟁 등으로 인한 원자재 가격 상승과 긴축적인 통화정책에 따른 금리 인상, 그리고 2022년 10월 레고랜드 사태로 촉발된 금융시장 경색은 건설경기를 급격히 위축시켰다. 그러나 정부의 적극적인 시장 안정화 대책, 2024년 하반기부터 시작된 기준금리 인하와 시중금리 안정화 기조 등 시장 환경의 변화가 금융비용 절감에 대한 기대를 형성하며, 건설경기의 부분적 회복을 이끌어낸 것으로 판단된다. 지방 및 비주거용 부동산 시장의 반등 가능성은 여전히 제한적인 상황이나, 현재의 시장 흐름 속에서 사업성이 상대적으로 높은 수도권 중심의 일부 우량 사업장을 대상으로 본 PF 전환 및 기존 사업장 리파이낸싱을 통한 유동화가 이루어지면서 PF Loan 유동화 발행규모가 증가한 것으로 분석된다.

지역별 PF Loan 발행실적

증권사 신용보강 구조가
다시 과반을 형성

신용보강의 관점에서 PF Loan 유동화 구조는 증권사, 시공사, 기타 기관(은행, 지자체/공공기관, 일반기업 등) 등 주요 참여주체에 따라 세 가지 유형으로 구분될 수 있다. 2025년 상반기에는 시장이 회복세를 보이는 가운데, 증권사 신용보강을 기반으로 발행된 유동화증권이 13.0조원으로 집계되며 전년 동기 대비 166.4% 증가하는 등 두드러진 증가세를 보였다.

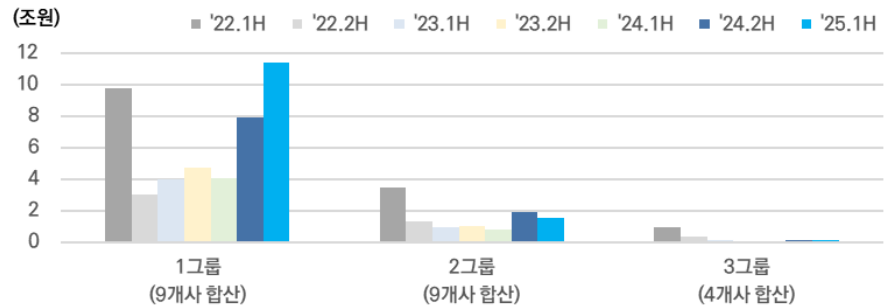
신용보강 주체별 PF Loan 발행실적



일부 대형 증권사 중심

2022년 하반기 이후 시장이 하향 국면에 접어들면서 증권사들은 자체적인 리스크 관리 기조를 강화하며 시장 참여를 축소하였으나, 2024년 하반기부터 PF 구조조정 속에서도 일부 대형 증권사를 중심으로 우량사업장을 대상으로 한 본PF, 브릿지론 취급이 다시 제한적으로 확대되고 있는 모습이다. 중소형 증권사의 경우에는 사후관리에 집중하면서 일부 여력이 있는 곳에서 PF Loan을 실행하는 것이 관측된다.

증권사 규모별 신용보강 PF Loan 유동화 발행실적

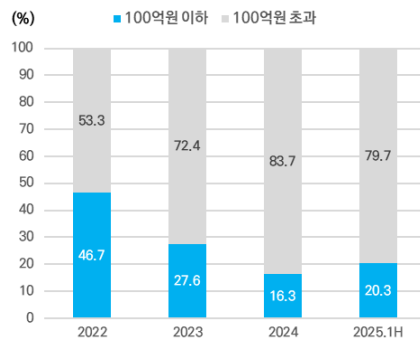


- 주1) 2025년 1분기말 현재 자본규모를 기준으로 증권사를 재분류. 1그룹 - 자본규모가 3조원 이상이자 종합금융투자사업자인 9개 증권사, 2그룹 - 자본규모가 3조원을 초과하나 종합금융투자사업자가 아니거나, 3조원 미만 1조원 이상인 9개 증권사, 3그룹 - 자본규모가 1조원 미만인 4개 증권사
- 주2) 증권사 신용보강 구조 하의 PF Loan 유동화의 경우, 증권사에 대한 부동산PF 익스포져 규제⁵ 하에서 1그룹이 우수한 자본여력을 기반으로 시장을 주도해 옴.

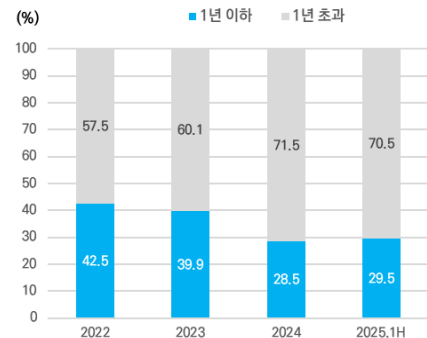
증권사 신용보강 구조 100억원 / 1년 초과 사업장 위주

건당 발행금액 기준 100억 원을 초과하고, 조달기간이 1년을 넘는 자금조달이 높은 비중을 차지한 것으로 나타났다. 2020년 이후 저금리 기조와 부동산 경기 호조에 따라 일부 증권사들이 소액·다수의 부동산 개발사업 초기 단계에 참여하면서, 건당 발행금액이 100억 원 이하이고 조달기간이 1년 이하인 토지개발 또는 브릿지금융 PF 유동화가 크게 증가해왔다. 그러나 2023년 이후에는 소규모 및 단기 자금조달의 비중이 감소하는 추세다. 이는 시장금리가 점진적으로 안정되고 있음에도 불구하고, 여전히 높은 공사비 부담과 불확실한 거시경제 환경 속에서 신규 토지개발 및 브릿지금융 유동화가 위축되고, 본 PF 중심의 유동화가 시장을 주도하고 있기 때문으로 분석된다.

증권사 신용보강 구조 금액별 비중



증권사 신용보강 구조 기간별 비중⁶



시공사 신용보강 구조 꾸준히 발행

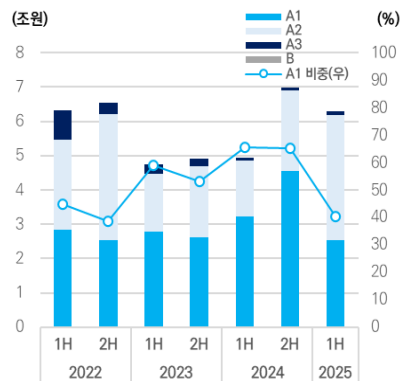
한편, 시공사 신용보강 구조는 7.6조원이 발행되었다. 시공사들은 도급계약이 체결된 사업장의 공정 진행을 위해 추가적인 공사비 등 자원 투입이 불가피했기 때문에, 시장 상황이 어려운 시기에도 증권사에 비해 비교적 꾸준히 PF 유동화 시장에 참여해왔다.

⁵ 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.

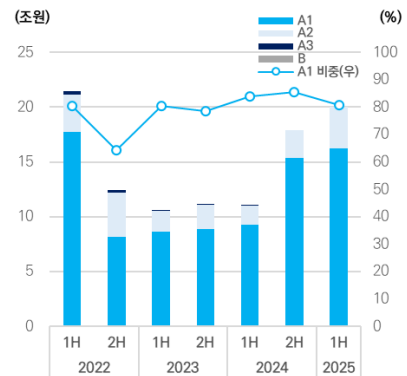
⁶ 윤년 및 영업일 차이에 따른 유동화기간 등 고려하여 367일 초과를 1년 초과로 분류

특히 2022년 하반기 이후 위험회피성향이 강화된 시장 환경 속에서는 재무구조나 자본시장 접근성이 우수한 A1 신용등급의 시공사 중심의 유동화 비중이 확대되어 왔다. 그러나 2025년 상반기에는 A2 등급 시공사의 참여가 눈에 띄게 증가하였다. 이는 기존 PF대출을 유동화를 통해 보다 낮은 금리로 차환할 수 있는 여건이 마련되면서 해당 건설사들이 유동화를 대체 자금조달 수단으로 적극적으로 활용한 결과로 풀이된다. 이에 전체 PF Loan 시장 전반에서도 A1 등급 유동화증권 발행 비중의 감소가 나타났다.

시공사 신용보강 구조
신용등급별 ABCP/ABSTB 발행실적



전체 PF Loan 유동화
신용등급별 ABCP/ABSTB 발행실적



주요 건설회사의 신용등급 변화

업체명		2023.06.30	2023.12.31	2024.06.30	2024.12.30	2025.06.30
DL	(장기)	AA-/S	AA-/S	AA-/S	AA-/S	AA-/S
현대건설	(장기)	AA-/S	AA-/S	AA-/S	AA-/S	AA-/S
에이치디씨현대산업개발	(장기)	A/N	A/N	A/S	A/S	A/S
삼성물산		A1	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-	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)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.

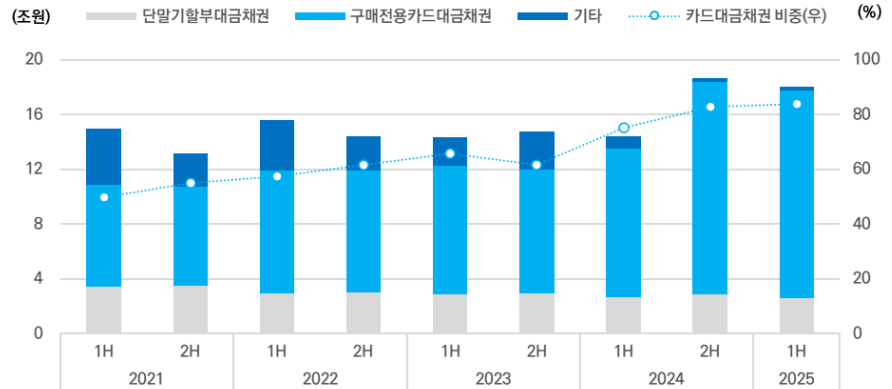
한편, 기타 기관의 신용연계 구조 유동화증권이 3.6조원 발행되며 시장 성장에 기여하였으며, 특히 주택도시보증공사의 유동화자산 보증을 기초로 발행된 유동화증권의 발행 증가세가 주목할 만 했다.

구매전용카드대금채권
유동화가 시장 견인

③ 매출채권 유동화: 18.1조원 발행, 전년 동기 대비 25.3% 증가

법인회원에 대한 구매전용카드대금채권 유동화 발행실적이 15.2조원을 기록하며 시장을 견인하였다. 이는 전체 매출채권 유동화 시장의 84.1%에 해당하며, 전년 동기(10.8조원) 대비 40.3% 증가한 수치이다.

매출채권 기초 유동화증권 발행실적

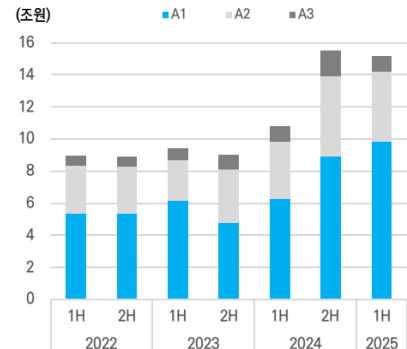


카드대금채권 유동화는 일반적으로 카드사들의 채권 Book-off 목적 및 법인회원들의 자금조달 수단으로 활용된다. 2025년 상반기 기준 총 5개 카드사가 해당 시장에 참여하고 있으며, 주요 참여사는 현대카드(주), 신한카드(주), 롯데카드(주) 등이다. 특히 2025년 들어 롯데카드(주) 관련한 발행실적이 크게 증가한 것으로 나타났다. 법인회원 신용등급 기준으로는 A1이 과반을 차지하고 있으며, A2 등급과 함께 대부분의 비중을 구성하고 있다.

참여 카드사별 발행실적



법인회원 등급별 발행실적

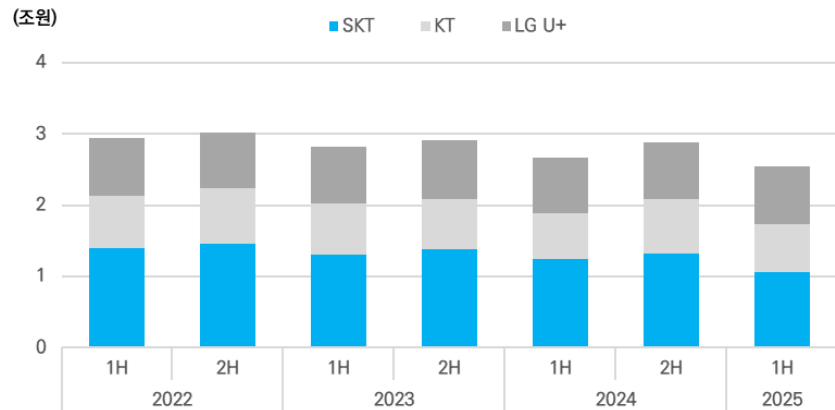


단말기 할부대금채권 유동화
발행규모 소폭 감소

단말기 할부대금채권 유동화증권 발행액은 전년 동기 대비 4.6% 감소한 2.5조원으로 집계되었다. 단말기 할부대금채권은 매출채권 유동화의 대표적인 기초자산 중 하나이나, 국내 단말기 시장이 성숙기에 접어들면서 해당 유동화 시장 역시 성장이 정체되고 있다. 발행규모는 통신사 간 경쟁 강도나 신규 단말기 출시 성과 등 발행시점의 시장 요인에 영향을 받는 구조이며, 최근에는 스마트폰 교체주기의 장기화와 비우호적인 거시경제 여건에 따른 소비심리 위축이 부정적 요인으로 작용하고 있다.

통신사별로는 SK텔레콤(주) 발행 비중이 40% 내지 50% 수준으로 가장 높으며, (주)LG 유플러스 및 (주)KT가 그 뒤를 잇고 있다.

통신사별 단말기 할부채권 유동화 발행실적

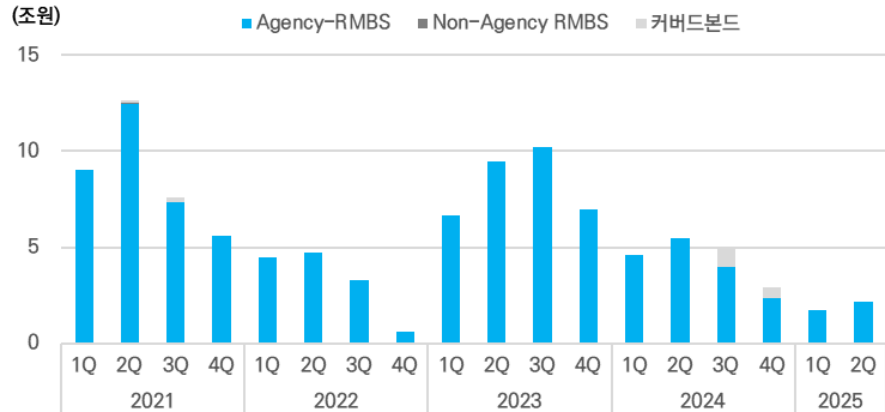


④ RMBS/커버드본드⁷: 3.9조원 발행, 전년 동기 대비 61.5% 감소

RMBS 규모는 대폭 감소

2025년 상반기에는 커버드본드 발행이 이루어지지 않았다.⁸ RMBS의 경우 한국주택금융공사가 자산보유자로 참여한 Agency-RMBS만 발행되었으며, 전체 RMBS 발행실적 역시 저조한 수준에 머물렀다. 이는 적격대출의 취급 중단이 지속되는 가운데, 금리 하락 사이클에도 불구하고 부동산 시장의 전반적인 거래 둔화 및 정부 대출규제 등이 복합적으로 작용한 결과로 해석된다.

분기별 RMBS/커버드본드 발행실적



월별 보금자리론, RMBS 실적, 주택거래현황



월별 보금자리론, 주택담보대출 금리



자료: 한국주택금융공사, 한국부동산원

한편, 국내 RMBS 시장은 발행자가 기초자산의 조기상환위험을 부담하도록 구조화된 Pay-through 방식⁹ 중심으로 형성되어 있다. 반면, 기초자산의 조기상환 위험을 투자자가 부담하는 Pass-through¹⁰ 방식의 RMBS는 2016년을 기점으로 일정 수준의 발행실적을 기록했으나, 지속적으로 감소하는 추세이며, 2025년 상반기에는 0.2조원이 발행되는 데 그쳐 미미한 수준에 머물렀다.

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

⁸ 금융당국은 민간 장기모기지 확대를 목표로 커버드본드 활성화 방안을 발표하였고, 커버드본드 발행 및 투자 관련 제반 제도를 정비하였다. 이러한 금융당국의 지원 속에서 시중은행(주)국민은행, (주)신한은행, (주)하나은행은 2024년 하반기 중 총 1.7조원의 원화 커버드본드를 발행하였으나, 2025년 상반기에는 발행이 이어지지 않는 모습이다.

⁹ 기초자산의 현금유입과 상관없이 유동화증권 원리금 상환시점과 금액이 확정되어 있는 방식

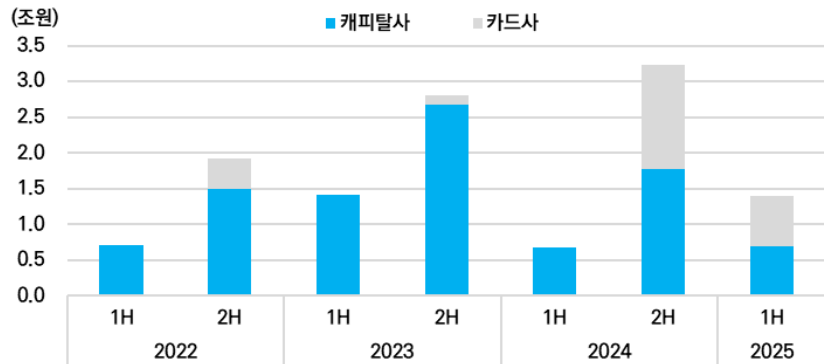
¹⁰ 주택담보대출 Pool에서 발생하는 현금유입액을 그때 그때마다 비정기적으로 원리금 상환에 충당하는 방식

⑤ 오토론 유동화: 1.4조원 발행, 전년 동기 대비 105.5% 증가

캐피탈사 참여 부진 속
카드사
발행 규모 증가

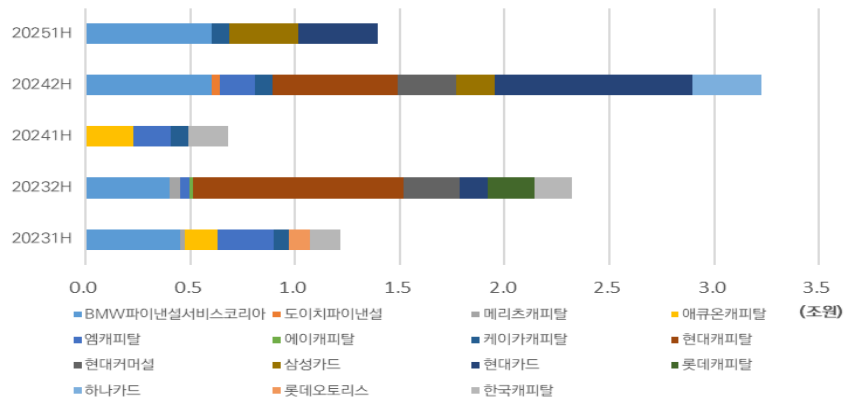
2025년 상반기 오토론 유동화 발행실적은 삼성카드(주) 및 현대카드(주)가 자금조달 및 재무비율 개선을 위한 Book-off를 목적으로 시장에 참여하면서 전년 동기 대비 성장세를 보였다. 그러나 시장의 주요 발행 주체였던 A급 신용등급 캐피탈사들의 발행은 저조한 편이며, 이는 비교적 우호적인 여전 채 발행 환경이 조성되면서 대체 자금조달 수단으로서의 오토론 유동화 활용이 상대적으로 감소한 데 따른 것으로 보인다.

반기별 오토론 유동화 발행실적



한편, 2025년 상반기에는 총 2개의 캐피탈사¹¹와 2개의 카드사¹²가 유동화에 참여하였다.

자산보유자별 오토론 유동화 발행실적



¹¹ BMW더블유파이낸셜서비스코리아(주) 6,000억원, (주)케이카캐피탈 850억원

¹² 삼성카드(주) 3,284억원, 현대카드(주) 3,796억원

3. 자산유동화증권 유형별 발행실적

ABS는 감소
ABCP/ABSTB는 증가

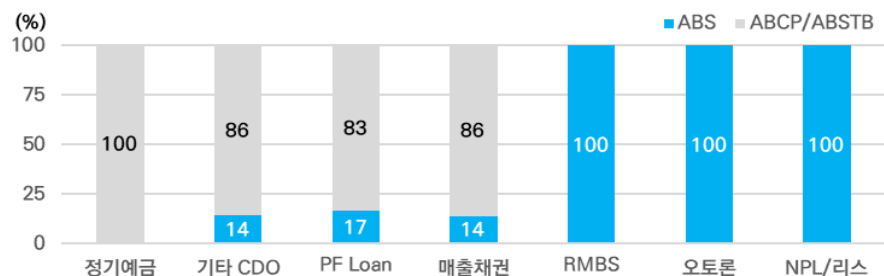
2025년 상반기 ABS(사모/공모, 수익증권/커버드본드 포함) 발행액은 15.9조원으로, RMBS 및 오토론 발행금액 감소로 전년 동기 대비 18.1% 줄어들었다. 한편, ABCP/ABSTB의 경우 모든 자산군의 전반적인 발행 증가로 인해, 발행실적(114.0조원) 및 발행건수(1,417건)가 전년 동기 대비 각각 71.8%, 67.3% 늘어났다.

증권유형	2023년 상반기		2024년 상반기		2025년 상반기	
	발행금액	건수	발행금액	건수	발행금액	건수
ABS ^{주)}	243,851	70	194,918	90	159,454	80
ABCP/ABSTB	550,864	791	663,520	847	1,139,957	1,417
합계	794,714	861	858,438	937	1,299,411	1,497

주) ABS는 수익증권, 커버드본드 포함

유동화증권의 유형은 기초자산의 종류에 따라 차이가 크다. Arbitrage 달인 정기에금 유동화 등 CDO는 대부분 ABCP/ABSTB의 형태로 발행되며, Pooling CBO를 중심으로 일부만이 ABS의 형태로 발행된다. RMBS, 오토론 및 NPL 등은 기초자산의 만기가 장기인 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 구매전용카드대출채권은 짧은 만기에 일시상환되어 ABCP/ABSTB 발행이 많지만, 단말기 할부대출채권 유동화 등은 긴 회수기간에 걸쳐 분할상환되는 자산이라는 점과 채권양도의 대항요건 구비 등의 이유로 ABS 형태가 선호되고 있다.

2025년 상반기 기초자산별 / 증권유형별 발행비중



주) 기타 CDO는 정기에금을 제외한 CDO를 의미함.

4. 자산유동화증권 등급별 발행실적

ABS 시장은
AAA 등급 위주

2025년 상반기 ABS 발행의 86.8%가 AAA 등급으로 여전히 시장의 중심을 차지했으나, 건설사들이 신용보강을 제공한 PF Loan 유동화를 중심으로 AA급 ABS 발행이 큰 폭으로 증가했다. 2024년 상반기에도 동일한 기초자산 및 구조 하에서 A급 ABS 규모가 확대된 바 있으며, 이러한 흐름이 지속된다면 AAA 중심의 등급 구조에 점진적인 변화를 유도할 수 있을 것으로 판단된다.

ABS 신용등급별 발행실적

신용등급	2023년 상반기		2024년 상반기		2025년 상반기	
	발행금액	비율	발행금액	비율	발행금액	비율
AAA	235,739	96.7%	174,744	89.7%	138,454	86.8%
AA	5,676	2.3%	1,962	1.0%	13,884	8.7%
A	947	0.4%	16,745	8.6%	2,967	1.9%
BBB	435	0.2%	667	0.3%	2,340	1.5%
BB	0	0.0%	0	0.0%	330	0.2%
B	0	0.0%	0	0.0%	0	0.0%
CCC 이하	1,054	0.4%	800	0.4%	1,479	0.9%
합계	243,851	100.0%	194,918	100.0%	159,454	100.0%

ABCP/ABSTB 시장도
A1 등급 중심

정기예금 유동화, 증권사 신용보강 구조의 CDO 및 PF Loan 유동화증권의 발행실적 증가세가 ABCP/ABSTB 시장의 성장을 견인하였다. 이에 따라 해당 시장에서 A1 등급이 전체의 89.0%를 차지하며 여전히 절대적인 비중을 나타내고 있다.

ABCP·ABSTB 신용등급별 발행실적

신용등급	2023년 상반기		2024년 상반기		2025년 상반기	
	발행금액	비율	발행금액	비율	발행금액	비율
A1	492,334	89.4%	578,103	87.1%	1,014,689	89.0%
A2+	27,713	5.0%	32,376	4.9%	38,607	3.4%
A2	15,923	2.9%	30,798	4.6%	53,007	4.6%
A2-	2,817	0.5%	9,079	1.4%	15,839	1.4%
A3+	9,719	1.8%	2,654	0.4%	4,217	0.4%
A3	1,853	0.3%	10,220	1.5%	12,194	1.1%
A3-	80	0.0%	30	0.0%	0	0.0%
B+ 이하	425	0.1%	260	0.0%	1,405	0.1%
합계	550,864	100.0%	663,520	100.0%	1,139,957	100.0%

5. 2025년 하반기 전망

2025년 하반기에는 국내외 통화정책의 완화 기조가 지속될 것으로 예상됨에 따라, 유동화증권 발행 여건도 점진적으로 개선될 것으로 보인다. 다만, 지정학적 리스크와 보호무역주의 강화 등 대외 불확실성이 여전히 상존하고 있어 시장에 부담 요인으로 작용할 수 있다. 이에 더하여 자산군별 발행규모는 정부의 정책 방향, 유동화 참여기관의 자금조달 수요 및 재무 상황 등에 따라 차별화가 이루어질 전망이다.

① CDO: 중립적

정기예금 유동화 수요
가변적

정기예금 유동화는 대출증가세 둔화 가능성, 기준금리 인하 추이 등에 따라 발행수요는 가변적이다. 정기예금 유동화 규모는 Arbitrage 거래의 특성상 예금금리, 스왑포인트 등 시장 외생변수 방향성과 금융당국의 규제, 그리고 이에 따른 은행의 예수금 조달 수요 등에 영향을 받는다. 부동산 관련 금융 규제가 지속되는 경우 가계대출 증가세가 둔화될 수 있으며, 경기 불확실성으로 인해 기업대출 확대 가능성도 제한적인 상황이다. 이에 따라 예대율 관리 측면에서 2025년 하반기 정기예금을 통한 자금 조달 수요는 상반기 대비 확대보다는 일부 축소될 가능성이 높아 보이나, 하반기 기준금리 인하 추이에 따른 변동성이 존재한다.

다만 스왑포인트 수준에 따라 해외 정기예금 유동화의 재개 여부는 주목할 만한 변수다. 또한 향후 대출증가세의 실제 추이, LCR/예대율 규제 방향, 기존 발행물의 차환 수요 등 다양한 요인에 따라 시장 흐름은 유동적일 수 있다.

대출채권/사채/어음 및
당좌수표 유동화는
강보합세 예상

대출채권/사채/어음 유동화의 경우 2025년 하반기 소폭 증가한 수준의 발행이 예상되며, 당좌수표 유동화도 꾸준한 발행 흐름을 이어갈 것으로 전망된다. 우호적인 금리환경 속에서 기업들의 대체 자금조달 수단으로서 유동화 수요가 지속될 수 있어 보이며, 당좌수표 유동화는 현재 일부 특정 그룹의 계열사 등을 위주로 이루어지고 있으나, 단기 유동성 관리의 수단 중 하나로서 시장 전반으로 확산될 여지가 있는 것으로 판단된다.

P-CBO는
발행규모 감소 가능성

2025년 하반기 P-CBO 발행규모는 다소 주춤할 가능성이 있다. 상반기에 발행된 중소벤처기업진흥공단 CBO는 하반기에 발행계획이 확인되지 않으며, 신용보증기금은 2025년 업무계획(안)을 통해 연간 5.0조원의 발행을 목표로 제시한 가운데, 상반기에 약 2.8조원이 집행된 것으로 집계되었다. 다만, P-CBO는 중소·중견기업에 대한 지원규모 및 유관기관의 정책기조와 밀접하게 연계되는 특성이 있어, 경기 침체와 불확실한 경제 여건이 지속되는 상황에서 기업들의 수요를 감안할 때 하반기 발행이 일정 수준 확대될 가능성도 배제할 수 없다.

② PF Loan 유동화: 다소 부정적

PF Loan 유동화
회복 가능성은 제한적

2025년 하반기 PF Loan 유동화 시장의 추가적인 회복 가능성은 제한적일 것으로 전망된다. 정부의 PF 시장안정 프로그램 운영 연장과 금리 인하 기조는 PF 사업의 자금조달 여건 개선에 긍정적인 요인으로 작용하고 있으며, 수도권 주거용 부동산을 중심으로 가격 상승세는 PF 사업의 수익성 제고 측면에서 유동화 시장에 우호적인 환경을 제공하고 있다.

그러나 최근 발표된 6.27 부동산 대출 규제로 인해 주거용 부동산 매매 심리가 일부 위축된 것으로 관측되며, 정부의 '부동산 PF 건전성 제도개선방향'¹³ 등 정부정책의 방향성에 따라 향후 금융권 전반

¹³ '2024년 11월에 발표된 부동산 PF 제도개선방안' 이후, 정부는 금융업권TF를 통해 '부동산PF 건전성 제도개선방향'을 마

에서 PF 익스포저 관리 부담이 강화되고, 무분별한 PF 참여가 제한될 가능성도 있다. 특히 PF 사업의 구조적 수익성 저하 문제가 해소되지 않은 가운데, 지방 및 비주거용 부동산 시장의 회복세가 더딘 점은 PF Loan 유동화 시장의 전반적인 활성화를 제약하는 주요 요인으로 작용할 것으로 판단된다.

③ 매출채권 유동화: 중립적

카드대금채권의 꾸준한 발행 및
단말기 유동화 수요 유지 전망

카드대금채권 기초 유동화증권은 꾸준한 발행이 이어질 것으로 보인다. 카드대금채권 유동화가 일반 기업들의 대체 자금조달 수단으로서 공고히 자리매김하고 있는 점을 감안할 때, 향후에도 지속적인 발행이 예상되나 성장속도는 다소 완화될 가능성이 있다.

단말기 유동화는 현 수준의 수요가 유지될 것으로 전망된다. 단말기 유동화시장은 국내 스마트폰 시장이 성숙기에 접어들면서 성장이 정체된 상태이다. 향후 관련 서비스의 안정화, 신규 스마트폰의 흥행 성과에 따라 발행규모가 가변적일 수 있으나, 그 영향은 제한적일 것으로 판단된다.

④ RMBS/커버드본드: 다소 긍정적

RMBS의 회복세는 제한적
커버드본드 발행규모 증가 전망

RMBS의 발행규모에는 지속적인 하방 압력이 작용할 것으로 예상된다. 적격대출의 취급 중단이 이어지고 있으며, 스트레스 DSR의 단계적 도입에 따라 주택담보대출 수요가 위축될 수 있다. 향후 부동산 관련 정책 방향에 따라 발행규모의 변동 가능성은 존재하지만, 현행 규제 기초가 유지되는 한 RMBS 시장의 회복세는 제한적일 것으로 전망된다.

반면, 커버드본드는 2025년 하반기에 발행이 이루어질 것으로 보인다. 2024년 금융당국은 정책모기지 축소와 민간 장기모기지 확대를 목표로 커버드본드 활성화 방안을 발표하고, 발행 및 투자 관련 제반 제도를 정비하였다. 이에 따라 2021년을 마지막으로 발행이 없었던 커버드본드가 2024년 하반기부터 발행이 재개되었으며, 2025년 상반기에는 일시적으로 발행이 주춤했으나, 정책적 지원과 시장 여건을 고려할 때 하반기에는 발행이 다시 이루어질 것으로 예상된다.

⑤ 오토론 유동화: 중립적

오토론 유동화는
보험세 전망

오토론 유동화는 긍정적 요인과 부정적 요인이 혼재된 양상을 보이고 있다. 우호적인 금융환경 속 여전채 스프레드가 축소된 점은 오토론 유동화 수요 측면에서 다소 부정적으로 작용한다. 그러나 전반적인 시장금리 하락으로 장기 ABS 발행여건이 개선되고 있으며, 기존 발행물의 차환 수요 등이 도래하는 점은 긍정적 요인으로 평가된다. 또한 2025년 상반기에는 주요 시장 참여자인 A급 캐피탈사의 발행이 저조했기 때문에, 하반기에 자금조달에 나설 경우 발행실적이 증가할 가능성이 있다.

련하였다. 이번 개선 방향은 금융업권별로 차등화된 PF사업 자기자본비율(예: 20%)을 기준으로, 위험가중치 조정, 건전성 분류 및 총당금 적립 기준 차별화, PF대출시 자기자본 요건 등을 포함한다. 또한 PF 연체율 등 실제 위험 수준을 반영하여 업권별 건전성관리 규제를 정비하고, 거액신용규제 도입, 업권별 PF 한도 조정 등도 주요 내용으로 담겼다.

당국은 PF 사업자의 자기자본비율 수준 및 시장 상황 등을 종합적으로 고려하여, 충분한 유예기간을 두고, 신규대출부터 단계적으로 적용할 방침임을 밝혔다. 또한 금융 및 건설업계의 의견을 수렴해 적용 유예기간, 단계적 시행방안 및 구체적 한도 수준 등을 포함한 실행계획을 2025년말까지 마련할 예정이라고 설명했다.

유의사항

한국신용평가 주식회사 (“당사”)가 공시하는 신용등급은 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권의 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 증권의 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 고려 중인 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 투자자의사결정을 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 감사가관이 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 적합한지 여부를 당사가 명시적 혹은 묵시적으로 보증하거나 약속하지는 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 받았더라도, 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, 재배포, 전송, 전달, 유포, 재배포 또는 재판매, 또는 그러한 목적으로 사용하기 위해 저장할 수 없습니다.