



(기업의 자금조달과 금융시장의 역할)

금리 상승기의 신용채권시장의 변화

2023. 5

자본시장연구원

선임연구위원 김필규

Contents

1

신용채권시장 여건 변화

2

신용채권시장 현황

3

금리 상승이 기업 자금조달에 미친 영향

4

잠재 위험요소 점검

1

신용채권시장 여건 변화

거시경제 여건

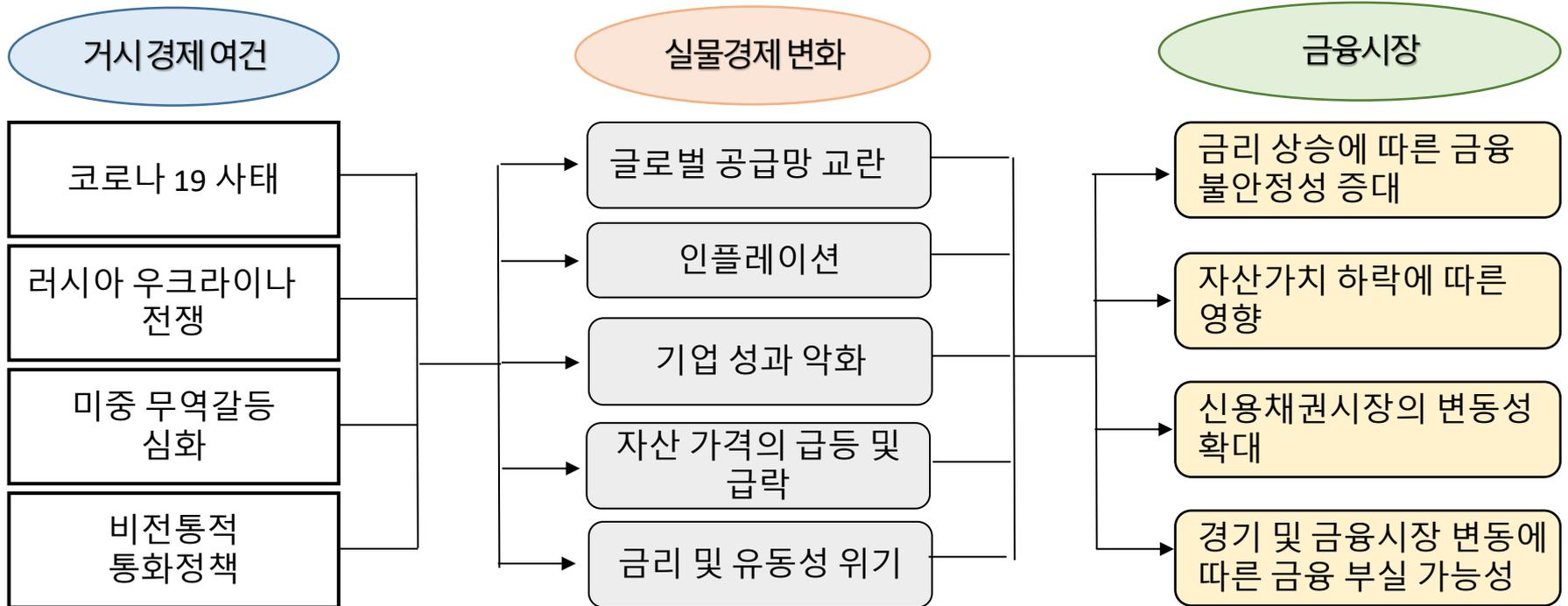
- 코로나19 사태 이후 글로벌 공급망 불안과 러시아 우크라이나 전쟁으로 인한 석유가격 상승 등으로 전세계가 높은 물가상승률을 기록
 - › 코로나19 사태로 인한 공급망 충격이 누적되어 원자재와 재화 생산, 물류, 재고, 고용 등에 광범위한 충격을 주고 있음
 - › 러시아 우크라이나 전쟁은 자원가격 상승 압력으로 작용하여 급격한 물가 상승을 초래
- 미중 무역갈등은 경제 회복의 걸림돌로 작용
 - › 2018년부터 이어진 미중 무역갈등은 자유무역과 글로벌라이제이션 프레임워크를 변화시키고 전세계 경제에 부담 요인으로 작용
 - › 미중 무역갈등에 따른 보호무역주의의 등장은 대외 의존도가 높은 한국에게는 부정적인 영향을 미치고 있음
 - › 경기 둔화에 따른 기업 펀더멘털에 영향을 미칠 가능성
- 완화적 통화정책 기조의 변화 및 기준금리 인상
 - › 코로나19사태 대응을 위해 주요 선진국의 대규모 국채를 발행하였고 이와 같은 정부부채 증가는 향후 커다란 부담으로 작용
 - 중국의 경우에는 기업부문의 부채가 크게 증가
 - › 기존의 완화적 통화정책 및 확장적 재정정책에서 인플레이션 압력을 줄이기 위한 통화정책 정상화 및 기준금리 인상으로 정책 기조가 변화

신용채권시장을 둘러싼 여건 변화

- 인플레이션은 금리 상승의 주요 요인으로 작용
 - › 인플레이션 압력으로 각국의 기준금리 인상
 - › 다양한 요인으로 부채가 증가한 가운데 각국은 인플레이션을 막기 위해 기준금리를 인상
- 신용채권 투자자의 투자전략의 변화 가능성
 - › 경기 둔화에 따른 기업 실적 저하와 금리 상승에 따른 기업의 이자부담 증가는 전반적인 기업 신용도 하락 요인으로 작용
 - › 고금리에 따른 부동산 경기의 변화는 부동산 익스포저가 높은 국내 신용채권시장에 영향을 미칠 가능성
- 미국과 유럽의 은행 위기는 신용채권 및 대출시장의 위축을 초래한 가능성이 있음
 - › Silicon Valley Bank파산과 Credit Swiss위기는 금융시장의 위기 요인
 - › 은행 섹터에 대한 불안감은 은행에 대한 규제 변화 및 크레딧시장을 위축시킬 것으로 예상
- 미국 상업용부동산시장 불안감 확대, 한국의 PF 부실화 우려 등은 향후 시장의 변동성을 높이는 요인으로 작용할 가능성

경제여건 변화의 영향

○ 거시경제 여건이 금융시장에 미친 영향



2

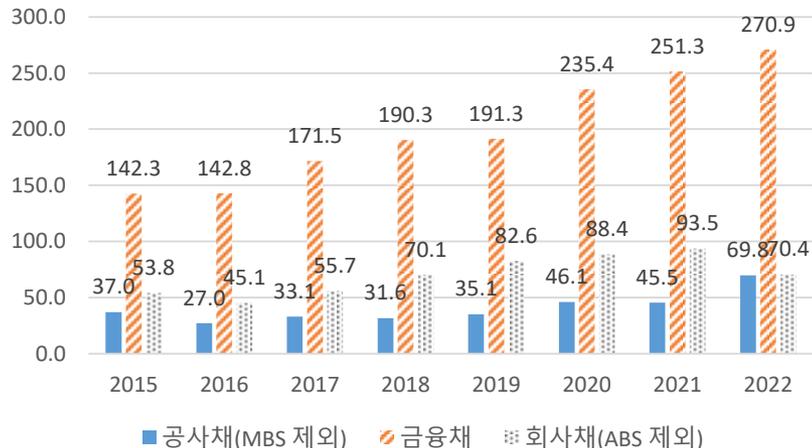
신용채권시장 현황

신용채권 발행 추이

- 2022년도 신용채권 발행액은 전년 대비 5.3% 증가한 411조 1,026억원을 기록
 - ▶ 유형별로 보면 공사채, 금융채는 증가한 반면 회사채는 감소하였음
 - 공사채의 경우 한전채 발행 급증(8.5조→29.8조원)의 영향으로 전년 대비 대폭 증가(45.5조원→69.8조원)
 - 금융채는 은행채의 발행 증가(183.2조원→204.2조원)에 힘입어 전년 대비 증가(251.3조원→270.9조원)
 - 회사채의 경우 2023년 하반기 신용경색의 영향으로 전년 대비 대폭 감소(93.5조원→70.4조원)
 - ▶ 2023년 3월까지 신용채권 발행액은 모든 유형에서 전년 동기 대비 증가

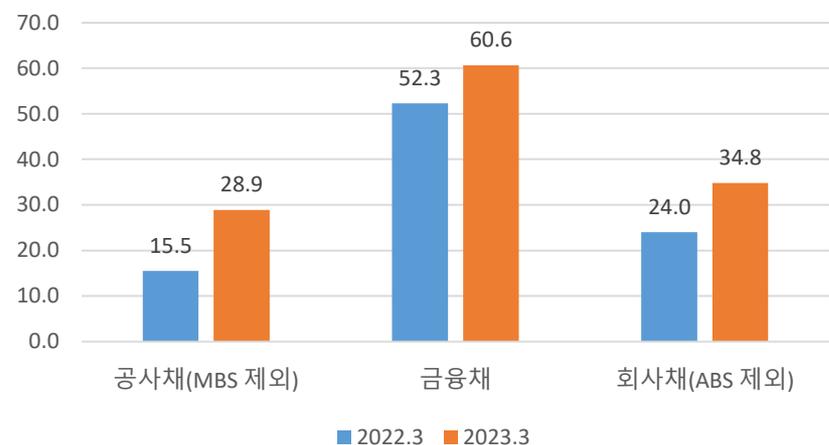
신용채권 발행 추이

(단위: 조원)



2023년 신용채권 발행 추이

(단위: 조원)

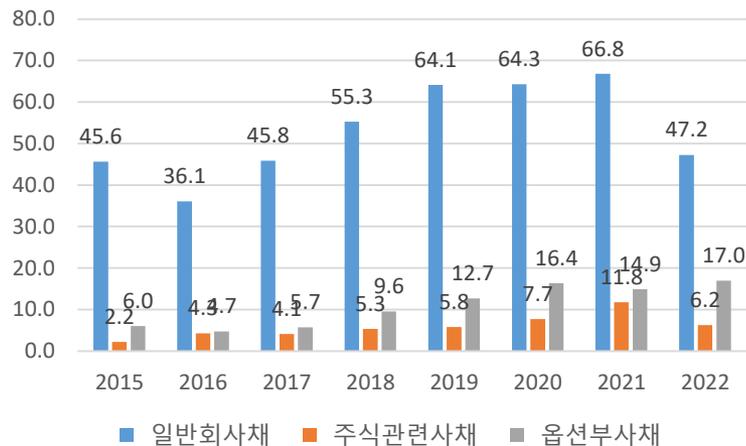


회사채 발행 추이

- 2022년 일반 회사채 발행은 전년 대비 29% 감소한 47.2조원을 기록
 - ▶ 유형별로는 무보증회사채와 주식관련사채의 발행은 대폭 감소한 반면 옵션부사채의 발행은 증가
 - 신용경색에 따른 P-CBO발행 확대의 영향으로 기초자산인 사모 방식의 옵션부사채 발행이 증가
 - ▶ 2023들어 회사채 발행이 다시 증가하여 3월말까지 발행 규모는 전년 대비 45.1% 증가한 34.8조원을 기록
 - 전년도 회사채시장 여건 악화에 따른 이월 물량이 시장 여건 회복에 따라 대규모로 발행되었고, 경기침체에 대비한 유동성 확보 목적의 회사채 발행도 증가
 - 투자자 측면에서는 하반기 금리가 하락할 것이라는 기대에 따라 신용채권의 투자를 확대

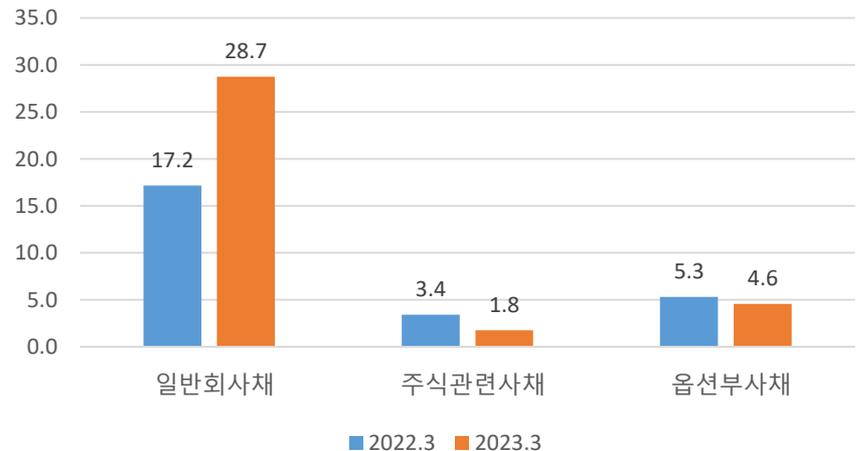
회사채 유형별 발행 추이

(단위: 조원)



2023년 회사채 발행

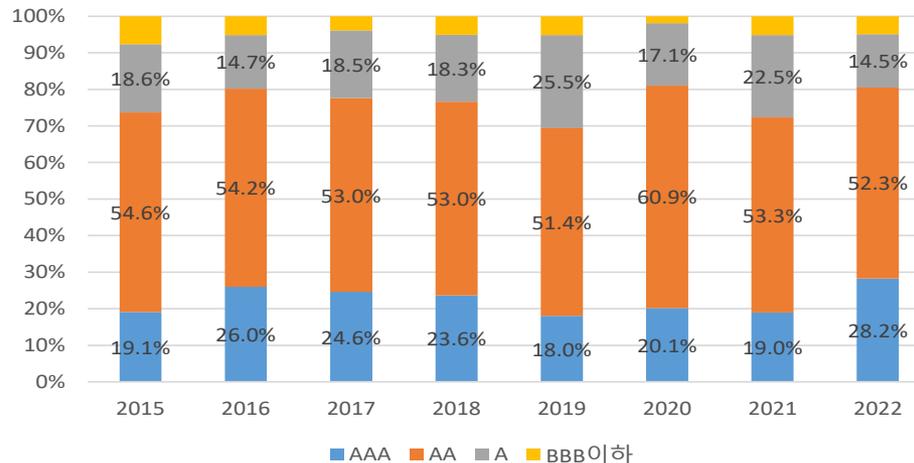
(단위: 조원)



회사채 발행 추이

- 2022년 발행된 공모 무보증회사채의 신용등급별 비중을 보면 AA등급 이상의 초우량 회사채 비중은 증가한 반면 A등급 이하의 비중은 크게 감소
 - ▶ 등급별 비중은 AAA등급(2021년 19.0% → 2022년 28.2%)은 증가한 반면 AA등급(2021년 53.3% → 2022년 52.3%)은 소폭 감소, A등급(2021년 22.5% → 2022년 14.5%)은 대폭 감소
 - ▶ 금리 상승과 경기 둔화 등의 영향으로 투자자의 신용 민감도가 높아진 상황에서 레고랜드 사태 이후 신용채권시장은 경색 현상을 보이는 가운데 초우량 회사채 만이 소화가 가능

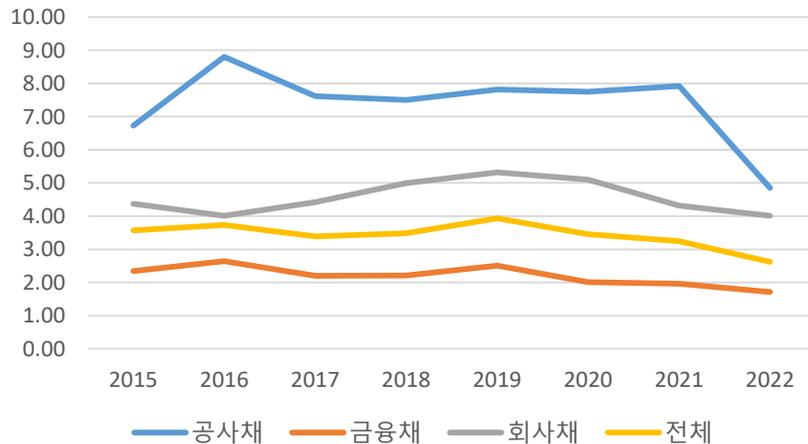
무보증사채의 신용등급별 비중 추이



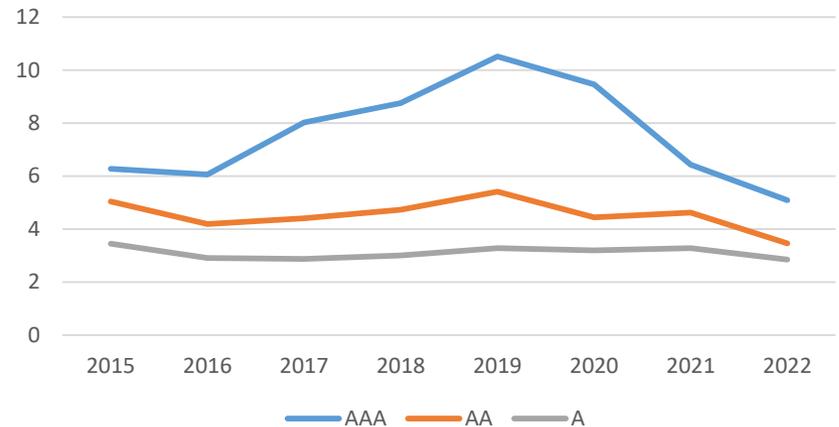
신용채권 만기 추이

- 2022년 신용채권의 평균 만기는 전년 대비 단기화되는 모습을 보이고 있음
 - › 전체 신용채권 평균 만기는 2021년 3.24년에서 2022년에는 2.62년으로 짧아졌음
 - › 무보증회사채는 2020년 이후 평균 만기가 줄어드는 추세를 보이는 가운데 2021년 4.52년에서 2022년에는 3.77년으로 줄어들었음
 - 신용등급별 회사채 평균 만기는 등급이 높을수록 만기가 길어지는 추세가 지속되는 가운데 최근 들어 AAA등급 회사채 만기가 대폭 짧아지고 있음
 - › 이와 같이 모든 채권의 만기가 줄어든 것은 금리 상승 추세 및 신용채권시장의 불확실성이 높아진 가운데 투자자들이 상대적으로 짧은 만기의 채권을 선호한 데에 기인

채권 유형별 평균 만기 추이



무보증회사채 등급별 평균 만기

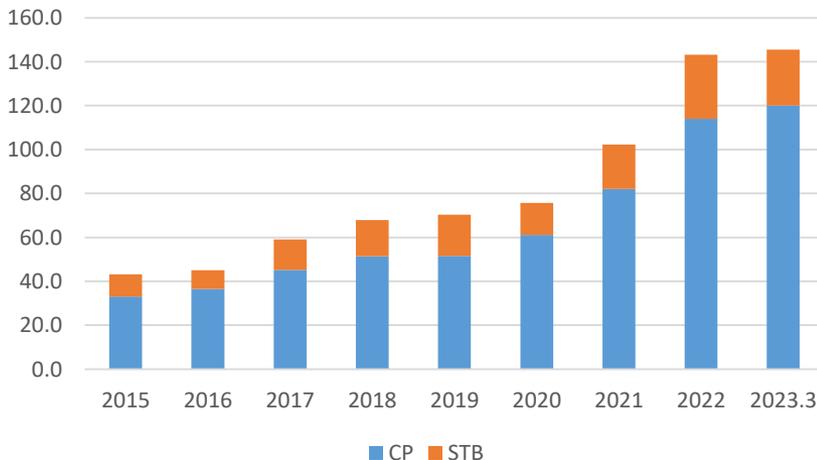


단기증권시장 추이

- 금리가 상승 추세를 보임에 따라 기업 및 금융기관의 단기자금 조달은 크게 증가
 - ▶ 2022년말 일반 단기조달증권(CP+STB) 잔액은 전년말 대비 39.9% 증가한 143.1조 원을 기록
 - 금리 상승과 채권시장 경색이 단기자금 의존도 심화의 주요 요인으로 작용
 - ▶ 부문별로 보면 2022년말 기준 모든 부문에 걸쳐 단기조달증권 잔액이 확대되는 가운데 특히 한전의 단기조달 확대로 공사의 잔액이 전년 대비 144% 증가
 - 기업부문의 잔액은 전년말 대비 14.4% 증가

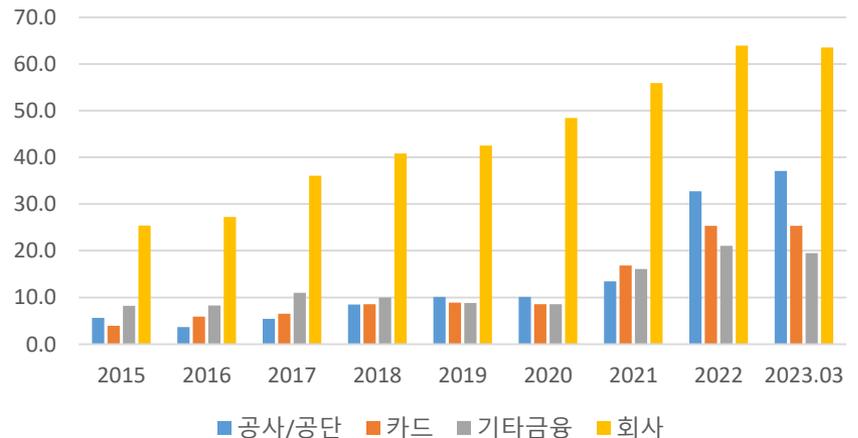
일반 단기조달증권 잔액 추이

(단위: 조원)



유형별 단기조달증권 잔액 추이

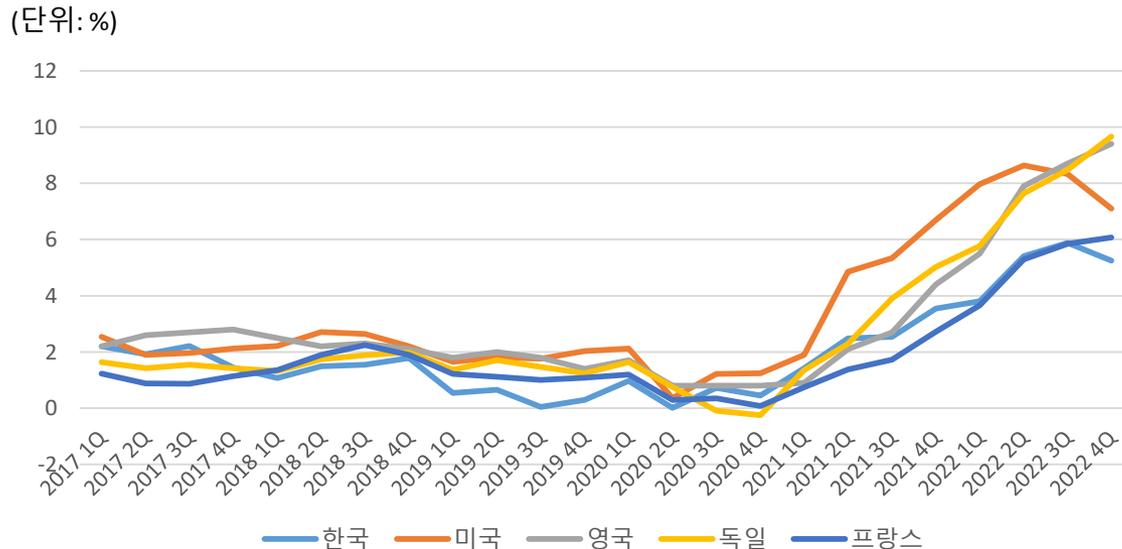
(단위: 조원)



글로벌 인플레이션

- 코로나19 사태에 따른 글로벌 공급망 충격과 러시아 우크라이나 전쟁으로 인한 식량, 에너지 공급난의 영향으로 전세계가 인플레이션 압력을 받고 있음
 - ▶ 2022년 4분기 미국의 인플레이션은 다소 둔화되기는 하였으나 여전히 높은 상승률을 기록
 - ▶ 유럽의 경우 4분기까지 인플레이션율이 계속 상승하는 추세

주요국 인플레이션 추이



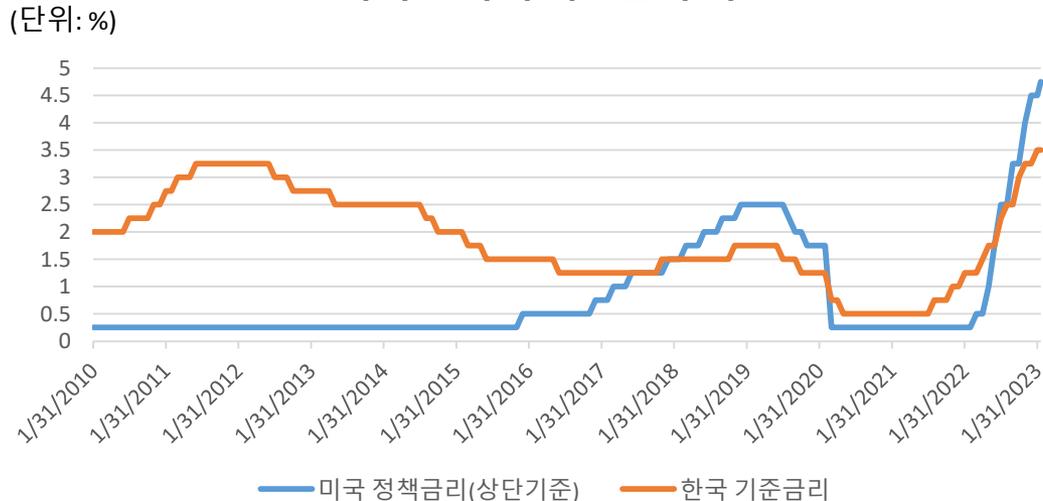
글로벌 인플레이션

- 인플레이션 파이터로 변한 각국의 중앙은행은 기준금리 인상 및 통화정책의 정상화를 추진
 - ▶ 향후 인플레이션 향방이 각국의 정책금리 고점을 결정짓는 요소로 작용할 가능성이 있음
 - ▶ 미국의 경우 시장과 중앙은행간에 금리를 바라보는 시각차가 존재
 - 기준금리 변화에 대한 시장과 중앙은행 간의 시각차가 좁혀지지 않는 가운데 FED는 인플레이션이 상당히 둔화되기 전까지는 기준금리를 인상해야 한다는 입장을 보이고 있음
 - 미국의 고용 데이터, 경직적인 인플레이션 신호, 소매판매 강세 등 탄탄한 경제지표로 인해 연준의 매파적 금리인상 기대는 더욱 커지고 있는 상황
 - SVB사태는 연준의 금리 인상의 스탠스를 다소 변화시키는 요인으로 작용
- 미국의 기준금리 인상은 글로벌 경제 및 채권시장에 영향을 미침
 - ▶ 미국의 금리 인상은 국내시장 동조화의 영향으로 금리 상승의 요인으로 작용
 - ▶ 한·미 간의 기준금리 역전은 외환시장, 외국인 투자자의 투자 유인의 변화를 초래할 가능성이 있음

기준금리

- 인플레이션 억제를 위한 각국 중앙은행의 기준금리 인상 등의 영향으로 전세계 금리는 가파른 상승세를 기록
 - ▶ 미국의 정책금리 인상은 환율 약세 경로를 통해 자본유출과 물가상승 압력을 높이고 있음
 - 유동성 공급 증대와 글로벌 공급망 충격으로 높은 인플레이션을 기록함에 따라 미국 FED는 2022년초 0~0.25%이던 정책금리를 4번의 자이언트 스텝과 1번의 빅스텝을 통해 4.25~4.5%로 올렸음
 - ▶ 한국 기준금리는 2021년초 0.5%에서 8월부터 점진적으로 인상하여 2022년말 3.5%로 인상
 - 한국의 기준금리 인상에도 불구하고 미국이 급속히 정책금리를 인상함에 따라 2022년 하반기부터 한미 금리 역전 현상이 발생
 - 한미 금리 역전은 외국인 채권투자 및 환율 약세 등에 영향을 미치며, 한국은행의 기준금리 정책의 부담 요인으로 작용할 가능성이 있음

한국과 미국의 기준금리 비교



국채금리

- 국채금리는 2021년까지 등락을 보이다가 2022년초부터 본격적으로 상승 추세를 보였으나 2022년 10월 이후 다시 등락세를 보이고 있음
 - ▶ 글로벌 인플레이션에 따른 미국의 기준금리 인상과 통화정책 정상화 과정이 금리 상승의 주요 요인으로 작용
 - ▶ 국내의 경우에도 인플레이션 압력에 따른 기준금리 인상이 추진되고, 채권시장의 수급 불균형이 겹치면서 2022년중 금리가 상승하는 추세를 나타냄
 - ▶ 금리상승에도 불구하고 장단기 스프레드는 실물경기 둔화의 영향으로 축소

국채 수익률 추이

(단위: %)



장단기 스프레드 추이

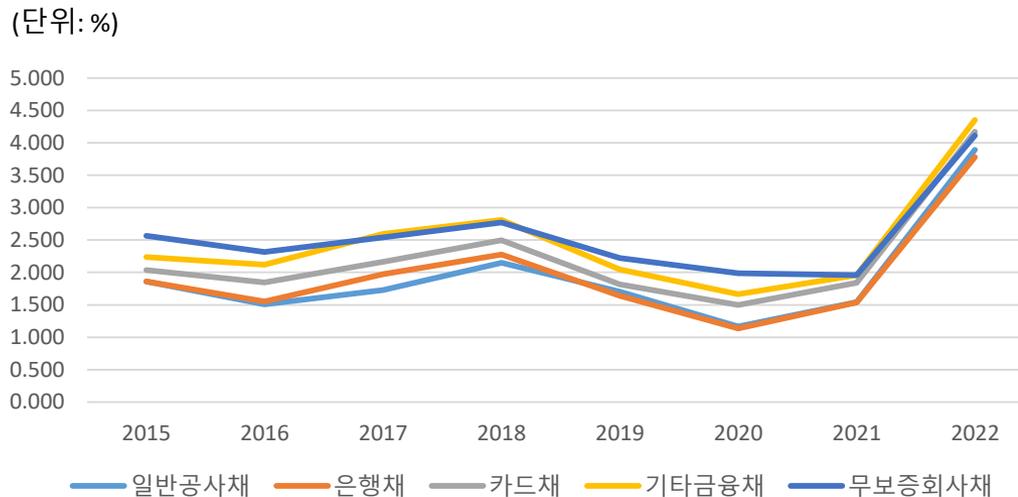
(단위: %p)



신용채권 발행 이자율

- 신용채권의 금리(spot rate기준)는 기준금리 상승 및 신용 스프레드 확대 등의 영향으로 전년 대비 크게 증가
 - ▶ 2022년 전체 신용채권 이자율은 3.92%로 전년(1.80%) 대비 크게 상승
 - 기준금리의 지속적인 상승 등의 전반적인 금리 상승 추세와 레고랜드 사태 이후 PF부실화 우려 등이 신용채권 금리 상승의 주요 요인으로 작용
 - ▶ 유형별로 보면 한전의 조달 확대 및 발행금리 상승으로 인하여 일반 공사채의 발행 수익률이 가장 높은 상승율을 나타내었음
 - 모든 유형의 신용채권 이자율이 상승하는 가운데 특히 일반 공사채와 기타금융채의 이자율 상승폭이 큰 것으로 나타남

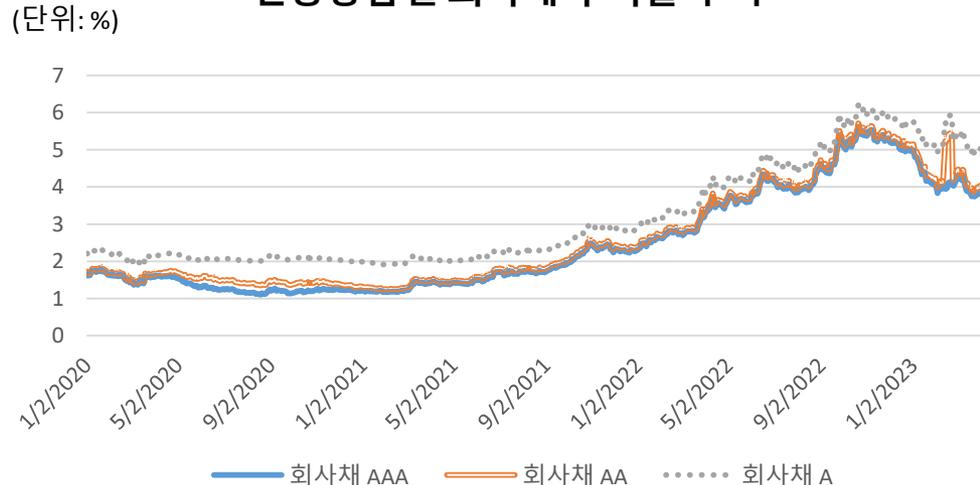
신용채권 유형별 발행 수익률 추이



회사채 수익률

- 금리 상승 기조에 따라 회사채수익률도 2021년 하반기부터 2022년말까지 지속적인 상승세를 나타내고 있음
 - ▶ AA등급 회사채의 경우 2021년 7월 1.8%에서 지속적으로 상승하여 2022년말 5.13%를 기록
 - 2023년 들어서는 국내외 기준금리 상승폭이 줄어들고 연내 기준금리 인상이 마무리될 것이라는 기대감으로 하락세를 보이고 있음
 - ▶ 한전채 발행 확대도 회사채 금리 상승의 한 요인으로 작용
 - 한전의 경우 민평금리보다 높은 금리로 한전채 입찰을 추진함에 따라 전반적인 신용채권 금리 상승의 압박요인으로 작용

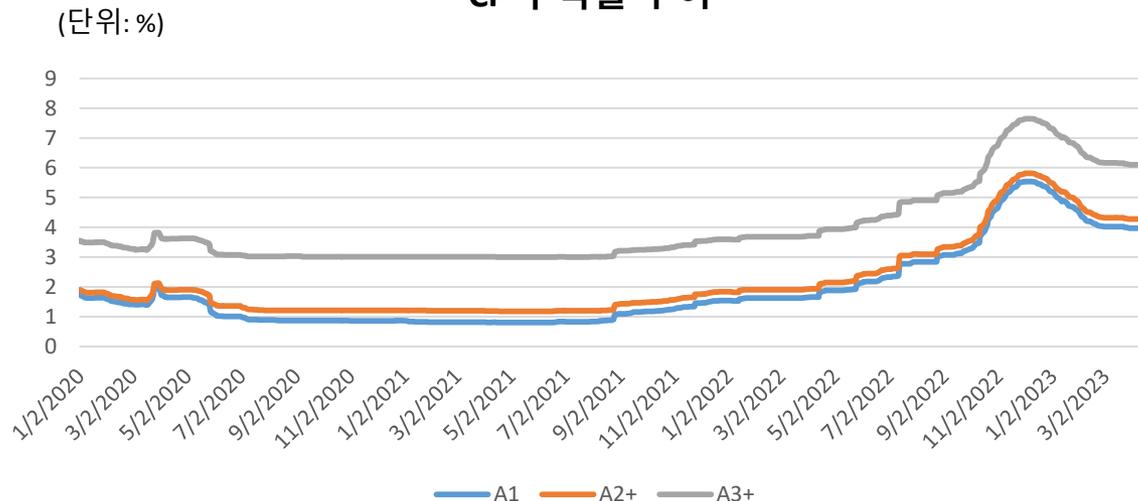
신용등급별 회사채 수익률 추이



단기조달증권 수익률

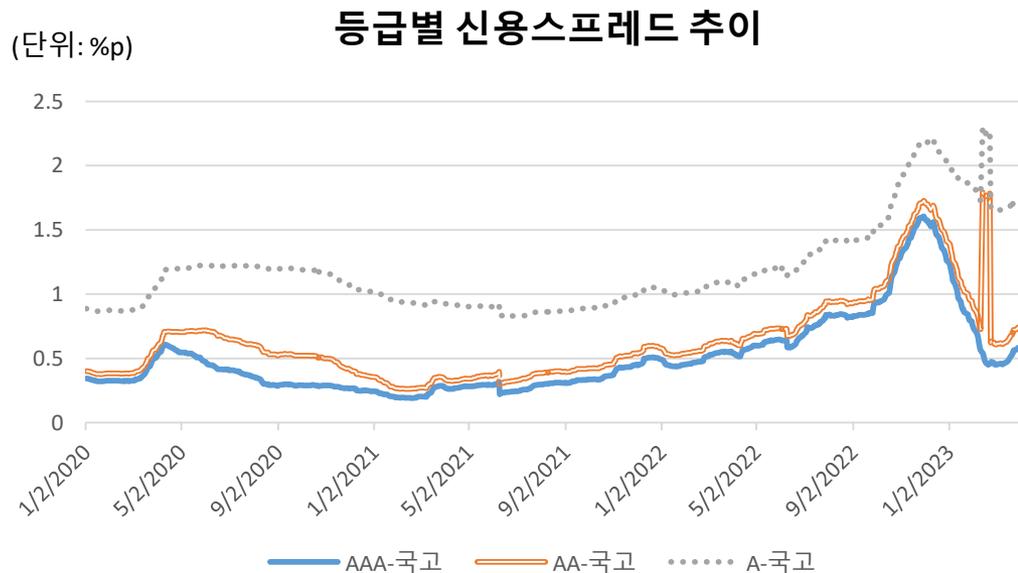
- 단기금리는 완만한 상승세를 보이다가 레고랜드 사태 이후 급격히 상승하는 추세를 보임
 - ▶ 2021년중 PF 관련 단기유동화증권의 시장규모가 급격히 상승하였음
 - PF유동화 잔액은 2020년말 27.0조에서 2021년말에는 39.2조원으로 확대되었으나 이후 시장 변동성 증대로 인하여 2022년말에는 36.2조원으로 감소하였음
 - 이러한 상황에서 레고랜드사태는 단기금융시장의 불안 요인으로 작용하여 CP금리가 크게 상승하였음
 - ▶ 2023년들어 금리가 다소 하락하고 있으나 주택가격 하락, 고금리에 따른 자금압박 등으로 인한 투자자의 PF시장에 대한 신용 민감도는 여전히 높은 상황

CP 수익률 추이



신용 스프레드

- 금리 상승 추세에서 신용 스프레드는 2022년말 대폭 상승하였으나 최근에는 다소 축소되고 있음
 - ▶ 통화긴축 강화의 영향으로 금리가 빠르게 상승하는 가운데 신용 스프레드도 큰 폭으로 상승
 - AAA등급 : 2021년 7월 0.245%p → 2022년말 1.259%p
 - AA등급: 2021년 7월 0.329%p → 2022년말 1.409%p
 - A등급: 2021년 7월 0.831%p → 2022년말 2.024%p
 - ▶ 신용물 수급 불안정과 레고랜드 사태 이후 신용물에 대한 경계 확산이 신용 스프레드 확대의 주요 요인으로 작용
 - 이와 더불어 전반적인 경기 하락에 따른 발행기업의 신용도 하락 우려도 신용스프레드 확대의 한 요인으로 작용



- 인플레이션이 채권시장의 가장 중요한 영향을 미치는 요소로 작용할 가능성
 - › 미국은 정책금리를 통한 인플레이션 관리를 강화하되 양적 완화는 점진적으로 추진하는 방식을 채택
 - 최근 인플레이션에 대한 낙관적 기대감이 줄어들고 있고, 이에 따라 연말 금리 인하에 대한 기대도 낮아지고 있음
 - › 이에 따라 채권 발행기업은 금리의 추가적인 상승에 대비할 필요가 있음
- 금리의 변화에 따라 신용채권 발행의 변동성이 확대될 것으로 예상
 - › 금리의 추가 인상 가능성은 신용채권에 대한 수요에 영향을 미치고 있음
 - › 대출이나 자본조달과 같은 대체 조달시장의 여건도 우호적이지 않기 때문에 자금조달 축소 및 투자 위축의 현상이 발생할 가능성이 있음

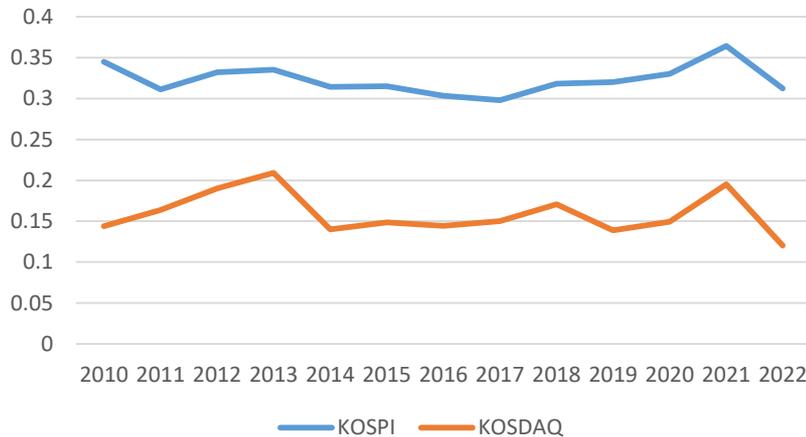
3

금리 상승이 기업 자금조달에 미친 영향

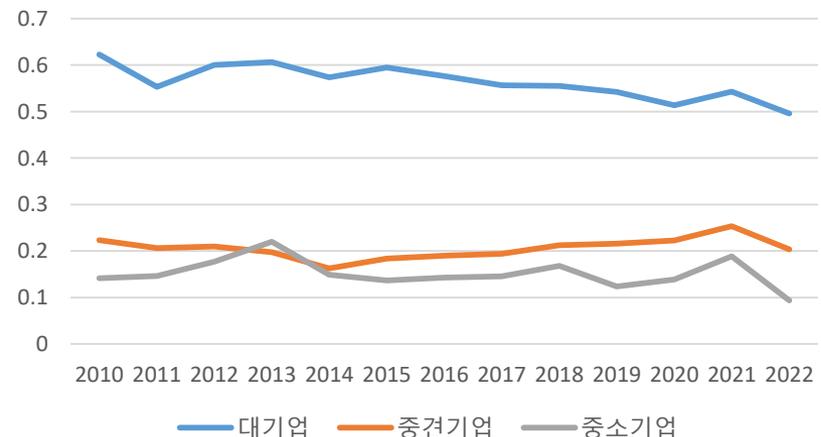
금리 상승기의 기업 조달구조 변화

- 최근 금리 상승을 포함한 기업의 자금조달 여건 변화에 따른 기업 조달구조 및 조달비용의 영향을 분석
 - ▶ 상장회사(KOSPI+KOSDAQ) 재무자료(비연결기준)를 이용하여 2022년 하반기 자금경색이 기업의 조달구조와 조달비용률에 미친 영향을 살펴봄
- 2022년 상장기업중 사채 조달 기업의 비중은 전년에 비해 감소하였음
 - ▶ 상장기업 전체 표본 중에 2022년 사채 잔액이 있는 기업의 비중은 18.5%로 전년도 25.4%에 비해 감소한 것으로 나타남
 - 2022년 시장금리 상승 및 조달 여건이 악화됨에 따라 일부 상장기업이 회사채 대신에 차입금을 활용한 것이 회사채 조달기업 비중 감소의 주요 요인으로 작용
 - ▶ 소속 시장별로 보면 KOSPI시장은 전년도 36.4%에서 31.2%로 줄어들었고, KOSDAQ시장은 전년도 19.5%에서 2022년에는 18.5%로 줄어들었음

소속시장별 사채 조달기업 비중 추이



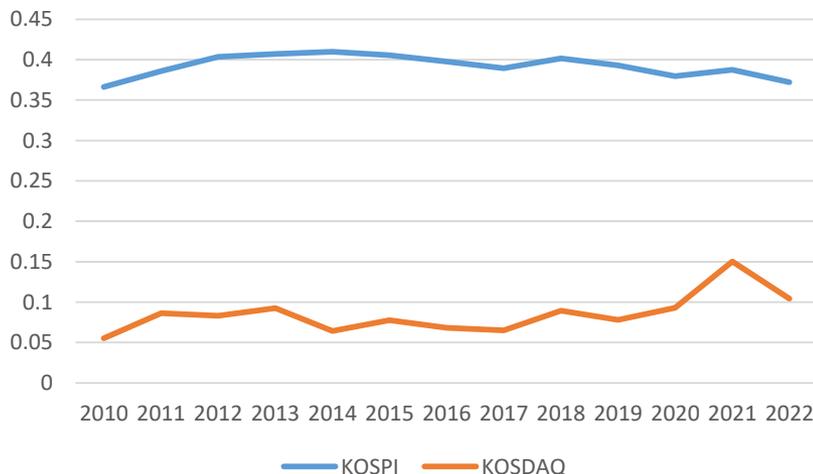
기업 규모별 사채 조달기업 비중 추이



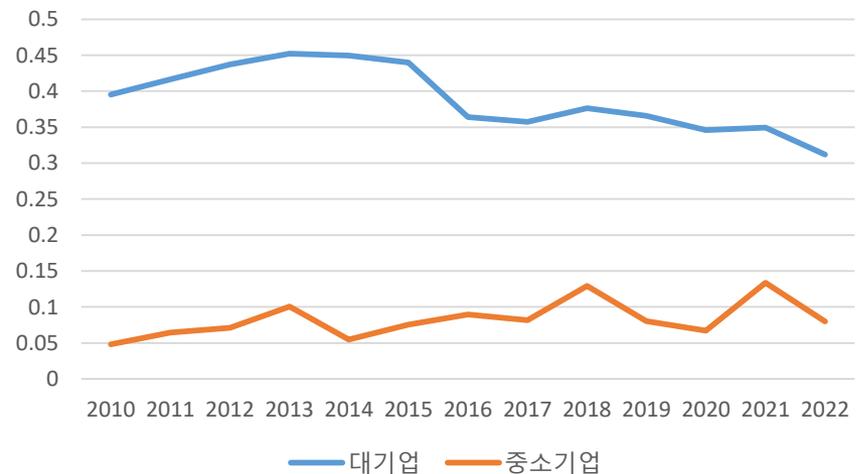
금리 상승기의 기업 조달구조 변화

- 상장기업의 차입금중 사채의 비중은 2021년에는 다소 증가하였으나 2022년에는 전년 대비 감소하였음
 - › 소속시장별로 보면 KOSPI시장 소속기업은 소폭 감소하였으나 KOSDAQ기업의 경우 전년 대비 대폭 감소한 것으로 나타남
 - › 기업 규모별로 보면 대기업과 중소기업 간에 사채 조달 비중이 커다란 차이를 보이고 있음
 - › 이와 같이 사채의 비중이 감소한 것은 시장금리 상승으로 인한 비용 증가에 대응하여 대체적인 조달수단을 활용한 것이 주요 요인으로 작용
 - 2022년 하반기 레고랜드 사태 등으로 인한 회사채시장 경색도 회사채 조달 비중이 줄어드는 한 요인으로 작용

소속시장별 외부차입중 사채의 비중



기업 규모별 외부차입중 사채의 비중



금리 상승기의 기업 조달구조 변화

○ 2022년의 기업 조달 여건이 악화되고, 경기 둔화 등의 요인으로 상장기업중 재무 상황이 악화된 기업이 증가하고 있음

- ▶ 2022년 상장 기업중 영업손실이 발생하거나 이자보상배율이 1 이하인 기업의 비중은 KOSPI기업이 25.6%, 코스닥기업은 37.6%를 기록
- ▶ 기업 규모별로 보면 대기업에 비해 중소기업의 재무상황이 더욱 나빠진 것으로 나타남
 - 2022년 중소기업의 표본의 47.7%가 영업손실이 발생하거나 이자보상배율이 1 이하인 것으로 나타남
- ▶ 이와 같이 기업의 재무상황이 악화된 것은 금리 상승에 따른 이자부담이 증가하고, 경기 둔화에 따른 기업 수익성이 악화된 것이 주요 요인으로 작용한 것으로 판단됨

영업손실 및 이자보상배율 1이하 기업 비중

영업손실을 기록한 기업 비중

연도	전체	소속시장별		기업규모별		
		KOSPI	KOSDAQ	대기업	중견기업	중소기업
2013	22.9	20.3	24.9	19.5	16.2	32.5
2014	22.2	21.4	22.9	19.2	18.6	28.2
2015	22.3	17.5	25.8	10.1	18.0	31.3
2016	24.1	16.7	29.5	11.9	16.6	36.3
2017	24.6	18.0	29.2	7.7	16.5	37.5
2018	27.3	20.7	31.7	14.7	20.8	38.3
2019	23.7	20.3	25.7	9.8	17.3	33.6
2020	28.0	22.0	31.4	15.3	20.7	39.2
2021	26.0	19.0	29.9	13.2	17.6	37.7
2022	25.3	18.9	29.6	14.0	15.3	39.0

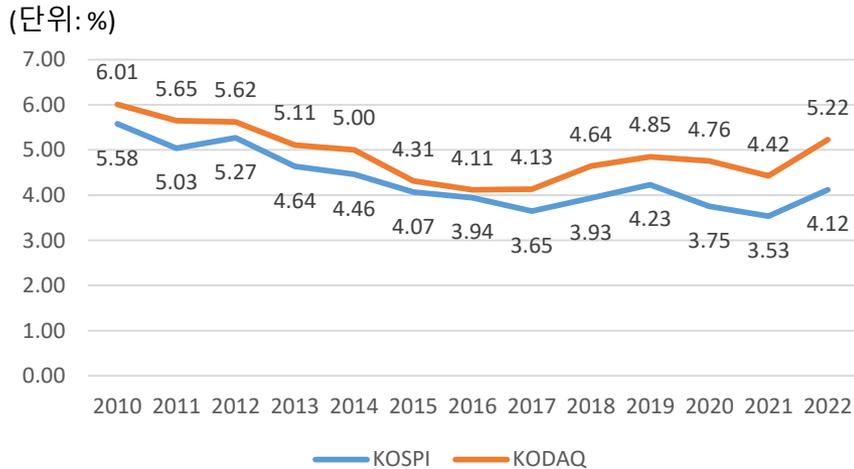
이자보상배율 1 이하 기업 비중

연도	전체	소속시장별		기업규모별		
		KOSPI	KOSDAQ	대기업	중견기업	중소기업
2013	8.9	9.5	8.4	8.0	9.6	7.9
2014	9.5	8.7	10.1	9.0	9.6	9.8
2015	6.6	6.1	6.9	5.4	6.5	7.2
2016	6.2	5.5	6.7	3.7	6.4	6.7
2017	6.8	6.9	6.7	6.3	6.3	7.4
2018	8.7	6.8	9.9	4.0	7.4	11.3
2019	7.6	5.5	8.7	3.4	7.7	8.2
2020	6.9	6.6	7.1	6.3	7.1	6.9
2021	5.4	5.4	5.4	5.0	5.1	5.8
2022	7.6	6.6	8.0	3.6	7.5	8.7

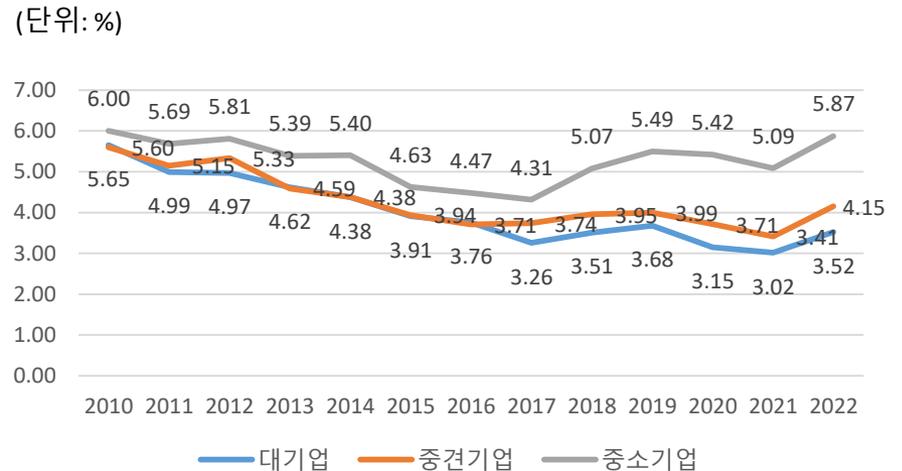
금리 상승기의 기업 조달구조 변화

- 2022년 상장기업의 조달비용률은 금리 상승의 영향으로 전년 대비 대폭 상승
 - ▶ 2022년 전체 상장기업의 평균 조달비용률은 4.84%로 전년도 4.11%에 비해 0.74%p 상승
 - 인플레이션에 따른 기준금리 상승으로 대출이자율 및 회사채 수익률이 상승한 것이 평균 조달비용률 상승의 주요 요인으로 작용
 - ▶ 소속시장별로 보면 KODAQ시장 소속기업의 평균 조달비용률이 KOSPI시장 소속기업에 비해 높은 것으로 나타남
 - ▶ 기업 규모별로 보면 대기업에 비해 중소기업의 조달비용률이 높은 것으로 나타남

소속시장별 평균 조달비용률 추이



기업 규모별 평균 조달비용률 추이



주: 1) 평균 조달비용률은 이자비용을 총차입금으로 나눈 값으로 계산
 2) 무차입기업 및 극단치 제거를 위해 조달비용률이 30%를 넘는 기업은 표본에서 제외
 자료: FnGuide, 저자 계산

금리 상승기의 기업 조달구조 변화

○ 조달비용률은 산업별로 차이를 나타내고 있음

- ▶ 산업별 평균 조달비용률은 경기 소비재, 에너지, 통신서비스 산업이 높은 수준을 보이고 있음
 - 반면 유틸리티와 소재산업은 상대적으로 낮은 수준을 기록
- ▶ 2022년 산업별 조달비용률은 전 산업에 걸쳐 전년 대비 상승하였음
 - 산업별 조달비용률의 상승폭을 보면 소비재, 산업재, IT부문은 전년 대비 상승률이 낮은 반면 에너지와 통신서비스 산업은 전년에 비해 대폭 상승하였음

상장기업의 산업별 평균 조달비용률 추이

	필수 소비재	경기 소비재	산업재	에너지	소재	유틸리티	IT	통신서비스
2013	4.67	4.90	4.98	4.78	4.36	3.48	4.92	9.31
2014	4.21	4.75	4.78	5.73	4.04	3.59	4.99	6.03
2015	3.65	4.36	4.43	4.54	3.54	3.40	4.35	4.49
2016	4.33	3.73	4.21	4.10	3.50	3.04	4.35	8.11
2017	3.84	3.78	3.92	3.72	3.12	2.46	4.53	5.13
2018	4.07	4.36	4.56	4.71	3.41	2.69	4.69	5.03
2019	4.73	4.70	4.51	5.56	3.80	3.14	4.81	5.84
2020	4.44	4.18	4.22	4.11	3.39	3.13	4.91	4.04
2021	4.10	4.25	3.77	3.45	3.03	3.02	4.35	3.20
2022	4.24	5.03	4.50	5.25	3.98	3.45	4.92	5.03

주: 1) 산업구분은 FnGuide의 섹터별 분류 기준을 사용

2) 각 유형별 포함산업은 다음과 같음.

필수소비재: 식품, 음료, 담배, 가정용품

경기소비재: 자동차와 부품, 내구소비재와 의류, 호텔, 레스토랑, 소매 유통

산업재: 항공, 건축제품, 건설, 기계, 조선, 무역, 운송

에너지: 에너지장비, 석유와 가스

소재: 화학, 포장, 비철금속, 철강, 종이와 목재

유틸리티: 전기, 가스, 전력생산 및 에너지거래

IT: 소프트웨어, 하드웨어, 반도체, 전기제품, 디스플레이

통신서비스: 커뮤니케이션, 광고, 출판, 통신

금리 상승기의 기업 조달구조 변화

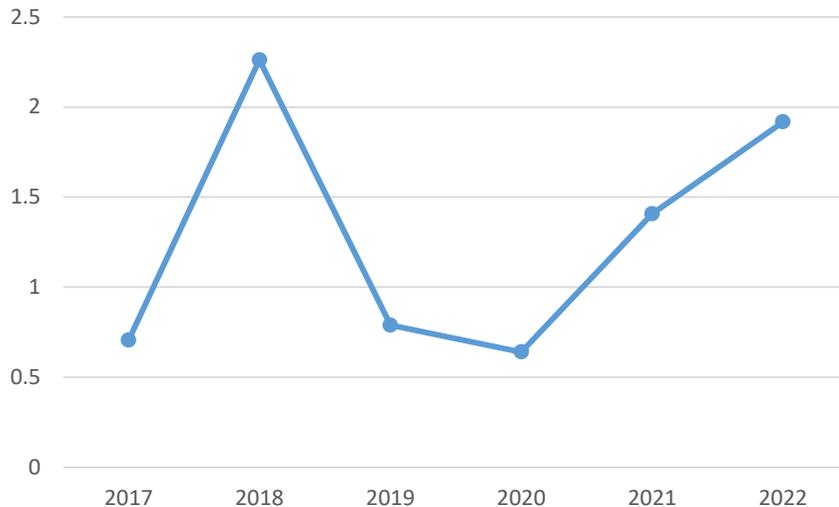
- 기준금리 및 시중 실세금리 상승의 영향으로 상장기업 평균 조달비용률이 상승
 - ▶ 금리 상승은 주로 신규 조달에 영향을 미치기 때문에 조달비용률 상승폭은 실세금리 상승에 비해 낮은 것으로 나타남
 - ▶ 조달구조 및 신용도 등의 차이로 인하여 소속시장, 기업규모 및 산업별로 조달비용률 및 조달비용률 상승폭 등에 있어 차이를 나타내고 있음
 - ▶ 조달 비용률 상승 및 경기 둔화에 따른 수익성 저하 등의 영향으로 인하여 기업의 재무 건전성은 악화되는 모습을 보이고 있음
 - ▶ 향후 금리 상승이 지속되는 경우 상장기업의 이자 부담이 증가가 지속되고, 재무상황이 악화될 가능성이 있음
- 금리 상승에 따른 대한 기업의 이자부담 증가, 경기 위축에 따른 영업실적 부진 가능성에 대한 기업 체감도가 높은 상황
 - ▶ 2022년 9월 대한상이가 307개 기업을 대상으로 한 금리 상승의 영향에 대한 설문조사 결과를 보면 응답기업의 61.2%가 고금리로 실제 어려움을 겪고 있다고 답했고, 어려움이 매우 많다고 답한 기업도 26.7%를 기록
 - ▶ 금리 상승은 부채비율이 높은 한계기업의 부실화를 초래할 가능성이 있음
 - 경기 위축 및 고금리 상황은 전반적인 기업의 실적을 저하시킬 가능성이 있음
 - 고금리의 영향이 기업 실적에 미치는 영향의 정도는 산업별로 차이가 존재할 수 있음
 - ▶ 무보증회사채를 발행한 기업은 대부분 우량한 신용도를 지닌 기업이기 때문에 금리 상승이 단기적으로 기업의 신용도에 미칠 영향은 제한적일 가능성이 있음
 - 그러나 고금리 상황이 지속될 경우 일부 차입비중이 높은 기업의 부담은 증가할 것으로 예상됨

금리 상승기의 기업 조달구조 변화

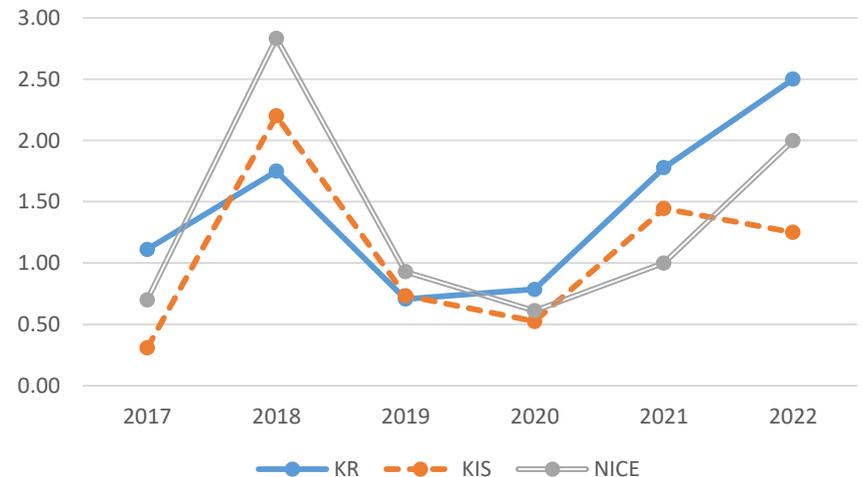
○ 금리 상승이 기업 신용등급에 미친 영향

- ▶ 2022년 신용등급 조정 결과를 보면 아직까지는 금리 상승의 영향이 신용등급에 충분히 반영되지는 않은 상황
 - 2022년 신용평가 3사 평균 투자등급의 등급 상하향 비율은 1.92로 등급이 하락한 기업에 비해 상승한 기업의 수가 많았음
- ▶ 신용등급을 받은 기업의 2022년 실적을 반영한 정기평가 과정에서 일부 실적 저하 기업의 신용등급 하락 가능성
 - 2023년 정기평가에서는 업황 부진과 재무 상황의 악화 등으로 신용등급이 하락하는 기업의 비중이 높을 것으로 예상되며, 이에 따라 신용등급 상하향 비율이 하락할 가능성이 있음

평가3사 평균 등급 상하향 비율



평가사별 등급 상하향 비율



4

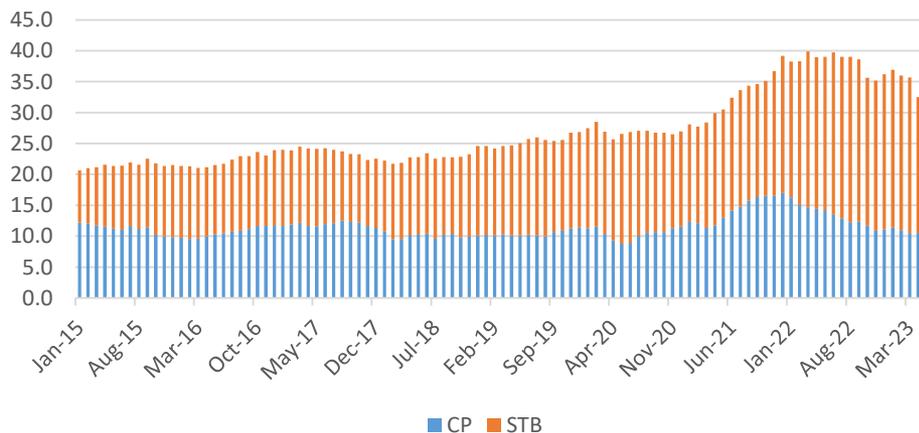
잠재 위험요소 점검

PF 관련 단기조달증권시장

- 2021년까지 건설경기 호황에 힘입어 PF 규모가 크게 증대
 - ▶ PF 유동화 단기증권 잔액 추이를 보면 2020년말 27조원을 기록한 이후 완만한 증가세를 유지하다가 2021년 들어 잔액 규모가 급격히 증가하여 2022년 상반기에는 40조원을 기록
 - ▶ 그러나 2022년 9월말 레고랜드 사태 이후 신규 발행이 크게 둔화되어 2023년 3월 말 현재 PF 유동화 단기증권 잔액은 35.7조원으로 감소
 - 최근 금리 상승에 따른 부동산 가격 하락과 건설자재 가격 인상 등에 따른 주택건설 경기의 둔화가 겹치면서 PF 금융이 급격히 위축

PF 관련 단기유동화증권 잔액 추이

(단위: 조원)



PF 관련 단기조달증권시장

○ PF 유동화 신용보강

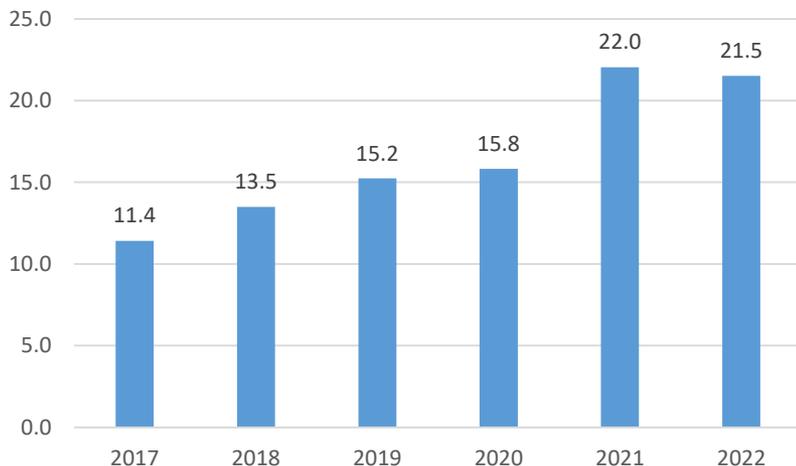
- ▶ 초기에는 시공사가 유동화 SPC의 신용보강을 제공하고, 본 PF 금융에서는 ABCP를 발행하고 은행이 유동성 및 신용공여를 제공하여 자금을 조달하였으나 신 BIS등의 제도 개선과 PF위험에 대한 규제 강화로 은행의 신용보강이 줄어들었음
- ▶ 자본시장법 도입 이후 증권회사의 지급보증업무가 허용되고, 증권사의 대형화가 추진됨에 따라 증권회사가 신용보강 업무를 추진
 - 증권회사의 PF 유동화 신용보강 방식은 사모사채의 인수, SPC에 대한 자금보충, 기초자산 매입 등의 형태를 지니고 있음
 - 순자본비율 제도 하에서, 중대형 증권회사들은 이전보다 위험자산에 대한 투자여력이 증가하면서 적극적으로 부동산PF 채무보증을 수행
- ▶ 2019년부터 부동산 PF 익스포져 관리를 강화하는 규제를 도입
 - 금감원은 증권회사 부동산 PF 익스포져 건전성 관리방안을 발표
 - 부동산금융 익스포져 종합관리시스템을 구축하여 증권회사의 대체투자 관련 정보를 취합·관리
 - 2020년 6월 금융투자업규정 개정을 통해 증권회사에 대해 자기자본 대비 부동산 채무보증의 한도를 100% 이내로 제한하고, 부동산PF 채무보증에 대한 신용위험액 산정 시 위험값을 12%에서 18%로 상향 조정
 - 2021년 3월 국내·외 부동산 등 대체투자 시 증권회사가 지켜야 할 리스크관리 기준 및 절차 등이 명시된 모범규준 마련

증권회사의 PF 신용보강 익스포저

- 규제 강화에도 불구하고 증권회사의 PF 신용보강 익스포저는 증가하는 추세
 - 2021년 부동산 PF 증가에 따라 증권사의 PF 유동화 신용보강 규모도 증가
 - 2017년 11.4조, 2019년 15.2조, 2021년 22조, 2022년 21.5조
 - 2022년 부동산 개발시장의 침체와 레고랜드 사태 등으로 증권사의 PF 유동화 신용보강은 전년 대비 소폭 감소

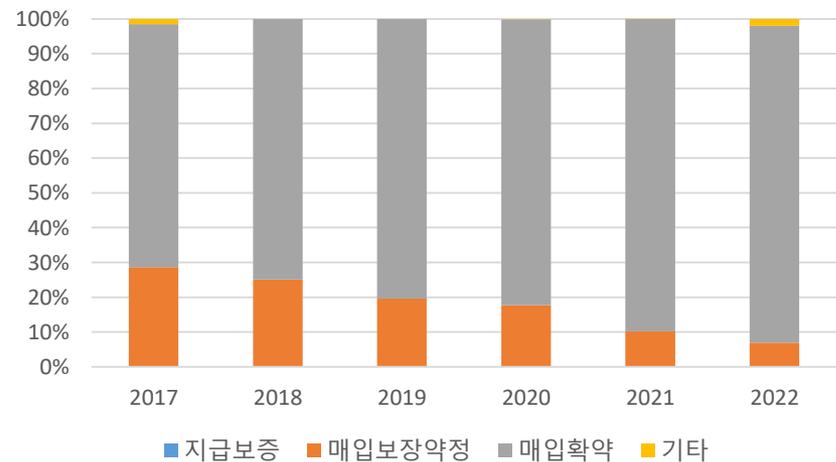
증권회사 PF 신용보강 익스포저

(단위: 조원)



익스포저 유형별 비중 추이

(단위: %)



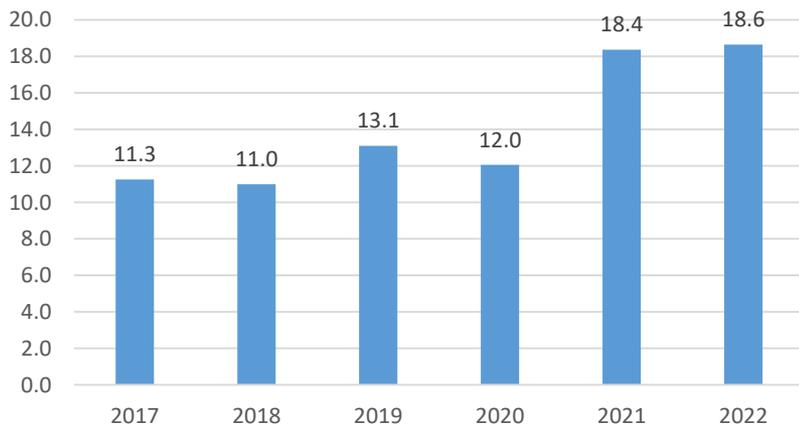
건설사의 PF 신용보강 익스포져

○ 건설사의 PF 유동화증권의 익스포져

- ▶ 시공사의 신용보강은 건설사가 차주의 대출채무에 대해 연대보증을 하거나 대출채권의 기한이익 상실시에 채무를 인수하는 방식 그리고 유동화증권 상환자금이 부족한 경우 자금을 보충하는 방식을 도입
- ▶ 건설회사의 PF 유동화 익스포져는 2017년 11.3조원에서 2020년에는 12.0조원으로 소폭 증가하였으나 2021년부터 급격히 증가하여 2021년에는 18.4조원, 2022년에는 18.6조원을 기록
 - 유형별로는 과거에는 연대보증의 비중이 높았으나 이후에는 자금보충과 다양한 방식을 혼합한 기타 신용보강의 비중이 높게 나타나고 있음

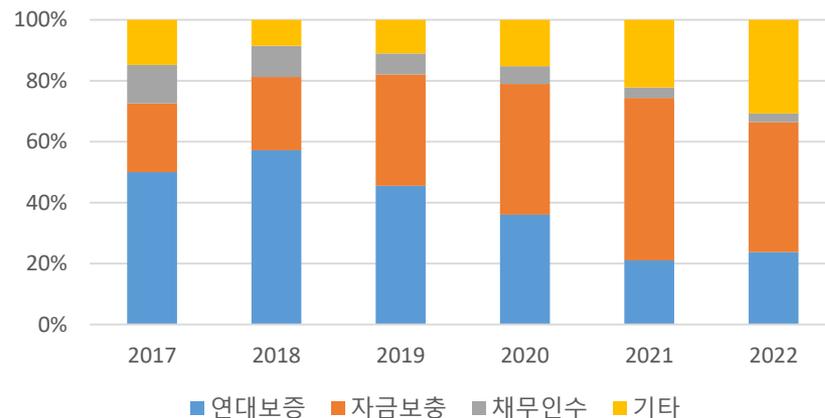
건설회사 PF 신용보강 익스포져

(단위: 조원)



익스포져 유형별 비중 추이

(단위: %)



PF 관련 위험 요인

- 건설경기의 급격한 위축에 따른 PF시장 위축은 건설산업, PF 익스포저를 가진 금융기관 및 PF 단기 유동화증권시장에 영향을 미칠 것으로 보임
 - ▶ 2010년 이후 건설경기 둔화에 따라 일부 PF ABCP의 부실화 사태가 발생하였고, 중견 건설사의 부도사태가 발생한 사례가 있음
 - ▶ 저금리 상황에서 크게 상승하였던 부동산 가격이 고금리 시기에 하락하는 추세로 돌아서면서 건설경기 전반에 영향을 미치는 상황이 발생
 - 고금리 상황이 일정기간 지속될 경우 부동산시장 전반의 위축 및 PF 부실화 가능성이 증가할 것으로 예상
 - 이러한 PF부실화는 건설회사의 신용도 하락과 더불어 PF 익스포저가 큰 증권회사, 여전사의 신용위험을 증가시킬 가능성이 있음

미국과 유럽의 은행 위기

- 과거 금융 위기는 경기변동과 금융시장의 버블 발생과 붕괴의 과정을 거치면서 반복적으로 발생
 - ▶ 일반적으로 금융위기는 "금융시장 변위요인(displacement)의 출현 → 신용 확대 및 버블 발생 → 경기 둔화 및 버블의 붕괴 → 금융위험의 전이를 통한 경제 전반의 충격 → 금융정책 및 최종대부자 개입을 통한 치유"의 과정을 겪음
 - ▶ 1980년 이후 글로벌 경제 전반에 영향을 미친 금융위기가 주기적으로 발생
 - 주요 금융위기 과정을 보면 저금리로 자산가격이 급격한 상승한 이후 금리 상승에 따른 자산가격 하락이 주요한 요인으로 작용하였다는 공통점을 지니고 있음

금리 추이와 금융위기



미국과 유럽의 은행 위기

○ Silicon Valley Bank 및 Signature Bank 파산

- › 2023년 3월 10일 미국내 16번째 순위를 기록한 자산규모 2000억달러를 초과했던 SVB가 파산
 - SVB는 2023년 3월 8일 채권 매각 손실 및 증자계획을 발표한 뒤 파산 루머 등이 퍼지면서뱅크런이 발생하여 3월 10일 파산
 - SVB파산은 미국 역사상 두번째로 큰 은행의 파산
 - FDIC는 가교은행(Bridge Bank)으로 하여금 자산과 부채를 모두 인수하도록 하였고, 관리인을 파견
- › 3월 12일 Signature Bank 파산
 - Signature Bank는 가상자산산업에 특화된 은행
 - 가상자산 전문은행인 Silvergate Bank도 누적된 유가증권 손실로 자발적 청산을 추진
- › 두 은행의 파산을 계기로 미국 은행 섹터에 대한 불안감이 증가
 - 금리 상승에 따른 자산가치의 변화 및 전자금융을 이용한 뱅크런이 은행 파산의 요인으로 작용
 - 은행의 금리위험 및 유동성위험의 관리 미흡에 대한 불안감 증가

미국과 유럽의 은행 위기

○ SVB의 파산 원인

- › 1983년 설립한 샌프란시스코 지역 기술기업에 특화한 은행
 - 2019~2022년 동안 기술기업으로부터의 예금이 대규모 증가하였으나 이에 비례하여 대출이 늘지 않아 유가증권 투자를 확대
 - 총자산 2,118억달러 중 대출은 35%에 불과하고 유가증권이 57%를 차지
 - 유가증권의 대부분은 미국 국채와 모기지채권 등 신용위험이 거의 없는 장기 채권
- › 금리 상승으로 인하여 보유한 유가증권의 가치가 크게 하락
 - 만기 보유증권 미실현 손실 170억달러, 매도가능증권 매각 손실 18억달러에 달하는 등 금리 상승으로 인한 대규모 손실이 발생
 - 자산과 부채 간의 만기 불일치와 유동성 위험 관리의 미흡이 파산의 주요 요인으로 작용
- › 미국의 은행 규제체계도 SVB파산의 간접적인 요인으로 작용
 - 미국은 금리위험 관련 공시 기준이 도입되지 않고, SVB가 강화된 규제를 받는 은행 목록에서 제외되어 유동성커버리지비율(LCR)과 순안정자금조달비율(NSFR) 등 유동성 규제에 대해서도 완화된 기준을 적용

미국과 유럽의 은행 위기

○ 정책 대응

- › 미국 금융당국은 건전한 다른 은행에서 과도한뱅크런이 발생하지 않도록 시장 우려를 완화하는 역할을 최우선적으로 수행
 - 미국 정부는 예금자보호를 받지 못하는 25만달러 이상 예금에 대해서도 전액 보장하는 방안을 마련해 뱅크런을 차단
 - 다른 은행으로의 위기 전염을 방지하기 위해 새로운 유동성 공급 장치인 BTFP(Bank Term Funding Program)을 도입
- › First Citizens은행은 SVB 인수를 위한 사전 협상 끝에 최종인수를 결정

○ 파급효과

- › SVB 파산은 자산과 부채의 만기 미스매치 및 유동성 위험 관리의 미흡으로 발생한 사건으로 과도한뱅크런을 막으려는 정책 효과에 힘입어 시스템 리스크로 확산 및 실물 경기 전반의 불안심리 확산은 어느 정도 방지하는 효과를 거두었음
 - 다만 일반 은행의 부실 등으로 유동성 문제가 부각되는 경우 시스템 리스크로의 확산 우려가 증대될 가능성이 있음
 - 이러한 우려로 인하여 은행 예금에서 MMF 등으로의 자금이동이 확대되는 모습을 보이고 있음
 - 일부에서는 예금 전액 보장이 도덕적 해이를 조장한다는 우려를 제기
- › 은행의 유동성 제고를 위한 규제 강화 및 대출시장의 영향
 - 이번 사태를 계기로 은행들의 유동성 위험 관리 관련 규제가 강화될 것으로 예상
 - 은행의 유동성 위험 관리 강화는 대출 증가율 하락으로 이어지면서 대출시장의 경색이라는 부작용도 예상

미국과 유럽의 은행 위기

○ Credit Swiss은행 위기의 원인

- › CS은행의 위기는 재무구조 악화 등 기업고유 문제가 장기간 지속되는 상황에서 은행산업에 대한 불안심리가 가세하여 발생
 - 2021년 아케고스(Archehos) 펀드와 그린실(Greensil) 캐피탈 사건 등 위험관리의 실패에 따른 손실(72억달러)과 내부통제 미흡으로 발생한 각종 소송과 과징금, 그리고 2021년부터 지속된 실적 부진으로 인해 투자자들의 불안감이 증폭
 - CS는 22년 연례보고서에서 재무보고 내부통제에 중대한 결함이 있으며, 순자산유출도 지속되고 있다고 시인
 - 최대주주인 사우디국립은행이 CS에 추가 자본 투입이 불가하다고 확인함에 따라 불안이 격화
- › CS의 상황이 악화하자 스위스 금융시장감독청(Financial Market Supervisory Authority: FINMA)의 개입 하에 CS는 UBS에 인수
 - UBS의 인수로 CS의 파산은 모면
 - SVB 파산 및 CS사태 등으로 은행산업에 대한 불안이 지속되면서 투자자 심리 악화가 Deutsche Bank의 주가 급락을 초래하기도 하였음

미국과 유럽의 은행 위기

○ 파급효과

- › UBS의 CS 인수의 과정에서 AT1채권 전액 상각의 이슈가 부각
 - 스위스 금융당국은 CS의 AT1채권 상각은 이벤트 발생시 AT1 매수자는 환급을 포기한다는 계약상 명확하고 특수한 지침을 따른 것이라고 발표
 - 결과적으로 UBS의 인수대금만큼 주주가치는 보전되었지만 AT1 매수자는 전액 상각에 따른 손실이 발생
 - 자본증권에 대한 불안감이 확대됨에 따라, EU 규제당국은 관련 조치가 유럽에는 적용되지 않는다는 발표를 하였지만 Deutsch bank의 CDS 프리미엄 확대와 같은 시장 불안이 존재
- › 은행 부실화 이슈로 인하여 유럽 대출시장의 경색이 발생 가능성이 증대
- › CS은행 부실화는 일단락되었으나 은행에 대한 대외적인 불안은 여전히 존재

○ 금융위기로의 확산 가능성

- › SVB파산, CS 위기 등은 금융당국의 신속한 대응으로 금융위기로의 확산은 막은 것으로 판단됨
- › 그럼에도 불구하고 안전자산 강세, 신용지표 악화 등 시장의 불안은 잔존
- › 은행의 유동성 관리 강화에 따른 신용공급의 축소, 정책 금리 인상에 따른 경제 전반의 영향은 여전히 존재

참고: 과거 금융위기 사례(S&L 사태)

○ 원인 및 파급효과

- › 저축대부조합(Savings and Loan Association: S&L)은 저금리로 단기자금을 조달하여 장기의 주택담보대출로 운용하였음
- › 금리 상승에 따라 S&L의 조달비용이 상승하고 수익성이 크게 악화되었음
 - 장기 운용으로 인하여 운용수익은 고정화된 반면 조달 비용 상승으로 역마진이 발생함에 따라 1981~1982년간 3500개 S&L중에 107개가 파산하였음
 - S&L은 수익성 악화에 대응하여 위험자산 투자를 확대하였으나 부동산 가격 급락과 주가 하락으로 부실화가 확대
 - 파산하는 S&L 수가 늘어나면서 S&L의 예금보험기구인 연방저축대부조합공사(FSLIC: Federal Saving and Loan Insurance Corp.)는 예금보험수지 적자로 인하여 1989년 파산
- › S&L사태는 미국 경제 전반에 영향을 미쳐 1982년 마이너스 성장을 기록하였고, 미국의 금융 산업 구조도 크게 변화시키는 결과를 초래

○ 정책 대응

- › 미국 정책당국은 여러 정책공사를 설립하여 부실한 S&L을 정리
 - 1987년에는 금융공사(FICO: Financial Corporation)를 설립하여 FSLIC에 부실 S&L 정리비용을 조달하게 하였음
 - 1989년 금융기관 개혁 구제 강화법(FIRREA)를 제정하여 FSLIC를 폐쇄하고 FRF(FSLIC Resolution Fund)를 설립하였고, 저축조합보험공사(SAIF: Saving Association Insurance Fund)를 설립하여 저축은행도 동시에 지원
 - 1989~1995년 동안 747개 S&L을 정리

참고: 과거 금융위기 사례(북유럽 금융위기)

○ 원인 및 파급효과

- › 1983년부터 경기 호황국면이 장기간 이어지면서 북유럽 3국의 기업 자금수요가 확대되었음
- › 이러한 상황에서 금리자유화, 대출 상한 철폐 정책이 도입됨에 따라 시장점유율을 높이기 위한 은행간 경쟁이 확대
 - 외환관련 규제 완화로 은행의 외화 차입이 크게 증가
 - 저금리로 인한 부동산 가격이 상승하였고, 부동산 담보대출도 크게 확대
- › 1989년 이후 정책 금리를 인상하였고, 금리 상승은 자산가격 하락 및 은행의 부동산 담보대출 부실화를 초래
 - 은행 부실채권이 증가함에 따라 은행의 대외신뢰도가 하락하여 해외차입이 어려워졌고, 일부 은행은 뱅크런 사태가 촉발되었음

○ 정책 대응

- › 스웨덴 정책당국은 부실채권이 많은 일부 은행에 대한 채무 지급보증을 통한 임시적인 대응책을 도입
 - 금융불안에 대한 우려가 높아지면서 은행시스템 전반으로 위기가 확산
- › 1992년 12월 「금융시스템강화시책법」을 제정하여 외국은행 지점을 제외한 모든 은행 및 정부 소유 금융기관의 채무 원리금 전액을 지급보증하는 정책을 추진
 - 독자적인 자금조달이 어려운 은행의 국유화 조치를 단행
 - 부실채권을 효과적으로 처리하기 위해 부실채권 정리기구를 도입

참고: 과거 금융위기 사례(아시아 금융 위기)

○ 원인 및 파급효과

- ▶ 아시아 금융위기는 아시아 신흥국가로 단기간 자금이 유입되고 유출되는 과정에서 발생한 위기
 - 차입을 통한 성장 전략을 취한 아시아 각국으로 대규모 자금이 유입됨에 따라 장기간 경기 과열 및 투기의 확대 양상을 나타냄
- ▶ 각국의 단기 부채 증가에 따라 대규모로 유입된 투기자금이 급격히 빠져나가면서 위기가 발생
 - 1997년 7월 태국 바트화 가치폭락에 이어 10월 홍콩증시가 대폭락하는 등 아시아 지역의 금융시장 불안정성이 증대
- ▶ 한국은 기업부문의 부채가 크게 증가한 상황에서 글로벌 경기가 불황기로 전환되고, 교역조건 악화되면서 기업 부도가 확대되었음
 - 기업 부도의 확대는 금융기관 부실화 및 경제 전반에 파급되어 외환위기가 발생하는 일련의 복잡한 과정의 위기가 발생
 - 국내 경제 시스템 전반에 내재된 문제점이 표출되고, 금융 규제체계의 취약성 등이 위기를 증폭시킨 한 요인으로 작용
 - 기업부문의 과다한 차입과 정책적 오류가 기업 부실화 및 금융시스템 붕괴의 한 요인으로 작용

참고: 과거 금융위기 사례(아시아 금융 위기)

○ 한국의 정책 대응

- › 한국은 IMF 지원을 받는 대신 개혁 프로그램을 도입
 - 물가 및 환율 안정을 위한 긴축
 - 경기둔화, 구조조정 비용을 감내한 흑자 기조 재정정책
 - 금융시스템의 건전화, 투명화, 효율화를 위한 구조조정
 - 무역, 자본 자유화
 - 금융개혁, 자본자유화 등을 통한 기업 지배구조 개선
 - 노동시장 유연화 정책 추진
- › 기업 및 금융 구조조정을 통해 경제 및 금융부문의 체질을 개선
 - 부실채권 정리의 과정에서 막대한 비용이 소요되고 경제의 불안정성도 일정기간 지속되었음
 - 외환위기 이후 세계경제가 고성장 국면을 맞이함에 따라 단기간에 경제위기를 극복하고 안정적인 성장 및 경제 전반의 체질 개선의 계기가 마련

참고: 과거 금융위기 사례(글로벌 금융 위기)

○ 원인 및 파급효과

- ▶ 미국의 저금리 정책에서 비롯된 글로벌 유동성 금융환경과 금융시장 내의 증권화 현상 확산과 신용파생상품 시장의 비약적 성장을 토대로 한 금융혁신, 그리고 중국을 비롯한 신흥경제국가들의 수출주도 성장에서 비롯된 글로벌 불균형(global imbalance)을 심화시킴
 - 1990년대 후반의 IT 버블 붕괴에 대응하여 미 연준은 2001년부터 정책금리를 빠르게 인하하여 2002년~2005년까지 1%대의 저금리 정책을 채택
 - 그 결과 주택시장에서는 대출비용의 하락으로 인해 신규 모기지 및 모기지 리파이낸싱(refinancing) 수요 증가와 그에 따른 가파른 주택가격 상승
 - 금융시장에서는 낮은 금리의 영향으로 높은 레버리지를 수반한 위험자산 투자가 크게 증가
 - 유동화기법의 활성화는 레버리지 확대의 한 요인으로 작용
- ▶ 2004년 6월 이후 미 연준이 정책금리를 지속적으로 인상함에 따라 서브프라임 모기지의 부실화를 시작으로 금융시장의 불안정성이 증대
 - 서브프라임 모기지 부실화는 베어스톤, 리만 등의 투자은행 부실화를 초래
 - 금융에 대한 규제체계가 마련되지 못한 상황에서 과도한 레버리지 투자는 위기를 확산시킨 주요 요인으로 작용
 - 금융위기가 전세계 금융시장의 불안정성을 초래하고 글로벌 경기 침체의 요인으로 작용

참고: 과거 금융위기 사례(글로벌 금융 위기)

○ 정책 대응

- › 금융안정성 제고를 위한 각국의 규제 도입
 - 투자은행 규제, 금융회사 재무건전성 강화, 금융회사 자기자본 규제 강화, 헤지펀드 규제 등 금융안정성 제고를 위한 규제 도입
 - 장외파생상품, 유동화증권 등 금융투자상품에 대한 규제 강화
 - 금융안정을 위한 국제 협력 강화 및 글로벌 규제체계 도입
- › 금융위기 대응을 위한 부실자산 구제 프로그램 도입
 - 금융기관의 추가 자본금 확충 지원, 공공민간투자펀드 설립, 소비자신용 및 중소기업 대출 지원을 위한 TALF 규모 및 지원 대상 확대 등
- › 경기 회복을 위한 저금리 정책 및 비전통적 통화정책 추진
 - 경기회복을 위한 정책금리의 인하
 - 각국 중앙은행은 국채 인수 확대, 신용채권 인수 등의 통화금융 확대 정책 추진
 - 금융위기 대응을 위한 각국은 확장적 재정정책을 추진
- › 재정정책 추진에 따라 각국의 국채 발행 규모가 크게 확대



Thank You!