

---

# 금융안정 현안 분석

Ⅰ. 연령별 가계부채 상황 및 평가	89
Ⅱ. 최근 기업 신용평가 현황 및 리스크 요인 점검	99
Ⅲ. 국내 수익률 추고 동향 및 잠재리스크 점검	107



## 1. 연령별 가계부채 상황 및 평가

1. 검토 배경
2. 연령별 가계부채 현황
3. 고연령층 가계부채의 누증요인
4. 고연령층 가계부채의 잠재리스크 점검
5. 시사점

### 1. 검토 배경

2019년 현재 우리나라는 65세 이상 인구 비중(추계인구 기준)이 14.9%로 이미 ‘고령사회’에 진입하였으며 앞으로도 고령화가 빠른 속도로 진행<sup>1)</sup>될 것으로 전망된다. 이러한 고령화에 따른 인구구조 변화는 실물·금융부문 등 경제 전반에 영향을 미치게 된다. 특히 2015년부터 베이비붐세대(55~63년생, 2018년 인구총조사 기준 전체 인구 대비 14.0%)가 60대에 진입하고 은퇴가 본격화되면서 고연령층의 부채·자산 보유행태 및 재무건전성 변화가 금융시스템 안정성에 미치는 영향은 더욱 확대될 가능성이 있다.

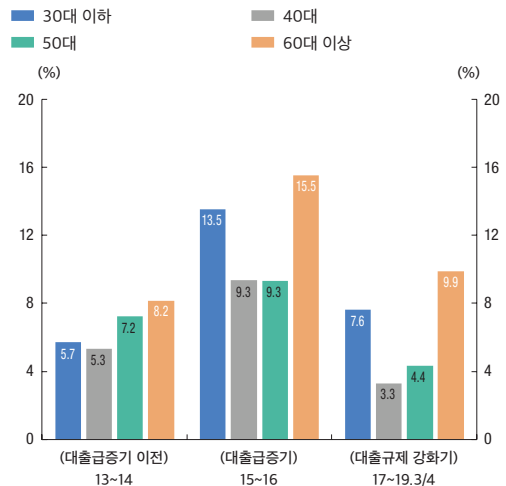
따라서 본고에서는 가계부채DB(차주 기준) 및 가계금융·복지조사(가구 기준) 미시자료를 활용하여 연령별 가계부채 상황을 살펴보고 고연령층 가계부채의 누증요인과 이에 따른 잠재리스크를 점검하였다.

## 2. 연령별 가계부채 현황

### 가. 가계대출 수준

2017년 이후 정부의 대출규제 강화 등으로 모든 연령층의 가계대출 증가세가 대출 급증기(15~16년)에 비해 둔화되었으나 60대 이상은 비교적 높은 증가세를 지속하였다. 2017~19년 3/4분기 중 대출 증가율(연평균)을 보면 40대가 3.3%로 가장 낮았고 60대 이상이 9.9%로 가장 높았다(그림 1-1). 이에 따라 전체 가계대출에서 60대 이상이 차지하는 비중<sup>2)3)</sup>은 2014년 이후 매년 평균 0.5%포인트씩 누적되면서 2019년 3/4분기 말 18.1%(60대 13.2%, 70대 이상 4.9%)에 달하게 되었다. 한편 같은 기간중 30대 이하의 점유비중은 23.6%에서 25.5%로 상승하였으며 40대(32.8% → 29.1%)와 50대(28.8% → 27.4%)는 하락한 것으로 나타났다(그림 1-2).

그림 1-1. 가계대출 증가율<sup>1)</sup>



주: 1) 기간중 연평균(19년 3/4분기말은 전년동기대비)

자료: 한국은행(가계부채DB)

- 1) UN은 총인구 대비 65세 이상 인구 비중에 따라 고령화 정도를 고령화사회(7% 이상), 고령사회(14% 이상), 초고령사회(20% 이상)로 분류하고 있는데, 우리나라는 2025년경 초고령사회에 진입할 것으로 예상된다.
- 2) 가구 기준(가계금융·복지조사)으로도 60대 이상의 금융부채 보유 비중이 2013년 15.4%에서 2018년 20.4%로 높아진 것으로 나타났다.
- 3) 이에 근거하여 가계대출(가계신용통계 기준, 판매신용 제외, 이하 동일) 보유 규모를 연령별로 시산해 보면, 2019년 3/4분기 말 30대 이하의 377.1조원(30대 미만 62.8조원, 30대 314.3조원), 40대는 430.6조원, 50대는 405.5조원, 60대 이상은 268.4조원(60대 195.3조원, 70대 이상 73.1조원)으로 나타났다.

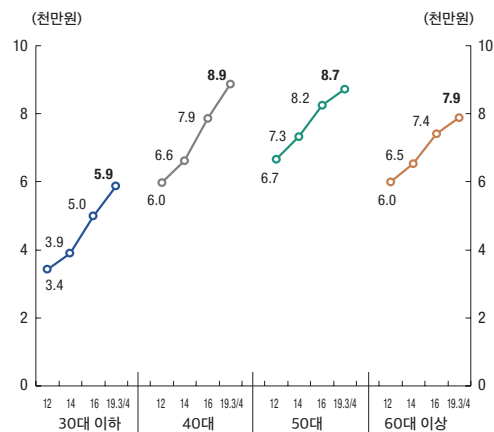
그림 1-2. 가계대출 비중<sup>1)</sup>



주: 1) 전체 가계대출 대비, 기말 기준  
 자료: 한국은행(가계부채DB)

차주 1인당 대출금액은 모든 연령층에서 증가한 가운데 2019년 3/4분기말 60대 이상이 7.9천만원으로 30대 이하(5.9천만원)에 비해 높고 주된 경제활동계층인 40대(8.9천만원)와 50대(8.7천만원)보다는 다소 낮은 수준을 보였다(그림 1-3).

그림 1-3. 차주 1인당 가계대출금액<sup>1)</sup>

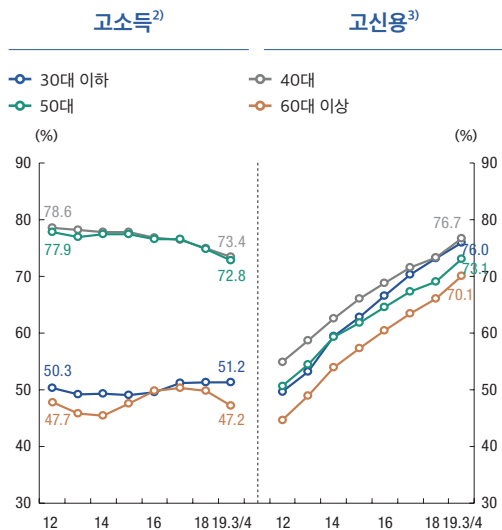


주: 1) 기말 기준  
 자료: 한국은행(가계부채DB)

## 나. 차주특성별 대출 분포

차주특성별로 보면 고소득자(상위 30%) 대출 비중은 연령층 간 차별화된 모습을 보였다. 40~50대는 동 비중이 70% 이상의 높은 수준에서 하락세를 이어간 반면 30대 이하와 60대 이상은 50% 내외 수준에서 등락하였다. 고신용자(1~3등급) 대출 비중은 모든 연령층에서 빠른 상승세를 지속하였다. 한편 60대 이상은 여타 연령층에 비해 고소득·고신용자 비중이 가장 낮은 수준(19년 3/4분기말 47.2%, 70.1%)을 유지하였다(그림 1-4).

그림 1-4. 고소득·고신용 가계대출 비중<sup>1)</sup>



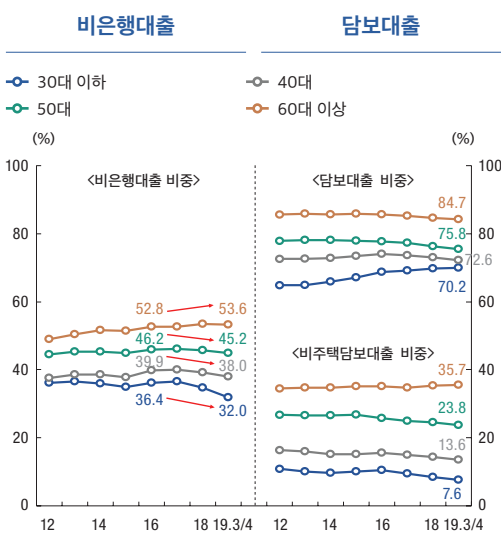
주: 1) 연령별 가계대출 대비, 기말 기준  
 2) 소득수준 상위 30%  
 3) 신용등급 1~3등급  
 자료: 한국은행(가계부채DB)

## 다. 금융업권별 및 대출종류별 대출 분포

금융업권별로 보면 60대 이상은 다른 연령층과 달리 2017년 이후 비은행대출 비중이 높아졌다(16년말 52.8% → 19년 3/4분기말 53.6%). 대

출종류별로는 모든 연령층에서 담보대출 비중이 70% 이상인 가운데 60대 이상<sup>4)</sup>이 84.7%(19년 3/4분기말)로 가장 높았다(그림 I-5).

그림 I-5. 비은행 및 담보대출 비중<sup>1)</sup>



주: 1) 연령별 가계대출 대비, 기말 기준  
 자료: 한국은행(가계부채DB)

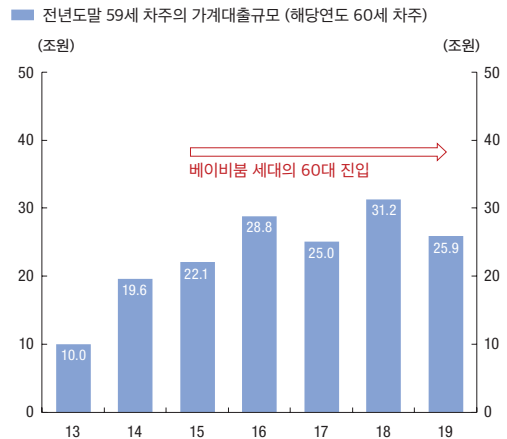
### 3. 고연령층 가계부채의 누증요인

60대 이상 고연령층의 가계부채가 지속적으로 늘어난 것은 차주의 고령화 영향이 커진 가운데 노후소득 확보를 위한 대출수요의 꾸준한 증가, 원금상환을 통한 대출상환 제약 등으로 생애주기에 맞는 부채축소(deleveraging)가 원활하게 이루어지지 않은 데 주로 기인한다.

#### 가. 차주의 고령화

베이비붐 세대(55~63년생)가 60대에 본격적으로 진입함에 따라 고연령층 대출규모가 빠르게 확대되었다. 60대에 신규로 편입되는 차주의 대출규모가 2013년 10.0조원에서 2015년에는 20조원을 상회하기 시작하여 이후 25조원 이상을 유지하고 있다(그림 I-6). 동 규모는 2016년 이후 60대 이상 연간 신규차입액의 절반 이상<sup>5)</sup>에 해당하는 수준이다.

그림 I-6. 차주의 고령화에 따른 60대 이상 가계대출 확대효과<sup>1)</sup>



주: 1) 해당연도별 60대 이상 대출로 편입되는 규모  
 자료: 한국은행(가계부채DB)

4) 60대 이상은 상가, 오피스 등 주택 이외 담보대출 비중도 35.7%(19년 3/4분기말)로 가장 높은 것으로 나타났다.

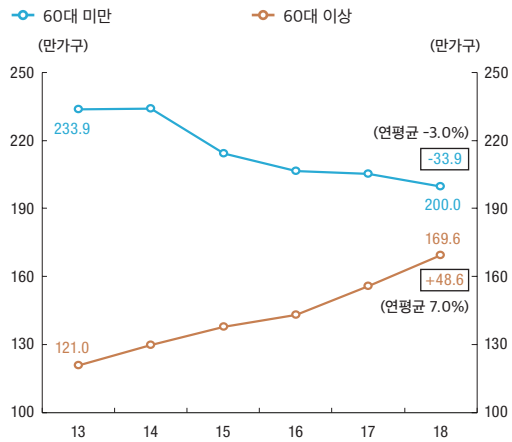
## 나. 노후소득 확보를 위한 차입수요 증가

차주의 고령화에 따른 부채규모 확대 이외에도 노후소득 확보를 위한 차입수요가 지속되면서 이들 연령층의 부채축소가 지연되었다. 2013년 이후 60대 이상의 신규차입액은 꾸준히 증가(연평균 5.3%)<sup>6)</sup>해 왔다. 이는 기대수명 연장 등으로 노후준비 필요성<sup>7)</sup>이 커진 상황에서 임대 부동산 투자 및 자영업 진출 등을 위한 차입수요가 확대된 데 기인한 것으로 보인다.

### ① 임대부동산 투자

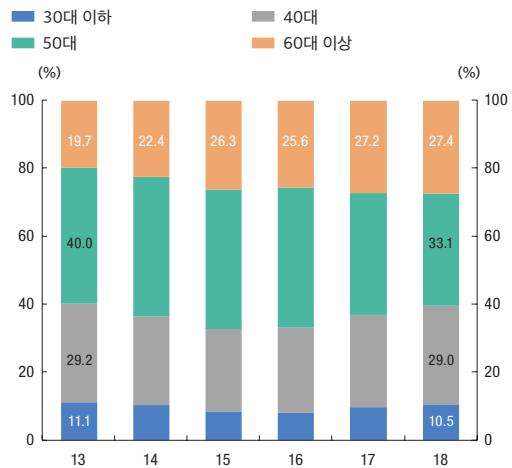
가계금융·복지조사에 따르면 2013년 이후 60대 이상의 부동산임대가구<sup>8)</sup>와 이들 가구가 보유한 금융부채가 큰 폭 증가한 것으로 나타났다. 2013년 대비 2018년 부동산임대가구 수를 보면 60대 미만은 33.9만가구 감소하였으나 60대 이상은 48.6만가구 증가(연평균 7.0%)하였다(그림 I-7). 이는 전체 고연령가구의 증가속도(연평균 5.4%)를 상회<sup>9)</sup>하고 있어 신규로 임대부동산 투자에 나선 가구가 적지 않았음을 시사한다. 이에 부동산임대가구 보유 금융부채중 60대 이상의 점유 비중도 2013년 19.7%(51.3조원)에서 2018년 27.4%(103.4조원)로 상승하였다(그림 I-8).

그림 I-7. 부동산임대가구 수



자료: 2013~18년 가계금융·복지조사

그림 I-8. 부동산임대가구 금융부채 비중<sup>1)</sup>



주: 1) 전체 부동산임대가구 금융부채 대비  
자료: 2013~18년 가계금융·복지조사

5) (59세→60대 이상) 대출편입액/60대 이상 연간 신규차입액(추가대출 포함)

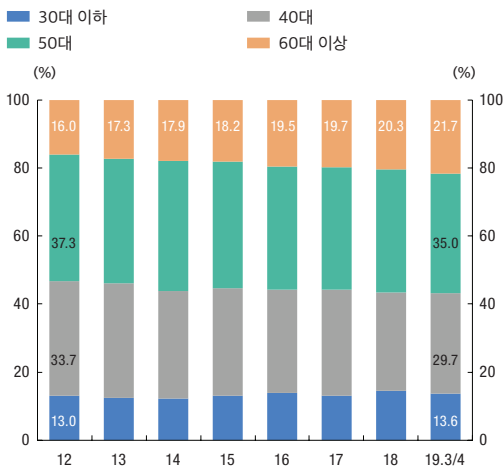
13년	14년	15년	16년	17년	18년
24.9%	46.1%	37.5%	53.6%	51.2%	62.9%

- 6) 2013~19년(19년은 3/4분기말 연율 기준)중 연평균 신규차입액 증가율: 30대 이하 7.2%, 40대 3.5%, 50대 4.4%, 60대 이상 5.3%
- 7) 고령자 통계(통계청)에 따르면 노후 생계비를 '부모 스스로 해결해야 한다'고 응답한 비중이 2010년 18.4%에서 2018년 24.9%로 상승하였고, 사회동향조사(통계청)에서도 부모 노후 돌봄 주체에 대해 '스스로 해결'이라고 응답한 비중이 같은 기간중 12.7%에서 19.4%로 상승한 것으로 나타났다.
- 8) 본고에서는 2013~18년 가계금융·복지조사에서 임대보증금 부채 또는 임대소득 보유가구중 임대부동산(주택<다세대·다가구주택 포함>, 상가, 오피스 등)이 있는 가구를 부동산임대가구로 정의하였다.

② 창업 등 자영업 진출

또한 베이비붐 세대의 고령화 및 퇴직 등에 따른 창업 증가로 관련 차입수요가 꾸준히 확대되었다. 60세 이상 자영업자 수(경제활동인구 조사 기준)는 2012년 8월 141.4만명에서 2019년 8월 176.5만명으로 35.1만명 증가<sup>10)</sup>하였다. 반면 60대 미만은 같은 기간중 53.5만명 감소(443.2만명 → 389.7만명)하였다. 자영업자 보유 가계대출 중 60대 이상 비중도 2012년말 16.0%(18.9조원)에서 2019년 3/4분기말 21.7%(50.4조원)로 상승하였다(그림 I-9).

그림 I-9. 자영업자 가계대출<sup>1)</sup> 비중<sup>2)</sup>

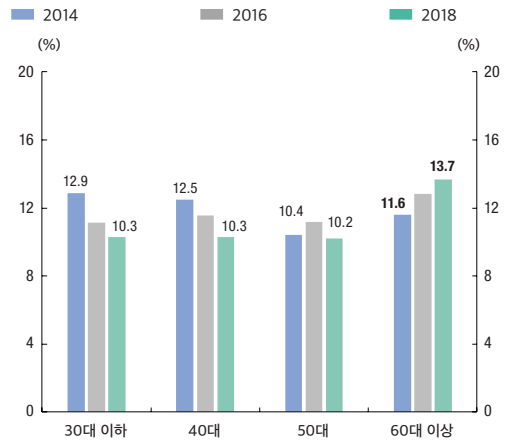


주: 1) 개인사업자대출을 보유한 차주의 가계대출(기업대출은 제외)  
 2) 전체 자영업자 가계대출 대비, 기말 기준  
 자료: 한국은행(가계부채DB)

③ 기타 생활자금 마련 필요성

아울러 고연령층의 경우 노동시장 이탈 및 고용 불안정성<sup>11)</sup> 증대, 경기 둔화에 따른 자영업 업황 부진 등으로 소득여건이 악화되면서 생계 유지를 위한 대출수요가 늘어난 것으로 보인다. 금융부채에서 생계형 부채<sup>12)</sup>가 차지하는 비중(가계금융·복지조사 기준)이 60대 이상은 상승(14년 11.6% → 18년 13.7%)한 반면 다른 연령층은 하락한 것으로 나타났다(그림 I-10).

그림 I-10. 생계형 부채 비중<sup>1)</sup>



주: 1) 연령별 금융부채 보유가구의 금융부채 대비  
 자료: 2014~18년 가계금융·복지조사

9) 2014~18년중 연령군 가구 수 증가율(가계금융·복지조사, 추계가구 기준)

60대 미만		60대 이상	
부동산임대가구	전체가구	부동산임대가구	전체가구
-3.0%	0.1%	7.0%	5.4%

10) 2019년의 경우 60대 이상 자영업자 증가율(5.8%)은 인구 증가율(5.1%, 추계인구 기준)보다 높고 60대 미만(-2.9%, 15세 이상)은 인구 증가율(-0.9%, 15세 이상)보다 크게 낮은 수준이다.

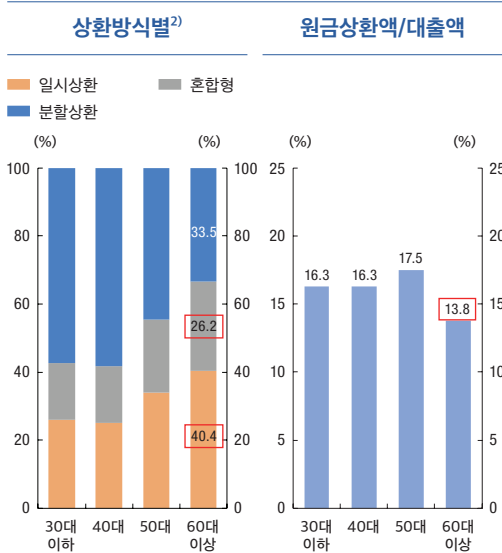
11) 경제활동인구조사(통계청, 19년 5월)에 따르면 60대 이상의 일자리는 임시·일용직 비중이 32.7%로 나타났다.

12) 생계형 부채의 규모를 정확히 파악하기 어려워 본고에서는 가계금융·복지조사 자료를 활용하여 생활비 용도 대출, 신용카드 사용액(의상 및 할부판매) 및 관련 대출 등에 한정하여 이를 시산하였다.

## 다. 원금상환을 통한 부채축소 제약

한편 대출구조 측면에서 보면 60대 이상은 일시상환방식 대출 비중이 높아<sup>13)</sup> 원금상환을 통한 부채축소가 상대적으로 부진하였다. 60대 이상의 대출중 일시상환방식이 40.4%(일부 만기상환 포함 시 66.6%, 2018년 가계금융·복지조사 기준)로 다른 연령층에 비해 높은 것으로 나타났다. 이에 따라 60대 이상의 대출액 대비 원금상환액 비중은 13.8%로 다른 연령층(16.3~17.5%)에 비해 3%포인트 정도 낮았다(그림 I-11).

그림 I-11. 상환방식별 대출 비중<sup>1)</sup> 및 원금상환액/대출액 비중<sup>1)</sup>



주: 1) 연령별 금융부채 보유가구의 대출 대비

2) 일시상환: 전액 만기상환, 혼합형: 일부 만기상환, 분할상환: 균등상환  
자료: 2018년 가계금융·복지조사

## 4. 고연령층 가계부채의 잠재 리스크 점검

고연령층의 가계부채가 빠르게 증가해 왔으나 이들 연령층의 전반적인 재무여력은 상대적으로 양호한 것으로 보인다. 특히 60대 이상 금융부채 보유가구의 총자산 대비 총부채 비율(2018년 가계금융·복지조사 기준)은 여타 연령층에 비해 낮은 편이다(표 I-1).

표 I-1. 총부채<sup>1)</sup>/총자산 비율<sup>2)</sup>

연령층	총부채/총자산 비율 (%)
30대 이하	31.8
40대	28.3
50대	24.3
60대 이상	22.8
70대 이상	(19.3)

주: 1) 임대보증금 포함

2) 금융부채 보유가구 기준

자료: 2018년 가계금융·복지조사

다만 이들 연령층은 소득 측면에서의 레버리지 가 높고 금융자산에 의한 채무대응능력이 떨어지는 데다 최근 건전성 저하 조짐이 일부 나타나고 있는 점에 유의할 필요가 있다.

### 가. 소득 대비 높은 부채 수준

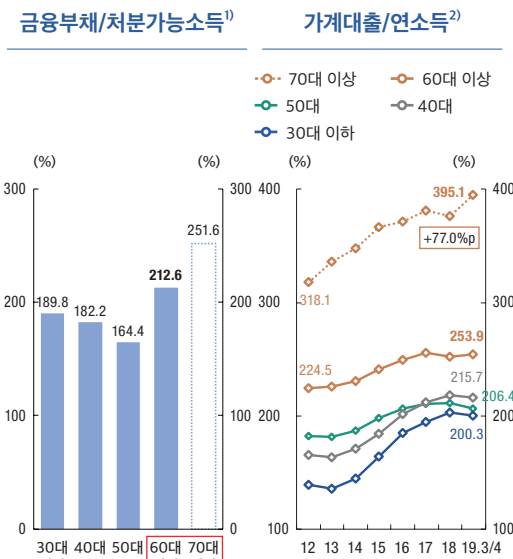
고연령층은 소득 대비 부채 수준이 높아 채무상환능력이 상대적으로 취약한 것으로 보인다. 60대 이상 금융부채 보유가구의 처분가능소득 대비 금융부채 비율(2018년 가계금융·복지조사 기준)은 212.6%(70대 이상 251.6%)로 다른 연령층에 비해 높은 것으로 나타났다. 가계대출 차주(가계부채DB) 기준으로도 60대 이상의 연소득 대비 대출(LTI) 비율이 높은 수준에서 상승

13) 이는 2014년 분할상환대출 확대 정책이 본격적으로 시행되기 이전에 일시상환방식으로 차입한 담보대출(비주택담보대출 포함)이 많은 데다 동 대출이 기존 상환방식대로 만기연장 또는 대환 등으로 최근까지 이어지고 있는 데 기인한 것으로 보인다.



세를 지속하고 있다. 특히 70대 이상은 다른 연령층에 비해 그 수준(19년 3/4분기말 395.1%)이 가장 높고 상승폭(12년말 대비, +77.0%포인트)도 큰 것으로 나타났다(그림 I-12).

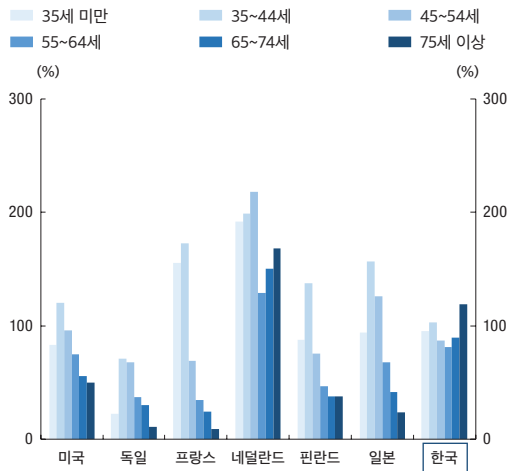
그림 I-12. 소득 대비 부채 수준



주: 1) 금융부채 보유가구 기준  
2) 가계대출 차주 기준  
자료: 2018년 가계금융·복지조사, 한국은행(가계부채DB)

주요국과 비교해 보더라도 우리나라 고연령층의 소득 대비 부채 수준은 상당히 높은 편이다. 미국, 프랑스, 일본 등은 대체로 연령이 높아질수록 소득 대비 부채 비율이 낮아지는 반면 우리나라는 65세 이상<sup>14)</sup>에서 동 비율이 다시 높아지는 모습이다(그림 I-13).

그림 I-13. 주요국과 부채/소득 비율 비교<sup>1)</sup>



주: 1) 중위값 및 총(경상)소득, (금융)부채 보유가구 기준  
(다만 일본은 10세 단위로 연령 구분, 평균값)  
자료: 가계금융 관련 조사  
(미국 16년, 독일·프랑스 등 17년, 일본 14년, 한국 18년)

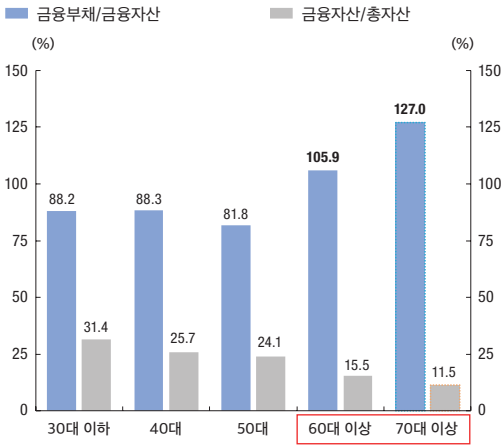
#### 나. 실물자산 편중으로 금융자산에 의한 채무대응능력 취약

총자산 측면에서 보면 고연령층의 채무대응능력은 양호한 편이지만, 금융자산 측면에서는 여타 연령층에 비해 열위하여 경기 및 부동산시장 위축시 이들의 채무상환능력이 약화될 수 있다.

60대 이상은 금융자산보다 실물자산을 더 많이 보유함에 따라 금융자산 대비 금융부채 비율(2018년 가계금융·복지조사 기준)이 100%를 초과하는 등 여타 연령층(81.8~88.3%)에 비해 크게 높은 편이다(그림 I-14). 이에 따라 소득 및 금융자산 측면에서 채무대응능력이 취약<sup>15)</sup>한 가구의 부채 비중을 시산해 본 결과, 60대 이상이 22.1%(여타 연령층 15.9~16.9%)로 가장 높은 것으로 분석되었다(표 I-2).

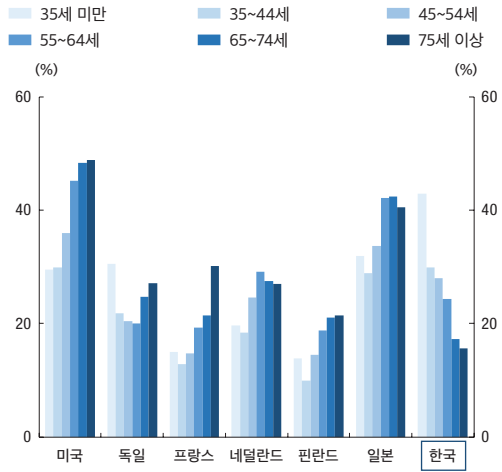
14) 처분가능소득 대비 가계부채 비율이 우리나라(자금순환통계 기준, 18년말 184.2%)보다 더 높은 네덜란드(18년말 239.5%)의 경우 우리나라와 마찬가지로 65세 이상에서 레버리지 수준이 다시 상승하는 모습을 보였다.  
15) 본고에서는 소득 대비 원리금 상환부담이 크고(DSR>70%, 18년 10월부터 시행되는 고DSR 규제)의 최저 비율 수준 감안, 금융자산 처분으로 금융부채 상환이 어려운(DTA>100%) 가구 기준으로 점검하였다. 다만 실물자산 처분 및 차입(담보대출 등) 등에 의한 자금조달은 제외하였다.

그림 1-14. 금융부채/금융자산 비율<sup>1)</sup>



주: 1) 금융부채 보유가구 기준  
 자료: 2018년 가계금융·복지조사

그림 1-15. 주요국과 금융자산/총자산 비중 비교<sup>1)</sup>



주: 1) 평균값, 전체가구 기준  
 자료: 가계금융 관련 조사  
 (미국 16년, 독일·프랑스 등 17년, 일본 14년, 한국 18년)

표 1-2. 소득·금융자산 측면에서의 채무대응능력 취약가구 부채 비중<sup>1)</sup>

	30대 이하	40대	50대	60대 이상	70대 이상
소득 측면 DSR>70%(A)	19.6	20.2	22.7	23.7	(22.9)
금융자산 측면 DTA>100%(B)	69.4	71.4	69.3	81.2	(83.0)
소득·금융자산 측면 (A&B)	16.0	15.9	16.9	22.1	(21.5)

주: 1) 연령별 금융부채 보유가구의 금융부채 대비  
 자료: 2018년 가계금융·복지조사

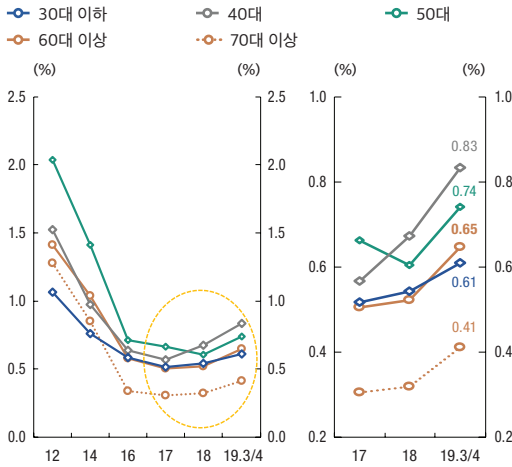
주요국의 경우 대체로 나이가 많아질수록 금융자산 비중이 높아지는 경향을 보였다. 반면 우리나라는 고연령층일수록 금융자산 비중이 낮아지고 그 수준도 이들 국가를 크게 하회하는 것으로 나타났다(그림 1-15).

### 다. 취약부문의 건전성 저하 우려

고연령층 가계대출의 연체율은 낮은 수준이지만 최근 상승 전환한 가운데 특히 채무상환능력이 상대적으로 떨어지는 취약차주<sup>16)</sup> 수와 부채가 계속 늘어나는 추세다.

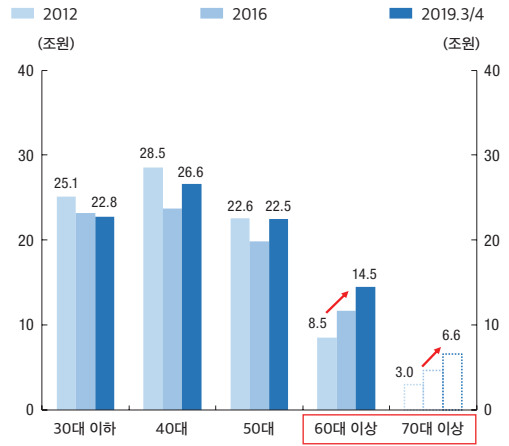
16) 이는 다중채무자이면서 저소득(하위 30%) 또는 저신용(7~10등급)인 차주를 말한다.

그림 I -16. 가계대출 연체율<sup>1)</sup>



주: 1) 금융기관 업무보고서상 집계된 연체율과 연체기간, 대출 및 연체 포괄범위 등에서 차이가 있음에 유의  
 자료: 한국은행(가계부채DB)

그림 I -17. 취약차주 대출규모<sup>1)</sup>



주: 1) 기말 기준  
 자료: 한국은행(가계부채DB)

60대 이상의 연체율은 40~50대보다 낮은 수준을 유지하고 있으나 2017년말 0.50%에서 2019년 3/4분기말 0.65%로 비교적 빠르게 상승하고 있다(그림 I -16). 60대 이상의 취약차주 수<sup>17)</sup>는 2012년말 7.9만명에서 2019년 3/4분기말 16.2만명으로 2배<sup>18)</sup> 정도 늘어났다. 대출금액도 다른 연령층과 달리 2013년 이후 가파른 증가세(12년말 8.5조원 → 19년 3/4분기말 14.5조원)를 지속하고 있다(그림 I -17).

## 5. 시사점

고연령층 가계부채가 인구고령화 등으로 높은 증가세를 지속하고 있으나 총자산 규모, 연체율 수준 등을 감안할 때 현재로서는 시스템 리스크 측면에서 크게 우려할 정도는 아닌 것으로 판단된다. 다만 소득에 비해 부채 수준이 높고 가계 자산이 실물자산에 편중된 상황에서 최근 건전성 저하 조짐도 일부 나타나고 있어 다음과 같은 정책적 대응이 요구된다.

첫째, 고연령층 가계부채는 비은행 및 일시상환 방식 대출 비중이 높은 데다 최근 연체율이 상

	30대 이하	40대	50대	60대 이상	70대 이상
12년말	73.2	50.4	31.5	7.9	(1.6)
16년말	61.0	43.7	30.3	11.6	(3.0)
19.3/4분기말	50.9	41.1	31.2	16.2	(5.1)

18) 이는 같은 기간중 60대 이상의 인구 증가속도(1.4배, 추계인구 기준)를 웃도는 수준이다.

승 전환하고 취약차주 수 및 대출액도 계속 늘어나고 있어 부채구조의 질적 개선과 함께 리스크 관리 강화에도 유의해야 한다. 이에 금융기관은 소득기반이 취약한 고연령차주의 실질적 채무상환능력 및 담보가치를 보다 적절하게 평가하고 만기연장시 분할상환대출로의 전환을 유도할 필요가 있다.

둘째, 고연령층의 유동성 리스크를 완화하고 부동산가격 급변동에 따른 채무상환능력 저하를 방지하기 위해 역모기지론 등 실물자산에 대한 유동화 제도를 적극 활성화<sup>19)</sup>할 필요가 있다. 다만 자산 유동화 제도 확대 과정에서 주택금융공사 등 특정 기관에 부담이 집중되지 않도록 민간부문의 역모기지 활성화도 병행·추진해야 할 것이다. 아울러 고연령층의 디레버리징을 유도하기 위해 실물자산 처분을 보다 용이하게 하는 등의 방안을 강구할 필요가 있다.

셋째, 가계의 실물자산 의존도를 낮추면서도 장수리스크(longevity risk)를 효과적으로 관리할 수 있는 금융상품을 지속적으로 개발<sup>20)</sup>하고 이에 대한 세제 혜택 등 인센티브를 제공·확대할 필요가 있다. 또한 경제·금융교육 강화<sup>21)</sup> 등을 통해 고연령층이 보유자산을 다양하게 운용할 수 있는 여건을 조성해야 할 것이다.

마지막으로 고연령층의 채무상환능력 제고를 위해 소득여건 개선 방안을 다각적으로 추진해야 할 것이다. 고연령층에 적합한 일자리를 확충하고 과잉경쟁 상태인 자영업<sup>22)</sup> 진출 유인을 줄이는 방향으로 정책적 노력을 지속해야 한다. 또한 안정적인 노후소득을 보장하기 위해 공적연금의 지속가능성을 제고하는 동시에 퇴직연금 및 개인연금을 보다 활성화<sup>23)</sup>해야 할 것이다.

19) 정부는 주택연금 가입연령 완화(가입연령: 60세 이상 → 55세 이상, 주택가격: 시가 9억원 → 공시가격 9억원) 등을 추진할 계획(19년 11월 발표)이다.

20) 다만 금융투자상품 개발시 금융소비자 보호 강화 측면에서 불완전판매 및 불건전 영업행위를 예방하고 이에 대한 신뢰도를 높이는 노력도 병행해야 한다.

21) 2018년 전국민 금융이해력 조사(한국은행·금융감독원에 따르면 60대(59.6점), 70대(54.2점)는 다른 연령층(40대 64.1점, 50대 63.1점)에 비해 금융이해력 점수가 낮은 것으로 나타났다.

22) 우리나라 자영업자(무급가족종사자 포함) 비중은 2018년 25.1%로 OECD 평균(15.5%)을 크게 상회하였다.

23) 정부는 퇴직연금제도 도입 의무화, 퇴직연금 수령기간 장기화(10년 초과)시 연금소득세율 인하, 50세 이상의 개인연금 세액공제 한도 확대 등을 발표(19년 11월)하였다. 한편 우리나라의 연금(의무가입 기준, 사적연금 포함)의 소득 대체율은 37.3%로 OECD 평균(49.0%)을 크게 하회한다(OECD, 19년 11월).

## II. 최근 기업 신용평가 현황 및 리스크 요인 점검

1. 검토 배경
2. 기업 신용평가 현황
3. 향후 기업 신용등급 조정 가능성
4. 기업 신용등급 조정에 따른 영향
5. 평가

### 1. 검토 배경

최근 국내외 신용평가사는 국내 기업의 신용등급을 하향 조정하거나 향후 등급 전망을 부정적으로 평가하는 움직임을 보이고 있다.<sup>1)</sup>

신용등급이 하락하면 기업은 차입비용이 증가하고 기존 채무의 차환에 어려움을 겪는 등 전반적인 자금조달 여건이 악화될 수 있다. 또한 이들 기업이 발행한 회사채의 투자자는 자본손실을 겪게 되고 이를 우려한 채권투매, 펀드런 등 시장불안이 발생할 가능성도 있다.

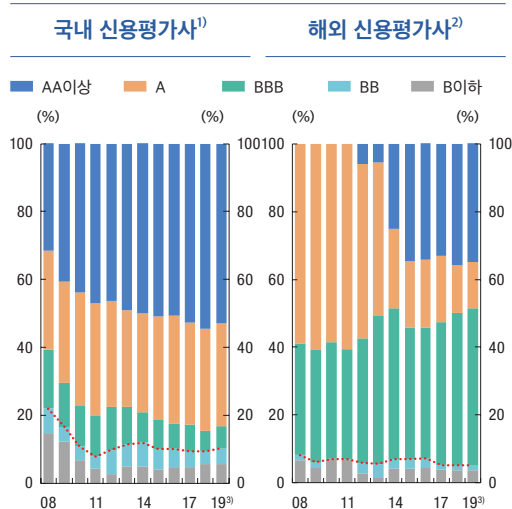
이에 최근 국내 기업<sup>2)</sup>의 신용등급<sup>3)</sup> 현황과 등급 조정 가능성을 살펴보고 이에 따른 영향을 점검해 보았다.

## 2. 기업 신용평가 현황

### 가. 신용등급 현황

국내의 신용평가사가 평가한 투자등급 기업 비중은 글로벌 금융위기 직후와 업황 부진기인 2013~15년중 낮아지기도 하였으나 2016년 이후 90% 수준을 유지하고 있다. 2019년 11월 현재 국내 신용평가사 기준 투자등급(BBB등급 이상)<sup>4)</sup> 기업 비중은 89.7%이며, 해외 신용평가사 기준으로도 투자등급 기업이 대부분을 차지하고 있다. 다만 투자등급 하단(BBB등급)에 해당하는 기업 비중이 실적 악화 등으로 최근 다소 높아지고 있다.

그림 II-1. 기업 신용등급 분포



주: 1) 국내 신용평가 3사 등급의 평균 기준으로, BBB 이상은 투자등급, BB 이하는 투기등급(적색 점선 하단)에 해당

2) Moody's 및 S&P 평균 기준

3) 11월 기준

자료: 금융투자협회, 한국신용평가, 한국기업평가, NICE신용평가, Moody's, S&P

1) 금년 들어 국제 신용평가사인 S&P(19년 7월)가 부정적 전망으로 제시한 기업 수를 전년에 비해 늘린 가운데 Moody's도 2개 기업의 등급을 하향 조정하고 27개 비금융기업 중 19개 기업에 대해 부정적 의견을 제시하였다(19년 9월).

2) 국내 신용평가사의 신용등급(기업 자체 및 회사채 등급)을 보유한 비금융기업 418개(채권 종목 2,297개, 19년 1~11월 기준)를 분석 대상으로 하였다.

3) 신용등급은 AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D로 분류되고 AA~B 등급에는 '+' 또는 '-'의 부호가 부여된다. 통상 등급 단계는 각 notch를 기준으로 한다(예: AA+, AA, AA-). 단순 표기 차이가 있는 Moody's 등급도 동 분류에 따라 분석하였다.

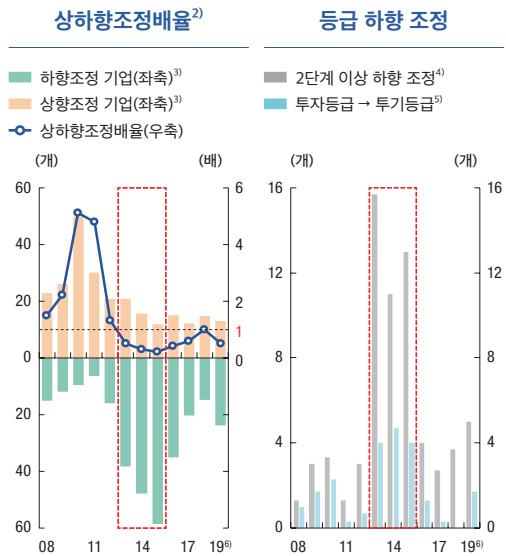
4) BBB등급(Moody's의 경우 Baa) 이상이 투자등급으로 분류된다.

## 나. 신용등급 조정

최근 국내외 신용평가사는 실적 악화 기업을 중심으로 신용등급을 하향 조정하는 움직임을 보이고 있다. 국내 신용평가사의 신용등급 상하향 조정배율(상향조정/하향조정)은 주로 전기전자, 자동차, 기계장비 업종에서 하향 조정이 늘어나면서 금년 들어 하락(18년 1.0배 → 19년 1~11월 0.5배)하였다. 또한 해외 신용평가사도 2018년 이후 일부 기업의 신용등급을 하향 조정하였다.<sup>5)</sup>

다만 아직까지는 신용등급 하향 조정이 과거 등급 하향 기간(13~15년)<sup>6)</sup>에 비해서는 완만한 수준이다. 등급 하향 빈도가 높지 않은 데다 2등급 이상 하향 조정(notch 기준)된 기업도 예년 수준을 하회하고 있으며, 투자등급에서 투기등급으로 강등된 기업(fallen angel)<sup>7)</sup>도 2016년 이후 크게 감소하였다.

그림 II-2. 기업 신용등급 조정<sup>1)</sup> 추이



주: 1) 국내 신용평가 3사 평균 기준

2) 등급 상향 기업수/등급 하향 기업수(등급 조정은 notch 기준)

3) 기간중 등급 상황 또는 하향 조정 기업

4) 기간중 2등급 이상 하락한 기업(LRC: Large Rating Change)

5) BBB 등급 이상에서 BB 등급 이하로 하락한 기업(fallen angel)

6) 1~11월 기준

자료: KOSCOM

## 다. 신용등급 전망

국내의 신용평가사의 부정적 등급 전망<sup>8)</sup> 제시가 금년 들어 늘어나고 있다. 국내 신용평가사의 '부정적(negative) 전망' 비중은 2016년 이후 낮아지다가 전기전자, 자동차, 기계장비, 건설, 석유화학 등의 업종<sup>9)</sup>을 중심으로 상승(18년 11.9% → 19년 1~11월 14.0%) 전환하였으며, 긍정적 전망 비중이 2015년 이후 가장 낮은 수준으로 하락하였다. 또한 해외 신용평가사의 부정적 전망 기업의 비중도 크게 상승(18년 7.3%

5) 2019년 1~11월중 해외 신용평가사(Moody's, S&P)는 2개(18년중 3개) 기업에 대해 등급을 하향 조정하였다.

6) 2013~15년 기간 중에는 2012년 웅진그룹의 기업회생절차 이후 STX그룹(13년 자율협약), 동양그룹(13년 기업회생절차), 대우조선해양(15년 자율협약) 등의 신용사건과 함께 등급 하향 빈도가 크게 늘어났다.

7) 2008년 이후 투기등급 강등 기업중 81.3%가 투자등급 최하단인 BBB등급에서 발생하였다(BBB- 등급의 경우 46.3%).

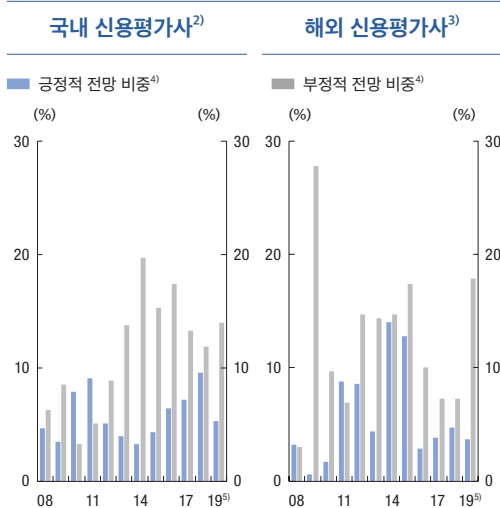
8) 등급 전망(rating outlook)은 향후 1~2년 이내의 신용등급의 방향성, 등급 변동 가능성을 나타낸 것으로 등급 상황 가능성이 있는 경우 '긍정적', 하향 가능성이 있는 경우 '부정적', 변동 가능성이 낮은 경우 '안정적'으로 표시한다. 한편 본고에서는 등급 상황 및 하향 검토(review)를 각각 긍정적 및 부정적 전망으로 간주하여 분석하였다.

9) 주요 업종별 부정적 전망 비중(업종내 기준)은 전기전자(18년 17.9% → 19년 1~11월 26.5%), 자동차(24.4% → 27.5%), 기계장비(16.7% → 29.2%), 건설(9.5% → 13.2%), 석유화학(9.1% → 10.1%) 등으로 나타났다.

→ 19년 1~11월 17.9%)한 상황이다.

다만 국내 신용평가사 기준 부정적 전망 기업의 비중은 2013~15년(평균 16.3%)에 비해서는 여전히 낮은 수준이다.

그림 II-3. 신용평가사의 기업 신용등급 전망<sup>1)</sup>



주: 1) 기간중 등급전망을 실시한 기업 기준  
 2) 국내 신용평가 3사 평균 기준  
 3) Moody's 및 S&P 평균 기준  
 4) 전체 등급 전망에서 긍정적(상향검토 포함) 또는 부정적 전망(하향검토 포함)이 차지하는 비중(연간 기준)  
 5) 1~11월 기준  
 자료: KOSCOM, Moody's, S&P

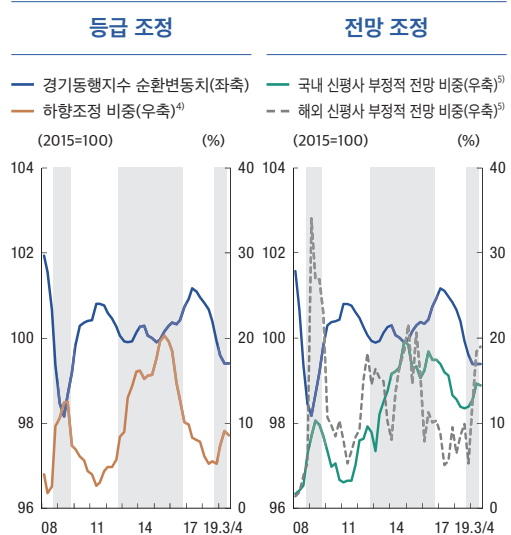
### 3. 향후 기업 신용등급 조정 가능성

신용평가사의 부정적 전망이 늘고 있는 가운데 기업 경영여건 악화, 실적 부진 등이 장기화될 경우 향후 기업의 신용등급이 추가 하락할 가능성이 있다. 이하에서는 경기 상황, 기업의 채무상환능력 및 예상부도확률 측면에서 이를 살펴보고자 한다.

### 가. 경기 상황

경기 상황은 신용등급의 조정 및 전망에 일정 시차를 두고 영향을 미치는 것으로 보인다. 과거 경기 움직임과 신용등급(전망) 조정 빈도와 의 관계를 살펴보면, 경기동행지수 순환변동치가 하락하거나 매출 실적이 악화(09년, 13~16년)되었던 시기에 신용등급 하락 및 부정적 전망 빈도가 높게 나타났다. 따라서 향후 국내외 경기둔화세가 지속되면서 기업의 채무상환능력이 구조적으로 악화<sup>10)</sup>될 경우 신용등급의 하향 조정 압력이 높아질 가능성이 있다.<sup>11)</sup>

그림 II-4. 신용등급(전망) 조정<sup>1)</sup>과 경기 상황<sup>2)3)</sup>



주: 1) 국내 신용평가 3사(또는 해외 2사) 평균 기준  
 2) 경기동행지수 순환변동치는 3분기 이동평균 기준  
 3) 음영은 매출액 증가율(연간 기준, 19년은 상반기) 마이너스(09년, 14~16년, 19년) 또는 0%대(13년)인 구간  
 4) 전체 등급(상향, 하향 및 유지) 대비 하향 조정 기업 비중(최근 4분기, 국내 신용평가사 기준)  
 5) 전체 전망 대비 부정적 전망 기업 비중(최근 4분기, Moody's 및 S&P 기준)  
 자료: KOSCOM, Moody's, S&P, 통계청

10) 신용평가사는 경기 요인에 따른 기업의 실적 저하와 채무상환능력 악화가 일시적 현상이 아닌 구조적 변화로 판단되는 시점에 이를 등급 조정에 반영한다. 따라서 일시적인 경기순환 움직임에 따라 신용등급이 즉시 조정되지는 않는다. 또한 등급 하향 조정이 상황 조정에 비해 경기 변화에 보다 민감하게 반응하는 경향도 있다.

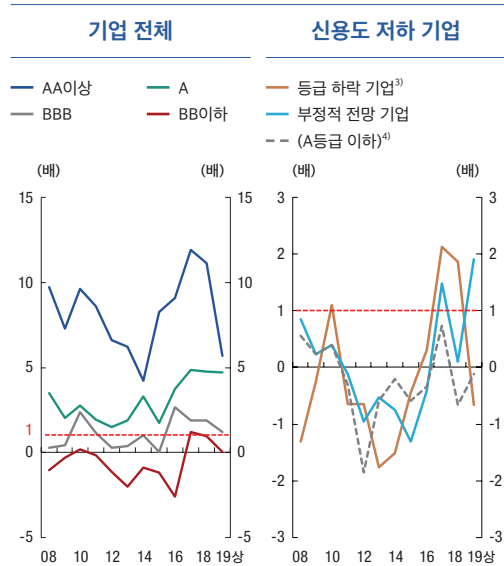
11) 해외 신용평가사는 금년 들어 기업 실적 저하, 경영여건 악화 등을 이유로 부정적 전망 제시를 늘리고 있다.

## 나. 기업 채무상환능력

최근 신용등급 보유 기업의 채무상환능력이 저하되고 있는 점도 향후 기업 신용등급 하향 조정 가능성을 높이는 요인으로 작용할 수 있다. 과거 등급 조정 사례를 보면, 2008~19년중 신용등급이 하향 조정된 기업의 76.9%가 등급 조정 직전 연도에 채무상환능력을 나타내는 이자보상배율(영업이익/이자비용)이 2미만으로 낮은 상태에 있었다.

최근 국내 기업의 이자보상배율을 신용등급별로 보면, AA이상 등급 기업의 이자보상배율이 지난해부터 하락하여 2019년 상반기에는 과거 등급 하락기(13~15년) 수준으로 낮아졌다.<sup>12)</sup> 또한 투자등급이지만 상대적으로 신용도가 낮아 투기등급으로 전환될 가능성이 높은 BBB등급의 경우 이자보상배율이 1 수준으로 낮아졌다. 특히 신용등급이 하락한 기업의 채무상환능력을 살펴보면, 2018년부터 이자보상배율이 1을 하회하고 있으며, 부정적 전망(등급 하향 검토 포함)이 제시된 기업의 이자보상배율이 1을 중심으로 등락하는 가운데 A이하 등급을 중심으로 특히 낮은 모습을 보이고 있다.

그림 II-5. 신용등급<sup>1)</sup> 보유 기업의 이자보상배율<sup>2)</sup>



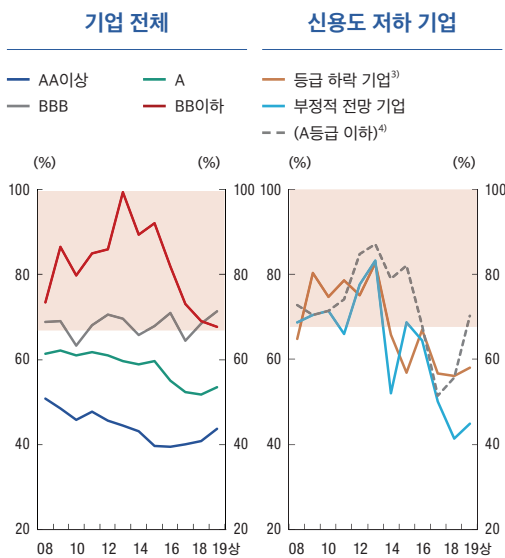
주: 1) 기간중 최종 평가시점의 신용등급 기준  
 2) 영업이익/이자비용  
 3) 전년대비 등급 하락 기준  
 4) 부정적 전망(등급 하향 검토 포함) 기업 중 A이하 등급인 기업  
 자료: KOSCOM, KIS-Value

한편 기업의 레버리지(총자산 대비 총부채 비율)는 BBB이하 등급을 제외한 대부분의 신용등급에서 크게 낮은 수준이며, 신용등급이 하락하였거나 부정적 전망이 제시된 기업의 레버리지도 낮아져 있는 모습이다. 다만 기업의 레버리지는 A이하 등급을 중심으로 2018년 이후 상승 전환하였다.

12) 2019년 들어 여타 등급에 비해 A등급 기업의 이자보상배율은 전년에 비해 크게 하락하지 않고 있다. 상위 등급 기업이 A등급으로 하락하면서 A등급 기업의 이자보상배율 하락이 다소 제약된 것으로 보인다.



그림 II-6. 신용등급<sup>1)</sup> 보유 기업의 레버리지<sup>2)</sup>



주: 1) 기간중 최종 평가시점의 신용등급 기준  
 2) 총부채/총자산(음영은 부채비율 200% 초과 과다부채 영역)  
 3) 전년대비 등급 하락 기준  
 4) 부정적 전망(등급 하향 검토 포함) 기업 중 A이하 등급인 기업  
 자료: KOSCOM, KIS-Value

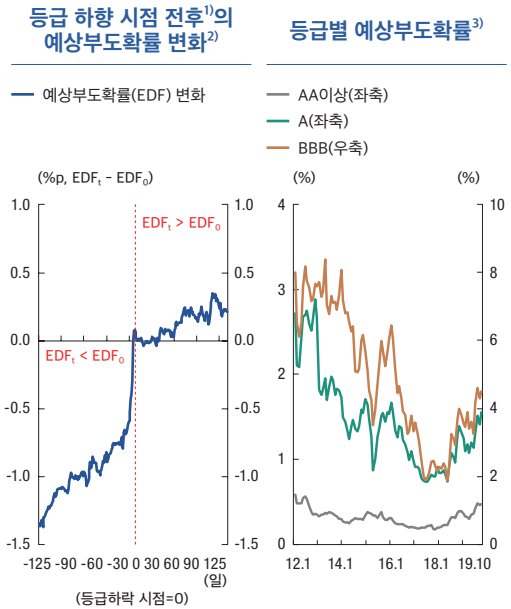
#### 다. 기업 예상부도확률

주가를 활용하여 산출된 기업 예상부도확률<sup>13)</sup>과 기업의 신용등급 하락 간의 관계를 살펴보면<sup>14)</sup>, 예상부도확률이 등급 하향 조정 시점 이전에는 낮은 상태로 있다가 조정 시점에 근접할수록 가파르게 상승하는 모습을 보였다.

2018년 하반기 이후 기업의 예상부도확률은 A 이하 등급을 중심으로 상승 전환되었으며, 특히 신용등급이 낮은 기업일수록 예상부도확률의 상승폭이 더 크게 나타나고 있다.<sup>15)</sup> 이러한 예상

부도확률의 상승 움직임은 신용평가 측면에서 부정적 시그널로 작용할 가능성이 있다.

그림 II-7. 기업 신용등급 및 예상부도확률



주: 1) 2012년 1월~2019년 9월 기간중 신용등급이 하향 조정된 상장기업을 대상으로 등급조정 전후 약 6개월간(125영업일)을 추적  
 2) 신용등급 하향조정(t=0) 전후 각 시점 예상부도확률(EDF)과 하향조정 시점 EDF와의 차이(t=0의 EDF 수준을 0으로 고정)  
 3) 신용등급별 예상부도확률의 기간중 단순평균 기준  
 자료: KRM

#### 4. 기업 신용등급 조정에 따른 영향

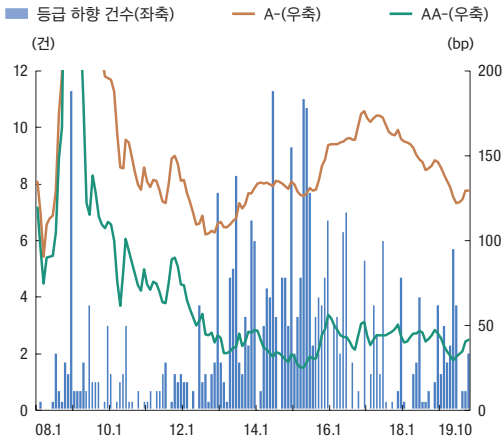
신용등급 하향 조정은 기업의 차입비용을 증가시킬 뿐만 아니라 경영건전성에 대한 시장의 경계감을 높여 기업의 부채 차환 등 전반적인 차입 여건을 악화시킬 수 있다. 이하에서는 과거 사례 등을 중심으로 이를 살펴보고자 한다.

13) 시장가격(주가)으로 평가한 기업의 자산 가치가 1년 이내에 상환해야 하는 부채(부도점) 이하로 하락(채무불이행 또는 부도로 정의)할 가능성을 의미한다.  
 14) Vassalou and Xing(2003)에 따르면 기업의 예상부도확률은 등급 하향 이전에 급격히 상승하는 특징이 있다. 특히 기업의 신용등급이 낮을수록 예상부도확률은 더 큰 변동성을 보인다.  
 15) 2018년 하반기 이후 투자등급의 예상부도확률 상승 폭은 BBB, A, AA이상 등급 순으로 나타났다.

## 가. 차입비용 증가

신용등급 하락은 신용스프레드 상승을 통해 해당 기업의 차입비용을 증가시키는 요인으로 작용할 수 있으며, 특히 투자등급 임계 수준(BBB 등급)에 위치한 기업에게 더 큰 영향을 미치는 것으로 알려져 있다.<sup>16)</sup> 과거 사례를 보면, 신용사건 발생 등으로 신용등급의 하향 조정이 많았던 2013~15년 기간에 비유량물에 해당하는 A-등급 회사채의 신용스프레드가 크게 확대된 바 있다.<sup>17)</sup>

그림 II-8. 신용등급 하락<sup>1)</sup>과 회사채 신용스프레드<sup>2)</sup> 추이



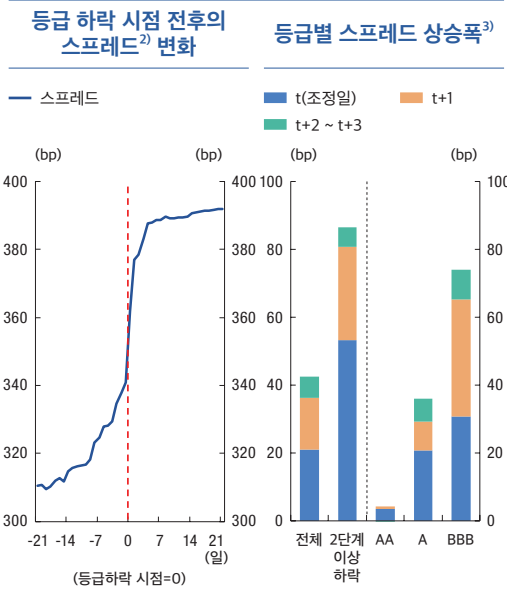
주: 1) 국내 신용평가 3사 평균      2) 국고채 대비, 3년물 기준  
 자료: KOSCOM, 금융투자협회

구체적으로 신용등급 하락이 개별 기업<sup>18)</sup>의 차입비용에 미치는 영향을 신용등급 하락 시점 전후의 스프레드(국고채 대비 개별 회사채 수익률 차이)<sup>19)</sup> 변화를 통해 살펴보면, 신용등급이 하향 조정된 당일에 스프레드가 큰 폭 상승(평균 +21bp)하였으며 하락 후 3영업일 동안 스프레드 상승(평균 +21bp)이 지속되다가 이후에는

상승폭이 둔화되는 것으로 나타났다.

또한 신용등급별로는 AA이상 등급을 유지한 기업은 등급 하향에도 불구하고 스프레드 상승폭이 작아(+4bp, 하락일부터 4영업일 기준) 차입비용에 큰 변화가 없었다. 반면 A이하 등급으로 하향 조정된 기업의 경우 스프레드가 큰 폭으로 확대(A등급 +36bp, BBB등급 +74bp)되면서 차입비용이 크게 증가하는 것으로 나타났다.

그림 II-9. 신용등급 하락 전후 기업<sup>1)</sup>의 차입비용 변화



주: 1) 등급 하락을 경험한 31개 기업(180건) 기준  
 2) 개별 회사채의 민평 수익률(3년물 기준)이 국고채 금리를 상회하는 폭인 스프레드를 가산금리로 간주  
 3) 기간중 스프레드 상승폭  
 자료: KOSCOM, 연합인포맥스

금년 들어 견조한 투자 수요 등으로 신용등급 간 스프레드가 대체로 축소되어 있는 등 최근의 등급 조정이 기업의 차입비용에 미치는 영향은 과거 등급 하락기에 비해 작은 것으로 보인다.

16) ECB(2004)는 신용등급이 하향 조정될 경우 최하위 투자등급의 회사채에서 가장 큰 손실이 발생한다고 설명하였다(Occasional Paper Series No. 16). 아울러 BIS(2006)는 신용등급 하향이 상향 조정에 비해 해당 기업의 주식이나 회사채 가격에 비대칭적으로 더 큰 영향을 미칠 수 있다고 보았다(BIS Working Papers No 207).

17) 이와 함께 A등급 회사채의 순발행 규모도 동 기간중 크게 위축되었다.

18) 과거 신용등급 하락 빈도가 높았던 업종(조선, 철강, 기계장비, 전기전자, 해운, 항공)에 속하는 주요 기업을 대상으로 분석하였다.

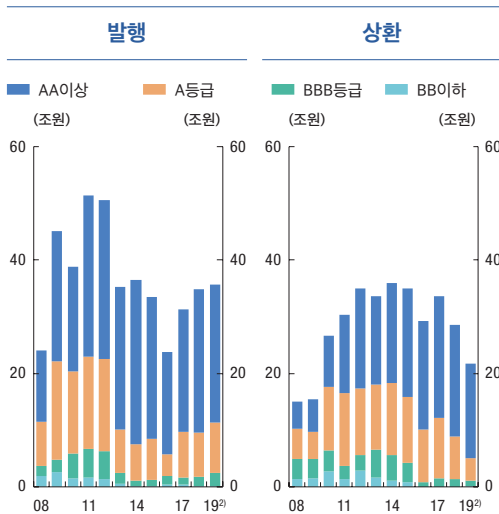
19) 스프레드는 회사채 발행 기업의 신용위험을 반영한 것으로서 발행 기준 금리(국고채 금리 등)에 가산되는 부분이다.

## 나. 차환리스크 증대

신용등급 하락은 시장의 신용경계감을 높여 채권 만기도래분에 대한 기업의 상환 및 차환 부담을 가중시키는 요인으로 작용할 수 있다.

국내 채권시장에서는 2013~15년 등급 하향 기간에 비우량 등급으로 분류되는 A~BBB등급 회사채 발행이 크게 위축되고 상환 규모가 크게 확대된 바 있다.<sup>20)</sup> 금년 3월에는 일부 기업에 대한 신용등급 하향 조정 검토가 부각되면서 동 기업이 발행한 유동화증권에 부가된 조기상환 옵션 조항(rating trigger) 발동이 우려된 사례도 있었다. 아울러 신용등급 강등으로 회사채 발행이 어려워진 기업이 기업어음 등 단기성 채무증권을 통한 차입에 의존하게 되면서 차입 만기가 단기화 될 가능성도 있다.

그림 II-10. 회사채 발행 및 상환<sup>1)</sup>



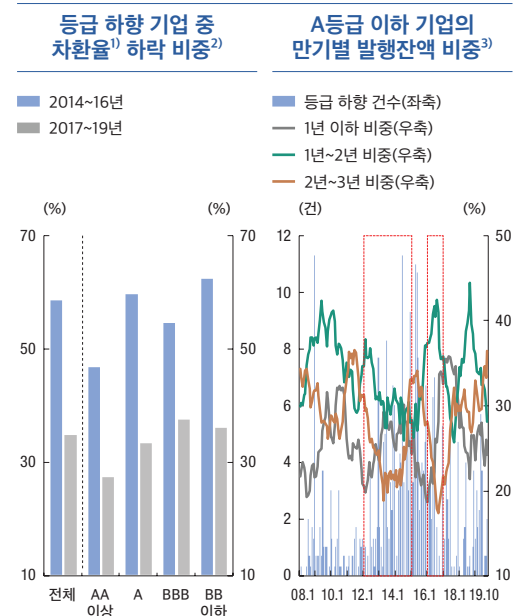
주: 1) 금융지주회사 제외 2) 1~9월 누적 기준  
자료: 한국예탁결제원

한편 신용등급 하락이 기업의 차환에 미치는 영향을 살펴보면, 등급 하락 기업의 상당 수에

서 차입금(사채 포함) 차환율(rollover ratio)<sup>21)</sup>이 다음 연도에 하락하는 것으로 나타났다. 신용등급별로는 등급이 낮은 기업일수록 차환율이 하락하는 기업의 비중(14~16년중 BB이하 62.3%, AA이상 46.7%)이 높았으며, 기간별로는 과거 등급 하락기의 차환율 하락 기업 비중(14~16년중 58.5% → 17~19년중 34.7%)이 더 높게 나타났다. 특히 신용도가 낮은 등급일수록 차환율이 하락한 기업 비중이 높게 나타났다.

아울러 등급 하향 빈도가 높았던 2013~14년중에는 잔존만기 1년 이하 단기 회사채 발행잔액 비중이 증가한 반면 장기 회사채 잔액 비중은 감소한 모습을 보여 기업의 차환 부담이 커졌던 것으로 보인다.

그림 II-11. 신용등급 하락과 차환리스크



주: 1) 차입금(사채 포함) 증감액을 1년 이내 만기도래 차입금으로 나눈 비율로 간주  
2) 신용등급 하락(각각 13~15년 및 16~18년) 기업 중에서 다음 기(14~16년, 17년~19년 상반기)에 차환율이 하락한 기업의 비중  
3) 잔존만기 기준

자료: KIS-Value, KOSCOM, 연합인포맥스

20) 특히 A~BBB등급에서 투기등급으로 강등된 기업은 회사채 차환 발행이 사실상 어려워지고 기업의 유동성 위험 우려가 부각되면서 상환 압력이 높아질 수 있다.

## 5. 평가

최근 해외에서는 비우량 등급 회사채 발행이 늘어난 상황에서 수익성 저하 등으로 신용의 질도 악화되고 있어 기업의 신용등급 하락이 금융시장에 미칠 부정적 영향에 대한 우려가 나타나고 있다.<sup>21)</sup>

아직까지 국내 회사채 시장은 부정적 신용등급 전망 증가에도 불구하고 금리 메리트, 견조한 투자수요 등에 힘입어 신용스프레드가 축소되는 등 안정된 모습을 보이고 있다. 다만 최근의 업황 부진, 기업의 채무상환능력 및 예상부도확률 등의 움직임에 비추어 볼 때, 향후 신용등급 하락 기업이 증가할 가능성이 있는 것으로 평가된다.<sup>22)</sup>

만약 국내 기업의 신용등급 하락이 본격화될 경우 차입비용 증가, 차환리스크 증대 등으로 기업의 자금조달 여건이 악화될 수 있다. 회사채 시장은 대출에 비해 금리 변동성이 높고 신용사건에 민감하게 반응하는 경향이 있다.<sup>24)</sup> 특히

신용등급이 낮은 기업은 차입비용 부담이 비대칭적으로 증가하여 기업의 유동성 악화로 전이될 가능성도 있다.

다만 일부 기업의 신용등급 하락이 회사채 시장 전반의 불안 요인으로 작용할 가능성은 크지 않은 것으로 평가된다. 국내에서는 웅진·동양 사태(12~13년) 등의 신용사건 이후 AA이상 등급의 우량물 회사채 발행 비중이 높은 수준을 유지하고 있는 데다, 국내 금융투자업자<sup>25)</sup>의 경우 투자운용지침에서 투자대상(universe) 회사채를 A등급 이상으로 제한하고 있어 일부 회사채의 투기등급(BB+ 이하) 강등이 펀드 등의 회사채 강제 매각(forced sale) 트리거로 작동할 가능성은 낮아 보인다. 또한 국내에서는 대출약정이 완화된 레버리지 론을 CLO(Collateralized Loan Obligation)를 통해 구조화하는 시장이 형성되어 있지 않은 데다 일반 대출채권의 유동화도 정책금융 성격의 P-CBO<sup>26)</sup>, 무수익대출채권 유동화증권(NPL ABS)<sup>27)</sup> 등에 한정되어 있어 시장 불안 채널로 작동할 가능성은 크지 않다.

21) Hoshi and Kim(2012)을 인용하여 차환율의 대리 지표(proxy)로서 전체 차입금(사채 포함) 증감액을 1년 이내에 만기가 도래하는 단기성 차입금(사채 포함)으로 나눈 비율을 이용하였다.

22) BIS는 미국, 유럽 등에서 고수익을 위한 BBB등급 회사채 투자가 늘어나면서 등급 강등 시 투자운용지침(investment mandate)에 따른 포트폴리오 조정으로 대량의 회사채 강제매각(forced sale)이 나타날 수 있으며, 이 과정에서 펀드런(fund-run) 등이 발생하여 시장에 충격을 미칠 가능성을 제기하였다(Quarterly Review, 19년 3월). 또한 Moody's는 대출약정 완화, CLO 성장 등에 힘입어 레버리지 론이 증가한 가운데 사모투자 기업이 저신용(B2 및 B3 등급) 회사채의 각각 62%, 80%를 발행하는 등 기업신용의 질이 전반적으로 악화되었다고 평가하였다(19년 9월).

23) 하향 조정 빈도나 부정적 전망에 해당하는 기업 수가 2013~15년 신용등급 하락 기간에 비해 아직까지는 낮은 수준이다. 신용평가는 부정적 전망 제시에도 불구하고 급격한 신용등급 하락은 제한적일 것으로 평가(S&P, 19년 7월)하는 등 당분간 신용등급이 급격하게 하락(sudden cascade of downgrade)할 가능성은 크지 않은 것으로 보인다.

24) 2013년에 웅진그룹 사태에 이어 동양 및 STX 그룹의 유동성 위기 우려 등으로 기업의 회사채 발행이 크게 위축된 바 있다.

25) 집합투자기구(채권형펀드, MMF 등)의 회사채 편입 자산규모가 빠르게 확대(13년 6월말 27.3조원 → 19년 9월말 114.2조원)되었다(자료: 금융투자협회).

26) 발행시장 CBO(Primary-Collateralized Bond Obligation)는 채권시장에서 직접 회사채를 발행하기 어려운 기업을 지원하기 위해 도입되었으며 신용보증기관이 지급보증을 한다.

27) NPL ABS는 부실채권을 처분하여 금융기관의 재무건전성을 제고하기 위해 주로 발행된다.

### Ⅲ. 국내 수익률 추구 동향 및 잠재리스크 점검

1. 검토 배경
2. 수익률 추구 동향
3. 잠재리스크
4. 시사점

#### 1. 검토 배경

최근 글로벌 금융시장에서는 일부 국가의 채권 금리가 마이너스로 하락<sup>1)</sup>하는 등 저금리 기조<sup>2)</sup>가 장기간 지속되는 가운데 투자자의 수익률 추구 강화로 인한 시스템 리스크의 증대 우려가 제기되고 있다. IMF, BIS<sup>3)</sup> 등은 저금리 하에서 은행, 보험회사, 연금, 투자펀드의 수익률 추구 강화가 저신용물 투자 및 장기자산 운용 확대, 해외투자 증가, 레버리지 확대 등으로 나타나고 있어 관련 금융안정 리스크의 증대 가능성에 유의할 것을 지적하였다. 우리나라도 경제성장 둔화와 완화적 통화정책 등의 영향으로 금융상품 투자수익률이 전반적으로 크게 하락한 상황으로 투자자의 수익률 추구가 강화되었을 개연성이 있다. 이에 본고에서는 국내 투자자의 수익률 추구 동향<sup>4)</sup>을 금융상품 투자 및 금융기관<sup>5)</sup>의 영업행태 측면으로 나누어 분석하고 잠재리스크를 점검하였다.

그림 Ⅲ-1. 주요 금리



자료: 금융투자협회

#### 2. 수익률 추구 동향

먼저 금융상품 투자 측면에서는 대표적인 금융상품인 채권과 주식 투자 추이와 최근 빠른 성장세를 보이고 있는 대체투자, 해외투자, 파생결합증권·신용파생상품 투자 동향을 점검하였다.

그리고 금융기관의 영업행태 측면에서는 수익률 추구에 따른 금융기관의 위험선호 변화를 파악하기 위해 금융기관의 자산대비 위험익스포저 추이와 레버리지 거래 동향을 점검하였다.

- 1) 전세계 채권시장에서 마이너스 금리의 채권 규모는 16조달러 이상(일본 및 유로지역 중심)으로 전세계 채권의 약 27%를 차지하고 있는 것으로 분석된다("Negative yields force investors to plunge into riskier debt", Financial Times, 19년 8월 16일).
- 2) 글로벌 금융위기로 투자자의 위험회피와 디레버리징(deleveraging)이 심화됨에 따라 각국 정책당국은 완화적 통화정책 등을 통해 투자자의 위험선호(risk-taking)와 수익률 추구(search for yield)의 회복을 일정 부분 지원하였다.
- 3) Low growth, low interest rates and financial intermediation(IMF GFSR, 17년 4월), Institutional investors(IMF GFSR, 19년 10월), Financial implications of a prolonged period of low interest rates(BIS, 18년 7월) 등
- 4) 분석시계는 글로벌 금융위기 직후 금융시장 변동성이 크게 확대되었던 점을 감안하여 금융위기 발생 이전인 2007년말을 비교시점으로 설정하였으며 자료 제약이 있는 경우에는 금융위기 충격이 다소 진정된 2009년말을 비교시점으로 하였다.
- 5) 은행, 증권회사, 보험회사, 투자펀드 등을 주요 분석대상으로 하였으며 금융회사 중 사업모델이 예대입무에 집중된 상호금융·저축은행, 여신업무에 국한된 여신전문금융회사 등은 제외하였다.

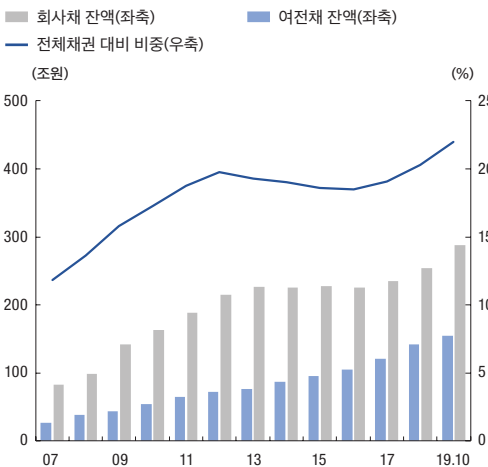
## 가. 금융상품 투자 동향

### ① 채권 투자

경기 둔화 등의 영향으로 채권투자가 꾸준히 증가하였다. 국내 전체 채권잔액은 2007년말 924.1조원에서 2019년 10월말 2,013.0조원으로 117.8% 증가하였으며, 채권시장이 자본시장(채권 및 주식 잔액 합계기준)에서 차지하는 비중도 같은 기간중 48.5%에서 55.9%로 상승하였다.

채권 종류별로는 국공채가 전체 채권 발행잔액에서 차지하는 비중이 2007년말 62.3%에서 2019년 10월말 59.7%로 소폭 하락한 반면 상대적으로 수익률이 높은<sup>6)</sup> 회사채 및 여신전문금융회사채(이하 '여전채') 비중은 11.8%에서 22.0%로 상승하였다. 특히 회사채는 2018년 이후 더욱 가파른 증가세를 보이고 있다.

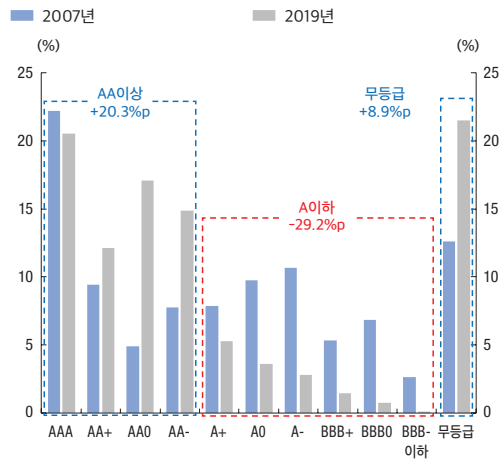
그림 III-2. 회사채·여전채 발행잔액 및 비중<sup>1)</sup>



주: 1) 전체 채권잔액 대비 회사채 및 여전채 비중  
자료: KOSCOM

회사채의 신용등급별 발행비중을 보면 AA등급이상 우량물 비중이 2007년말 44.3%에서 2019년 10월말 64.6%로 크게 상승한 반면, A등급 이하의 발행 비중은 43.1%에서 13.9%로 크게 하락하였다. 한편, 무등급 발행비중이 12.6%에서 21.5%로 확대되었으며, 신용등급이 낮은 기업이 주로 발행하는 전환사채(CB: convertible bond) 등 메자닌 채권<sup>8)</sup>도 크게 증가하였다(CB 발행잔액 07년말 4.4조원 → 19년 10월말 15.4조원).

그림 III-3. 회사채 신용등급별 비중 증감<sup>1)</sup>



주: 1) 2007년 및 2019년 10월말 발행잔액  
자료: KOSCOM

한편 국내 채권 듀레이션이 장기채권 발행 증가로 2009년말 3.8에서 2019년 10월말 8.1로 확대되었다. 여기에는 상대적 고금리와 금리 하락 시 자본차익을 얻기 위한 투자도 영향을 미쳤으나 생명보험회사와 연금을 중심으로 마이너스 듀레이션<sup>9)</sup> 갭 축소를 위한 장기자산 투자 확대의 영향도 컸다.

6) 2019년 1~10월중(기간 평균) 국고채 3년물과의 금리 스프레드는 회사채(AA-등급)는 49bp, 여전채(AA-등급)는 40bp이다.  
7) 회사채의 증가율은 2011~17년중 연평균 6.3%에서 2018년중 8.0%, 2019년 1~10월중 13.7%로 상승하였다. 특히, 2019년 1~10월중 발행규모는 84.6조원으로 역대 최대 수준이다.  
8) 주식과 채권의 성격을 모두 갖는 증권으로 ① 자사 주식으로 전환하는 옵션이 부여된 회사채(전환사채, CB, convertible bond), ② 신주인수권이 더해진 회사채(신주인수권부사채, BW, bond with warrant), ③ 타사 주식으로 교환하는 옵션이 부여된 회사채(교환사채, EB, exchangeable bond) 등이 있다.



## ② 주식 투자

코스피시장의 성장이 정체된 가운데 코스닥시장이 성장세를 보였으나 2018년 이후에는 경기 둔화, 일부 상장사의 분식회계 논란 등으로 주식시장이 전반적으로 부진을 지속하고 있다. 코스피시장은 명목GDP 대비 시가총액비율이 2007년말 81.3%에서 2019년 9월말 72.1%로 하락하였으며, 코스닥시장은 명목GDP 대비 시가총액비율이 2007년말 8.5%에서 2018년 1월말 18.1%로 상승하였으나 이후 하락 반전하여 2019년 9월말 현재 11.4%이다.

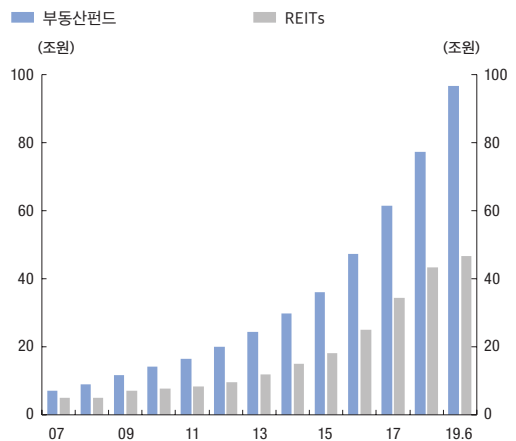
그림 Ⅲ-4. 코스피·코스닥 시가총액



## ③ 대체투자

대체투자<sup>10)</sup>는 부동산, 실물자산 등에 대한 투자로 상대적으로 높은 수익률<sup>11)</sup>을 추구하며 2010년대 중반 이후 빠르게 증가하고 있다. 대체투자펀드 잔액은 2007년말 16.4조원에서 2019년 10월말 221.2조원으로 1,250.0% 증가하였으며 전체 투자펀드에서 차지하는 비중도 5.1%에서 33.9%로 상승하였다. 유형별로는 부동산펀드의 비중이 2007년말 2.2%에서 2019년 10월말 14.8%로 상승하였다. 한편 부동산펀드와 유사한 성격의 부동산투자신탁<sup>12)</sup>(REITs)도 2007년말 5.0조원에서 2019년 6월말 46.6조원으로 831.8% 증가하였다.

그림 Ⅲ-5. 부동산펀드·REITs 추이<sup>1)</sup>



9) 듀레이션 갭은 [(금리감응자산 × 자산듀레이션 - 금리감응부채 × 부채듀레이션)/금리감응자산]으로 계산된다. 생명보험회사와 연금의 경우 기대 수명 연장 등에 따른 부채듀레이션의 증가로 듀레이션 갭이 마이너스를 지속하고 있다(다만 장기자산 증가로 마이너스 폭은 축소 : 2009년말 -2.9 → 2019년 6월말 -0.2, 생명보험회사 기준, 한국은행 추정).

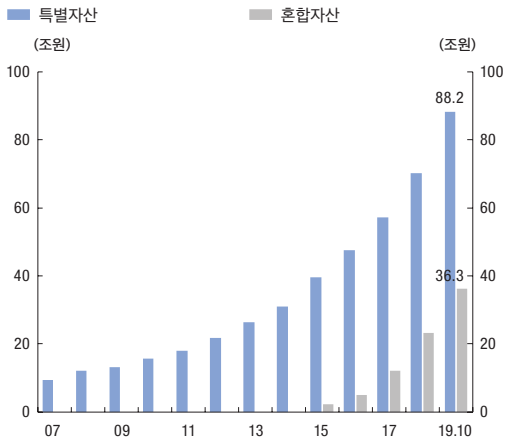
10) 집합투자기구(투자펀드) 기준으로 공모 및 사모 투자펀드의 국내외 대체투자 합계액을 이용하였다.

구분	세부 내용
부동산펀드	자산의 50%를 초과하여 부동산(부동산을 기초자산으로 하는 파생상품 및 부동산관련 증권 포함)에 투자
특별자산펀드	자산의 50%를 초과하여 특별자산(증권 및 부동산을 제외한 실물자산 및 관련 파생상품 포함)에 투자
혼합자산펀드	주요 투자대상 자산에 대한 한도 제한을 받지 않고 모든 자산에 투자하는 펀드

11) 2019년 10월말 기준 부동산펀드와 특별자산펀드의 연평균 수익률은 각각 3.5%, 5.1%로 정기예금(1년) 금리(1.6%), 채권투자펀드 수익률(2.6%)보다 높은 수준이다(국내투자기준, 에프앤가이드, 한국은행).

특별자산펀드의 비중도 2007년말 2.9%에서 2019년 10월말 13.5%로 상승하였으며, 혼합자산펀드는 2015년 10월 처음 조성된 이후 2019년 10월말 36.3조원으로 크게 증가하였다.

그림 III-6. 특별자산·혼합자산 펀드<sup>1)</sup>



주: 1) 기말잔액 기준(19년은 10월말 기준)

자료: 금융투자협회

#### ④ 해외 투자

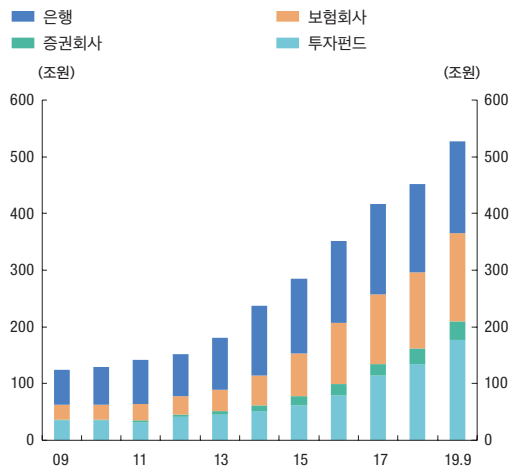
국내 자산보다 상대적으로 수익률이 높은<sup>13)</sup> 해외자산에 대한 투자도 크게 증가하였다. 국내 투자자(은행·보험회사·증권회사·투자펀드 기준)의 해외자산은 2009년말 124.1조원에서 2019년 9월말 527.2조원으로 324.9% 증가하였으며 전체 운용자산에서 차지하는 비중도 4.5%에서 9.8%로 상승하였다. 특히, 2014년 이후 해외자산 증가세<sup>14)</sup>가 확대되는 모습이다.

금융기관별로는 비은행금융기관(보험회사·증권회사·투자펀드 기준)의 해외자산이 2009

년말 62.0조원에서 2019년 9월말 365.2조원으로 489.3% 증가하여 전체 해외투자 증가를 주도하였으며, 은행의 해외자산 증가율은 160.9%(62.1조원 → 162.0조원)로 상대적으로 크지 않았다.

해외자산이 전체 운용자산에서 차지하는 비중의 변동을 보면 같은 기간중 투자펀드가 16.9%포인트(11.0% → 27.9%)로 가장 크게 상승하였고 보험회사 7.1%포인트(5.7% → 12.8%), 증권회사 5.7%포인트(0.9% → 6.6%), 은행 2.0%포인트(3.4% → 5.4%) 순으로 상승하였다.

그림 III-7. 해외자산<sup>1)</sup>



주: 1) 외국계 금융기관 제외(은행은 외국계 은행 포함)

자료: 한국은행, 금융기관 업무보고서, 금융투자협회

12) REITs는 부동산펀드보다 자산운용상 제약(최소자본금, 주식분산, 자금차입/대여, 공시 등)이 크다는 단점이 있으나, 유동성이 높다는 장점이 있다.

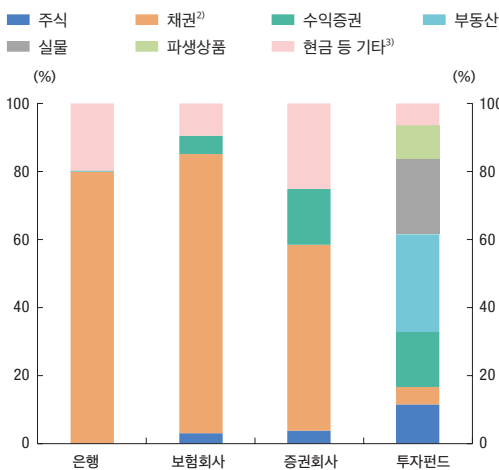
13) IMF에 따르면, 2019년 1~8월중 우리나라 국고채 대신 미국 투자등급 회사채에 투자할 경우 평균 추가수익률은 환헤지(3개월 선도환율 적용)시 66bp, 환헤지를 하지 않을 경우 175bp 수준으로 추정된다(IMF GFSR, 19년 10월).

14) 해외자산의 연평균 증가율은 2010~13년중 9.9%에서 2014~19년 9월중 19.8%로 상승하였다.



해외자산 구성(19년 9월말 기준)을 보면, 은행, 보험회사와 증권회사는 채권·예금 보유비중이 각각 99.8%, 91.6% 및 79.9%로 대부분을 차지하는 가운데 채권의 경우 신용도가 높은 채권<sup>15)</sup>에 주로 투자하고 있다. CLO(collateralized loan obligation) 등 고위험 채권의 비중<sup>16)</sup>은 작은 수준이다. 투자펀드는 부동산(투자비중 09년말 5.1% → 19년 9월말 28.8%)과 특별자산(4.2% → 22.5%) 등 대체투자를 크게 확대하였다.

그림 III-8. 해외자산 종류별 비중<sup>1)</sup>(19년 9월)



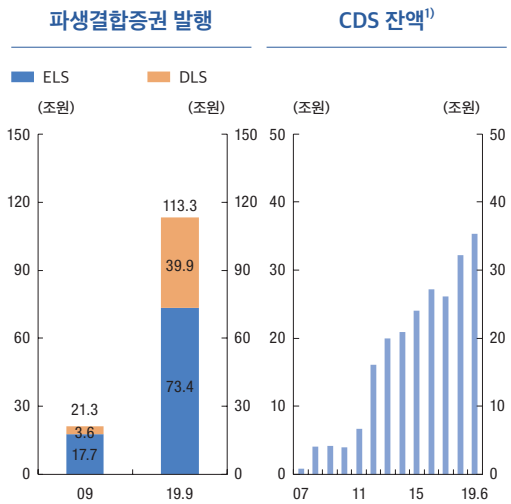
주: 1) 외국계 금융기관 제외  
 2) 은행의 채권에는 대출금 포함  
 3) 증권회사의 현금 등 기타에는 증거금·예치금을 포함  
 자료: 금융기관 업무보고서, 금융투자협회

### ⑤ 파생결합증권·신용파생상품 투자

주가, 금리, 유가 등 다양한 기초자산의 파생상품에 투자하여 상대적으로 고수익을 추구하는

파생결합증권과 신용위험을 보장하고 수수료를 수취하는 신용파생상품인 CDS<sup>17)</sup> 투자도 크게 증가하였다. 파생결합증권(ELS, DLS) 발행잔액은 2009년말 21.3조원에서 2019년 9월말 113.3조원으로 431.9% 증가하였으며 CDS 보장매도 잔액도 2007년말 0.9조원에서 2019년 6월말 35.3조원으로 크게 증가하였다.

그림 III-9. 파생결합증권 및 CDS 잔액



주: 1) 보장매도 기준  
 자료: 금융기관 업무보고서, 금융감독원

### 나. 금융기관의 영업행태 변화

투자자의 수익률 추구 행태는 금융상품 투자뿐만 아니라 금융기관의 영업행태에도 영향을 미친다. 수익률 추구가 강화될수록 자산운용 등에 있어서 위험선호 성향이 강해지면서 자산 대비 위험익스포저<sup>18)</sup>가 증가하고 추가적인 수익률

15) 대부분 신용등급 A- 등급 이상의 채권에 투자하고 있는 것으로 파악된다.

16) 신용등급이 낮은 기업에 대한 대출인 레버리지 론 등을 기초자산으로 하는 CLO에 대한 투자 규모는 2019년 6월말 약 4조원(은행 및 비은행 해외채권 보유액의 2.3%)으로 파악된다.

17) 신용파산스왑(CDS: credit default swap)은 지급보증과 유사하게 보장매도자가 보장매입자로부터 일정 프리미엄을 지급받는 대신 준거자산에 신용사건이 발생할 경우 보장매입자에게 손실액 또는 사전 합의액을 지급한다.

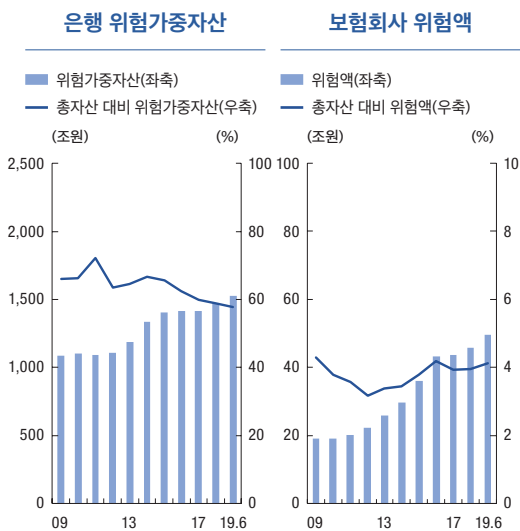
18) 금융기관의 위험 익스스포저는 자산운용과정에서 수반되는 위험 평가액을 기준으로 한다. 은행의 경우 위험가중자산, 증권회사와 보험회사는 위험액을 활용하였다.

제고를 위해 레버리지 거래도 증가하는 경향이 있다.

① 위험 익스포저

은행의 자산 대비 위험가중자산비율<sup>19)</sup>은 2009년말 66.1%에서 2019년 6월말 57.8%로 하락하여 자산운용 행태가 자본규제 영향 등으로 오히려 보수화된 것으로 보인다. 보험회사의 경우 자산대비 위험액비율<sup>20)</sup>이 2009년말 4.3%에서 2019년 6월말 4.1%로 0.2%포인트 하락하였다.

그림 Ⅲ-10. 은행 위험가중자산·보험회사 위험액

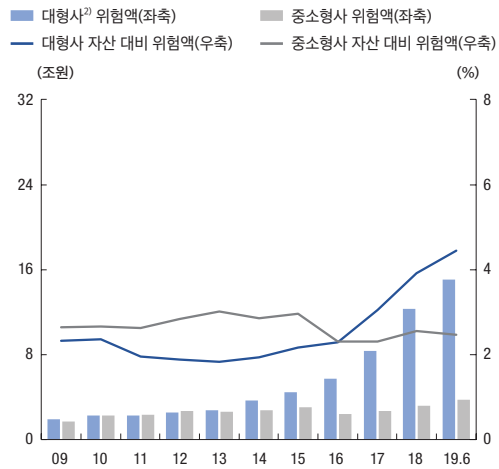


자료: 금융기관 업무보고서

그러나 증권회사의 자산 대비 위험액<sup>21)</sup>비율은 2009년말 2.5%에서 2019년 6월말 3.8%로 1.3%포인트 상승하여 위험선호가 다소 강화된 모습이다. 특히 중소형 증권회사의 자산 대

비 위험액비율이 소폭 하락(-0.1%포인트, 2.6% → 2.5%)한 데 반해 대형 증권회사(자기자본 3조원 이상)의 자산 대비 위험액비율은 2.3%에서 4.4%로 2.1%포인트 상승하였다. 평균 위험액 규모도 중소형 증권회사는 0.03조원에서 2019년 6월말 0.08 조원으로 155.4% 증가에 그쳤으나 대형 증권회사는 2009년말 0.2조원에서 2019년 6월말 1.9조원으로 680.7% 증가하였다.

그림 Ⅲ-11. 증권회사 규모별 위험액<sup>1)</sup>



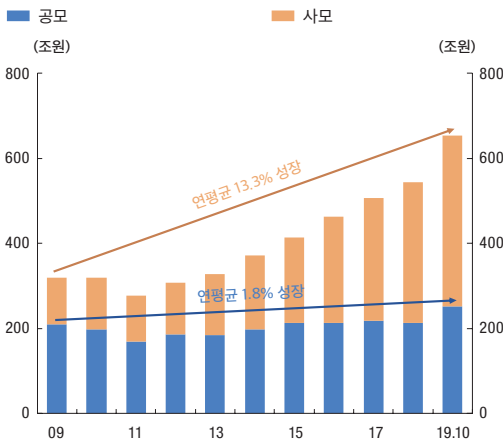
주: 1) 시장위험액 및 신용위험액  
 2) 2019년 6월말 현재 자기자본이 3조원 이상인 증권회사  
 자료: 금융기관 업무보고서

투자펀드의 경우 상대적으로 위험선호 성향이 강한 사모펀드<sup>22)</sup>의 비중이 2009년말 34.0%에서 2019년 10월말 61.4%로 27.4%포인트 상승하였다. 특히 같은 기간중 부동산, 특별자산 등 대체투자 사모펀드가 191.6조원 증가하여 전체 사모펀드 증가액(292.3조원)의 65.6%를 차지

19) 위험가중자산은 신용, 시장, 운영 위험가중자산으로 구분하여 산출한다. 신용 위험가중자산은 차주별 신용 익스포저(EAD : exposure at default)에 위험가중치(RW : risk weight)를 곱하여 산출하며, 시장 및 운영 위험가중자산은 은행의 자산운용 과정에서 수반되는 관련 리스크 측정액을 12.5배하여 산출한다.  
 20) 보험회사의 총위험액은 보험·금리·신용·시장·운용위험액으로 구분되는데 여기서는 투자 활동과 연관된 금리·신용·시장위험액의 합계를 적용하였다.  
 21) 증권회사의 총위험액은 시장·신용·운영 위험액으로 구분된다. 여기서는 투자활동과 연관된 시장·신용위험액의 합계를 적용하였다.

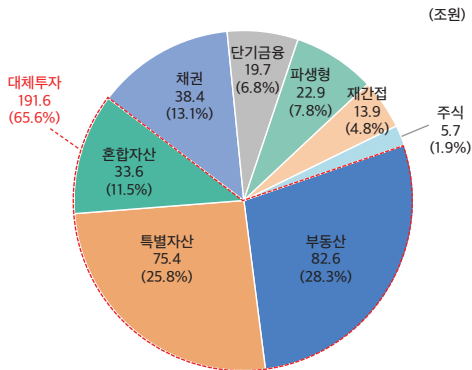
하였다. 사모펀드는 신용등급이 낮은 회사채와 메자닌채권 등에 대한 투자도 주도하고 있다. 한편 공모펀드는 같은 기간중 210.3조원에서 252.1조원으로 18.1% 증가하는데 그쳤다.

그림 Ⅲ-12. 공모 및 사모펀드 규모 및 성장률



자료: 금융투자협회

그림 Ⅲ-13. 사모펀드 증감액 유형별 비중<sup>1)</sup>



주: 1) 순자산 총액(NAV) 기준으로 2009년말 대비 2019년 10월말 증감액  
자료: 금융투자협회

## ② 레버리지

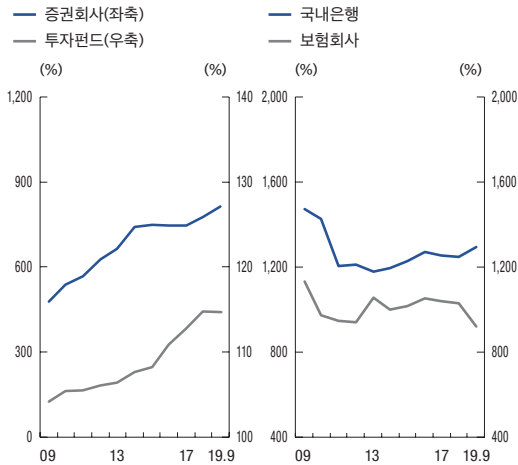
금융기관의 수익률 추구 강화는 통상 레버리지 거래를 통해 자산 규모를 확대하는 형태로 나타난다. 금융기관별 레버리지 비율<sup>23)</sup>을 보면 은행의 경우 레버리지 비율이 2009년말 1,475.7%에서 2019년 9월말 1,294.8%로 하락하였다. 보험회사의 레버리지 비율도 2009년말 1,132.8%에서 2019년 9월말 922.7%로 하락하였다.

그러나 증권회사의 레버리지 비율은 2009년말 476.7%에서 2019년 9월말 813.4%로 크게 상승하였다. 특히 대형 증권회사의 레버리지 비율(19년 9월말 871.2%)이 중소형 증권회사(705.1%)보다 높은 수준을 보이고 있다. 투자펀드의 레버리지 비율도 2009년말 104.1%에서 2019년 9월말 114.5%로 상승하였다. 사모펀드의 레버리지 비율이 2009년말 107.4%에서 2019년 9월말 121.0%로 상승하면서 같은 기간 중 공모펀드보다 높은 상승률(09년말 102.5% → 19년 9월말 103.7%)을 보였다.

22) 본고에서는 금융투자업자에 해당하는 전문투자형 사모펀드(소위 헤지펀드)를 분석대상으로 하며 경영참여형 사모펀드(PEF)는 분석대상에서 제외한다. 전문투자형 사모펀드는 49인 이내의 투자자로부터 자금을 모집하는 방식이므로, 공모펀드에 적용되는 동일증권 투자한도, 투자설명서/자산운용보고서 제공 의무, 수익자총회 개최 의무 등의 규제를 적용받지 않는다.

23) 분석기간 중(09년 이후) 자료 제약을 감안하여 은행·증권회사·보험회사는 총자산 대비 총자산 비율을, 투자펀드는 순자산 총액 대비 운용자산 비율을 활용하였다.

그림 III-14. 금융기관 레버리지 비율<sup>1)</sup>



주: 1) 레버리지 = 총자산 / 총자본(투자펀드는 순자산총액)  
 자료: 금융기관 업무보고서

증권회사와 사모펀드의 주요 레버리지 거래<sup>24)</sup>로는 RP, 채권대차 거래 등이 있으며 최근에는 총수익스와프(TRS: total return swap) 거래도 증가하고 있다.

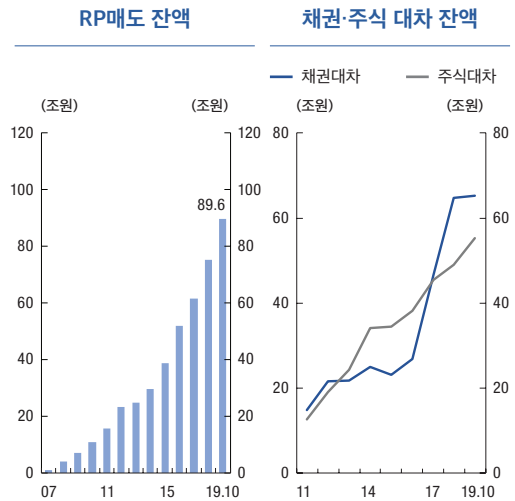
먼저 RP매도 거래는 보유채권을 담보로 자금을 차입 하는 거래로서 2007년말 1.1조원에서 2019년 10월말 89.6조원으로 증가하였으며 2015년 이후 더욱 빠르게 증가하고 있다. RP매도(신용차입) 거래 비중은 증권회사 60.6%, 투자펀드 29.5% 순이며, RP매수(신용공여) 거래 비중은 투자펀드 32.1%, 은행 신탁 24.3%, 은행 18.4% 순이다.

채권대차 거래는 차입채권을 RP거래의 담보 증권 등으로 이용하기 위한 거래로 2016년 이후 활성화되기 시작하여 2016년말 26.8조원에서 2019년 10월말 65.2조원으로 증가하였다.

2019년 10월말 현재 채권 대여기관 비중은 은행 32.1%, 보험회사 23.7% 순이며, 차입기관은 증권회사가 대부분(87.6%)을 차지하고 있다.

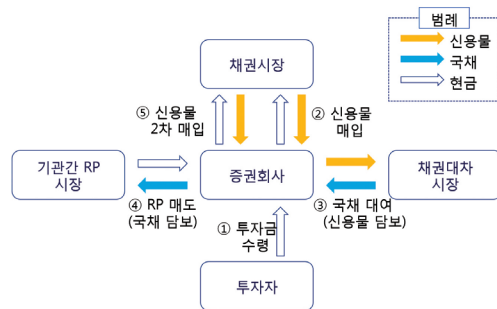
주식대차 거래는 주로 공모도 거래를 위해 활용되고 있으며 2011년말 12.7조원에서 2019년 10월말 55.3조원으로 증가하였다. 주식 대여기관 비중은 증권회사 50.9%, 투자펀드 48.2% 순이며, 차입기관은 증권회사가 대부분(92.2%)을 차지하고 있다.

그림 III-15. RP매도 잔액 및 채권·주식 대차 잔액



자료: 한국예탁결제원, 금융투자협회

그림 III-16. 채권대차-RP 연계 레버리지 투자



24) 정부의 금융투자업 경쟁력 강화 방안(15년 10월)에 따라 자산운용사로 제한되었던 전문투자형 사모펀드 운용을 증권회사에게 허용하자 2017년부터 증권회사가 채권대차와 RP매도를 연계한 채권형 사모펀드를 운용하기 시작하면서 레버리지 거래가 활성화되었다. 2019년 10월말 현재 증권회사의 채권형 사모펀드 규모는 8.5조원이다.

한편 TRS 거래는 주로 증권회사<sup>25)</sup>가 사모펀드를 대신하여 주식, CB 등에 투자하고 그 수익을 사모펀드에 이전하는 한편 사모펀드는 증권회사에 수수료를 지급하는 거래이다. TRS 거래는 사모펀드가 증권회사 등 거래상대방의 자금을 활용하여 투자한다는 점에서 레버리지 거래의 일종으로 볼 수 있으며 2007년말 0.1조원에서 2019년 6월말 2.1조원으로 증가하였다.

### 3. 잠재리스크

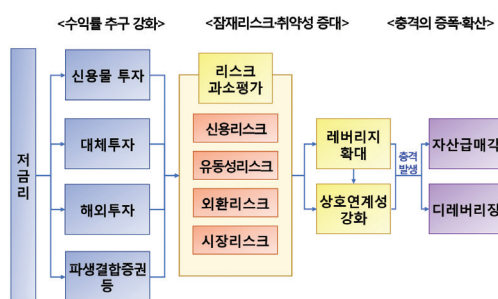
국내 투자자의 수익률 추구는 금융상품 투자 측면에서 볼 때 신용물 채권, 대체투자, 해외투자, 파생결합증권·신용파생상품 등에 대한 투자 증가로 나타나고 있다.

금융기관의 영업행태 측면에서는 증권회사, 투자펀드의 위험선호가 일부 강화되고 있는 것으로 나타났다. 은행과 보험회사의 경우 아직까지 위험선호 강화가 나타나지 않고 있으나 향후 수익률 제고 압력이 증대되면서 위험선호를 강화할 유인이 상존하고 있다. 은행의 경우 예대마진이 축소<sup>26)</sup>되고 있고, 보험회사도 수익·비용역마진<sup>27)</sup>이 지속되면서 수익률 제고 압력이 증대되고 있다. 이에 따라 보험회사의 경우 해외투자를 중심으로 수익률 제고 노력을 강화하고

있다. 한편 주요 기관투자자인 연기금도 공적연금을 중심으로 대체투자와 해외투자를 지속적으로 확대<sup>28)</sup>하였으며, 기금 소진 전망<sup>29)</sup>에 따른 수익률 제고 압력이 커지고 있어 위험선호를 강화할 유인이 상존한다.

이러한 일부 고위험 금융상품에 대한 투자 증가와 금융기관 영업행태의 위험선호 강화는 ① 신용·유동성·외환 리스크 등 제반 리스크의 증대, ② 리스크의 과소평가(underpricing), ③ 금융기관 간 상호연계성 증대를 통해 시스템 리스크를 유발할 수 있다.

그림 Ⅲ-17. 수익률 추고 강화와 잠재리스크의 연계



#### 가. 제반 리스크의 증대

신용물 채권(특히 저신용 회사채) 투자, 국내외 부동산·특별자산 등에 대한 대체투자, 파생결합증권과 CDS 등 상대적으로 고위험 금융상품에

25) 증권회사는 상대적으로 신용도가 낮은 사모펀드에게 레버리지를 제공하기 위한 수단으로 투자자산을 자기계정에 보유하는 TRS 거래를 주로 활용한다.

26) 은행의 예대마진(신규취급액 기준)은 2009년말 2.11%포인트에서 2019년 9월말 1.74%포인트로 0.37%포인트 하락하였다.

27) 생명보험회사가 과거 고금리 시기에 판매한 저축성보험의 예상 지출액이 금융자산 기대운용수익을 상회하는데 기인한다. 수익·비용역마진율(적립이율 - 운용자산수익률)은 2008년 0.13%포인트에서 2019년 6월 0.95%포인트로 확대(한국은행 추정)되었다.

28) 국민연금의 경우 해외투자 비중이 2014년말 21.9%에서 2018년말 30.1%로 8.2%포인트 상승하였으며 대체투자 비중도 같은 기간중 10.7%에서 12.3%로 1.6%포인트 상승하였다(「2019~2028년 8대 사회보험 재정전망」, 19년 11월, 국회예산정책처).

29) 국민연금의 경우 기금운용수익률이 기본가정(2054년 적립금 소진)대비 1%포인트 하락시 적립금이 3년 빠른 2051년에 소진되고, 1%포인트 상승시 4년 늦은 2058년에 소진될 전망이다(「2019~2060년 국민연금 재정전망」, 19년 8월, 국회예산정책처).

대한 익스포저 증가는 신용·유동성리스크 증대 요인<sup>30)</sup>으로 작용한다. 한편 부동산펀드, REITs 등 부동산 관련 익스포저가 확대됨에 따라 국내외 부동산시장 변동에 따른 시장리스크<sup>31)</sup>에도 유의할 필요가 있다.

특히 레버리지 거래는 자산익스포저를 확대하여 수익을 늘릴 수 있지만 손실이 확대되면서 신용·유동성 리스크를 증폭시킬 수 있는 위험도 가지고 있다. 외환리스크 측면에서 살펴보면 과거 외환위기나 글로벌 금융위기 시에는 단기 외화자금조달에 따른 외화유동성리스크가 주된 위기 촉발경로로 작용하였다. 그러나 최근 국내 투자자의 해외투자가 증가하면서 외화유동성리스크<sup>32)</sup>와 함께 해외의 채권시장 및 부동산시장 상황 변화 등에 따른 시장위험에도 직접적으로 노출되게 되었다.

## 나. 리스크 과소평가 가능성

과도한 수익률 추구는 리스크 평가의 관대화로 이어져 리스크 과소평가(underpricing)를 초래할 개연성이 크다. 특히, 공정가치 평가가 용이하지 않은 복잡하고 유동성이 낮은 금융상품의 경우 리스크 평가의 어려움이 가중된다. 최근 상당수 메자닌 채권이 0%의 이표금리로 발행<sup>33)</sup>된 사례 등은 기초자산 리스크 평가의 적정성에 대한 논란을 유발하기도 하였다.

리스크 과소평가가 심화된 상황에서 금리 급등 등의 충격 발생 시 급격한 리스크 재평가(risk repricing)와 신용스프레드 확대를 유발할 가능성이 있다. 신용스프레드의 급격한 확대는 금융기관 등 투자자의 손실이 확대될 경우 보유 자산의 급매각(fire sale)을 초래하게 되면서 금융시장 전반으로 충격이 증폭·확대될 수 있다. 현재 국내 채권 신용스프레드(3년물 기준 회사채 AA-와 국고채)는 2019년 10월말 51bp로 2009년말(112bp) 대비 61bp 하락하였으며, 과거 평균(01년~19년 10월중 73bp) 보다 낮은 수준이다.

그림 III-18. 신용스프레드<sup>1)</sup>



주: 1) 회사채 금리(3년, AA-) - 국고채 금리(3년)

2) 2001~19년 10월중 일평균

자료: 금융투자협회

30) 해외의 경우는 영국 A펀드의 환매 중단(19년 6월), 영국 B 운용사의 펀드런(19년 6월), 국내의 경우는 메자닌채권, 무역금융 등 저 유동성 자산을 편입한 C 운용사의 개방형 펀드 환매중단(19년 10월) 등이 발생한 바 있다.

31) 금융감독원의 '부동산펀드 투자 현황' 자료에 따르면 부동산펀드 규모 기준으로 국내 상위 15개 운용사의 해외 부동산펀드 401개 중 48%인 191개가 마이너스 수익률을 기록하였다(19년 10월 국정감사).

32) 국내 투자자는 해외투자에 필요한 외화자금을 단기 스왑거래를 통해 조달하는 비중이 큰 것으로 파악된다. 보험회사의 경우 투자 자산 만기에 비하여 헤지기간이 짧은 외환스왑이 환헤지에서 차지하는 비중이 41.8%(16개사 공시 기준, 19년 6월말)이다.

33) 2019년중(19년 10월말 누계) 발행된 메자닌채권 366종목 중 이표금리가 0%인 경우가 205종목에 달하였다.

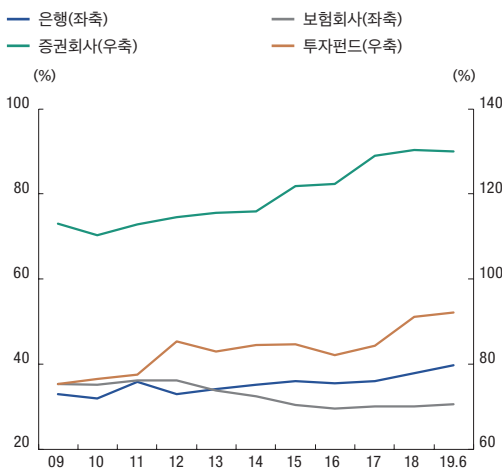


## 다. 상호연계성 증대

증권회사와 투자펀드를 중심으로 레버리지 거래 등을 통한 금융기관 간 상호연계성이 강화되는 모습이다. 금융기관 간 상호연계성 강화는 대내외 충격을 시스템 리스크로 확산·증폭시키는 역할을 할 수 있다.

금융기관 간 상호연계성을 나타내는 총자산 대비 상호거래액 비율을 보면, 증권회사는 2009년말 113.0%에서 2019년 6월말 130.1%로 17.1%포인트 상승하여 상승폭이 가장 컸다. 같은 기간중 투자펀드는 16.8%포인트(75.4%→92.2%), 은행은 6.8%포인트(33.0%→39.8%) 상승하였으나, 보험회사는 4.8%포인트(35.3%→30.5%) 하락하였다. 더욱이 채권대차, TRS 거래 등 복잡한 레버리지 거래가 증가하고 초단기 익일물 RP거래(19년 3/4분기중 전체 RP거래의 97.9%)에 대한 의존도가 심화되면서 관련 리스크가 증폭될 가능성이 크다.

그림 Ⅲ-19. 금융기관의 총자산 대비 상호거래 비중<sup>1)</sup>



주: 1) 비은행금융기관은 증권회사, 보험회사, 투자펀드 기준  
자료: 한국은행

## 4. 시사점

투자자의 수익률 추구는 금융중개 기능의 효율적 작동과 금융혁신 등을 유도하는 촉매제이자, 특히 경기 둔화 국면에서는 위험자산에 대한 투자 확대 등을 통해 경제를 활성화시키는 역할을 해 왔다. 투자수익률이 하락함에 따라 영리를 목적으로 하는 투자자의 수익률 추구가 강화되는 것은 자연스러우며 정책의도에도 부합하는 현상이다. 그러나 수익률 추고 강화는 잠재리스크의 증대를 수반할 수 있음에도 유의하여야 한다.

국내의 경우 증권회사와 투자펀드를 중심으로 수익률 추고 강화 경향이 일부 나타나고 있으나 은행 등 타 금융업권의 경우 수익률 추고 경향이 아직까지 두드러지지 않고 있다. 또한 국내 금융기관들의 자본적정성 등 복원력이 과거보다 개선되어 시스템 리스크를 크게 우려할 상황은 아닌 것으로 판단된다. 그러나 제반 리스크 증대, 상호연계성 확대, 리스크 과소평가 등으로 시스템 취약성이 축적될 가능성에 대해 유의할 필요가 있다. 특히 향후 은행, 보험회사, 연기금 등 여타 금융기관들도 수익률 제고 압력이 커지고 있어 위험선호를 강화할 가능성을 배제할 수 없다.

이러한 금융환경에서 정책당국은 시스템 리스크의 과도한 축적을 억제하면서 금융산업의 건전한 발전을 도모하는 균형 있는 접근을 강화할 필요가 있다. 최근 사모펀드 등 일부 금융부문의 급격한 성장이 투자자의 수익률 추고와 관련이 큰 것으로 보이는 만큼, 이러한 변화가 시스템 리스크의 확대로 이어지지 않도록 금융상품 투자 및 금융기관의 영업행태 등에 대한 모니터링 체계를 더욱 확충해 나가야 하겠다.