

2020년 04월 22일 | 키움증권 리서치센터

Kiwoom 이슈분석

코로나19 發 충격과 금융위기 가능성 점검 II

: 미국과 비교를 통한 정부의 위기극복대책 한계와 대안

은행/카드 Analyst 서영수 02-3787-0304 ysyoun@kiwoom.com

경제 Analyst 김유미 02-3787-5161 helloym@kiwoom.com

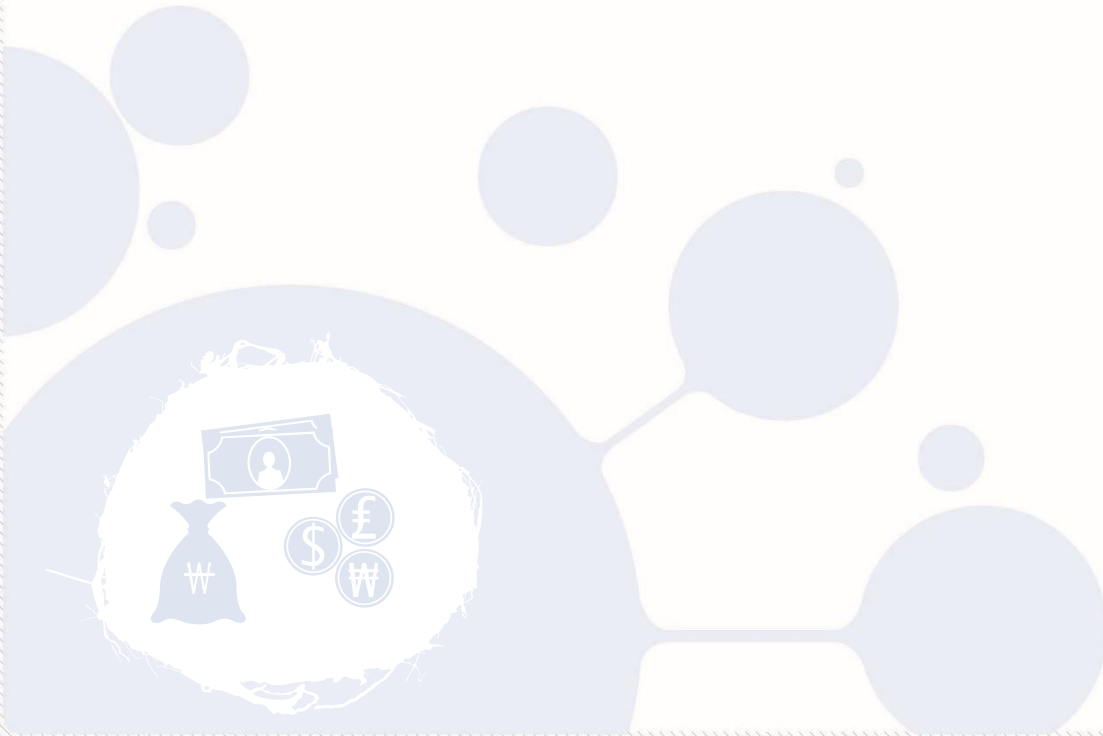
채권전략 Analyst 안예하 02-3787-5157 yhahn@kiwoom.com

RA 유근탁 02-3787-0334 ktyoo@kiwoom.com

Contents

- Part I 미국 신용 리스크 점검
- Part II 한국 채권시장 자금 동향
- Part III 국내 사모펀드 현황 및 전망
- Part IV 코로나19 사태가 부동산시장에 미치는 영향
- Part V 정부의 위기 극복대책 평가 - 미국
- Part VI 정부의 위기 극복대책 평가와 대안

Part I 미국 신용 리스크 점검



I. 미국 신용 리스크 점검

◎ 코로나19, 미국 고위험 기업 부채 리스크를 자극

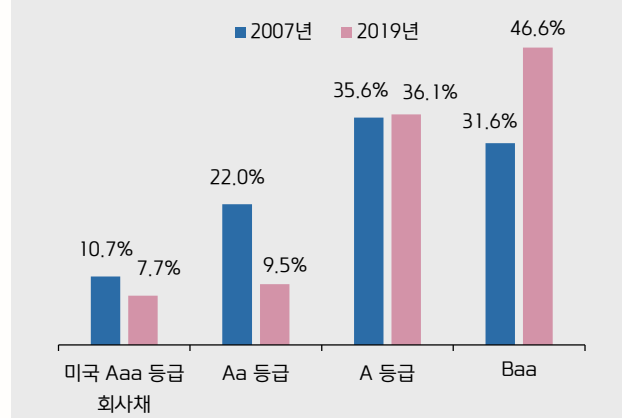
- 미국 내 코로나19 충격은 고위험 기업부채(레버리지론, 하이일드 채권) 를 중심으로 한 신용 불안을 자극
- 코로나19 장기화에 따른 성장 위축으로 차입자들의 상환능력 악화와 기초자산의 담보가치가 빠르게 하락하면서 헐값 매각 사태가 발생할 가능성이 있다는 점을 우려
 - 최근 레버리지론이나 하이일드 채권 발행기업의 신용등급은 저하되었고, 담보자산의 질적인 측면도 취약
 - 미국 기관 레버리지론에서 신용등급 B이하 발행기업 비중은 2007년 약 48% 정도에서 2019년 1분기 중 70% 이상 증가
 - 미국 하이일드 채권시장은 레버리지론 시장 확대로 상대적으로 리스크는 Caa등급과 같은 최하위 등급 채권 비중은 다소 완화, 하지만 투자등급 중에서 Baa등급 채권 비중은 '07년말 약 32%에서 '19년 현재 47%까지 증가, 코로나19 장기화로 경기 침체 우려 커질 경우 Baa 등급이 투기등급으로 강등될 가능성 높은 상황

미국 레버리지론 시장 특성 비교

	2007년	2018년
미상환 금액 (10억 달러)	554	1,147
글로벌 대비 미국 발행 비중 (%)	66.9	75.8
계약품질지수	2.6	4.1
신규발행 중 covenant-life share 비중 (%)	29.2	84.7
신규발행 중 B등급 비중 (%)	22.6	58.0
부채총계/EBITDA (배)	4.9	5.3
1순위담보부채/EBITDA (배)	3.5	4.3
기타부채/EBITDA (배)	1.4	1.0
신규발행 중 EBITDA add-back 활용 비중 (%)	8.4	27.1

자료: IMF, 키움증권 리서치센터
 주: 계약품질지수는 점수가 낮을수록 투자자 보호 정도가 높음을 의미

미국 투자등급 회사채 발행 비중



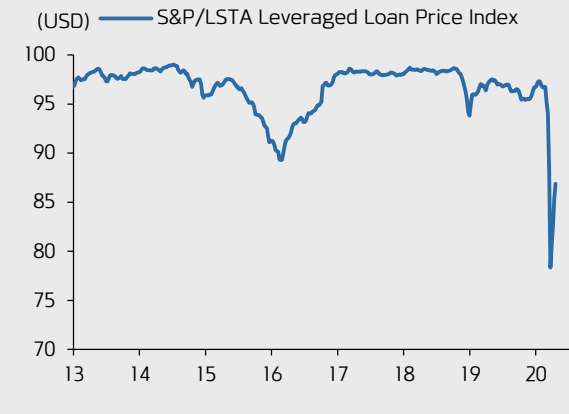
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

I. 미국 신용 리스크 점검

◎ 미국 신용 시장 불안, 연준의 유동성 공급으로 진정

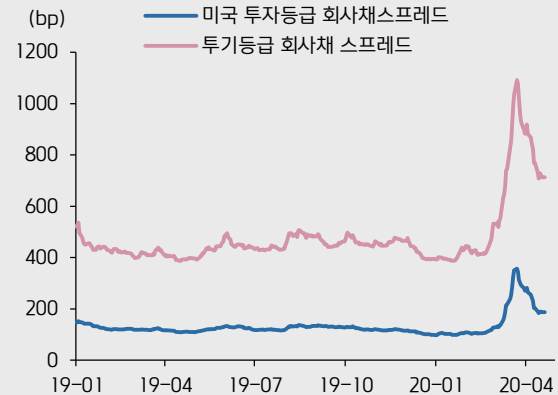
- 올해 2월말 이후 코로나 19 확산에 따른 미국 내 경기침체 우려가 확대되면서 금융시장 내 신용 리스크 증폭, 레버리지론 가격지수는 급격하게 하락하고 회사채 신용스프레드도 전반적으로 급등
 - 신용시장 내 고위험 기업 부채에 대한 우려는 1) 경기 침체에 따른 기업 파산 우려와 이를 기초 자산으로 하는 레버리지론과 CLO 부실 가능성, 2) 회사채 시장에서 투자등급의 투기등급 강등(Fallen angel)으로 인한 자금 경색 및 시장 불안
- 하지만 연준과 미국 정부의 적극적인 유동성 및 정책이 이어진 3월 22일 이후 레버리지론 가격지수와 회사채 신용스프레드 전반적으로 안정되는 모습

미국 레버리지론 가격지수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 투자등급과 투기등급 회사채 신용스프레드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

1. 미국 신용 리스크 점검

◎ 연준, 대출 규모 및 범위 확대하며 적극적으로 유동성 공급 중

- 미국 연준은 긴급회의 등을 통해 정책금리를 제로 수준까지 낮추었으며 긴급 유동성 프로그램의 재도입 및 각종 신규 긴급 대출 프로그램을 발표하며 자금 시장 내 경색 및 불안심리를 완화
- 코로나19로 경기가 침체되면서 주요 기업들의 신용등급 하향 조정과 기업들의 자금 압박이 심화될 경우 파산 위험에 직면할 수 있다는 우려 등이 높아지면서 2008년 글로벌 금융위기에 비해서도 적극적으로 대응

미국 연준의 유동성 공급 대안

조치 날짜	주요내용
3/3일	정책금리 50bp 긴급 인하(1.5~1.75% → 1~1.25%)
3/12일	월\$600억 국채매입 대상(만기) 다양화, Repo 운용규모 확대
3/15일	정책금리 100bp 긴급 인하, 제로금리 도달. \$7,000억 국채, MBS매입 계획 발표
3/17일	글로벌 금융위기 당시 긴급 유동성 프로그램(CPFF, PDCF) 재도입
3/18일	MMLF 설치, 머니마켓 뮤추얼펀드 지원
3/23일	국채 및 MBS(CMBS 포함) 무제한 매입, TALF 재도입, PMCCF/SMCCF 신규 설치, 주/지방정부 신용 여건 개선(기준 MMLF/CPFF확대), 중소기업 대출기구 신설 추진, TLAC 규제완화
3/31일	FIMA(foreign and international monetary authorities) Repo Facility 설치
4/9일	연준, 긴급 제정법(CARES) 관련 후속조치(2.3조달러) 추가 발표: 신규대출제도 및 대출 한도 확대

자료: 국제금융센터 재인용, 키움증권 리서치센터

1. 미국 신용 리스크 점검

◎ 특히, 기업 부실 우려 및 신용 리스크 완화를 위한 정책 강화

- 연준은 사상 처음으로 투기등급으로 강등된 기업(fallen angel)을 적격 담보에 포함시키며 강등된 기업들에 대한 자금 경색 및 신용 리스크 완화를 유도하고자 함.
 - 회사채 매입 기구의 매입 대상과 적격 자산의 범위를 기존에는 투자등급(BBB-이상)으로 한정했으나 4.9일부터 투자등급(3.22일 기준)에서 투기등급(BB-이상, 매입 시점 기준)으로 강등된 회사채 대출로 확대

미국 긴급 재정법(CARES)법 관련 긴급 대출 제도(4.9일 2.3조 달러 추가 대책)

대출제도	지원대상	주요내용	지원 규모	재무부
MSBLP(Main Street Business Lending Program)	중소기업 고용인 10,000명 이하 총수입 25억 달러 이하	SPV가 적격 중소기업에 신규, 추가 취급한 대출 채권을 95% 매입하고, 나머지는 은행이 보유	6,000억 달러	750억 달러
MLF(Municipal Liquidity Facility)	주정부, 지방정부 등	SPV가 단기 지방채 직접 매입	5,000억 달러	350억 달러
PPPLF (Paycheck Protection Program Liquidity Facility)	소기업 고용인 500명 이하	중소기업청(SBA)의 급여보호프로그램 참가 기관에 대해 관련 대출 채권을 담보로 유동성 제공	3,490억 달러	SBA보증
회사채 매입 기구 PMCCF/ SMCCF(Primary & Secondary Market Corporate Credit Facility)	대규모 고용 기업	SPV를 통해 발행·유통시장에서 회사채 매입 - 4.9일 대출 한도 확대 및 적격 담보 대상 확대 - 적격 담보 확대 · 발행시장 : 기존 BBB-이상 회사채, 대출 → 강등된 BB-이상 포함(3.22일 기준) · 유통시장 : 기존 BBB- 이상 회사채, 대출, 美 상장 ETF → 강등된 BB-이상 투자목적에 투기등급 회사채가 포함된 ETF	2,000억 달러 → 7,500억 달러	200억 달러 → 750억 달러
TALF(Term ABS Loan Facility)	소기업, 가계, ABS시장	SPV를 통해 ABS담보 대출 실시 → 적격 담보에 AAA등급인 3.23일 이전 발행CMBS 및 신규 발행 AAA CLO를 추가하며 범위 확대	1,000억 달러	100억 달러
총계			2.3조 달러	1,950억 달러

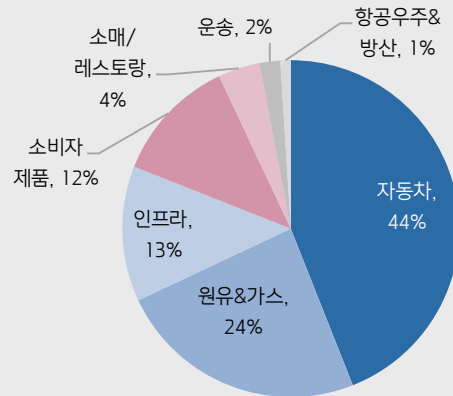
자료: 한국은행 재인용, 키움증권 리서치센터

1. 미국 신용 리스크 점검

◎ Fallen Angel(투기등급 강등) 가능성은 에너지와 자동차 업종

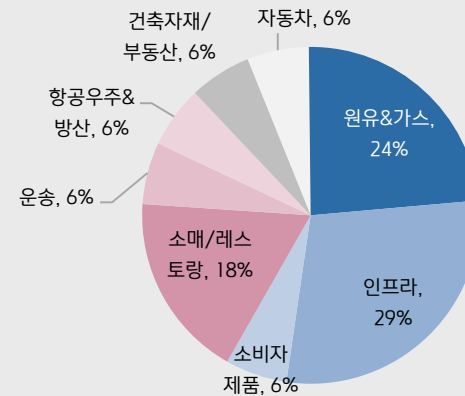
- S&P에 따르면 올해 미국 투자등급에서 투기등급으로 강등될 수 있는 업종을 추정해보면 부채 규모로는 자동차와 원유&가스, 인프라 순으로 높게 나타나며 이들 업종에 대한 경계감을 높임.
- 하향 조정 건수 기준으로 보면 원유&가스와 인프라, 소비자 관련 제품 회사를 중심으로 투기등급 강등 우려가 큰 것으로 추정
- 저유가 지속과 코로나19 장기화로 인한 수요 위축은 에너지와 자동차, 인프라를 중심으로 영향을 미칠 수 있다는 우려가 시장에서 확산

S&P 추정 2020년 미국 Fallen Angel 업종별 부채 규모 기준



자료: S&P Global Rating Research, 키움증권 리서치센터

S&P 추정 2020년 미국 Fallen Angel 업종별 건수



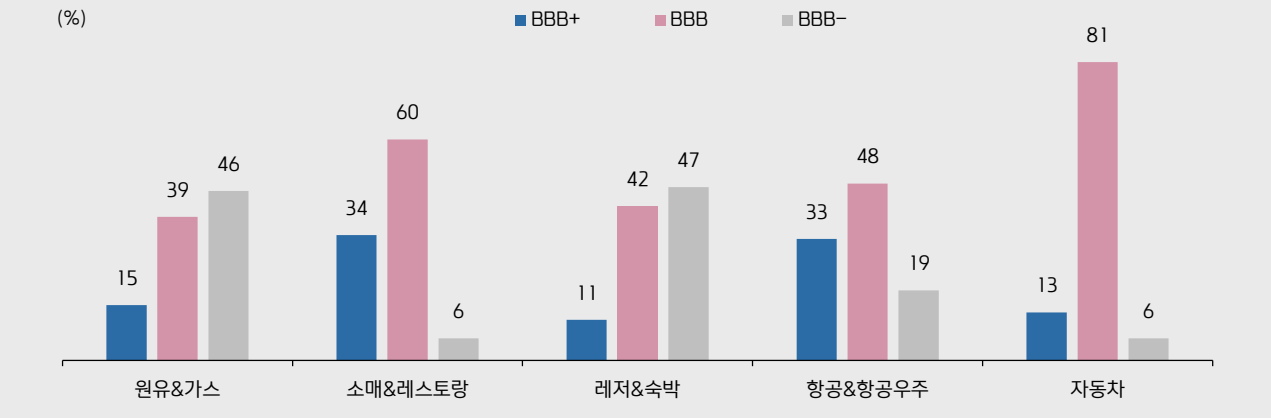
자료: S&P Global Rating Research, 키움증권 리서치센터

I. 미국 신용 리스크 점검

◎ 특히, 에너지 업종의 강등 우려가 큰 상황

- 특히 원유&가스와 같은 에너지 업종과 레저&숙박 업종은 투자등급(BBB)에서 BBB-의 비중이 여타 섹터에 비해 크게 나타나
- 투자등급에서 투기등급으로 하향 조정되는 Fallen angel의 확률이 그만큼 높게 나타날 수 있다는 점에서 저유가와 코로나19 장기화가 나타날 경우 에너지 업종을 중심으로 파산 및 신용 불안은 불가피함을 시사
 - 세일 가스를 채굴·생산하는 미국 화이트링 페트롤리엄(Whiting Petroleum)은 4.1일 파산보호신청

미국 업종별 BBB 등급 부채 분포 비중



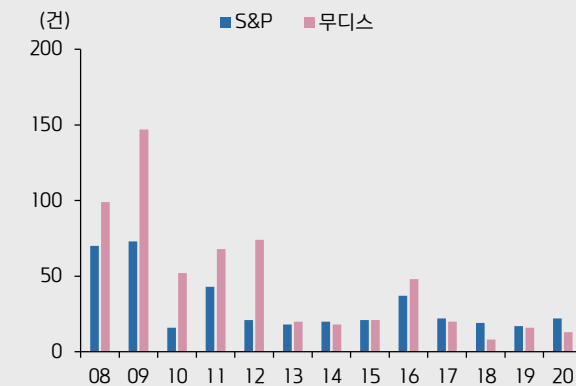
자료: S&P Global Rating Research, 키움증권 리서치센터

I. 미국 신용 리스크 점검

◎ 2020년 Fallen angel 기업, 2019년 수준을 넘어서

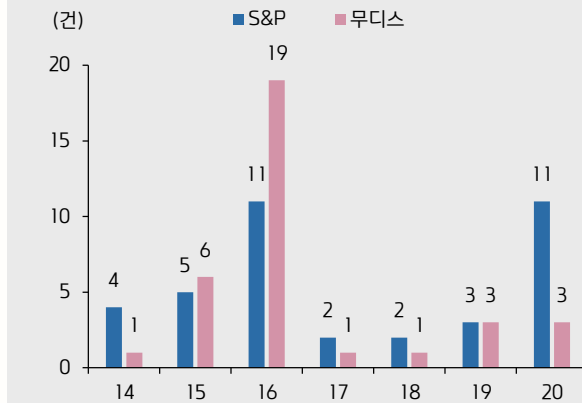
- 실제로 S&P 기준으로 2020년 4월 14일 기준으로 Fallen angel 건수는 22건으로 2019년(17건)을 이미 상회했으며 무디스는 12건으로 2019년(16건)에 근접
- 특히 저유가로 에너지 업종을 중심으로 투기등급 강등 건수가 늘어나는 중 올해 들어 S&P와 무디스에서는 각각 11건, 2건 기업의 신용등급 강등을 발표해 지난 2019년 수준에 이미 도달
- Fallen angel 기업 건수가 올해 들어 꾸준히 증가하며 이에 대응책이 필요했던 상황. 연준의 투기등급 회사채 매입 발표는 관련 우려 다소 진정시켜줄 것으로 기대

미국 Fallen Angel 기업 수



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
 주: 2020년은 4/14일 기준

미국 에너지 업종 중 Fallen Angel 기업 수



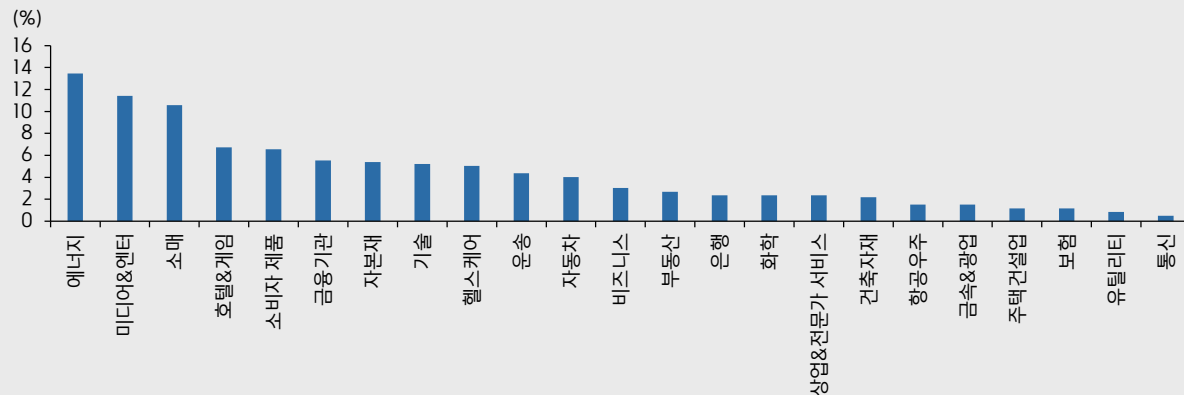
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
 주: 2020년은 4/14일 기준

I. 미국 신용 리스크 점검

◎ 연준 대응에도 코로나19 장기화는 기업들의 신용등급 하향 조정 압박 지속

- 연준의 대출 기구 확대 및 강화 등을 통해 강등된 기업들에 대한 안전판 역할 및 신용시장 전반의 심리 안정에 도움이 될 것으로 예상
- 다만, 코로나19가 장기화될 경우 신용 펀더멘털에 대한 수요가 심각하게 감소하는 부정적인 영향을 완전히 상쇄하기는 어려울 수 있으며 이에 영향을 받는 산업과 기업은 계속해서 신용 우려가 제기될 것으로 예상.
- S&P에 따르면 코로나19와 유가에 의해 신용등급 하향 조정 영향을 받을 것으로 보는 북미지역의 섹터 비중을 살펴보면 에너지와 미디어, 소매, 호텔 등이 높게 나타남.
 - 세일 가스를 채굴·생산하는 미국 화이팅 페트롤리엄(Whiting Petroleum)은 4.1일 파산보호신청

코로나19와 유가에 신용등급 조정 영향을 받는 북미지역의 섹터 별 비중



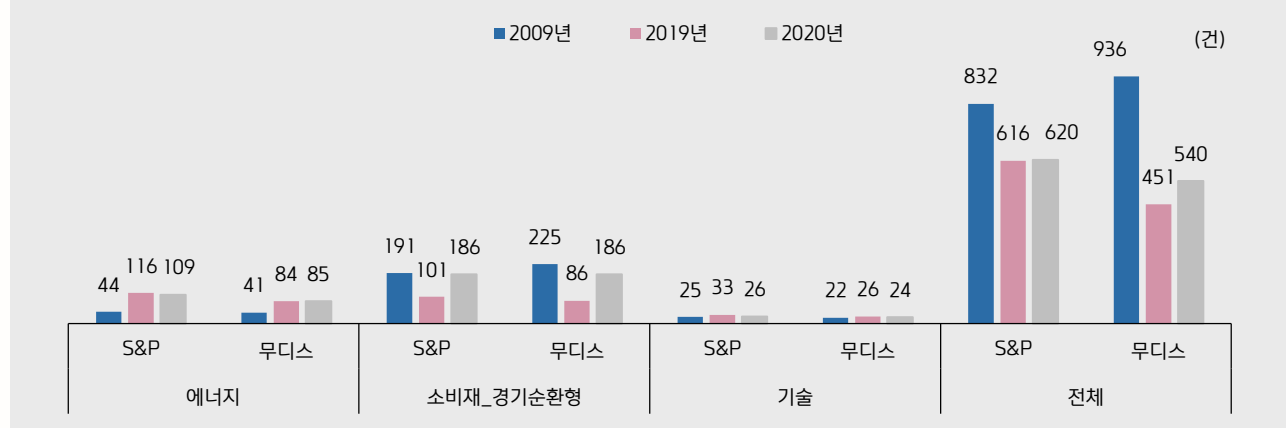
자료: S&P Global Rating Research, 키움증권 리서치센터
 주: 2020년은 4/7일 기준, 북미지역에서 미국이 차지하는 비중은 약 92%

I. 미국 신용 리스크 점검

◎ 하이일드 등급에서의 하향 조정 건수는 꾸준히 증가

- 하이일드 등급에서의 신용등급 하향 조정 건수는 4월 중순 현재 이미 2019년 수준을 넘어서며 계속해서 등급 강등 흐름은 지속
- 코로나19와 저유가의 위험 노출도가 높은 에너지와 경기 민감 소비재 산업에서 하이일드 등급 내 하향 조정 건수는 올해 4월 초 기준으로 이미 2019년 수준을 이미 상회하거나 근접
- 레버리지론에서 가장 많은 비중을 차지하는 기술 부문에서도 하이일드 등급 내 하향 조정이 이어지고 있는 상황

주요 신평사 미국 하이일드 등급의 하향 조정 건수



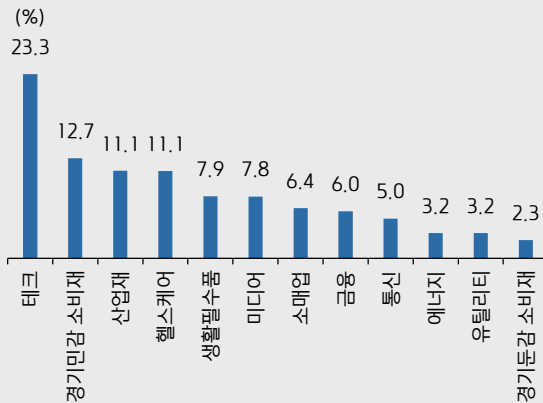
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
 주: 2020년은 4/17일 기준

1. 미국 신용 리스크 점검

◎ 미국 레버리지론과 CLO 부실 우려는 완전히 해소되기 어려워

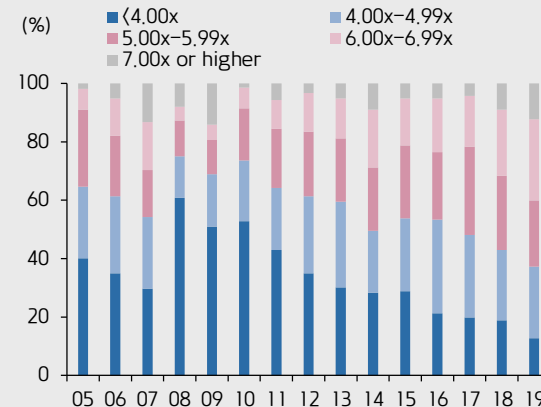
- 코로나19의 영향을 가장 많이 받는 산업을 중심으로 기업의 재무 불이행 우려도 점증, 레버리지론에서 기술 분야의 비중이 가장 높으며 경기 민감소비재는 13% , 소매업은 6% 이상, 에너지는 3% 초반 정도 차지
 - CLO 발행 비중에서는 헬스케어(12.5%), 기술(10.2%), 금융·부동산(7.4%), 비즈니스·서비스(6.7%), 호텔 레저(5.8%)
- 이들 산업에서 하이일드 기업의 등급 하향 조정이 뒤따를 경우 레버리지론의 기초자산 부실 우려는 지속될 것으로 보이며 레버리지론 발행 기업의 건전성이 최근 더욱 취약해짐에 따라 미국 연준 대출프로그램의 수혜 대상도 제한적일 가능성 있음
 - 미국 연준 메인스트리트 대출에서 신규 대출기구의 해당 기업은 EBITDA 대비 부채비율이 4배를 초과하면 안되며 확장대출기구는 6배를 초과할 경우 기업 대출이 제한
 - 최근 레버리지론 발행기업 중 EBITDA 대비 총부채 5배 이상 비중은 2010년 26.4%에서 2019년 62.7%로 증가, 6배 이상 비중은 40% 정도로 재무 상황이 좋지 않은 기업이 증가

미국 레버리지론 산업별 비중



자료: 팩트셋(2018년 재인용), 키움증권 리서치센터

미국 레버리지론 발행 기업 EBITDA 대비 총부채비율



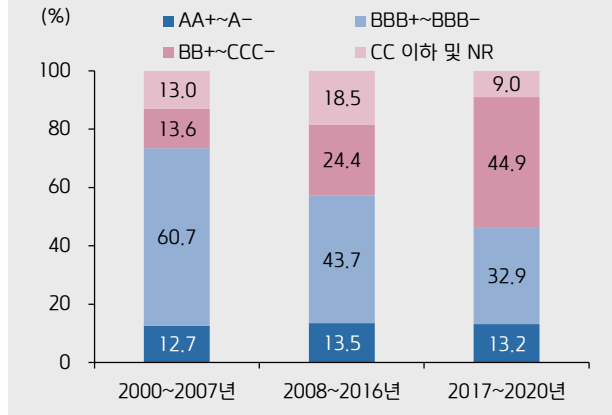
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

I. 미국 신용 리스크 점검

◎ 미국 에너지 하이일드 채권 리스크 역시 수시로 자극

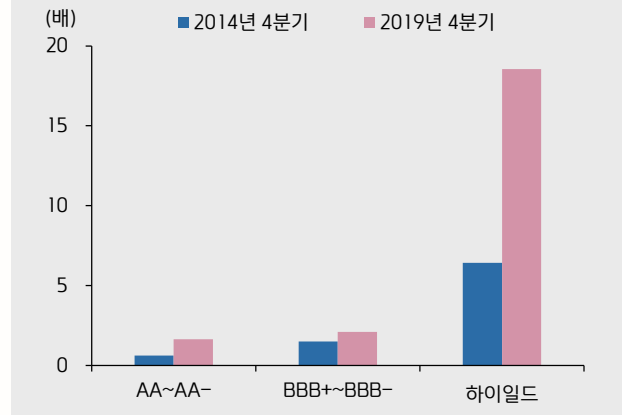
- 코로나19의 미국 하이일드 채권시장 가운데 에너지 섹터 비중이 2014년 이후 평균적으로 13% 수준을 기록하면서 상당 부분을 차지해왔으며, 미국 에너지 기업들 가운데 한계 기업들의 회사채 발행량 비중도 2017년 이후 50% 이상
- 특히, 미국 하이일드 등급 에너지 기업들의 현금 보유량은 투자등급 대비 상대적으로 큰 폭으로 감소했고, EBITDA 대비 순차입금 또한 크게 증가해 저유가 국면에서 점차적으로 재무구조가 악화되어왔음을 시사
- 국제유가 수준이 20달러 선에서 장기화될 경우 한계 기업들의 디폴트 리스크 우려는 계속될 수 밖에 없는 상황

미국 에너지섹터 회사채 등급별 발행량 비중 변화



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

미국 에너지 기업 신용등급별 EBITDA 대비 순차입금 변화



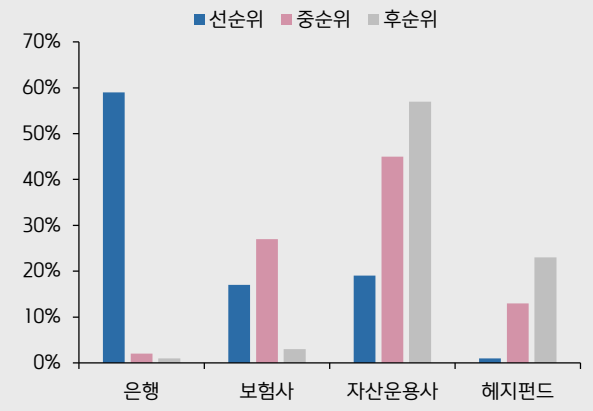
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터
주: 미국 상장 에너지 관련 기업 대상

1. 미국 신용 리스크 점검

◎ 미국 신용 불안 진정됐지만, 국내 기관 CLO 투자 관련 리스크는 여전히 주시할 필요

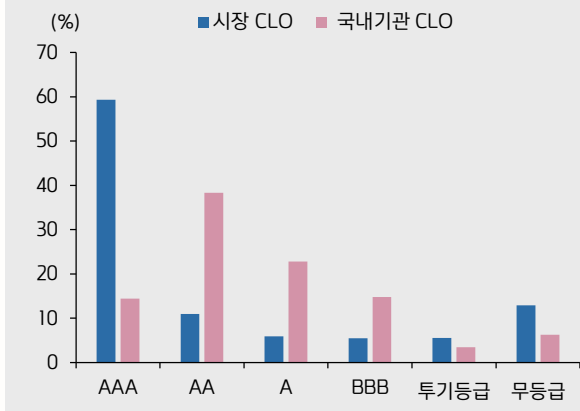
- 연준의 CLO 매입이 신규발행하는 AAA에 한정시킴에 따라 긍정적 효과는 기대보다 제한적일 수 있음
- 익스포저 측면에서는 은행의 CLO 보유에 따른 신용리스크는 AAA 트렌치 자산을 대부분 보유하고 있어 제한적.
- 국내 주요 기관투자가 해외 CLO투자 규모는 2013년말 10억달러에서 2019년 1월말 40억달러로 4배 증가, 특히 국내 자산운용사를 중심으로 중순위 채권의 보유 비중이 높아 CLO 손실 발생에 노출이 될 수 있음.
 - 한국은행에 따르면 2019년 1월말 금융업권 별 투자 규모로 볼 경우 보험회사가 23억달러, 자산운용회사가 14억달러 등이며 예금은행은 CLO 익스포저가 없는 것으로 파악
 - 신용등급별로는 투자등급 채권 중에서는 AAA등급 비중이 14%로 시장CLO(59%)를 크게 하회. 반면 AA~BBB등급 채권 비중은 시장CLO 대비 높은 수준

CLO의 트랜치별 투자자 비중



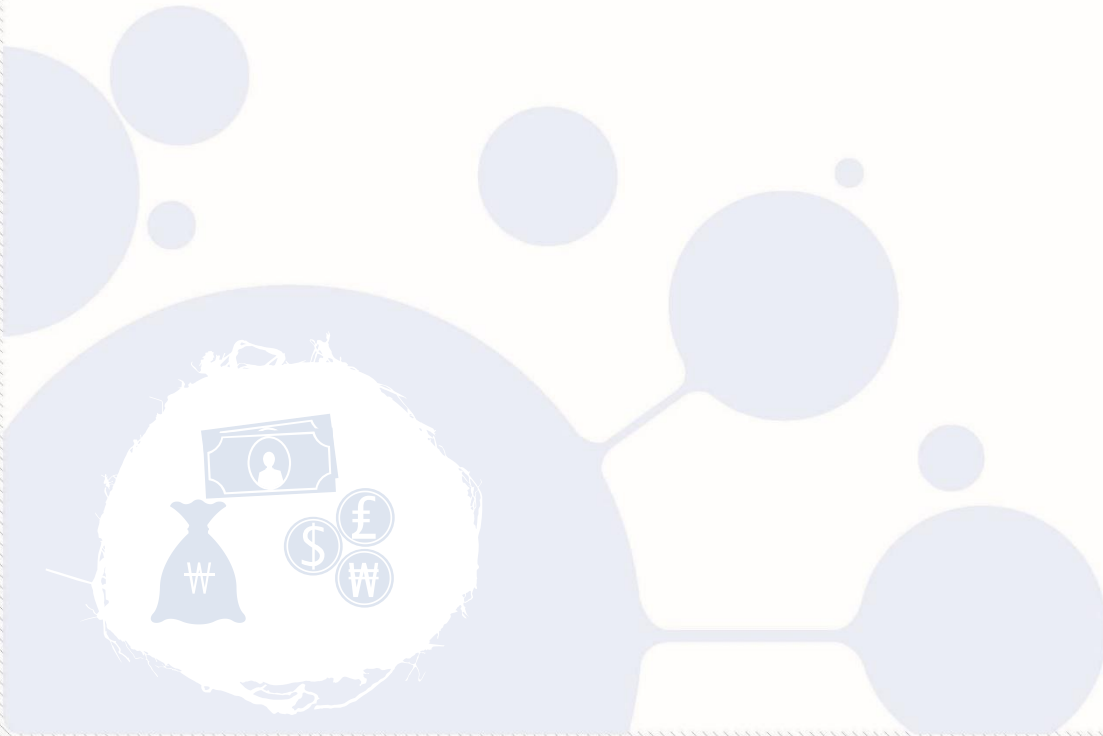
자료: ARES(2018), 키움증권 리서치센터
주: 2018년 11월 기준

신용등급별 국내 CLO 비중



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

Part II 한국 채권시장 자금 동향

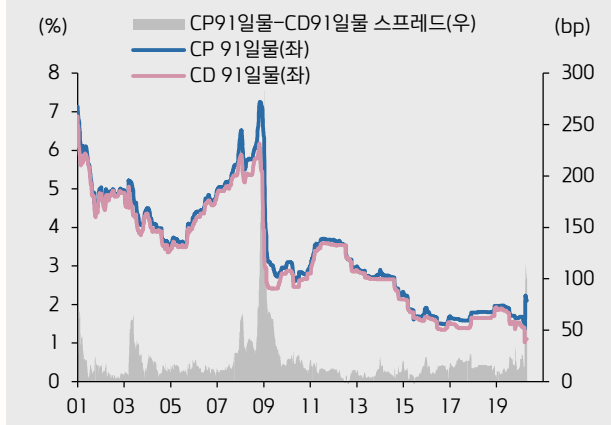


II. 한국 채권시장 자금 동향

◎ 국내 금융기관 단기 유동성 리스크 확대

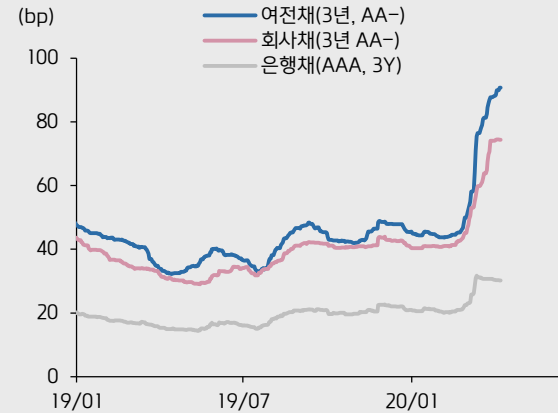
- 코로나19 리스크 확산 이후 주가 급락 등에 따라 ELS 마진콜 대거 발생, 이로 인한 단기 유동성 확보 차원에서 CP, 회사채 등 단기 채권을 대거 매도하면서 금리 급등, 자금 조달 상황 어려워짐
- 단기 자금시장뿐만 아니라 회사채, 여전채 스프레드도 확대되고 있으며, 최근 한국은행과 금융당국의 시장 안정화 방안에도 불구하고 신용시장 스프레드는 여전히 불안한 모습 지속
- 특히 은행채 스프레드는 다소 진정되고 있으나, 여전채나 회사채 스프레드는 계속해서 확대 중

한국 CP-CD 금리 스프레드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한국 회사채 및 여전채 스프레드 추이



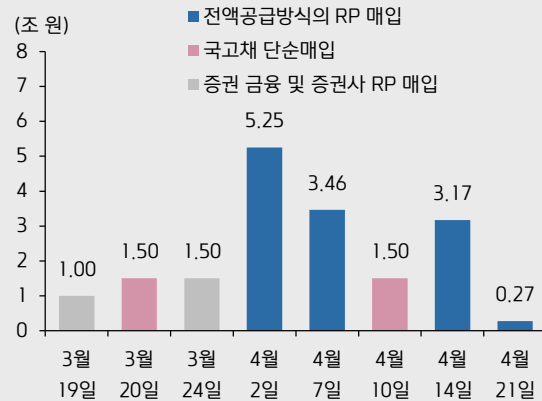
자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

II. 한국 채권시장 자금 동향

◎ 한국은행의 금리이하뿐만 아니라 RP 대상 증권 및 대상 기관 확대는 은행채 스프레드를 안정시킴

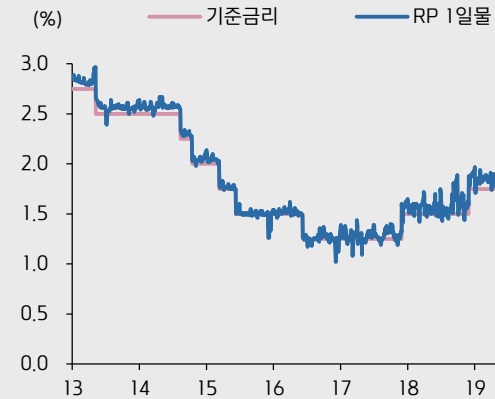
- MMF 시장에서의 환매나 증권사들의 CP 매도를 막기 위해 한국은행, 단기 유동성을 무제한 공급하는 RP 매입 정책 발표
RP 대상 증권에는 산업금융채권, 중소기업금융채권, 수출입금융채권, 농업금융채권, 수산금융채권, 일반은행채, 8개 공공기관 발행 채권, 예금보험공사 발행 채권까지 추가하면서 시장 안정을 도모 중
- 한국은행 대출 적격담보증권에도 은행채, MBS, 특수채, 예금보험공사 발행채권까지 추가
- 공개시장운영 대상 기관 또한 기존 13개 국내은행 및 4개 외은지점, 5개 비은행에서 7개 통화안정증권/증권단순매매 대상 기관 및 4개 국고채 전문딜러 등 증권사를 포함하기로 결정
- 이러한 결정은 단기 금리 및 은행채 스프레드 안정으로 이어지고 있는 것

한국은행 유동성 공급 이력



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

기준금리와 RP 1일물 금리 추이

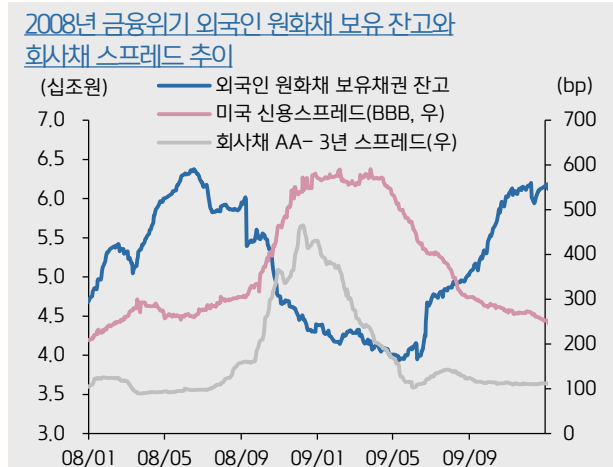


자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

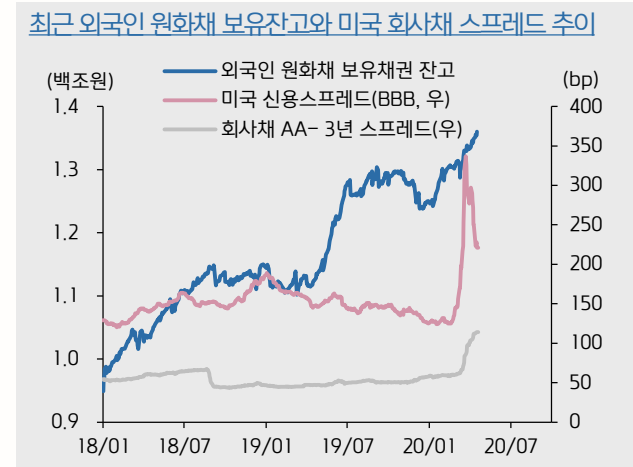
II. 한국 채권시장 자금 동향

◎ 외국인 채권선물 매도 나타나지만, 현물 잔고는 계속해서 증가하는 점은 긍정적

- 외국인의 채권 자금 흐름은 미국의 신용 스프레드 변화에 민감한 반응.
2008년 금융위기 당시에도 외국인의 채권 현물 잔고가 63조원 수준에서 39조원 수준으로 급격히 감소한 바 있어 2008년과 같은 리스크에 대비할 필요
- 3월 들어 국제유가 급락과 함께 금융시장 변동성이 커지고 극도의 공포감에 외국인의 채권 선물 매도가 강하게 나타났지만, 최근 들어서는 다시 매수세가 유입되고 있으며, 3월 중 외국인 원화채 잔고가 오히려 증가해 외국인 자금 이탈에 대한 우려는 낮음
- 이는 미 연준과 한국은행의 빠른 태세 전환이 외국인의 현물 매도를 막은 것으로 판단함



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

II. 한국 채권시장 자금 동향

◎ 회사채에 대한 지원은 채권시장안정펀드, P-CBO 등을 통해서 진행 중이나

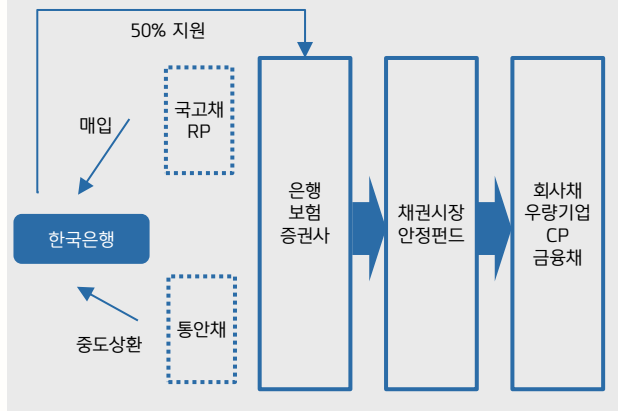
- 채권시장안정펀드를 통해 회사채, 우량기업 CP, 금융채 등을 투자
→ 4월 3일, 롯데푸드 3년 만기 무보증 회사채에 300억원 투자 결정
- 14일 200억원 규모의 메리츠 캐피탈을 매입하기로 결정했으며, 채안펀드가 본격적으로 활성화되기 시작한다면, 시장은 다소 안정을 찾아나갈 것으로 기대함
→채안펀드의 매입 기준이 'AA-'이상이나, 메리츠캐피탈 신용등급은 A+등급이기 때문에 메리츠금융지주의 보증채 형식으로 차환 발행
- 하지만 기업들 입장에서는 높은 금리로 발행하는 것에 대한 부담이 있으며, 한화솔루션과 같이 채안펀드가 수요 예측에 참여하지 않을 경우 아예 수요 미달되는 상황이 발생하는 등 채안 펀드 시행의 한계점이 드러나고 있음
- 원활한 유동성 공급이 진행되지 못하고 있어 여전히 여전히 채안펀드 및 회사채 스프레드는 높은 수준 유지

국고채 3년물 금리와 여전채, 회사채 스프레드



자료: Bloomberg, 키움증권 리서치센터

채권시장안정펀드 투자 구조



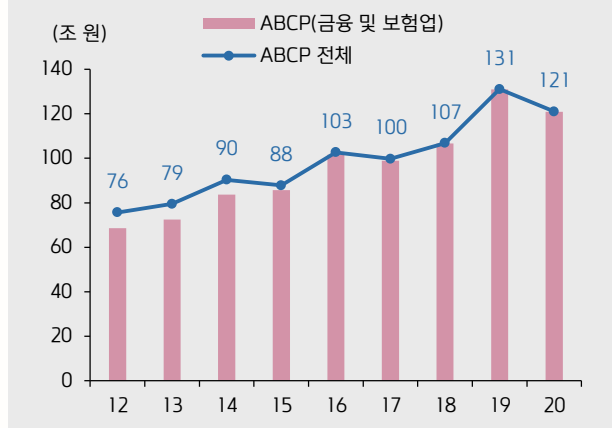
자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

II. 한국 채권시장 자금 동향

◎ 채안펀드 등 금융시장 안정화 방안으로 지원되지 않는 ABCP에 대해서는 리스크가 여전히

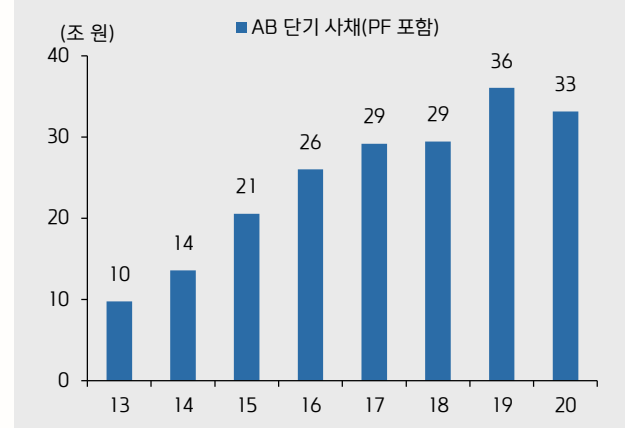
- 일반 CP 발행 잔액은 4월 10일 기준 66조원인 가운데, ABCP 발행 잔액은 4월 10일 기준 123조 원이며, PF를 포함한 AB 단기 사채의 경우 잔액 34조원
- 특히 ABCP는 거의 금융 및 보험업에서 발행된 것이며, CP 발행 또한 60% 이상이 금융 및 보험업에서 발행한 것으로 유동성 경색 리스크가 확대될 경우 금융섹터가 가장 크게 타격을 입게될 것으로 전망
- 2014년 이후 증권사들의 부동산 PF 에 대한 신용공여도 계속해서 증가해 40조원 수준에 육박한 것으로 추정됨

ABCP 발행 잔액 추이



자료: 세이브로, 키움증권 리서치센터
 주) 2020년 = 4월 20일 기준

AB 단기사채(PF 포함) 발행 잔액 추이



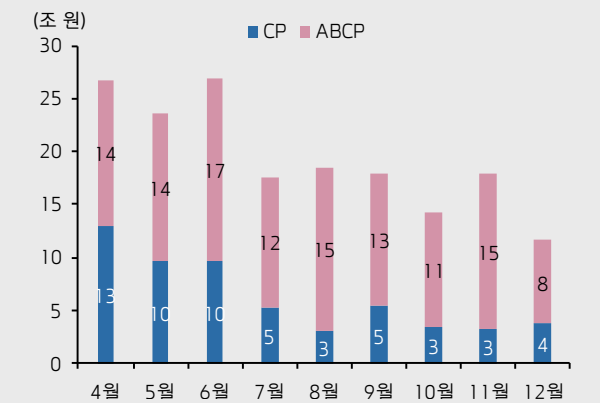
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

II. 한국 채권시장 자금 동향

◎ 상반기 중 크레딧물 만기가 집중되어 있는 점도 리스크 요인으로 부각되는 중

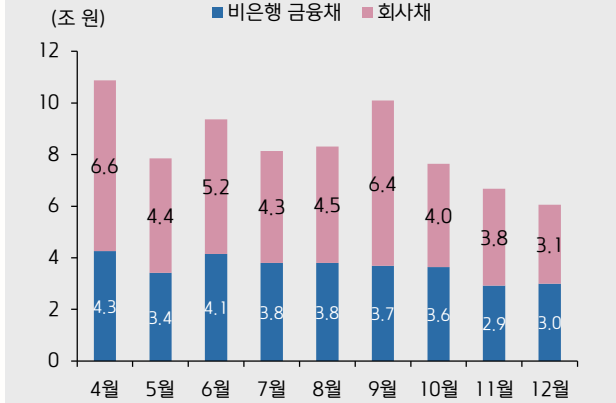
- CP, ABCP, 회사채, 여전채 만기는 대부분 상반기에 집중되어 있는 모습
→CP/ABCP 상반기 중 만기 도래 108조 원, 회사채 16.2조원, 여전채 11.8조원
- 코로나 19 확산과 장기화에 따른 기업들의 유동성 경색에 따라 채권시장 내 만기 리스크도 상당히 높아지고 있음
- 한국은행도 이러한 점을 인식하면서 증권사들이 보유한 회사채를 담보로 ABCP 차환에 나서도록 한 것
- 이를 통해 우량 회사채에 대한 수요가 늘어나면서 투자심리가 회복되는 효과도 기대

한국 CP, ABCP 만기 도래 일정



자료: 한국예탁결제원, 키움증권 리서치센터

한국 회사채 및 여전채 만기 도래 일정



자료: Check, 키움증권 리서치센터

II. 한국 채권시장 자금 동향

- ◎ **한국은행은 이러한 우려를 완화시키기 위해 비은행 금융기관 대출제도를 발표**
 - 한국은행은 한은법 제80조에 근거해 비은행 금융기관에 대한 회사채 담보 직접 대출을 발표
 - 증권사와 보험사 대상 신용등급 AA- 이상 우량 회사채를 담보로 6개월 만기로 대출하는 ‘금융안정 특별대출제도’ 신설
 - 또한 이주열 한은 총재가 4월 9일 금융위에서 “연준이 특수목적법인(SPV)을 설립해 정부의 보증 하에 회사채 매입을 지원하는 방안의 효과가 강력하다”라고 주장했으며, 한국은행도 이와 같은 방식의 지원책을 고민하고 있는 것으로 판단됨
- ◎ **거래 대상 기관을 증권사까지 확대하는 등 한국은행의 이번 금융 안정 대책은 증권사들의 유동성 공급에 초점이 맞춰져 있음**
 - RP대상 증권을 확대하고, 대상 기관을 점차적으로 확대하고 있으며, 이번 비은행 금융기관 대출은 사실상 증권사들이 대규모 발행한 ABCP 차환을 원활히 하도록 하는 유동성 공급 정책

비은행 금융기관 대출 관련 법령

조항	내용
제64조(금융 기관에 대한 여신업무)	① 한국은행은 금융통화위원회가 정하는 바에 따라 금융기관에 대하여 다음 각 호의 여신업무를 할 수 있다. 1. 금융기관이 받은 약속어음·환어음 또는 그 밖의 신용증권의 재할인·할인 및 매매. 다만, 한국은행이 취득한 날부터 1년 이내에 만기가 되는 증권으로 한정한다. 2. 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 증권을 담보로 하는 1년 이내의 기한부(期限附) 대출 가. 제1호의 신용증권 나. 정부의 채무 또는 정부가 보증한 채무를 표시하는 유통증권 다. 한국은행의 채무를 표시하는 유통증권 라. 그 밖에 금융통화위원회가 정한 증권 ② 제1항에 따라 재할인·할인 또는 매입하거나 담보로서 취득한 신용증권에는 그 증권을 제공한 금융기관의 배서(背書)가 있거나 양도 증서가 첨부되어야 한다.
제80조 (영리기업에 대한 여신)	① 금융기관의 신용공여(信用供與)가 크게 위축되는 등 금융기관으로부터의 자금조달에 중대한 애로가 발생하거나 발생할 가능성이 높은 경우 한국은행은 제79조에도 불구하고 위원 4명 이상의 찬성으로 금융기관이 아닌 자로서 금융업을 하는 자 등 영리기업에 여신할 수 있다. ② 제1항에 따른 여신에 대해서는 금융통화위원회가 지정하는 조건을 준수하여야 한다. ③ 제1항에 따라 여신을 하는 경우에는 제65조제3항 및 제4항을 준용한다.

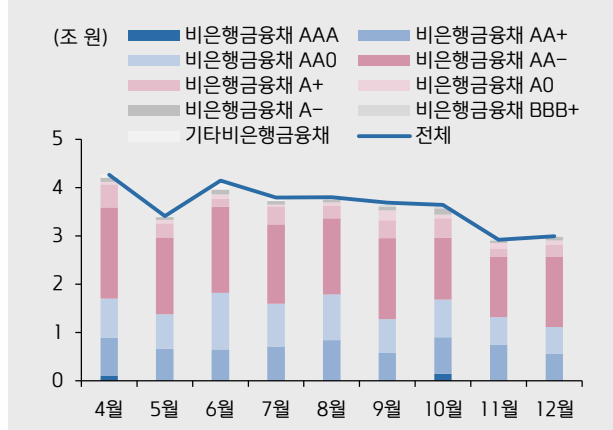
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

II. 한국 채권시장 자금 동향

◎ 증권사의 여전채 보유 규모가 큰 만큼, 자금 경색 우려 지속 시 여전채 스프레드가 계속해서 확대될 듯

- 증권사가 보유한 여전채 물량이 약 45조에 달하며 전체 여전채 발행 잔액 가운데 약 30%를 증권사가 보유하고 있음
- 여전채 만기 또한 상반기 중에 집중되어 있음. 6월까지 만기 도래 규모 12조원 수준
- 채안펀드에서 14일부터 여전채를 매입할 것으로 계획 중에 있지만, 투자가 원활히 진행되지 못하고 있으며, 한국은행이 증권사 및 보험사에 대한 회사채 담보 직접 대출에 따라 여전채 수요는 상대적으로 줄어들 수 있음. ABCP, 부동산 PF 등에 따른 증권사의 자금 경색이 나타날 경우 여전채를 추가적으로 투매할 가능성 배제 못함. 코로나19 안정 이전까지는 여전채에 대한 수요가 빠르게 회복되지 않을 가능성 높음
- 게다가 3~6개월 수준의 대출은 일시적인 조치에 불과할 뿐, 코로나19로 인한 부동산 시장이 침체될 경우 증권사들의 부동산 PF 관련 자금 문제는 수시로 부각될 수 있는 요인으로, 한국은행과 정부의 금융시장 안정 정책에도 신용시장 안정까지는 시간이 다소 소요될 것으로 예상

여전채 만기 도래 추이



자료: Check, 키움증권 리서치센터

여전채 스프레드 추이



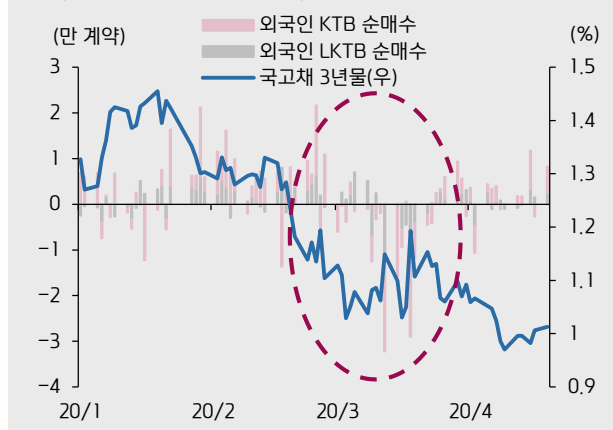
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

II. 한국 채권시장 자금 동향

◎ 또한 국제유가 변동성 확대가 지속될 경우 3월과 같은 외국인 선물 매도세가 다시 나타날 가능성도 여전

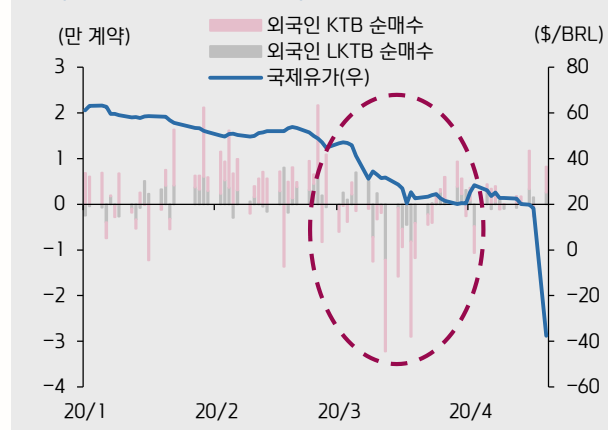
- 3월 중 금융시장 내 극도의 공포감으로 주식과 채권을 모두 매도하는 모습이 나타난 바 있는데, 코로나19로 인한 글로벌 경기 둔화 우려도 있었으나, 국제유가가 배럴당 20달러 선까지 떨어졌던 점도 그 요인 중 하나
- 최근 WTI 5월물이 만기를 앞두고 마이너스까지 기록하는 사상 초유의 상황이 벌어지고 있음. OPEC의 공급 감산 합의에도 불구하고 시장에서는 그 효과에 대해서 영향력이 적다고 판단하는 한편, 코로나19로 인해 실질적인 수요 또한 장기적으로 위축될 것으로 우려되고 있기 때문.
- 이와 같이 원유시장 변동성이 확대되는 상황에서 3월과 같이 외국인 채권 선물 매도가 자주 나타날 수 있음. 최근 들어서는 한국은행과 미 연준 등 주요국 중앙은행들의 적극적인 완화정책과 함께 다시 순매수를 기록하고 있지만 2월 수준을 회복하고 있지 못하다는 점에서 계속해서 모니터링할 필요

외국인 채권선물 순매수와 국고채 금리 추이



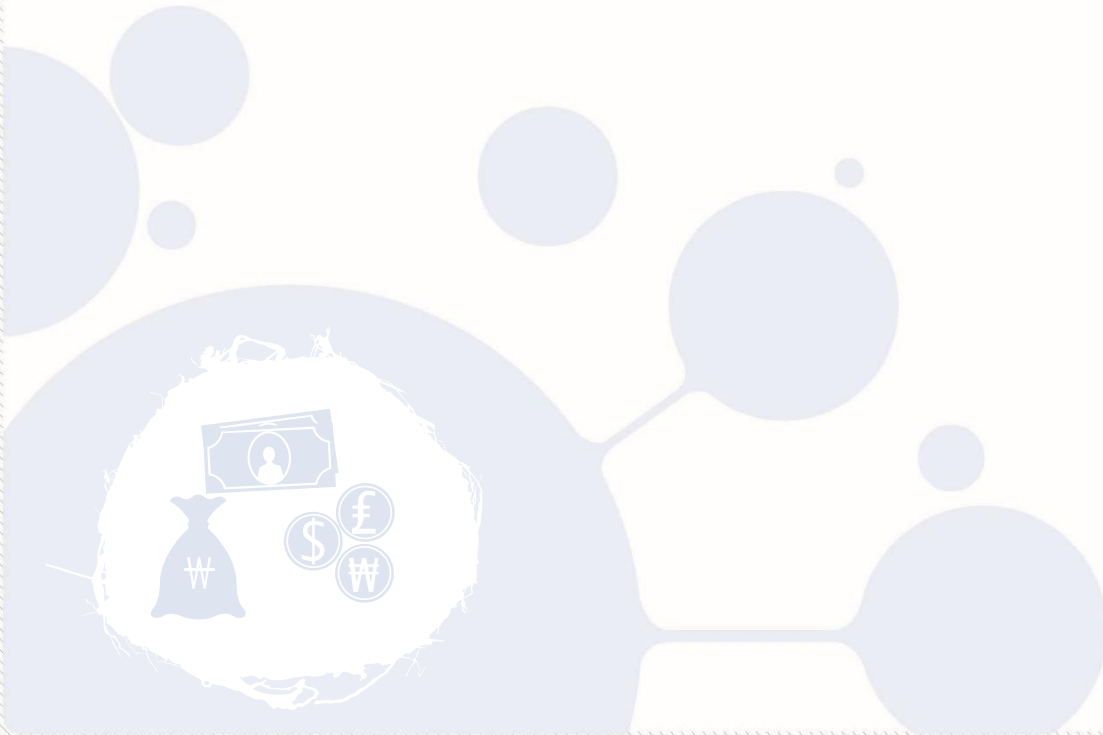
자료: Check, 키움증권 리서치센터

외국인 채권선물 순매수와 국제유가 추이



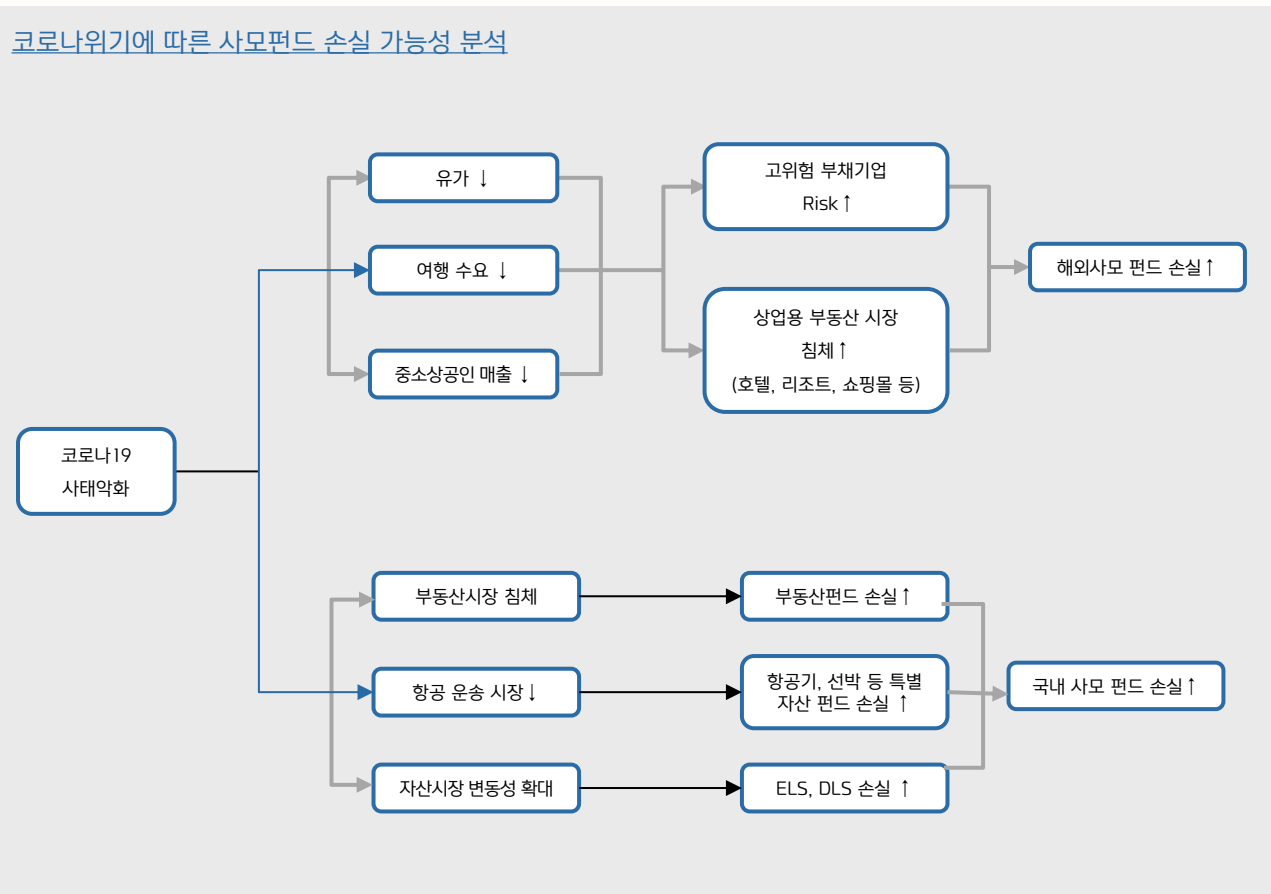
자료: 연합인포맥스, 키움증권 리서치센터

Part III 국내 사모펀드 현황 및 전망



III. 국내 사모펀드 현황 및 전망

코로나위기에 따른 사모펀드 손실 가능성 분석



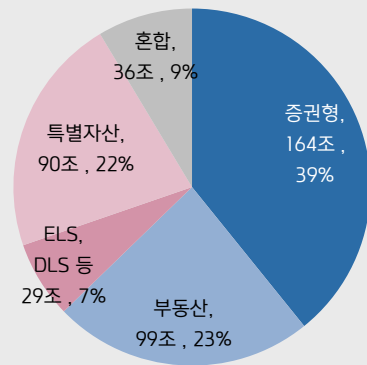
자료: 키움증권

III. 국내 사모펀드 현황 및 전망

◎ 코로나19 장기화되면서 사모펀드 부실화에 따른 환매 중단 지속 전망

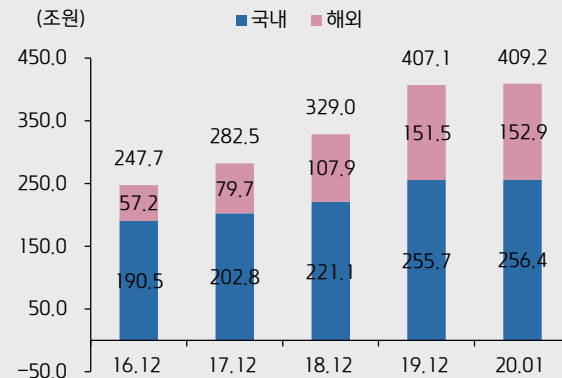
- 전체 사모펀드 규모는 2019년 12월 기준으로 407조원으로 2016년 말 대비 65% 증가함
- 사모펀드, 부동산, 특별자산 펀드 등 비유동성 자산을 중심으로 가파르게 증가함
 - 증권형 164조원, 부동산 99조, 특별자산 90조, 파생29조, 혼합 36조원
- 비유동성 사모펀드, '15. 12월 92조원에서 2020년 2월에 255조원까지 증가함
 - 저금리 기조 장기화, 정부의 규제 완화 등으로 금리가 높은(위험이 상대적으로 큰) 대체 투자자산 투자 확대

국내 사모펀드의 현황 (2020년 2월 기준)



자료: 금융투자협회, 키움증권

전체 사모펀드 내 국내 및 해외 규모 추이



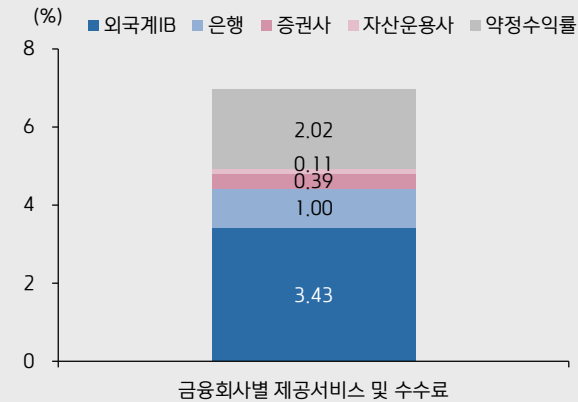
자료: 금융투자협회, 키움증권

III. 국내 사모펀드 현황 및 전망

◎ 자산의 요구 수익률이 높아지면서 고위험 자산 투자 수요가 급격히 늘어남

- 사모펀드의 부실화로 연쇄적 환매 정지 사태 발생 중으로 코로나19 장기화될 경우 가속화될 것임
→ 부동산펀드, 무역금융펀드, P2P대출펀드, 소상공인(자영업자) 매출채권 담보대출 등이 부실화 발생
- 환매가 연기되거나 손실이 발생한 펀드 규모는 2.7조원에 달하며 라임 제외하더라도 1조원에 달함
→ 헤리티지 DLS 4,276억 알펜루트 2,296억 원, 니케이시수펀드 229억, 이탈리아 1582억 원 등. 총 500건 분쟁 조정 중
- 중형 부동산 전문 사모펀드 운용사 중 하나인 디스커버리 자산운용 1876억 규모 펀드의 환매 중단 사태
→ 기업은행 914억, 신한은행 651억, 하나은행 240억 수준 (US 핀테크 글로벌 채권 935억 , US부동산선순위채권 941억 원)

독일국채 연계 DLF의 원가구조 분석



자료: 금융감독원, 키움증권
주: 6개월 기준

DLF 사태 및 주요 사모펀드 환매 정지 현황

연도	운용사	상품	금액
2019년 하반기	다수 운용사	英·美 CMS 금리 연계 DLF	6,958억원
		獨국채 10년물 금리 연계 DLF	1,266억원
		독일 헤리티지 DLS	4,276억원
2020년 1월	라임자산운용	크레딧인슈어드 무역금융펀드, 테티스2호, 플루토 TF 등	1.8조원
	알펜루트 자산운용	몽블랑 4807 등 프리IPO/메자닌펀드	2,300억원
	자비스자산운용	자비스 팍펀딩 호쇼핑 벤더	70억원
2020년 3월	KTB자산운용	TCA글로벌크레딧 소상공인대출펀드	100억원
	디스커버리 자산운용	US핀테크 부동산 담보부펀드 US부동산선순위채권펀드 US핀테크 글로벌 채권펀드	1,000억 1,876억
	교보증권	미 소상공인 채권 사모펀드	105억

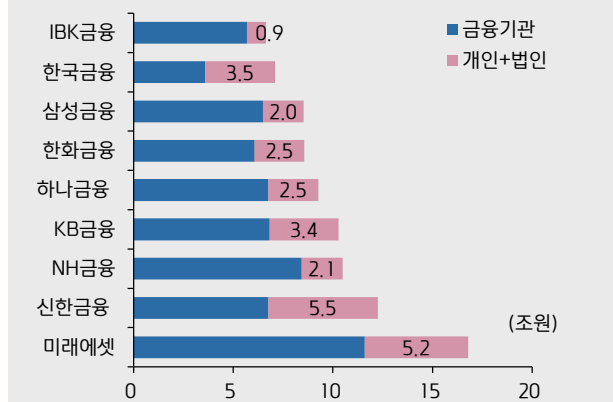
자료: 키움증권 정리
주: DLF의 경우 판매금액임

III. 국내 사모펀드 현황 및 전망

◎ 금융당국, 금융소비자보호법 도입을 통해 고위험 금융상품에 대한 은행 손실 부담 확대 유도

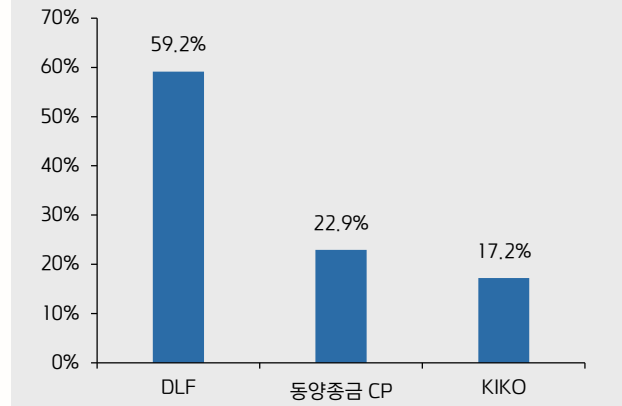
- 현 감독당국은 자산관리시장에서 파생결합증권의 비중이 과도하다고 평가함 (한국 4.9%, 5개 선진국 평균 0.4%)
- 정부, 은행에게 고난도 파생결합증권(원금 손실 가능성 20% 초과)이 편입되는 사모펀드, 신탁 상품 판매를 제한
→ 기초자산이 주요국 주가지수이며 손실배수가 1배 이하인 파생결합증권에 한해 기존 잔액 이내에서 판매 허용
- 금융소비자보호법을 통해 설명의무 등 판매절차 강화, 녹취, 숙려제도를 강화, 책임 소홀히 할 경우 임원 재제 근거 마련함
- 불완전 판매 제재 강화 및 DLS 투자손실률을 40~80% 수준으로 상향 (동양증권 CP 20~40% 수준이었음)
→ 설명 및 부당권유 행위 금지 위반 시 수입의 최대 50% 징벌적 과징금 부과, 판매 금지 명령권 근거 신설

판매사별 해외 사모펀드 판매 현황



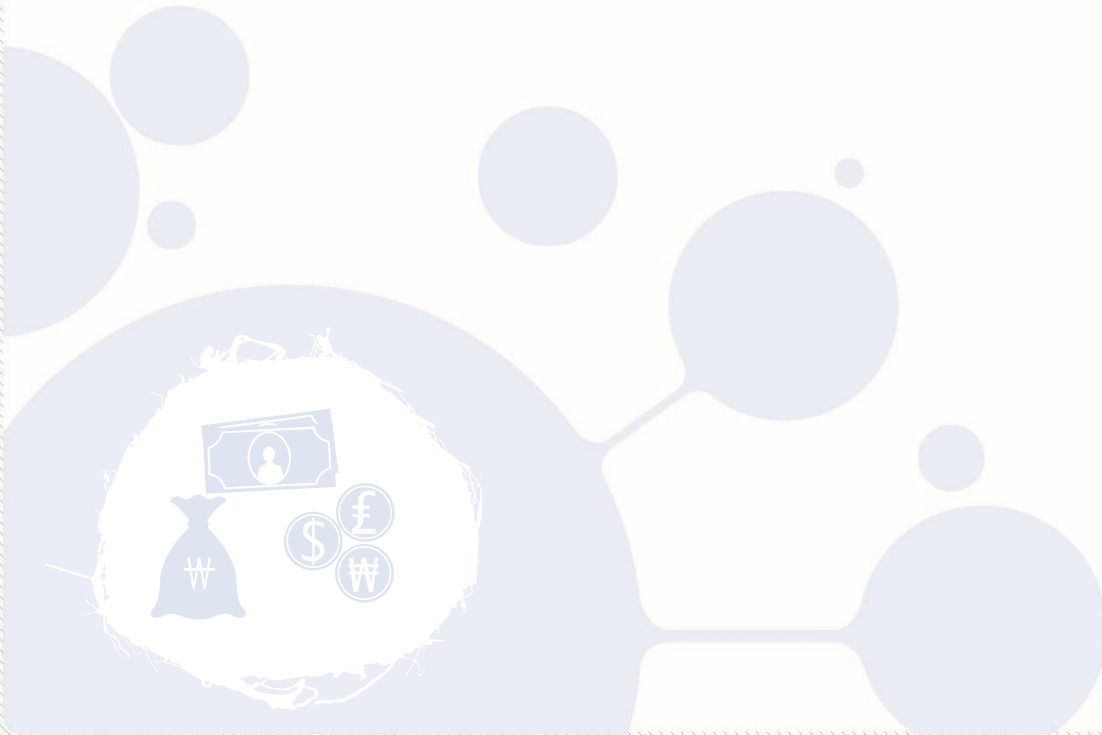
자료: 금융투자협회, 키움증권

금융사고 시 은행의 배상률 비교



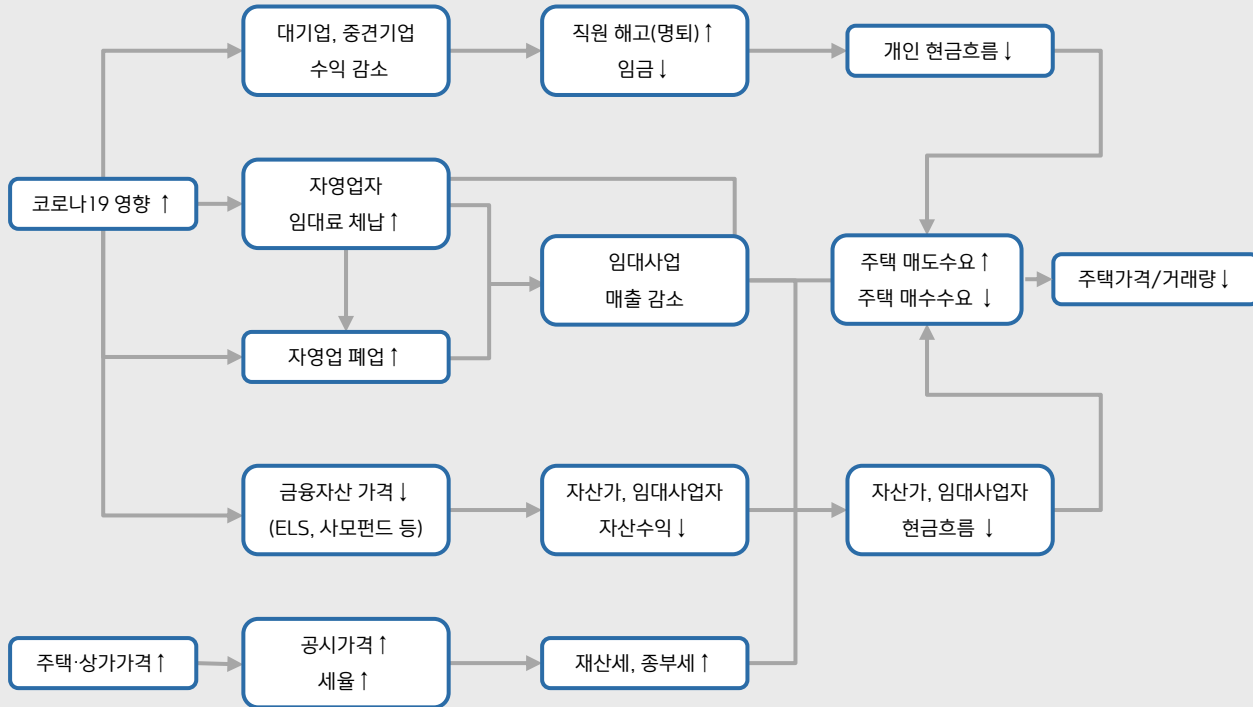
자료: 키움증권 정리

Part IV 코로나19 사태가
부동산시장에 미치는 영향



IV. 코로나19 사태가 부동산시장에 미치는 영향

코로나 19가 부동산 시장에 미칠 영향



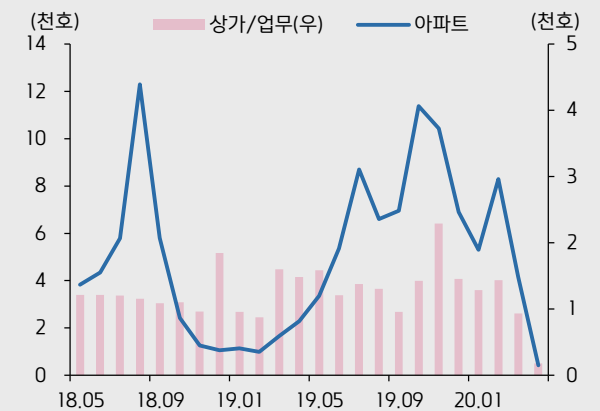
자료: 키움증권

IV. 코로나19 사태가 부동산시장에 미치는 영향

◎ 코로나 사태 영향으로 서울 아파트 가격 하락과 함께 거래량 급격히 감소할 듯

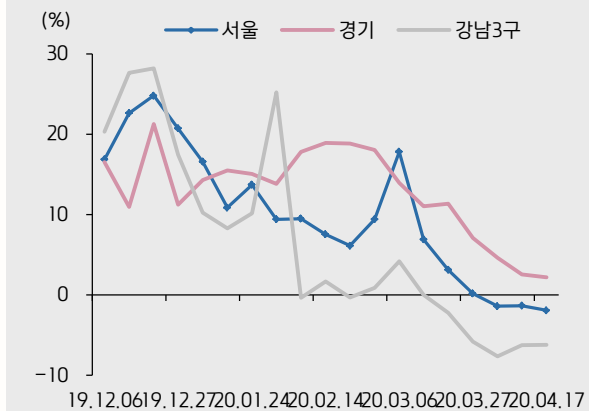
- 코로나 사태 이후 투기 수요 급감하면서 서울 아파트 가격 하락 추세로 반전
 - 부동산114에 따르면 주간 단위로 3월 마지막 주부터 3월 4째 주부터 가격 하락 추세 전환
- 부동산 매매시장의 후진성으로 가격 하락과 함께 아파트, 상가 거래가 급감하는 현상이 발생
 - 3월 서울 아파트 거래량 4,160호로 전월 대비 50% 감소, 4월 거래량은 419호로 급감 (4월 17일 기준)
 - 상가 업무용 부동산, 아파트뿐만 아니라 급격히 감소하는 현상 발생 (4월 1,435건 → 3월 933건 → 4월 179건)
- 거래량 급감 현상은 가격 하락 국면에서 나타나는 구조적 문제로 이와 같은 현상은 더욱 심화될 것

서울 아파트와 상업용 부동산 거래량 추이



자료: 국토교통부, 키움증권
주: 4월은 17일자 기준임

부동산 114 기준 주간 서울 아파트 가격 상승률 추이

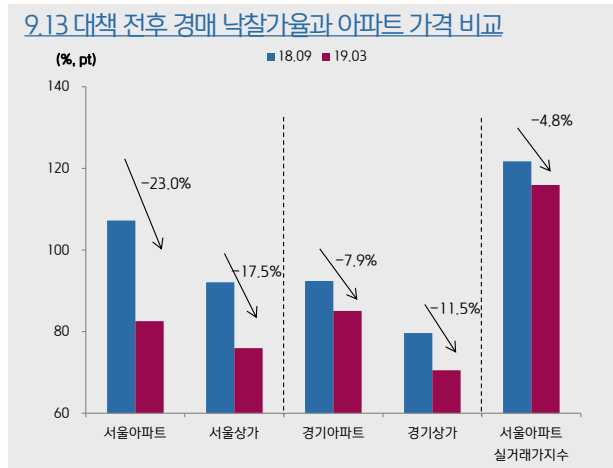


자료: 부동산114, 키움증권 리서치센터
주: 연환산한 수치임

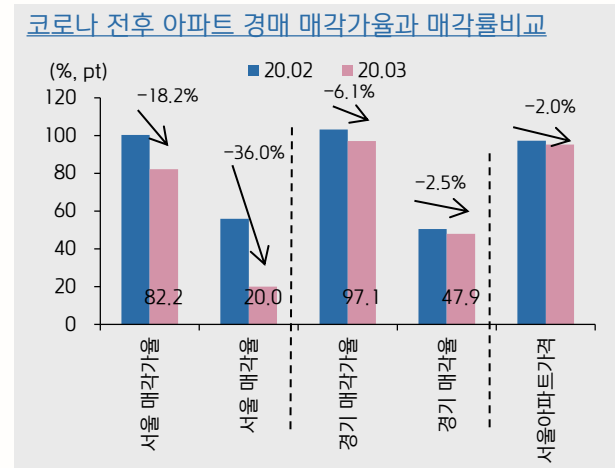
IV. 코로나19 사태가 부동산시장에 미치는 영향

◎ 코로나19, 후진적 매매시장 구조로 주택가격 하락 이후 경매 시장 침체 유발

- 시장 침체 여건에서 일부 주체의 매도 시 거래량이 급감, 시장의 중개 기능을 잃어버리는 현상 발생
→ 2019년 ¼분기, 전년 9.13 대책 이후 서울 아파트 거래량은 평균 거래량의 1/5 수준으로 감소함
- 이 과정에서 경매의 낙찰가율과 낙찰률이 급락하는 현상 발생
→ 2019년 ¼분기 서울 및 경기 지역의 상가의 낙찰가율은 급락하는 현상 나타남
- 낙찰가율이 급락할 경우 은행의 담보 가치가 하락하는 것을 의미하는 것으로 부채의 디레버리지 현상을 야기할 수 있음.
※ 담보가치 하락 → 은행 대출 만기 연장 중단, 부분 상환 요구 → 연체 증가 → 경매 증가 → 담보가치 하락



자료:법원경매통계, 키움증권

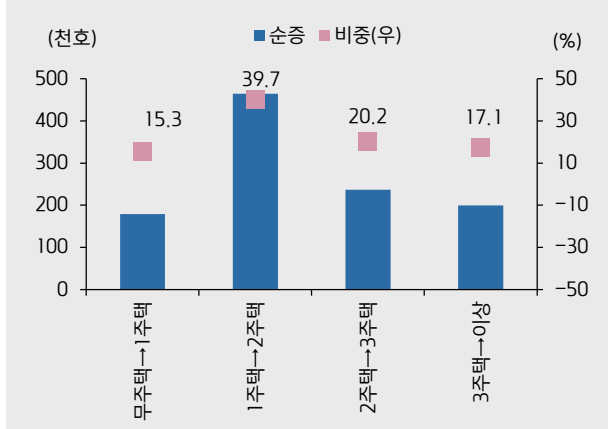


자료:법원경매통계, 키움증권

IV. 코로나19 사태가 부동산시장에 미치는 영향

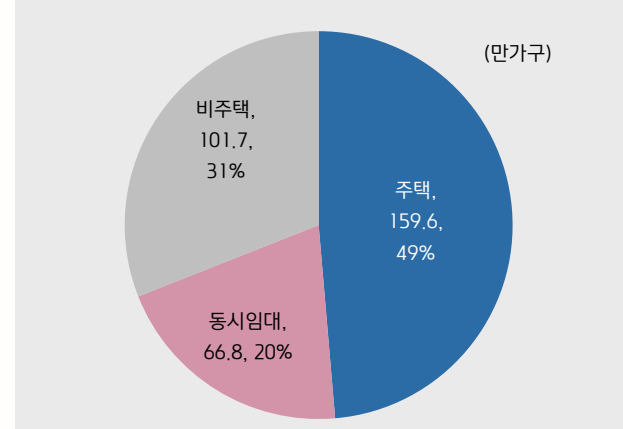
- ◎ 투기화 된 부동산 시장 특성 상 향후 주택가격은 다주택자(투자자)의 수요 변화에 의해 결정될 것
 - 서울 기준, 전체 아파트의 절반 이상을 다주택자가 보유, 실수요자보다는 다주택자의 영향이 클 것
 - 2015년~2018년 주택 매매수 가구를 볼 때 다주택자가 주택을 매수한 비중이 85%에 달하는 것으로 나타나
 - 한국의 다주택자의 상당수는 50 이상의 은퇴를 앞두고거나 은퇴한 가계로 주택임대뿐만 아니라 상가 임대도 하고 있음
 - 이 과정에서 임대사업자가 2013년 13만명에서 2019년 190만 명으로 증가함(주택임대사업자 44만명 포함)
 - 개인의 상가, 주택 등에 투자하는 임대사업자의 규모, 2백 만명에 육박하는 수준 증가함

다주택자 중심으로 매매수 지속



자료: 통계청, 키움증권
주: 2015년~2018년 주택 매매수의 가구별 구성

임대형태별 임대가구 수 현황



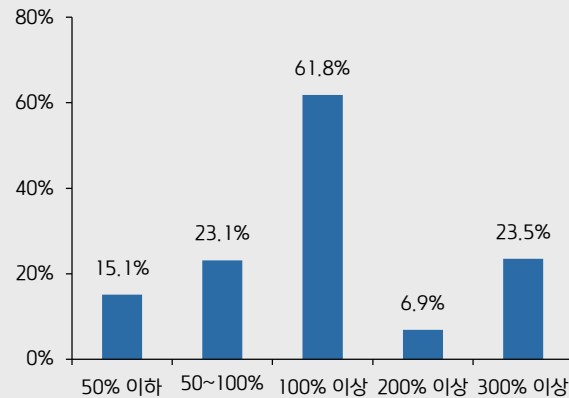
자료: 한국은행(2018년 가계금융복지조사), 키움증권

IV. 코로나19 사태가 부동산시장에 미치는 영향

◎ 임대사업자, 부동산 시장 침체 시 가계부채 부실화의 핵심 주체가 될 것으로 전망

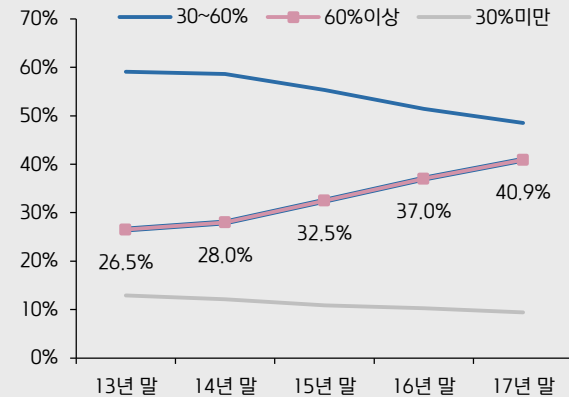
- 코로나19 사태의 영향을 많이 받는 주체로 임대사업자가 될 가능성이 높음
 - 1) 자영업 업황이 악화되면서 임대료를 연체하는 차주가 늘어나는 것으로 추정
 - 2) 보증금 등으로 투자한 금융자산 손실 발생 가능성 높아짐 : ELS, 사모펀드, 부동산펀드 등
 - 3) 종합부동산세, 재산세 인상으로 인한 비용 증가 등
- 수익극대화를 위해 레버리지 투자를 임대사업자가 많아 현금 흐름 악화 대비 능력 취약
 - LTV 60% 이상 고레버리지 투자 비중이 높은 반면 DSR은 매우 높은 것으로 나타나
- 자산가격 하락으로 인해 대출 만기 연장, 추가 대출이 어려울 경우 부실화 될 가능성이 높음

상가담보대출의 DSR 현황(2018년 4~6월 신규 기준)



자료: 금융감독원, 민주당 제윤경 위원 자료 인용, 키움증권

상가담보대출의 LTV 비중 현황



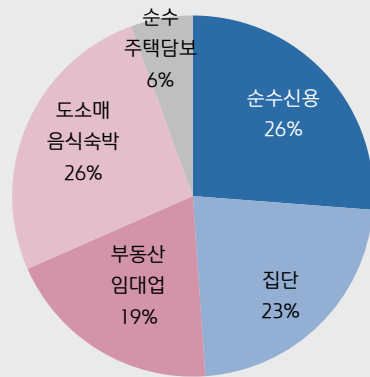
자료: 금융감독원, 민주당 제윤경 위원 자료 인용, 키움증권

IV. 코로나19 사태가 부동산시장에 미치는 영향

◎ 임대사업자 중심의 다주택자의 부채의 질 나빠 위기 대응 능력 취약

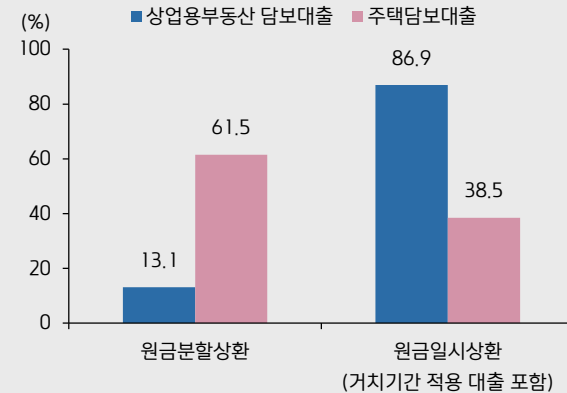
- 가게 및 개인사업자의 연체율 하락에도 실질적 가게의 채무상환 능력은 갈수록 악화되는 것으로 추정
 - DSR이 70% 상회 가게가 30% 대로 알려져 있으나 전세보증금까지 포함 시 50%를 넘을 것으로 추정
 - 주택가격 상승 과정에서 신용대출, 임대업 대출 등 고위험 대출로 부동산 투자 확대한 것으로 나타나
- 원리금 상환 비중 낮아 주택가격 하락 등 담보가치 하락 시 부실화 위험은 매우 높음
 - 2019년 대출 순증을 보면 규제 대상인 순수주택담보대출은 6%에 불과함
- 문제의 핵심인 상업용 부동산 담보대출의 원리금 분할상환 비중은 13%에 불과함

2019년 가게 대출 순증 구성 현황



자료: 한국은행, 키움증권

상업용부동산 담보대출의 원리금분할상환 비중 비교



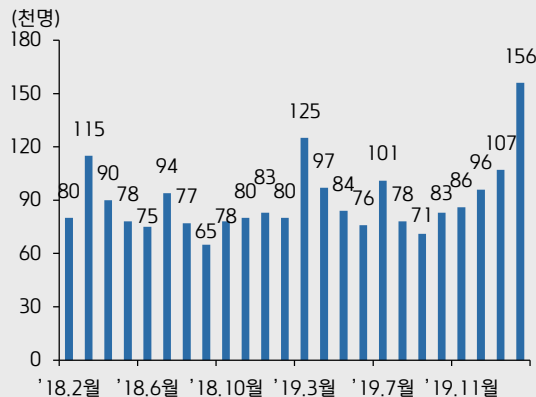
자료: 한국은행 금융안정보고서, 키움증권

IV. 코로나19 사태가 부동산시장에 미치는 영향

◎ 코로나19 충격은 궁극적으로 내수 및 수출 대기업 중심으로 나타날 가능성이 높음

- 코로나19로 호텔, 항공, 면세점, 백화점 등 주요 산업이 적지 않은 타격을 입을 것으로 예상
- 내수산업뿐만 아니라 석유제품, 자동차부품, 무선통신기기, 승용차, 조선 등 주요 수출 산업이 타격을 입을 것으로 예상
→ 4월 1일~20일까지 석유제품 -53.5%, 자동차 부품 -49.8%, 무선통신기기 -30.7%, 자동차 -30.7%, 반도체 -14.9% 기록
- 주요 핵심 산업의 경기 위축은 해당산업의 고용 감소의 계기로 작용할 가능성이 높음
→ 3월 실업급여 신청 건수가 156천 건으로 전년 동기 대비 24.8% 증가함. 3월 기준으로 2009년 이후 최대 수준 (보건복지 3만 5천명, 도소매업 1만 5천명, 교육서비스 1만 5천명, 제조업 1만 9천명)

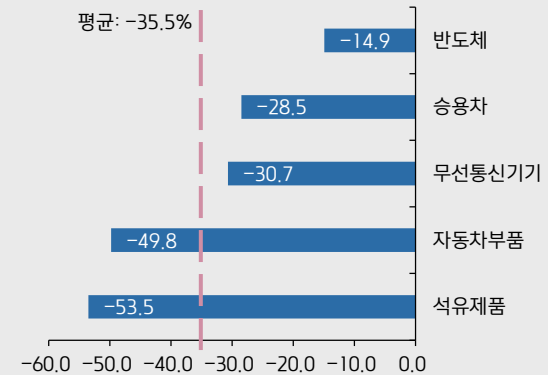
구직급여 신청건수 추이



자료: 고용노동부

주: 계절적 특수성을 제외하기 위해 매년 1월 자료는 제외

4월 1일~20일까지 주요 산업별 수출 현황

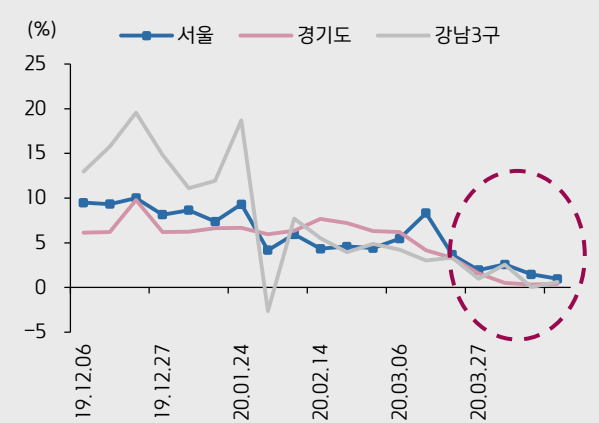


자료: 관세청

IV. 코로나19 사태가 부동산시장에 미치는 영향

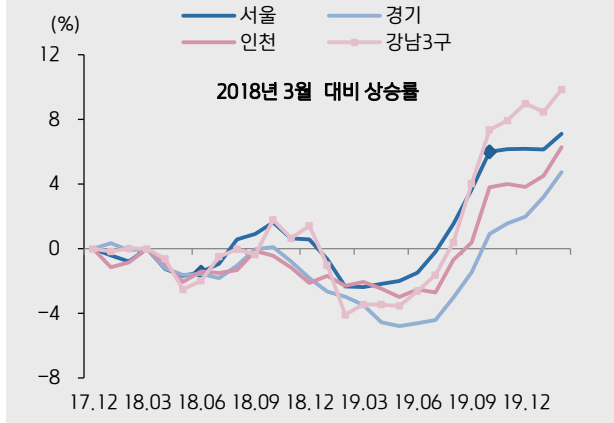
- ◎ 코로나19 장기화에 따른 실수요자의 주택 매수 수요 둔화, 주택가격 하락 영향 미칠 것
 - 코로나가 고용에까지 영향을 미칠 경우 부동산 시장 침체 가속화 전망
 - 정부, 고용 유지를 위한 별다른 대책을 제시하지 못함
 - 자영업, 한계기업, 대기업 등 코로나19의 대한 정부의 혜택을 받지 못해 고용 감소 추진
 - 3월 신규 구직급여 신청자는 15만 6천 명으로 전월 대비 45.8% 증가 (2008년 이후 최고 수치 기록)
 - 고용의 악화의 영향은 주택시장과 함께 전세 시장에서 나타날 것임
 - 전세가격이 2년 전 대비 10%가까이 높아 다주택자의 현금 흐름 해소 기여하고 있는 것으로 평가
 - 전세시장이 하락 추세로 반전될 경우 전세 부채의 디레버리지 현상으로 주택가격 하락 추세 가속화 될 수 있음

주간 아파트 전세가격 변동률



자료: 부동산114, 연환산 수치임

주요 지역 전세가격 상승률 추이



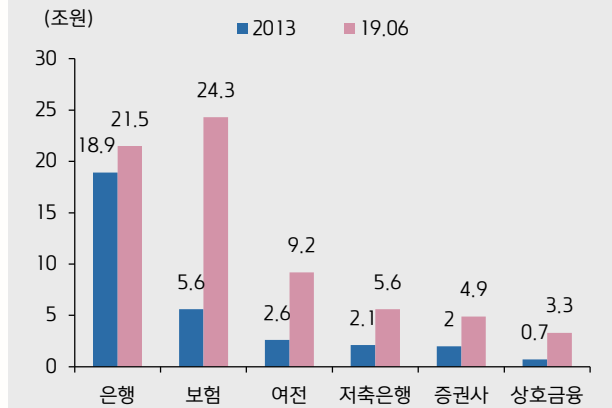
자료: 부동산114, 키움증권
주: 부동산114 실거래가지수 기준

IV. 코로나19 사태가 부동산시장에 미치는 영향

◎ 부동산 시장 침체 시 부동산 PF 부실화, 증권사, 은행 수익성 악화 요인이 될 것

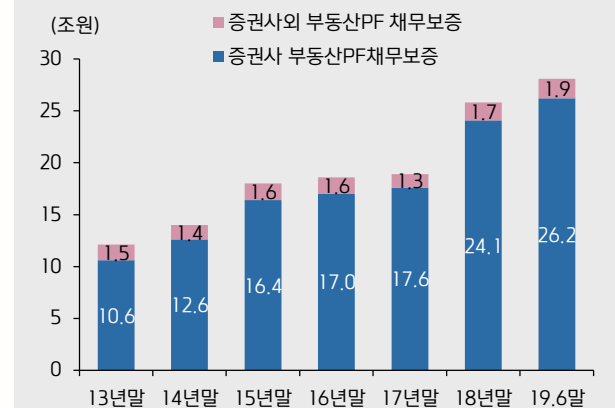
- 부동산 거래 급감하면서 주거용 부동산, 상업용 부동산 수요 급감 시 아파트 및 상가 미분양 다시 늘어날 가능성 높음
- 부동산 PF 사업성이 악화되면서 PF ABCP의 만기 연장이 난항을 겪을 것으로 예상
 - 이 과정에서 매입 약정을 약속한 증권사가 ABCP를 대규모로 매입해야 하는 상황이 초래 될 수 있음
- 증권사의 ABCP 대규모 매입은 ELS에 이어 증권사의 유동성을 악화시키는 요인이 될 것
 - 증권사의 고정 자산 매입은 대형증권사를 보유한 은행지주 계열 금융그룹의 자본여력을 악화시키는 요인이 될 것
- 부동산 PF 잔액 29.6조원에 달하며 부동산 펀드도 41.3조원으로 적지 않은 규모로 잠재 부실화 요인

국내 금융회사의 부동산 PF 대출 잔액 추이



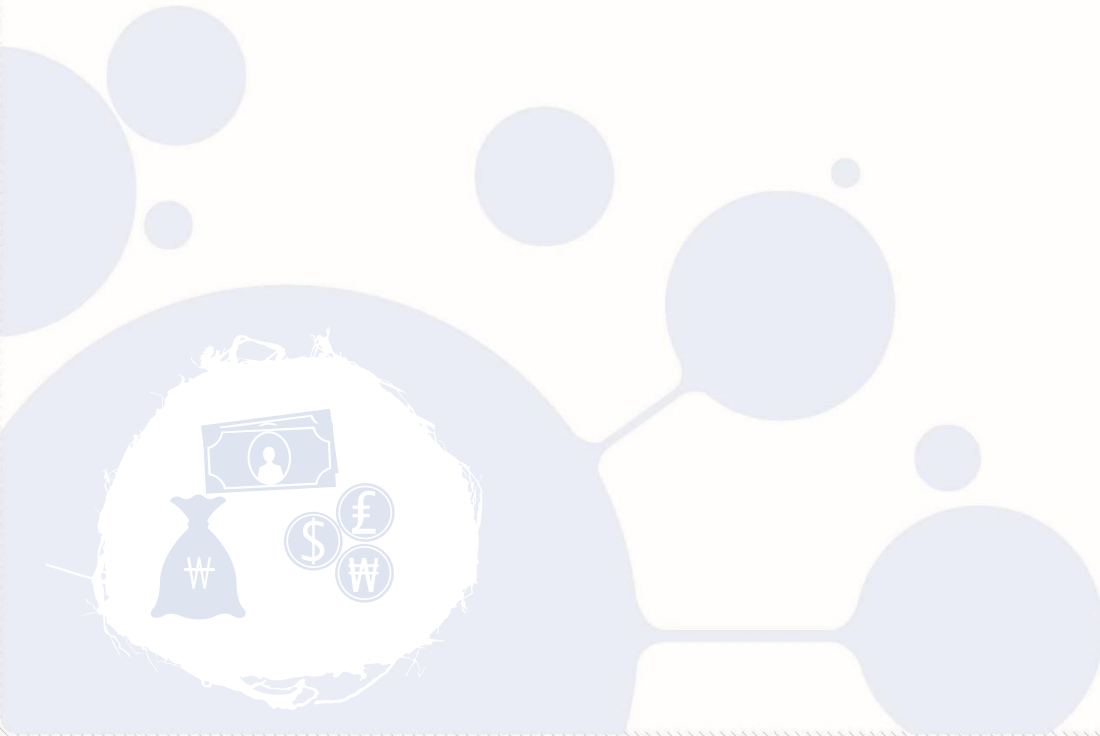
자료:금융감독원

금융회사별 부동산 PF 채무보증 추이



자료:금융감독원

Part V 정부의 위기극복 대책 평가
- 미국



V. 정부의 위기극복 대책의 주요 내용과 평가 - 미국

◎ 미국 정부, 위기 대응 프로토콜에 따라 신속히 대응책 내놓아 금융시장 안정 유도

- 미국 정부는 경제적 피해 재난 대출, 급여 보호 프로그램, Main street loan 등 기업 지원을 위한 대출 프로그램 제공
- 신용위험은 미국 정부가 대부분 부담, 은행은 일부 부담함으로써 은행의 적극적 대출 확대 유도
 - Main street loan 5%, 급여프로그램은 0% 부담하기로 함
- 대부분 대출 제공에 따른 별도의 수수료를 고객에게 부과할 수 있도록 함 (최대 1% 수수료 부과 가능)

미국정부의 코로나 위기 극복을 위한 대출 프로그램 주요 내용

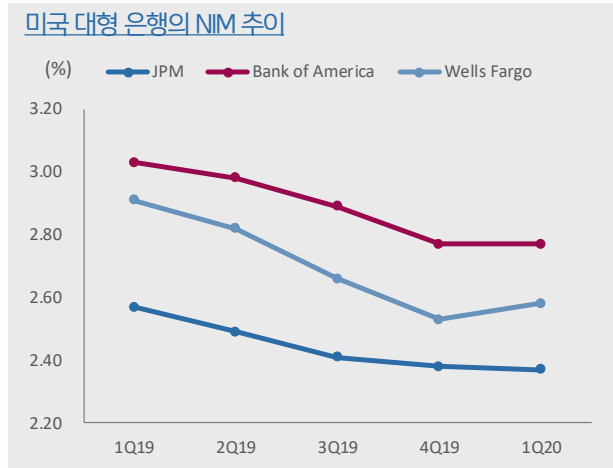
	경제적 피해 재난 대출 (EIDL)	급여 보호 프로그램(PPP)	Main Street New Loan
설정금액		3,490억 달러	6천 억 달러
채권자	SBA	SBA 7(a) 취급은행, SBA 심사 관여	FRB 95%, 취급은행 5%
한도	최대 200만 달러	최대 10백만 달러	최대 25백만달러/ 최소 1백만달러
이자율	3.75%(영리), 2.75%(비영리)	1.0% 고정(20.4.3 기준)	SOFRR(RP에 기반한금리) +50~400bp / Origination Fee +100bp
대출기간	최대 30년	2년	4년
첫상환/이자납입	대출 실행일로부터 1년 이후 (거치기간 동안 이자발생)	대출 실행일로부터 6개월 이후 (거치기간 동안 이자 발생)	1년 동안 유예
조건	재난이 발생하지 않았을 때에도 발생할 수 있는 재정적 책임과 운영비용	급여비용, 그룹 건강보험 혜택, 보험금 사용 가능. 과거 월급여의 250% 신청	1. 코로나로 인한 재무상황 악화 입증 2. 보상금, 주식 매수, 주식 배당 제한을 따라야 함
담보	SBA가 자산에 UCC 선취특권(LIEN) 설정	담보 없음	
감면 여부	해당없음	고용을 유지할 경우 감면 가능	
신청 대상	일반적으로, 500명 미만의 종업원과 3500만달러 매출 미만을 기준으로 자격 부여.	사업체/법인은 2020년 2월 15일 이전부터 운영되고 있었어야 하며, 총 종업원 수가 500명 이하여야 함.	피고용인 10,000명 이하 또는 연 매출 25억 달러미만

자료: FRB, 키움증권

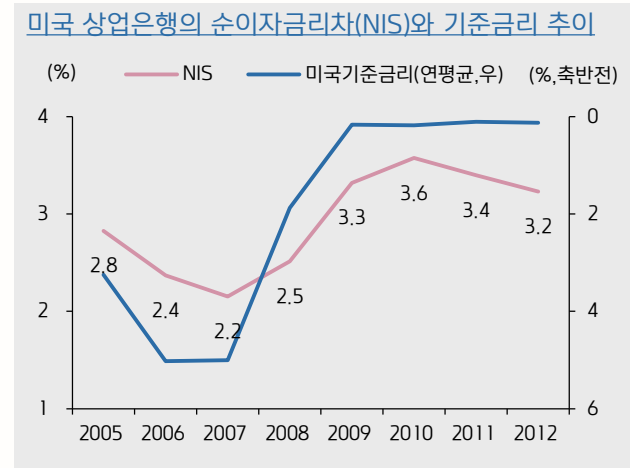
V. 정부의 위기극복 대책의 주요 내용과 평가 - 미국

◎ 정부, 은행의 이익 체력을 개선할 수 있도록 직·간접적 지원

- 미국 정부, 은행이 마진 개선을 통해 체력을 보강할 수 있도록 직·간접적인 지원을 함
→ ¼분기 미국 대형은행의 순이자마진 하락이 중단되거나 소폭 개선된 것으로 나타나
- 2008년 미국 은행이 금융위기를 극복, 정상화할 수 있었던 것도 순이자마진 상승으로 은행의 수익성이 개선되었기 때문
→ 기준금리가 0%로 인하된 이후 미국 은행의 NIS는 2007년 2.2%에서 2010년 3.6%까지 상승한 것으로 나타나



자료 : 각사

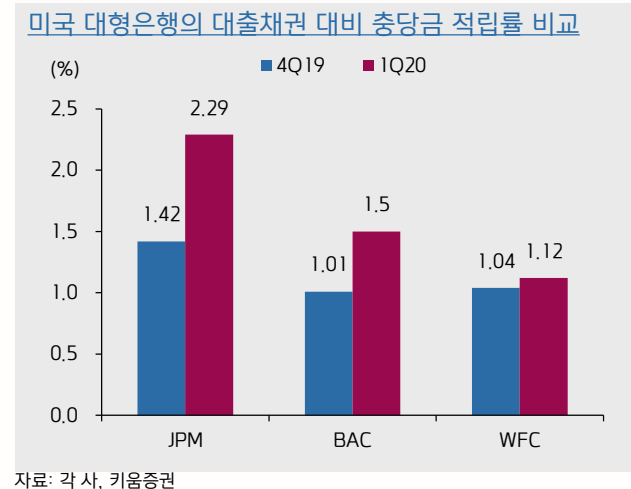
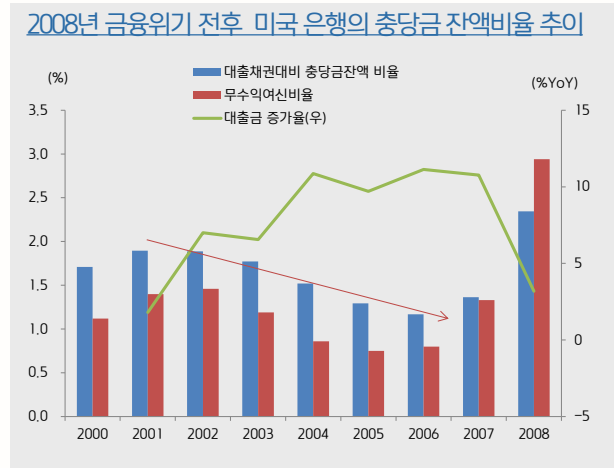


자료: FDIC, NIS = 이자수익률- 이자비용률

V. 정부의 위기극복 대책의 주요 내용과 평가 - 미국

◎ 미국 은행, 위기 대응을 위해 적극적으로 추가 총당금을 적립함

- 미국 주요 은행, 위기에 대비해 ¼분기에 추가 총당금 적립해 대출채권 대비 총당금 적립률을 높임
→ JPM 1.42%에서 2.29%, BAC 1.01%에서 1.5%, WFC 1.04%에서 1.12%로 높임
- 2008년 금융위기 사례에서 보더라도 무수익 여신이 급격히 늘어나는 위기 국면에는 총당금 부족 사태 발생
→ 부족한 총당금을 채우기 위해 상당수 은행이 적자를 기록하고 도산한 사례가 있음
- 코로나위기의 확산에 따른 은행의 부실화를 차단하기 위한 사전적 조치로 해석



V. 정부의 위기극복 대책의 주요 내용과 평가 - 미국

◎ 미국 주요은행의 1/4분기 실적, 대규모 추가 총당금 적립으로 큰 폭으로 악화

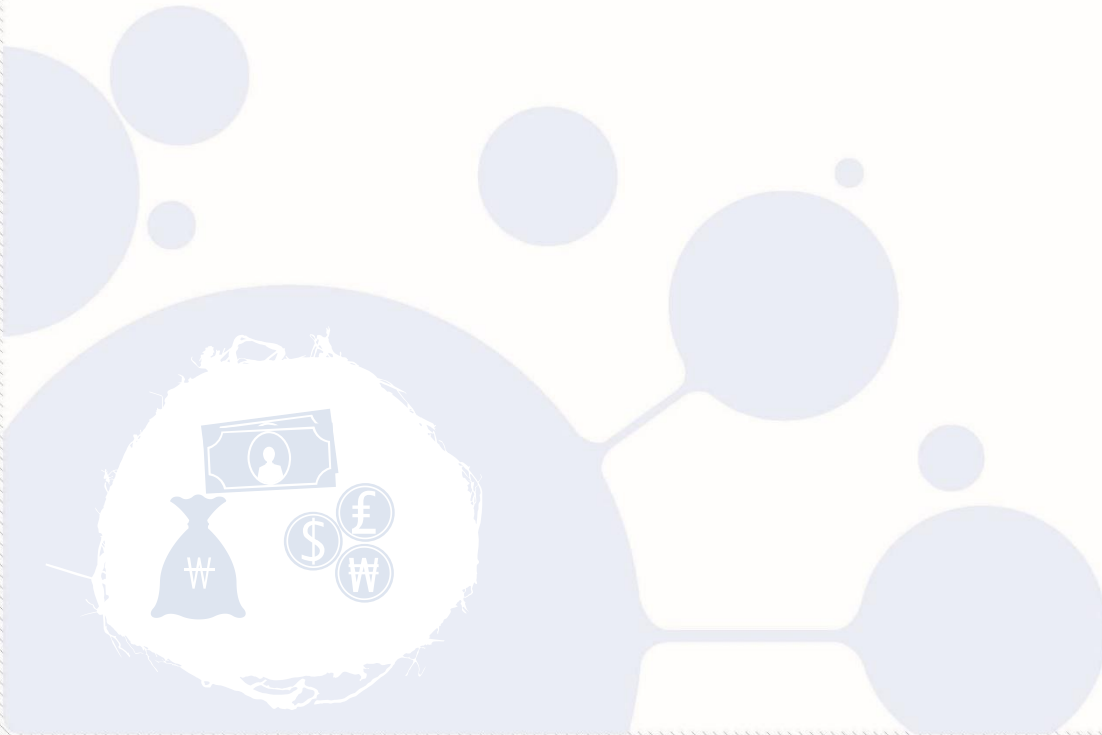
- 미국 대형 은행 중 JP Morgan Chase(JPM), Bank of America(BAC), Wells Fargo(WFC)의 1/4분기 순이익은 대규모 추가 총당금(Reserve build) 적립으로 각각 전년 동기 69%, 45%, 89% 감소
- 보통주 자본비율 기준으로 JPM은 전분기 대비 0.9%p 하락 한 11.5%, BAC은 전분기 대비 0.4%p 하락 한 10.8%, WFC은 전분기 대비 0.4%p 하락 한 10.7%를 기록.
- 대출 수요 급증, 위험가중치 상승 등의 요인으로 위험가중자산이 큰 폭으로 증가한 점이 자본비율 하락 요인

주요 대형은행의 2020년 1/4분기 실적과 주요 지표

	JP Morgan			Bank of America			Wells Fargo		
	1Q19	1Q20	YoY	1Q19	1Q20	YoY	1Q19	1Q20	YoY
순이익(\$m)	9,179	2,865	-68.8%	7,311	4,010	-45.2%	5,860	653	-88.9%
EPS(\$)	2.65	0.78	-70.6%	0.70	0.40	-42.9%	1.20	0.01	-99.2%
보통주자본비율(%)	12.1	11.5	-0.60	11.6	10.8	-0.80	11.9	10.7	-1.20
Reserve Build(\$B, A)	0.10	6.80	6700.0%	0.00	3.60	N.A.	0.02	2.90	19233.3%
Net Charge-off(\$m, B)	1,314	1,313	-0.1%	991	1,122	13.2%	695	909	30.8%
대출자산 대비 총당금 적립률	1.42	2.29	0.87	1.01	1.50	0.49	1.04	1.12	0.08
(A)/Total Loan (%)	0.01	0.71	0.70	0.00	0.36	0.36	0.00	0.29	0.29
(B)/Total Loan (%)	0.14	0.14	0.00	0.10	0.11	0.00	0.07	0.09	0.02
NIM (%)	2.57	2.37	-0.20	3.03	2.77	-0.26	2.91	2.58	-0.33

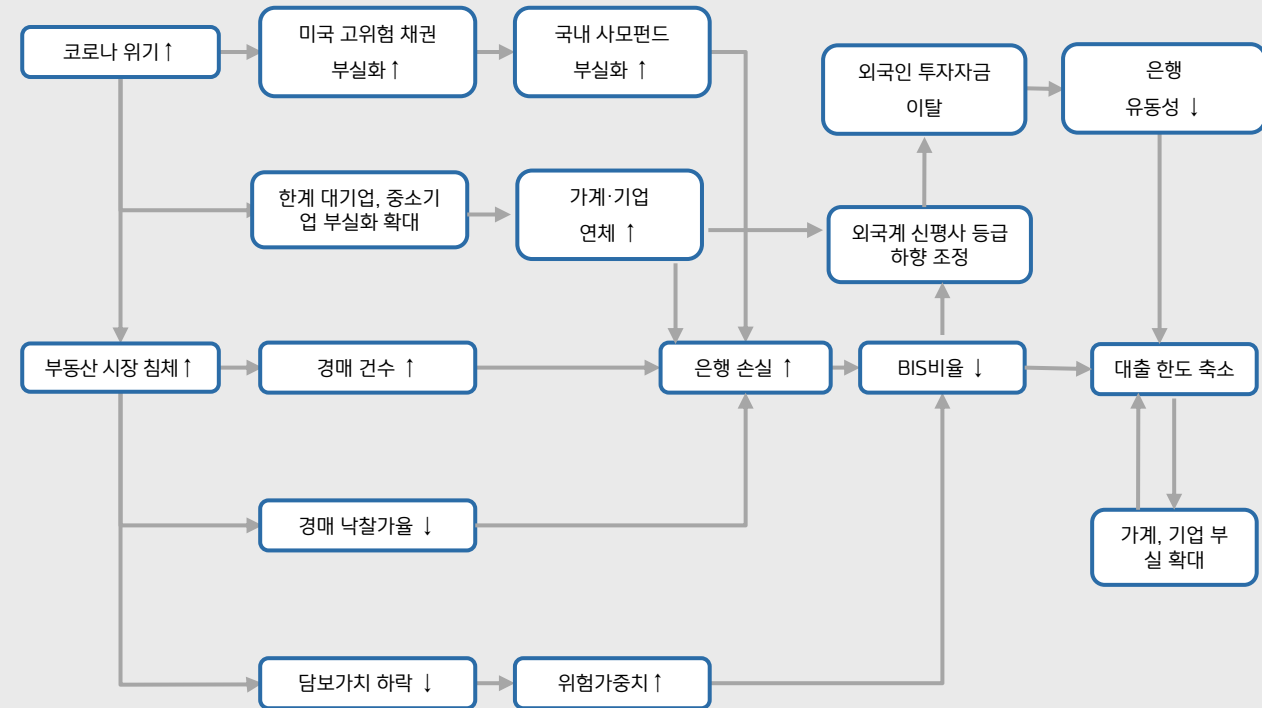
자료: 각사, 키움증권

Part VI 정부의 위기 극복대책
평가와 대안



VI. 정부의 위기 극복대책 평가와 대안

코로나19 장기화 시 예상되는 금융위기의 구도



자료: 키움증권

VI. 정부의 위기 극복대책 평가와 대안

코로나 위기의 특징과 정부 정책의 차이점

		한국	미국
코로나위기의 특징	잠재적 위험요인	사모펀드, 부동산PF, 가계부채	고위험 부채
	위기 충격의 형태	내수 부진 / 수출 감소/금융시장 경색	내수 부진 /금융시장 경색
위기 대응책의 평가	지원 자금 규모	100조원 +@	FRB 2.3조달러 / 재무부 2.0조 달러
	경기부양자금 출처	재정투입 최소화	재정 투입 극대화
		국책은행, 민간은행 재원 활용	민간 자금 투입 최소화
	자금 배분 방식	사실상 선착순 방식	PPP는 선착순, 나머지는 금리와 신용도에 의해 결정
	자금 배분 주체	정부	PPP는 정부, 기타는 은행이 결정
	구조조정 방식	구조조정 최소화	한계기업 구조조정 유도
	정책의 장점	신속성, 위기의 정도가 심하지 않을 때 유리	금리 기능을 활용한 은행의 자율적 신용배분을 통해 자금 가수요 최소화
		정부 부채 증가 속도를 낮출 수 있음	은행시스템 보호 통해 금융위기로 확산 시 대응가능
			한계 기업 구조조정을 통해 경제의 장기적 경쟁력 제고
	정책의 단점	국책,민간은행 등 집행기관의 모럴헤저드 증가	정부 부채의 증가
자영업자, 기업 등의 자금 가수요 급증		은행의 자금 배분으로 인한 자금 투입의 시기 지연	
한계기업 구조조정 지연으로 정상기업 부실화 위험 증가		위기 장기화 시 정부 부담 클 수 있음	
위기 장기화 시 자본부족으로 금융위기 발생 가능성 높음			

자료: 키움증권

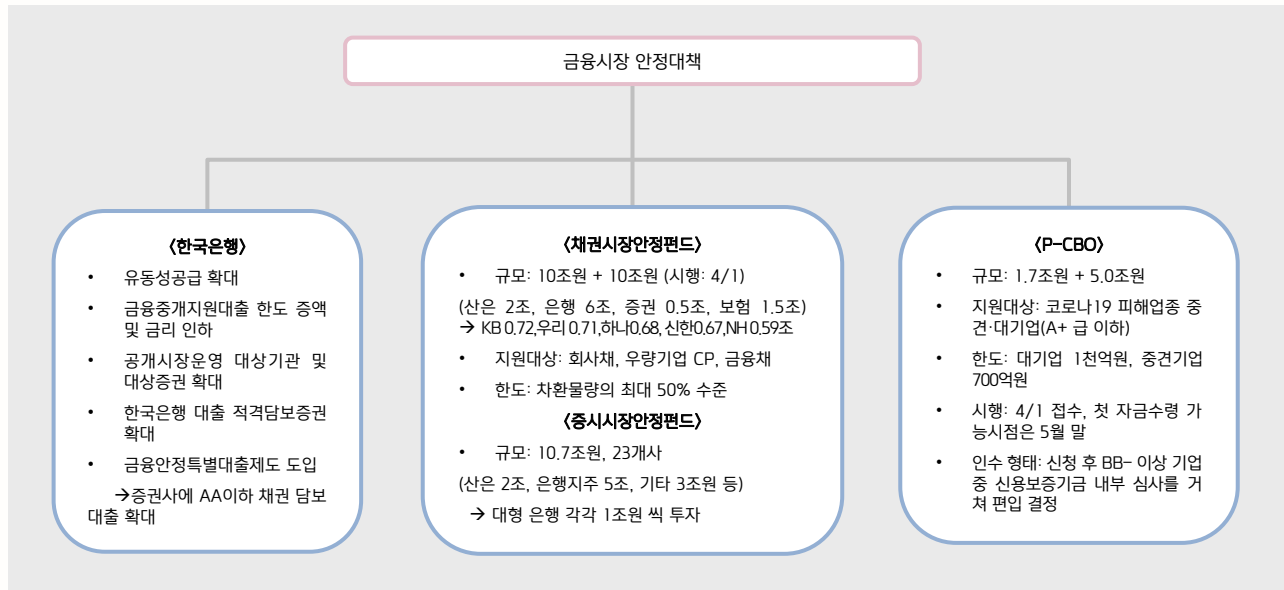
VI. 정부의 위기 극복대책 평가와 대안

◎ 정부는 재정 투입을 최소화하는 대신 정부투자기관, 민간금융회사를 활용하여 지원 방식 채택

- 위기 극복에 필요한 자금에 재정 투입을 최소화, 정부의 신뢰도를 유지하려는 것이 주된 목적으로 보임
→ 재정 부담을 줄일 수 있고, 정책의 신속성을 높일 수 있다는 점에서는 긍정적

1. 금융시장 안정 대책 : 정부의 손실 부담은 최소화, 한국은행과 민간 금융회사를 중심으로 유동성 지원

- 한국은행 : 은행, 제2금융권에 대해 증권 매입, 담보대출 확대해 유동성 보강
- 채권시장 안정펀드 : 은행지주, 증권, 보험과 국책은행이 최대 20조원을 출자해 우량 회사채 매입
- 코로나 위기가 일시적인 유동성 문제로 끝난다면 정부대책은 긍정적. 장기화되어 유동성 문제가 펀더멘탈 문제로 확산 시 부작용 클 것
→ 민간 은행뿐만 아니라 한국은행 역시 손실 부담을 기피, 한국은행, 민간이 주도하는 유동성 지원 대책은 실효성이 떨어질 수 있음

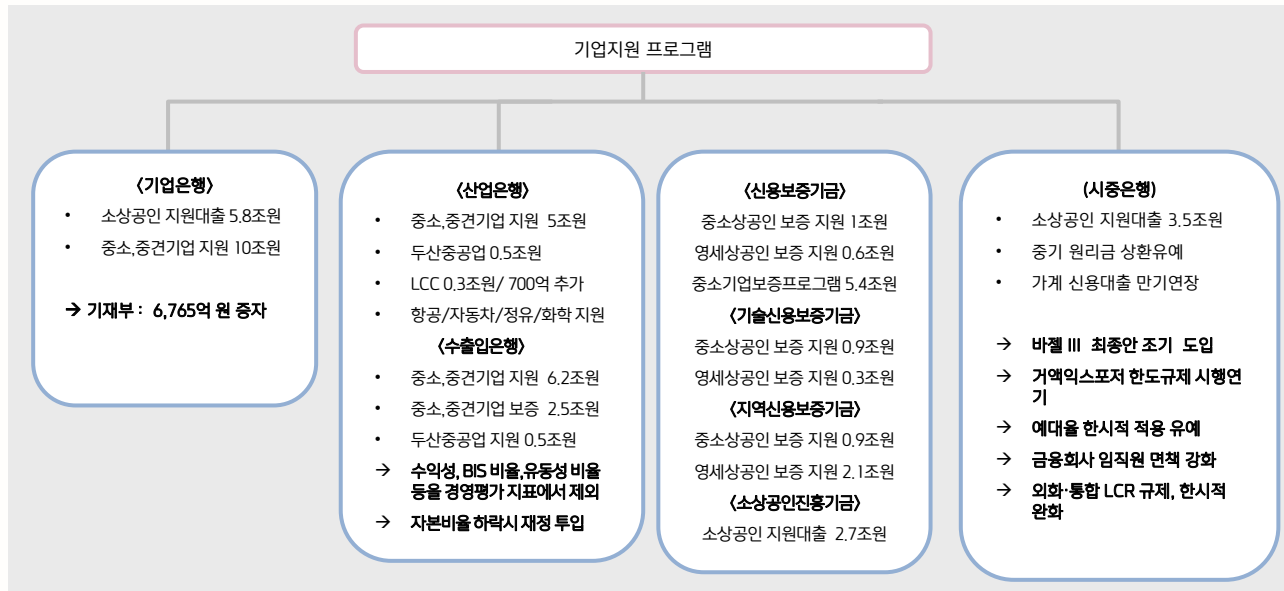


자료: 키움증권 정리

VI. 정부의 위기 극복대책 평가와 대안

◎ 은행지주 등 민간 중심의 코로나 피해 기업 지원방식, 피해 장기화될 경우 부작용 클 수 있음

- 한국 정부는 국책, 민간 은행을 통해 지원 후 부실이 발생하거나 위기 재현 시 자본을 투입하는 방식 채택
 - 정부는 무디스가 등급 하향 조정을 검토하는 기업은행에 대해 6,765억 증자 추진, 산업은행, 수출입 은행은 문제 발생 시 지원 계획
 - 민간은행은 자본비율, 예대율, LCR 비율 등 대출을 늘리는데 제약이 되는 규제를 대부분 완화해 대출 확대 유도
- GDP 비중이 높고 고용유발효과가 큰 자동차, 화학, 철강, 조선 등 제조업보다 구조적 한계기업인 자영업, 내수기업 지원에 주력해 옴
- 가격(금리)과 대출 규모를 정부가 대부분 결정함으로써 경제주체의 대출 가수요 증가, 은행의 소극적 대응의 문제를 유발
 - 코로나위기가 장기화된다고 가정할 때 재정 최소화, 민간 시장 개입 중심의 위기 극복 대책의 수정 필요성이 높아질 것



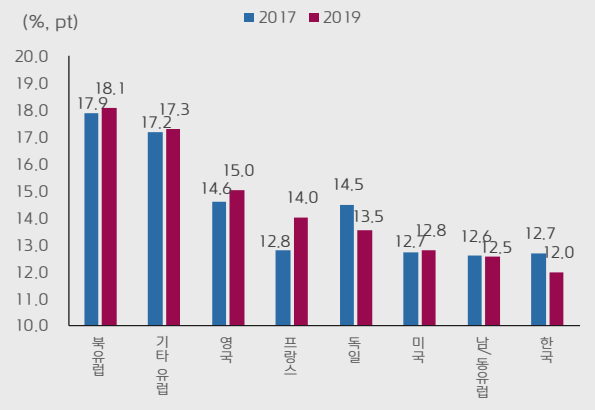
자료: 키움증권 정리

VI. 정부의 위기 극복대책 평가와 대안

◎ 국내은행의 자본여력, 해외 주요 국가 은행과 비교 시 실질 기준으로는 매우 낮아

- 국내 은행의 보통주 자기자본비율, 선진국가 주요 은행 대비 현저히 낮은 수준
 - 유럽 주요 국가 은행의 보통주 비율은 13%를 상회함.
- 표준등급을 사용하는 미국 주요 은행도 국내 은행 대비 상대적으로 높음
- 미국과 달리 국내 은행의 경우 내부등급법 기준으로 위험가중자산을 계산, 위험 가중치가 낮게 산정
 - 미국 상업은행의 경우 위험가중치는 82%에 달하는 반면 한국은 51%에 불과함(위험가중치=위험가중자산/총자산)
 - 과거의 연체율을 기반으로 한 부도율과 손실률을 갖고 위험가중자산을 계산한 것이 주된 이유
- 정부, 은행의 대출 한도를 늘리기 위해 BIS 자기자본비율, 유동성 비율, 예대율 규제를 완화함
 - 자본비율은 은행의 위험의 적정수준을 평가하는 지표로 규제 비율 변경에 따른 실질적 효과는 제한적 판단

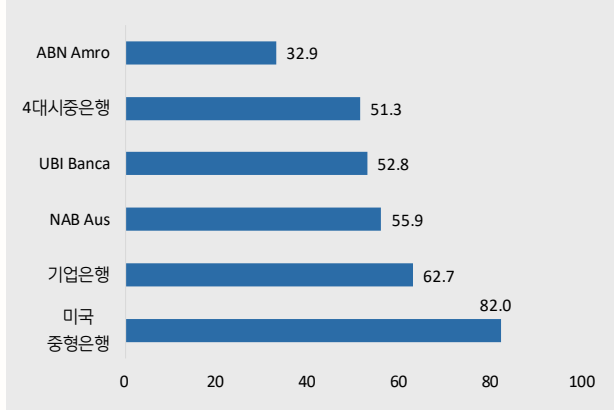
주요국가은행 별 보통주자본비율 비교



자료: 각 사, 키움증권

주: 한국은 신한, KB, 하나, NH, 북유럽은 스웨덴, 노르웨이, 남/동유럽은 이탈리아, 스페인, 오스트리아, 기타 유럽은 네덜란드, 덴마크, 벨기에의 평균

총자산 대비 위험가중자산 비율 비교



자료: 각 사, 키움증권

주: 총자산에는 현예금과 기타자산을 제외함.

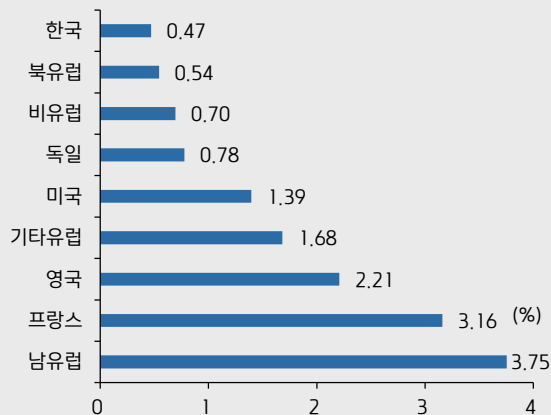
총자산대비 대출채권비중이 70%이상인 은행을 대상으로 비교한 수치

VI. 정부의 위기 극복대책 평가와 대안

◎ 국내은행의 부족한 총당금, 위기 심화시 자본 비율 악화 요인이 될 것

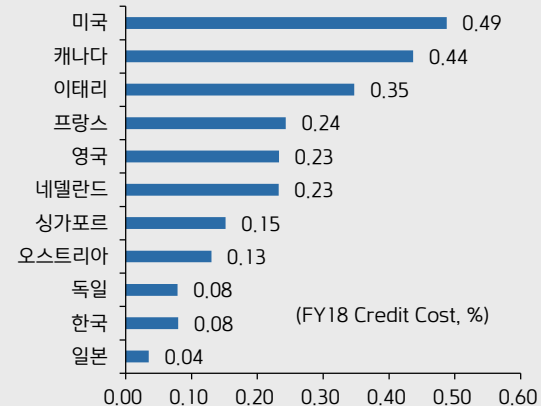
- IFRS 방식(ISA 39)의 총당금 적립 방식을 채택함으로써 채무자의 상환 능력 대비 총당금을 과소 적립하는 한계 노출
→ 국내 은행의 총당금 적립률은 0.61%로 선진국가 주요 은행 대비 현저히 낮은 수준
- 총당금 적립률이 낮은 이유는 대손비용률이 낮기 때문으로 주요 선진국가와 비교해 볼 때 최저 수준
→ 대손비용률 0.08%로 미국과 비교해 볼 때 1/5 수준
- 대손비용률과 총당금 적립률이 낮은 것은 연체율(PD)과 손실률(1-부실자산 회수율)이 낮기 때문
→ 부동산가격 상승, 저금리 정책, 이자 상환 중심의 대출구조인 것이 주된 이유
- 낮은 대손총당금 적립률, 가계 및 중소기업 연체 급등 시 총당금 급증에 따른 손익 악화 요인으로 작용 전망
→ 적은 총당금 적립이 손익 악화, 나아가 은행의 위험가중치를 높임으로써 자본비율을 급격히 떨어뜨릴 수 있음

총여신대비 총당금 적립률 비교



자료: Thomson Reuters 키움증권 리서치센터
 주: 한국은 신한, 국민, 하나, 우리은행의 평균.
 기타유럽은 네덜란드, 벨기에, 덴마크, 북유럽은 스웨덴과 노르웨이
 남유럽은 스페인과 이탈리아, 비유럽은 캐나다, 호주 평균

대손비용률, 선진국과 비교하더라도 낮은 수준



자료: 톰슨 로이터, 한국은 4대 시중은행

VI. 정부의 위기 극복대책 평가와 대안

◎ 은행 마진 하락, 은행의 이익 체력을 약화시키는 요인이 될 것

- 2020년 은행 순이자마진은 4분기 마진이 유지되더라도 전년 동기 대비 10bp 하락함
- 순이자마진은 은행의 핵심 이익을 결정짓는 변수로 마진 추가하락 시 이익 큰 폭 감소 예상
- 순이자마진 10bp 하락 시 은행 이자이익은 평균 6.3% 감소하고 지주보통주순이익은 16.0% 감소 추정
- 순이자마진 20bp 하락 시 은행 이자이익은 평균 12.5% 감소하고 순이익은 31.2% 감소 추정

금리 하락에 따른 주요은행 지표 시나리오 분석 (2020E)

	신한		KB		하나		우리	
	-10bp	-20bp	-10bp	-20bp	-10bp	-20bp	-10bp	-20bp
은행이자이익	-6.4%	-12.8%	-5.8%	-11.7%	-6.5%	-13.0%	-6.4%	-12.8%
은행당기순이익	-17.7%	-35.4%	-18.5%	-37.0%	-24.8%	-49.5%	-32.6%	-65.1%
지주보통주순이익	-11.3%	-22.7%	-12.4%	-24.9%	-22.3%	-39.5%	-31.8%	-63.5%
PER(배)	7.5	8.6	6.6	7.7	9.0	12.7	12.3	23.0
	기업		BNK		DGB		4대은행 평균	
	-10bp	-20bp	-10bp	-20bp	-10bp	-20bp	-10bp	-20bp
은행이자이익	-5.4%	-10.8%	-4.5%	-9.1%	-4.7%	-9.4%	-6.3%	-12.5%
은행당기순이익	-33.9%	-67.8%	-16.1%	-32.2%	-24.2%	-48.3%	-21.7%	-43.5%
지주보통주순이익	-32.3%	-64.7%	-24.0%	-48.1%	-24.6%	-49.2%	-16.0%	-31.2%
PER(배)	15.3	29.2	6.6	9.2	7.2	10.6	8.9	13.0

자료: 키움증권 추정

VI. 정부의 위기 극복대책 평가와 대안

◎ 코로나 19 이후 부실 증가 시 은행의 자본력, 급격히 악화될 가능성 높음

- 시나리오 분석 상 은행의 평균 대손률이 1.5%p 상승할 때 대부분 은행지주의 자본비율이 1%p 이상 하락
 - 신한 10.1%, KB 10.9%, 하나 10.0%, 우리 6.8%(표준등급법), 기업 9.1%, DGB 8%, BNK 8.2% 기록
 - 위기 심화로 대손률이 2%를 상회할 경우 상당수 은행지주가 추가 자본 확충이 필요할 수 있음
- (가정 : 자본비율 기준 변경을 반영하지 않았으며 우리금융지주의 경우 내부등급법으로 기준 변경을 반영하지 않음)

주요은행 지표 대손 시나리오 분석 (2020E)

가계대출 대손률 시나리오		+0bp(Base)	+50bp	+100bp	+150bp
4대은행 대손률 평균(%)		0.39	1.07	1.75	2.43
신한	보통주순이익(십억원)	2,106.5	866.5	-373.5	-1,613.4
	보통주순이익 하락률(%)		-58.9	적.전.	적.전.
	CET-1 Ratio(%)	11.4	11.0	10.5	10.1
KB	보통주순이익(십억원)	2,142.3	633.2	-875.9	-2,385.0
	보통주순이익 하락률(%)		-70.4	적.전.	적.전.
	CET-1 Ratio(%)	12.5	12.0	11.4	10.9
하나	보통주순이익(십억원)	1,051.3	-54.6	-1,160.5	-2,266.4
	보통주순이익 하락률(%)		적.전.	적.전.	적.전.
	CET-1 Ratio(%)	11.5	11.0	10.5	10.0
우리	보통주순이익(십억원)	697.5	-391.7	-1,481.0	-2,570.3
	보통주순이익 하락률(%)		적.전.	적.전.	적.전.
	CET-1 Ratio(%)	8.1	7.7	7.3	6.8
4대 평균	보통주순이익(십억원)	1,499.4	263.3	-972.7	-2,208.8
	보통주순이익 하락률(%)		-82.4	적.전.	적.전.
	CET-1 Ratio(%)	10.9	10.4	9.9	9.4
기업	보통주순이익(십억원)	632.5	-527.5	-1,734.3	-2,941.1
	보통주순이익 하락률(%)		적.전.	적.전.	적.전.
	CET-1 Ratio(%)	10.9	10.3	9.7	9.1
DGB	보통주순이익(십억원)	155.1	-51.2	-257.5	-463.8
	보통주순이익 하락률(%)		적.전.	적.전.	적.전.
	CET-1 Ratio(%)	9.3	8.9	8.4	8.0
BNK	보통주순이익(십억원)	299.5	-55.7	-410.9	-766.1
	보통주순이익 하락률(%)		적.전.	적.전.	적.전.
	CET-1 Ratio(%)	9.2	9.1	8.7	8.2

자료: 키움증권 추정,

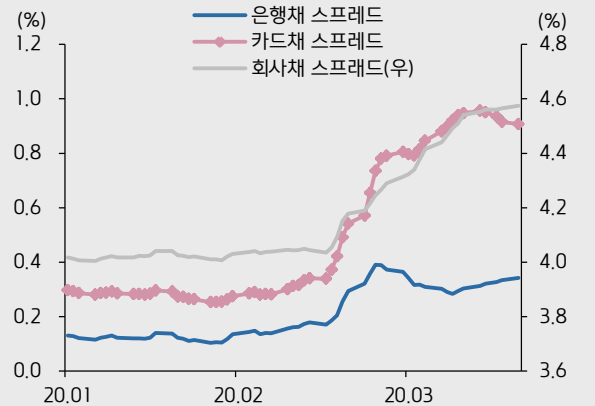
주: 가계 대손률이 1% 상승 시 기업은 1.5%, 카드는 2% 상승한다는 가정하에 추정

VI. 정부의 위기 극복대책 평가와 대안

◎ 민간 주도의 금융시장 안정화 대책, 펀더멘탈 악화시 실효성 약화될 것

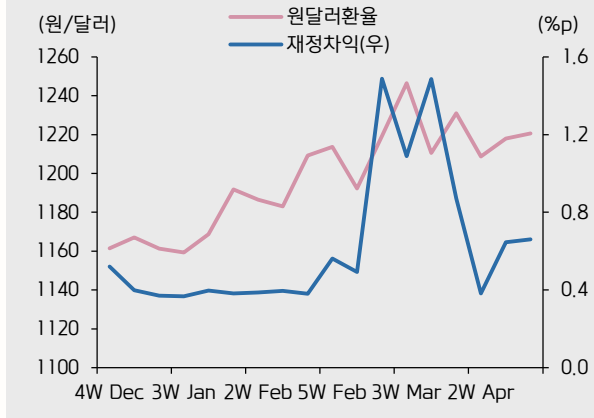
- 은행의 부도위험을 설명하는 은행채 스프레드, 2008년 이후 최고치로 급등 이후 정부 개입으로 안정화
- 정부 대책으로 정부가 개입하는 우량 회사채 시장, 카드채 시장은 안정화될 것으로 예상
- 민간 주도 시장 안정화 정책으로 신용도가 낮은 제조업, 캐피탈, 부동산 PF ABCP 등은 안정화되기 어려울 것으로 예상
- 은행, 증권사가 유동성 문제에서 펀더멘탈의 문제(손실의 확대)로 전환될 경우 안정화된 금융시장, 불안 재현될 수 있음
→ 유동성 문제보다는 해외펀드 부실화, 부동산 시장의 회복, 기업 자금 사정 개선 등이 변수가 될 것

은행채와 여전채, 회사채 스프레드 추이



자료: BondWeb, 키움증권

재정차익과 원달러 환율 추이



자료: BondWeb, 키움증권

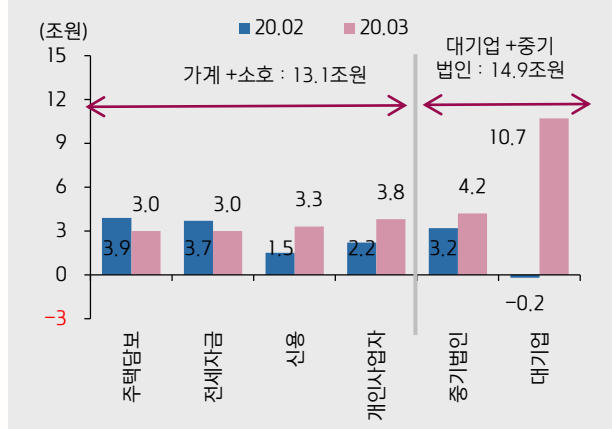
주: 재정차익 = 한미간 6개월 금리차이 - 6개월 스왑레이트

VI. 정부의 위기 극복대책 평가와 대안

◎ 자금 가수요 급증과 같은 경제 주체의 모럴 해저드 문제 해결이 선결 요건

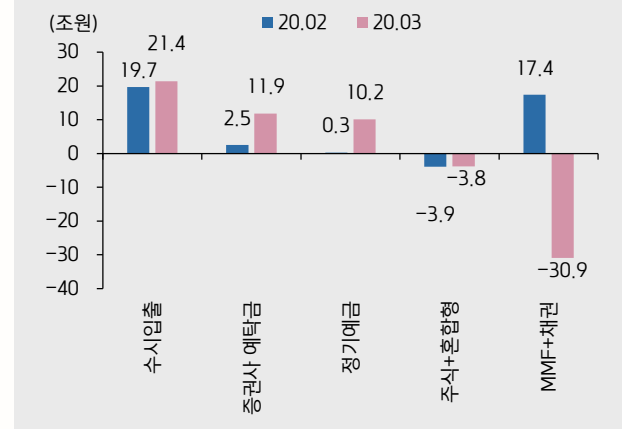
- 정부의 선착순 방식 자금 지원으로 위기 극복을 위한 자금 부족 사태 발생 가능성 높아짐
- 정부의 대책을 우려하는 우량 대기업, 개인 등은 한도대출 중심으로 3월 이후 대출을 급격히 늘림
→ 3월 대기업 대출 10.7조원, 신용대출 3.3조원 등으로 1개월 만에 28조원 대출 순증
→ 4월에도 10일까지 13.2조원 순증, 전월의 절반 가까이 늘어난 것으로 추정
- 우량 대기업 대출의 급격한 증가는 한계 기업 보다 우량 기업 비중이 높은 것으로 추정
→ 3월 은행 예금 31조원 유입된 데 이어 4월에도 13일까지 2조원 증가한 것으로 분석
- 정부의 가격(금리), 대출 배분에 대한 개입 과정에서 나타나는 전형적인 정부의 실패 현상으로 추정
→ 정부 자원 없이 민간 시장에 개입하는 방식의 정부 대책이 장기화될 경우 은행 시스템의 안정성을 약화할 가능성 높음

2020년 3월 대출금의 종별 순증 비교



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

단기성 자금 중심으로 은행 예금 급증



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

◎ Compliance Notice

- > 당사는 4월 21일 현재 상기에 언급된 기업 중 '우리금융지주'의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있으며, 그 밖에 언급된 종목들의 발행주식은 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- > 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- > 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- > 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

◎ 고지사항

- > 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- > 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- > 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련 법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

