

2025년 PF 유동화시장 현황 점검 - 규모는 회복, 구조는 복원 중

주진혁 금융SF평가본부 SF평가1실 책임연구원 02-2014-6287 jinhyuk.ju@nicerating.com

2025. 11. 11.

홍성기 금융SF평가본부 SF평가1실장 02-2014-6277 sungki.hong@nicerating.com

SUMMARY

2025년 PF 유동화의 현재

- 국내 PF(Project Financing) 유동화시장은 지난 3년간 뚜렷한 변화를 겪었으며, 2025년 들어 금리 안정과 차환 여건 개선에 따라 유동성 위험이 상당 부분 완화되고 시장 전반이 안정 단계에 진입한 모습이다.
- PF 유동화시장은 이제 위기를 넘어서 '안정 속에서 체질을 재정비하는 과정'에 놓여있는 것으로 판단한다. 2025년의 시장은 사업 유형, 사업 단계, 신용보강 구조별로 선별과 집종의 흐름이 형성되고 있으며, 이는 향후 시장의 지속가능성을 좌우할 중요한 변곡점이 되고 있다.

차환에 기반한 발행 규모의 회복

- 2025년 9월 말 발행잔액은 46.8조원(2024년 12월 말 대비 +14.3%)으로 확대됐지만, 2022년 6월 말 대비 대상사업 수는 53% 감소하여 순발행은 차환과 유지 중심이었다.
- 이는 시장 회복의 성격이 '구조적 확대'가 아니라 '유지형 회복'임을 의미한다. 즉, 2025년의 PF 유동화시장은 유동성 순환에 기반한 제한적 회복 단계이며, PF 규제 정책 및 시장 불확실성 등 외부 제약 요인이 여전히 신규 유입을 억제하고 있는 국면이라 할 수 있다.

만기구조의 장기화

- PF 유동화시장의 만기 구조는 단기 의존에서 점차 예측 가능한 구조로 이동하고 있다. 유동화증권이 단기 차환에 반복적으로 의존하던 시기를 지나, 이제는 일정 수준의 만기 분산과 평균 만기 장기화가 이루어지며 시장 전체가 보다 안정적인 자금 순환 체계를 회복하는 모습이다.
- 이러한 변화를 가장 잘 나타내는 지표는 WARM(Weighted Average Remaining Maturity, 가중평균 잔존만기)이다. 2022년 말 유동화계획 기준 WARM은 약 17개월이었으나, 2025년 들어서는 위기 이전보다 안정적인 수준을 회복하여 2025년 6월 말 기준 전체 PF 유동화증권의 WARM은 약 22.4개월로 상승하였다.

주거시설, 수도권 중심의 회복

- PF 유동화시장의 회복세는 주거시설과 수도권을 중심으로 뚜렷하게 나타나고 있다. 사업유형별로 보면 주거시설 부문이 발행잔액 증가의 대부분을 차지하고 있으며, 지역별로는 수도권이 시장 전체 회복을 견인하였다.
- 주거시설 PF 유동화증권 잔액은 2022년 6월 말 29.9조원 → 2024년 6월 말 22.6조원으로 일시적으로 감소하였으나, 2025년 9월 말에는 29.8조원으로 다시 상승하며 위기 이전 수준을 회복하였다. 이는 주택 수요가 일정 수준 유지되는 가운데, 금융당국의 공급 확대 정책과 분양시장 정상화가 자금 흐름 개선에 기여한 결과이다.
- 지역별로는 PF 유동화시장의 회복세가 수도권에 집중되고 있다. 수도권 PF 유동화증권 잔액은 2023년 6월 말 24.1조원에서 빠르게 회복하여 2025년 9월 말 29.2조원까지 증가하였다. 수도권은 분양률이 높고 수익성 확보가 용이하며, 사업 위험에 대한 투자자 신뢰가 유지되기 때문이다.

위험 관리에 따른 신용보강 구조의 변화

- PF 유동화시장의 회복 과정에서 신용보강 구조는 안정성을 높이는 방향으로 재편되고 있다. 2022년 말 이후 증권사 및 건설사의 신용보강 잔액은 일시적으로 감소하였으나, 2025년 9월 말 기준으로 모두 2022년 수준을 회복하였다. 특징적으로 시장은 위기 이후 리스크를 관리하는 수준을 넘어 위험을 감내할 수 있는 주체 중심으로 집중하고 있다.
- 증권사 신용보강 PF 유동화증권 잔액은 2024년 12월 말 15.7조 원, 2025년 6월 말 18.0조 원, 9월 말에는 19.1조 원으로 회복해 2022년 수준에 근접하였다. 이에 비해 사업 건수는 2022년 6월 말 1,012건 → 2025년 9월 말 435건까지 지속적으로 감소하여 익스포저가 증가한 것과 대조를 이룬다. 즉, 증권사의 PF 익스포저는 시장 안정화 이후 다시 회복세로 돌아서며 '규제 환경에 부합하는 위험 선별 구조'로 전환된 것으로 해석된다. 이는 규제 강화로 인해 위험한 차환은 줄이고, 사업성과 위험을 고려하여 신용보강 대상을 선택하는 구조로 재편된 결과이다.
- 한편, 2025년 9월 말 기준 신용보강 잔액 상위 10개 증권사의 신용보강 잔액은 약 16조원으로 전체 19조원 대비 약 85% 수준이다. 2022년 6월 말 기준 약 69% 대비 16%p 증가하여 증권사 신용보강 규모가 대형 증권사 위주로 집중되고 있는 것으로 볼 수 있다. 이는 부동산 PF 우발채무에 대해 사업단계별, LTV(Loan To Value) 수준별 NCR(Net Capital Ratio)을 차등하여 적용하도록 한 제도 개선의 영향이다.
- 건설사 신용보강 잔액은 2025년 6월 말 14.4조 원, 9월 말 15.9조 원으로 증가하여 발행 규모 기준으로는 회복 국면에 진입한 것으로 판단한다.

시장 환경 및 전망

- 현재 주택시장은 지방은 재고 부담, 수도권은 공급 부족이라는 서로 상반된 양상을 보이고 있다. 지방의 미분양 체계는 PF 유동화시장의 신규 사업 유입을 가로막는 부정적 요인이지만, 수도권의 공급 부족은 높은 사업성의 프로젝트 유인 요인으로 작용하고 있다.
- 감독 및 심사 강화는 단기적으로는 PF 시장의 확장 속도를 늦추는 제약 요인이지만, 중장기적으로는 시장의 신뢰 회복과 구조 복원의 핵심 기반이다. PF 유동화시장은 과거의 과열 구조를 벗어나 "규모는 완만하더라도 위험이 통제된 시장", 즉 적게 발행하더라도 더 견고하게 운용되는 체질로 전환되고 있다.
- 정부의 부동산 정책은 여전히 가격 안정과 시장 건전성 확보에 초점이 맞춰져 있다. 대출 규제, 분양가 관리, 세제 조정 등 수요 억제 정책은 단기적으로 분양 속도 둔화와 신규 PF 진입 위축을 초래하며 시장 확장에 제약 요인으로 작용하고 있다. 하지만 이러한 규제 기조는 무분별한 프로젝트 확대를 억제하고, 시장 내 자금이 검증된 사업 중심으로 흐르도록 유도한다는 점에서 중장기적으로는 시장의 체질을 강화하는 긍정적 효과를 가진다.
- 2026년 PF 유동화시장의 중심은 여전히 주거시설이 차지할 것으로 예상된다. 하지만, AI 인프라 투자 확대와 디지털 산업의 성장에 따라 데이터센터·업무시설 등 비주거 PF 수요가 점진적으로 확대될 전망이다.

목차

I.	2025 년 PF 유동화 현황	4
II.	차환에 기반한 발행 규모의 회복	5
III.	만기 구조의 장기화	7
IV.	주거시설, 수도권 중심의 회복	8
V.	위험 관리에 따른 신용보강 구조의 변화	11
VI.	시장 환경 및 전망	15
VII.	시사점 - 구조 복원의 단계, 안정성 점검의 시기	19

I. 2025년 PF 유동화 현황

국내 PF 유동화시장은 지난 3년간 뚜렷한 변화를 겪었으며, 2025년 들어 유동성 위험이 상당 부분 완화되고 시장 전반이 안정단계에 진입

국내 PF(Project Financing) 유동화시장은 지난 3년간 뚜렷한 변화를 겪었다. 2022년 하반기 레고랜드 사태 이후 시장은 단기자금 경색과 신용 리스크 확산으로 위축되었으나, 2023년부터 정부의 유동성 지원과 시장안정 프로그램이 가동되면서 서서히 안정을 되찾았다. 2024년에는 지방 사업장의 미분양 증가와 부실 PF에 대한 대책 등에 의한 시장의 우려로 일부 흔들리기도 하였으나, 2025년 들어서는 금리 안정과 차환 여건 개선에 따라 유동성 위험이 상당 부분 완화되고 시장 전반이 안정 단계에 진입한 것으로 판단한다.

2025년 9월 말 기준 PF 유동화증권 잔액은 약 46.8조원으로 전년 말(약 40.9조원) 대비 약 14% 증가하였으며, 발행금액 또한 위기 직후의 저점을 지나 점진적인 증가 흐름을 이어가고 있다. 하지만 이 회복은 단순한 시장의 확장이 아닌 기존 물량의 '유지형 안정화' 성격에 가깝다. 발행의 대부분이 신규 프로젝트 유입이 아니라 기존 사업의 차환연장에 기반하고 있으며, 시장 내 자금은 여전히 단기 중심으로 운용되고 있기 때문이다.

PF 유동화시장은 이제 위기를 넘어서 '안정 속에서 체질을 재정비하는 과정'에 놓여있는 것으로 판단한다. 2025년의 시장은 사업 유형, 사업 단계, 신용보강 구조별로 선별과 집종의 흐름이 형성되고 있으며, 이는 향후 시장의 지속가능성을 좌우할 중요한 변곡점이 되고 있다.

이 보고서에서는 2025년 9월 말까지의 데이터를 토대로 PF 유동화시장이 보여주는 주요 변화를 정리하였고, PF 유동화시장의 단순 회복이 아닌, 회복의 질(구조 복원 과정)에 초점을 두었다.

한편, 보고서에 사용된 데이터는 한국예탁결제원의 PF 유동화증권 발행 데이터를 근거로 하여 신용평가사 3개사의 공시된 보고서를 참고한 내용에 기반한다.

II. 차환에 기반한 발행 규모의 회복

'25년 9월 말 기준 PF 유동화 증권 발행잔액은 전년말 대비 14.3% 증가한 46.8조원으로
서 표면적으로 시장이 뚜렷한 회복세

2025년 9월 말 기준 PF 유동화증권 발행잔액은 46.8조원으로, 2024년 12월 말(40.9조원) 대비 5.9조원 증가하였다(+14.3%). 표면적으로는 시장이 뚜렷한 회복세를 보였다.

유형별로 보면 ABSTB/ABCP 잔액은 30.5조원 → 33.6조원(+3.1조원), ABS 잔액은 10.4조원 → 13.1조원(+2.7조원)으로 증가하였고, 증가분의 절반가량이 단기물(ABSTB/ABCP), 나머지 절반이 장기물(ABS)에서 발생하였다. 비중은 ABSTB/ABCP 74% → 71%, ABS 26% → 29%로 변화하여, 단기 중심의 구조가 다소 완화되었음을 보여준다. 이는 자금의 단기 차환 의존도를 낮추면서, 사업 진행도가 높은 사업에 대해 장기 자금 조달이 병행되고 있음을 시사한다.

표 1. PF 유동화 발행잔액 현황

단위: 억 원

구 분	2022년		2023년		2024년		2025년	
	6월 말	12월 말	6월 말	12월 말	6월 말	12월 말	6월 말	9월 말
ABSTB	264,886	253,179	256,867	226,147	189,440	194,775	213,125	229,655
ABCP	129,199	109,210	98,247	98,092	109,945	110,129	104,979	106,800
ABS	119,888	116,099	88,897	115,294	110,335	104,076	121,044	131,092
총 계	513,973	478,487	444,012	439,533	409,719	408,979	439,148	467,548

* ABS는 공모 ABS와 AB사채를 합한 것이며, 조기상환을 반영함.

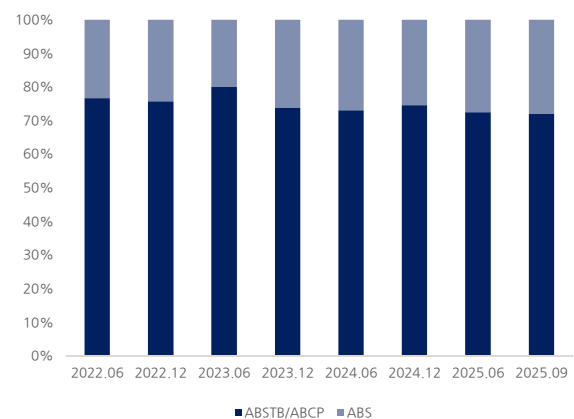
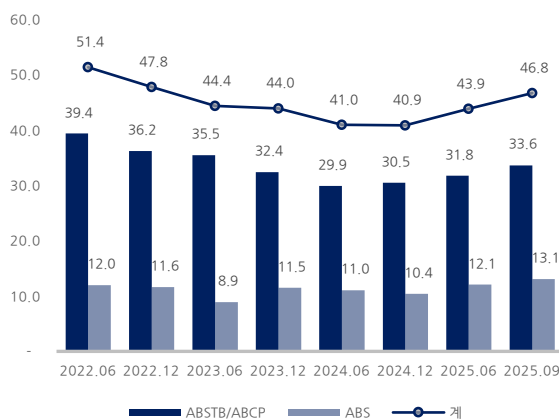
자료: 한국예탁결제원, NICE신용평가

그림 1. PF 유동화증권 발행잔액 추이

단위: 조원

그림 2. PF 유동화증권 발행잔액 비율 추이

단위: %



자료: 한국예탁결제원, NICE신용평가 (조기상환 반영)

발행잔액의 증가를 신규 프로젝트의 유입확대의 결과로 볼 수 없으며, 이는 대상사업 건수의 감소에서 명확히 드러남.

그러나 발행잔액의 증가(순발행)를 신규 프로젝트 유입 확대의 결과로 보기는 어렵다. 이는 대상사업 건수의 감소에서 명확히 드러난다. PF 유동화 대상 프로젝트 수는 2022년 6월 말 1,304건 → 2025년 9월 말 612건으로 3년간 약 53% 감소하였다. 이는 같은 기간 동안 금리 상승, 공사비 부담, 자금시장 불확실성 등의 부정적 요인으로 인하여 신규 사업이 억제된 결과이다. 특히 착공 전 단계(브릿지 단계) 사업 비중이 46.3% → 35.1%로 하락한 것은 신규 사업이 감소하고 기존 사업이 본 PF 중심으로 시장이 재편되고 있음을 시사한다.

시장 회복의 성격은 구조적 확대가 아닌 유지형 회복

이러한 잔액 확대와 신규 억제의 병존은, 시장이 단순 확장이 아니라 유지형 안정화의 구조 복원 단계에 있음을 보여준다. PF 유동화증권 발행액의 증가는 차환과 추가 자금 조달에 의해 유지되고 있을 뿐, 실질적인 신규 프로젝트 확대로 이어지지 않고 있다. 즉, 2025년의 PF 유동화시장은 유동성 순환에 기반한 제한적 회복 단계이며, PF 규제 정책 및 시장 불확실성 등 외부 제약 요인이 여전히 신규 유입을 억제하고 있는 국면이라 할 수 있다.

그림 3. 발행잔액 및 사업 건수

단위: 조원, 건

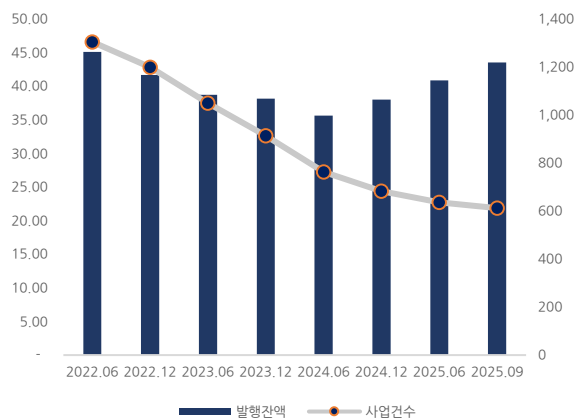
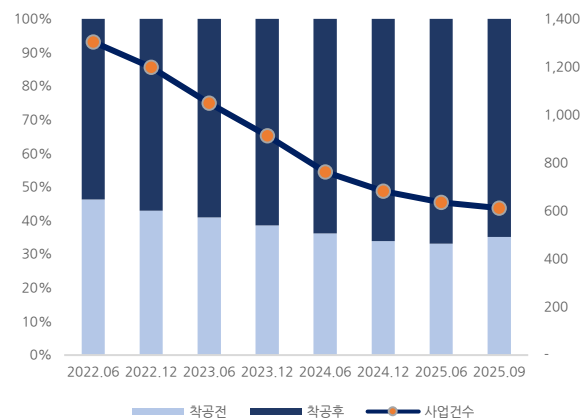


그림 4. 사업 건수 및 사업단계별 비중

단위: %, 건



자료: 한국예탁결제원, NICE신용평가

Ⅲ. 만기 구조의 장기화

PF 유동화 만기 구조는 단기 의존에서 장기 구조로 변화

PF 유동화시장의 만기 구조는 단기 의존에서 점차 예측 가능한 구조로 이동하고 있다. 유동화증권이 단기 차환에 반복적으로 의존하던 시기를 지나, 이제는 일정 수준의 만기 분산과 평균 만기 장기화가 이루어지며 시장 전체가 보다 안정적인 자금 순환 체계를 회복하는 모습이다.

이러한 변화를 가장 잘 나타내는 지표는 WARM(Weighted Average Remaining Maturity, 가중평균 잔존만기)이다. WARM은 특정 시점에서 미상환 유효 잔액을 가중치로 하여 계산한 평균 잔존 만기를 의미하며, 포트폴리오가 얼마나 짧은 만기로 구성되어 있는지, 즉 유동성 위험이 어느 정도 분산되어 있는지를 판단하는 지표로 활용된다. 수치가 낮을수록 단기 중심 구조를, 높을수록 만기가 길고 예측 가능한 구조를 의미한다.

2022년 말 PF 유동화시장은 급격한 금리 상승과 건설사증권사의 유동성 경색으로 인하여 1개월 안팎 초단기 차환 발행이 반복되는 국면이 나타났다. 시장 신뢰가 악화되면서 투자자들은 장기물 투자를 기피했고, 발행 주체들은 짧은 만기로 자금을 돌려 막는 형태로 대응했기 때문이다. 그 결과 2022년 말 유동화계획¹ 기준 WARM은 약 17개월로서, 직전 6월 말(19.7개월) 대비 빠르게 단축되었다. 이는 PF 유동화시장이 짧은 돈의 시장으로 이동하였음을 보여준다.

PF 유동화 만기 구조는 위기 당시의 초단기 롤오버 중심을 벗어나 예측 가능한 만기 분포와 차환 주기를 회복하는 단계

이후 시장 안정 조치와 차환 여건 개선에 따라 만기 구조가 완만히 장기화되기 시작하였다. 이에 따라 2025년 들어서는 위기 이전보다 안정적인 수준을 회복하여 2025년 6월 말 기준 전체 PF 유동화증권의 WARM은 약 22.4개월로 상승하였다. 이는 단기 차환 빈도와 집중도가 낮아졌고, 브릿지론 중심의 일부 단기 조달 사업이 본 PF로 전환되거나 정리된 결과이다. 이처럼 만기 분포의 장기화와 단기물 축소는, 시장의 유동성 구조가 정상적 차환 사이클로 복원되고 있음을 의미한다.

그림 5. 유동화계획 가중평균잔존만기

단위: 개월

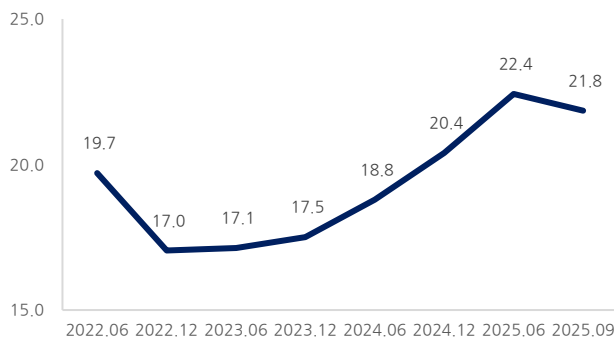
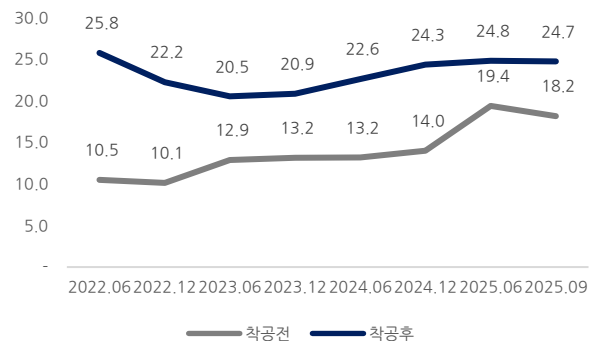


그림 6. 사업단계별 가중평균잔존만기

단위: 개월



자료: 한국예탁결제원, NICE신용평가

¹ 한국예탁결제원 증권정보포털(SEIBRO)내 자산유동화계획에 등록되어 있는 정보를 의미한다. 즉, 기준일 현재 발행되어 있는 차환발행 유동화증권에 대한 잔존만기를 의미하지 않고 유동화계획상 잔여 유동화기간을 의미한다.

IV. 주거시설, 수도권 중심의 회복

PF 유동화시장의 회복세는 주거시설과 수도권 중심

PF 유동화시장의 회복세는 주거시설과 수도권을 중심으로 뚜렷하게 나타나고 있다. 사업유형별로 보면 주거시설 부문이 발행잔액 증가의 대부분을 차지하고 있으며, 지역별로는 수도권이 시장 전체 회복을 견인하였다.

1. 사업유형별 — 주거시설이 회복을 주도

주거시설 PF 유동화증권 잔액은 2022년 6월 말 29.9조원 → 2024년 6월 말 22.6조원으로 일시적으로 감소했으나, 2025년 9월 말에는 29.8조원으로 다시 상승하며 위기 이전 수준을 회복하였다. 이는 주택 수요가 일정 수준 유지되는 가운데, 금융당국의 공급 확대 정책과 분양시장 정상화가 자금 흐름 개선에 기여한 결과이다.

주거시설 PF는 분양수입을 통한 조기 현금 회수 구조이며, 사업성 측면에서 비교적 안정적이기 때문에 시장의 불확실성 속에서도 단기간 내 현금흐름 가시성이 높다는 점이 자금 유입을 유지시킨 주요 요인으로 작용하였다.

반면, 비주거시설 PF의 회복은 상대적으로 제한적이었다. 2022년 6월 말 15.2조원이던 잔액은 2024년 6월 말 13.0조원으로 약 14% 감소했고, 이후 소폭 반등했으나 2025년 9월 말 13.7조원 수준에 머물렀다. 사업 건수를 기준으로 한 주거시설과 비주거시설의 비중 추이를 보면 차이가 더욱 뚜렷하다. 2022년 6월 말 기준 비주거시설의 비중은 약 43.3% 수준이었으나, 2025년 9월 말 기준 비중은 약 36.1% 수준까지 하락하였다.

비주거시설 PF는 주거시설에 비해 공실 리스크와 회수기간의 장기화가 뚜렷하다는 특징이 있다. 또한, 지식산업센터, 생활형 숙박시설, 물류센터의 경우 시장환경에 민감하게 반영하여 분양 및 임대 실적의 변동성이 매우 높다. 따라서 사업의 특성상 시장 불확실성이 커질 때 자금 회수에 대한 부담이 커지고, 이로 인해 투자 유인이 상대적으로 약화되는 한계를 지닌다.

그림 7. 사업유형별 발행잔액

단위 : 조원

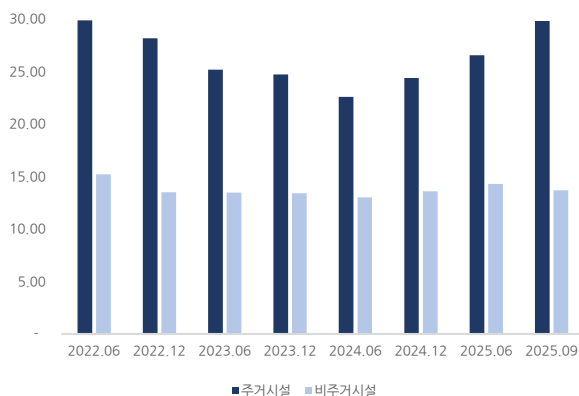
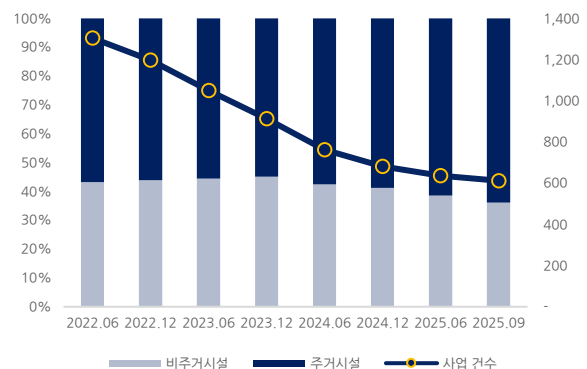


그림 8. 사업유형별 사업 건수 및 비중

단위 : %, 건



자료: 한국예탁결제원, NICE신용평가

2. 지역별 - 수도권 중심의 회복, 지방의 정체

지역별로는 PF 유동화시장의 회복세가 수도권에 집중되고 있다. 수도권 PF 유동화증권 잔액은 2023년 6월 말 24.1조원에서 빠르게 회복하여 2025년 9월 말 29.2조원까지 증가하였다. 수도권은 분양률이 높고 수익성 확보가 용이하며, 사업 위험에 대한 투자자 신뢰가 유지되기 때문이다.

반면, 지방의 회복은 뚜렷하게 지연되고 있다. 지방의 PF 유동화증권 잔액은 지속적으로 감소하여 2025년 9월 말 14.3조원 수준에 그치고 있는데, 이는 2022년 6월 말(19.6조원) 대비 여전히 약 27% 감소한 수준이다. 지방은 인구 감소와 미분양 증가, 지방재정 기반의 약화로 인하여 사업성 평가가 보수적으로 이루어지고 있으며, 여전히 투입 자금 회수 리스크가 높은 특징을 보이고 있다.

그림 9. 지역별 발행잔액

단위 : 조원

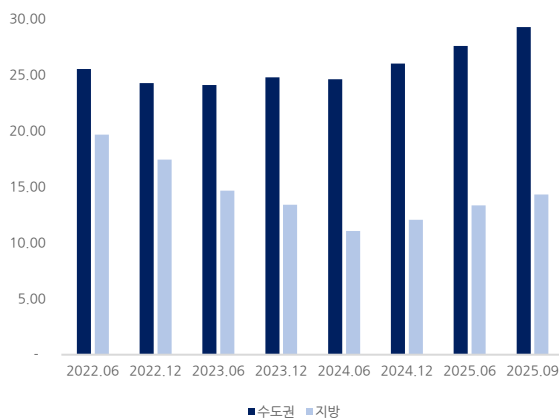
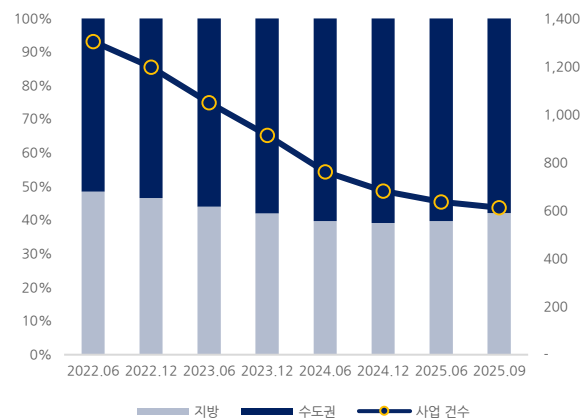


그림 10. 지역별 사업 건수 및 비중

단위 : %, 건



자료: 한국예탁결제원, NICE신용평가

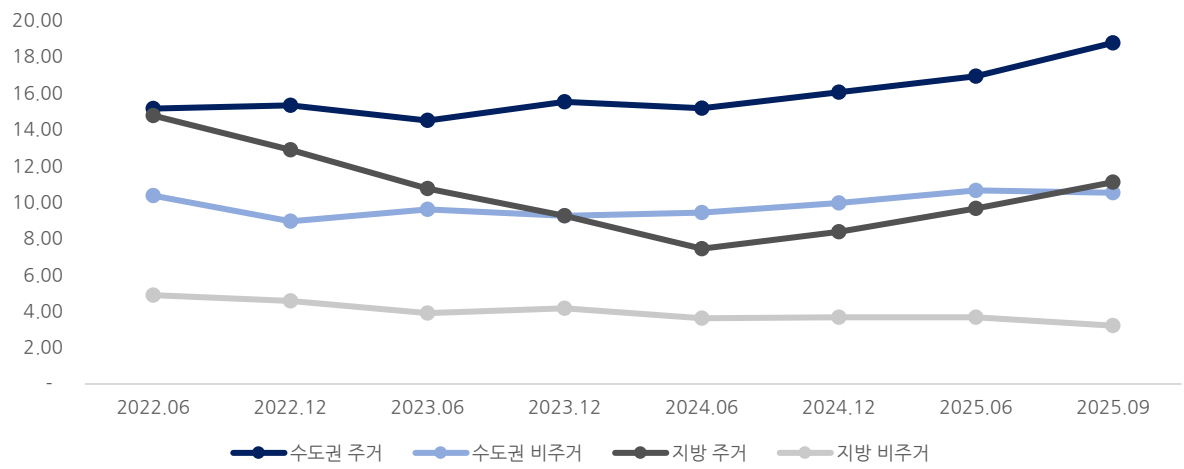
결국 현재 PF 유동화시장의 구조는 '수도권과 주거시설의 편중'으로 요약된다. 이는 2025년 9월 말 현재 수도권 주거시설의 발행잔액은 18.7조원으로서, 전체 발행잔액 대비 비중이 43.1%까지 확대된 것에서 확인할 수 있다.

한편, 수도권 비주거시설, 지방 주거시설 등에서도 일부 회복세가 관찰되었으나, 여전히 제한적인 수준에 머물러 있다.

이러한 편중된 시장 구조는 단기적으로는 리스크 관리 측면에서 긍정적으로 평가될 수 있으나, 중장기적으로는 시장의 불균형의 요인이 될 수 있다. 따라서 향후 PF 유동화시장의 구조적 회복을 위해서는 다양한 사업에 대한 검토가 필요하다.

그림 11. 사업유형별·지역별 교차 발행잔액 현황

단위: 조 원



자료: 한국예탁결제원, NICE신용평가

V. 위험 관리에 따른 신용보강 구조의 변화

신용보강은 리스크를 관리하는 수준을 넘어 위험을 감내할 수 있는 주체를 중심으로 집중

PF 유동화시장의 회복 과정에서 신용보강 구조는 안정성을 높이는 방향으로 재편되고 있다. 2022년 말 이후 증권사 및 건설사의 신용보강 잔액은 일시적으로 감소하였으나, 2025년 9월 말 기준으로 모두 2022년 수준을 회복하였다. 특징적으로 시장은 위기 이후 리스크를 관리하는 수준을 넘어 위험을 감내할 수 있는 주체를 중심으로 집중하고 있다.

표 2. 신용보강 유형별 발행잔액 현황

단위: 억 원

구 분	2022년		2023년		2024년		2025년	
	6월 말	12월 말	6월 말	12월 말	6월 말	12월 말	6월 말	9월 말
증권사	195,797	193,512	192,940	163,853	143,033	157,012	179,579	191,424
건설사	165,368	157,883	134,065	140,320	131,879	137,426	144,440	158,953
주택도시보증공사	36,839	29,649	22,895	31,429	37,560	39,836	56,708	64,653
기타	53,060	35,579	36,976	45,661	43,659	45,695	27,880	20,232
총 계	451,063	416,622	386,875	381,264	356,132	379,969	408,608	435,262

자료: 한국예탁결제원, NICE신용평가

증권사 신용보강 잔액은 2022년에 근접하는 수준까지 회복

1. 증권사 신용보강 — 관리 강화와 시장 회복의 교차점

증권사 신용보강 PF 유동화증권 잔액은 2022년 말 19.3조 원 → 2024년 6월 말 14.3조 원까지 감소하였다. 금융당국이 차환 리스크 완화를 위해 단기 유동화증권을 대출로 전환하도록 유도하면서 일부 PF 유동화 물량이 직접 대출 형태로 전환된 영향이 크다. 하지만 2024년 하반기 이후 유통금리 안정과 유동성 공급 프로그램 등이 작동하면서 PF 유동화 수요가 점차 회복되었다. 이에 따라 증권사 보강 잔액은 2024년 12월 말 15.7조 원, 2025년 6월 말 18.0조 원, 9월 말에는 19.1조 원으로 회복하여 2022년 수준까지 근접하였다.

사업건수는 지속적으로 감소하여 익스포저 증가와 대조적인 모습

이에 비해 사업 건수는 2022년 6월 말 1,012건 → 2025년 9월 말 435건까지 지속적으로 감소하여 익스포저가 증가한 것과 대조를 이룬다. 즉, 증권사의 PF 익스포저는 시장 안정화 이후 다시 회복세로 돌아서며 '규제 환경에 부합하는 위험 선별 구조'로 전환된 것이다. 이는 규제 강화로 인해 위험한 차환은 줄이고, 사업성과 위험을 고려하여 신용보강 대상을 선택하는 구조로 재편된 결과이다.

증권사 신용보강의 사업단계별 비중의 추이를 살펴보면, 브릿지론의 비중이 2022년 6월 말 34.8% → 2025년 9월 말 39.4%까지 증가하였다. 또한, 지역별 비중과 사업유형별 비중에서는 수도권과 주거시설의 비중이 증가한 것을 확인할 수 있다(수도권 비중 2022년 6월 말 57.1% → 2025년 9월 말 64.5%, 주거시설 비중 56.7% → 61.1%).

그림 12. 증권사 발행잔액 및 사업 수

단위:조원, 건

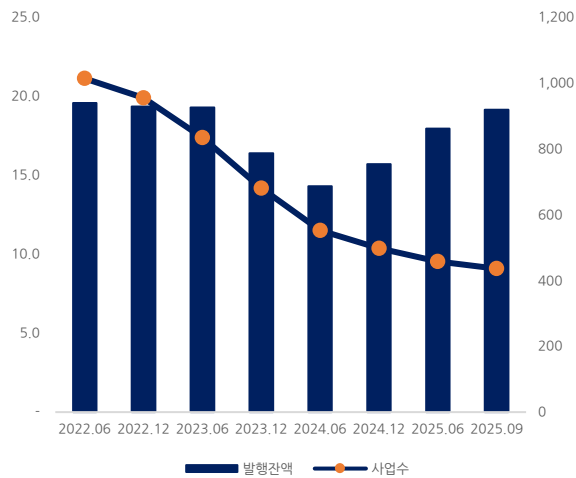
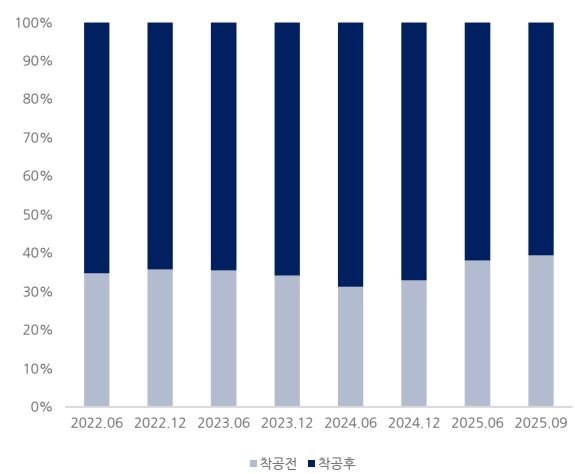


그림 13. 증권사 사업단계별 발행잔액 비중

단위: %



자료: 한국예탁결제원, NICE신용평가

그림 14. 증권사 사업유형별 발행잔액 비중

단위: %

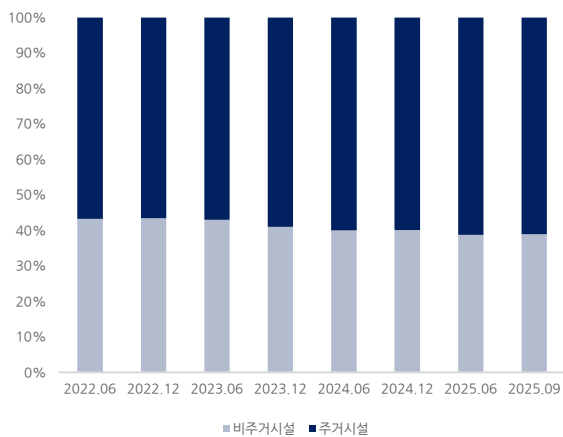
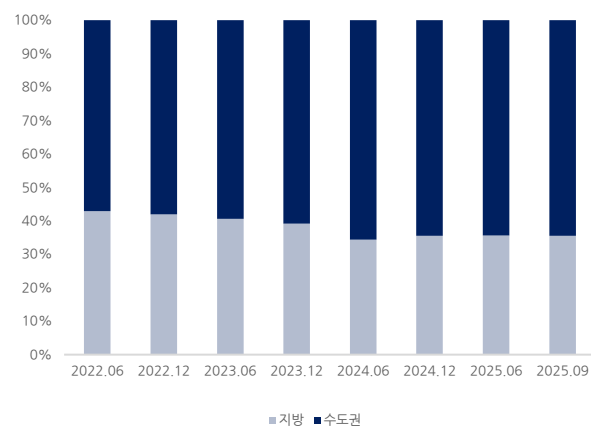


그림 15. 증권사 지역별 발행잔액 비중

단위: %



자료: 한국예탁결제원, NICE신용평가

2025년 9월 말 기준 익스포저 상위 10개사 비중이 전체 익스포저의 85% 수준으로 대형 증권사 위주로 집중되고 있는 양상

한편, 2025년 9월 말 기준 신용보강 잔액 상위 10개 증권사의 신용보강 잔액은 약 16조원으로서 전체 19조원 대비 약 85% 수준이다. 이는 2022년 6월 말 기준 약 69% 대비 16%p 증가하여 증권사 신용보강 규모가 대형 증권사 위주로 집중되고 있는 것을 볼 수 있는데, 부동산 PF 우발채무에 대해 사업단계별, LTV(Loan To Value) 수준별 NCR(Net Capital Ratio)을 차등하여 적용하도록 한 제도 개선의 영향으로 해석된다.

결국 대형사 중심의 신용보강 집중은, 위험을 감내할 수 있는 주체 위주의 건전한 구조 복원으로 해석된다.

그림 16. 신용보강 상위 증권사 신용보강 규모

단위 : 조원

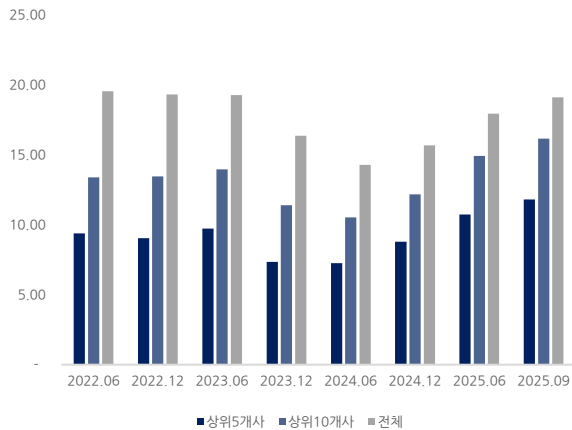
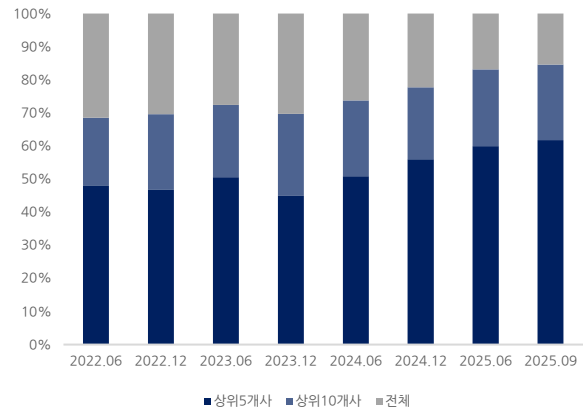


그림 17. 신용보강 상위 증권사 신용보강 비중

단위 : %



자료: 한국예탁결제원, NICE신용평가

건설사 신용보강 잔액도 증가하여 발행 규모 기준으로는 회복 국면에 진입

2. 건설사 신용보강 — 우발채무 축소와 점진적 회복

건설사는 2022년 6월 말(16.5조원) 이후 금리 급등과 공사비 상승, 부동산 경기 둔화가 겹치며 2023년 6월 말 13.4조원 → 2024년 6월 말 13.2조원까지 감소하였다. 이 시기에는 A등급 이하 건설사를 중심으로 조달금리가 급등했고, PF 우발채무에 대한 유동성 우려가 커지면서 일부는 PF 유동화증권을 금융기관 대출로 전환하는 조치를 시행하기도 하였다.

이후 2025년에 들어서 공사비 상승세가 다소 완화되고, 유동화시장이 점진적으로 회복되면서 착공 사업장 중심의 발행이 증가세로 전환되었다. 건설사 신용보강 잔액은 2025년 6월 말 14.4조 원, 9월 말 15.9조 원으로 증가하여 발행 규모 기준으로는 회복 국면에 진입한 것으로 판단한다.

건설사 신용보강은 브릿지론의 비중이 높으며, 수도권, 주거시설의 비중이 높은 특징

건설사 신용보강의 특징은 브릿지론의 비중이 크다는 것이다. 건설사 신용보강 중 브릿지론 비중은 2022년 6월 말 57.6% → 2023년 6월 말 70.2%까지 증가하였고, 이후 그 비중이 감소하고 있지만 2025년 9월 말 기준으로 49.0% 수준에 이르러 여전히 절반 가까이 차지하고 있다.

지역별 비중과 사업유형별 비중을 보면 수도권과 주거시설의 비중이 높으며(2025년 9월 말 기준 각각 67.4%, 69.8%), 이는 증권사의 경우보다 높은 비중이다.

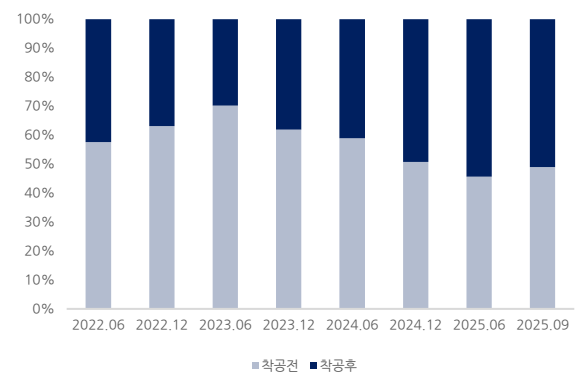
그림 18. 건설사 발행잔액 및 사업 수

단위 : 조원, 건



그림 19. 건설사 사업단계별 발행잔액 비중

단위 : %



자료: 한국예탁결제원, NICE신용평가

그림 20. 건설사 사업유형별 발행잔액 비중

단위 : %

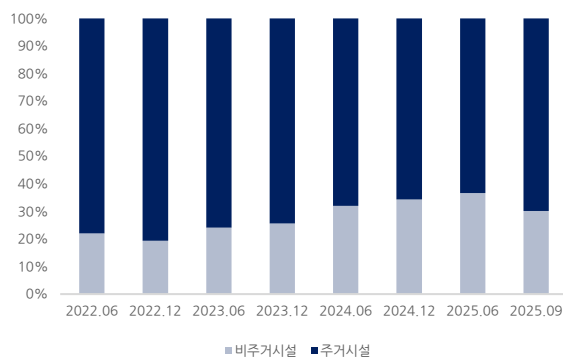
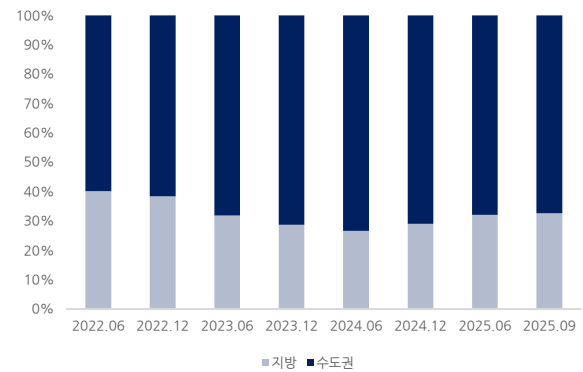


그림 21. 건설사 지역별 발행잔액 비중

단위 : %



자료: 한국예탁결제원, NICE신용평가

VI. 시장 환경 및 전망

2026년 시장은 '양적 팽창'이 아닌 '질적 복원'의 형태 지속 전망

2025년의 PF 유동화시장은 위기 직후의 불안정을 벗어나 규모의 회복과 구조의 안정이 병행되는 국면에 진입했다. 잔액은 2022년 수준을 넘어섰으나, 발행의 성격은 차환과 유지 중심의 회복이다. 이 흐름은 2026년에도 이어지며, PF 유동화시장의 회복은 "양적 팽창"이 아닌 "질적 복원"의 형태로 지속될 가능성이 높다.

지방의 미분양 적체는 PF 유동화시장의 신규 사업의 진입 장벽이나, 수도권의 공급부족은 높은 사업성의 프로젝트 유인 요인

1. 시장 여건 — 지방의 적체, 수도권의 공급 공백

현재 주택시장은 지방은 재고 부담, 수도권은 공급 부족이라는 서로 상반된 양상을 보이고 있다. 지방의 미분양 적체는 PF 유동화시장 내 신규 자금 유입을 실질적으로 차단하고 있다. 특히 준공후 미분양 중 84%가 지방에 집중되어 있어, PF 대출의 회수 지연 및 차환 불발 리스크로 연결된다. 이에 비해 수도권의 공급 부족은 높은 사업성의 프로젝트 유인 요인으로 작용하고 있다.

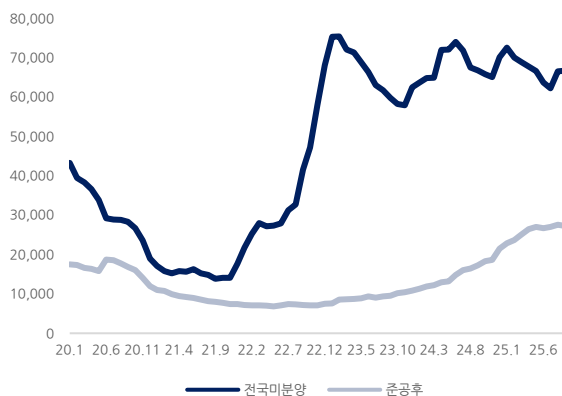
(1) 미분양 적체와 지방 신규 PF 감소

2025년 9월 말 기준 전국 미분양 주택은 66,762호로 여전히 높은 수준을 유지하고 있는데, 특히 준공 후 미분양 27,248호 중 약 84%가 비수도권 지역에 집중되어 있다. 즉, 통계상 전국 미분양 증가로 보이지만, 실질적으로는 '지방 중심의 재고 적체'가 시장의 부담으로 작용하고 있다.

이러한 지방의 미분양 적체는 신규 PF 사업의 진입 장벽으로 이어지고 있다. 사업성이 낮은 지역에서는 분양가 상승 여력이 제한되고, 기존 재고 해소가 지연되면서 추가 사업 착수의 유인이 거의 사라진 상태다. 특히 지방 중소 도시에서는 인구 감소와 분양률 둔화가 맞물리며, 사업참여자와 금융기관 모두 보수적인 태도를 취하고 있다. 이는 PF 유동화시장에 신규 사업이 원활히 유입되지 못하는 주요 제약 요인으로 작용하고 있다.

그림 22. 전국 미분양 현황 추이

단위: 호

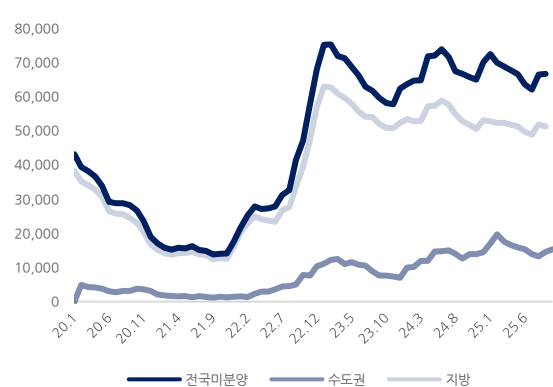


(기간: 2020.01 ~ 2025.09)

자료: 국토교통부

그림 23. 미분양 현황 추이 (수도권 vs 지방)

단위: 호



(기간: 2020.01 ~ 2025.09)

지방의 인허가는 감소, 수도권
인허가는 개선되어 수도권과
지방간 공급 흐름의 격차가 확
대되는 추세

(2) 수도권 공급 여건과 신규 PF 유인의 회복 가능성

전국 인허가 누적 물량은 2022년을 정점으로 이후 2년 연속 감소세를 보이고 있으며, 2025년 들어 일부 회복 조짐이 나타났으나 여전히 과거 평균 수준에는 미달하고 있다. 특히 지방의 경우 인허가 물량은 107,207호로 전년 동기 대비 16.7% 감소하여 수도권과 지방 간 공급 흐름의 격차는 다소 확대되는 추세이다.

반면, 수도권의 주택 인허가는 하반기 들어 점진적인 개선 흐름을 보이고 있다. 2025년 9월 말 누계 주택 인허가수는 111,115호로 전년 동기 대비 22.9% 증가하였는데, 이는 2024년에 이어 이어진 인허가 정체에서 다소 벗어난 모습이며, 정비사업 재개와 일부 대규모 사업 인허가가 영향을 미친 것으로 보인다.

그림 24. 수도권 인허가 추이 (연간 누계)

단위 : 만 호

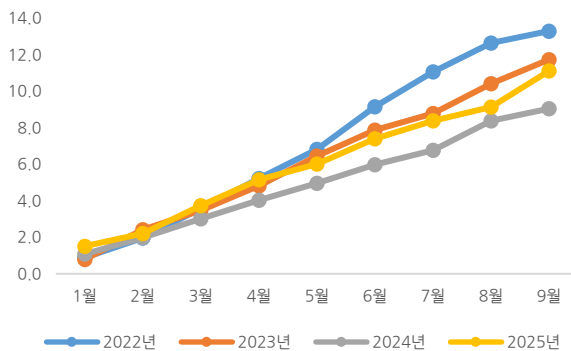
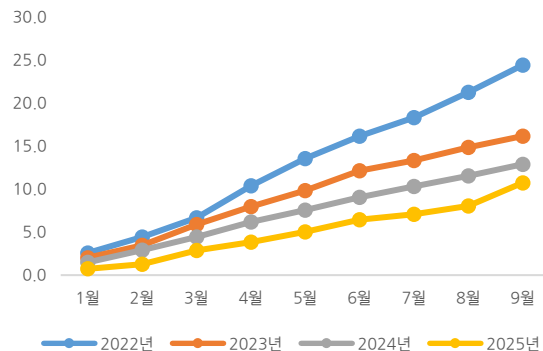


그림 25. 지방 인허가 추이 (연간 누계)

단위 : 만 호



자료: 국토교통부

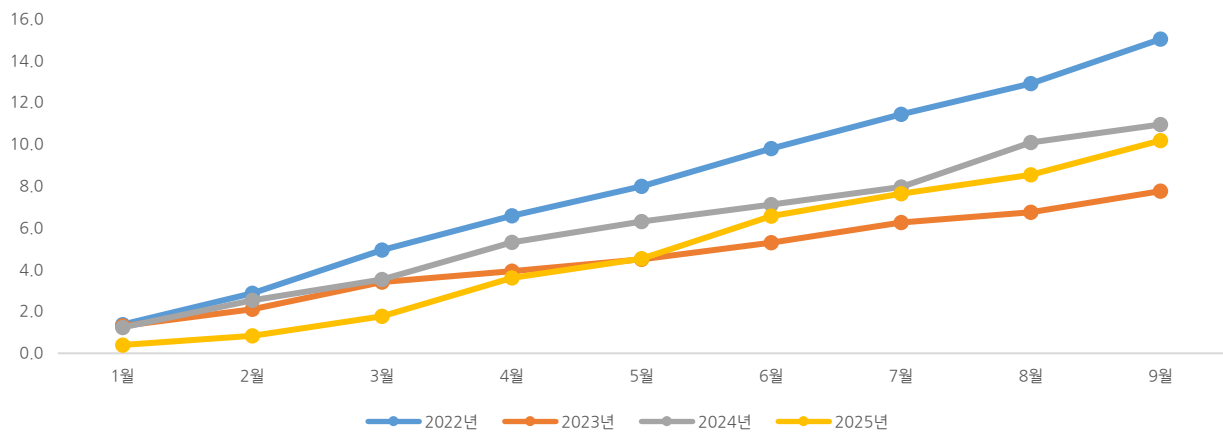
한편, 수도권의 경우 인허가의 개선에도 불구하고 착공과 분양 단계의 지표는 여전히 제한적이다. 착공은 9월 말 누계 수도권 주택 사업 착공은 101,800호로서 전년 동기 대비 7% 감소하였고, 분양(입주자 모집 승인)은 75,734호로서 전년 동기 대비 9.2% 감소하여 인허가의 증가가 실제 공급 확대로 이어지기까지는 시차가 존재할 것으로 보인다.

수도권은 공급 기반 측면에서
완만한 개선 조짐을 보이나,
착공 및 분양의 회복이 동반되
지 않아 실질적 공급 확대까지
시일 소요 예상

요약하면, 수도권은 공급 기반(인허가) 측면에서 완만한 개선 조짐을 보이고 있으나, 착공·분양의 회복이 동반되지 않아 실질적 공급 확대까지는 시간이 필요하다. 그럼에도 서울과 주요 수도권 지역은 입지 경쟁력과 실수요 기반이 견조하여 우량 입지 중심의 신규 PF 수요가 유지될 가능성이 있다. 결국 수도권의 공급 여건은 급격한 회복보다는 점진적 안정화 추세로 전망한다.

그림 26. 수도권 주택 착공 실적 (연간 누계)

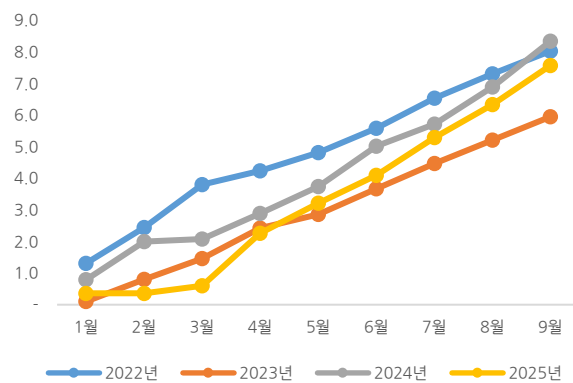
단위: 만 호



자료: 국토교통부

그림 27. 수도권 주택 분양 실적 (연간 누계)

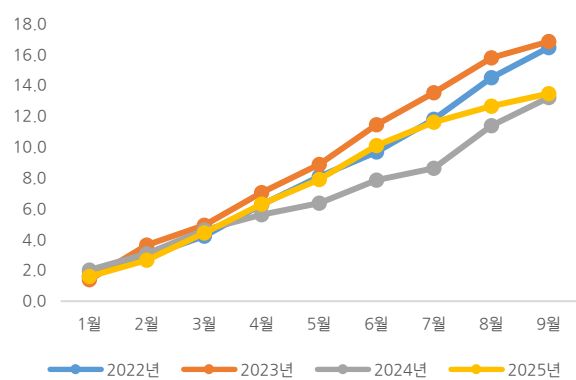
단위: 만 호



자료: 국토교통부

그림 28. 수도권 주택 준공 실적 (연간 누계)

단위: 만 호



2. 감독 및 규제의 강화 지속

감독 규제 강화와 내부 심사 고도화는 발행시장 확장의 속도 조절 요인이 되나, 시장 체질을 개선하고 구조적 안정성을 높이는 방향으로 작동 중

최근 PF 유동화시장은 감독 규제 강화와 내부 심사 고도화의 영향을 크게 받고 있다. 증권사 NCR 규제 개편과 시행사 자기자본 비율 상향은 단기적으로 PF 발행 승인 건수를 줄였지만, 자금의 위험가중치 재산정 및 내부 심사 체크리스트 강화로 인해 '심사 허들' 자체가 높아졌다는 점에서 질적 스크리닝 체계로 전환된 변화로 볼 수 있다.

그러나 이러한 조치는 시장 체질을 개선하고 구조적 안정성을 높이는 방향으로 작동하고 있다. 금융회사의 심사체계는 과거 단순 사업성 위주의 정량 평가에서 시행사·시공사의 재무 건전성과 자금 구조, 사업 리스크 관리능력을 함께 검증하는 정성 중심 평가체계로 전환되고 있다.

결과적으로, 감독 및 심사 강화는 단기적으로는 PF 시장의 확장 속도를 늦추는 제약

요인이지만, 중장기적으로는 시장의 신뢰 회복과 구조 복원의 핵심 기반으로 평가된다. PF 유동화시장은 과거의 과열 구조를 벗어나 “규모는 완만하더라도 위험이 통제된 시장”, 즉 적게 발행하더라도 더 견고하게 운용되는 체질로 전환되고 있다.

가격 안정과 시장 건전성 확보에 맞춘 부동산 정책은 신규 PF 진입 위축을 초래하나, 중장기적으로는 시장의 체질을 강화하는 긍정적 효과

3. 정부 규제 — 확장 제약 속 시장 안정의 기반

정부의 부동산 정책은 가격 안정과 시장 건전성 확보에 초점이 맞춰져 있다. 대출 규제, 분양가 관리, 세제 조정 등 수요 억제 정책은 단기적으로 분양 속도 둔화와 신규 PF 진입 위축을 초래하며 시장 확장에 제약 요인으로 작용하고 있다.

하지만 이러한 규제 기조는 무분별한 프로젝트 확대를 억제하고, 시장 내 자금이 검증된 사업 중심으로 흐르도록 유도한다는 점에서 중장기적으로는 시장의 체질을 강화하는 긍정적 효과를 가진다. 특히 공공주도 공급정책과 금융당국의 PF 리스크 관리 강화방안이 병행되면서, 민간 PF 시장의 단기 기회는 줄었지만 시장 신뢰 회복과 자금 배분의 효율성 제고라는 측면에서는 안정화에 기여하고 있다.

결과적으로 정부의 규제는 PF 유동화시장 확대에는 일정한 속도 조절 장치로 작용하지만, 동시에 시장 리스크를 완화하고, 장기적으로는 구조 복원의 기반을 강화하는 방향으로 기능하고 있다.

2026년도 PF 유동화는 여전히 주거시설 중심으로 전망되나, AI 인프라 투자확대와 디지털 산업의 성장에 따라 데이터 센터, 업무시설 등으로 점진적으로 확대 전망

4. 신규 사업 유형 — 안정적 주거시설 중심, 점진적 비주거 확대

2026년 PF 유동화시장의 중심은 여전히 주거시설이 차지할 것으로 예상된다. 분양 기반의 회수 구조와 상대적으로 빠른 자금 회전은 시장 안정의 핵심 축으로 작용하며, 단기적으로는 시장 신뢰 회복의 토대이자 안정적 자금 흐름의 기반이 될 전망이다. 다만 정부의 수요 조절 기조와 금융비용 부담을 고려하면 주거시설 PF의 급격한 확장 가능성은 높지 않다.

한편, AI(Artificial Intelligence) 인프라 투자 확대와 디지털 산업의 성장에 따라 데이터센터·업무시설 등 비주거 PF 수요가 점진적으로 확대될 전망이다. 이 부문은 장기 임대차를 통한 안정적 현금흐름과 기관투자자의 선호가 맞물려 시장 다변화와 안정성 제고에 긍정적 영향을 미치고 있다. 다만 비주거 PF의 성장은 단기적 대체재 라기보다, 중장기적으로 시장의 균형을 보완하는 구조적 완충 역할에 가깝다.

VII. 시사점 - 구조 복원의 단계, 안정성 점검의 시기

지금까지 살펴본 것처럼 2025년 PF 유동화시장은, '규모의 회복'을 넘어 '구조 복원의 단계'에 진입하였다. 이제 시장은 다시 커지기보다, 더 견고해지는 과정을 밟고 있다.

발행 규모는 위기 이전 수준을 회복하였지만, 확장의 속도보다는 시장 체질의 개선과 자금 선별 기능의 복원이 두드러진다. 이는 단기적 활력 저하로 보일 수도 있으나, 중장기적으로는 시장 신뢰 회복과 지속 가능한 성장 기반 마련이라는 측면에서 긍정적인 변화다. 다만, 신규 유입(Flow)이 회복되지 않는다면, 현재의 '유지형 회복'은 장기적으로 고인 물(Stock)의 부실화로 이어질 수 있다.

이러한 관점에서 2026년도에도 급격한 사업의 확장보다는 수도권외의 주거시설 중심의 신규 사업의 완만한 증가세를 예상한다. 감독기관의 감독과 금융기관 내부의 리스크 관리가 더욱 정교해지는 가운데 시장은 체질을 강화하는 안정된 방향으로 나아갈 것으로 전망한다.

향후 1~2년간은 확장을 서두르기보다, 프로젝트 구조, 신용보강, 만기구조의 리스크 연계성을 점검하는 것이 필요하다. 즉, 발행의 질적 수준을 모니터링하는 것이 시장 안정화의 핵심 관점이 될 것이다. NICE신용평가는 향후 시장의 안정성과 구조 복원의 속도를 점검하기 위해 다음의 지표들을 지속적으로 모니터링할 계획이다.

표 3. 시장 현황 모니터링 포인트

구 분	주요 지표	점검 방향
공급지표	인허가착공분양 실적(수도권/지방 구분)	공급기반 회복 속도 및 지역 간 격차 추세
수요지표	미분양 및 준공후 미분양 추이	지방 적체 해소 및 수도권 수요 지속 여부
발행시장 현황	PF-ABSTB-ABCP 발행 잔액 및 차환발행 현황	PF 유동화시장 유동성 현황
	지역별, 신용보강 유형별 유동화 유형의 변화	PF 유동화의 체질 개선 효과
만기 구조	유동화계획의 WARM 추이	WARM의 장기화 여부
사업유형 추이	주거시설 및 비주거시설 비중	시장 다변화, 안정성 확대 여부

관련참고자료

부동산PF 상황 점검 결과 및 평가-리스크 축소 지속 중이나, 경계심 유지 필요 2025.09.25
2025년 유동화시장 발행 현황 및 하반기 전망 2025.07.18

부동산PF 상황 점검 및 평가 - 손실흡수능력 개선 및 신용등급 하방압력 완화,
업권/회사/지역별 편차 관리는 필요 2025.07.02

부동산PF 상황 점검 및 제도개선방안 추진상황 발표 - 경제시스템 리스크에서 일부 금융사
및 건설사 리스크로 축소 2025.03.20

부동산PF 2차 사업성 평가 결과 및 정리·재구조화 이행 현황 발표 - 금융당국
가이드라인에 따라 체계적인 연착륙 진행 중 2024.12.20

부동산 PF 제도 개선방안 발표 - 사업구조 안정성 및 금융업권 리스크 개선 전망, 추가 제도
보완 필요 2024.11.18

부동산PF 사업성 평가기준 강화 후 신용도 점검 I: 증권 - 신기루처럼 사라지고 있는
부동산금융 2024.09.23

PF 유동화증권 발행 현황 점검 - '22년 이후 상황 중심으로 2023.04.07

최근 유동화증권 발행시장 동향 및 PF 유동화증권 차환발행위험 점검 2022.10.19

〈유의사항〉

NICE신용평가㈜가 제공하는 신용등급은 특정 금융투자상품, 금융계약 또는 발행주체의 상대적인 신용위험에 대한 NICE신용평가㈜ 고유의 평가기준에 따른 독자적인 의견이며, NICE신용평가㈜가 외부에 제공하는 보고서 및 연구자료(이하 '발간물')는 상대적인 신용위험 현황 및 전망에 대한 견해를 포함할 수 있습니다. NICE신용평가㈜는 신용위험을 미래의 채무 불이행 및 손실 가능성으로 정의하고 있습니다. 따라서 NICE신용평가㈜의 신용등급과 발간물은 금리나 환율변동 등에 따른 시장가치 변동위험, 해당 증권의 유동성위험, 내부절차나 시스템으로 인해 발생하는 운영위험을 표현하지는 않습니다.

NICE신용평가㈜의 신용등급과 발간물은 미래의 채무불이행 및 손실 가능성에 대한 현재 시점에서의 의견으로 예측정보를 중심으로 분석, 평가되고 있으며, 예측정보는 예상치 못한 환경변화 등에 따라 실제 결과치와 다르게 나타날 수 있습니다. 또한, 신용등급과 발간물은 사실의 진술이 아니라, 미래의 신용위험에 대한 NICE신용평가㈜의 독자적인 의견으로, 특정 유가증권의 투자사결정(매매, 보유 등)을 권고하는 것이 아닙니다. 즉, 신용등급과 발간물은 정보이용자의 투자결정을 대신할 수 없으며, 어떠한 경우에도 정보이용자의 투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이에 정보이용자들은 각자 유가증권, 발행자, 보증기관 등에 대한 자체적인 분석과 평가를 수행하여야 하며, 개인투자자의 경우 외부 전문가의 도움을 통해 투자에 대한 의사결정을 해야 한다는 점을 강조합니다.

NICE신용평가㈜는 신용등급 결정에 활용하고 발간물에 주요 판단근거로서 제시하는 정보를 신뢰할 만하다고 판단하는 회사 제시자료 및 각종 공시자료 등의 자료원으로부터 수집하여 분석, 인용하고 있으며, 발행주체로부터 제출 자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되지 않았으며 중대한 오해를 일으키는 내용이 없다는 확인을 받고 있습니다. 따라서 NICE신용평가㈜는 신용평가 대상인 발행주체와 그의 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다든 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나, NICE신용평가㈜는 자료원의 정확성 및 완전성에 대해 자체적인 실사를 하지는 않고 있습니다. 또한, 신용평가의 특성 및 자료원의 제한성, 인간적, 기계적 또는 기타 요인에 의한 오류의 가능성이 있습니다.

이에 NICE신용평가㈜는 신용등급 결정 시 활용된 또는 발간물에 주요 판단근거로서 제시된 어떠한 정보에 대해서도 그 정확성, 적합성 또는 충분성을 보증하지 않으며, 정보의 오류, 시기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않습니다. 또한, NICE신용평가㈜는 고의 또는 중대한 과실에 기인한 사항을 제외하고 신용등급 및 발간물 정보의 이용으로 발생하는 어떠한 손해 및 결과에 대해서도 책임지지 않습니다.

NICE신용평가㈜에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 저작권은 NICE신용평가㈜의 소유입니다. 따라서 NICE신용평가㈜의 사전 서면동의 없이는 본 정보의 무단 전재, 복사, 유포(재배포), 인용, 가공(재가공), 인쇄(재인쇄), 재판매 등 어떠한 형태든 저작권에 위배되는 모든 행위를 금합니다.