

2023년 10월

국내외 채권전망

2023. 10

Executive Summary

01 미국 채권

- 현재 채권시장의 리스크 요인인 기준금리 추가 인상 가능성, 유가 지속 상승, 예산안 관련 연방정부 섯다우 우려, 고금리 리스크 등을 종합적으로 고려하면, 채권 시장의 강세 요인이 연말까지 더 우세하다고 판단
- 8~9월 중 있었던 악재들은 대부분 반영된 듯

02 미국 크레딧

- 투자등급은 아직 양호한 기업이익과 부채 건전성 등에 신용 위험 크지않으며, 리스크 대비 일드 매력 충분
- 하이일드는 부도율 보다 섯행하는 스프레드의 흐름을 감안하더라도 너무 빨리 축소 중

03 싯흥국 채권

- 최근 브라질은 50bp씩 두차례의 기준금리 인하를 통해 현재 12.75%의 기준금리. 물가 둔화 기조 감안하면 인하 사이클 지속될 가능성 높아
- 또한 고유가 국면에서는 원자재 싯흥국의 재정여건이 개선되어 싯흥국 채권에 긍정적인 환경

결론: 미국 국채 = 한국 국공채 = 달러표시 싯흥채 = 미국 IG > 미국 HY

Executive Summary

04 한국 국공채

- 연초부터 신흥국과 선진국의 통화정책 방향은 엇갈리고 있으며, 최근에는 선진국에서도 국가별로 차별화 나타나고 있는 모습
- 이러한 상황에서 현재 한국과 미국의 금리 동조화는 너무 과도하다고 판단
- 한국의 경기 펀더멘탈 감안하면 지금의 금리 수준은 오버슈팅 영역일 가능성이 높으며 비중확대 유효

05 한국 크레딧

- 우려했던 수급 불안 요인이 현실화 되면서 크레딧 전반적으로 약세 전환 하는 모습
- 금리 상승에 따른 캐리 매력 불구하고 고금리 예금 만기도래 부담, 단기자금 시장 불안, 은행·한전채 발행 증가 등 크레딧시장 악재 요인 감안하면 크레딧 약세가 당분간 이어질 것으로 예상

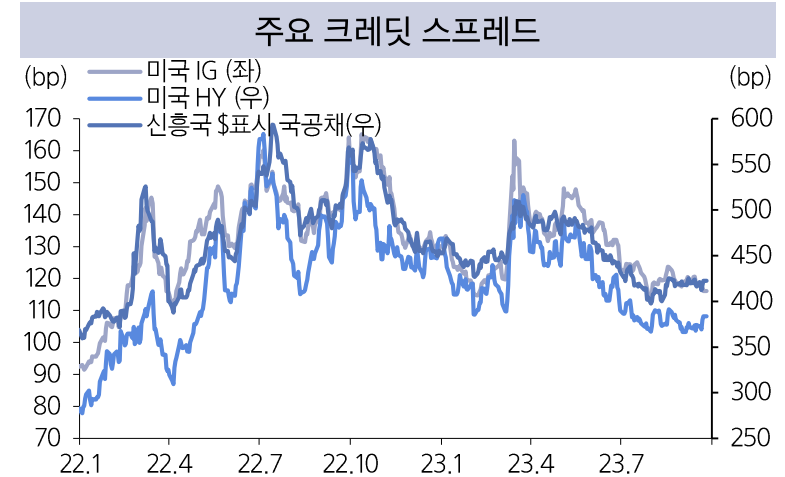
글로벌 채권 Review

			글로벌 종합	선진국 정부채	글로벌 투자등급	글로벌 하이일드	미국 정부채	유로존 정부채	미국 투자등급	미국 하이일드	유럽 투자등급	유럽 하이일드	신용시장 정부채(\$)	신용시장 정부채(LC, Hedged USD)	신용시장 정부채(LC, Unhedged USD)	한국 국공채
Performance	1M	%	(2.01)	(2.28)	(1.66)	(0.80)	(1.55)	(2.04)	(1.51)	(0.76)	(0.60)	0.60	(1.42)	(1.01)	(2.18)	(0.72)
	3M	%	(2.68)	(3.29)	(1.72)	0.56	(2.38)	(1.89)	(1.94)	0.89	0.60	2.05	(1.05)	(0.72)	(2.04)	(0.60)
	YTD	%	(1.29)	(2.74)	1.75	5.99	(0.83)	0.58	1.21	6.31	2.80	6.58	3.00	3.59	6.06	2.01
	1Y	%	3.20	1.94	7.23	13.19	(0.11)	(1.56)	4.89	10.75	3.92	11.59	11.35	6.65	17.69	4.80
	3Y	%	(18.63)	(22.65)	(14.20)	1.19	(15.70)	(19.84)	(13.06)	5.81	(10.35)	3.58	(12.02)	(8.79)	(12.40)	(9.98)
Spread	현재	bp	46.1	13.9	130.3	411.0	-	-	116.1	383.8	148.5	415.6	422.7	-	-	-
	1M	bp	1.9	0.7	(2.6)	1.7	-	-	(1.4)	12.2	(6.7)	(25.6)	0.8	-	-	-
	3M	bp	1.8	0.4	(8.7)	(19.1)	-	-	(6.9)	(6.3)	(14.5)	(27.6)	(9.7)	-	-	-
	YTD	bp	0.3	(0.4)	(16.9)	(90.7)	-	-	(14.0)	(84.9)	(19.0)	(76.9)	(29.8)	-	-	-
	1Y	bp	(6.2)	(1.9)	(49.4)	(190.5)	-	-	(42.9)	(168.5)	(76.8)	(208.4)	(136.8)	-	-	-
	3Y	bp	12.2	2.0	(5.3)	(115.7)	-	-	(19.5)	(133.6)	29.9	(41.7)	(9.7)	-	-	-
YTW	현재	%	4.14	3.45	5.54	8.72	4.79	3.45	5.88	8.73	4.41	7.62	8.83	-	6.65	3.93
	1M	bp	22.7	21.0	23.2	22.6	27.3	30.2	27.4	32.5	18.7	(1.2)	32.2	-	25.6	14.6
	3M	bp	29.6	28.8	26.5	7.9	40.6	27.0	40.6	22.9	2.7	(5.7)	46.0	-	32.6	19.5
	YTD	bp	40.3	40.7	36.2	(26.6)	60.2	29.8	46.0	(22.5)	14.3	(18.8)	27.1	-	(20.9)	4.3
	1Y	bp	43.7	52.9	16.8	(109.4)	65.1	79.3	19.7	(94.7)	22.2	(84.7)	(74.4)	-	(66.6)	(18.7)
	3Y	bp	323.7	297.3	390.8	311.6	430.8	355.4	387.2	296.6	388.1	354.7	367.5	-	217.1	275.6
Duration	현재	년	6.70	7.40	6.14	3.77	6.02	7.22	7.12	3.99	4.58	3.20	6.51	-	4.88	7.15

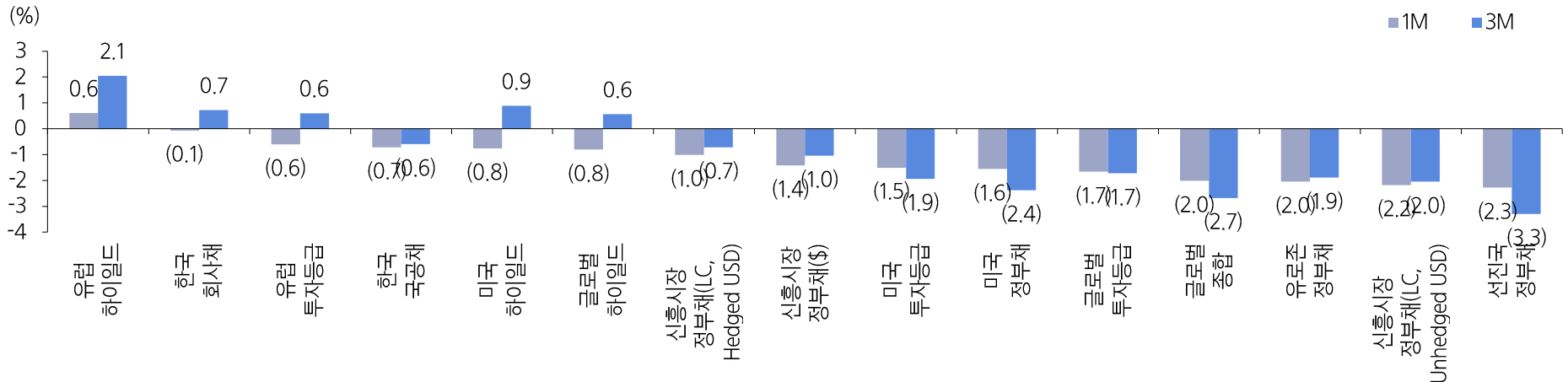
글로벌 채권 Review

스프레드 보합, 금리 상승

- 유가 상승 속 경제지표 호조가 확인되면서 미국 연준의 긴축 사이클 지속 우려가 확대
- 투자등급 기업과 신흥국 신용 스프레드는 보합권에서 등락했으나 국채 금리 상승으로 인해 전월대비 수익률은 마이너스(-)를 기록



채권 자산군별 총 수익률

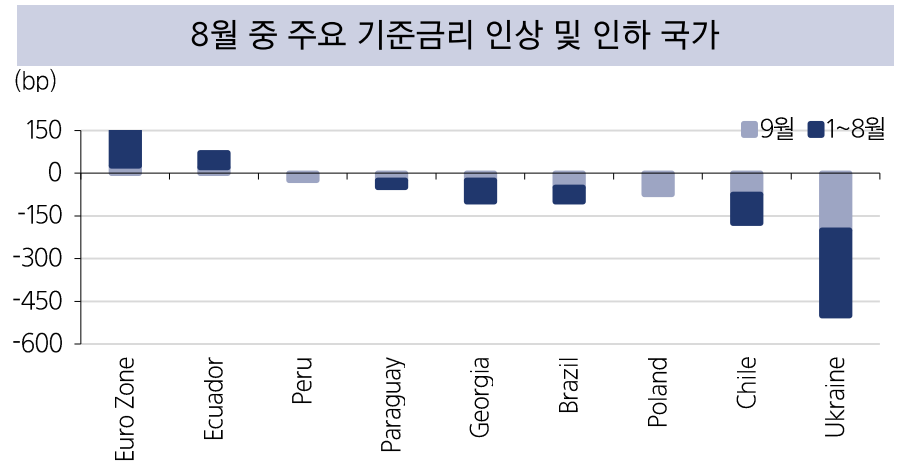


자료: Bloomberg/ 주: 신흥국 달러표시 정부채-JP morgan EMBIG Diversified Core, 신흥국 로컬통화표시 정부채- JP morgan GBI-EM, 그 밖의 지수는 Bloomberg Barclays 기준

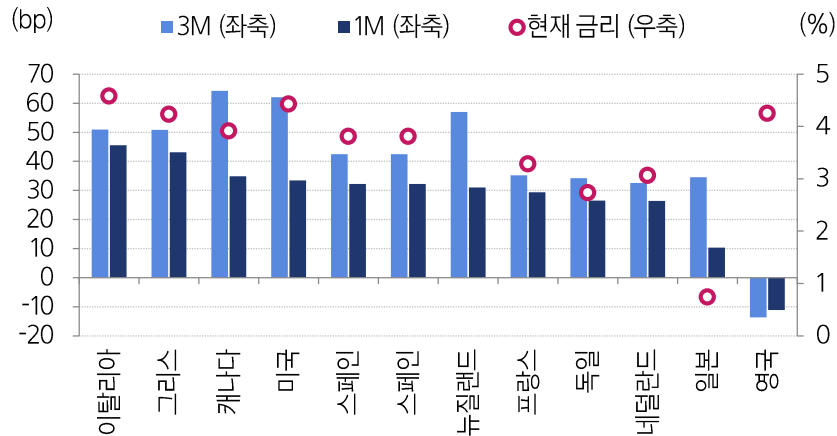
글로벌 채권 Review

유로존 인상 지속 vs. 미국, 영국 동결 vs, 브라질 인하

- 선진국과 신흥국 간 엇갈린 통화정책 흐름 지속
- ECB 회의 이후 APP 가속화, 기준율 인상 가능성 부각되며 독일을 중심으로 유로존 금리 상승
- BOE 회의 직전 발표된 물가상승률은 예상치 하회, 기준금리 동결
- 브라질은 8월에 이어 9월에도 50bp 인하를 단행

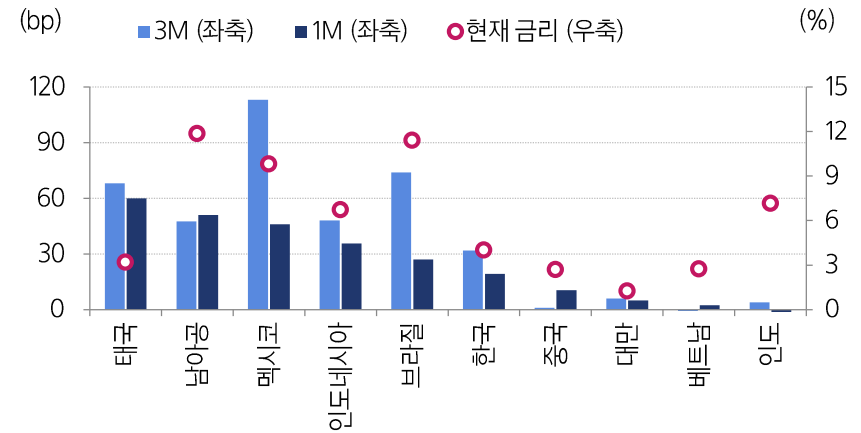


선진국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



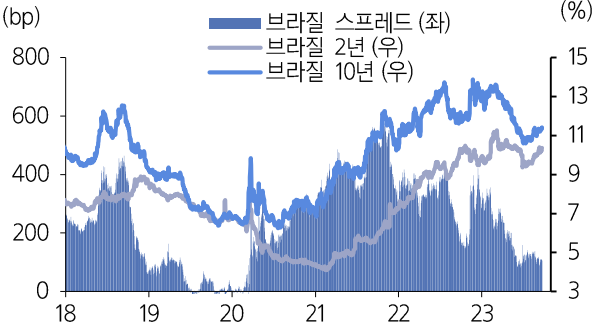
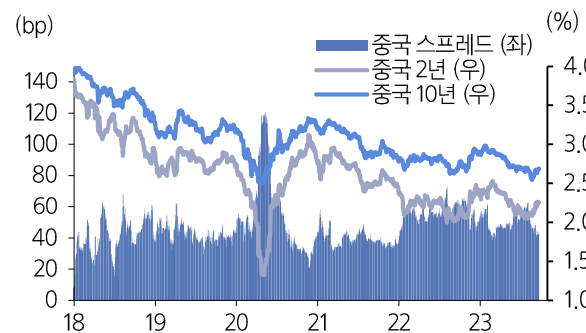
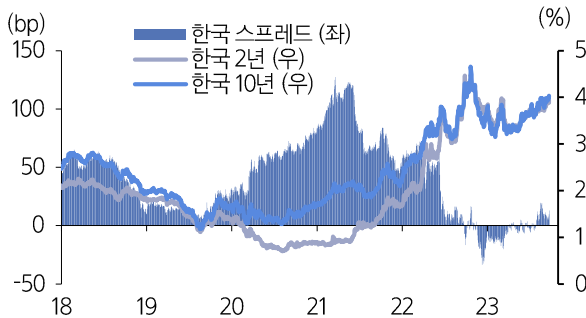
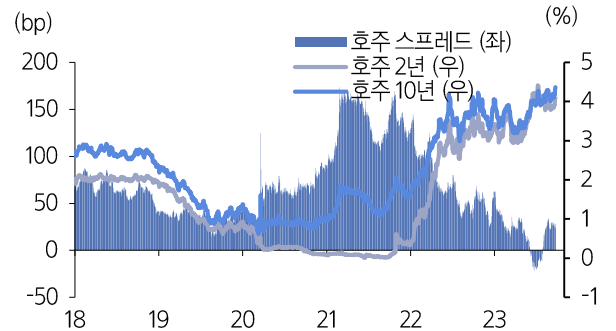
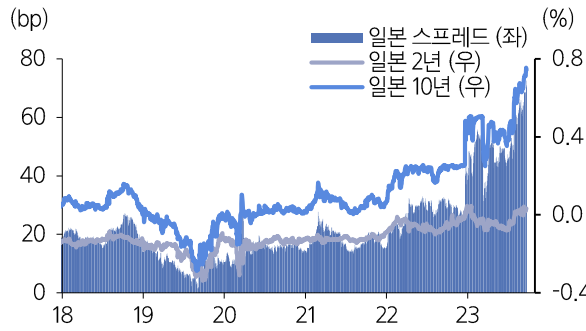
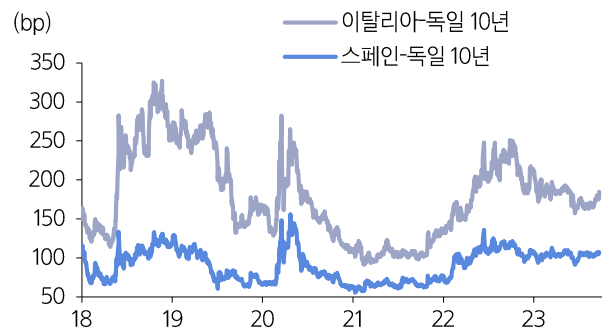
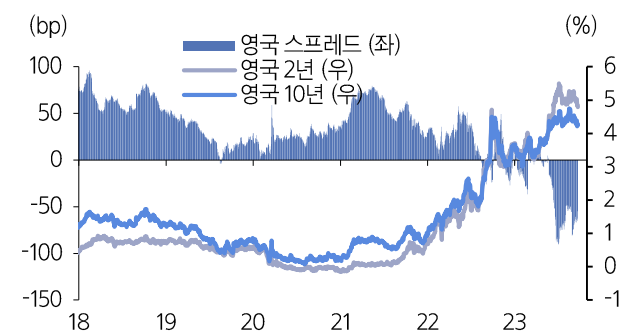
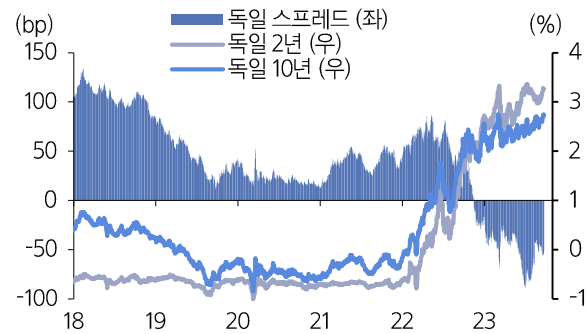
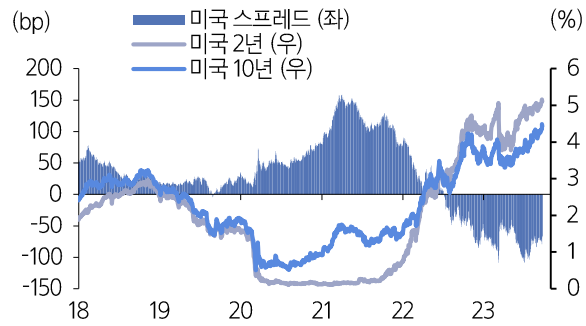
자료: Bloomberg

신흥국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



자료: Bloomberg

참고: 주요국 국채금리, 장단기 스프레드



01

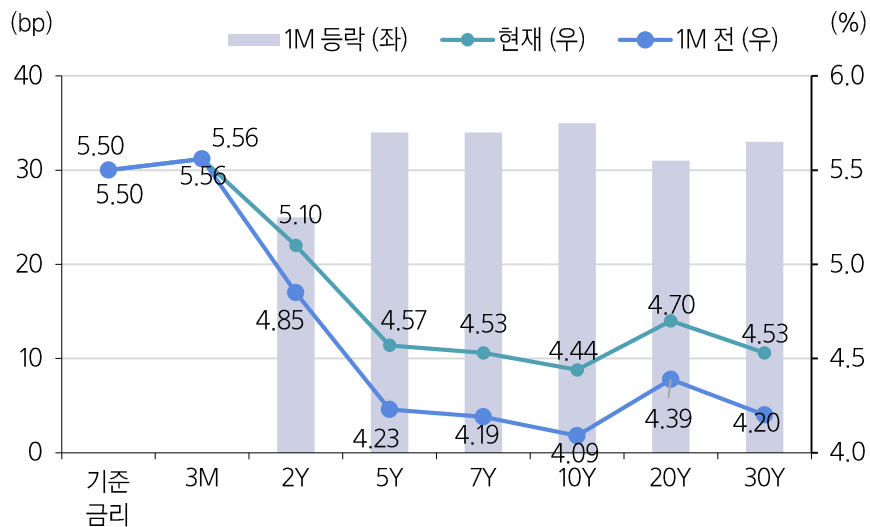
미국 국채

미국 금리 Review 월중 10년물 4.5% 근접

이어지는 악재들

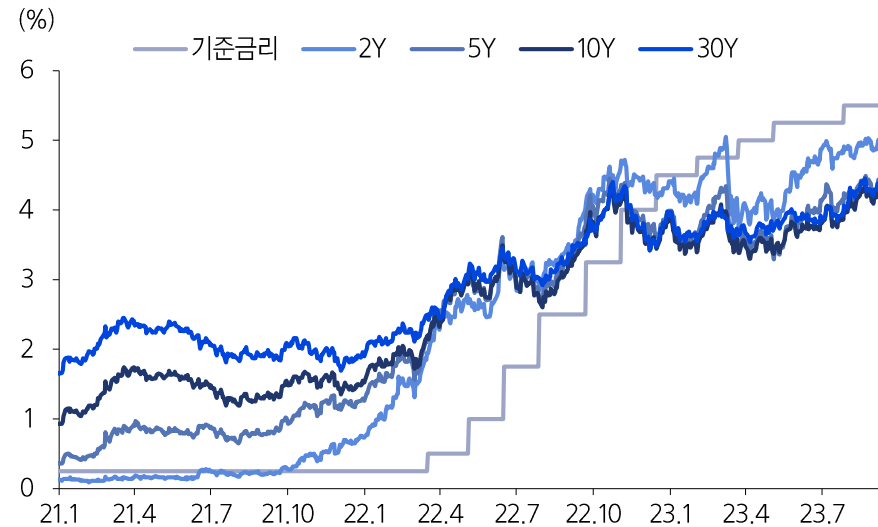
- 월초부터 유가 상승, 자동차 업계 파업등에 공급측 인플레이션 압력 재점화 가능성 부각
- 이후 견조한 소매판매 확인되는 가운데 물가전망치를 상향하고 올해 5.75%의 점도표를 유지한 매파적 FOMC회의 확인
- 회의 직후 신규실업수장 청구건소까지 감소하면서 긴축 장기화 전망 확대되며 금리 상승 지속

전만기물 금리 20~40bp 가까이 상승



자료: Thomson Reuters

금리 오름세 지속중



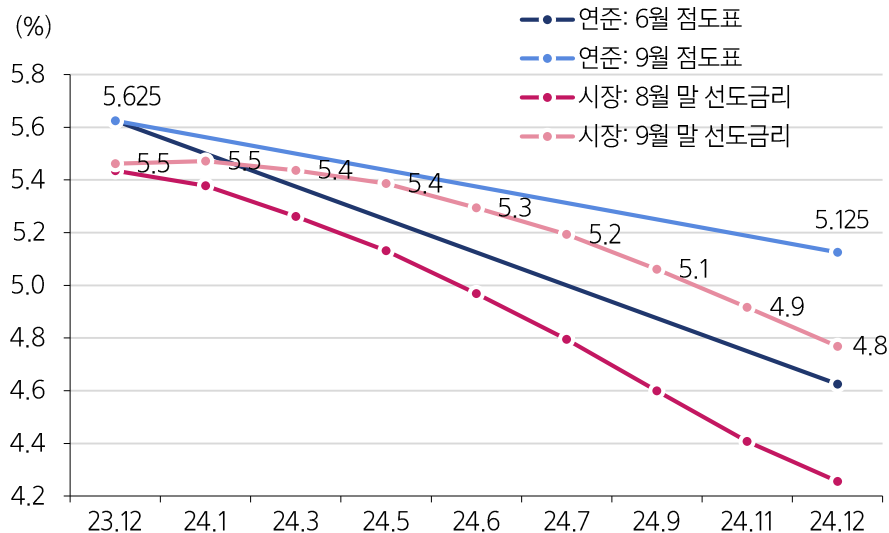
자료: Thomson Reuters

리스크1) 추가 인상 가능성 올해 동결 전망 유지

Higher for Longer에서 Higher 보다는 Longer에 방점

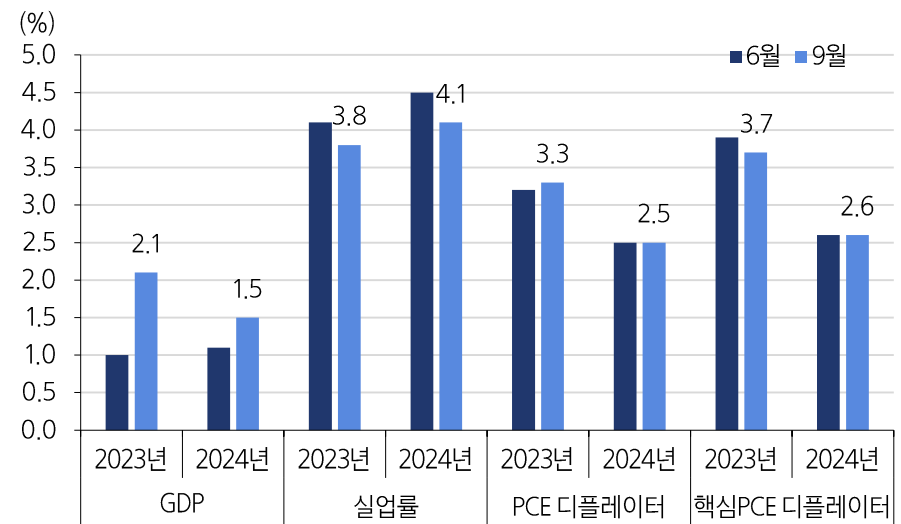
- FOMC 만장일치로 금리 5.25~5.50% 인상 및 QT 속도 유지
- 성장률 전망치 대폭 상향. 점도표 올해 추가 1차례 인상 유지, 내년 기준금리 점도표 상향해 인하 시점 후퇴 예고
- 다만 선도금리에 내재된 올해 말과 내년말 금리는 여전히 연준의 점도표 보다 대폭 낮은 수준
- 전반적으로 매파적으로 해석됐으나, data-dependent를 강조한 잭슨홀 회의와 비슷한 스탠스

기준금리 예상경로: 연준 vs. 시장



자료: Fed

연준의 경기지표 전망치 변화



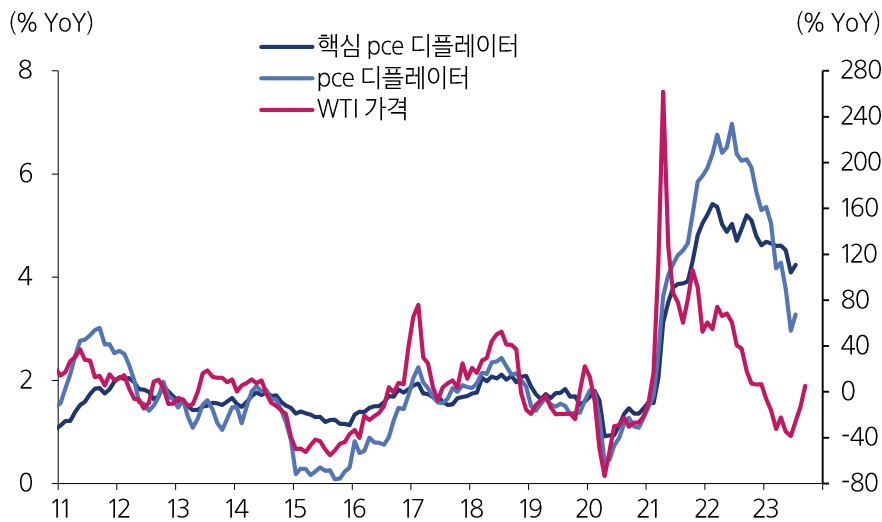
자료: Fed

리스크1) 추가 인상 가능성 올해 동결 전망 유지

열어지고 있는 기준금리 인상의 명분

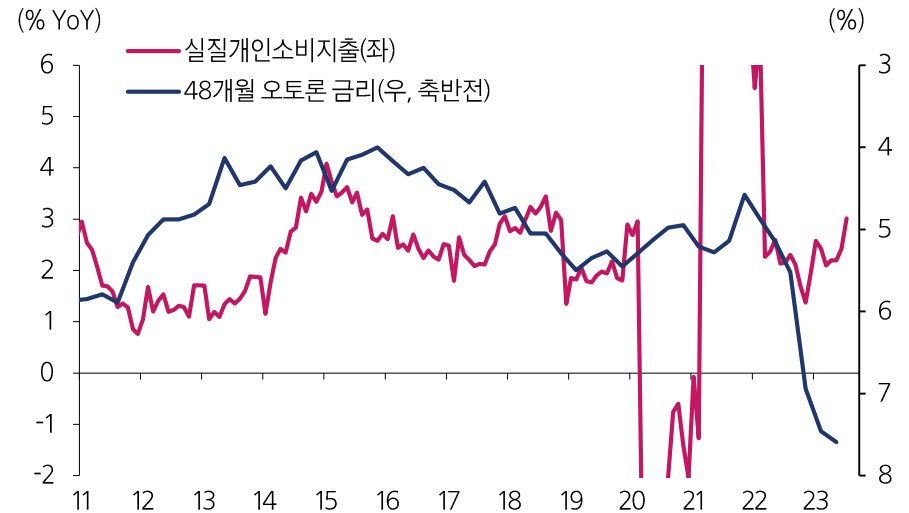
- 최근 강한 소비지표에 따라 올해 한 차례 인상 가능성을 남겨둔 듯. 다만 현재의 건조한 소비 경기는 고금리에 따라 4분기부터 지표 둔화 예상
- 유가 빠르게 상승했으나, 연준 통화정책 방향성의 Key인 핵심 PCE 물가에 미치는 영향은 당분간 제한적
- 결론적으로 11월 1일 FOMC 전까지 지표 발표가 서프라이즈일 확률은 크지 않음. 올해 추가 인상 가능성보다는 현재 수준 동결 유력
- 이번 FOMC는 실제 기준금리 인상을 예고했다기보다는, 지표 서프라이즈 가능성에 대비하여 예비적으로 매파적 스탠스를 유지하는 것으로 해석

유가 상승하더라도 핵심 PCE는 둔화될 듯



자료: Bloomberg

고금리는 시차를 두고 소비경기 부진으로 연결



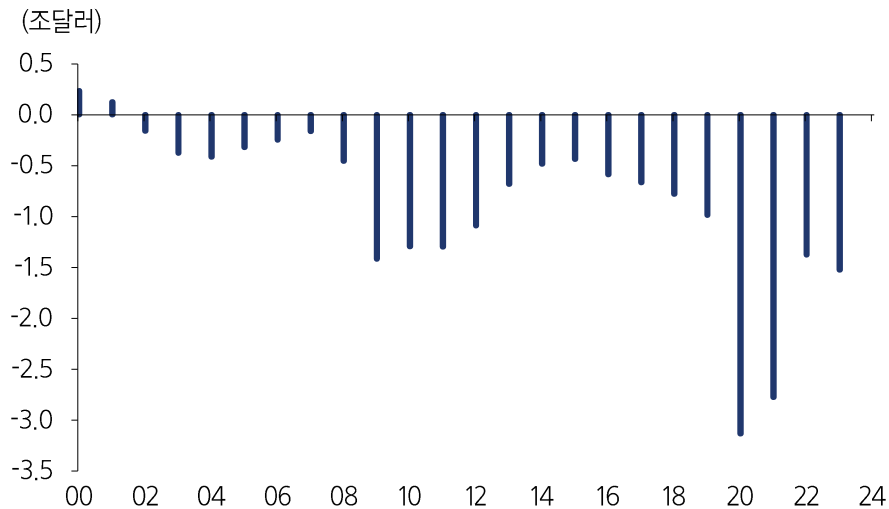
자료: Thomson Reuters

리스크2) 연방정부 섯다운 연말까지 정책불안 지속

섯다운 가능성 잔존, 섯다운 발발되지 않더라도 연말까지 정책 불안 높을 듯

- 2024년 회계연도 시작하는 10월 1일까지 예산안 처리 필요. 예산안 통과 못하면 섯다운 발발
- 현재 하원에서 공화당 강경파가 2024 회계연도 정부 지출을 1조4,700억달러 (2022년 수준)로 줄여야 한다는 입장을 고수하면서 통과 난항
- 과거에는 9월말까지 예산안 처리되지 않을 경우 당해 회계연도의 예산을 연장하는 효력 가지는 임시 지출안을 통과시켜 협상 시간 연장
- 현재 한달짜리 임시 지출 법안 합의 중이나, 임시 법안 통과되더라도 10월 말까지도 예산안 처리되지 않을 가능성 잔존

미국 재정적자



자료: Thomson Reuters

부채한도 협상(5월) 이후 하락한 CDS 프리미엄 재상승 중



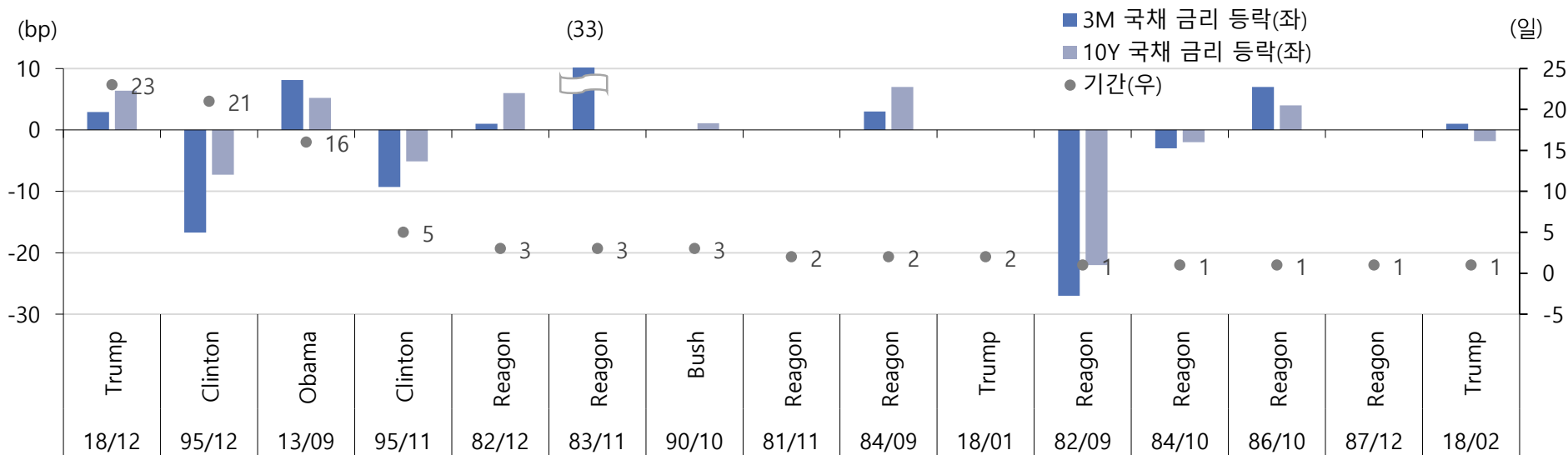
자료: Thomson Reuters

리스크2) 연방정부 섯다운 오히려 금리 하락 가능

이론적으로는 금리 상승 요인이나, 현실에서는 그렇지 않음

- 이론적으로는 국채를 발행하는 연방정부가 섯다운되면, 국채의 신용 위험이 높아지며 금리가 상승해야 함
- 다만 현실에서는 섯다운과 금리 간의 상관관계를 찾기 어려움
- 오히려 섯다운 직전이나 직후 안전자산 선호가 높아지며 금리가 하락했던 경험이 다수

80년대부터 연방정부 섯다운 일수와 해당기간 시장금리 등락폭



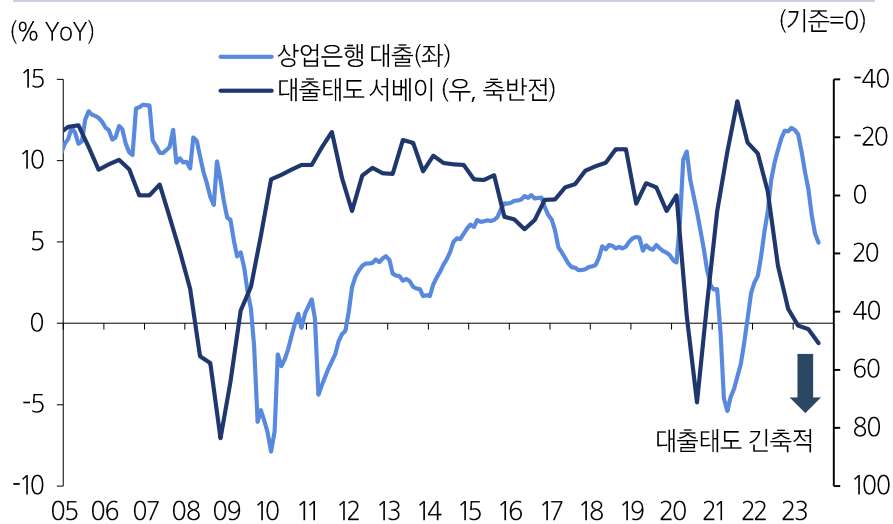
자료: Thomson Reuters

리스크3) 고금리에 따른 리스크

시스템릭 리스크로 확대 가능성은 없으나, 국지적 리스크는 잠재

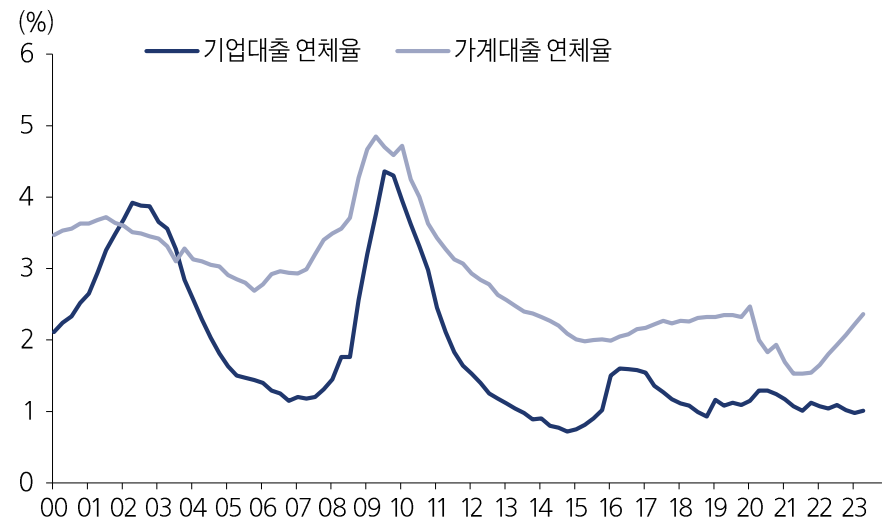
- 고금리에 따른 차주의 신용리스크 상승 우려로 따라 은행권 대출 태도 긴축 전개 중
- 신용 연체율 추이는 기업대출 연체율이 잠잠한 반면, 가계대출 연체율은 2019년에 근접할 정도로 상승
- 긴축적 금융환경에 따라 경기가 시차를 두고 하강하며 채권금리 후행적으로 하락할듯

은행의 대출 태도 긴축 지속 중



자료: Thomson Reuters

높아지는 가계신용 연체율



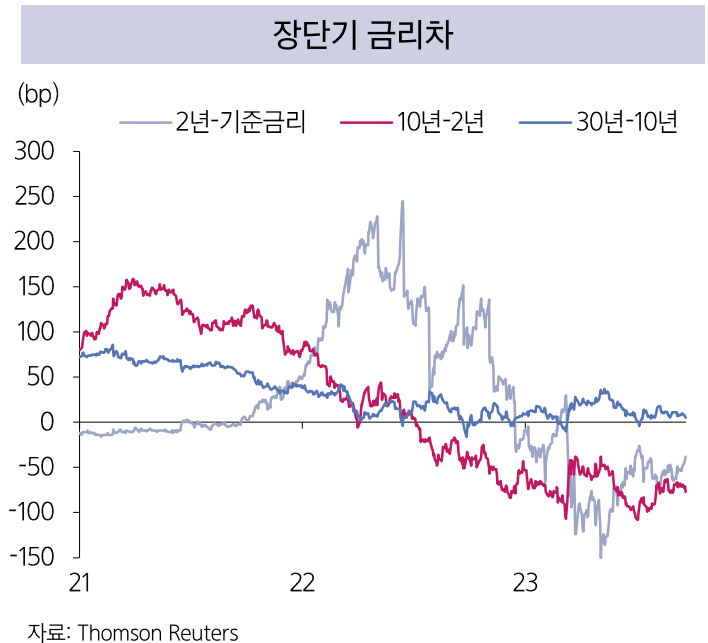
자료: Thomson Reuters

결론) 현재 금리(4.5%) 근처 비중 확대

악재는 대부분 확인된 듯

- 결론적으로 현재 채권시장의 리스크 요인인 기준금리 추가 인상 가능성, 유가 지속 상승, 예산안 관련 연방정부 섯다우 우려, 고금리 리스크 등을 종합적으로 고려하면, 채권 시장의 강세 요인이 연말까지 더 우세하다고 판단
- 8~9월 중 있었던 악재들은 대부분 반영된 듯
- 연말까지 볼 플래트닝 전망 유지

연말까지 금리 상승 및 하락 요인		
이슈	전망	금리에 미치는 영향
2024년 예산안 처리 난항	섯다운 가능성 높음	하락
기준금리 연내 추가 인상 가능성	동결	중립
유가 상승 지속 (WTI 가격 100달러 도달)	80~90달러대 당분간 지속	다만 90달러대에서 유가 장기간 지속시 물가 경로 상향되며 금리 상승(그럼에도 불구하고 코어 물가는 하향안정돼 기준금리 추가인상 요인은 아닐듯)
고금리에 따른 은행, 부동산, 대출 등 신용 리스크	시스템릭 리스크 가능성은 낮으나, 소기업이나 지방은행 중심 리스크 상존	은행권 대출태도 여전히 긴축적. 경기 경로 하향으로 이어져 중장기적으로는 금리 하락 요인
종합		하락



02

크레딧과 신흥국

미국 크레딧 IG OW, HY 중립 유지

투자등급 캐리 매력 여전

- 9월 주식, 채권 동반 부진했음에도 불구하고 투자등급 스프레드는 오히려 소폭 축소
- 아직 양호한 기업이익과 부채 건전성 등에 신용 위험 크지 않으며, 리스크 대비 일드 매력 충분
- 하이일드 스프레드는 전월대비 12bp 상승했음에도 불구하고, 여전히 펀더멘탈 대비 낮은 스프레드라고 판단
- 부도율 보다 선행하는 스프레드의 흐름을 감안하더라도 너무 빨리 축소 중

IG 스프레드와 YTW



자료: Bloomberg

HY 부도율과 전망치



자료: Bloomberg

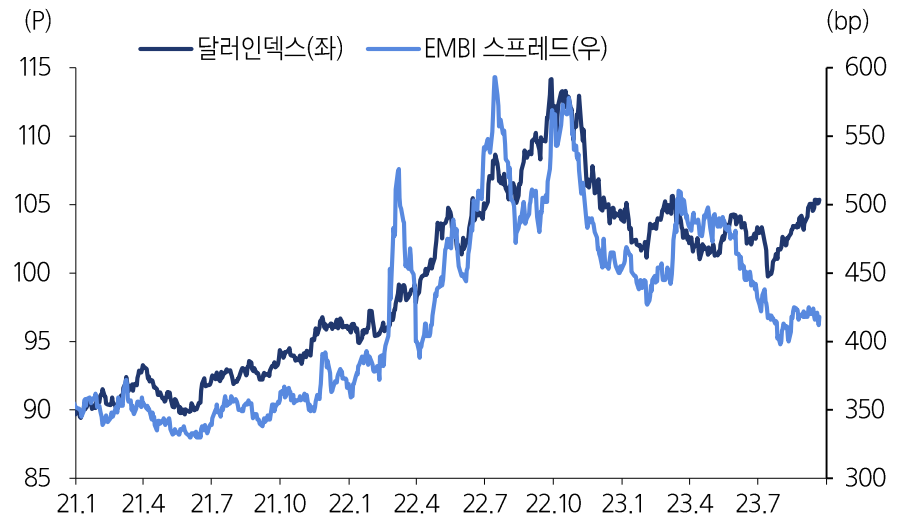
신흥국 소폭 비중확대 유지

비중확대 유지하나, 확대폭은 소폭 축소

- 달러표시 신흥국 채권지수는 전월대비 1.4% 하락
- 스프레드는 0.8bp 상승에 그쳤음에도 불구하고 금리 상승으로 인한 마이너스 수익률
- 강달러 지속에도 불구하고, 아직 건조한 신흥국 경기와 금리 인하 등 더해지며 EMBI 스프레드는 낮은수준에서 움직이는 점 긍정적

			중합	라틴	유럽	중동	아시아	아프리카
Performance	1M	%	(1.42)	(2.33)	(0.66)	(1.25)	(1.62)	0.09
	3M	%	(1.05)	(1.90)	1.50	(1.39)	(1.94)	0.08
	YTD	%	3.00	2.61	5.97	0.93	3.86	2.77
	1Y	%	6.78	7.63	11.55	3.10	4.68	8.61
Spread	현재	bp	422.7	393.0	468.0	307.0	281.0	845.0
	1M	bp	0.8	8.0	(8.0)	(4.0)	5.0	(17.0)
	3M	bp	(9.7)	(8.0)	(49.0)	(8.0)	6.0	2.0
	YTD	bp	(29.8)	(23.0)	(122.0)	(7.0)	(43.0)	27.0
	1Y	bp	(79.7)	(83.0)	(204.0)	(42.0)	(58.0)	(34.0)
YTW	현재	%	8.8	8.5	9.3	7.7	7.3	13.1
	1M	bp	32.0	40.0	24.0	27.0	36.0	13.0
	3M	bp	14.0	10.0	(20.0)	20.0	26.0	39.0
	YTD	bp	(19.0)	(16.0)	(71.0)	3.0	(50.0)	33.0
	1Y	bp	(30.0)	(40.0)	(64.0)	(14.0)	8.0	(43.0)
Duration	현재	년	6.5	7.6	5.2	7.1	6.1	4.9

달러인덱스와 EMBI 스프레드



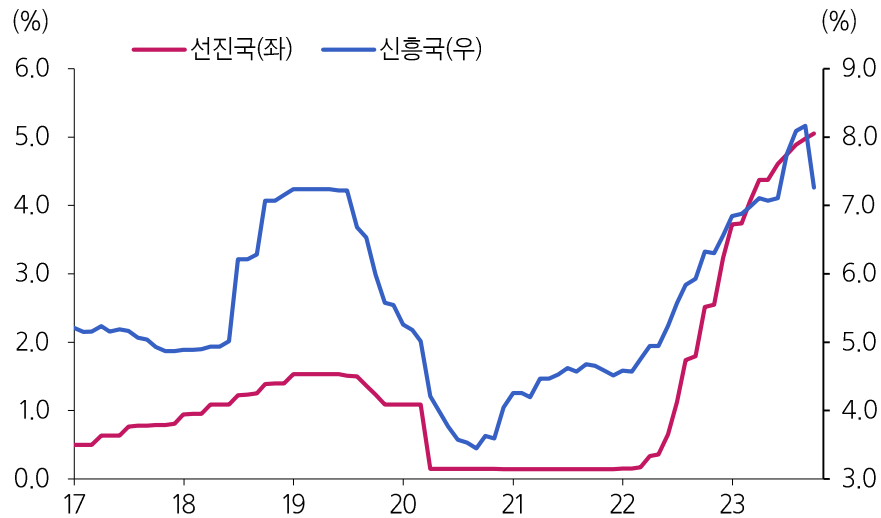
자료: Bloomberg

신흥국 소폭 비중확대 유지

금리 인하 사이클 진입 + 고유가 국면 긍정적

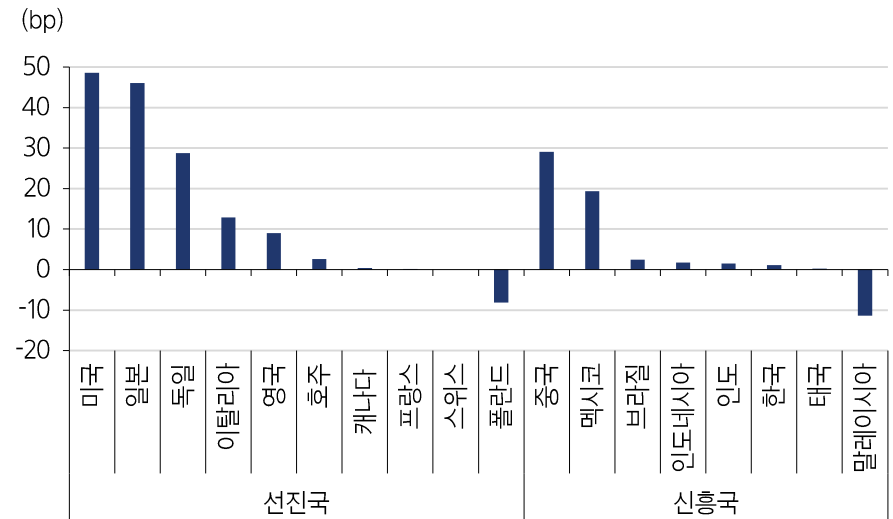
- 최근 브라질은 50bp씩 두차례의 기준금리 인하를 통해 현재 12.75%의 기준금리. 물가 둔화 기조 감안하면 인하 사이클 지속될 가능성 높아
- 또한 고유가 국면에서는 원자재 신흥국의 재정여건이 개선되어 신흥국 채권에 긍정적인 환경
- 3분기 선진국보다 신흥국의 CDS 상승 속도가 더 느렸던 점을 통해 신흥국의 안정적 신용 환경 확인

달러인덱스와 EMBI 스프레드



자료: Bloomberg

3분기 중 CDS 프리미엄 상승률



자료: Bloomberg

03

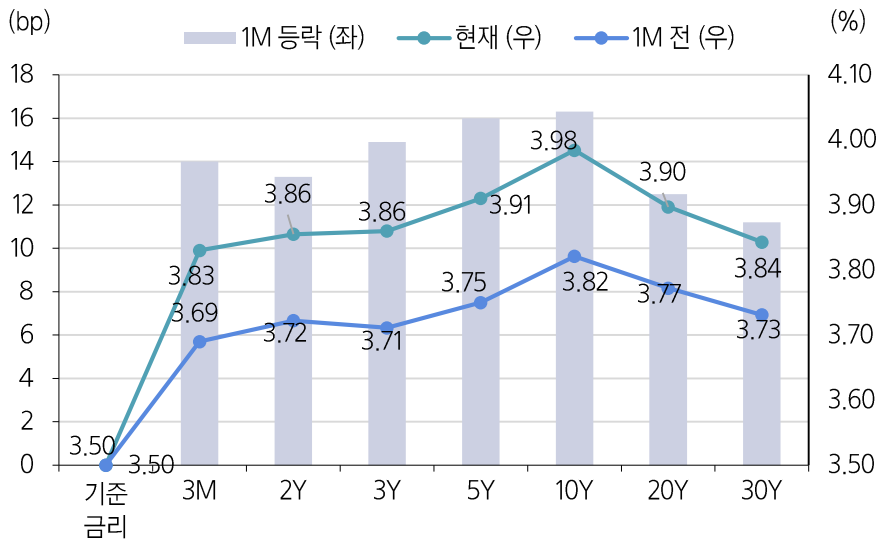
국내 국공채

국내 채권 Review

대내외 악재 모두 반영 중

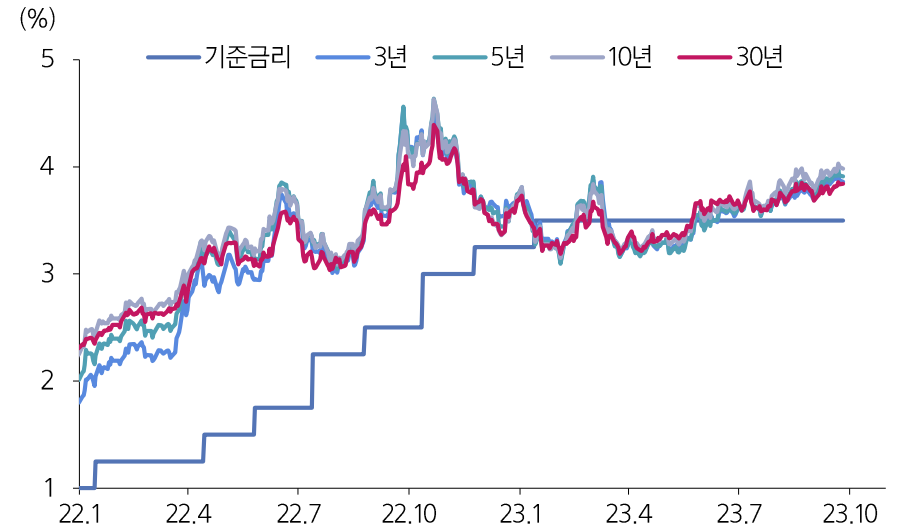
- 월초 7월까지 세수 진도율이 평년 수준을 대폭 하회하는 것으로 확인되며 세수 우려있었으나 공자기금 활용 대응책으로 우려 일시 진정
- CP3개월 - CP 7일물 스프레드 확대, CD 금리 - 기준금리 스프레드 확대 등 단기자금시장 불안 고조되며 장기물 금리 동반 상승
- 이후 국내시장의 리스크 요인은 추가로 확인되지 않았으나 대외금리 상승에 연동되며 국내 금리 상승 지속하다 월중 4% 상향 돌파 하기도

전 만기물 금리 10bp 넘게 상승



자료: Infomax

커브 스틱 지속



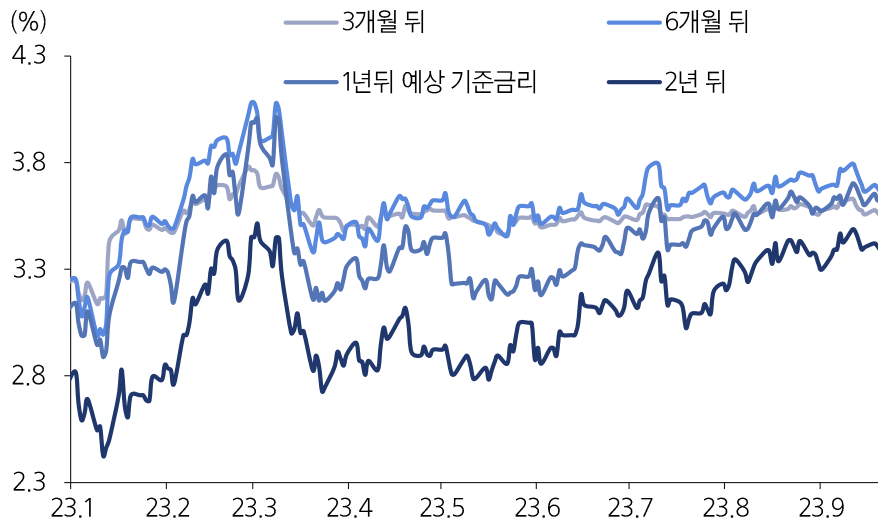
자료: Infomax

10월 금통위 인상 사이클 종료 판단

채권시장은 아직 인하 가능성을 미반영 중

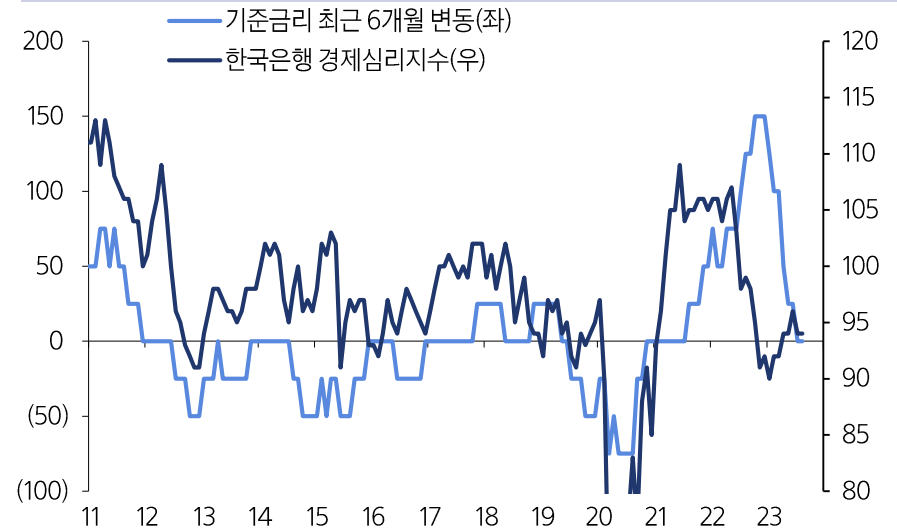
- 선도시장에서는 2년뒤까지 3.3%, 1년 뒤 3.5% 정도의 기준금리를 프라이싱 중
- 내년까지의 기준금리 인하 가능성을 전혀 반영하고 있지 않은 시장
- 보통 경기에 대한 심리지수 고점 확인 직후 기준금리 인하 사이클 시작하는데, 현재 심리지수 반등 중
- 4분기 경 경기 하강이 심리지표에 반영되면 기준금리 인하 기대 시작되면서 금리 하락 예상

아직도 너무 높은 선도금리



자료: Thomson Reuters

기준금리 인하 전 심리지수 반락 확인 필요



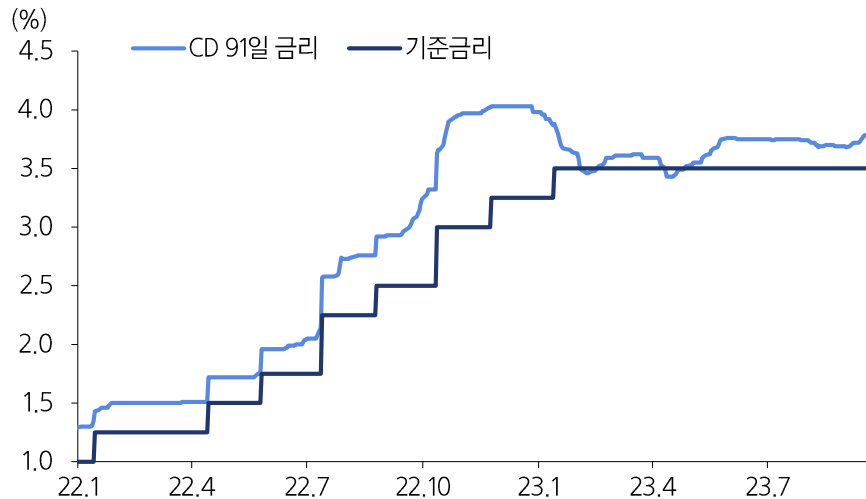
자료: Thomson Reuters

단기자금시장 불안 계절성 감안하더라도 변동성 확대 유의

계절성을 감안하더라도 1년짜리 예금 만기도래 관련 불안에는 주의

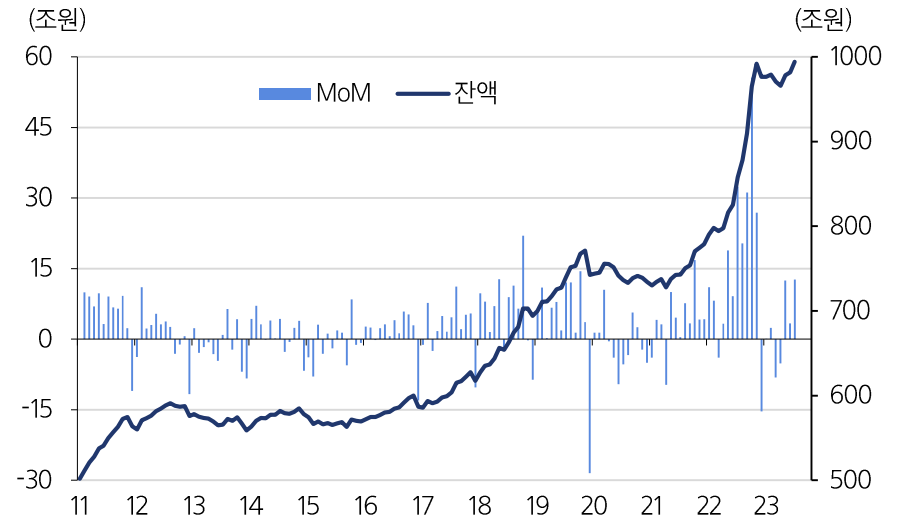
- 9월 중 CD금리와 은행채 금리가 상승. 추석과 분기말을 앞두고 단기 자금 경색에 대한 우려 확대
- 작년 레고랜드 사태 직후 은행들의 고금리 예금 경쟁이 격화되며 정기 예금 빠르게 증가.
- 올해 4분기에 해당 정기 예금 중 만기 1년짜리의 만기 도래가 예상돼 은행채 및 CD 금리 상승 부담으로 작용할 수 있음

재차 벌어진 CD금리-기준금리 스프레드



자료: Thomson Reuters

시중은행 정기예금



자료: Thomson Reuters

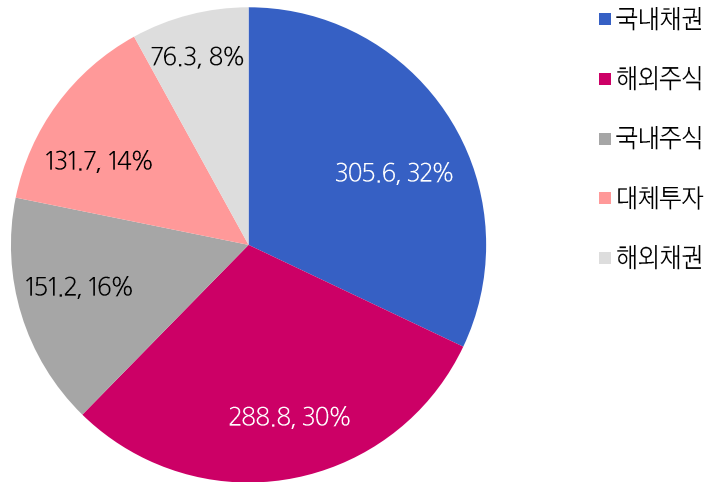
세수부족 채권시장에는 독립인 재료

외평기금 활용: 추경 편성 가능성 ↓ vs. 기금의 국내채권 매도가능성 ↑

- 정부는 세수부족에 대응으로 추경보다는 외국환평형기금의 재원을 일반회계로 전용하는 방법을 사용 중
- 추경 가능성 줄어들면서 국고채 공급 부담에 대한 우려는 줄어들 수 있음
- 다만 기금의 여유자원 중 23%가 국내채권에 투자되고있어, 기금 활용도 높아질 경우 국내채권(MMF와 단기채권) 환매로 연결 가능성에 유의

기금 포트폴리오 (금융 부문)

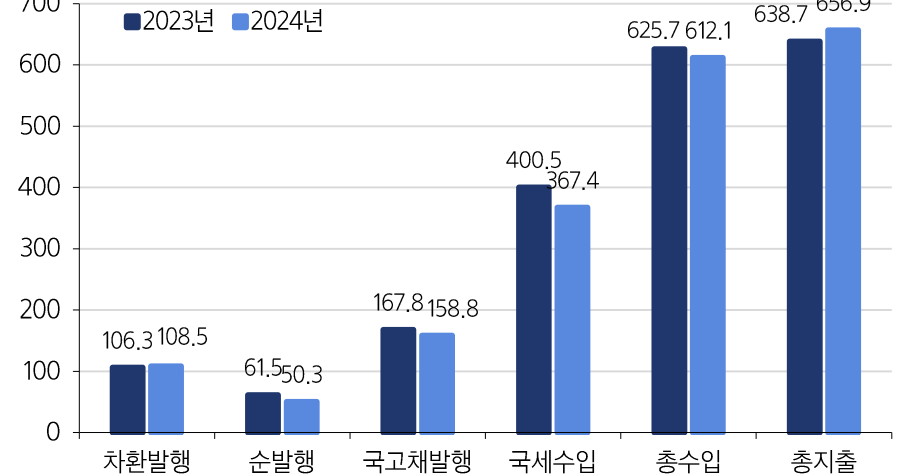
(조원)



자료: 국회예산처

2024년 예산안 : 국세 수입과 국고채 순발행 동반 감소

(조원)



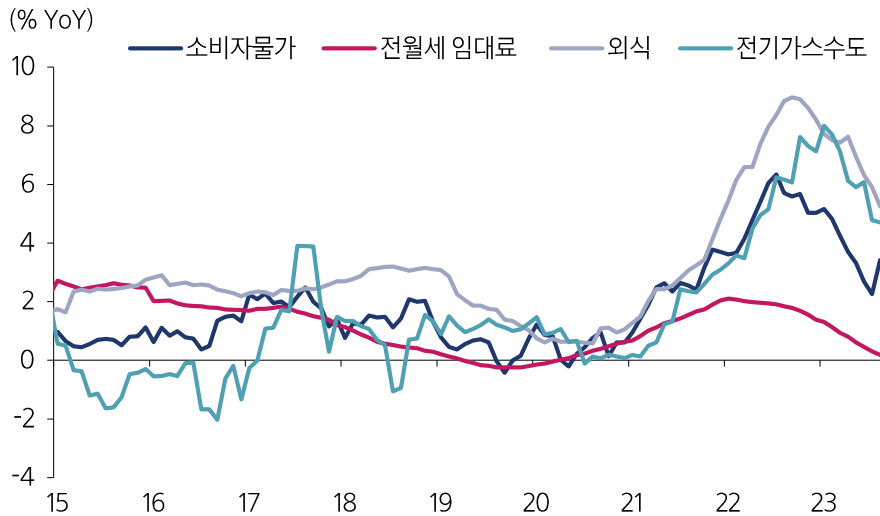
자료: Thomson Reuters

수요측 물가 둔화 압력 유지 2%대 물가로 돌아갈 것

물가는 예상치 상회했으나 일시적인 것으로 판단

- 8월 소비자물가는 전년동월대비 3.4%로 예상치인 2.7%를 크게 상회
- 공업제품 중 석유류 기저효과가 낮아져 높은 상승률 유지된 점과 전기가스수도 등의 기여가 주된 요인
- 수요측 압력을 대변하는 외식 서비스와 전월세임대료 등은 여전히 하락 추세를 이어가는 중
- 그럼에도 불구하고 최근 국내금리가 크게 상승한것은 대외금리와의 동조화가 강화되었기 때문

예상치를 상회한 소비자물가



자료: Thomson Reuters

한국과 미국 금리 주간 등락의 3개월 롤링상관계수



자료: Thomson Reuters

결론 금리 하락, 커브 플래트닝 예상

현재금리 수준에서 비중확대 전략 유지

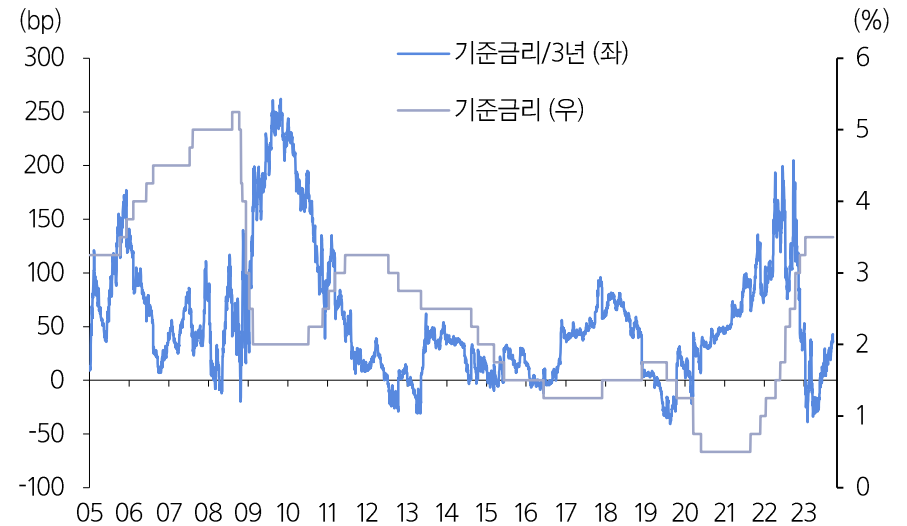
- 연초부터 신흥국과 선진국의 통화정책 방향은 엇갈리고 있으며, 최근 들어서는 선진국 내에서도 국가별로 통화정책 차별화 나타나고 있는 모습
- 이러한 상황에서 현재 한국과 미국의 금리 동조화는 너무 과도하다고 판단
- 한국의 경기 펀더멘탈 감안하면 지금의 금리 수준은 오버슈팅 영역일 가능성이 높으며 비중확대 전략 유효

장단기 스프레드



자료: Thomson Reuters

3년 금리 반등은 이른듯



자료: Thomson Reuters

04

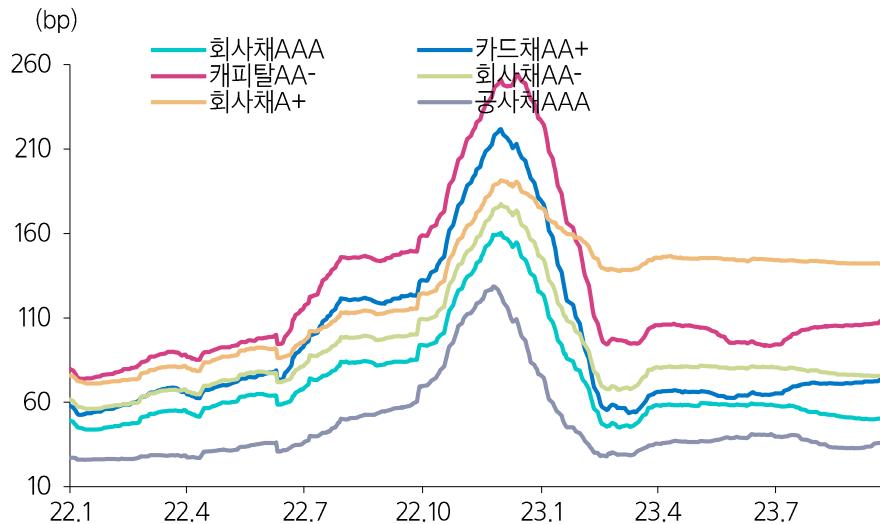
국내 크레딧

국내 크레딧 U/W 전환

시장 관심은 금리에서 크레딧으로 이동, 약세 조정 대비 경계심 높일 필요

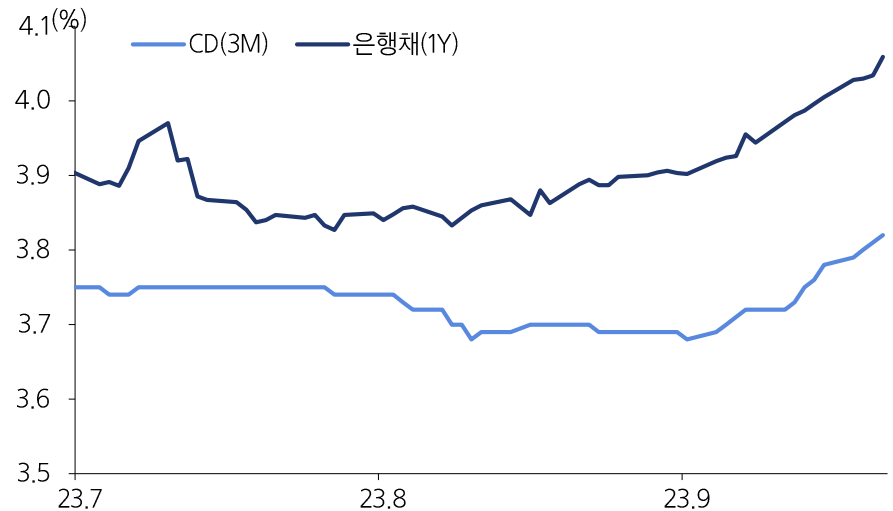
- 우려했던 수급 불안 요인이 현실화 되면서 크레딧 전반적으로 약세 전환 하는 모습
- 금리 상승에 따른 캐리 매력 불구하고 고금리 예금 만기도래 부담, 단기자금 시장 불안, 은행·한전채 발행 증가 등 크레딧시장 악재 요인 감안하면 크레딧 약세가 당분간 이어질 것으로 예상
- 상대적으로 선방 중인 회사채 시장도 우량채 구축 현상 및 펀더멘털 우려가 커지면서 약세 전환 가능성 잠재
- 다만, 정부의 적극적 시장 안정화 대책 감안하면 작년 레고 사태 경색 재발 가능성 낮음

섹터별 신용스프레드 추이



자료: 인포맥스

CD 및 은행채 금리 추이



자료: 인포맥스

국내 크레딧 기रो에 선 기업 구조조정

금융,非금융 기업 모두 대차대조표 건전성 강화 필요

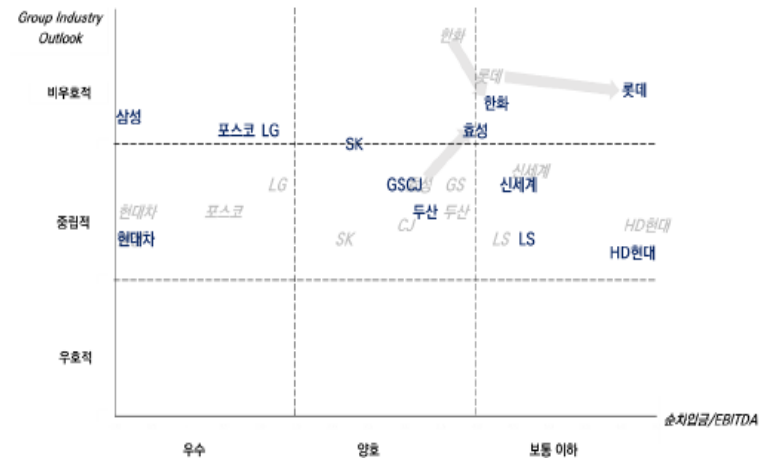
- 고금리, 고물가, 고환율 3高 환경 및 경기 회복 지연 가능성으로 기업의 전반적인 채무 상환 능력 약화 우려
- 저금리 환경 下 인수합병 및 대규모 투자 등으로 부채가 급증한 기업은 경기순환적 기간조정이 아닌 적극적인 사업 구조조정 노력 필요
- SK 등 일부 그룹들은 선택과 집중을 통한 사업 재편 및 유상증자, 자산 매각 등 통해 재무안정성 개선노력 병행 중
- 금년 10월에 일몰 예정인 기존 워크아웃 제도의 연장을 위한 기촉법 개정안 통과 여부 및 정책금융의 선제적 산업 재편 기능 강화 여부 주목

SK, 롯데, 신세계 그룹 재무 비율 추이

		2020	2021	2022	23.1Q	순차입금 증가율
SK	순차입금	49,571	55,429	74,622	81,986	65%
	순차입금/ETITDA	2.1	1.5	1.9	5.4	
롯데	순차입금	26,684	26,419	33,169	34,487	29%
	순차입금/ETITDA	5.4	4.2	7.2	7.0	
신세계	순차입금	10,167	13,622	14,047	13,055	28%
	순차입금/ETITDA	3.9	4.3	4.4	9.6	

자료: 인포맥스, 한기평, 순차입금 증가율은 2020년 대비 2023 1Q 증감

그룹별 순차입금/EBITDA 수준 및 단기 업황 전망



자료: 한신평, 순차입금/EBITDA지표가 1.5배 미만은 '우수', 4.0배 미만은 '양호', 4.0배 이상은 '보통' 구분 회색으로 표기된 그룹명은 2022년 KIS 그룹분석 기준

국내 크레딧 신평사의 신뢰성

신평사의 온정주의와 무딘 칼날 : 업포용 or 등급 조정 신호탄

- (㉸)한화가 등급 하향 조건 충족 했으나 사후적으로 조건 변경 통해 등급 하락 면하게 하는 사례 발생, 사후적 봐주기 비판
- 한화건설 합병 이후 (㉸)한화의 순차입금/EBITDA와 부채비율 지표가 등급 하향 트리거를 이미 충족함에 따라
순차입금/EBITDA와 부채비율 지표를 삭제하고 EBITDA마진과 차입금의존도 지표로 변경(부채비율 : '21년 126% => '23.2Q 233%)
- '23년 상반기 등급 조정 사례 보면 신평사들이 기업 등급 하향에 전반적으로 소극적 모습, 해설자와 평론가 역할 한계 아쉬움

(㉸)한화 등급 변동 요인

변경 전	상향변동요인	✓ 계열 전반의 신용도 상승 ✓ 순차입금/EBITDA <= 3.5배
	하향변동요인	✓ 계열 전반에 대한 재무부담 확대 ✓ 순차입금/EBITDA > 7배, 부채비율 > 150%
변경 후	상향변동요인	✓ 계열 전반의 신용도 상승 ✓ 순차입금/EBITDA <= 3.5배
	하향변동요인	✓ 계열 전반에 대한 재무부담 확대 ✗ 순차입금/EBITDA > 7배, 부채비율 > 150% [삭제] ✓ EBITDA마진 < 6%, 차입금의존도 > 45% [조건 추가]

(별도 기준)	3년 평균	연도별				상향	하향
	2020~2022	2020	2021	2022	23.06		
EBITDA마진	7.4	6.7	8.1	7.6	4.0		<6
순차입금/EBITDA	8.6	6.6	6.9	12.1	15.5	<=3.5	
차입금의존도	33.2	28.6	31.0	37.9	40.7		>45

자료: 한기평

신용평가 3사 '23년 상반기 정기평가 등급 상/하향 배율

	등급 상/하향	등급전망 상/하향	전체 상/하향
한신평	0.64	1.55	1.09
한기평	0.27	0.61	0.47
나신평	1	1.93	1.52

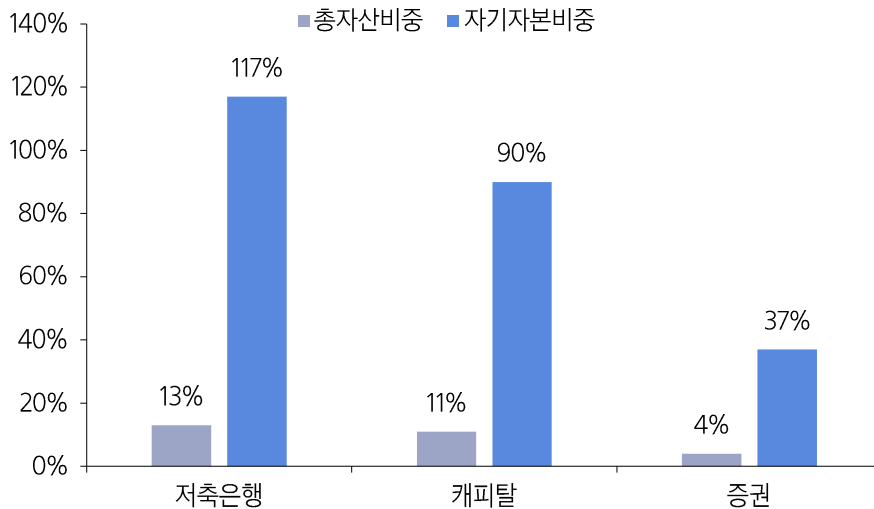
자료: 한신평, 한기평, 나신평, 신문(이코노미스트) 기사

국내 크레딧 저축은행 유동성

저축은행 조달 환경 악화, 발등의 불

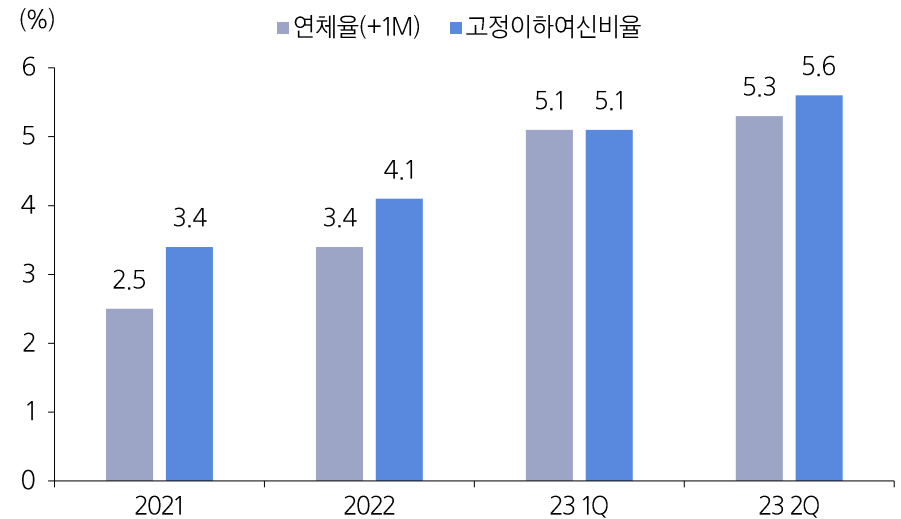
- 부동산 PF 대출 등으로 자산 건전성 악화되는 가운데 '23년 2분기 연속 적자 기록
- 신용등급 하향 압력 증가 : 키움, 오케이, 웰컴, 오에스비, 페퍼, 더케이 등 저축은행 등급 전망이 금년 중 '안정적'에서 '부정적'으로 하향
- 최근 시행된 퇴직연금제도 디폴트 옵션 제도는 저축은행 예금을 사전 지정 포트폴리오에 포함하지 않기 때문에 타 금융기관 퇴직연금 상품으로 이동 가능성 용이, 정부의 자제 권고 불구 업권내 또는 업권간 수신 경쟁 가능성 촉발 우려
- 금융권 수신 경쟁 과열 막기 위해 정부가 은행 예금 보다는 은행채 발행 유도

제2금융업종 PF익스포저 비중('23. 6)



자료: 나신평, 상기 PF익스포저는 등급 보유 금융기관의 '브릿지론+본PF대출+부동산PF채무보증' 기준

저축은행 자산건전성 지표 추이



자료: 금감원

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 투자전략 및 투자프로세스는 현재의 시장상황을 감안하여 참고용으로만 제시된 것이므로, 시장상황의 변동이나 당사 내부기준의 변경 또는 기타 사정에 의하여 별도의 고지 절차 없이 변경될 수 있습니다.
- 당사는 관련법령에 허용된 범위내에서 투자전략 및 투자프로세스를 결정하므로, 본 자료에 기재된 사항 중 관련법령 및 계약서의 내용과 상이한 것은 효력이 없습니다.
- 본 자료는 참고 자료로 신뢰할 수 있다고 판단되는 각종 자료와 통계자료를 이용하여 작성된 것이나 본 자료의 내용이 향후 결과에 대한 보증이 될 수 없으며, 본 자료를 본래의 용도 이외의 목적으로 사용했을 때 삼성자산운용은 이에 대해 법적 책임을 지지 않습니다.
- 본 자료를 삼성자산운용 이외의 자로부터 입수하였을 경우, 자료 무단 제공 및 이용에 대한 책임은 전적으로 해당 제공자 및 이용자에게 있습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

삼성자산운용

삼성자산운용 주식회사

06620 서울특별시 서초구 서초대로74길 11 대표전화 : 02-3774-7600 콜센터 : 080-377-4777 [상담시간안내 : 평일 오전 9시~오후 5시]