

2023년 하반기

국내외 채권전망

2023. 7

Executive Summary

01 미국 채권

- 적정 10년 금리 밴드의 상단은 현재 3.3%수준. 실제 금리는 적정금리 밴드를 9개월째 상회하는 중
- 연말 물가 추가 둔화를 감안하면 10년 금리 연말 3% 초중반까지 하락
- 장단기 금리차 역전폭도 추가로 확대될 수 있다고 전망
- 3Q 금리 상승 시마다 중장기물 중심 비중 확대, 연말 중립 전환

02 미국 크레딧

- 캐리매력과 견조한 펀더멘탈 감안시 하반기에도 IG 크레딧 비중확대
- HY는 부채관련 지표 모니터링하면서 중립

03 신흥국 채권

- 최근 베트남과 중국의 기준금리 인하를 시작으로 하반기부터는 브라질을 비롯한 일부 국가 인하 동참 할듯
- 컨센서스 기준으로 성장률 - 물가는 내년 들어 플러스(+)반전 시작. 고물가 없는 안정 성장에 진입해 신흥국 신용스프레드 축소 이어질듯

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

Executive Summary

04 한국 국공채

- 정리해보면 1)캐나다와 호주 비교해보아도 물가 상황을 고려하면 기준금리 추가 인상 가능성은 낮으며, 2) 경기를 감안하면 현재의 장단기 금리차 정상화는 너무 이른듯
- 3분기 기준금리 이상에서 듀레이션 확대, 4분기 중립

05 한국 크레딧

- 뚜렷한 방향성 모멘텀 부재로 좁은 박스권 횡보, 기준 금리 인상 중단 가능성은 스프레드 안정에 긍정적
- 미국 금리 추가 인상 가능성, 기업 실적 우려 및 경기 회복 지연 등은 위험 요인
- 기업별, 업종별 차별화 현상으로 등급 평균 착시 유의할 필요

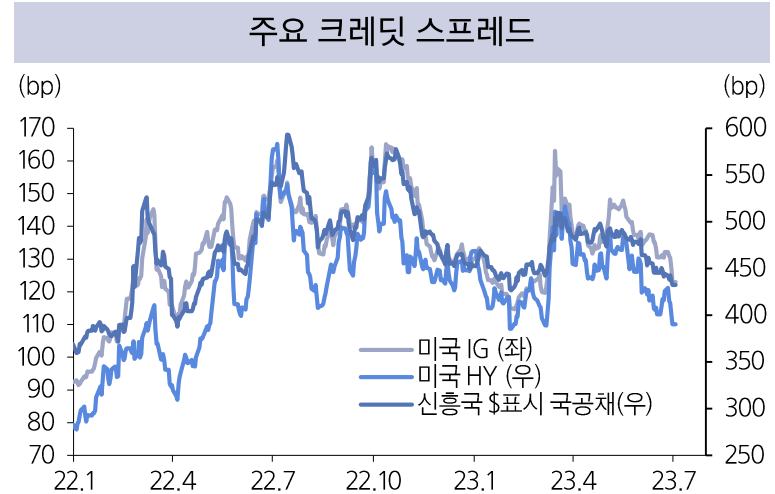
글로벌 채권 Review

		글로벌 종합	선진국 정부채	글로벌 투자등급	글로벌 하이일드	미국 정부채	유로존 정부채	미국 투자등급	미국 하이일드	유럽 투자등급	유럽 하이일드	신흥시장 정부채(\$)	신흥시장 정부채(LC, Hedged USD)	신흥시장 정부채(LC, Unhedged USD)	한국 국공채
Performance	1M %	(0.01)	(0.31)	0.81	1.93	(0.74)	(0.27)	0.41	1.67	(0.44)	0.49	2.23	1.34	3.57	(0.45)
	3M %	(1.53)	(2.44)	0.07	1.73	(1.35)	0.05	(0.29)	1.75	0.43	1.70	2.19	1.99	2.76	(1.57)
	YTD %	1.43	0.57	3.53	5.40	1.59	2.52	3.21	5.38	2.18	4.44	4.09	4.34	8.27	2.62
	1Y %	(1.32)	(2.57)	2.06	9.81	(2.08)	(4.73)	1.55	9.06	0.14	9.07	7.39	6.97	14.03	2.73
	3Y %	(14.16)	(17.77)	(10.00)	5.53	(13.49)	(16.95)	(9.98)	9.70	(9.11)	4.14	(9.03)	(7.92)	(9.67)	(8.98)
Spread	현재 bp	49.6	13.5	139.1	430.2	-	-	123.0	390.1	163.0	443.2	432.3	-	-	-
	1M bp	(3.7)	(0.7)	(12.2)	(61.6)	-	-	(15.0)	(69.1)	(8.3)	(41.5)	(44.7)	-	-	-
	3M bp	(4.2)	0.3	(14.1)	(58.5)	-	-	(15.3)	(64.8)	(6.5)	(37.3)	(52.0)	-	-	-
	YTD bp	(1.6)	(0.8)	(8.2)	(71.6)	-	-	(7.1)	(78.6)	(4.4)	(49.3)	(20.2)	-	-	-
	1Y bp	(7.2)	(1.5)	(35.5)	(187.7)	-	-	(32.4)	(178.5)	(55.1)	(197.4)	(109.8)	-	-	-
	3Y bp	(8.3)	(1.2)	(17.4)	(187.3)	-	-	(26.9)	(235.6)	13.8	(70.3)	(41.7)	-	-	-
YTW	현재 %	3.84	3.16	5.28	8.64	4.38	3.18	5.48	8.50	4.38	7.68	8.37	-	6.32	3.74
	1M bp	18.1	19.7	15.3	(22.7)	30.2	19.6	10.4	(30.6)	22.8	(4.4)	(25.6)	-	(12.4)	13.6
	3M bp	30.4	32.6	31.6	2.0	54.3	20.9	31.2	(1.4)	21.4	0.1	(13.8)	-	(26.7)	35.9
	YTD bp	10.7	11.9	9.7	(34.5)	19.5	2.8	5.4	(45.3)	11.6	(13.2)	(18.9)	-	(53.5)	(15.2)
	1Y bp	93.4	93.6	94.2	(32.9)	128.9	141.9	77.3	(38.9)	117.6	(5.0)	(19.9)	-	(73.8)	20.2
	3Y bp	289.3	269.0	341.8	209.2	388.7	313.2	332.9	163.0	351.2	299.1	285.1	-	181.4	255.4
Duration	현재 년	6.90	7.63	6.35	3.85	6.27	7.50	7.41	4.08	4.67	3.28	6.77	-	5.04	7.23

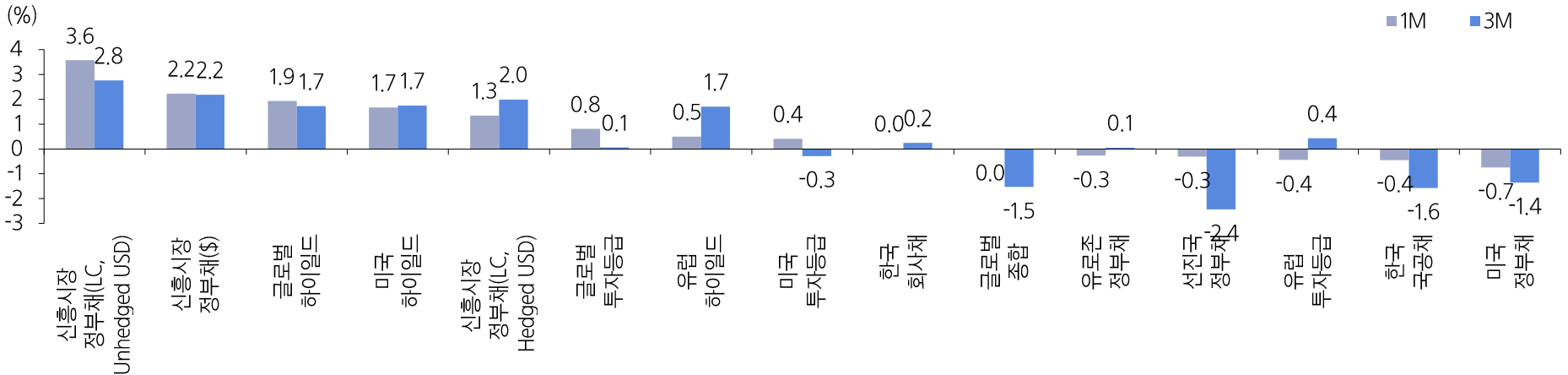
글로벌 채권 Review 금리 보험, 스프레드 축소

고위험 채권자산 중심 높은 수익률

- 미국 실적 호조에 따른 기술주 상승에 위험 자산 선호 지속되며 크레딧 스프레드 축소
- 신흥국에서는 중국과 베트남 기준금리 인하를 시작으로 일부 물가 우려 완화된 국가에서 금리 인하 할수있다는 기대 고조되며 스프레드 축소, 수익률은 전월대비 3.6%(로컬통화 기준)



채권 자산군별 총 수익률



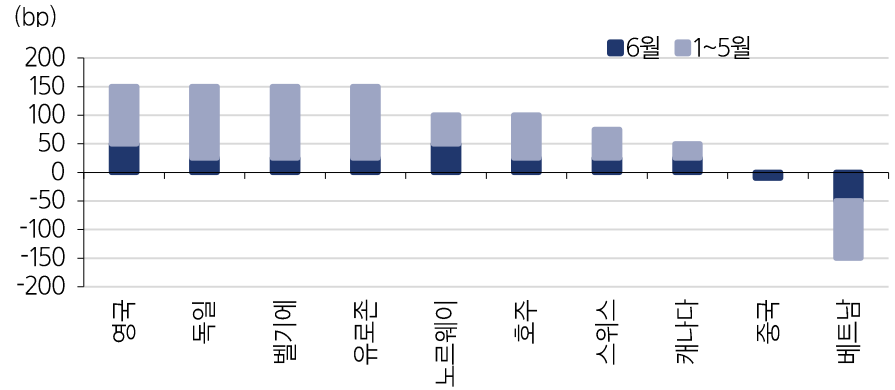
자료: Bloomberg/ 주: 신흥국 달러표시 정부채-JP morgan EMBIG Diversified Core, 신흥국 로컬통화표시 정부채- JP morgan GBI-EM, 그 밖의 지수는 Bloomberg Barclays 기준

글로벌 채권 Review

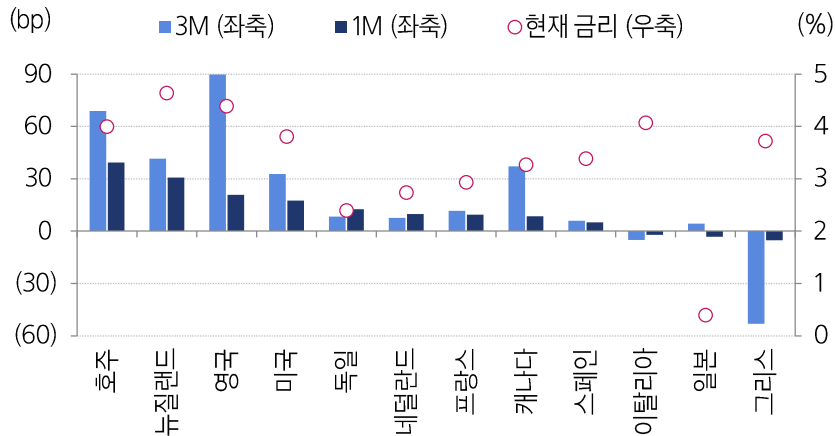
일부 신흥국 기준금리 인하 시작

- 호주와 캐나다에서 예상외 깜짝 기준금리와 함께 영국과 유로존에서는 50bp 빅스텝 인상 지속
- 반면 중국과 베트남 등 물가보다는 경기 우려가 더 큰 일부 국가에서는 기준금리 인하를 단행
- 선진국 시장금리 대부분 소폭 상승 vs. 신흥국 통화정책별 엇갈린 흐름

6월 중 주요 기준금리 인상 및 인하 국가

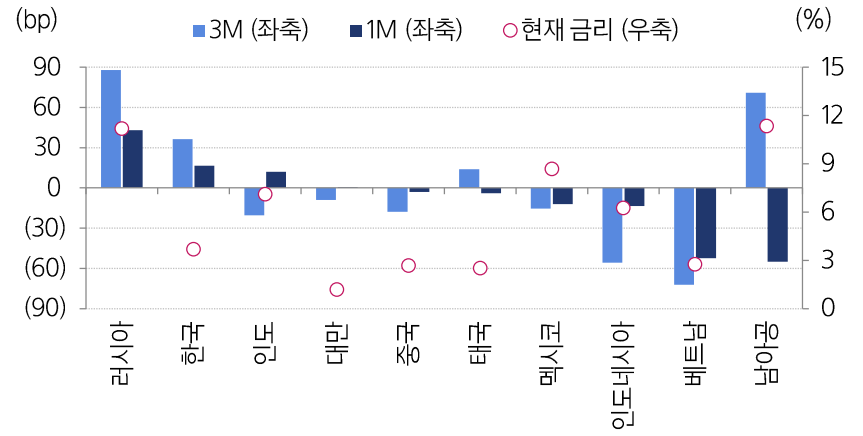


선진국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



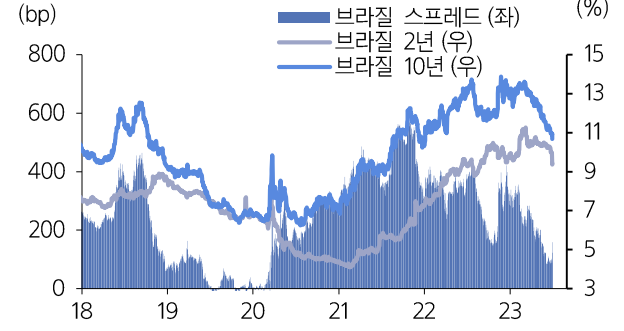
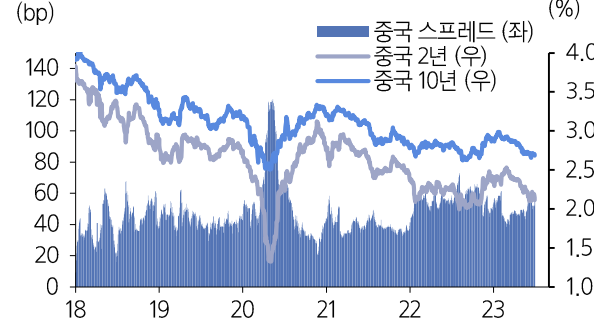
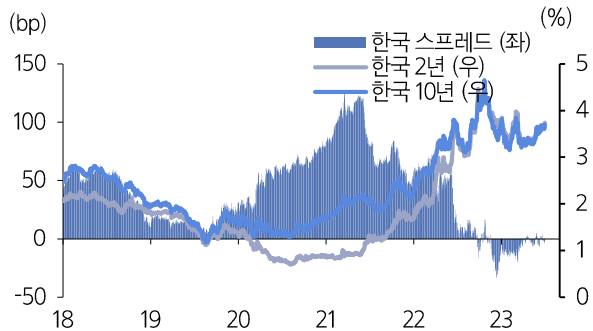
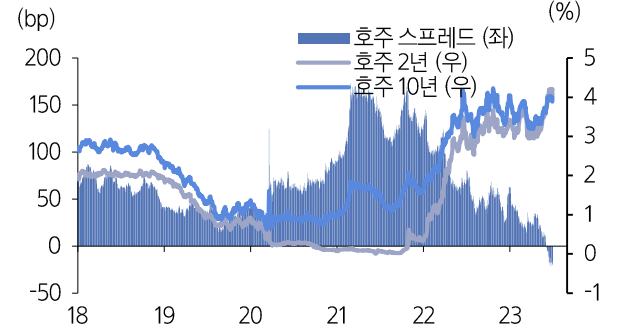
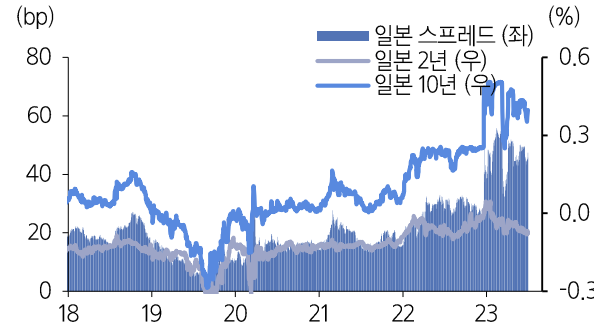
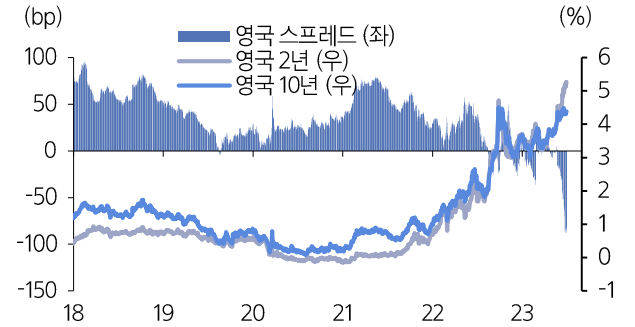
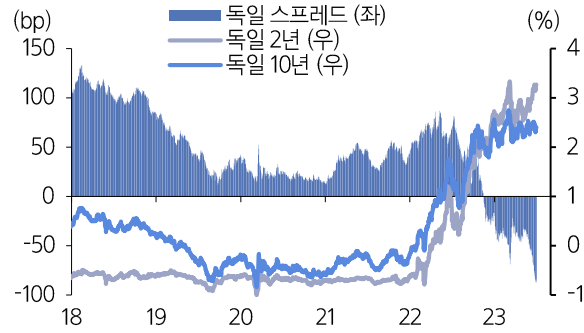
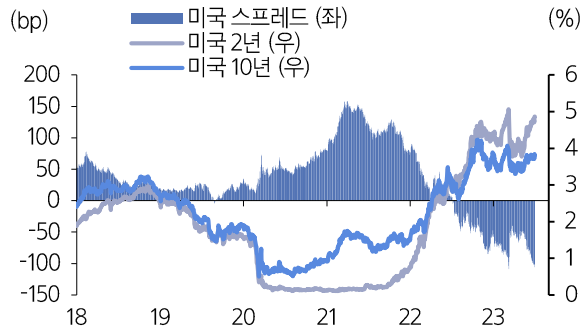
자료: Bloomberg

신흥국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



자료: Bloomberg

참고: 주요국 국채금리, 장단기 스프레드



01

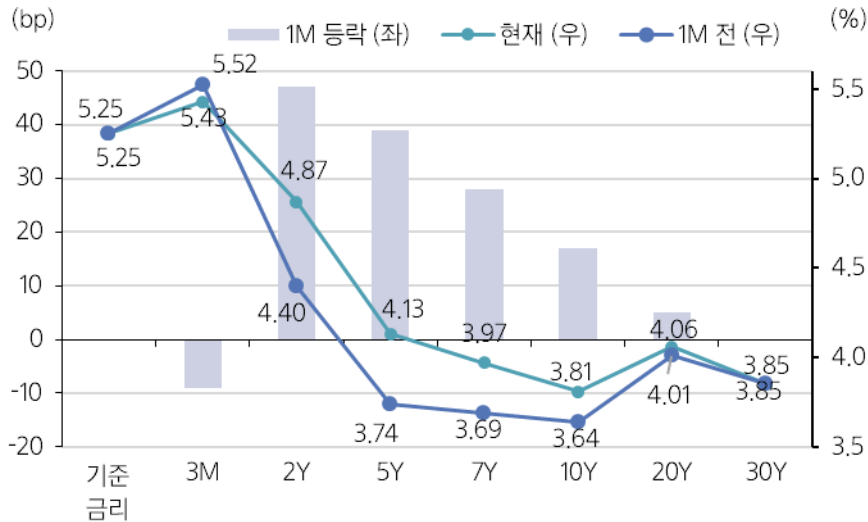
미국 국채

미국 금리 Review 금리 상승, 장단기물 역전폭 확대

위험자산 선호 지속, 기준금리 추가 인상 가능성 고조

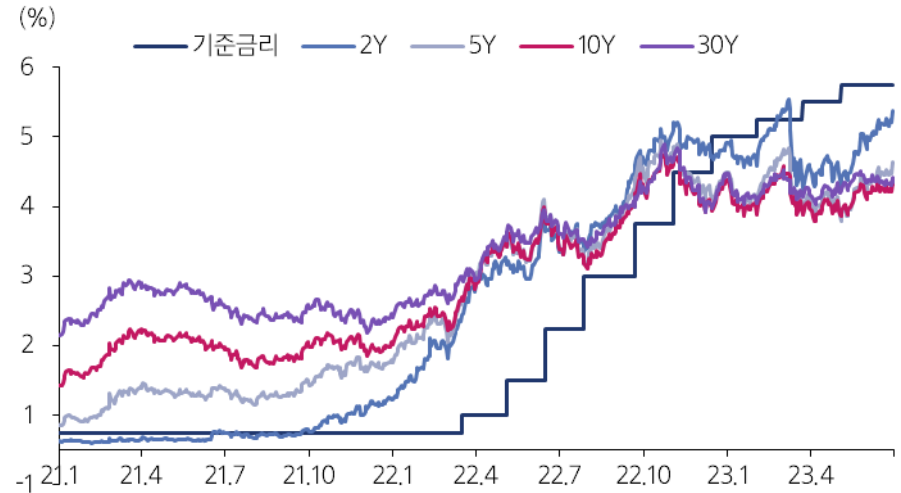
- 연준 만장일치로 기준금리 동결했으나, 점도표상 금리 상단 상향하며 단기물 금리 큰 폭 상승
- 물가 하향 안정 추가 확인됐음에도 불구하고 1분기 GDP 최종 확정치가 기존 수정치보다 상향 조정되며 위험자산 선호 지속
- 전만기물 별로 금리 상승했지만 2/10년 금리차 역전폭 확대

전월대비 금리 소폭 상승



자료: Thomson Reuters

기준금리 밑에서 등락하는 시장금리



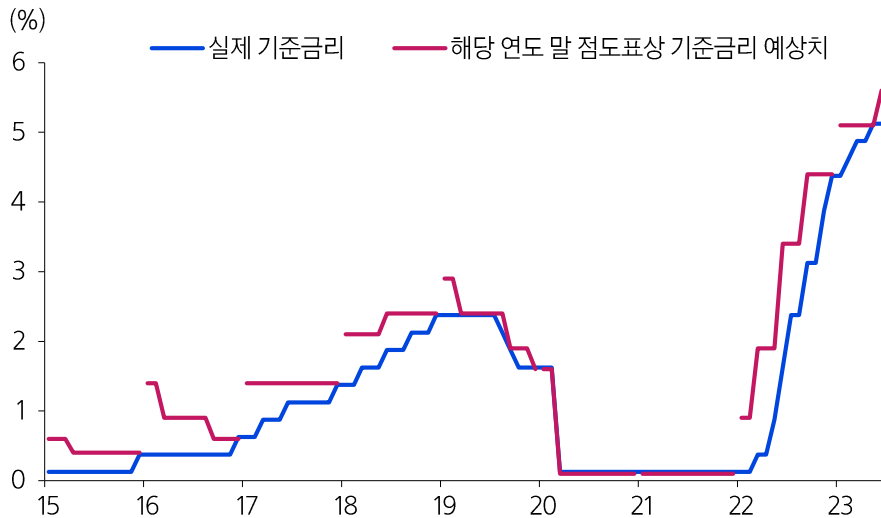
자료: Thomson Reuters

기준금리 추가 인상 가능성 매파적 점도표 확인

핵심 물가 전망치 상향과 함께 연말 점도표 기준금리 5.75%로 상향

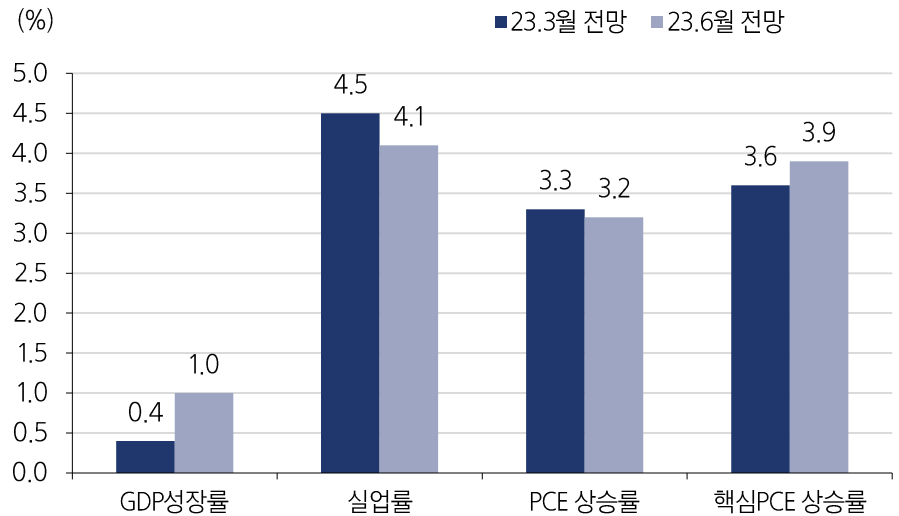
- FOMC 만장일치로 금리 5.00~5.25% 동결 및 QT 속도 유지. 점도표상 연말 기준금리 예상치 5.00~5.25%에서 5.50~5.75%로 상향
- 물가 전망치는 올해 헤드라인 물가 전망치는 하향 조정(3.3→3.2%)한 반면, 핵심물가 전망치 상향(3.6→3.9%)
- 다만 기자회견에서 파월 발언은 점도표만큼 매파적이지는 않음: 7월 인상 가능성 있지만, 아직 결정된 바 없으며 지표 보고 결정할 것, 금리는 일단 충분히 제약적인 수준에 도달

점도표상 예상기준금리는 연중 내내 틀리다 연말 직전 수정됨



자료: Thomson Reuters

Fed의 올해 4/4분기 경제 지표 전망치



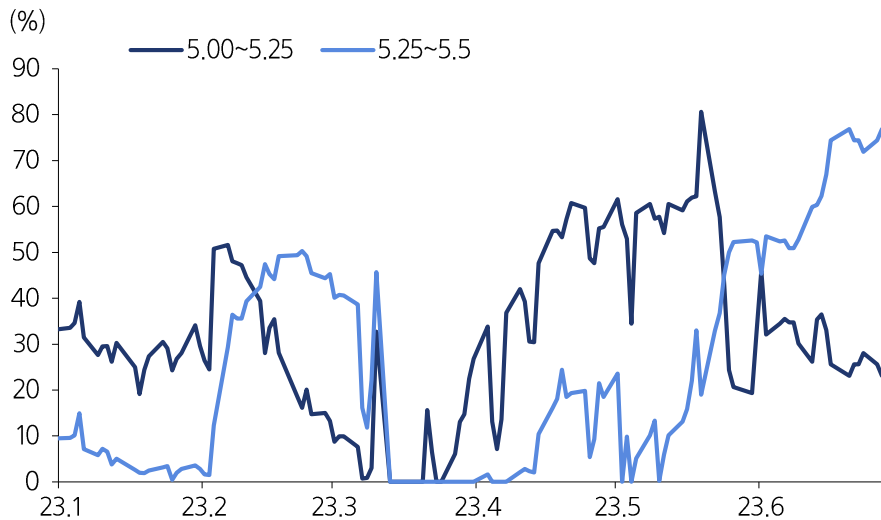
자료: Thomson Reuters

기준금리 추가 인상 가능성 1차례 인상 가능성 유력

시장 과열 막으려는 파월 의장 발언

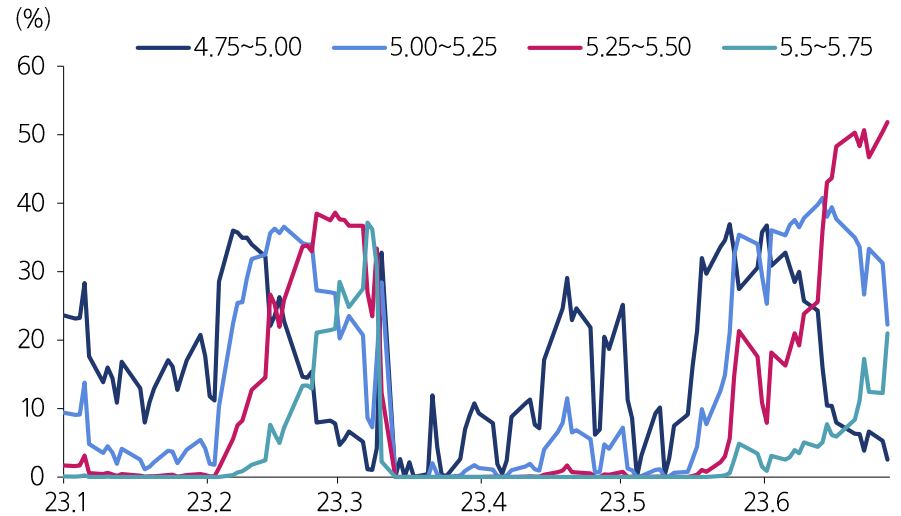
- 6월 FOMC 이후에도 시장 참가자들의 인상 베팅이 늘어나지 않자, 이후 매파적 발언 지속
- 28일에도 파월 의장은 2번 연속 인상하는 것을 배제하지 않고 있다며 인상 의지를 재차 피력
- 이후 선물 시장에서는 7월 25bp 인상(5.5%) 가능성 80% 근처로 상승. 12월 연말 기준금리 또한 5.5%가 50%, 5.75%가 20%로 상승

7월 26일 FOMC에서의 기준금리 예상치



자료: Thomson Reuters

12월 13일 FOMC에서의 기준금리 예상치



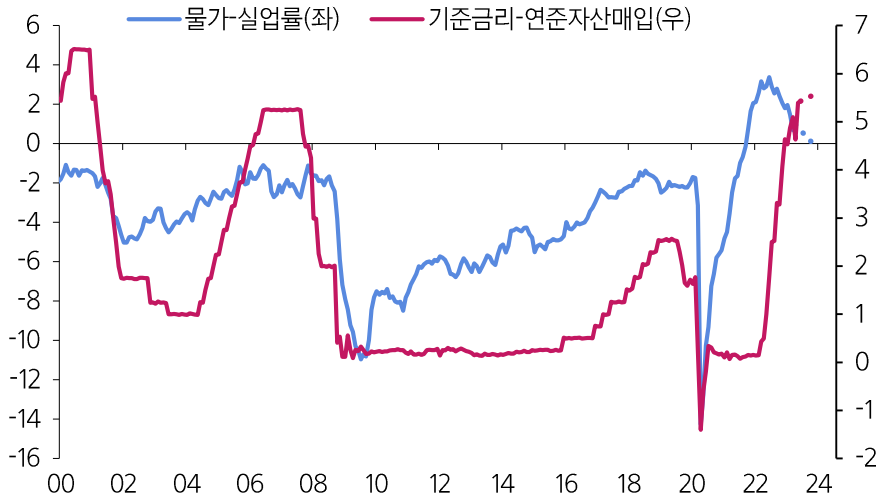
자료: Thomson Reuters

기준금리 추가 인상 가능성 현재 기준금리 충분히 높아

금리 인상하더라도 1차례에 그칠 것으로 전망됨

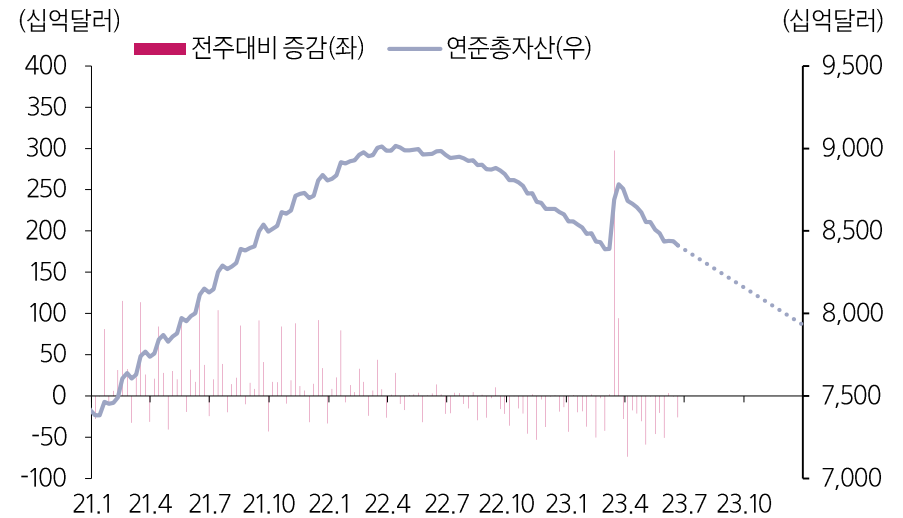
- 다만 연준 기준금리에서 자산 긴축 효과까지 감안할 경우, 현재 연준의 기준금리는 물가 및 실업률에 비교했을 때 충분히 높아
- 3월 은행권 리스크 발발로 인해 BTFP가 신설돼 연준 자산이 일시적으로 증가하기는 했으나, 여전히 QT가 지속되고 있다는 점도 시장에 부담
- 연준 기준금리 인상 하더라도 점도표처럼 2차례는 아니고 25bp 1차례일 가능성이 높다고 전망. 7월 인상 이후 동결 전망
- 금번의 점도표 사항은, 연준이 시장 과열 및 기대 인플레이 억제를 위해 매파적인 스탠스를 유지하는 것으로 해석됨

연준 QT까지 고려하면 충분히 높은 수준의 긴축



자료: Thomson Reuters
/주: 빨간선은 기준금리에서 연준 자산 증감(MoM)을 차감한 수치로 기준금리와 QT의 효과를 모두 고려한 지수로 해석

연준 총자산은 연말까지 21년 1분기 수준으로 돌아갈 듯



자료: Thomson Reuters

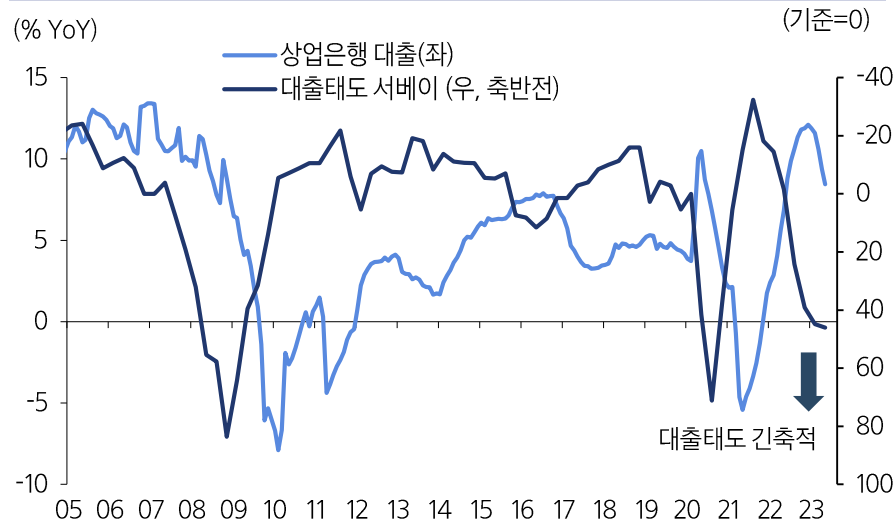
유동성 축소 이미 작년부터 시작됨

은행권 대출 태도 위축으로 통화 승수 하락 + 연준 QT에 따른 본원통화 감소+ 재무부 자금 조달

- 한편 민간과 연준, 정부 측에서의 유동성 축소는 지속적으로 진행 중. 3월 은행 리스크 이후 은행권 대출 증가세 둔화 중
- 월러 이사는 적정 은행지준 규모가 GDP 대비 10~11%(약 2.65조달러)라고 추정, 현재 지준 3.2조이므로 QT를 올해 10~12월까지 진행해야 적정 지준 달성 가능. 재무부 현금 3분기 말까지 6,000억달러 조달 계획

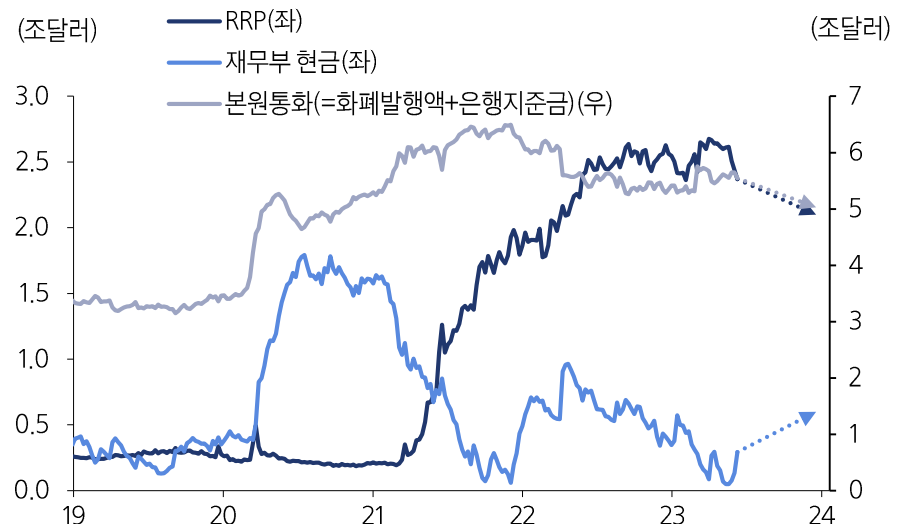
참고: 연준의 부채변에서 재무부 현금(재무부가 채권 발행하여 조달한 자금을 연준에 예치해 둔 항목)이 늘고, 은행 지준(본원통화. 은행 대출을 통한 유동성 창출의 원천)이 줄면 시중의 유동성이 감소한다고 해석 가능

은행권 대출 증가세 둔화되면서 통화 승수 하락



자료: Thomson Reuters

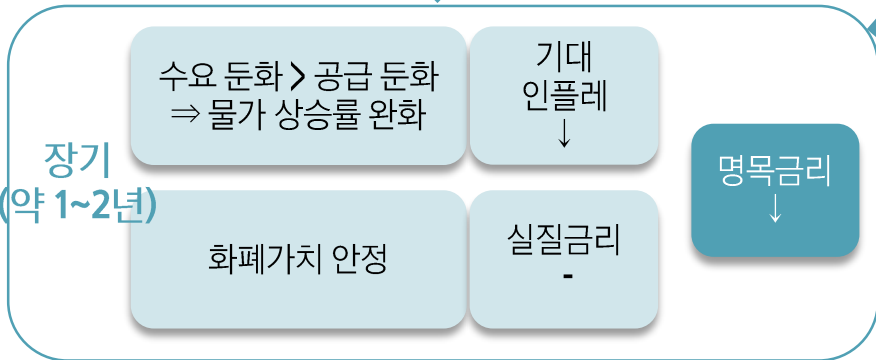
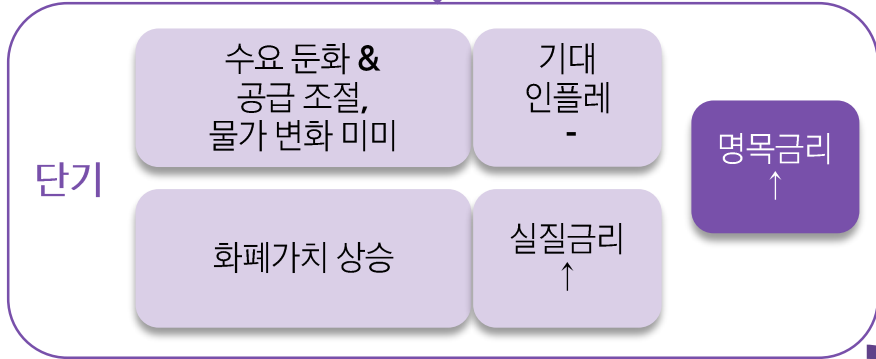
연준 부채변: 재무부의 시중 자금 조달, 은행 지준 감소



자료: Thomson Reuters / 주: 추정치는 재무부 현금 조달 목표, 월러 이사 적정 지준 규모 감안해 추정

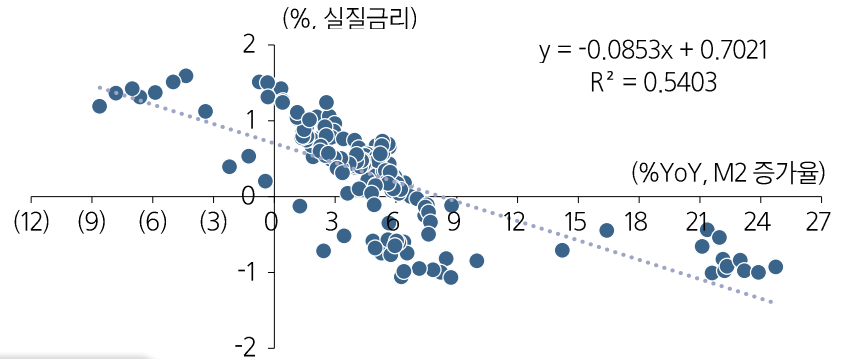
유동성 축소 금리에 미칠 영향 어떻게 해석할까

유동성 ↓

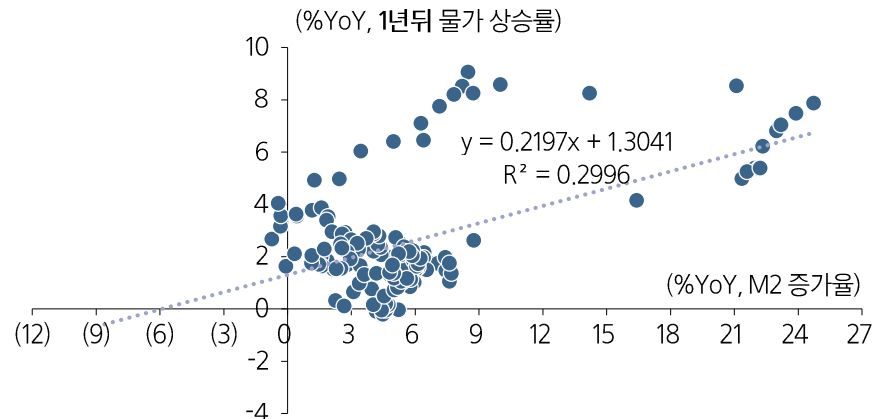


현재: 과도기

유동성 축소는 단기에 실질금리 상승을 야기



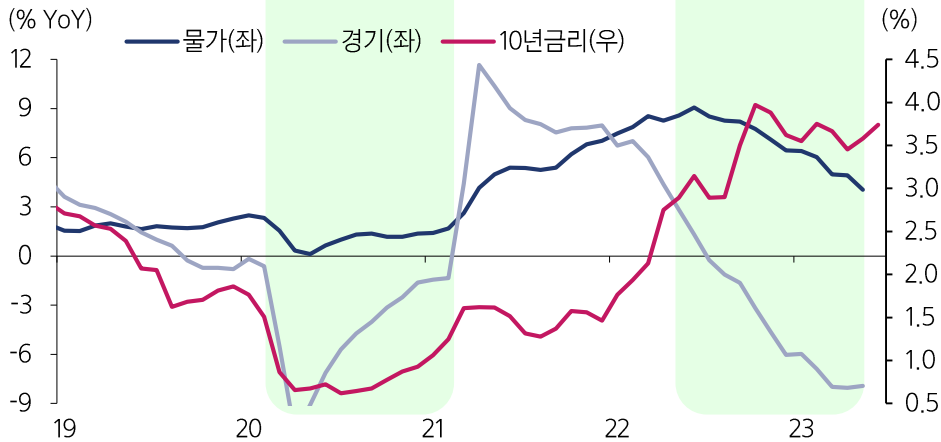
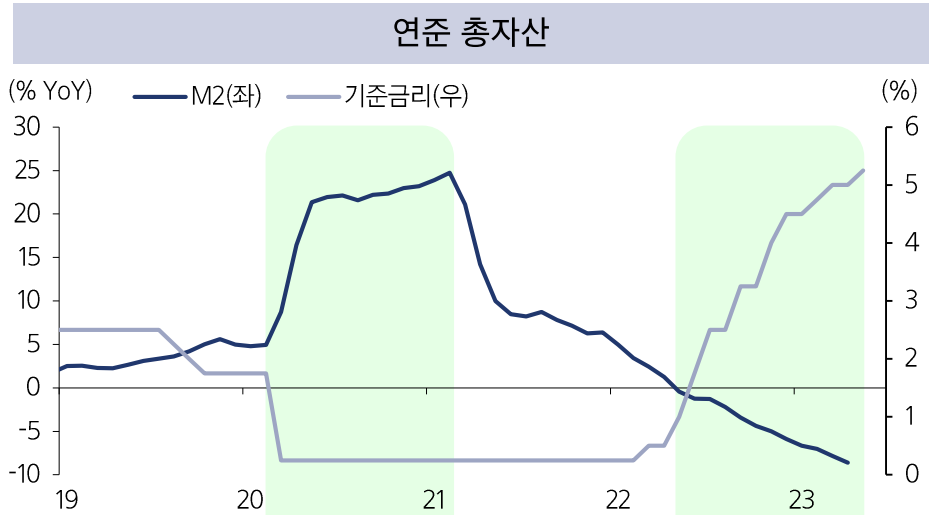
유동성 축소는 장기에 물가 둔화를 야기



유동성 축소 → 물가 둔화 → 금리 하락 경로 유효

하반기 유동성 감소하겠지만 금리는 하락할 수 있음

- 유동성 축소는 이미 연준 QT가 시작된 작년년부터 진행 중
- 올해 1분기 연준의 BTFP 신설과 부채한도 협상 난항에 따른 정부 채권 발행 중단으로 일시적으로 유동성이 풀리기는 했으나, 이를 감안해도 유동성은 M2 기준 전년동월대비로 줄어들고 있음
- 다만 M2 유동성의 흐름과 금리를 보면, 유동성 축소 → 화폐가치 상승 → 금리 상승의 경로로 보다는 물가 둔화 → 금리 하락 경로를 더 크게 반영하고 있는 것으로 보임
- 2020년에도 유동성 증가 이후 금리는 일시적으로 하락했을 뿐, 이후 연 중순부터 물가를 반영해 상승 시작
- 전 슬라이드의 도표로 보면, 현재는 유동성 축소의 단기 영향 종료 이후 장기 영향으로 접어드는 단계



자료: Thomson Reuters

자료: Thomson Reuters

참고: 재무부 채권 발행 9월 말까지 약 2,000억달러 조달

수급 부담 노이즈는 일시적 & 단기물에서만

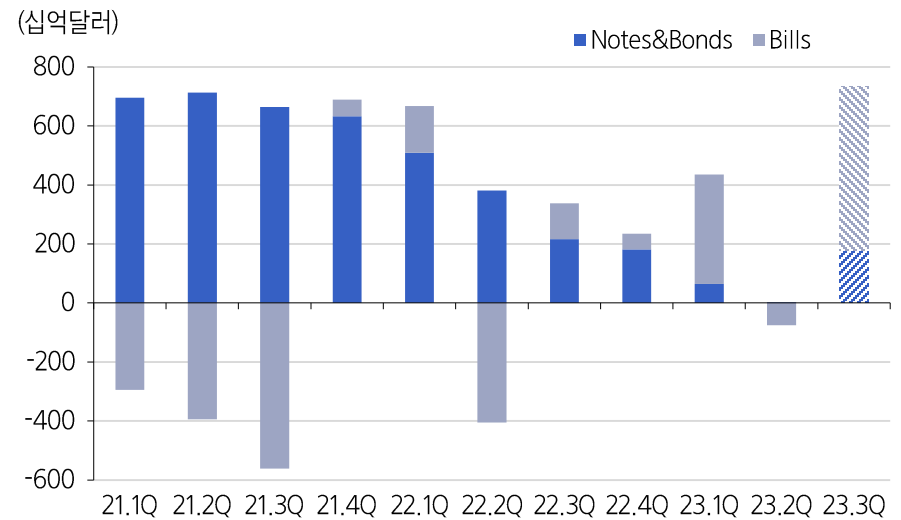
- 재무부 차입자문위원회의 권고에 따르면 재무부 보유 현금은 2분기말 5,500억달러, 3분기말 6,000억달러까지 조달 되어야 함
- 다만 6월 27일 기준 보유 현금 3,888억달러에 불과해 2분기말 목표 달성은 무리, 3분기 국채 발행액은 2분기 대비 큰 폭 증가할 듯
- 다만 국채 발행 계획은 순발행 7,333억달러에서 1년 이하 단기채가 차지하는 비중이 75%에 육박
- 수급 부담 관련 노이즈는 단기물 구간에서 일시적으로만 발생할 듯

재무부 보유 현금과 3분기 말 권고분



자료: Thomson Reuters

국채 발행 계획



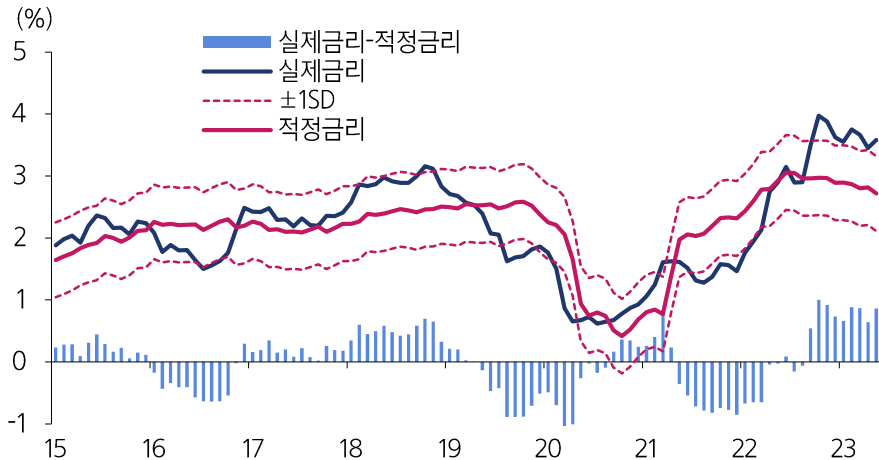
자료: 재무부

결론

금리 상승시마다 중장기물 중심 비중 확대

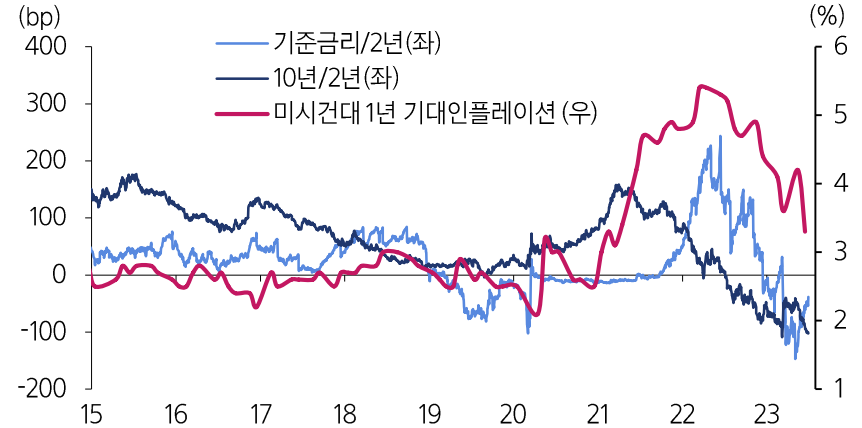
- 적정 10년 금리 밴드의 상단은 현재 3.3%수준. 실제 금리는 적정금리 밴드를 9개월째 상회하는 중
- 1분기 GDP 확정치가 기존보다 상향 수정되었으나, 최근 시장금리 추세는 경기보다는 물가를 더 크게 반영하는 모습
- 연말 물가 추가 둔화를 감안하면 10년 금리 연말 3% 초중반까지 하락
- 장단기 금리차 역전폭도 추가로 확대될 수 있다고 전망
- 3Q 금리 상승 시마다 중장기물 중심 비중 확대, 연말 중립 전환

물가, 경기, 유동성 감안한 적정 10년 금리



자료: Thomson Reuters /주: 변수는 물가상승률, 소비자신뢰지수, 유동성(채권 발행 - 연준 매입액)

기대인플레이션과 장단기 금리차



경제성장률과 장단기 금리차



자료: Thomson Reuters

02

크레딧과 신흥국

미국 크레딧

HY의 등급 상향 비중은 크게 낮아짐

- 은행 리스크 완화와 기업 실적 호조 등으로 IG와 HY 스프레드 축소 지속 중
- S&P의 1분기 등급 상향 비중은 HY의 경우 32%로 낮아진 반면, IG는 73%로 반등해 차별화되는 모습
- HY는 펀더멘탈에 따라 스프레드가 축소됐다기보다는, 글로벌 위험 자산 선호로만 스프레드가 과도하게 낮아진 것으로 해석

S&P 분기별 등급 조정 중 등급 상향의 비중



IG 스프레드와 YTW



자료: Bloomberg

HY 스프레드와 YTW

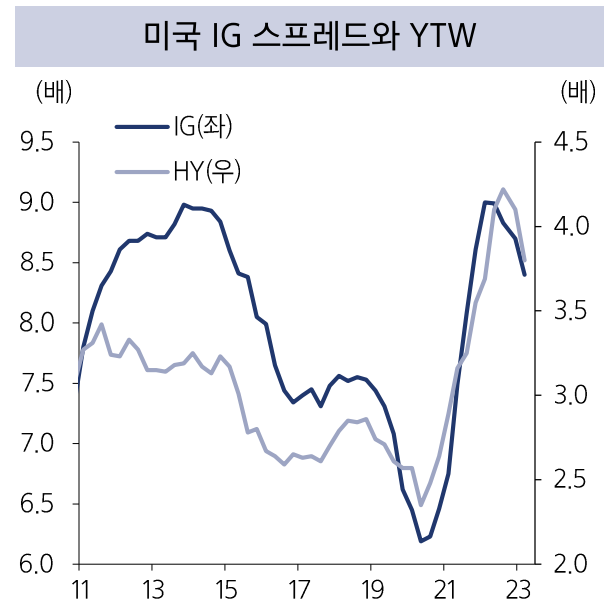
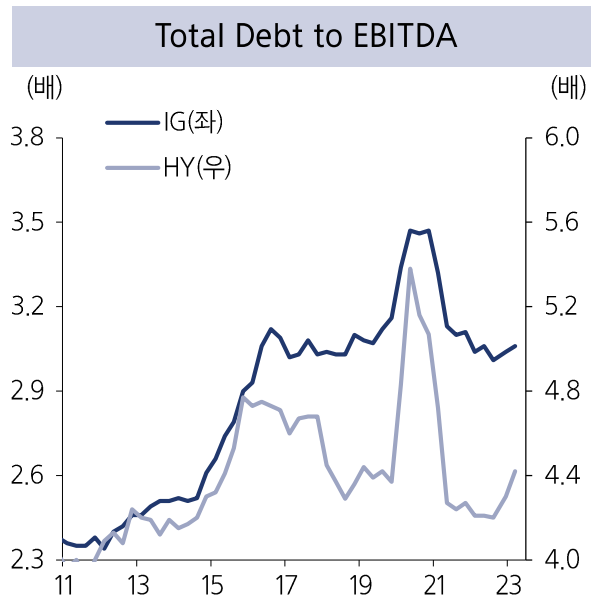
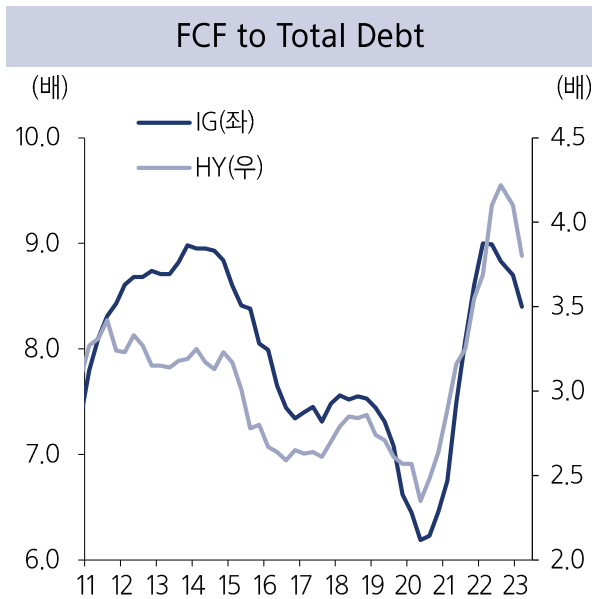


자료: Bloomberg

미국 크레딧

부채관련 재무지표들 아직 레벨 자체는 안정적이거나, 향후 추가 악화 여부 모니터링 필요

- 부채관련 지표들은 저금리 상황대비해서는 소폭 악화되기는 했으나 절대 레벨은 아직 안정적
- FCF와 이자보상배율은 IG와 HY 모두 코로나 직전인 2018~2019년 대비해서 큰 폭으로 높은 수준
- 다만 Total Debt/EBITDA 비율 2019년 수준까지 상승해 부채 관련 지표들 향후 지속적 모니터링 필요



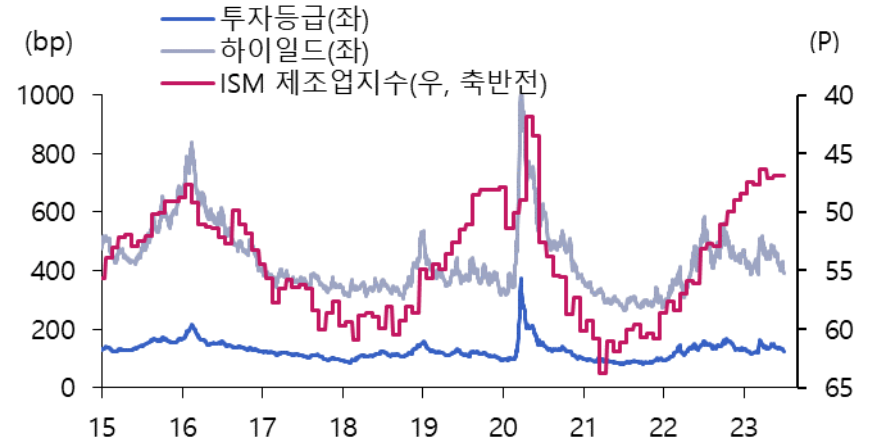
자료: Bloomberg

미국 크레딧

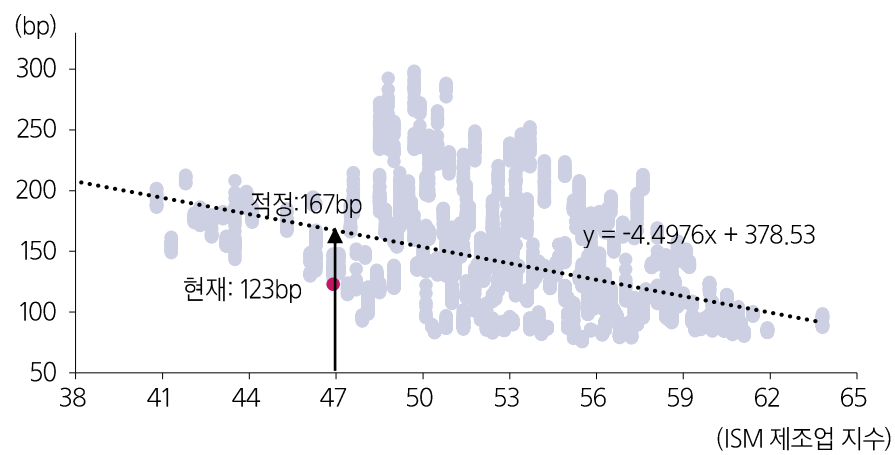
IG 비중 확대, HY 중립 유지

- ISM 제조업 지수와 회사채 스프레드 간 단순 선형 상관성을 보면, 현재 스프레드 과도하게 낮아진 상황
- IG스프레드 적정 167bp로 추가 상승여력은 40bp에 불과
- HY의 적정 스프레드는 621bp로 추가 상승여력 200bp 넘어섬
- 캐리매력과 견조한 펀더멘탈 감안시 하반기에도 IG 크레딧 비중확대, HY 중립 유지

기대인플레이션과 장단기 금리차

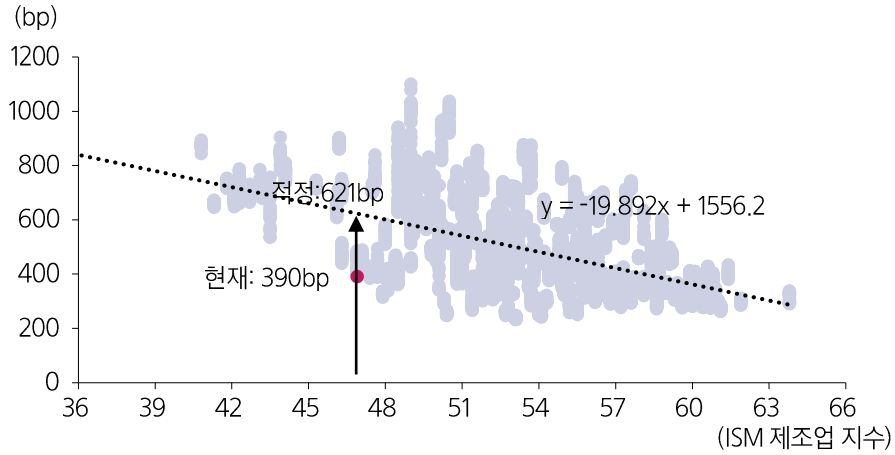


IG 스프레드와 ISM 제조업지수



자료: Bloomberg / 주: 2008 금융위기와 2020.3 코로나 팬데믹 시기는 분석에서 제외

HY 스프레드와 ISM 제조업지수



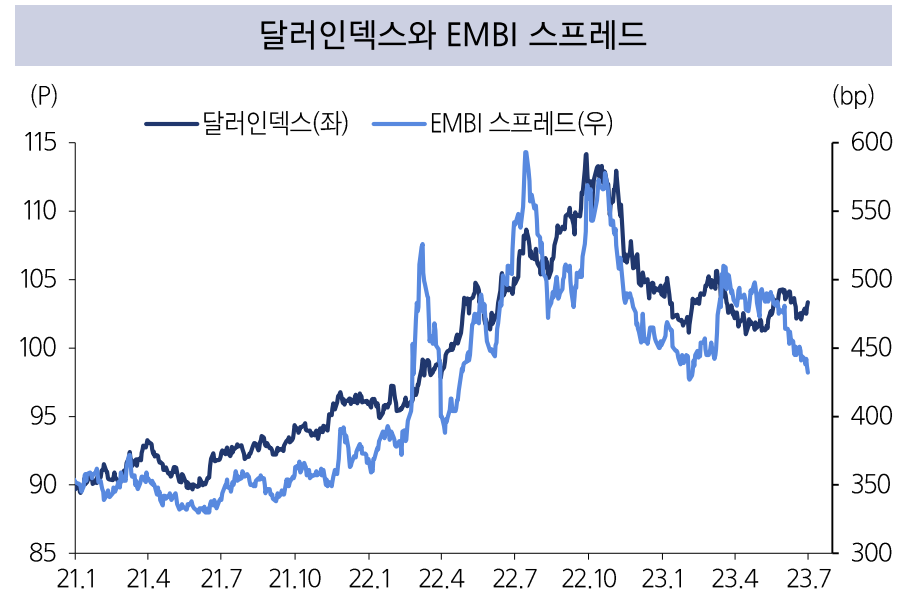
자료: Bloomberg / 주: 2008 금융위기와 2020.3 코로나 팬데믹 시기는 분석에서 제외

신흥국 소폭 비중확대 유지

하반기 비중확대 유지

- 달러화가 안정흐름을 이어가는 가운데 선진국 경제지표 호조, 물가지표 둔화로 위험자산 선호 이어지면서 신흥국 채권 시장 자금 유입지속
- 아프리카를 중심으로 스프레드 크게 축소되면서 신흥국 달러표시 채권지수는 전월대비 2.2%, YTD로 4.1% 성과를 기록
- 하반기에도 신흥국에 우호적인 환경 이어질 것으로 전망

			종합	라틴	유럽	중동	아시아	아프리카
Performance	1M	%	2.23	2.56	2.79	0.54	1.74	4.33
	3M	%	2.19	2.31	2.29	0.47	2.50	4.28
	YTD	%	4.09	4.60	4.41	2.36	5.91	2.69
	1Y	%	7.39	8.87	9.48	4.09	3.82	12.46
Spread	현재	bp	432.3	401.0	517.0	315.0	275.0	843.0
	1M	bp	(44.7)	(41.0)	(59.0)	(19.0)	(41.0)	(96.0)
	3M	bp	(52.0)	(46.0)	(93.0)	(25.0)	(55.0)	(75.0)
	YTD	bp	(20.2)	(15.0)	(73.0)	1.0	(49.0)	25.0
	1Y	bp	(109.8)	(105.0)	(249.0)	(74.0)	(68.0)	(131.0)
YTW	현재	%	8.4	8.0	9.2	7.2	6.7	12.5
	1M	bp	(26.0)	(25.0)	(37.0)	1.0	(24.0)	(71.0)
	3M	bp	12.0	14.0	(15.0)	12.0	6.0	41.0
	YTD	bp	(5.0)	(5.0)	(19.0)	(10.0)	(32.0)	63.0
	1Y	bp	(1.0)	(6.0)	(80.0)	14.0	74.0	(62.0)
Duration	현재	년	6.8	7.9	5.3	6.0	6.6	5.0



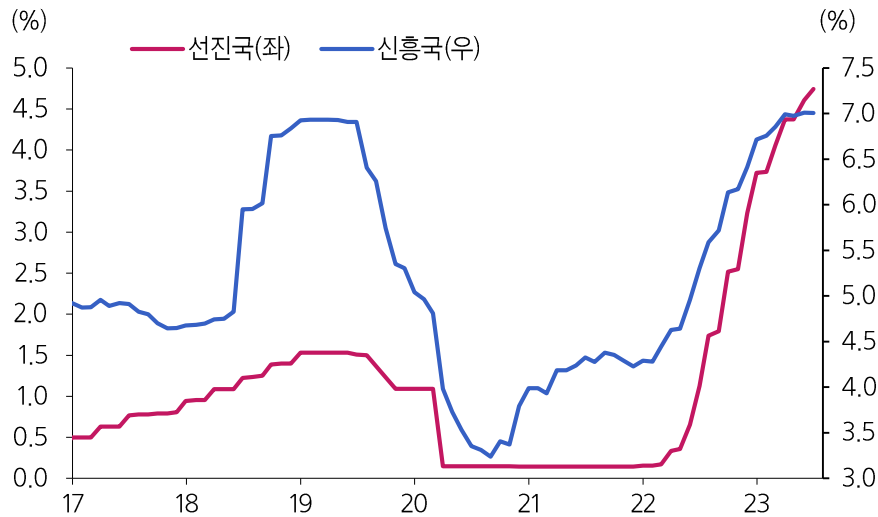
자료: Bloomberg

신흥국 목표치에 접어든 물가

하반기 기준금리 인하 국가 늘어날듯

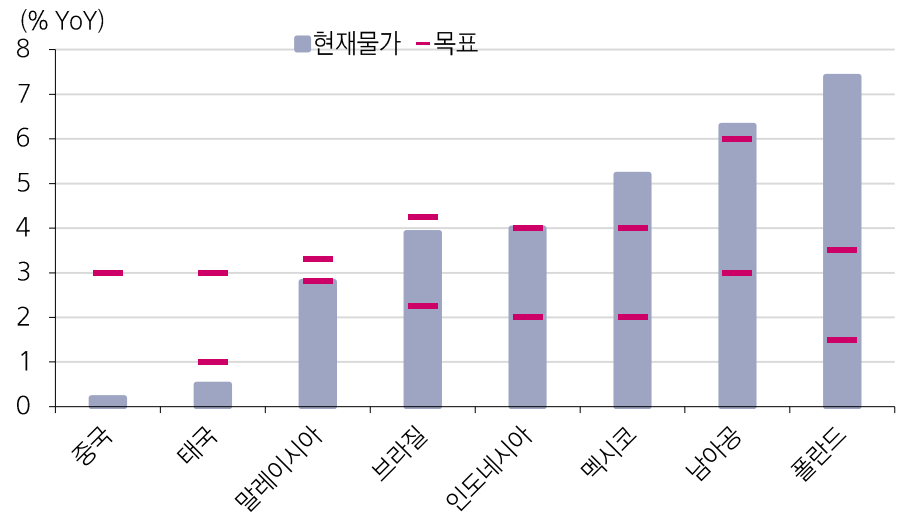
- 선진국보다 기준금리 첫 인상 시점이 빨랐던(2020년부터)만큼 인하 시작도 더 빠를 것
- 주요 신흥국의 물가 목표치 상단은 대부분 3~4% . 동유럽과 일부 라틴을 제외하면 신흥국 중 절반정도가 목표권까지 물가 안정 성공
- 최근 베트남과 중국의 기준금리 인하를 시작으로 하반기부터는 브라질을 비롯한 일부 국가 인하 동참 할듯

선진국과 신흥국의 가중평균 기준금리



자료: Bloomberg

주요 신흥국 물가와 목표치



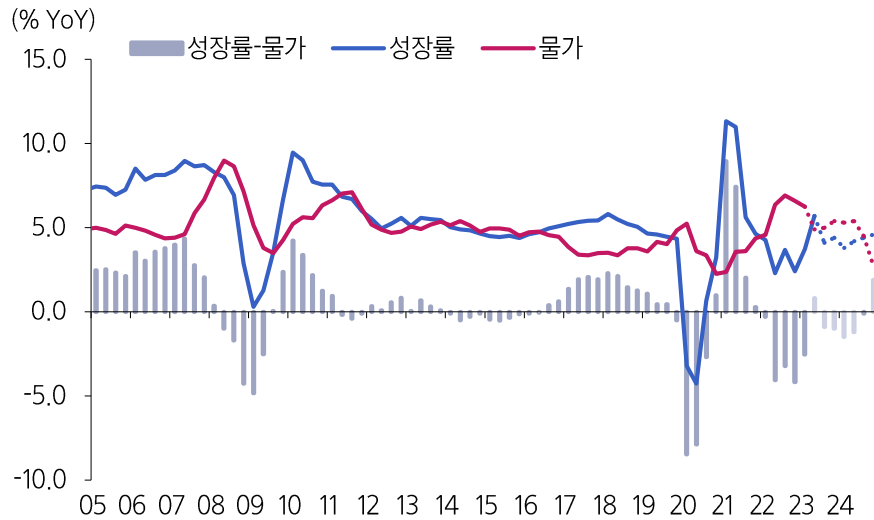
자료: Bloomberg

신흥국 고물가 유발하지 않는 성장이 중요

실질성장률-물가 내년으로가면서 플러스(+)**반전**

- 신흥국 채권 가격 상승의 주요 조건은 1)안정적인 성장률 달성으로 신용 스프레드 축소, 2) 물가 안정으로 기준금리 인하
- 두 조건을 모두 만족하는지 여부를 확인하기 위해 실질성장률에서 물가를 차감한 수치(물가 상승률 없이 달성할수있는 실질 성장률)을 확인
- 컨센서스 기준으로 성장률 - 물가는 내년 들어 플러스(+)**반전** 시작. 고물가 없는 안정 성장에 진입해 신흥국 신용스프레드 축소 이어질듯

고물가 없는 안정 성장으로 진입 중



자료: Bloomberg

실질성장률-물가상승률, EMBI 스프레드



자료: Bloomberg

03

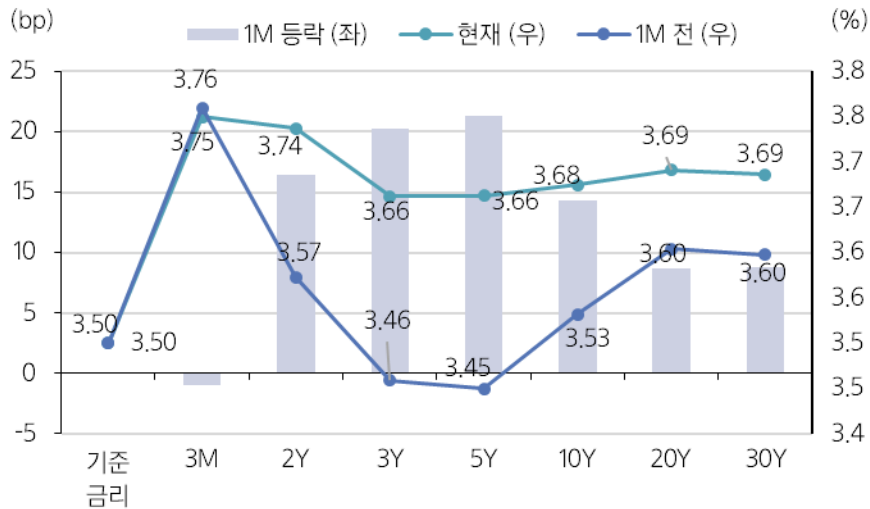
국내 국공채

국내 채권 Review

대내외 금리 상승 요인 산재했던 한달

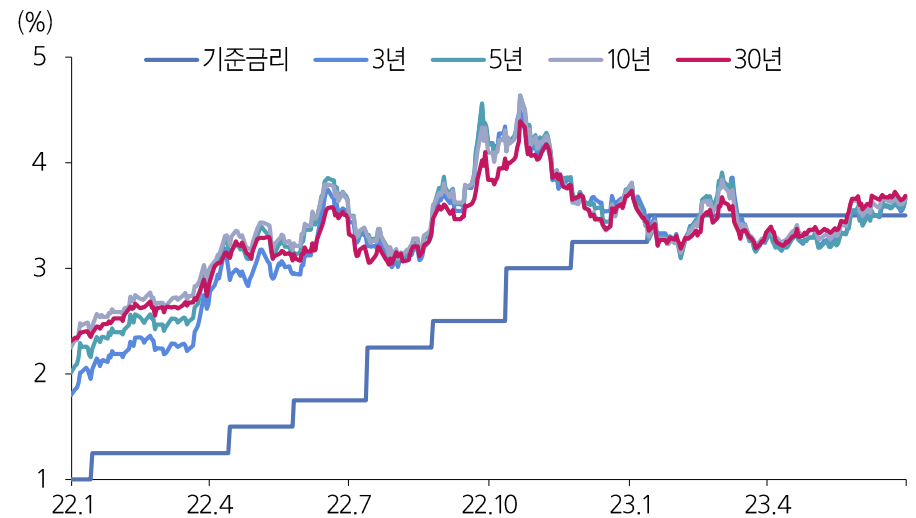
- 호주, 캐나다 영국 등 일부 선진국에서 예상보다 긴축적인 통화정책 확인되며 금리 상승
- 이창용 총재가 창립 기념사에서 근원 인플레이션이 더디게 둔화하고 있다고 언급한 점도 채권시장 부담으로 작용
- 장단기금리 모두 기준금리를 상회하며 수익률 커브 정상화 시도 중

정상화 시도중인 수익률 곡선



자료: Infomax

기준금리 소폭 상회하는 시장금리



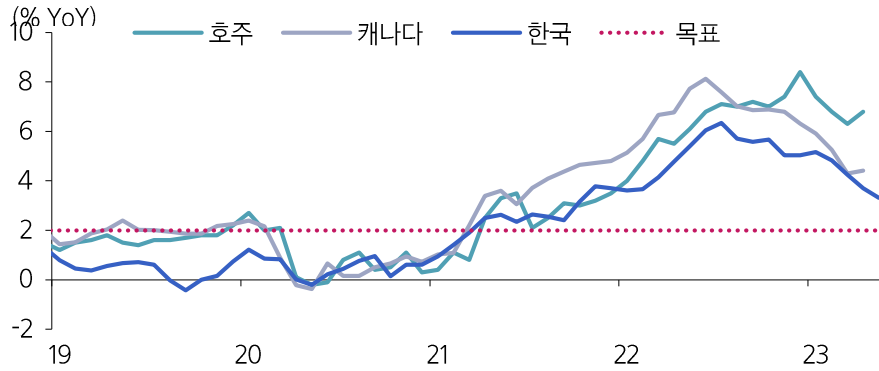
자료: Infomax

기준금리 추가 인상 가능성 호주, 캐나다와 비교

이미 3% 대인 한국의 물가

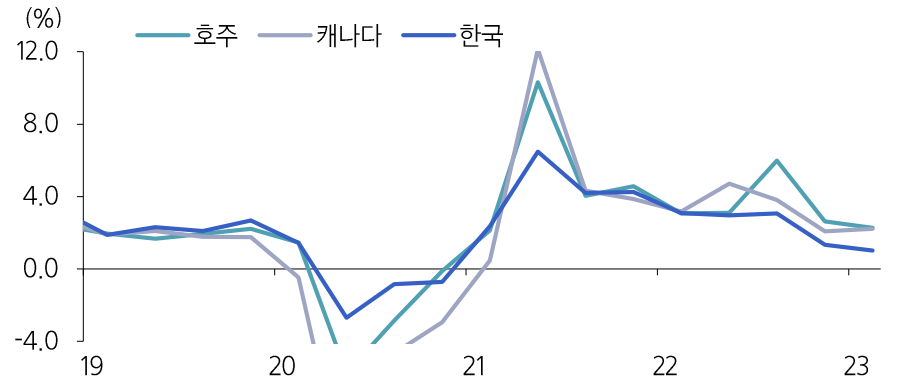
- 한국과 호주, 캐나다의 공통점: 선진국이자 비기축통화국
- 인상을 중단했던 호주와 캐나다에서 6월 들어 예상외 기준금리 인상하면서 한국의 인상 우려도 고조
- 다만 이창용 총재도 '물가 안정 목표 상황 점검'에서 언급했듯이 호주와 캐나다는 근원 물가상승률이 5%인데 반해 우리나라는 이미 3%대로 내려와 차이점 있음
- 경제성장률 또한 한국이 가장 낮은 수준까지 둔화돼 이들 나라와는 제반 여건이 다름

소비자물가



자료: Thomson Reuters

경제성장률



자료: Thomson Reuters

핵심소비자물가



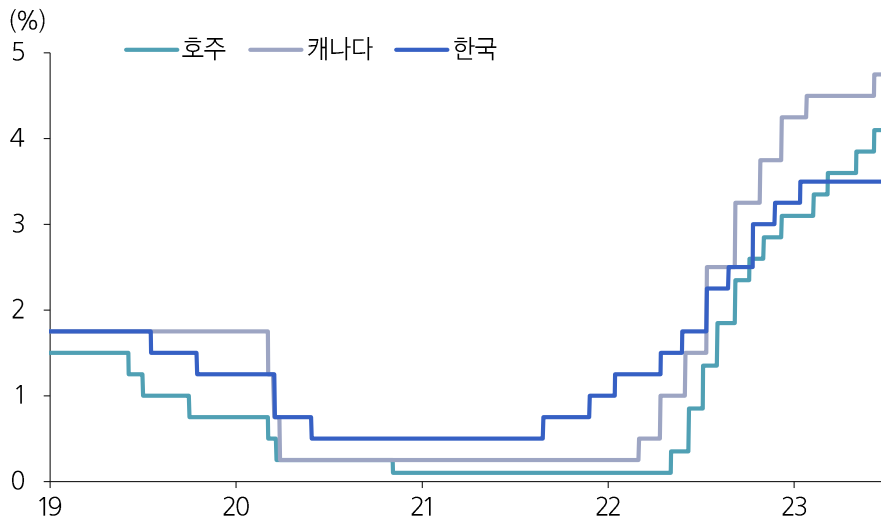
자료: Thomson Reuters

기준금리 추가 인상 가능성 호주, 캐나다와 비교

한국의 기준금리는 충분히 제약적

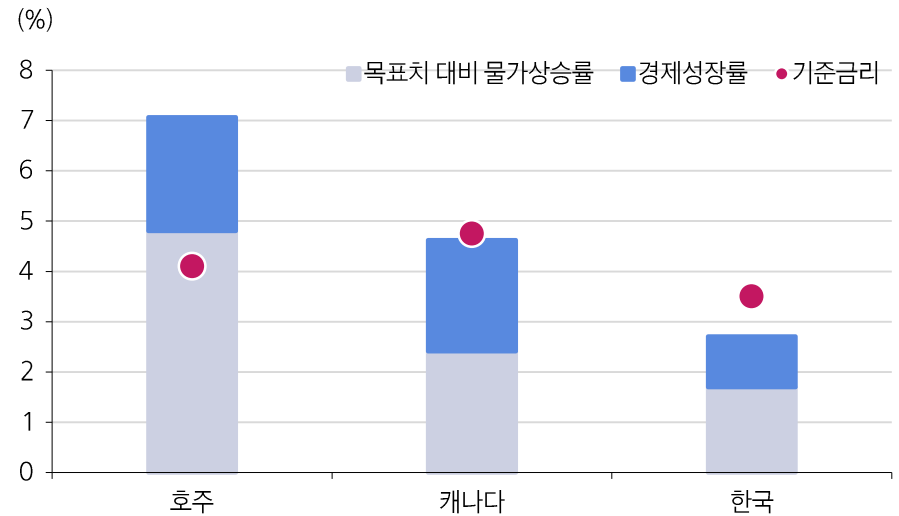
- 가장 최근 데이터 기준으로 목표치(2%) 대비 물가상승률 상회분 + 경제성장률은 호주 6%p대, 캐나다 4%p대, 한국 2%p대
- 기준금리가 해당 수치를 상회하는 나라는 한국 뿐
- 호주와 캐나다를 우리나라의 상황과 비교하기에는 한국의 펀더멘탈이 너무 낮음

각국의 기준금리



자료: Thomson Reuters

기준금리와 기준금리인상 압력(물가와 경기)



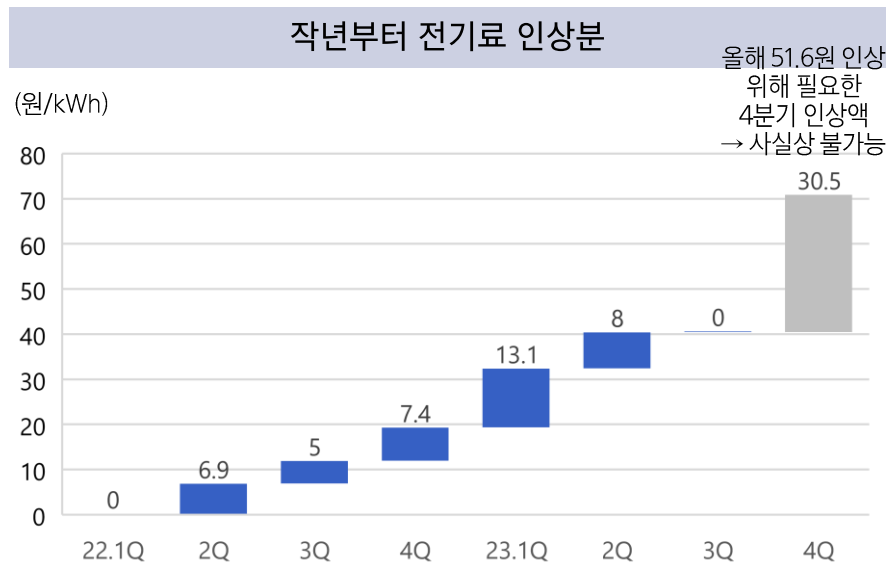
자료: Thomson Reuters

/주: 물가상승률은 높은 변동성 감안해 2~5월 평균치 사용, 경제성장률은 1Q 기준

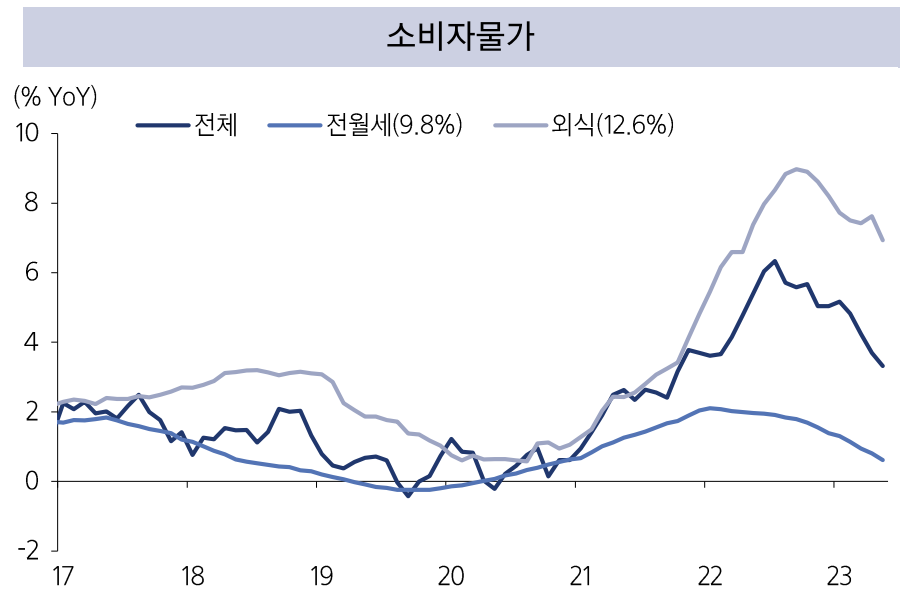
물가 상방 리스크는 어느정도 해소된 듯

소비자물가 2%대

- 하반기 경제정책방향 발표 직전 정부의 정책 포커스는 물가에서 경기로 이동. 하반기 공공물가 주요 쟁점 중 하나였던 3분기 전기값 동결
- 한편 추경호 경제 부총리의 라면값 인하 요구에 농심, 삼양, 오뚜기 등 13년만에 인하 단행. 이후 제빵 업계도 빵 가격 인하 동참
- 라면이나 과자, 빵 등 자체가 물가에서 차지하는 비중 크지는 않지만, 향후 외식 가격 전반적인 물가 안정으로 파급 효과 기대 가능
- 한편 소비자물가에서 10%가까이를 차지하는 전월세 물가 상승률도 0%대에 진입. 3분기 소비자물가는 2%대로 둔화될 전망



자료: 한전



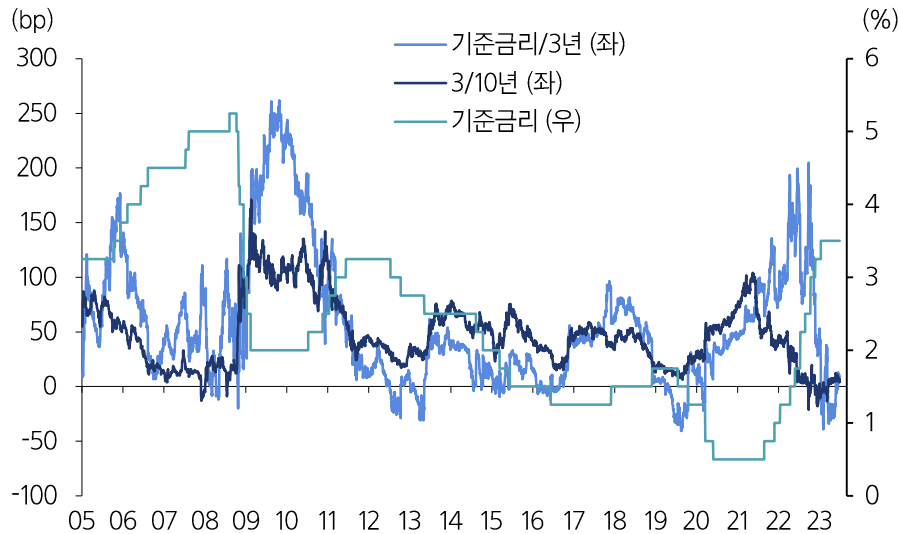
자료: Thomson Reuters

경기 아직 수익률 커브 정상화할 정도로 회복되진 않았음

3년, 10년 금리 모두 기준금리 하회 예상

- 2008, 2012~16년도, 2019년도 기준금리 인하기에서 모두 3년 금리는 기준금리를 하회함
- 현재 3년 금리는 기준금리를 상회하는 수준에 위치, 내년 초 기준금리 인하 시작을 앞두고 재차 기준금리 아래로 하락 예상
- 수출은 기저효과와 반도체 사이클 등을 고려하면 올해 4분기부터 전년동기대비 플러스 (+) 증가세 예상되기는 하나, 아직 저점 확인되지 않음
- 3/10년 스프레드 반등 너무 이르다고 생각되며, 연말까지 0bp 근처에서 등락할듯

플러스 영역(+) 접어든 기준금리/3년 금리



자료: Thomson Reuters

수출 플러스반전은 4Q. 현재 3/10년 스프레드 또한 높은 수준



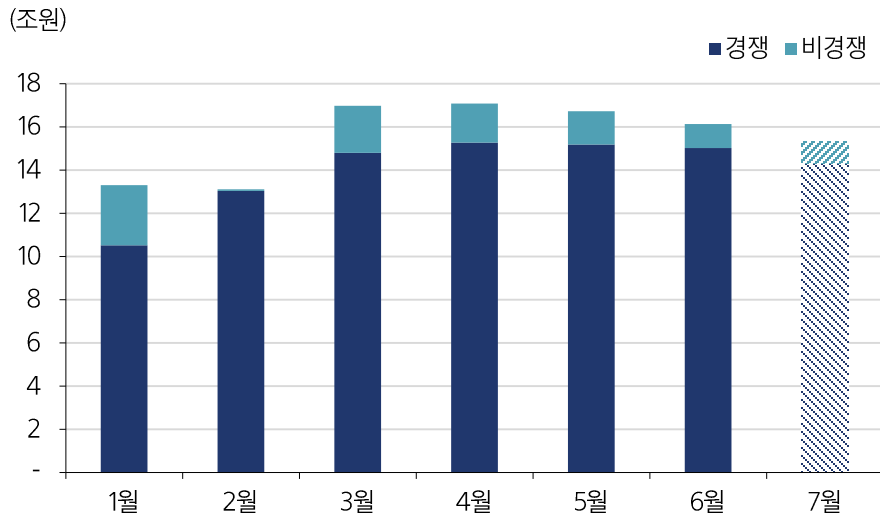
자료: Thomson Reuters

유동성 낮아진 추경 가능성

하반기 수급 환경 보다 타이트해질듯

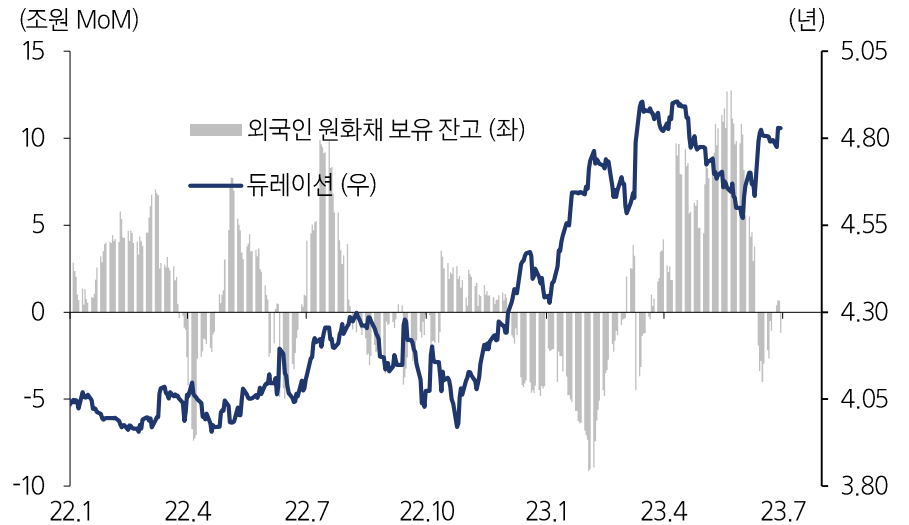
- 상반기 총 발행액은 96.6조원으로 연간 발행 계획 대비 약 60% 발행. 상반기 국고채 발행액은 월평균 16.1조원, 하반기 11.9조원으로 축소 전망
- 한편 추경 가능성은 점차 후퇴 중. 연말에 추경 편성되더라도 대규모로 편성될 가능성은 낮아 금리 상승을 유발하기는 어려울 듯
- 한편 외국인이 보유한 국고채 중 20년 채권 잔고가 처음으로 1년 미만 잔고를 넘어서면서 외국인의 초장기채 선호 확인
- 올해 안에 WGBI 편입될 가능성 사실상 물 건너갔으나, 내년에 편입될 가능성은 여전히 유지되면서 장기투자용 수요가 유입되는 것으로 해석

채권 발행액은 6월까지 이미 60% 발행



자료: 기재부

외국인 원화채 보유잔고과 듀레이션



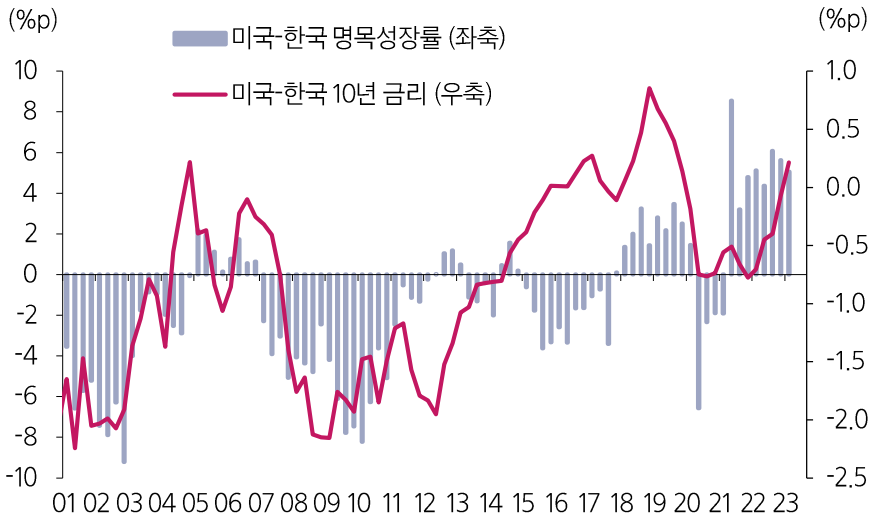
자료: Infomax

결론 인하 가능성 부각되면 다시 하락할 장기 금리

금리 상승시 마다 증장기물 중심 비중확대 전략 유지

- 정리해보면 1)캐나다와 호주 비교해보아도 물가 상황을 고려하면 기준금리 추가 인상 가능성은 낮으며, 2) 경기를 감안하면 현재의 장단기 금리 차 정상화는 너무 이른듯
- 작년부터 장기물 금리는 약 1년뒤의 기준금리예상치 (1년뒤 1D 선도금리)를 반영해왔는데, 올해 3~4분기 부터 재차 내년도 인하 가능성이 부각된다면 장기물 금리 하향 압력 가능. 연말 장단기물 금리 모두 기준금리 하회 예상
- 미국과 마찬가지로 3분기 듀레이션 확대, 4분기 중립

한미 명목성장률 차이와 명목금리 차이



자료: Thomson Reuters

인하 기대에 좌우될 시장 금리



자료: Bloomberg

04

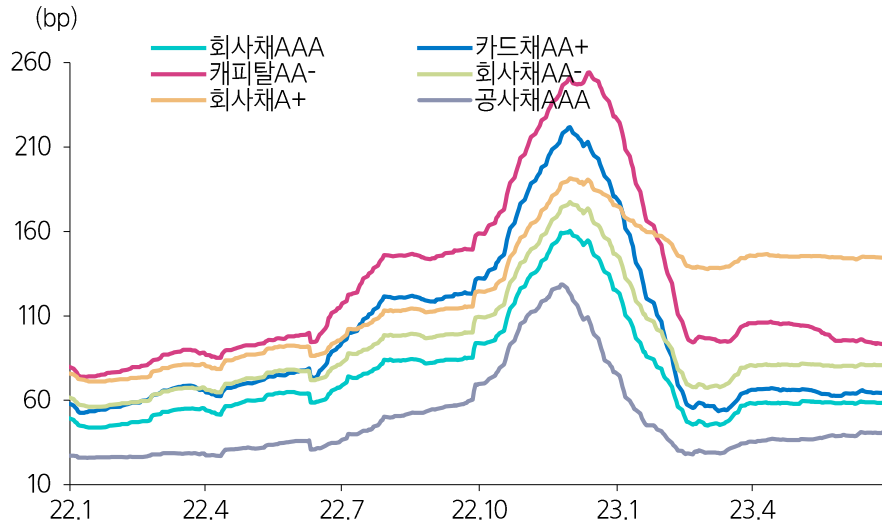
국내 크레딧

국내 크레딧

기준금리 인하 기대감 감소로 자본 차익 보다는 안정적 크레딧 캐리 선호 가능성

- 뚜렷한 방향성 모멘텀 부재로 좁은 박스권 횡보, 기준 금리 인상 중단 가능성은 신용 스프레드 안정화에 긍정적
- 금리 변동성 확대시 듀레이션 위험 보다 신용 위험 선호 가능성
- 부동산 PF 등 위기 요인 있지만 정책적 대응에 대한 신뢰 증가로 위험 감내 능력 개선
- 미국 금리 추가 인상 가능성, 기업 실적 우려 및 경기 회복 지연 등은 위험 요인
- 기업별, 업종별 차별화 현상으로 등급 평균 착시 유의할 필요

섹터별 신용스프레드 추이



자료: 인포맥스

채권지수 : 국고채 vs 회사채



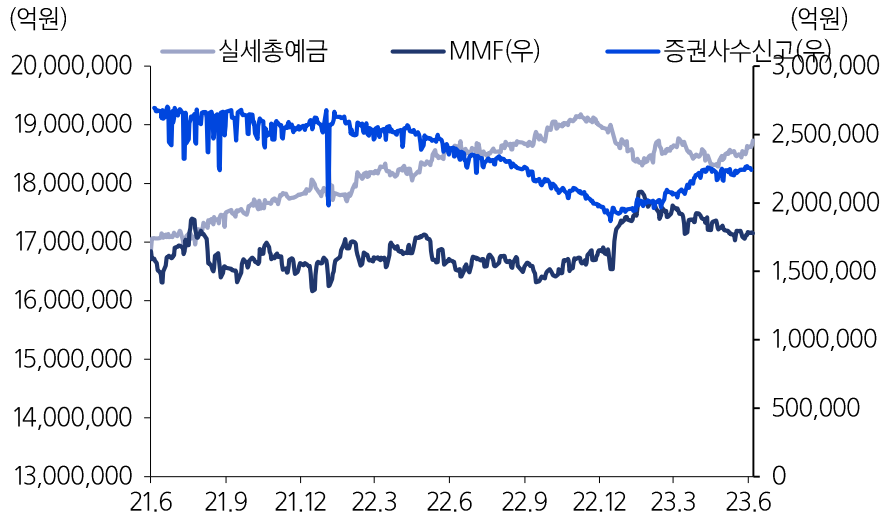
자료: 인포맥스

국내 크레딧 유동성 및 자금 시장 흐름

자금 시장 단기화 성향 약화, 예금과 투자상품으로 이동 가능성

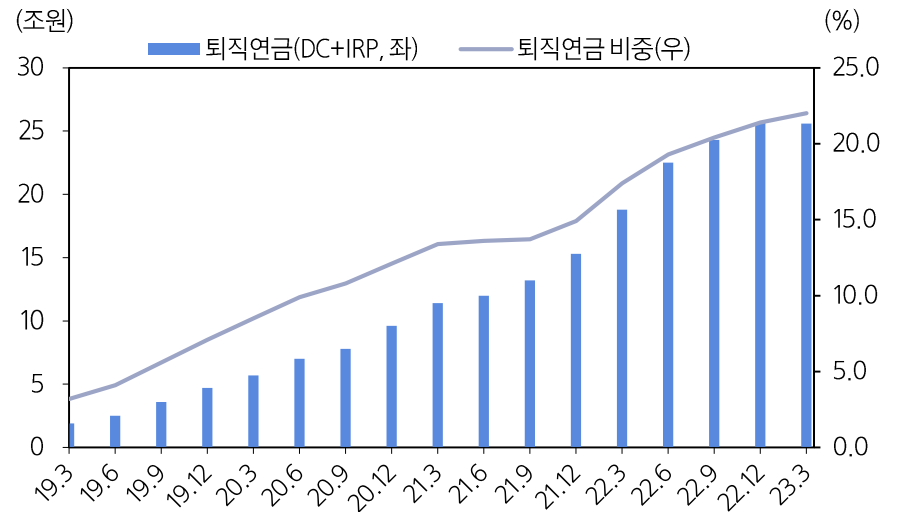
- 변동성 감소 및 통화 긴축 속도 조절 기대로 시중 대기성 부동 자금 감소세, 위험 자산 선호 심리 강화
- 단기 시장 금리를 무기로 시중 부동자금을 흡수한 MMF에서 일부 자금 이탈, 증권사 투자 상품 수요 증가
- 저축은행 하반기 퇴직연금 재유치 변수, 금융권 수신 경쟁 재연 가능성

은행/MMF/ 증권사 자금 추이



자료: 인포맥스

저축은행 퇴직연금용 예금 추이



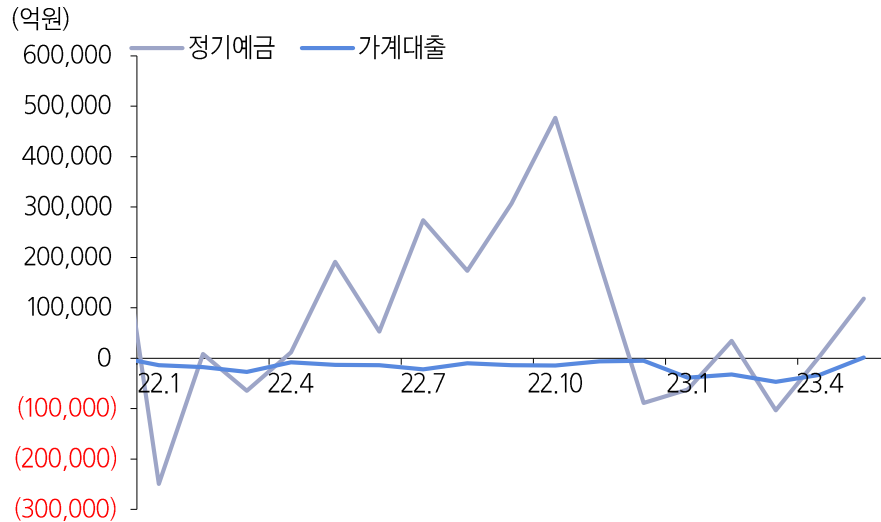
자료: 한국은행

국내 크레딧 은행채 수급 변수

은행 디레버리징 일단락, 자금 운용 및 자금 조달 변화 가능성

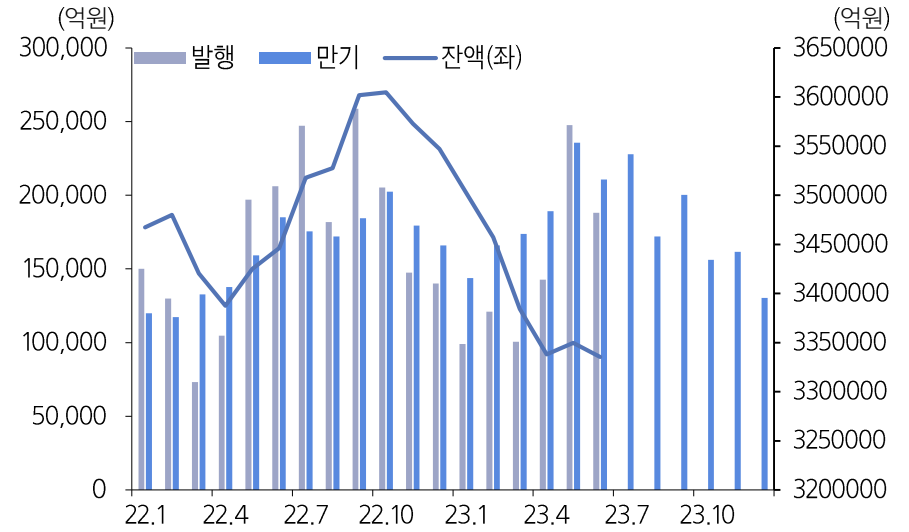
- 5월 부터 5대 시중 은행 가계 대출이 증가세로 전환하는 등 자금 수요 증가 조짐
- 예대율은 7월 부터 규제 완화 조치 정상화, LCR 규제는 하반기 부터 단계적 정상화 예정
- 22년 하반기 급증한 정기 예금 재유치 변수, 은행의 자금 조달 경로가 예금에서 은행채로 일부 대체 가능성

5대 은행 정기 예금과 가계 대출 증감 추이



자료: 인포맥스

은행채 월별 발행 및 만기 추이



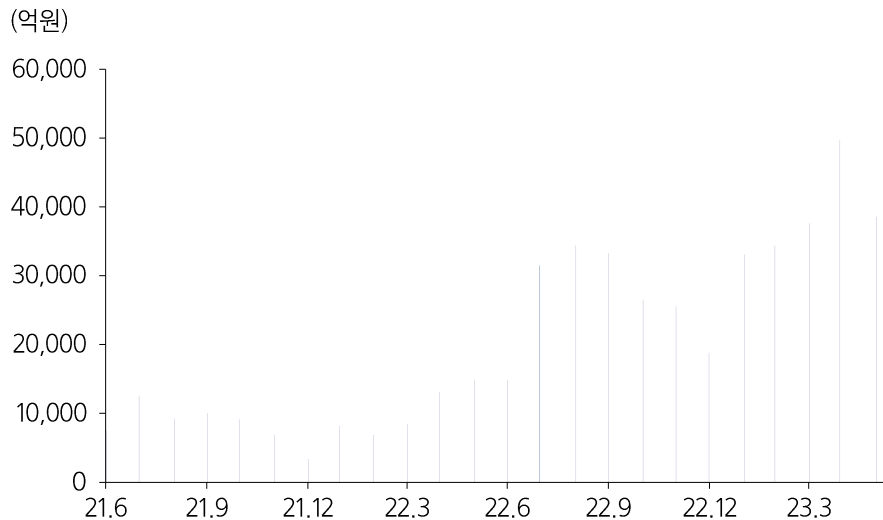
자료: 인포맥스

국내 크레딧 개인채권투자 영향

개인 채권 직접 투자 둔화세, 시장 영향 제한적

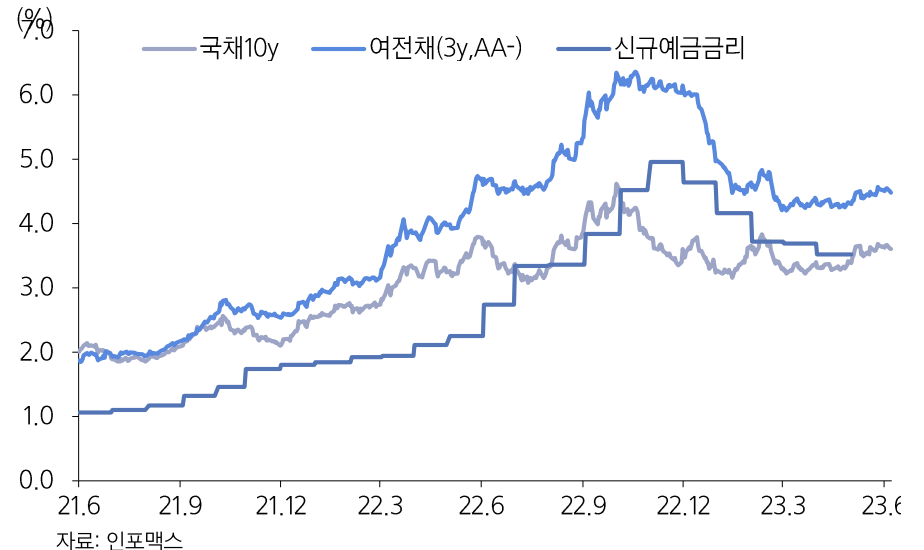
- 예금 대비 채권 금리 메리트 부각, 증권사의 적극적 마케팅, 향후 금리 인하에 따른 자본 차익 기대감 등이 개인 채권 투자 유인
- 절세 목적 저 쿠폰 장기 우량채 직접 투자 또는 편의성 높은 만기 매칭형 채권 ETF 선호, 전통적 채권 펀드 수요로 이어지지 않음
- 채권 투자 기반 다변화 측면에서 긍정적이나 예금 금리 상승, 위험자산 선호 심리 강화로 향후 성장세 둔화 가능성

개인투자자 채권 순매수



자료: 인포맥스

정기예금 금리와 채권 금리 비교



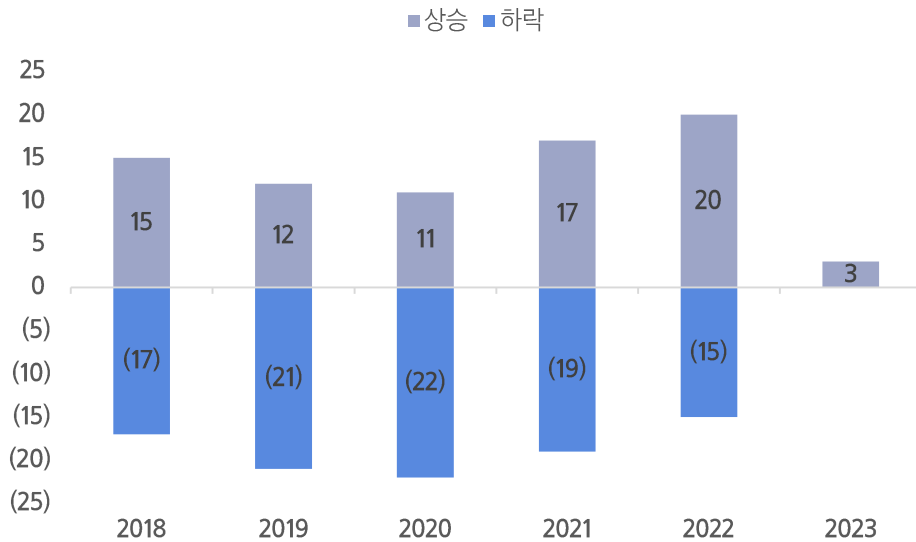
자료: 인포맥스

국내 크레딧 신용등급 방향성

경기 둔화 및 금리 상승으로 신용 등급 하향 압력 증가

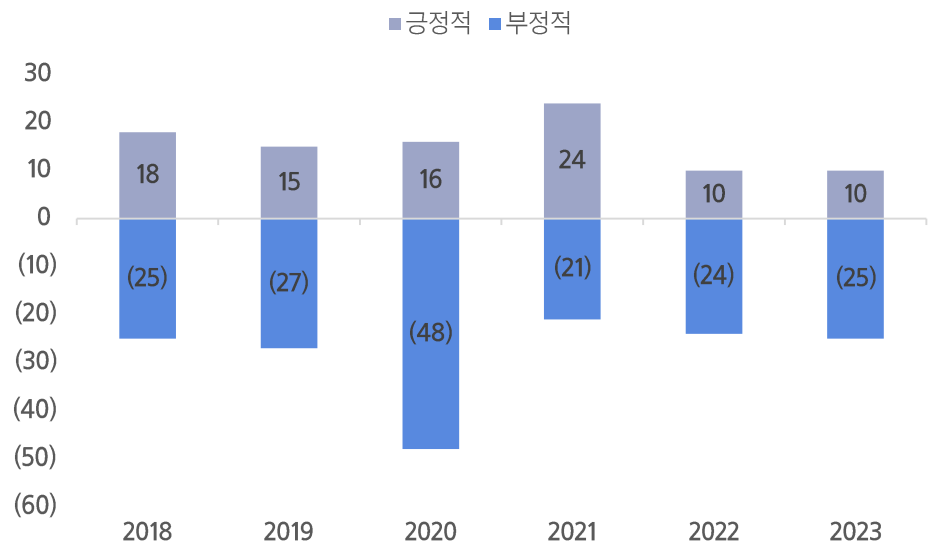
- 신용등급 하향 모멘텀 증가로 펀더멘탈과 등급이 어긋나는 적응적 지체(Adaptive lagging) 현상 완화 예상
- 신용등급 변동의 선행지표인 부정적 등급 전망 업체 수가 긍정적 전망 업체 수 대비 2.5배
- 전반적인 기업의 펀더멘탈과 괴리된 발행시장의 과잉 대표 착시 현상 유의

신용등급 상승 하락 업체 수 추이



자료: 한기평, 2023년은 1~3월

등급전망(Non-Stable) 업체 수 추이



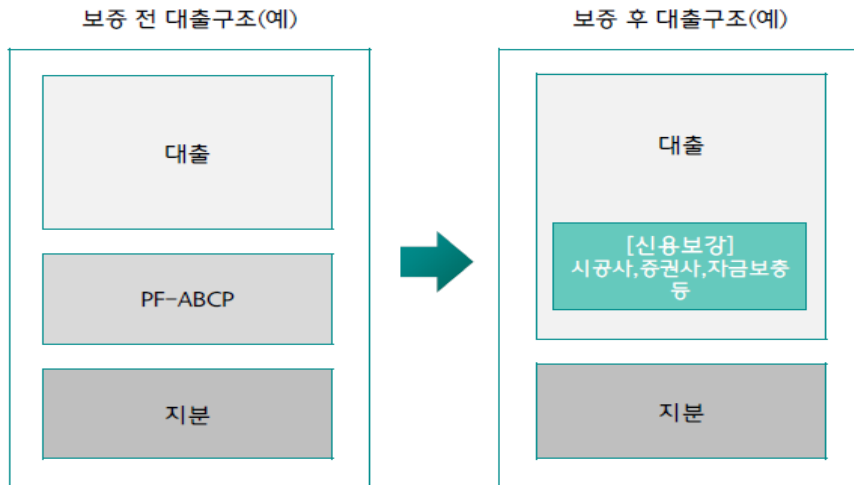
자료: 한기평, 2023년은 1~3월

국내 크레딧 부동산PF 위험 통제 여부

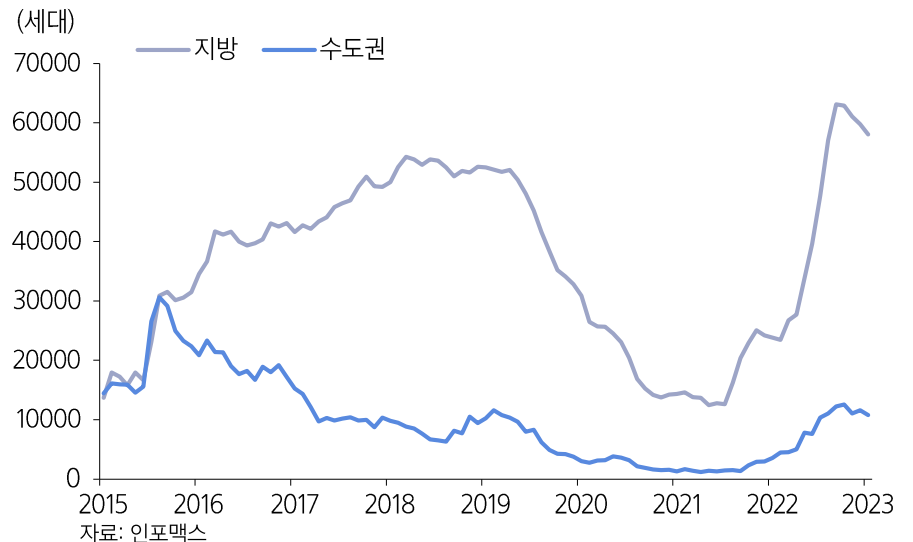
질서있는 구조조정 & 부동산 시장 안정화 기대감

- 부동산 PF 위험은 사라진 게 아니라 관리 통제 중
- 정부가 대주단협약체 및 공기업 활용해 부동산 PF 사업장에 적극적으로 개입, 당근과 채찍 병행
- ABCP 차환 리스크 경감을 위해 주금공에서 PF ABCP 장기대출 전환 보증 상품을 1.5 조원 규모로 출시
- 사업성 우려 부실사업장에서 대해서는 캠코가 민간과 공동 펀드 가칭 'PF 정상화 펀드' 를 조성하여 PF 자산 인수
- 저가 매수세 유입으로 주택 거래량 일부 회복, 미분양 주택수 감소 등으로 급격한 부동산 경기 침체 우려 완화 중

주금공PF ABCP 대출전환 특례보증 개요



미분양 주택 추이



자료: 금융위

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]