

2024년 4월

국내외 채권전망

2023. 3

Executive Summary

01 미국 채권

- 6월 첫번째 기준금리 인하와 QT 속도 조절 시작. 6월 전후로 시장금리 하락 추세 재개
- 당분간은 금리 상/하방 압력 모두 크지 않아 현재 수준에서 횡보. 향후 3개월 10년 금리밴드는 4.0~4.3%

02 미국 크레딧

- 과거 기준금리 인상 종료 이후 하이일드 스프레드 축소 지속하다 첫번째 인하 전후로 빠르게 확대됐던 경험 감안해 OW보다는 중립으로 대응
- 투자등급은 높은 캐리 매력 고려 OW 유지

03 신흥국 채권

- 대부분의 신흥국에서 목표치 근처의 물가 둔화 달성해 CDS 프리미엄도 하락하는 등 신용도 개선도 확인
- 선진국 기준금리 인하 시작 전까지는 비중확대 지속

결론: 미 국채 = 미국 IG = 신흥국 > 미국 HY

Executive Summary

04 한국 국공채

- 7월 첫번째 인하 예상되며, 실제 인하 전후로 향후 인하 기대가 시장에 반영되며 장단기물 금리 모두 하락할 것으로 예상
- 연말 예상 기준금리 연말 기준금리, 3년금리, 10년금리 전망치는 각 2.75%, 2.8%, 3% 전후

05 한국 크레딧

- 수급 모멘텀 약화, 기업 실적 발표, 신용등급 부담 vs. 위험선호 심리, MMF 등 풍부한 시중 단기 유동성
- 4월 총선 이후 정책 불확실성 현실화될 경우 위험 관리 차원에서 이익 실현과 비중 축소 가능성 검토

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	%	0.34	0.07	0.81	0.96	0.26	0.64	0.81	1.03	0.78	0.40	1.85	(0.22)	0.13	0.82
	3M	%	(2.29)	(3.07)	(1.11)	1.29	(1.31)	(1.04)	(0.87)	1.32	0.03	1.51	1.79	0.19	(2.03)	(0.75)
	YTD	%	(2.29)	(3.07)	(1.11)	1.29	(1.31)	(1.04)	(0.87)	1.32	0.03	1.51	1.79	0.19	(2.03)	(0.73)
	1Y	%	0.28	(2.04)	4.76	10.97	(0.25)	3.47	3.93	10.98	6.36	10.83	11.01	5.28	6.02	4.06
	3Y	%	(13.71)	(17.65)	(8.46)	2.28	(8.18)	(14.54)	(5.95)	6.56	(6.82)	3.51	(4.36)	(3.72)	(9.22)	(1.20)
Spread	현재	bp	44.4	11.1	100.4	322.0	-	-	89.7	300.1	114.5	344.0	344.3	-	-	-
	1M	bp	(2.7)	(0.2)	(6.1)	(8.4)	-	-	(6.3)	(12.4)	(6.7)	5.2	(24.5)	-	-	-
	3M	bp	(4.1)	(1.8)	(14.4)	(37.5)	-	-	(9.0)	(23.2)	(23.2)	(37.2)	(39.7)	-	-	-
	YTD	bp	(4.1)	(1.8)	(14.4)	(37.5)	-	-	(9.0)	(23.2)	(23.2)	(37.2)	(39.7)	-	-	-
	1Y	bp	(1.5)	(2.2)	(52.7)	(166.7)	-	-	(48.5)	(154.8)	(55.1)	(136.5)	(140.0)	-	-	-
	3Y	bp	27.1	1.6	5.5	(13.9)	-	-	(0.8)	(10.1)	24.0	35.4	(10.1)	-	-	-
YTW	현재	%	3.77	3.19	4.92	7.55	4.46	2.97	5.33	7.70	3.70	6.37	7.82	-	6.29	3.40
	1M	bp	(3.2)	(0.3)	(9.5)	(14.3)	(1.0)	(6.3)	(8.0)	(16.6)	(12.0)	(8.1)	(25.4)	-	10.1	(8.3)
	3M	bp	25.8	27.1	23.4	(3.7)	37.1	31.0	27.8	10.4	18.1	(13.9)	(3.6)	-	9.3	13.2
	YTD	bp	25.8	27.1	23.4	(3.7)	37.1	31.0	27.8	10.4	18.1	(13.9)	(3.6)	-	9.3	13.2
	1Y	bp	23.5	35.4	(4.3)	(107.1)	61.6	(1.0)	16.8	(81.9)	(47.0)	(131.3)	(69.0)	-	(30.2)	(2.3)
	3Y	bp	261.4	243.1	318.3	345.2	346.7	299.8	305.8	346.4	336.7	373.2	253.8	-	129.4	178.9
Duration	현재	년	6.69	7.44	6.19	3.52	6.08	7.47	7.19	3.66	4.59	3.02	6.59	-	4.96	7.58

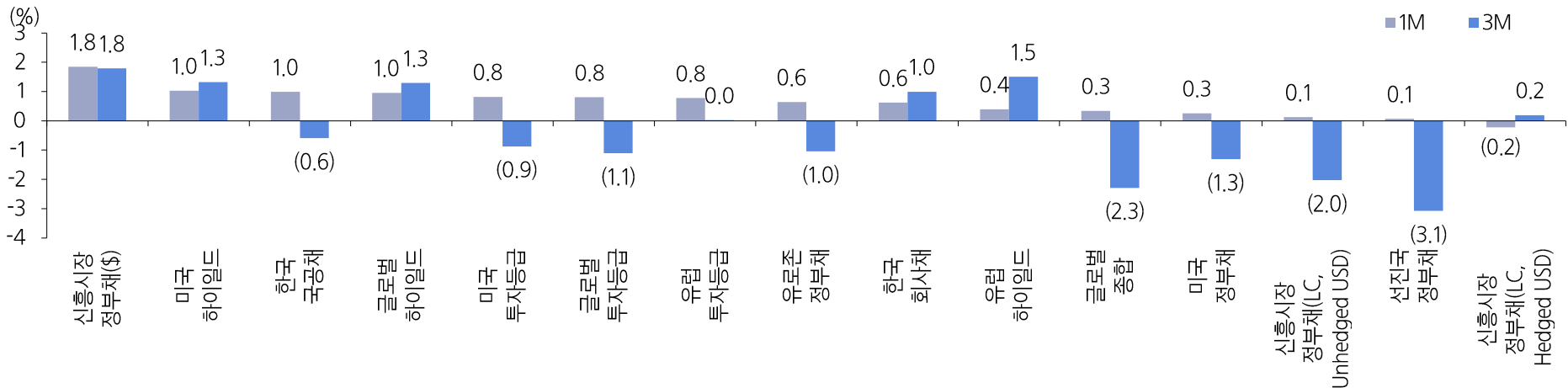
글로벌 채권 Review

금리 상승 vs. 스프레드 축소

- 선진국 국채금리는 금리 인하 기대감 vs. 물가 상방압력에 대한 불안 등으로 방향성 없이 횡보하며 월말 소폭 하락
- 신흥국과 크레딧은 금리 변동성 확대 국면에도 불구하고 캐리매력에 따른 자금 유입에 스프레드 축소 이어지며 양호한 수익률



채권 자산군별 총 수익률



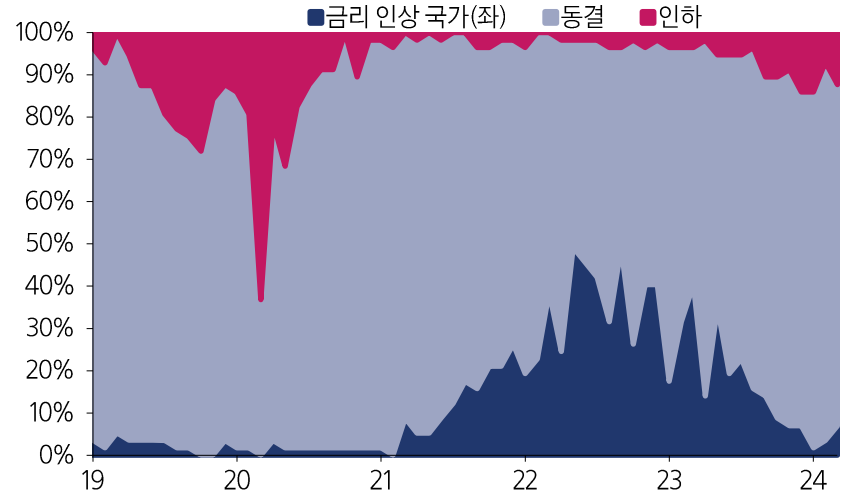
자료: Bloomberg/ 주: 신흥국 달러표시 정부채-JP morgan EMBIG Diversified Core, 신흥국 로컬통화표시 정부채- JP morgan GBI-EM, 그 밖의 지수는 Bloomberg Barclays 기준

글로벌 채권 Review

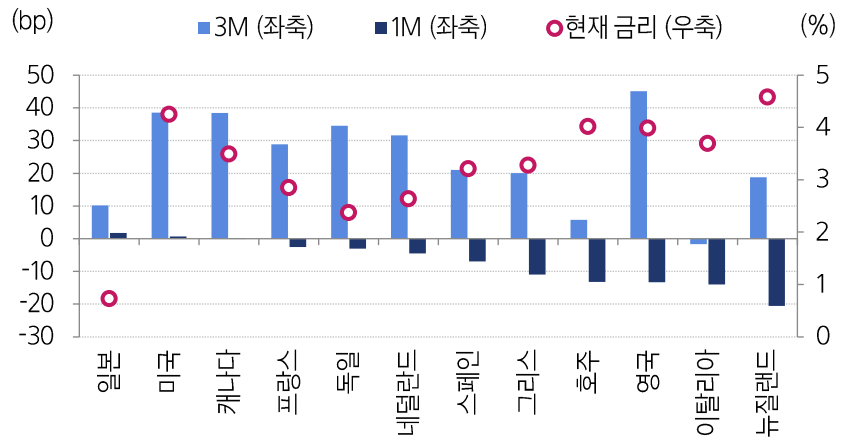
국가별로 차별화된 통화정책

- 신흥국 중 우간다, 이집트, 대만, 터키 인상 vs. 아르헨티나, 알마니, 조지아, 우크라이나, 몽골, 체코, 브라질 인하
- 선진국 중 일본 인상 vs. 스위스 인하
- 선진/신흥국 장기물 금리 좁은 밴드내 횡보

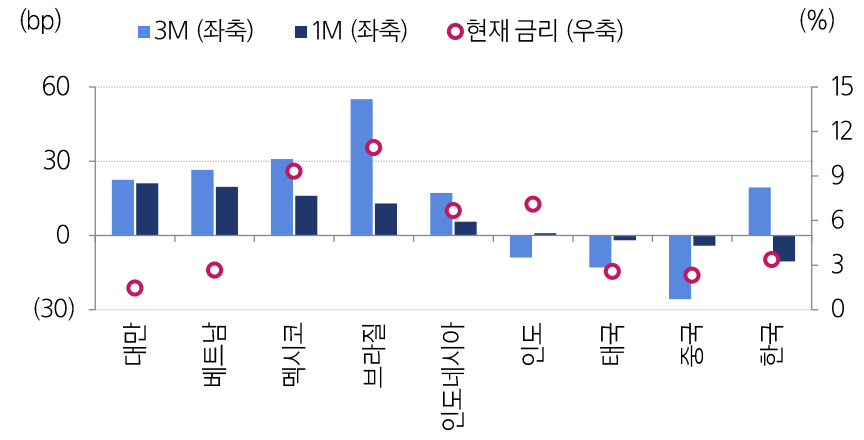
전체 국가 중 기준금리 인상/인하별 비중



선진국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



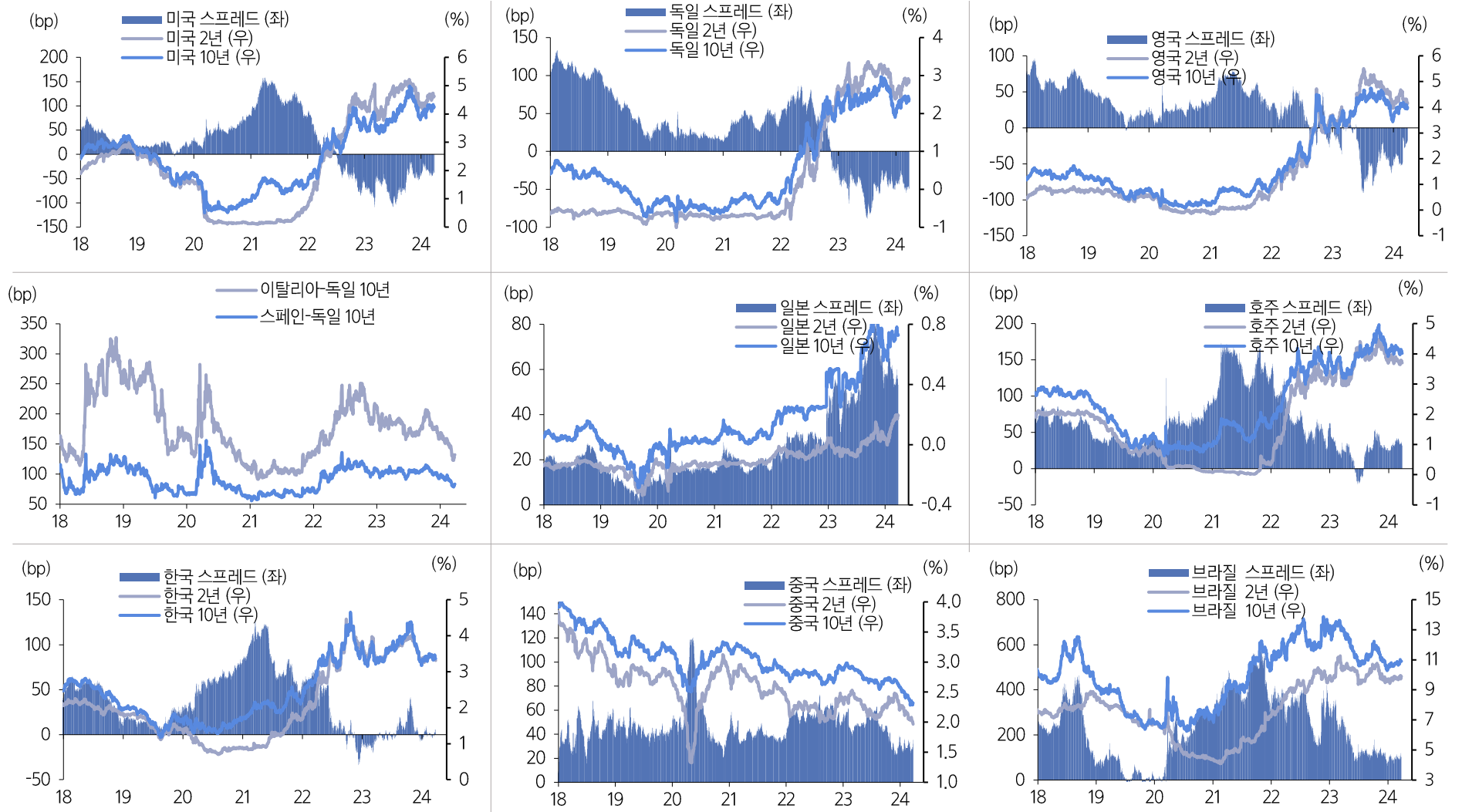
신흥국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



자료: Bloomberg

자료: Bloomberg

참고: 주요국 국채금리, 장단기 스프레드



01

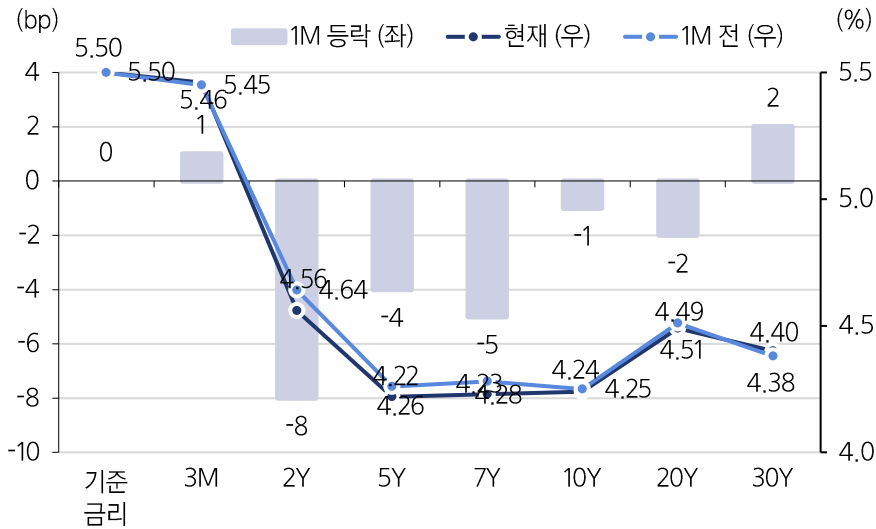
미국 국채

미국 금리 Review 금리 횡보 후 소폭 하락

인하 속도 둔화에 대한 우려 후퇴

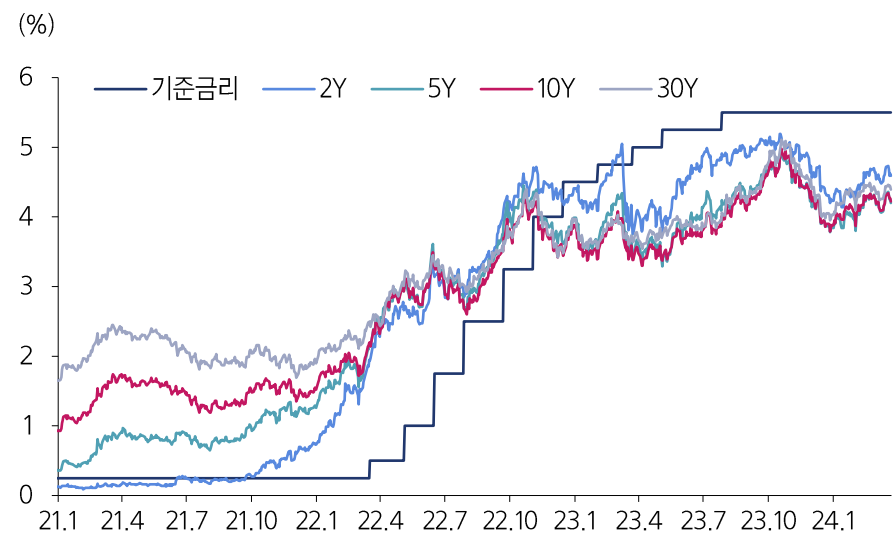
- FOMC에서 올해 점도표 3회 유지하면서 인하 속도 둔화 우려 선 그으며 단기채 중심으로 금리 하락
- 이후 스위스 중앙은행에서 예상외로 기준금리 인하한 점도 선진국 기준금리 인하 사이클 시작에 대한 기대 고조 시키며 단기채 금리 하락폭 확대
- 다만 3월 말 발표될 PCE 물가 지표에 대한 경계감에 장기물 금리 하단은 지지

올해 3회 인하 가능성 높아짐



자료: Thomson Reuters

만기물별 금리



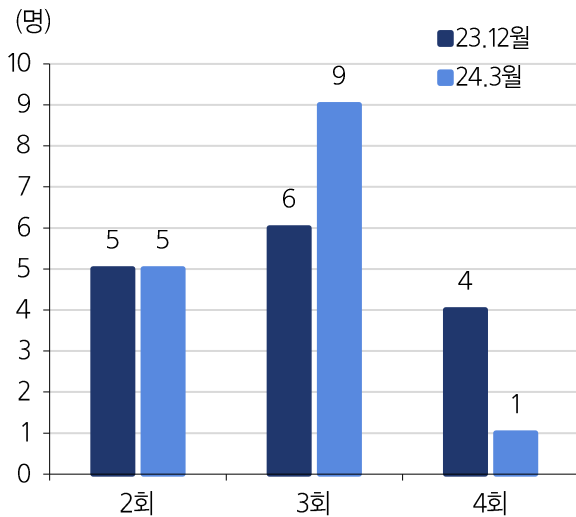
자료: Thomson Reuters

특별한 재료 없던 FOMC 3차례 인하 기대 강화

6월 첫 인하 예상, 올해 3차례 인하 전망 유지

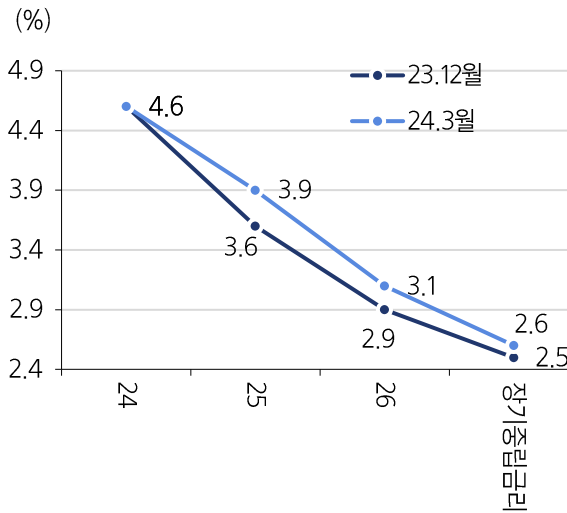
- 올해 4분기 근원PCE 물가 전망치 상향에도 불구하고 올해 3회 인하를 예상하는 위원수가 6명에서 9명으로 크게 증가
- 실질 GDP 전망치 상향에도 불구하고 근원물가 전망치로 계산한 연말 실질 기준금리 값은 하향
- FOMC에서는 연초의 지표 서프라이즈에 과잉 반응하지 않겠다고 선을 그으며 판단을 보류한 모습
- 연준은 3~6월 지표를 보고 6월 SEP 추가 수정하겠으나 3~6월에 확인될 지표는 1~3월만큼 서프라이즈는 아닐 듯. 올해 연준은 3차례 인하 경로를 유지할 가능성 유력

점도표상 인하 횟수별 지지하는 위원 수

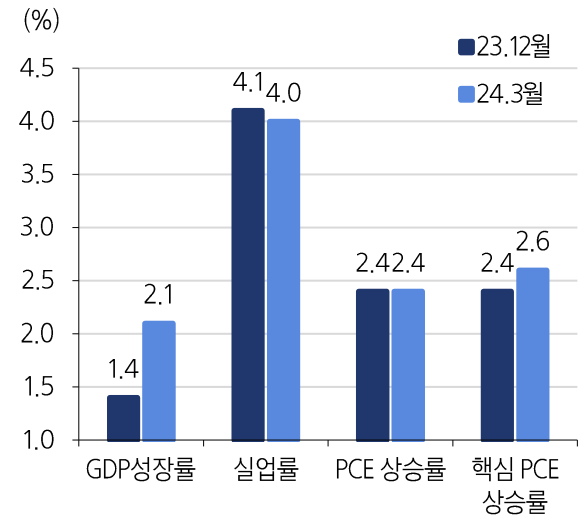


자료: Thomson Reuters

프라이머리 딜러 서베이 결과



올해 4분기 경제지표 전망치

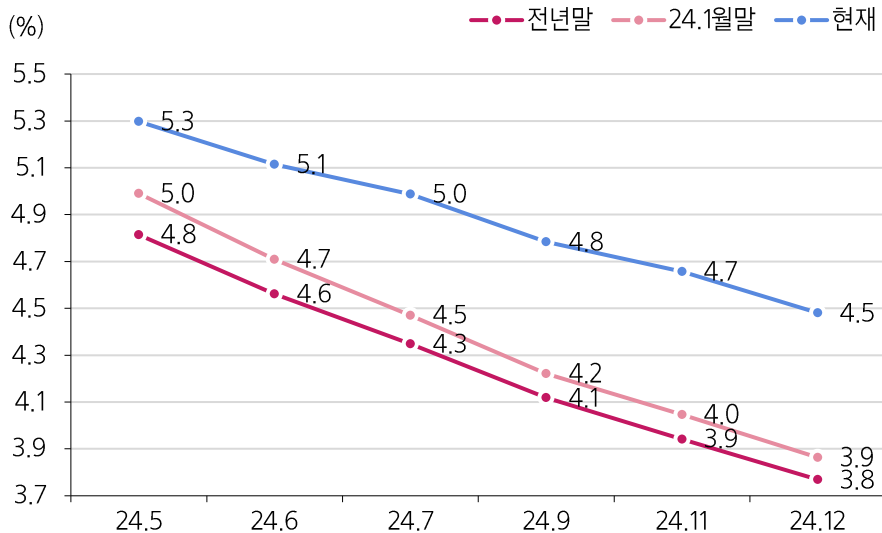


연말까지 시장금리 완만히 하락 연말 10년 금리 약 3.6% 부근 예상

10년 금리는 1년뒤의 기준금리 예상치와 비슷하게 등락

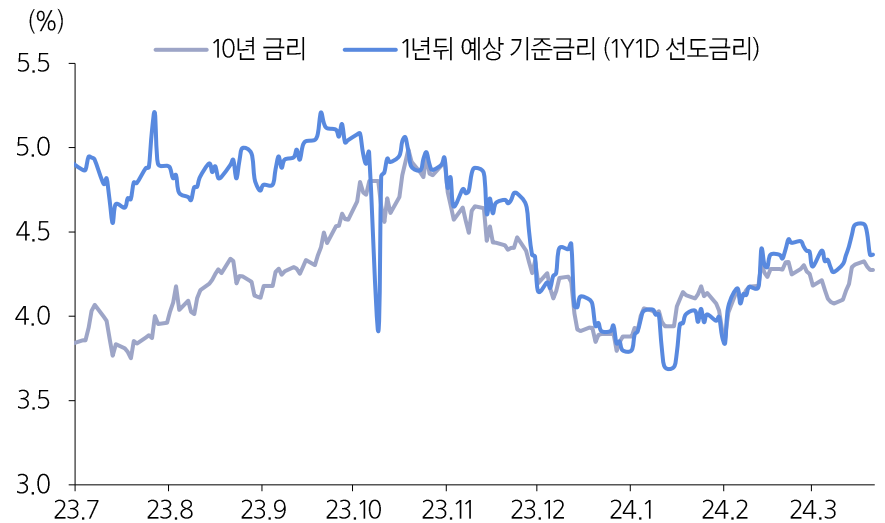
- 시장은 지난 1월 말까지 인하 기대를 과도하게 반영. 올해 연말 3.9%까지 인하 반영
- 1월 이후로 시장의 인하 기대 어느정도 정상화. 현재 인하 기대 값은 올해 연말 기준으로 4.5%로 연준의 점도표인 4.75%와 비슷
- 작년 기준금리 인상 사이클 종료 이후 10년 금리의 흐름과 1년뒤 예상 기준금리 (1Y1D 선도금리)는 비슷한 레벨에서 동행
- 25년 말 기준금리가 3.6% 정도 수준이라고 가정하면, 24년 말 10년금리도 해당 시점의 1년뒤 금리 예상치인 3.6% 정도가 타당

선도금리 시장: 과도했던 금리 인하 기대 정상화



자료: Thomson Reuters

10년금리와 1년뒤 예상 기준금리



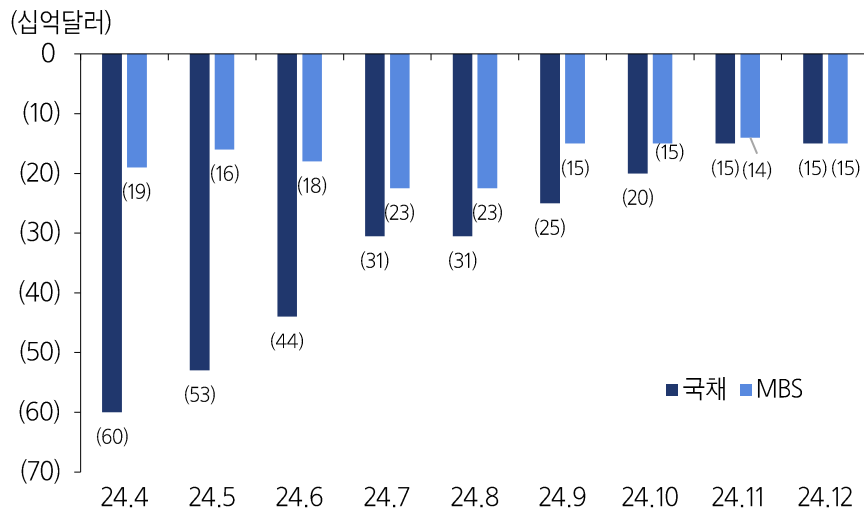
자료: Thomson Reuters

QT 속도 둔화 6월부터 시작 연말 은행 지준은 GDP 대비 약 11%

인하 기대 후퇴에 따른 시장금리 상승은 마무리 국면

- 기자회견에서 파월의장은 QT는 2019년과같이 단기자금시장 충격을 피하기위해 머지않은 시점에(fairly soon) 속도 조절 시작한다고 발언
- 프라이머리 딜러 서베이에 따르면 올해 QT 속도는 국채 중심으로 6월부터 둔화 시작. 올해 하반기 QT되는 국채 총량은 1,800억달러(월평균 300억달러)로 기존 진행해오던 속도의 절반 수준으로 서베이
- 당사도 올해 5월 대략적 QT 속도 발표 이후 6월부터 QT 속도 둔화 시작될 것으로 전망. 해당 경로 하에서 은행 지준은 올해 6월 3.3조, 올해 연말 3.1조 정도로 전망. 이는 GDP 대비 11% 정도로 단기자금시장에 충격이 있었던 2019년 대비 충분

프라이머리 딜러 서베이: 연준의 자산 축소 경로 예상



자료: Thomson Reuters

전망대로 QT 진행시 은행 지준 예상 경로



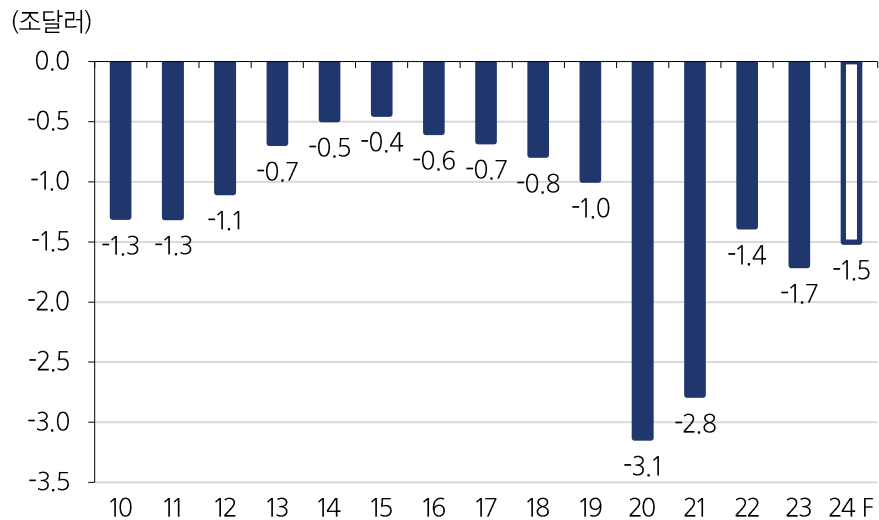
자료: Thomson Reuters

재차 불거진 발행 우려 2월 재정적자 YoY 증가

올해 재정적자가 목표를 상회할 수 있다는 우려

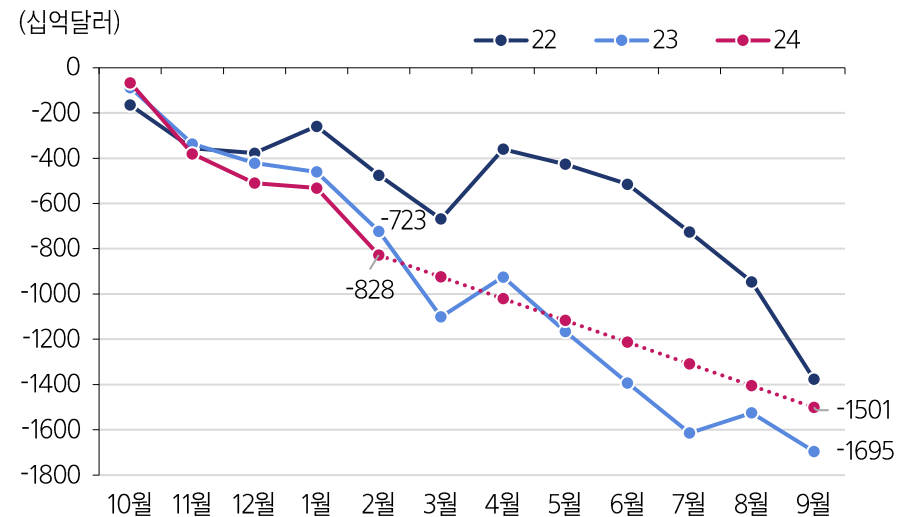
- 올해 연간 재정적자 목표치 1.5조달러로 전년대비 0.2조달러 축소되면서 발행 관련 우려가 후퇴했었지만, 2월 재정적자가 2,963억달러로 전년 동월대비 338억 증가하면서 올해 재정적자가 목표를 상회할 가능성이 제기
- 올해 회계연도 기준 2월까지 누적 재정적자(10~2월)은 8,280달러로 전년동기 7,230억 달러를 상회

올해 재정적자는 전년 대비 소폭 축소 목표



자료: CBO

2월 재정수지 2,960억달러로 YoY 소폭 확대



자료: CBO

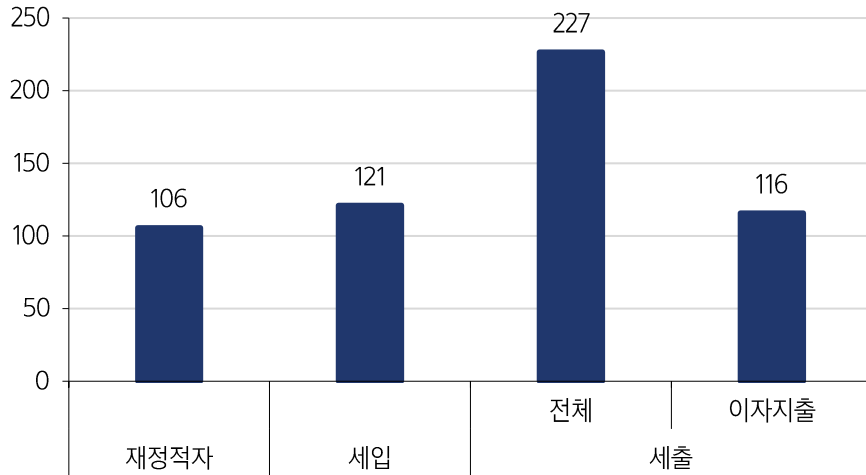
올해 재정적자 목표 1.5조달러 어느정도 달성 가능할 것으로 전망

최근 재정적자 확대의 원인은 이자지출 증가

- 10~2월 누적으로 세출과 세입의 YoY 증감폭을 계산해보면 세입은 1,210억달러 증가했음에도 불구하고, 세출이 2,270억달러 증가하면서 재정적자 확대. 특히 세출 중에서는 이자지출이 1,160억 증가하면서 절반 이상 기여
- 즉 이자지출이 1,160억 늘지 않았다면, 재정적자도 전년동기대비 보합에 그쳤을 것
- 이자지출 흐름은 시장금리 * 국채 발행 잔액과 동행하는데, 시장금리의 추가 상승 여력이 크지않은만큼 이자지출 증가세 점차 둔화될듯
- 재정적자는 올해 목표치인 1.5조달러 근접 가능할 것으로 전망

10~2월 누적 재정적자 YoY 증감

(십억달러 YoY)



자료: Thomson Reuters

금리 추가 상승 여력 크지 않은만큼 이자 지출도 줄듯

(십억달러)



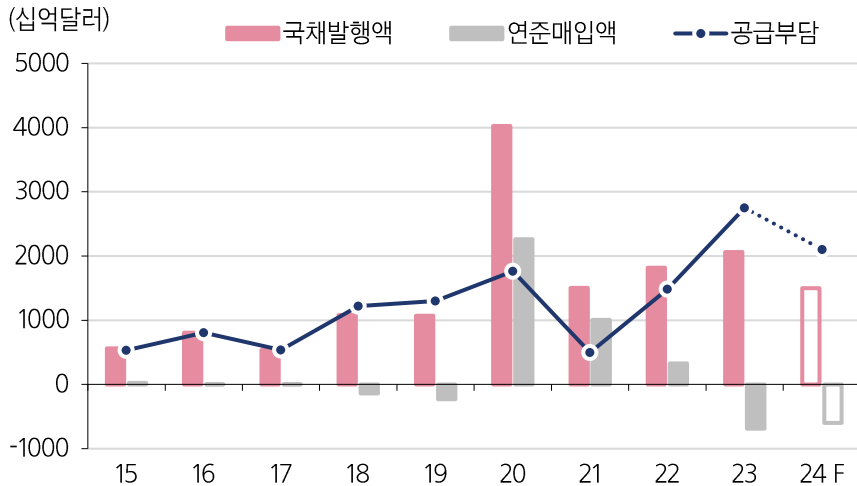
자료: Thomson Reuters

수급 환경은 긍정적 공급부담은 2021년 수준

국채 공급 부담은 (국채 발행 + 연준 상환) 올해 4월부터 대폭 축소

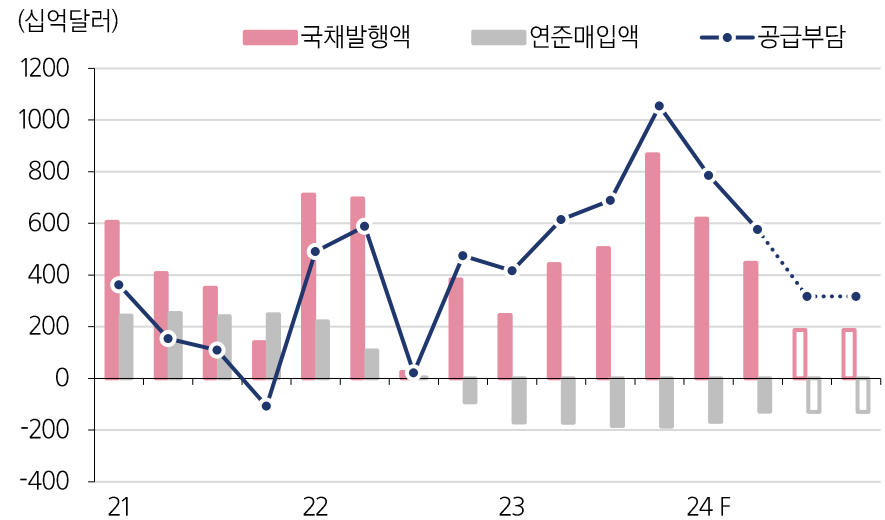
- 전년(23.10~24.9) 국채발행은 2.1조달러로 재정적자(1.7조달러) 상회. 부채한도 협상 불활실성으로 지출할 돈보다 더 많이 편당해뒀던 영향
- 올해의 재무부 현금 보유 목표는 현재와 비슷한 수준으로 계속 유지해 추가 축적 계획 없으므로, 국채발행액은 재정적자 목표와 비슷할듯
- 올해 국채발행 1.5조달러 가정 + 연준 국채 상환 0.6조달러정도를 가정하면 시장의 공급부담은 총 2.1조달러 정도
- 이를 분기별로 쪼개서 보면 올해 달러 기준 2분기(회계연도 기준3분기) 공급부담은 2021년 수준으로 회귀

시장에서 소화해야할 연간 국채 공급 부담



자료: CBO, Thomson Reuters /주: 회계연도 기준

분기별 공급 부담은 2021년 수준으로 돌아감



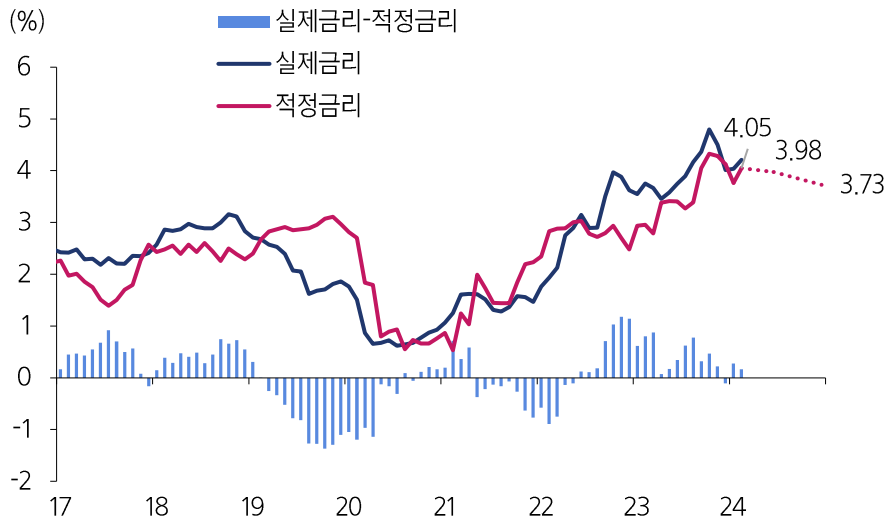
자료: CBO, Thomson Reuters /주: 회계연도 기준

결론 금리 중장기 경로는 하락

6월 전후 금리 하락 재개되나, 당분간 현재수준에서 횡보 예상

- 결론적으로, 6월 첫번째 기준금리 인하와 QT 속도 조절 시작. 6월 전후로 시장금리 하락 추세 재개
- 당분간은 금리 상/하방 압력 모두 크지 않아 현재 수준에서 횡보. 향후 3개월 10년 금리밴드는 4.0~4.3%
- 당사의 적정 금리 모형 또한 6월 말까지는 금리 횡보, 이후 금리 하락 추정. 다만 연말 10년금리 추정치는 지난달보다 소폭 상향됨. Input 변수 중 CPI 전망 경로가 소폭 상향된 영향. 올해 4분기 10년 금리 추정치는 3.6% 정도로 예상

적정금리 모형 (경기, 물가, 발행, 연준QT 감안)



자료: Bloomberg

당사 전망치 (시장금리는 분기평균, 기준금리는 기말)

	24.1Q	24.2Q F	24.3Q F	24.4Q F
기준금리	5.50	5.25	5.00	4.75
2년 금리	4.47	4.20	3.90	3.60
10년 금리	4.15	4.00	3.70	3.60
2/10년 Spread	-32	-20	-20	0
	보합	불스팁	불스팁	불스팁

자료: Bloomberg

02

크레딧과 신흥국

미국 크레딧 IG OW, HY 중립 유지

가격 부담 높은 HY는 중립 유지, IG는 캐리 매력 고려 OW

- 금리 변동성 확대 구간 지속됨에도 불구하고 IG와 HY 모두 5.3%, 7.7%에 육박하는 높은 캐리 매력에 강세 지속
- 특히 하이일드의 경우 투자등급 대비 강세 속도가 빨라 하이일드/투자등급 스프레드 배율 1.44배에 불과해 2007년 이후 최저 수준
- 과거 기준금리 인상 종료 이후 하이일드 스프레드 축소 지속하다 첫번째 인하 전후로 빠르게 확대됐던 경험 감안해 OW보다는 중립으로 대응
- 투자등급은 높은 캐리 매력 고려 OW 유지

하이일드/투자등급 스프레드 배율



자료: Bloomberg

인하 시작 전후로 하이일드 스프레드 확대 경험



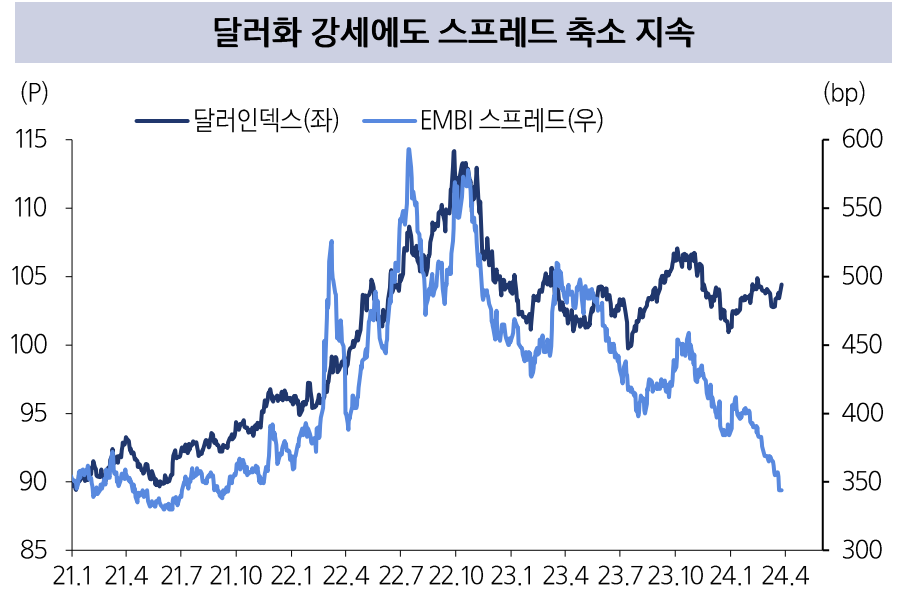
자료: Bloomberg

신흥국 비중확대 유지

상반기까지 비중 확대

- 달러화 강세 압력 지속됨에도 불구하고 EMBI 스프레드는 전월말대비 25bp 축소, 전월말대비 수익률은 1.9%. 지역별로 대부분 양호
- YTW 기준 7.8%의 높은 기대 수익에 자금 유입 지속되는 양상
- 대부분의 신흥국에서 목표치 근처의 물가 둔화 달성해 CDS 프리미엄도 하락하는 등 신용도 개선도 확인

			종합	라틴	유럽	중동	아시아	아프리카
Performance	1M	%	1.85	2.15	1.62	1.08	1.57	2.89
	3M	%	1.79	2.18	1.20	(0.38)	1.06	6.04
	YTD	%	1.79	2.18	1.20	(0.38)	1.06	6.04
	1Y	%	11.51	11.87	11.43	4.05	9.64	27.15
Spread	현재	bp	344.3	324.0	406.0	283.0	195.0	608.0
	1M	bp	(24.5)	(25.0)	(21.0)	(17.0)	(21.0)	(47.0)
	3M	bp	(39.7)	(42.0)	(40.0)	(12.0)	(26.0)	(126.0)
	YTD	bp	(39.7)	(42.0)	(40.0)	(12.0)	(26.0)	(126.0)
	1Y	bp	(159.2)	(144.0)	(209.0)	(64.0)	(140.0)	(403.0)
YTW	현재	%	7.8	7.6	8.4	7.2	6.2	10.4
	1M	bp	(26.0)	(25.0)	(23.0)	(17.0)	(22.0)	(49.0)
	3M	bp	22.0	19.0	19.0	42.0	31.0	(40.0)
	YTD	bp	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	1Y	bp	(74.0)	(56.0)	(124.0)	(7.0)	(70.0)	(229.0)
Duration	현재	년	6.6	7.7	5.2	6.8	6.3	5.3



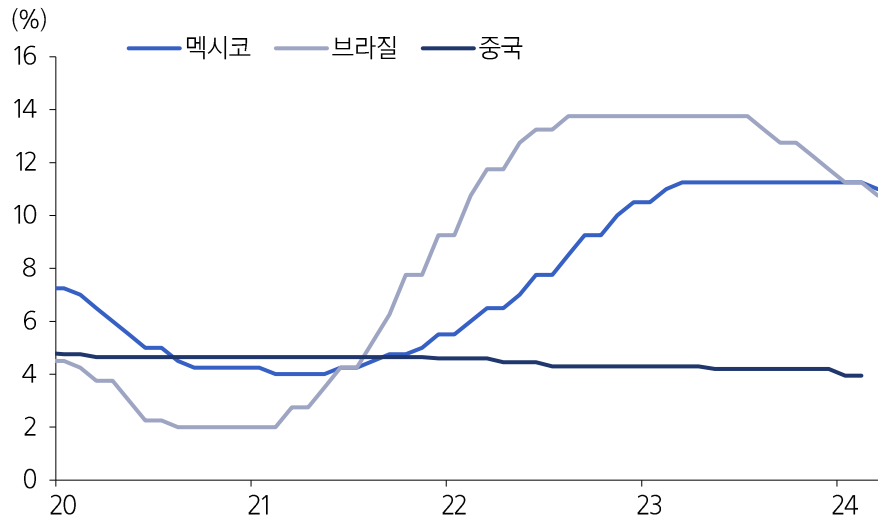
자료: Bloomberg

신흥국 OW 유지

실제 선진국 기준금리 인하 전까지는 비중확대 지속

- 브라질, 멕시코, 중국, 체코와 이스라엘 등 기준금리 인하 사이클 시작 or 진행중
- 선진국보다 한차례 빨리 물가 안정된 것이 배경
- 이에 더해 중국은 부동산 구조조정 속 지방정부 관련 리스크가 확대되면서 위안화 빠른 약세, 이에 따라 인민은행에서는 추가 기준율 인하 가능성 언급하자 10년 금리 또한 빠른 하락세 지속

신흥국 국가별 기준금리



자료: Bloomberg

중국 국채 10년 금리와 위안/달러 환율



자료: Bloomberg

03

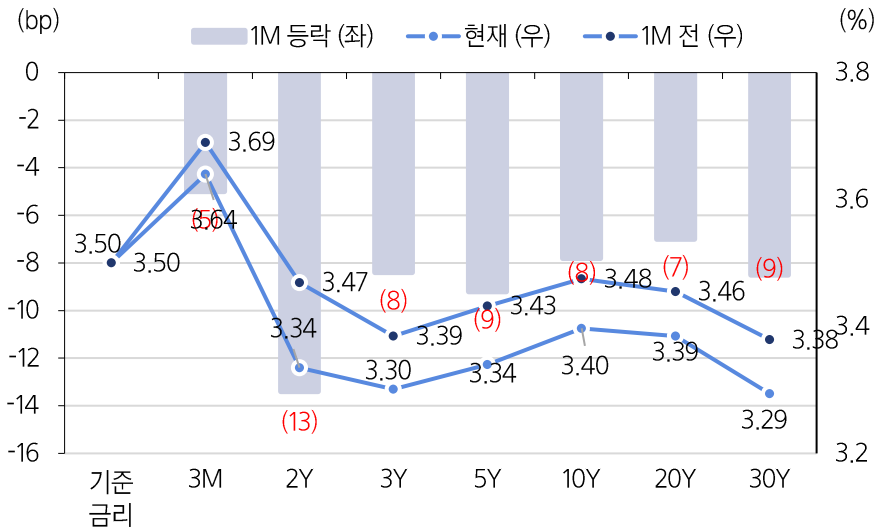
국내 국공채

국내 채권 Review

FOMC 우려 후퇴하며 금리 하락

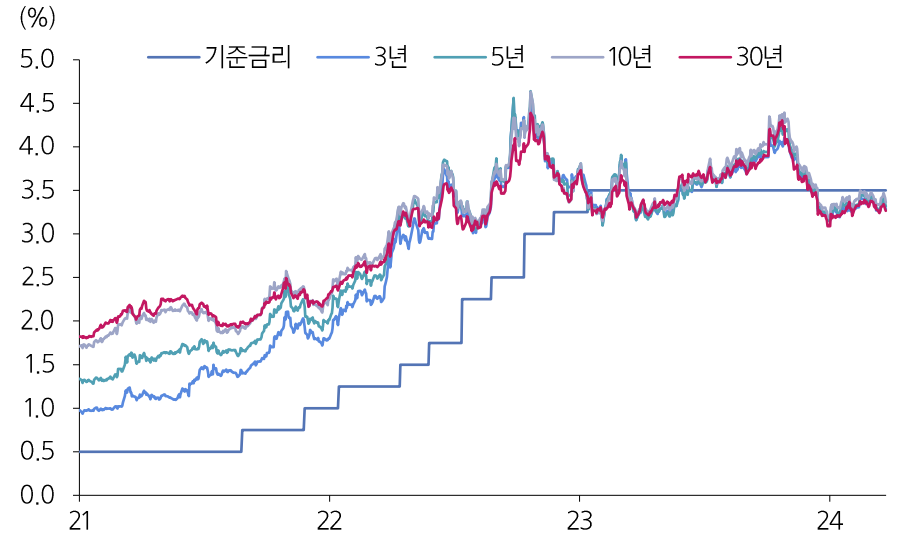
- 월 중순까지 외국인 순매도, 한국 소비자물가 재차 3%대로 반등, 연준의 점도표 상향 우려 등이 더해지며 금리 소폭 상승하는 등 횡보
- 미국 점도표 상향에 대한 불확실성이 해소되며 한국 국고채 금리도 하락

장기물 중심 금리 상승



자료: Infomax

커브 스틱 지속



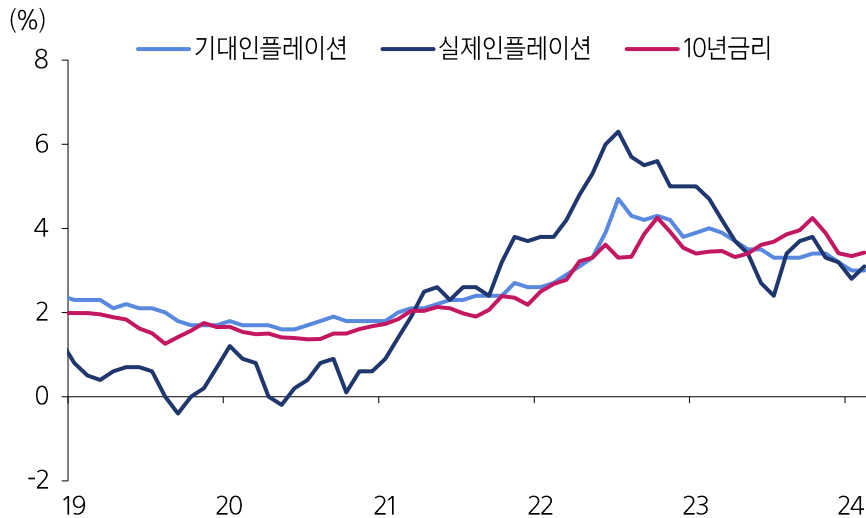
자료: Infomax

기대인플레는 여전히 안정 명목금리 하방압력

물가 3%대 반등했으나 농축수산물 기여가 대부분

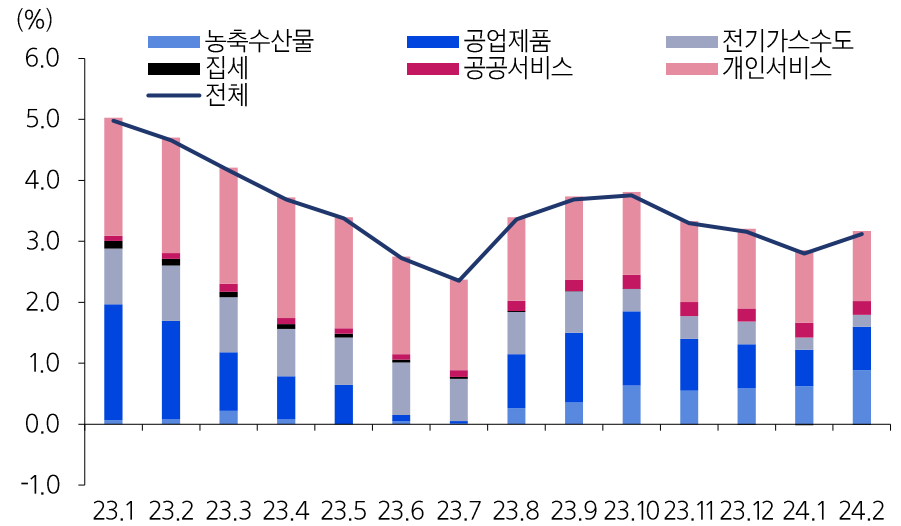
- 한국 2월 소비자물가 상승률은 3.1%대로 재반등. 집세와 공공 및 개인서비스의 기여도는 낮아진 반면 농축수산물 기여도가 확대된 점이 원인
- 농축수산물은 전년동월대비 11.4% 증가해 21년 4월 이후 최고치. 다만 이는 한은도 이미 물가 2% 달성 과정에서 유가나 농식품가격에 따라 불확실한 경로(bumpy load)일 것이라고 언급해온 부분. 기대인플레이션은 여전히 3% 근처에서 안정
- 명목금리는 실제 인플레이션보다는 기대인플레이션과 동행중. 현재 기대 인플레이션 3.0%로 명목금리 추가 하락 가능

한국 기대인플레이션과 CPI



자료: Thomson Reuters

소비자물가 상승률과 품목별 기여도: 집세는 이미 마이너스(-)



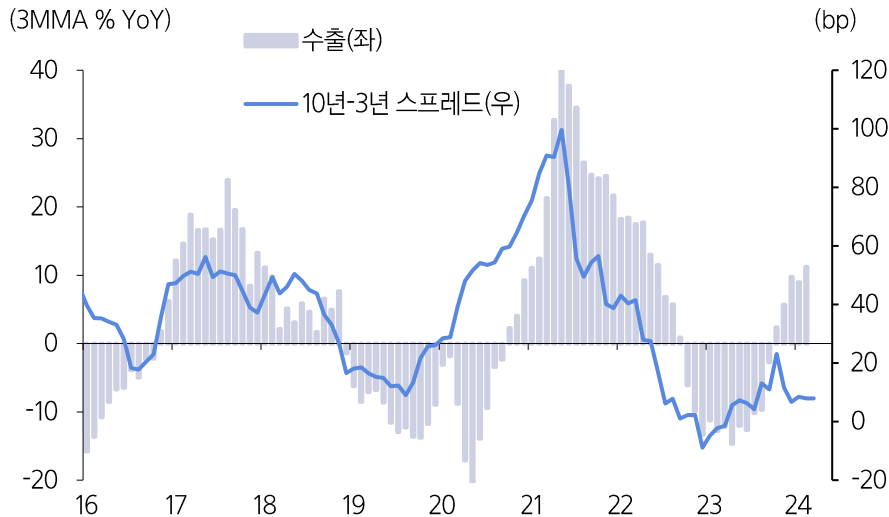
자료: Thomson Reuters

수출 vs. 내수 명목금리 하방압력

수출 반등에도 불구하고 내수 둔화

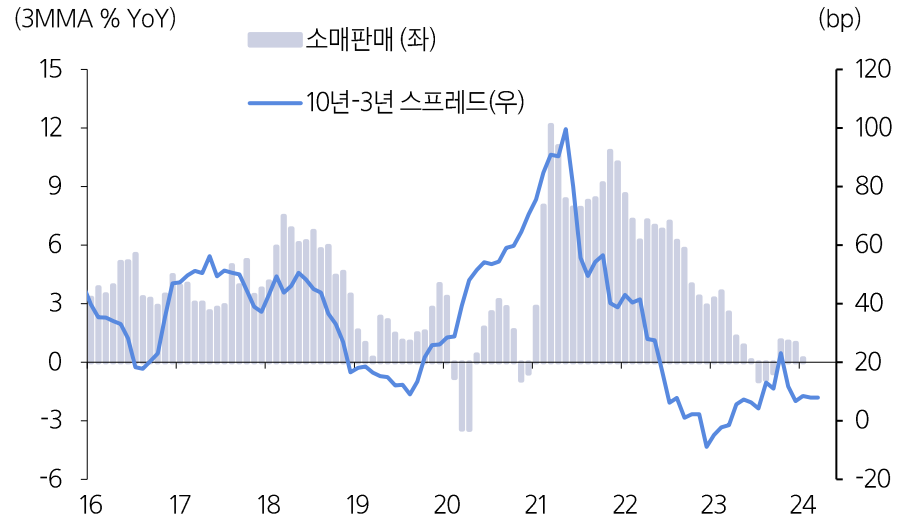
- 최근 한국 경기는 수출과 내수의 엇갈린 흐름 지속
- 이러한 상황에서 장단기 금리차는 수출보다는 내수 둔화를 더 크게 반영하고 있는 중
- 이어져왔던 고금리와 소비심리 부진 등에 내수 둔화 국면 지속될 가능성 크므로, 장기채 금리 중심으로 하락 압력 커질 수 있음

수출과 채권시장 비동조화



자료: Thomson Reuters

내수 둔화를 반영 중



자료: Thomson Reuters

인하 가능성을 거의 반영하고 있지않은 시장 6월 전후가 트리거

구체적 인하 시그널 확인될 6월 전까지는 금리 상하방 경직적일듯

- 2월 금통위에서는 6명 위원 중 1명이 3개월 내 금리 인하 가능성을 열어두었으며, 미국도 6월 인하 가능성이 대두되고 있음에도 불구하고 한국 선도시장은 6개월 내 기준금리 인하 기대를 전혀 반영하고 있지 않은 상황
- 선도시장에 반영된 기준금리는 6개월 뒤 3.4%, 1년뒤 3.3%로 1년내 1차례 정도의 인하만 반영하고 있을뿐
- 과거에도 실제 인하 바로 직전에 인하 시그널이 확인되며 선도금리와 현물금리 빠르게 하락했던 점 감안하면 이번에도 6월 전후로 인하 시그널 확인되며 시장금리 하락 예상

선도시장에 반영된 기준금리 인하 기대



자료: Bloomberg

1Y1D 선도금리와 10년 금리 동행중



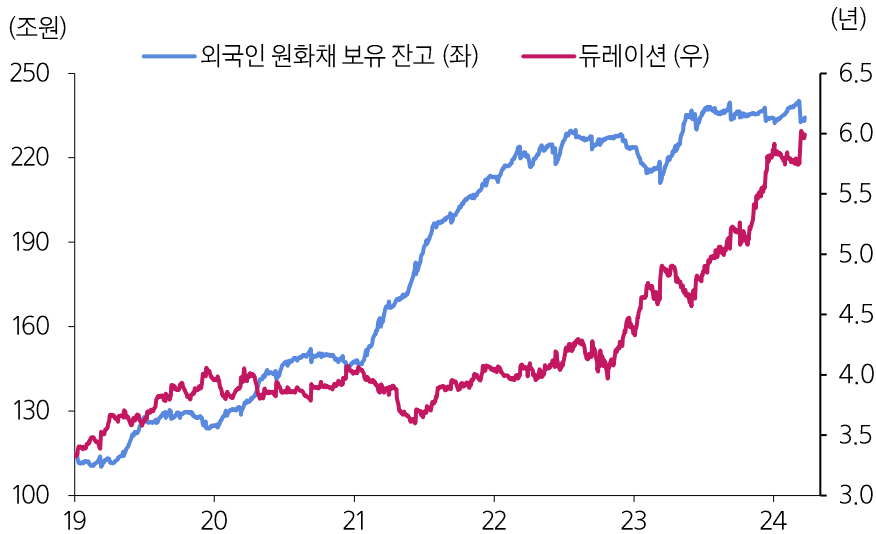
자료: Bloomberg

투자주체별 수요 외국인 원화채 듀레이션 확대

외국인을 중심으로 투심 유지

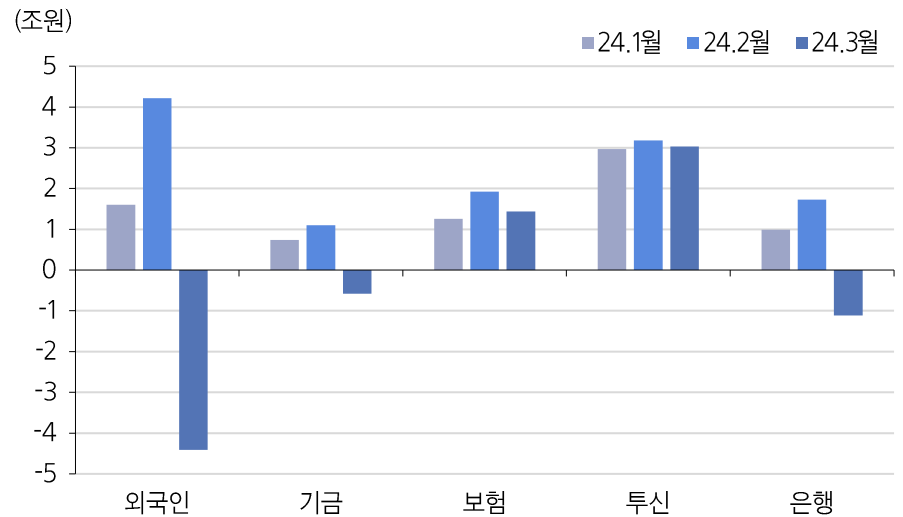
- 투자주체별 국채 순매수를 보면 외국인이 3월 중 현물을 큰폭으로 순매도했으나, 듀레이션은 사상 최대수준인 6년까지 확대됨
- 하반기 WGBI 편입 기대를 앞두고 보험성으로 중장기물을 매수 했을 가능성. WGBI 평균 만기는 9.67년, 듀레이션은 7.29년
- 한미 금리차가 큰 폭으로 역전돼 있어 재정거래 유인이 크지 않아 외국인 자금 유입세 더딜 수는 있어도 외국인의 원화채 투자 수요는 꾸준할 듯

외국인의 원화채 보유 잔고와 듀레이션



자료: Thomson Reuters

투자주체별 국채 현물 월간 순매수



자료: Thomson Reuters

결론 상반기까지 장기물 중심 비중 확대

금리는 현재수준 횡보하다 6월경 하락 추세 재개 예상

- 미국-한국 10년 금리 차이는 80bp 넘게 벌어져 2018년 이후 최대치까지 확대
- 7월 첫번째 인하 예상되며, 실제 인하 전후로 향후 인하 기대가 시장에 반영되며 장단기물 금리 모두 하락할 것으로 예상
- 연말 예상 기준금리 연말 기준금리, 3년금리, 10년금리 전망치는 각 2.75%, 2.8%, 3% 전후
- 현재 금리 수준에서 장기물 중심 매수 접근

한국 기준금리와 10년 금리 차이



자료: Thomson Reuters

장단기 금리차



자료: Thomson Reuters

04

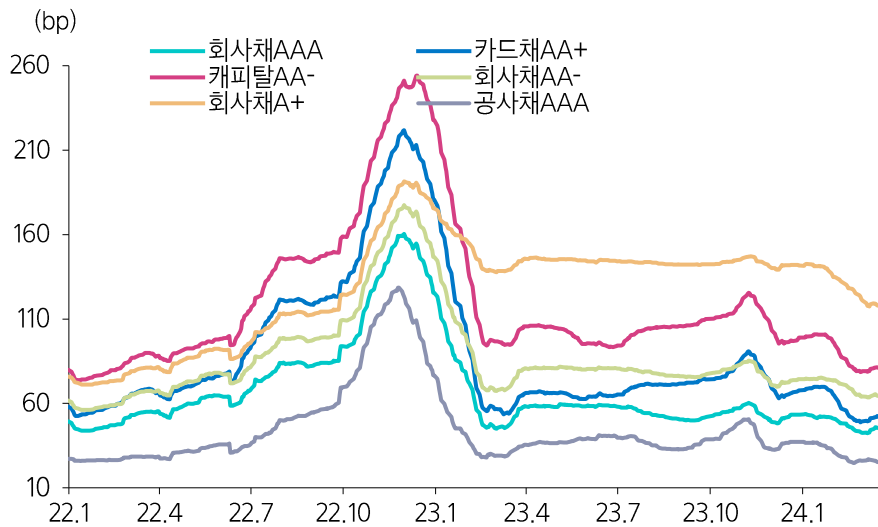
국내 크레딧

국내 크레딧 Neutral 유지

추세 추종적 시장 모멘텀, 정책 불확실성 등으로 약세장 전환 가능성 경계

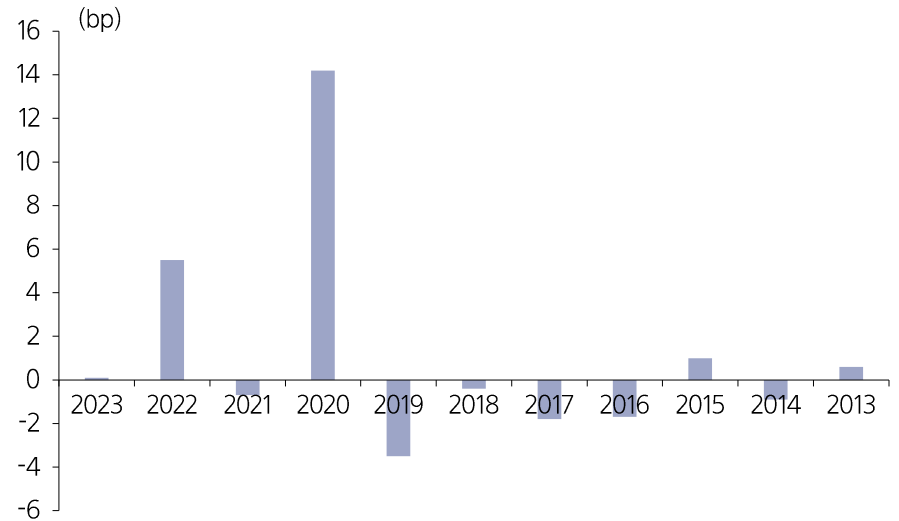
- 수급 모멘텀 약화되는 2분기 계절성, 기업 실적 발표, 4월 부터 시작되는 회사채 정기 평정에 따른 신용등급 부담 등이 부정적 요인
- 수급 민감 & 펀더멘탈 둔감 장세 : 위험선호 심리, MMF 등 풍부한 시중 단기 유동성은 크레딧 긍정적 요인
- 레포 등 레버리지된 롱포지션 증가로 자기만족적(complacent)시장 심리(과매수)는 양날의 칼
- 크레딧 지수는 우량 종목 과대 대표 가능성, 과거 4월 스프레드 추이는 하방 경직적 & 상방 확대 가능성 잠재
- 4월 총선 이후 정책 불확실성 현실화될 경우 위험 관리 차원에서 이익 실현과 비중 축소 가능성 검토

섹터별 신용스프레드 추이



자료: 인포맥스

4월 신용스프레드 추이(AA-회사채, 3년기준)



자료: 인포맥스

국내 크레딧 금융기관 건전성

국내 기업, 글로벌 신용등급 경고등

- 지난 3/7일 무디스가 한국의 은행 시스템 전망을 안정적에서 부정적으로 변경
- S&P가 프로젝트 파이낸싱 위기를 비롯한 부동산 시장 불확실성 등을 이유로 미래에셋과 한국투자증권 신용등급 전망을 기존의 '안정적'(stable)에서 '부정적'(negative)으로 하향 조정
- 23년 증권사 부채는 13.9% 증가한 반면 당기순이익(일회성 이익 제외)은 20.2% 감소, 3년간 자사주 소각 계획 발표한 미래에셋증권을 비롯한 증권사들의 적극적 주주 친화 정책으로 주가와 신용등급간 방향성 충돌 가능성 우려,
- S&P가 3/19 전기차 배터리 수요 둔화와 설비투자 부담 등을 이유로 SK이노베이션[과 SK지오센트릭의 신용등급 BBB-'에서 BB+로 하향

국내 은행 주요 지표 추이

	Q3 2023	2022	2021	2020	2019	2018
KEY RATIOS						
Problem Loans / Gross Loans	0.7%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%
Tangible Common Equity / Risk Weighted Assets	14.7%	14.5%	14.2%	14.1%	13.2%	13.3%
Net Income / Tangible Assets	0.7%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.6%
Market Funds / Tangible Banking Assets	20.0%	22.5%	21.1%	21.4%	21.1%	21.8%
Liquid Banking Assets / Tangible Banking Assets	19.3%	20.6%	19.9%	19.8%	19.9%	18.7%
ADDITIONAL RATIOS						
Loan Loss Reserves / Problem Loans	145.0%	161.8%	138.6%	122.1%	103.7%	104.2%
Loan Loss Provisions / Gross Loans	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%	0.8%	0.9%
Net Interest Margin	1.8%	1.7%	1.6%	1.5%	1.6%	1.7%
Net Income / Average RWA	1.6%	1.0%	1.2%	0.9%	1.0%	1.1%
Pre Provision Income / RWA	2.6%	2.2%	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%
Cost / Income Ratio	46.7%	50.9%	54.2%	55.4%	58.4%	58.4%
Shareholder's Equity / Total Assets	6.6%	6.6%	7.0%	7.2%	7.4%	7.5%

자료: Moody's

증권사 디레버링은 없다?(단위: 조원, %)

구분	'22말	'23말	증감	증감률
예수부채	75.9	84.8	8.9	11.7
매도파생 결합증권(ELS 등)	101	95.7	△5.3	△5.2
RP매도	128.2	161.2	33	25.7
발행어음	30.3	35.9	5.6	18.5
사채·차입금	122.5	138.5	16	13.1
기타	70.1	85.5	15.4	22
부채총계	528	601.6	73.6	13.9
레베리지비율	619.2	645.6	26.4	

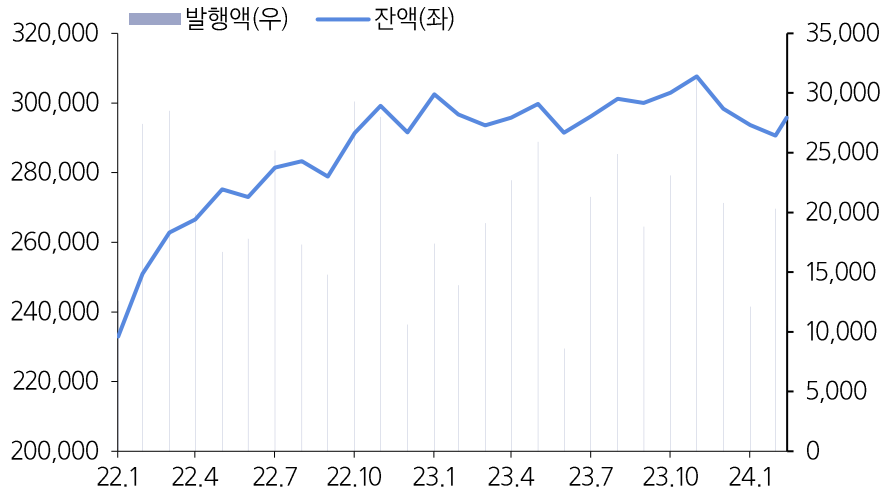
자료: 금감원

국내 크레딧 수출입은행 발행

채권 시장 수급 교란 요인, 산업은행 지고 수출입은행 뜨고

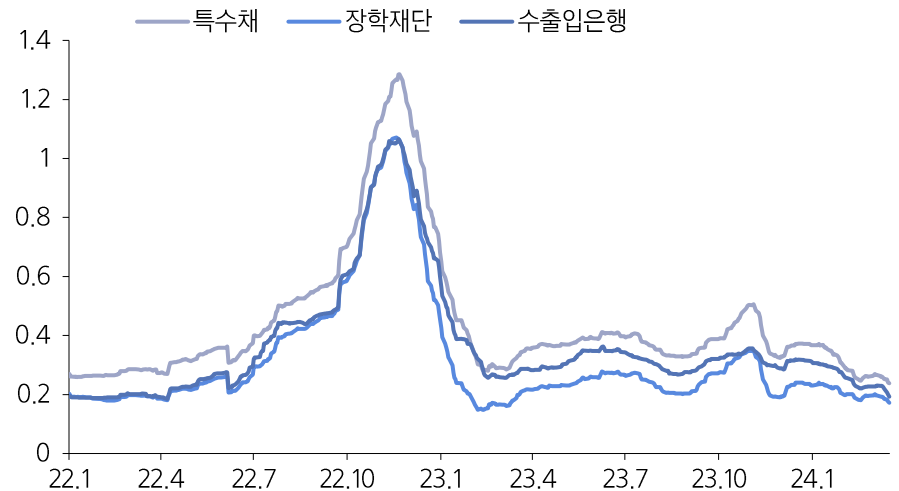
- 지난 3월 수출입은행의 법정자본금 한도가 기존 15조원에서 25조원으로 10조원 상향, 2030년까지 단계별로 출자하는 방식이 유력
- 자본 확충으로 채권 발행 여력 증가(*'23년 발행 규모 24.8조원)
- 현금이 아닌 정부 보유 주식 등 현물 출자 방식은 채권 발행 부담 증가 요인
- 국가 보증 동의안이 국회를 통과함에 따라 5조원 규모 공급망 안정화 기금채권(정부 보증 수은채)이 상반기 부터 순차적으로 발행 예정
- 기존 정부보증채 (한국장학재단, 예금보험공사)에 부정적 구축효과

수출입은행 채권 발행 추이



자료: 인포맥스

공사채 및 정부보증 공사채 스프레드



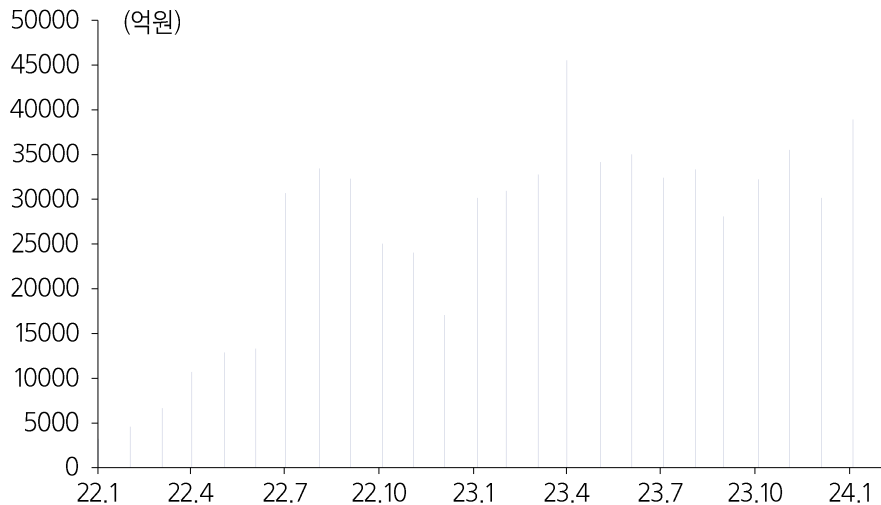
자료: 인포맥스

국내 크레딧 순환매장의 Last Mile

수신 금리 하락으로 채권 관심 증가한 개인투자자

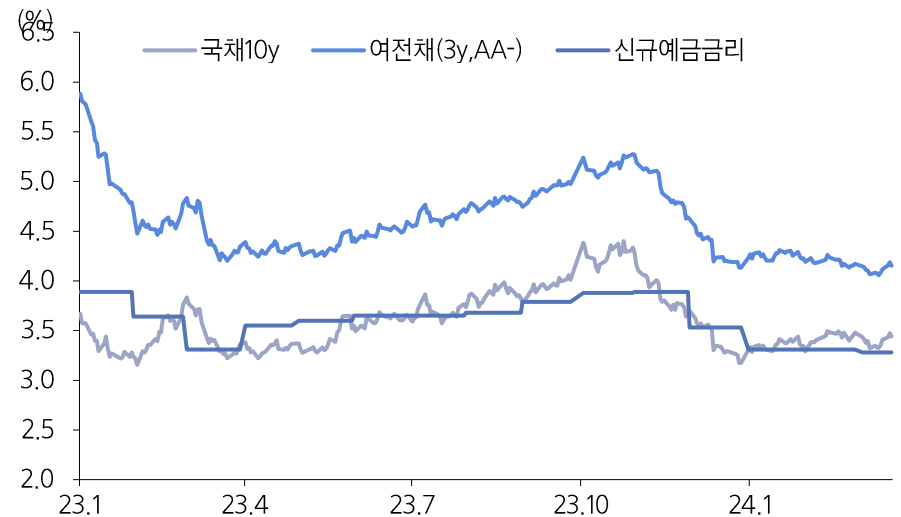
- 개인 투자자들이 2월 중 총 4.2조원의 채권을 순매수(일평균 2,235억원 순매수), 이는 월간 순매수 및 거래일 평균 모두 작년 4월 이후 최대 규모
- 금융권 수신 금리 인하로 고금리 예금 상품 품귀 현상 발생하면서 고금리 회사채로 리테일 자금 이동 추정
“최근 진행된 추첨식 연 5% 정기예금 특판에 이들 만에 10만명이 참여”
- CJ CGV 신종자본증권, 푸본현대생명 후순위채 등 공모 자본성증권 발행에 나선 기업들이 연달아 미매각되는 등 리테일 시장도 종목별 차별화
- 발행 시장 양극화 및 대안적 자금 조달 수단으로 사모채와 신보 보증 P-CBO 발행 활발

개인투자자 채권 순매수 추이



자료: 인포맥스, ELS 제외

은행 정기예금과 채권금리 추이



자료: 인포맥스

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.