

2024년 2월

국내외 채권전망

2024. 1

Executive Summary

01 미국 채권

- 지난 전망에서 언급했듯이 경기와 물가 펀더멘탈은 중장기적으로 장기물 금리 하락 압력, 1분기까지는 단기 리스크가 상존
- 1분기 중 장기물 중심 비중 확대, 이후 단기채 비중 확대

02 미국 크레딧

- 단기자금 시장 불안 징후 포착시 저신용 등급 위주로 스프레드 급등 가능
- 다만 우량등급 같은 경우 경기가 연착륙 하는 환경 속 단기자금시장 불안에 따른 QT 중단이 오히려 호재로 해석될 수 있음. 비중확대 유지

03 신흥국 채권

- 현재 글로벌 금리 상단 어느정도 제한된 흐름. 2월 금리와 스프레드 모두 보합 예상
- 인민은행 총재는 2월 5일부터 기준율을 10.5%에서 10%로 50bp 인하 계획 발표하는 등 긍정적 뉴스도

결론: 미국 IG > 신흥국 > 미 국채 > 미국 HY

Executive Summary

04 한국 국공채

- 올해 연말 기준금리, 3년금리, 10년금리 전망치는 각 2.75%, 2.7%, 3% 전후
- 현재 수준에서 금리 상승시 마다 장기채 중심 비중확대, 2분기를 지나가면서 단기채 중심 비중 확대 추천

05 한국 크레딧

- 중립 전환. 태영건설 이슈 등으로 부동산 PF에 대한 경계감이 이어지면서 여전채와 관련 회사채 약보합
- 연초 효과 소멸시 수급 부담 증가와 부동산 PF발 시장 긴장감 높아질 가능성 유의

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	%	(2.33)	(2.88)	(1.44)	(0.09)	(1.35)	(1.39)	(1.08)	(0.07)	(0.49)	0.76	(1.76)	0.02	(1.81)	(1.28)
	3M	%	6.85	6.30	8.62	8.70	5.44	5.29	9.38	8.36	4.57	6.60	8.72	4.33	7.12	6.81
	YTD	%	(2.33)	(2.88)	(1.44)	(0.09)	(1.35)	(1.39)	(1.08)	(0.07)	(0.49)	0.76	(1.76)	0.02	(1.81)	(1.26)
	1Y	%	(0.03)	(1.85)	3.86	8.95	0.20	3.14	3.21	9.21	5.31	9.53	5.78	5.95	7.67	3.79
	3Y	%	(16.87)	(21.10)	(11.76)	0.81	(11.20)	(16.33)	(9.35)	5.65	(7.83)	3.95	(10.92)	(7.17)	(14.11)	(3.43)
Spread	현재	bp	46.7	12.0	108.3	347.3	-	-	92.5	324.8	129.6	347.7	400.0	-	-	-
	1M	bp	(1.9)	(0.9)	(6.5)	(12.2)	-	-	(6.2)	1.6	(8.1)	(33.5)	16.0	-	-	-
	3M	bp	(8.3)	(2.6)	(34.1)	(114.0)	-	-	(36.8)	(112.3)	(30.8)	(125.5)	(36.1)	-	-	-
	YTD	bp	(1.9)	(0.9)	(6.5)	(12.2)	-	-	(6.2)	1.6	(8.1)	(33.5)	16.0	-	-	-
	1Y	bp	6.0	(1.1)	(24.6)	(97.2)	-	-	(24.9)	(94.7)	(22.6)	(93.1)	(44.0)	-	-	-
	3Y	bp	26.6	1.8	8.9	(31.7)	-	-	(4.1)	(36.8)	36.4	4.6	47.8	-	-	-
YTW	현재	%	3.70	3.10	4.86	7.63	4.28	2.87	5.23	7.75	3.67	6.37	8.26	-	6.24	3.40
	1M	bp	18.7	17.9	17.8	4.0	19.7	21.8	17.3	15.8	14.6	(13.7)	41.1	-	4.7	12.7
	3M	bp	(64.5)	(50.1)	(100.1)	(173.1)	(75.5)	(58.2)	(112.1)	(173.6)	(78.3)	(175.0)	(111.6)	-	(61.4)	(75.7)
	YTD	bp	18.7	17.9	17.8	4.0	19.7	21.8	17.3	15.8	14.6	(13.7)	41.1	-	4.7	12.7
	1Y	bp	22.6	23.9	12.8	(47.6)	41.0	(4.0)	26.9	(38.8)	(24.3)	(68.6)	14.7	-	(37.3)	(2.8)
	3Y	bp	282.2	255.3	344.8	345.2	364.3	304.1	336.5	343.6	342.0	351.5	354.0	-	196.9	201.3
Duration	현재	년	6.66	7.39	6.16	3.56	6.06	7.33	7.17	3.71	4.52	3.06	6.56	-	4.96	7.49

글로벌 채권 Review

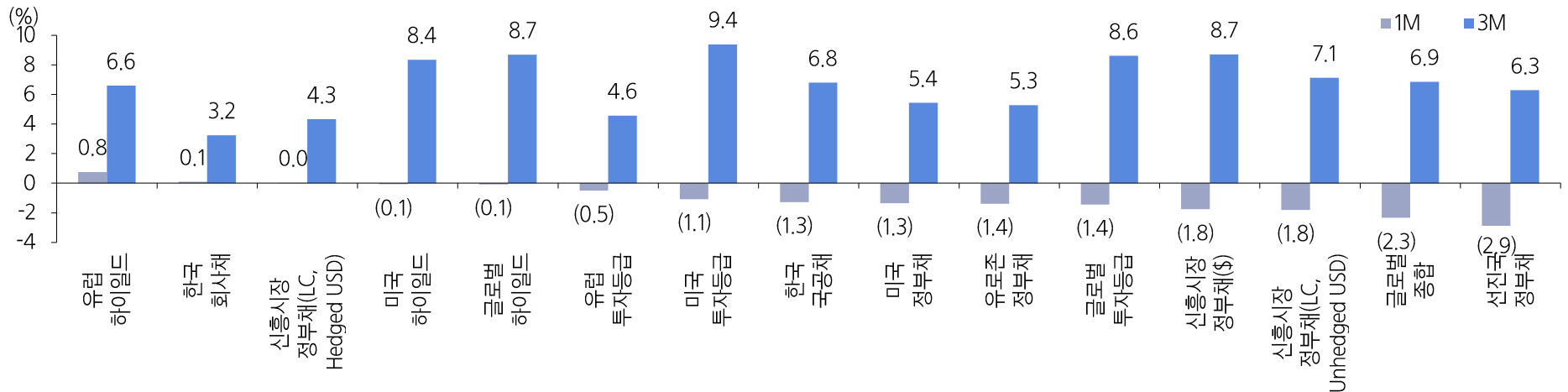
스프레드 보합, 금리 상승

- 미국 물가와 경기 지표 모두 호조를 보이면서 과도하게 반영되어 있던 금리 인하 기대감 어느정도 정상화
- 이에 따라 시장 금리 상승, 시장금리 상승에도 불구하고 주식시장 강세를 보이면서 크레딧 스프레드는 보합권에서 등락
-

금리 상승에도 불구하고 투심 유지, 스프레드 보합



채권 자산군별 총 수익률



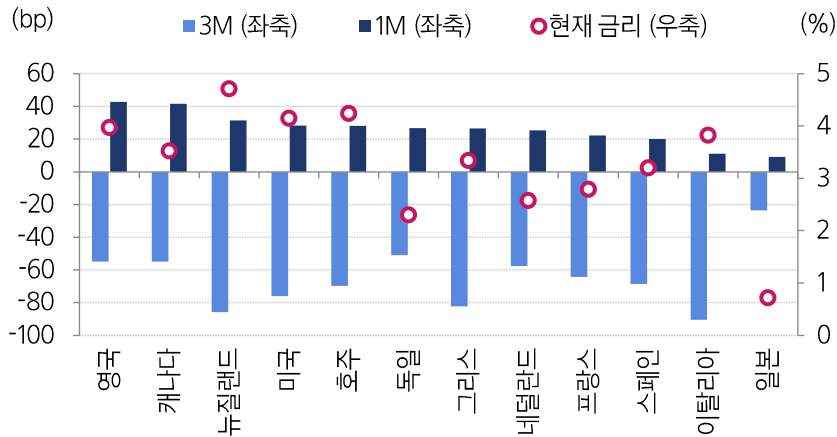
자료: Bloomberg/ 주: 신흥국 달러표시 정부채-JP morgan EMBIG Diversified Core, 신흥국 로컬통화표시 정부채- JP morgan GBI-EM, 그 밖의 지수는 Bloomberg Barclays 기준

글로벌 채권 Review

과도했던 인하 기대 되돌림

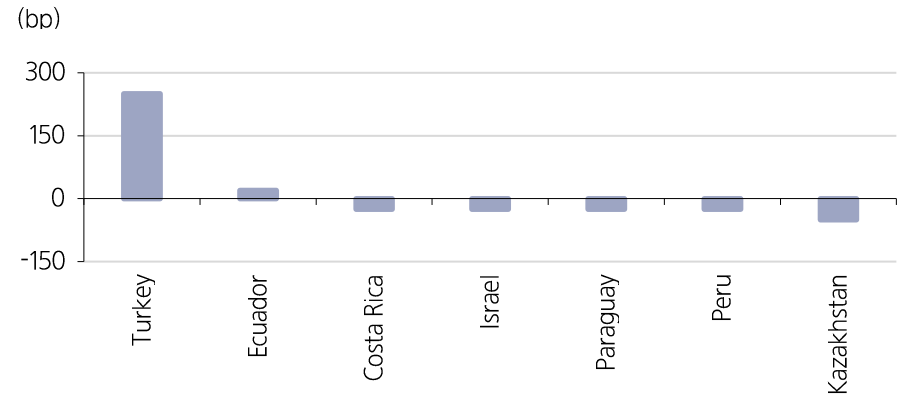
- 유로존에서도 미국과 마찬가지로 과도했던 기준금리 인하 기대 되돌림
- ECB 매파 의원들은 연내 인하가 당연하지 않다고 선을 그으며 금리 상승했으나, 이후 있었던 통화정책회의에서 라가르드 총재는 비둘기파적 스탠스 보여주며 금리 상단은 제한됨
- 선진국과 신흥국 대부분 금리 상승했으나, 중국은 하락

선진국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리

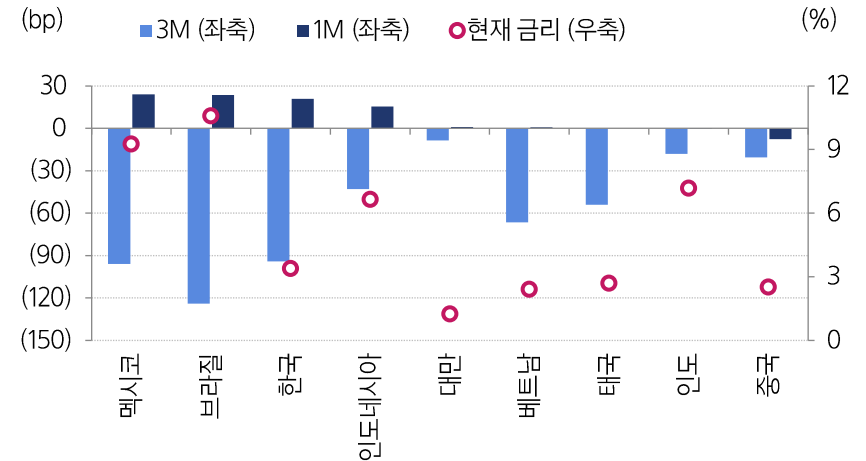


자료: Bloomberg

1월 중 주요 금리 변동 국가

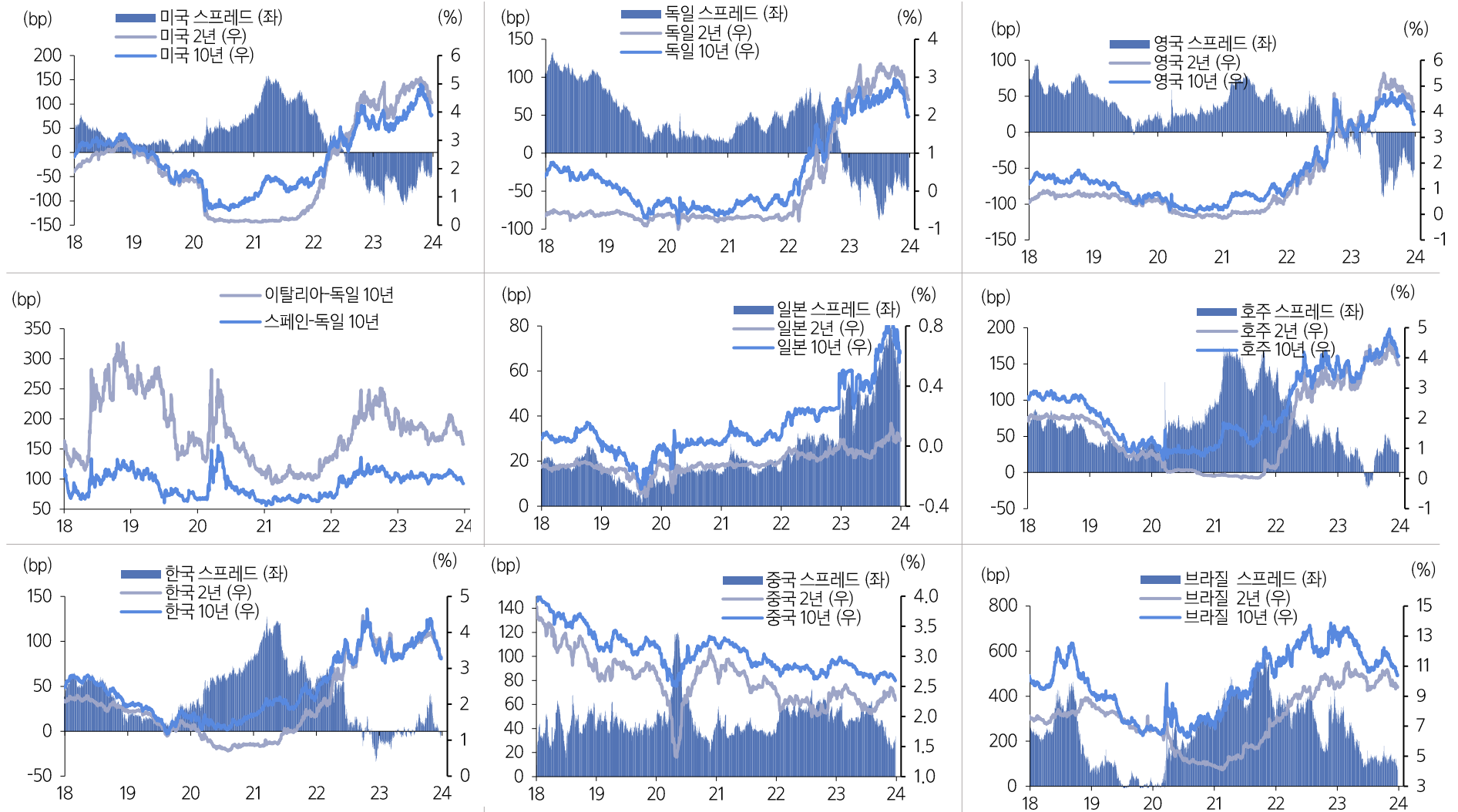


신흥국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



자료: Bloomberg

참고: 주요국 국채금리, 장단기 스프레드



01

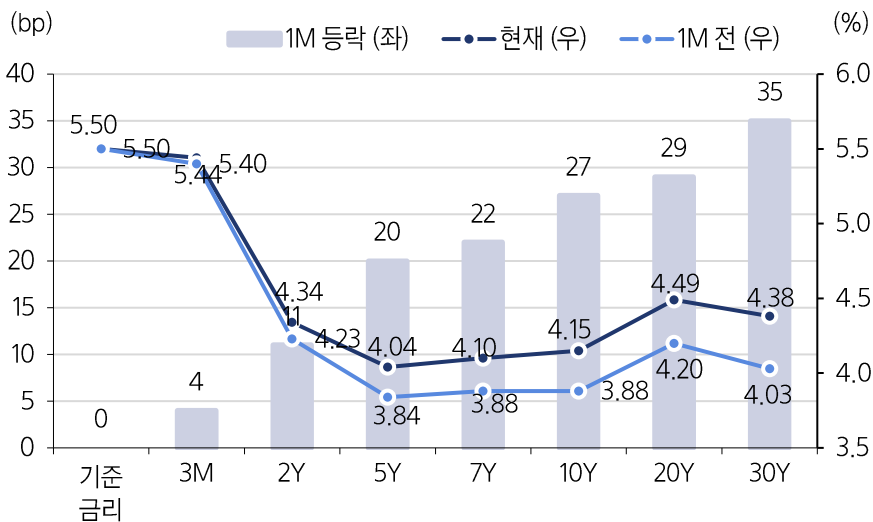
미국 국채

미국 금리 Review 지난달 금리 급락 소폭 되돌림

양호한 경기지표와 인하 기대 차단

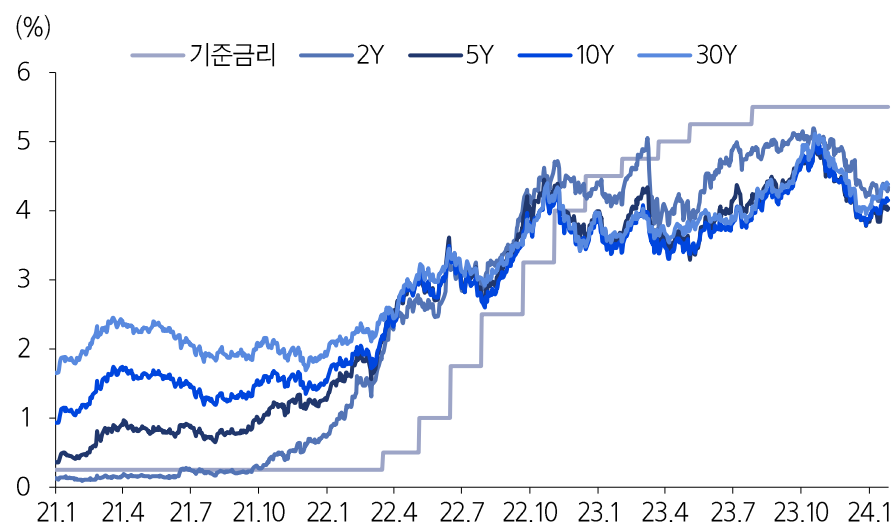
- 1월 시장금리는 장기물 위주로 상승하면서 베어 스틱
- 월 중 발표된 고용, CPI, 소매판매, GDP 등 주요 지표들이 모두 서프라이즈를 기록
- 연준 의원들은 연내 인하에 대해 서두를 필요없다며 시장 기대를 완화하는 발언을 지속

양호한 경기지표에 장기물 위주로 금리 상승



자료: Thomson Reuters

지난달 금리 급락 소폭 되돌림



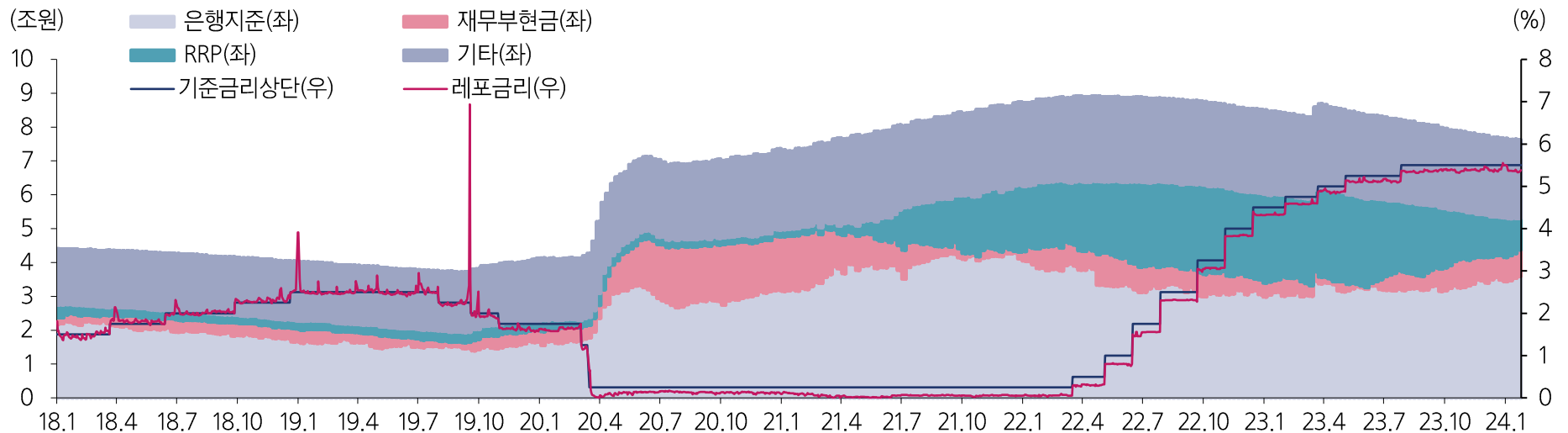
자료: Thomson Reuters

단기자금시장 경색 우려 적정 기준 확인 필요

지난해 말 레포금리 급등 이후 우려 지속

- 2023년말 하루짜리 레포금리가 소폭 상회하며 단기 자금 시장 불안 가능성 제기
- 2019년 경에도 지속된 QT와 분기말 단기 자금 수요가 더해지면서 레포금리 급등 사태 야기된 바
- 특히 2023년 1월 델러스 연은 총재의 QT 감속 필요성 관련 발언, 1월 초 공개된 12월 의사록의 QT 감속 논의 시작의 원인으로 단기 자금 시장에 대한 우려가 확인
- 기준 수요가 추가로 확대 + QT 지속으로 기준금 축소 압력 더해지면 단기자금 불안 가능

연준 대차대조표의 부채변 구성과 레포 및 기준금리



자료:Bloomberg

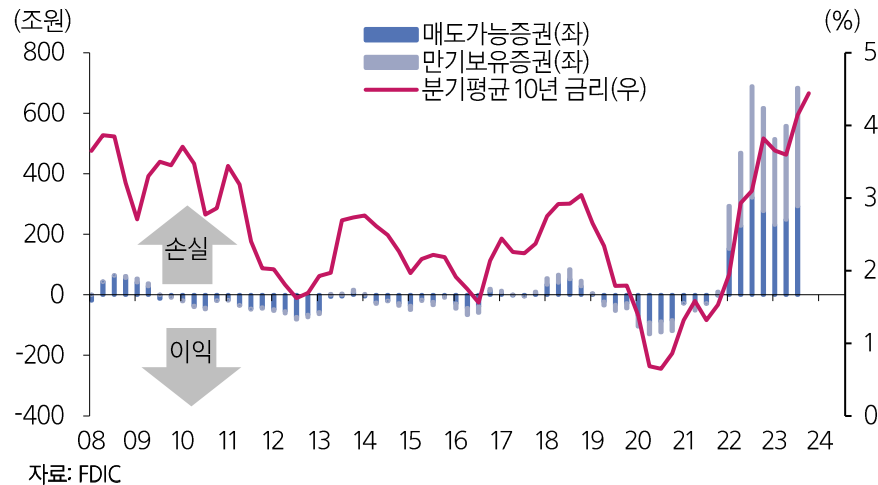
자료:Bloomberg

지준 수요 증가 가능성 1) 소형은행 지준 확충 아직 미진

은행의 미실현 손실 여전히 증가 중

- 2019년에 비해 은행 지준의 총량이 많음에도 불구하고 대형은행과 소형 은행으로 나누어보면 상황이 다름
- 대형은행은 지준/예금 비율이 2019년 7월 10% → 현재 16%로 충분히 증가했으나, 소형은행은 2019년 7월 7% → 현재 8%로 2019년과 비슷
- SVB 사태 이후로도 은행의 미실현손실이 아직도 많음을 고려하면 소형은행의 지준 수요는 추가 확대 가능

은행권 미실현손실: 아직도 은행의 BTFP 수요는 많을 듯



상업은행의 지급준비금



상업은행의 지준/예금 비율

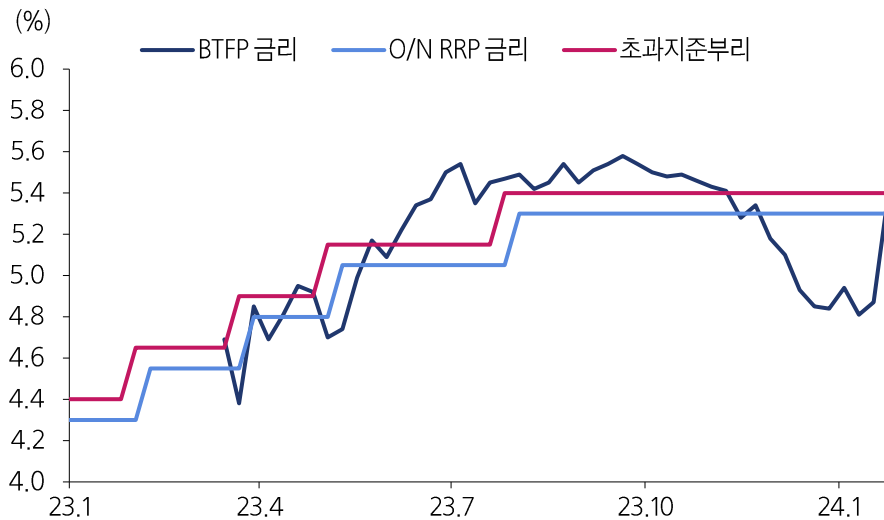


지준 수요 증가 가능성 2) 3월 11일 BTFP 종료

BTFP 종료되면, 은행의 지준 수요 증가

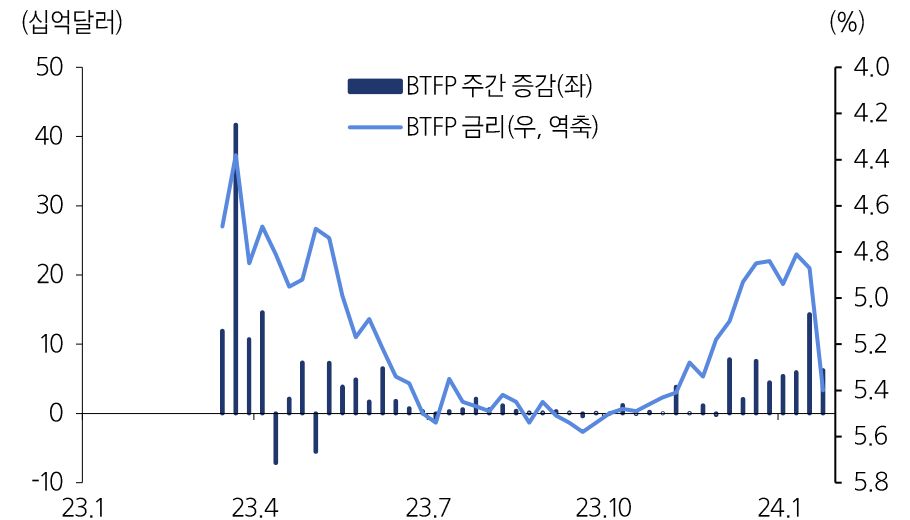
- 작년 3월 이후 은행은 대규모 예금 인출에 대비해 BTFP를 이용할 수 있었으나, 해당 프로그램은 3월 11일 종료
- 1월 25일 연준은 BTFP 종료에 앞서 해당 대출 금리의 하단을 초과기준부리로 변경한다고 발표
- 초과지준부리 > EFFR (> 레포금리) > RRP 금리인 Floor System하에서
은행들은 예금 인출시 ① 레포금리로 은행간 대출 (→ 지준수요 증가), ② BTFP를 통한 대출(이미저도 3월 11일까지), ③ 보유증권 매도 (보유증권 미실현손실 크기때문에 가장 후순위 전략) 순으로 대응할 듯

미국 역레포 금리와 BTFP 금리, 초과지준부리



자료: Bloomberg

BTFP 주간 대출 증감



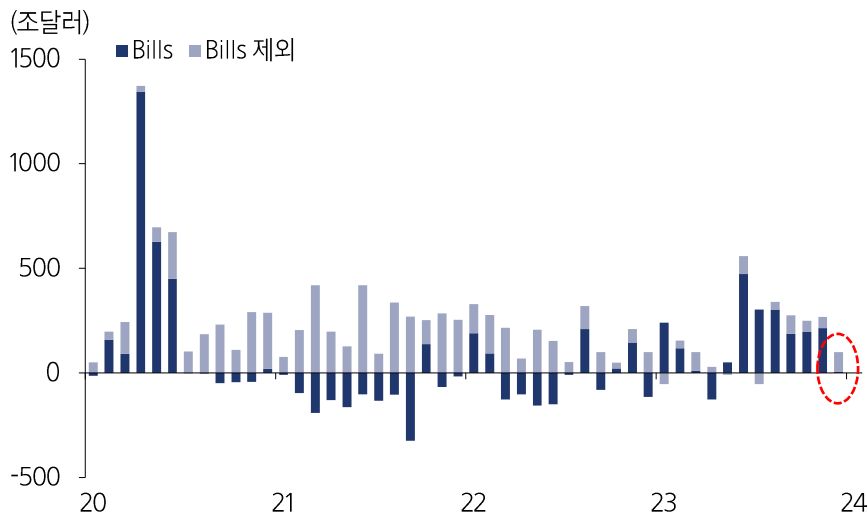
자료: Bloomberg

지준 수요 증가 가능성 3) 중장기채 발행 확대 가능성

1월 말 ~2월 초 확인가능한 재무부의 2Q 리펀딩 계획

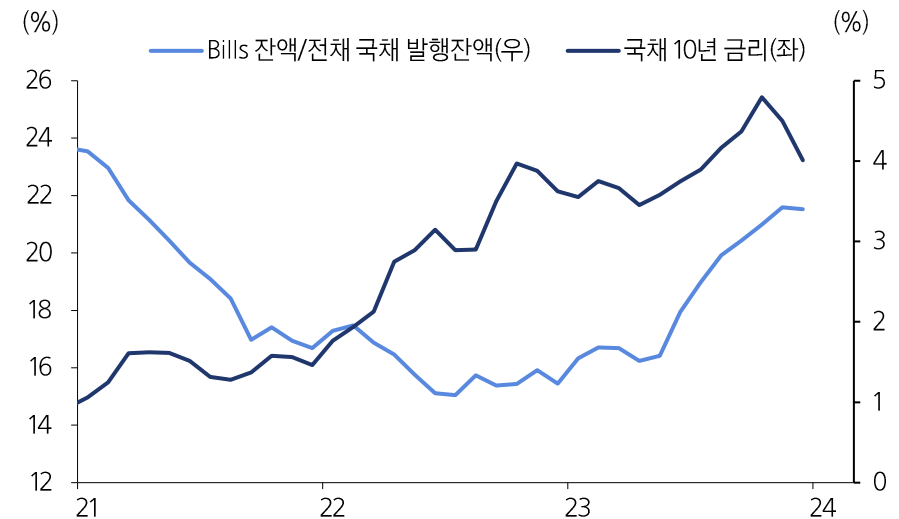
- 작년에 단기채 발행이 많았던 이유: 1) 지난 4분기 재무부 서한은 T-bill 비중이 한도(15~20%)를 이탈하는 것을 일시적으로 용인. 장기채 발행 증가로 인한 시장 불안 해소 목적, 2)부채한도 협상을 앞두고 재무부 보유 현금(TGA)를 충분히 확보하고자 함
- 1월말 ~2월 초 확인될 2분기 재무부 리펀딩 계획에서는 단기채 발행 비중이 지난 분기보다 줄어들고 중장기채 발행 비중이 확대될 가능성 있음
- 높은 중장기 국채 금리 유지 → 은행 보유증권의 미실현손실 ↑ → 지준 수요 확대
→ 은행의 국채 매수 의지 확대 → 지준 수요 확대

12월 중 단기채 발행 축소



자료: Bloomberg

안정된 국채 금리, Bills 추가로 늘릴 이유없음



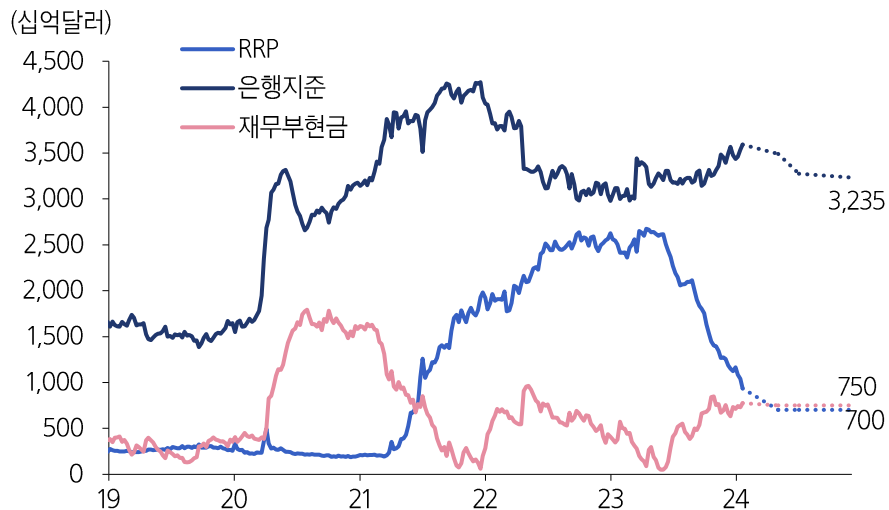
자료: Bloomberg

6월 이후 QT 종료 전망 유지 기준/GDP 약 12% 정도에서 종료

연준의 QT 종료 1~2달전 시그널 확인되며 금리 2차 하락 재개

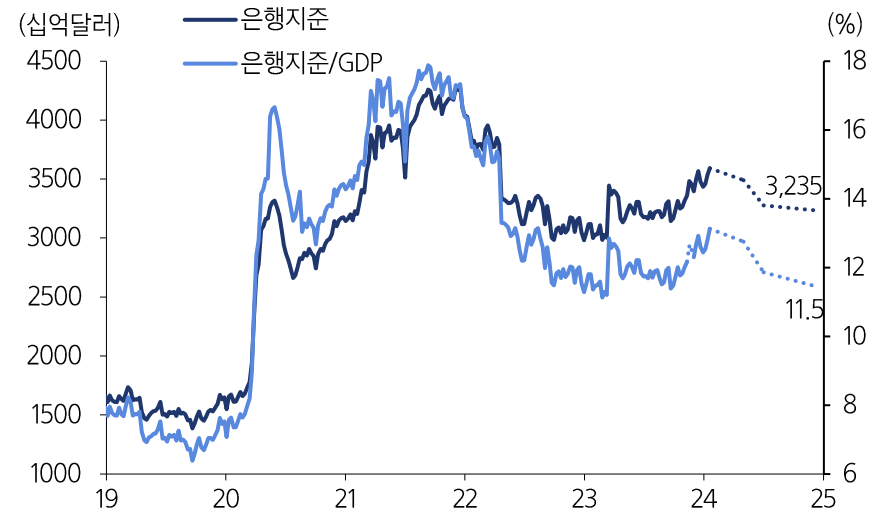
- 적정 기준의 정의: 연준의 기준금리 Floor System을 유지하기 위해 충분한 규모이면서 유의미한 수익을 가져다주지 않는 수준
- 적정 기준 추정값은 연구마다 다르지만, 일반적으로 최소 2조달러 초중반, 명목 GDP 10% 등이 충분한 기준이라고 추론됨
- 현재 QT 속도하에서 1) 재무부의 보유현금목표치만큼 현금이 유지, 2) RRP는 여기서 25%정도 더 소진된다고 가정하면 GDP대비 기준은 올해 6월경 GDP대비 12%에 도달
- 은행권의 기준 수요 증가를 예상하면 연준은 단기 자금 시장 불안 재개 나타나기 전 QT 종료 가능

GDP 대비 연준 부채



자료: Bloomberg

1년뒤 연방기금 선도금리와 10년 금리의 궤적은 비슷



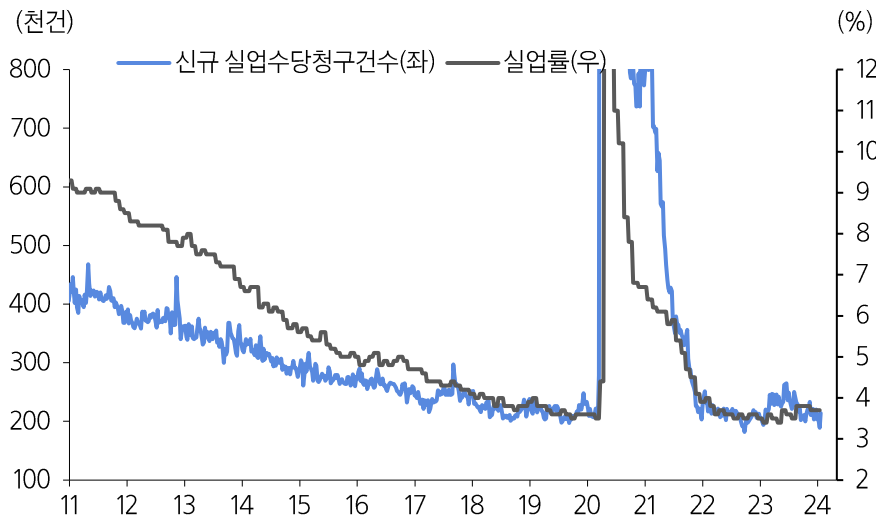
자료: Bloomberg

경기 연착륙 시그널 지속 확인 3차례 인하 지지

노동시장 초과 수요는 완만한 속도로 해소 중

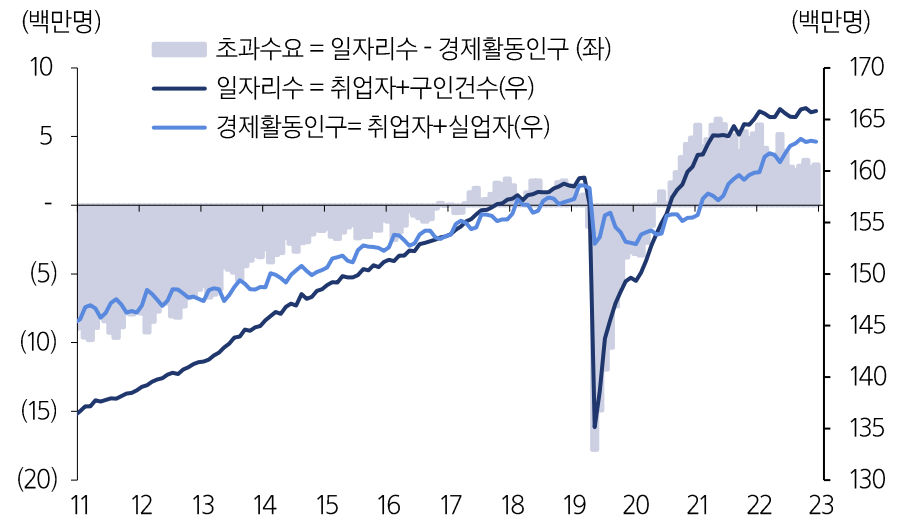
- 실업률은 상승하지도, 하락하지도 않는 3.7~3.8%사이에서 반년째 등락 중
- 노동시장의 수급을 보면 여전히 노동시장의 공급(경제활동인구)보다 수요(일자리수)가 더 많은 초과 수요 상태가 유지 중
- 다만 이 초과수요 정도는 22년 2분기를 기점으로 완만한 속도로 해소되고 있음
- 이와같은 수준의 노동시장 연착륙하에 올해 기준금리 3회정도의 인하(점도표)가 합리적

실업률은 3%대 등락을 지속 중



자료: Bloomberg / 주: 은행이 빚을 상환 받지 못해 공식적으로 손실이 난 비율

노동시장 초과수요 점차 완화



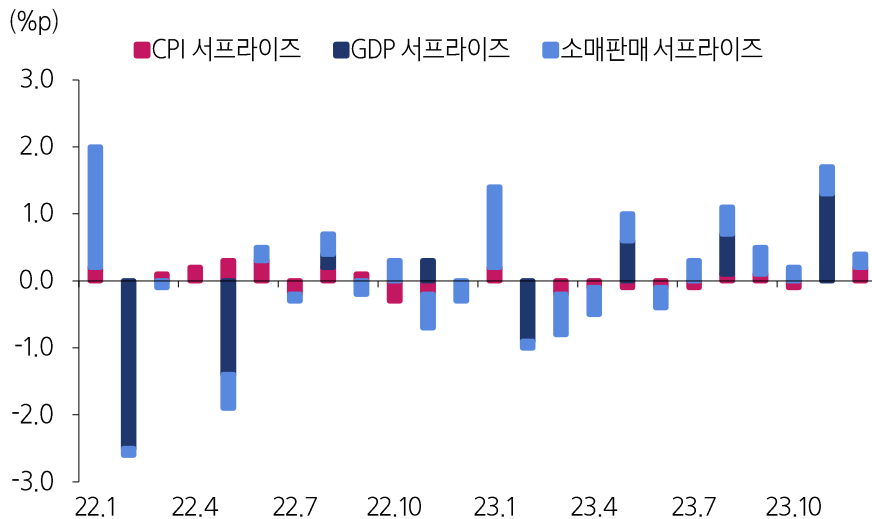
자료: Bloomberg

전망 경로의 상방 리스크는 잔존 금리 변동성 높이는 요인

경기는 연착륙 할듯

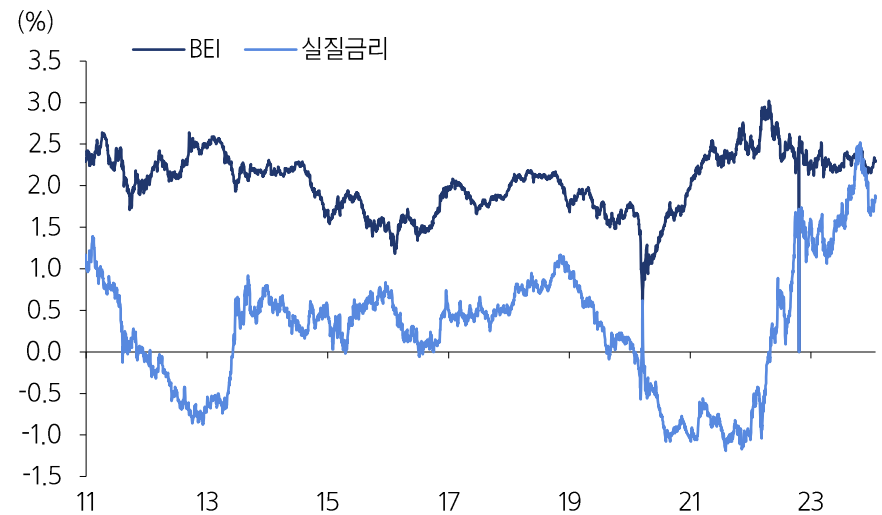
- 1월 중 10년 명목금리 상승폭 27bp 중 기대인플레이션과 실질금리의 상승 기여도는 약 절반씩
- 4분기 성장률(QoQ 연율화)은 3.3%로 컨센서스(2%)를 크게 상회. 애틀란타 연은의 지출 부문별 전망치와 비교하면 변동성이 큰 재고자산 증감의 서프라이즈 영향이 컸음. 소비와 투자는 컨센서스와 비슷해 당일 금리 영향은 크지 않았으나, 이후 경기 전망 경로의 상방 리스크에 주의
- 한편 헤드라인 물가 2%대 진입에도 불가하고 서비스 PCE, 슈퍼코어 CPI 등 수요측 물가가 3%대에서 유지될 것으로 전망돼 이 또한 금리 변동성을 높이는 요인

GDP의 상방 충격 지속 중



자료: Bloomberg /주: CPI는 %YoY, GDP는 %QoQ 연율화, 소매판매는 %MoM

BEI와 실질금리 변동성 모두 확대중



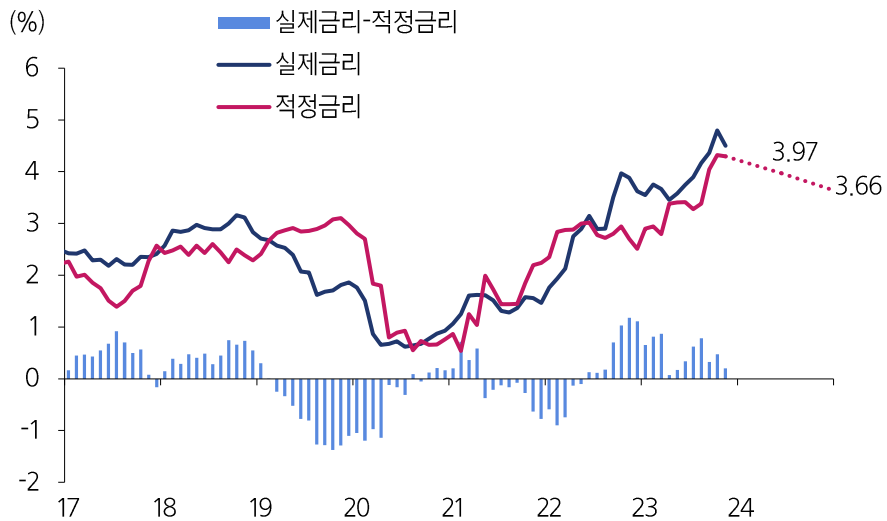
자료: Bloomberg

결론 금리 중장기 경로는 하락, 다만 단기 노이즈 주의

1분기 중 장기물 중심 비중 확대, 이후 단기채 비중 확대

- 정리하면, 지난 전망에서 언급했듯이 경기와 물가 펀더멘탈은 중장기적으로 장기물 금리 하락 압력, 1분기까지는 단기 리스크가 상존
- 1분기 중 10년 금리 4.0% 근처에서 횡보 전망, 4.1% 상회시 매수 대응
- 당사의 적정 금리 모형 또한 6월 말까지는 금리 횡보, 이후 하반기 중 연준 QT 종료, 소비 경기 하강 가정 반영되며 금리 하락 추정
- 1분기 중 장기물 중심 비중 확대, 이후 단기채 비중 확대

적정금리 모형 (경기, 물가, 발행, 연준QT 감안)



자료: Bloomberg

모형에 쓰인 가정과 추정 금리

	소비자물가	소매판매	정부부채	연준보유 국채	실제금리	적정금리
	%YoY	%YoY	조달러 YoY	조달러 YoY	%	%
23.8월	3.71	2.80	1.80	(0.65)	4.17	3.38
23.9월	3.69	4.00	2.06	(0.69)	4.37	4.04
23.10월	3.23	2.20	2.26	(0.71)	4.80	4.32
23.11월	3.12	4.00	2.32	(0.71)	4.50	4.29
23.12월	3.30	5.60	2.43	(0.69)	4.01	4.14
24.6월 F	3.10	3.50	3.51	(0.65)	-	3.97
24.12월 F	2.50	2.00	2.94	(0.30)	-	3.66

자료: Bloomberg

02

크레딧과 신흥국

미국 크레딧 IG OW, HY 중립 유지

경기 연착륙 속 QT 중단 등 IG에 긍정적 환경

- QT 지속으로 단기자금시장 불안 징후가 있었던 2019년 중반 하이일드 스프레드 급등 발생 경험
- 이번에도 BTFP 종료, 은행권의 보유증권 미실현손실 지속에 따른 지준 수요 등 시장 불안 요인이 지속될 수 있음
- 단기자금 시장 불안 징후 포착시 저신용 등급 위주로 스프레드 급등 가능
- 다만 우량등급 같은 경우 경기가 연착륙 하는 환경 속 단기자금시장 불안에 따른 QT 중단이 오히려 호재로 해석될 수 있음. 비중확대 유지

IG 스프레드와 YTW



자료: Bloomberg

HY스프레드와 YTW



자료: Bloomberg

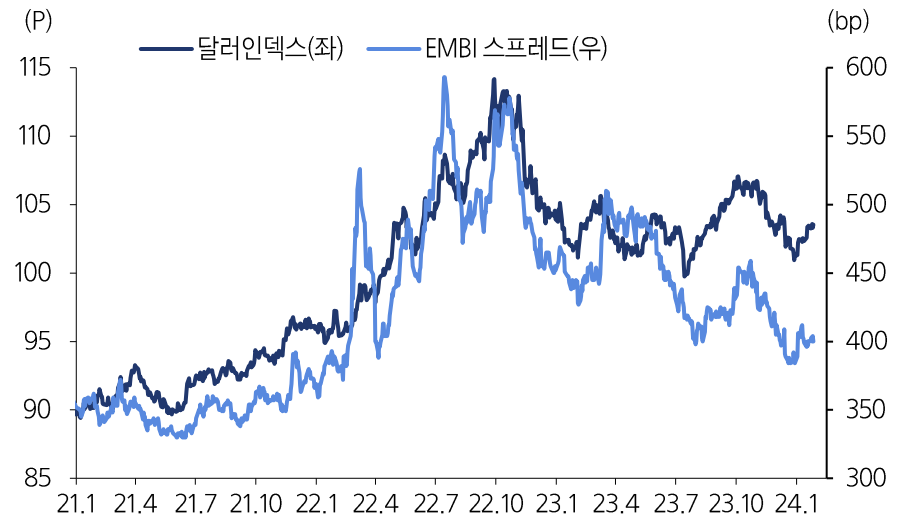
신흥국 비중확대 유지

상반기까지 비중 확대

- 연초부터 선진국을 중심으로 기준금리 인하 기대 되돌려지면서 시장금리 상승. 이에 안전자산 선호 확대되며 달러 강세&EMBI 스프레드 확대
- 현재 글로벌 금리 상단 어느정도 제한된 흐름. 2월 금리와 스프레드 모두 보합 예상
- 인민은행 총재는 2월 5일부터 기준율을 10.5%에서 10%로 50bp 인하 계획 발표. 또한 25일부터 시중은행의 중소기업 및 농업 지원 재대출 금리 기준 2%에서 1.75%로 25bp 인하 발표해 채권시장에 긍정적 뉴스
- 현재 YTW 8%대인 만큼 캐리매력 충분하다고 생각. 신흥국 소폭 OW 유지

			종합	라틴	유럽	중동	아시아	아프리카
Performance	1M	%	(1.76)	(1.83)	(1.29)	(2.35)	(1.25)	(1.88)
	3M	%	8.72	10.10	7.45	6.83	8.16	10.64
	YTD	%	(1.76)	(1.83)	(1.29)	(2.35)	(1.25)	(1.88)
	1Y	%	5.11	3.78	9.21	1.67	7.08	7.04
Spread	현재	bp	400.0	374.0	464.0	321.0	229.0	768.0
	1M	bp	16.0	8.0	18.0	26.0	8.0	34.0
	3M	bp	(36.1)	(36.0)	(24.0)	(13.0)	(38.0)	(84.0)
	YTD	bp	16.0	8.0	18.0	26.0	8.0	34.0
	1Y	bp	(40.2)	(23.0)	(140.0)	0.0	(83.0)	(4.0)
YTW	현재	%	8.3	8.0	8.9	7.5	6.5	11.9
	1M	bp	41.0	35.0	42.0	51.0	33.0	57.0
	3M	bp	(153.0)	(146.0)	(141.0)	(140.0)	(147.0)	(217.0)
	YTD	bp	153.0	146.0	141.0	140.0	147.0	217.0
	1Y	bp	(21.0)	7.0	(129.0)	8.0	(57.0)	(5.0)
Duration	현재	년	6.6	7.7	5.1	6.9	6.3	5.1

1월 중 투심 후퇴 전개



자료: Bloomberg

03

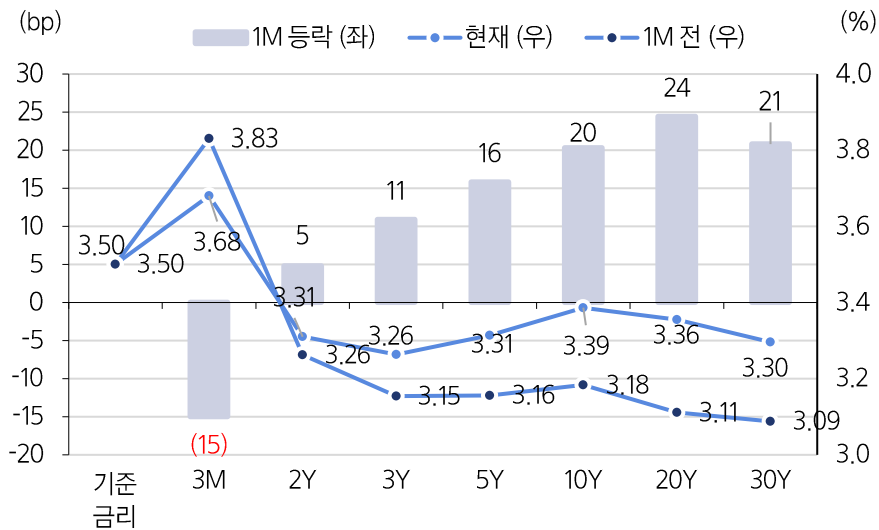
국내 국공채

국내 채권 Review

평평해진 일드 커브

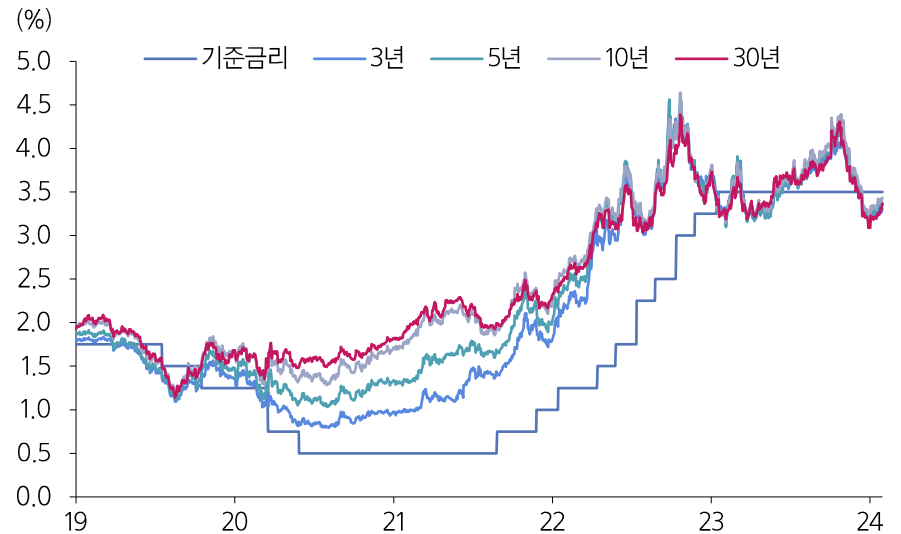
- 한국 또한 대외금리에 연동돼 급격한 금리 하락 되돌림
- 특히 첫 거래일에 12월 반도체 수출 증가와 장기 휴장 기간동안의 대외 금리 급등 반영하며 크게 상승
- 월 중반까지 금리 상승했으나, 이후 금통위에서 기준금리 인상 사이클 종료를 시사하면서 금리 상단은 제한됨

장기물 중심 금리 상승



자료: Infomax

커브 스틱 지속



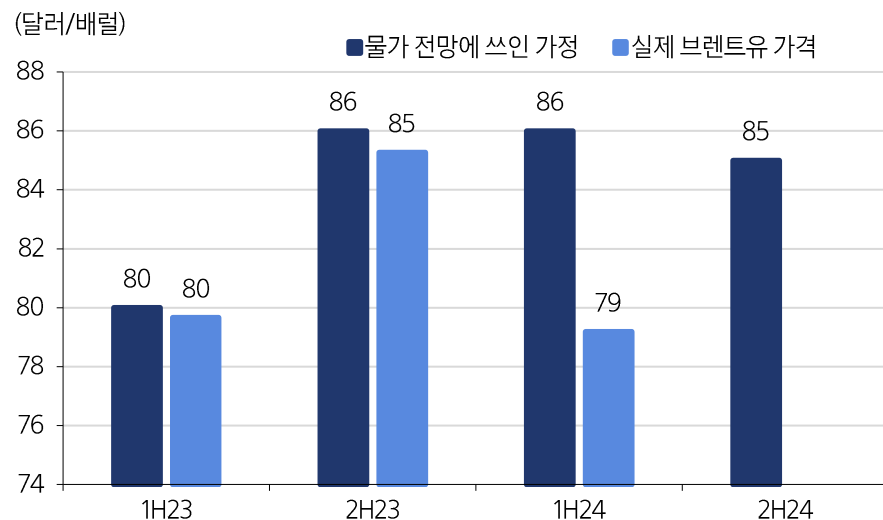
자료: Infomax

금통위 리뷰 매파적 톤 유지했으나 실상은 완화적

유가 리스크 소멸, 대외 금리인하 전환 등에 인상 사이클 공식적 종료

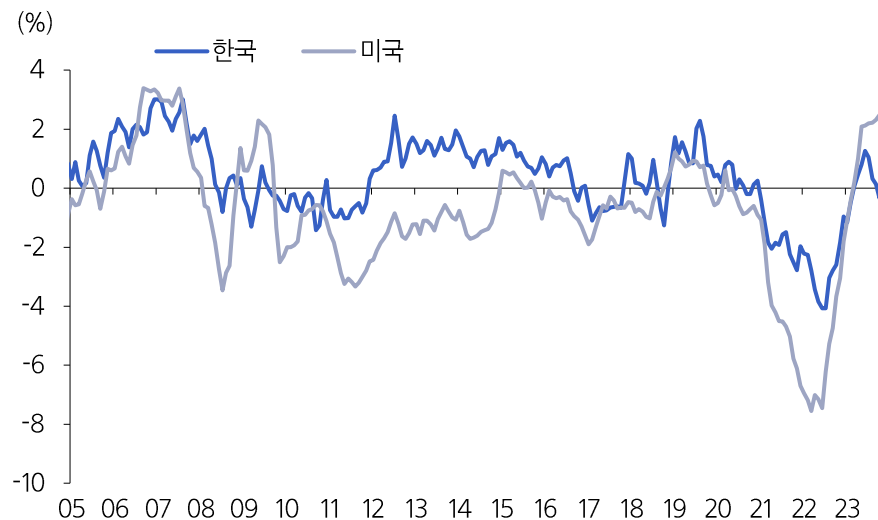
- 1월 금통위 만장일치 기준금리 동결, 금통위원 전원이 금리 동결을 베이스 시나리오로 제시해 공식적으로 인상 사이클 종료
- 총재는 국제유가 상방 리스크 소멸을 이유로 들었으나, 유가 리스크 없었던 8월에도 금리 인상 가능성을 유지했던 점을 돌아보면 사실상 주요 배경은 연준 등 글로벌 중앙은행의 완화 전환이 주요 이유일듯
- 다만 총재는 여전히 금통위원들의 의견은 "3개월 내 인하 검토는 시기상조"이며 사건으로 "6개월 이내 인하 어려울 것" 이라고 추가

한국은행의 2023년 11월 브렌트유 가격 가정치와 실제 가격



자료: Thomson Reuters

한국, 미국 실질 기준금리: 8월에도 플러스 실질 기준금리 있음



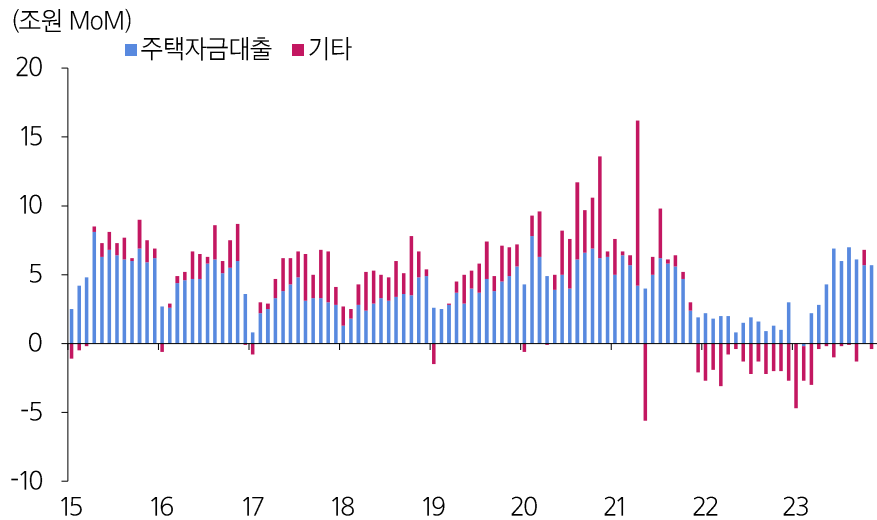
자료: Thomson Reuters

미시적 정책 대응도 시행 기준금리 인하에 대비

글로벌 통화 완화 전환에 대비한 사전적 정책

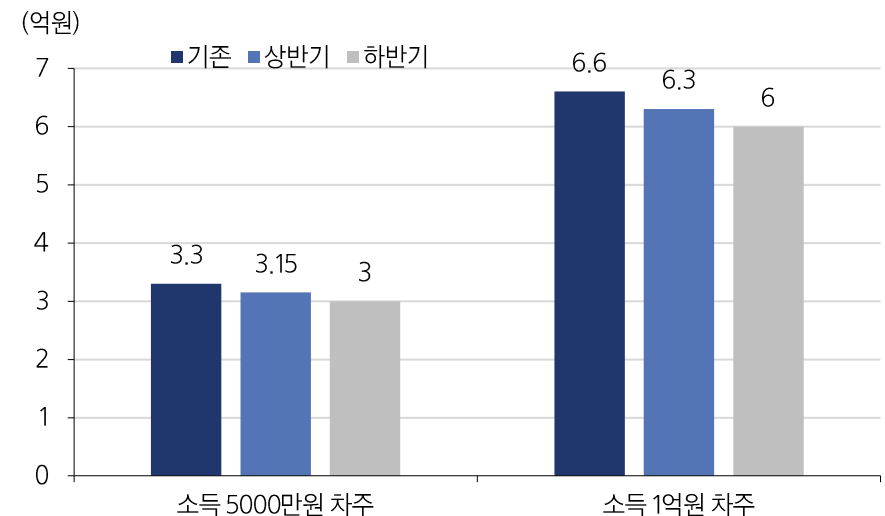
- 2월 26일 스트레스 DSR 도입. DSR 산정시 신규 대출금리에 스트레스 금리(=과거 5년 내 최고 대출 금리 - 현재 금리) 가산하는 정책
- 은행권 주담대부터 시작, 잠정적으로 6월에는 은행권의 신용대출과 제2금융권의 주담대로 적용범위 확대→ 하반기에는 전대출로 확대 계획
- 한은의 기준금리 인하가 가계대출급증으로 이어지지 않도록 예방하는 정책
- 여기에 한은의 미시적 정책대응으로 지방기업 중심 9조원까지 금융중개지원대출을 제시하는 등 통화정책의 방향은 완화적으로 전환 중

금리 인하 재개에 따른 가계대출 증가 경계 중



자료: Thomson Reuters

스트레스 DSR 도입에 따른 대출한도 변화 예상



자료: 금감원

경기 여건도 인하를 지지 2024년 중반 인하가 적절

경제주체 심리 둔화, 부동산 가격 소폭 둔화

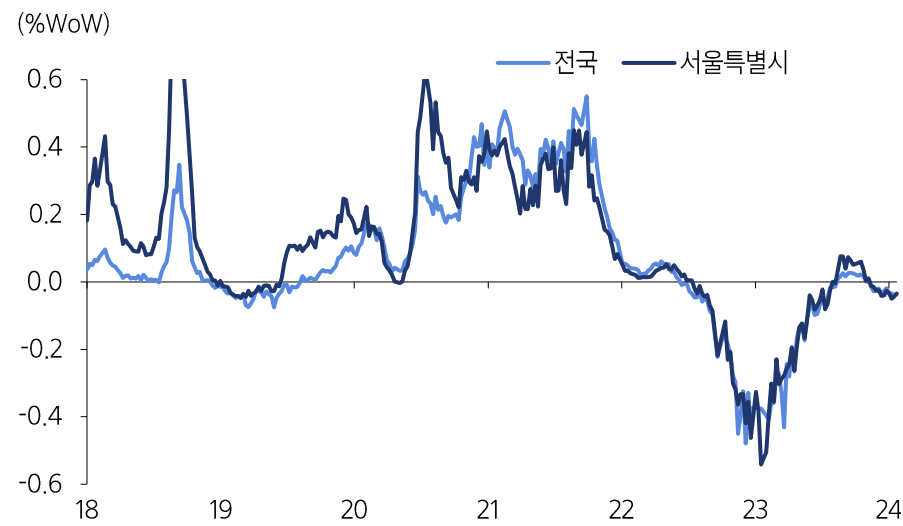
- 가계와 기업의 심리를 보여주는 한국은행 ESI(경제심리지수)가 반락을 시작하면 약 1년반 ~ 2년뒤 기준금리 인하 시작
- 2010.7 ESI 반락 시작 → 2012.7 인하, 2018.2 ESI 반락 시작 → 2019.7 인하, 2022. 5 ESI 반락 시작 → 2024년 중반 인하 예상
- 한은의 부담이었던 아파트 매매 가격 또한 현재 11주 연속으로 하락 중

심리지수 반락한지 1년 반 째



자료: Thomson Reuters

아파트 매매가격



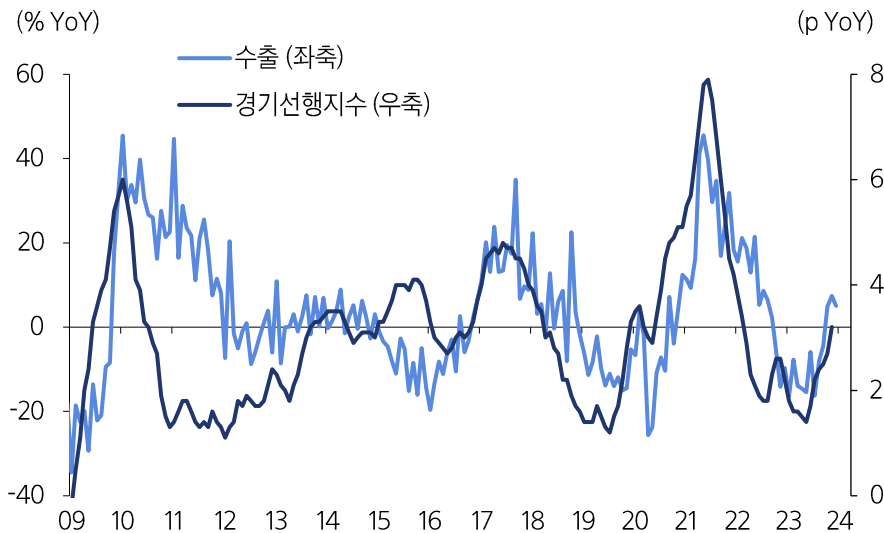
자료: Thomson Reuters

경기 여건도 인하를 지지 연말 2.75% 예상

5~7월 첫 기준금리 인하, 연내 3차례 예상

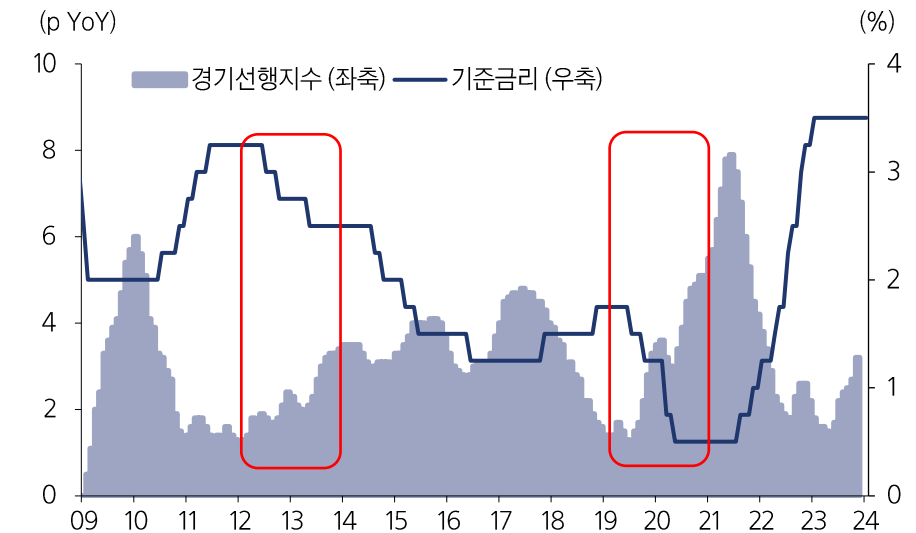
- 2019년 회고 : 5월 금통위까지는 금리 인하에 대해 모호한 스탠스를 유지, 6월 FOMC에서 7월 말 인하를 예고하자 7월 중순 금통위에서 인하해 미국보다 한차례 빠르게 인하
- 이번에도 인하에 대한 의견은 내년 미국의 첫 기준금리 인하 구체화될 때쯤 확인. 5~7월 경 기준금리 첫 인하, 연내 세차례 인하 예상
- 최근 수출 증가율이 반등하면서 경기선행지수도 상승 중이지만, 과거 인하를 시작할때 한국의 경기선행지수는 오히려 반등 중이었음

수출과 장단기금리차



자료: Thomson Reuters

인하 시작할때는 오히려 경기선행지수 반등



자료: Thomson Reuters

결론 1분기 중 금리 상승 시 매수 대응

4~5월까지 시장금리 횡보, 이후 하락 예상

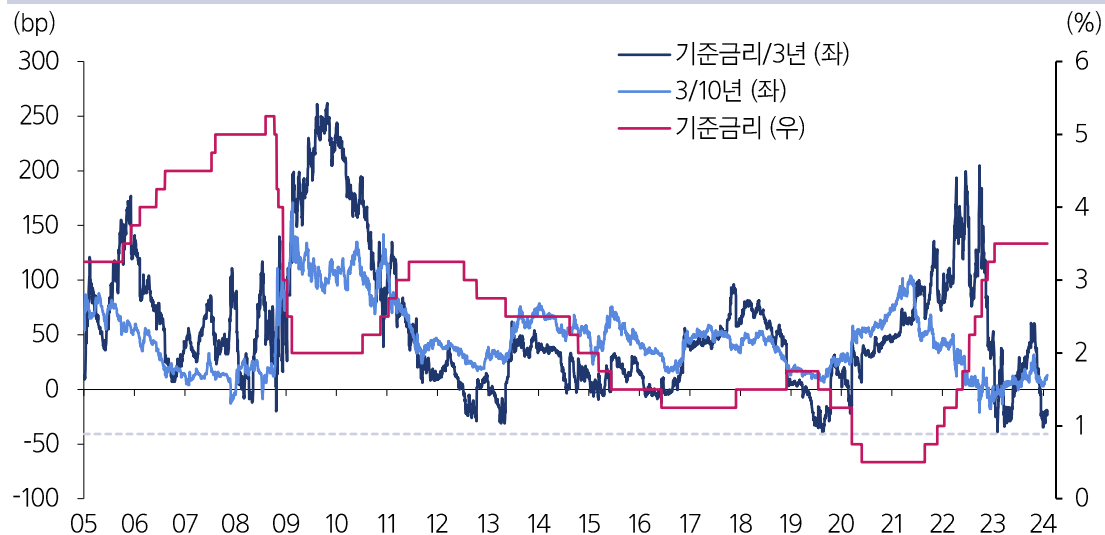
- 결론적으로 시장금리는 현재수준에서 횡보하다가, 한은의 기준금리 인하 시그널이 나올 4~5월 경 하락 시작 예상
- 역대 3년금리-기준금리 최대 역전폭은 -40bp였으며, 통상 기준금리 1~2번째 인하쯤 최대 역전
- 올해 연말 기준금리, 3년금리, 10년금리 전망치는 각 2.75%, 2.7%, 3% 전후
- 현재 수준에서 금리 상승시 마다 장기채 중심 비중확대, 2분기를 지나가면서 단기채 중심 비중 확대 추천

한국의 1년뒤 예상 기준금리는 아직 3.0%



자료: Thomson Reuters

3년-기준금리 최대 역전폭은 2019년 -40bp, 현재 -20bp



자료: Thomson Reuters

04

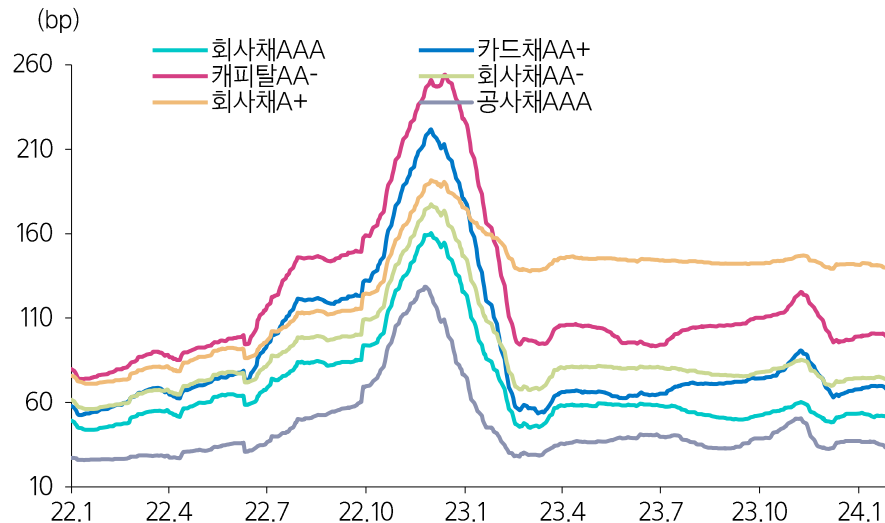
국내 크레딧

국내 크레딧 Neutral 전환

태영건설 워크아웃 영향으로 제한적 연초 효과

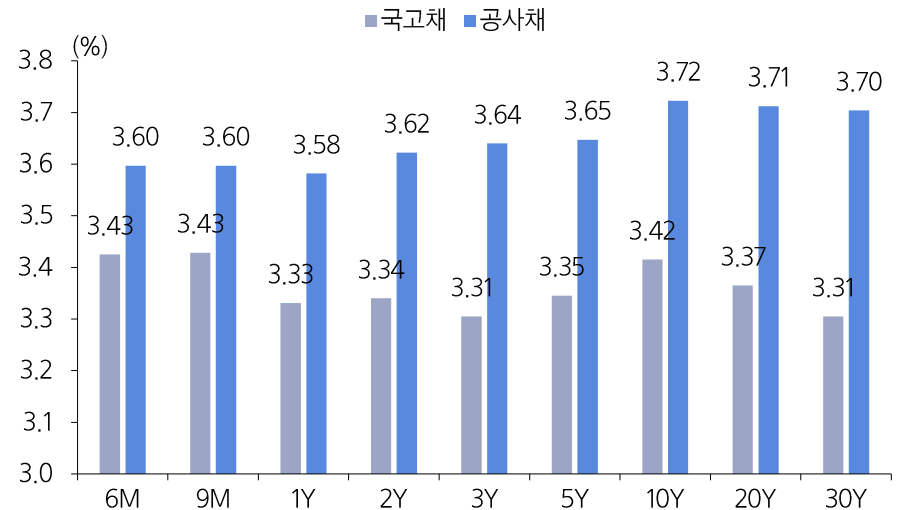
- 연초 자금 유입으로 우량 크레딧 중심 풀림 현상, 비우량물에도 일부 낙수효과
- 높은 입찰 경쟁률 기록하는 발행시장과 유통시장간 온도 차, 발행시장의 과대 대표 가능성
- 위험과 보상의 불균형 : 기관투자자의 장기 공사채 수요 증가로 공사채 커브 일부 구간 역전 현상
- 태영건설 워크아웃 이슈 등으로 부동산 PF에 대한 경계감이 이어지면서 여전채와 관련 회사채 약보합
- 연초 효과 소멸시 수급 부담 증가와 부동산 PF발 시장 긴장감 높아질 가능성 유의

섹터별 신용스프레드 추이



자료: 인포맥스

국채에 이어 공사채도 구간별 커브 역전



자료: 인포맥스 24/01/25 기준

국내 크레딧 태영건설 워크아웃

우여곡절 끝에 워크아웃 개시, 성공 가능성 낮아 설부른 예단 금물

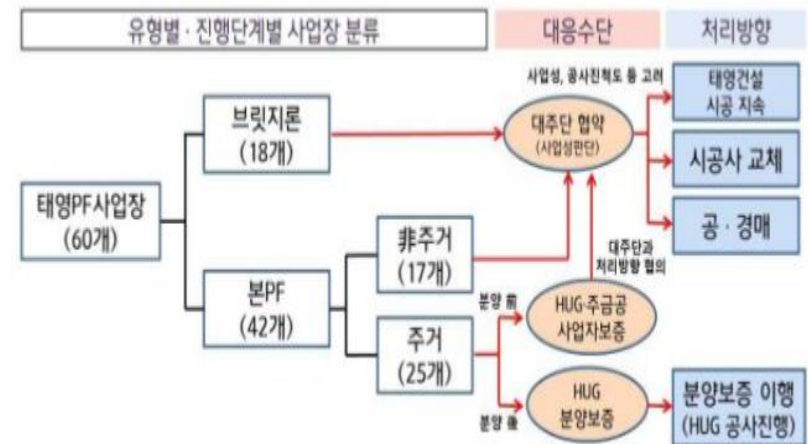
- 태영건설은 기업구조조정촉진법에 따른 채권은행 등의 공동관리절차 워크아웃 의결('24/1/11)
- 죄수의 딜레마 게임 : 우발채무 포함 절대적 부채 규모가 크고 채권금융기관 수가 많아 일반 기업 구조조정보다 이해관계 조정 어려움 예상
- 채권단 주도 기업구조조정 성공률(금감원 보도자료 2018. 7. 12)
 - * 09년~16년중 「기업구조조정촉진법」에 따른 워크아웃의 8년간 누적 성공률 54.4%
- 워크아웃을 겪었던 건설사 중 일부는 워크아웃을 졸업한 반면 일부 건설사는 워크아웃 실패로 결국 법정관리 수순
 - * 금호건설 5년 만에 워크아웃 졸업, 쌍용건설은 법정관리

태영건설 기업개선작업(워크아웃) 향후 절차

일시	주요 내용
2023.12.28	- 태영건설 워크아웃 신청 (1차 협의회 종료까지 보충기간 유예) - 주채권은행(산업은행)의 금융채권자 협의회 소집 통보
2024.01.03	- 채권자 설명회 개최(태영건설의 경영 상황, 자구계획, 협의회 의안 등 설명 및 논의)
2024.01.11	- 제1차 금융채권자 협의회 의결 (신용공여액 기준 75% 찬성 시 결의(채권단 96.1% 동의), 최대 4개월 채권행사 유예)
2024.01.12~ 2024.04.10	- 자산부채 실사 및 기업개선계획 작성 (PF사업장 처리방안, 재무구조 개선방안, 유동성 조달방안, 회사 경영계획 및 경영관리 방안 등)
2024.04.11	- 제2차 금융채권자 협의회 결의(기업개선계획 결의) (워크아웃 개시 이후 3개월 이내, 1회에 한해 1개월 내 연장 가능)
2024.05.11	- 기업개선계획의 이행을 위한 약정 체결(경영목표, 이행계획 등) (2차 협의회 결의일로부터 1개월 이내)
2024.05.11~	- 기업개선계획 이행 등 공동관리절차 진행

자료:산업은행 등

PF 사업장 정리 시나리오



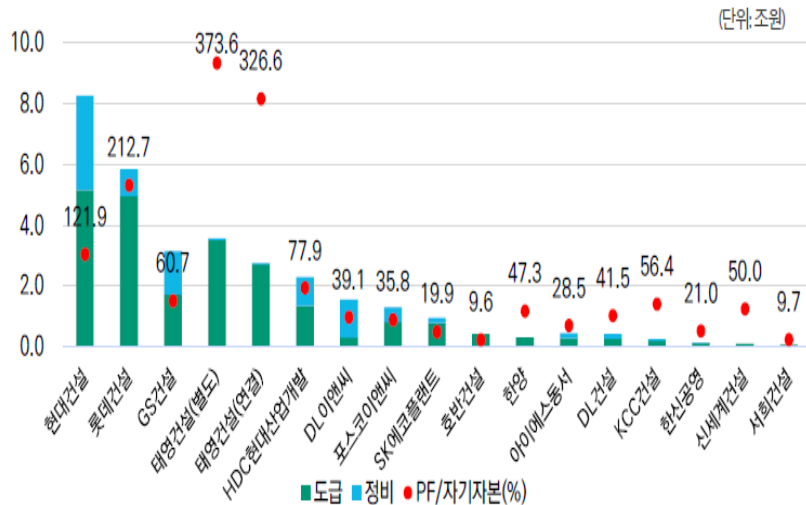
자료: 금융위

국내 크레딧 부동산PF 구조조정은 현재 진행형

금융당국은 신속하고 강도 높은 PF 부실 정리 요구, 태영건설 이후 추가 구조조정 경계감

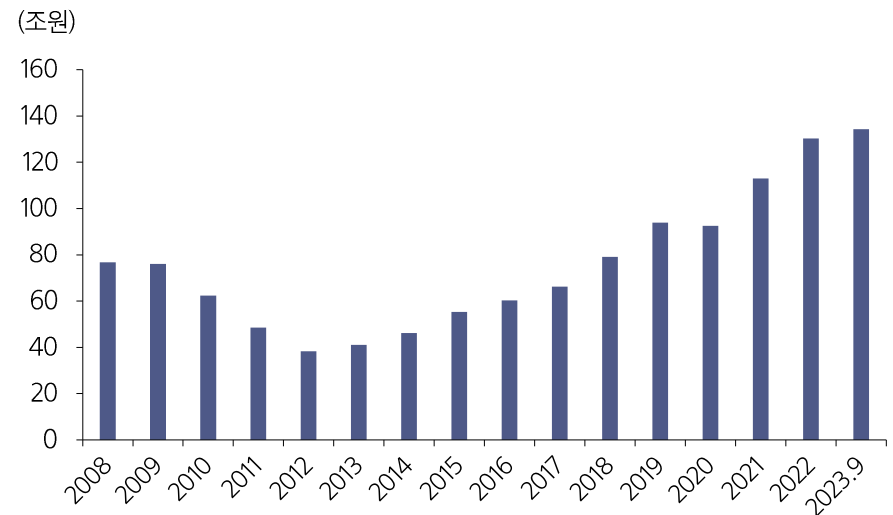
- 부동산PF는 건설과 금융 산업이 직면한 종합적 위기
- 한국건설산업연구원에 따르면 부실 부동산 PF 규모는 최대 70조원 내외 추산
 - * 작년 말 기준 국내 부동산PF 대출잔액 규모는 130조 원 중반(브릿지론이 약 30조원, 본PF가 약 100조 원 규모), 작년 상반기 중 증권사 등 제2금융권에서 취급한 PF의 만기연장비율이 브릿지론이 70%, 본 PF는 50% 정도인 것으로 감안하면 $30 \times 0.7 + 100 \times 0.5 = 71$ 조
- 2008년 건설업 위기 당시 상장 건설사 기준 PF 잔액 규모가 급감하면서 건설사 및 저축은행 동반 부실 도미노 촉발
 - * 종합건설업체 부도건수 '09~'12년 281건, 100 위권 이내 주요 건설사 중 28개 워크아웃 or 법정관리

주요 건설사별 PF 보증 규모('23.6월말)



자료: 한신평

부동산 PF대출 잔액 추이



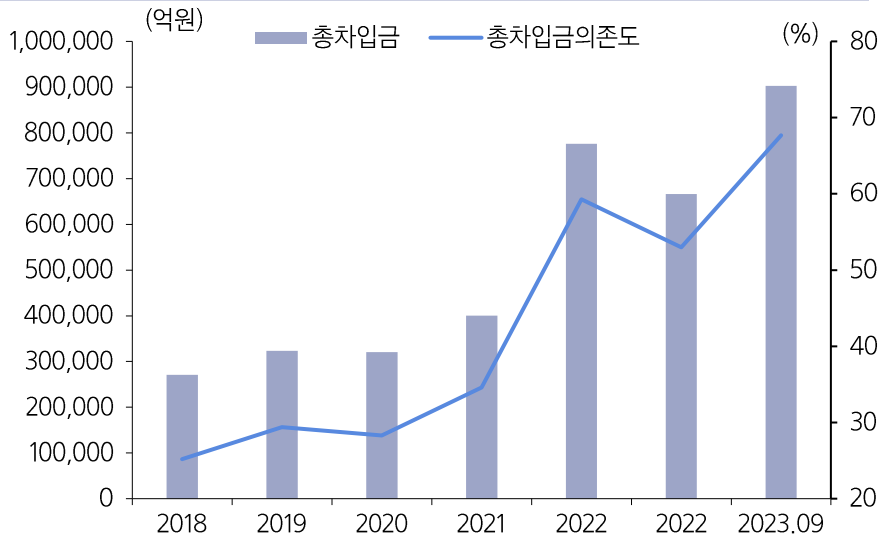
자료: 한국은행

국내 크레딧 자회사 과잉 배당 논란

자회사에도 과도한 손 벌리기 핏박, 모·자회사 채권자 이해상충

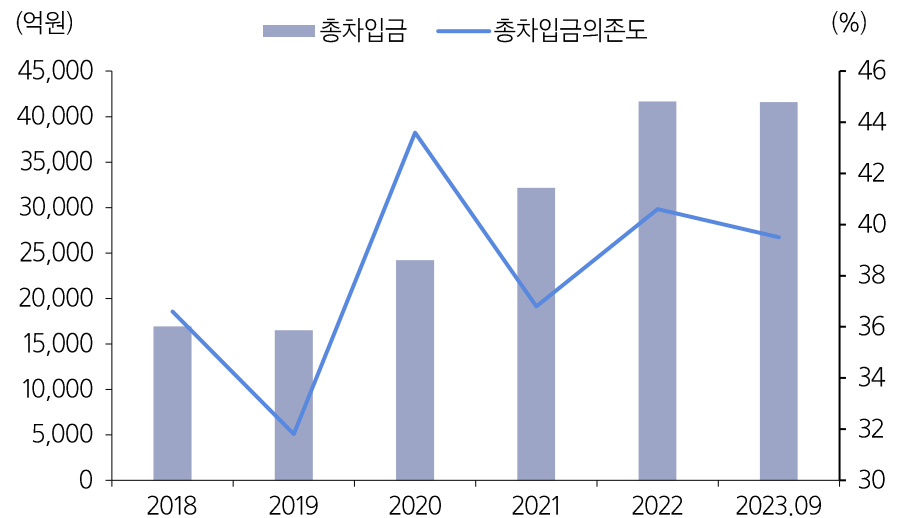
- 고금리, 금융환경 불안, 유상증자에 대한 주주들의 거부감 증가 등으로 기업의 자금 조달 여건 악화
- 전방위 자금 조달 과정에서 사업 또는 자산 매각 뿐만 아니라 비상장 자회사로 부터 과도한 자금을 조달하는 사례 발생
- 한전(AAA)은 한전기술 보유 지분 일부 매각 외에도 7개 100% 자회사의 중간배당 3.2조원 실시, 이는 자금 조달 및 재무구조 개선 통해 사채한도 관련 우려 해소 목적
- SK E&S(AA0), 자회사 코원에너지서비스에 1,000억원 규모 유상감자, 과거 매년 100억원 안팎의 배당금 감안하면 이례적

한국전력 재무구조(개별 기준)



자료: 나신평

SK 이엔에스 재무구조



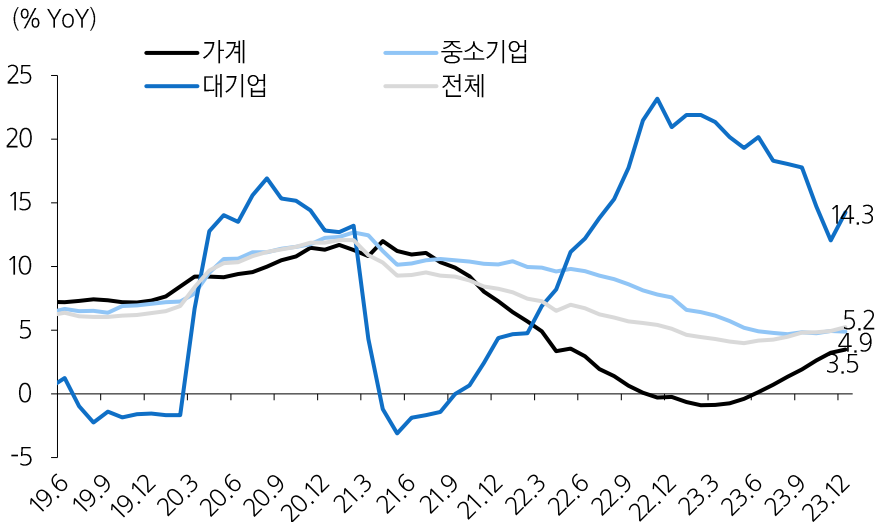
자료: 나신평

국내 크레딧 은행의 시장 지배력 강화

기업 신용 공급 역할 및 예금과 은행채 금리 통한 시장 금리 결정력 증대

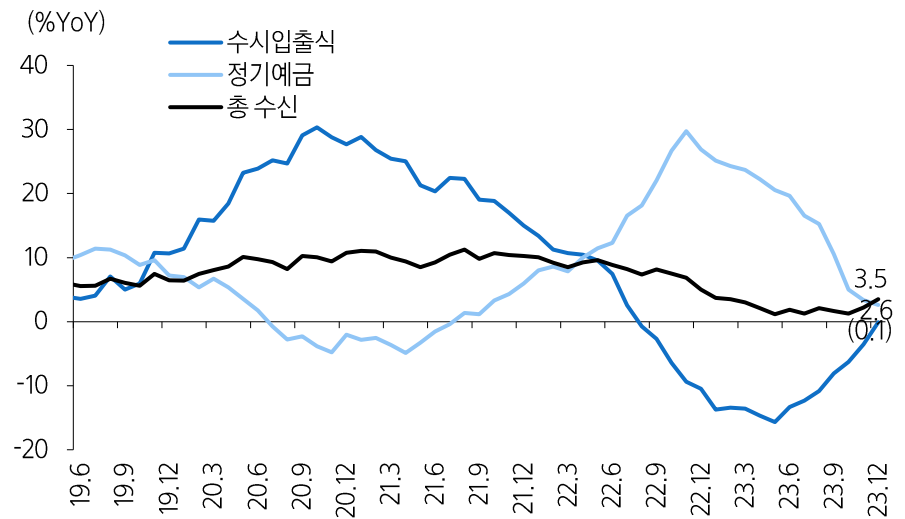
- '23년 은행 여신 증가율(+5.2%)이 수신 증가율(+3.5%) 상회
- 은행채 규제 완화 및 수신 경쟁 자제로 은행채로 부족 자금 조달
- 회사채 시장 조달 환경 악화로 대기업 대출 큰 폭 증가(+14.3%), 정부 규제 완화로 가계대출 회복세(+3.5%)
- '24년 은행 여신 및 조달 증가율 둔화 예상, 연초 특수은행채 발행 축소되면서 전체 은행채 순상환 기조
 - * 정부가 가계대출을 경상성장률 범위 내에서 관리하겠다는 방침을 세운 가운데 5대 지주는 증가율 목표를 2% 이내로 제시

은행 부문별 대출 성장률 추이



자료: 한기평

은행 부문별 예금 성장률 추이



자료: 전자공시시스템

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.