



Credit

E

D

Vol. 13 2020. 4. 14

Market Inside

투자여건 개선과 펀더멘털 불확실 성의 사이



- Point 1. 크레딧 이슈
- Point 2. 주간 신용 스프레드 동향과 전망
- Point 3. 발행 시장 현황
- Point 4. 유통 시장 동향
- Point 5. 신용등급 변동과 아웃룩 현황
- Point 6. 크레딧 모델 포트폴리오

T

Credit 이태훈

02 3779 8479

thlee@ebestsec.co.kr



Market Inside

Credit

투자 여건 개선과 펀더멘털 불확실성의 사이

Contents

Point 1. 크레딧 이슈	3
Point 2. 주간 신용 스프레드 동향과 전망	8
Point 3. 발행 시장 현황	12
Point 4. 유통 시장 동향	15
Point 5. 신용등급 변동과 아웃룩 현황	17
Point 6. 크레딧 모델 포트폴리오	21



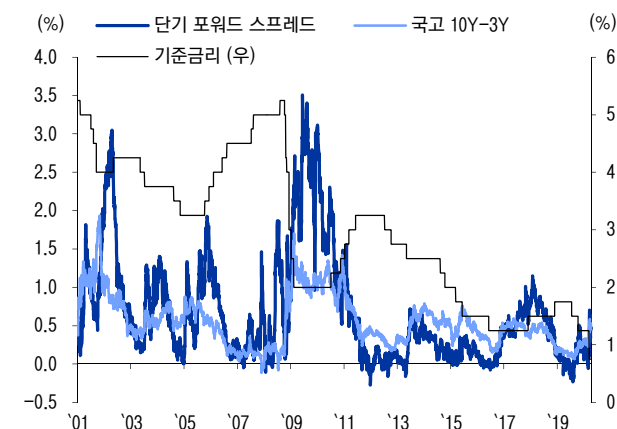
크레딧 이슈

단기 포워드 스프레드와 신용물 가격 결정

▶ 채권시장안정펀드 구성과 한국은행의 유동성 공급 등으로 회사채 시장은 점진적인 회복을 보이고 있다. 다만 코로나19로 인한 미래 경제와 기업 실적 관련 불확실성은 여전히 남아있어, 주요 투자주체들은 쉽사리 매수 결정을 내리지 못하고 관망하는 상황이다. 2020년 기업 실적은 크게 부진할 것으로 예상되는 가운데, 한국은행은 국고채 단순매입 등에 나서 신용 시장 투자 여건을 개선시키려 노력하고 있다. 최악의 시나리오인 금융과 실물경제의 복합 위기가 발생하지 않는다면, 펀더멘털과 투자 여건의 상충되는 효과에도 언젠가는 회사채 매수 쪽으로 투자심리가 기울 것이다. 그러나 그 때는 언제가 될까? 단기 포워드 스프레드로 힌트를 얻을 수 있다.

▶ 단기 포워드 스프레드는 1.5년 후 3개월 만기 국고채의 기대값인 내재 선도 금리에서 현재 3개월 만기 국고채 금리를 차감한 값으로 산출된다. 즉, 미래 시점 국고채 단기물 금리의 기대값에서 현재 시점 국고채 단기물 금리를 차감한 형태이다. 판정은 직관적으로, 수치가 음수면 시장 참가자들이 향후 몇 분기 안에 경제가 둔화되고 기준금리가 내려갈 것이라 예상한다고 해석된다. 단기 포워드 스프레드 관련 소개와 구체적인 산출 방법 등은 당사가 2019년 11월 5일에 발간한 "단기 포워드 스프레드, 통화 정책 기대, 그리고 신용 스프레드"와 미국 연준의 연구 보고서 "The Near-Term Forward Yield Spread as a Leading Indicator: A Less Distorted Mirror"에서 참조할 수 있다. 편의 상, 본 자료는 정의를 생략하고 바로 본론으로 진행하겠다.

그림1 당사가 산출한 국내 단기 포워드 스프레드



자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 단기 포워드 스프레드는 신용 스프레드와 연관 있음



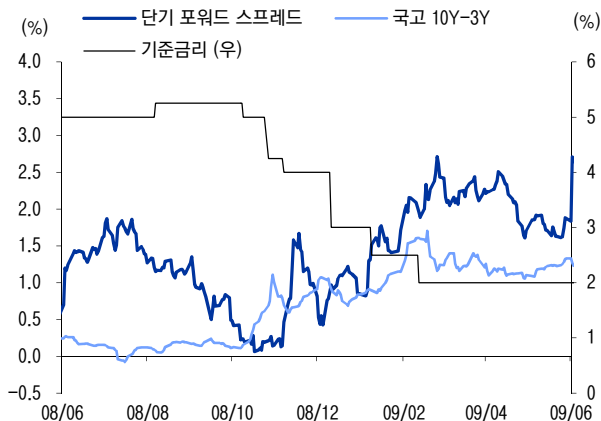
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

▶ 단기 포워드 스프레드의 특징은 국고채 장단기 금리차와 유사하나 선도 금리의 평균인 만기수익률로 계산한 장단기 금리차보다 기준금리 기대 변화에 대한 민감도가 크

다. 시장 참가자의 기준금리 인하 기대가 클 때, 단기 포워드 스프레드는 0으로 접근 하며, 이를 전후로 기준금리가 실제로 인하되는 경향을 보였다. 일반적으로 기준금리 인하는 향후 경제에 대한 시장의 부정적인 전망을 반영하기 때문에, 단기 포워드 스프레드 축소(및 장단기 금리차 축소)는 향후 몇 개월 후 불황을 예측한다는 오명을 가지고 있다. 다만 원 보고서에서도 이러한 기대는 투자자들의 이질적인 (heterogeneous) 기대에서 비롯한 자기실현적 예언이라는 점을 명시하고 있기 때문에, GDP 예측력과 불황의 예측가능성에 관한 논란은 차후로 넘길 수 있다.

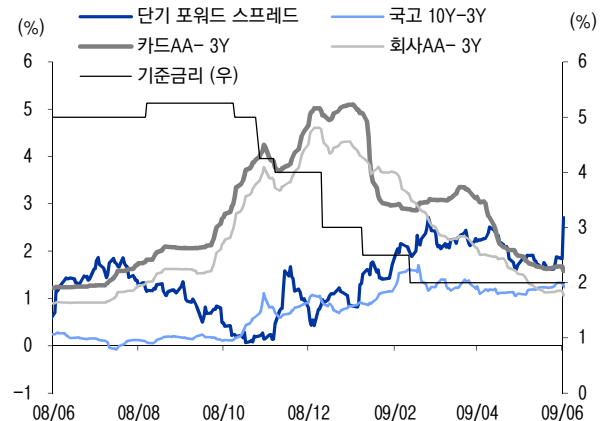
- ▶ 지난 자료의 결론은 단기 포워드 스프레드는 신용 스프레드와 양(+)의 상관관계를 가진다는 것이었다. 그러나 단기 포워드 스프레드(및 통화정책 기대)는 항상 신용 스프레드와 정의 관계를 가진 것은 아니었다. 국내 자료를 기준으로 2008년 금융위기 당시, 단기 포워드 스프레드는 2008년 10월 9일 최초 기준금리 인하(5.25% → 5%) 이전 선제적으로 하락하였고, 이후 시간을 두고 상승하는 패턴을 보였다. 그러나 신용 스프레드는 기준금리 인하 이후 확대되었으며, 한동안 확대 추세를 유지한 후 후행적으로 축소되는 모습을 보였다. 이러한 시차 상의 차이로 단기 포워드 스프레드 변화는 신용 스프레드에 별다른 영향을 미치지 못한다고 생각할 수 있다.

그림3 2008 년 당시 국내 단기 포워드 스프레드



자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

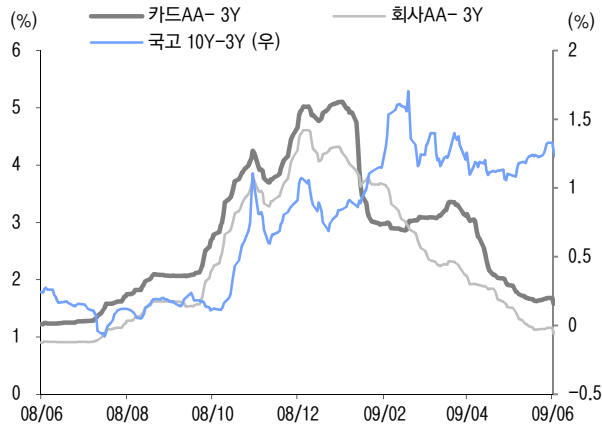
그림4 2008 년 신용 스프레드는 기준금리에 후행적으로 반응



자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

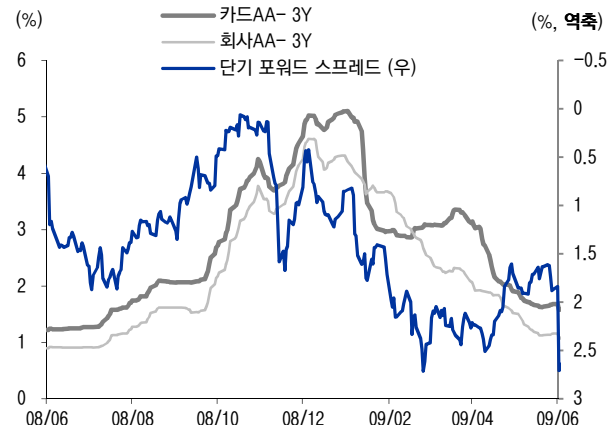
- ▶ 직관적으로, 단기 포워드 스프레드가 하락할 때(기준금리가 인하될 때) 신용 스프레드가 축소되는 것은 앞뒤가 맞지 않는다. 전술하였듯, 기준금리 인하는 미래 경제 전망이 부정적인 경우에 주로 단행되며, 이는 크레딧 펀더멘털 측면에서 신용 스프레드 확대 요인이자 축소 요인이 아니다. 즉, 단기 포워드 스프레드는 신용 스프레드와 부(-)의 관계를 가져야 타당하다. 실제로 2008년 당시 단기 포워드 스프레드를 역추적으로 그려보면 신용 스프레드와 부합하는 결과를 보인다. 한편, 특이하게도 장단기 금리차는 신용 스프레드와 정의 관계를 가지는데, 이는 기준금리 변화보다는 추경 편성과 한국은행의 국고채 단순매입 등으로 인한 국채 상의 수급 여건 악화와 개선에 신용 스프레드가 연동되었다는 판단이다.

그림5 2008 년 장단기 금리차는 신용 스프레드와 정의 관계



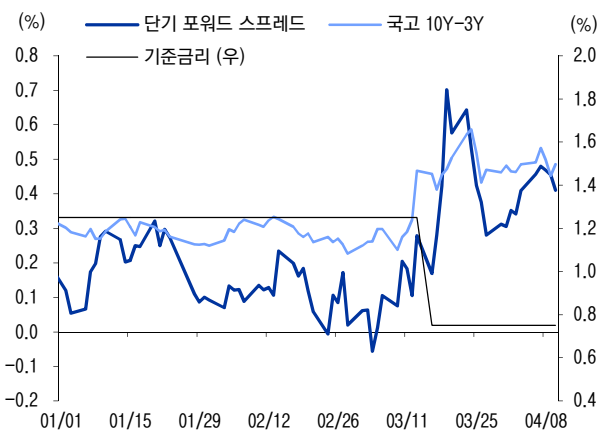
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 단기 포워드 스프레드는 신용 스프레드와 부의 관계



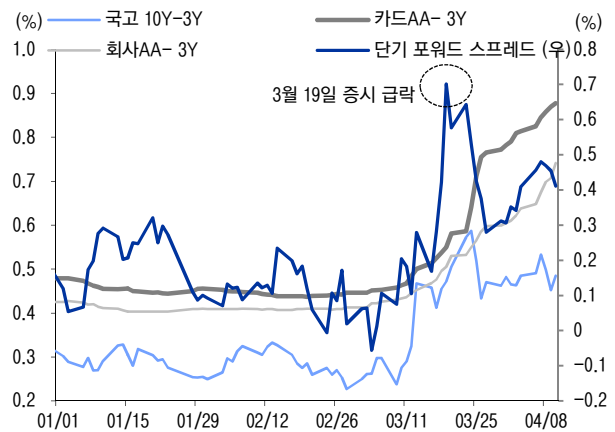
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 2020 년 3월 16일 빅컷 이전 단기 포워드 스프레드



자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

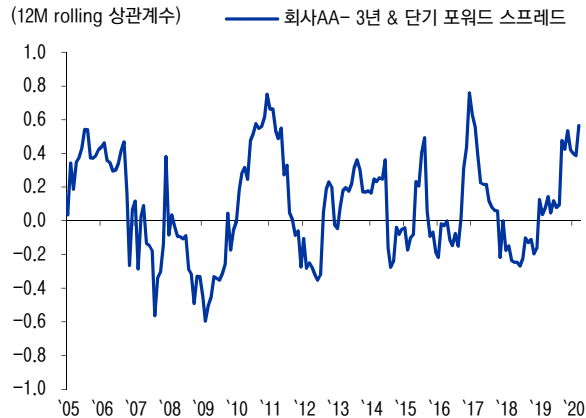
그림8 양 스프레드 최근 확대 추세



자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

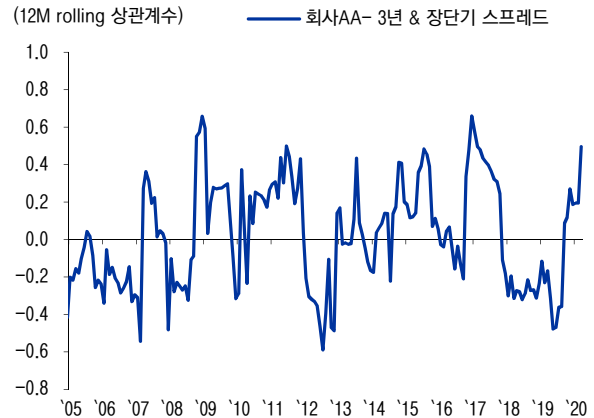
▶ 그러나 현재는 분명히 상황이 달라졌다. 장단기 금리차와 마찬가지로 단기 포워드 스프레드는 분명 신용 스프레드와 정의 관계를 가지고 있으며 최근 양 스프레드는 확대 추세를 보이고 있다. 이러한 차이는 대체 왜, 언제부터, 무엇으로부터 발생하게 된 것일까? 한 가지 흥미로운 발견은 이러한 양 스프레드 간의 정 또는 부의 관계의 변화는 무작위가 아닌 1~3년의 진폭을 두고 순환하는 흐름을 보인다는 것이다. 즉, 공교롭게도 2008년은 양자의 관계가 부(-)인 시기였고, 현재는 정(+)인 시기라는 것이다. 어쩌면 이는 거시적인 경기과 크레딧 스프레드 간의 국면 전환(경기확장과 경기침체)과 순환적인 관계(신용 스프레드 확대와 축소)가 묘사된 것일 수 있다. 현재 사이클은 2018년 하반기 이후 단기 포워드 스프레드와 신용 스프레드의 정의 관계가 강화되었으며, 2020년 3월 말 현재 직전 12개월을 기준으로 상관계수 0.56을 기록하고 있다.

그림9 신용 스프레드와 장단기 스프레드의 상관관계 변화 추이



주: 직전월대비 신용 스프레드 변화와 단기 포워드 스프레드 변화의 12개월 상관계수
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 장단기 스프레드는 이보다 불안정적



주: 직전월대비 신용 스프레드 변화와 장단기 스프레드 변화의 12개월 상관계수
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

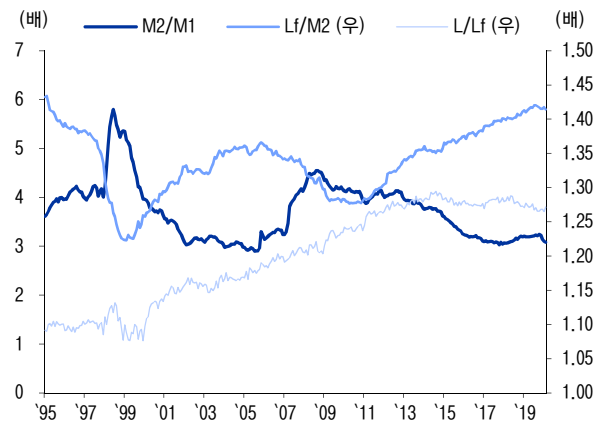
▶ 또 하나의 발견은 회사채 대비 여전채, 장기물 대비 단기물 신용 스프레드가 단기 포워드 스프레드와의 상관계수가 전반적으로 더 높다(사이클적 패턴은 크게 바뀌지 않은 채, 상관계수 수준만 증가하였다)는 것이다. 따라서 이러한 관계는 유동성파도 연관이 있다고 추론할 수 있다. 유동성 관련 지표는 2017년 말 이전 감소하던 전년대비 증가율이 이후 점차 7%대 후반의 증가율로 회복되며 풍부한 시중 유동성을 나타내고 있다. 특히 M2(광의통화) 대비 Lf(금융기관유동성)의 성장세가 견조하게 유지되었는데, 정의 상으로 Lf는 M2에서 만기 2년 이상 정기예적금 및 금융채, 증권금융예수금, 생명보험회사(우체국 보험 포함) 보험계약준비금 및 RP, 농협 국민생명공제의 예수금 등이 추가로 포함된 개념이다.

그림11 통화 및 유동성 지표 증가율 추이



주: M2, Lf는 평잔 기준, L은 말잔 기준
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 M2 대비 Lf의 성장세 견조



주: M2, Lf는 평잔 기준, L은 말잔 기준
자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

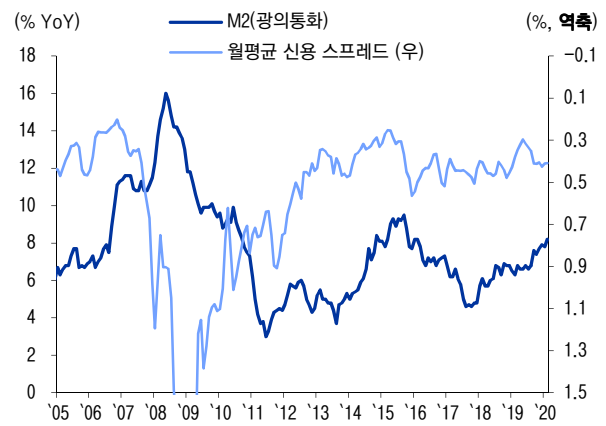
▶ 이러한 유동성 지표와 단기 포워드 스프레드의 관계를 살펴보면, 2012년 이후 양자의 관계가 유의미한 것으로 보이다가, 2015년 이후 본격적으로 연동하는 추세를 보인다. 구체적으로, 유동성 공급량(M2 증가율)이 증가하면 단기 포워드 스프레드가 축소하고, 유동성 공급이 감소하면 단기 포워드 스프레드가 확대된다. 직관적으로 해석하면, 2012년 이후로 시장의 기준금리 인하 기대가 클 때 실제로 유동성 공급이 증가하므로 통화정책 방향과 시장의 기대가 일치하고 있음을 알 수 있다. 한편 전술하였듯, 2018년 하반기 이후 단기 포워드 스프레드는 신용 스프레드와 궤를 같이 하는데, 최근 유동성 공급과 기준금리 인하 기대, 신용 스프레드 간의 관계를 생각하면 의미심장한 결론을 얻을 수 있다. 유동성 공급으로 회사채 가격이 상승(신용 스프레드 축소)하는 효과가 있으며, 5월 28일 금통위를 전후하여 기준금리 인하 기대가 형성된다면 신용 스프레드 축소 전환도 그 시점에 가능할 것이라는 판단이다.

그림13 2012년 이후 유동성과 단기 포워드 스프레드 유의미



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 따라서 신용 스프레드도 유사한 추이 보임



자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터

▶ 본 자료는 최근 논의되는 경기 국면 전환, 시장의 통화정책 기대, 유동성이 신용 스프레드에 미치는 영향과 이들 간의 관계를 복합적으로 분석하였는데 연역적인 해석에는 어려움이 존재한다는 사실은 인정해야 한다. 데이터 중심으로 이야기를 풀어가다 보니 다소 해석이 매끄럽지 않은데, 이는 온전히 우리의 능력 부족에 기인한다.

표1 통화 및 유동성 지표 구성 금융상품

구분		범위
통화지표	M1 (협의통화)	현금통화 + 요구불예금 + 수시입출식 저축성예금
	M2 (광의통화)	M1 + 정기예·적금 및 부금* + 시장성 상품 + 실적배당형 상품* + 금융채* + 기타(투신증권저축, 종금사 발행어음) *만기 2년이상 제외
유동성 지표	Lf (금융기관 유동성)	M2 + 만기 2년 이상 정기예적금 및 금융채 + 증권금융 예수금 + 생명보험회사(우체국 보험 포함) 보험계약준비금 및 RP + 농협 국민생명공제의 예수금 등
	L (광의유동성)	Lf + 정부 및 기업 등이 발행한 유동성 금융상품(증권회사 RP, 여신전문기관의 CP 및 채권, 예보채, 부실채권정리기금채, 자산유동화전문회사의 자산유동화증권, 국채, 지방채, 기업어음, 회사채 등)

자료: 한국은행, 이베스트투자증권 리서치센터



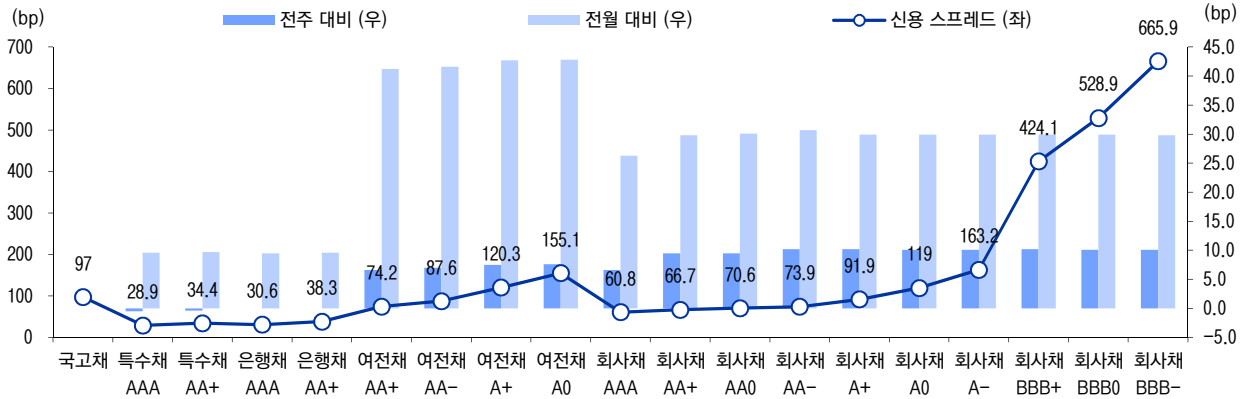
주간 신용 스프레드 동향과 전망

- ▶ 4월 6일부터 4월 10일까지의 주간 신용 스프레드는 크레딧 시장 경색이 일부 회복되었으나, 신용 스프레드의 마찰적 후행성이 두드러지며 여전채와 회사채의 단기물 약세가 기록되었다. 여전채는 실물경제 위축 장기화 시 캐피탈사 부동산 PF 대출, 개인사업자 대출 부실 및 담보가치 하락으로 자산건전성이 우려되는 가운데, 은행계열 지주 산하의 캐피탈사는 자금 지원을 받으나, 그렇지 않은 일부 A등급 이하 회사는 단기 상환 및 대출 가용력에 의존해야 하는 상황이다. 회사채는 신용평가사 정기평정에서 이미 알려진 호텔, 영화관 산업의 부정적 전망 내지는 부정적 검토 등재가 이루어졌다. 여기에 한국기업평가는 유가 급락으로 인한 정유사의 채고자산 평가손실과 석유제품 수요 위축에 따른 정제마진 급락 등의 사유로 등급 전망을 부정적으로 하향했다. 다만 유가는 OPEC+에서 5~6월 일평균 970만 배럴 원유 감산 합의를 이뤄 유가의 하방경직성 강화 및 상승 모멘텀이 갖춰진 상태로 다른 평가사들의 평정 및 해석에 이견이 존재할 여지가 있다.
- ▶ 한국은행은 4월 9일 금통위에서 기준금리 0.75% 동결했다. 여기에 단순매매 대상증권으로 국채 및 정부보증채 외에 산금채, 중금채, 수은채 등 특수은행채와 주택금융공사 MBS를 포함해 이들 기관이 발행한 채권의 수급 부담을 덜어주었다. 특수은행은 최근 가계 및 기업 대출 확대 등의 이유로 신용채권을 활발히 발행한 바 있다. 주금공 MBS 또한 안심전환대출 관련 은행의 MBS 보유 부담을 경감하고, MBS 유동성 제고에 일조할 것으로 기대된다. 또한 한국은행은 1.5조원 규모 국고채 단순매매를 실시해 국고채 금리 안정화 및 장기 비지표물 유동성을 제고하였다. 다만 회사채 담보 증권사 직접 대출은 일부 기업 특혜로 비춰질 수 있어 모럴 해저드 우려가 불가피하다. 분기 말이 지나며 단기자금시장 내 자금이 유입되었고, CP 발행 및 IB 딜이 재개되어 증권사 자금 사정에 다소 여유가 생겼기 때문이다.
- ▶ 채안펀드가 매입하기 어려운 회사채 발행 수요는 P-CBO와 회사채 신속인수제 가동으로 지원될 예정이다. 그러나 양 제도 모두 빠르면 5월 차환 발생분부터 지원이 이루어지기 때문에 시차가 다소 존재한다.
- ▶ 최악의 시나리오인 금융과 실물경제의 복합 위기가 발생하지 않는다면, 펀더멘털 불확실성과 투자 여건 개선의 상충되는 효과에도 언젠가는 매수 쪽으로 투자심리가 기울 것이다. 당사는 5월 28일 금통위에서 기준금리 0.25%p 인하를 전망하는데, 이를 전후로 단기물을 중심으로 회사채와 여전채의 강세가 나타날 것이라 예상한다. 다만 코로나19 종식 이후에도 불확실성이 상존하는 만큼, 5년 이상 중장기물 수요 회복은 가장 낙관적인 견해에서 2분기 실적 발표 이후 내지는 6월 신용평가사 정기평정 시즌 이후에 이루어질 전망이다.

신용채권 상대 선호도

은행채 > 특수채 > 여전채 > 회사채

그림15 주간 신용 스프레드 수준과 변동 (3년물 기준)



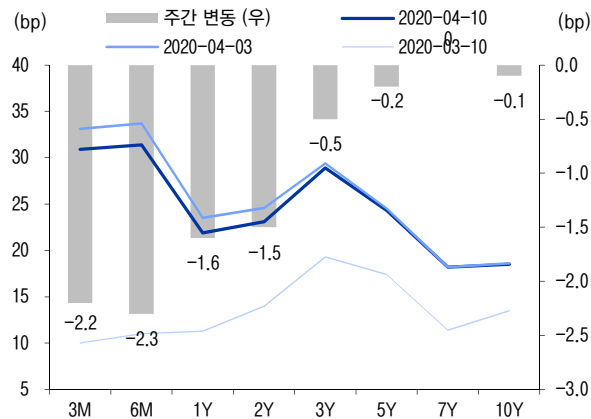
주: 민평 4사평균 기준, 무위험 국고채는 금리 수준
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 신용채권 금리 수준 및 스프레드 변동

구분	금리 수준 (%)					신용 스프레드 (bp)					주간 신용 스프레드 변동 (bp)					
	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y	
국고채	0.778	0.945	0.970	1.192	1.455						-9.1	-8.6	-9.5	-13.5	-9.5	
통안채	0.838	0.942				6.0	-0.3				1.6	-0.3				
특수채	AAA	1.057	1.173	1.259	1.435	1.640	21.9	23.1	28.9	24.3	18.5	-1.6	-1.5	-0.5	-0.2	-0.1
	AA+	1.108	1.230	1.314	1.532	1.834	27.0	28.8	34.4	34.0	37.9	-1.5	-1.2	-0.4	-0.2	-0.1
은행채	산금채	1.035	1.127	1.217	1.419	1.684	19.7	18.5	24.7	22.7	22.9	-1.8	-2.1	0.0	-0.1	-0.1
	중금채	1.035	1.127	1.217	1.434	1.718	19.7	18.5	24.7	24.2	26.3	-1.8	-2.1	0.0	-0.1	-0.1
	AAA	1.083	1.182	1.276	1.452	1.778	24.5	24.0	30.6	26.0	32.3	-1.8	-2.2	0.0	-0.1	-0.1
	AA+	1.147	1.253	1.353	1.519	1.825	30.9	31.1	38.3	32.7	37.0	-1.8	-2.1	0.0	-0.1	-0.1
여전채	AA+	1.707	1.720	1.712	1.686	2.209	86.9	77.8	74.2	49.4	75.4	8.7	7.2	6.6	2.1	0.1
	AA0	1.726	1.744	1.749	1.840	2.445	88.8	80.2	77.9	64.8	99.0	8.8	7.2	6.6	2.2	0.1
	AA-	1.810	1.855	1.846	1.964	2.685	97.2	91.3	87.6	77.2	123.0	11.8	9.6	7.0	2.2	0.2
	A+	2.011	2.064	2.173	2.339	3.092	117.3	112.2	120.3	114.7	163.7	12.2	10.4	7.5	2.6	0.3
	A0	2.214	2.322	2.521	2.770	3.370	137.6	138.0	155.1	157.8	191.5	12.3	10.4	7.6	2.6	0.3
회사채	AAA	1.542	1.565	1.578	1.664	1.854	70.4	62.3	60.8	47.2	39.9	7.9	7.0	6.6	3.0	0.6
	AA+	1.605	1.627	1.637	1.731	2.137	76.7	68.5	66.7	53.9	68.2	10.8	9.7	9.5	4.8	0.7
	AA0	1.641	1.665	1.676	1.792	2.523	80.3	72.3	70.6	60.0	106.8	10.7	9.7	9.5	4.7	0.7
	AA-	1.679	1.701	1.709	1.900	2.873	84.1	75.9	73.9	70.8	141.8	11.2	10.3	10.2	4.8	0.7
	A+	1.751	1.778	1.889	2.279	3.267	91.3	83.6	91.9	108.7	181.2	11.2	10.3	10.2	4.8	0.7
	A0	1.915	1.955	2.160	2.695	3.720	107.7	101.3	119.0	150.3	226.5	11.3	10.4	10.1	4.7	0.7
	A-	2.176	2.285	2.602	3.281	4.237	133.8	134.3	163.2	208.9	278.2	11.3	10.4	10.1	4.8	0.7
	BBB+	3.657	4.551	5.211	5.423	5.889	281.9	360.9	424.1	423.1	443.4	11.2	10.3	10.2	4.8	0.7
	BBB0	4.332	5.496	6.259	6.469	7.007	349.4	455.4	528.9	527.7	555.2	11.2	10.4	10.1	4.8	0.7
	BBB-	5.319	6.657	7.629	7.890	8.433	448.1	571.5	665.9	669.8	697.8	11.2	10.4	10.1	4.8	0.7
MBS	AAA	1.063	1.178	1.266	1.438	1.639	22.5	23.6	29.6	24.6	18.4	-1.5	-1.5	-0.4	-0.2	-0.1

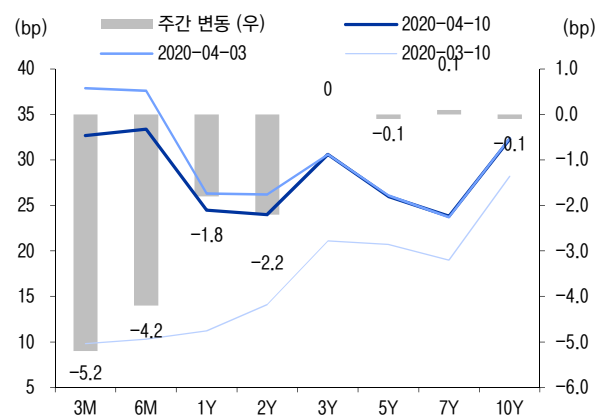
주: 민평 4사평균 기준, 1Y와 2Y 신용 스프레드는 각각 동일 만기 통안채 대비, 이외 테너 신용 스프레드는 동일 만기 국고채 대비
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 특수채 AAA 스프레드 커브와 주간 변동



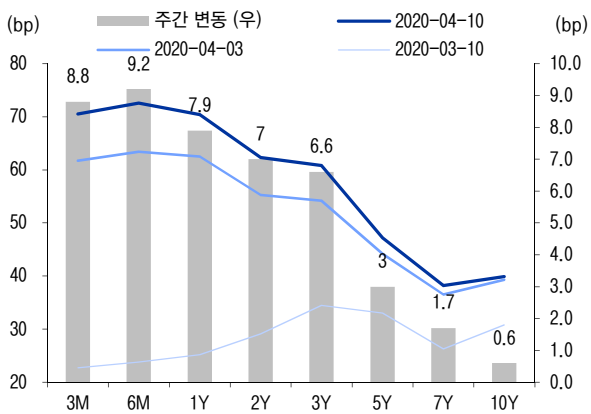
주: 민평 4사평균 기준. 2Y 이하 테너 통안채 대비. 3Y 이상 테너 국고채 대비
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 은행채 AAA 스프레드 커브와 주간 변동



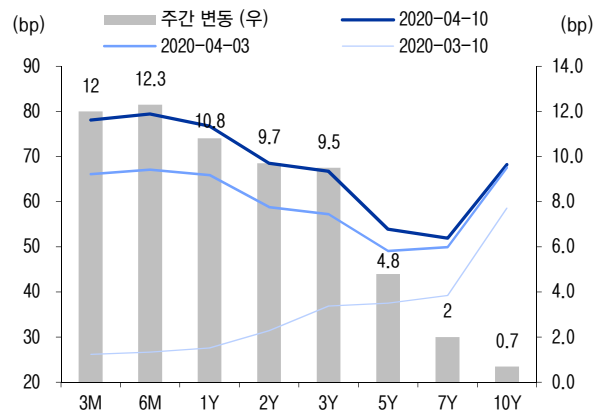
주: 민평 4사평균 기준. 2Y 이하 테너 통안채 대비. 3Y 이상 테너 국고채 대비
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 회사채 AAA 스프레드 커브와 주간 변동



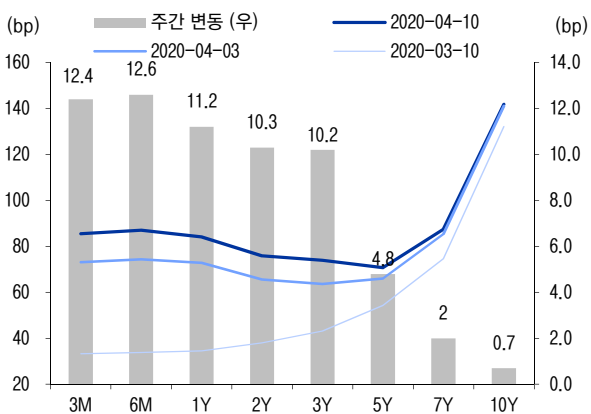
주: 민평 4사평균 기준. 2Y 이하 테너 통안채 대비. 3Y 이상 테너 국고채 대비
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 회사채 AA+ 스프레드 커브와 주간 변동



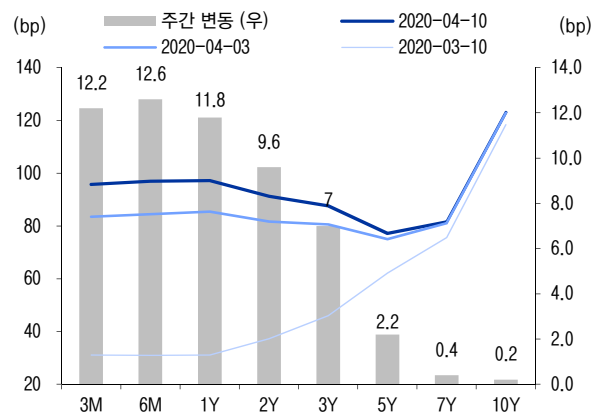
주: 민평 4사평균 기준. 2Y 이하 테너 통안채 대비. 3Y 이상 테너 국고채 대비
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 회사채 AA- 스프레드 커브와 주간 변동



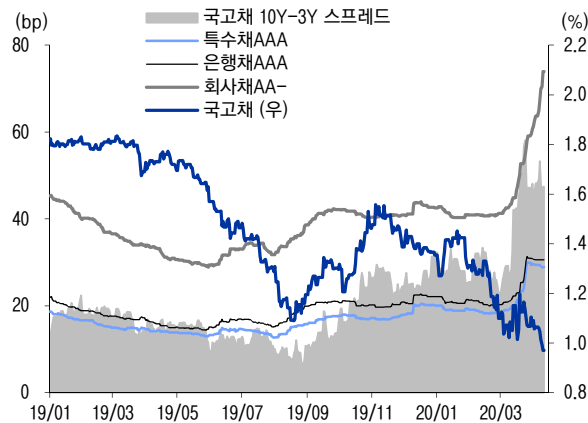
주: 민평 4사평균 기준. 2Y 이하 테너 통안채 대비. 3Y 이상 테너 국고채 대비
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 여전채 AA- 스프레드 커브와 주간 변동



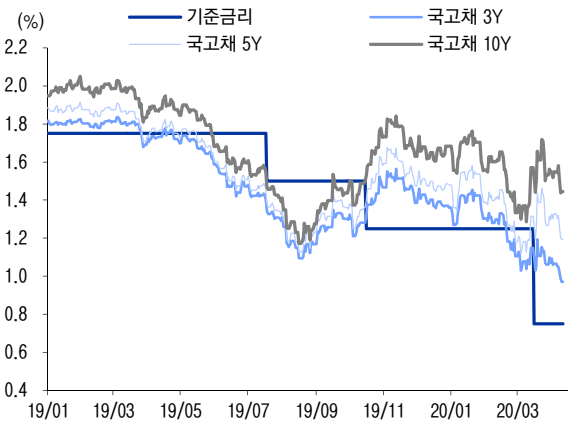
주: 민평 4사평균 기준. 2Y 이하 테너 통안채 대비. 3Y 이상 테너 국고채 대비
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 국고채 금리와 섹터별 스프레드 추이 (3Y 기준)



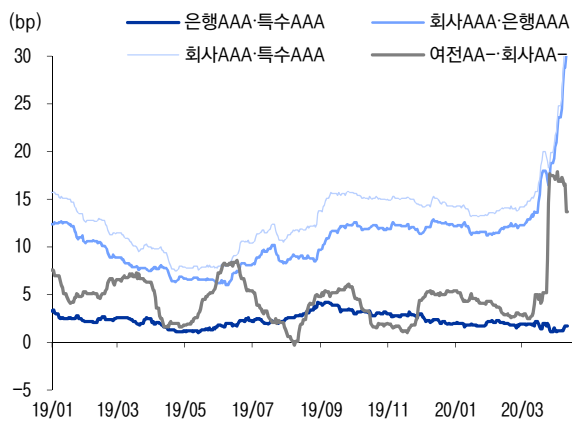
주: 민평 4사평균 기준
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 기준금리, 만기별 국고채 금리 추이



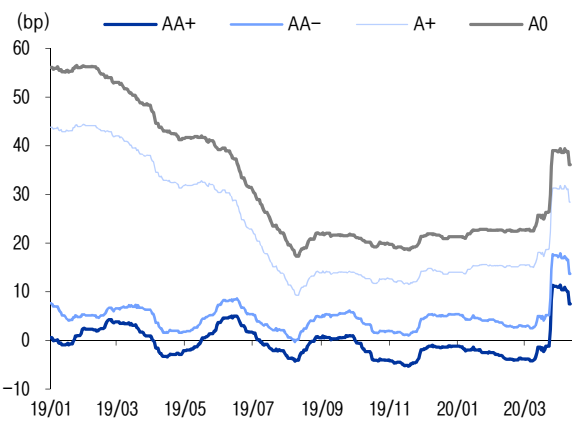
주: 민평 4사평균 기준
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 섹터별 상대가치 추이 (3Y)



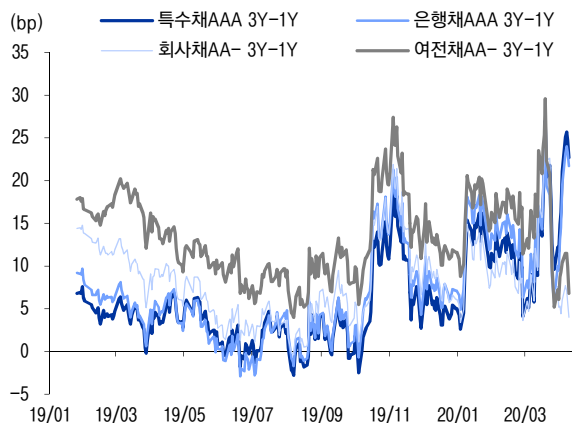
주: 민평 4사평균 기준
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 신용등급별 여전채-회사채 스프레드 추이 (3Y)



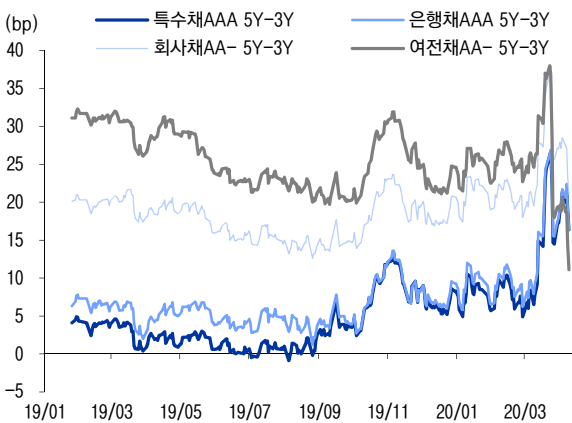
주: 민평 4사평균 기준
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 섹터별 장단기 스프레드 추이: 3Y-1Y



주: 민평 4사평균 기준
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 섹터별 장단기 스프레드 추이: 5Y-3Y



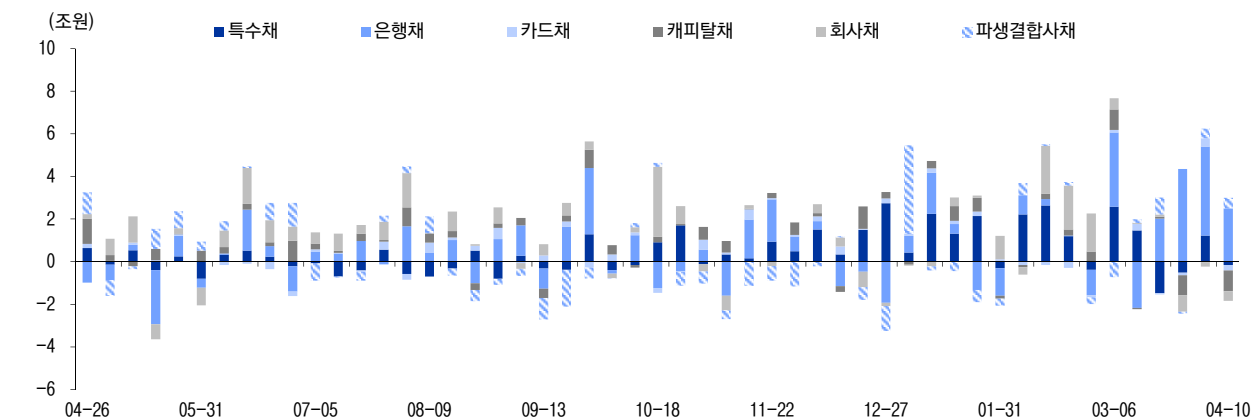
주: 민평 4사평균 기준
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터



발행 시장 현황

- ▶ 회사채 발행 시장은 롯데푸드를 시작으로 4월 수요예측을 재개되었다. 롯데푸드는 6일 수요예측에서 예측금액 700억원에 1,400억원의 초과수요로 1,000억원으로 증액 발행되었다. 언론 보도에 의하면, 채안펀드는 수요예측에 참여하였는데 등급민평 오버 20bp에 300억원 매수 주문을 넣은 것으로 알려졌다. 한편 장기물 거래가 부진함에 따라, 발행 전략은 안정적인 중단기물 위주로 트렌치가 구성될 것으로 보인다.
- ▶ 특수채: 주간 특수채는 1.46조원의 발행, 700억원의 순상환을 보였다. 한국도로공사와 한국토지주택공사가 각각 2,700억원과 2,100억원을 순발행했다. 이 밖에도 인천국제공항공사가 1,100억원을 발행했다.
- ▶ 은행채: 주간 은행채는 3.27조원의 발행을 보였고, 2.51조원의 순발행을 기록해 4주 연속 대규모 순발행을 이어갔다. 특수은행인 한국수출입은행이 1조 100억원을 순발행했고, 시중은행 역시 전반적으로 순발행을 보였다.
- ▶ 여전채: 주간 카드채와 캐피탈채는 각각 2,600억원의 순상환, 9,700억원의 순상환을 보였다. 카드사 중에는 삼성카드(AA+)가 1,900억원 발행하였다. 신용 시장 경색으로 캐피탈사는 전반적인 순상환을 보였는데, IBK캐피탈(AA-) 800억원, JB우리캐피탈(AA-) 700억원 발행이 캐피탈사 발행 중 가장 큰 규모였다.
- ▶ 회사채: 회사채 발행 수요 회복은 본격적인 채안펀드 운용 시작 이후 점진적으로 회복되는 모습을 보일 것으로 전망된다. 한편 언론 보도에 따르면, AA-등급 한화솔루션의 수요예측에서 1,500억원이 미달되어 시장에 충격을 주고 있다. 신용평가사 정기평정이 이어지면서, 예상치 못한 부정적 평가로 발행 시장 심리가 위축될 수 있다.

그림28 주간 크레딧채권 순발행 추이



주: 전전 주 토요일부터 전 주 금요일까지를 주간 단위로 집계
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 회사채 수요예측 결과와 향후 예정

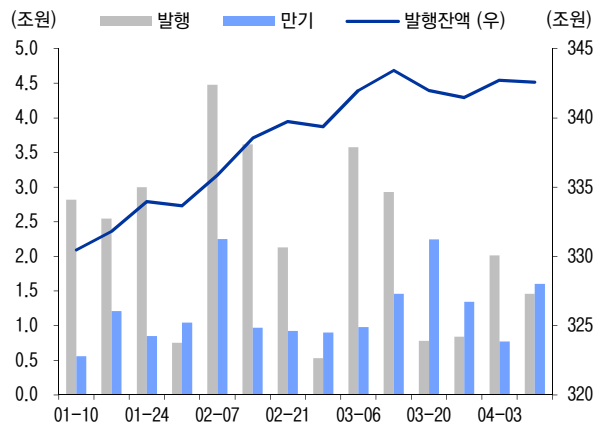
(단위: 억원, 배, bp)

종목명	수요 예측일	신용 등급	발행 일	기준 금리	예측 금액	발행 금액	참여 금액	유효 경쟁률	하단	상단	결정 스프레드	사용목적
롯데푸드 36	04-06	AA0	04-13	등급 3Y	700	1,000	1,400	2.00	-40	40	30	채무상환
현대오트론 1-1	04-13	A0	04-21	등급 3Y	300				-50	50		채무상환
현대오트론 1-2	04-13	A0	04-21	등급 5Y	200				-50	50		채무상환
롯데칠성음료 51-1	04-13	AA0	04-21	개별 2Y	500				-10	35		채무상환
롯데칠성음료 51-2	04-13	AA0	04-21	개별 3Y	1,000				-10	40		채무상환
한화솔루션 270	04-13	AA-	04-21	개별 3Y	2,100				-20	60		운영, 채무상환
기아자동차 283-1	04-14	AA0	04-22	개별 3Y	2,500				-30	30		채무상환
기아자동차 283-2	04-14	AA0	04-22	개별 5Y	300				-30	30		운영
기아자동차 283-3	04-14	AA0	04-22	개별 7Y	500				-30	30		운영
오리온 104	04-16	AA0	04-23	개별 3Y	700				-30	30		채무상환
SK에너지 47-1	04-17	AA+	04-24	개별 3Y	2,000				-60	60		채무상환
SK에너지 47-2	04-17	AA+	04-24	개별 5Y	400				-70	70		채무상환
SK에너지 47-3	04-17	AA+	04-24	개별 10Y	600				-70	70		운영
호텔신라 71-1	04-16	AA0	04-24	개별 3Y	1,100				-20	60		채무상환
호텔신라 71-2	04-16	AA0	04-24	개별 5Y	200				-20	60		채무상환
호텔신라 71-3	04-16	AA0	04-24	개별 10Y	200				-20	60		채무상환

주: 공백은 미정을 나타냄

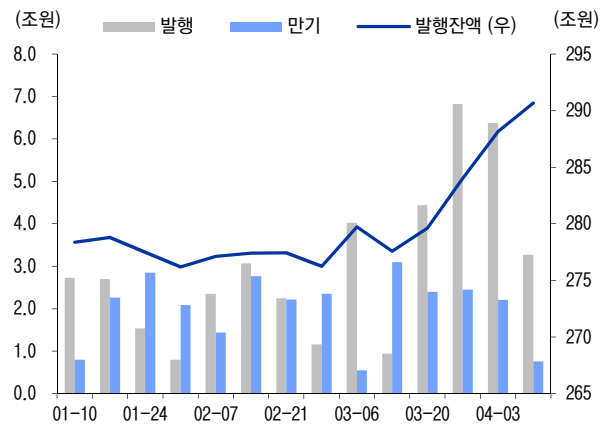
자료: 금융감독원 전자공시시스템, K-Bond, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 특수채 발행, 만기 동향



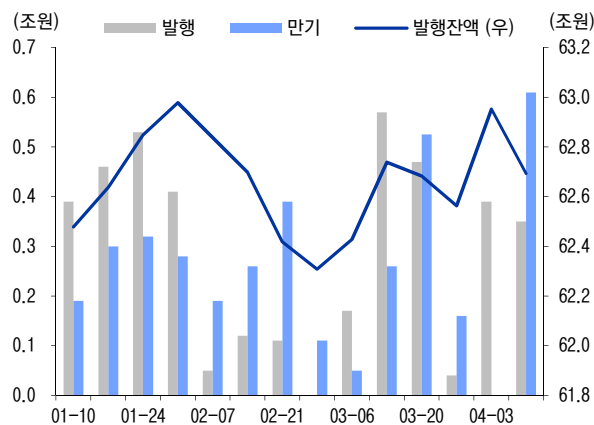
주: 전전 주 토요일부터 전 주 금요일까지를 주간 단위로 집계
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 은행채 발행, 만기 동향



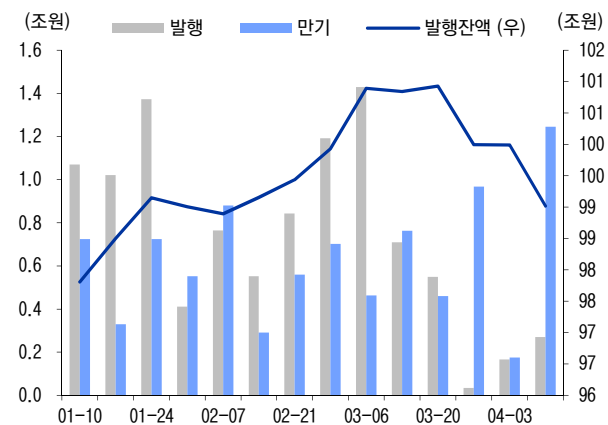
주: 전전 주 토요일부터 전 주 금요일까지를 주간 단위로 집계
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 카드채 발행, 만기 동향



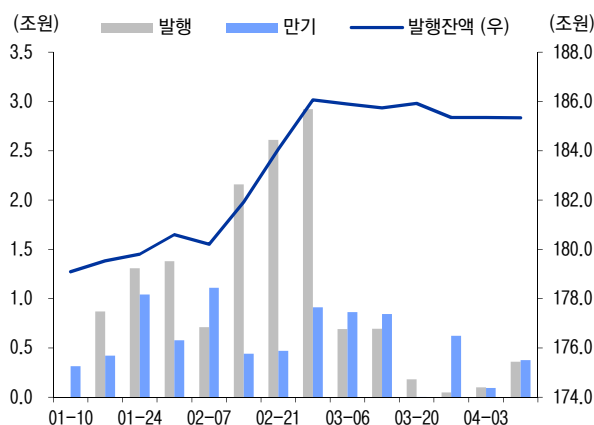
주: 전전 주 토요일부터 전 주 금요일까지를 주간 단위로 집계
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 캐피탈채 발행, 만기 동향



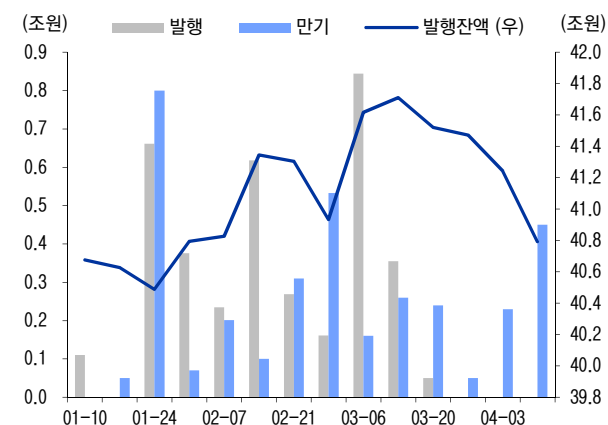
주: 전전 주 토요일부터 전 주 금요일까지를 주간 단위로 집계
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 AA- 등급 이상 회사채 발행, 만기 동향



주: 전전 주 토요일부터 전 주 금요일까지를 주간 단위로 집계
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 A+ 등급 이하 회사채 발행, 만기 동향



주: 전전 주 토요일부터 전 주 금요일까지를 주간 단위로 집계
자료: 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터



유통 시장 동향

▶ 신용채 주간 거래대금은 지난 주(37.3조원) 대비 소폭 증가한 38.0조원을 기록했다. 시장 여건 악화로 거래 부진을 이어간 가운데, 금융채를 중심으로 거래가 이루어졌다. 이전 주 대비 특수채의 거래가 증가하였으며(6.76조원에서 7.59조원으로 증가), 여전채 거래대금 또한 증가(7.01조원에서 7.61조원 증가)하였다.

▶ 주간 회사채 유통시장 거래에서는 만기가 짧은 AA- 이상 등급의 채권이 주로 거래되었다. 강세 거래는 신한금융지주의 신규 발행 등으로 금융채를 중심으로 약진이 두드러졌다. 약세 거래는 만기가 짧은 채권이 주로 약세를 보였으나 가격의 절대 할인 폭은 크지 않다. 리테일 중심의 BBB급 채권의 수요도 일부 감지된다.

표4 주간 회사채 유통 시장 거래량 Top 10

(단위: %, 년, 억원, bp)

종목명	거래일자	신용등급	민평금리	평균금리	잔존만기	만기일	거래량	평균-민평
한화솔루션245-2	04-08	AA-	1.541	2.0	0.56	2020-10-28	600	45.9
현대제철111-3	04-08	AA0	1.539	1.93	0.79	2021-01-20	500	39.1
현대제철117-2	04-08	AA0	1.543	1.9	0.80	2021-01-27	500	35.7
LG전자78-2	04-10	AA0	1.588	1.64	0.88	2021-02-24	400	5.2
신한금융지주132	04-10	AAA	1.513	1.3	2.93	2023-03-16	400	-21.3
한국남부발전42	04-06	AAA	1.351	1.35	0.32	2020-07-31	400	-0.1
한국서부발전41-1	04-06	AAA	1.513	1.52	1.44	2021-09-14	400	0.7
한국중부발전21-2	04-10	AAA	1.504	1.48	2.21	2022-06-28	400	-2.4
GS15-3	04-09	AA0	1.525	1.6	0.77	2021-01-17	400	7.5
롯데칠성음료46-2	04-07	AA0	1.652	1.85	1.64	2021-11-28	400	19.8

주: 50억원 이상 거래된 공모 선순위 무보증 회사채 기준. 당일 발행물, ABS, 후순위사채, 신종자본증권 등 제외
자료: 본드웹, 이베스트투자증권 리서치센터

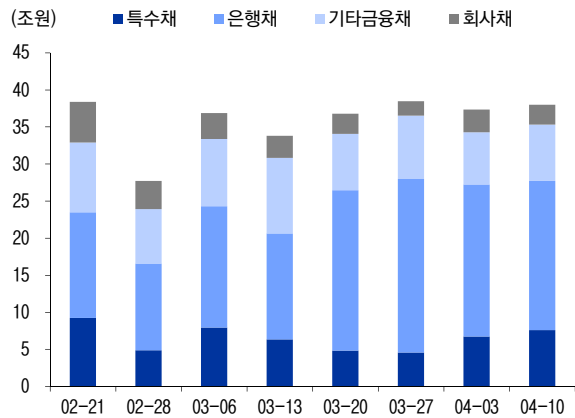
표5 주간 회사채 유통 시장 강세/약세 거래 Top 10

(단위: 년, 억원, bp)

강세					약세				
종목명	거래일자	잔존만기	거래량	평균-민평	종목명	거래일자	잔존만기	거래량	평균-민평
신한금융지주132	04-10	2.93	400	-21.3	AJ네트웍스35-1	04-09	1.14	70	691.6
엘지디스플레이33-2	04-07	0.08	200	-19.2	대한항공81-1	04-09	0.33	94	363.0
대림산업258-1	04-06	0.16	100	-4.1	한국투자금융지주22	04-06	0.02	300	98.6
농협금융지주13	04-09	0.97	300	-3.3	SK브로드밴드41	04-07	0.27	200	62.2
한국남동발전38-2	04-06	0.97	300	-3.0	SK브로드밴드41	04-08	0.27	100	59.8
한국동서발전27-2	04-09	4.05	200	-2.5	한화솔루션250	04-08	0.13	300	53.8
한국중부발전21-2	04-10	2.21	400	-2.4	BNK금융지주21-2	04-09	0.14	160	52.1
한국서부발전18-1	04-10	3.07	300	-2.1	한화솔루션245-2	04-08	0.56	600	45.9
에스케이하이닉스221-4	04-07	9.86	200	-1.9	LG상사116-2	04-10	0.13	200	41.7
신한금융지주123-1	04-10	0.62	300	-1.6	현대제철111-3	04-08	0.79	500	39.1

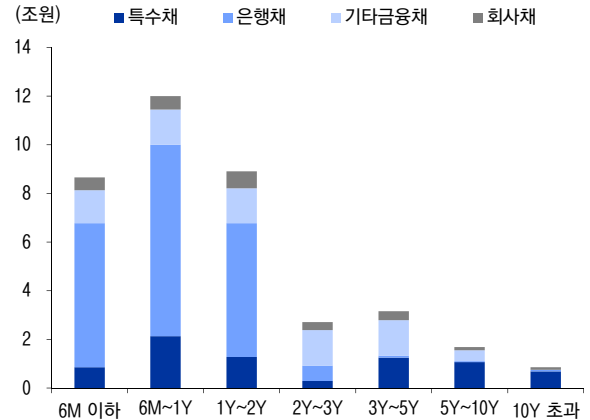
주: 50억원 이상 거래된 공모 선순위 무보증 회사채 기준. 당일 발행물, ABS, 후순위사채, 신종자본증권 등 제외
자료: 본드웹, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 주간 섹터별 거래 규모 추이



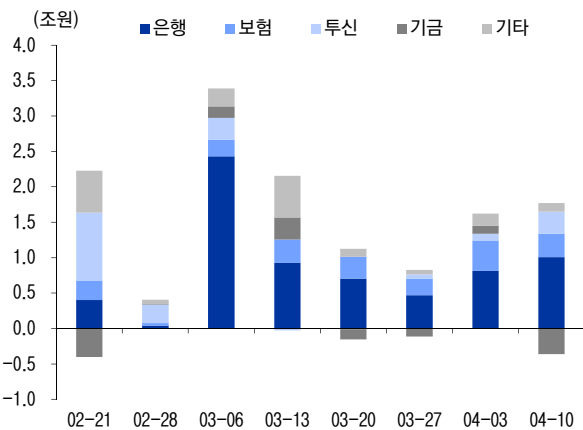
주: 월요일부터 금요일까지를 주간 단위로 집계
자료: 금융투자협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 주간 잔존만기별 거래 규모



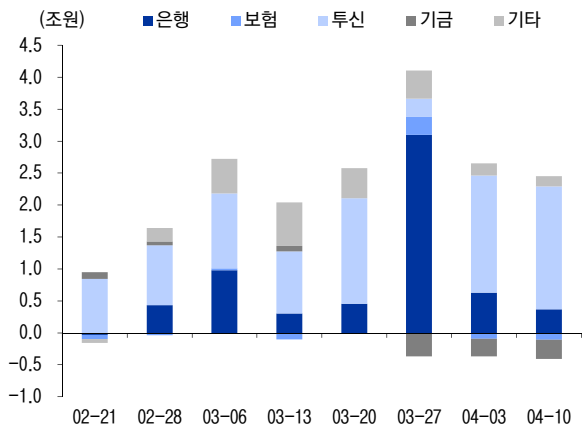
주: 월요일부터 금요일까지를 주간 단위로 집계
자료: 금융투자협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 거래 주체별 특수채 순매수 추이



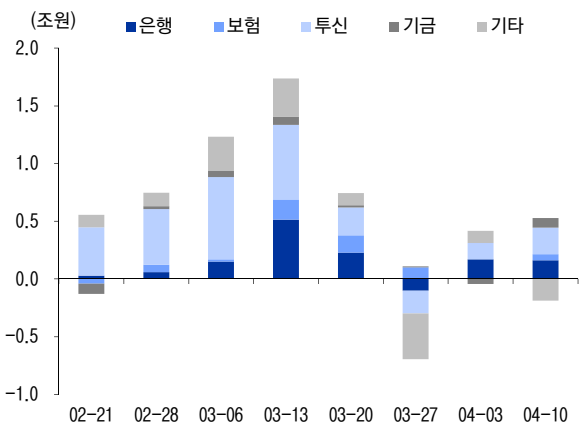
주: 월~금 단위로 집계. 선물, 종금상호, 외국인, 국가 지자체, 기타법인, 개인은 기타
자료: 금융투자협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 거래 주체별 은행채 순매수 추이



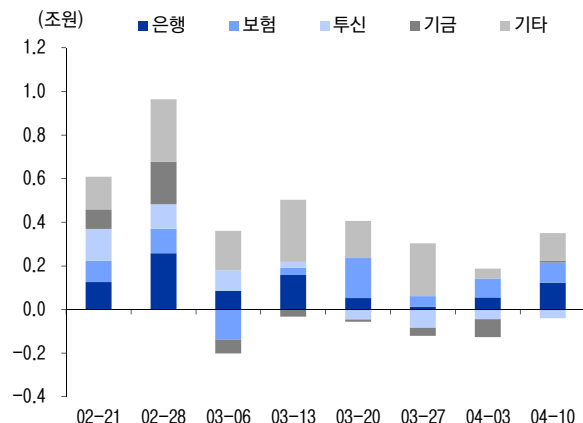
주: 월~금 단위로 집계. 선물, 종금상호, 외국인, 국가 지자체, 기타법인, 개인은 기타
자료: 금융투자협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 거래 주체별 여전채 순매수 추이



주: 월~금 단위로 집계. 선물, 종금상호, 외국인, 국가 지자체, 기타법인, 개인은 기타
자료: 금융투자협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 거래 주체별 회사채 순매수 추이



주: 월~금 단위로 집계. 선물, 종금상호, 외국인, 국가 지자체, 기타법인, 개인은 기타
자료: 금융투자협회, 이베스트투자증권 리서치센터



신용등급 변동과 아웃룩 현황

- ▶ 주간 신용등급 및 전망 변동은 총 9 건으로 한국기업평가가 대거 하향조정하였는데, 구체적으로 현대로템 등급 하향, 호텔 및 면세 산업 부정적 검토 등재, 정유업체와 영화관 산업의 등급 전망 부정적 하향이다. 이 밖에도 한국신용평가는 호텔신라의 등급 전망을 부정적으로 하향했으며, 한국기업평가는 풍산의 무보증사채 등급 전망을 기존 긍정적에서 안정적으로 하향조정하였다.
- ▶ 호텔 및 면세업황의 악화 수준은 2017 년 초 사드 이슈 발생시보다 훨씬 크고 전방위적이다. 당시 사드 이슈 발생시에는 유커 급감에 따른 부정적인 영향이 주로 시내면세점에 집중되었지만, 최근 코로나 19 사태로 인한 다중시설이용 제한 및 출입국 통제 조치는 시내면세점, 공항면세점, 심지어는 해외면세점까지 거의 모든 사업장에 부정적인 영향을 미치고 있기 때문이다. 코로나 19 확산이 본격화된 올해 2 월에는 총 입국객이 약 68 만명으로 전년동기대비 38% 감소하였다. 특히 중국인 입국객은 2 월 약 10 만명으로 전년동기대비 73.5% 급감하였다. 이러한 매출 감소로 영업수익성이 크게 저하될 전망이다. 면세산업 특성상 임차료, 감가상각비(리스자산 상각비 포함), 인건비 등 고정비 부담이 상존하고 있어 매출규모가 일정수준 이하로 감소하면 마진율이 급격히 축소되기 때문이다.
- ▶ 채권 등급 기준으로 신용평가사 3사 중 1개사 이상 긍정적/부정적 전망 보유 발행사와 각 평정 적용일을 기재한다. 현재 긍정적 전망 보유 발행사는 총 25개사이며, 부정적 전망 보유 발행사는 저번 주 32개에서 현대로템이 제외되고 호텔신라, 호텔롯데, SK에너지, S-Oil, 메가박스중앙 5개사가 추가되어 총 36개사이다. 다만 신용등급 변화가 유력하다고 알려진 종목들은 이미 등급 변화로 인한 금리 변화는 적용일 당일 반영되는 경향이 있어 실제 투자 수익과 직접적으로 연결되지 않을 수 있다. 다만 부정적 펀더멘털은 악화를 지속하는 경향을 보이기 때문에 발표된 1분기 실적 쇼크와 향후 실적 전망에 따라 신용 스프레드 추가 확대 가능성은 여전히 존재한다.

표6 주간 신용등급/전망 변동

기업명	구분	일자	직전등급	현재등급	신평가	변동근거
현대로템	등급하향	04-07	A- ↓	BBB+/S	KR	1) 주력사업인 철도부문을 포함한 전반적인 사업안정성의 저하 2) 대규모 영업손실 반복에 따른 재무안정성 악화 3) 매출 증가에도 불구하고 수익성과 재무구조 개선이 제한적일 것
호텔롯데	Watch 등재	04-09	AA/S	AA ↓	KR	1) 코로나19 사태 확산으로 주력사업인 호텔·면세업의 영업환경 악화 2) 주력사업의 영업환경 악화로 큰 폭의 영업 및 재무실적 저하 전망 3) 현 시점에서 코로나19 사태의 지속기간 및 종식시기 예단 난망
호텔신라	Watch 등재	04-09	AA/S	AA ↓	KR	상동
호텔신라	전망하향	04-09	AA/S	AA/N	KIS	1) 코로나19 확산에 따라 호텔 및 면세시장 수요 급격히 저하 2) 2020년 영업실적이 크게 부진할 것으로 예상되며, 코로나19 종결 이 후 영업실적 회복 속도와 폭이 불확실 3) 2020년 영업부진에 따른 차입부담 확대가 예상되며, 재무안정성 유지 여부에 대한 모니터링이 필요
SK에너지	전망하향	04-13	AA+/S	AA+/N	KR	1) 유가 및 정제마진 급락, 생산제품 전반의 마진 하락에 따른 큰 폭의 실적 부진 전망 2) 양 사 공히 수익성 저하, 대규모 투자부담 등으로 전반적인 재무안정성이 악화된 상태 3) 중기적으로 재무구조 저하 상태가 지속될 전망
S-OIL	전망하향	04-13	AA+/S	AA+/N	KR	상동
풍산	전망하향	04-13	A/P	A/S	KR	1) 신동부문 시황 악화, 방산제품 납품 차질 등으로 영업실적 저하 2) 단기간 내 큰 폭의 영업실적 개선은 어려울 것으로 예상 3) 재무구조 개선세가 둔화될 전망
롯데컬처웍스	전망하향	04-13	A+/S	A+/N	KR	1) 코로나19 사태가 동사의 2020년 영업실적에 상당 수준 부정적 영향을 미칠 것 2) 연결 편입된 베트남법인의 실적안정화까지 시간이 소요 3) 실적 부진에 따라 재무안정성 저하 불가피
메가박스중앙	전망하향	04-13	A-/S	A-/N	KR	1) 코로나19 사태가 동사의 2020년 영업실적에 상당 수준 부정적 영향을 미칠 것 2) 신사옥 관련 재무부담이 확대된 가운데, 실적부진에 따라 재무안정성 저하가 불가피

자료: 한국기업평가, 한국신용평가, 나이스신용평가, 이베스트투자증권 리서치센터

표7 신용평가사 3사 중 1개사 이상 긍정적 전망 보유 발행사 (총 25개사)

회사명	적용등급	적용일	KR 등급	KR 일자	KIS 등급	KIS 일자	NICE 등급	NICE 일자
포스코	AA+	2019-09-30	AA+/금	2019-09-27	AA+/금	2019-09-27	AA+/금	2019-09-27
현대오일뱅크	AA-	2020-02-17	AA-/안	2019-09-27	AA-/금	2020-02-13	AA-/안	2020-02-13
CJ헬로	AA-	2020-01-06	AA-/안	2020-01-03	AA-/안	2020-01-03	A+ ↑	2019-05-31
SK브로드밴드	AA-	2020-03-09	AA- ↑	2020-03-06	AA-/금	2019-09-09	AA- ↑	2019-09-10
엔씨소프트	AA-	2019-06-28			AA-/금	2019-06-20	AA-/금	2019-06-28
현대차증권	A+	2020-04-06	A+/안	2019-12-30	A+/금	2020-04-01	A+/안	2018-06-21
유안타증권	A+	2020-04-01	A+/금	2019-12-31			A+/안	2020-04-01
교보증권	A+	2020-03-30	A+/안	2019-12-31	A+/금	2019-11-22	A+/금	2020-03-26
풍산	A	2020-04-13	A/안	2020-04-13			A/금	2019-04-10
DB금융투자	A	2020-03-31	A/안	2020-01-15			A/금	2020-03-30
DGB캐피탈	A	2020-02-24	A+/안	2020-02-18			A/금	2020-02-18
대림코퍼레이션	A	2020-02-03	A/금	2020-01-31	A/금	2019-05-10	A/금	2020-01-31
티에스케이코퍼레이션	A	2019-11-06			A/금	2019-08-29	A/금	2019-08-28
포스코건설	A	2019-10-11	A/금	2019-10-10	A/금	2019-04-04	A/금	2019-10-11
현대엘리베이터	A	2019-09-25	A/금	2019-09-25			A/안	2019-09-24
한국캐피탈	A-	2020-03-23	A-/금	2020-03-20	A-/금	2020-03-20	A-/금	2020-03-20
쌍용양회공업	A-	2020-01-03	A-/금	2019-12-30	A-/금	2019-12-20	A-/금	2019-12-31
하나에프앤아이	A-	2019-10-28	A-/금	2019-10-24	A-/금	2019-10-25	A-/금	2019-07-29
한화글로벌에셋(주)	A-	2019-09-03	A- ↑	2019-09-02			A- ↑	2019-09-02
대림에너지	A-	2019-05-15	BBB+/안	2017-06-21	A-/금	2019-05-14	A-/안	2019-05-13
오케이캐피탈	BBB+	2020-04-10	BBB+/안	2019-12-26	BBB+/금	2020-03-20	BBB+/안	2020-04-10
두산인프라코어	BBB	2020-01-07	BBB/안	2019-06-04	BBB/금	2019-11-01	BBB/안	2020-01-07
계룡건설산업	BBB	2019-12-13	BBB/금	2019-12-13			BBB/안	2016-06-24
와이지-원	BBB	2019-05-07	BBB/금	2019-05-03				
아시아나항공	BBB-	2020-03-06	BBB-/안	2018-06-27	BBB- ↑	2020-03-06	BBB- ↑	2020-03-05

주: 최근 1.5년 이내로 평가된 BBB- 이상 선순위 일반 채권 등급 기준. 적용등급과 적용일은 최근 2개사의 평가값 중 보수적인 등급과 그 등급이 적용된 날을 나타냄
적용일 변동 시 볼드 처리

자료: 한국기업평가, 한국신용평가, 나이스신용평가, 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

표8 신용평가사 3사 중 1개사 이상 부정적 전망 보유 발행사 (총 36개사)

회사명	적용등급	적용일	KR 등급	KR 일자	KIS 등급	KIS 일자	NICE 등급	NICE 일자
SK에너지	AA+	2020-04-13	AA+/부	2020-04-13	AA+/안	2020-04-13	AA+/안	2020-04-10
S-Oil	AA+	2020-04-13	AA+/부	2020-04-13	AA+/안	2020-02-27	AA+/안	2020-02-27
에스케이이엔에스	AA+	2020-01-30	AA+/부	2020-01-15	AA+/안	2020-01-15	AA+/안	2020-01-15
호텔신라	AA	2020-04-10	AA ↓	2020-04-08	AA/부	2020-04-09	AA/안	2019-04-10
호텔롯데	AA	2020-04-09	AA ↓	2020-04-08	AA/안	2019-06-11	AA/안	2020-01-14
이마트	AA	2020-02-18	AA+/부	2019-05-29	AA/안	2020-02-17	AA/안	2020-02-12
케이씨씨	AA	2020-01-03	AA/부	2019-10-25	AA/부	2019-06-25	AA/부	2019-10-28
연합자산관리	AA	2019-12-23	AA/부	2019-12-20	AA/부	2019-05-28	AA/안	2019-05-27
CJ제일제당	AA	2019-06-18	AA/부	2019-06-17	AA/안	2019-05-14	AA/안	2019-06-10
한화솔루션	AA-	2020-04-06	AA-/부	2020-04-03			AA-/부	2020-04-01
녹십자	AA-	2019-12-23	AA-/부	2019-12-20			AA-/안	2019-04-04
롯데렌탈	AA-	2019-10-17	AA-/부	2019-06-28	AA-/부	2019-10-17	AA-/부	2019-10-16
한국항공우주	AA-	2019-06-28	AA-/부	2018-06-01	AA-/부	2019-06-28	AA-/부	2019-06-27
LG하우시스	AA-	2019-06-18	AA-/부	2019-05-13	AA-/부	2019-05-10	AA-/부	2019-06-17
CJ CGV	A+	2020-03-27	A+/부	2019-06-26	A+/부	2019-06-28	A+ ↓	2020-03-27
LG디스플레이	A+	2020-02-19	A+/안	2020-02-17	A+/부	2020-02-18	A+/부	2020-02-11
HDC현대산업개발	A+	2020-02-17	A+ ↓	2020-02-14			A+ ↓	2019-11-14
한미약품	A+	2019-12-19	A+/안	2018-05-02	A+/부	2019-07-09	A+/부	2019-12-19
세아베스틸	A+	2019-12-13	A+/안	2019-07-18	A+/부	2019-12-13	A+/안	2019-07-18
해태제과식품	A	2019-06-28	A-/안	2019-06-04	A/부	2019-06-27	A/부	2019-06-27
하이트진로	A	2019-06-21	A/부	2019-06-12	A/안	2019-06-20	A/안	2019-06-14
롯데로지스틱스	A	2019-03-04			A+ ↓	2019-01-23	A/안	2019-03-04
메가박스	A-	2020-04-13	A-/부	2020-04-13	A-/안	2019-06-10		
효성캐피탈	A-	2020-03-09	A-/안	2020-03-06	A/부	2020-03-06	A-/안	2020-03-04
하이트진로홀딩스	A-	2019-07-10	A-/부	2019-06-12	A-/안	2019-07-09	A-/안	2019-07-09
선진	A-	2019-06-24			A-/부	2019-06-20	A-/부	2019-06-21
한국자산신탁	A-	2019-06-19	A-/부	2019-06-19	A-/안	2019-06-18		
현대일렉트릭	A-	2019-06-11	A-/부	2019-06-11			A-/부	2019-05-16
대한항공	BBB+	2020-03-17	BBB+ ↓	2020-03-13	BBB+ ↓	2020-03-12	BBB+ ↓	2020-03-16
두산	BBB+	2020-01-20	BBB+/부	2019-06-04	BBB+/부	2020-01-20	BBB+/부	2020-01-20
화신(상장)	BBB	2020-04-01			BBB+/부	2018-12-12	BBB/안	2020-04-01
두산중공업	BBB	2020-03-25	BBB/부	2019-06-04	BBB ↓	2020-03-24	BBB/부	2019-05-17
한진칼	BBB	2020-03-16	BBB ↓	2020-03-13	BBB ↓	2020-03-12		
제이티캐피탈	BBB	2019-07-01	BBB/부	2019-06-28	BBB/안	2019-06-26		
대보건설	BBB	2019-06-11			BBB/부	2019-06-11		
위니아담체	BBB-	2019-05-09			BBB-/부	2019-05-09		

주: 최근 1.5년 이내로 평가된 BBB- 이상 선순위 일반 채권 등급 기준. 적용등급과 적용일은 최근 2개사의 평가값 중 보수적인 등급과 그 등급이 적용된 날을 나타냄

적용일 변동 시 볼드 처리. 한신평의 이마트 신용등급과 일자리는 이마트의 무보증사채(에스에스지닷컴 연대보증)의 평정을 따름

자료: 한국기업평가, 한국신용평가, 나이스신용평가, 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터



크레딧 모델 포트폴리오

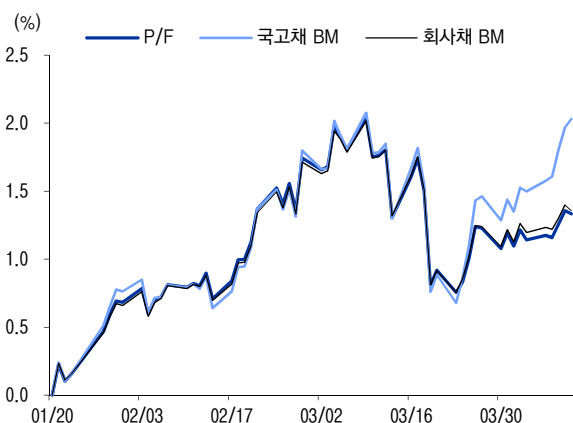
- ▶ 1월 20일부터 편입되는 신용등급 상승 기대 종목과 저평가 및 3Y/5Y 커브 롤다운 수익 수취를 목표로 하는 EBest 크레딧 모델 포트폴리오를 구성하였다. 롤다운 수익을 챙기기 위해 포트폴리오 잔존만기는 4년 부근으로 설정했으며, 포트폴리오 신용등급은 위험과 수익 변동폭이 큰 편인 A0를 목표로 하였다.
- ▶ 1월 20일 편입 이후 총 수익 누적수익률 기준으로 포트폴리오 성과는 국고채 벤치마크를 하회했고, 회사채 동일등급 벤치마크를 소폭 하회했다. 금주 수익은 무위험 국채 금리 하락으로 인한 자본이익에 기인하며 일부 종목의 언더퍼폼(하나에프앤아이, 대림코퍼레이션, 포스코건설)으로 벤치마크 대비 열위의 성과를 기록했다. 수익률 계산의 자세한 사항은 자료 후반 Appendix에 첨부하였다.

표9 EBest 크레딧 모델 포트폴리오 Ver 1.0 세부 내역 (4월 10일 평가 기준)

편입일	편입 비중	종목명	적용등급	표면이자율	발행일	만기일	잔존만기(년)	Mac Dur.	비고
2020-01-20	벤치마크	국고01875-2403(19-1)	무위험	1.875%	2019-03-10	2024-03-10	3.92	3.77	국고채 BM
2020-01-20	벤치마크	가상 회사채 A0 4Y	A0	2.431%	2020-01-02	2024-01-02	3.73	3.56	회사채 BM
2020-01-20	14.29%	쌍용양회공업 313-2	A-	2.934%	2019-09-11	2024-09-11	4.42	4.12	신용등급 상승
2020-01-20	14.29%	하나에프앤아이 178-2	A-	2.270%	2019-11-06	2022-11-04	2.57	2.48	신용등급 상승
2020-01-20	14.29%	대림코퍼레이션 34-2	A0	2.771%	2019-01-28	2024-01-28	3.80	3.58	신용등급 상승
2020-01-20	14.29%	포스코건설 57	A0	1.944%	2019-10-23	2022-10-21	2.53	2.45	신용등급 상승
2020-01-20	14.29%	효성중공업 8-2	A0	2.580%	2019-08-29	2024-08-29	4.39	4.12	저평가&롤다운
2020-01-20	14.29%	교보증권 7-2	A+	1.750%	2019-08-09	2024-08-09	4.33	4.15	신용등급 상승
2020-01-20	14.29%	군장에너지 6-2	A+	2.629%	2019-04-25	2024-04-25	4.04	3.81	저평가&롤다운
포트폴리오 계		100%	A0	2.411%			3.73	3.53	

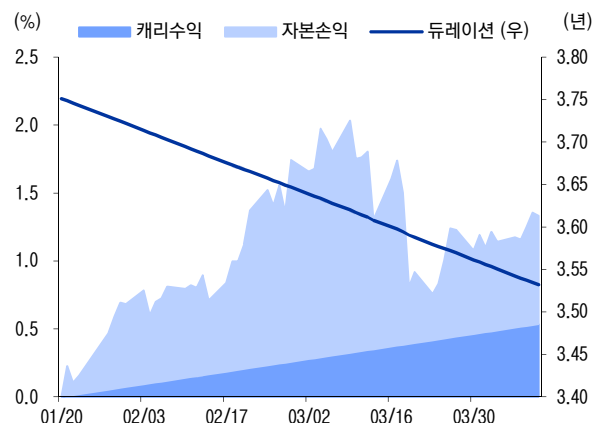
주: 포트폴리오 신규 종목 편입/편출은 그 다음주부터 적용. 벤치마크인 가상 회사채 A0 4Y의 표면이자율은 발행일 당일 4사평균 등급인평 4Y 만기수익률 (Par 발행 가정)
자료: 본드웹, 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 모델 포트폴리오와 벤치마크 총 수익 누적수익률 추이



자료: 본드웹, 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 모델 포트폴리오 손익 분해와 매컬리 듀레이션 추이



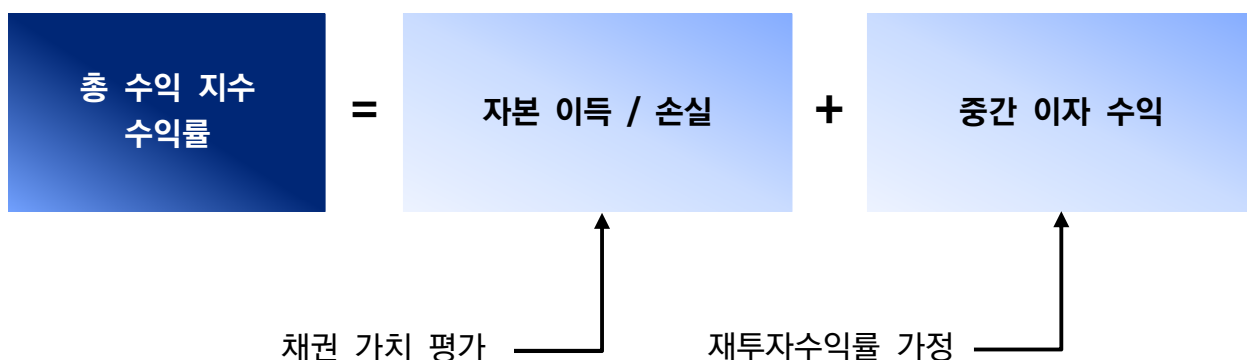
자료: 본드웹, 인포맥스, 이베스트투자증권 리서치센터

Appendix

총 수익 지수(Total Return Index) 수익률이란 자산의 가격 움직임에서 발생하는 가치 변화뿐만 아니라 기 중 현금 배분 또한 고려한 수익률이다. 즉 총 수익은 일정 기간 동안 발생한 자본이익이나 손실(capital gain or loss)에 배당, 이자 등 중간 분배금을 더하여 계산된다. S&P500과 같은 주가 지수는 가격 지수와 총 수익 지수를 함께 발표한다. 채권의 경우 반기 내지는 분기마다 이자를 지급하기 때문에 총 수익 기준으로 기간 수익률을 계산하는 것이 일반적이다.

따라서 채권 포트폴리오의 총 수익 지수 수익률은 주식 및 기타 자산 간의 성과를 비교하는 데 유용한 도구이다. 본 자료에서는 채권의 만기수익률(YTM; Yield To Maturity)로부터 가격을 산정해 일정 기간 동안의 자본이익(혹은 손실)을 계산했으며, 여기에 중간에 발생하는 이자를 특정 재투자수익률(reinvestment rate)로 재투자한 이자 수익률을 합산했다.

그림43 총 수익 지수 수익률 구성 요소



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

먼저, 채권의 가치 평가 방식은 다음과 같이 진행된다. 첫째, 발행자 만기수익률 곡선을 입수한다. 둘째, 확보한 만기수익률 곡선을 부트스트래핑(bootstrapping)을 통해 순수 할인채 현물이자율(Zero rate, Spot rate curve) 곡선으로 변환한다. 셋째, 변환한 현물 이자율 곡선으로 미래 발생하는 현금 흐름을 할인하여 이를 합산한다. 이상의 계산에는 가장 단순하고 강건한 보간법인 선형보간법을 사용했기 때문에 정밀한 계산과 다소 차이가 있다.

부트스트래핑이란 이표채의 가격에서 할인채의 수익률 곡선, 즉 현물이자율 곡선(내지는 할인 계수(discount factor))을 추출하는 방법이다. 부트스트래핑은 전진대입법(forward substitution)이라 하는 반복적인 과정을 거친다. 즉, n 년 현물이자율(할인 계수)의 경우 아래 식에서 df_1 부터 df_n 까지 순차적으로 연산한다. 만기 시 1원을 받는 액면가(par) 이표채의 가격은 다음과 같다.

$$1 = C_n \cdot \Delta_1 \cdot df_1 + C_n \cdot \Delta_2 \cdot df_2 + C_n \cdot \Delta_3 \cdot df_3 + \dots + (1 + C_n \cdot \Delta_n) \cdot df_n$$

따라서,

$$df_n = \frac{(1 - \sum_{i=1}^{n-1} C_n \cdot \Delta_i \cdot df_i)}{(1 + C_n \cdot \Delta_n)}$$

여기서

C_n 은 n년차 채권의 표면이자율이고,

Δ_i 은 i-1부터 i까지 기간의 길이이며, 연으로 표시한 이자지급주기이고,

df_i 은 i기의 할인 계수이며,

df_n 은 전체 n년의 할인 계수이며, 부트스트래핑의 산출물이다.

다음으로, 총 수익 지수 수익률을 계산하기 위해서는 특정 채투자수익률을 가정해야 한다. 본 자료에서는 이자지급기일에 이표가 떨어지는 채권에 이표 금액만큼 그대로 채투자했다고 가정하여 채투자수익률을 산출했다. 하지만 이러한 매매는 현실적이지 않다. 이자지급기일에 정확히 이표만큼의 채권 금액을 매도하는 거래상대방을 만나는 것은 불가능에 가깝기 때문이다. 다른 방법으로는 레포 등 단기자금시장의 금리를 채투자수익률로 가정할 수 있다. 이러한 계산을 바탕으로 한 수익률은 보수적이고 현실적이다.

그러나 본 자료가 어디까지나 특정 투자 전략을 통한 크레딧 모델 포트폴리오의 투자 성과를 검증하는 목적인 만큼, 투자한 채권 수익률 외의 외생적인 변수를 추가하는 것은 바람직하지 않을 수 있다. 따라서 본 자료의 총 수익 지수 수익률은 포트폴리오를 모방한다 하더라도 실제 운용 수익률과 차이를 보일 수 밖에 없는 이론적인 수익률임을 알린다.

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 이태훈)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.