

채권전략

[국내] 천수답(天水畓)

Fixed Income Strategist

안재균

☎ (02) 3772-1298

✉ jk.ahn@shinhan.com

Credit Analyst

정혜진

☎ (02) 3772-2667

✉ hyejin.j@shinhan.com

[국내채권] 천수답(天水畓)

2025년 상반기까지 GDP갭 및 인플레이션 공히 마이너스 전개를 예상한다. 이에 상반기 기준금리 2회(총 50bp) 인하를 전망한다. 하반기에는 금리 인하 효과 속 인플레이션과 GDP갭 모두 플러스 전환이 기대된다. 기준금리 동결 속 대내외 환경 점검 돌입을 예상한다. 실제 2회 인하 전까지 역캐리 장세 및 커브 스텝 흐름을 예상한다. 하반기 금리 동결 후 역캐리 해소 및 플랫 전환을 기대한다.

두 차례 기준금리 인하를 예상하지만, 국고채 금리 하락 여력이 높지 않을 상반기이다. 2분기 중반까지는 국고 3년 2.6~3.0%, 10년 2.7~3.1% 밴드 내 트레이딩 전략이 유효할 전망이다. 3/10년 스프레드는 평균 15bp 흐름 속 25bp 근접 또는 상회 시 장기물 저가 매수 전략을 제시한다. 2분기 후반부터 하반기 플랫 전환을 염두에 둔 장기물 비중 확대 전략을 제안한다.

[국내크레딧] A보급참고

3.1%에 근접한 공사채 금리 레벨은 추가 금리 인하에도 추가 강세 의문이 들 만한 수준이다. 그러나 금리 인하기 시장 유동성 확대, 국채 역캐리 및 장단기 스프레드 레벨 고려 시 2025년 상반기까지 크레딧 투자 수요는 유효할 전망이다. 기준금리 전망에 따라 상반기까지 스프레드를 좁혀갈 동력이 존재한다.

여전채-회사채 3년물 스프레드 갭은 AA+급 -4.6bp로 역전, AA-는 3.3bp까지 내려왔다. PF 리스크, 자영업자 대출 건전성 저하 등 펀더멘탈 우려에도 거래 유동성 우위 속 상위등급 여전채 디스카운트는 해소된 상황이다. 반면 A급 여전채의 경우 여전히 회사채와의 스프레드 갭이 62.5bp로 추가 강세 여력이 남아있다. 약화된 위험회피 심리 속 A급 회사채 및 여전채의 상대 강세를 전망한다.

2025년 채권시장 전망

1H/25 커브 스티프닝 견인 요인들

- ① 국고채 발행 증가
상반기 월평균 20조원대 발행량 소화
- ② 양호할 한국 경제 성장
건조한 美 성장에 따른 수출 호조 유지
- ③ 美 채권시장 동조화
높아진 美 장기채 기간프리미엄 상관성

기본 시나리오 훼손 요인 점검

- ① 위험자산 선호 위축
美 주식 & 회사채 투자 심리 악화
- ② 예상보다 짧은 금리 인하 사이클
높은 기대인플레이 + 지정학적 위험
- ③ WGBI 편입과 외인 매수
국고 3~5년 중심 외국인 KTB 선호도 증대

상반기 투자 전략

국고채 금리 밴드 플레이
: 3y 3.00% 10y 3.10% 상단
3y 2.60% 10y 2.70% 하단

3/10년 스프레드 평균 15bp,
10~25bp 밴드 설정 후 상단 근접
또는 상회 시 장기물 매수

하반기 투자 전략

역캐리 및 커브 스티프닝 압력 해제
: 2Q말~3Q초 금리 반등 시
국고채 투자 비중 확대 전환

3분기부터 하반기 커브 플랫 흐름
전환 염두에 두며
장기물 비중 확대 전략 제시

크레딧 투자 전략

추가 인하, 국채 금리 역캐리 유지되며 크레딧 투자 매력 유효
: 회사채 AA- 3y 3.10~3.2% 타겟 금리 설정
크레딧 스프레드 40~55bp 전망

부동산 PF 단계적 구조조정, 회사채 및 상위등급 간 스프레드 갭 고려
A급 여전채 상대적 강세 전망

자료: 신한투자증권

[국내채권] 천수답(天水畓)

2025년 통화정책: 초반부에 필요한 금리 인하, 상반기 2회 예상

2025년 상반기까지 한국
GDP갭과 인플레이션 모두
마이너스 상황 예

2025년 한국 연간 경제 성장률을 2.2%로 예상한다. 민간소비 개선 속 설비투자 반등이 잠재 성장률을 상회하는 경기 흐름을 견인할 것으로 기대한다. 다만 상반기 대비 하반기가 상대적으로 양호할 한 흐름을 예상한다. GDP갭(실제 성장률 - 잠재 성장률)은 내년 상반기까지 마이너스를 보인 뒤 하반기 플러스 전환 경로를 보일 전망이다. 향후 경기 전망은 상반기 금리 인하 명분으로 해석한다.

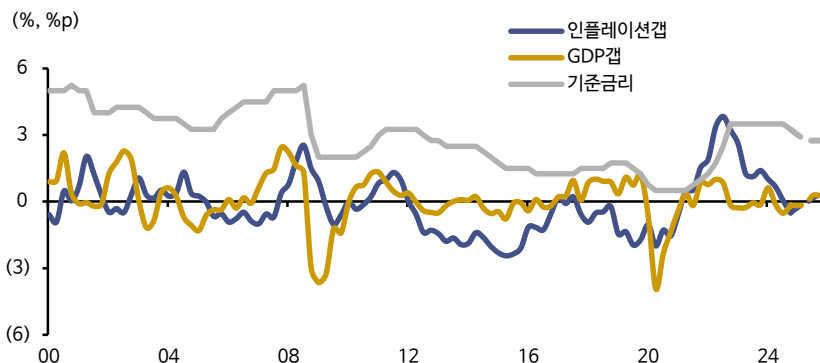
2025년 연간 물가 상승률은 2.0%로 물가 목표치에 전반적으로 부합하는 경로를 지속할 전망이다. 그러나 전체 물가 상승률은 올해 4분기부터 2%를 하회하기 시작해 내년 상반기까지 이어질 가능성이 높다. 인플레이션갭(실제 물가 상승률 - 목표치 2%)은 올해 4분기부터 내년 상반기까지 마이너스 상황을 보일 것으로 예상된다. 향후 물가 전망 역시 상반기 금리 인하 명분이다.

사이클 초반부에 집중될
필요가 있는 금리 인하
→ 상반기 2회 인하
하반기 동결 전망

2024년 10월 한은은 기준금리 25bp 인하와 추가 인하 여력까지 강조하며 인하 사이클 시작을 알렸다. 향후 성장과 물가 전망을 종합하면 이번 인하 사이클 초반부, 즉 2025년 상반기 기준금리 인하 필요성이 가장 높다. 하반기 미국을 비롯해 유로존, 중국 등의 경기 개선 시 한국 성장세도 회복 탄력을 받을 공산이 커진다. 하반기 금리 인하 명분은 상반기 대비 약화될 수 있음을 시사한다. 우리는 2025년 1~2분기 각 1회씩 기준금리 25bp 인하를 예상하며 하반기 금리 동결 흐름을 전망한다. 2025년말 기준 기준금리 예상치는 2.75%로 제시한다.

상반기 2회 인하, 하반기 동결의 기본 시나리오는 1) 성장 경로, 2) 환율 중심의 물가 경로, 3) 가계부채 중심 금융안정이라는 3가지 요인에 영향을 받을 전망이다. 예상보다 성장 부진 시 당초 기대보다 빠른 금리 인하 가능성이 높아질 것이다. 다만 우리는 과거 금리 인하 사이클에 비해 한은이 물가와 금융안정 측면을 보다 높게 고려한다는 점에 주목한다. 예상보다 물가 상방 압력이 커지고 금융불안정성이 증대될 경우 금리 인하 속도가 더뎠을 수 있다.

2025년 상반기까지 인플레이션갭과 GDP갭 동시 하락: 초반부 금리 인하 필요



자료: 한국은행, 신한투자증권

통화정책 우려 요인

- ① 높은 기대인플레이
- ② 환율, 유가 변동성

지난 5월 한은은 기대인플레이가 높은 상황에서 금리 인하 시 1분기내 근원물가 0.08%p 상승 효과를 준다고 추정했다. 이는 기대인플레이가 낮을 시 0.05%p 상승 보다 높은 수준이었다. 과거와 달리 높은 기대인플레이션 상황에서 금리 인하 시 물가 재반등 위험이 높음을 시사한 것이다. 미국과 유럽 모두 금리 인하 후 기대인플레이션이 상승 전환했다. 높은 기대인플레이션은 향후 금리 인하를 방해할 요인 중 하나로 꼽을 수 있다.

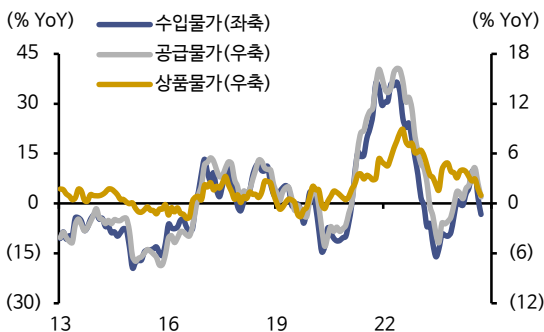
여기에 한국은 선진국 대비 소비자물가에 미치는 환율 영향력이 크다. 원/달러 환율 상승 시 수입물가가 오르고 1~2개월의 시차를 두고 공급물가 및 상품물가 상승으로 이어진다. 환율과 함께 국제유가도 한국 물가 흐름을 좌우하는 대표적인 요인이다. 고환율과 고유가가 동시에 펼쳐질 경우 예상보다 강한 물가 상방 압력이 발생하고, 이는 한은의 통화정책 결정까지 영향을 미친다. 미국의 강한 성장세가 이어지고, 중동 이슈 확산 속 국제유가 급등 시 우리 예상과 달리 상반기에 인플레이션갭이 상승할 가능성을 배제할 수 없다. 이러한 시나리오 현실화 시 한은은 물가 안정에 다시 주력하며 금리 인하 지연 또는 중단을 결정할 수 있다.

높은 가계부채 비율은
금리 인하 속도를 늦추고
중립 이상 기준금리 수준
유도시키는 요인

높은 가계부채 비율은 금리 인하 속도를 제한한다. 정부 지시 후 시중은행 대출 증가세가 약화되고, 서울 중심 아파트 거래량이 9월부터 감소하고 있다. 빠르면 12월부터 가계부채 증가세 둔화가 가시화될 수 있다. 그럼에도 한은이 중립금리 이하의 기준금리 인하를 시행할 가능성은 낮다. 명목 GDP 대비 가계신용 비율은 2008년 1분기 59%에서 2021년 2분기 85%까지 상승 후 현재 76%까지 하락했다. 이 중 주담대 비율은 53%로 절반 이상이다. 금리 인상 후 주담대 외 가계 신용만 감소했다는 뜻이다. 명목 GDP 대비 주담대 비율이 팬데믹 이전처럼 50% 이하로 내려갈 때까지 공격적 통화정책 단행 기대를 낮게 바라 볼 필요가 있다.

내년 상반기까지 2회의 추가 금리 인하가 기본 전망이다. 이 과정에서 환율과 유가가 급등할 경우 금리 인하 횟수를 줄여서 봐야 할 것이다. 주담대 중심 가계부채 증가 문제는 한은이 기준금리를 중립 수준(한은 제시 2.50%) 이상으로 유지하게 하는 요인이다. 물가가 예상대로 안정된 가운데 성장 둔화가 크게 나타나야 기본 전망보다 빠른 기준금리 인하를 기대할 수 있다. 아직 성장세가 나쁘지 않고 추가 인하 여력도 있는 만큼 기준금리 2.75%를 기본 전망치로 제시한다.

고환율 지속 시 물가 재반등 우려 잔존



자료: 한국은행, 신한투자증권

명목 GDP 대비 주담대 비율 50% 이하 유도



자료: 한국은행, 신한투자증권

국고채 수급: 200조원대 발행, 원활한 소화 위한 정책 공조 중요

200조원대 발행 예고
순증물량 83.7조원
차환물량 117.5조원

지난 8월말 정부는 2025년 국고채 연간 발행한도를 201.3조원으로 올해 대비 42조원 이상 증가한 규모로 제시했다. 역사상 첫 연간 200조원 국고채 발행 규모로서 차환물량 117.5조원, 순증물량 83.7조원이다. 2020~23년 연평균 111조원의 순증물량 기록 시기를 제외하면 역대 가장 크고, 117.5조원의 차환물량은 올해 108.5조원보다 9조원 증가한 사상 최대 규모다.

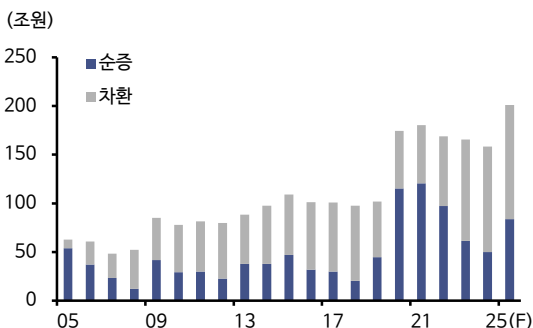
사상 첫 200조원대 국고채 발행물량이 제시된 것은 줄어든 공자기금 수입 조달 목적이 가장 크다. 팬데믹 이후 세수입 변동성이 커지고, 정부 지출 규모가 늘어나면서 정부의 공자기금 활용 규모가 확대됐다. 더불어 법인세율 인하 등으로 세수 부족이 만성화될 우려가 커지면서 안정적인 정부 자금 마련 방안의 필요성이 증대됐다. 2025년 대규모 국고채 발행이 불가피한 이유이다.

월간 국고채 발행 추정
상반기 월평균 19.8조원
하반기 월평균 13.3조원
→ 3~7월 월평균 21조원

현 정부 체제인 2023년 월간 발행비중을 토대로 내년도 월간 국고채 발행량을 계산하면 상반기 월평균 19.8조원, 하반기 13.3조원으로 추정된다. 특히 3월부터 7월까지 월평균 21조원대의 대규모 국고채 발행물량을 소화해야 할 것으로 예상된다. 팬데믹 이후 늘렸던 국고 2~3년물 비중을 낮출 경우 국고 5~10년물 발행량이 최대 42조원 늘어날 수 있다. 팬데믹 시기였던 2021~22년 월간 19조원대 발행량을 기록하던 시기에 시장은 물량 소화에 부담을 느꼈던 사례가 있다. 그보다 1~2조원이 더 많기 때문에 시장의 부담은 더 높을 여지가 있다. 내년도 대규모 국고채 발행 계획은 커브 스티프닝을 자극하는 요인이다.

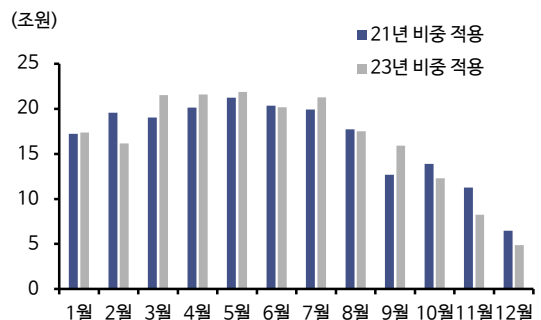
국고채 발행량 확대는 시장 부담을 높일 수 밖에 없다. 관심은 원활한 국고채 발행을 어떻게 유도할 것인가에 모아진다. 그래도 물량 부담을 완화시켜줄 요인은 WGBI 편입에 따른 외국인 수요 증가 기대다. WGBI 추종 자금은 약 2.5조달러로 한국은 2.22% 비중으로 내년 11월 정식 편입될 예정이다. 대략 500억달러 이상의 자금 유입을 기대할 수 있다. 2022년 이후 글로벌 금융기관들은 분기평균 30억달러를 한국 장기 채권에 투자했다. WGBI 편입 성공으로 자금 유입 규모는 더욱 늘어날 수 있게 됐다. 팬데믹 이후 외국인은 국고채 투자 중 43%를 10년 이상 장기물에 집중시켰다. 장기 투자 성향은 WGBI 편입 전후 짙어질 전망이다.

2025년 약 201.3조원 국고채 발행한도 제시



자료: 기획재정부, 신한투자증권

상반기, 특히 2분기 월평균 21조원 물량 소화 예상



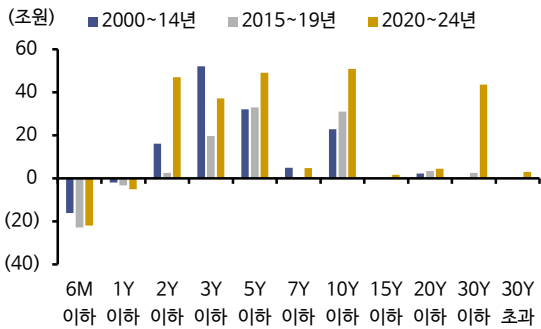
자료: 신한투자증권 추정

수급 부담 완화 요인

- ① WGBI 편입 수요
- ② 국내 기관 매수 수요

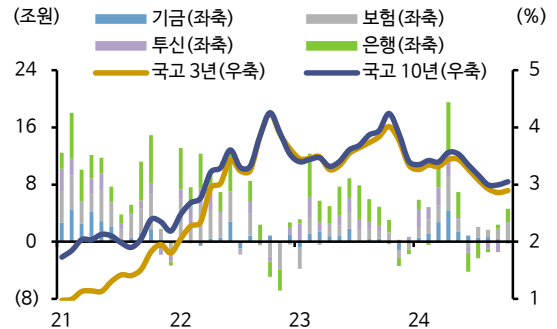
두 번째는 국내 기관의 매수 수요이다. 국내 기관들은 국고채 금리 민감도가 높다. 금리 급등 시 국고채 순매수 규모가 줄어드는 경향이 있다. 올해처럼 금리 하락세가 펼쳐지면 국고채 순매수를 늘릴 수 있다. 보험권 중심의 장투 기관들은 3%대 국고채에 대한 저가 매수 수요를 가지고 있다. 8월 1조원으로 줄었던 보험권의 국고채 순매수 규모는 9월 1.4조원, 10월 2.6조원으로 확대됐다. 우리의 예상처럼 상반기 금리 하락이 제한적일 경우 보험권 중심 국내 기관들의 매수 수요가 발생할 여지가 있다. 상반기 국고채 물량 부담을 일부 완화시킬 수 있다.

장기 국고채 투자 성향 짚어지는 외국인



자료: 인포맥스, 신한투자증권

금리 레인지 장세 시 국내 기관 매수 수요 존재

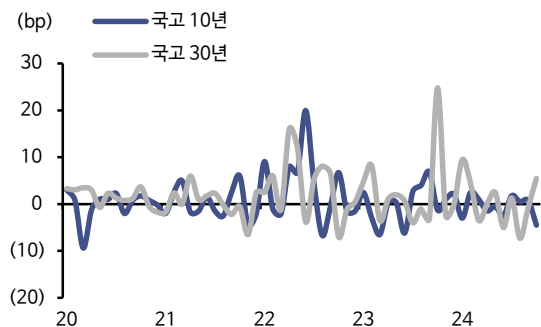


자료: 인포맥스, 신한투자증권

한은의 정책 지원 필요 23년 중단된 단순매입, 25년 재등장 가능성

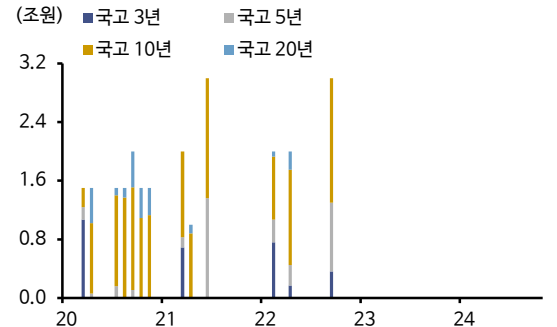
한은의 통화정책 지원 필요성도 잔존한다. 원활한 국고채 발행을 위해서 정부는 바이백, PD 인센티브 확대, 월간 발행량 조절 등의 수단을 택할 수 있다. 한은에게는 기준금리 인하, 국고채 단순매입 방안도 있다. 팬데믹 이후 채권 수급 불균형 및 금리 변동성 확대 역제를 위해 한은은 국고채 단순매입을 빈번하게 시행한 바 있다. 단순매입은 국고 5~10년물 중심으로 단행되기 때문에 국고채 수급 안정 효과가 가장 큰 정책 수단이다. 2023년부터 국고채 단순매입은 중단됐다. 한은의 국고채 매입은 시중 유동성 공급책이므로, 물가 안정을 최우선하는 시기에 시행되긴 어려웠다. 다만 2025년에는 물가 안정 자신감이 높고, 채권시장 안정도 도모해야 하는 만큼 단순매입 수단이 재등장할 가능성이 높다. 마침 내년도 한은 보유 국고채 중 3.9조원이 만기되어 매입 여력도 있다.

장기 국고채 낙찰금리 - 발행 전일 금리 스프레드



자료: 인포맥스, 신한투자증권

2023년 중단된 단순매입, 2025년 재등장 기대



자료: 한국은행, 신한투자증권

상반기는 철저한 밴드 플레이, 하반기 장기물 비중 확대 전략

상반기는 국고채 밴드 플레이
국고 3년 2.6~3.0%
국고 10년 2.7~3.1%

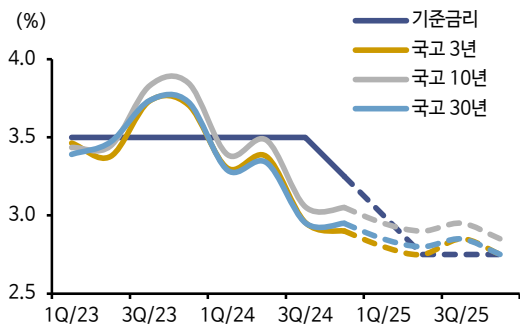
과거보다 기준금리 인하 선반영 인식이 높아 2025년 상반기 2회 추가 금리 인하가 단행되어도 국고채 금리 하락 여력은 제한적이다. 실제 2회 금리 인하 전까지 역캐리 장세 지속을 예상한다. 또한 상반기까지 커브 스티프닝 흐름이 우위에 있을 것으로 판단한다. 내년도 국고채 발행량 증가, 미국 커브 스티프닝 흐름 동조화 등이 상반기 한국 채권시장의 커브 스티프닝 흐름을 견인할 요인들이다.

2분기 후반부터 하반기
커브 플랫 전환 염두에 둔
장기물 비중 확대 전략 시행

다만 느린 기준금리 인하 속도 및 여력, WGBI 관련 외국인 수요 증대, 국고채 수급 불균형에 대한 한은 대응책 등이 3/10년 스프레드 최상단을 30bp 이내로 만들 요소들이다. 이후 하반기 기준금리 동결 전환 시 역캐리 장세 해소 및 커브 플랫 흐름 전환을 예상한다. 기준금리 동결세는 경기 확장 기대를 낮춰 주요 국고채 하단 역시 낮아지는 경로를 보일 가능성이 높다.

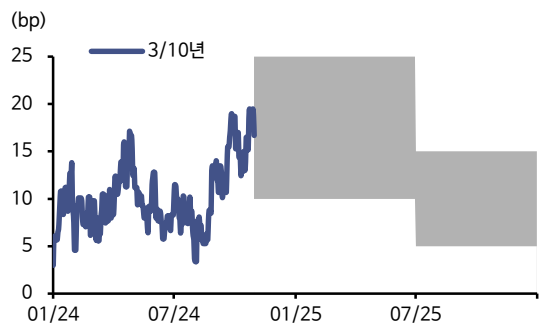
상반기, 특히 1분기까지는 무리한 방향성 베팅의 위험성을 높게 판단한다. 2분기 중반까지 국고 3년 3.0%, 국고 10년 3.1% 근접 또는 상회 시 저가 매수, 국고 3년 2.6%, 국고 10년 2.7% 근접 또는 하회 시 소극적 대응 전략이 유효할 전망이다. 3/10년 스프레드 평균 15bp, 10~25bp 밴드 설정 후 상단 근접 또는 상회 시 국고 10년 중심 장기물 저가 매수 병행도 생각할 수 있다. 2분기 후반부터 하반기 플랫 흐름 전환을 염두에 두며 장기물 비중 확대 전략을 제시한다.

상반기까지 역캐리 및 커브 스티프 장세 우위 예상



자료: 인포맥스, 신한투자증권

하반기 플랫 전환 감안해 장기물 비중 확대 제시



자료: 인포맥스, 신한투자증권

2025년 국내 채권금리 전망 Table

(%)	2024년				2025년			
	1Q	2Q	3Q	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF
기준금리 (기말)	3.50	3.50	3.50	3.25	3.00	2.75	2.75	2.75
국고채 3년 (평균)	3.304	3.376	2.965	2.90	2.80	2.75	2.85	2.75
국고채 10년 (평균)	3.389	3.479	3.065	3.05	2.95	2.90	2.95	2.85
국고채 30년 (평균)	3.288	3.335	2.963	2.95	2.85	2.80	2.85	2.75
3/10년 (bp, 평균)	8.5	10.3	10.0	15	10	15	10	10

자료: 신한투자증권

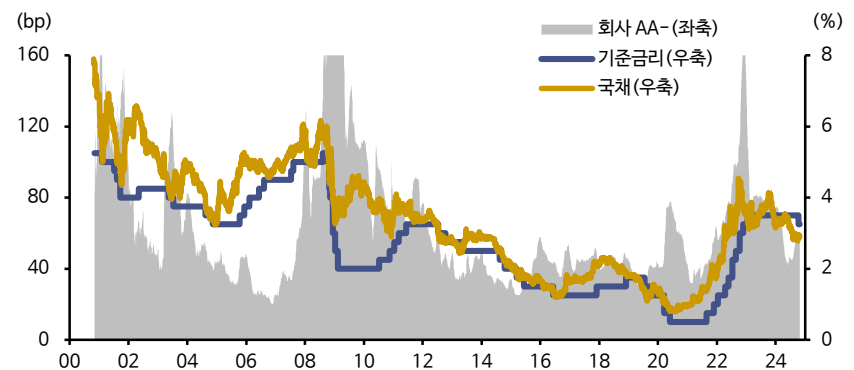
[국내크레딧] A보급참고

과거 금리 인하기 도입부, 시장금리 방향성에 연동

6번의 금리 인하 사례를 복기해보면, 시장금리는 인하 기대를 반영해 먼저 하락하고, 추가 인하 기대 소멸 시 반등하는 양상을 반복했다. 크레딧 스프레드 역시 인하 기대가 유효한 구간에서는 시장금리와 함께 좁혀졌다. 이후 추세적인 약세 전환 트리거로 국채 금리 역캐리가 해소되거나(추가 인하 기대 소멸), 장단기 금리차 확대(크레딧 캐리 매력 약화), 크레딧 이벤트 발생 이후 시장금리와의 동행 관계가 깨지는 모습들도 포착할 수 있었다.

현 시점에서는 자영업자 중심 가계대출 건전성 저하, 석유화학, 철강 등 중국발 공급과잉 업종, 부동산PF가 약한 고리로 남아 있다. 그러나 개별 기업에 국한되거나 금리 인하로 리스크 발생 가능성 역시 점진적으로 줄어들 가능성이 높다. 2024년 6월 기준 <PF 사업성 평가 개선안> 적용에 따른 부동산PF 구조조정이 단계적으로 이루어지고 있다. 금융권의 선제적인 충당금 적립 기조를 고려할 때 시스템 리스크 확산 가능성도 경감되고 있다.

인하 초반부, 국채 금리, 크레딧 스프레드 동행



자료: 인포맥스, 신한투자증권

과거 금리 인하기 크레딧 스프레드 움직임

인하시기	인하 배경	기준금리	AA- 회사채 스프레드 움직임(3년물 기준)
2003.5~7	카드사태	4.25 → 3.75	첫번째 인하(5월) 후 129bp까지 확대. 두번째 인하(7월) 앞두고 국채금리 역캐리 속 축소 전환
2004.8~11	경기 침체 대응	3.75 → 3.25	첫번째 인하(8월) 전까지 스프레드 53bp대 유지, 추가 인하 전 40bp까지 완만히 축소
2008~2009	글로벌 금융위기	5.25 → 2	크레딧 유동성 경색으로 08년말 인하 중반부까지 460bp 급등 이후 09년부터 하향안정화
2012.7~2013.5	유로존 재정위기 웅진/STX/동양사태	3.25 → 2.5	12년초 77bp에서 시작, 인하 선반영하면서 세번째 인하 직전 30bp 중반대까지 축소 후 확대 전환
2014.8~2016.6	중국 경기 둔화 건설/조선/해운 구조조정	2.5 → 1.25	14년초 50bp부터 지속 하락. 15년 9월까지 20~30bp내 좁은 범위 등락. 이후 인하 후반부 들어 확대
2019~2020	미중 무역분쟁 코로나19확산	1.75 → 0.25	19년 7월 인하. 첫 인하 후 확대되다 20년 3~6월 코로나발 유동성 경색으로 약 80bp까지 확대

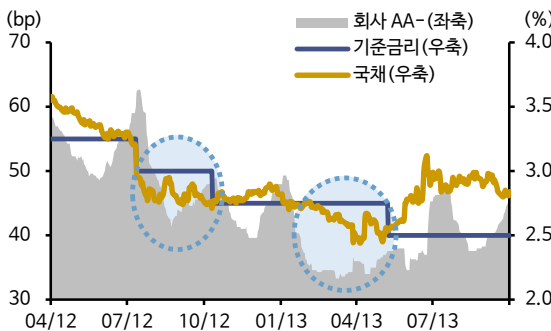
자료: 신한투자증권

2025년 크레딧 이벤트 발생 여부나 시기를 특정할 수 없겠으나, 금리 인하 사이클 도입부에서는 (발생 전)리스크보다는 캐리 확보를 위한 투자 수요가 스프레드를 끌어내렸다. 당사는 2.75% Terminal Rate을 예상하고 있으며, 상반기까지 금리 인하에 따른 시장금리 움직임이 크레딧 시장을 좌우할 전망이다.

현재 금리 수준, 크레딧 채권을 둘러싼 신용 여건을 고려할 때 2012년~13년 인하 사이클을 참고할 만하다. 대외적으로는 유로존 재정위기를 겪고 있었으며, 금융위기 여파로 부동산 경기 침체 장기화되며 저축은행 구조조정이 단행되던 시점이다(2012년 5월 3차 구조조정). 2012년 7월 60bp를 상회하던 크레딧 스프레드는 2013년 1분기 30bp대 수준까지 내려왔다. 2013년 5월 세 번째 인하 후 추가 인하 기대가 후퇴하며 국채 금리는 2.5%에서 3%대까지 상승했다. 같은 시기 크레딧 스프레드 역시 40bp 후반대까지 확대됐다.

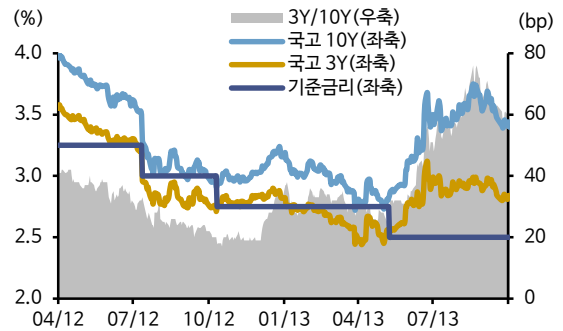
물론 2012년 하반기에도 웅진홀딩스와 극동건설의 회생절차신청(12년 9월) 크레딧 이벤트로 스프레드가 10bp 가량 확대됐으나, 약세 기간과 고점-저점대비 변동폭을 줄여가며 약세 추세 전환을 제한했다.

2012년 크레딧 스프레드 경로



자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 3년물 기준

2012년 국채 금리 및 장단기 스프레드



자료: 인포맥스, 신한투자증권

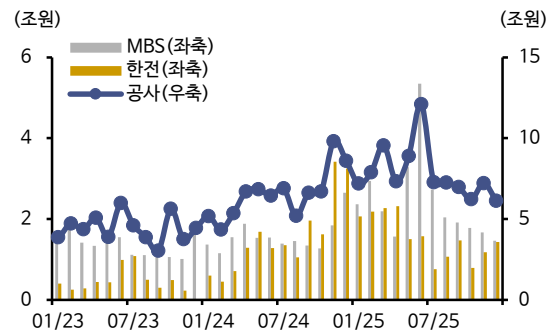
과도한 인하 프라이싱, 추가 하락에 대한 의문

과거 금리 인하기와 단순 비교하기에 현 금리 수준은 이미 2회 인하를 반영했다. 국채 금리는 저가매수 유입으로 3% 상단을 형성하며 기준금리 대비 여전히 37bp 낮은 금리 레벨을 유지하고 있다. 10월 금리 인하로 단기금리가 즉각 25bp 내려오며 AA급 크레딧 역캐리 부담은 상대적으로 완화됐다. 그러나 여전히 공사채 금리 3.13%, 스프레드는 국채대비 25bp대에 붙어있는 상황으로, 국채금리 상승 시 손실을 흡수할 쿠션도 부족하다. 인하 사이클을 감안하더라도 국채 금리의 유의미한 하락이 어려울 것으로 판단되며, 초우량물 역시 하위등급 대비 투자 매력은 낮은 수준으로 판단한다.

공공기관 조달 확대- 스프레드 하단을 제약

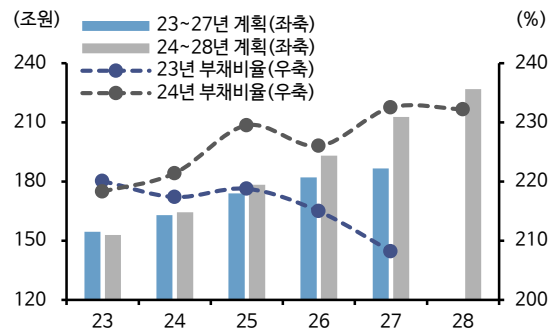
공공부문 부채 확대 기조 역시 공사채 수급 여건에 비우호적인 재료다. 2025년 MBS를 제외한 공사채 만기 규모는 53조원으로 올해대비 5조원 증가한 규모다. 한전채는 18.6조원으로 올해와 유사한 수준의 만기가 예정되어있으며, 연초에 만기물량이 집중되어 있다. 한전은 4Q 산업용 전기요금 인상, 안정화된 국제 유가 속 내년 8조원 흑자 전망 등 현금창출력이 개선됐다. 다만 노후화된 송배전 교체 관련 7조원 이상의 Capex 투자 계획 연기에는 한계에 봉착했다. 또한 LH, HUG를 중심으로 부채 규모 확대 및 채권 발행 규모 확대를 위한 자본확충 시도가 이어지는 등 공공부문 발행 확대 전망은 초우량물 추가 강세를 제약할 재료로도 판단된다.

공사채 발행만기



자료: 인포맥스, 신한투자증권

LH 부채규모



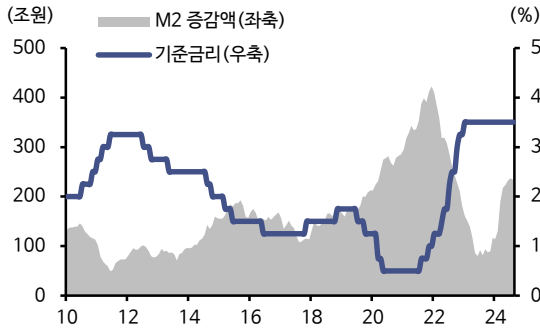
자료: 인포맥스, 신한투자증권

인하 사이클 도입부, 대기 수요는 유효할 것

낮아진 시장금리 레벨, 초우량물 발행 증가 우려는 금리 인하에도 크레딧 시장에 자금 유입이 지속될 수 있을 지 의문을 갖게 한다. 다만 우리는 시장 유동성 확대, 국고채 역캐리 및 낮은 장단기 스프레드 레벨 등을 고려할 때 상반기까지 크레딧 투자 수요가 유지될 것으로 판단한다.

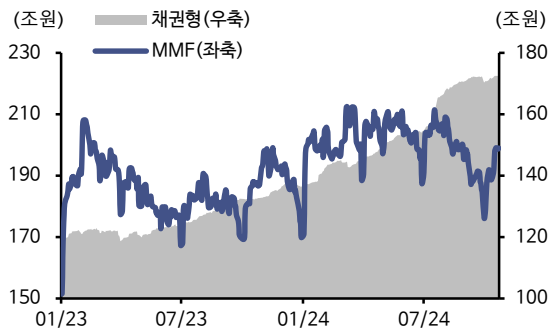
금리 인하기부터 저금리가 장기간 유지된 시기 시장 유동성이 크게 확대된다. M2 잔액은 23년 5월 3,785조원에서 24년 8월 4,064조원까지 급증했다. 금리 인하 기대 속 채권형펀드로의 자금 유입도 확대됐다. 연중 자금 유입이 지속되는 가운데 7월 중 유입세가 확대되며 10/22 기준 172조원을 기록했다. 또한 2025년 두번째 인하 전까지 국채 금리 역캐리 전망 속 크레딧 상대 매력은 여전히 유효하다는 판단이다.

기준금리 추이 및 M2 증감액(전년대비)



자료: 인포맥스, 신한투자증권

채권형자금 유입 추이



자료: 인포맥스, 신한투자증권

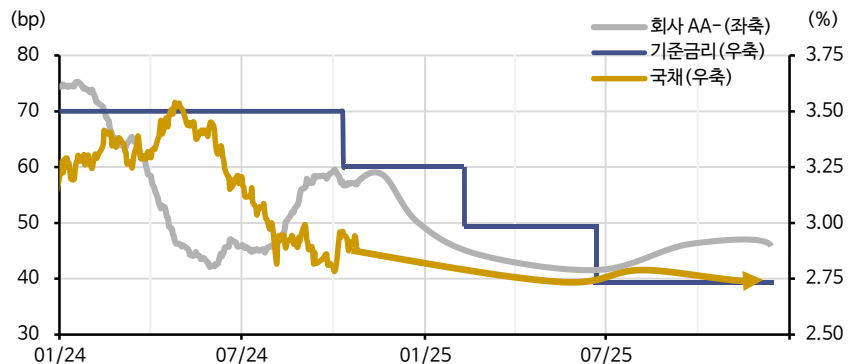
2025년 전망: 선강후약, A급 상대 강세 전망

종합적으로 추가 금리 인하 기대, 국채 역캐리 환경 속 크레딧 캐리 투자 수요가 상반기 채권 강세를 견인할 전망이다. 다만 상위등급의 경우 과도한 인하 프라이싱과 낮은 스프레드 레벨 속 강보합 흐름이 예상된다. 그간 강세장에서 소외되었던 A급 캐리 매력에 빛을 발할 시기로 판단한다.

- 1) 낙관적 가정: 2.60% + 회사채 3년 역사적 저점 25bp = 2.85%
- 2) 보수적 가정: 3.25% + 회사채 YR 1.22배 적용 73.5bp = 3.985%
- 3) 금리 인하기 평균 YR 1.12배 / 추가 인하 기대 소멸 후 1.2배
= 2.85% + 34.2~57.0bp = 3.19~3.42%

회사채 AA- 3년물 기준으로 평균 3.1~3.2% 내외의 민평 금리 움직임을 예상한다. 인하 사이클을 감안하더라도 과거대비 매우 낮은 수준의 금리 레벨에서는 일부 부정적 재료에도 투자 심리가 취약해질 여지가 있다.

2025년 크레딧 스프레드 전망



자료: 신한투자증권

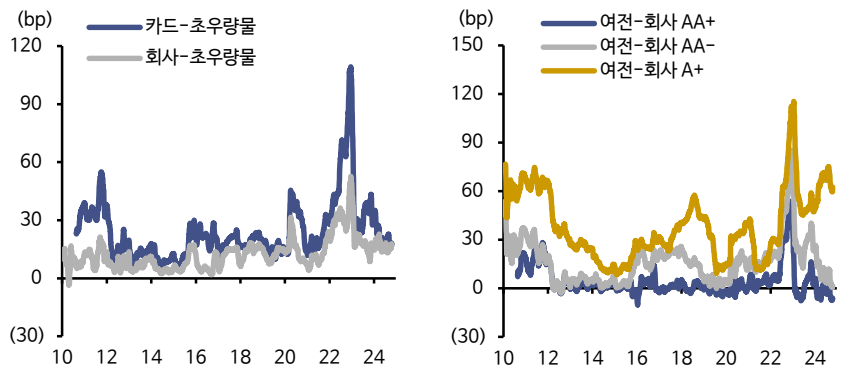
크레딧 스프레드 전망

(%)	4Q/24	1Q/25	2Q/25	3Q/25	4Q/25
기준금리(기말)	3.25	3	2.75	2.75	2.75
국고 3년(평균)	2.9	2.8	2.75	2.85	2.75
국고 10년(평균)	3.05	2.9	2.85	2.95	2.85
회사채 스프레드(bp, 평균)	55	45	42.5	47.5	50

자료: 신한투자증권

여전채의 경우 동일등급 회사채와의 스프레드 갭이 축소되어 있다. 여전채-회사채 3년물 스프레드 갭은 AA+급 -4.6bp로 역전, AA-는 3.3bp까지 내려왔다. PF 리스크, 자영업자 대출 건전성 저하 등 펀더멘탈 우려에도 거래 유동성 우위 속 상위등급 여전채 디스카운트는 해소된 상황이다. 반면 A급 여전채의 경우 여전히 회사채와의 스프레드 갭이 62.5bp로 추가 강세 여력이 남아있다. 약화된 위험 회피 심리 속 A급 회사채 및 여전채의 상대 강세를 전망한다.

섹터별 스프레드 갭



자료: 인포맥스, 신한투자증권