



# THE BOND IDENTITY

4Q24 채권시장 전망





## 채권전략팀



안재균 연구위원  
채권전략파트장 / 국내채권  
02) 3772-1298  
jk.ahn@shinhan.com



모승규 수석연구위원  
해외크레딧  
02) 3772-1796  
seungkyu.moh@shinhan.com



박민영 수석연구위원  
해외채권  
02) 3772-2638  
mypark@shinhan.com



정혜진 선임연구위원  
국내크레딧, 기업신용분석  
02) 3772-2667  
hyejin.j@shinhan.com



지백연 연구원  
채권·크레딧(Jr)  
02) 3772-1541  
byji@shinhan.com

## Summary

3분기 채권시장은 강세 흐름을 이어갔다. 9월 연준의 금리 인하 개시로 글로벌 고금리 재조정 사이클이 본격화 됐다. 다만 연준의 금리 인하는 주식과 회사채 등 위험자산 선호를 높이는 결과를 초래했다. 1) 이번 금리 인하 목적은 경기침체 대응이 아닌 경기확장 지속을 위한 선제적 조치, 2) 과거 대비 금리 인하 선반영 인식이 높은 점이 원인으로 꼽힌다. 연준의 금리 인하로 양호한 미국 경기가 지속되고, 한국 경제에도 긍정적 영향을 줄 거란 기대가 한미 수익률 곡선 정상화를 견인하고, 회사채의 상대적 강세를 주도할 전망이다. 4분기 글로벌 국채 금리가 적정 레벨 찾기 국면을 보이는 가운데 회사채 상대적 선호 증대를 예상한다.

한국은 9월 이후 5대 시중은행의 주택담보대출 주간 평균 증가폭이 1.1조원으로 6~8월 1.6조원 대비 30% 이상 둔화됐다. 8월 기준금리 동결 명분이었던 가파른 주담대 증가세가 꺾이면서 10월 금통위에서 25bp 기준금리 인하를 예상한다. 다만 한국의 높은 가계부채 비율은 미국 비록 선진국 대비 느린 향후 금리 인하 속도를 예상하게 한다. 이미 2~3회 금리 인하를 반영한 국고채 금리는 10월 실제 인하에도 추가 하락 여력이 제한적이다. 연내 국고 3년은 2.75%가 견고한 하단으로 작용할 전망이다. 적극적인 자본차익 베팅 보다는 3/10년 스프레드 20bp대 상회 시 장기물 저가 매수 대응 등 캐리에 기반한 투자 전략이 유효할 4분기이다.

미국의 기준금리 인하 사이클이 시작된 부분은 채권시장 호재로 부각된다. 그러나 미국 역시 과도한 인하 프라이싱으로 단기적 되돌림에 취약한 상황이다. 미국 국채 10년은 하향 조정된 점도표에 맞춰 적정 레벨 찾기 움직임이 예상되며 3.9%까지 상단이 열려 있다고 판단한다. 되돌림 이후에도 공격적 투자 전략을 위해서는 침체 전망 가시화가 필요하지만 희석될 가능성이 우위에 있다. 미국 국채 10년 기준 3.5~4.0%의 낮아진 레인지 내 트레이딩 대응을 권고한다.

3분기 중반까지 한국 회사채 시장은 위축된 수요 속 부진한 흐름을 보였다. 그 와중에도 채권형펀드로의 자금 유입이 계속 이어졌고 설정된 펀드 자금 운용을 미루는 데도 한계가 오고 있다. 한달 반 동안의 스프레드 확대로 다시 캐리 매력이 회복된 점도 4분기 회사채 수요 증대를 견인할 요소로 판단한다. 물론 회사채 스프레드 레벨도 워낙 낮아져 일부 부정적 재료에도 심리가 취약해질 여지가 있다. 경기 전망, 가계대출 둔화세, 추가 금리 인하 횟수 전망 변화에 따라 크레딧 차익실현과 저가매수가 혼조되는 4분기 한국 회사채 시장 흐름을 예상한다.

4분기 미국 회사채 시장은 강한 금리 인하 선 반영으로 스프레드 추가 축소 폭은 제한적일 전망이다. 10월 은행채 발행 증가, 11월 대선 등 회사채 시장이 주목해야 할 이벤트가 존재한다. 오히려 이 구간에서는 CLO AAA 등 낮은 듀레이션이 상대적 강세를 보일 수 있는 환경으로 판단한다.

THE BOND IDENTITY



# Contents

국내 채권시장 전망: 작전 타임(Time Out)	5
해외 채권시장 전망: 빅스텝의 역설	20
국내 크레딧시장 전망: 소문난 잔치상	34
해외 크레딧시장 전망: 서곡(序曲)	50

4Q24 국내 채권시장 전망

# 작전 타임(Time Out)



안재균

Fixed Income Strategist

☎ 02) 3772-1298

✉ jk.ahn@shinhan.com

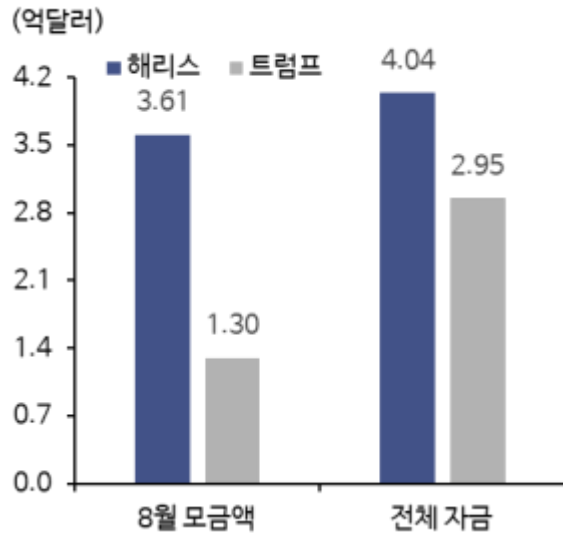
# 미 대선 구도: 해리스 승리 상황 계산 시작



## 트럼프와 해리스 격돌 심화, 시장 예상 반응 살피기

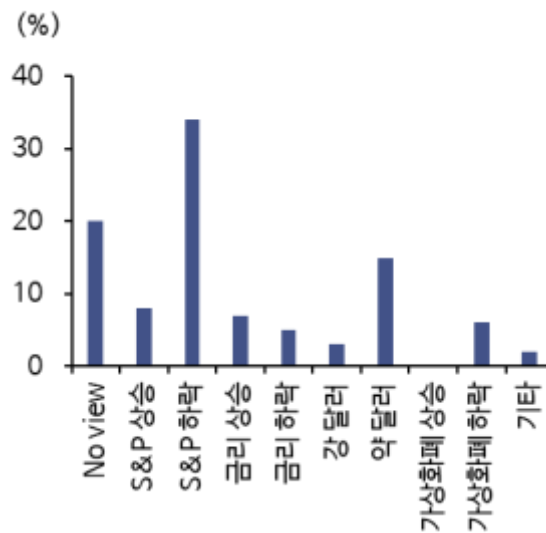
- 8월 선거자금 모금액 해리스 3.61억달러 vs. 트럼프 1.30억달러. 전체 자금 해리스 4.04억달러 vs. 트럼프 2.95억달러
- 월가의 예상 반응: 트럼프 시 주가 상승&금리 상승&달러 혼조&가상화폐 상승 vs. 해리스 시 주가 혼조&금리 하락&달러 약세
- 해리스 & 민주당 의회 장악 시 주가 및 가상화폐 하락 & 달러 약세 vs. 해리스 승리 & 의회 분리 시 약 달러 속 시장 불확실성 증대

8월 해리스 자금 모금액, 트럼프 약 3배



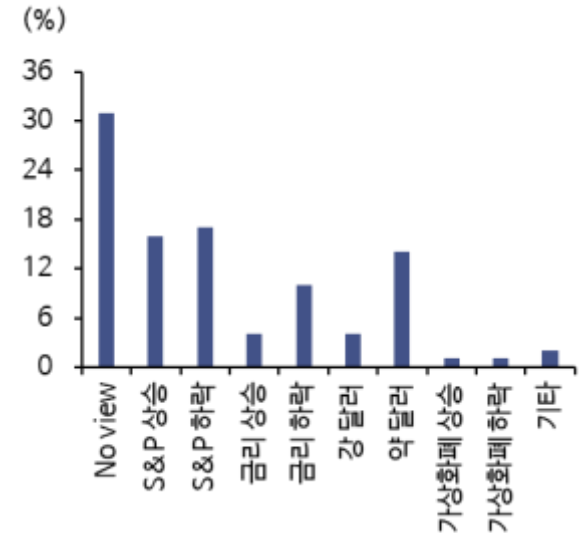
자료: 각 선거 캠프, 신한투자증권

해리스 승리 & 민주당 의회 모두 장악 시



자료: GS, 신한투자증권 / 주: 9월 GS 서베이 조사 결과

해리스 승리 & 의회 분리 시 예상 시장 흐름



자료: GS, 신한투자증권 / 주: 9월 GS 서베이 조사 결과

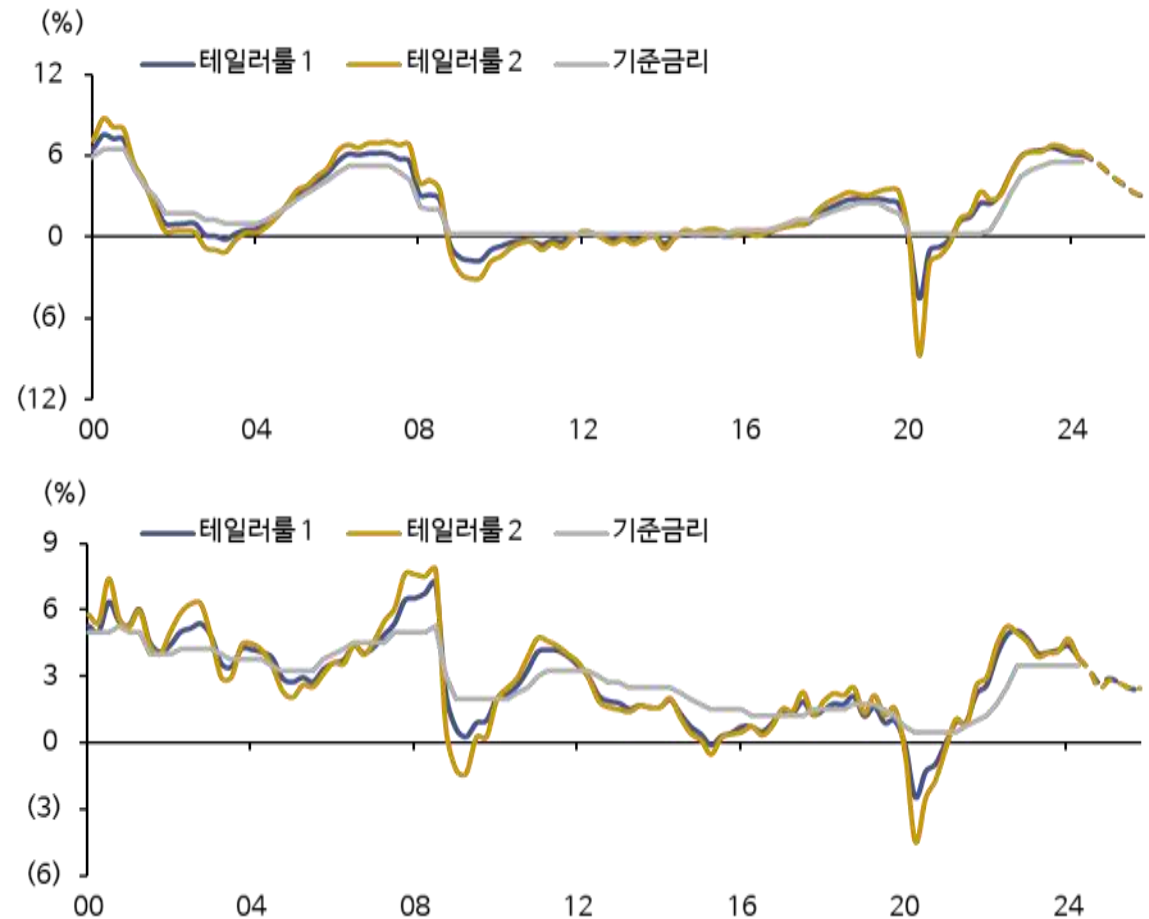
# 적정 기준금리 하락, 초반부 빠른 대응 요구



## 소프트 랜딩 아닌 소프트 패치

- 성장, 물가 전망 토대로 적정 기준금리 산출 계산식인 테일러룰 이용  
→ 미국은 25년말 기준 3%까지 하락  
→ 한국은 25년말 기준 2.5%까지 하락
- 미국은 24년 2.52%, 25년 1.98% GDP 전망  
한국은 24년 2.26%, 25년 1.97% 전망치  
→ 양국 모두 25년 2% 내외 성장 부진 예상
- 양국 모두 경기침체로 볼 현 상황 아니지만, 성장 흐름 약화 우려가 불거지기 시작. 긴축적 기준금리의 정상화는 경기 둔화 사이클에서의 소프트 랜딩 목적 아닌 경기 확장 사이클에서 소프트 패치 목적에 가깝다는 의견  
→ 통화완화 사이클 초반부 적극적 금리 인하 대응 통한 경기 확장 국면 유지가 최대 목적

한미 적정 기준금리 추정: 25년까지 하락세 고려하면 초반부 빠른 대응 필요



자료: 신한투자증권 /주: 테일러룰 1은 성장, 물가 동일 가중치, 테일러룰 2는 성장 1.0, 물가 0.5 가중치



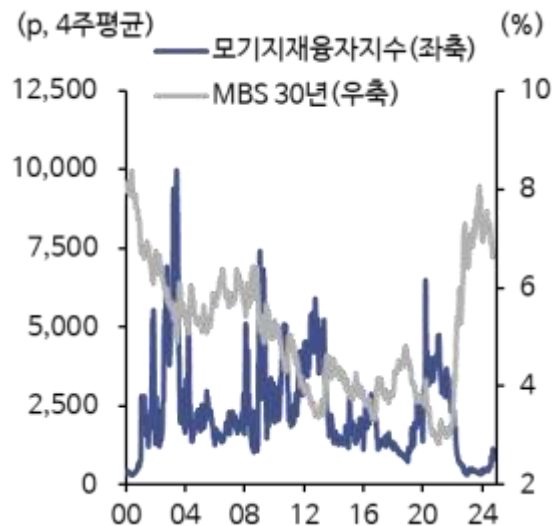
# 미국 주택경기 활성화에 기여할 금리 인하



## 시작된 미국 기준금리 인하, 가장 먼저 주택경기에 긍정적 영향

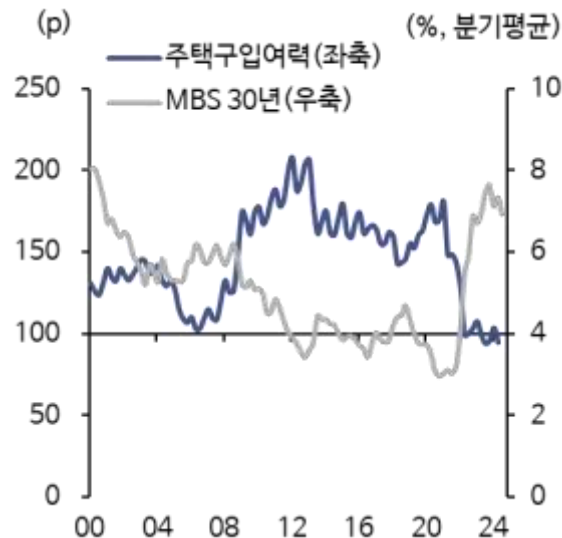
- 5.5%까지 기준금리를 인상하면서 미국 주택구매지수와 모기지재융자지수 모두 2000년대 이후 가장 낮은 수준으로 하락
- 미 주택경기 활성화에 필요한 모기지재융자 및 주택구입여력 모두 MBS 금리 수준에 연동  
→ MBS 금리는 기준금리에 연동, 따라서 기준금리 인하는 MBS 금리를 낮춰 주택경기 활성화에 기여할 전망
- 모기지재융자 시 평균 1개월 소요, 주택매매 시 평균 2개월 소요(모기지론 실행 후 21일 가량 소요)

### MBS 금리 하락 시 모기지 재융자 수요 ↑



자료: Bloomberg, 신한투자증권

### MBS 금리 하락은 주택구입여력 확대 요인



자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 주택구입여력 확대는 주택매매 증대 견인



자료: Bloomberg, 신한투자증권



# 주택경기 호조는 소비 재확대 견인 예상



## 주택경기 활성화는 미국 소비에도 긍정적

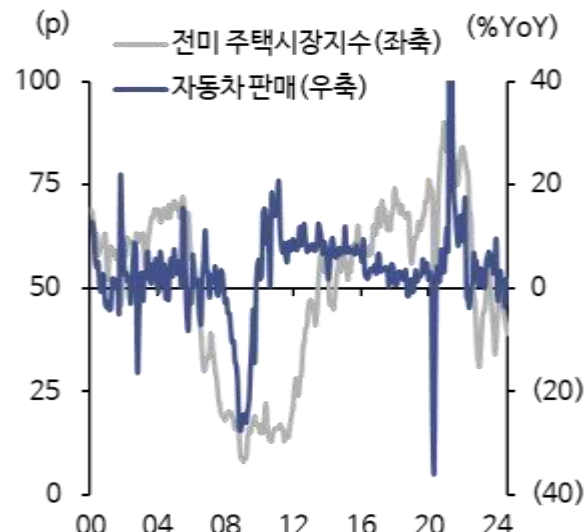
- 미국 주택경기 호조 시 전체 소비에도 긍정적 효과 발휘 - 미 주택경기와 소매판매 상관계수 약 0.4 내외
- 전통적으로 주택경기 호조 시 건설자재 및 주유소 소비 증대 & 팬데믹 후 주택경기와 자동차 판매 연관성 강화  
→ 2000년 이후 전체 소매판매 내 자동차 비중 20%, 건설자재 & 주유소 25% 차지
- 연준의 금리 인하 사이클 진행으로 미 주택경기 반등 기대 - 건설자재 및 유류 소비 확대 후 자동차 중심 소비재 소비 증대 기대

미 주택경기 호조 시 소비에도 긍정적 효과



자료: Bloomberg, 신한투자증권

팬데믹 후 주택경기와 자동차 판매 연동



자료: Bloomberg, 신한투자증권

주택경기 활성화 시 건설자재 소비 확대



자료: Bloomberg, 신한투자증권

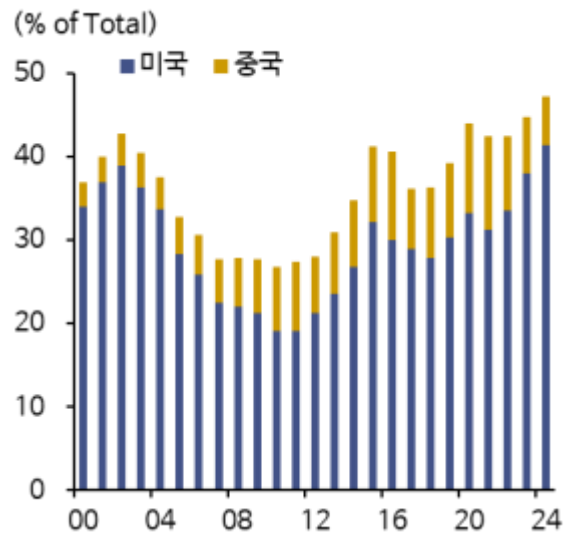
# 미국 소비 확대가 한국 수출에 좋은 이유



## 미국 소비 증대는 한국 소비재 수출 호조세 견인

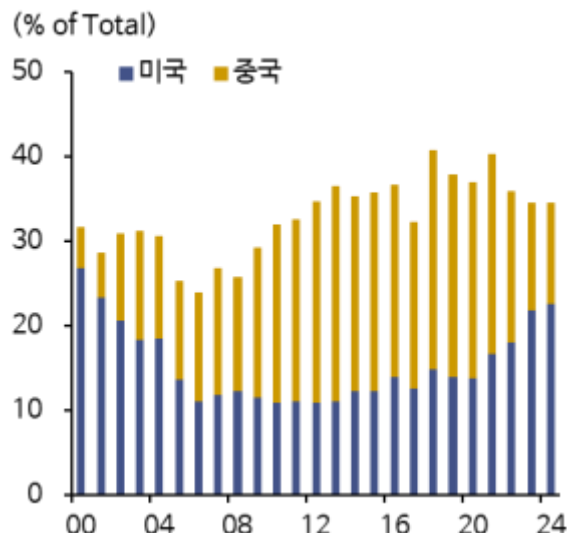
- 국가별 수출 비중 미국 17%, 중국 20%. 품목별 수출 비중 소비재 15%, 자본재 14%, 중간재 70%
- 소비재 = 완성차, 냉장고, 세탁기, 담배/ 자본재 = 선박, 스마트폰, 반도체 장비 /중간재 = 메모리 반도체, 정제유, 2차전지
- 전체 수출 30% 차지하는 소비재, 자본재는 미국 비중이 높은 품목 - 미국 소비 증대 시 소비재 중심 대미 수출 호조세 지속 가능

소비재 수출 내 미국 30%, 중국 7%



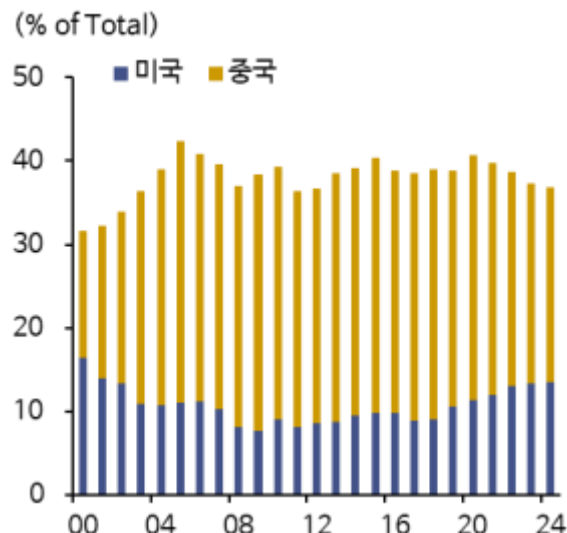
자료: 한국무역협회, 신한투자증권

자본재 수출 내 미국 15%, 중국 17%



자료: 한국무역협회, 신한투자증권

중간재 수출 내 미국 11%, 중국 27%



자료: 한국무역협회, 신한투자증권

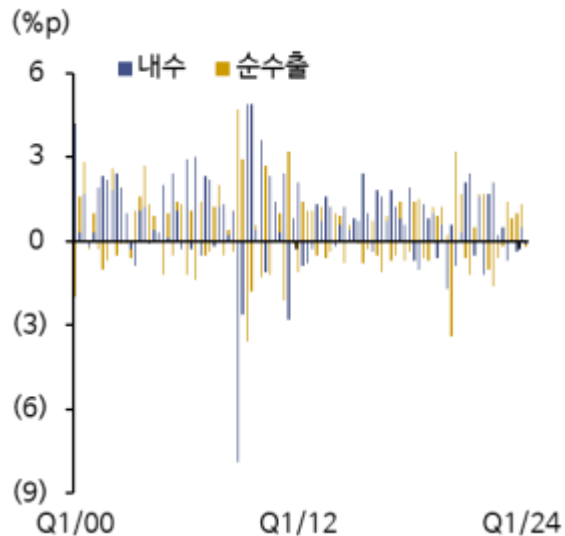
# 수출 호조 전망에도 금리 인하가 필요한 이유



## 수출 호조 속 내수 부양을 해야 안정적 성장세 확보

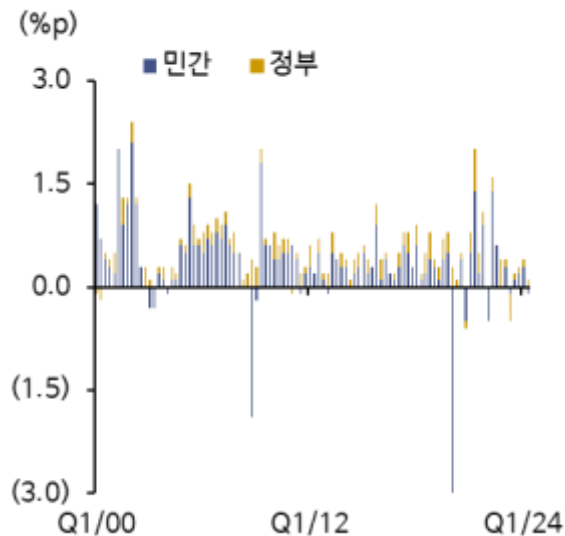
- 한국 GDP 내 내수 63%, 수출 37%(2000년 22%에서 37%로 확대) -미국 중심 수출 호조 시 1%대 저성장 우려 약화
- 다만, 2%대 이상의 안정적인 성장세를 확보하려면 내수 부양 절실 - 양호한 수출 전망에도 기준금리 인하가 필요한 이유
- 2025년 정부 예산안 677조원이지만 50% 이상은 의무지출 - 정부 지출 성장 기여도 하락 vs. 민간소비 활성화 중요
- 2021년 이후 부진한 건설 및 설비투자 흐름은 금리 인상 및 고금리 충격으로 바라볼 필요

### 수출 주도 성장, 내수 부양 시 견고한 성장세



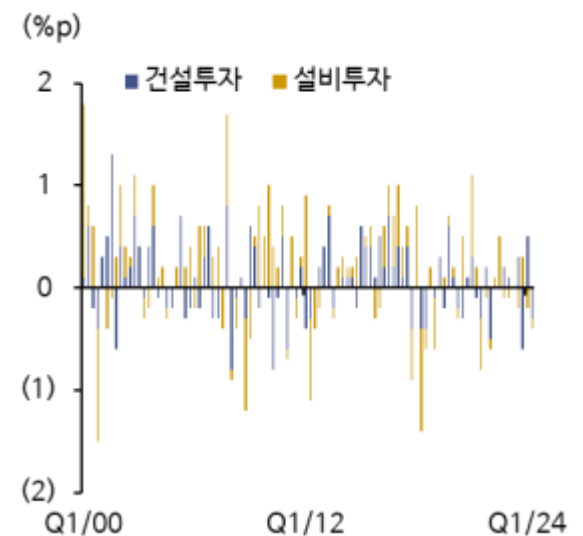
자료: 한국은행, 신한투자증권 / 주: 전기대비 성장 기여도

### 제한적인 정부 지출, 민간소비 활성화 필요



자료: 한국은행, 신한투자증권 / 주: 전기대비 성장 기여도

### 부진한 건설 및 설비투자, 고금리 피해



자료: 한국은행, 신한투자증권 / 주: 전기대비 성장 기여도

# 내구재 및 서비스 소비 둔화하는 한국 내수



## 한국 내수 상황, 기준금리 인하 시 분명 도움

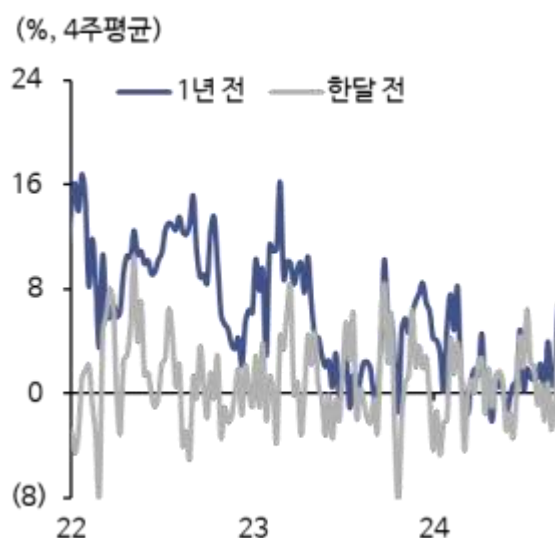
- 한국 개인 카드승인실적 전년대비 증가율 감소 중 - 2022년 월평균 11.6%, 2023년 월평균 6.7%, 2024년 월평균 4.9%  
주요 업종 8개(소비생활과 관련 높은 업종) 승인 실적도 둔화 - 2022년 14.9%, 2023년 8.4%, 2024년 4.2%
- 신용카드 이용금액 변동률 보면 올해 2분기 둔화 후 3분기 회복세 - 해외 여행 증가로 국내 카드 사용 감소 & 명절 수요
- 업종별로 보면 1년 전 대비 교육 서비스와 식료품 및 음료 제외 카드 이용금액 감소 - 의류 및 신발 등 내구재 감소폭 -15%

### 개인 카드 실적 및 주요 업종 8개 실적



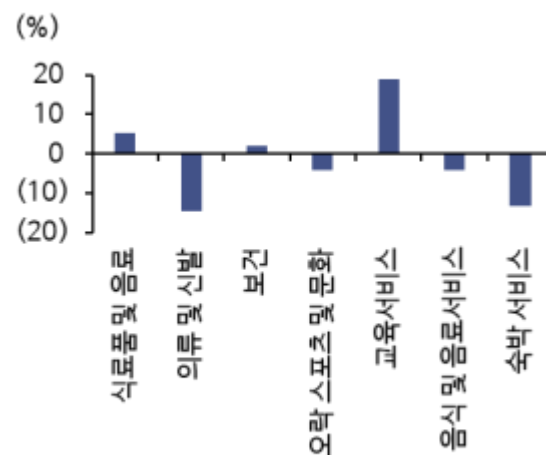
자료: 여신금융협회, 신한투자증권 / 주: 24년 7월 실적까지 기준

### 신용카드 이용금액 변동률: 3분기 회복세



자료: 통계청, 신한투자증권

### 업종별 신용카드 이용금액: 내구재 부진



자료: 통계청, 신한투자증권 / 주: 52주전 대비 9월 첫째 주

# 통화완화 최대 장애물, 주담대 증가세 둔화 시작

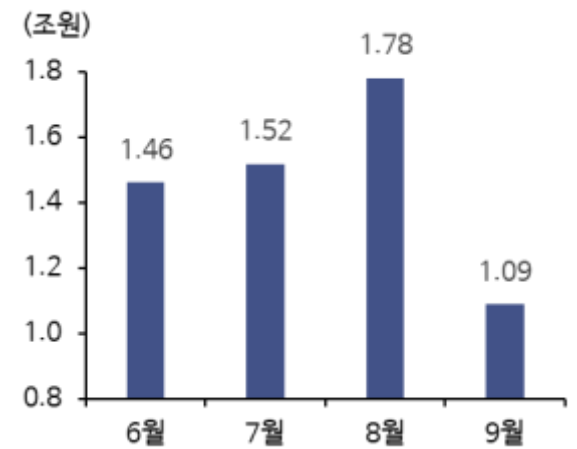
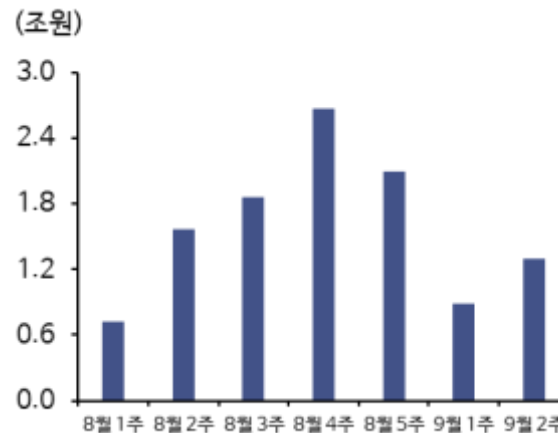


## 10월 25bp 인하 가능하다

- 내수 부진 확인으로 한국 기준금리 인하 명분 누적되고 있으나, 한은의 통화완화 전환 최대 장애물은 금융안정, 특히 주담대 증가세  
→ 2018년 대비 주담대 300조원 증가
- 부동산 중심의 가계대출 증가 문제는 정부와의 정책 협력이 가장 중요  
→ 정부 압력 속 시중은행 대출금리 인상  
→ 스트레스 DSR 2단계 도입(9월 1일)  
→ 주택 공급 대책 발표 예정(11월)
- 주담대 중심 가계부채 증가세 둔화 확인까지 긴 시간 소요되진 않을 전망  
→ 정부 지시 후 시중은행 대출 증가세 약화  
→ 실제로 9월 이후 주담대 증가 속도 둔화 (9월 주간 평균 1.1조원 vs. 6~8월 1.6조원)
- 전세자금 제외 주담대 3개월 평균 4조원대 하락 확인 시 금리 인하 시행 예상 (8~9월 월간 4조원대 증가해야 가능)

한국은행이 금융안정 측면에서 가장 강조하는 부분은 주택담보대출 증가세

스트레스 DSR	1단계	2단계	3단계 (잠정)
시행시기	기준: 24.2~6월 변경: 24.2~8월	기준: 24.7월 변경: 24.9월	기준: 25년초 변경: 25.7월
적용 대상	은행권	주택담보대출	주담대+신용
	2금융권	-	주담대
스트레스 금리	25% 적용	50% 적용	100% 적용



자료: 한국은행, 각 은행사, 신한투자증권 /주: 5대 시중은행 (신한, KB, 하나, 우리 NH농협)

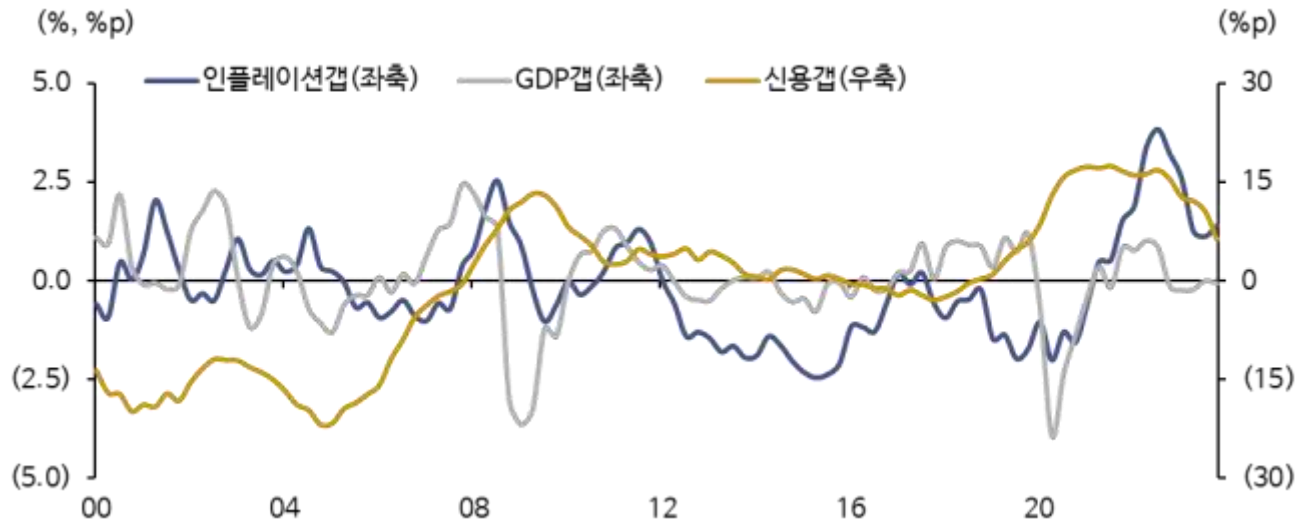
# 높은 가계부채 비율, 금리 인하 여력 축소 요인



## 한국 터미널 레이트는 한은 중립금리 밴드 하단 하회 어려워

- GDP 집계 기준 변경으로 2015년 기준 대비 GDP 규모 상승, 2023년 이후 고금리 장기화 속 가계신용 증가세 둔화로 부채 비율 하락
- 다만, BIS 기준 2023년말 한국 신용갭(실제 부채/GDP 비율 - 장기 추세)은 6.3%p로 과거보다 높은 상황 지속
- 글로벌 대비 높은 가계부채 문제는 부동산 경기와 결부되어 통화완화 여력 제한
  - 내년까지 금리 인하 사이클은 초반 빠른 대응 요구하나, 종착점(Terminal Rate)은 중립금리 하단 2.5% 하회 어려울 전망

### 과거보다 높은 신용갭 흐름, 이번 금리 인하 사이클 종착점을 중립 이하까지 낮추긴 어려워



자료: 한국은행, BIS, 신한투자증권

### 고금리 유지로 가계부채 비율 하락 중



자료: 한국은행, 신한투자증권

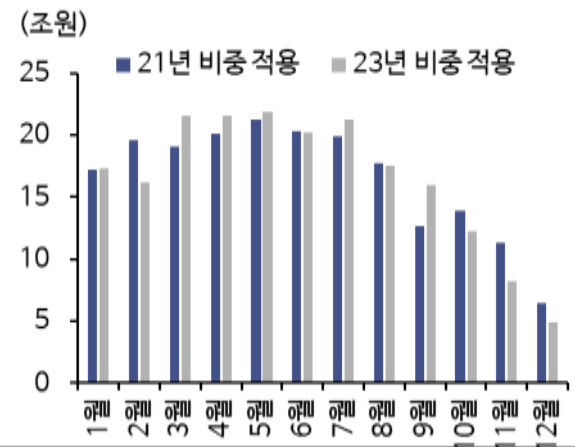
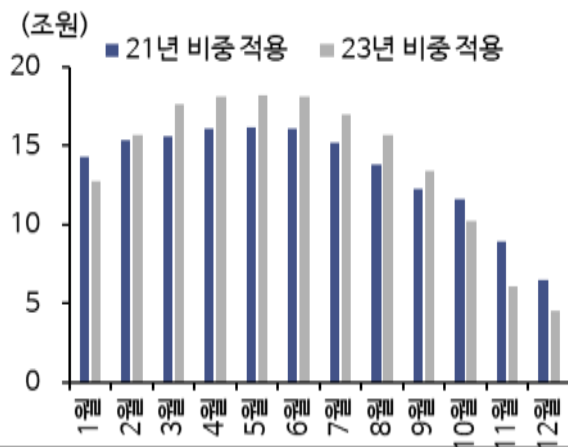
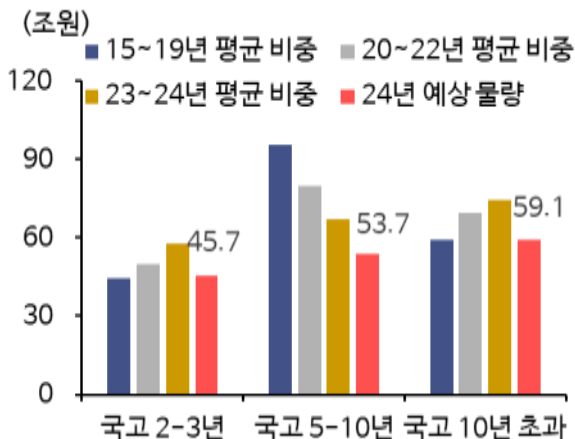
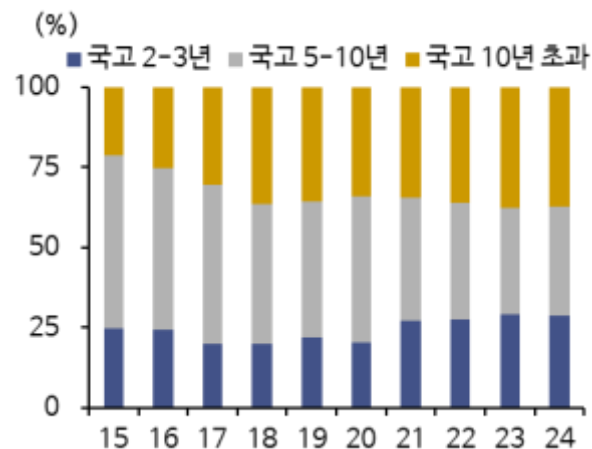
# 국고 5~10년물 중심 발행 확대 예상



## 2Q/25 월평균 21조원 소화 필요

- 25년 국고채 만기별 발행량 추정  
국고 2~3년물 -1.3~12조원  
국고 5~10년물 13.3~41.7조원  
국고 10년 초과물 0.2~15.4조원 증가 예상
- 팬데믹 이후 늘어난 단기물 비중을 팬데믹 이전 수준으로 낮출 경우 국고 5~10년물 발행량이 가장 크게 늘어날 전망  
→ 국고 3/10년 스프레드 확대 등 스틱 출현
- 25년 월간 발행계획물량 추정  
상반기 평균 15.6~16.7조원  
하반기 평균 11.4~13.7조원 증가 예상
- 25년 월간 실제 발행량 추정  
상반기 평균 19.6~19.8조원  
하반기 평균 11.1~13.7조원 증가 예상
- 상반기 중 특히 2분기에 월평균 21조원 실제 국고채 발행 물량 소화할 것으로 계산

## 국고 5~10년물 최대 42조원 발행량 증가 우려 - 커브 스틱 압력



자료: 기획재정부, 인포맥스, 신한투자증권 추정



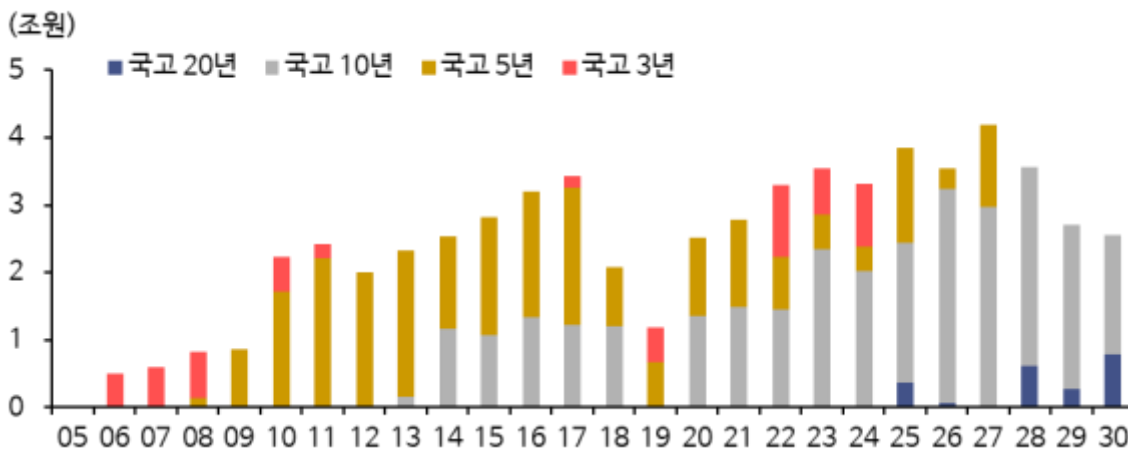
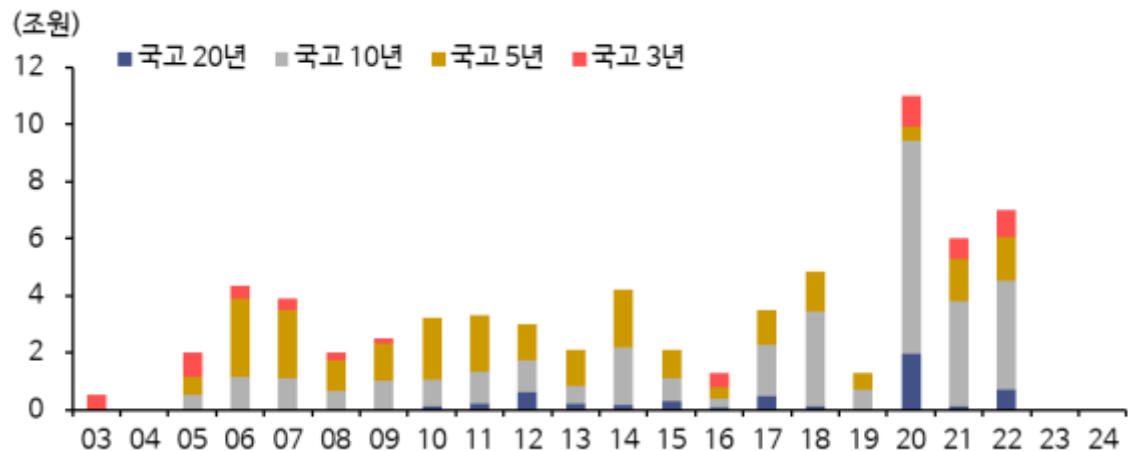
# 23년 중단된 단순매입, 25년 재등장 기대



## 25년에 주저하지 않을 단순매입

- 대규모 국고채 발행량 원활한 소화 위해서는 정부와 한은의 정책 공조 필수  
(정부) 바이백, PD 인센티브, 발행량 조절  
(한은) 금리 인하, 국고채 단순매입
- RP매각 대상 채권 확충 위해 하는 단순매입, 팬데믹 이후 채권 수급 불균형 및 금리 변동성 확대 억제 목적 강화 속 빈번하게 시행  
→ 2020년 11조원, 2021년 6조원 매입
- 단순매입 정책이 국고채 공급 확대 시 시장 안정 효과 가장 크게 나타남. 국고 5~10년물 중심으로 매입하기 때문
- 2023년부터 중단된 국고채 단순매입  
→ 유동성 공급책이기 때문에 물가 안정 최우선 목표에 위반
- 물가 안정 자신감 확대 속 금리 인하 목전 내년도 3.9조원 만기, 2030년까지 약 17조원 만기 도래해 단순매입 전향적 변화 기대

연간 국고채 만기별 단순매입 규모 및 보유 국고채 예상 만기 도래분



자료: 한국은행, 신한투자증권 추정

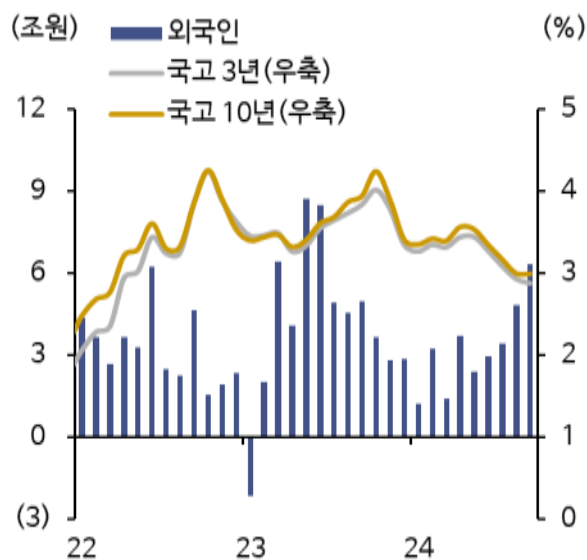
# 외국인 순매수 확대 vs. 국내 투자자 순매수 축소



## 국고채 늘린 외국인 vs. 소극적 투자의 국내 투자자

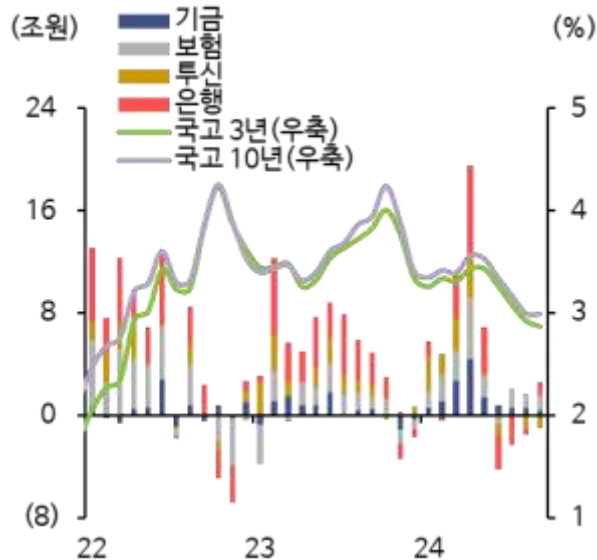
- 3Q 외국인 14.6조원(2Q 9.0조원), 국내기관 1.6조원(2Q 23.1조원), 개인 2.4조원(2Q 3.9조원)
- 3Q 월간 국고채 순매수 확대한 외국인 - 1Q 월평균 1.9조원, 2Q 월평균 3.0조원, 3Q 월평균 4.9조원  
3Q 월간 국고채 순매수 축소된 개인 - 1Q 월평균 1.1조원, 2Q 월평균 1.3조원, 3Q 월평균 0.8조원
- 1~2Q 평균 20조원 이상 샀던 국내 기관 3Q 국고채 순매수폭 축소 - 기금, 보험권 중심 소규모 순매수세 진행

3Q 외인 국고채 현물 순매수 규모 확대



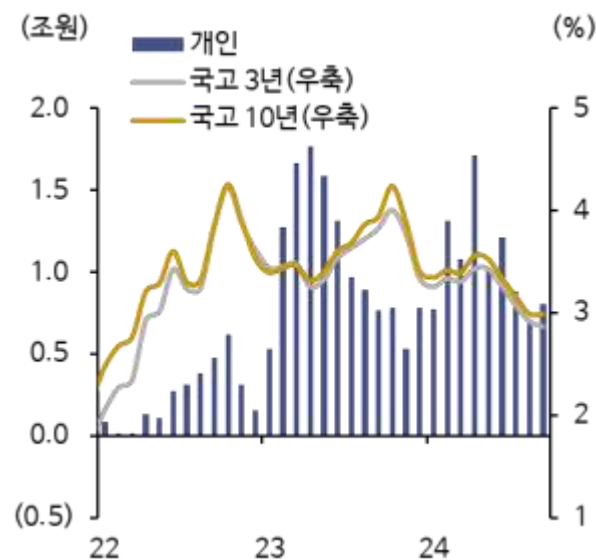
자료: 인포맥스, 신한투자증권

국내 기관, 보험/기금 중심 소규모 순매수



자료: 인포맥스, 신한투자증권

월간 1조원 이하로 축소된 개인 순매수



자료: 인포맥스, 신한투자증권

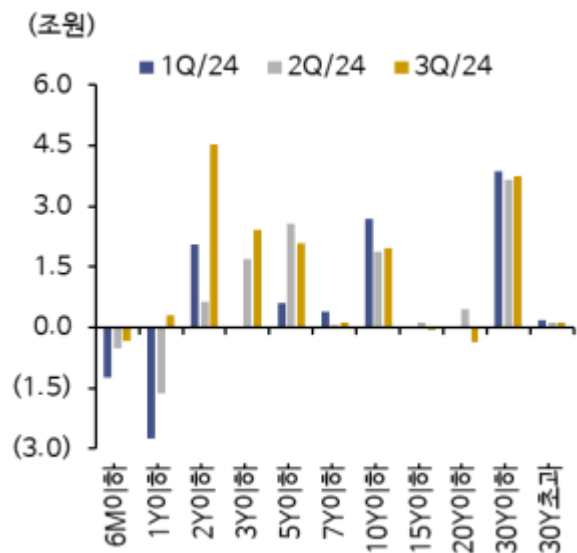
# 투자자별 국고채 기간물별 매수 현황



## 주요 투자자별 3Q 국고채 순매수 - 더욱 확대된 중단기물 선호도

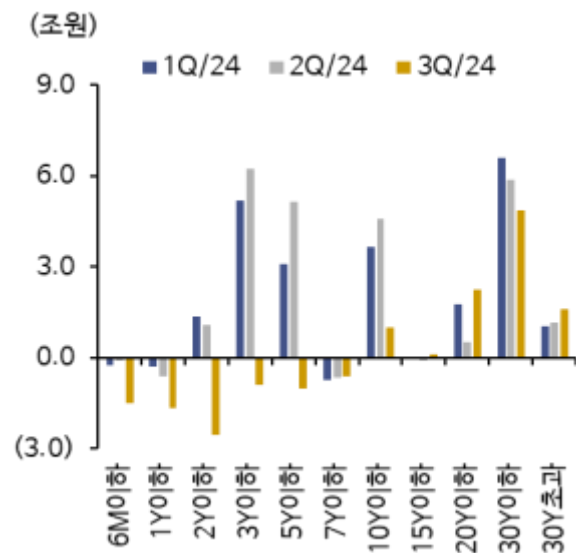
- 3Q 외국인 국고채 현물 순매수 국고 2년 4.5조원, 3년 2.4조원, 30년 3.7조원 순매수(2Q 2년 0.6조원, 3년 1.7조원, 30년 3.7조원)
- 3Q 국내 기관 국고채 현물 순매수 국고 20년 2.2조원, 30년 4.9조원, 30년 초과 1.6조원 - 20년 초과 초장기물만 순매수
- 3Q 개인 국고채 현물 순매수 2년 이하 단기물 1.5조원(2Q 2.0조원), 30년 초과 초장기물 0.9조원(2Q 1.7조원)

### 3Q 외인 국고채 2년물 순매수 확대



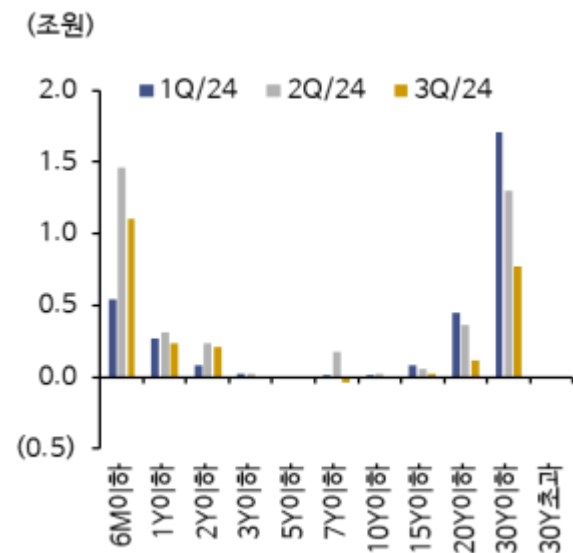
자료: 인포맥스, 신한투자증권

### 3Q 국내 기관, 초장기 국고채 중심 순매수



자료: 인포맥스, 신한투자증권

### 3Q 개인, 초장기 선호 ↓ vs. 단기물 선호 ↑



자료: 인포맥스, 신한투자증권

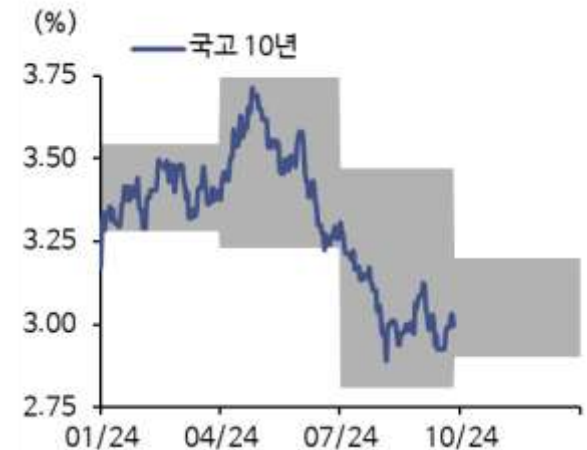
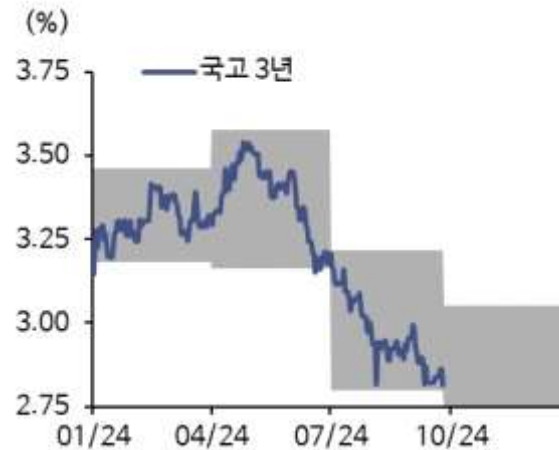
# 일시적 수익률 곡선 정상화 압력 받을 4Q



## 일시적 커브 스틱 예상되는 4Q

- 연준 빅컷 인하 시작에도 선반영 측면 강해 미국 국채 10년 3.9%까지 상단 열어둘 필요  
2/10년 스프레드도 25bp 내외 확대 예상  
→ 한국 채권시장도 커브 스틱 압력 우위 전망
- 9월 이후 가계부채 증가 속도 둔화로 10월 기준금리 25bp 인하 예상. 다만 높은 가계부채 비율 문제 인식으로 24년 1회 금리 인하 전망  
→ 실제 금리 인하에도 국고채 금리 밴드 유지
- 12월 내년 예산안 및 국고채 발행량 확정 전후 국고 5~10년 구간 중심 금리 상승 압력 증대  
→ 4Q 국고 3/10년 평균 15bp 보는 이유
- 사이클 초반부 공격적 금리 인하 어려운 상황 고려 시 가파른 커브 스틱 흐름은 어려울 전망  
→ 3/10년 20bp 전후 중장기물 투자 매력 ↑

커브 스틱이 우위에 있을 4Q, 3/10년 평균 15bp, 10/30년 평균 -10bp



## 한국 채권금리 전망

단위: %	4Q/24	1Q/25	2Q/25	3Q/25	4Q/25
기준금리(기말)	3.25	3.00	2.75	2.75	2.75
국고 3년(평균)	2.90	2.80	2.75	2.85	2.75
국고 10년(평균)	3.05	2.90	2.85	2.95	2.85
국고 30년(평균)	2.95	2.80	2.75	2.80	2.75
3/10년(bp, 평균)	15	10	10	10	10

자료: 신한투자증권

4Q24 해외 채권시장 전망

## 빅스텝의 역설



박민영

Fixed Income Strategist

☎ 02) 3772-2638

✉ mypark@shinhan.com

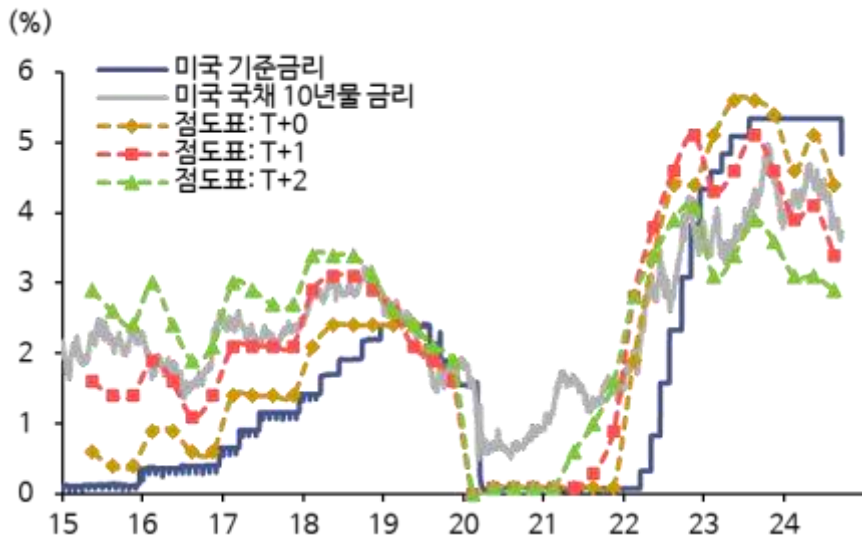
# [Short-term View] 되돌림에 취약해진 구간



## 드디어 시작된 기준금리 인하 사이클. 본 게임은 인하 사이클의 속도 및 종착지

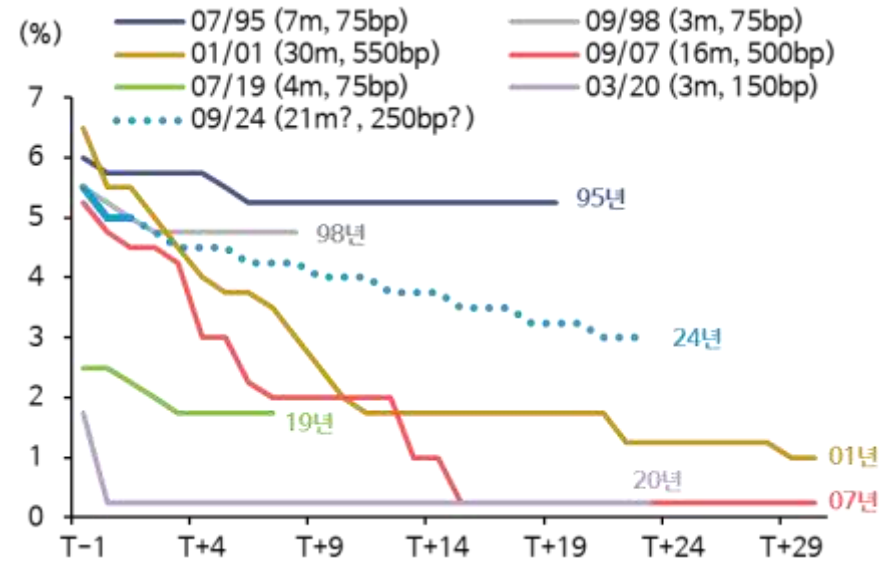
- 9월 FOMC를 기점으로 기준금리 인하 시작. 빅스텝으로 예상보다 적극적인 대응 확인. 물가 안정 기대 & 고용 둔화 경계 심화
- SEP에서 24년 4.5%, 25년 3.5%, 26년 3.0% 예상. 상당기간 인하 사이클 지속을 예고. 금번 인하 사이클은 21개월간 250bp 인하
- 과거 인하 사이클을 고려 시 점도표는 너무 이상적. 경험적으로 금리 인하 과정에서 경기 흐름에 따라 인하 경로는 Faster or Slower

### 9월 FOMC에서 기준금리 인하 사이클 시작



자료: LSEG, 신한투자증권

### 딱 중간에 놓여있는 연준이 제시한 기준금리 인하 사이클 경로



자료: LSEG, 신한투자증권

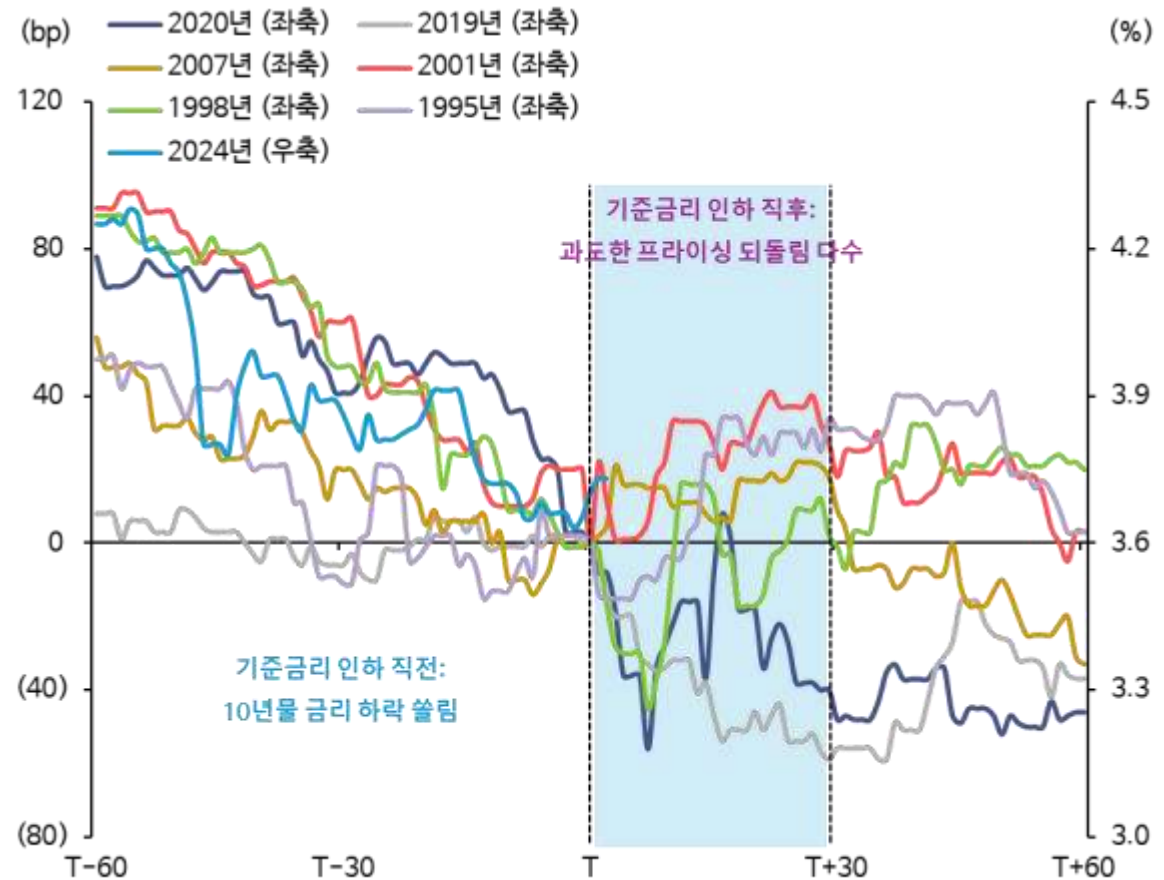
# [Short-term View] 되돌림에 취약해진 구간



## 인하 사이클 시작 직후 패턴 주목

- 기준금리 전망과 별개로 단기적으로 시장금리는 되돌림에 취약한 구간으로 판단
- 미국 국채 10년물 금리 기준 5월부터 5개월 연속 하락세. 하락 과정에서 침체 우려 상당 분 반영. 그러나 연준의 빅스텝으로 침체 가능성 약화됐다는 판단
- 1990년대 이후 기준금리 인하 사이클 전후 미국 국채 10년물 금리는 반복적인 패턴 발견
- 인하 사이클 시작 직전에는 기준금리 인하 기대 반영되며 하락 쏠림 뚜렷
- 인하 사이클 시작 직후에는 경기 침체 여부에 따라 시장금리 등락 상이. 외부 충격이 부재한 환경에서는 시장금리는 과도한 인하 프라이싱을 상당 부분 되돌림
- 금번에도 인하 시점을 모두 예상하고 있었던 만큼 셀온 심리가 상당기간 이어질 전망

1990년대 이후 미국 기준금리 인하 사이클 시작 전후 미국 국채 10년물 금리



자료: LSEG, 신한투자증권



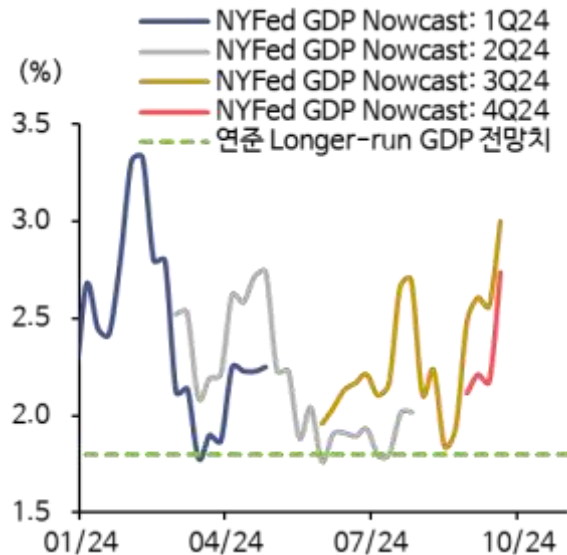
# [Short-term View] 되돌림에 취약해진 구간



## 성장, 실업, 금융환경 모두 침체발 금리 하락 모멘텀을 훼손

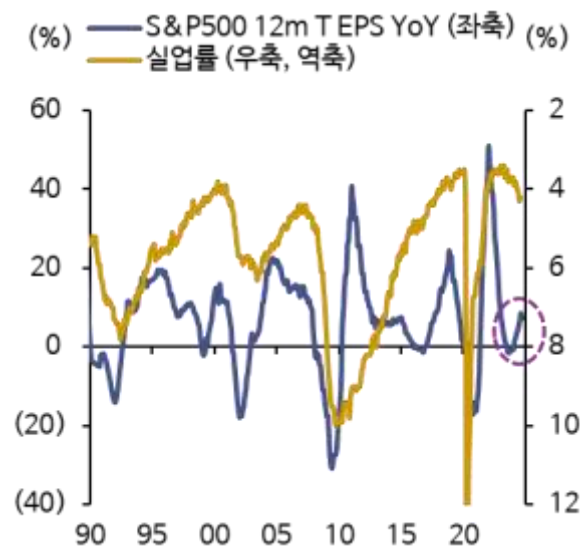
- 시장금리 하락 모멘텀이 강화되기 위해서는 침체 전망이 필요하나 종합적인 관점에서 미국 경기는 침체와 거리가 멀다는 판단
- 미국의 견조한 성장률 지속. NYFed GDP Nowcast 기준 4분기에도 2%중반 상회 예상. 쇼핑 시즌까지 대기하고 있음 주목
- 실업률 상승 우려 부상하고 있으나 실업의 결정권을 가진 미국 기업의 이익 모멘텀은 견조. 대출 태도 또한 완화되고 있는 환경

### 3, 4분기 모두 견조한 성장이 예상



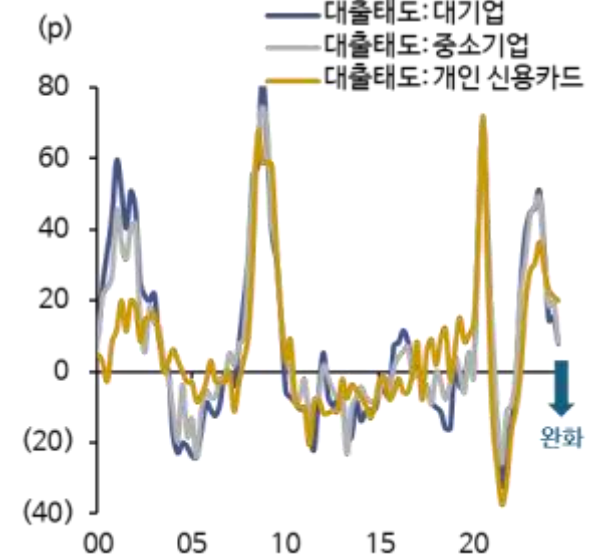
자료: LSEG, 신한투자증권

### 확장 국면에 놓여있는 기업 이익



자료: LSEG, 신한투자증권

### 이미 완화적 금융시장 환경 조성 중



자료: LSEG, 신한투자증권

# [Short-term View] 되돌림에 취약해진 구간



## 불확실성이 큰 인하 사이클을 반영하고 있는 시장금리. 되돌림 리스크가 더 커진 환경

- 지난 5개월간 경기에 대한 시장의 눈높이가 낮아졌다는 점도 주목. 미국 경기 서프라이즈 지수는 9월부터 반등 흐름 확인
- 내년말까지 기준금리 3%를 반영하고 있는 시장금리는 높은 불확실성에 놓여 있다는 판단. 보다 명확한 내년 상반기까지 기준금리 전망치는 SEP 기준 4%. 약 9개월 동안 인하 사이클이 지속되는 과정에서 경기 개선 시그널 확실 시 인하 사이클 조기 중단 가능성
- 침체가 부재하다면 시장금리는 상방이 더 크게 열려 있음을 의미. 단기적으로 보수적인 채권 투자전략 필요

### 5개월간 낮아진 경기에 대한 눈높이



자료: LSEG, 신한투자증권

### 단기 기준금리 전망 경로를 고려할 때 시장금리 하락 여력 제한적



자료: LSEG, 신한투자증권

# [Long-term View] 희석될 수 있는 침체 전망



## 미국 국채의 쓸림을 만들었던 두개의 지표

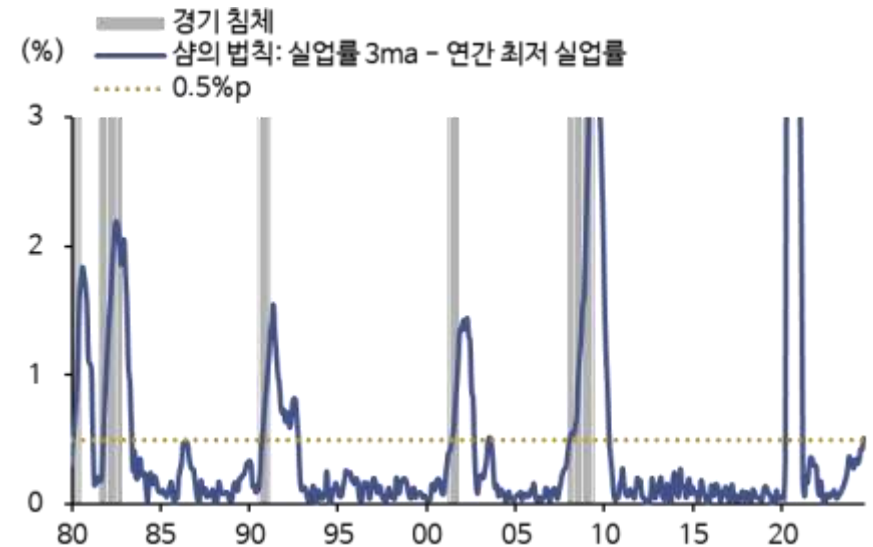
- 지난 5개월간 가파른 기준금리 인하 전망, 시장금리 하락세의 동력은 경기 침체 전망에서 찾을 수 있음
- 대표적으로 논의됐던 지표는 미국 장단기 금리차 역전 해소, 삼의 법칙
- 경기 침체 관련 통계적으로 유의미한 결과값 도출되나 자연법칙이 아니라는 점 주목

### 침체 우려는 키우는 지표1. 장단기 금리차 역전 해소



자료: LSEG, 신한투자증권

### 침체 우려는 키우는 지표2. 삼의 법칙



자료: LSEG, 신한투자증권

# [Long-term View] 희석될 수 있는 침체 전망



## 장단기 금리 역전 해소는 뚜렷한 추세. 내용은 침체보다 정상화 과정으로 해석 가능

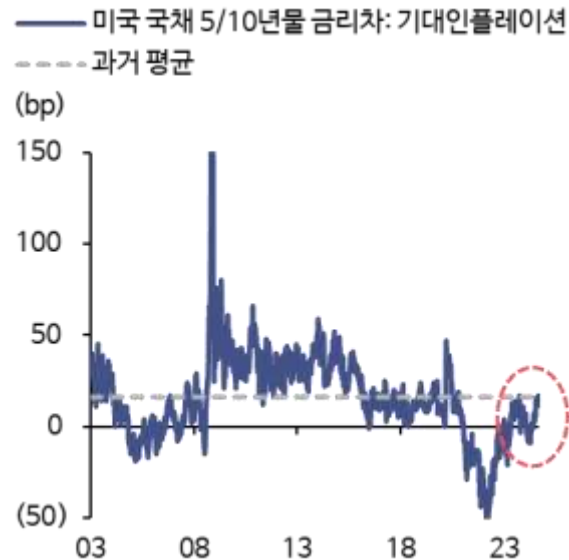
- 장단기 금리차 역전 해소의 성격을 구분해 볼 때 과거와 다른 내용 확인. 금리차는 물가(BEI), 성장(실질금리) 차이로 구분 가능
- 과거 침체 유발될 때는 단기 실질금리가 가파르게 하락하며 장단기 금리 역전 해소. 금변에는 실질금리보다 BEI 중심으로 역전 해소
- BEI 역전폭은 과거 평균 수준 회귀. 추가 확대 가능성 낮음. 실질금리는 확대폭 40bp 내외 확인. 평균 수준까지는 정상화로 이해 가능

### 장단기 금리차 성격 구분



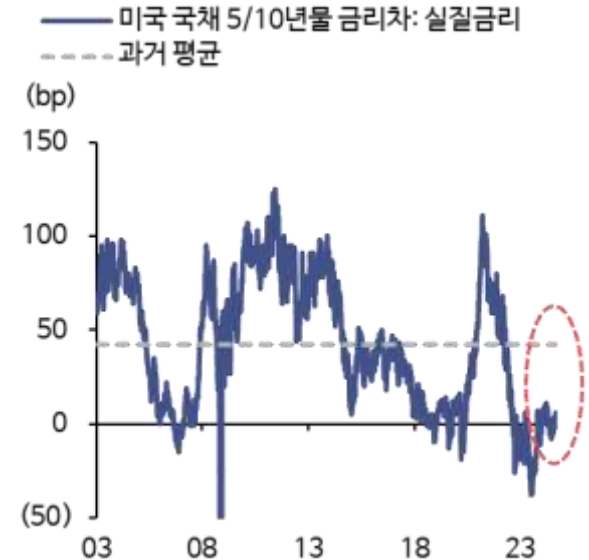
자료: LSEG, 신한투자증권

### 기대인플레이션 장단기 차이: 확대 여력 X



자료: LSEG, 신한투자증권

### 실질금리 장단기 차이: 확대 여력 상당



자료: LSEG, 신한투자증권

# [Long-term View] 희석될 수 있는 침체 전망



## 선제적 기준금리 인하의 반작용: 부동산편

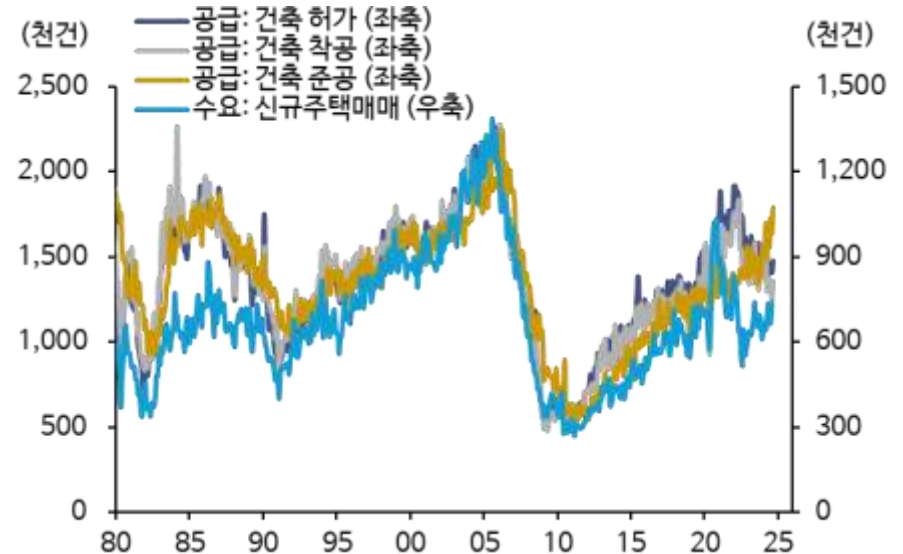
- 견조한 경기가 이어지는 가운데 향후 주목할 점은 기준금리 인하에 따른 경기 변화에 주목
- 우선 금리에 가장 민감한 섹터는 부동산. 고금리 환경에서 부동산 심리 낮은 수준 유지. 향후 인하에 따라 개선 가능성 높음
- 최소 반년 정도 회복 경로 확인 필요. 추가 기준금리 인하 & 대선 이후 주택 공급 정책 구체화 시 부동산 중심으로 경기 반등 경로 가시화

### 금리 하락으로 개선이 예상되는 미국 부동산 환경



자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 향후 부동산 공급, 수요 변화에 따라 경기 회복 강도 영향



자료: Bloomberg, 신한투자증권

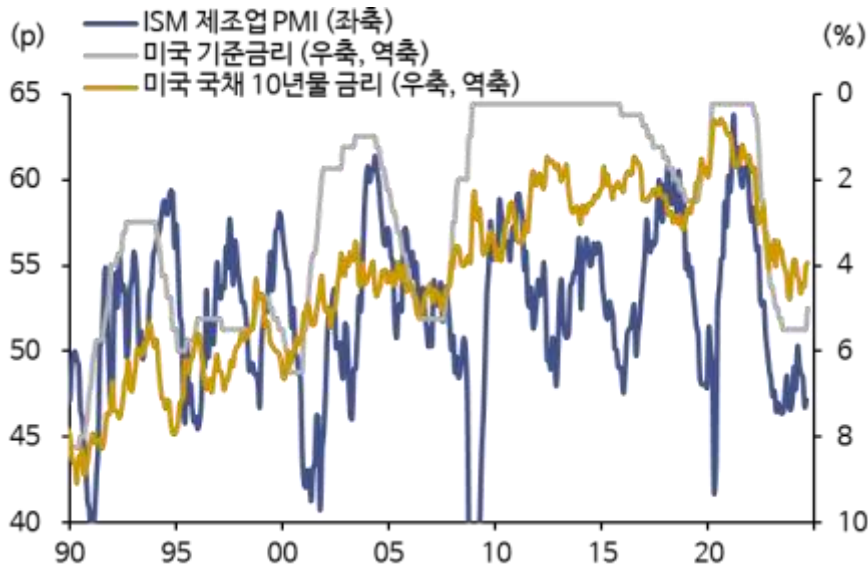
# [Long-term View] 희석될 수 있는 침체 전망



## 선제적 기준금리 인하의 반작용: 제조업편

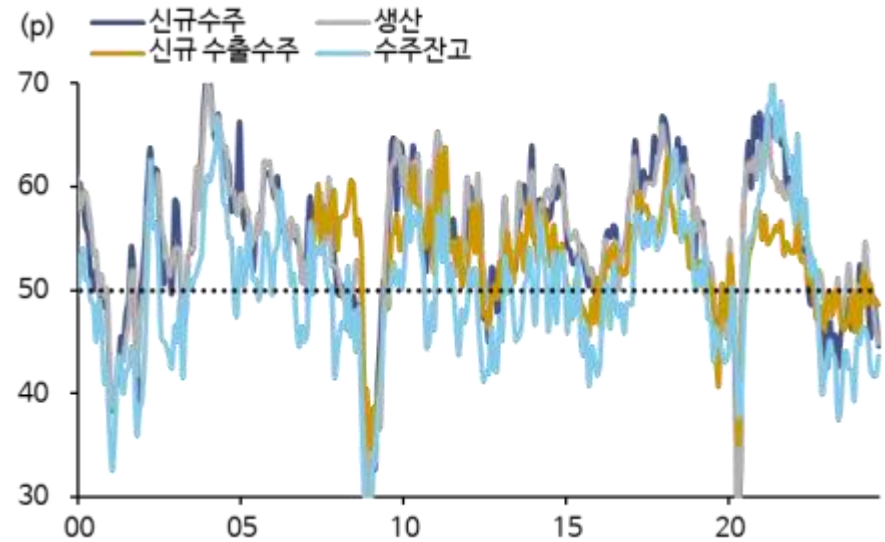
- 시장금리 하락에 상대적으로 빨리 반응할 수 있는 섹터는 제조업. ISM 제조업 PMI 기준 장기간 바닥 다지기 확인
- 심리 회복을 가로막은 요인은 1) 고금리 환경, 2) 대선 불확실성, 3) 중국 등 수요 부진. 이중 1), 2)는 해소되는 환경
- 연말부터 개선 흐름 확인될 경우 내년 기준금리 인하 사이클 조기 중단 가능성 유의. 시장금리 또한 하방 경직성 강화 예상

### 제조업 심리 개선을 방해했던 고금리 환경



자료: LSEG, 신한투자증권

### 연말 대선을 앞두고 주저하는 제조업 수주 유의



자료: LSEG, 신한투자증권



# 변수1. 중국의 역할론



## 글로벌 수요 부진을 이끌어온 중국의 향방. 대응 발표에도 보수적 시각 유지

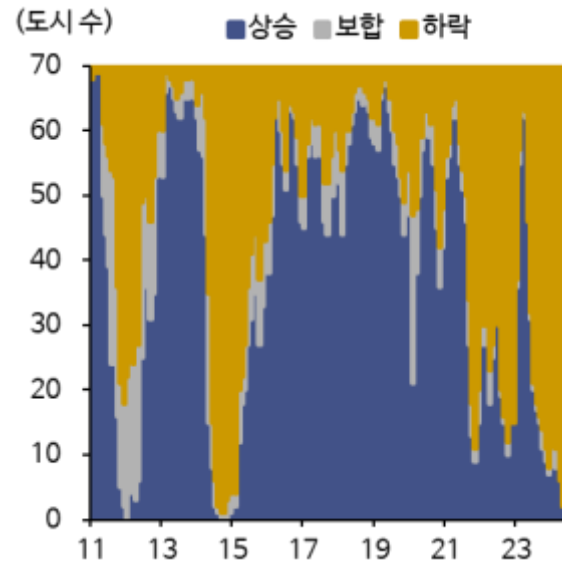
- 외부 요인으로 주목할 내용은 유가의 추이. 미국 물가에 전방위적으로 영향을 미치는 만큼 향후 유가 추이 중요
- 수요측 요인에서 중국 경기 주목. 9/24일 경기 부양을 위한 완화적 금융정책 발표에 시장 기대 강화
- 효과가 유의미할지는 미지수. 부동산 환경을 고려할 때 단기간에 회복 기대하기 어려움. 이는 수요측 유가 하락 요인으로 작용 가능

### 경기 부양을 위해 주요 정책 금리 인하 예고



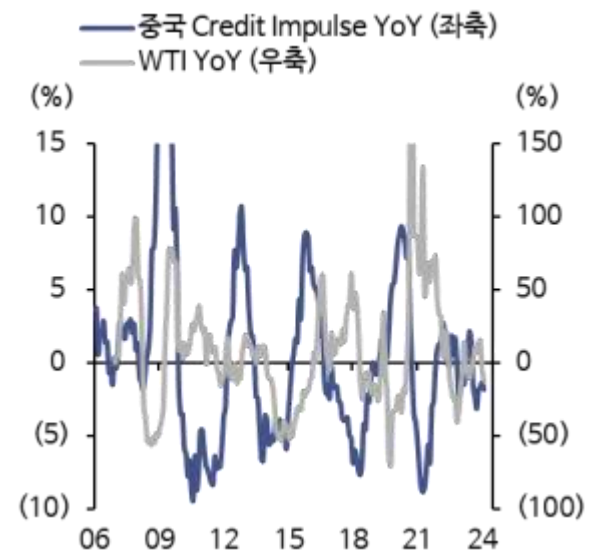
자료: LSEG, 신한투자증권

### 다만 부동산 경기 회복세 시차 상당할 것



자료: LSEG, 신한투자증권

### 회복 여부에 따라 원자재 가격 변화 주의



자료: LSEG, 신한투자증권



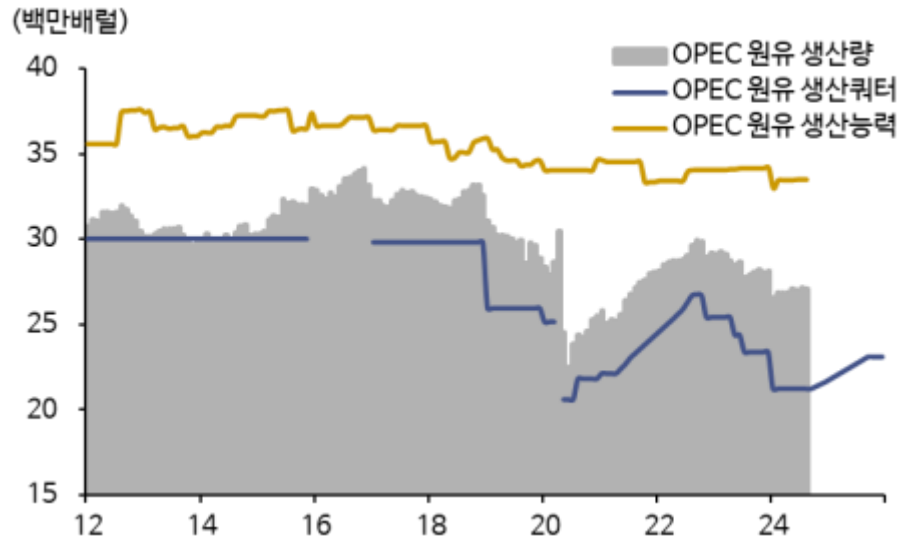
## 변수2. 공급 우위의 원유 시장



### 금리 하락 시나리오에 복병, 원유 공급 환경

- 중국 수요와 별개로 유가 하락을 지지하는 내용은 중동의 감산 종료 전망
- OPEC+는 2년간 생산량을 낮춰 가격을 높이는 전략은 사실상 실패. P, Q 모두 중동 경기 약화로 연결되며 사우디, 이라크 등 부진
- 추가 감산은 쉽지 않은 환경. 추가 생산 여력 상당하다는 측면에서 공급 요인은 하락 우위. 하락폭은 상당부분 대선 결과에 좌우될 전망

#### OPEC+는 원유 증산 임박. 공급 요인으로 유가 상방 제한



자료: Bloomberg, 신한투자증권

#### 유가 하락 & 감산으로 약화된 중동 경기



자료: Bloomberg, 신한투자증권

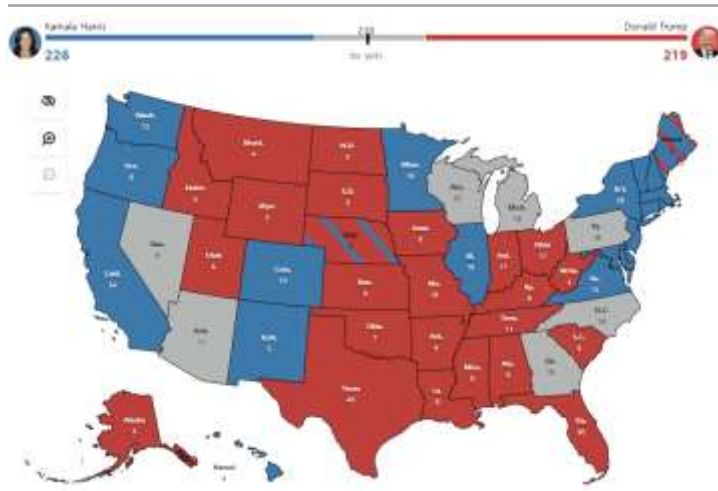
# 대선 이슈: 해리스 우위 속 예단할 수 없는 결과



## 개표 전까지 예단할 수 없는 대선

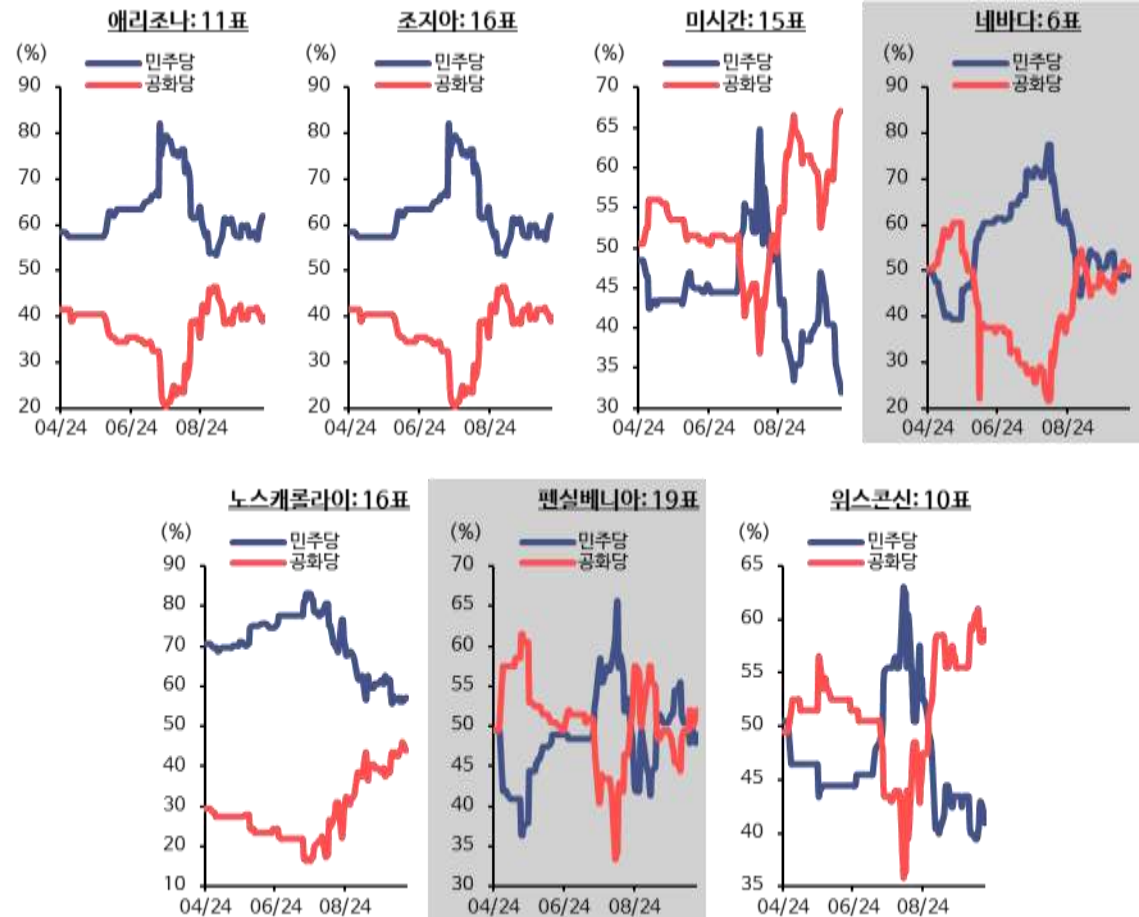
- 11월초 대선 이슈 점검. 해리스 지지율 소폭 우위를 점하고 있으나 여전히 불확실성 높음
- 50개주와 수도 워싱턴에 배정된 선거인단 (538명)의 과반(270명) 확보가 승리 결정
- 현재 해리스 226석, 트럼프 219석 확보 확실. 7개 경합주에 따라 승패 결정

## 접전이 예상되는 주는 7개 경합주



자료: 신한투자증권

## 경합주의 민주당, 공화당 지지율 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

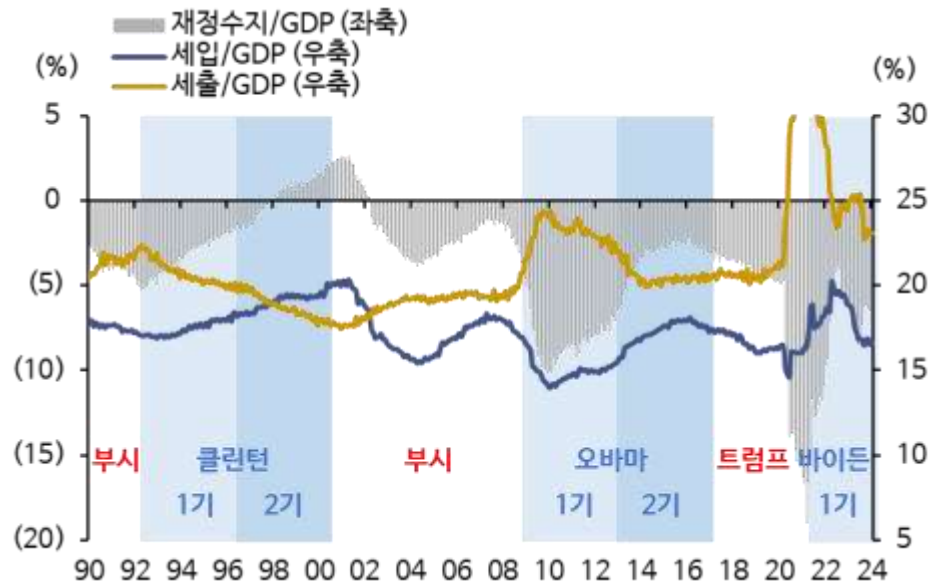
# 대선 이슈: 절대 방향성을 결정하지는 않을 것



## 해리스, 트럼프 모두 금리의 상/하방 내용 보유. 펀더멘탈 환경이 우선순위

- 정치 이슈는 금리 변동성을 유발하겠으나 절대 방향성을 결정하기 쉽지 않다는 생각. 해당 시점 펀더멘탈에 따라 좌우될 것
- 그럼에도 주목할 이슈를 점검해보는다면 해리스는 증세 강도 주목. 과거 민주당 대통령 2기에서 재정건전성 개선 반복(금리 하락 요인)
- 트럼프의 경우 높은 변동성 예상. 관세는 금리 하락, 감세는 금리 상승 재료. 전통 에너지 지원 시 물가 하락 가능성도 고려

### 민주당 대통령 두번째 임기에서 주목할 점은 증세 강도



자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 트럼프 임기 시기 경험했던 금리 변동성



자료: Bloomberg, 신한투자증권

# 결론, 과거와 다른 밀림의 사자 컨셉



## 단기적으로 채권 시장의 되돌림 리스크 유의. 이후 자본차익에 집중하기보다 캐리 매력 확보 필요

- 기준금리 인하 사이클이 시작됐다는 측면에서 채권시장 호재 부각. 다만 과도한 인하 프라이싱에 단기적으로 되돌림 취약한 상황
- 되돌림 이후에도 공격적인 투자전략을 위해서는 침체 전망 가시화가 필요하나 침체 전망 희석 가능성 우위. 고금리 환경 유지 예상
- 장기물은 낮아진 레인지에서 트레이딩 필요. 2년물 금리 3.2~3.9%, 10년물 금리 3.5~4.0%, 2/10년 스프레드 0~60bp 밴드 제시

### 미국 국채 금리: 장단기 금리차 확대 국면



자료: LSEG, 신한투자증권

### 미국 국채 금리 전망

(%)	2024년	2025년			
	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF
기준금리 (기말)	4.50	4.00	3.50	3.50	3.50
국채 2년 (평균)	3.50	3.40	3.50	3.60	3.50
국채 10년 (평균)	3.80	3.90	4.10	4.10	4.00
국채 30년 (평균)	4.10	4.20	4.30	4.40	4.30
2/10년 (bp, 평균)	30	50	60	50	50

자료: 신한투자증권

4Q24 국내 크레딧시장 전망

# 소문난 잔치상



정혜진  
Credit Analyst

☎ 02) 3772-2667  
✉ hyejin.j@shinhan.com

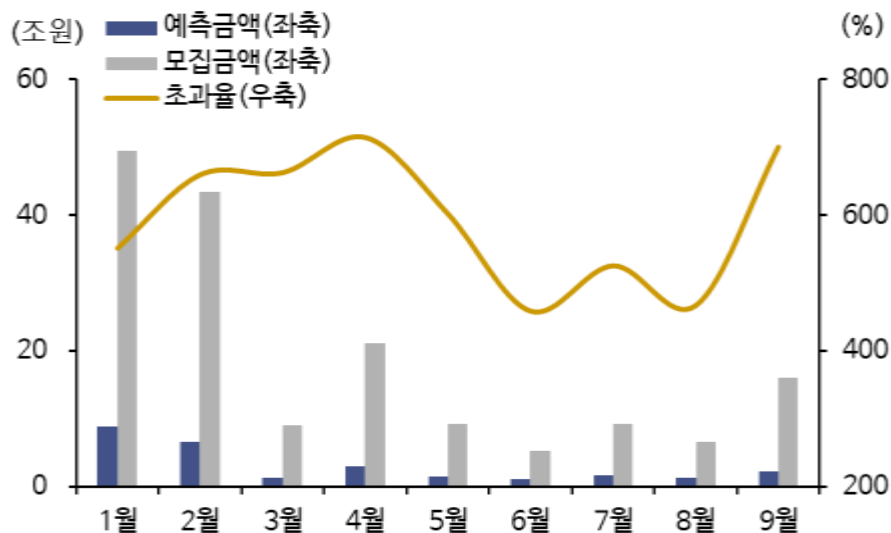
# 금리 인하 목전, 대기 수요는 견조



## 대기수요 견조. 돈 앞에 장사 없다

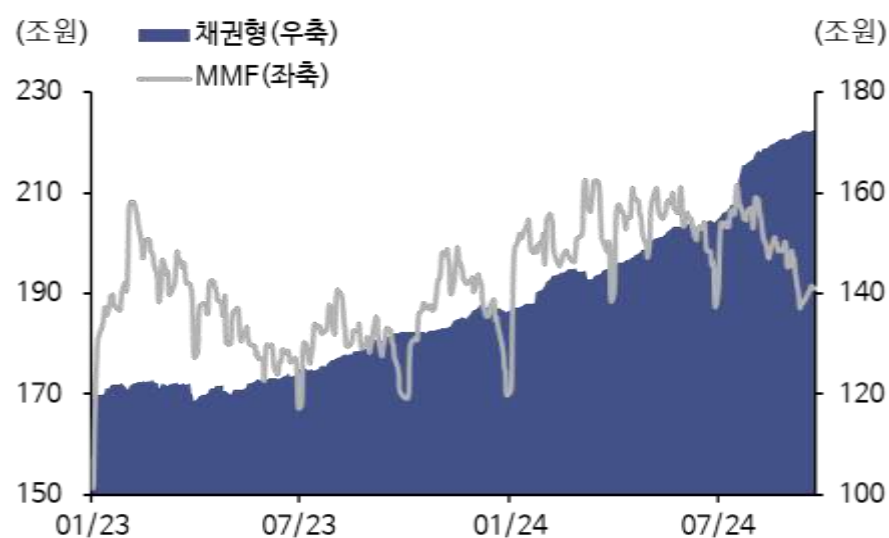
- 회사채 수요예측 모집예정액(2.3조원)대비 7배가 넘는 16조원의 주문 유입
- 채권형펀드 7월중에도 계속 유입되며 6월말 대비 17.9조원 증가. 설정된 펀드 자금 운용을 미루는데도 한계가 있는 상황
- 7월 이후 스프레드가 확대되며 민평기준 여전채 역마진이 해소된 부분도 다시 매수 기회를 노릴만한 례 제공

### 24년 회사채 수요예측 초과율: 대기매수는 견조



자료: Dart, 신한투자증권 / 주: 공모 회사채 수요예측 기준

### 채권형펀드 6월말 대비 17.9조원 유입



자료: 한국은행 금융기관수신고, 신한투자증권



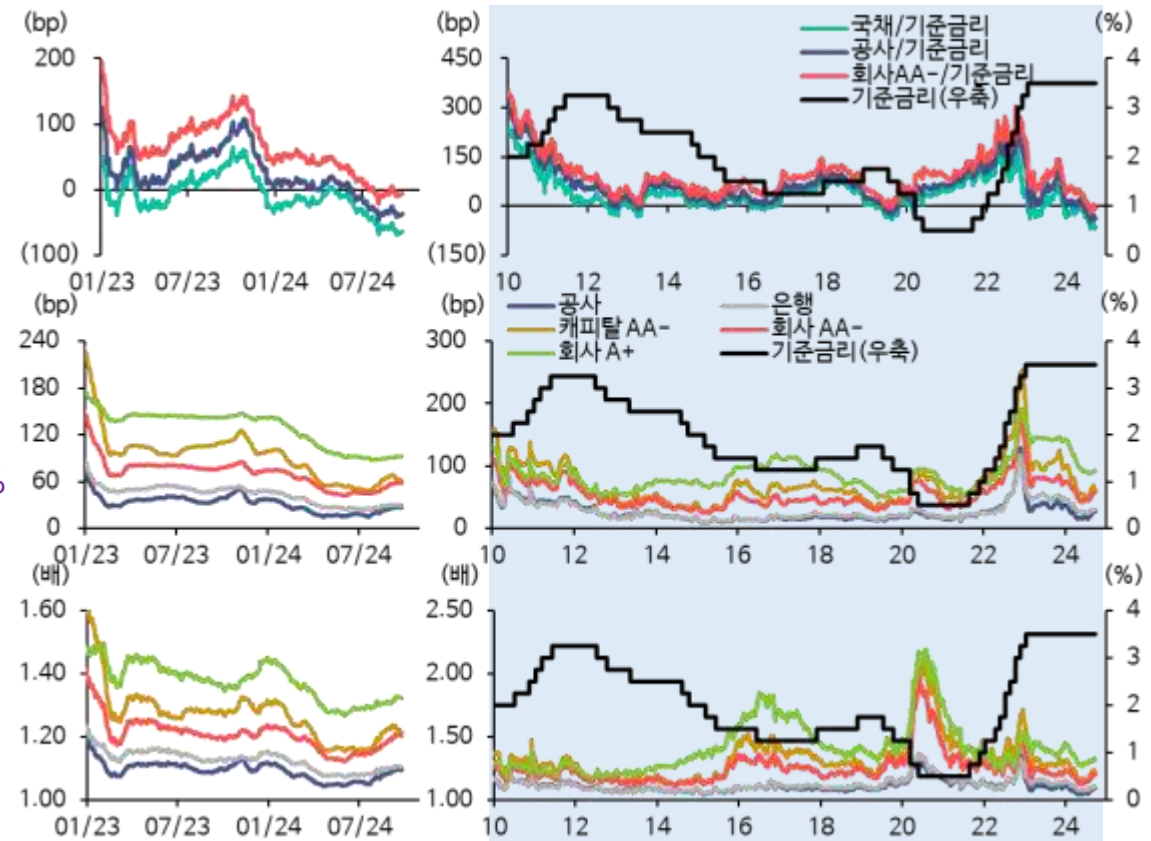
# Terminal Rate 2.75%를 바라보며



## 인하해도 내려오기 힘든 시장금리

- 1) 절대금리: 주요 크레딧 금리 역캐리 장기화
- 국채 3년 - 기준금리 역전 사례:
  - ①2012~13년: 31bp, ②2019년: 41bp
  - ③2024년 9월: 68.5bp
 과거대비 역전 폭 심화, 기간 장기화
- 2) SP & YR: 7월 조정 후 국채 대비 매력 회복
- 3) 1H25 낙관적 가정  
 $2.60\% + \text{회사채 3년 역사적 저점 } 25\text{bp} = 2.85\%$
- 4) 1H25 국채 및 스프레드 보수적 가정  
 $3.25\% + \text{회사채 YR } 1.22\text{배 적용 } 73.5\text{bp} = 3.985\%$
- 5) 금리 인하기 평균 YR 1.12배, 추가인하종료 후 1.2배  
 $= 2.85\% + 34.2 \sim 57.0\text{bp} = 3.19 \sim 3.42\%$
- 금리 인하 단행 시, 단기금리 하락에 따른 AA급 크레딧 역캐리 부담은 완화
- 평균 3.20% 타겟 감안 시 강세 폭 제한적
- 자본 차익보다 캐리에 집중

과거 어느 시기와 비교해도 인하 기대감은 과도한 수준



자료: 인포맥스 신한투자증권



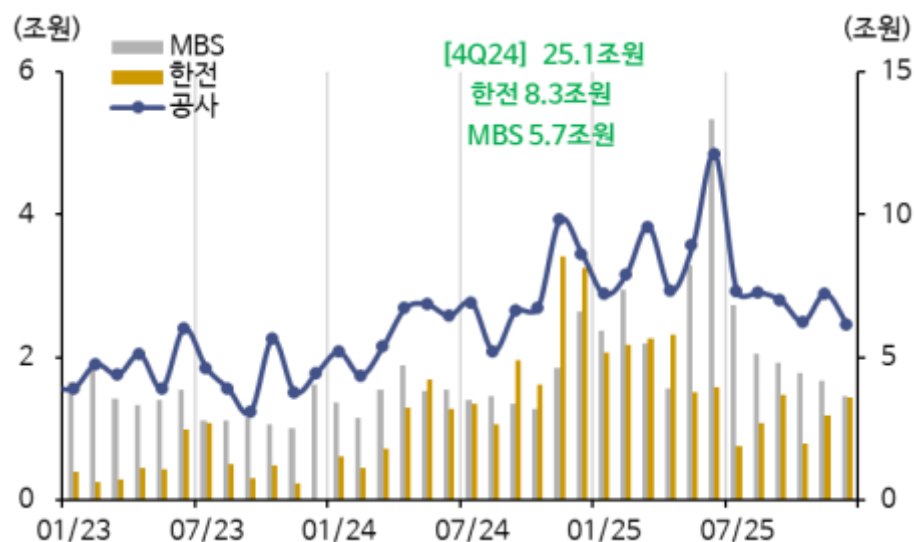
# 초우량물 수급 고민 반복



## 연말 초우량물 만기 집중. 낮은 금리 속 부정적 재료 민감

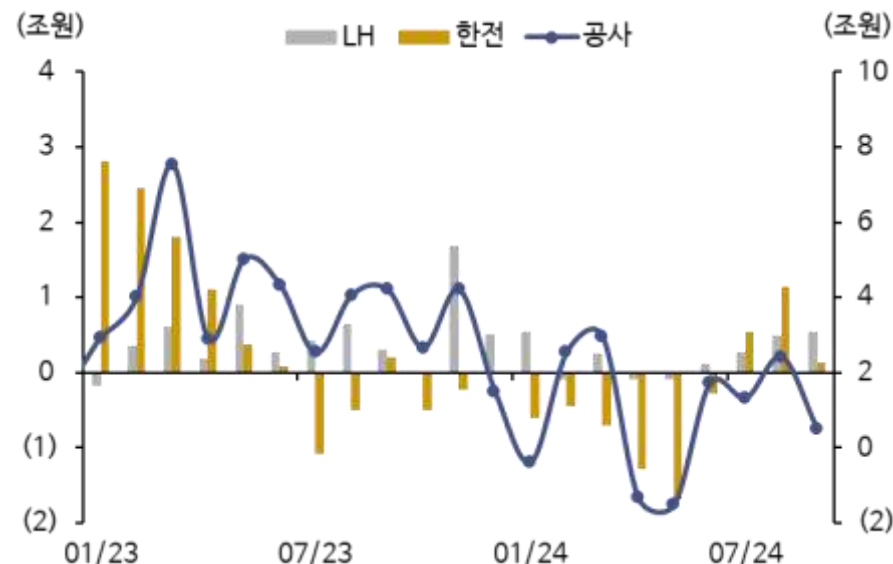
- 10~12월 크레딧 만기도래 규모. 공사채 25.1조원. 전반적으로 4분기에 만기도래 규모가 집중되고, 전년대비 급증
- 한전채 8.3조원으로 만기도래분 1/3 점유(11월 3.4조원, 12월 3.2조원, 연말에 집중)
- 한전채와 MBS를 제외한 공사채 만기 규모는 12.2조원(지방 포함. 농협/수협중앙회 제외)
- 7월 이후 LH 순발행 규모 1.3조원으로 한전 1.8조원에 육박

10~12월 만기: 공사 25.1조원, 한전 8.3조원, MBS 5.7조원



자료: 인포맥스, 신한투자증권

최근 한전채 발행규모 따라잡는 LH 순발행 규모



자료: 인포맥스, 신한투자증권

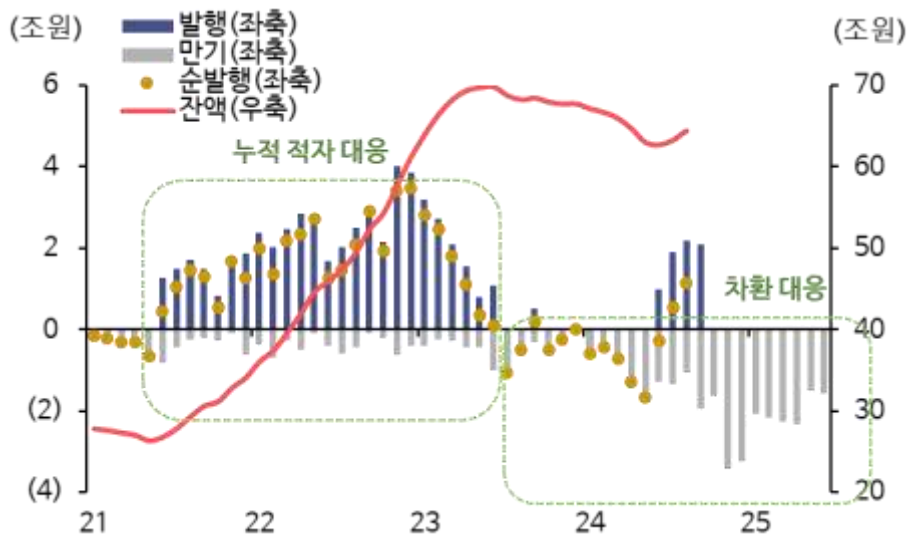
# 한전채 발 수급 부담 제한적



## 차입금 덜어내고 있는 한전

- 상반기 6.5조원의 영업현금흐름, 1.4조원 규모의 현금성자산 기반으로 차입금 및 사채 7조원 상환, 신규 차입금 및 사채 3.7조원 증가
- 연내 영업현금창출력이 비슷한 수준을 유지, CP/회사채 비율 유지한다면 낙관적으로 약 3,693억원의 추가 발행 수요 예상  
: 회사채 상환(13.9조원) - 현금성자산(2,056억원) - 영업현금흐름(6.5조원) - 기발행(3.1조원)
- 유동금융부채는 40.7조원, 현금성자산+유동금융자산 4,814억원. 낮아진 금리 레벨 속 부채구조 장기화 위한 추가 자금 니즈 존재
- 현재 한전채 사채발행한도 87.6조원, 시장성자금 규모 83.5조원

### 한전채 월별 발행만기 추이



자료: 인포맥스, 신한투자증권

### 한전 현금흐름표 발체. 현금 6월말 2,056억원

	3월말(분기)	6월말(반기)
기초 현금및현금성자산(12월)	14,745	14,745
영업현금흐름	43,566	65,751
재무활동으로 인한 현금흐름	(42,409)	(47,789)
- 단기차입금 증가	88,350	20,000
- 단기차입금 감소	(131,200)	(35,100)
- 사채 및 장기차입금 차입	19,884	37,383
- 사채 및 장기차입금 상환	(19,100)	(70,563)
기말 현금및현금성자산	1,433	2,056

자료: Dart, 신한투자증권

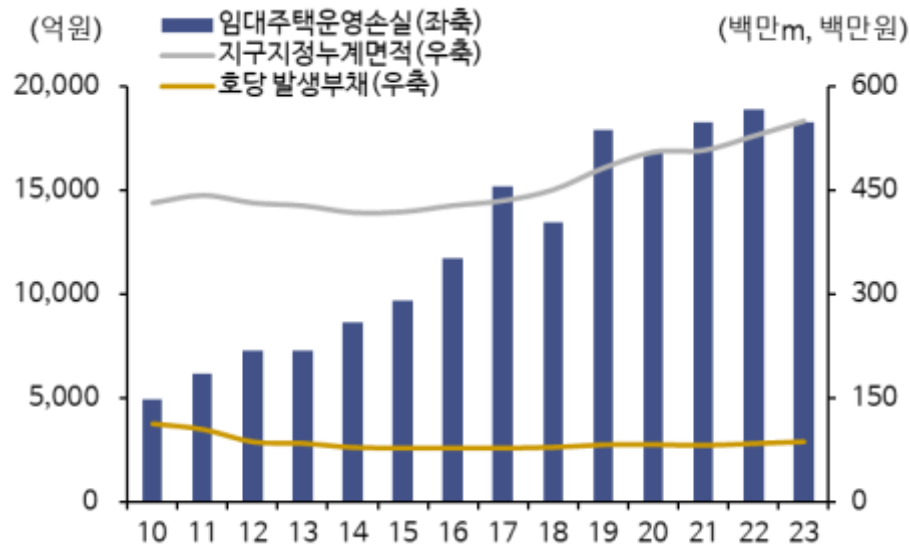
# 주택경기 부진 속 LH 부담 가중



## LH 부채 결정 요인: 미매각 토지, 임대주택운영손실, 지구지정 누계면적

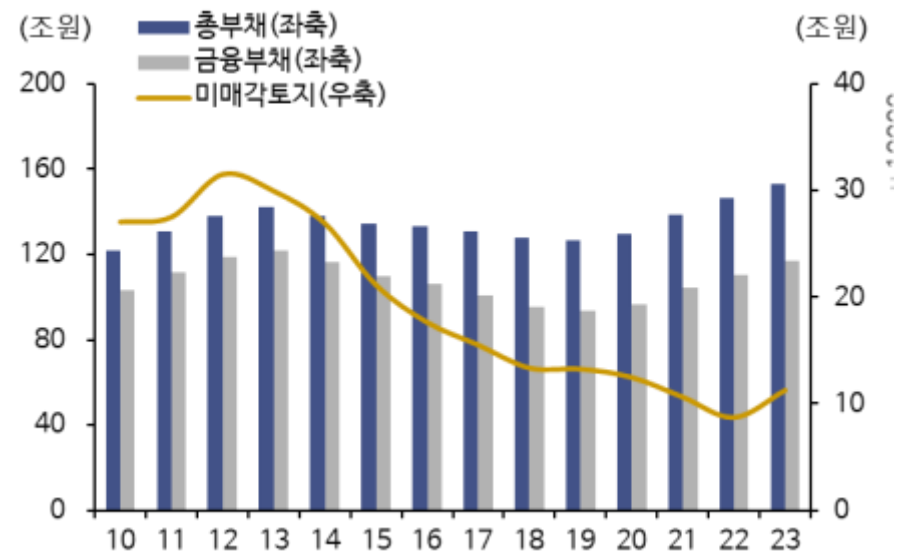
- 1) 미매각 토지: 금융위기로 인한 부동산 경기침체로 '12년말에 31.5조원 기록
- '13년 판매목표 관리제 시행 등의 총력판매 노력으로 '22년말 8.7조원까지 감소. 최근 경기하락에 따른 판매분양대금 연체 증가로 증가
- 2) 지구지정누계면적: 부동산 경기 및 시장수요에 따른 합리적인 사업계획 수립, 회수 기간내 적정 사업비 유지로 부채 감소중이었으나 정책사업물량 급증(주택공급 확대, 3기신도시 지정 등)에 따른 사업비 증가로 부채가 소폭 증가

2024년 상반기, 한전 시장성 자금 조달 규모 35.8조원



자료: 인포맥스, 신한투자증권

한전 현금흐름표 발체. 현금 6월말 2,056억원



자료: Dart, 신한투자증권

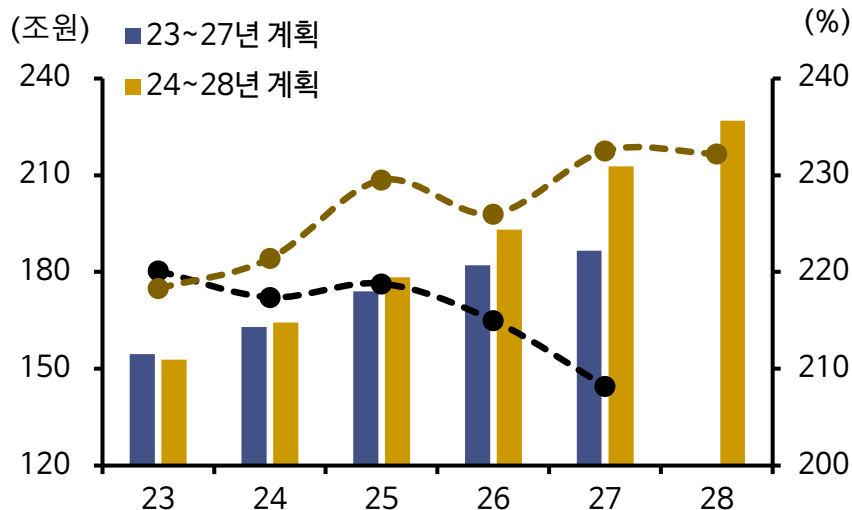
# 주택경기 부진 속 LH 부담 가중



## LH 중장기 자금 수요 확대. 연내 발행 급증은 제한적 판단

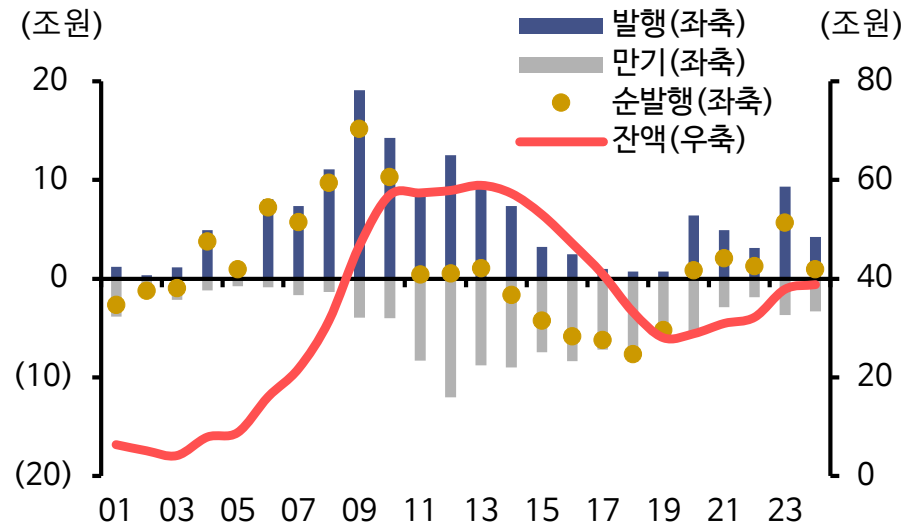
- 금융위기 이후 부동산 경기 침체 장기화 속 미매각 토지 증가, 정책사업물량 급증으로 LH 부채 증가율 7.4% 육박
- 해당 시기 채권 순발행 규모도 연간 15조원 기록(09년 15.1조원, 10년 10.2조원)
- 초우량물 발행 확대 전망이 시장의 매수 심리를 꺾는 재료로 작용하고 있는 상황에서 공사채センチ멘탈에 부정적인 재료로 해석
- 단, 24년 부채 전망치 164.4조원은 전년 계획치 대비 1.4조원 증가한 수준. 중장기 자금 조달 니즈는 확고하나, 연내 자금 부담이 급격히 확대될 가능성은 제한적으로 판단

### LH 부채 규모 및 부채비율 전망



자료: 기획재정부, 신한투자증권

### LH 채권 발행 규모



자료: 인포맥스, 신한투자증권

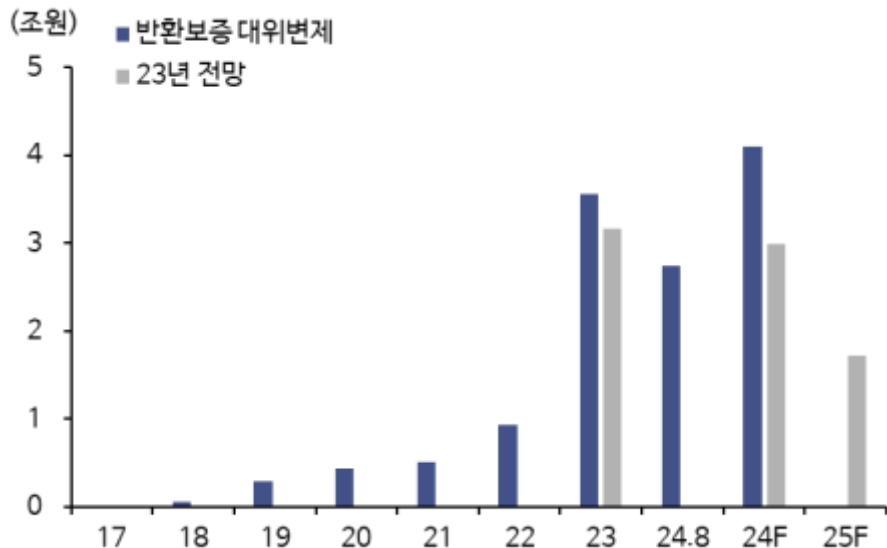
# HUG, 대위변제 부담 속 자본 확충 필요성



## 자본 규모와 연계된 보증 사업. 대위변제 위한 자금 조달 확대

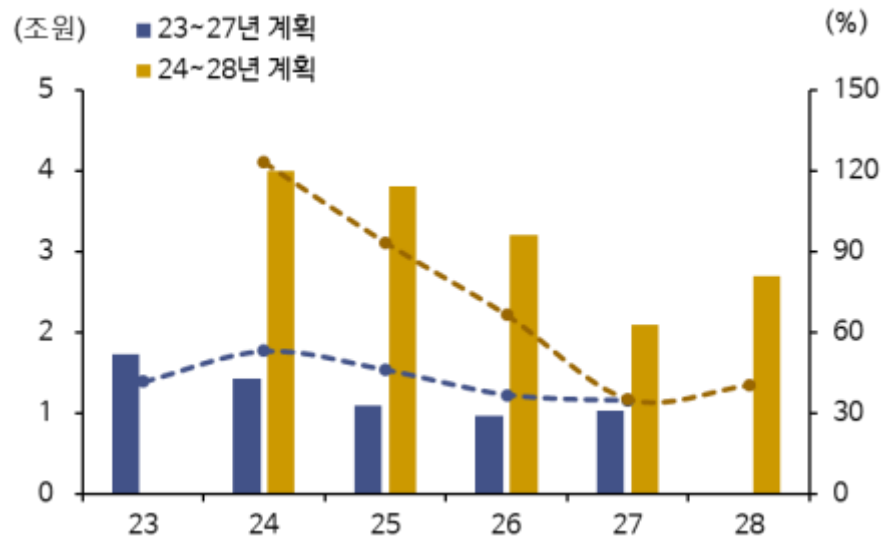
- 최근 LH, HUG 신종자본증권 발행 통한 자본확충 언급. 주택도시보증법, 자기자본대비 보증금액 비율 90배 이내로 규정
- 2023년 HUG 자본금 2.9조원. 작년 전세반환보증 대위변제액 3.5조원 등 당기순이익 급감하며 자본금 감소
- 2024년 8월 대위변제 규모 4.1조원 집계, 연말 4.1조원 이상 예상되며 적자 부담 가중
- 공사채 내 비중, 사모 발행 후 정부 매입 시 공사채 수급 영향은 제한적. 단, 공공부문 전반의 정책자금 조달 부담은センチ멘탈 상 부정적

주택도시보증공사(HUG) 전세보증금 대위변제



자료: 더불어민주당 송명수 의원실, 신한투자증권

중장기 재무관리 계획, HUG 부채규모 계획대비 3.5조원 증가 예상



자료: 기재부, 신한투자증권

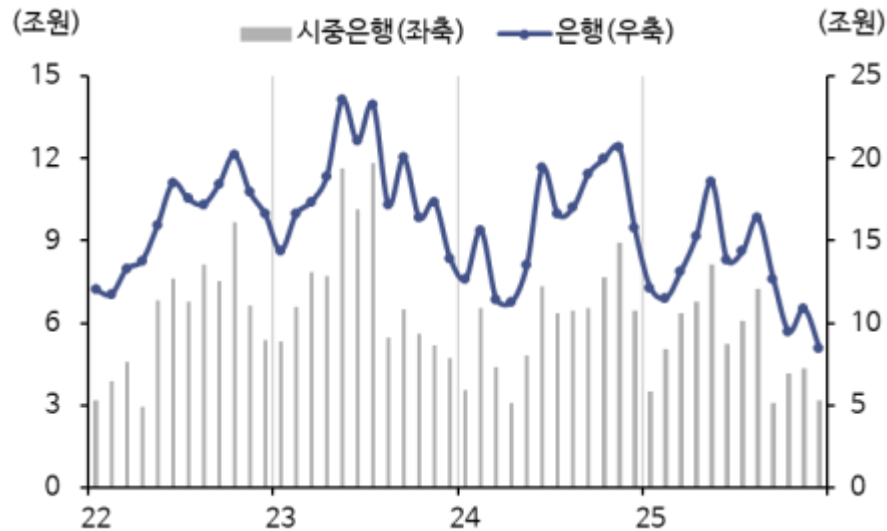
# 은행채: 견조한 주담대, 기업대출 성장세



## 차환 부담 + 대출 수요 대응 속 자금수요 확대

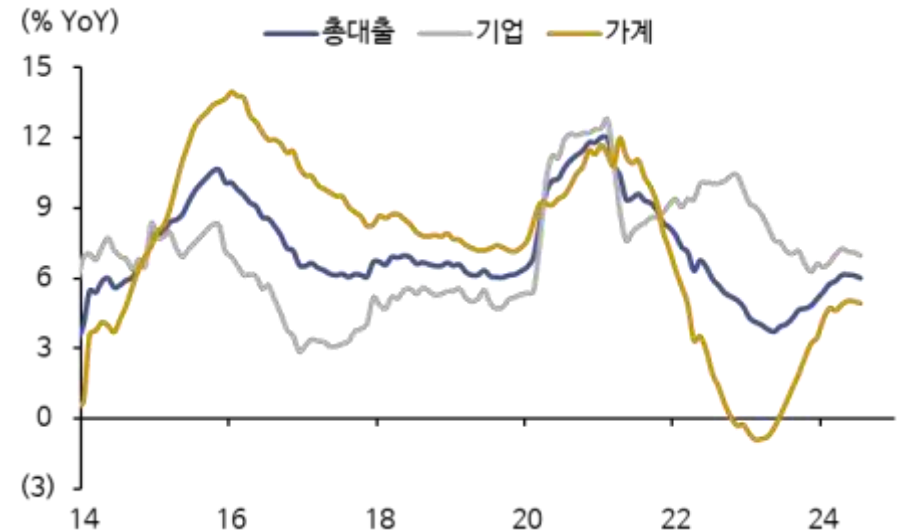
- 1) 차환수요 - 9~12월 은행채 75.5조원, 시중은행채 33.2조원 만기도래
- 총대출은 5%대 성장 지속. 7월 은행 가계대출은 5.5조원 증가
  - 1) 주택매매 증가, 2) 대출금리 하락, 3) 정책대출 공급 지속 등으로 주택담보대출이 5.6조원 증가한데 기인

4Q24 만기: 은행 56.4조원, 시은 23조원



자료: 인포맥스, 신한투자증권/주: 시중은행=은행-3대 특수은행

은행권 차주별 대출성장률 추이



자료: 한국은행, 신한투자증권

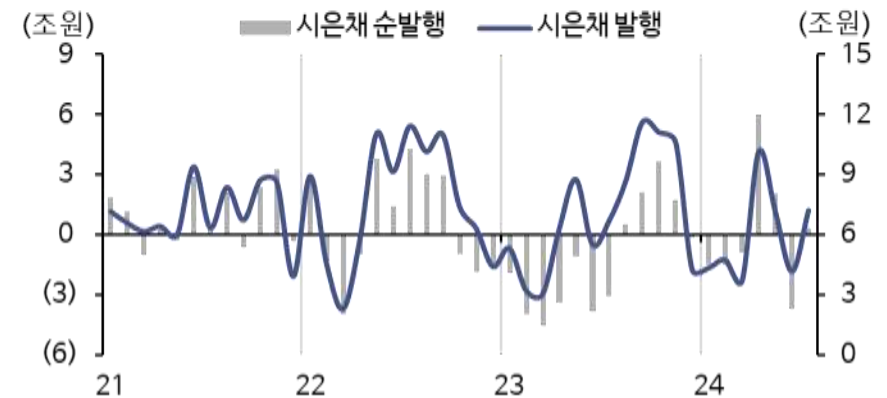
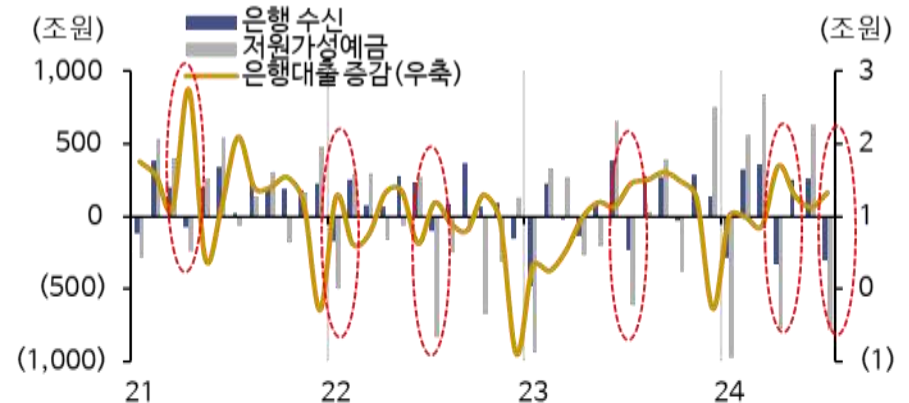
# 대출 성장세가 중요할 은행권 자금 조달 니즈



## 분기말 직후 자금유출 & 대출 수요 집중 유의

- 은행채 발행은 대출성장률 및 규제 대응(LCR 규제비율 정상화, 은행채 발행한도 등)과 높은 관련성
- 특히 대출 수요 급증 및 저원가성예금 유출 맞물리는 시기 은행 발행 확대 압력
- 저원가성예금, 연초 유치된 후 하반기로 갈수록 줄어들거나(대학등록금), 분기말 익월 법인세/부가세 등 세금 납부 전 유입되었다가 이후 급격히 유출되는 계절성 존재
- 최근의 가계대출 규제 강화, 우호적인 회사채 발행 여건 감안 시 대출 증가세 둔화 가능성 우위. 연말 은행채 수급 부담 제한적

## 은행채 발행 니즈 1) 대출 성장 2) 저원가성예금 유출 시 확대 경향



자료: 인포맥스, 신한투자증권



# Risk-on 자극할 금리 레벨



## AA급 이상 여전채 디스카운트 해소감소

- 박스권 내 등락할 금리 수준. AA급 이상은 상위등급과의 갭 축소 여력 제한되며 저가매수 수요는 A급에 집중될 것
- 여전채 동일 등급 회사채와의 스프레드 갭 축소. AA+ 5.4bp 역전, AA- 3.5bp  
: PF 리스크, 자영업자 대출 건전성 저하 우려에도 거래 유동성 우위 속 여전채 디스카운트 해소
- 크레딧 시장 Risk on 강화할 금리 수준. A급 상대적 강세 전망

## 섹터간 스프레드 갭



자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 3년물 기준

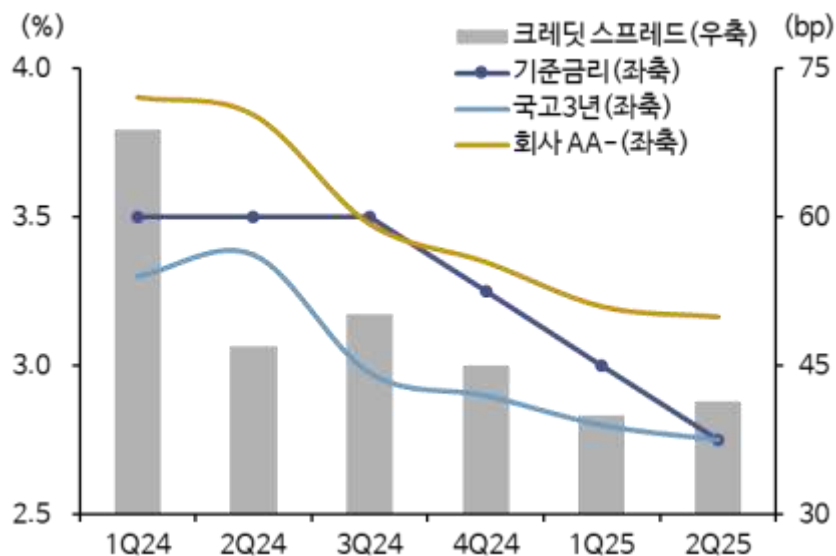
# 소문난 잔치에 먹을게 없다



## 4Q24 전망: 절대 금리 하락 경로 유지. 단, 하락 폭은 10bp 내외

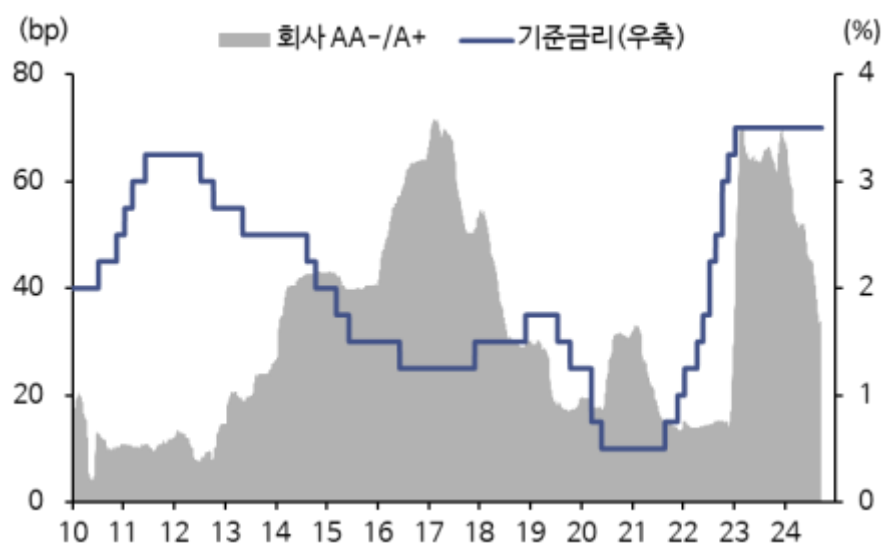
- 1Q25 추가 인하 기대 속 평균 금리 하락 경로 유지, 박스권 상단 접근 시 저가 매수 유효
- 10월 금통위 기준금리 인하 후 국채 금리 조정 압력에도, 단기금리 하락 반영 및 크레딧 역캐리 부담 해소 기대
- 이후 추가 금리 인하 횟수와 시기 전망에 따라 차익 실현과 저가매수가 혼조되는 4분기 크레딧 시장 흐름 예상
- 자본 손실 상쇄할 크레딧 캐리에 집중. 회사채 A+ / AA- 갭 34.3bp로 장기 평균 대비 저평가, 4Q 커브 스틱 시 듀레이션 확대 기회

### 크레딧 스프레드 경로



자료: 신한투자증권

### 회사 AA-/A+ 스프레드 갭



자료: 한국은행, 신한투자증권

4Q24 해외 크레딧시장 전망

## 서곡(序曲)



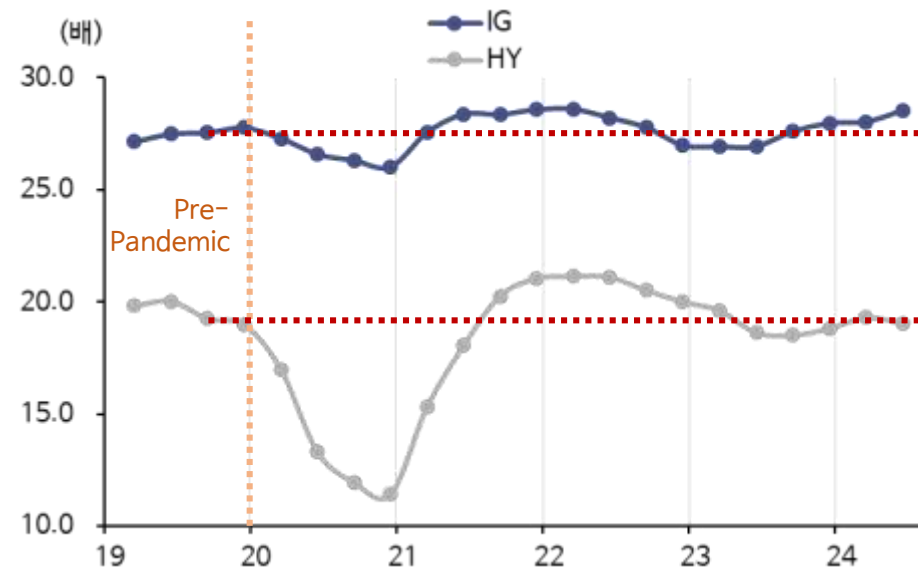
# I. 세 가지 변수



## 1) 3분기 실적 발표(10월): 강한 기업 신용 지표

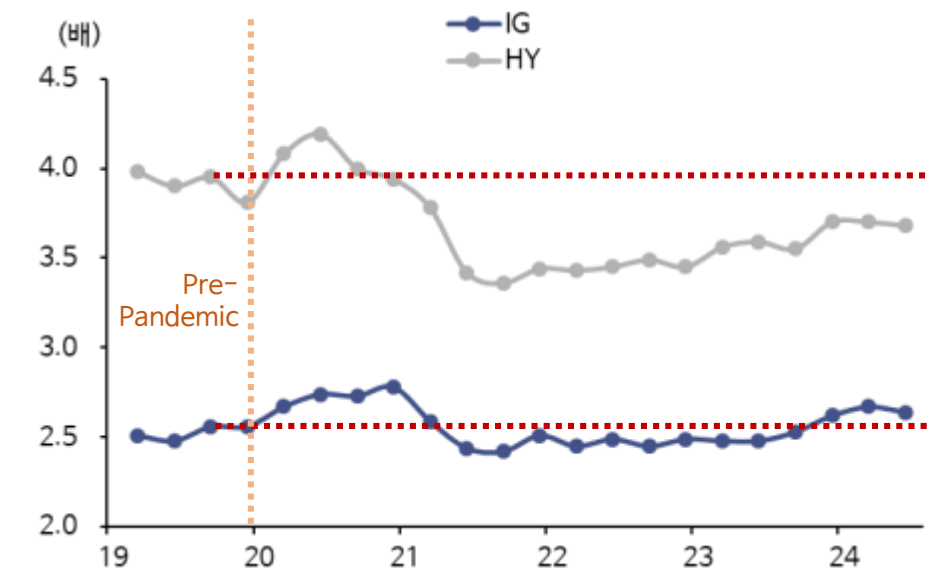
- 10월 2주차 美 대형은행들을 시작으로 3분기 실적 발표 예정
- 2분기까지 美 기업 수익성(EBITDA Margin)은 팬데믹 이전(Pre-Pandemic)과 비슷(HY)하거나 오히려 개선(IG)  
→ 고금리 환경에서도 기업 이익은 크게 훼손되지 않음을 확인
- 부채 커버리지(순차입금/EBITDA)도 팬데믹 이전 하회(HY)하거나 소폭의 레버리지 증가(IG)에 그침
- 강한 기업 신용 지표 Trend. 3분기 실적 통해 일부 부실화(Deterioration) 확인되더라도 수용가능한 수준에 그칠 것으로 예상

미국: EBITDA 마진



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 상하위 10% 조정 평균 기준

미국: 순차입금/EBITDA



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 상하위 10% 조정 평균 기준

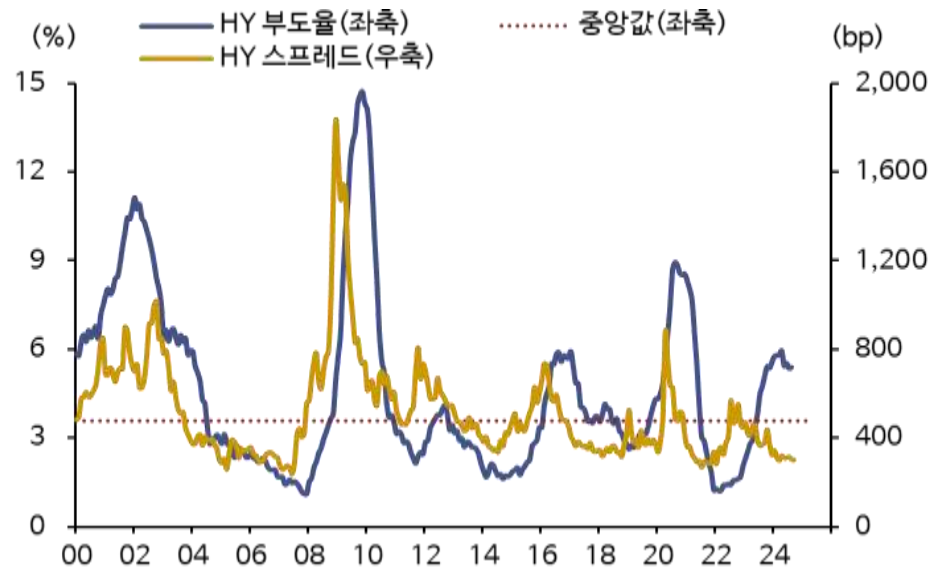
# I. 세 가지 변수



## 1) 3분기 실적 발표(10월): 기업 부도율과 신용등급

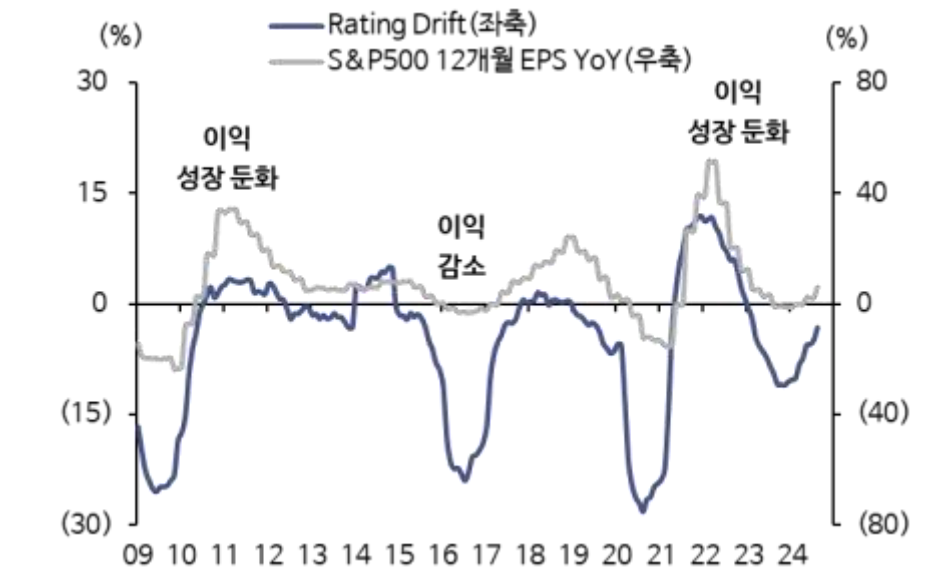
- 제한적인 스프레드(선행) 확대는 부도율(후행) 변화에 긍정적인 시그널
- 다만, 현재 HY 스프레드 추가 축소를 견인할 재료는 부족. 금리 인하 및 연착륙 기대 先 반영
- 신용등급 방향성(Rating Drift) 저점은 대체로 부도율 고점과 일치해왔지만, 이번 사이클은 '선행'('23년 11월 > '24년 4월)
- 3분기 실적 발표 구간에서도 HY 업체 부도율은 과거 대비 느리게 개선(하락)될 전망(∵ 2025년 점진적 인하 경로)

미국 HY 업체 부도율 및 전망치



자료: Moody's, Bloomberg, 신한투자증권

신용등급 방향성과 기업 이익 성장



자료: Moody's, Bloomberg, 신한투자증권

주: Rating Drift = (Notch 상향 업체 수 - Notch 하향 업체 수) ÷ 전체 발행사 수

# I. 세 가지 변수



## 2) 은행채 발행 증가(10월): B3E 개정안 공표 지연

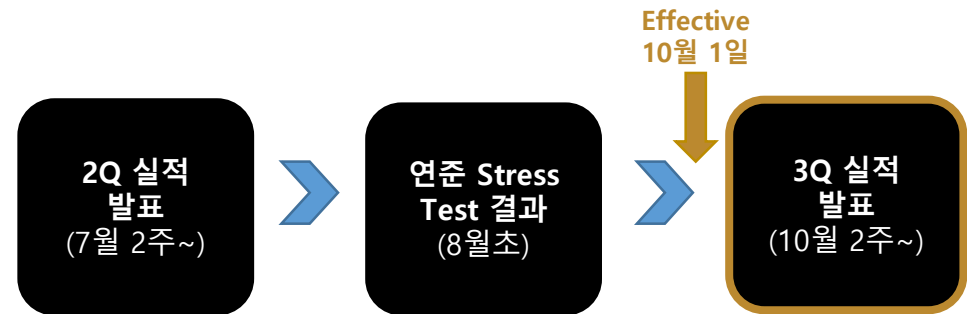
- 업계 의견 반영한 연준의 B3E 잠재 개정안, FDIC-OCC 반대로 공표 시기 불투명. 파월은 내년 상반기까지 확정하겠다고 언급
- 11월 美 대선뿐만 아니라, 새 행정부 출범 후에도 B3E 수정 작업 불가피해짐. 공화당-트럼프 승리 시 규제 무효화 시도 피할 수 없음
- EU와 영국은 자국 업체들에 대한 규제 형평성, 경쟁력 저하를 이유로 강화된 Basel III 규제 도입을 1년 연기(2026년 1월)  
→ 글로벌 대형은행들은 위험가중자산(RWA) 산정과 연계된 부채 조달(i.e. 은행채 발행)에 여유 확보

### Basel III Endgame(B3E) 도입 둘러싼 업계-금융당국 줄다리기

날짜	이벤트
2023년 7월	FDIC, 미국 Basel III 개혁안(Basel III Endgame, B3E) 초안(Proposal) 공개
2024년 7월	파월, 연준이 FDIC, OCC와 함께 제안 수정(Re-Proposal)을 추진 중이라고 언급 [EU] 강화된 Basel III 규제 도입을 2026년 1월 1일로 1년 연기
2024년 8월	파월, 제이미 다이먼(JP Morgan) 등 대형은행 CEO들과 비공개 회동
2024년 9월	10일 美 연준 부의장 Michael Barr, 규제자본 증가 9% 내외로 하는 중재안 계획 제시 [영국] 강화된 Basel III 규제 도입을 2026년 1월 1일로 1년 연기

자료: 언론 보도, FDIC, 신한투자증권

### 미국 대형은행: Capital Buffer 조정 Timeline



자료: 신한투자증권

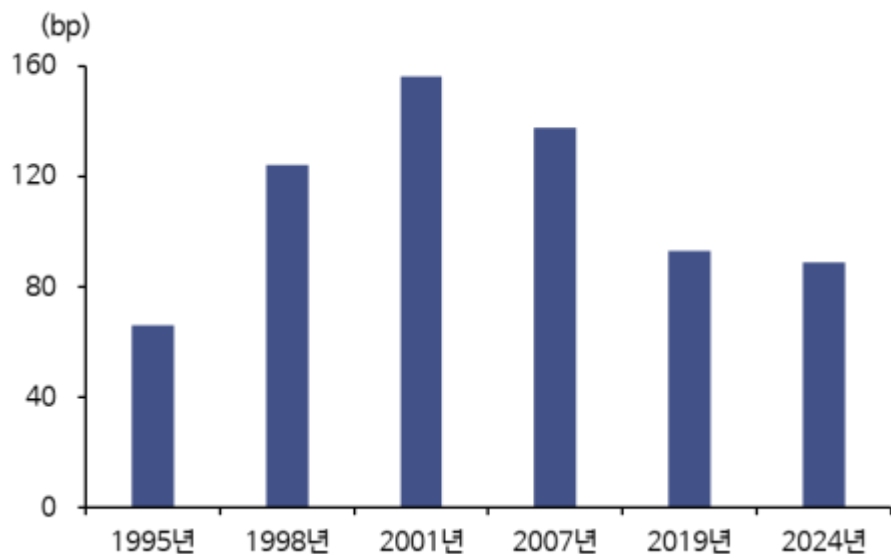
# 1. 세 가지 변수



## 2) 은행채 발행 증가(10월): Stress Test 후 계절적 증가

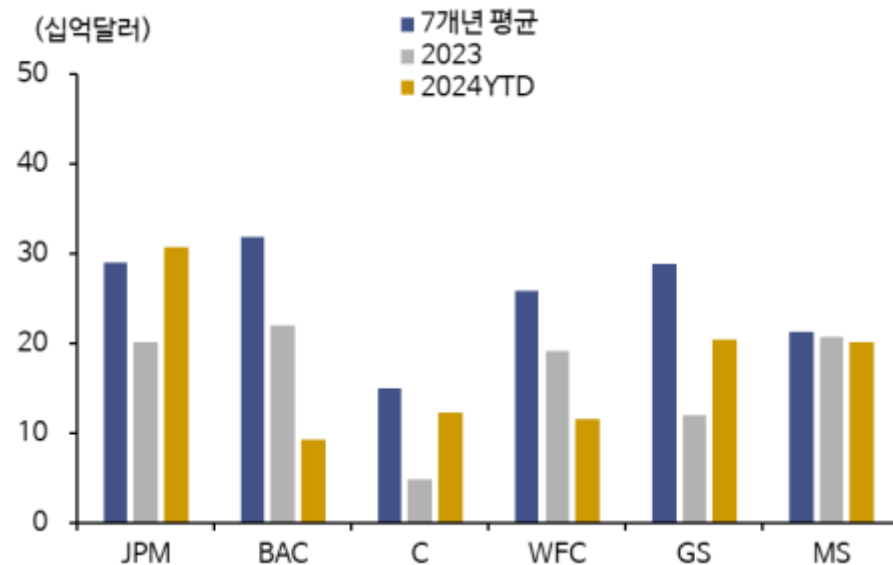
- 10월은 3분기 실적 발표 후 은행채 발행(Post-Earning Issuance) 집중되는 시기(∴ Stress Test 완료)
- 주로 중장기물 Tranche 발행이 많은 미국 은행들은 장기 금리 추가 하락을 기대하기보다는 낮은 스프레드 발행에도 만족할 것
- B3E 확정 전 부채 조달에 소극적이던 대형은행들(e.g. Bank of America, Wells Fargo 등) 중심으로 발행 크게 늘어날 수 있음
- 침체 우려 완화(연착륙 내러티브 강화)와 맞물리면, 회사채 장기물 커브 스티프닝은 더욱 탄력 → 장투 기관(보험, 연기금) 매수 유입

첫 금리 인하 직후 미국 IG 은행채 스프레드



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 6대 은행채 발행



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 무보증 선순위채 기준



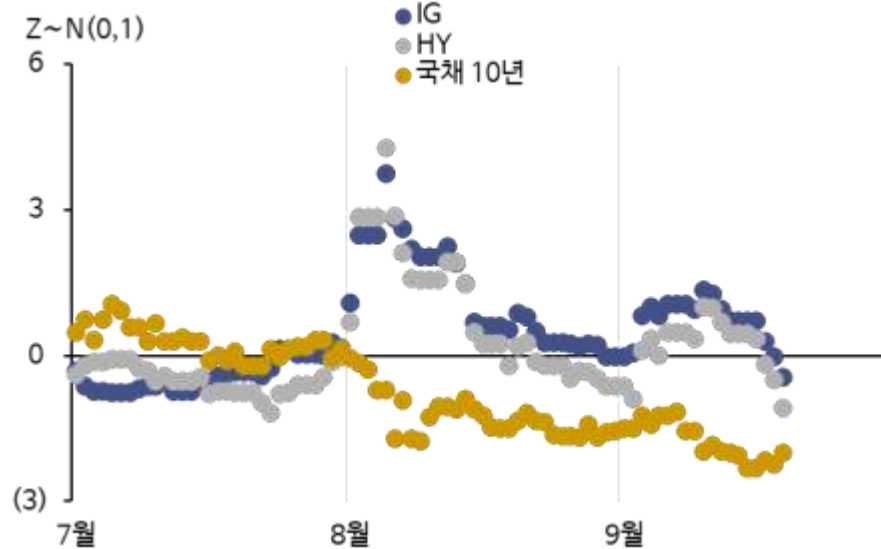
# 1. 세 가지 변수



## 3) 美 대통령 선거(11월)

- 전술한 두 가지 변수보다는 11/5 대선 이후 오히려 상하방 변동성 커질 수 있다는 생각
- 현재 시장에서 힘을 받는 두 가지 내러티브(연착륙 vs. 침체): 경기 악화는 해리스(現 정권 계승)보다 트럼프에 유리할 수 있지만, 11월 초까지 지표로 확인되는 내용 제한적일 것. Red Wave는 역사적으로 HY 강세와 상관성 有
- MBS는 트럼프 당선 시 GSE 민영화(Privatization) 급진전 될 수 있음 → Credit Negative. GSE의 수익 추구 강화(적극적 위험 대출 인수) 및 조달 비용 상승(Guarantor Fee 인상)

### 미국 회사채 스프레드 & 장기 금리 변동성



자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 주식 및 채권 변동성 지수



자료: Bloomberg, 신한투자증권

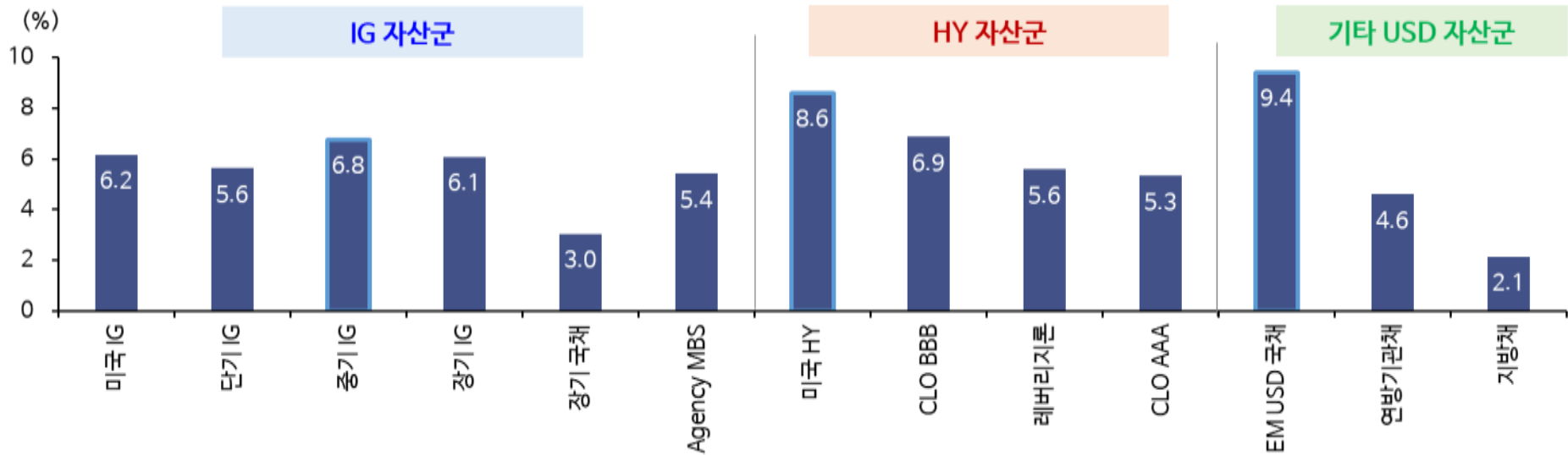
## II. USD 크레딧 전망/대응 전략



### USD 크레딧: 현재 좌표

- 미국 IG 회사채는 증기물(+6.8%)이 Benchmark(+6.2%) 대비 아웃퍼폼
- HY 자산군 가운데서는 회사채(+8.6%) 성과가 CLO(BBB +6.9%, AAA +5.3%), 레버리지론(+5.6%)보다 좋았음
- 다만, 연준은 공격적인 인하 후 점진적 완화(Slowdown) 경로 제시
- Roll-Down(만기 감소에 따른 커브 효과) 제외한 추가 금리 하락 및 스프레드 축소 가능성에 대해 고민 필요해진 시점

### Total Return(2024YTD)



자료: Bloomberg, 신한투자증권

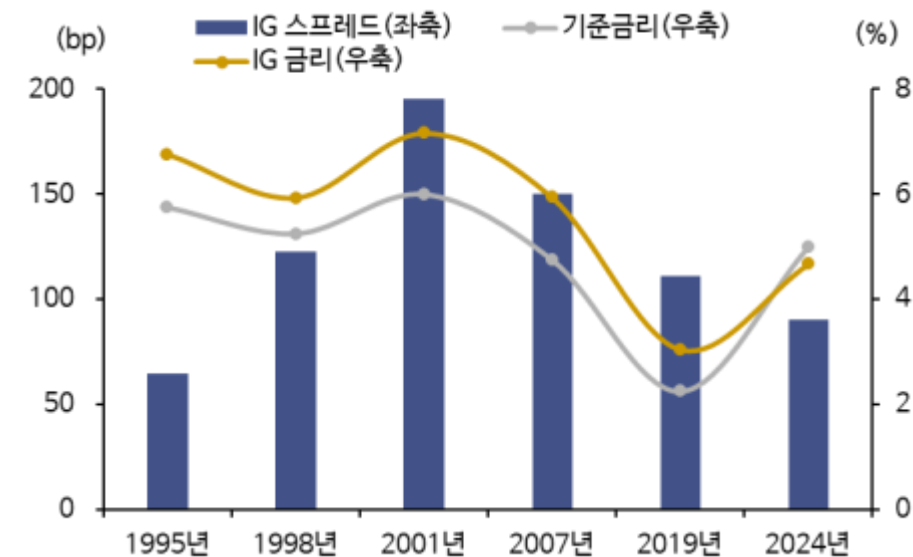
## II. USD 크레딧 전망/대응 전략



### 1) 미국 회사채: 투자등급(IG)

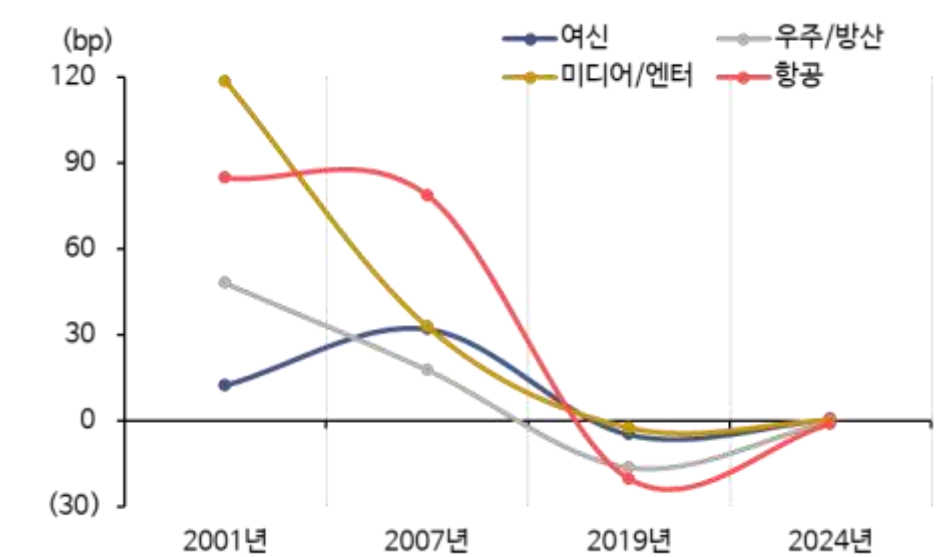
- 현재 IG 스프레드 레벨은 1998년 이후 인하 사이클 가운데 가장 낮은 수준
- IG Index 금리도 이미 '금리 인하'와 '연착륙' 기대를 상당 부분 先 반영
- 스프레드 커브 Flat한 만큼 큰 듀레이션 효과를 기대하기 어려움(1-3년 구간만 약간 Steep)
- 등급/만기 전략보다는 축소 여력 있는 섹터 선별이 유효: 항공(~15bp) > 우주/방산(10~15bp) > 여신(~5bp) > 미디어/엔터(~3bp)

첫 금리 인하 직후 IG 회사채 금리 및 스프레드



자료: FRED, Bloomberg, 신한투자증권

과거 인하 사이클 대비 IG 스프레드 매력: Top 4 섹터



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 현재 OAS를 기준점('0')으로 치환

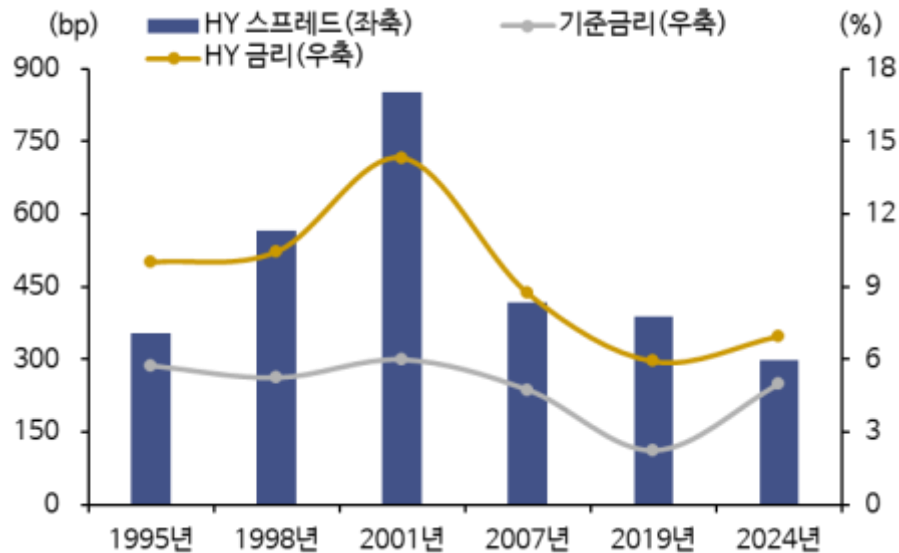
## II. USD 크레딧 전망/대응 전략



### 2) 미국 회사채: 하이일드(HY)

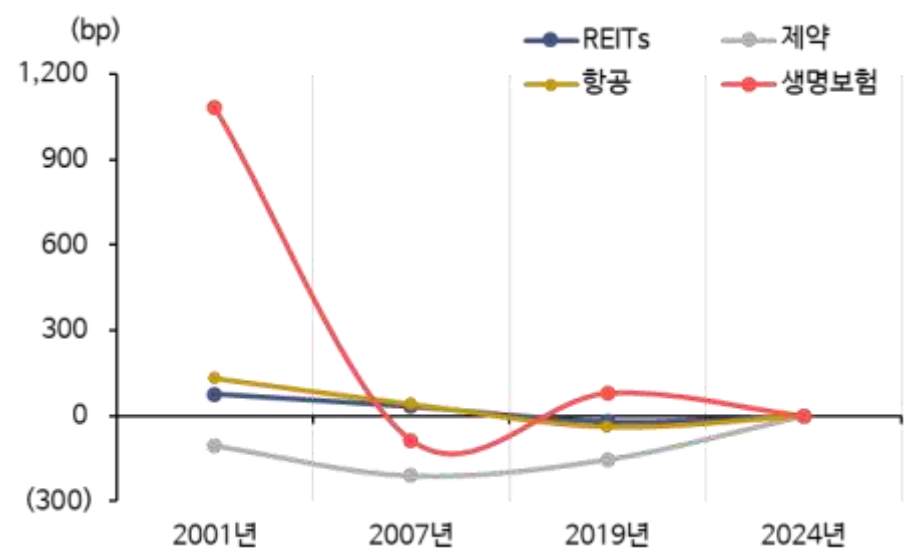
- 현재 HY 스프레드 레벨은 1995년 이후 인하 사이클 가운데 가장 낮은 수준
- 일반적으로, 연착륙 경로에서 크레딧 듀레이션 축소, IG 대비 HY 선호이지만 초과 수익 기대는 높지 않은 수준
- Excess Return보다는 캐리 집중. 되돌림 구간에서는 CLO(BBB/AAA), 레버리지론 등에 비해 성과 저조해질 가능성 있음
- 섹터로는 특유 이슈가 있는 업종(e.g. 통신, 케이블/위성, 미디어/엔터)을 제외한 제약, 항공, REITs, 생명보험을 상대적으로 선호

첫 금리 인하 직후 HY 회사채 금리 및 스프레드



자료: FRED, Bloomberg, 신한투자증권

과거 인하 사이클 대비 HY 스프레드 매력: Top 4 섹터



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 현재 OAS를 기준점('0')으로 치환

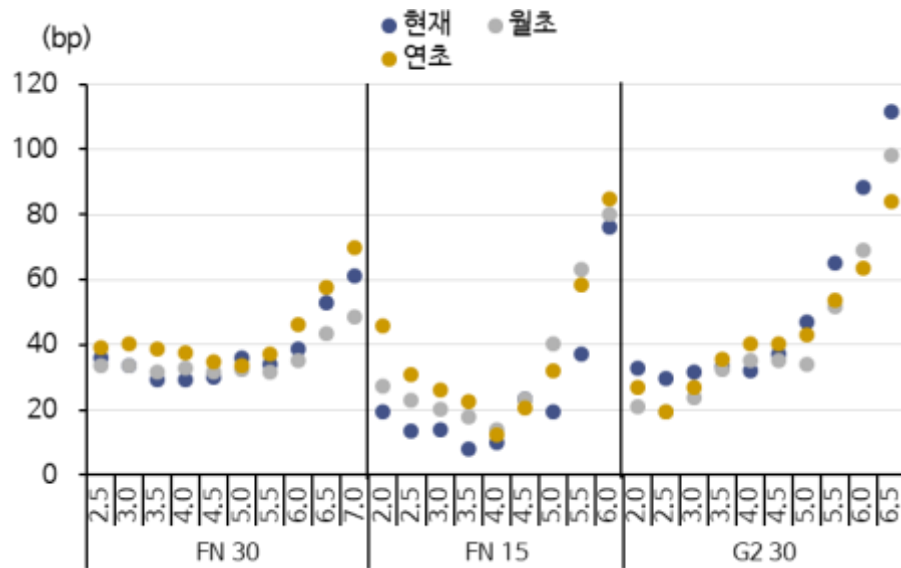
## II. USD 크레딧 전망/대응 전략



### 3) Agency MBS

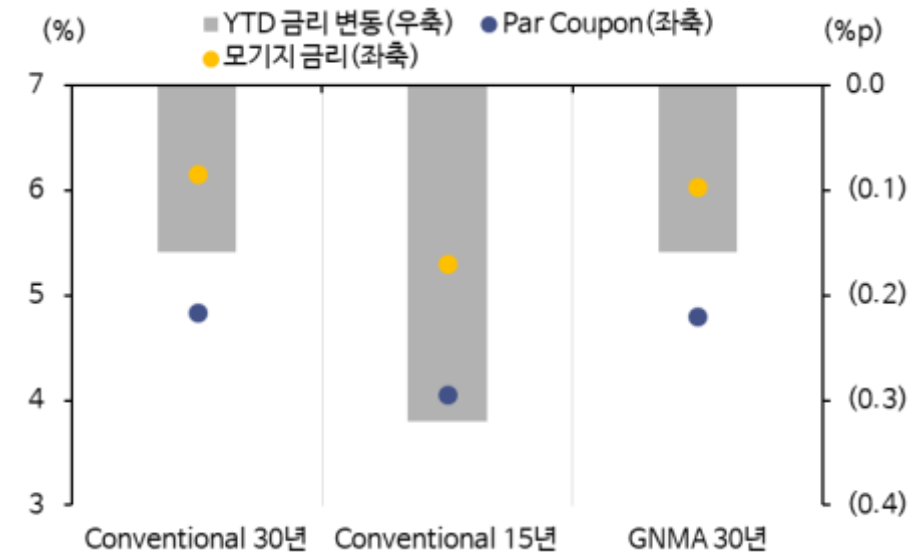
- 30년 모기지 고정금리(현재 6%대 초반)가 최소 4%대 하락 전까지 조기상환 리스크 제한적
- 구조적인 공급 부족으로 주택 가격 조정 가능성도 단기적으로 높지 않다는 판단 → 낮은 기초자산(모기지) 신용 리스크
- 은행, 외국인 등 주요 투자자 매수 강화가 선행되어야 MBS 스프레드 강세 지속. 고이표 MBS보다는 Par 또는 Discount 성과 양호할 것
- 점진적인 인하와 연착륙 기대가 이끄는 Risk-On은 대체로 MBS에 호의적. 다만, 패시브(i.e. ETF) 투자로 IG 대비 초과 수익을 내기는 쉽지 않을 것(↔ 침체 경로에서는 IG 대비 가격 하방 지지력 우수)

TBA 스프레드



자료: Bloomberg, 신한투자증권

벤치마크 모기지 금리



자료: Bloomberg, 신한투자증권

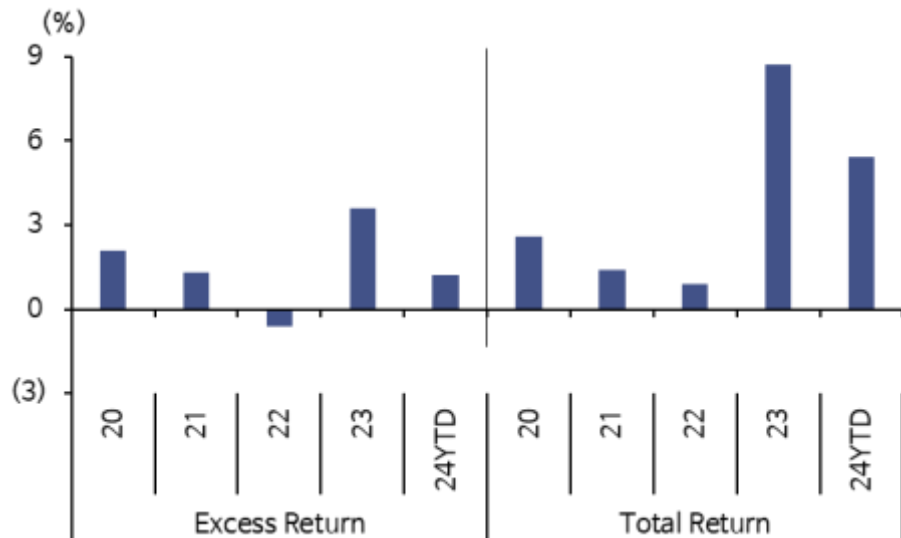
## II. USD 크레딧 전망/대응 전략



### 4) CLO AAA

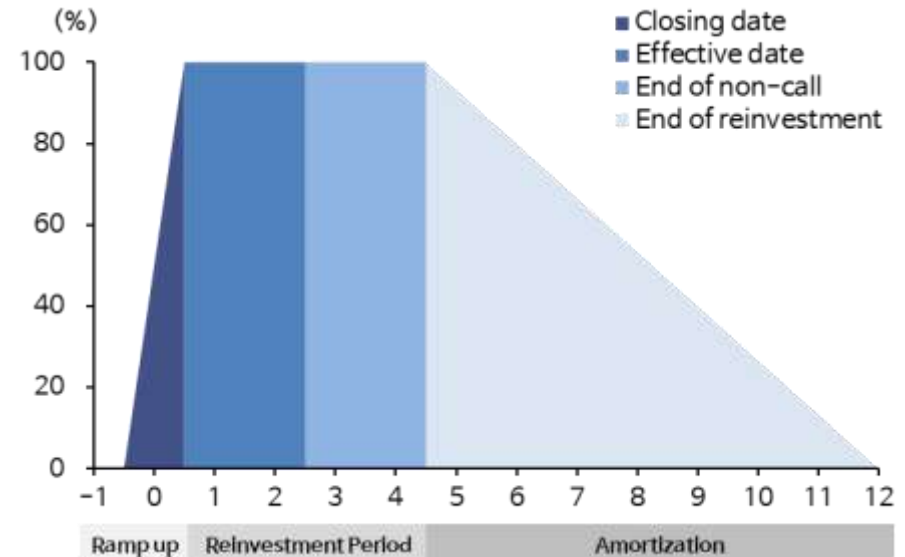
- '시장 스프레드 < CLO 스프레드'인 ITM(In-The-Money) CLO 증가 → Refi/Reset 증가(원리금 재투자 증가), Call 감소
- 2021년 Vintage의 Moneyiness 중앙값은 +2bp 수준. CLO 스프레드 추가 축소된다면 Refi/Reset 계속 증가할 것
- 시장 스프레드 횡보 또는 소폭 확대가 나오더라도 2022~23년 Vintage(Non-Call 2024년말 종료 CLO) Refi/Reset 늘어날 것
- Post-RP(재투자기간 종료) CLO + Loan Repayment/Repricing 증가 → CLO AAA부터 Full Amortization(원금 상환) 가속
- 금리 인하로 수익률 점차 하향되겠으나, 당분간 높은 캐리와 가격 안정성(초단기 듀레이션)에 초점. 대출 차주 환경은 개선(∴ 이자 감소)

#### BSL CLO AAA 투자 성과



자료: Barclays, Bloomberg, 신한투자증권

#### CLO의 Life Cycle



자료: 신한투자증권

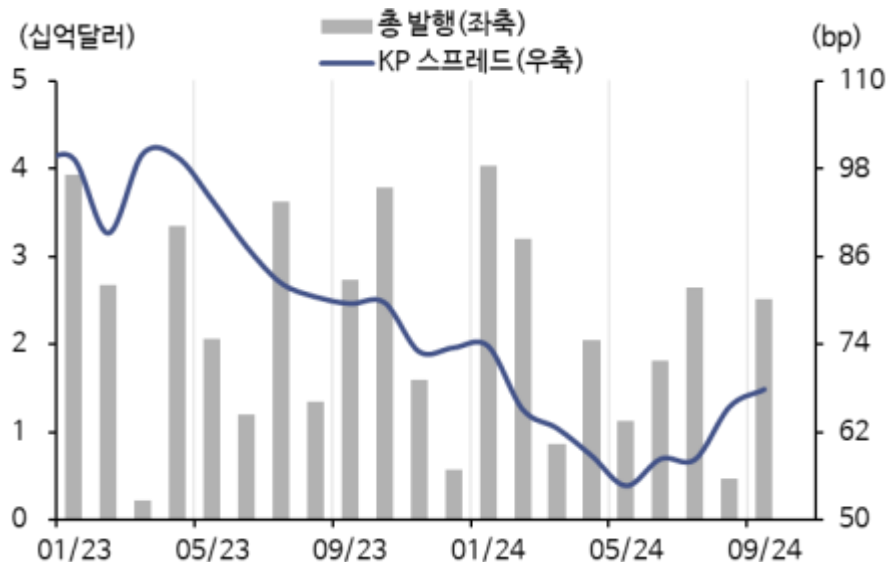
## II. USD 크레딧 전망/대응 전략



### 5) 한국물(KP)

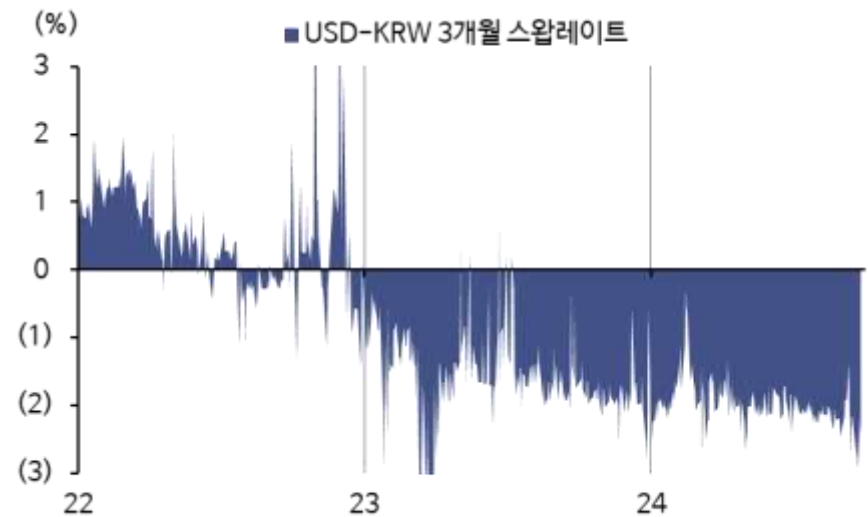
- 최근 美 연착륙 기대가 강화된 점은 크레딧 시장에 단기 호재이지만, 결국 Base Rate(국채 금리) 하락 이후 침체 없다면, 초과 수익 관점에서 매력있는 위험자산(HY 회사채/레버리지론/CLO/사모 크레딧 등)으로 자금 이탈 → KP와 같은 Quality 자산에 다소 부정적
- 다만, 한국물(KP)은 등급 구성(AA~A급) 면에서 USD IG Index에 비해 신용도 우수. 안정적인 非미국 USD 투자에 있어 활용도 높은 선택지. 中 경기 회복 지연으로 아시아 채권 시장 內 반사 수혜 지속
- 美 금리 인하 개시로 3개월 스왑레이트 변동성 확대됐으나, F/X 헤지 부담은 점진 완화될 것으로 기대. 국내 KRW 기관투자자 수요 회복

USD 한국물(KP): 월간 발행 및 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권

KRW-USD F/X 헤지비용



자료: 연합인포맥스, 신한투자증권 / 주: 스왑레이트 3개월물 기준



# Compliance Notice



## Compliance Notice

발행일: 2024년 9월 27일

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 안재균, 박민영, 정혜진, 모승규)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.



## THE **BOND** IDENTITY

4Q24 채권시장 전망

▶▶▶▶▶ [www.shinhansec.com](http://www.shinhansec.com)



고객지원센터: 1588-0365  
서울특별시 영등포구 의사당대로 96

 **신한투자증권**