

국내 크레딧시장 전망

# A보급창고

정혜진

Fixed Income Strategist

☎ 02-3772-2667

✉ [hyejin.j@shinhan.com](mailto:hyejin.j@shinhan.com)

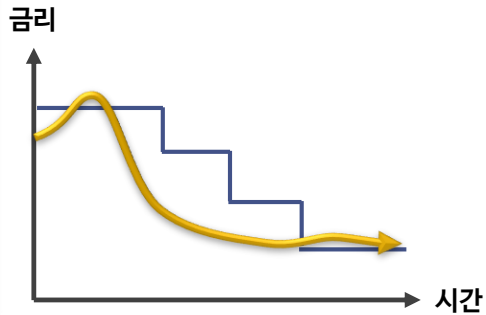
# Contents

I.	크레딧스프레드 경로	4
II.	수급 점검	12
III.	사라진 PF 공포	23

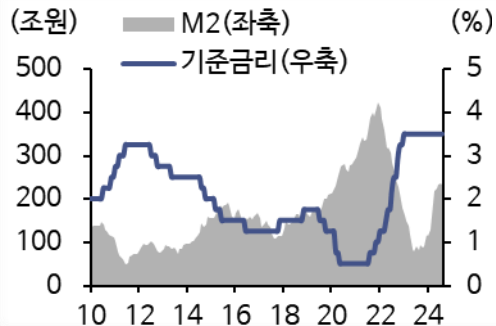
# [국내크레딧] Summary



## 인하 사이클 진입 vs. 금리 선반영



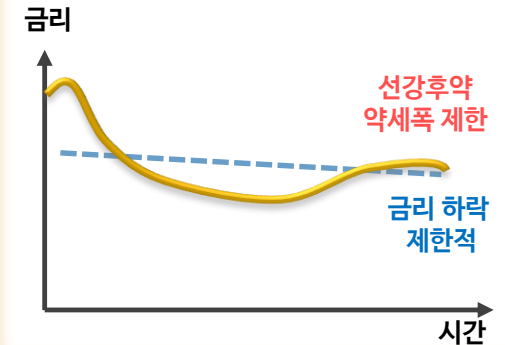
## 시장 유동성 유입, 국채 역캐리



## 크레딧 캐리 매력 유효

구분	상세	영향 (1) / (2)
<b>공사채</b> 만기 94조원 (YoY +15조원)	한전 10조원 흑자 전환, 순상환 전망	↑ / -
	LH, HUG 부채 및 조달 확대	↑ / ↑
<b>은행채</b> 만기 156.5 조원 (YoY -36조원)	가계대출 관리 기업 조달 여건 개선	↓ / ↓
<b>캐피탈, 카드사 조달여건 개선</b> (여전채 72조원, YoY -11조원)	PF 구조조정 시스템 리스크 제한적	↓ / ↓
	조달금리 절감 시 수익성 개선 기대	↓ / -

## 크레딧 스프레드 전망



## 여전채, A급 선호도 확대



자료: 인포맥스, 신한투자증권

## Part I.

# 크레딧 스프레드 경로

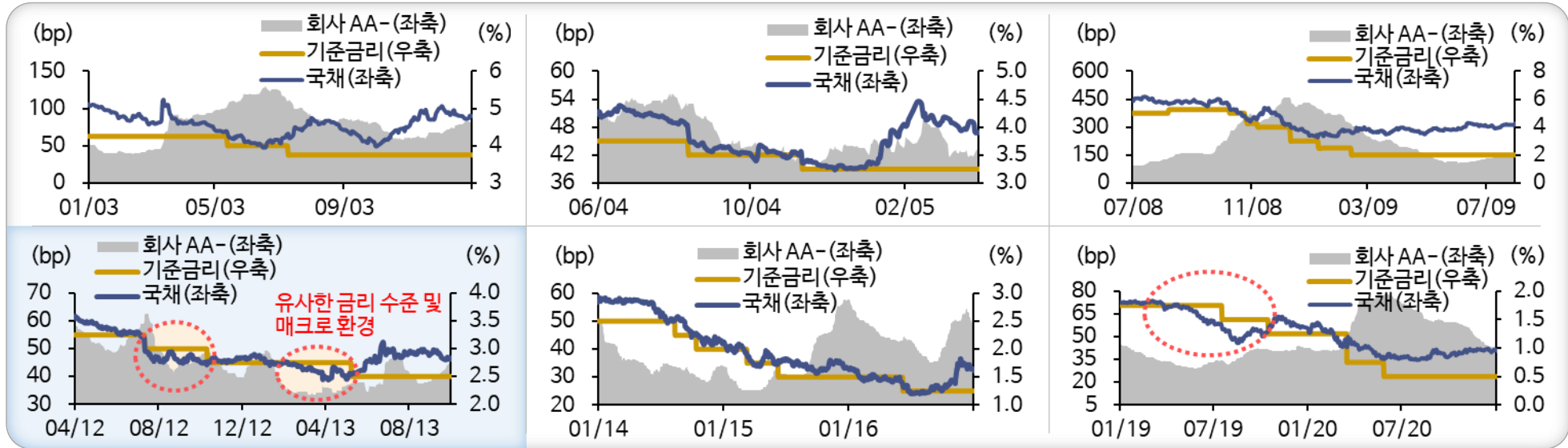
인하 사이클 돌입, 先동행 後확대



# 과거 금리 인하기 복기



## 금리 인하기 스프레드 패턴: 초반부 금리 동행(축소) & 후반부 확대 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: 인포맥스, 신한투자증권

# 금리 움직임이 중요할 상반기



## 13년 마지막 인하 전까지 기조적 강세

- 성장/물가 경로, 글로벌 통화정책 완화 공조 돌입, 3% 상회하는 기준금리 레벨 및 인하 선반영에 따른 국채 금리 역캐리 환경
- 신용 측면 내수 침체, 부동산 경기 부진 장기화에 따른 PF 위험, 신용등급 저하 우려 지속 등 유사한 환경
- 금리 장기 방향성 인하 사이클 下 하락 경로이나
- 크레딧 스프레드 추세적 확대 시점
  - 1) 이벤트 발생(저축은행 및 대기업 구조조정)
  - 2) 국채 역캐리 해소/장단기 금리차 회복 속 크레딧 상대 매력 약화

2012년 7월 첫 인하 후에도 금리 하락세 및 주요 스프레드 축소세 지속



자료: 인포맥스, 신한투자증권

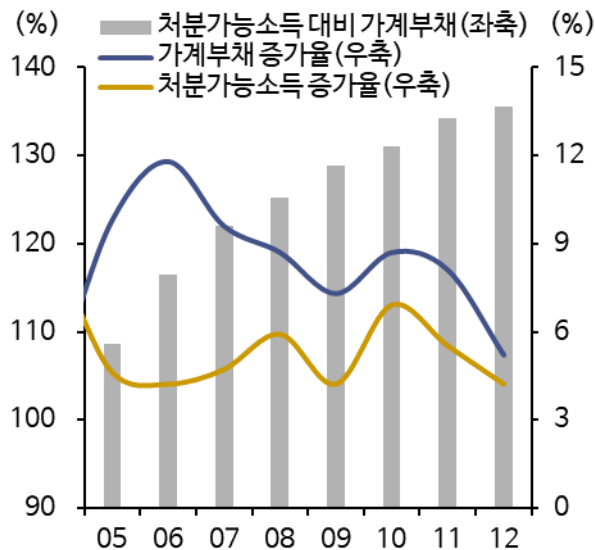
# 2012년 신용 여건 복기



## 가계: 2012년 경기 회복 지연, 주택 시장 부진 지속으로 신용 양극화

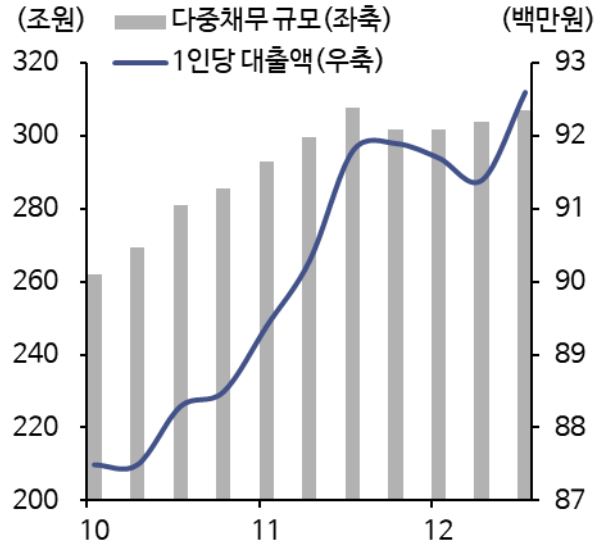
- 12년 가계부채 증가율 5.2%로 전년 8.1% 대비 둔화. 단 소득 증가율이 이를 하회하며 가처분소득대비 가계부채 비율 136%로 상승
- 금융기관 리스크 관리 강화로 저소득층 대출처 은행 → 비은행/대부업 이동. 부채 질적 수준 악화되며 다중채무자 연체율 상승
- 11년 대비 12년 저신용연체자 비중: 대부업(45.7% → 46.4%), 저축은행(31.7% → 36.5%), 상호조합(8.3% → 8.4%)로 부실위험 집중

처분가능소득 대비 가계부채 비율



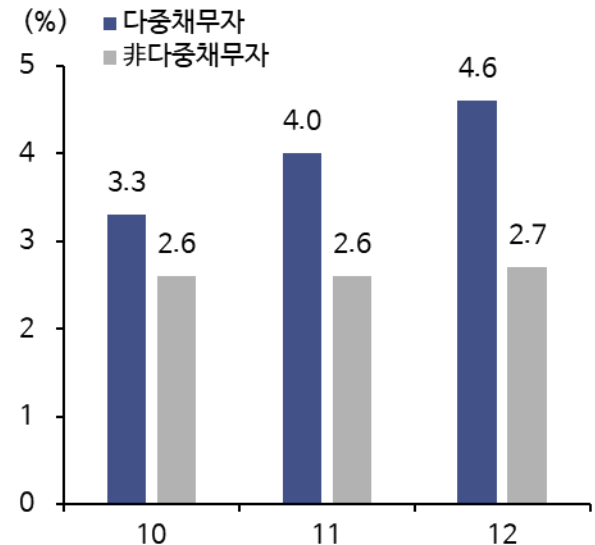
자료: 기획재정부, 신한투자증권

다중채무 규모 및 1인당 대출액 증가세



자료: 기획재정부, 신한투자증권

다중채무자 연체율 지표 악화



자료: 신한투자증권  
주: 20~23년 월평균 세수입 비중으로 추정

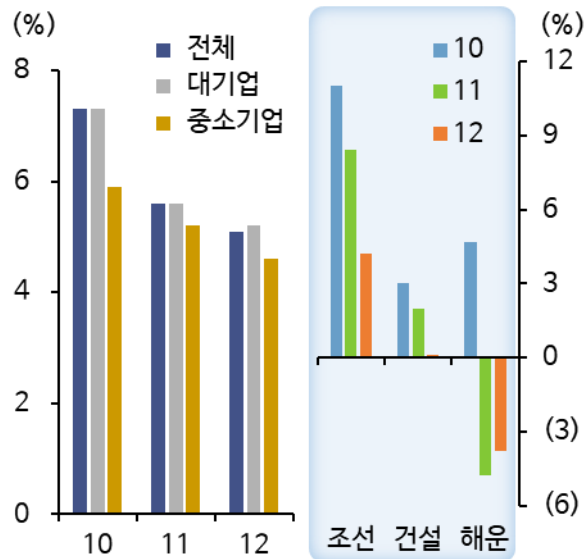
# 2012년 신용 여건 복기



## 기업: 경기민감 업종 부실 우려 증가. 전반적 재무안정성 악화

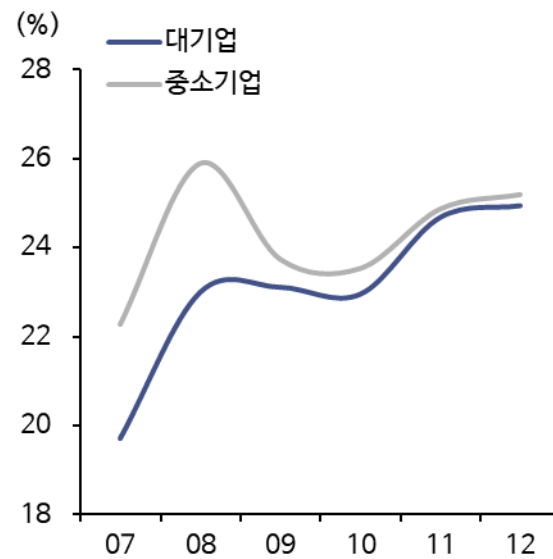
- 조선·건설 업종 기업은 상당수가 2012년 중 영업이익이 큰 폭으로 감소하거나 적자로 전환. 해운 2년 연속 적자로 재무건전성 위협
- 업종별 예상부도확률(EDF) 건설업 9.1%, 해운업 8.5%, 조선업 5.9%로 부도 가능성 부각
- 금감원 5대 경기민감 업종 모니터링 및 구조조정 단행

기업 영업이익률 추이



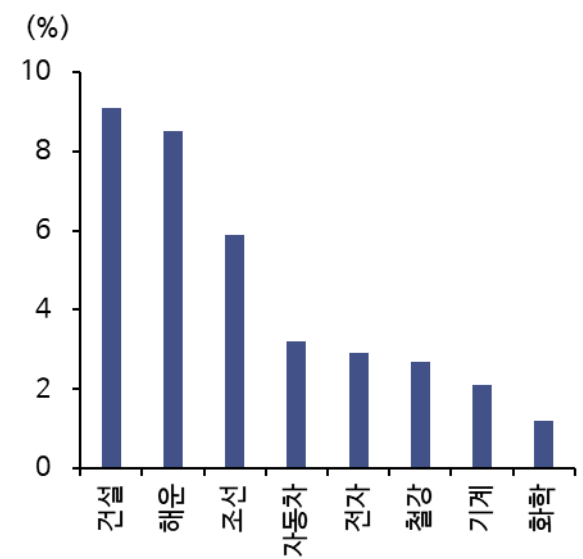
자료: 한국은행, 신한투자증권

기업규모별 차입금 의존도



자료: 한국은행, 신한투자증권

업종별 예상부도확률(EDF)



자료: KMW, 신한투자증권



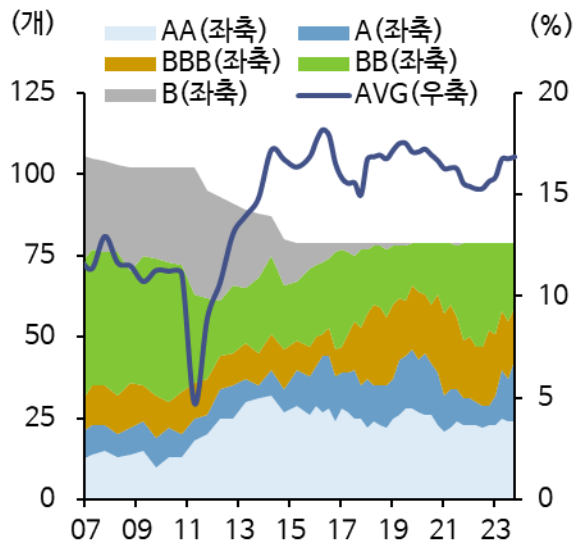
# 2012년 신용 여건 복기



## 금융권 손실 흡수력 비교: 저축은행

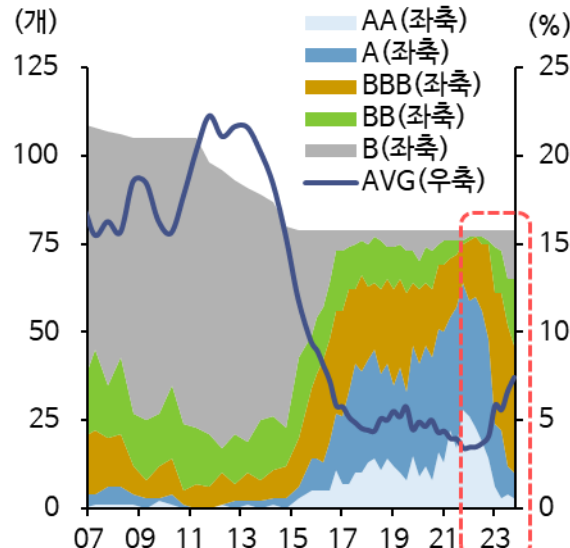
- 위기 반복으로 금융권 손실 흡수력 제고. 전 저축은행 BIS자본비율 9% 상회(적기시정조치 발동 기준 = 8%)
- 23년말 BIS자본비율 16.9%(8% 미만 0개사), 연체율 단순평균 7.4%(7% 초과 33개사), 대손충당금 적립률 79.8%(80% 미만 51개사)
- 22년 이후 건전성 지표 급격히 악화. 선제적으로 대출건전성 분류 엄격히 관리

저축은행 BIS 자본비율



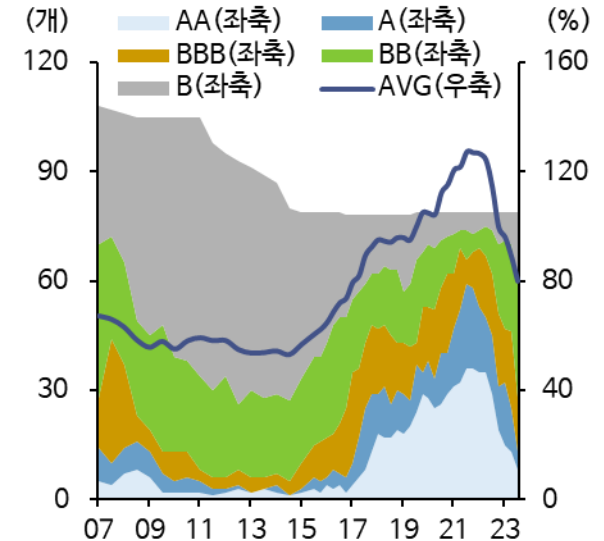
자료: 한국은행, 신한투자증권  
주: 1) 업체별 BIS자본비율 단순평균 값, 2) 등급은 신평사 상호저축은행 평가방법론상 세부 평가기준

22년 이후 저축은행 연체율 악화  
단, 과거대비 우수한 수준



자료: 한국은행, 신한투자증권  
주: 1) 업체별 연체율 단순평균 값, 2) 등급은 신평사 상호저축은행 평가방법론상 세부 평가기준(각각 2%, 4%, 7%, 10%)

고정이하여신 대비 총당금 적립률 79.8%



자료: 한국은행, 신한투자증권  
주: 1) 전체 고정이하 대비 총당금 적립률, 2) 등급은 신평사 상호저축은행 평가방법론상 세부 평가기준

# 추가 인하 기대 및 국채 역캐리 속 선강후약



## 3Q 이후 약세 전환 가능성 우위

- 先동행後확대 경로 감안 시, 2Q 인하 이후 스프레드 확대 전망
- 2025 낙관적 가정  
 $2.60\% + \text{회사채 3년 역사적 저점 } 25\text{bp} = 2.85\%$
- 2025 국채 및 스프레드 보수적 가정  
 $3.25\% + \text{회사채 YR 1.22 배 적용 } 73.5\text{bp} = 3.985\%$
- 금리 인하기 평균 YR 1.12 배,  
추가 인하 종료 후 1.2 배  
 $= 2.85\% + 34.2 \sim 57.0\text{bp} = 3.19 \sim 3.42\%$
- 평균 3.1~3.20% 타겟 감안 시 강세 폭 제한적
- 자본 차익보다 캐리에 집중할 25년

## 2025년 크레딧 스프레드 전망



## 한국 채권금리 전망

(%)	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
3/10년(bp, 평균)	15	10	10	10	10
회사채 스프레드(bp, 평균)	55bp	45bp	42.5bp	47.5bp	50bp

자료: 신한투자증권

# Risk-on 자극할 금리 레벨



## 캐리에 집중할 2025년. A급의 시대

- 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 상위등급 여전채 디스카운트 해소
- 크레딧 시장 Risk on 강화할 금리 수준. A급 상대적 강세 전망

### 섹터간 스프레드 갭



자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 3년물 기준

## Part II.

# 수급 점검



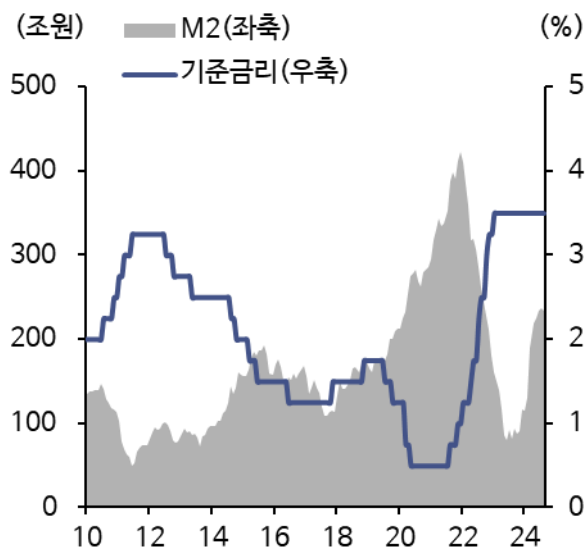
# 금리 인하 사이클 도입부, 대기 수요 견조



## 인하 주기 유동성 확대, 인하 기대 속 1H25 채권형 자금 유입 유효

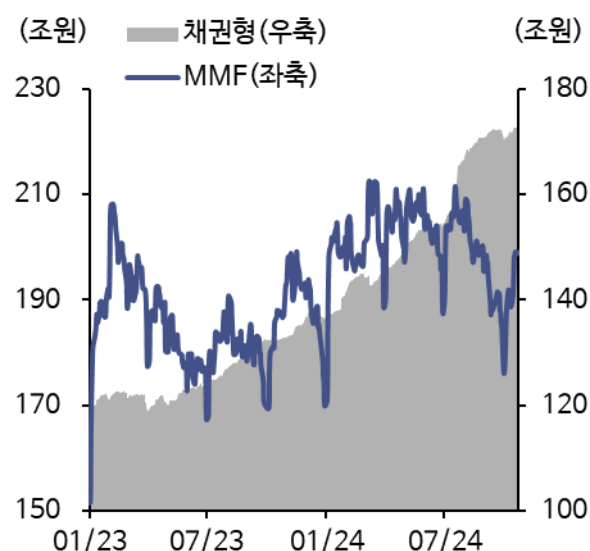
- M2 23년 5월 378조원에서 24년 8월 406조원까지 증가. 금리 인하 시기 시중 유동성 확대
- 채권형펀드 연중 유입 지속되는 가운데 7월 중 유입세 확대. 6월말 대비 18.4조원 증가
- 추가 자금 유입 의문에도 유동성 효과, 추가 인하 기대, 국고 역캐리 환경 고려 시 상반기 크레딧 투자 수요 유입 유효

기준금리 추이 및 M2 증가율



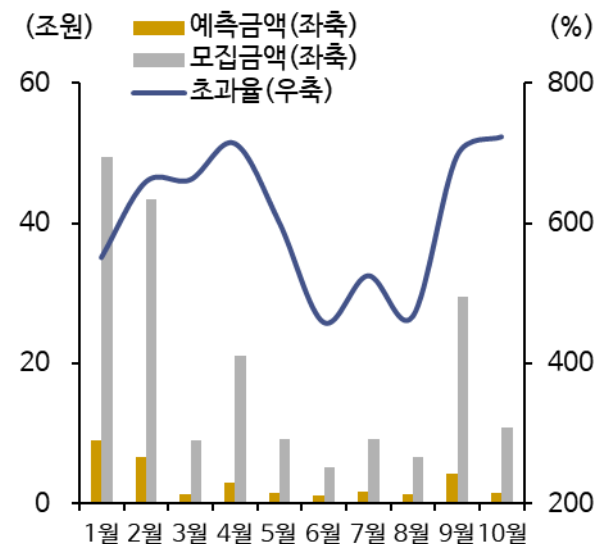
자료: 한국은행, 신한투자증권

채권형자금 유입 추이



자료: 신한투자증권

24년 월별 수요예측 경쟁률 추이



자료: Dart, 신한투자증권

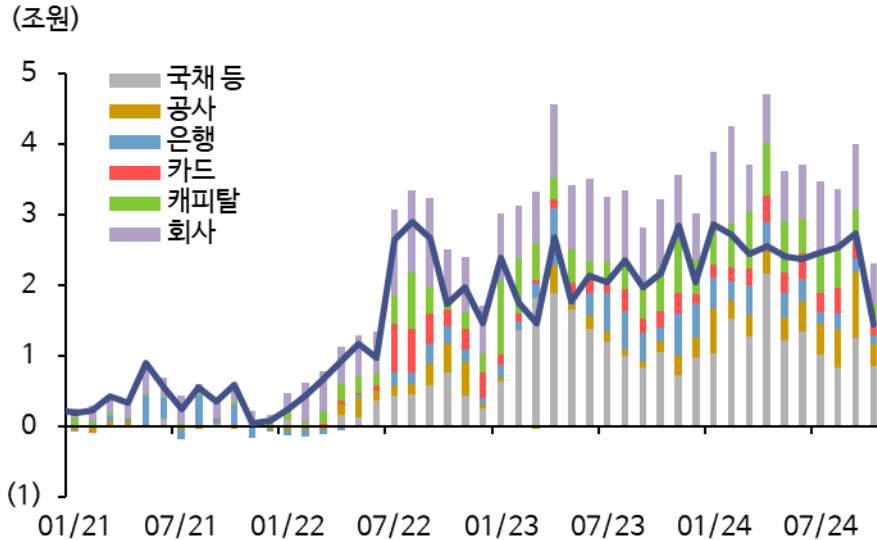
# A급을 담아줄 수급 주체 - 개인



## 개인투자자, 국채 투자 강도 약화했으나, A급 수요 뒷받침

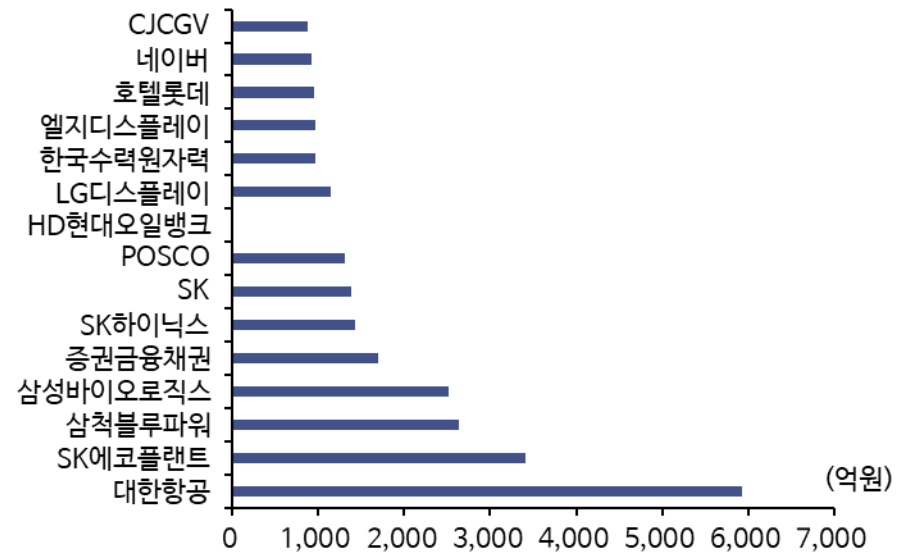
- 1) 대기업/금융권 등 높은 인지도 채권과, 2) 상대적 고금리, 이를 충족할 3) 자본성증권(신종자본증권/후순위채권) 비중 높아
- 개인투자자 회사채 잔고 Top 3(금융지주 제외) : 대한항공 5,928억원, SK에코플랜트 3,403억원, 삼척블루파워 2,633억원
- 대한항공(A-/항공), SK에코플랜트(A-/건설), 삼척블루파워(석탄발전/A+) 기관투자자 담기 어려운 A급, 건설, 반ESG도 소화

### 개인투자자 채권 순매수 둔화했으나, 크레딧은 월간 2조원 이상 소화



자료: 인포맥스, 신한투자증권

### 개인투자자 주요 투자 대상(채권잔고)



자료: 인포맥스, 신한투자증권

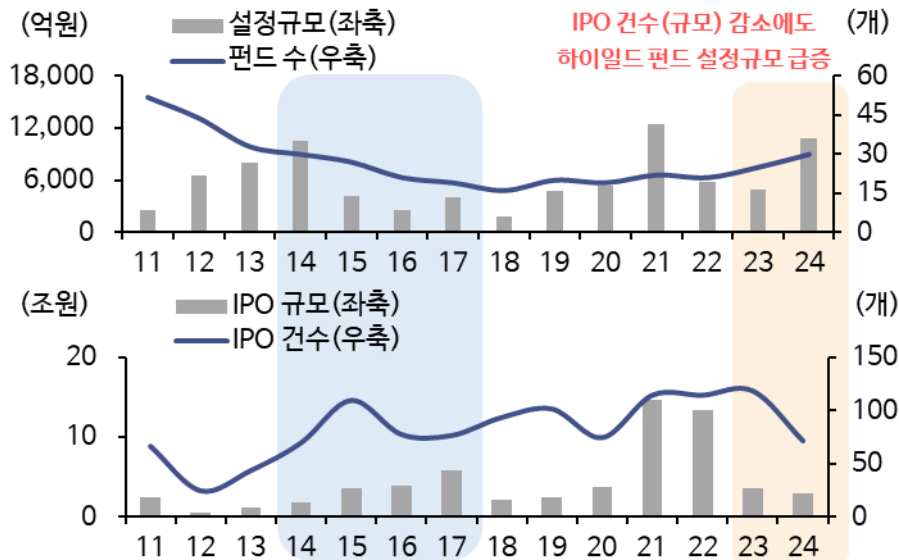
# A급을 담아줄 수급 주체 - 하이일드 펀드



## 분리과세 혜택 종료에도 공모주 우선배정 혜택 유지가 수요 지지

- 하이일드 펀드 설정액 1.2조원, 23년말 5,548억원 대비 급증. 인기 건인 동력은 공모주 우선 배정 혜택으로 해석됨
- 공모주 우선배정 혜택 연장, 코스닥 공모주 우선배정 비중도 5%에서 10%로 상향조정되며 청약 대비 공모물량 확보 유리하기 때문
- 2014년~17년 분리과세 혜택, IPO 규모 증가에도 하이일드펀드 설정 급감. 공모주 우선배정 혜택이 하이일드 펀드 수요 지지 전망
- IPO 10월 청약 경쟁률 평균 927:1 상회, 내년에도 금리 인하·완만한 경기 회복 전망 하 IPO 관심 높을 것으로 예상

### 하이일드 펀드 설정규모와 IPO 규모



자료: 인포맥스, 금융투자협회, 신한투자증권

### 24년 IPO 청약 경쟁률

기업명	예측일	공모 희망가	공모가	공모금액	기관 경쟁률
더본코리아	10월18일	23,000~28,000	34,000	102,000	734.67:1
토모큐브	10월17일	10,900~13,400	16,000	32,000	967.71 :1
에어레인	10월15일	16,000~18,500	23,000	27,600	1000.10:1
에이치이엠파마	10월14일	16,400~19,000	23,000	16,031	1220.68:1
탐런토탈솔루션	10월14일	12,000~14,000	18,000	45,000	841.12:1
에이력스	10월11일	11,500~13,500	16,000	24,000	973.12:1
성우	10월10일	25,000~29,000	32,000	96,000	516.19:1
웨이비스	10월7일	11,000~12,500	15,000	22,350	1159.89:1
클로봇	10월7일	9,400~10,900	13,000	39,000	933.9:1

자료: 한국은행, 신한투자증권

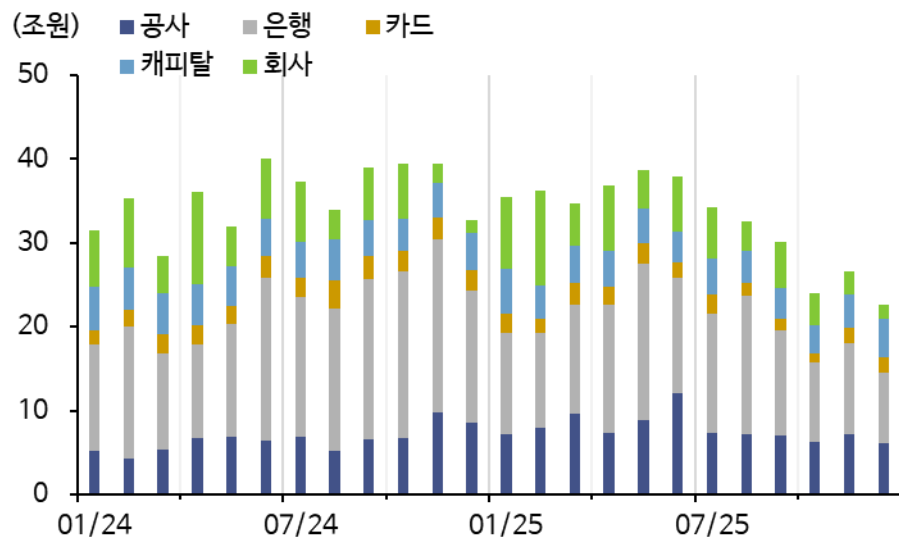
# 크레딧 만기 물량 감소



## 차환 부담 적으나, 저금리 속 조달 테너 장기화 수요 존재

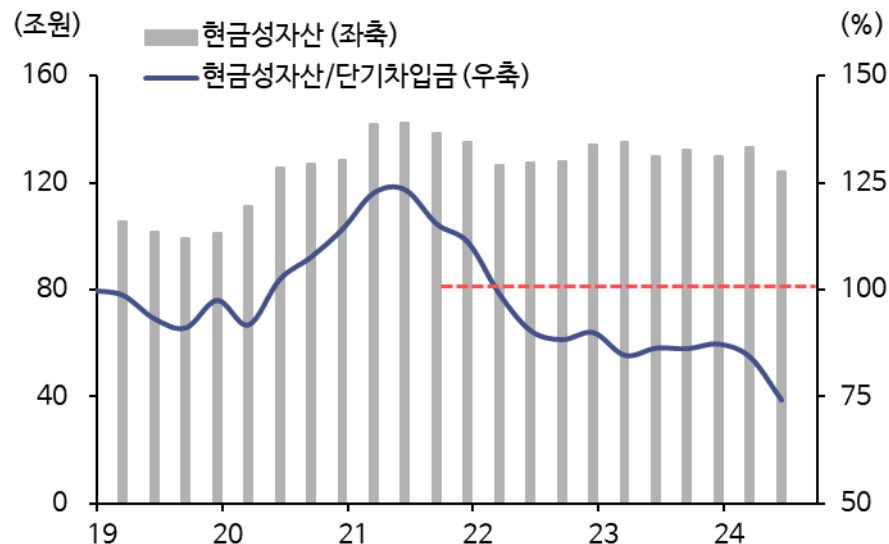
- 2025 년 만기 규모 공사 94 조원 은행 156 조원 , 카드 22.6 조원 , 캐피탈 49.6 조원 , 회사채 67.5 조원
- AA 급 회사채 제외한 모든 섹터에서 전년대비 만기도래분 감소
- 주요 발행사 2021년 금리 인상 이후 단기 차입부담 가중. 단기차입금 대비 현금성자산 21년 6월 123% → 24년 6월 74%
- 낮아진 금리 레벨 속 테너 확대 및 순발행 니즈 존재

### 크레딧 만기: 24년 425조원, 25년 390조원



자료: 인포맥스, 신한투자증권

### 단기 차입부담 가중. 저금리 속 순발행 니즈 존재



자료: QuantiWise, 신한투자증권



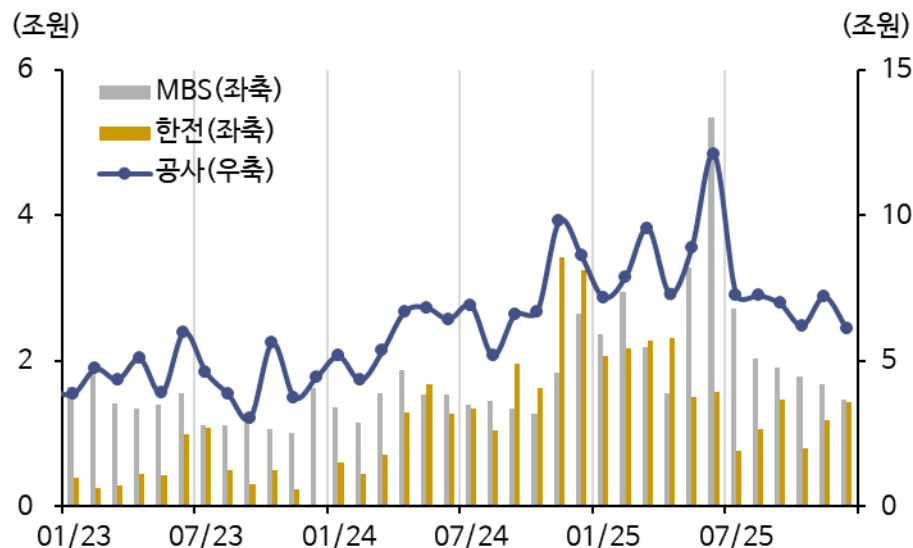
# 공사채: 한전채 발행 부담 완화



## MBS 제외 시 25년 공사채 만기 물량 제한적

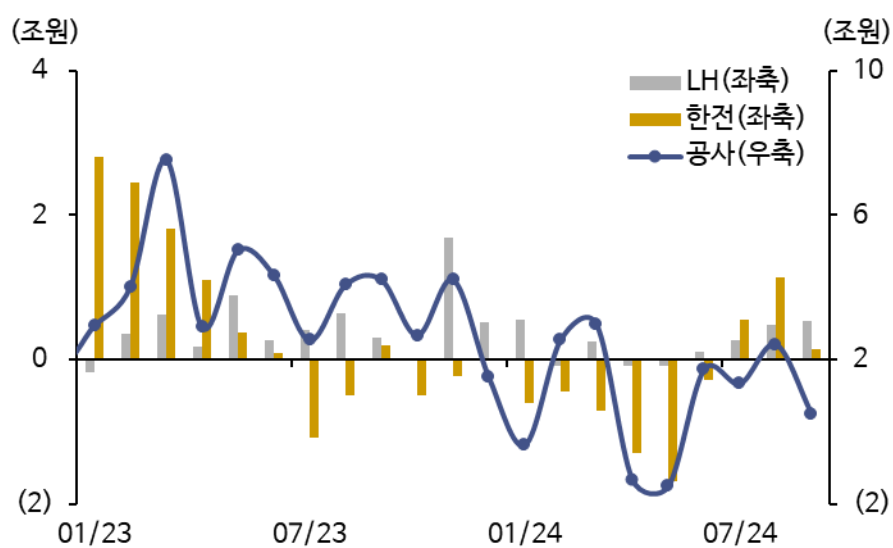
- 2025년 공사채 만기도래 규모 94조원 (YoY+15.5조원). MBS 29.3조원 제외 시 53조원 (YoY +5조원)
- 한전채 18.6조원으로 전년 수준 만기도래하나 예년대비 연초 집중
- 한전 연간 영업 흑자 전환, 70달러대 안정된 국제유가, 누적된 전기요금 인상 효과 감안 시 연간 순발행 니즈 제한적
- 단, LH, HUG, 경기주택도시공사 등 부동산 관련 공공기관 자금 조달 수요 확대

### 25년 공사 만기 94조원, MBS 29.3조원, 한전 18.6조원



자료: 인포맥스, 신한투자증권

### 최근 한전채 발행규모 따라잡는 LH 순발행 규모



자료: 인포맥스, 신한투자증권

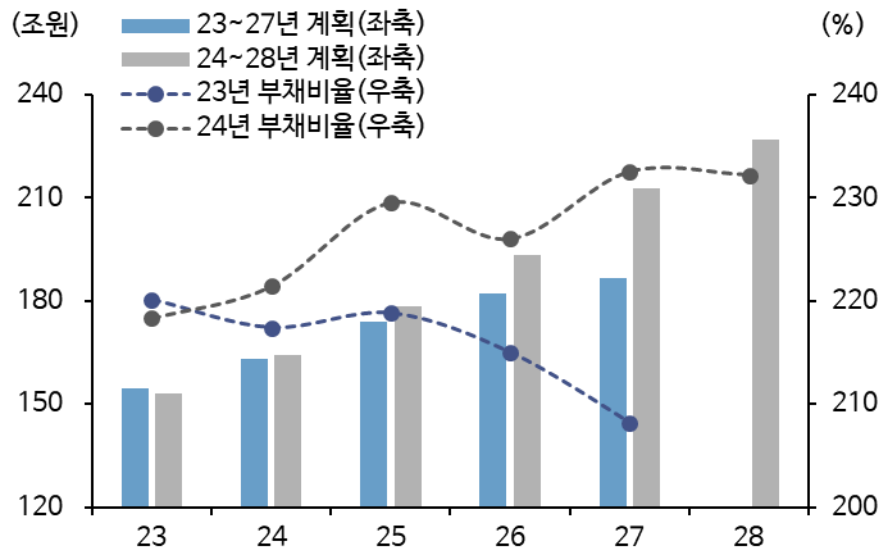
# 주택경기 부진 속 LH 부담 가중



## LH 중장기 자금 수요 확대. 부채규모 28년까지 62.5조원 증가 계획

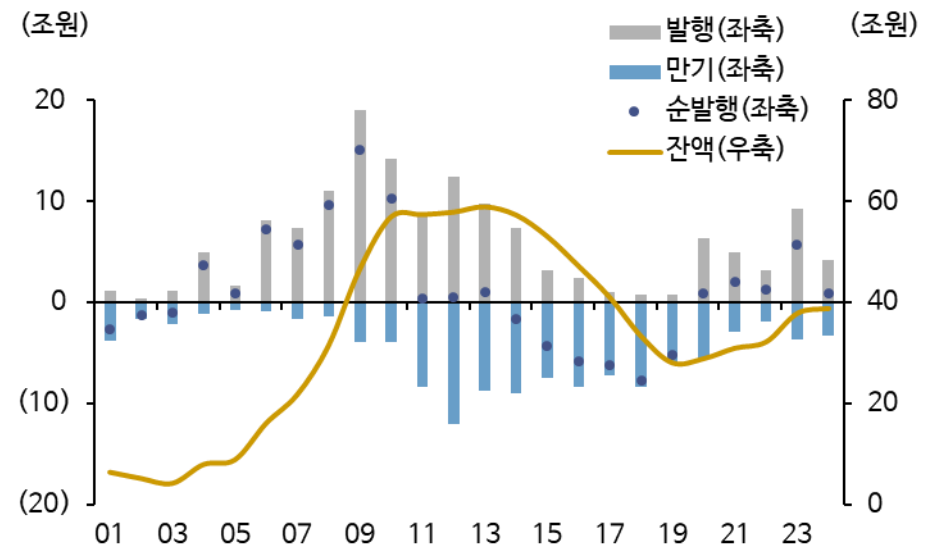
- 금융위기 이후 부동산 경기 침체 장기화 속 매매각 토지 증가, 정책사업물량 급증으로 LH 부채 증가율 7.4%육박
- 해당 시기 채권 순발행 규모도 연간 15조원 기록(09년 15.1조원, 10년 10.2조원)
- 부채규모 24년 221.4조원 → 25년 229.5조원(+13.9조원) → 26년 193.2조원(+14.9조원) → 27년 212.7조원(+19.5조원) 계획

LH 부채 규모 및 부채비율 전망



자료: 기획재정부, 신한투자증권

LH 채권 발행 규모



자료: 인포맥스, 신한투자증권

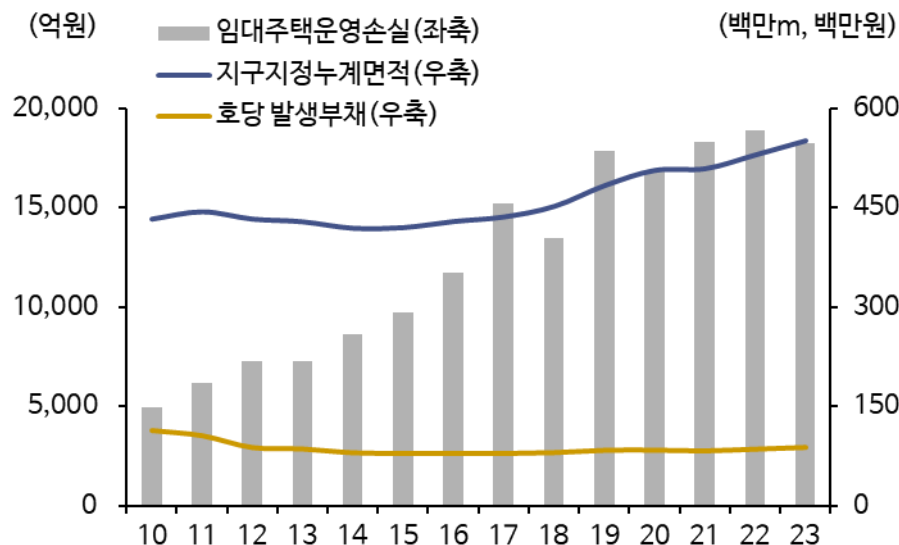
# 주택경기 부진 속 LH 부담 가중



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

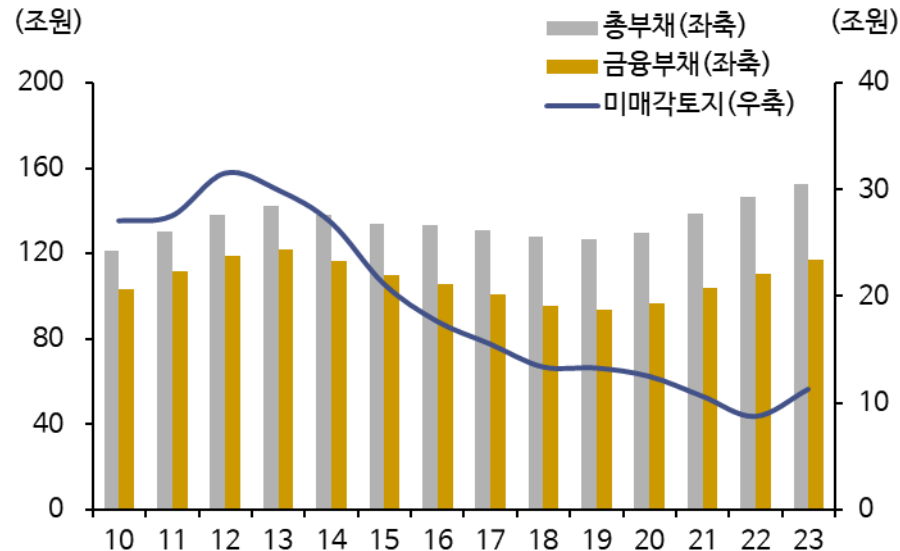
- 1) 미매각 토지: 금융위기로 인한 부동산 경기침체로 '12년말에 31.5조원 기록
- '13년 판매목표 관리제 시행 등의 총력판매 노력으로 '22년말 8.7조원까지 감소. 최근 경기하락에 따른 판매분양대금 연체 증가로 증가
- 2) 지구지정누계면적: 부동산 경기 및 시장수요에 따른 합리적인 사업계획 수립, 회수 기간내 적정 사업비 유지로 부채 감소중이었으나 정책사업물량 급증(주택공급 확대, 3기신도시 지정 등)에 따른 사업비 증가로 부채가 소폭 증가

2024년 상반기, 한전 시장성 자금 조달 규모 35.8조원



자료: 인포맥스, 신한투자증권

한전 현금흐름표 발체. 현금 6월말 2,056억원



자료: Dart, 신한투자증권

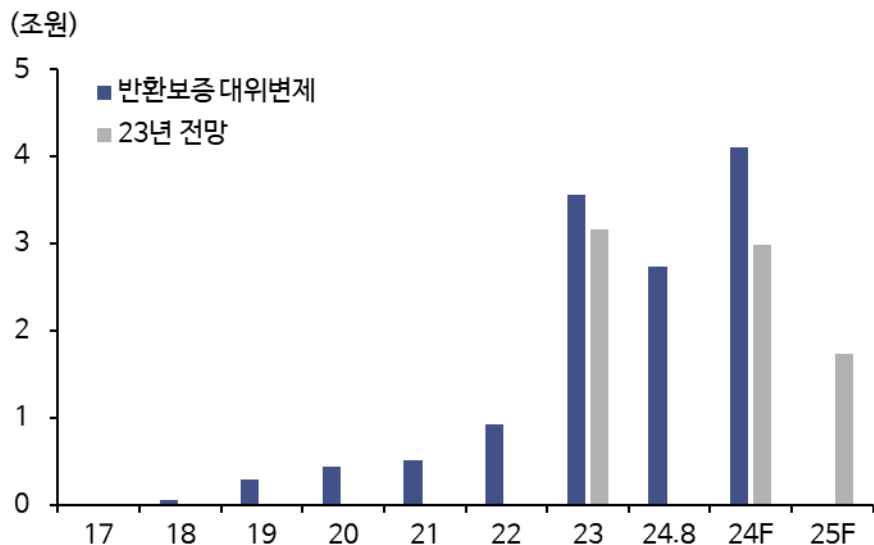
# HUG, 대위변제 부담 속 자본 확충 필요성



## 자본 규모와 연계된 보증 사업. 대위변제 위한 자금 조달 확대

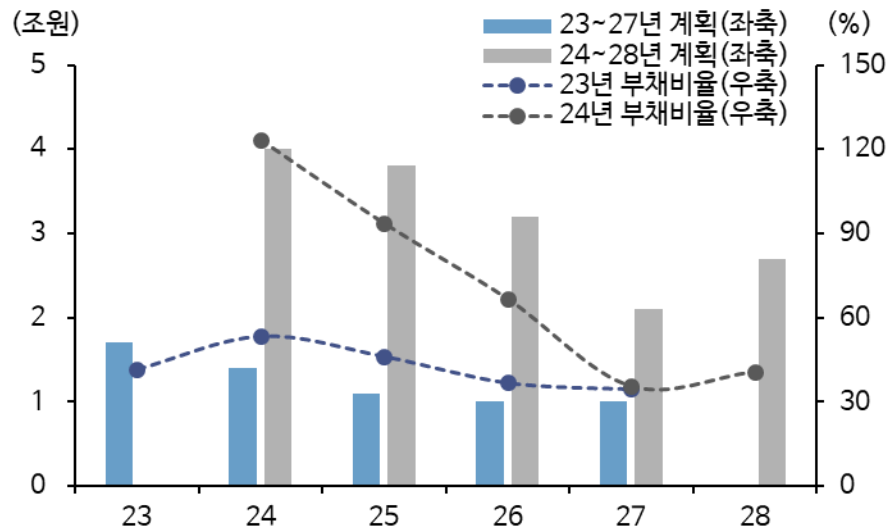
- 최근 LH, HUG 신종자본증권 발행 통한 자본확충 언급. 주택도시보증법, 자기자본대비 보증금액 비율 90배 이내로 규정
- 2023년 HUG 자본금 2.9조원. 작년 전세반환보증 대위변제액 3.5조원 등 당기순이익 급감하며 자본금 감소
- 2024년 8월 대위변제 규모 4.1조원 집계, 연말 4.1조원 이상 예상되며 적자 부담 가중
- 공공부문 전반의 정책자금 조달 부담은センチ멘탈 상 부정적

### 주택도시보증공사(HUG) 전세보증금 대위변제



자료: 더불어민주당 송명수 의원실, 신한투자증권

### 중장기 재무관리 계획, HUG 부채규모 계획대비 3.5조원 증가 예상



자료: 기재부, 신한투자증권

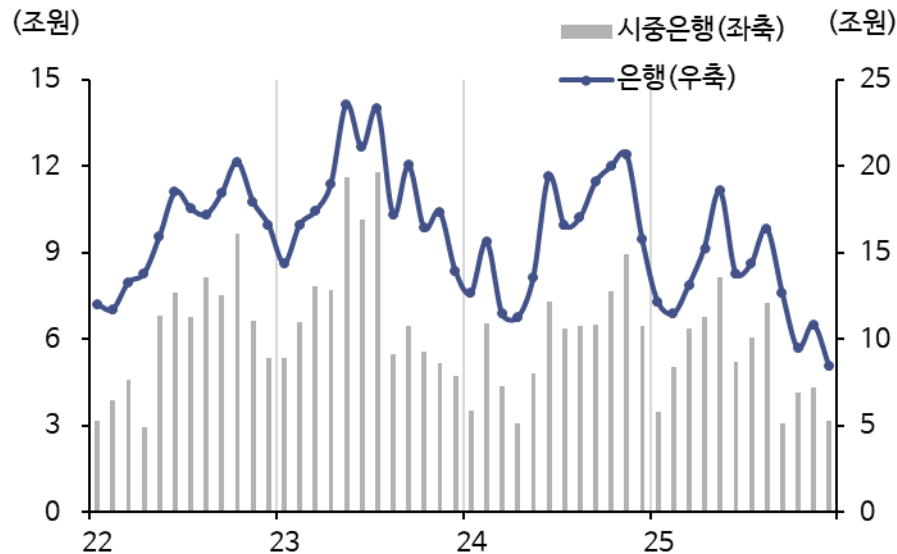
# 은행채: 가계대출 통제 여부가 핵심



## 가계대출 중심 총대출 증가 둔화 시 순조달 필요 감소

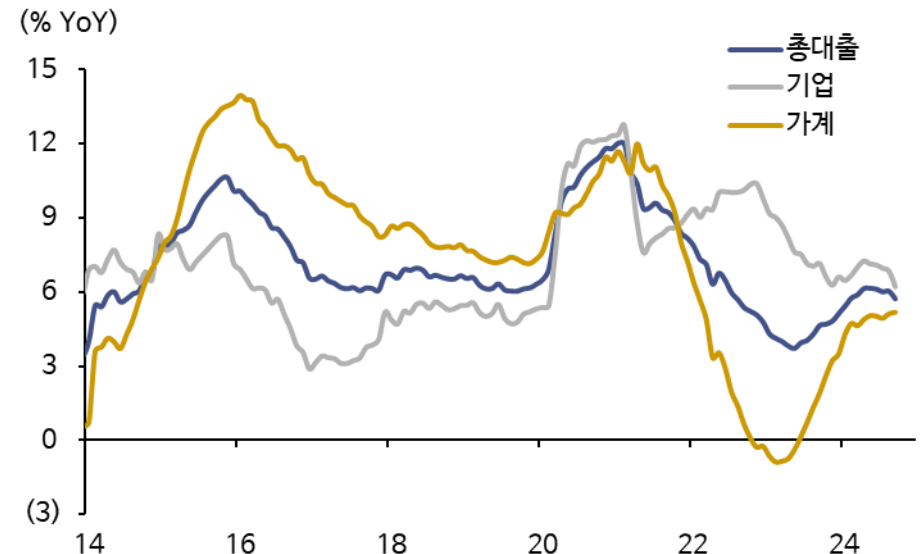
- 25년 은행채 만기 156.5조원 (YoY -36.4 조원). 특은 93.4 조원 (-27.5 조원), 시은 63 조원(-8.9조원)으로 24년대비 만기 부담 완화
- 9월 은행 가계대출 5.7조원 증가하며 전월대비 증가세 큰 폭 둔화 (24.8월 +9.2조원)
- 주택담보대출은 정부 거시건전성정책 강화 효과에 은행권 가계대출 관리 노력, 전월 대출 규제 앞둔 선수요 등의 영향
- 기업대출도 중소기업대출(+5.3조원 → +3.5조원) 중심 추석자금 및 시설자금 수요에도 부실채권 상·매각 영향 등으로 증가세 둔화

### 25년 만기: 은행 156.5조원, 시은 63조원



자료: 인포맥스, 신한투자증권  
주: 시중은행=은행-3대 특수은행

### 은행권 차주별 대출성장률 추이



자료: 한국은행, 신한투자증권

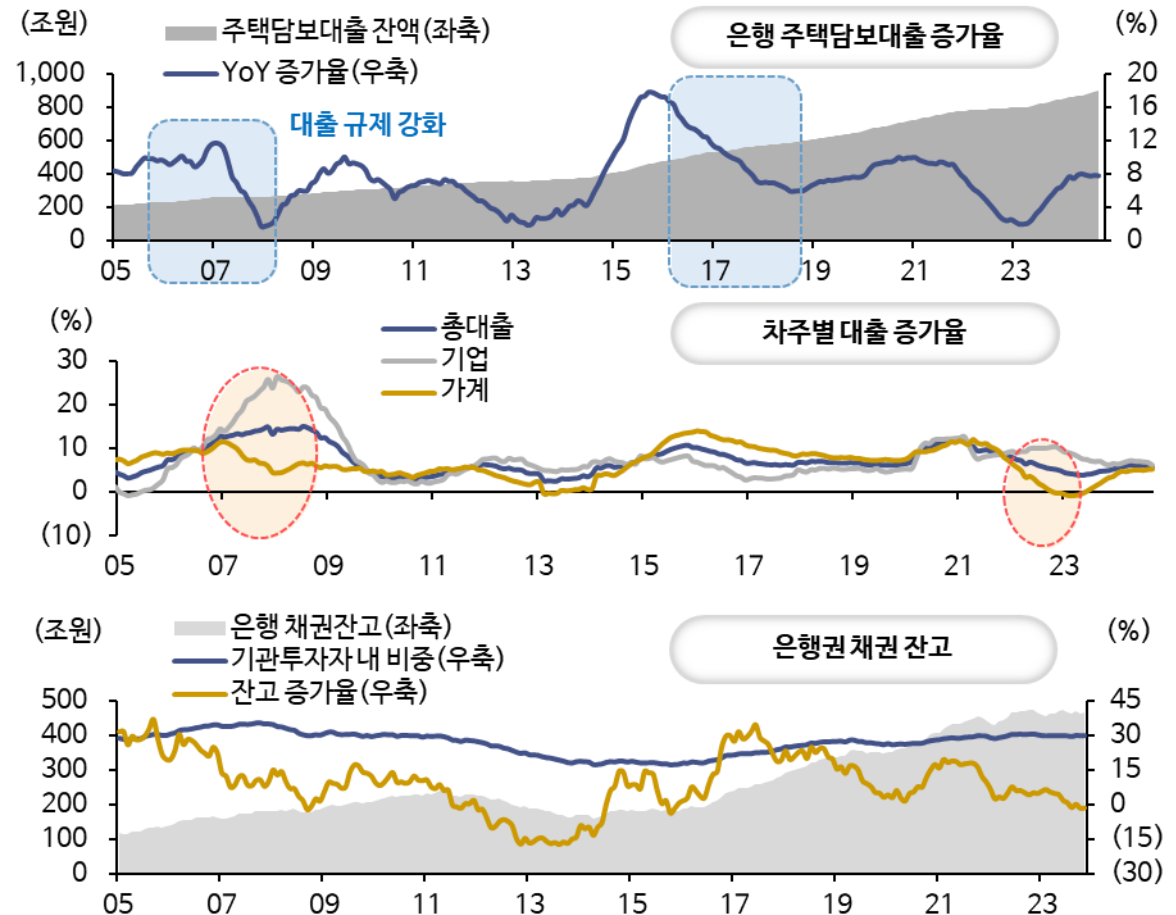
# 대출 규제 장기화 시 은행권 채권 투자 수요 확대



## 금리 인하를 위한 가계대출 규제 장기화 가능성

- 과거 대출 규제 강화 시 주택담보대출 성장 둔화 확인
- 2017년 주담대 차주 소득 인정 기준 개선, LTV, DTI 적용 대상 확대 조치 등 규제 강화에 따른 주담대 증가율 둔화
- 2008년 글로벌 금융위기, 2022년 레고랜드 사태(초우량물 수급 구축) 등 기업의 회사채 조달 여건이 급격히 악화된 시점을 제외하면 주담대를 비롯한 가계대출과 기업대출, 총대출 성장세는 동행
- 자금운용 대안처로서 채권 수요 확대.
- 주담대 중심 은행 총 대출 성장률이 반등하기 시작한 14~15년 은행권 채권 잔고 220조원대에서 158조원까지 감소
- 반면 17년 1년세 잔고를 50조원 이상 늘리며 230조원대 회복. 주요 기관투자자 내 비중도 21% 기록하며 은행 채권 투자 부각

대출 둔화 시 은행 자금운용 변화



자료: 인포맥스, 신한투자증권

## Part III.

# 사라진 PF 공포

비은행 금융채, 사도 될까?



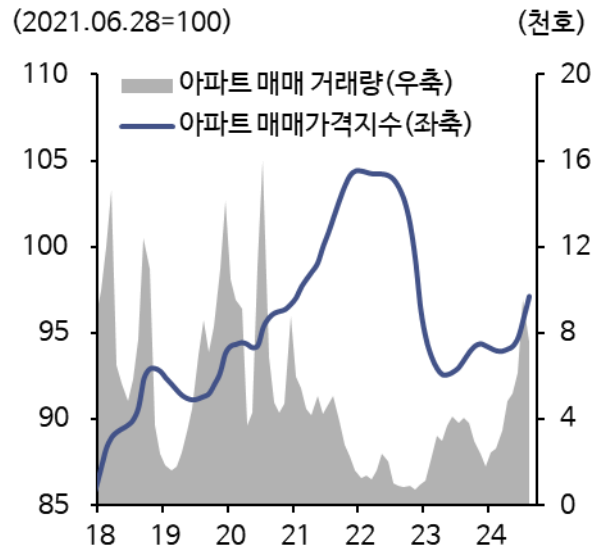
# 반등하는 서울 주택시장



## 서울: 신규 공급부족 + 대기 수요 ⇒ 아파트 경기 회복 가능

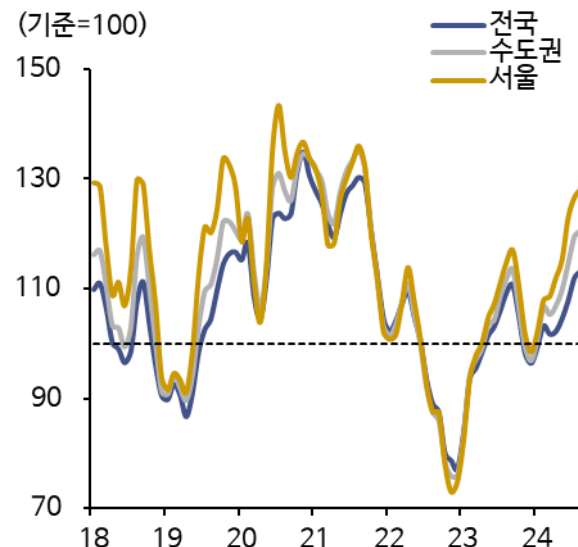
- 8월 서울 아파트 매매가격 지수 97.11로 2022년 12월 96.34 대비 상승
- 인허가 및 착공 위축 속 공급부족에 대한 우려 만연. 서울 내 신축 및 핵심지역을 중심으로 가격 상승세
- 주택담보대출 금리 하락, 대출 규제 완화 기조 및 정책금융(디딤돌대출 신혼부부 소득요건 완화, 신생아 특례 대출) 등이 유동성 제공

서울 아파트 매매가격지수 및 거래량



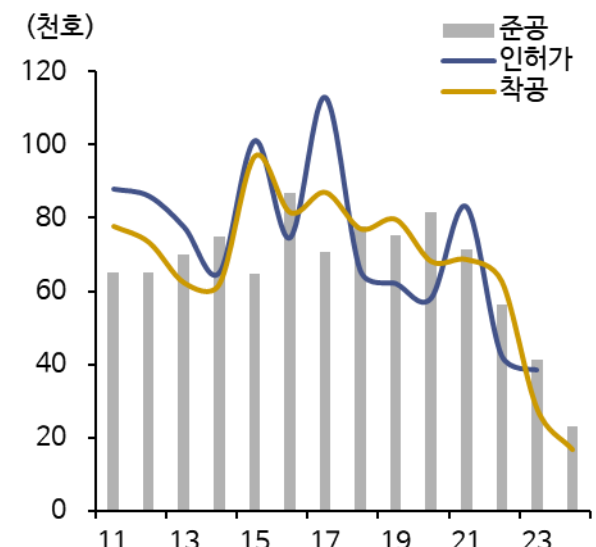
자료: 한국부동산원, 신한투자증권

주택매매시장 소비심리지수



자료: 한국부동산원, 신한투자증권

서울 주택건설 인허가·착공·준공  
:단기간 공급부족 지속



자료: 통계청, 신한투자증권



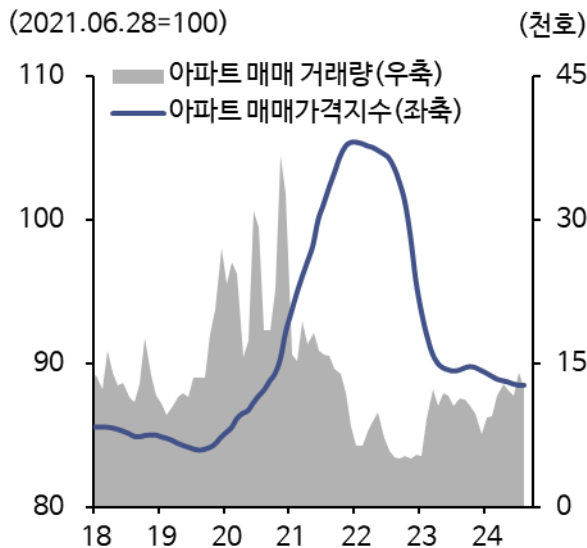
# 지방 주택 및 분양경기 침체 지속



## 지방: 과잉공급 및 미분양 누적 + 높은 공사 원가 ⇒ 사업성 회복 요연

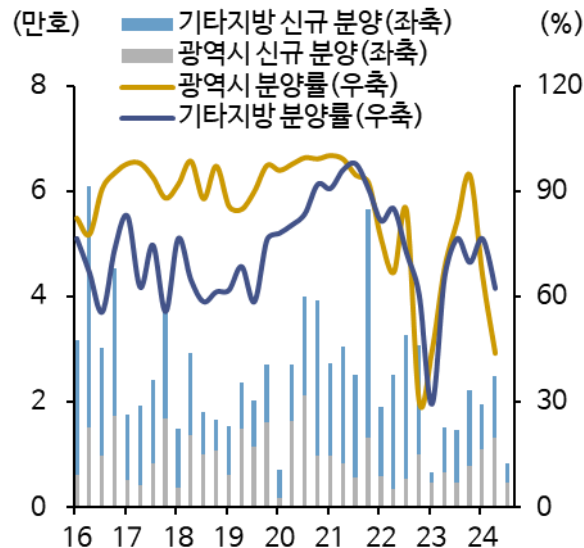
- 6대광역시 아파트 매매가격지수 88.49. 급락세 진정에도 부진한 흐름 이어가며 2020년 이후 최저 수준 지속
- 2016년, 2021년 전후 장기평균 수준 상회하는 대규모 분양 물량. 준공후 미분양 비롯한 악성 재고 주택도 증가 추세
- 수도권 대비 전체 사업비에서 공사비가 차지하는 비중이 높아 공사원가 상승이 사업성에 미치는 영향이 큰 가운데, 주변 시세 저하로 기존 구조 하에서 개발이익을 기대하기 어려운 현장 증가하는 악순환

지방 아파트 매매가격지수 및 거래량



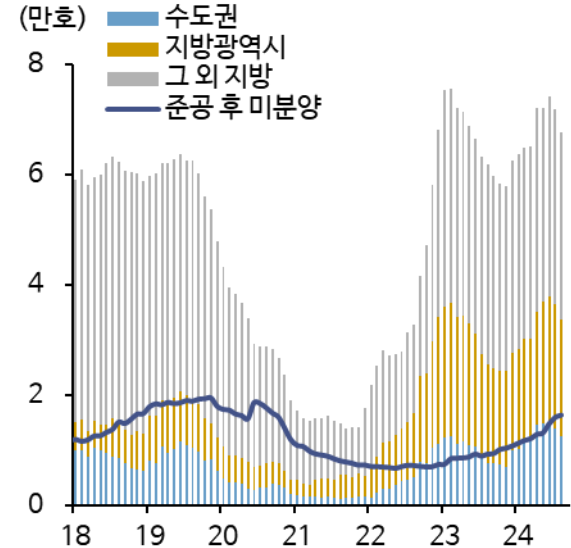
자료: 한국부동산원, 신한투자증권  
주: 6대 광역시 기준

분기별 지방 분양물량 및 분양률



자료: 한국부동산원, 신한투자증권

미분양 주택수



자료: 통계청, 신한투자증권

# 제도: 부동산 과열 방지 + 실수요자 주택 공급



## 수급 불균형 속 서울-지방 양극화 지속 전망

- 금리 인하에도 수도권 호조, 지방 부진의 주택 및 분양경기 양극화 추세가 당분간 지속될 가능성 높은 상황
- 수도권: 신축 아파트 중심 대기 수요가 유효, 향후 주택 공급의 선행지표인 신규 인허가 및 착공 감소로 단기간 공급 부족 지속
- 지방: 사업성 저하 등에 따른 공급 관련 지표 하락, 실거주 및 투자 수요 저조, 누적된 초과공급 물량 고려 시 주택가격 약세 전망

### 스트레스 DSR 단계별 시행 일정

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

자료: 금융위원회, 신한투자증권

### 국민 주거안정을 위한 주택공급 확대방안

구분	내용
도심 내 아파트 공급 확대	- 정비사업 속도 제고 및 부담 경감 : (가칭)「재건축·재개발 촉진법(특례법)」 제정 진행 중인 재건축·재개발 추진 가속화 - 노후계획도시 정비 본격 추진
빌라 등 non아파트 시장 정상화	- 공공 신축매입 2년간 11만호+a 공급(서울 무제한 매입) - 5만호 분양전환형 신축매입 공급 - 사업자, 임대인, 실수요자, 임차인 맞춤형 세제, 청약 지원 - 기축임대주택 1.6만호 추가 공급
수도권 공공택지 신속 공급 확산 부여	- 22조원 미분양 매입확약 제공(3.6만호) - 後분양 조건부 공공택지 先분양 허용 - 수도권 공공택지 지구지정 조기화
서울, 수도권 신규택지 발표	- 서울 포함 수도권 신규택지 후보지 8만호 발표 - 공공택지 이용 효율화로 2만호 이상 추가 공급
주택공급 여건 개선	- PF대출 보증 35조원 공급 : 인허가 관리 등 장애요인 해소 : 지방 미분양 해소를 위한 CR리츠 도입 - 준공 전 미분양 PF 보증 지원 확대

자료: 금융위원회, 신한투자증권

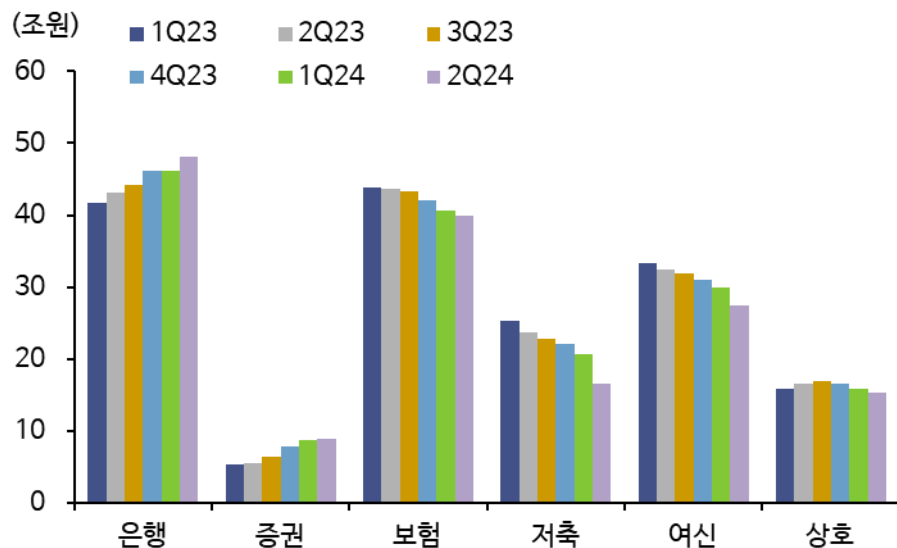
# 금융권 PF: 몸집 줄이고, 멍은 늘고, 맷집 키우고



## 금융권 PF 대출 감소, 브릿지론, 토담대 중심 연체율 악화

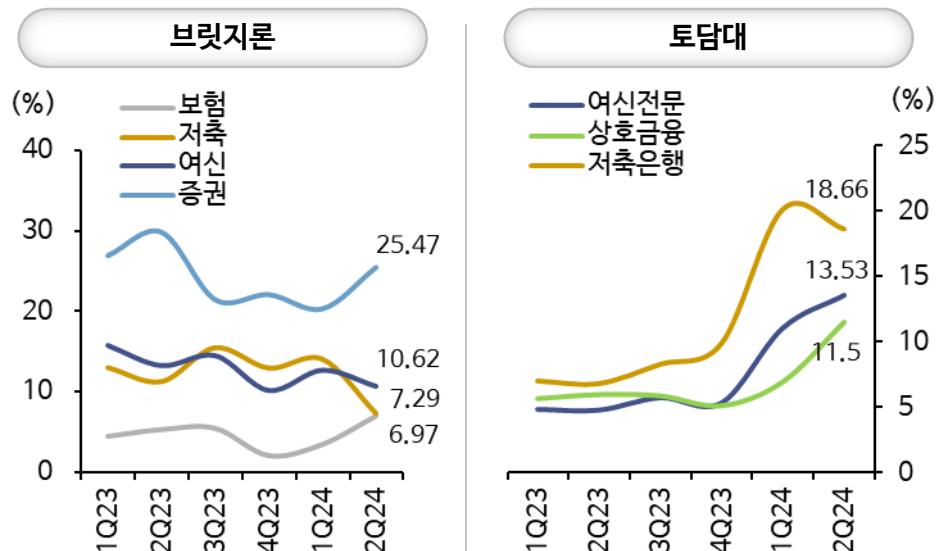
- PF 대출(본PF+브릿지론+토담대) 23년말 대비 5.5% 감소한 156.2조원. 연체율 증권, 저축은행 및 브릿지론, 토담대 중심 10% 상회
- 단, 사업성평가 개선안 적용하며 부동산PF를 둘러싼 불확실성 완화. 건전성 지표 업체간 통일성 확보하며 옥석 가리기 유의미
- 전체 사업규모/자본 대비 PF 익스포저 규모, 요주의/고정이하자산 비율 감안 시 A급 여전채 접근도 긍정적으로 평가

### 금융권 부동산 PF 잔액 및 연체율 추이



자료: 금융위원회, 신한투자증권

### 브릿지론 및 토담대 연체율



자료: 금융위원회, 신한투자증권

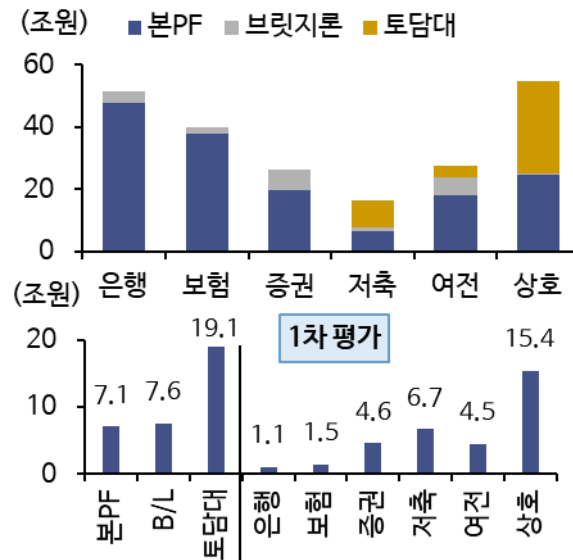
# 보이지 않는 적이 가장 무서운 법



## 1차 사업성 평가 결과 소화. 실적 쇼크 제한적

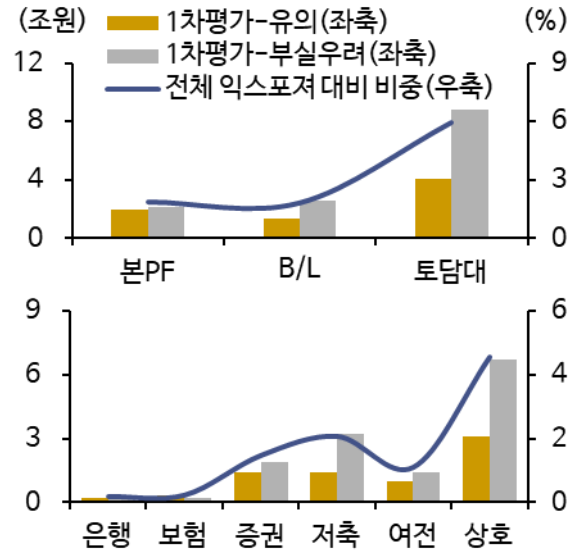
- 1차 평가 대상은 전체 216.5조원의 15.6%인 33.7조원. 유의·부실우려 익스포저 21조원으로 전체의 9.7%  
: 본PF 4.1조원, 브릿지론 3.9조원, 토담대 12.9조원 / 상호금융 9.9조원, 저축은행 4.5조원, 증권 3.2조원, 여전 2.4조원 순
- 유의 -> 고정이하 분류 강화. 추가 총당금 적립액 증가로 수익성 하락했으나, 저축은행 제외한 손익 충격 제한적

PF 익스포저 216.5조원, 1차 평가 33.7조원



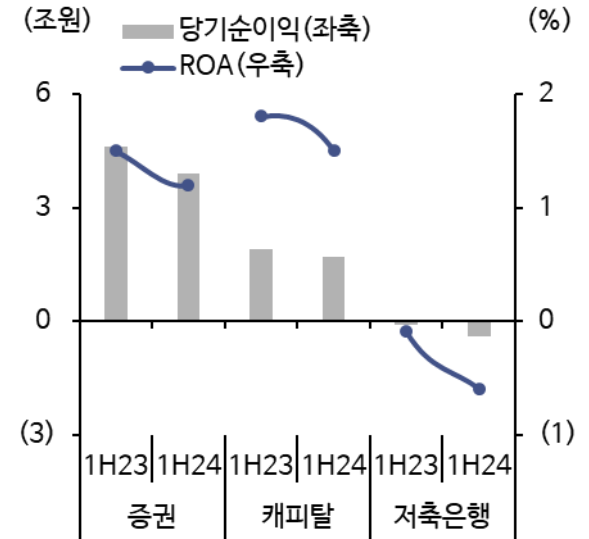
자료: 금융위원회, 신한투자증권

1차 평가 - 유의/부실우려 익스포저



자료: 금융위원회, 신한투자증권

사업성평가 반영 후 수익성 저하



자료: 금융위원회, 신한투자증권

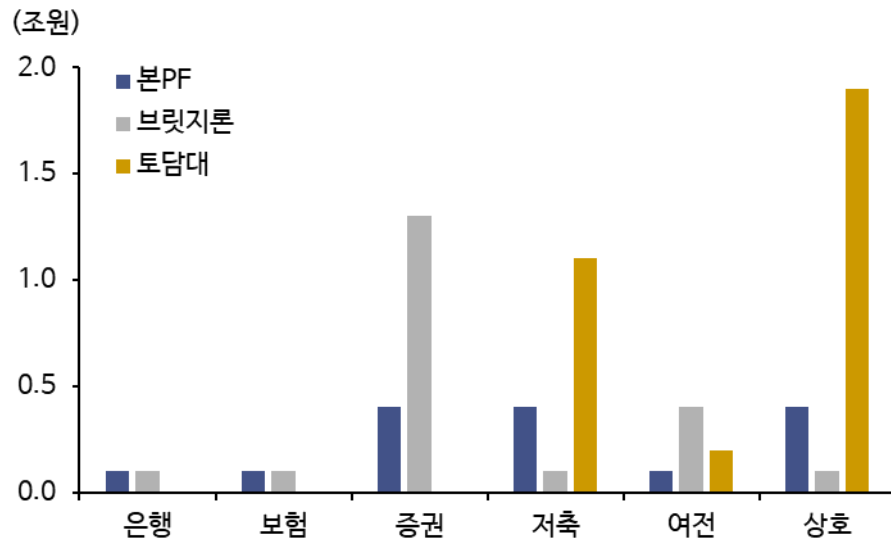
# 보이지 않는 적이 가장 무서운 법



## PF 총당금 추가 적립 필요성 존재. 4Q 이후 점진 정리 기대

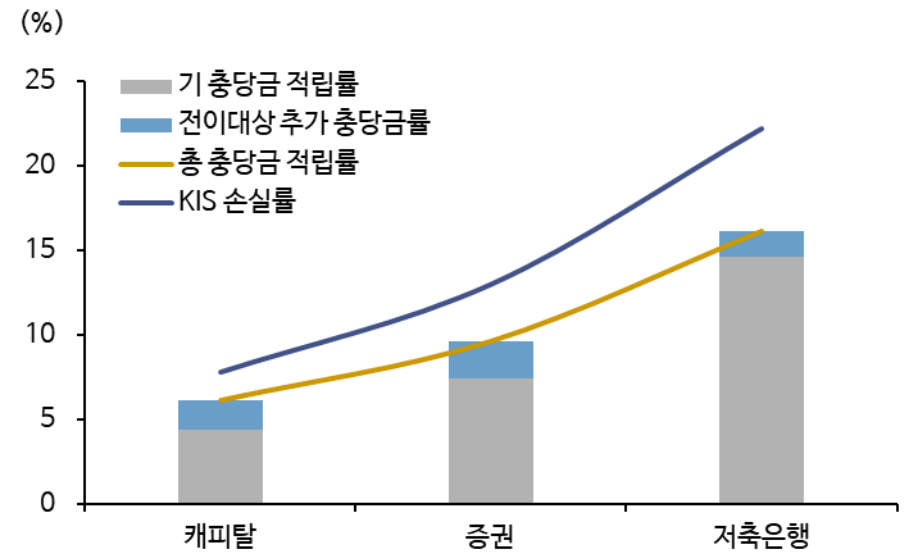
- 2차 평가는 9월말 기준, 11월까지 평가 진행되며 건전성 추가 저하 예상. 추가 총당금 적립 필요성에 따라 수익성 하방 압력 지속
- 단, 정리계획 확정되어 25년부터는 재무 불확실성 축소. A급 여전채 투심 회복 가능하다는 판단

### 업권별 PF 총당금 적립 규모



자료: 금융위원회, 신한투자증권

### KIS - PF 총당금 추가 적립 필요



자료: 한국신용평가, 신한투자증권

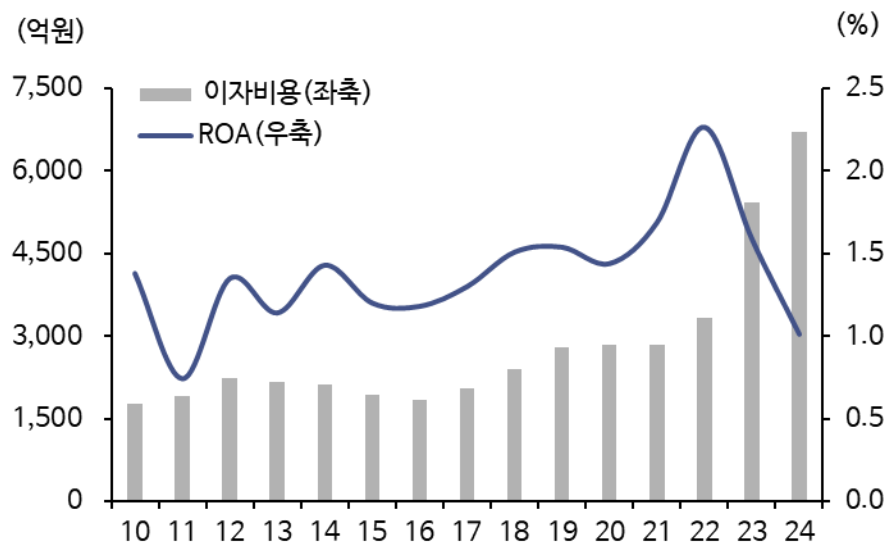
# 캐피탈: 조달금리 하락은 수익성 개선 직결



## 여전업 비즈니스, 조달비용 하락에 따른 수익성 개선 기대

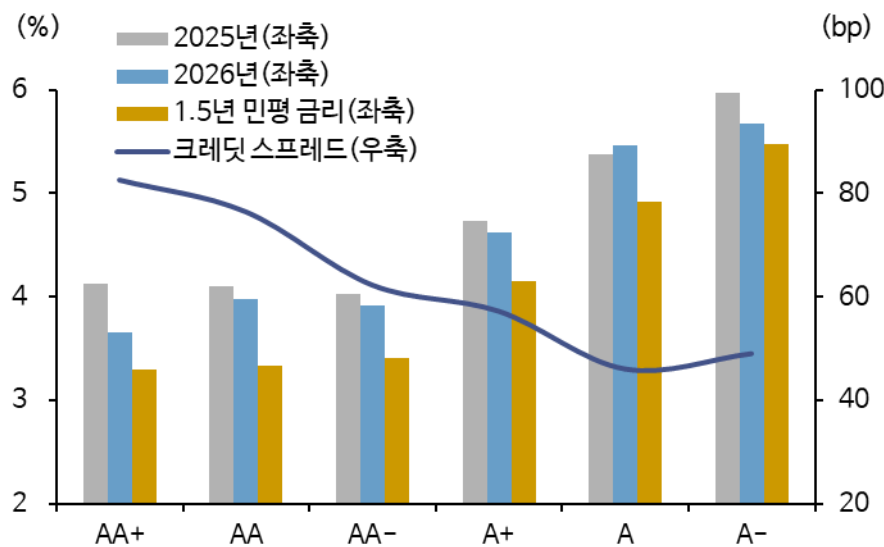
- 21년 이후 단기화된 조달 구조 속 금리 상승분 이자비용 즉각 반영하며 수익성 저하(ROA 22년 2.27%, 24년 상반기 1.01%)
- 상반기 이자비용 67.2조원으로 20년 20.9조원 대비 3배 이상 증가
- 2025~26년 만기도래 채권 발행금리는 4%대 형성, 현재 AA급 3%대 초반 발행 여건 감안 시 조달 비용 큰 폭 개선 기대

캐피탈 이자비용 및 수익성 추이



자료: Fisis, 신한투자증권

캐피탈사 잔액기준 평균 발행금리



자료: 인포맥스, 신한투자증권

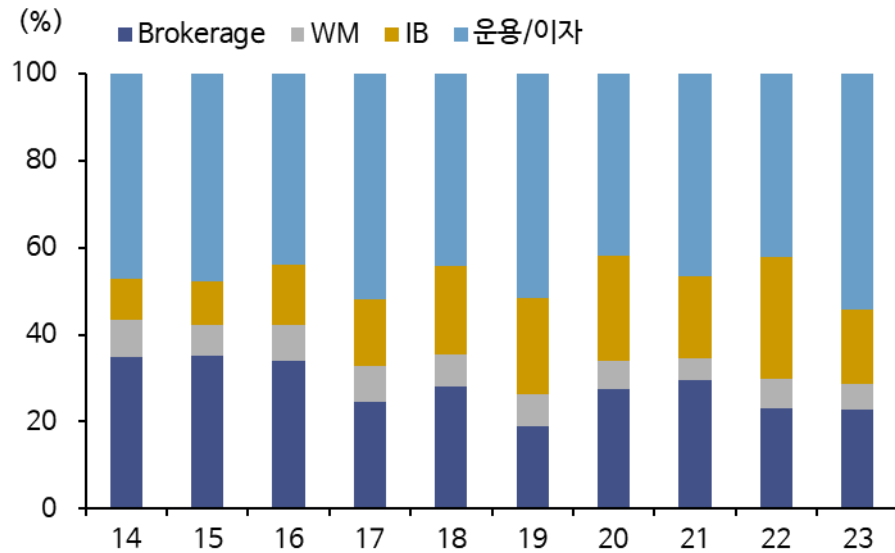
# 증권: 높은 운용수익 비중, 금리 인하 긍정적



## 증권사 채권평가이익 향 운용수익 개선

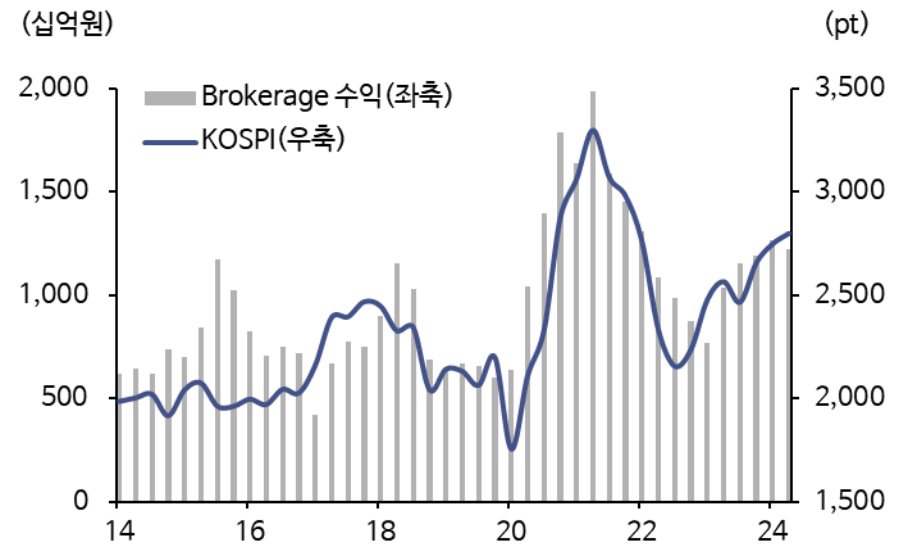
- 23년 증권사 순영업수익 중 브로커리지 수수료 22.7% 점유. 수익 중 가장 큰 부분을 차지하는 것은 Book-biz 손익(54.3%)
- 코로나19 이후 해외 부동산 대체투자 손상 인식, 부동산 PF 총당금 적립으로 증권사 Book-Biz 손익 변동성 확대
- 4Q23 말 업권 전반 CEO 교체 당시 보수적 회계처리 적용, 일부 증권사 24년 총당금 환입 이루어지는 등 추가 대규모 손실 우려 제한적
- 금리 하락에 따른 채권평가이익 예상. 24년 채권 중심 자산규모 늘려온 증권사 선별적 수혜 기대

### 국내 증권사 순영업수익 구성 비중 추이



자료: Fisis, 신한투자증권

### 금투세 도입 연기 등도 주식 투심회복 재료



자료: Quantiwise, FISIS, 신한투자증권

# Appendix

## 모니터링 업종





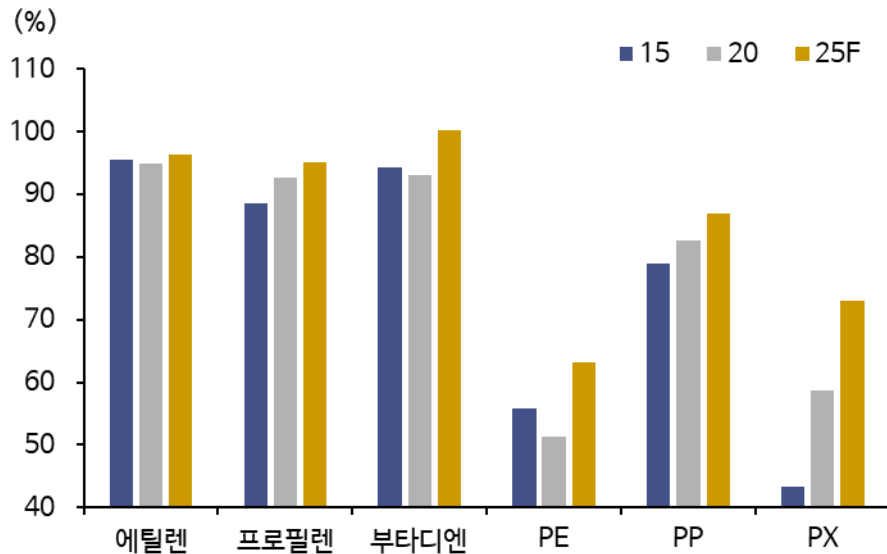
# 경기 민감 업종 모니터링: ① 석유화학



## 높아진 중국 자급률. NCC 업황 고점 제한

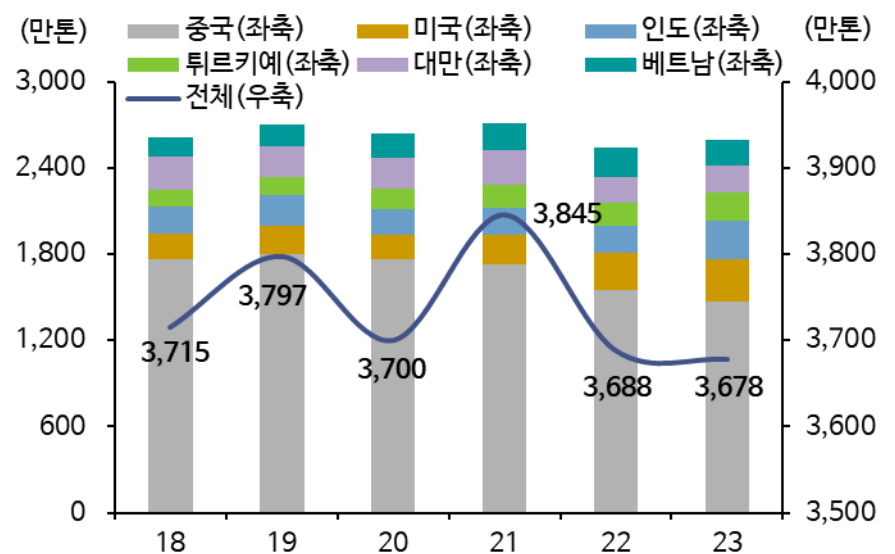
- 글로벌 에틸렌, PE 등 주요 제품의 신·증설 물량 축소로 수급 회복에도 중국 경기 둔화 및 자급률 상승 등 과거수준 업황 회복 차질
- 주요 석유화학 업체 해외 사업 부문 매각 논의 등 자발적 구조조정 단계
- 석유화학 산업에 사업 포트폴리오 집중된 업체들 추가 등급 하향 가능성 여전히 잔존

중국 석유화학 제품 자급률 추이



자료: 산업 자료, 신한투자증권

국내 석유화학제품, 주요 국가별 수출량 및 비중 추이



자료: 산업 자료, 신한투자증권

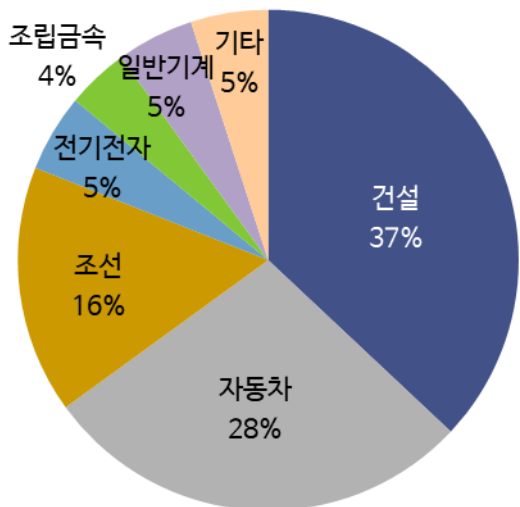
# 경기 민감 업종 모니터링: ② 철강



## 전방 산업 경기 둔화 속 철강 실적 저하

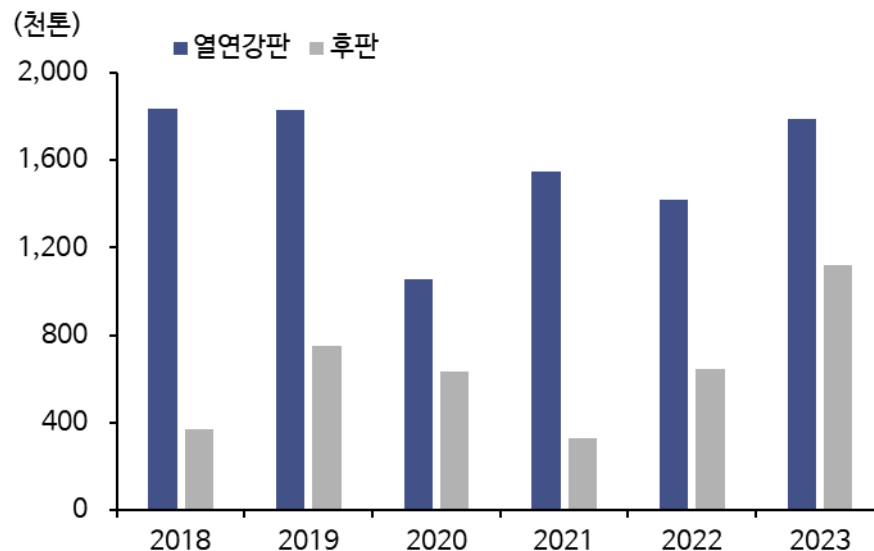
- 글로벌 경기 둔화로 철강재 수요 저하 전망. 주요 전방산업 중 조선업(후판) 양호한 산업 환경 기대되나, 건설(봉형강) 부진한 업황 지속, 자동차 성장세 둔화로 비우호적 산업환경 전망
- 엔저 속 일본산 열연강판 수입량 증가, 중국 저가 철강재 비중 증가된 가운데 인건비, 전력비 부담으로 수익성 저하

국내 수요산업별 철강 출하비중



자료: NICE신용평가, 신한투자증권

중국산 열연강판, 후판 수입량 추이



자료: Steeldata, 신한투자증권

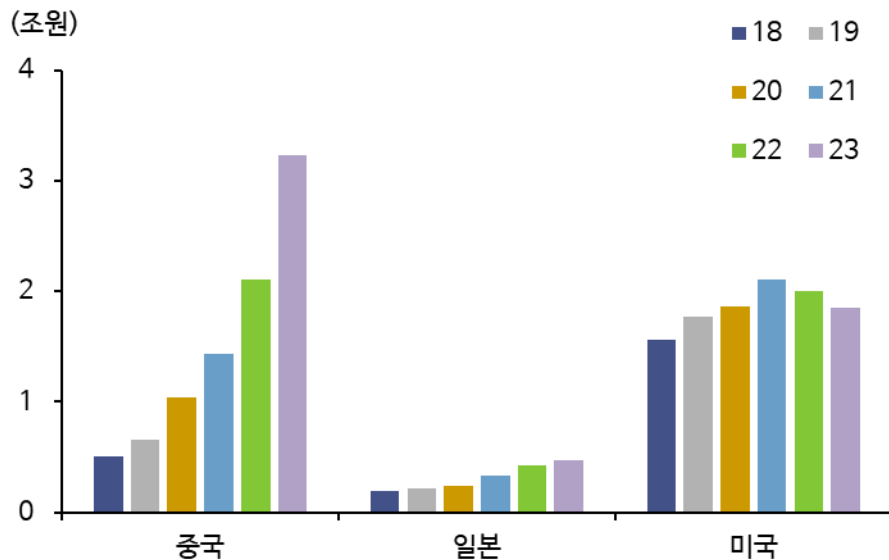
# 경기 민감 업종 모니터링: ③ 소매유통



## 경쟁 심화 속 투자부담 지속, 민간소비 및 구매력 저하

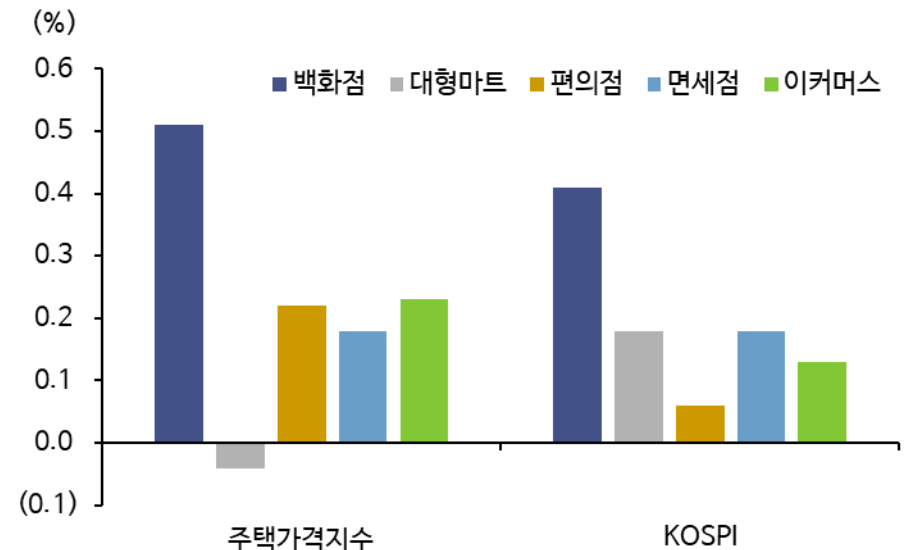
- 내수 중심 경기 부진, 고물가 지속으로 구매력 저하. 부동산 경기 저하 등 자산효과에 따른 구매력 상승 기대 어려움
- 23년 국내 온라인쇼핑 해외 직접구매액 중국 3.2조원(YoY +1.1조원). 테무, 알리 등 중국 저가 채널 대비 가격 경쟁력 열위
- 민간소비 회복이 지연되는 가운데, 사업기반 유지를 위한 투자집행 및 유휴자산 효율화 여력 감소 등으로 불리한 신용환경 지속 전망

국내 온라인쇼핑 해외 직접구매액 추이



자료: 통계청, 신한투자증권

자산가격 및 유통 업체별 판매액 증감률 간 상관관계수



자료: NICE신용평가, 신한투자증권

# Compliance Notice



## Compliance Notice

발행일: 2024년 10월 30일

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정혜진)
- ◆ 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.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우