

## 모호한 사계절



## Credit Analyst

정혜진

**☎ (02) 3772-2667**

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

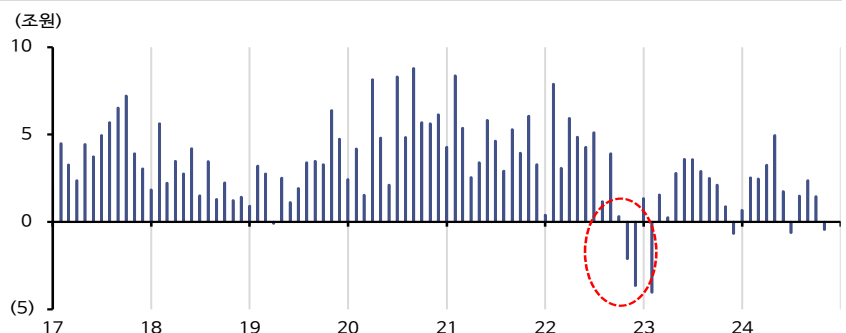
## 퇴직연금 향 연말 변동성 완화 기대

계절적으로 연말에는 북클로징으로 매수 강도가 약해지며 스프레드가 확대되는 패턴이 확인된다. 연말에 쏠린 퇴직연금 관련 자금 유출입 구조 역시 주기적으로 크레딧 연말 약세를 자극하는 재료 중에 하나였다. 퇴직연금 유형 중 54%를 차지하는 DB형의 경우 12월에 자금 유출입이 집중되어 있다. 2023년 DB 운용 적립금 190.8조원 중 12월에 만기가 도래하는 금액이 37.4%로 연말에 집중되었다. 실제로 보험사의 경우 2022년말 IFRS17 대응을 위한 자금 확충 필요성과 더불어 12월 약 30조원 규모의 퇴직연금 만기 대응 과정에서 채권을 순매도했다(10월 2.1조원, 11년 3.6조원). 당시 레고랜드 여파로 크레딧 시장이 급격히 경색되었으나, 시장 안정화 정책에 힘입어 타 기관의 매수세가 회복된 것과 대조적이다.

퇴직연금 관련 제도 변화는 연말 크레딧 시장 변동성을 줄여줄 것으로 기대한다. 10/31 일자로 시행될 퇴직연금 실물이전 서비스는 보다 자산시장에 직접적인 영향을 미칠 제도 변화다. 퇴직연금 가입자의 선택권을 확대하고 사업자간 건전한 경쟁을 촉진하기 위해 상품 해지 없이 사업자를 변경하는 서비스다. 연말 퇴직연금 사업자 변경 시 기존 운용상품을 해지(매도)해야하는 과정이 줄어들기 때문에 연말 크레딧 수급상으로도 긍정적인 재료로 해석된다.

연말·연초를 기점으로 나타나던 스프레드 확대-축소 패턴도 희미해지고 있다. 당사는 4Q 전망 자료를 통해 금리 인하 사이클 속 크레딧 투자 수요가 견조할 것으로 전망했다. 스프레드와 금리 모두 8월 수준을 상회하고 있다. 25bp 이하로 AAA급 이하 크레딧물의 역캐리 부담도 완화된 상황이다. 스프레드 추가 확대 여력도 제한된 상황에서 연말 투자를 주저할 이유도 없다. 고점(저점) 포착보다는 내년을 위해 물량 확보에 힘을 쏟을 시점이다.

## 보험사 월간 채권 순매수 추이



자료: 연합인포맥스, 신한투자증권

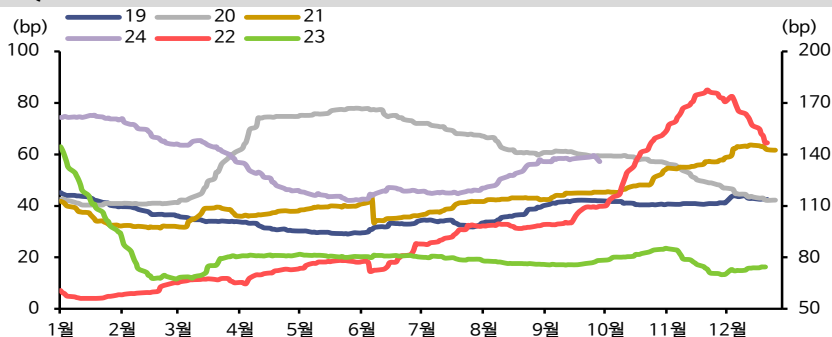
## 모호한 사계절

### 연말 약세 전환 가능성 점검

국내도 10월부터 금리 인하 사이클에 본격적으로 진입했으나, 시장 반응은 미온적이다. 월 초반 연휴도 많았던 만큼 글로벌 금리 변동에 연동한 등락을 제외하면 대내 재료에 따른 움직임이 미미하다. 과도한 인하 기대 선반영에 따른 금리의 되돌림도, 단기금리 하락에 따른 역캐리 부담 완화 속 강세 기조도 제한적인 수준에서 나타나고 있다. 양 끝단의 재료들이 금리 상하단을 형성하는 모양새다.

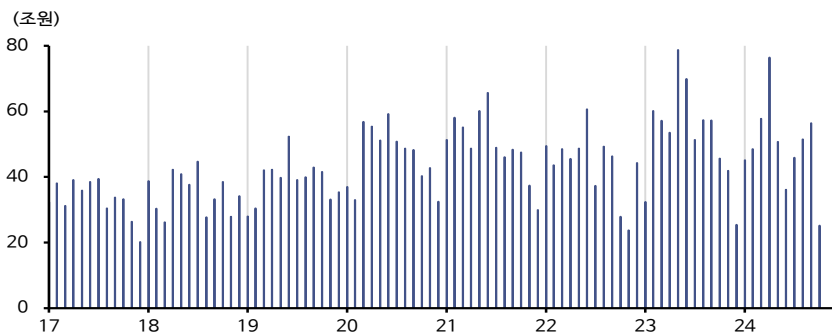
3분기 대비 확대된 스프레드 레벨, 레포펀드 향 자금 유입으로 여전채 중심 저가 매수 수요가 이어지고 있으나, 연말을 앞둔 약세 가능성에 대한 우려 섞인 시선도 여전히 존재한다. 계절적으로 연말에는 북클로징으로 매수 강도가 약해지며 스프레드가 확대되는 패턴이 확인된다. 그러나 작년 크레딧 스프레드 흐름에서 엿보듯, “연말 약세-연초 강세” 패턴이 앞당겨지기도 하며 단순히 해를 넘기는 시점을 전환 시점으로 두기 어렵다. 10월 금리 인하로 평년 연말의 금리 패턴과 동일한 움직임을 예상하기도 어렵다. 올해 연말 약세 재료에 대한 점검을 통해 못내 아쉬운 금리 수준에서도 매수 대응이 타당한지 살펴볼 필요가 있다.

#### 4Q 계절적으로 크레딧 스프레드 확대 추세



자료: 연합인포맥스, 신한투자증권 /주: 회사 AA- 3년물 기준

#### 월간 채권 순매수 추이



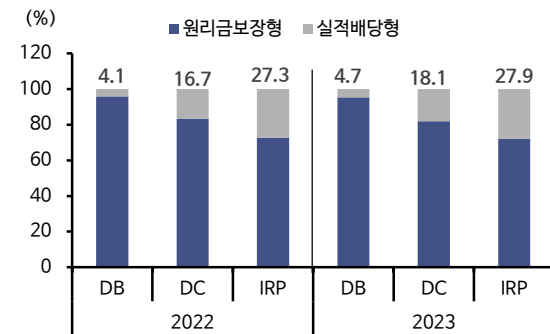
자료: 연합인포맥스, 신한투자증권

## 퇴직연금형 계절 변동성 악화 가능성

퇴직연금 실물이전 서비스를 비롯한 제도 변화는 연말 크레딧 시장 변동성을 줄여줄 것으로 기대한다. 2023년말 퇴직연금 적립금은 전년대비 46.5조원 늘어난 382.4조원이다. 2020년 이후 성장 속도가 소폭 둔화했으나 여전히 13.8%의 성장세를 유지하고 있다. 예적금(156조원, 46.8%), 보험(118.7조원, 35.6%)으로 운용되는 원리금보장(333.3조원) 비중이 여전히 87%로 절대적이지만, DC형을 중심으로 실적배당형 비중이 늘어나는 추세다.

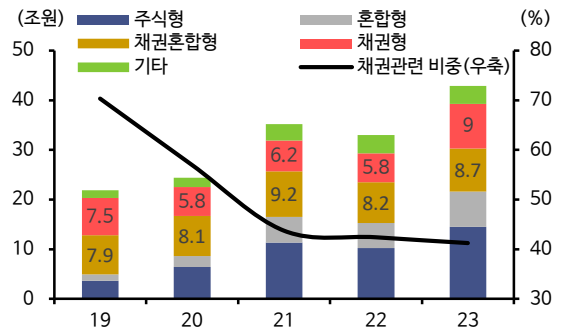
실적배당형 중 채권관련 운용 비중은 2019년 70.7%에서 2023년 41.4%까지 줄어 들었으나 전체 퇴직연금 규모 성장세에 힘입어 운용규모는 전년대비 3.7조원 늘어났다. 주식혼합형 내에서도 주식투자 한도가 40~60% 내외인 점을 감안하면 퇴직연금 시장 성장세는 크레딧 수급상 우호적인 재료로 해석된다.

### 실적배당형 성장세 자체는 채권시장에 긍정적 재료



자료: 금융감독원, 신한투자증권

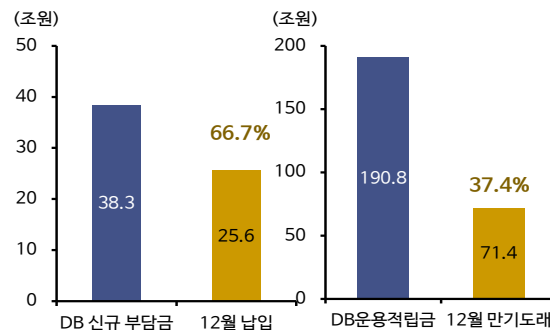
### 비중 감소했으나, 채권운용 절대규모는 +3.7조원



자료: 금융감독원, 신한투자증권

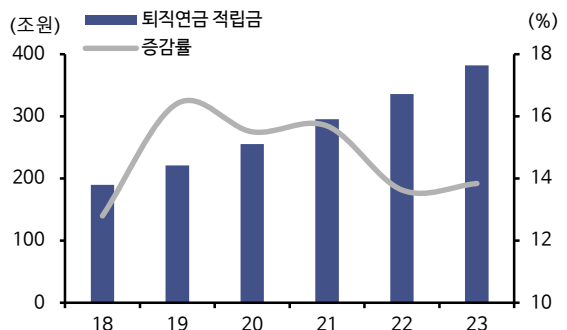
그러나 연말에 풀린 퇴직연금 관련 자금 유출입 구조는 주기적으로 크레딧 연말 약세를 자극하는 재료 중에 하나였다. 퇴직연금 유형 중 54%를 차지하는 DB형의 경우 12월에 자금 유출입이 집중되어 있다. 2023년 기준 기업이 신규로 납입해야 할 DB 신규 부담금 38.3조원 중 66.7%가 12월 납입분으로 추정된다. 운용적립금도 190.8조원 중 12월에 만기가 도래하는 금액이 37.4%로 집중되었다.

### 연말에 집중된 퇴직연금 자금 유출입 구조



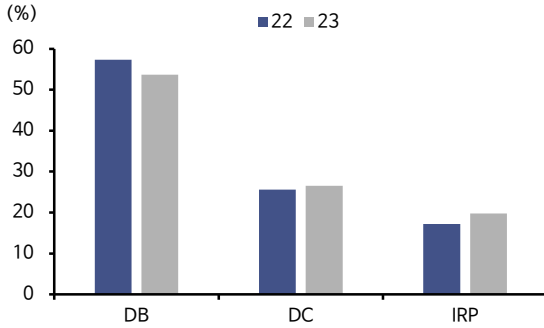
자료: 금융감독원, 신한투자증권 / 주: 23년 기준 추정치

### 10%대 성장세로 380조원 돌파한 퇴직연금 규모



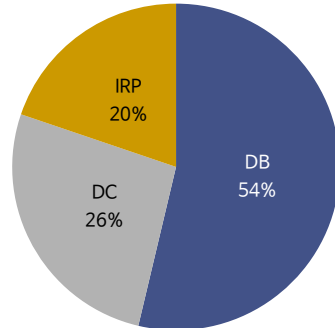
자료: 금융감독원, 신한투자증권

### 만기 편중도 높은 DB 비중 감소세지만



자료: 금융감독원, 신한투자증권 /주: 23년 기준 추정치

### 여전히 54% 규모 차지하며 연말 집중도 높은 상황

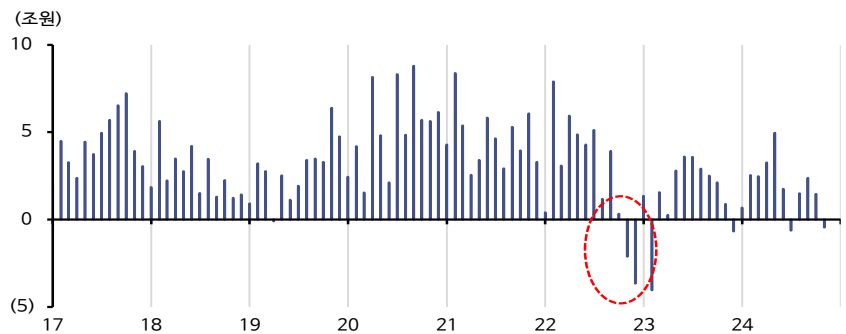


자료: 금융감독원, 신한투자증권

실제로 보험사의 경우 2022년말 IFRS17 대응을 위한 자금 확충 필요성과 더불어 12월 약 30조원 규모의 퇴직연금 만기 대응 과정에서 채권을 순매도했다(10월 2.1조원, 11년 3.6조원). 당시 레고랜드 여파로 크레딧 시장이 급격히 경색되었으나, 시장 안정화 정책에 힘입어 타 기관의 매수세가 회복된 것과 대조적이다.

2021년말 원리금보장형 퇴직연금 상품 금리는 2%대 중반이었으나, 금리가 가파르게 오르며 당시 은행권에서 5% 후반대 이자를 내세우며 퇴직연금 경쟁이 과열된 바 있다. 퇴직연금 상품판매만 제공하는 비사업자들은 7%대 금리를 제시하기도 했다. 수십조원 단위의 퇴직연금 자금 유출 가능성에 보험권 유동성 리스크가 고조되며, 금융당국도 채권시장 안정을 위해 과도한 유치 경쟁을 자제해달라는 요구가 있었다.

### 보험사 월간 채권 순매수 추이



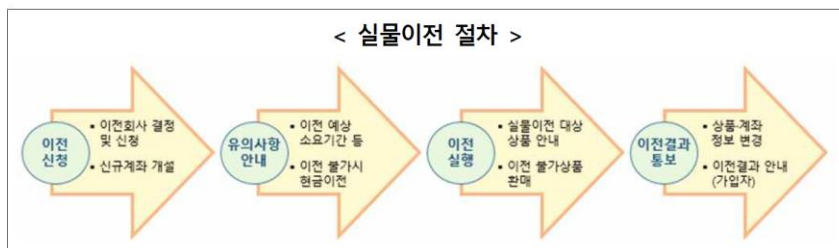
자료: 연합인포맥스, 신한투자증권

이후 퇴직연금 자금의 연말 풀림을 완화시키고자하는 제도적 노력이 잇따랐다. 퇴직연금 사용자로서의 금융회사들은 (i) 12월이 되기 전에 본인들이 신규 납입하는 금년도 DB형 퇴직연금 총 부담금(3.2조원)의 40% 이상을 2차례 이상 분산·분납하는 한편, (ii) 기존 적립금의 12월 만기 도래분(7.7조원)에 대해서도 만기 다변화(예: 1년 6개월)를 추진하기로 하였다.

(iii) 각 협회는 금융회사들의 분납 및 만기 다변화를 적극 유도·권고하고 계획과 이행상황을 취합하여 금융당국과 공유하기로 하였다. 또한 「'23년 하반기 경제정책방향」에서 공공기관·금융회사·대기업 퇴직연금(DB형)의 만기분산 등을 추진하여 연말 자금이동 집중을 방지하고자 했다.

10/31 일자로 시행될 퇴직연금 실물이전 서비스는 보다 자산시장에 직접적인 영향을 미칠 제도 변화다. 퇴직연금 가입자의 선택권을 확대하고 사업자간 건전한 경쟁을 촉진하기 위해 상품 해지 없이 사업자를 변경하는 서비스다. 연말 퇴직연금 사업자 변경 시 기존 운용상품을 해지(매도)해야하는 과정이 줄어들기 때문에 연말 크레딧 수급상으로도 긍정적인 재료로 해석된다.

### 퇴직연금 실물이전 서비스 개시(24.10.31)



자료: 금융감독원, 신한투자증권

이달내 금감원은 저축은행 퇴직연금 현황을 점검할 예정으로 알려져있다. 일부 저축은행의 경우 퇴직연금 비중이 높아 연말 만기도래 시 유동성 리스크에 노출될 가능성이 있다는 판단이다. 금리 수준이 낮아진 만큼 금융투자, ETF 향 머니무브도 합리적이다. 개별 기업-운용주체간 머니무브는 불가피하다. 그러나 전반적으로 과거대비 완화된 규제 여건, 우호적인 발행시장 연건 감안 시 자금 마련을 위한 크레딧 매도 필요성은 약화되었다. 퇴직연금 향 머니무브가 야기할 연말 약세 강도는 낮아질 것으로 판단한다.

## 2023년 복기, 인하(기대) 앞에 연말도 무색

월별 크레딧 스프레드 추이(p.2)를 보면 근 3년 새 연말·연초를 기점으로 나타나던 스프레드 확대-축소 패턴이 뚜렷하지 않다. 2022년에는 레고랜드라는 특수한 이벤트가 발생한 이후라는 점에서 비교 가능성이 떨어지나, 2023년은 인하 기대와 맞물려 연초 강세가 앞당겨진 흐름으로 해석된다. 11월 FOMC 이후 연준의 금리 인상 종료 및 2024년 상반기 인하 기대감이 형성되면서 강세 흐름이 2024년 초까지 이어질 수 있다는 전망이 지배적이었다. 회사채 AA- 3년 기준 12월말 금리는 3.889%까지 하향세, 크레딧 스프레드는 12월초 69.9bp까지 축소됐다.

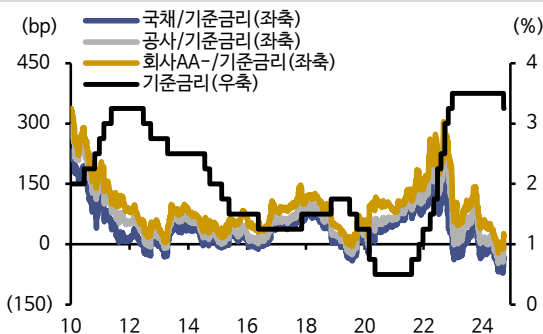
12월 들어 국채금리가 기준금리 대비 25bp를 하회하며 오버슈팅 부담, 너무 낮은 금리 레벨 속 연초효과가 기대에 미치지 못할 우려들이 부각되며 연말까지 스프레드는 74.4bp를 회복했다. 올해 연초는 강세가 빠르게 진행되며 연말 물량을 확보하지 못했던 기관은 속이 쓰릴만한 환경이었다.

현재 크레딧 시장이 갖고있는 고민들과 상당히 유사하다. 10월 기준금리 인하에도 너무 낮은 금리 레벨, 가계부채 고려 시 추가 인하 폭과 속도에 대한 전망 차이 등이 4분기 강세 지속성을 고민하게 하는 요인이다.

당사는 4Q 전망 자료(소문난 잔칫상, 24/09/27)를 통해 금리 인하 사이클 속 크레딧 투자 수요가 견조할 것으로 전망했다. 다만 내년 상반기까지 금리 반등 가능성을 감안할 때 3.2%대 목표 금리 수준 설정이 합리적임을 제시했다(등급민평 기준, 신용도 및 개별 채권 가격 차이 존재).

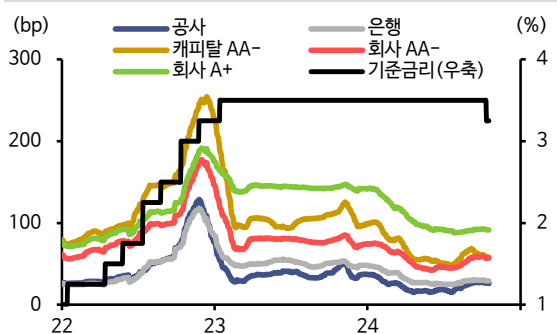
스프레드와 금리 모두 8월 수준을 상회하고 있다. 25bp 인하로 AAA급 이하 크레딧물의 역캐리 부담도 완화된 상황이다. 스프레드 추가 확대 여력도 제한된 상황에서 연말 투자 주저할 이유도 없다. 고점(저점) 포착보다는 내년을 위해 물량 확보에 힘을 시점이다.

주요 금리-기준금리 역전 수준



자료: 인포맥스, 신한투자증권 /주: 3년물

연초 빠르게 진행된 크레딧 강세 흐름



자료: 인포맥스, 신한투자증권 /주: 3년물

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정혜진).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 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 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.