

# IBKS Bond Inside

## 2025년 2월 채권/크레딧 전망

2025년 1월 금통위 의사록에는 한국 경제성장 모멘텀 회복을 위한 조건이 담겼다. 국내정치 불확실성의 해소, 경제정책의 일관성 있는 추진, 통화정책과 정부 경제정책의 적절한 조합이다. 국내 상황 상 한국은행이 가장 효과적으로 다룰 수 있는 것은 '경제정책의 일관성 있는 추진'이다. 탄핵정국에서 나머지 조건은 작동시점과 규모, 여파를 가늠하기 힘들다. 2025년 1월 금통위에서 기준금리 인하 소수의견을 제시한 금통위원은 달러화 강세가 미국 예외주의에 따른 글로벌 현상임에 주목하고, 2024년 4분기 한국 경제성장률을 우려했다. 실제 2024년 4분기 한국의 경제성장률은 전년대비 1.2%를 기록해 한국은행 전망과 컨센서스를 크게 하회했다. 중요한 것은 한국은행이 촉구한 확장적 재정정책이 통화정책으로 관리할 수 없는 정치적 불확실성과 얽힌 점이다. 원달러 환율의 레벨/변동성 부담이 '대외신인도 악화와 내외금리차 확대 영향'인지, '성장동력 상실'에 따른 자본유출 결과인지 살펴야 한다. 2025년 2월 전망은 후자에 무게를 뒀다(p.2). 2025년 1월 금통위 의사록에서 소비회복 코멘트가 신용카드 사용에 집중된 것에도 주목한다(금리 하락압력). 경기호황기 신용카드 사용은 미래에 대한 낙관적 기대로 레버리지를 활용한 소비증가를 의미한다. 그러나 불황기 신용카드 사용은 고통을 분담하는 할부결제일 가능성이 높다. 이같은 맥락은 2025년 2월 카드-캐피탈채 전망에 일부 반영했다.

2025년 1월 금통위 이후 만기 3년 이내 국고통안 금리 상승은 자본차익 기회다. 현물채권을 활용한 듀레이션 확대 전략은 효과가 떨어진다. 만기 10년 이상 국채금리는 한국 경제성장률 둔화와 그로 인한 추경(국채공급) 경로가 대치 중이다. 국내 주식시장에서 외인 자본이탈이 채권현물로 유입되지 않고, 금리 파생상품(KTB선물, IRS) 수요로 이어지는 것도 자본차익 신호다. 명약관화明若觀火한 韓성장을 부진에 현물국채를 매수하는 것보다 적은 자금으로 (파생 레버리지) 포지션을 잡을 수 있기 때문이다. 금리스왑(IRS)도 차액을 상계한다는 점에서 유사하다.

2025년 1월에도 연초효과가 나타났다. 2025년 1월 진행된 38개社, 총 63회차 수요예측 낙찰 SP는 평균 -5bp, 편차는 16bp를 기록했다(A+이상). AA-이하 발행물을 제외하면 낙찰SP 평균은 -6bp, 편차는 12bp다. 2025년 1월 중순 이후 평균 낙찰SP는 +1bp까지 확대됐다. 롯데렌탈(AA-/A+/스플릿, 1/15), HD현대케미칼(A0, 1/17), LG화학(AA+, 1/17)의 낙찰SP는 PAR에서 오버 10~60bp에서 마감했다. 연초효과로 우호적이었던 시장センチ멘트를 고려하면, 2025년 1월말 평균 입찰SP 확대는 유의미하다. 2025년 2월에도 발행시장 연초효과가 한동안 이어지나, 그 강도는 월말로 갈수록 둔화할 전망이다. 수요예측을 예정한 발행사 라인업을 고려하면, 변곡점은 2025년 2월 중순으로 예상한다.

2024년말 롯데케미칼 이슈는 그룹차원에서 해결된 것이 아니라, 시중은행권 보증으로 해소됐다. 롯데케미칼에 국한해 출발했으나, 크레딧 이슈가 그룹 전반으로 빠르게 확산됐다. 올해는 계열지원 가능성이 '계열→그룹' 역방향으로 작용할 전망이다. 주력계열사 업황부진이 그룹 전반에 대한 의구심으로 이어질 가능성이 높다. 크레딧 측면에서 석유화학/2차전지/철강/건설/저축은행/부동산신탁업에 대해 부정적 전망을 유지한다. 모니터링 기준은 (1) 최근 5년 이내 對중국 수출이 주력이거나, (2) 최근 3년 이내 제품(서비스)가 중국의 저원가 제품(서비스)과 경쟁하는 경우, (3) 최근 5년 이내 우호적 업황 사이클을 겪으며, 고정비가 큰 사업으로 다각화를 진행한 기업이 다수 포진한 산업(그룹)이다. 2025년 상반기까지 한국은행은 완화적 정책 기조를 이을 전망이다. 만기 10년 이내 국채금리 하락 국면을 전제로 AA0급 이상 크레딧물 보유에 따른 캐리손실은 우량물 듀레이션 확대로 대응할 수 있다.

### ▶ Fixed Income Analyst

#### 정형주

02) 6915-5654

hj.jeong@ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.

고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 2025년 2월 채권/크레딧 전망

제시일자	항목	최근 (2/6)	목표지 (%, bp)	기대손익 (abs, bp)	Loss cut (%, bp)	투자시제	세부설명
2025.2.6	동한채91일물(MSB3m) 금리 하락 2.55%	2.87	2.55	+32	3.00	2025.4.17	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2025년 2월 동한채 91일물 등락범위는 2.70~2.90% 전망</li> <li>- 시장금리에 반영되지 않은 향후 3개월 이내 통화정책방향에 대한 투기적 포지션</li> <li>- 2025년 2Q BOK 정책금리 인하 기대 선반영하며 '동한채91일물-기준금리' SP 축소 전망</li> <li>- 2025년 2월 말까지 MSB3m 2.80% 상회할 경우 RP펀드 설정으로 목표지 수렴 가속화 예상</li> <li>- 2025년 2월 금통위 이후 레버리지성 자금유입 가능성 MSB3m 2.70% 상회할 경우 높을 것</li> <li>- (Loss cut) 2025년 상반기 BOK 기준금리 인하 기대 0회로 축소</li> <li>- (Loss cut) 주간 ±50원 수준의 원달러 변동성 급등 &amp; 원달러 환율 레벨 1,490원 터치</li> </ul>
2025.2.6	韓국고채3년물 금리 하락 2.46%	2.57	2.46	+11	2.75	2025.3.31	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2025년 2월 국고채 3년물 등락범위는 2.45%~2.65% 전망</li> <li>- 한국은행 기준금리 인하는 2025년 1~3분기 분기별 25bp씩 총 3회 전망</li> <li>- 2024년 4Q 韓성장률 1.2%(YoY)로 시장 컨센서스 제차 하회 (안화적 정책기조 강화)</li> <li>- 추경 논의는 정치동학이 작동 중으로 불확실성 높고, 상당시일 소요될 가능성</li> <li>- 2025년 1월 한국은행 정책금리 동결에도 외환시장 레벨/변동성 모두 확대</li> <li>- 환시 불안이 금리차 때문인지, 주력산업 경쟁력 감소에 따른 자본이탈인지 살펴 필요</li> <li>- 외국인 포지션이 채권신물/IRS 거래로 누증되는 것도 경제요인(레버리지, 低자본거래)</li> </ul>
2025.2.6	韓국고채10년물 금리 하락 2.64%	2.81	2.64	+17	2.95	2025.3.31	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2025년 2월 韓국고채 10년물 등락범위는 2.70~2.95% 전망</li> <li>- 국고채 10년물은 '경기우려'와 그에 따른 '국채초과공급' 압력이 팽배하게 작용</li> <li>- 현재(2/4) 2.80% 수준의 일종의 균형상태로 추정, 향후 국내 정국에 큰 영향 받을 전망</li> <li>- 2025년 2월 중 추경 논의 속도가 급진개별 경우 변동성 급증현상 관측될 것</li> <li>- (Excess R) 추경 논의 지연으로 2025년 2월말 한국은행 경제성장률 전망치 대폭 하향조정</li> <li>- (Loss cut) 변동성 파고에 주의, 국고 10년물은 2025년 연초이후 2.80~2.90% 박스권 지속</li> <li>- 주간 기준 -15bp 상회하는 급락은 재정 조기집행/추경 기대로 귀결될 것</li> <li>- 국채 초과공급 언급되면서 급락 직후 3일 내 급락분 전체를 반납하는 초단기 발작에 주의</li> <li>- (Loss cut) MBS3m 2.95~3.05% 위치 &amp; 이슈없이 비선형적 상승한 근원물가 데이터 관측</li> </ul>
2025.2.6	美국채2년물 금리 하락 4.05%	4.22	4.05	+17	4.50	2025.3.31	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2025년 2월 美국채 2년물 등락범위는 4.00~4.25% 전망</li> <li>- 美연준 정책금리 인하는 2025년 2~4분기 분기별 25bp씩 총 3회 전망</li> <li>- 2025년 2분기는 5월 FOMC에서 기준금리 25bp 인하를 예상</li> <li>- 현재(2/4) 美국채 3월물 금리는 4.30% 수준으로 향후 3개월 정책금리 동결범위에 위치</li> <li>- 2025년 2월초 트럼프 행정부는 국가를 중심으로 둔 구체적 관세안 발표 시작</li> <li>- 2025년 3월 FOMC는 관세 세부사항 관측 &amp; 파급효과에 대한 시나리오 확보에 방점을 것</li> <li>- (Loss cut) 예상보다 강한 관세안 부과로 2025년 3월 美연준 SEP 물가경로 추가 수정</li> </ul>
2025.2.6	美국채10년물 금리 하락 4.18%	4.52	4.18	+34	4.75	2025.3.31	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 2025년 2월 美국채 10년물 등락범위는 4.25~4.55% 전망</li> <li>- 미국채10년물-2년물 장단기금리차는 25~35bp 수준을 유지할 것</li> <li>- 2024년 12월 FOMC 이후 통화정책 타이밍에 대한 불확실성이 높은 상황</li> <li>- 미국채 10년물에 대한 전망보다 단기물/기간SP를 전망하고, 가산하는 것이 효과적</li> <li>- 견조한 美경제성장률 존재하므로 한국과 매크로 상황이 크게 다르다는 것이 중요</li> <li>- 2025년 1분기는 트럼프 행정부 관세정책 발표에 강하게 연동하겠으나, 미국의 중립금리는 여전히 제약적 수준에 위치, 경기둔화 관측되며 증장기 하락세 이어갈 전망</li> </ul>
2025.2.6	韓회사채AA급 수요예측 낙찰금리 (하단, 상단)	2.90~3.10	2.83~3.05	+5~10	3.15~3.20	2025.2.28	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국고 레벨 하락에 따라 회사채 AA급 낙찰금리 전월대비 5~10bp 하락할 전망</li> <li>- 연초이후 AA급이상 회사채 낙찰금리 범위는 2.90~3.10% 수준(신중,후순위 제외)</li> <li>- 우량물 EOD 이슈 발생 확률 낮으나, 경기부진에 따른 SP 확대 압력이 레벨 낙폭 제한</li> <li>- 회사채AA-급은 산업별 차별화 강화할 것(철강/석화/건설 2025.1Q SP 확대 예상)</li> <li>- 초단기를 우호적, 비상계엄 사태 이후 BOK 유동성공급안 2025년 2월말까지 진행되기 때문</li> <li>- 단기신용경색 가능성은 제한적이나 2025년 2월말 이후 일부 산업 모니터링 강화할 필요</li> </ul>
2025.2.6	캐피탈AA-,카드AA+ 3년물 스프레드 축소	14	8	+6	20	2025.6.30	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 韓에크레&amp;업황 측면에서 캐피탈채AA- 상대우위 예상</li> <li>- 2024년 4분기 이후 신용카드 사용량 증가는 완부거래 중심일 것, 이는 내수부진 장기화 증거</li> <li>- 이같은 신용카드 사용량 증가는 시차를 두고 신용카드업권 자산건전성 악화로 이어질 전망</li> <li>- 2023년 이후 카드채는 (상대적) 우량물 지위 부각되며 은행채 장기 평균 SP(+25bp) 수렴</li> <li>- 2012년 이후 카드채AA+ 장기 평균 SP 46bp 고려하면, 향후 SP 확대 압력 증가할 것</li> <li>- 작년 캐피탈업권은 당국의 부동산PF 연합특 정책 추진에 따라 빠르게 대손충당금 적립</li> <li>- 시중은행권 가계대출 규제 강화로 2금융권 고신용자 중심의 대출 포트폴리오 편성 예상</li> <li>- (Loss cut) 카드채 우량물 지위 유지, 신용카드 연체를 개선/유지하면서 카드 사용량 증가</li> </ul>
2025.2.6	회사채AA+, AA0 5년물 스프레드 확대	6	8	+2	4	2025.6.30	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 회사채AA0 5년물 스프레드 확대로 AA+,AA0 등급간 상대 SP 확대 전망</li> <li>- 회사채AA+, AA0급 만기가 동일할 경우 AA+ 5년물을 더 선호한다는 의미</li> <li>- 투자시제는 트럼프 관세정책 구체화 완료 &amp; 그에 대한 연준의 대응방안을 고려해 설정</li> <li>- (Loss cut) 트럼프 행정부의 미온적 관세정책 (구체적 관세방안 15% 하회 마무리)</li> </ul>
2025.2.6	회사채AA+ 5년물 회사채AA- 3년물 스프레드 확대	1	5	+4	-5	2025.6.30	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 회사채AA+ 5년물 스프레드 축소에 따른 상대SP 확대 전망</li> <li>- 회사채AA+ 중독은 7개, AA-급 33개로 AA+급에 유동성 프리미엄 존재(AA0 18개)</li> <li>- 국채금리 하락에 따라 AA+급 발행 증가시, 유동성 프리미엄 감소 예상</li> <li>- AA+5YR, AA-3YR는 등급/만기가 상이한에도 금리차 +1bp에 불과</li> <li>- 신용등급 차이에 따른 캐리메리트 손실을 듀레이션 확대로 상쇄하는 전략</li> <li>- 연초효과 이후 美관세정책이 실적에 반영되며 SP 확대 압력은 AA-급 이하에서 더 클 것</li> <li>- (Excess R) BOK 통화정책 경로가 2025년 연내 75bp에서 축소하는 경우</li> <li>- (Loss cut) 불확실성 및 관세충격 제한되며 위험자산선호기조 강화 (SP 역전 심화)</li> </ul>

자료: IBK투자증권

주1: 미국 금리는 2/4 증가 기준, 한국 금리는 민평3사 2/5 증가 기준

주2: 기대손익은 절대값(abs)을 의미하며, 투자시제는 기한 내 기대손익 실현가능성을 의미

주3: 전반적인 전망경로는 '2025년 채권시장 연간전망(2025.1.15 발간)' 참고