

[채권]

민지희

jihee.min.a@miraesasset.com

[크레딧]

정연홍

yeonhong.chung@miraesasset.com

김성신

sungshin.kim@miraesasset.com

# Fixed Income Monthly

## [7월] 금리 인하 환경 조성

### 미국: 구인율 하락과 인플레이 둔화

미 국채 10년 금리는 4.2~4.3%에서 점차 하단을 낮춰갈 전망. 베버리지 곡선에서 구인율이 4.5% 아래로 하락할 때 실업률과 구인율 간 음(-)의 관계 뚜렷. 구인율과 동행하는 채용률, 자발적 퇴직률 하락세. 구인율 추가 하락하며 4%대 실업률 지속 전망. 연초 최저임금 인상으로 코어 인플레이 재가속 됐으나 소비심리 위축 및 저축률 하락 중. 연말까지 인플레이 둔화 이어지며 연준 금리 인하 기대 강화될 전망

(미국 국채 투자의견) 미국 장기금리 반등 시 장기채권 비중 확대 전략 추천. 만성적인 재정적자에도 장기금리 상승 추세 지속될 가능성 낮음. 6월 바이백에서 장기채 매도 주문 강하지 않았고, 재무부도 유연한 국채 발행 예고. 하반기 연준 금리 인하 시나리오도 장기국채 수요에 긍정적 요인

### 한국: 금리 인하 프라이싱 강화

7월 금통위 금리 인하 소수의견 출현 및 국고 3년 금리 3%를 향해 점진적 하락세 전망. 내수와 동행하는 서비스 매출 증가세 둔화 추세 고려할 때 한국 2Q GDP (7/25 발표)에서 내수 회복 제한될 가능성 높음

(한국 국채 투자의견) 금리 반등 시 원화채권 듀레이션 확대 전략 추천. 최근 금통위 원들의 내수 부진 우려 의견 다수인 점을 고려할 때 국내 금리 상승 여력 크지 않음. 내수 경기 둔화 및 하반기 국고채 발행 물량 축소 등에 국고 10/3년 커브 5~10bp 내외 등락하며 플랫닝 장세 지속 전망

### 국내 크레딧: 등급간 스프레드 축소 장세 이어질 전망

크레딧 순상환 전환, 채권 수요자금 유입 지속 등으로 6월 스프레드 강세. 4~5월 크레딧 순발행을 주도했던 은행채 단기물이 순상환 전환하며 1년물 스프레드 강세 야기. 한전채는 올해 첫 발행 재개. 향후 추가 발행 가능하겠으나 당분간 월간 순상환 유지 전망. 회사채는 상위등급 레벨부담과 신규발행 제한 등에 등급간 스프레드 축소 전망

(크레딧 투자의견) A급 회사채 top sector 유지. 채권수요 자금 유입 늘어나는 한편, 상위등급 채권 순발행 제한되며 우호적인 수급환경이 지속되고 있음. 상반기 우량채 랠리의 온기가 하위등급으로 확산되며 등급간 스프레드 축소 장세 이어질 전망. 금리인하가 현실화될 때까지 선불리 차익실현 하기보다 보유하는 전략 권고

## 6월 채권시장 동향

### 미국 채권시장 동향

미국 채권시장은 월초 약세 출발 후 인플레이 둔화 기조 확인되며 강세 전환했다. 5월 미국 ISM 제조업지수가 예상과 달리 2개월 연속 위축 국면을 이어가자 미 국채 10년 금리는 4.4%를 하회하며 하락 출발했다. 그러나 5월 비농업 고용보고서 고용 증가 규모가 예상치 (18만개)를 크게 상회하는 27.2만개로 발표돼 장기금리는 다시 4.4% 위로 상승했다.

캐나다 중앙은행과 ECB는 금리 인하를 단행해 글로벌 금리 인하 기조가 더 뚜렷해졌다. 이후 5월 미국 코어 CPI가 전월대비 0.16% 상승하며 예상치 하회하자 금리는 다시 반락했다. 6월 FOMC에서 연준은 올해 금리 인하 예상 횟수를 1회(기존: 3회)로 축소했고 코어 PCE 인플레이 전망치도 2.6%에서 2.8%로 상향 조정했다. 매파적 점도표에도 불구하고 미 물가지표 호재 및 소매판매 둔화에 미 국채 장기금리는 4.2%대로 하락 마감했다.

### 한국 채권시장 동향

한국 채권시장은 대내외 인플레이 둔화 및 금통위 조기 금리 인하 기대 강화되면서 전월대비 강세 마감했다. 월초 5월 한국 코어 CPI가 전년대비 2.2%까지 둔화하며 국내 금리 하락을 견인했다. 미국 인플레이 및 소매판매 둔화와 함께 9월 FOMC 금리 인하 기대도 유지되면서 국고 3년 금리는 연중 최저 수준인 3.1%대까지 하락했다.

월 후반 정치권에서 한국의 선제적인 금리 인하를 주장하는 의견이 등장하며 금통위 조기 인하 기대감도 높아졌다. 국고 10/3년 커브는 5~10bp 수준에서 등락하며 5월 대비 커브 추가 플랫트닝됐다.

그림 1. 국내 채권시장 주요 금리 변화



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

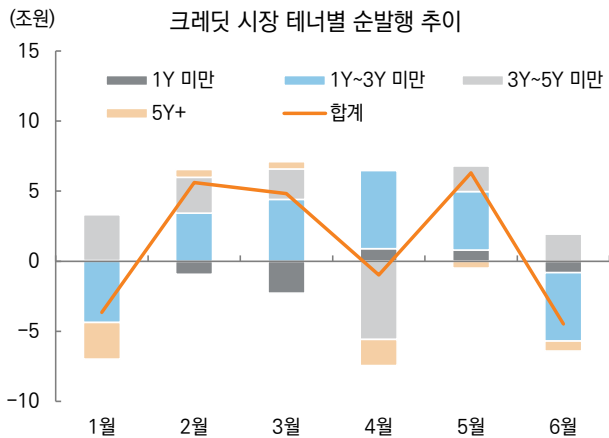
## 국내 크레딧 시장 동향: 은행채 순상환 전환이 이끈 단기물 강세

6월 크레딧 스프레드는 대체로 강세를 보였다. 국내외 국채금리 하락, 은행채가 주도한 크레딧 순상환 기조, 꾸준한 채권자금 유입 등이 스프레드 강세를 이끌었다. 특히 모든 섹터에서 1년물 스프레드 강세가 두드러졌다. 은행채 단기물 공급이 6월 들어 급격히 감소한 데 따른 것으로 보인다.

4~5월 단기물 스프레드 조정을 야기했던 은행채 순발행은 주로 1년물에 집중됐다. LCR 규제 정상화에 앞선 유동성 자산 확보 수요와 은행대출 증가에 은행채 순발행이 급증했으나, 당사 예상대로 일시적 자금수요 반영 후 6월에는 순상환 전환한 것으로 보인다.

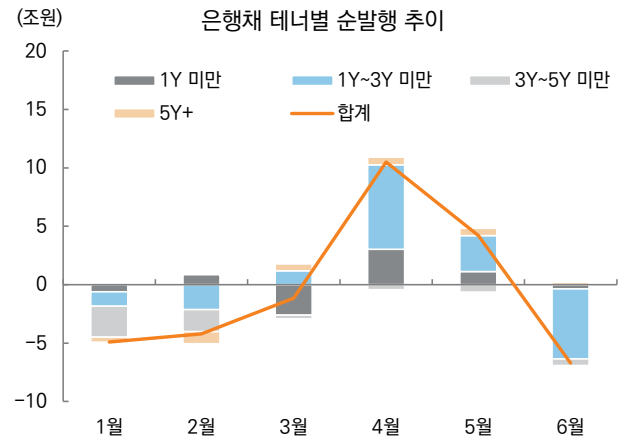
### [5/10 은행채 수급의 KEY]

그림 2. 3년 미만 단기물, 5개월만에 순상환 전환



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

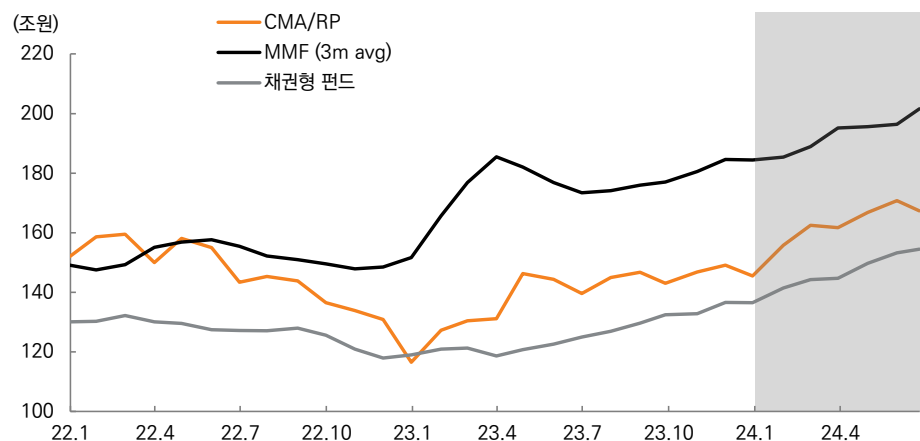
그림 3. 3년 미만 단기물에 집중됐던 은행채 순발행



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

연초 이후 누적된 MMF 자금도 단기채 수요를 높인 요인이다. 작년 말 184조원(3MA 기준)이었던 MMF 잔액은 1Q말 195조원으로 증가했고, 최근에는 200조원을 넘어섰다. 금리인하를 관망하는 대기성 자금이 MMF와 단기채 펀드로 유입된 것으로 추정된다.

그림 4. 연초 이후 풍부한 채권수요 자금 유입 지속



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

## [7월] 지표 흐름에 대응하는 자세

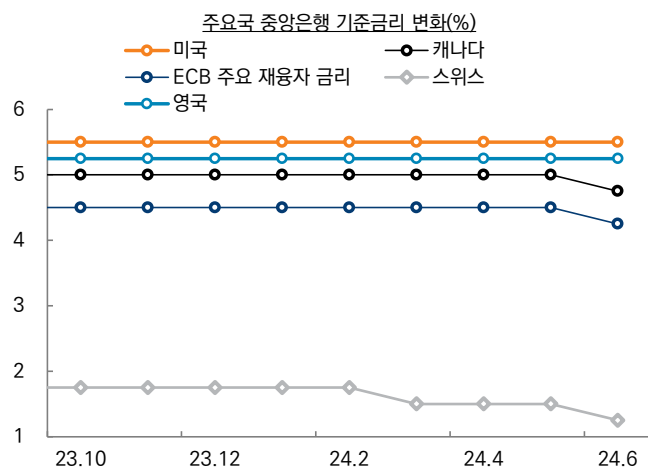
### 실업률 상승을 견인할 구인율 흐름

#### 내년에도 이어질 금리 정상화 기조에 주목

글로벌 금리 정상화 기조가 이어지고 있다. 스위스 중앙은행(SNB)은 상반기 중 50bp 금리 인하를 단행했고 추가 인하도 예고했다. 캐나다 중앙은행과 ECB도 6월 금리를 인하했고 BOE는 금리 동결했으나 7명 중 2명의 위원이 인하 소수의견을 밝혔다(그림5).

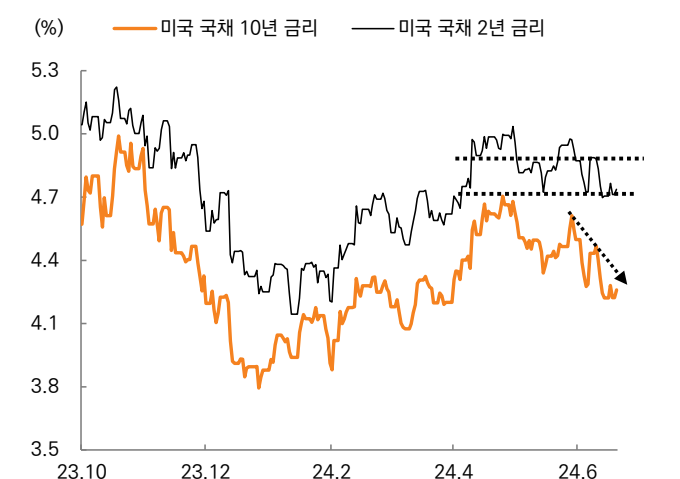
연준은 금리 인하에 신중한 입장이나, 미국 인플레이 재가속 우려는 완화되고 있다. 4월과 5월 CPI가 예상치를 하회했고 5월 소매판매도 둔화하며 미국 금리 하락을 견인했다(그림6). 6월 FOMC에서 연준은 올해 1차례 인하를 전망했지만 파월 의장은 5월 CPI 둔화가 반영되지 않은 전망이라고 밝혔다. 이제는 '내년까지 적어도 5번의 금리 인하를 단행할 연준'에 주목할 필요가 있다. 소비와 고용지표는 미국 경기 둔화를 시사하고 있기 때문이다.

그림 5. 6월 ECB, BOC, 스위스 금리 인하



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

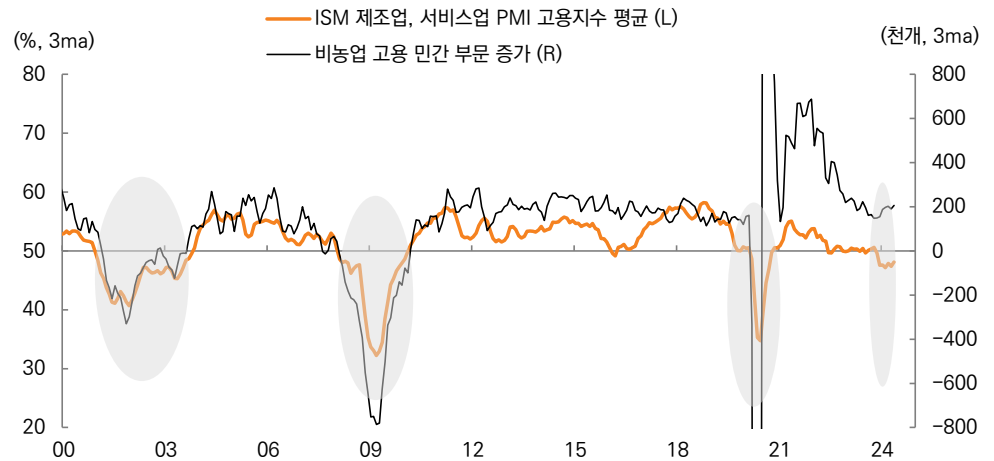
그림 6. 미 국채 10년물 4.2%대로 하락



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

최근 미국 비농업 고용지표와 경기 흐름에는 다소 괴리가 있다(그림7). 5월 ISM 서비스업 PMI는 53.8%로 반등했으나, 서비스업 PMI 세부 항목의 고용지수는 47.1%다. 서비스업 고용지수는 올해 2월부터 4개월 연속 위축 국면을 기록하고 있다. 제조업과 서비스업 고용지수의 평균이 50%를 하회했던 구간은 민간 고용이 대체로 월간 감소세를 기록했던 국면이다. 파월 의장도 언급했지만 비농업 고용 기업조사 수치가 경기 흐름 대비 과대계상 됐을 가능성이 있다.

그림 7. 최근 ISM 고용지수와 민간 고용의 괴리

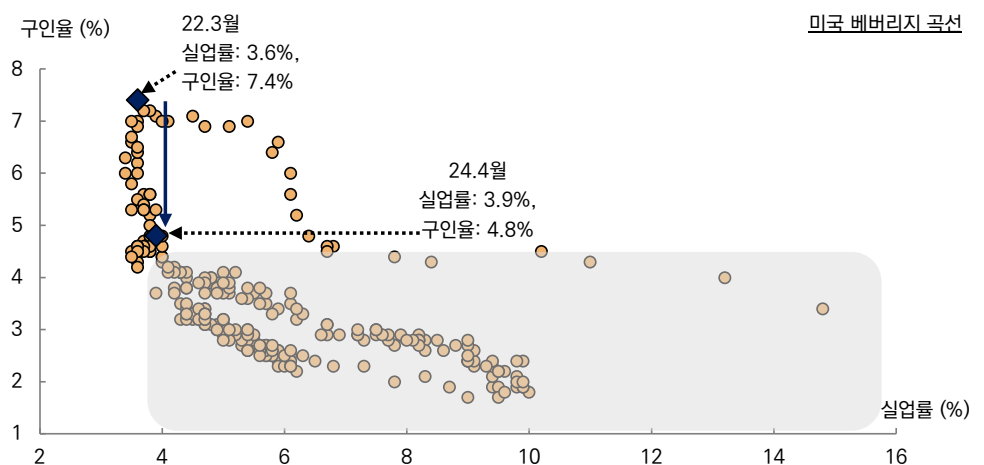


자료: CEIC, US BLS, 미래에셋증권 리서치센터

고용시장이 매우 타이트했던 2022년 3월 구인율은 7.4%까지 상승했는데, 최근 동 지표는 팬데믹 이전에 근접하는 수준으로 하락했다. 팬데믹 충격 후 고용시장 수급 불균형이 완화되면서 구인율은 점차 하락했다. 22년 3월 구인율 고점 기록 후 현재까지 2년 간 베버리지 곡선 상에서 구인율은 가파르게 하락했으나, 실업률 상승 폭은 비교적 제한됐다(그림8).

그러나 일반적으로 구인율 하락세가 지속될 경우 실업률은 상승한다. Waller 연준 이사는 구인율이 4.5%에서 추가 하락할 경우 실업이 본격적으로 증가할 수 있다고 전망했다. 베버리지 곡선에서도 구인율이 4.5% 밑에서 실업률과 구인율 간의 음(-)의 관계가 더 뚜렷하다. 구인율 추가 하락으로 인해 실업률이 4%대 흐름을 지속한다면 연준 스탠스도 점차 완화적으로 전환될 가능성이 높다.

그림 8. 구인율 하락은 결국 실업률 상승을 동반



자료: CEIC, US BLS, 미래에셋증권 리서치센터

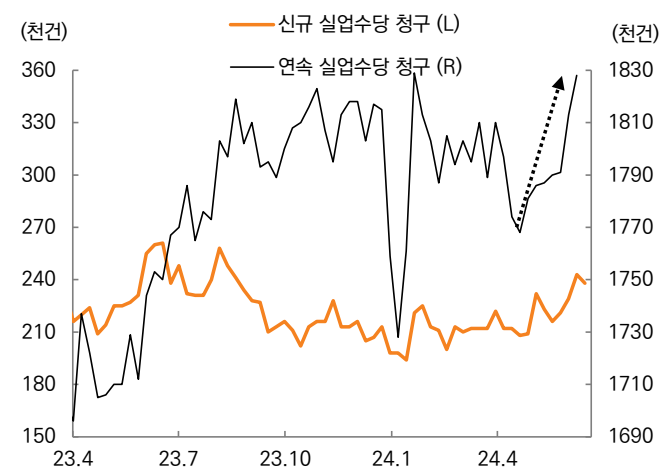
### 미국 구인율 하락세 지속 전망

비농업 고용보고서 가계조사 결과 및 실업수당 청구 건 수 흐름, JOLTS 보고서를 고려할 때 구인율 하락세가 지속될 것으로 전망한다. 주간 평균 근로시간 감소 및 연속 실업수당 청구 건 수 증가, 가계조사 취업자와 풀타임 근로자 감소 등은 노동시장 수요 감소를 시사한다. 특히 연속 실업수당 수령자 수는 4월 중순부터 꾸준히 증가하고 있다(그림9). 이는 고용시장에서 실직 후 재취업 기회의 감소를 보여준다.

일부 서비스 업종에서의 높은 구인율이 지속될 가능성은 제한적이다. 현재까지 비교적 높은 구인율을 기록하고 있는 업종은 금융업, 전문직 및 사업서비스, 교육 및 헬스케어다. 기업의 구인 수요가 강하면 근로자들의 이직도 더 활발하게 이뤄지고 채용률도 계속 높아질 수 있다. 따라서 구인율과 자발적 퇴직률 및 채용률은 대체로 동행한다(그림10). 그러나 앞서 언급한 업종에서 교육 및 헬스케어를 제외하면 자발적 퇴직률 및 채용률은 모두 하락세를 기록 중이다(그림11~13).

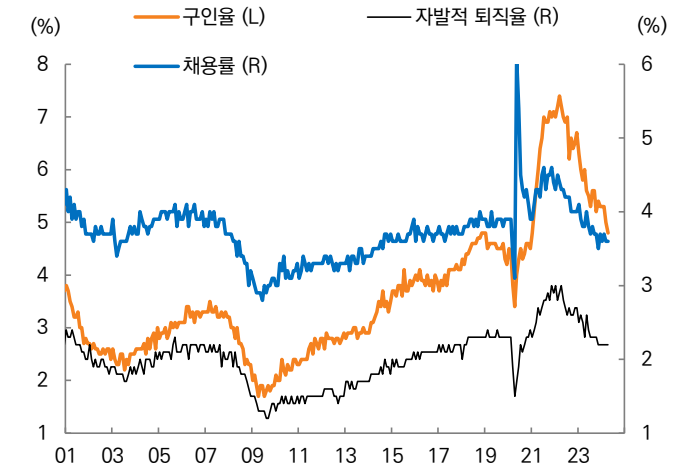
고용 수요의 둔화는 결국 장기금리 하락을 견인할 요인이다. 노동시장 수급 불균형이 완화된에 따라 팬데믹 이전의 베버리지 곡선처럼 구인율 추가 하락은 실업률 상승을 동반하게 될 것이다. 실업률은 경기에 후행한다. 실업률 상승세가 지속되기 전에 연준 스탠스에 점차 변화가 나타날 것으로 전망한다.

그림 9. 4월 중순부터 연속 실업수당 수령자 증가



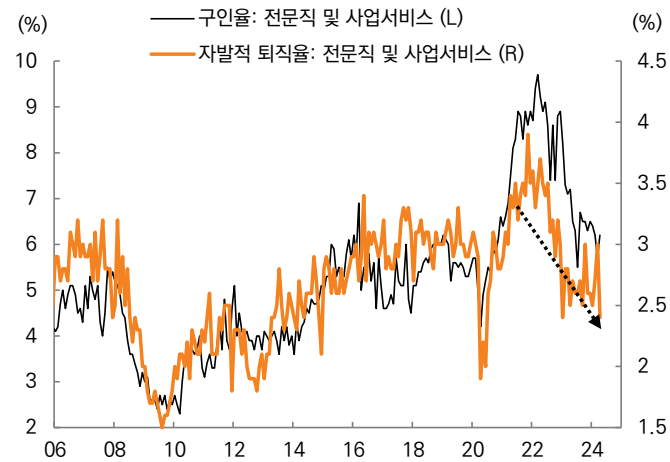
자료: CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 구인율과 동행하는 두 지표



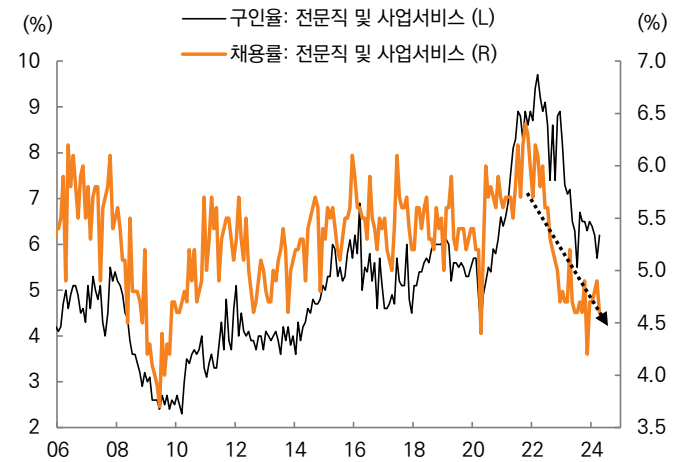
자료: CEIC, US BLS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 전문직 및 사업서비스, 자발적 퇴직율 하락세



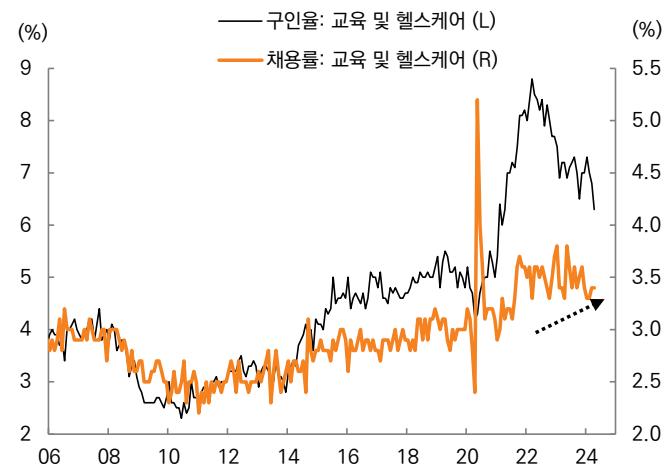
자료: CEIC, US BLS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 신규 채용률도 하락



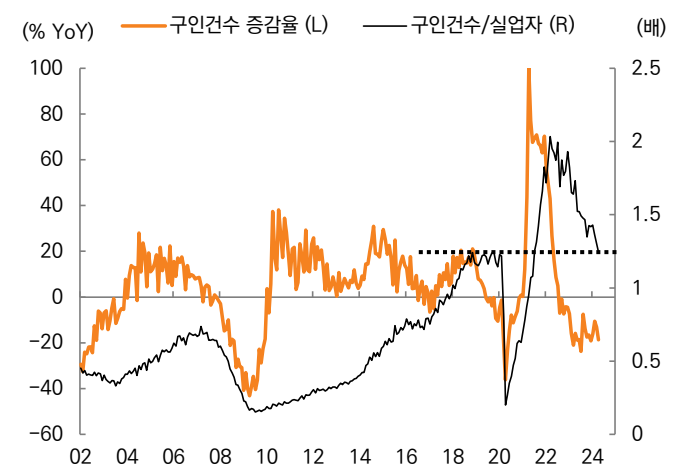
자료: CEIC, US BLS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 교육 및 헬스케어 업종 채용률 비교적 양호



자료: CEIC, US BLS, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 실업자 대비 구인 건수 팬데믹 이전 수준으로 하락



자료: CEIC, US BLS, 미래에셋증권 리서치센터

## 재정적자 우려에도 금리 하락을 기대하는 이유

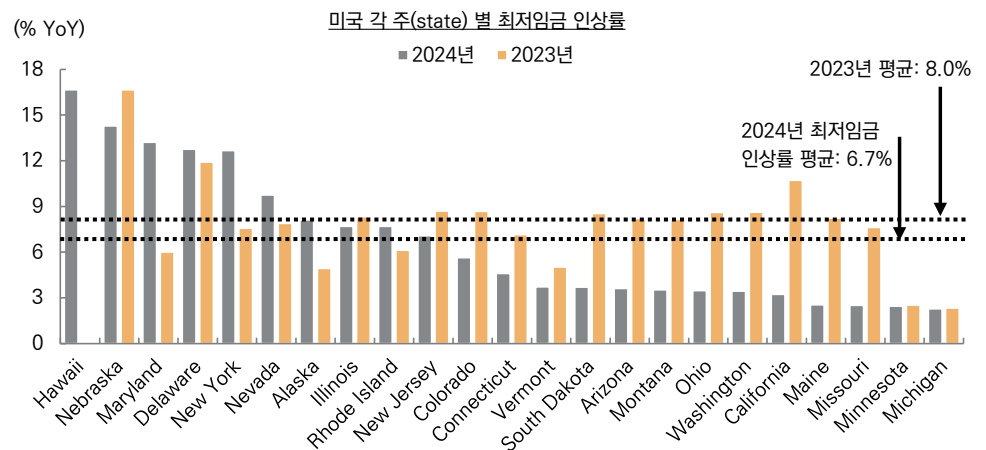
### 디스인플레이션 자신감 회복

당사는 미 국채 10년 금리가 4.2~4.3%대에서 점차 하단을 낮춰갈 것으로 전망한다. 이에 금리 반등 시 미국 장기국채에 대한 비중 확대 의견을 제시한다. 채권 강세를 견인할 요인들을 다음과 같이 정리했다. (1) 미국 인플레이션 둔화 기조 유지, (2) 고용 수요 및 소비의 둔화, (3) 9월 FOMC에서 점도표 및 인플레이션 전망 하향 조정 가능성 등이다.

1Q 미국 인플레이션 재가속에는 연초 각 주(State)의 최저임금 인상이 영향을 미쳤을 것으로 판단된다. 미국은 각 주마다 최저임금 인상 시점이 다르지만, 대체로 매년 1월 임금 인상이 실시된다. 미국 노동부(US Department of Labor)에서 발표한 올해 1월 최저임금 인상률 평균은 6.7%였다(그림15). 2023년에 비해 대체로 연초 임금 인상률은 완화됐지만, 일부 지역의 임금 인상률은 23년보다도 높았다. 인건비 인상이 기업의 비용 전가로 이어지면서 연초 슈퍼코어 서비스 인플레이션 가속을 일부 견인했던 것으로 판단된다.

그러나 인건비 인상으로 인해 일부 기업들은 직원 감축을 단행했고 고인플레이션 부담은 최근 소비심리 하락을 견인하고 있다. 미시간대 소비자 조사에서 소비자들은 내구재, 자동차 등의 구입 여건이 대체로 악화됐다고 응답했다(그림16). 금리 부담이 높아지면서 소비자들의 주택 구입 여건도 2Q 하락세를 지속했다. 가계 실질지출 증가율이 소득 증가율을 상회하고 있으며 낮아지는 저축률도 향후 소비 증가율 둔화를 시사한다(그림17).

그림 15. 올해 초 높았던 미국의 최저임금 인상률

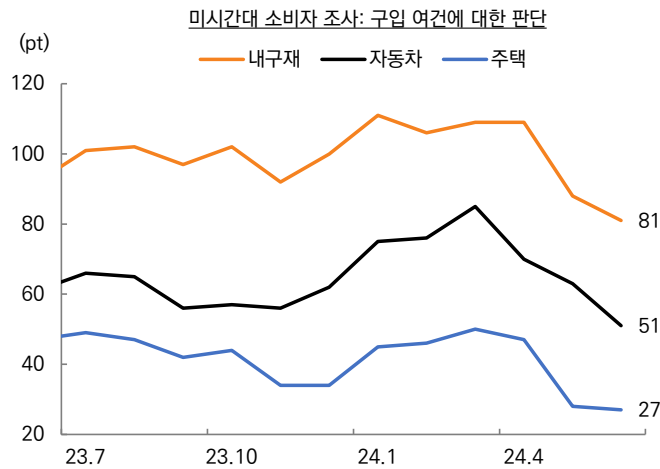


자료: US Department of Labor(2024년 1월 업데이트), 미래에셋증권 리서치센터

주: 2024년 1월 최저임금이 인상됐던 주들의 임금 변화율만 계산한 것.

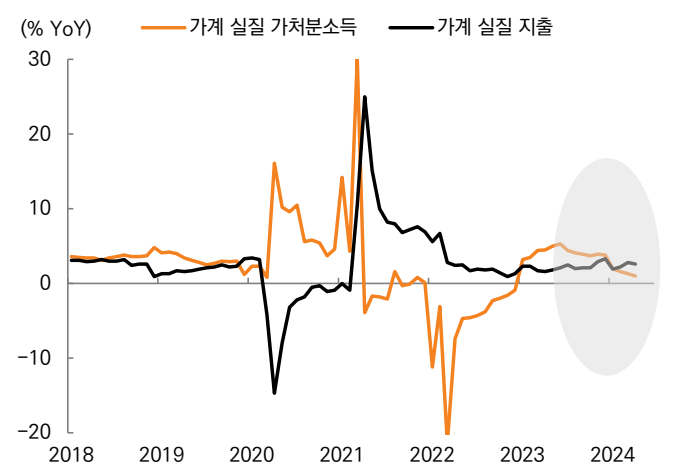


그림 16. 인플레이 및 금리 부담에 소비심리 악화



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 17. 소득 증가를 상회하는 지출 지속되기 어려움

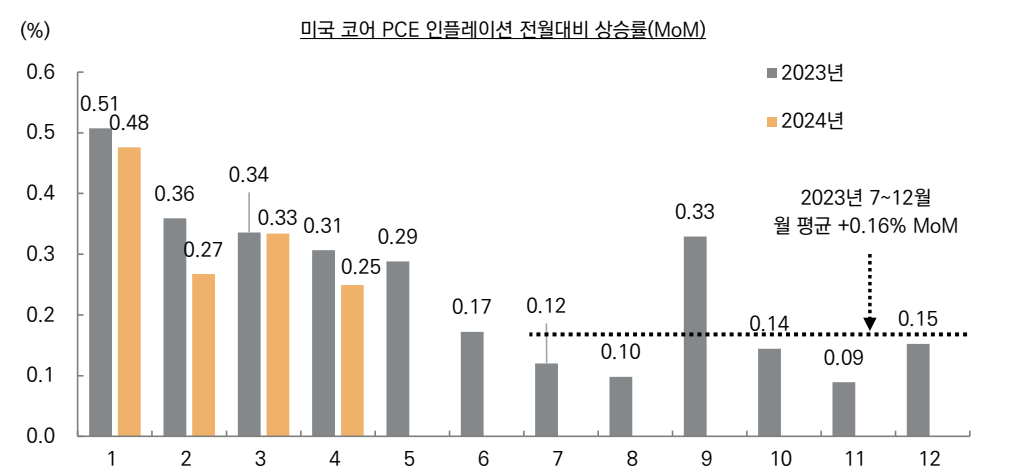


자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

수요 둔화에 따른 슈퍼코어 서비스 디스인플레이션, 주거비 둔화가 6월 디스인플레이션을 견인할 것으로 전망한다. 6월말 캘리포니아 민주당원들이 7/1부터 적용되는 헬스케어 업계 종사자들의 최저임금 인상을 연기하는 데 합의한 점도 긍정적이다. 이는 캘리포니아 주의 예산 적자 문제를 해결하기 위한 방안이었다(“California Democrats Agree to Delay Health Care Worker Minimum Wage Increase to Help Balance Budget, 6/22”).

연초와 같이 서비스 인플레이가 재가속되기는 어려울 것으로 보인다. 코어 인플레이 상승률은 대체로 상반기에 가파르고 하반기로 갈수록 둔화된다(그림18). 미국 최저임금 인상이 연초 서비스 인플레이 상방 압력에 기여하는 것으로 판단된다. 하반기 최저임금을 인상하는 지역은 소수에 불과하다. 올해 소비심리 위축, 고용 수요 둔화를 고려할 때 작년과 비슷하게 연말 까지 인플레이 둔화가 이어질 가능성이 높다.

그림 18. 연초 최저임금 인상 등에 1Q 코어 인플레이 상승률 높았음



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

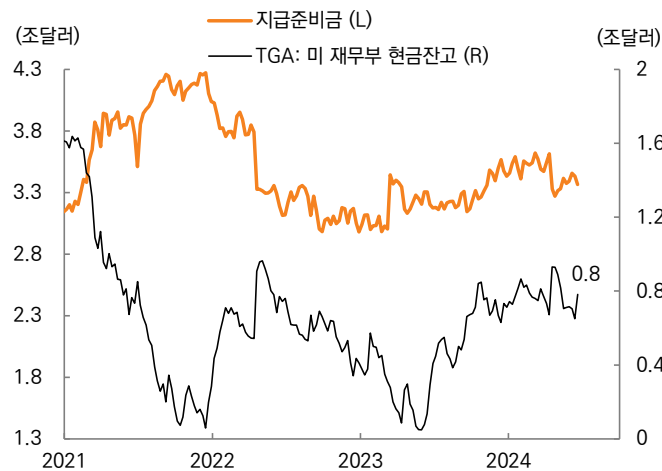
### 만성적인 재정적자 VS. 바이백 결과

현지시간 7/29일 미 재무부 분기 리펀딩(QRA) 계획이 발표될 예정이다. 재무부는 5월 초 QRA 발표에서 향후 몇 개 분기 동안 국채 입찰 규모를 늘릴 필요가 없을 것으로 예상했다. 세금 납부 직후 4월말 TGA 잔고는 9천억달러까지 증가했으나 현재 7,800억달러까지 감소했다(그림19). 재무부에서 추정한 3Q말 TGA 예상 잔고는 8,500억달러다. 미국 재정적자 및 경기 둔화를 고려하면 3Q말 TGA 잔고가 재무부 당초 추정치에 미달할 수 있다.

재정적자 및 미국채 공급 확대 경계심은 금리 하락을 제한하는 요인이다. CBO는 6월 18일 2024~2034년 예산 및 경제 전망 업데이트 보고서를 발표했다. 동 보고서는 미 재정적자가 2024 회계연도에 1.9조달러로 작년 대비 확대되고, 2030년에는 2조달러를 상회할 것으로 전망했다(그림20). 바이든 행정부의 학자금 대출 탕감 조치 및 우크라이나와 이스라엘 지원 등 국방 지출 증가가 올해 재정적자 확대를 초래할 것으로 전망한 것이다.

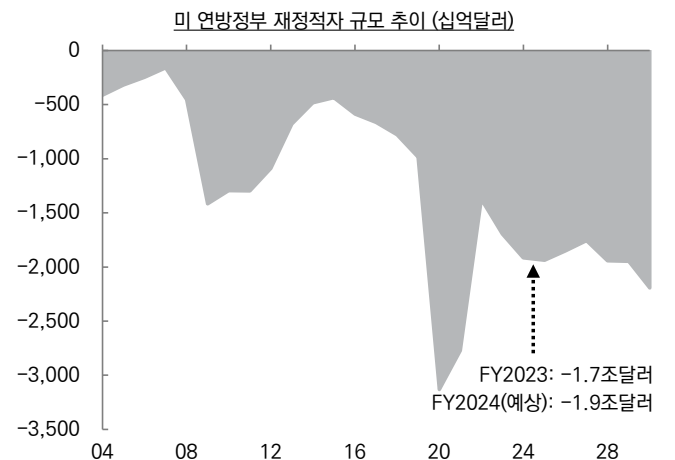
재정적자 확대 우려에도 금리 상승세 지속 가능성은 낮아 보인다. QT 감속과 재무부 국채 바이백 조치가 국채시장 유동성 여건 개선에 기여할 것으로 판단하기 때문이다. 5월말부터 시작된 미 국채 바이백에서 단기물 국채 매도세가 확대되며 단기 구간의 응찰률(국채 보유자의 매도 금액/재무부 매수 금액)은 8.3배를 기록했다. 반면, 초장기물 대상 바이백에서는 단기에 비해 매도 주문이 적게 들어오면서 응찰률이 비교적 낮아졌다(그림21).

그림 19. 6월말 TGA 잔고는 7,800억달러 수준



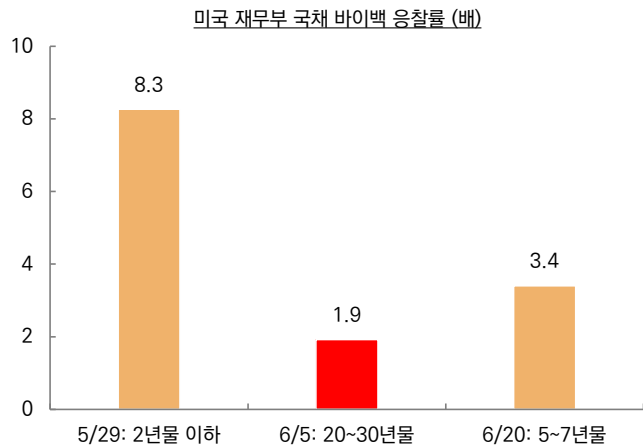
자료: FRB, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 20. CBO, 연방정부 재정적자 추가 확대 전망



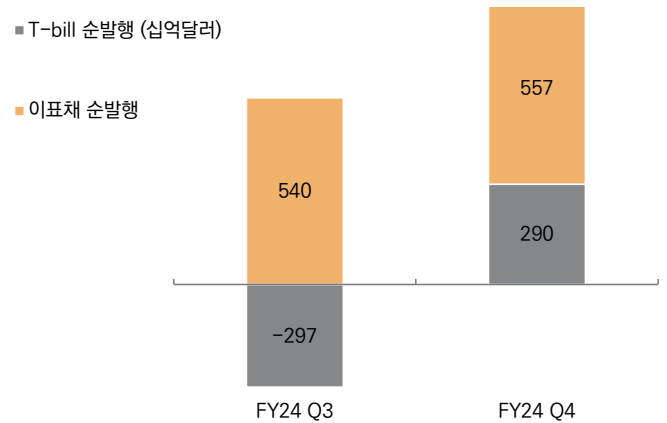
자료: CBO(미 의회예산국), CEIC, 미래에셋증권 리서치센터

그림 21. 6월 바이백, 장기물 매도 주문 강하지 않았음



자료: US Treasury, 미래에셋증권 리서치센터  
 주: 6/11 TIPS 바이백 결과는 제외

그림 22. 재무부, 3Q 자금 조달 중 30%는 T-bill로 조달 예고



자료: US Treasury, 미래에셋증권 리서치센터

재무부의 유연한 미국채 입찰 계획도 장기채 공급 부담을 일부 완화시킬 요인이다. 재무부는 올해 3Q(회계연도 기준 4Q)에 2Q 대비 자금 조달 규모 확대를 전망하며 30%는 T-bill로 조달할 것을 예고했다(그림22). TBAC에서 권고하는 미국채 잔액(Outstanding)에서 T-bill의 비중은 15~20% 수준이다. 그러나 이미 올해 4월 T-bill 비중은 20%를 상회하고 있다. 그럼에도 불구하고 재무부는 T-bill 순발행 규모를 확대해 이표채 공급 부담 완화를 예고한 것이다.

최근 미국 장기국채 입찰도 대체로 양호하게 진행되고 있다. 미국 인플레이 재가속 우려가 완화된에 따라 금리 인하 기대가 다시 강화되고 있는 점은 장기국채 수요에 우호적이다. 미 재정적자 및 공급 확대 이슈가 금리에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 단기적인 수급적 부담으로 인해 금리 상승 시 저가매수의 기회로 활용하는 자세가 필요하다.

## 한국, 계속해서 금리 인하 프라이싱 강화 전망

### 금통위원들의 내수 경기 판단

당사는 올해 한국은행의 2차례 금리 인하를 예상하며, 국내 금리는 연말까지 하락 압력이 우세할 것으로 본다. 현재 국고 3년 금리는 3.1%대로 하락하는 등 하반기 1회 금리 인하를 프라이싱하고 있다. 채권시장이 금통위 추가 인하 시나리오를 반영하려면 (1) 한국 내수 부진 심화, (2) 7월 금통위에서 금리 인하 소수의견 출현 여부 확인이 필요하다.

당사는 7월 금통위에서 1~2인의 인하 소수의견 출현을 예상한다. 7월에는 한국 6월 CPI(7/2), 금통위(11), 2Q 한국 GDP(25) 발표가 예정돼 있다. 2Q GDP 발표 이전에 금통위가 개최된다. 이에 현재 내수 여건에 대한 5월 금통위원들의 판단을 참고할 필요가 있다. 6명의 위원들 중 2명의 위원이 도비쉬한 입장을 보였다. 내수와 수출의 불균형을 우려했고, 디스인플레이션을 긍정적으로 평가했다(표1 참고).

표 1. 5월 금통위 의사록 주요 내용

위원	금통위원의 내수 판단	금통위원의 통화정책 판단	성향 판단
A	- 민간소비를 비롯한 내수 호조 지속 여부는 추가적으로 모니터링 필요	- 근원 물가 하락세 지속되고 있으며 유가 급등 가능성 제한적 <u>- 물가 측면에서 긴축 완화를 위한 필요조건 점차 충족</u>	비둘기파
B	- 소비 개선 흐름 지속 - 고용은 취업자 수, 근로시간, 임금 모두에서 양질의 증가를 보이고 있음	- 환율 등 대외여건의 리스크 상존 <u>- 물가의 상방 리스크 증대된 상황</u>	매파
C	- 1Q 소비 증가세 지속 여부는 추가적으로 확인 필요 - 물가 상승률 둔화로 실질임금이 성장세로 전환되고, 향후 소비에 도움을 줄 것 <u>- 고금리 장기화로 인해 취약 차주의 연체율 상승 우려</u>	- 헤드라인 인플레이가 일시적 반등이 거듭되며 2%에 이르려면 상당한 시간이 소요될 것으로 전망	중립
D	- <u>건설투자 부진하겠으나 설비투자가 IT 경기 회복으로 개선될 전망</u> - <u>부동산시장 거래량 증가했으나 최근 실거래가 상승이 추세적이라고 평가하기에는 불확실성 높아 보임</u>	- 물가 안정 불확실성 크다고 판단 - 긴축 기조 유지하는 것이 바람직	중립
E	- <u>소비 완만하게 회복되며 올해 성장률은 당초 예상보다 크게 높아질 전망</u>	- 대내외 정책 여건의 변화가 국내 디스인플레이션에 미치는 영향의 불확실성 큼 - 인플레이션 상황 점검하며 신중하게 통화정책 운용하는 것이 필요	매파
F	- 팬데믹 기간을 거치며 수출의 내수 파급효과가 크게 약화됨 - 산업생산 회복 추세 더딤	- 근원 물가를 중심으로 기조적 인플레이션 둔화 이어질 전망 <u>- 대외 통화정책 변화, 내수와 수출 균형 회복을 고려해 금리 결정 필요</u>	비둘기파

자료: 한국은행(2024년 5월 금통위 의사록), 미래에셋증권 리서치센터

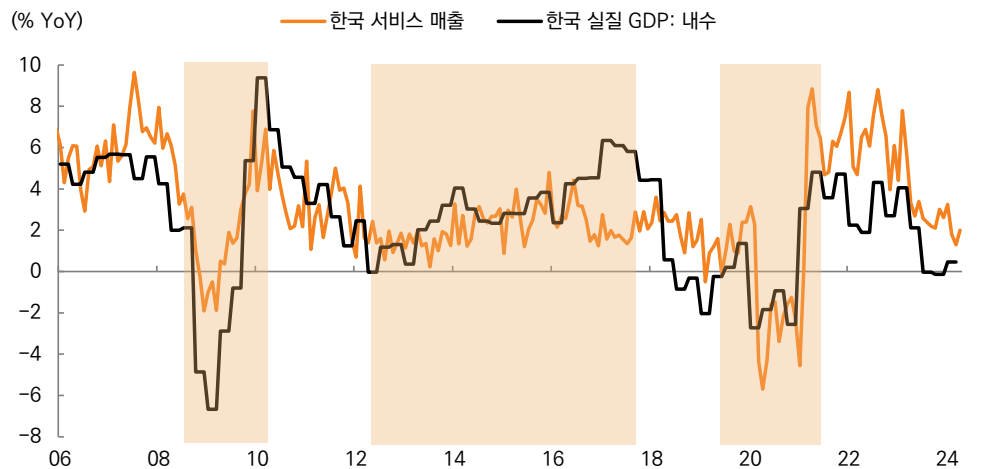
### 서비스 매출 둔화, 내수 경기 회복 제한적

2Q GDP에서 내수 경기 둔화를 확인할 경우 수출과 내수의 양극화 우려는 심화될 것이다. 통계청에서 발표하는 서비스 매출 지수 증가율과 실질 GDP 내수 경기는 대체로 동행하는 흐름을 기록해 왔다(그림23). 예외적으로 2016~2017년에는 서비스 매출 지수 증가율이 부진했으나 내수 증가율은 견고했다. 이 당시는 한국은행이 기준금리를 1.25%까지 인하여 통화정책을 완화 기조로 유지했던 국면이다.

작년 1월 한국은행의 마지막 금리 인상이 단행된 후 1년 6개월 간 고금리 기조가 장기화되고 있다. 올해 4월 서비스 산업 매출 지수는 전월대비 0.3% 증가한 보합 수준이었다. 특히 숙박 및 음식점업과 보건, 사회복지업, ICT 기술 등의 부문에서 매출 증가율이 부진했다. 인플레이와 금리 부담이 국내 서비스 경기 부진으로 연결되고 있는 것으로 보인다. 금리 인하가 동반되지 못할 경우 내수 회복은 제한될 가능성이 높다.

(표1)을 참고하면 매파 성향을 띠는 2명의 위원을 제외하면 내수 회복 정도에 대한 금통위원들의 전망은 대체로 불확실하다. 중립적 스탠스를 보이는 C 위원의 경우, 고금리 장기화에 따른 취약 차주의 연체율 증가를 우려했다. 금융감독원에서 발표한 4월 가계대출 연체율은 2015년 이후 최고 수준으로 상승했다. 코어 인플레이 둔화가 지속되고 있는 시점에서 국내 경기 및 인플레이 여건에 맞춘 금통위의 정책 운용 필요성이 높아지고 있다.

그림 23. 서비스 매출지수와 내수 경기 동행



자료: 통계청, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

주: 주황색으로 음영 처리한 국면은 한국은행이 금리 인하를 지속해 통화정책 완화 기조를 유지하던 기간

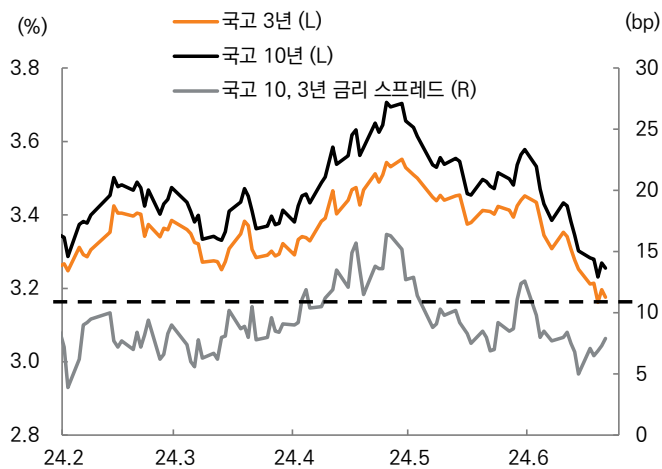
### 금리 반등 시 매수 대응 전략 유지

단기적으로 7월 금통위 전까지 원화채권에 중립적인 스탠스로 대응하기를 권고한다. 당사는 연말 국고 3년 금리가 3%를 하회할 가능성이 높다고 본다. 단, 6월 중 국고 3년 금리가 3.1%까지 하락해 금리 레벨 부담이 조금 높아졌다. 7월 금통위에서 국내 인플레이 및 미국 통화정책에 대한 총재의 스탠스에 변화가 있는지 확인하고 가는 것이 필요하다.

연준보다 선제적인 금리 인하가 가능할 것으로 전망하는 이유는 (1) 국내 인플레이 둔화 및 (2) 3Q에는 글로벌 금리 인하 컨센서스가 조성될 것으로 예상하기 때문이다. 6~7월 한국 헤드라인 CPI는 작년 급락했던 기저효과 영향으로 2%대 후반 수준을 기록할 전망이다. 그러나 3Q 중 연준을 비롯한 금리 인하 기대가 회복되면서 달러환율 안정에 기여할 것으로 전망한다. 8~9월 헤드라인 인플레이는 2.2~2.3%로 재차 둔화되는 흐름을 예상한다.

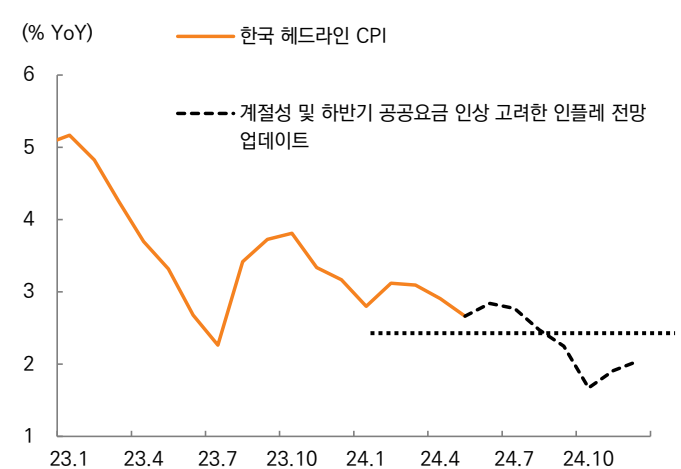
당사 전망대로 7월 금통위에서 금리 인하 소수의견이 출현할 경우 국내 금리는 연내 2차례 금리 인하를 반영해 추가 하락할 것으로 전망한다. 하반기 국고채 발행 물량은 상반기 대비 감소한다. 수급 요인을 포함해 2Q~3Q 내수 둔화 등의 영향으로 국고 10/3년 커브는 현 수준인 5~10bp 수준에서 등락을 예상한다. 대외 이슈로 국내 금리 반등 시 원화채권 듀레이션 확대 전략을 추천한다.

그림 24. 3.1%까지 하락한 단기금리 레벨 부담 증가



자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 25. 8~9월 2% 초반으로 헤드라인 인플레이 둔화 예상



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

## 국내 크레딧 시장 전망

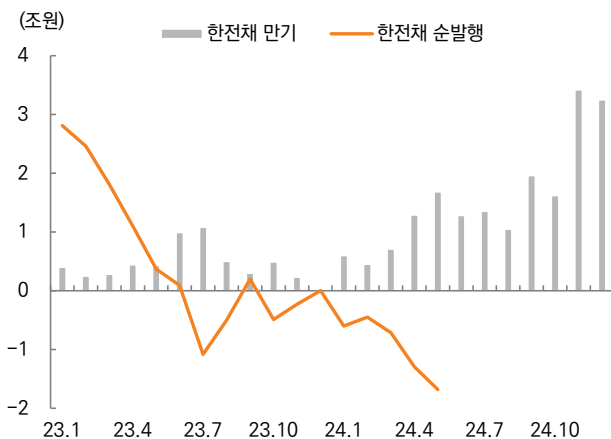
### 한전채 발행 재개, 3Q 시장영향은 제한적일 것

한국전력은 23년 9월 이후 처음으로 사채를 발행했다. 2분기부터 한전채 만기도래 물량이 증가하며 발행 재개에 나선 것으로 풀이된다. 2년, 3년물 두 개 트렌치로 총 5천억원 규모로 발행했는데 개별민평 대비 4~7bp 낮은 수준에서 금리가 결정되며 양호한 수요가 확인됐다. 한전채는 하반기로 갈수록 만기도래 물량이 증가하면서 추가 발행이 나타날 수 있겠으나, 당분간 월간 순상환 기조는 유지될 것으로 예상된다. 한전채 만기도래액은 9월 이후에 몰려있어 추가 발행에 따른 3분기 시장 영향은 제한적일 것으로 판단한다.

### 회사채 등급간 스프레드 축소 지속 예상, A급 회사채 선호

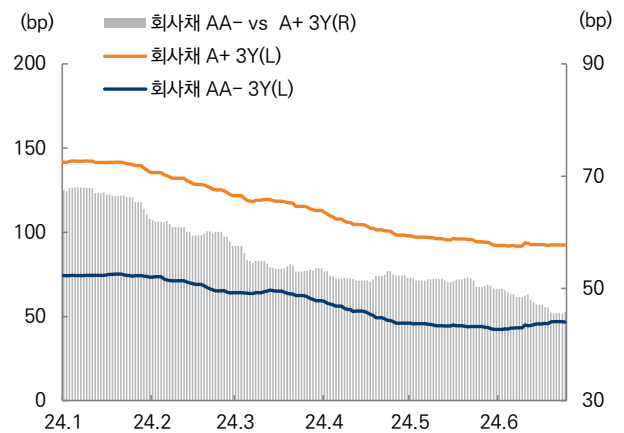
회사채의 경우 4월부터 순상환 기조 유지되는 가운데 상위등급채 레벨 부담으로 AA급 스프레드가 확대되며 비우량채의 상대적 강세가 두드러졌다. 차익 실현 매물 출회에 따른 단기 조정국면으로 보이며, 하반기 회사채 스프레드는 재차 축소될 것으로 판단한다. 하반기 만기도래액 제한돼 차환 리스크가 크지 않고, 글로벌 경기 둔화 속 반도체 업종을 제외한 기업들의 투자계획 축소가 예상되므로 신규 발행이 제한될 것이기 때문이다. PF 이슈에서도 상대적으로 벗어나 있어 크레딧 이벤트에 따른 스프레드 확대 가능성도 금융채 대비 제한적이라는 판단이다.

그림 26. 9월 이후에 몰려있는 한전채 만기도래액



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 27. 회사채 등급간 스프레드 축소



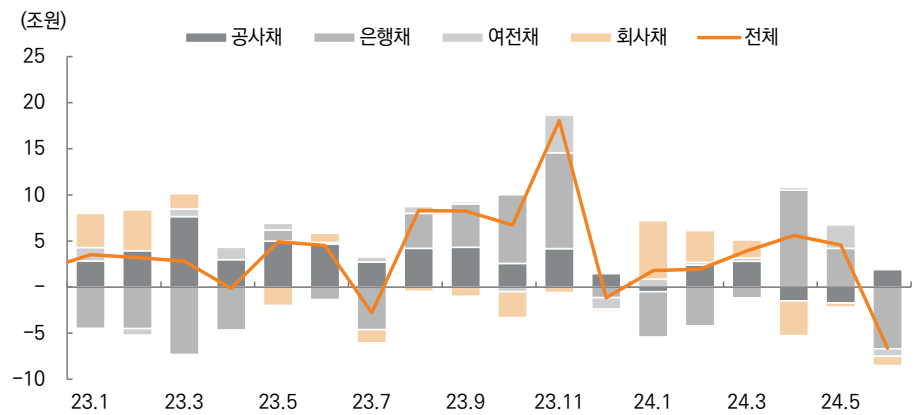
자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

산업별로는 화학 업종의 신용등급 및 전망 하향이 눈에 띄었다. 업스트림 여천NCC의 KR 등급전망이 A(안정적)에서 A(부정적)으로 하향됐고 다운스트림 주력의 효성화학, 이수화학도 등급전망이 하향조정됐다. 한화토탈에너지스의 KR 신용등급은 AA(부정적)에서 AA-(안정적)으로 변경됐다. 화학 업체들의 1분기 영업마진이 대체로 개선되었음에도 불구하고 중국발 공급과잉과 수요부진에 따른 제품 스프레드 약세로 향후 추가 실적 개선폭이 제한적일 것이라는 점이 주된 사유였다.

크레딧 시장에 유리한 수급환경이 지속되고 있다. MMF, 채권형 펀드 잔고가 연초 이후 꾸준히 증가하면서 채권시장으로의 자금유입은 늘어나는 한편 공사채 등 상위등급 채권 순발행은 제한되고 있다. 상반기 우량채 랠리의 온기가 하위등급으로 확산되면서 등급 간 스프레드 축소 장세가 이어질 것으로 예상된다.

AA급 회사채의 절대적 레벨 부담으로 비우량 회사채의 가격 메리트 부각될 것으로 보인다. 여전채는 부동산 PF 관련 총당금 적립 리스크 잔존하나 그 규모가 자본적정성을 해칠 수준은 아니라고 판단하며, 연초 이후 확대됐던 등급간 스프레드의 추가 약세는 제한될 전망이다. 금리인하가 현실화될 때까지 선불리 차익실현을 하기보다는 보유하는 전략을 권고한다.

그림 28. 상위등급채 발행 제한으로 우호적인 수급여건 형성



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터



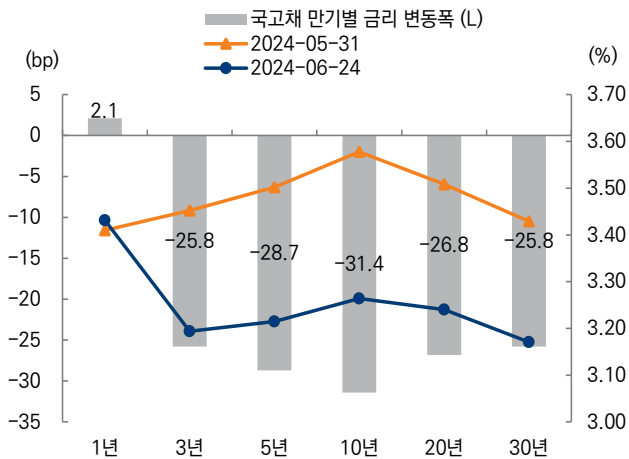
표 2. 2024년 7월 주요 경제지표 발표 일정과 이벤트

날짜	주요 경제지표 발표 일정과 통화정책회의 이벤트	예상치	이전치
7/1	한국 6월 수출 YoY	-	11.5%
7/1	미국 6월 ISM 제조업지수	49.0pt	48.7pt
7/2	한국 6월 CPI YoY	-	2.7%
7/2	유로존 6월 CPI YoY (잠정)	-	2.6%
7/2	미국 5월 JOLTs 구인건수	-	805.9만
7/3	미국 6월 ADP 민간고용 증감	16.3만	15.2만
7/3	미국 6월 ISM 서비스업지수	52.0pt	53.8pt
7/3	미국 6월 FOMC 의사록	-	-
7/5	미국 6월 NFP 비농업고용자수 증감	18.5만	27.2만
7/5	미국 6월 실업률	4.0%	4.0%
7/10	중국 6월 CPI YoY	-	0.3%
7/10	중국 6월 PPI YoY	-	-1.4%
7/11	한국 7월 금통위	3.5%	3.5%
7/11	미국 6월 CPI YoY	-	3.3%
7/11	미국 6월 코어 CPI YoY	-	3.4%
7/12	미국 6월 PPI MoM	-	-0.2%
7/12	미국 7월 미시간대 소비자심리지수 (잠정)	-	-
7/15	중국 2Q GDP YoY	-	5.3%
7/15	중국 6월 소매판매 YoY	-	3.7%
7/15	중국 6월 산업생산 YoY	-	5.6%
7/16	미국 6월 소매판매 MoM	-	0.1%
7/17	유로존 6월 CPI YoY (확정)	-	2.6%
7/17	미국 6월 산업생산 MoM	-	0.9%
7/17	미국 베이지북	-	-
7/18	ECB 통화정책회의	-	4.25%
7/22	중국 7월 LPR 금리결정 (1년)	-	3.45%
7/22	중국 7월 LPR 금리결정 (5년)	-	3.95%
7/24	유로존 7월 HCOB 제조업 PMI (잠정)	-	-
7/24	유로존 7월 HCOB 서비스업 PMI (잠정)	-	-
7/24	미국 7월 S&P 제조업 PMI (잠정)	-	-
7/24	미국 7월 S&P 서비스업 PMI (잠정)	-	-
7/25	한국 2Q GDP QoQ (속보치)	-	1.3%
7/25	미국 2Q GDP 연율 QoQ (속보치)	-	-
7/26	미국 6월 PCE 인플레이 YoY	-	-
7/26	미국 6월 코어 PCE 인플레이 YoY	-	-
7/30	유로존 2Q GDP QoQ (속보치)	-	0.3%
7/30	미국 7월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수	-	-
7/30	미국 7월 FOMC (~31, 목표금리 상단)	5.50%	5.50%
7/30	일본 7월 BOJ 통화정책회의 (~31)	0.10%	0.10%
7/31	유로존 7월 CPI YoY (잠정)	-	-

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 예상치는 6/25일 Bloomberg 컨센서스 활용. 현지시간 기준.

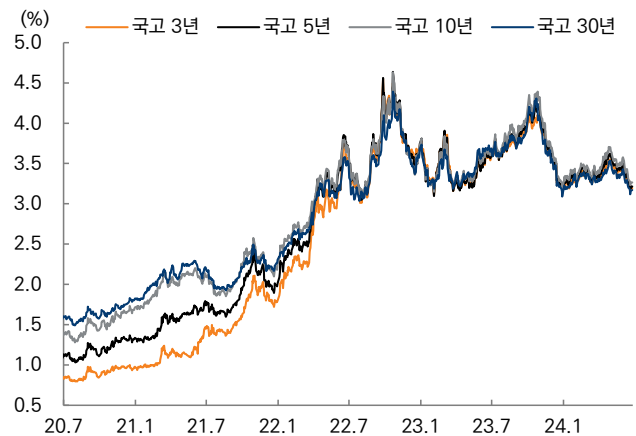
## Fixed Income Market Chart

그림 29. 국고채 월간 일드 커브 변화



자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 30. 국고채 주요 금리 변화



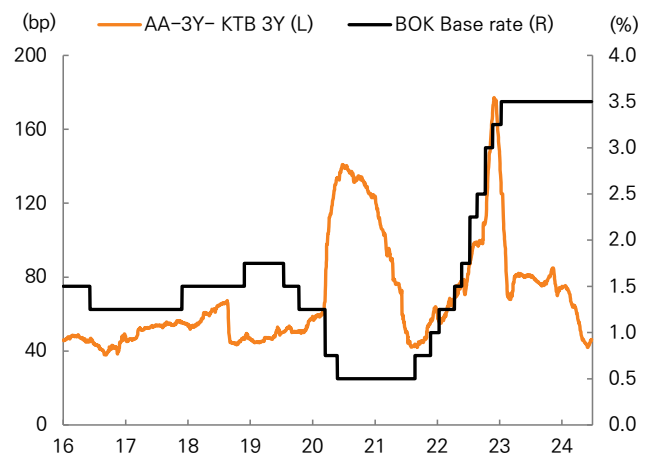
자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 31. 국고채 주요 금리 스프레드



자료: 한국은행, 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 32. 회사채 (AA-) 3년 - 국고 3년 스프레드



자료: 금융투자협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 33. 글로벌 주요 선진국 금리



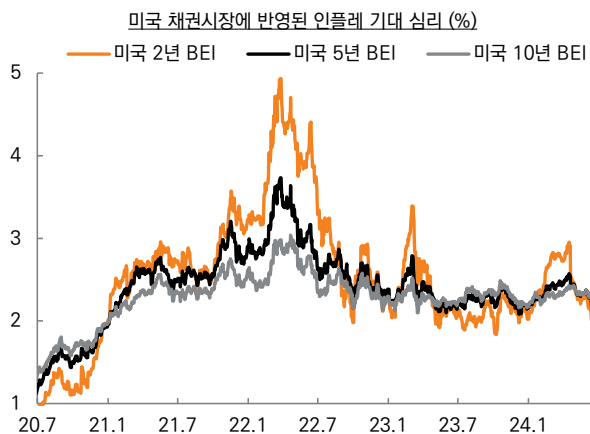
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 34. 미국 국채 만기별 금리



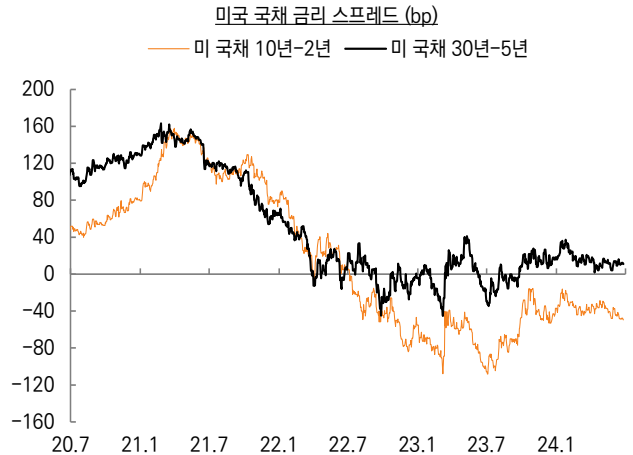
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 35. 미국 주요 만기별 BEI



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 36. 미국 국채 주요 금리 스프레드



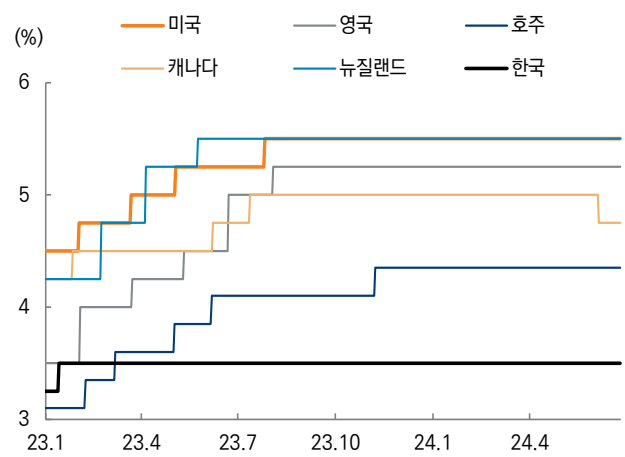
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 37. 미국 하이일드 스프레드와 채권 변동성(Move) 지수



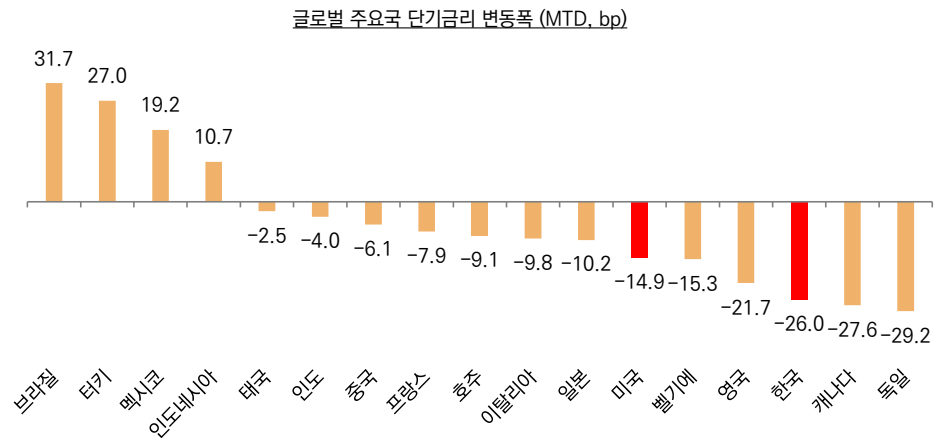
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 38. 주요국 기준금리 변화



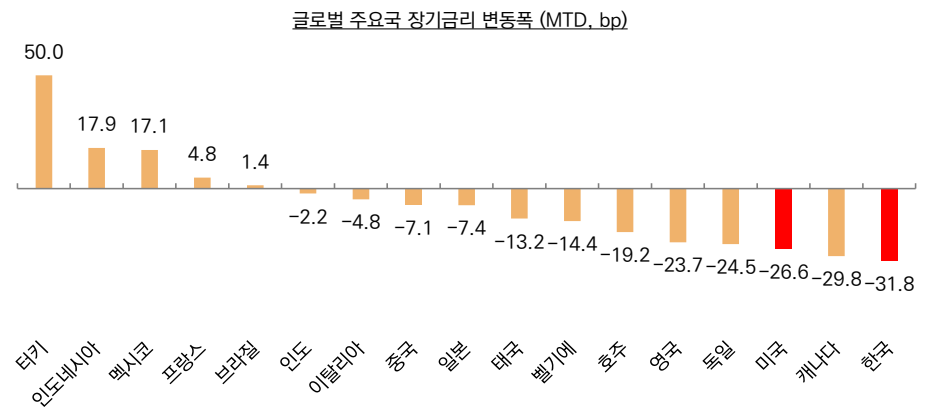
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 39. 글로벌 주요국 단기금리 월간 변동폭



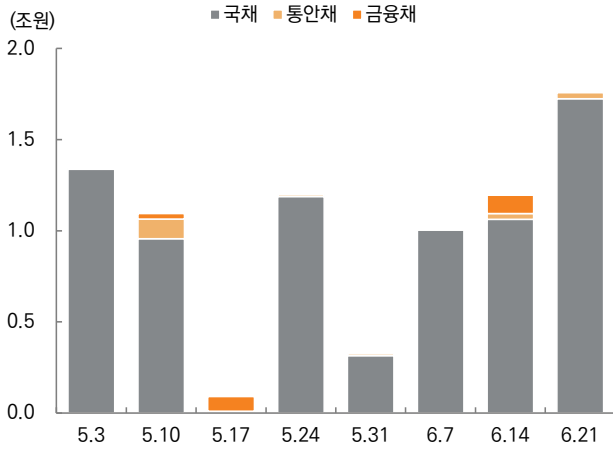
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 한국은 국고 3년 금리, 글로벌 금리는 국채 2년 금리. 6/24일 종가 기준.

그림 40. 글로벌 주요국 장기금리 월간 변동폭



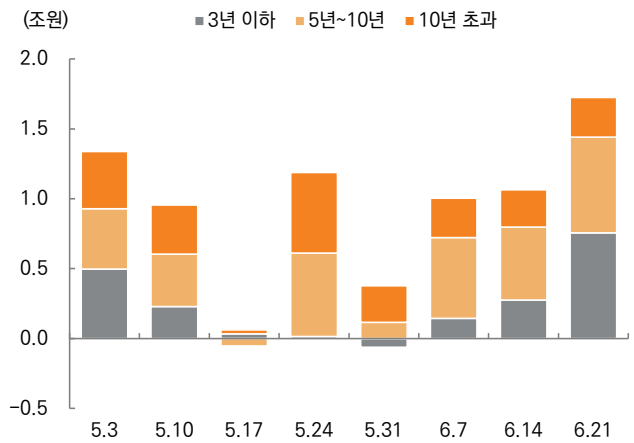
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 국채 10년물 금리. 6/24일 종가 기준.

그림 41. 외국인의 국내 채권 주간 순매수 현황



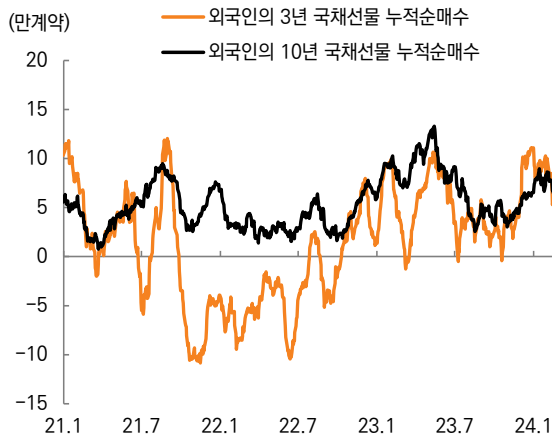
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 42. 외국인의 국채 만기별 주간 순매수 현황



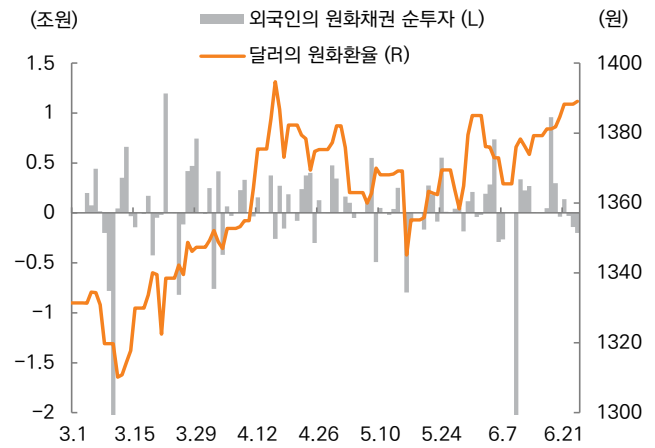
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 43. 외국인의 국채선물 포지션 변화



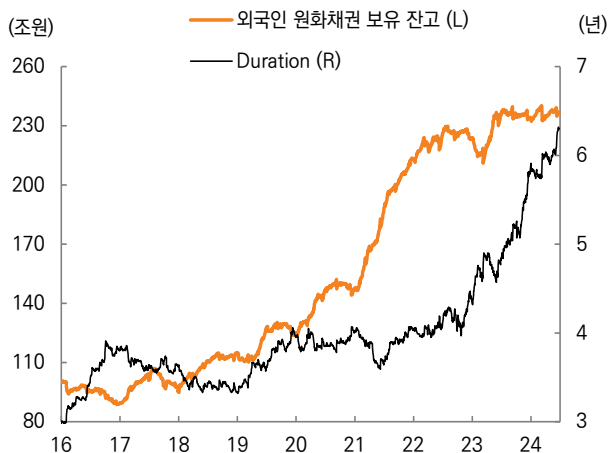
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 44. 원화 환율과 외국인의 원화채권 순투자



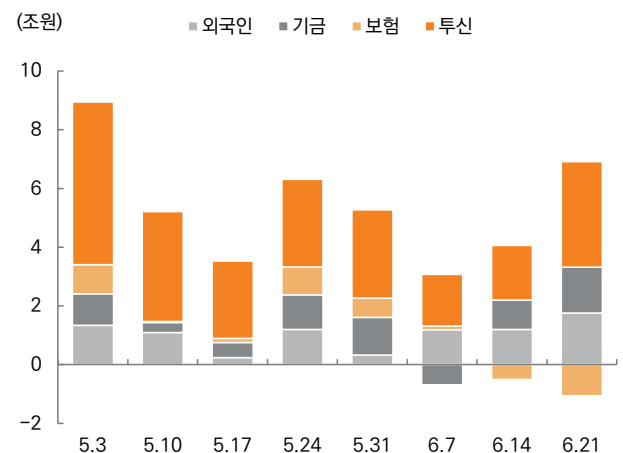
자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 45. 외국인의 원화채권 보유잔고와 듀레이션



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 46. 투자주체별 주간 장외채권 순매수 현황



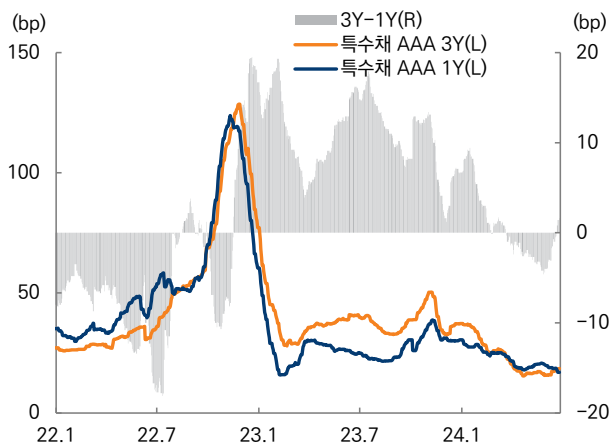
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 월간 신용스프레드 변동

		금리 (%)				스프레드 (bp)				전월대비 스프레드 변동 (bp)			
		1Y	3Y	5Y	10Y	1Y	3Y	5Y	10Y	1Y	3Y	5Y	10Y
국고채		3.34	3.19	3.21	3.26					-4.7	-26.0	-29.0	-31.8
특수채	AAA	3.51	3.38	3.38	3.43	17	19	16	17	-2.8	2.8	2.4	3.0
은행채	AAA	3.51	3.45	3.48	3.91	17	25	26	64	-6.6	0.4	-3.7	-0.6
여전채	AA+	3.61	3.55	3.59	4.62	27	36	38	136	-5.7	0.4	-3.2	1.1
	AA0	3.64	3.60	3.80	4.79	29	40	59	153	-5.2	-0.6	-2.8	1.1
	AA-	3.68	3.70	3.93	5.02	34	51	71	176	-5.7	-2.5	-3.5	1.1
	A+	4.64	4.79	5.10	5.71	129	160	188	244	-6.1	-3.8	-3.4	1.1
회사채	AAA	3.59	3.53	3.53	3.95	24	34	32	69	-3.7	3.0	-0.7	-2.7
	AA+	3.61	3.57	3.63	4.22	27	38	42	96	-3.7	4.2	-2.6	-0.9
	AA0	3.63	3.61	3.70	4.56	29	42	49	130	-4.3	4.1	-2.7	-1.0
	AA-	3.66	3.66	3.81	4.92	32	47	60	166	-4.3	4.2	-2.5	-1.0
	A+	3.93	4.12	4.60	5.48	59	92	139	222	-4.4	0.1	-1.3	0.4
	A0	4.10	4.37	5.02	5.94	76	118	181	267	-4.2	0.2	-1.4	0.4
	A-	4.37	4.82	5.62	6.45	103	163	240	319	-4.2	0.1	-1.3	0.4
	BBB+	5.79	7.34	7.60	8.01	245	415	439	475	-3.1	0.2	-1.4	0.4

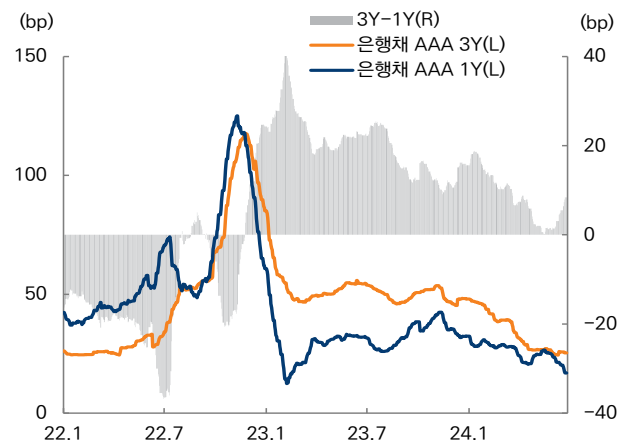
자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 국고채는 금리변동폭(bp), 6/24일 종가 기준

그림 47. 공사채 스프레드 추이



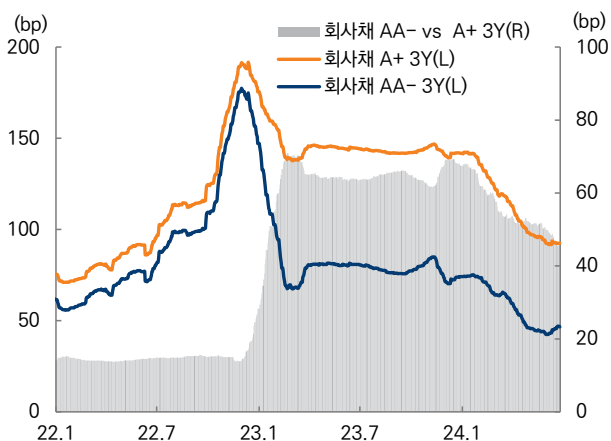
자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 48. 은행채 스프레드 추이



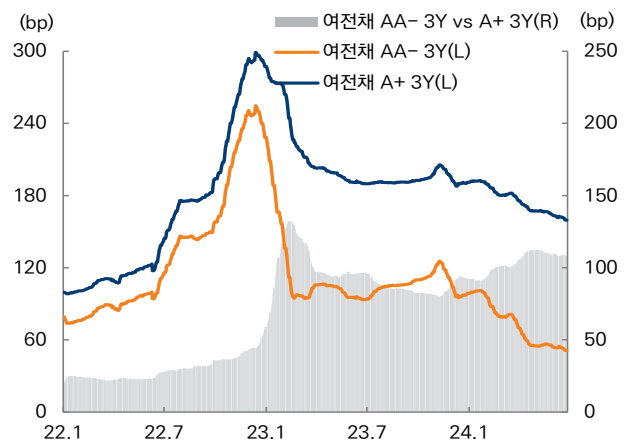
자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 49. 회사채 스프레드 추이



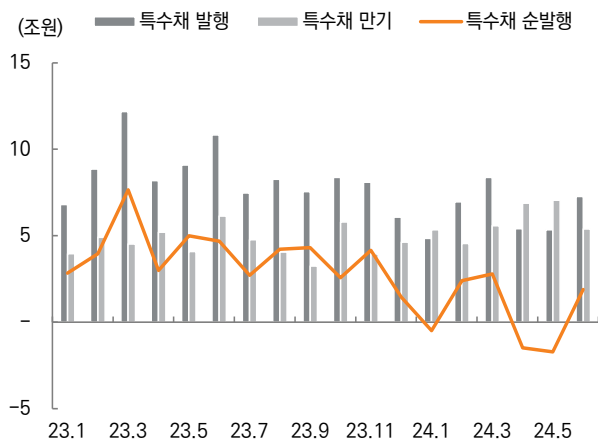
자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 50. 여전채 스프레드 추이



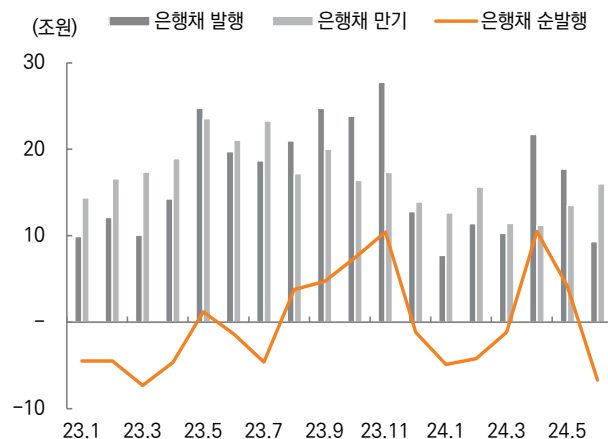
자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 51. 특수채 순발행 추이



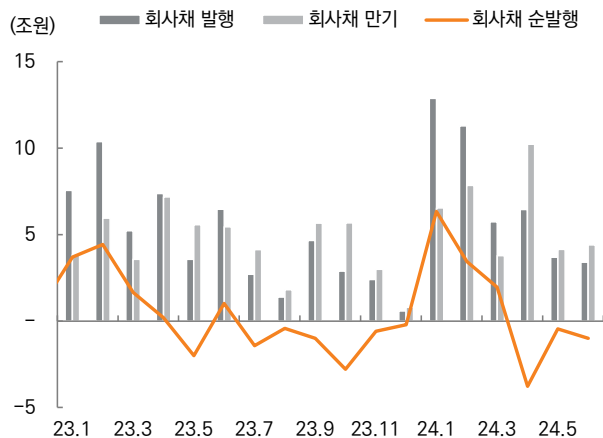
자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 6월은 6/24일 기준

그림 52. 은행채 순발행 추이



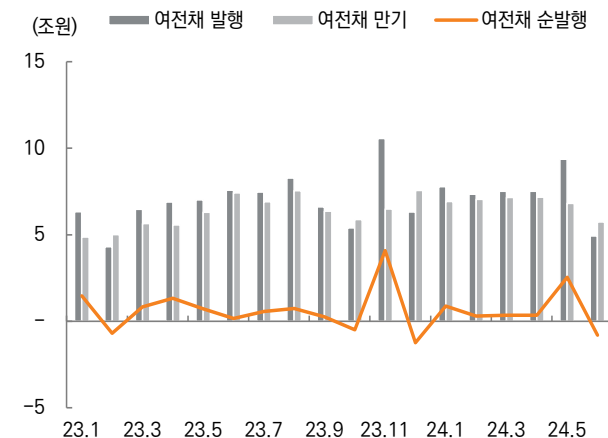
자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 6월은 6/24일 기준

그림 53. 회사채 순발행 추이



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 6월은 6/24일 기준

그림 54. 여전채 순발행 추이



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터 / 주: 6월은 6/24일 기준

2024년 7월 Event Calendar

Sun	Mon	Tue	Wed	Thu	Fri	Sat
	1 (미국) 6월 ISM 제조업지수	2 (유로존) 6월 CPI 발표 (잠정)  (한국) 6월 CPI 발표	3 (미국) 6월 ISM 서비스업지수 FOMC 의사록	4	5 (미국) 6월 고용보고서 발표	6
7	8 (한국) 국고 3년물 입찰	9 (한국) 국고 2년물 입찰  (미국) 국채 3년물 입찰 (580억 달러)	10 (중국) 6월 물가지표 발표  (미국) 국채 10년물 입찰 (390억 달러)	11 (한국) 7월 금통위  (미국) 6월 CPI 발표 국채 30년물 입찰 (220억 달러)	12 (한국) 국고 50년물 입찰	13
14	15 (한국) 국고 10년물 입찰	16 (미국) 6월 소매판매 발표	17 (미국) 국채 20년물 입찰 (130억 달러)	18 (유로존) ECB 통화정책회의  (미국) TIPS 10년물 입찰 (190억 달러)	19	20
21	22 (한국) 국고 5년물 입찰  (중국) LPR 금리결정	23 (한국) 국고 20년물 입찰  (미국) 국채 2년물 입찰 (690억 달러)	24 (미국) 국채 5년물 입찰 (700억 달러)	25 (한국) 2Q GDP 발표  (미국) 2Q GDP 발표 국채 7년물 입찰 (440억 달러)	26 (미국) 6월 PCE 인플레이 발표	27
28	29	30 (미국) 7월 FOMC (~7/31)  (일본) BOJ 통화정책회의 (~7/31)	31 (유로존) 7월 CPI 발표 (잠정)			

자료: 기획재정부, 한국은행, 미국 재무부, FRB, 언론 참고, 미래에셋증권 리서치센터



**Compliance Notice**

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.