

# 윗 공기는 언제



## Credit Analyst

정혜진

☎ (02) 3772-2667

✉ hyejin.j@shinhan.com

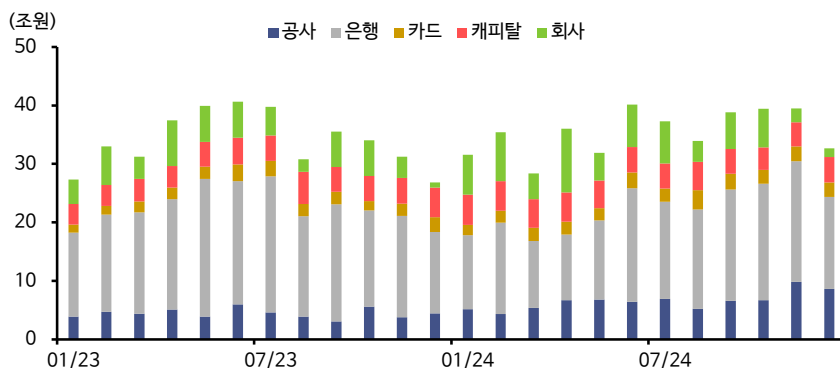
## 하반기 초우량물 수급 재점검

9월 이후 은행채 75.5조원, 시중은행채 33.2조원이 만기도래한다. 차환 및 대출 수요에 맞춰 은행채 발행 증가가 예상된다. 7월 은행 가계대출은 5.5조원 증가, 은행 총대출은 5%대 성장을 이어가고 있다. 가계대출은 1) 주택매매 증가, 2) 대출금리 하락, 3) 정책대출 공급 지속 등으로 주택담보대출이 5.6조원 늘어났다. 언론에 따르면 9월 1일 2단계 스트레스 DSR 시행을 앞두고 8월에도 주택담보대출 수요가 몰리는 상황으로 파악된다. 기업대출도 1분기 25조원에 이어 2분기에 24.1조원 늘어 전년 대비 23% 성장했다. 가계대출 규제 강화에 따른 추가 대출 성장 제한 시 대기업 대출태도는 완화될 가능성이 높다. 9월까지 가계대출 둔화 확인이 되지 않는다면 은행채 발행 압력 뿐 아니라 한은의 인화 결정에 장외 물로 해석되며 추가 약세를 이어갈 가능성도 배제할 수 없다.

공사채 수급 부담 핵심은 만기도래분의 1/3을 차지하는 한전채에 있다. 한전은 2023년 상반기까지 누적 적자 대응을 위한 사채 발행을 지속해왔으나, 국제 유가 안정화, 전기요금 인상에 힘입어 23년 하반기부터 5월까지 순상환 기조를 이어왔다. 6월~8월 3개월간 4.1조원을 발행하며 월간 기준 순발행 전환했다.

이제 9월부터 12월까지 10조 2,500억원의 채권 만기 대응이 필요하다. 6월말 기준 한전 현금성자산은 2,056억원으로 12월말 대비 1.3조원 줄어들었으나, 3월말과 비교했을 때 623억원 늘어났다. 6.5조원의 영업현금흐름 창출 및 기존 1.4조원 규모의 현금성자산을 기반으로 장단기 차입금 상환 기조가 뚜렷했다. 연내 영업현금창출력이 비슷한 수준을 유지한다면 약 3,693억원~4조원의 추가발행 수요를 예상한다. 발행 압력이나 예측 불확실성이 높은 은행채 대비 공사채 수급 여건이 양호하다. 남은 하반기 초우량물 내 공사채 투자 매력을 높게 평가한다.

## 월별 크레딧 만기도래 규모



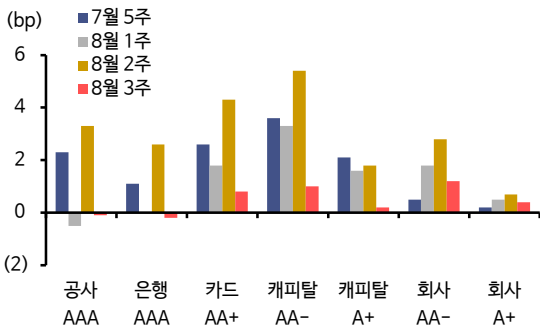
자료: 인포맥스, 신한투자증권

## 초우량물 수급 재점검

7월 중순 이후 크레딧 스프레드는 단기 구간을 중심으로 확대세가 이어지고 있다. 회사채 AA- 3년물(이하 회사채) 크레딧 스프레드는 51.8bp로 지난 4개월 전 수준으로 돌아왔다. 주요 크레딧 민평 금리가 전 섹터에 걸쳐 기준금리를 하회하기 시작한 7월 이후 레벨 부담이 가중되며, 금리 불확실성 속 가격 조정이 이루어지는 과정으로 해석된다.

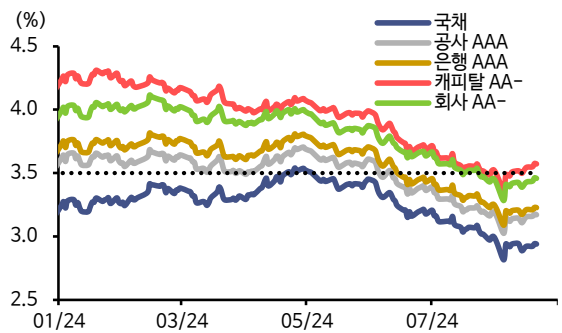
매수 심리가 급격히 위축된 것으로 해석하기엔 최근 진행된 SBS, SK 회사채 수요예측은 흥행을 거두며 여전히 크레딧 매수 수요는 남아있다. 회사채 A+급 스프레드는 여전히 7월 고점(91.9bp) 대비 낮은 89.7bp로 상대적으로 약세장에서 선방했다. 금번 스프레드 확대를 위험자산 회피나 신용 경계감보다는 상위등급 레벨 부담이 주도한 결과로 해석한다.

주간 크레딧 스프레드 변동폭. 여전히 약세 부각



자료: 인포맥스, 신한투자증권 /주: 3년물 기준

주요 크레딧 금리. 7월 중순 이후 반등



자료: 인포맥스, 신한투자증권 /주: 3년물 기준

다만, 그 사이에 티몬 사태, 제2금융권 실적 발표 대기(PF 사업성평가 개선안 적용), 미국 침체 공포 발 블랙 먼데이 등 위험 신호를 약화할 이슈들이 잇따랐다. 한전채와 시은채 발행 재개 역시 초우량물 수급 부담 우려를 자극했다. 낮아진 금리 수준 속 불확실한 재료들이 산재하다보니, 향후 시장 흐름을 지켜보자는 시각이 지배적인 상황이다.

8월 금통위 결과 만장일치 동결에도 3개월내 3.25% 인하 가능성 열기 의견이 늘어나며 매파적이지만은 않았다. 상하방이 막힌 상황으로 국채 금리가 3% 지지 선내 고착화될 가능성이 높다. 역캐리 상황 속 뚜렷한 방향성이 없는 상황에서 다시 크레딧에 관심 가질만한 배경이 조성될수 있다는 판단이다.

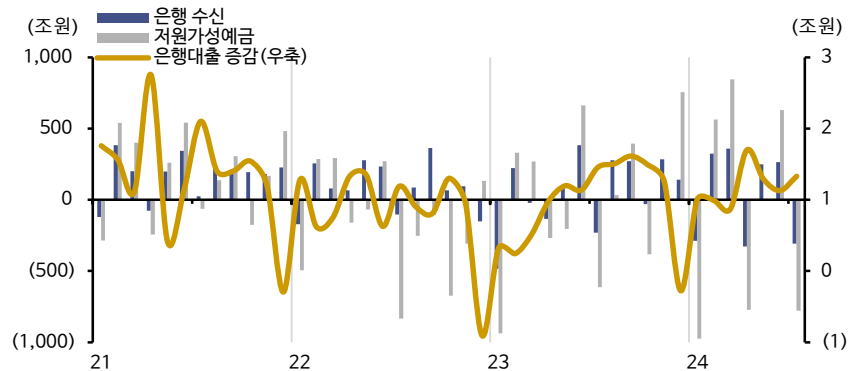
큰 폭의 조정없이 시장이 강하게 달려왔던 만큼 어느정도 벌어진 스프레드 레벨은 다시 매수에 나설 유인을 제공한다. 레벨 부담 해소 측면에서 우량물에서 분위기 개선이 먼저 나타나줘야 한다. 한전과 시중은행이 발행을 늘려가는 시점에서 8월 이후 초우량물 수급 점검이 필요하다.

## 은행채: 연말 계절성 & 대출 성장 통제 여부 & 만기 대응 부담

직관적으로 대출 수요 증가로 은행이 자금이 필요할 경우에 은행채 발행 압력 역시 높아지게 된다. 대출 수요에 앞서 조달 구조를 확인해야 하는데, 은행권 수신 비중은 저축성예금 70%, 요구불예금 12.7%로 자금유출입의 절대적인 부분을 예금이 차지한다(잔액 기준). 은행채 비중은 13%에 그치며 저원가성예금 대비 조달비용이 높다(기본적으로 은행은 예금-대출 비즈니스다).

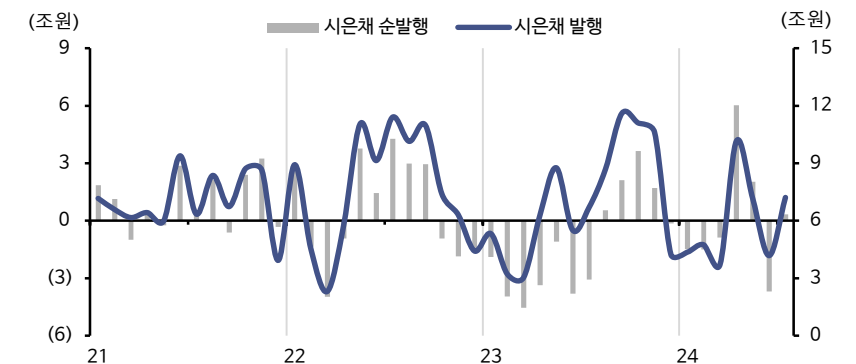
대개 정기예금은 특판 등 금리를 높이지 않는 한 은행 측이 조달 금액을 조절하기 어려운 상품이고, 요구불예금을 비롯한 저원가성예금은 연초 유치된 후 하반기로 갈수록 줄어들거나(대학등록금), 법인세/부가세 등 세금 납부 전 유입되었다가 납부 후 급격히 유출되는 계절성이 있다. 이러한 수신구조 상 은행채 발행은 상반기보다 1) 연말에 집중되고, 2) 분기말 및 익월일 변동성이 높다. 대출 성장 속 저원가성예금 유출이 맞물리는 시기에는 특히 발행 니즈가 높아지는 경향이 있다. 또한 은행채 수급이 크레딧 시장 불안 요인으로 작용했던 시기를 복기해보면 LCR 정상화, 은행채 발행한도 등 규제 대응에 좌우되어 왔다.

### 은행 여수신: 저원가성예금 분기말 유입, 익월 유출 계절성



자료: 한국은행, 신한투자증권

### 시중은행 채권 발행 니즈는 1) 대출 성장 2) 저원가성예금 유출 시 확대 경향

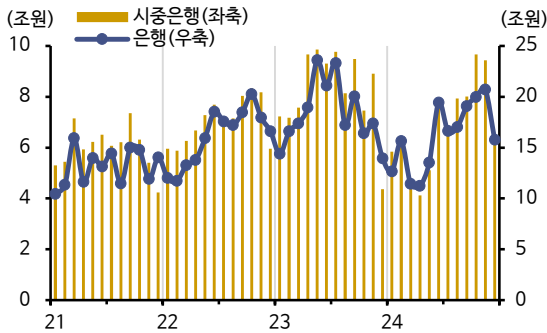


자료: 한국은행, 신한투자증권

## 낮아진 대출 금리, 대출 성장세 지속

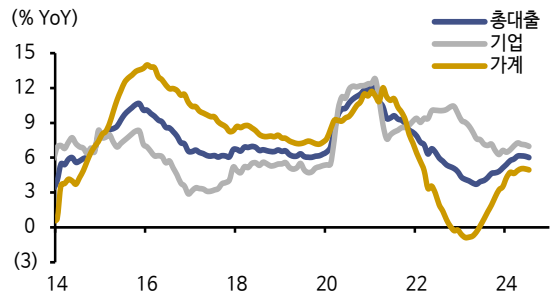
올해 하반기에도 은행채 75.5조원, 시중은행채 33.2조원 규모 만기가 예정됐다. 차환 및 대출 수요에 맞춰 은행채 발행이 예상된다. 금번 금통위에서 가계부채 부담이 긴축을 유지할 주 명분 중 하나였듯이, 최소한 성장률 수준의 가계대출 증가율이 요구되겠다. 그러나 7월 은행 가계대출은 5.5조원 증가하며 은행 총대출은 5%대 성장을 이어가고 있다(전년 동기대비). 가계대출은 1) 주택매매 증가, 2) 대출금리 하락, 3) 정책대출 공급 지속 등으로 주택담보대출이 5.6조원 늘어났다. 언론에 따르면 9월 1일 2단계 스트레스 DSR 시행을 앞두고 8월에도 주택담보대출 신청이 몰리는 상황으로 파악된다.

### 9~12월 만기: 은행 75조원, 시은 33조원



자료: 인포맥스, 신한투자증권

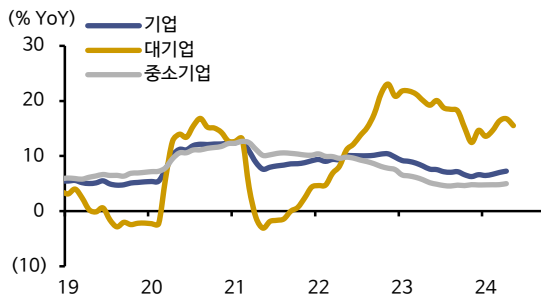
### 은행권 차주별 대출성장률 추이



자료: 한국은행, 신한투자증권

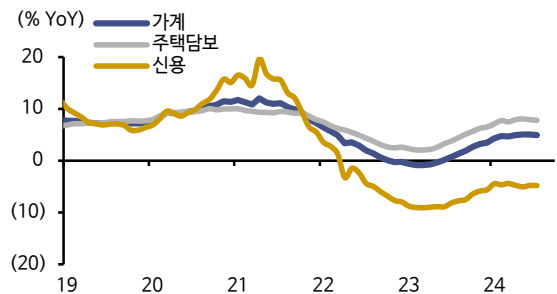
대기업을 중심으로 기업대출 성장세도 이어지고 있다. 1분기 25조원에 이어 2분기에도 24.1조원 늘어 전년대비 23% 성장했다. 가계대출 규제 강화에 따른 총대출 성장 제한 시 자금운용 측면에서 대기업 대출태도는 완화될 유인이 높다.

### 기업부문 대출성장률



자료: 한국은행, 신한투자증권

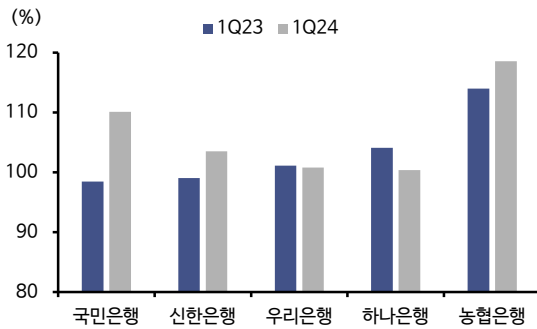
### 가계부문 대출성장률



자료: 한국은행, 신한투자증권

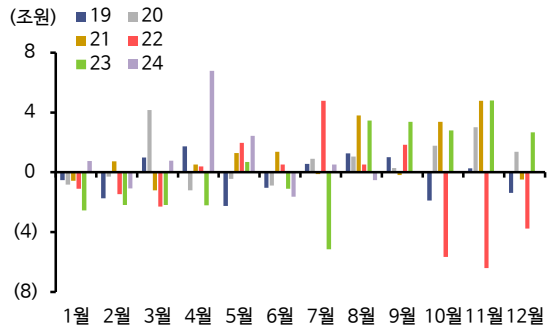
스트레스 DSR 도입이 실제 가계대출 감소로 이어질 수 있을 지 정책 실효성에 대한 판단은 시간이 필요하나, 최소한 8~9월 초까지는 기존 신청분 대응을 위한 자금 조달 니즈를 높은 수준으로 판단한다. 9월까지 가계대출 둔화 확인이 되지 않는다면 은행채 발행 압력 뿐 아니라 한은의 인하 결정에 장애물로 해석되며 추가 약세를 이어갈 가능성도 배제할 수 없다. 추석도 맞물려 전반적인 자금 상황이 타이트한 상황에서 은행채 발행 압력은 9월까지 이어질 것으로 판단한다.

### 시중은행 LCR 모두 100% 상회 중



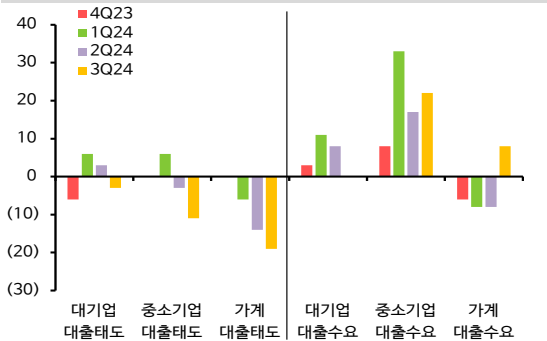
자료: fisis, 신한투자증권

### 월별 은행채 순발행 규모



자료: 한국은행, 신한투자증권

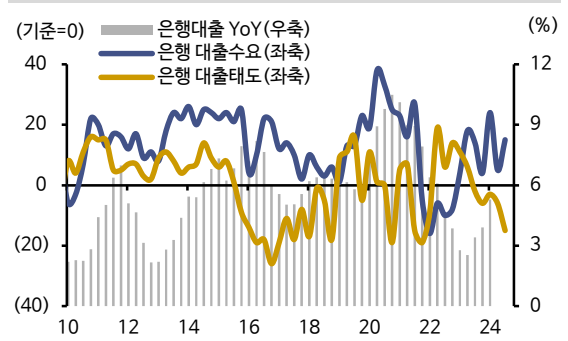
### 은행권 3Q 가계 및 기업 대출태도 강화



자료: fisis, 신한투자증권

[대출태도: (+)부호는 대출태도 완화, (-)부호는 그 반대를 의미

### 대출태도와 수요, 실제 대출 증감률



자료: fisis, 신한투자증권

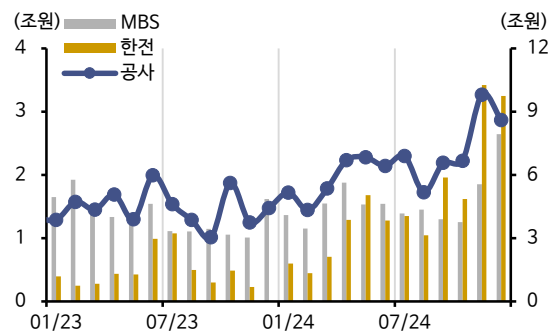
주: [대출수요: (+)부호는 대출수요 증가, (-)부호는 그 반대를 의미

### 공사채: 한전채, MBS 물량이 대부분

공사채 수급 부담 핵심은 만기도래분의 1/3을 차지하는 한전채에 있다. 9~12월 32조원 공사채 전반적으로 4분기에 만기도래 규모가 집중되고, 전년대비 크게 늘어났다. 한전채는 11월 3.4조원, 12월 3.2조원으로 연말에 집중되었다.

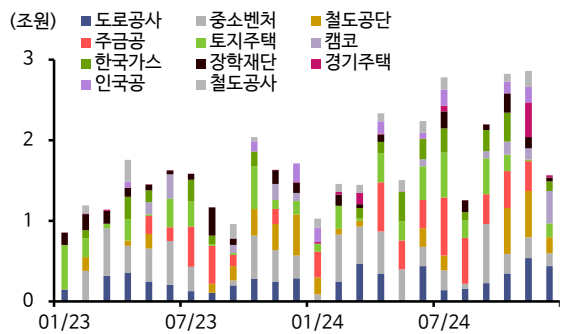
한전채와 MBS를 제외한 공사채 만기 규모는 12.2조원이다(지방 포함. 농협/수협 중앙회 제외). 9~12월 합산 만기도래 규모는 도로공사 1.56조원, 중소벤처 1.39조원 철도공단 1.34조원, 주택금융공사 12조원, 토지주택공사 8,412억원, 캠코 7,900억원 순이다. 지방공기업 중에는 경기주택공사(4,572억원)와 서울교통공사(2,600억원), 부산도시공사(1,200억원)이 1,000억원 이상 만기가 예정되어 있다.

9~12월 만기: 공사 32조원, 한전 10조원, MBS 7조원



자료: 인포맥스, 신한투자증권

한전, MBS 제외 공사별 만기도래 12.2조원



자료: 인포맥스, 신한투자증권

주: 차트는 9~12월 3,000억원 이상 만기도래 공사 11개사

### 한전채 추가 발행은 당연. 순상환 전망

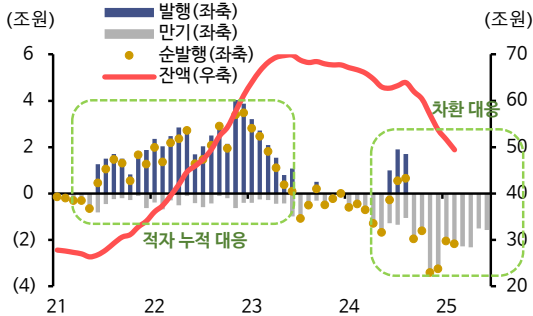
한국전력공사 2분기 영업이익은 연결기준 1.25조원으로 4개분기 연속 영업흑자를 기록했다. 2분기 전력판매단가는 올해 전기요금 인상이 없었으나 지난해 인상 누적, 구입전력비(10.6%)와 연료비(21.4%) 감소에 힘입어 흑자 전환했다. 9월, 4분기 전기요금 인상이 논의 중이나 보수적으로 4분기 전기요금이 없다고 가정하더라도 연간 7.1조원 수준의 영업이익을 예상하고 있다.

다만 별도기준으로는 928억원 영업적자를 기록했다. 지정학적 리스크 속 에너지 가격 불확실성이 향후 실적 회복에 제약 요인으로 작용할 수 있다는 우려까지 겹치며 한전채 수급 부담에 대한 점진적 필요성이 수면 위로 부상하고 있다. 다만 글로벌 경기 둔화 지표들이 확인되는 가운데 국제유가가 2022년과 같이 120달러를 상회할 가능성은 제한적으로 판단하고 있다.

한전은 2023년 상반기까지 누적 적자 대응을 위한 사채 발행을 지속해왔으나, 국제 유가 안정화, 전기요금 인상에 힘입어 23년 하반기부터 5월까지 순상환 기조를 이어왔다. 6월~8월 3개월간 4.1조원을 발행하며 월간 기준 순발행 전환했다.

이제 9월부터 12월까지 10조 2,500억원의 채권 만기 대응이 필요하다. 6월말 기준 한전 현금성자산은 2,056억원으로 12월말 대비 1.3조원 줄어들었으나, 3월말과 비교했을 때 623억원 늘어났다. 6.5조원의 영업현금흐름 및 기존 1.4조원 규모의 현금성자산을 기반으로 장단기 차입금 상환 기조가 뚜렷했다. 상반기동안 7조원 규모의 차입금과 사채를 상환했으며, 이 과정에서 신규 차입금 및 사채 규모는 3.7조원이 늘어났다. 같은 시기 한전의 시장성 자금 조달 규모는 CP 33조원, 원화채 1조원, KP 1.6조원으로 구성됐다.

### 한전채 월별 발행만기 추이



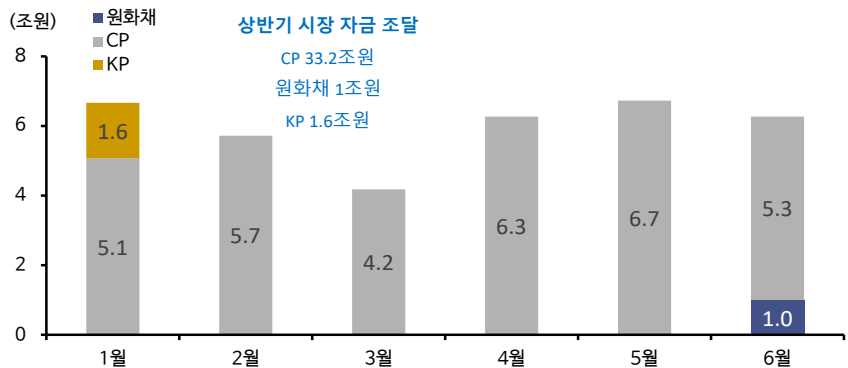
자료: 인포맥스, 신한투자증권

### 한전 현금흐름표 발췌. 현금 6월말 2,056억원

	3월말(분기)	6월말(반기)
기초 현금및현금성 자산(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: 신한투자증권

### 한국전력, 상반기 시장성 자금 조달



자료: 회사 자료, 신한투자증권

연내 영업현금창출력이 비슷한 수준을 유지한다면 회사채 상환(13.9조원) - 현금성자산(2,056억원) - 영업현금흐름(6.5조원) - 기발행(3.1조원)으로 약 3,693억원의 추가 발행 수요를 예상할 수 있다.

유동금융부채는 40.7조원인 반면 현금성자산과 유동금융자산을 합해 4,814억원으로 일반채권을 제외하더라도 부채구조 단기화로 추가 자금 니즈는 존재한다. 다만 현재 한전채 사채발행한도 87.6조원에 육박한 시장성자금 규모 감안 시 추가 조달 규모는 4조원 내외로 제한될 가능성이 높다. 현 수준의 발행 추이 감안 시 시장에 미치는 수급 부담을 제한적으로 판단한다.

한전채 발행 한도 4조원 내외(CP/사채 비중 유지 시)		
자본금	적립금	자본+적립금
3.2	14.3	17.5
	사채발행한도(X5)	87.6
	발행잔액(24.08)	83.5
	순발행 가능규모	4.1

자료: 신한투자증권

추가 발행 압력이나 예측 불확실성이 높은 은행채 대비 공사채 수급 여건이 양호하다. 남은 하반기 초우량물 내 공사채 투자 매력을 높게 평가한다. 지난 4월 환율 급등에 따른 은행채 발행 재개로 은행/공사 스프레드는 13bp까지 벌어진 바 있다. 8월말 5.2bp까지 좁혀진 격차를 재차 벌려가며 상대적 강세를 전망한다.

## 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 추가 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.
- ◆ 당사는 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.