

[2024년 하반기 채권/크레딧 전망]

전반전의 반전인 후반전

채권/크레딧. 윤원태



24.01 24.02 24.03 24.04 24.05 24.06 24.07 24.08 24.09 24.10 24.11 24.12



Fixed Income/Credit

윤원태

yunwt@sks.co.kr

02-3773-8919

R.A.

원유승

ys.won@sks.co.kr

02-3773-9181

금리 전망: 기준금리 10월, 1회 인하 전망. 7월부터 기준금리 인하 기대감이 시장금리에 반영

- 한국은행 기준금리 인하는 10월, 연내 1회 전망. FOMC는 9월, 연내 1회 인하 전망
- 24년 상반기 예상하지 못한 경기 호조로 금리 상승세를 보임. 하반기에는 다시 기준금리 인하 기대감이 살아나며 7월부터 속도감 있는 금리 하락세 나타날 것
- 인플레이션 압력으로 긴축적인 통화정책을 유지했던 중앙은행은 3분기 물가 압력 둔화와 보험성 인하를 명분으로 인하 전망
- 4분기 한국과 미국 모두 기저효과로 소비자물가지수 상승 전환하며 연내 추가 인상을 방해할 것
- 한국은행은 기준금리 인하를 검토하는 과정에서 고용, 물가, 경기, 부동산 시장, 금융 안정 등 종합적인 상황을 고려하여 완만한 기준금리 인하 속도를 취할 것으로 판단

크레딧 전망: 상반기 축소된 크레딧 스프레드는 하반기 확대 전환. 수급과 펀더멘털 우려 부담

- 상반기 크레딧 채권 시장은 우호적인 수급여건으로 스프레드 축소세를 보임. 하반기에는 크레딧 스프레드 확대 전망
- 하반기 은행채, 공사채, 회사채 발행 증가하며 공급 부담으로 작용, 크레딧 채권 수요는 펀더멘털 우려와 스프레드 매력 축소로 상반기 대비 부진할 것으로 예상
- 연중 수급여건과 리스크를 고려했을 때 우량 회사채>A급 회사채>3년 이상 은행채>장기물 공사채>은행계열 여전채>비은행 여전채 순서로 추천
- 하반기 은행은 대출 증가와 예금 감소로 채권 투자 감소, 은행채 발행 증가 예상. 공공기관은 부동산PF 및 SOC 관련 지원을 확대하며 공사채 발행 증가. 회사채는 시장금리 하락할 경우 설비투자 확대하며 회사채 발행 확대 예상
- 부동산PF 정상화 추진으로 포지션이 큰 금융기관에 충당금 적립 확대와 손실 반영 빠르게 진행될 것. 다만 시스템 리스크로 확대될 가능성은 제한적인 것으로 판단. 개별 기업의 유동성, 건전성 문제가 곳곳에서 나타날 것

2024년 하반기 SK증권 금융 시장 전망 Table

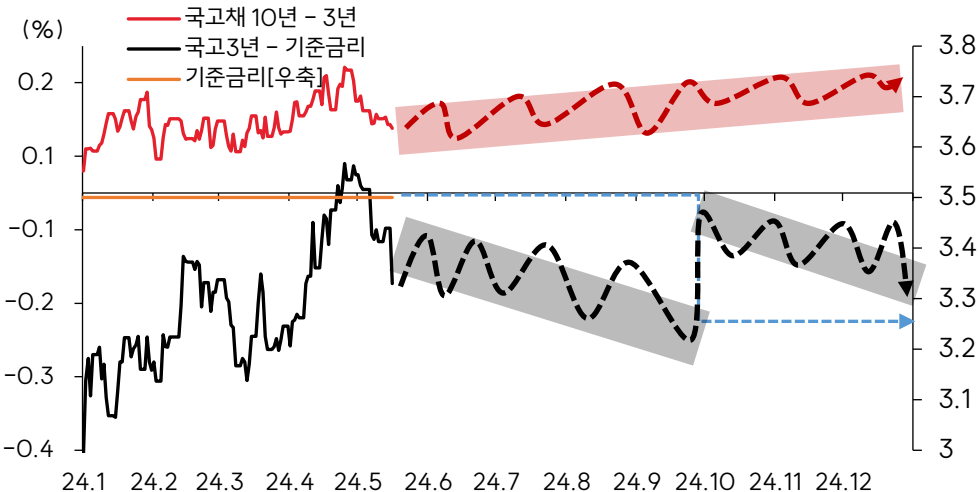
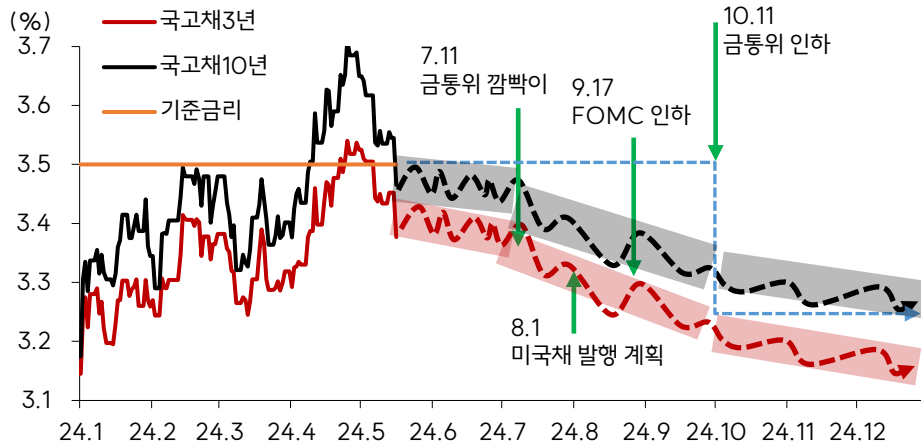
SK증권 리서치센터

| 구분 | | | | 1Q 24 | 2Q 24 | 3Q 24 | 4Q 24 | 1Q 25 | 2Q 25 |
|------------|------------|-------------|----------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 경제 | 한국 | GDP | %, yoy | 3.4 | 1.9 | 2.0 | 1.9 | 2.3 | 2.4 |
| | | 수출 | %, yoy | 7.1 | 9.0 | 8.5 | 7.5 | 8.0 | 8.5 |
| | | 수입 | %, yoy | -0.8 | 4.5 | -7.0 | -5.0 | 6.0 | 5.0 |
| | | 무역수지 | 억 달러 | 43 | 440 | 700 | 728 | 375 | 540 |
| | | 인플레이션 | %, yoy | 3.1 | 2.7 | 2.4 | 2.4 | 2.2 | 2.0 |
| | 미국 | GDP | %, qoq연율 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 2.1 | 2.3 |
| | | 인플레이션 | %, yoy | 3.2 | 2.8 | 2.5 | 2.7 | 2.3 | 2.1 |
| | 중국 | GDP | %, yoy | 5.3 | 4.8 | 5.2 | 5.4 | 5.1 | 5.0 |
| | | 인플레이션 | %, yoy | 0.2 | 0.7 | 0.8 | 1.1 | 1.5 | 1.4 |
| | 환율 (평균) | 원화 | USD/KRW | 1,330 | 1,360 | 1,330 | 1,335 | 1,320 | 1,310 |
| 채권 (기말) | 한국 | 기준금리 | % | 3.5 | 3.5 | 3.5 | 3.25 | 2.75 | 2.5 |
| | | 국고채 3년 | % | 3.32 | 3.30 | 3.20 | 3.05 | 2.6 | 2.7 |
| | | 국고채 10년 | % | 3.40 | 3.40 | 3.35 | 3.25 | 2.85 | 2.9 |
| | | 회사채 AA-스프레드 | % | 0.58 | 0.50 | 0.60 | 0.75 | 0.65 | 0.45 |
| | 미국 | 기준금리(상단) | % | 5.5 | 5.5 | 5.25 | 5.25 | 4.75 | 4.25 |
| | | 국고채 2년 | % | 4.63 | 4.60 | 4.3 | 4.3 | 3.80 | 3.50 |
| | | 국고채 10년 | % | 4.21 | 4.2 | 4.05 | 4.15 | 3.80 | 3.70 |
| 주식 (기말) | 한국 | KOSPI | Pt | 2,746.6 | 2,780 | 2,950 | 2,900 | 2,980 | 3,000 |
| | 미국 | S&P | Pt | 5,254.4 | 5,400 | 5,650 | 5,500 | 5,720 | 5,780 |

24년 하반기 금리 전망 – 10월 인하, 7월부터 하락, 장단기 확대

SK증권 리서치센터

한국 기준금리 인하 10월 전망, 시장금리는 7월부터 속도감 있는 하락, 장단기 스프레드 확대



자료 : 인포맥스, SK증권

● 한국의 성장 및 물가 경로를 감안하면 10월, 1회 인하 전망

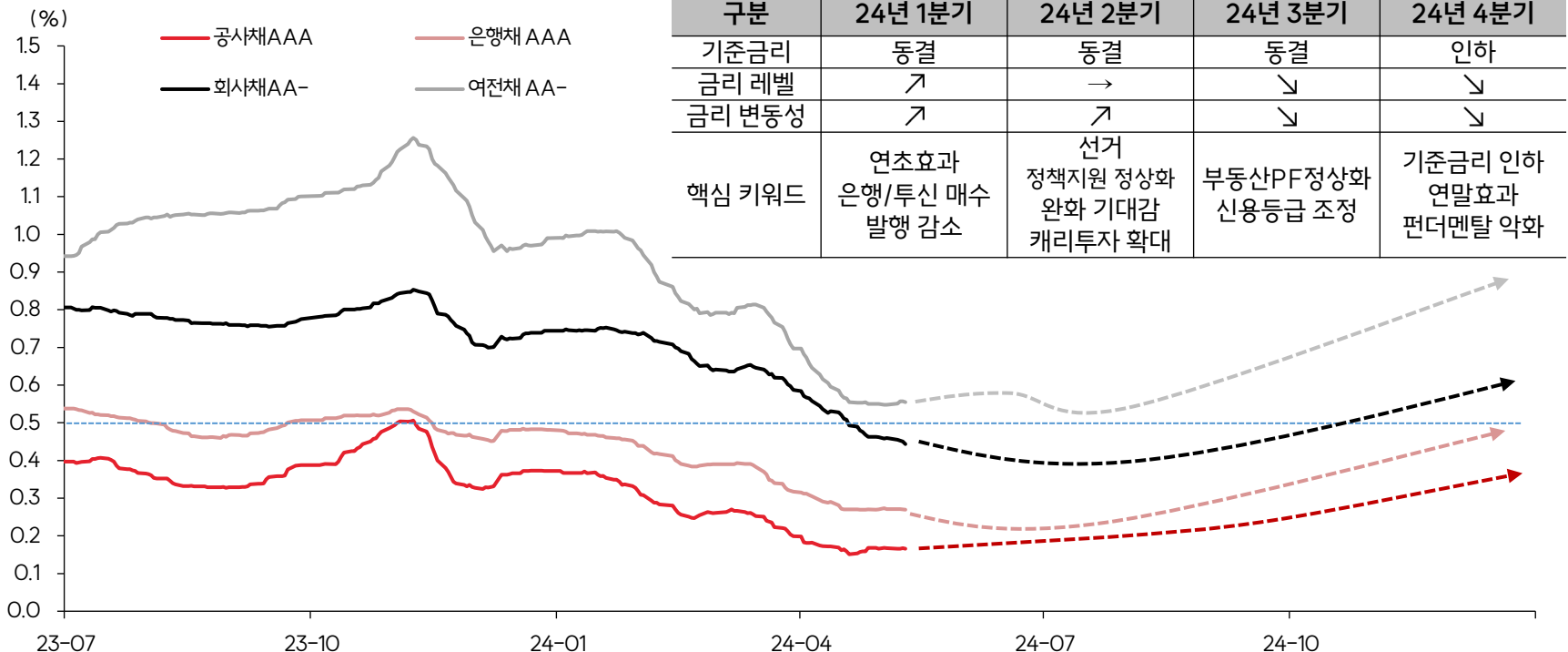
- 한국 소비자물가지수 경로를 감안하면 9월 전후 연간 물가 저점을 통과할 것으로 예상
- 한국은행은 시장에 '인하 깜빡이'를 켜는 것과 관련해 5월은 이른 것으로 판단. 7월 '인하 깜빡이' 제시 이후 10월 인하 가능성 높을 것으로 판단
- 미국 FOMC는 9월 기준금리 인하 전망. 한국은행은 미국 인하 전에도 인하 단행할 가능성 존재. 그러나 시장의 충격을 감안하면 8월보다는 10월 인하 가능성 높을 것으로 예상
- 시장금리는 7월 이후 속도감 있는 하락세를 보일 것으로 예상
- 7월 이후 전반적인 매크로 지표 둔화세를 인식하고 기준금리 인하 기대감 되살아날 것으로 예상
- 장단기 스프레드는 점차 확대될 것으로 예상. 다만 올해 내에는 큰 폭의 조정은 없이 완만한 확대를 보일 것으로 예상

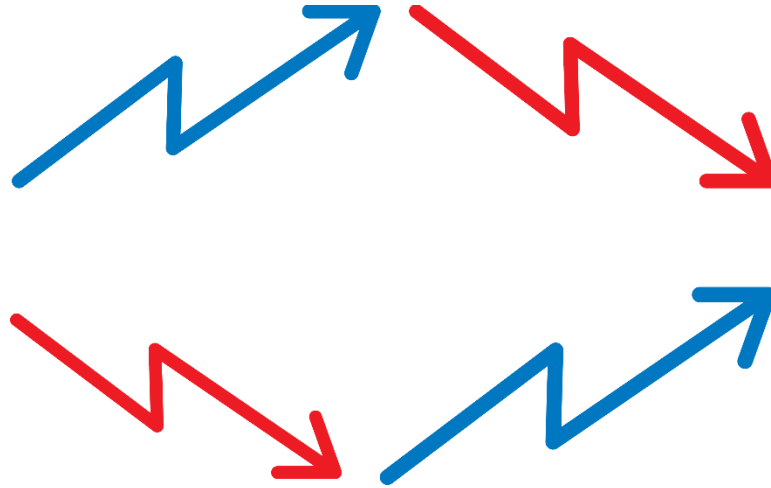
24년 하반기 크레딧 전망 – 수급여건 악화와 펀더멘탈 우려

● 크레딧 채권 수급 여건 상반기 우호적, 하반기에는 펀더멘탈 우려 확대로 스프레드 확대 전망

- 상반기 연초효과 및 발행 감소로 크레딧 스프레드 축소. 채권형 자산 유입으로 매수세 확대
- 하반기 크레딧 채권 발행 증가로 수급 부담, 3분기 크레딧 채권 수요 일시적 상승 이후 수요 둔화 전망
- 우량 회사채>A급 회사채>3년 이상 은행채>장기물 공사채>은행계열 여전채>비은행 여전채 추천

크레딧 스프레드 전망 및 경로





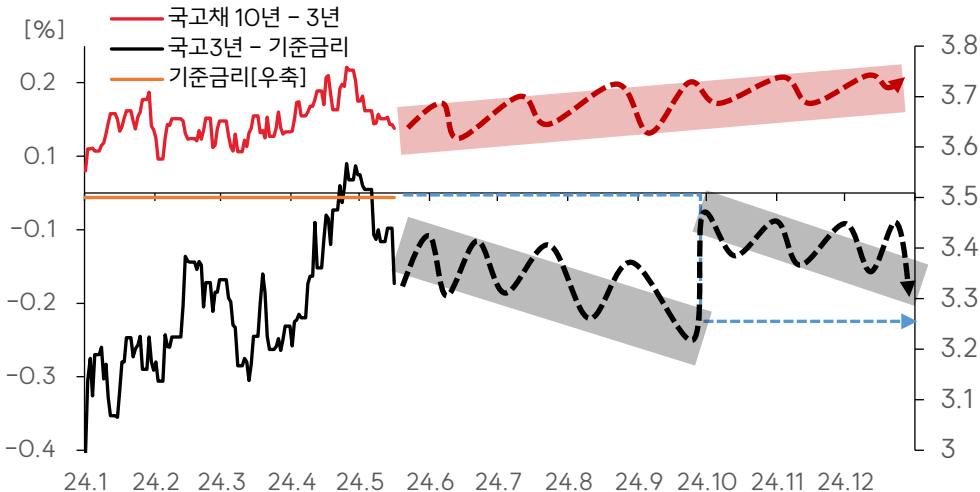
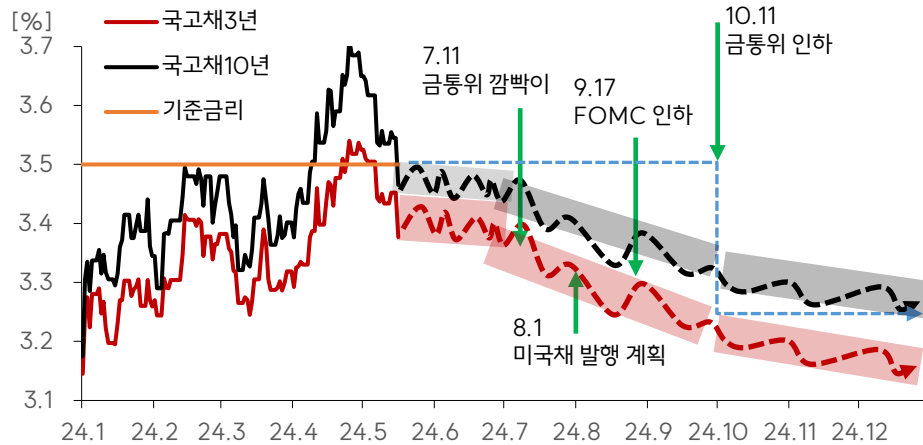
Part 1.

금리 전망 – 하반기 완만한 하락

24년 하반기 금리 전망 – 10월 인하, 7월부터 하락, 장단기 확대

SK증권 리서치센터

한국 기준금리 인하 10월 전망, 시장금리는 7월부터 속도감 있는 하락, 장단기 스프레드 확대



자료 : 인포맥스, SK증권

● 한국의 성장 및 물가 경로를 감안하면 10월, 1회 인하 전망

- 한국 소비자물가지수 경로를 감안하면 9월 전후 연간 물가 저점을 통과할 것으로 예상
- 한국은행은 시장에 '인하 깜빡이'를 켜는 것과 관련해 5월은 이른 것으로 판단. 7월 '인하 깜빡이' 제시 이후 10월 인하 가능성 높을 것으로 판단
- 미국 FOMC는 9월 기준금리 인하 전망. 한국은행은 미국 인하 전에도 인하 단행할 가능성 존재. 그러나 시장의 충격을 감안하면 8월보다는 10월 인하 가능성 높을 것으로 예상
- 시장금리는 7월 이후 속도감 있는 하락세를 보일 것으로 예상
- 7월 이후 전반적인 매크로 지표 둔화세를 인식하고 기준금리 인하 기대감 되살아날 것으로 예상
- 장단기 스프레드는 점차 확대될 것으로 예상. 다만 올해 내에는 큰 폭의 조정은 없이 완만한 확대를 보일 것으로 예상

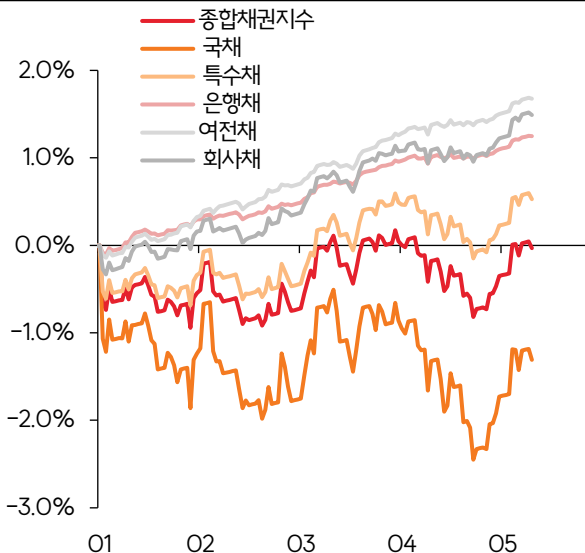
2024년 상반기 리뷰 - 예상밖의 금리 상승과 크레딧 매수

SK증권 리서치센터

● 24년 상반기 기준금리 인하를 기대했으나, 매크로 지표 호조로 기대감 후퇴하며 시장금리는 상승

- 1분기 미국의 물가와 고용지표 호조세 지속되며 기준금리 인하 예상 시점이 상반기에서 하반기로 이동. 기준금리 인하 폭도 기존 5회에서 1회로 축소되며 시장금리는 연초 대비 50bp 수준 상승
- 상반기 크레딧 채권은 우호적인 수급여건이 지속되며 스프레드 축소세를 보임. 국고채 금리 상승 과정에서 크레딧 채권은 스프레드 축소되며 상대적으로 아웃퍼폼
- 상반기 크레딧 스프레드 축소폭이 가장 컸던 여전채>회사채>공사채>은행채>국고채 순으로 수익률을 기록

연초 이후 채권별 수익률(만기 종합)



자료 : 인포맥스, SK증권
*KRX 채권지수 총수익률 기준

연초 이후 채권별 수익률(3~5Y)



자료 : 인포맥스, SK증권

연초 이후 채권별 수익률(5~10Y)



자료 : 인포맥스, SK증권

24년 하반기 금리 환경 마인드맵

SK증권 리서치센터

FED - 기준금리 인하에 대한 필요성 부족 인식
파월 "물가 2%로 낮아진다는 확신에 이르기까지 더 오랜 기간이 걸릴 것"(24.4.17)

달러강세 - 경기 호조와 높은 금리 수준

고용호조 - 점차 둔화되는 고용과 상승하는 실업

경기 호조 - 성장과 소비 둔화로 변화 전망

대선 - 하반기 있을 가장 큰 변동요인

물가 압력 - 점차 둔화 예상. 그러나 연내 목표물가에 도달 불가

유가 - 글로벌 수요 유지, 공급이 관건

지정학 리스크 - 예상할 수 없는 변수

OPEC+ - 6월까지 감산 합의, 하루 -93만배럴

비OPEC+ - 증산으로 대응하며 유가 상승 제어(미국, 가이아나, 브라질, 캐나다), 하루 +178만배럴

미국

한국

4월 금통위

- "충분히 장기간"에서 "충분히"로 변경
- 글로벌 통화정책 탈동조화 시작 언급, 미국 결정보다 국내 요인을 보고 통화정책 결정
- 6월 ECB인하를 보고 한은 깜박이 모드 예상
- 금리 결정 요인 물가>환율
- 2월 금통위 대비 경기 호조, 물가 압력 예상

원달러 환율 - 1400원/\$ 터치 후 한은 구두개입

- 한국은행 환율에 대한 낙관론
- 2022년과 다른 현재 현황
- 달러강세, 주변국 통화 약세 영향

고용 - 실업률 상승세

근원 물가와 명목 물가 차이 - 에너지 및 농산물 가격 때문

- 한국은행은 근원 소비자물가지수 연말 2% 도달 확신
- 명목 물가는 유가 변동에 따라 변동성 큰 상황

경기 - 1분기 서프라이즈, 하반기 중국 회복으로 수출 증가 예상

금융안정 - 부동산PF 정상화 속도, 연착륙 유도 중 이벤트 발생 유무

부동산 시장 - 수도권 중심의 개선, 가계대출 증가, 미분양 등 복잡한 섹터

6월 인하 가능성 - 라가르드 4월 ECB회의에서 인하 가능성 언급

- 디스인플레이션에 더 확신 필요, 상당히 짧은 시간 안에 그렇게 될 것
- 통화정책 제한 수준을 낮추는 게 적절할 것
- 독일 침체 심화

환율 - ECB는 환율을 목표로 하지 않지만, 면밀히 지켜본다

EU

5월 FOMC 이후 비둘기파가 사라진 연준

● 인플레 2% 목표로 향하고 있다는 증거에 목마른 연준, 현재의 제약적 금리 수준 유지 지속 강조

- 최근 연준 인사들의 주요 발언은 여전한 인플레 우려에 따른 2% 목표 달성 관련 증거 강조, 제약적 금리 수준의 더 오랜 시간 지속 필요 등 매파적 색채. 특히 카시카리 등은 금리 인상 가능성 열어놓기도. 금리 인하 시사한 일부 비둘기파적 인사들도 물가 압력은 모두 우려하는 중
- 5월 20일 기준 연준 인사들의 발언 성향은(매파 10 / 중립 6 / 비둘기파 3)로 강한 매파, 특히 5월 FOMC 이후 발언만 보면 (8/4/2)로 더욱 매파적. 다만 올해 FOMC 투표권 보유 인사들만 따져보라면 (4/5/3)으로 균형 상태. 최근의 매파적 성향 강화는 투표권이 없어 좀 더 과감할 수 있는 인사들이 주도하고 있음

매파적 색채로 가득한 최근 연준 인사들의 발언

(매파 : 빨간색 / 중립 : 흰색 / 비둘기파 : 파란색)

| 지역/직책 | 이름 | 투표권 | 최근 주요 발언 | 연설 일자 |
|--------|-----------|-----|------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| 연준의장 | 제롬 파월 | ○ | "올해 1분기 지표 고려 시 연초와 비교해 인플레 둔화에 대한 자신감 낮아져. 다만 고용시장이 점진적으로 식고 있다는 신호들 있어" | 2024-05-14 |
| 부의장 | 마이클 바 | ○ | "미국 은행 시스템은 건전하고 견고하며 23년 3월과 같은 유동성 압박 받고 있지 않아. 다만 사무실 CRE에 노출된 일부 은행은 더 많은 스트레스 받는 중" | 2024-04-03 |
| 부의장 | 필립 제퍼슨 | ○ | "인플레가 2% 목표로 돌아가고 있다는 추가적 증거 계속 찾는 중. 그것을 찾을 때까지 정책금리를 제약적 영역에서 유지하는게 적절하다고 생각" | 2024-05-13 |
| 이사 | 크리스토퍼 월러 | ○ | "현재로서는 정책 금리를 인하하기 위해 서두를 필요가 없어. 목표 물가 달성을 위해 생각했던 것보다 더 오랫동안 제한적 금리를 유지하는게 현명" | 2024-03-27 |
| 이사 | 미셸 보우먼 | ○ | "현재 통화정책 기초 제약적 수준. 다만 향후 데이터가 인플레 진전 정체나 역전을 나타낼 경우 금리 인상 가능성도 있어" | 2024-05-17 |
| 이사 | 리사 쿡 | ○ | "민간 신용 증가가 금융 시스템 회복력에 실질적으로 부정적인 영향을 미치지 않음. CRE 위험 상당하지만 관리 가능함. 가계 연체율 증가에 주목" | 2024-05-08 |
| 이사 | 아드리아나 쿠글러 | ○ | "가계와 기업의 지출이 줄어들고 상품과 서비스 공급이 지속적으로 개선되면서, 올해 인플레 계속 하락할 것. 연내 금리 인하 시작 적절" | 2024-04-04 |
| 뉴욕 | 존 윌리엄스 | ○ | "결국 금리 인하는 있을 것. 더 많은 데이터 봐야겠지만 올해 경제는 2.0~2.5% 성장 예상" | 2024-05-06 |
| 세인트루이스 | 알베르토 무살렘 | X | 4월 2일 직무 시작 | - |
| 샌프란시스코 | 메리 데일리 | ○ | "지난 3개월은 앞으로의 인플레 전망에 상당한 불확실성 남겨. 인플레 목표 도달까지 당초 예상 대비 장기간 소요될 것. 추가 금리 인상 필요하진 않아" | 2024-05-09 |
| 시카고 | 오스틴 굴스비 | X | "인플레이션은 여전히 개선될 여지가 있고, 아직 더 좋은 데이터가 필요. 주거비가 상당히 하락하지 않을 경우 2% 목표 도달 어려울 것" | 2024-05-15 |
| 보스턴 | 수잔 콜린스 | X | "금리가 이전에 생각했던 것 보다 더 오랫동안 높은 수준 유지할 가능성 커. 인플레를 낮추기 위해선 경제 성장 둔화 필요해" | 2024-05-08 |
| 필라델피아 | 패트릭 하커 | X | "경제가 회복력을 보이고 있고 일자리 증가세가 강한 상황에서 인플레는 여전히 높아. 자산과 소득이 제한된 사람에게 타격 너무 커" | 2024-04-04 |
| 댈러스 | 로리 로건 | X | "현재 통화정책이 인플레를 목표치 2%로 낮출 만큼 충분히 긴축적인지 분명하지 않아. 물가 압력 여전히 너무 강해 금리 인하는 일러" | 2024-05-10 |
| 애틀랜타 | 라파엘 보스틱 | ○ | "인플레 하락에 시간이 걸릴 것. 여전히 올해 금리 인하 믿음 갖고 있어" | 2024-05-10 |
| 캔자스시티 | 제프리 슈미트 | X | "인플레이션 여전히 너무 높아. 팬데믹 이전의 만연했던 저금리 환경으로 돌아가고 있는지 확인할 수 없어" | 2024-05-15 |
| 클리블랜드 | 로레타 메스터 | ○ | "금융 안정을 위해 금리를 인상할 필요가 없길 바램. 인플레가 현재 수준에서 진전을 보이지 않는다면, 금리 인상을 말할 수도" | 2024-05-14 |
| 미니애폴리스 | 닐 카시카리 | X | "인플레 방향 확실해질 때까지 현재 금리 수준 더 오래 유지해야. 주택이 인플레의 큰 요인" | 2024-05-15 |
| 리치몬드 | 토마스 바킨 | ○ | "4월 CPI 총계 나왔지만 연준이 원하는 수준 달성 못해. 소매판매 둔화도 좋지만 원하는 수준 아냐" | 2024-05-06 |

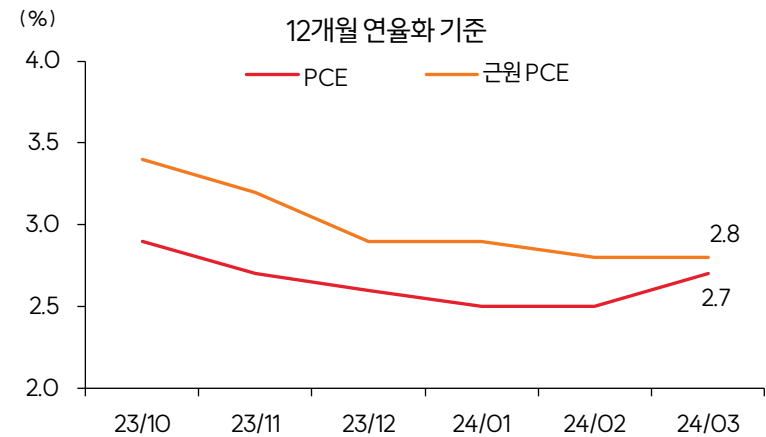
5월 FOMC: 완전고용 책무에도 무게를 두고 있다

SK증권 리서치센터

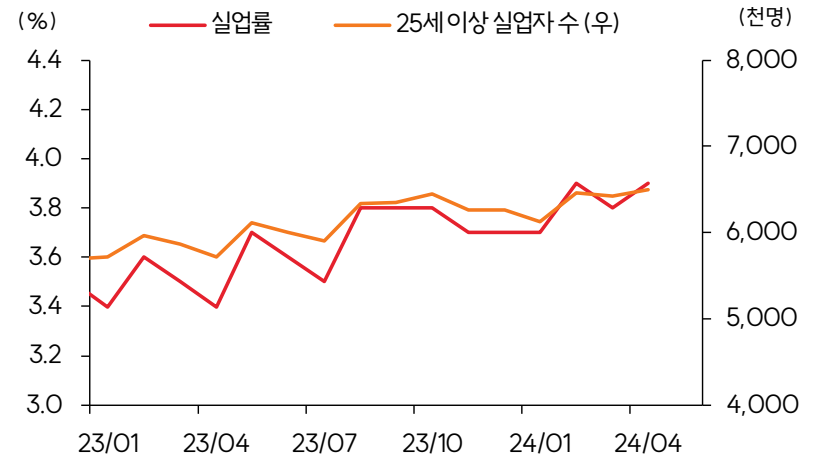
● 물가 안정 강조했지만, 양대책무 중 다른 한 축인 완전고용 목표에 대한 강조도 잊지 않은 5월 FOMC

- 기자회견에서 가장 특징적이었던 것은 양대책무 중 완전고용에 점차 무게를 두고 있다고 언급한 점
- 파월 의장의 기자회견 답변: “연준에게는 양대책무가 있음. 두 가지 책무 중 하나의 책무가 목표에서 더 떨어져 있다면 그 책무에 집중할 필요. 작년까지 그 책무는 확실히 인플레이션이었고, 현재 인플레이션이 12개월 기준으로 2%대까지 내려온 상황에서는 고용시장에 관심을 두고 있음”
- 이미 3월 FOMC에서 파월 의장은 고용시장의 둔화 시그널이 나타날 경우 금리 인하를 시작할 수 있다고 언급. 3월 CPI 발표로 인한 시장 충격이 오기 전까지 연준은 실제로 고용시장에 대한 언급을 늘려간 바 있음
- 재차 인플레이션 문제가 불거지면서 관련한 논의가 줄어들었으나, 완전고용 목표에 대한 연준의 관심을 다시 확인

12개월 연율화 기준 PCE 물가 추이



실업률 추이



자료 : Bloomberg, CEIC, SK증권

● 고용 수요 둔화는 뚜렷하다

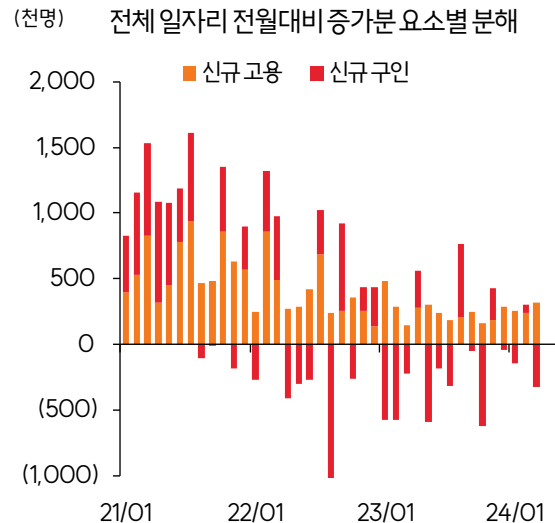
- 실업률은 3월 3.9%에서 3.8%로 하락하는 듯 했으나 4월 들어 재차 3.9%까지 반등
- 수요 측면도 점검해보면, 비농업 민간 구인건수는 2, 3월 각각 9천건, 36.4만건 감소. 3월 들어 구인건수는 급감하는 모습

전체 일자리 대비 구인건수도 꾸준히 낮아지고 있음



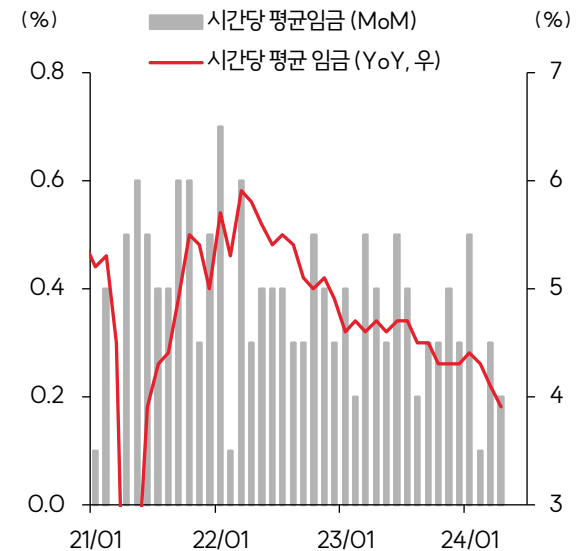
자료 : Bloomberg, CEIC, SK증권

전체 일자리 증가는 신규 구인보다 신규 고용이 견인



주: 전체 일자리 = 전체 비농업 구인건수 + 전체 비농업 고용자수
자료 : Bloomberg, CEIC, SK증권

임금 상승률은 0.2%까지 하락



자료 : Bloomberg, CEIC, SK증권

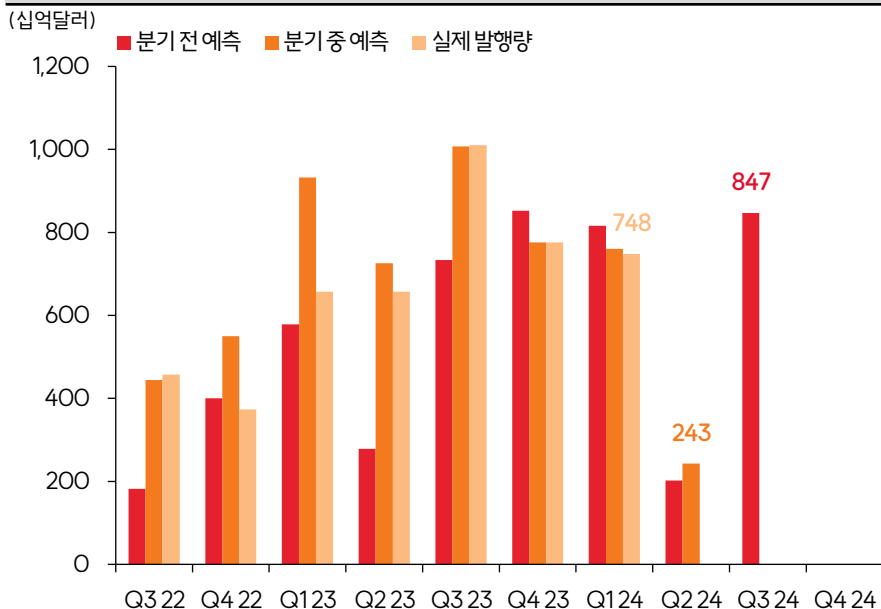
미재무부 2분기국채 발행 계획, 계속되는 단기 재정증권 중심 발행

SK증권 리서치센터

● 2분기 국채 발행 계획, 단기 재정증권 중심 발행으로 중장기 국채 공급 압력은 제한적

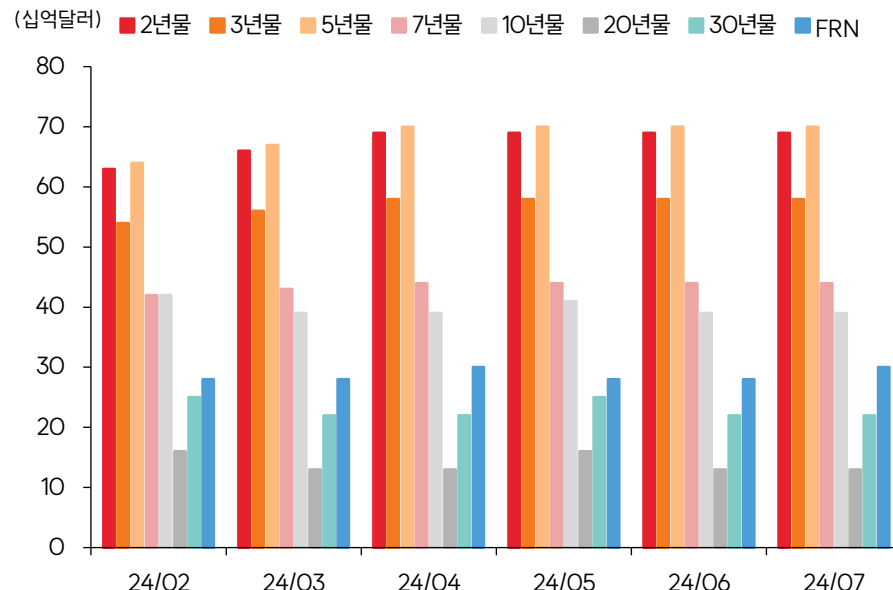
- 미 재무부, 24년 2분기 국채 발행 계획 2,430억 달러로 2월 예측(2,020억 달러) 대비 410억 달러 증가. 24년 1분기 실제 국채 발행량은 7,480억 달러로 2월 예측(7,600억 달러) 소폭 하회. 24년 3분기 국채 발행은 8,470억 달러 전망
- 2분기 국채 발행 계획 규모가 늘어난 것은 현금 수입 감소에 의한 것. 단 재무부는 23년 8월 이후 계속된 대규모 발행 증가로 향후 이표채 및 FRN 발행량을 늘릴 필요는 없다고 강조. 7월까지 월별 미 국채 발행량은 추가 확대 없이 유지될 것으로 예상됨
- 다만 만기 1년 이하 단기 재정증권은 6월 1일~15일 법인세 납부 시기 제외 7월까지 발행 물량 지속 증가할 것

24년 2분기 미 국채 발행 계획, 예상 대비 규모 증가



자료: 미 재무부, SK증권

단기, 장기물 모두 발행량이 추가 확대되지는 않을 것



주: '24년 5월~'24년 7월은 재무부의 예상치임

자료: 미 재무부, SK증권

미 연준 QT 규모 축소 시작, 단기 자금 시장 유동성 우려 완화

SK증권 리서치센터

● 재무부의 미 국채 바이백 시작과 연준의 QT 규모 축소 시작, 단기 자금 시장 유동성 안정화에 기여할 것

- 또한 미 재무부는 22년 만에 미 국채 바이백(조기상환) 공식 개시를 발표. 첫번째 바이백은 5월 29일 진행될 예정이며 최대 매입 규모는 이표채 기준 약 20억 달러 수준. 이후 바이백은 주간 단위로 진행되며 스케줄을 분기 국채 발행 계획과 함께 발표할 예정
- 한편 미 연준도 5월 FOMC에서 QT(양적긴축) 규모 축소 공식 발표. 미 국채 상환 규모 한도를 기존 600억 달러에서 250억 달러로 줄임. 한도 초과 만기 도래 물량을 단기 재정증권으로 매입해 현 4.3% 수준의 단기 재정증권 비중을 금융위기(약 35%) 수준으로 복귀시키고자 함
- 바이백 시행과 QT 규모 축소 모두 증가하는 단기 재정증권 발행으로 인한 단기 자금 시장 유동성 우려를 완화 시키는 조치가 될 것으로 예상됨

22년 만에 재개되는 재무부의 미 국채 바이백

Tentative Schedule of Treasury Buyback Operations

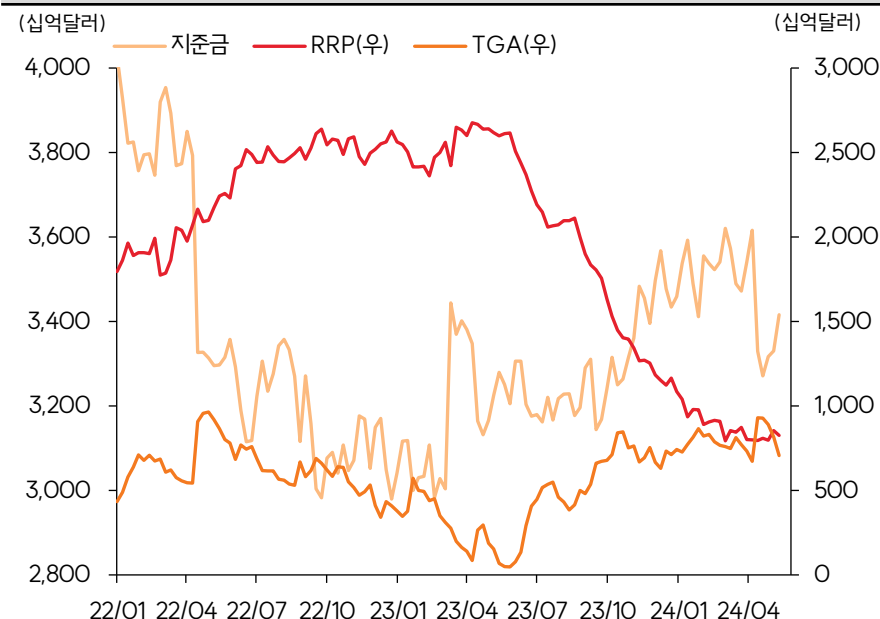
May 2024 Quarterly Refunding

For Publication May 1st, 2024

| Announcement Date ¹ | Operation Date ² | Operation Time (ET) | Settlement Date | Operation Type | Security Type & Maturity Range | Maturity Date Range | Minimum Purchase Amount | Maximum Purchase Amount | Maximum Number of Eligible Securities ³ |
|--------------------------------|-----------------------------|---------------------|-----------------|-------------------|--------------------------------|------------------------|-------------------------|-------------------------|----------------------------------------------------|
| 5/28/2024 | 5/29/2024 | 1:40 pm - 2:00 pm | 5/30/2024 | Liquidity Support | Nominal Coupons 1Mo to 2Y | 6/30/2024 - 5/29/2026 | \$0 | \$2 billion | 20 |
| 6/4/2024 | 6/5/2024 | 1:40 pm - 2:00 pm | 6/6/2024 | Liquidity Support | Nominal Coupons 20Y to 30Y | 6/6/2044 - 6/5/2054 | \$0 | \$2 billion | 20 |
| 6/10/2024 | 6/11/2024 | 1:40 pm - 2:00 pm | 6/12/2024 | Liquidity Support | TIPS 1Y to 7.5Y | 6/12/2025 - 12/11/2031 | \$0 | \$500 million | 20 |
| 6/18/2024 | 6/20/2024 | 1:40 pm - 2:00 pm | 6/21/2024 | Liquidity Support | Nominal Coupons 5Y to 7Y | 6/21/2029 - 6/20/2031 | \$0 | \$2 billion | 20 |
| 6/25/2024 | 6/26/2024 | 1:40 pm - 2:00 pm | 6/27/2024 | Liquidity Support | Nominal Coupons 2Y to 3Y | 6/27/2026 - 6/26/2027 | \$0 | \$2 billion | 20 |
| 7/1/2024 | 7/2/2024 | 1:40 pm - 2:00 pm | 7/3/2024 | Liquidity Support | Nominal Coupons 10Y to 20Y | 7/3/2034 - 7/2/2044 | \$0 | \$2 billion | 20 |

자료: 미 재무부, SK증권

연준의 QT 규모 축소 시작, 단기 자금 시장 유동성 안정화에 기여



자료: Fed, Bloomberg, SK증권

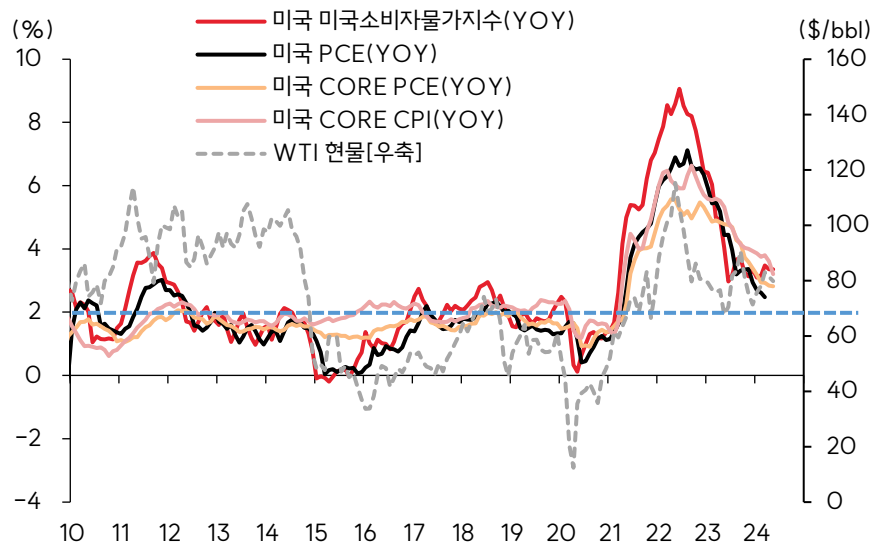
미국 소비자물가지수 2% 도달은 어려울 것

SK증권 리서치센터

● FED는 PCE의 경우 연말 목표물가에 도달할 수 있겠으나, CPI는 목표물가 도달 어려울 것으로 판단

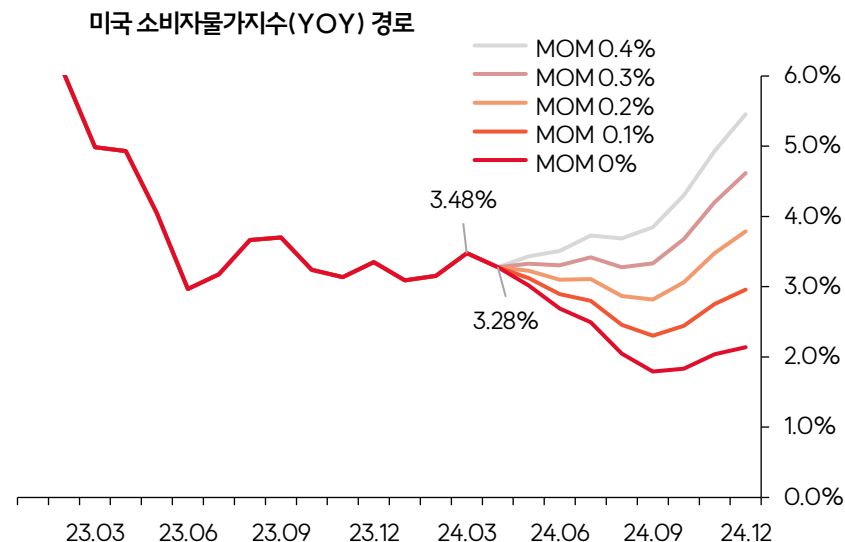
- 미국의 경우 유가의 영향력이 상대적으로 더 큰 소비자물가지수는 연내 2% 수준 도달 어려울 것으로 판단
- 5월 이후 소비자물가지수 상승률이 전월대비 0.1%보다 낮게 유지돼야 9월 2%에 도달 가능. 그러나 전월대비 0.1% 이상 유지될 전망
- PCE는 최근 둔화 흐름 보이고 있으며, 4월 기준 2.71%로 올해 2% 수준 유지 중. 디스인플레이션 지속될 경우 연말 2% 수준 도달 가능
- FED가 기준금리 인하 명분을 삼기 위해서는 CPI보다 PCE를 강조할 것

미국 CPI와 PCE 추이 – 목표물가에 도달하기까지 차이 보일 것



자료 : 인포맥스, SK증권

24년 미국 소비자물가지수(YOY) 경로 – 3분기가 저점



자료 : 인포맥스, SK증권

한국 소비자물가지수 예상치에 부합 - 3분기가 저점

SK증권 리서치센터

● 한국 소비자물가지수는 한국은행 예상치에 부합하는 흐름

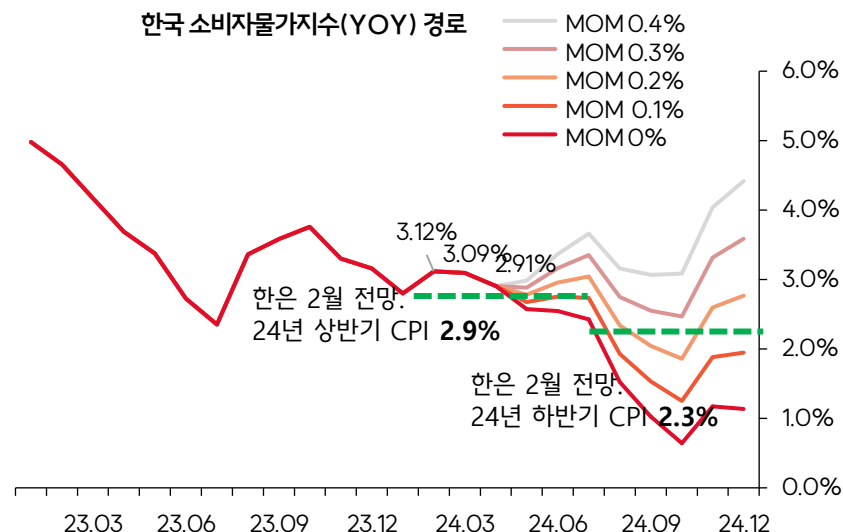
- 24년 1분기 농산물 가격 및 유가 상승의 영향으로 소비자물가지수가 상승하는 모습을 보였으나, 2분기 들어 점차 둔화 흐름 보임
- 특히 근원물가는 둔화흐름을 이어오며 한은의 전망에 부합하는 흐름
- 한국은행의 목표 물가인 2%에 도달하기까지 근원 물가는 연말 도달할 수 있을 것으로 예상. 헤드라인 물가는 유가의 영향으로 변동성이 큰 상황이지만 한국은행의 연간 예상치는 2.6%에 부합할 것으로 전망
- 지정학적 리스크와 국제유가 움직임 등 불확실성이 여전히 높은 상황이지만 현재 여건을 감안하면 완만한 둔화 흐름 보일 것으로 전망

한국 헤드라인 및 근원 소비자물가지수 추이



자료 : 통계청, SK증권

24년 소비자물가지수(YOY) 경로 - 3분기가 저점

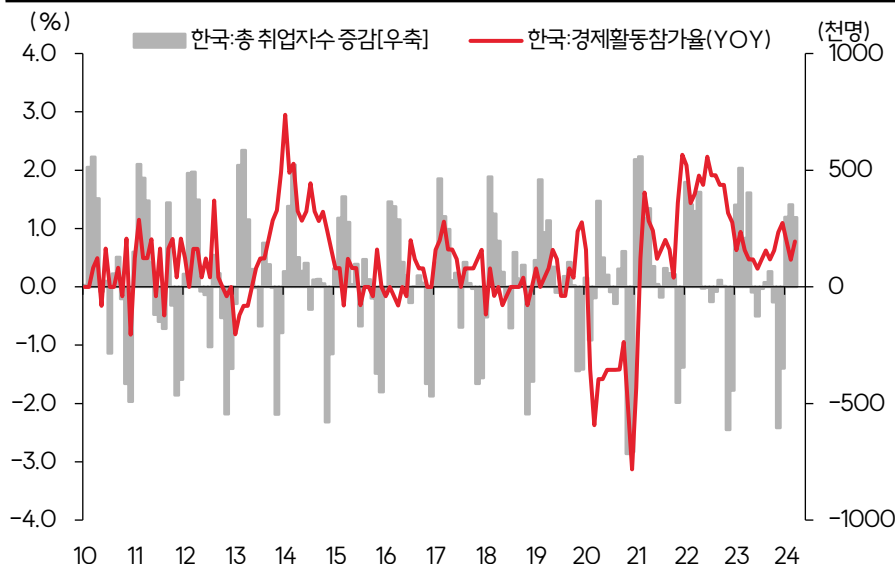


자료 : 통계청, SK증권

● 한국 고용지표 완만한 둔화 흐름. 실업률 상승을 피하고 싶은 한국은행

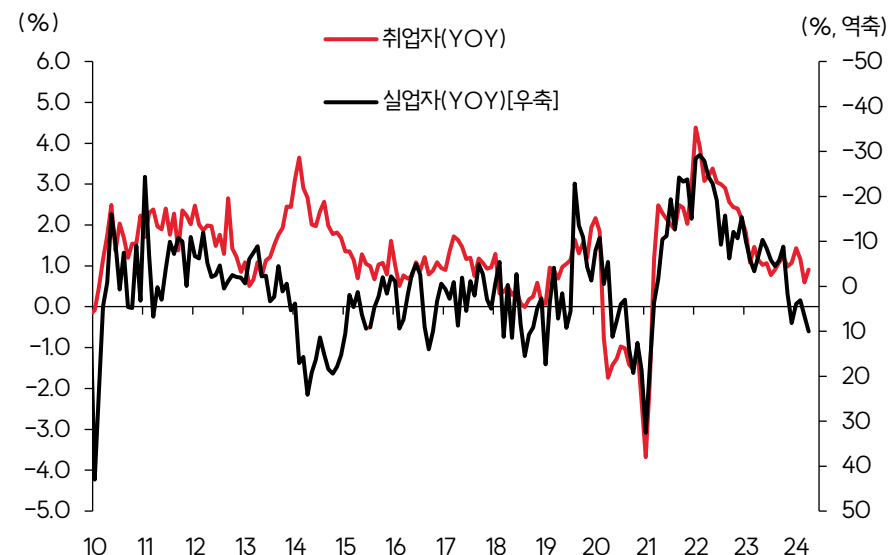
- 취업자수는 서비스업이 증가세를 지속하는 가운데 제조업도 증가로 전환. 향후 취업자수 증가규모는 점차 둔화되겠으나, 여성·고령층의 노동 공급 증가세 지속으로 둔화흐름은 완만할 전망
- 다만 고용 증가세 둔화와 실업자 증가세가 나타나며 경기 둔화에 대한 한국은행의 우려가 점차 확대되는 시점

한국 경제활동참가율과 취업자수 증감



자료 : 통계청, SK증권

한국 취업자수와 실업자수 증감 - 고용시장 완만한 둔화 흐름

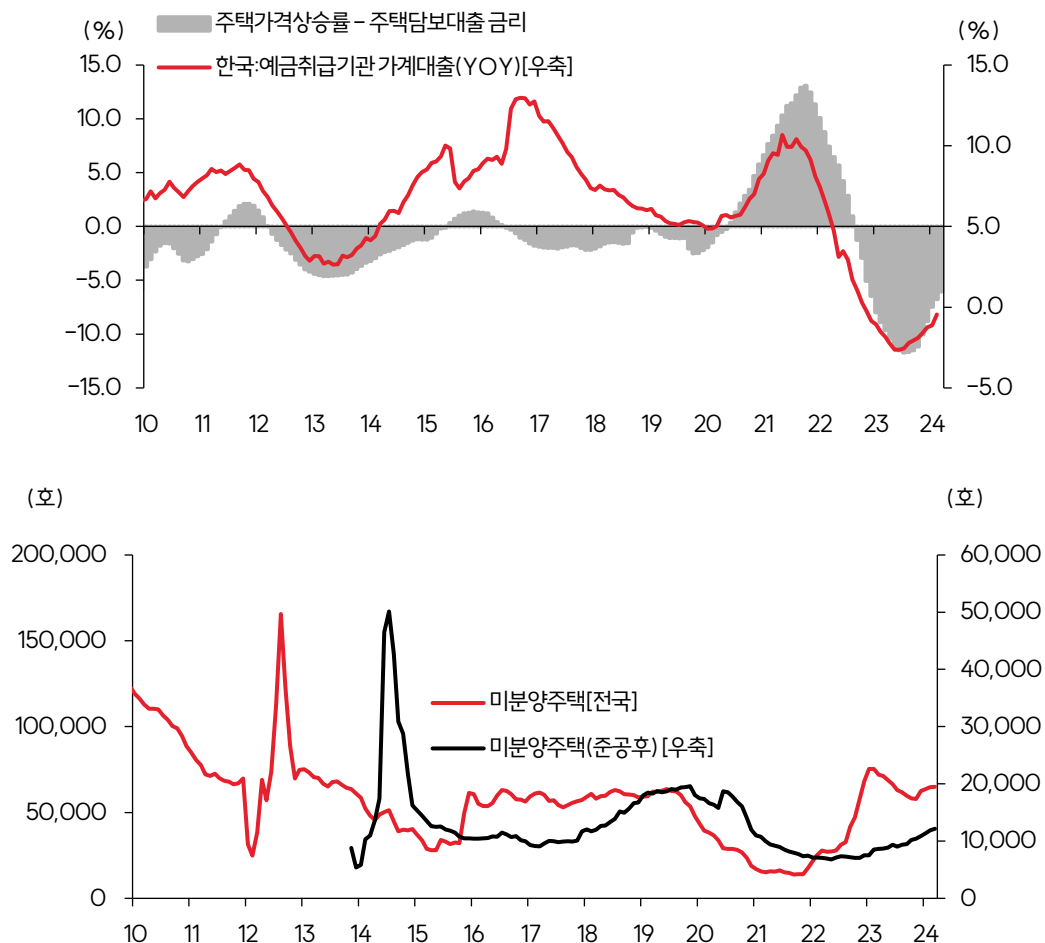


자료 : 통계청, SK증권

한은고민 ② 부동산 가격 vs 가계대출 vs 미분양주택

SK증권 리서치센터

수도권 중심의 부동산 매수 부담 완화와 가계대출 증가, 지방 중심의 미분양주택 증가



● 부동산 관련 한국은행의 고민은 복잡한 셈법

- 22~23년 부동산 가격 하락 이후 수도권을 중심으로 회복세를 보이고 있는 상황
- 부동산 시장 회복으로 3월 가계(주택)대출 증가 전환
- 지난 2월 금통위에서 총재는 금리 인하기에 부동산 가격 상승과 가계대출 증가를 자극하지 않도록 정부와 정책 공조 필요 언급. 기준금리 인하 시 가장 부담스러운 부분으로 판단
- 반대로 지방 중심의 미분양주택 증가는 부동산PF 정상화 문제와 건설사 재무부담 악화로 작용하며 완화적 통화정책과 부동산 지원정책을 필요로 하는 상황
- 기준금리 인하를 단행하더라도 연착륙을 유도할 수 있는 느린 속도의 인하 예상

자료 : 통계청, SK증권

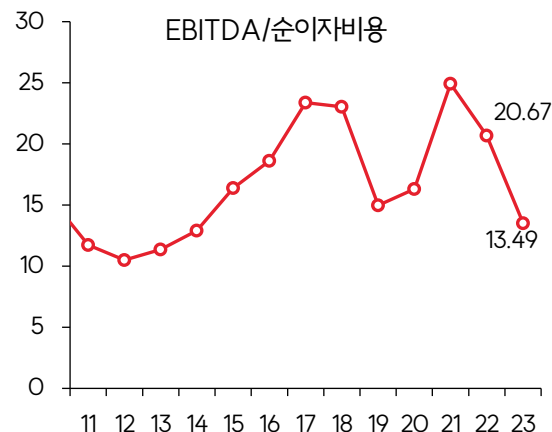
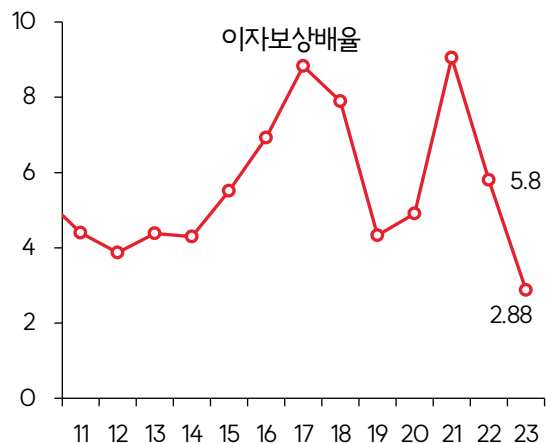
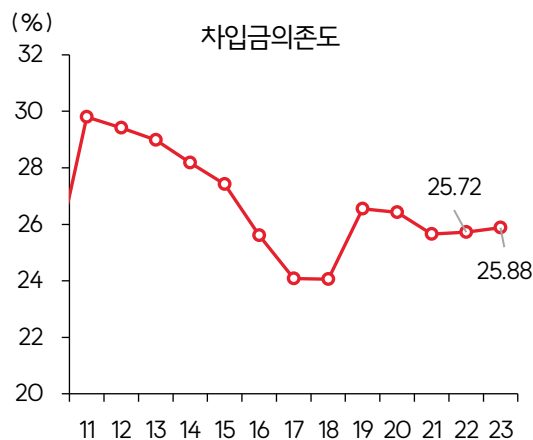
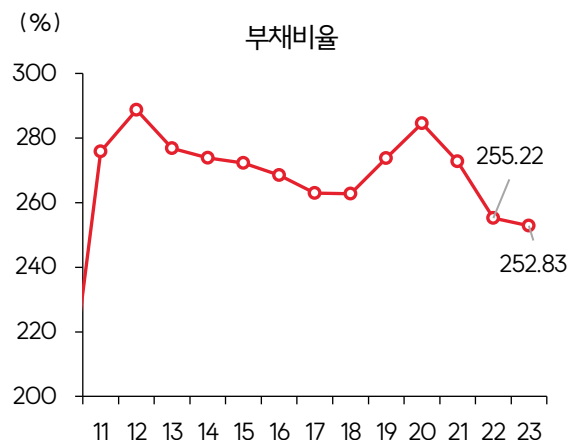
한은고민 ③기업 이자 상환 부담 가중

SK증권 리서치센터

고금리 장기화의 영향으로 국내 상장기업 이자 부담 - 차입규모는 늘지 않았으나 이자 부담은 확대

● 기업 이자부담 가중으로 수익성 악화

- 팬데믹 이후 상장기업의 재무안정성은 개선
- 23년말 상장기업의 부채비율은 11년 이후 가장 낮은 수준을 기록
- 고금리 영향으로 설비투자 및 차입을 소극적으로 진행. 부채 증가 억제
- 22년 이후 차입금이 증가하지 않았음에도 고금리 영향을 받으며 이자부담 상승
- 상장사 이자보상배율은 11년 이후 가장 낮은 수준. EBITDA/순이자비용도 22년 이후 급감하며 기업의 채무상환력 악화
- 기업경기 개선을 위한 조달 금리 하락이 필요한 상황



자료 : FN Guide, SK증권

*상장기업(KOSPI+KOSDAQ) 대상

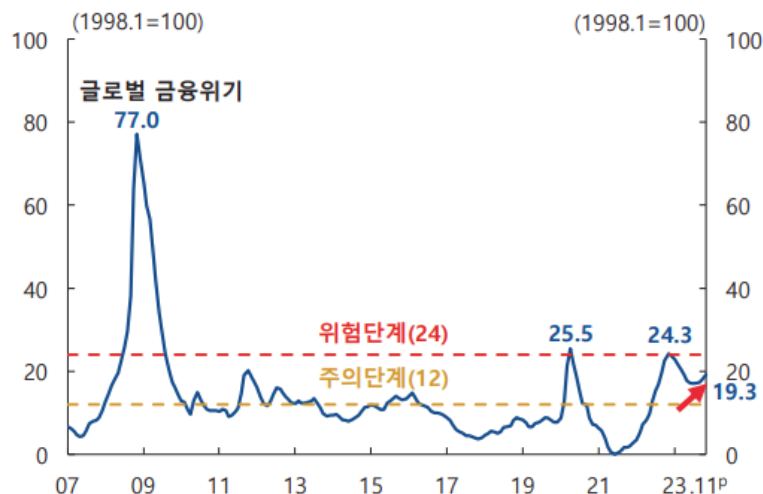
한은고민 ④ 금융 취약성과 금융기관 건전성 악화

SK증권 리서치센터

● 한국은행의 두번째 목표는 금융안정. 하반기 금융기관 여신건전성 하락 주의

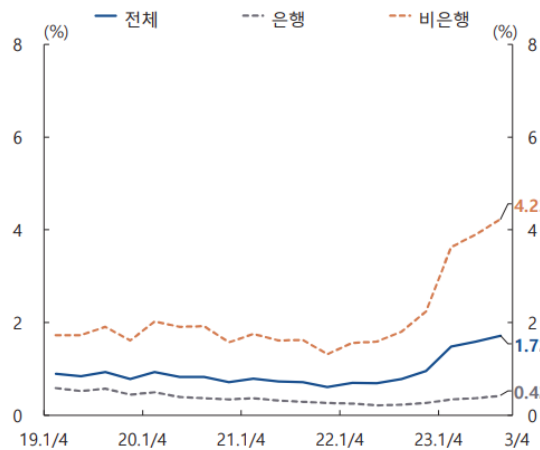
- 한국은행 통화정책 결정의 제2 목표는 금융안정. 물가 안정될 경우 최우선 과제가 될 것으로 예상
- 부동산PF 정상화 발표로 금융기관의 부동산PF 관련 충당금 설정 확대 및 손실 인식으로 여신건전성 악화
- 고금리 장기화의 영향으로 가계와 기업 모두 연체율 상승세. 상승세를 꺾기 위한 통화정책 완화에 대한 고민 필요

한국은행 금융불안지수(FSI) – 부동산PF 정상화 과정에서 상승 가능성



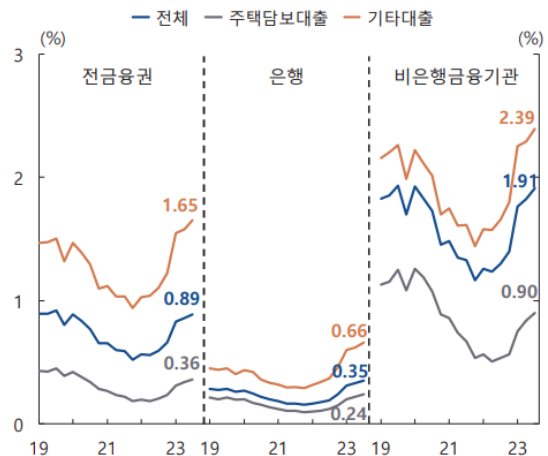
자료 : 한국은행, SK증권

가계대출 연체율 상승



자료 : 한국은행, SK증권

기업대출 연체율



자료 : 한국은행, SK증권

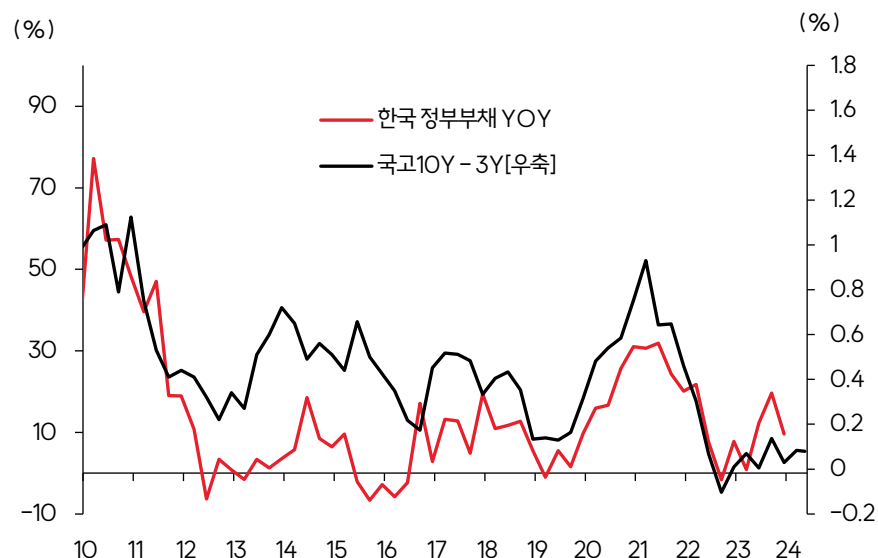
정부부채 증가세 유지와 장단기 금리차 확대

SK증권 리서치센터

● 정부부채 증가세는 비슷한 수준 유지될 것. 통합재정수지 악화 지속. 민생회복지원금은 변동 요인

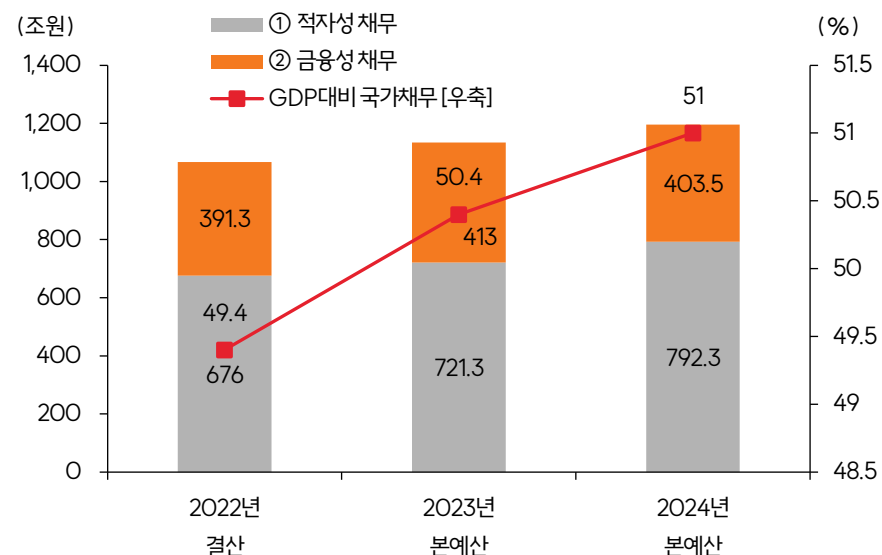
- 24년 국가채무는 1,195.8조원(GDP 대비 51.0%)으로 추정. 이는 주로 일반회계 적자보전용 국채 증가(81.7조원) 등에 기인
- 24년 통합재정수지는 GDP 대비 -1.9% 수준(-44.4조원) 적자. 23년 대비 악화
- 25년 예산안 계획에 따르면 '건전재정기조 강조'. 그러나 야당의 전 국민 민생회복지원금(1인당 25만원)' 시행 시 약 13조원 소요
- 민생회복지원금 시행 시 추경을 통한 국채 발행 가능성. 국고채 금리 상승 및 장단기 금리 확대 요인

한국 정부부채 증가율과 장단기 금리차 - 현 수준의 정부부채 증가세 유지 전망



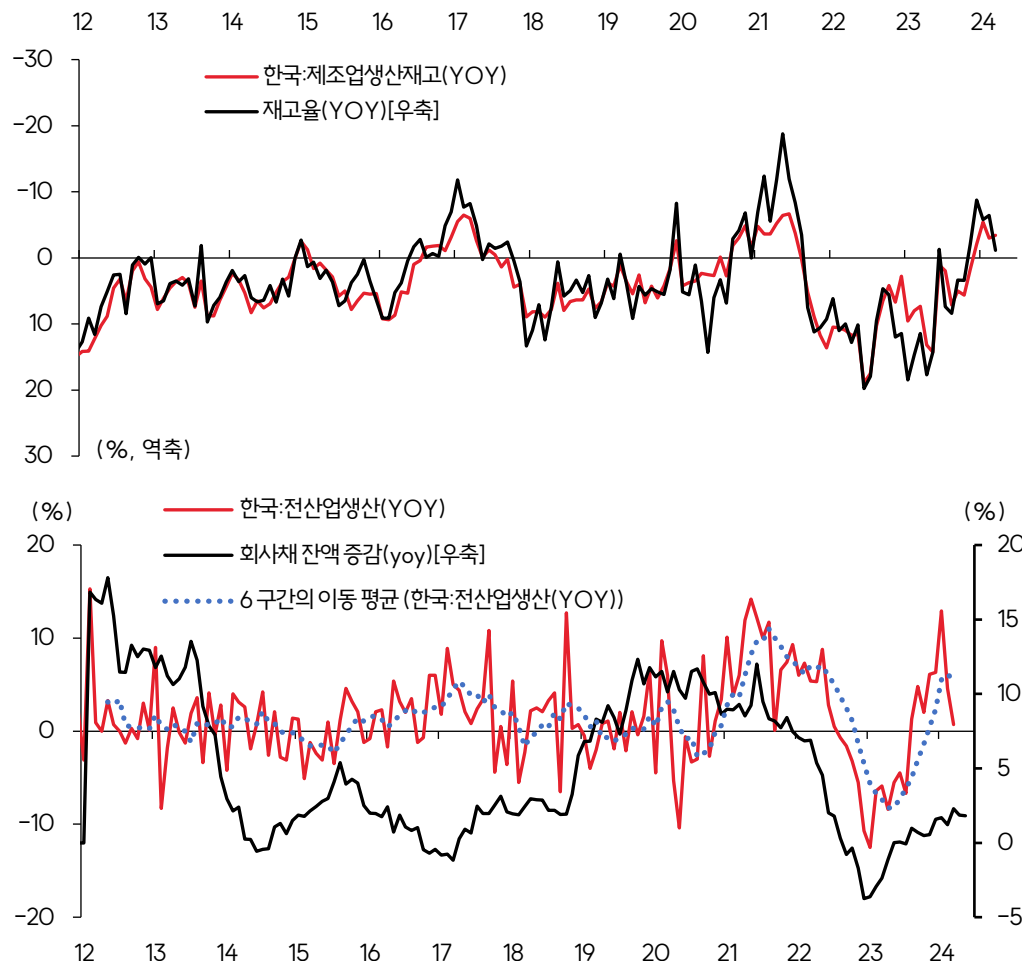
자료 : 인포맥스, SK증권

2024년 나라살림 - 변수는 추경 가능성



자료 : 기획재정부, SK증권

한국 제조업 생산 재고와 전산업 생산 - 하반기 생산 및 설비투자 확대로 회사채 발행 증가 예상



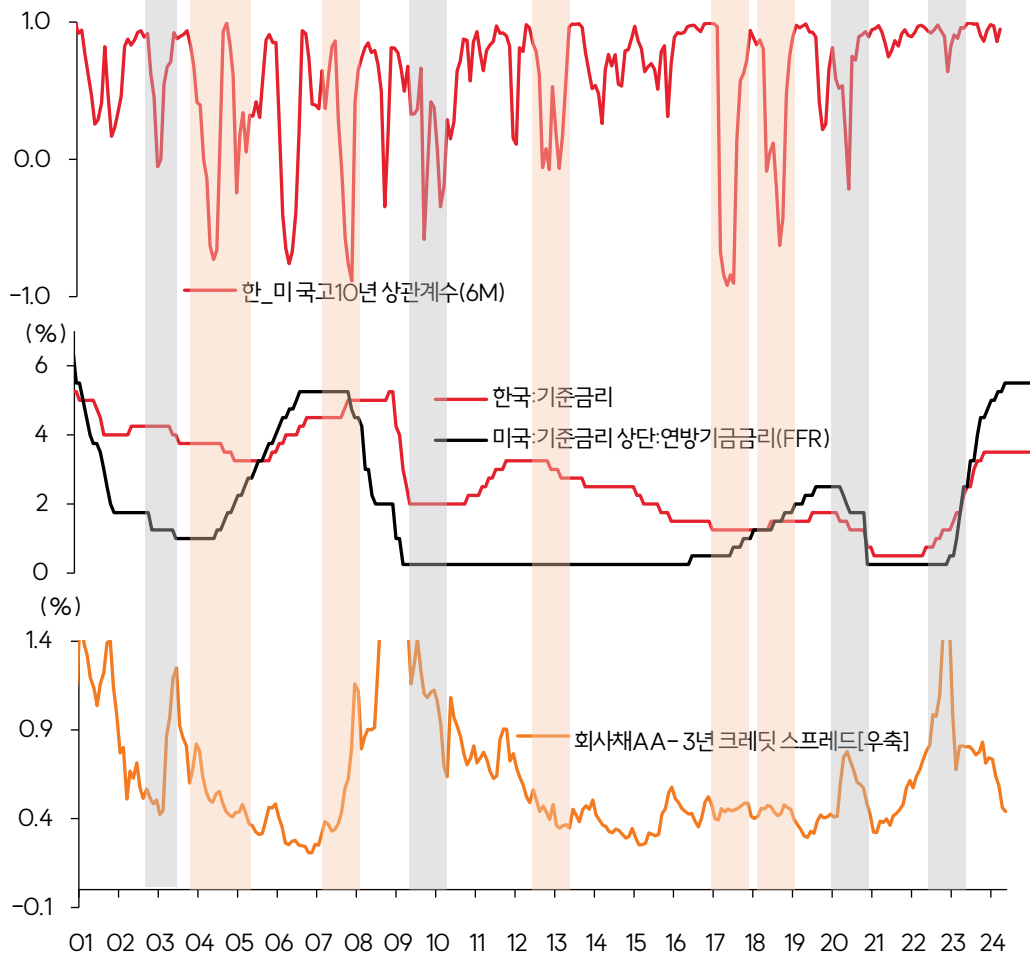
● 23년 하반기부터 재고 감소, 24년 1분기 수출과 내수의 동반 성장으로 생산 증가

- 중국 및 유럽의 경기 개선 모멘텀과 미국 경기 호조를 감안하면 하반기 한국의 산업생산 증가세 이어질 것으로 예상
- 23년 이후 재고가 줄어든 가운데 24년에는 생산을 늘리는 모습

● 제조업을 포함한 산업생산 확대는 기업의 자금조달 확대로 연결. 은행 대출 및 회사채 조달 증가 예상

- 기업의 자금조달 확대는 은행 대출 증가와 회사채 발행 증가로 이어지며 채권시장 공급 요인으로 작용
- 24년 상반기는 선거에 대한 불확실성과 금리 상승의 영향으로 대출 증가가 제한적이었던 것으로 판단
- 하반기 금리 하락할 경우 기업과 가계 모두 대출 확대 예상

한미 금리 상관성과 통화정책 및 크레딧 이벤트



● 한미간 금리 상관성은 통화정책 방향과 크레딧 이벤트 유무에 따라 영향을 받음

- 한국은행은 4월 금통위에서 글로벌 금리의 탈동조화가 나타날 수 있다고 언급
- 먼저 ECB가 6월 기준금리 인하를 시작할 경우 미국과 탈동조화 시작될 가능성
- 과거 한미 금리 상관성은 ① 통화정책의 방향성 차이와 ② 크레딧 이벤트 발생 유무에 따라 달라짐
- FOMC는 9월 기준금리 인하 전망. 한국은행은 그 전후인 8월 또는 10월 인하 전망
- 한미간 통화정책 방향성이 큰 차이를 보이지 않을 것으로 예상
- 한미간 금리 탈동조화 가능성은 제한적일 것으로 판단

● 편입 조건 관련 제도 개선 마무리 수순. 24년 6월 예정된 국채통합계좌 개통 여부가 핵심

- 추종 자금 약 2조 5,000억달러의 세계 최대 채권 지수 WGBI(World Government Bond Index)를 운영 중인 FTSE 러셀은 22년 9월 한국을 '관찰대상국'에 편입. 24년 3월 발표된 FTSE 채권시장 국가 분류에서 한국은 관찰대상국 유지. 9월 다시 편입 여부 결정 예정
- WGBI 편입을 위해선 정량 조건과 정성 조건이 요구됨. 한국은 정량 조건 모두 충족(발행잔액 액면가 기준 500억 달러 이상, 신용등급 S&P 기준 A- 이상). 문제는 정성 조건(시장접근성 Lv.2)으로, 현재 Lv.1 수준인 한국에게 FTSE 러셀이 요구한 4대 조건 1) 외국인 세금 감면, 2) 국채통합계좌 개통, 3) 외환시장 접근성 개선, 4) 외국인 규제 해소 중 1, 3, 4번 조건은 달성했으나 2번 조건이 미 충족된 상태
- 다만 2번 국채통합계좌 역시 현재 시스템 테스트 중으로 6월 내 개통될 예정이기에, 글로벌 IB들은 24년 9월 한국의 WGBI 편입 전망 중

24년 3월 FTSE 러셀 채권시장 국가 분류, 한국 '관찰대상국' 유지

Status of Watch List Markets

South Korea

South Korea will remain on the FTSE Fixed Income Country Classification Watch List for the potential reclassification of its Market Accessibility Level from 1 to 2, and consideration for inclusion in the FTSE WGBI.

In September 2022, South Korea was placed on the FTSE Fixed Income Country Classification Watch List for a

"ICSD 연결성: 24년 6월말까지 ICSD에 기반한 국채통합계좌 개통 작업이 마무리될 것이라 발표됨"

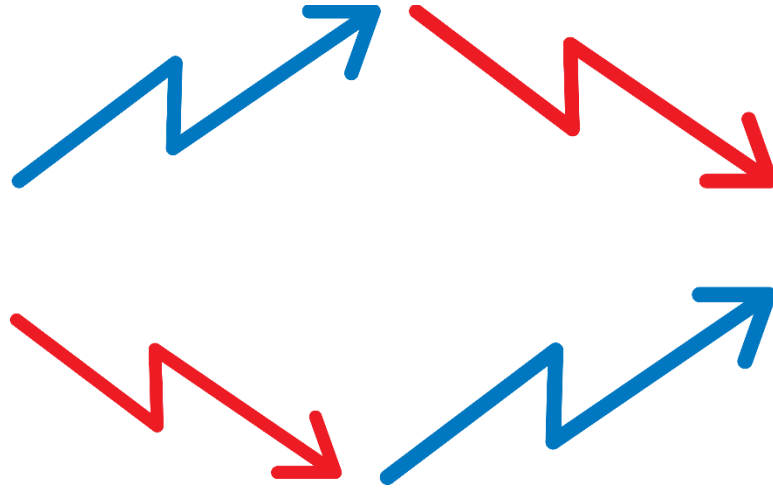
- **International Central Securities Depository (ICSD) Connectivity:** In August 2023, the Korean Securities Depository (KSD) announced that it had signed contracts with Clearstream and Euroclear to establish a link between the KSD and these ICSD platforms. **In December 2023, it was further announced that the service is expected to be available by the end of June 2024.** FTSE Russell notes that a prerequisite for the use of these platforms by international investors is a seamless withholding tax exemption process for South Korean government bonds. This appears to require further focus by the market authorities to resolve outstanding issues in the application process for certain investors.
- **Transition from the Investor Registration Certificate (IRC) to the Legal Entity Identifier (LEI) registration scheme:** regulatory approval was passed on 05 June 2023 for the IRC abolishment. The implementation of Legal Entity Identifier (LEI) was implemented on 14 December 2023. Initial feedback received by FTSE Russell has generally been positive, although difficulties in corroboration have also been noted for certain types of funds.

자료 : FTSE 러셀, SK증권

FTSE 러셀 한국 WGBI 편입 4대 조건 관련 제도 개선 진행 현황

- ① 외국인 세금 감면
 - 23년 7월 소득·법인세법 시행규칙 개정(비과세 신청서식 등 영문서식 법제화)
- ② 국채통합계좌 개통
 - 23년 8월 예탁결제원 Euroclearability 기반 ICSD 운영 시스템 설계 완료
 - **24년 6월 국채통합계좌 개통 예정**
- ③ 외환시장 접근성 개선
 - 24년 1월 외국 금융기관(RFI) 외환시장 참여 시범 운영 중
 - 24년 3월 증권결제 목적 일시적 원화차입(Overdraft) 허용
 - **24년 7월 외환거래시간 연장(09:00~02:00) 예정**
- ④ 외국인 규제 해소
 - 23년 12월 외국인 등록제(IRC) 폐지

자료 : 기획재정부, 예탁결제원, SK증권



Part 2.

크레딧 전망 – 수급전환

2024년 하반기 SK증권 채권 시장 전망 Table

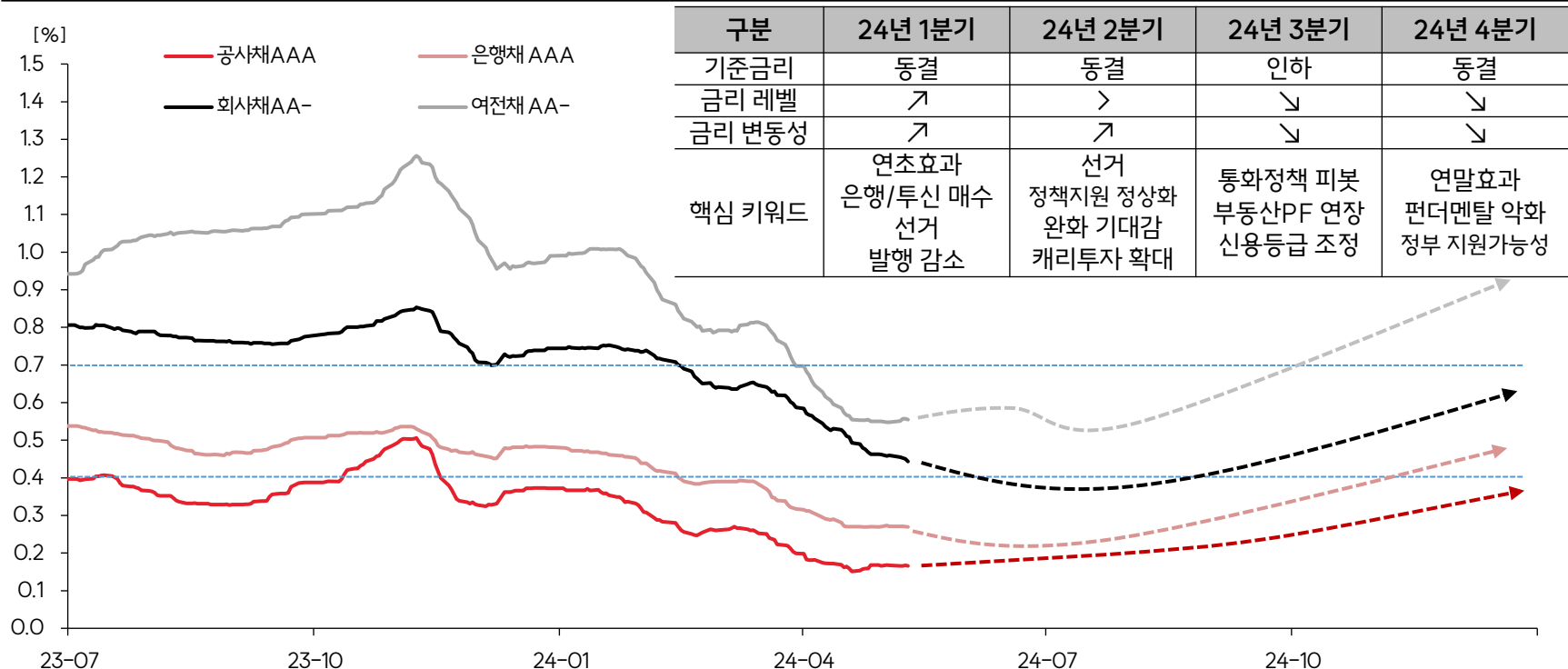
SK증권 리서치센터

| 구분 | | | 1Q 24 | 2Q 24 | 3Q 24 | 4Q 24 |
|---------------------|---------|-----|-------|-------|-------|-------|
| 국고채 (기말) | 기준금리 | - | 3.5 | 3.5 | 3.5 | 3.25 |
| | 국고 | 3Y | 3.32 | 3.30 | 3.20 | 3.05 |
| | 국고 | 10Y | 3.40 | 3.40 | 3.35 | 3.25 |
| 크레딧 스프레드 (기말) | 은행채 AAA | 1Y | 0.156 | 0.25 | 0.40 | 0.55 |
| | 은행채 AAA | 3Y | 0.317 | 0.30 | 0.40 | 0.50 |
| | 공사채 AAA | 3Y | 0.199 | 0.20 | 0.35 | 0.45 |
| | 공사채 AAA | 5Y | 0.175 | 0.16 | 0.30 | 0.40 |
| | 여전채 AAO | 3Y | 0.508 | 0.48 | 0.63 | 0.80 |
| | 여전채 A+ | 3Y | 1.755 | 1.70 | 1.90 | 2.2 |
| | 회사채 AAA | 3Y | 0.418 | 0.35 | 0.48 | 0.60 |
| | 회사채 AAA | 5Y | 0.44 | 0.37 | 0.50 | 0.65 |
| | 회사채 AA- | 3Y | 0.58 | 0.50 | 0.60 | 0.75 |
| | 회사채 AA- | 5Y | 0.775 | 0.68 | 0.80 | 0.92 |
| | 회사채 AO | 3Y | 1.387 | 1.25 | 1.38 | 1.55 |
| 발행량 (분기합산) | 은행채 | 조원 | 29.4 | 54 | 60 | 57 |
| | 공사채 | 조원 | 20.1 | 16 | 22 | 27 |
| | 여전채 | 조원 | 22.7 | 23 | 24 | 18 |
| | 회사채 | 조원 | 31.3 | 18 | 20 | 14 |
| | 합산 | 조원 | 103.5 | 111 | 126 | 116 |

● 크레딧 채권 수급 여건 상반기 우호적, 하반기에는 펀더멘탈 우려 확대로 스프레드 확대 전망

- 상반기 연초효과 및 발행 감소로 크레딧 스프레드 축소. 채권형 자산 유입으로 매수세 확대
- 하반기 크레딧 채권 발행 증가로 수급 부담, 3분기 크레딧 채 수요 일시적 상승 이후 수요 둔화 전망
- 우량 회사채>A급 회사채>3년 이상 은행채>장기물 공사채>은행계열 여전채>비은행 여전채 추천

크레딧 스프레드 전망 및 경로

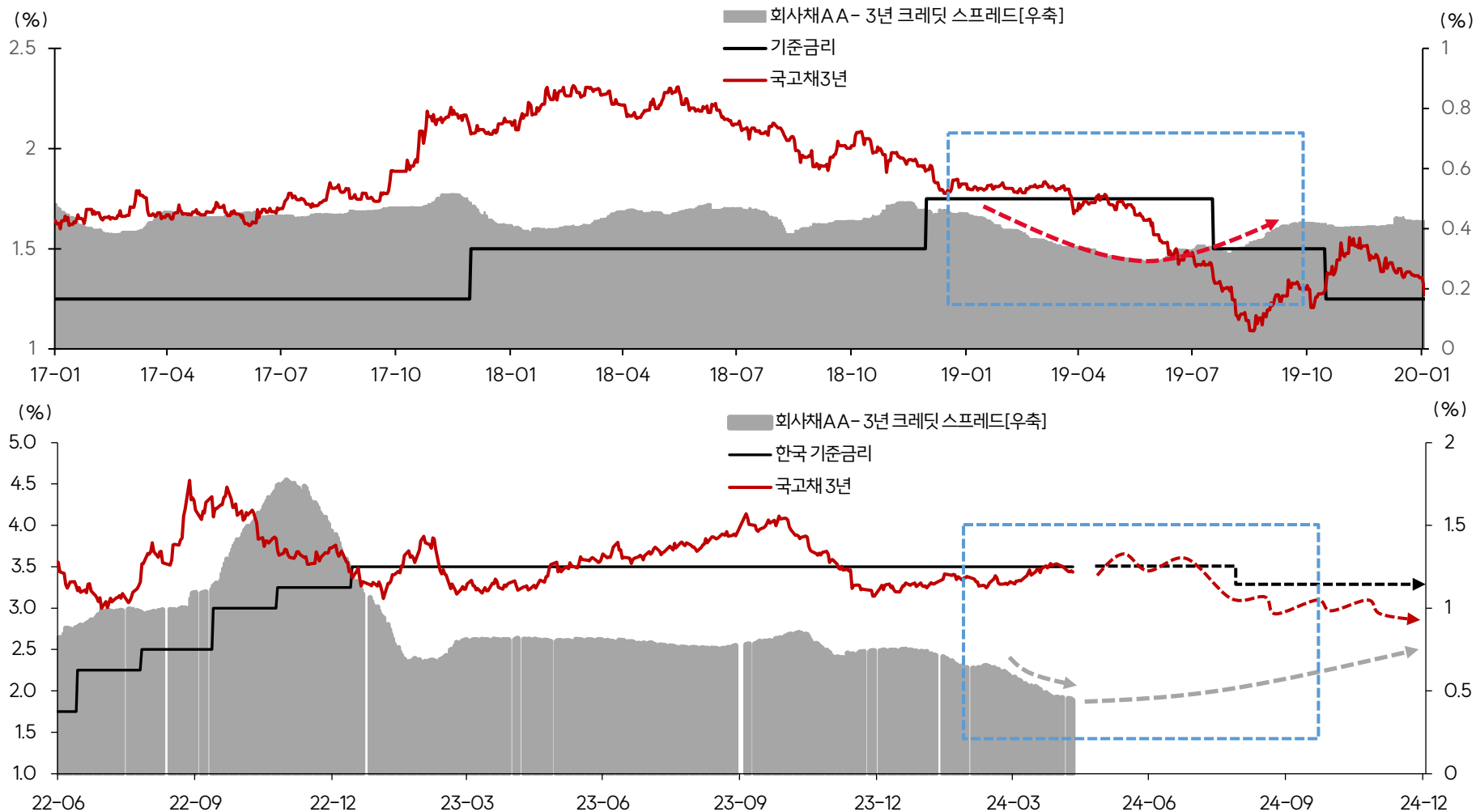


자료 : 인포맥스, SK증권

크레딧 스프레드 기준금리 인하 이후 확대 전환

SK증권 리서치센터

과거 케이스를 통해서 본 크레딧 스프레드 전망 - 기준금리 인하 전까지 크레딧 스프레드 축소세 이어질 것



자료 : 인포맥스, SK증권

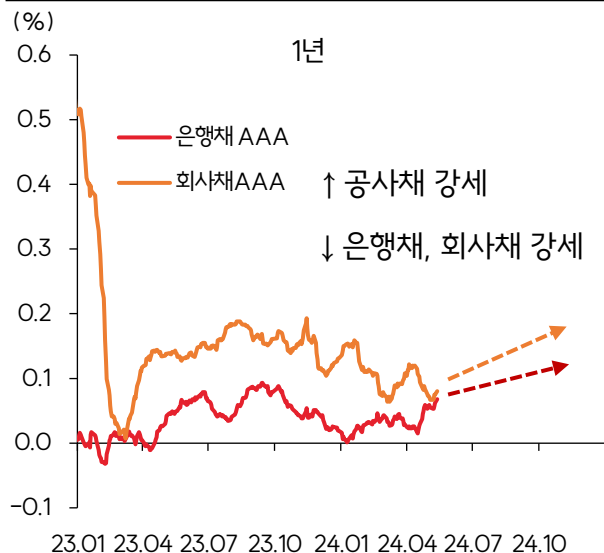
AAA 등급 크레딧 채권 상대 강도 – 만기별 차별화 예상

SK증권 리서치센터

● 상반기와 다른 상대적 스프레드 결정 요인. 발행이 물리는 1년 은행채, 3년 회사채, 5년 공사채 약세

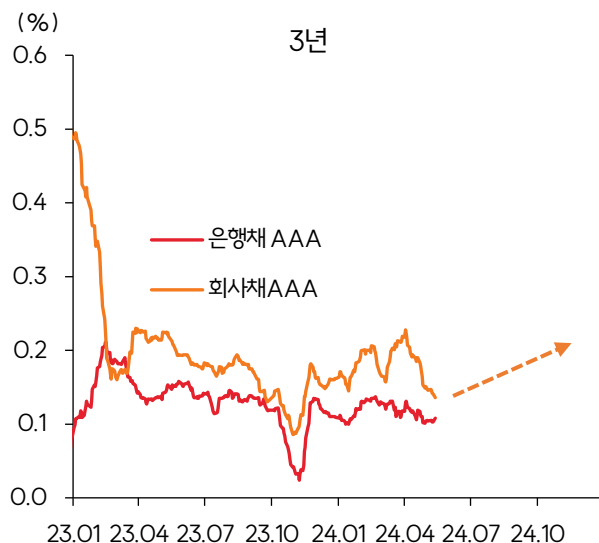
- 상반기 스프레드 결정 공식 : 우호적인 수급여건 상황에서 발행물이 강세 발행되며 스프레드 축소. 동일 등급 대비 섹터별로 발행물이 많은 구간에서 상대적 강세를 보임
- 하반기 상대적 스프레드 방향성은 수급여건 악화되며 발행물이 집중되는 구간에서 상대적 약세 예상
- 섹터별로 보면 1년물 은행채, 3년물 회사채, 5년 이상 공사채 발행이 집중되며 만기별로 상대적 약세를 보일 것으로 예상
- 상반기 발행 = 강세, 하반기 발행 = 약세

공사채AAA 대비 은행채AAA와 회사채AAA 1년 비교



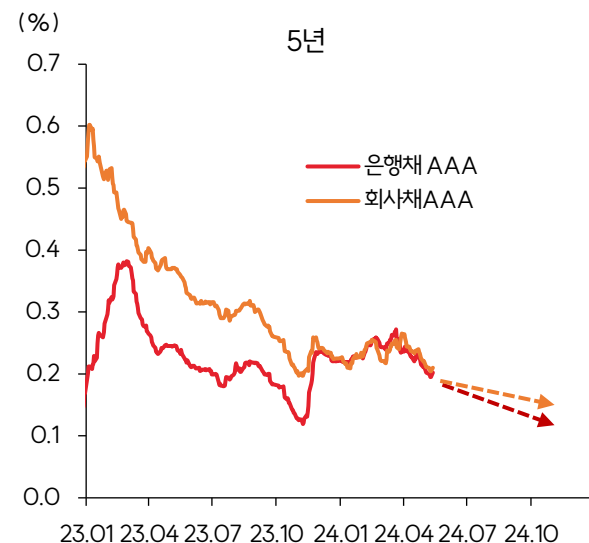
자료 : 인포맥스, SK증권

공사채AAA 대비 은행채AAA와 회사채AAA 3년 비교



자료 : 인포맥스, SK증권

공사채AAA 대비 은행채AAA와 회사채AAA 5년 비교



자료 : 인포맥스, SK증권

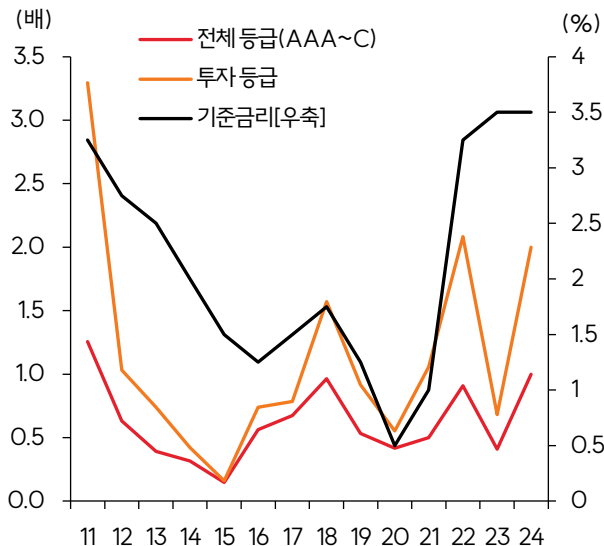
A 등급 가격 부담과 신용등급 하락 리스크 – 선별적 투자 필요

SK증권 리서치센터

● 최근 리테일 채권 매수세 확대와 공모주-하이일드 펀드 자금 유입으로 비우량등급 회사채 발행시장에서 초 강세 발행 중

- 리테일 채권 매수세 확대와 공모주-하이일드 펀드 자금 유입으로 비우량등급 회사채 발행시장에서 초 강세 발행 중
- 하반기부터 경기 둔화 및 기준금리 인하 사이클에서 신용등급 하향 리스크 주의 필요
- A등급(A+ ~ A-)의 신용등급 아웃룩 '부정적' 기업이 AA등급 대비 큰 비중을 차지함
- 특히 한기평은 AA등급 평가기업 206개 중 4개가 '부정적' 평가인데 반해, A등급 평가기업 130개중 20개가 '부정적' 전망 평가
- A등급 투자 시 발행사별로 선별적 투자 필요

신용등급 Up/Down Ratio – 인하 사이클 대비 필요

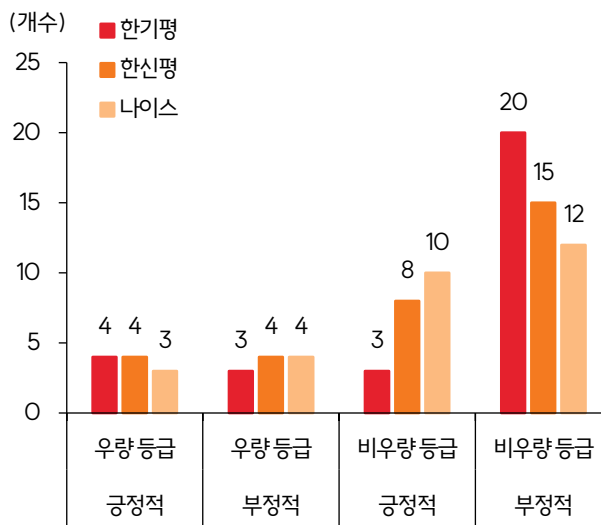


자료 : 인포맥스, SK증권

*기준금리 연말 기준

**24년 5월 기준

신평3사 신용등급 아웃룩 – A등급 부정적 주의

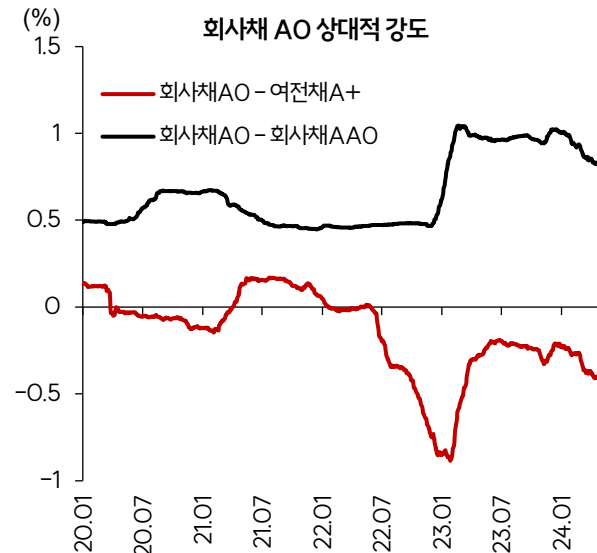


자료 : 신평3사, SK증권

*24년 5월 기준, 우량(AAA~ AA-), 비우량(A+ ~ BBB-)

** 아웃룩(등급 전망+watch 등급)

A급 회사채 상대적 금리 추이



자료 : 인포맥스, SK증권

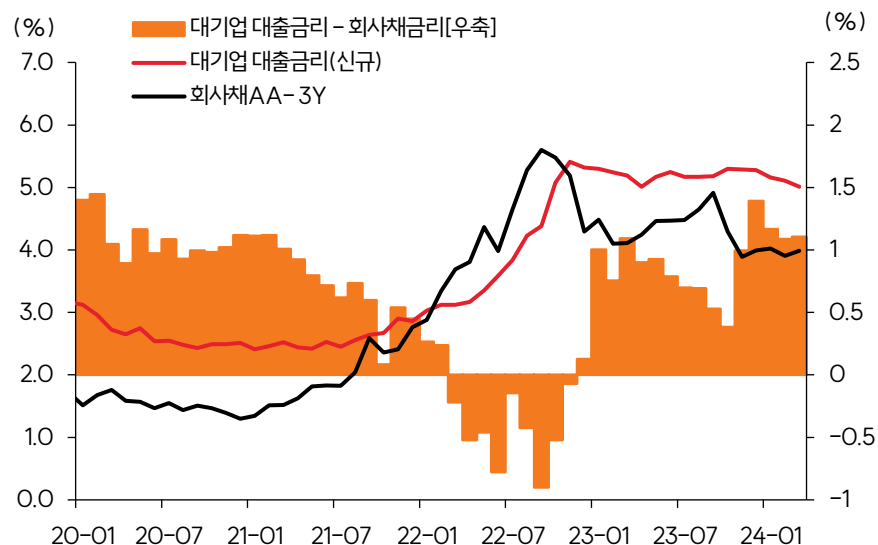
하반기 발행과 투자 사이 금리 매력 - 수급 악화 환경

SK증권 리서치센터

● 자금 조달 차주에게 은행 대출보다 회사채 발행이 유리. 회사채 투자자에게 은행 예금 대비 회사채 투자 매력 감소

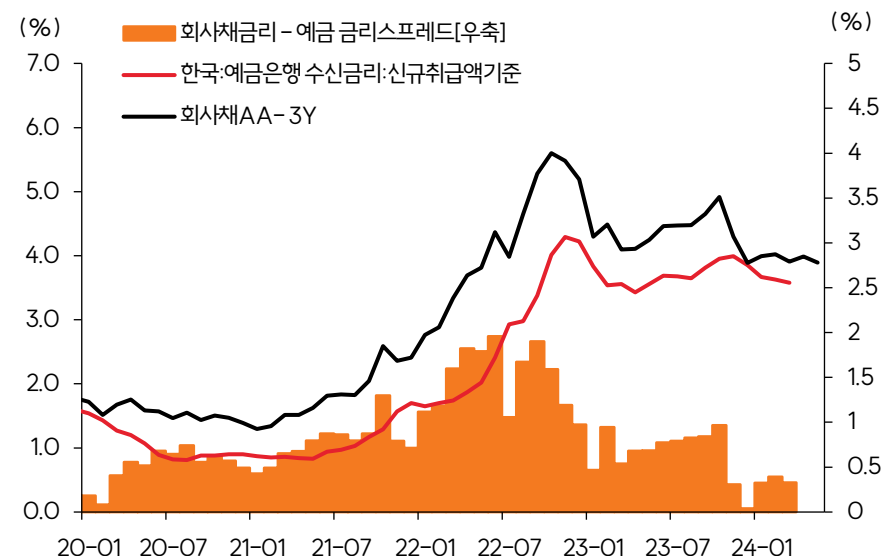
- 24년 1분기 기준 회사채 발행을 통한 조달이 은행 대출(대기업 신규 대출)보다 100bp 수준으로 유리한 상황
- 하반기 기준금리 인하 단행될 경우 크레딧 채권 발행 확대될 것
- 24년 1분기 기준 회사채 투자자는 은행예금(1년 예금 신규 취급액 기준) 대비 회사채AA- 3년 투자 금리 스프레드 축소로 투자 매력 감소
- 만기보유 목적의 채권 투자라면 은행 예금 대비 매력 감소하며 하반기 크레딧 채권 수요 줄어들 것
- 24년 하반기 전반적인 크레딧 채권 수급 여건 악화 환경

회사채 발행 시장 강세로 대출 금리 대비 발행이 유리



자료 : 인포맥스, SK증권

회사채 스프레드 축소로 예금 대비 투자 매력 축소



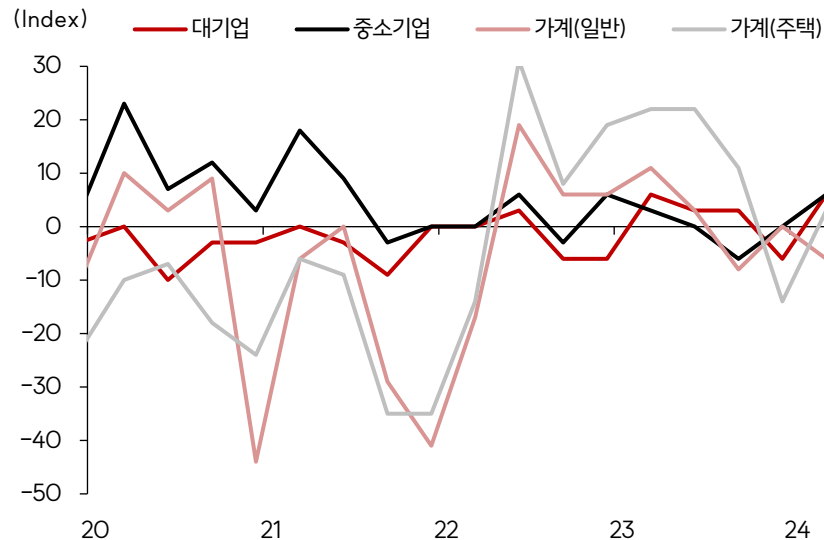
자료 : 인포맥스, SK증권

기준금리 인하를 기다리는 자금 수요

SK증권 리서치센터

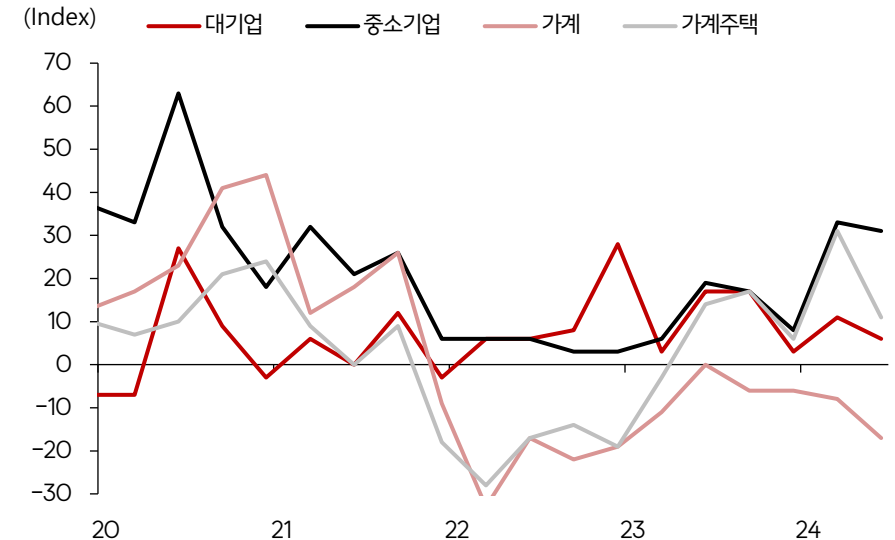
- 국내 은행은 기업대출에 대한 대출태도 개선 중,가계 대출의 경우 주담대를 중심으로 개선. 금리 하락하며 대출 수요도 확대
 - 국내 은행 대출 태도 개선된 상황이며, 하반기에도 대출 확대를 이어 나갈 것으로 예상. 특히 금융당국에서 '상생 금융' 추진에 따른 소상공인 및 자영업자 대출 확대가 하반기에 두드러질 것으로 예상
 - 하반기 기준금리 및 시장금리 하락할 경우 대출 수요도 확대되며 기업대출과 가계(주택)대출도 증가할 것으로 예상

국내 은행 대출 태도 - 전반적인 대출 태도 개선



자료 : 금융감독원, SK증권

차주별 대출 수요 - 금리 인하 이후 대출 수요 확대 전망



자료 : 금융감독원, SK증권

부동산PF 사업성 개선 – 정상화에 가속도 붙으며 부실 정리

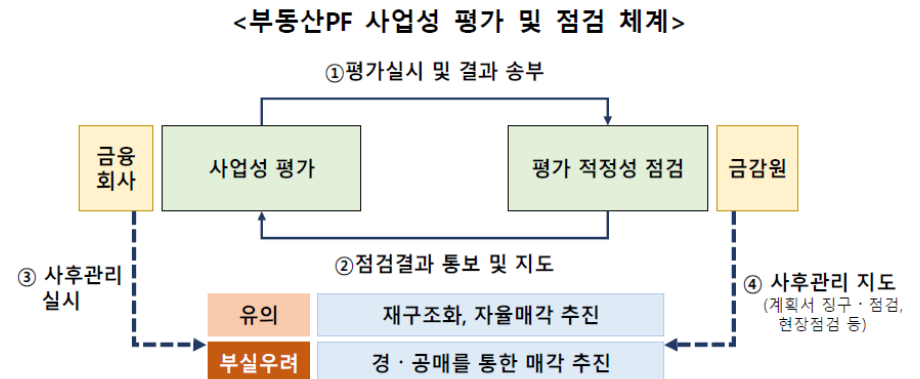
SK증권 리서치센터

부동산PF 사업성 개선 방안 – 정상화에 속도



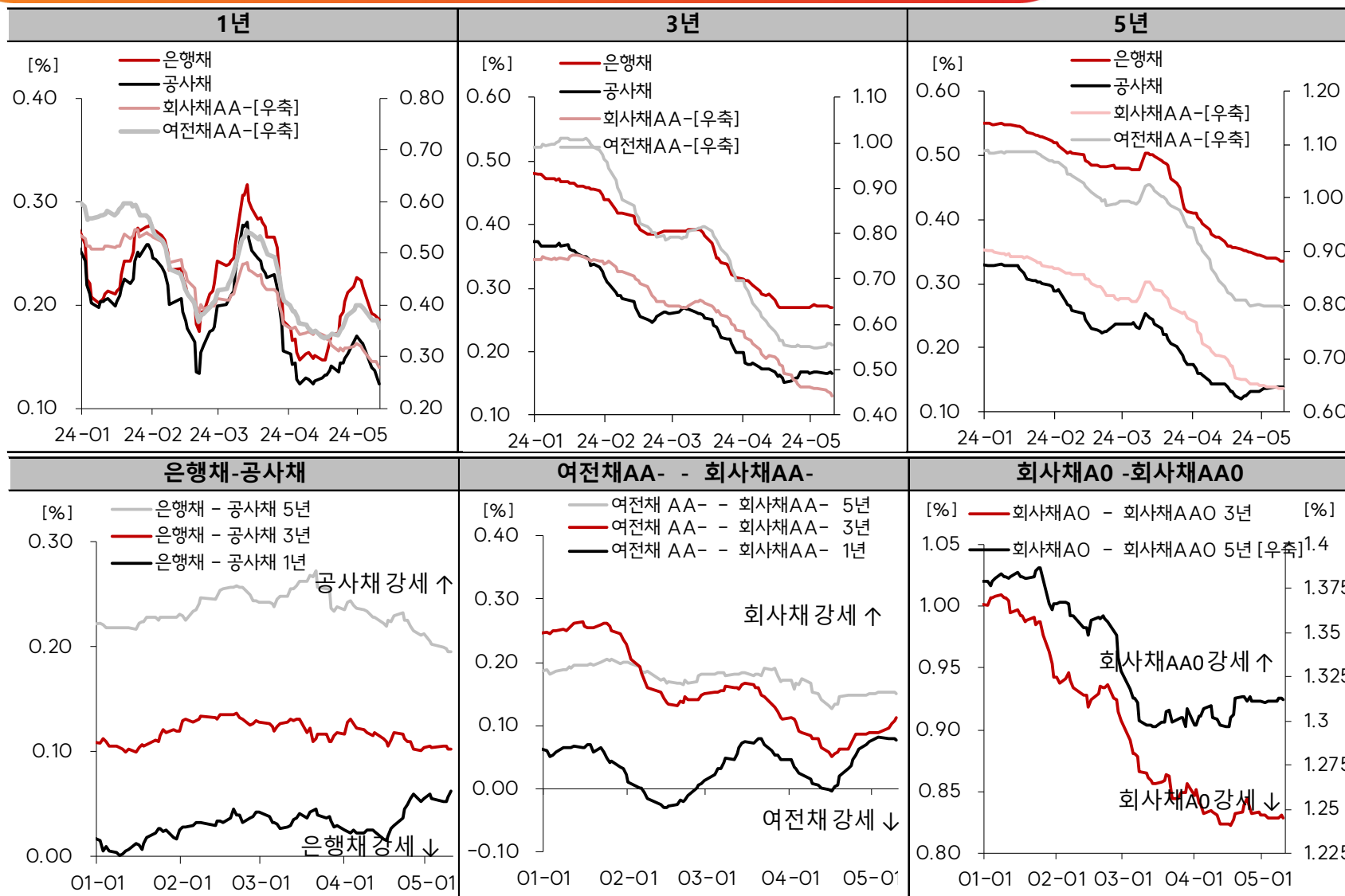
| 구분 | 현행 | 개선 |
|-----------------|-------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1 평가대상 확대 | 본PF, 브릿지론 기준 | 토담대, 채무보증, 새마을금고 포함 |
| 2 평가등급 세분화 | 3단계 [양호, 보통, 악화우려] | 4단계* * 악화우려 → 2개 구간(유의, 부실우려)으로 구분 [양호, 보통, 유의, 부실우려] |
| 3 평가기준 구체화 | 본PF 중심 평가 PF 특성이 미흡한 단편적 체크리스트* * 연체, 보증사고, 계속사업 불능 장기지연 여부 등 | 브릿지론 평가기준 신설 사업장별 특성에 따라 핵심 위험요인*을 종합적으로 고려하여 평가 * (브릿지) 경과 기간별 토지매입, 인허가 현황, 본PF미정환 기간, 수익구조(사업비 변동 등), 만기연장 횟수, 연체여부 등 (본PF) 계획 대비 공사, 분양 진행 현황, 시공사 현황, 수익구조, 만기연장 횟수, 연체여부 등 |
| 4 사후관리 기준 마련 | 건전성 분류만 명시 (사후관리 기준 부재) | 사업성 부족 사업장 사후관리* 강화 * (유의) → 재구조화, 자율매각 추진 (부실우려) → 상각, 경·공매를 통한 매각 추진 평가결과에 대한 점검* 강화 * [금융회사] 평가 실시 및 결과 송부, 사후관리 실시 [금융감독원] 평가 적정성 점검, 계획서 징구·점검 등 |

- 부동산PF 연체율 급등하자 부동산PF 정상화 속도
 - 24년 6월부터 부실 사업장에 대한 단계적 평가 개선 방안 적용
 - '평가 대상 확대' 및 '평가 등급 세분화'가 정상화의 핵심 – 평가 대상 확대로 부동산PF 사업성 평가 규모 130조원에서 230조원으로 확대
- 은행·보험업권 영향 제한적, 저축은행·여전사는 브릿지론과 토담대 비중 높아 부담
 - 은행·보험업권 공동 신디케이트론 조성 계획, 최초 1조원 조성 후 필요시 최대 5조원 적극 검토



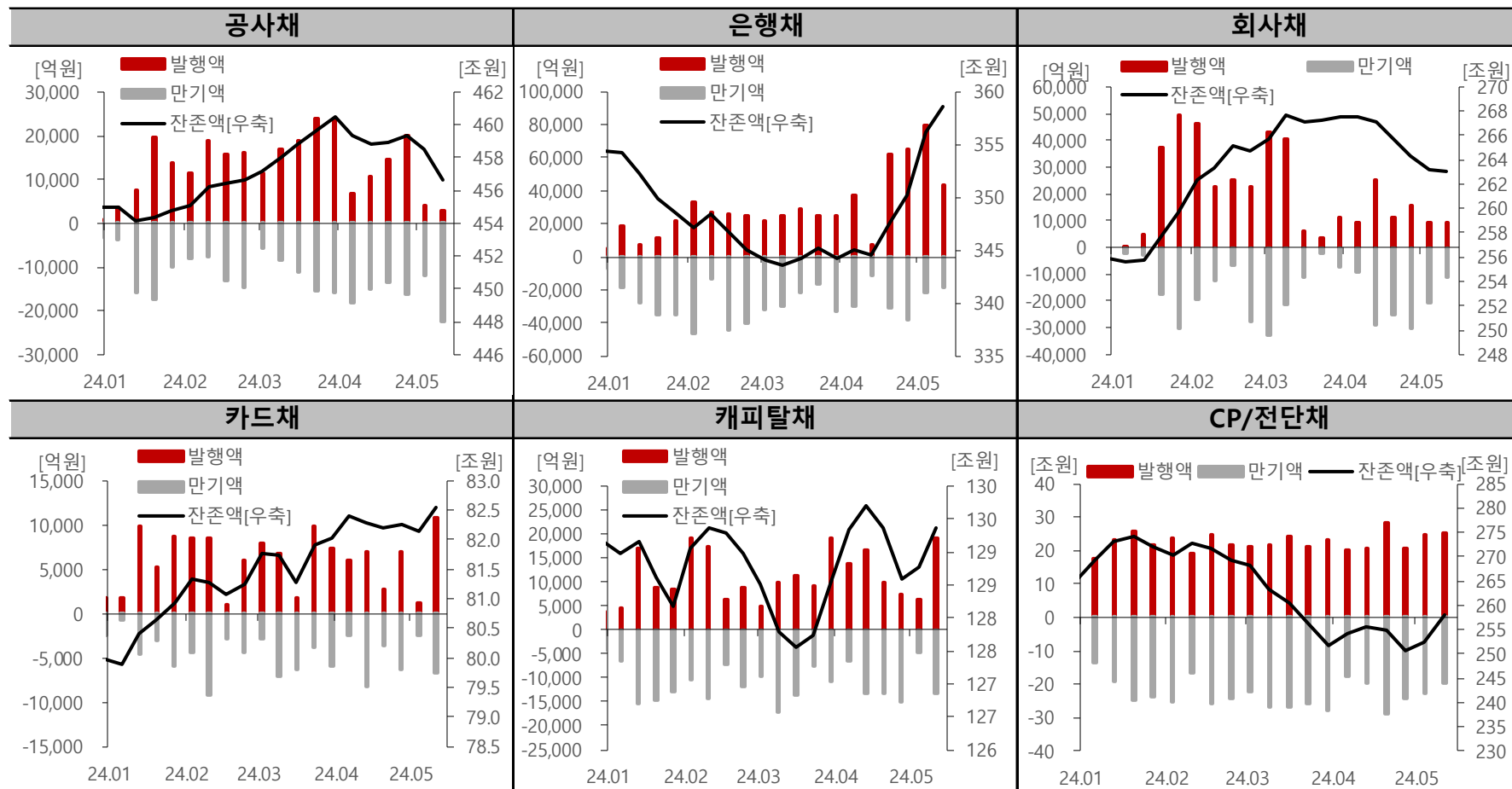
크레딧 스프레드 동향 - 연초 이후 움직임

SK증권 리서치센터



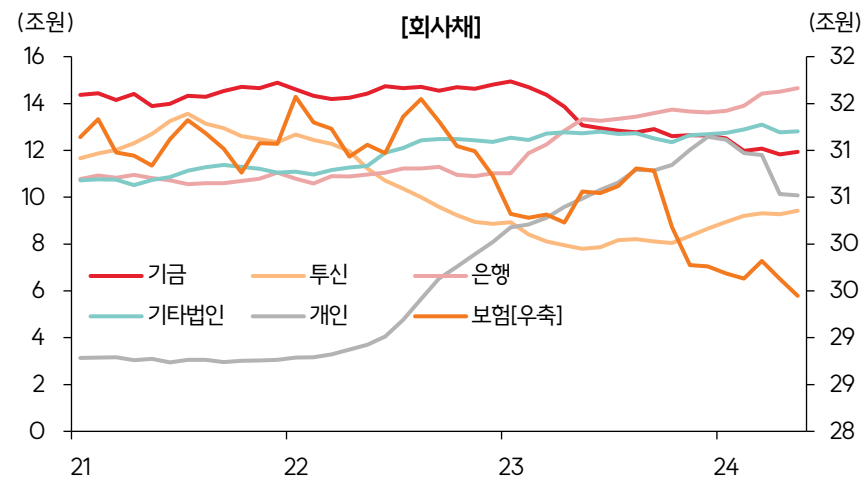
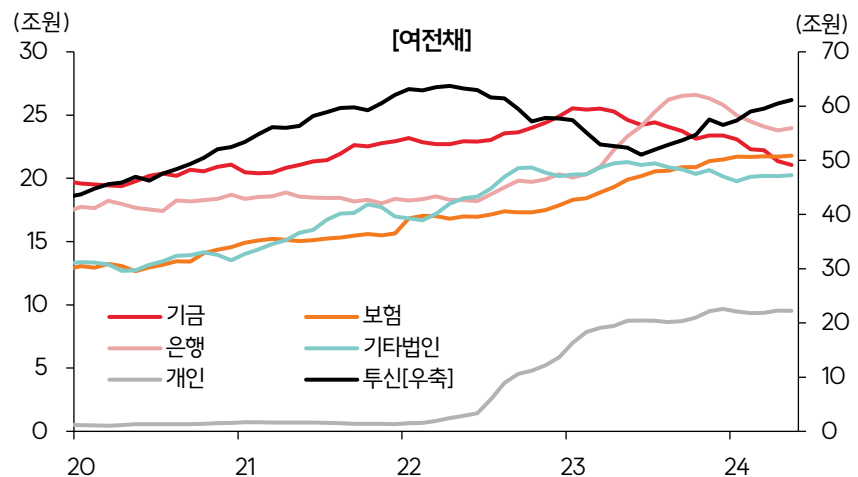
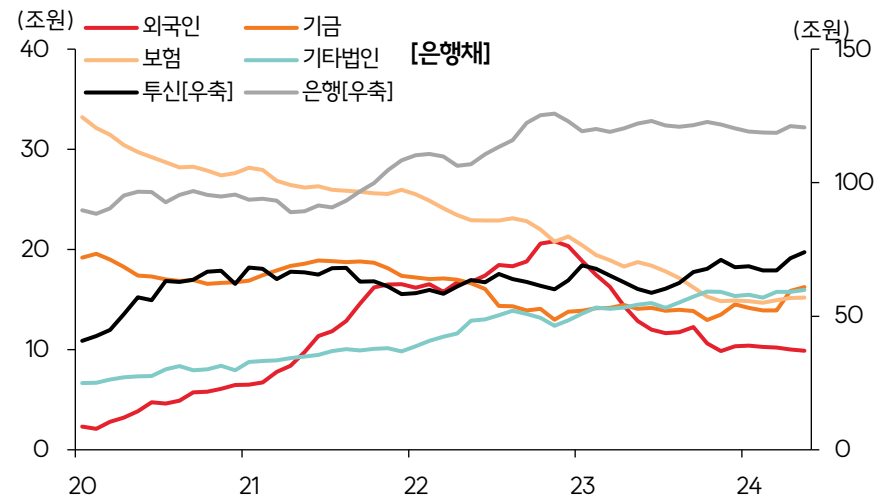
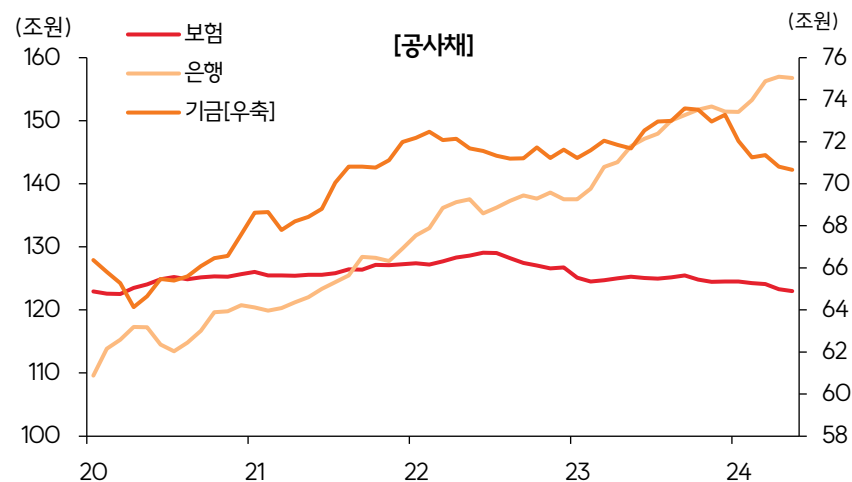
크레딧 채권 섹터별 주간 발행 동향

SK증권 리서치센터



크레딧 채권 투자자 잔고 변화

SK증권 리서치센터



하반기 크레딧채권 공급 증가 전환 - 은행채 발행 증가

SK증권 리서치센터

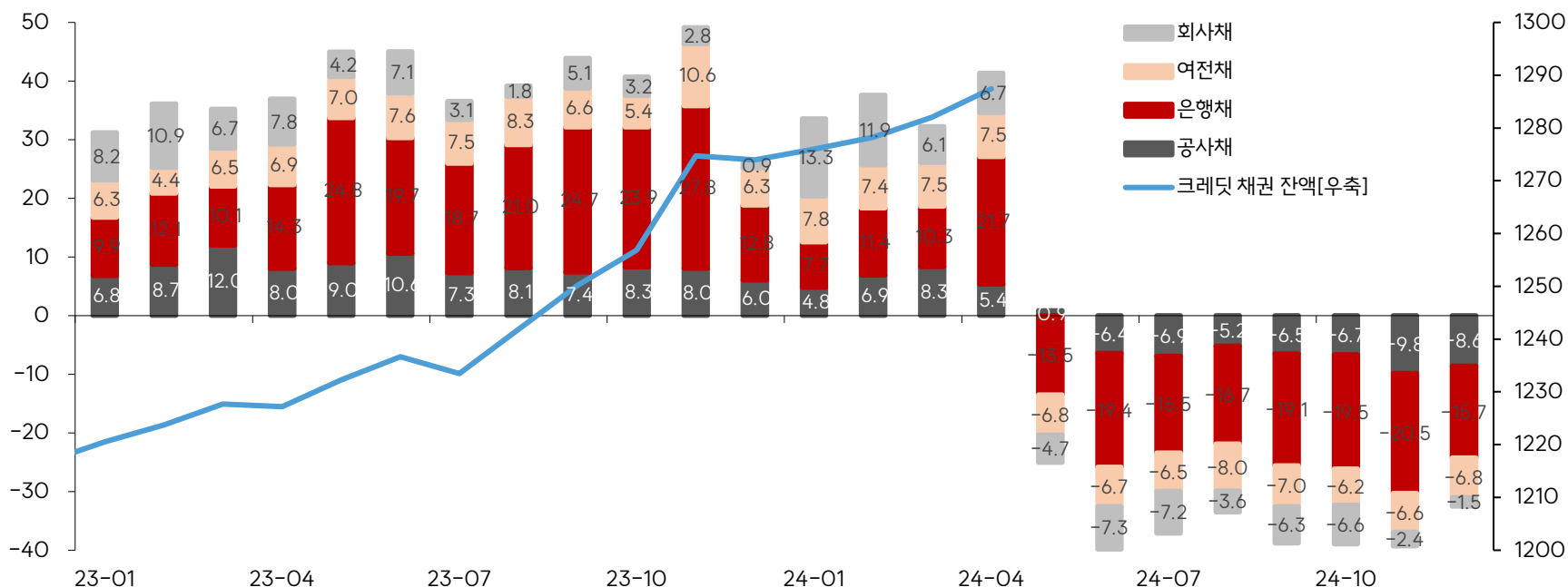
● 24년 1분기 은행채 발행 둔화했으나 4월부터 증가 전환

- 4월 은행채 발행 증가 전환. 크레딧 채권 시장 수급여건 악화되며 크레딧 스프레드 축소 종료
- 4월 산업, 기업, 신한, 우리, 하나 은행 발행 증가

월별 크레딧 채권 발행/만기 현황 - 4월 은행채 발행 증가로 크레딧 채권 발행 증가 전환

(조원)

(조원)

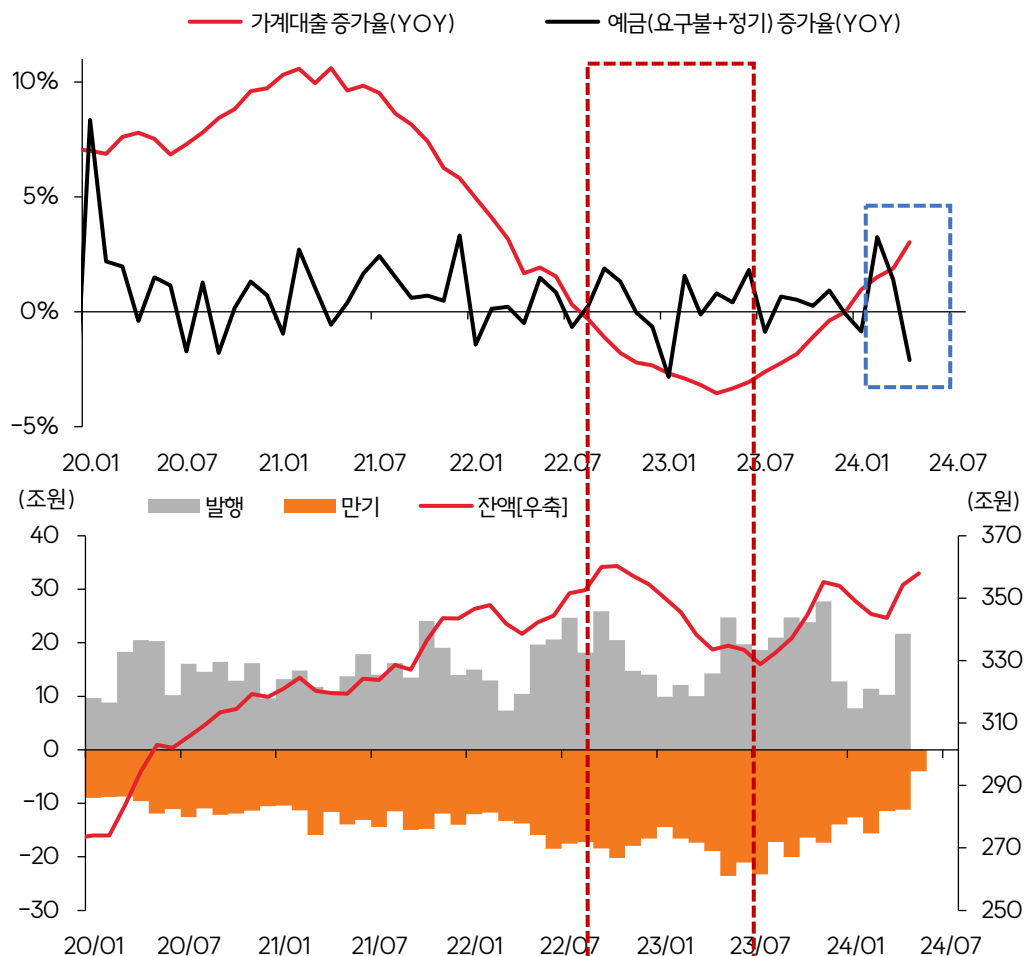


자료 : 인포맥스, SK증권

시중 은행 현금 흐름 - 예금 감소, 대출 증가

SK증권 리서치센터

시중 5대 은행 가계대출 및 예금 증가율(4월말 기준)과 은행채 발행/만기/잔액 현황



● 1분기 은행 유동성 증가로 발행 축소, 투자 확대

- 시중 5대 은행 기준 연초 예금 증가가 대출 대비 두드러지며 현금 유동성 확대
- 시중 은행은 유동성 증가로 은행채 발행 축소, 채권 투자 확대

● 24년 2분기 은행 유동성 감소 예상

- 시중 5대 은행 기준 3월부터 예금 증가세(YOY) 둔화, 4월에는 감소로 전환
- 반대로 가계대출 증가세는 작년 하반기 이후 지속적인 증가세 유지
- 은행은 4월 은행채 발행 21조원으로 확대하며 유동성 대응

자료 : 인포맥스, SK증권

은행 LCR 규제 정상화될 경우 하반기 은행채 발행 부담

SK증권 리서치센터

- 24년 6월까지 은행 LCR 규제 95%로 완화 적용. 100%로 정상화될 경우 시중은행 은행채 발행 부담
 - 금융위는 작년 9월 은행 LCR 규제 정상화하려고 했으나 은행채 발행 증가하며 크레딧 채권 시장 수급 우려로 1년 재연장 결정
 - 올해 7월부터 다시 정상화 예정. 추가 연장 가능 여부 지켜봐야 할 것
 - 7월부터 정상화될 경우 시중은행은 은행채 발행을 통해 단기적인 대응 예상
 - 시중 4대은행 LCR 비율 105%로 올릴 경우 필요한 고유동성자산은 11조원 수준. 은행채 발행 부담으로 작용할 것으로 전망

시중은행 LCR 현황 - 24년 6월 이후 LCR 규제 정상화 가능성

| 은행명 | 구분 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 필요 고유동성자산 | | |
|---------------------|-----------|-------|-------|--------|-------|---------------------|---------------------|----------|
| | | | | | | (23.12월) LCR 95% | (24.7~) LCR 100% | LCR 105% |
| 국민은행 | LCR 비율(%) | 92.5 | 92.55 | 99.19 | 104.5 | - | - | 0.35 |
| | 총 고유동성자산 | 58.5 | 66.1 | 76.8 | 78.4 | | | |
| | 순현금유출액 | 63.3 | 71.4 | 77.4 | 75 | | | |
| 신한은행 | LCR 비율(%) | 90 | 89.63 | 97.88 | 100.1 | - | - | 4.27 |
| | 총 고유동성자산 | 64 | 70.6 | 83.7 | 87.4 | | | |
| | 순현금유출액 | 71.2 | 78.7 | 85.5 | 87.3 | | | |
| 우리은행 | LCR 비율(%) | 91.4 | 89.76 | 104.97 | 101.2 | - | - | 2.62 |
| | 총 고유동성자산 | 52.7 | 59.3 | 66.4 | 71.3 | | | |
| | 순현금유출액 | 57.6 | 66.1 | 63.3 | 70.4 | | | |
| 하나은행 | LCR 비율(%) | 91.3 | 89.66 | 101.9 | 100.5 | - | - | 3.55 |
| | 총 고유동성자산 | 53.6 | 63.6 | 77.7 | 79.3 | | | |
| | 순현금유출액 | 58.8 | 70.9 | 76.2 | 78.9 | | | |
| 시중 4대 은행 단순합계 | LCR 비율(%) | 91.3 | 90.4 | 100.7 | 101.5 | - | - | 10.78 |
| | 총 고유동성자산 | 228.9 | 259.6 | 304.6 | 316.4 | | | |
| | 순현금유출액 | 250.8 | 287.1 | 302.4 | 311.6 | | | |

자료 : 인포맥스, SK증권

시중은행 LCR 추세 - KB제외 관리 필요

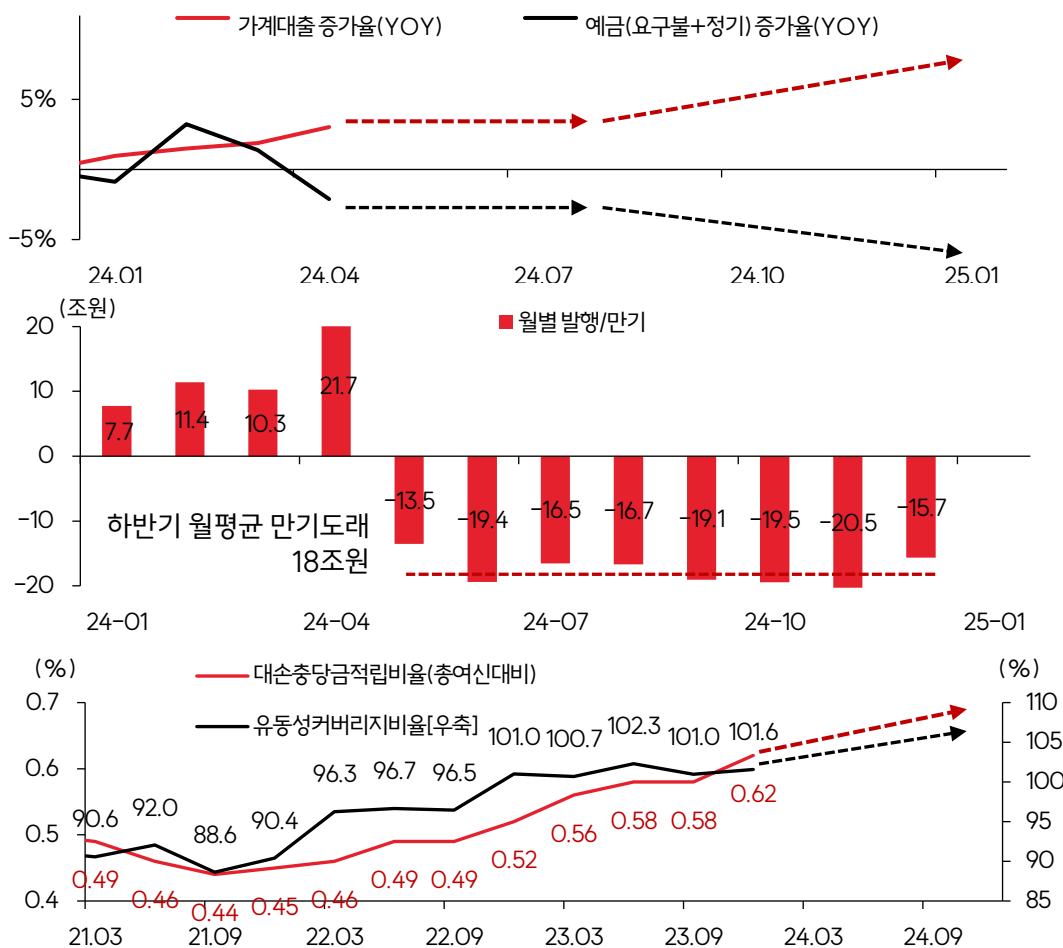


자료 : 인포맥스, SK증권

하반기 은행채 발행 확대 예상- 유동성 확보 필요

SK증권 리서치센터

하반기 은행 유동성 확보 필요 - 예대율 상승, 은행채 만기도래 규모 증가, 총당금 확대, LCR 정상화



● 24년 하반기 은행권 유동성 확보 필요할 것

- ① 하반기 기준금리 인하할 경우 대출 증가, 예금 감소.
은행권 예대율 악화로 조달 확대
- ② 상반기 대비 만기도래 규모 증가. 하반기 월평균 만기도래 18조원 수준
- ③ 총당금 확대. 부동산PF 부실 등 여신건전성 악화로 대손충당금 확대. ELS특정금전신탁 손실 보상 등 특수 요인도 부담
- ④ LCR규제 정상화 진행될 경우 시중4대은행 고유동성 자산 11조원 수준 확보 필요

● 상반기 대비 하반기에는 은행채 발행 증가하며 크레딧 채권 시장 수급여건에 부담으로 작용

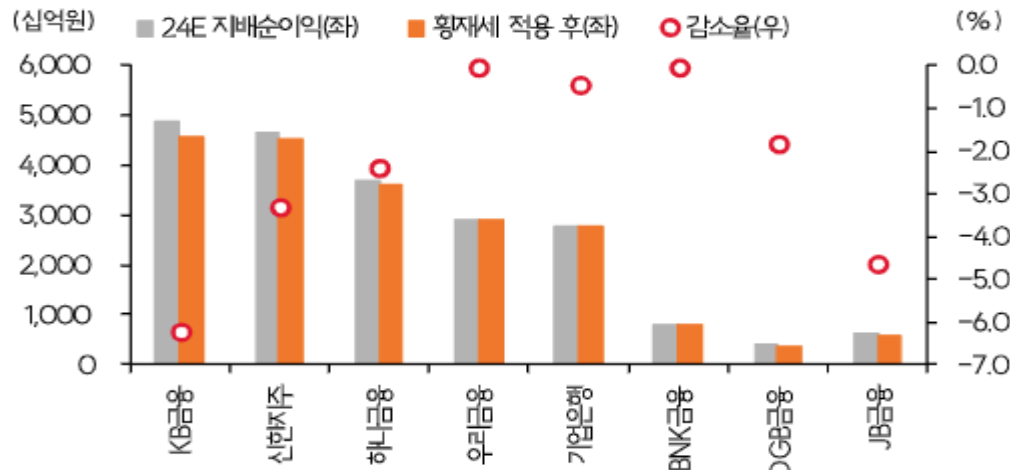
- 1분기 은행권은 발행 축소, 채권 투자 확대의 움직임을 보이며 크레딧 채권 시장 강세 견인
- 그러나 하반기에는 상반기와 반대의 포지션(발행 확대, 투자 축소)으로 수급여건 악화

은행 횡재세 도입 영향 – 도입 여부 불확실하나 은행에게 부담

SK증권 리서치센터

은행 횡재세 도입 논의중 – 도입될 경우 수익성 및 유동성 부담

| 금융그룹 | 은행 | 2018년~2022년 5년 평균의 1.2배 (십억원) | 2023년 연간 이자이익 (십억원) | 2023년 연간 이자이익 기준 초과분의 40% |
|-----------|------|-------------------------------------|---------------------------|---------------------------------|
| KB 금융 | 국민은행 | 8,697 | 9,870 | 469 |
| 신한지주 | 신한은행 | 7,729 | 8,403 | 270 |
| 하나금융 | 하나은행 | 7,147 | 7,917 | 308 |
| 우리금융 | 우리은행 | 6,981 | 7,436 | 182 |
| 기업은행 | 기업은행 | 6,789 | 7,467 | 271 |
| BNK 금융 | 부산은행 | 1,513 | 1,498 | N/A |
| | 경남은행 | 1,040 | 990 | N/A |
| DGB 금융 | 대구은행 | 1,460 | 1,499 | 15 |
| JB 금융 | 전북은행 | 569 | 639 | 28 |
| | 광주은행 | 762 | 844 | 33 |
| 예상 횡재세 규모 | | | | 1,576 |



- 은행 횡재세 도입될 경우 장기적인 은행 자금 흐름 변화
 - 23년부터 제기되어왔던 은행에 대한 횡재세 도입 방안은 은행의 순이자이익이 직전 5년 평균 대비 120%를 상회하는 경우 그 초과분에 대해 최대 40%의 기여금을 납부하는 내용을 핵심
 - 횡재세가 내포한 헌법상 재산권 침해, 이중과세 금지 원칙 등 법적 타당성 여부에 대한 불확실성을 감안할 때 실질적으로 도입이 쉽지 않을 것으로 예상
 - 금리 사이클에 따라 달라지겠지만 횡재세 도입은 은행권에 직접적인 수익성 악화 뿐만 아니라 예금/대출 구조의 변화 초래 가능성 존재
 - 횡재세 도입 될 경우 수익성 악화, 은행 자금 조달 구조 변화 예상
 - 23년 중 이탈리아에서 횡재세 도입이 논의될 때도 ECB가 법안에 반대하는 모습이 나타남. 최종적으로는 초과이익 산정 기준의 조정 및 세금 규모의 2.5배 수준의 준비금적립시세금을 면제하는 등 은행 손실 흡수 여력을 확대하는 방향으로 법안을 수정

자료 : SK증권('은행업 24년 하반기 전망(설용진 연구위원, 24.5.9) 자료 참고)

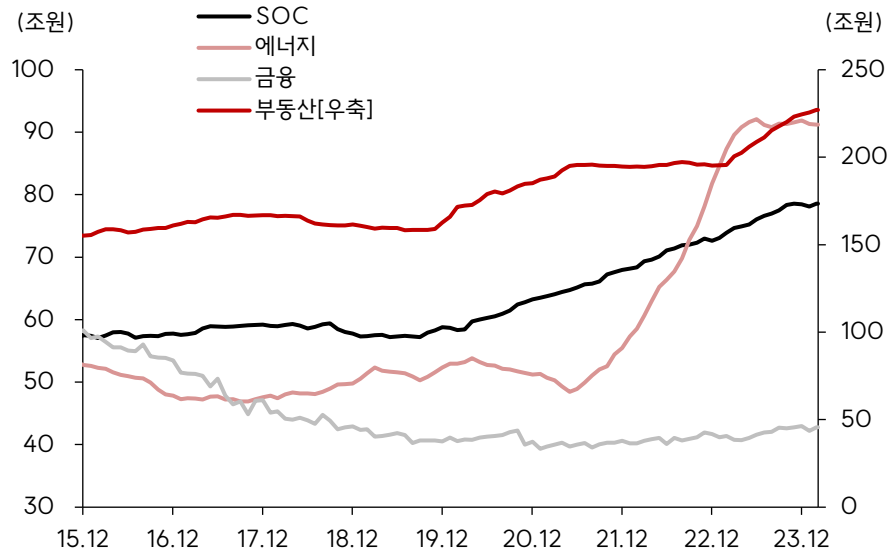
공사채 발행 증가세 지속될 것 - 부동산 관련 발행 증가

SK증권 리서치센터

● 올해도 부동산 관련 공사채 발행 증가세 지속될 전망

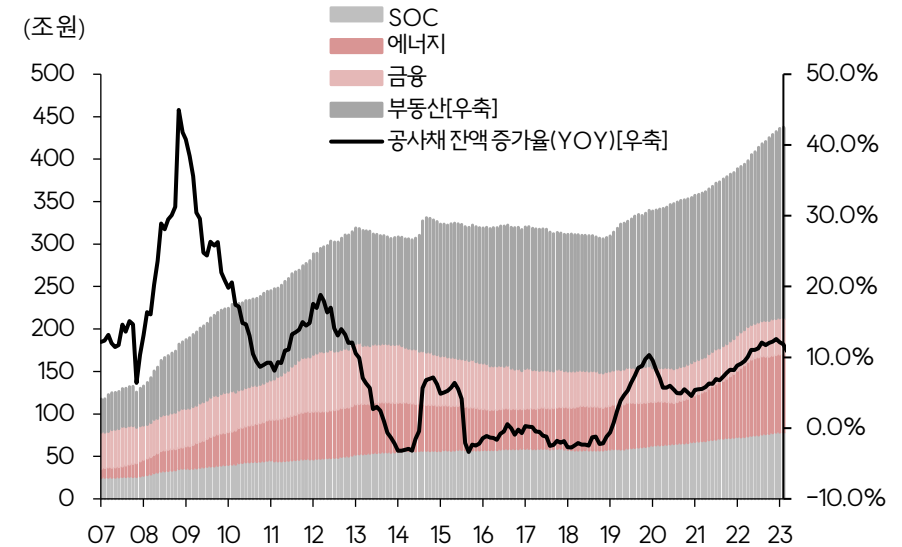
- 한전을 중심으로 에너지 관련 발행 증가세는 둔화
- 올해도 부동산 관련 공사채 발행 증가 지속 전망. LH, GH, 지방도시공사, HUG, MBS 등 발행 증가
- 공사채 잔액 증가율도 10% 수준 유지될 것
- 부동산PF 부실 확대로 저축은행 및 여전업종 부실로 이어질 경우 예보채 발행 가능성도 존재

공사채 분류별 발행 현황 - 부동산 관련 공사채 발행 증가



자료 :인포맥스, SK증권

공사채 누적 발행 잔액 현황



자료 :인포맥스, SK증권

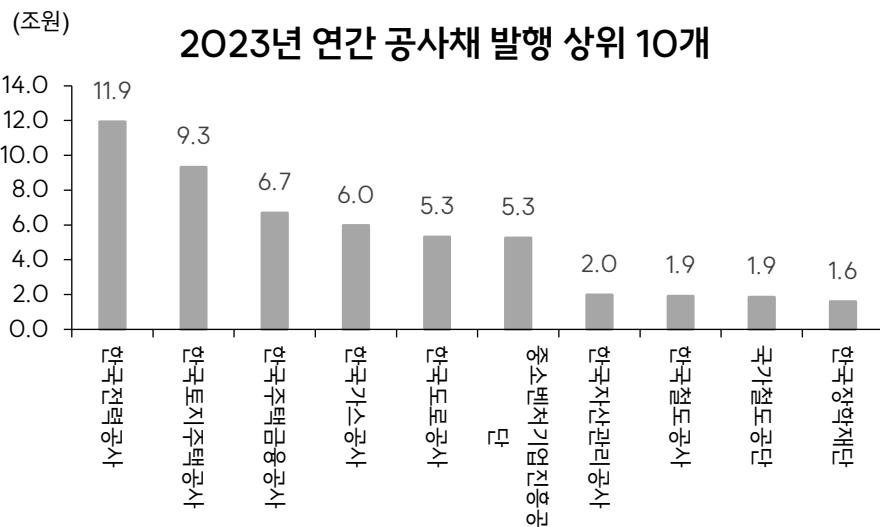
공사채 발행은 부동산 및 SOC 부문 증가

SK증권 리서치센터

● 공사채 발행은 작년과 비슷한 경향. 부동산 및 SOC관련 발행 증가추세 지속

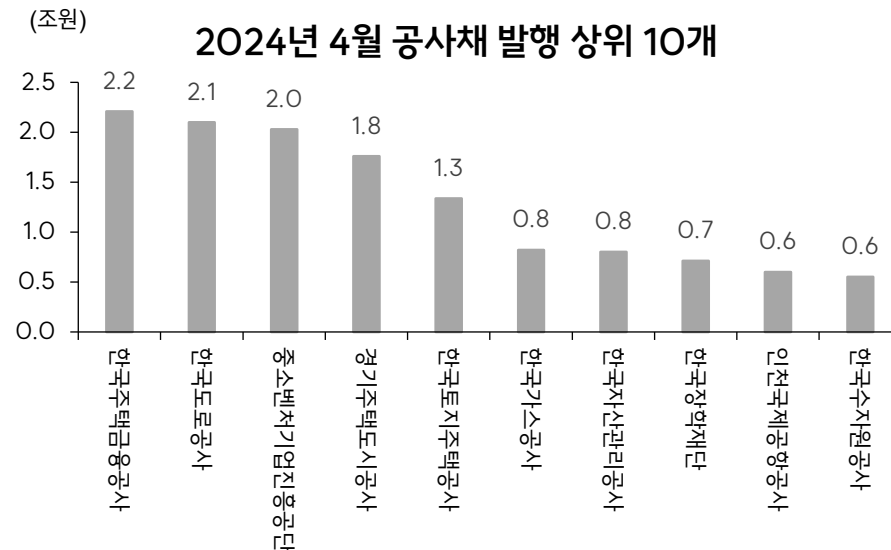
- 24년 MBS를 제외하더라도 주택금융공사(HF), 토지주택공사(LH), 경기주택공사(GH) 발행
- 작년 대비 올해는 한국전력공사 발행이 부재한 상황
- 1분기 듀레이션 확대 추세 속에서 3~5년 공사채가 강세 발행하며 공사채 스프레드 축소 견인
- 상반기보다 하반기 공사채 발행 늘어날 것으로 예상

2023년 연간 공사채 발행 상위 10개 – 부동산 및 SOC관련 공기업 다수



자료 : 인포맥스, SK증권

2024년 4월기준 공사채 발행 상위 10개 – 한전이 빠진 상황에서 부동산 관련 다수



자료 : 인포맥스, SK증권

정부보증 공사채 추가-공급망기금채권 수급 우려

SK증권 리서치센터

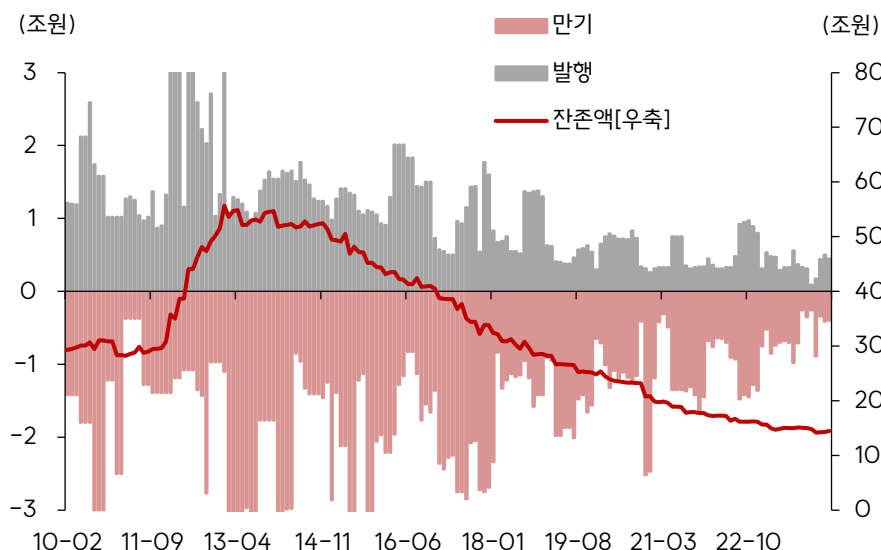
< '24년 보증동의안 내용 >

| | |
|--------|------------------------------------------------------------------|
| 보증개요 | 한국수출입은행이 공급망안정화기금의 부담으로 발행하는 공급망안정화기금채권 원리금 상환을 국가가 지급보증 |
| 채무자 | 한국수출입은행 |
| 채권자 | 공급망안정화기금채권의 소유자 |
| 발행액 | 5조원 이내 |
| 상환기간 | 채권발행일로부터 10년 이내 |
| 자금사용계획 | 공급망안정화 목적으로 지원하는 자금의 대출, 자산의 매수 및 신용공여 등 공급망법 상 공급망안정화기금의 용도에 사용 |

● 공급망기금채권 하반기부터 5조원 한도 발행 예정

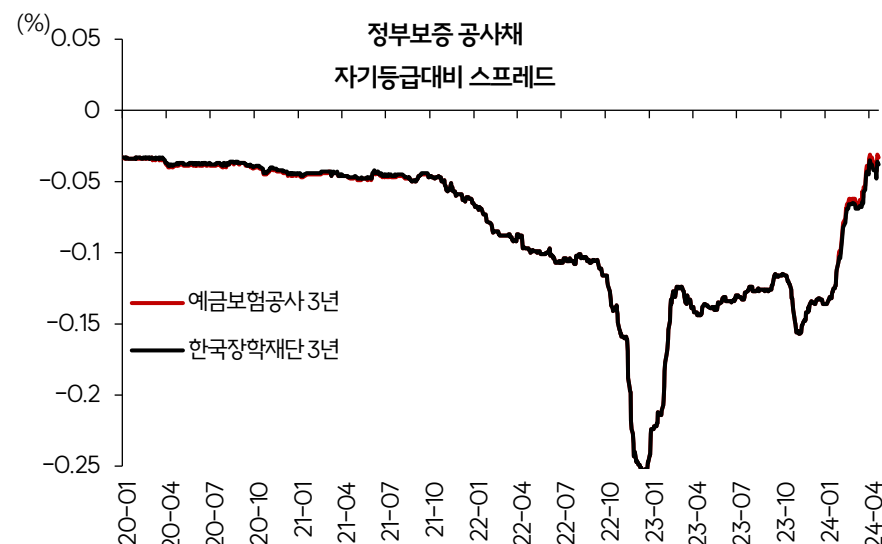
- 7월 이후 5조원 이내 발행 예정
- 최근 지정학적 리스크와 기후 위기로 최대 규모 발행 가능성
- 최근 몇 년간 정부보증채 잔액이 지속적으로 감소하는 과정에서 정부보증 공사채 발행은 초우량 크레딧 매수자에게 기회
- 다만 하반기 공사채 발행 늘어날 경우 수급 부담 요인으로 작용

정부보증 공사채(예보채+장학재단채) 발행/만기 현황



자료 : 인포맥스, SK증권

정부보증 공사채 자기등급(공사채AAA) 대비 스프레드 현황



자료 : 인포맥스, SK증권

주택도시보증공사(HUG) 공사채 발행 가능성

SK증권 리서치센터

< 보도 내용 (대한경제 '24.2.1.) >

◆ HUG가 채권발행 금액을 PF 보증공급에 활용할 예정이고, 발행 방식은 보증자산 유동화로 검토하고 있으며, 발행 시기는 올해 하반기를 목표로 하고 있다.

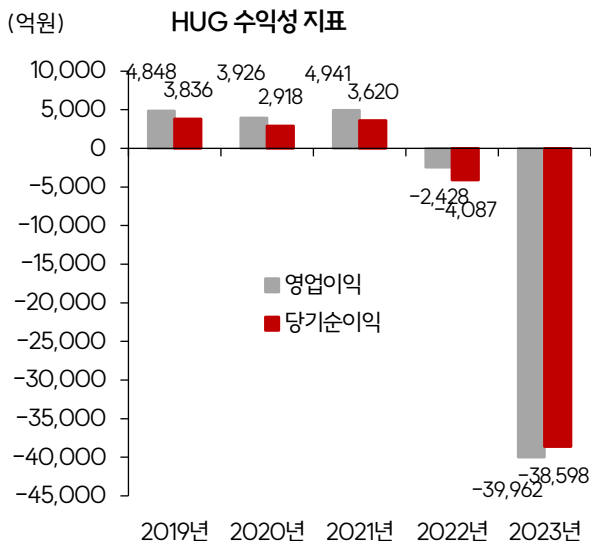
□ 주택도시보증공사가 추진하고 있는 채권발행이 가능하도록 하는 정관변경의 목적은 유동성 확보를 위한 선제적인 조치입니다.

○ PF보증 다각화를 위해 하반기 중 채권발행을 추진한다는 보도 내용은 사실이 아니며, 현재 구체적인 발행 시기와 방식은 정해진 바 없습니다.

● 주택도시보증공사(HUG) 채권 발행 가능

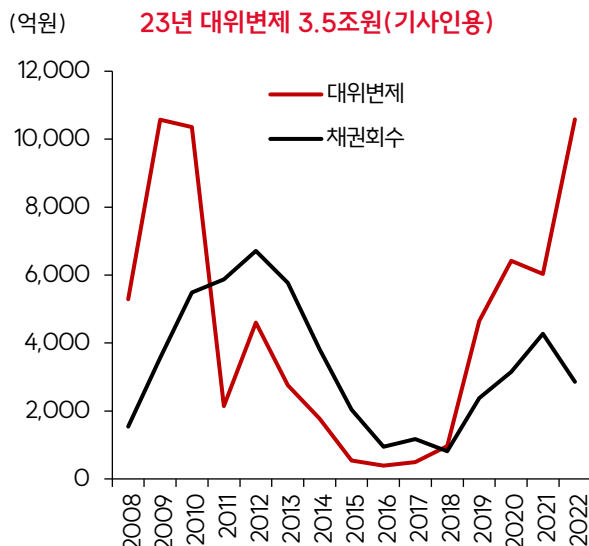
- 2월 HUG는 채권 발행이 가능하도록 약관을 변경
- 사채 발행액은 자본금과 적립금을 합한 금액의 4배를 넘지 못하도록 규정. 최대 21조원 발행가능(기사인용)
- 올해 1~3월 전세보증금 반환 보증보험 사고액은 1.4조원 집계
- 전세사기 규모 확대될 경우 공사채 발행으로 대응할 것으로 예상

HUG 적자 확대 - 전세사기 증가하며 수익성 악화



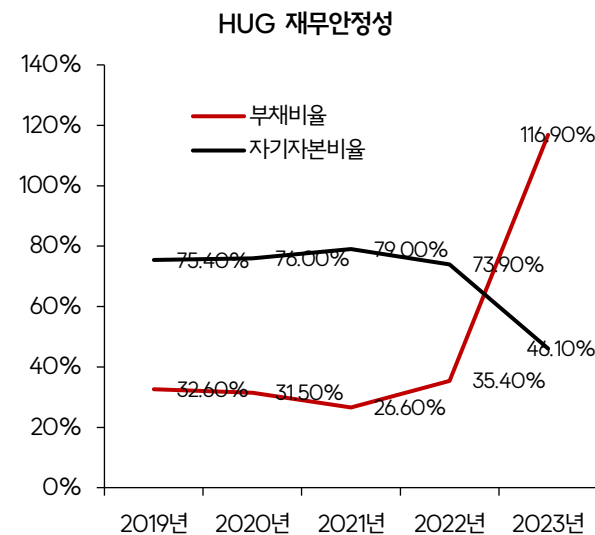
자료 : HUG, SK증권

HUG 대위변제 및 채권회수현황



자료 : HUG, SK증권

HUG 수익성 악화로 재무 안정성 급격히 악화

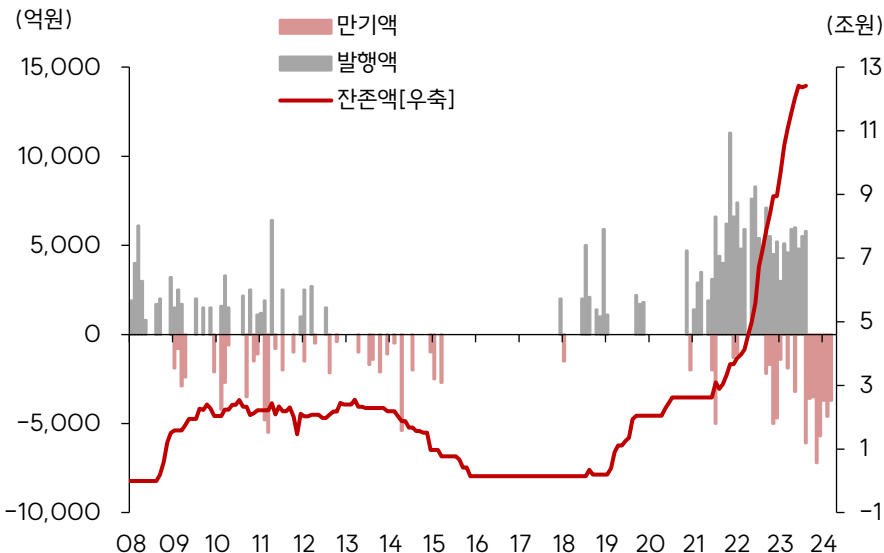


자료 : HUG, SK증권

● 최근 전세자금보증과 주택사업보증 확대로 공사채 발행 확대 추세. 당분간 이어질 것

- HF의 핵심 사업은 보증자리론과 적격대출 공급(MBS를 통한 조달)이지만, 이외에도 주택보증 공급이 핵심 사업임
- 최근 전세사기 등이 확대되며 전세자금보증 등 확대와, 버팀목 전세자금 대출도 담당
- 부동산PF 부실 확대와 건설사 부실이 확대되며 HF는 부동산PF 정상화 지원 확대 및 대출한도 상향
- 부동산PF 정상화 과정에서 HF 발행을 통한 지원은 당분간 더욱 확대될 것으로 예상
- HF는 보증사업 확대와 하반기 만기도래 규모 감안하면 공사채 발행 증가할 것으로 전망. 하반기 수급여건 악화에 따른 약세 압력 존재

한국주택금융공사 주택보증 공급 확대하며 공사채 발행 확대



자료 : 인포맥스, SK증권

한국주택금융공사 – 주요 사업



보증자리론과 적격대출 공급

무주택자가 금리변동 위험없이 안정적인 대출금 상환이 가능한 10년 이상 장기 고정금리 원리금 분할상환 방식의 모기지론인 보증자리론과 적격대출 공급



주택보증 공급

국민들의 주거안정을 위해 금융기관으로부터의 전세자금대출 및 아파트 중도금 대출 등에 대한 보증서를 발급해 오고 있으며, 주택건설사업자를 대상으로 하는 아파트 건설자금 대출에 대한 주택보증 지원



주택연금 공급

만 55세 이상의 고령층을 대상으로 보유하고 있는 주택을 담보로 금융기관으로부터의 종신연금 수령을 보장하는 주택연금 업무를 수행함으로써 노후복지향상에 기여



유동화증권(MBS, MBB) 발행

금융기관으로부터 주택저당채권을 양도받아 이를 기초로 유동화증권(MBS, MBB) 발행, 투자자들에게 판매함으로써 채권시장으로부터 장기 저리의 자금을 안정적으로 조달하여 대출재원을 획기적으로 확충

자료 : 한국주택금융공사, SK증권

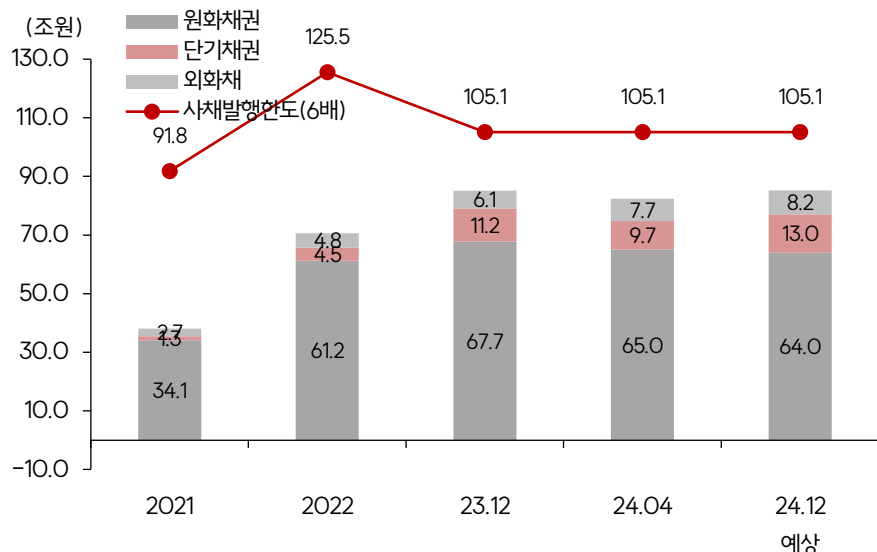
한전채 발행 5월 또는 6월 복귀 예상 1조원 내외 발행

SK증권 리서치센터

● 5월부터 한국전력공사 발행 재개 예상. 그러나 대량 발행 아닌 1.5조원 이내 발행으로 시장 충격은 제한적

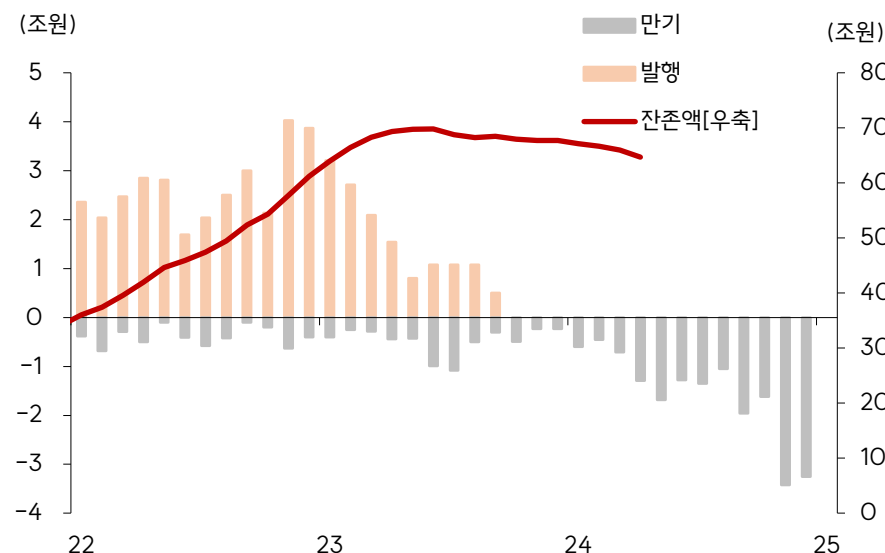
- 지난해 9월 이후 한전채 발행 중지된 상황. 이유는 사채발행한도에 대한 부담으로 한전채 발행을 제한함
- 사채발행한도는 지난해 연발 자회사 배당금(3.2조원) 유입으로 24년 기준 최대 105조원(자본금과 적립금의 6배) 적용
- 2~3분기 월평균 1~2조원 수준 발행 예상. 만기도래 예정 채권에 대한 차환 수준 발행 예상
- 11~12월 만기도래가 3조원 이상 예정으로 연말 공사채 수급 악화 우려

24년 한전채 사채발행한도 문제는 해결



자료 : 인포맥스, SK증권

한전채 9월 이후 발행 중지됐으나 5월 발행 재개 전망

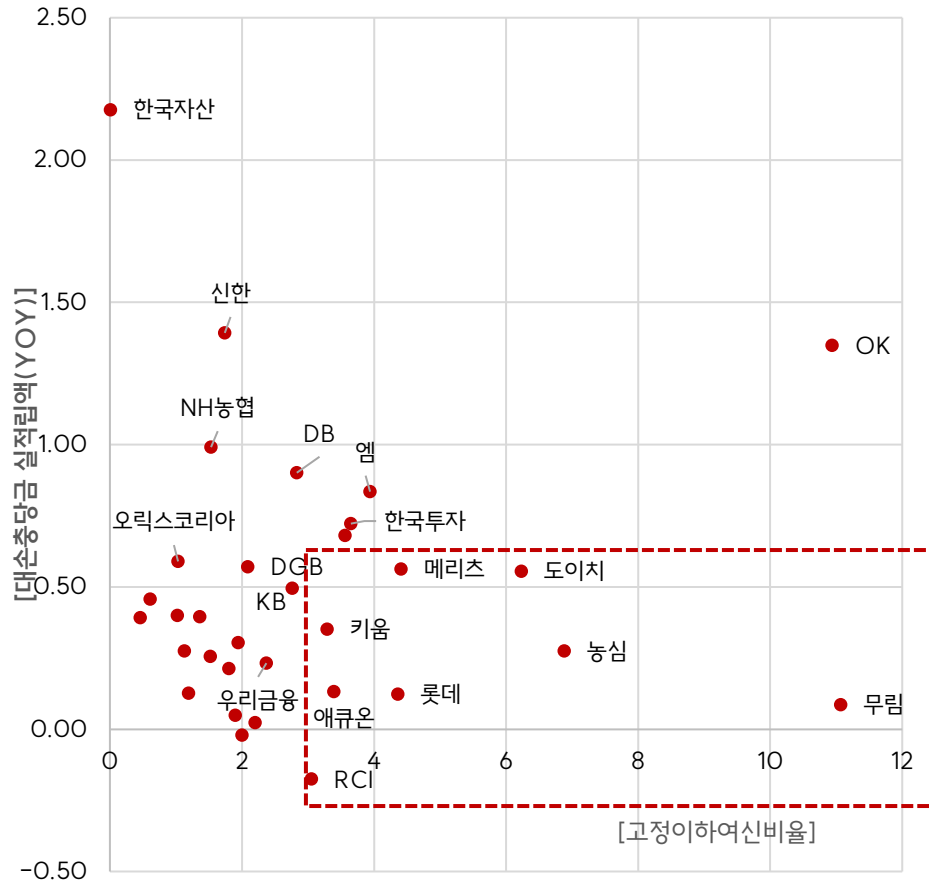


자료 : 인포맥스, SK증권

캐피탈사별 여신건전성 및 총당금 적립 현황 – 비은행계열 부담

SK증권 리서치센터

23년말 기준 캐피탈사 고정이하여신비율/대손충당금 적립 증감

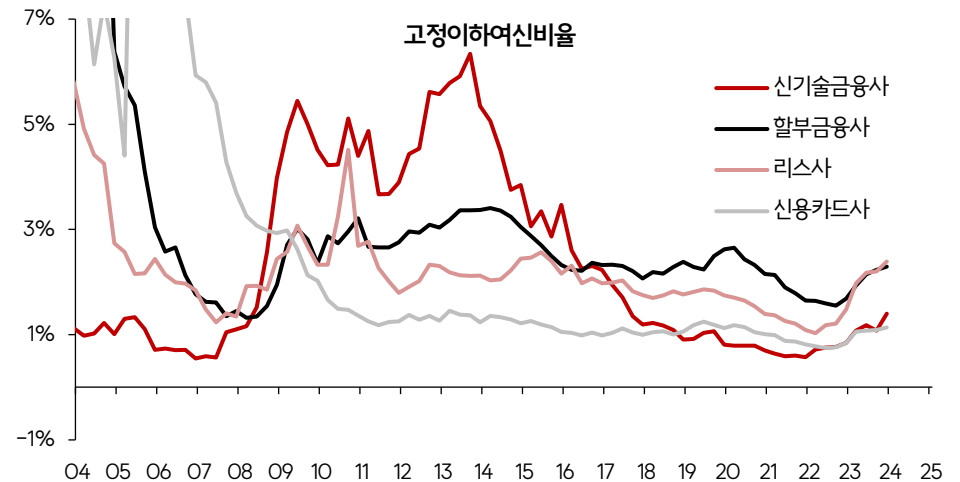


자료 : 금융감독원, SK증권

● 작년 하반기 여신건전성 악화, 은행계열 캐피탈사 중심 총당금적립 확대 중. 비은행계열 여전사 총당금 적립 필요

- 작년 하반기 이후 업권 구분 없이 여신 건전성 악화 추세
- 금융당국은 충격에 대비한 선제적인 대손충당금 적립을 요구
- 은행계열 캐피탈사 중심으로 대손충당금 적립 확대 진행중
- 비은행계열 캐피탈사 총당금 적립 필요

여전사 고정이하여신비율 추이



자료 : 금융감독원, SK증권

● 부동산PF 정상화 진행되는 과정에서 포지션이 큰 여전사 중심으로 여신건전성 악화와 조달 위험 확대

- 한신평에 따르면 본PF 중 “주의” 이상 해당 사업장 비중이 상대적으로 큰 캐피탈사는 우리금융, 메리츠, IBK, 한투, 오케이, 키움, 산은캐피탈 등
- 부동산 시장 반등이 미미한 가운데 금융당국의 부동산PF 사업장 정상화 추진에 따라 부동산PF 포지션이 큰 업체를 중심으로 여신건전성 악화 및 충당금 적립 확대와 외부 조달 리스크 확대
- 24년 하반기 크레딧 채권 시장 수급여건 악화될 경우 신용경색 가능성도 존재

캐피탈사 자기자본 대비 본PF 부담 수준과 요주의이하여신비율



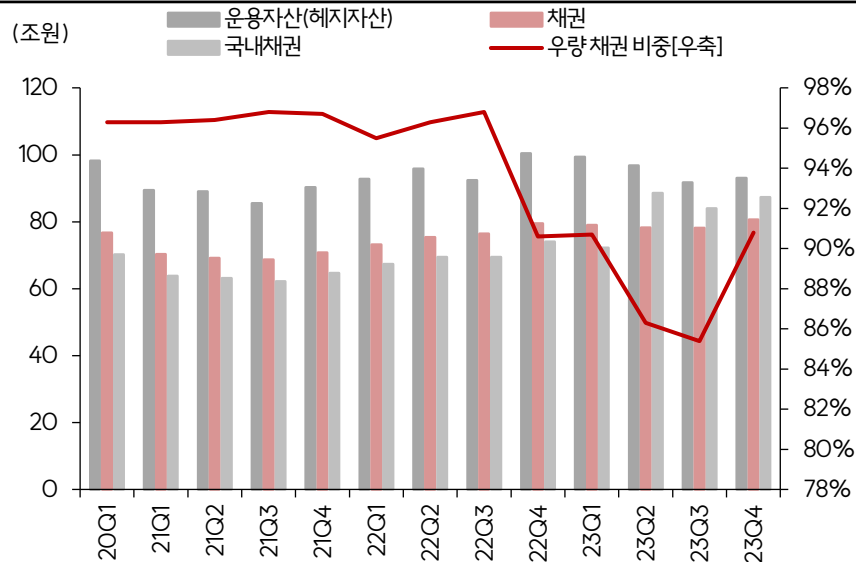
자료 : 한국신용평가, SK증권

파생결합증권 리스크 해소 – 채권시장에 미치는 영향은 제한적

SK증권 리서치센터

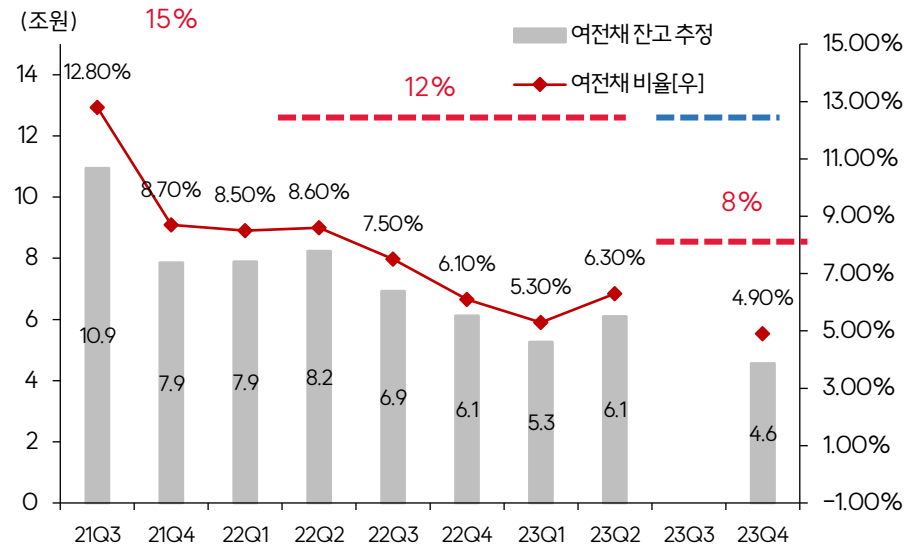
- 한때 여전채 시장의 큰 손이었던 파생결합증권의 영향력 감소. 24년 상반기 파생결합증권 H지수 반등으로 리스크 해소
 - 23년 파생결합증권 잔액 감소세가 이어지고 있으며, 증권사는 파생결합증권 발행 시 자체 헤지 비중을 줄이고 있음
- 파생결합증권 헤지 자산 중 여전채 한도 규제 유예 적용하고 있으나 이미 기준을 하회. 채권시장 영향 제한적
 - 21년부터 적용된 파생결합증권 헤지 자산 중 여전채 한도규제로 여전채 비중 급격히 하락
 - 23년말 기준 여전채 비중은 4.9%로 지속적인 하락세. 증권사는 여전채를 줄이고, 우량 회사채 위주 매수 전략으로 변경

파생결합증권 헤지 방식 변화 – 최근 자체헤지 감소세



자료 : 금융감독원, SK증권

파생결합증권 헤지자산 중 여전채 잔고 추정 및 한도 규제 현황



자료 : 인포맥스, SK증권

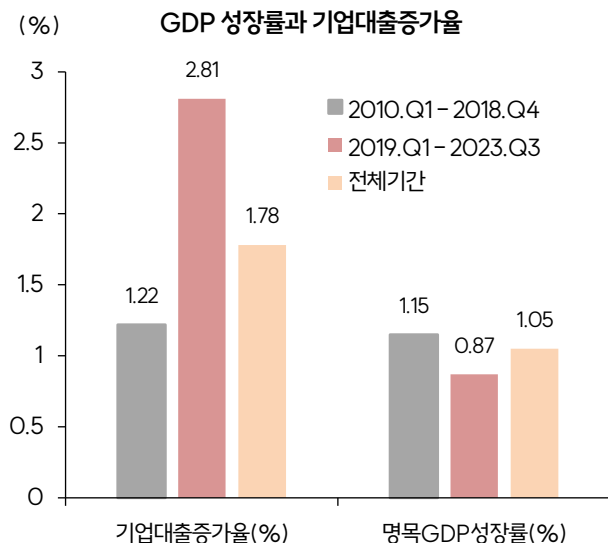
대한민국 부실기업 부채 증가 및 신용도 질적 악화

SK증권 리서치센터

● 국내 기업의 기업부채가 경제 성장 대비 과도한 증가. 팬데믹 이후 한계기업 증가로 금융 취약성 확대

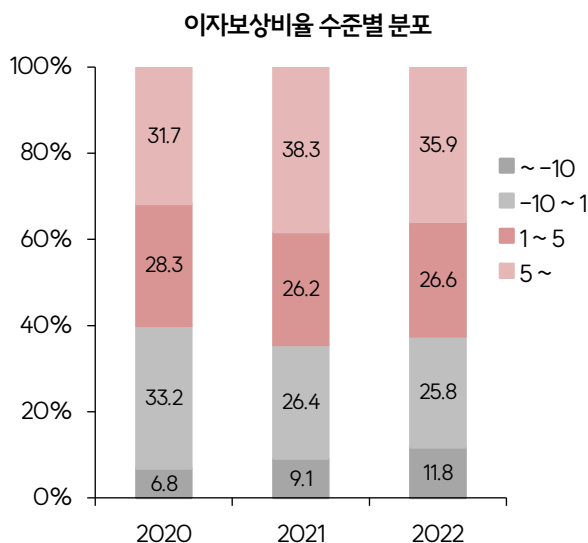
- 2019년 이전까지 기업부채는 GDP 성장과 비슷한 수준의 증가세를 보임. 2019년 이후 기업부채는 GDP 성장 둔화에도 불구하고 빠른 증가
- 최근 한계차주(이자보상비율 -10 이하)가 크게 증가
- 업종별로 보면 역시나 건설, 부동산 업종의 부실률이 높은 상황. 전기업종의 경우 한전의 부채가 전체의 90%를 차지함

2010년 이후 GDP 성장률 및 기업대출증가율



자료 : 금융연구원, SK증권

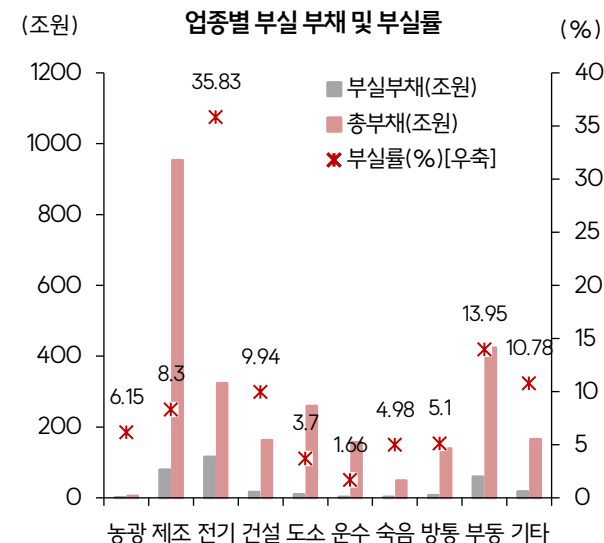
대한민국 기업*의 이자보상비율 분포



자료 : 금융연구원, SK증권

*상장 법인 및 외감법인(금융기업 제외)

업종별 부실 부채 및 부실률



자료 : 금융연구원, SK증권

회사채 업종별 재무 현황

SK증권 리서치센터

