

## 채권전략

## [국내] 조정간 단발

## Fixed Income Strategist

## 안재균

(02) 3772-1298

jk.ahn@shinhan.com

## Credit Analyst

## 정혜진

(02) 3772-2667

hyejin.j@shinhan.com

## [국내채권] 조정간 단발

고물가 대응 속 기준금리를 3.50%까지 높였지만, 다행스럽게도 아직 성장둔화가 나타나지 않았다. 고금리 장기화를 통해 좀 더 물가 안정에 주력할 수 있는 여건이다. 다만 하반기 통화긴축 효과 발휘 속 내수 부진이 우려되어, 이를 만회하기 위한 1회 기준금리 인하가 가능할 전망이다. 유효한 금리 인하 전망 속 실제 인하 전까지 국고채 금리가 기준금리를 밑도는 역캐리 장세 지속이 예상된다.

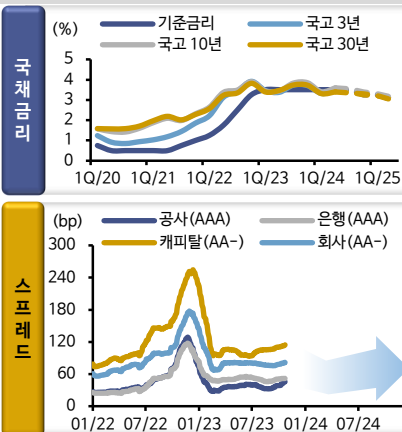
3분기 초까지는 적극적 자본차익 추구보다 주요 금리 및 스프레드 밴드 상단 근접 또는 상회 시 저가 매수 대응 전략이 유효하다. 국고 3년 기준금리 근접 또는 상회 시, 국고 3/10년 20bp 근접 또는 상회 시 저가 매수 대응 영역이다.

## [국내크레딧] Carry On

고금리 장기화에 따른 취약 부문 부실 우려는 여전히 회색 코뿔소로 남아있다. 사업성 회복이 묘연한 채 대출 만기연장으로 버티던 PF 사업장에 대해 금융권과 건설사 손실 분담을 수반한 구조조정이 본격화되고 있다. 높아진 이자 부담과 경기 둔화 영향은 한계기업 증가, 가계 및 자영업자 연체율 상승이라는 지표로 드러나고 있다. 반면 펀더멘탈 우려가 무색하게도 연간 크레딧 스프레드(회사 AA-3Y)는 30bp 축소된 44.3bp로 장기 평균을 하회하는 수준까지 도달했다.

유효한 금리 인하 기대 속 고금리 채권 확보 수요 유입은 지속될 것으로 판단한다. 통화정책 전환 기대나 펀더멘탈 측면에서 유사한 환경인 2012년과 비교했을 때 금융권 손실 흡수력이 제고되었으며 제도적 안전판도 마련됐다. 4분기 금리 인하 단행 후 우량물 듀레이션 점진적 확대 전략을 제시한다.

## 2024년 시장금리 흐름 및 변수 정리



## 국내 채권: 조정간 단발

- 높은 실질 기준금리 수준에 긴축 강도 조절 차원에서 연내 기준금리 인하충분히 가능
- 과거보다 높은 환율 레벨과 더딘 물가 하락 속도는 단발성 금리 인하 전망 지지 요인
- 범야권 총선 승리에 내년 예산안 확대 전망. 하반기 국고채 발행 압력 확대에 유의
- 4분기 단발성 금리 인하 기대 반영하며 3분기 중반 이후 국고채 금리 하락세 시도 전망
- 국고 3년 3.00~3.5%, 국고 10년 3.10~3.70%, 국고 3/10년 15bp 내외 움직임 예상

## 취약부문 펀더멘탈 우려 잔존

## 기업 펀더멘탈

- 높은 이자 부담, 수익성 둔화로 인한 기업 상환능력 저하
- 불확실성 속 조달 만기 단기화

## 가계부채

- 23년 다중채무자 450만명
- 학계차주 비중 높은 제2금융 자산건전성 저하 요인

## 부동산 PF 우려

- 부동산 경기 둔화와 PF 부실 우려. 연착륙 확인 필요
- 대출건전성 저하로 인한 제2금융권 부실 우려

## 크레딧: Carry On

- 금리 인하 전 수급 주도 강세 유효. 크레딧 스프레드 전체 방향성은 축소
- 회사 AA- 3Y 스프레드 40bp대 안착(밴드: 37.5~55bp, 평균 45bp)
- 3Q24 A급 회사채 단기물 대응, 4Q24 우량물 듀레이션 확대

자료: 신한투자증권

## [국내채권] 조정간 단발

### 하반기 통화정책: 내수 부양 목적의 4분기 중 1회 금리 인하 예상

1%대 실질기준금리는  
민간소비와 건설투자 중심  
내수 부진을 자극하는 요인

현재 3.5%의 기준금리는 한은이 제시하는 중립금리 밴드 2.5~3.0%을 상회하는 수준이다. 물가 안정 총력전 과정에서 성장 둔화가 발생하더라도 이를 감수하고 고물가 고착화를 막겠다는 강한 의지가 배경이다. 2022년 10월부터 약 20개월 동안 중립금리 추정치를 넘는 기준금리 레벨을 이어가고 있지만, 운이 좋게도 급격한 성장 위축세는 발생하지 않았다. 이는 더 이상 중립금리를 기준으로 통화긴축 강도를 판단할 수 없음을 시사한다.

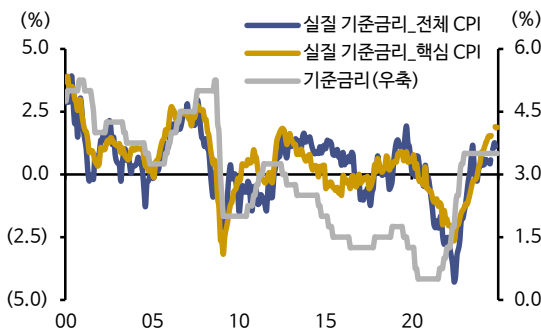
통화긴축 강도는 중립금리와의 비교가 아닌 실질기준금리 수준으로 측정해야 한다. 현재 한국 실질기준금리(명목 기준금리-전체 CPI)는 약 0.6%이다. 지난해 7월 실질기준금리가 일시적으로 1%를 넘었지만, 이후 1%대를 하회하고 있다. 기준금리는 변동이 없었지만, 물가 상승률이 재반등한 탓이다. 우리는 전체 CPI가 3분기초까지 3% 내외 흐름 후 2% 중반대 하락세를 예상한다. 이를 감안하면 실질기준금리는 3분기말부터 1%를 다시 상회할 전망이다.

상반기 재정 조기 집행은  
하반기 정부 지출 감소 의미  
→ 4Q 1회 금리 인하 예상

1%대를 상회하는 실질기준금리는 한국 통화정책에 중요한 수준이다. 2010년대 이후 한국은행은 실질기준금리 1% 상회 시 기준금리 인하를 통해 통화긴축 강도를 조절했다. 당시는 물가가 목표치 2%를 지속 하회하던 이른바 저물가 시기였다. 그러나 2012년 7월 금리 인하 명분을 살펴보면 물가 목표치 하회와 함께 내수 부진도 들어있다. 높은 실질기준금리는 민간소비와 건설투자 중심으로 내수에 부정적 영향을 준다. 내수 부양 차원에서의 금리 인하가 가능함을 보여준다.

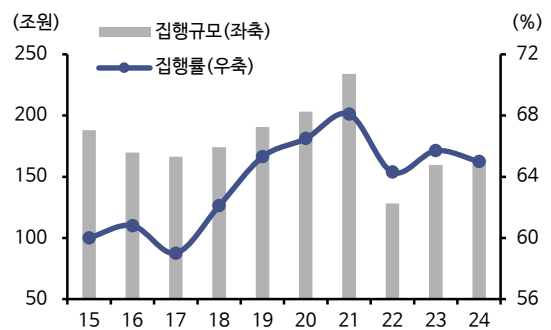
한국은행의 연내 금리 인하 돌입 시점 역시 실질기준금리 1% 상회 시점에 맞물릴 전망이다. 올해 상반기 중 선거가 있었기 때문에 재정집행률 목표치 65%를 무난하게 넘어설 것으로 기대된다. 이는 하반기 남은 재정지출이 총예산의 35%에 불과함을 의미한다. 정부 지출 감소는 하반기 내수 부진폭을 심화시킬 요인이다. 예상보다 부진할 하반기 내수 흐름을 고려하면 연내 기준금리 인하는 분명 필요하다. 우리는 4분기 중 1차례 25bp 기준금리 인하를 예상한다.

실질기준금리 1% 상회 시 통화긴축 강도 조절



자료: 한국은행, 통계청, 신한투자증권

상반기 재정집행률 목표 65%, 하반기 35% 불과



자료: 기획재정부, 신한투자증권

## 2회 금리 인하 단행된 2012년과 비교 시 더딘 현재 물가 하락 속도

현재와 경기 흐름 및 통화정책 전환 가능성이 유사하다고 보는 2012년에는 2회 금리 인하가 단행됐다. 다만 그 때와 지금 중 가장 다른 점은 물가 하락 속도이다. 2012년 3월부터 핵심 CPI가 목표치 2%를 하회하기 시작했다. 그리고 전체 CPI가 2%를 하회한 7월 기준금리 인하가 단행됐다. 내수 중심의 성장 하강 위험 확대 속 전체 물가의 하락세가 동반되어야 기준금리 인하 전환 돌입이 가능하다는 것을 시사한다. 현재 물가 하락 속도는 2012년 대비 더딘 상황이다.

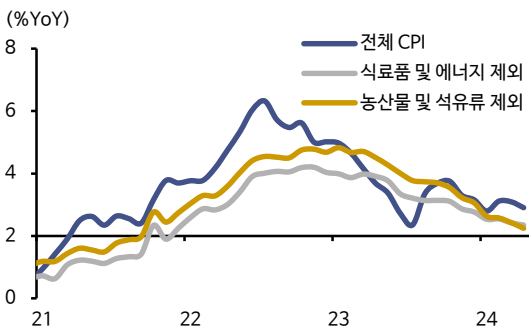
하반기 전체 CPI 경로는 원유 비롯 글로벌 원자재 가격 동향, 원/달러 환율 움직임 등의 영향을 받을 전망이다. 그 중 환율이 핵심이다. 한국 경제내 수출과 내수 비중은 50%로 거의 비슷하다. 보통 선진국 경제는 내수가 60% 이상을 차지하는 반면 한국은 여전히 수출 비중이 높아 대외 변수 영향이 크다. 그 중에서도 100% 수입에 의존하는 유가 흐름이 중요하다. 게다가 원/달러 환율 동향도 무시할 수 없다. 원자재 수입국이자 중간재 수출국으로서 수입 의존도가 높아 고환율 상황에서 수입물가가 오르고, 3개월 시차를 두고 전체 물가를 높이는 흐름이 나타난다. 따라서 환율 움직임을 물가 경로에서 가장 중요도가 높다.

## 과거보다 높은 환율 레벨 당분간 이어질 전망 → 하반기 1회 금리 인하 기대가 타당한 이유

내부적으로 해외 투자 규모가 늘어나고, 해외 여행 수요가 확대되면서 역내 달러 유동성이 감소했다. 1,300원대의 원/달러 환율 레벨이 이어지는 이유이다. 더불어 2022년부터 시작된 연준의 기준금리 인상과 고금리 장기화로 강 달러 압력이 지속되고 있다. 역내 달러 수요 증대와 강 달러가 고환율의 핵심 요인들이다. 역내 달러 수요는 당분간 높게 이어질 전망이다. 반면 유효한 연준의 연내 금리 인하 전망을 고려하면 하반기 추가 강 달러 압력 약화가 예상된다. 하반기말로 갈수록 물가 하락세가 이어지면서 기준금리 인하 기대도 높아질 수 있다.

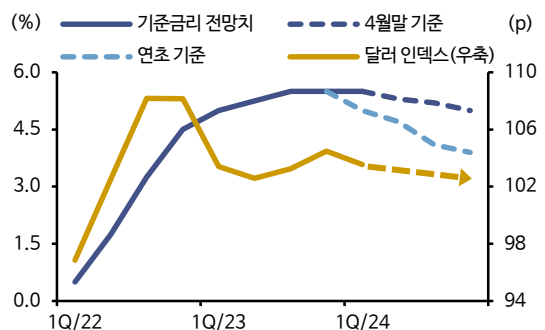
다만 과거보다 높아진 역내 달러 수요는 1,200원대 중반 이하의 원/달러 환율 하락 가능성을 낮춘다. 이로 인한 전체 물가 하락 속도 둔화 우려는 통화완화 전환의 신중함을 높이는 요소이다. 4분기 한은의 기준금리 1회 인하를 예상하면서도 2회 이상을 기대하지 않는 이유이다. 연준이 3분기 중 기준금리 인하를 단행하고 내년도 3회 이상의 인하 경로를 유지할 경우 한은의 2회 이상 기준금리 인하 기대가 높아질 수 있다. 이를 제외하고 한국의 성장과 물가 경로만 놓고 보면 올해 하반기 1회 금리 인하 기대를 반영하는 것이 적절하다.

### 하반기 전체 CPI, 1) 환율 2) 유가 흐름 연동 예상



자료: 통계청, 신한투자증권

### 유요한 연준 연내 인하 전망 - 약 달러 기대 유지



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 연방기금리선물시장 기준

## 국고채 수급: 추경보다 무서운 건 내년도 예산안 규모 확대

편성요건 미충족하는 추경,  
추경보다 무서운 것은  
내년도 예산안 확대

4월 총선에서 범야권이 승리하면서 한국 채권시장 내 향후 국고채 발행 증가 우려가 형성됐다. 이미 야당은 총선 공약으로 약 13조원의 추가 예산이 필요한 전 국민 25만원 지원금 지급 등을 내세운 바 있다. 그리고 열린 영수회담에서 야당 대표가 공식적으로 추경 예산 편성을 제안하면서 하반기 국고채 수급 불균형 우려가 부각됐다. 다만 우리는 연내 추경 편성은 어려울 것으로 판단하며, 오히려 걱정거리는 내년도 예산안 증가 및 국고채 발행량 확대라고 제시한다.

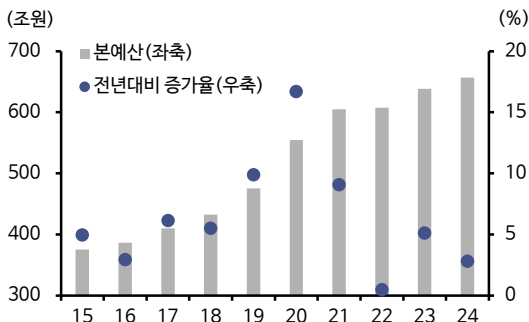
정부 지출은 정부와 의회 합의가 반드시 필요한 사항이지, 어느 누군가가 강한 의지를 갖고 있다고 해서 만들어지는 것이 아니다. 국가재정법 제 89조 제 1항을 보면 전쟁/대규모 재해/경기침체/대량 실업/남북관계 변화 등 대내외 여건의 중대한 변화 발생 또는 우려가 추경 편성 요건이다. 또한 추경의 원인 상황 해소, 시간적 급박함, 다른 수단 사용 불가 등의 요건들도 만족해야 한다. 야당의 추경안은 편성요건을 불충족한다. 2015년 이후 별다른 이슈 없이 추경을 편성했던 사례가 많지만, 그렇기 때문에 현 정부는 무분별한 추경에 반대한다. 이를 고려하면 하반기 추가경정예산 편성 가능성은 낮게 판단한다.

내년 예산안 10% 확대 시  
국고채 발행 170조원대  
→ 올해보다 약 10조원  
국고채 공급 확대

추경보다 더 우려되는 것은 2025년 예산안 확대이다. 재정 건전성 강화를 이유로 현 정부는 지난해 예산안을 전년대비 5%, 올해 예산안을 전년대비 3% 내외로 늘렸다. 재정확대를 주장하는 야당의 국회 장악으로 내년도 정부 예산안은 늘어날 가능성이 높다. 올해 줄어든 교육(-6.5조원), R&D 예산(-4.6조원) 중심으로 내년도 예산안 확대를 주장할 공산이 크다. 2019년처럼 내년 예산안을 10% 늘릴 경우 전체 규모가 700조원을 돌파하게 된다. 만성적 세수 실적 부진 속 본 예산 확대 시 연간 국고채 발행량은 다시 170조원 이상으로 늘어날 수 있다.

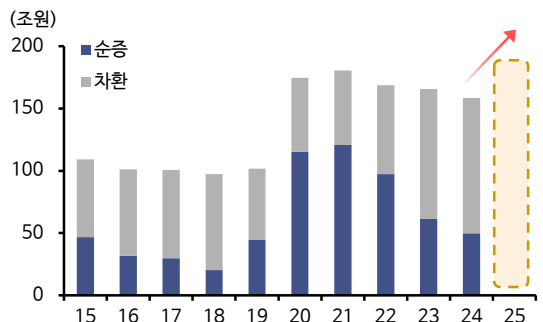
2020~23년 국고채 발행량은 연평균 172조원이다. 지난해부터 국고채 발행량이 줄었고 올해 발행 한도가 158조원으로 감소했다. 170조원 이상으로 국고채 발행량 확대 시 올해 대비 10조원 이상의 공급량이 늘어났다. 추경보다 무서운 것이 내년도 예산안 확대이다. 8월말 정부의 예산안 국회 제출, 12월 국회와의 합의 등 하반기에는 내년도 국고채 공급 증가 우려가 시장금리에 반영될 가능성이 있다.

내년도 예산 10% 늘릴 시 700조원 돌파



자료: 기획재정부, 신한투자증권

세수 부족 속 내년도 국채 발행량 재확대 가능성

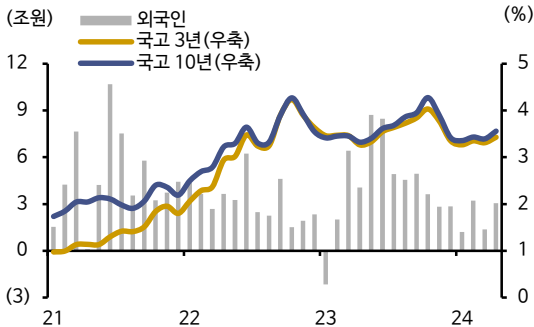


자료: 기획재정부, 신한투자증권

내년도 국고채 공급이  
늘어날 수 밖에 없다면  
수요 증대 방안 강구할 필요

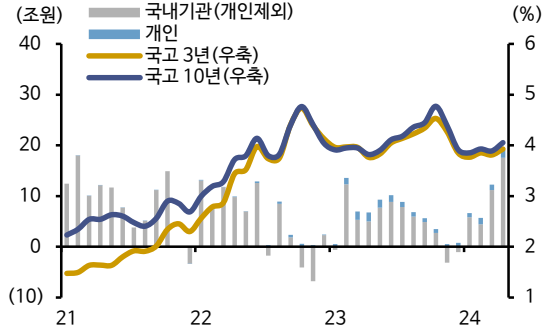
내년도 국고채 매수 수요 증대 방안도 생각해야 한다. 외국인의 국고채 수요 확대를 위해서는 WGBI 편입이 가장 중요하다. 이를 위해 국제통합계좌(유로클리어) 도입, 외환시장 거래 시간 확대 등이 이미 추진되고 있다. WGBI 편입 기대 약화로 2023년 하반기 이후 외국인들의 월평균 순매수는 3.3조원으로 줄었지만, 편입 기대 재점화 시 2023년 상반기처럼 월평균 4.5조원으로 늘어날 수 있다.

### 2H/23 이후 외국인 월평균 3조원 국고채 순매수



자료: 인포맥스, 신한투자증권

### 금리 변동성 확대 시 국내 투자자 순매수 감소



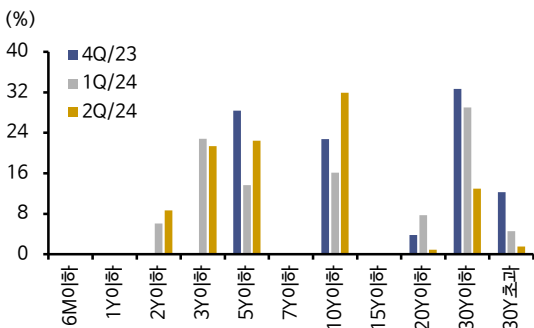
자료: 인포맥스, 신한투자증권

금리 민감도 높은  
국내 기관 투자자들  
→ 향후 기준금리 인하  
기대 지속시킬 필요

보다 중요한 투자자는 국내 기관들이다. 금리 변동성 확대 시 국내 투자자들은 기관들 중심으로 국고채 순매수가 축소된다. 매수 수요 유지를 위해서는 금리 하락 기대를 갖게 해야 한다. 금리 하락 전망의 주요 배경은 향후 기준금리 인하 기대이다. 2023년 이후 향후 금리 인하 기대에 국고채 금리 움직임이 연동되는 경향이 확인된다. 외국인들의 매수 수요 증대는 WGBI 편입과 같은 방법이 필요하고, 국내 투자자들의 매수 수요 확대에는 금리 인하 기대 유지가 중요하다.

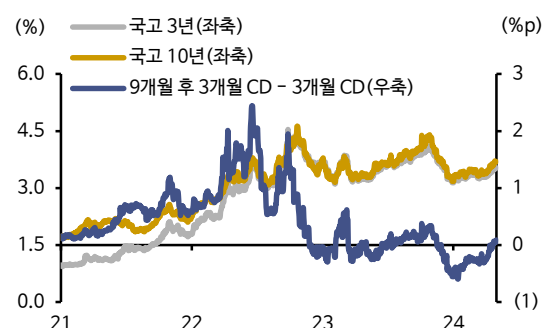
국고채 발행 증가 시 보통 5~10년 구간 중심으로 공급량이 늘어난다. 5년 이하는 향후 상환 부담 확대, 10년 초과물은 수요가 상대적으로 제한적이기 때문이다. 5~10년 구간은 국내 기관 투자자들이 가장 선호하는 영역이다. 내년도 국고채 공급 확대 시 향후 금리 인하 전망을 지속시켜야만 국내 기관의 매수 수요가 유지될 수 있음을 시사한다.

### 국내 주요 기관 기간물별 국고채 순매수



자료: 인포맥스, 신한투자증권

### 금리 인하 기대가 금리 하락 전망의 주요 배경



자료: 인포맥스, 신한투자증권

### 3Q까지 저가 매수, 실제 인하 후 장기물 비중 확대 기회 포착

실제 기준금리 인하 전까지  
역캐리 장세 지속 예상

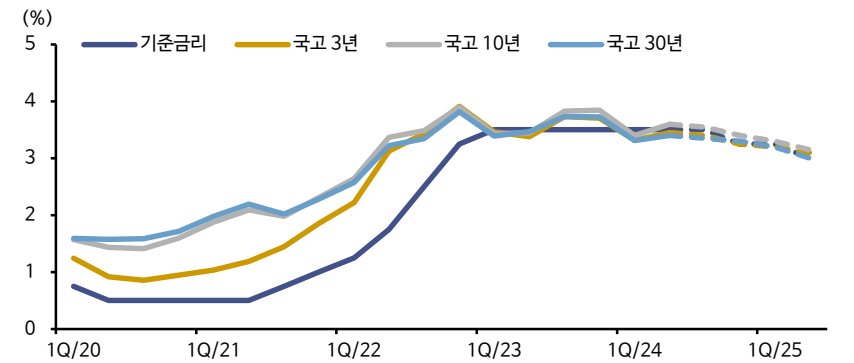
4분기 중으로 예상하는 실제 기준금리 인하 전까지 역캐리 장세 지속을 예상한다. 국고 5년 이하 중단기물의 경우 6개월 이내 기준금리 인하 기대 반영 속 기준금리 3.50%를 기준으로 3.4~3.6% 밴드 내 움직임이 기대된다. 국고 10년 이상 장기물은 2분기까지 기준금리 상회 후 3분기부터 하락세 시도를 전망한다.

3Q초까지 저가 매수 대응  
실제 금리 인하 후 금리  
반등 시 장기물 중심 매수

따라서 3분기까지 듀레이션 확대를 통한 적극적 자본차익 추구 전략은 다소 위험할 수 있다. 연중 국고채 금리 박스권 고착화를 염두에 둔 저가 매수 전략이 유리하다. 국고 3년 기준 3.0~3.5%, 국고 3/10년 평균 15bp 내외를 제시한다. 적어도 3분기초까지는 국고 3년 기준 3.50% 근접 또는 상회 시, 국고 3/10년 기준 20bp 근접 또는 상회 시 저가 매수 대응 전략이 유리할 전망이다.

올해 2% 상회하는 전체 물가 전망으로 인해 단발성 금리 인하가 유력하다. 기준금리 인하 기대 선반영으로 역캐리 장세가 이어진 뒤, 실제 금리 인하 후에는 국고채 금리 상승 전환이 예상된다. 다만 우리는 1차례 인하로는 내수 부양 효과가 제한적일 것으로 판단하며, 이에 따라 2025년에도 통화긴축 강도 조절을 위한 기준금리 인하가 이어질 것으로 전망한다. 따라서 실제 금리 인하 후 금리 반등은 일시적일 가능성이 높고, 이 때 장기물 중심 채권 투자 비중 확대를 제시한다.

24년 금리 전망 경로: 3Q부터 하향 안정세, 3/10년 스프레드 평균 15bp 내외



자료: 인포맥스, 신한투자증권

국내 채권금리 전망 Table

(% )	2024년			2025년	
	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
기준금리 (기말)	3.50	3.50	3.25	3.25	3.00
국고채 3년 (평균)	3.45	3.40	3.25	3.20	3.10
국고채 10년 (평균)	3.60	3.55	3.40	3.30	3.15
국고채 30년 (평균)	3.40	3.35	3.30	3.20	3.00
3/10년 (bp, 평균)	15	15	15	10	5

자료: 신한투자증권

## [국내크레딧] Carry On

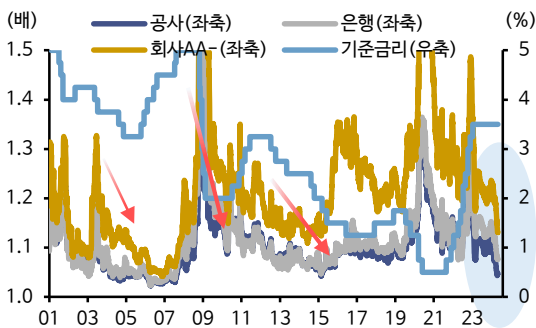
### 금리 인하 기대 후퇴 속 크레딧 레벨 부담 부상

고금리 장기화에 따른 취약 부문 부실 우려는 여전히 회색 코뮌소로 남아있다. 사업성 회복이 묘연한 채 대출 만기연장으로 버티던 PF 사업장에 대해 금융권과 건설사 손실 분담을 수반한 구조조정이 본격화되고 있다. 높아진 이자 부담과 경기 둔화 영향은 한계기업 증가, 가계 및 자영업자 연체를 상승이라는 지표로 드러나고 있다. 반면 펀더멘탈 우려가 무색하게도 연간 크레딧 스프레드(회사 AA-3Y)는 30bp 축소된 44.3bp로 장기 평균을 하회하는 수준까지 도달했다.

5월들어 크레딧 약세 전환의 조짐이 포착되고 있다. 1분기 강세를 이끌었던 금리 인하 기대가 후퇴하고 국내 금리 역캐리 해소됐다. 4월 이후 은행채가 30.1조원 발행되며 수급에 대한 부담도 가중되고 있다. 강세장 속 무시했던 펀더멘탈 고민은 현재 크레딧 레벨이 적절한지에 대한 의문으로 이어질 수 있다.

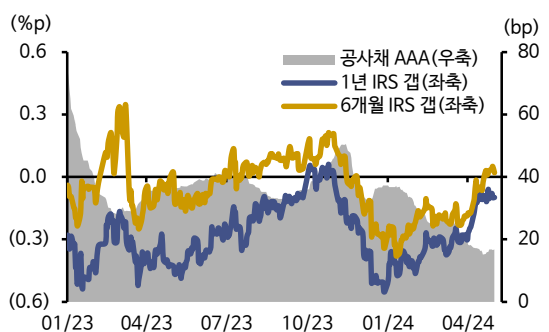
금리 인하 전망 속 크레딧 추가 강세가 가능하다고 판단한다. 과거 금리 인하를 앞두고 펀더멘탈 고민은 반복됐으나, 스프레드 방향성은 수급이 주도해왔다.

#### 주요 채권 3년물 Yield Ratio



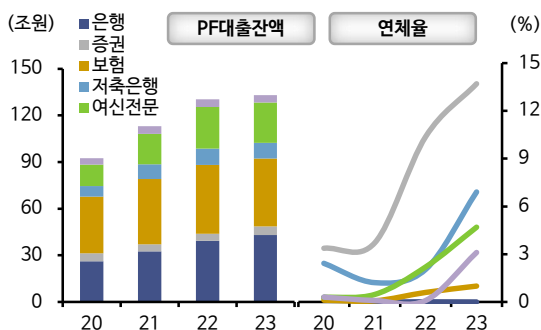
자료: 인포맥스, 신한투자증권

#### IRS금리에 반영된 시장 금리인하 기대 후퇴



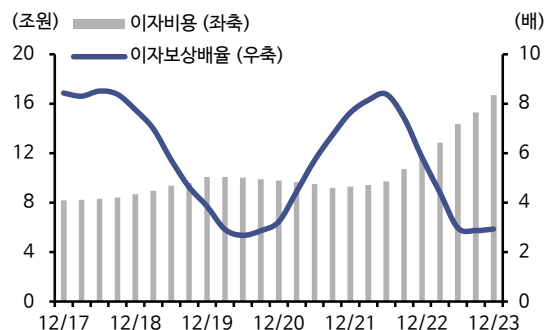
자료: 인포맥스, 신한투자증권

#### 금융권 PF 대출 잔액 및 연체율



자료: 금융위원회, 신한투자증권

#### 주요 발행사 이자비용 및 이자보상배율



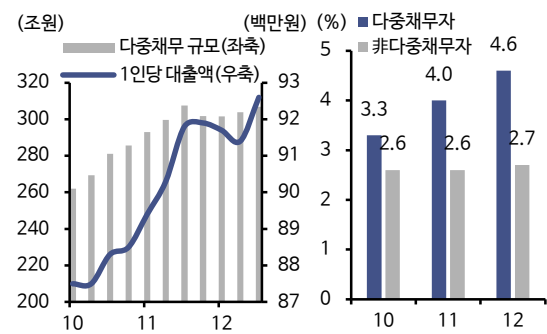
자료: QuantiWise, 신한투자증권



## 2012년 복기: 스프레드 방향성은 축소

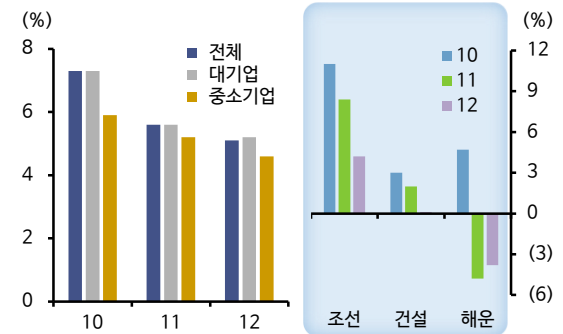
통화정책 전환 기대나 펀더멘탈 측면에서 유사한 환경인 2012년과 비교했을 때 잔존한 우려보다 수급 주도의 스프레드 축소 흐름이 예상된다. 2012년 대외적으로는 유로존 위기, 대내적으로는 내수 및 부동산 경기 회복 지연으로 취약부분의 부실 위험이 높아져 있었다. 2012년 가계부채 증가율은 5.2%로 전년 8.1%대비 둔화되었으나, 소득 증가율이 이를 하회하며 가처분소득 대비 가계부채 비율은 136%로 상승했다. 다중채무자 1인당 대출 규모는 9,260만원, 연체율은 4.6%까지 상승했다. 경기민감 업종을 중심으로 기업 부실 우려도 증가했다. 조선, 건설 업종 상당수가 2012년 영업이익이 큰 폭 감소하거나 적자로 전환했다. 해운 업종은 2년 연속 적자를 기록하며 전반적인 기업 재무건전성 역시 악화됐다.

### 2012년 다중채무 규모, 연체율



자료: 한국은행, 신한투자증권

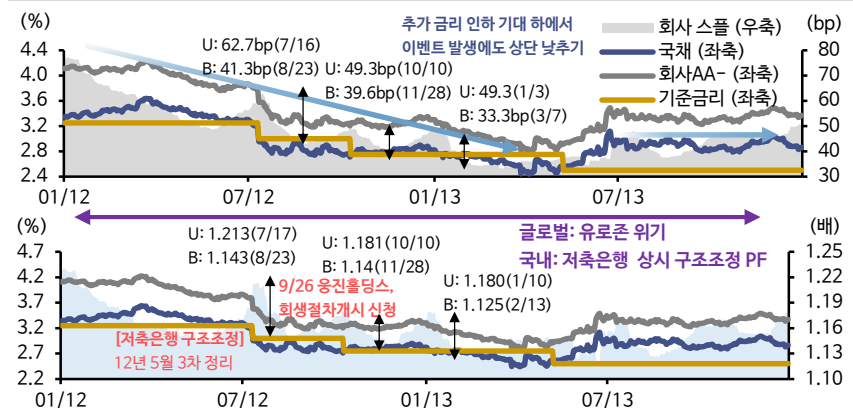
### 2012년 주요 업종 영업이익률



자료: 한국은행, 신한투자증권

불안 요인에도 불구하고 인하 기대를 반영하며 크레딧 강세장이 지속됐다. 당시에 역사적 저점 수준의 크레딧 레벨 부담 속 가격 조정이 반복됐다. 약세의 시작은 저축은행 구조조정(12년 5월, 3차), 웅진홀딩스와 극동건설의 회생절차신청(12년 9월) 등 취약부분의 크레딧 이벤트가 수반됐다. 다만 이벤트 발생 시 스프레드 고점과 저점대비 변동폭을 낮춰가며, 전체적인 방향성은 축소를 이어나갔다.

### 회사채 크레딧 스프레드 및 EDF 부도확률 추이



자료: 인포맥스, 신한투자증권

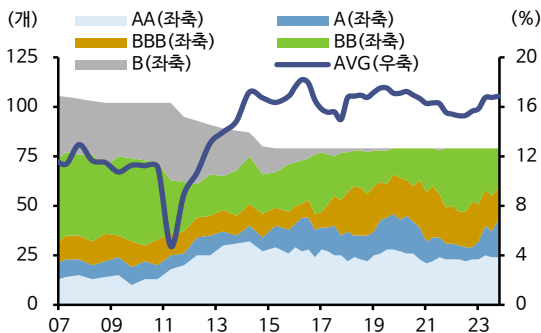


## 금융권 손실 흡수력 비교. 시스템 리스크 확산 가능성 제한

21년 금리 인상기를 거치며 금융권의 대출 건전성 저하가 가시화되고 있다. 다만 금융권 전반의 손실 흡수력 역시 과거 위기 수준 대비 개선되며 시스템 리스크 발생 가능성을 제한하고 있다. 23년말 저축은행 평균 BIS 자본비율 16.9%(8% 미만 0개사), 연체율 7.4%(7% 초과 33개사), 고정이하여신 대비 대손충당금 79.8%(80% 미만 51개사)다. 2011~13년 구조조정을 거치며 전반적인 체력 지표가 월등히 개선됐다. 시장에서 가장 우려하고 있는 PF 연체율 역시 역사적 고점 62%대비 55.1%p 낮은 6.94%다. 금융권 전체로 넓혀봐도 2.7%로 고점 13.6%에 미치지 못하는 수준이다. PF 연착륙을 위한 채안펀드, 회사채·CP 매입을 포함한 85조원+ $\alpha$  시장안정화 프로그램도 가동되고 있다.

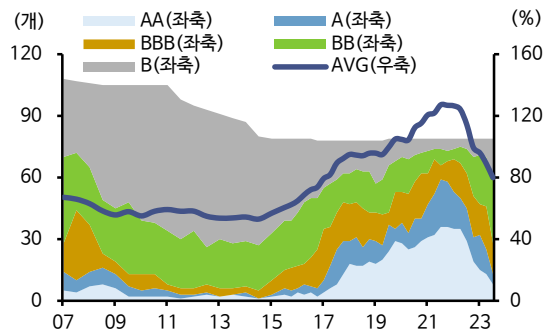
물론 PF 구조조정이 본격적으로 진행되며 회수 의문으로 분류되는 사업장이 늘어나고 금융권의 대손 인식이 증가할 가능성이 높다. 과거와 달리 은행, 저축은행에 집중되었던 PF 리스크가 전 금융권에 노출되어 있고, 유동화증권 차환 리스크에 대한 모니터링도 필요하다. 다만 PF 우려가 장기화되며 금융권 전반의 대응력이 높아졌으며 태영건설 위크아웃과 같이 개별 기업의 부실만으로 금융시장도 예민하게 반응하지 않고 있다. PF에 대한 부담감은 A급 이하 여전채, 증권채의 높은 스프레드 수준이 유지되는 방향으로 전개될 것으로 판단한다.

### 저축은행 BIS 자본비율



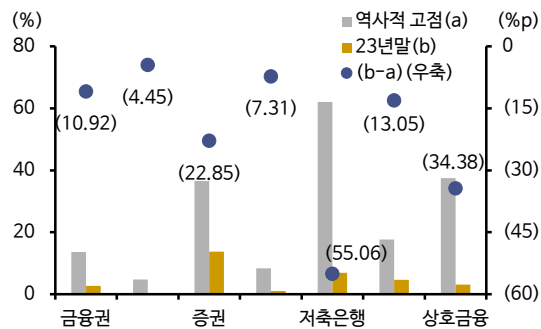
자료: Fisis, 신한투자증권

### 고정이하여신 대비 총당금 적립률 79.8%



자료: Fisis, 신한투자증권

### PF 연체율 역사적 고점 vs. 23년 말



자료: 한국은행, 신한투자증권

### 85조원+ $\alpha$ 시장안정화 지원책

시장안정조치	지원 주체	규모 (조원)	비고
채권시장안정펀드	83개 금융기관	20	~24.12월말
회사채·CP 매입	산은, 기은, 신보 등	10	
- 건설사 보증 PF-ABCP 매입	산은, 신보	1	
채권시장안정 P-CBO	신보	5.6	~24.12월말
증권사 보증 PF-ABCP 매입	금투업계	1.8	~25.2월말
증권사 유동성 지원	증권금융	3	-
PF 사업자 보증	주금융, HUG	30	25 → 30조원 예정
- PF-ABCP대출전환 보증	주금융, HUG	3	
PF 정상화 지원펀드	캠코 (1.1조원), 금융권	2.2	-
준공 전 미분양 대출보증	HUG	5	-
건설사 대출 및 보증 추가 확대	산은, 기은, 신보 등	4.6	-
P-CBO 건설사 편입 확대	신보	1.3	-
非아파트 건설자금 보증	건설공제조합	6	-
非 주택사업 보증	건설공제조합	4	공급 예정
총 프로그램 규모		89.5	건설사 금융지원 +8조원 집행 예정

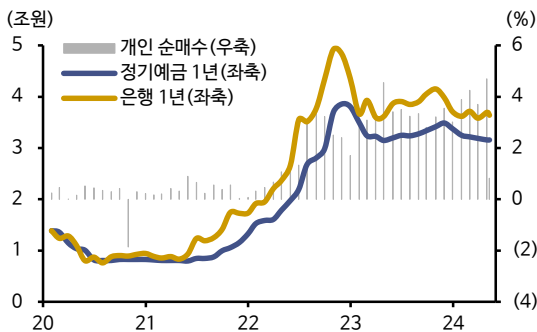
자료: 금융위원회, 신한투자증권

## 수급: 금리 인하 기대, 캐리 확보 수요 견조

유효한 금리 인하 기대 속 캐리 확보 유입은 지속될 것으로 판단한다. 3분기 금리 인하 단행 전 국고채 역캐리 환경 속 크레딧 상대 매력은 여전히 유효하다. 채권형펀드 잔액은 22년말 이후 32.1조원 증가한 150조원을 기록했다. 전년 동기대비 22.4% 증가한 규모로 가파른 증가율을 기록하고 있다. 금리 인상 이후 높은 금리 수준이 형성되고 통화정책 전환 기대가 조성되면서 채권형펀드로의 자금 유입 속도도 빨라져왔다. 초저금리 속 채권 투자 매력이 감소한 2019년을 제외하면 마지막 금리 인하 전까지 높은 증가율이 지속됐다.

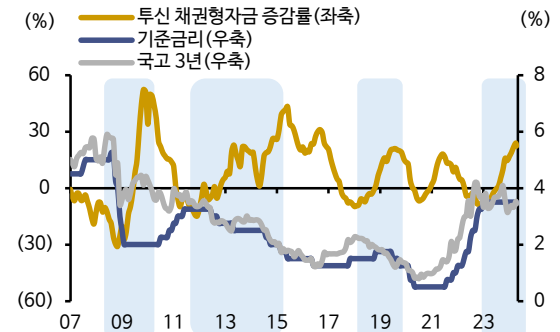
은행 정기예금 대비 금리 매력으로 개인투자자의 장외채권 매수세 역시 지속될 것으로 기대한다. 개인 투자자의 장외채권 순매수 규모는 22년 21.4조원, 23년 40조원, 24년 17.4조원으로 증가했다. 은행권의 대출 성장률 둔화로 자금운용 수단이 제한되며, 고금리 예금 유치 필요성이 감소한 상황이다. 1년 정기 예금 금리는 3.16%로 예금대비 크레딧 채권 매력이 부각된다.

### 1년 정기예금 금리 3.16%. 개인수요 유입 기대



자료: 인포맥스, 신한투자증권

### 금리 인하기 투신채권형펀드 자금 증가율 상승



자료: 인포맥스, 신한투자증권

## 수급: 초우량물 가격 조정 후 강세 지속 여력 충분

초우량물 만기도래 규모는 상반기 대비 32.9조원 증가한 151.6조원이다(공사채, 은행채 각각 43.7조원, 107.8조원). 차환 물량과 더불어 공공기관 공적 기능과 은행권 상생금융 역할이 강조되며 상반기 대비 발행량이 늘어날 것으로 판단한다.

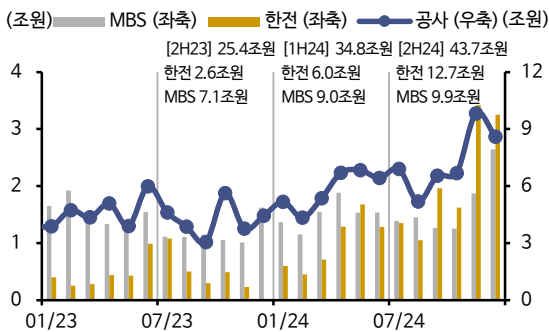
캠코는 새출발기금, PF 부실채권 매입 펀드(1.1조원) 집행을 위한 자금 수요 증가로 23년 이후 1.9조원 순발행되며 발행잔액이 5.9조원까지 늘어났다. HUG 역시 PF 대출 보증(17조원), 전세사기 대위변제를 위한 자금 조달 필요성이 높아지자 정관 변경으로 공사채 발행 근거를 마련했다.

은행권은 자체 재원을 통해 중소기업 지원 프로그램을 출시한다. 신산업 지원 및 일시적 어려움 겪는 중소기업 우대금리 지원 프로그램이 각각 5조원 규모로 4월 이후부터 본격적으로 출시될 예정이다. LCR 규제도 정상화되며 규제 이상의 유동성 확보 필요성도 높아졌다(23년 4대 은행 LCR 100% 기상회, 평균 101.4%).

은행권 대출 태도 역시 점진적으로 완화되는 흐름이다. 대출 건전성 관리, 스트레스 DSR 도입으로 3Q23 이후 은행권은 대출을 타이트하게 관리해왔으나, 대출행태 서베이 상 2분기 들어 강도는 완화될 전망이다.

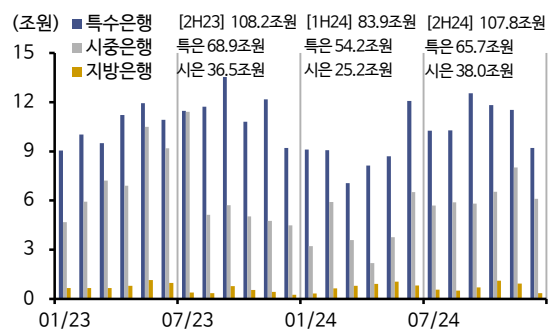
4월까지 기준금리 수준에 근접했던 초우량물 금리는 발행 확대 전망 속 조정 중이다. 다만 위험자산 경계 속 우량물에 대한 견조한 수요가 스프레드 상단도 제한할 전망이다. 35bp 돌파 가능성은 제한적으로 판단하며, 3.8% 레벨 도달 시 매수 대응이 유효하다.

### 공사채 만기도래 규모



자료: 인포맥스, 신한투자증권

### 은행채 만기도래 규모

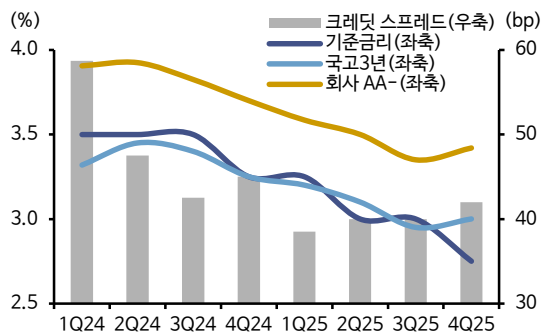


자료: 인포맥스, 신한투자증권

## 2H24 크레딧 전망: Carry On

25년 Terminal rate 2.75% 전망 속 크레딧 스프레드 축소세가 지속될 전망이다. 2012년 대비 양호한 펀더멘탈 수준을 고려할 때 당시 YR 저점 1.14배 이하를 돌파할 여력도 충분하다. 초우량물 발행 확대로 1분기 대비 수급상 강세 요인은 약화되었으나, 수급 부담보다는 가격 조정으로 소화 후 스프레드 축소세는 유효하다. 3분기 국채 금리는 역캐리 속 박스권을 등락 후 10월 금리 인하 이후 커브 스테이이 예상된다. 3분기 A급 회사채 단기물 대응, 4분기 금리 반등 시 우량물 중심 듀레이션 점진적 확대 전략을 제시한다.

### 크레딧 스프레드 전망



자료: 신한투자증권

### 1Q 대비 강세 강도 요약

	국채 금리	수급 (발행)	스프레드 방향성	비고
1Q24	-2 (역캐리)	-1	-3	- 연내 2회 이상 금리 인하 기대속 역캐리 지속 - 초우량물 발행 감소로 강세폭 부각
2Q24	+1	+1	+2	- 1분기 강세 누적에 따른 레벨 부담 속 은행채 발행 재개 - 신평사 정평 등급 하향 조정 전망, PF 구조조정 가속
3Q24	-2 (역캐리)	+1	-1	- 은행채 순발행 지속에도 국채 금리 역캐리 속 상대 매력 부각 - PF 경공매 과정에서 손실 인식으로 A급 이하 여전체 위험 회피
4Q24	0	+1	+1	- 4Q 단발성 인하 실망: 국채 역캐리 해소 - CP 등급 정평 대기 및 계절적 약세 전망

자료: 인포맥스, 신한투자증권