

2023년 11월

# 채권 2024년 연간전망

2023. 11

# Executive Summary

## 01 미국 국채

- 물가와 경기가 완만히 하락하는 가운데 3분기 기준금리 인하 시작, QT 중단되는 환경
- 내년 금리는 완만히 하락해 연말 10년 금리 3.8% 내외. 2분기부터는 커브 스틱을 예상

## 02 미국 크레딧

- 내년 침체가 없다고 가정 시 하반기 정책 환경은 크레딧 시장에 우호적
- 투자등급: 내년 시장금리 완만한 하락, 충분한 현금보유 등에 고금리 충격 감내 가능 OW
- 하이일드: 1분기까지 부도율 상승 감안하면 상반기 UW, 하반기 NE

## 03 신흥국 채권

- 상반기에는 1)일부 신흥국 기준금리 인하, 2)물가에 비해 높은 실질성장률, 3) 약 달러 압력 유지. 일부 긍정적인 국가 위주(브라질 등) OW
- 하반기에는 달러 강세 재개로 NE

결론: 미국 국채 = 한국 국공채 = 미국 IG > 달러표시 신흥채 > 미국 HY

---

## Executive Summary

### 04 한국 국공채

- 내년 말 헤드라인 물가 2%대까지 하락하는 가운데 GDP 갭은 2년 연속 마이너스(-)
- 금리는 완만히 하락해 연말 10년 금리 3.3% 내외. 2분기부터는 커브 스틱을 예상

---

### 05 한국 크레딧

- 내년 크레딧 스프레드는 상저하고 흐름
- 상반기 강세를 보인 후 하반기에는 신용 위험 불확실성 등으로 제한적 약세 전망

# 글로벌 채권 2023년 Review

			글로벌 종합	선진국 정부채	글로벌 투자등급	글로벌 하이일드	미국 정부채	유로존 정부채	미국 투자등급	미국 하이일드	유럽 투자등급	유럽 하이일드	신흥시장 정부채(\$)	신흥시장 정부채(LC, Hedged USD)	신흥시장 정부채(LC, Unhedged USD)	한국 국공채
Performance	1M	%	5.50	5.46	6.11	4.97	3.83	3.29	6.32	4.54	2.35	2.58	5.73	2.62	6.15	4.59
	3M	%	1.19	0.87	1.99	2.49	0.38	0.94	1.54	2.10	1.88	2.62	1.59	1.07	2.31	2.40
	YTD	%	1.94	0.38	5.53	9.51	1.11	3.64	4.35	9.38	5.36	8.72	6.14	5.77	10.94	5.22
	1Y	%	2.49	1.10	5.75	10.09	0.60	(1.11)	3.89	8.70	3.50	7.95	6.49	6.22	13.37	5.85
	3Y	%	(17.55)	(21.49)	(13.61)	(0.33)	(13.55)	(18.29)	(12.64)	4.19	(9.74)	1.23	(12.68)	(7.92)	(12.84)	(5.99)
Spread	현재	bp	51.1	13.5	124.2	407.3	-	-	106.8	375.2	148.0	433.9	411.9	-	-	-
	1M	bp	(4.0)	(1.2)	(18.2)	(53.9)	-	-	(22.5)	(61.9)	(12.4)	(39.3)	(24.2)	-	-	-
	3M	bp	6.8	0.2	(8.7)	(2.1)	-	-	(10.7)	3.6	(7.1)	(7.3)	(10.0)	-	-	-
	YTD	bp	5.3	(0.8)	(23.1)	(94.5)	-	-	(23.3)	(93.5)	(19.4)	(58.6)	(40.6)	-	-	-
	1Y	bp	3.7	0.1	(29.9)	(92.9)	-	-	(26.0)	(72.4)	(33.4)	(73.0)	(56.4)	-	-	-
	3Y	bp	24.1	3.2	17.5	(13.8)	-	-	2.4	(37.1)	54.2	74.4	32.4	-	-	-
YTW	현재	%	3.90	3.23	5.19	8.42	4.50	3.08	5.56	8.42	4.04	7.53	8.53	-	6.45	3.64
	1M	bp	(44.8)	(36.6)	(66.8)	(93.6)	(54.1)	(37.4)	(79.3)	(106.4)	(41.2)	(58.6)	(84.9)	-	(40.8)	(51.4)
	3M	bp	(1.2)	(0.6)	(11.6)	(7.2)	(2.0)	(7.2)	(5.3)	1.7	(18.8)	(10.4)	2.4	-	5.5	(14.4)
	YTD	bp	16.4	19.0	1.4	(56.5)	30.8	(7.5)	13.3	(53.3)	(23.2)	(28.0)	(2.7)	-	(41.1)	(24.7)
	1Y	bp	36.2	42.2	19.2	(34.7)	43.3	55.8	25.1	(20.3)	19.7	12.2	2.2	-	(41.5)	(31.6)
	3Y	bp	303.8	273.5	379.4	390.5	393.9	329.3	375.6	372.0	380.1	451.6	377.0	-	209.1	230.4
Duration	현재	년	6.66	7.40	6.13	3.67	6.06	7.30	7.14	3.86	4.52	3.14	6.54	-	4.90	7.28

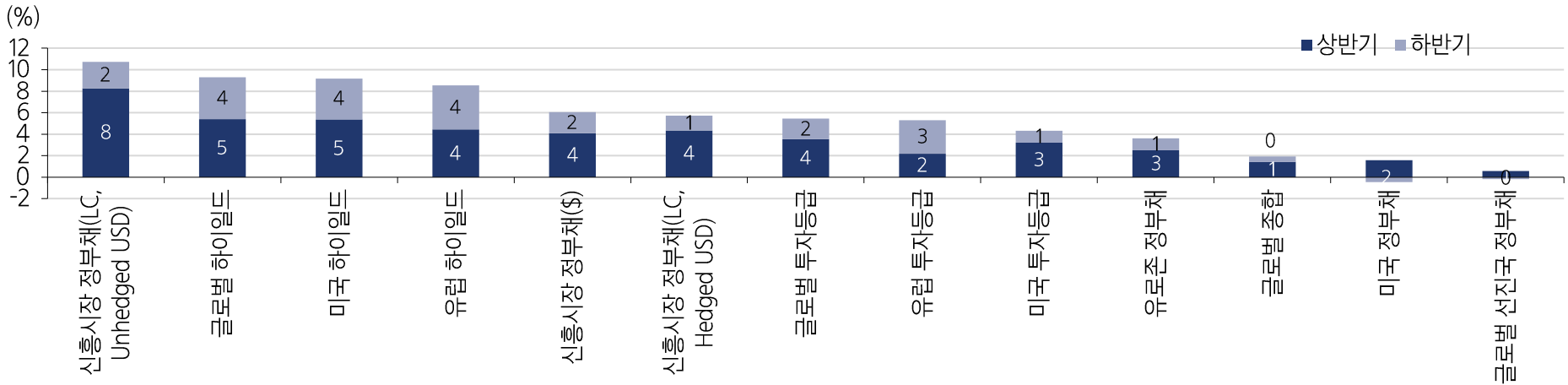
# 글로벌 채권 Review

## 금리는 상승 vs. 신용 스프레드 축소

- 금리는 상승 vs. 신용 스프레드는 축소된 한해
- 미국 10년 금리는 YTD로 50bp 가까이 상승했으나, 스프레드는 미국 투자등급-23bp / 미국 하이일드94bp / 달러표시 신흥국채 -40bp 축소
- 이에 연초대비 성과 또한 채권자산 중 위험자산 위주로 높은 성과를 기록



## 채권 자산군별 총 수익률



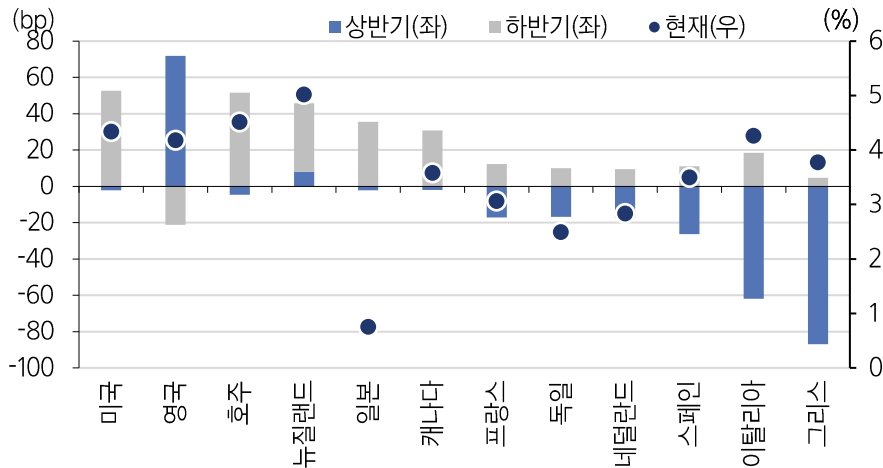
자료: Bloomberg/ 주: 신흥국 달러표시 정부채-JP morgan EMBIG Diversified Core, 신흥국 로컬통화표시 정부채- JP morgan GBI-EM, 그 밖의 지수는 Bloomberg Barclays 기준

# 글로벌 채권 Review

## 한박자 빠른 신흥국의 통화정책

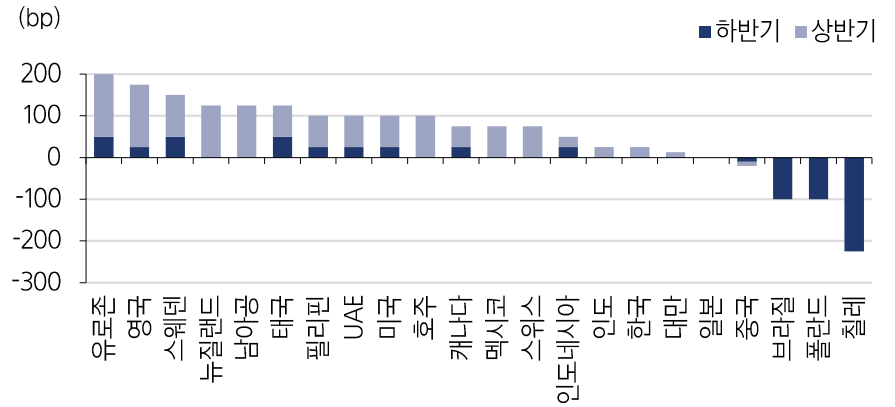
- 정책금리는 상반기 중 대부분의 국가에서 인상을 지속했으나, 하반기에는 일부 신흥국에서 인하를 단행. 신흥국의 통화정책 사이클 한박자 빠른 모습
- 상반기에는 정책금리 인상에도 불구하고 대부분 국가에서 시장금리가 오히려 하락(경기 하강 반영)했으나, 하반기에는 예상보다 좋은 경기 반영하며 시장금리 대부분 상승

### 선진국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리

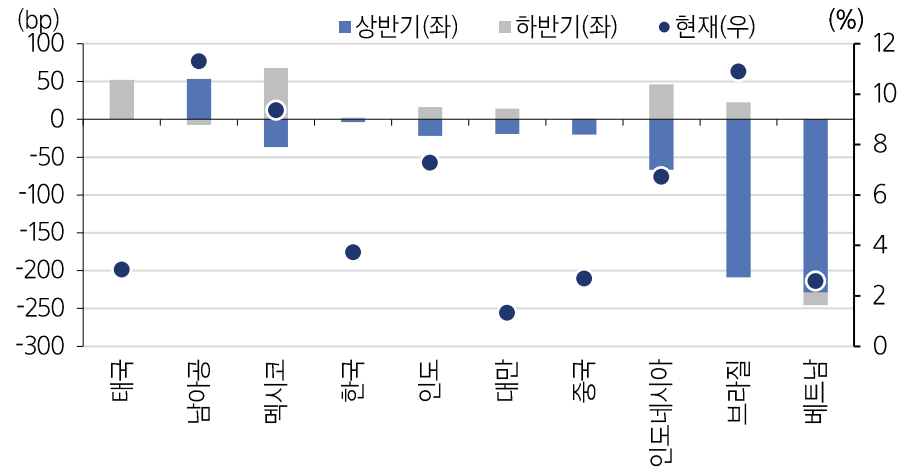


자료: Bloomberg

### 주요 기준금리 인상 및 인하 국가

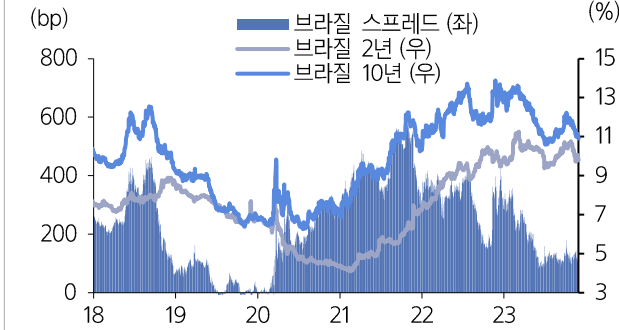
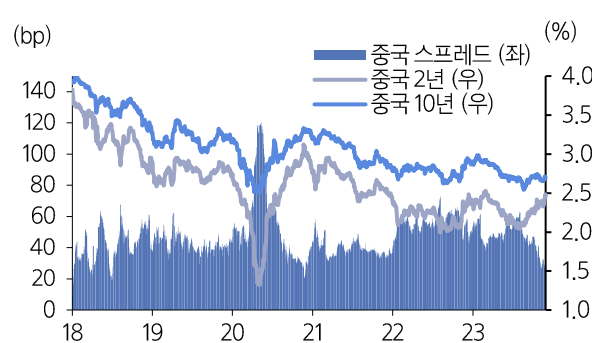
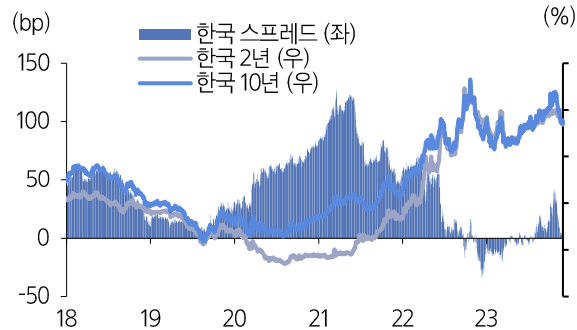
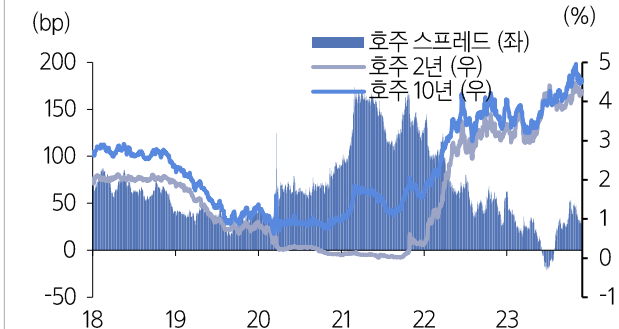
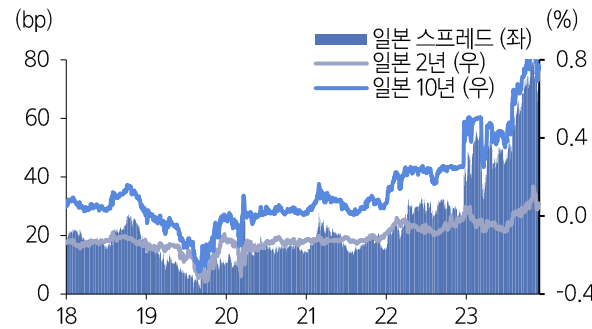
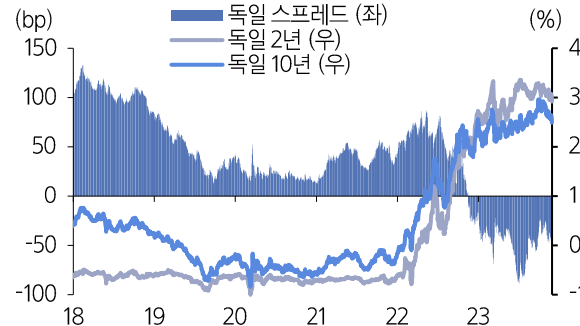
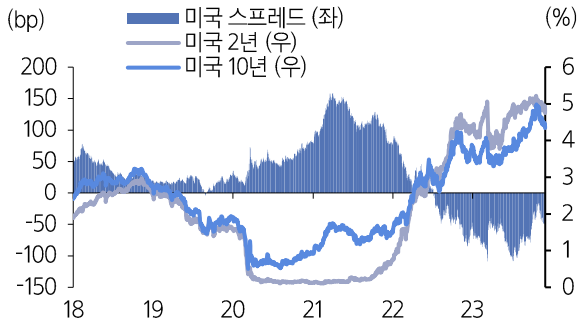


### 신흥국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



자료: Bloomberg

# 참고: 주요국 국채금리, 장단기 스프레드



01

# 미국 국채

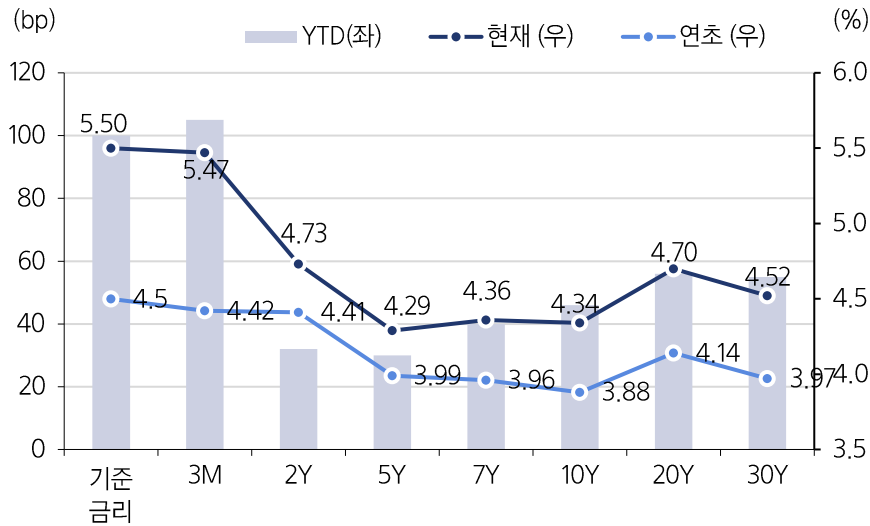


# 미국 금리 2023년 Review

## 기준금리 인상, 경기, 물가, 발행 부담 모두 상존했던 한 해

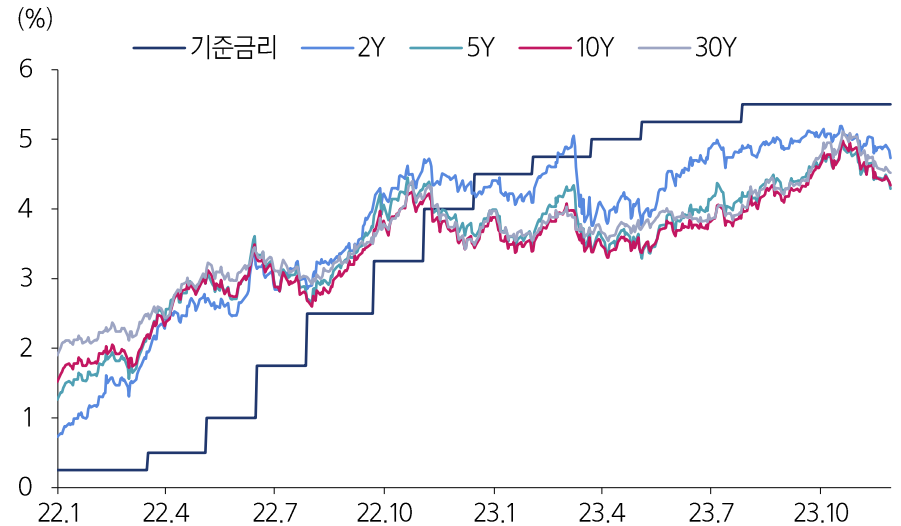
- 연중 내내 SVB 사태, 신용등급 강등, 3분기 국채 공급 증가 우려 등 시장 변동성을 높이는 이슈 산재
- 상반기 중 기준금리 동결 가능성 지속 제기되었으나 연준은 물가 통제 의지 보여주며 인상 단행, 시장의 최종 기준금리 예상치 지속 상승
- 하반기에는 예상보다 좋은 고용 및 소비지표 등에 높은 기준금리가 오래 지속될 수 있다는 우려 확대되며 금리 급등
- 이후 금리 인상 종료를 시사하는 연준 스탠스에 금리 빠르게 상승폭 반납

연초대비 전반기물 상승, 3m/10Y 플랫, 2Y/10Y 스틱



자료: Thomson Reuters

금리 변동성 확대



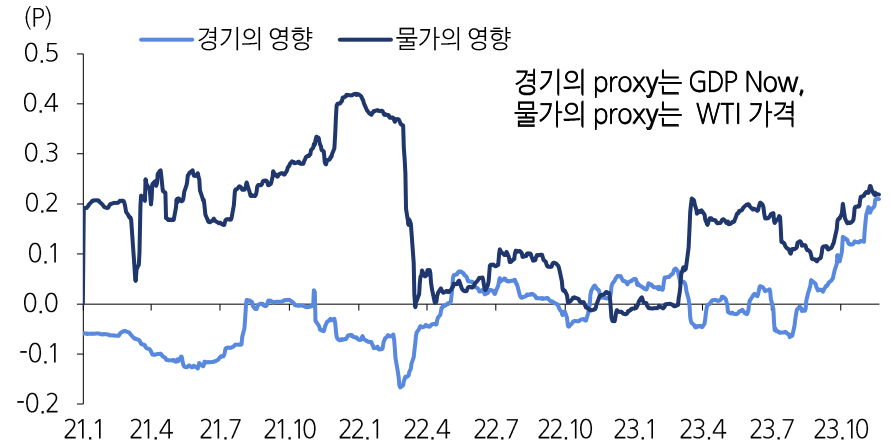
자료: Thomson Reuters

# 중요해지는 경기의 영향

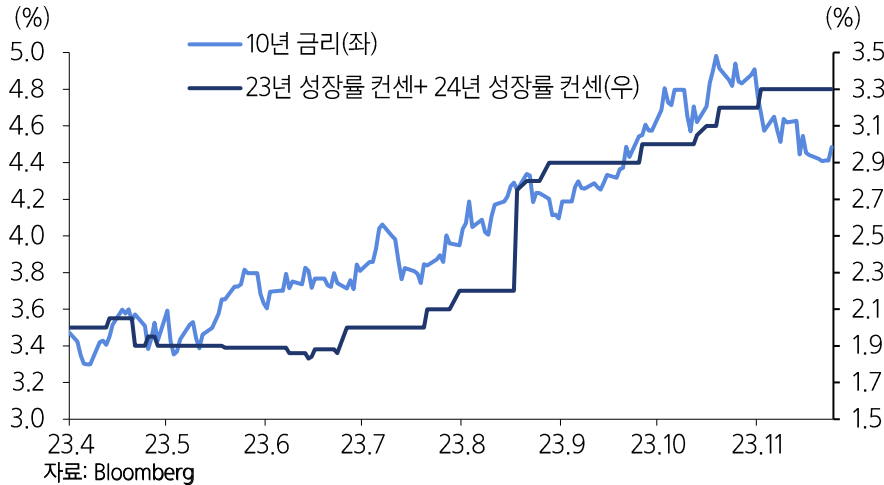
## 경기 개선에 따른 수요측 압력. 2~3% 물가, 금리 안착

- 올해의 금리 상승 흐름을 보면 21~22년 물가에 대한 전망치가 상향되면서 금리가 올랐던 경로와는 다르게 경기에 대한 컨센이 금리 상승을 주도
- 공급측 쇼크에 따른 물가 충격으로 기준금리를 인상했던 국면은 끝
- 이제는 수요측 (경기개선) 물가 압력에 의해 정책금리 상승과 장기물 금리 상승이 동시에 나타나는 중

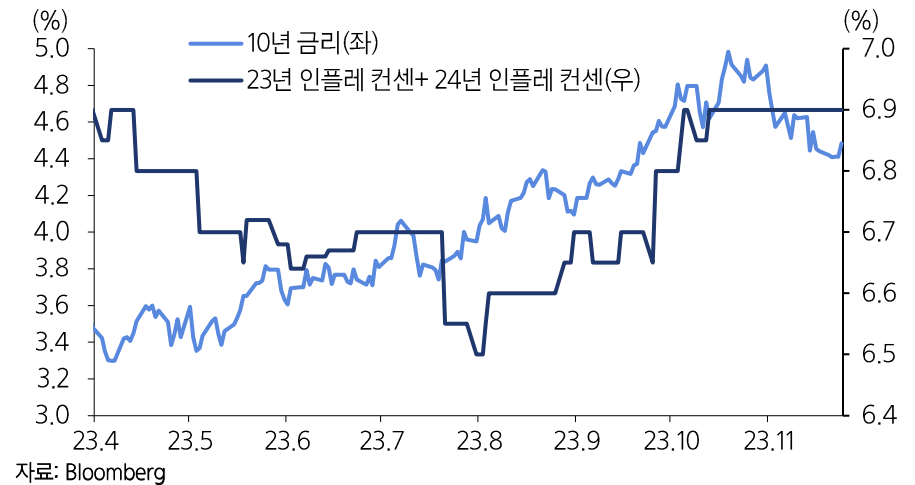
### 경기와 물가 등락 & 명목금리 등락의 상관관계



### 성장률 컨센서스가 금리에 미치는 영향



### 물가 컨센서스가 금리에 미치는 영향



# 성장률 수치 vs. 시장금리 내년 성장 전망 대비 너무 높은 현재 금리

내년 4분기 10년 금리는 명목성장률 (4.0%) 소폭 하회하는 3.8% 내외로 예상

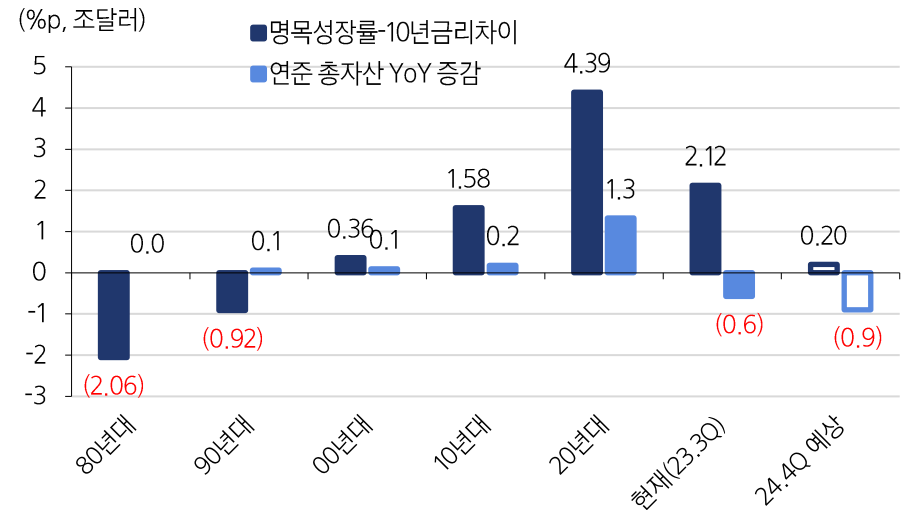
- 10년 금리의 적정 수준을 예측하기 위해 명목성장률을 고려. Fed는 내년 4분기 명목성장률을 4.0%로 예상
- 2010년대 들어 연준의 QE로 인해 10년 금리가 명목성장률을 대폭 (1~5%p) 하회 중
- 다만 내년에는 QE가 아니라 QT를 지속하므로 10년금리가 명목성장률과 비슷하거나, 이를 소폭 하회할 전망
- 장기중립금리와 장기 명목금리를 비교해보아도 장기중립금리가 2.5%로 하향된 현재 시점에서 4% 넘는 금리는 매력적

장기 중립 금리 상회하는 구간에서 장기금리는 충분히 매력



자료: Bloomberg

2010년 이후 QE로 인해 명목금리가 명목성장률을 크게 하회



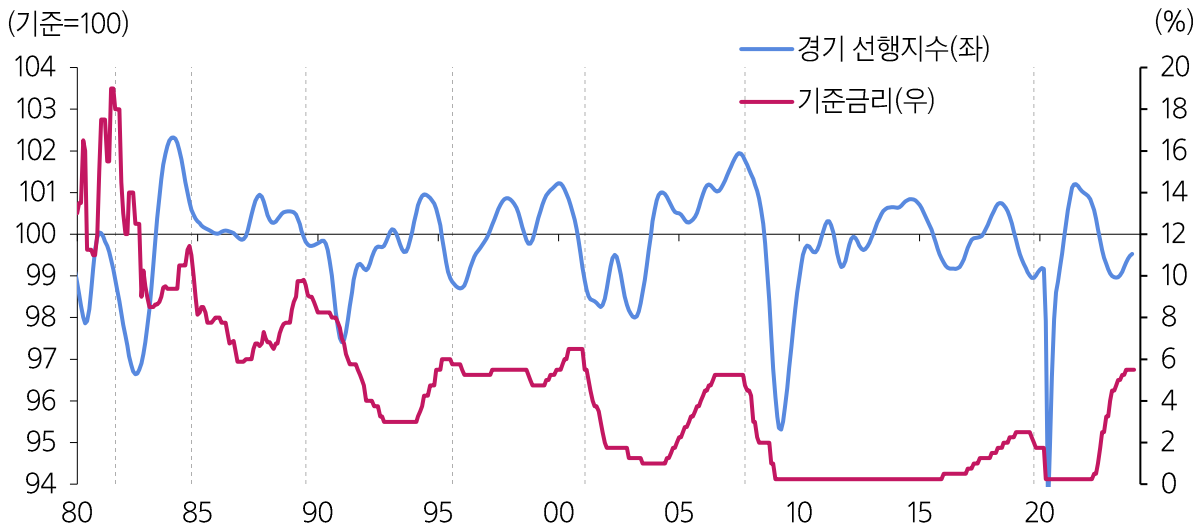
자료: Bloomberg

# 기준금리 예상 경로 내년말 점도표(연 2회 인하)대로 5.0% 예상

## 침체가 아니더라도 보험성 기준금리 인하 가능, 더 이상 Higher는 x, Longer에 집중

- 내년 미국의 성장은 잠재성장률을 소폭 하회하는 수준으로 침체가 아닌 연착륙 수준일듯
- 과거 기준금리 인하 시점의 경기 선행지수를 보면 대부분 경기선행지수가 하락하는 시점에서 인하를 시작
- 경기선행지수 기준으로 내년 상반기에 고점 형성 이후 하반기 완만한 하락 예상. 침체가 아니더라도 2019년과 같이 9월부터 보험성 인하 예상
- 경기가 침체로 접어들지 않는다는 가정 하, 기준금리는 현재의 점도표(연 2회 인하) 대로 내년 말 5.0%로 예상

미국 경기선행지수와 기준금리 인하 시작점 (점선이 인하 시작)



자료:Bloomberg

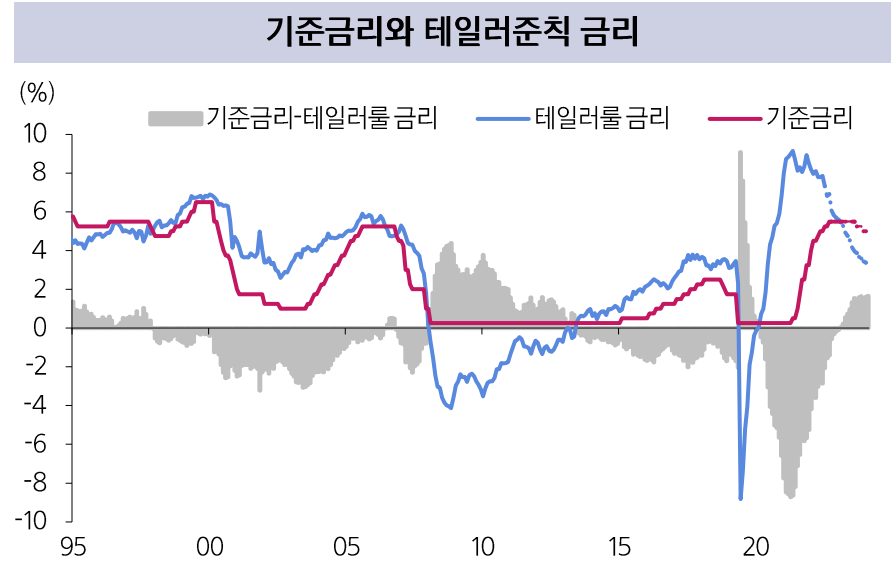
기준금리 인하 시작점의 물가와 경기동행지수

	경기선행지수		방향
	물가 %YoY	레벨 (기준=100)	
81	10.0	99.2	하락
84	4.3	100.6	하락
89	5.2	99.8	하락
95	2.8	98.9	하락
01	3.6	98.9	하락
07	2.8	101.8	하락
19	1.7	99.0	보험
현재	3.5	99.5	상승

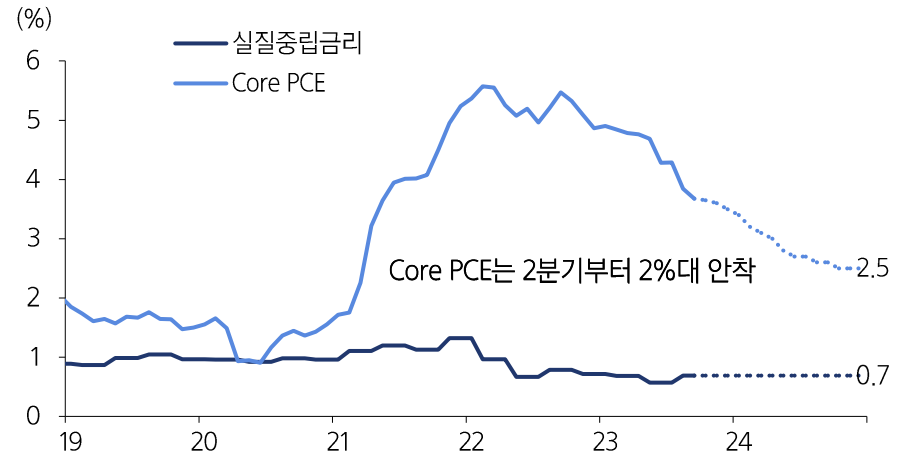
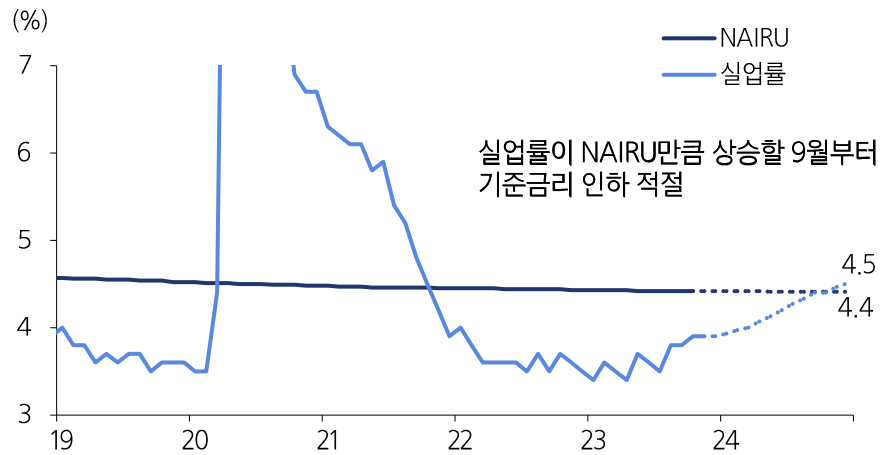
# 내년은 과대 긴축 구간

내년말 기준금리: 연준 5.0% > 테일러룰3.3%

- 내년 말 테일러 준칙 기준금리  
 $= \text{실질중립금리} + \text{Core PCE 물가} + [0.5 * (\text{Core PCE 물가} - \text{목표})] + [0.5 * 2.0 * (\text{NAIRU} - \text{실업률})]$   
 $= 0.7 + 2.5 + [0.5 * (2.5 - 2.0)] + [0.5 * 2.0 * (4.5 - 4.4)]$   
 $= 3.34 \%$



테일러룰에 사용된 input: 실업률 (Bloomberg 컨센서스), 자연실업률(CBO 추정), Core PCE(당사 추정), 실질중립금리 (NY fed 추정)



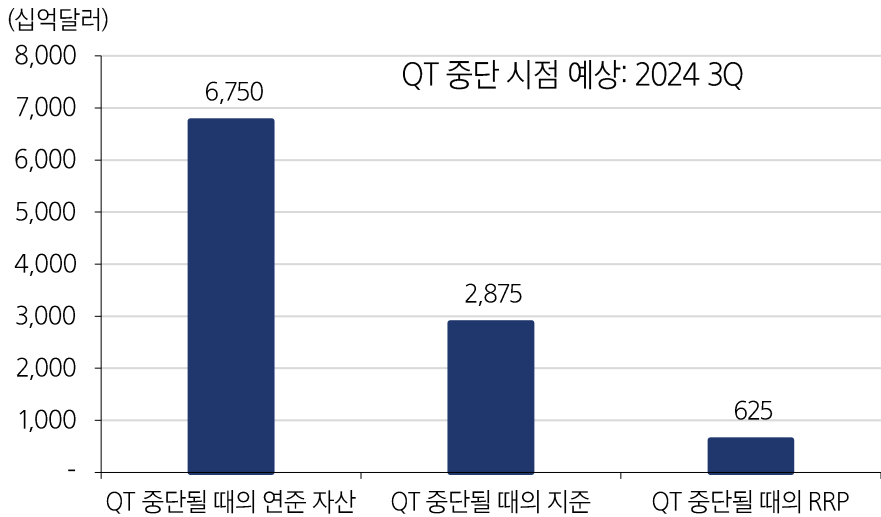
자료: CBO, Bloomberg /주: 실질중립금리 추정치는 23년 2분기까지 발표돼, 내년의 예상치는 최근 발표된 4개 분기 평균으로 사용

# QT도 3Q 째 중단 올해 기간프리미엄 상승의 배경이었던 QT

2025~26년 침체 가능성에 대비하여 인하 여력 만들어 줘야. 내년의 과대 긴축은 QT 중단으로 대응

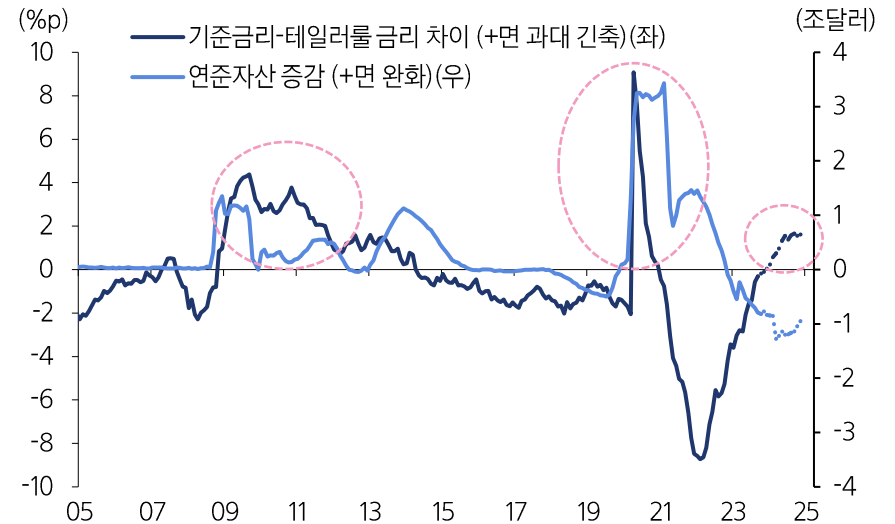
- 테일러 준칙 금리인 3.34%까지 인하하지 않는 이유는 물가 하락과 실업률 상승에도 불구하고 내년이 침체는 아니기 때문, 이후의 침체 가능성에 대비하여 통화완화(금리 인하) 여력을 비축해둘 가능성이 높다고 판단
- 2008 금융위기 이후 기준금리와 테일러 준칙 금리의 차이는 크게 확대. 연준이 “자산량 조절”이라는 수단으로 기준금리의 과대 긴축/과소 긴축을 조절 가능해진 것이 배경. 내년 중반부터는 QT 속도를 조절 or 중단을 통해 기준금리의 과대 긴축 정도를 미세 조정할 듯

프라이머리 딜러 서베이 결과(10월, 중간값기준)



자료: NY fed

기준금리 과대 긴축구간에서는 QT를 보통 안함



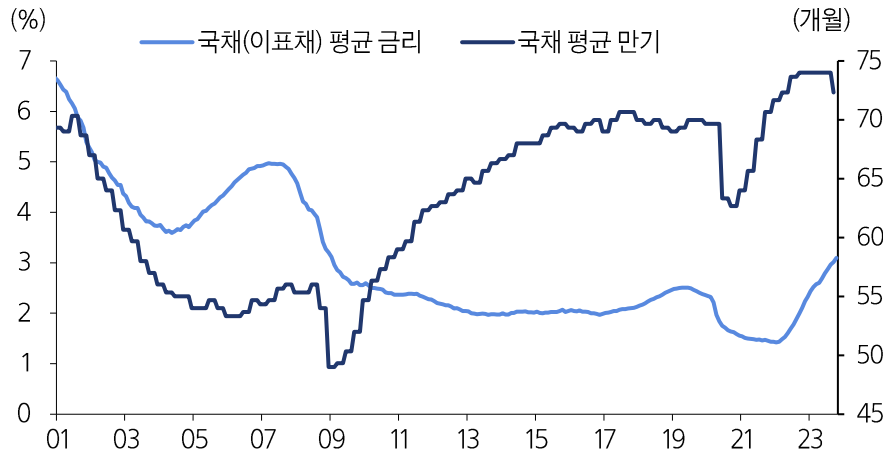
자료: Bloomberg

# QT도 3Q 째 중단 기준금리 인하 & QT 양립 불가

## 정부의 단기채 발행 증가로 단기금리 상승 압력

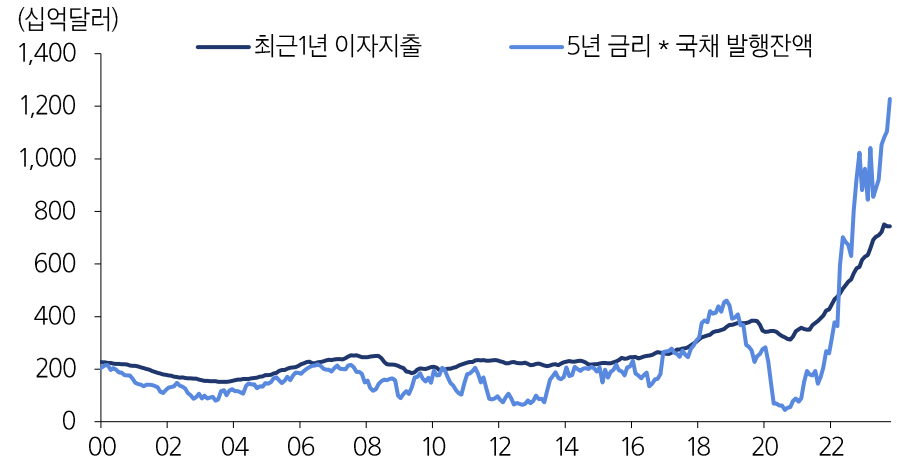
- 중장기물 금리 상승 → 정부의 이자부담 지속 → 단기채 중심의 발행 → 단기채 금리 급등 → 기준금리 인하할 9월부터 연준의 단기채금리 통제 능력 후퇴 → QT 속도 조절을 통해 시장금리 조절 필요
- 위의 경로가 연준 입장에서 “기준금리 인하” & “QT”를 동시에 진행하지 못하는 이유

### 금리 상승으로 인해 단기채 중심 발행하는 정부

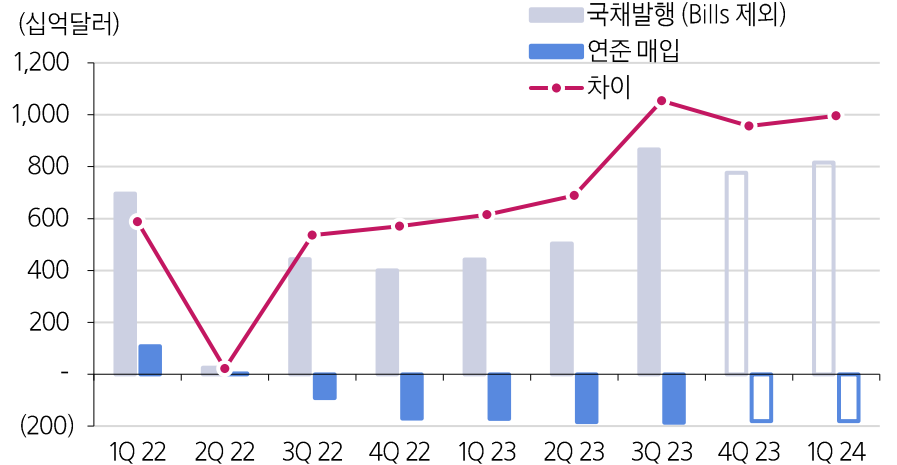


자료: NY fed

### 정부의 이자지출 부담은 과도해지는 중



### 국채발행-연준매입 (시장의 공급 압력) 증가로 금리 상승했음



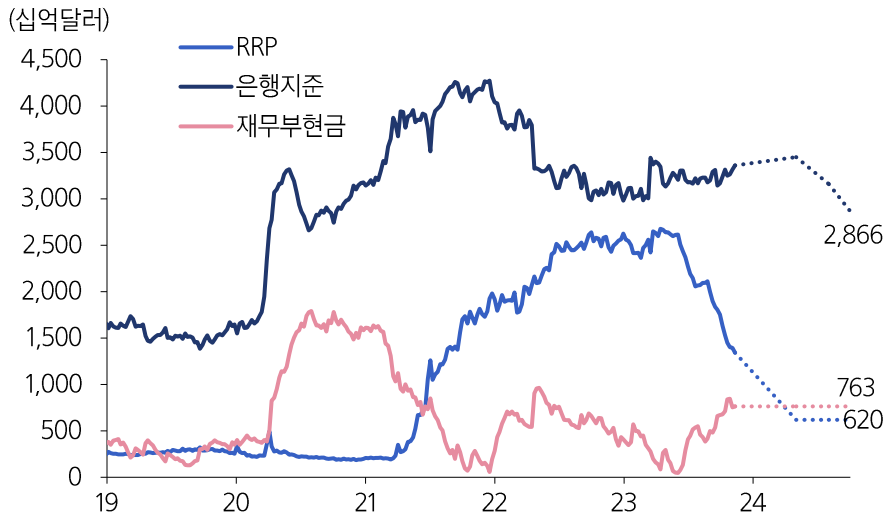
자료: Bloomberg

# QT도 3Q 째 중단 은행 지준이 관건

## 내년 3분기쯤 은행 지준 2.9조달러 수준. QT 중단 논의 가능

- 작년 월러 이사는 적정 은행 지준 규모를 GDP 대비 10~11%라고 추정
- 은행 지준 경로 예측을 위한 가정: 1) 연준 총자산(=부채)가 연준 계획대로 월 950억달러씩 감소, 2)재무부 현금은 현재 수준에서 유지, 3) RRP는 올해 4분기 내년 1분기 단기채 발행분의 80%만큼 축소(RRP에 투자됐던 자금이 단기채로 이동 중), 4)통화량 증가분은 현재 증가 속도 유지 → 은행 지준은 내년 9월 말 2.9조달러 수준으로 GDP의 10%에 도달
- 내년 3분기 경 QT 중단 또는 속도 조절 논의 가능. QT 종료에 대한 기대가 2분기부터 반영되면서 중장기물 금리 하락 가능

2024년 9월 말 연준 부채변 항목들의 예상치



자료: Bloomberg

내년 3Q 은행 지준은 GDP 대비 10% 정도



자료: Bloomberg



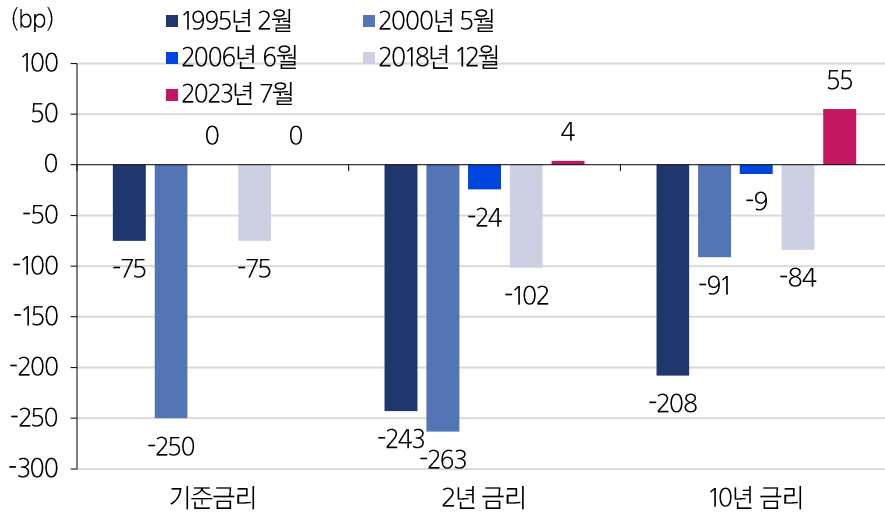
# 결론 절대 수익률 관점 장기채 OW, 변동성까지 감안 시 전 만기물 담는 전략

## 금리는 완만한 하락, 커브는 2분기부터 소폭 스틱

- 물가와 경기가 완만히 하락하는 가운데 3분기 기준금리 인하 시작, QT 중단되는 환경 등을 감안하면 내년 금리는 완만히 하락. 2분기부터는 커브 스틱을 예상
- 과거 마지막 기준금리 인상 이후 1년 동안 절대수익률 관점에서는 장기물이 항상 유리
- 다만 변동성까지 고려했을 시 장단기물 모두 담는 전략 적합

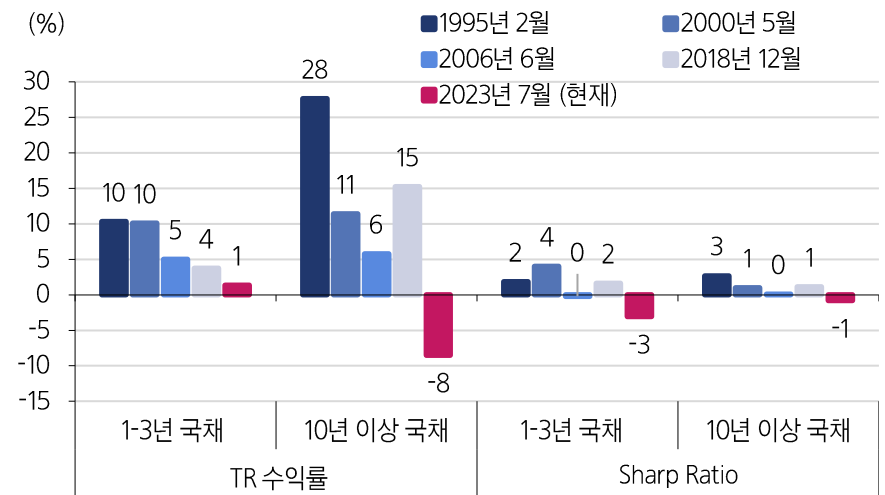
	24.1Q	24.2Q	24.3Q	24.4Q
기준금리	5.50	5.50	5.25	5.00
2년 금리	4.65	4.60	4.30	4.00
10년 금리	4.20	4.15	3.90	3.80
2/10년 Spread	-60	-55	-40	-20
	보합		불 스틱	

### 마지막 기준금리 인상 이후 1년동안 금리 등락



자료: Bloomberg

### 마지막 기준금리 인상 이후 1년동안 장단기 국채 성과



자료: Bloomberg /주: 무위험 수익률은 기준금리로 계산

02

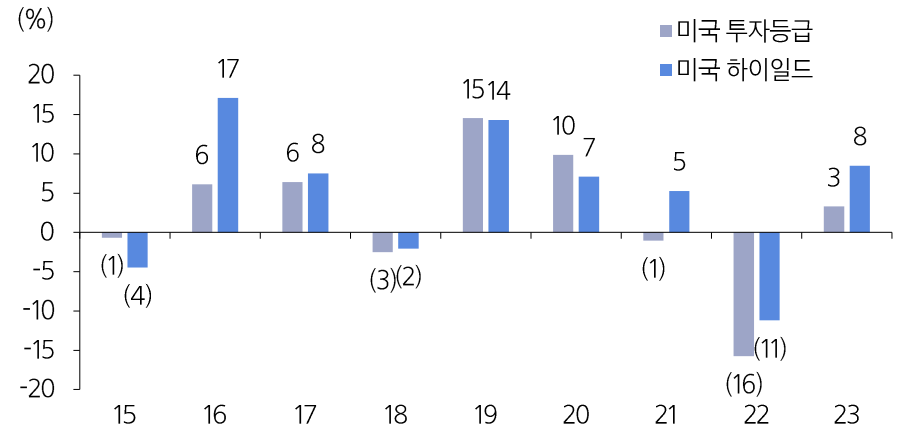
## 크레딧과 신흥국

# 미국 크레딧 IG OW, HY 상반기 UW 하반기 OW

## 올해 연중 내내 스프레드 축소

- IG와 HY는 올해 연간으로 스프레드 각각 20bp, 80bp 넘게 축소
- 3월 SVB발 충격을 제외하면 스프레드는 연중 내내 축소 기조를 유지
- 다만 시장금리 상승으로 IG YTW는 연초대비 30bp 상승, HY는 33bp 하락. 연중 수익률은 캐리 효과로 플러스(+) 반전에 성공

연간 수익률

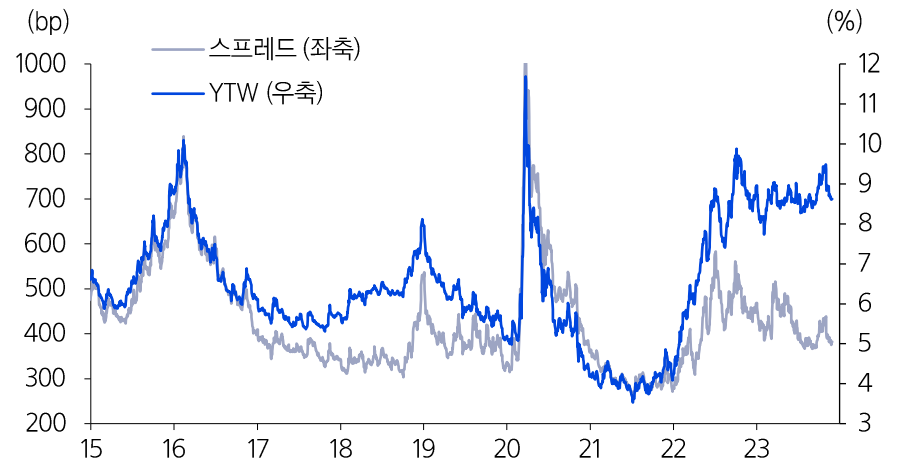


IG 스프레드와 YTW



자료: Bloomberg

HY 부도율과 전망치



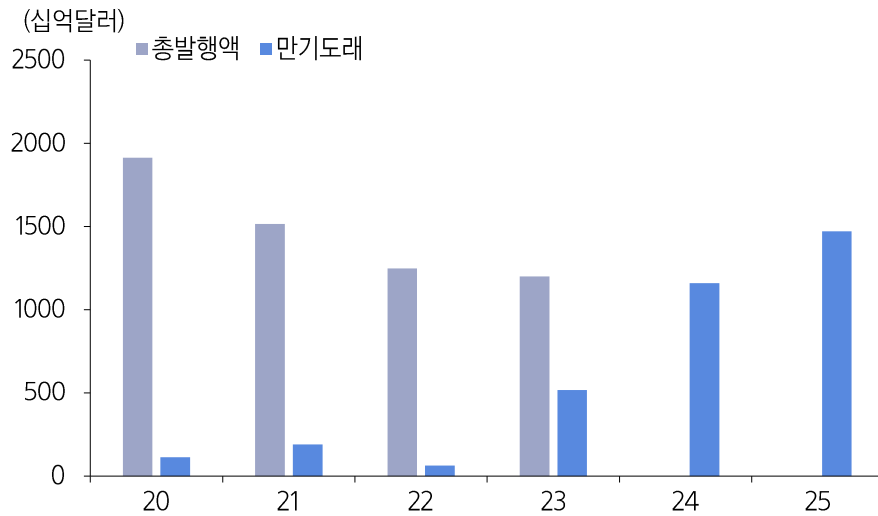
자료: Bloomberg

# 미국 크레딧 IG는 높아진 금리 감내 가능

## 투자등급: 내년 시장금리 하락, 충분한 현금보유 등에 고금리 충격 감내 가능

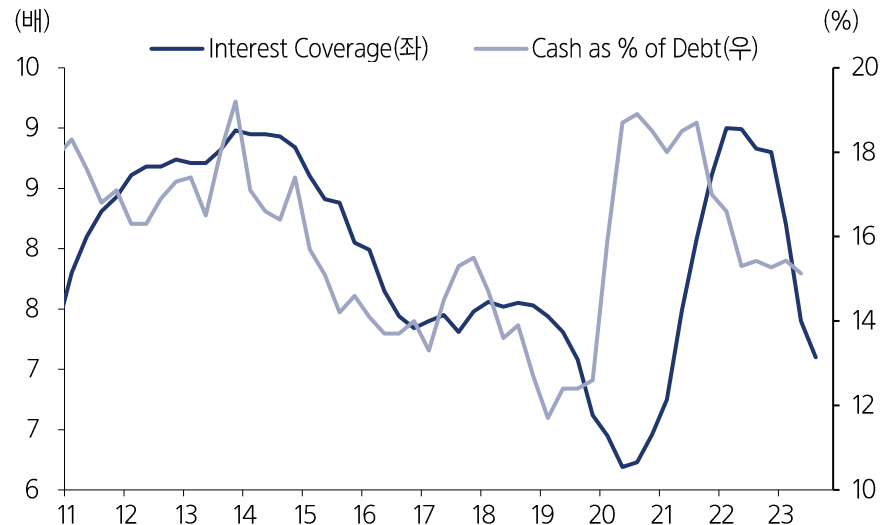
- 미국 기업들은 20~21년 저금리 국면에서 긴 만기로 자금을 조달해옴. 올해까지는 아직 만기도래 물량이 많지 않아 고금리의 충격에서 피할 수 있었으나, 내년부터는 만기도래 물량 두배로 증가
- 다만 시장금리 상승한 올해와 달리 내년에는 하반기 기준금리 인하 가능성 속 시장금리 완만한 하락 전망. 고금리의 충격을 완화해주는 요인. 스프레드 급등 가능성은 크지 않을 듯
- 투자등급 기업의 부채 대비 현금 또한 2010년대 평균 수준 정도로 충분, 이자보상배율 하락 중이나 내년 1분기 이후 실적 개선되며 반등 전망

IG 채권 총 발행량과 만기도래액



자료: Bloomberg /주: 23년 발행량은 11월 27일까지

이자보상배율과 부채대비 현금 보유 비중



자료: Bloomberg /주: 23년 발행량은 11월 27일까지

# 미국 크레딧 내년 상반기 HY 스프레드 확대 가능성

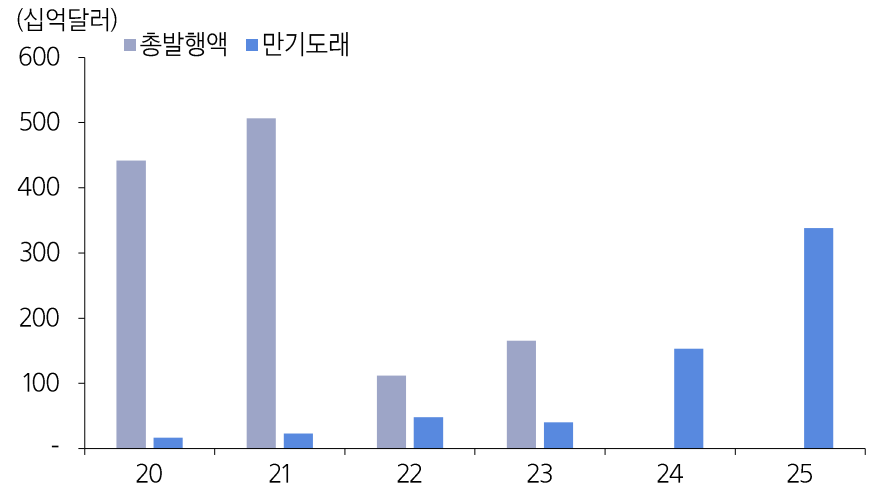
## 하이일드: 상반기 UW, 하반기 NE

- 하이일드 또한 내년의 만기도래액은 올해대비 2배가 넘는 수준으로 발행 물량 크게 증가 예상. 보유현금 수준도 IG 기업대비 미진
- 하이일드 부도율 피크는 2024년 1분기 정도로 예상되며 일부 부실 기업 부도 현실화되면서 내년 상반기 중 스프레드 확대 가능성 상존
- 하반기에는 기준금리 인하에 따른 경기 개선 기대감 일부 반영되며 스프레드 상단 제한

하이일드 부도율 고점은 2024년 1분기

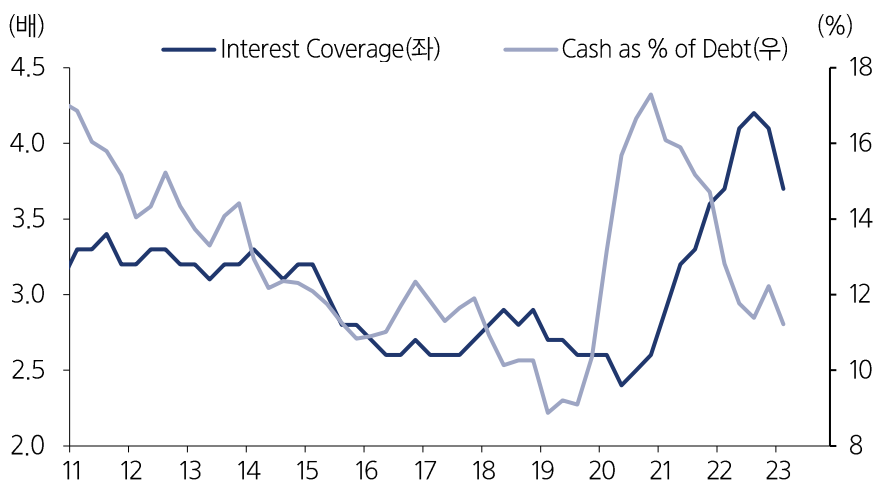


HY 채권 총 발행량과 만기도래액



자료: Bloomberg / 주: 23년 발행량은 11월 27일까지

이자보상배율과 부채대비 현금 보유 비중

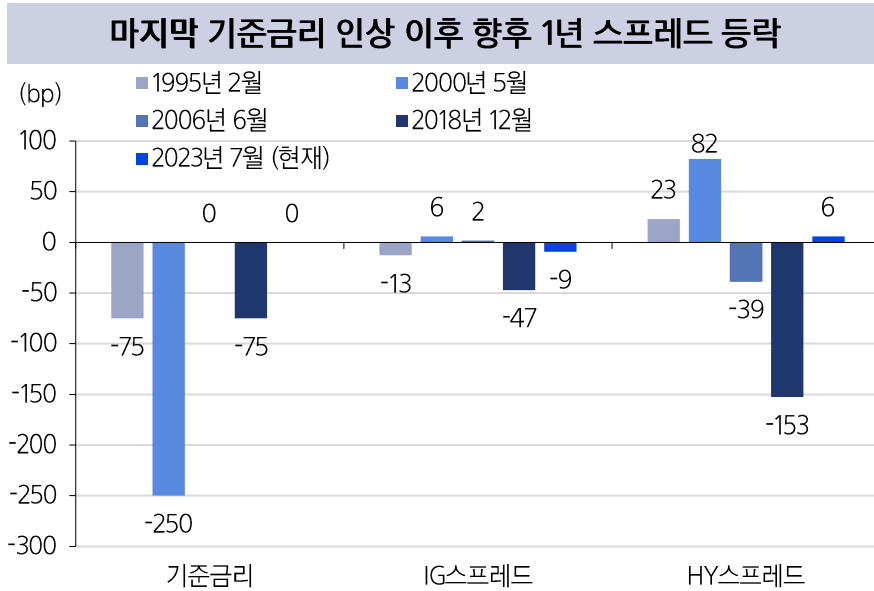


자료: Bloomberg

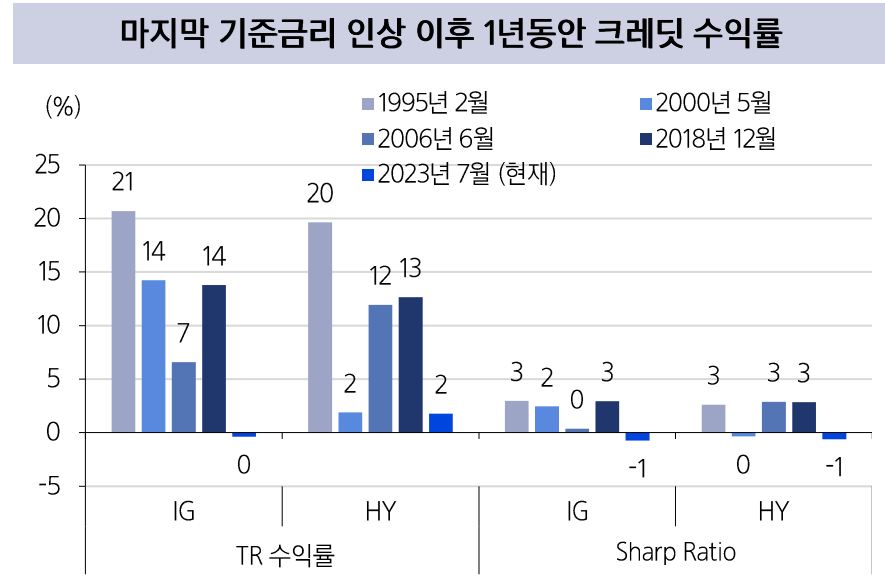
# 미국 크레딧 보험성 금리 인하는 스프레드에 긍정적

## 내년 침체가 없다고 가정 시 통화정책 환경은 크레딧 시장에 우호적

- 과거 기준금리 인상 종료 이후의 스프레드 등락은 해당 시점의 경기과 통화정책 흐름 등에 따라 제각각인 모습
- 금번 사이클은 기준금리 인상 종료 이후 경기가 침체에 빠지지 않았던 2018년과 비슷하다고 판단 (2000년은 인상 종료 이후 IT 버블, 2006년은 인상 종료 이후 금융위기)
- 2018년 12월부터 약 1년동안 IG와 HY 스프레드 큰 폭 축소되면서 플러스(+수익률을 기록



자료: Bloomberg



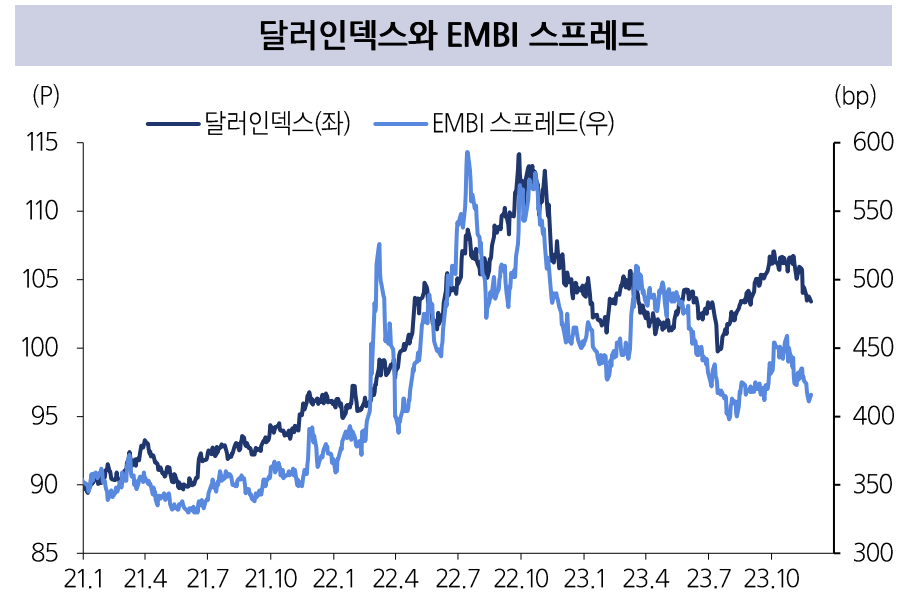
자료: Bloomberg /주: 무위험 수익률은 기준금리로 계산

# 신흥국 소폭 비중확대 유지

## 상반기 OW, 하반기 NE

- 올해 신흥국 채권지수는 YTD로 5% 상승하며 무난한 수익률 기록
- 내년에도 1)일부 신흥국 기준금리 인하, 2)물가에 비해 높은 실질 성장률로 견조한 신용스프레드 유지, 3) 상반기까지 달러화 약세 압력 유지되면서 자금 유입 등 긍정적 요인들 산재해 상반기까지는 일부 긍정적인 국가 위주(브라질 등) OW 유지
- 다만 하반기부터는 달러화 강세 재개(여타 선진국 대비 견조한 미국 성장)되면서 위험자산 투자심리 위축. NE 권고

			종합	라틴	유럽	중동	아시아	아프리카
Performance	1M	%	4.48	5.39	3.44	3.96	3.83	5.16
	3M	%	0.38	(0.72)	0.50	(0.77)	0.96	4.29
	YTD	%	4.88	4.30	7.21	1.43	6.59	7.08
	1Y	%	6.06	6.19	7.90	2.57	7.57	7.28
Spread	현재	bp	411.0	385.0	471.0	315.0	246.0	798.0
	1M	bp	(25.1)	(25.0)	(17.0)	(19.0)	(21.0)	(54.0)
	3M	bp	(10.9)	0.0	(5.0)	4.0	(30.0)	(64.0)
	YTD	bp	(41.5)	(31.0)	(119.0)	1.0	(78.0)	(20.0)
	1Y	bp	(68.5)	(64.0)	(153.0)	(27.0)	(105.0)	(18.0)
YTW	현재	%	8.7	8.5	9.3	7.8	7.0	12.6
	1M	bp	(65.0)	(67.0)	(54.0)	(59.0)	(61.0)	(92.0)
	3M	bp	87.0	102.0	81.0	95.0	64.0	58.0
	YTD	bp	(5.0)	(6.0)	(91.0)	23.0	(24.0)	72.0
	1Y	bp	(10.0)	(15.0)	(19.0)	(11.0)	(9.0)	18.0
Duration	현재	년	6.5	7.6	5.2	7.0	6.2	4.9



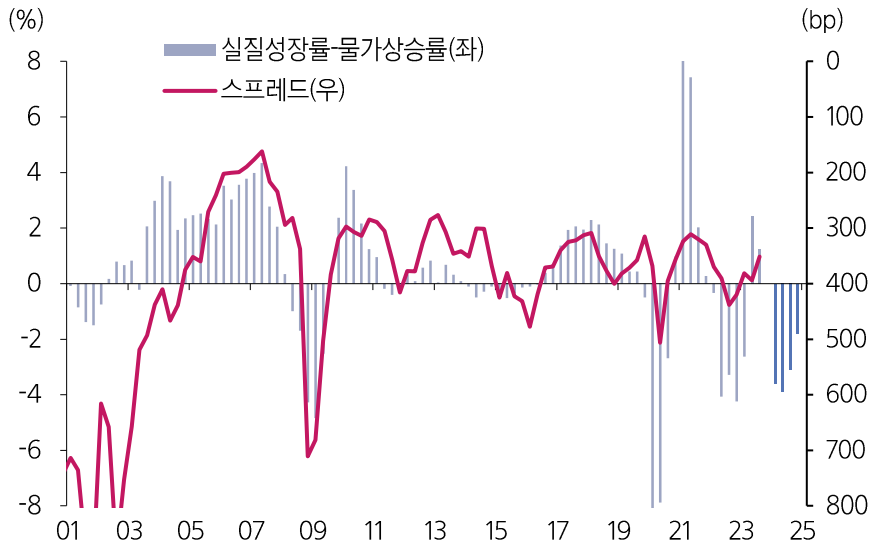
자료: Bloomberg

# 신흥국 국가별 차별화

## 상반기 OW지만 국가별 선별 투자

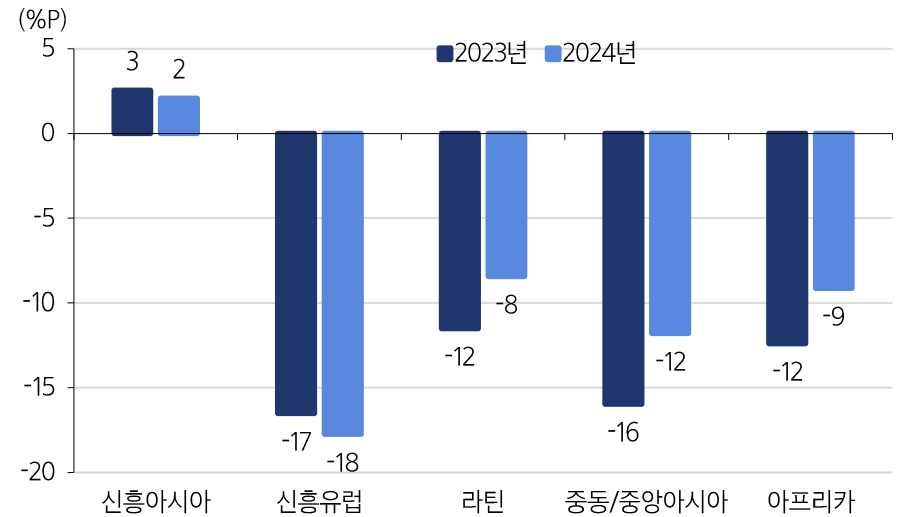
- 신흥국은 선진국 보다 원자재 수출국의 비중이 높아서 원자재가격과 실질성장률의 상관성이 큼
- 이에 실질성장률-물가상승률을 차감한 부분을 organic한 성장으로 해석할 수 있고, 실제로 이 차이가 커지면 EDMI 스프레드가 축소됨
- 내년 연평균으로 실질성장률-물가상승률 스프레드는 올해 연평균과 비슷한 수준이 예상되나, 지역별로는 차이가 있음. 라틴 긍정적
- 정책 리스크가 축소되고, 통화정책 사이클로 완화로 전환된 라틴 지역 위주 선별 투자 권고

실질성장률-물가상승률 차이 EDMI 스프레드



자료: Bloomberg / 주: 2024년은 컨센서스기준

지역별 실질성장률과 물가상승률 차이



자료: Bloomberg



03

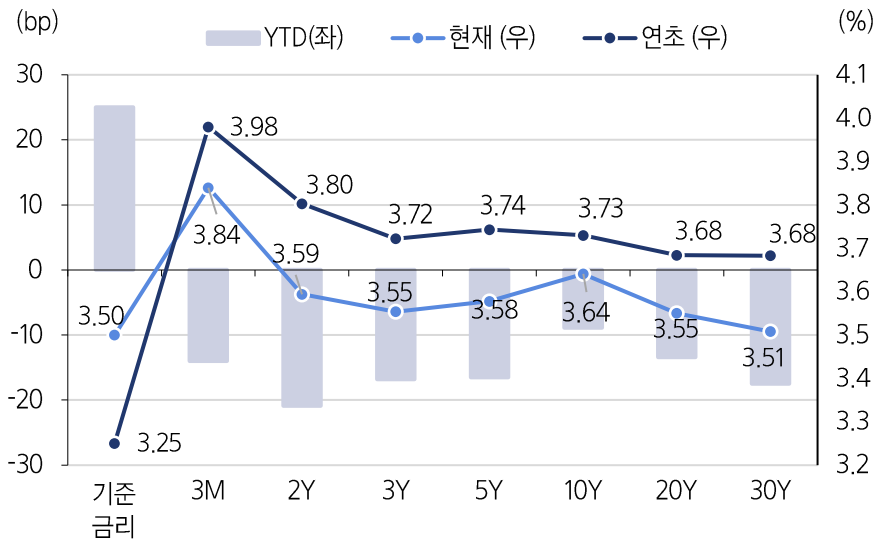
## 국내 국공채

# 한국 금리 2023년 Review

## 대외 금리와의 동조화 심화됐던 한 해

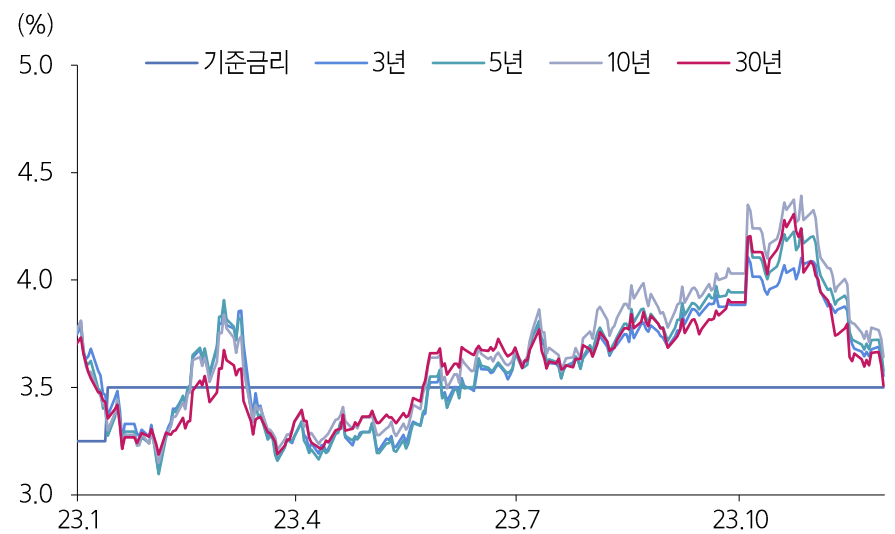
- 한국은행은 미국보다 더 기준금리 인상 시작 더 빨랐던 만큼 올해 1월을 마지막으로 기준금리 인상 종결
- 물가와 경기는 연중 내내 지지부진한 모습을 보였으나, 미국과 일본, 호주 등 대외 금리 상승에 동조화되며 금리 급등

전 만기물 금리 10bp 넘게 상승



자료: Infomax

하반기 금리 급등했다가 반락 중



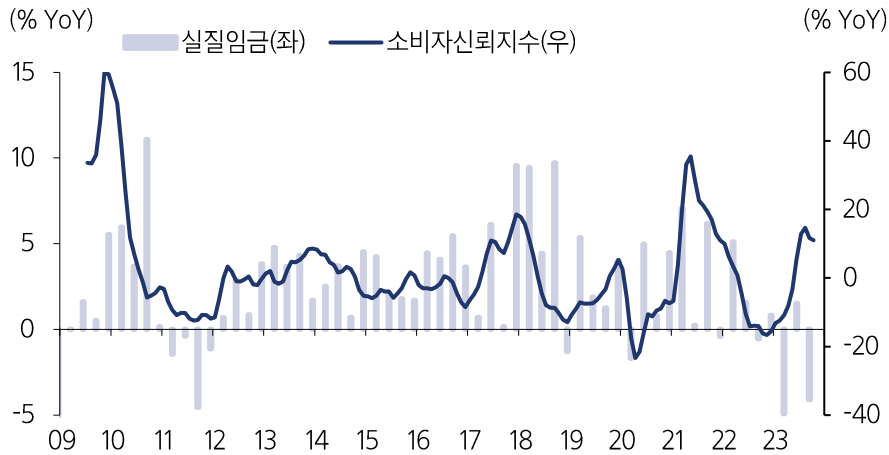
자료: Infomax

# 한국의 내수 여건 미진 마이너스 실질임금

## 경기에 비해 너무 많이 오른 장기금리

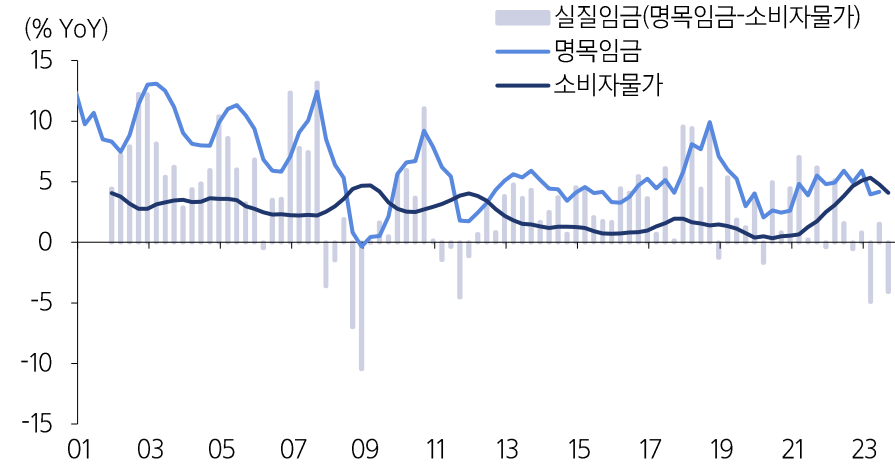
- 명목임금은 3~5% 근처에서 높은 오름세를 보이고 있음에도 불구하고, 소비자물가 오름세를 감안하면 실질임금은 전년동월대비 마이너스(-) 상승률로 계산됨
- 과거 실질임금 하락 당시 소비자 신뢰지수 크게 하락. 내년에도 내수 부진 이어지면서 장기금리 하방 압력으로 작용 예상

## 실질임금 감소의 여파 아직



자료: Thomson Reuters

## 명목임금과 실질임금



## 소비자신뢰지수 하락하면 장기금리 하방 압력



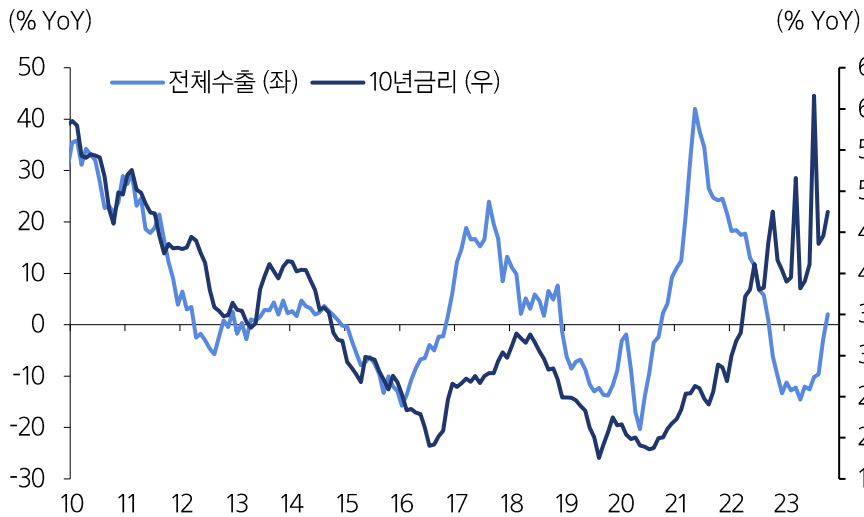
자료: Thomson Reuters

# 수출 반등해도 GDP 갭은 마이너스 기준금리 인하 명분

## GDP 갭 2년 연속 마이너스일 경우 기준금리 인하

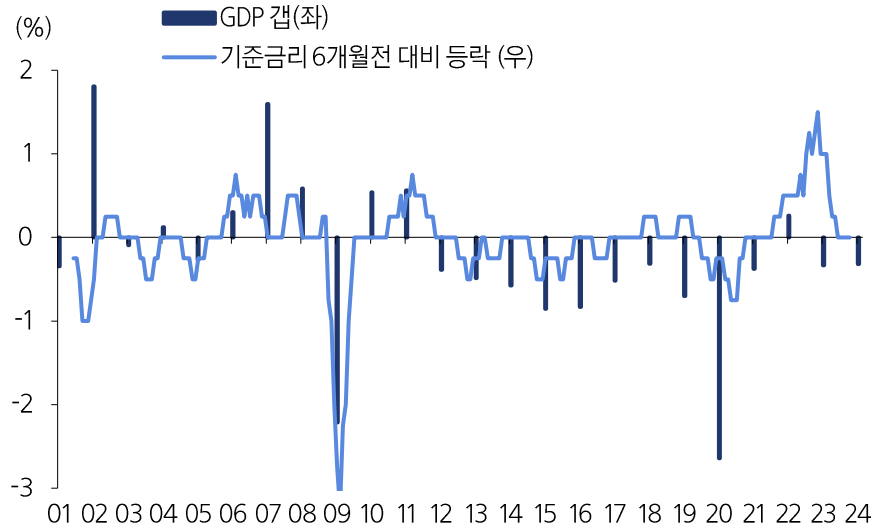
- 수출은 전년동월대비 플러스(+)반전에 성공했으며 내년에도 회복세를 이어갈 가능성이 높음
- 다만 수출 반등을 감안하더라도 현재의 금리는 너무 높은 수준. 10년금리 4% 근처였던 2010년대 수출 증가율은 20%를 상회
- IMF에서 추정한 GDP 갭 또한 2년 연속 마이너스가 예상되며 과거 마이너스 GDP 갭 국면에서 대부분의 경우 기준금리 인하 단행

수출 반등을 감안해도 너무 높은 절대금리



자료: Thomson Reuters

한국의 GDP 갭은 2년 연속 마이너스



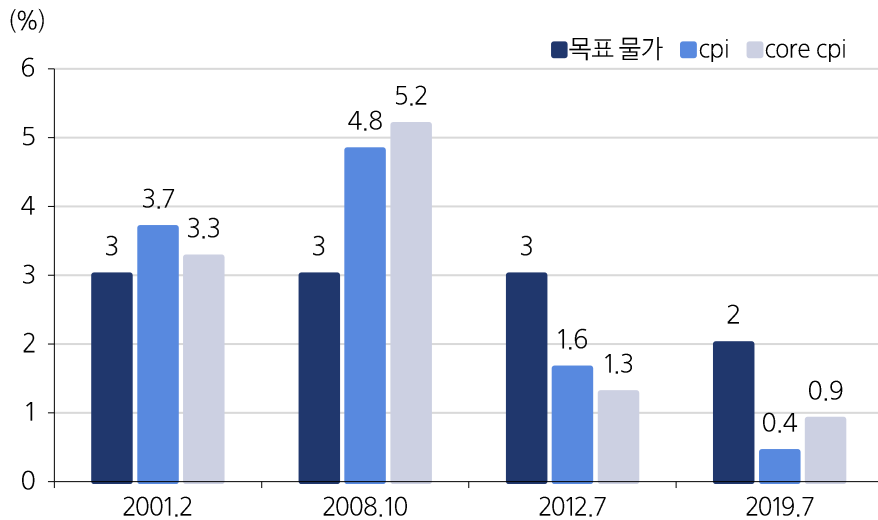
자료: IMF

# 물가 또한 2%대로 수렴 기준금리 인하 명분

## 물가가 2% 소폭 상회하더라도 기준금리 인하 가능

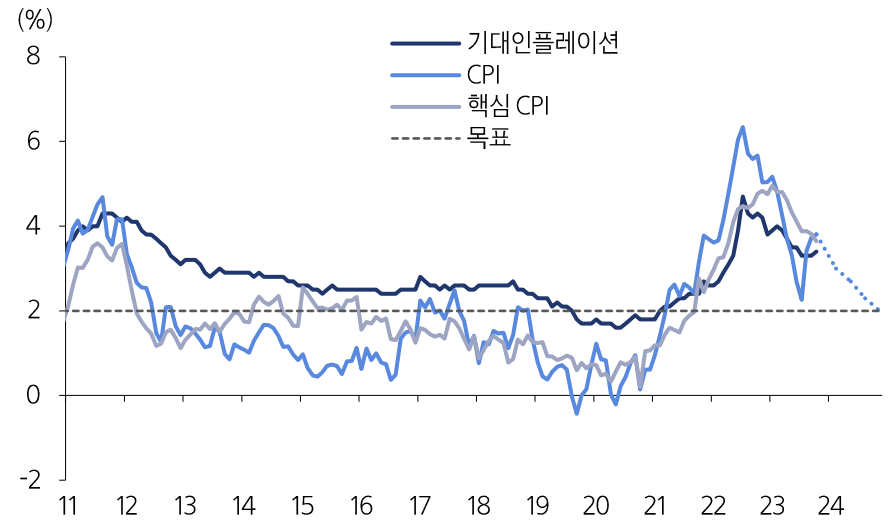
- CPI가 아직 3% 중후반이지만 내년 2분기 2%대 진입 예상되며, 4분기에는 2% 초반까지 하락 전망
- 2011년과 2008년에도 물가가 목표 이상임에도 불구하고 경기 하강으로 인해 기준금리 인하를 단행했던 경험
- 내년에도 2% 대 물가인 2분기부터는 기준금리 인하 가능할 듯. 다만 대외금리차가 심화된 점 감안 시 미국 인하 시점인 3분기 동반 인하 예상

한국 금리 인하 시작할 때의 소비자물가



자료: Thomson Reuters

한국 CPI 컨센서스



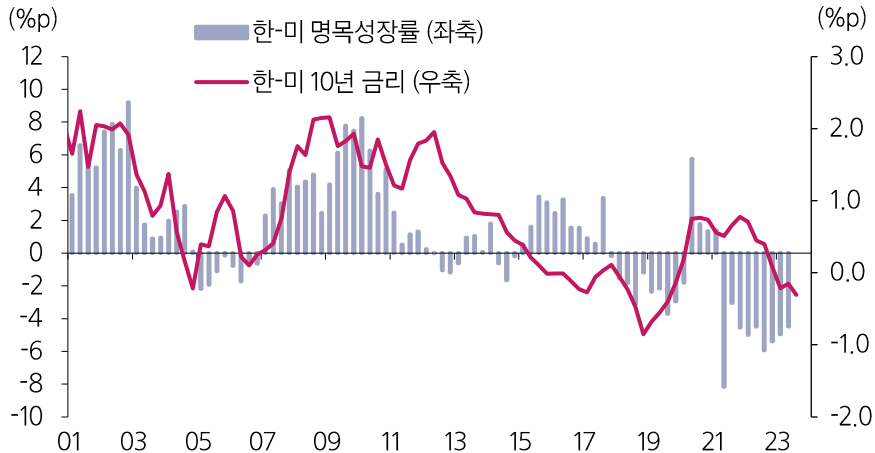
자료: Thomson Reuters

# 한국 vs 미국 성장, 정책, 신용

## 미국에 비해서 너무 빨리 하락한 한국 금리?

- 성장률도, 기준금리도, 신용프리미엄도 미국에 비해서 사상최대로 역전된 한국의 펀더멘탈
- 시장금리 최근에 빨리 하락하기는 했지만 펀더멘탈을 생각하면 과도하게 하락한 정도는 아닌 듯

## 한-미 명목성장률 차이와 10년 금리 차이



자료: Thomson Reuters

## 한국과 미국 기준금리 역전 사상 최대



## 한국과 미국 CDS 역전도 사상 최대



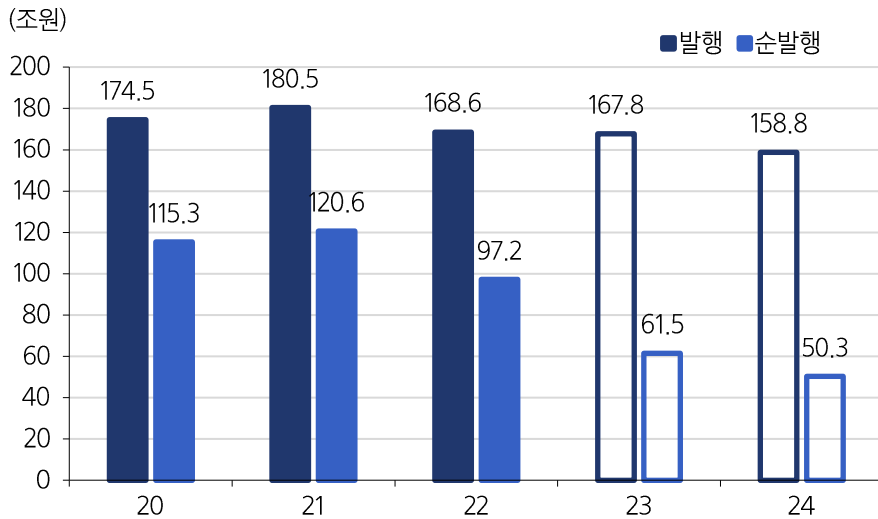
자료: Thomson Reuters

# 발행 내년에도 이어질 재정 건전기조

## 재정건전 기조 이어질 전망

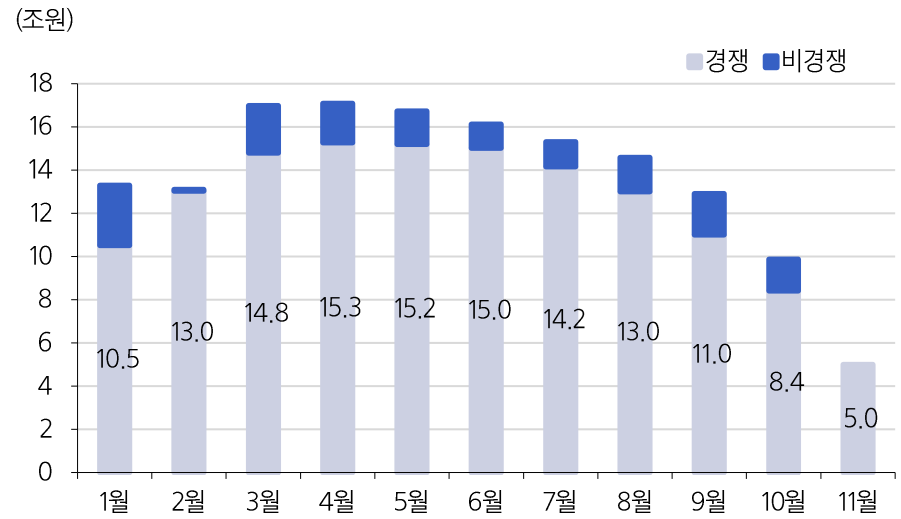
- 2024년 국고채 발행 15.8조원으로 2023년 본예산 대비 9조원 감소. 순발행은 50.3조원으로 23년대비 20% 가까이 축소
- 국채 발행을 통한 지출확대가 미래 세대에 재정 부담이라는 현 정부 우려 지속 확인중
- 전 재정 기조 이어지며 추경 등 예상치 못한 국채 발행 급증 가능성은 크지 않은 편

연간 국고채 발행 계획



자료: Thomson Reuters

올해 월간 국고채 발행량



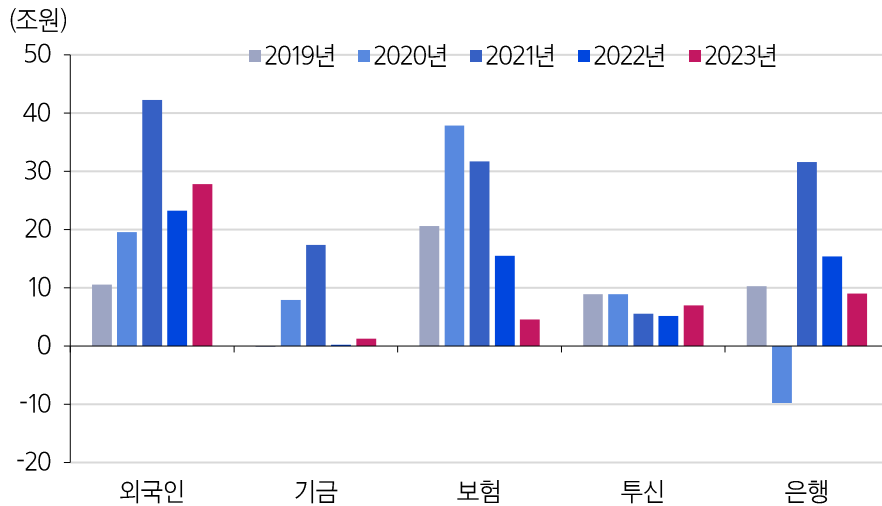
자료: Thomson Reuters

## 수요 WGBI 편입과 보험사 수요 회복 기대

### 보험사 수요 회복 관건

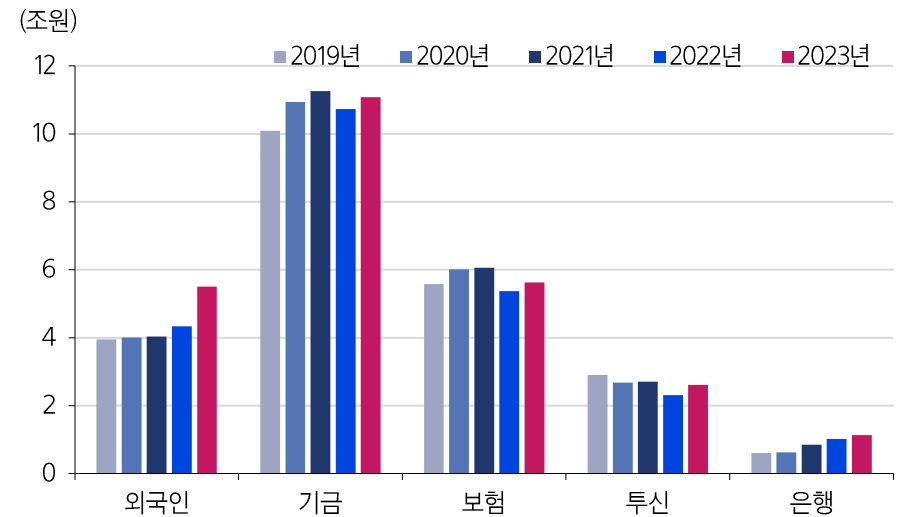
- 올해 듀레이션과 순매수 금액을 모두 늘린 수요 주체는 외국인이 유일. 다만 9월부터는 WGBI 편입 불발로 듀레이션 확대와 매수세가 정체
- 보험사과 기금 등 장기채 주요 수요주체의는 코로나 이후 빠른 속도로 순매수 위축 진행 중
- 내년 국고채 수요 회복의 주요한 관건은 1) WGBI 편입과 2) 보험사 수요 개선
- 1)WGBI는 상반기 외환시장 관련 협의 진행후 하반기 편입 예상되며, 2)장기채 금리의 절대 매력 높아져 보험사 수요 회복도 기대 가능

투자자별 연간 국채 순매수액



자료: Thomson Reuters

투자자별 원화채 보유 잔고의 듀레이션



자료: Thomson Reuters



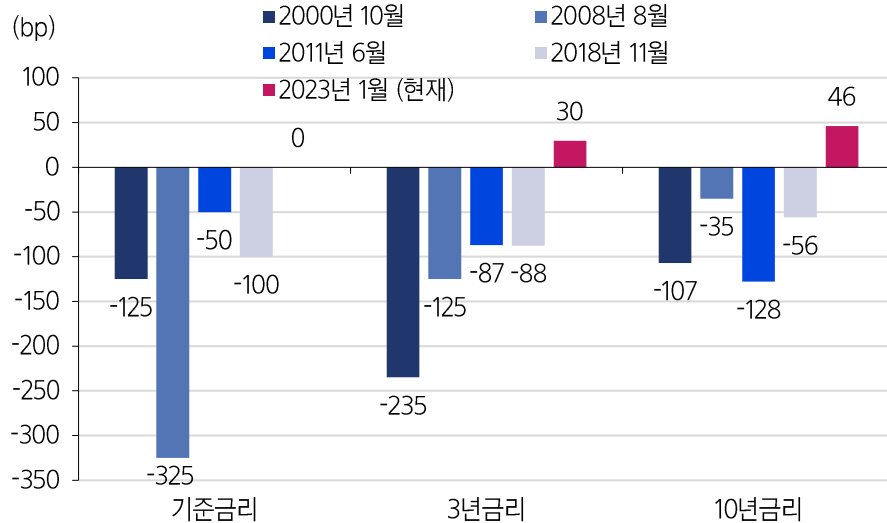
# 결론 2024년 말 10년금리 3.3% 내외로 예상

## 금리는 완만한 하락, 커브는 2분기부터 소폭 스틱

- 미국과 한국의 성장률 차이등을 감안했을 때 내년말 적정 10년 금리는 3.3% 예상
- 2분기부터 커브는 스틱을 예상
- 미국과 같이 기준금리 인상 종료 국면에서 절대수익은 장기채가 유리하지만, 변동성 까지 고려했을 시 장단기물 모두 담는 전략 적합

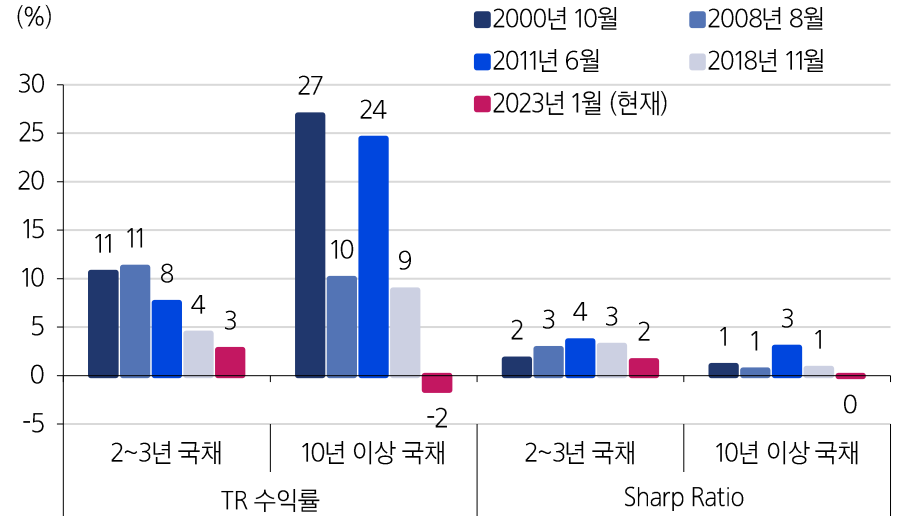
	24.1Q	24.2Q	24.3Q	24.4Q
기준금리	3.50	3.50	3.25	3.00
3년 금리	3.50	3.30	3.15	2.90
10년 금리	3.65	3.60	3.45	3.30
3/10년 Spread	10	30	35	50
	보합		불 스틱	

### 마지막 기준금리 인상 이후 1년동안 금리 등락



자료: Bloomberg

### 마지막 기준금리 인상 이후 1년동안 장단기 국채 성과



자료: Bloomberg /주: 무위험 수익률은 기준금리로 계산

04

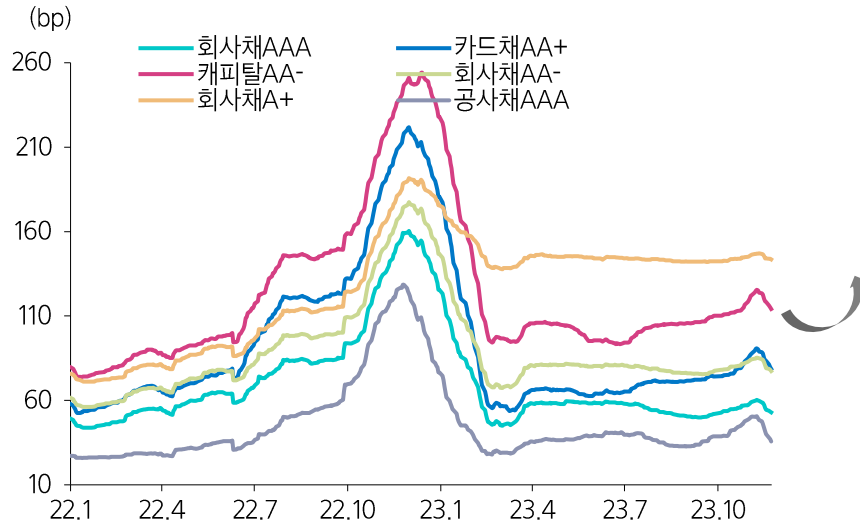
## 국내 크레딧

# 국내 크레딧

## 금리 하락과 악재 변수 사이 유연한 캐리 대응 필요

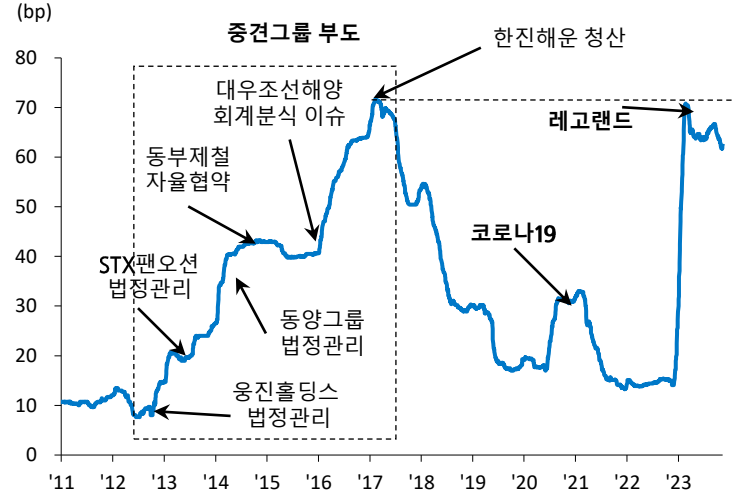
- 스프레드는 연초 하락 이후 연중 등락은 있을 수 있으나 하반기 제한적 확대 예상  
: 上低下高 스프레드 흐름: 상반기는 우호적 수급과 선거 정책 효과 우위, 하반기 펀더멘탈 위험 우위
- 금리 인하 및 채권형 자금 유입 가능성은 크레딧 캐리 투자 심리에 긍정적 요인이나
- 신용 위험 등으로 인해 신용스프레드는 하방 경직성, 상방 리스크 커질 가능성 유의
- 非우량등급 경계감 이어지며 등급간 스프레드 확대, 상위 우량 등급 채권 투자 권고, 非우량등급은 신중한 Cherry Picking

섹터별 신용스프레드 추이



자료: 인포맥스

우량/비우량 등급 스프레드 추이



자료: 인포맥스

# 국내 크레딧 금리사이클 vs 신용사이클 非동조성

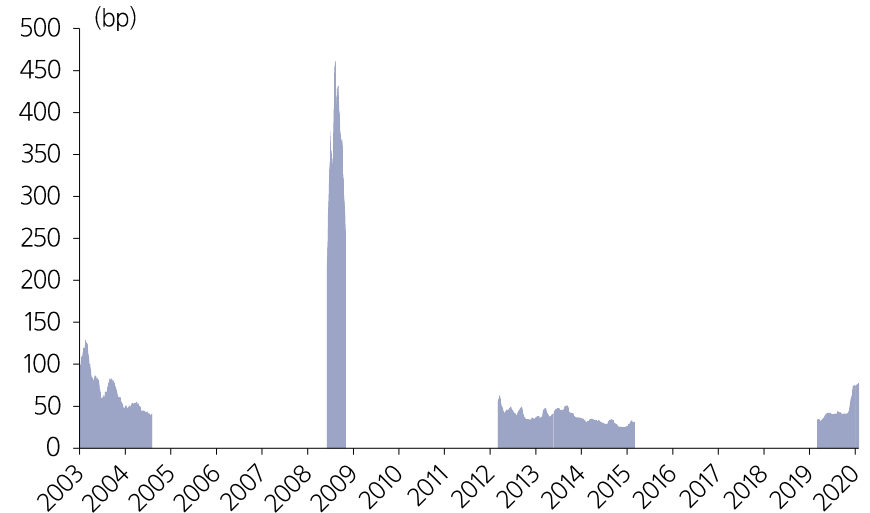
## 금리 인하를 앞둔 크레딧 시장, 경기 방향성과 크레딧 이벤트 발생 여부 변수

- 과거 기준 금리 인하기에 뚜렷한 신용 스프레드 방향성 찾기 어려움
  - 금리 인하는 캐리 투자 긍정적 요인이나 인하 시점 지연과 인하 강도 추이, 신용 이벤트 등이 변수
  - 금리인상 파급효과의 시차를 감안할 때 신용 이벤트 경계감으로 신용 위험 보다 듀레이션 위험 선호 가능성
- : 2016년 대우조선 이후 크레딧 이벤트 없었지만 과거 선거 이후 정책 지원이 종료되면서 부실 증가 사례

금리 인하국면별 신용 스프레드 상관성

	1차 (2003.05 ~2004.11)	2차 (2008.10 ~2009.2)	3차 (2012.07 ~2015.06)	4차 (2019.07 ~2020.05)
금리인하 폭	4.25%→3.25%	5.25%→2.00%	3.25%→1.50%	1.75%→0.50%
	(100bp)	(325bp)	(175bp)	(125bp)
금리인하 배경	2003년 카드사태	2008년 글로벌 금융위기 건설사부도	웅진, 동양그룹사태 (12,13년) 유럽 재정위기	경기둔화 코로나19
크레딧 스프레드 방향성	선확대후 축소	금리 인하기 확대 인하 종료 시점 축소	확대 후 축소 반복 중견기업 부실로 높은 변동성 특징	금리 인하기 확대 인하 종료 후 축소

금리 인하기 신용 스프레드 추이



자료: 인포맥스

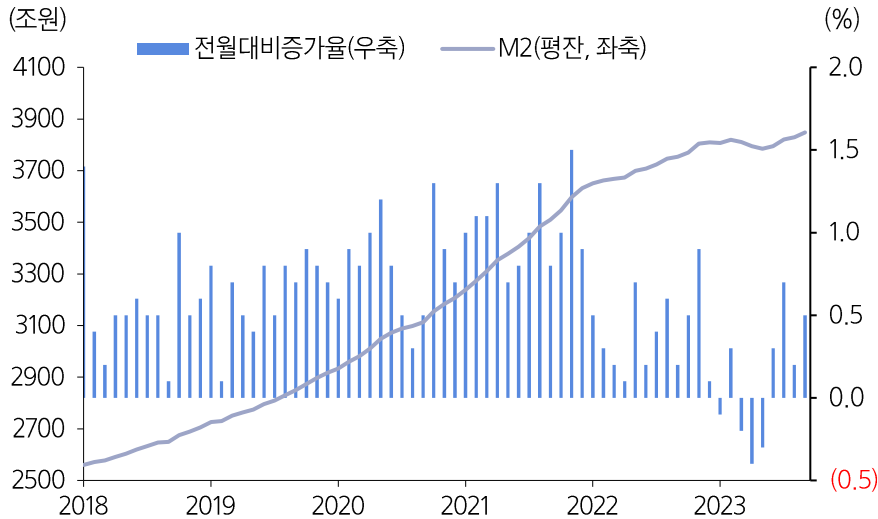
자료: 인포맥스

# 국내 크레딧 유동성 및 자금 시장 흐름

## 다시 풀리는 유동성, 단기화 성향 약화로 머니 무브 가능성 주목

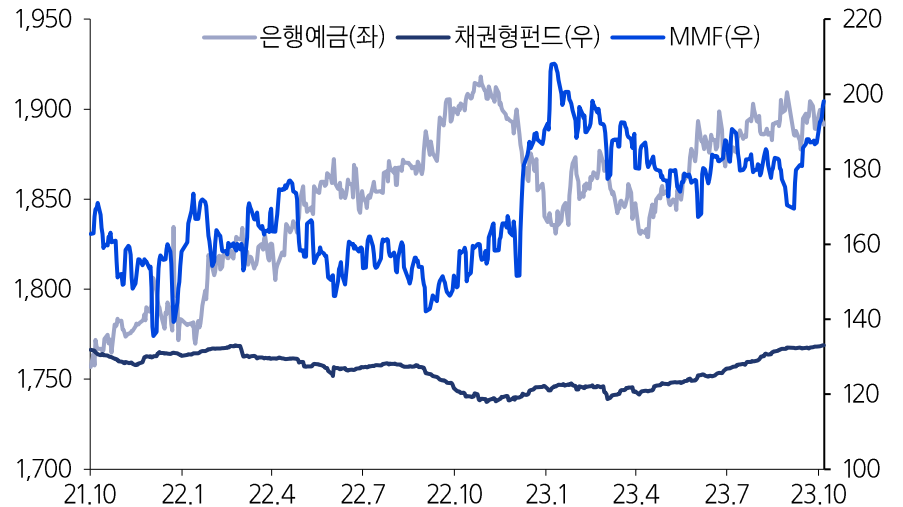
- 통화 긴축 기조 완화로 통화량(M2)이 5월 이후 4개월 연속 증가세 지속
- 높은 금리 매력과 유동성 수요 증가로 단기 안전자산으로 자금 집중
- 금리 인하 인식 확산될 경우 예금 및 MMF 자금 이탈, 직·간접 투자로 자금유입이 예상 (법인 자금은 증권사 랩, 신탁 등으로 이동 변수)
- 높은 금리, 경기 침체 헤징 목적의 채권 가치 상승, 다만 4% 내외 높은 Cash yields hurdle 극복 과제

### 통화량(M2) 공급 증가세



자료: 한국은행

### 단기 안전 자산 풀림 완화?



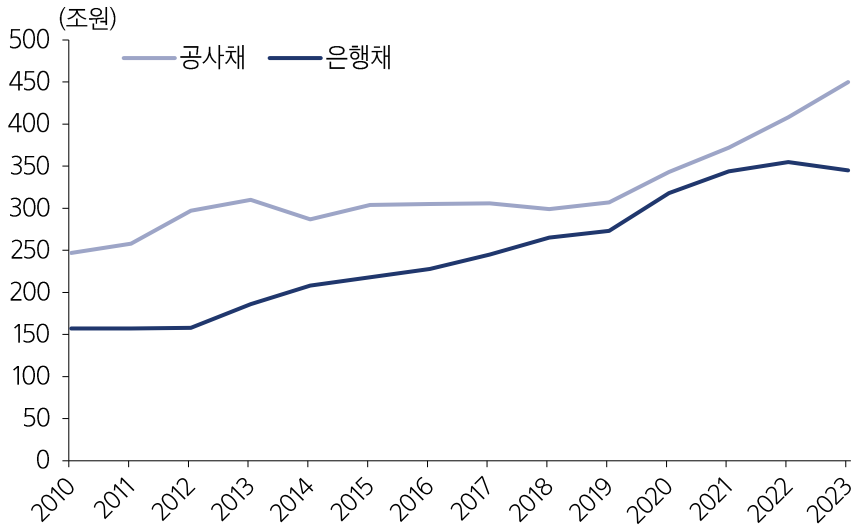
자료: 인포맥스

# 국내 크레딧 수급 부담

## 은행과 공사채 중심 잠재적 채권 공급 부담, 강도는 둔화

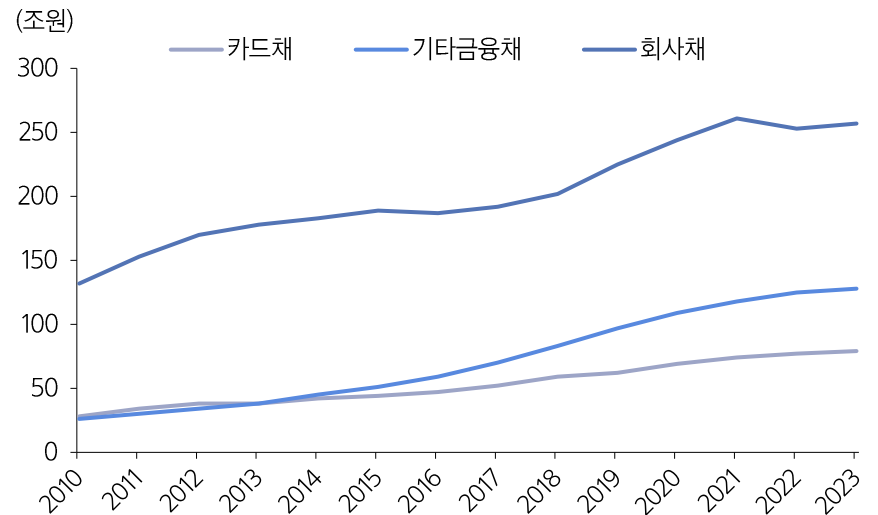
- 공기업의 준재정 역할 확대로 공사채 발행 압력 증가세 지속(MBS 및 한전채 변수)
- '23년 중 대출 수요 확대 및 발행 규제 완화로 은행채 순발행 기조 전환, 가계 부채 정책 변수
- 조달 금리 상승 등 발행 여건 악화로 회사채 순상환 기조 지속, 우량 종목 과잉 대표 착시 현상(양극화 & 우량 크레딧 품귀)
- 여전사는 자산 증가로 발행수요 증가 불구하고 조달 여건 비우호적, 디레버리징 필요
- 수급에 따른 채권과 CP 금리 체제 왜곡 현상, 채권 고평가 해소 여부 주목

공사/은행채 발행 잔액



자료: 인포맥스, 공사채는 MBS 포함, 23년은 23.10월말 기준

여전채 및 회사채 발행 잔액



자료: 인포맥스, 23년은 23.10월말 기준

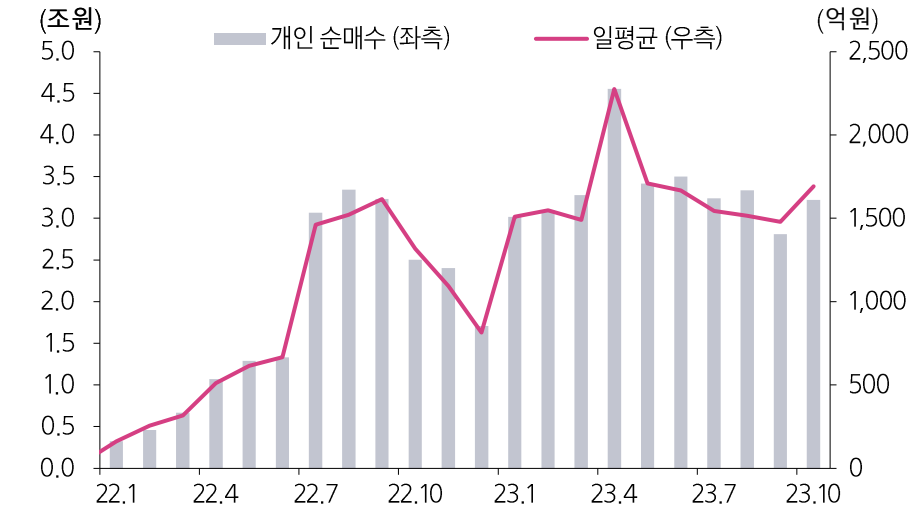
# 국내 크레딧 개인채권투자는 수급에 긍정적 영향

## 舊 국민재테크 ELS는 지고 新 국민재테크 채권 부상, 금리 하락 속도 변수

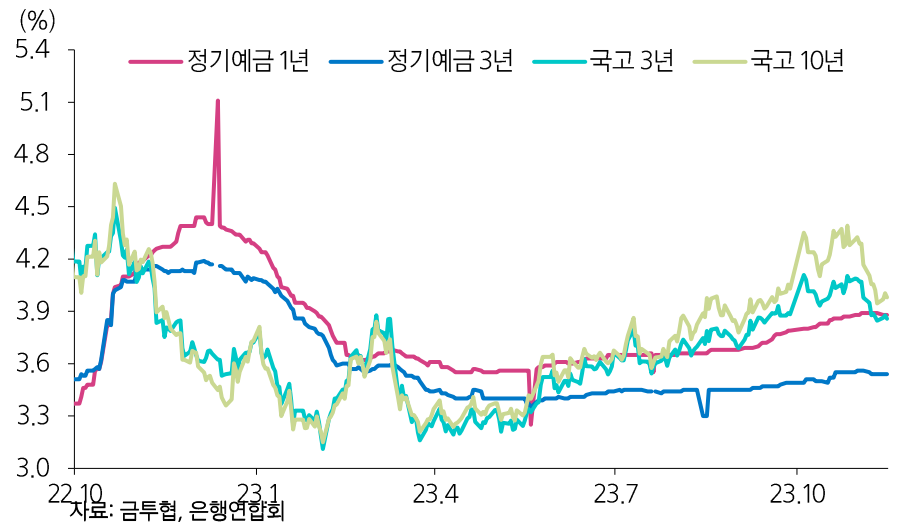
- 금융당국 수신금리 경쟁 억제와 채권 금리 상승으로 채권 상품 매력 증가
- '22년 부터 개인의 채권 투자 참여 증가로 채권, 특히 크레딧 수급 안정에 기여
- 절세 목적 低 쿠폰 장기 우량 국공채, 1~2년 이하의 짧은 잔존 만기 우량 크레딧 채권에 직접 투자하거나 편의성 높은 만기 매칭형 채권 ETF 간접투자 선호 현상

\*금융투자소득세 시행이 2025년으로 연기됨에 따라 정기에금과 동일한 수익률을 주는 채권투자는 자본이득이 비과세되는 점에서 세제상 유리

개인투자자 채권 순매수



정기에금금리(최고우대금리)vs. 국고채 금리 추이



자료: 인포맥스

자료: 금투협, 은행연합회

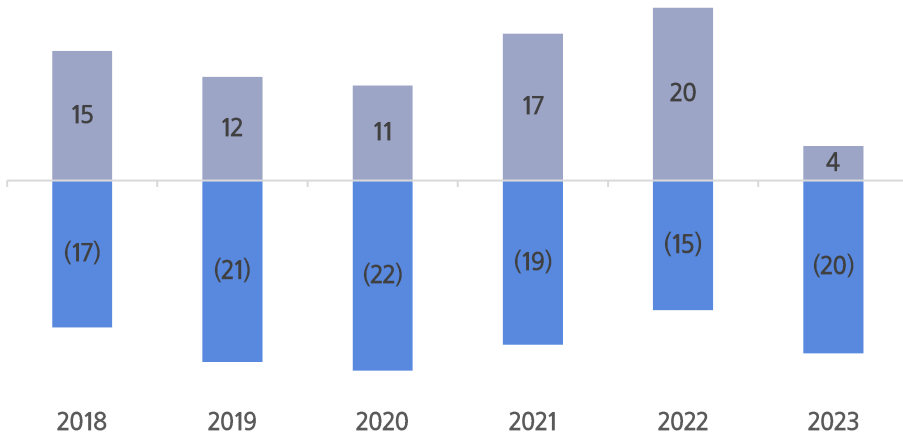
# 국내 크레딧 고금리 장기화 취약 부문 : 기업신용 위험

## 경기 둔화 및 금리 상승으로 기업 신용도 하락 우려 전망

- 글로벌 경기 부진, 중국 경기침체, 고금리, 고물가 등으로 '23년 신용등급 하락 우려로 전환
- '23년을 저점으로 경기는 점진적 회복 예상되지만 회복 강도는 미약
- 고금리와 수요위축 등으로 성장성이 약화될 수 있고 지정학적 불확실성 등 대외 리스크 요인 상존  
: 올해 3분기 기준 한국 GDP 대비 기업 부채비율 126.1%로 세계 3위, 부채 증가 속도 2위(국제금융협회(IIF)기준)
- '23년 9월말 기준 부정적 등급 전망이 부여된 업체가 긍정적 전망이 부여된 업체보다 많은 점 감안 '24년에도 상승 보다 하락 많을 전망

신용등급 상승 하락 업체 수 추이

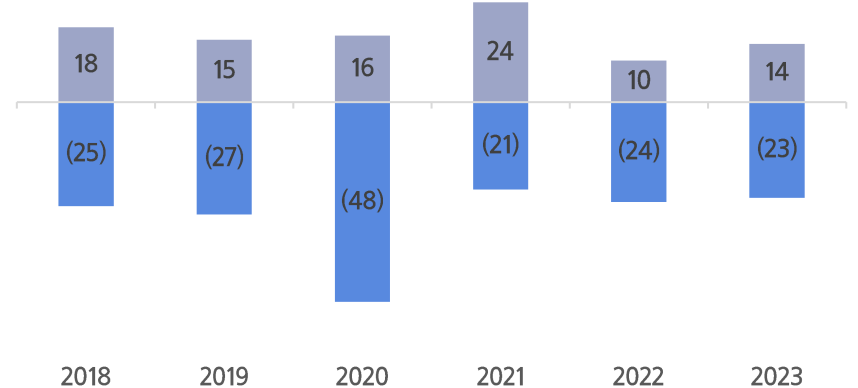
■ 상승 ■ 하락



자료: 한기평, 2023년은 1~9월

등급전망(Non-Stable) 업체 수 추이

■ 긍정적 ■ 부정적



자료: 한기평, 2023년은 1~9월

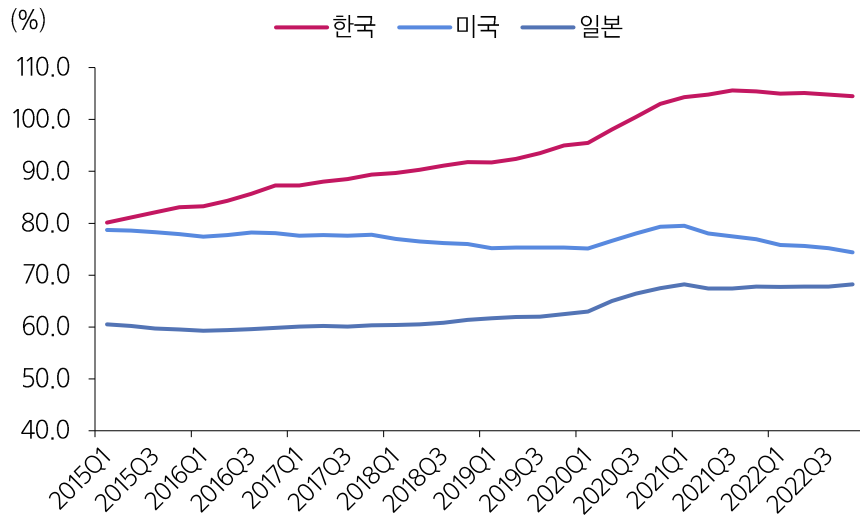


# 국내 크레딧 고금리 장기화 취약 부문 : 지속가능 하지 않은 가계 부채

## 가계부채와 금융기관 건전성간 취약한 연결 고리

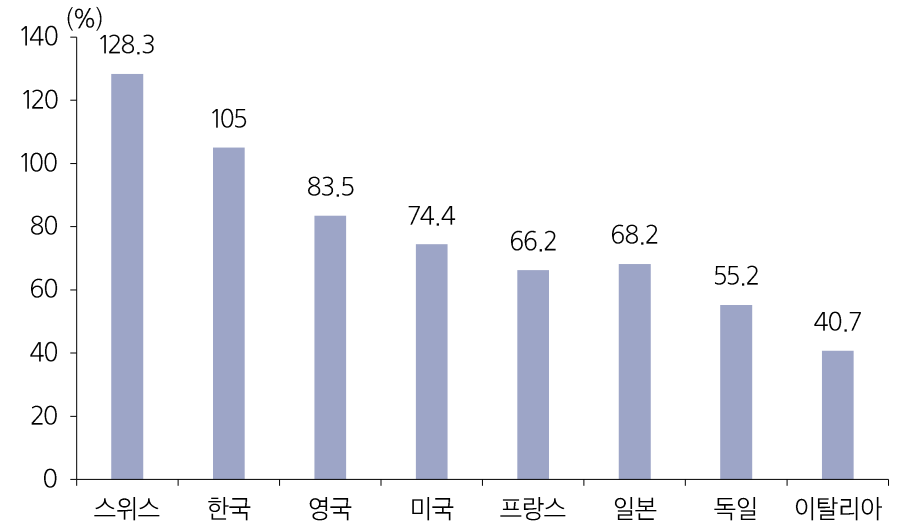
- '23년 3분기 기준 가계부채 규모가 전년동기 대비 14.3조원 증가한 1,875조원 으로 사상 최대치 경신
- 한계차주 증가 등으로 인해 가계부채가 부실화되고 금융권 자산 건전성 악화로 이어질 가능성  
: 고금리에 가장 취약한 다중채무자가 '23년 2Q기준 448만명, 대출잔액 572조원, 다중채무자의 평균 총 부채 원리금상환비율(DSR) 62%
- 금융업권 별 영향 차별화, 제2금융권 중심으로 금융기관 수익성과 건전성 악화 우려, 금융사별 자산 건전성 및 자본 관리 노력 중요

명목 GDP 대비 가계부채 비율 추이



자료: BIS, 한국은행

해외 주요국 GDP 대비 가계부채 비중 비교



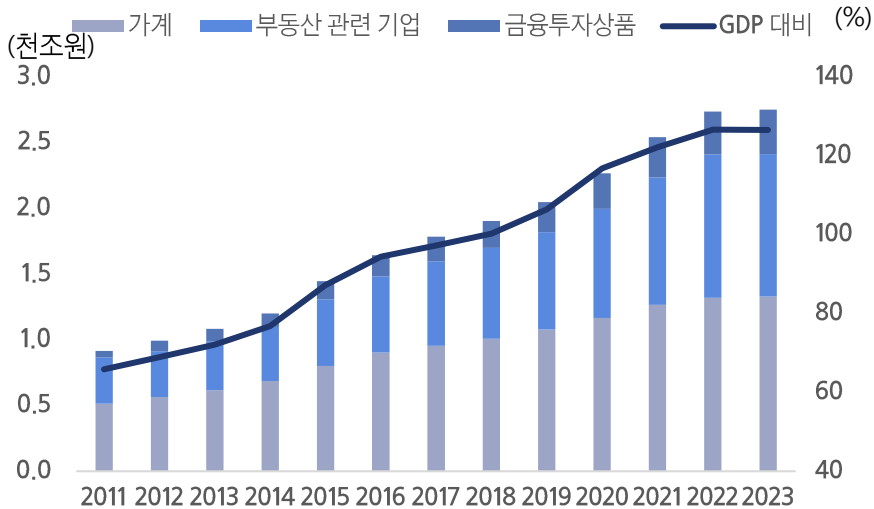
자료: BIS, 한국은행

# 국내 크레딧 고금리 장기화 취약 부문 : 부동산PF 천수답

## 이연된 그리고 숨겨진 리스크

- 부동산부문 중심으로 금융불균형 누증 심각
- 연착륙 위해 만기 연장과 유동성 공급 등 연달아 정책 발표하면서 금융당국 총력 방어 중
- 부실 현장의 위기가 표면화되지 않음에 따라 연체/부도율 증가세가 완만하나 근본 해결책 부재로 잠재적 부실 규모 커질 가능성
- 개발 원가 급등으로 브릿지론을 비롯한 일부 2금융권 PF 대출 부실 확산 위험 잠재(※ 청담동 PF 사례가 시사하듯 각자도생 위험이 촉매제)

부동산 금융 Exposure



자료: 한국은행 통화신용정책보고서

PF 정책 대응 추이

시기	주요 내용
'22.하	건설사 및 PF 사업장 유동성 공급 - 건설사 16조원, PF사업장 7조원
'23.3월	유동성 추가공급(건설사 +3조원, PF사업장 +2조원) 민간의 자율적 사업재구조화 유도
'23.4월	업권별 PF 대주단협약 개시 - '23.8월 기준 187곳 적용(주거 114개, 비주거 73개)
'23.7월	캠코 부동산PF 정상화펀드(1조원) 사업자 선정 - 5개 운용사 선정(운용사별 2천억원 규모) - '23.9월부터 자산매입 개시
'23.9월	주택공급 활성화 방안 발표 - HUG/HF의 PF 대출보증 증액(15→25조원) - 민간 금융권을 통해 PF 정상화펀드 확대(1→2조원) - HUG 중도금대출 보증비율 확대(90→100%)

자료: 금융위, 국토교통부