

2024년 하반기

국내외 채권전망

2024. 5

Executive Summary

01 미국 채권

- 연말 물가는 2% 중후반으로 예상되지만, 노동시장 하강을 시사하는 지표들을 감안하면 실업률 상승에 따른 기준금리 인하 9,12월 가능
- 주식이나 여타 선진국 채권과 비교해서 투자매력도도 높아 OW 유지

02 미국 크레딧

- 하반기 불거질 경기 우려 속 높은 등급 회사채 수요 유입 예상. IG는 OW, HY는 NE 유지
- 실업률은 작년부터 상승세였으나 HY 스프레드는 이를 전혀 반영하고 있지 않는 중

03 신흥국 채권

- 신흥국은 3개월 OW, 장기는 NE. 디스인플레이션에 대한 추세가 다시 불거지며 금리 재상승 가능
- 중국 정부 부채 증가 등이 국가 신용도에 대한 우려를 자극할 수 있어 리스크 요인

Executive Summary

04 한국 국공채

- 경기는 수출은 상반기 고점일 가능성이 크며, 내수 또한 1분기 서프라이즈는 일시적일 듯
- 물가는 8~10월 저점 형성
- 미국이 올해 2차례 인하한다는 가정하에 금통위 또한 8월부터 인하 시작.
- 현재 채권 시장 이를 전혀 반영하고 있지 않아 인하 시그널 확인되면 금리 하락 가파를 듯

05 한국 크레딧

- 크레딧 스프레드 절대 레벨 부담 증가로 변동성 확대 가능성 유의
- 다만 금리 인하 기대감 지속됨에 따라 스프레드 변동 폭 제한적, 기준 금리 인하 폭과 시기가 크레딧 수익률 좌우

결론: 미국 국채 = 미국 IG = 한국 국채 (OW) > 신흥국 = 미국HY = 국내 크레딧 (N)

글로벌 채권 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 %	1.53	1.29	1.88	1.52	1.43	0.51	1.78	1.11	0.52	0.97	1.90	0.75	2.72	1.22
	3M %	(0.49)	(1.27)	0.71	1.59	(0.27)	0.12	0.47	1.35	0.89	1.32	1.88	(0.44)	1.09	1.07
	YTD %	(3.10)	(4.38)	(1.21)	1.93	(1.83)	(1.55)	(1.21)	1.64	0.13	2.44	1.82	(0.03)	(1.09)	(0.49)
	1Y %	0.99	(1.25)	5.44	11.89	(0.16)	2.60	4.30	11.25	5.55	10.52	11.10	4.39	7.88	5.05
	3Y %	(16.28)	(20.49)	(10.80)	0.66	(9.64)	(14.02)	(8.01)	5.44	(6.61)	3.58	(7.39)	(4.78)	(13.36)	(0.29)
Spread	현재 bp	45.6	10.3	96.1	314.2	-	-	86.7	300.0	109.3	328.2	371.9	-	-	-
	1M bp	0.2	(0.4)	(1.5)	(10.3)	-	-	(0.6)	(0.7)	(2.5)	(35.3)	(1.6)	-	-	-
	3M bp	(1.6)	(1.0)	(10.4)	(16.2)	-	-	(9.3)	(12.4)	(11.9)	(10.6)	3.1	-	-	-
	YTD bp	(2.9)	(2.6)	(18.7)	(45.3)	-	-	(12.0)	(23.3)	(28.4)	(53.0)	(12.1)	-	-	-
	1Y bp	(2.3)	(3.9)	(55.2)	(177.6)	-	-	(51.3)	(159.2)	(62.1)	(156.6)	(105.1)	-	-	-
	3Y bp	26.6	0.6	7.4	(4.3)	-	-	3.1	3.7	24.1	38.6	39.1	-	-	-
YTW	현재 %	3.96	3.41	5.10	7.70	4.71	3.12	5.54	7.95	3.83	6.32	8.31	-	6.55	3.45
	1M bp	(9.4)	(4.7)	(15.0)	(21.5)	(17.3)	(3.2)	(18.8)	(15.4)	(4.9)	(30.5)	(22.1)	-	(8.2)	(11.5)
	3M bp	15.8	21.1	8.6	1.0	24.6	9.4	12.5	9.0	0.8	(12.6)	23.8	-	36.3	(3.9)
	YTD bp	44.8	48.5	41.5	11.7	62.7	46.7	48.3	36.0	31.0	(18.4)	45.6	-	35.6	17.6
	1Y bp	30.2	43.9	(2.5)	(116.5)	63.0	13.3	16.5	(85.5)	(32.7)	(140.3)	(31.6)	-	10.3	(15.3)
	3Y bp	284.3	264.4	347.7	384.9	380.8	304.4	342.9	392.3	347.5	388.8	335.2	-	160.2	172.9
Duration	현재 년	6.62	7.31	6.17	3.55	6.02	7.40	7.17	3.70	4.61	3.07	6.49	-	4.90	7.49

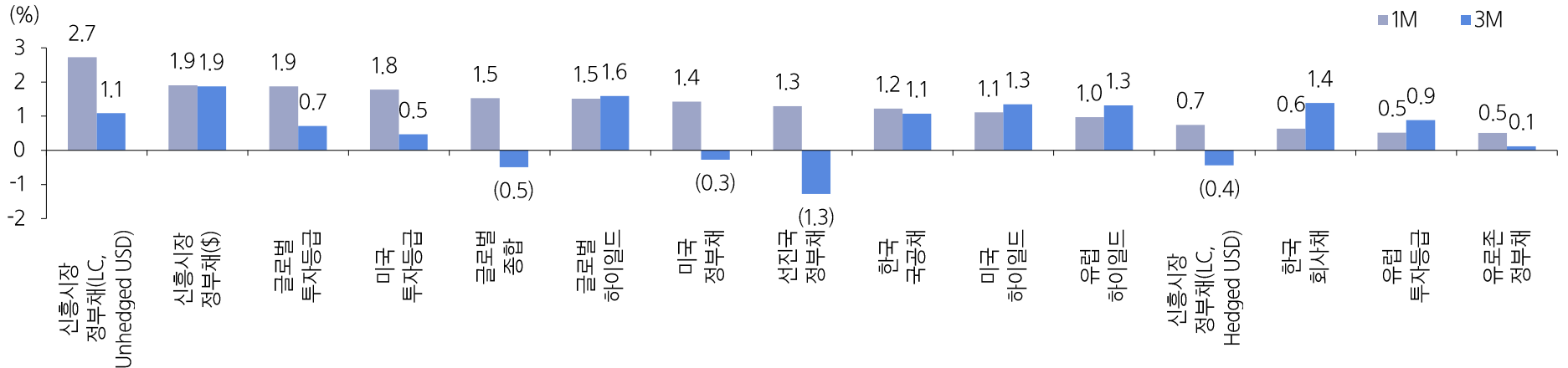
상반기 글로벌 채권 Review

금리 상승, 스프레드 축소

- 크레딧과 신흥국 스프레드는 주식시장 오름세와 유가 상승 등에 힘입어 연초 이후 지속적으로 하락
- 다만 기준금리 인하 속도에 대한 우려감에 국채금리 큰 폭 상승해 국채 금리 상승폭 > 스프레드 축소폭
- YTD 성과는 캐리가 높은 미국 하이일드, 유로존 하이일드, 신흥시장 달러채 등을 제외하면 대부분 마이너스(-) 수익률을 기록



채권 자산군별 총 수익률



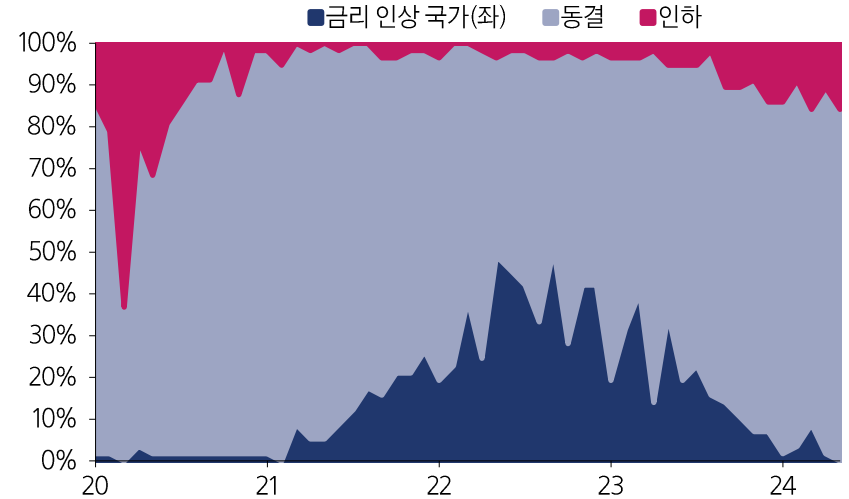
자료: Bloomberg/ 주: 신흥국 달러표시 정부채-JP morgan EMBIG Diversified Core, 신흥국 로컬통화표시 정부채- JP morgan GBI-EM, 그 밖의 지수는 Bloomberg Barclays 기준

상반기 글로벌 채권 Review

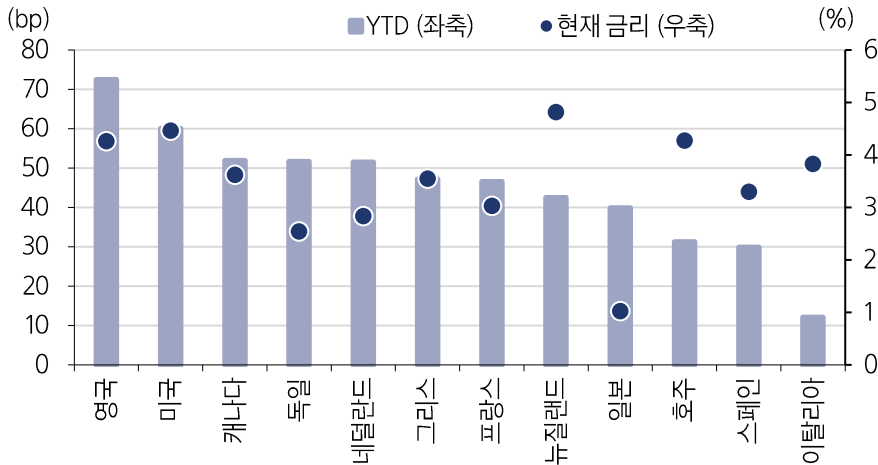
미국 인하 기대 후퇴, 대부분 국가 금리 상승

- 상반기 중 선진국 연간 기준금리 인하 속도가 느려질 수 있다는 우려에 금리 오름세 지속
- 신흥국은 일부는 기준금리 인상, 일부는 인하했으나 시장금리는 펀더멘탈에 근거하여 등락. 브라질은 큰폭의 기준금리 인하에도 불구하고 디스인플레이션 추세 지속에 대한 의구심에 10년 금리 상승. 중국은 기준금리 인하폭 작았지만, 경기와 물가 하락 추세에 시장금리는 하락

전체 국가 중 기준금리 인상/인하별 비중

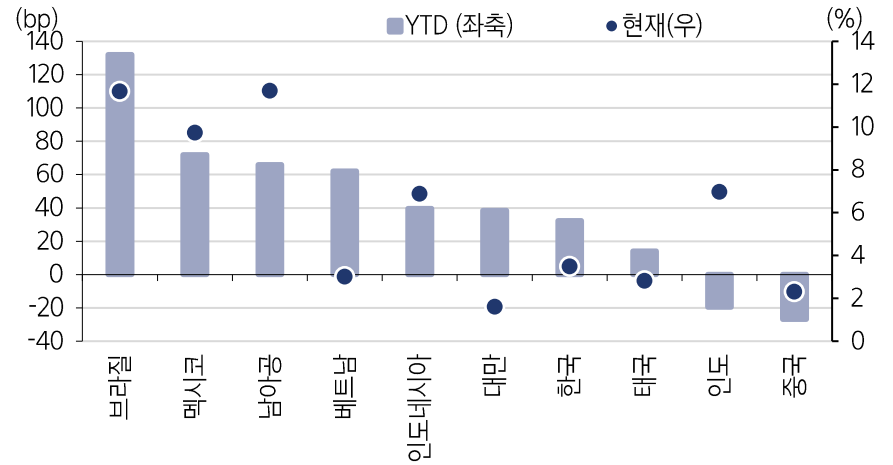


선진국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



자료: Bloomberg

신흥국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



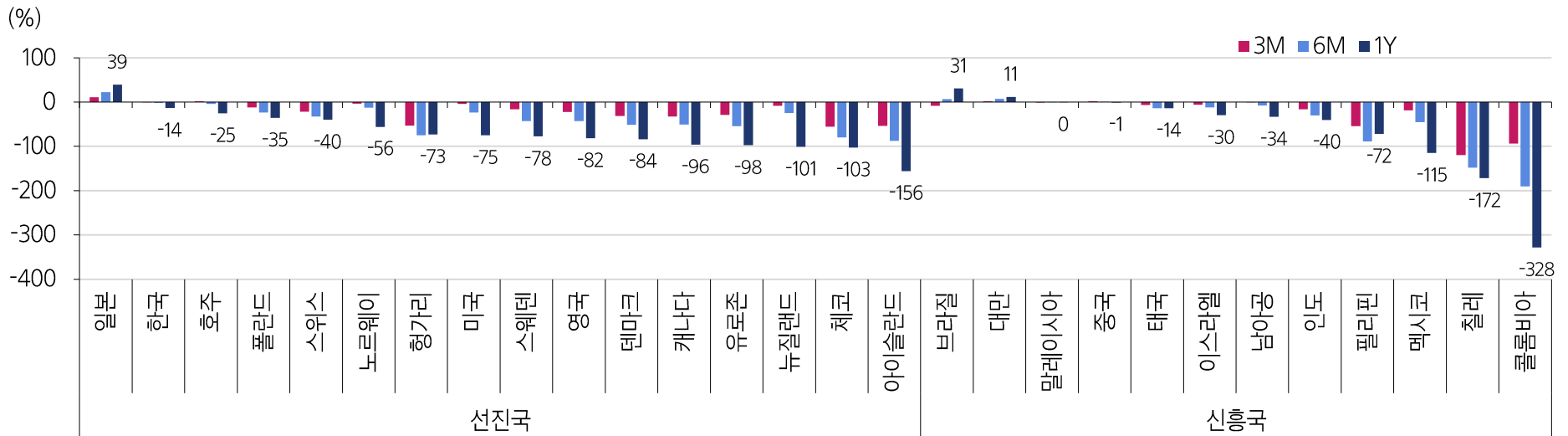
자료: Bloomberg

통화정책 Divergence

인상, 인하 국가 혼재. 인하 국가들 간 속도도 차별화

- 최근 3달 (3~5월) 금리 인하 국가: 멕시코, 브라질, 아르헨티나, 칠레, 콜롬비아, 페루, 스웨덴, 스위스, 불가리아, 체코, 헝가리, 몰도바, 스리랑카
- 최근 3달 (3~5월) 금리 인상 국가: 터키, 일본, 대만, 이집트
- 대부분의 국가는 인하 기조로 돌아섰으나, 아직 일부 국가들 인상 기조 지속. 일본은 이제야 인상 기도 시작
- 향후 인하에 대한 기대도 미국이 1년에 3차례 인하 예상하는 반면 영국과 유로존은 80~100bp 인하 기대되는 등 차별화

국가별로 향후 3개월, 6개월, 1년 내 기준금리 인하 기대(선도금리 시장 내재)

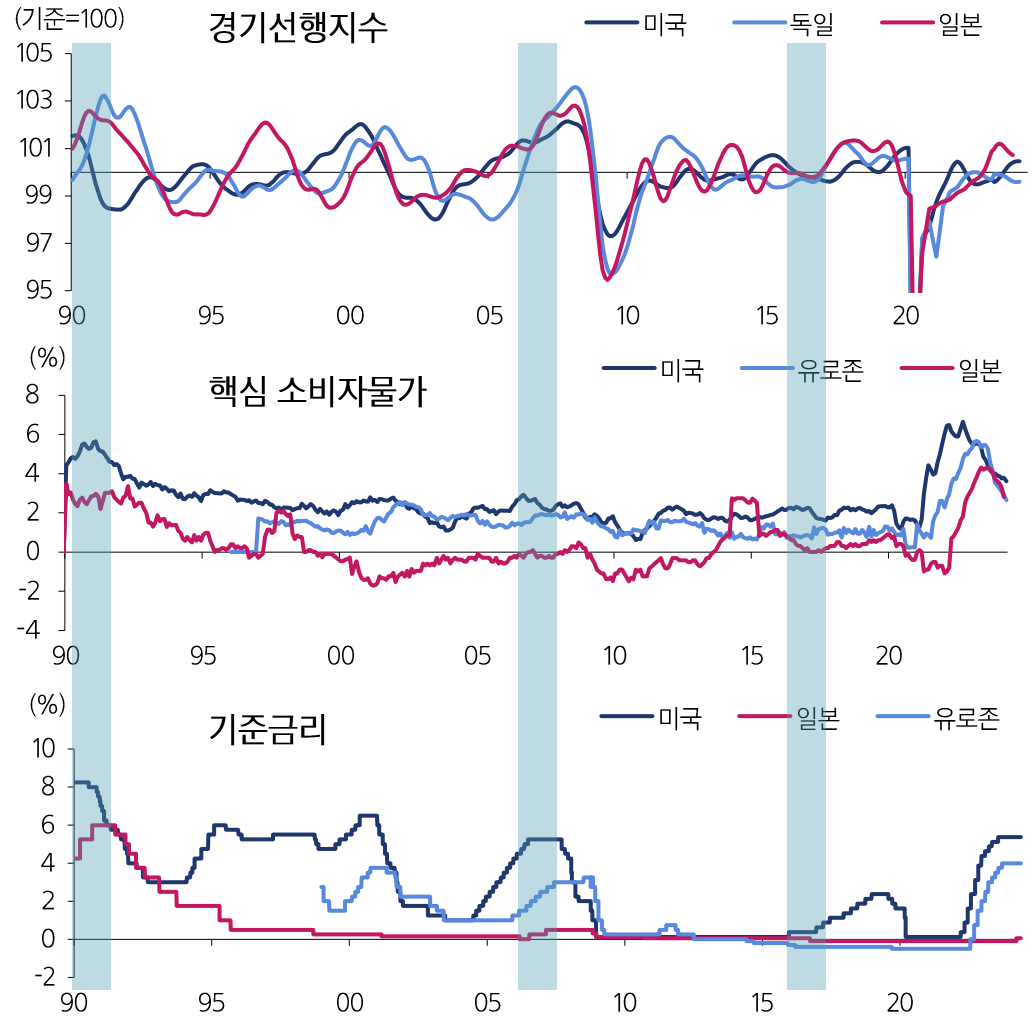


자료: Bloomberg /주: 선진, 신흥 분류 기준은

통화정책 Divergence 기축통화 선진국(미,일,유)

인하 기대 후퇴에 따라 급등하는 시장금리

- 선진국 통화정책 차별화의 주요 배경은 물가, 경기
- 유로존: 독일의 경기선행지수는 2022년 8월부터 기준치를 하회하며 소폭 하락 중. 선행지수 기준으로는 침체 영역
유로존 전체의 핵심 소비자물가는 4월까지 2개월 연속으로 2%대에 진입. 6월 금리 인하 기정 사실화된 가운데 올해 총 세차례 인하 전망
- 일본: 상반기 중 통화정책 정상화를 시도했으나 이후 2개월간 물가 둔화. 다만 춘투 5차 임금 인상률 집계치 5% 상회 중인 점 등 감안 시, 7월 추가 인상 가능
- 주요 선진국 간 통화정책 차별화 양상 나타나나, 과거에도 해당국 편더멘탈에 따라 일시적 차별화 나타났던 경험 존재(오른쪽 차트 하늘 색 음영)



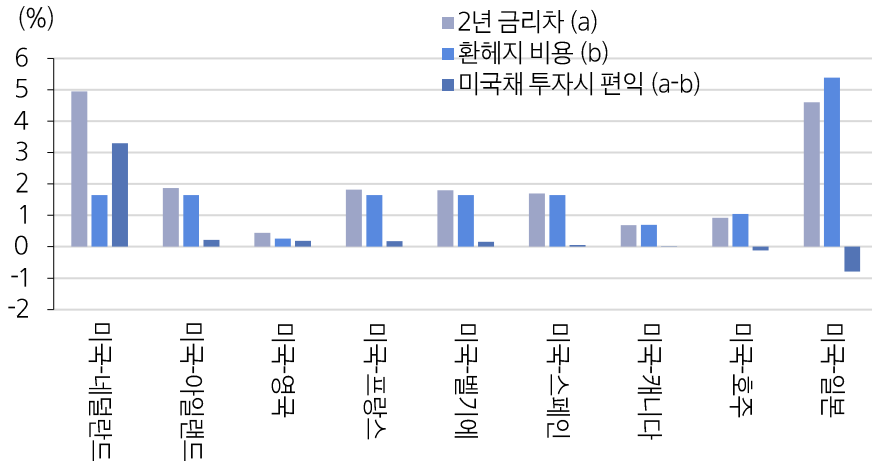
자료: Thomson Reuters

통화정책 Divergence 기축통화 선진국(미,일,유)

선진국 정책 차별화에 따른 미국채 투자 매력도 변화

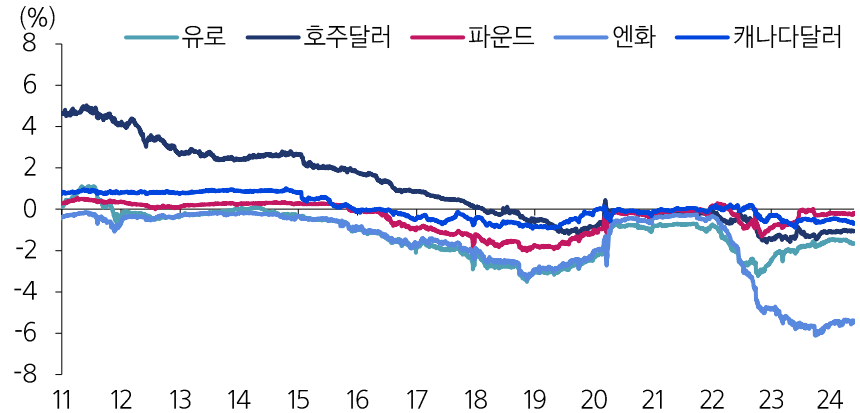
- 달러투자시 환헤지 비용은 엔-달러가 5.4%, 유로-달러가 1.65% 정도로 높은 수준
- 특히 일본에서 정상화 시도로 미국-일본 금리차 축소되면 일본발 미국채 수요 감소할 것이라는 우려
- 다만 미국과 여타 선진국 간 금리차는 여전히 환헤지 비용을 상쇄할 정도로 높은 수준이며, 일본발 수요 감소하더라도 유로존이나 캐나다와 같은 선진국 수요가 이를 메꿀 전망

미국채대비 다른 국채금리 (미국채 투자 매력도)

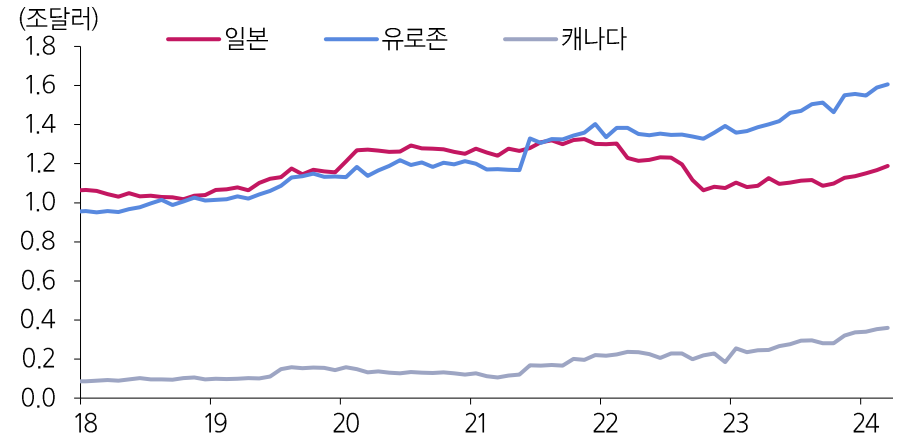


자료: Thomson Reuters

해외투자자가 달러 자산에 투자할 때 환 헤지 프리미엄



국가별 미국채 보유 잔액

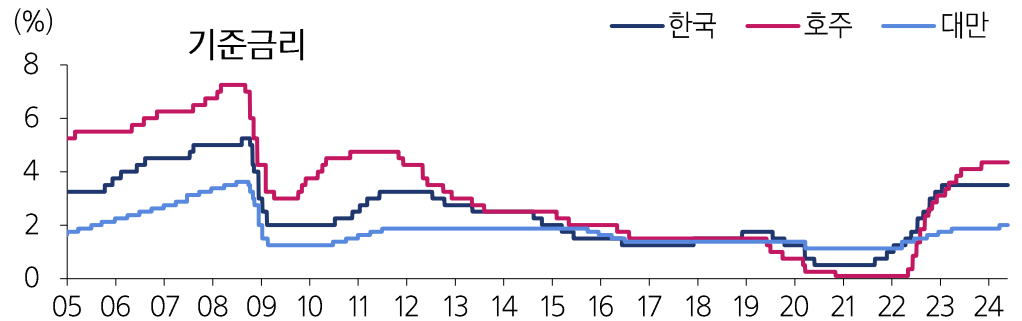
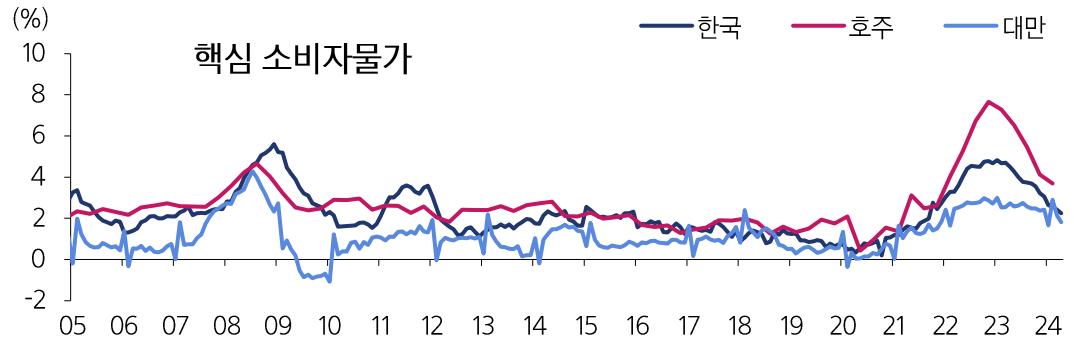
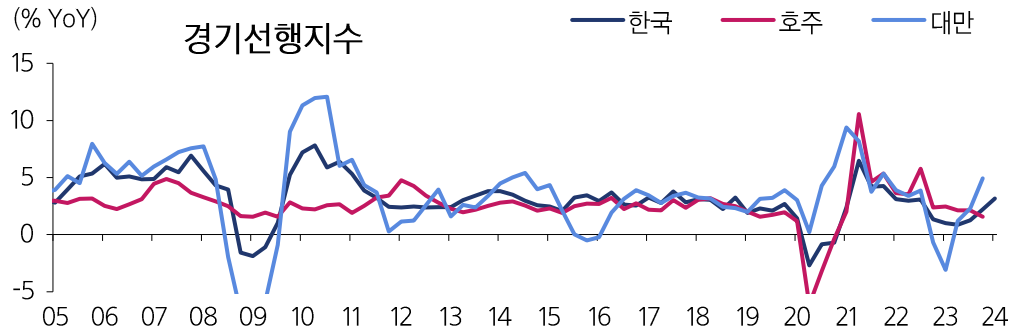


자료: Thomson Reuters

통화정책 Divergence 비기축통화 선진국(호주,대만,한국)

한국보다 물가 우려 높은 대만, 호주

- 대만(AA+), 한국(AA), 호주(AAA)
- 세 국가 모두 높은 신용등급이지만, 비기축통화를 사용함으로써 통화정책이 기축통화 선진국에 의존적이라는 공통점
- 최근 대만에서는 3월 예상과 달리 기준금리 깜짝 인상하면서 우려 불거졌으나, 이는 2월 소비자물가 서프라이즈와 경기선행지수의 빠른 오름세 때문
- 호주는 2~3%의 물가 목표를 내년이나 달성할 것으로 예상돼 인하까지 시간이 걸릴 것
- 한국은 올해 3분기 쯤 2% 초반의 물가를 확인할 것으로 예상되는 등 상황이 달라, 대만과 호주와의 통화정책에 영향을 받지 않을 것



자료: Thomson Reuters

자료: Thomson Reuters

01

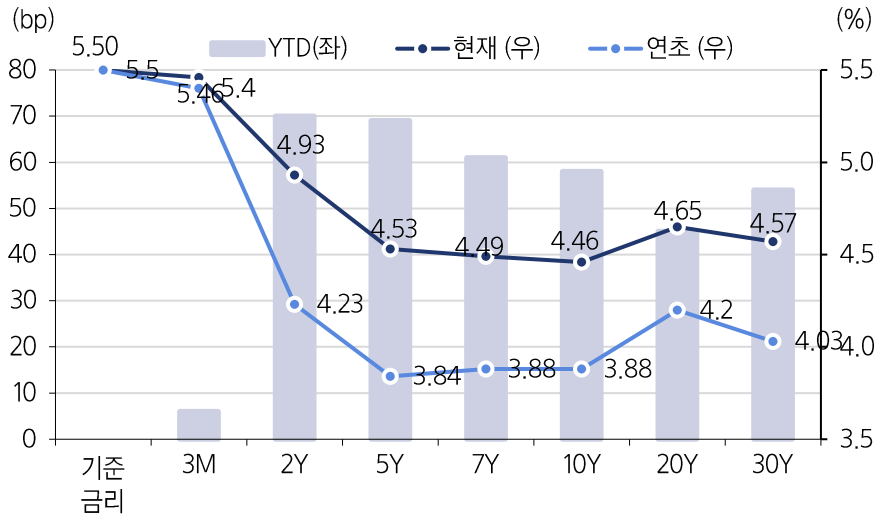
미국 국채

상반기 미국 금리 Review

기준금리 인하 횟수에 대한 기대 중요

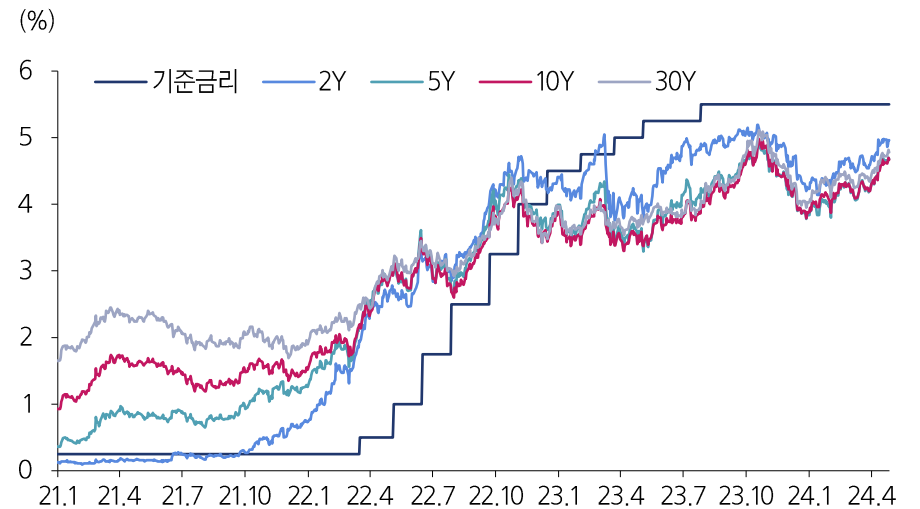
- 미국은 연간 기준금리 인하 횟수에 대한 기대가 빠르게 바뀌면서 단기물 중심으로 큰폭 상승
- 연초에 6번 인하기대까지 반영돼 있던 시장은 현재 1~2차례 인하 기대로 변화
- 기준금리 대비 시장금리 역전 지속되고 있지만 소폭 해소 중

단기물 중심으로 큰 폭 상승



자료: Thomson Reuters

만기물별 금리



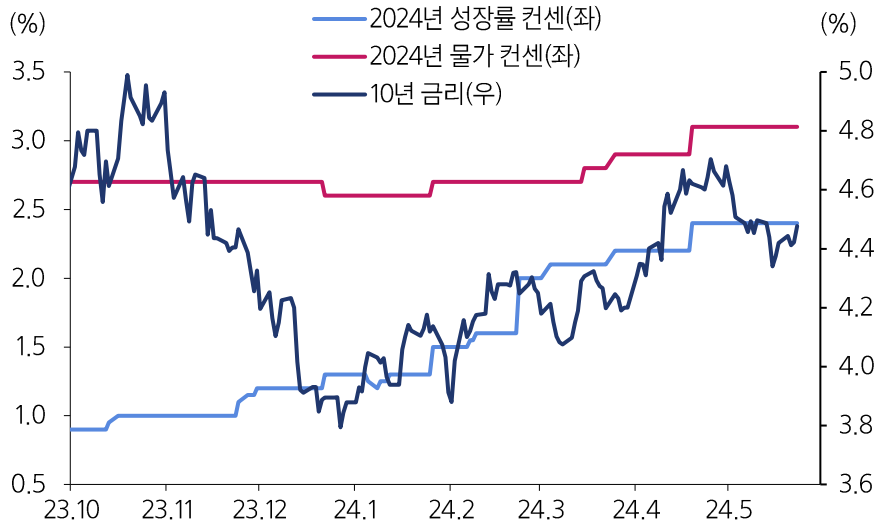
자료: Thomson Reuters

금리에 대한 경기의 영향 확대

1~5월 명목금리 상승분의 76%를 경기 요인이 기여

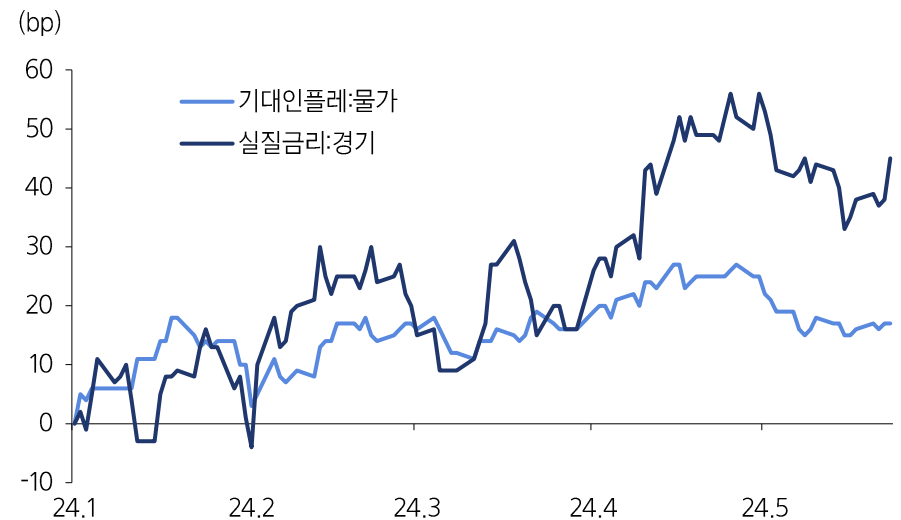
- 물가 컨센서스 크게 변화하지 않았음에도 불구하고 경기 컨센서스 크게 상향되면서 명목금리 상승
- 올해 연간 물가 컨센서스는 연초대비 0.5%p 오르게 불과하지만 (현재 3.1%), 성장률 컨센서스는 연초대비 1.1%p오른 2.4%로 약 두배 상향
- 1~5월 명목금리의 상승폭을 기대인플레이(물가)와 실질금리(경기)로 분해해봐도 경기의 영향이 강함
- 올해 10년 금리 상승분 56bp 중 실질금리 상승의 기여가 76%

2024년 성장률과 물가 컨센서스



자료: NY fed

연초대비 실질금리와 BEI 상승분



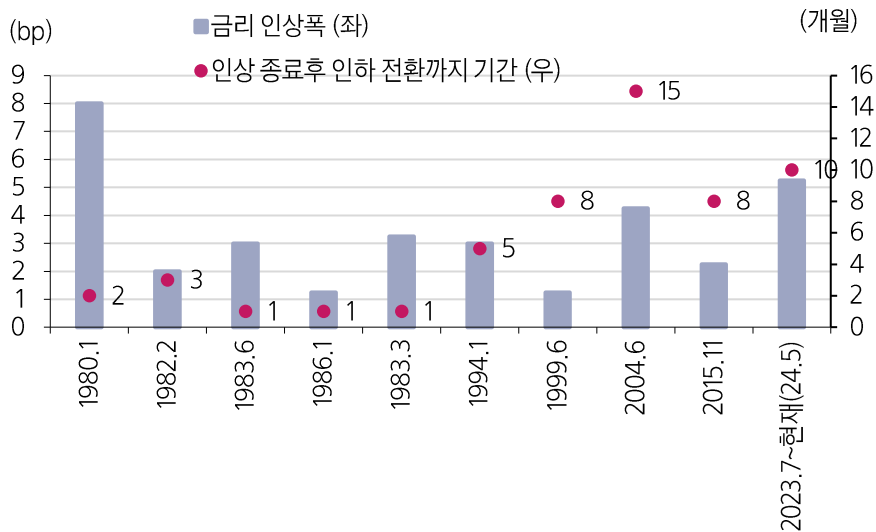
자료: NY fed

인상 종료 이후 동결 기간 고용 둔화가 인하의 Key

물가 때문에 인상했어도, 경기 때문에 인하할 수 있다

- 1980년 이후 역대 2번째로 긴 현재 동결기간. 1980년 이후로 인상 종료 이후 10개월 내에 인하를 시작하지 않은 경우는 2004년밖에 없음
- 당시 인상 종료 이후 15개월 뒤인 2007년에 금융위기로 인해 인하를 시작했으며, 당시의 물가와 실업률은 2.8%, 4.7%
- 과거 물가가 2% 도달 못했어도 실업률이 높으면 인하 했던 사례
- 올해 연말 CPI 상승률 3% 근처로 예상되지만, 지난 5월 회의에서 파월 의장은 고용 시장 둔화 시 기준금리 인하 가능하다고 설명

통화정책 사이클별 기준금리 인상폭과 이후 동결 기간



자료: Bloomberg

기준금리 인하 시점의 평균 실업률

	인하 시점 기준금리	물가 (3MMA)	실업률
	%	%YoY	%
81	19.0	10.0	7.5
84	11.4	4.3	7.3
89	9.8	5.2	5.3
95	6.0	2.8	5.7
01	6.5	3.6	4.2
07	5.3	2.8	4.7
19	2.5	1.8	3.6
현재	5.5	3.4	3.9

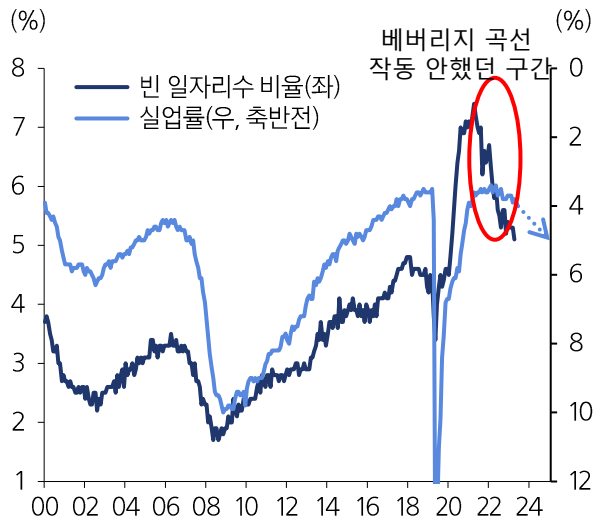
자료: Bloomberg

경기: 커지는 하방리스크

실업률 상승을 시사하는 지표들

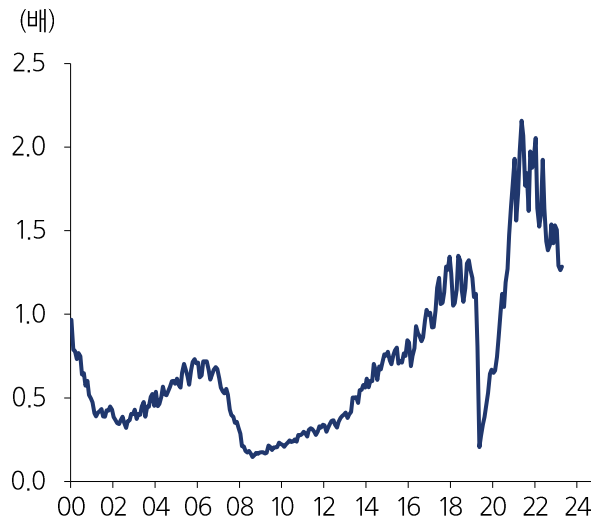
- Job opening rate(빈 일자리 수 비율)이 감소하면 실업률이 상승하는 관계를 보여주는 베버리지 곡선은 2022년 초부터 작동하지 않음
- 월러이사는 2022년 보고서를 통해 실업자 1인당 빈 일자리 배율이 높아지면 베버리지 곡선이 작동하지 않는다고 분석
- 다만 최근 빈 일자리수/실업자수 배율 코로나 이전 수준까지 돌아와 베버리지 곡선 정상화되며 실업률 상승 전망
- 실업률 등락에 선행하는 6개월뒤 일자리가 적어질 것이라고 대답한 비율-많아질 것이라고 대답한 비율의 차이도 0.5%로 2021년 3월 이후 최고

빈 일자리수 비율과 실업률



자료: Bloomberg

빈 일자리 수 / 실업자 수 배율



자료: Bloomberg

일자리 서베이 지표와 실업률 YoY 등락



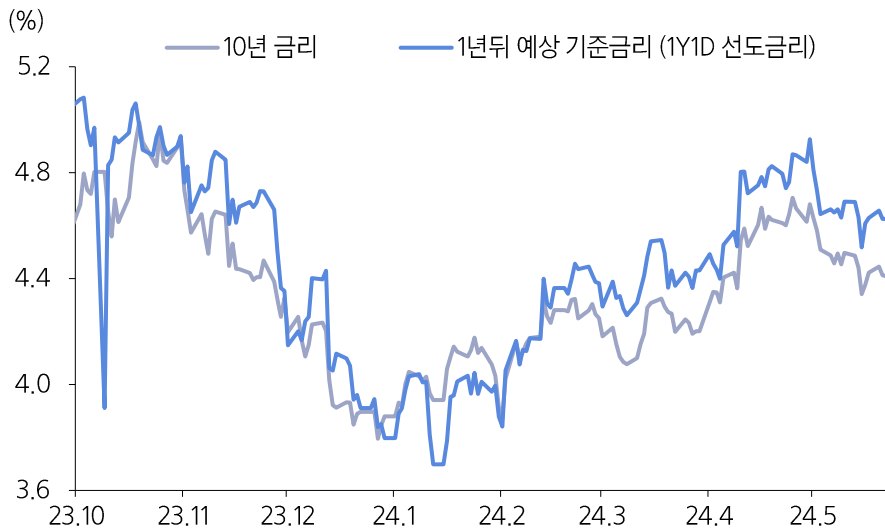
자료: Bloomberg

6월 FOMC Preview 올해 2차례, 내년 3차례 인하 예상

점도표 발표 이후 선물금리와 현물금리 동반 하락 예상

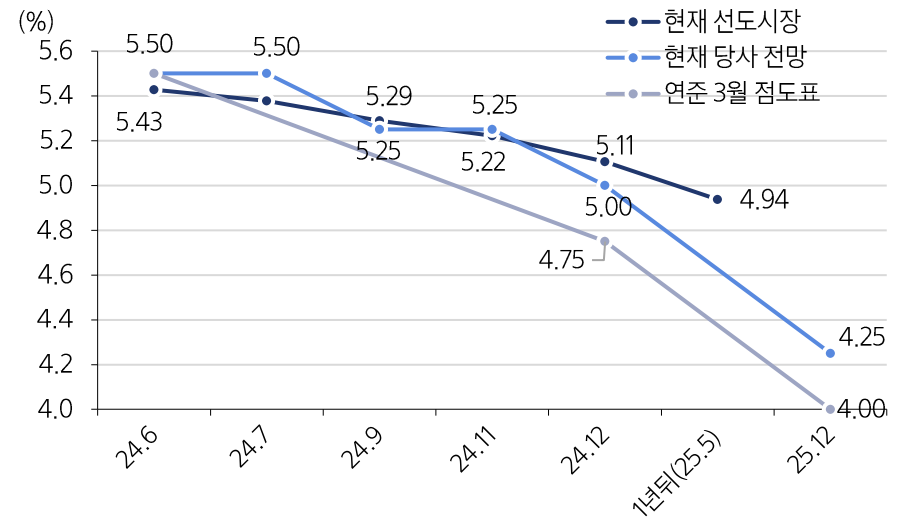
- 6월 연준 경제전망에서 물가 전망치 상향 예상. 4Q 근원 PCE 물가 전망치 2.6% → 2.8% 내외로 상향 예상
- 다만 고용의 초과 수요는 점진적으로 완화 중. 4Q 실업률 전망치는 4%로 유지되거나 소폭 상향 예상
- 물가 전망치 상향에도 불구하고 연말 테일러룰 적정금리는 여전히 4% 중반으로 올해 2회 인하는 아직 타당
- 9월부터 인하 시작, 올해 2차례 인하 의견 유지. 내년에는 3차례 정도 인하해 2025년 말 기준금리 4.25% 정도 예상

10년 금리는 올해 연말까지 4% 하회 가능



자료: Bloomberg

아직 내년까지의 인하분은 시장에 반영돼 있지 않음



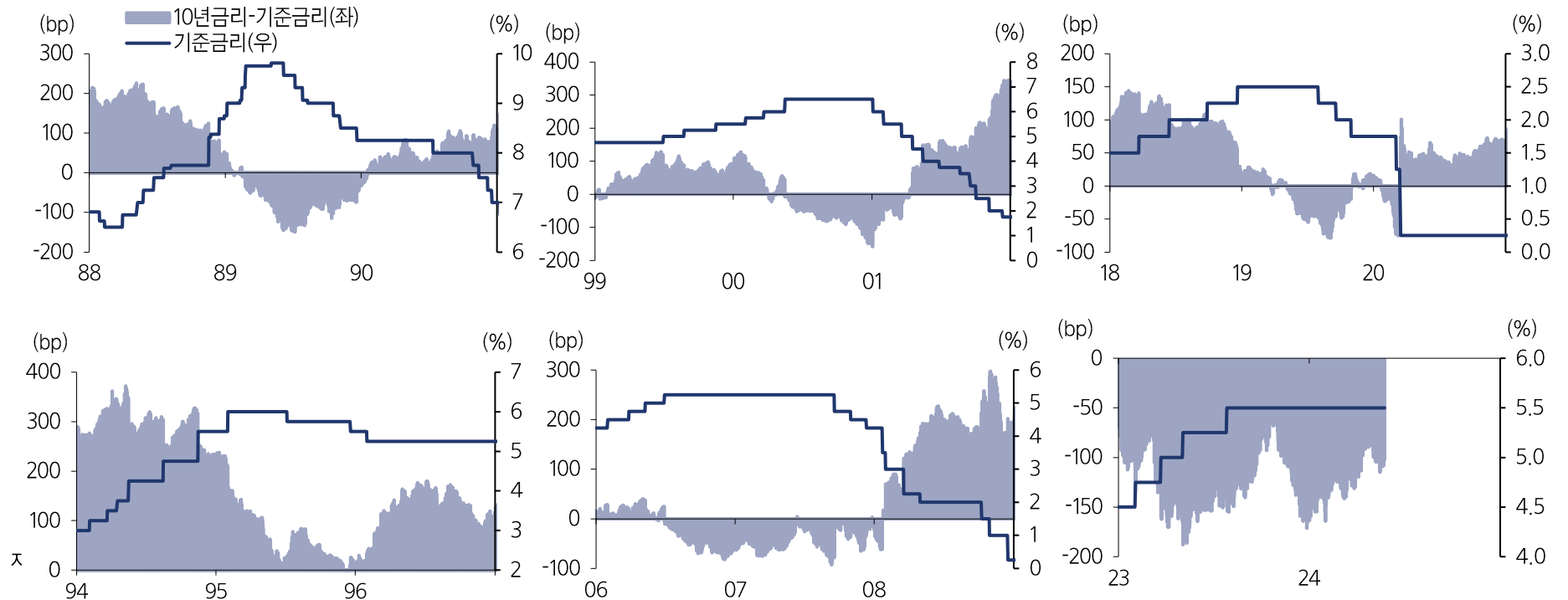
자료: Bloomberg

인하 속도 감안한 장기물금리 연말까지 기준금리보다 더 빠르게 하락 가능

현재의 10년 금리가 기준금리보다 과도하게 역전된 것은 아님

- 과거 인상 종료~인하 시작까지의 장기금리와 기준금리 스프레드. 일반적으로 큰 폭 역전돼 있다가 2~3번째 인하부터 역전폭 점차 축소
- 현재 10년 금리와 기준금리 역전폭은 약 100bp
- 연말 기준금리 5.00%를 예상, 2025년 인하 속도 확대될 수 있다는 기대로 10년 금리는 기준금리 더 빨리 하락해 연말 3.8% 정도를 예상

기준금리 인하 전후로 10년금리 - 기준금리 차이



연준 QT 속도 조절의 영향 재무부 발행까지 감안 시 수급 부담 무난

완화된 국채 순발행 속도 + 연말쯤 불거질 QT 중단 논의. 수급 부담은 2022년 이후 가장 낮아질 듯

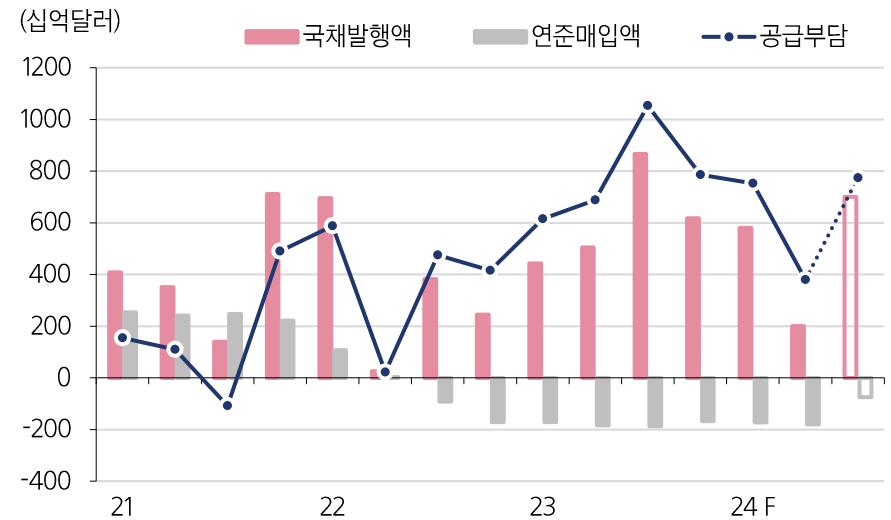
- 3분기 국채발행계획: Bills \$2,900억, Notes & Bonds \$5,570억 순발행. Bills는 순상환에서 순발행으로 전환됐지만 Notes & Bonds 순발행은 2분기와 비슷한 수준 유지. 채권 시장 공급 부담 완화
- 한편 2000년 이후 처음 국채 바이백 실시, 5~7월 중 바이백 총 규모는 150억 달러. 수급에 긍정적이 요인
- 연준 QT는 둔화된 속도 감안해도 내년 초에는 은행지준/GDP가 11%를 하회할 수 있어, 내년 초에는 연준 QT 중단 논의 나올 가능성

은행 지준/GDP는 연말에는 11% 도달



자료: Thomson Reuters

뮤추얼펀드의 채권 수요 증가 예상



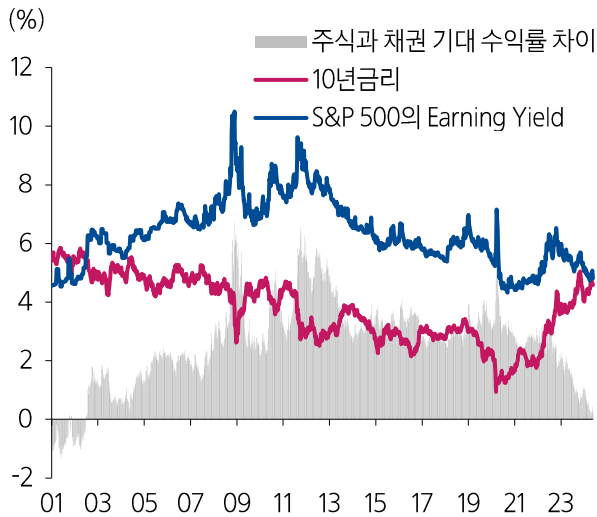
자료: Thomson Reuters

미국채의 투자 매력도 주식 vs. 채권

10년 국채 금리=S&P500 Earning yield 2000년대 초반 이후 처음

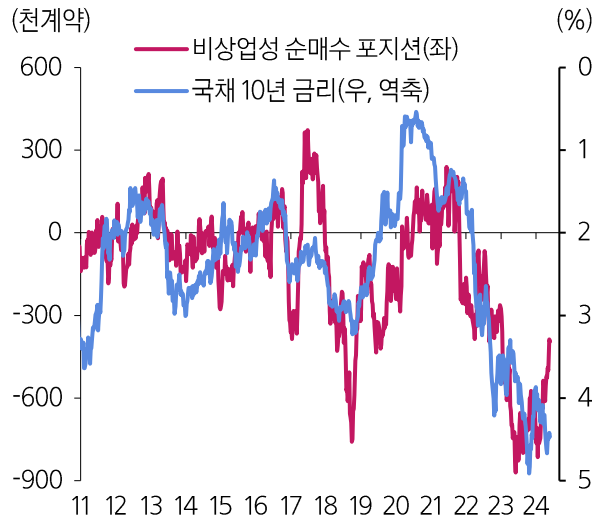
- 주식대비 미 국채의 투자 매력도 2002년 이후 최고
- S&P 500의 Earning yield는 약 4.8~4.9%로 미국채 10년 금리와 차이는 20~30bp뿐
- 주식대비 채권의 기대수익률 높아지는 경우 뮤추얼펀드의 채권 수요 증가
- 비상업성 순매도 포지션이 40만 계약 이하로 줄어든 것도 2023년 1월 이후 처음

미국 주식과 10년 국채 투자 매력도 비교

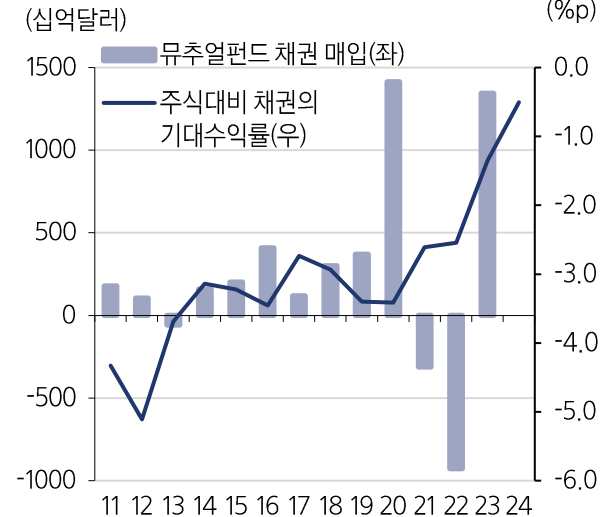


자료: Thomson Reuters

뮤추얼펀드의 채권 수요 증가 예상



뮤추얼펀드의 채권 수요 증가 예상



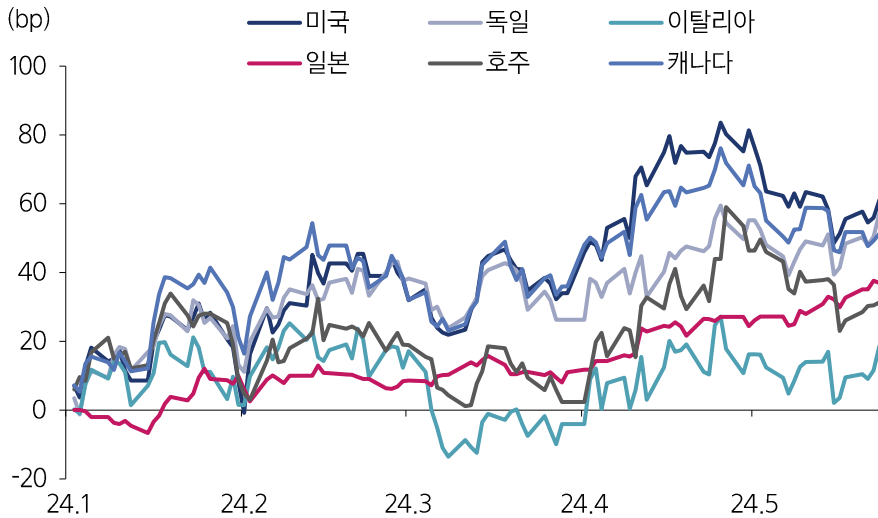
자료: Thomson Reuters

미국채의 투자 매력도 최근 줄었던 외국인 수요 다시 회복 가능

미국의 금리는 대부분 선진국 대비 더 빨리 상승함

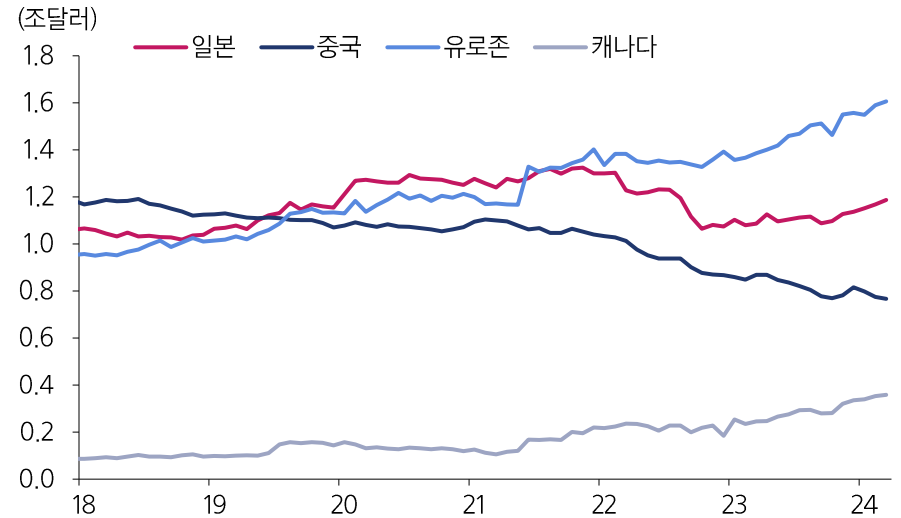
- 올해 들어 미국의 금리 상승폭은 영국 등 일부를 제외하고 대부분의 선진국보다 빨랐음
- 미국채 최대 보유국인 일본과 중국의 미국채 보유잔고는 2021년 최고를 기록하고 그 이후로 지지부진하지만
- 유로존과 캐나다 등 여타 선진국 들이 일본과 중국의 수요 공백을 메꾸는 중
- 부채한도 마무리에 따른 미국 국가 신용도 우려 후퇴, 높아진 캐리 매력 등에 따라 미국채에 대한 대외 수요 지속될 듯

연초이후 10년 금리 변화폭



자료: Thomson Reuters

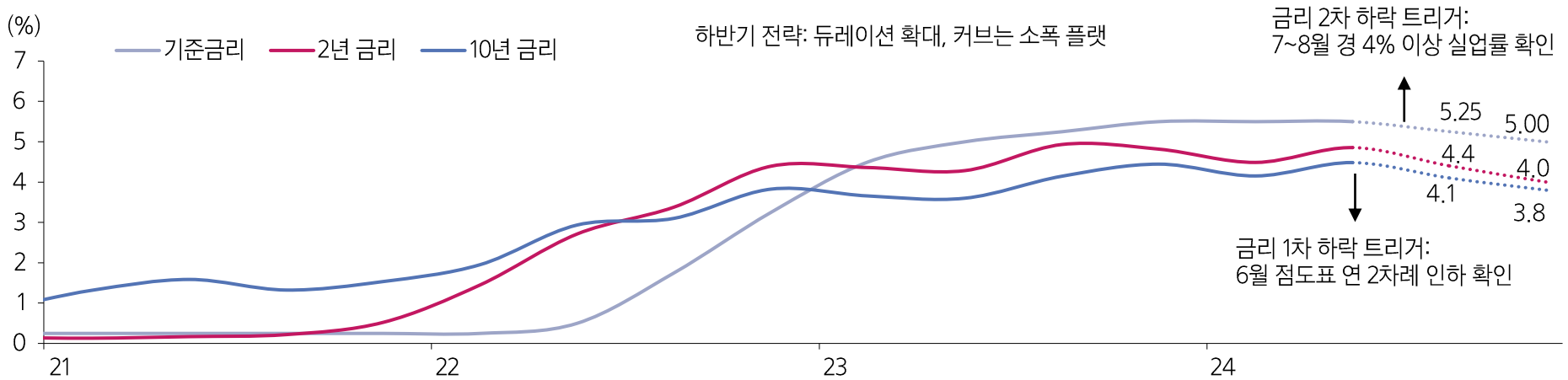
외국인이 보유한 미국채 잔고



자료: Thomson Reuters

결론

요인	설명	금리에 미치는 영향
물가	단기(상반기)까지는 Bumpy 한 상황 지속. 2% 중후반의 중물가 고착화 가능성	0
경기 및 고용	연준이 기준금리 인하하는 시점의 실업률은 평균적으로 4.5% . 연준의 연말 실업률 전망치 4.0% 정도. 현재 기준금리 레벨 너무 높아 실업률 4% 이상에서는 기준금리 인하 가능	0.5
통화정책	연말까지 QT 절반으로 축소 하더라도 은행지준/GDP 연말에는 11% 를 하회, 내년 초쯤 QT 종료. 종료 가능성 연말부터 대두 기준금리 인하는 올해 2 차례, 내년은 연 3 차례 예상	-1
수급	국채 발행량은 대선 직전 급하게 늘리지 않을 듯 주식 대비 채권의 기대 수익률은 2000 년대 초반 이후 최고. 뮤추얼펀드, 개인 등의 미국채 수요 확대 전망	-1
대외	통화정책 탈동조화. 일본의 정상화 기조 지속 vs. 유럽에서는 미국보다 더빠른 하락세 지속 일본발 미국채 수요 감소폭 크지 않을뿐더러, 빠져나가더라도 유럽발 미국채 수요가 이를 상쇄할 수 있을 듯	0
금융리스크	은행발 리스크는 연준의 QT 속도조절로 일단은 줄어든 듯 기업도 안정적인 실적 기반으로 이자부담 크지 않아 부도확률 연말까지 하락 예상	0



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

02

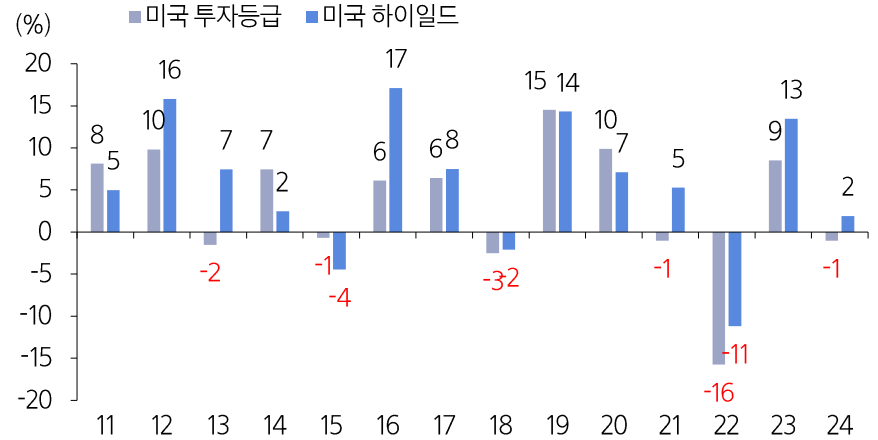
크레딧과 신흥국

미국 크레딧 IG OW, HY 중립

스프레드 축소에도 수익률은 보험 수준

- IG와 HY는 올해 상반기 양호한 경기와 기업 실적 등에 스프레드 각각 12bp, 23bp 축소
- 다만 벤치마크 금리 큰폭 상승으로 수익률은 보험 수준
- IG와 HY 스프레드 모두 저금리로 호황이었던 2021년에 근접한 수준으로 밸류에이션 부담 큰 듯

연간 수익률



IG 스프레드와 YTW



자료: Bloomberg

HY 스프레드와 YTW



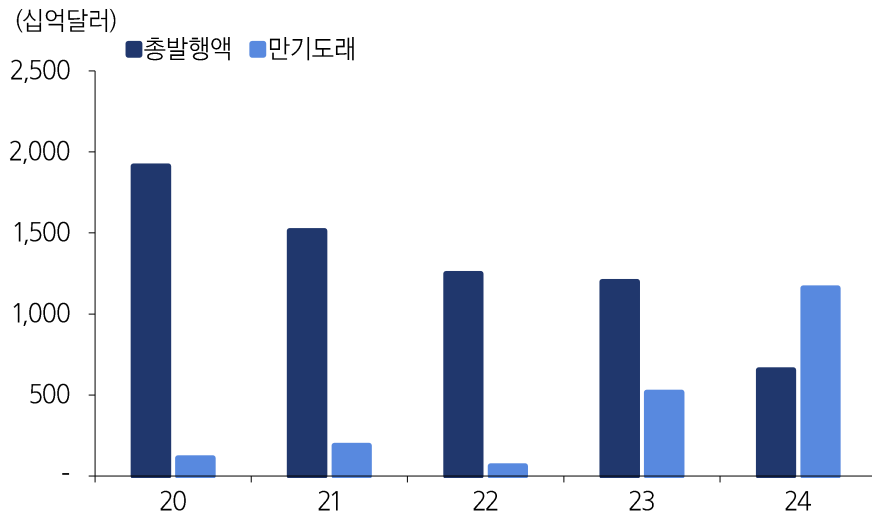
자료: Bloomberg

미국 크레딧 IG는 OW 유지

투자등급: 하반기 불거질 경기 우려 속 높은 등급 회사채 수요 유입 예상

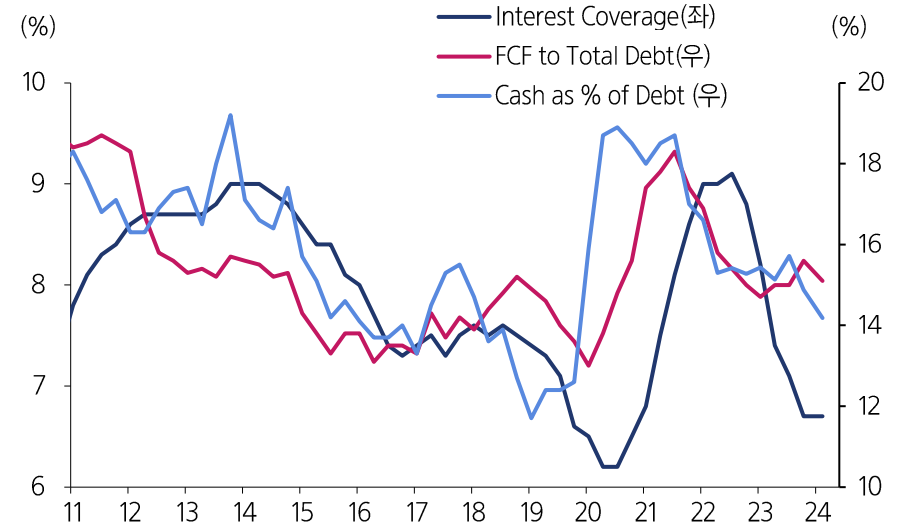
- 올해까지 IG 만기도래 물량은 많지 않음. 1~4월까지 이미 올해 만기 도래 예상액의 절반 넘게 발행됨. 발행 부담은 하반기에도 크지 않을 전망
- IG 기업들의 이자보상배율 축소세는 2022년 3분기부터 이어져왔으나, 올해 1분기에는 전분기와 동일한 수치로 이자부담 확대 추이는 완화된듯
- 부채대비 FCF나 보유 현금은 여전히 팬데믹 이전보다도 많은 수준으로 펀더멘탈 무난한 듯
- 하반기 불거질 경기 우려 속 높은 등급 회사채에 대한 수요 이어질 수 있음

IG 채권 총 발행량과 만기도래액



자료: Bloomberg /주: 24년 발행량은 1~4월

이자보상배율과 부채대비 현금 보유 및 FCF 비중



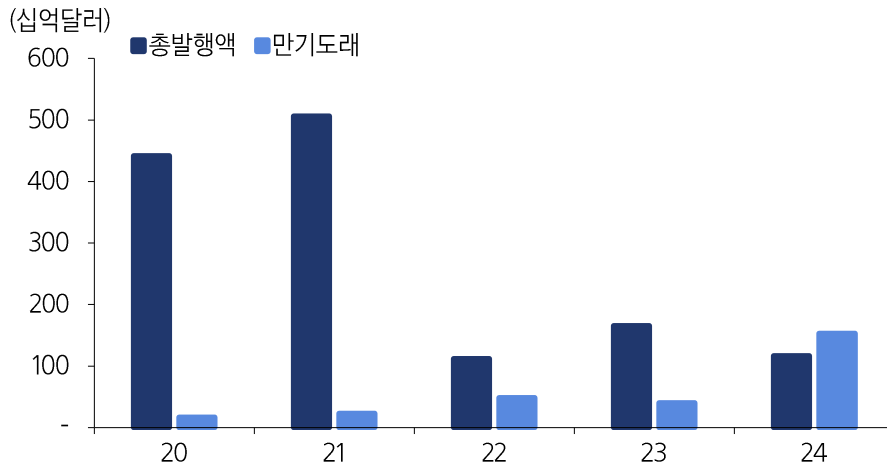
자료: Bloomberg /주: 23년 발행량은 11월 27일까지

미국 크레딧 중립 유지

하이일드: NE 유지

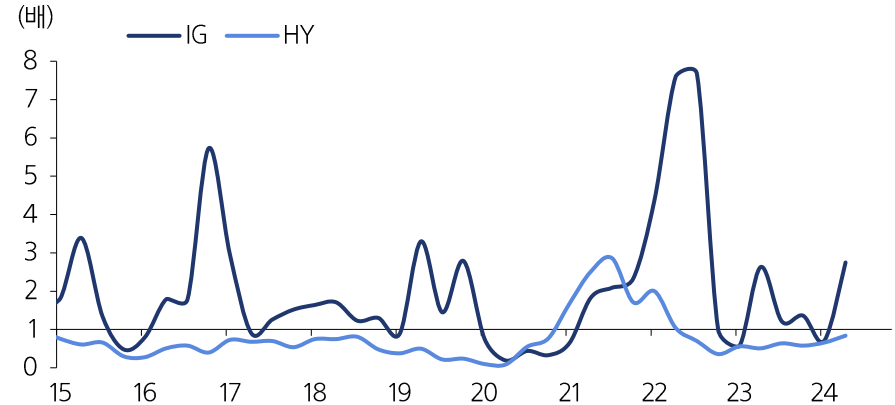
- 하이일드는 하반기 불거질 경기 둔화 우려가 리스크
- 과거 실업률 상승을 동반한 기준금리 인하기 하이일드 스프레드 빠르게 확대됐던 경험, 실업률은 작년부터 상승세였으나 스프레드는 이를 전혀 반영하고 있지 않는 중
- 등급 상하향 비율 또한 하이일드는 1배를 밑도는 중

HY 채권 총 발행량과 만기도래액

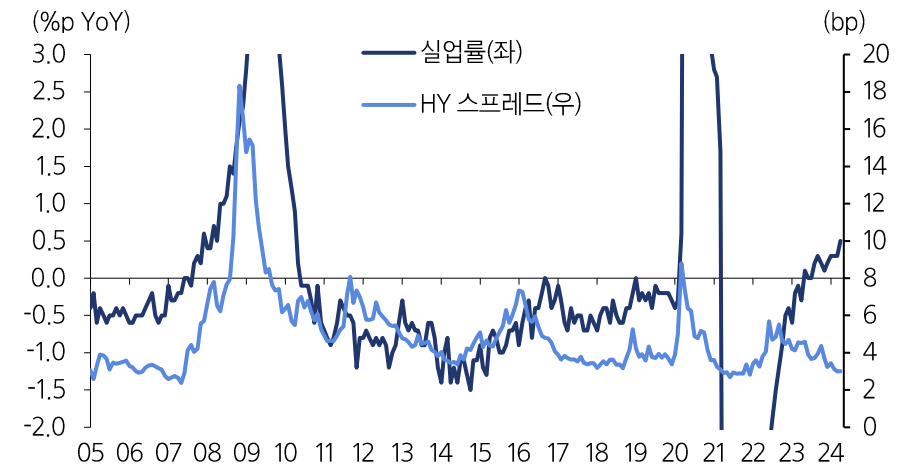


자료: Bloomberg / 주: 24년 발행량은 1~4월

등급 상향/하향 비율



경기 하강을 동반한 기준금리 인하 시에는 스프레드 확대



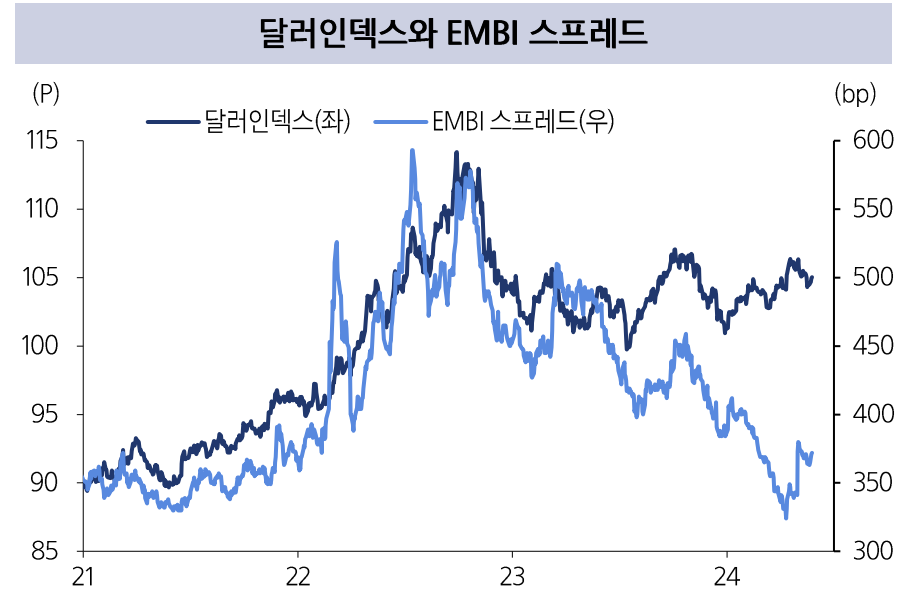
자료: Bloomberg

신흥국 장기 전망은 중립

3개월 OW, 연말까지 중립

- 올해 신흥국 채권지수는 YTD로 1.8% 상승하며 무난한 수익률 기록
- 다만 지역별 차별화 심화. 캐리가 높은 아프리카(평균 금리 10.6%)가 6.9%의 수익률을 기록하며 전체 지수 상승 견인
- 여타 지역은 스프레드 소폭 축소됐음에도 불구하고 벤치마크 금리가 더 크게 오르면서 수익률은 보험권에서 맴돌

			종합	라틴	유럽	중동	아시아	아프리카
Performance	1M	%	1.90	1.39	1.94	2.30	2.21	2.18
	3M	%	1.88	1.75	1.50	1.31	1.77	3.69
	YTD	%	1.82	1.78	1.08	(0.15)	1.26	6.86
	1Y	%	11.93	11.35	13.68	5.34	10.28	25.69
Spread	현재	bp	371.9	419.0	378.0	270.0	185.0	600.0
	1M	bp	(1.6)	9.0	(4.0)	(9.0)	(10.0)	(9.0)
	3M	bp	3.1	70.0	(49.0)	(30.0)	(31.0)	(55.0)
	YTD	bp	(12.1)	53.0	(68.0)	(25.0)	(36.0)	(134.0)
	1Y	bp	(106.5)	(21.0)	(220.0)	(62.0)	(130.0)	(339.0)
YTW	현재	%	8.3	8.8	8.4	7.3	6.4	10.6
	1M	bp	(22.0)	(12.0)	(24.0)	(30.0)	(31.0)	(28.0)
	3M	bp	46.0	103.0	(3.0)	21.0	20.0	(5.0)
	YTD	bp	22.0	19.0	19.0	42.0	31.0	(40.0)
	1Y	bp	(94.0)	(71.0)	(155.0)	(38.0)	(95.0)	(206.0)
Duration	현재	년	6.5	7.4	5.5	6.6	6.2	5.2



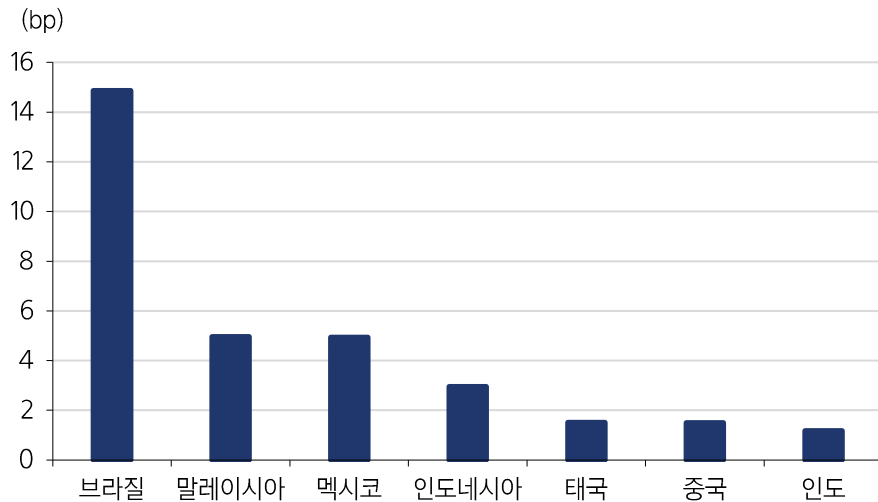
자료: Bloomberg

신흥국 국가별 차별화

3개월 OW, 연말까지 중립. 캐리 높은 국가 중심 투자

- 작년 말부터 스프레드 축소 이어오던 브라질은 디스 인플레이션 추세 지속에 대한 우려가 불거지며 최근들어 금리와 CDS 프리미엄 동반 상승. 가장 최근 회의에서는 기준금리 인하폭을 50bp에서 25bp로 축소. 향후 1%p 정도의 추가 인하 여력 남아있으나 이미 인하기대 대부분 반영돼 연말로 갈수록 추가 지수 상승 가능성은 적어질 듯
- 중국은 최근 물가와 경기 둔화로 금리 하락 추세 이어 왔으나, 부동산 부양 정책 등에 따른 정부 부채 증가 등이 국가 신용도에 대한 우려를 자극할 수 있어 오히려 금리 상승 요인으로 작용 가능

연초대비 CDS 프리미엄



자료: Bloomberg /주: 2024년은 컨센서스기준

신흥국 전체 성장률과 물가. 물가 우려 재부각



자료: Bloomberg

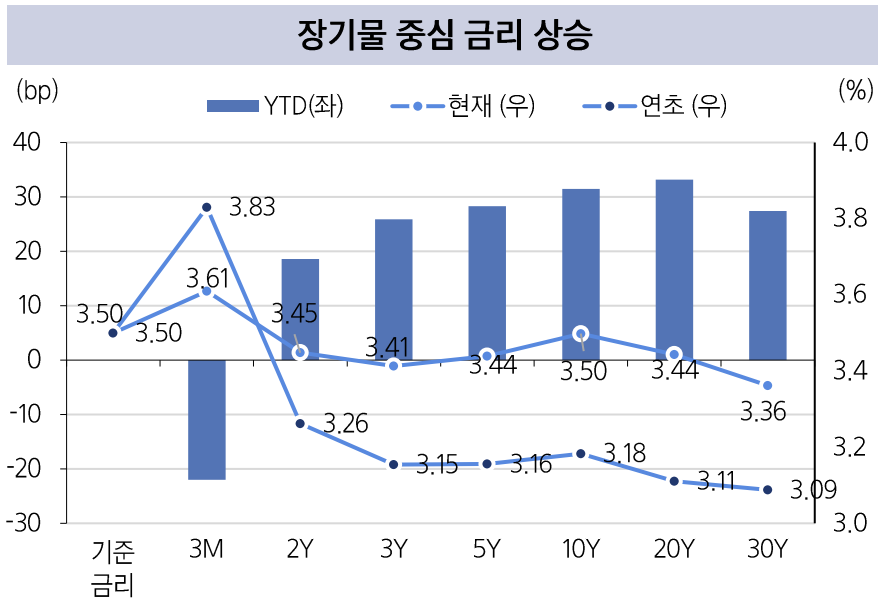
03

국내 국공채

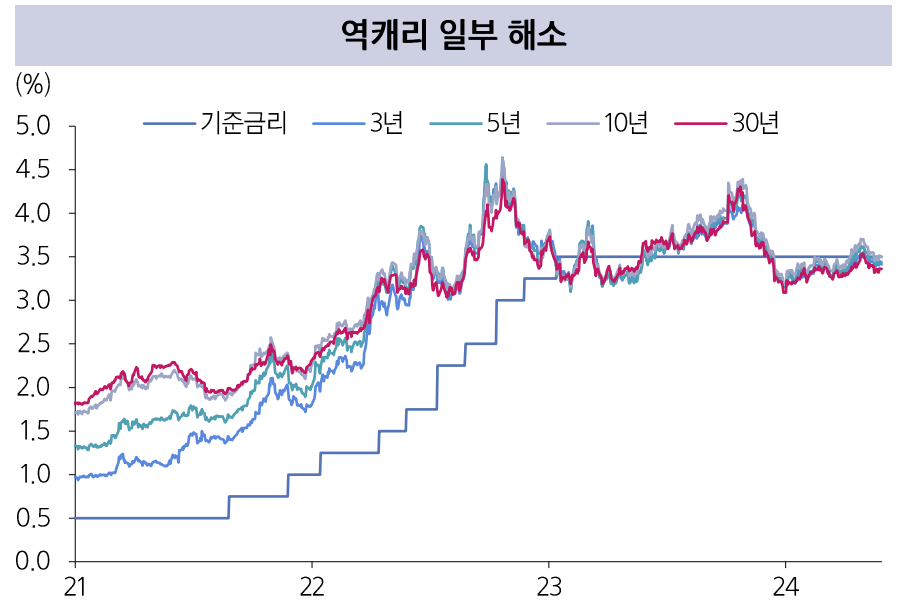
상반기 국내 채권 Review

장기 금리 중심으로 큰폭 상승

- 한국도 대부분 만기의 금리가 큰폭으로 상승했으나, 미국과 다른점은 단기물이 아니라 장기물 금리가 더 크게 올랐다는 점
- 미국과는 달리 연초부터 기준금리 인하에 대한 기대가 시장에 반영돼 있지 않아 물가와 경기에 민감한 장기물 금리만 큰 폭으로 등락
- 기준금리 대비 전 만기의 시장금리가 낮은 역캐리 현상은 아직 지속 중이나 연초보다는 소폭 해소됨



자료: Infomax



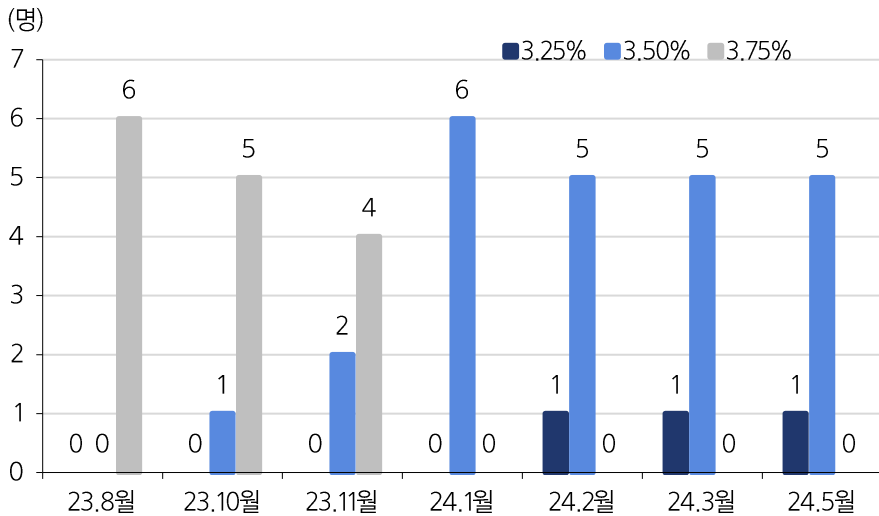
자료: Infomax

금통위 우려보다는 소폭 완화적

전반적으로 긍정적

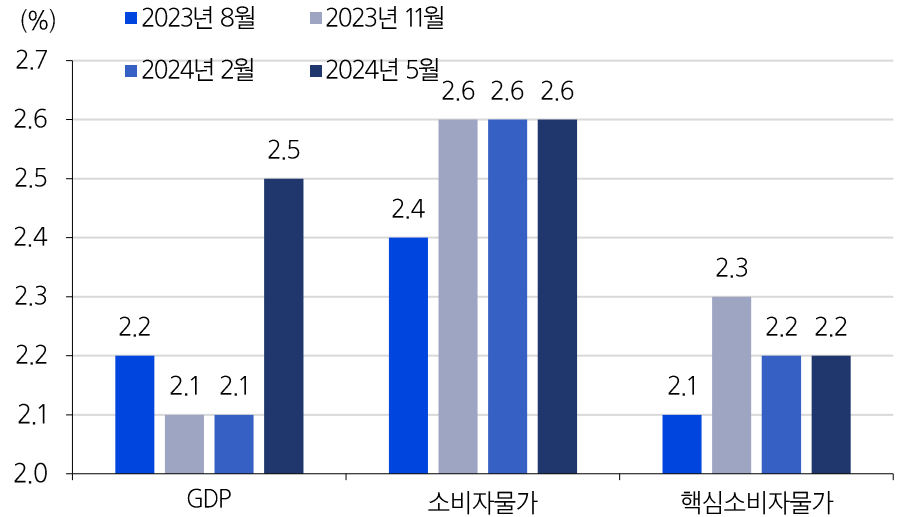
- 기준금리 동결, 시장 우려와는 달리 3개월 내 인하 가능성 열어둔 위원 수 1명 유지되며 비둘기파적으로 해석
- 인하 가능성 열어둔 1명의 위원은 통화정책 파급 시차 고려 시, 내수 부진에 대응한 선제적 금리 인하 가능성 염두해야 한다고 주장
- 최근 지표 불안에 따라 정책 불확실성 등 언급하며 보수적 태도 보였지만, 통화정책 정상화에 대한 의지는 아직까지 남아있는 것으로 해석
- 올해 성장률 전망치 2.1% → 2.5%로 상향, 내년 성장률 전망치 2.3% → 2.1% 하향. 소비자물가 전망치는 유지

향후 3개월내 예상하는 기준금리: 금통위원 6명 중 1명 인하



자료: 금통위

2024년 연간 전망치 변화



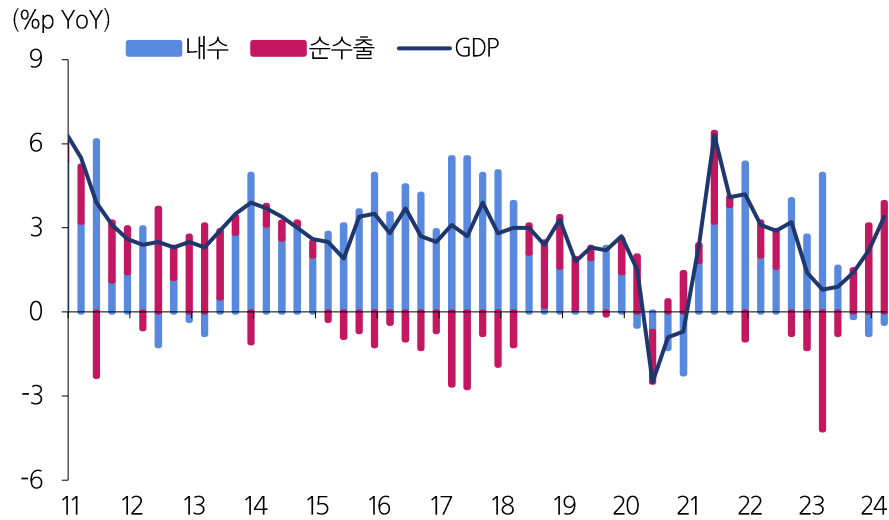
자료: Bloomberg

경기 1분기 서프라이즈는 일시적일 듯

성장: 내수 전망 상향됐으나, 수출과의 괴리는 여전히 큼

- 금번 성장률 상향 조정의 주요 배경이 내수가 아니라 대외 요인임을 강조
- 올해 민간소비 증가율 전망치 1.6% → 1.8%로 상향했으나, 수출 전망치는 4.5% → 5.1%로 더 크게 상향돼 여전히 내수와 수출 괴리는 큼
- 총재는 5월초에 내수 서프라이즈 지표를 근거로 경기 경로 재검토하겠다 시사했으나, 이번 금통위에서 이 발언에 대해 톤 조절 하는 모습
- GDP YoY 성장률 중 내수는 여전히 마이너스(-)기여도. 1분기 실질근로소득 증가율은 2020년 이후 가장 둔화돼 지출도 시차를 두고 둔화 예상

내수의 전년동기대비 기여도는 여전히 낮은 수준



자료: Bloomberg

1분기 실질근로소득 펜대믹 이후 가장 큰 감소폭



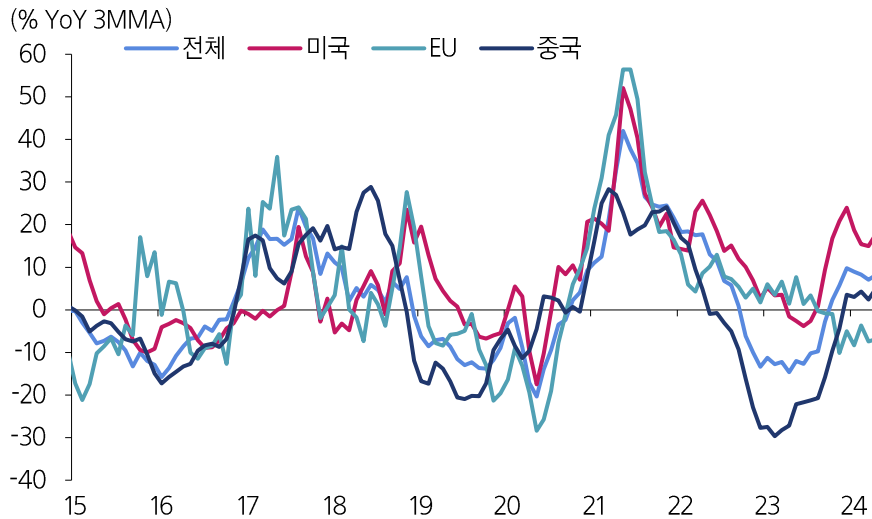
자료: Thomson Reuters

경기 6~8월 경기선행지수 기준치 하회 가능

경기선행지수는 하반기 중 기준치 하회할 듯

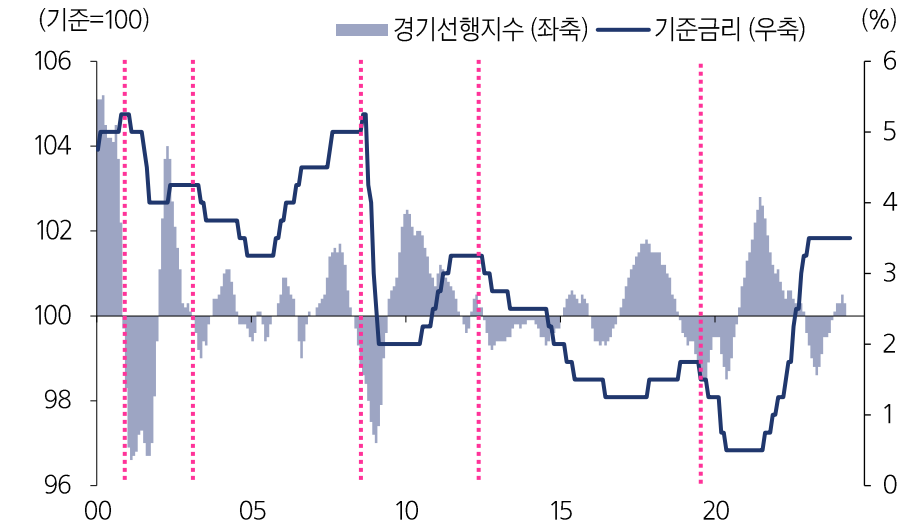
- 선행종합지수는 3월까지 5개월 연속 기준치 상회. 올해는 건설수주액, 기계류내수출하지수 등 감소에도 불구하고 코스피와 수출입물가비율 등이 반등하며 지수 상승을 견인
- 다만 하반기부터 구인구직비율, 건설수주액 등 대부분 구성지표도 하락 반전할 가능성 높아 6~8월 경기선행지수 기준치 근처로 하락 예상
- 기준금리 인하 시작할 때 경기 선행지수는 항상 기준치 하회. 8월 쯤에는 기준금리 인하의 정당성 확보될 수 있음

국가별 수출 증감율. 상반기 중 피크 확인



자료: Thomson Reuters

인하 시작할때는 경기선행지수가 항상



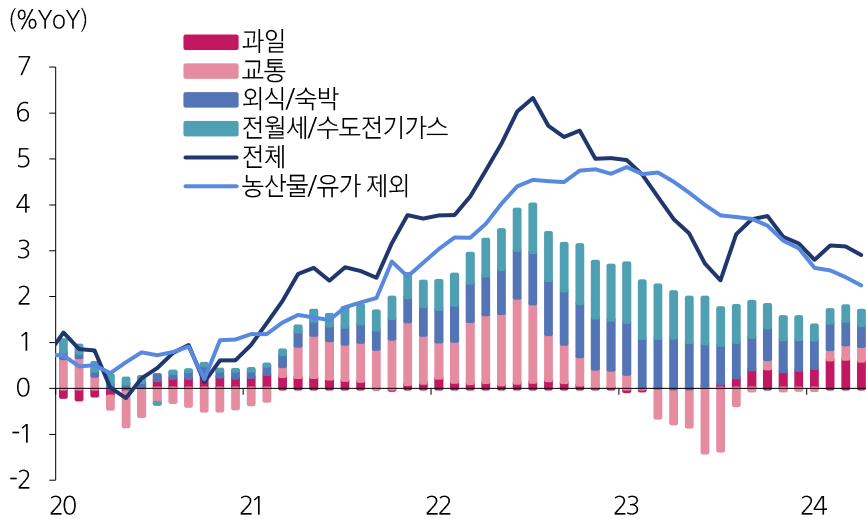
자료: Thomson Reuters

물가 전망 경로 8~9월이 YoY 상승률 저점

2.5% 하회 할 때 짬 인하 시작 가능. 8월 인하 뒷받침

- 한은, 하반기 평균 물가 2.3% → 2.4%로 상향됐으나 연간 전망치는 유지. 올해 물가 상방 리스크 커졌음을 인정했으나 영향은 크지 않다 발언
- 현재 성장률이 잠재성장률보다 높음에도 불구하고, 금리는 물가 둔화를 야기하는 정도의 제약적 수준에 있다 판단해 정상화 의지 확인
- 5~12월의 MoM 물가상승률은 80달러 근처의 변동성 높은 유가 이어졌던 2010~14년과 비슷할 전망(2015~19년의 평균 유가는 약 50달러)
- 해당 기간 MoM 상승률 평균은 0.175%였으며 이와 같은 상승 압력 가정시 YoY 상승률은 8월에 2% 초반, 9~10월에 2% 하회 가능성도
- 한은 입장에서 12월까지 상승률을 모두 보고 인하시점 판단하기보다는 인하추세 접어드는 8월부터는 인하 가능

소비자물가 상승률과 품목별 기여도



자료: Thomson Reuters

월평균 물가 상승률 가정에 따른 YoY 상승률 예상치

	0.10% (15~19년)	0.15%	0.175% (10~14년)	0.20%	0.26% (24.1~4월)
5월	2.68	2.73	2.75	2.78	2.84
6월	2.75	2.85	2.91	2.96	3.08
7월	2.73	2.89	2.96	3.04	3.23
8월	1.93	2.13	2.24	2.34	2.58
9월	1.53	1.79	1.92	2.04	2.35
10월	1.25	1.55	1.71	1.86	2.22
11월	1.88	2.24	2.42	2.60	3.03
12월	1.95	2.36	2.56	2.77	3.26
하반기평균	2.00	2.26	2.39	2.51	2.82
연평균	2.39	2.54	2.61	2.69	2.88

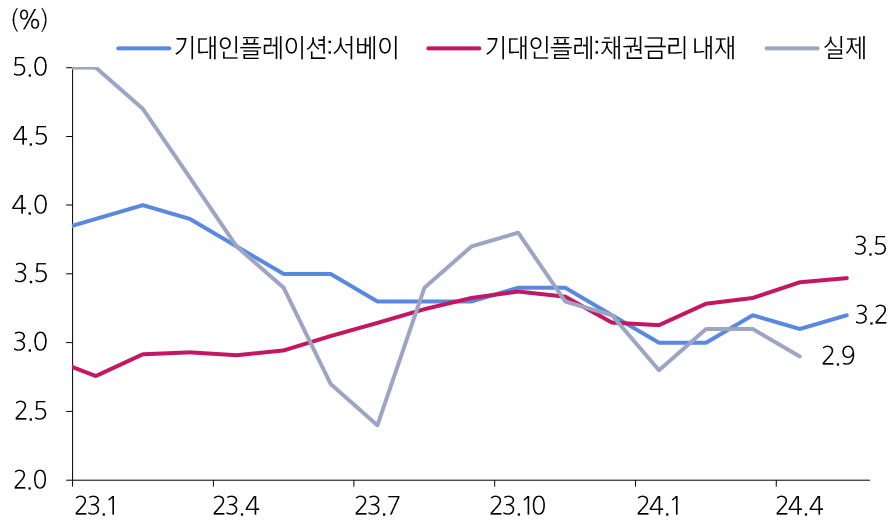
자료: Thomson Reuters

채권 금리 내재된 물가 과도 3.5% 기대 인플레이션 내재 중

금리는 물가 경로를 감안하면 너무 높음

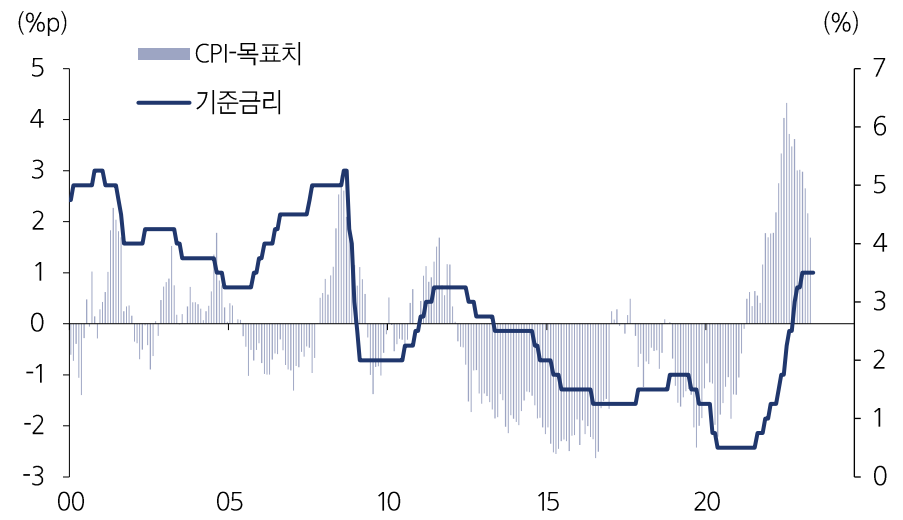
- 물가채 2년물 금리는 현재 -0.04%에 불과한 반면, 2년물 명목금리는 3.46%로 2년물 명목금리 내 내재돼 있는 기대인플레이션은 약 3.5%
- 서베이 상 기대 인플레이션 3.2%와 실제 예상 현실적인 수준이지만, 채권시장에 내재된 물가는 너무 높음
- 향후 2년에 대한 물가 평균에 대한 기대가 2.6%(올해 연말 물가 예상치)까지만 낮아져도 명목 물가의 하방압력은 약 90bp
- 현실적으로 연말까지 90bp가 하락하지는 못하겠으나 현재 금리는 펀더멘털 대비 높은 영역인 것은 맞음

서베이상 기대인플레이션과 물가채에 내재된 기대인플레



자료: Infomax

CPI가 목표치 소폭 상회하더라도 인하했던 경험 여러번



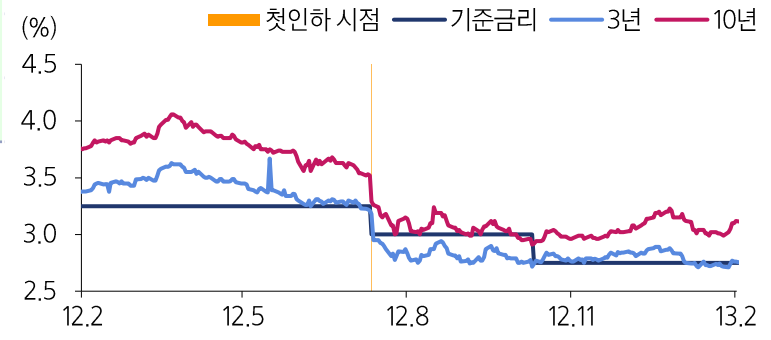
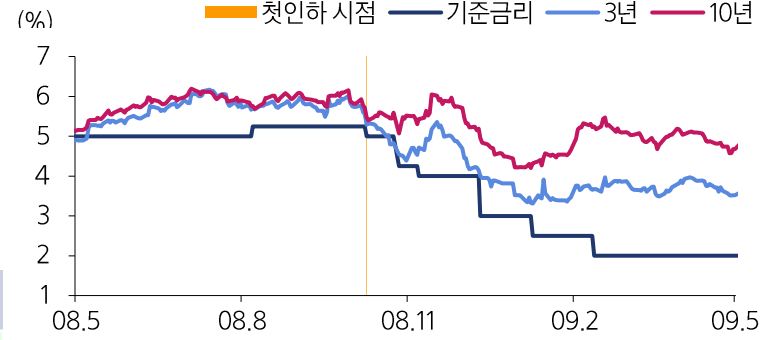
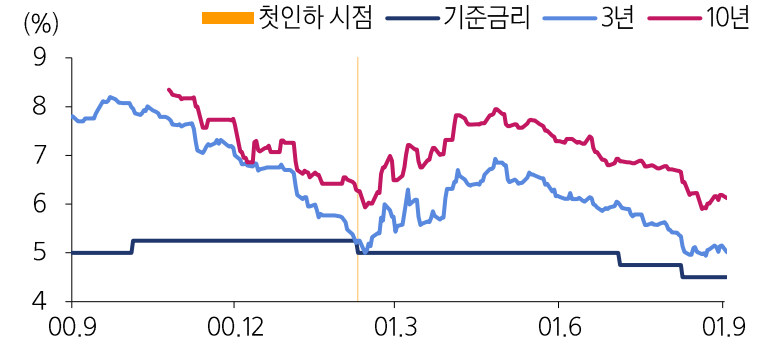
자료: Thomson Reuters

7월 소수의견 확인 가능성 소수의견 없을 수 있음

인하 직전에 반드시 소수의견이 필요한 것은 아님

- 7월 금통위는 1분기 GDP도 확인전이며, 물가 지표 또한 2% 중후반 전망
- 7월 소수의견 확인보다는 만장일치 동결일 가능성이 높지만 7월 회의에서 소수의견 없이도 8월 인하 가능
- 인하 소수 의견 시그널 없이 인하하는 경우에는 시장금리가 실제 인하 전후로 빠르게 하락

소수의견 없이 인하할 때 시장금리 등락



기준금리 인하 시, 직전 회의의 소수의견 숫자

	2001			2003				2008				2009	
	2월	7월	8월	5월	7월	8월	11월	10월	10월	11월	12월	1월	2월
금통위 일자 직전회의 소수의견	0	0	0	1	2	0	2	0	0	0	0	0	0
	2012년		2013	2014년		2015년		2016	2019년		2020년		
	7월	10월	5월	8월	10월	3월	6월	6월	7월	10월	3월	5월	
금통위 일자 직전회의 소수의견	0	0	3	1	1	0	1	1	1	1	1	1	

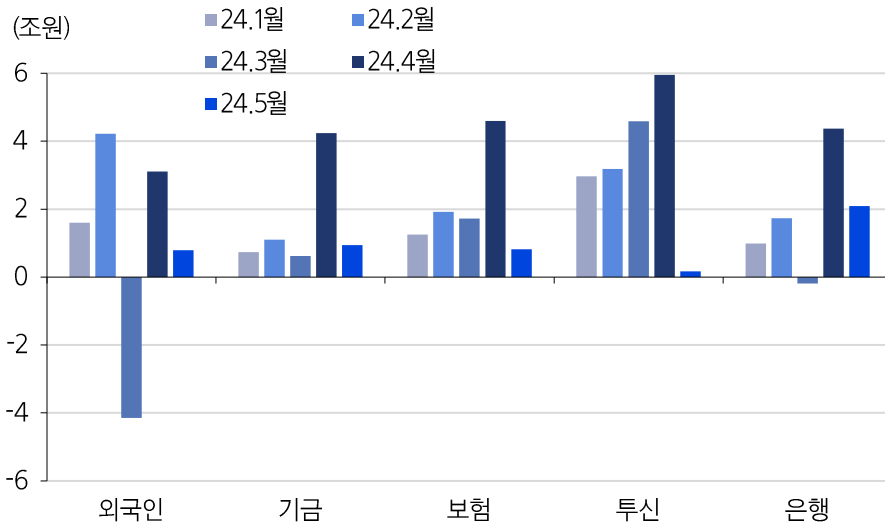
자료: 한국은행, Bloomberg /주: 표에는 같은 색깔의 날짜끼리 한 통화정책 사이클

WGBI 9월 편입 가능성 편입 성공시 채권 시장 긍정적

WGBI 편입으로 인한 외국인 유입자금은 전체 잔액의 5~6% 정도

- 올해 3월 WGBI 불발과 연내 인하 가능성 후퇴 겹치며 외국인은 국채 현물 대거 매도
- 6월에 국채통합계좌시스템 열린다는 가정하에 9월 WGBI 편입 가능성 높음
- 현재 WGBI 추종 자금은 약 2.5~3조달러. 정부가 추정하고 있는 편입 비율인 2.0~2.5% 감안 시 외국인 유입 규모는 약 50~60조원으로 추정. 현재 국고채 시장 잔액 1000조원정도이므로 약 5~6%정도가 유입. 외국인 보유액 약 200조원 중 25~30%

미국보다는 독일과 비슷하게 움직이는 한국 10년 금리



자료: Bloomberg

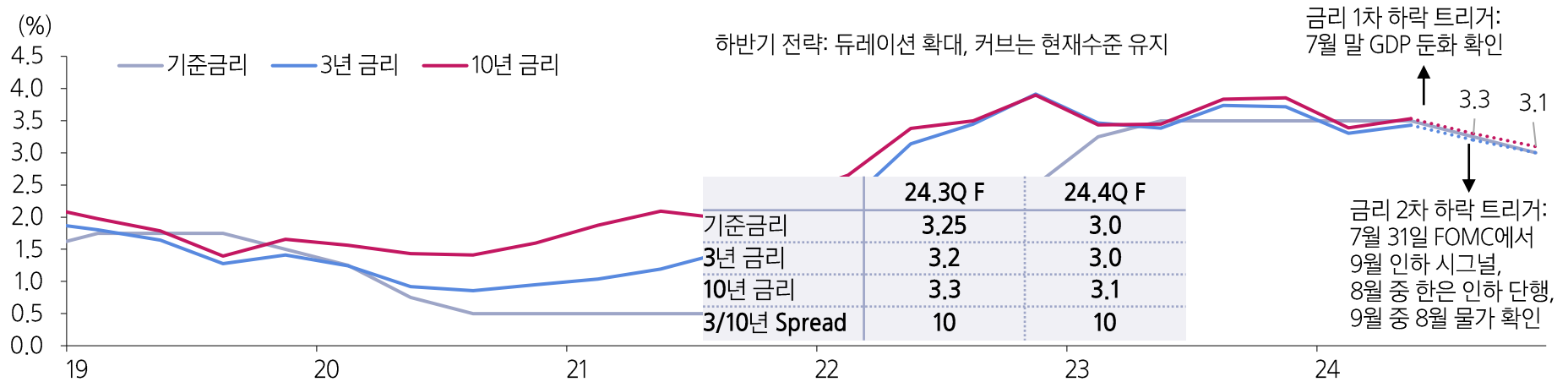
외국인의 국채선물 누적 순매수액



자료: Bloomberg

결론

요인	설명	금리에 미치는 영향
경기	상반기 수출 고점 확인하고 하반기 점차 둔화 예상. 내수 지표는 1분기 서프라이즈로 확인됐지만 고금리의 부담 누적으로 하반기부터는 소비경기 지표 또한 둔화 확인될 듯	0
물가	물가는 환율과 원자재 가격 등 불확실성 여전히 잔존하지만 여전히 방향성은 아래인 듯. 최근 물가 상방 압력 자극했던 농수산물 물가 등 차츰 둔화. 3분기 전기 요금 인상은 리스크	1
통화정책	미국이 올해 2차례 인하한다는 가정하에 금통위 또한 8월부터 인하 시작. 현재 채권 시장 이를 전혀 반영하고 있지 않아 인하 시그널 확인되면 금리 하락 가파를 듯	-2
기타	6월에 국채통합계좌시스템 열린다는 가정하에 9월 WGBI편입 가능성 높음. WGBI에 편입되면 약 400억달러의 해외패시브 자금 유입 가능 (국채 발행 잔액의 5%정도)	-0.5



자료: Bloomberg, 삼성자산운용

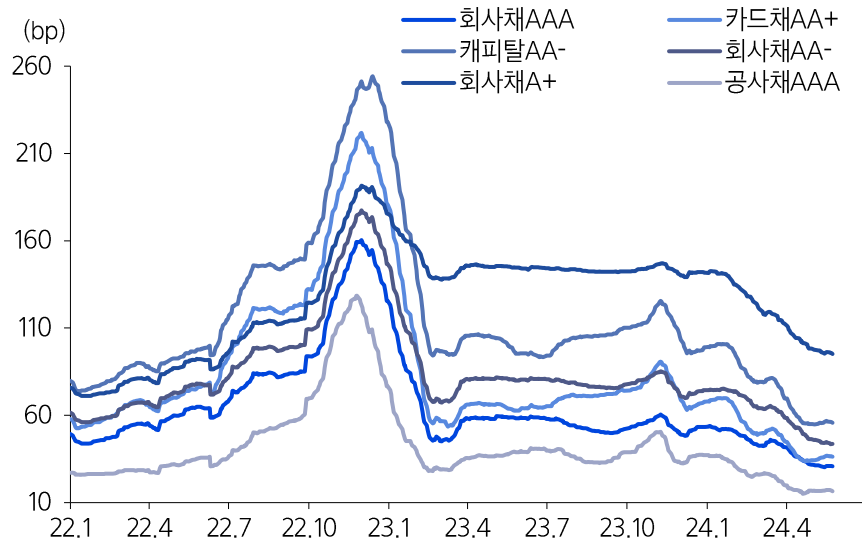
04

국내 크레딧

절대 레벨 부담 증가로 변동성 확대 가능성, 기준 금리 인하 폭과 시기가 성과 좌우

- 상반기 국채 대비 크레딧 성과 상위 보였으나 스프레드 레벨 부담감으로 크레딧 상대 매력 약화(장기국채와 크레딧 성과 차이 축소)
- 스프레드 확대 가능성 잠재, 기준 금리 인하 폭과 시기가 크레딧 성과 좌우
- 은행채 발행 증가 등으로 상반기 대비 하반기 수급 요인은 비우호적
- 틈새 전략으로 절대 금리 높은 비우량 등급 종목 체리 피킹(cherry picking) 투자 전략 인기 지속
- 기준 금리 인하 믿음의 배신이 가장 큰 위험, 정부의 적극적 개입으로 부동산PF 등 크레딧 이벤트 발생 가능성은 제한적

섹터별 신용스프레드 추이



자료: 인포맥스, 삼성자산운용 리서치센터

지수 수익률 비교

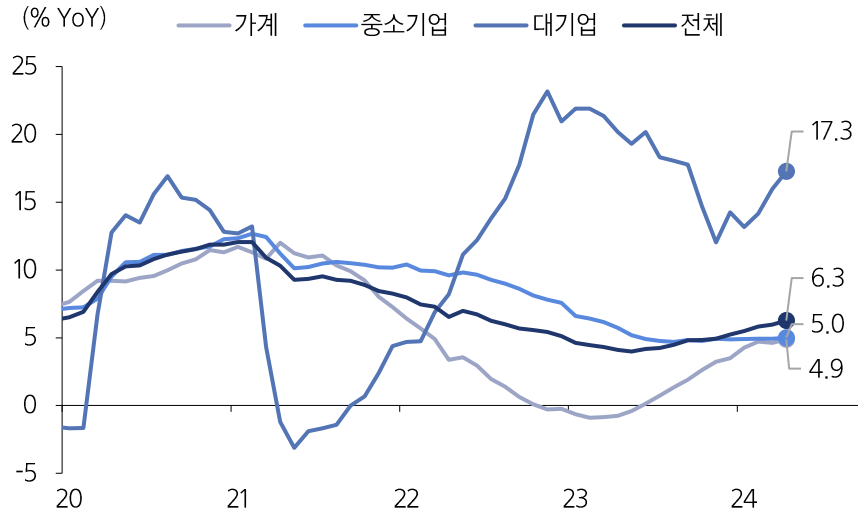


자료: 인포맥스, 삼성자산운용 리서치센터

은행 대출 증가 및 규제 정상화로 자금 조달 필요성 증가

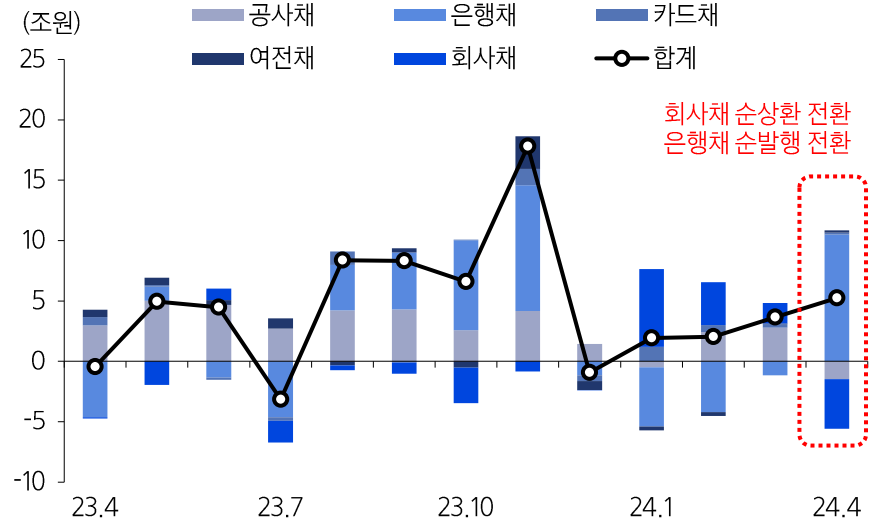
- 기업대출 중심으로 대출 수요가 증가한 반면 예금은 감소하는 조짐으로 은행 차입 수요 증가
- 기업 자금 조달 여건 악화로 직접금융 보다 대출 등 간접금융 선호 및 가계대출 대체 성장원으로서 은행의 기업대출 유인 증가
- 예금금리 하락 등으로 예금 대기성 자금 이탈한 일부 자금이 위험자산으로 머니무브 (4월말 은행 정기 예금 잔액은 전월 대비 45조원 감소)
- 하반기 유동성 커버리지비율(LCR) 등 규제 정상화 등으로 은행채 발행 증가 가능성 및 금리 구축 현상 유의
- 반도체, 공급망 지원 등 정책자금 목적 특수 은행(수출입, 산업) 자금 조달 수요 증가

은행 부문별 대출 성장률 추이



자료: 한국은행, 삼성자산운용 리서치센터

섹터별 순발행 추이

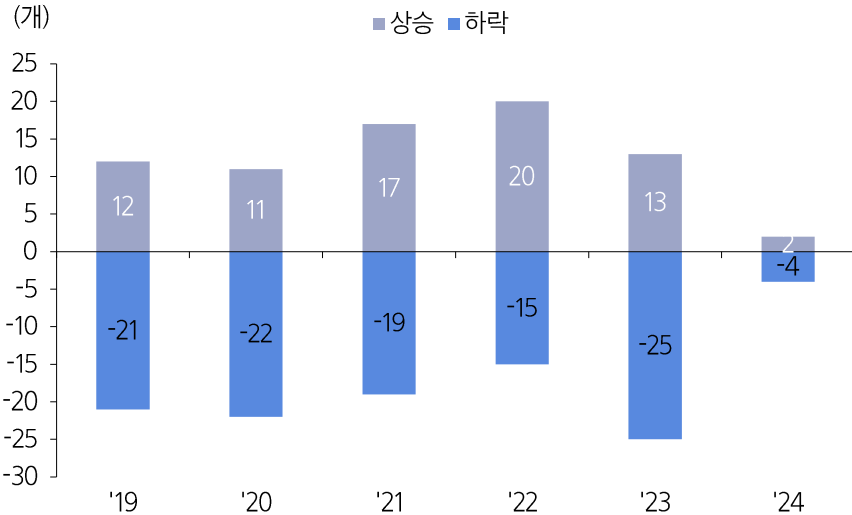


자료: 인포맥스, 삼성자산운용 리서치센터

하향 우위의 등급 변동 기초 지속

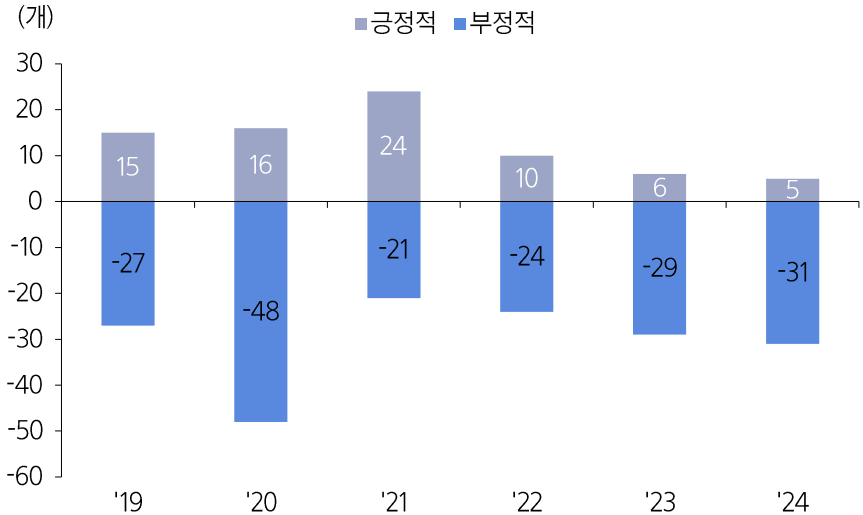
- 2023년 하향 우위의 등급변동 기초로 전환, 2024년에도 하향 기초 지속(등급 하향이 상향의 2배 내외)
- ‘부정적’ 전망 업체 수가 ‘긍정적’ 전망 업체 수를 크게 상회 → 2024년에도 신용등급 하향 우위의 등급변동 예상
- 연속등급 하락 기업 증가세 감안 등급 하락 예상되는 기업 저가 매수 전략 유의

신용등급 상승 및 하락 업체 수 추이



주: 2024년 1~3월기준
 자료: 한기평, 삼성자산운용 리서치센터

등급전망(Non-Stable) 업체 수 추이



주: 2024년 1~3월기준
 자료: 한기평, 삼성자산운용 리서치센터

시행사 → 건설사 → 금융권으로 이어지는 PF발 부실 도미노 현상

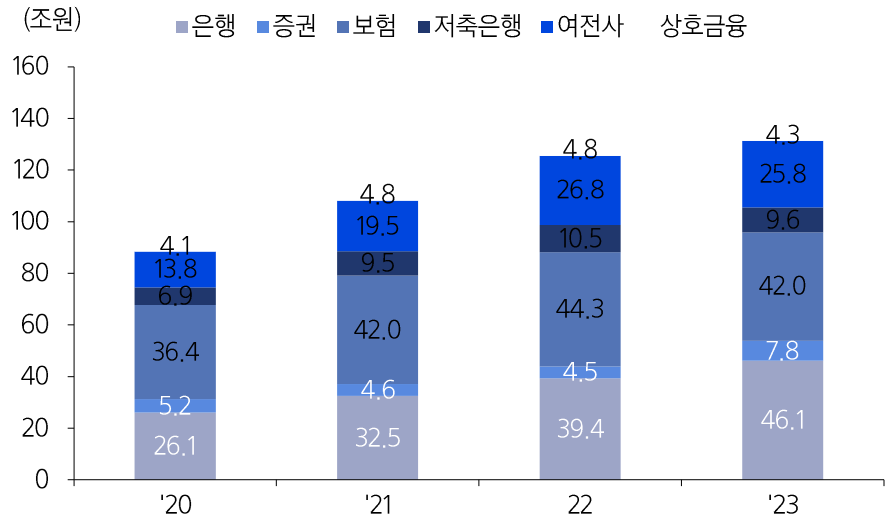
- 부동산 경기 회복을 기대하며 구조조정을 미루다가 부실 규모가 오히려 확대되는 추세
 - * 새마을금고, ABCP, 저축은행 토지담보대출 등 제외된 수치 감안하면 실제 PF규모 230조원 추정(금감원 발표 135.6조원)
- 유동성공급 & 만기연장 → 구조조정 강화로 정책 전환 → 건설사가 전담하던 PF 우발채무를 건설사와 금융권이 분담하는 형태로 진화
- 제 2 금융권 부동산 PF 예상손실은 증권 3.1~4.0조원, 캐피탈 2.4~5.0조원, 저축은행 2.6~4.8조원, 기적립된 대손충당금을 제외한 추가 적립 필요(나신평 기준 총당금 규모는 증권 1.1~1.9조원, 캐피탈 0.9~3.5조원, 저축은행 1.0~3.3조원)
- 금융당국의 적극적인 관리와 지원 및 은행의 양호한 건전성과 자본력 감안하면 시스템 리스크 가능성은 제한적

제2금융권 부동산 PF 예상손실, 추가적립 필요총당금 규모

구분		증권 (조원)	캐피탈 (조원)	저축은행 (조원)	합계 (조원)
예상손실	S1	3.1	2.4	2.6	8.1
	S2	3.7	4.3	3.9	11.9
	S3	4	5	4.8	13.8
기적립 대손충당금 및 준비금		2	1.5	1.5	5.0
추가적립 필요총당금	S1	1.1	0.9	1.0	3.0
	S2	1.7	2.8	2.3	6.8
	S3	1.9	3.5	3.3	8.7
자기자본 합계		77.7	31.6	14.7	124.0
추가적립 필요총당금 /자기자본	S1	1.4%	2.8%	6.8%	2.4%
	S2	2.2%	8.9%	15.6%	5.5%
	S3	2.4%	11.1%	22.4%	7.0%

주: 2023년 평균 경락가율의 하위 40% 시나리오(S1), 하위 30% 시나리오(S2), 하위 25% 시나리오(S3)를 활용하여 2023년말 부동산 PF 익스포져 기준 예상손실 규모 산출. 자료: 나신평, 삼성자산운용

부동산 PF 규모

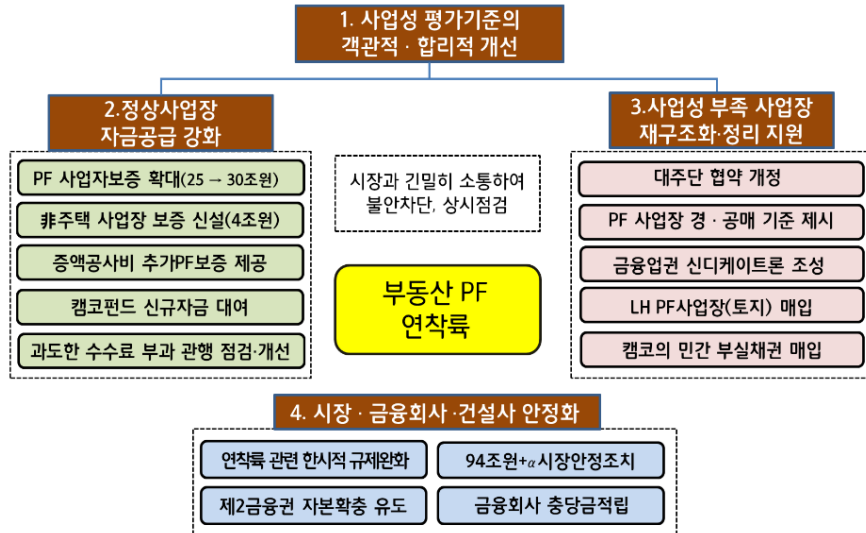


자료: 인포맥스, 삼성자산운용 리서치센터

부동산 PF 연락처 정책방향 발표 → 구조조정 본격화 예고

- 부동산 PF의 질서있는 연락처 위해 그간 추진해 온 대책을 보완, 확대
- 방안의 핵심: ①평가 기준 강화 및 경공매 활성화 통한 부실 사업장의 신속한 정리, ②은행·보험권의 정상 사업장에 자금 투입 유도
- 이해관계자 조정 통한 원활한 사업 재구조화 여부 걸림돌 과제, 금융사 배임 이슈와 관치 논란도 걸림돌
- 구조조정 과정에서 일부 금융사의 자본구조 재조정, 인수합병 및 등급 하락 이슈 부각 가능성 잠재

정부 대책 개요



자료: 금감원, 삼성자산운용 리서치센터

PF 신디케이트론안(은행 및 보험사 대상)

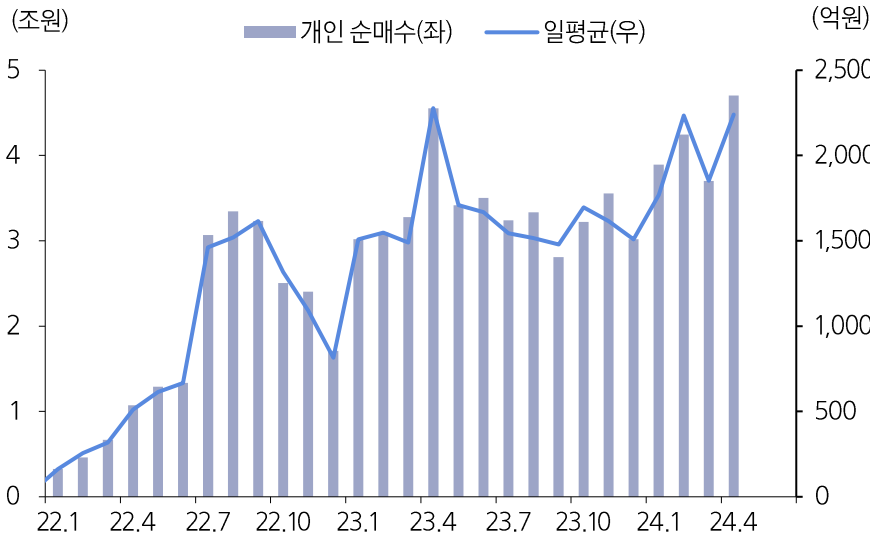
	내용
규모	1~5조원 추정
참여자	은행, 보험사 등
방식	공동대출(신디케이트론)
인센티브안	정상 여신 분류(총당금 부담 경감)
	위험가중자산 규제 완화(자본부담 경감)
	세제 인센티브
	비조치 의견에 따라 임직원 면책권 부여

자료: 금감원, 삼성자산운용 리서치센터

금투세 도입시 개인 직접 채권투자 둔화 우려 → 간접투자 수요 증가

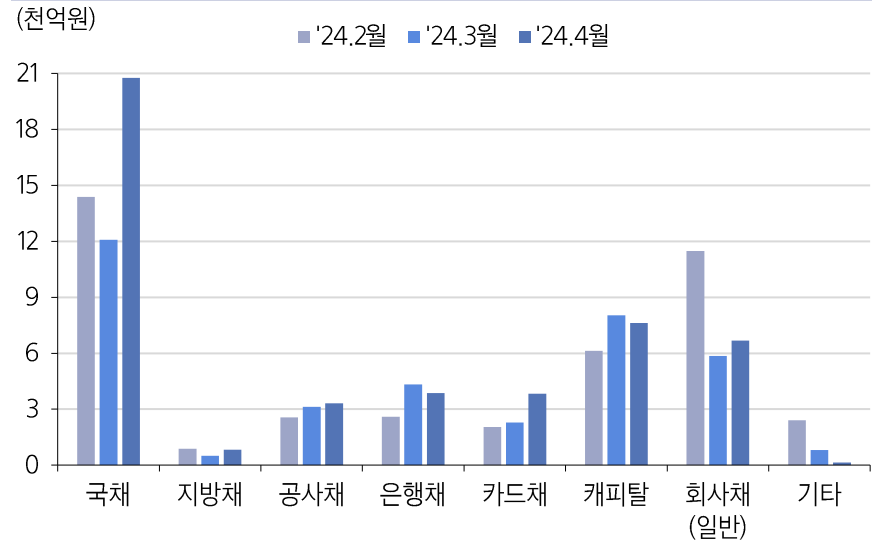
- 금투세가 도입되면 개별 채권 투자시 현행 이자소득세와 더불어 매매차익에 대해서도 세금 부과
- 특히, 상장 주식 대비 채권 금융 소득 공제 금액 작아 채권투자자 불리
 - * 채권은 250만원을 기본 공제한 뒤 매매 차익의 22%(3억원 이상은 27.5%)를 세금으로 내야 하는 반면 국내 상장 주식과 주식형 펀드의 양도차익은 5천만원까지 기본 공제
- 자본차익을 목표로 매수한 저쿠폰 장기국채 투자자 또는 금리하락에 베팅한 듀레이션이 긴 국공채 투자자가 금투세 도입에 민감 예상
- 분리과세 혜택이 주어지는 개인전용국채와 하이일드 펀드 등 간접 투자 수요에는 긍정적 작용 전망

개인 투자자 채권 순매수 추이



자료: 인포맥스, 삼성자산운용 리서치센터

개인 투자자의 채권 순매수-채권 종류별



자료: 인포맥스, 삼성자산운용 리서치센터

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 투자전략 및 투자프로세스는 현재의 시장상황을 감안하여 참고용으로만 제시된 것이므로, 시장상황의 변동이나 당사 내부기준의 변경 또는 기타 사정에 의하여 별도의 고지 절차 없이 변경될 수 있습니다.
- 당사는 관련법령에 허용된 범위내에서 투자전략 및 투자프로세스를 결정하므로, 본 자료에 기재된 사항 중 관련법령 및 계약서의 내용과 상이한 것은 효력이 없습니다.
- 본 자료는 참고 자료로 신뢰할 수 있다고 판단되는 각종 자료와 통계자료를 이용하여 작성된 것이나 본 자료의 내용이 향후 결과에 대한 보증이 될 수 없으며, 본 자료를 본래의 용도 이외의 목적으로 사용했을 때 삼성자산운용은 이에 대해 법적 책임을 지지 않습니다.
- 본 자료를 삼성자산운용 이외의 자로부터 입수하였을 경우, 자료 무단 제공 및 이용에 대한 책임은 전적으로 해당 제공자 및 이용자에게 있습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.