

2024년 9월

국내외 채권전망

2024. 8

Executive Summary

01 미국 채권

- 예상보다 빨라진 경기 하강에 미국 기준금리 연내 인하 횟수를 기존 2회에서 3회로 변경
- 다만 전방위적 실물 및 금융시장 지표 훼손은 확인되지 않아 50bp 빅컷 가능성 희박
- 8월 확인한 금리 저점이 연저점 수준. 3개월 중립

02 미국 크레딧

- 벤치마크 일드 추가 하락 여력 대부분 소진된 가운데 스프레드도 현재수준 등락 예상
- 대부분 채권 자산 당분간 자본 차익 여력 낮아, 캐리 수익 높은 투자등급 회사채 매력적

03 신흥국 채권

- 글로벌 경기 동반 둔화 시작 국면에서 일반적으로 신흥국 국채 부정적
- 향후 1년 신흥국보다는 선진국 국채 투자 권고

Executive Summary

04 한국 국공채

- 한국 기준금리도 미국 기준금리와 연동되어 연내 인하 횟수를 기존 1회에서 2회로 수정
- 다만 이번 8월 회의에서는 동결한 이후 이후 10월, 11월 연속 인하 가능성 높음
- 3개월 중립 전환. 12개월은 소폭 비중확대 유지

05 한국 크레딧

- UW 유지. 기준금리와 역전된 역캐리 부담으로 국채 금리 하락을 따라가지 못하는 크레딧 약세, 공사채, 은행채 순발행 이어 회사채 순발행 기조 확산 변수, 부동산 및 가계대출 정책 리스크

결론: 3개월 투자의견 중립전환

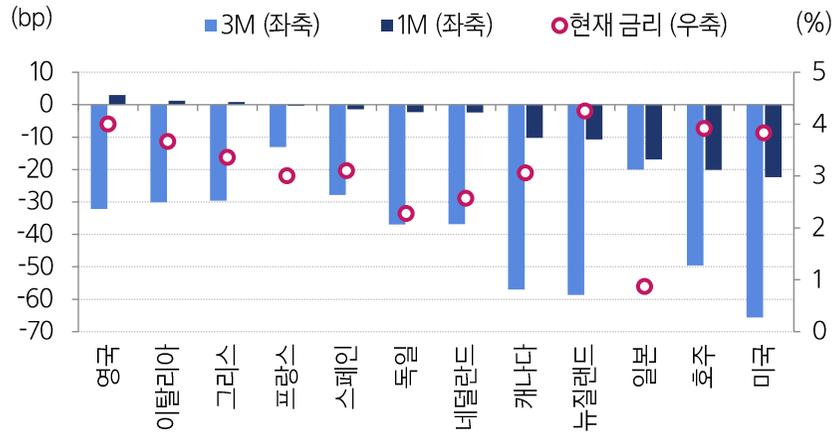
글로벌 채권 Review

			글로벌 종합	선진국 정부채	글로벌 투자등급	글로벌 하이일드	미국 정부채	유로존 정부채	미국 투자등급	미국 하이일드	유럽 투자등급	유럽 하이일드	신용시장 정부채(\$)	신용시장 정부채(LC, Hedged USD)	신용시장 정부채(LC, Unhedged USD)	한국 국공채
Performance	1M	%	3.00	3.36	2.55	2.16	1.71	0.68	2.12	1.57	0.34	0.90	2.37	1.19	3.31	0.60
	3M	%	5.99	6.50	5.36	4.74	4.96	3.17	5.22	4.52	2.74	2.47	4.92	3.50	4.63	4.84
	YTD	%	2.49	1.47	4.07	6.73	3.06	0.95	4.05	6.22	2.61	5.03	6.72	3.47	2.69	3.88
	1Y	%	7.56	6.22	10.25	13.38	6.49	5.33	9.88	12.49	7.34	11.16	13.47	6.29	7.98	10.02
	3Y	%	(11.47)	(15.52)	(6.88)	4.60	(6.80)	(13.33)	(5.67)	7.77	(5.38)	4.86	(4.97)	(1.71)	(8.71)	1.60
Spread	현재	bp	51.9	12.0	103.3	328.7	-	-	93.9	307.4	116.4	354.1	394.1	-	-	-
	1M	bp	1.5	0.3	2.2	(5.0)	-	-	0.4	(6.9)	6.0	(10.3)	(6.2)	-	-	-
	3M	bp	5.7	1.7	8.8	9.1	-	-	9.3	(0.5)	8.5	32.3	13.6	-	-	-
	YTD	bp	3.4	(0.9)	(11.5)	(30.8)	-	-	(4.8)	(15.9)	(21.3)	(27.1)	10.1	-	-	-
	1Y	bp	7.7	(1.2)	(29.6)	(80.7)	-	-	(23.6)	(64.2)	(38.8)	(87.1)	(27.8)	-	-	-
	3Y	bp	31.8	1.7	13.7	3.0	-	-	7.2	19.3	32.3	66.4	50.7	-	-	-
YTW	현재	%	3.44	2.94	4.50	7.14	3.91	2.78	4.88	7.28	3.42	6.06	7.88	-	6.23	3.01
	1M	bp	(18.4)	(17.0)	(20.1)	(27.0)	(27.9)	(9.0)	(26.3)	(31.0)	(4.4)	(21.9)	(30.8)	-	(14.0)	(6.3)
	3M	bp	(54.0)	(48.5)	(59.5)	(59.6)	(78.3)	(41.9)	(64.2)	(71.7)	(46.3)	(24.5)	(54.6)	-	(37.2)	(49.1)
	YTD	bp	(7.8)	2.2	(18.3)	(44.4)	(17.2)	12.5	(18.0)	(31.0)	(10.4)	(44.5)	2.5	-	4.1	(26.7)
	1Y	bp	(47.4)	(29.9)	(81.0)	(135.1)	(60.4)	(37.2)	(73.5)	(112.3)	(80.9)	(157.6)	(62.9)	-	(15.7)	(78.1)
	3Y	bp	240.8	226.6	298.8	327.8	306.0	286.2	288.7	341.4	321.1	371.6	306.5	-	124.8	134.9
Duration	현재	년	6.67	7.40	6.23	3.40	6.15	7.41	7.30	3.48	4.53	3.02	6.72	-	5.12	7.94

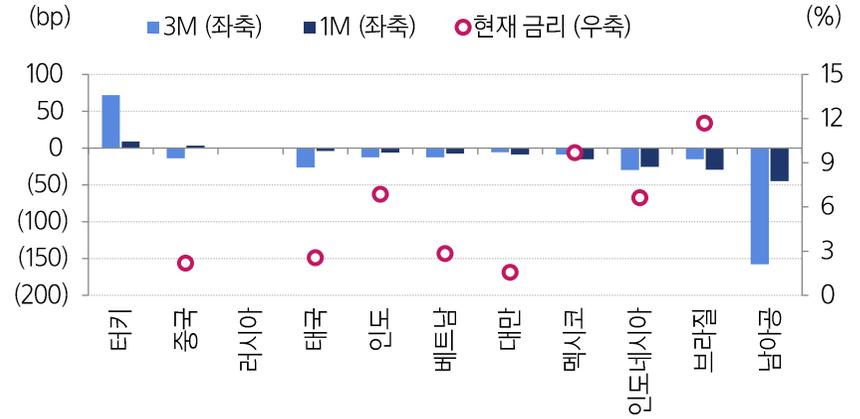
자료: Bloomberg/ 주: 신용국 달러표시 정부채-JP morgan EMBIG Diversified Core, 신용국 로컬통화표시 정부채- JP morgan GBI-EM, 그 밖의 지수는 Bloomberg Barclays 기준

상반기 글로벌 채권 Review

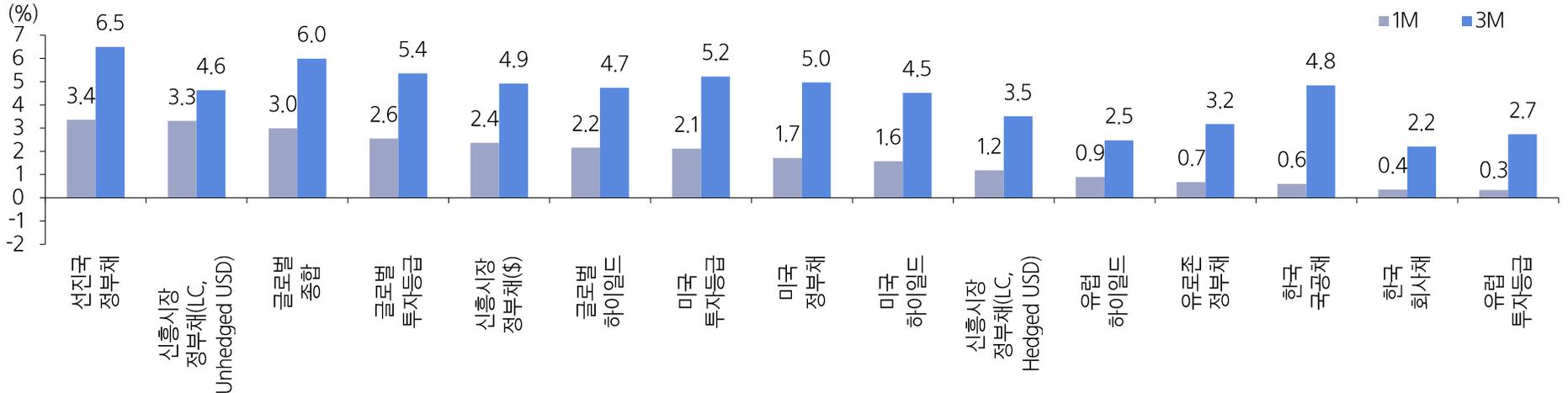
선진국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



신흥국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



채권 자산군별 총 수익률



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

01

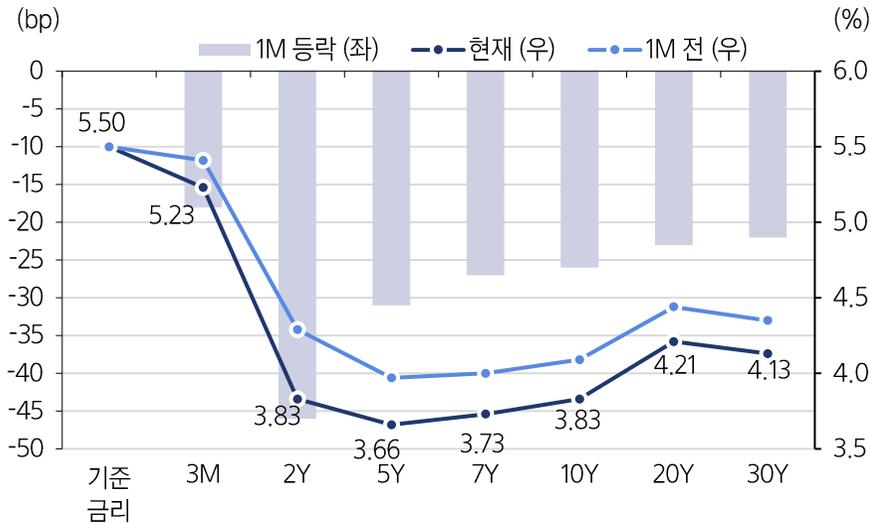
미국 국채

미국 채권 Review

9월 기준금리 인하 기정사실화, 빅컷 가능성까지 반영 중인 시장

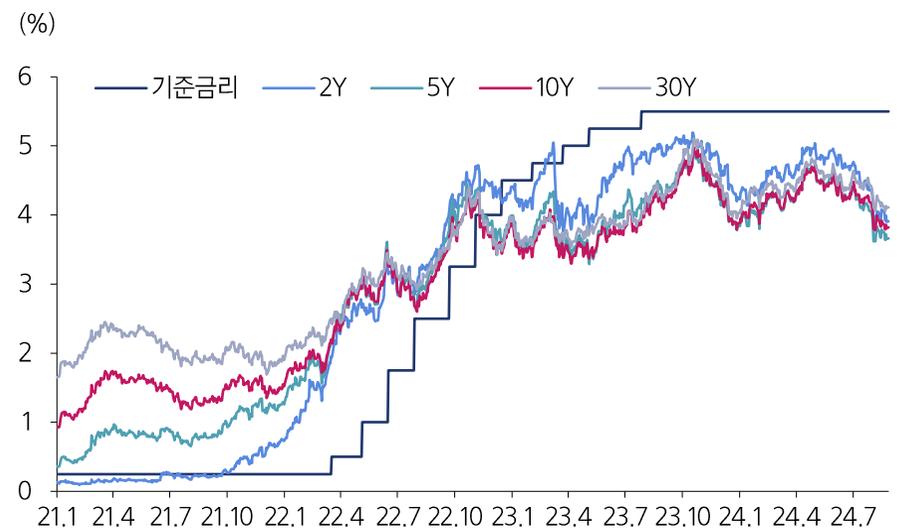
- 7월 고용이 예상치를 하회하면서 경기 침체와 9월 빅컷에 대한 우려 확대. 채권 금리 급락
- 이후에 확인된 FOMC 의사록과 잭슨홀 회의에서도 9월 기준금리 인하를 지지하는 의견이 확인
- 채권시장은 연내 200bp 가능성까지 반영하며 9월초 급락한 금리를 유지

단기물 중심 금리 큰폭 하락, 일드 커브 정상화 중



자료: Thomson Reuters

만기물별 금리



자료: Thomson Reuters

잭슨홀 회의 시장 예상보다 비둘기파적

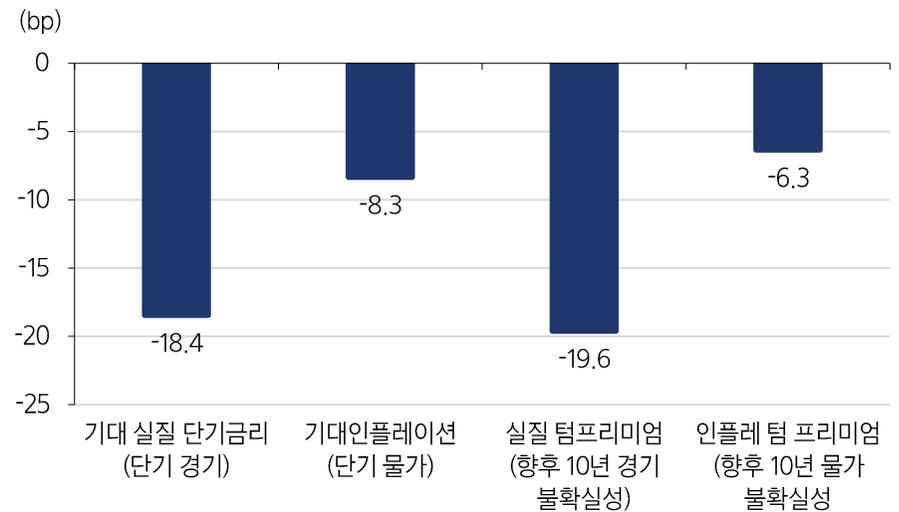
시장에서는 9월 빅 컷 인하 기대까지

- 8월 셋째주 있었던 잭슨홀 회의: 인플레이션 상방 압력 감소, 고용시장 하방 압력 증가 인정. 고용시장이 이제 인플레이션 압력으로 작용하지는 않기 때문에, 고용의 추가 둔화를 막기 위해 최선을 다할 것이라고 발언. 향후 기준금리 인하폭은 지표에 따라 결정될 것이라는 의견 반복
- DKW 모형에 따른 명목금리 하락 요인을 분해해보면, 물가보다는 경기 둔화에 대한 우려가 최근 금리 하락을 야기한 것으로 해석
- 과거 기준금리 인하 시점의 물가와 실업률을 보면 물가가 3% 근처더라도 실업률이 높으면 기준금리 인하 단행

기준금리 인하 시점의 물가와 실업률			
	인하 시점 기준금리	소비자물가	실업률
	%	%YoY	%
81	19.0	9.6	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	3.7	4.2
07	5.3	2.8	4.7
19	2.5	1.8	3.6
현재 (24.7월)	5.5	2.9	4.3

자료: Bloomberg

DKW 모형: 명목 10년 금리 등락분해 (4월 연중 최고 대비 7월 말)



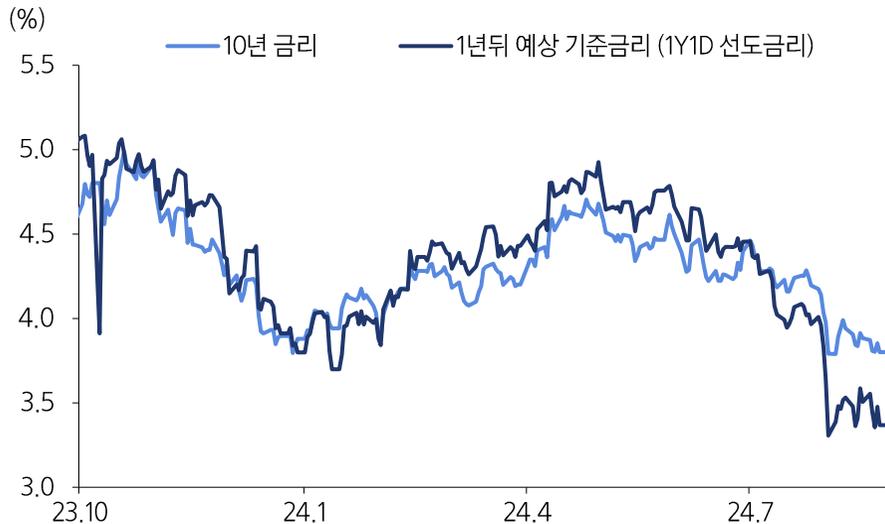
자료: Thomson Reuters

FOMC 시장에 부합한 통화정책회의, 9월 인하 기정사실화

물가와 고용의 이중 책무 강조

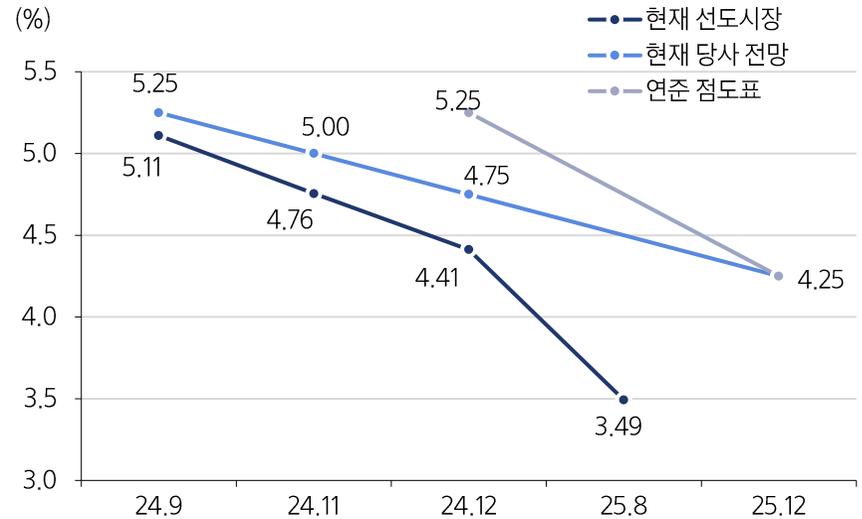
- 성명서와 기자회견에서 모두 고용을 동시에 목표로 하는 연준의 이중 책무 강조, 빠르면 9월에 금리 인하가 테이블 위로 올라올 가능성이 있음
- 이후 확인된 의사록에서는 대다수 의원이 9월 인하가 적절하다고 언급한 점이 확인
- 9월 기준금리 인하는 기정사실화. 이제 중요한 것은 기준금리 인하의 최종점과 단기간내의 기준금리 인하폭. 9월 회의의 점도표가 중요할 듯
- 이후 있었던 잭슨홀 회의까지 비둘기파적으로 해석되며 선도시장에서는 9월 빅 컷 인하를 반영 중. 연말까지는 약 100bp인하 반영

선도시장에 내재된 예상 기준금리, 10년 현물금리



자료: Bloomberg

선도시장 vs. 연준 vs. 당사 기준금리 전망 비교



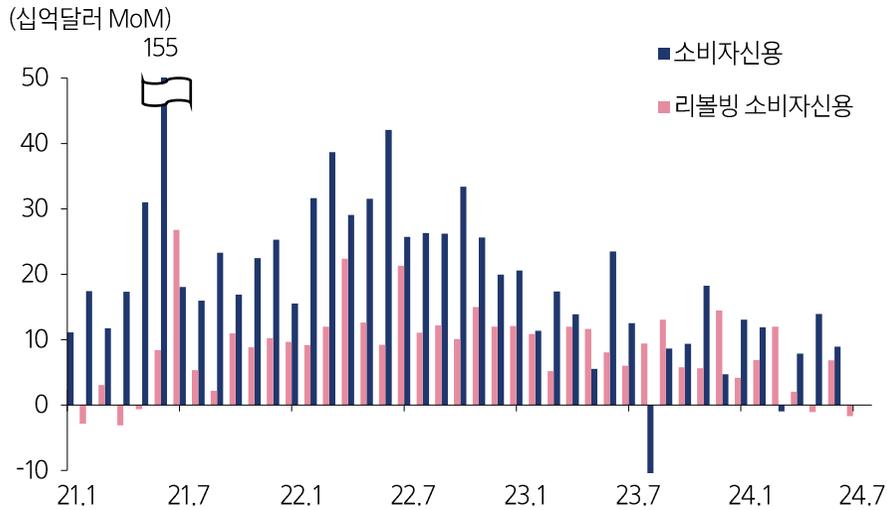
자료: Thomson Reuters

지표 둔화는 지속 중 고용과 신용 등 소비 경기의 근간 약화

소비자신용과 시간당임금 등 둔화

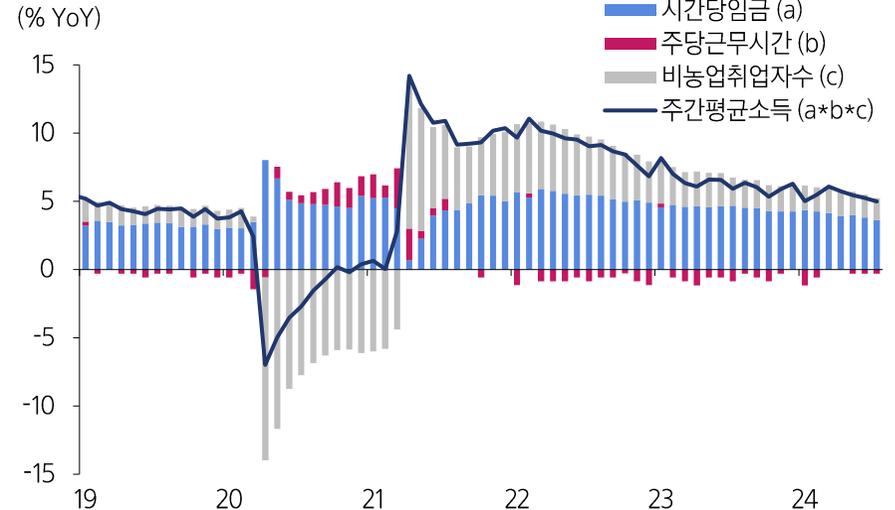
- 코로나 팬데믹 이후 강한 소비경기가 지속될 수 있었던 배경은 1) 팬데믹 기간 정부의 현금 지원에 따른 초과 저축액, 2) 소비자신용 대폭 증가, 3) 강한 고용시장에 따른 임금 상승 등
- 다만 초과저축은 올해 상반기 중 모두 소진된 것으로 추정. 팬데믹 이후 눈에 띄게 증가했던 리볼빙 소비자 신용은 4월에 이어 6월에도 역성장
- 시간당 평균임금과 주당근무시간, 비농업취업자수의 증가세가 모두 둔화되면서 미국 전체의 근로 소득 증가세는 4%대까지 둔화. 2019년과 비슷한 증가 속도

4월에 이어 6월에도 역성장한 리볼빙 소비자신용



자료: Bloomberg

고용지표로 추정한 전체 근로 소득



자료: Thomson Reuters

금리의 하단 시장에 부합한 통화정책회의, 9월 인하 기정사실화

다만 빅 컷 기대는 시기상조. 25bp씩 남은 세번 회의에서 세번 인하 예상

- 과거 50bp 빅 컷 인하가 있었던 (1991년, 2001년, 2007년, 2020년 등) 시기를 복기해보면 실업률 급등/시장금리 급락/ 주가 폭락 등이 확인되고 나서 빅 컷 인하. 이번에는 급격한 경기 및 금융지표 악화는 확인되지 않아 빅 컷 인하는 시기 상조
- 다만 고용시장 둔화가 예상보다 빨라진 것을 반영해 25bp씩 연내 세번 인하 정도는 가능할 듯
- 이에 따른 2년 금리 하단은 테일러룰 적정금리인 3.6~4.0% 정도. 10년 금리 또한 2년 금리와 역전폭 좁혀가며 연말 비슷한 수준으로 수렴할 듯
- 향후 2~3년 동안 10년 금리의 하단은 점도표상 장기 중립금리(2.8%)를 상회하는 수준인 3% 초중반 정도로 예상

단기금리를 결정하는 요인: 현재의 적정 정책금리



자료: Bloomberg

장기금리 추세를 결정하는 요인: 먼 미래의 장기중립금리



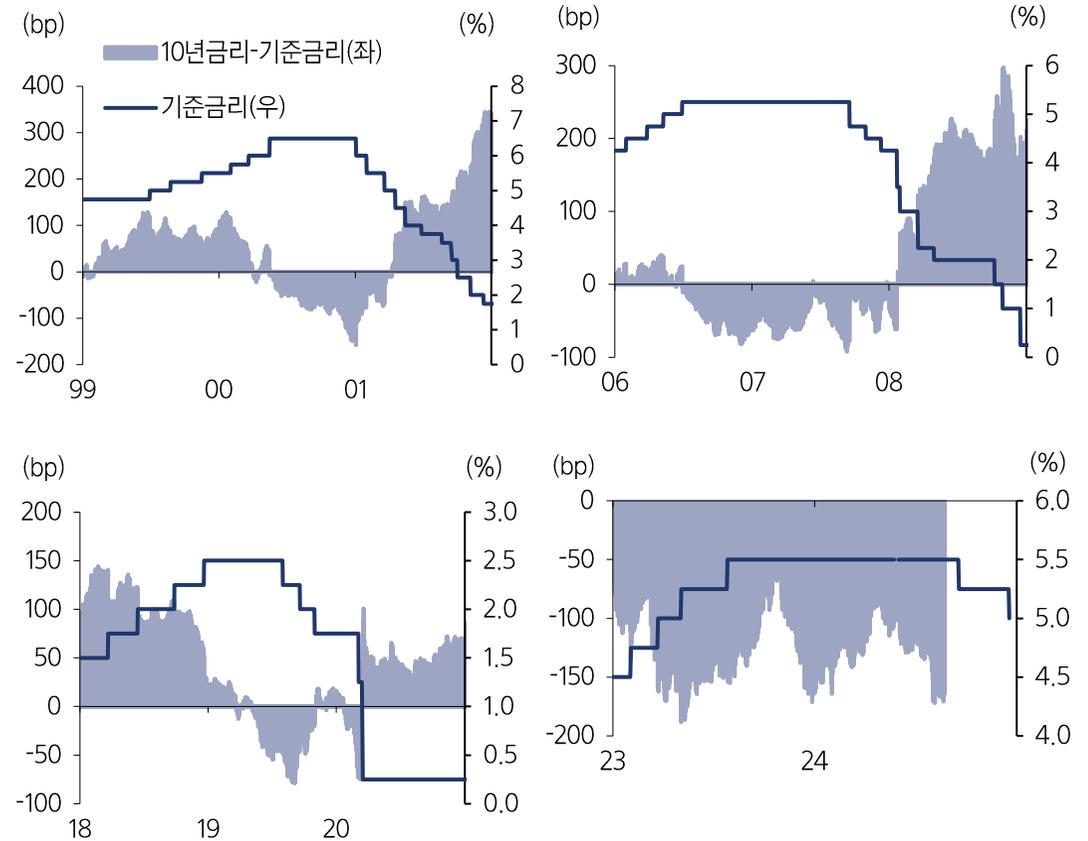
자료: Thomson Reuters

FOMC 시장에 부합한 통화정책회의, 9월 인하 기정사실화

올해 3번/내년 3번 인하 정도가 적절

- 다소 과도하게 인하 기대를 반영 중인 시장
- 선도 시장에서는 올해 말 기준금리를 4.4%(올해 100bp 인하)로, 내년 8월 기준금리를 3.5% 정도(1년동안 200bp 인하)로 프라이싱 중
- 현실적으로 올해 3번/내년 3번 인하가 적절함을 고려할 때, 기준금리 인하 기대가 추가로 프라이싱되면서 시장금리 하락할 여력은 크지 않은 듯
- 과거 인하 시작 직전의 10년금리-기준금리는 큰 폭으로 역전돼 있다가 2~3번째 인하부터 역전 폭 점차 축소
- **올해 하반기 중 연말 10년 금리 하단 3.7~3.8% 정도 예상**
- 연말 기준금리 4.75% 감안 시 역전 폭 약 100bp로 현재 보다 소폭 축소

기준금리 인하 전후 10년금리-기준금리 스프레드



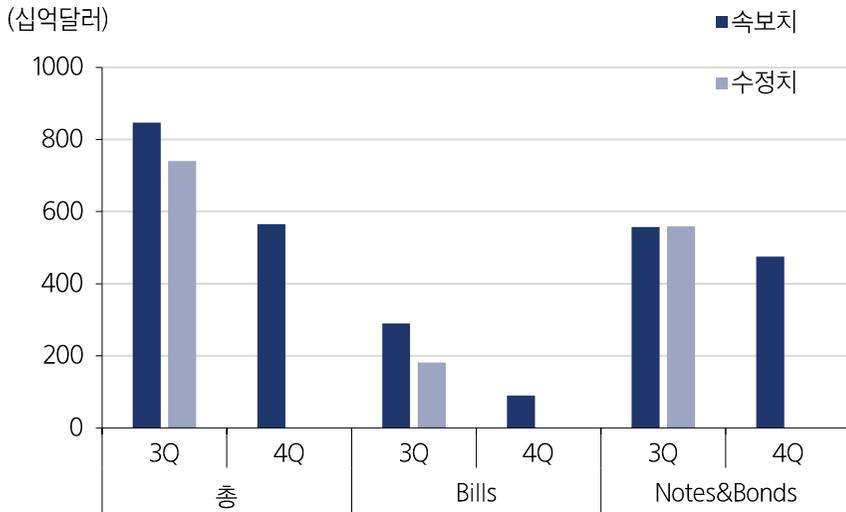
자료: Thomson Reuters

발행 공급 부담 약화

재무부의 분기 발행 계획 긍정적

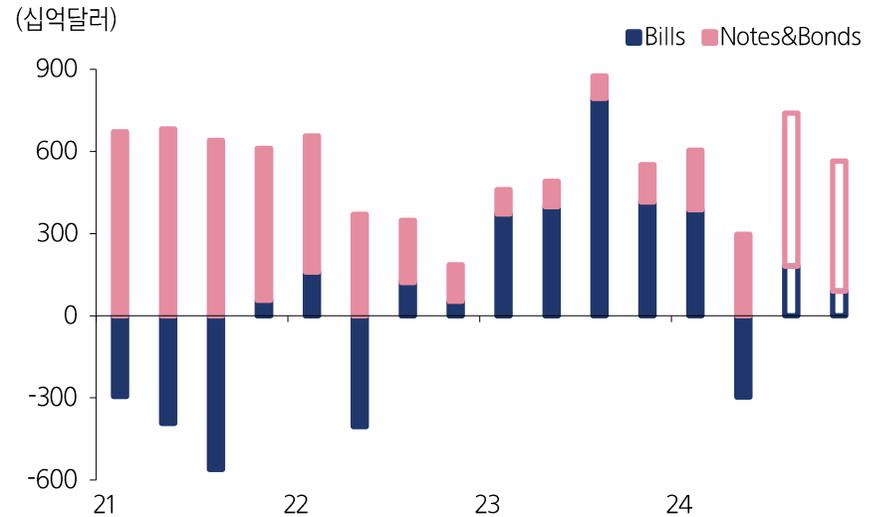
- 3분기 국채 순 발행 계획은 속보치 8,470억달러에서 7,400억 달러로 1,070억달러 하향 수정
- 이중 Bills가 1,810억달러로 1,090억달러 하향된 반면, 이표채는 5,590억달러로 기존과 비슷하게 유지
- 4분기 순 발행 계획은 5,650억달러. Bills가 90억달러(QoQ -910억달러) 이표채가 475억달러(QoQ -840억달러)
- 향후 몇개 분기동안 이표채 발행 규모를 확대할 필요가 없다는 포워드 가이드선도 기존대로 유지

3Q 발행량 하향 수정, 4Q도 전기대비 축소



자료 : 재무부 /주: calendar year 기준

2021년과 비슷한 이표채 발행량



자료 : 재무부 /주: calendar year 기준

발행 단기채 중심 자금조달

단기채 중심 자금조달 지속 시사

- 한편 재무부는 TBAC(재무부 자금 차입 위원회)에 T-bill 적정 발행 비중인 15~20%를 재검토 요청했으며, TBAC는 약 20%가 적정 비중이며 시장이 적절하게 기능하기 위한 하한이 15%로 권장된다고 답변
- 이는 현재 21%인 Bills/전체 국채 발행 비중을 추가로 줄이지 않아도 됨을 시사
- 기준금리 인하 사이클 기정사실화돼 장기 금리 하락폭보다 단기금리의 하락이 더 빠른 구간. 재무부는 이표채보다는 단기채 발행 중심으로 이자 부담 완화 예상

재무부 이자지출



자료 : 재무부 /주: calendar year 기준

국채 발행 잔액중 Bills 비중



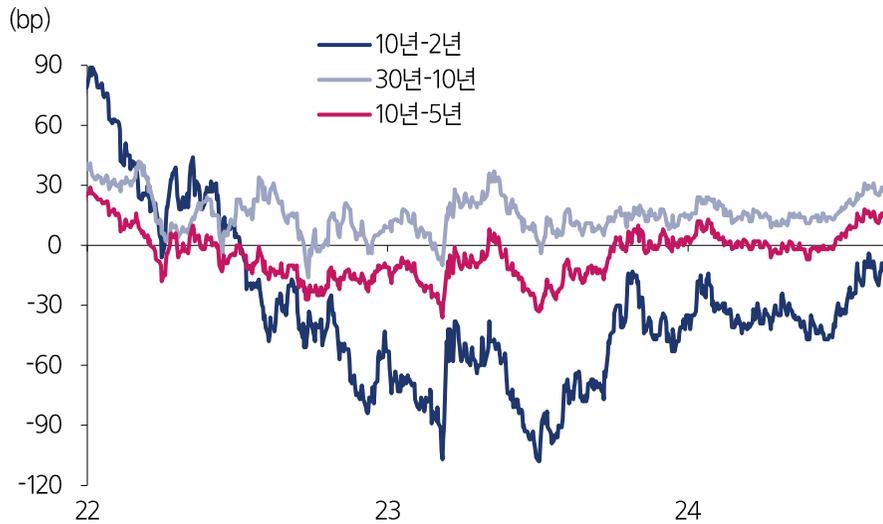
자료 : 재무부 /주: calendar year 기준

결론 인하 기대 과도하게 반영

10년 금리는 현재 수준이 연저점 근처. 연말까지 뚜렷한 추세 없이 등락 예상

- 최근 시장이 기준금리 인하 기대를 과도하게 반영해 8월 중 금리 급락. 내년까지 금리 추가 하락 여력은 잔존하지만, 올해 연말까지는 추가 하락 여력 거의 다 소진되었다고 판단
- 10년 금리 연말까지 하단은 8월 확인한 저점인 3.8% 수준이 적정. 2년 금리는 추가 하락 여력 잔존해 연말에는 2/10년 역전 해소 예상
- 연말까지 채권 시장 리스크는 1) 점도표상 연말 기준금리가 4.75% 이상으로 확인, 2) 대선 직전 트럼프의 감세 관련 공약 등
- 해당 리스크에 따라 금리 상승 시마다 비중 확대 전략

장단기 금리차



자료: Bloomberg

미국 금리 전망표

	24.1Q	24.2Q	24.3Q F	24.4Q F
기준금리	5.50	5.50	5.25	4.75
2년 금리	4.48	4.83	4.20	3.80
10년 금리	4.15	4.45	4.00	3.80
2/10년 Spread	-33	-38	-15	0

자료 : Bloomberg, 삼성자산운용 /주: 기준금리는 기말, 시장금리는 분기 평균

02

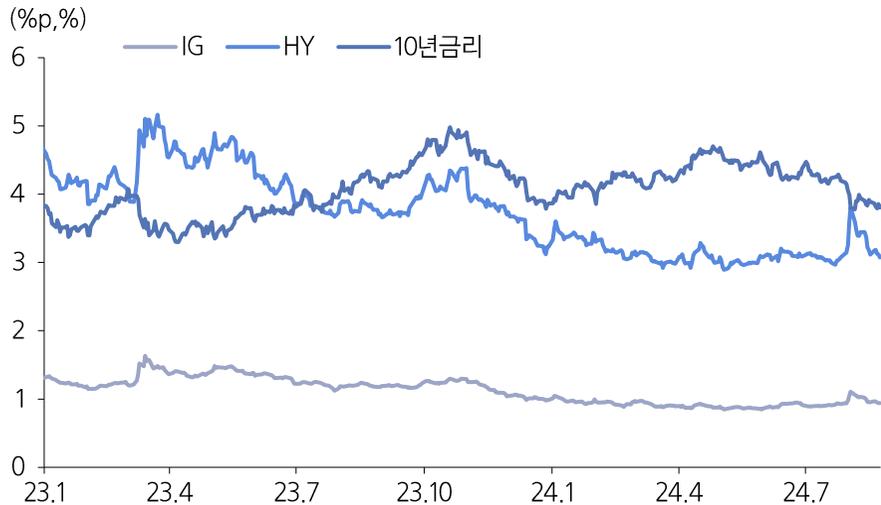
크레딧과 신흥국

미국 크레딧 IG 비중 확대 유지

캐리 매력 아직 높아 투자등급 중심 비중 확대 유지

- IG와 HY 스프레드는 전월대비 보험권 등락에 그쳤음에도 불구하고, 헤드라인 금리가 큰 폭 하락 하면서 플러스(+) 수익률 지속
- 경기 경착륙을 예방하는 수준의 완만한 금리 인하 사이클에서는 크레딧 스프레드 안정적일 가능성 높아
- 다만 경기 둔화 사이클이 시작된만큼 크레딧 스프레드 추가 축소를 기대하기는 어려운 환경
- 신용위험 대비 캐리매력 높은 IG만 비중 확대 지속

스프레드와 시장금리



자료: Bloomberg

강한 침체 없는 금리 인하시 스프레드는 안정적



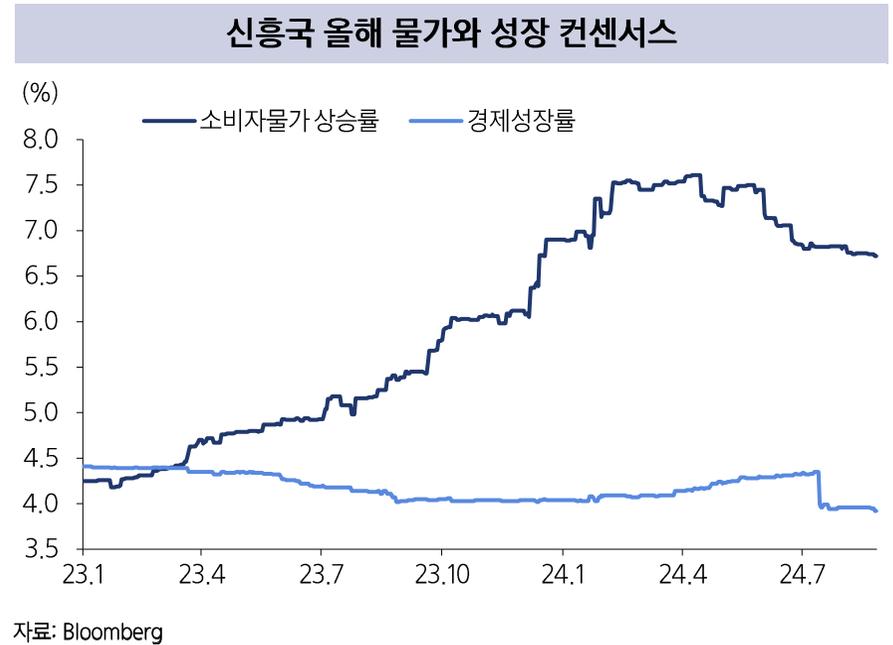
자료: Bloomberg

신흥국 연말까지 중립 지속

이스라엘 등 일부 국가 지정학적 리스크, 성장률 전망치 하향 등 부정적

- 신흥국 채권 시장은 8월 첫째주 미국 고용시장 쇼크 직후 하락하다가 이후 투심 재차 회복되면서 상승 반전
- 잭슨홀 회의에서 9월 기준금리 기정사실화되면서 신흥국 채권시장 강세 지속. 스프레드는 아프리카 제외 대부분 지역에서 축소
- 다만 신흥국의 올해 경제성장률 컨센서스는 일부국의 지정학적 리스크 등으로 선진국보다도 더 크게 하향

			종합	라틴	유럽	중동	아시아	아프리카
Performance	1M	%	2.37	2.79	2.08	2.45	2.08	1.89
	3M	%	4.92	5.70	5.39	4.92	4.38	3.05
	YTD	%	6.72	7.74	6.40	4.46	5.36	9.96
	1Y	%	14.32	15.47	13.00	10.09	12.98	21.89
Spread	현재	bp	394.1	466.0	372.0	277.0	199.0	622.0
	1M	bp	(6.2)	(10.0)	(5.0)	(8.0)	(2.0)	1.0
	3M	bp	13.6	23.0	(3.0)	5.0	13.0	19.0
	YTD	bp	10.1	100.0	(74.0)	(18.0)	(22.0)	(112.0)
	1Y	bp	(24.8)	76.0	(98.0)	(35.0)	(73.0)	(200.0)
YTW	현재	%	7.9	8.6	7.6	6.7	5.9	10.1
	1M	bp	(31.0)	(34.0)	(30.0)	(32.0)	(27.0)	(24.0)
	3M	bp	(24.0)	(10.0)	(45.0)	(30.0)	(26.0)	(27.0)
	YTD	bp	58.0	137.0	(9.0)	37.0	25.0	(69.0)
	1Y	bp	(76.0)	(62.0)	(69.0)	(59.0)	(93.0)	(135.0)
Duration	현재	년	6.7	7.7	5.7	6.4	6.5	5.4



신흥국 연말까지 중립 지속

브라질, 중국 등 일부국가 신용 리스크 부정적

- 특히 미국의 경기 연착륙시 달리는 오히려 강세일 가능성이 높다는 점에서 이번 미국의 인하 시작은 오히려 신흥국에 부정적
- 미국 경기 연착륙과 함께 통화 완화 시 신흥국 보다는 선진국으로 자금이 쏠리며 신흥국 스프레드 확대됐던 경험
- 중국의 경우 경기 둔화 반영하며 시장 금리하락 이어졌으나, 내년까지 침체 이어질 경우 신용 리스크 확대로 오히려 금리 급등 가능성도 (2020년 비슷한 경험)

신흥국 올해 소비자물가와 경제성장률 컨세서스



자료: Bloomberg

중국은 경기 우려 반영 시장 금리 하락 지속



자료: Bloomberg

03

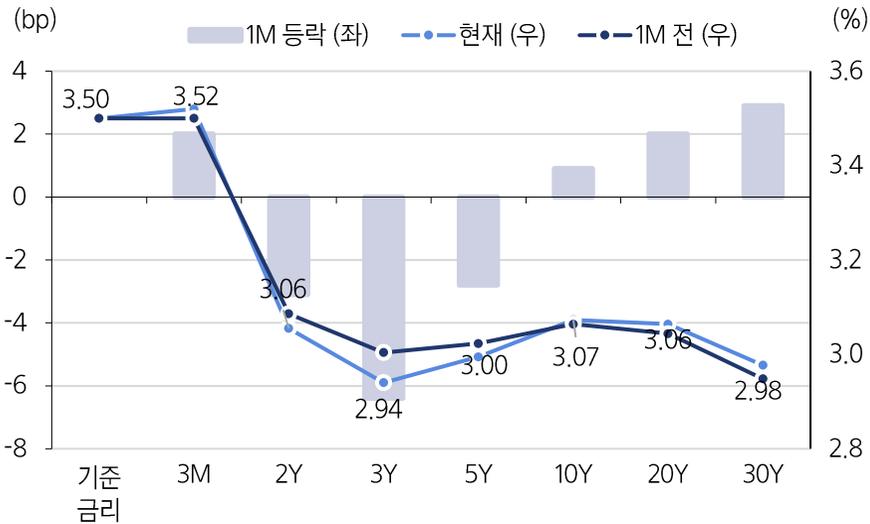
국내 국공채

국내 채권 Review

단기물 중심 큰 폭 하락

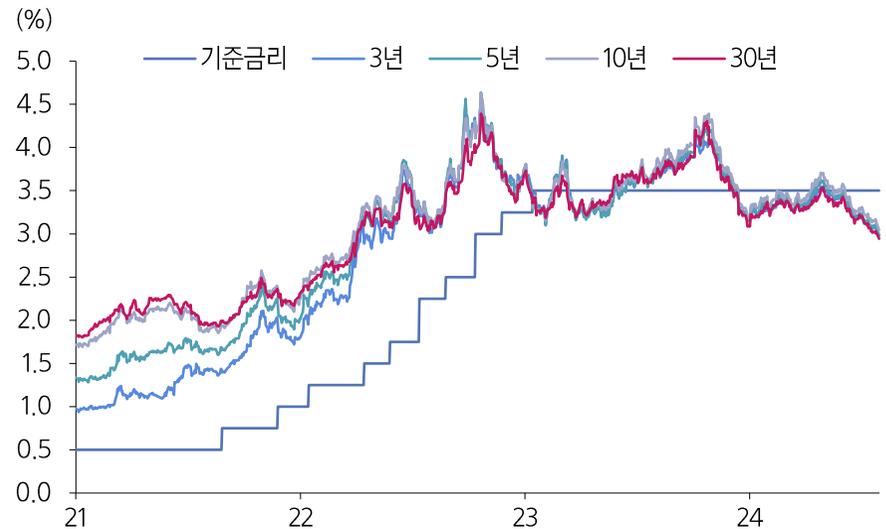
- 일부에서 금통위 인하 의견 기대했으나 만장일치 동결
- 그럼에도 불구하고 미국에서 지표 부진과 9월 인하 가능성 뚜렷해지면서 대외금리에 연동돼 시장금리 하락
- 다만 27일 장 마감 이후 발표된 내년도 국채 발행 계획 관련 우려에 금리 하단은 지지

기준금리를 대폭 하회한 시장금리



자료: Infomax

금리 인하 선반영 중



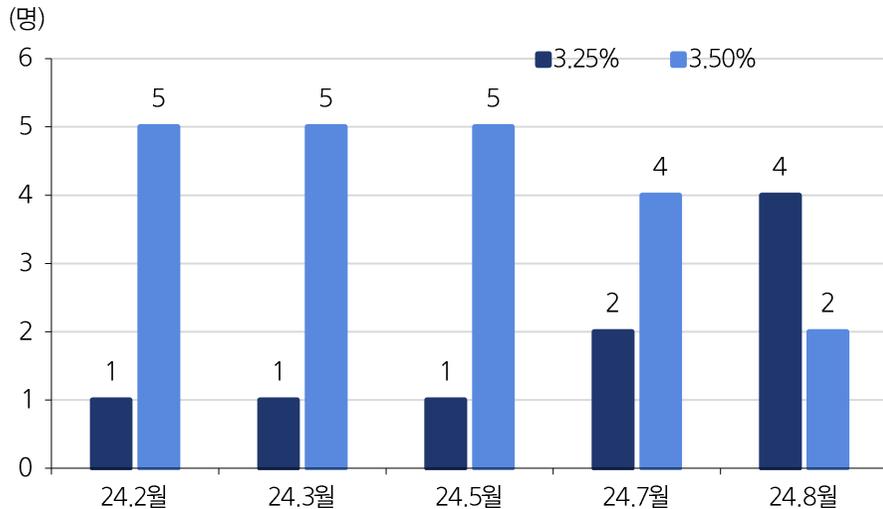
자료: Infomax

금통위 경기보다 금융에 방점을 둔 동결

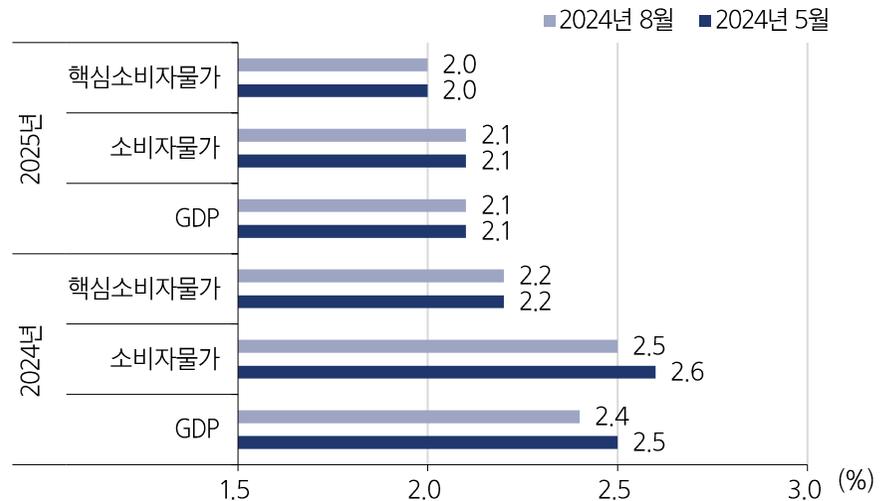
3개월 포워드 가이드언스에서는 인하 가능성 확대

- 8월 금통위에서는 만장일치 동결, 3개월내 인하:동결 의견은 기존 2명:4명에서 4명:2명으로 변화
- 24년 전망치 변화: 성장률 2.5% → 2.4%로 하향, 물가도 2.6% → 2.5%로 하향돼 리서치센터 전망과 일치
- 동결의 이유로는 내수는 시간을 두고 대응할 수 있는 반면에 금융 안정은 지금 대응하지 않으면 중기적 리스크 더욱 확대 가능하다고 설명
- 이번 동결은 전반적으로 경기보다는 금융 안정에 방점을 둔 결정이라고 판단되며, 물가와 성장만 놓고 보면 여전히 금리 인하를 해야 할

향후 3개월 뒤 기준금리 예상치별 금통위원 수



올해 물가와 경기 중심으로 하향



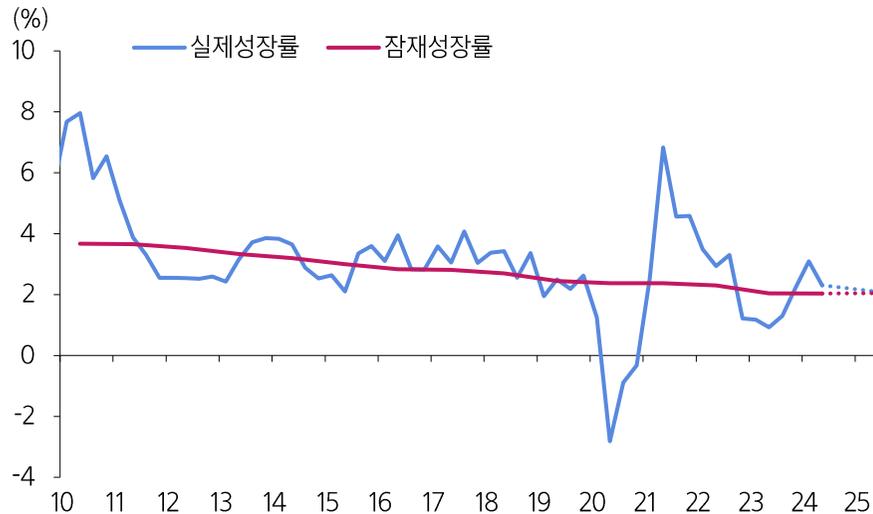
자료: Thomson Reuters

내년 아웃풋 갭은 마이너스 금리 인하로 대응 필요

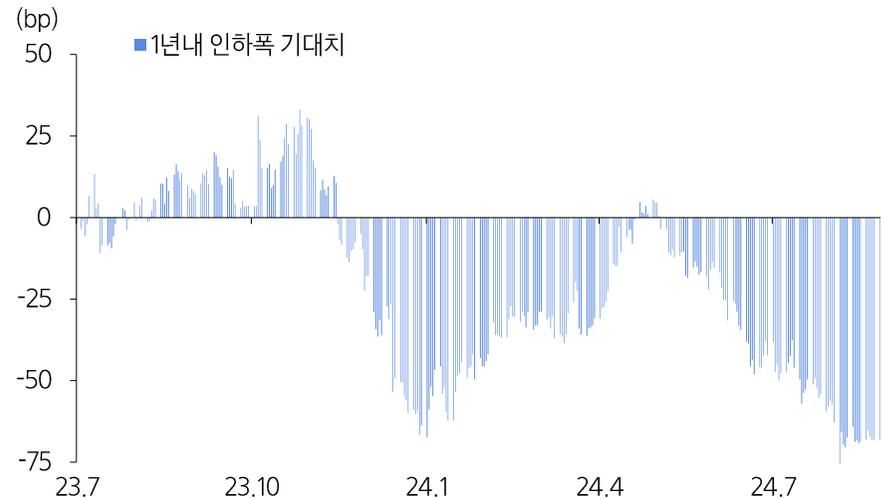
선도 시장은 이미 1년내 70bp 인하 정도를 반영 중

- 총재는 미국의 기준금리 인하 경로가 확실해지면 국내 요인에 초점을 둔 통화정책 운용을 할 수 있을 것이라고 발언
- 9월 FOMC에서 점도표가 확인되고 향후 인하폭이 가능된다면 한은 또한 10월 인하 가능성 높다고 판단
- 한은에서 제시한 내년 성장률 2.1%는 잠재성장률과 비슷한 수치로, 기준금리 인하가 선제되지 않으면 경기 경착륙이 야기될 수 있음
- 또한 현재 선도시장은 이미 향후 1년 동안 2~3번 인하를 기대 중

내년 썸 아웃풋 갭 마이너스 예상



향후 1년 기준금리 기대 인하폭: 68bp



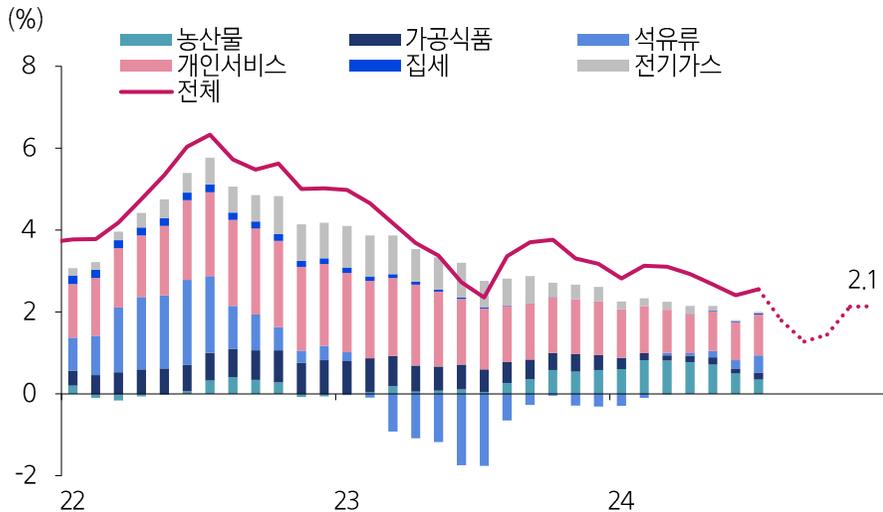
자료: Thomson Reuters

물가 물가는 이미 목표 달성

10월까지 금리 동결 시 정책 실기에 대한 우려 확대 가능

- 물가 또한 이미 2.6%까지 둔화됐으며, 1~7월 전월대비 평균 상승률을 연말까지 적용할 시 연말 물가 상승률은 2.1%에 불과
- 10월까지 기준금리 동결 시, 통화정책 실기에 대한 우려와 함께 침체 가능성 확대되며 장기금리는 더 크게 하락 가능(장단기금리차 역전 심화)
- 장기금리의 과도한 하락과 변동성 확대를 막기 위해서라도 한은은 10월 인하를 통해 시장의 침체 위험에 대응할 가능성 높아
- 한편, 명목금리 = 실질금리 + 기대인플레이션이라고 생각했을때 기대인플레이션은 아직 2.24%로 약 10~20bp 추가 하락 여력 잔존

한국 소비자물가



실질금리가 적정하다면 명목금리 추가 하락 여지는 잔존



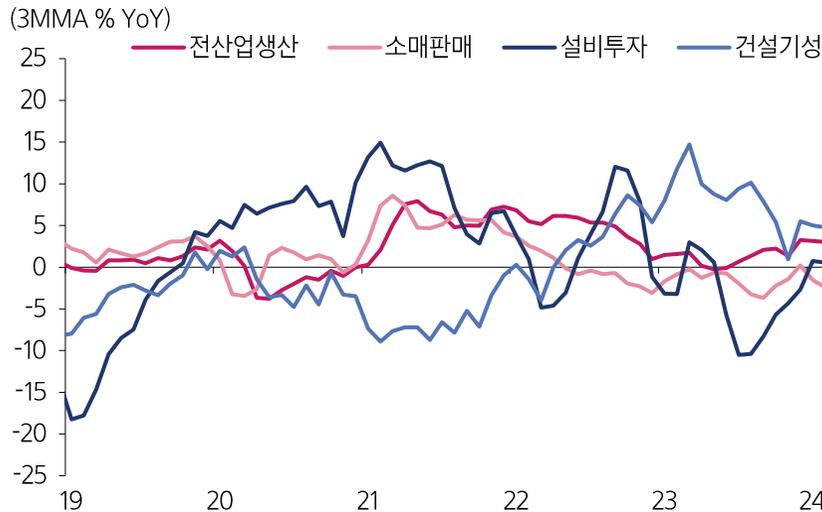
자료: Thomson Reuters

경기 생산/소비/투자/수출 모두 지지부진

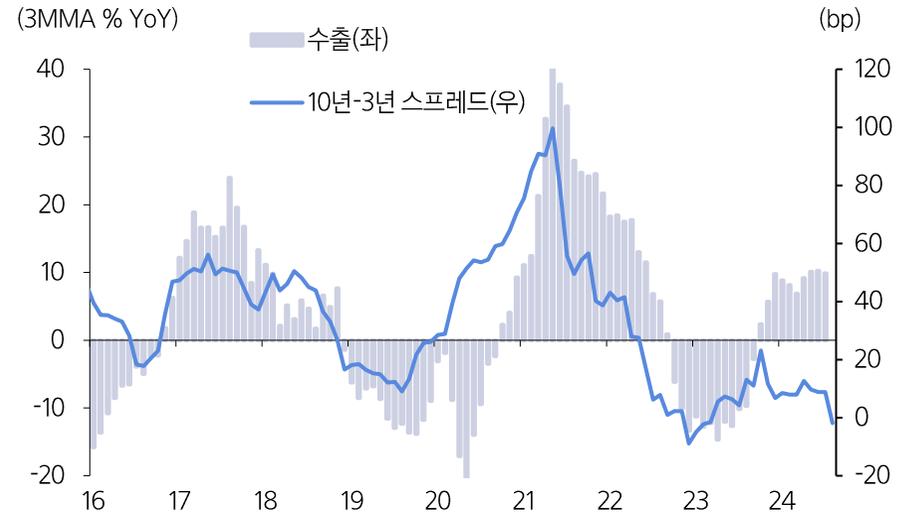
수출은 상반기 피크 확인, 소비중심으로 둔화 지속

- 산업활동동향 각 부문의 장기 추세를 보면, 건설기성은 2023년 초에 고점을 확인하고 현재 마이너스 증가율로 진입
- 소매판매는 약 2년째 마이너스 증가율에서 벗어나지 못하고 있으며, 설비투자과 산업생산 또한 0% 근처에서 지지부진한 흐름
- 최근 성장률 하단을 지지해 왔던 수출 또한 상반기 피크를 확인해 하반기와 내년 성장률 또한 한은의 예상치를 소폭 밑돌 가능성이 커짐

산업활동 대부분의 부문이 둔화 국면



수출도 상반기 피크 확인



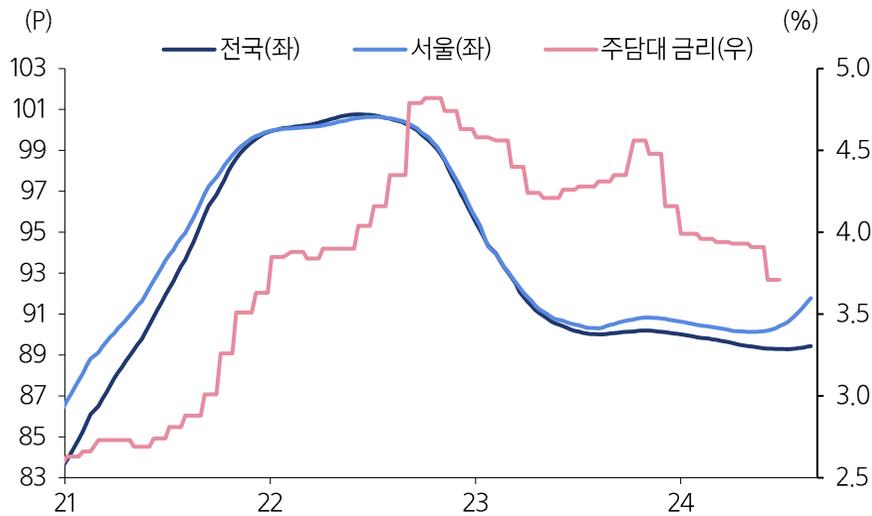
자료: Thomson Reuters

금융 불균형 정부차원에서 해결 노력

최근 부동산 가격 상승에 따라 은행권 가산금리 인상으로 대응

- 스트레스 DSR 2차가 9월로 연기됨에 따라 8~9월 막차 수요 유입. 5대은행 주담대 잔액 7월 한달간 7.6조원 증가해 2016년 이후 최대 증가폭
- 서울 중심으로 부동산 가격 오름세 재개되면서 MoM 가격 상승률 0.9%로 2021년 9월 이후 가장 빠른 속도
- 이에 따라 금융위는 주요 시중은행에 가계부채 관리를 강화할 것을 권고했으며, 7월달부터 주요 시중은행은 가산금리 약 20차례 인상
- 주담대 금리의 벤치마크 금리인 은행채 금리 하락에도 불구하고, 가산금리 인상에 따라 체감 주담대 금리 상승. 한은 입장에서는 기준금리 인하 운신의 폭이 넓어진 셈

전국과 서울 부동산 가격과 주담대 금리



자료: 한국은행, kb 부동산

5대 은행 주택담보대출 금리

(%, %p)	7월1일	8월 22일	상승폭 (밴드 중간값기준)
5년만기 은행채	3.49	3.236	-0.25
국민은행	3~4.4	3.81~5.21	+0.81
신한은행	2.94~4.95	3.65~5.46	+0.61
하나은행	3.34~3.74	3.726~4.126	+0.39
우리은행	3.15~4.35	3.94~5.14	+0.79
농협은행	3.36~5.76	3.64~6.04	+0.28

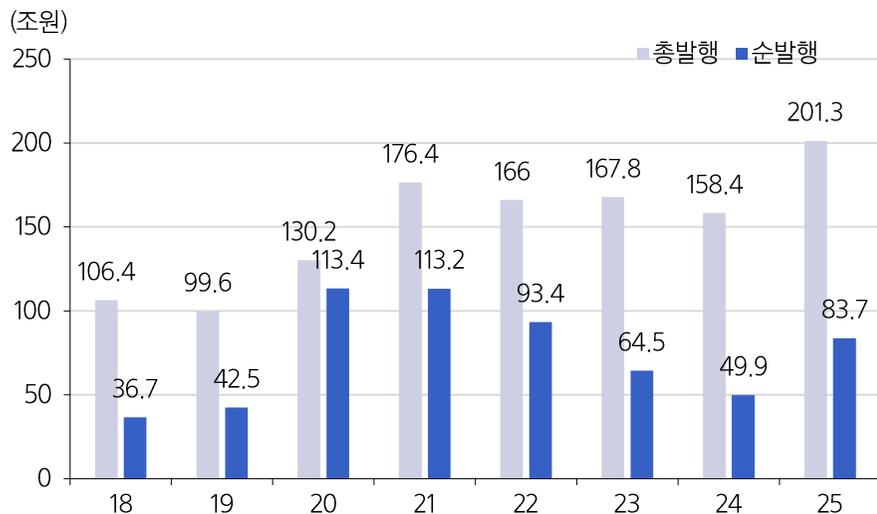
자료: 각 은행 홈페이지

25년 국고채 발행 순발행 기준 YoY 68%증가

다만 통화정책의 효과가 재정정책 효과보다 일반적으로 더 강함

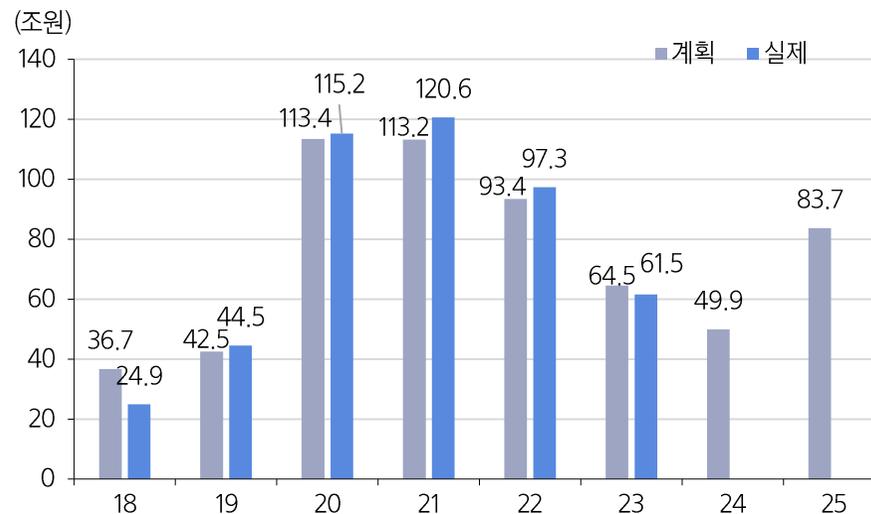
- 2025년 예산안 초안 발표. 내년도 국고채 총발행 규모 201.3조원으로 올해보다 27%증가. 순발행은 83.7조원으로 67.9% 증가
- 순발행량 대폭 증가의 원인은 공자기금 수입을 국고채 발행으로 대체해야 하기 때문
- 다만 YoY 순발행량 크게 늘었던 2013년(+66%), 2015년(+25%), 2019년(+79%). 시장금리는 일시적으로 상승했으나, 이후 경기 부진과 기준금리 인하 반영하며 재차 하락 추세로 복귀
- 일반적으로 기준금리 인하 시기에는 발행량 증가에 따른 금리 상방리스크보다 금리 인하의 효과가 더 강했던 경험

연간 국고채 발행 계획



자료: 기재부

국고 발행 실적과 기존 계획 비교



자료: 기재부

결론 연말까지 현재수준에서 등락 예상

연내 금리 추가 하락 여력 거의 다 소진, 다만 내년까지 보면 비중확대 유지

- 한국은 미국과 다르게 선도시장에서 적정수준의 인하 속도를 기대하고 있으며, 당분간 대선과 같은 리스크 요인도 미국보다는 적음
- 현재금리 수준에서 연말까지 등락 전망. 3년 금리는 올해 연말이 되면 내년 말 기준금리 인하분까지 반영하며 2.75% 근처로 하락 가능
- 향후 3개월 금리 하락에 따른 자본 차익 가능성은 줄어들어 3개월 중립 전환
- 다만 내년 인하까지 감안하면 향후 12개월 비중확대는 유지

2022년부터 외국인 국채 선물 누적 순매수액



자료: Thomson Reuters

한국 금리 전망표

	24.1Q	24.2Q	24.3Q F	24.4Q F
기준금리	3.50	3.50	3.50	3.00
3년 금리	3.31	3.39	3.00	2.75
10년 금리	3.39	3.49	3.05	2.90
3/10년 Spread	8	10	10	15

자료 : Bloomberg, 삼성자산운용 /주: 기준금리는 기말, 시장금리는 분기 평균

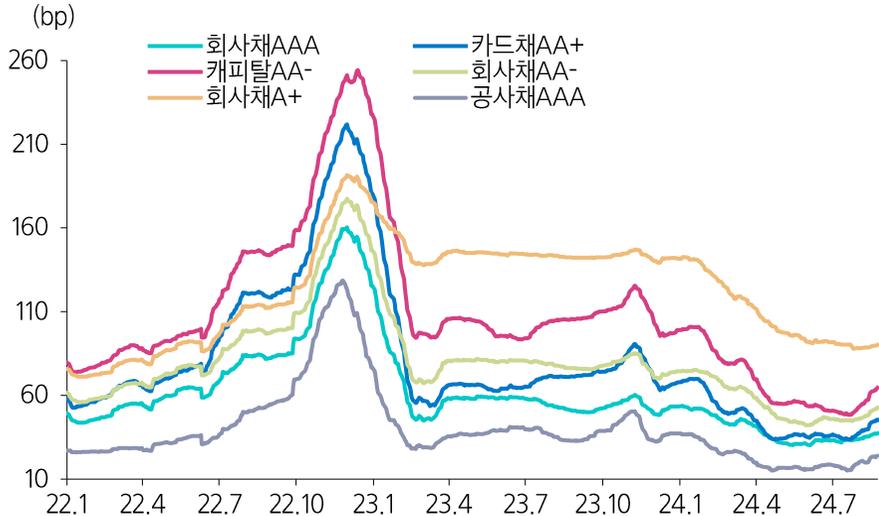
04

국내 크레딧

지연되었던 조정에서 약세 국면으로 전환 기로에 선 국내 크레딧

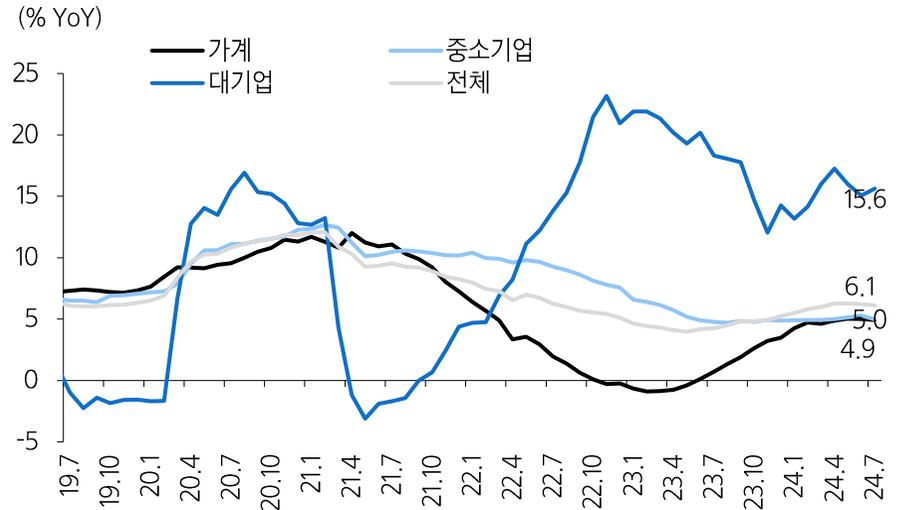
- 국채 금리(황새) 하락 쫓다가 '뱀새' 신세가 된 크레딧, 기준금리와 역전된 크레딧 채권 금리의 역캐리 부담
- 수급의 인과응보 : 전반적 약세 속 순발행 기조를 이어가는 여전채 특히 취약한 모습(월초 이후 +12bp 확대)
- 장기 구간 크레딧 선방, 장투기관의 ALM 목적 장기 크레딧 채권에 대한 탄탄한 실수요 확인
- 공사채(한전채 등), 은행채 순발행에 이어 회사채 순발행 기조 확산 변수 : 반기보고서 제출 종료로 회사채 발행 재개
- 크레딧 이슈 : 이커머스 파급 효과, 부동산 및 가계대출 정책 리스크 모니터링

섹터별 신용스프레드 추이



자료: 인포맥스, 삼성자산운용 리서치센터

은행 기업 및 가계 대출 증가율 추이

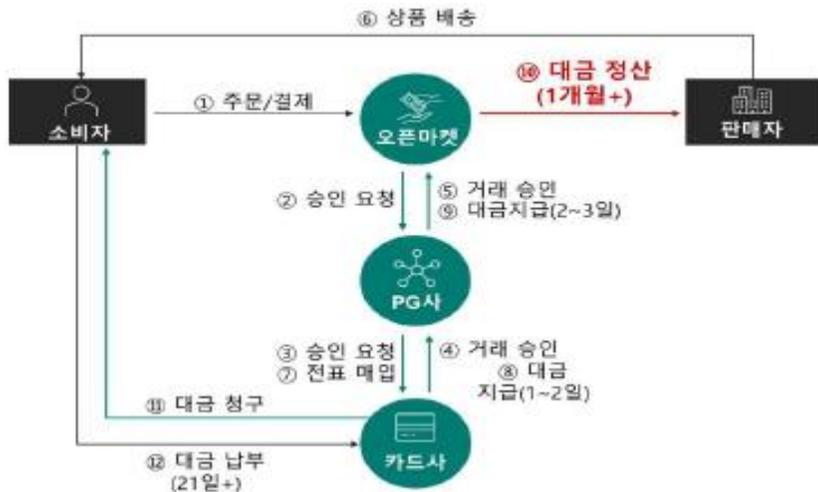


자료: 한국은행, 삼성자산운용 리서치센터

오픈마켓 시장의 구조적 취약성과 회사의 도덕적 해이가 원인

- 법원이 티몬과 위메프에 ARS(자율 구조조정) 프로그램 승인, 1조원 이상 미정산금 피해금액 추정
- 티메프는 싱가포르 이커머스 그룹 큐텐의 자회사로 양사의 합산 국내 시장 점유율은 2022년 말 10% 내외 '24년 6월 MAU는 800만명 상회
- PG겸영 오픈마켓의 정산지연 및 정산대금 유용 의혹, 미정산 대금은 모회사인 큐텐의 사업자금 등으로 활용 가능성 추정
: 큐텐은 자회사 큐익스프레스의 나스닥 상장 추진 과정 중에 위시, AK몰 등 경쟁 업체 인수 등 사업 확장에 적극적 행보

오픈마켓 중개업자 결제 구조



큐텐그룹 구성 및 지배구조(%)



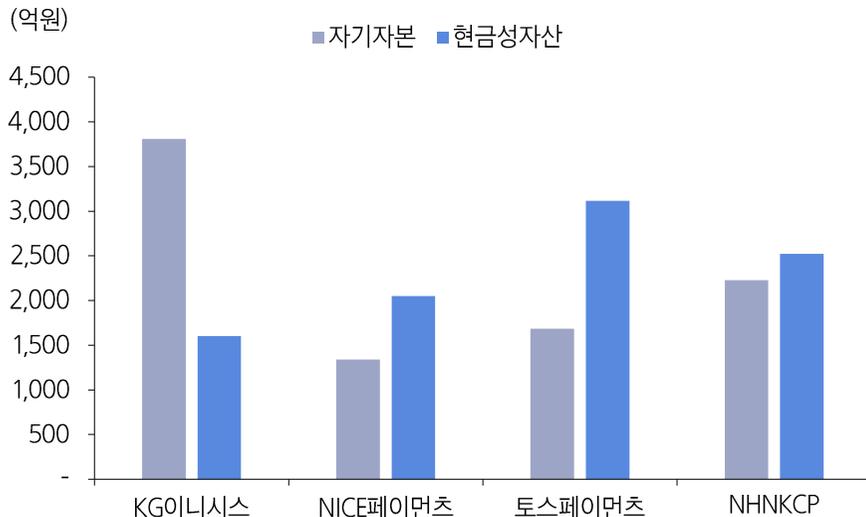
자료: 하나금융연구소, 삼성자산운용 리서치센터

자료: 언론보도, 삼성자산운용 리서치센터

크레딧 시장에 직접적 영향은 제한적이나 2차 파급 효과 유의

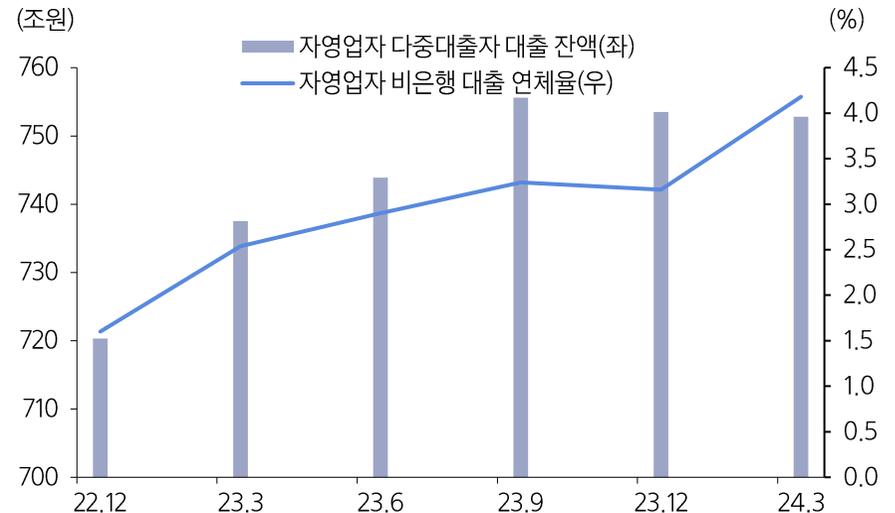
- 티메프 파산 우려가 현실화 되면서 관련 결제망과 연계된 결제대행사(PG), 카드사 등 금융업체 역시 이번 리스크에 노출된 상황
- 이커머스 시스템 : 판매자 → 티몬·위메프 → PG사 → 카드사 → 소비자 순으로 손실 부담, 정부의 지원방안과 손실부담 기준 변수 : 티메프 사태 후폭풍으로 중소 이커머스 유동성 문제 확산, 정부는 카드사 고통분담 요구
- 플랫폼과 결제사 분리, 정산주기 단축, 에스스로 계좌 도입 등 규제 강화 등으로 업계 자금 조달 필요성 증가(신세계 쓱닷컴 영향)
- 판매자(중소기업/소상공인) 연체 → 제2금융 대출건전성 저하로 제2금융권 2차 파급 효과 우려, 채권 투자 심리에도 부정적 요인

주요 PG사 재무 현황('23년 결산, 개별기준)



자료: 전자공시시스템, 삼성자산운용 리서치센터

자영업자 연체율 및 다중대출자 규모 추이

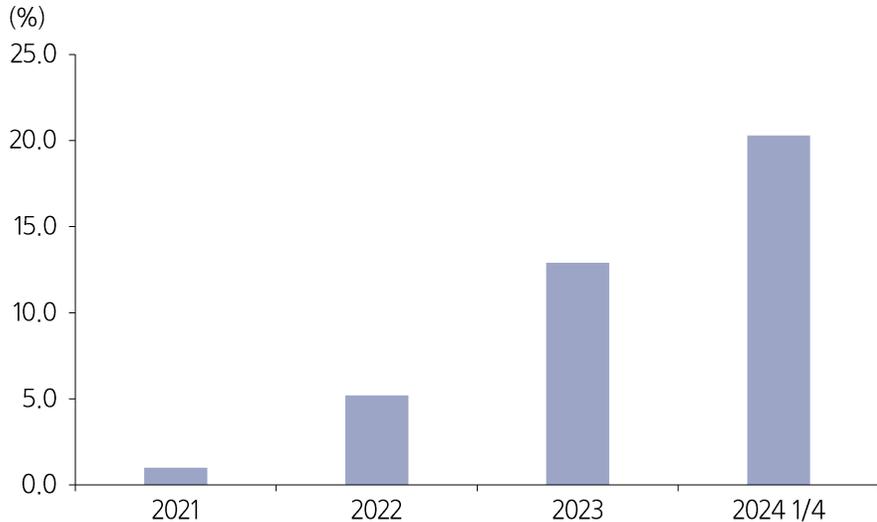


자료: 한국은행, 삼성자산운용 리서치센터

저축은행과 다른 이중 잣대, 캐피탈사 이익 과대 계상 가능성

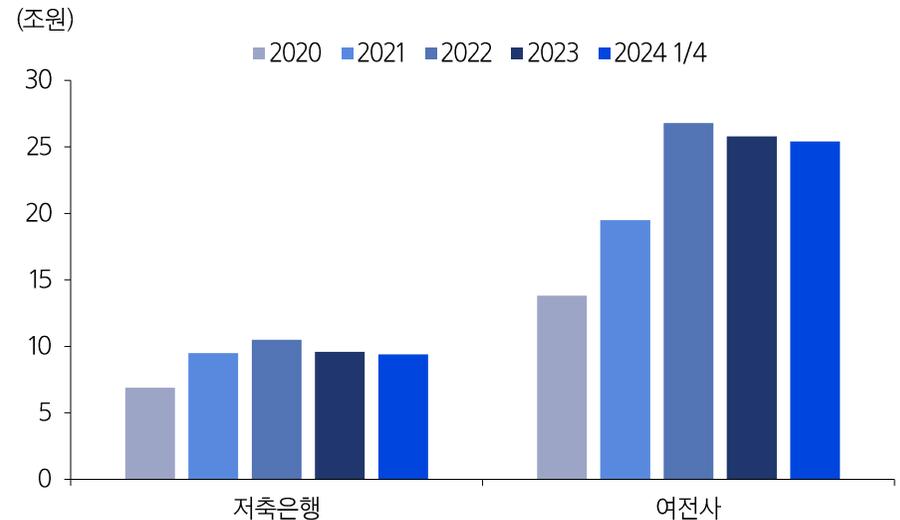
- 상반기 캐피탈사의 수익성 차별화, 9개사 A등급 캐피탈사 합산 당기순이익은 약 40% 감소
- 감독원 회계 기준으로 대손충당금을 쌓아야 하는 저축은행은 PF 부실로 대규모 적자를 기록한 반면
- IFRS 기준 적용해 과거 경험손실을 반영한 캐피탈사는 상대적으로 양호한 흑자 기록함에 따라 이익 과대 계상 가능성 우려
- 대손준비금이 이익을 추월하는 일부 캐피탈(신한, 한국투자캐피탈 등)의 경우 대손준비금 반영후 당기 순손실 전환(아이엠은 등급 상향 제약)
- 캐피탈사 PF 잔액은 25.4조원으로 저축은행 9.4조원 대비 2배 수준
- '24년 상반기 잠재부실(요주의 이하 채권) 비율 : 신한(15.43%), 메리츠(10.38%), 하나(8.21%), 엠캐피탈(21.69%)

캐피탈사(26개사)순이익 대비 대손준비금 비중



대손준비금 : 감독회계 총당금과 IFRS 총당금의 차액
 자료: 전자공시시스템, 삼성자산운용 리서치센터

업권별 PF 현황



자료: 한국은행, 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.