

2024년 1월

국내외 채권전망

2023. 12

Executive Summary

01 미국 채권

- 10년 금리 또한 이미 고점대비 100bp 이상 빠르게 하락하는 등 변동성 장세 연장
- 중장기 금리 방향성은 하락이지만, 단기적으로는 리스크 잔존. 일부 연준인사 매파 발언, BOJ 추가 긴축, 아직 진행되고 있는 QT 등.
- 1분기 10년 금리 밴드 3.7~4.0% 사이 횡보 예상

02 미국 크레딧

- 2023년 연중 내내 지속됐던 고금리 여파는 2024년부터 데이터로 확인될 수도. HY 중립, IG는 캐리 매력 높아 소폭 비중 확대 유지

03 신흥국 채권

- 아시아보다는 라틴 등 일부 신흥국(브라질 등) 중심으로 투자 매력 잔존. 2023년 만큼 빠른 속도는 아니겠으나 내년 상반기에도 강세 이어질 듯

결론: 미국 IG > 신흥국 > 미 국채 > 미국 HY

Executive Summary

04 한국 국공채

- 미국의 통화정책 스탠스 변화로 완화에 대한 부담 희석. 한국 또한 미국과 비슷하게 하반기 짬 인하 시작해 연말 기준금리 2.75% 예상
- 현재 1~50년 국고금리가 모두 기준금리를 하회 하면서 레벨 부담 심화
- 1분기 10년 금리 밴드 3.1~3.4%

05 한국 크레딧

- 연초 효과와 역캐리 국면은 강세 요인이나 눈높이 낮출 필요
- 스프레드 부담감과 부동산 PF 불안 등에 단기적으로 추가 강세 여력은 제한
- 1월 후반 이후 점진적 이익 실현 검토

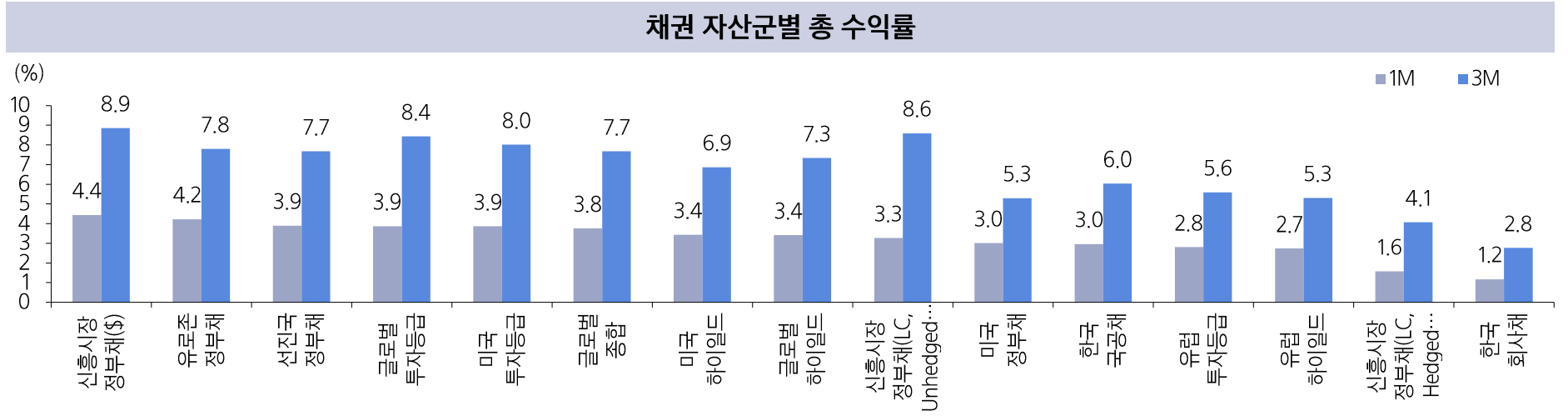
글로벌 채권 Review

			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	%	3.75	3.89	3.87	3.42	3.01	4.22	3.86	3.43	2.80	2.74	4.43	1.58	3.27	2.96
	3M	%	7.68	7.68	8.44	7.34	5.29	7.79	8.01	6.86	5.59	5.30	8.85	4.07	8.58	6.04
	YTD	%	5.31	3.77	9.20	13.16	3.76	7.73	8.02	13.12	8.26	11.93	10.77	7.31	13.63	7.98
	1Y	%	5.31	3.77	9.20	13.16	3.76	7.73	8.02	13.12	8.26	11.93	10.77	7.31	13.63	7.97
	3Y	%	(15.96)	(20.02)	(11.69)	0.79	(11.09)	(15.20)	(9.95)	5.77	(7.41)	3.46	(10.56)	(7.58)	(13.67)	(3.12)
Spread	현재	bp	47.7	12.0	115.4	360.0	-	-	99.9	323.4	137.7	385.8	385.2	-	-	-
	1M	bp	(2.6)	(1.6)	(6.4)	(40.8)	-	-	(4.1)	(46.5)	(9.4)	(39.8)	(20.2)	-	-	-
	3M	bp	(1.4)	(2.3)	(19.1)	(61.6)	-	-	(21.0)	(70.8)	(15.7)	(45.1)	(45.6)	-	-	-
	YTD	bp	2.0	(2.3)	(31.9)	(141.7)	-	-	(30.2)	(145.2)	(29.8)	(106.7)	(67.3)	-	-	-
	1Y	bp	2.0	(2.3)	(31.9)	(141.7)	-	-	(30.2)	(145.2)	(29.8)	(106.7)	(67.3)	-	-	-
	3Y	bp	24.2	2.3	15.9	(17.7)	-	-	4.0	(36.6)	46.0	38.8	33.4	-	-	-
YTW	현재	%	3.54	2.93	4.73	7.60	4.14	2.59	5.13	7.61	3.50	6.53	7.89	-	6.21	3.35
	1M	bp	(39.3)	(33.3)	(50.3)	(79.9)	(42.4)	(52.7)	(47.9)	(81.9)	(54.8)	(92.6)	(63.9)	-	(27.0)	(32.6)
	3M	bp	(67.9)	(57.2)	(93.5)	(125.9)	(72.2)	(93.4)	(91.6)	(126.9)	(97.3)	(124.3)	(115.1)	-	(55.2)	(60.2)
	YTD	bp	(19.5)	(11.1)	(45.4)	(138.0)	(5.2)	(56.7)	(29.9)	(134.7)	(77.3)	(128.0)	(66.9)	-	(64.9)	(53.8)
	1Y	bp	(19.5)	(11.1)	(45.4)	(138.0)	(5.2)	(56.7)	(29.9)	(134.7)	(77.3)	(128.0)	(66.9)	-	(64.9)	(53.8)
	3Y	bp	271.2	244.6	339.2	352.4	356.9	281.6	338.0	342.5	327.6	362.9	333.5	-	199.1	196.8
Duration	현재	년	6.77	7.57	6.24	3.61	6.22	7.52	7.29	3.77	4.53	3.11	6.78	-	4.97	7.62

글로벌 채권 Review

스프레드 축소, 금리 급락

- 미국 국채 금리 급락 영향으로 대부분 채권 자산군 양의 수익률 기록
- 기준금리 인하 기대에 따른 투자시미 강화로 신흥국 및 회사채 스프레드도 모두 큰 폭 축소
- 전 채권 자산권 모두 전월대비 플러스(+) 수익률 실현, YTD로도 모두 플러스(+) 수익률 달성



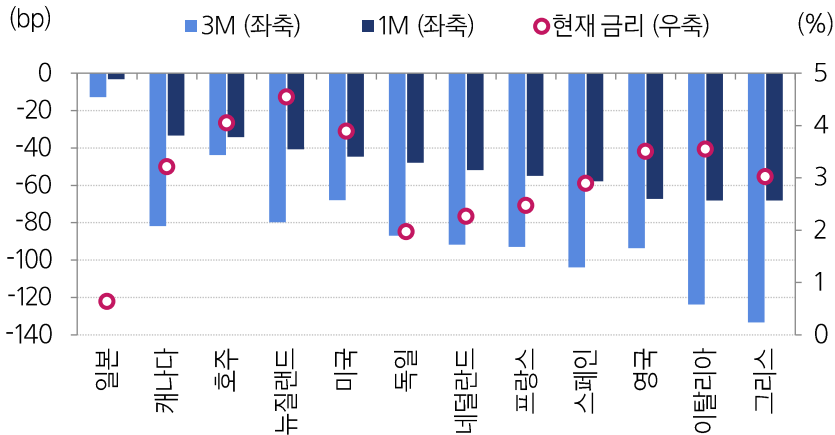
자료: Bloomberg/ 주: 신흥국 달러표시 정부채-JP morgan EMBIG Diversified Core, 신흥국 로컬통화표시 정부채- JP morgan GBI-EM, 그 밖의 지수는 Bloomberg Barclays 기준

글로벌 채권 Review

국가별 엇갈린 통화정책

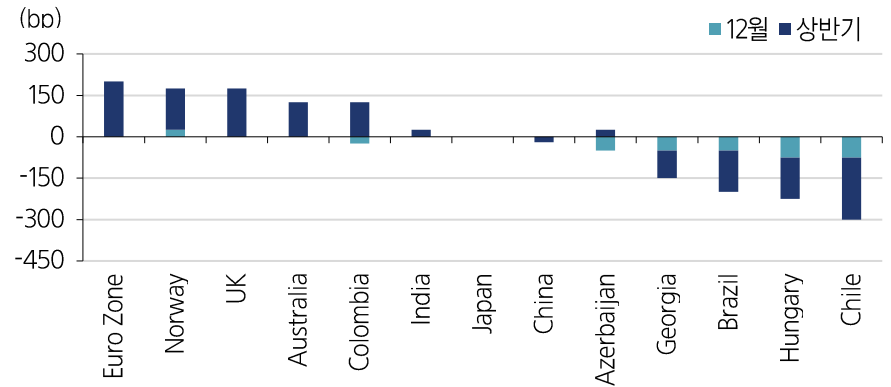
- FOMC에서는 내년도 점도표를 하향하며 사실상 긴축 종료, 내년 총 3회의 기준금리 인하를 시사
- ECB는 2차례 연속 금리 동결 했으나, 내년 하반기부터 PEPP 규모 점차 축소 이후 내년 말 PEPP 종료를 언급
- BOJ 긴축 전환 기대와는 달리 완화적 통화정책 유지 결정
- 신흥국은 브라질, 헝가리, 칠레 등에서 12월 중 기준금리 인하를 단행

선진국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리

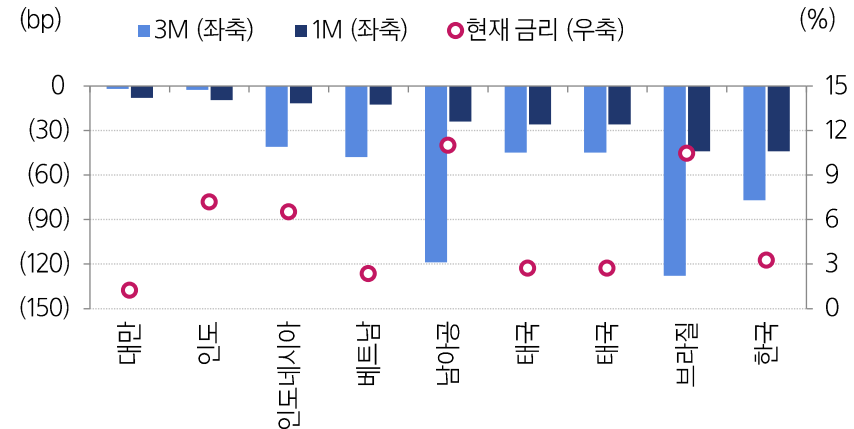


자료: Bloomberg

주요 기준금리 인상 및 인하 국가

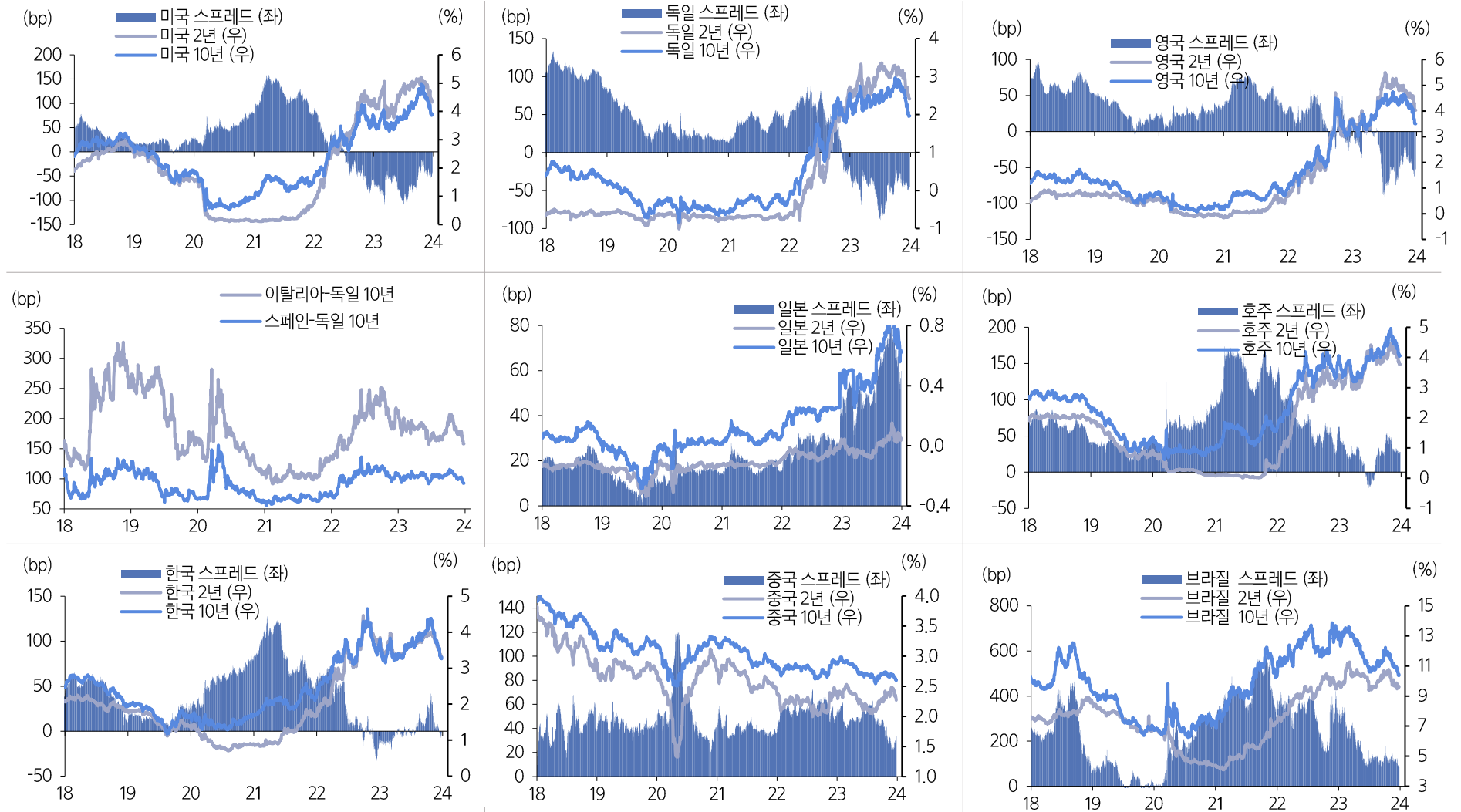


신흥국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



자료: Bloomberg

참고: 주요국 국채금리, 장단기 스프레드



01

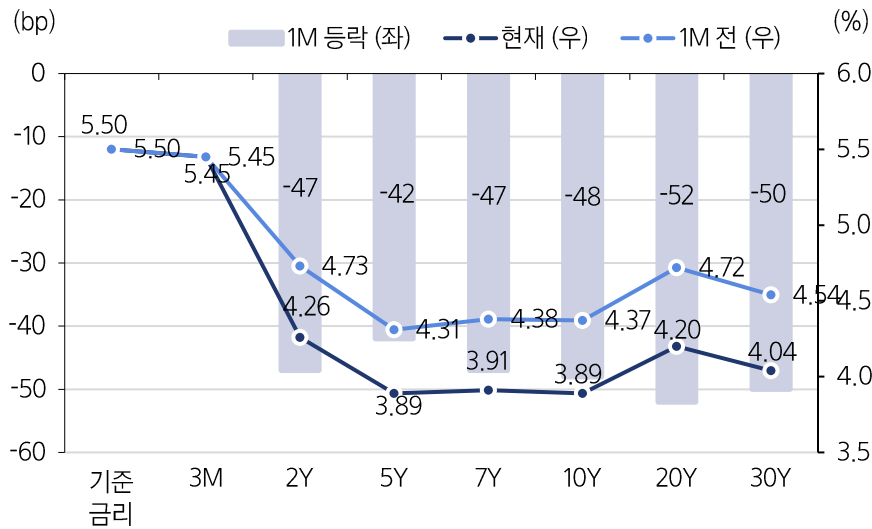
미국 국채

미국 금리 Review 고점대비 110bp 하락

물가와 경기지표 둔화 반영, 상승폭 모두 되돌림

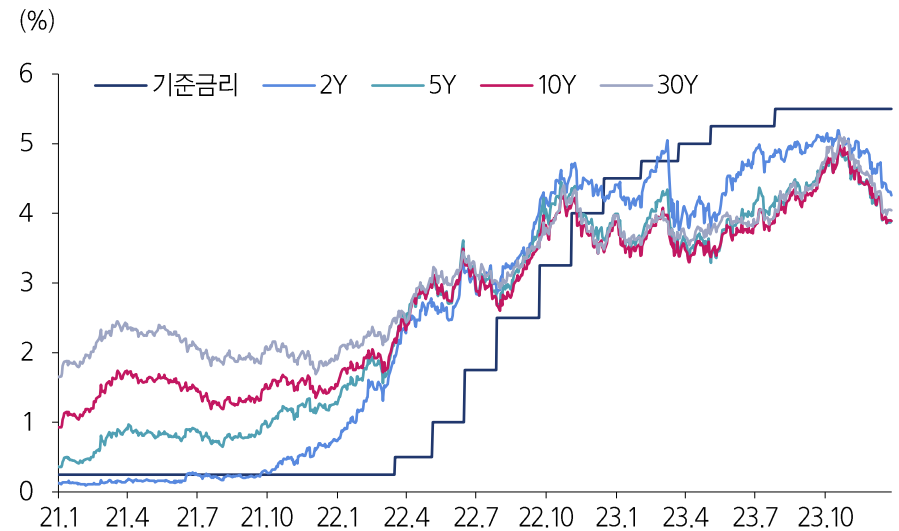
- CPI와 PCE 디플레이터 등 물가지표가 둔화 흐름을 이어가는 가면서 금리 하락
- 연준에서는 윌러 이사가 기준금리 인상 종료 시사하는 가운데, 12월 FOMC에서 내년 점도표를 하향하며 금리 하락폭 확대
- 10-2년 스프레드 역전은 -40bp 근처에서 등락하는 가운데 2년-기준금리 스프레드는 -130bp로 역전폭 확대

전만기물별로 40~50bp 하락하며 최근의 상승폭 반납



자료: Thomson Reuters

7월 이후 최저 금리 기록



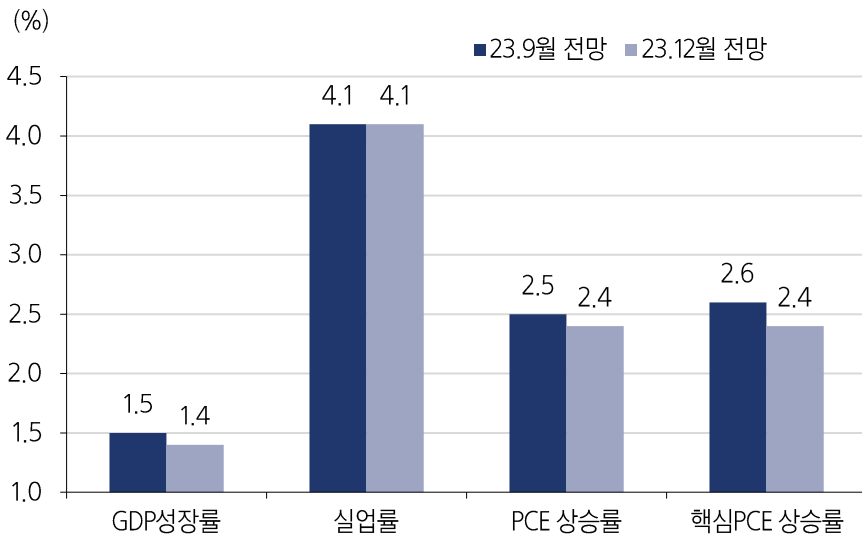
자료: Thomson Reuters

점도표 하향 조정 인상 사이클 시작 이후 처음

예상보다 비둘기파적, 내년말 기준금리 4.75%

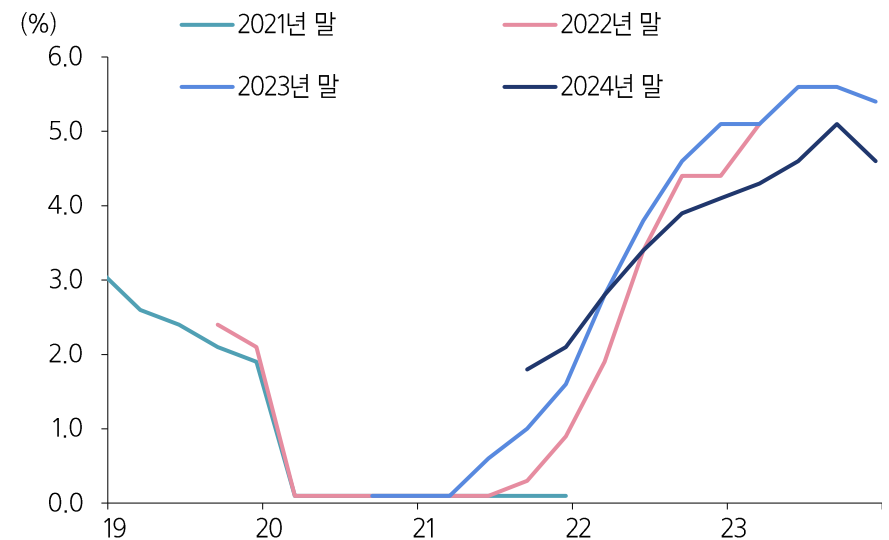
- 예상보다 비둘기파적인 FOMC 회의: 긴축 정책은 사이클상 고점이거나 고점 부근에 도달, 다음 과제는 완화전환 시점임을 인정. 금융시장의 금리 인하 기대 차단하기보다는 긴축 가능성을 사실상 일축
- 물가와 성장률 전망치 소폭 하향, 점도표상 기준금리 상단의 중간값은 기존 23년말 5.75%, 24년말 5.25%
→ 23년말 5.5%, 24년말 4.75%로 수정해 내년 2회 인하에서 3회 인하로 수정됨

2024년 물가와 성장 전망치 모두 하향



자료:Bloomberg

연준 점도표 수정 추이: 2020년 이후 첫 하향



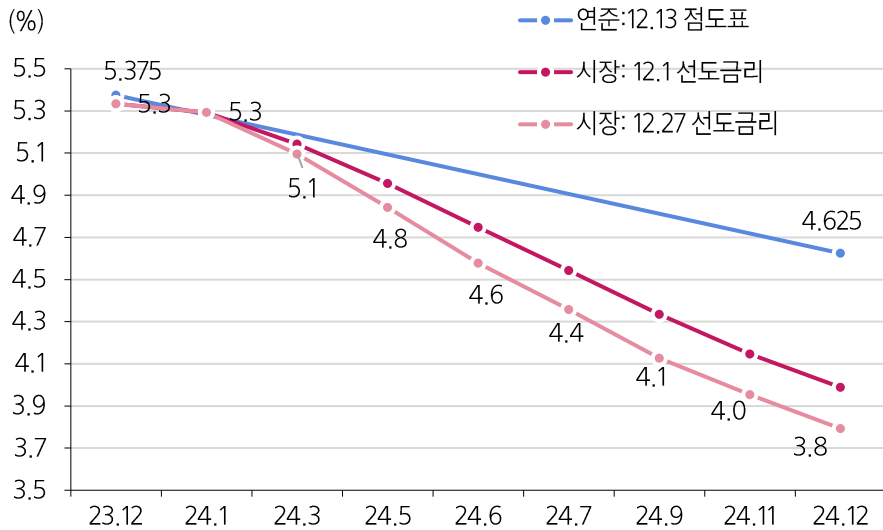
자료:Bloomberg

물가에 대한 전망은 당사 ≒ 연준

기준금리 경로도 연준 점도표와 동일하게 전망

- 당사는 1월 Core PCE 물가가 2%대에 진입해 2월 말 확인될 것으로 예상. 6~7월 FOMC에서 첫 금리 인하 예상
- 연준의 내년 4분기 핵심 pce 물가 전망치는 2.4%로 당사와 비슷한 수준. 때문에 기준금리 인하 횟수도 연준 점도표대로 진행될 것이라고 전망
- 이후 연준 점도표대로 연중 총 세차례 인하 단행될 전망 (연말 기준금리 4.75%)
- QT는 기존 전망대로 24년 연중반(6~7월) 중 중단 또는 속도 조절 논의 전망 유지

기간프리미엄 급등



자료: Bloomberg

1년뒤 연방기금 선도금리와 10년 금리의 궤적은 비슷



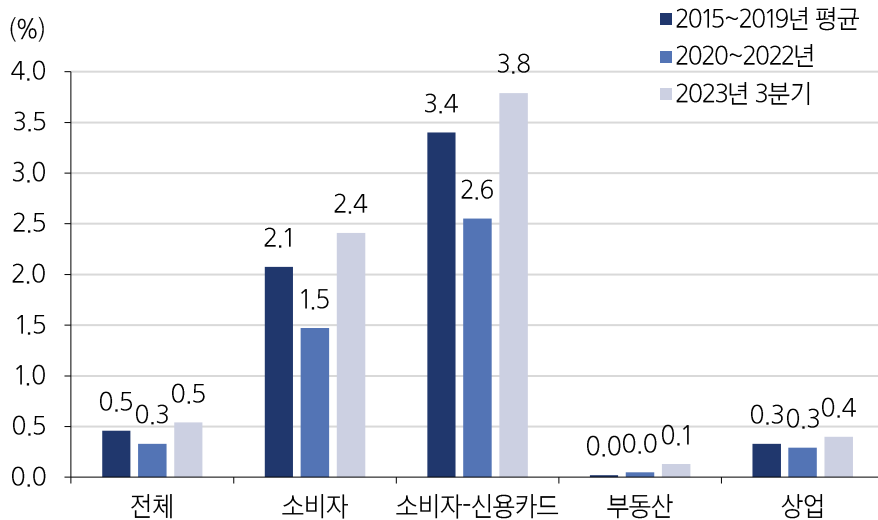
자료: Bloomberg

편더멘탈 경기의 방향은 여전히 아래

소비경기 내년부터 느린 속도로 둔화 예상

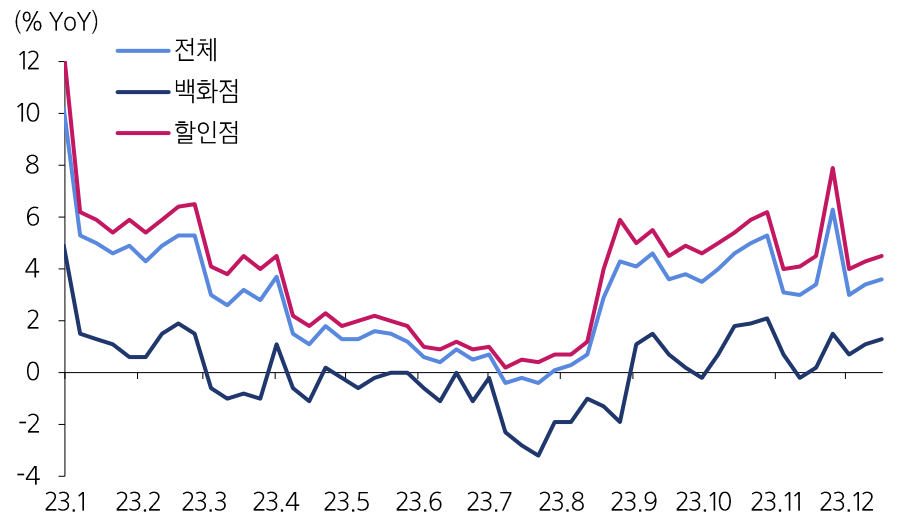
- 11월 소매판매는 전월대비 0.3%, 전년동월대비 4.1% 증가해 서프라이즈를 기록했으나 블랙프라이데이 영향이 클 듯
- 레드북 주간 소매판매 지수는 블랙프라이데이가 있었던 11월 마지막주에 전년동월대비 6% 급증한이후 12월들어 3주 연속 3%대로 완화
- 최근 소비자대출, 그중에서도 신용카드 중심으로 상각률(상환에 실패한 비율) 상승 확인돼 내년 중 소비 경기 둔화는 예상대로 진행될 전망

대출 형태별 상각률: 소비자, 특히 신용카드 중심 상승 중



자료: Bloomberg /주:은행이 빚을 상환 받지 못해 공식적으로 손실이 난 비율

레드북 주간 소매판매지수: 11월 셋째주 급증



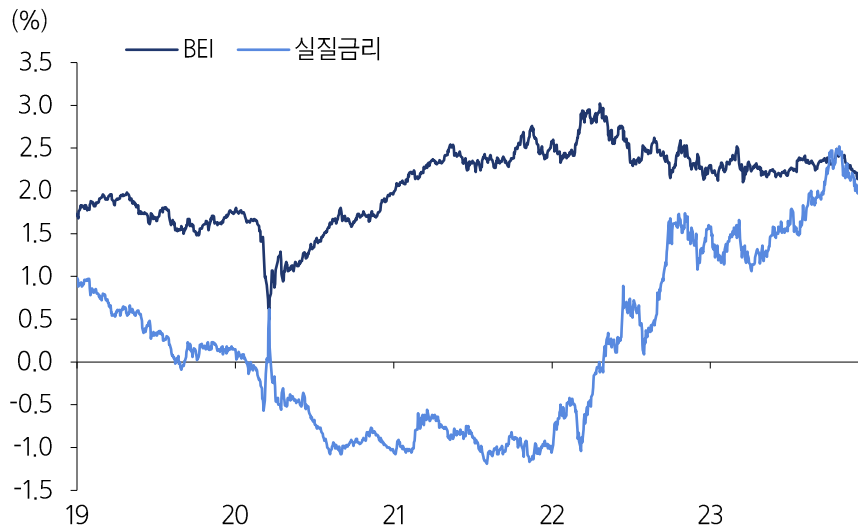
자료: Bloomberg

편더멘탈 내년에도 BEI 2% 근처 안정 전망

BEI 안정 흐름 이어가는 가운데, 실질금리는 중장기적으로 하락 예상

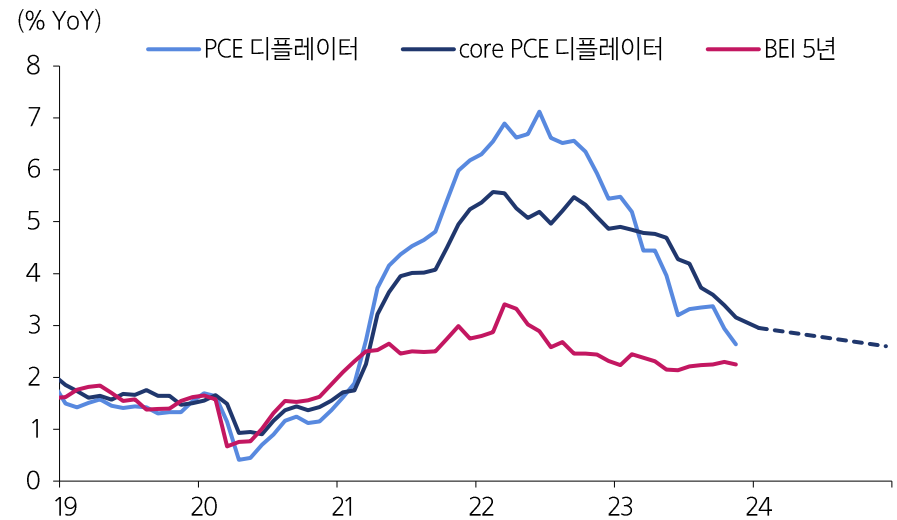
- 최근 10년 명목금리를 BEI(물가)와 실질금리(경기)로 나누어보면 BEI는 4분기 중 2.14~2.49%의 좁은 폭에서 등락한 반면, 실질금리는 2.5%까지 상승했다가 1.67%까지 하락
- 물가보다는 경기가 명목금리의 등락을 좌우하고 있는 상황
- 내년의 물가 상승률은 2%대에서 소폭 둔화될것으로 예상돼, 내년에도 BEI는 2%근처에서 유지되면서 실질금리 하락 전망

BEI는 2%근처에서 유지, 실질금리만 반등 후 반락 중



자료: Bloomberg /주:은행이 빚을 상환 받지 못해 공식적으로 손실이 난 비율

물가와 기대 인플레이션



자료: Bloomberg

단기 리스크(수급) 다만 단기에는 상방 리스크 잔존

1) 레벨 부담, 2) BOJ의 긴축 전환

- 다만 단기적으로는 금리가 급락한 레벨부담과 수급 리스크 등이 금리 일시적 상승 요인으로 작용할 수 있음
- 먼저 국채 10년 금리 급락에도 불구하고 10년 선물의 비상업성 순매수 포지션은 아직 매도 우위
- BOJ는 아직 완화적인 정책을 유지하고 있으나, 내년 임금 인상 현실화 이후 물가 및 경기가 동반으로 추가 상승한다면 2분기쯤 긴축 전환 가능할 것으로 예상. BOJ의 마이너스 금리 해제 전후로 글로벌 금리 상방 압력 가능

10년선물 비상업성 순매수 포지션과 금리



자료: Bloomberg

국가별 미국채 보유 잔액



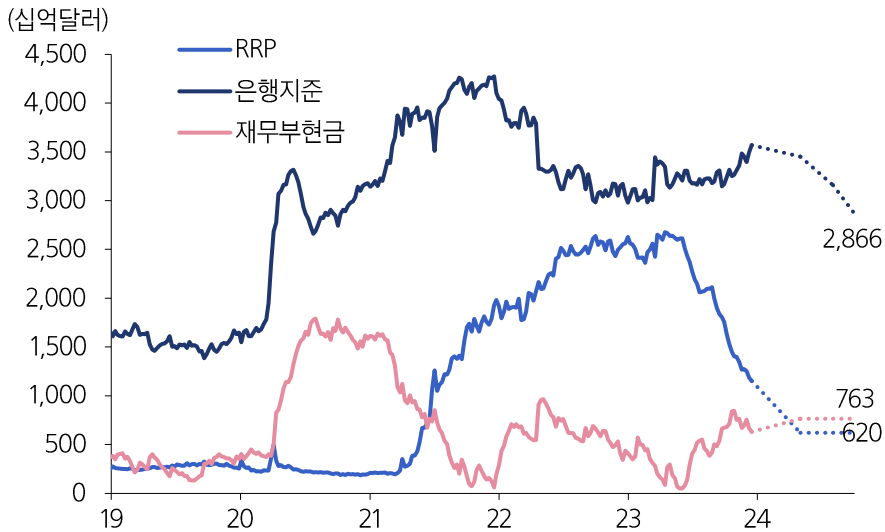
자료: Bloomberg

단기 리스크(수급) 2월에 발표될 2Q 발행 계획 주목

3) 연준의 QT는 지속, 4)내년 4월까지 이어지는 국채 발행 부담

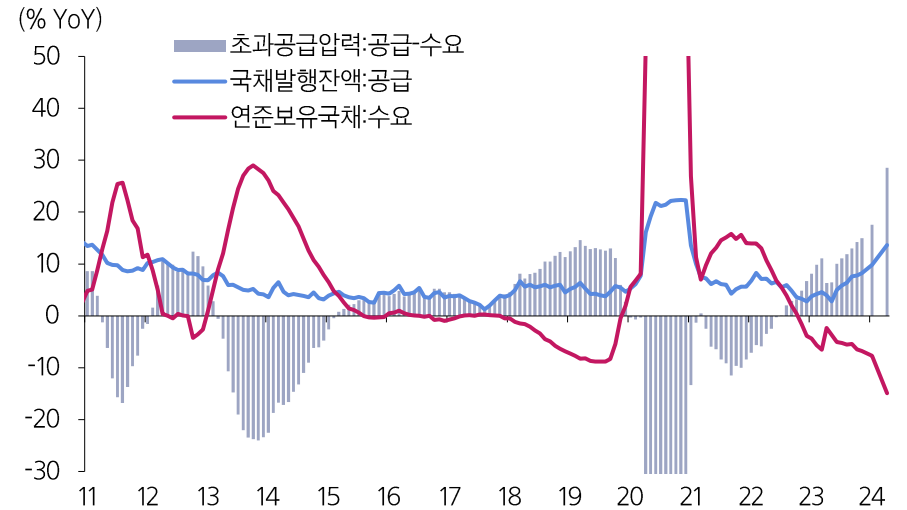
- 또한 아직 지속되고 있는 연준의 QT와 올해 1분기까지 국채 발행량이 많다는 점은 단기 리스크 요인
- 현재 RRP 위주로 감소하고 있으나, RRP 소진 이후 은행 지준 축소 시작하면 금리 상방 자극 가능
- 국채발행 증가율에서 연준의 채권 매입 증가율을 차감(채권 매도 증가율을 가산)한 숫자는 내년 1분기에 사상 최대에 육박

연준 부채 항목별 증감 예상



자료: Bloomberg

통화 및 재정정책 발 국채공급 압력



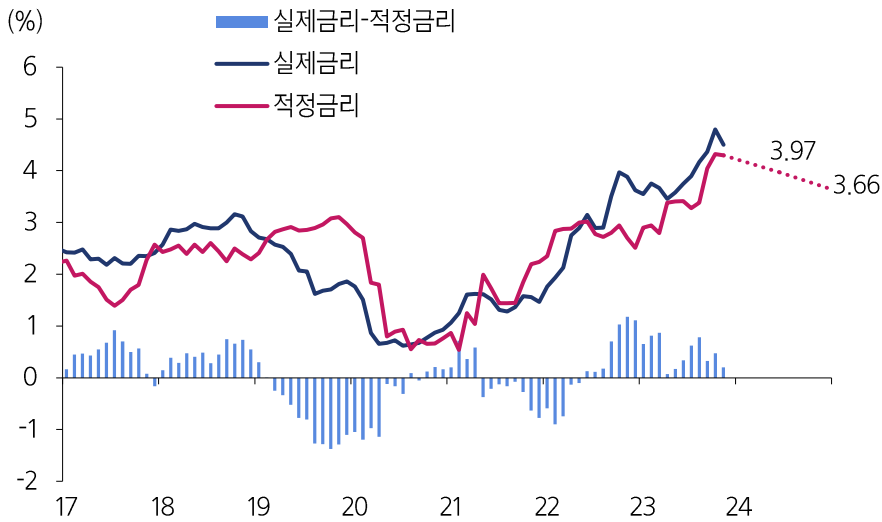
자료: Bloomberg

결론 금리 중장기 경로는 하락, 다만 단기 노이즈 주의

1분기 중 단기물 중심 비중 확대, 장기물은 금리 상승시 마다 매수 추천

- 정리하면, 경기와 물가 펀더멘탈은 중장기적으로 장기물 금리 하락 압력으로 작용하나 1분기까지는 수급 측면에서 단기 리스크가 상존
- 1분기 중 10년 금리 3.7~4.0% 사이 밴드에서 횡보 전망, 이후 연 중반 QT 종료 시그널 나오면서 금리 하락 재개해 연말 3% 중반 예상
- 당사의 적정 금리 모형 또한 6월 말까지는 금리 횡보, 이후 하반기 중 연준 QT 종료, 소비 경기 하강 가정 반영되며 금리 하락 추정
- 1분기 중 단기물 중심 비중 확대, 장기물은 금리 상승시 마다 매수 추천

적정금리 모형 (경기, 물가, 발행, 연준QT 감안)



자료: Bloomberg

모형에 쓰인 가정과 추정 금리

	소비자물가	소매판매	정부부채	연준보유 국채	실제금리	적정금리
	%YoY	%YoY	조달러 YoY	조달러 YoY	%	%
23.7월	3.30	2.80	1.78	(0.62)	3.89	3.27
23.8월	3.71	2.80	1.80	(0.65)	4.17	3.38
23.9월	3.69	4.00	2.06	(0.69)	4.37	4.04
23.10월	3.23	2.20	2.26	(0.71)	4.80	4.32
23.11월	3.12	4.10	2.32	(0.71)	4.50	4.30
24.6월 F	3.10	3.50	3.51	(0.65)	-	3.97
24.12월 F	2.50	2.00	2.94	(0.30)	-	3.66

자료: Bloomberg

02

크레딧과 신흥국

미국 크레딧 IG OW, HY 중립 유지

투자등급 캐리 매력 여전

- 12월 금리 급락과 스프레드 축소 동반되면서 투자등급과 하이일드 3.9%, 3.4% 수익률 기록
- 유가 하락에도 불구하고 에너지를 비롯한 전 섹터 모두 양호한 수익률 기록. 펀더멘탈에 따른 호조보다는 단순 위험자산 선호에 따른 스프레드 축소인 것으로 해석
- 스프레드 축소 과도하게 일어난 데 따라 당분간 되돌림 주의. 특히 HY는 내년 1분기 일부 부실기업 부도 주의하며 중립
- IG는 스프레드 확대 되더라도 상단은 제한돼있을 가능성이 커 소폭 OW 유지

IG 스프레드와 YTW



자료: Bloomberg

HY스프레드와 YTW



자료: Bloomberg

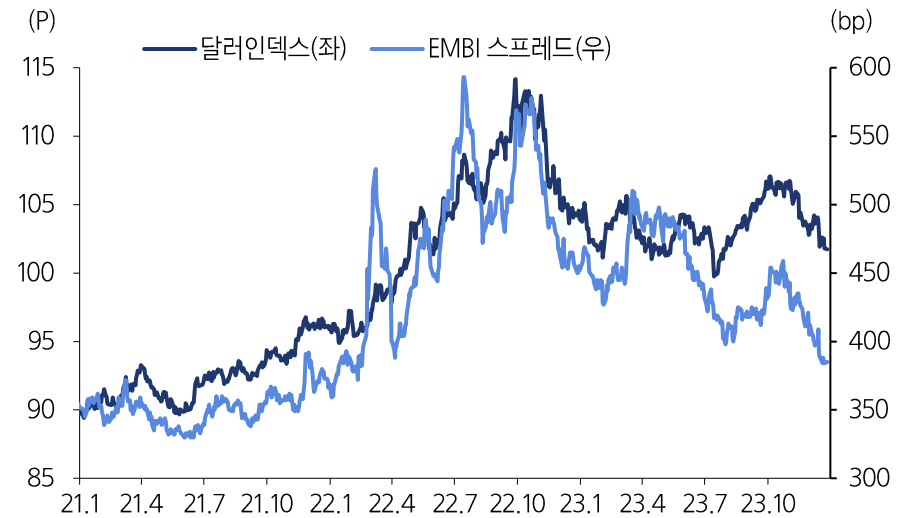
신흥국 비중확대 유지

예상보다 빠른 달러화 약세, 상반기까지 비중 확대

- 미국에서 예상보다 빠르게 기준금리 인하 단행을 시사하면서 달러화 약세 시현
- 중국 등 아시아 신흥국은 성장이 부진하나, 성장 부진이 신용리스크로 이어질 위험이 있음
- 때문에 여전히 기준금리 인하 여력이 큰 라틴 등 일부 신흥국(브라질 등) 중심으로 투자 매력 남아있다고 판단
- 2023년 만큼 빠른 속도는 아니겠으나 내년 상반기에도 강세 이어질 듯

			종합	라틴	유럽	중동	아시아	아프리카
Performance	1M	%	4.46	5.01	4.06	3.87	3.68	5.63
	3M	%	8.89	9.83	7.40	6.55	8.63	12.55
	YTD	%	10.81	10.75	12.49	6.42	12.22	14.40
	1Y	%	10.15	9.95	11.93	5.62	11.82	13.93
Spread	현재	bp	383.9	365.0	445.0	297.0	220.0	733.0
	1M	bp	(21.6)	(17.0)	(27.0)	(15.0)	(13.0)	(59.0)
	3M	bp	(47.0)	(39.0)	(38.0)	(16.0)	(55.0)	(129.0)
	YTD	bp	(68.6)	(51.0)	(145.0)	(17.0)	(104.0)	(85.0)
	1Y	bp	(71.0)	(53.0)	(148.0)	(19.0)	(111.0)	(83.0)
YTW	현재	%	7.9	7.7	8.5	7.0	6.2	11.4
	1M	bp	(65.0)	(60.0)	(69.0)	(58.0)	(57.0)	(100.0)
	3M	bp	(51.0)	(48.0)	(38.0)	(27.0)	(67.0)	(98.0)
	YTD	bp	48.0	60.0	(41.0)	68.0	19.0	114.0
	1Y	bp	11.0	11.0	11.0	12.0	7.0	15.0
Duration	현재	년	6.8	7.9	5.3	7.1	6.5	5.3

3분기 중 CDS 프리미엄 상승률



자료: Bloomberg

03

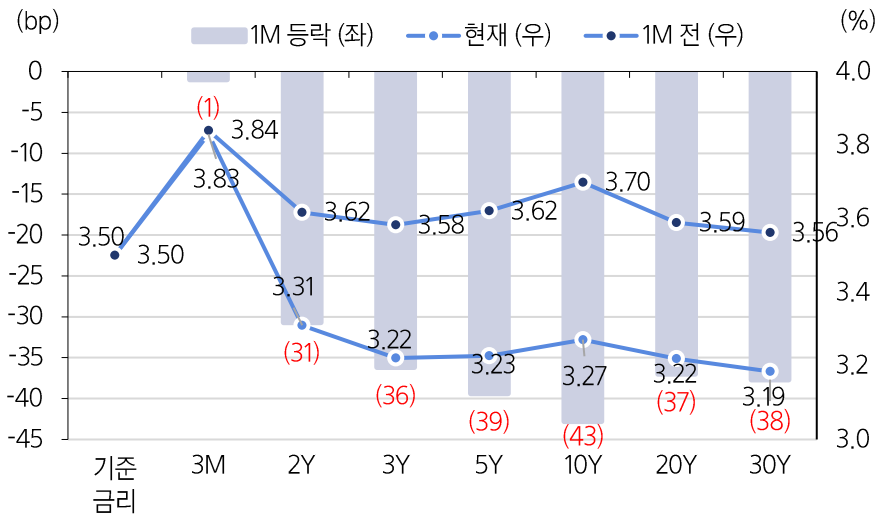
국내 국공채

국내 채권 Review

대내외 요인에 따라 전만기물 금리 하락하며 기준금리 하회

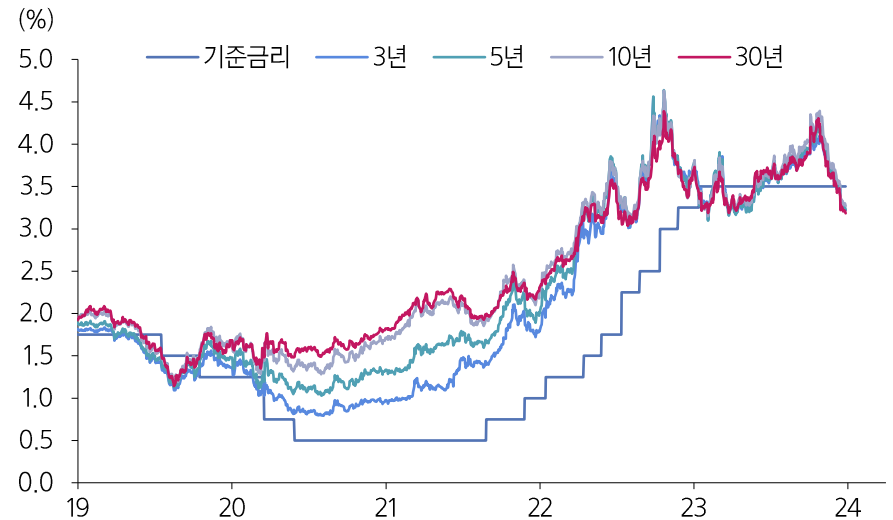
- 대외 금리와 연동돼 한국 금리도 급락, 한달동안 전만기물별로 30~40bp 하락하며 기준금리를 하회하는 역캐리 시현 중
- 기준금리와 3년금리는 30bp 역전돼 지난 4월 이후 최대 역전폭. 3/10년 금리 스프레드 또한 5bp까지 축소
- 한은 물가설명회에서 물가 둔화 흐름이 이어질 것이라고 평가한 점과 생산자물가가 2달 연속 하락한 점 등 대내 요인도 금리 하락 재료로 작용

전 만기물 금리 10bp 넘게 상승



자료: Infomax

커브 스틱 지속



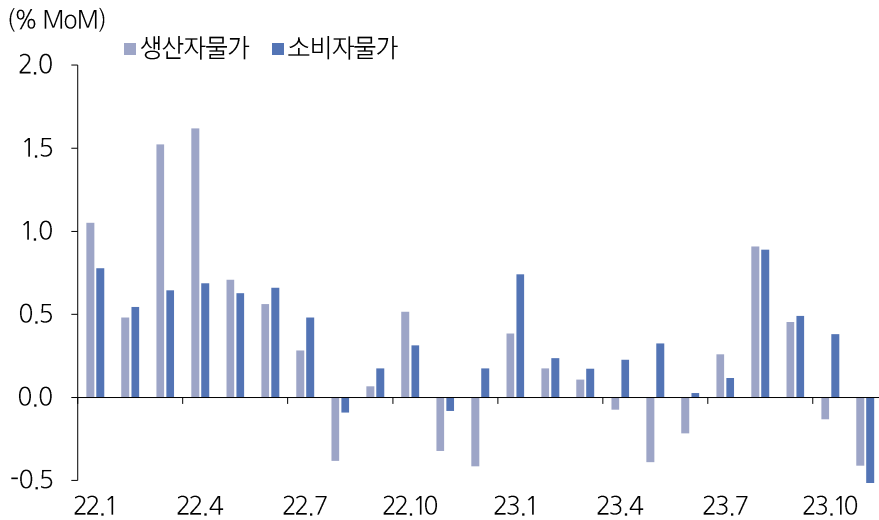
자료: Infomax

물가 안정 추세 진입 10월 물가 반등은 일시적

10월 3.8%로 반등했던 소비자물가 상승률은 11월 재차 3.3%로 둔화

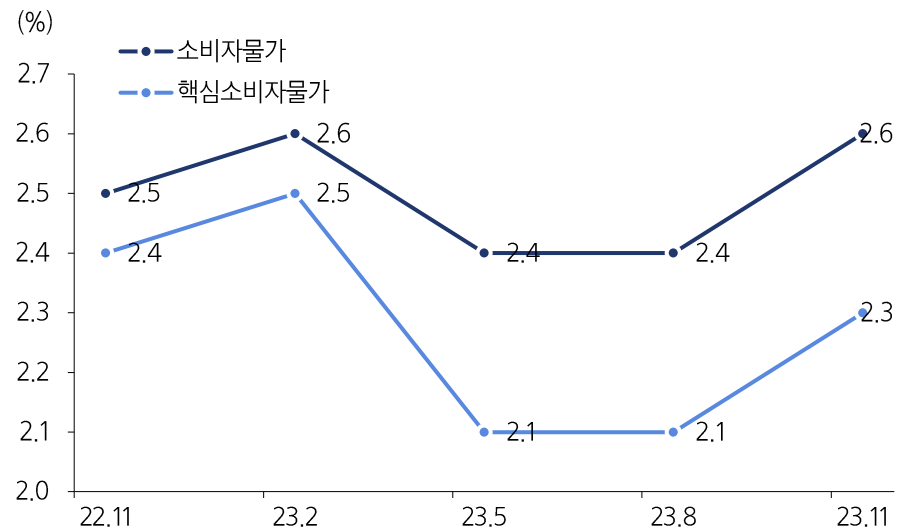
- 20일 한국은행 물가설명회에서 이창용 한은 총재는 앞으로도 금리 인상의 영향이 지속되면서 물가 둔화 흐름 연장 전망
- 인플레이션을 목표 수준으로 되돌리기 위한 '마지막 걸음(last mile)'이 쉽지 않을 수 있다고 언급하면서 경계성 발언을 덧붙였지만 해당 설명회 당일 금리 추가하락
- 소비자물가를 선행하는 생산자물가가 2달연속 전월대비 하락한 점 등을 감안하면 내년 하반기는 목표 근처의 물가 달성 가능

생산자물가 2달 연속 전월대비 하락



자료: Thomson Reuters

한은의 2024년 물가 전망치: 추가 상향되지는 않을듯



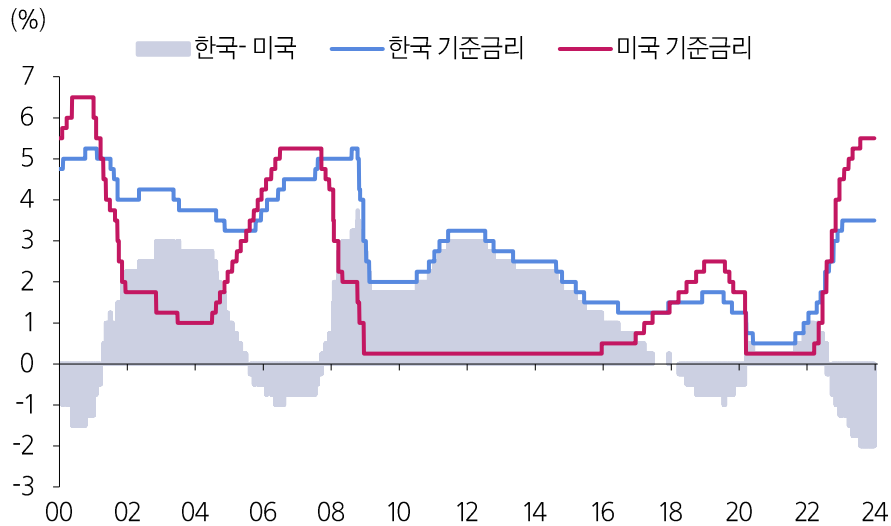
자료: Thomson Reuters

기준금리 인하 여력 확보 다만 금융 리스크 부담

미국의 점도표 하향으로 인해 한국도 인하 여력 확보

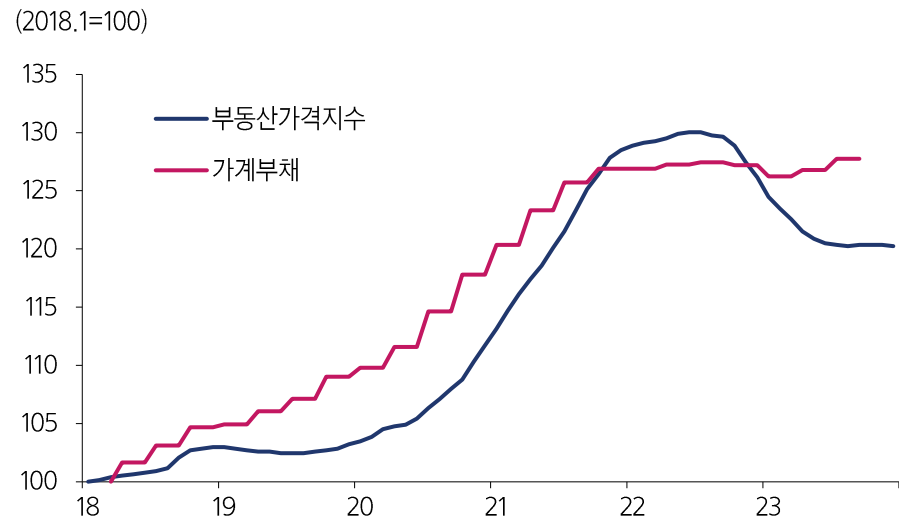
- 미국에서 내년도 점도표를 하향하며 한국의 기준금리 인하에 대한 부담도 희석
- 다만 한국과 미국의 기준금리 역전폭이 사상 최대인 점을 감안하면, 미국보다 더 빠르게 인하하지는 않을 듯
- 11월 금통위에서는 선부른 경기 부양책은 부동산 가격만 상승시킬 수 있어서 경계해야 한다고 발언
- 통방문에서는 가계부채 증가 추이와 대외 여건 불확실성 높은 만큼 현재 긴축 기조를 유지하겠다는 문구 확인되며 여전히 부채와 부동산에 대한 우려 높아 보임

한국과 미국 기준금리 차이



자료: Thomson Reuters

가계부채와 부동산 가격



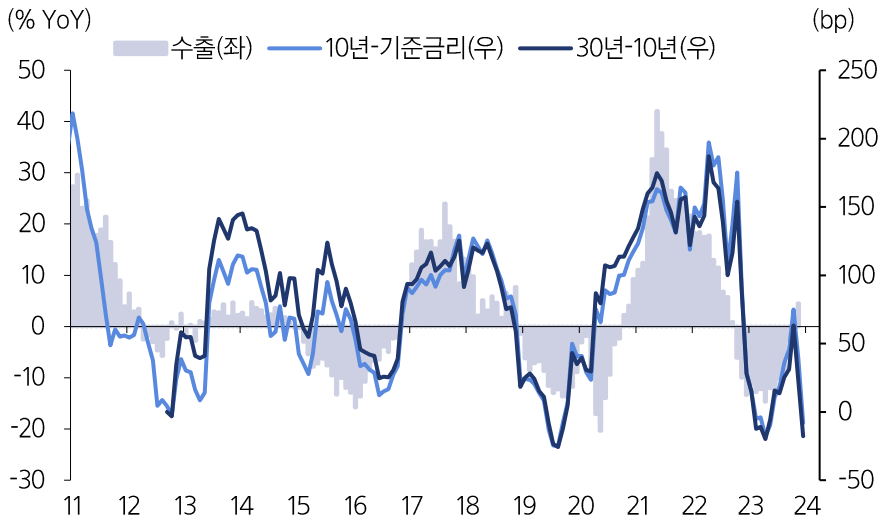
자료: Thomson Reuters

미국과 비슷한 3차례 인하 예상 연말 2.75% 예상

6~7월 첫 기준금리 인하, 연내 3차례 예상

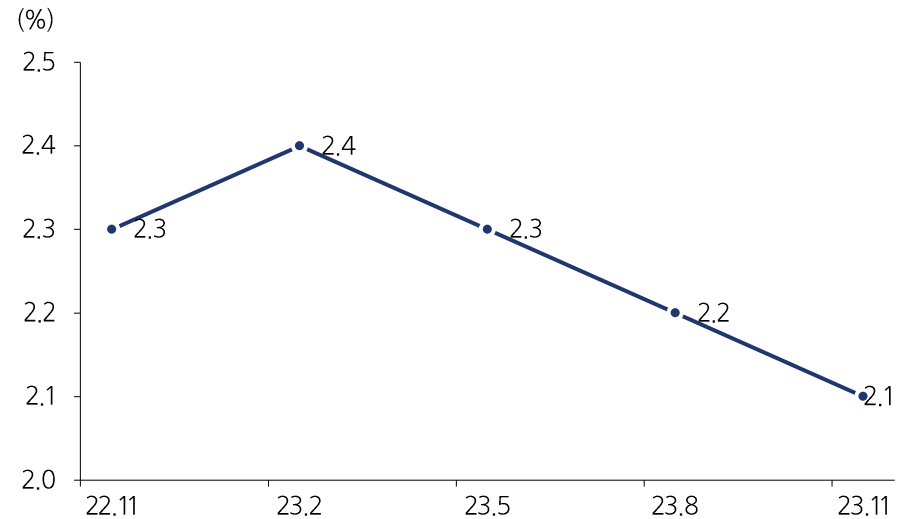
- 2019년 회고 : 5월 금통위까지는 금리 인하에 대해 모호한 스탠스를 유지, 6월 FOMC에서 7월 말 인하를 예고하자 7월 중순 금통위에서 인하해 미국보다 한차례 빠르게 인하
- 이번에도 인하에 대한 의견은 내년 미국의 첫 기준금리 인하 구체화될 때쯤 확인. 6~7월 경 기준금리 첫 인하, 연내 세차례 인하 예상
- 한편 수출 증가율과 장단기 스프레드 궤적이 동행함을 감안하면, 최근 수출 반등에도 불구하고 장기물 금리 하락폭은 과도한 측면이

수출과 장단기금리차



자료: Thomson Reuters

한은의 2024년 성장률 전망: 잠재성장률 (1.7~2.2%) 근처



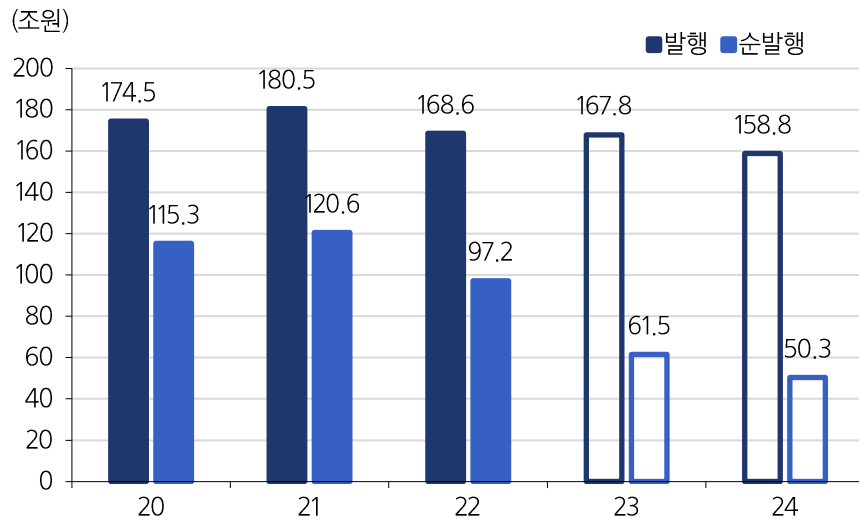
자료: Thomson Reuters

수급 여건 긍정적

총선에도 불구하고 건전재정 기조는 유지될 듯

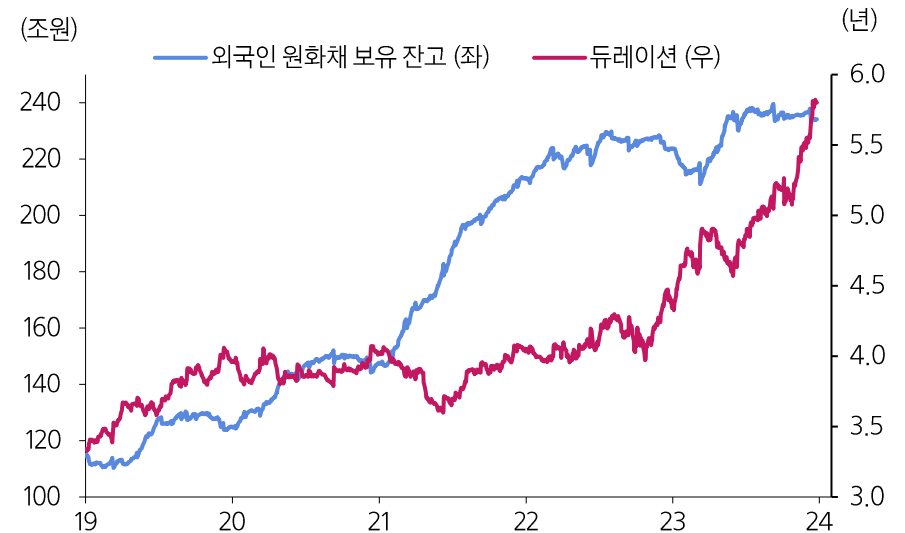
- 아직 2024년의 국고채 발행 계획 발표되지 않았으나, 기존 예산안 수준에서 발행될 것이라고 생각해보면 2023년대비 순발행 10조원 넘게 감소해 채권 시장 충격으로 작용하지는 않을 듯
- 외국인 국고채 보유잔고 증가세는 지지부진하나, 듀레이션은 11~12월 들어 가파르게 증가해 건조한 수요 확인

2024년 예산안



자료: 기재부

외국인 원화채 보유잔고 듀레이션 급등



자료: Thomson Reuters

결론 1분기 중 금리 상승 시 매수 대응

레벨 부담으로 상반기 중 시장금리 횡보, 이후 하락 예상

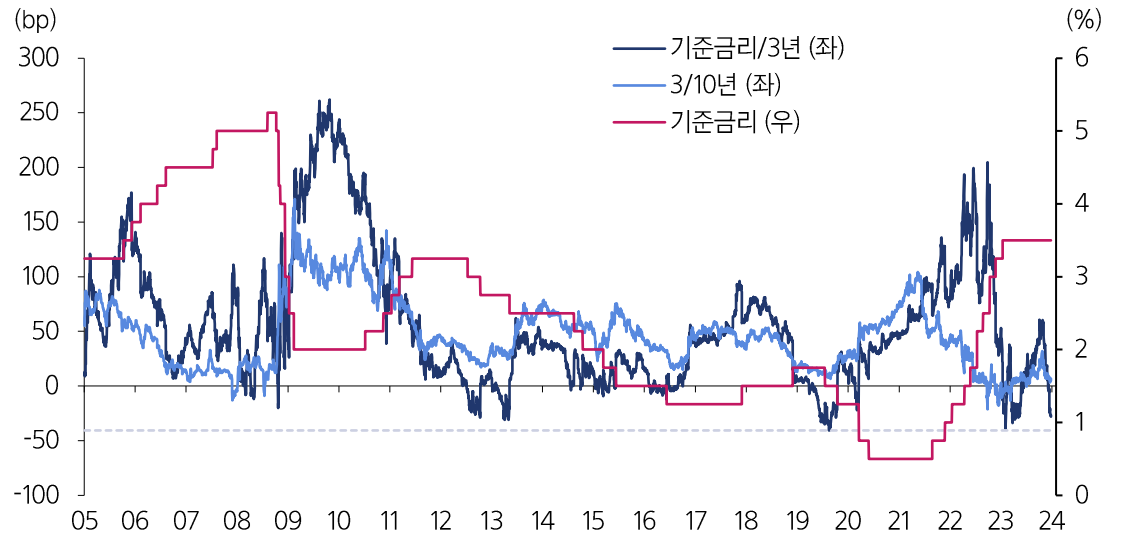
- 결론적으로 통화정책, 수급, 물가와 경기가 모두 중장기적으로는 금리 하락 재료로 작용
- 다만 최근의 금리 낙폭은 과도하다고 판단. 역대 3년금리-기준금리 최대 역전폭은 -40bp였으며, 통상 기준금리 1~2번째 인하쯤 최대 역전
- 현재 -30bp 역전돼있으며, 첫번째 인하때 -40bp까지 역전된다고 가정하면 반년간 시장금리 하락 여력은 10bp뿐인 것으로 해석됨
- 미국과 같이 장기물 금리는 현재수준에서 상반기 내내 횡보하다가 연말 3% 근처를 예상

한국의 1년뒤 예상 기준금리는 아직 2.9%



자료: Thomson Reuters

3년-기준금리 최대 역전폭은 2019년 -40bp, 현재 -30bp



자료: Thomson Reuters

04

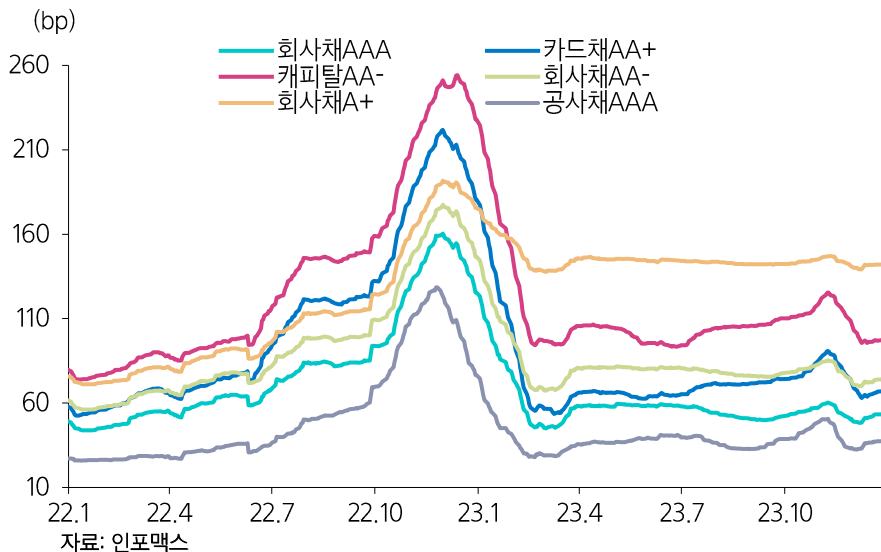
국내 크레딧

국내 크레딧 O/W 유지

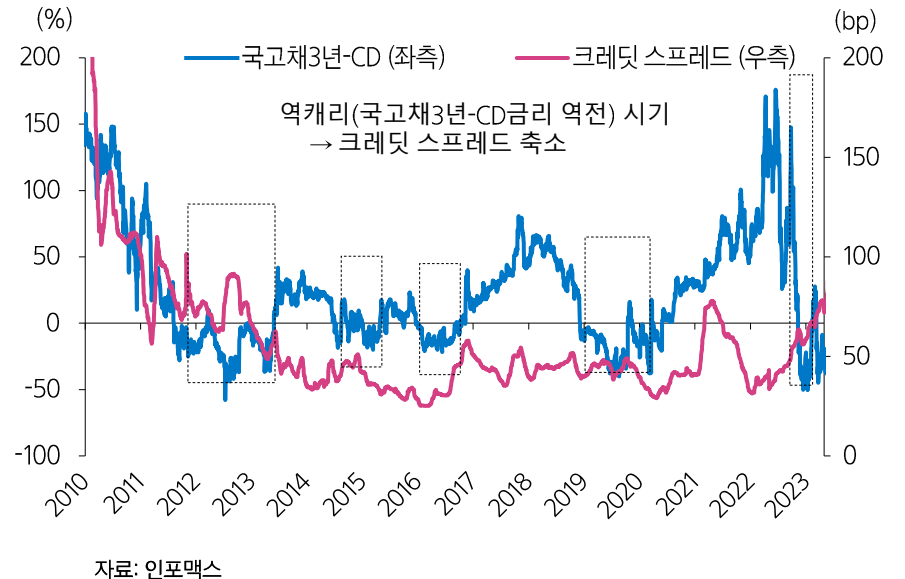
여리박빙(如履薄氷), 연초 효과와 역캐리 국면은 강세 요인이나 눈높이 낮출 필요

- 연초 기관 자금 집행으로 발행 시장 중심으로 강세 기대되나 부동산 PF 불안과 스프레드 부담감 등으로 강세 여력은 제한적
- 국고 금리가 기준금리를 크게 하회 중인 역캐리 환경은 양날의 칼
: 국고 금리 급락으로 크레딧 절대금리 매력 커졌지만 금리 변동성 커질 경우 스프레드에도 부정적 영향
- 태영건설 등 부동산 PF발 신용 이벤트 발생 가능성 및 파급 효과 우려로 시장 긴장감 높아 유의
- 1월 후반 이후 점진적 이익 실현 가능성 검토

섹터별 신용스프레드 추이



역캐리와 신용 스프레드



국내 크레딧 12월 기업 신용등급 정기평가

12월 신평사의 정기평가 결과, 하향 우위의 등급변동 지속

- (부동산 PF 관련 금융사 및 건설업) 본격적 등급 하락 가시화 : GS, 동부, 신세계건설, 다올, 하이, 투자증권, 대신F&I, 저축은행 등
- (금융업) 은행계와 비은행계 금융회사 차별화 심화 : DGB캐피탈, 하나F&I 등 은행계 금융사 등급 전망 상향 조정
- (일반 업종) 실적이 악화된 화학, 유통 업종 등급 또는 등급 전망 하향 : 한화토탈, SKC, SK어드밴스드, 신세계, 롯데하이마트 등
- (그룹) 현대자동차, 현대중공업 그룹은 등급 상향 기조 / 효성, SK, 신세계, 롯데 등 그룹은 하향 기조

2024 산업별 Industry Outlook 및 Credit Outlook

우호적			
중립적		메모리반도체, 해운, 음식료, 통신서비스, 민자발전, 자동차/자동차부품, 정유, 호텔/연세, 상영관, 제약, 손해보험, 은행, 생명보험	조선, 항공운송
비우호적	석유화학, 건설, 디스플레이, 유통, 증권, 캐피탈, 저축은행	헬강, 신용카드	
	부정적	안정적	긍정적

Credit Outlook

2024 금융업권 산업전망과 등급 방향성

구분	산업환경	2023년 대비	신용등급 방향성
은행	중립	저하	안정적
생명보험	중립	저하	안정적
손해보험	중립	유지	안정적
증권	불리	저하	부정적
신용카드	불리	유지	안정적
할부리스(캐피탈)	불리	저하	부정적
부동산신탁	불리	저하	부정적
저축은행	불리	저하	부정적

자료:한신평

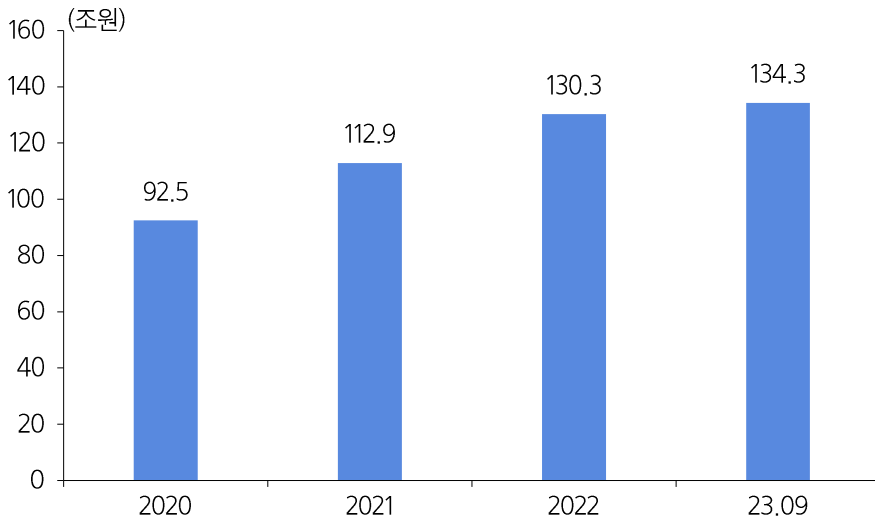
자료: 나신평

국내 크레딧 부동산PF

악화되는 부동산PF 문제, 지지부진했던 구조조정 본격화 우려

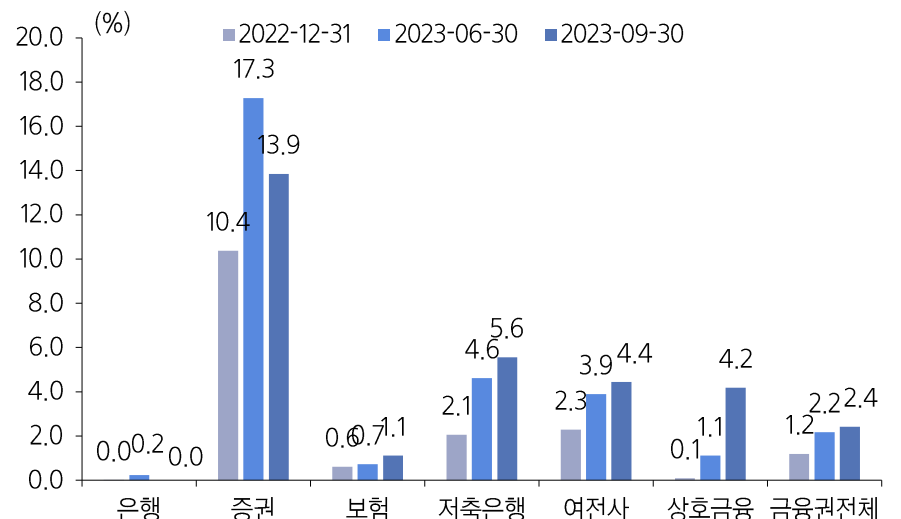
- 부동산PF 대출잔액은 3분기말 134.3조원, 연초 대비 4조원 증가
- 금융권의 부동산 PF 연체율은 3분기 말 기준 2.42%, 연초 대비 1.2% 포인트, 전분기 대비 0.25%포인트 상승
- 정부가 시간 끌기용 추가 지원 비판 의식해 시장원칙 따른 PF 구조조정 방침 밝힘에 따라 시장 경계감 증가
- 기업의 자기 책임 원칙 (Bail-out => Bail-in)과 금융 시장 안정 사이에서 금융당국 정책 의지가 시험대에 오를 전망

금융권 부동산 PF 잔액 추이



자료: 금융위

금융권 부동산 PF 연체율 추이



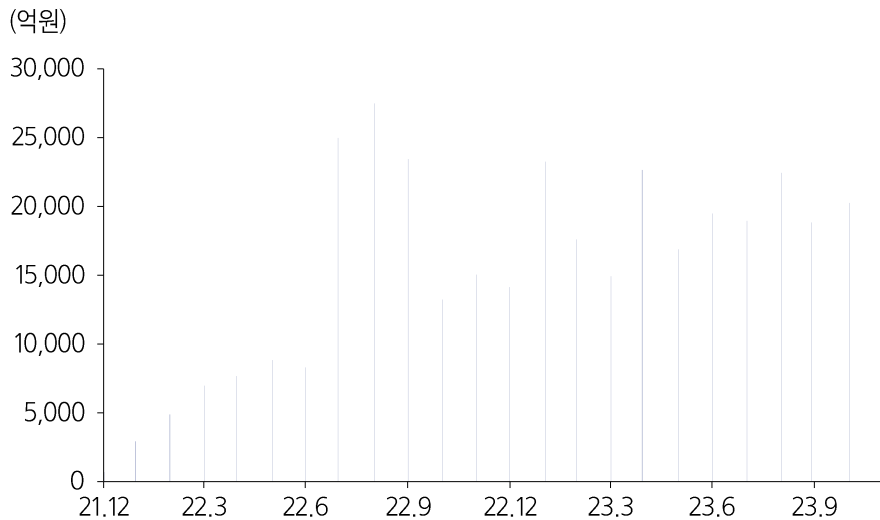
자료: 금융위

국내 크레딧 개인 채권 투자 증가 영향

개인의 회사채 투자 증가의 명암

- 올해 들어 11월까지 개인투자자들은 회사채 및 금융채를 22조원 순매수('22년 순매수 16조원)함으로써 수급 안정에 기여
- 회사채를 보유한 개인 채권자들이 신속한 기업 구조조정 의 걸림돌로 작용할 가능성 잠재
- 개인 채권자들의 보유 비중이 클 경우 채권 금융기관과 이해충돌 가능성이 크며, 특히, 비협약채권으로 보호받기 어려워질 경우 개인 투자자들이 구조조정 계획을 반대하거나 지연시킬 가능성 잠재
- 최근 입법화 진행 중인 기촉법이 향후 기업구조조정 변수로 작용 예상

개인의 크레딧 채권(금융채/회사채) 순매수



자료: 인포맥스

舊기업구조조정 촉진법 과 파산법에 따른 구조조정절차 비교

구분	기업구조조정 촉진법상 워크아웃	채무자 회생 및 파산에 관한 법률상 회생절차
대상	금융채권자	모든 채권자
채권자	- 채권금융기관은 물론 개인 채권자	- 금융기관은 물론 일반 상거래채권자 포함
절차	주채권은행의 채권행사 유예 요청 가능	모든 채권자의 채권행사 동결 후 법원 관리 하에 채권자·주주 등 관계인의 이해 조정 - 법원의 보전처분 및 포괄금지 명령
지원내용	신규 신용공여, 채무상환 유예, 원리금 감면, 출자전환 등	채무상환 유예, 원리금 감면, 출자전환 등
파급효과	하형업체, 일반거래채권자 등과 정상적 영업거래 계속 - 금융채권만 조정	하형업체, 일반 상거래채권자 등 모든 채권 동결·개시 전 - 개시 후 정상적 거래 가능
진행기간	금융기관간 협의를 통해 상황에 따라 탄력적으로 대응하므로 신속한 진행 가능	법원의 엄격한 절차에 따라 다수 관계자의 이해를 조정하면서 진행 - Fast Track, P-Plan 절차 등으로 기간 단축 가능
경영권 변동여부	원칙적으로 변동 없으나, 부실 책임이 있는 경우 등에는 채권단이 경영진 교체 요구 가능	원칙적으로 변동 없으나, 부실 책임 있는 경우 등에는 법원이 제3자를 관리인으로 선임 가능

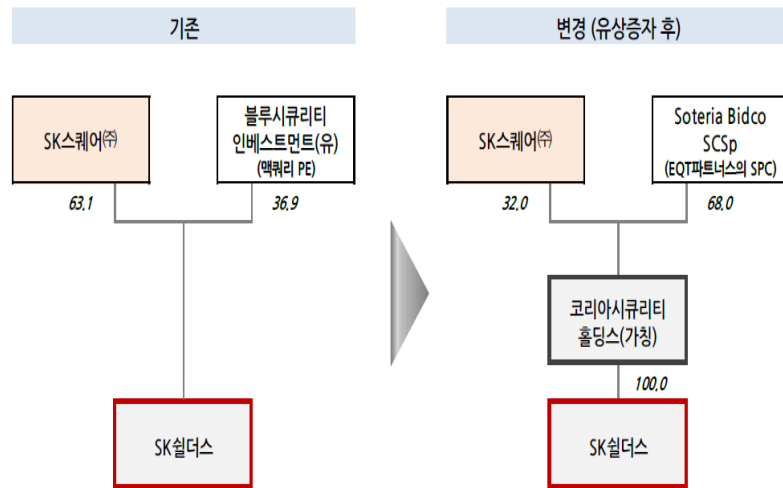
자료: 국회, 언론자료

국내 크레딧 SK그룹 콜옵션 포기 영향

전략적 콜옵션 포기로 직접 비용 줄였으나 그룹 평판손상 간접 비용 발생

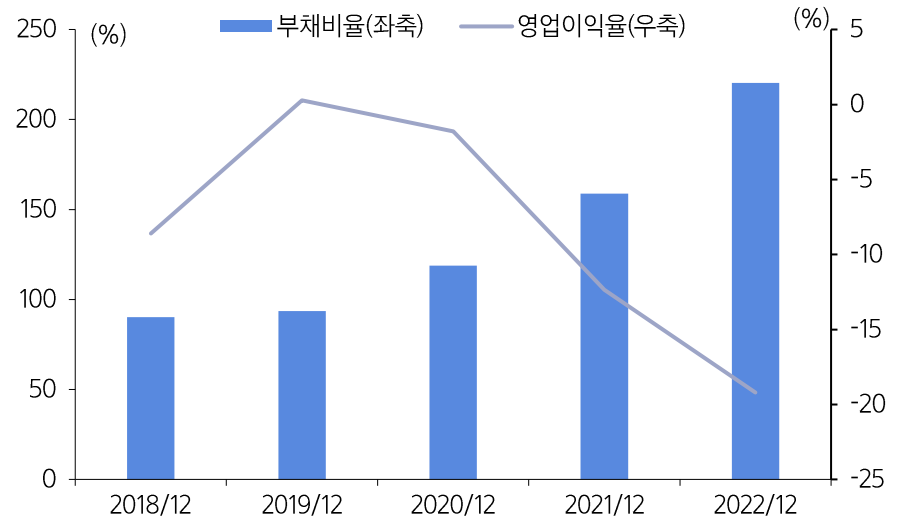
- SK스퀘어는 최근 FI가 보유한 자회사 11번가의 지분 18.18%에 대한 콜옵션 행사를 포기
- 포기 배경: 11번가 기업 가치 하락, SK하이닉스 실적악화, 콜옵션 행사 자금 부담(매몰비용과 손절)
 - *SK스퀘어는 금년 상반기 사업 구조조정 목적으로 자회사 SK실더스 지분 일부(28.82%)를 사모펀드에 매각
- 콜옵션 행사에 대한 신뢰 훼손으로 SK그룹의 자금 조달에 부정적 영향
- 시장 파급 효과 : 11번가 콜옵션 포기 여파로 M&A 시장의 관성적 드래그엔콜 시대의 종언, FI 보호 장치 요구 강화, LP 출자 위축 가능성 우려

SK실더스 지분매각 전후 동사 지배구조 변화



자료: 한기평

11번가 재무 현황



자료: 전자공시시스템

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.

삼성자산운용 준법감시인 승인필 제231229-12호