삼성자산운용 준법감시인 승인필 제240628-11호

2024년 7월

국내외 채권전망

2024. 6

본 자료는 참고 자료로 신뢰할 수 있다고 판단되는 각종 자료와 통계자료를 이용하여 작성되었으나 본 자료의 내용은 단순 참고용으로 향후 결과에 대한 보증이 될 수 없습니다. 따라서 본 자료는 고객의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재 관련 증빙 자료로 활용될 수 없습니다. **본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.**

Executive Summary

01 미국 채권

- 올해 2번 인하, 연말까지 10년 금리 4% 하회 가능하다는 전망 유지. 첫번째 인하는 9월
- 다만 최근 시장금리 하락이 다소 빨랐던 만큼, 금리 반등시마다 장기채 중심 비중 확대 전략

02 미국 크레딧

- 경기의 상방보다는 하방 압력이 연말까지 점점 높아질 듯. IG 기업의 재정건전성은 높지만, HY 기업은 경기 하강기 진입시 스프레드 확대 위험. IG 비중확대, HY 중립 유지

03 신흥국 채권

- 멕시코, 브라질, 인도 등 포퓰리즘 정권으로 교체되면서 신용 리스크 연말로 갈수록 확대 및 기준금리 인하 속도 축소 전망
- 때문에 연말까지 중립, 단 높은 캐리 매력으로 단기는 소폭 비중 확대

Executive Summary

04 한국 국공채

- 펀더멘탈과 정치적 압박 고려하면 7월 금통위에서 비둘기파 의원 2명(3개월 내 인하 가능 주장)이 인하 소수의견으로 변경될 가능성도
- 연말 3% 근처까지 금리 하락 전망 유지하지만, 최근 하락 속도 가팔랐던 만큼 금리 상승시마다 추가 매수로 대응

05 한국 크레딧

- 크레딧 강세 피로감 속 캐리 관심 둔화되고 크레딧 신용 스프레드는 약세 전망되나 역캐리에 따른 국채 가격 부담으로 확대 폭은 제한적
- 펀더멘탈 보다는 수급 요인에 더 민감한 장세

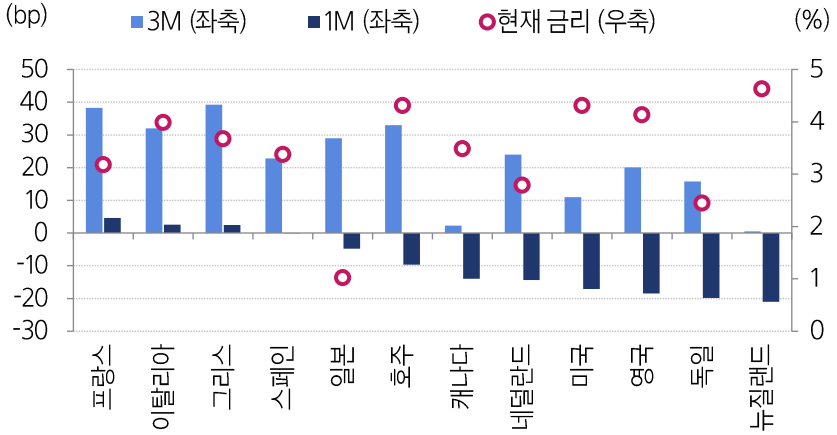
결론: 미국 국채 = 미국 IG = 한국 국채 = 신흥국 (OW) > 미국HY = 국내 크레딧 (N)

글로벌 채권 Review

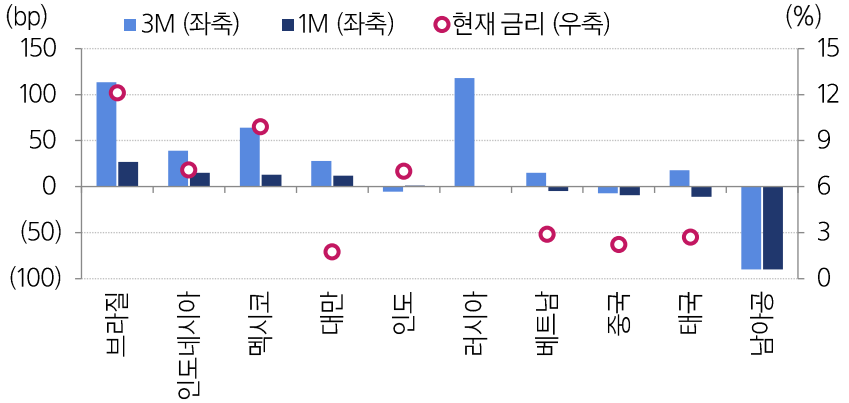
			글로벌 종합	선진국 정부채	글로벌 투자등급	글로벌 하이일드	미국 정부채	유로존 정부채	미국 투자등급	미국 하이일드	유럽 투자등급	유럽 하이일드	신흥시장 정부채($)	신흥시장 정부채(LC, Hedged USD)	신흥시장 정부채(LC, Unhedged USD)	한국 국공채
Performance	1M	%	0.73	0.49	0.91	0.59	1.66	0.78	1.46	1.00	0.73	0.32	0.98	0.72	(0.39)	2.14
	3M	%	(0.52)	(1.40)	0.44	1.14	0.76	(0.75)	0.73	1.15	0.14	1.27	0.67	0.48	(0.06)	1.86
	YTD	%	(2.59)	(4.25)	(0.32)	2.51	(0.19)	(1.39)	0.33	2.64	0.61	2.83	2.72	0.68	(2.24)	1.20
	1Y	%	1.52	(0.81)	5.53	10.39	2.27	3.04	5.50	10.50	6.52	10.40	9.63	3.74	2.95	7.32
	3Y	%	(15.09)	(19.40)	(10.12)	0.97	(8.69)	(14.28)	(8.07)	5.07	(6.55)	3.38	(7.25)	(3.98)	(13.31)	0.83
Spread	현재	bp	50.3	13.3	104.0	328.4	-	-	93.3	309.6	120.8	359.5	397.8	-	-	-
	1M	bp	4.1	3.1	9.4	8.9	-	-	8.7	1.7	12.9	37.7	17.2	-	-	-
	3M	bp	4.9	1.6	3.5	6.1	-	-	3.3	10.6	7.2	12.2	55.5	-	-	-
	YTD	bp	1.7	0.5	(10.9)	(31.0)	-	-	(5.3)	(13.6)	(16.9)	(21.7)	13.8	-	-	-
	1Y	bp	5.9	(0.1)	(35.1)	(101.7)	-	-	(29.6)	(80.4)	(42.2)	(83.7)	(34.6)	-	-	-
	3Y	bp	29.9	3.4	18.3	26.1	-	-	13.0	41.3	38.0	78.0	57.5	-	-	-
YTW	현재	%	3.84	3.31	4.97	7.64	4.49	3.10	5.38	7.85	3.76	6.39	8.34	-	6.55	3.27
	1M	bp	(13.5)	(11.8)	(12.9)	(9.5)	(20.7)	(10.3)	(13.9)	(14.5)	(11.4)	8.7	(8.5)	-	(6.1)	(22.6)
	3M	bp	10.0	14.5	9.1	12.7	5.5	17.6	8.0	19.1	13.9	10.4	58.6	-	27.5	(13.4)
	YTD	bp	32.8	38.9	28.3	5.7	40.3	44.1	32.2	26.1	24.5	(11.3)	48.6	-	35.3	(0.2)
	1Y	bp	0.1	14.5	(31.0)	(99.8)	10.5	(8.8)	(10.0)	(64.8)	(61.9)	(128.8)	(3.0)	-	22.4	(46.7)
	3Y	bp	272.1	254.3	338.6	393.2	354.9	305.9	333.6	410.9	345.8	401.4	343.1	-	156.3	149.7
Duration	현재	년	6.65	7.35	6.22	3.53	6.07	7.38	7.22	3.65	4.61	3.09	6.49	-	4.94	7.76

상반기 글로벌 채권 Review

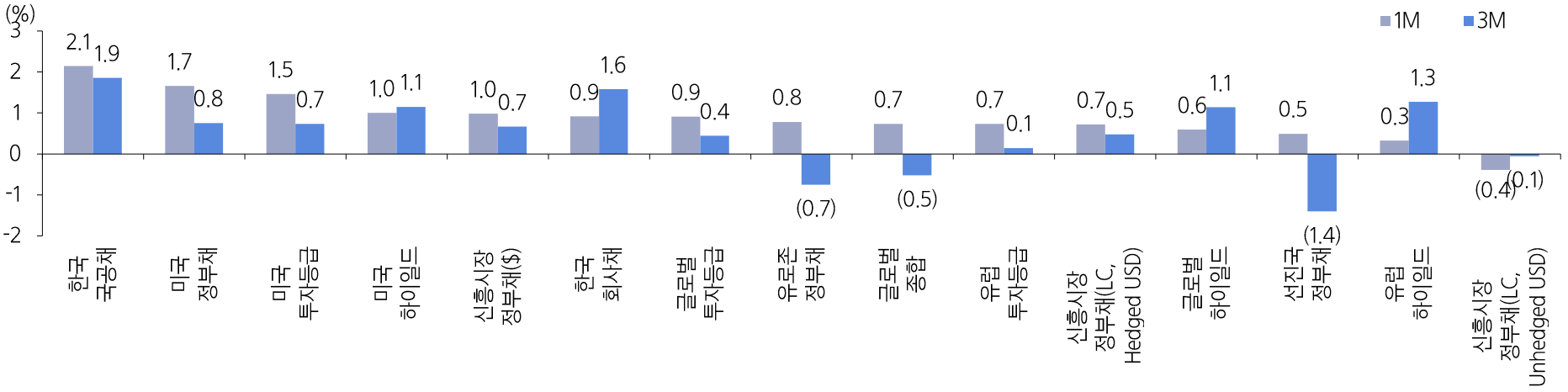
선진국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



신흥국 국채 10년 금리 변동과 현재 금리



채권 자산군별 총 수익률



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

01

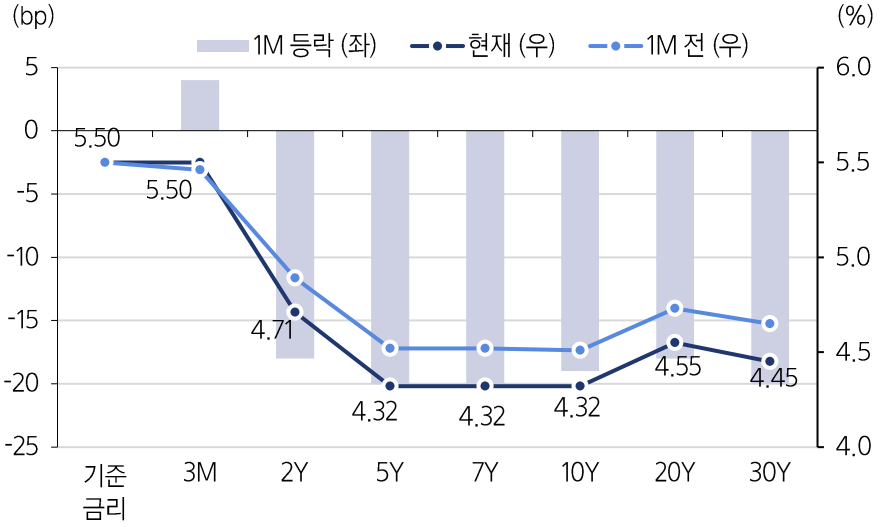
미국 국채

미국 채권 Review

물가와 경기 하락을 반영 중인 금리

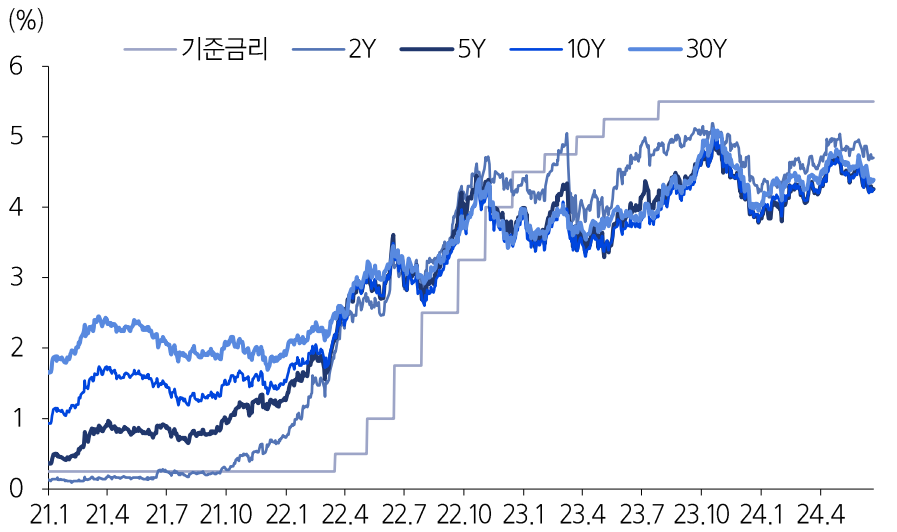
- 인플레이션 둔화 기조, ISM 제조업 지수 예상치 하회 등 물가와 경기 지표가 둔화 시그널 나타내면서 2년과 10년 금리 모두 20bp 가까이 하락
- FOMC에서는 점도표상 인하회수를 올하 3차례에서 1차례로 수정했으나, 향후 유연한 대응 가능성 시사에 시장에 미치는 영향은 미미
- 고용 지표는 예상치를 상회했으나, 금리는 일시적으로 4.4% 위로 상승했다가 다시 하락

금리 3월 수준까지 재차 하락



자료: Thomson Reuters

만기물별 금리



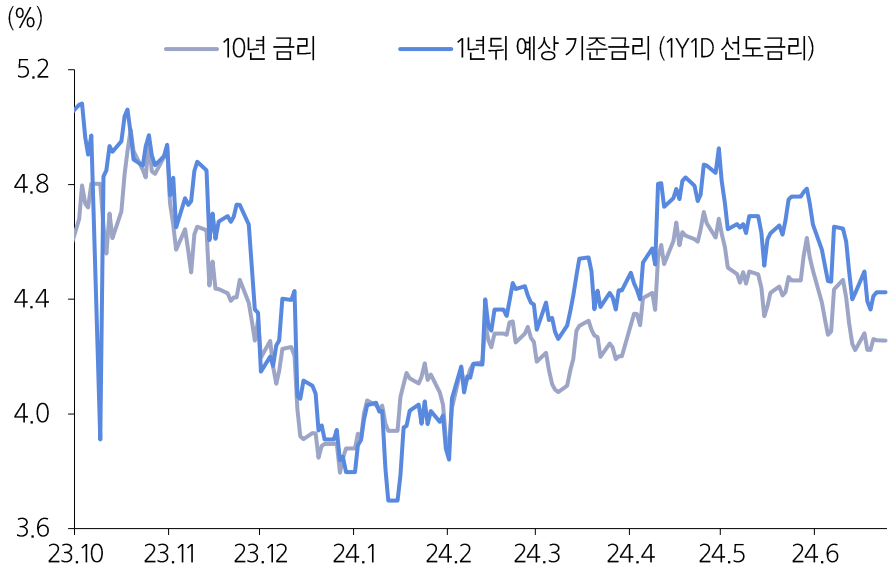
자료: Thomson Reuters

FOMC Data Dependency 고려시 9월 첫 인하 가능

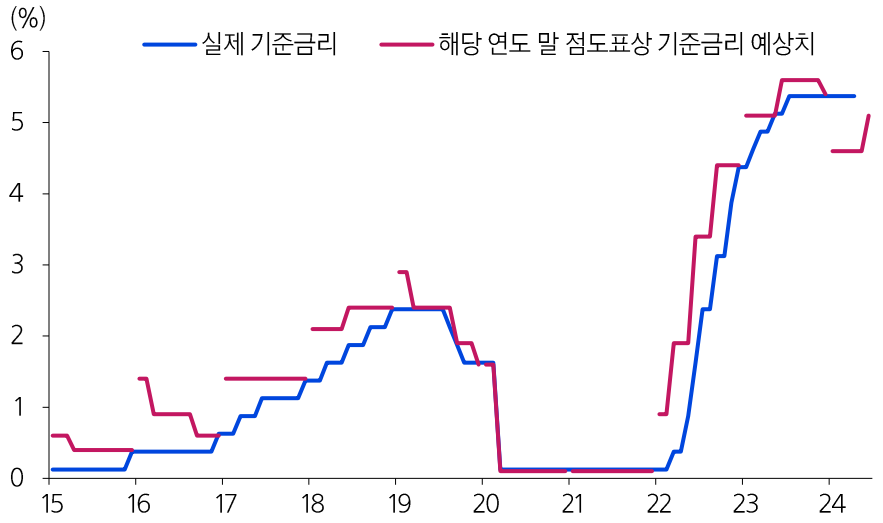
점도표는 연 1회 인하지만, 연 2회 인하 전망 유지

- FOMC에서는 점도표상 올해 인하 횟수를 3회에서 1회로 변경
- 다만 2026년 말 기준금리 끝점은 3.25%로 3월과 동일. 경로만 변경 경로 변경. 24년/25년/26년 3/3/3회 → 1/4/4회
- 기자회견에서는 노동시장 급하강 가능성과 예상보다 빠른 물가 둔화 모니터링 중이며 유연한 대응 가능하다고 시사
- Data Depedent한 연준 태도 고려시 올해 2회 인하 전망 유지. 9월 인하 시작. 과거에도 연말 실제 기준금리와 연중 내내 점도표상의 연말 기준금리는 일치했던 적이 많지 않음

1년뒤 예상 기준금리는 FOMC 이후 오히려 하락 (4.4%)



실제 기준금리와 해당 연도의 점도표 변화



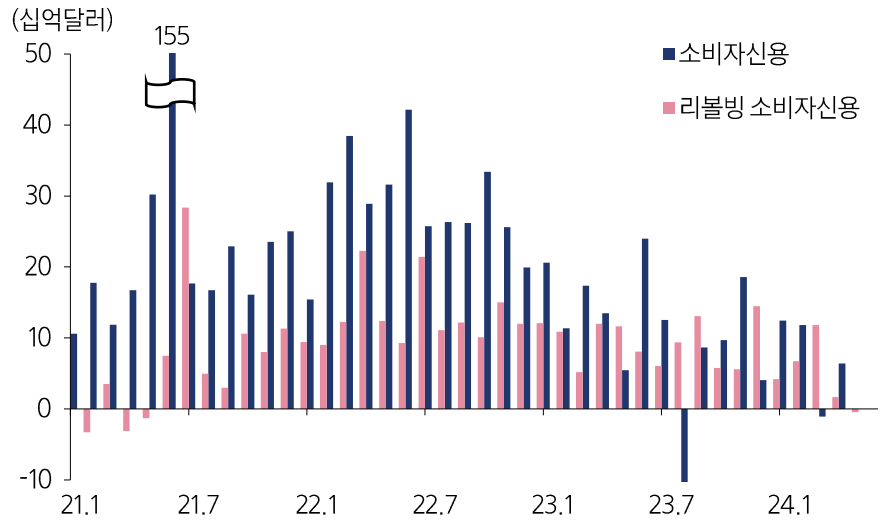
자료: Thomson Reuters

미국 소비 약화 시그널

누적된 초과 저축과 풍부한 신용 사이클은 끝나가는 중

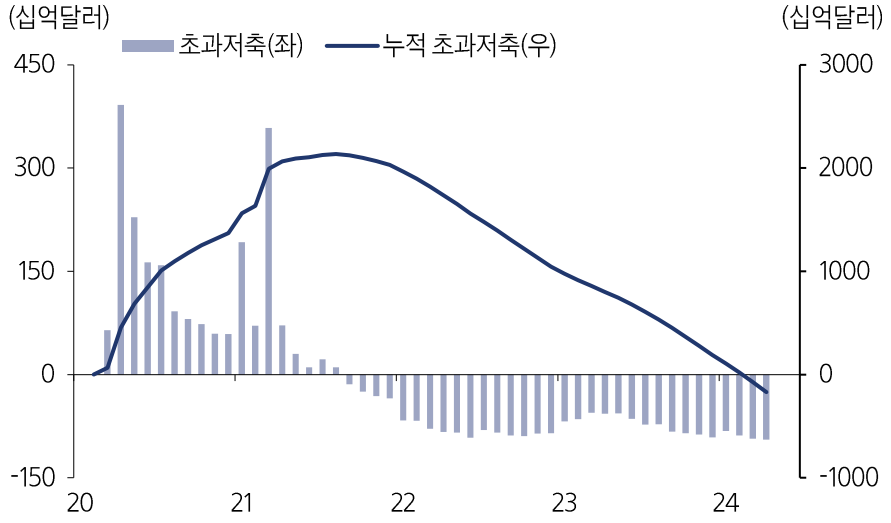
- 연준의 가파른 인상 사이클 속에서도 견조한 흐름을 보였던 소비경기
- 풍부한 소비자 신용, 임금, 팬데믹 기간 누적된 초과저축 등이 근간이었음
- 다만 펜대믹 이후 증가폭이 커진 리볼빙 소비자 신용은 최근 2달 연속 MoM 으로 보합권 증감을 기록
- 샌프란시스코 연은에서 추정하는 누적된 잉여 저축 또한 3월을 끝으로 모두 소진

미국 리볼빙 소비자신용



자료: Thomson Reuters

코로나 이후 누적된 잉여 저축액은 3월 모두 다 소진



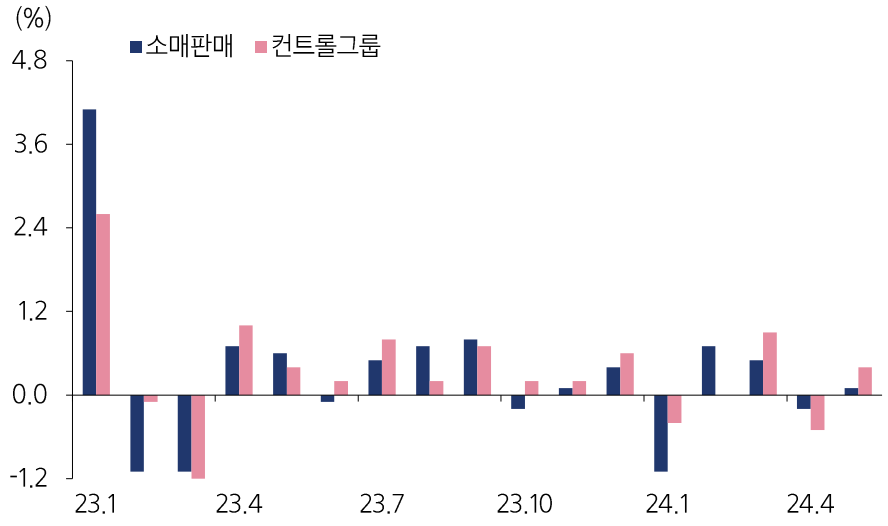
자료: 샌프란시스코 연은

미국 소비 서비스물가 둔화의 key

소매판매 data로 소비 약화 확인. 하반기 서비스 물가 둔화 예상

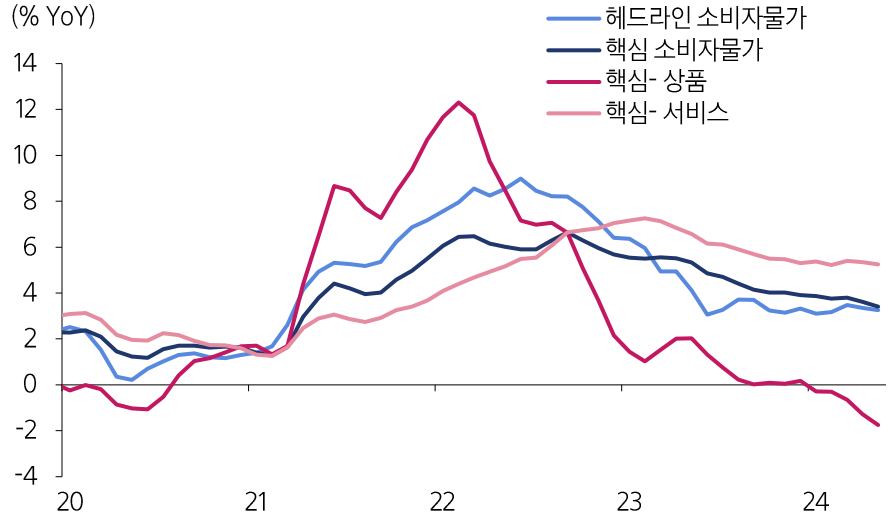
- 이에 미국 5월 소매판매는 전월대비 0.1% 증가에 그쳤으며, GDP 산출에 포함되는 컨트롤 소매판매 또한 0.4% 증가에 불과
- 강한 소비경기의 근간이 약해지면서 시차를 두고 서비스물가 또한 약화될 것으로 판단
- 서비스물가 중 에너지를 차감한 물가는 아직도 전월대비 5.3%로 헤드라인 물가의 하단을 지지 중
- 하반기 중 서비스물가 둔화 중심으로 물가 하강은 지속될 전망

미국 소매판매



자료: Thomson Reuters

미국 서비스물가와 상품물가



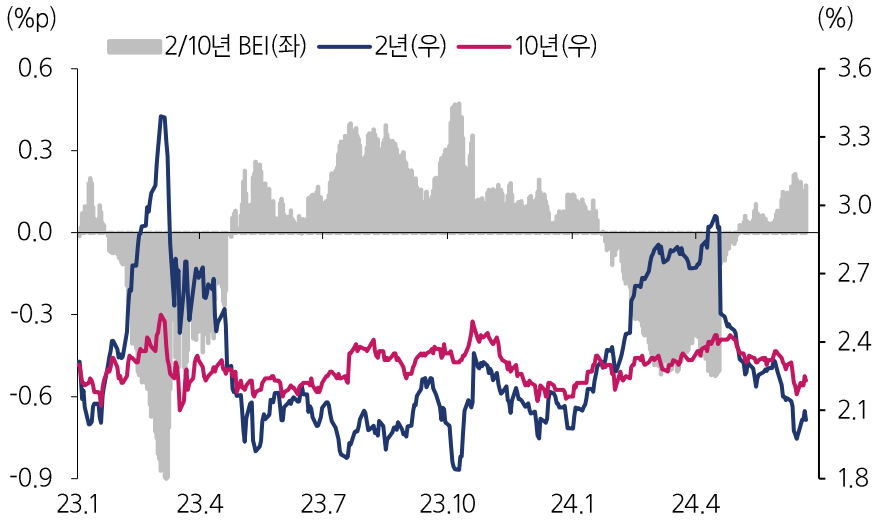
자료: Thomson Reuters

미국 단기 인플레이션 급락 경기 둔화에 따른 물가 하락 기대

명목채는 플래트닝 vs. 기대인플레이션은 스티프닝

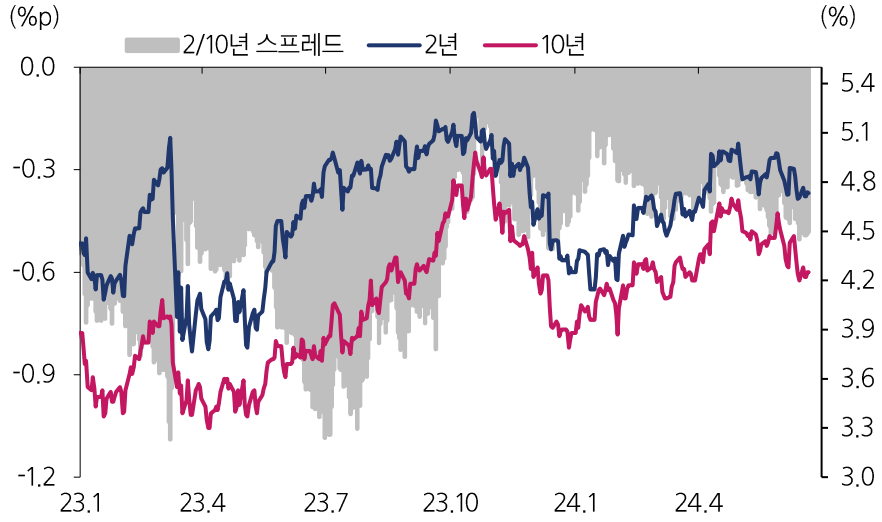
- 채권 금리에서도 경기 둔화로 인한 수요측 인플레 하락이 반영되는 중
- 명목금리: 4월부터 2년금리 하락폭 < 10년 금리 하락폭. 2/10년 스프레드 역전폭 심화. 경기 둔화를 반영
- 기대인플레이션: 4월부터 2년 기대인플레 하락폭 > 10년 기대인플레 하락폭. 2/10년 BEI 스티프닝(역전 해소). 단기 물가 둔화 기대 반영
- 지금까지는 경기 호황에 따른 높은 물가 고착화 우려가 지속됐으나, 상황 역전

2년과 10년 기대인플레이션



자료: Thomson Reuters

2년과 10년 명목금리



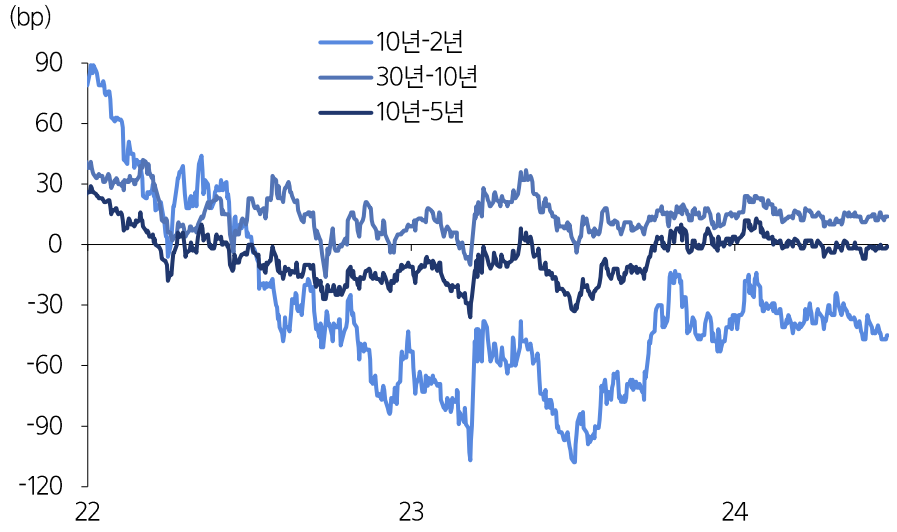
자료: Thomson Reuters

결론 장기채 중심 비중확대, 장기채금리 추가하락시 단기채 중심 투자

연말 10년 금리 4% 하회 전망 유지

- 결론적으로 채권 전망은 올해 2번 인하, 연말까지 10년 금리 4% 하회 가능하다는 전망 유지. 첫번째 인하는 9월
- 다만 최근 시장금리 하락이 다소 빨랐던 만큼, 금리 반등시마다 장기채 중심 비중 확대 전략
- 10년 금리 4% 근처까지 하락해 추가 하락 여력 소진되는 시점부터 단기채 비중 점차 확대

미국 장단기 금리차



자료: Thomson Reuters

2년과 10년 명목금리

	24.1Q	24.2Q F	24.3Q F	24.4Q F
기준금리	5.50	5.50	5.25	5.00
2년 금리	4.48	4.90	4.40	4.00
10년 금리	4.15	4.45	4.10	3.80
2/10년 Spread	-33	-45	-30	-20

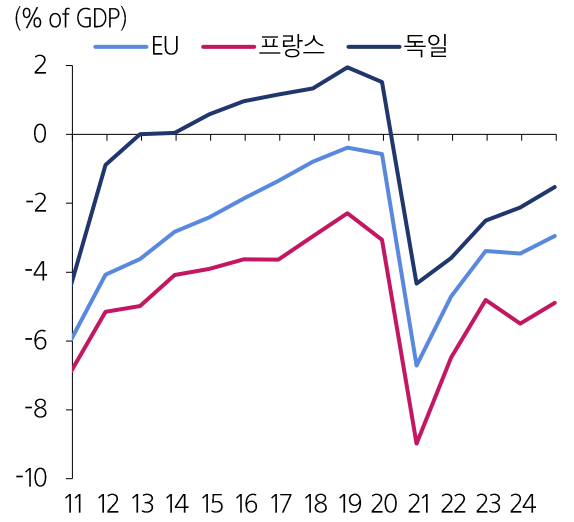
자료: Thomson Reuters

Risk 1) 프랑스 조기총선 우파정권 득세 가능성

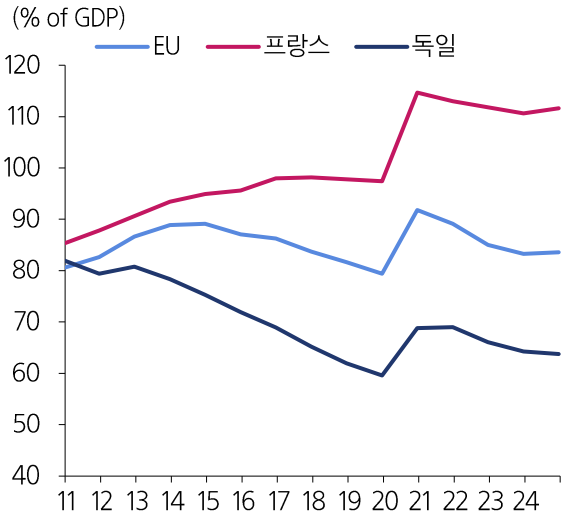
우파정권 승리 가능성 높아짐

- 유럽의회 선거에서 우파 정당 약진 확인된 이후 채권시장의 국가별 차별화 심화
- 프랑스는 6.30일 1차투표(과반 없으면 2차), 7.7일 2차투표가(총선) 예정. 현재 극우성향의 국민연합(RN) 지지율 36% 정도로 1위로 집계 중
- RN은 재정적자/GDP 비율 3%로 맞추겠다는 마크롱 계획에 회의를 가지고 재정지출 확대를 주장중
- 다만 프랑스는 EU 평균보다 높은 정부부채와 재정적자를 기록 중. 유럽 의회는 6월 19일 프랑스 포함 7개국에 7월부터 과잉채무 시정조치(ECP; Excessive Debt Prodedure)를 시작하라고 제안

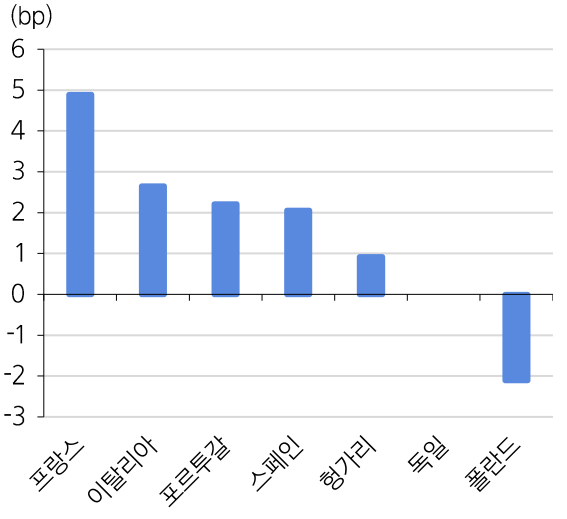
GDP 대비 재정수지



GDP 대비 정부부채



전월말 대비 CDS 프리미엄 상승폭



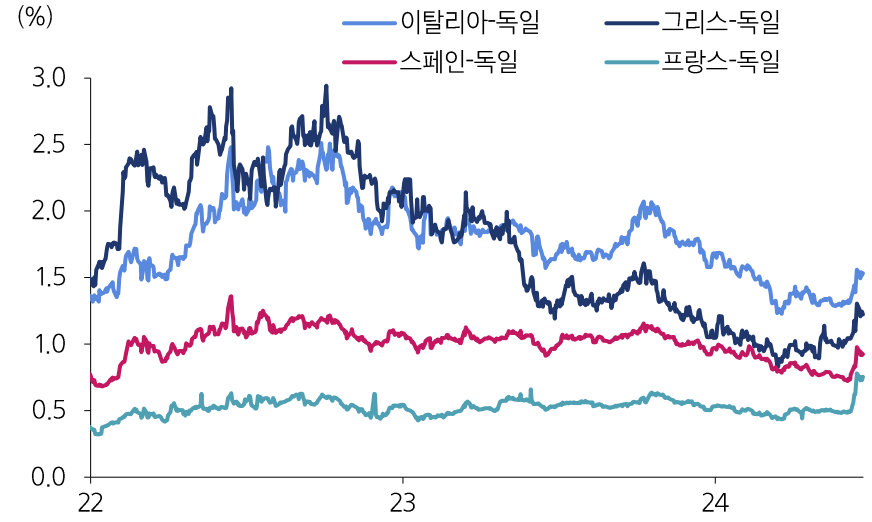
자료: Thomson Reuters

Risk 1) 프랑스 조기총선 유로존 금리 분절화 점차 안정

다만 전면적 재정적자 확대 가능성 크지 않음

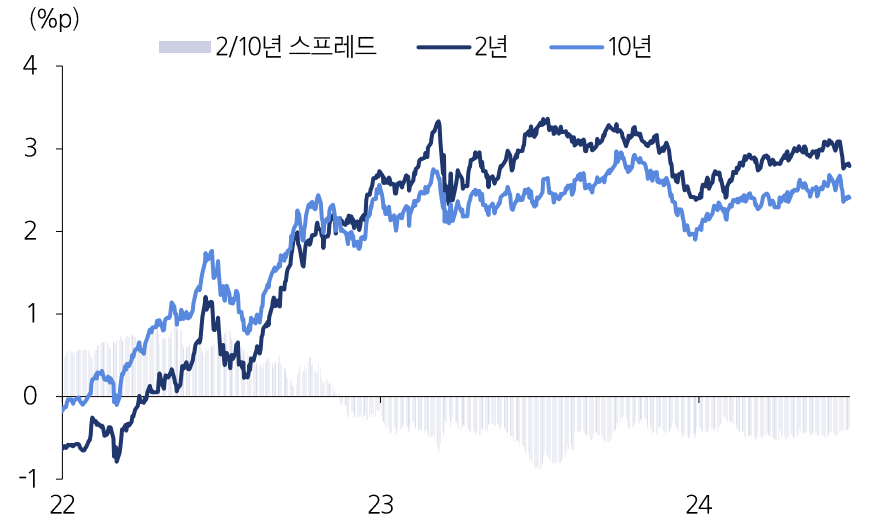
- 2022년 영국의 우파 정책 철회 이슈 때에는 BOE가 국채매입을 재개해 금융시장 불안을 안정시킨 경험
- 다만 ECB가 TPI(Transmission Protection Instrument: 유로존 분절화 방지 위한 자산매입) 통해 EDP 대상인 프랑스를 구제해 주기는 쉽지 않음
- 따라서 우파 정권이 선거에서 우세하더라도, 현재의 재정건전성 불안과 구제 통로 부재 등을 감안해 전면적 재정적자 확대는 쉽지 않을 것
- 연말로 갈수록 중심국-주변국간 스프레드는 금리 재차 추세로 회귀 전망. 독일 10년 금리 연말까지 2% 근처까지 하락 전망 유지

독일과 주변국간 10년 금리 스프레드



자료: Thomson Reuters

독일 장단기 스프레드



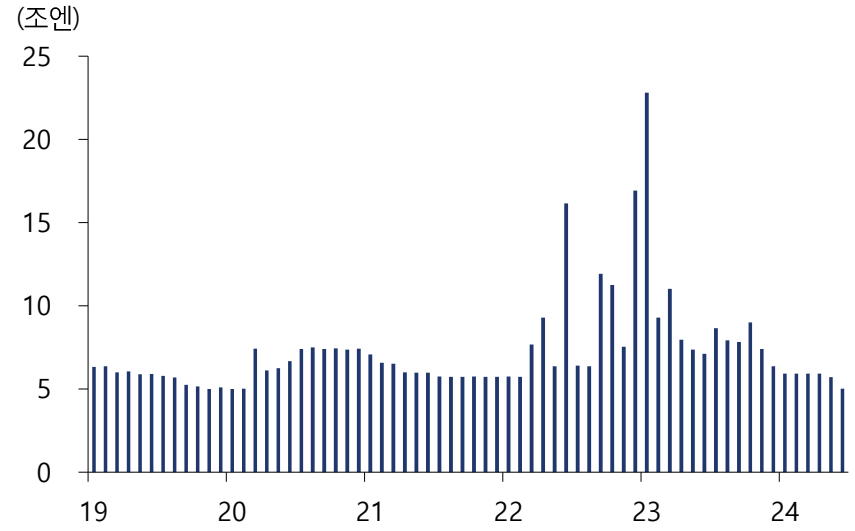
자료: Thomson Reuters

Risk 2) BOJ QT 테이퍼링

정상화 방향성은 확인했지만, 강도는 세지 않을 전망

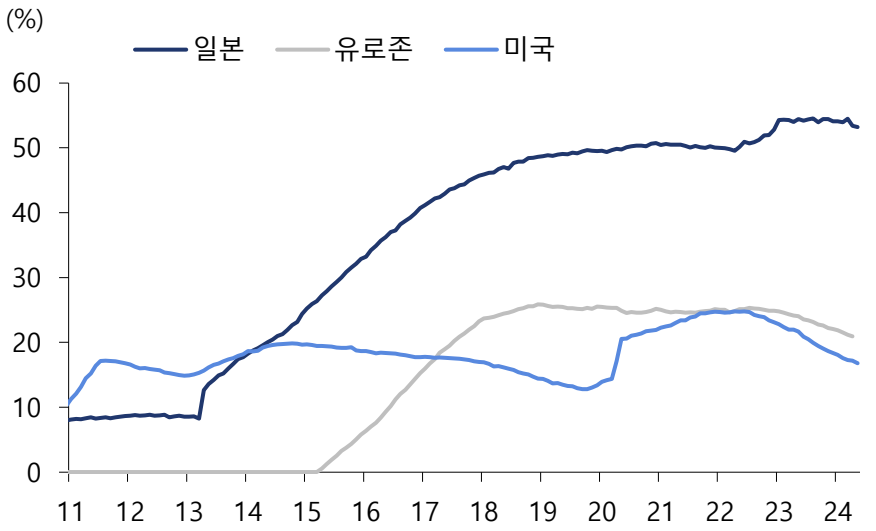
- 6월 통화정책회의에서 BOJ는 장기국채 매입 감축을 결정. 구체적인 규모와 속도에 대해서는 7월 회의에서 향후 1~2년 계획을 공표하기로
- 우에다 총재는 금리 인상과 테이퍼링 각각의 정책 결정이 별개라고 언급했지만, 사실상 인상과 테이퍼링을 동시에 발표하기에는 시장에 충격일 수 있어 7월 중 기준금리 인상은 쉽지 않을 듯. 8월 이후 한 차례 정도 잇아 예상
- 추가 정상화 기조는 확인했으나, 민간 소비 부진 등 경기 모멘텀 약화에 테이퍼링 속도는 빠르지 않을듯

BOJ의 월간 국채 매입액



자료: Thomson Reuters

전체 국채발행 잔액 중 중앙은행이 보유한 비중



자료: Thomson Reuters

02

크레딧과 신흥국

미국 크레딧 IG 비중확대 유지

하이일드: NE 유지

- 헤드라인 금리 하락에도 불구하고 아직 IG와 HY모두 5.4%, 7.85%에 육박하는 높은 캐리 매력
- 특히 하이일드의 경우 투자등급 대비 강세 속도가 빨라 하이일드/투자등급 스프레드 배율 1.44배에 불과해 2007년 이후 최저 수준
- 경기의 상방보다는 하방 압력이 연말까지 점점 높아질 듯. IG 기업의 재정건전성은 높지만, HY 기업은 경기 하강기 진입시 스프레드 확대 위험. IG 비중확대, HY 중립 유지

하이일드/투자등급 스프레드 배율

자료: Bloomberg

IG 스프레드와 YTW

자료: Bloomberg

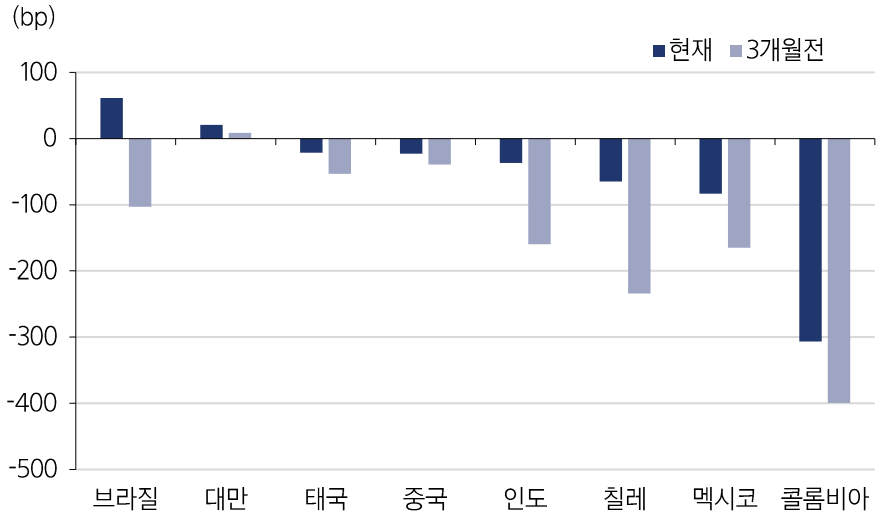
신흥국 단기 소폭 비중확대, 8월부터 중립 전환

단기에는 OW, 연말까지 중립

- 신흥국 채권지수는 전월대비 0.98% 상승하며 소폭의 플러스(+) 수익률 기록
- 일부 신흥국 정책리스크에 스프레드는 17bp 확대됐으나, 벤치마크 금리 큰폭 하락하면서 YTW가 9bp 하락
- 멕시코, 브라질, 인도 등 포퓰리즘 정권으로 교체되면서 신용 리스크 연말로 갈수록 확대 및 기준금리 인하 속도 축소 전망
- 때문에 연말까지 중립, 단 높은 캐리 매력으로 단기는 소폭 비중 확대

			종합	라틴	유럽	중동	아시아	아프리카
Performance	1M	%	0.98	0.96	1.25	1.29	1.40	(0.31)
	3M	%	0.67	0.62	0.74	0.97	0.99	(0.18)
	YTD	%	2.72	2.90	2.22	0.85	2.35	6.38
	1Y	%	9.90	9.20	10.75	4.81	9.88	19.71
Spread	현재	bp	397.8	462.0	386.0	283.0	195.0	645.0
	1M	bp	17.2	19.0	11.0	11.0	9.0	42.0
	3M	bp	55.5	133.0	9.0	0.0	0.0	40.0
	YTD	bp	13.8	96.0	(60.0)	(12.0)	(26.0)	(89.0)
	1Y	bp	(46.4)	54.0	(140.0)	(34.0)	(108.0)	(221.0)
YTW	현재	%	8.3	9.0	8.2	7.2	6.2	10.8
	1M	bp	(9.0)	(6.0)	(15.0)	(14.0)	(16.0)	17.0
	3M	bp	68.0	144.0	27.0	17.0	20.0	26.0
	YTD	bp	(10.0)	(7.0)	(36.0)	20.0	5.0	(95.0)
	1Y	bp	(55.0)	(32.0)	(80.0)	(18.0)	(78.0)	(132.0)
Duration	현재	년	6.5	7.4	5.4	6.6	6.4	5.1

1년내 기준금리 인하폭 기대치는 3개월전보다 높아짐



자료: Bloomberg

03

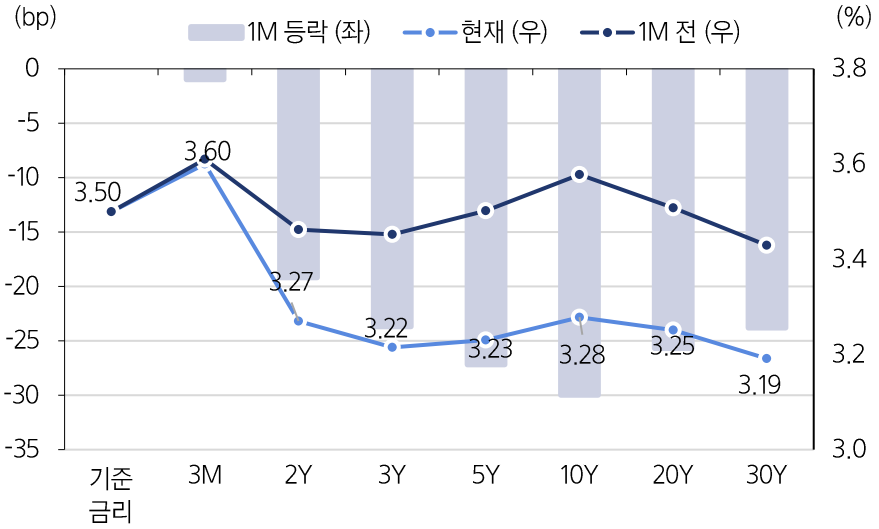
국내 국공채

국내 채권 Review

장기 금리 중심으로 큰 폭 하락

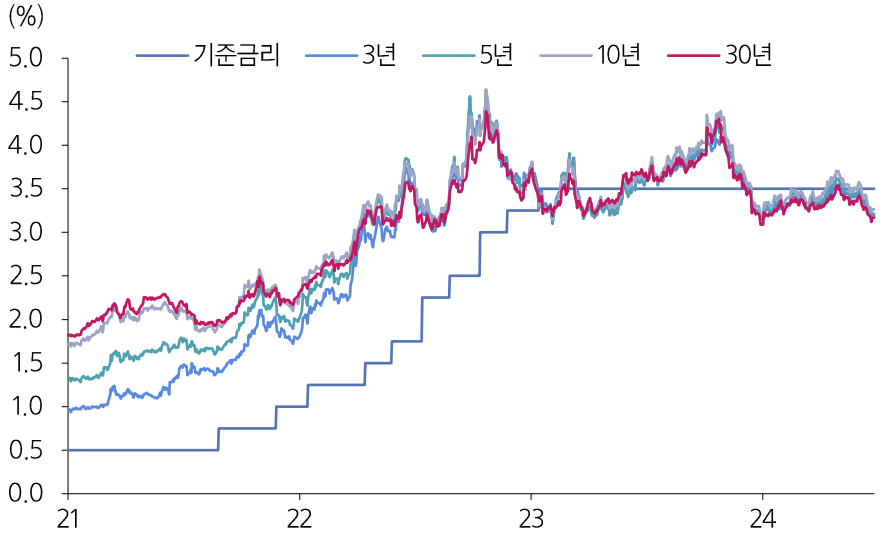
- 한국도 대내외 인플레 둔화 나타나면서 금리 하락. 핵심 소비자물가 상승률은 2.2%까지 하락하며 금리 하락 재료로 작용
- 미국에서 점도표 수정에도 불구 9월 인하 기대감이 지속된 점도 긍정적
- 월 후반에는 정치권에서 한국의 선제적 금리 인하를 요구하는 의견이 제시되면서, 일부 IB들도 한은 첫번째 인하 시점을 8월로 수정

빠른속도로 하락



자료: Infomax

역캐리 해소



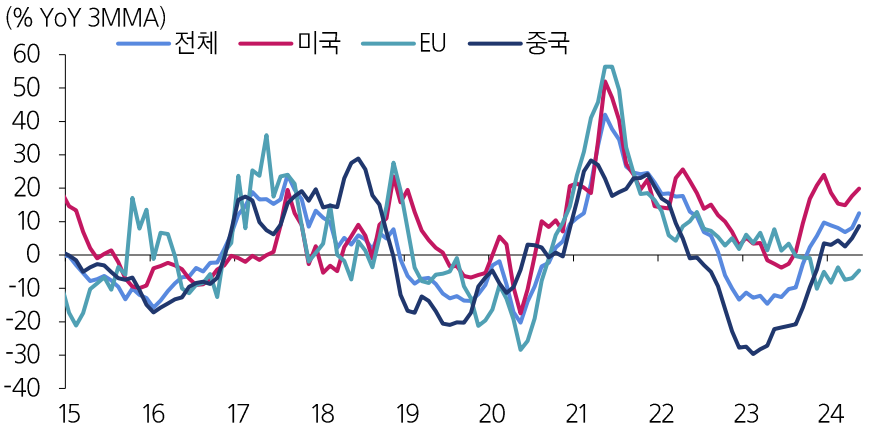
자료: Infomax

설비투자 하반기 투자 반등 예상

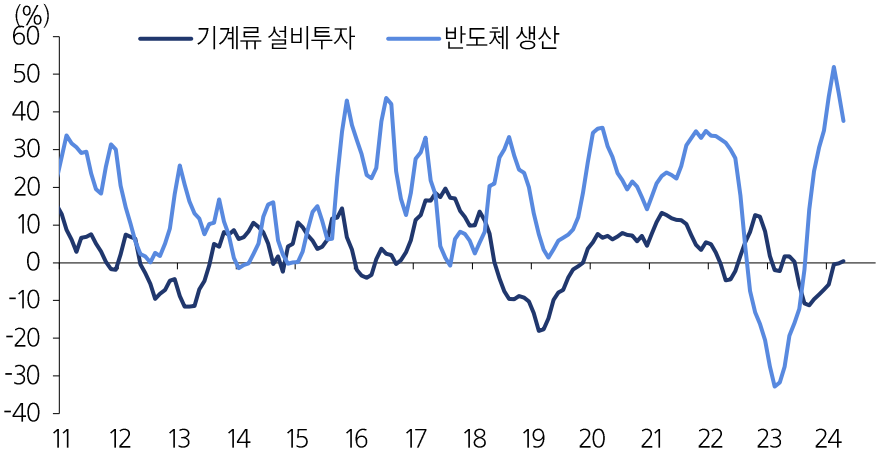
반도체 중심으로 설비투자 반등

- 반도체 출하-재고 사이클은 금융위기 이후 최고치를 기록
- 과거 반도체 사이클 호황일때 기계류 설비투자 함께 증가했던 경험
- 1Q GDP YoY 상승률 3.3% 중 설비투자의 성장기여도 -0.1%p 였으나, 하반기에는 + 성장기여도 예상
- 수출은 5월까지 실적 양호하지만 반도체와 미국 등 일부 품목/국가에 집중돼 여타 품목은 상대적으로 부진. 2분기 고점확인 후 하반기 둔화 전망

한국의 국가별 수출

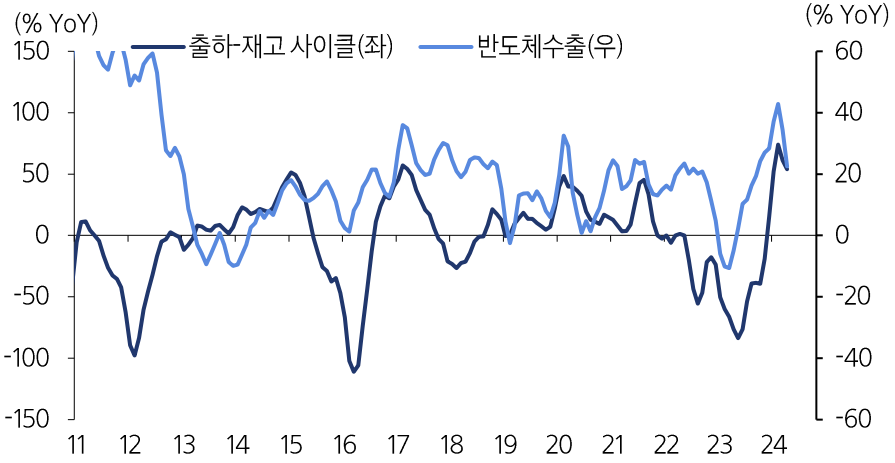


반도체 사이클 호황시 기계류 설비투자 반등



자료: Thomson Reuters

반도체 출하-재고 사이클은 금융위기 이후 최고



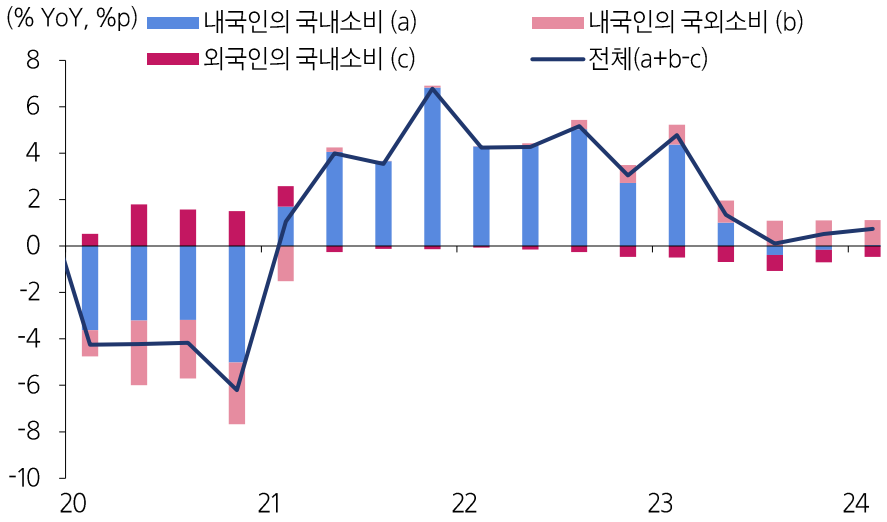
자료: Thomson Reuters

내수 증가세 일시적일듯

내국인의 국외소비를 내수 증가로 해석해서는 안돼

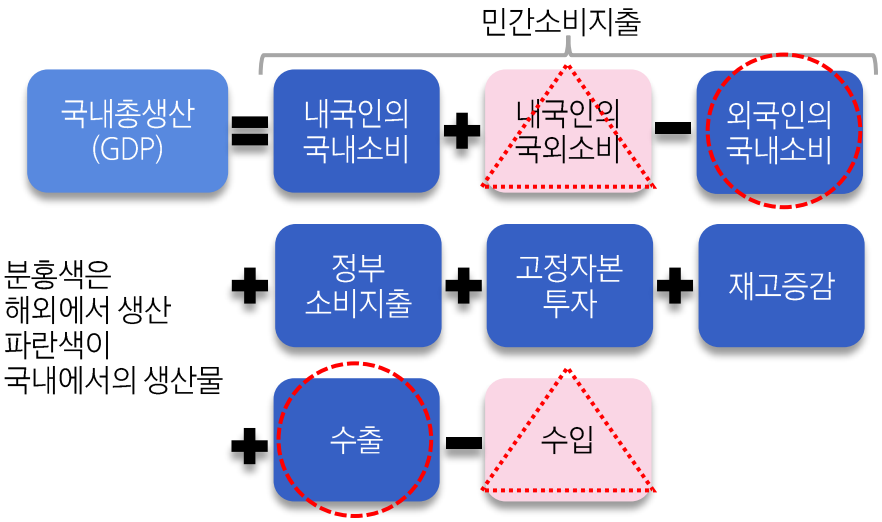
- 내국인의 국외소비가 가계 최종소비지출에서 차지하는 비중은 2022년까지 1%대였으나 올해 1분기 기준 3%대로 증가
- 3%대의 낮은 비중에도 불구하고 YoY 50~70% 증가하면서, 전체 지출에 대한 성장기여도는 전체 성장률을 상회
- 1분기 민간소비지출 YoY 0.7% 성장했으나, 내국인의 국내소비 기여도는 0.0%p에 불과. 내국인의 국내소비 기여도 1.3%p로 전체 상승에 기여
- 내국인의 국외소비는 사실상 해외에서 생산된 부분으로 수입을 차감할 때 전체 GDP 에서 차감됨. 내국인 국외소비로 인한 민간소비 증가를 내수 증가로 해석하는 것은 통계적 오류

민간소비지출 카테고리별 상승 기여도



자료: 한국은행

국내총생산 중 내국인의 국외소비 항목은 수입으로 차감됨



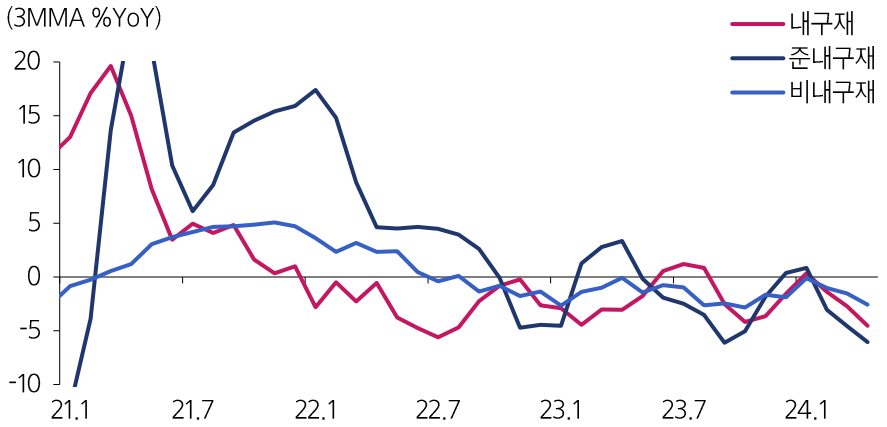
자료: 삼성자산운용

내수 증가세 일시적일듯

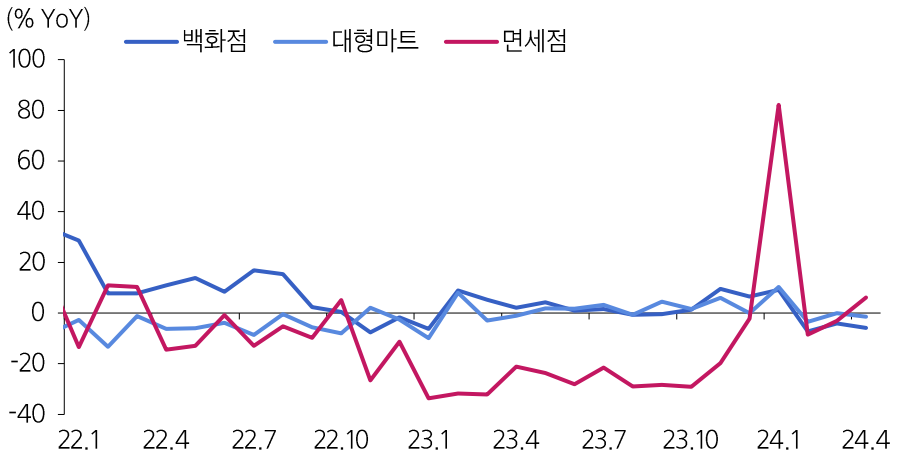
소매판매 반등은 어려워

- 소매판매를 업태별로 쪼개어보면 백화점이나 대형마트 증가율은 마이너스(-)권이나 변동성이 큰 면세점 등 일부 업종이 증가율을 견인
- 상품별로는 경기에 민감한 내구재 판매는 3년째 마이너스 증가율권에서 증가율 등락
- 소비자심리 또한 작년 고점 확인후 고금리 영향으로 반락하고 있어 소매판매 반등의 힌트를 찾기는 어려운 상황

상품 성격별 소매판매



소매판매 업태별 상승률은 혼조



자료: 통계청

소비자심리 부진으로 소매판매 반등은 어려울 듯

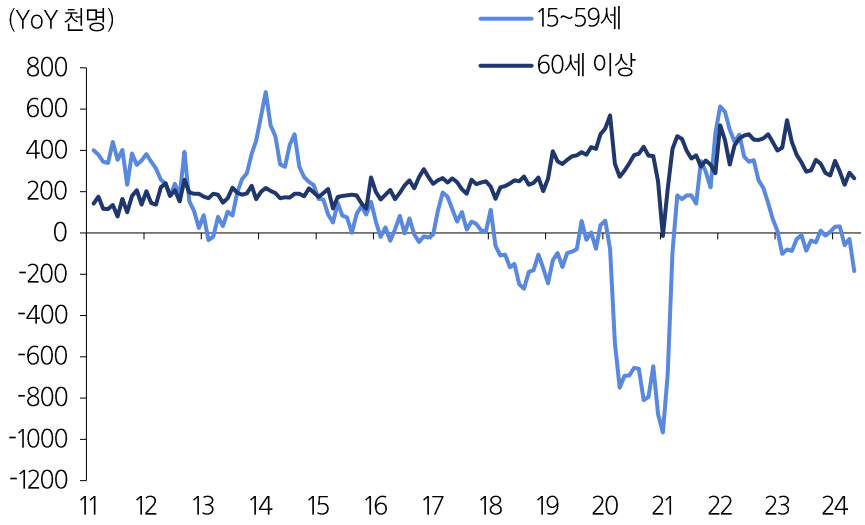
자료: Thomson Reuters

고용쇼크 내수의 추가 둔화로 연결

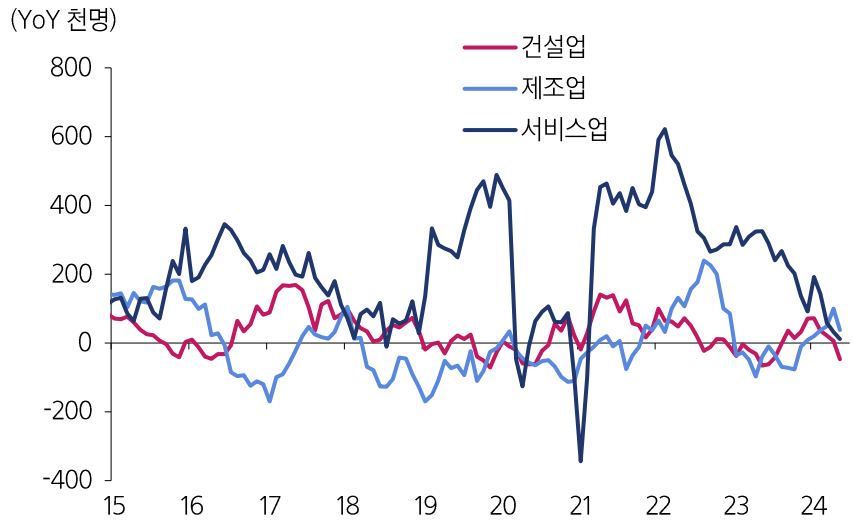
취업자수 증가율 코로나 이후 최저, 세부 내용은 더욱 부정적

- 미국과 달리 5월 한국 고용지표는 예상치 대폭 하회. 5월 국내 취업자수는 YoY 8만명 증가에 그쳐 39개월 내 최저 증가폭
- 연령대별로 나누어 보면 더욱 심각한 지표. 60세 이상의 고령 취업자수를 제외한 15~59세 취업자수는 YoY 18.5만명 감소
- 업종별로는 펜데믹 이후 취업자수 증가를 이끌어온 서비스업 취업자수 증가속도가 대폭 둔화. 내수경기 부진에 따른 자영업자 일자리수 감소가 배경이 된 것으로 해석

연령대별 취업자수



업종별 취업자수



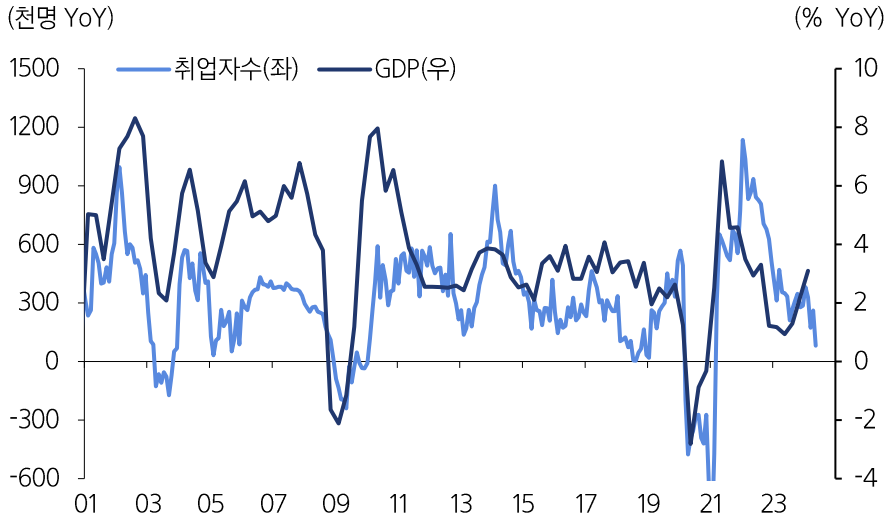
자료: Thomson Reuters

고용쇼크 내수의 추가 둔화로 연결

임금까지 둔화돼 GDP, 수요측 물가 하강 압력

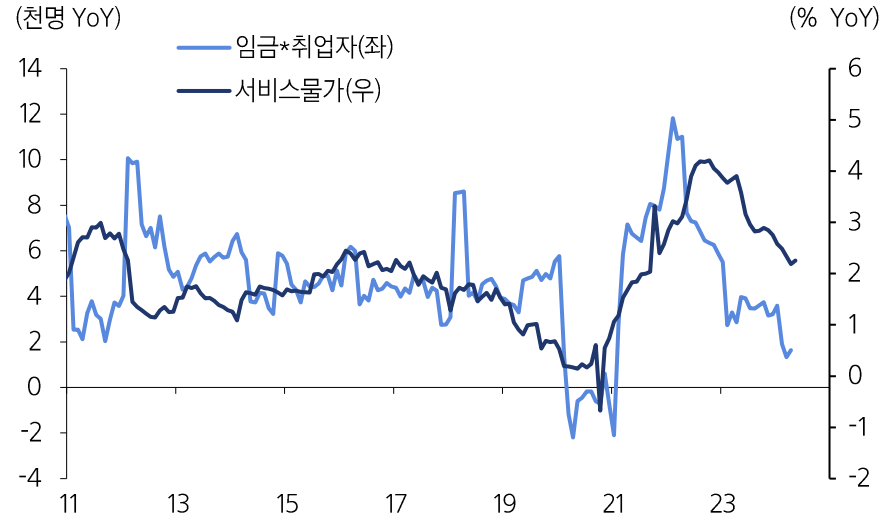
- 과거 취업자수 하락은 GDP 둔화로 연결. 금융위기와 팬데믹을 제외하더라도, 14~15년, 17~18년 등 취업자수 둔화와 경기 둔화 동시 확인
- 올해 상반기와 같이 고용시장은 하락하는 가운데 성장률 반등하는 것은 이례적
- 특히 취업자수 감소와 함께 1분기 임금 또한 YoY 0.7% 상승해, 팬데믹 기간을 제외하면 2011년 이후 최저 상승률
- 임금과 취업자수 동반 둔화로 수요측 물가 압력도 낮아질 전망

소매판매 업태별 상승률은 혼조



자료: Thomson Reuters

고용시장 둔화는 수요측 물가 둔화 요인



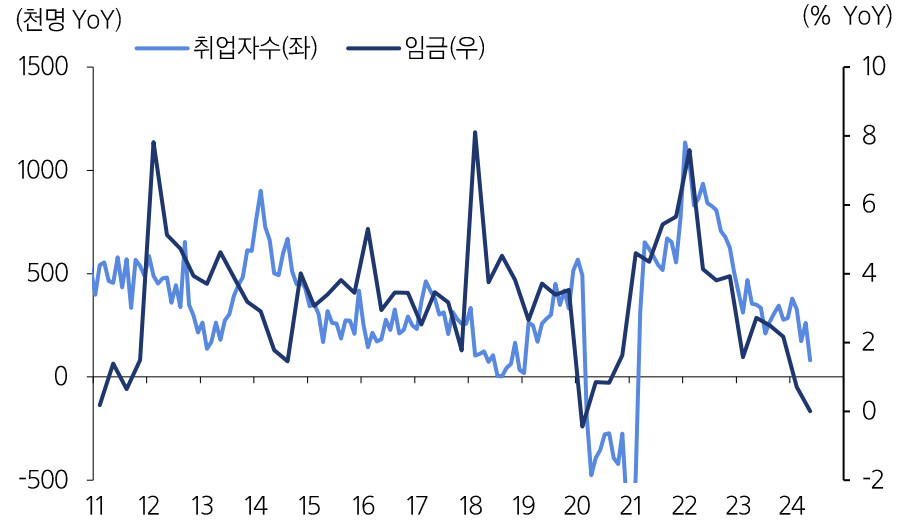
자료: Thomson Reuters, 통계청

고용쇼크 내수의 추가 둔화로 연결

한은의 8월 선제적 인하 뒷받침

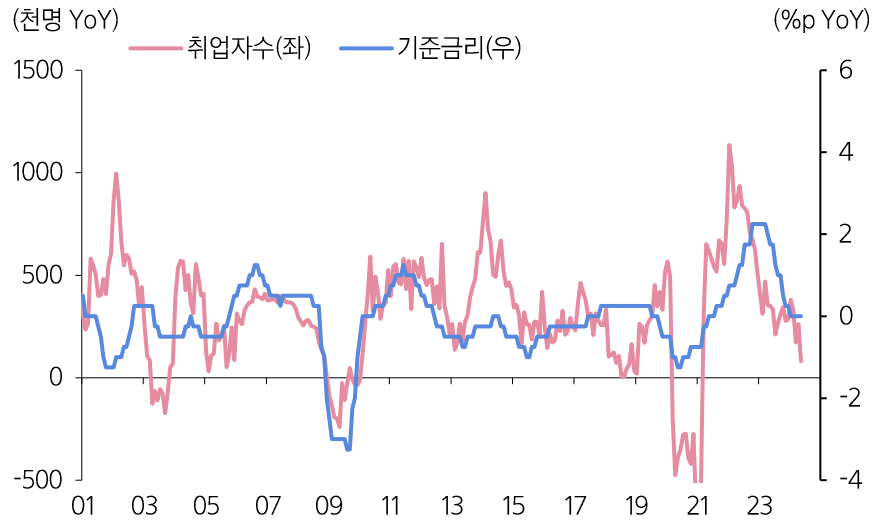
- 과거 취업자수 하락은 성장 둔화로 연결되면서 기준금리 인하를 야기
- 특히 이번 고용시장 하강국면에서는 취업자수 증가율 감소 뿐만 아니라 임금상승세 둔화도 동시에 확인
- 고용시장 발 성장 및 물가 하강 압력이 하반기 강해질 것으로 예상돼 한은은 8월 선제적으로 금리 인하 가능할 듯

고용시장의 P와 Q 동시 둔화



자료: Bloomberg

고용시장 둔화는 보통 기준금리 인하로 연결



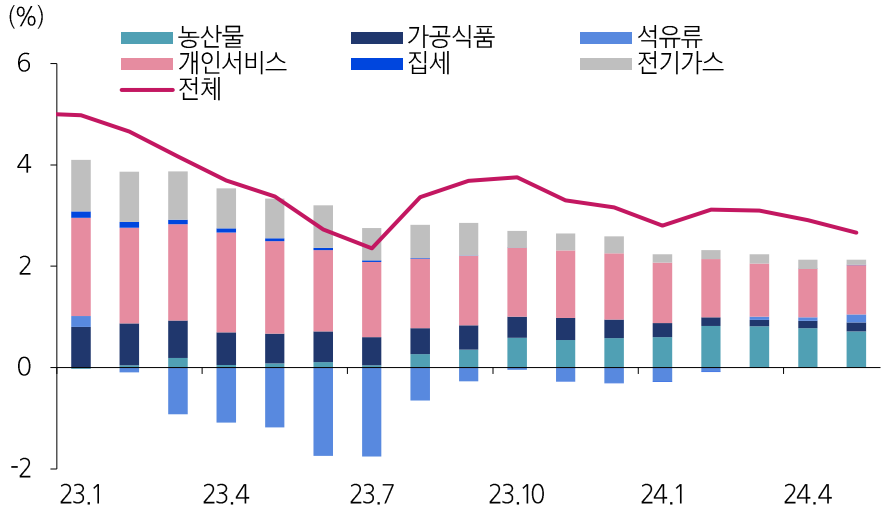
자료: Thomson Reuters

물가 추가 둔화 예상 하반기 중 2.5% 하회 가능

개인서비스 기여도 추가 축소되며 연간 2.6%상승 예상

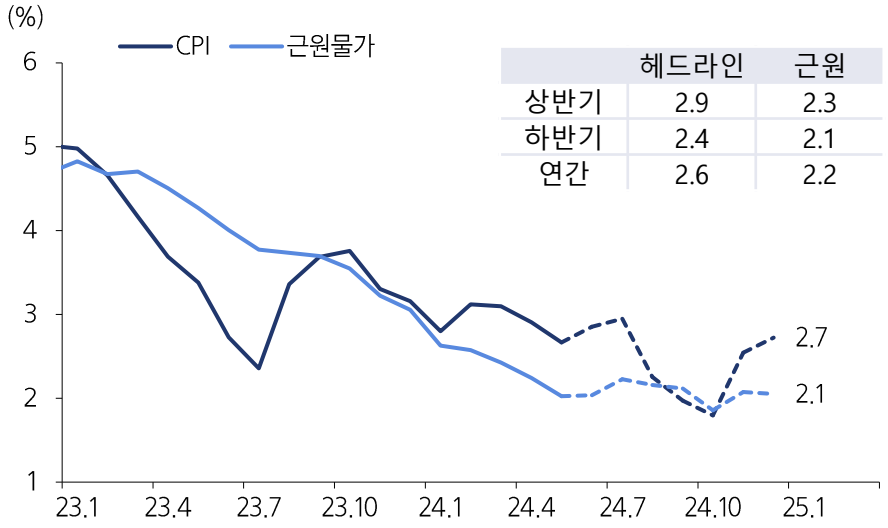
- 소비자물가 상승률은 1월 2.8%에서 5월 2.7%로 보합권.
- 1월 대비 YoY 상승률의 기여도가 가장 많이 하락한 항목은 개인서비스(-0.22%p)와 가공식품 (-0.10%p). 동기간 농산물(+0.11%p), 석유류(+0.43%p)의 기여도가 확대되면서 헤드라인 물가 하락을 막음
- 다만 하반기 중 개인서비스의 기여도는 추가로 축소될 전망이며, 석유류의 추가 상승세는 일단락되었다고 판단. 하반기 평균 물가상승률 2.4%(한은 전망치와 동일) 달성 전망

주요 항목별 소비자물가 기여도



자료: Thomson Reuters

헤드라인과 근원 모두 한은 전망치 달성 전망



	헤드라인	근원
상반기	2.9	2.3
하반기	2.4	2.1
연간	2.6	2.2

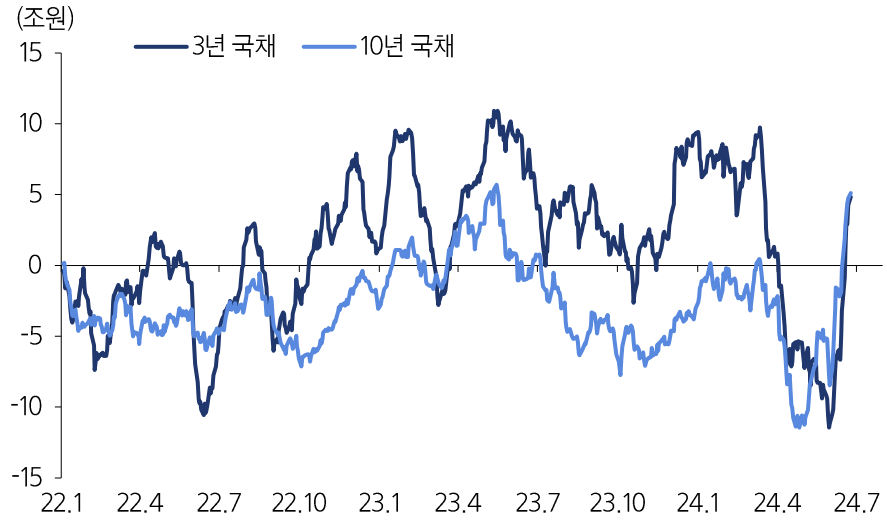
자료: Thomson Reuters, 삼성자산운용

외국인의 국채선물 순매수 금리 인하 기대 반영

6월 순매수 강도 컸던만큼 7~8월 순매도 주의

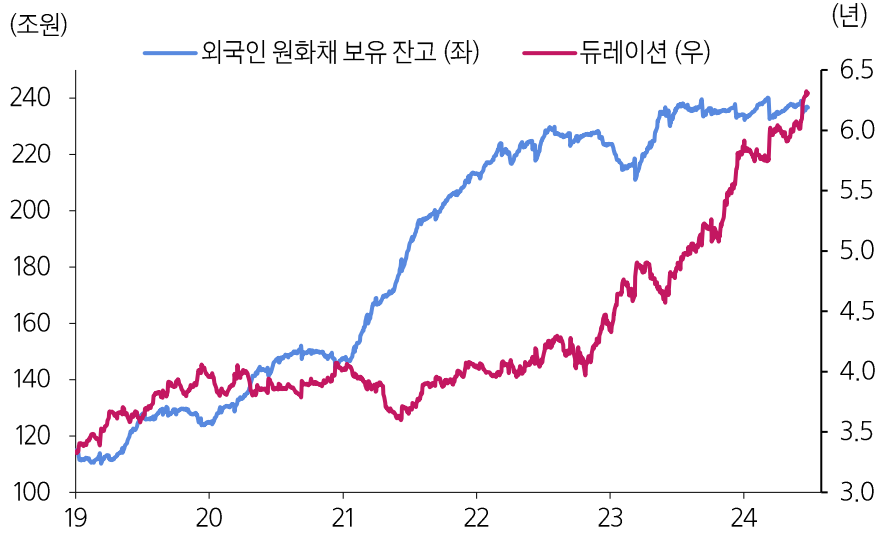
- 외국인의 국채 선물 순매수 급증. 3선과 10선 6월 1~24일까지 월간으로 16조, 14조원. 데이터 집계 시작 이후 역대 최고 수준의 월간 순매수
- 외국인이 보유한 원화채 듀레이션도 6.3년까지 확대돼 사상 최고. 기준금리 인하에 대한 기대 반영
- 다만 과거 대규모 외국인 순매수 있던 달 이후에는 1~2달간 순매도가 확인됐다는 점은 유의해야
- 9월 WGBI 편입 확정이라는 호재가 있기는 하지만 6월 중 선제적으로 해당 영향 반영됐을 가능성

외국인의 국채선물 누적 순매수(22년 초부터 누적)



자료: Infomax

외국인의 원화채 보유잔고와 듀레이션



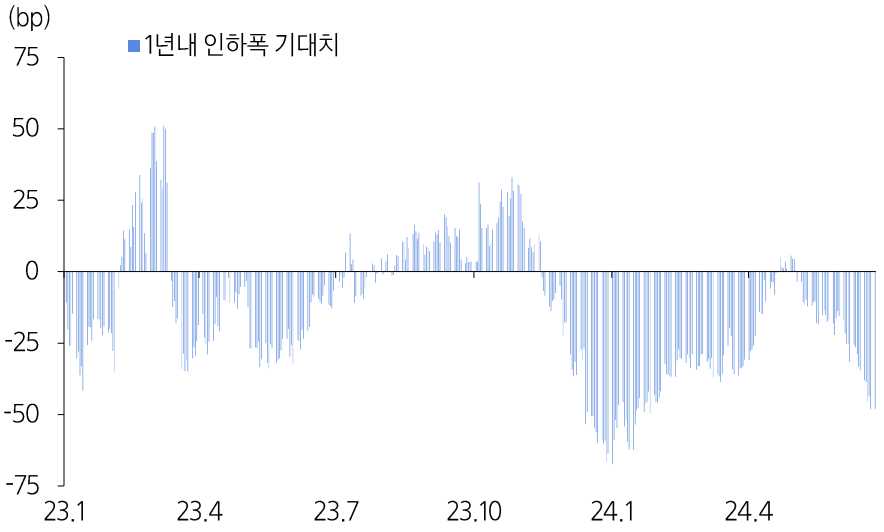
자료: Infomax

한은 스탠스 7월 금통위서 소수의견 확인 가능성도

8월 첫번째 인하, 연말 10년 금리 3% 근처까지 하락 전망 유지

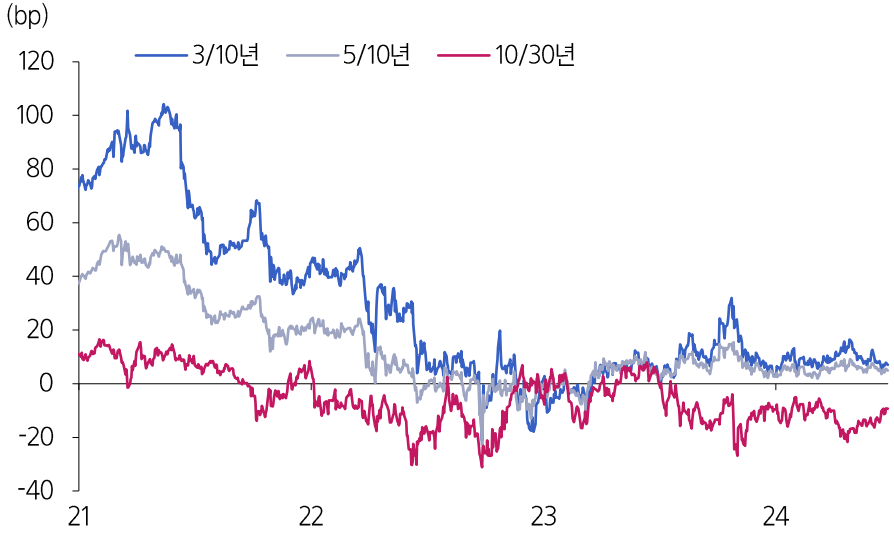
- 6월 중 한국은행 물가설명회에서는 물가 오름세가 5월 전망에 부합하게 둔화되고 있다고 평가. 인하 가능성에 대한 힌트는 없었음
- 27일 국힘 민생경제안정 특별위원회에 한은 부총재과 금융위 관계자 참석해 기준금리 논의 예정. 최근 정부와 여당의 금리 인하 요구 지속
- 이에 선도시장에 내재된 1년 내 금리 인하폭 예상치는 1년 내 1차례에서 2차례로 수정
- 펀더멘탈과 정치적 압박 고려하면 7월 금통위에서 비둘기파 의원 2명(3개월 내 인하 가능 주장)이 인하 소수의견으로 변경될 가능성도
- 연말 3% 근처까지 금리 하락 전망 유지하지만, 최근 하락 속도 가팔랐던 만큼 금리 상승시마다 추가 매수로 대응

향후 1년 예상되는 인하폭 (선도시장 내재): 현재 -50bp



자료: Thomson Reuters

스프레드는 플랫하게 유지중



자료: Thomson Reuters, 삼성자산운용

04

국내 크레딧

국내 크레딧

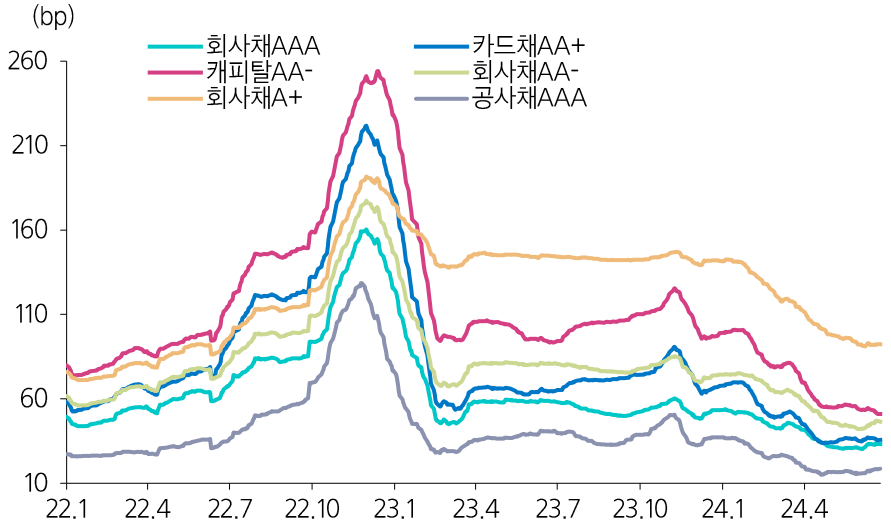
Neutral 유지

스프레드 부담 증가로 스프레드 방향성 보다 금리 방향성이 크레딧 수익률 좌우

- 크레딧 강세 피로감 속 캐리 관심 둔화되고 크레딧 신용 스프레드는 제한적 약세 예상되나
- 역캐리에 따른 국채 가격 부담으로 신용 스프레드 확대 폭은 제한적 (6/25 기준 월간 스프레드 변화: 회사채(AA-) +4.3bp ,공사채 +2.7bp)
- 순발행 기록한 공사채가 은행채 대비 상대적 약세 보이는 등 펀더멘탈 보다는 수급 요인에 더 민감한 장세

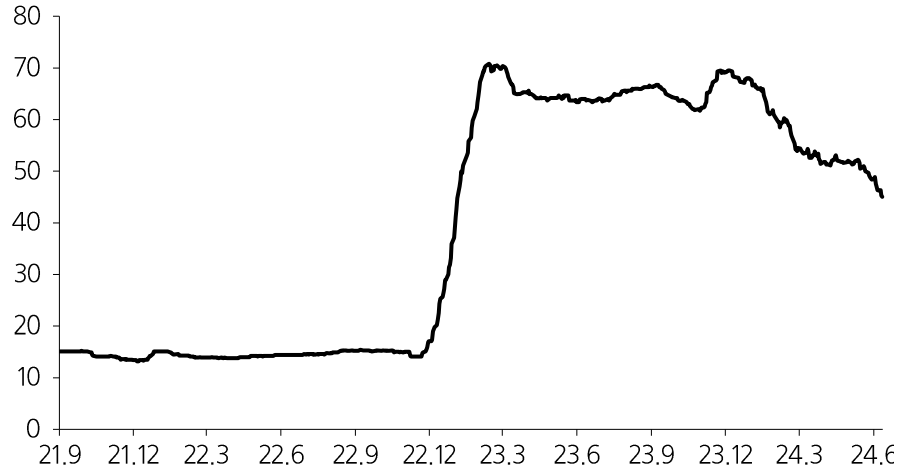
  * 갑작스런 2단계 DSR 규제가 9월로 연기 => 부동산 부양 목적 은행대출 및 은행채 증가 요인, 정부 정책 불확실성 증가로 신뢰성 훼손
- 발행이 적고 고금리 매력 있는 A등급의 상대적 강세, 고금리 메리트 비우량물 선호 지속(Yield Hunting과 소수종목의 과잉대표 현상)

섹터별 신용스프레드 추이



자료: 인포맥스, 삼성자산운용 리서치센터

회사채 등급간 스프레드(AA-/A+)



자료: 인포맥스, 삼성자산운용 리서치센터

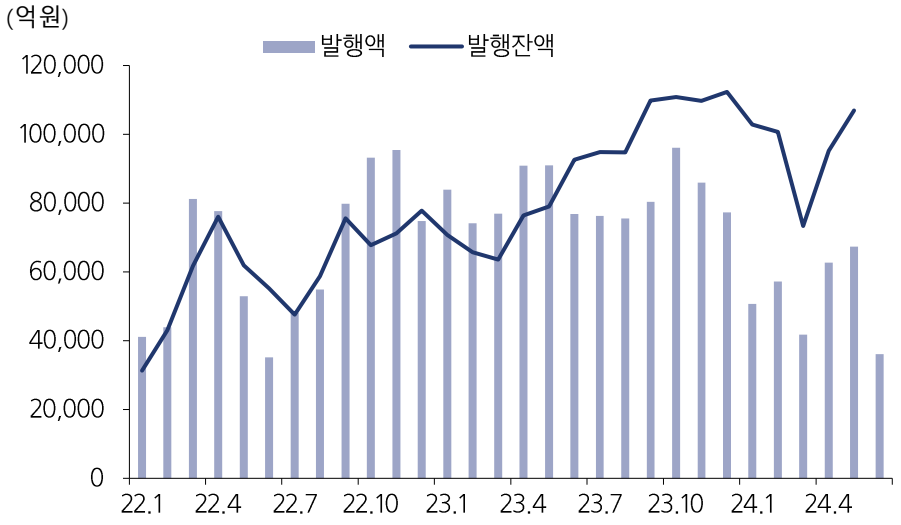
한전 채권 발행 위장술

채권 시장 안정 위한 한전과 美 재무부의 Issuer's "오퍼레이션 트위스트"

- 한전은 CP 및 전단채 위주로 단기 시장에서 자금 조달 중
- 지난 9월 이후 채권 발행 중단하였으나 만기도래 금액(6~12월 13.9조원) 감안 6월 부터 발행 재개 → 공사채 약세 요인 모니터링
- 영업현금흐름이 흑자로 전환된 점 감안하면 채권공급규모는 만기도래액 보다 작을 가능성(전기료 인상 여부 변수, 3분기 동결)
- 美 재무부도 재정적자 대부분 단기채(T-bill 등)로 충당함에 따라 자금조달 불균형 심화

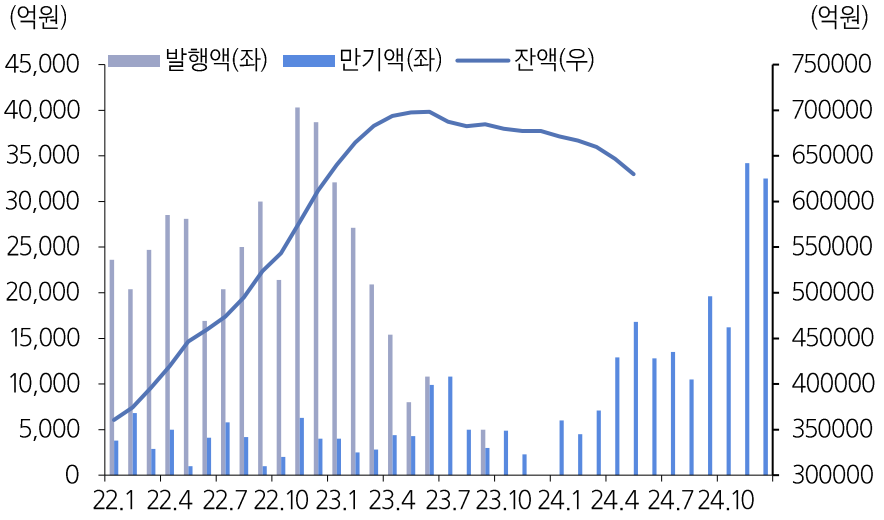
  * 오퍼레이션 트위스트(Operation Twist) : 중앙은행이 장기 국채를 사고 단기 국채를 팔아 장기 금리 인하를 유도하는 통화 정책

한전 단기자금(CP,전단채) 발행액 추이



주:인포맥스, 삼성자산운용 리서치센터

한전 회사채 발행액 추이



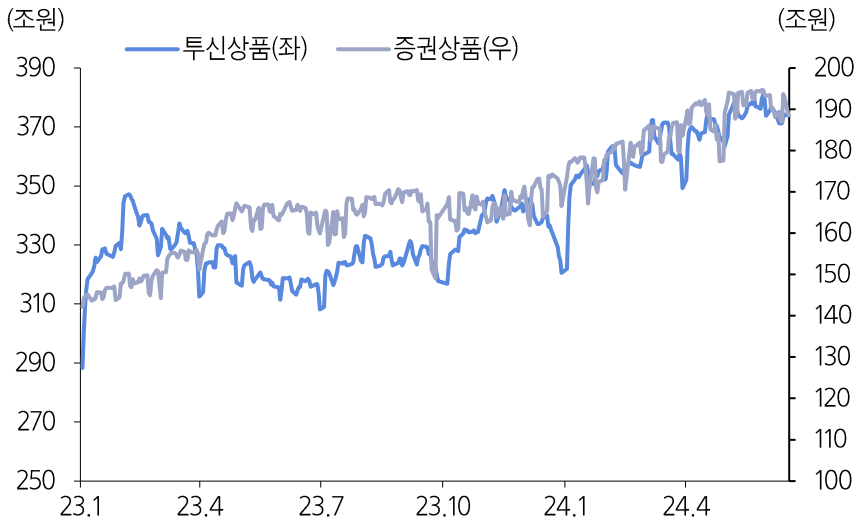
자료: 인포맥스, 삼성자산운용 리서치센터

채권형 자금 변수

채권형 자금 유입 & 레버리지 증가, 크레딧 강세 견인, 채권 시장 취약성 증가

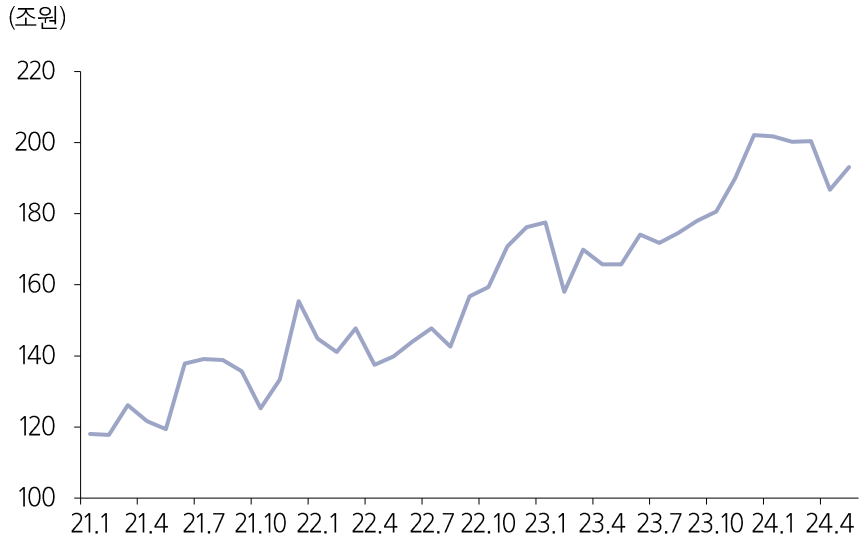
- '23년 시장 금리 상승기에도 절대금리 매력으로 매칭형 투자 목적 등 채권형 자금 유입 지속
- 특히 올해 연초 이후 금리 인하 기대감이 커지면서 유입 속도 가속화
- Repo 거래자금 증가로 채권투자 자금 레버리지 효과 발생, 6월에도 레포 펀드 자금 유입으로 여전채 강세 기여

채권형 자금 추이



자료: 인포맥스, 삼성자산운용 리서치센터

Repo 잔액 추이



자료: 한국예탁원, 삼성자산운용 리서치센터

건강보험공단 재정 분석과 채권 시장 영향

- 건강보험공단 '23년 현금수지는 4.1조원(22년 3.6조원) 흑자 기록, 누적 적립금은 28조원 기록
- 제2차 국민건강보험 종합계획 따르면 중장기 건보 재정수지는 '25년을 정점으로 악화, '26년부터 적자(3,072억원) 전환
- 준비금은 차츰 소진돼 '28년에는 '23년 수준(28조원) 유지한다는 전망 → 위탁 운용사 자금 순증 제한, 자금 유형별 재배분 효과

건강보험공단 주요 재무 현황

(단위:억원)	'22년	'23년	증감
매출액	113,760	121,103	6.5%
당기순이익	6,531	2,969	-54.5%
부채	10,676	14,860	39.2%
자기자본	31,246	34,138	9.3%
부채비율(%)	34.2	43.5	9.3

자료: 건강보험공단, 삼성자산운용 리서치센터

중장기 재정수지 전망

(단위:억원)	'24년	'25년	'26년	'27년	'28년
총수입	988,955	1,045,611	1,115,354	1,183,196	1,252,201
총지출	962,553	1,040,978	1,118,426	1,191,091	1,268,037
당기수지	26,402	4,633	-3,072	-7,895	-15,836
준비금	306,379	311,012	307,940	300,045	284,209

자료: 보건복지부, 삼성자산운용 리서치센터

국민연금 포트폴리오 변화

국내 채권 자산군 비중 감소세

- '24.3월말 국민연금 자산별 비중은 해외주식 33.4%(367조원), 국내채권 29.4%(324조원), 대체투자 15.8%(174조원), 국내주식 14.2%(156조원), 해외채권 7.3%(80조원) 차지
- 국민연금 기금운용위원회('24.6.12)는 현재 29.4%인 국내 채권 투자 비율을 2025년까지 26.5%로 축소, 금액 기준으로는 현재 324조원에서 312조원으로 축소할 계획
- '24년 3월말 국민연금 위탁운용 채권자산은 48조원으로, 2023년말 대비 1,838억원(-0.4%) 감소, 전체 국내 채권 자산 대비 위탁운용 국내 채권 자산 비중은 15%로 2023년말 대비 0.2%pt 증가(모수 감소 영향)
- 기금 수익률 제고 위해 국내 채권 자산군 비중 축소 중인 중장기 운용 방향 감안하면 국내 채권 위탁운용 규모도 향후 정체 또는 감소 예상(위탁 운용사간 제로섬 게임化)

국민연금 기금 포트폴리오 현황 및 전망

(억원,%)	23년말		24.3월말		24년말(E)		25년말(E)	
	금액	비중	금액	비중	금액	비중	금액	비중
국내주식	1,480,418	14.3	1,559,421	14.2	1,696,253	15.4	1,752,498	14.9
해외주식	3,203,611	30.9	3,670,275	33.4	3,637,374	33	4,221,603	35.9
국내채권	3,280,599	31.7	3,239,747	29.4	3,237,607	29.4	3,117,029	26.5
해외채권	741,158	7.2	800,310	7.3	881,894	8.0	940,185	8.0
대체투자	1,642,044	15.9	1,737,584	15.8	1,570,547	14.2	1,722,561	14.7
금융부문 계	10,351,976		11,003,469		11,023,675		11,753,876	

주: 국민연금, 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.**