

채권시장 전망과 주요 이슈

2016. 1. 20.

백 인 석
연구위원
자본시장연구원



2015년 채권시장 회고: 국고채시장

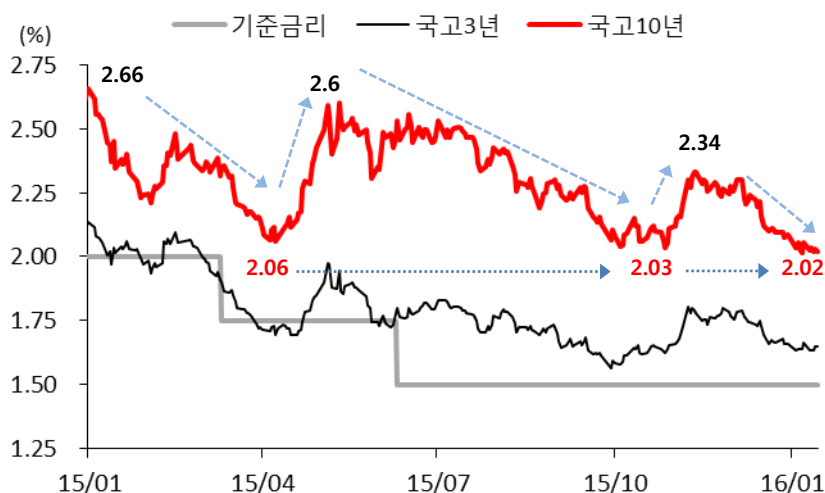
❖ 2015년 국고채 금리는 변동성이 확대된 가운데 상반기와 하반기에 역사적 저점을 경신하는 강세장을 시현

- 4월 초까지 기준금리 인하로 급락, 이후 독일을 중심으로 한 글로벌 국채금리 급등의 영향으로 상승 반전
- 7월 이후 중국의 경기둔화 및 금융시장 불안으로 미국 금리인상이 지연되며 큰 폭으로 하락
- 10월 이후 연준의 연내 금리인상 가시화로 단기 급등
- 12월 미국 금리인상 이후 중국 금융불안 및 국제 유가 급락의 영향으로 역사적 저점까지 하락

❖ 장단기 금리스프레드는 금리와 방향성을 같이하며 상반기 확대, 하반기 축소

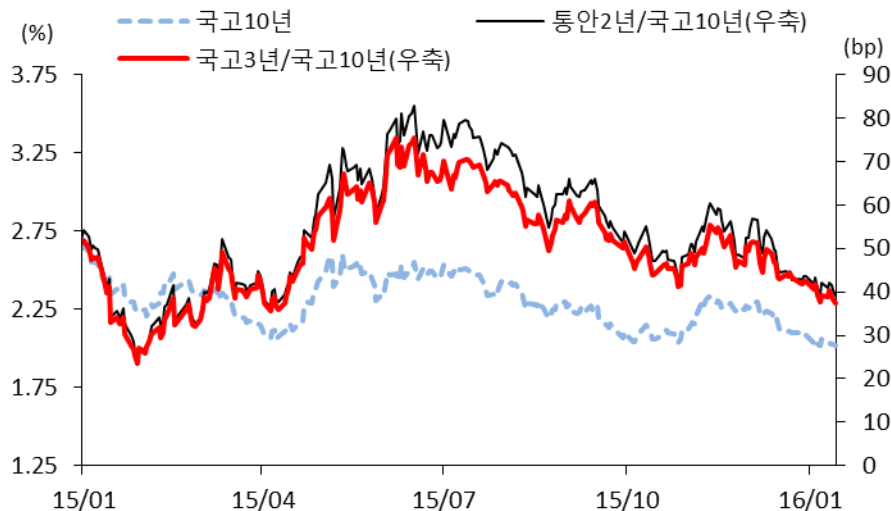
- 연 초반, 금리인하 기대감으로 10년 금리가 급락하며 수익률 곡선 평탄화
- 하반기, 장기채에 대한 보험 및 연기금의 수요가 이어지며 장단기 스프레드 축소

(1) 국고채 금리 추이



자료: 인포맥스

(2) 장단기 스프레드



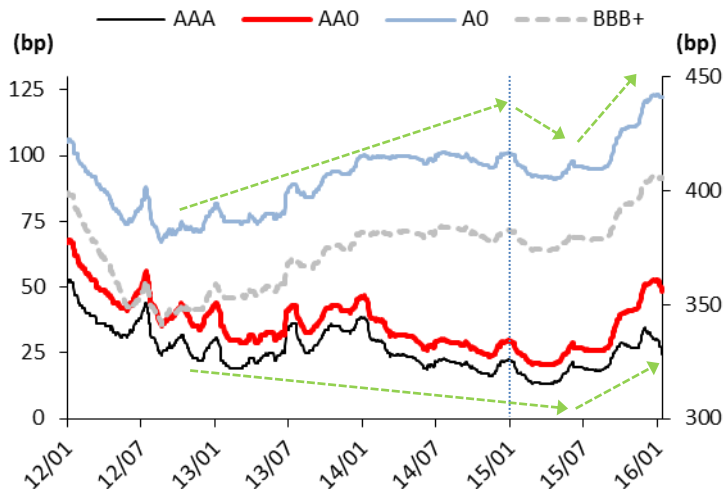
자료: 인포맥스

2015년 채권시장 회고: 회사채시장

❖ 회사채시장은 1분기까지 안정세를 유지하였으나, 하반기들어 급격하게 경색

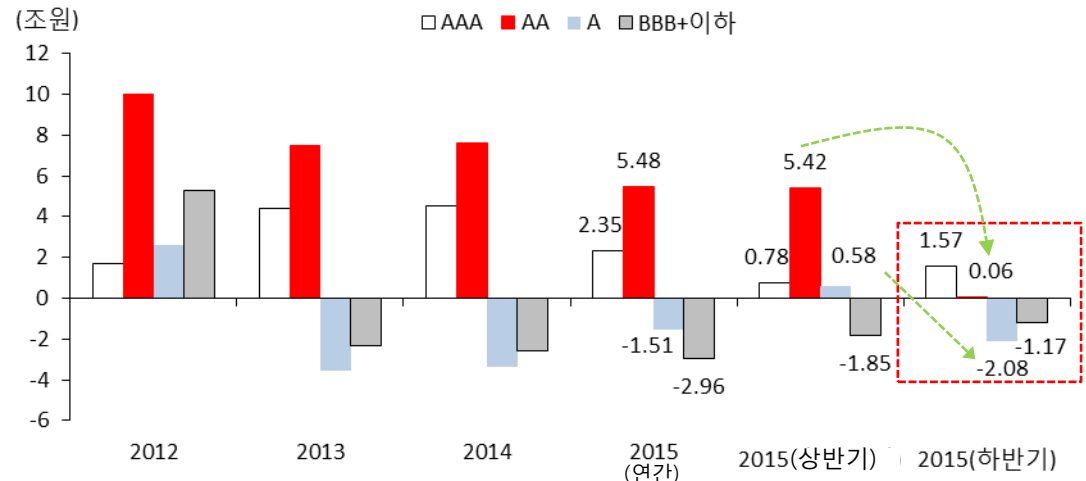
- 1분기, 우량등급(AA 및 AAA등급) 회사채 신용스프레드가 역사적 저점까지 축소, 2014년까지 순상환 기조가 유지되었던 A등급 회사채의 발행 증가
- 7월 대우조선해양 사태 이후 모든 신용등급 회사채의 발행이 급격히 위축되고 신용스프레드가 2012년 이후 최고 수준까지 확대
 - A등급 회사채는 신용스프레드가 확대되고, 발행도 순상환으로 전환되며 어려움이 가중
 - 우량등급 회사채는 신용스프레드가 금융위기 이후 지속된 장기 축소국면을 마감하고 확대추세로 전환, 발행도 크게 위축 (→ AA등급 회사채, 10월 이후 순상환 기록)

(1) 회사채 신용스프레드 (3년 만기)



자료: 인포맥스

(2) 신용등급별 회사채 순발행 추이



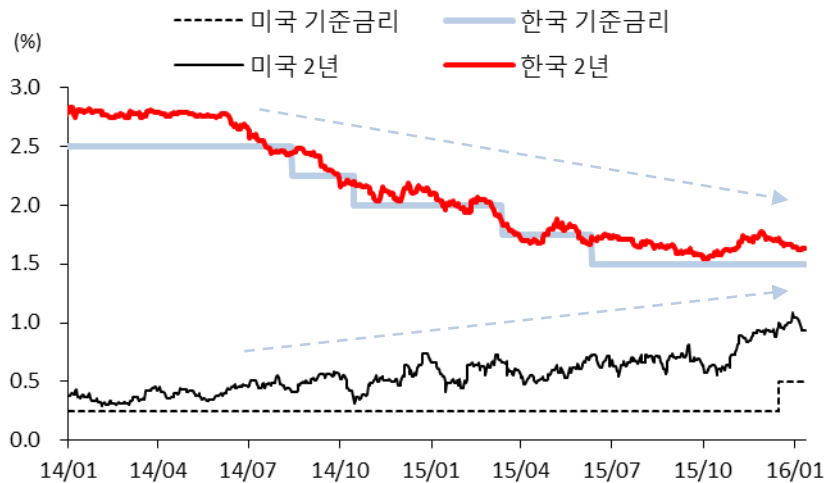
자료: 인포맥스

국고채 금리 전망

❖ 올해 국고채 금리변동의 핵심 요인은 중국의 금융불안 및 경기둔화 위험, 유가 하락, 미 연준의 통화정책

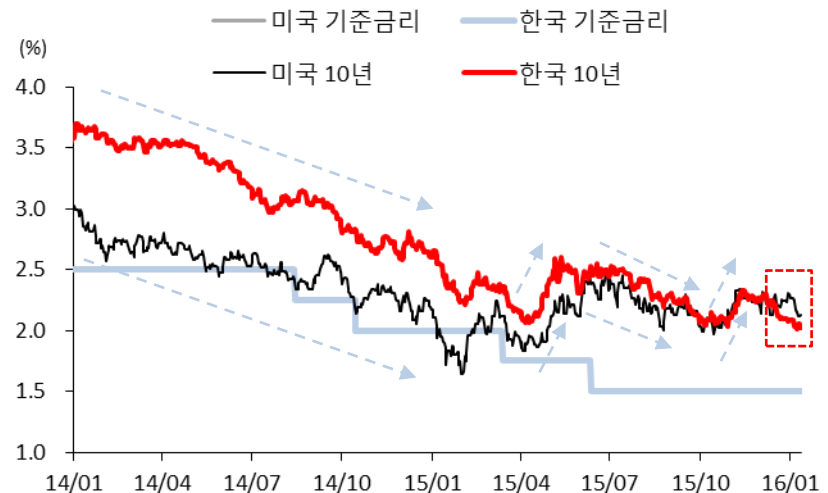
- 상반기에는 중국과 유가 요인으로 금리인하 기대가 지속될 전망
 - 한은과 연준의 통화정책 및 한·미 국채 금리 탈동조화
- 하반기에는 한·미 금리 역전이 금리변동에 제약으로 작용해 연준의 금리인상 속도에 영향을 받을 것으로 예상
 - 통화정책에 의해 결정되는 단기금리는 탈동조화가 유지될 수 있으나, 장기금리(10년)의 지속적인 탈동조화는 어려울 전망

(1) 한·미 2년 국채 금리: 탈동조화



자료: Bloomberg

(2) 한·미 10년 국채 금리: 동조화



자료: Bloomberg

미국 통화정책 전망

❖ 상반기 중 1회, 하반기 중 1~2회의 금리인상 예상

- 연준의 금리인상은 과거와 같은 긴축(tightening)이 아닌 금리정상화(policy normalization) 과정
 - 완만한 경기회복, 목표치를 하회하는 물가 수준, 양적 완화를 통해 시중에 공급된 초과유동성을 회수하지 않는다는 점을 고려할 때, 금리정상화는 점진적으로 장기에 걸쳐 이루어질 전망
- 중국의 금융불안 및 성장둔화 위험이 현저히 심화되거나, 유가 급락으로 달러강세와 글로벌 경기둔화 우려가 커지지 않는 한 연준의 금리인상은 지속될 전망
 - 해외 전문가들은 상반기 1~2회, 하반기 2회의 금리인상을 예상
- 금리인상에도 미국 금리 상승폭은 제한될 전망
 - 해외 전문가들은 금리인상에 따라 국채 금리의 완만한 상승을 예상

❖ ECB는 상반기 추가적 양적 완화 단행 가능

- 지난 해 12월의 양적 완화 정도가 기대에 미치지 못해 추가적 완화 여지 존재,
- 중국 및 유가 요인으로 디플레이션 우려가 확대될 경우 상반기 중 추가적 양적 완화 시행 전망

(1) 해외 전문가의 미국 금리인상 예상 경로 (상단기준)

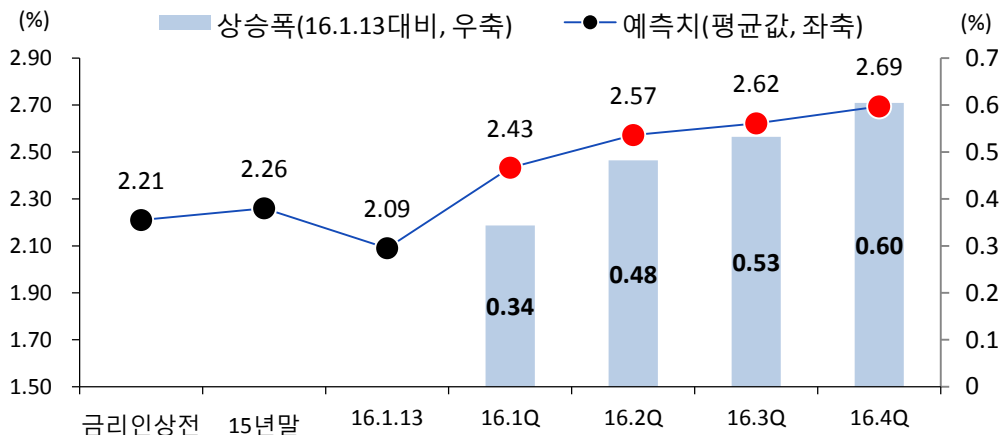
	1분기	2분기	3분기	4분기
평균	0.68	0.90	1.10	1.30
중간값	0.75	1.00	1.00	1.25

상반기	하반기
1회 (4개사/10개사)	1회 (1개사/10개사)
2회 (6개사/10개사)	2회 (9개사/10개사)

주 : 해외 주요 IB(10개사)의 1/14일 예측치

자료: Bloomberg, 각사 전망 보고서

(2) 해외 전문가의 미국 10년 금리 전망



주 : 해외 주요 IB(10개사)의 1/14일 예측치

국내 통화정책 전망

❖ 국내 통화정책은 상반기 중 중국과 유가 요인의 영향을 받을 것으로 예상되며, 하반기에는 독립적 기조가 유지될 전망

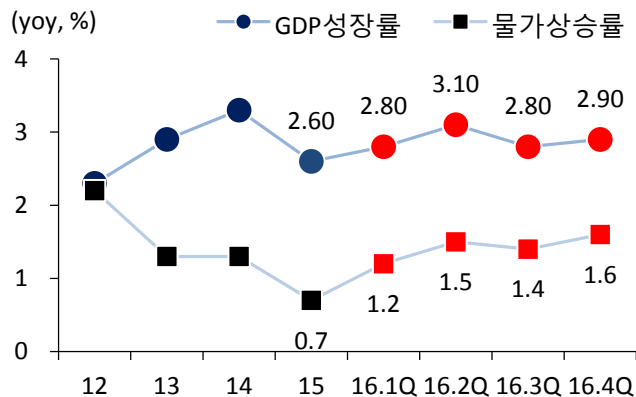
- 국내 경기는 2분기를 고점으로 전년대비 완만한 성장세가 전망되며, 물가는 4분기까지 점진적인 상승세를 유지하는 가운데 한은 목표수준에는 미치지 못할 전망 (국내외 주요 기관 전망)
- 중국 금융불안이 심화되거나 초저유가가 고착화될 경우 국내 경제의 하방위험이 확대될 전망
 - 1월 금통위 통화정책 운용방향에서 자본유출, 가계부채 증가세와 함께 미 연준의 통화정책 및 중국 금융·경제상황 변화에 주목할 것임을 천명
- 대외 요인의 동향 및 국내 경제에 대한 파급효과 평가에는 시간이 필요하나, 상반기 중 금리인하 필요성이 부각될 가능성이 높음
 - 미 연준의 1월 FOMC 결과가 주요국 통화정책 결정에 영향을 미칠 전망

(1) 국내외 기관의 연간 경제전망

	GDP성장률 ('15=2.6)	물가상승률 ('15=0.7)
한국은행, KDI	3.0	1.4
국내 기관	2.8	1.4
해외 기관	2.8	1.5

주 : 국내 기관 (증권사 및 연구기관 11개사)
해외 기관 (IB 및 연구기관 22개사)

(2) 국내 증권사 분기별 경제전망



주 : 국내 증권사 (9개사) 2016년 전망 보고서,
2015년은 한은 2016년 경제전망('16.1.14)

(3) 주요 기관 국내 통화정책 전망

국내 증권사 (15개사)		
인하(1회)	6개사	1Q(5개사), 2Q(1개사)
동결	6개사	
인상(1회)	3개사	3Q 또는 4Q
해외 IB (11개사)		
인하	6개사	1Q(3개사), 2Q(3개사)
동결	5개사	

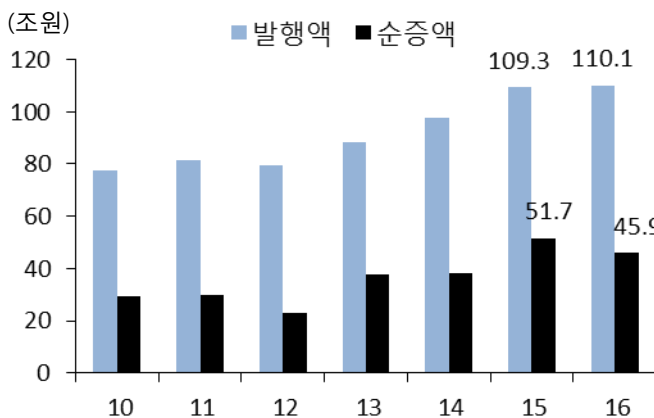
주 : 해외 IB(10개사)는 12월과 1월 예측치
국내 증권사 2016년 전망 보고서

국고채 수급 점검

❖ 국고채 수급은 장기물을 중심으로 공급 보다 수요가 우세할 전망

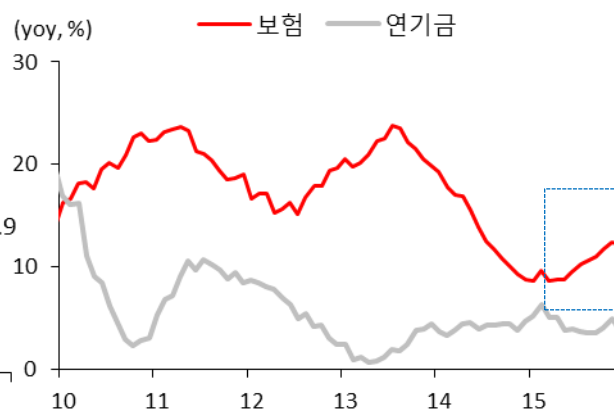
- 올해 국고채 발행한도와 순증 규모는 각각 110.1조원과 45.9조원이며, 월평균 발행액은 지난해와 비슷한 9.2조원 수준으로 예상
- 수요측면에서는 보험사와 연기금의 장기채 수요가 유지되는 가운데, 특히 2020년 IFRS4 2단계 도입을 앞두고 보험사의 만기 20년 이상 초장기채 수요가 확대될 전망
- 초장기채에 대한 초과수요는 국고채 수익률 곡선 평탄화 및 장기(10년 만기) 금리 하락요인으로 작용할 전망

(1) 연도별 국고채 발행금액



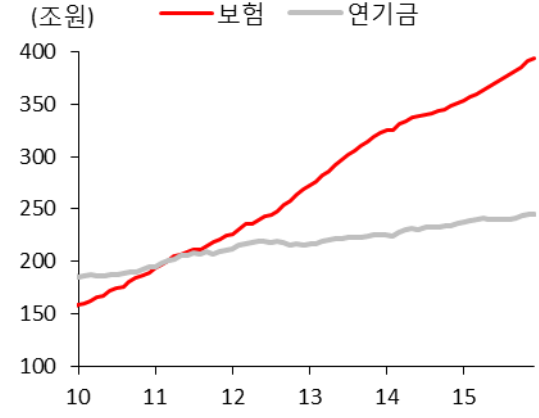
자료: 기획재정부

(2) 국내 기관 보유채권 잔고증가율



자료: 인포맥스

(3) 국내 기관 보유채권 잔액



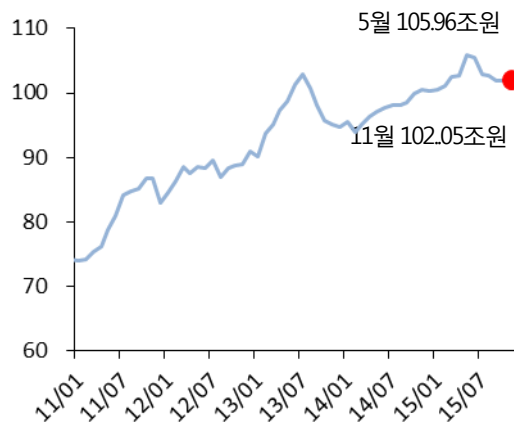
자료: 인포맥스

외국인 원화채권 투자 전망

❖ 채권시장에서 외국인 자금이탈 우려의 핵심은 장기국채로, 급격한 자금유출 가능성은 제한적

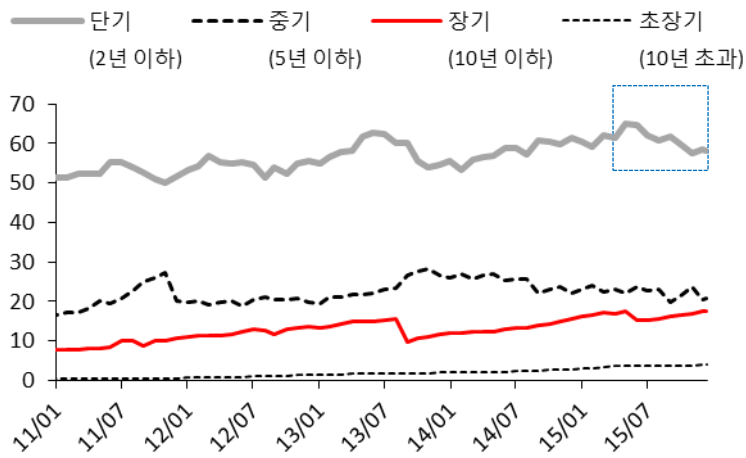
- 지난해 외국인 원화채권 보유잔고는 5월말 105.96조원에서 11월말 102.05조원으로 감소
- 6월 이후의 잔고감소는 주로 단기채권(만기 2년 이하 국고채 및 통안채)에 대한 매도 및 만기상환에 기인
- 선진국 중앙은행의 주요 투자 구간인 중장기 채권에 대한 투자는 지속
 - 미 연준의 금리인상 이후 지속되고 있는 한·미 금리역전(10년 구간)에도 급격한 외국인 자금이탈 가능성은 낮은 것으로 평가
- 우리나라의 양호한 펀더멘털 및 국가신용등급 향상이 주요 요인으로 작용
- 단, 한·미 금리역전 심화 및 환율 급변동에 따른 자금이탈 위험은 존재

(1) 외국인 원화채권 보유잔액 (조원)



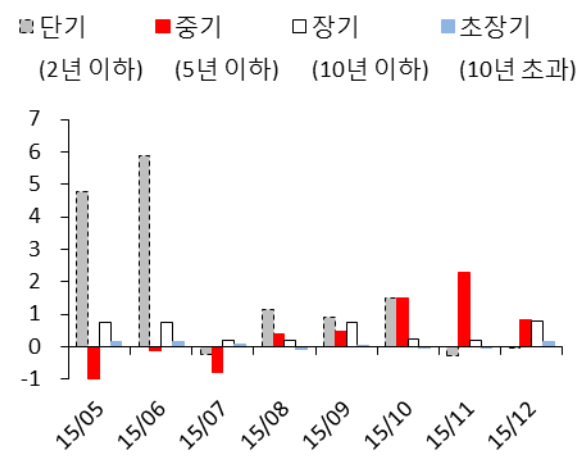
자료: 금융감독원

(2) 만기별 외국인 채권 보유잔액 (조원)



자료: 인포맥스

(3) 만기별 외국인 채권 순매수 (조원)



자료: 인포맥스

국고채 금리 전망 종합

❖ 상반기 중 금리는 하락추세를 유지할 전망

- 금리인하 기대가 지속되며 국고채 10년 금리의 1%대 안착이 가능할 전망

❖ 하반기에는 미국 금리인상 속도에 영향을 받을 것으로 예상

- 지난해 미국 금리인상 이후 한·미 금리 역전폭(10년 기준)은 20bp 내에서 유지
(2001년 이후 최대 역전폭은 2005년 40~50bp 수준으로 현 상황은 당시와 차별화)
- 연준이 1~2회의 금리인상을 단행할 경우 미국 금리 상승으로 국내 금리 하락이 제한될 전망 (상승전환도 가능)
- 연준의 금리인상이 지연될 경우 국고채 금리의 추가하락 가능

❖ 장단기 금리차는 연중 축소압력이 우세할 전망

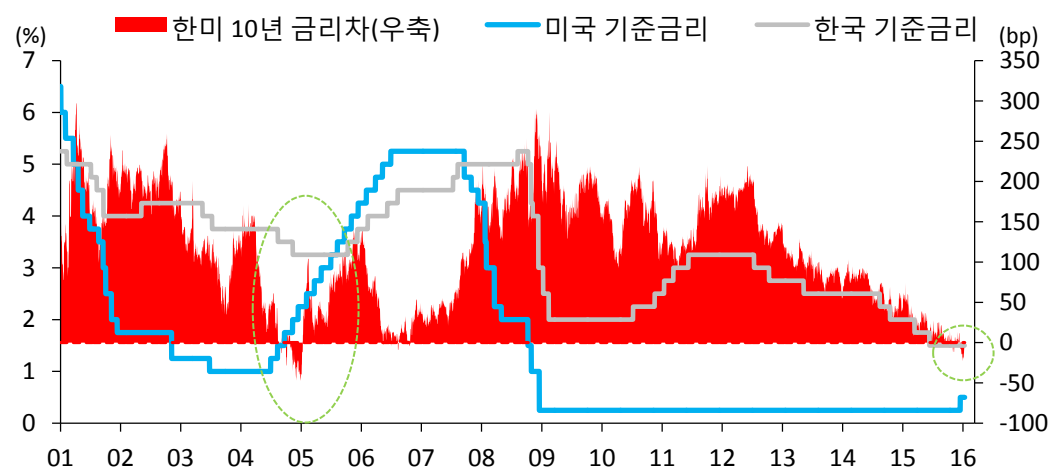
- 단기금리는 국내 통화정책의 영향으로 하락이 제한되는 반면 장기금리는 수요 확대 등의 영향으로 상대적인 하락폭이 클 것으로 예상

(1) 한·미 10년 금리



자료: Bloomberg

(2) 한·미 10년 금리차



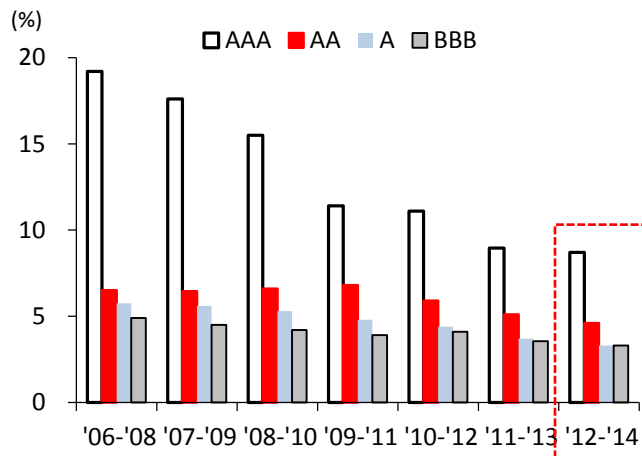
자료: Bloomberg

회사채시장 전망: 시장침체의 원인

❖ 지난해 하반기 회사채시장 경색은 기업실적 악화와 신용평가 체계의 변화가 주요 원인

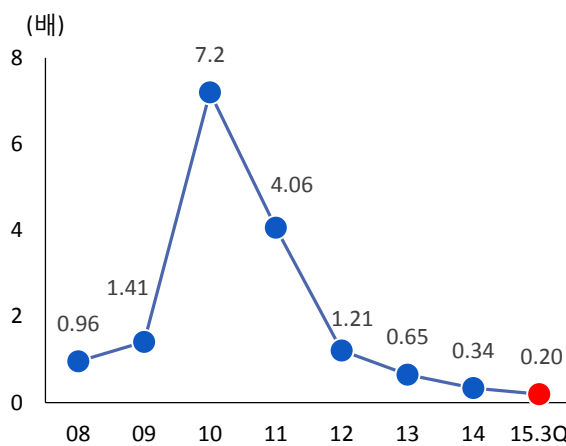
- 수주산업을 중심으로 대기업이 연이은 대규모 손실을 기록하며 기업실적에 대한 불확실성이 크게 증가
 - 2012~2014년에는 전 등급의 기업수익성이 금융위기를 전후한 기간 보다 악화
 - 3분기 유가증권시장 상장사 중 30%가 적자 (적자기업비중: 1분기 21% → 2분기 24% → 3분기 30%)
- 신용평가 방법의 변화가 기업실적 악화와 맞물리며 회사채 신용등급 하향조정이 빠르게 확산
 - 신용평가 방법의 변화
(정성적, 후행적) → (객관적인 트리거 조항 적용, 기업 신용위험 변화에 대한 선행성 강조)
 - 지난 해 신용등급 상하향 비율이 금융위기 이후 최저 수준
 - 신용등급 하향 추세가 AA등급까지 확산, 등급하락 업종 수도 크게 증가

(1) 신용등급별 기업수익성 (영업이익률)



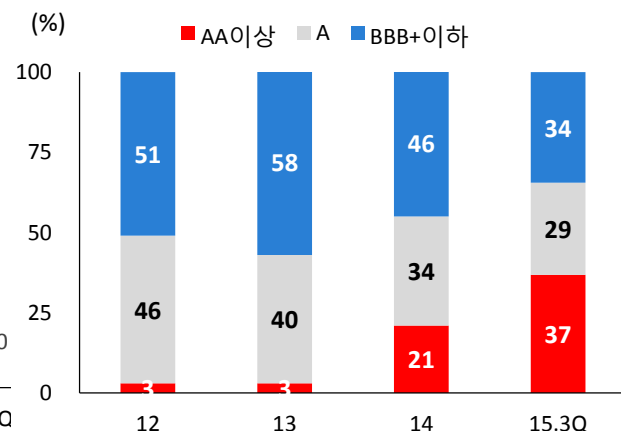
주 : 각 연도별로 도출된 등급별 중위수의 3개년 평균치
자료: KIS 신용평가

(2) 회사채 신용등급 상하향 비율



주 : 상하향비율=등급상승 기업 수/등급하락 기업 수
자료: 신용평가 3개사, 모든 수치는 3개사 평균
(부도기업 제외)

(3) 신용등급 하락 기업 중 등급별 비중



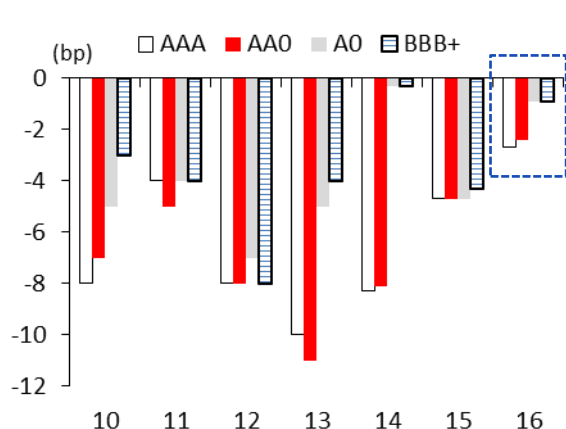
주 : 등급별 비중은 해당 연도에 신용등급이 하락한 전체 기업 중 각 등급에 속한 기업의 비율

회사채시장 전망

❖ 기업 펀더멘털 악화와 신용등급 하락 불확실성이 지속되는 가운데, 금융시장 변동성 확대로 회사채시장의 어려움이 지속될 전망

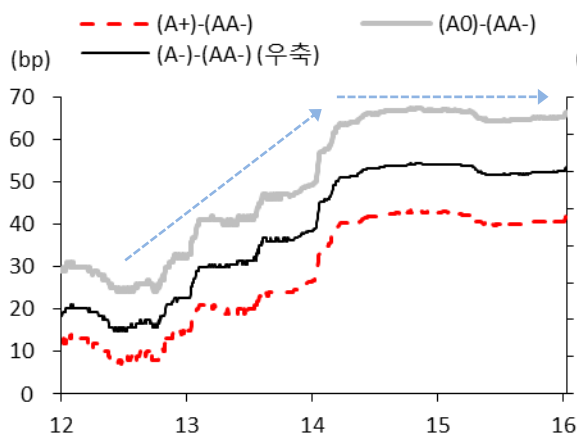
- 기업 신용위험에 대한 불확실성 해소 없이 회사채시장의 본격적인 회복은 어려울 전망
→ 한계기업과 취약업종에 대한 구조조정이 중요
- 신용등급 정상화 차원의 등급조정은 마무리 된 것으로 평가
→ 향후 신용등급 변화에는 기업 실적이 중요
- A등급 이하 회사채는 발행과 금리 측면 모두 어려움 지속 전망
- AA등급 회사채 또한 전반적 발행 여건의 빠른 회복이 난망한 가운데, 신용스프레드 확대추세도 지속될 가능성이 높아 선별적 투자 필요
→ AAA등급과 AA등급간 신용스프레드 차별화도 지속될 전망

(1) 회사채시장의 1월 효과



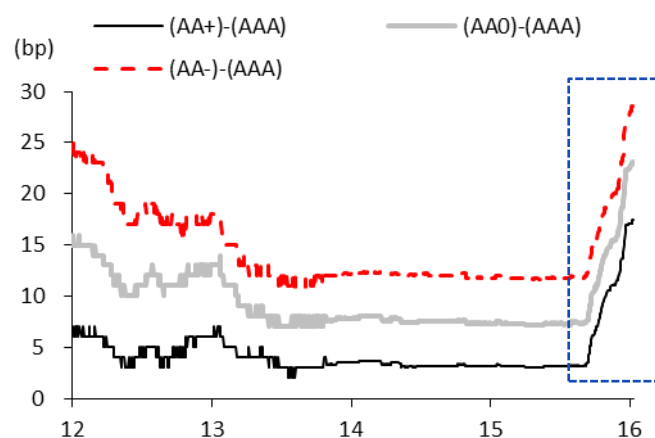
주 : 각 연도별 1월초와 1월말 신용스프레드 변화
자료: 인포맥스

(2) AA등급과 A등급간 스프레드 차별화



주 : 3년 만기 기준
자료: 인포맥스

(3) AAA등급과 AA등급간 스프레드 차별화



주 : 3년 만기 기준
자료: 인포맥스