

기준금리 2회 인상 이후 신용 스프레드 경로



Credit Analyst

차주희

☎ (02) 3772-2653

✉ juhuicha9@shinhan.com

김상인

☎ (02) 3772-2636

✉ ksi0612@shinhan.com

추가 인상 이어져도 경기 및 수급 여건 견조 시 신용 스프레드 축소 가능

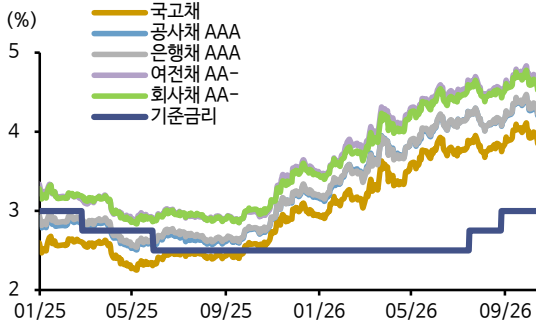
올해 회사채 신용 스프레드는 긴축 경계로 인한 금리 상승 속에 확대 흐름이 이어졌다. 다만 실제 기준금리 2회 인상 전후 금리와 신용 스프레드 약세는 제한됐다. 내년까지 두 차례 이상 추가 인상 우려가 존재하나 신용 스프레드는 연말까지 완만한 약세에 그치고 내년 연초효과 발현에 따른 강세 전환이 예상된다.

과거 기준금리 두 차례 인상 이후 추가 긴축에도 신용 스프레드가 축소됐던 사례가 존재한다. 2005년, 2010년에는 두 차례 인상 이후 신용 스프레드가 축소 또는 안정되는 모습을 보였다. 두 시기 모두 경기가 회복 구간에 접어든 국면으로 2회 인상 이후 추가 인상은 세 차례에 그쳤고 유입된 캐리 수요가 시장을 이끌었다. 반면 2021년은 긴축 가속화와 레고랜드 사태 등이 겹치면서 신용 스프레드가 크게 확대됐다. 이는 추가 긴축의 강도, 경기 여건, 수급에 따라 향후 스프레드 경로가 결정될 수 있음을 시사한다.

현재는 1) 내년까지 기준금리 두 차례 추가 인상이 예상되나 시장금리에 상당 부분 선반영돼 있어 이를 신용 스프레드 추가 약세 근거로 삼기 어렵다. 여기에 2) 성장과 기업 실적 개선으로 양호한 신용 여건이 뒷받침되고 있다. 3) 회사채 공급 부담이 낮은 상황에서 양호한 캐리 수요에 힘입어 순매수가 지속되는 점도 약세를 제한시키는 배경이다.

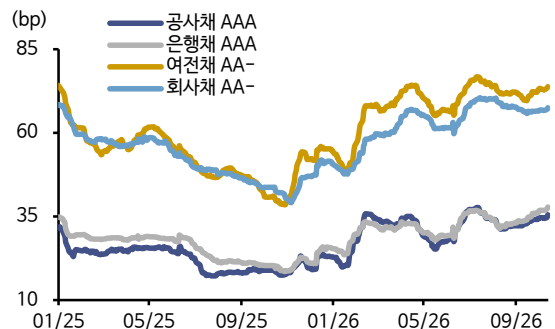
여전히 통화정책 불확실성과 고금리 부담에 따른 하위등급 차환 리스크에는 유의가 필요하다. 다만 연말 신용 스프레드 확대는 기준금리 불확실성보다는 계절성에 기인하면서 완만한 약세에 그칠 것으로 본다. 오히려 연초효과를 염두에 둔 선제적 포지셔닝 수요 유입으로 내년 강세 전환을 도모할 것으로 기대한다.

긴축 경계 속 기준금리 2회 인상



자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 3년물 기준

신용 스프레드 완만한 확대 추세



자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 3년물 기준

① 기준금리 추가 인상에도 스프레드 축소

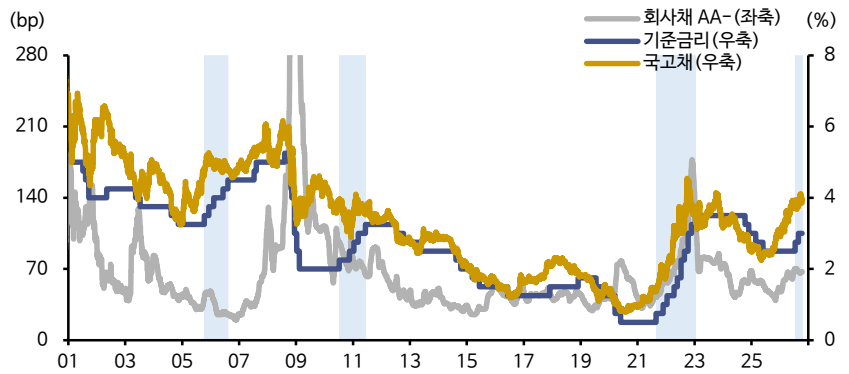
올해 기준금리 2회 인상.
두 차례 추가 인상으로
최종 기준금리 3.50% 전망

기준금리 3회 이상 인상된
시기는 2005년, 2010년,
2021년

올해 한국은행은 수출 및 내수 회복에 따른 성장세 강화, 수요 측 물가압력 증대, 가계부채 확대 등에 대응하기 위해 7월, 8월 연속 두 차례 기준금리 인상을 단행했다. 견조한 성장 및 물가압력이 지속되는 가운데 지정학적 위험 장기화로 대외 여건이 악화됐으며 글로벌 긴축 압력이 높아진 상황이다. 이에 당사는 올해 4분기 및 내년 상반기 각각 25bp씩 두 차례의 추가 인상을 전망한다.

2001년 이후 기준금리 인상기 중 금리 인상이 3회 이상 단행된 시기는 2005~2006년(5회), 2010~2011년(5회), 2021~2023년(10회)이 있다. 2005년에는 민간소비와 수출을 중심으로 경기가 회복되면서 긴축이 진행됐다. 2010년에는 글로벌 금융위기 이후 빠르게 경기가 회복을 보인 시기다. 2021년은 팬데믹 이후 급등한 인플레이션으로 긴축 가속화가 나타난 가운데 2022년 레고랜드 사태 등 금융시장 불안이 동반됐다.

2001년 이후 기준금리 및 국고채 금리, 회사채 AA- 신용 스프레드 추이



자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 3년물 기준

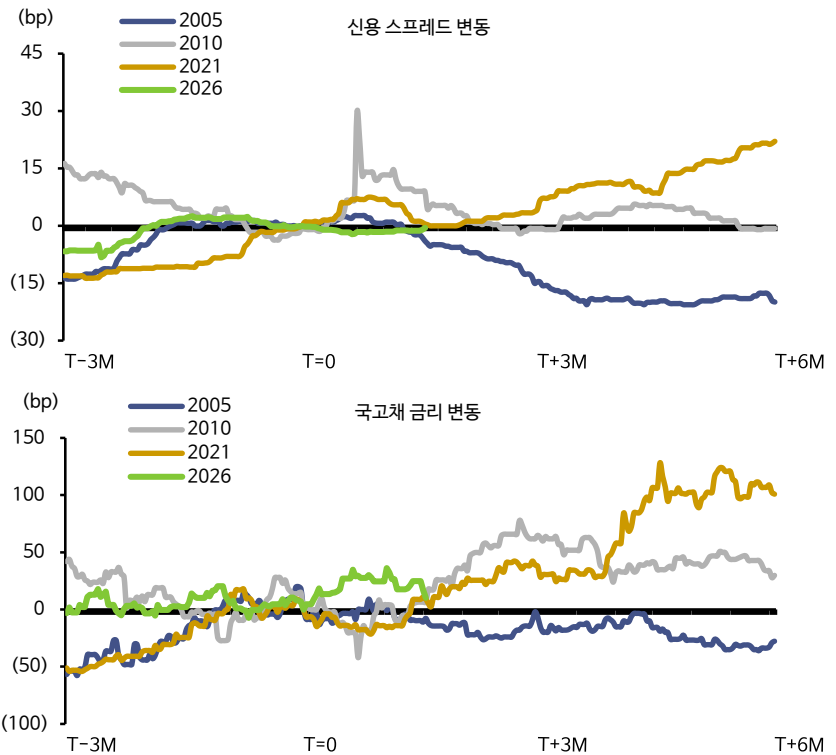
2회 인상 이후 2005년과
2010년에는 신용 스프레드
축소 및 안정. 2021년에는
확대

추가 인상에도 경기 여건
건조 시 신용 스프레드
축소 가능

각 금리 인상기 두 번째 인상 시점을 T=0으로 설정하고 이전 3개월(T-3M)에서 이후 6개월(T+6M) 까지 회사채 AA- 신용 스프레드 및 국고채 금리 변동을 분석해봤다. 세 차례 추가 기준금리 인상이 단행된 2005년과 2010년에는 T=0 이후 신용 스프레드가 축소 및 안정되는 모습을 보였다. 반면 2021년에는 팬데믹 이후 긴축 가속화와 레고랜드 사태 등 유동성 위축이 겹치면서 금리 및 신용 스프레드가 모두 큰 폭 확대됐다.

2005년에는 경기 회복이 이뤄지는 가운데 국고채 금리가 하락하면서 뚜렷한 신용 스프레드 축소가 나타났다. 2010년에는 추가 긴축 전망 반영으로 국고채 금리가 상승했으나 신용 스프레드는 경기 및 기업 신용 회복을 바탕으로 안정적인 움직임을 보였다. 과거 사례는 추가 인상 자체보다 경기, 수급 여건이 스프레드 경로에 더 중요한 변수일 수 있음을 시사한다.

기준금리 2회 인상 이후 회사채 AA- 신용 스프레드 및 국고채 금리 변동

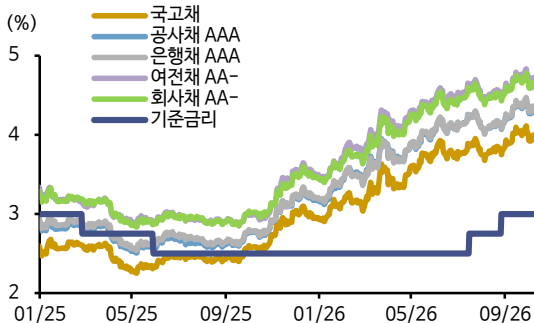


자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 3년물 기준

추가 긴축 예상 범위 내에
머무르며 신용 스프레드
확대 압력 제한적 전망

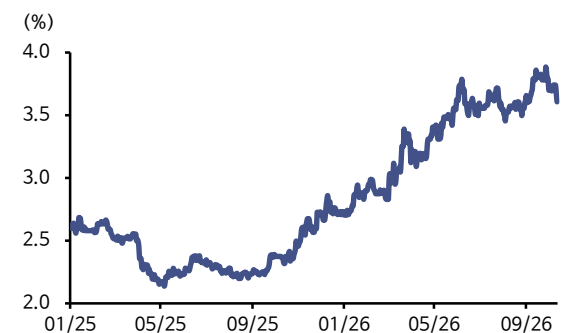
현재 시장금리는 추가 2~3회 인상을 선반영하고 있고, 최근 OIS 금리는 하락 전환하는 등 시장 컨센서스 이상의 추가 긴축 우려는 줄어든 상황이다. 최종 기준금리 수준이 예상 범위 내에 머무르면서 금리 변동성이 완화되고 신용 스프레드 확대 압력은 크지 않을 것으로 예상된다. 견조한 경기 및 수급 여건 고려 시 내년 강세 전환도 기대해볼 수 있다.

올해 긴축 전망 선반영으로 국고채 금리 상승



자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 3년물 기준

KOFR OIS 2년물 금리 하락 전환



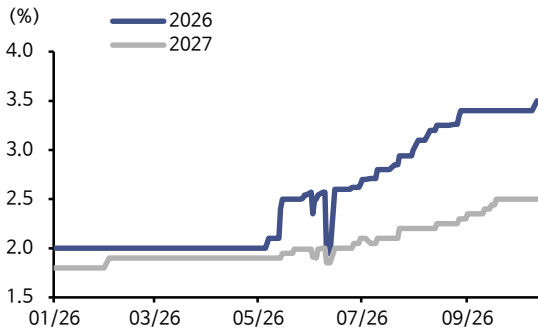
자료: 인포맥스, 신한투자증권

② 양호한 경기 및 신용 여건

펀더멘털 측면 성장세 및 기업 실적 견조

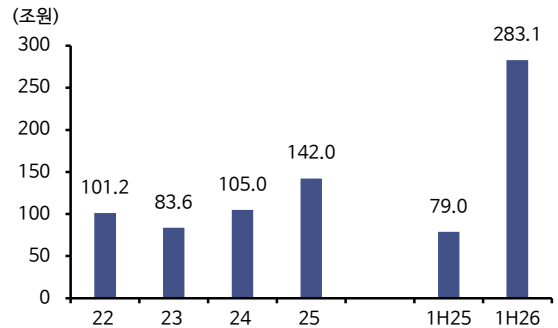
펀더멘털 측면에서 경기 및 신용 여건이 양호하게 뒷받침되고 있다. 올해 연간 GDP 전망치는 상향 조정을 거듭하고 있고 상반기 기업 실적은 역대 최대치를 달성했다. 8월 한국은행은 글로벌 AI 투자 확대에 따른 반도체 수출 호조를 주요인으로 올해 연간 성장률 전망을 3.3%로 상향 조정했다. 견조한 성장세는 내년에도 이어질 것으로 예상돼 우호적 경기 여건 지속이 전망된다.

한국 GDP 성장률 컨센서스 상향 조정



자료: Bloomberg, 신한투자증권

회사채 발행사 합산 당기순이익 추이

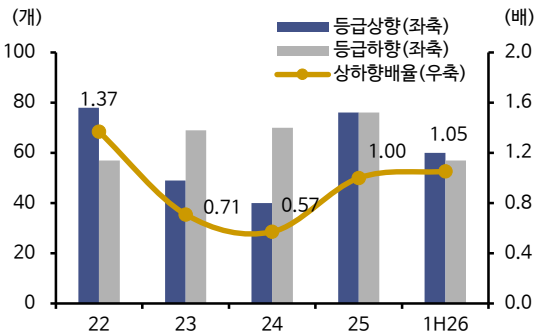


자료: 에프앤가이드, 신한투자증권 / 주: 비금융사 297개 기준

신용등급 상하향배율 상향 우위 전환

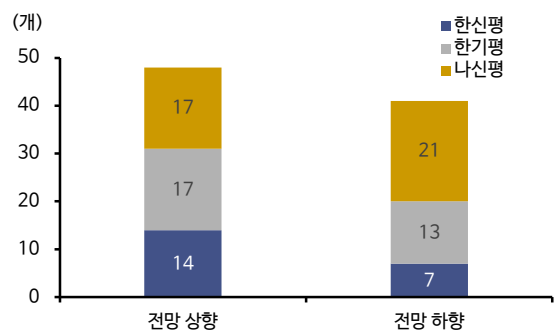
기업 신용도 측면에서도 개선세가 이어지고 있다. 올해 상반기 신용평가사 합산 장·단기 신용등급 상하향배율은 1.05배로 2025년부터 시작된 상승세가 지속됐다. 등급 전망 변동도 상향 48건, 하향 41건으로 상향 우위 기조가 나타났다. 등급 및 업종별 신용 양극화가 지속되는 점은 우려스러운 부분이다. 고금리 장기화 속 하위등급에 대한 부정적 등급 전망도 유의가 필요하다. 다만 전반적인 경제 성장 및 기업이익 개선세가 신용도를 방어할 전망이다.

장·단기 신용등급 상하향배율 상향 우위 지속



자료: 신용평가 3사, 신한투자증권

상반기 등급 전망 변동에서도 상향 우위



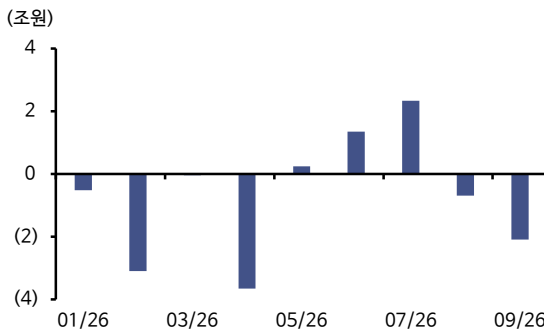
자료: 신용평가 3사, 신한투자증권

③ 우호적 수급 여건

회사채 순상환으로 공급 부담 낮은 상황에서 개인, 은행 등 순매수 유입

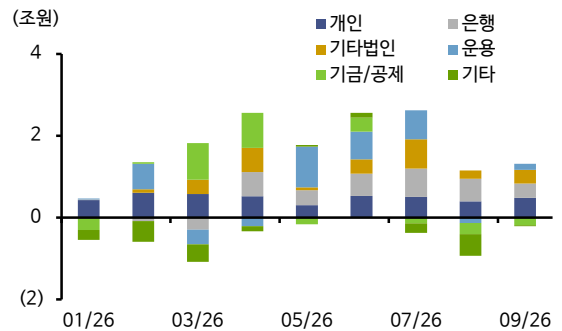
수급적으로는 공급 부담이 낮아진 상황에서 양호한 캐리 수요에 힘입어 순매수가 지속되고 있다. 올해 금리 급등으로 다수 기업들이 회사채 발행 대신 은행대출, 단기자금시장 등으로 조달 다각화 노력을 기울였다. 이에 회사채는 올해 9월까지 누적 6.1조원의 순상환을 기록했다. 발행이 제한적인 가운데 개인, 은행 등이 매수에 나서며 순매수는 올해 9월까지 누적 11.4조원을 기록했다. 향후 금리 변동성 완화 시 회사채 발행이 증가할 가능성이 있다. 다만 생산적 금융으로 은행이 기업대출을 늘려 조달 부담을 낮춰주고 있고, 캐리 수요 기반으로 회사채 물량 소화도 원활할 것으로 예상된다. 회사채 급증 우려는 제한적일 것으로 본다.

회사채 월별 순발행. 공급 부담 낮은 상황



자료: 인포맥스, 신한투자증권

회사채 투자자별 월별 순매수 추이

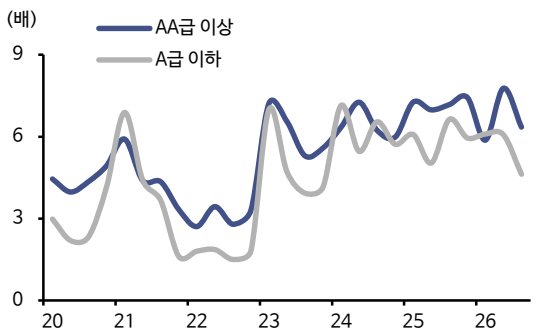


자료: 인포맥스, 신한투자증권

수요예측 경쟁률 양호. 금리 인상기에도 MMF, 채권형자금 이탈 제한적

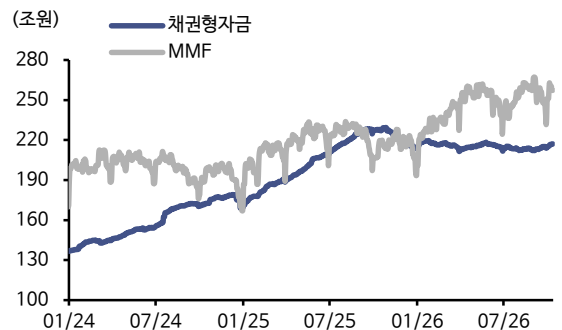
수요예측 경쟁률 또한 양호한 수준으로 미매각 등 기업들의 자금조달 위험은 크지 않은 것으로 판단한다. 금리 불확실성에 유효경쟁률이 전반적으로 소폭 낮아지긴 했으나 절대적으로는 양호한 수준에 머무르고 있다. 채권형자금 및 MMF의 경우 금리 인상기에도 자금 이탈이 제한적인 모습이다. MMF는 분기 말 이후 유출된 자금이 회복됐으며, 채권형자금은 높아진 캐리 수요로 인해 자금 재유입 조짐이 나타나고 있다. 대체적으로 수급 여건은 우호적인 상황이라 볼 수 있다.

수요예측 유효경쟁률 양호한 수준



자료: Dart, 신한투자증권

MMF, 채권형자금 인상기에도 이탈 제한적

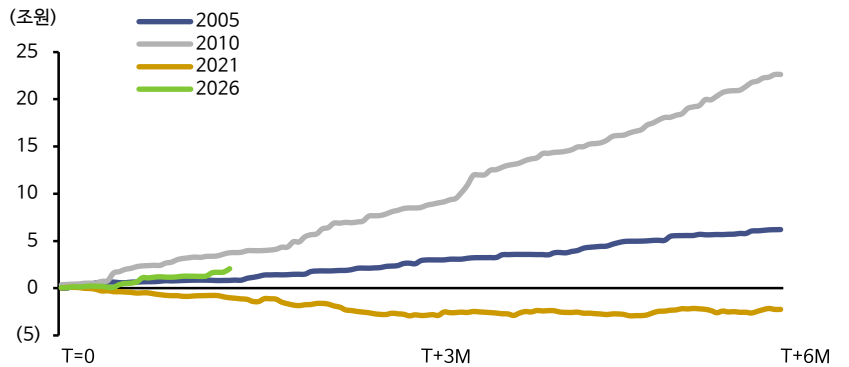


자료: 인포맥스, 신한투자증권

스프레드 축소 및 안정 보인 2005년, 2010년과 같이 회사채 누적 순매수 증가세

과거 인상기 수급을 살펴보면 2005년과 2010년에는 회사채 누적 순매수가 증가세를 보이면서 우호적 수급 여건이 형성돼 신용 스프레드에 강세 압력을 더했다. 반면 급격한 긴축이 진행된 2021년에는 금리 급등으로 인한 채권 투심 위축이 나타났고 회사채는 누적 순매도를 기록해 신용 스프레드 확대로 이어졌다. 현재는 양호한 수급 여건 속 캐리 수요를 기반으로 누적 순매수가 증가세에 있어 신용 스프레드 강세 압력이 기대된다.

기준금리 2회 인상 이후 회사채 누적 순매수



자료: 인포맥스, 신한투자증권

초우량물 공급 부담은 우려 요인

초우량물 공급 부담이 전체 크레딧 섹터 수급을 구축시킬 가능성에는 유의가 필요하다. 정부의 부동산 정책으로 LH 중심 부동산 섹터 대규모 순발행이 예상된다. 은행채는 생산적 금융으로 높은 수준의 특은채 발행이 이어질 전망이다. 초우량물 공급이 높게 지속될 경우 여타 섹터 수요를 흡수해갈 우려가 있다.

전체 신용 스프레드 확대 보다는 초우량물 상대 약세 예상

그럼에도 내년 동반되는 크레딧 수요 개선이 강세 논리로 작용할 전망이다. 금리 상단이 확인된 가운데 주식 상승 속도가 완만할 것으로 보여 높은 캐리 수요 유입이 예상된다. 일부 초우량물 수급 부담이 작용할 수 있겠으나 전체 신용 스프레드 확대를 이끌기보다는 초우량물이 상대 약세를 보이는 차별화를 예상한다.

2회 금리 인상에도 신용 스프레드 안정적 흐름 유지

올해 두 차례의 인상 후에도 상위등급 회사채 신용 스프레드는 60bp대 후반 수준에서 안정적인 흐름을 유지하고 있다. 최종 기준금리 전망 상향 조정으로 금리 불확실성이 높아진대거나 하위등급 차환 우려가 확대되는 경우에는 스프레드 확대가 불가피할 것으로 예상된다. 연말 계절적 수급 약화도 신용 스프레드 확대 요인이다.

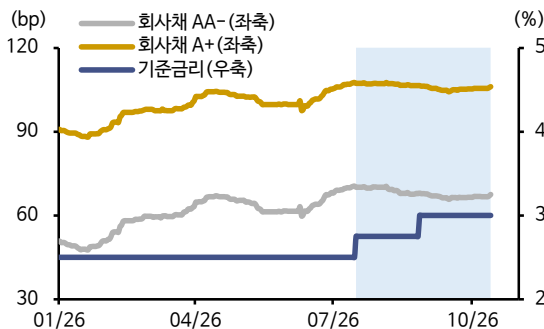
양호한 경기 및 수급 여건에 신용 스프레드 연말까지 제한적 확대 예상

다만 현재는 금리 불확실성이 누그러지는 가운데 2005년 및 2010년 당시와 같이 양호한 경기 및 수급 여건이 뒷받침되고 있다. 경제 성장 및 신용도 개선이 이어지는 상황에서 회사채 투자자 순매수는 지속되고 있다. 기준금리 추가 인상 우려에도 회사채 신용 스프레드는 연말까지 제한적 확대가 예상된다.

최종 기준금리 수준 시장 예상 범위 내 머무를 시 연초효과 발현 기대

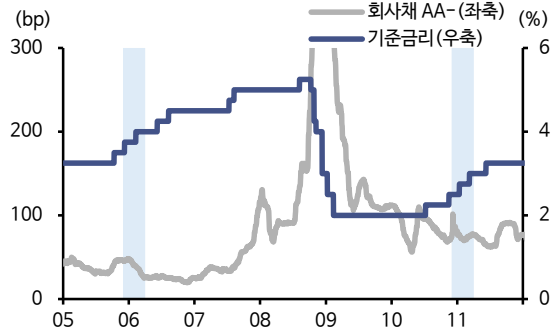
내년 연초효과 발현 또한 기대해볼 수 있다. 향후 금리 인상이 시장 예상 범위 내에서 마무리될 경우 금리 불확실성이 완화되면서 크레딧 투심 회복이 가능할 전망이다. 2005년, 2010년 금리 인상기에도 연초효과 발현으로 신용 스프레드는 축소를 기록한 바 있다. 연초 기관 자금 집행 재개와 함께 우호적 수급에 기반한 신용 스프레드 강세 전환을 기대한다.

기준금리 인상에도 신용 스프레드 안정적 흐름



자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 3년물 기준

2005년, 2010년 인상기에도 연초효과 발현



자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 3년물 기준

Compliance Notice

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 차추희, 김상인).
- 본 자료는 회사채 관련 Credit 이슈에 대해 기술한 자료이므로 주식 및 주식관련 상품에 해당하는 컴플라이언스 규정을 적용하지 않음을 알려드립니다.
- 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시장에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 중독의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.