

# iM Weekly Credit

## 섹터간 금리 차에서 찾아보는 시장의センチ먼트

Credit Brief

[크레딧] 이승재 2122-9143 lsj7845@imfnsec.com

### Check Point

1. 공사채-은행채 금리 차 역전 현상은 공급부담에 대한 인식 차이에서 비롯
2. 여전채-회사채 금리 차 확대 현상은 수요와 시장금리 변동성이 영향을 미치고 있는 것으로 판단
3. 결론: 현재 금리 차이를 이용해 단기적으로는 차익 전략을 고민해볼 만 하나, 중기적으로는 보수적 대응 유효

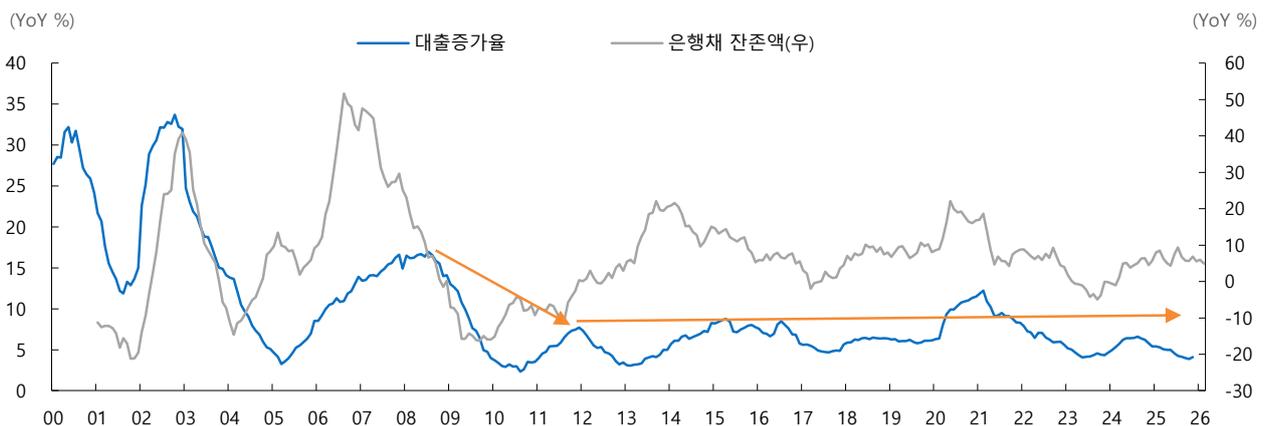
### 공사채-은행채 금리 차 역전 현상은 공급부담에 대한 인식 차이에서 비롯

최근 들어 크레딧 시장에서 보이고 있는 특징적인 현상은 초우량-우량채 사이들에서 나타나고 있는 금리 차 변동이다. 첫 번째는 공사채 AAA 3년물과 은행채 AAA 3년물 간 금리 차이의 역전 현상 지속이다. 지난 11월에도 한전채 오버발행으로 인해 은행채와의 금리 역전현상이 나타난 바 있으나 3일간 지속 및 +0.5bp 수준에서 제한되었던 바 있다. 현재는 2/9일부터 역전현상이 시작되어 지난 2/20일에는 +2.7bp까지 확대, 현재까지도 역전현상이 지속되고 있다. 최근 들어 공사-은행채 간 금리 역전현상이 장기화된 지점은 22년 8월 이후 처음이다.

공사채-은행채 간 금리 역전현상은 초우량채이긴 하나 각자가 가지고 있는 지위 속에서 자주 있었던 일은 아니다. 과거 사례를 추적해 본다면 10년부터 13년말까지, 그리고 22년 하반기를 꼽을 수 있다. 그리고 각각에서 금리 역전이 나타났던 이유는 다양한 부분이 있겠지만 각 채권의 공급에 대한 인식의 차이가 존재했다. 10년~13년 공사채의 경우 SOC 부문에서 투자가 진행됨과 동시에 지방 공기업과 에너지 공기업의 채권 발행도 평시 대비 증가해 있었다. 반면 은행채의 경우 08년 금융위기를 겪으면서 은행들의 대출태도가 강화되었고, 예대율 규제 등 자본건전성 강화로 대출증가율이 확연히 과거대비 억제되는 모습이 나타났다. 이에 은행채는 공사채와 대비해 과거대비 순발행이 감소해 있는 국면에 있었다. 22년 8월도 마찬가지로 공사채는 우-러 전쟁으로 인한 유가 등 에너지가격 불안정으로 한국전력공사에서 전력판매가-구매가 스프레드가 역전되면서 역마진 형성, 불가피하게 대규모 채권 발행이 발생했던 바 있다. 이 시기에도 공사채와 은행채의 순발행 추이는 대조적인 모습을 보였다.(물론 그 이후에는 강원중도개발공사 회생 신청 사태도 시장 변수로 작용)

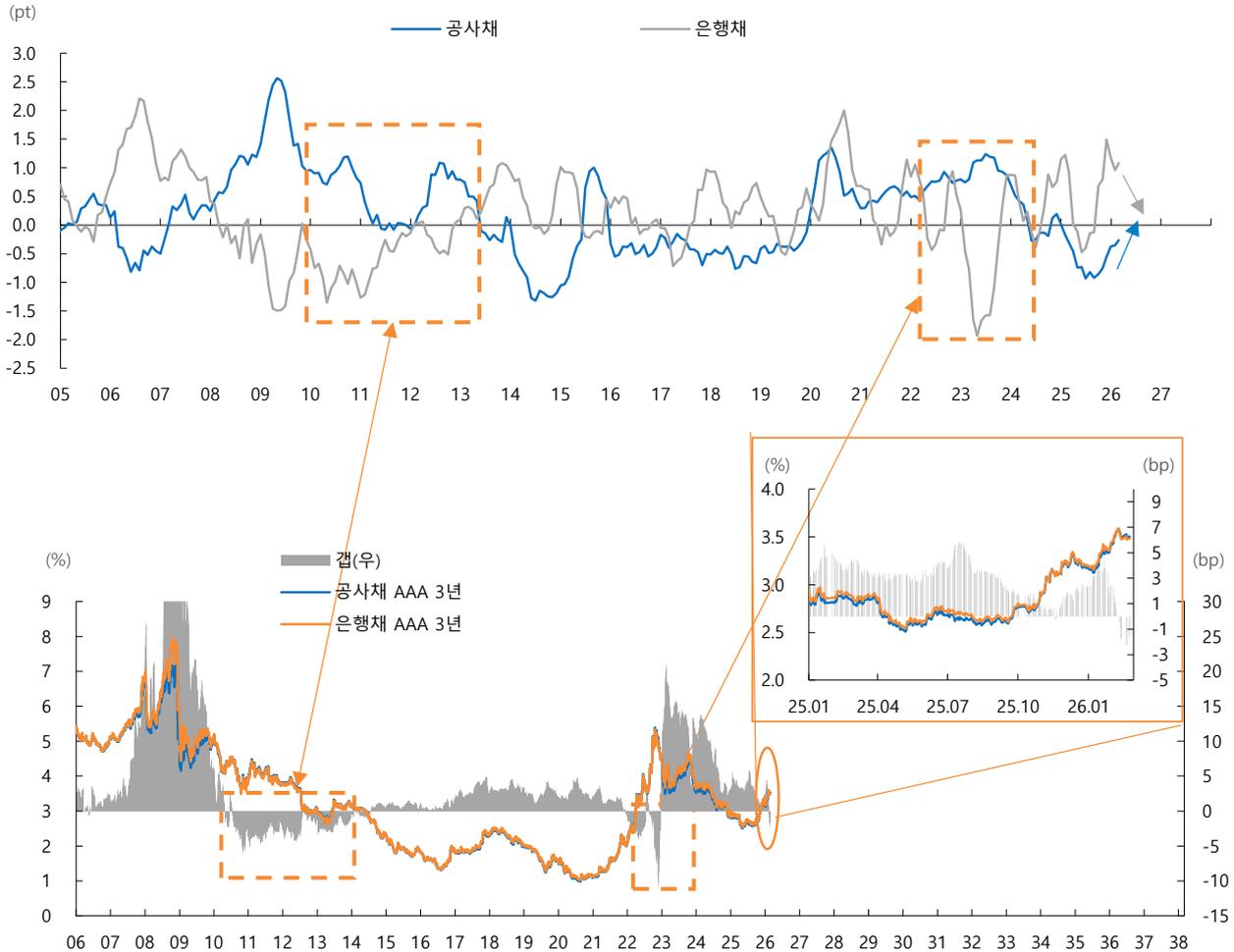
결론적으로 현재 공사채와 은행채 금리 차가 역전되어 있는 현상은 현재 나타나고 있는 금리 불안정성 이외에도 각 섹터의 채권공급 향방에 대한 투자자들의 인식이 반영되어 있다고 판단된다.

그림1. 대출증가율과 은행채 잔존액 증가율 추이: 08년 금융위기 이후 대출태도 강화 + 10년 예대율 규제 도입 이후 대출증가율은 급락 후 정체를 보였음



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림2. (상)공사채 및 은행채 순발행 Z-score & (하)공사채-은행채 금리 스프레드: 10년부터 공사채는 과거 평균대비 순발행이 많았고, 은행채는 채권발행 회복 중이었으나 순상환기조 & 과거대비 순발행 적었음. 22년도 마찬가지로 공급에 대한 인식에서 금리 역전 현상이 발생



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

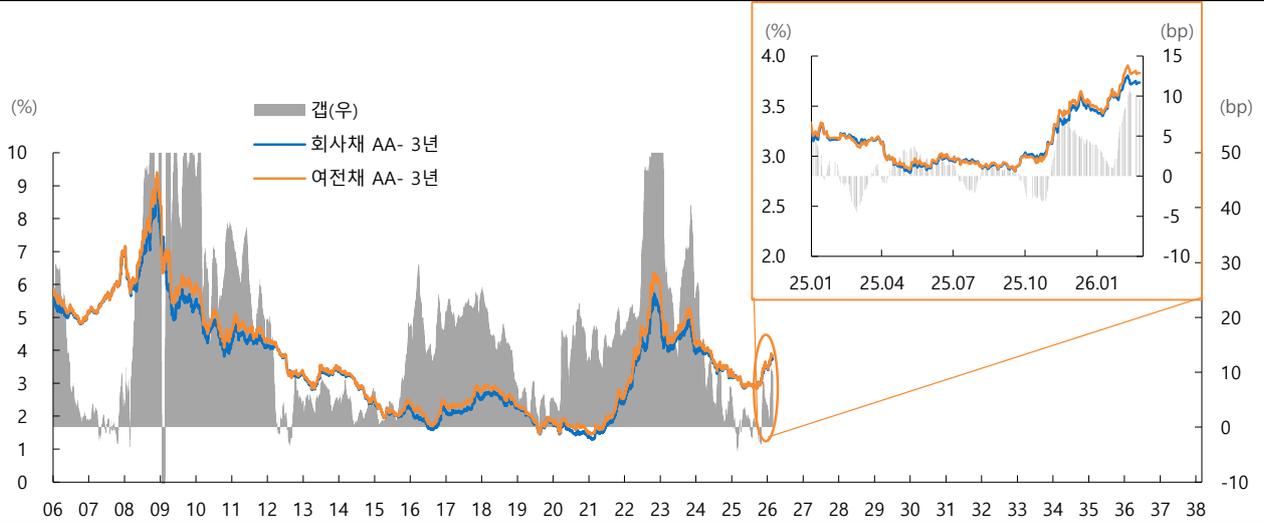
주: z-score는 순발행 6개월 평균치를 토대로 산출

**여전채-회사채 금리 차 확대 현상은 수요와 시장금리 변동성이 영향을 미치고 있는 것으로 판단**

한편으로는 여전채-회사채 금리 차이가 확대되고 있는 현상도 포착된다. 2/25일 기준 여전채-회사채 금리 차이는 +9.0bp로, 작년 하반기 고점(11/14)이었던 +8.0bp보다 확대되어 있다. 작년 여러 차례 여전채와의 금리 차가 역전되며 여전채 투심이 활기를 보였던 바 있으나 현재의 경우에는 투심이 약화된 모습이 포착된다. 특히 국고대비 여전채 스프레드(AA- 3년물)는 연초대비 약 15bp 확대되면서 25년 초 수준으로 되돌아갔다. 회사채 동일물의 경우에도 스프레드가 연초대비 9bp 가량 확대되긴 했으나 여전채의 언더퍼폼이 심화된 상황이다. 여전채와 회사채 간 금리 차 확대는 기존 크레딧 이벤트 시기 수준에 비하면 과도하지 않은 국면에 있으나 단기 시계열에서는 투자 판단에 있어 변화를 줄 수 있을만한 수준이라고 판단한다.

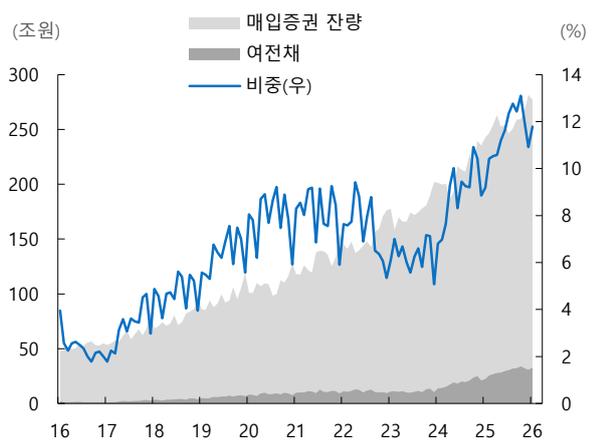
여전채와 회사채 모두 과거 대비 순발행이 많은 국면에 있으나 최근 들어 공급량이 줄어들고 있어 공사채와 은행채 간 금리 차 역전 현상처럼 공급에서 원인을 찾기는 부족하다. 그렇다면 수요에서 찾아야 하는데, 이 지점에서 여전채의 작년 아웃퍼폼에 영향을 주었던 레포시장 관련해서 변화된 움직임이 포착된다. 레포시장 내 매입증권 잔량 중 여전채가 차지하는 비중은 작년 10월 13.09%까지 상승하며 16년 1월 3.95%대비 약 4배 성장했으나 국고금리 급등과 RP금리의 변동성이 확대된 후 26년 1월 기준 11.78%까지 하락했다. 여전채 금리가 가파르게 올라있기 때문에 RP금리와와의 갭이 큰 폭으로 확대되어 레포펀드 편입에 있어 압박이 있는 수준은 아니나 금리 변동성이 커진 점이 걸림돌로 작용하고 있다. 여전채-회사채 금리 차 역전 현상은 섹터별 특정 수요와 시장금리 변동성이 영향을 미치고 있는 것으로 판단된다.

그림3. 여전채-회사채 간 스프레드 갭 확대 심화



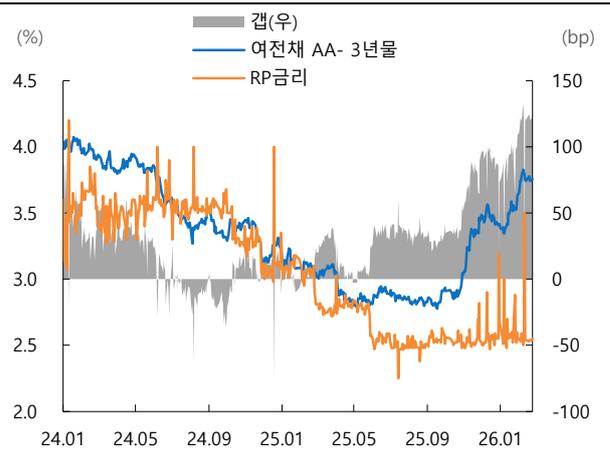
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림4. 레포 매입증권 잔량에서 여전채가 차지하는 비중은 1월 소폭 회복했으나 고점대비해서는 회복세 미미



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림5. 여전채 및 RP금리 추이



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

**결론: 현재 금리 차이를 이용해 단기적으로는 차익 전략을 고민해볼 만 하나, 중기적으로는 보수적 대응 유효**

초우량물과 우량물 간 섹터별 금리 차에서 나타나고 있는 특징은 정상화를 염두에 둔 차익전략을 고민해볼게 만든다. 정부 차원에서 1분기 공적채권 발행을 6조원 축소하기로 하는 등 채권시장 불확실성을 제어하기 위한 조치들이 논의되어 단기적으로 공급 조절에 대한 시장 기대감이 증가하는 국면에 있게 되었다. 2월 금통위 또한 최소한 올해 금리인상에 대한 우려감을 없앴다는 평가를 받으며 단기 중심 국고금리 하락세를 형성했다. 단기적으로는 롱 심리가 발생하고 크레딧センチ먼트가 회복될 수 있는 부분이 충분히 존재한다는 전제 하에 현재 금리 차이를 이용한 단기적 차익전략에 대해 고민해볼 만한 하다. 다만 중기적으로는 여전히 남아있는 첨단기금채, 특은채 등 초우량물에 대한 올해 물량 부담감 + 26년 소비자물가 전망치 2.2%로 상향에서 나타났듯이 환율과 유가의 기저효과에서 찾아오는 물가의 V자 반등에 따른 금리인상 프라이싱 재발 가능성 등을 고려해야 한다. 따라서 중기적으로는 보수적으로 전략을 고민하는 것이 유효하다고 판단한다.

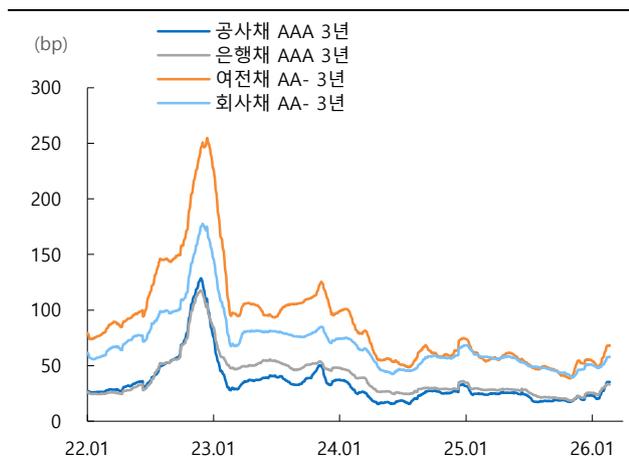
표1. 주요 채권 금리 및 스프레드 변동

구분	금리					신용스프레드					금리 변동(1W, bp)					신용스프레드 변동(1W, bp)					
	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y	
국고채	2.65	3.14	3.39	3.50	3.54	-	-	-	-	-	0.4	0.0	-0.3	-2.0	-2.8	-	-	-	-	-	
공사채	2.95	3.49	3.66	3.66	3.76	36.0	35.3	27.2	16.1	21.8	-0.6	0.0	-0.2	-1.9	-2.7	-0.4	0.0	0.1	0.1	0.1	
은행채	2.92	3.47	3.68	3.71	3.98	33.5	33.0	29.6	20.6	44.0	-1.8	-0.5	-0.5	-1.4	-2.8	-1.6	-0.5	-0.2	0.6	0.0	
여전채	AA+	3.11	3.69	3.75	4.05	4.92	52.2	54.6	36.4	55.0	137.9	-1.5	-0.2	-0.2	-2.1	-2.8	-1.3	-0.2	0.1	-0.1	0.0
	AA0	3.13	3.74	3.94	4.27	5.09	53.9	60.3	55.4	77.3	154.9	-1.2	0.0	-0.2	-2.0	-2.8	-1.0	0.0	0.1	0.0	0.0
	AA-	3.18	3.82	4.03	4.48	5.31	59.6	68.2	64.5	98.0	177.5	-1.2	0.2	-0.2	-2.0	-2.8	-1.0	0.2	0.1	0.0	0.0
	A+	3.54	4.60	5.17	5.38	6.00	95.3	145.6	178.0	187.5	246.6	-1.3	0.1	-0.3	-2.1	-2.8	-1.1	0.1	0.0	-0.1	0.0
	A0	4.23	5.37	5.83	5.90	6.43	163.8	223.2	243.9	240.2	288.8	-1.4	-0.3	-0.3	-2.1	-2.8	-1.2	-0.3	0.0	-0.1	0.0
	A-	4.79	6.02	6.47	6.55	7.07	219.9	287.8	308.7	305.2	353.4	-1.4	-0.3	-0.2	-2.0	-2.8	-1.2	-0.3	0.1	0.0	0.0
회사채	AAA	3.11	3.54	3.72	3.76	4.05	51.9	39.7	33.7	26.2	50.9	-0.5	0.4	-0.6	-1.9	-2.9	-0.3	0.4	-0.3	0.1	-0.1
	AA+	3.17	3.64	3.80	3.87	4.33	58.4	49.5	40.8	36.7	79.0	-0.4	0.2	-0.3	-1.9	-2.9	-0.2	0.2	0.0	0.1	-0.1
	AA0	3.21	3.67	3.86	3.97	4.66	61.9	53.0	47.4	46.5	112.6	-0.4	0.4	-0.3	-1.9	-3.0	-0.2	0.4	0.0	0.1	-0.2
	AA-	3.24	3.72	3.96	4.16	5.03	65.2	58.0	57.6	66.4	149.2	-0.4	0.4	-0.2	-1.9	-2.9	-0.2	0.4	0.1	0.1	-0.1
	A+	3.38	4.11	4.66	4.86	5.61	79.5	97.2	127.5	136.4	207.2	-0.4	0.3	-0.4	-2.0	-2.9	-0.2	0.3	-0.1	0.0	-0.1
	A0	3.54	4.38	5.10	5.31	6.07	95.3	124.4	171.2	181.2	253.2	-0.4	0.3	-0.5	-2.1	-3.0	-0.2	0.3	-0.2	-0.1	-0.2
	A-	3.81	4.84	5.69	5.84	6.58	122.1	169.8	230.1	234.2	304.6	-0.4	0.3	-0.4	-2.1	-2.9	-0.2	0.3	-0.1	-0.1	-0.1
BBB+	4.88	7.12	7.57	7.64	8.07	229.3	397.6	418.7	413.7	453.6	-0.5	0.3	-0.5	-2.0	-2.9	-0.3	0.3	-0.2	0.0	-0.1	

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

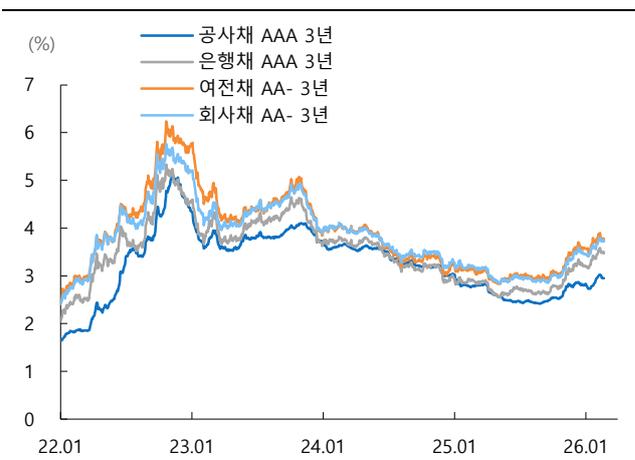
주: 민평4사 평균, 1년물은 통안채 대비 스프레드, 2/20 기준

그림6. 주요 채권 스프레드 추이



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

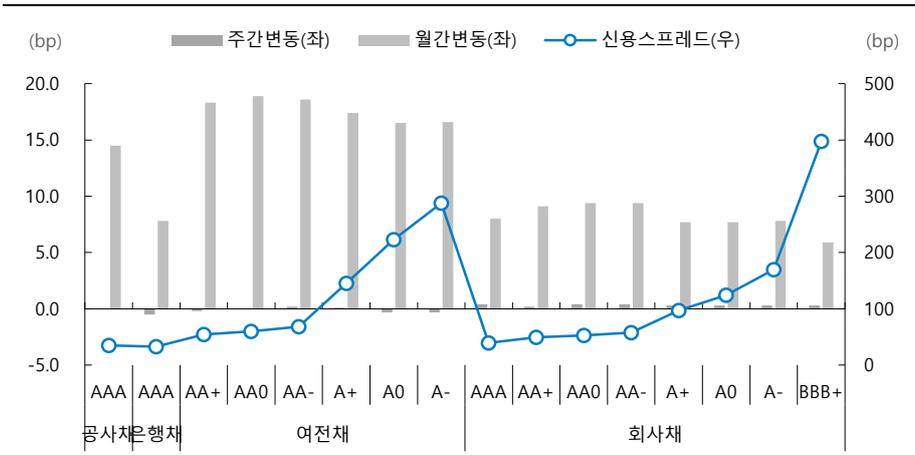
그림7. 주요 채권 금리 추이



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

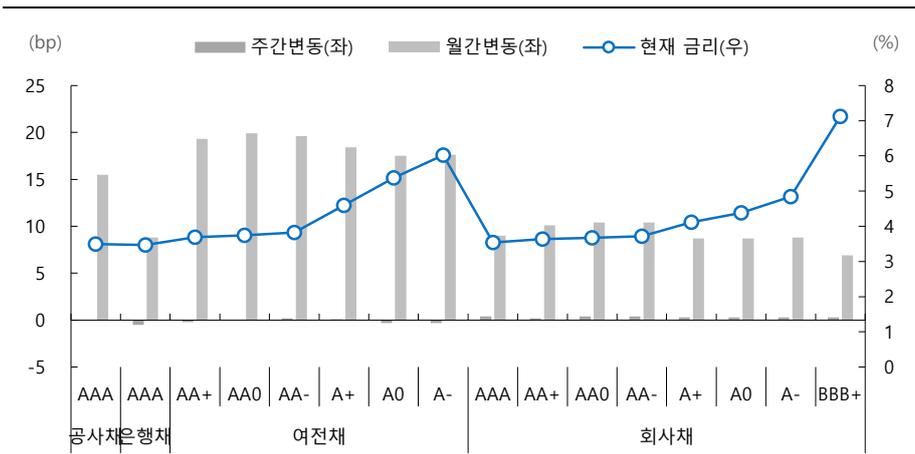


그림8. 주요 채권 스프레드 변동(3년물 기준)



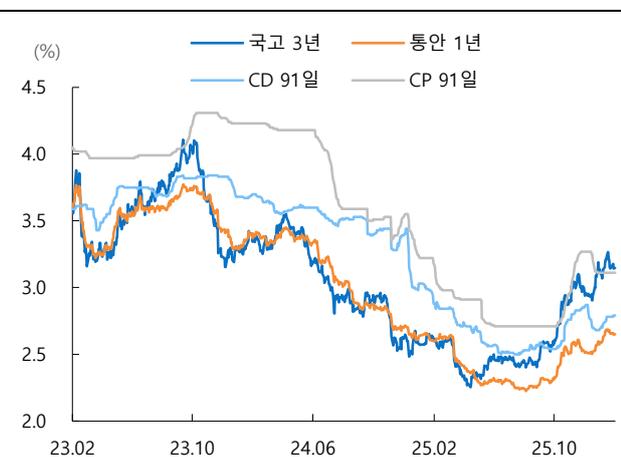
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부  
 추: 2/20 기준

그림9. 주요 채권 금리 변동(3년물 기준)



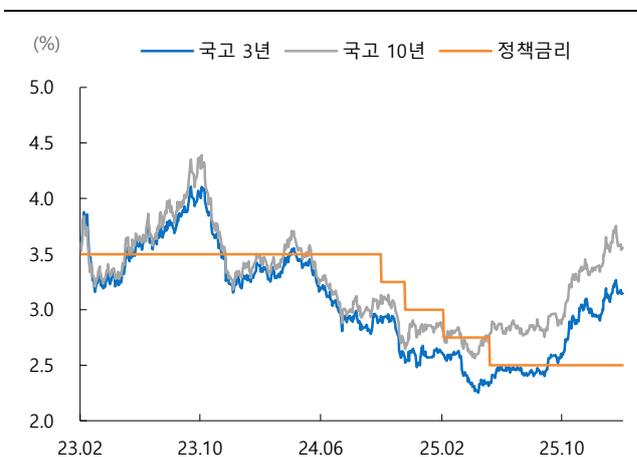
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부  
 추: 2/20 기준

그림10. 주요 단기 금리 추이



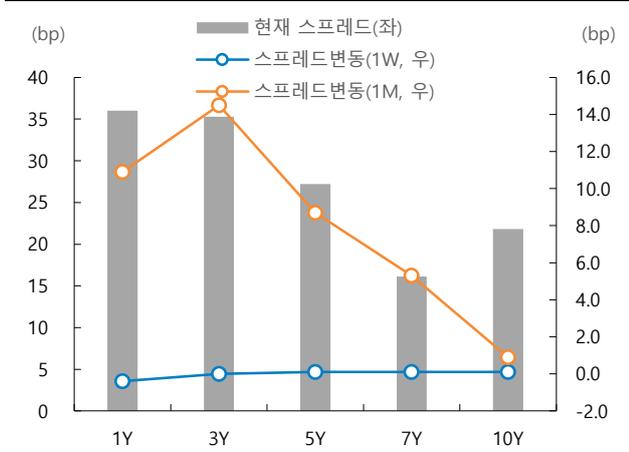
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림11. 국고채 및 정책금리 추이



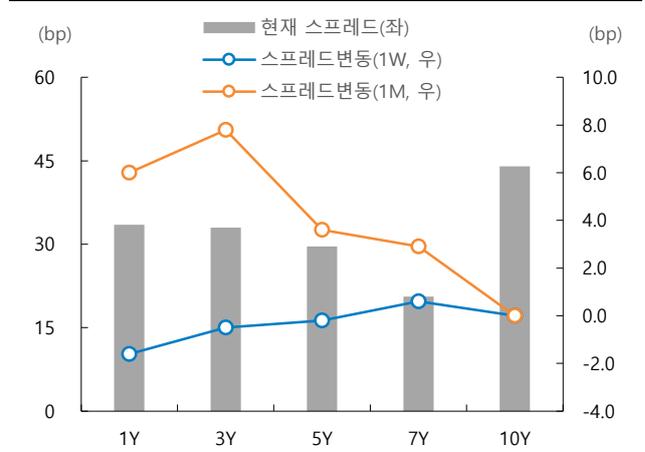
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림12. 공사채 AAA 등급 스프레드 변동



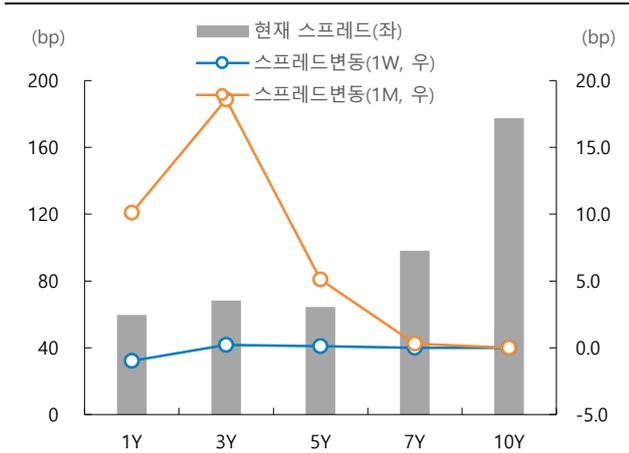
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부  
주: 2/20 기준

그림13. 은행채 AAA 등급 스프레드 변동



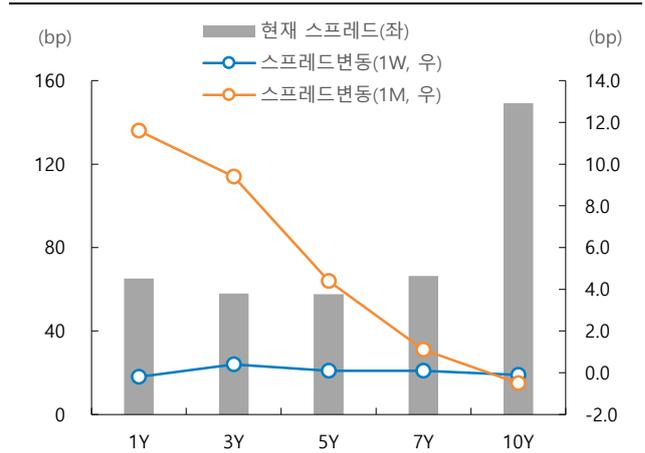
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부  
주: 2/20 기준

그림14. 여전채 AA- 등급 스프레드 변동



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부  
주: 2/20 기준

그림15. 회사채 AA- 등급 스프레드 변동



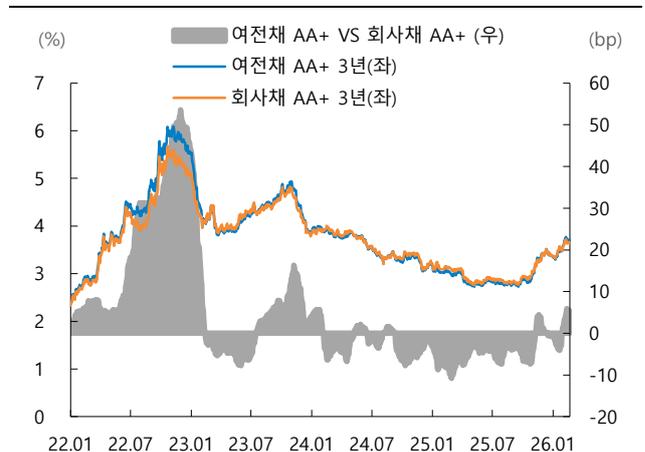
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부  
주: 2/20 기준

그림16. AAA 등급간 스프레드 변동(공사채 VS 은행채)



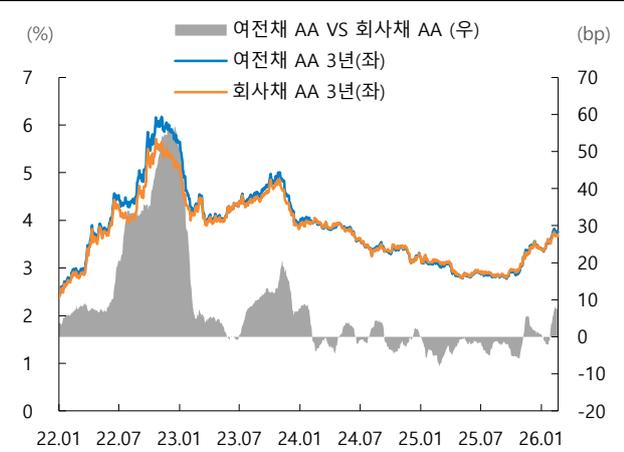
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림17. AA+ 등급간 스프레드 변동(여전채 VS 회사채)



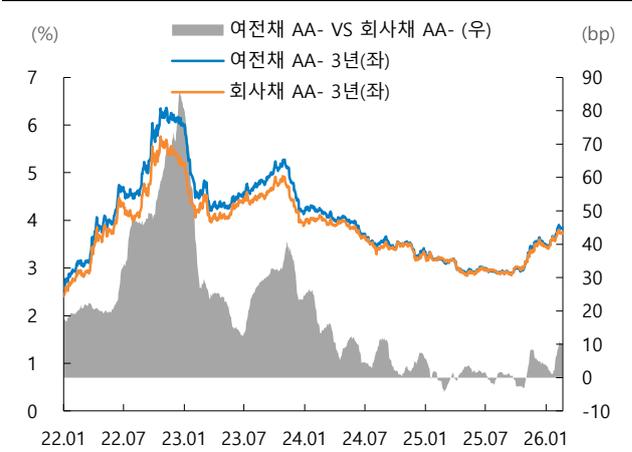
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림18. AA 등급간 스프레드 변동(여전채 VS 회사채)



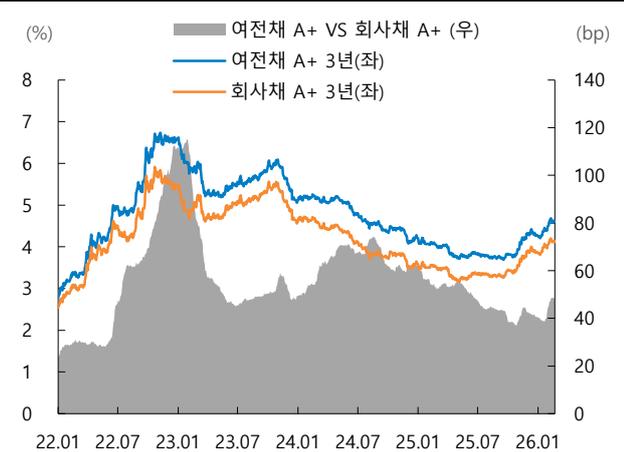
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림19. AA- 등급간 스프레드 변동(여전채 VS 회사채)



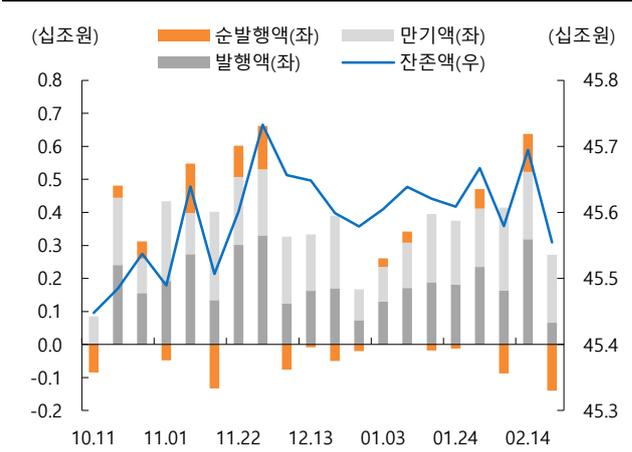
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림20. A+ 등급간 스프레드 변동(여전채 VS 회사채)



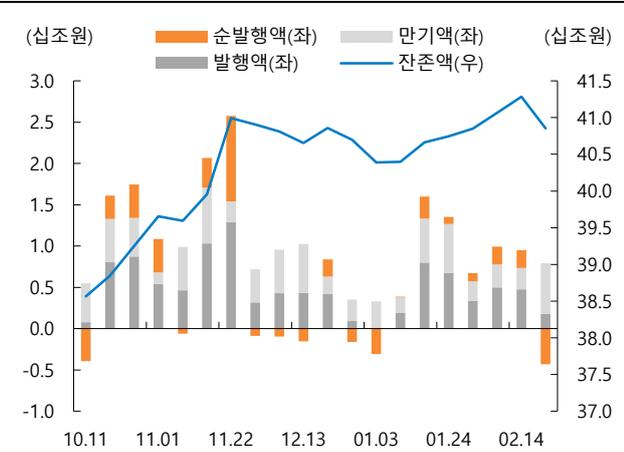
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림21. 공사채 발행 추이



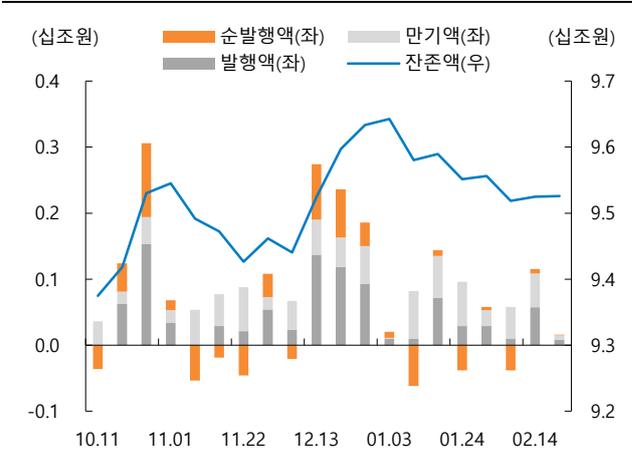
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림22. 은행채 발행 추이



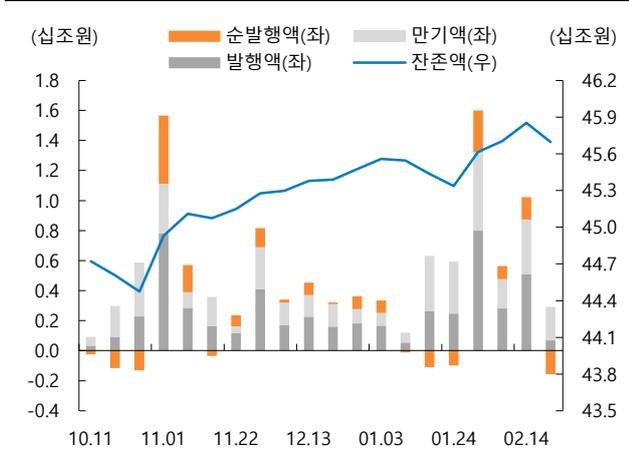
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림23. 여전채 발행 추이



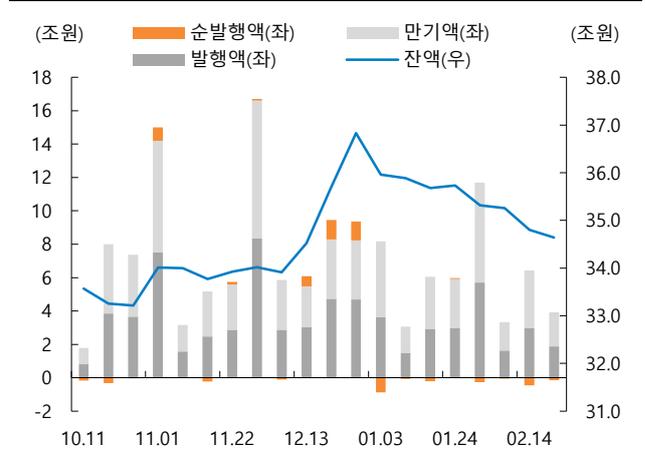
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림24. 회사채 발행 추이



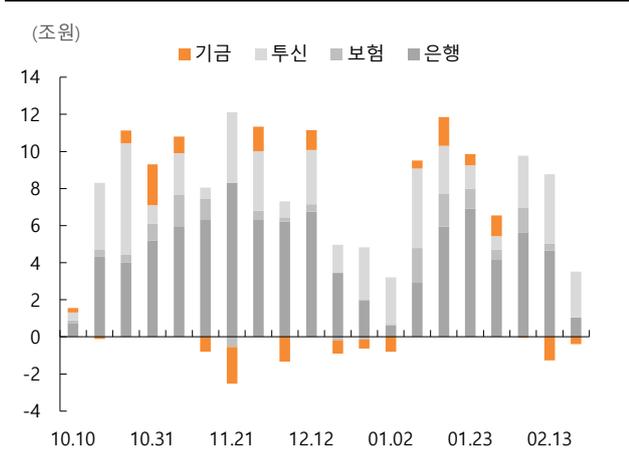
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림25. PF - CP/전단체 발행 추이



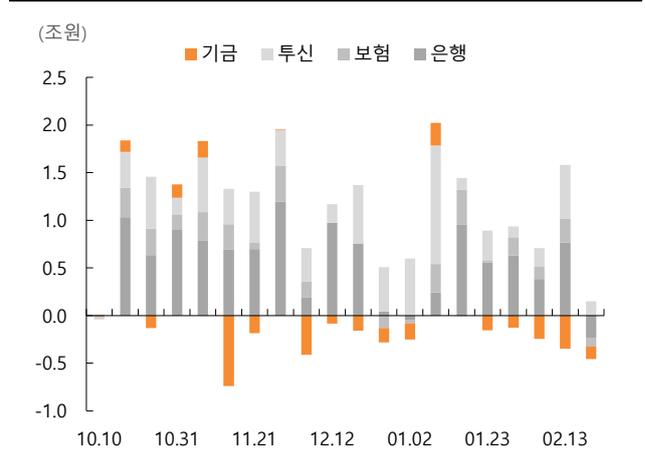
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림26. 전체 채권 순매수 거래대금 추이



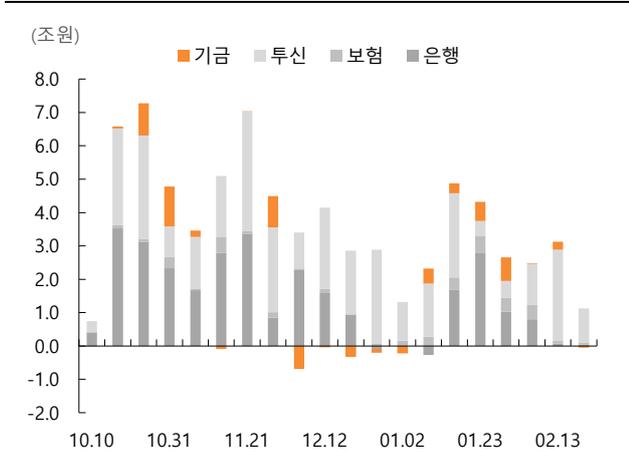
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림27. 특수채 순매수 거래대금 추이



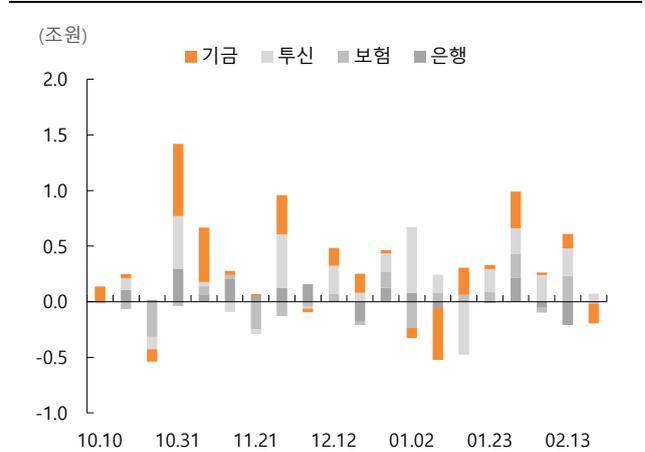
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림28. 금융채 순매수 거래대금 추이



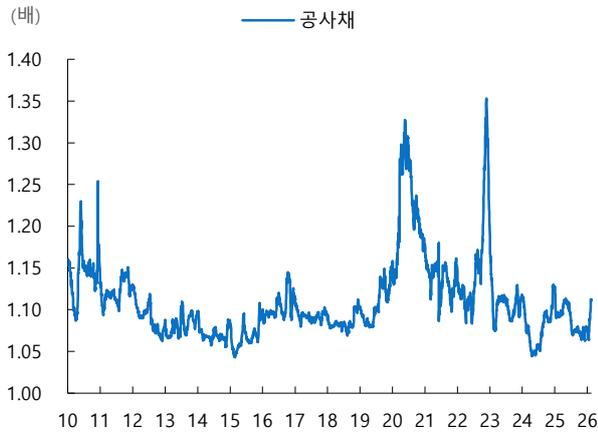
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림29. 회사채 순매수 거래대금 추이



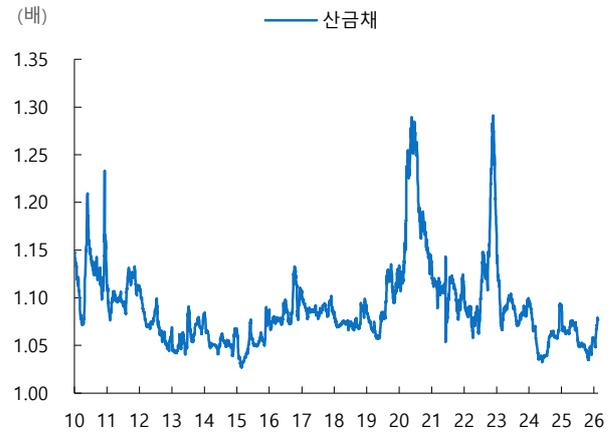
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림30. 공사채 Yield Ratio 추이(AAA 3년물)



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림31. 산금채 Yield Ratio 추이(AAA 3년물)



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림32. 은행채 Yield Ratio 추이(AAA 3년물)



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림33. 카드채 Yield Ratio 추이(AA- 3년물)



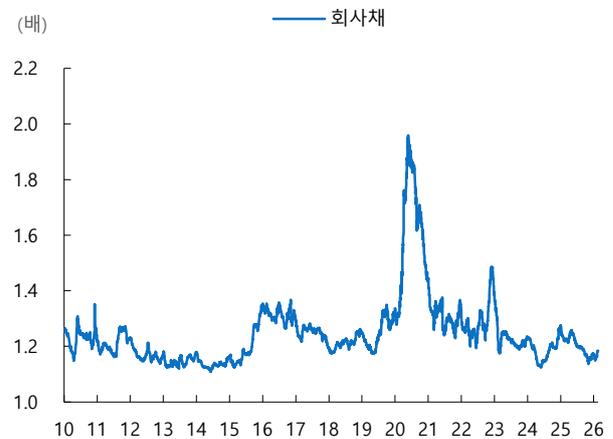
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림34. 캐피탈채 Yield Ratio 추이(AA- 3년물)



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

그림35. 회사채 Yield Ratio 추이(AA- 3년물)



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

### Compliance notice

---

- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
  - 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이승재)
- 본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.