

Hanwha Research

2026.03

| 2026년 3월 3일 |

FI Monthly

한국은 Steep, 미국은 Flat

채 권 김성수 | sungsoo.kim@hanwha.com | 3772-7616

크레딧 한시화 | shhan1229@hanwha.com | 3772-7737

| Contents |

| | | |
|------|----------------------------------|----|
| I. | 3월 채권시장 전망..... | 03 |
| II. | 펀더멘털..... | 04 |
| | 1-1. 미국: Why So Serious? | 04 |
| | 1-2. 미국: 장기금리는 크게 움직이지 않을 것..... | 06 |
| | 2. 한국: 주식이 내수까지 건드릴 것인가 | 08 |
| III. | 통화정책..... | 09 |
| | 1. 미국: 상반기까지 동결 전망..... | 09 |
| | 2. 한국: No Hike | 11 |
| IV. | 크레딧 | 14 |
| | 1. 비우량등급 회사채 수혜 | 14 |
| | 2. 구조적 수요 개선 전망..... | 15 |
| V. | 이슈분석..... | 19 |
| | AI는 세일과 다르다..... | 19 |
| VI. | Market Review | 23 |
| | 1. 해외 시장 | 23 |
| | 2. 국내 시장 | 24 |
| | 3. 수급 | 25 |
| VII. | Fixed Income Calendar | 30 |

1.3 월 채권시장 전망

- 한국은 Steep, 미국은 Flat** 3월 한미 채권시장은 상반된 양상을 보일 전망이다. 통화정책 우려를 덜어낸 국내 금리 수익률 커브는 Steepening 압력이, 통화정책 우려를 키움과 동시에 서비스 업황이 둔화되는 미국은 Flattening 압력이 우세할 것으로 예상된다.
- 미국 10년, 적정 하단 4.00%** 4.20%선에서 움직이던 미국 10년 금리가 설 연휴를 거치며 4.00%대까지 내려왔다. 금리 레벨은 변화하는 유동성 환경(상승)과 서비스 업황의 완만한 둔화(하락) 등을 고려했을 때 현 수준에서 크게 등락하지 않을 것이다. 우리는 이번 달 미국 10년 금리 기준 4.00% 아래에서는 수익실현을 권고한다.
- 주식시장 강세는 수급 재료일 뿐** 주식시장 흐름이 소비 개선으로 이어졌던 적은 많지 않다. 2010년 이후 연간 기준 소매판매액지수와 KOSPI 상승률이 장기 평균을 상회한 것은 각각 9번, 5번 있다. 이 중 소비와 주식시장이 동반 강세를 보였던 해는 2010년과 2017년 두 번에 불과하다. 자산 수익률이 견조하면 소비자심리에 긍정적인 영향을 줄 수는 있겠지만 실물 지표 개선으로까지 이어지기는 힘들다.
- 연준: 3월은 물론 상반기까지 동결 전망** 연준은 3월 FOMC는 물론 상반기까지 기준금리를 동결할 전망이다. 기존 전망(3, 4분기 각 1회 인하, 연말 기준금리 3.25%)도 유지한다. 점도표 중간값(3.375%)은 유지되겠지만 상, 하단 폭은 좁아질 공산이 크다.
- 한은: 상당기간 동결** 조정된 물가 전망치와 별개로 총재의 기자회견은 시장의 인상 우려를 불식시키는데 집중, 우리의 예상에 부합했다. 물가에 대해서도 '내수 압력이 크지 않기 때문에 안정적인' 흐름을 전망했다. 금융안정은 조금 더 지켜볼 필요가 있고, 성장은 (-) Output Gap 해소 국면에 위치한다는 판단까지 고려했을 때 상당 기간 기준금리 동결 기조는 유지될 것이다. 기존 전망(연내 동결)도 유지한다.

| 월간 예상 금리 Range | | | | |
|----------------|----------------|----------------|-------------|-----|
| 금리, 스프레드 | 동향(대비) | | 예상 Range | 방향성 |
| | 연초 | 2월 | | |
| 국고 3년 | 2.95%(+17.1bp) | 3.14%(-1.4bp) | 2.90~3.10% | 하락 |
| 국고 5년 | 3.24%(+14.0bp) | 3.44%(-5.6bp) | 3.20~3.35% | 강보합 |
| 국고 10년 | 3.39%(+17.1bp) | 3.16%(-5.1bp) | 3.40~3.60% | 강보합 |
| 국고 10-3년 | 43.2bp(+0.0bp) | 46.9bp(-3.7bp) | 40.0~50.0bp | 확대 |
| 미국 10년 | 4.17%(-11.5bp) | 4.24%(-18.4bp) | 3.90~4.15% | 약보합 |

- 사실상 인상과 인하 기대감이 모두 소멸되면서 국고 3년 - 기준금리 스프레드는 과거 동결 사이클 평균(30~45bp)에 수렴할 전망
- 1분기 말까지 국고 3년 하단은 2.90%, 수익률 커브는 Bull Steepening 양상이 전개될 것
- 미국 10년 금리 적정 하단은 4.00%. 변화하는 유동성 환경, 서비스 업황 둔화로 박스권 등락 전망

주: 2월 금리는 2/25 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

II. 펀더멘털

1-1. 미국: Why So Serious?

관세정책 위법 판결,
큰 영향 없을 것

2월 말 미국 연방대법원은 6대 3으로 하급심의 'IEEPA(국제비상경제권한법)에 근거한 포괄적 관세 도입 권한 남용' 판결을 확정했다. 우리는 금번 관세 이슈를 1) 정부의 즉각적인 대응과 소급 확정 여부 확인까지는 긴 시간이 소요될 것이고, 2) 크게 의미를 부여하지 않는 연준의 스탠스를 감안, 시장에 미치는 영향은 장, 단기적 모두 제한적일 것으로 판단한다.

1) 정부의 즉각대응 +

판결 직후 트럼프 대통령은 여러가지 무역법의 조합을 통해 대응할 것임을 예고했다. 실제로 21일 아침 무역법 122조에 의거해 전세계 모든 국가에 15%(처음에는 10%) 관세를 부과하는 행정명령에 서명했다. 대법원 판결의 핵심은 'IEEPA'에 근거한 관세정책 운영은 위법이라는 것이다. 즉, 대통령은 122조 외에도 의회 승인이 불필요한 232조, 301조 등을 통해 관세 부과가 가능하다.

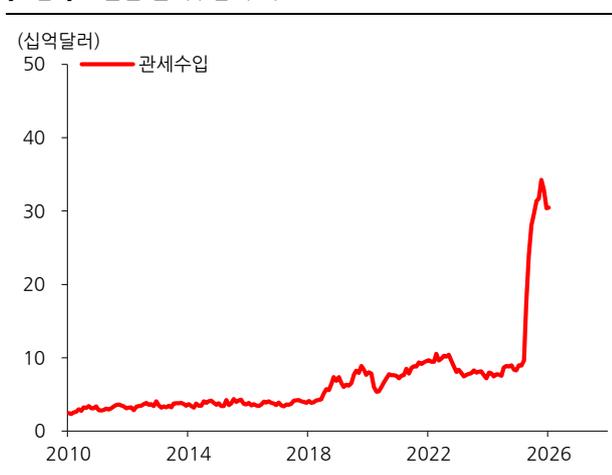
소급 여부 확정까지
장기간 시간 소요

또한, 그간 부과되었던 관세 환급 등 소급 여부 판단은 하급심에서 재심 예정이다. 법적 다툼은 이어질 공산이 크기 때문에 관세정책이 되돌려질 가능성은 사실상 0%라 보아도 무방하다.

2) 크게 의미부여
않는 연준

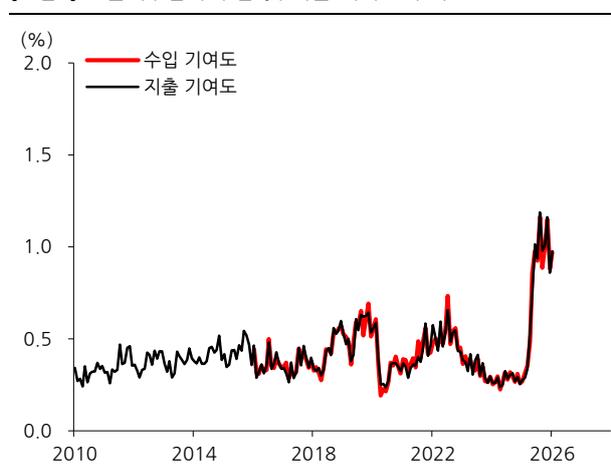
판결에 대한 연준의 시각도 눈여겨볼 필요가 있다. 판결 직후 발언이 있었던 연준 구성원은 Bostic(아틀란타), Logan(달라스), Musalem(세인트루이스) 등 세 명이다. 이들 모두 대법원 판결을 불확실성 확대 요인으로 판단했을 뿐, 관세정책은 물론 경제에 유의미한 변화가 있을 것으로 보지는 않았다. 특히, Musalem 총재는 “대법원 판결에 트럼프 대통령이 새로운 방식으로 일일이 대응(one-for-one)한다면, 전망에 큰 변화는 없을 것”으로 예상했다.

[그림1] 월별 관세수입 추이



자료: U.S. Department of the Treasury, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 관세수입의 수입 및 지출 기여도 추이



자료: U.S. Department of the Treasury, 한화투자증권 리서치센터

관세는 익숙한 재료 이미 시장이 오랜시간 반영한 관세정책이 사라지지 않는다면 무역 이슈는 익숙한 재료다. 월말 대내외 금리 흐름에서 보듯 시장에 미치는 영향은 크지 않고, 앞으로도 그럴 것이다. 한미 금리 모두 무역정책보다는 각자의 현안 사안들에 주목하며 기존 하방 경직성이 강화된 흐름이 지속될 전망이다. 관세와 관련한 금리 전망 밴드 조정은 불필요하다.

[표1] 트럼프 대통령이 의회 승인 없이 관세 부과가 가능한 주요 법령들

| 법령 | 카테고리 | 주요 내용 |
|--|--------|---|
| 무역확장법 232조 (Section 232 of the Trade Expansion Act of 1962) | 국가안보 | <ul style="list-style-type: none"> - 목적: 수입품목이 국가안보의 위협 여부를 판단, 무역 조치를 허용 - 대상: 특정 품목 - 절차: 상무부 조사 → 국가안보 위원 판단 → 대통령이 조치 결정 - 대표적 사례: 2018년 철강(25%)·알루미늄(10%) - 특징: 국가안보라는 추상적 개념을 폭넓게 해석 가능 - 기간 및 관세율 상한: 없음 |
| 무역법 301조 (Section 301 of the Trade Act of 1974) | 불공정 무역 | <ul style="list-style-type: none"> - 목적: 외국 정부의 불공정 무역 관행(지식재산권 침해, 강제 기술이전, 차별적 규제 등)에 대한 보복조치 - 대상: 특정 국가 및 품목 - 절차: USTR 조사(미국 무역대표부) → 상대국 정부와 협상(필수) → 협상 실패 시 대통령이 조치 결정 - 대표적 사례: 2018년 대중국 관세 - 특징: 특정 국가 및 품목 모두 겨냥 가능 - 기간 및 관세율 상한: 없음 |
| 무역법 122조 (Section 122 of the Trade Act of 1974) | 긴급수지조정 | <ul style="list-style-type: none"> - 목적: 미국의 국제수지 악화 시 긴급 대응 - 대상: 전세계 모든 국가 및 수입품목 - 절차: 대통령 판단 시 즉각 조치 가능. 외부 기관(상무부, USTR) 등 판단은 필수 요건 아님 - 대표적 사례: 1971년 닉슨정부(닉슨 쇼크)의 수입과징금(10%) - 특징: 전세계 모든 국가, 수입품목에 일괄 적용 가능 - 기간 및 관세율 상한: 최장 150일, 최대 15%(21일 발효된 행정명령은 10% → 이후 15%) |

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 대법원 판결 관련 연준 구성원들의 평가

| 일자 | 성명(직책) | 성향, 투표권 | 발언 주요 내용 |
|------|-----------------------------------|---------|--|
| 2/20 | Raphael Bostic (아틀란타 연은 총재) | 강경파, X | <ul style="list-style-type: none"> - 2.2% GDP 성장률은 무역 등 여러 이슈들을 감안했을 때 꽤나 강력(pretty strong)한 수치 - 강력한 경제는 연준에게 물가 흐름을 지켜볼 수 있는 시간을 부여 - 관세는 결국 온전히 가격에 반영될 것. 그 이후에 물가는 2% 복귀 경로로 돌아올 전망 - 고용시장 관련 특별한 부정적인 소식은 들리지 않고 있음. 경제 상황에 특이사항이 없는(something of plateau) 것 - 대법원 판결은 가격 결정에 불확실성을 증가시킬 것 - 중립금리는 현재 기준금리 대비 25~50bp 낮을 것으로 추정 - 2026~2027년 성장률은 각각 2.4%, 2.1% 전망. 2028년 즈음 장기 성장률 수준에 근접할 것 |
| 2/21 | Lorie Logan (달라스 연은 총재) | 중립, O | <ul style="list-style-type: none"> - 대법원 판결로 관세 관련 불확실성이 증가 - 현재 통화정책은 양대 책무 모두에 대응할 수 있는 적절한 수준에 위치 - 수요가 공급을 초과하는 경제 상황을 우려 중 |
| 2/21 | Alberto Musalem (세인트루이스 연은 총재) | 강경파, X | <ul style="list-style-type: none"> - 대법원 판결에 트럼프 대통령이 새로운 방식으로 일일이 대응(one-for-one)한다면 전망에 큰 변화는 없을 것 - 대법원 판결로 불확실한 상황이 길어지게 되었음 - 통화정책은 적절한 수준에 위치. 현재 기준금리는 중립수준 또는 소폭 아래에 위치 |

자료: 한화투자증권 리서치센터

1-2. 미국: 장기금리는 크게 움직이지 않을 것

미국 10년, 적정 하단 4.00%

4.20%선에서 움직이던 미국 10년 금리가 설 연휴를 거치며 4.00%대까지 내려왔다. 금리 레벨은 변화하는 유동성 환경(상승)과 서비스 업황의 완만한 둔화(하락) 등을 고려했을 때 현 수준에서 크게 등락하지 않을 것이다. 우리는 이번 달 미국 10년 금리의 상, 하단을 4.00~4.20%로 추정한다.

대차대조표 정책 변화는 장기금리의 구조적 상승 요인

대차대조표와 시장 개입 정책의 변경은 구조적으로 장기금리의 하방 경직성 강화 요인이다. 자산 포트폴리오 조정은 '단기국채 비중 확대 + 장기국채 비중 축소'를 의미한다. 실제로 지난해 12월 QT 종료 이후 연준 대차대조표에서 재정증권은 약 1,178억 증가한 3,133억달러, 이표채는 300억달러 늘어난 3조 5,857억달러다. 재정증권 증가량이 약 4배 더 많다.

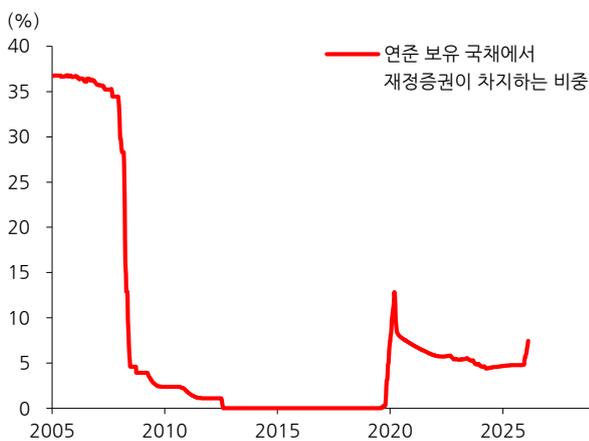
4월까지 재정증권 매입량 증가 예상

재정증권 매입 속도는 4월 납세 시즌 전까지 더욱 빨라질 수 있다. 통상 납세 시즌에는 준비금이 급격하게 줄어드는데, 현재 미국 유동성 상황은 안정적이라고 볼 수 없다. 그렇기에 신속한 준비가 필요하고, 실제로 연준도 4월까지는 적극적인 RMP(Reserve Management Purchase)가 있을 수 있다고 예고했다. 참고로 유동성 부족에 대응하는 국채 매입은 대부분 재정증권이다.

대차대조표 조정이 빨라질 가능성도 존재

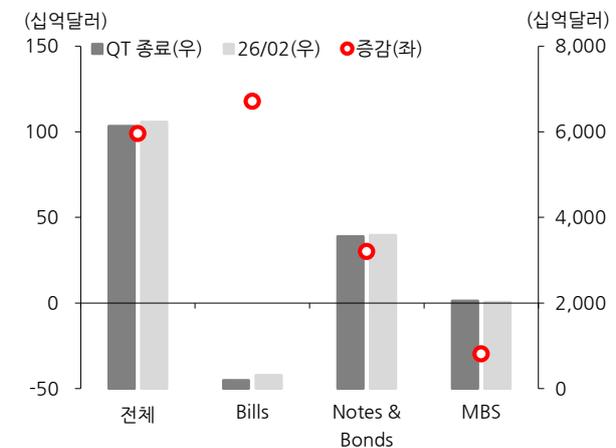
장기 구간에서 연준의 영향력이 줄어든다는 것은 그만큼 장기금리의 상승 압력이 커진다는 것을 의미한다. 현재 연준이 보유한 국채 가중평균 만기는 9.3년으로 이제서야 조금씩 줄어들기 시작했다. 성장에 비례한 대차대조표 증가가 아니라 축소를 원하는 Warsh 지명자의 주장을 연준이 받아들인다면 장기 국채 보유량은 물론 만기도 더 빠르게 줄어들 수 있다. 참고로 시장성 국채의 가중평균 만기는 약 6년이다. 여기까지만 보면 금리는 제한된 등락이 아니라 상승하는 것이 타당해 보인다.

[그림3] 월별 관세수입 추이



자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 관세수입의 수입 및 지출 기여도 추이



자료: New York Fed, 한화투자증권 리서치센터

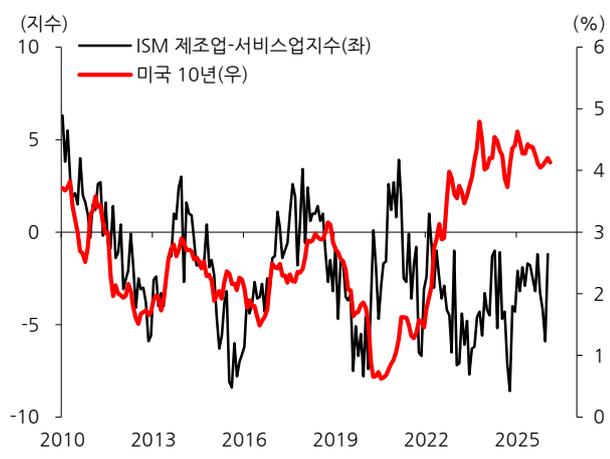
서비스업 둔화는
금리 하락 요인

수급 말고 펀더멘털 측면은 금리의 하락을 지지한다. 서비스업 때문이다. 우리는 지난 보고서에서 미국 금리는 더 이상 제조업이 아닌 서비스 업황에 더 크게 연동된다고 설명한 바 있다. 그 서비스 업황이 숨 고르기 국면에 들어섰다. AI에 대한 우려도 슬금슬금 나오기 시작했고, 고용 모멘텀이 둔화되었다는 것은 누구나 아는 사실이다. 고용 둔화는 재량소비의 둔화를 의미하고 재량 소비의 대부분은 서비스업이다. 서비스 업황이 더 이상 좋아지기 힘들어졌다.

상, 하방 압력 상존
박스권 흐름 전망

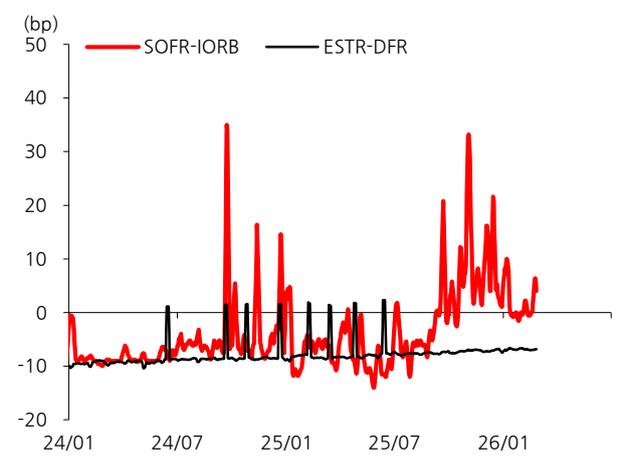
연준의 정책 변화는 미국 장기 금리의 상승, 최소한 하단을 단단하게 만든다. 반면, 조금씩 둔화되는 서비스업 사이클은 점진적으로 금리의 하방 압력을 키운다. 지금은 쉬어 가는 구간이다. 장기 금리의 박스권 장세를 전망한다.

[그림5] 서비스 업황 주춤하면서 금리 상승도 제한



주: 미국 10년 금리는 월 평균값
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 미국 및 유럽 유동성 환경 비교



주: 스프레드는 5MA
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2. 한국: 주식이 내수까지 건드릴 것인가

주식시장 강세가
내수까지 건드릴
것인가

최근 들은 질문 중에 기억나는 것 하나는 ‘주식이 잘되면 사람들 수익이 좋아 지니, 이것이 소비지출 증가로 이어지면서 성장에 긍정적 효과를 줄 수 있는 것 아니냐’였다. 최근 주식시장 강세는 명백한 채권시장 약세 요인 중에 하나다. 사실 잘되는 시장으로 돈이 흘러가는 것은 자연스러운 수급 환경의 변화다. 그러나 특정 시장의 강세가 내수 개선을 이끈다면 다른 문제다. 그렇게 되면 금리는 구조적으로 상승하게 된다.

역사적으로 그랬던 적은
별로 없음

결론부터 이야기하면 주식시장 흐름이 소비 개선으로 이어졌던 적은 많지 않다. 2010년 이후 연간 기준 소매판매액지수와 KOSPI 상승률이 장기 평균을 상회한 것은 각각 9번, 5번 있다. 이 중 소비와 주식시장이 동반 강세를 보였던 해는 2010년과 2017년 두 번에 불과하다. 자산 수익률이 견조하면 소비자심리에 긍정적인 영향을 줄 수는 있겠지만 실물지표까지 발전하기는 힘들다.

한국은행도 내수 개선을
크게 기대 안함

한국은행은 국고채 금리 상승 원인을 머니무브에 따른 수급 부담, 글로벌 통화 정책 기대 변화, 대외 불확실성 증가로 꼽았다. 또한 지금 경기나 물가 수준이 물가 목표나 잠재성장률 수준에서 크게 벗어나지 않을 것으로 전망한다.

주식 강세는
채권의 수급적
약세 요인일 뿐

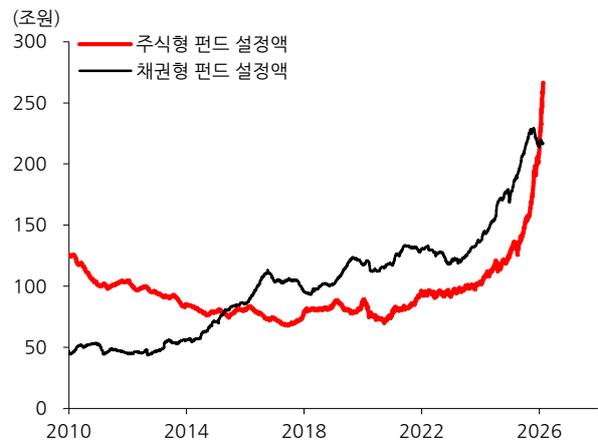
대표적 안전자산인 국채 금리를 움직이는 가장 근본적인 요인은 성장과 물가에 대한 기대감이다. 그 성장의 엔진은 수출이고, 내수는 크게 개선될 기미가 보이지 않는다. 특정 자산시장 강세가 지금 상황에서 실물 경기를 이끌 가능성은 크지 않다는 판단이다. 주식시장 강세는 채권시장의 수급적 약제일 뿐이다.

[그림7] 연도별 소매판매 증가율 및 KOSPI 상승률 추이



자료: 통계청, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 주식 및 채권형 펀드 설정액 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

III. 통화정책

1. 미국: 상반기까지 동결 전망

3월은 물론
상반기까지 동결 전망

연준은 3월 FOMC는 물론 상반기까지 기준금리를 동결할 전망이다. 기존 전망(3분기, 4분기 각 1회 인하, 연말 기준금리 3.25%)도 유지한다. 점도표 중간값(3.375%)은 유지되겠지만 상, 하단 폭은 좁아질 공산이 크다.

상황에 대한 인식
차이가 좁혀지는 중

성향을 막론하고 물가와 고용, 경제에 대한 연준 사람들의 인식이 조금씩 바뀌고 있다. 그리고 바뀌는 인식은 간극을 벌리는 것이 아니라 좁힌다. 좁혀지는 의견이 가리키는 것은 신중한 통화정책이다. 강경파들은 물가가 높은 수준에서 고착화될 가능성을 우려하며 인플레이션에 중점을 둔 통화정책이 필요하다고 한다. 물가는 대체로 안정을 찾았고, 둔화는 시간문제라고 주장하던 온건파들은 물가의 불확실성이 커졌음을 인정했다.

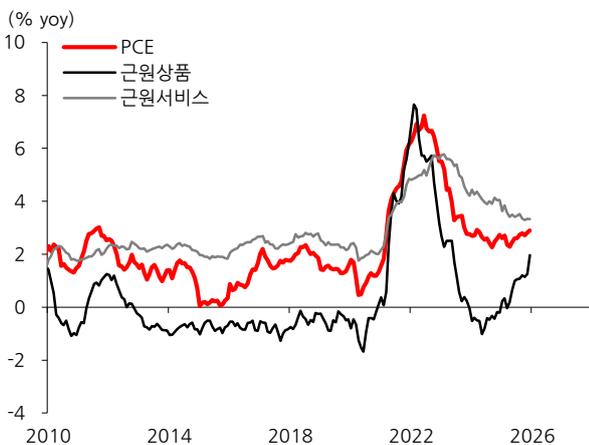
물가는 고착화,
고용은 안정,
성장은 견조

고용은 대부분 의견이 일치한다. 위축되던 국면을 지나 안정을 찾기 시작했고, 연말까지만 해도 '적은 고용 + 적은 해고'를 경계하던 많은 인사들이 이를 'New Normal'로 받아들이기 시작했다. 당장은 AI가 고용시장에 부정적 영향을 미치지 않는다는 것에는 모두가 동의한다. 잠재 수준을 상회할 성장, 견조한 모멘텀에는 이견이 사실상 없다.

통화정책 조정의
명분이 없다

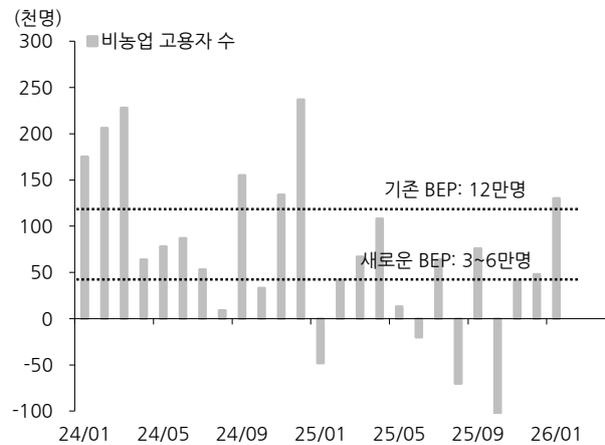
세 가지를 종합해 보면 당분간 통화정책에 변화를 줄 이유는 없다. 극단적 온건파인 Miran 이사조차 지금 상황이 이어진다면 본인의 12월 기준금리 전망(2.25%)를 9월(2.75%) 전망으로 되돌릴 수 있다고 했다. 지금의 한국은행과 마찬가지로 연준도 통화정책 조정의 명분이 없다는 판단이다.

[그림9] 온건파들도 인정하는 상품 물가 상승세 + 물가 고착화



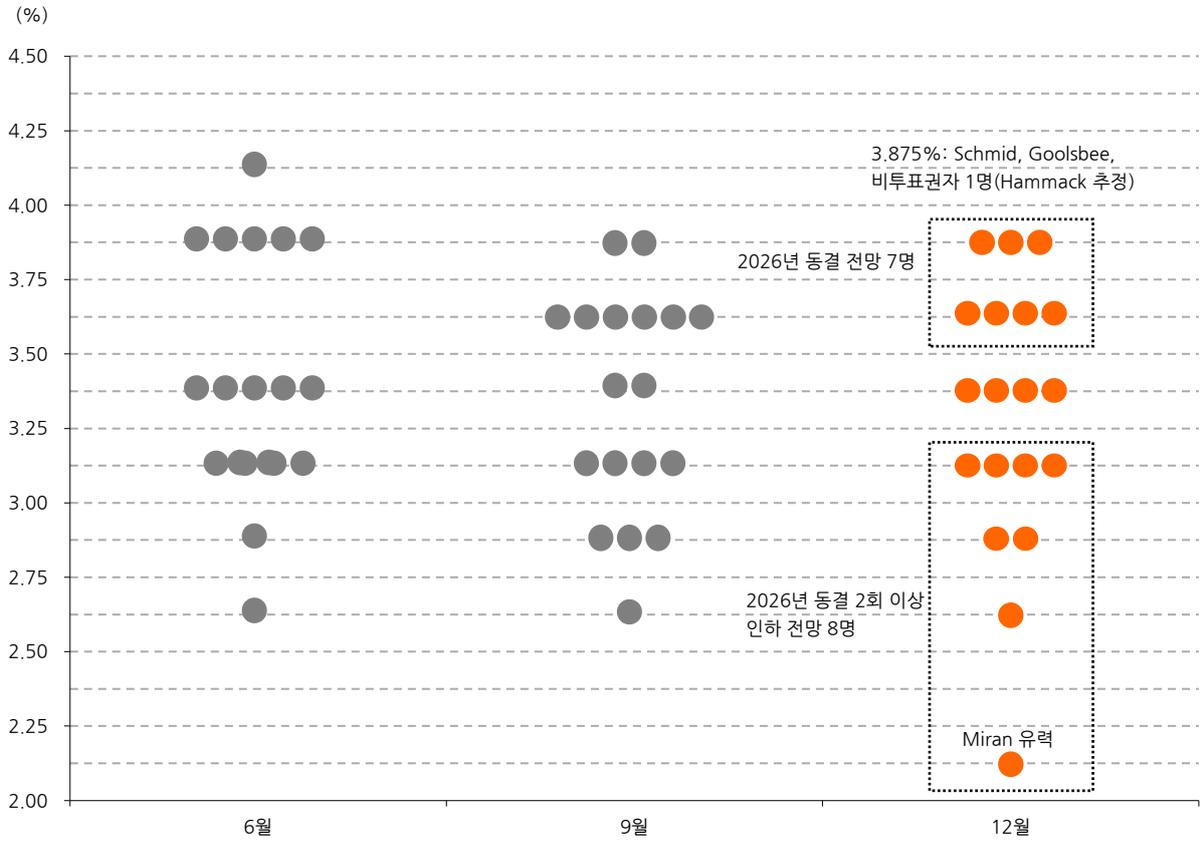
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 새로운 BEP에서 바라본 고용은 나쁘지 않다



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 12월 FOMC 기준 2026년 기준금리 점도표 추이



자료: the Fed, 한화투자증권 리서치센터

2. 한국: No Hike

2월 금통위,
기준금리(2.50%) 동결

한국은행은 2월 통화정책방향 결정회의에서 기준금리(2.50%)를 만장일치로 동결했다. 이창용 총재는 물가상승률이 목표수준 근처에서 안정적인 흐름을 이어가는 가운데, 성장은 예상보다 양호한 개선세를 이어갈 것으로 보이고 금융안정의 리스크도 지속되고 있는 점을 정책 배경으로 설명했다.

성장률, 물가 전망치
모두 상향 조정

새로 도입된 점도표(금통위원들의 향후 6개월 금리 전망, 인당 3개) 상에서는 동결이 16개, 인상과 인하가 각각 1개, 4개 있었다. 기존 Forward Guidance(3개월 전망)는 인상을 논하는 금통위원이 없었다. 성장률 전망치는 2026년이 2.0%로 0.2%p 상향, 2027년은 1.8%로 0.1%p 하향 조정되었다. 올해 물가는 0.1%p 올려 잡은 2.2%를, 내년은 11월 전망치인 2.0%가 유지되었다.

인상 우려 불식시킨
기자회견,
기존 전망도 유지

조정된 물가 전망치와 별개로 총재의 기자회견은 시장의 인상 우려를 불식시키는데 집중, 우리의 예상에 부합했다. 물가에 대해서도 '내수 압력이 크지 않기 때문에 안정적인' 흐름을 전망했다. 금융안정은 조금 더 지켜볼 필요가 있고, 성장은 (-) Output Gap 해소 국면에 위치한다는 판단까지 고려했을 때 상당 기간 기준금리 동결 기조는 유지될 것이다. 기존 전망(연내 동결)도 유지한다.

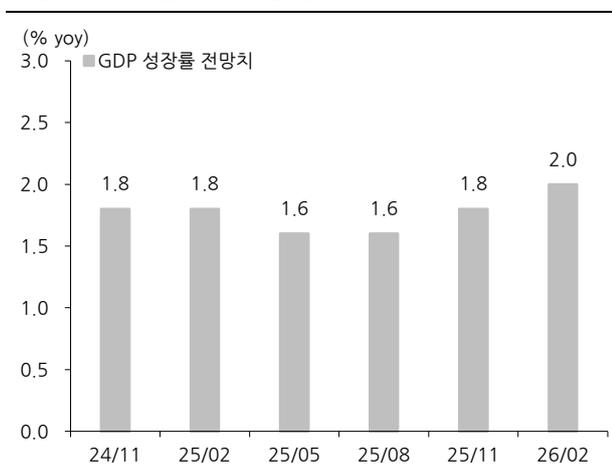
점도표 상 인하 전망은
큰 의미 없음

점도표 상 인하 전망에는 큰 의미를 둘 필요가 없어 보인다. 금통위원당 총 3개의 점을 기입하는데, 4개의 인하 전망 중 3개는 완화적 기조를 유지해 온 신성환 위원이 기입했을 것으로 추정한다. 기존 Forward Guidance(동결 5명, 인하 1명)와 동일하다는 판단이다.

인상도 인하도 없다
단기 금리 하락 예상

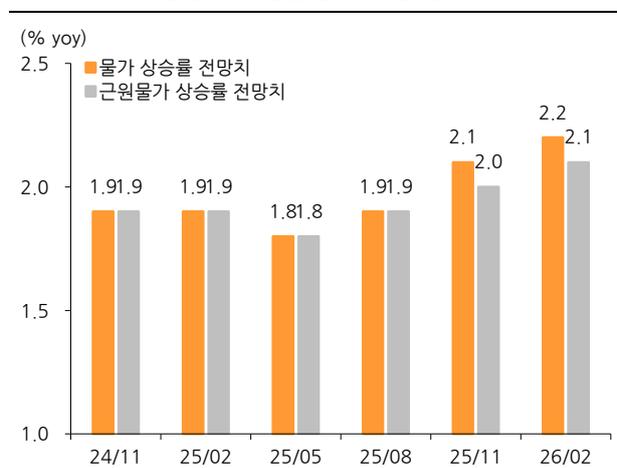
사실상 인상과 인하 기대감이 모두 소멸되면서 국고 3년 - 기준금리 스프레드는 과거 동결 사이클 평균에 수렴할 전망이다. 1분기 말까지 국고 3년 하단은 2.90%, 수익률 커브는 Bull Steepening 양상이 전개될 것으로 전망한다.

[그림12] 2026년 경제성장률 전망치 추이



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 2026년 물가 및 근원 물가상승률 전망치 추이



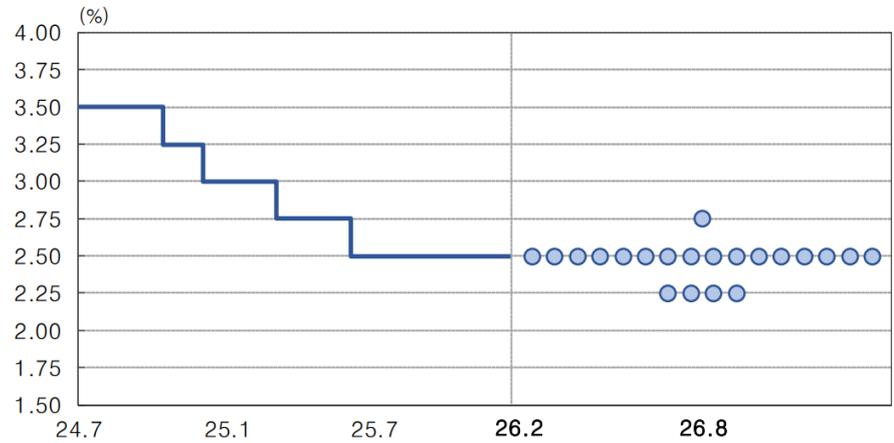
자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 설명서 주요내용

| 구분 | 1월 | 2월 |
|------------|---|---|
| 통화정책 결정 배경 | <p>금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현재의 2.50% 수준에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다.</p> <p>물가상승률이 점차 안정될 것으로 예상되는 가운데 성장은 개선세를 이어가고 있고 금융안정 측면의 리스크도 지속되고 있는 만큼 현재의 기준금리 수준을 유지하면서 대내외 정책 여건을 점검해 나가는 것이 적절하다고 판단하였다.</p> | <p>금융통화위원회는 다음 통화정책방향 결정시까지 한국은행 기준금리를 현재의 2.50% 수준에서 유지하여 통화정책을 운용하기로 하였다.</p> <p>물가상승률이 목표수준 근처에서 안정적인 흐름을 이어가는 가운데 성장은 예상보다 양호한 개선세를 이어갈 것으로 보이고 금융안정 측면의 리스크도 지속되고 있는 만큼 현재의 기준금리 수준을 유지하면서 대내외 정책 여건을 점검해 나가는 것이 적절하다고 판단하였다.</p> |
| 세계 경제 | <p>세계경제는 미국 관세정책의 영향에도 불구하고 주요국의 확장적 재정정책, AI 관련 투자 지속 등으로 완만한 성장세를 이어갈 전망이다. 물가경로는 국가별로 차별화될 것으로 보인다.</p> <p>국제금융시장에서는 장기 국제금리가 주요국의 추가 금리인하에 대한 기대 약화, 재정건전성 우려 등으로 상승하였고 미 달러화는 약세를 나타내다 예상보다 양호한 경제지표의 영향 등으로 강세로 전환되었다. 주가는 기업실적 개선 전망으로 상승세를 지속하였다.</p> <p>앞으로 세계경제와 국제금융시장은 주요국의 통화-재정정책 변화, 글로벌 통상환경, 지정학적 리스크 등에 영향받을 것으로 보인다.</p> | <p>세계경제는 미국 관세정책 관련 불확실성에도 불구하고 AI 관련 투자 확대, 주요국의 확장적 재정정책 등에 힘입어 양호한 성장세를 이어갈 전망이다. 물가경로는 국가별로 차별화될 것으로 보인다.</p> <p>국제금융시장에서는 전반적인 위험회피심리가 다소 강화되었다. 장기 국제금리가 주요국 재정건전성 우려, 미 연준 통화정책에 대한 기대 변화 등에 영향받으며 상승하다가 하락하였으며, 미 달러화는 엔화 강세, 미 연방대법원의 상호관계 무효판결 등으로 약세를 나타냈다. 주가는 기업실적 개선을 반영하여 대체로 상승 흐름을 이어갔으나 AI 과잉투자 및 기존 산업 대체 우려 등으로 변동성이 확대되었다.</p> <p>앞으로 세계경제와 국제금융시장은 주요국 통화-재정정책 및 통상환경 변화, AI 투자 및 지정학적 위험의 전개 상황 등에 영향받을 것으로 예상된다.</p> |
| 국내 경제 | <p>국내경제는 건설투자 부진에도 소비 회복세와 수출 증가세가 이어지면서 개선 흐름을 지속하였다. 고용은 서비스업을 중심으로 증가 흐름을 이어갔다.</p> <p>앞으로 국내경제는 수출이 반도체 경기 호조 등으로 양호한 증가세를 지속하는 가운데 내수도 소비 회복세 지속, 건설투자 부진 완화 등으로 개선 흐름을 이어갈 전망이다.</p> <p>금년 성장률은 지난 11월 전망치(1.8%)에 대체로 부합할 것으로 예상되지만, 반도체 경기의 상승세 확대, 예상보다 양호한 주요국의 성장 흐름 등으로 상방 리스크가 다소 증대된 것으로 판단된다.</p> | <p>국내경제는 소비 회복과 수출 호조에 힘입어 개선세를 지속하였다. 고용은 서비스업을 중심으로 증가 흐름을 이어갔다.</p> <p>앞으로 국내경제는 건설투자 부진이 이어지겠으나 소비 회복세가 지속되고 수출 및 설비투자 증가세도 반도체 경기 호조 및 양호한 세계경제 성장세 등으로 당초 예상보다 확대될 것으로 보인다.</p> <p>이에 따라 금년 성장률은 지난 11월 전망치(1.8%)를 상회하는 2.0%를 나타낼 것으로 예상된다. 다만 이러한 성장경로에는 반도체 경기 및 내수회복 속도, 주요국 통화-재정정책 및 미 관세정책, 지정학적 위험 등과 관련한 상·하방 리스크가 잠재해 있다.</p> |
| 물가 | <p>국내 물가는 소비자물가 상승률이 석유류가격 상승폭 확대에도 농축수산물가격 오름세 둔화 등으로 12월 중 2.3%로 소폭 낮아졌으며, 근원물가(식료품 및 에너지 제외 지수) 상승률은 전월과 같은 2.0%를 나타내었다. 단기 기대인플레이션율(일반인)은 2.6%로 전월 수준을 유지하였다.</p> <p>앞으로 물가상승률은 국제유가 안정세 등으로 점차 2% 수준으로 낮아지겠으나 높아진 환율이 상방 리스크로 작용할 것으로 보인다. 금년 소비자물가 및 근원물가 상승률은 지난 11월 전망치(각각 2.1%, 2.0%)에 대체로 부합할 것으로 예상되며,</p> <p>향후 물가경로는 환율 및 국제유가 움직임, 국내외 경기 흐름, 정부의 물가안정 대책 등에 영향받을 것으로 보인다.</p> | <p>물가를 보면, 소비자물가 상승률이 석유류가격 및 농축수산물가격 오름세 둔화 등으로 1월 중 2.0%로 낮아졌으며, 근원물가(식료품 및 에너지 제외 지수) 상승률은 전월과 같은 2.0%를 나타내었다. 단기 기대인플레이션율(일반인)은 2.6%로 전월 수준을 유지하였다.</p> <p>금년 소비자물가와 근원물가 상승률은 전사기 등 일부 품목의 비용상승 압력으로 지난해 11월 전망치(각각 2.1%, 2.0%)를 소폭 상회하는 2.2% 및 2.1%로 전망된다.</p> <p>향후 물가경로는 국제유가 및 환율 움직임, 국내외 경기 흐름, 정부의 물가안정 대책 등에 영향받을 것으로 예상된다.</p> |
| 금융환경 | <p>금융·외환시장에서는 원/달러 환율이 외환시장 안정화 조치 등으로 큰 폭 하락하였다가 달러화 강세 및 엔화 약세, 지정학적 리스크 증대, 거주자 해외투자 지속 등으로 다시 1,400원대 중후반으로 높아졌다. 국고채금리는 금리인하 기대 약화로 상당폭 상승하였다가 다소 낮아졌으며, 주가는 반도체 등 주요 업종의 실적 개선 기대로 큰 폭 상승하였다.</p> <p>가계대출은 주택관련대출 증가규모 축소, 기타대출 순상환 등으로 둔화 흐름을 이어갔으나, 수도권 주택가격은 여전히 높은 오름세를 이어갔다.</p> | <p>금융·외환시장에서는 주요 가격변수의 변동성이 확대되었다. 원/달러 환율은 거주자 해외증권투자, 외국인 주식매도 등 수급부담과 엔화 등 주변국 통화 움직임에 영향받으며 등락하다가 최근 상당폭 하락하였다. 주가는 주요 업종 실적호조 전망, 자본시장 제도개선 기대 등에 힘입어 큰 폭의 상승 흐름을 이어갔는데, 글로벌 증시 움직임에 영향받아 변동성은 확대되었다. 국고채금리는 금리인하 기대 약화, 머니무브 등에 따른 수급부담으로 상당폭 상승하였다가 일부 되돌려졌다.</p> <p>가계대출은 정부의 거시건전성정책 강화 기조 지속으로 소폭 증가에 그쳤으며, 수도권 주택가격은 정부 대책 등의 영향으로 오름세가 둔화되었지만, 향후 추이를 좀 더 지켜볼 필요가 있다.</p> |
| 정책 방향 | <p>금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다.</p> <p>국내경제는 성장 개선세가 이어지는 가운데 향후 경로에 상방 리스크가 다소 증대된 것으로 판단되며, 물가상승률은 점차 낮아질 것으로 예상되나 높아진 환율이 상방 리스크로 잠재해 있다. 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격 및 가계부채, 높은 환율 변동성 등과 관련한 리스크가 여전히 상황이다.</p> <p>따라서 향후 통화정책은 성장세 회복을 지원해 나가되, 이 과정에서 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 물가 흐름, 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 결정해 나갈 것이다.</p> | <p>금융통화위원회는 앞으로 성장세를 점검하면서 중기적 시계에서 물가상승률이 목표수준에서 안정될 수 있도록 하는 한편 금융안정에 유의하여 통화정책을 운용해 나갈 것이다.</p> <p>국내경제는 물가상승률이 소폭 높아지겠지만 목표수준 근처에서의 안정적 흐름을 이어갈 것으로 예상되고 성장은 개선세를 지속할 것으로 전망된다. 금융안정 측면에서는 수도권 주택가격 및 가계부채 리스크, 환율 변동성의 영향 등에 계속 유의할 필요가 있다.</p> <p>따라서 향후 통화정책은 성장세 회복을 지원해 나가되, 이 과정에서 대내외 정책 여건의 변화와 이에 따른 물가 흐름, 금융안정 상황 등을 면밀히 점검하면서 결정해 나갈 것이다.</p> <p>금번 기준금리 동결 결정에 대해서는 금융통화위원 7명 모두 찬성하였다.</p> |

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 금통위원의 6개월 후 조건부 기준금리 전망



자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 금통위원들의 Forward Guidance 추이

| 금통위 | 금리 결정 | 금통위원들의 3개월 및 6개월 이후 금리 전망 |
|---------|-------|---|
| 22년 10월 | 3.00% | 3.50% 다수(3.50%과 크게 다르지 견해를 가지고 있지만 낮게 보고 있는 위원도 존재), 3.25% 일부(3.25% 인하 가능성) |
| 22년 11월 | 3.25% | 3.75% 인상 가능성 2명, 3.50% 3명, 3.25% 인하 가능성 1명 |
| 23년 1월 | 3.50% | 3.75% 인상 가능성 3명, 3.50% 3명 |
| 23년 2월 | 3.50% | 3.75% 인상 가능성 5명, 3.50% 1명 |
| 23년 4월 | 3.50% | 3.75% 인상 가능성 5명, 3.50% 1명 |
| 23년 5월 | 3.50% | 3.75% 인상 가능성 6명 |
| 23년 7월 | 3.50% | 3.75% 인상 가능성 6명 |
| 23년 8월 | 3.50% | 3.75% 인상 가능성 6명 |
| 23년 10월 | 3.50% | 3.75% 인상 가능성 5명, 인상과 인하 가능성 1명 |
| 23년 11월 | 3.50% | 3.75% 인상 가능성 4명, 3.50% 2명 |
| 24년 1월 | 3.50% | 3.50% 5명(1명 공식) |
| 24년 2월 | 3.50% | 3.50% 5명, 3.25% 인하 가능성 1명 |
| 24년 4월 | 3.50% | 3.50% 5명, 3.25% 인하 가능성 1명 |
| 24년 5월 | 3.50% | 3.50% 5명, 3.25% 인하 가능성 1명 |
| 24년 7월 | 3.50% | 3.50% 4명, 3.25% 인하 가능성 2명 |
| 24년 8월 | 3.50% | 3.25% 인하 가능성 4명, 3.50% 2명 |
| 24년 10월 | 3.25% | 3.25% 5명, 3.00% 인하 가능성 1명 |
| 24년 11월 | 3.00% | 3.00% 3명, 인하 가능성 3명 |
| 25년 1월 | 3.00% | 인하 가능성 6명 |
| 25년 2월 | 2.75% | 2.75% 4명, 인하 가능성 2명 |
| 25년 4월 | 2.75% | 인하 가능성 6명 |
| 25년 5월 | 2.50% | 인하 가능성 4명, 2.50% 2명 |
| 25년 7월 | 2.50% | 인하 가능성 4명, 2.50% 2명 |
| 25년 8월 | 2.50% | 인하 가능성 5명, 2.50% 1명 |
| 25년 10월 | 2.50% | 인하 가능성 4명, 2.50% 2명 |
| 25년 11월 | 2.50% | 인하 가능성 3명, 2.50% 3명 |
| 26년 1월 | 2.50% | 2.50% 5명, 인하 가능성 1명 |
| 26년 2월 | 2.50% | 3개월: 금리를 올려야 한다는 논의 없음 / 6개월: 동결 16, 인상 1, 인하 4 |

주: 2026년 1월까지의 3개월 전망

자료: 한국은행, 한화투자증권 리서치센터

IV. 크레딧

1. 비우량등급 회사채 수혜

비우량등급 회사채
자금유입 본격화

발행어음과 IMA를 통한 비우량등급 회사채 시장 자금 유입은 올해부터 본격화되고, 해가 갈수록 유입 강도가 강해질 전망이다. 모험자본 의무 투자 비중이 단계적으로 확대되기 때문이다. 2027년부터는 A등급 이하 회사채 투자자금이 발행 잔액을 상회할 가능성이 매우 높다. 비우량등급 회사채 발행 잔액 대비 종투자(종합금융투자사업자)들의 투자 가능 금액 비율은 올해 74.3%, 2027년 105.5%, 2028년 140.7%로 점차 확대될 예정이다.

모험자본은
혁신 기업에 공급되는
자금

모험자본은 성장 잠재력은 높지만 일반적인 금융기관을 통한 담보 대출로는 자금 조달이 어려운 혁신 기업에 공급되는 자금을 말한다. 기업에 공급하는 자금 지원 수단인 기업금융 자산에 포함되는 개념이다. 우량 회사채는 기업금융 자산이지만 모험자본에는 해당되지 않는다. 올해 출시된 IMA 상품의 투자 대상을 보면, 기업대출, 인수금융, 대출채권, 메자닌 증권, 글로벌 BDC 등 기업금융 자산이 주를 이룬다.

모험자본
의무 투자비중
단계적 확대 예정

정부는 기업금융 자산 투자를 늘리고, 그 중 생산적 금융 촉진을 위해 모험자본 투자 확대에 중점을 둔다. 발행어음, IMA 조달 자금의 모험자본 투자 비중이 2026년 10%에서 2027년 20%, 2028년 25%로 단계적 확대가 의무화된다.

A등급 채권은
모험자본 공급 의무액의
최대 30% 투자 가능

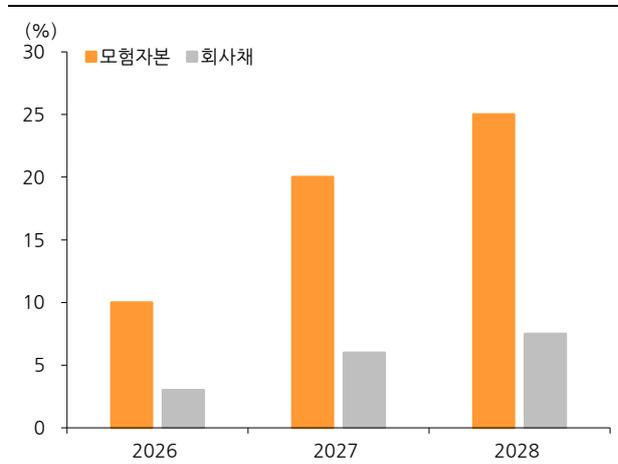
모험자본 중에서도 상대적으로 리스크가 낮은 자산에 자금 공급이 편중되지 않도록 A등급 채권 투자액은 모험자본 공급 의무액의 30%까지만 이행 실적으로 인정된다. 2026년에는 IMA와 발행어음을 통한 조달 금액의 최대 3.0%, 2027년 6.0%, 2028년 7.5%가 비우량등급 회사채 시장에 유입될 수 있다.

[표5] 모험자본의 종류

| 모험자본 투자 대상 범위 |
|--|
| 중소·중견 벤처기업이 발행한 증권 및 이에 대한 대출채권(대기업 계열사 제외) |
| 중소·중견 벤처기업이 발행한 A등급 이하 채무증권(대기업 계열사 제외) |
| 신·기보 보증 P-CBO(Primary Collateralized Bond Obligations) |
| 상생결제 외상매출채권의 할인매입 |
| 상생결제 외상매출채권을 담보로 하는 대출채권 |
| 모태펀드·코스닥벤처펀드·하이일드펀드·소부장펀드에 대한 출자지분 |
| 국민성장펀드의 첨단전략산업기금(기금발행 채권, 기금출자 펀드 등) |
| BDC(Business Development Company)에 대한 투자 |

주: 대기업 계열사는 공시대상기업집단
자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 연도별 모험자본 및 회사채 투자 비중



자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

2. 구조적 수요 개선 전망

별도 자기자본의
300% 범위 내 자금
조달 가능

중투사(종합금융투자사업자)는 발행어음(자기자본 4조원 이상)과 IMA(8조원 이상)를 합산해 별도 자기자본의 최대 300% 범위 내에서 자금을 조달할 수 있다. 다만, 발행어음은 합산 한도와 별도로 자기자본의 200%를 초과해 발행할 수 없다. 자기자본의 200%를 발행어음으로 조달했다면, 나머지 100%까지 IMA를 통해 조달할 수 있고, 150%를 발행어음으로 조달했다면, 나머지 150%를 IMA로 조달할 수 있다.

발행어음 인가 7개사
IMA 인가 2개사

현재 발행어음 인가를 획득한 증권사는 총 7개사(인가 요건 충족 증권사: 9개사)이고, 이 중 IMA 인가까지 받은 증권사는 2개사(인가 요건 충족 증권사: 3개사)다. 삼성증권과 메리츠증권 2개사가 발행어음 인가를 신청한 뒤 심사 결과를 대기 중이다. 2개 증권사 모두 인가 절차의 후반부에 있어 연내 최종 결과가 나올 것으로 기대된다.

7개사 자기자본
55조원
조달 가능 최대금액
133조원

발행어음과 IMA 사업자 인가를 받은 증권사들의 자기자본 총합은 2025년 3분기 기준 55조원, 조달할 수 있는 최대 금액은 133조원이다. 이 중에서 모험자본으로 공급될 수 있는 금액은 2026년 13조원, 2027년 27조원, 2028년 33조원으로 점차 확대된다. A등급 이하 회사채로 유입될 수 있는 자금은 4.0조원에서 2027년 6.5조원, 2028년 9.9조원으로 늘어난다.

2026년
전체 회사채 발행잔액의
투자 가능금액 83%

현재 A등급 이하 무보증 회사채 전체 발행 잔액은 42.4조원이다. 이 중에서 공시대상기업집단에 포함되는 대기업 계열사를 제외한 모험자본 투자대상 회사채 발행잔액은 총 5.4조원으로 전체 규모의 12.6%다. 올해 발행어음과 IMA에서 투자 가능한 모험자본 회사채 최대금액은 4.0조원으로 전체 발행잔액의 74.3%를 차지한다.

[표6] 증권사 발행어음 및 IMA 인가 현황

| 증권사 | 자기자본(조원) | 발행어음 | IMA | 비고 |
|--------|----------|------|-----|---|
| 한국투자증권 | 12.0 | ○ | ○ | IMA 인가 신청 완료. 금융당국 심사 중 발행어음 인가 현장 실사 마무리 발행어음 인가 현장 실사 마무리 |
| 미래에셋증권 | 10.3 | ○ | ○ | |
| NH투자증권 | 8.4 | ○ | | |
| 삼성증권 | 7.4 | | | |
| 메리츠증권 | 7.2 | | | |
| KB증권 | 6.9 | ○ | | |
| 하나증권 | 6.1 | ○ | | |
| 키움증권 | 5.8 | ○ | | |
| 신한투자증권 | 5.6 | ○ | | |
| 대신증권 | 3.1 | | | |

자료: 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

2027년부터
유입 가능 자금이
발행잔액 상회

2027년부터는 발행어음과 IMA를 통해 비우량등급 회사채 시장에 유입될 수 있는 자금이 발행 잔액을 상회할 것으로 예상된다. 모험자본 의무 투자 비중이 20%로 확대되면서 종투사의 비우량등급 회사채 투자 가능금액은 6.5조원으로 증가한다. 반면, 모험자본으로 인정되는 회사채 규모는 6.1조원으로 예상된다. 동 수치는 2026년 A등급 이하 회사채 발행 잔액에 10년평균 발행 증가율을 적용한 규모에 모험자본 인정 금액 비중 12.6%를 곱한 수치다.

2027년 106%
2028년 141%

발행 잔액 대비 유입 가능 금액 비율은 2026년 74.3%에서 2027년 105.5%로 늘어날 것으로 기대된다. 동일한 맥락에서 2028년에는 발행어음과 IMA를 통한 투자 가능 금액 9.9조원, 발행 잔액 7.1조원으로 전체 발행잔액 대비 투자 가능 금액 비율은 140.7%다.

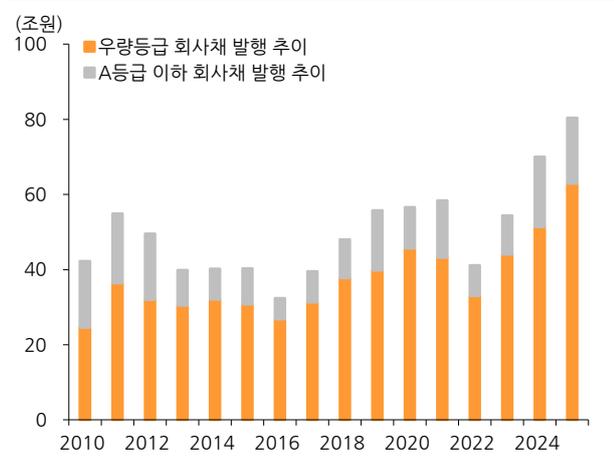
9개사 모두
인가 획득 시
2026년부터
100% 상회

현재 인가를 신청했거나 사업을 준비 중인 증권사들이 모두 사업에 참여한다고 가정하면, 자기자본 총합 70조원, 조달 가능한 최대 금액은 177조원이다. 모험자본으로 공급될 수 있는 규모는 2026년 18조원에서 35조원, 44조원으로 늘어난다. 위와 동일한 맥락에서 A등급 이하 회사채에 유입될 수 있는 자금은 5.4조원(101.1%), 10.8조원(176.0%), 13.5조원(191.5%)으로 늘어난다.

IMA는
비우량등급 회사채
구조적 수요 개선 요인

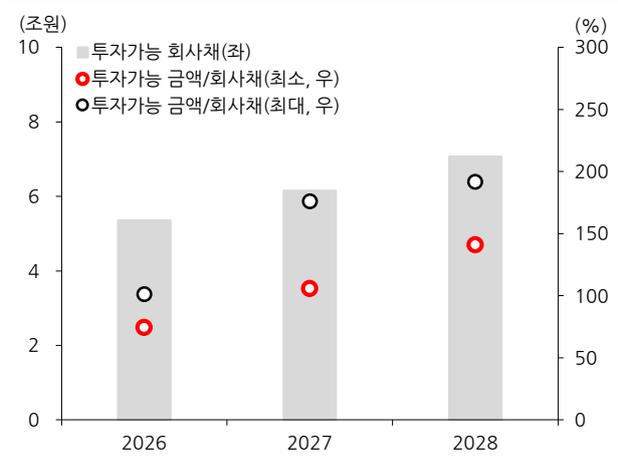
IMA 도입은 비우량등급 회사채 시장의 구조적 수요 개선 요인으로 판단한다. A등급 이하 회사채는 신용 리스크 우려에 따른 투자 수요 부족으로 다른 섹터 대비 유동성이 공급이 상대적으로 제한적이다. 2020년 이후 비우량등급 회사채 일평균 거래량은 230억원으로 우량등급 회사채 거래량 7,140억원의 3% 수준에 불과하다. 반면, 올해 1월 비우량등급 회사채의 일평균 거래량은 355억원으로 2022년 406억원 이후 가장 크다. IMA에 따른 비우량등급 회사채 시장 자금 유입 기대감이 작용한 영향이라고 생각한다. L

[그림16] 연도별 회사채 발행 및 순발행량 추이



주: A등급 이하 회사채는 BBB ~ A+
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 모험자본 투자대상 회사채 비중 및 잔액



주: A등급 이하 회사채는 BBB ~ A+
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[표기] 비우량등급 회사채 자금 유입 규모

| 구분 | 발행잔액 (십억원) |
|---------------------|---------------|
| 2026년 | |
| 전체 A 등급 이하 회사채 | 42,377 |
| IMA + 발행어음 투자가능 회사채 | 5,351 |
| 전체 대비 투자가능 비중(%) | 12.6 |
| IMA 투자 가능금액(최소) | 3,975 |
| 투자가능 회사채 대비 비중(%) | 74.3 |
| IMA 투자 가능금액(최대) | 5,409 |
| 투자가능 회사채 대비 비중(%) | 101.1 |
| 2027년 | |
| 전체 A 등급 이하 회사채 | 48,682 |
| IMA + 발행어음 투자가능 회사채 | 6,147 |
| IMA 투자 가능금액(최소) | 6,487 |
| 투자가능 회사채 대비 비중(%) | 105.5 |
| IMA 투자 가능금액(최대) | 10,818 |
| 투자가능 회사채 대비 비중(%) | 176.0 |
| 2028년 | |
| 전체 A 등급 이하 회사채 | 55,926 |
| IMA + 발행어음 투자가능 회사채 | 7,061 |
| IMA 투자 가능금액(최소) | 9,938 |
| 투자가능 회사채 대비 비중(%) | 140.7 |
| IMA 투자 가능금액(최대) | 13,523 |
| 투자가능 회사채 대비 비중(%) | 191.5 |

주1: 2027~2028년 전체 회사채: 2015~2025년 발행 증가율 평균

주2: 2027~2028년 투자가능 회사채는 예상 잔액에 2026년 비중(12.6%) 대입

주3: 최소 투자 가능금액은 현재 인기받은 7개사 증권사 기준, 최대 금액은 현재 인가 승인 대기 및 준비 중인 모든 증권사 포함

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표8] 모험자본으로 인정받는 회사채

| # | 구분 | 신용등급 | 상장 여부 | 발행잔액 (십억원) |
|----|------------|------|--------|---------------|
| 1 | SPC 삼립 | A+ | KOSPI | 70 |
| 2 | 국도화학 | A+ | KOSPI | 70 |
| 3 | 녹십자 | A+ | KOSPI | 240 |
| 4 | 녹십자홀딩스 | A+ | KOSPI | 200 |
| 5 | 대성에너지 | A+ | KOSPI | 60 |
| 6 | 대성홀딩스 | A+ | KOSPI | 50 |
| 7 | 대웅제약 | A+ | KOSPI | 335 |
| 8 | 동아에스티 | A+ | KOSPI | 245 |
| 9 | 삼양식품 | A+ | KOSPI | 100 |
| 10 | 에코비트 | A+ | 비상장 | 230 |
| 11 | 오일허브코리아여수 | A+ | 비상장 | 95 |
| 12 | 중근당홀딩스 | A+ | KOSPI | 30 |
| 13 | 풍산 | A+ | KOSPI | 350 |
| 14 | 한일시멘트 | A+ | KOSPI | 40 |
| 15 | SK 렌터카 | A | 비상장 | 725 |
| 16 | 금호타이어 | A | KOSPI | 200 |
| 17 | 넥센타이어 | A | KOSPI | 343 |
| 18 | 동아쏘시오홀딩스 | A | KOSPI | 100 |
| 19 | 보령 | A | KOSPI | 200 |
| 20 | HK 이노엔 | A | KOSDAQ | 150 |
| 21 | 한국콜마 | A | KOSPI | 200 |
| 22 | 해태제과식품 | A | KOSPI | 60 |
| 23 | 현대엘리베이터 | A | KOSPI | 226 |
| 24 | 현대코퍼레이션 | A | KOSPI | 100 |
| 25 | 대한제당 | A- | KOSPI | 43 |
| 26 | 무림페이퍼 | A- | KOSPI | 30 |
| 27 | 서흥 | A- | KOSPI | 40 |
| 28 | 쌍용씨앤이 | A- | 비상장 | 200 |
| 29 | SK 실더스 | A- | 비상장 | 21 |
| 30 | 여천 NCC | A- | 비상장 | 310 |
| 31 | 컴투스 | A- | KOSDAQ | 71 |
| 32 | 현대코퍼레이션홀딩스 | A- | KOSPI | 27 |
| 33 | AJ 네트워크 | BBB+ | KOSPI | 141 |
| 34 | 플무원식품 | BBB+ | 비상장 | 50 |

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

V. 이슈분석

AI는 세일과 다르다

AI 기업
회사채 조달 급증

주요 AI 기업(Hyper Scalers 5개사: 알파벳, 메타, 아마존, 마이크로소프트, 오라클) 등의 설비투자(CAPEX) 증가로 연초 이후 회사채 발행 규모도 크게 증가하면서 크레딧 스프레드 확대는 물론 회사채 시장의 공급 부담 요인으로 작용 중이다. 2월 기준 이들의 회사채 발행량은 총 445억달러다. 전체 회사채 발행량(1,119억달러)의 약 27.2%로 발행시장 내 AI 기업 비중도 역대 최고치다.

부채 리스크 발생
가능성은 제한적

시장 일각에서는 부채 리스크를 우려하지만 실제 리스크 발생 가능성은 제한적으로 판단한다. 2010년대 중반 세일 기업들과는 달리 1) 영업현금흐름(CFO) 창출력 대비 투자 부담이 덜하고, 2) 유가와 같은 절대적인 외부 변수가 크지 않으며, 3) 상대적으로 높은 신용등급을 보유하고 있기 때문이다.

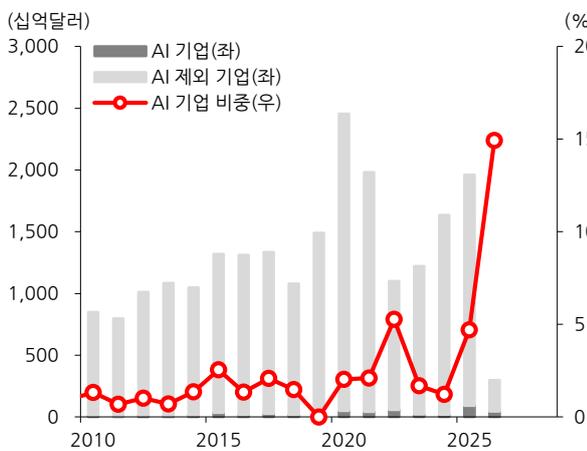
CAPEX/CFO 비율
100% 하회 중

AI 기업들의 CAPEX 부담(CAPEX/CFO)이 커진 것은 사실이다. 2020~2024년 동 비율 평균은 44.6%이다. 2025년과 2026년(추정치 기준) 각각 65.6%, 90.5%로 크게 증가했다. 그럼에도 100%를 하회 중이며 2027년에는 84.2%로 하락이 예상된다.

투자하는 돈 보다
버는 돈이 더 많다

반면, 세일 기업들은 투자 확대 초기부터 투자 부담이 존재했었다. 2012~2014년 주요 세일기업 CAPEX/CFO 비율 평균은 100.3%이었다. 유가 급락 국면(2015~2016년) 당시 평균은 134.4%까지 상승했다. 세일 기업들은 처음부터 버는 돈보다 투자하는 돈이 많았던 반면, AI 기업들은 투자하는 것 이상으로 돈을 벌고 있는 상황이다.

[그림18] 연도별 미국 회사채 및 AI 기업 회사채 발행량 추이

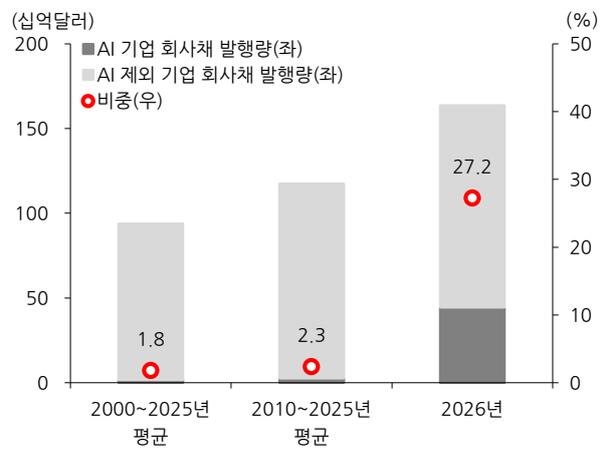


주1: 미국 내 발행, 달러 표시, 이표채 기준

주2: AI 기업은 'Hyper Scalers' 5개사(알파벳, 메타, 아마존, 마이크로소프트, 오라클)

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 2월 기준 미국 일반 및 AI 기업 회사채 발행량 비교



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

유가 같은
외부 리스크도 작은 편

유가와 같은 절대적인 외부 리스크가 상대적으로 작은 것도 차이점 중 하나다. 코로나 당시 공급망 사태와 같은 역사적 이벤트가 발생하지 않는 한 AI 기업들은 외생 변수에서 상대적으로 자유로운 편이다.

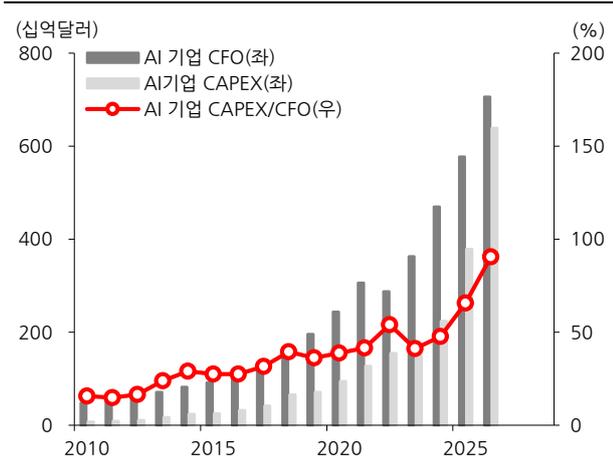
높은 신용등급도
차이점

신용등급도 AI 기업들은 대부분 우량등급 지위를 보유(글로벌 주요 신평 3사 기준 알파벳: AA, 메타: AA-, 아마존: A+, 마이크로소프트: AAA, 오라클: BBB)하고 있다. 또한, 오라클을 제외한 4개사 채권금리 모두 동일 Peer 금리 수준(알파벳, 메타)이거나 하회(아마존, 마이크로소프트) 중이다. 참고로 마이크로소프트는 미국 정부보다 높은 신용등급을 보유한 기업이다.

AI 관련 우려는 과도

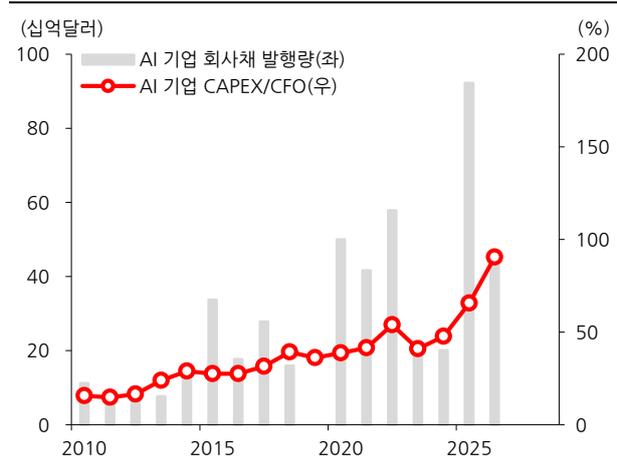
셰일 업계 투자가 한창이던 2013년 기준 주요 셰일 기업 5개사(당시 시가총액 상위 5개사) 신용등급은 가장 낮은 기업이 BBB-, 높은 기업이 A에 불과했다. AI 기업과 관련한 채권시장 우려는 과도하다.

[그림20] AI 기업 투자 대비 현금창출력 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] AI 기업 투자 대비 현금창출력 및 회사채 발행량 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

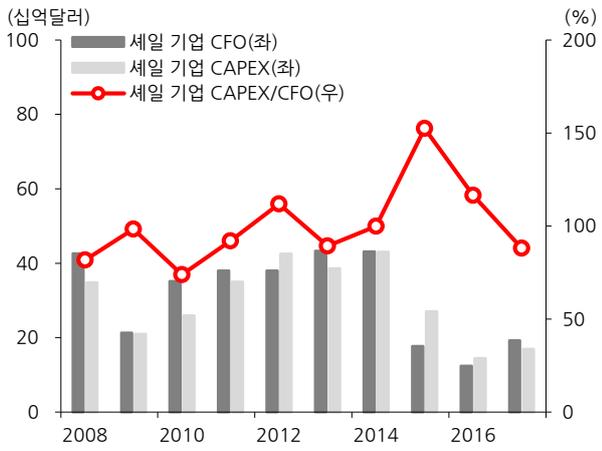
[표9] AI 및 셰일기업 신용등급

| 기업 | 종합 신용등급 | S&P | Moody's | Fitch |
|---|---------|---------------|----------------|--------------|
| 알파벳(Alphabet) | AA | AA+(Stable) | Aa2(Stable) | - |
| 메타(Meta Platforms) | AA- | AA-(Stable) | Aa3(Stable) | - |
| 아마존(Amazon.com) | A+ | AA(Stable) | A1(Stable) | AA-(Stable) |
| 마이크로소프트(Microsoft) | AAA | AAA(Stable) | Aaa(Stable) | - |
| 오라클(Oracle) | BBB | BBB(Negative) | Baa2(Negative) | BBB(Stable) |
| 코노코필립스(ConocoPhillips) | A | A(Stable) | A1(Stable) | A(Stable) |
| 옥시덴탈 페트롤리움(Occidental Petroleum) | A | A(Negative) | A1(Stable) | A(Stable) |
| EOG 리소시스(EOG Resources) | A- | A3(Stable) | A-(Negative) | - |
| 헤스(HESS) | BBB | BBB(Stable) | Baa2(Stable) | BBB(Stable) |
| 파이오니어 내추럴 리소시스(Pioneer Natural Resources) | BBB- | BBB-(Stable) | Baa3(Stable) | BBB-(Stable) |

주: AI 기업은 현재, 셰일 기업은 2013년 기준

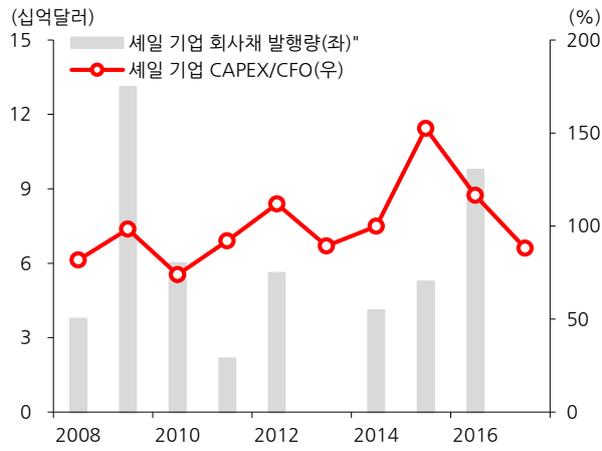
자료: S&P, Moody's, Fitch한화투자증권 리서치센터

[그림22] 셰일 기업 투자 대비 현금창출력 추이



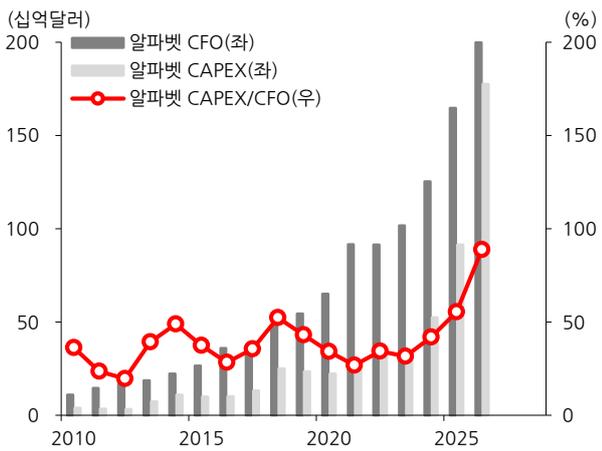
주2: 셰일 기업은 2013년 기준 시가총액 상위 5개사 (ConocoPhillips, Occidental Petroleum, EOG Resources, Hess, Pioneer Natural Resources)
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 셰일 기업 투자 대비 현금창출력 및 회사채 발행량 추이



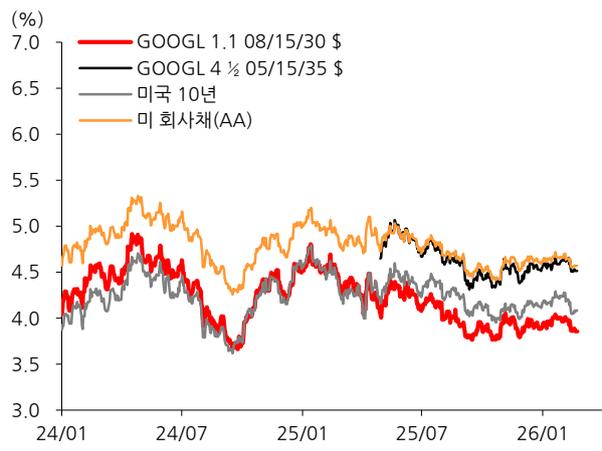
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 알파벳 투자 대비 현금창출력 추이



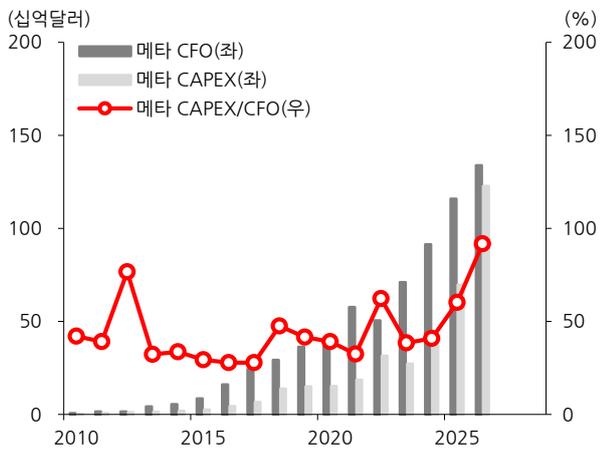
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 알파벳 채권, 동일 Peer 회사채 및 미국채 금리 추이



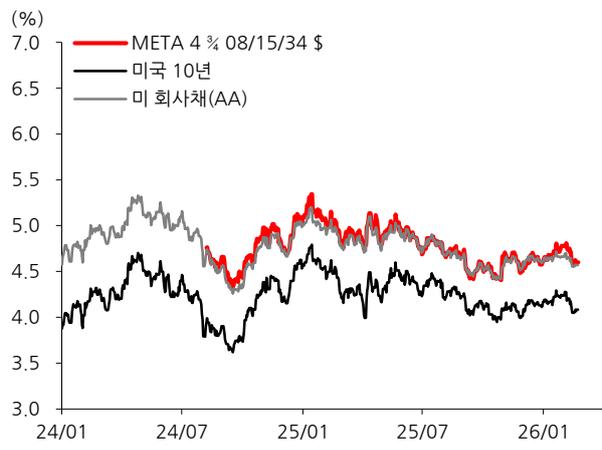
주1: 금리는 ytw 기준. 회사채 금리는 Bloomberg Aggregate Index
주2: 개별 채권은 10년 만기 채권, 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 메타 투자 대비 현금창출력 추이



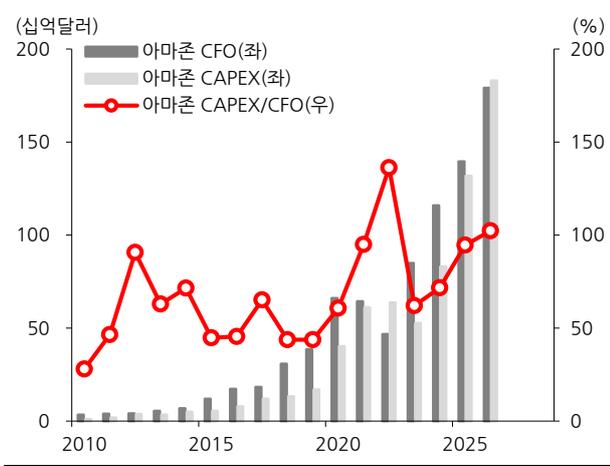
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 메타 채권, 동일 Peer 회사채 및 미국채 금리 추이



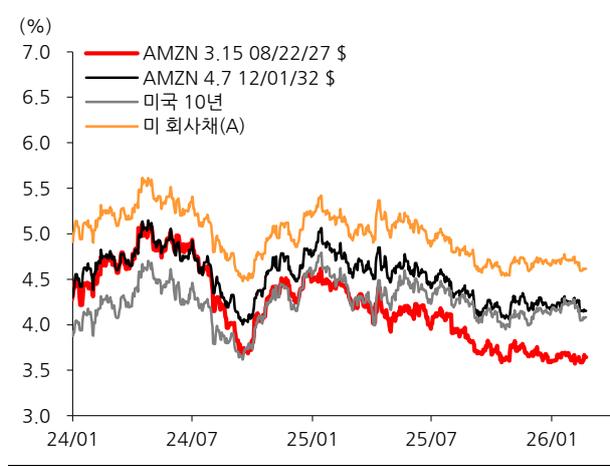
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 아마존 투자 대비 현금창출력 추이



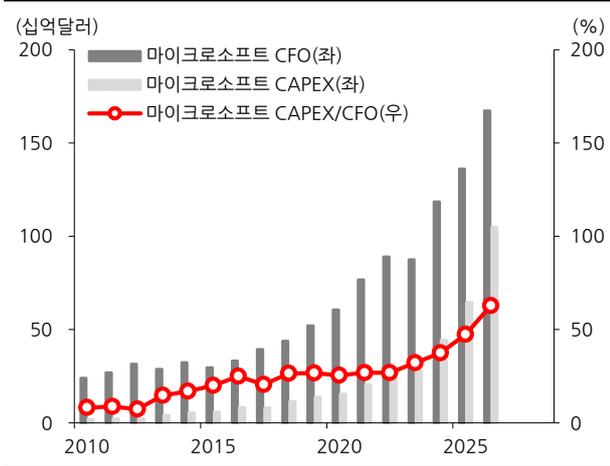
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 아마존 채권, 동일 Peer 회사채 및 미 국채 금리 추이



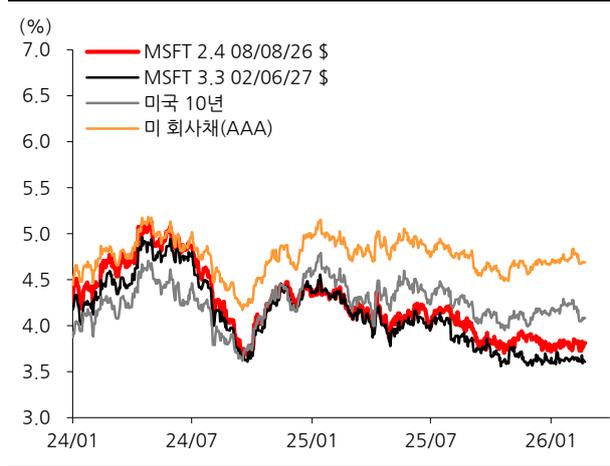
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 마이크로소프트 투자 대비 현금창출력 추이



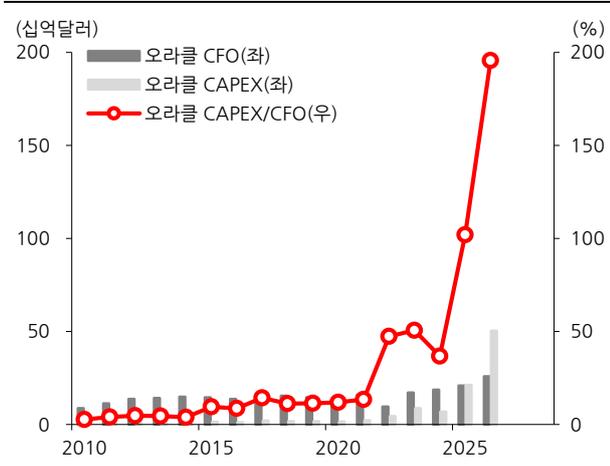
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 마이크로소프트 채권, 동일 Peer 회사채 및 미 국채 금리 추이



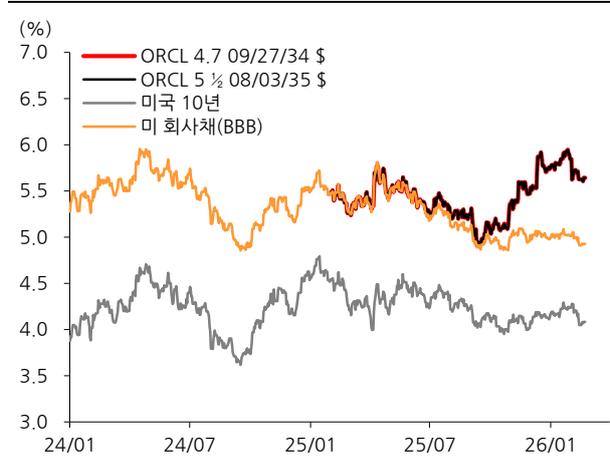
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 오라클 투자 대비 현금창출력 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 오라클 채권, 동일 Peer 회사채 및 미 국채 금리 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

VI. Market Review

1. 해외 시장

선진국 대부분 강세 지난 달 선진국 채권시장은 대부분 강세를 보였다. 재정관련 불확실성 감소, 물가 둔화세 확인 등이 시장 강세 요인으로 작용했다. 일본은 확장적 재정정책을 선호하는 집권여당이 총선에서 압승했지만 시장은 이를 불확실성 해소 재료로 소화했다. 미국은 CPI 지표가 예상치를 하회하면서 금리가 하락했다. 미국의 관세 이슈가 시장에 미치는 영향은 제한적이었다.

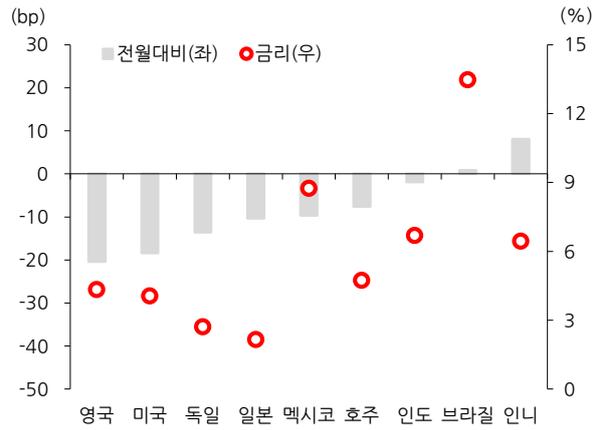
신흥국도 강세 신흥국 시장도 대체로 강세를 보였다. 월 중반까지는 대체로 약세를 보였지만 미국 연방 대법원의 관세 위법 판결이 우호적인 재료로 작용했다. 반면, 인도네시아는 지속되는 환율 약세, 정부 재정정책 우려가 부각되며 금리가 상승했다.

[그림34] 2020년 이후 글로벌 주요 채권지수 수익률 추이



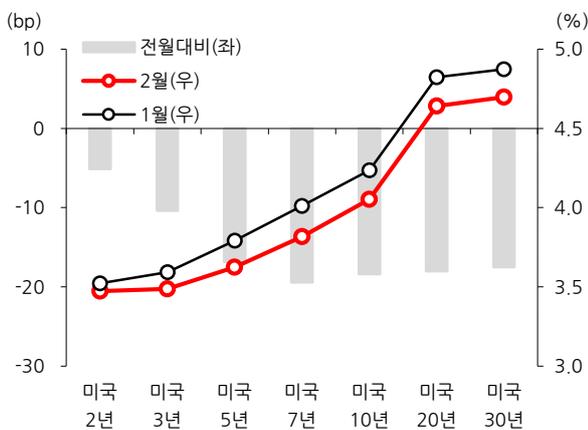
주: ICE BofA TR Index, 자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 2월 주요국 채권 금리 변동



주: 2/25 종가, 국가별 10년 금리 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 2월 미국채 금리 및 수익률 곡선 변동



주: 2/25 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 신흥국 채권 ETF 및 통화지수 추이



주1: 채권 ETF는 iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF,

주2: 통화지수는 MSCI EM Currency Index, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2. 국내 시장

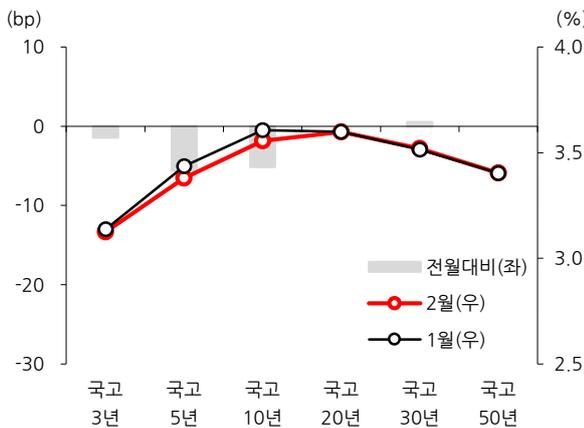
국고채 금리 상승

국고채 금리는 대체로 하락했다. 월 초, 중반까지 약세를 보이던 시장은 설 연휴 직전 한국은행의 구두 개입성 발언, 인상 우려를 불식시킨 금통위 등 영향에 상승세가 반전되었다. 국고 3년, 10년 금리는 전월 대비 각각 1.4bp, 5.1bp 하락한 3.12%, 3.56%를 기록했다.

크레딧 스프레드 대부분 확대

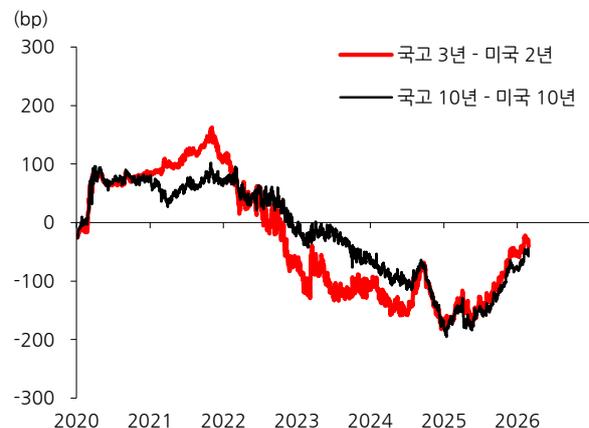
크레딧 스프레드는 대부분 확대되었다. 전반적인 채권시장 투자심리 위축이 장기화되면서 시장도 약세 흐름을 이어갔다. 국고 3년 대비 동일 만기 회사채 (AA-) 스프레드는 59.0bp로 전월 대비 8.1bp 확대되었다.

[그림38] 2월 국고채 금리 및 수익률 곡선 변동



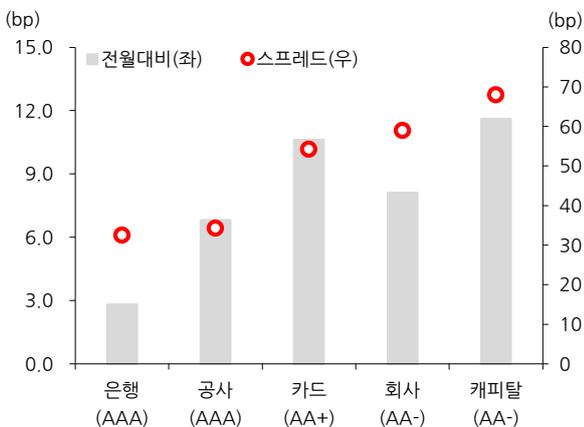
주: 2/25 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 한미 주요 국채 스프레드 추이



주: 2/25 종가 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 2월 주요 크레딧 스프레드 변동



주: 2/25 종가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 회사채 스프레드 추이



주: 2/25 종가 기준, 국고 3년 대비 민평 3사 금리 스프레드
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 수급

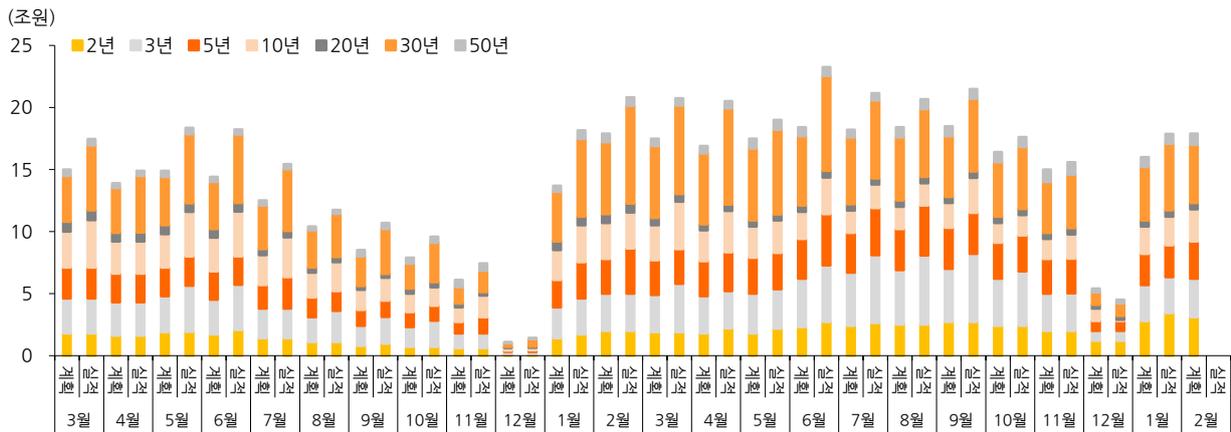
국고채 순매수세

투자자들의 일평균 국고채 순매수 거래량은 9,440억원으로 15개월 연속 순매수세를 이어갔다. 금리의 고점 인식으로 1년 이하 순매도세(-2,737억원)가 크게 강해진 가운데, 10년 초과 구간 순매수세(+6,190억원)가 강해졌다. 투자주체 별로는 기금·공제(-1,010억원), 종금·상호(-236억원)를 제외한 대부분이 순매수세를 기록했다. 외국인 일평균 순매수 거래량은 5,069억원이었다.

3월 발행, 19조원 전년 대비 증가

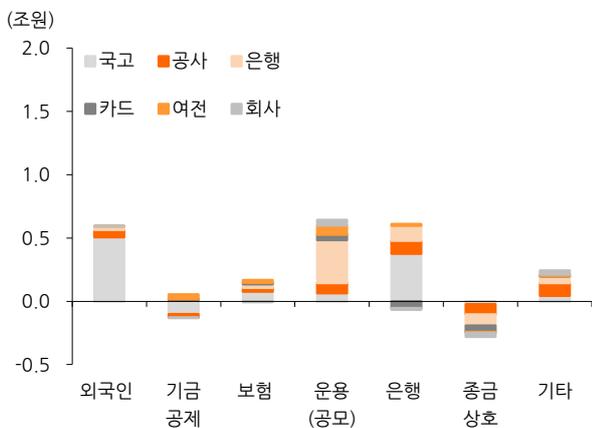
재정부에 따르면 2월 국고채는 19조원(물가채, 명목교환 제외)이 발행될 예정이다. 전년 동월 대비 1조 5,000억원 늘어난 규모다. 만기별로는 2년(3조 2,000억원, +68.4%), 5년(8,000억원, +33.3%) 발행 증가세가 이어졌다. 10~30년 구간은 30년(5조원, -13.8%)을 제외하고 동일(20년: 6,000억원)하거나 증가(10년: 3조원, +7.1%)할 예정이다.

[그림42] 월간 국고채 발행 계획 및 실적 추이



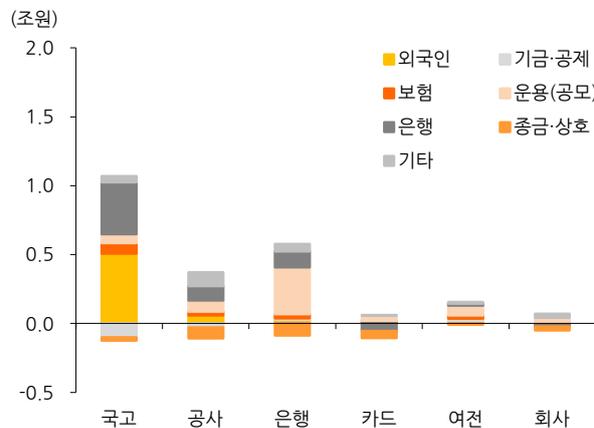
자료: 기획재정부, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 2월 투자주체별 채권시장 일평균 순매수 거래량



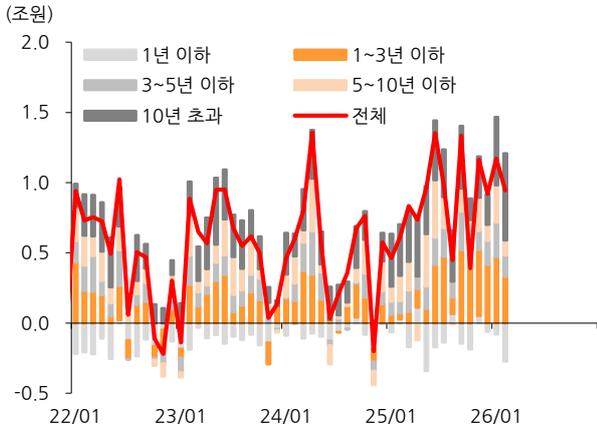
주: 2/25 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 2월 채권별 일평균 순매수 거래량



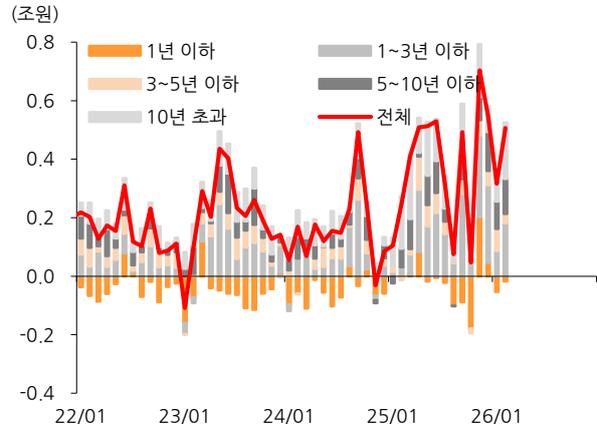
주: 2/25 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 국고채시장 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



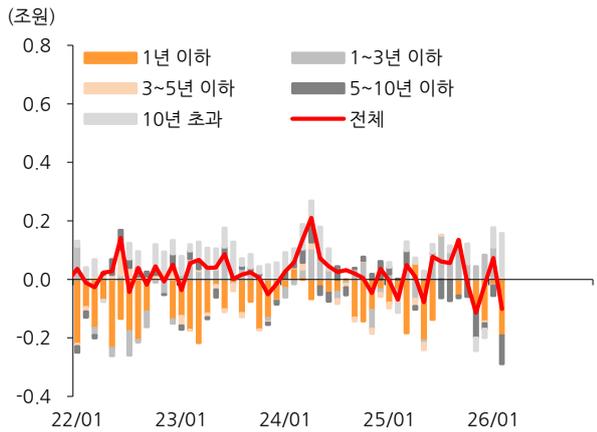
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 외국인 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



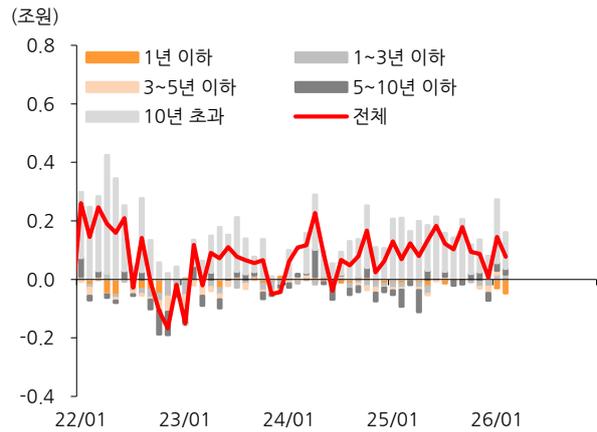
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 기금·공제 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



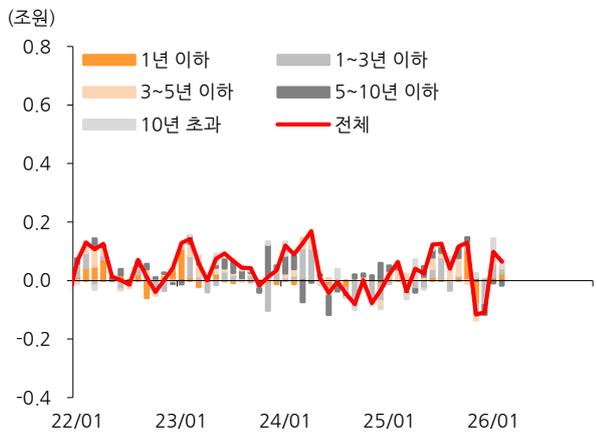
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 보험 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



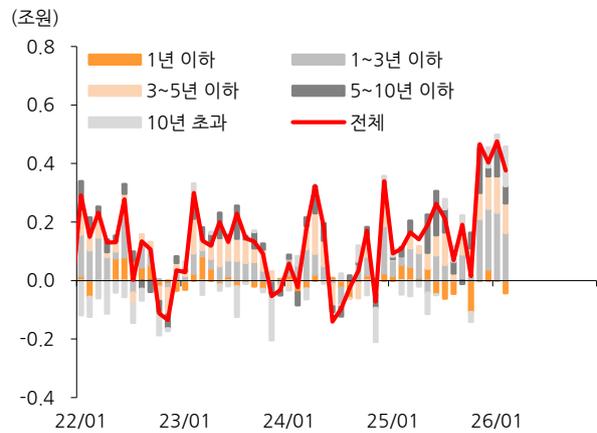
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 운용(공모) 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



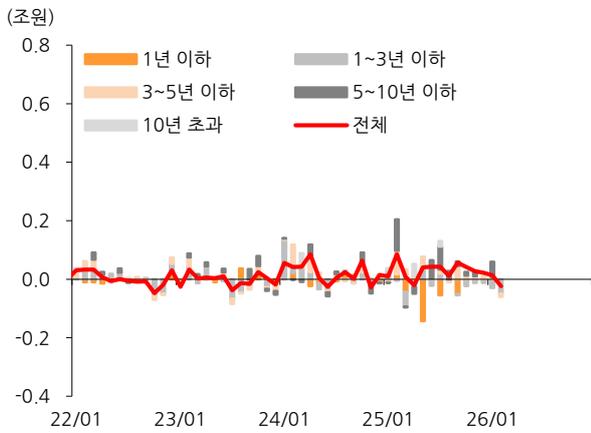
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 은행 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



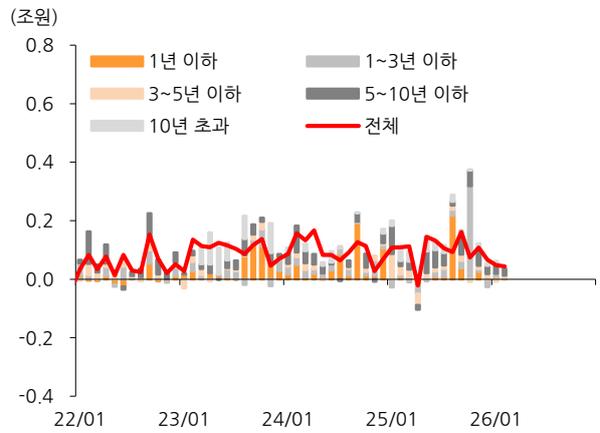
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 종금·상호 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



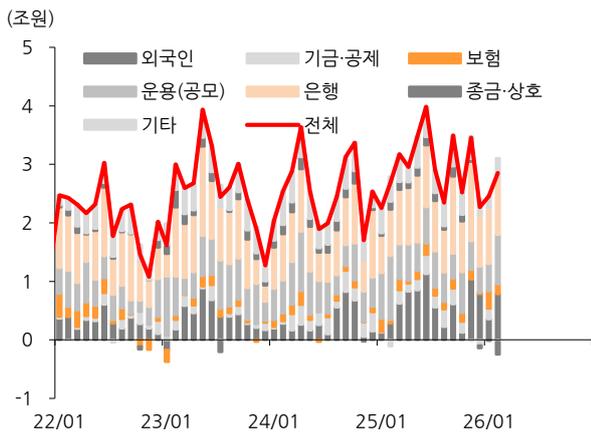
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 기타 투자자 국고채 만기별 일평균 순매수 거래량 추이



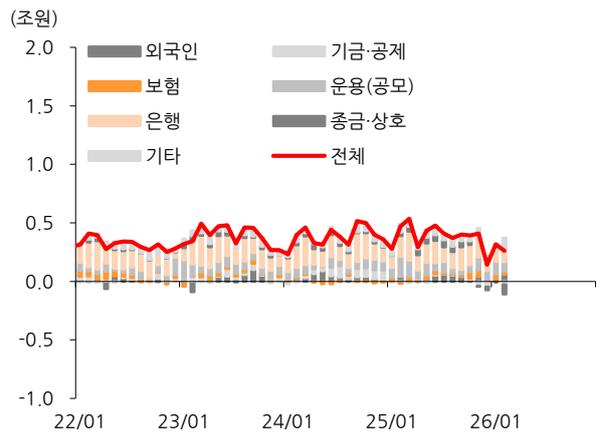
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 투자자별 채권시장 전체 일평균 순매수 거래량 추이



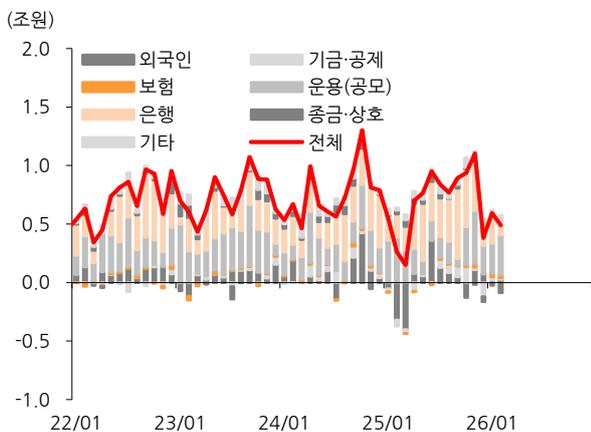
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 투자자별 공사채 일평균 순매수 거래량 추이



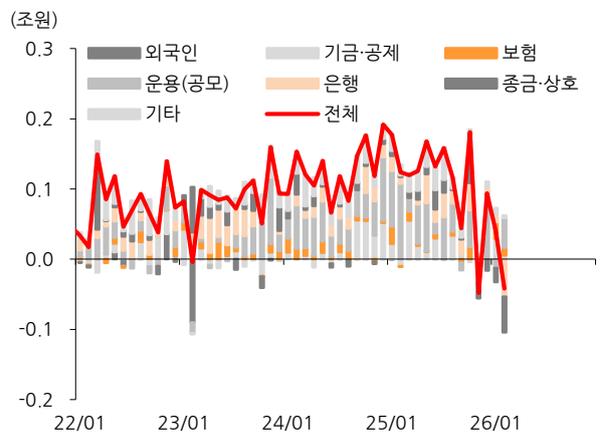
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 투자자별 은행채 일평균 순매수 거래량 추이



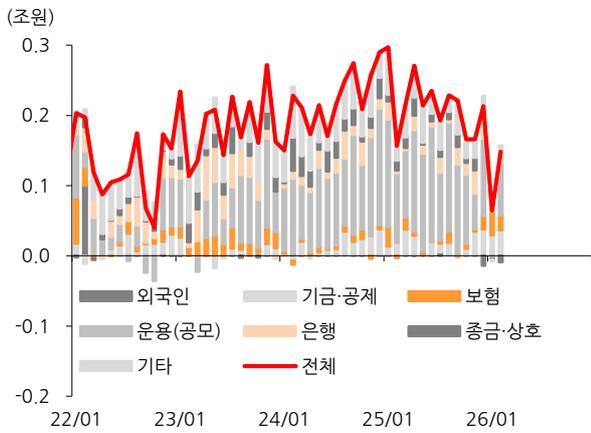
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 투자자별 카드채 일평균 순매수 거래량 추이



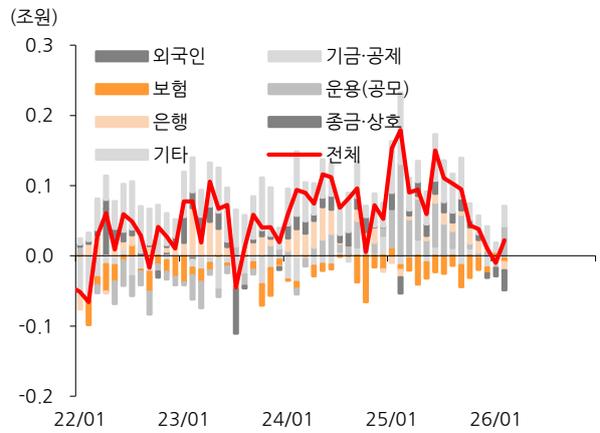
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 투자자별 캐피탈채 전체 일평균 순매수 거래량 추이



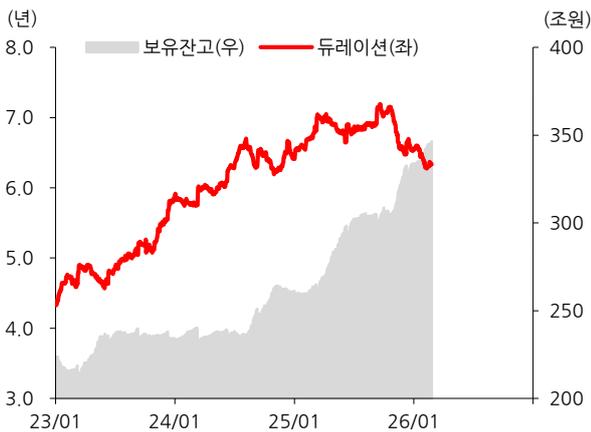
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림58] 투자자별 회사채 일평균 순매수 거래량 추이



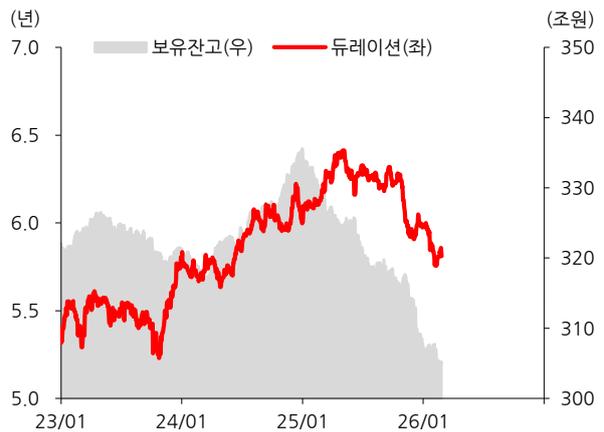
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 외국인 보유잔고 및 듀레이션 추이



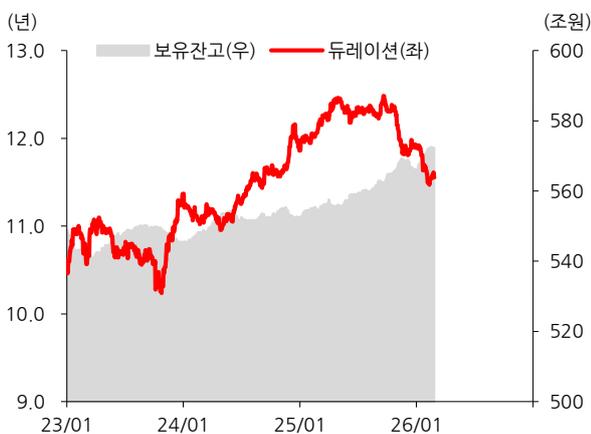
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 기금·공제 보유잔고 및 듀레이션 추이



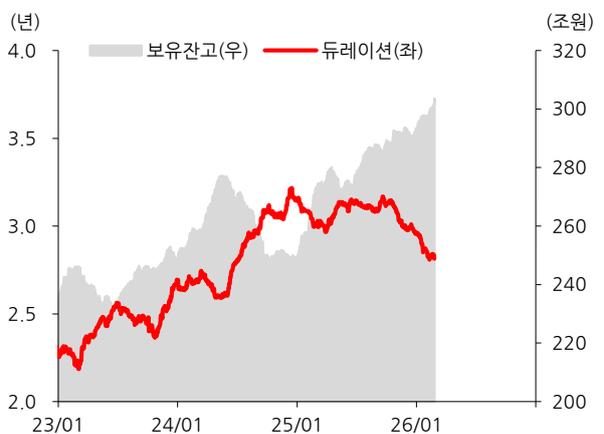
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 보험 보유잔고 및 듀레이션 추이



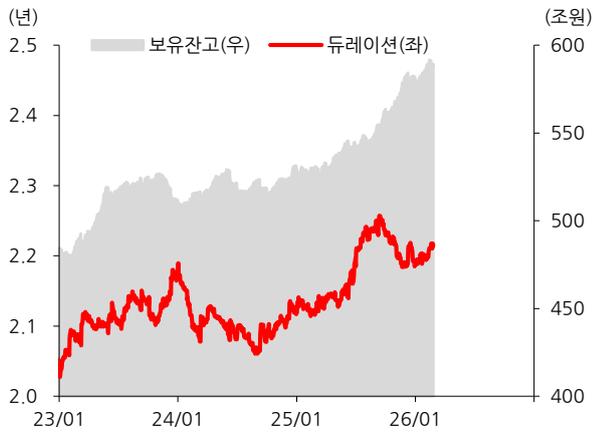
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 운용(공모) 보유잔고 및 듀레이션 추이



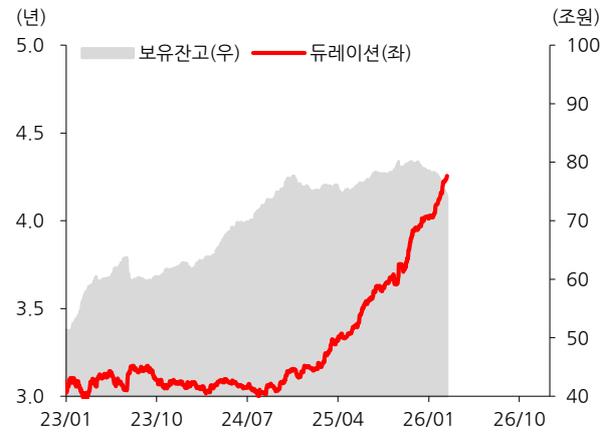
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 은행 보유잔고 및 듀레이션 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 종금·상호 보유잔고 및 듀레이션 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

VII. Fixed Income Calendar

| 월요일 | 화요일 | 수요일 | 목요일 | 금요일 |
|---|---|---|--|---|
| 2 | 3 | 4 | 5 | 6 |
| 한국 휴장(대체공휴일) Lagarde ECB 총재 연설 (한) 2월 수출입(3/1) | Bullock RBA 총재 연설 Williams 뉴욕 연은 총재 연설 (미) 2월 ISM 제조업지수 | Kashkari 미니애폴리스 연은 총재 연설 (한) 1월 광공업생산 (한) 1월 소매판매 | 미국 연준 Beige Book (미) 2월 ISM 서비스업지수 (미) 1월 수출입물가 | Lagarde ECB 총재 연설 Hammack 클리블랜드 연은 총재 연설 (한) 1월 경상수지 (한) 2월 CPI (미) 2월 비농업 고용자 수 (미) 2우려 실업률 |
| 9 | 10 | 11 | 12 | 13 |
| | (한) 4분기 GDP(잠정) (미) 2월 뉴욕 연은 기대인플레이션 (미) 2월 NFB 중소기업 낙관지수 (미) 2월 기준주택판매 | (미) 3년 국채 입찰 (미) 2월 CPI | (미) 10년 국채 입찰 (미) 1월 수출입 | (미) 30년 국채 입찰 (한) 1월 M2 통화공급 (미) 1월 PCE (미) 4분기 GDP(잠정) (미) 3월 미시간대학교 소비자심리지수(잠정) |
| 16 | 17 | 18 | 19 | 20 |
| (미) 3월 뉴욕 연은 엠파이어 스테이트 제조업지수 (미) 2월 산업생산 (미) 3월 NAHB 주택시장지수 | 호주 RBA Reserve Bank Board Meeting (한) 2월 수출입물가 (미) 2월 미결주택판매 | (미) 20년 국채 입찰 (한) 2월 실업률 (미) 2월 PPI | 미국 연준 FOMC 브라질 BCB COPOM 일본 BoJ 금융정책결정회의 영국 영란은행 MPC ECB Governing Council Meeting (미) 3월 필라델피아 연은 업황전망 | 일본 휴장(춘분) |
| 23 | 24 | 25 | 26 | 27 |
| (미) 2월 사키고 연은 연방 국가활동지수 | (한) 2월 PPI (미) 3월 리치몬드 연은 제조업지수 | 일본 BoJ 금융정책결정회의 의사록(1월) (미) 2년 국채 입찰 (한) 3월 CSI (미) 2월 수출입물가 | (미) 5년 국채 입찰 | Jefferson 연준 부의장 연설 (미) 7년 국채 입찰 (한) 3월 BSI (미) 3월 캔자스시티 연은 제조업 활동지수 (미) 3월 미시간대학교 소비자심리지수(확정) |
| 30 | 31 | | | |
| (미) 3월 달러스 연은 제조업 활동지수 | 호주 RBA Reserve Bank Board Meeting 의사록(3월) (한) 2월 광공업생산 (한) 2월 소매판매 (미) 1월 FHFA 주택가격지수 (미) 1월 Case Shiller 주택가격지수 (미) 3월 컨퍼런스보드 소비자신뢰지수 | | | |

주: 한국시간 기준

자료: 연합인포맥스, Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

◎ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

◎ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].
