

KCMI

# 자본시장 동향 및 전망 : 채권시장

백 인 석  
파생상품실 연구위원



자본시장연구원  
Korea Capital Market Institute

# 2013년 채권시장 회고(1)

## ◆ 2013년 국고채 금리는 전강후약, 금리 변동성은 2010년 이후 가장 높은 수준 시현

- 금리는 5월까지 글로벌 안전자산 선호와 국내 기준금리 인하 기대감 속에 지속적으로 하락하여 역사적 저점 기록
- 5월말~6월에 버냉키 의장의 출구전략 로드맵 제시로 금리와 금리 변동성 모두 급등
- 하반기, 미국 Tapering 이슈가 시장을 지배하며 박스권 형성

## ◆ 장단기 스프레드는 금리 방향성에 의존하며 장기적 평균 수준 회복

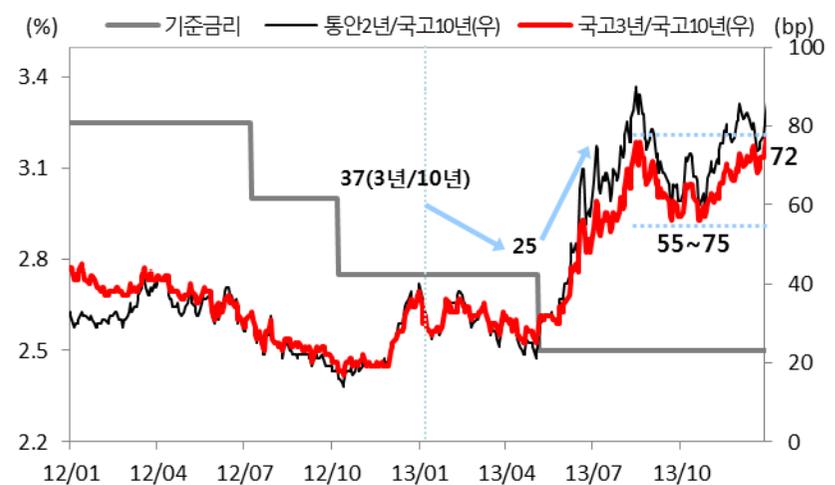
- 연 초반 10년 금리가 기준금리 수준까지 하락하며 수익률 곡선의 평탄화 진행
- 버냉키 충격으로 금리가 급등하는 과정에서 2011년 하반기 이후 지속된 수익률 곡선 평탄화 해소

국고채 금리 주이



자료: 금융투자협회, 한국은행

장단기 스프레드



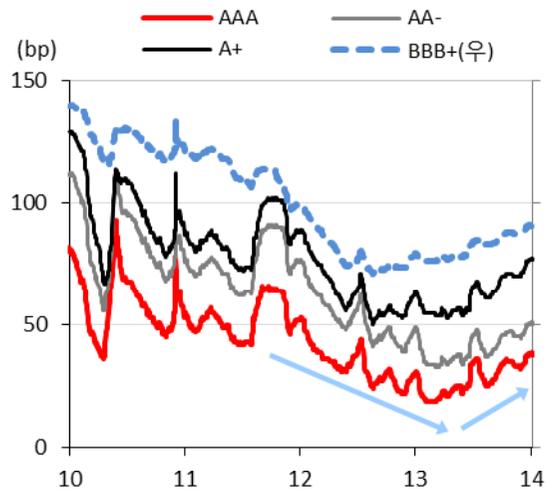
자료: 금융투자협회, 한국은행

# 2013년 채권시장 회고(2)

## ◆ 회사채 신용스프레드는 장기 축소 국면을 마무리하고 양극화를 동반하며 확대추세로 전환

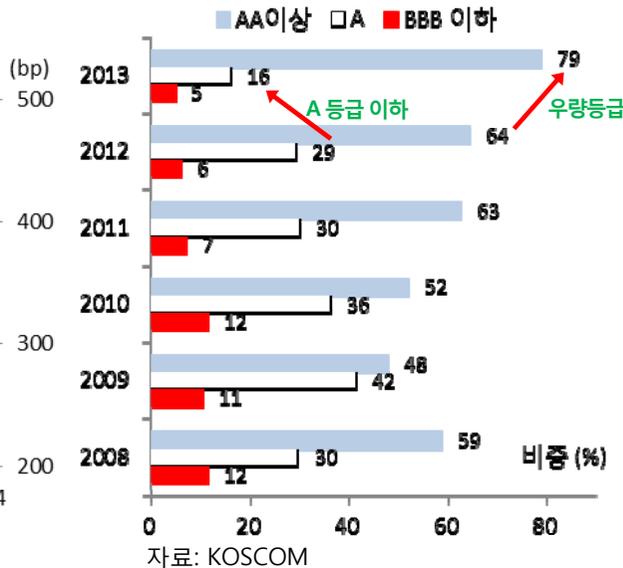
- 회사채시장은 작년 1분기까지, 낮은 금리와 높은 시중유동성을 바탕으로 2010년 이후 지속된 스프레드 축소세 유지
- 1분기를 저점으로, 미국 Tapering 이슈 이후 스프레드 축소 추세를 마무리하고 확대 국면으로 진입
- STX그룹 및 동양그룹 신용사건으로 등급별·업종별 회사채시장 양극화 심화
  - BBB 등급 (금융위기 직후) → A 등급 (웅진, STX그룹, 동양그룹 신용사건)
  - A 이하 등급의 건설□조선□해운 업종

회사채 신용스프레드 (3년 만기)



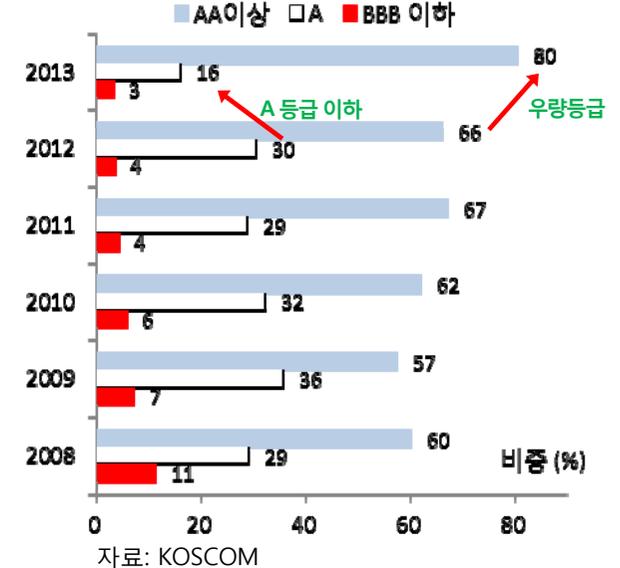
자료: 금융투자협회

신용등급별 회사채 발행 비중



자료: KOSCOM

신용등급별 회사채 거래 비중



자료: KOSCOM

# 금리전망(1)

## ◆ 2014년 채권시장 keyword는 상반기 Tapering, 하반기 Tightening

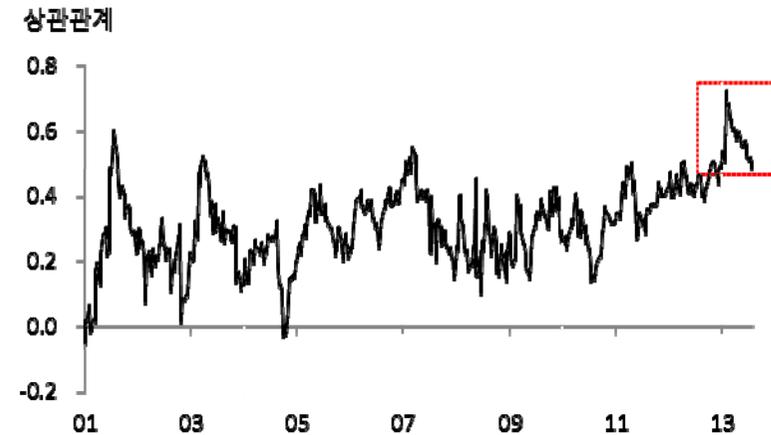
- 지난해 6월 이후 국고채 금리는 미국 국채 금리와 2001년 이후 가장 장기간 동안 강한 동조화를 나타내고 있음
- 올해도 미국 통화정책이 국내 금리 추세 결정에 key factor로 작용할 전망

### (1) 한·미 금리 추이



자료: Bloomberg

### (2) 한·미 금리 동조화



자료: Bloomberg, 자본시장연구원  
BEKK-GARCH 모델을 적용한 주별 금리 변화 상관관계

# 금리전망(2)-미국 통화정책 및 금리

## ◆ 최근 미국 금리 동향과 해외 전문가 전망

- 작년 9월 당시, 미국 채권시장은 Tapering과 2014년말 금리 인상을 모두 반영하여 장단기 금리가 급등하며 변동성 확대
- 10월 이후 Tapering과 금리 인상을 구분하여 반영하기 시작했으며, 12월 Tapering 개시 결정에도 안정적인 반응
  - 2014년 4Q Tapering 종료 예상 → 장기(10년) 금리 지속적 상승 (9월 고점인 3%까지 상승 후 안정)
  - 금리 인상 예상 시기 1년 지연 (2014년 말 → 2015년 3분기 내지 4분기) → 단기(2년) 금리 안정
- **해외 전문가들은 장단기 금리 상승을 전망하나, 10년 금리 상승폭에 대한 평가와 전망이 엇갈림**
  - 10년 금리는 작년 상승으로 상당 폭 정상화되었기 때문에 내년 금리 인상을 시작해도 올해 상승폭은 제한적일 것으로 전망 (→ **완만한 금리 상승 전망**)
  - 최근 10년 금리 수준에는 2015년 하반기 Tightening 진입이 충분히 반영되지 않아, 올 하반기부터 금리 인상이 본격적으로 반영될 것으로 전망 (→ **급격한 금리 상승 전망**)



자료: Bloomberg



자료: Bloomberg, 2014년 12월물은 지난해 9월 기준

### (3) 글로벌 IB 미국 국채 10년 금리 전망

1/14 (2.87)	1Q	2Q	3Q	4Q
평균	3.02	3.18	3.32	3.44
최대	3.25	3.50	3.75	3.75
최소	2.80	2.95	3.00	3.10
최대-최소	0.45	0.55	0.75	0.62

자료: Bloomberg (글로벌 IB 10개 사의 12월 12일, 1월 3일, 1월 10일 전망치)

### (4) 글로벌 IB 미국 국채 2년 금리 전망

1/14 (0.38)	1Q	2Q	3Q	4Q
평균	0.41	0.50	0.62	0.77
최대	0.55	0.80	1.00	1.15
최소	0.35	0.40	0.35	0.50
최대-최소	0.20	0.40	0.65	0.65

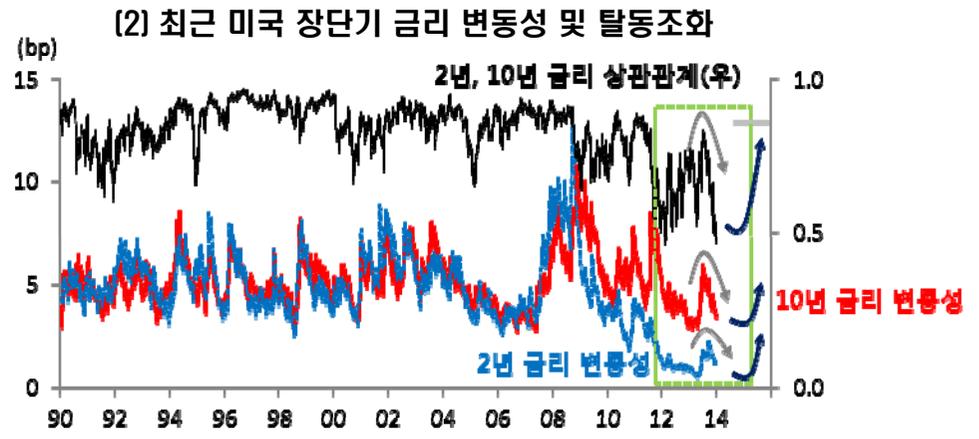
자료: Bloomberg (글로벌 IB 9개 사의 12월 12일, 1월 3일, 1월 10일 전망치)

# 금리전망(2)-미국 통화정책 및 금리

- ◆ 12월 FOMC 이후 미국 금리는 Tapering 속도를 반영 중이나, 본격적인 금리 인상은 아직 충분히 반영하지 하지 않은 것으로 평가
  - 미국 장단기 국채 금리는 연준의 통화정책을 시차 없이 반영 (시점이 아닌 민감도 측면에서 차별적 반응)
    - 90년 이후 2년과 10년 만기 국채 금리가 통화정책 변경에 대한 기대를 거의 동일한 시점에 반영
    - 기준금리와의 상관관계: 2년 0.96, 10년 0.83
  - 2년 국채 금리가 금리 인상을 반영해야 전체 수익률 곡선이 본격적으로 금리 인상을 반영한다고 볼 수 있음
  - 최근 미국 채권시장은 올해 4Q Tapering 종료와 2015년 하반기 금리 인상 시작을 예상하고 있으나, 금리 인상은 아직 충분히 반영되지 않은 것으로 평가
- ◆ 상저하고형 금리 상승 추세와 하반기 변동성 확대 전망
  - 상반기, 완만한 Tapering 진행과 함께 점진적 금리 상승이 전망되나, 10년 금리는 지난해 고점 3%를 크게 상회하지 않을 것으로 전망
  - 하반기, Tapering 종료와 함께 2015년 Tightening 진입이 가시화될 경우 급격한 금리 상승 전망
  - 동시에 하반기 금리 인상 시점과 인상 폭에 대한 논쟁 본격화로 변동성 확대 가능



자료: Bloomberg



자료: Bloomberg, 자본시장연구원

# 금리전망(3)-국내 통화정책

## ◆ 올해 중 국내 통화정책의 본격적인 긴축 전환 가능성은 낮은 것으로 전망

- 국내 경기와 물가는 각각 잠재성장률 수준의 완만한 성장과 마이너스 GDP갭을 축소하며 물가안정목표하단에서 안정될 전망
- 가계부채, Tapering 종료 이후 대외 불확실성 등 리스크 요인 상존
- 4분기 한차례 금리 인상이 가능하나, 본격적인 긴축으로의 전환 보다는 정책금리 정상화 차원의 조정이 이루어질 것으로 전망
  - 경기가 상승세이나 여전히 잠재 성장률 수준에 머물 것으로 전망되며, 물가 또한 목표 범위 하단에 머물 것으로 예상
  - 국내 내수활성화에 미치는 영향과 대외 불확실성 고려시 미국 보다 선제적인 긴축으로의 전환 가능성은 낮은 것으로 평가

### 주요기관 경제 전망

	성장률	물가상승률
한국은행	3.80%	2.30%
KDI	3.70%	2.00%
IMF	3.70%	2.70%
국내 증권사	3.60%	2.30%
주요 글로벌 IB	3.72%	2.23%

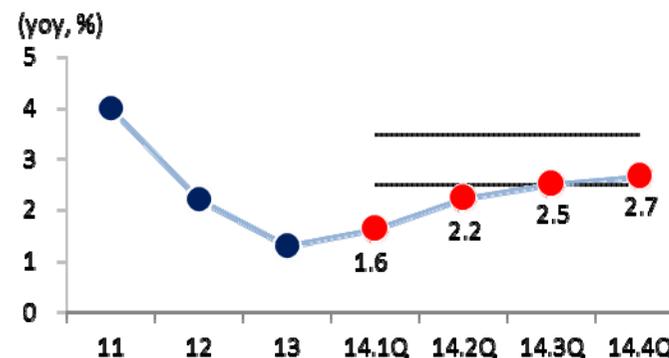
자료: 16개 국내 증권사 경제 전망 자료  
13개 글로벌 IB 전망치 (Bloomberg)

### 주요기관 기준금리 전망

기관수(비율)	국내 증권사	주요 글로벌 IB
전체	21	13
동결	9(43%)	5(38%)
인상	10(48%)	7(54%)
1회 인상	8	5
2회 인상	2	2
인하	2(10%)	1(8%)

자료: 21개 국내 증권사 전망치 (각사 전망 자료, 뉴스핌, 더벨)  
13개 글로벌 IB 전망치 (Bloomberg)

### 국내 증권사 물가상승률 전망



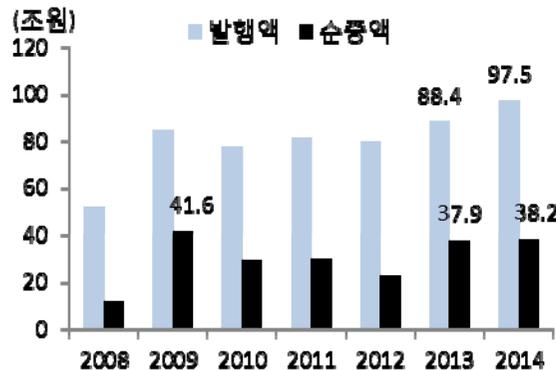
자료: 16개 국내 증권사 경제 전망 자료

# 금리전망(4)-국고채 수급

## ◆ 국고채 수급은 수요 증가 대비 공급 압력이 우세할 전망

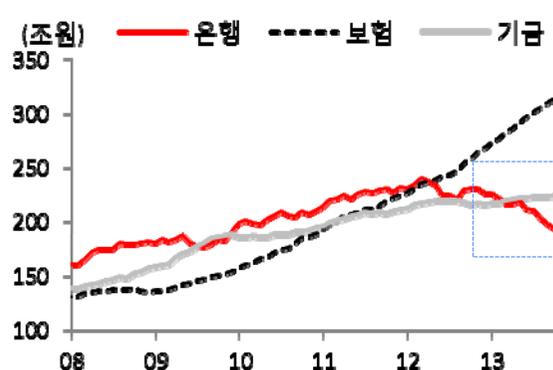
- 올해 국고채 발행한도와 순증 규모는 각각 97.5조원과 38.2조원이며, 지난해 대비 월평균 7,600억원 정도의 발행 증가 예상
  - 총발행액은 역대 최대, 순증은 2009년에 이어 두 번째 규모
- 수요측면에서는 RBC 규제 강화로 보험사의 국고채 수요는 올해에도 지속될 전망이나, 금리 상승으로 인한 은행의 채권 투자 감소는 국고채 수급에도 부담으로 작용할 전망
- 국민연금의 경우 국내 채권에 대한 목표 투자비중 하향으로 올해 채권 투자 순증 금액이 과거 대비 감소할 전망

연도별 국고채 발행금액



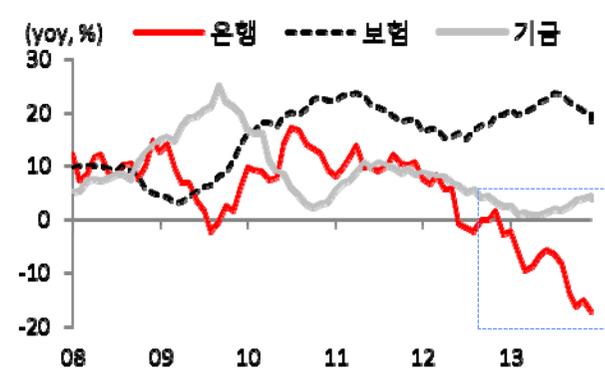
자료: 기획재정부

국내 기관 채권 보유 잔고 추이



자료: 인포맥스

국내 기관 채권 보유 잔고증가율 추이



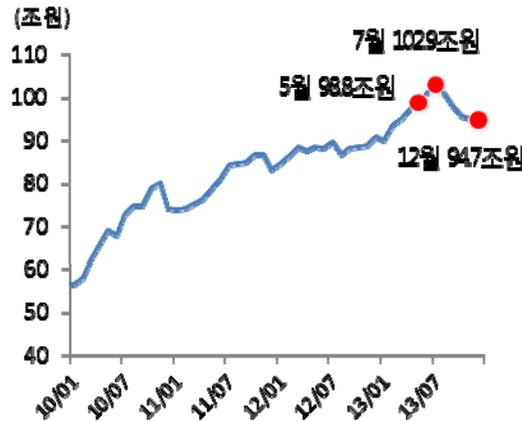
자료: 인포맥스

# 금리전망(5)-외국인 원화채권 투자

## ◆ 외국인 원화채권 투자는 안정세를 유지할 전망

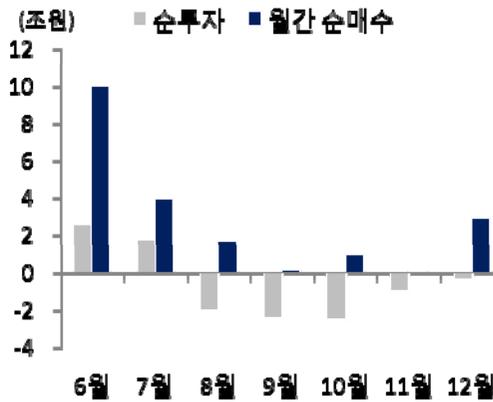
- 지난해 외국인의 원화채권 보유잔고는 5월말 98.8조원에서 연말 94.7조원 수준으로 버냉키 충격 이후 4.1조원 가량 감소
  - 5월말 (98.8조원) → 7월말 (102.9조원) → 12월말 (94.7조원)
  - 시장의 우려와는 달리 7월말까지 보유잔고 증가
- 7월 이후의 잔고감소는 통안채를 중심으로 한 단기채권의 만기상환에 기인
- 글로벌 채권펀드 및 선진국 중앙은행의 투자 구간인 중장기 구간에 대한 투자는 지속
- 우리나라의 양호한 펀더멘털(재정건전성, 외환보유고, 경상수지)과 국내 채권시장의 규모 및 유동성 등을 고려시, 외국인 투자자에 대한 원화채권의 매력은 유지될 전망

**(1) 외국인 채권 보유잔고**



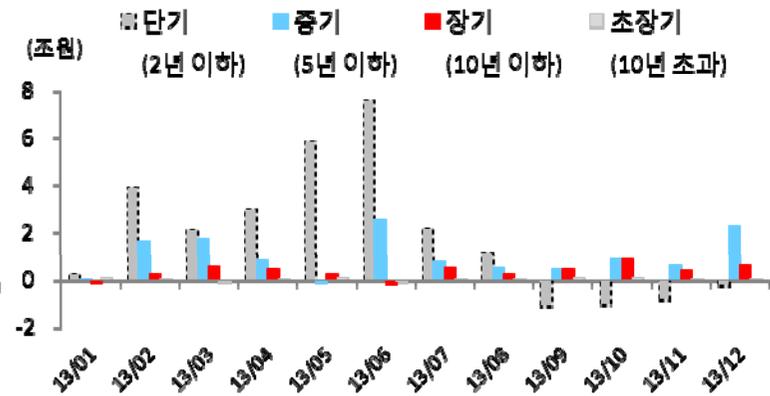
자료: 금융감독원

**(2) 월별 외국인 채권 투자 동향**



자료: 금융감독원  
(순투자=순매수-만기상환 등)

**(3) 만기별 외국인 채권 순매수**



자료: 인포맥스

# 국고채 금리 전망(6)-국내 전문가 전망

## ◆ 국내 전문가들은 상저하고형 상승 추세 속에 4분기 금리 고점 형성 전망이 우세

- 상반기에는 대체적으로 2013년 하반기 박스권 내 금리 형성과 박스권 소폭 상향 돌파 전망이 유사한 비율
- 하반기에는 금리 상승 전망 우세 속에 연간 고점 기준으로 작년 하반기 박스권 상단을 10~50bp 정도 상회할 것으로 전망

### 국내 증권사 금리전망 (10년 금리)

국고채 10년			1Q	2Q	3Q	4Q
13년말	3.585	평균	3.60	3.66	3.75	3.80
13년 하반기 박스권 범위	3.4~3.7	최대	3.95	4.15	4.30	4.40
		최소	3.30	3.45	3.20	3.30
		연중고점	1개사	3개사	3개사	7개사
		상저하고	14개사 중 10개사			

### 국내 증권사 금리전망 (3년 금리)

국고채 3년			1Q	2Q	3Q	4Q
13년말	2.865	평균	2.96	3.06	3.11	3.17
13년 하반기 박스권 범위	2.8~3.0	최대	3.20	3.40	3.50	3.60
		최소	2.75	2.85	2.60	2.80
		연중고점	1개사	3개사	4개사	7개사
		상저하고	15개사 중 11개사			

자료: 각사 전망 레포트  
(2013년 11월~12월)

# 국고채 금리 전망



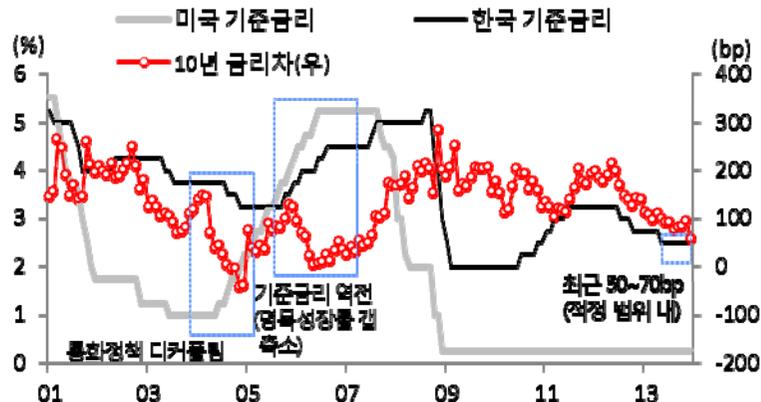
## ◆ 상반기, 점진적 금리 상승 전망

- Tapering이 시장 예상 보다 급격히 진행되지 않는 한, 지난 하반기 고점(3.7%)을 크게 벗어나지 않는 수준에서 금리 저점의 점진적 상승 전망

## ◆ 하반기, 추가적 금리 상승과 함께 전반적인 금융시장 변동성 확대 가능 전망

- 국내 채권시장을 포함한 글로벌 금융시장에서는 미국의 금리인상 시기와 인상 폭에 대한 논쟁이 시작될 전망
- 하반기 국내 경기 상승세가 유지되고, 2015년 미국 통화정책의 Tightening 진입이 가시화될 경우 추가적인 금리 상승과 변동성 확대 전망

(1) 한미 금리차



자료: Bloomberg, 자본시장연구원  
 월별, 금리차=국고채 10년 금리- 미국 국채 10년 금리

(2) 금리전망: 국고채 10년



주) 글로벌 IB 미국 국채 10년 금리 전망치 컨센서스에  
 한미 금리차 50~70bp 적용

→ 국고채 금리 전망치=해외 전문가 미국 금리 전망치 컨센서스 + 한미 금리차

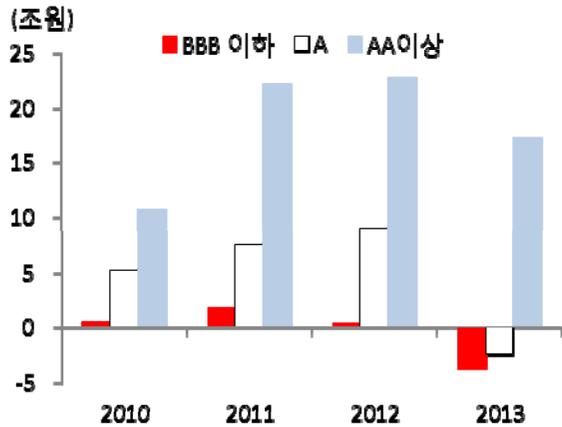
# 회사채시장 전망



## ◆ 회사채 신용스프레드는 전반적으로 제한적 확대 추세를 이어갈 것으로 전망

- 올해 회사채 순발행은 시장 양극화로 전년 대비 감소할 전망
- 우량 등급 회사채 스프레드는 크레딧 관련 내부 요인 보다는, 미국 통화정책 및 국내 국고채 금리 변동에 영향을 받을 전망
  - 2010년 이후 신용스프레드와 금리방향성은 정의 관계를 보여, 국고채 금리 상승이 스프레드 확대 요인으로 작용할 전망
- 하위 등급·취약업종의 스프레드 양극화는 실적부진·구조조정 이슈 등으로 올해에도 유지될 전망
  - 진행 중인 구조조정 성과가 수요 회복에 중요한 잣대로 작용할 전망
  - 상반기 중 도입될 '한국형' 하이일드 펀드는 비우량 회사채 투자 활성화에 기여할 것으로 예상

(1) 등급별 회사채 순발행



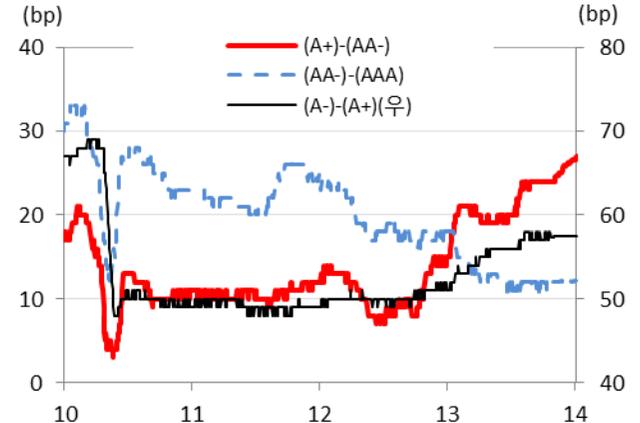
자료: KOSCOM

(2) 신용스프레드와 국고채 금리 (AA-, 3년)



자료: 금융투자협회

(3) 등급간 신용스프레드 차별화 (3년)



자료: 금융투자협회