

[9월] 아직 풀어야 할 숙제들



Fixed Income Strategist

김찬희

☎ (02) 3772-1537

✉ chee@shinhan.com

고다영

☎ (02) 3772-2638

✉ dazero12@shinhan.com

Credit Analyst

김상인

☎ (02) 3772-2636

✉ ksi0612@shinhan.com

차주희

☎ (02) 3772-2653

✉ juhuicha9@shinhan.com

[미국] 잔존한 불확실성

지정학적 위험 완화를 기본 시나리오로 상정하고 재무부의 적극적인 대응이 금리 상단을 제어할 유효한 조치로 판단. 그러나 AI Capex 경계 및 재정건전성 우려라는 구조적 요인이 금리 하단을 제한하는 가운데 통화정책 불확실성(비하인드 커브)은 여전히 해소되지 않아 잔존한 변동성 확대 가능성 감안 필요

(3개월 밴드 및 전략) 2년 4.05~4.35%, 10년 4.5~4.8%. 듀레이션 중립 이하

[한국] 펀더멘탈 외 변수 부각

향후 6개월 통화정책 전망의 윤곽이 드러난 만큼 다음 점도표가 공개되는 11월 금통위 회의 전까지 금리 향방은 펀더멘탈 외 요인이 주도. 대외 기간 프리미엄은 정책 불확실성으로 하방경직적인 가운데 미래대응기금의 채권시장 영향도 비우호적일 것으로 판단. 8월 금통위 이후 강세는 단기에 그칠 전망

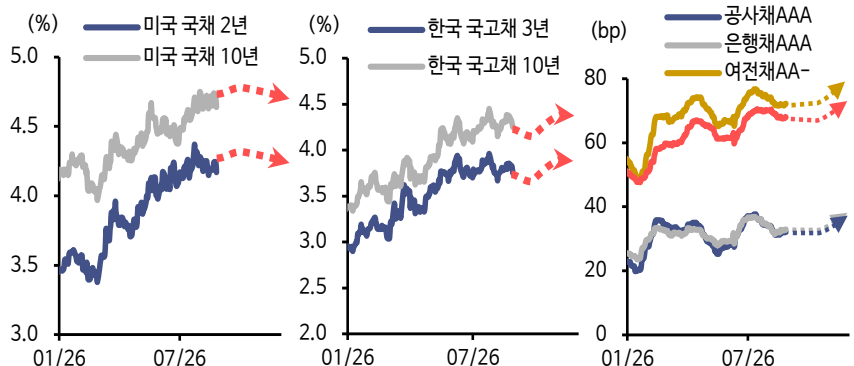
(3개월 밴드 및 전략) 3년 3.6~4.0%, 10년 4.0~4.5%. 듀레이션 중립 이하

[국내 크레딧] 단기적 강세 기대

8월 금통위 기준금리 연속 인상에도 완화적 스탠스 확인하며 채권금리 하락. 9월 단기적 채권시장 강세 흐름 예상. 단 추세적 금리 하락은 어려워 박스권 내 강세 보일 전망. 신용 스프레드는 9월 전향적 강세보다는 완만한 축소 예상. 금융시장 유동성과 크레딧 수요는 양호하나 높은 공급 부담 소화 필요. 하위등급은 수요 회복 미진해 9월 우량물 중심 캐리 투자 대응 권고

(3개월 밴드 및 투자 전략) AA- 3년 회사채 Sp 60~80bp. 캐리 중심 우량물 투자

향후 3개월 미국과 한국 금리, 크레딧 스프레드 전망



자료: Bloomberg, 인포맥스, 신한투자증권

[미국 채권 전략] 잔존한 불확실성

8월에도 이어진 기간 프리미엄 상승

8월에도 기간 프리미엄
상승 지속

7월에 이어 8월에도 불확실성 요인을 반영하는 기간 프리미엄이 국채 금리 오름세를 자극했다. 기간 프리미엄 비중이 높은 중장기물 중심으로 약세 압력이 두드러졌다. 국채 30년 금리는 8월 중 공히 5.3%를 웃돌며 2007년 이후 최고치를 경신했고, 10년 금리의 기간 프리미엄은 0.89%로 연중 최고 수준을 상회했다.

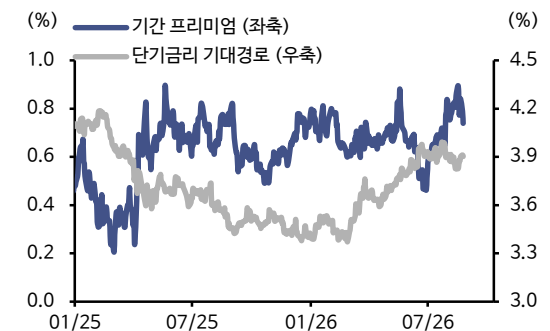
단기금리 기대경로는 7월
말 단기 고점 확인 후
완만한 속도로 하락

향후 통화정책 전망을 반영하는 단기금리 기대경로는 7월 말 3.9% 내외 단기 고점을 확인한 이후 완만한 속도로 하락 중이다. 7월 말 80%를 웃돌았던 9월 기준 금리 인상 확률은 40%를 하회했고, 12월 인상 확률 역시 90%에서 70% 내외로 줄어들었다. 지정학적 긴장은 잔존하나 7월 고용 및 물가지표가 부진하며 금리 인상 필요성을 약화시킨 결과다.

중동 지정학적 격화 부재 시
연내 금리 인상 경계 순차적
완화 전망 vs. 기간 프리미엄
하향 안정화는 한계

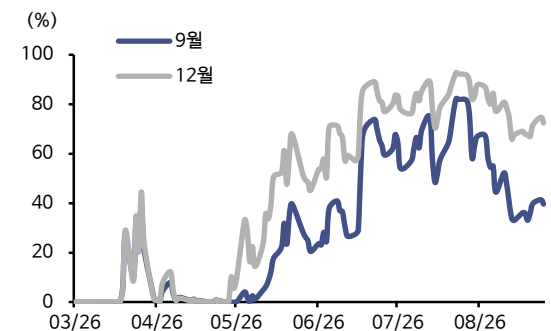
당사는 8월 전망 당시와 동일하게 미국-이란 간 지정학적 긴장이 격화되는 워스트 시나리오가 아니라면 연내 금리 인상 경계는 순차적으로 완화될 것으로 예상한다. 반면 재차 높아진 기간 프리미엄의 하향 안정화에는 한계가 있을 것으로 판단한다. 세부적인 내용을 하나씩 살펴보자.

미국 국채 10년 금리 분해



자료: CEIC, 신한투자증권

2026년 9월, 12월 연준 금리 인상 확률



자료: CEIC, 신한투자증권

점진적으로 완화될 금리 인상 경계

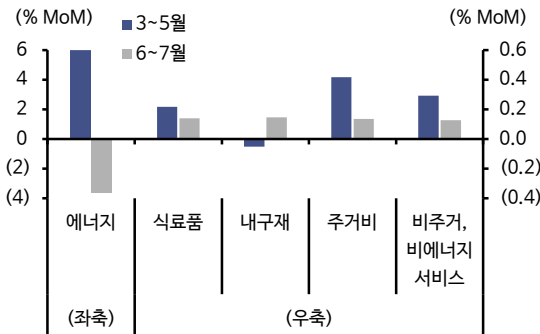
에너지발 2차 파급효과
우려 잠재하나 확인된 부분
부재

펀더멘탈 여건은 여전히 금리 인상을 확정적으로 반영할 상황은 아니다. 미국과 이란 간 지정학적 긴장이 장기화되며 에너지발 2차 물가 파급에 대한 우려가 잠재하나 아직까지 확인된 부분은 부재하다. 7월 소비자물가에서 에너지를 포함한 모든 주요 항목의 안정세가 이어졌다. 에너지는 작년대비로 높아진 레벨이 유지돼 두 자릿수 오름세가 유지됐으나 식료품(MoM +0.2% → +0.1%), 내구재(-0.1% → +0.1%), 주거비(+0.4% → +0.1%), 비주거/비에너지 서비스(+0.3% → +0.1%) 공히 지정학적 긴장이 극도에 달했던 3~5월 대비 6~7월 전월대비 오름폭이 둔화되거나 낮게 유지됐다.

3~4월 투입 가격 3분기까
지 빠른 속도로 하향 안정화

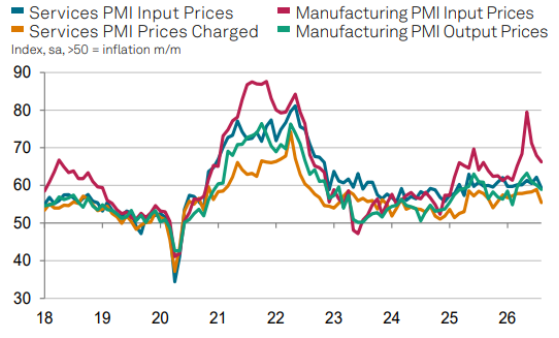
상대적으로 시의성이 높은 8월 S&P Global PMI 서베이를 참고하더라도 3~4월
정점에 달했던 투입 가격(Input Prices)은 3분기까지 빠른 속도로 하향 안정화됐
고 산출 가격(Output Prices)으로의 전가도 미미했다.

미국 소비자물가



자료: CEIC, 신한투자증권

미국 S&P Global PMI 가격 항목



자료: S&P Global, 신한투자증권

수요 여건 평시 수준 복귀
고용지표 균형 수준 유지

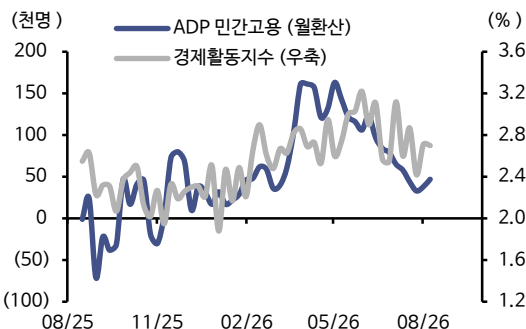
수요 여건은 7월 이후 세급 환급 효과 및 단기적인 월드컵 수요가 소멸되며 및
밋한 평시 수준으로 복귀했다. 7월 비농가취업자 중 계절성 노이즈가 컸던 정부
부문을 제외하고 보면 3만명 늘었고, 주간 ADP 민간고용 역시 7월 중순 이후 8
월 초까지 0~5만명의 균형 수준이 유지됐다. 전반적인 경제활동을 포괄하는 주
간 경제활동지수 역시 2022년 이후 평균 수준인 2%대 중반으로 내려왔다.

양국 협상 교착상태는 변수

다만 미국 경제 제재 선포된
상황 하 협상 도달 및
호르무즈해협 통항 재개
기본 시나리오 설정

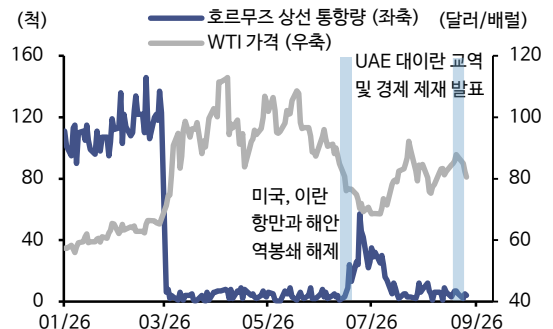
지정학적 위험은 변수다. 9월까지 양국 간 협상 진전이 없을 경우 국제유가가 재
차 100달러를 웃돌며 2차 물가 파급이 현실화될 가능성이 높다. 다만 여전히 협
상 도달 및 점진적 호르무즈해협 통항 재개를 기본 시나리오로 둔다. 6월 미국과
이란의 MOU 체결 당시 상황을 복기해보면, 미국이 호르무즈해협 역봉쇄에 나
서면서 경제적인 압박을 느낀 이란과의 협상 진전이 이뤄졌다. 8월 19일 UAE의
대이란 교역 및 경제 제재에 이어 24일 미국의 전면적인 경제 제재(Operation
Economic Outcast)까지 선포됐다. 미국의 제재는 이란과 교류하는 국가들에 대
한 2차(Secondary) 제재를 동반해 협상 압력이 한층 높아지겠다.

미국 ADP 민간고용과 주간 경제활동지수



자료: CEIC, 신한투자증권

WTI 가격과 호르무즈해협 통항량

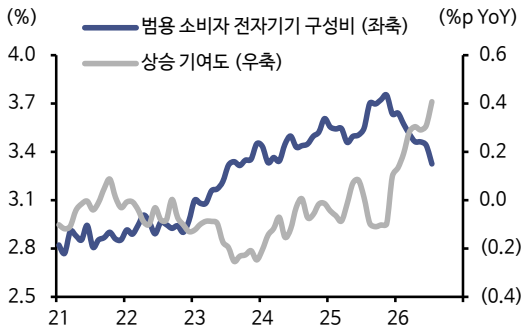


자료: Bloomberg, 신한투자증권

소비자 전자기기의 물가 구성 비중 제한, PCE 물가 산정방식 변화 고려 시 물가 우려 점진적 둔화 예상

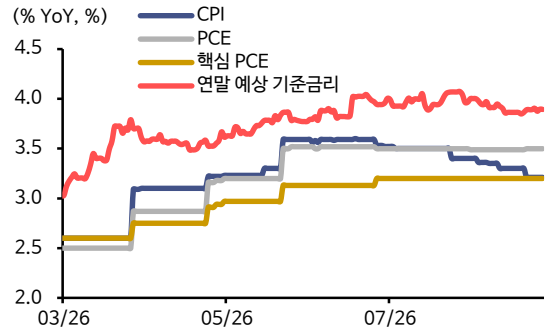
시장에서 우려하는 칩플레이션은 범용 소비자 전자기기가 절대적으로 물가에서 차지하는 비중이 제한되고 9월 말 일부 품목의 PCE 물가 산정방식 변화까지 고려하면 0.1~0.2%p 추가 하향 조정이 예상된다. 지정학적 위험이 고조되는 상황이 아니라면 연말 예상 기준금리는 7~8월 하향 조정되기 시작한 물가 전망치에 연동돼 점진적으로 하락 압력이 확대되겠다.

미국 범용 소비자 전자기기 물가



자료: CEIC, 신한투자증권

소비자물가 전망치와 연말 예상 기준금리



자료: Bloomberg, 신한투자증권

기간 프리미엄 하락이 제한될 이유

기간 프리미엄 상승 요인

- 1) AI Capex 자금 조달 수요
- 2) 재정건전성 우려
- 3) 통화정책 불확실성

1) GDP 대비 회사채 순발행 규모 4~5% 이내지만 하이퍼스케일러 공격적 부채 조달 우려는 잔존

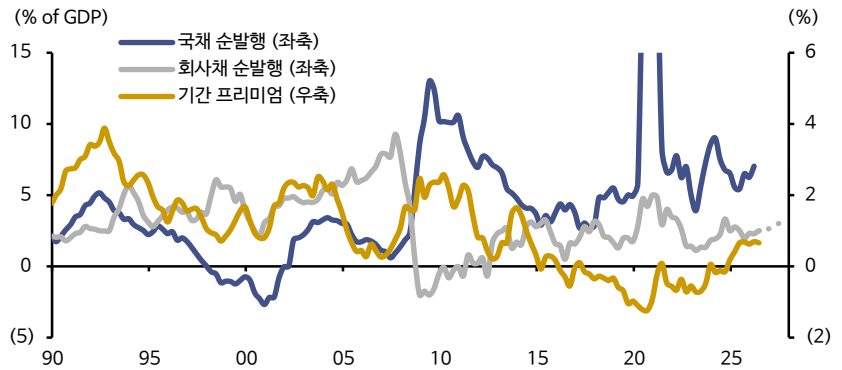
기간 프리미엄이 연중 최고 수준으로 높아진 배경은 크게 3가지로 해석된다. 1) 하이퍼스케일러들의 AI Capex 자금 조달 수요 확대와 2) 재정건전성 우려, 3) 통화정책 불확실성이다.

1) 하이퍼스케일러들의 자금 조달 수요는 내년 이후까지 확대될 전망이다. 다만 실제적인 국채 금리 상승 영향은 따져봐야한다. 하이퍼스케일러 회사채 중 구글, 마이크로소프트의 경우 미국 국채와 신용등급이 대등하나 단순히 신용등급을 이유로 대체 관계있다고 단정지을 순 없다. 미국 국채 투자의 목적은 단순 투자뿐만 아니라 달러화 자산 보유, 지정학적 역학 관계 등 다양한 목적이 혼재돼 있는 까닭이다. 1990년대 이후 채권 순발행과 기간 프리미엄은 정(+)의 상관관계가 대체로 유지됐으나 국채 순발행 변화와 연동됐고, 회사채 순발행과 기간 프리미엄은 거의 상관관계가 없었다.

금융위기, 코로나 등 위기를 극복하는 과정에서 늘어난 국채 발행 대비 회사채 발행은 제한된 수준으로 유지되고 있다. 금년 2,000~3,000억달러 그리고 내년 4,000억달러 이상으로 예상되는 하이퍼스케일러 순발행 규모를 포함하더라도 GDP 대비 회사채 순발행 규모는 4~5% 이내에서 유지될 것으로 추정된다. 2007년 GDP 대비 9%에 달했던 회사채 발행을 감안하면 제한된 규모다.

그럼에도 불구하고 시장참여자들이 불편함을 느끼는 이유는 국가 주도의 자본 조달 압력이 높은 가운데 풍부한 현금흐름을 활용해 사업을 이끌어온 하이퍼스케일러들의 공격적인 부채 조달이 더해지는 구도이기 때문이다. 이들의 공격적인 투자가 언제까지 지속될지에 대한 의구심 역시 채권시장을 통해 확인된다.

미국 국채, 회사채 순발행과 기간 프리미엄

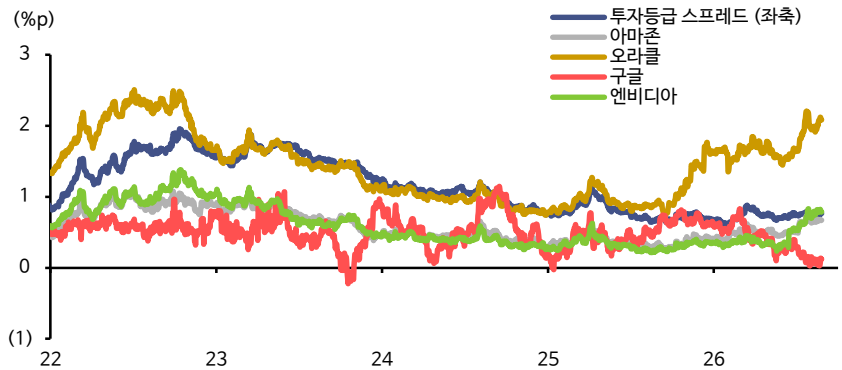


자료: CEIC, 신한투자증권

잉여현금흐름 적자 폭 축소 확인 필요

급증하는 회사채 공급이 전적으로 국채 수요를 구축하는 상황이라기보다는 AI Capex에 대한 막연한 경계와 여타 정책 요인들이 혼재된 결과에 가깝다. AI Capex가 집행되는 동안 관련 경계가 온전히 해소되긴 어렵다. 적어도 잉여현금흐름 적자 폭이 줄어들기 시작하는 모습이 확인돼야 투자의 유효성이 증명되며 의구심을 반영한 금리 프리미엄이 거둬들여질 수 있겠다.

하이퍼스케일러 회사채 스프레드



자료: Bloomberg, 신한투자증권

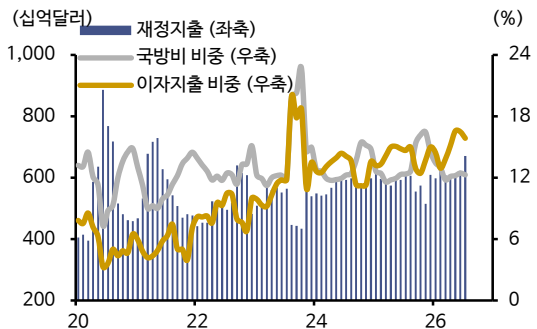
2) 국방비 지출, 단기물 발행 확대 연동 이자 지출 지속적으
우려로 작용 vs. 재정수지 내 마찰적 요인, 관세 환급 영향

2) 재정 불확실성 역시 단기간 해소될 이슈는 아니다. 지정학적 위험 여파가 반영되면서 늘어나고 있는 국방비 지출, 단기물 발행 확대와 연동된 이자 지출 증가는 지속적으로 약점으로 지적될 수 있는 요인이다.

다만 재정수지의 급격한 악화에는 마찰적 요인이 가미됐다. 7월 재정적자가 4,320억달러를 기록해 전년대비 49% 급증하며 경계감을 자극했는데, 재정지출 측면에서 8월 1일 휴일로 인한 복지급여 선지급(약 990억 달러) 영향이 컸다. 복지 급여에는 메디케어, 재향군인급여 등이 포함되는데 선반영된 부분은 8월 지출 축소로 확인될 수 있다.

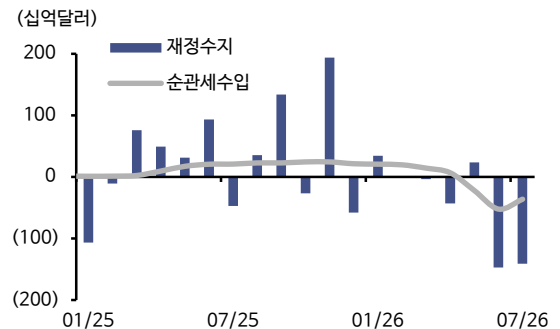
재정수입 측면에서도 관세 환급으로 인한 순관세수입 마이너스(-)가 3개월째 이어지며 재정수지 악화를 심화시켰다. 환급 대상 약 1,660억달러 중 약 1,050억달러(60%)를 7월까지 납부했고 40%의 잔여분은 하반기 중 나눠서 지급되겠다. 4분기로 가면서 순관세수입은 플러스(+)로 복원된다고 하더라도 매월 300억달러 가까이 유입되던 작년에 비하면 관세 세수 기여도가 확연히 낮아진 상황은 이어질 전망이다.

미국 재정지출과 국방비, 이자지출 비중



자료: CEIC, 신한투자증권

미국 재정수지와 순관세수입



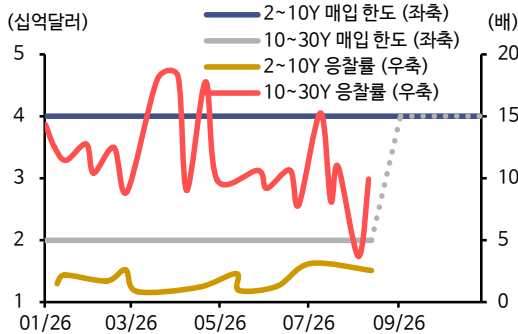
자료: CEIC, 신한투자증권

재무부 적극적 금리 안정
조치 수급 부담 완화 가능
→ 수요층 얇은 장기물
공급 부담 축소

한편 최근 발표된 재무부의 적극적인 금리 안정 조치들이 재정발 수급 부담을 완화할 수 있겠다. 재무부는 9월 19일부터 11월 4일까지 장기물 유동성 지원 바이백을 오퍼레이션당 최소 40억달러로 기존(최소 20억달러) 대비 2배 이상 확대할 것을 공표했다. 여기에 더해 베센트 장관은 TGA 계정도 상황에 따라 활용할 수 있음을 시사했다. 현재 잔고가 9,360억달러 4분기 목표 잔고가 8,500억달러로 이론적으로는 800억달러 이상의 집행 여력이 있다.

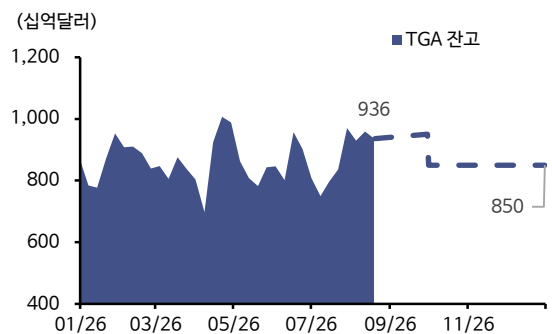
두 조치 모두 국채 발행 잔액이 줄어들지 않는다는 한계는 분명하지만 상대적으로 수요층이 얇은 장기물 공급 부담을 덜어준다는 측면에서 유의미하다. 만기별 바이백 응찰률을 보면 2~10년물은 7~8월 평균 2.8배, 10~30년물은 9.3배로 장기물 매도 수요가 두드러졌다. 단기물은 절대적인 매수세가 풍부하고 최근 시장 금리 흐름에서도 볼 수 있듯 통화정책 전망과 결부돼 충분히 소화될 수 있다.

미국 만기별 바이백 규모와 응찰률



자료: CEIC, 신한투자증권

미국 재무부 일반계정(TGA) 잔고와 목표 잔고



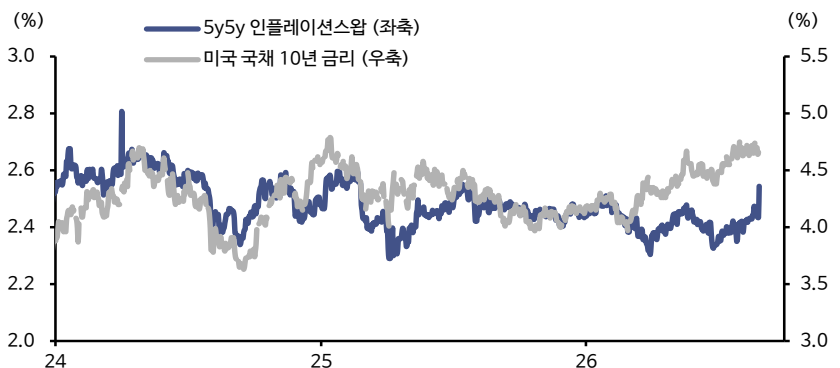
자료: CEIC, 신한투자증권

3) 연준 영향력 점차 줄이려는 위시 의장 입장 고려 시 통화정책 불확실성 축소 가능성 제한적

3) 상대적으로 덜 부각됐지만 통화정책 불확실성 역시 중장기물 약세를 가중시킨 핵심 요인으로 판단한다. 6~7월 FOMC 회의에서 케빈 위시 연준 의장이 보여준 모습은 ‘매파 발언’과 ‘비둘기파 행동’의 조합에 가깝다. 이러한 가운데 지정학적 긴장 상황이 장기화되면서 2021년과 같이 연준의 통화정책 대응이 늦을 수 있다는(비하인드 커브) 우려가 금리에 반영됐다.

케빈 위시가 인플레이션 경로를 판단하는 구체적인 가이드라인을 제시해준다면 관련 불확실성이 완화될 수 있겠으나, 연준의 영향력을 점차 줄여나가고자 하는 그의 입장을 고려하면 가능성이 높지 않다. 결국 3~4분기 중 6~7월의 물가 안정 추이가 이어지는지, 지정학적 위험 수위가 지속적으로 조절되는지를 확인하며 점차적으로 완화될 전망이다.

5y5y 인플레이션스왑 금리와 국채 10년 금리



자료: Bloomberg, 신한투자증권

투자 전략: 상하방 위험 공존. 단기물 캐리 중심 접근

8월 이후 재정 및 통화정책 불확실성 맞물리며 기간 프리미엄 상승

재무부 적극적 대응 vs. AI Capex 경계, 재정건전성 우려

빠르면 9월 FOMC, 늦으면 9~10월 물가 확인 필요

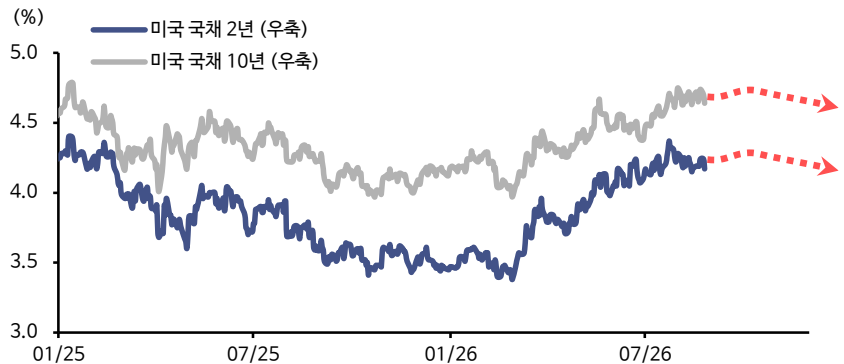
듀레이션 중립 이하 유지 권고

8월 이후 미국 국채 금리는 기간 프리미엄 등락에 크게 좌우됐다. AI Capex발 과잉 자본 조달 우려와 재정 및 통화정책 불확실성이 맞물린 영향이다. 실제 충격 대비 경계를 선반영했던 금리는 미국-이란 간 합의 신호와 재무부의 바이백 확대 등 시장개입 조치에 힘입어 오름폭을 상당 부분 되돌렸다.

당사 역시 지정학적 위험 완화를 기본 시나리오로 상정하고 재무부의 적극적인 대응이 금리 상단을 제어할 유효한 조치로 판단한다. 그러나 AI Capex 경계 및 재정건전성 우려라는 구조적 요인이 금리 하단을 제한하는 가운데 통화정책 불확실성(비하인드 커브)은 여전히 해소되지 않았다.

6월과 같은 지정학적 긴장 완화와 더불어 물가 안정 경로가 추가적으로 확인돼야 한다. 빠르면 9월 FOMC 회의 늦으면 9~10월 물가는 확인해야 시장이 안도할 수 있겠다. 잔존한 변동성 확대 가능성을 감안해 듀레이션 중립 이하 유지를 권고한다. 향후 3개월 국채 2년 금리 4.05~4.35%, 10년 금리 4.50~4.80%, 2/10년 스프레드 30~60bp를 전망한다.

미국 국채 2년과 10년 금리



자료: 인포맥스, 신한투자증권

[한국 채권 전략] 펀더멘탈 외 변수 부각

단기적으로 약화될 통화정책 관심

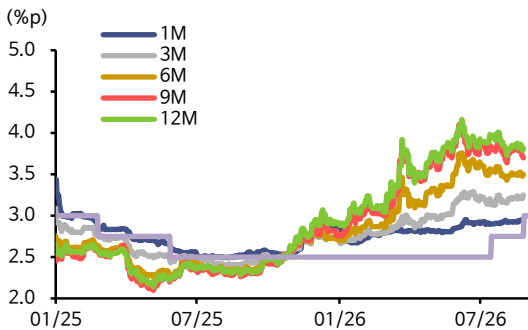
8월 금통위 이후는 통화정책 이외 변수가 중요

8월 금통위 이후는 통화정책 이외 변수의 영향력이 강화되는 구간이 될 전망이다. 한은은 7~8월 연속 인상의 선제적 대응 효과를 확인하며 연내 동결 기조를 유지할 가능성이 높다. 10월 금통위 이전 확인될 8~9월 소비자물가 지표에서 수요 측 물가 상승 압력이 예상 경로를 크게 이탈하는 경로가 아니라면 다음 점도표가 공개되는 11월 금통위까지 통화정책 기대의 시장금리 영향력은 후퇴되겠다.

시장 예상하는 최종금리 컨센서스 괴리 상당 부분 해소

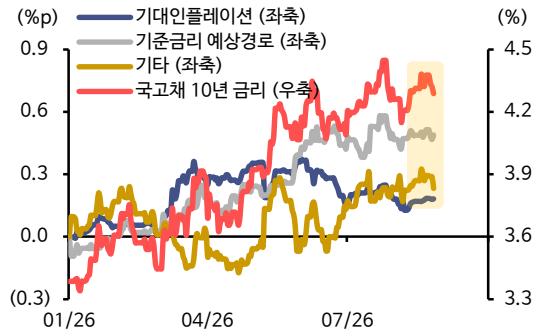
IRS 선도금리 역시 12개월물 기준으로 6월 초 4%를 웃돌기도 했으나 완만한 속도로 하향 안정화돼 3.7~3.8%대를 등락하고 있다. 시장이 예상하는 최종금리 컨센서스(3.25~3.50%)와의 괴리가 상당 부분 해소됐다. 8월 이후 국채 금리 등락 요인을 분해해보면 통화정책 전망을 반영하는 IRS 선도금리 변화는 제한된 한편 기타 요인(=기간 프리미엄 대리변수)이 반등하며 국고채 금리 흐름과 궤를 같이 했다. 물가지표 변화 등을 확인할 수 있는 4분기 초까지 기타 요인이 국고채 금리 등락의 주요 변수로 작용할 공산이 크다.

기준금리와 IRS 선도금리



자료: 인포맥스, 신한투자증권

국고채 10년 금리 등락 요인 분해



자료: 인포맥스, 신한투자증권

건조한 펀더멘탈 → 물가 전이 강도는?

임금 인상 요구, 추가세수 활용한 정부 저소득층 지원 의지 고려 시 가계 전반 소비 여력 확대 가능성 충분

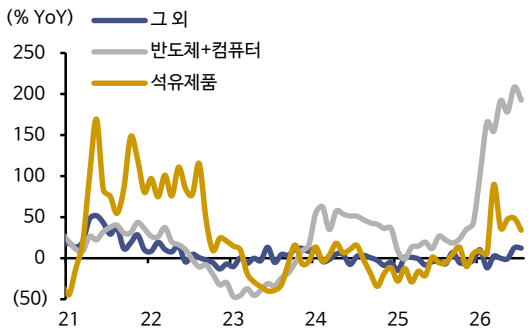
반도체 수출이 전년대비 200% 내외 급증하는 상황에서 펀더멘탈에 대한 논쟁은 사실상 무의미해졌다. 5월까지 지지부진했던 IT(반도체, 컴퓨터)와 석유제품 제외(에너지 가격 상승 수혜) 품목의 수출이 6~7월 연속 12%대 성장세를 기록했다.

IT 업종의 낮은 고용유발계수 및 해외 투자 확대 영향으로 고용시장의 낙수효과가 미미하나, 이는 AI 도입 과도기의 저고용 추세와도 일부 맞물려 있다. 점차 확산되고 있는 임금 인상 요구와 추가세수를 활용한 정부의 저소득층 지원 의지를 고려하면 가계 전반의 소비 여력은 작·간접적으로 확충될 가능성이 충분하다.

경기 모멘텀 하 수요 측 물가 상승 압력 가늠하기 어려운 국면

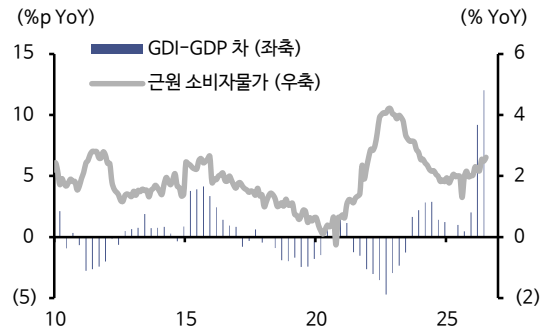
다만 특정 부문의 초고성장에 따른 낙수효과로 경기 모멘텀이 지탱되는 특이한 경기 확장기인 만큼 수요 측 물가 상승 압력을 가늠하기 어렵다. 명목 성장 효과는 소비보다는 투자 부문의 낙수효과가 크게 나타나고 AI Capex 사이클의 특징 또한 B2B 성격이 짙기 때문이다. 따라서 적어도 4분기 초중순까지는 추가적으로 지표를 확인하며 명목 성장의 파급 효과와 이에 대응한 적절한 긴축 강도를 고민하는 시기가 될 전망이다.

한국 수출 (IT vs. 석유제품 vs. 그 외)



자료: 인포맥스, 신한투자증권

GDI-GDP 차와 근원 소비자물가



자료: CEIC, 신한투자증권

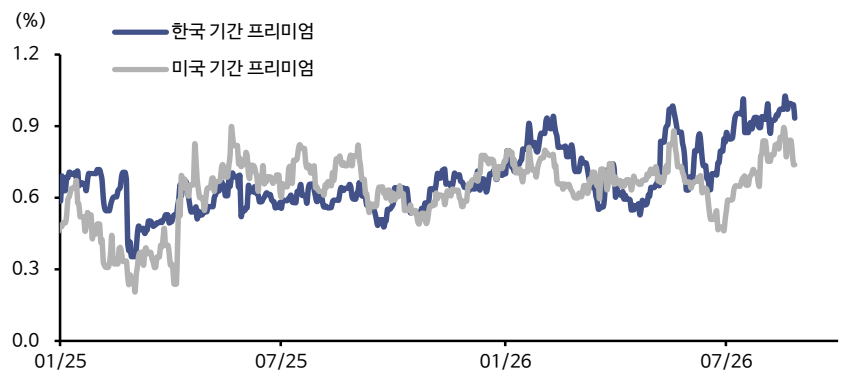
펀더멘탈 외 요인

1) 대외 요인

대내 기간 프리미엄은 미국 기간 프리미엄과 높은 상관 관계

통화정책 전망과 기대 인플레이션을 제외한 기타 요인(능기간 프리미엄)은 대외(=미국) 기간 프리미엄과 높은 상관관계를 보인다. 미국-이란 전쟁 이후 한국과 미국 기간 프리미엄은 각각 22bp, 14bp 상승했다. 대략 기간 프리미엄 상승분의 60%는 대외 요인이 설명했다고 추정할 수 있다. 앞서 언급했듯 대외 기간 프리미엄 안정은 제한될 전망이다. AI Capex 경계 및 재정건전성 우려라는 구조적 요인이 자리하는 가운데 통화정책 불확실성(비하인드 커브)이 완화되기까지 시간이 필요하다. 지정학적 위험 완화와 더불어 연속적인 물가 안정 확인이 필요하다.

한국과 미국 기간 프리미엄



자료: 인포맥스, 신한투자증권

2) 대내 요인: 미래대응기금이 미칠 영향

미래대응기금 신설 관련 불확실성이 5~6월 이후 금리에 반영

기간 프리미엄 상승분의 나머지 40%는 대내 요인이 반영됐다. 금리 상승기에는 투자 심리와 수요 위축이 상수인 만큼 공급 측면에서 변수를 찾아야 한다. 정부의 적극적인 확장적 재정정책으로 공급 부담이 해소되지 못할 것이라는 우려가 잠재한다. 특히 기존의 예산 집행 구조를 바꾸는 미래대응기금 신설 논의가 본격화된 5~6월 이후 관련 불확실성이 금리에 반영됐다는 판단이다.

미래대응기금은 추가세수 집행 재량권 및 재정 기동성 확보 목적

정부에서 추진하고 있는 미래대응기금은 추가세수에 대한 정부의 재정 집행 재량권 및 재정 기동성을 확보하려는 목적이다. 기존의 법 체계 하에서는 초과세수가 발생할 경우 세제잉여금으로 적립돼 지방·교육재정, 공적자금, 국가채무 상환 순서로 배분됐다. 정부가 목표로 하는 4대 중점분야(성장동력·청년세대·지방·인재)에 재량적으로 재원을 투입할 수 있는 여력이 제한됐다. 또한 예상치 못한 재정 수요가 발생했을 때 추경 편성 대신 기금운용계획 변경을 통해 유연한 대응이 가능해진다.

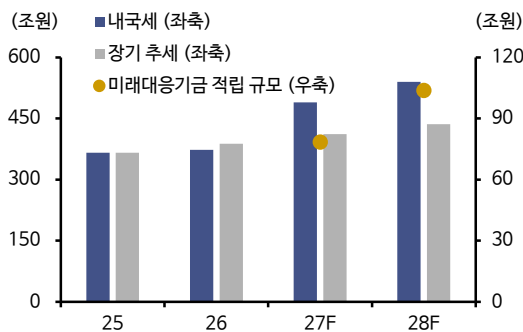
2027년 국세수입 중 70~90조원이 미래대응기금으로 적립될 전망

구체적으로 정부는 최근 10년 간 내국세 연평균 증가율(6% 내외)을 웃도는 세수 증가분을 기금 재원으로 적립하는 방식을 검토 중이라고 언급했다. 2025년 내국세 366조원에 2년 간 6% 증액을 대입하면 2027년 장기추세 기준액은 412조원으로 산출된다. 2027년 반도체 기업들 중심의 가파른 영업이익 성장을 감안한 법인세 증분만 100조원 이상으로 추정되고 대규모 성과급에 따른 소득세 증가 등까지 고려하면 내국세는 480~500조원에 근접할 것으로 추정된다. 2027년 국세수입 중 70~90조원이 미래대응기금으로 적립될 전망이다.

미래대응기금
→ 국채 발행 규모 우려 완화 제한 vs. 여유자금 일부 채권시장 유입

채권시장의 수급 측면에서 반도체 수출 증가로 세수가 급증하면서 2027년 적자성 국채 발행 규모가 10~30조원 가량 줄어든 것으로 추정했는데 이러한 가정은 무산된다. 현재 미래대응기금 논의가 채권시장에 부정적으로 작용하는 배경이다. 한편 정부는 여유자금을 전문자산운용사를 통해 주식, 채권 자산에 투자해 국채금리 이상의 수익률을 달성하겠다고 발언했다. 이에 따라 기금 재원 중 기간 내 집행돼야하는 자금을 제외한 여유자금 중 일부가 채권시장으로 유입될 수 있다.

미래대응기금 예상 적립 규모



자료: NABO, 기획예산처, 신한투자증권

단기 영향 경로

구분	내용
기존	적자국채 발행한도 축소 (10~30조원) → 국채 공급 축소 (직접적 영향)
미래대응기금	여유자금 중 일부 채권시장 유입 가능 → 규모 및 시기 불확실. 향후 유출 가능성

자료: 신한투자증권

구체적 자금운용 방안 확보
전까지 규모 및 효과 예단하
기 어려운 상황

다만 관련한 구체적인 자금운용 방안이 확인되기 전까지 유입 규모 및 효과를 예단하기 어려운 한계가 있다. 그리고 당장은 여유자금 중 일부가 채권시장으로 유입되더라도 추후 지출을 위해 자금 전용이 필요할 경우 반대로 자금 이탈 요인이 될 수 있다.

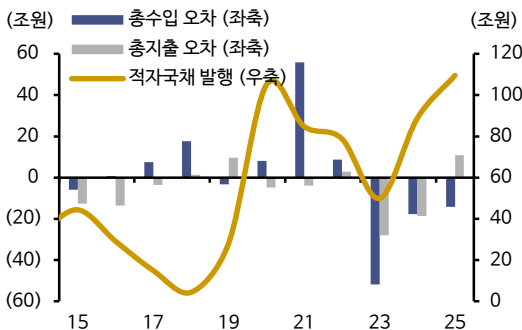
장기적 관점에서 미래대응
기금은 경기발 재정 변동성
축소 효과로 작용

장기적인 관점에서 정부는 미래대응기금이라는 안전판을 조성해 경기 상황에 따른 재정의 변동성을 줄이는 효과를 기대하고 있다. 2021~2022년 코로나 특수(자산시장 호황, 기업이익 호조)로 약 65조원의 초과세수가 견뎠고, 반대로 2023~2025년은 경기 침체로 80조원 이상의 세수결손이 발생했다. 이에 연동돼 적자국채 발행 규모 역시 급변동해왔다. 2020년 105조원에서 2023년 50조원까지 급감했다가 2025년 다시 109조원까지 확대됐다.

수급 요인으로 인한
채권시장 변동성 완화 가능
다만 정책 실기 시 리스크도
잔존

미래대응기금을 통해 국채 발행 규모가 평탄하게 관리된다면 재정 자체뿐만 아니라 수급 요인으로 인한 채권시장 변동성 또한 완화될 수도 있다. 다만 경기 침체(혹은 둔화) 시기에는 통화 및 재정정책의 공조가 이뤄져 늘어난 국채 발행량이 무리없이 소화되는 경향이 있다. 즉, 자생적인 변동성 축소 메커니즘이 작동한다. 미래대응기금이 시의적절히 운용된다면 재정과 더불어 채권시장 변동성이 완화되겠지만, 반대로 정책 집행 실기 시 변동성을 오히려 키울 우려도 잠재한다.

총수입, 총지출 오차와 적자국채 발행 규모



자료: 재정경제부, 신한투자증권 / 주: 오차는 결산 - 추경 예산

장기 영향 경로

구분	내용
기존	경기 침체 시, 재정+통화정책 공조로 국채 발행 소화
미래대응기금	재정 및 국고채 수급 변동성 축소 기대 (정책 실기 시 변동성 확대 우려)

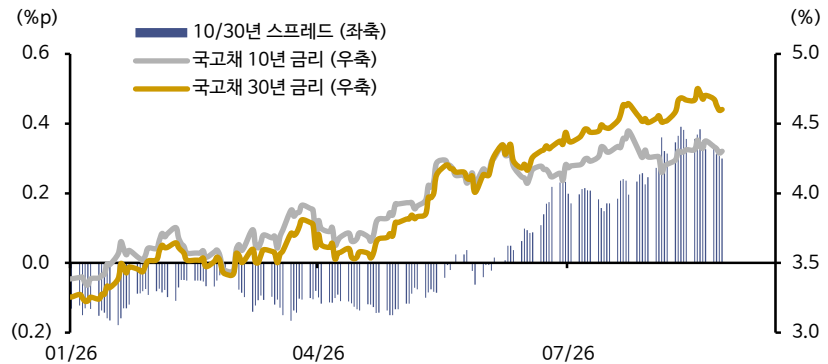
자료: 신한투자증권

장기채 상대 약세 지속될까

6월 이후 장기물 약세
펀더멘탈 외 요인 주효

6월 이후 부각된 장기물 약세 역시 펀더멘탈 외 요인의 영향이 주효했다. 6월 중순 플러스(+)로 전환된 10/30년 스프레드는 8월 들어 추가로 확대돼 2012년 30년물 발행 이후 최고인 40bp 내외를 기록했고, 30년 금리 역시 4.7%까지 상승했다. 대외 금리 안정 속 완화적인 8월 금통위 회의를 소화하며 30년 금리와 10/30년 스프레드 공히 피크아웃했으나 여전히 추가 약세 경계는 잔존한다.

국고채 10/30년 스프레드와 10년, 30년 금리

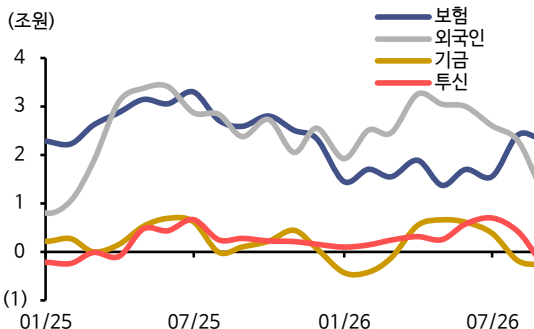


자료: 인포맥스, 신한투자증권

보험사 건전성 규제 완화 하
대외 기간 프리미엄 상승
공격적 숏 베팅도 동반

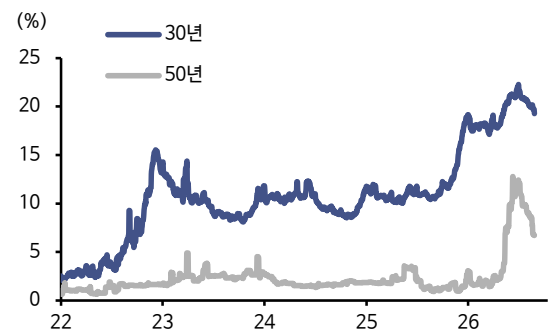
장기채의 가파른 약세는 보험사의 건전성 규제 완화(=구조적 요인)와 AI발 성장 모멘텀 속 대외 기간 프리미엄 상승(=순환적 요인)에 수급 요인까지 가세한 결과였다. 매수 수요가 위축된 가운데 공격적인 숏(short) 베팅이 동반됐다. 보험사는 건전성 규제 도입에 대응해 급하게 자산 듀레이션을 늘렸던 작년만큼은 아니지만 8월에도 2조원 이상 순매수에 나섰다. 그러나 상대적으로 가격 민감도가 높은 기금·외국인·투신의 수급 공백이 심화됐다. 외국인 순매수(0.6조원)는 금년 상반기(월평균 2.9조원)의 1/4 수준으로 기금(-0.6조원), 투신(-0.4조원)은 순매도로 전환됐다. 공매도 규모를 간접적으로 추정할 수 있는 대차잔고도 30년, 50년이 5월 이후 급증해 대차잔고/발행잔액 비율은 2022년 최고치를 큰 폭으로 경신했다.

주요 기관별 장기물 (잔존만기 10년 이상) 순매수



자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 최근 3개월 평균

30, 50년물 대차잔고/발행잔액 비율



자료: 인포맥스, 신한투자증권

숏 베팅 언와인딩되며 장기
물 상대 약세 압력 축소

숏(Short) 베팅이 언와인딩되면서 8월 중순을 지나며 극대화됐던 장기물 상대 약세 압력은 누그러졌다. 30년과 50년 대차잔고/발행잔액 비율은 금년 저점대비 상승폭을 절반 이상 되돌렸다. 10/30년 스프레드는 30bp 수준으로 주요 선진국의 재정건전성과 비교해 밸류에이션을 산정해봤을 때 적정 레벨 부근에 위치한다.

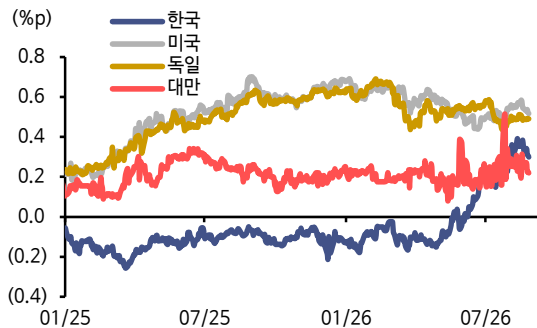
향후 대외 장기물 금리
향방, 국고채 발행계획 연동

향후 방향성은 대외 장기물 금리 향방, 국고채 발행계획에 달려 있다. 대외 장기금리의 경우 상존한 정책 불확실성 등을 고려하면 추세적으로 하락하긴 어려울 것으로 판단된다. 정부의 장기물 공급 조절이 공격적으로 이뤄질 경우 장기물 금리의 추가 안정을 기대할 수 있겠다.

발행계획 준수하기 위해
하반기 30년물 발행 규모
재차 확대 가능성 잔존

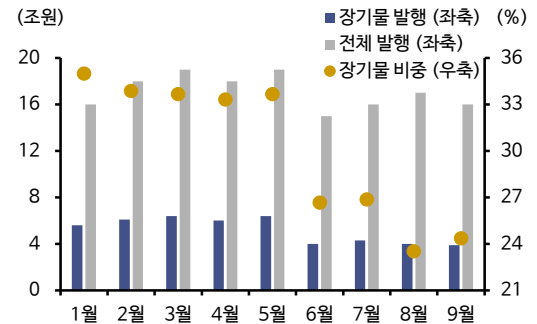
6월 이후 장기물 발행 비중을 25% 이하로 낮추면서 8월까지 누적된 장기물 비중(28%)은 연간 목표(30~40%)를 하회했다. 연간 발행계획을 준수하려면 남은 하반기 30년물 발행 규모가 재차 확대될 가능성이 있다. 세수 여건에 따라 총 발행 규모가 축소되거나 장기물 발행 비중이 연간 계획 이하로 낮아지는 조치가 동반된다면, 장기물 수요에 우호적으로 작용할 수 있겠다.

한국, 미국, 독일, 대만 10/30년 스프레드



자료: 인포맥스, 신한투자증권

월별 국고채 발행 및 장기물 발행 비중



자료: 재정경제부, 신한투자증권

투자 전략: 단기 강세, 듀레이션 축소 기회로

남은 하반기는 선제적 긴축 효과 지켜보며 금리 동결 전망

11월 금통위 회의 전까지 금리 향방은 펀더멘탈 외 요인이 주도

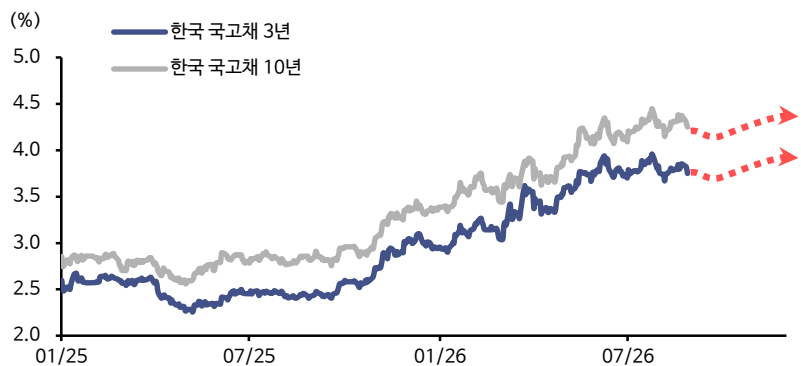
8월 금통위 이후 남은 하반기는 선제적인 긴축 효과를 지켜보며 동결 기조를 유지할 가능성이 높아졌다. 물가 경로는 추가 인상 시점을 앞당길 잠재적인 위험으로 남아있지만 단기적으로 긴축 경계 완화에 따른 강세 기대는 유효하겠다. 다만 6월 이후 박스권 내의 제한된 금리 하락에 그치겠다. 금리 인상 사이클의 종료가 아닌 선제적인 대응의 효과를 확인하는 구간으로 4분기로 가면서 재차 다음 인상 시점과 최종금리에 대한 고민이 부각될 가능성이 높다.

향후 6개월 통화정책 전망의 윤곽이 드러난 만큼 다음 점도표가 공개되는 11월 금통위 회의 전까지 금리 향방은 펀더멘탈 외 요인이 주도하겠다. 대외 기간 프리미엄과 미래대응기금으로 대변되는 확장적 재정 기조가 주요 변수다. 대외 기간 프리미엄은 정책 불확실성으로 하방경직적 흐름을 이어갈 가능성이 높고, 미래대응기금은 구체적인 틀이 공개된 이후 채권시장 영향을 따져봐야겠지만 우호적으로 해석될 가능성은 제한된다.

듀레이션 중립 이하 권고

중기 관점의 투자자는 듀레이션 중립 이하를 유지, 단기 투자자는 강세 구간을 활용해 중립 이하의 듀레이션으로 포트폴리오를 재구축할 것을 권고한다. 향후 3개월 국고채 3년 금리 3.60~4.00%, 10년 4.00~4.50%를 유지하고, 3/10년 스프레드는 40~60bp를 제시한다.

국고채 3년 및 10년 금리 전망



자료: 인포맥스, 신한투자증권

[9월 크레딧 전망] 단기적 강세 기대

기준금리 연속 인상에도 금리 하락. 9월 크레딧 단기 강세 기대

8월 기준금리 인상. 점도표
6개월 후 기준금리 전망은
3.25%로 긴축 우려 완화

8월 지정학 갈등 재고조, 코스피 반등 시도, 기준금리 연속 인상 우려 등 채권 금리는 상방 압력을 받았다. 다만 실제 8월 연속 기준금리 인상에도 금리는 하락했다. 소비자물가 전망은 유지했으나 올해 성장률 전망치는 3.3%로 기존대비 0.7%p 상향시켰다. 특히 내년 성장률은 2.9%로 기존대비 0.8%p 상향됐다. 성장 전망치가 매파적으로 해석됐음에도 6개월 후 금리 전망 점도표 중간값이 3.25%에서 형성되며 긴축 우려가 완화됐다. 국고채 금리의 추세적 하락은 어려우나 9월 단기적 박스권 내 강세가 예상된다.

8월 신용 스프레드 강세.
월 후반부터 회사채 외 약세
전환 조짐

높아진 캐리와 신용 스프레드 매력은 8월 크레딧 강세를 이끌었다. 신용 스프레드는 8월 중순까지는 초우량물과 여전채 중심 축소됐다. 회사채는 중앙그룹 사태 이후 부진했으나 수요가 순환적으로 유입되며 뒤늦게 강세에 합류했다. 다만 월 후반으로 갈수록 금통위 경계감으로 금리가 상승하며 유통시장에서 약세 거래가 속출했다. 8월 금통위 이후 시장이 강세 전환된 점을 감안하면 단기적 캐리 중심 초우량물 수혜가 예상된다. 신용 스프레드는 크레딧 강세가 민평에 서서히 반영되며 9월 점진적인 축소를 보일 전망이다.

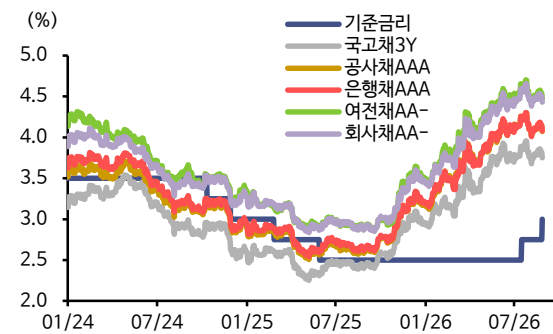
9월 신용 스프레드 전향적
강세는 어려울 전망

그럼에도 연말까지 전향적인 크레딧 강세를 기대하기는 어렵다. 중장기 성장 추세가 유지되며 금리 하방경직성은 유효하다. 단기적 놀림 후 반등 가능성이 있어 금리 하단 부근에서는 보수적 대응을 견지할 필요가 있다. 다소 이른 시점이나 연말 계절성도 다가오고 있어 9월 크레딧 강세는 단기에 그칠 공산이 크다.

수급 측면도 비우호적 상황

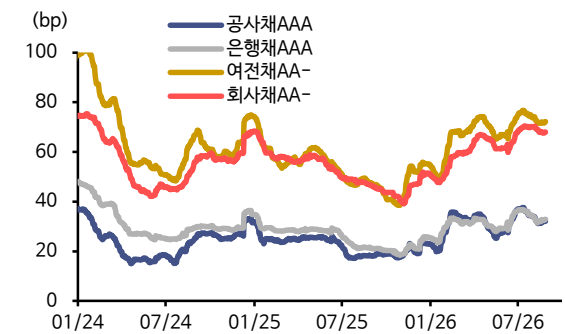
수급 측면도 크게 우호적 상황은 아니다. 주식시장 반등 모멘텀이 강하지 않을 경우 채권 캐리 수요가 지속될 전망이다. 법인의 대규모 잉여현금이 시중 유동성 공급으로 이어지는 점도 긍정적 요인이다. 투자자 전반적으로 크레딧 순매수를 지속하고 있어 시장 수요는 양호한 상황이다. 다만 9월 공급 부담이 우세할 것으로 예상돼 수급 측면에서 강세를 기대하기 어렵다는 판단이다.

주요 섹터별 금리 추이. 8월 금통위 직후 하락



자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 3년물 기준

신용 스프레드 8월 중반 약세 전환. 회사채는 강세



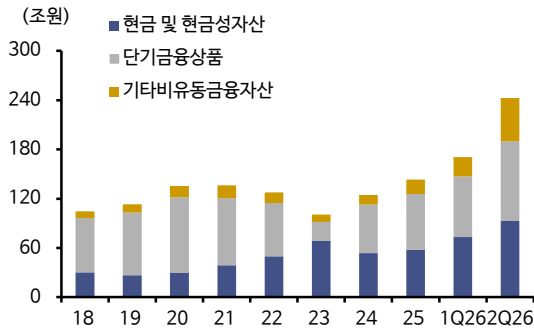
자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 3년물 기준

주요 환경: 금융시장 전반적 유동성과 캐리 수요 양호

반도체 기업 현금성 자산 및 장단기금융자산 급증

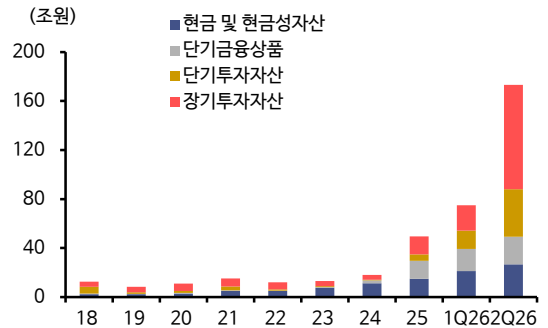
반도체 기업의 잉여현금 투자는 금융시장 전반의 유동성 공급으로 이어졌다. 반도체 기업 장단기금융자산은 급증하고 있다. 현금성자산 및 장단기금융자산의 경우 작년말 대비 삼성전자 99.3조원, SK하이닉스 123.8조원이 증가했다. 2분기 순증액만 삼성전자와 SK하이닉스 각각 71.9조원, 98.3조원에 달한다. 잉여현금이 증가할수록 전반적 금융자산 증가세는 가팔라질 수 있다.

삼성전자 현금성 및 장단기금융자산 추이



자료: Dart, 신한투자증권

SK하이닉스 현금성 및 장단기금융자산 추이



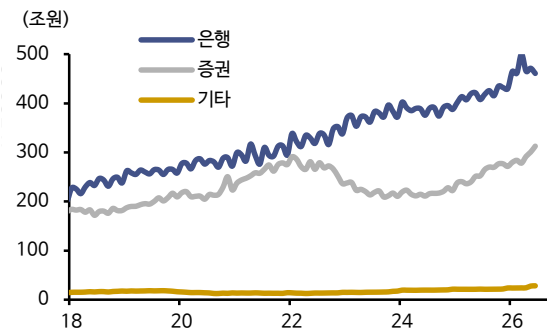
자료: Dart, 신한투자증권

은행권 예금 유치, 증권사는 신탁 통해 자금 집행, 채권형 금전신탁 100조원 상회

반도체 기업 잉여현금은 은행권에는 주로 정기에금으로 유입되고 있다. 증권사에는 신탁계약을 통해 자금이 집행되고 있다. 2022년 증권사 랩신탁 자전거래 이슈 이후 금전신탁 내 채권형 자금은 크게 감소했다. 그러나 올해 본격적인 반도체 기업 현금 유입이 이뤄지며 채권형 신탁 규모는 100조원을 재차 넘어섰다.

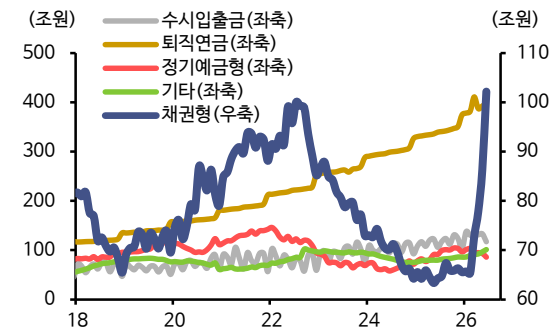
최근 반도체 기업은 자사주매입과 주주환원 등 발표를 앞둔 시점부터 채권 투자가 위축됐다고 전해진다. 향후 대규모 잉여현금 발생이 지속돼 자금운용은 재개될 것으로 본다. 중장기적으로 채권·크레딧 투자가 이뤄질 것으로 기대하나 주주환원 노력과 은행 정기에금 유치 경쟁 등 시점은 다소 불분명해졌다.

금융기관별 금전신탁 잔액 추이



자료: 금융투자협회, 신한투자증권

전체 금전신탁 계정별 잔액 추이, 채권형 급증

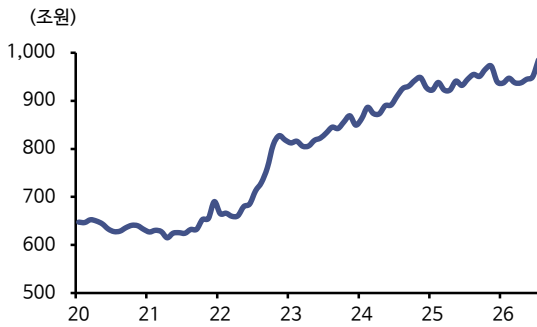


자료: 금융투자협회, 신한투자증권

가계대출 여력 발생으로 시중
유동성 흡수 움직임. 특판
정기예금 상품 출시 등

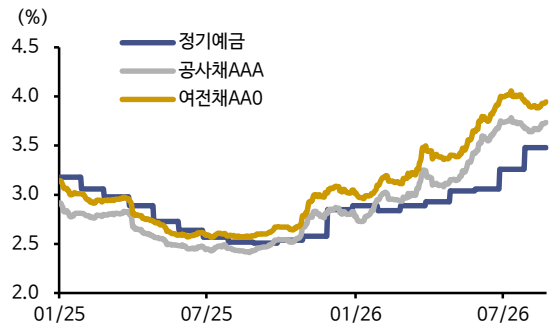
8.13 부동산대책을 통해 가계부채 총량 증가율 목표가 상향되며 은행권은 추가 가계대출 여력이 발생했다. 이에 유동성 흡수를 위해 특판 정기예금 출시에 나섰다. 5대은행 정기예금은 7월에만 35.5조원 증가했는데 상당 비중은 법인 자금인 것으로 추정된다. 물론 대규모 영업현금을 전부 은행권에 예치하는 데 한계가 존재한다. 4% 가까운 특판 정기예금 상품이 등장했으나 일반 정기예금 상품의 경우 여전히 크레딧 채권 대비 금리 매력이 낮기 때문이다. 그럼에도 상당 규모 은행권이 흡수한 자금은 대출 재원으로 활용될 전망이다.

5대 은행 정기예금 잔액 추이



자료: 인포맥스, 신한투자증권

정기예금 및 주요 크레딧 금리 비교



자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 1년물 기준

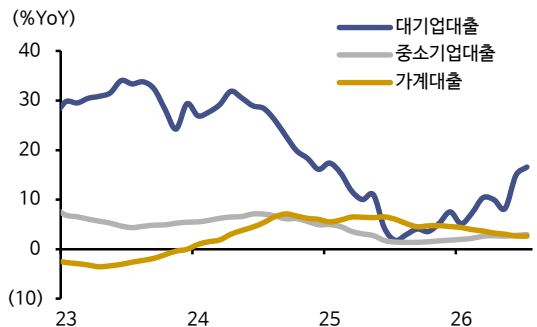
대기업대출 중심 증가세.
중소기업대출은 연체율 상승
으로 건전성 부담 존재

8.13 부동산대책으로 가계대출 여력은 높아졌고 기업대출의 경우 대기업대출 중심 증가세가 나타나고 있다. 이는 중소기업의 건전성 저하 때문이다. 중소기업 연체율은 5월 1.00%로 2016년 이후 최고치를 기록했다.

은행권 대기업대출 확대는
크레딧 시장에 우호적

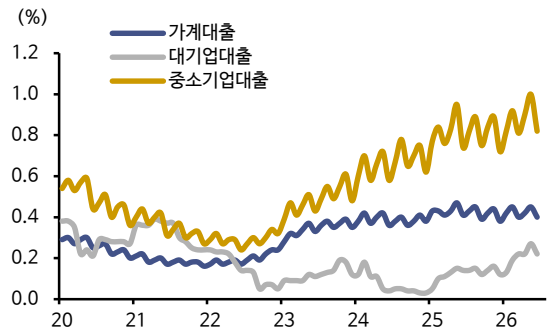
크레딧 시장은 초우량물 공급 부담에 직면해있다. 비우량기업은 투심 위축과 수급 쏠림이 중첩되며 조달 불확실성이 커졌다. 크레딧 시장에서 비우량기업이라든 은행 대출에서는 대부분 대기업으로 분류된다. 은행권이 대기업들의 신용 공급자로 역할하면서 발행사들은 높은 조달 금리를 회피하는 동시에 안정적 자금 조달에 나설 수 있었다. 고금리 환경으로 중소기업들의 연체율 상승 지속 가능성이 있다. 대기업 중심 대출 기조가 이어지는 점은 크레딧 시장에 긍정적 요인이다.

5대 은행 대기업대출 증가율 상승세



자료: 인포맥스, 신한투자증권

은행 연체율. 중소기업 중심 상승세



자료: ECOS, 신한투자증권

반도체 기업 잉여현금 전반적 금융시장 유입은 긍정적

반도체 기업들의 잉여현금이 은행 대출로 연결되고 증권사 신탁을 통해 직접 금융시장으로 유입되고 있다. 채권시장에 직간접적인 유동성 증가로 귀결되며 크레딧 시장에는 우호적 요인으로 작용하고 있다. 여기에 주식시장 머니무브가 완화되고 있다. 코스피는 바닥을 찍고 반등했으나 아직 주가 회복 모멘텀이 강하지 않다. 현재는 채권 자산의 캐리 매력에 부각되는 구간이다.

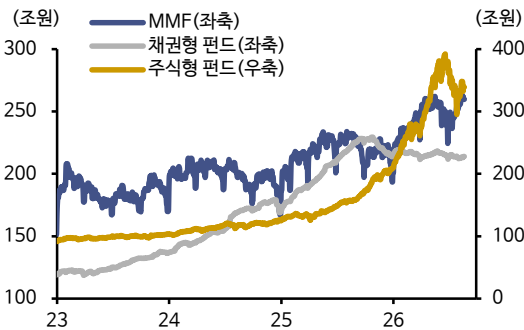
은행과 운용사 견조한 수요 지속. 그 외 투자자도 크레딧 투자 움직임

은행과 운용사는 금리 상승세에도 투자를 지속하며 크레딧 수급을 뒷받침해왔다. 가장 큰 주포 2곳이 견조한 수요를 보이면서 금리 급등 상황에서도 크레딧 시장 약세가 방어될 수 있었다. 그 외 투자자의 크레딧 투자 움직임도 포착되고 있다.

국민연금은 7월부터 자산배분 리밸런싱을 시작했으나 아직 수요가 강하지 않다. 점차 채권/크레딧 투자를 늘려갈 것으로 기대한다. 보험사의 경우 최근 K-ICS 비율 관리 부담 완화로 장기채 투자가 감소했는데 크레딧 순매수는 줄어들지 않았다. 수신 이탈을 겪은 제2금융권 전반적으로 최근 크레딧 순매수세를 보이면서 투자자들의 양호한 캐리 수요가 유입되고 있는 모습이다.

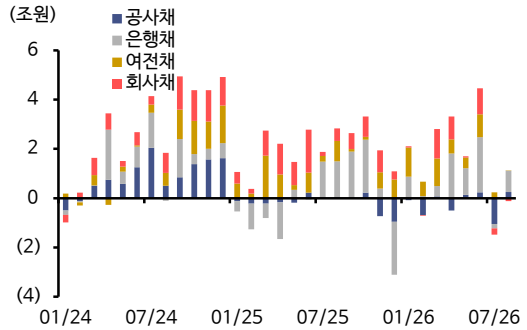
한편 제이알글로벌리츠와 중앙그룹 사태 이후 이탈이 우려됐던 개인은 꾸준히 회사채 투자에 나서고 있다. 수급 공백이 나타나지 않은 점은 고무적이나 상위등급 비중을 높여 등급 간 수급은 차별화된 상황이다.

MMF 자금 유입 지속. 채권형 펀드는 지지부진



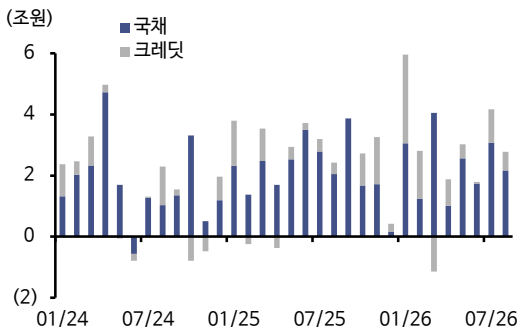
자료: 인포맥스, 신한투자증권

기금/공제 7월 순매도 후 8월 순매수 전환



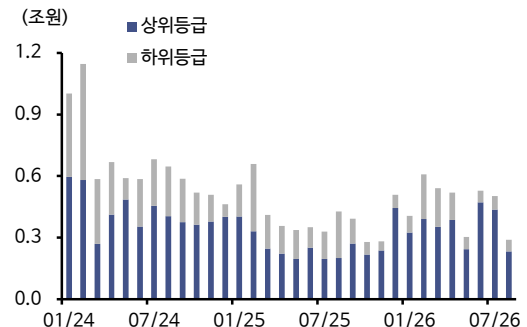
자료: 인포맥스, 신한투자증권

보험사는 작년 4분기부터 크레딧 순매수 비중 확대



자료: 인포맥스, 신한투자증권

개인은 하위등급 회사채 순매수 지속, 규모는 감소



자료: 인포맥스, 신한투자증권

공급: 이어질 초우량물 공급 부담. 여전·회사채도 8월 대비 증가

9월 만기도래 증가로 차환 부담 높을 예정

크레딧 공급 부담은 지속될 전망이다. 8월에는 공사·카드·회사채 발행이 감소하면서 공급 부담이 크지 않았다. 그러나 9월 만기 도래 증가로 기본적으로 차환 발행 수요가 높다. 2025년은 8월보다 9월 만기 도래액이 감소했으나 올해 9월은 만기 도래액이 41.0조원으로 8월 대비 6.9조원 증가한다.

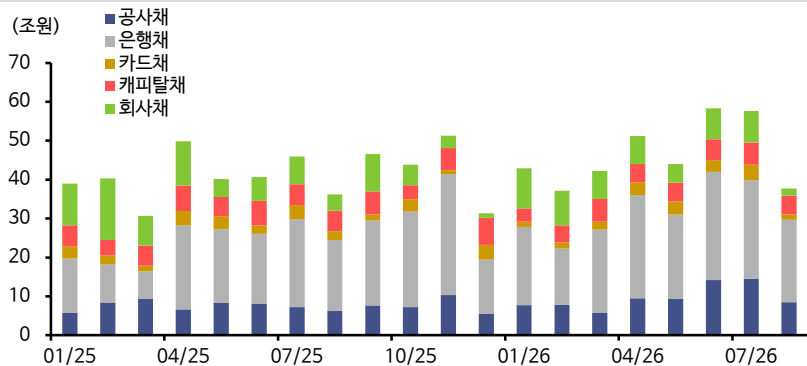
공적채권 발행기관 협의체는 9월에도 20조원 이상 대규모 발행 지속

공적채권 발행기관 협의체는 3분기 발행 목표를 67조원으로 설정했다. 공급을 분산하고 있으나 7개 기관의 7~8월 원화채권 발행은 월별 20조원을 웃돌았다. 9월에도 공적채권 협의체 기관은 20조원 이상 높은 수준 발행이 지속되면서 초우량물 공급 부담을 야기할 전망이다.

여전채와 회사채도 8월 대비 발행 증가 예상

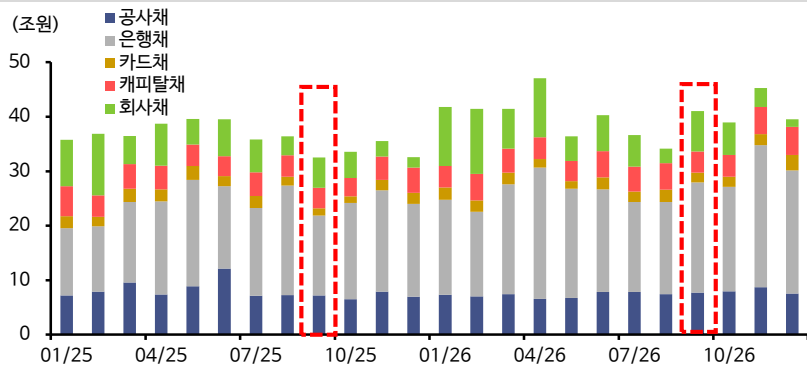
여전채는 미진했던 8월 발행의 기저효과로 9월 발행이 증가할 가능성이 크다. 수요 회복 동반 여부에 따라 발행 규모가 결정될 공산이 크다. 회사채는 증권·금융·지주채 발행이 지속되는 상황에서 일반기업들의 수요예측도 9월 초부터 재개될 전망이다. 8월 대비 섹터 전반적 발행 수요가 높은 상황이다.

섹터별 발행액 추이. 8월 발행 감소



자료: 인포맥스, 신한투자증권

섹터별 9월 만기 도래 증가로 차환 부담 높은 수준



자료: 인포맥스, 신한투자증권

8.13 부동산 대책으로 LH, 주금공, 캠코 등 발행 수요 증가 예상

공사채는 8.13 부동산 정책에 주목할 필요가 있다. 기존 수도권 135만호 공급 이행력을 높이는 가운데 수도권에 23만호+ α 추가 공급을 밝혀 LH 채권 발행이 증가할 가능성이 있다. 민간 공급 활성화를 위해서는 부동산PF 정상화를 도모하고 있다. 정상사업장에 대한 주금공과 HUG의 보증규모 확대 등 금융지원이 강화된다. 부실사업장의 경우 기존 1.1조원 캠코 PF정상화 펀드 한도가 소진되면서 3조원+ α 규모 추가로 확충해 구조조정을 지원할 예정이다.

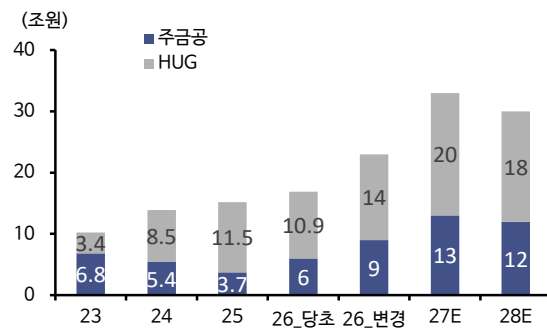
3분기 주금공과 LH, 캠코 채권 발행은 2분기 규모를 넘어설 공산이 크다. 여기에 8.13 대책으로 인한 조달 수요가 새로 나타나면서 초우량물 공급 부담을 가중시킬 것으로 본다. 향후 발표될 예산안을 통해 구체적 조달 방안을 확인할 필요가 있다. 정부 출자 지원이 부재하다면 외부차입 기조가 강화되면서 크레딧 시장 공급 부담을 높일 공산이 크다는 판단이다.

8.13 부동산대책 관련 주요 공사채 발행사 역할 정리

기관	역할
캠코	PF정상화 지원펀드 3조원+ α 신규 조성 민간부문 정상화펀드와 캠코펀드(후순위투자) 간 연계 강화
주금공	PF보증 공급목표 확대(26년 9조원, 27년 13조원, 28년 12조원) 보증수수료 인하 조치 연장 및 주거사업장 보증비율 한시적 확대 고가주택 보증한도 현실화 및 준주택 보증요건 포함 중소형건설사 중심 정비사업 대출 보증상품 신설 청년 주거 지원 3중 세트 상품 출시
HUG	PF 보증 공급목표 확대(26년 14조원, 27년 20조원, 28년 18조원) 수도권 PF보증한도 상향 특례 마련
LH	민간 매각용지 착공 지연시 LH가 조속히 회수해 직접 공급 추진 공공재개발 신규 후보지 선정 신청 사업 수수료율 인하

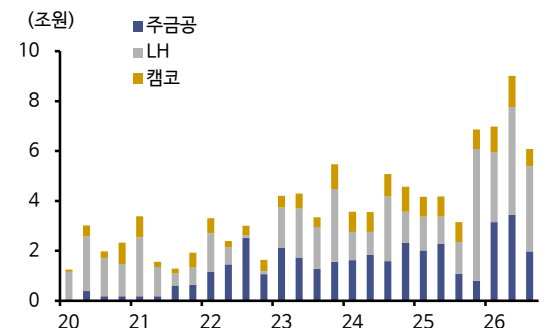
자료: 금융위원회, 신한투자증권

정상사업장 PF 보증 규모 확대 전망



자료: 금융위원회, 신한투자증권

주요 공공기관 공사채 발행액 추이



자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 3분기는 8.27일 누적 기준

가계부채 총량 증가율 상향 조정으로 시중은행채 잔액 감소 가능성 낮아진 상황

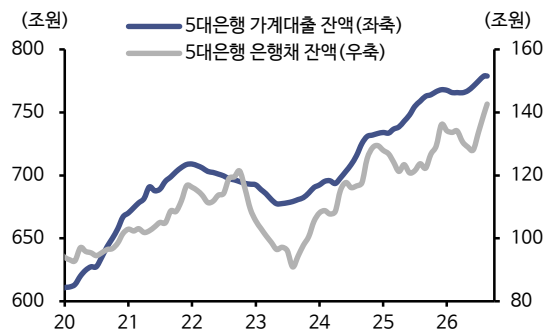
은행채는 특수은행 중심 공급 기조가 지속될 예정이다. 최근 중요한 변화는 가계부채 총량 규제 완화다. 올해 가계부채 총량 증가율 목표는 1.5%에서 3%로 상향됐다. 이미 가계대출 여력이 소진된 상태에서 금융권 전체적으로 30조원 수준 가계대출 여력 발생이 기대된다. 7월 말 5대은행 가계대출 잔액은 779.0조원으로 작년 말 대비 1.47% 증가해 기존 1.5% 한도를 채운 상태다. 1.5% 추가 대출여력을 가정하면 5대은행 추가 가계대출 가능액은 11.7조원 수준으로 추정된다.

높은 시중은행채 발행 수요가 지속될 가능성이 커졌다. 기존에는 가계대출 여력 소진과 신용대출 취급 감소로 하반기 시중은행채 순상환 전환을 예상했다. 그러나 신규 가계대출 여력 발생으로 시중은행채 발행이 지속되면서 은행채 공급 부담을 낮추기는 어려울 것으로 판단한다.

자본 관리 부담 높아지며 은행권의 RW 0% 채권 선호 지속될 전망

주담대에 대한 자본 규제는 강화된다. 기존 2개로 구분되던 고위험 주담대 유형을 4개로 확대해 더 높은 RW를 적용시킬 전망이다. 여기에 내년부터 가계부문에 대한 시스템리스크 완충자본(SSyRB)이 도입될 예정이다. 고위험 주담대일수록, 주담대 비중이 높을수록 자본 관리 부담이 커진다. 은행권의 RW 0% 채권 선호가 지속될 것으로 판단한다. 한편 시중은행채 위험가중치는 20%로 발행이 증가할 경우 운용사 등 여타 투자자 수요가 함께 동반될 필요가 있다.

5대은행 가계대출 및 은행채 잔액 추이. 상관성 ↑



자료: 인포맥스, 신한투자증권

5대은행 가계대출 여력 분석

(단위: 조원)	5대은행 가계대출 잔액	잔액 증감 (작년 말 대비)	증가율
2025년 말	767.7	-	-
2026년 7월 말	779.0	11.3	1.47%
2026년 말(추정)	790.7	23.0	3.00%

자료: 인포맥스, 신한투자증권

고위험 주담대 세부 분류안 개선

구분	고위험 주담대 유형(예시)	위험가중치(RW)
현행	만기일시상환·거치식 분할상환 또는 3건 이상 주담대, LTV 60% 초과	평균 RW 약 2배
현행	만기 또는 거치기간 연장 시 원금상환 비율이 10% 미만인 경우	평균 RW 약 2.5배
개선	고액·고DSR 주담대	(예시) 2~4배
개선	고가주택·고LTV 주담대	

자료: 금융위원회, 신한투자증권

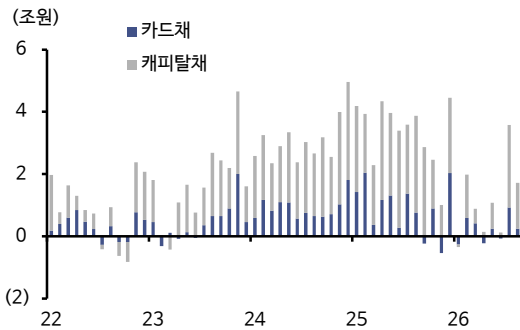
주담대 자본 규제 강화 내역

구분	현행	개선 방안	조치 사항	시행 시기
주담대 자본규제 강화	고위험 주담대 2개 유형	고위험 주담대 확대 및 위험가중치 상향	시행세칙 개정	2027년 1월
	가계부채 리스크에 대한 추가 자본적립 없음	가계부문 시스템리스크 완충자본(SSyRB) 도입	감독규정·시행세칙 개정	2027년 1월

자료: 금융위원회, 신한투자증권

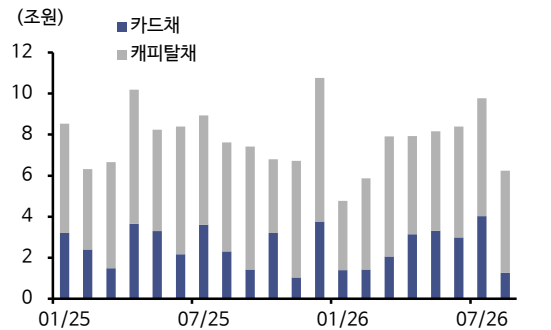
여전채 수요는 불확실성 존재 6~7월 여전채는 회사채 대비 강세를 보였다. 7월 여전채 발행은 9.8조원에 달했으나 반도체 기업이 AA0 이상 여전채 집중 매수에 나섰던 가운데, 금리 고점 기대로 운용사 또한 적극 매수세에 나섰기 때문이다. 다만 8월에는 반도체 기업의 투자 중단 및 백투백 기준금리 인상 부담으로 수요가 약화됐다. 반도체 기업 투자 재개 시점에는 불확실성이 존재한다. 9월 단기적 채권시장 강세가 기대되나 잔존한 불확실성으로 레포펀드 중심 강한 운용사 수요가 지속되기는 어렵다.

운용사 순매수 감소, 아직 수요 강하지 않은 상황



자료: 인포맥스, 신한투자증권

수요 위축 속 여전채 발행액 감소



자료: 인포맥스, 신한투자증권

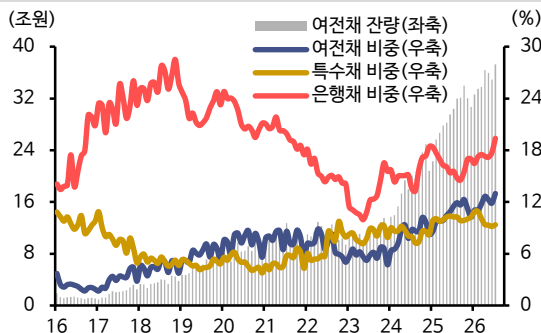
레포펀드 여전채 신규 설정은 제한적으로 판단

7월 레포 매입증권 내 특수채 비중은 하락한 반면 여전채와 은행채는 증가했다. 듀레이션 설정이 짧아진 가운데 특히 은행채 매수세가 두드러지고 있다. 아직 레포펀드 내 여전채 설정은 적극적이지 않은 것으로 보인다. 운용사 RP매도 잔고도 작년 11월 이후 증가세가 정체됐다. 오히려 7월 RP매도 잔고가 감소하면서 레버리지 투자가 제한적인 상황이다.

여전채 8월 대비 발행 증가 가능성에도 차환 중심 발행 예상

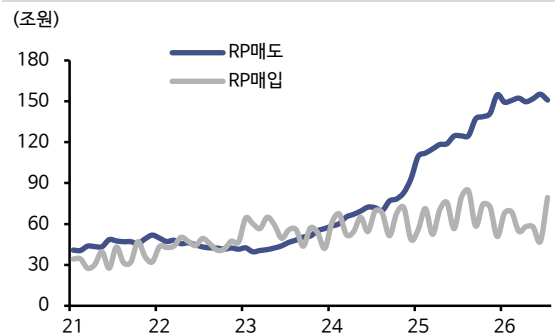
2024~2025년 수준 강한 여전채 수요 발현을 위해서는 금리 추세 하락이 전제돼야 한다. 국고채 금리 상승 부담은 완화됐으나 기준금리 인상 사이클이 이어져 당분간 여전채 수요가 강하기는 어렵다. 8월 저조했던 발행으로 9월에는 발행이 증가하겠으나 수요가 뒤따라주지 않는다면 차환 수준에 그칠 가능성이 있다.

레포펀드 내 매입잔량 및 비중, 은행채 선호



자료: 세이브로, 신한투자증권

운용사 RP매도/매입 추이, 레버리지 투자 제한적



자료: 세이브로, 신한투자증권

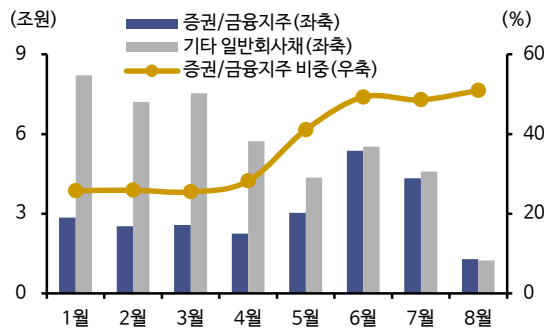
회사채 일반기업 발행 저조한 반면 증권·금융지주채 발행 확대

회사채는 7~8월 발행 비수기임에도 큰 폭 발행됐다. 이는 일반기업들의 자금 조달은 위축됐음에도 증권·금융지주채 발행이 증가한 데 기인한다. 증권·금융지주채 발행액은 6월 5.4조원, 7월 4.3조원에 달했다. 8월에는 1.3조원 규모로 줄었으나 일반기업 발행이 부진하면서 증권·금융지주채 비중이 50.9%로 상승했다. 일반기업들은 높은 회사채 조달 비용으로 은행 대출이나 단기 조달을 선호하고 있다.

9월 증권·금융지주채 발행 기조 강화될 가능성

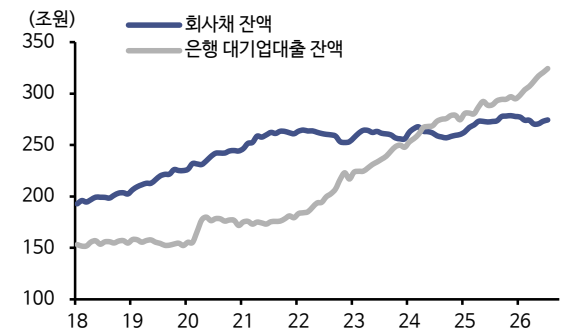
9월 증권·금융지주채 발행 기조가 강화될 수 있다. 현재 9월 둘째주까지 예정된 증권·금융지주채 수요예측 규모만 1.27조원에 달한다. 반면 일반기업은 0.63조원에 불과해 순상환될 가능성이 높다. 물론 상위등급 중에서도 실적과 신용도가 우수한 채권이라는 점에서 시장 수요는 견조하다. 다만 회사채 시장 수급 풀림으로 인해 하위등급은 향후에도 발행에 적극 나서기 어려울 전망이다.

회사채 중 증권·금융지주채 vs. 일반기업 발행액



자료: 인포맥스, 신한투자증권

은행 대기업체대출과 회사채 잔액, 은행 대출 선호



자료: 인포맥스, 한국은행, 신한투자증권

증권/금융지주채 8~9월 수요예측 완료 및 예정 내역(수요예측 미진행 발행물은 제외)

종목명	신용 등급	수요 예측일	수요 예측	밴드 포함	발행 확정	유효 경쟁률	만기	밴드 기준금리	하단	상단	결정 금리	발행 금리	발행일
메리츠금융지주22-1	AA0	2026-07-29	800	2,030	1,400	2.54	2.0	개별민평2년	-30	30	-3	4.279	2026-08-07
메리츠금융지주22-2	AA0	2026-07-29	700	2,770	1,550	3.96	3.0	개별민평3년	-30	30	-4	4.359	2026-08-07
KB금융지주(신종)	AA-	2026-08-21	2,700	5,200	4,000	1.93	99NC5	(절대금리)	430	490	485	4.850	2026-09-01
대신증권	AA-	2026-09-01	700				2.0	개별민평2년	-30	30			2026-09-11
대신증권	AA-	2026-09-01	800				3.0	개별민평3년	-30	30			2026-09-11
하나증권	AA0	2026-09-02	1,500				2.0	개별민평2년	-30	30			2026-09-11
하나증권	AA0	2026-09-02	1,500				3.0	개별민평3년	-30	30			2026-09-11
JB금융지주(신종)	A+	2026-09-02	1,000				99NC5	(절대금리)					2026-09-11
DB증권	A+	2026-09-02	700				1.5	회사1.5년	-30	30			2026-09-11
DB증권	A+	2026-09-02	800				3.0	회사3년	-30	30			2026-09-11
아이엠금융지주(신종)	AA-	2026-09-03	1,000				99NC5	(절대금리)					2026-09-14
신한금융지주(신종)	AA-	2026-09-04	2,700				99NC5	(절대금리)	430	490			2026-09-15
NH투자증권	AA+	2026-09-08	500				2.0	개별민평2년	-30	30			2026-09-16
NH투자증권	AA+	2026-09-08	1,200				3.0	개별민평3년	-30	30			2026-09-16
NH투자증권	AA+	2026-09-08	300				5.0	개별민평5년	-30	30			2026-09-16

자료: Freebond, 금융감독원 전자공시시스템, 신한투자증권

주: '-' 표기는 자료 작성 시 공시 전이나 미발표된 상태를 표시, 실선 구분은 공시(채무증권신고)여부. 실선 하단 수요예측 예정 목록은 발행사의 사정에 따라 취소될 수 있음, 단위는 억원(수요예측, 밴드포함, 발행확정), bp(밴드하단, 밴드상단, 결정금리), %(발행금리)

국민성장펀드 본격 자금집행.
일반기업 회사채 발행 수요
낮추는 요인

국민성장펀드 집행이 본격화되며 일반기업들의 회사채 발행 수요를 대체하고 있다. 전략산업에 대한 대규모 지원이 확정되면서 국민성장펀드 1~7월 누적 승인 실적은 16.3조원에 달했다. LIG D&A, LS전선, LG디스플레이, 네이버 등 기존 회사채 발행사들에 대한 자금지원도 이뤄지고 있다. 국민성장펀드를 통해 발행사들은 국고채 금리 수준 저금리 대출이 가능해져 조달 불확실성과 비용을 낮출 수 있다. 이에 국민성장펀드 조달의 문을 두드리고 있는 상황이다.

국민성장펀드 누적승인 실적(1~7월)					
지원목표액	직접투자(3조원)	간접투자(3조원)	인프라투자(10조원)	저리대출(10조원)	합계(30조원)
승인	2.5조원	1.37조원	6.87조원	5.56조원	16.3조원 (지방 42.4%)
지원 기업명	- 리벨리온(AI·반도체) - 업스테이지(AI) - 퓨리오사 AI(AI·반도체) - 리가캠바이오(바이오)	- 국민참여펀드(7,200억원) - K콘텐츠펜드(1,500억원) - LIG D&A(방산) - 간접투자 (18개 운용사 결성)	- 신안우이 해상풍력(인프라) - 국가AI컴퓨팅센터(AI) - 스마일게이트데이터센터 (AI·인프라) - 영양 육상풍력(인프라)	- 삼성전자(반도체) - 이수스페셜티케미컬(이차전지) - 네이버(AI) - 퓨처그래프(이차전지) - 비티젠(바이오) - SK바이오사이언스(백신) - 엘앤에프플러스(이차전지) - LS전선(인프라) - LG디스플레이(디스플레이) - 샘시엔에스, 후성, 신택, 테크윙 (반도체), 근우(인프라)	19개 기업 4개 인프라 사업

자료: 금융위원회, 신한투자증권

증권사 IMA 시장 성장세이나
실제 크레딧 투자는 제한적

증권사 IMA는 이번 8월 증권사들의 추가 모집으로 4조원대 규모로 성장했다. 아직 한국투자증권 외 적극적으로 IMA 사업에 나서지는 않고 있으나 최근 주식 시장 조정으로 안정성 높은 IMA가 주목받을 전망이다.

한국투자증권은 대출금·수익증권 중심 투자로 채권 비중은 1% 수준에 불과했다. 반면 미래에셋증권은 채권 중심(회사채 38.7%, 특수채 19.0%), NH투자증권은 대출금 비중이 45.2%에 달하나 채무증권 역시 38.4%로 높은 비중을 보였다. 한국투자증권이 절대적 파이를 차지하며 시장 성장에도 크레딧 수요 개선이 크지 않았다. 회사채 발행 물량 감소와 높은 금리 변동성이 맞물리며 채권 편입이 어려웠던 것으로 보인다. 하위등급 회사채는 그간 IMA와 발행어음 시장 성장의 수혜를 입을 것으로 기대됐으나 당분간 수요 유입은 제한될 것으로 판단한다.

2026년 2분기 말 기준 IMA 자산 구성 현황								
한국투자증권			미래에셋증권			NH투자증권		
구분	금액(억원)	비중(%)	구분	금액(억원)	비중(%)	구분	금액(억원)	비중(%)
현금 및 예치금	110	0.4	예치금	20	0.6	기타 예치금	7	0.1
MMF	2,019	7.1	주식	70	2.2	채무증권	2,092	38.4
기업어음	1,296	4.5	회사채	1,222	38.7	집합투자증권	436	8.0
채권	250	0.9	특수채	599	19.0	기타유가증권	475	8.7
대출금	11,075	38.8	집합투자증권	17	0.6	대출금 등	2,460	45.2
수익증권	13,740	48.2	기타유가증권	287	9.1	기타부채 등	(26)	(0.5)
기타	40	0.1	대출채권	943	29.9			
합계	28,530	100	합계	3,159	100	합계	5,444	100

자료: Dart, 신한투자증권

투자전략: 단기적 강세 구간에서 우량물 캐리 중심 대응

단기 강세 기대로 캐리 중심
우량물 투자 필요

금리 박스권 하단 부근에서는
듀레이션 축소 권고

8월 기준금리 연속 인상에도 긴축경계가 완화되면서 9월 채권시장은 단기 강세가 예상된다. 신용 스프레드 투자 매력은 높아졌고 전반적 유동성 환경도 양호하다. 다만 아직 추세적 강세를 기대하기는 어렵다. 신용 스프레드도 9월 의미있는 강세 모멘텀을 보이기는 어려울 전망이다. 이에 금리 박스권 하단에서 듀레이션 축소 및 연말 약세에 대비하는 기회로 삼을 필요가 있다.

섹터별로는 상위등급 회사채 투자를 권고한다. 초우량물은 높은 공급 부담 소화가 필요하며 여전채는 수요 측면 불확실성이 있다. 물론 수요 회복이 동반될 경우 상대 강세를 보일 섹터는 여전채로 판단한다. 상위등급 회사채는 증권·금융지주채 발행이 크게 늘어났으나 9월 회사채 만기 도래가 7.4조원에 달해 순발행은 제한될 것으로 본다. 여기에 견고한 펀더멘털 기반 양호한 수요 유입을 기대한다.

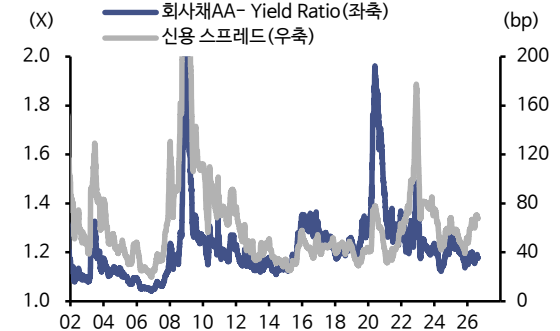
하위등급보다는 우량물 투자를 지속할 필요가 있다. 절대적 금리 레벨은 여전히 높은 수준으로 연말로 갈수록 신용 위험 경계감이 부상할 가능성이 있다. 하위등급에 대한 개인과 증권사 수요 역시 미진해 수급상으로도 우호적이지 않다. 하위등급은 금리 리스크 노출 최소화 전략을 유지한다. 9월 단기적 금리 하락 구간에서 상위등급이 선제 강세를 보일 가능성이 높아 캐리 중심 투자대응을 권고한다.

신용 스프레드 확대로 역사적 평균 상회



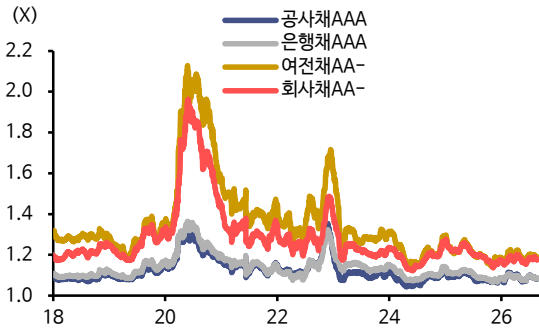
자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 3년물 기준

신용 스프레드 레벨의 절대적 투자 매력 충분



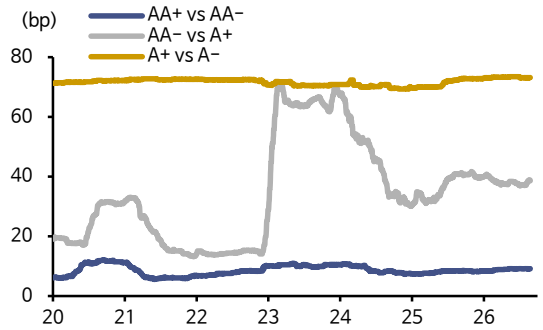
자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 3년물 기준

Yield Ratio 낮은 수준 지속



자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 3년물 기준

회사채 신용 스프레드 갭. 상위등급 상대 강세 지속



자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 3년물 기준

섹터별 발행/만기 및 투자 매력 비교

(조원)	8월 발행	8월 만기	9월 만기	S.P (상대매력)	9월 투자 의견
공사	8.89	7.43	7.71	32.1(→)	공적채권 발행기관 공급 부담 지속. 8.13 대책은 발행 확대 요인 전기요금체계 개편 시 한전채 매출 감소 예상. 발행 부담 지속 8.13 부동산 대책으로 LH, 주공공 발행 확대 우려 대규모 만기 도래로 순상환 예상되나 발행 절대적 높은 수준
-에너지	1.96	2.21	2.37	34.1(→)	
-부동산	3.36	0.56	0.77	30.9(→)	
-MBS	1.56	2.04	1.82	37.5(✓)	
은행	22.87	16.94	20.26	32.7(→)	특은채 순발행 지속. 규제 완화로 시중은행채 발행 지속 생산적 금융 지원, 첨단채 등 발행 확대. 수출입은행 역할 강화 신용대출 감소 예상되나 가계대출 여력 발생으로 발행 지속
-특수은행	17.07	13.21	14.41	27.5(→)	
-시중은행	4.99	3.19	5.23	33.0(→)	
여전채	6.25	7.11	5.66	→	
-카드AA+	1.27	2.22	1.75	56.7(✓)	상위등급 수요 불확실성 존재. 건전성 저하는 유의 반도체 기업 투자 재개 시점 주목. 높은 캐리와 스프레드 매력적 운용사 수요 회복 조짐이나 적극 레포펀드 설정은 어려울 전망 하위등급 총당금 설정 부담. 건전성 저하도 모니터링 필요
-상위캐피탈	3.89	3.66	2.71	72.0(→)	
-하위캐피탈	1.09	1.23	1.20	150.4(→)	
회사	1.88	2.65	7.40	→	
-AA-이상	0.85	1.66	4.96	67.8(✓)	양호한 수요 지속. 높은 신용도 회사채 인기 예상 증권·금융지주채 발행 확대에도 캐리 매력과 편더멘털 견고 금리 리스크에 주의. 수요 회복 지연으로 보수적 투자 필요
-A+이하	0.42	0.39	2.05	106.5(↘)	
크레딧 채권	39.89	34.13	41.02	↗	9월 단기 강세 기대. 우량물 중심 투자 대응 권고

자료: 인포맥스, 신한투자증권

주: 신용 스프레드 2026-8-26 민평 기준, 섹터별 단순 평균, 여전·회사채 상위등급 AA-/하위등급 A+ 기준

[월간 Review] 높아진 유가와 장기금리 경계

[해외 채권] 중동발 리스크와 장기금리 우려 확대

(미국, 선진) 채권시장은 미국과 이란 간 휴전 양해각서가 연장 없이 종료된 가운데 국제유가가 속등하며 이에 연동됐다. 미국 국가부채에 대한 우려가 커진 가운데 30년 금리는 2007년 이후 가장 높은 수준에 도달했다. 높아진 장기금리 우려에 재무부는 QRA에서 향후 이표채 '중액' 검토 문구를 '변동' 검토로 교체했다. 또한 10~20년, 20~30년 잔존만기 국채의 바이백 규모를 최대 20억달러에서 최소 40억달러로 확대했다. 중동 휴전 기대감과 맞물려 하락한 금리는 잔존한 재정 우려와 예상치를 상회한 7월 PCE를 소화하며 소폭 반등했다.

비미국은 영국과 프랑스 중심의 재정 우려 속 유가에 연동됐다. 호주는 만장일치로 기준금리 동결을 단행했고 일본은 9월 금정위에서의 인상 전망을 주시했다.

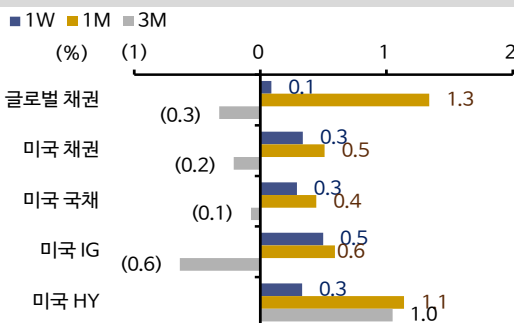
(신흥) EMBI+ 스프레드는 전월대비 약 4.9bp 축소됐다. 월 초반 호르무즈 해협 개방 기대감이 확대되며 스프레드가 크게 축소됐다. 다만 협상 기대감이 약화돼 이를 되돌렸다. 멕시코와 중국이 동결 기조를 유지할 것이라는 전망 속 강세 재료가 제한됐고 말레이시아, 브라질 등을 중심으로 정치 리스크가 부각됐다.

[국내 채권] 8월 금통위 경계와 급등한 30년 금리

국고채 3년과 10년, 30년 금리는 7월 말 대비 각각 1bp, 4.1bp, 0.8bp 하락했다. 8월 금통위 경계 속 미국-이란 간 협상 교착상태로 속등한 유가에 연동됐다. 30년 금리는 수요 공백 하 공격적 숏(short) 베팅이 동반돼 한때 전월대비 20.2bp까지 급등했으나, 미국 장기물 금리 되돌림과 맞물려 수급 풀림이 완화됐다.

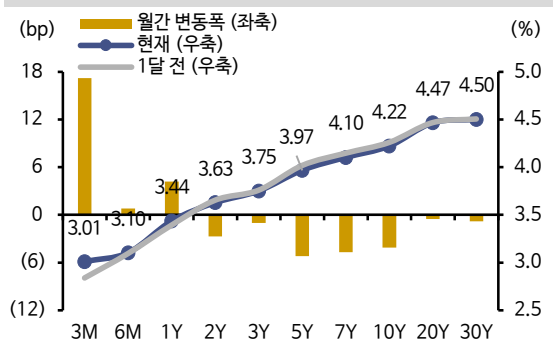
금통위에서는 기준금리를 25bp 인상했다(동결 소수의견 1명). 경제지표와 점도표 전망 및 총채의 기자회견 뉘앙스는 엇갈리며 금리 상승을 제어했다. 경제전망에서는 26년과 27년 성장률 전망치를 0.7%p, 0.8%p 상향 조정했다(26년 3.3%, 27년 2.9%). 다만 점도표에서 3.25%에 10개의 점이 확인돼 컨센서스에 부합했고 총채는 연속 인상으로 충분히 선제적 대응을 했다는 뉘앙스를 내비쳤다.

채권 주요 지수 수익률



자료: Bloomberg, 신한투자증권

한국 국채 수익률 곡선



자료: 인포맥스, 신한투자증권

[국내 크레딧] 캐리 수요 유입, 발행 감소로 신용 스프레드 축소

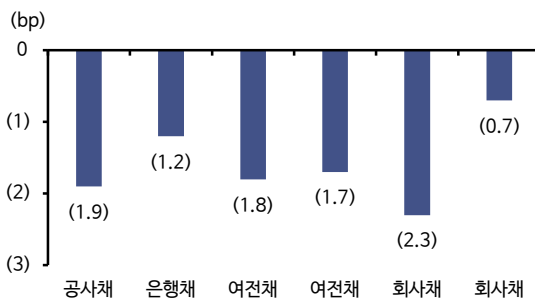
신용 스프레드는 전 섹터에서 전월 말 대비 축소됐다. 월 초반 국고채 금리 하락, 주식시장 조정 등에 캐리 수요가 유입되며 신용 스프레드 강세를 이끌었다. 월 중반 이후에는 금통위 경계감에 따른 투심 약화로 신용 스프레드가 확대 전환됐다. 한편 은행채 외 섹터 발행 감소로 공급 부담이 완화된 점은 수급상 우호적 요인으로 작용했다.

공사채는 한전채 순상환 전환 등 순발행(1.4조원)이 전월 대비(6.7조원) 크게 감소하며 공급 부담이 완화됐다. 은행채 또한 순발행(5.9조원) 규모가 전월 대비(8.8조원) 줄어들었으나 특은채 발행 압력 지속으로 절대적 공급 부담은 높게 유지됐다. 그럼에도 은행, 운용사 등의 견조한 캐리 수요 유입으로 공사채, 은행채 신용 스프레드는 각각 1.9bp, 1.2bp 축소됐다.

여전채의 경우 카드채는 순상환 전환, 캐피탈채는 차환 수준 발행에 그쳤다. 공급 부담이 줄어든 가운데 운용권 등의 견조한 매수세로 신용 스프레드는 축소를 기록했다. 회사채는 여름 수요예측 비수기를 맞아 제한적 발행을 나타냈다. 그간 타 섹터 대비 축소 폭이 제한적이었던 까닭에 여전채와의 신용 스프레드 갭이 축소된 상태였다. 이에 신용 스프레드 매력이 부각되며 상대 강세를 시현했다.

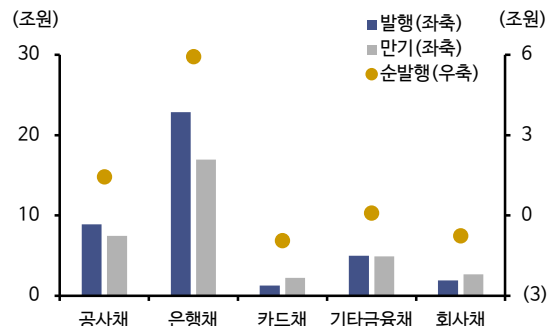
회사채 수요예측은 여름휴가철, 기업 실적 발표 등 비수기가 지난 후 월말부터 재개됐다. 하위등급 기업들이 주를 이뤘는데 하위등급 내에서도 결과는 차별화됐다. A급에 속하는 롯데건설, 롯데지주의 경우 높은 유효경쟁률을 바탕으로 자금 모집에 성공했다. 반면 BBB급 이랜드월드는 소폭 미매각을 피해가지 못했다. 지난 신용 이벤트 이후 하위등급 리테일 수요 회복이 미진해 향후에도 BBB급 이하 기업들의 자금 모집 부담이 지속될 가능성이 있다.

8월 섹터별 신용 스프레드 변동 폭



자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 3년물, 2026-08-26 기준

8월 섹터별 발행, 만기, 순발행



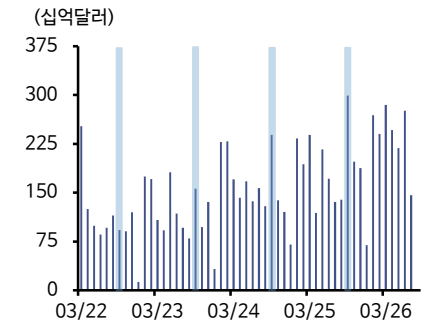
자료: 인포맥스, 신한투자증권

[Key Factor]

[해외] 회사채 발행 쏠림 가능성에 유의

- 회사채 발행 쏠림에 따른 금리 상승 가능성 유의. 계절적으로 9월은 8월 여름휴가, 노동절(9월 첫째 주 월요일) 이후 발행이 쏠리는 시기
- 과거 데이터를 보았을 때 연준이 공격적인 긴축정책을 단행했던 2022년 9월(금리 상승 염두한 선발행 수요 작용)을 제외하고 2023년, 2024년, 2025년 모두 전월대비 회사채 발행 규모 급증했던 모습
- 특히 2025년 9월은 전통적 발행 시즌, 크레딧 스프레드가 역사적 저점인 상황에서 FOMC에서의 금리 인하 기대가 겹치며 발행 규모가 급증. 올해 9월 FOMC에서는 금리 인상 경계가 잔존해 작년과 같은 발행 급증은 제한될 것으로 보이나 이미 빅테크를 중심으로 회사채 발행 물량 확대된 국면에서 충격 가능성은 경계

미국 월간 회사채 발행 규모

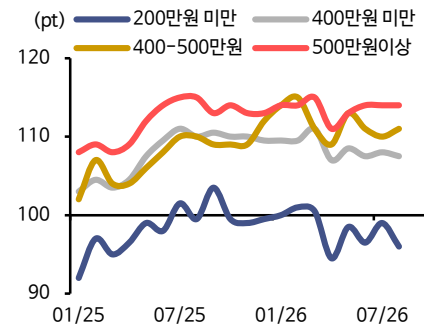


자료: SIFMA, 신한투자증권 / 주: 9월 음영 표시

[국내] 하반기 반도체 낙수효과 내수로의 전이 강도 주시

- 반도체 경기 호조로 수출과 투자가 확대된 상황에서 하반기 내수로의 전이 양상 확인할 필요. 특히 저소득 구간을 대상으로 소비심리 개선 주시
- 월평균 가구소득 구간별 소비지출전망 CSI를 보면 6개월 뒤 가계 소비지출 확대 여부에 대해 소득구간별 엇갈린 흐름 전개. 고소득 구간에서는 향후 지출 확대에 대해 긍정적 답변 정도가 높으며 한계소비성향이 낮음(0.12, 평균 0.18) 특성상 상단에서 변동성 제한된 모습
- 반면 저소득 구간은 100을 하회(긍정적 답변 대비 부정적 답변 우세)하는 양상이 지속. 한계소비성향이 높은 특성상 반도체 낙수효과가 내수로 전이될 시 재정정책을 통한 소비 개선 여지 주목할 필요

소득구간별 소비지출전망 CSI

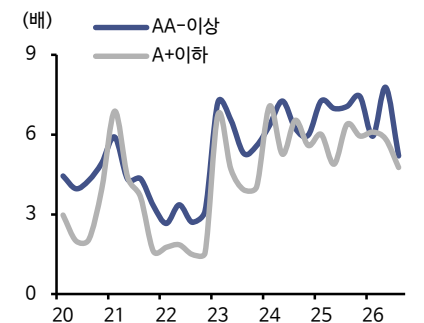


자료: 한국은행, 신한투자증권

[국내크레딧] 회사채 수요예측 투심 약화. 하위등급 조달 부담 지속 우려

- 올해 금리 불확실성, 신용 이벤트 등 회사채 수요예측 시장에 비우호적 환경 조성. 2분기 이후 유효경쟁률 하락 및 강한 언더발행 찾아보기 어려워지는 등 수요예측 투심 약화 확인
- 상위등급의 경우 평균 유효경쟁률 1분기 5.94배에서 2분기 7.78배로 상승한 후 3분기 5.20배로 하락. 하위등급은 1분기 6.10배에서 2분기 5.83배, 3분기 4.77배로 하락 추세 지속
- 하위등급 내에서도 A급과 BBB급 투심 차별화. 6월 신용 이벤트 이후 진행된 수요예측에서 BBB급은 모두 소폭 미매각 기록. 미진한 수요 회복에 향후에도 하위등급 조달 부담 지속될 우려

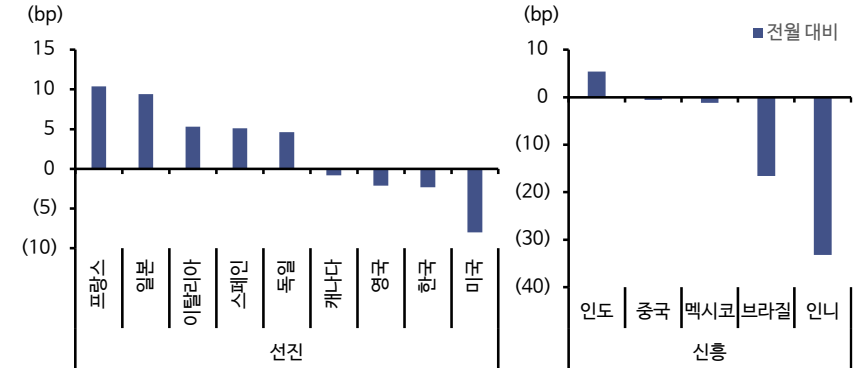
회사채 수요예측 유효경쟁률 추이



자료: Dart, 신한투자증권

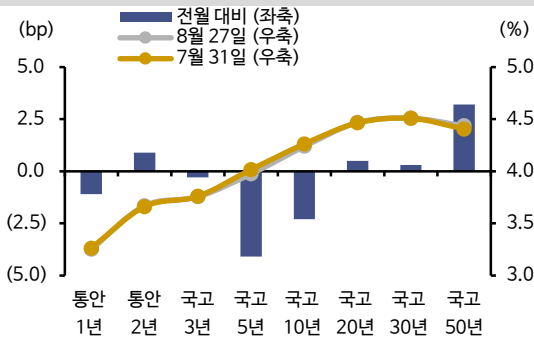
Monthly Chart

주요국 국채 10년 금리 변화



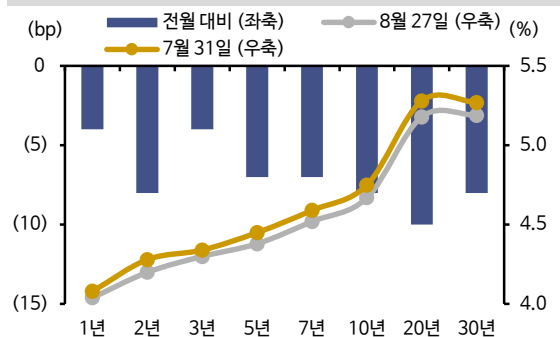
자료: LSEG, 신한투자증권 / 주: 전월말 대비 변동

국고채 수익률 커브



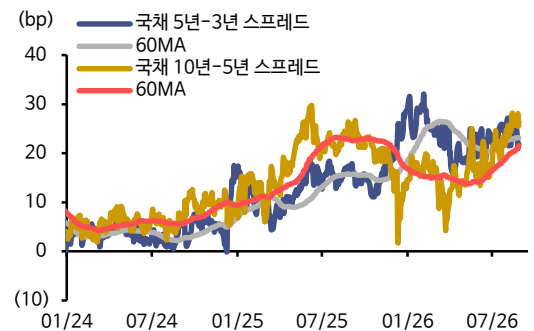
자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 금투협 최종호가 기준

미국 국채 수익률 커브



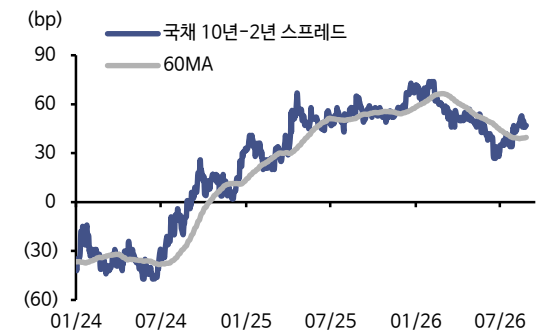
자료: LSEG, 신한투자증권

국고채 10년-5년, 5년-3년 스프레드



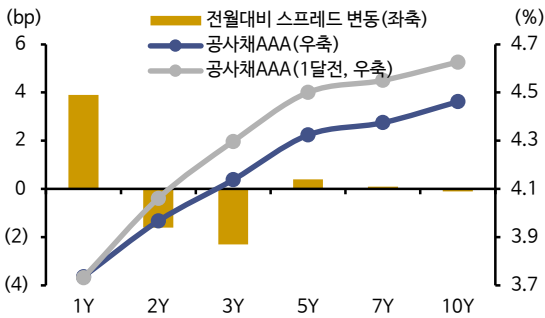
자료: 인포맥스, 신한투자증권

미국 국채 10년-2년 스프레드

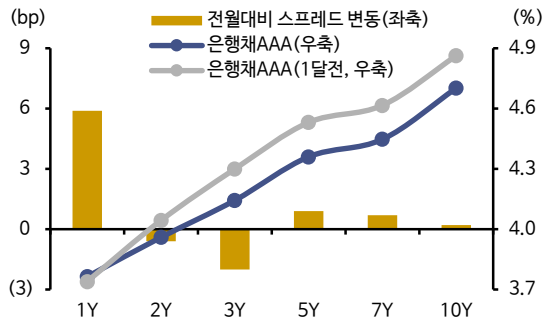


자료: LSEG, 신한투자증권

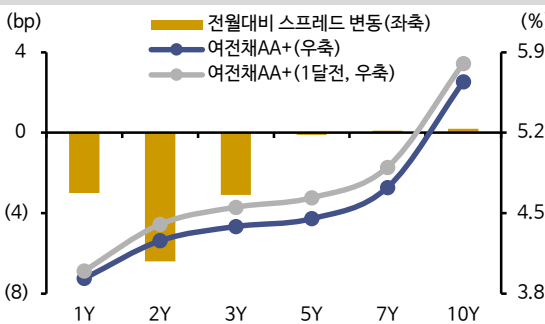
AAA 공사채 수익률 커브 및 신용 스프레드 변동



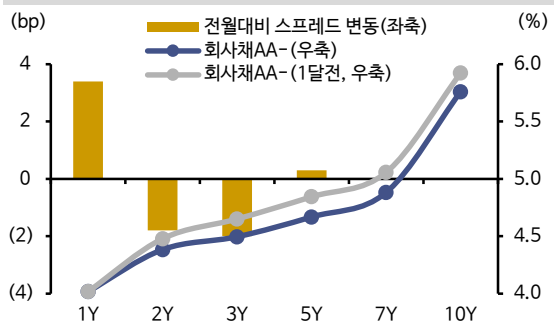
AAA 은행채 수익률 커브 및 신용 스프레드 변동



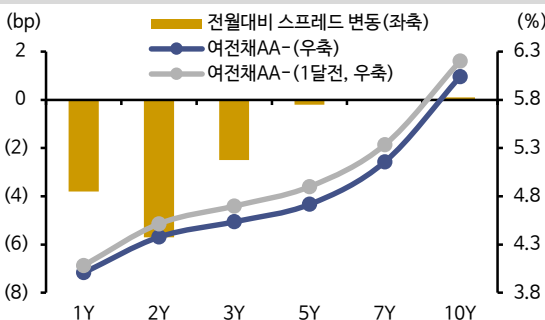
AA+ 여전채 수익률 커브 및 신용 스프레드 변동



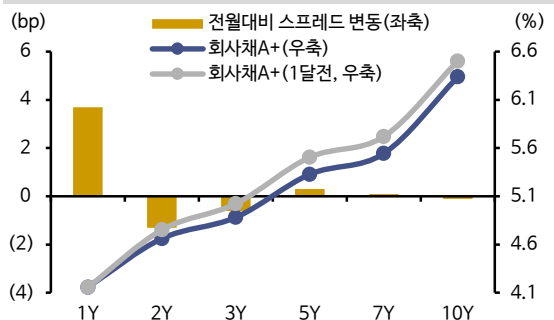
AA- 회사채 수익률 커브 및 신용 스프레드 변동



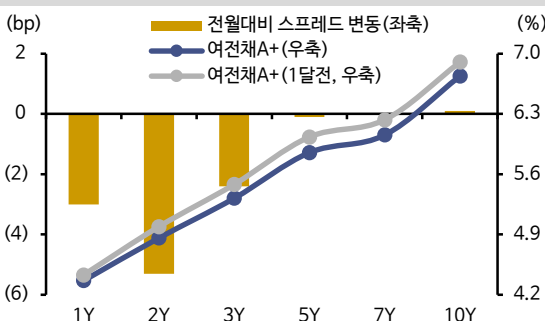
AA- 여전채 수익률 커브 및 신용 스프레드 변동



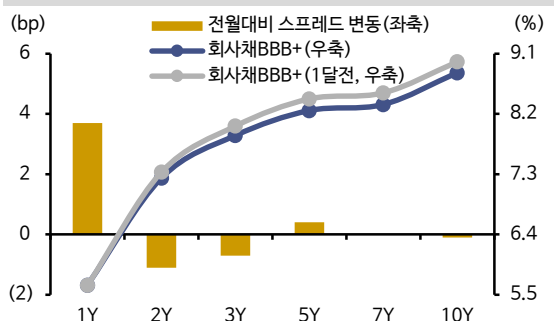
A+ 회사채 수익률 커브 및 신용 스프레드 변동



A+ 여전채 수익률 커브 및 신용 스프레드 변동



BBB+ 회사채 수익률 커브 및 신용 스프레드 변동



자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 8월 26일 기준

국내 금리 동향

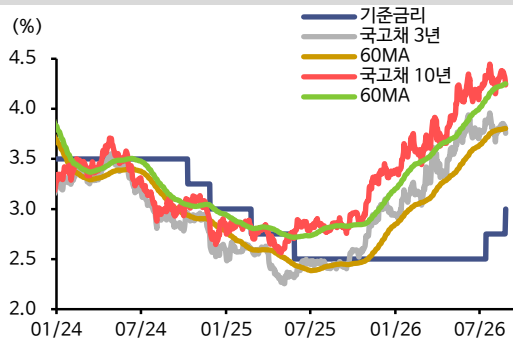
주요 채권 금리 및 변화

(%, bp)	현재	1W	2W	3W	1M	3M	YTD
통안채 3개월	2.881	7.3	8.0	9.4	13.9	26.6	47.7
통안채 1년	3.25	(0.9)	(0.7)	0.2	(5.7)	33.0	73.9
통안채 2년	3.669	(5.7)	(0.7)	3.7	(6.3)	7.1	83.5
국고채 3년	3.755	(5.6)	(2.6)	1.3	(11.0)	4.4	80.2
국고채 5년	3.974	(9.2)	(4.2)	1.7	(14.3)	2.4	73.4
국고채 10년	4.238	(8.5)	(6.0)	4.3	(9.5)	13.6	85.3
국고채 20년	4.468	(13.3)	(15.1)	(1.5)	(9.3)	31.4	111.1
국고채 30년	4.51	(16.5)	(17.0)	(0.6)	(5.7)	41.0	125.2

기간 및 크레딧 스프레드 변화

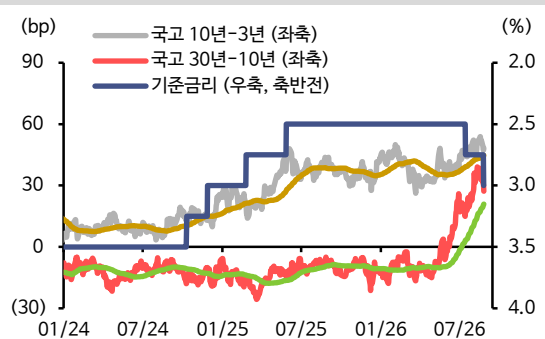
(bp)	현재	1W	2W	3W	1M	3M	YTD
통안 1년 - 통안 3개월	36.9	(8.2)	(8.7)	(9.2)	(19.6)	6.4	26.2
통안 2년 - 통안 1년	41.9	(4.8)	0.0	3.5	(0.6)	(25.9)	9.6
국고 3년 - 통안 2년	8.6	0.1	(1.9)	(2.4)	(4.7)	(2.7)	(3.3)
국고 5년 - 국고 3년	21.9	(3.6)	(1.6)	0.4	(3.3)	(2.0)	(6.8)
국고 10년 - 국고 5년	26.4	0.7	(1.8)	2.6	4.8	11.2	11.9
국고 20년 - 국고 10년	23.0	(4.8)	(9.1)	(5.8)	0.2	17.8	25.8
국고 30년 - 국고 20년	4.2	(3.2)	(1.9)	0.9	3.6	9.6	14.1
회사채 AA-3년 스프레드	67.5	(1.4)	(0.6)	(2.4)	(2.9)	5.6	16.9
회사채 BBB-3년 스프레드	648.4	(1.7)	(0.6)	(1.5)	(1.4)	5.2	14.5

국고채 3년, 10년 금리



자료: 인포맥스, 신한투자증권

국고채 10-3년, 30-10년 스프레드

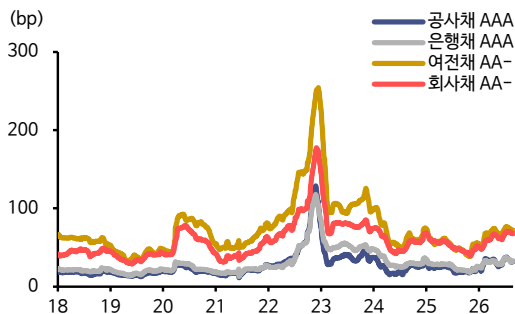


국내 신용 스프레드 동향

신용 스프레드 테이블																					
채권구분		금리 (%)					신용 스프레드 (bp)					주간 스프레드 변동 (bp)					월간 스프레드 변동 (bp)				
		1Y	2Y	3Y	5Y	10Y	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y
국채	국고채	3.44	3.70	3.82	4.03	4.28	-	-	-	-	-	4.5	6.5	3.0	(2.8)	(5.3)	2.7	(9.0)	(13.6)	(18.0)	(16.3)
특수채	AAA	3.74	3.97	4.14	4.32	4.46	46.6	24.0	32.1	29.4	18.0	2.9	0.4	0.2	0.8	0.0	3.9	(1.6)	(2.3)	0.4	(0.1)
	AA+	3.80	4.08	4.25	4.45	4.66	53.2	34.9	43.3	41.8	37.7	3.1	0.6	0.2	0.9	0.0	4.2	(1.5)	(2.1)	0.4	(0.2)
은행채	AAA	3.76	3.96	4.14	4.36	4.70	49.4	23.3	32.7	33.1	42.1	3.8	0.9	(0.1)	0.2	0.0	5.9	(0.6)	(2.0)	0.9	0.2
	AA+	3.81	4.04	4.22	4.44	4.78	54.4	31.4	40.1	40.6	50.2	3.8	0.9	(0.1)	0.1	0.0	5.9	(0.5)	(1.6)	0.8	0.2
여전채	AA+	3.93	4.26	4.38	4.45	5.64	66.2	53.3	56.7	42.2	136.0	2.3	(0.8)	0.2	(0.1)	0.0	(3.0)	(6.4)	(3.1)	(0.1)	0.2
	AA0	3.95	4.29	4.45	4.63	5.82	67.6	56.5	63.3	59.7	153.3	2.2	(0.6)	0.1	(0.2)	0.0	(3.5)	(6.2)	(3.2)	(0.2)	0.2
	AA-	4.01	4.38	4.54	4.72	6.04	73.9	65.2	72.0	68.7	175.7	2.0	(0.6)	(0.1)	(0.2)	0.0	(3.8)	(5.7)	(2.5)	(0.2)	0.1
	A+	4.37	4.86	5.32	5.85	6.74	109.5	113.3	150.4	182.2	245.8	2.5	(0.6)	(0.2)	(0.1)	0.0	(3.0)	(5.3)	(2.4)	(0.1)	0.1
	A0	5.03	5.61	6.09	6.51	7.16	176.1	188.7	227.6	248.2	287.9	2.5	(0.6)	(0.2)	(0.2)	0.0	(3.2)	(5.3)	(2.4)	(0.2)	0.2
	A-	5.59	6.18	6.74	7.16	7.80	232.1	244.8	291.8	312.7	352.1	2.5	(0.6)	(0.2)	(0.2)	0.0	(2.9)	(5.4)	(2.4)	(0.2)	0.2
	BBB+	6.34	7.20	7.81	8.14	8.84	306.6	347.4	399.3	410.7	455.6	2.5	(0.6)	(0.1)	(0.1)	0.0	(3.0)	(5.3)	(2.3)	(0.1)	0.2
회사채	AAA	3.85	4.23	4.31	4.41	4.77	58.1	50.2	49.1	37.8	49.2	2.3	(0.6)	(0.4)	0.0	0.0	3.1	(1.8)	(1.8)	0.3	(0.1)
	AA+	3.94	4.30	4.40	4.50	5.06	67.4	57.6	58.7	46.8	77.6	2.4	(0.8)	(0.3)	0.0	0.0	3.4	(1.8)	(1.9)	0.3	(0.1)
	AA0	3.98	4.33	4.44	4.57	5.40	71.0	60.6	62.7	53.5	111.7	2.3	(0.8)	(0.4)	0.0	0.0	3.3	(1.8)	(2.0)	0.3	0.0
	AA-	4.02	4.38	4.50	4.67	5.76	74.7	65.6	67.8	63.8	147.9	2.4	(0.8)	(0.4)	0.0	0.0	3.4	(1.8)	(2.0)	0.3	0.0
	A+	4.16	4.66	4.88	5.33	6.34	88.9	93.5	106.5	129.9	205.7	2.2	(0.8)	(0.3)	0.0	0.0	3.7	(1.3)	(0.6)	0.3	(0.1)
	A0	4.32	4.85	5.15	5.78	6.80	104.7	112.3	133.7	174.9	251.9	2.2	(0.7)	(0.4)	0.0	0.0	3.7	(1.2)	(0.6)	0.2	(0.1)
	A-	4.59	5.20	5.61	6.37	7.31	131.6	147.5	179.7	233.9	303.0	2.2	(0.7)	(0.3)	0.0	0.0	3.7	(1.4)	(0.6)	0.2	(0.1)
	BBB+	5.64	7.24	7.88	8.25	8.82	237.4	351.6	406.0	422.0	453.3	2.2	(0.5)	(0.3)	0.0	0.0	3.7	(1.1)	(0.7)	0.4	(0.1)

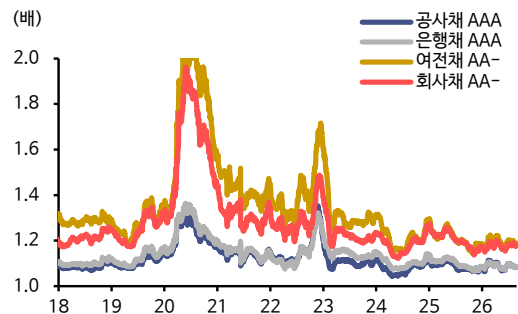
자료: 인포맥스, 신한투자증권 / 주: 1, 2년 만기 신용 스프레드는 통안채 금리 대비. 8월 26일 기준

섹터별 신용 스프레드(3Y)



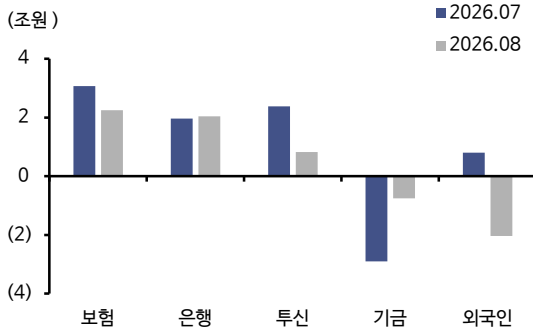
자료: 인포맥스, 신한투자증권

Yield Ratio(3Y)

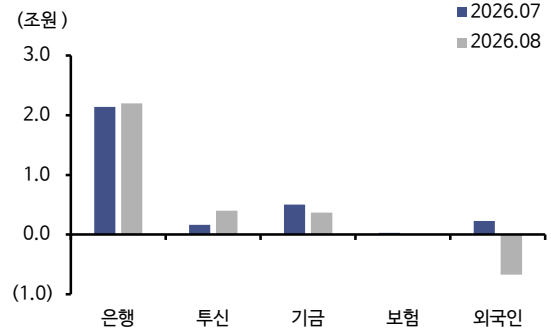


기관별 매수 추이

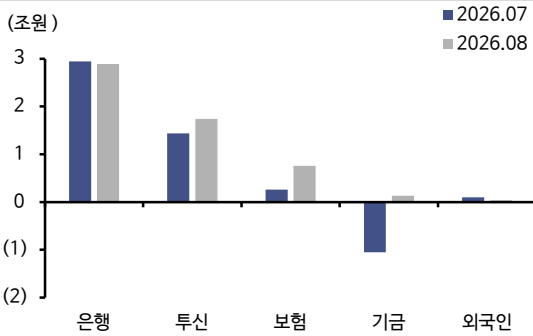
기관별 국채 월간 순매수



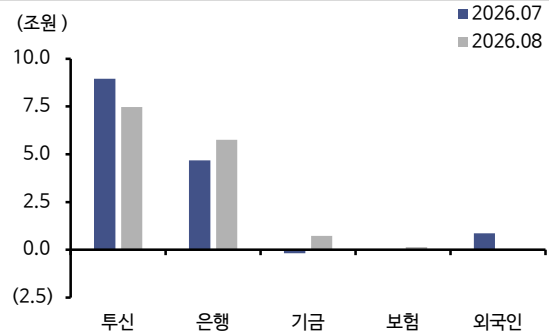
기관별 통안채 월간 순매수



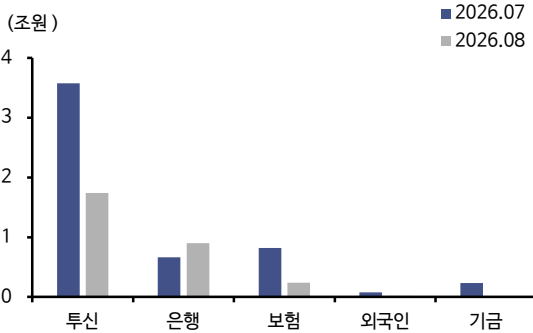
기관별 공사공단채 월간 순매수



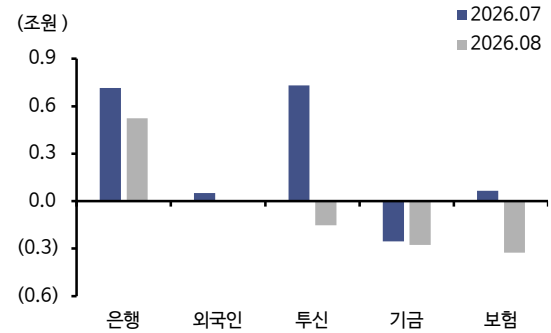
기관별 은행채 월간 순매수



기관별 여전채 월간 순매수



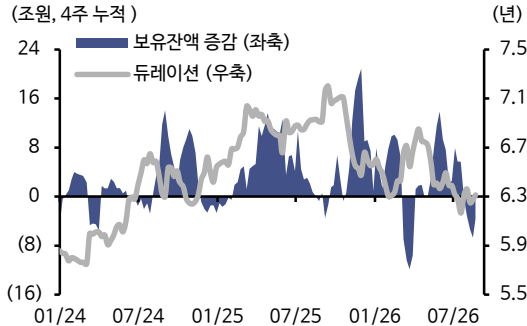
기관별 회사채 월간 순매수



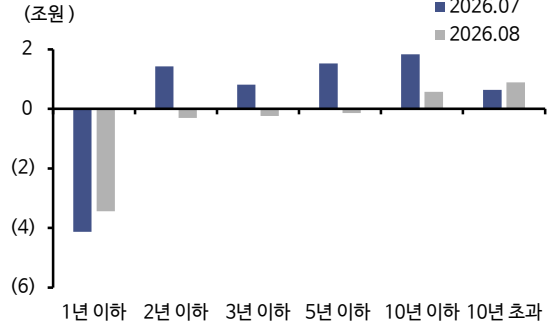
자료: 인포맥스, 신한투자증권

채권 잔액 및 듀레이션

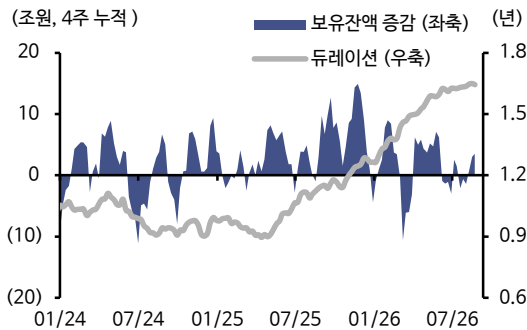
외국인 채권 보유 잔액 증감 및 듀레이션



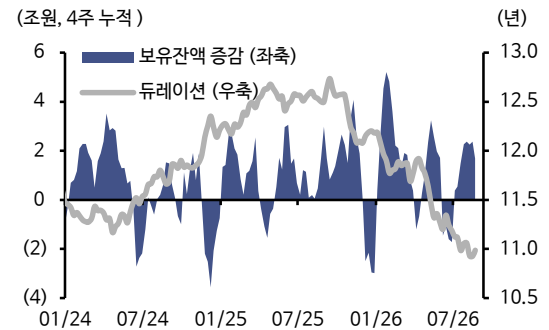
외국인 만기별 채권 순매수



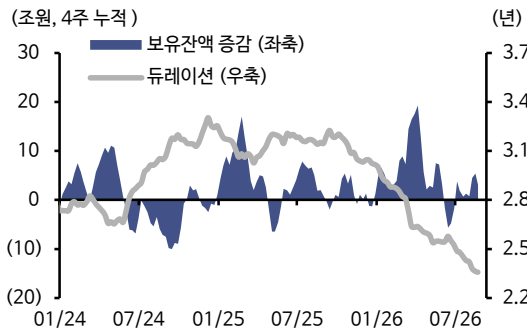
은행 채권 보유 잔액 증감 및 듀레이션



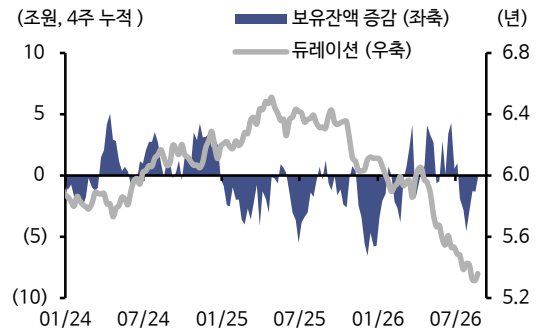
보험 채권 보유 잔액 증감 및 듀레이션



투신 채권 보유 잔액 증감 및 듀레이션



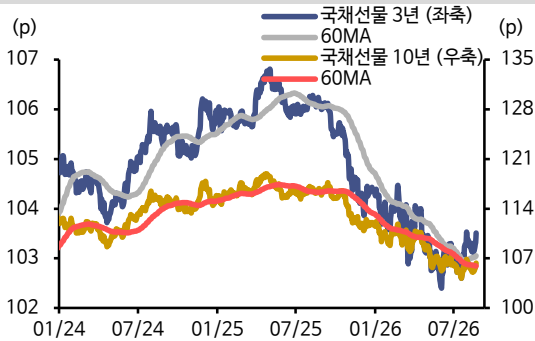
기금 채권 보유 잔액 증감 및 듀레이션



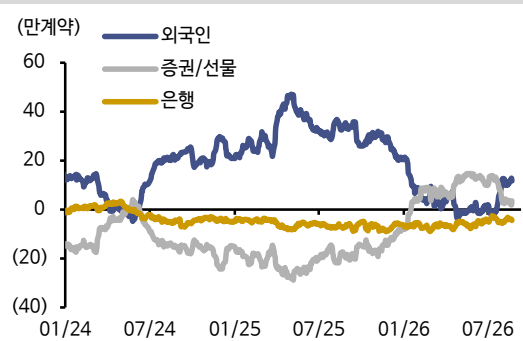
자료: 인포맥스, 신한투자증권

선물 및 스왑시장

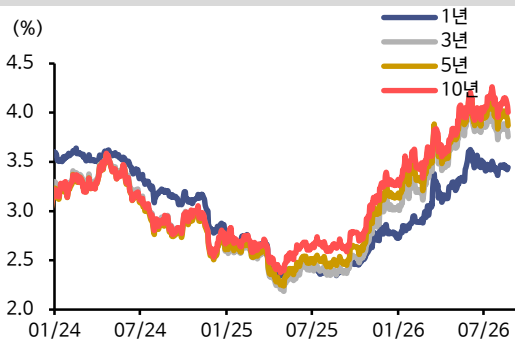
국채선물 3년, 10년 (수정연결선물)



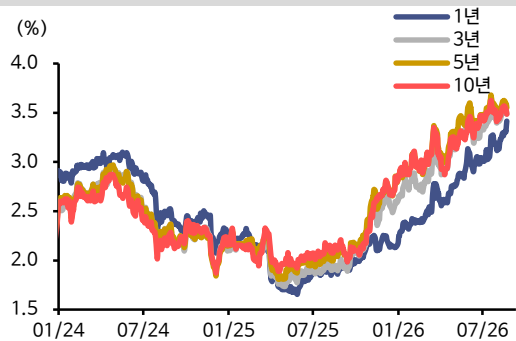
주요 기관별 국채선물 3년 누적 순매수



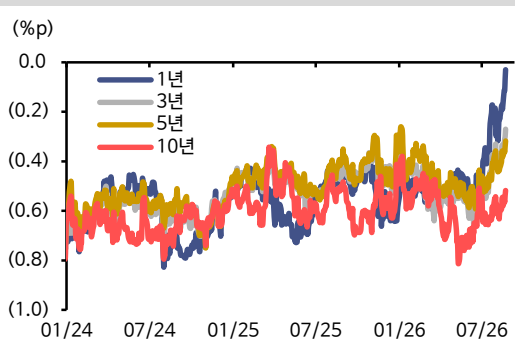
IRS 금리



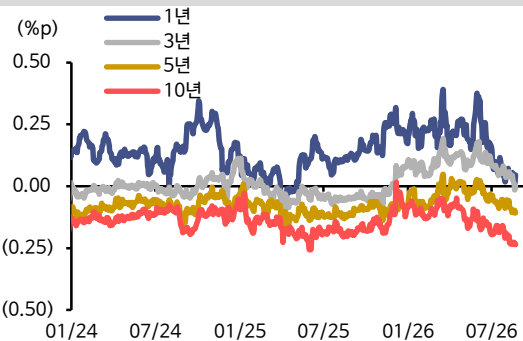
CRS 금리



스왑 베이스스



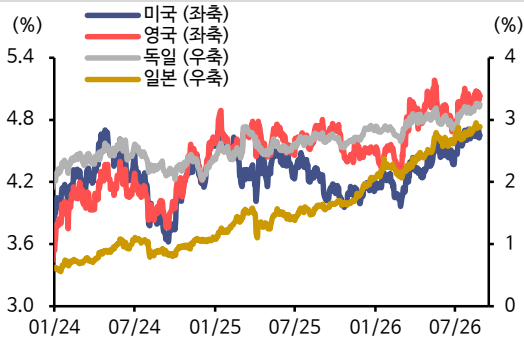
스왑 스프레드



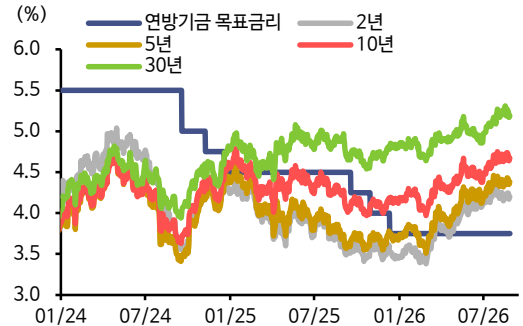
자료: 인포맥스, 신한투자증권

해외 금리

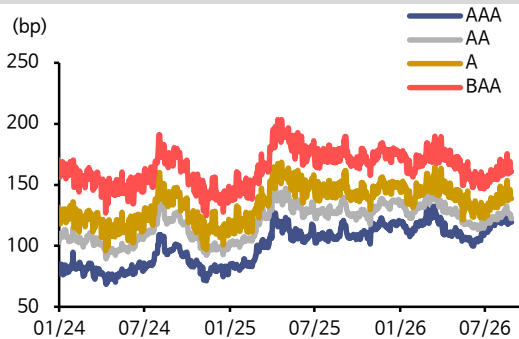
주요 선진국 금리



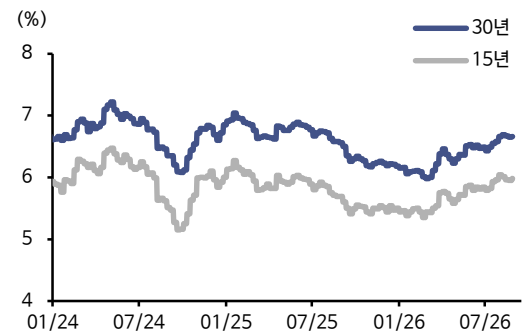
미국 국채 금리



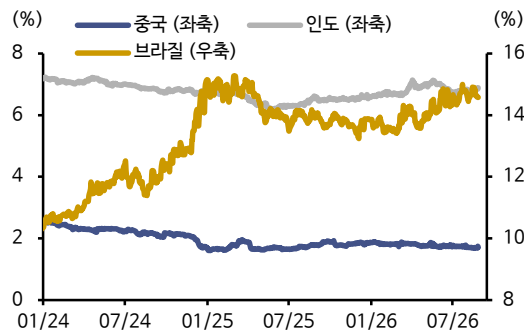
미국 회사채 스프레드



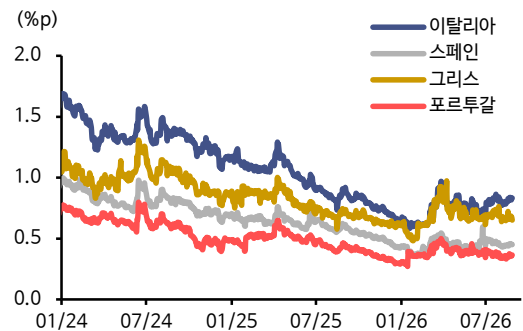
미국 모기지 금리



주요 신흥국 금리



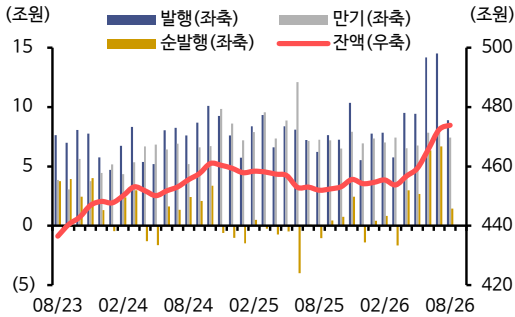
독일-유럽 주변국 스프레드



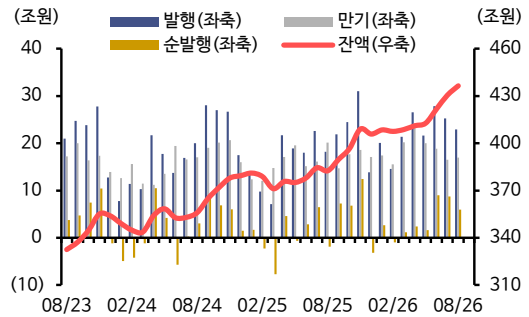
자료: LSEG, Bloomberg, 신한투자증권

주요 크레딧 채권 발행/만기/순발행/잔액 차트

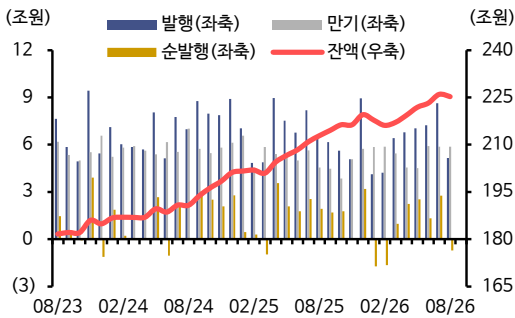
공사채



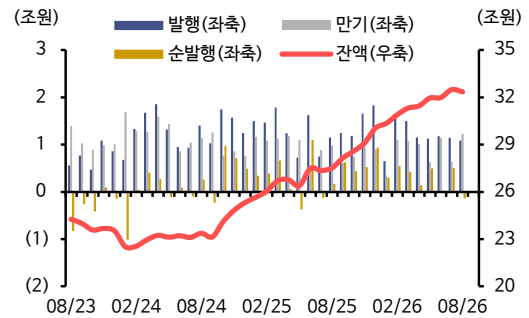
은행채



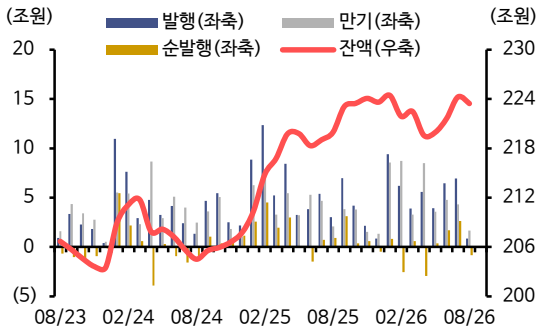
상위등급 여전채



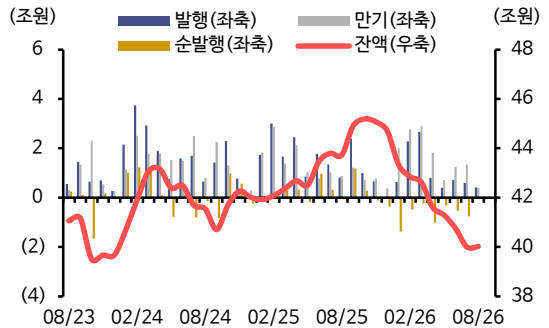
하위등급 여전채



상위등급 회사채



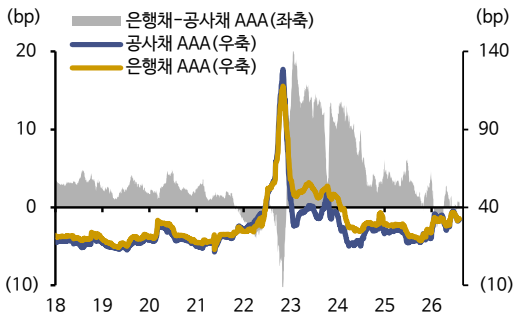
하위등급 회사채



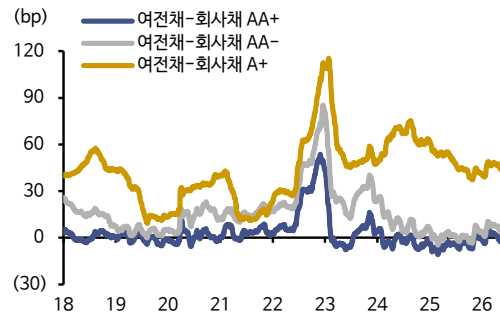
자료: 인포맥스, 신한투자증권

주요 신용 스프레드 차트

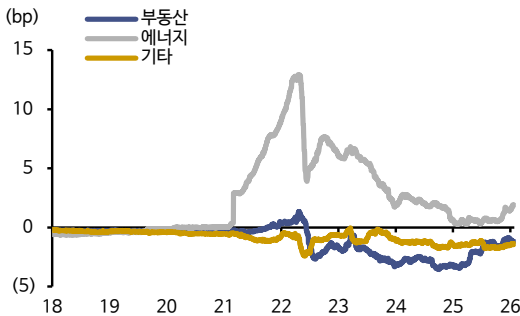
공사채/은행채AAA 신용 스프레드 및 갭(3Y)



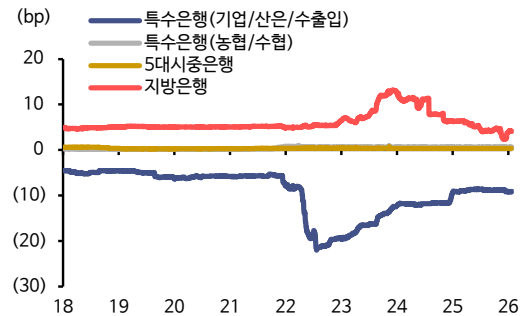
여전채/회사채 신용 스프레드 갭(3Y)



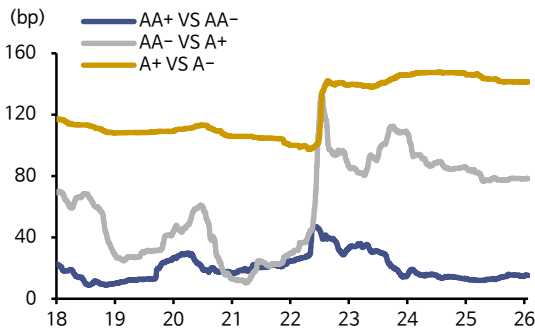
공사채 신용 스프레드 갭(AAA 지표물 대비)



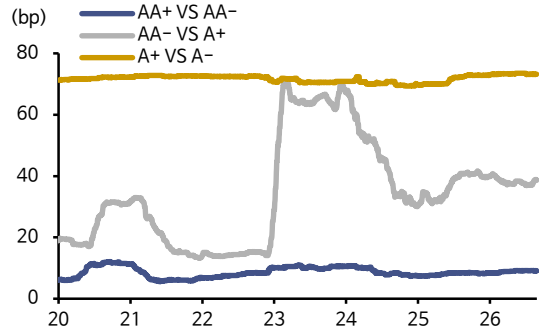
은행채 신용 스프레드 갭(AAA 지표물 대비)



여전채 등급별 신용 스프레드 갭



회사채 등급별 신용 스프레드 갭



자료: 인포맥스, 신한투자증권

월간 수요예측 현황

8월 회사채 수요예측 현황

종목명	신용 등급	수요 예측일	수요 예측	밴드 포함	발행 확정	유효 경쟁률	만기	밴드 기준금리	하단 (bp)	상단 (bp)	결정 금리 (bp)	발행 금리	발행일
우리금융지주(신중)	AA-	2026-08-06	2,700	5,840	4,000	2.16	99NC5	(절대금리)	430	490	479	4.790	2026-08-13
롯데건설156-1	A0	2026-08-19	300	910	300	3.03	1.0	개별민평1년	-30	30	30	6.271	2026-08-27
롯데건설156-2	A0	2026-08-19	200	600	200	3.00	1.5	개별민평1.5년	-30	30	0	6.289	2026-08-27
이랜드월드111	BBB0	2026-08-19	200	180	200	0.90	1.0	개별민평1년	-30	30	30	7.341	2026-08-28
KB금융지주(신중)	AA-	2026-08-21	2,700	5,200	4,000	1.93	99NC5	(절대금리)	430	490	485	4.850	2026-09-01
교보생명보험(신중)	AA0	2026-08-24	3,000	4,160	5,000	1.39	30NC5	(절대금리)	480	540	539	5.390	2026-09-02
롯데지주24-1	A+	2026-08-25	400	2,050	950	5.13	2.0	개별민평2년	-30	30	6		2026-09-04
롯데지주24-2	A+	2026-08-25	400	1,400	550	3.50	3.0	개별민평3년	-30	30	2		2026-09-04
한화리츠3-1	A+	2026-08-28	800				1.0	회사1년	-30	30			2026-09-07
한화리츠3-2	A+	2026-08-28	1,200				1.5	회사1.5년	-30	30			2026-09-07
삼양패키징4	A-	2026-08-28	600				2.0	개별민평2년	-30	30			2026-09-07

자료: Freebond, 금융감독원 전자공시시스템, 신한투자증권

주: 수요예측 예정 목록은 발행사의 사정에 따라 취소될 수 있음, 단위는 억원(수요예측, 밴드포함, 발행확정), bp(밴드하단, 밴드상단, 결정금리), %(발행금리)

월간 신용등급 변경 현황

8월 신용등급 및 전망 변경 내역						
평가사	구분	기업명	변경일자	변경전	변경후	조정 사유
NICE	전망하향	SK실트론	2026-08-03	A+/S	A+ ↓	두산과의 주식매매계약 체결로 SK에서 두산으로 계열 변경 예정. SK 계열에서 제외 시 유사시 지원가능성 약화 전망
NICE	전망하향	SK실트론(단기)	2026-08-03	A2+	A2+ ↓	두산과의 주식매매계약 체결로 SK에서 두산으로 계열 변경 예정. SK 계열에서 제외 시 유사시 지원가능성 약화 전망
NICE	등급하향	SK이터닉스(단기)	2026-08-11	A3 ↓	A3-	SK디스커버리가 동사 자본 전부를 SPC에 양도하는 주식매매계약 종결 공시. 기존 SK디스커버리 계열 지원가능성 소멸
NICE	전망하향	에코프로	2026-08-25	A-/S	A-/N	투자 및 자회사 출자계획 등 감안 시 지주사의 자체적 차입부담 상승으로 구조적 후순위성 높아질 전망
KR, NICE	전망상향	SK아이이테크놀로지	2026-08-26	A-/N, A-/S	A- ↑	신용도 우위인 모회사 SK이노베이션(AA)으로의 흡수합병 예정. 신용도 높은 존속법인이 차입금 상환 의무 이행할 것 감안
KR, NICE	전망상향	SK아이이테크놀로지(단기)	2026-08-26	A2-	A2- ↑	신용도 우위인 모회사 SK이노베이션(AA)으로의 흡수합병 예정. 신용도 높은 존속법인이 차입금 상환 의무 이행할 것 감안
KIS, NICE	전망상향	SK어드밴스드	2026-08-27	BBB/S, BBB+/N	BBB ↑, BBB+ ↑	SK가스로의 피흡수합병에 따라 존속법인인 SK가스(AA-, A1)의 신용등급 적용 받을 예정인 점 감안
KIS, NICE	전망상향	SK어드밴스드(단기)	2026-08-27	A3, A3+	A3 ↑, A3+ ↑	SK가스로의 피흡수합병에 따라 존속법인인 SK가스(AA-, A1)의 신용등급 적용 받을 예정인 점 감안

자료: 한국기업평가, 한국신용평가, NICE신용평가, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성사: 김찬희, 김상인, 차주희, 고다영).
- ◆ 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 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.