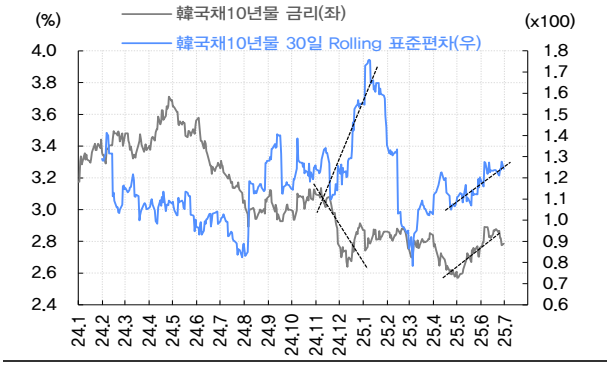
IBKS Bond Inside

정책의 반대급부가 떨어지는 곳

채권/크레딧
정 형 주 연구위원
hj.jeong@ibks.com

미국의 이란 핵시설 폭격으로 심화한 중동지역 분쟁은 빠르게 사그라졌다. 지정학적 불확실성도 급감했지만, 중앙은행의 정책경로에는 측정하기 힘든 불확실성으로 잔류한다. 2025년 통화정책 경로가 뚜렷한 가운데 기간 프리미엄 감소는 장기금리 하락으로 나타났다. 장기금리 하락 원인이 불확실성에 대한 투자자들의 요구수익률 감소라면 정부의 내각/정책 구체화 속도에 맞춰 장기금리도 조금씩 하락할 것이다(주: 비교대상은 단기금리 상승). 불확실성을 줄이는 방향으로 계승될 또다른 조건은 수년에 걸친 부동산 PF 구조조정이다. 부동산 시장충격을 감내할 여러 종류의 버퍼가 마련됐다. 정부는 중장기 성장동력원으로 주식시장을 낙점했고, 반대급부를 고려한다. 중장기 국채금리 변동성은 위험자산 가격결정에 연동해 확대될 가능성이 높다. 높은 변동성이 알파창출로 이어지는 경로는 무척 다양하지만 장기물 금리 상승이 채권시장 변동성 확대를 이끌었던 2025년 5월과는 다를 것이다. 특정 균형점을 중심으로 상하로 요동치는 패턴이 발생할 가능성이 가장 높다.

그림 1. 국채10년물 금리 변동성 확대에는 다양한 패턴이 존재



자료: IBK투자증권

향후 정부 커뮤니케이션 과정에서 주목하는 것은 '조달(비용)에 대한 경계심이 있는지'다. 각 부처의 커뮤니케이션을 아울렀을 때 '조달비용을 우려하지 않는다'는 편향(쏠림현상)이 관측되면, 시장금리 동학은 만기별로 차별화할 것이다. 2025년 6월말 韓국채 15년/20년/30년물 시장금리는 근원물가상승률+잠재(실질)성장률 추계치 2.7%를 상회한다. 어떤 초장기물 금리가 균형수준(2.6~2.7%)에 위치하면 그 채권은 향후 1~2분기 실질성장률 반등이 나타나기 전까지 초과 공급 이슈에 둔감하게 반응할 것이다. 현재 (6/30) 초장기물 중에서 국채50년물 금리가 2.65%로 조달 유인이 높기 때문에 이 구간은 공급우려에 민감하다. 모든 초장기물이 2.70%를 상회하면 단기물 순발행이 늘어나면서 조달균형을 맞출 것이다.

이렇게 조달한 자금은 어디로 흘러갈까. 2025년 5월 발표한 추가경정예산안에는 중장기 성장동력 확보를 위한 구상이 담겼다. 교육비 부담 완화, AI생태계 혁신, 첨단전략산업 경쟁력 제고에 주목한다. 지류支流를 타는 예산은 건설경기 보강안이다. 국내 건설경기는 상당기간 동안 주요 전망기관들의 부정적 전망경로를 하회했다. 2025년 6월말 금융당국은 고강도 부동산 대출 규제를 발표한다. 중장기 성장동력원 낙점에 따른 반대급부는 여기에 떨어진다. 추경안에 포함한 건설경기 보강은 부동산시장 부양(자산가치 증가)보단 신용위험관리 맥락이다. 부동산시장 대출 규제에 따른 효과는 주식시장(또는 신성장사업) 부양과 균형을 맞춘다. 2금융권 크레딧 이슈를 잘 통제하면, 부동산 규제는 주식시장에 우호적으로 작용할 것이다.

향후 규제방향을 가늠하기 위해 두 가지 조건에 주목한다(AND조건). (1) 부동산 규제 효과가 주식시장 상승과 함께 관측되면서 (2) 공공기관 확장적 채무조달이 나타나지 않는 것이다(신용공여 암시). 이 조건들이 충족되면 가계대출 총량 관리목표 50%를 향해 다음 부동산 대책이 진행될 가능성이 높다. 앞선 두 조건에 따라 크레딧 이슈에 대한 버퍼가 생기기 때문이다(자본확충/신용공여 여력).

이 조건은 수도권 부동산에 대한 시장참가자의 수요/공급 기대가 규제강화에도 (단기간에) 크게 달라지지 않을 것을 가정한다. 당국의 규제에도 시장참가자들의 기대가 달라지지 않는다면, 이 기대는 현재 시점에 독립변수로 분류하는 것이 합리적이다(후순위식별). 규제방향을 가늠하면서 단기적 시장기대 변화보다 직전 규제시점과 달라진 배경을 살폈다. 2024년 하반기부터 부동산PF 연착륙방안(구조조정)이 본격적으로 진행됐다. 부동산PF 익스포저가 높은 금융기관이 상당 수준의 안전망(대손충당금/자본)을 구축한 것이 가장 큰 차이다.

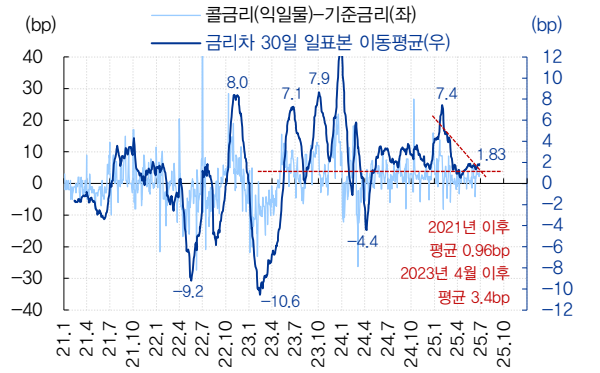
지난 1년 금융당국은 석유화학/이커머스/유통 등 다양한 산업에서 크레딧 이슈 대응경험을 쌓았다. 사태해결 방향은 직접적 자금투입(부의 이전)보단 우량한 신용공급을 통해 회사채 시장 전염효과Contagion를 관리한다.

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로한 투자참고자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

부동산 대출규제도 신용공급원 확충과 연계할 가능성이 높다. 가까운 예시는 우리지주의 포트폴리오 다각화다. '성장동력원 확보'와 '부동산시장 자금쏠림 완화(=우량신용공급원 확보)'를 동시에 진행한다면 금융기관의 조달/운용 특징을 고려한 정책차별화가 하반기에도 이어질 것이다(6/18 하반기전망 p.19). 특정업권에서 인수/합병보단 금융그룹(지주) 포트폴리오 다각화로 나타날 전망이다.

한국은행이 제시하는 공개시장운영제도 여건변화는 (1) 국외부문 유동성 공급 축소, (2) 비은행금융기관 영향력 확대, (3) 지급결제수단 변화에 따른 본원통화 수요의 불확실성 증가다. 당사는 지급결제수단의 변화에 대해 '디지털 뱅크런' 가능성에 주목한다. 금융시장 가격발견 기능은 양방향으로 작용해 대량의 자금이탈을 (효율적으로) 유도한다. 실리콘밸리은행 사태에서 법인자금이 리테일자금 특징을 보인 것을 우려할 것이다. RP매매 대상증권에 특은채를 편입한 것, 예금자보호 한도 상향은 '신뢰에 대한 안정망' 확보가 공통점이다.

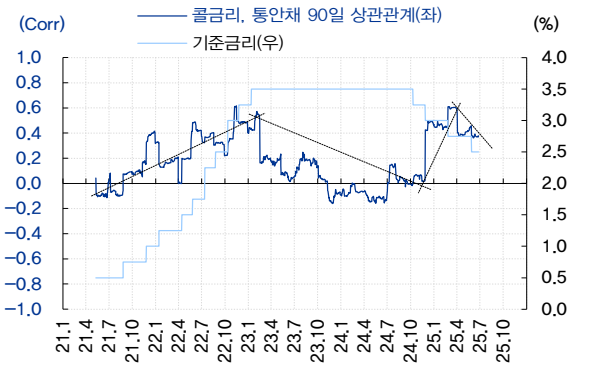
그림 2. 콜금리와 기준금리 금리차 추이



자료: IBK투자증권

공개시장운영은 일반원칙을 바탕으로 초단기금리를 조정한다. 초단기물(콜금리)에 대한 통화정책의 효과성이 잘 작동한다고 가정하고 단기물에 대한 효과를 살폈다. 통화정책 방향이 뚜렷하게 형성될 때 콜금리와 통안채(91일물) 금리 변화는 상관성이 높다(그림 3). 2023년 기준금리가 동결구간에 접어들며 상관관계는 꾸준하게 우하향한다. 다른 조건이 동일할 때 지정학적 갈등과 같이 향후 경제전망에 대한 불확실성을 높이는 요인들은 수익률 곡선에 대한 통화정책 효과를 줄인다.

그림 3. 통화정책 효과성: 콜금리와 통안채91일물 기준



자료: IBK투자증권
주: 콜금리는 익일물, 통안채는 91일물 기준

IBKS Market Data Review

(금주전망) 韓국채3년 2.41~2.48% // 韓국채10년 2.76~2.87% // 美국채2년 3.74~3.83% // 美국채10년 4.24~4.35%
(전주전망) 韓국채3년 2.43~2.50% // 韓국채10년 2.83~2.91% // 美국채2년 3.87~3.93% // 美국채10년 4.33~4.38%

(초단기) MSB3m 2.37@2.40Δ-3 // MSB1y 2.23@2.22Δ+1 // BOK-MSB3m -13@-10Δ-3
(중단기) KTB2y 2.46@2.46Δ+0 // KTB3y 2.46@2.46Δ+0 // KTB5y 2.59@2.63Δ-4
(초장기) KTB10y 2.79@2.86Δ-7 // KTB10y3y 33@40Δ-7 // KTB30y 2.73@2.75Δ-2

(美단기) UST3m 4.30@4.32Δ-2 // UST1y 3.98@4.08Δ-10 // UST2y 3.75@3.91Δ-16 // FFR-UST3m -20@-18Δ-2
(중장기) UST5y 3.83@3.96Δ-13 // UST10y 4.28@4.38Δ-10 // **UST10y2y 53@47Δ+6**

(韓크레딧) KRCreditAA-3y 2.96@2.98Δ-2 // T+SP501@T+SP521Δ-2
(美크레딧) USIG 5.11@5.21Δ-10 // T+SP88@88Δ+0 // USHY 7.39@7.58Δ-19 // T+SP302@313Δ-11

(외환) DXY 973@986Δ-13 // USTKRW 1357@1366Δ-9 // USTJPY 1443@1454Δ-11 // EURUSD 1170@1152Δ+18
(스왑레이트) SR1m -221@-217Δ-5 // **SR3m -220@-232Δ+12** // **SR6m -216@-232Δ+16** // **SR1y -203@-221Δ+18**
(한미금리차) USTKTB3m -193@-191Δ-2 // **USTKTB2y -129@-145Δ+16** // USTKTB10y -149@-152Δ+3

주1: @은 전주대비 수치를 의미, Δ는 변화량, 단위는 %, %p, bp
주2: 전망범위는 **주간 마지막 영업일에 위치할 것을 의미**하며, 2025년 주표본 표준편차 감안해 설정, 매주 주간 변화에서 **당사가 주목하는 수치는 볼드체**로 강조
주3: MSB(통안채/통화안정증권), BOK(한국은행기준금리), KTB(한국국채), UST(미국국채), DXY(달러지수x10), USDKRW(달러원), USDJPY(달러엔), EURUSD(유로달러), T+(동일만기국고대비스프레드), R+(자기등급대비스프레드), KRCReditAA-(일반회사채AA-공모/무보증), 크레딧스프레드x1000, SR(스왑레이트, 서울외국환중개 중간값 사용), USTKTB(미국채-한국채금리), USIG(ICE Bofa US Corporate Index): USIG ETF Effective duration 6.4y, Weighted Average Marturity 9.9y, USHY(ICE Bofa US High Yield Index): USHY ETF Effective duration 3.0y, Weighted Average Maturity 3.9y