KB Bond In One 9월

다시 오는 기회의 시간

채권 Analyst 임재균, CFA
jk.lim@kbfg.com
Credit Analyst 정형주
hj.jeong@kbfg.com
연구원 이정욱, CFA
junguk@kbfg.com

채권분석

2024년 8월 30일

더 많은 리포트 보기

한국 국채: 기대는 소멸되고 우려는 확대

연준의 9월 인하는 명확하며, 8월 고용지표에 따라 9월 인하 폭이 결정될 것이다. 다만, 8월 고용지표 결과와 별개로 금리는 반등할 것이다. 8월 고용이 견고하면 9월 50bp 인하 가능성은 감소해서, 부진하면 9월 50bp 인하 폭이 반영되면서 단기간 하락하겠지만 추가적인 인하 속도와 폭은 감소할 것이기 때문이다. 시장은 한은이 10월에 인하할 것이라는 전망이 우세하지만 가계대출 억제 정책의 시차와 한은의 부동산에 대한 경계심을 고려하면 빨라야 11월에나 인하를 단행할 것이다. 시장의 기대와 달리 한은의 금리인하 시점이 지연되면서 역캐리 부담은 누적될 것이다. 더욱이 2025년 국고채 발행 규모는 역대 최대인 201.3조원이다. 9월 13일 국채 선물 만기를 앞두고 외국인들은 국채 선물을 미리 정리하거나 정산 받으면서 청산할 가능성이 높다.

2025년에는 2024년 대비 매월 3~4조원의 국채 발행이 증가하는 가운데, WGBI에 편입된다면 발행 부담을 상쇄할 수 있다. 하지만, 한국 국채가 WGBI에 편입될 수 있는 가장 빠른 시점은 2025년 3월이며 이 경우 패시브 자금이 유입되는 시점은 2025년 11월이다 (7/17). 9월 FTSE의 반기 리뷰에서 시장 접근성이 2로 상향 조정될 경우 기대감이 유지될 수 있지만, 유로클리어에서 한국 국채의 결제가 매끄럽지 못해 9월에 한국의 시장 접근성 레벨은 상향 조정되지 않을 가능성이 상당하다. 다만, 국고 10년 금리가 3.2%를 상회할 경우 비중을 확대해야 한다. 금리가 상승함에 따라 투자자들은 2022년 그리고 2023년 가을에 대한 악몽을 떠올릴 수 있다. 하지만, 2022년은 금리인상 사이클, 2023년은 중앙은행이 금리인하 가능성을 배제했지만 시장이 앞서간 부분이 있다. 중앙은행도 금리인하를 인정하고 있다는 점에서 차이를 보이고 있다.

한국 크레딧: 호시탐탐 노려지는 발행 타이밍 & PF 사업성 평가 충격은 제한적

9월 신용 스프레드는 확대 가능성이 높다. 8월 들어 채권형 펀드 자금 유입이 둔화됐다. 수요가 둔화한 상황에서 신용 이벤트보단 수급이 9월 스프레드 방향을 좌우할 것이다. 9월초 수요예측 일정을 살피면 일반 회사채 발행 물량은 최근 평균보다 증가할 가능성이 높다. 일반 회사채 공급 부담이 쌓이는 가운데 SP 방향성은 공사채 순발행이 좌우할 전망이다. 공사채 순발행이 스프레드 확대에 반영되는 시차를 감안하면 7월부터 강해진 순발행 기조는 9월 초우량물 SP 확대 압력을 키울 것이다. 국고 3년물 금리가 3%를 하회하는 상황에서 -50bp를 상회하는 추가 인하 기대 반영 전까진 국고 레벨이 공사채 발행 유인을 키울 것이다. 최대 5조원 규모로 발행 검토 중인 수은채는 변수다. 수은채 발행으로 우량물 초과 공급 상태가 일정 부분 강화될 수 있다.

PF 사업성 평가 결과가 발표됐다. 전 금융권 PF 익스포저는 2024년 6월말 기준 216.5조원이다. 브릿지론, 토담대 규모는 상호금융권이 30조원으로 가장 컸고 여전사, 저축은행이 각 9.3조원, 10.1조원을 기록했다. 상호금융권 PF 위험은 여타 업권으로 영향을 미칠 가능성이 낮기 때문에 집계 결과가 신용 충격으로 번질 가능성은 낮다. 개별 기업에 대한 신용 프리미엄 요구는 이어질 것이고 추가 프리미엄 요구는 유의, 부실우려 등급 사업장 중심으로 전개될 전망이다. 평가대상 사업장에 대한 증권, 여전업의 PF 대손충당금 적립 현황은 증권업 1.7조원, 여전업 0.7조원이다. 증권업의 경우 부실우려 사업장 1.9조원에 대한 대손충당금 규모는 충분하다. 여전업 내에서는 AA급, A급 내 등급별 대손충당금 적립 규모 차별화 정도가 높을 것으로 보인다.

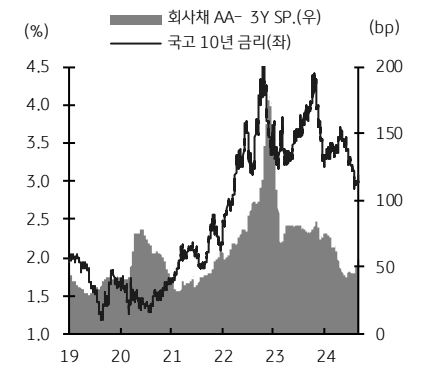
현재 조성된 PF 정상화 자금 집행 여력을 감안하면 이번 수치는 큰 불안감 없이 소화될 전망이다. 4차 회의 이후 증권업에서 3.3조원 규모의 PF 재구조화 펀드 조성이 계획됐고, 은행/보험업권 신디케이트론도 첫 대출을 앞뒀다. 전체 PF 정상화 자금 여력은 9.9조원으로 추산되고 재구조화, 경공매 속도에 무리가 없다면 부실우려 사업장 (12.3조원) 대응은 가능할 것이다. 시장에선 연말 집계치가 발표되면 업권별 정리 진척도를 확인한 뒤에 신용 위험을 가격에 반영할 가능성이 높다.

월간 금리 동향 및 전망

(%, bp)	8월 동향	종가	9월 전망
국고 3Y	2.82~2.98	2.94	2.87~3.20
국고 10Y	2.89~3.07	3.07	2.99~3.25
미국 10Y	3.79~3.99	3.86	3.75~4.00
회사채 AA- 3Y	46.0~55.8	55.8	53.2~59.3

자료: Bloomberg, 인포맥스, KB증권 전망
주: 8월 동향은 1-29일, 종가는 29일

국고 10Y, 회사채 AA- 3Y 스프레드 추이



자료: 인포맥스, KB증권

Contents

한국 국채: 기대는 소멸되고 우려는 확대 3

한국 크레딧: 호시탐탐 노려지는 발행 타이밍 & PF 사업성 평가 충격은 제한적 15

주요 경제 지표 발표 일정 33

한국 국채

채권 Analyst 임재균, CFA jk.lim@kbfg.com

기대는 소멸되고 우려는 확대

기대는 소멸되면서 우려가 나타날 수 있는 9월. 다만, 국고 10년 금리가 3.2%를 상회하면 비중 확대

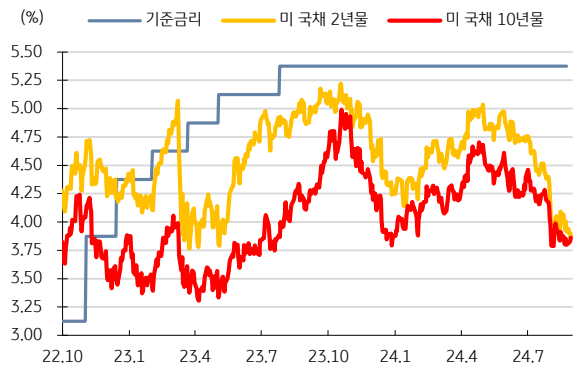
연준의 9월 인하는 명확하며, 8월 고용지표에 따라 9월 인하 폭이 결정될 것이다. 다만, 8월 고용지표 결과와 별개로 금리는 반등할 것이다. 8월 고용이 견고하면 9월 50bp 인하 가능성은 감소할 것이며, 부진하면 9월 50bp 인하 폭이 반영되면서 단기간 하락하겠지만 추가적인 인하 속도와 폭은 감소할 것이기 때문이다.

시장은 한은이 10월에 인하할 것이라는 전망이 우세하지만 가계대출 억제 정책의 시차와 한은의 부동산에 대한 경계심을 고려하면 빨라야 11월에나 인하를 단행할 것이다. 시장의 기대와 달리 한은의 금리인하 시점이 지연되면서 역캐리 부담은 누적될 것이다. 더욱이 2025년 국고채 발행 규모는 역대 최대인 201.3조원이다. 9월 13일 국채 선물 만기를 앞두고 외국인들은 국채 선물을 미리 정리하거나 정산 받으면서 청산할 가능성이 높다.

2025년에는 2024년 대비 매월 3~4조원의 국채 발행이 증가하는 가운데, WGBI에 편입된다면 발행 부담을 상쇄할 수 있다. 하지만, 한국 국채가 WGBI에 편입될 수 있는 가장 빠른 시점은 2025년 3월이며 이 경우 패시브 자금이 유입되는 시점은 2025년 11월이다 (7/17). 9월 FTSE의 반기 리뷰에서 시장 접근성이 2로 상향 조정될 경우 기대감이 유지될 수 있지만, 유로클리어에서 한국 국채의 결제가 매끄럽지 못하다. 9월에 한국의 시장 접근성 레벨은 상향 조정되지 않을 가능성이 상당하며, 이 경우 WGBI 편입 시점은 더 지연될 것이다.

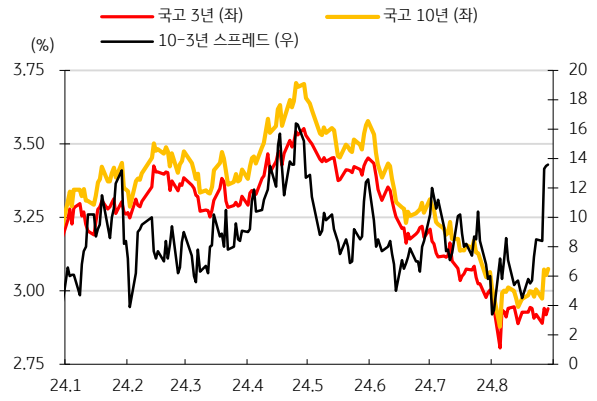
다만, 국고 10년 금리가 3.2%를 상회할 경우 비중을 확대해야 한다. 금리가 상승함에 따라 투자자들은 2022년 그리고 2023년 가을에 대한 악몽을 떠올릴 수 있다. 하지만, 2022년은 금리인상 사이클, 2023년은 중앙은행이 금리인하 가능성을 배제했지만 시장이 앞서간 부분이 있다. 중앙은행도 금리인하를 인정하고 있다는 점에서 차이를 보이고 있다.

그림 1. 미 10년 금리는 침체가 아니라면 3.8%를 하회하기 어려움



자료: Bloomberg, KB증권

그림 2. 중립금리 (2.75%)를 고려하면 한국 금리는 상당 부분 선반영



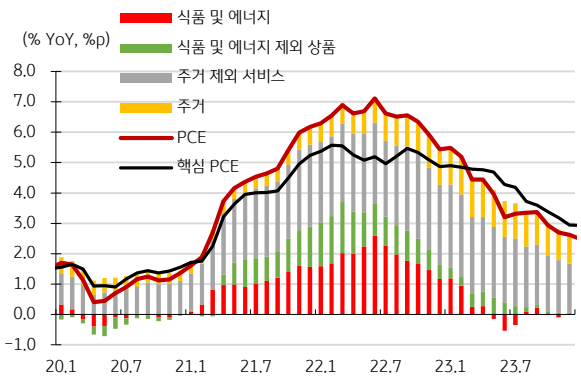
자료: 인포맥스, KB증권

실업률 상승이 경기 침체는 아니지만, 고용시장에 대해 경계심을 보이고 있는 연준. 9월 인하는 기정사실

연준의 9월 FOMC에서의 인하는 이제 기정사실이다. 파월 연준 의장은 잭슨홀 심포지엄에서 물가는 목표치에 많이 근접했으며, 물가가 목표치 (2%)로 향할 것이라는 자신감이 증가했다고 밝혔다. 이에 반해 고용시장에 대한 우려는 높아졌다. 파월은 지난 7월 FOMC와 마찬가지로 고용시장은 더 과열이 아닌 정상화됐다고 언급했다.

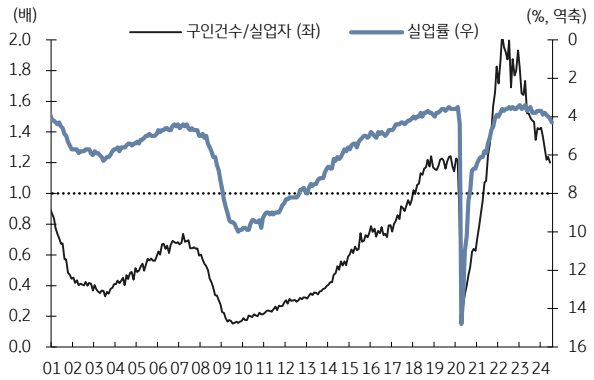
최근 실업률이 상승하고 있는 가운데, 실업률 상승의 이유가 과거처럼 해고가 이뤄지면서 상승하는 것이 아닌 고용시장으로의 공급은 증가하고 있지만, 채용 속도가 둔화됐기 때문이라고 언급했다. 실업률은 2023년 4월 저점 이후 반등하고 있지만, 과거와 달리 실업자 내 해고자의 비중은 감소하고 있는 반면 고용시장으로의 진입 (재진입 + 신규 진입) 비중이 증가하면서 실업률이 상승하고 있다.

그림 3. 미국의 물가 상승률은 상당 부분 둔화



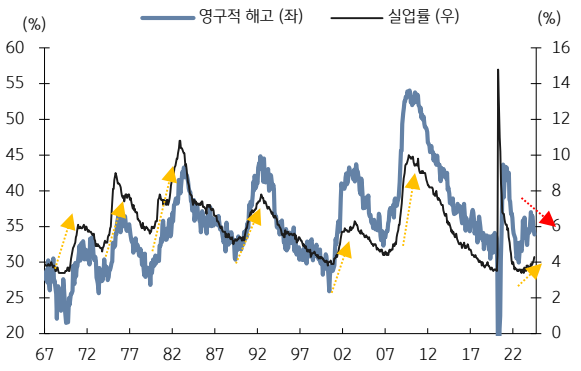
자료: Bloomberg, KB증권

그림 4. 고용시장이 균형점으로 이동하면서 상승하고 있는 실업률



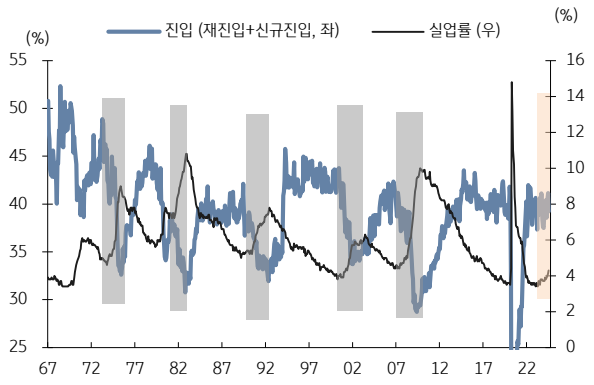
자료: Bloomberg, KB증권

그림 5. 과거와 달리 실업률은 상승하고 있지만, 실업자 중 영구적 해고자의 비중은 감소



자료: Bloomberg, KB증권

그림 6. 실업자 중 경제활동 참여 증가 (고용시장으로의 재진입+신규 진입)의 비중이 상승하면서 실업률이 상승



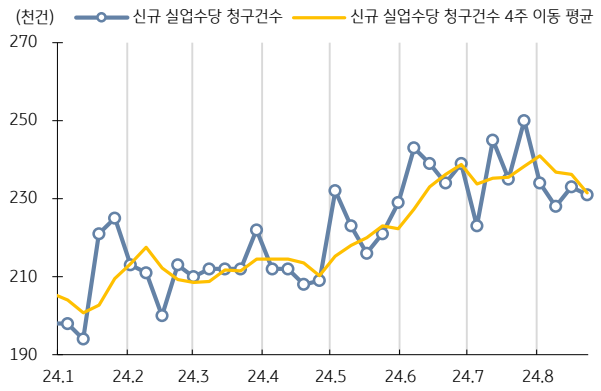
자료: Bloomberg, KB증권

8월 고용지표가 결정할 9월 금리인하 폭

실업률의 상승이 과거와 다른 만큼 경기 침체는 아니라는 점을 시사했지만, 고용시장의 냉각은 분명하다고 언급했다. 더 이상의 고용시장의 둔화를 추구하거나 환영하지 (not seek or welcome) 않는다고 언급했다. 경기 침체는 아니지만 추가적으로 고용시장이 냉각될 경우 대응하겠다는 점을 시사했다. 또한, 점진적 (gradual), 체계적 (methodical)이라는 단어를 사용하지 않으면서 고용시장이 둔화될 경우 빅 컷 (50bp 인하) 가능성도 열어놨다.

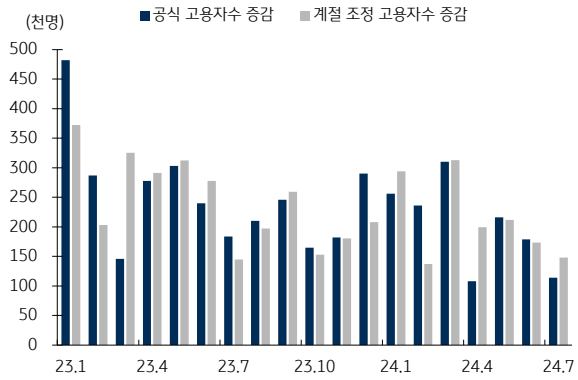
9월 6일에 발표되는 8월 고용지표에 따라 연준의 9월 인하 폭이 결정될 것이다. 미국의 고용자수가 1.6억명이 넘는다는 점을 고려했을 때 고용지표를 정확히 예측하는 것은 거의 불가능하다. 다만, 신규 실업수당 청구건수는 7월 고점 이후 반락하고 있다. 노동 통계국은 7월 고용지표에 날씨에 따른 영향이 거의 없다고 발표했지만, 신규 실업수당 청구건수만 고려하면 7월 고용의 부진이 날씨에 따른 영향도 일부 존재했을 것이다. 8월 고용지표가 크게 개선되는 것을 기대하지는 않지만, 시장이 봤던 6월 대비 7월의 둔화속도보다 (7월 대비) 8월의 둔화는 더딜 것이다. 더딘 고용지표의 둔화를 확인한다면 9월 FOMC에서 반영된 50bp 인하 가능성이 후퇴하면서 금리는 반등할 것이다.

그림 7. 신규 실업수당 청구 건수는 7월 고점 이후 하락 중



자료: Bloomberg, KB증권

그림 8. 샌프란시스코 연은은 7월 계절적인 변수를 고려했을 경우 BLS의 공식 고용자수보다 더 많은 14.8만명이 증가했다고 추정



자료: Bloomberg, FRB of San Francisco, KB증권

8월 고용지표가 부진하다면 금리는 단기간 하락 이후 반등 전망

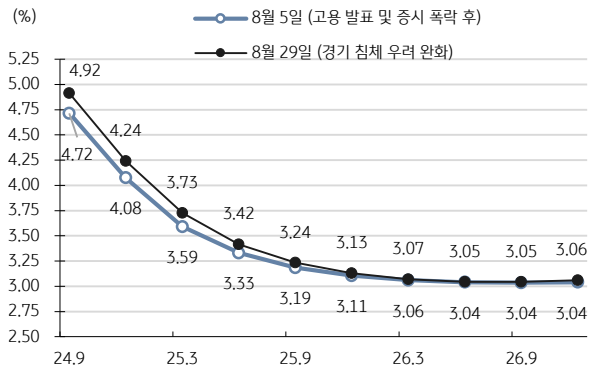
만약 고용지표가 재차 빠르게 둔화된다면 9월 50bp 인하는 기정사실화 될 것이다. 아직 연방기금금리 선물시장에 9월 25bp 인하 확률이 더 우세한 만큼 부진한 고용이 확인된다면 금리는 추가적으로 하락할 것이다. 다만, 7월 고용 지표 이후 금리가 크게 하락한 이유에는 부진한 지표와 함께 연준이 이에 대응하기 위해서는 7주간의 시간이 필요하다는 점이다. 대응 시기를 놓치는 만큼 정책의 대응 규모는 더 커져야 한다는 것이다. 하지만, 8월 고용 지표 이후 2주 내 연준은 금리를 결정하며, 이미 부진할 경우 50bp 인하를 단행할 것을 시사했다. 7월 고용 지표를 확인했을 때보다 빠르게 그리고 큰 폭으로 인하가 가능한 만큼 향후 전체적인 인하 폭은 적어질 수 있다. 단기간 금리는 하락하겠지만 이후 반등할 것이다.

그림 9. 9월 25bp 인하가 50bp 인하 보다 우세

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES											
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2024-09-18								0.0%	0.0%	0.0%	33.0%	67.0%
2024-11-07			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.3%	42.6%	48.1%	0.0%
2024-12-18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	23.4%	44.9%	27.7%	0.0%	0.0%
2025-01-29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	6.6%	26.3%	42.6%	24.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025-03-19	0.0%	0.0%	0.1%	1.1%	8.5%	27.9%	40.8%	21.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025-05-07	0.0%	0.0%	0.9%	6.6%	22.9%	37.5%	26.5%	5.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025-06-18	0.0%	0.6%	4.6%	17.1%	32.3%	30.4%	13.0%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025-07-30	0.3%	2.3%	10.0%	23.7%	31.5%	22.9%	8.2%	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2025-09-17	1.0%	5.0%	14.8%	26.4%	28.5%	17.8%	5.8%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

자료: CME, KB증권

그림 10. SOFR 시장에 반영된 금리인하 경로

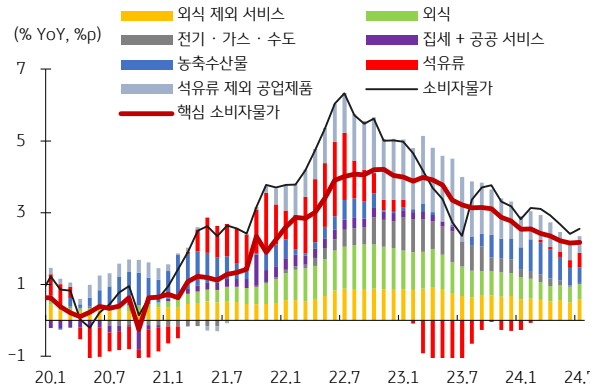


자료: Bloomberg, KB증권

한은. 물가는 안정됐지만...

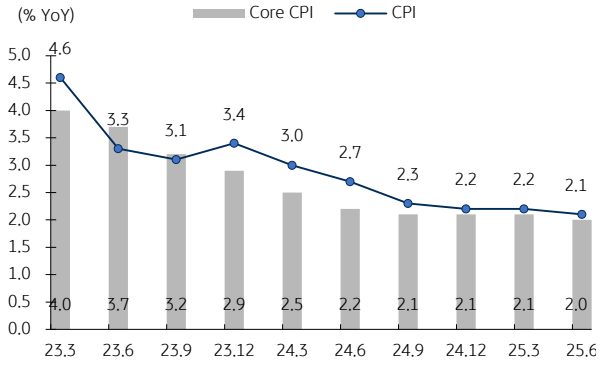
연준의 인하는 분명해지고 있지만 한은의 인하는 아직도 희미한 모습이다. 3개월 내 인하 가능성을 열어놓는 금통위원의 수는 4명까지 증가했지만, 7월과 8월 모두 만장일치로 동결을 결정했다. 소수의견이 개진될 것이라는 시장의 기대보다 더 매파적인 모습이다. 이번부터 새롭게 발표하기 시작한 분기별 전망치에 따르면 한은은 올 3분기부터 내년 2분기까지 헤드라인과 핵심 모두 약 2%의 물가 상승률을 전망하면서 목표치 (2%)에 도달할 것으로 예상하고 있다. 한은 총재도 물가만 고려했을 경우 금리인하의 여건은 조성됐다고 언급했다.

그림 11. 한국의 물가 상승률



자료: 통계청, KB증권

그림 12. 한국은행의 분기 물가 상승률 전망. 목표치에 도달



자료: 한국은행, KB증권

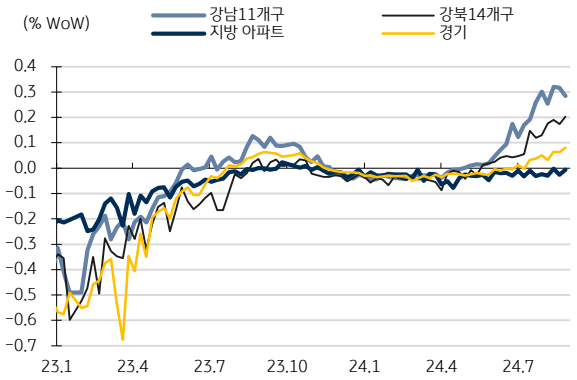
부동산 가격 상승으로 금융 안정에 대한 우려는 확대

하지만, 부동산 상승에 따른 금융 안정에 대한 우려는 더 확대됐다. 지난 5월 이후 서울을 중심으로 부동산 가격 상승세는 지속되고 있으며, 주택 가격 전망 CSI는 118pt로 2021년 10월 이후 최고치를 기록했다. 부동산 가격 상승세가 나타나자 가계대출도 재차 빠르게 증가하고 있다. 은행들의 자체 대출 억제 정책과 스트레스 DSR이 9월 시작되는 점은 가계대출 증가세를 둔화시킬 수 있는 요인이다. 하지만, 주담대의 실행과 부동산 계약 간의 시차를 고려하면 빠르게 가계대출의 증가세가 둔화되는 것을 확인하기는 어렵다.

또한, 지난 2월 금통위부터 3개월 내 인하 가능성을 열어놓자고 주장한 것으로 추정되는 신성환 위원은 잭슨홀 심포지엄에 참석해 집값이 계속 상승하는 극단적인 상황에서 금리를 인상해야 할 수도 있다고 언급했다. 그 이후 한은 총재는 서울대학교와 한은의 공동 심포지엄에 참석해 한은이 왜 금리를 인상해야 했는지를 주목해야 한다고 언급했다. 한은의 부동산 가격 상승에 대한 강한 경계심을 고려하면 10월 (11일) 금통위에서 금리를 인하하기에는 확인할 수 있는 데이터가 많지 않다.

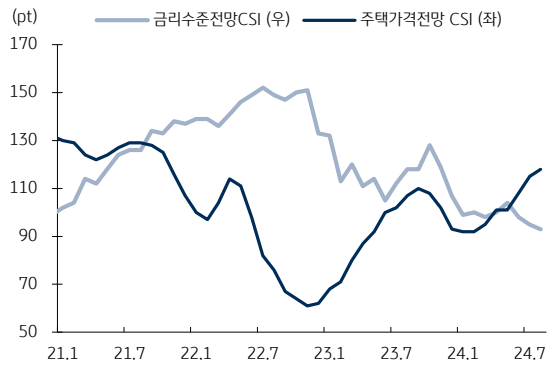
시장이 우세하게 생각하고 있는 10월보다 금리인하 시점이 더 지연됨에 따라 역캐리에 대한 부담은 누적이 될 수밖에 없다. 이미 일반 회사채 AA- (3년)까지 기준금리보다 낮아 역캐리가 지속되고 있기 때문이다.

그림 13. 서울을 중심으로 빠르게 상승하고 있는 부동산 가격



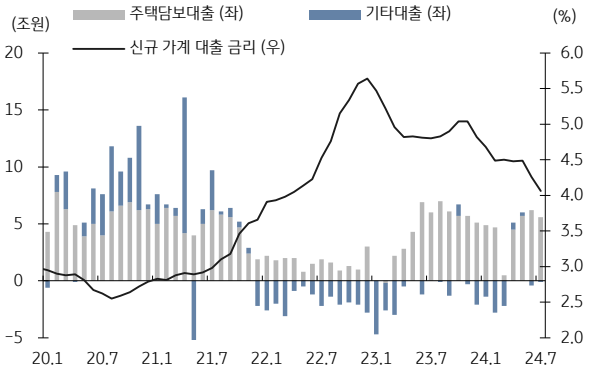
자료: KB부동산, KB증권

그림 14. 주택 가격 전망은 2021년 10월 이후 최고치



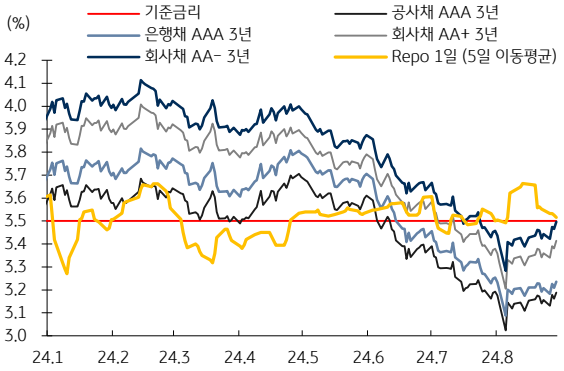
자료: 한국은행, KB증권

그림 15. 주담대를 중심으로 증가하고 있는 가계대출



자료: 한국은행, KB증권

그림 16. 시장이 고려하고 있는 10월보다 금리인하 시점이 지연된다면 역캐리에 대한 부담은 계속 누적



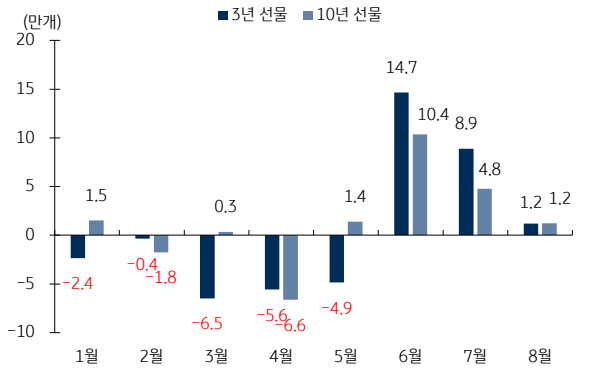
자료: 인포맥스, KB증권

금리는 낮아질 대로 낮아진 가운데, 시장의 기대보다 지연되고 있는 금리인하는 부담. 9월 13일 선물 만기를 앞두고 포지션 정리 가능성이 높다고 판단

금리인하 시점이 지연되는 점들은 외국인들도 부담이다. 지난 6월 이후 외국인들은 국채 선물시장에서 꾸준히 매수세를 이어왔다. 이미 낮아진 금리 부담에도 외국인들의 매수세로 금리는 하락했다. 국고 3년 금리는 2.9%대로 과거 국고 3년과 기준금리의 평균 스프레드가 30bp라는 점을 고려하면 현재 국고 금리는 기준금리 2.75%까지 반영되어 있다. 상당 부분 기준금리 인하를 선반영한 금리는 이미 낮아질 대로 낮아진 가운데 한은이 금리인하에 조심스러운 모습은 외국인들에게 부담 요인이다.

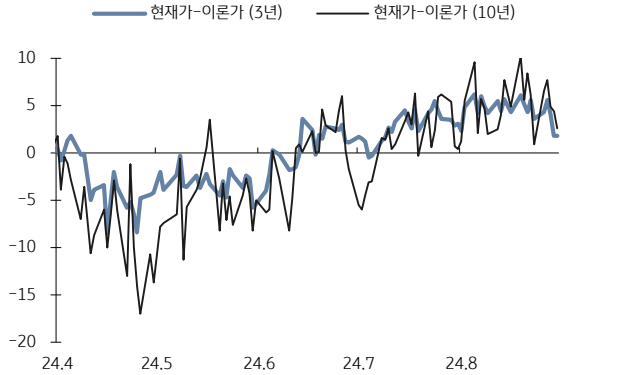
9월 13일 국채 선물 앞두고 외국인들은 미리 선물 포지션을 정리할 가능성이 높다. 혹은 9월 13일 국채 선물에서 정산을 받으면서 롤오버를 하지 않을 가능성도 높다. 더욱이 9월 14일부터는 추석 연휴이며, 추석 연휴가 종료된 이후는 9월 FOMC 그리고 9월 20일 미 국채 선물 만기가 존재하기 때문이다.

그림 17. 외국인들의 국채 선물 매수세는 점차 둔화. 낮아진 레벨에 대한 부담이 확인



자료: 한국은행, KB증권

그림 18. 선물 만기가 다가오고 있는 가운데, 선물은 고평가



자료: 인포맥스, KB증권

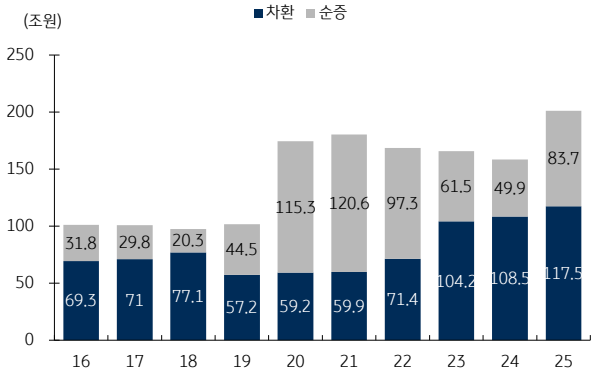
크게 증가한 2025년 국고채 발행 규모도 외국인들의 포지션 정리 트리거

예상외로 크게 증가한 2025년 국고채 발행 규모도 외국인들의 국채 선물을 정리할 수 있는 트리거가 될 수 있다. 정부는 2025년 예산안을 발표하면서 2025년 국고채 발행 규모를 201.3조원으로 발표했다. 시장에서는 160조원 내외의 국고채 발행 규모를 예상했던 점을 고려하면 시장의 예상보다 40조원 가량의 국고채가 더 발행되는 것이다. 더욱이 차환 및 시장조성 (117.5조원)을 제외해도 순증은 83.7조원에 달한다.

2025년이 이례적으로 순증이 증가했다고 하면 발행 부담은 2025년 이후 완화될 것이다. 다만, 2023년과 2024년 외평기금이 공자기금에 상환한 예탁금 규모가 각각 55조원 및 101조원이라는 점을 고려하면 2023~24년의 순증이 적었던 것이 이례적이며, 2025년은 정상화되고 있다고 봐야 한다.

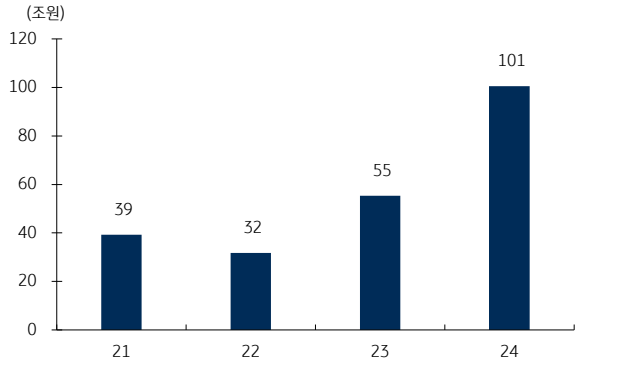
2023년 세수입 부족 논란 당시 정부는 국채 발행보다는 공자기금을 활용해 세수입 부족을 충당했는데, 향후 공자기금에 다시 상환해야 한다는 점에서 2026년 이후 국채의 순증이 2025년 대비 크게 감소할 가능성은 낮다. 더욱이 2024년 예산과 비교하면 2025년 예산안에서 각 부처가 요구한 예산 규모는 100조원 가량 확대됐다. 긴축 재정을 강조해도 한계가 있다는 점에서 크게 증가한 국채 발행 규모를 받아들여야 한다.

그림 19. 2025년 국고채 발행 규모는 역대 최대



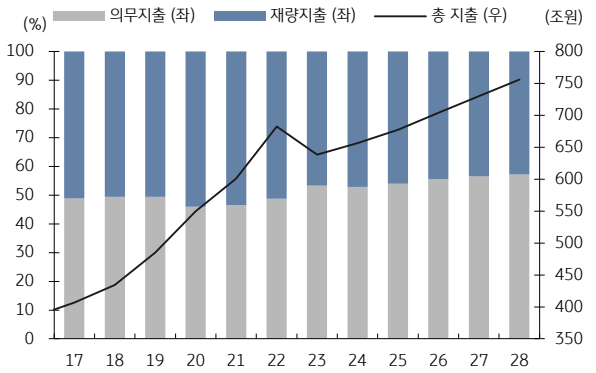
자료: 기획재정부, KB증권

그림 20. 외평기금이 공자기금에 상환한 예탁금 규모



자료: 한국재정정보원, KB증권

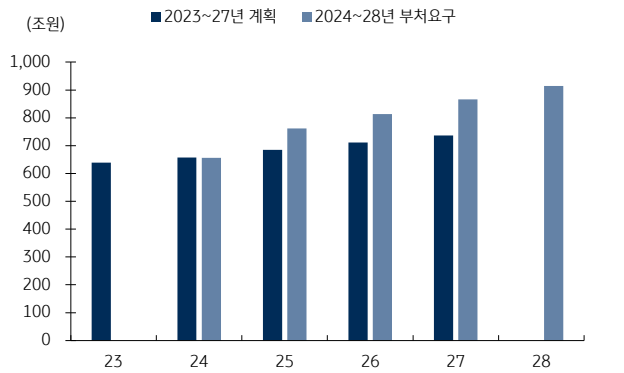
그림 21. 정부 지출 중 의무 지출 비중은 증가 중



자료: 기획재정부, KB증권

주: 2025년 이후는 2025년 정부의 예산안 기준

그림 22. 2023~27년 계획 대비 2024~27년 부처 요구 차이



자료: 기획재정부, KB증권

9월 FTSE의 반기 리뷰. 주목해야 하는 것은 WGBI 편입 유무가 아닌 시장 접근성 레벨 상향 여부. 하지만 기대는 낮춰야 한다고 판단

국채 발행이 증가해도 WGBI에 편입된다면 국채 발행 규모 확대에 따른 수급 부담을 상쇄할 수 있다. 2025년에는 2024년 대비 매월 3~4조원 내외가 더 발행이 되는 가운데, WGBI 편입이 될 경우 매월 4조원 내외의 WGBI 추종 자금이 유입될 수 있기 때문이다. 7월부터 유로클리어 등 국채통합계좌 제도가 실행됐고, 외환시장도 거래시간 연장 및 RFI 등록 기관 참여가 가능해짐에 따라 선진화되면서 2024년 편입에 대한 기대감도 존재한다.

하지만, FTSE는 규정상 시장 접근성 레벨이 상향된 후 적어도 6개월 이후 WGBI에 편입한다고 밝히고 있다. 이를 고려하면 한국 국채가 WGBI에 편입될 수 있는 가장 빠른 시점은 2025년 3월이다. 물론, 시장은 2024년 9월에 시장 접근성이 상향 조정된다면 내년 3월 편입을 기정사실로 받아들이며, 기대감이 선반영될 것이다.

문제는 2024년 9월에 시장 접근성이 상향 조정되지 않을 가능성이 높다는 것이다. 시장 접근성이 상향 조정되는 것에서 가장 중요한 것은 제도의 변경이 아닌 투자자들의 실제 경험(practical experience)이다. 결국 바뀐 제도를 투자자들이 체감을 해야 하지만, 유로클리어를 통한 한국 국채의 결제가 매끄럽지 못하다. 2024년 9월은 편입이 아닌 시장 접근성이 상향 조정되지 않을 가능성도 열어놔야 한다.

그림 23. 시장 접근성 상향에서 중요한 것은 투자자들의 실무적인 경험

The market accessibility watch list

FTSE Russell maintains a Market Accessibility Watch List of local currency fixed income government bond markets that are being considered for potential reclassification. Markets are added to the Market Accessibility Watch List when they fail to meet one or more of the accessibility thresholds for their existing level and become candidates for a potential demotion, or are on are on a trajectory to meet the thresholds for a higher level and index inclusion, and therefore could be promoted.

The inclusion of a market on the Market Accessibility Watch List signals FTSE Russell's engagement, or intent to engage, with governments, central banks and regulators. Firstly, the aim is to gather and then address specific feedback from investors on the fulfilment of the criteria for a higher Market Accessibility Level or to maintain the current Accessibility Level. The future evolution of FTSE Russell benchmarks is transparent and can be followed with relative ease as a result. In the case of a market disruption event (i.e., the sudden introduction of prohibitive capital controls), FTSE Russell will reference its Statement of Principles to determine whether an off-cycle review of Market Accessibility Levels should be triggered.

Following the implementation of the FTSE Fixed Income Country Classification Framework in early 2019, an inaugural review was conducted March 2019, during which Market Accessibility Levels were assigned to countries tracked by FTSE indices. An initial Market Accessibility Watch List of markets was also created and published on the FTSE Russell website. The annual review cycle formally commenced in September 2019, evolving into a semi-annual cycle from March 2021; the composition of the Market Accessibility Watch List is also considered at the semi-annual reviews.

Any reclassification decisions are assessed against the practical experience of international investors, rather than the enactment of new regulation. Consequently, the timing of any classification change will be based on the period of time required for regulatory enhancements to be fully operational and the anticipated benefits to be realised by the international investment community.

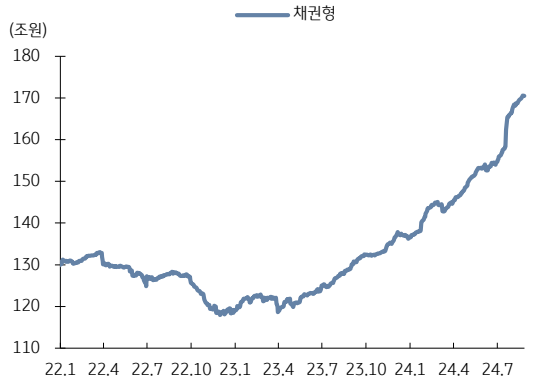
자료: FTSE, KB증권

국고 10년가 금리 3.2% 상회하면 비중 확대

다만, 국고 10년 금리가 3.2%를 상회할 경우 비중을 확대해야 한다. 금리가 상승함에 따라 투자자들은 2022년 그리고 2023년 가을에 대한 악몽을 떠올릴 수 있다. 하지만, 2022년은 금리인상 사이클의 중간이었으며, 2023년은 중앙은행이 금리인하 가능성을 배제했지만 시장이 앞서간 부분이 있다. 현재도 시장이 앞서간 부분은 존재하지만 적어도 2023년과 달리 연준의 인하는 가시권이며, 한은 총재도 지난 7월 금통위에서 금리인하에 대한 깜빡이를 켰다고 언급했다는 점에서 차이가 존재한다.

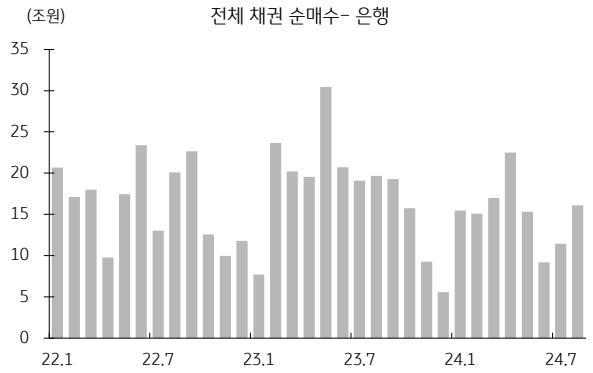
금리인하 기대감이 과도한 점은 있지만, 2022~23년과 확연히 다른 중앙은행의 스탠스로 채권형 펀드의 잔고는 꾸준히 증가해 170조원을 상회했다. 또한, 정부의 부동산 대출 억제 정책에 따라 시차를 두고 은행들의 대출 수요는 감소할 것이다. 이미 은행들은 6~7월 채권 순매수 규모를 축소한 이후 확대하고 있는 가운데, 은행들의 대출 증가율이 감소세를 보인다면 은해들은 채권 매수 강도를 높일 것이다.

그림 24. 채권형 펀드로 자금은 꾸준히 유입



자료: 인포맥스, KB증권

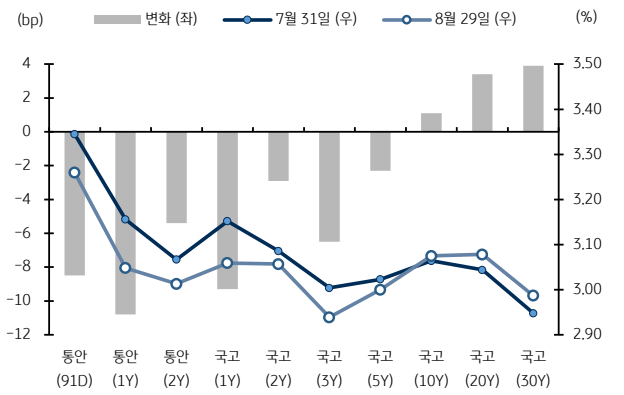
그림 25. 은행들의 채권 순매수 추이. 6~7월 채권 순매수 강도는 약했음



자료: 인포맥스, KB증권

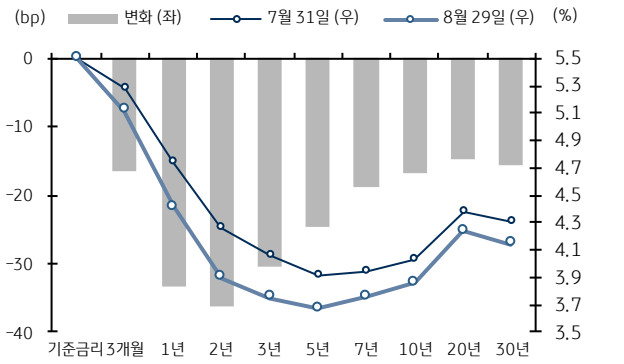
주요 차트 및 중앙은행 인사 발언

그림 26. 한국 금리 월간 변동. 한은 금리인하 기대 지속된 반면, 2025년 국채 발행 규모 부담에 장기금리 위주 금리 반등



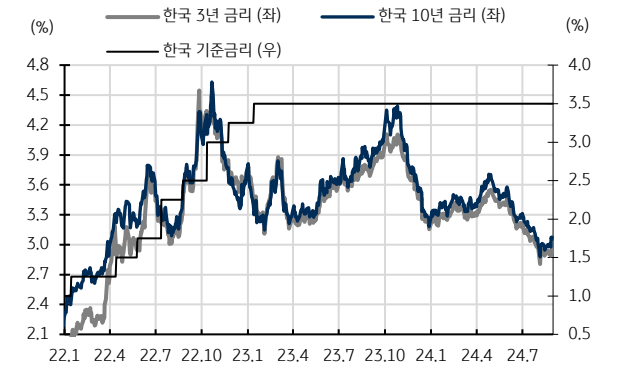
자료: 인포맥스, KB증권

그림 27. 미국 금리 월간 변동. 물가 우려는 진정된 반면 완전 고용 우려 불거지며 경기 침체 우려와 9월 인하 기대로 금리 하락



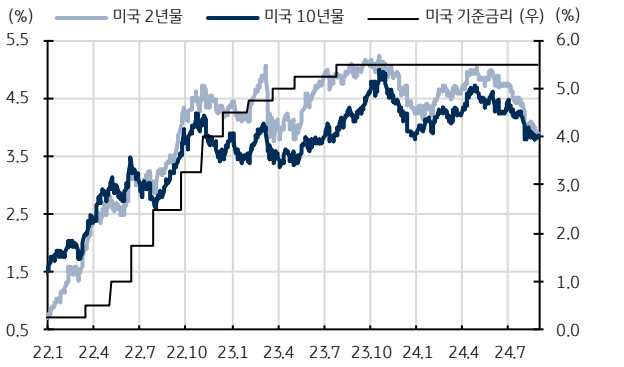
자료: Bloomberg, KB증권

그림 28. 한국 금리 추이



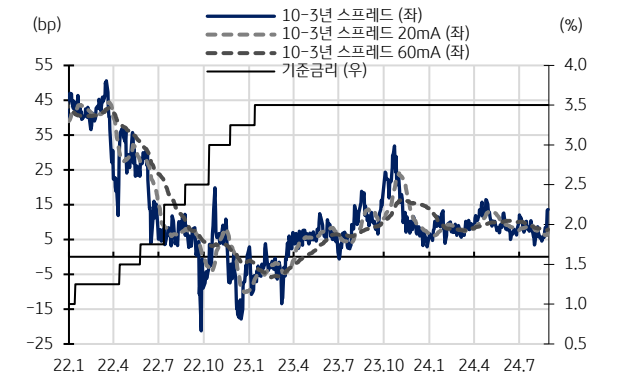
자료: 인포맥스, KB증권

그림 29. 미국 금리 추이



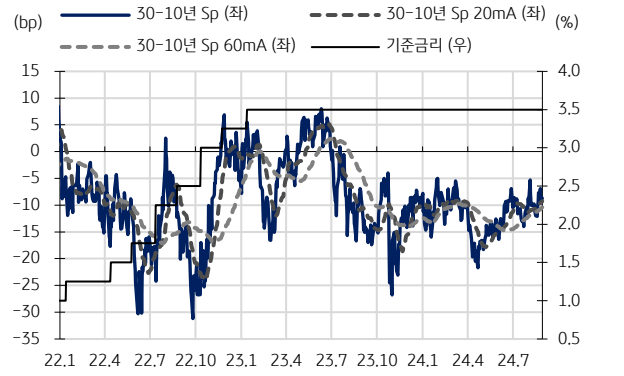
자료: Bloomberg, KB증권

그림 30. 한국 10-3년 스프레드. 전월대비 7.6bp 확대



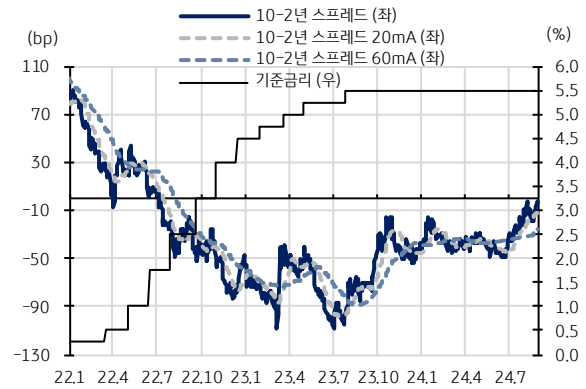
자료: 인포맥스, KB증권

그림 31. 한국 30-10년 스프레드. 전월대비 2.8bp 역전폭 축소



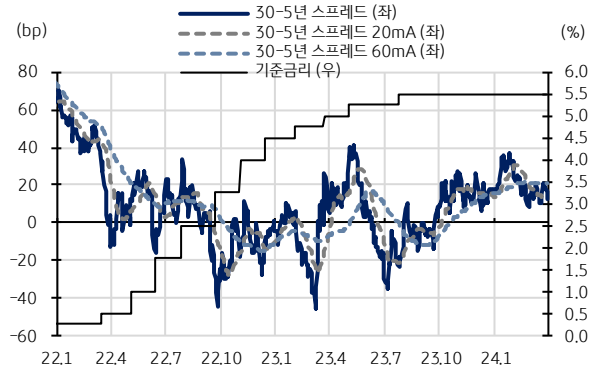
자료: 인포맥스, KB증권

그림 32. 미국 10-2년 스프레드. 전월대비 19.55bp 역전폭 축소



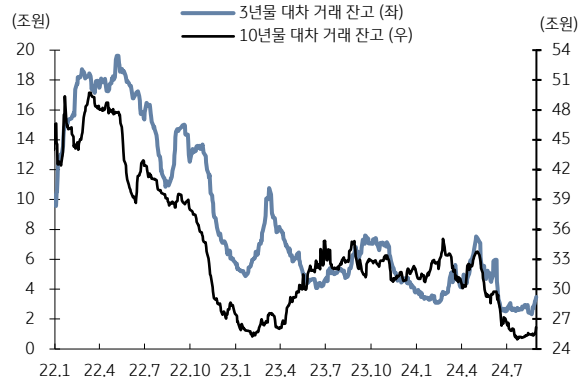
자료: Bloomberg, KB증권

그림 33. 미국 30-5년 스프레드. 전월대비 8.95bp 확대



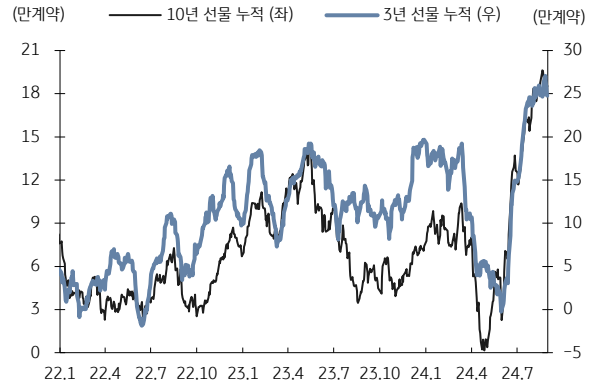
자료: Bloomberg, KB증권

그림 34. 3년과 10년의 대차 거래 잔고. 전월 대비 3년 8,250억원 증가, 10년 10,846억원 증가



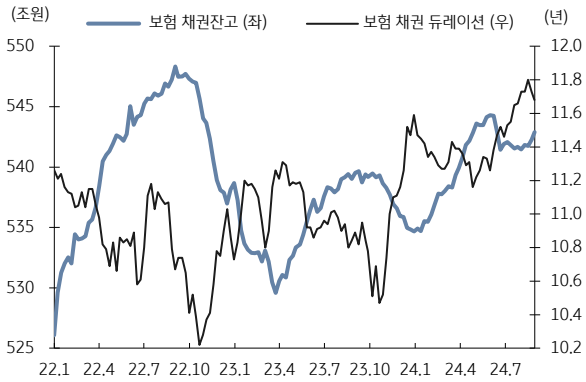
자료: 인포맥스, KB증권

그림 35. 외국인의 국채 선물 누적 순매수. 전월 대비 3년 12,114 계약 증가, 10년 12,158 계약 증가



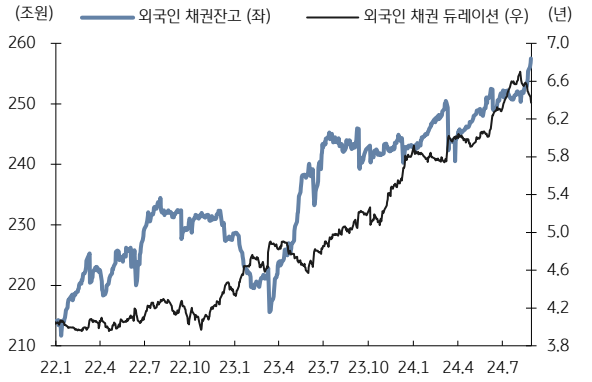
자료: 인포맥스, KB증권

그림 36. 보험사 듀레이션 및 잔고



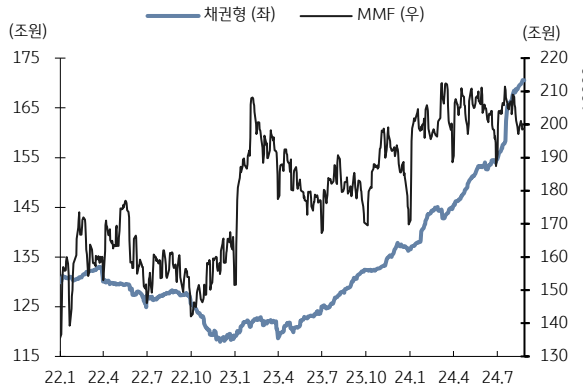
자료: 인포맥스, KB증권

그림 37. 외국인 듀레이션 및 잔고



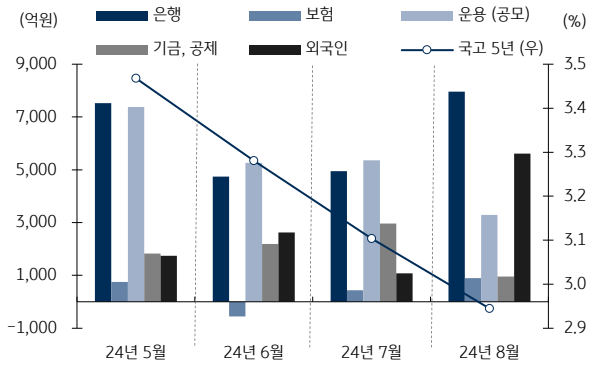
자료: 인포맥스, KB증권

그림 38. 채권형펀드, MMF 잔고



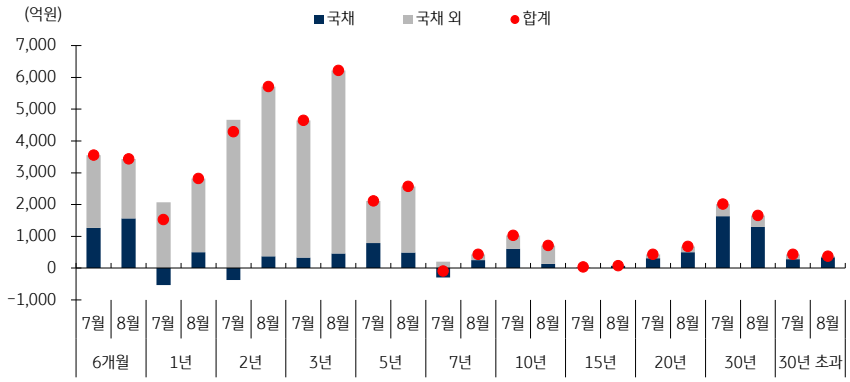
자료: 인포맥스, KB증권

그림 39. 주체별 일평균 순매수



자료: 인포맥스, KB증권

그림 40. 전체 기관의 만기별 일평균 순매수



자료: 인포맥스, KB증권

표 1. 주요 중앙은행 인사 발언

국가	날짜	이름	직책	발언
미국	8/26	데일리	샌프란시스코 연은 총재	- 정책 조정의 때가 왔음 - 물가가 둔화되었기 때문에 현 수준의 긴축을 유지할 필요가 없어짐 - 가능성 높은 시나리오는 점진적인 물가 둔화 지속과 고용시장의 지속적 성장 - 이 경우 정책을 평상시 흐름으로 조정하는 게 합리적 - 다만 고용시장이 약세 조짐을 보인다면 적극적으로 대응하는 것이 적절할 것 - 인플레이션 조정 실질 중립금리 상단은 1%로 예상
	8/26	바킨	리치몬드 연은 총재	- 고용시장이 둔화되는 상황에서 금리인하를 지지하지만, 여전히 인플레이션에 상방 리스크 존재 - 인플레이션을 2%로 둔화시키려면 향후 6 개월 동안 정말로 좋은 수치가 필요 - 해당 수치가 기대에 못 미칠 경우 인플레이션이 2% 위에서 자리 잡을 리스크 존재
	8/29	보스틱	애틀란타 연은 총재	- 인플레이션은 아직 하락할 여지가 있음 - 고용시장은 역사적으로 여전히 상당히 강함 - 금리를 인하하고 다시 인상하는 상황에 처하고 싶지 않음 - 따라서 금리를 인하할 시기인지 확신을 얻기 위해 더 기다릴 필요 - 인플레이션은 연준의 목표로부터 아직 멀리 떨어져 있음
	8/29	바킨	리치몬드 연은 총재	- 인플레이션은 낮아졌지만 아직 도달하지 못했음. 다만 진전은 있었음
한국	8/27	이창용	한국은행 총재	- 현 상황에서 금리인하가 부동산 가격을 부추기고 외환시장 변동성을 확대할 위험이 더 크다고 판단 - 수도권 특히 강남 부동산에 대한 초과 수요가 상시 잠재해 있는 우리 사회 구조가 가장 큰 원인 - 이런 구조적인 제약을 개선하려 하지 않고, 단기적인 고통을 줄이는 방향으로 통화•재정정책을 수행한다면 부동산과 가계부채 문제는 악순환이 계속될 것 -이번 금통위 결정은 한번쯤은 이러한 악순환의 고리가 바람직하지 않다는 사실에 대한 경각심을 주고, 이번 정부가 지난 20 년간의 추세를 처음으로 바꿔주는 정부가 되기를 바라는 마음이 담겨 있음
유로존	8/26	센테노	포르투갈 중앙은행 총재	- 금리의 방향은 비교적 명확해 보임 - 이번에는 쉬운 결정이 될 것
	8/27	노트	네달란드 중앙은행 총재	- 9 월 금리인하는 데이터를 기다린 후 결정
	8/29	레인	ECB 수석 이코노미스트	- 내년 임금 성장은 상당히 완화될 것
	8/29	나겔	독일 중앙은행 총재	- 인플레이션 목표가 눈앞에 왔지만 아직 목표에 도달하지 못함 - 물가가 늦여름에 ECB 목표 수준에 근접할 수 있음 - 다만, 서비스 비용의 지속적인 상승으로 다시 반등해 내년 상당 기간 지속할 가능성이 높음 - 유입되는 데이터를 계속해서 주의 깊게 모니터링 할 것 - 목표인 2%로 적시에 복귀할지 철저하게 평가하고 있음

자료: 언론보도 종합, KB 증권

한국 크레딧

Credit Analyst 정형주 hj.jeong@kbfg.com

호시탐탐 노려지는 발행 타이밍 & PF 사업성 평가 충격은 제한적

24년 9월 신용 스프레드는 확대할 전망

9월 신용 스프레드는 확대될 가능성이 높다. 8월 들어서 채권형 펀드 자금 유입이 둔화됐다. 수요가 둔화한 상황에서 크레딧 이벤트보단 수급이 9월 스프레드 방향을 좌우할 전망이다. 9월초 예정된 수요예측 일정을 살펴보면 일반 회사채 발행은 최근 평균보다 증가할 가능성이 높다. AA급 회사채 수요예측은 3,500억원 규모로 예정됐다. 순발행 강도, 증액 모니터링이 필요하나 최근 4주 AA급 회사채 평균 발행 규모가 1,950억임을 감안하면 월초 공급 물량은 스프레드 확대 압력으로 작용할 가능성이 높다.

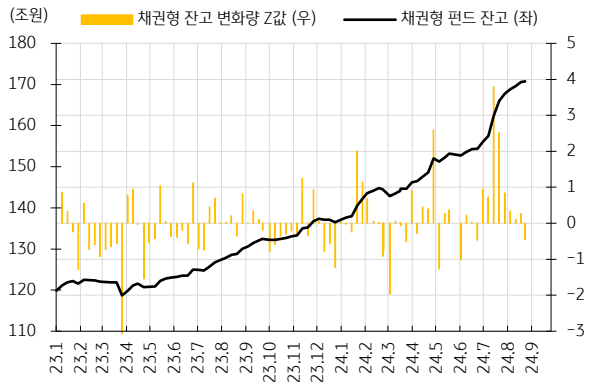
시중은행채, 카드채 순발행 감소는 수급 조절에 긍정적

이러한 상황에서 시중 은행채와 카드채 순발행 감소는 수급 조절에 긍정적이다. 최근 카드채 발행이 순상환 기조를 보이고, 시중은행은 외형 확대보단 정책 (대출 축소) 대응에 집중한다. 조달을 통한 대출 증가보단 가계대출 관리 기조에 연동, 1σ 내외의 차환 수준의 순발행 (최근 4주 3,375억원 순발행) 양상을 보였다. 결국 수급 균형점은 공사채 순발행이 좌우할 것이다. 공사채 순발행이 SP 확대에 반영되는 시차 (1개월)를 감안하면, 7월 말부터 강해진 공사채 순발행 기조는 9월 내내 초우량물 스프레드 확대 압력을 높일 것이다. 8월 말까지 한국전력, 도로공사, 토지주택공사 모두 순발행 추세를 이어갔다. 개별 공사의 재무상황 등 여러 요인을 살펴야 하지만, 국고 금리에 50bp 이상의 추가 인하 기대가 반영되기 전까진 현 수준의 금리 레벨은 공사채 조달 유인을 키울 수 있다. 수급 관련 변수는 다음달 최대 5조원 규모의 발행이 검토 중인 수출입은행 (공급망안정기금)채권이다. 시장과의 소통을 통해 갑작스러운 공급 충격은 제한될 것으로 보이나, 9월 우량물 초과 공급 상태를 강화할 수 있다.

전체 만기에 걸쳐 3.5% 상회 중인 AA급 캐피탈채 긍정적

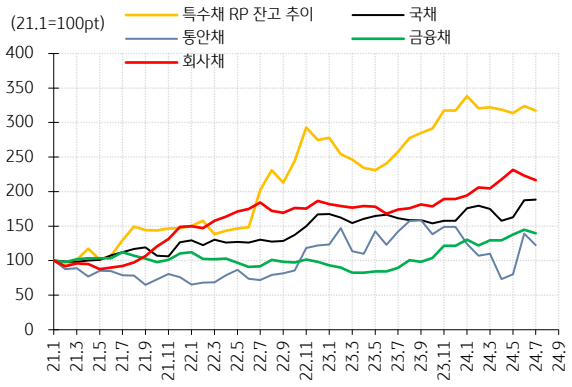
향후 1년 시계에서 투자자의 선택은 캐피탈채 AA급으로 옮길 가능성이 높다. 캐피탈 AA급 수익률은 대부분의 만기에서 기준금리 3.5%를 상회 중이다 (그림 80). 섹터 중에서는 NPL 섹터가 긍정적이다. 전체 만기물 수익률이 3.8%에서 3년물 기준 4.2%대 수익률을 기록했고, 섹터 구성 종목들의 평균 금리도 6bp 하락했다. 8월 국고 수익률 하락 (-4.4bp)을 감안하면 1.7bp 만큼 추가 하락한 셈이다 (그림 74). 향후 부실채권 (PF 등)이 안정적으로 정리된다면, NPL 섹터 금리는 수익성 개선을 토대로 추가 하락할 가능성이 높다.

그림 41. 채권형 펀드 중장기 자금 유입 추세 8월 이후 확연한 둔화



자료: 인포맥스, KB증권 / 주: Z값 표본은 2023년 1월 이후 주간 데이터 (2024.8.30 기준)

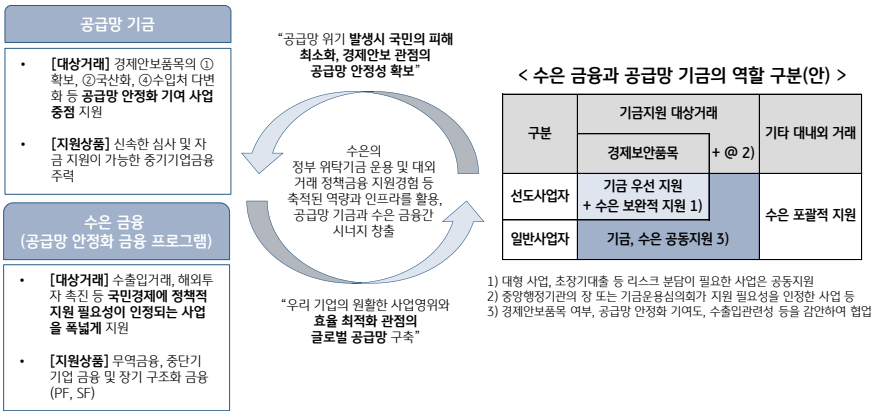
그림 42. 7월 기점으로 레버리지성 자금 (RP매도 등) 축소 가능성



자료: 예탁결제원, KB증권 / 주: 2024.8.29 기준

지원 대상 산업은 폭넓은 범위에 걸칠 것. 크레딧 시장 전반에 걸쳐서는 특수채 공급 증가에 수급 부담 높아질 가능성

그림 43. 공금망안정화기금 & 수은금융 연계 방향



자료: 수출입은행, KB증권

공급망안정화 기금은 원화만이 아니라 미달러화 지원도 가능. 지원대상이 여러 산업에 걸쳐 있는 만큼 수요측 대출기간도 다양할 것. 국고 대비 18bp 수준의 특은채 스프레드 감안했을 때 '공급망 안정화'에 방점을 둔다면 운영을 위한 조달 채권 듀레이션도 길게 가져갈 전망

표 2. 공금망안정화기금 자금지원상품 및 조건

항목	세부내용
지원방식	대출, 보증 및 투자
지원통화	원화 또는 미달러화
대출기간	10년 이내
대출금액	공급망 안정화 관련 사업의 실소요금액 등 고려하여 산정
대출금리	타 정책금융 조건 대비 우대금리 가능
대출상품별 지원분야 예시	[시설자금] 자원개발, 국내외 물류인프라, 리쇼어링 등 [기술자금] 재자원화, 수입대체 등 [투자자금] 해외 소부장 기업 인수, 해외 생산체계 구축 등 [구매자금] 자원도입, 식량안보 등 [운영자금] 공급망 관련 기업의 일반 소요자금 지원, 긴급경영자금 지원 등

자료: 수출입은행, KB증권

주: 동 지원상품 조건 향후 변동 가능

부동산 PF 이슈 업데이트

1차 부동산 PF 사업성 평가 결과 발표, 전 금융권 PF 익스포저 216.5조원

금융감독원에서는 8월 28일 '부동산 PF 사업성 평가 결과 및 향후 계획'을 발표했다. 부동산 PF 익스포저는 PF성 대출 (PF대출 + 토지담보대출)과 채무보증으로 구성된다. PF 사업성 평가 결과 1차 평가대상 전 금융권 PF 익스포저는 24년 6월말 기준 216.5조원이다. 올해 7월 발표한 24년 3월말 134조원보다 82.5조원 증가한 금액이다. PF 익스포저 자체는 은행 (51.5조원)과 상호금융권 (54.6조원)이 가장 컸다. 상대적으로 위험도가 높은 브릿지론, 토담대 사업장은 상호금융권 익스포저가 30조원으로 가장 컸고, 여전사와 저축은행이 각각 9.3조원, 10.1조원을 기록했다.

24년 3월 말 수치보다 증권, 상호금융업 익스포저 규모가 급증했으나 충격 제한적

이번 자료에서는 2024년 5월 발표된 '부동산 PF 사업성 평가 개선 사항'을 참고해 평가대상, 익스포저 규모를 살폈다. 이번 1차 사업성 평가는 평가 대상을 연체, 연체유예, 만기연장 3회 이상 사업장 (33.7조원) 대상으로 한정했다. 은행, 보험, 여전업 PF 익스포저 규모는 2024년 3월 기준 집계치와 거의 유사하다. 증권업 PF 익스포저는 2024년 3월말 집계 (8.7조원)보다 17.8조원 증가했다. PF 대출잔액에서 채무보증 익스포저 (신용공여)가 가산된 결과다. 24년 8월 30일 기준 증권사 PF 신용공여 합계는 16.7조원이며 이번에 가산된 집계치와 유사하다. 상호금융권 집계액은 15.8조원에서 54.6조원으로 38.8조원 급증했다. 새마을금고가 포함된 결과다. 새마을금고를 포함하지 않았던 24년 3월 집계치 (브릿지론 0.2조원, 본PF 3.6조원, 토담대 12조원)보다 토담대 익스포저가 17.4조원, 본PF 익스포저가 21조원 늘었다. 증권업 PF 신용공여 규모는 꾸준히 디레버리징을 이어가고 있으며, 상호금융권 (새마을금고) 부동산 PF 위험이 다른 업권으로 전이될 가능성은 낮다. 이번에 집계된 PF 익스포저가 회사채 시장 충격으로 이어질 가능성은 낮지만, 투자자는 익스포저가 높은 개별 기업/산업에 대해 크레딧 프리미엄을 요구할 것이다.

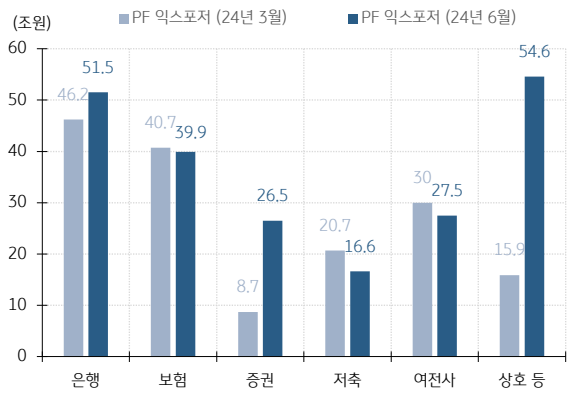
향후 부실우려 등급 사업장 (13.5조원) 먼저 재구조화/경공매 진행될 것

24년 6월 유의 등급 사업장은 7.4조원, 부실우려 등급 사업장은 13.5조원이다. 브릿지론, 본 PF 규모는 각 4.0조원, 4.1조원으로 유사하다. 정리 절차는 부실우려 등급 사업장 중심으로 진행될 것이고, 부실우려 등급의 73%를 차지하는 상호금융 (6.7조원), 저축은행 (3.2조원) 보유 사업장이 주요 정리 대상이다. 나머지 기관 중에서 부실우려 등급 사업장이 높은 업권은 증권업 (1.9조원)과 여전업 (1.4조원)이다. 두 업권의 신용 충격은 회사채 시장 전반으로 확산할 가능성이 높은데, 선제적으로 쌓은 대손충당금이 버퍼로 작용 중이다. 1차 평가대상 사업장에 대한 증권/여전업의 부동산 PF 대손충당금 적립 규모는 증권업 1.7조원, 여전업 0.7조원이다. 단순 크기만 비교했을 때 증권업 부실우려 사업장 (1.9조원)에 대한 대손충당금 규모 (1.7조원)는 충분하다. 반면, 여전업에서는 대손충당금 적립 규모 (0.7조원)가 부실우려 등급 사업장 규모 (1.4조원)의 절반에 그친다. 여전사는 신용등급에 따라 PF 대손충당금 적립 규모 차별화가 진행 중일 가능성이 높다.

현재 조성된 PF 펀드 여력 9.8조원 수준, 일부 업권 쏠림을 감안하면 타 업권 EOD 확산 없이 소화 가능할 것

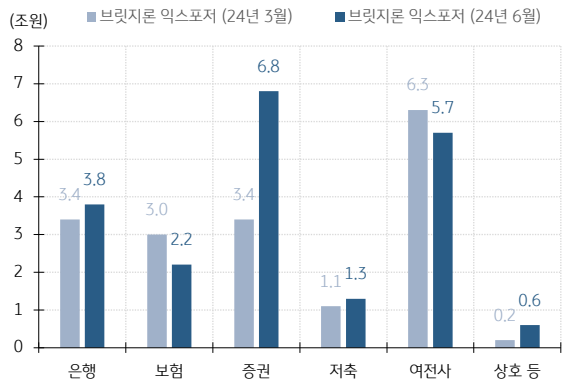
이번에 집계한 PF 부실사업장 (유의, 부실우려) 규모는 현재 조성된 PF 신디케이트론, 캠코 펀드 등의 자금 집행 여력을 감안하면 시장에서 큰 불안감 없이 소화될 가능성이 높다. 이번 4차 회의 이후 증권업에서 3.3조원 규모의 PF 재구조화 펀드 조성을 예정했고 은행/보험업권 신디케이트론도 첫 대출을 앞두고 있다 (최대 5조원). 캠코펀드는 1.1조원 중 2,300억원이 집행돼 8,700억원의 여력이 남았고, 은행/지주 펀드도 대부분의 여력이 남았다 (6,000억원). 저축은행권에서 조성한 5,400억원 규모의 펀드는 약 1,100억원 여력이 남았다. 따라서 현재 조성된 PF 정상화 (펀드) 자금 여력은 9.9조원으로 추산된다. 향후 재구조화, 경공매 속도에 무리가 없다면 부실우려 사업장 12.3조원 (및 추가 유의, 부실우려 사업장 2.3조원) 대응은 가능할 것으로 보인다. 시장은 2024년 9월 기준 집계치보단 2024년 연말 집계치를 토대로 업권별 사업장 정리 진척도를 확인한 이후, 신용 위험을 가격에 반영할 가능성이 높다.

그림 44. 2024년 6월 집계된 금융업권별 부동산 PF 익스포저



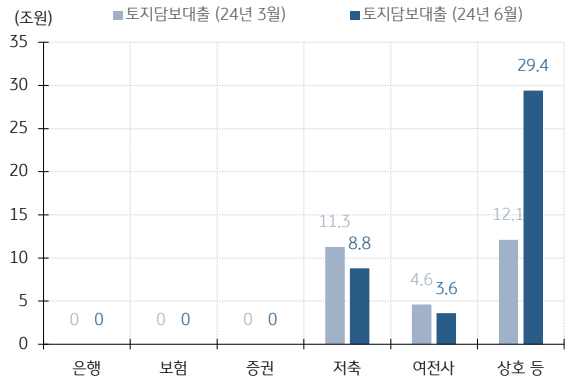
자료: 금융감독원, KB증권
주1: 2024년 6월 '상호 등'은 새마을금고 포함 (2024년 3월 미포함)
주2: 2024년 3월말 기준 토담대 포함 수치

그림 45. 브릿지론 익스포저는 증권/여전사 익스포저 높은 편



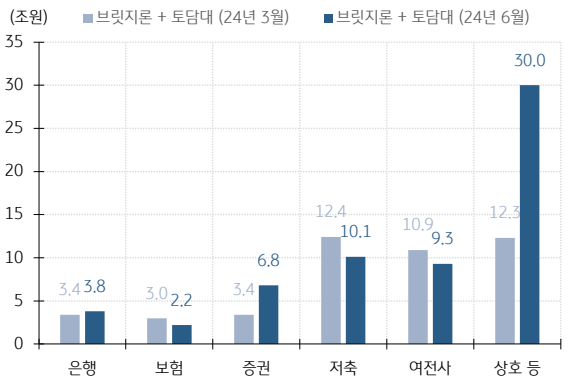
자료: 금융감독원, KB증권
주1: 2024년 6월 '상호 등'은 새마을금고 포함 (2024년 3월 미포함)
주2: 2024년 3월말 기준 토담대 포함 수치

그림 46. 토지담보대출은 상호금융권이 29.4조원으로 가장 큰 규모



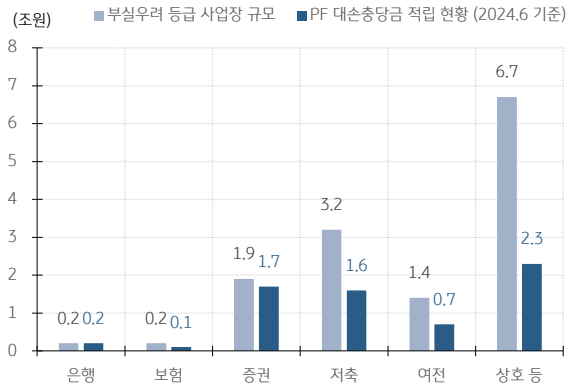
자료: 금융감독원, KB증권
주1: 2024년 6월 '상호 등'은 새마을금고 포함 (2024년 3월 미포함)
주2: 2024년 3월말 기준 토담대 포함 수치

그림 47. 새마을금고 포함되면서 상호금융 PF 익스포저 크게 증가



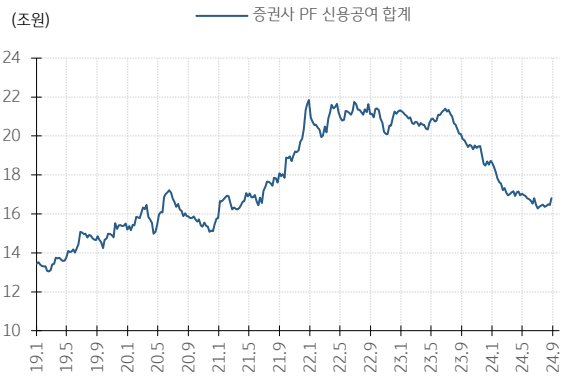
자료: 금융감독원, KB증권
주1: 2024년 6월 '상호 등'은 새마을금고 포함 (2024년 3월 미포함)
주2: 2024년 3월말 기준 토담대 포함 수치

그림 48. 부실우려 등급 사업장 규모와 대손충당금 적립 규모 비교



자료: 금융감독원, KB증권
주1: 1차 평가대상 PF 대손충당금 적립 규모
주2: 2024년 6월 '상호 등'은 새마을금고 포함

그림 49. 증권사 신용공여 규모는 축소 흐름 이어가는 중



자료: 인포맥스, KB증권

부동산PF 사업성 평가 주요 개선사항은 크게 4가지 방향. (1) 평가대상 확대, (2) 평가등급 세분화, (3) 평가기준 구체화, (4) 사후관리 마련

표 3. 부동산PF 사업성 평가 주요 개선 사항

구분	현행	개선안
평가대상확대	본PF, 브릿지론	토지담보대출, 채무보증, 새마을금고 포함 * [토담대] 중소금융업권이 부동산 개발 사업 목적의 토지 매입자금 대출 중 유효담보가액 (130% 초과) 조건을 충족, 일반대출로 취급한 여신 * [채무보증] 금융회사가 PF대출채권을 담보로 발행한 유동화증권에 대해 제공한 채무보증 약정 * [새마을금고] 관리형 토지신탁, 공동대출 등
평가등급 세분화	양호, 보통, 악화우려 3단계	양호, 보통, 유의, 부실우려 4단계 * 악화우려 → 2개 구간 (유의, 부실우려) 구분
평가기준 구체화	본PF 중심 PF특성 미반영 체크리스트 (연체, 보증사고, 계속사업불능 등)	브릿지론 평가기준 신설 사업장별 특성에 따른 핵심 위험요인 고려 * [브릿지론] 경과 기간별 토지매입, 인허가 현황, 본PF 미전환 기간, 수익구조 (사업비 변동 등), 만기연장 횟수, 연체여부 등 고려 * [본PF] 계획 대비 공사&분양 진행 현황, 시공사 현황, 수익구조, 만기연장 횟수, 연체여부 등 고려
사후관리 마련	건전성 분류만 명시 (사후관리 기준 부재)	사업성 부족 사업장 사후관리 강화 * 유의 → 재구조화, 자율매각 추진 * 부실우려 → 상각 및 경/공매를 통한 매각 추진 평가결과에 대한 점검 강화 * [금융회사] 사업성 평가 실시 및 결과 송부, 사후관리 실시 * [금융감독원] 평가 적정성 점검, 계획서 징구, 점검 등

자료: 금융감독원, KB증권

현행 본PF 중심으로 브릿지론 사업장 평가지표 부재. 개선된 평가기준은 사업장 성격에 따라 브릿지론 및 본PF로 구별, 브릿지론에 대한 평가체계 강화. PF 사업진행 단계별 핵심 위험 요인을 반영해 구체화. 대규모 도시개발사업 등 사업의 특수성 있는 경우 예외평가 허용

표 4. 부동산PF 사업장 평가기준 개선 전/후 비교 (유의, 부실우려 등급)

현 행		개 선		
구분	평가기준 (예시)	구분		<평가예시> 다음 중 **2개 이상 해당 시 등급 부여**
악화우려	- 주택도시보증공사의 보증사고 - 중대한 권리 침해 발생으로 인한 진행 불가 - 계획 대비 2년 이상 장기 지연 - 비우량 시공사 지급보증, 채무인수 & 사업장이 양호 등급이 아닌 경우	**유의**	브릿지론	(토지매입) 최초 대출 만기 도래 & 토지매입 미완료 (인허가·본PF전환) ①최초 대출 만기 도래 후 상당한 기간 (예: 6개월) 경과 & 인허가 미완료 또는②인허가 완료 후 상당한 기간 (예: 12개월) 경과 & 본PF 미전환 (수익성) **수익구조** (총사업비, 시장 수급 상황 등) **상당히 악화** (기타) 시행사 **구조조정** (자율협약, 워크아웃, 회생절차) **중단**
			본PF	(공정) 계획 대비 **상당히 부진** (분양) ①계획 대비 상당히 부진 (예: 분양개시 이후 18개월 경과시 60% 미만) 또는 ②준공예정일 이후 상당한 기간 (예: 12개월) 경과 & 매도 등 미완료 (수익성) **수익구조** (총사업비, 시장 수급 상황 등) **상당히 악화** (기타) 시행사·시공사 **구조조정** (자율협약, 워크아웃, 회생절차) **중단**
			공통	(금융) 여신만기 3회 연장 / (연체유예) 연체이자 납부없이 만기연장 (경공매) 경공매 2회 유찰 / (연체) 연체 중
		부실우려	브릿지론	(토지매입) 최초 대출 만기 도래 후 장기간 (예: 6개월) 경과 & 토지매입 미완료 (인허가·본PF전환) ①최초 대출 만기 도래 후 장기간 (예: 12개월) 경과 & 인허가 미완료 또는②인허가 완료 후 장기간 (예: 18개월) 경과 & 본PF미전환 (수익성) **수익구조** (총사업비, 시장 수급 상황 등) **매우 악화**
			본PF	(공정) 계획 대비 매우 부진 (분양) ①계획 대비 매우 부진 (예: 분양개시 이후 18개월 경과시 50% 미만) 또는 ②준공예정일 이후 장기간 (예: 18개월) 경과 & 매도 등 미완료 (수익성) **수익구조** (총사업비, 시장 수급 상황 등) **매우 악화**
			공통	(금융) 여신만기 4회 이상 연장 / (연체유예) 연체이자 납부없이 만기연장 (경공매) 경공매 3회 이상 유찰 / (연체) 연체 중

자료: 금융감독원, KB증권

발행시장

발행시장 전반의 규모와 강도를 계산. 최근 4 주 평균 발행규모가 12 주 평균 발행규모를 하회하면 '발행량 축소', 상회하면 '발행량 확대'로 분류. 순발행 규모는 최근 4 주 순발행 규모가 양수이면 '순발행', 음수이면 '순상환'으로 표기

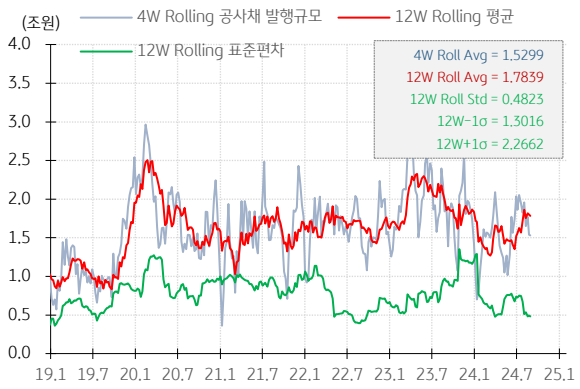
섹터별 발행 규모의 강도를 살피기 위해 최근 12 주 평균, 표준편차를 활용. 최근 4 주 평균 발행규모의 Z 값이 1 보다 크면 순발행규모는 '유의미한 증가'로 분류. Z 값이 -1 보다 작으면 해당 순발행 규모는 '유의미한 감소'로 분류. -1 과 1 사이에 위치하는 경우 '유의성 낮음' 분류

표 5. 회사채 발행시장 요약

항목	발행규모 (최근 4주 평균)	발행규모 12주 평균	발행규모 12주 표준편차	순발행규모 (최근 4주 평균)	순발행 12주 평균	순발행 12주 표준편차
공사	1.5299	1.7839	0.4823	0.2125	0.2759	0.5170
	[1.3~2.27]	최근 4주 발행량 축소		[-0.24~0.79]	최근 4주 순발행	전주 순발행 유의성 낮음
은행	1.3700	1.2233	0.4914	0.3375	0.0183	0.6079
	[0.73~1.71]	최근 4주 발행량 확대		[-0.59~0.63]	최근 4주 순발행	전주 순발행 유의미한 증가
카드	0.6000	0.6067	0.3777	-0.0925	0.0042	0.3991
	[0.23~0.98]	최근 4주 발행량 축소		[-0.39~0.4]	최근 4주 순상환	전주 순발행 유의성 낮음
여전채AA	0.7400	0.8075	0.3087	0.0888	0.1192	0.2888
	[0.5~1.12]	최근 4주 발행량 축소		[-0.17~0.41]	최근 4주 순발행	전주 순발행 유의성 낮음
여전채A	0.2595	0.2323	0.1373	0.0213	-0.0089	0.2003
	[0.09~0.37]	최근 4주 발행량 확대		[-0.21~0.19]	최근 4주 순발행	전주 순발행 유의성 낮음
회사채AA	0.1950	0.5142	0.5237	-0.2075	-0.2711	0.4472
	[-0.01~1.04]	최근 4주 발행량 축소		[-0.72~0.18]	최근 4주 순상환	전주 순발행 유의미한 증가
회사채A	0.0250	0.2106	0.2443	-0.0918	-0.1157	0.2135
	[-0.03~0.45]	최근 4주 발행량 축소		[-0.33~0.1]	최근 4주 순상환	전주 순발행 유의성 낮음

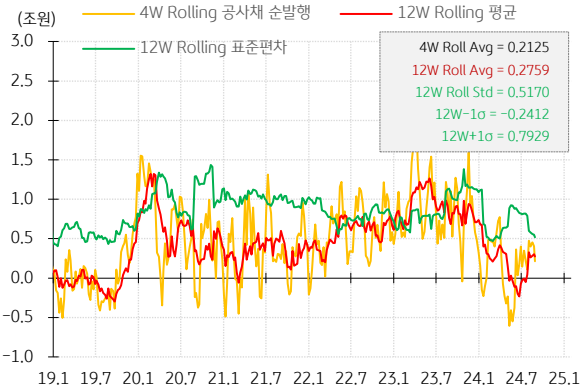
자료: 인포맥스, KB증권
주: 2024.8.28 기준, [ ] 안은 ±1σ 범위

그림 50. 최근 4주 공사채 평균 발행규모는 1.53조원



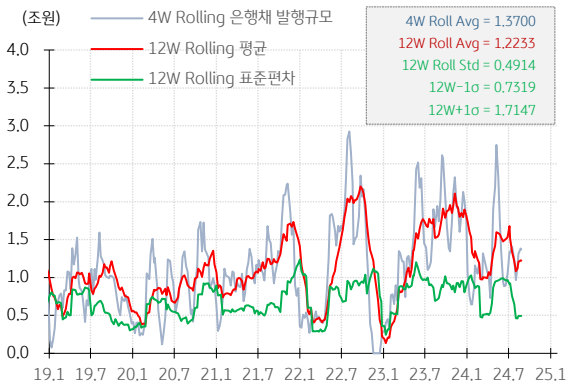
자료: 인포맥스, KB증권

그림 51. 공사채 순발행 2,125억원



자료: 인포맥스, KB증권

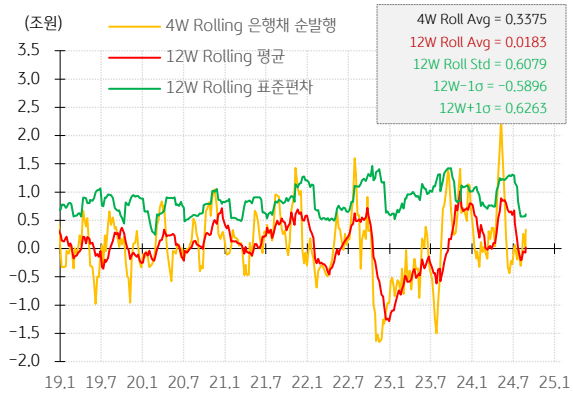
그림 52. 최근 4주 은행채 평균 발행규모는 약 1.37조원



자료: 인포맥스, KB증권

주: 지방은행, 특수은행 제외 (국민, 농협, SC, 신한, 우리, 하나, 씨티)

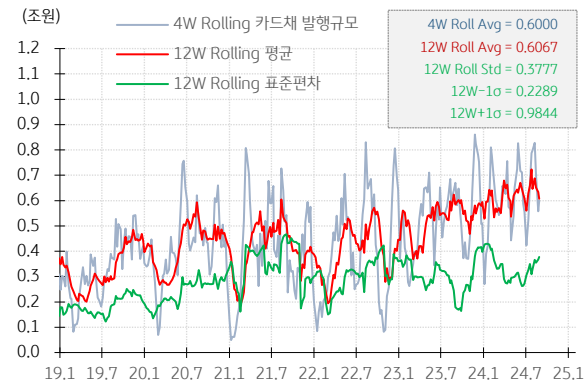
그림 53. 은행채 순발행 3,375억원



자료: 인포맥스, KB증권

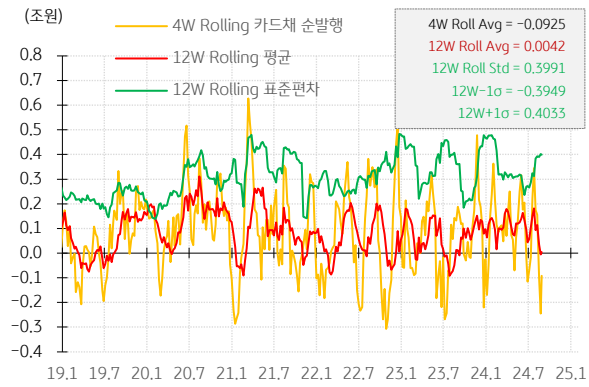
주: 지방은행, 특수은행 제외 (국민, 농협, SC, 신한, 우리, 하나, 씨티)

그림 54. 최근 4주 카드채 평균 발행규모는 6,000억원



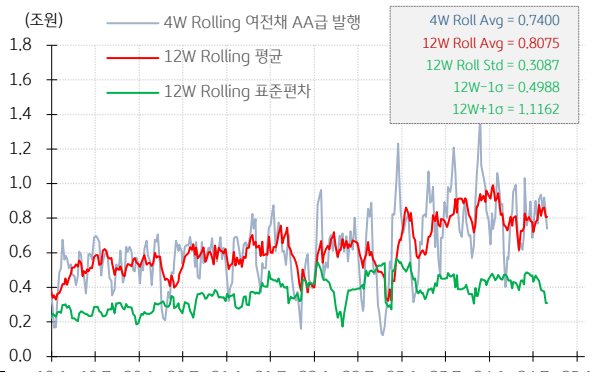
자료: 인포맥스, KB증권

그림 55. 카드채 순상환 925억원



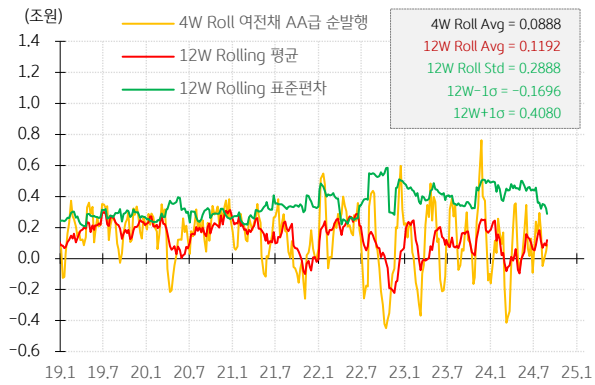
자료: 인포맥스, KB증권

그림 56. 최근 4주 여전채 AA급 평균 발행규모는 7,400억원



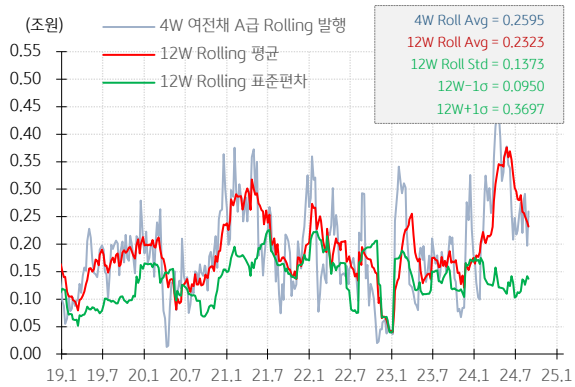
자료: 인포맥스, KB증권

그림 57. 여전채 AA급 순발행 888억원



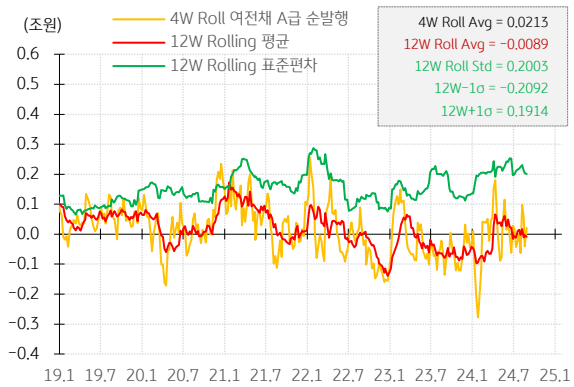
자료: 인포맥스, KB증권

그림 58. 최근 4주 여전채 A급 평균 발행규모는 2,595억원



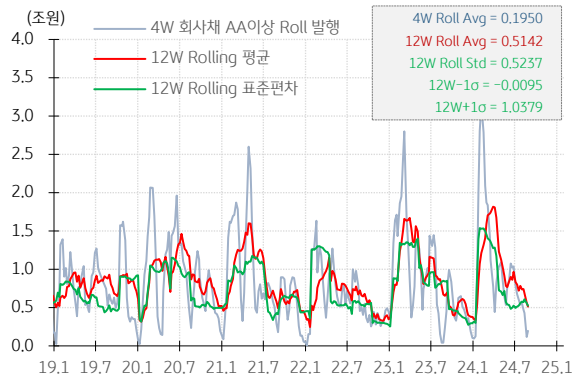
자료: 인포맥스, KB증권

그림 59. 여전채 A급 순발행 213억원



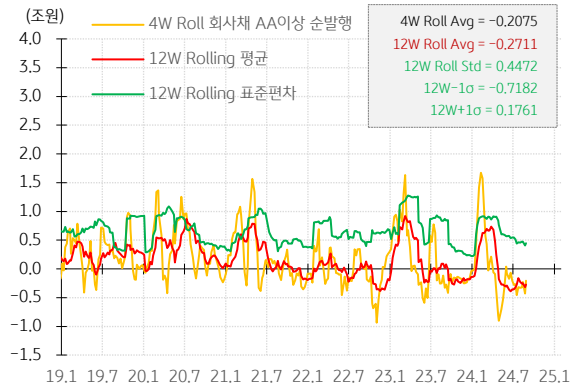
자료: 인포맥스, KB증권

그림 60. 회사채 AA급 이상 평균 발행규모는 1,950억원



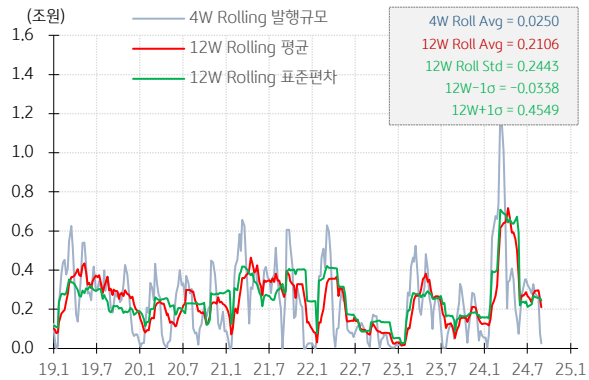
자료: 인포맥스, KB증권

그림 61. 회사채 AA급, 순상환 2,075억원



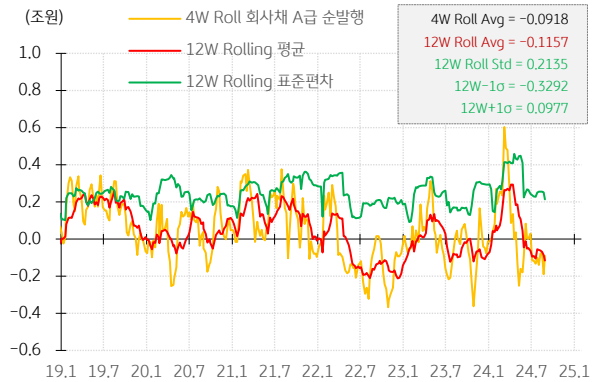
자료: 인포맥스, KB증권

그림 62. 회사채 A급 이하 평균 발행규모는 250억원



자료: 인포맥스, KB증권

그림 63. 회사채 A급 이하 순상환 918억원



자료: 인포맥스, KB증권

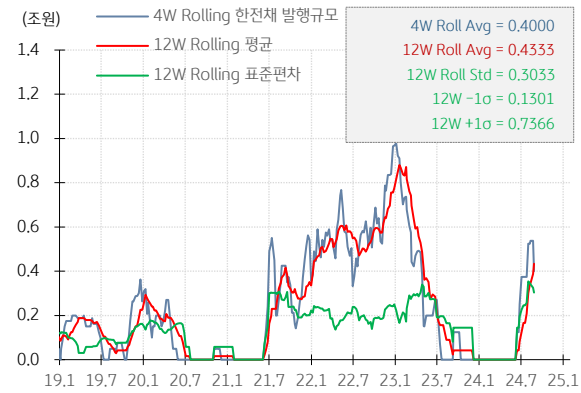
주요 공사채 발행 규모와 강도를 계산. 최근 4 주 평균 발행규모가 12 주 평균 발행규모를 하회하면 '발행량 축소', 상회하면 '발행량 확대'로 분류. 순발행 규모는 최근 4 주 순발행 규모가 양수이면 '순발행', 음수이면 '순상환'으로 표기

표 6. 주요 공사채 발행 요약

항목	발행규모 (최근 4주 평균)	발행규모 12주 평균	발행규모 12주 표준편차	순발행규모 (최근 4주 평균)	순발행 12주 평균	순발행 12주 표준편차
한국전력공사	0.4000	0.4333	0.3033	0.1425	0.1267	0.3470
	[0.13~0.74]	발행량 축소		[-0.22~0.47]	최근 4주 순발행	유의성 낮음
한국토지주택공사	0.1279	0.1751	0.1070	0.0687	0.0825	0.1394
	[0.07~0.28]	발행량 축소		[-0.06~0.22]	최근 4주 순발행	유의성 낮음
한국도로공사	0.0950	0.0533	0.0715	0.0550	0.0058	0.0836
	[-0.02~0.12]	발행량 확대		[-0.08~0.09]	최근 4주 순발행	유의미한 증가
한국가스공사	0.0375	0.0625	0.0932	0.0125	0.0208	0.1137
	[-0.03~0.16]	발행량 축소		[-0.09~0.13]	최근 4주 순발행	유의성 낮음
중소기업진흥공단	0.0000	0.0783	0.1084	-0.0150	0.0433	0.0952
	[-0.03~0.19]	발행량 축소		[-0.05~0.14]	최근 4주 순상환	유의성 낮음

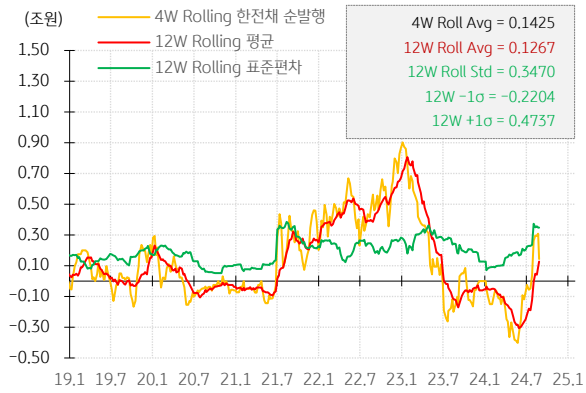
자료: 인포맥스, KB증권
주1: [ ] 안은 ±1σ 범위
주2: 최근 12주 표본 기준, 지난주 순발행이 1보다 클 경우 '유의미한 증가', -1보다 작을 경우 '유의미한 감소', 그 외 '유의성 낮음'으로 표기

그림 64. 최근 4주 한국전력공사 평균 발행규모는 4,000억원



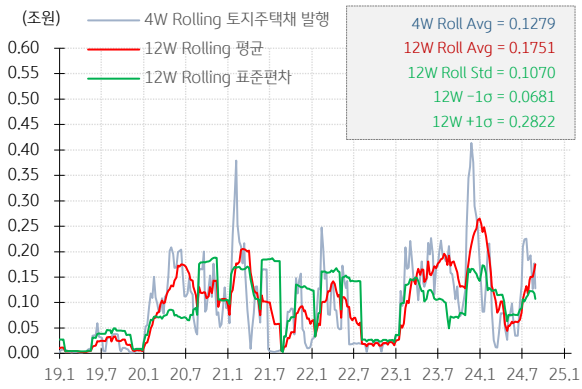
자료: 인포맥스, KB증권

그림 65. 한국전력공사 순발행 1,425억원



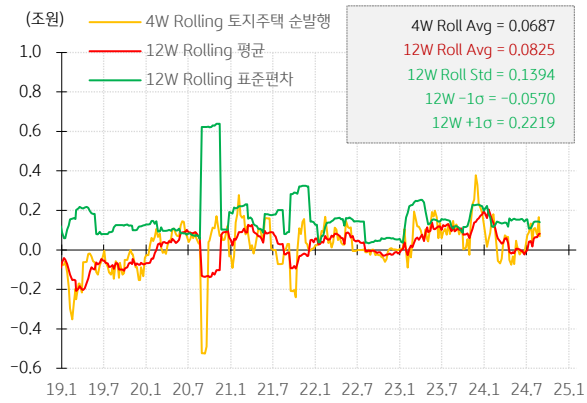
자료: 인포맥스, KB증권

그림 66. 최근 4주 한국토지주택공사 평균 발행규모는 1,279억원



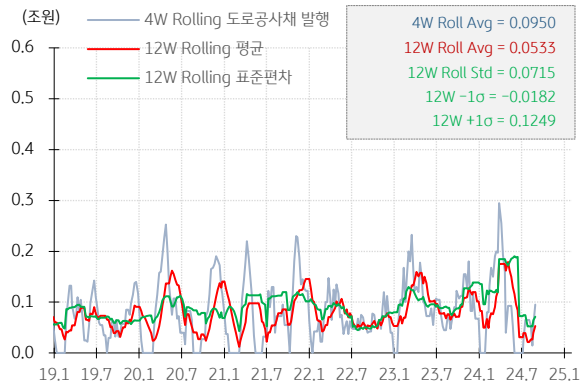
자료: 인포맥스, KB증권

그림 67. 한국토지주택공사 평균 순발행 687억원



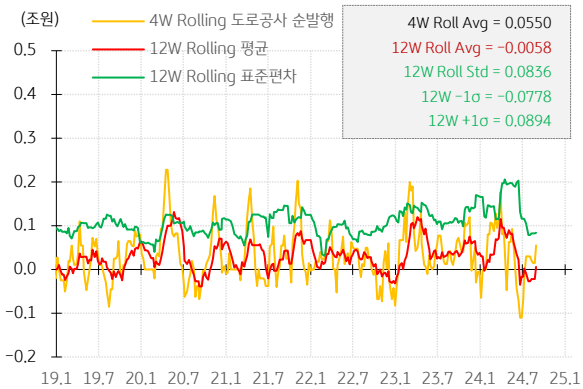
자료: 인포맥스, KB증권

그림 68. 최근 4주 한국도로공사 평균 발행규모는 550억원



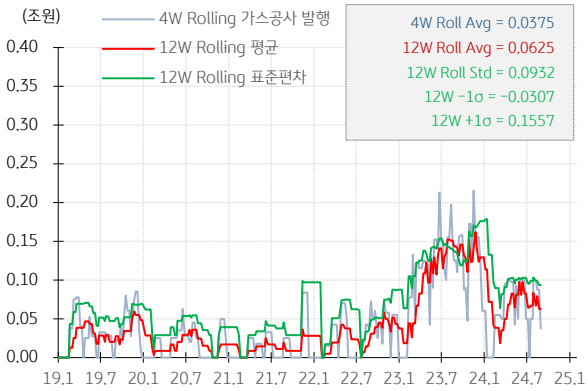
자료: 인포맥스, KB증권

그림 69. 한국도로공사 평균 순발행 550억원



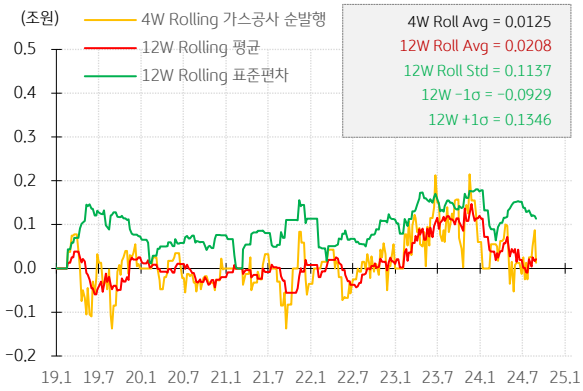
자료: 인포맥스, KB증권

그림 70. 최근 4주 한국가스공사 평균 발행규모는 375억원



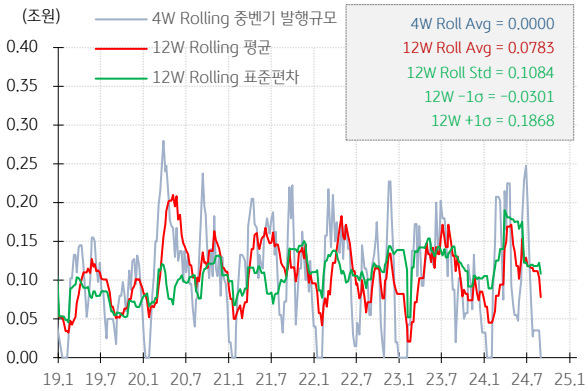
자료: 인포맥스, KB증권

그림 71. 한국가스공사 평균 순발행 125억원



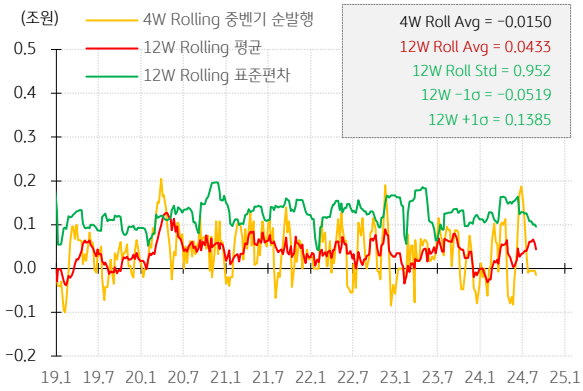
자료: 인포맥스, KB증권

그림 72. 최근 4주 중소기업진흥공단 발행 없음



자료: 인포맥스, KB증권

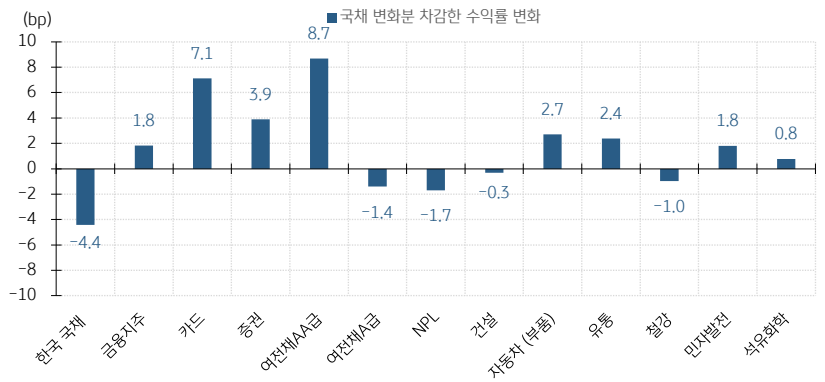
그림 73. 중소기업진흥공단 평균 순상환 150억원



자료: 인포맥스, KB증권

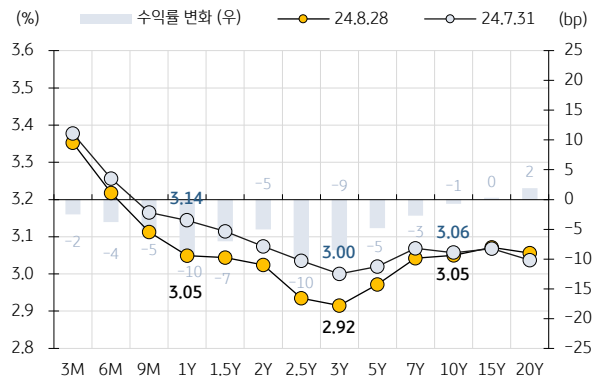
Credit Yield Curve

그림 74. 국채 수익률 변화분을 차감한 회사채 섹터별 수익률 변화



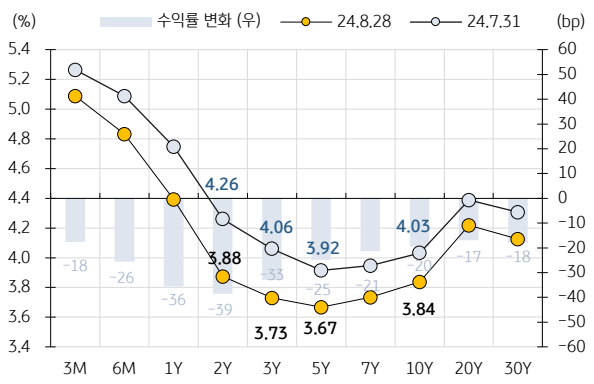
자료: 인포맥스, KB증권
주: 2024.7.31 ~ 2024.8.28 기준 이하 상동

그림 75. 한국 국채 수익률 변화는 평균 -4.42bp



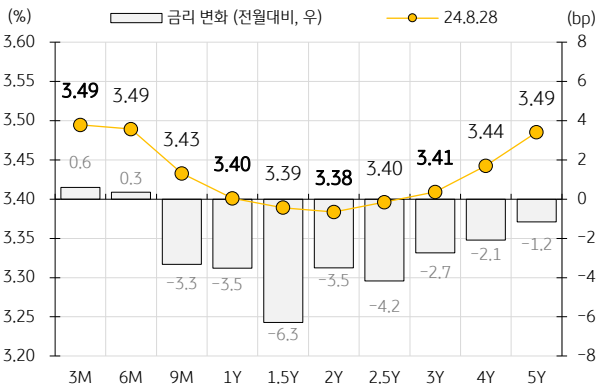
자료: 인포맥스, KB증권

그림 76. 미국 국채 수익률 변화는 평균 -25.1bp



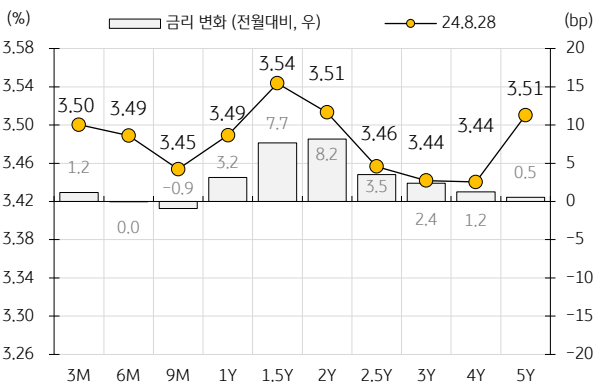
자료: 인포맥스, KB증권

그림 77. 금융지주 섹터 수익률 변화는 평균 -2.58bp



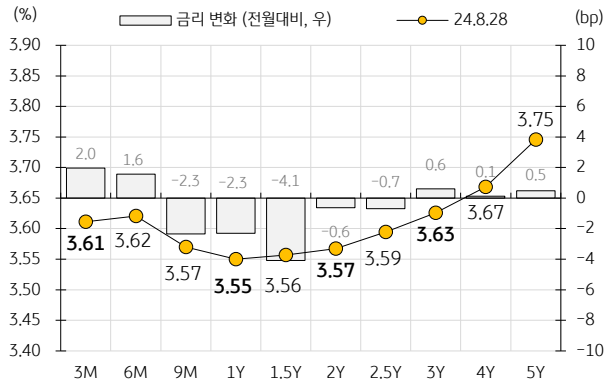
자료: 인포맥스, KB증권

그림 78. 카드 섹터 수익률 변화는 평균 +2.69bp



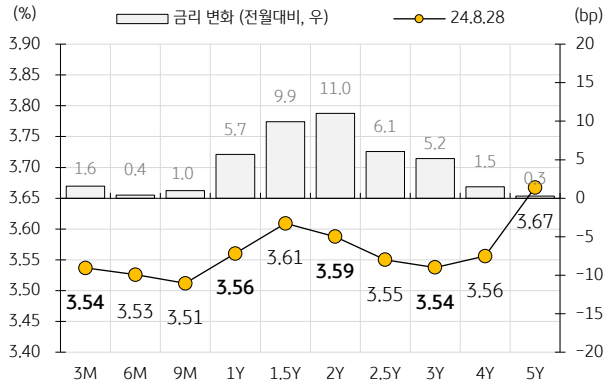
자료: 인포맥스, KB증권

그림 79. 증권 섹터 수익률 변화는 평균 -0.53bp



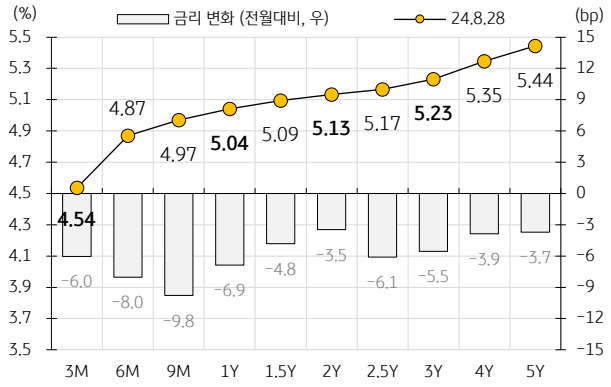
자료: 인포맥스, KB증권

그림 80. 여전채AA급 섹터 수익률 변화는 평균 +4.26bp



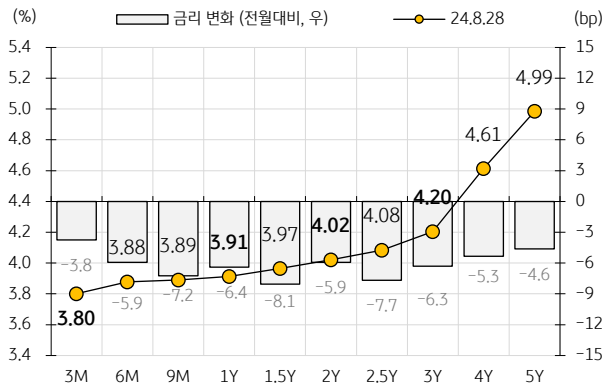
자료: 인포맥스, KB증권

그림 81. 여전채A급 섹터 수익률 변화는 평균 -5.82bp



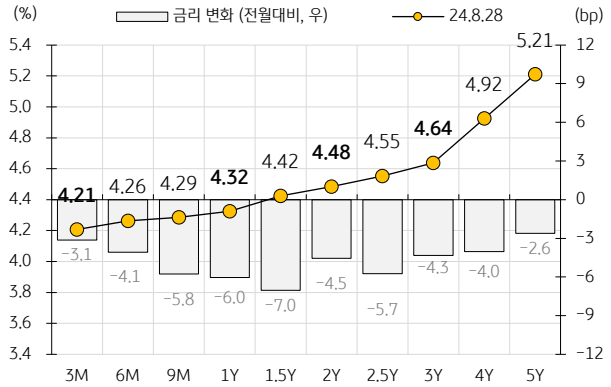
자료: 인포맥스, KB증권

그림 82. NPL 섹터 수익률 변화는 평균 -6.13bp



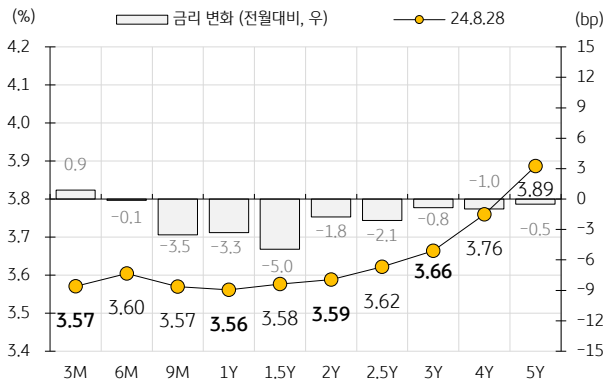
자료: 인포맥스, KB증권

그림 83. 건설 섹터 수익률 변화는 평균 -4.73bp



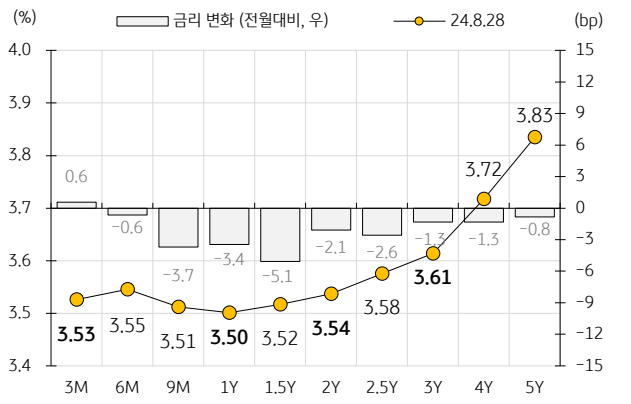
자료: 인포맥스, KB증권

그림 84. 자동차 (부품) 섹터 수익률 변화는 평균 -1.72bp



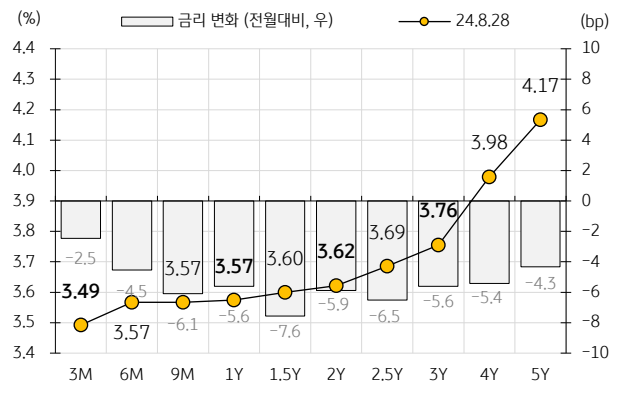
자료: 인포맥스, KB증권

그림 85. 유통 섹터 수익률 변화는 평균 -2.04bp



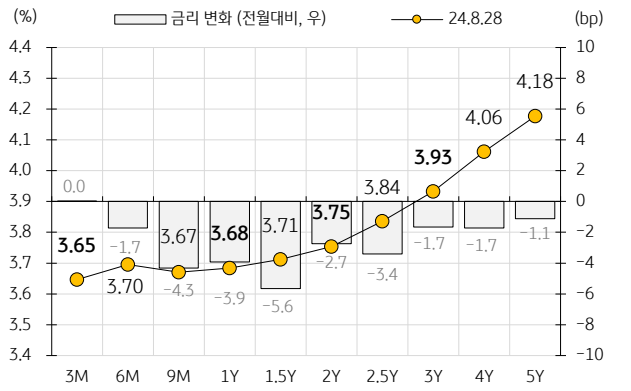
자료: 인포맥스, KB증권

그림 86. 철강 섹터 수익률 변화는 평균 -5.40bp



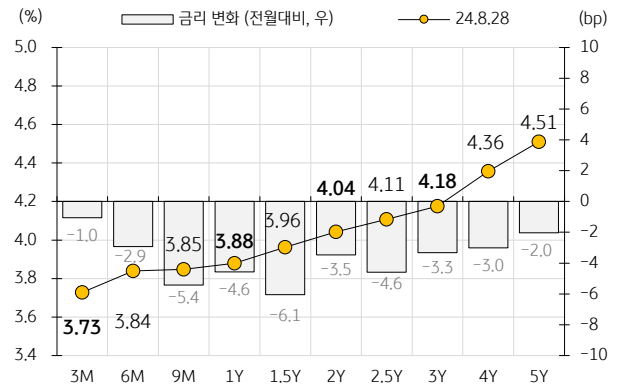
자료: 인포맥스, KB증권

그림 87. 민자발전 섹터 수익률 변화는 평균 -2.62bp



자료: 인포맥스, KB증권

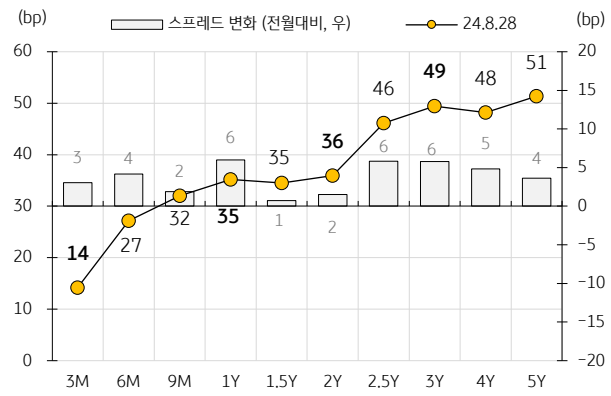
그림 88. 석유화학 섹터 수익률 변화는 평균 -3.64bp



자료: 인포맥스, KB증권

Credit Spread Curve

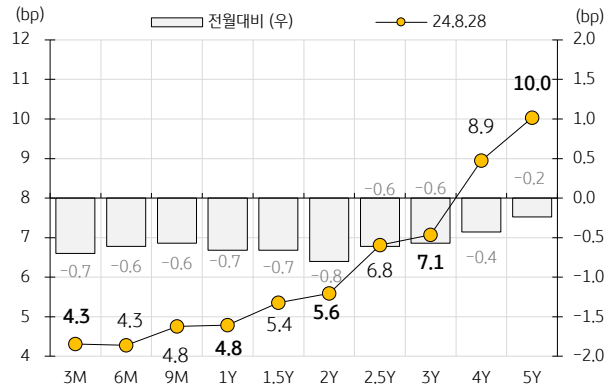
그림 89. 금융지주 국고 SP 변화, 평균 +3.7bp



자료: 인포맥스, KB증권

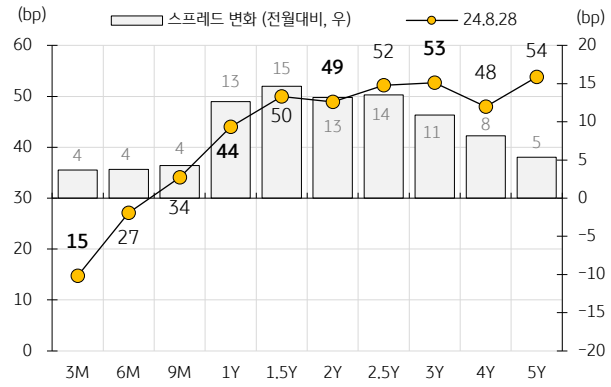
주: 24.7.31 ~ 24.8.28 국고 대비 스프레드 변화 (이하 상동)

그림 90. 금융지주 자기등급 SP 변화, 평균 -0.6bp



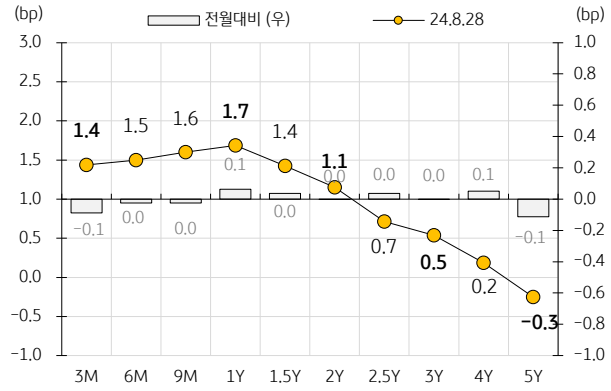
자료: 인포맥스, KB증권

그림 91. 카드 국고 SP 변화, 평균 +5.8bp



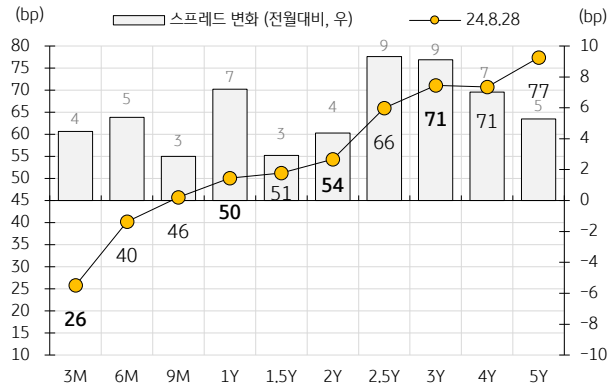
자료: 인포맥스, KB증권

그림 92. 카드 자기등급 SP 변화, 평균 -0.01bp



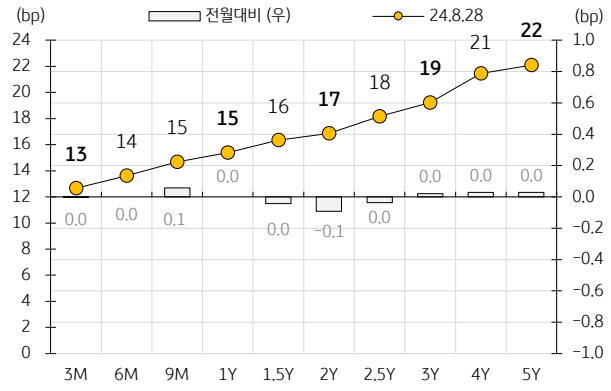
자료: 인포맥스, KB증권

그림 93. 증권 국고 SP 변화, 평균 +5.8bp



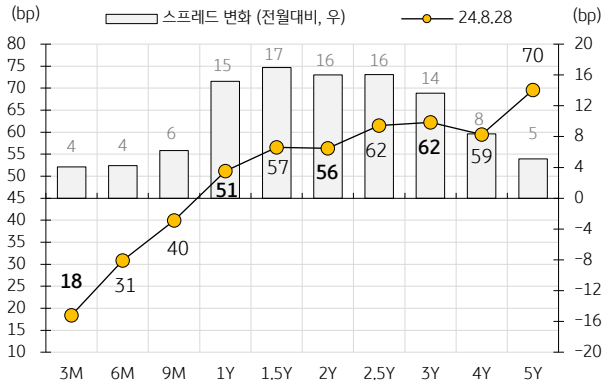
자료: 인포맥스, KB증권

그림 94. 증권 자기등급 SP 변화, 평균 +0.0bp



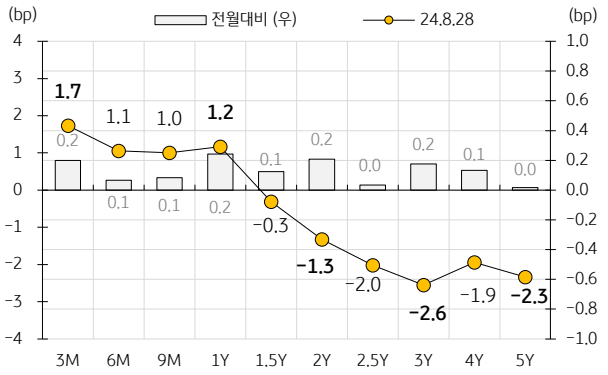
자료: 인포맥스, KB증권

그림 95. 캐피탈 AA급 국고 SP 변화, 평균 +10.6bp



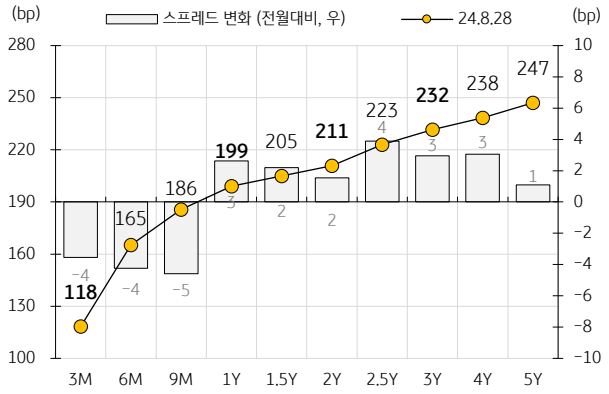
자료: 인포맥스, KB증권

그림 96. 캐피탈 AA급 자기등급 SP 변화, 평균 +0.1bp



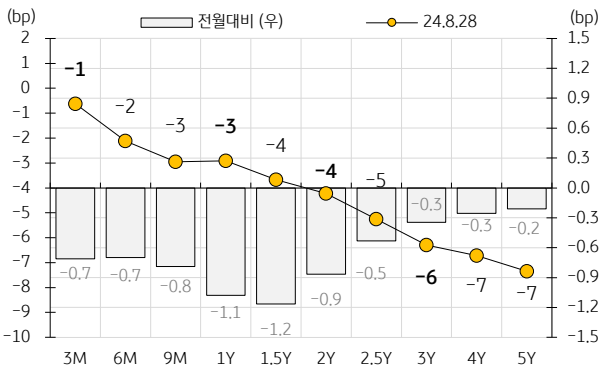
자료: 인포맥스, KB증권

그림 97. 캐피탈 A급 국고 SP 변화, 평균 +0.5bp



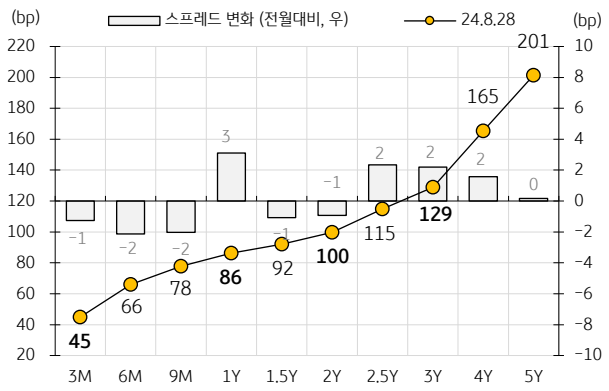
자료: 인포맥스, KB증권

그림 98. 캐피탈 A급 자기등급 SP 변화, 평균 -0.7bp



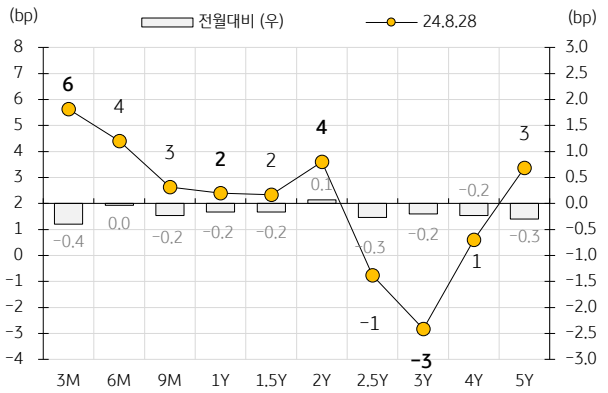
자료: 인포맥스, KB증권

그림 99. NPL 국고 SP 변화, 평균 +0.2bp



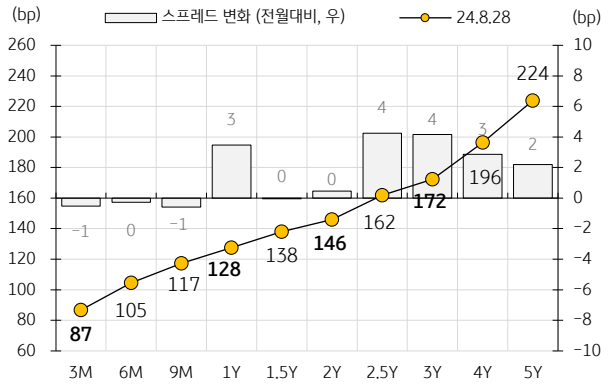
자료: 인포맥스, KB증권

그림 100. NPL 자기등급 SP 변화, 평균 -0.2bp



자료: 인포맥스, KB증권

그림 101. 건설 국고 SP 변화, 평균 +1.6bp

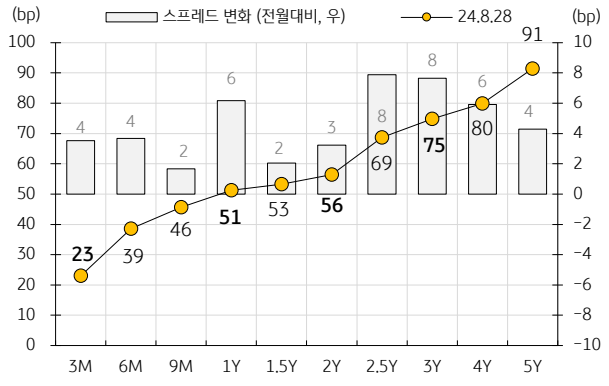


자료: 인포맥스, KB증권

그림 102. 건설 자기등급 SP 변화, 평균 +0.2bp

자료: 인포맥스, KB증권

그림 103. 자동차 (부품) 국고 SP 변화, 평균 +4.6bp

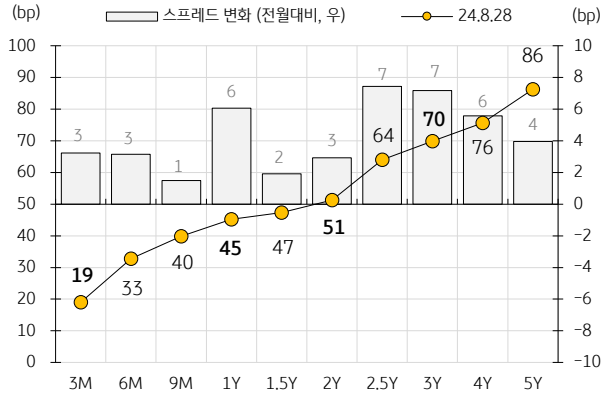


자료: 인포맥스, KB증권

그림 104. 자동차 (부품) 자기등급 SP 변화, 평균 +0.01bp

자료: 인포맥스, KB증권

그림 105. 유통 국고 SP 변화, 평균 +4.3bp

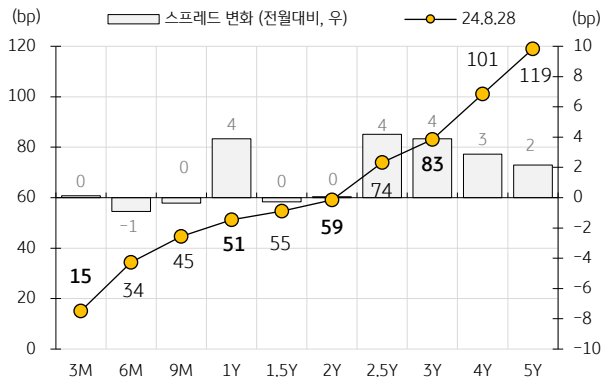


자료: 인포맥스, KB증권

그림 106. 유통 자기등급 SP 변화, 평균 +0.01bp

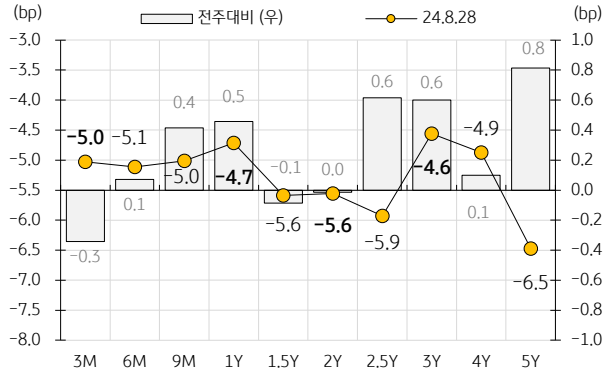
자료: 인포맥스, KB증권

그림 107. 철강 국고 SP 변화, 평균 +1.6bp



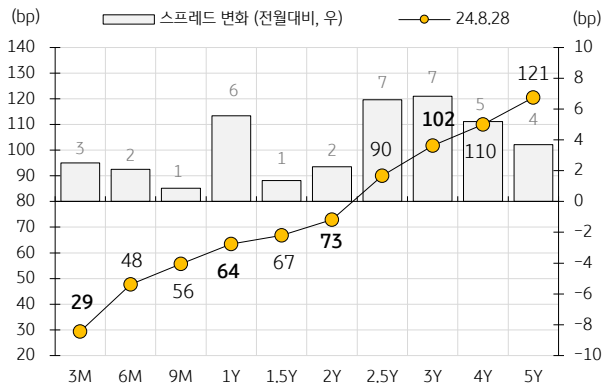
자료: 인포맥스, KB증권

그림 108. 철강 자기등급 SP 변화, 평균 +0.3bp



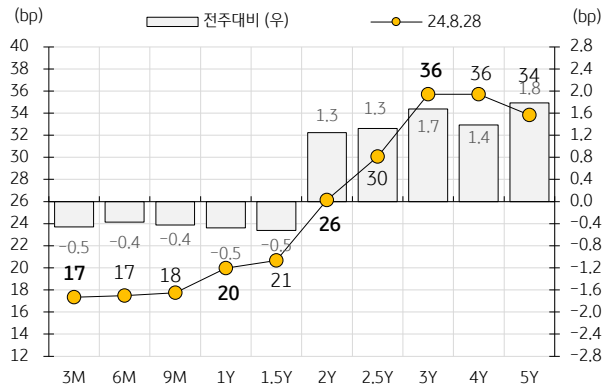
자료: 인포맥스, KB증권

그림 109. 민자발전 국고 SP 변화, 평균 +3.7bp



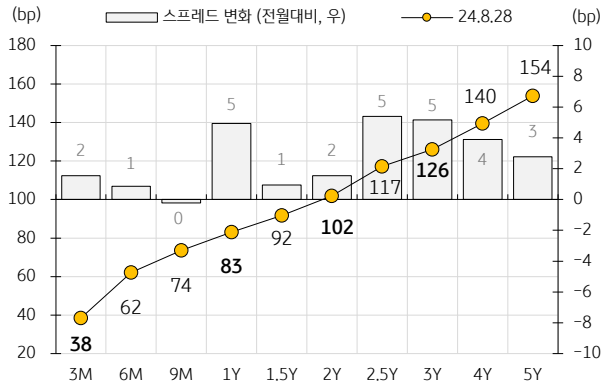
자료: 인포맥스, KB증권

그림 110. 민자발전 자기등급 SP 변화, 평균 +0.5bp



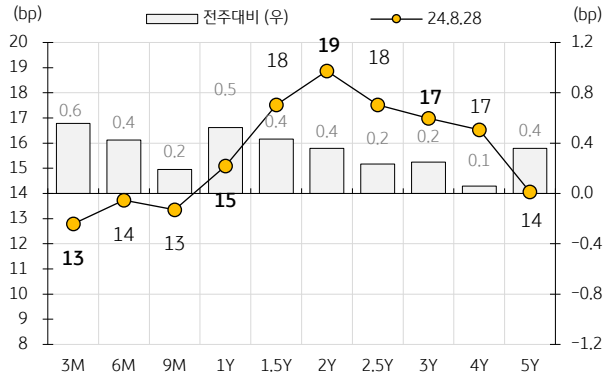
자료: 인포맥스, KB증권

그림 111. 석유화학 국고 SP 변화, 평균 +2.7bp



자료: 인포맥스, KB증권

그림 112. 석유화학 자기등급 SP 변화, 평균 +0.3bp



자료: 인포맥스, KB증권

섹터 유니버스 구성 종목

표 7. 섹터 유니버스 구성 종목

섹터	구성종목
특수은행	산업은행, 수출입은행, 기업은행, 수협은행, 농협은행
시중은행	신한은행, 국민은행, 우리은행, 하나은행, 씨티은행, SC 은행
금융지주	농협금융지주, 우리금융지주, 신한금융지주, 하나지주, KB 금융지주, DGB 금융지주, BNK 금융지주, 메리츠지주, 한국금융지주, JB 금융지주
카드	현대카드, 삼성카드, KB 카드, 신한카드, 비씨카드, 롯데카드, 하나카드, 우리카드
증권	NH 투자증권, KB 증권, 교보증권, 대신증권, 메리츠증권, 미래에셋증권, 삼성증권, 신한투자증권, 유안타증권, 키움증권, 하나증권, 한국투자증권, 한화투자증권, 현대차증권
캐피탈 AA 급	현대캐피탈, BNK 캐피탈, NH 농협캐피탈, 현대커머셜, 미래에셋캐피탈, IBK 캐피탈 JB 우리캐피탈, 우리금융캐피탈, 신한캐피탈, 산은캐피탈, 하나캐피탈, KB 캐피탈
캐피탈 A 급	아이엠캐피탈, 메리츠캐피탈, 롯데캐피탈, 키움캐피탈, 롯데오토리스, 엠캐피탈, 한국캐피탈, 한국투자캐피탈, 애큐온캐피탈
NPL	하나에프앤아이, 대신에프앤아이, 우리금융에프앤아이
건설	현대건설, GS 건설, 신세계건설, SK 에코플랜트, KCC 건설, DL 이앤씨, 포스코이앤씨, 롯데건설, HDC 현대산업개발, DL 건설
통신	SKT, KT, LG 유플러스
정유	S-Oil, HD 현대오일뱅크, GS 칼텍스, SK 이노베이션, SK 에너지
유통	이마트, 롯데하이마트, 코리아세븐, GS 리테일, 현대백화점, 신세계, 롯데쇼핑
자동차 (부품)	현대자동차, 기아, 현대모비스, 한온시스템, 현대위아, 현대트랜시스, HL 만도, 현대케피코, DN 오토모티브
음식료	롯데웰푸드, 롯데칠성음료, CJ 제일제당, 삼양사, 매일유업, 대상, 하이트진로, 대한제당, 풀무원식품, 동원 F&B, 해태제과식품, 사조산업
철강	포스코, 현대제철, 세아베스틸, 세아창원특수강, 세아제강, 세아홀딩스, 세아베스틸지주 현대비앤지스틸
민자발전	SK E&S, GS 파워, GS EPS, 파주에너지서비스, 한화에너지, 삼척블루파워, GS 이앤알, SGC 에너지
석유화학	LG 화학, 롯데케미칼, SK 지오센트릭, 여천 NCC, 금오석유화학, SK 어드밴스드, 효성화학, 국도화학, 한화토탈, 한화솔루션, SKC, 한솔케미칼

자료: 인포맥스, KB증권

주: 공모/무보증 회사채 금리 조회 가능한 기업 대상으로 정리

주요 경제 지표 발표 일정

9월 KB Bond Scheduler

채권 Analyst 임재균, CFA jk.lim@kbfg.com
해외채권 Analyst 박준우, CFA junoo.park@kbfg.com
크레딧 Analyst 정형주 hj.jeong@kbfg.com
연구원 이정욱, CFA junguk@kbfg.com

2 미국 휴장
- ★ **(1일) 한국 8월 무역지표**
- ★ 중국 8월 차이신 제조업 PMI
- ● 국고채 30년 입찰 2.4조원
- ● 통안채 91일 입찰 0.8조원

3
- ★ **한국 8월 CPI**
- ★ 미국 8월 ISM 제조업

4 미국 Beige Book, BOC 통화정책회의
- ★ 미국 7월 무역수지
- ★ 미국 7월 JOLTS
- ★ 유로존 7월 PPI
- ★ 중국 8월 차이신 서비스업 PMI
- ★ 호주 2Q GDP
- ● 통안채 2년 입찰 2.0조원

5
- ★ **한국 2Q GDP 확정치**
- ★ 미국 8월 ADP 고용
- ★ 미국 8월 ISM 서비스업
- ★ 유로존 7월 소매판매

6 Blackout (7~)
- ★ **한국 7월 경상수지**
- ★ 미국 8월 고용지표
- ★ 유로존 2Q GDP 확정치
- ★ (7일) 중국 8월 외환보유고
- ★ 독일 7월 산업생산
- ● 국고채 (물가) 교환 0.1조원

9
- ★ 중국 8월 M2, 총사회융자 (TSF)
- ★ 중국 8월 CPI, PPI
- ★ 일본 2Q GDP 확정치
- ● 국고채 3년 입찰 1.6조원
- ● 통안채 91년 입찰 0.8조원

10 금통위 의사록, 미국 대선 TV 토론
- ★ 미국 8월 NFIB 소기업 낙관지수
- ★ 중국 8월 무역지표
- ★ 독일 8월 CPI 확정치
- ● 국고채 2년 입찰 0.8조원
- ● 미 국채 3년 입찰

11
- ★ **한국 지준일**
- ★ **한국 8월 고용지표**
- ★ 미국 8월 CPI
- ● 통안채 1년 입찰 0.7조원
- ● 미 국채 10년 입찰

12 ECB 통화정책회의
- ★ 미국 8월 PPI
- ★ 일본 8월 PPI
- ● 미 국채 30년 입찰

13 한국 국채 선물 만기
- ★ **한국 8월 수출입물가지수**
- ★ 미국 9월 미시간소비자심리
- ★ 미국 8월 수출입물가지수
- ★ 유로존 7월 산업생산
- ★ (14일) 중국 8월 실물지표 (소매판매, 광공업생산 등)
- ● 국고채 50년 입찰 0.5조원

16 한국, 일본, 중국 휴장
- ★ 유로존 7월 무역수지

17 한국, 중국 휴장
- ★ 미국 8월 소매판매
- ★ 미국 9월 NAHB 주택시장지수
- ★ 미국 8월 산업생산
- ★ 독일 9월 ZEW 서베이지수
- ● 미 국채 20년 입찰

18 한국 휴장, FOMC, 브라질 통화정책회의
- ★ 미국 8월 주택착공, 건축허가
- ★ 유로존 8월 CPI
- ★ 영국 8월 CPI

19 BOE 통화정책회의, 미국 국채 선물 만기
- ★ 미국 8월 CB 경기선행지수
- ★ 미국 8월 기존주택매매
- ● 통안채 3년 입찰 1.0조원
- ● 미 국채 10년 (TIPS) 입찰

20 BOJ 통화정책회의
- ★ 유로존 9월 소비자기대지수
- ★ 일본 8월 CPI

23 일본 휴장
- ★ **한국 9월 수출입 20일**
- ★ 미국 9월 S&P PMI
- ★ 유로존 9월 HCOB PMI
- ● 국고채 10년 입찰 1.6조원
- ● 통안채 91년 입찰 0.8조원

24 RBA 통화정책회의
- ★ **한국 8월 PPI**
- ★ 미국 7월 FHFA 주택가격
- ★ 미국 7월 S&P CS 주택가격
- ★ 미국 9월 CB 소비자신뢰지수
- ★ 독일 9월 IFO 기업환경지수
- ● 국고채 (명목) 교환 0.4조원
- ● 미 국채 2년 입찰

25
- ★ **한국 9월 소비자심리지수**
- ★ 미국 8월 신규주택매매
- ★ 호주 8월 CPI
- ● 통안채 1,2,5년 모집 0.5~0.6조원
- ● 미 국채 2년 (FRN) 입찰
- ● 미 국채 5년 입찰

26
- ★ 미국 2Q GDP 확정치
- ★ 미국 8월 미결주택매매
- ★ 미국 8월 내구재 주문
- ★ 독일 10월 GfK 소비자기대지수
- ● 미 국채 7년 입찰

27 WGBI 반기 리뷰 (미정)
- ★ 미국 8월 PCE
- ★ 중국 8월 산업생산

30
- ★ **한국 8월 산업생산**
- ★ 중국 9월 국가통계국 PMI
- ★ 독일 9월 CPI
- ★ 영국 2Q GDP 확정치
- ● 국고채 5년 입찰 1.3조원
- ● 통안채 91년 입찰 0.8조원

★ **국내 경제지표** ★ 해외 경제지표 ● 국고채, 통안채 발행 및 만기
자료: Bloomberg, 인포맥스, 기획재정부, 한국은행, 각국 중앙은행, KB증권 / 주1: 해외지표는 현지시간 기준 / 주2: 상기 일정은 향후 변경될 수 있음

KB증권

자료: 인포맥스, Bloomberg, 기획재정부, 한국 통계청, 미 재무부, KB증권

주: 한국시간 기준/국채입찰 (입찰금액, 응찰률 최근치, 응찰률 이전치)/경제지표 (예상치, 실제치, 이전치)/국채 응찰률은 가중평균

투자자 고지 사항

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.