KB Bond In One 4월

조급한 마음보다는 기다림의 미학이 필요할 때

채권 Analyst 임재균, CFA
02-6114-2952 jk.lim@kbfg.com
Credit Analyst 정형주
02-6114-2985 hj.jeong@kbfg.com
연구원 이정욱, CFA
02-6114-2089 junguk@kbfg.com

채권분석

2024년 3월 29일

더 많은 리포트 보기

한국 국채: 여전히 남아있는 금리 상승 가능성. 천천히 비중을 확대해도 늦지 않는다

3월 FOMC에서 연준이 3회 인하를 유지하면서 6월 인하 가능성이 높아졌다. 시장의 기대처럼 6월 인하를 단행하기 위해서는 5월 FOMC에서 인하 시그널을 보내야 한다. 이를 고려하면 4월에 발표되는 고용과 물가 데이터가 중요하다. 고용이 부진할 경우 경기 둔화 우려가 높아지면서 물가와 상관없기 6월 인하 기대를 키울 것이다. 고용이 견고한 모습을 보이고 물가가 시장의 예상처럼 둔화돼도 6월 인하 기대가 높아지겠지만, 상당 부분 반영이 됐다. 오히려 고용과 물가 모두 견고해 6월 인하 기대가 축소될 가능성에 더 무게를 두고 대비를 해야 한다. 만약 고용과 물가에 상관없이 6월에 금리를 인하하게 된다면 보험성 금리인하가 될 것인데, 이 경우 연내 인하 횟수는 연준의 전망과 같은 3차례가 아닌 그보다 적을 가능성이 높아진다. 한은도 지난 2월 금통위에서 한 명의 금통위원이 인하 가능성을 열어 놓으면서 5월 소수의견 이후 7월 인하에 대한 기대가 높아졌다. 더욱이 4월 20일 2명의 금통위원의 임기가 만료되는 가운데, 새롭게 임명되는 금통위원들은 온건할 것이며 이 경우 금통위원의 절반인 3명이 온건한 성향을 갖게 될 수 있다는 기대도 존재한다. 다만, 지난 26일 "금리가 정상화되면 내수에 긍정적"이라는 서영경 위원의 발언을 보면 2월 금통위에서 금리인하 가능성을 열어놓은 위원은 서영경 위원일 가능성이 높다. 새롭게 임명되는 금통위원이 온건한 성향을 가져도 나머지 4명은 여전히 물가 안정 의지가 높다. 이를 고려하면 5월 소수 의견이 나와도 이는 소수의견에 그칠 것이다. 더욱이 한은도 현재 금리인하 기대에 대해 불편한 모습이다. 분기말임에도 불구하고 지속해서 레포를 매각하고 있기 때문이다. 레포 금리가 상승할 수 있는 점은 신규 레포 펀드 설정에 부담 요인이다.

월간 금리 동향 및 전망

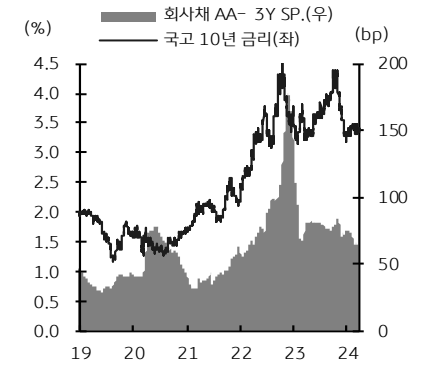
(%, bp)	3월 동향	종가	4월 전망
국고 3Y	3.25~3.39	3.30	3.27~3.47
국고 10Y	3.32~3.48	3.38	3.35~3.55
미국 10Y	4.07~4.32	4.20	4.15~4.35
회사채 AA- 3Y	59.7~65.4	59.7	56~62

자료: Bloomberg, 인포맥스, KB증권 전망
주: 3월 동향은 1-28일, 종가는 28일

국내 크레딧: 하나둘 퇴치한 불안 요인, 4월 신용 스프레드는 현재 수준에서 줄타기 이어갈 것

4월 크레딧 스프레드는 축소 압력이 높은 가운데 현재 레벨을 유지할 전망이다. 그러나 기준금리 인하 전까지 건설업, 석유화학, PF 비중이 높은 여전채 매수엔 주의해야 한다. 크레딧 이슈가 현재 진행형인 섹터는 비체계적 위험이 반영돼 시장 전반의 흐름과 다른 움직임을 보일 가능성이 높다. 예로 기업금융 중심으로 영업 포트폴리오를 구성한 여전사는 부동산PF 사업장 정리로 (회사채 시장 전반에는 긍정적) 수익성 기반이 악화될 가능성이 높다. 이때 PF 사업장 정리 일정에 맞춰 동사의 펀더멘털도 악화되고 스프레드도 점진적으로 확대될 전망이다. 장단기 금리차와 크레딧 스프레드 간의 관계를 살펴보면 국내 장단기 금리차는 우량물에 정 (+)의 방향으로 작용 중이고 (장단기 역전폭 확대, 스프레드 축소), 하위등급에는 음 (-)의 방향으로 작용 중이다 (역전폭 확대, 스프레드 확대). 경기에 대한 우려가 커질수록 우량물 수요도 높아질 것이고, 피벗 시점의 지연은 주식 할인율 상승 (주가하락)으로 이어지며 채권형 펀드 자금 유입을 강화한다. 이 국면이 반복될 때마다 채권시장에선 RP매도 증가, 정책자금 집행 등 추가 유동성 (수급) 개선이 뒤따를 가능성이 높고 우량물 스프레드 축소 압력도 더 강해질 전망이다. 부동산PF 등으로 유통시장에선 불안감이 높았던 와중 발행시장 강세는 스프레드 축소에 크게 기여했다. 우호적인 발행시장의 이면에 있는 것은 차환에 실패해야 하는 부실기업들이 차환에 성공하는 것이다. 신용등급 평가가 적절하게 진행된다면, 디폴트 트랩의 시발점이 될 가능성이 높은 것은 BBB 등급 회사채다. 비우량물 조달 성공 시점을 센티멘트 고점으로 두고 대응할 수도 있지만, 조달에 성공한 기업의 신용등급 하락은 부실기업 유입에 대해 더 확실한 신호가 된다. BBB 등급 회사채가 유니버스에 포함되지 않아도 센티멘트 점검 측면에서 모니터링이 필요하다.

국고 10Y, 회사채 AA- 3Y 스프레드 추이



자료: 인포맥스, KB증권

Contents

I. 한국 국채: 여전히 남아있는 금리 상승 가능성. 천천히 비중을 확대해도 늦지 않는다 3

II. 한국 크레딧: 하나둘 퇴치한 불안 요인, 4 월 신용 스프레드는 현재 수준에서 줄타기 이어갈 것 8

III. 주요 차트 및 중앙은행 인사 발언 47

한국 국채

채권 Analyst 임재균, CFA 02-6114-2952 jk.lim@kbfg.com

여전히 남아있는 금리 상승 가능성. 천천히 비중 확대

여전히 남아있는 금리 상승 가능성

KB증권은 3월 월간 전망에서 금리가 상승할 가능성은 여전하다고 판단하며, 이를 비중 확대의 기회로 활용해야 한다고 언급했다 (2/29). 3월 FOMC에서 연준이 3회 인하를 유지하면서 6월 인하 가능성이 높아진 가운데, 4월에 확인하는 물가와 고용 데이터에 따라 6월 인하 가능성은 높아질 것이다. 다만, 이 경우는 상당 부분 반영이 됐다고 판단하며, 오히려 인하가 지연되면서 금리가 상승할 위험은 여전하다고 판단한다. 만약 연준이 시장의 기대처럼 6월에 인하를 단행할 경우 연내 인하 횟수는 3회가 아니라 더 축소될 것이다. 장기적 관점에서 채권 비중을 확대해야 하지만, 현재 금리인하를 반영하면서 상당 부분 내려온 만큼 무리하게 비중을 확대할 필요는 없다고 판단한다.

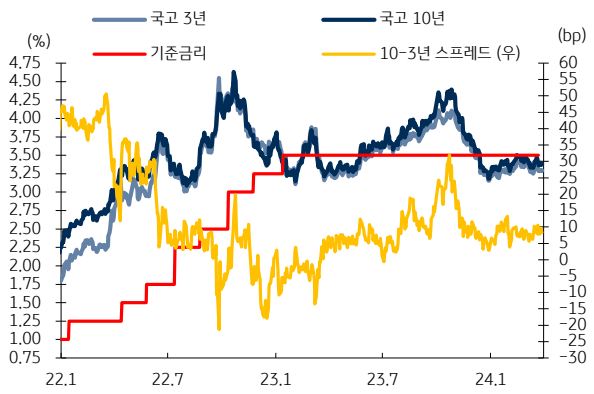
연준이 연내 3차례 인하를 유지하면서 시장은 6월 인하 가능성을 바라보고 있음

3월 FOMC에서 발표된 점도표에서 지난 12월과 마찬가지로 연내 3차례 인하 전망을 유지했다. 3월 들어 발표된 고용 및 물가 지표가 견고한 모습을 보이면서 연준의 인하가 3차례에서 2차례로 축소될 수 있다는 우려를 했던 시장은 연준이 인하 횟수를 유지한 점에 안도했다. 더욱이 연준은 올해 경제 성장률을 기존 1.4%에서 2.1%로 상향하고 실업률도 기존 4.1%에서 4.0%로 하향 조정했지만, 파월이 기자회견에서 견고한 경제 전망치와 달리 완화적인 스탠스를 보여준 점도 시장의 안도감을 높이는 요인이었다. 시장은 견고한 경제 지표로 인하 기대가 축소되면서 6월 인하 가능성을 낮추고 있었지만, 3월 FOMC 이후 시장은 재차 6월 인하 가능성을 높이고 있다.

그림 1. 미국 기준금리 및 국채 금리 추이

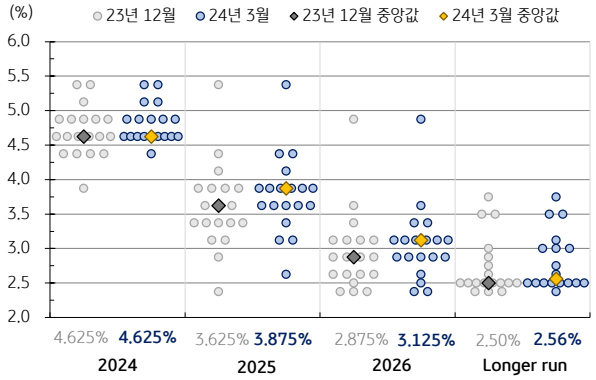
자료: Bloomberg, KB증권

그림 2. 한국 기준금리 및 국채 금리 추이



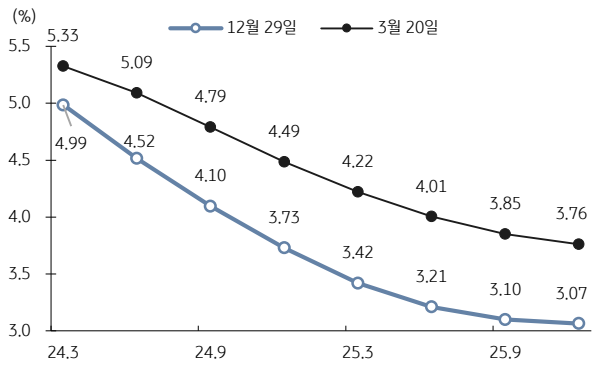
자료: 인포맥스, KB증권

그림 3. 점도표



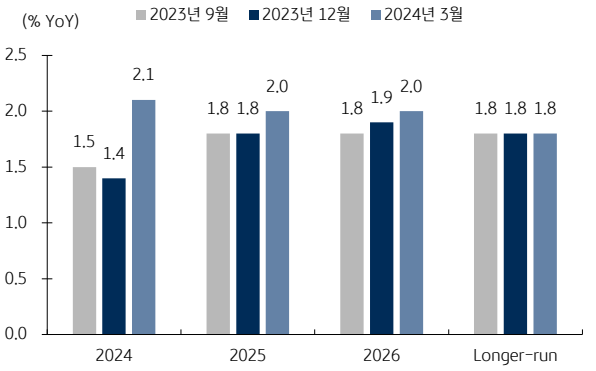
자료: FRB, KB증권

그림 4. SOFR 시장에 반영된 기준금리 경로



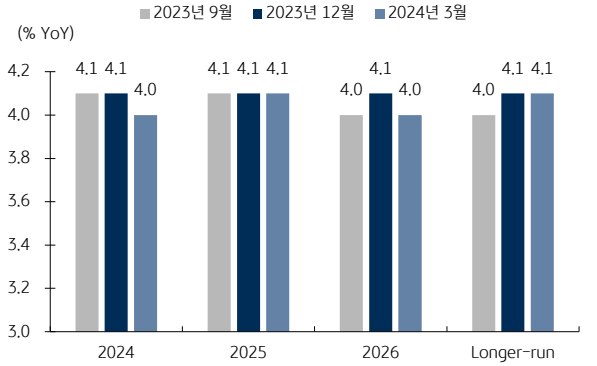
자료: Bloomberg, KB증권

그림 5. 연준의 경제 성장률 전망치



자료: FRB, KB증권

그림 6. 연준의 실업률 전망치



자료: FRB, KB증권

6월에 금리를 인하하기 위해서는 5월 인하 시그널이 필요

파월은 인하 시기에 대해 명시적으로 밝히지 않았지만, 데이터를 강조한 만큼 향후 물가와 고용 지표에 따라 연준은 금리인하 시기를 결정할 것이다. 다만, 현재 시장이 반영하고 있는 것과 같이 6월에 금리를 인하하기 위해서는 적어도 5월 FOMC에서 연준은 차기 회의에서 인하를 단행할 것이라는 강한 시그널을 보낼 것이다. 지난 2019년 7월 연준은 미-중 무역 분쟁으로 보험성 인하를 단행하기 전 2019년 6월 FOMC 성명서에서 '향후 기준금리를 조정할 때 인내심을 갖겠다'는 문구를 삭제하면서 인하 시그널을 보낸 사례가 존재한다

6월 FOMC 전까지 3차례씩의 고용과 물가 데이터가 발표되지만, 5월 FOMC 전까지 발표되는 고용과 물가 데이터가 중요

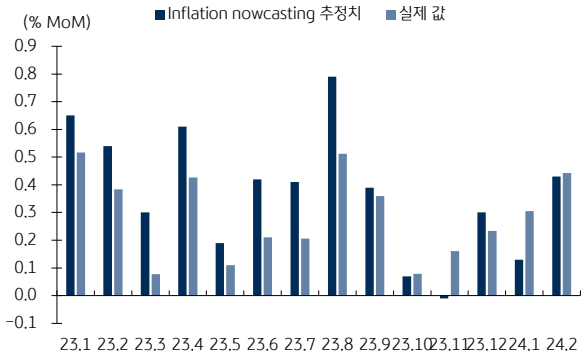
연준이 지난 2019년과 달리 인하 시그널 없이 인하를 단행할 가능성도 배제할 수 없지만, 2020년 3월과 같이 긴급 상황으로 갑자기 금리를 인하하는게 아니라면 그럴 가능성은 높지 않다. 6월 FOMC까지 3차례의 비농업부문 고용자수 (4/5, 5/3, 6/7)와 소비자물가 (4/10, 5/15, 6/12)가 발표되지만 5월에 시그널을 보낸다는 점을 고려하면 5월 FOMC (5/1)전에 발표될 고용과 물가 지표에 따라 6월 금리인하 여부가 결정될 것이다.

지표가 6월 인하를 지지해도 이미 선반영된 상황

5월에 금리인하 시그널을 보내는 경우는 고용이 부진할 때이다. 3월 고용 지표가 부진할 경우 시장은 경기에 대한 우려를 높이면서 물가와 상관없이 6월 인하 가능성을 높일 수 있다. 현재 미국의 물가 둔화가 더딘 이유로 언급되고 있는 것은 견고한 경기 펀더멘털인데 경기에 대한 우려가 높아질 수 있기 때문이다.

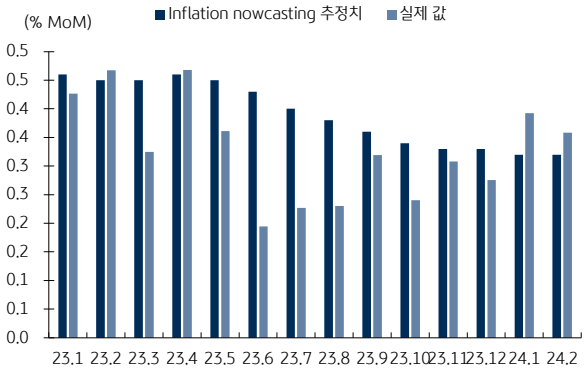
또한, 파월은 3월 FOMC에서 실업률이 상승하지 않더라도 물가가 둔화되면 금리를 인하할 수 있다고 언급한 만큼 고용이 견고해도 3월 미국의 소비자물가가 시장의 예상대로 둔화되거나 혹은 더 둔화될 경우 6월 인하 가능성을 높일 것이다. 3월 미국의 소비자물가의 시장 예상치는 헤드라인이 전월대비 0.2%, 핵심 소비자물가는 0.3% 상승, 클리브랜드 연은에서 추정하는 Inflation nowcasting에서도 헤드라인은 0.34%, 핵심은 0.31%를 예상하면서 지난 2월 (헤드라인 0.44%, 핵심 0.36%)보다 둔화될 것으로 예상하고 있다.

그림 7. 소비자물가 실제값과 Inflation nowcasting 추정치



자료: Bloomberg, KB증권

그림 8. 핵심 소비자물가 실제값과 Inflation nowcasting 추정치



자료: Bloomberg, KB증권

다만, 연방기금금리 선물시장에 반영된 확률에서 보듯이 시장은 이미 6월 인하 가능성을 반영하고 있는 만큼 시장의 반응은 크지 않을 것이다.

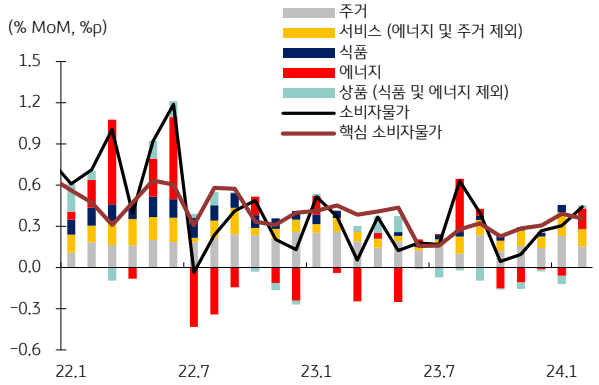
오히려 6월 인하 가능성이 축소될 가능성을 더 고려해야 하는 상황

오히려 물가 둔화세가 더딘 모습을 보이면서 6월 인하 가능성이 축소될 가능성을 더 고려해야 한다. 3월 FOMC에서 파월은 1월 FOMC 이후 물가 둔화에 대한 추가적인 자신감을 갖지 못했다고 언급했는데, 물가가 둔화되지 않는다면 연준이 언급한 자신감을 갖기에는 부족하기 때문이다. 시장은 6월 인하 가능성을 높게 바라보고 있는 만큼 6월 인하 가능성이 축소되면서 금리가 상승하는 시나리오를 대비해야 한다.

만약 6월에 인하를 단행하게 된다면 보험성 인하. 연내 인하 횟수는 3회보다 감소될 수밖에 없는 상황

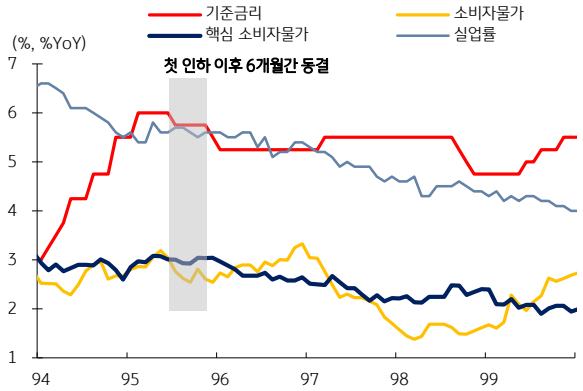
물가 둔화 경로와 상관없이 연준이 6월에 인하를 단행하게 될 경우 연준의 연내 인하 횟수는 연준의 전망과 같이 3차례가 아닌 2차례로 축소될 가능성이 높다. 미국의 경제는 여전히 견고한 상황에서 연준이 6월에 인하를 단행하면 보험성 인하일 가능성이 높기 때문이다. 월러 이사는 인하 횟수를 줄이거나 인하 시기를 늦추는 게 적절하다고 언급한 점에서 보듯이 연준은 3월 FOMC에서 3차례 인하 전망이 유지된 점에 안도했지만, 여전히 상향 조정될 위험은 높다. 금리인상에도 불구하고 연착륙을 이끌어냈던 1990년대에도 연준은 1995년 7월 기준금리를 6.00%에서 5.75%로 인하를 했지만, 6개월간 동결 기조를 보여줬다.

그림 9. 미국의 소비자물가 추이 및 기여도



자료: Bloomberg, KB증권

그림 10. 1995년 연준은 금리인하 이후 6개월간 동결을 지속



자료: Bloomberg, KB증권s

한은도 인하 가능성을 열어놓은 금통위원이 생기면서 채권 매수세 지속. 더욱이 4월 20일 이후 2명의 금통위원이 교체되면 온건한 성향의 위원들이 들어올 것이라는 기대도 존재

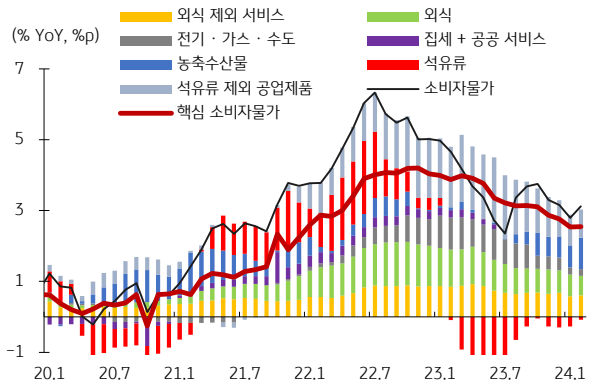
국내도 연내 금리인하 기대감이 유지되면서 채권의 매수세는 지속되고 있다. 더욱이 지난 2월 금통위에서 한 명의 금통위원이 향후 3개월 내 인하 가능성을 열어 놓으면서 인하가 가시권에 들어왔다고 판단하기 때문이다. 더욱이 오는 4월 20일 조윤제 위원과 서영경 위원의 임기가 만료되고 새롭게 들어오는 금통위원은 다소 완화적인 성향을 보인다면 3명의 금통위원이 온건한 성향을 보일 것이라는 기대도 존재하기 때문이다.

하지만, 퇴임하는 서영경 위원이 금리인하 가능성을 열어놓은 것으로 추정. 새롭게 들어오는 금통위원이 온건해도 여전히 4명은 물가 중심의 통화정책 운용

다만, 지난 26일 서영경 금통위원은 임기 종료를 앞두고 연 기자회견에서 "국내 소비가 작년 이후 예상보다 더딘 회복을 보이는 배경에는 고금리의 장기화 영향이 큼", "빚 상환 부담이 소비를 약화시키고 있어, 금리가 정상화되면 내수에 긍정적", "금리인하로 인한 부동상 가격 상승 기대를 자극할 위험은 크지 않음"이라고 언급했다. 이를 고려하면 2월 금통위에서 금리인하 가능성을 열어놓자고 주장한 위원은 서영경 위원일 가능성이 높다.

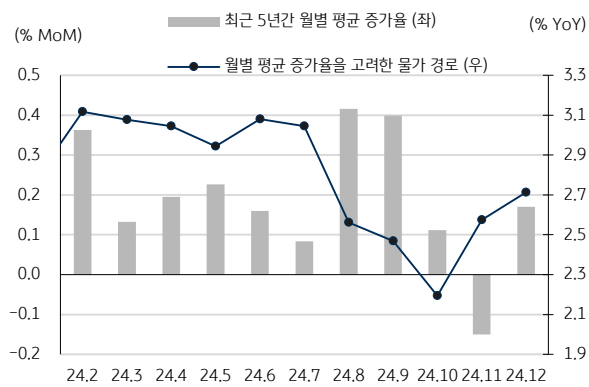
새롭게 오는 금통위원 2명이 모두 온건한 성향을 보여도 시장이 기대한 것과 같이 6명의 금통위원 중 절반인 3명이 온건한 성향을 보이는 게 아닌 2명이 될 가능성이 높다. 또한, 2명 모두 온건한 성향을 갖고 있어도 새로 임명된 금통위원들의 첫 금통위인 5월부터 소수 의견을 제시하기는 부담스러울 것이다. 또한, 대부분의 금통위원이 현재 생각하고 있는 것과 같이 물가가 안정되어야 민간소비가 회복될 수 있다고 판단하고 있는 만큼 5월 소수의견이 나와도 과거처럼 차기 회의에서 금리가 변동하는게 아닌 소수 의견에 그칠 가능성이 높다.

그림 11. 한국의 소비자물가 상승률 및 기여도 (전년대비)



자료: 통계청, KB증권

그림 12. 올해 물가 경로



자료: 통계청, KB증권 / 주: 해당월의 최근 5년간의 평균 물가 상승률을 사용

분기말임에도 불구하고 한은은 레포 매각을 통해 단기자금 시장에 개입

한은이 통화정책을 고려할 때 바라보는 시선은 물가 안정인 가운데, 현재 금리인하 기대감에 대한 부담도 느끼고 있는 것으로 판단한다. 한은은 지난 3월 이후 꾸준히 레포 매각을 진행하고 있다. 한은 총재가 언급했듯이 한은은 단기금리를 통제할 수 있는 가운데, 현재 낮아진 단기금리에 대해 불편한 상황인 것으로 판단한다. 더욱이 3월은 분기말로 결제 수요 등 단기자금의 유출 가능성이 높음에도 불구하고 한은이 계속해서 레포를 매각하고 있다.

한은이 개입해도 큰 충격을 주지 않을 것이라는 자신감

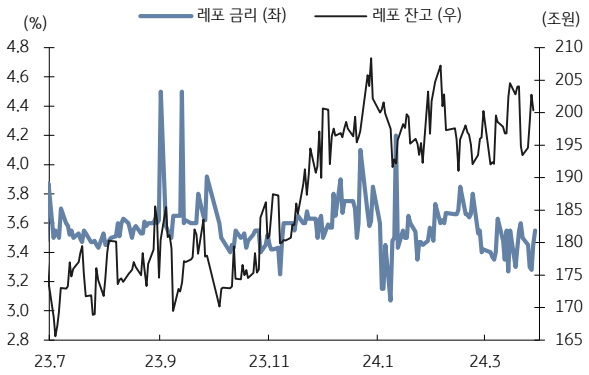
이는 한은 입장에서 현재 금리보다 높아지기를 선호하고 있으며, 단기자금 시장의 자금이 충분한 만큼 한은이 개입을 해도 큰 충격을 주지 않을 것이라는 자신감이 존재하기 때문이다.

한은은 2023년 5월에도 초단기금리가 기준금리를 하회하는 등 기준금리 인하 기대가 높자 통안채 28일 발행을 통해 단기자금의 유동성을 흡수한 사례가 있다. 당시 한은이 3차례에 걸쳐 유동성을 흡수했는데, 이는 시장에 충격을 주지 않으면서 한은이 원하는 수준이 될 때까지 계속 개입하는 것으로 볼 수 있다. 이를 고려하면 한은은 단기자금 시장의 금리가 본인들이 원하는 수준에 도달할 때까지 지속해서 개입을 할 것으로 예상한다.

레포 금리 상승은 신규 레포 펀드 설정에 부담 요인

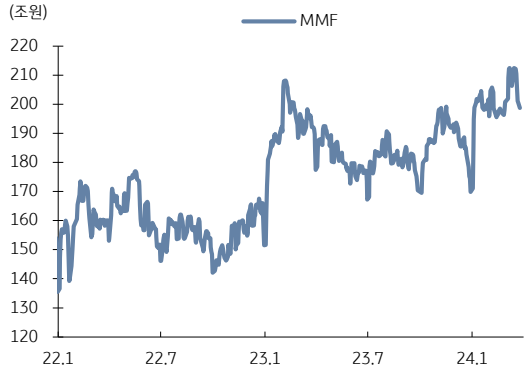
레포금리가 상승할 수 있는 점은 채권 금리에 부담이다. 국고 금리가 기준금리를 하회하는 역전 현상이 3개월이 넘게 진행되고 있음에도 불구하고 레포 금리가 낮은 점이 지속되면서 역캐리에 대한 부담은 다소 완화됐다. 다만, 한은이 지속해서 레포를 매각하면서 레포 금리를 끌어올리려고 하고 있는 점은 레포 펀드 신규 설정의 부담요인이기 때문이다.

그림 13. 레포 금리 추이 및 규모



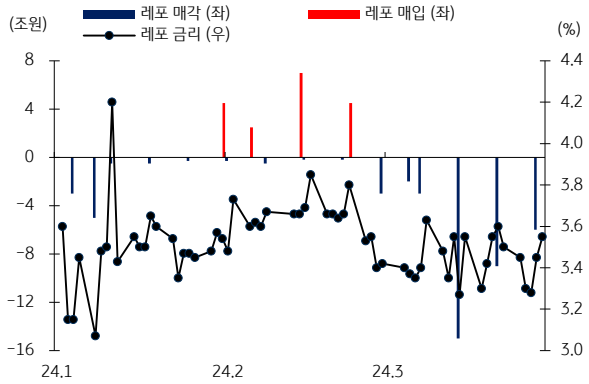
자료: 인포맥스, SEIBRO, KB증권

그림 14. MFF 잔고는 여전히 연초 대비 많은 상황



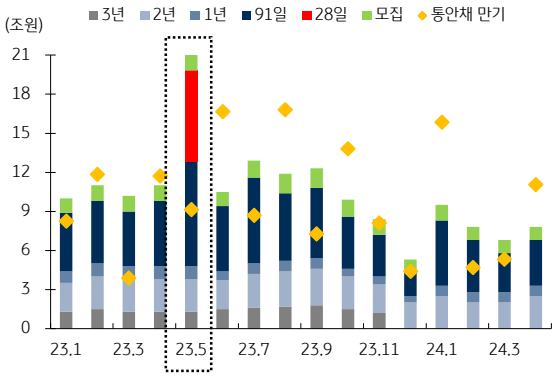
자료: 인포맥스, KB증권

그림 15. 레포 금리 및 한은의 레포 시장 개입



자료: 인포맥스, KB증권

그림 16. 한은은 작년 5월 통안채 발행으로 단기자금 시장을 개입



자료: 한국은행, KB증권

한국 크레딧

Credit Analyst 정형주 02-6114-2985 hj.jeong@kbfg.com

하나둘 퇴치한 불안 요인, 4월 신용 스프레드는 현재 수준에서 줄타기 이어갈 것

Ⅰ. Market Monitor

전주 다수 섹터에서 신용 스프레드 축소, 은행채 스프레드 축소 폭이 큰 편

지난주 회사채 스프레드는 대부분의 섹터에서 축소됐다. 비교적 큰 폭의 축소였으며 크레딧물 전반에 걸쳐 신용 프리미엄이 줄었다 (그림 1, 2). 연말 불확실성이 높았던 신용이슈가 하나둘 해소된 결과다. 특히 은행채 스프레드 축소 폭이 컸는데 연초 이후 약했던 은행채 발행 강도가 주요 강세 요인이다 (그림 37, 38). 단기 금융시장 부동산PF CP 만기물량이 4월에 소폭 쏠린 것은 위험요인이나, 채권형 펀드에 자금 유입이 이어지는 가운데 정책집행 (기재부 한은차입, 건보 RP펀드 설정 등)도 이어져 단기자금 시장 수급은 안정적이다.

4월 신용 스프레드 축소 압력 높은 가운데 현재 레벨을 유지할 전망

4월 신용 스프레드는 축소 압력이 높은 가운데 현재 레벨을 유지할 것으로 전망한다. 그러나 기준금리 인하 전까지 건설업, 석유화학, PF 비중이 높은 여전채 매수엔 주의해야 한다. 신용이슈가 현재 진행형인 섹터는 비체계적 위험이 강하게 반영되면서 크레딧 시장 전반의 흐름과 다르게 움직일 가능성이 높다 (그림 153, 169). 이들 섹터는 산업 전망에 더해 종목별 접근이 필요하다. 예를 들어 기업금융 중심의 영업 포트폴리오를 구성한 여전사는 부동산 사업장이 차곡차곡 정리되며 (회사채 시장엔 긍정적) 사업 펀더멘털이 악화될 가능성이 높다. 이땐 PF 사업장 정리 일정에 맞춰 펀더멘털 악화가 이어지고, 점진적 스프레드 확대가 발생할 가능성이 높다 (비체계적위험>체계적위험).

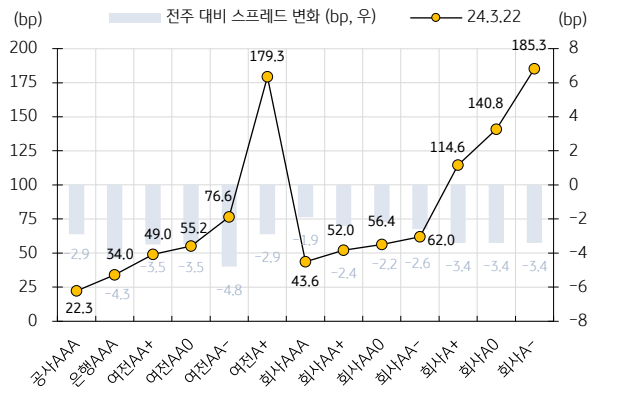
DXY 104pt 상회, WTI 유가와 금 가격은 변동 폭 줄이며 80달러, 2,200달러 유지

대외변수 중에선 엔화 약세에 달러지수가 104pt를 상회했다. 유가와 금 가격도 각각 80달러, 2,200달러를 유지했다. 월간 WTI 유가는 80달러에서 변동 폭을 줄인 반면 금 가격은 상방 압력이 여전히 높다. 국채 장단기 금리차는 10bp대에서 횡보 중이며 23년 이후 현 수준을 유지했다. 과거 Z값 상에선 국채 일드커브 정상화 (스티프닝) 압력이 낮았다. (그림 17). 미국 국채 장단기 금리차는 23년 말 이후 스티프닝 압력이 점차 강해지고 있다 (그림 18).

장단기 금리차 변화는 우량물 SP 축소에 우호적

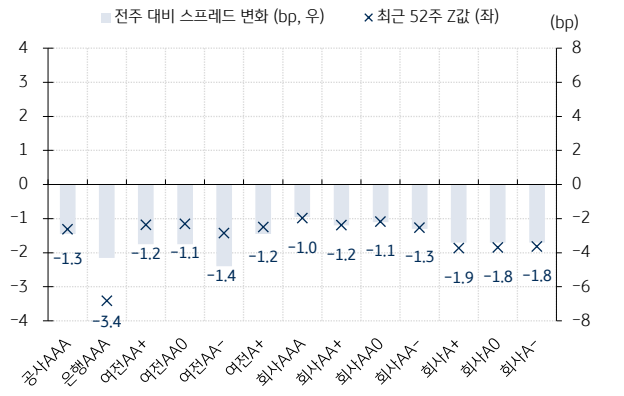
국내 장단기 금리차는 상위등급 (공사, 은행, 카드)에 정 (+)의 방향으로 작용하고 있으며 (장단기 역전폭 확대, 스프레드 축소), 하위등급에는 음 (-)의 방향으로 작용 중이다 (장단기 역전폭 확대, 스프레드 확대, 표 1~2). 경기우려가 커질수록 우량물 수요도 높아질 것이고, 피벗 시점의 지연은 주식 할인율 상승으로 (주가하락) 이어지며 채권형 펀드로의 자금 유입을 강화할 수 있다. 이러한 국면을 반복할 때마다 RP매도 증가, 정책자금 집행 등 추가 유동성 (수급) 개선이 뒤따를 가능성이 높고 우량물 스프레드 축소 압력은 더 강해질 전망이다.

그림 17. 크레딧 스프레드 변화



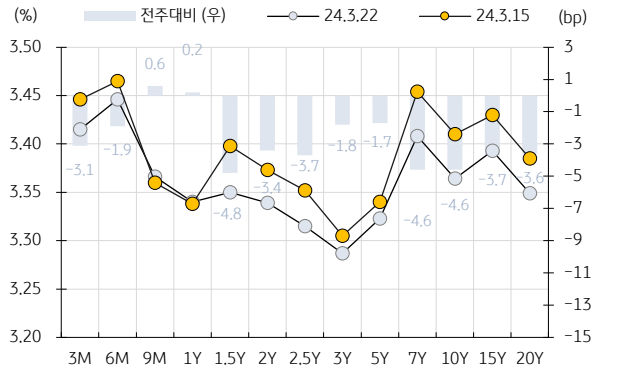
자료: 인포맥스, KB증권 / 주: 3년물 기준

그림 18. 크레딧 스프레드 변화 상대강도



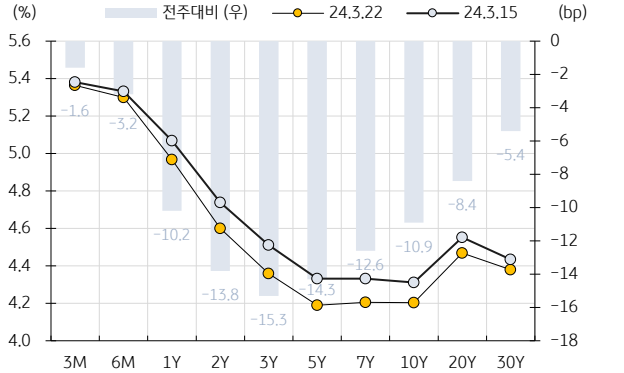
자료: 인포맥스, KB증권 / 주: 3년물 기준

그림 19. KTB 일드 커브 변화



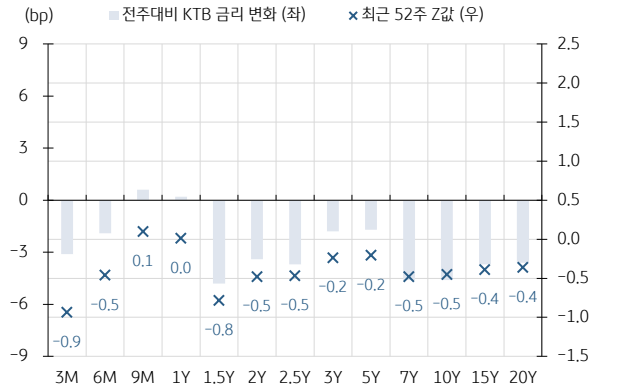
자료: 인포맥스, KB증권

그림 20. UST 일드 커브 변화



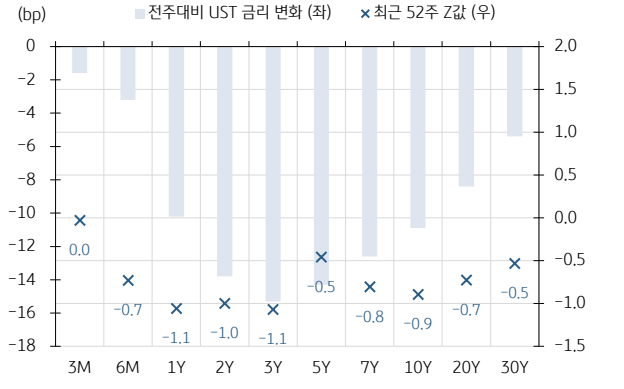
자료: 인포맥스, KB증권

그림 21. KTB 일드 커브 변화 Z Score



자료: 인포맥스, KB증권

그림 22. UST 일드 커브 변화 Z Score



자료: 인포맥스, KB증권

표 1. Market Driver (14일)

항목	평균	공사	은행	카드	여전	회사	회사A+
KTB3	0.39	-0.53	-0.46	-0.28	-0.34	-0.46	-0.24
KTB10	0.35	-0.66	-0.32	-0.29	-0.38	-0.30	-0.16
UST2	0.26	-0.03	0.32	0.28	0.28	0.46	0.19
UST10	0.17	-0.28	-0.03	0.14	0.22	0.12	0.24
코스피	0.09	0.22	0.01	-0.06	0.01	0.10	0.12
달러지수	0.31	-0.25	-0.43	-0.18	-0.23	-0.48	-0.32
USDKRW	0.33	-0.15	-0.34	-0.18	-0.22	-0.62	-0.47
KTB_10Y3Y	0.28	0.63	0.37	-0.02	-0.50	-0.08	0.06
US_10Y2Y	0.39	0.91	0.71	0.35	-0.19	0.17	0.01

자료: 인포맥스, KB증권

주1: 최근 14일 상관계수, 공사 (AAA), 은행 (AAA), 카드 (AA+), 여전 (AA-), 회사 (AA-) 3년물

주2: 평균 값은 절대값의 평균

표 2. Market Driver (30일)

항목	평균	공사	은행	카드	여전	회사	회사A+
KTB3	0.39	-0.47	-0.42	-0.42	-0.46	-0.37	-0.20
KTB10	0.35	-0.52	-0.29	-0.39	-0.45	-0.34	-0.13
UST2	0.12	0.10	0.16	0.07	0.08	0.16	-0.14
UST10	0.05	-0.06	0.00	0.01	0.07	0.07	-0.08
코스피	0.07	0.09	0.01	0.03	0.05	0.14	0.09
달러지수	0.30	-0.26	-0.41	-0.19	-0.27	-0.38	-0.27
USDKRW	0.29	-0.19	-0.33	-0.20	-0.23	-0.45	-0.34
KTB_10Y3Y	0.10	0.04	-0.13	0.05	0.17	-0.03	0.21
US_10Y2Y	0.10	-0.16	0.14	0.05	0.02	-0.01	-0.19

자료: 인포맥스, KB증권

주1: 최근 30일 상관계수, 공사 (AAA), 은행 (AAA), 카드 (AA+), 여전 (AA-), 회사 (AA-) 3년물

주2: 평균 값은 절대값의 평균

표 3. 최근 30일 대비 14일 상관관계 변화

항목	평균	공사	은행	카드	여전	회사	회사A+
KTB3	0.08	-0.06	-0.05	0.14	0.11	-0.09	-0.05
KTB10	0.07	-0.14	-0.03	0.11	0.07	0.05	-0.03
UST2	0.22	-0.13	0.16	0.21	0.21	0.29	0.32
UST10	0.15	-0.22	-0.02	0.14	0.14	0.05	0.32
코스피	0.05	0.13	0.00	-0.09	-0.03	-0.04	0.03
달러지수	0.04	0.01	-0.02	0.02	0.04	-0.09	-0.04
USDKRW	0.06	0.04	-0.01	0.02	0.02	-0.17	-0.13
KTB_10Y3Y	0.34	0.58	0.49	-0.07	-0.67	-0.05	-0.15
US_10Y2Y	0.42	1.06	0.57	0.29	-0.21	0.18	0.20

자료: 인포맥스, KB증권

주1: 최근 14일 상관계수에서 최근 30일 상관계수 값을 차감한 결과, 3년물 기준

주2: 평균 값은 절대값의 평균

표 4. 최근 90일 대비 14일 상관관계 변화

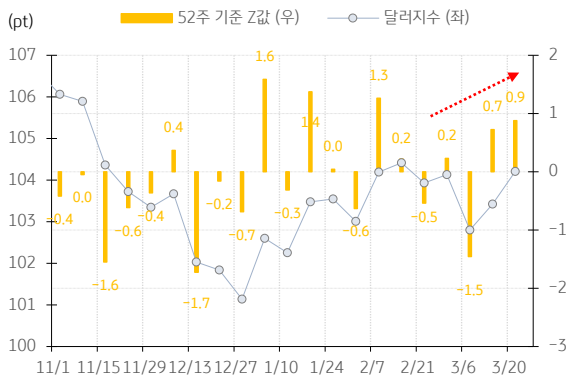
항목	평균	공사	은행	카드	여전	회사	회사A+
KTB3	0.26	-0.40	-0.26	-0.15	-0.18	-0.35	-0.19
KTB10	0.25	-0.56	-0.17	-0.21	-0.26	-0.17	-0.13
UST2	0.27	0.01	0.32	0.32	0.35	0.44	0.17
UST10	0.26	0.28	0.17	0.43	0.41	0.18	0.10
코스피	0.12	-0.29	-0.10	0.07	0.01	-0.13	-0.09
달러지수	0.26	-0.25	-0.27	-0.14	-0.16	-0.46	-0.30
USDKRW	0.35	-0.24	-0.29	-0.20	-0.19	-0.66	-0.51
KTB_10Y3Y	0.28	0.62	0.37	0.03	-0.54	-0.11	-0.02
US_10Y2Y	0.41	1.03	0.68	0.37	-0.20	0.13	-0.06

자료: 인포맥스, KB증권

주1: 최근 30일 상관계수에서 최근 90일 상관계수 값을 차감한 결과, 3년물 기준

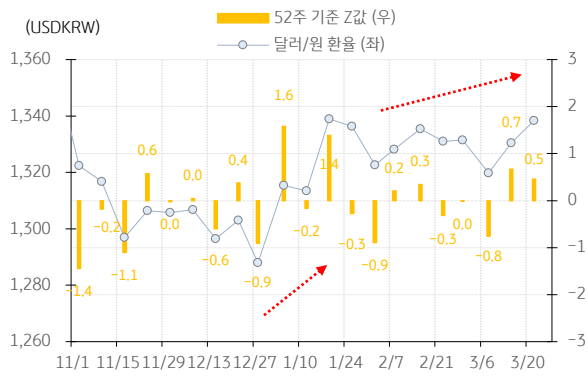
주2: 평균 값은 절대값의 평균

그림 23. DXY, 엔화 약세에 쉽게 떨어지지 않는 레벨



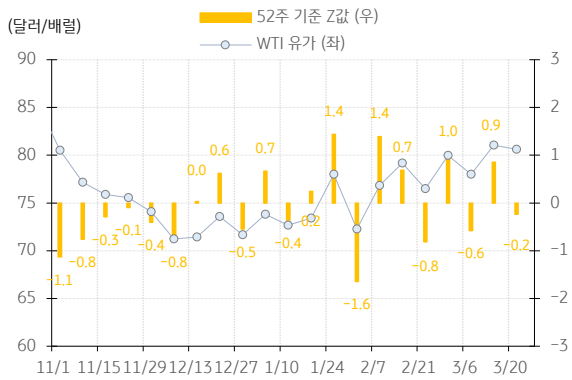
자료: 인포맥스, KB증권

그림 24. 달러/원, 하락 이슈 제외하면 추세로는 상승 압력이 높음



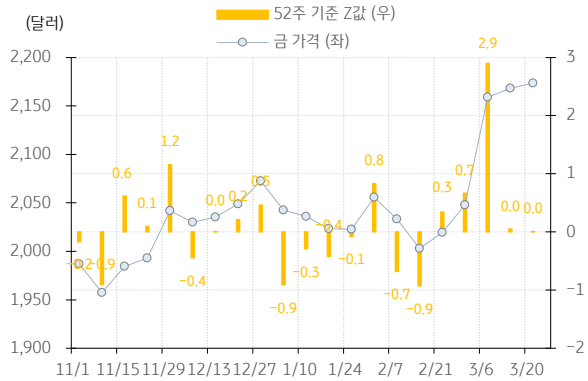
자료: 인포맥스, KB증권

그림 25. WTI, 80달러대에서 변동 폭 축소



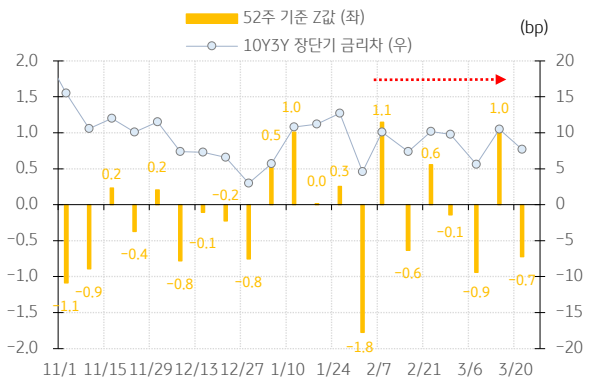
자료: 인포맥스, KB증권

그림 26. 금, 사상 최대 레벨 유지, 중장기 이슈 반영 가능성 높음



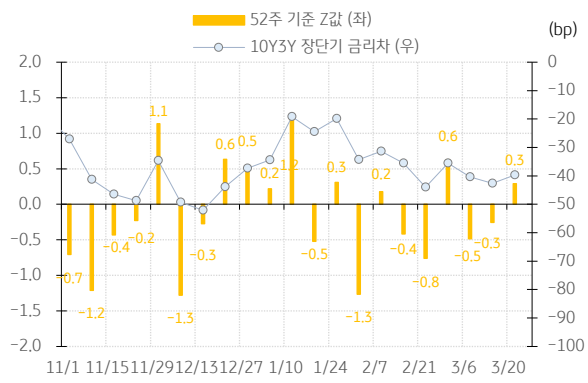
자료: 인포맥스, KB증권

그림 27. 국채 장단기 금리차, 좀처럼 회복되지 않는 커브 (정상화)



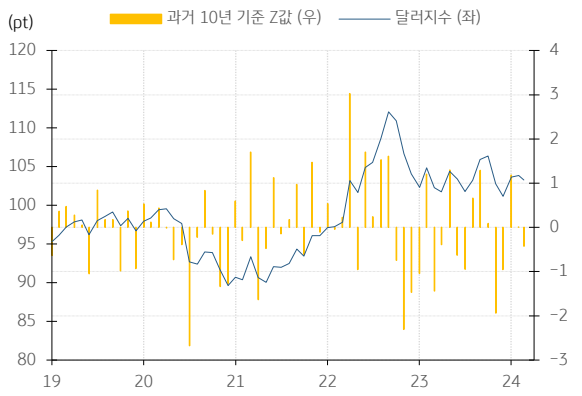
자료: 인포맥스, KB증권

그림 28. UST 장단기 금리차, 경기와 인하 시점을 가늠하는 중



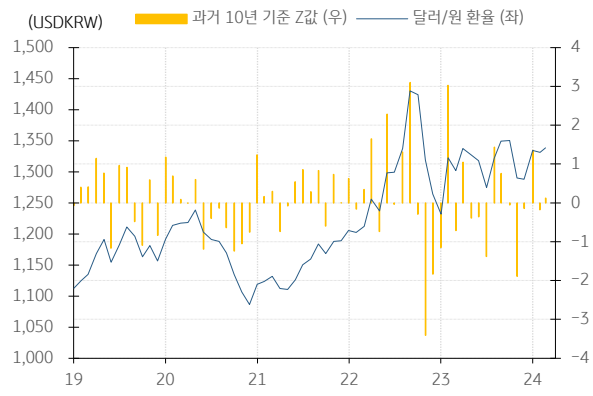
자료: 인포맥스, KB증권

그림 29. 월간 DXY, 주요국 중앙은행 긴축적 통화정책 일단락에 꾸준하게 하락압력을 받는 달러 지수



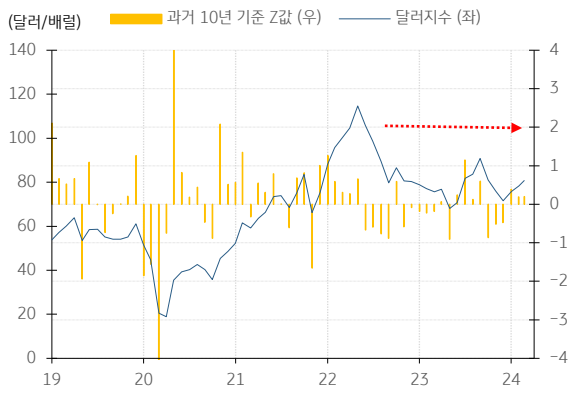
자료: 인포맥스, KB증권

그림 30. 월간 달러/원, 2023년 높았던 변동성은 감소 중이나 달러당 1,300원대에서 좀처럼 하락하지 않는 레벨



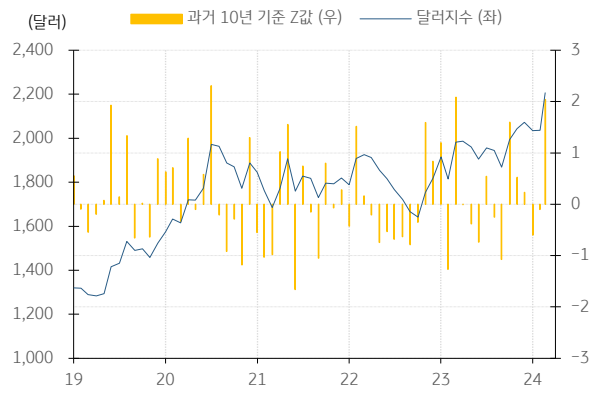
자료: 인포맥스, KB증권

그림 31. 월간 WTI, 지정학적 불안에 80달러/배럴 레벨 유지



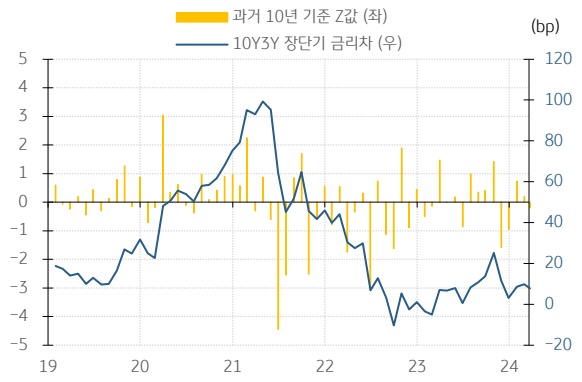
자료: 인포맥스, KB증권

그림 32. 월간 금, 비선형적 움직임으로 상승 압력이 매우 강한 편



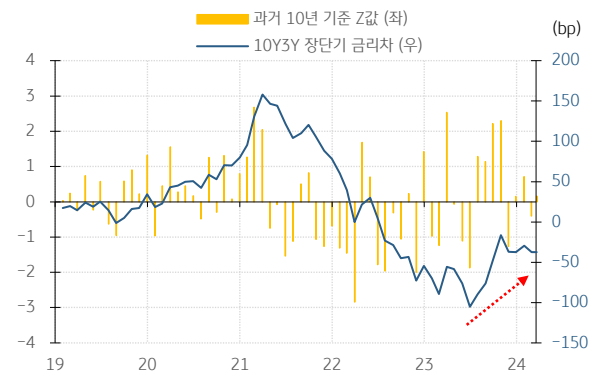
자료: 인포맥스, KB증권

그림 33. 월간 KTB 장단기 금리차, 22년 말부터 평탄한 형태 지속



자료: 인포맥스, KB증권

그림 34. 월간 UST 장단기 금리차, 경기에 맞춰 커브 정상화



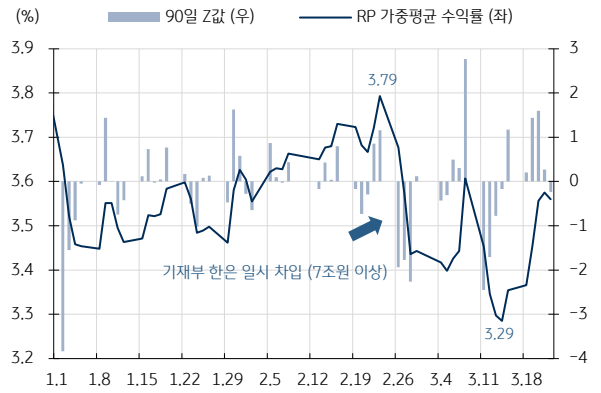
자료: 인포맥스, KB증권

Ⅱ. 단기자금시장

기재부 한은 차입으로 단기자금 (RP) 시장 안정화 → 상반기까진 경기부양 목적 적합

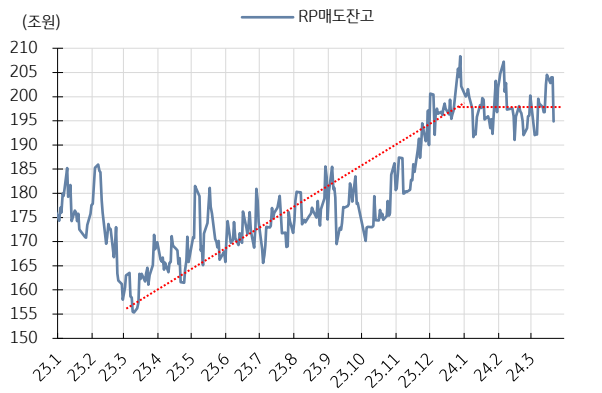
단기자금 시장에선 기획재정부가 2월 첫 한은 차입을 시작했다. 차입 규모는 7조원 이상이다. 2월 말 3.79%까지 상승한 레포 금리도 3.29%까지 하락 후 반전했다 (그림 19). 24년 1월 비상경제장관회의에 따라 24년 상반기 65% 이상의 재정집행이 예상된다 (역대 최대 규모). 건설 업황 부진이 지속되는 가운데 고금리, 고유가, 고환율 등의 국내외 상황상, 상반기까진 건전재정보단 경기부양에 무게를 둘 가능성이 높다. 상반기 정책 집중, 유사시 한은 차입 등 관련 유동성이 지속 유입되는 가운데, RP 거래 잔고는 200조원대를 유지 중이다 (그림 20). 작년 10월 이후 채권형 펀드/MMF에도 상당한 자금이 유입됐고, 단기시장은 안정적 흐름을 이어갈 가능성이 높다 (그림 22). 신용 스프레드와 RP금리는 장기적으로 정 (+)의 관계를 보이지만, 가파른 금리 인상으로 새로운 관계를 탐색 중이다 (그림 23). 21년 이후로 높아진 금리 레벨에 신용 스프레드가 먼저 적응하면서 (발행시장 강세) 두 변수는 음 (-)의 상관성을 보인다 (RP금리 상승, 신용 SP 축소, 인과관계 아님에 주의). 일부 불안한 지점도 관측되지만 (그림 24), 연내 기준금리 인하 컨센서스가 강하게 형성돼 있고, 정책 대응도 지속되는 만큼 4월에도 단기자금 시장은 안정적 흐름 이어갈 전망이다.

그림 35. 24년 3월엔 등락 폭이 비교적 높았던 단기자금 시장, 정책대응 기대하는 만큼 금리 상방에 대한 안전판 존재



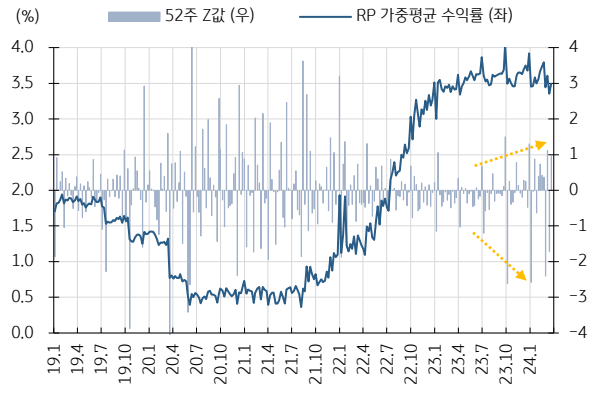
자료: 인포맥스, KB증권
주: RP 가중평균 금리 기준

그림 36. RP매도 잔고는 2024년 평균 197.7조원, 2023년 3월 상승한 레벨 유지하는 중, 등락 빈도 (변동성)는 증가하는 양상



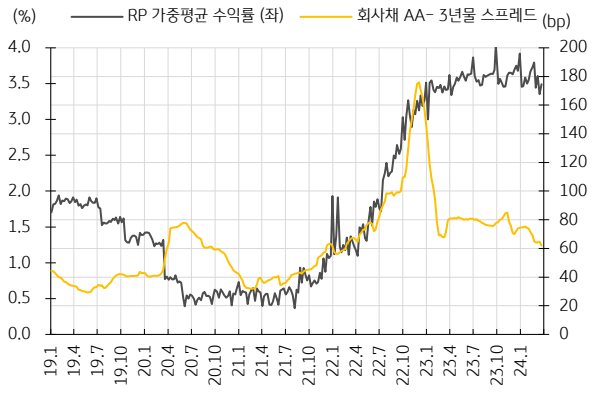
자료: 예탁결제원, KB증권
주: 2024년 평균은 24.2.28 기준

그림 37. RP 수익률은 추세 상승 압력 지속되는 것으로 보이며, 하락 강도가 강한 지점은 비선형적으로 발생 (정책 개입 등)



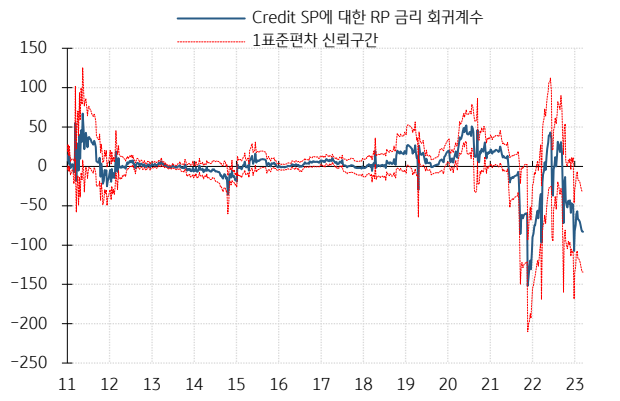
자료: 인포맥스, KB증권 / 주: RP종합익일물 기준

그림 38. 단기자금 시장과 신용 스프레드 추이, 긴축 발맞추며 레벨 부담에 회사채 시장 불안감 확대 후 적응하는 모습



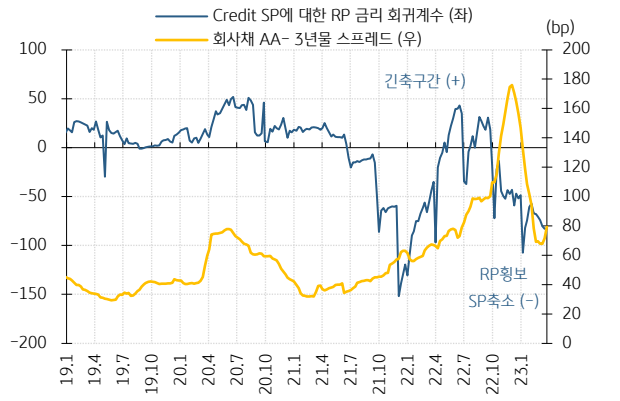
자료: 예탁결제원, KB증권

그림 39. 크레딧 SP와 RP금리는 대체로 정의 관계를 보이나, 이슈 발생시 정책 대응 시차 등에 따라 관계는 급변



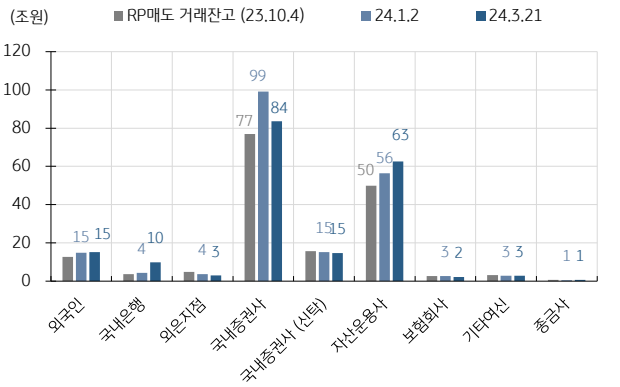
자료: 인포맥스, KB증권
주: 52주 Rolling, 일반 회사채 AA- 3년물 기준, RP익일물 금리

그림 40. 금융불안 완화되며 신용 스프레드는 축소, RP금리는 상승 압력을 정책대응이 완화하여 현재 역의 관계 형성 (기조)



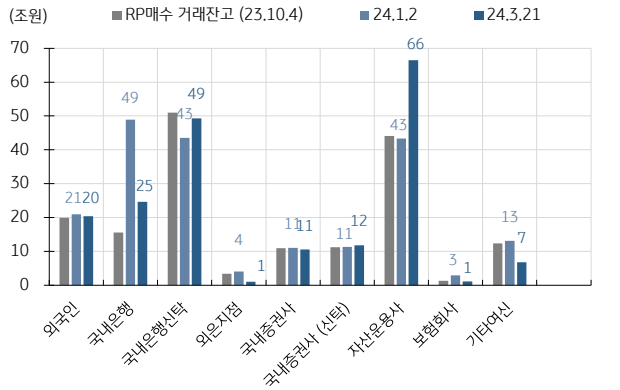
자료: 예탁결제원, KB증권
주: 52주 Rolling, 일반 회사채 AA- 3년물 기준, RP익일물 금리

그림 41. 투자자별 RP 매도 규모, 자산운용사 규모는 지속 확대 중이나, 국내 증권사 포지션 연초 이후 감소



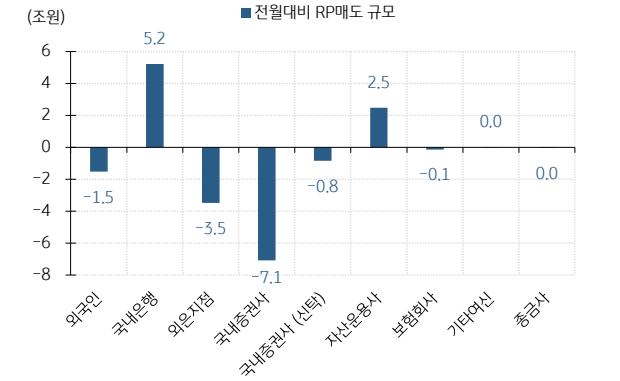
자료: 예탁결제원, KB증권

그림 42. 투자자별 RP 매수 규모, 은행 수요 더딘 가운데 채권형 펀드 자금 유입으로 자산운용사 수요가 큰 폭으로 확대



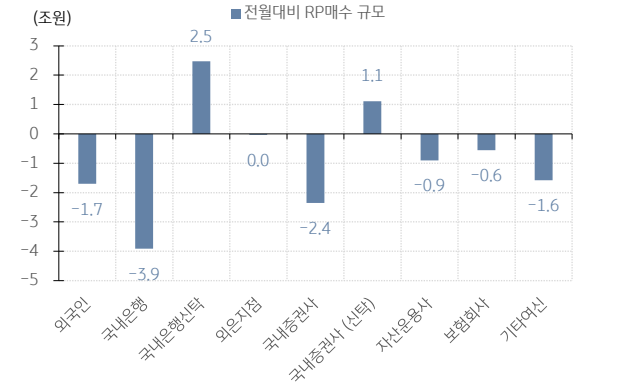
자료: 예탁결제원, KB증권

그림 43. 전월대비 국내증권사 RP매도 약 7조원 감소, 은행 약 5조원 증가



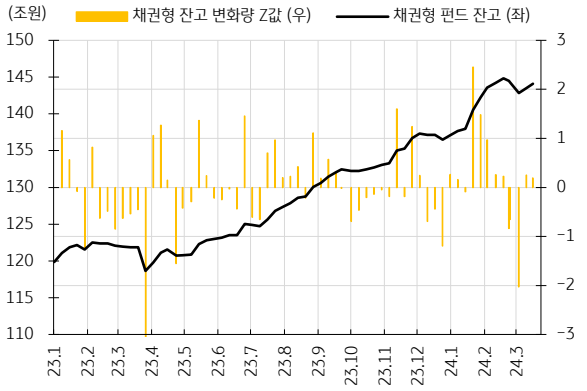
자료: 예탁결제원, KB증권

그림 44. 은행, 증권사 RP매수 감소, 증권사는 RP매수/매도 전체 포지션 축소



자료: 예탁결제원, KB증권

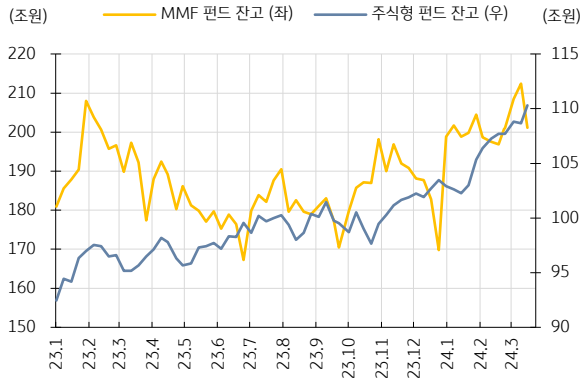
그림 45. 채권형 펀드 중장기 유입 추세 지속, 유입 강도는 둔화



자료: 인포맥스, KB증권

주: Z값 표본은 2023년 1월 이후 주간 데이터 (24.3.21 기준)

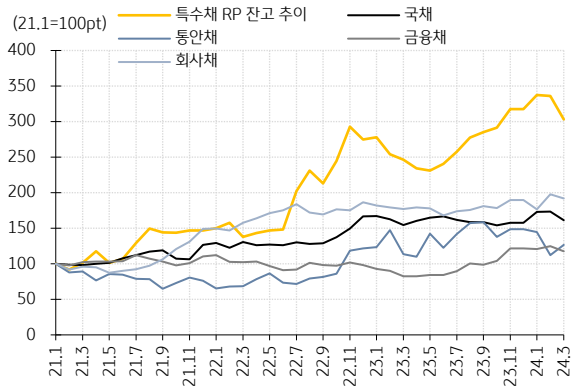
그림 46.주식형 잔고 증가, MMF 추세 상승이나 최근 유입 둔화



자료: 인포맥스, KB증권

주: 2024.3.21 기준

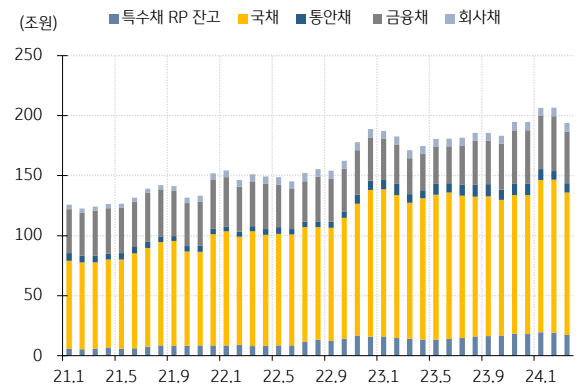
그림 47. 특수채 RP담보 규모 축소, 공급 감소 없다면 수급에 불리



자료: 예탁결제원, KB증권

주: 2024.3.22 기준, 대고객 제외

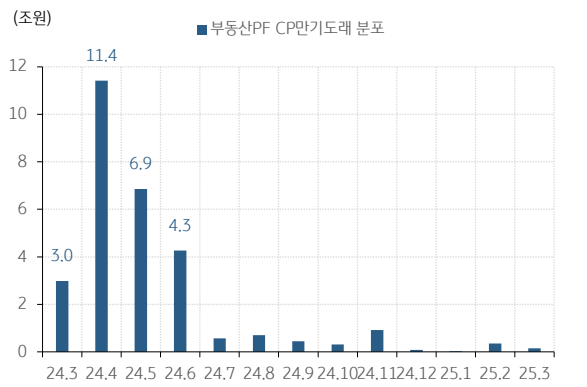
그림 48. 증권별 RP담보 물량



자료: 예탁결제원, KB증권

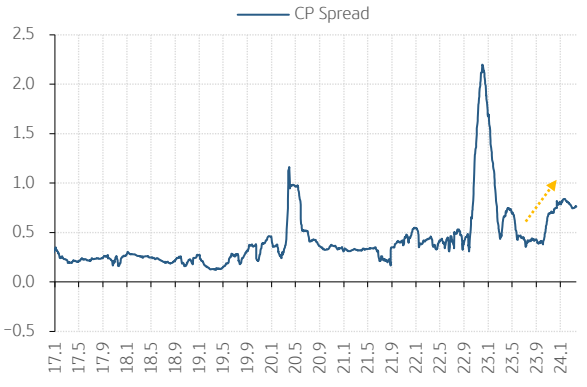
주: 2024.3.22 기준, 대고객 제외

그림 49. 부동산PF CP만기도래 분포



자료: 인포맥스, KB증권

그림 50. CP 스프레드 추이



자료: 인포맥스, KB증권

주: 통안채 3개월물 대비 스프레드, 91일물 기준

III. 발행시장

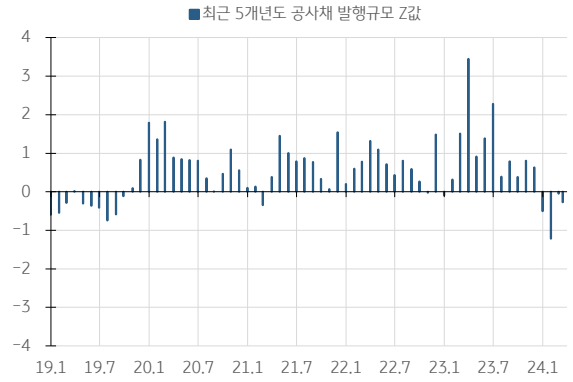
발행시장 강세로 부실기업도 차환에 성공

연초 발행시장 센티멘트가 무척 좋았다. 부동산PF 등으로 유통시장 내에선 불안감이 높았던 와중 발행시장 강세는 신용 스프레드 축소에 크게 기여했다. 긍정적이었던 발행시장의 이면에 있는 것은 차환에 실패해야 하는 부실기업들이 차환에 성공한 것이다. 영업 기반이 훼손된 부실기업은 부채 규모보단 이익창출이 문제다. 조달부담이 낮아져도 부채를 상환할 돈이 없는 기업은 언젠가 채무상환에 실패한다 (기한이익상실 발생). 시장의 가격발견 기능을 믿어볼 수 있겠지만 기한이익상실 (EOD)은 비선형적이다 (발생하거나, 발생하지 않거나). 일단 EOD가 발생하면 향후 부도율이 높을 것이라는 기대가 강화되고 센티멘트 사이클은 디폴트 트랩으로 옮겨간다 (그림 47).

BBB 등급 회사채 발행동향 모니터링 필요

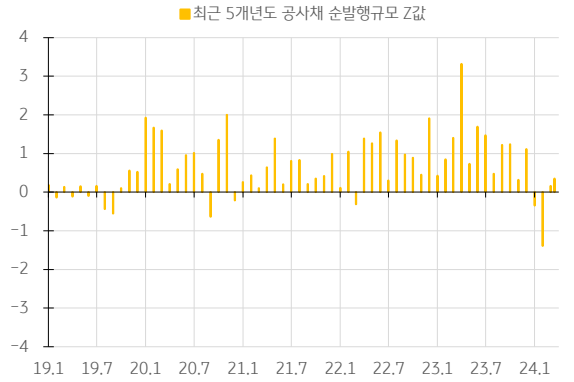
등급 평가가 적절하게 진행된다면, 디폴트 트랩의 시발점이 될 가능성이 높은 것은 BBB 등급 회사채다. 비우량물 조달 성공 시점을 센티멘트 고점으로 두고 대응할 수도 있지만 조달에 성공한 기업의 신용등급 하락은 부실기업 유입에 대해 더 확실한 신호가 된다. BBB 등급 회사채가 투자 유니버스에 포함되지 않아도 센티멘트 점검 측면에서 꾸준한 모니터링이 필요하다.

그림 51. 공사채 발행강도



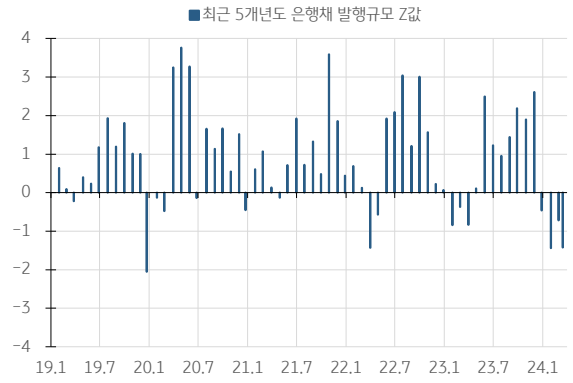
자료: 인포맥스, KB증권
주: 2024년 3월 22일 기준

그림 52. 공사채 순발행강도



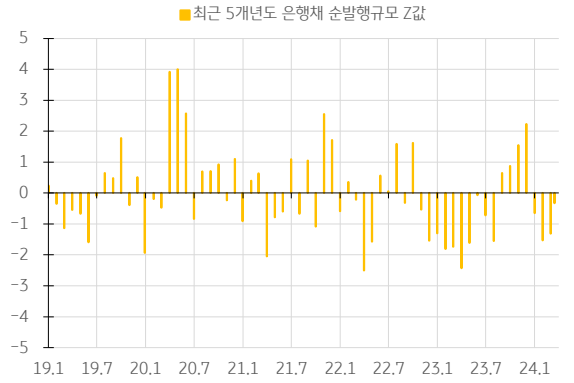
자료: 인포맥스, KB증권
주: 2024년 3월 22일 기준

그림 53. 은행채 발행강도



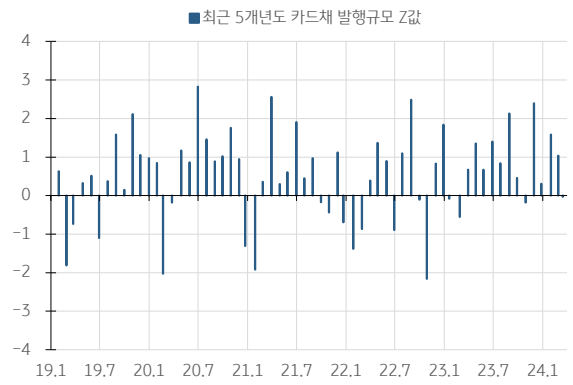
자료: 인포맥스, KB증권
주: 2024년 3월 22일 기준

그림 54. 은행채 순발행강도



자료: 인포맥스, KB증권
주: 2024년 3월 22일 기준

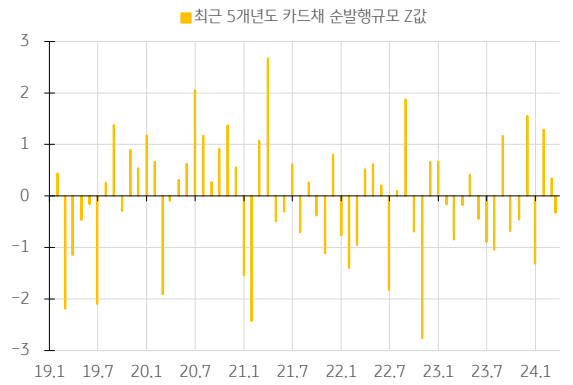
그림 55. 카드채 발행강도



자료: 인포맥스, KB증권

주: 2024년 3월 22일 기준

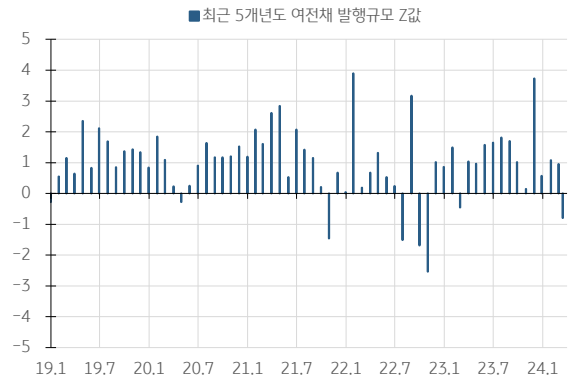
그림 56. 카드채 순발행강도



자료: 인포맥스, KB증권

주: 2024년 3월 22일 기준

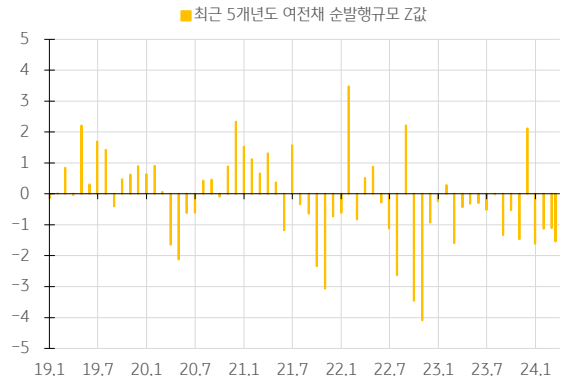
그림 57. 여전채 발행강도



자료: 인포맥스, KB증권

주: 2024년 3월 22일 기준

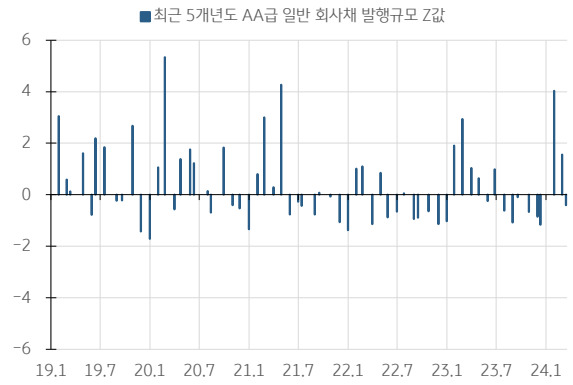
그림 58. 여전채 순발행강도



자료: 인포맥스, KB증권

주: 2024년 3월 22일 기준

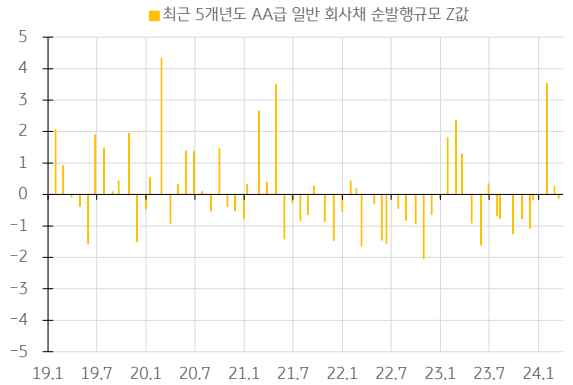
그림 59. 회사채 AA급 발행강도



자료: 인포맥스, KB증권

주: 2024년 3월 22일 기준

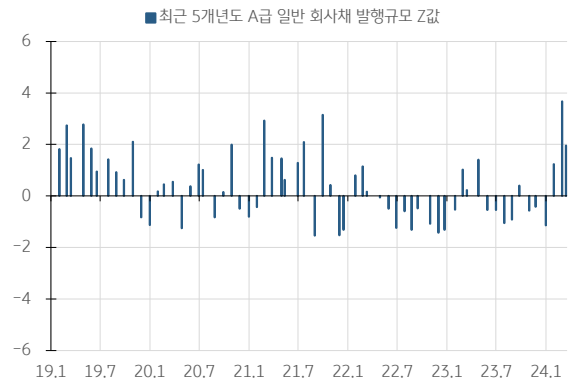
그림 60. 회사채 AA급 순발행강도



자료: 인포맥스, KB증권

주: 2024년 3월 22일 기준

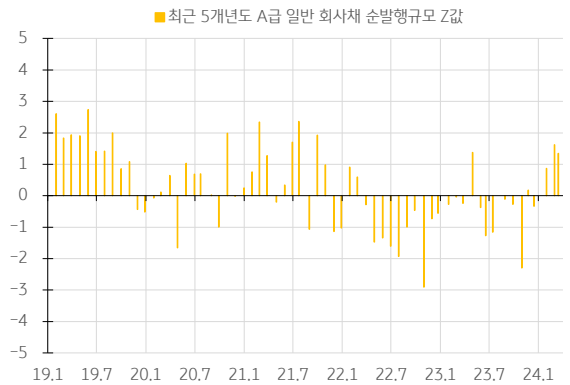
그림 61. 회사채 A급 발행강도



자료: 인포맥스, KB증권

주: 2024년 3월 22일 기준

그림 62. 회사채 A급 순발행강도

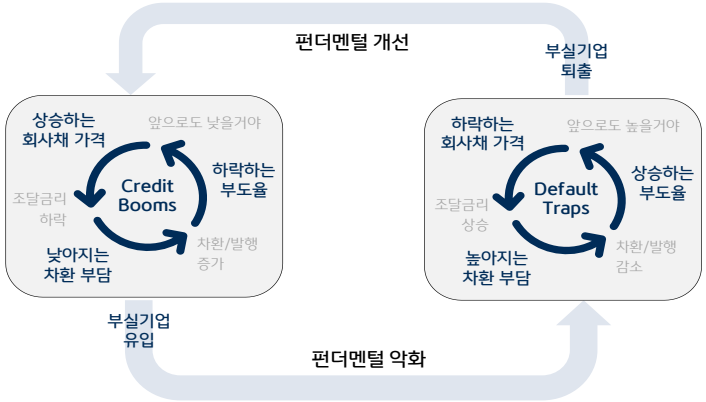


자료: 인포맥스, KB증권

주: 2024년 3월 22일 기준

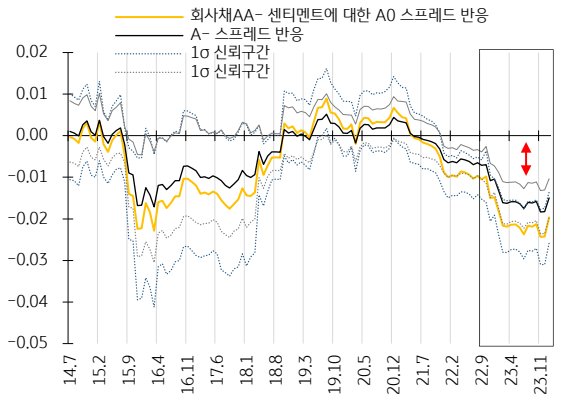
각 루프는 단기에 성립. 투자자의 자기실현적 태도로 향후 낮은 부도율에 대한 시각은 디폴트 프리미엄을 낮춰 회사채 금리 하락 (회사채 가격 상승). 조달금리가 하락하면서 차환부담이 낮아지고, 차환 및 신규발행이 증가. 차환에 성공하면서 부도율은 재차 하락하고 투자자의 자기실현적 태도 강화로 이어지는 사이클

그림 63. Credit Sentiment Cycle



자료: Greenwood, Hanson, Jin (2016). 'A Model of Credit Market Sentiment', KB증권

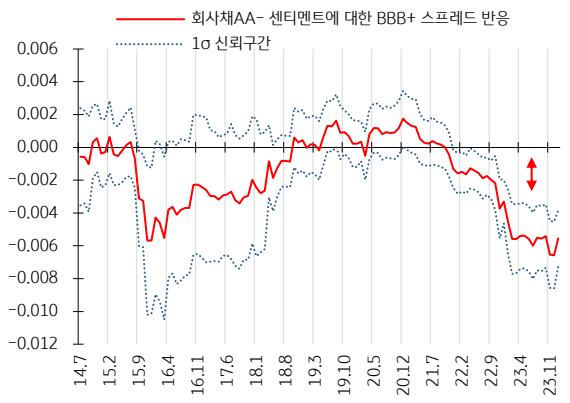
그림 64. 회사채 AA- 센티멘트 개선 (평균 상회하는 발행 증가) 회사채 A- 스프레드 축소까지 유의미한 영향 (사이클 존재)



자료: 인포맥스, KB증권

주: 표본은 2012년~2024년 1월, 30개월 Rolling regression

그림 65. BBB+까지 번지는 양상, 월간 Nowcasting 기준이며 센티멘트 기반의 피드백 루프가 타 등급으로 확대되는 것을 보여줌



자료: 인포맥스, KB증권

주: 표본은 2012년~2024년 1월, 30개월 Rolling regression

표 5. 최근 일반 회사채 BBB급 무보증 공모회사채 발행 동향

수요예측일	발행일	발행사	만기	금리희망밴드 (%)	최종결정 이자율	결정 스프레드	발행액 (억원)	수요예측 총참여 (억원)	단순경쟁률
24.3.4	24.3.12	두산	3	±0.30%p	4.801%	-120bp	140	660	1.65:1
24.3.4	24.3.12	두산	2	±0.30%p	4.668%	-90bp	400	560	5.60:1
24.2.27	24.3.7	한진칼	2	-0.50~0.00%p	4.201%	-191bp	500	1,210	4.03:1
24.2.26	24.3.6	이랜드월드	2	±0.30%p	7.872%	+20bp	450	430	1.43:1
24.2.21	24.2.28	HL D&I	1	7.50 ~ 8.50	8.500%	미매각	700	미매각	미매각
24.2.19	24.2.28	두산에너빌리티	3	±0.30%p	5.235%	-179bp	570	930	9.30:1
24.2.19	24.2.28	두산에너빌리티	2	±0.30%p	3.948%	-120bp	430	1,550	3.88:1
24.2.5	24.2.16	콘텐트리중앙	2	6.90 ~ 7.90	7.400%	금리제시	520	700	2.33:1
24.2.5	24.2.16	콘텐트리중앙	1	6.20 ~ 7.20	7.000%	금리제시	170	230	2.30:1
24.1.29	24.2.7	AJ 네트웍스	2	±0.30%p	5.841%	-52bp	300	490	2.45:1
24.1.29	24.2.7	AJ 네트웍스	1	±0.30%p	5.060%	-80bp	190	500	5.00:1
24.1.23	24.1.31	에스엘엘중앙	2	6.60 ~ 7.60	7.590%	금리제시	540	550	1.83:1
24.1.23	24.1.31	에스엘엘중앙	1	6.00 ~ 7.00	7.000%	금리제시	200	210	1.05:1
23.9.19	23.9.27	에스엘엘중앙	2	7.00 ~ 8.00	7.990%	금리제시	390	350	1.17:1
23.9.19	23.9.27	에스엘엘중앙	1	6.20 ~ 7.20	7.200%	금리제시	360	330	1.65:1
23.7.26	23.8.2	AJ 네트웍스	2	±0.30%p	6.661%	-120bp	180	430	2.87:1
23.7.26	23.8.2	AJ 네트웍스	1.5	±0.30%p	6.514%	-85bp	170	420	2.80:1
23.6.29	23.7.10	한진	2	±0.30%p	5.534%	-43bp	250	2,160	8.64:1
23.6.29	23.7.10	한진	1	±0.30%p	5.234%	-30bp	150	450	3.00:1
23.6.8	23.6.15	한양	1	7.30 ~ 8.70	8.700%	금리제시	600	220	0.37:1
23.5.2	23.5.10	한솔테크닉스	2	±0.50%p	4.305%	-190bp	110	430	4.30:1
23.5.2	23.5.10	한솔테크닉스	1.5	±0.50%p	4.893%	-100bp	280	620	6.20:1
23.4.17	23.4.24	대한항공	3	±0.30%p	5.075%	-55bp	800	2,770	5.54:1
23.4.17	23.4.24	대한항공	2	±0.30%p	4.949%	-35bp	1,700	3,215	3.22:1
23.2.27	23.3.7	한진	2	±0.50%p	5.779%	-28bp	300	880	4.40:1
23.2.27	23.3.7	한진	1	±0.50%p	5.165%	-48bp	300	620	3.10:1

자료: DART, KB증권

주: 금리희망밴드는 동일만기 개별 민평 대비

IV. 대내외환경 & 정책점검

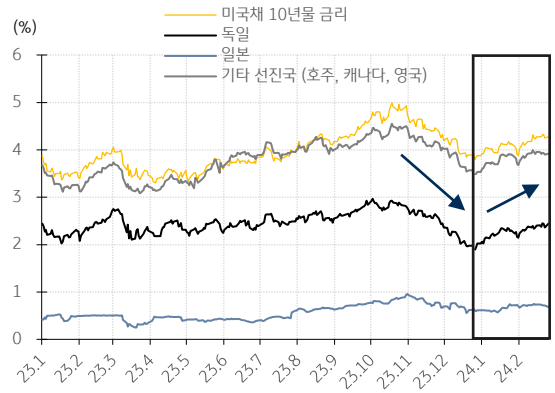
미국 경제는 긍정적 흐름 지속

24년 2월 금통위 의사록엔 미 연준 통화정책에 대한 한국 경제 민감도 언급이 있었다. 먼저 베이지북을 통해 미 경제 전반에 대해 살펴본다. 3월 베이지북에 따르면 향후 6~12개월 미국 경제는 긍정적 흐름을 이어갈 전망이다. 대출 수요는 견조하고 신용의 질도 체납율이 소폭 상승했으나 건전한 편이다. 상업용 부동산은 오피스 중심으로 악화되고 있지만 신규 데이터 센터, 인프라 프로젝트, 산업 시설에 대한 견조한 수요가 확인됐다. 홍해, 파나마운하 사태도 언급됐으나 공급망 병목 현상 악화로는 보지 않으며 노동시장 Tightness도 완화됐다. 완만한 구인이 진행 중이며 전문직 초과수요는 이어졌다. 소비자 가격민감도가 높아지면서 일부 기업은 비용을 전가하는데 어려움을 겪었다.

미국 경기가 부진한 상황이 아닌 만큼 향후 완만한 미 기준금리 인하 기대

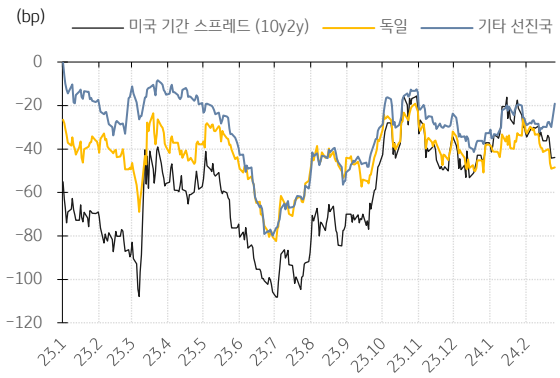
미국 경기가 그리 부진한 상황이 아닌 만큼 일부 금통위원은 향후 미국의 정책금리가 고용, 인플레이션 지표에 맞춰 완만하게 내려갈 것으로 전망했다. 기준금리 인하 폭도 경기부양의 필요성이 크지 않고, 인플레이션 재반등을 경계하는 상황이므로 중립금리 추정치를 하회하는 수준까지 인하가 진행될 가능성은 낮다. 통화정책 긴축 국면을 벗어난 만큼 대내여건에 집중하는 양상이 확대될 전망이다. 우려는 완화적 통화정책이 디스인플레이션, 디레버리징을 저해하는 것이다 (≒가계대출 증가).

그림 66. 2023년 10월부터 형성된 조기인하 기대, 중앙은행과 소통할수록 조금씩 되감는 중



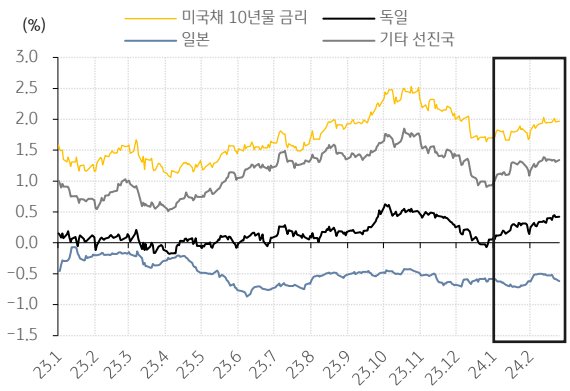
자료: BIS, KB증권 / 주: 기타선진국은 호주, 캐나다, 영국 단순 평균 값

그림 67. 피벗 기대에 맞춰 수익률 곡선 형태도 다양하게 변하고 있으나, 선진국 기간 프리미엄은 음 (-)의 영역에 머무르는 중



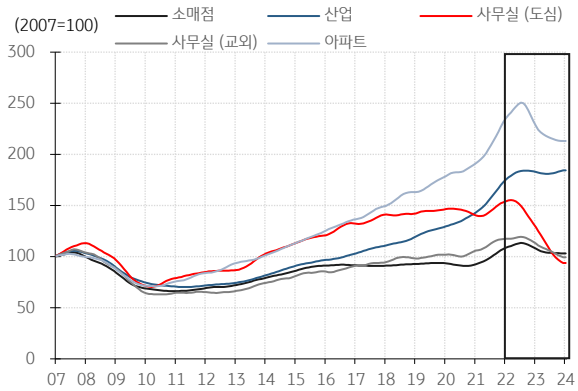
자료: BIS, KB증권 / 주: 기타선진국은 호주, 캐나다, 영국 단순 평균 값

그림 68. 장기 물가 기대가 안정화, 실질-명목 금리 동조화 양상



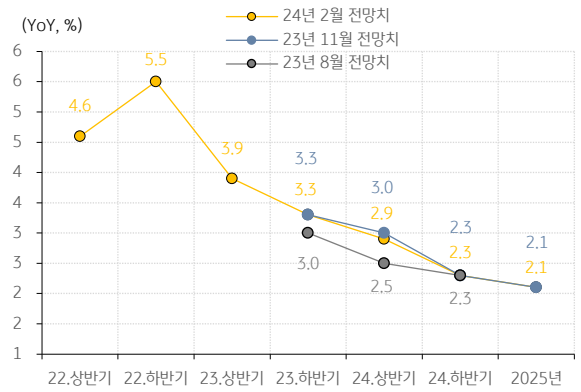
자료: BIS, KB증권

그림 69. 미 상업용 부동산 부문별 가격 추이



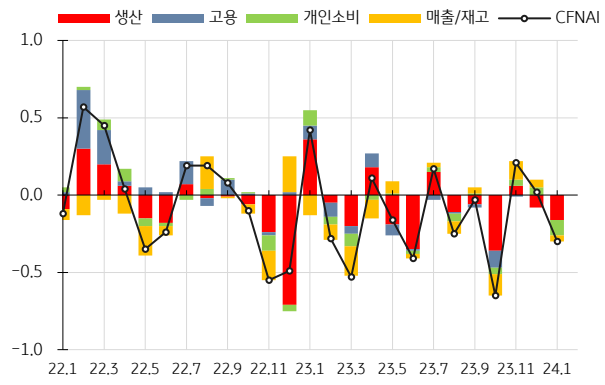
자료: 한국은행, KB증권

그림 70. 한국은행 소비자물가 전망경로



자료: 한국은행, KB증권

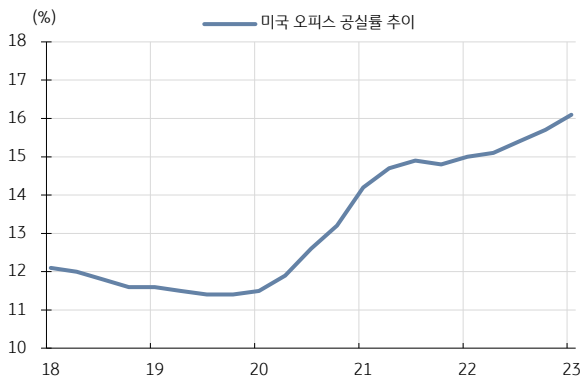
그림 71. 미국 시카고 연준의 경제활동지수 및 구성요소 분해



자료: 시카고 연준, KB증권

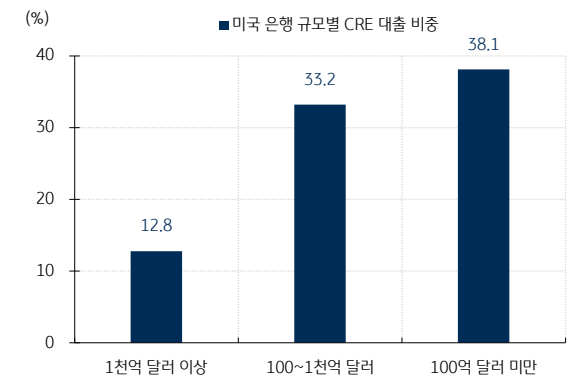
주: 경제가 우상향할 것을 전제로 표준화한 값

그림 72. 미국 오피스 공실률 추이, 꾸준하게 악화되고 있는 것이 신용 위험 관리 측면에서 긍정적일 수 있음 (예측가능성 증가)



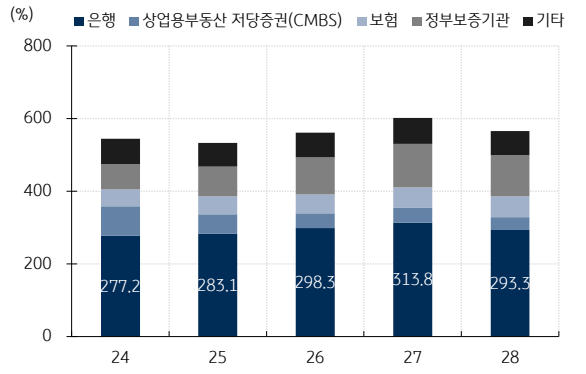
자료: Statista, 한국은행, KB증권

그림 73. 비교적 규모가 작은 은행 노출도가 높은 편, 이런 경우 부문/기업 간 전이 없다면 신용 위험 확산은 제한적일 것



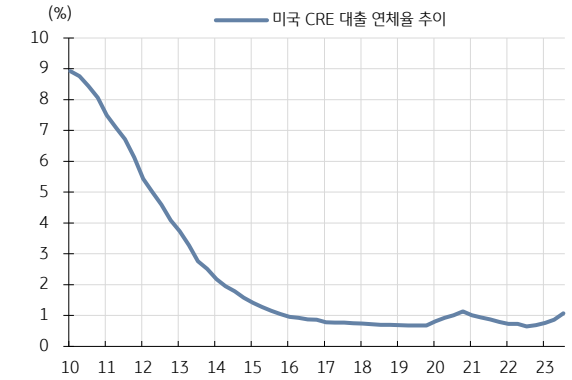
자료: S&P, 한국은행, KB증권

그림 74. 은행권 노출도가 높은 편, SVB 크레딧 이슈가 비교적 잘 봉합된 만큼 기업/부문간 신용위험 전이 가능성도 경감



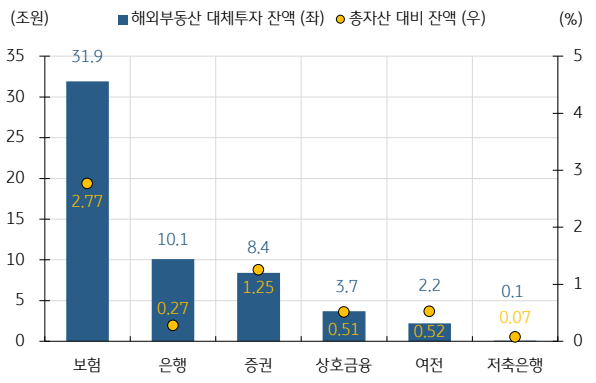
자료: Trepp, Bloomberg, 한국은행, KB증권

그림 75. 시계열을 늘려서 크게 본다면 불안감은 지속될 가능성 높음. 가파른 금리 인상 감안하면 어느정도는 예견된 수순



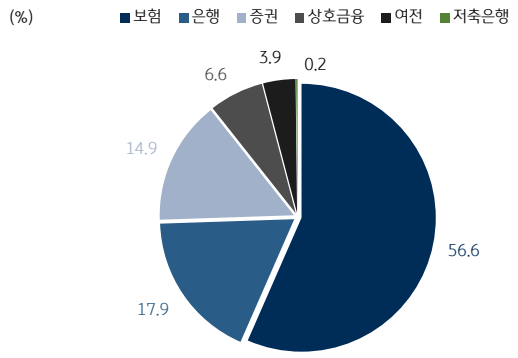
자료: Goldman Sachs, 한국은행, KB증권

그림 76. 해외 부동산 대체투자 잔액은 보험업 31.9조원으로 최대



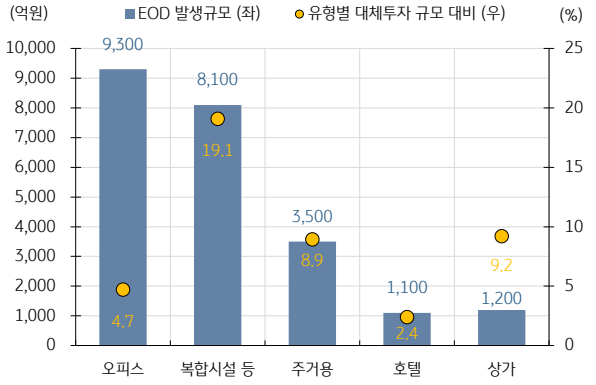
자료: 금융감독원, KB증권

그림 77. 보험업 (56.6%) 비중이 전체 노출의 절반 이상을 차지



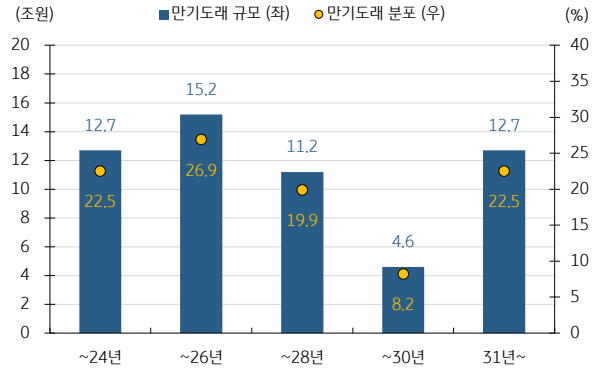
자료: 금융감독원, KB증권

그림 78. EOD 발생규모가 가장 큰 섹터는 오피스, 전체 대체투자 규모 대비 EOD 발생규모 비율이 높은 섹터는 복합시설



자료: 금융감독원, KB증권
주: 물류창고 대체투자 규모 2.2조원, EOD 발생규모 없음

그림 79. 2024년 해외 부동산 익스포저 만기도래 규모는 약 12조원, 전반적인 만기는 비교적 고르게 분포



자료: 금융감독원, KB증권

금통위에선 전망치 하회한 내수부진 이유 탐색, 가계별 금리익스포저를 점검

2월 금통위 의사록에선 최근 한국은행 경제활동전망에 실린 <가계별 금리익스포저를 감안한 금리상승의 소비 영향 점검> 자료와 가계부채 이슈를 함께 다뤘다. 한은 예상치를 하회한 내수부진 이유를 찾으면서 향후 기준금리를 인하했을 때 나타날 수 있는 부작용도 점검했다. 자료에선 고금리가 기간 간 대체효과 (저축 증가, 현재소비 감소)로 소비를 둔화시킨 것으로 보았다.

가계별 요인은 단기금융부채 많은 가구의 소비가 금리상승 영향으로 위축

가계별 요인은 단기금융부채가 많은 가구의 소비가 금리상승 영향으로 위축된 점을 언급했다. 단기금융부채가 많으면 금리 상승에 따라 재무적 손실이 발생한다. 2023년 단기금융부채가 많은 가구는 30~40대 비중이 높고 소득 중상위층과 소비 상위층 비중이 높았다 (금리상승 손해층). 이를 토대로 향후 기준금리 하락 시 어떤 가구에서 소비 진작 효과가 클 것인지에 대한 논의가 진행됐다.

기준금리 인하로 인한 대출 금리 하락은 대출확대, 디레버리징 가능성을 키움

우려사항은 완화정책이 가계부채 확대로 이어지는 것이다. 완화적 통화정책은 긴축정책보다 수요에 미치는 효과가 작을 가능성이 높다 (통화정책의 비대칭성). 즉, 기준금리 인하로 인한 금리 하락이 소비 증가보단 대출 확대, 디레버리징으로 귀결될 수 있다. 인터넷은행 대환대출 흥행 등을 감안하면 발생 가능성이 높은 위험요인이다. 또 신용공급 확대는 미래 성장과 기간 간 상충관계를 보이기도 한다. 상술한 결과를 받아들인다면 국내 가계부채 규모를 감안할 때 기준금리 인하 (이자경감)를 통한 '소비진작' 효과는 제한적일 가능성이 높다.

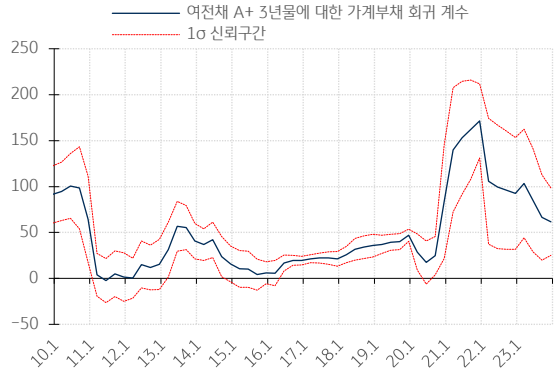
가계대출 잔액 감소에도 당국 대응은 금리 인하시 부작용 검토에 집중할 것

3월 13일 금융감독원에서 발표한 가계대출 동향 (잠정)에 따르면 2024년 2월중 전금융권 가계대출은 1.8조원 감소했다. 금융당국이 23년 3월 이후 첫 가계대출 잔액 감소에 의의를 둔다면 향후 기준금리 인하 시 부작용 발생 가능성도 좀 더 낮게 평가할 것이다. 하지만 이번 가계대출 축소는 설 상여금 등 계절적 요인으로 기타대출이 감소한 영향이 크다. 대환수요 확대로 은행권 자체 주택담보대출 증가가 이어진 만큼 당국 대응도 최근 결과 값 (24년 2월 감소분)에 집중하기보단 정책 경로 상에서 향후 금리 인하 시 발생 가능한 부작용을 검토하는 쪽으로 진행될 전망이다.

23년도 부동산 PF 대출 현황, 작년 9월과 유사한 만큼 갑작스러운 충격은 없을 것

2023년도 부동산PF 대출 현황도 집계됐다. 절대적인 노출 규모는 은행, 보험, 여전사 잔액이 많았으나 연체율은 저축은행, 상호금융, 증권이 높았다. 부동산PF 현황은 이미 공시된 23년 9월 데이터와 큰 차이가 없는 만큼 향후 진행 방향은 갑작스러운 신용 충격보단 브릿지론 익스포저가 큰 기업들의 중장기 영업 펀더멘털 악화로 진행될 것이다.

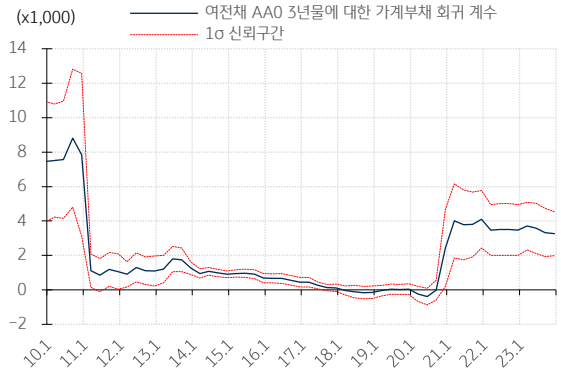
그림 80. 8개 분기 이후 가계대출에 대한 여전채 A+ 3년물 예측회귀 결과 SP 확대, 디레버리징 과정은 시차를 두고 작용



자료: 인포맥스, KB증권

주: 18개 분기 Rolling

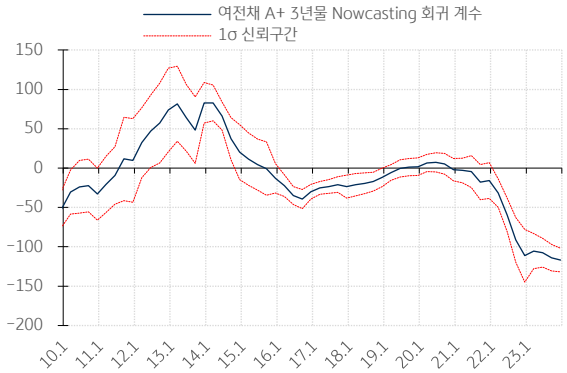
그림 81. 8개 분기 이후 가계대출에 대한 여전채 AA0 3년물 예측회귀 결과 SP 확대, 카드채도 영향 클 것으로 추정



자료: 인포맥스, KB증권

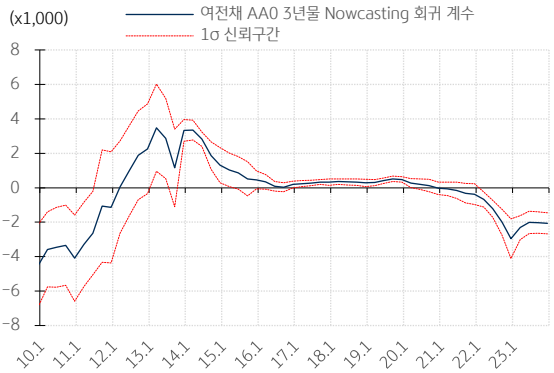
주: 18개 분기 Rolling

그림 82. Nowcasting 가계대출에 대한 여전채 A+ 3년물 예측회귀 결과 SP 축소, 대출확대가 수익성 증가로 이어지는 모습



자료: 인포맥스, KB증권 / 주: 18개 분기 Rolling

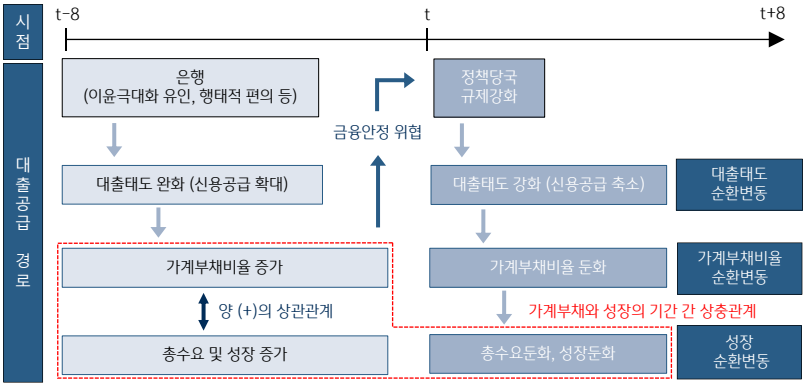
그림 83. Nowcasting 가계대출에 대한 여전채 AA0 3년물 예측회귀 결과, 레버리지 확장 국면에서 카드채 수익성 개선



자료: 인포맥스, KB증권 / 주: 18개 분기 Rolling

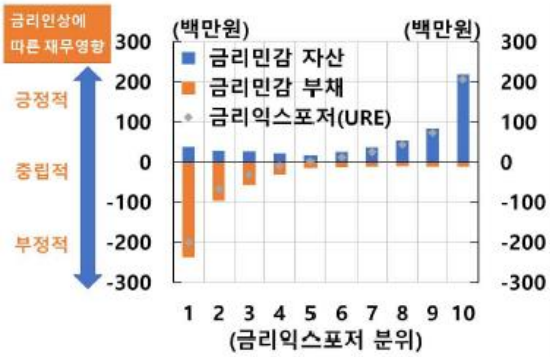
이남강, 나승호 (2023)는 가계부채와 경제성장 간의 기간 간 상충관계 (Interemporal trade-off)를 살핌. 신용공급경로 (Credit supply channel) 중요성 평가. 가계대출시장에서 거시건전성 규제에 따른 은행의 대출태도 (공급) 변화는 가계부채 변동과 경기변화 설명

그림 84. 신용공급경로를 통한 가계부채와 성장 간의 기간 간 상충관계



자료: 이남강, 나승호 (2023). 'The Credit Driven Business Cycles in South Korea: How Important is the Credit Supply Channel?'. 한국은행. BOK경제연구 2023-20호, KB증권

그림 85. 금리익스포저에 따라 금리인상에 따른 영향 차별화



자료: 정동재 외 (2024). '가계별 금리익스포저를 감안한 금리상승의 소비 영향 점검'. 한국은행. 경제전망보고서 핵심이슈. p.4, 한국은행, 통계청, 한국은행 조사국, KB증권

주: 가계금융복지조사 (2023) 가구주 30-65세 기준

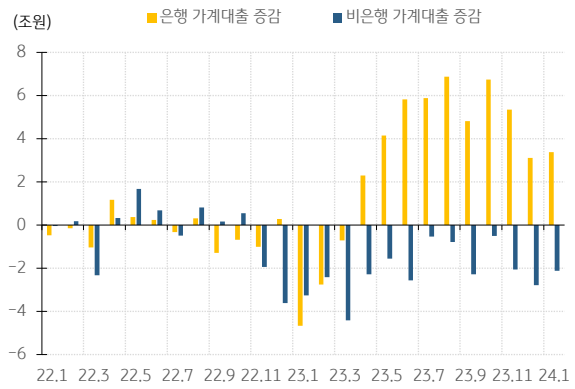
그림 86. 금리익스포저 하위 분위에서 부진한 팬데믹 이후 소비

자료: 정동재 외 (2024). '가계별 금리익스포저를 감안한 금리상승의 소비 영향 점검'. 한국은행. 경제전망보고서 핵심이슈. p.6, 한국은행, 통계청, 한국은행 조사국, KB증권

주1: 2019년 대비 22년 가계금융복지조사 (2023) 공통 패널가구 대상. 가구별 실질 소비지출액에서 실질 소득요인을 통제하여 제거한 후 증가율 산출

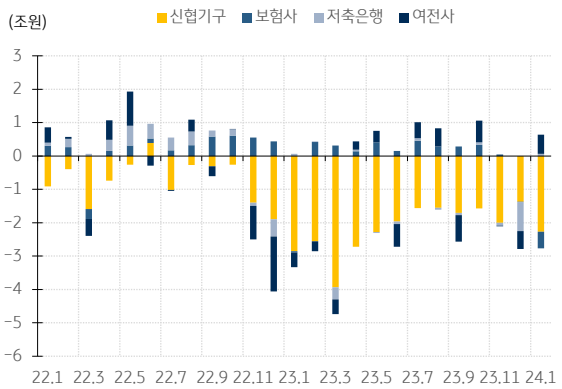
주2: 각 분위는 2020.3 금리익스포저 기준 구분. 따라서 각 분위별 소비 증감에는 대상기간 중 가계의 자산, 부채 구성이 변하면서 금리익스포저 자체가 달라진 데 따른 영향이 포함

그림 87. 정책금융 상품을 취급하는 은행 가계대출 수요는 소폭 둔화됐으나, 지속 감소중인 비은행권 대비 견조한 모습



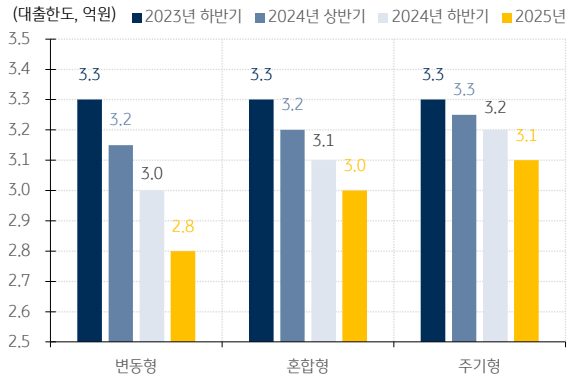
자료: 한국은행 통화신용정책 보고서 (2024.3), 주택금융공사, 금융기관 업무보고서, KB증권
주: 비은행은 신용협동기구 (상호금융, 신협, 새마을), 저축은행, 보험사, 여전사

그림 88. 비은행 가계대출은 지속적으로 감소, 상호금융은 DSR 높게 산정되는 특징. DSR 규제 영향력이 강하게 작용한다는 의미



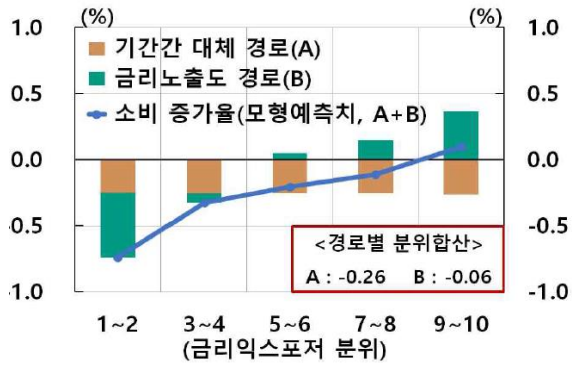
자료: 한국은행 통화신용정책보고서 (2024.3), 주택금융공사, 금융기관 업무보고서, KB증권
주: 비은행은 신용협동기구 (상호금융, 신협, 새마을), 저축은행, 보험사, 여전사

그림 89. 2024년 2월 스트레스 DSR 도입에 따른 대출한도 변화, 일부 가계 차입한도 축소



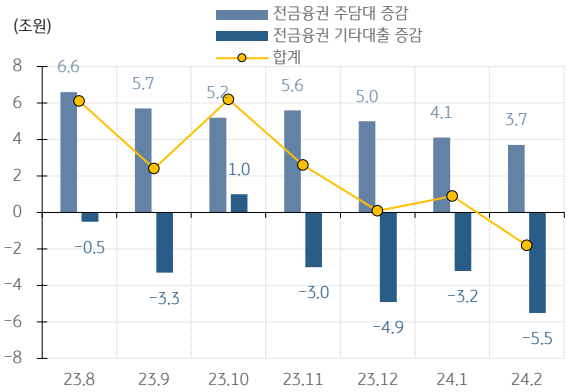
자료: 금융위원회, 한국은행 통화신용정책보고서 (2024.3), KB증권
주1: 소득 5천만원, 만기 30년, 스트레스 금리 1.5%, 변동주기 5년 가정
주2: 24년 상반기는 스트레스 금리의 25%, 하반기 50%, 2025년 100% 가산

그림 90. 1% 금리 상승시 금리익스포저별 소비 변화 예측, 팬데믹 이후 소비는 금리익스포저 1~2분위에서 가장 크게 축소



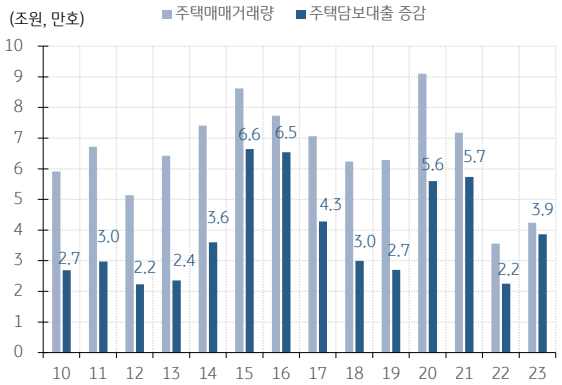
자료: 정동재 외 (2024). '가계별 금리익스포저를 감안한 금리상승의 소비 영향 점검'. 한국은행. 경제전망보고서 핵심이슈. p.6, 한국은행 조사국, KB증권
주: 2019년 대비 22년 가계금융복지조사 (2023) 공통 패널가구 대상, 1% 금리 상승 충격에 따른 소비변화 예측치. 모형상 금리충격은 당해연도 1% 상승, 익년도 소멸을 가정. 실제 금리충격과는 상이

그림 91. 대출항목별 가계대출 증감 추이, 기타대출 감소



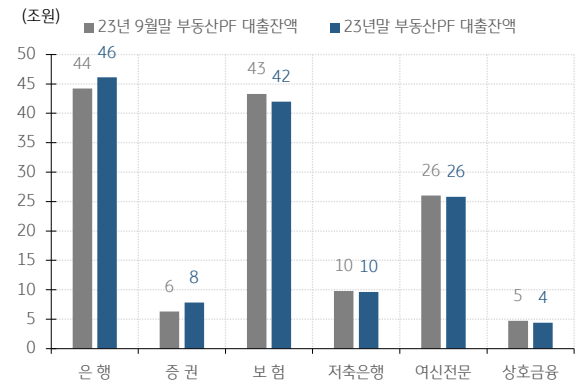
자료: 금융감독원, KB증권

그림 92. 주택매매거래량과 주택담보대출 증감



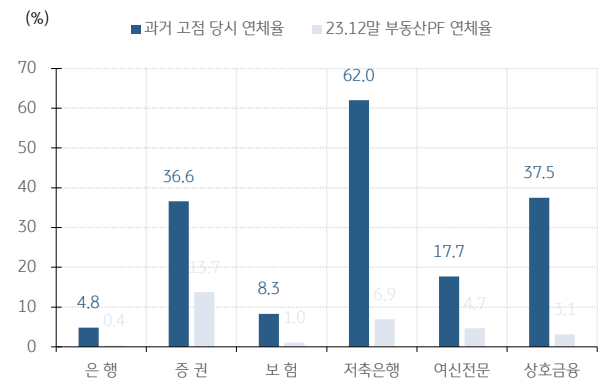
자료: 금융감독원, KB증권

그림 93. 2023년 9월과 비슷한 수준으로 유지되고 있는 부동산 PF 대출 잔액. 은행, 보험, 여전사 잔액 규모 큼



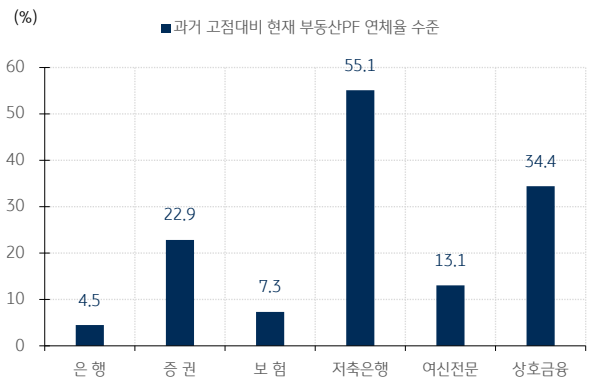
자료: 금융감독원, KB증권

그림 94. 금융기관 PF대출 연체율 현황, 연체율 잔액과 연체율 간 차이가 있음 → 연체율 높을수록 더 위험한 사업장 부담했을 것



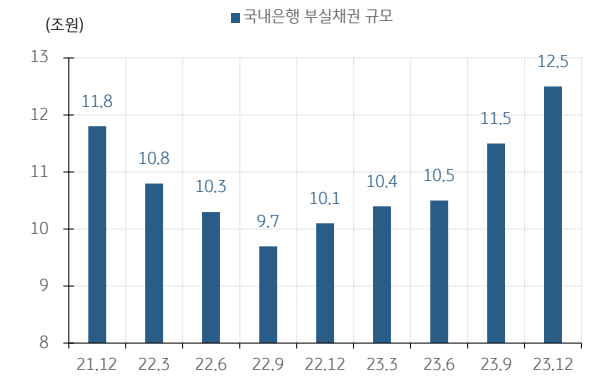
자료: 금융감독원, KB증권

그림 95. 금융권 PF대출 연체율 섹터별 역사적 고점 & 현재 수준 비교, 저축은행이 높은 편이나 잔액 규모 크지 않은 편



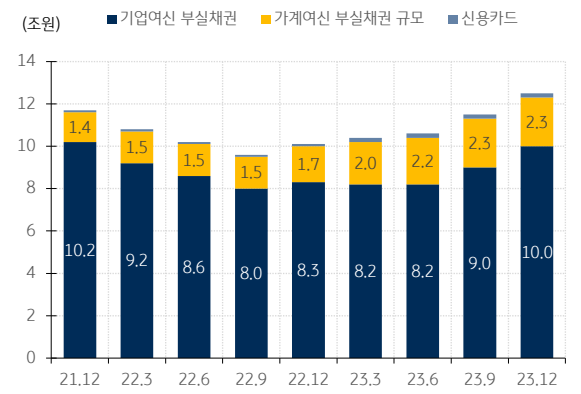
자료: 금융감독원, KB증권

그림 96. 국내은행 부실채권 규모 22년 12월 이후 꾸준하게 증가, 고금리 유지 중인 만큼 부실채권 확대는 자연스러운 현상



자료: 금융감독원, KB증권

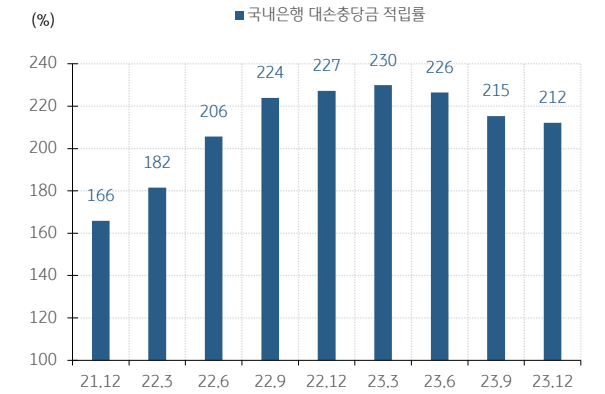
그림 97. 국내은행 부실채권 양적 측면에선 기업여신에 집중



자료: 금융감독원, KB증권

주: 기업여신은 공공/기타부문 포함

그림 98. 은행권 대손충당금은 추가 확충보단 정책공조 증가할 것



자료: 금융감독원, KB증권

주: 총대손충당금잔액/부실채권

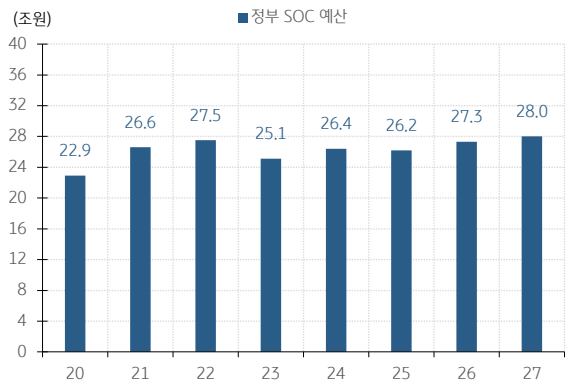
재정 조기집행에 맞춰 중견기업전용펀드 결성, 수출입은행 공급망안정화 채권 발행 등 정책자금 집행 가속도 붙을 것

제6차 정책금융지원협의회에서 재정 조기집행에 맞춰 5조원 규모의 중견기업전용펀드 결성 계획과 혁신성장펀드 3조원 추가 조성안이 공표됐다. 절대적 규모보단 정책 공조 맥락에서 산업은행, 기업은행의 상반기 자금집행도 빨라질 것으로 보인다. 수출입은행은 5조원 규모의 공급망안정화 채권을 발행할 계획이다. 경제안보 관련 산업 (공급망) 지원에 초점을 두고 수출입은행, 산업은행, 기업은행, 무역보험공사 등 정책금융기관이 공조한다. 공급망안정화 기금은 원화만이 아니라 미달러화 지원도 포함하며, 지원대상 사업이 여러 섹터에 걸친 만큼 (기금) 수요측 대출기간도 다양할 것이다. 현재 특은채 스프레드는 국고대비 20bp 수준으로 매우 낮다. 이를 감안하면 조달이점을 살리기 위해 수은채 발행물 만기는 길어질 가능성이 높다 (10년 이내).

연초 발행시장 강세로 신용 스프레드가 낮은 현 시장상황도 특수채 발행에 긍정적

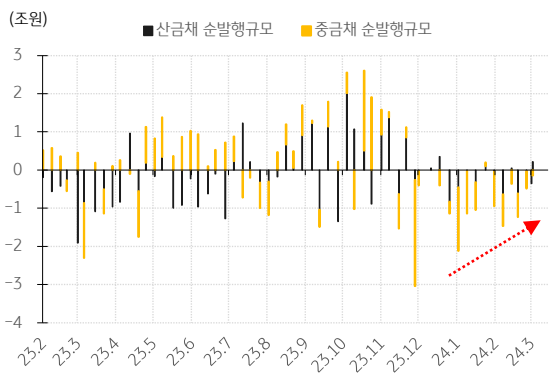
특수채 공급 물량 증가는 회사채 시장 수급 불안으로 이어질 수 있는 만큼 시장 불안을 줄이기 위해 스프레드가 낮은 현시점에 빠른 조달을 진행할 가능성이 높다. 정책목적기간이 상반기에 집중된 만큼 4월에도 특수채 공급은 늘어날 전망이다. RP매도 거래 규모 (수요)도 채권형 펀드 자금 유입이 이어지면서 현재 수준을 유지할 것이다.

그림 99. 정부 SOC 예산 증가와 민관 인프라 투자 확대는 건설업 디폴트 프리미엄 감소에 긍정적 작용



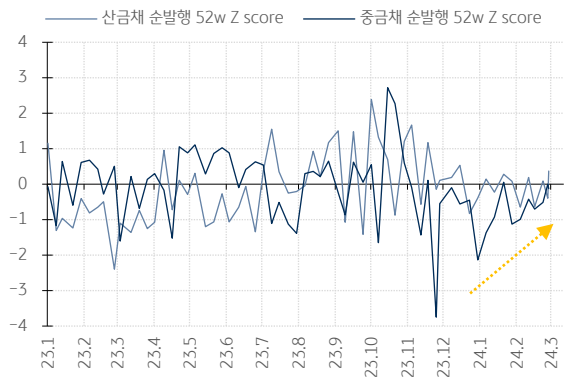
자료: 기획재정부, 국회예산정책처, 한국은행, KB증권
주: 22년 이전은 추경예산, 23년 및 24년은 본예산, 25년 이후는 중기재정계획 기준

그림 100. 연말까지 소강상태 접어든 이후, 연초부터 조금씩 공급 늘리기 시작하는 특수은행채 (산은, 기은)



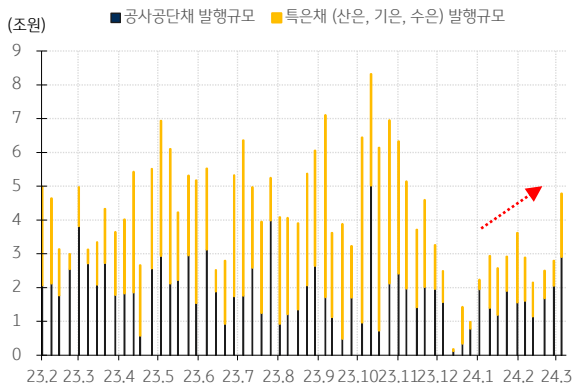
자료: 인포맥스, KB증권

그림 101. 발행강도 (Z score) 기준으로도 순상환기조 확연하게 축소, 정책에 발맞춰 순발행기조로 전환 가능성 높음



자료: 인포맥스, KB증권
주: 최근 52주 발행규모 기준

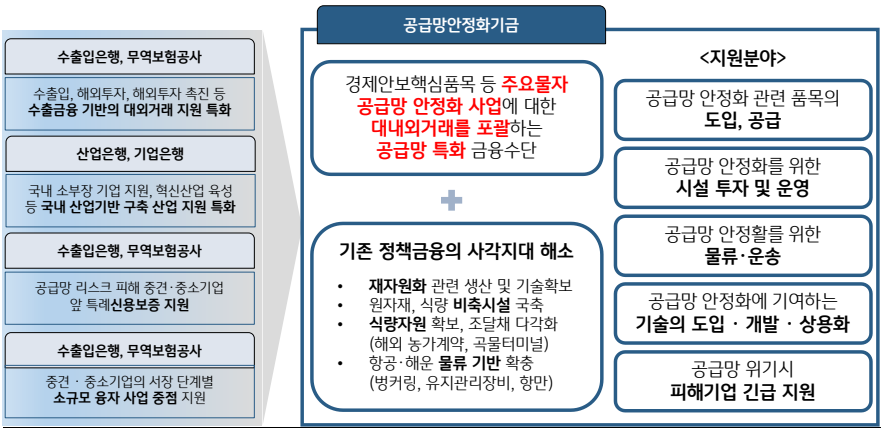
그림 102. 정부 재정 투입에 더하여, 채권 발행을 통해 조달할 자체 자금도 활용해 내수부진 대응



자료: 인포맥스, KB증권

공급망 안정화를 위한 정책금융 개요도는 우측 그림과 같음. 경제안보와 관련한 산업 (공급망) 지원에 초점. 수출입은행, 산업은행, 기업은행 등 정책금융기관이 공조

그림 103. 공급망안정화기금 개요도



자료: 수출입은행, KB증권

공급망안정화기금 자금지원 방향은 우측 표와 같음. 정책금융과 연계해 지원하는 방향

표 6. 공금망안정화기금 자금지원방향

기금지원방향	세부내용
핵심산업 공급망 강화 및 공급망 사각지대 해소	- 이차전지, 반도체, 자동차, 식량, 해운, 물류 등 핵심 산업의 대내외 공급망 안정화 - 상대적 소외분야 (식량안보, 광물제련) 및 신사업분야 지원
경제안보품목 등 정책적 관리 필요 품목 특화 지원	- 안정화 선도사업자'가 추진하는 경제안보품목 안정화 사업 중점 지원 - 중앙행정기관의 장 또는 기금심의회가 인정하는 사업 지원
정책금융 및 재정사업과의 연계를 통한 공급망 기금 효과성 제고	- 기존 정책금융 지원여력 보완 & 대형사업 공동지원 등 지원규모 확대 - 기존 재정사업과 연계, 사업단계별 다양한 금융수요 대응 (공급망기금 지원 예시) 광물개발사업: 초기 고위험 탐사사업 (예특회계 지원) + 개발자금 (공급망 기금) 수입대체기술개발: 초기 R&D지원 (재정지원) + 기술 상용화 자금 (공급망 기금)

자료: 수출입은행, KB증권

공급망안정화 기금은 원화만이 아니라 미달러화 지원도 열어둠. 여러 산업에 걸쳐 있는 만큼 수요측 대출기간도 다양할 것으로 보임. 최근 국고 대비 20bp를 하회하는 특은채 스프레드 감안했을 때 당해 기금 운영을 위한 조달 채권도 듀레이션 길게 가져갈 가능성 높음

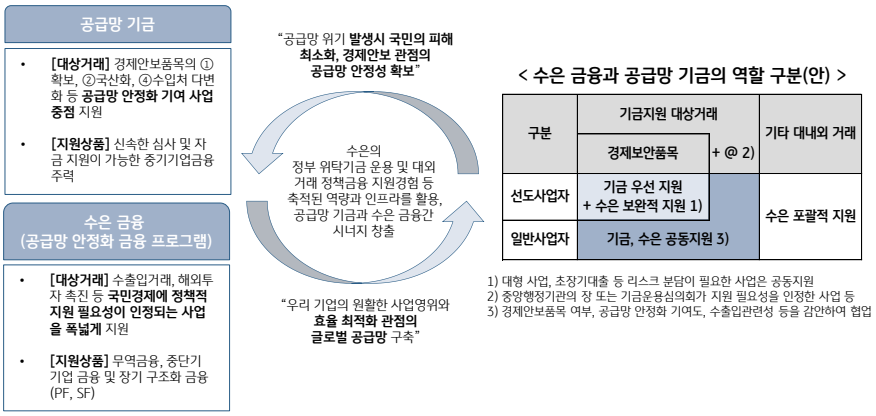
표 7. 공금망안정화기금 자금지원상품 및 조건

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

지원 대상 산업도 상당 범위에 걸칠 것으로 추정. 특수채 공급 증가에 수급 부담 높아질 수 있으나, 금리 상승으로 수요 측면에서의 채권 투자 매력도도 높아진 만큼 수급 교란 가능성은 낮을 것. 정책 공조 측면에서 여유자금 운용 수요 있는 기관의 RP펀드 설정 이어질 가능성도 높음

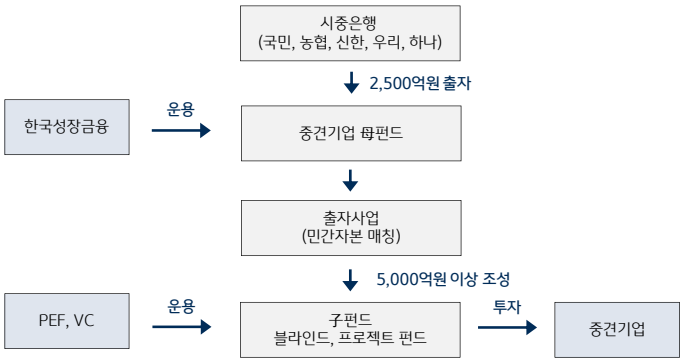
그림 104. 공금망안정화기금 & 수은금융 연계 방향



자료: 수출입은행, KB증권

중견기업전용펀드는 최초로 은행권이 출자해 조성. 5조원 규모로 조성되어 중견기업의 신사업진출과 사업 확장 기여. 정책자금 투입 없이 5대 은행이 출자해 조성

그림 105. 중견기업전용펀드 조성계획



자료: 금융위원회, KB증권

혁신성장펀드 2차년도 조성방안. 미래성장동력 제고 및 혁신적 벤처 육성을 위해 5년간 ('23~'27년) 15조원 규모로 조성. 2023년 연말까지 총 3.15조원의 펀드 조성 완료 (목표 3조원). 올해도 3조원의 혁신성장펀드 추가 조성. 기후기술 및 AI분야 투자 촉진 유도

표 8. 2024년 혁신성장펀드 상세 조성계획

분야	주관기관 (신청자수)	펀드규모	자펀드 운용사수	조성규모	정책출자금			
					재정	당행	사다리	합계 (비율)
혁신산업펀드	민간 (1 차)	1,000	3	3,000	510	240	300	1,050 (35%)
	산은 (1 차)	2,000	2	4,000	560	750		1,310 (33%)
	산은 (1 차)	3,000	2	6,000	700	1,100		1,800 (30%)
	산은 (2 차)	1,000	2	2,000	230	310	200	740 (37%)
	소계		9	15,000	2,000	2,400	500	4,900 (33%)
성장지원펀드	산은 (1 차)	5,000	2	10,000	200	2,800		3,000 (30%)
	민간 (2 차)	2,500	2	5,000	800	800		1,600 (32%)
	소계		4	15,000	1,000	3,600		4,600 (31%)
	합계		13	30,000	3,000	6,000	500	9,500 (32%)

자료: 금융위원회, KB증권
주: 단위는 억원

한국은행의 향후 물가경로 불확실성 전망 근거

향후 물가 경로의 불확실성을 높게 전망하는 이유 중 하나는 비용압력이다. 24년 2월 한은의 경제전망보고서에 따르면 국내외 수요부진 심화, 유가 하락을 물가 하방 리스크로 언급하고 있다. 상방 요인으로는 중동지역 지정학적 정세 불안 (유가 급등), 기상이변, 비용압력의 파급영향 지속 등을 언급했다. 이때 비용 압력은 '기업의 상품조정' 매커니즘을 통해 상품가격 인상 (≒물가 상승)에 반영된다.

물가 안정기보다 인플레이션 변동 폭이 클 수 있음을 시사

이동재, 임서하 (2024)의 <팬데믹 이후 국내기업 가격조정행태 변화의 특징과 영향>에서는 팬데믹 이후 고인플레이션 지속에 따른 기업들의 가격조정 행태 변화를 점검한다. 보고서에선 기업의 가격조정 의사결정을 '가격조정폭'과 '가격인상빈도'로 나눠서 접근한다. 국내 기업의 (팬데믹 이후) 가격조정행태는 상품 가격 유지 기간이 9.1개월에서 6.4개월로 단축됐다. 다시 말해서, 국내 기업은 '가격인상빈도'를 높이는 방식으로 비용압력에 대응 중이다. 결과적으로 인플레이션이 중앙은행의 목표 수준을 여전히 상회하는 상황에서 새로운 비용 충격이 발생할 경우 물가 안정기보다 인플레이션 변동 폭이 비선형적으로 커질 수 있다.

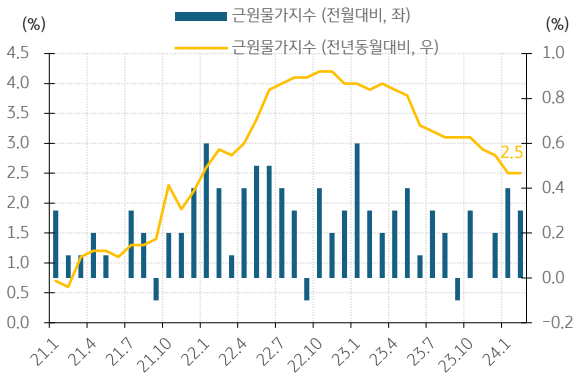
경직적인 인플레이션 둔화 흐름 우려

미국 물가에 대해선 PCE 물가 상승률 2%대 하락했으나 헤드라인 및 주거비 제외 근원서비스 물가 상승률이 여전히 3%대 및 4%대로 높고 주택 가격 상승세도 주거비 물가 상승 압력으로 작용 중이다. 여러 물가지표를 고려할 경우 (품목간 전이 등) 미국에서 '경직적인' 인플레이션 둔화 흐름이 나타날 수 있으며, 이땐 피벗 시점도 지연될 가능성이 높다. (피벗에 대한) 시장의 기대가 강한 만큼 현재 컨센서스를 상회하는 피벗 지연은 시장 충격으로 이어질 수 있다. 국내 회사채 시장에서는 현재 24년 3~4분기 형성된 인하 컨센서스가 미뤄지며 금리 (또는 SP)가 급등할 경우 24년 7~9월 만기도래 물량이 일시적 조달 금리 변화에 피해를 볼 수 있다.

높은 생활물가 변동성

생활물가 변동성이 상대적으로 높은 만큼 향후 물가 지표 발표 시 적정가격을 찾는 과정에서 1~2일 이내 초단기 금리 변동성은 높아질 수 있다. 이러한 단기 충격은 국고 중심으로 진행될 전망이다. 물가 충격이 국고 금리 절대 레벨에 반영되면서 회사채 금리 레벨을 향후 수개월간 높이는 경우가 아니라면, 생활물가 변동이 회사채 스프레드에 미치는 영향은 작다. 물가와 관련해서 회사채 금리 레벨을 올릴만한 유인은 앞서 살펴본 '가격인상빈도' 요인이다. 이때도 가격인상빈도가 회사채 스프레드에 직접적으로 작용하기보단 인플레이션 절대 레벨을 올려 2차적인 충격을 줄 가능성이 높다 (표 9).

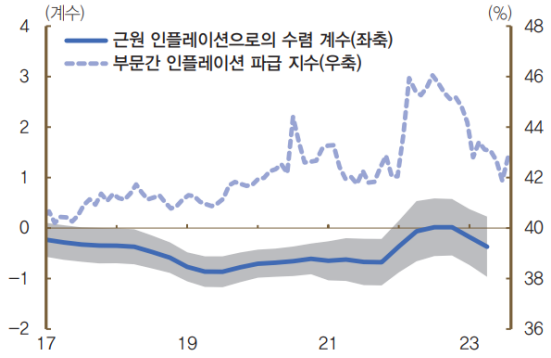
그림 106. 근원물가지수 (추세적 물가) 등락률 추이는 전년동월비 2.5% 전월과 같은 수준 유지



자료: 한국은행, KB증권

주: 식료품 및 에너지 제외 지수

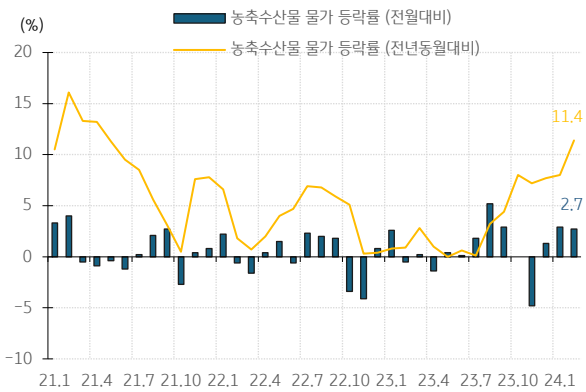
그림 107. 근원 인플레이션으로 수렴 및 부문간 파급효과, 인플레 부문별 파급도 축소되는 추세



자료: 정성엽 외 (2024). 물가안정기로의 전환 사례 분석 및 시사점. 한국은행, KB증권

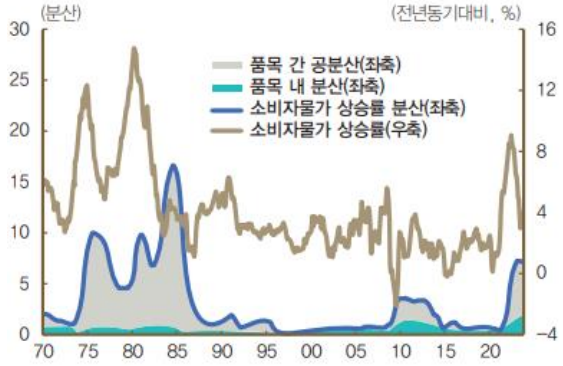
주: Diebold and Yilmaz (2012), Borio et al (2023) 참고

그림 108. 농축수산물 물가 등락률은 변동이 높은 편, 작년 작황 부진이 반영되며 최근 강세 → 할인 확대 및 수입과일 신속도입



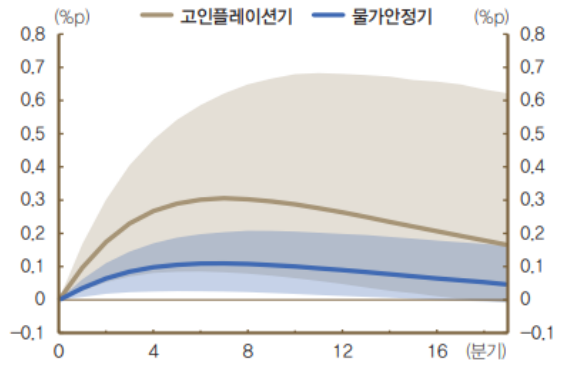
자료: 한국은행, KB증권

그림 109. 미국 인플레이션 분산분해, 인플레이션을 가속하는 주요인은 품목간 공분산



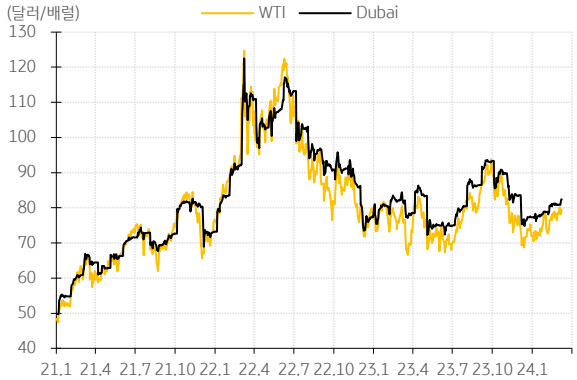
자료: 정성엽 외 (2024). 물가안정기로의 전환 사례 분석 및 시사점. 한국은행, KB증권
주: 품목간 공분산 = 소비자물가상승률 분산 – 품목 내 분산

그림 110. 소비자물가의 원자재가격에 대한 반응은 고인플레이션기 더 민감한 양상, 원자재 자체 동인인 이유도 있으며 약 8분기 정점



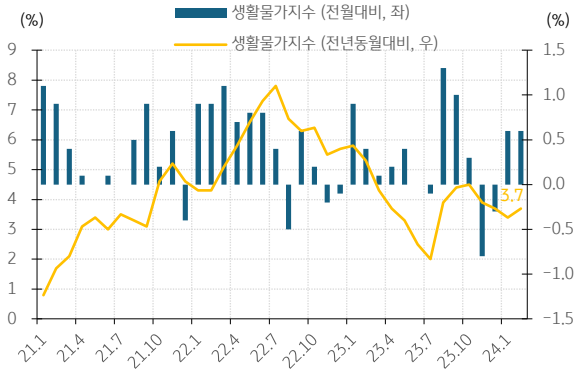
자료: 정성엽 외 (2024). 물가안정기로의 전환 사례 분석 및 시사점. 한국은행, KB증권

그림 111. OPEC+ 감산 연장으로 유가 반등 흐름 지속, 국제유가 상승분은 물가에 시차를 두고 반영 → 4월까지 유류세 인하 연장



자료: 한국은행, KB증권

그림 112. 가계 지출 비중이 높은 품목으로 구성된 생활물가 3.7% 상승

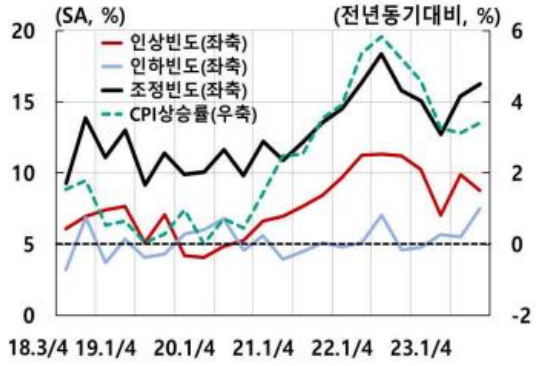


자료: 한국은행, KB증권

그림 113. 일반인 기대인플레이션 응답분포, 과거 평균에 비해 응답자간 불일치 정도 높고 여전히 물가 관심 높은 편

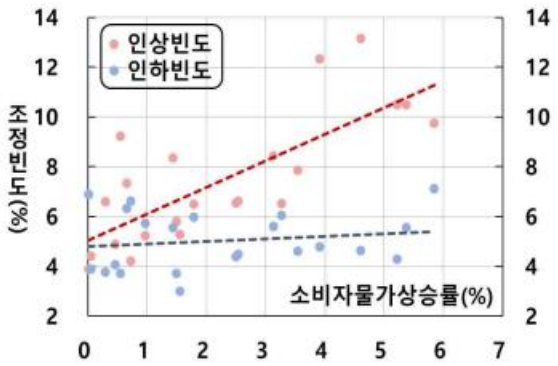
자료: 정성엽 외 (2024). 물가안정기로의 전환 사례 분석 및 시사점. 한국은행, KB증권
주: 향후 1년 기대인플레이션 응답분포 상위 75%와 25% 값의 차 (Moessner et al. 2011)

그림 114. 월평균 기준가격 조정빈도는 15.6%로 증가, 팬데믹 이전 ('18~21년도) 11.0%이 비해 4.6%p 증가한 수치



자료: 이동재, 임서하 (2024). 팬데믹 이후 국내기업 가격조정 행태 변화의 특징과 영향, 한국은행, KB증권

그림 115. 가격 인상 빈도가 높을수록 소비자 물가 상승률도 높아지는 경향, 인하 빈도는 물가와 무관하게 일정 수준에서 유지



자료: 이동재, 임서하 (2024). 팬데믹 이후 국내기업 가격조정 행태 변화의 특징과 영향, 한국은행, KB증권

그림 116. 생필품 가격, 조정폭보단 조정빈도 기여도가 높은 상황

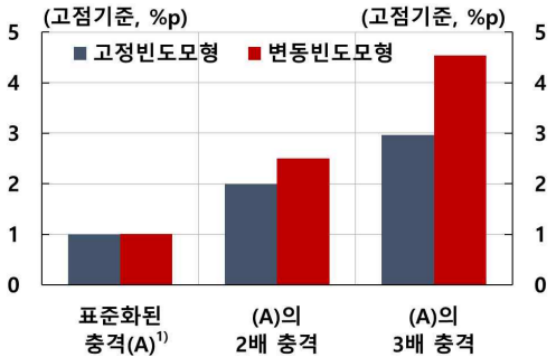
자료 이동재, 임서하 (2024). 팬데믹 이후 국내기업 가격조정 행태 변화의 특징과 영향, 한국은행, KB증권 / 주: 각 기여도 계산시 다른 요인은 평균 수준에서 고정된 것으로 가정

표 9. 인플레이션에 대한 회귀분석, 인상빈도와 밀접한 관련

항목	기준가격 기준	일반가격 기준
인상빈도	1.019*** (0.00)	2.379*** (0.00)
인하빈도	-0.134 (0.35)	1.152*** (0.00)
인상폭	-0.107 (0.88)	0.797 (0.15)
인하폭	-0.566 (0.17)	0.401 (0.07)

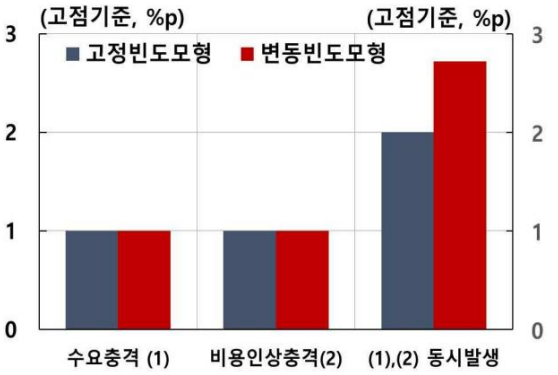
자료: 이동재, 임서하 (2024). 팬데믹 이후 국내기업 가격조정 행태 변화의 특징과 영향, 한국은행, KB증권 / 주: ***는 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미, ( ) 안은 p-value

그림 117. 비용충격 크기에 따른 물가상승률 반응



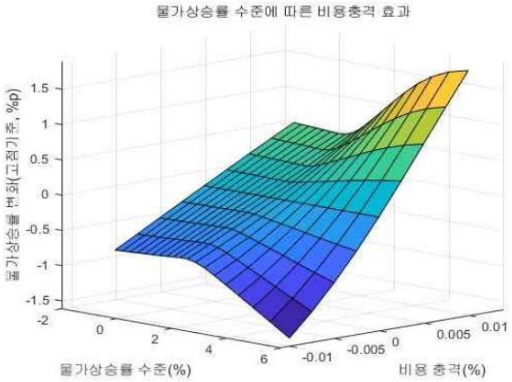
자료: 이동재, 임서하 (2024). 팬데믹 이후 국내기업 가격조정 행태 변화의 특징과 영향, 한국은행, KB증권 / 주: 1%p의 인플레이션 (고점 기준) 유발하는 비용충격

그림 118. 비용충격 크기에 따른 물가상승률 반응



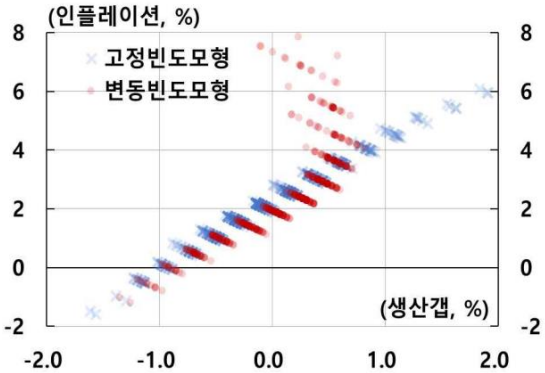
자료: 이동재, 임서하 (2024). 팬데믹 이후 국내기업 가격조정 행태 변화의 특징과 영향, 한국은행, KB증권 / 주: 1%p의 인플레이션 유발하는 수요, 비용충격이 개별 발생하는 경우와 동시 발생 경우

그림 119. 물가상승률 수준에 따른 인플레이션 변동성, 물가 절대 수준이 높을 때 비용 충격이 더 강하게 작용 (비선형적 움직임)



자료: 이동재, 임서하 (2024). 팬데믹 이후 국내기업 가격조정 행태 변화의 특징과 영향, 한국은행, KB증권 / 주: AR(1) 타입의 비용충격에 따른 인플레이션 변동성

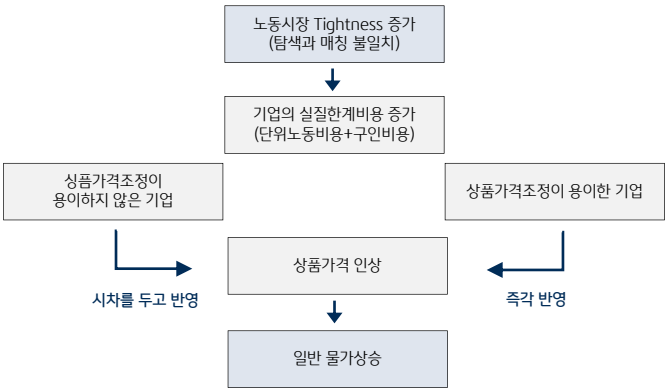
그림 120. 물가상승률 수준에 따른 비용충격의 영향, 일정 수준 이상의 인플레는 생산 갭 고정한 상태로 물가만 상승 (수직화)



자료: 이동재, 임서하 (2024). 팬데믹 이후 국내기업 가격조정 행태 변화의 특징과 영향, 한국은행, KB증권 / 주: 500기 시뮬레이션 결과

중앙은행은 미래 물가상승 압력을 판단에 노동시장경색 (Tightness) 지표 중시. 기업이 원하는 노동자를 찾지 못하면 단위노동비용에 구인비용이 추가. 이때 기업은 증가한 실질한계비용 보전을 위해 상품가격 인상 고려

그림 121. 노동시장경색 (Tightness), 상품가격조정이 물가상승에 미치는 경로



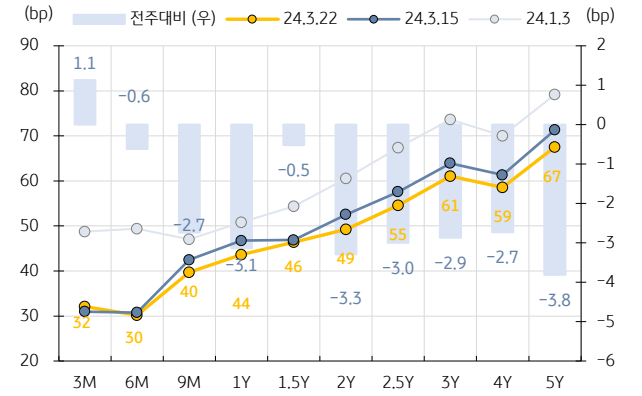
자료: 최영준, 조강철 (2008), KB증권
주1: 최영준, 조강철 (2008). 노동시장경색 지표의 물가 예측력 분석. 한국은행 조사통계월보 2008. 12, pp.23-64
주2: 이해를 돕기 위해 노동시장경색을 Tightness로 대치

V. Spread Curve Review (Weekly)

섹터별 스프레드 커브 리뷰

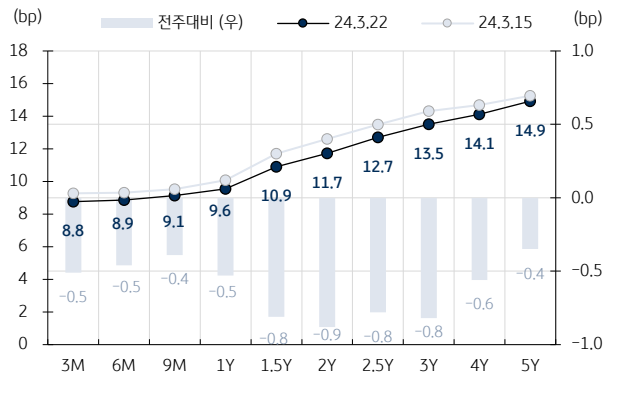
신용 스프레드 커브는 3년물을 기준으로 이야기하는 경우가 많지만, 유통량이 적거나 발행이 없는 특정 구간의 스프레드는 왜곡될 가능성이 높다. 따라서 섹터별 발행/유통 물량을 감안해 전체 스프레드 움직임을 살펴볼 필요가 있다. 각 섹터별 종목들의 자기등급 대비 스프레드 평균을 계산했다. 섹터별로 선정된 종목은 마지막 페이지 유니버스 내역에 정리했다.

그림 122. 금융지주 국고 대비 스프레드 커브



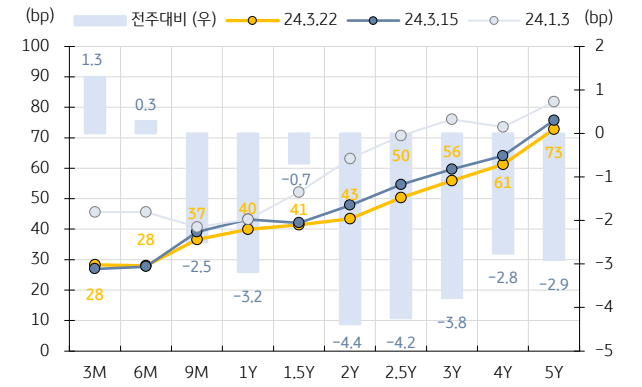
자료: 인포맥스, KB증권

그림 123. 금융지주 자기등급 대비 스프레드 커브



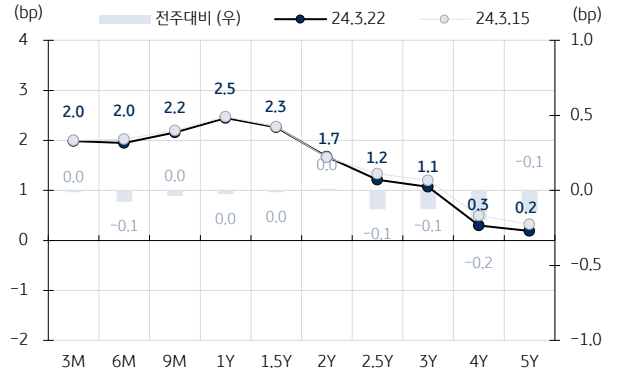
자료: 인포맥스, KB증권

그림 124. 카드 국고 대비 스프레드 커브



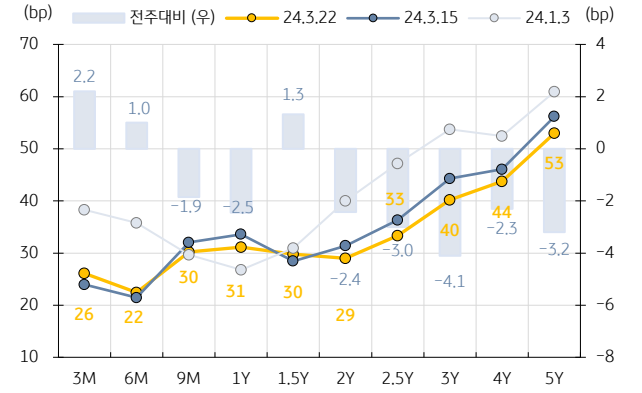
자료: 인포맥스, KB증권

그림 125. 카드 자기등급 대비 스프레드 커브



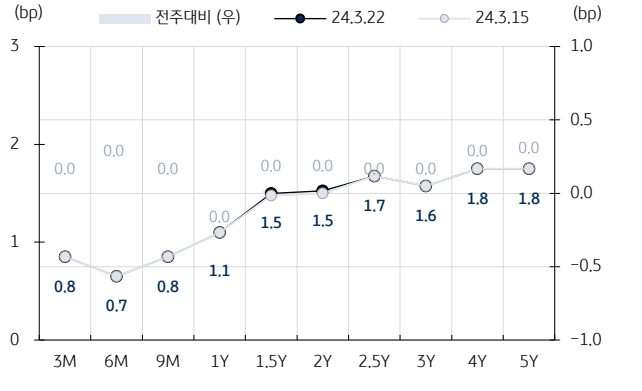
자료: 인포맥스, KB증권

그림 126. 지방은행 국고 대비 스프레드 커브



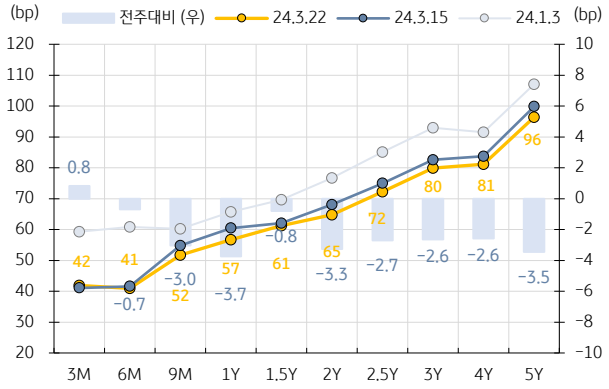
자료: 인포맥스, KB증권

그림 127. 지방은행 자기등급 대비 스프레드 커브



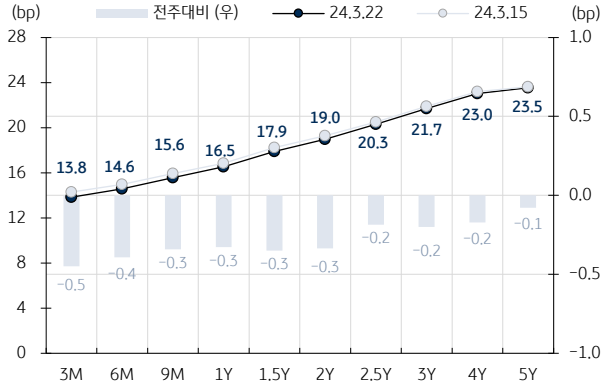
자료: 인포맥스, KB증권

그림 128. 증권 국고 대비 스프레드 커브



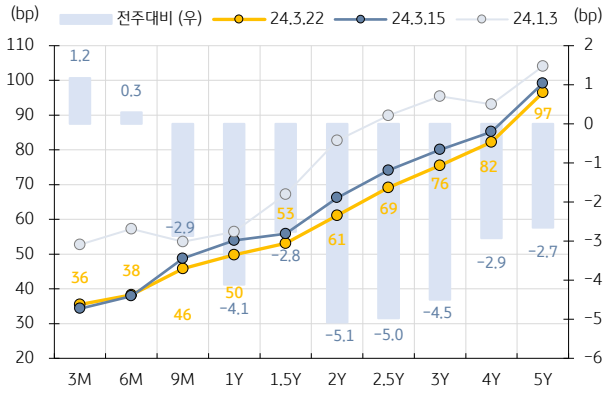
자료: 인포맥스, KB증권

그림 129. 증권 자기등급 대비 스프레드 커브



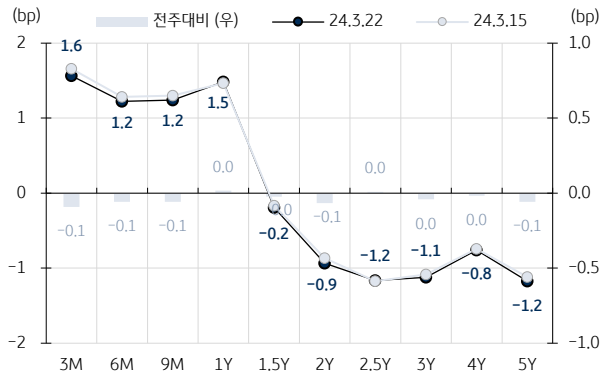
자료: 인포맥스, KB증권

그림 130. 캐피탈 AA급 국고 대비 스프레드 커브



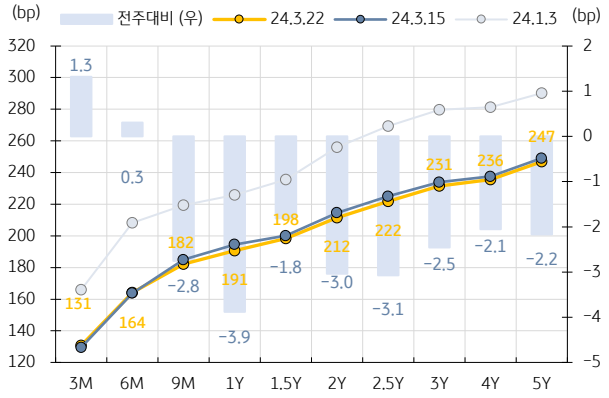
자료: 인포맥스, KB증권

그림 131. 캐피탈 AA급 자기등급 대비 스프레드 커브



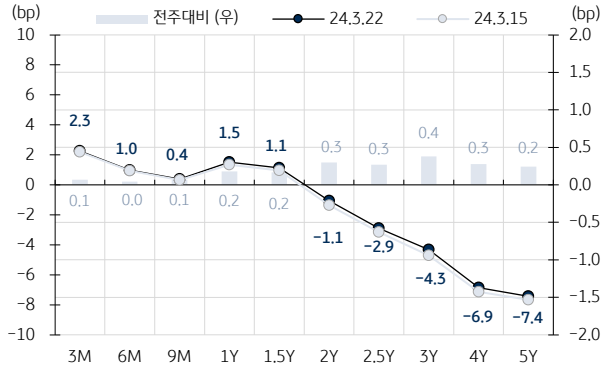
자료: 인포맥스, KB증권

그림 132. 캐피탈 A급 국고 대비 스프레드 커브



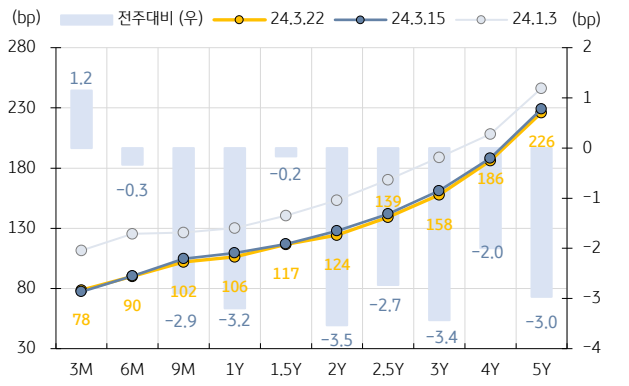
자료: 인포맥스, KB증권

그림 133. 캐피탈 A급 자기등급 대비 스프레드 커브



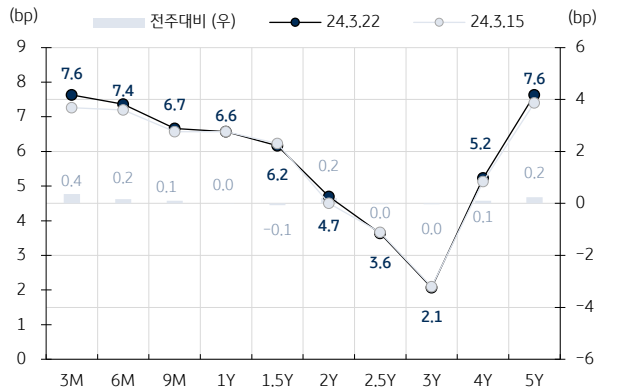
자료: 인포맥스, KB증권

그림 134. NPL 국고 대비 스프레드 커브



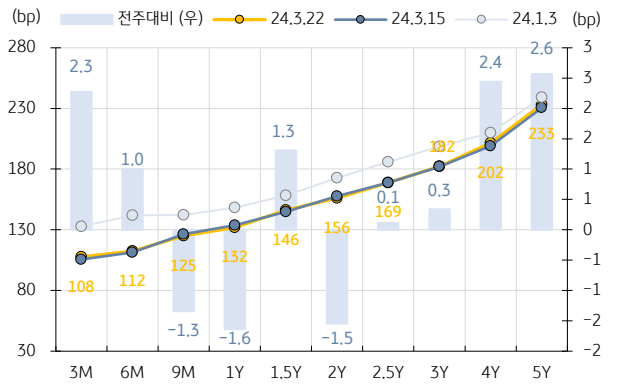
자료: 인포맥스, KB증권

그림 135. NPL 자기등급 대비 스프레드 커브



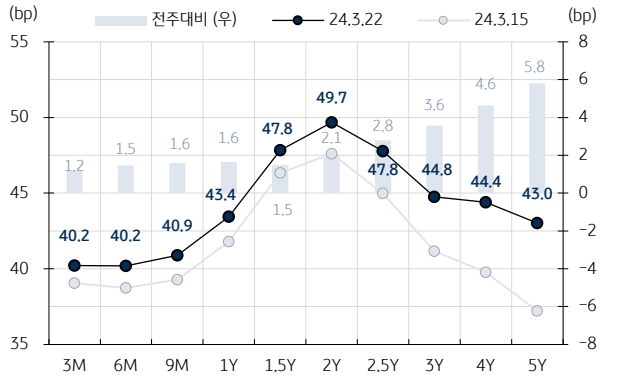
자료: 인포맥스, KB증권

그림 136. 건설 국고 대비 스프레드 커브



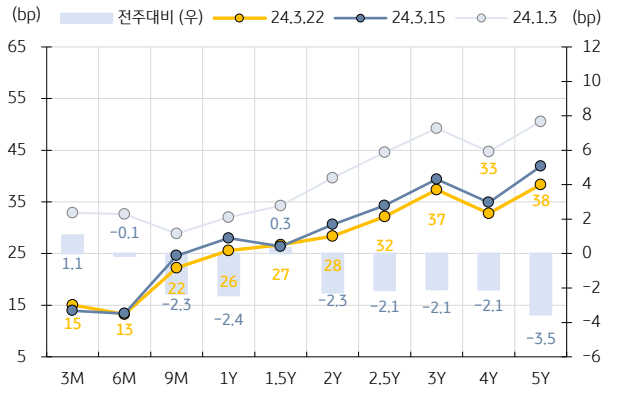
자료: 인포맥스, KB증권

그림 137. 건설 자기등급 대비 스프레드 커브



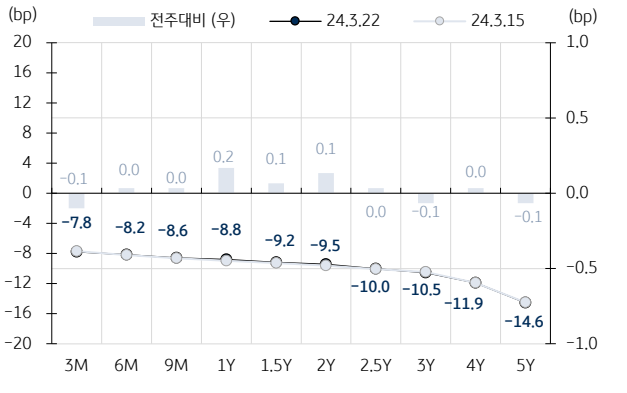
자료: 인포맥스, KB증권

그림 138. 통신 국고 대비 스프레드 커브



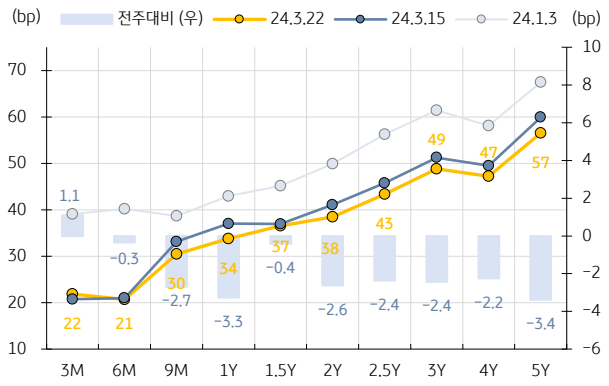
자료: 인포맥스, KB증권

그림 139. 통신 자기등급 대비 스프레드 커브



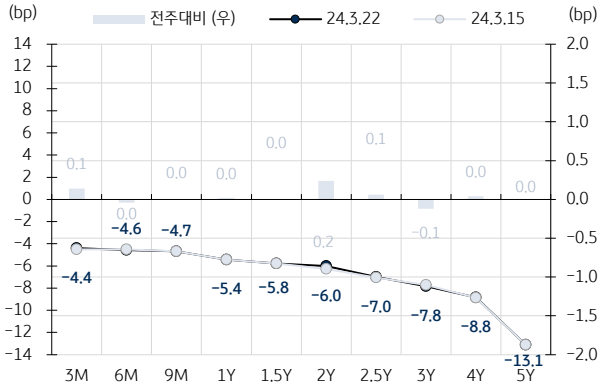
자료: 인포맥스, KB증권

그림 140. 정유 국고 대비 스프레드 커브



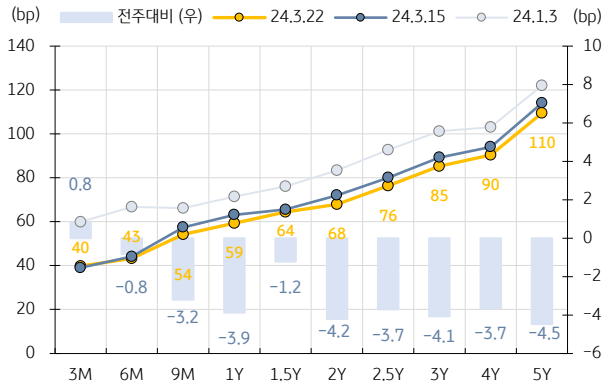
자료: 인포맥스, KB증권

그림 141. 정유 자기등급 대비 스프레드 커브



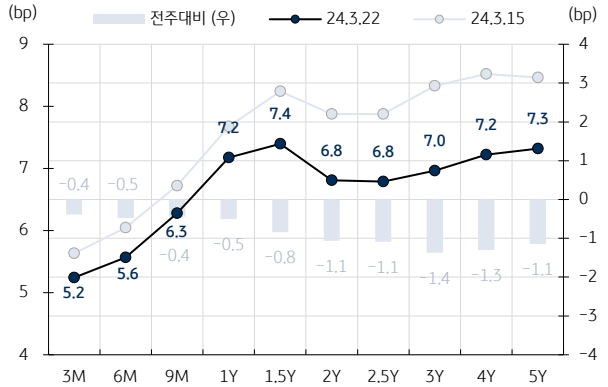
자료: 인포맥스, KB증권

그림 142. 자동차 (부품) 국고 대비 스프레드 커브



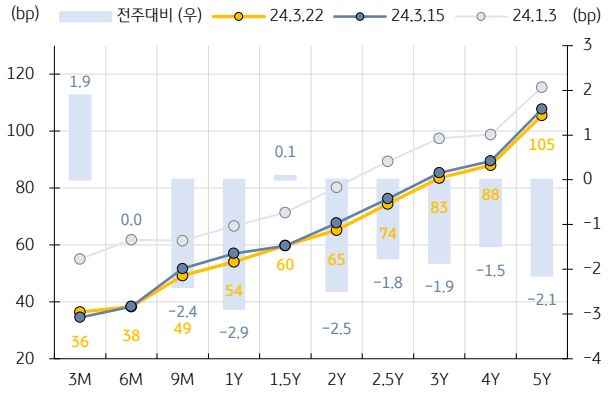
자료: 인포맥스, KB증권

그림 143. 자동차 (부품) 자기등급 대비 스프레드 커브



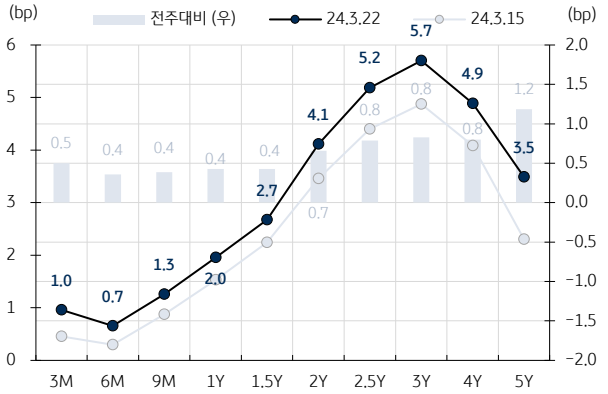
자료: 인포맥스, KB증권

그림 144. 유통 국고 대비 스프레드 커브



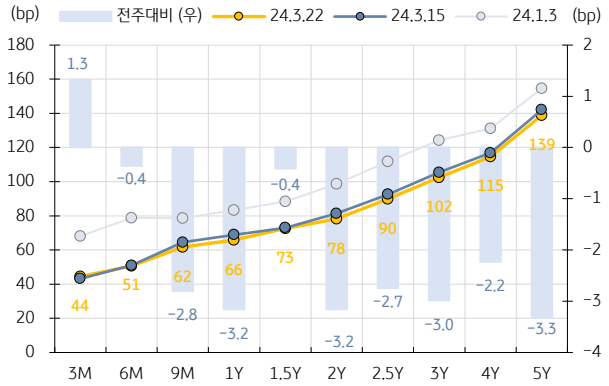
자료: 인포맥스, KB증권

그림 145. 유통 자기등급 대비 스프레드 커브



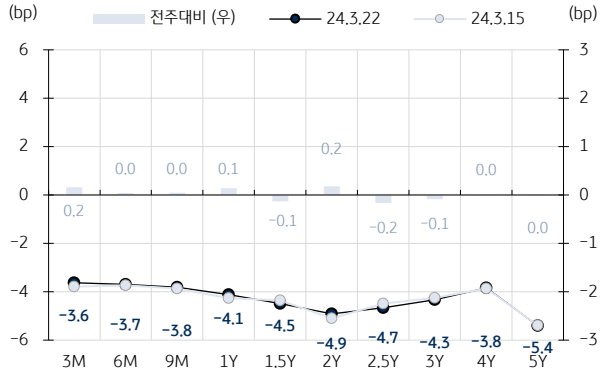
자료: 인포맥스, KB증권

그림 146. 음식료 국고 대비 스프레드 커브



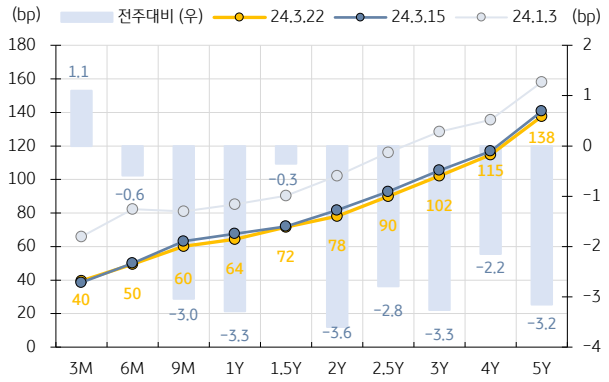
자료: 인포맥스, KB증권

그림 147. 음식료 자기등급 대비 스프레드 커브



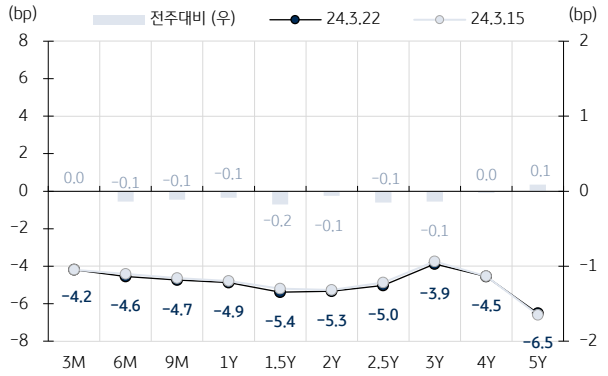
자료: 인포맥스, KB증권

그림 148. 철강 국고 대비 스프레드 커브



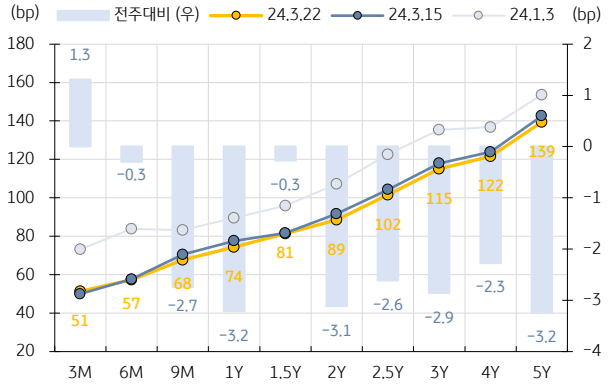
자료: 인포맥스, KB증권

그림 149. 철강 자기등급 대비 스프레드 커브



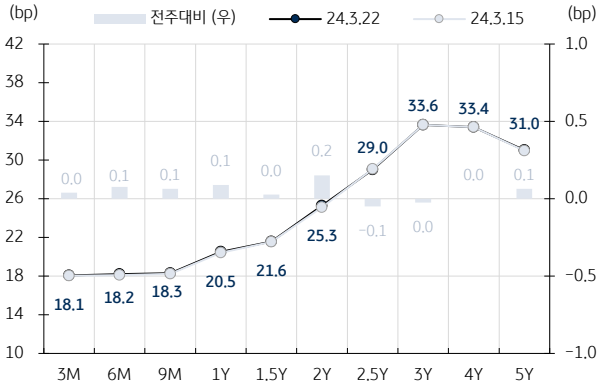
자료: 인포맥스, KB증권

그림 150. 민자발전 국고 대비 스프레드 커브



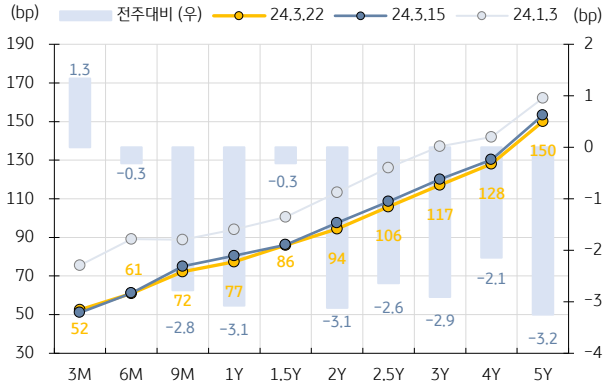
자료: 인포맥스, KB증권

그림 151. 민자발전 자기등급 대비 스프레드 커브



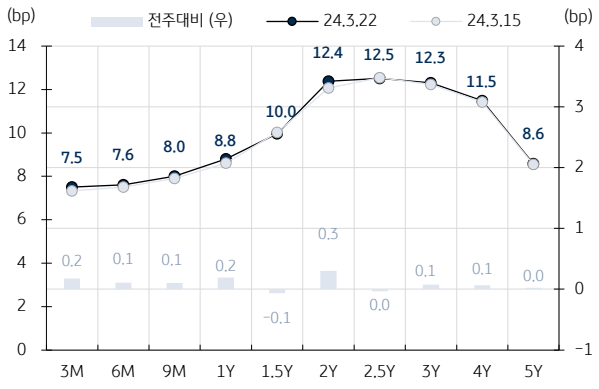
자료: 인포맥스, KB증권

그림 152. 석유화학 국고 대비 스프레드 커브



자료: 인포맥스, KB증권

그림 153. 석유화학 자기등급 대비 스프레드 커브



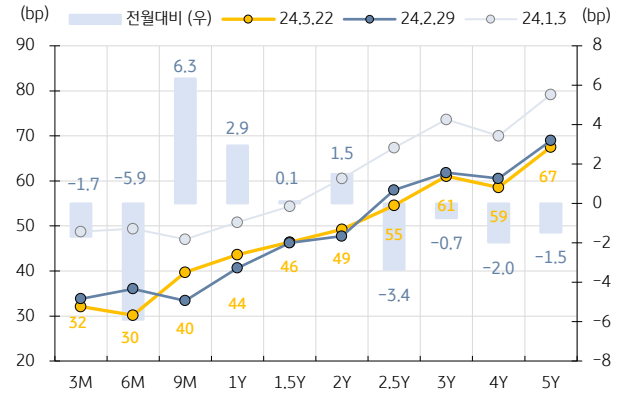
자료: 인포맥스, KB증권

VI. Spread Curve Review (Monthly)

섹터별 스프레드 커브 리뷰

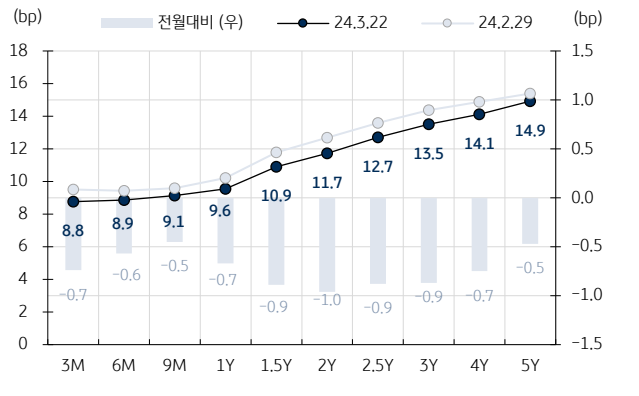
신용 스프레드 커브는 3년물을 기준으로 이야기하는 경우가 많지만, 유통량이 적거나 발행이 없는 특정 구간의 스프레드는 왜곡될 가능성이 높다. 따라서 섹터별 발행/유통 물량을 감안해 전체 스프레드 움직임을 살펴볼 필요가 있다. 각 섹터별 종목들의 자기등급 대비 스프레드 평균을 계산했다. 섹터별로 선정된 종목은 마지막 페이지 유니버스 내역에 정리했다.

그림 154. 금융지주 국고 대비 스프레드 커브 (월간)



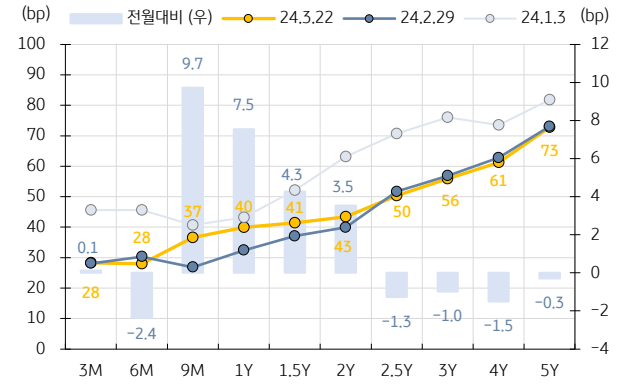
자료: 인포맥스, KB증권

그림 155. 금융지주 자기등급 대비 스프레드 커브 (월간)



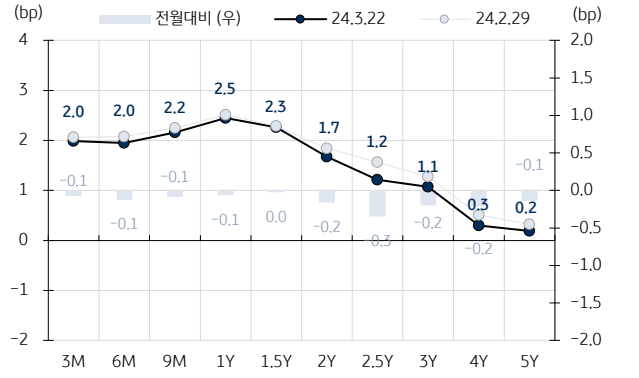
자료: 인포맥스, KB증권

그림 156. 카드 국고 대비 스프레드 커브 (월간)



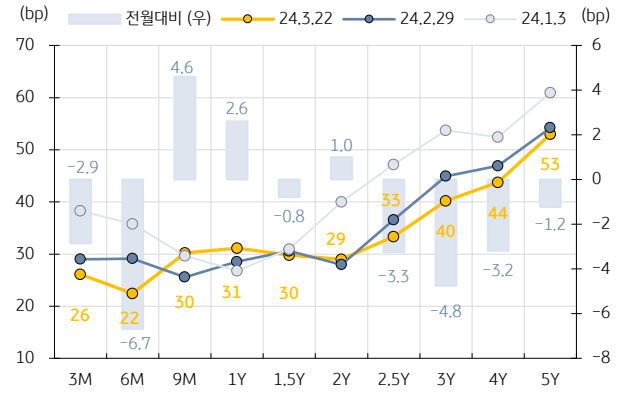
자료: 인포맥스, KB증권

그림 157. 카드 자기등급 대비 스프레드 커브 (월간)



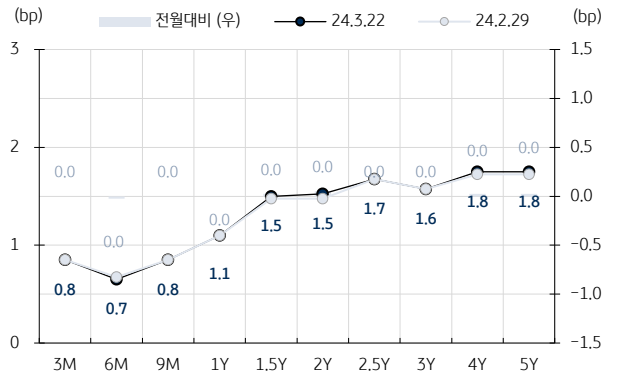
자료: 인포맥스, KB증권

그림 158. 지방은행 국고 대비 스프레드 커브 (월간)



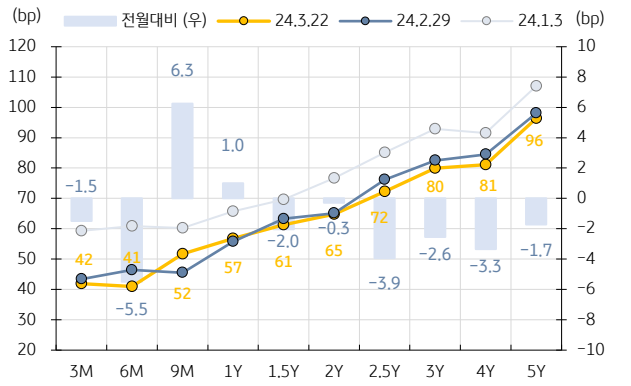
자료: 인포맥스, KB증권

그림 159. 지방은행 자기등급 대비 스프레드 커브 (월간)



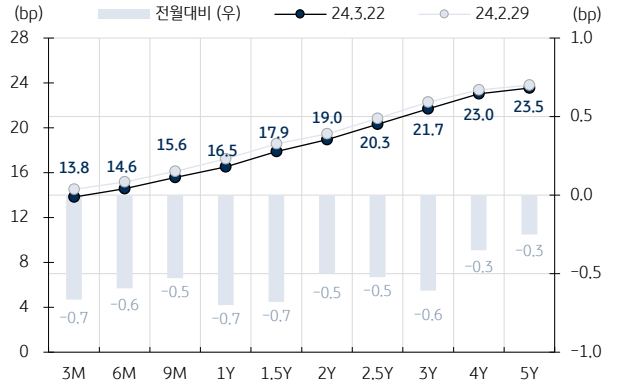
자료: 인포맥스, KB증권

그림 160. 증권 국고 대비 스프레드 커브 (월간)



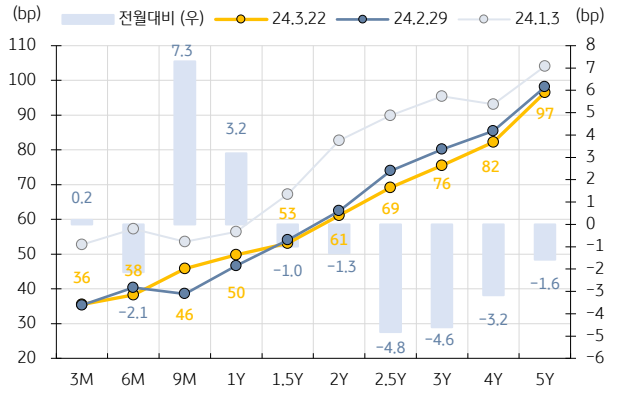
자료: 인포맥스, KB증권

그림 161. 증권 자기등급 대비 스프레드 커브 (월간)



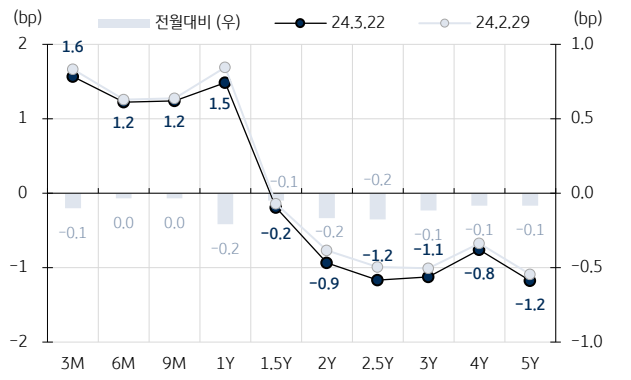
자료: 인포맥스, KB증권

그림 162. 캐피탈 AA급 국고 대비 스프레드 커브 (월간)



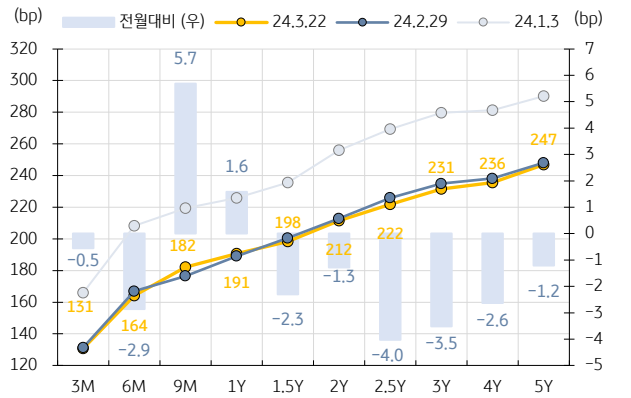
자료: 인포맥스, KB증권

그림 163. 캐피탈 AA급 자기등급 대비 스프레드 커브 (월간)



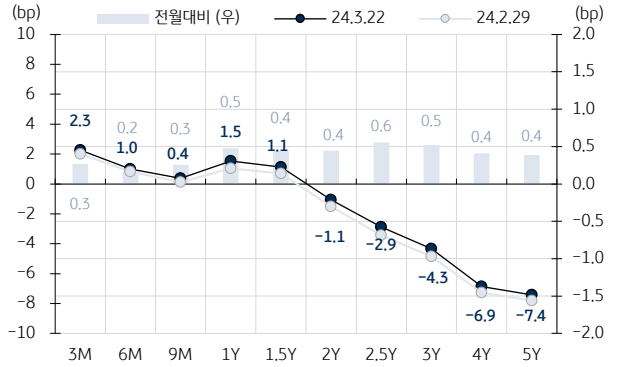
자료: 인포맥스, KB증권

그림 164. 캐피탈 A급 국고 대비 스프레드 커브 (월간)



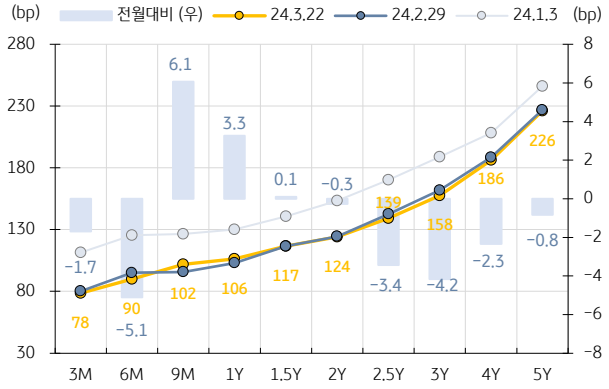
자료: 인포맥스, KB증권

그림 165. 캐피탈 A급 자기등급 대비 스프레드 커브 (월간)



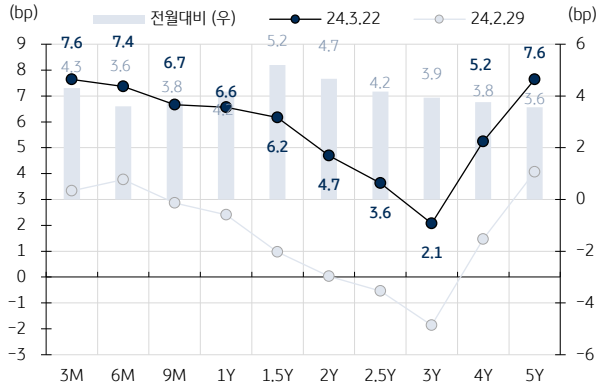
자료: 인포맥스, KB증권

그림 166. NPL 국고 대비 스프레드 커브 (월간)



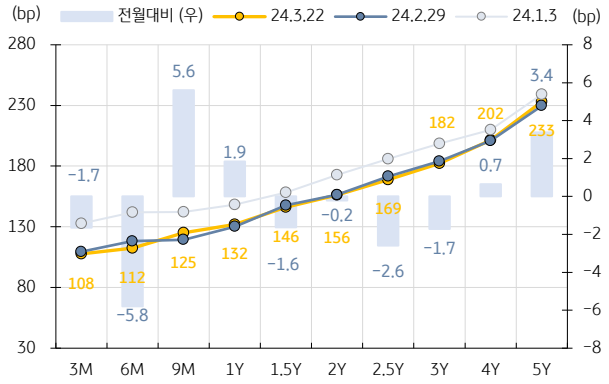
자료: 인포맥스, KB증권

그림 167. NPL 자기등급 대비 스프레드 커브 (월간)



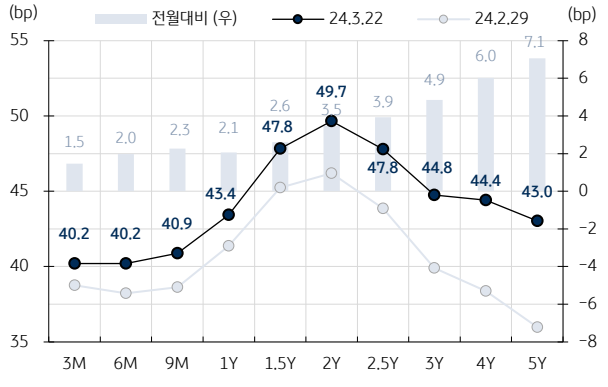
자료: 인포맥스, KB증권

그림 168. 건설 국고 대비 스프레드 커브 (월간)



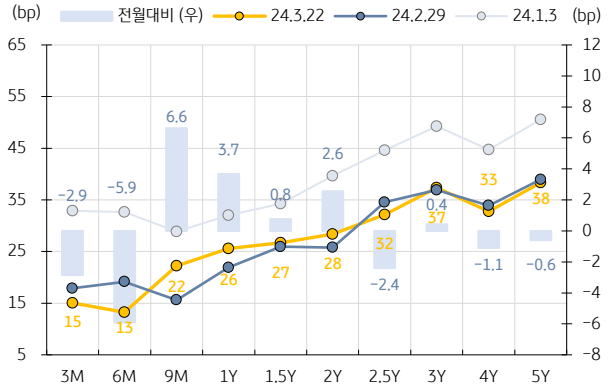
자료: 인포맥스, KB증권

그림 169. 건설 자기등급 대비 스프레드 커브 (월간)



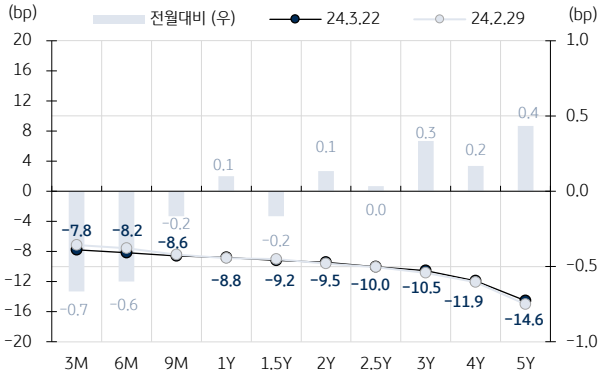
자료: 인포맥스, KB증권

그림 170. 통신 국고 대비 스프레드 커브 (월간)



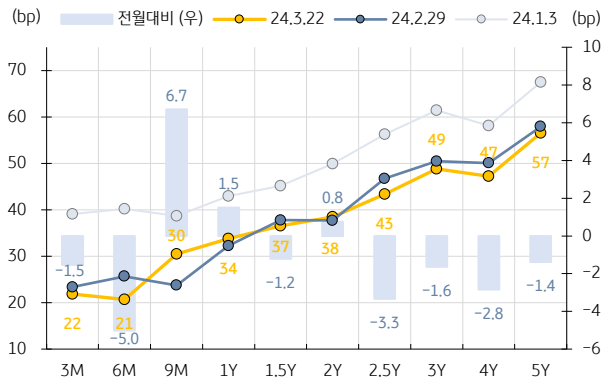
자료: 인포맥스, KB증권

그림 171. 통신 자기등급 대비 스프레드 커브 (월간)



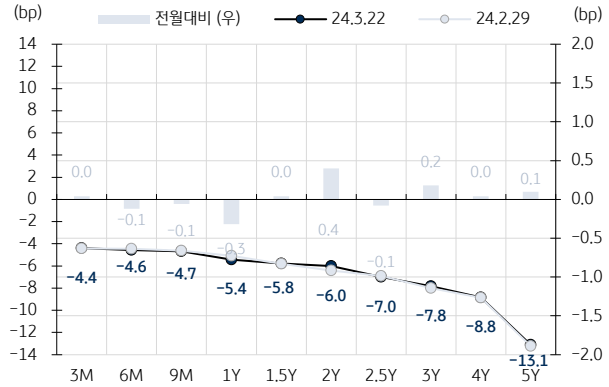
자료: 인포맥스, KB증권

그림 172. 정유 국고 대비 스프레드 커브 (월간)



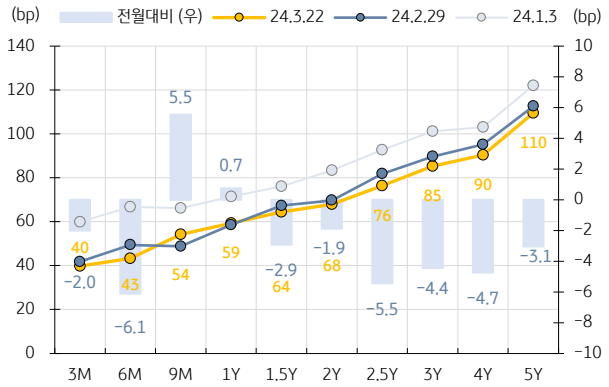
자료: 인포맥스, KB증권

그림 173. 정유 자기등급 대비 스프레드 커브 (월간)



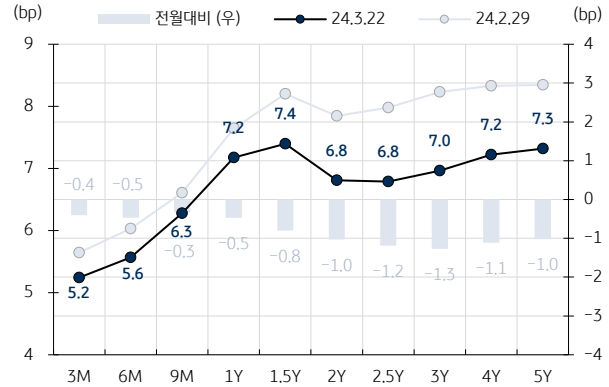
자료: 인포맥스, KB증권

그림 174. 자동차 (부품) 국고 대비 스프레드 커브 (월간)



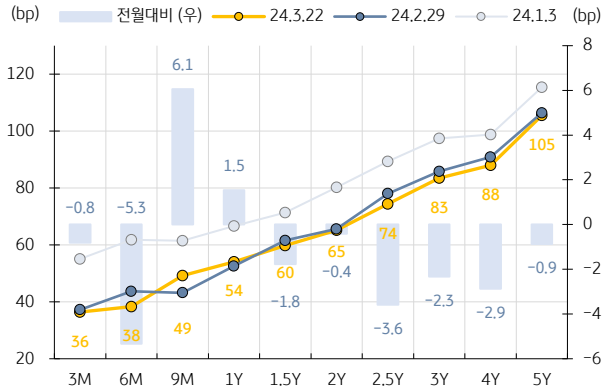
자료: 인포맥스, KB증권

그림 175. 자동차 (부품) 자기등급 대비 스프레드 커브 (월간)



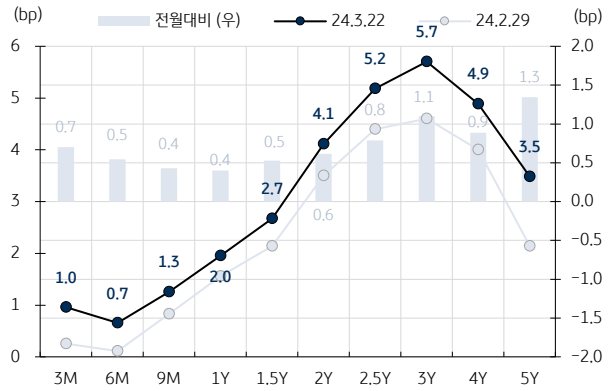
자료: 인포맥스, KB증권

그림 176. 유통 국고 대비 스프레드 커브 (월간)



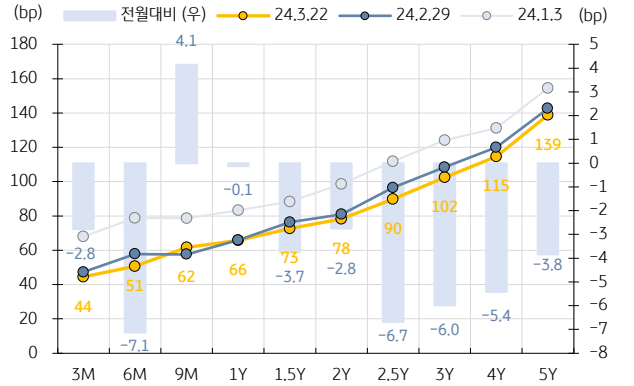
자료: 인포맥스, KB증권

그림 177. 유통 자기등급 대비 스프레드 커브 (월간)



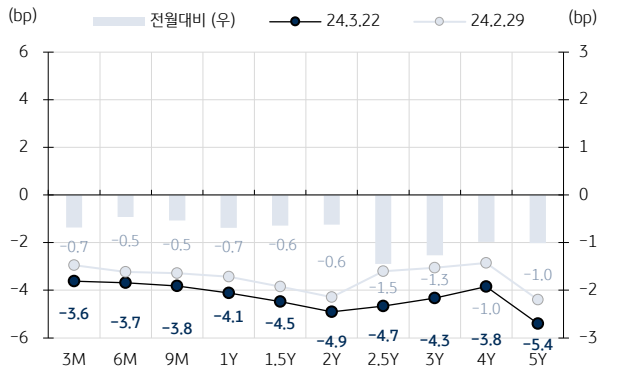
자료: 인포맥스, KB증권

그림 178. 음식료 국고 대비 스프레드 커브 (월간)



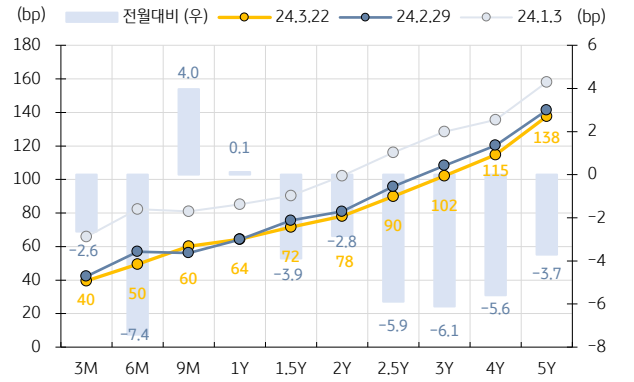
자료: 인포맥스, KB증권

그림 179. 음식료 자기등급 대비 스프레드 커브 (월간)



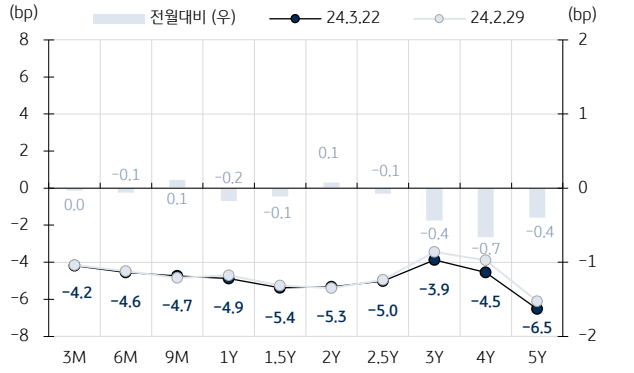
자료: 인포맥스, KB증권

그림 180. 철강 국고 대비 스프레드 커브 (월간)



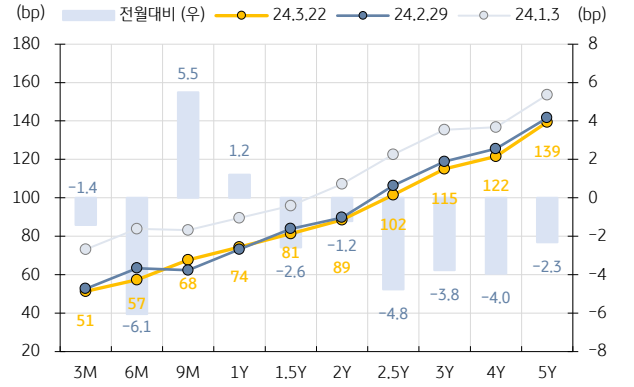
자료: 인포맥스, KB증권

그림 181. 철강 자기등급 대비 스프레드 커브 (월간)



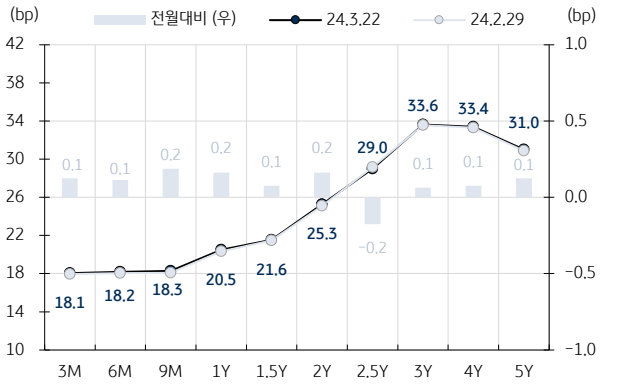
자료: 인포맥스, KB증권

그림 182. 민자발전 국고 대비 스프레드 커브 (월간)



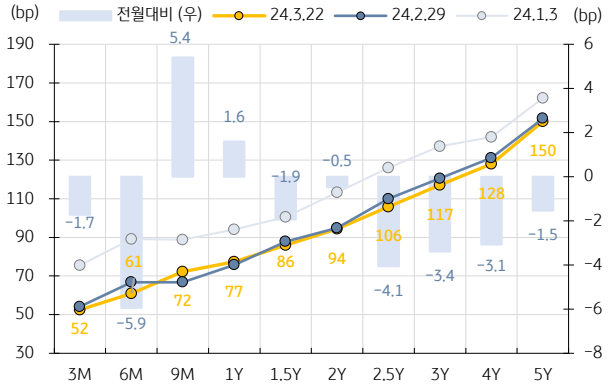
자료: 인포맥스, KB증권

그림 183. 민자발전 자기등급 대비 스프레드 커브 (월간)



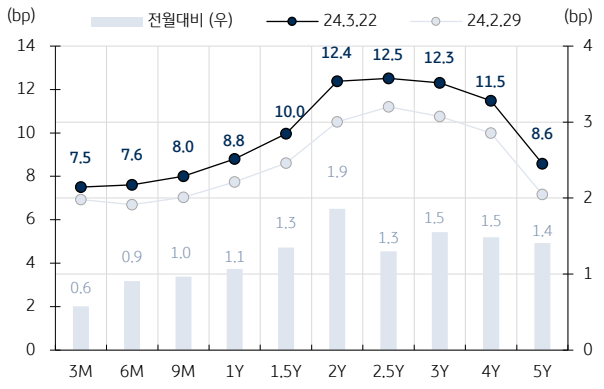
자료: 인포맥스, KB증권

그림 184. 석유화학 국고 대비 스프레드 커브 (월간)



자료: 인포맥스, KB증권

그림 185. 석유화학 자기등급 대비 스프레드 커브 (월간)



자료: 인포맥스, KB증권

섹터 유니버스 구성 종목

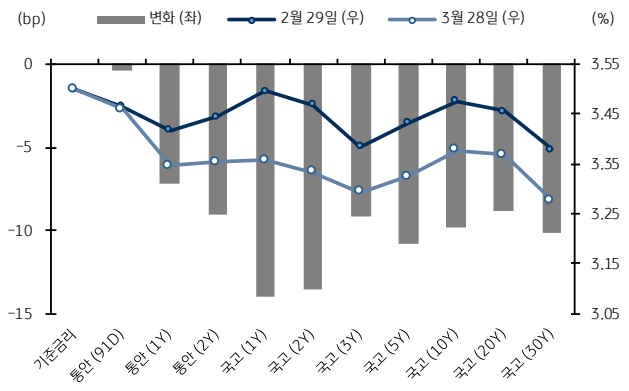
섹터	구성종목
특수은행	산업은행, 수출입은행, 기업은행, 수협은행, 농협은행
시중은행	신한은행, 국민은행, 우리은행, 하나은행, 씨티은행, SC 은행
지방은행	대구은행, 부산은행, 전북은행, 제주은행
금융지주	농협금융지주, 우리금융지주, 신한금융지주, 하나지주, KB 금융지주, DGB 금융지주, BNK 금융지주, 메리츠지주, 한국금융지주, JB 금융지주
카드	현대카드, 삼성카드, KB 카드, 신한카드, 비씨카드, 롯데카드, 하나카드, 우리카드
증권	NH 투자증권, KB 증권, 교보증권, 대신증권, 메리츠증권, 미래에셋증권, 삼성증권, 신한투자증권, 유안타증권, 키움증권, 하나증권, 한국투자증권, 한화투자증권, 현대차증권
캐피탈 AA-이상	현대캐피탈, BNK 캐피탈, NH 농협캐피탈, 현대커머셜, 미래에셋캐피탈, IBK 캐피탈 JB 우리캐피탈, 우리금융캐피탈, 신한캐피탈, 산은캐피탈, 하나캐피탈, KB 캐피탈
캐피탈 A+이하	DGB 캐피탈, 메리츠캐피탈, 롯데캐피탈, 키움캐피탈, 롯데오토리스, 엠캐피탈, 한국캐피탈, 한국투자캐피탈, 애큐온캐피탈, 디비캐피탈, 오케이캐피탈
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, 세아홀딩스, 세아베스틸지주, 세아베스틸, 세아창원특수강, 세아제강, 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

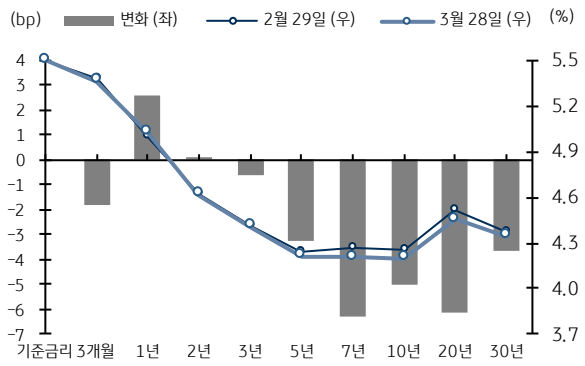
주요 차트 및 중앙은행 인사 발언

그림 186. 한국 금리 월간 변동. 3월 FOMC 이후 연준 발 금리인하 기대감이 커지며 금리 하락



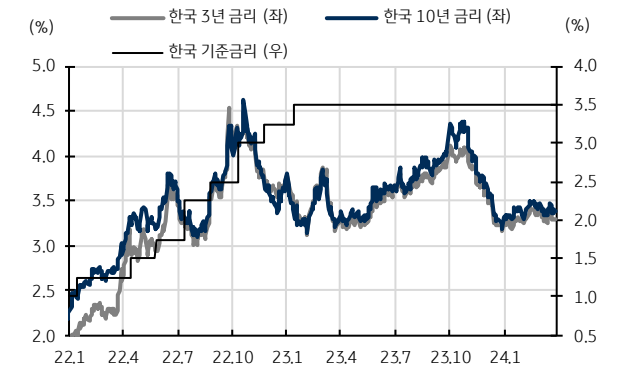
료: 인포맥스, KB증권

그림 187. 미국 금리 월간 변동. 인플레이션 우려는 여전하나 3월 FOMC 이후 6월 인하 기대가 커지며 금리 하락



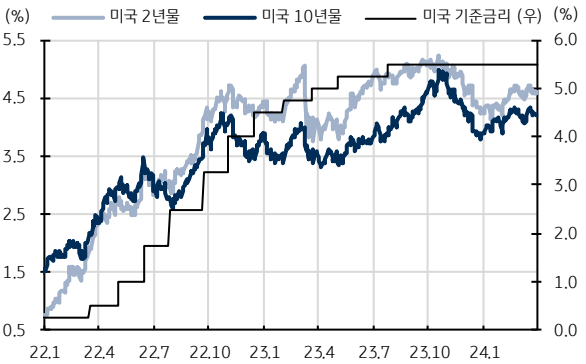
자료: Bloomberg, KB증권

그림 188. 한국 금리 추이



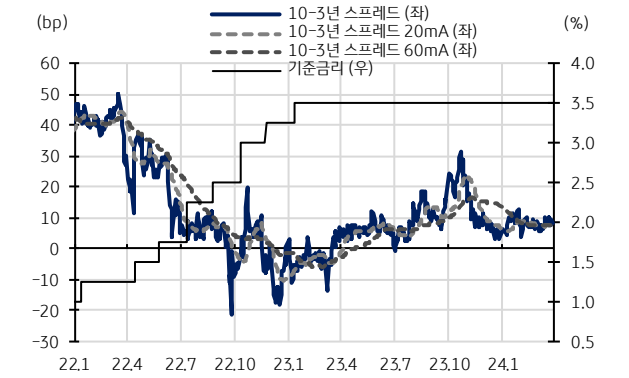
자료: 인포맥스, KB증권

그림 189. 미국 금리 추이



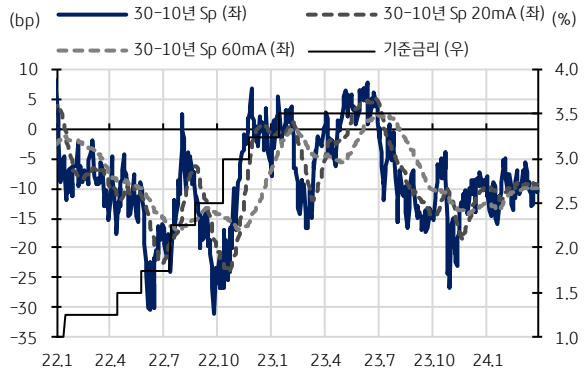
자료: Bloomberg, KB증권

그림 190. 한국 10-3년 스프레드. 전월대비 0.6bp 축소



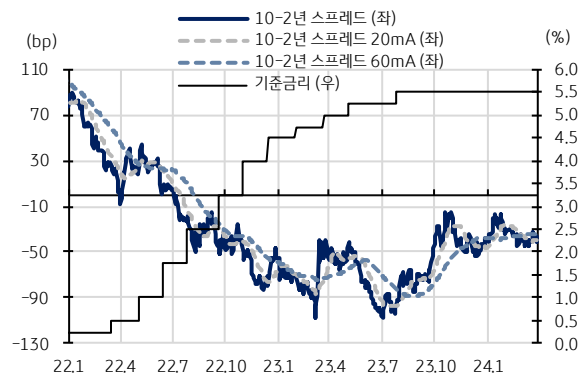
자료: 인포맥스, KB증권

그림 191. 한국 30-10년 스프레드. 전월대비 0.4bp 역전폭 확대



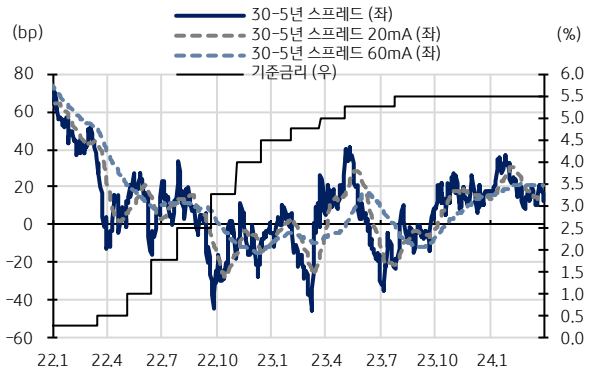
자료: 인포맥스, KB증권

그림 192. 미국 10-2년 스프레드. 전월대비 5.12bp 역전폭 확대 마감



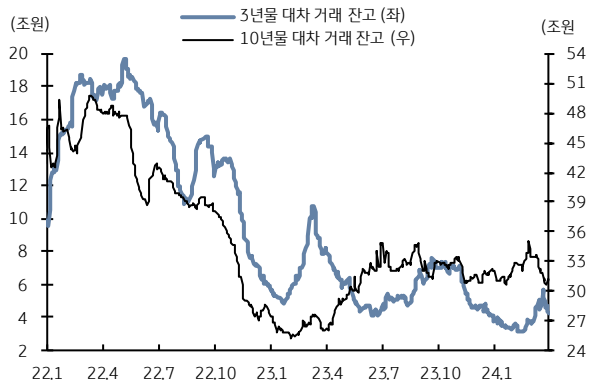
자료: Bloomberg, KB증권

그림 193. 미국 30-5년 스프레드. 전월대비 0.4bp 축소 마감



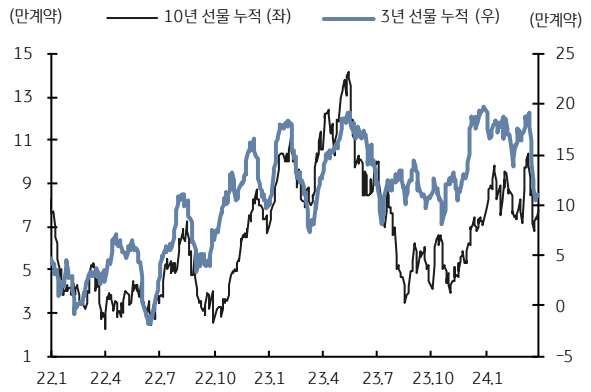
자료: Bloomberg, KB증권

그림 194. 3년과 10년의 대차 거래 잔고. 전월 대비 3년 5,258억원 증가, 10년 24,163억원 감소



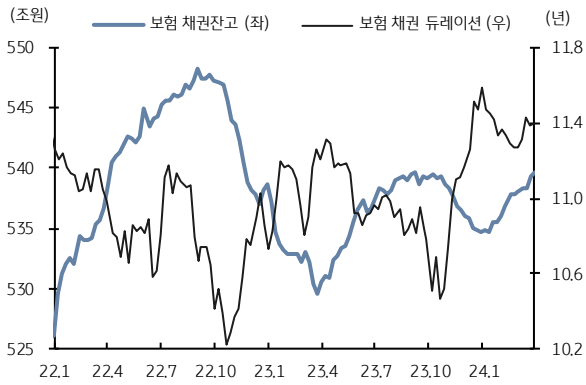
자료: 인포맥스, KB증권

그림 195. 외국인의 국채 선물 누적 순매수. 전월 대비 3년 58,172 계약 감소, 10년 6,623 계약 증가



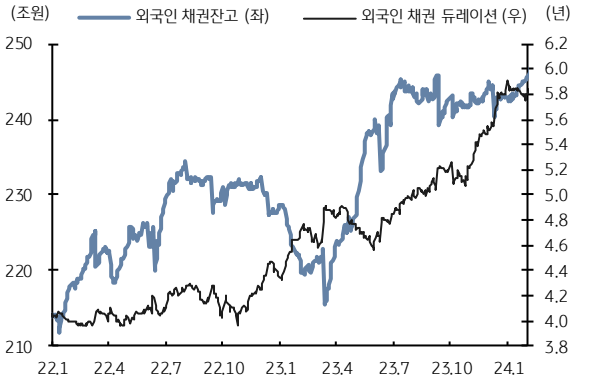
자료: 인포맥스, KB증권

그림 196. 보험사 듀레이션 및 잔고



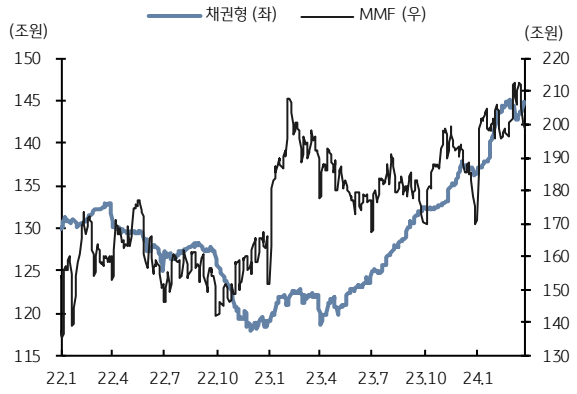
자료: 인포맥스, KB증권

그림 197. 외국인 듀레이션 및 잔고



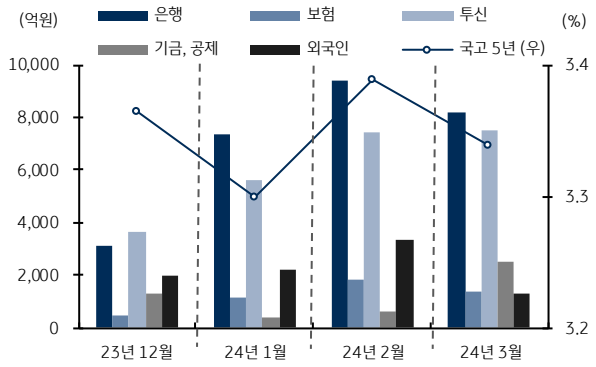
자료: 인포맥스, KB증권

그림 198. 채권형펀드, MMF 잔고



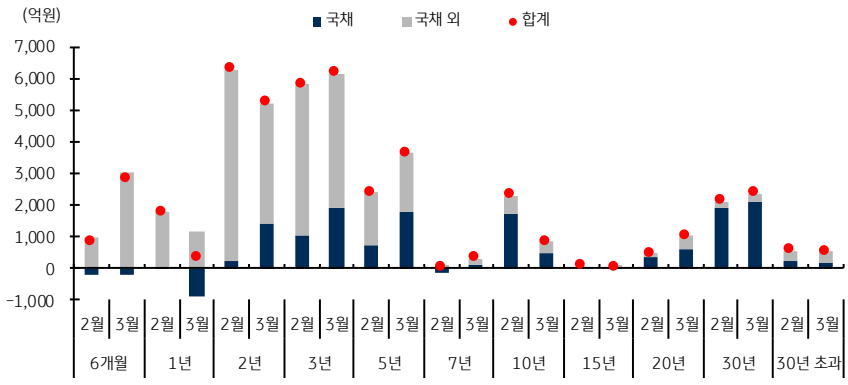
자료: 인포맥스, KB증권

그림 199. 주체별 일평균 순매수



자료: 인포맥스, KB증권

그림 200. 전체 기관의 만기별 일평균 순매수



자료: 인포맥스, KB증권

표 10. 주요 중앙은행 인사들 발언

국가	날짜	이름	직책	발언
미국	3/22	바	연준 부의장	- 은행 부문에서의 유동성 압박은 보이지 않음
	3/22	보스틱	애틀란타 연은 총재	- 올해 말에 첫번째 인하가 있을 것으로 예상하며 연내 한 차례의 인하만 있을 것 - 지난 12 월보다 물가에 대한 확신은 낮아졌으며 물가 둔화 속도는 느려질 것 - 실업률 급등을 예상하지 않음. 강한 경제는 곧 연준이 인내심을 가질 수 있음을 의미
	3/24	보스틱	애틀란타 연은 총재	- 경기와 물가가 점진적으로 둔화될 것으로 예상 - 경제가 예상대로 흘러간다면 연준은 인내심을 가질 수 있으며, 올해 단 한 차례의 인하를 예상 - 상업용부동산 위험을 인식하고 있지만, 광범위하게 전이될 것으로 보진 않음
	3/24	굴스비	시카고 연은 총재	- 물가안정과 최대 고용의 이중 책무 사이에서 균형을 맞춰야 함 - 1, 2 월의 강한 물가 데이터에도 불구, 물가 둔화라는 근본적인 스토리는 변하지 않았음 - 올해 세 차례 금리 인하는 내 생각과 일치함
	3/24	쿡	연준 이사	- 금리를 너무 빨리 인하하면 인플레이션을 고착화될 수 있고, 너무 늦게 인하하면 경제에 악영향을 미칠 수 있게 됨 - 물가 안정을 위해서는 신중한 정책 접근 방식이 요구되며, 이를 통해 2% 물가 경로를 확보할 수 있음 - 금융안정을 위해 자산가격을 면밀히 관찰하고 있음
	3/27	월러	연준 이사	- 올해 금리 인하를 단행하는 것이 적절할 것으로 예상되지만, 아직은 아님 - 금리인하에는 수개월간 더 나은 물가 지표가 필요하며, 최근의 데이터에 따르면 인하 폭이 줄어들거나 인하 시기가 늦춰질 것으로 예상됨 - 금리 인하를 기다리는 위험은 너무 빨리 인하하는 위험보다 나음 - 최근의 생산성 향상이 계속될 것이라 확신하지 않음
한국	3/26	서영경	금통위원	- 현재 실질금리가 (+)인 상황으로 금리인하가 가계 대출이나 주택가격을 자극할 수 있으나 가능성은 크지 않음 - 금리가 하락할수록 금융안정에 비선형적 영향이 커질 수 있어 미래 인하 기대가 과도하지 않도록 유의할 필요 - 금리를 정상화하면 내수를 진작시키는 긍정적인 효과가 있음
유로존	3/21	나겔	독일 중앙은행 총재	- 내년에는 물가 목표를 달성할 것 - 금리 인하는 데이터에 의존할 것이며, 매 회의 때마다 금리가 자동으로 인하되지는 않을 것 - 여름 휴가철 전에 첫 번째 금리 인하를 단행할 가능성이 높으며, 4 월보다 6 월이 가능성이 더 높음 - 인플레이션에 대해 지나치게 낙관해서는 안 되며, 인플레이션과의 싸움에 있어 라스트 마일이 가장 힘든 구간 - 핵심 물가는 여전히 견고하며, 임금에 대한 명확한 그림을 그리기는 너무 이름
	3/21	홀츠만	오스트리아 중앙은행 총재	- 금리 결정에 대해서는 모든 것이 열려 있으며, 6 월에 나오는 새로운 정보가 인하 가능성을 열 수 있음
	3/22	시클루나	몰타 중앙은행 총재	- 경제 활동에 더 이상 부담을 주어서는 안되며, 4 월 금리 인하 가능성을 배제할 수 없음
	3/22	센테노	포르투갈 중앙은행 총재	- 인플레이션 과정의 마지막 단계에 있음 - 정책은 물가를 따라서 결정되어야 함
	3/25	파네타	ECB 집행이사	- 인플레이션은 2% 목표를 향해 빠르게 둔화 되고 있으며, 이는 금리 인하를 가능하게 할 것
	3/25	렌	핀란드 중앙은행 총재	- 인플레이션 둔화는 진전을 보이고 있으며, 임금상승률은 정상화 궤도에 올랐음
	3/25	뮐러	에스토니아 중앙은행 총재	- 금리인하를 단행할 수 있는 지점에 가까워지고 있음
	3/26	카작스	라트비아 중앙은행 총재	- 인플레이션은 둔화되고 있으며, 첫 번째 금리 인하 시기가 가까워지고 있음 - 경제가 금리 인하에 어떻게 반응하는지 살펴봐야하며, 단계적으로 조심스럽게 금리를 낮출 예정 - 시장의 6 월 금리 인하 전망에 반대하지 않음
	3/26	시폴로네	ECB 집행이사	- 낮은 인플레이션과 높은 성장 모두 달성 가능함 - 임금상승률은 반등할 여지가 있으며, 중기적으로 안정되어야만 함 - ECB 기준금리는 조정된다고 하더라도 여전히 중립금리와는 거리가 멂 - 경제지표가 3 월 전망에서 예상한 시나리오대로 흘러간다면 신속하게 완화적인 정책을 펼쳐야 할 것
	3/28	파네타	ECB 집행이사	- 물가 안정을 위협하는 리스크들이 감소하고 있으며, 완화적인 정책을 위한 조건들이 조성되고 있음
	3/28	빌레로이	프랑스 중앙은행 총재	- ECB 의 2% 물가 목표는 이제 가시권에 있으며, 경기 악영향을 방지하기 위해 금리를 인하해야 함 - ECB 의 금리 인하는 연준과 관계없이 봄에 시작되어야 할 것 - 의무는 아니지만 모든 회의에서 금리를 인하를 단행할 수 있는 옵션이 있음
영국	3/27	해스켈	BOE 위원	- 임금상승률은 여전히 너무 높음 - 완화 정책 시작 시 더딘 속도를 선호

자료: 언론보도 종합, KB증권

주요 경제 지표 발표 일정

4월 KB Bond Scheduler

채권 Analyst 임재균, CFA 02-6114-2952 jk.lim@kbfg.com
해외채권 Analyst 박준우, CFA 02-6114-2972 junoo.park@kbfg.com
크레딧 Analyst 정형주 02-6114-2985 hj.jeong@kbfg.com
연구원 이정욱, CFA 02-6114-2089 junguk@kbfg.com

1 유럽연합, 호주 휴장
- ★ **한국 3월 무역지표**
- ★ 미국 3월 ISM 제조업
- ★ 중국 3월 차이신 제조업 PMI
- ★ 일본 1Q 단칸 제조업지수
- ● 국고채 30년 입찰 3.6조원
- ● 통안채 91일 입찰 0.7조원

2
- ★ **한국 3월 CPI**
- ★ 미국 2월 JOLTS
- ★ 유로존 2월 실업률
- ★ 독일 3월 CPI

3
- ★ 미국 3월 ADP 고용
- ★ 미국 3월 ISM 서비스업
- ★ 유로존 3월 CPI
- ★ 중국 3월 차이신 서비스업 PMI
- ● 통안채 2년 입찰 2.5조원

4 중국 휴장, 일본 3차 춘투 임금 협상
- ★ 미국 2월 무역수지
- ★ 유로존 2월 PPI

5 중국 휴장
- ★ **한국 2월 경상수지**
- ★ 미국 3월 고용지표
- ★ 유로존 2월 소매판매
- ★ 중국 3월 외환보유고 (7일)
- ● 물가채 10년 입찰 0.1조원

8
- ★ 독일 2월 산업생산
- ● 국고채 3년 입찰 2.7조원
- ● 통안채 91일 입찰 0.7조원

9
- ★ **한국 지준일**
- ★ 미국 3월 NFIB 소기업 낙관지수
- ★ 중국 3월 M2, 총사회융자 (TSF)
- ● 국고채 2년 입찰 1.6조원
- ● 미 국채 3년 입찰

10 한국 총선, FOMC 의사록, BOC 통화정책회의
- ★ 미국 3월 CPI
- ★ 일본 3월 PPI
- ● 미 국채 10년 입찰

11 ECB 통화정책회의
- ★ 미국 3월 PPI
- ★ 중국 3월 CPI, PPI
- ● 통안채 1년 입찰 0.8조원
- ● 미 국채 30년 입찰

12 금통위
- ★ **한국 3월 고용지표**
- ★ 미국 4월 미시간소비자심리
- ★ 미국 3월 수출입물가지수
- ★ 중국 3월 무역지표
- ● 국고채 50년 입찰 0.4조원

15
- ★ 미국 3월 소매판매
- ★ 미국 4월 NAHB 주택시장지수
- ★ 유로존 2월 산업생산
- ● 국고채 10년 입찰 2.6조원
- ● 통안채 91일 입찰 0.7조원

16
- ★ **한국 3월 수출입물가지수**
- ★ 미국 3월 산업생산
- ★ 미국 3월 주택착공, 건축허가
- ★ 유로존 2월 무역수지
- ★ 중국 3월 실물지표 (소매판매, 광공업생산 등)
- ★ 중국 1Q GDP
- ★ 독일 4월 ZEW 서베이지수
- ● 국고채 (명목) 교환 0.5조원

17 미국 베이지북
- ★ 영국 3월 CPI
- ● 통안채 3년 입찰 1.2조원
- ● 미 국채 20년 입찰

18 일본 4차 춘투 임금 협상
- ★ 미국 3월 CB 경기선행지수
- ★ 미국 3월 기존주택매매
- ● 미 국채 5년 (TIPS) 입찰

19 Blackout (20~), 조윤제, 서영경 금통위원 임기 만기 (20)
- ★ 일본 3월 CPI

22
- ★ **한국 4월 수출입 20일**
- ★ 유로존 4월 소비자기대지수
- ● 국고채 5년 입찰 2.3조원
- ● 통안채 91일 입찰 0.7조원

23
- ★ **한국 3월 PPI**
- ★ 미국 4월 S&P PMI
- ★ 미국 3월 신규주택매매
- ★ 유로존 4월 HCOB PMI
- ● 국고채 20년 입찰 0.7조원
- ● 미 국채 2년 입찰

24
- ★ **한국 4월 소비자심리지수**
- ★ 미국 3월 내구재 주문
- ★ 독일 4월 IFO 기업환경지수
- ★ 호주 3월 CPI
- ● 통안채 1, 2, 3년 모집 0.8~1.0조원
- ● 미 국채 2년 (FRN) 입찰
- ● 미 국채 5년 입찰

25
- ★ **한국 1Q GDP 속보치**
- ★ 미국 1Q GDP 속보치
- ★ 미국 3월 미결주택매매
- ★ 독일 5월 GfK 소비자기대지수
- ● 미 국채 7년 입찰

26 BOJ 통화정책회의
- ★ 미국 3월 PCE
- ★ 중국 3월 산업생산 (27일)

29 미국 재부무 분기 순발행 계획, 일본 휴장
- ★ 독일 4월 CPI
- ● 통안채 91일 입찰 0.7조원

30 금통위 의사록
- ★ **한국 3월 산업생산**
- ★ 미국 2월 FHFA 주택가격
- ★ 미국 2월 S&P CS 주택가격
- ★ 미국 4월 CB 소비자신뢰지수
- ★ 미국 1Q 고용비용지수 (ECI)
- ★ 유로존 1Q GDP 속보치
- ★ 유로존 4월 CPI
- ★ 중국 4월 국가통계국 PMI
- ★ 중국 4월 차이신 제조업 PMI
- ★ 일본 3월 실업률
- ★ 독일 1Q GDP 속보치

★ 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.