

# 형님 복귀 전! 분위기 체크



Credit Analyst

정혜진

☎ (02) 3772-2667

✉ hyejin.j@shinhan.com

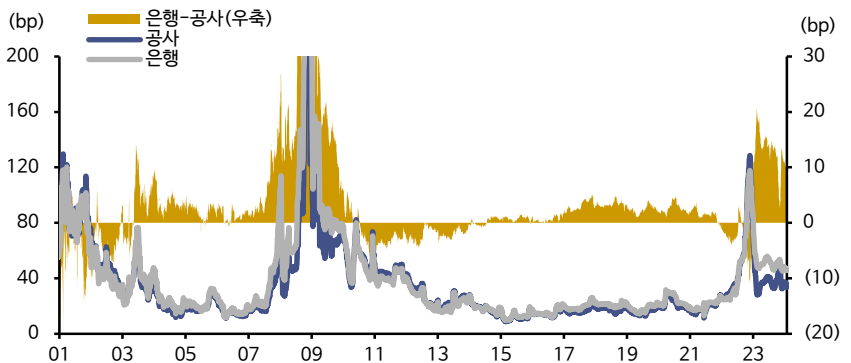
## 연간 공사채 수급 점검

크레딧 시장의 가장 큰 형님 격인 공사채 수급에 따라 대체재인 은행채, 회사채 장기물 가격도 영향을 받는다. 공사채 발행이 급감했던 2013년 이후 공사채 대비 회사채 스프레드 갭은 낮은 수준을 유지했다. 반면 2007~2009년, 2023년에는 공사채 대비 스프레드 갭이 급격히 확대됐다. 공통적으로 초우량물 발행이 많았고, 금융위기, 레고랜드 사태로 인한 리스크 경계감이 극에 달했던 시기다. 위기 직후 신용 경계감으로 크레딧 내 초우량물 선호도가 가장 높았을 것으로 판단된다. 발행 규모도 많아 하위 등급으로 투자 수요가 확산되는 것을 제한했다고 해석할 수 있다. 이처럼 초우량물 수급은 이벤트 발생에 따른 회복 속도에도 영향을 미친다는 점에서 시장을 주도하는 핵심 요인 중 하나다.

2023년 8월 발표한 중장기재무관리 계획 하에서 SOC 부문과 금융부문의 부채 규모는 증가할 것으로 예측하고 있다. LH, 도로공사의 공공주택 공급 확대, 고속도로 투자 지속으로 SOC 부채규모는 22년 243.6조원에서 24년 272.5조원까지 증가할 전망이다. 금융 역시 자산관리공사, 주택금융공사의 정책금융 확대로 2024년 부채 전망치가 121.9조원까지 증가했다. 단기적으로 2024년 공사채 발행세는 지속될 가능성이 높다.

잔존한 신용 경계감 속 충분한 공사채 물량은 투자 수요를 초우량물로 집중시킬 전망이다. 과거 크레딧 이벤트 발생 이후 점진적 강세에 진입하던 시점에 공사채 수급 부담이 겹칠 경우 회사채의 상대적 약세가 장기간 전개되어왔다. 4월 이후로 퍼져나가는 신용경계감은 초우량물에 국한된 투자를 이끌 가능성이 높다. 연내 금리 인하 기대에도 (회사채)크레딧 스프레드의 추세적 확대 전망을 유지한다.

### 공사채 및 은행채 3년물 스프레드



자료: 연합인포맥스, 신한투자증권

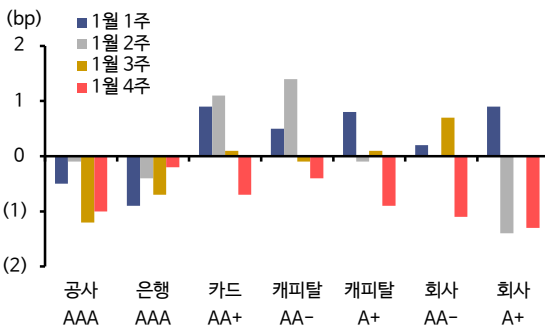
## 크레딧 시장 동향

### 월간 크레딧 스프레드 축소

회사채 AA- 3년(이하 회사채) 스프레드는 74.2bp로 전월대비 0.2bp 축소됐다. 견조한 미국 경제지표를 잇따라 확인하며 3월 금리 인하 기대감이 후퇴한 만큼 단기적으로 국채 금리 상승 압력이 높아졌다. 다만 기관의 연초 자금 유입과 함께 3.3%대 상단을 형성하며 전 구간에 걸친 역캐리 장세가 유지되고 있다.

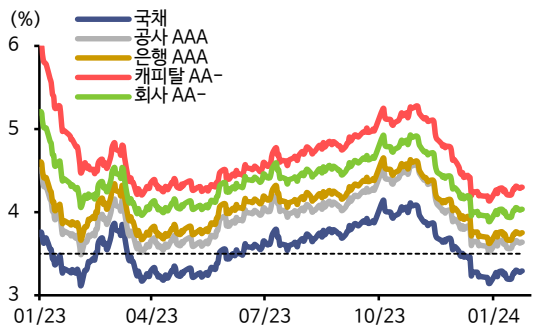
크레딧 투자 매력이 높아진 환경 속에서 공사채, 은행채 등 초우량물은 1월들어 스프레드 축소세를 이어가고 있다. 주 후반들어 A급 회사채 스프레드 축소 폭이 부각됐다. E1(A+), HD현대중공업(A0)을 비롯한 A급 수요예측 결과 높은 경쟁률로 언더발행에 성공하며 발행시장에서도 A급에 대한 매수 수요를 확인했다.

#### 주간 크레딧 스프레드 변동폭



자료: 연합인포맥스, 신한투자증권

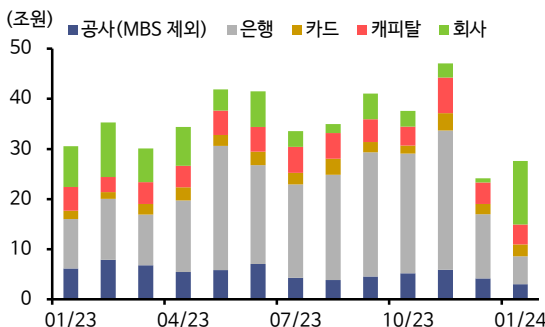
#### 주요 크레딧 금리 추이



자료: 연합인포맥스, 신한투자증권

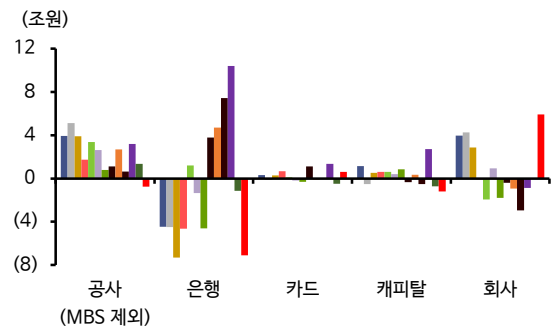
수급상으로 1월 회사채를 제외한 대부분 섹터에서 순상환된 점 역시 크레딧 우호적인 환경을 견인했다. MBS를 제외한 공사채 7,658억원, 은행채 7.1조원, 캐피탈채 1.2조원이 순상환됐다. 초우량물 발행이 감소하자 투자자 시각이 하위 크레딧물까지 점진적으로 옮겨갈 수 있었다.

#### 월별 크레딧 발행 추이



자료: 연합인포맥스, 신한투자증권

#### 크레딧 월간 순발행(2023년 1월 ~ 2024년 1월)



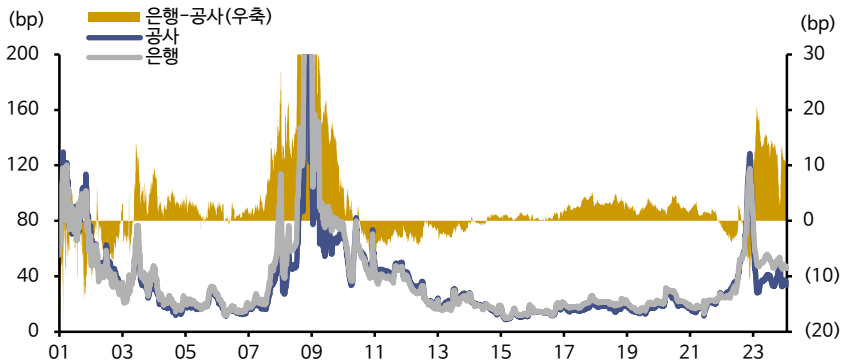
자료: 연합인포맥스, 신한투자증권

## 이슈: 공사채 발행 점검

크레딧 시장의 가장 큰 헝남 격인 공사채 수급에 따라 대체재인 은행채, 회사채 장기물 가격도 영향을 받는다. 크레딧 내 안전자산 지위를 가진 공사채와 은행채는 수급 차이로 인해 둘 간의 가격이 역전되기도 한다. 장기 회사채의 경우 공사채 발행 감소 시 보험권의 듀레이션 확대 대안책으로 활용된다.

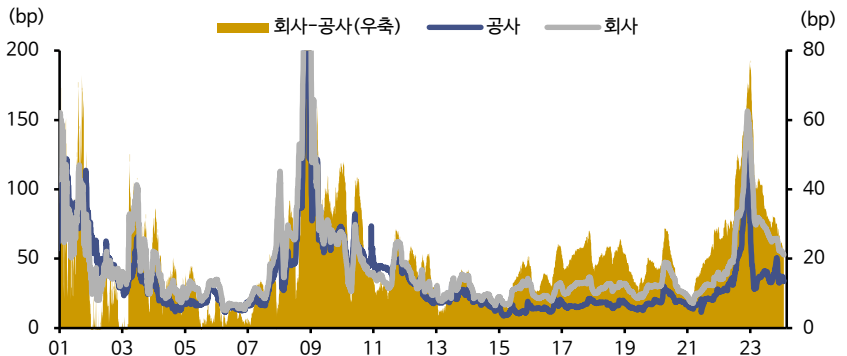
공사채 발행이 급감했던 2013년 이후 공사채 대비 회사채 스프레드 갭은 낮은 수준을 유지했다. 반면 2007~2009년, 2023년에는 공사채 대비 스프레드 갭이 급격히 확대됐다. 공통적으로 초우량물 발행이 많았고, 금융위기, 레고랜드 사태로 인한 리스크 경계감이 극에 달한 시기다. 위기 직후 신용 경계감으로 크레딧 내 초우량물 선호도가 가장 높았을 것으로 판단된다. 또한 발행 규모도 많아 하위 등급으로 투자 수요가 확산되는 것을 제한했다고 해석할 수 있다. 이처럼 초우량물 수급은 이벤트 발생에 따른 회복 속도에도 영향을 미친다는 점에서 시장을 주도하는 핵심 요인 중 하나다.

공사채 및 은행채 3년물 스프레드: 초우량물 수급에 따른 가격 등락



자료: 연합인포맥스, 신한투자증권

공사채 3년 및 회사채 5년물 스프레드: 안전자산 선호 시 회사채 수요 구축

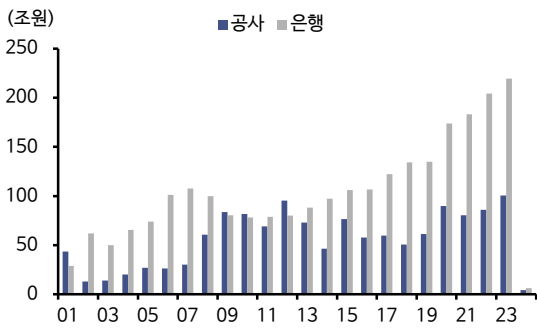


자료: 연합인포맥스, 신한투자증권

1월 크레딧 강세를 견인했던 요소 중 하나로 초우량물의 발행 감소를 꼽는 이유도 이와 비슷한 이유다. 1/26 기준 공사채 대비 은행채 3년 스프레드 갭은 11.9bp, 공사 채 3년 대비 회사채 AAA 5년 스프레드 갭은 21.9bp를 기록했다. 레고랜드 사태로 스프레드 전반이 급격히 확대된 후 순차적인 강세에 따라 점진적으로 축소되고 있다.

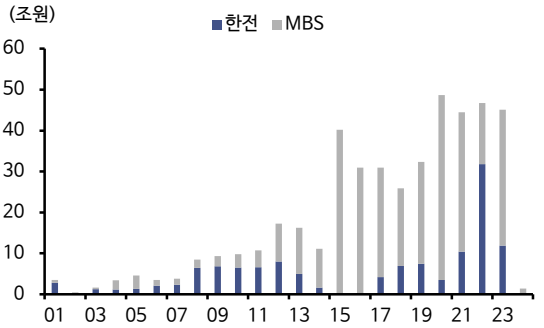
통상 공사채는 연간 발행 승인을 받은 후 2월부터 본격적인 발행을 시작한다. 올해 2월 공사채 발행 재개에도 섹터별 스프레드 갭이 추세적으로 축소할 수 있을까? 혹은 1월 초우량물 품귀가 견인한 강세장을 뒤엎을만한 규모일까? 2024년 공사채 수급 점검을 통해 크레딧 시장의 큰 흐름을 점검할 필요가 있다.

연간 공사채, 은행채 발행 규모



자료: 연합인포맥스, 신한투자증권

22년 한전, 23년 MBS 발행 규모 급증



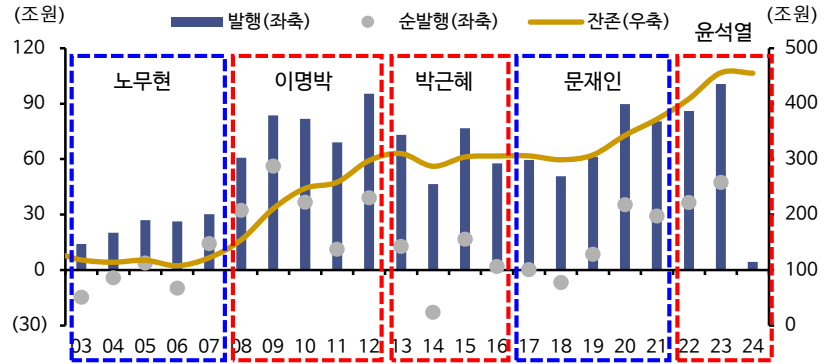
자료: 연합인포맥스, 신한투자증권

### 큰 흐름: 2023~27년 중장기재무관리 계획

현 정부의 공공기관 부채관리 계획 성격은 과거 박근혜 정부 당시 공기업 정상화 대책을 떠오르게 한다(2013.12.11). 박근혜 정부는 당시 부채 규모가 컸던 한국토지주택공사(LH), 한국전력공사 등 15개 공기업을 중점 관리대상으로 지정·관리하고 획기적인 부채 감축과 자율적인 경영 혁신 등을 추진했다. 공기업 부채 감축 개혁으로 2014~18년 사이 공사채 발행 규모가 급감했다(2012년 95.4조원 발행, 2014~18년 평균 58.2조원 발행).

2021년 국제 유가 상승으로 인한 에너지 공기업의 적자 부담이 심화되며 공공기관 재정건전성 악화에 대한 논의가 떠올랐다. 윤석열 정부 역시 중장기재무관리 계획 및 중점관리대상 공공기관을 지정하며 공공기관의 재무구조 개선 계획을 밝혔다. 과거 박근혜 정부 당시와 유사한 공공기관 부채관리 기조 하에서 중장기적으로 공사채 발행 규모 역시 축소 흐름을 그리는 것이 합리적이다.

### 정권별 공사채 발행만기 추이



자료: 연합인포맥스, 신한투자증권

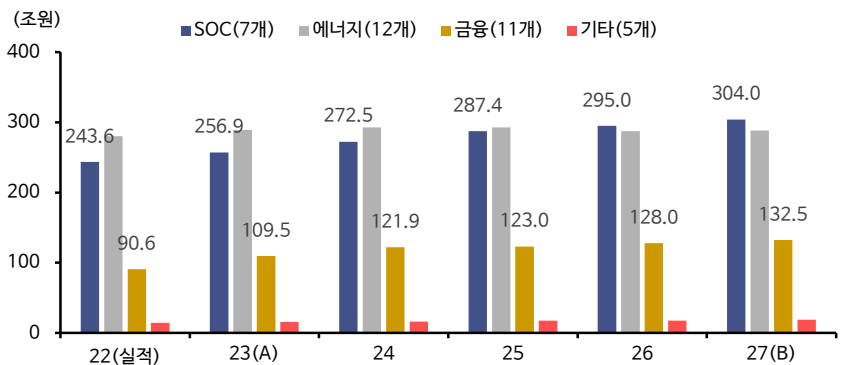
### 정권별 공공기관 개혁 주요 내용

	노무현 정부 (‘03.02~‘08.02)	이명박 정부 (‘08.02~‘13.02)	박근혜 정부 (‘13.02~‘16.12)	문재인 정부 (‘17.05~‘22.05)	윤석열 정부 (‘22.06~)
개혁 방향	- 사회적 책임 - 성과관리체계	- 공기업의 선진화 - 공공기관 구조조정 상시화 및 민영화	- 공공기관 합리화·정상화 부채감축, 비정상화 정상화	- 사회적 가치·공공성 - 지역발전	- 효율적 공공기관 - 실적·성과
특징	- 공공기관 보수적 재정관리	- (SOC) 4대강, 아라뱃길 사업 등 정부주도 확장적 재정	- 공사채 총량제 실시 임금피크제, 성과연보제	- 공사채 총량제 폐지 - 코로나 위기 극복, 그린뉴딜(SOC)	- 재무위험 집중관리 실시 - 코로나 피해 서민금융 지원, 에너지 전환

자료: 신한투자증권

다만 2023년 8월 발표한 2023~27년 중장기재무관리 계획에서 SOC 부문과 금융 부문의 부채 규모는 증가할 것으로 예측하고 있다. LH, 도로공사의 공공주택 공급 확대, 고속도로 투자 지속으로 SOC 부문 부채규모는 22년 243.6조원에서 24년 272.5조원까지 증가할 전망이다. 금융 부문 역시 자산관리공사, 주택금융공사의 정책금융 확대로 2024년 부채 전망치가 121.9조원까지 증가했다. 단기적으로 2024년 공사채 발행세는 지속될 가능성이 높다.

### 2023~27년 중장기 재무관리계획



자료: 기획재정부, 신한투자증권

## 한전채, MBS 발행 압력 지속. 규모는 완화

올해 한전채 노이즈는 완화되었으나 여전히 만기 도래 규모가 18.6조원(CP 포함 시 34.3조원) 예정되어있다. 흥해를 중심으로 지정학적 리스크가 재고조됨에 따라 국제 유가 불확실성도 높아졌다. 단, 글로벌 경기 둔화 전망으로 국제 유가의 상방 역시 제한되며 2022년과 같은 발행 규모 급증 가능성은 낮게 평가한다.

특례보금자리론은 44조원 실적으로 종료되었으나, 신생아 특례보금자리론을 포함해 지속적인 정책 대출 프로그램이 출시되며 MBS 발행 압력 역시 지속될 전망이다. 다만 기존 특례보금자리론과 비교했을 때 소득 규정이 부활했고, 연간 지원 규모도 축소됐다. 또한 주금공이 MBS 발행을 통해 관련 재원을 마련했던 것과 달리, 민간(은행) 주도로 커버드본드 발행을 유도하고, 주금공은 이에 대한 지급보증, 스왑뱅크 기능 등 간접적인 지원으로 전환할 계획이라고 밝혔다. 관련 제도의 정비가 필요하기 때문에 전 재원을 커버드본드를 통해 조달할 수 있을지 단언할 수 없으나, 특례보금자리론 대비 MBS 발행 규모는 완화될 전망이다.

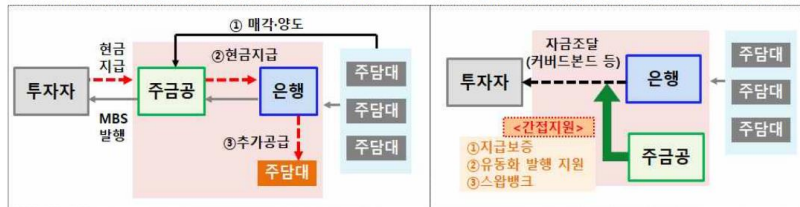
특례보금자리론 및 신생아보금자리론 비교			
	특례보금자리론	신생아보금자리론	비고
총 지원 규모	39.6조원(공급규모 44조원)	연간 10조원(±5조원)	지원 규모 축소
주택가격	9억원 이하	6억원 이하 전세사기피해자: 9억원 이하*	기존 보금자리론의 주택 가격제한으로 회귀 전세사기피해자의 경우 기존 상한선 유지
소득 (부부합산)	소득제한 없음	7천만원 이하 신혼부부: 8,500만원 이하 다자녀: 8천만원~1억원 전세사기피해자: 제한없음	기존 보금자리론의 소득 제한 부활 전세사기피해자 우대조항 추가
LTV	70% (규제지역: 60%)	70% (규제지역: 60%)	
DTI	60% (규제지역: 50%)	60% (규제지역: 50%)	
금액한도	5억원	3.6억원 생애최초: 4.2억원 다자녀/전세사기: 4억원	기존 보금자리론의 금액 한도로 회귀 전세사기피해자 우대조항 추가
만기	10년~50년	10년~50년	
금리	4.5%~4.8%	4.2%~4.5%	
조달	주택금융공사 MBS	민간부문 커버드본드 발행 지원(1~2Q 중)	MBS 발행 부담 축소 노력

자료: 금융위원회, 신한투자증권

### 민간 장기모기지 통한 자원 마련 방안

- 주금공 적격대출을 커버드본드 등 통한 민간의 직접 공급으로 전환할 경우, 은행은 취급한 주담대를 매각하지 않고 자체 보유
- ⇒ 이 경우 은행의 추가 대출 여력이 발생하지 않아 가계부채 증가를 억제하는 효과

< 기존 방식 (주금공 MBS 발행-공급) > ⇒ < 개편 방식 (민간 장기모기지 지원) >



자료: 금융위원회, 신한투자증권

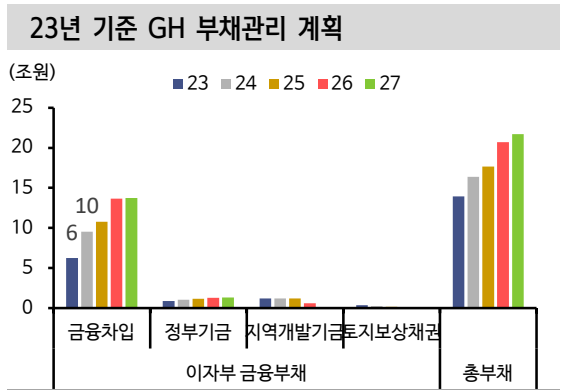
### 3기 신도시 가속. 개발공사 채권 발행 규모 확대

정부는 지난 4일 ‘2024년 경제정책방향’을 발표하며 공공부문의 주택 공급을 추가 확대하고 지역 주택도시공사의 사업 참여를 통해 주요 3기 신도시의 올해 부지조성 완료와 조기 주택 착공을 추진할 방침이다. 지자체 출자 확대, 자기자본 상한 발행 지원을 통해 지역 주택도시공사의 공사채 발행여력을 완화하고, 확보한 유동성으로 신도시 사업지역 지분참여를 확대하도록 지원할 계획이다. 이를 통해 인천 계양(1.7만호), 고양 창릉(3.6만호), 남양주왕숙(6.6만호), 하남교산(3.3만호) 등 4개 지구에 대해 24년 내 조기 주택착공을 추진하겠다고 밝혔다.

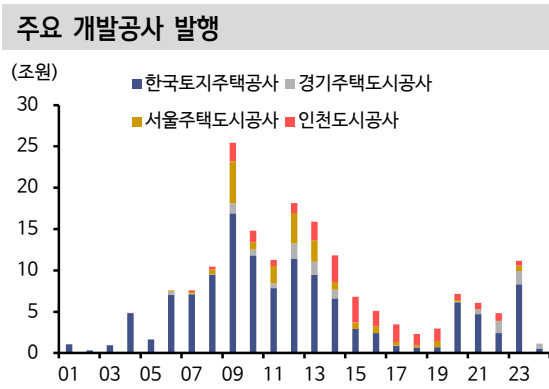
3기 신도시는 한국토지주택공사(LH)의 주도로 경기주택도시공사(GH)와 지역별로 인천/고양/남양주도시공사가 함께 참여한다. 그간 택지용지 취득 및 택지매각 차질로 건설개발공사의 재정이 악화되며 부채비율에 연동한 채권발행 한도가 재원 마련의 장애물이었다. 지방공기업법에 명시된 부채발행한도는 400%으로 설정되어 있었지만 230%까지 단계적으로 하향된 상태(단, 3기 신도시에 참여하는 경우엔 예외로 부채비율 350%까지 허용). 금번 발표를 통해 지자체의 추가 출자 및 발행 기준이 완화됨에 따라 채권 발행 규모가 증가할 가능성이 높다.



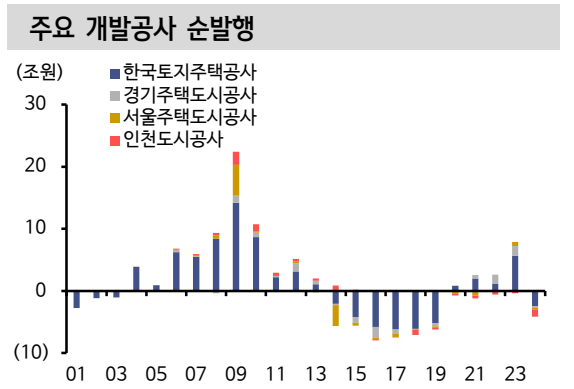
자료: 국토부, 신한투자증권



자료: 클리아이, 신한투자증권



자료: 연합인포맥스, 신한투자증권



자료: 연합인포맥스, 신한투자증권

### 종합: 공사채 순발행 전망. 시장 충격은 제한적

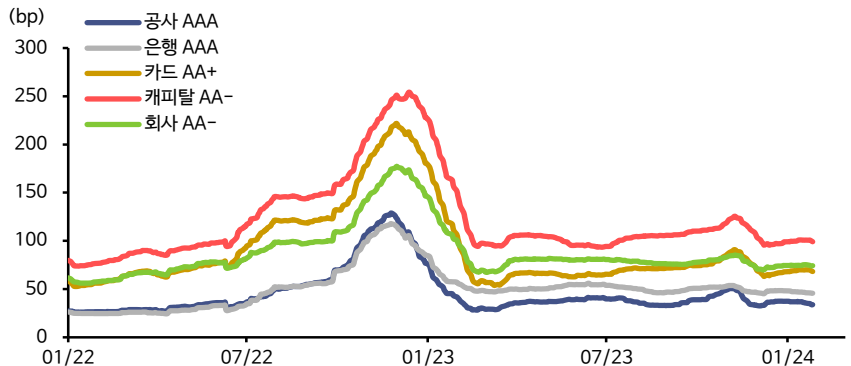
해결되지 않은 한전채 및 MBS 이슈와 더불어 3기 신도시 개발 가속화에 따른 지방개발공사의 채권 발행 증가로 2024년 공사채 순발행을 전망한다. 단, 순조달 측면에서 잔액은 증가(+) 방향을 그리겠지만, 순발행 규모 자체는 22~23년 대비 줄어들 것으로 판단한다(한전채, MBS채 규모 영향). 이는 시장의 수급 부담을 야기하기엔 제한적인 물량이나, 신용 경계감이 잔존한 상황에서 하위 등급의 스프레드 상단을 높일만한 재료로 해석된다.

3%대 금리 매력과 연내 금리 인하 전망은 자산배분 상 크레딧물에 대한 견조한 수요를 뒷받침할 것으로 전망한다. 반면 4월 총선 전후로 부동산 PF 사업장 및 건설/금융권의 구조조정 우려가 재차 고조되며 신용프리미엄을 확대시키는 요인으로 판단하고 있다. 현재 연초 효과에 힘입은 강제 흐름이 A급까지 퍼져나가고 있으나, 작은 트리거에도 쉽게 흔들릴 수 있는 취약성을 갖고있다.

이 가운데 충분한 공사채 발행 물량은 투자자 수요를 회사채 장기물로 이끄는 것을 제한할 전망이다. 서두에 언급한대로, 과거 크레딧 이벤트 발생 이후 점진적인 강세에 진입하던 시점에 공사채 수급 부담이 겹칠 경우 회사채의 상대적 약세가 장기간 전개되어왔다. 4월 이후로 퍼져나가는 신용경계감은 초우량물에 국한된 투자를 이끌 가능성이 높다. 더욱이 연초 대비 기관의 매수 강도는 약화되는 반면 올해 역대급 회사채 만기도래로 인한 수급 부담도 존재한다. 연내 금리 인하 기대에도 (회사채)크레딧 스프레드의 추세적 확대 전망을 유지한다.

한편, 현재 11bp 스프레드 갭을 고려할 때 은행채의 상대적 강세가 연내 유효할 전망이다. 은행채는 작년 대비 만기도래분 감소, 내수 부진 및 부동산 경기 회복 지연에 따른 가계부채 증가 속도 제한으로 공사채 대비 개선된 수급 여건을 전망한다. 이는 이미 역사적 수준까지 확대되었던 공사채 대비 은행채 스프레드가 연내 축소 흐름을 이어갈 만한 요인으로 판단한다(스프레드 갭 5bp 수렴).

#### 주요 크레딧 스프레드 추이



자료: 연합인포맥스, 신한투자증권

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성사: 정해진).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.