BOND FOCUS

YOU FIRST HYUNDAI Research

2008년 5월 19일

은행채 및 Credit물 비중축소

Fixed Income Strategy

신동준 02.2014.1768
박상근 02.2014.1707

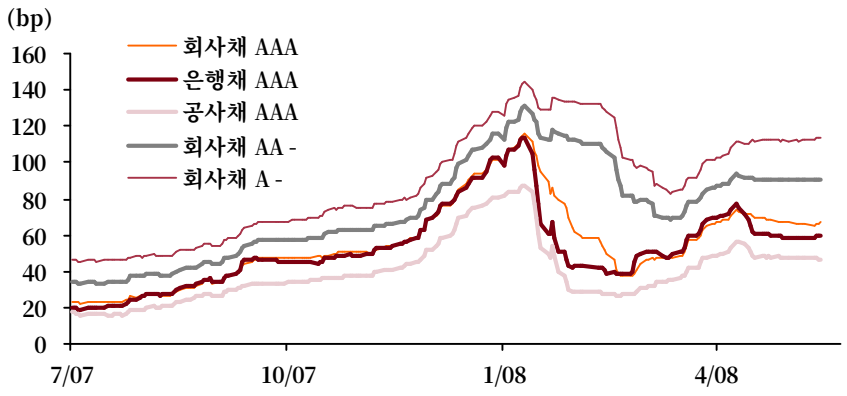
듀레이션, BM 대비 underweight 유지

- 은행채 및 Credit물의 비중축소를 권고한다. 작년 하반기와 달리 최근에는 예금수신 확대에도 불구하고 은행채 발행이 증가하고 있다. 만기에 대한 선발행도 있으나 바젤II(신BIS협약) 시행에 따른 은행간 자산경쟁이 직접적인 원인으로 파악된다.
- 은행의 내부모형으로 신용리스크 측정이 가능해짐에 따라 내부등급법 승인 은행을 중심으로 공격적인 영업 확대가 가능한 상황이다. 여타 은행들의 경우 후순위채 발행 등을 통한 자본확충이 진행되고 있지만 이들도 연내 승인을 목표로 하고 있어 은행채 발행을 통한 자산경쟁은 지속될 가능성이 높다.
- 듀레이션은 BM 대비 underweight 의견을 유지한다. KRW/USD와 유가는 현수준에서 횡보하거나 더 오를 것으로 예상하며, 연내 금리인하는 3/4분기 중 한차례에 그칠 것이다. 3/4분기 중반 이후 예상되는 대내외 여건 변화는 금리인하를 제어하는 요인이다.
- 정책당국의 눈높이가 물가를 다소 희생해서라도 고성장을 이끌어내는데 있다면, 금리인하는 장기적으로 curve를 steep하게 만들 것이다. 단기적으로 3년 이상 장기영역의 스프레드는 확대되겠지만 국고3년 기준 5.50% 근접시에는 다시 축소를 예상한다. 설령 채권금리가 하락하더라도 장기영역 curve는 steep될 것이다.
- 달러약세 속에서도 KRW/USD는 1,050원을 중심으로 등락하며 고점을 높여갈 가능성이 높다. 변동성은 여전히 크겠지만 2004년 이후 원화강세의 정상화나 아시아 통화간 펀더멘털 차별화 측면에서도 당분간 1,000원 아래로 하락하기는 어렵다.

구분	5/16	5/9	4/16
CD(91일)	5.37	5.36	5.38
통안1년	5.22	5.17	5.03
통안2년	5.44	5.36	5.07
국고3년	5.31	5.22	4.94
국고5년	5.36	5.29	4.98
국고10년	5.49	5.41	5.13
국고20년	5.52	5.44	5.16
회사채 3년 (AA-)	6.22	6.12	5.86
회사채 3년 (BBB-)	9.16	9.04	8.69

자료: 민평3사 평균, %

그림 > Credit물의 신용 스프레드 확대 조짐



자료: 민평3사 평균, 3년 만기

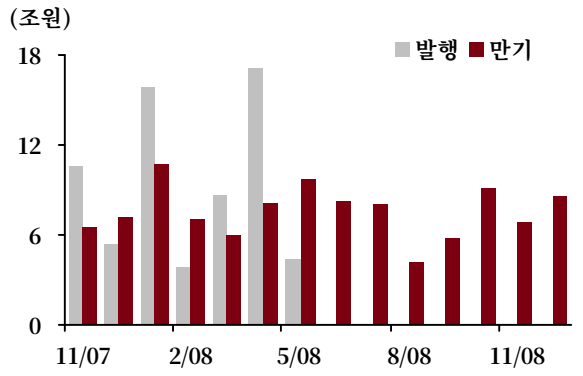
은행채 및 Credit물 비중 축소

자산경쟁 재점화로 은행채 발행 증가

올해 들어 주춤했던 은행채 발행이 2/4분기 이후 다시 확대되고 있다. 4월 은행채 발행은 발행 17조원, 만기도래 8조원으로 순발행은 9조원이다. 2008년 이후 4월까지 순발행 규모는 16조원에 달한다. 5월 금통위 이후 채권수요가 위축된 가운데 은행채 발행이 증가함에 따라, 은행채를 비롯한 신용 채권의 스프레드가 확대되고 있으며 채권금리 상승 우려가 증가하고 있다.

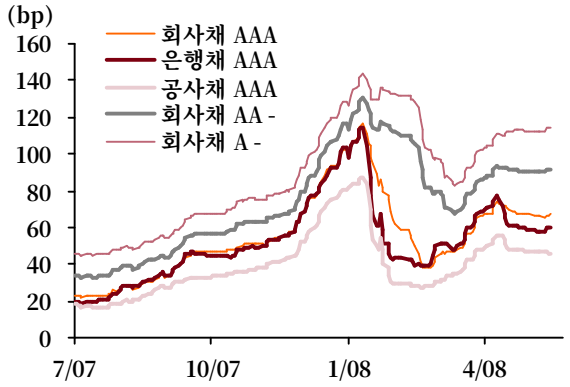
최근의 은행채 발행은 2007년 하반기와는 다른 양상을 보이고 있다. 2007년에는 이른바 '머니무브(자금이동)'에 따른 은행의 자금부족이 원인이었으나, 최근에는 고금리예금 특판 등 저축성 예금을 중심으로 예금수신이 늘어나고 있음에도 불구하고 은행채 발행이 증가하고 있다. 대출 증가가 크지 않았던 연말과 달리 기업과 부동산 대출이 큰 폭으로 증가하는 모습이다. 일부 만기 물량에 대한 선발행도 있으나 은행간 자산경쟁이 발행 확대의 직접적인 원인으로 파악된다. 중소기업 여신을 중심으로 기업대출이 큰 폭으로 증가하였으며, 주택담보대출을 중심으로 가계대출도 증가하는 등 전반적으로 대출이 확대되는 추세다.

그림 1> 은행채 발행/만기 추이



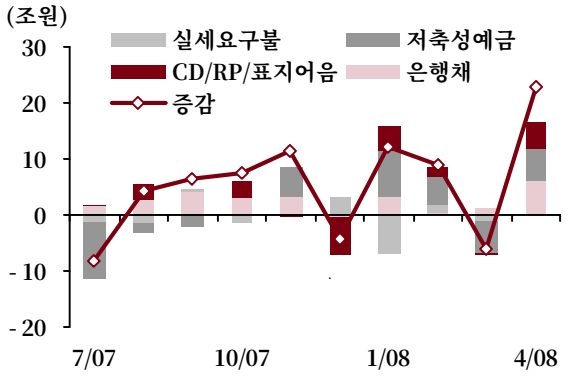
참고: 5월 발행금액은 15일까지
자료: KIS채권평가

그림 2> Credit물의 신용 스프레드 확대 조짐



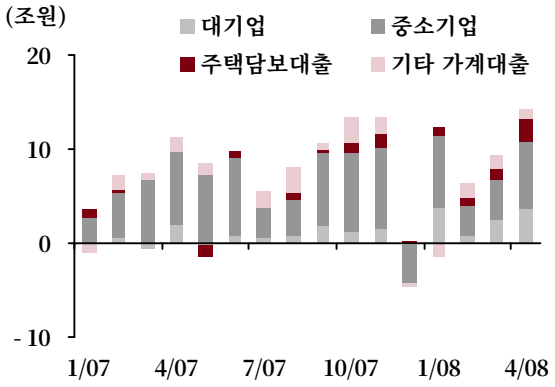
참고: 3년 만기
자료: 민평3사 평균

그림 3> 은행 수신 추이



참고: 기간중 말잔 증감
자료: 한국은행

그림 4> 은행 여신은 증가추세



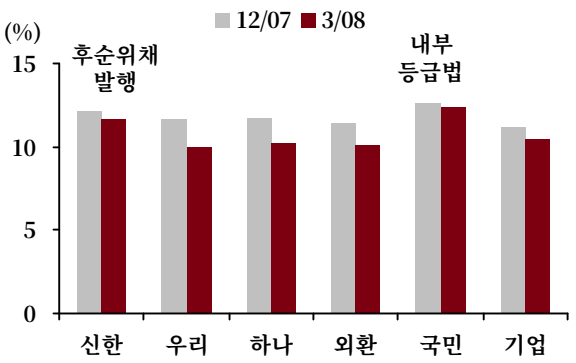
참고: 기간중 말잔 증감
자료: 한국은행

바젤II 시행이 은행간 자산경쟁의 촉매제

은행의 자산경쟁은 바젤II 시행이 촉매로 작용한 것으로 파악된다. 바젤II(신BIS협약)은 기존 BIS비율의 문제점을 보완하기 위해 제정한 협약으로 다양한 리스크를 반영하도록 설계되었다. 특히 은행의 내부 모형에 따른 신용리스크 측정이 가능해짐에 따라 리스크관리 능력에 따른 차별화가 발생한다. 은행의 내부모형 적용에는 감독당국의 승인이 필요하다.

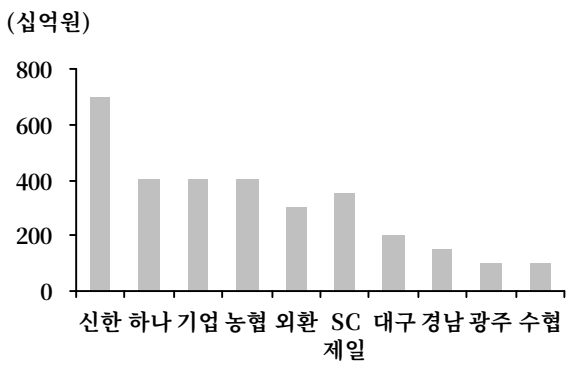
국내는 2008년부터 시행된 가운데, 국민은행(12월)과 신한은행(4월)이 내부 모형 적용을 위한 기본내부등급법 승인을 받았다. 실제 내부등급법으로 산정된 국민은행의 BIS비율은 12.3%로 타 은행에 비해 감소폭이 현저히 낮았다. 내부등급법 승인 은행을 중심으로 공격적인 영업 확대가 가능한 상황이며, 타 은행의 경우 후순위채 발행 등을 통한 (보완)자본 확충이 진행되고 있다. 아직 표준법을 사용하고 있는 여타 시중은행들도 연내 승인을 목표로 하고 있어 영업기반을 유지하기 위한 자산경쟁이 확대되고 있는 것으로 파악된다.

그림 5> 주요은행의 BIS비율 추이



자료: 각 은행

그림 6> 2008년 후순위채 발행 현황



자료: KOSCOM

수급여건 저하, 은행채 스프레드 확대

은행간 자산 경쟁이 지속되는 가운데 은행채 수급 여건도 저하된 상황이다. 2008년 이후 이미 16조원 규모의 은행채가 순발행되어 수요기반이 약화되어 있다. 반면, 공급측면에서는 경영실태 1등급 기준인 BIS 비율 10%를 유지하기 위한 은행들의 후순위채 발행이 예상되고, 차환을 위한 은행채 발행도 지속될 것으로 보여 국고 대비 은행채 스프레드는 당분간 확대될 가능성이 높다. 3년물 기준으로 전고점(4월10일 77bp)을 넘어설 가능성이 높다.

고정이하여신비율 0.7% 등 여전히 우수한 자산건전성을 유지하고 있어 은행의 자산확대 경쟁은 한동안 지속될 것이다. 은행채 등 시장수신의 확대로 순이자마진 하락에 대한 수익성 저하와 금리변동에 따른 유동성 리스크 증가, 경기 변동에 취약한 중소기업여신의 부실 가능성에 대한 우려도 제기되고 있다. 은행채 및 Credit물의 비중축소를 권고한다.

듀레이션: BM 대비 underweight 유지

듀레이션은 BM 대비 underweight 의견을 유지한다.

연내 금리인하는 3/4분기중 한차례에 그칠 전망

1) KRW/USD와 유가는 현수준에서 횡보하거나 더 오를 가능성이 높다.

2) 연내 금리인하는 3/4분기 중 한차례, 25bp에 그칠 것이다. 3/4분기 중반 이후 소비자물가 상승률의 증가속도는 다소 완만해지겠지만 대내외 여건의 변화가 예상된다. 미국 주택투자는 마이너스 성장의 기울기가 완만해지면서 U자형 바닥을 형성할 것으로 예상된다. 국내 경기선행지수 전년동월비도 상승반전될 가능성이 높다. 비록 기저효과에 가깝지만 금리인하를 지지해주는 요인들은 점차 감소할 것이다.

3) 정책당국의 눈높이가 물가를 다소 희생해서라도 고성장을 이끌어내는데 있다면, 그렇게 의도된 금리인하의 결과는 장기적으로 curve를 steep하게 만들 것이다. 단기적으로 3년 이상 장기영역의 스프레드는 확대되겠지만 국고3년 기준 5.50% 근접시에는 다시 축소를 예상한다. 설령 채권금리가 하락하더라도 장기영역 curve는 steep해질 것이다.

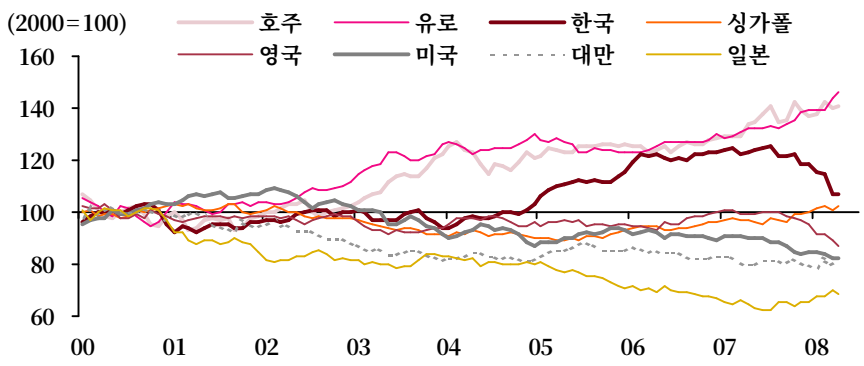
KRW/USD: 1,050원을 중심으로 등락하면서 고점을 높여갈 듯

달러약세, 유가상승 지속

막대한 미국의 경상적자가 이어지는 한 추세적인 달러약세는 지속될 것으로 예상한다. 세계경제 침체나 미국경제의 본격 회복이 아닌 한 달러강세는 단기간에 국한될 것이다. 달러약세와 상대적으로 성장이 양호한 이머징국가들의 수요로 국제유가는 추가상승을 예상한다.

달러약세 속에서도 KRW/USD는 1,050원을 중심으로 등락하면서 외환당국의 용인 아래 고점을 높여갈 가능성이 높다. 변동성은 여전히 크겠지만 추세적으로 1,000원 아래로 하락할 가능성은 낮다.

그림 7> 주요국 실질실효환율



자료: BIS

KRW/USD 상승속도는 둔화

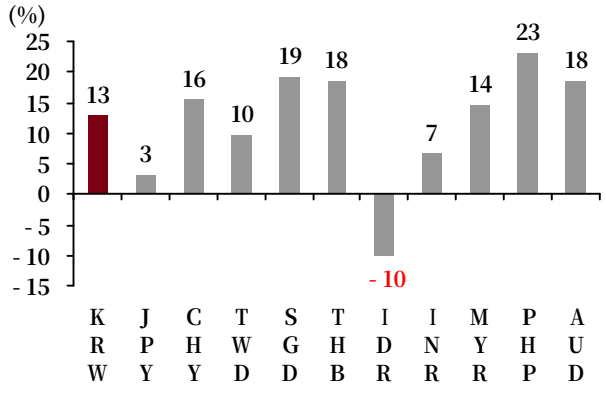
달러약세는 2002년 이후, 그리고 원화강세는 2004년 이후 본격화 되었다. 원화약세를 "그동안 원화가치만 너무 많이 올랐기 때문"이라는 정상화 시각에서 본다면 상승속도는 1,050원을 중심으로 둔화될 가능성이 높다. 2004년 이후 아시아 주요 9국의 달러대비 변화율만큼 원화가 더 움직여야 한다고 가정할 경우 적절한 수준은 1,074원이며, 중국, 일본 등을 제외한 5개국만 고려할 경우 1,026원, 싱가폴, 대만달러만 비교하면 1,043원 수준이다. 2002년 이후를 가정하면 1,100원 내외가 된다. 상대비교와 정상화 측면에서도 당분간 KRW/USD가 1,000원 아래로 하락할 가능성은 낮다.

그림 8> 아시아 주요국 통화가치 변화율을 고려한 KRW/USD

달러대비 변동률	2002년 이후	2004년 이후
전체 평균	1,121	1,074
주요5국 평균	1,093	1,026
TWD, SGD 평균	1,099	1,043

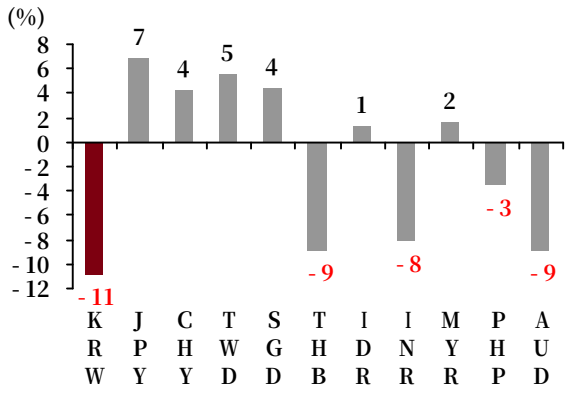
참고: 아시아주요국 통화가치의 달러대비 변화율 만큼 원화가 움직여야 한다고 가정. 2008년 5월 16일 기준
전체=주요5국+JPY,CHY,THB,IDR, 주요5국=TWD,SGD,INR,MYR,PHP
자료: Thomson Datastream

그림 9> 2004년 이후 달러대비 통화가치 변화율



참고: 2008년 5월 16일 기준
자료: Thomson Datastream

그림 10> 2008년 이후 달러대비 통화가치 변화율

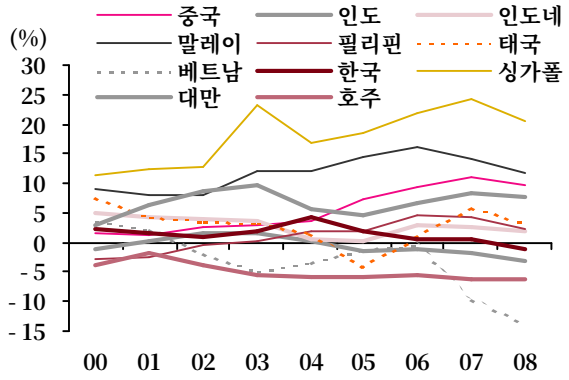


참고: 2008년 5월 16일 기준
자료: Thomson Datastream

펀더멘털 측면에서의 원화약세 요인

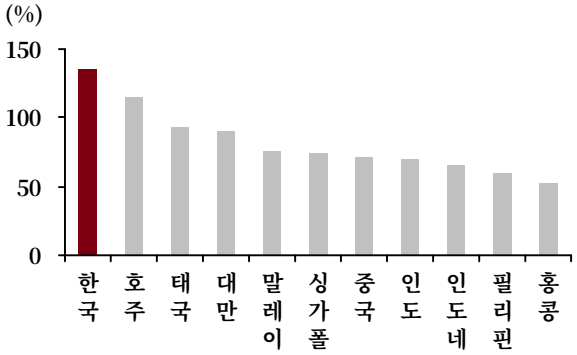
2008년 이후 달러 대비 약세 통화인 우리나라 원화와 인도루피, 호주달러 등의 공통점이 발견된다. 경상수지 적자와 은행의 높은 예대율, 또는 높은 단기외채 비중들이다. 글로벌 신용경색이 다소 진정되고는 있지만 외국인 투자자금 이탈에 대한 리스크를 반영하고 있는 것으로 보인다. 실제로 경상수지 적자폭이 빠르게 확대된 베트남이 어려움을 겪고 있고, 유로권에서도 유사한 차별화가 진행 중이다. 최근 원화약세는 아시아국가들 중 대외여건 악화에 취약한 펀더멘털을 가지고 있는 통화간 차별화의 의미도 내포하고 있다. 펀더멘털 측면에서도 KRW/USD의 하락이 어려워 보이는 이유다.

그림 11> 아시아국가들의 경상수지/GDP 비중



자료: IMF

그림 12> 아시아국가들의 은행 예대율(2007E L/D ratio)



자료: CEIC, Goldman Sachs

■ 당사는 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다.

■ 작성자는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.

현대증권에서 발간하는 모든 리서치 자료는 현대증권 홈페이지인 www.youfirst.co.kr의 [투자정보] 메뉴를 통해서 조회하실 수 있습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 특정 증권의 매매와 관련한 권고를 제공하기 위한 것은 아닙니다. 이 보고서의 내용은 당사가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 만들어진 것이지만 그 정확성이나 완전성을 당사가 보증하는 것은 아니며 따라서 그에 의존하여 투자 결정을 내려서는 안될 것입니다. 이 보고서에 포함된 의견이나 전망은 해당일 당시 당사의 전문적인 판단을 반영하는 것이며 통지 없이 변경될 수 있습니다. 당사는 이 보고서의 내용에 의존하여 행해진 누구의 어떠한 행위로부터 발생하는 결과에 대해서도 책임을 지지 않습니다. 이 보고서는 투자에 관해 전문적인 경험을 가진 분들을 위한 자료이며 증권매도의 청약이나 매수 청약의 유인을 구성하지 않습니다.
이 보고서는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 이 보고서는 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술적 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술논문 등에 학술적인 목적으로 인용하려는 경우에는 당사에게 먼저 통보하여 당사의 동의를 얻으시기 바랍니다.