

# 2008년 하반기 채권시장 전망



- 적정금리 수준에 대한 재평가
- Credit채권: BM대비 비중축소 권고

## ■ 목 차

### 적정금리 수준에 대한 재평가

인플레이션은 쉽게 안정되기 어렵다 .....	4
스태그플레이션의 경험과 시사점 .....	6
중앙은행들의 고민, 누워버린 필립스곡선 .....	9
적정금리 수준에 대한 재평가 .....	11
중앙은행들의 대응 .....	13

### Credit채권: BM대비 비중축소 권고

크레딧 스프레드 확대 - 1) 인플레이션과 변동성 차별화 .....	15
크레딧 스프레드 확대 - 2) 부동산과 은행채 .....	17
투자전략: BM대비 비중축소를 권고 .....	19

#### 리서치센터 채권분석팀

신동준	2014-1768	채권전략	dongjun.shin@hdsrc.com
박상근	2014-1707	신용	sangkeun.park@hdsrc.com
김상훈	2014-1769	채권	sanghoon.kim@hdsrc.com
박유나	2014-1706	RA	yuna.park@hdsrc.com

## 적정금리 수준에 대한 재평가

### 핵심은 기대인플레이션 차단

핵심은 기대인플레이션 완화를 통해 임금상승으로 연결되는 고리를 차단하는 데 있다. 공급충격을 줄이기 위해 재정확대에 나서거나 머뭇거리면 임금과 물가가 번갈아 상승하는 악순환에 빠질 수 있다. 글로벌 긴축을 통한 유동성 흡수가 필요하다. 임금상승으로 전이된 국가들이 금리인상에 나서고 있다.

### 매파적인 중앙은행들

필립스곡선 평탄화로 통화정책 유효성이 저하되었다. 인플레이션 억제를 위해서는 경기둔화 리스크를 종전보다 더 크게 감수해야 한다는 의미다. 중앙은행의 물가안정 의지 약화는 기대인플레이션을 자극한다. 금리인상이 어려운 환경임에도 불구하고 매파적인 입장이 표명되는 이유다.

### 적정금리 수준 재평가

장기적인 물가하락 이후 맞이한 디플레이션 환경은 기대인플레이션을 크게 낮추었다. 채권금리는 적정금리 수준으로 평가되던 GDP+CPI를 꾸준히 하회했으며, 2001년 중반 이후 처음으로 기대인플레이션이 채권가격에 반영되고 있다.

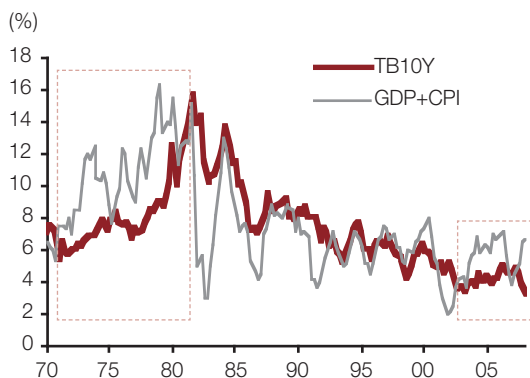
### 글로벌 중앙은행들의 대응, 달러강세 필요

매파적입장에 대한 신뢰도가 약해지는 4분기 이후 중앙은행들은 금리인상에 나설 것이다. 달러강세는 주변국들을 글로벌 긴축에 동참시키는 효과를 가져온다. 주변국들은 1차적으로 통화강세 정책으로 인플레이션을 방어하겠지만 결국 금리인상에 나서게 될 것이다.

### 한국은행의 대응

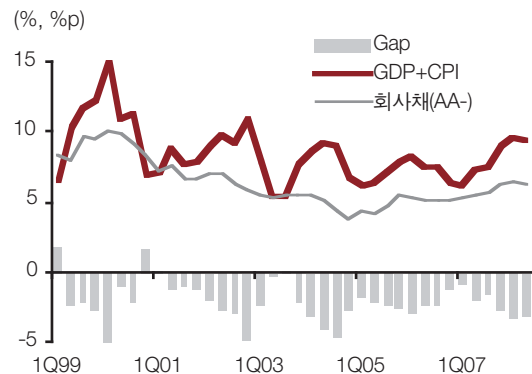
기준금리 인상은 글로벌 중앙은행들보다 최대한 늦춰질 것이다. 한국은행은 원/달러 환율 상승압력이 높아지고 임금상승으로의 전이가 확인될 내년 초부터 금리인상에 동참할 것이다. 그 전에도 기준을 인상은 매력적인 카드다.

미국: GDP+CPI와 10년 국채금리



자료: Thomson Datastream

대한민국: GDP+CPI와 3년 회사채(AA-)금리



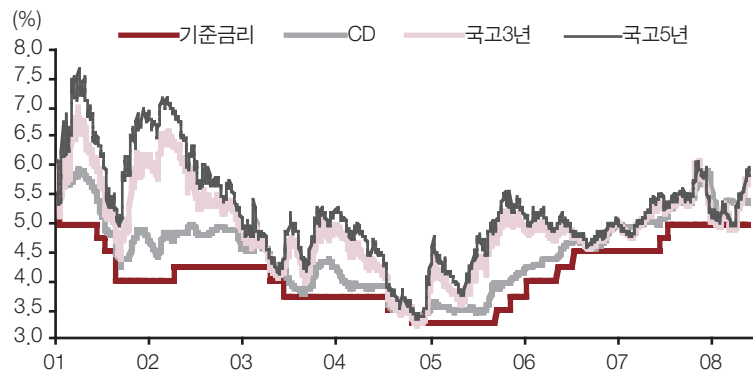
자료: 한국은행

## 시장 컨센서스

최근 몇 개월 동안 여러 투자자들을 만나본 결과, 전반적인 시각은 동일하였다.

“물가가 상당히 불안하다. 하지만 유가가 계속 올라갈 수는 없을 것이다. 적어도 연말에는 안정될 것으로 기대한다. 유가안정과 내수 위축을 감안할 때 올해 한국은행의 기준금리 인상은 어려울 것이다. 경험적으로 기준금리 대비 +50bp인 국고3년 5.50%이 중립수준이라면, 금리 인상을 두번 반영한 6.0% 정도가 채권금리가 올라갈 수 있는 최대치일 것이다. 5.50~6.00%의 박스권 흐름이다. 추가적인 금리상승폭이 10~20bp라면 채권을 팔기 보다는 버티는 것이 합리적이다.”

그림 1) 주요 채권금리 추이



자료: 한국은행, 민평3사 평균

## 인플레이션은 쉽게 안정되기 어렵다

### 환율과 유가, 누적된 상승압력

국제유가와 물가는 수요둔화와 투기세력 근절로 3분기 이후 안정될 것이라는 것이 대체적인 기대다. 환율과 유가의 변동이 소비자물가상승률에 반영되기까지는 시차가 존재한다. 한국은행의 거시계량경제모형에 따르면 원/달러 환율이 1% 상승했을 때 1년 뒤 소비자물가는 0.08%가 상승하며 3년간 연평균 0.1% 정도가 오른다. 국제유가는 1% 상승할 경우 충격발생 1분기 후부터 크게 상승하여 첫째 0.02%, 3년 연평균 0.04% 정도가 오르는 것으로 나타났다.

그림 2) 원/달러 환율과 국제유가가 1% 상승했을 경우 소비자물가상승률(%)

	1차 년도	2차 년도	3차 년도	평균
원/달러 환율 1% 상승시	+0.08	+0.10	+0.11	+0.10
국제유가 1% 상승시	+0.02	+0.04	+0.05	+0.04

자료: 한국은행

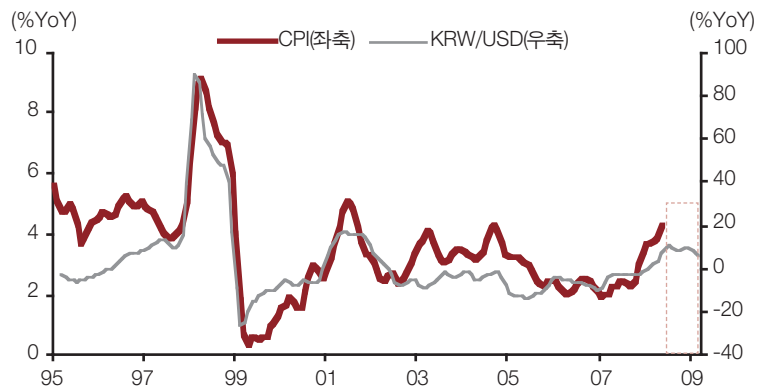
원/달러 환율은 작년 6~7월 중 920원대였다. 올해 2월까지 2년 여 동안은 960원대 아래에 머물렀다. 유가 역시 전년동월대비 약 70%가 올랐다. 최근의 물가상승은 지난 1년 이상 누적되어 온 환율과 유가상승분이 순차적으로 반영되는 과정이다. 당국의 일부 품목에 대한 통제로 상승 속도를 조절할 수는 있지만 누적되어 있는 압력 자체를 누르기는 어렵다.

1995년 이후 원/달러 환율과 소비자물가상승률 흐름은 유사한 궤적을 가진다. 상관관계가 0.83에 이른다. 그만큼 환율이 물가에 미치는 영향은 크다. 2008년 7월부터 2009년 3월까지 원/달러 환율이 1,010원을 유지한다고 가정하고 전년동월비를 계산해보면 환율이 소비자물가상승률에 영향을 미치는 방향성은 2009년 들어서야 소폭 하락쪽으로 전환된다. 레벨은 여전히 지난 2002년 이후 가장 높다.

**유가와 물가 고점 간 시차 존재**

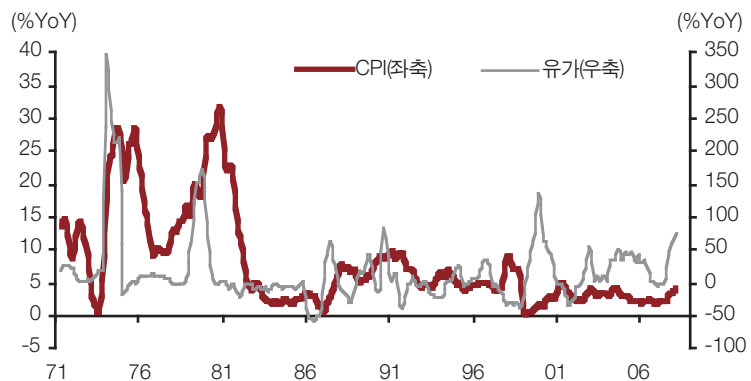
국제유가 상승은 시차를 두고 내구재 등 상품가격을 상승시키고 결국 임금상승을 압박한다. 과거 국제유가 급등기의 유가와 소비자물가상승률 간의 고점은 약 6개월~1년간의 시차가 존재한다. 우리나라는 현재 내구재 등 상품가격으로 전이되는 과정에 있다. 연내에 임금인상 압력이 나타날 가능성이 높다. 3분기 중반 경 형성될 것으로 보이는 소비자물가상승률의 정점은 누적된 환율, 유가 효과로 전년동월대비 약 6%대 내외까지 상승할 가능성이 있다. 기저효과로 인해 안정된다 하더라도 연말까지 4%대 중반 아래로 떨어지기는 어려울 것으로 본다.

그림 3) 환율과 물가



참고: 6개월 이동평균, 박스는 원/달러 환율 1,010원을 가정하고 계산한 수치  
자료: 한국은행, 통계청, 현대증권

그림 4) 국제유가와 우리나라 물가, 시차 존재



참고: 3대 유종 평균, 6개월 이동평균  
자료: 한국은행, 통계청, 현대증권

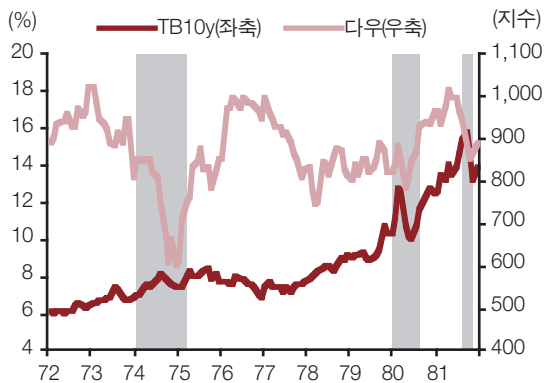
## 스태그플레이션의 경험과 시사점

### 2007년 하반기, 신용경색 본격화 이후 자금흐름 변화

2007년 하반기 이후 본격화된 신용경색과 1970년대 중반과 1980년대 초반 나타났던 두차례 스태그플레이션의 경험은, 풀려있던 글로벌 유동성의 흐름을 돌려놓았다. 글로벌 유동성은 2007년 상반기까지 전세계 자산가격을 무차별적으로 끌어올렸다. 신용경색이 본격화된 2007년 하반기 이후 유동성은 신흥시장으로 향했고, 이들의 수요증가와 맞물리며 상품(원자재)가격과 물가가 급등하였다. 달러약세는 가팔라졌으며 스태그플레이션의 가능성이 논의되기 시작하면서 상품시장으로의 유동성 집중은 가속화되었다.

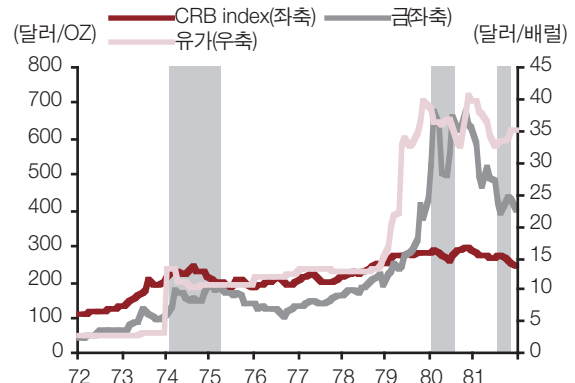
1970년대의 사례를 살펴보자. 스태그플레이션으로 점점 더 다가가는 동안의 자산가격 흐름은 뚜렷했다. 주식과 채권은 약세였고, 금, 원유를 포함한 상품가격은 강세였다. 장단기 스프레드는 축소되었다. 그러나 정작 스태그플레이션에 진입하게 되면 자산가격의 흐름은 상황에 따라 다른 양상을 보이기도 한다. 주가는 소비자물가상승률 고점과 함께 반등했지만, 채권금리는 동시점에 하락을 시도하다가 다시 장기 상승추세를 이어갔다. 경기침체 탈피에 따른 위험자산 선호에 기인한 것으로 판단된다.

그림 5) 스태그플레이션의 경험: 주식, 채권 약세



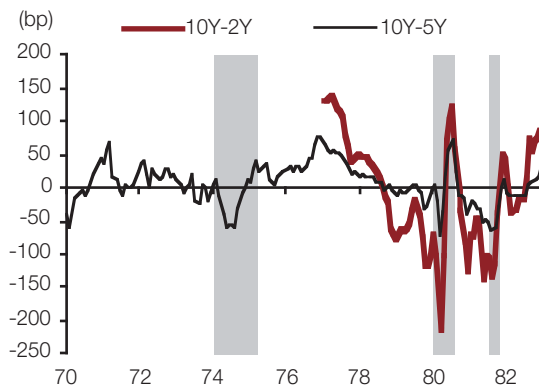
참고: 음영구간은 스태그플레이션 시기(마이너스 성장률, CPI 10% 이상)  
자료: Thomson Datastream

그림 6) 스태그플레이션의 경험: 상품가격 강세



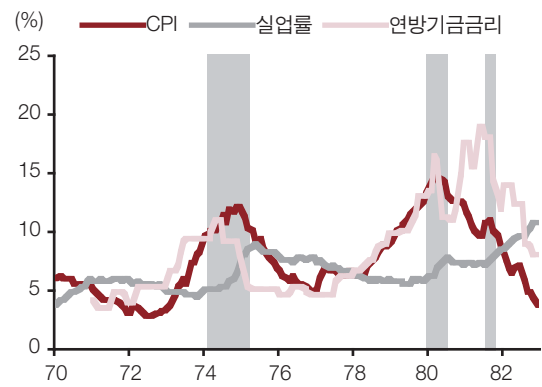
참고: 음영구간은 스태그플레이션 시기  
자료: Thomson Datastream

그림 7) 스태그플레이션의 경험: 장단기 스프레드 축소



참고: 음영구간은 스태그플레이션 시기  
자료: Thomson Datastream

그림 8) 스태그플레이션의 경험: 통화정책과 물가, 실업률

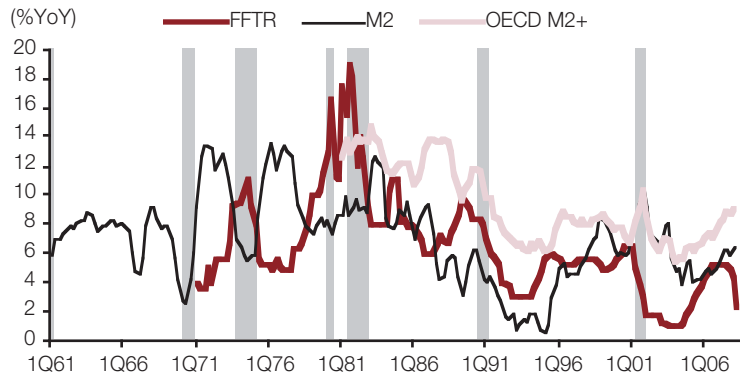


참고: 음영구간은 스태그플레이션 시기  
자료: Thomson Datastream

### 혼합형 인플레이

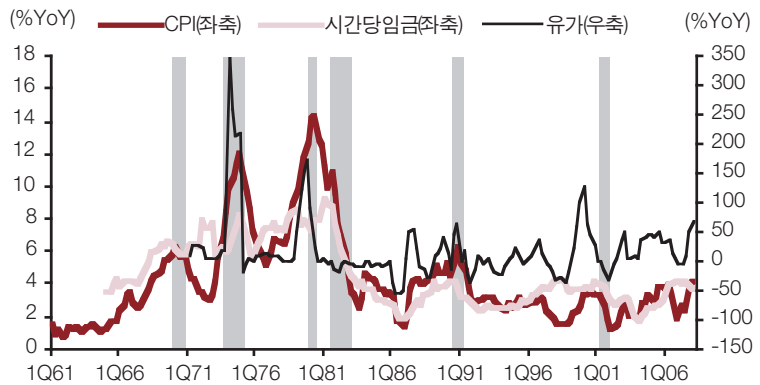
최근의 인플레이는 공급측면의 모습으로 포장되어 있지만, 그 이면에는 과도한 통화공급에 의한 상품가격 상승이 녹아있다. 수요측면이 결합된 혼합형 인플레이션으로 볼 수 있다. 1970년대 중반과 1980년대 초 두차례 발생했던 스태그플레이션의 진행과정과 유사하다.

그림 9) 미국의 연방기금금리와 통화량, 스태그플레이션 직전 통화량 급증



참고: 음영구간은 미국경제 침체기  
자료: Thomson Datastream

그림 10) 미국의 물가와 임금, 유가 고점 이후 CPI 고점까지 시차 존재



참고: 음영구간은 미국경기 침체기  
자료: Thomson Datastream

### 과도한 통화공급이 스태그플레이션의 원인

두차례 스태그플레이션은 모두 경기침체를 막기위한 과도한 통화공급과 재정확대 이후 느슨한 물가관리가 원인이 되었다. 스태그플레이션 직전 통화량증가율(M2)은 12~13%까지 급증하였다.

장기적으로 물가가 계속 오를 수는 없다. 비용인상 인플레이가 발생할 경우 시간이 지나면서 수요가 감소하고, 자연스럽게 소득과 총수요도 감소하기 때문이다. 그러나 공급충격을 완화하기 위해 재정확대 등으로 통화공급을 늘리게 되면 총수요가 감소하지 않고 임금과 물가가 번갈아 상승하는 악순환(wage-price spiral)에 빠질 수 있다. 지난 스태그플레이션의 경험이다.

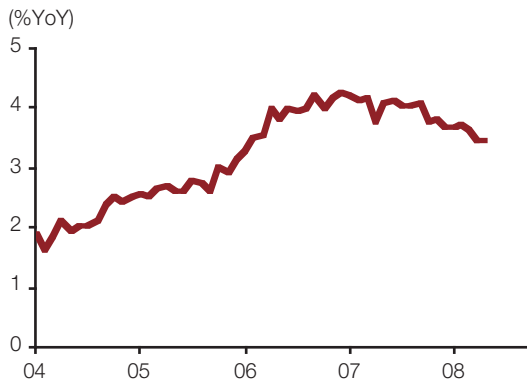
**핵심은 기대인플레이 차단**

1970년대의 경우, 경기둔화와 실업률 상승을 막기위한 재정책대 정책은 실패하였다. 통화공급을 지속함에 따라 물가가 올랐고 기대인플레이를 자극했다. 인플레이를 예상한 노동자들이 임금인상을 요구하게 되면서 재정책대는 실물경기 회복에 전혀 영향을 주지 못하고 물가만 올려놓았다. 결국 핵심은 기대인플레이를 완화하여 임금상승으로 연결되는 고리를 차단하는 데 있다.

**임금상승으로 전이된 국가들은 정책금리 인상에 나서는 모습**

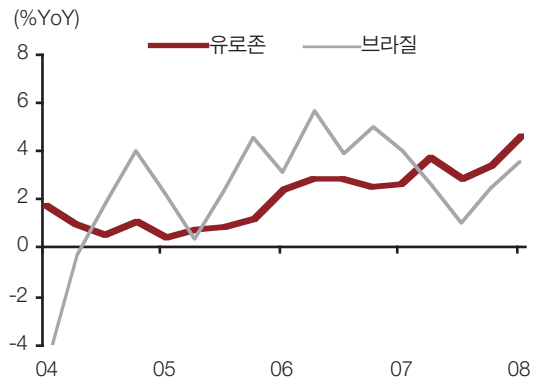
기대인플레이가 이미 소비자물가상승률과 임금상승으로 전이된 국가들은 정책금리 인상에 나서는 모습이다. 브라질은 4월부터 금리인상을 시작했다, 유로존 역시 금리인상을 준비하는 모습이다. 일본을 제외하고 가장 낮은 정책금리를 유지하고 있는 미국의 경우 상대적으로 아직 여유가 있다. 우리나라는 공개된 임금 데이터의 시계열이 6개월 이전 수치여서 따로 고려하지는 못했다. 두자릿수 임금인상을 위한 파업 준비 소식 등을 감안할 때 시간이 흐를수록 임금인상 압력은 높아질 것으로 보인다.

그림 11) 미국의 임금 추이



자료: Thomson Datastream

그림 12) 유로존과 브라질의 임금 추이

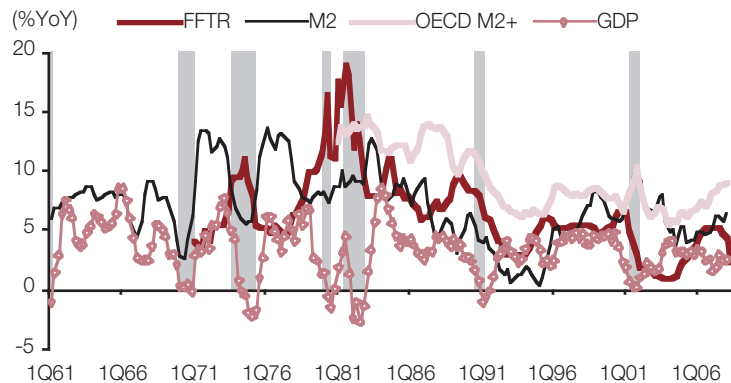


자료: Thomson Datastream

**희생을 감수한 공격적 긴축으로 장기 호황의 기틀 마련**

문제해결을 위해서는 글로벌 긴축을 통한 유동성 흡수가 필요하다. 과도한 통화공급의 후유증으로 나타나는 기대인플레이는 금리인상을 통해 확실하게 차단할 필요가 있다. 머뭇거리거나 1970년대처럼 재정책대를 통한 경기부양에 나설 경우 향후 더 큰 댓가를 치를 위험이 있다. 인플레이가 극심하던 1979년 말 취임한 폴 볼커 FRB 의장은 경기희생을 감수하면서 공격적인 금

그림 13) 연방기금금리와 미국 GDP, 통화량



참고: 음영구간은 미국경제 침체기  
자료: Thomson Datastream



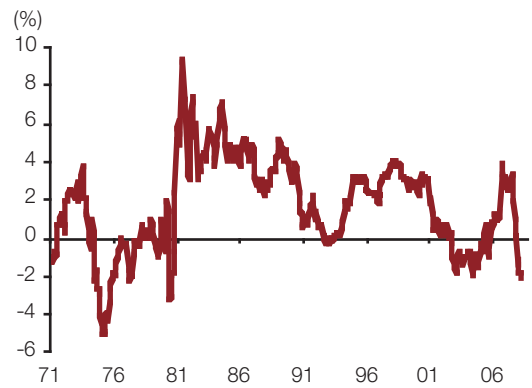
리인상과 통화량 축소를 단행하였다. 이후 3년 동안 미국경제는 혹독한 침체를 겪어야 했지만, 과잉유동성 흡수와 확실한 기대인플레이의 차단을 통해 미국경제는 1983년부터 빠르게 회복되었고 1990년대 이후 안정적 경제성장을 이루는 'Great Moderation' 시대로 진입할 수 있는 밑거름이 되었다.

그림 14) 미국의 기대인플레이 추이



자료: FRB

그림 15) 실질 연방기금금리



자료: Thomson Datastream

## 중앙은행들의 고민, 누워버린 필립스곡선

### 필립스곡선의 변화

인플레이션과 실업률 사이의 관계를 나타내는 필립스곡선(Phillips curve)은 전통적으로 우하향한다. 1951~1969년, 그리고 1986~1993년이 전형적인 예다. 그러나 1970년대 이후 상황이 달라졌다. 필립스곡선 이론에 따른 총수요관리 정책 처방으로도 실업률은 줄지 않았고 오히려 인플레이션은 더 높아졌다(1970~1981년). 과도한 통화공급의 영향으로 스태그플레이션 하에서 필립스곡선은 오히려 우상향하는 모습을 보였다.

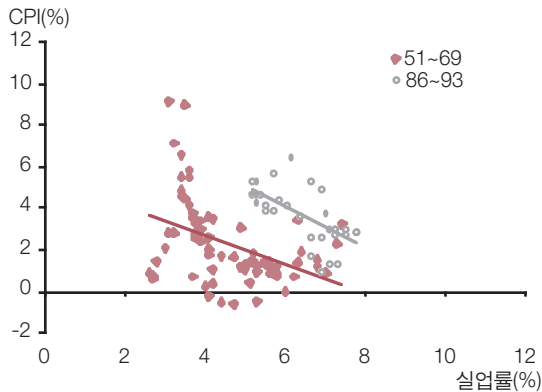
공격적인 통화긴축이 단행된 1980년대 이후 기대인플레이션은 빠르게 안정되었다. 디스인플레이션(disinflation)의 시기를 지나 2000년 이후에는 디플레이션(deflation)을 우려해야 할 상황까지 이르렀다.

### 1990년대 통화정책 유효성 증대와 세계화로 기대인플레이 크게 축소

필립스곡선에서도 또 다른 변화가 나타났다. 1990년대 이후 세계화가 빠르게 진행되고, 뉴질랜드(1990), 캐나다(1991), 영국(1992) 등 중앙은행들이 물가안정목표제를 도입하면서 통화정책의 유효성이 확보되자 필립스곡선은 평탄(flat)해지기 시작했다. 기대인플레이션은 안정되면서 낮은 물가 수준이 유지되었고, 총수요가 인플레이션에 미치는 영향력은 축소되었다. 심지어 2000년 이후에는 유동성 팽창과 느슨한 통화관리에도 불구하고 기대인플레이션은 잠잠했다. 그러나 역설적으로, 중앙은행들의 물가안정 의지는 점차 약화되었다.

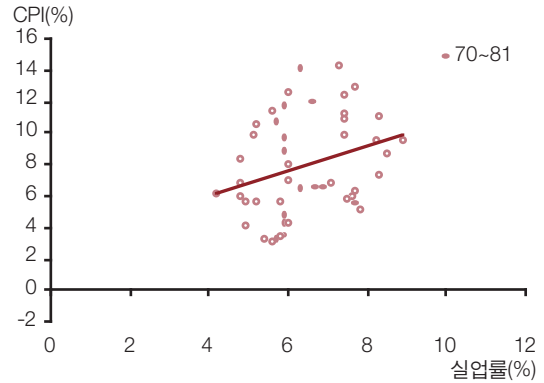
필립스곡선 평탄화는 통화정책의 유효성이 저하되었다는 의미이다. 중앙은행들의 고민은, 경기상승 국면에서는 인플레이션이 덜 유발되겠지만 반대로 인플레이션 억제를 위해서는 정책당국이 생산을 종전보다 더 크게 둔화시켜야 한다는 데 있다. 1980년대초 인플레이션을 억제하기 위해 공격적인 통화량 축소와 금리인상으로 경기침체를 감수해야 했던 미국이 좋은 사례다.

그림 16) 전통적인 필립스곡선, 우하향



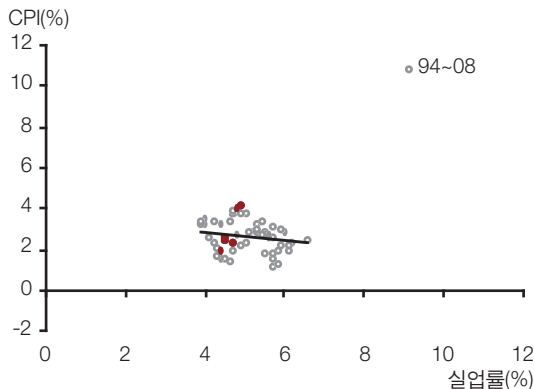
자료: Thomson Datastream

그림 17) 스태그플레이션 시기의 필립스곡선, 우상향



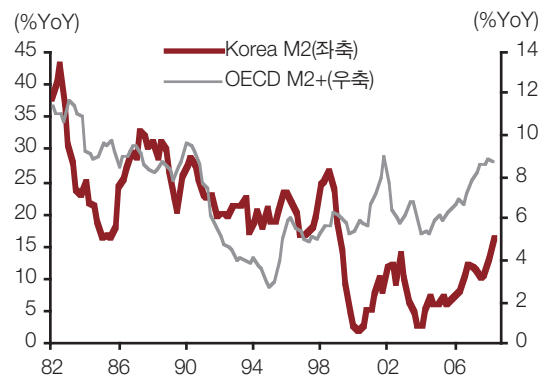
자료: Thomson Datastream

그림 18) 누워버린 필립스곡선



참고: 진한 점들은 2006년 4/4분기 이후 경로  
자료: Thomson Datastream

그림 19) 우리나라와 OECD국가 통화량증가율



자료: OECD, 한국은행

### 중앙은행의 선제적 노력 필요

2004년 이후 급증하기 시작한 글로벌 통화량은 4년이 넘도록 누적되어 오고 있다. 누적된 과잉유동성이 어떠한 경로를 통해서든 수요측면으로 전이될 경우 인플레이는 상당히 빠르게 나타날 수 있다. 현재 그런 기로에 서 있다. 필립스곡선이 2006년 4분기 이후 스태그플레이션 시기의 모습을 닮아가고 있다. 중앙은행의 물가안정 의지가 약화되거나 약화될 수 있다는 인식은 경제주체의 인플레이 기대심리를 자극함으로써 물가상승을 유발시킬 수 있다. 물가안정을 위한 선제적인 노력이 필요하다. 신용경색과 취약한 펀더멘털로 인해 금리인상에 나설 수 없는 환경임에도 불구하고 글로벌 중앙은행들이 매파적인 입장 만은 꾸준히 표명하는 이유다.

## 적정금리 수준에 대한 재평가

### 피셔가설에 의한 적정금리 수준 평가

적정금리 수준을 논할 때 가장 많이 활용되는 것이 GDP성장률과 소비자물가(CPI) 상승률의 합이다. 피셔가설(Fisher hypothesis)에 따르면 실질이자율과 기대인플레이의 합은 명목이자율과 같다. 실질이자율은 자본의 한계생산성과 밀접한 개념이며 장기적으로 안정적이다. 통상적으로 GDP성장률로 대체하여 사용한다. 기대인플레이의 경우 측정할 수 있는 방법이 없기 때문에 유사한 개념인 실현된 소비자물가상승률을 사용한다.

### 미국 채권시장에서의 기대인플레이 반영 사례

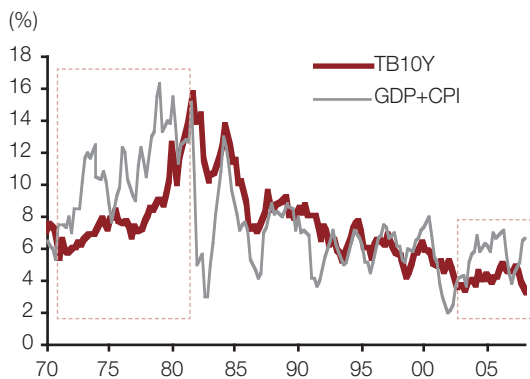
미국의 GDP+CPI 수준과 10년 국채금리 추이를 비교해보면 흥미로운 현상이 발견된다. 대체적으로 두 변수의 수준은 비슷하다. 특징적인 것이 있다면, 인플레이를 혹독하게 겪었던 1970~1980년대 초반에는 채권금리가 계속하여 GDP+CPI를 하회하다가, CPI가 정점을 이루고 스태그플레이션이 마무리되는 1980년대 초반을 기점으로 채권금리가 GDP+CPI와 유사한 흐름을 가진다는 점이다.

1950~1970년 미국의 소비자물가상승률의 평균은 2.4%에 불과할 만큼 저물가 시대를 구가했다. 기대인플레이는 거의 zero에 가까웠을 것이다. 20여 년간의 저물가 시대를 지나 1970년대 중반부터 물가가 급등했지만 채권가격에는 여전히 낮은 기대인플레이를 반영시키는데 그쳤다. 그나마 스태그플레이션이 극심했던 1975년과 1980~1981년에만 채권가격에 기대인플레이를 반영시킴으로써 채권금리와 GDP+CPI 수준이 유사해졌다. 혹독한 인플레이를 경험한 뒤인 1980년대 중반에야 비로소 채권금리는 기대인플레이를 비교적 정확하게 반영하기 시작했다.

### 기대인플레이를 반영하지 못했던 채권시장

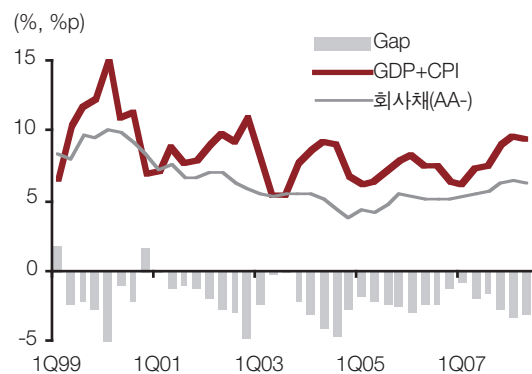
2003년 이후 중국의 등장과 디플레이 논쟁은 다시 한번 기대인플레이 수준을 크게 낮추었다. 통화량이 빠르게 팽창하였음에도 불구하고 저물가가 유지됨에 따라 글로벌 중앙은행들의 물가안정 의지는 약화되었고, 간헐적으로 나타나는 고물가는 일시적인 현상으로 폄하되었다. 채권금리는 꾸준히 GDP+CPI를 하회했다.

그림 20) 미국: GDP+CPI와 10년 국채금리



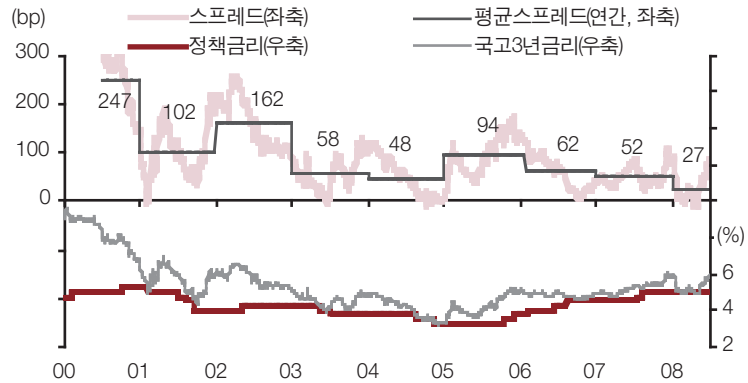
자료: Thomson Datastream

그림 21) 대한민국: GDP+CPI와 3년 회사채(AA-)금리



자료: 한국은행

그림 22) 국고3년 금리와 정책금리 스프레드, 시가평가 이후 평균 스프레드 89bp



자료: 한국은행, 증권업협회

### 국내 채권시장의 사례

2000년 7월 시가평가가 시작된 우리나라 채권시장은 여러 제도들이 정착되어 가는 과정에서 자연스럽게 낮은 기대인플레이를 반영해왔다. 2000년대 초반까지는 GDP+CPI를 하회하는 낮은 채권금리를 경계하는 시각도 존재했다. 그러나 2003년 이후 디플레이 논쟁을 거치면서 이는 당연한 것으로 받아들여졌다.

### 적정금리 수준의 재설정

수년간 누적된 통화공급이 축소되지 않는 한 물가가 쉽게 안정되기 어렵다. 인플레이의 배경인 상품가격 상승의 원인은 수급과 과잉유동성이다. 설령 국제유가가 안정된다고 해도 소비자물가상승률과는 시차가 존재하며, 일부 국가들에서는 이미 임금상승으로, 수요측면으로 전이되는 모습도 발견된다. 적정금리 수준과 기준금리 대비 스프레드도 기대인플레이를 반영하여 재설정할 필요가 있다.

기준금리 대비 50bp 내외가 적정한 국고3년 금리 수준이라는 개념은 과거의 경험에 근거한다. 실제로 2003년 이후 평균 스프레드는 59bp 였으며, 매년 연평균으로도 50bp를 크게 벗어나지 못했다. 이 수준은 기대인플레이를 거의 반영하지 않은 것으로 봐야 한다. 2003년 이후 소비자물가상승률과 근원소비자물가상승률 평균은 각각 3.0%, 2.6%에 불과했다.

### 기대인플레이 반영 중인 국내 채권시장

연내 기준금리 인상을 예상하는 시장참가자가 거의 없음에도 불구하고 국고3년 금리가 6%대에 육박하는 수준까지 올라갈 것이라고 예상하는 사람들은 많다. 시가평가 초기면서 소비자물가상승률이 5.0%가 넘었던 2001년 중반 이후 처음으로 기대인플레이의 달라진 수준이 채권가격에 반영되고 있다.

### 적정금리 수준 추정

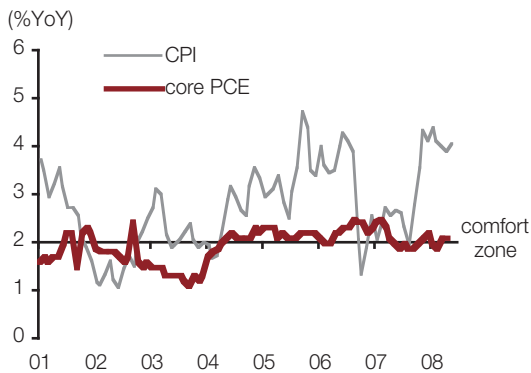
‘적정’ 수준은 그 자체가 장기적인 개념이다. 당장 그 수준까지 채권금리가 움직인다고 보다는 그 수준을 향하여 수렴해 가는 과정에 있다고 봐야 한다. 다소 거칠게 그리고 보수적으로 적정한 금리수준을 설정해보자. 우리나라는 국고10년 금리의 역사가 짧은 데 이유가 있었겠지만 전통적으로 회사채(AA-)3년 금리와 GDP+CPI의 수준이 유사했다. 성장률 4.0%에 소비자물가상승률 3.5%~4.0%를 감안하고, 회사채(AA-)와 국고채 금리와의 스프레드를 약 100bp 정도 적용한다면 국고3년 금리는 장기적으로 6.50~7.00%를 향해 수렴해가는 과정일 수 있다.

## 중앙은행들의 대응

### 상반된 입장, FRB와 ECB

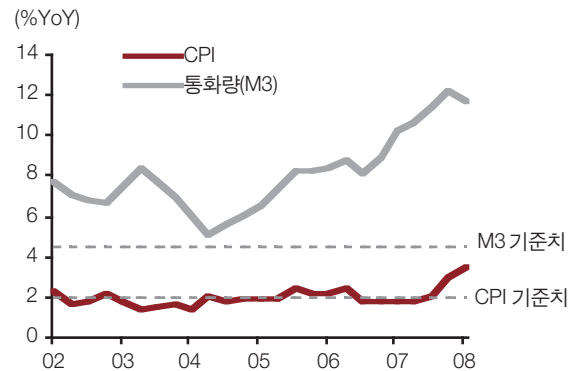
글로벌 중앙은행들은 기대인플레이를 차단하기 위한 글로벌 긴축이 필요하다는 부분에 대해서는 공감하고 있다. 그러나 FRB와 ECB의 입장은 상반된다. 2.0%의 낮은 정책금리를 유지하고 있는 FRB의 경우 금리인상 여력은 높지만, core PCE나 임금인상 압력으로서의 전이 정도를 고려할 때 시급성은 떨어진다. ECB의 경우, 미국 등의 정책금리 인하에도 불구하고 상대적으로 높은 4.0%의 정책금리 수준을 유지하고 있지만, 소비자물가상승률이나 통화량, 임금인상 압력으로서의 전이 정도를 고려할 때 ECB의 인상은 시급하다. 모두 ECB에서 기준치로 설정하고 있는 수준을 크게 넘어섰다. 정작 과도한 통화공급의 주체인 미국보다 유럽이 금리인상을 서두르는 배경이다.

그림 23) 여유있는 미국, core PCE



자료: Thomson Datastream

그림 24) 여유없는 유럽, CPI와 M3



자료: Thomson Datastream

### 4분기 미국 긴축 예상, 단기 악재지만 장기 호재

미국의 경우 신용경색과 취약한 펀더멘털로 당장 정책금리를 인상하지는 않을 것으로 본다. 그러나 FRB는 지난 1970년대의 경험을 통해 기대인플레이를 차단하는 것이 핵심이며 통화완화는 상황을 악화시킬 수 있다는 점을 인지하고 있다. 인플레이 판단의 기준에 있어서 core PCE와 함께 headline CPI의 중요성도 고려하고 있다. 적정수준 대비 지나치게 낮은 정책금리와 기간론적으로 바닥을 형성할 것으로 예상되는 주택시장 등을 감안할 때 미국은 경제부문의 리스크를 다소간 감수하더라도 늦어도 4분기 이후에는 긴축에 들어갈 것으로 판단한다.

미국의 긴축은 달러강세를 가져온다. 달러강세는 유동성 흡수 효과도 있지만, 상품시장에 쏠려있던 유동성의 흐름을 분산시킬 수 있다. 주식 및 채권시장의 입장에서 미국의 긴축은 단기적으로는 악재지만 물가안정을 통해 중장기적으로는 호재로 작용할 수 있다.

### 달러강세에 의한 주변국들의 글로벌 긴축 동참

2002년 이후 미국은 달러약세 정책을 통해 자국의 디플레이 압력을 해외로 분산시켰다. 주변국들은 자국통화 강세와 금리인하를 통해 소비에 나섰고 글로벌 경제는 디플레이의 위기에서 벗어날 수 있었다. 달러강세 정책은 반대로 주변국들을 글로벌 긴축에 동참시키는 효과를 가져올 수 있다. 자국통화 약세는 인플레이를 심화시킨다. 주변국들은 1차적으로 통화강세 정책으로 방어하겠지만 결국 금리인상에 나서게 될 것이다.

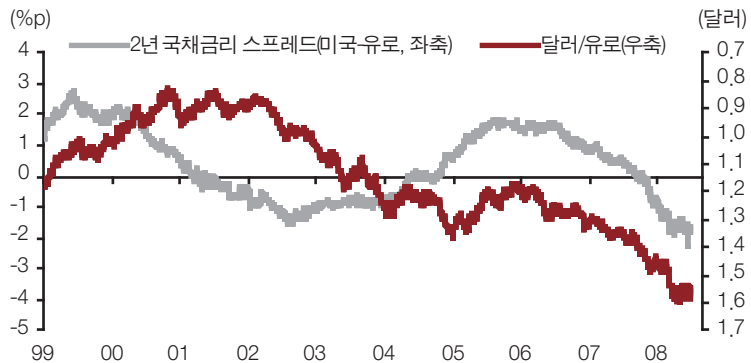
**매파적 입장 견지**

달러강세를 위해서는 유럽의 희생이 필요하다. 소비자물가상승률이 기준치를 크게 넘어선 유럽의 입장에서 유로화 약세는 부담스럽다. 속도가 빠를 경우 유럽은 큰 타격을 받을 수 있다. 가장 좋은 시나리오는 양국간 완만한 달러강세를 합의하는 것이겠지만 쉽지 않은 문제다. 취약한 펀더멘털로 인해 실제 금리인상이 어렵더라도 ECB와 FRB는 자국통화 강세를 위해 서로 매파적인 입장을 견지할 수 밖에 없다. 그러나 긴축에 대한 시장참여자들의 신뢰도가 약해지는 시점에서 양국은 실제 금리인상을 병행하여 자국의 입장을 강화하려 할 것이다. 4분기 이후가 될 것으로 예상된다. 연말을 넘어서면서 미국경제의 바닥형성에 대한 확신이 설 경우 금리인상의 속도는 빨라질 수 있다.

**달러강세 전 상품가격 강제 지속**

당분간 달러/유로 환율을 중심으로 외환시장의 변동성이 심해질 수 있다. 4분기 이후 미국이 금리인상을 시작하게 되면 월등한 인상 여력으로 인해 달러강세로 가닥이 잡혀갈 것이다. 속도는 조절될 것이다. 달러강세로 방향을 잡을 때까지 유동성이 상품시장에서 이탈할 가능성은 낮다. 스태그플레이션에 점점 더 다가가는 상황에서 상품시장보다 나아보이는 투자대안이 마땅치 않다. 원유시장의 인위적 통제가 있더라도 유동성들은 곡물이나 금, 은 등 여타 상품시장으로 이동할 것이다.

그림 25) 달러/유로와 2년 국채금리 스프레드



자료: Bloomberg

**한국은행, 내년초부터 금리인상 동참 예상**

3분기 중 원화강세 시도는 지속될 것이다. 한국은행의 보수성을 감안하면, 기준금리 인상은 FRB와 ECB, 그리고 여타 아시아중앙은행들보다도 최대한 늦춰질 가능성이 높다. 그러나 홀로 금리를 동결하면서 통화강세를 유지할 수는 없다. 시간이 지날수록 원/달러 환율 상승압력이 높아질 것이며 임금상승으로의 전이가 확인될 내년 초부터는 한국은행도 금리인상에 동참할 것이다. 늦춰질 가능성 보다는 빨라질 가능성이 높다. 그 전까지 지준율 인상은 충분히 매력적인 카드다. 유동성 흡수효과는 다소 떨어지지만, 높아지는 인플레이 압력 속에서 쏟아지는 통화당국에 대한 비판은 조금이나마 피해질 수 있을 것이다. 중요한 것은 기대인플레이의 차단이며 글로벌 긴축에의 동참이다.

그림 26) 2008년 금리전망

(분기평균, %)	1Q	2Q	3QF	4QF	연평균F
국고채3년물	5.21	5.32	5.90	6.22	5.66
국고채5년물	5.28	5.39	5.99	6.33	5.75

자료: 현대증권

## Credit채권: BM대비 비중축소 권고

### 시장환경 변화로 스프레드 확대 전망, 크레딧채권 BM대비 비중축소 권고

하반기 크레딧채권의 투자와 관련하여 BM대비 비중축소를 권고한다. 은행채를 중심으로 수급 저하가능성이 있으며, 건설업 관련 불확실성이 지속되고 있어 스프레드 확대가 예상된다. 변동성의 확대와 투자심리의 위축으로 급등락이 이어질 가능성이 크다.

### 절대금리 상승으로 투자매력 부각, 4분기 이후 단기우량채 위주 만기보유

인플레이션에 따른 채권금리 상승과 크레딧채권의 스프레드 확대로 절대금리 수준이 높아질 것으로 예상된다. 절대금리의 상승은 장기투자자 및 소매 부문의 수요증가로 이어질 전망이며, 주식투자의 기대수익률 격차가 축소되어 신규수요도 확대될 전망이다. 인플레이션 등 경제지표의 변동성 축소가 예상되는 4분기 이후 신용위험이 크지 않은 단기 우량채 위주의 만기보유 전략이 유효할 것으로 판단된다.

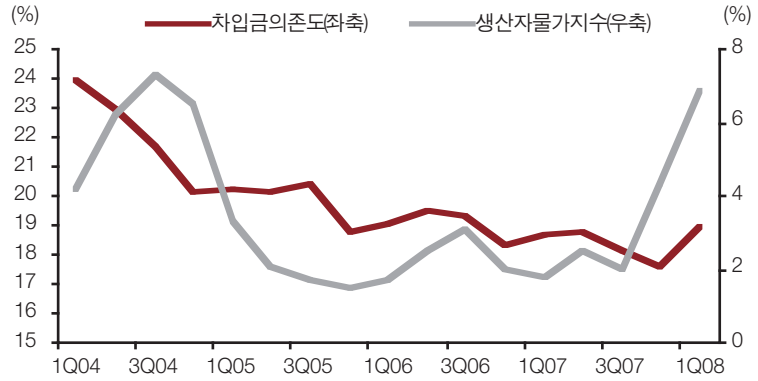
## 크레딧 스프레드 확대 - 1) 인플레이션과 변동성 차별화

### 인플레이션은 신인도 저하와 크레딧채권 발행확대 유발

유가급등, 상품가격 상승 등으로 세계경제의 인플레이션 문제가 불거지고 있다. 인플레이션으로 인해 1) 금리 상승으로 금융비용이 증가하고, 2) 원자재 가격 상승으로 생산원가가 상승하면서 기업의 수익성이 저하될 것으로 전망된다. 경기변동에 대한 대응력과 가격결정력이 높은 대기업보다는 외부 환경 변화에 취약한 중소기업을 중심으로 수익성이 저하될 것으로 전망된다.

인플레이션으로 기업 자금수요도 확대될 전망이다. 경기둔화에 따른 위축 전망도 있으나, 비교적 양호한 수출경기 등을 감안할 때 하반기 자금수요의 둔화 가능성은 크지 않다. 원자재 가격 상승은 기업의 운전자본 확대에 이어질 것으로 예상된다. 직접금융 비중이 낮은 중소기업을 중심으로 자금수요 확대가 예상되는 가운데, 저등급 회사채 시장의 위축이 지속되고 있어 대출 등 간접금융이 확대될 전망이다. 은행채 등 금융채와 회사채의 발행 확대 요인으로 판단된다.

그림 1) 생산자 물가지수 상승세

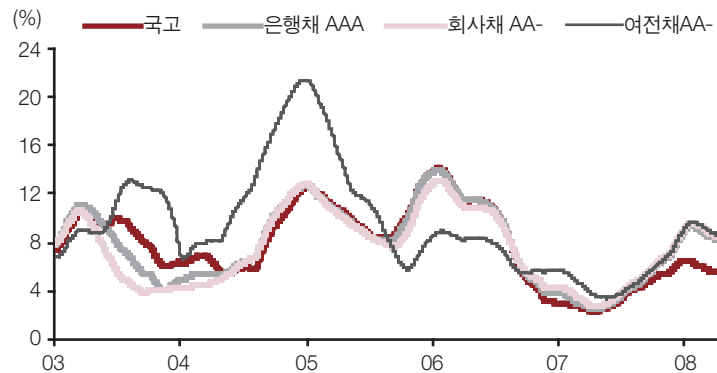


참고: 차입금의존도는 상장기업 대상  
자료: 한국은행 경제통계시스템, 기업경영분석

### 채권별 변동성 차별화

또다른 스프레드 확대 요인은 크레딧채권의 변동성 차별화이다. 국채의 금리 변동성은 글로벌 금융시장 불안으로 확대 반전된 가운데, 최근 금리 변동성은 과거와 달리 채권별로 차별화되고 있다. 연말 은행채의 수급불안으로 금리가 급등락하면서 은행채, 회사채 등 크레딧채권의 변동성이 국고 금리변동성에 비해 확대된 모습이다. 금리변동성은 미래 금리움직임에 대한 불확실성이며, 채권별 금리변동성의 괴리는 그동안 동일했던 리스크요인의 차별화를 의미하므로 크레딧채권의 스프레드 확대 요인으로 판단된다.

그림 2) 금리 변동성은 채권별 차별화 추세



참고: 변동성은 3년 만기 채권 금리상승율의 1년간 표준편차로 산정  
자료: KOSCOM, 현대증권



## 크레딧 스프레드 확대 - 2) 부동산과 은행채

### 부동산 문제는 여전히 잠재된 리스크

미분양주택수는 전국 13만 가구에 달하는 가운데, 미분양은 지방을 거쳐 수도권으로 확산되고 있다. 미분양주택의 증가는 부동산PF의 부실 이외에도 기업의 운전자본을 확대하여 건설사의 자금부담이 증가하고 있다. 하반기에도 주택경기 침체가 예상되고 있어 중소건설사와 저축은행/캐피탈 등 PF대출비중이 높은 일부 금융사를 중심으로 부실가능성에 대한 우려는 지속될 전망이다.

인플레이션으로 금리상승 가능성이 높아지면서 변동금리 비중이 높은 주택담보대출에 대한 우려도 제기되고 있다. 주택담보 대출금리는 최근 9% 수준까지 상승한 가운데, 최근 주택입주에 따른 잔금대출 수요 증가로 주택담보대출이 확대되고 있다. 담보비율은 양호한 수준을 유지하고 있으나 가계 소득 대비 원리금상환부담율이 2005년 15.3%에서 2007년 20%까지 확대되는 등 채무상환능력이 저하되고 있어 주택담보대출의 부실가능성이 증가한 모습을 보이고 있다.

그림 3) 미분양 주택은 전국 13만 가구 수준, 수도권 증가추세

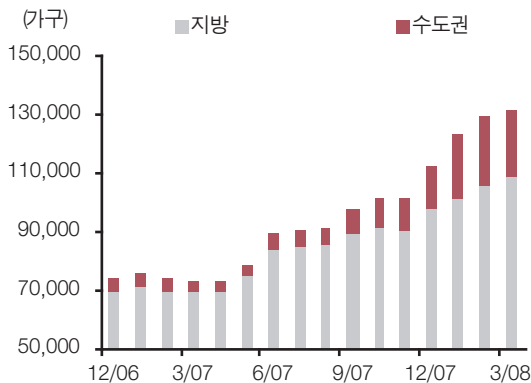
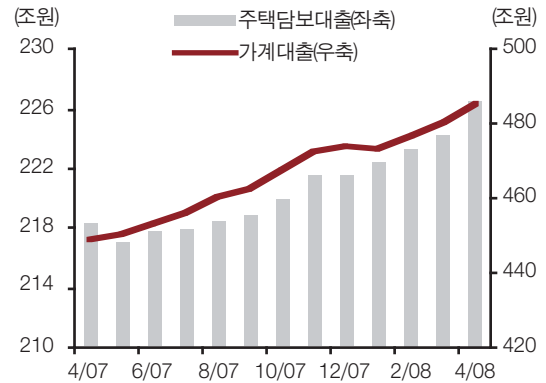


그림 4) 주택담보대출 잔액은 증가추세



자료: 국토해양부

참고: 주택담보대출은 은행 잔액, 가계대출은 예금취급기관 총계  
자료: 한국은행, 2008년 4월중 예금취급기관 가계대출 동향

### 은행채, 수급을 중심으로 스프레드 확대 전망

1) 은행의 자산경쟁 지속, 2) 산은, 기은 등 국책은행의 민영화, 3) 경기변동에 대한 은행 수익성 저하 등 은행채의 움직임은 크레딧스프레드 변동의 주요 변수로 작용할 전망이다. 은행간 자산경쟁은 2008년 바젤 II 시행에 따라 중소기업의 대출이 감소하면서 완화될 것으로 예상되었으나 실제 시행 이후 중소기업 대출이 확대되는 등 자산경쟁은 지속되고 있다. 은행의 여신 자산 증가는 은행채의 만기도래(하반기 평균 7.4조)와 맞물리면서 은행채 발행 확대 요인으로 작용하여 스프레드 확대에 이어질 전망이다.

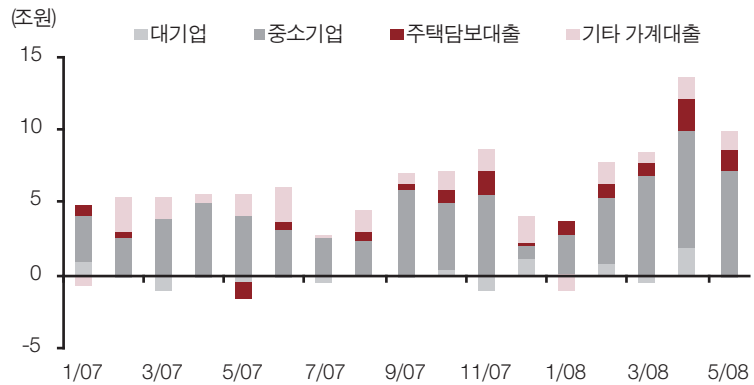
국책은행의 민영화가 추진되는 과정에서 불확실성이 확대되고 있어 산금채/중금채의 스프레드 확대 가능성도 점쳐지고 있다. 산은의 민영화는 산금채 이외에도 크레딧채권 시장에 다양한 영향을 줄 전망이다. 우선 민영화로 현대건설 등 산은이 지분을 보유한 대형 M&A건의 일정이 지연될 것으로 전망된다. BBB급 회사채 인수 축소도 예상되고 있어 BBB 시장의 축소 불가피하다. BBB 회사채 시장 축소는 간접금융의 확대에 이어질 가능성이 있으며 이 경우 은행채의 발행이 증가할 것으로 예상된다. 이외에도 대기업에 대한 금융지원도 점진적으로 축소될 것으로 보여 관련 회사채의 스프레드 확대요인으로 작용할 전망이다.

은행의 수익성과 자산건전성에 대한 우려도 확대되고 있다. 은행의 시장성 수신비중은 꾸준히 증가하는 가운데, 여신자산도 경기변동에 취약한 중소기업 중심으로 확대되고 있어 경기변동에 대한 민감도가 증가한 상황이다. 하반기 금융시장의 변동성 확대와 경기둔화 가능성이 제기되고 있어 은행의 수익성 저하와 이에 따른 스프레드 확대 가능성이 있는 것으로 판단된다.

**은행채의 스프레드 확대는  
전체 크레딧 채권으로  
이어질 듯**

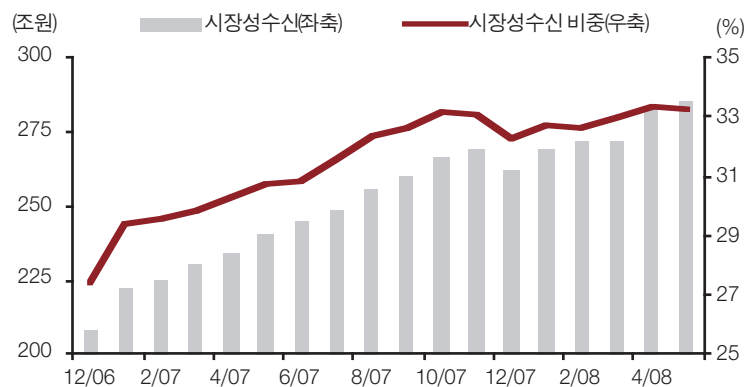
은행채 스프레드 확대는 전체 크레딧채권의 스프레드 확대로 확산될 전망이다. 은행채는 상대적으로 높은 신인도를 보유하고 있어 스프레드의 산정 기준의 역할을 하고 있으며, 전체 크레딧채권 중 발행비중이 높아 전체 시장의 흐름을 주도하고 있다.

그림 5) 5월에도 은행의 중소기업 여신은 확대



참고: 기간중 증감  
자료: 한국은행, 금융시장동향

그림 6) 시장성 수신비중은 증가추세



참고: 시장성수신은 은행채와 CD/RP 합계  
자료: 한국은행, 금융시장동향

### M&A, 제도변화의 영향은 제한적일 듯

M&A는 여전히 크레딧채권시장의 변수가 될 전망이다. M&A에서 회사채를 통한 자금조달 부분은 전체 규모에 비해 크지 않은 수준으로 크레딧채권시장에 미치는 영향은 제한적일 것으로 예상된다. 산은 민영화에 따라 현대건설, 하이닉스 등 M&A 일정이 지연되고 있으나, 여전히 증권그룹을 중심으로 신사업추진의 일환으로 해외기업, 중소기업 대상의 M&A는 지속되고 있으므로 회사채 발행 증가 요인으로 판단된다.

지난 수 년내 M&A와 관련한 기업의 재무변화는 주목할 필요가 있다. 인수 이후 재무구조가 저하되고 있고, 인수금융의 만기가 다가오면서 리파이낸싱에 대한 리스크가 확대되는 양상이다. 2~3년전에 비해 올라간 금리 수준과 글로벌시장의 신용경색으로 저하된 자금조달여건으로 재무부담이 가중되는 것으로 판단된다.

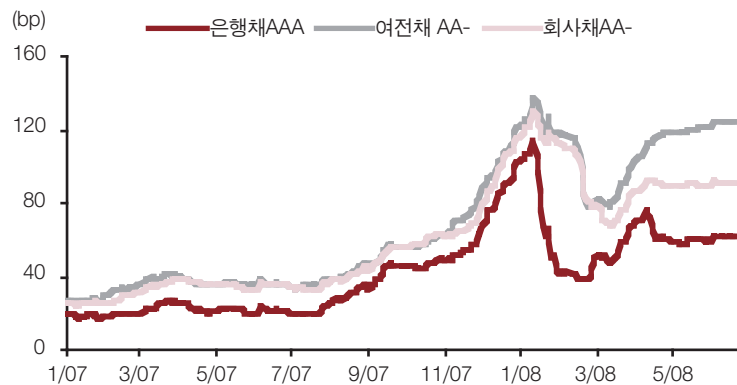
펀드신용평가, 신용파생상품 등 제도변화도 변수가 될 전망이다. 도입이 유력한 펀드신용평가의 경우 국내 기관투자자의 투자기준이 신용등급에 의존적인 점을 감안할 때 크레딧채권에 대한 수요 증가를 유발할 가능성이 있다. 신용파생상품, CP 등도 제도 정비가 모색되고 있다. 신용파생상품의 경우 CLN(Credit Linked Note) 등과 같은 구조화상품의 출시와 함께 크레딧채권의 헤지수단을 제공해주는 점에서 크레딧채권시장의 활성화가 기대된다. CP제도의 정비는 정보의 투명성을 향상, 시장의 신뢰성이 향상될 전망이다. 다만, 제도화와 시장에서의 정착까지 시간이 소요될 것으로 예상되므로 하반기에 미치는 영향은 미미할 전망이다.

### 투자전략: BM대비 비중축소를 권고

### BM대비 비중축소 권고

하반기 크레딧채권의 투자와 관련하여 BM대비 비중축소를 권고한다. 은행채를 중심으로 수급 저하가능성이 있으며, 건설업 관련 불확실성이 지속되고 있어 스프레드 확대가 예상된다. 변동성의 확대와 투자심리의 위축으로 급등락이 이어질 가능성이 크다.

그림 7) 전반적인 스프레드 확대추세

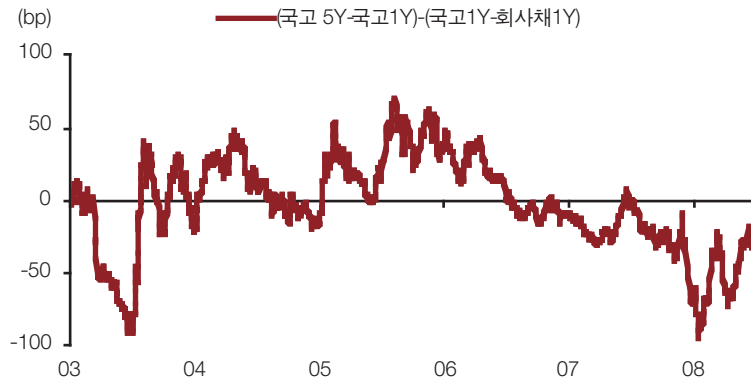


참고: 국고 금리 대비 스프레드(만기 3년 기준)  
자료: KOSCOM

**듀레이션 축소와 단기  
크레딧채권 확대는 대안**

글로벌 시장의 신용경색 이후 크레딧 스프레드(회사채AA- 1Y - 국고1Y)와 기간스프레드(국고 5Y- 국고1Y)의 차이가 지속되고 있는 양상이다. 크레딧스프레드와 기간스프레드 차이는 평균 2bp수준(2003년 이후 평균)이나, 25일 현재 25bp수준을 유지하고 있다. 신용위험이 부각되면서 차이가 유지되고 있으나, 인플레이션으로 기간스프레드도 점차 확대되면서 격차는 좁혀지고 있다. 크레딧스프레드와 기간스프레드의 격차를 활용한 듀레이션 축소와 단기크레딧 채권 비중 확대는 또 다른 투자전략이 될 수 있을 것으로 판단된다.

그림 8) 기간스프레드가 신용스프레드보다 낮은 수준



자료: KOSCOM, 현대증권

**절대금리 수준 상승으로  
4분기 이후 만기보유 유효**

인플레이션에 따른 금리 상승과 크레딧채권의 스프레드 확대로 절대금리 수준이 높아질 것으로 예상된다. 절대금리의 상승은 만기보유의 투자매력을 증가시킴에 따라 장기투자자 및 소매 부문의 수요증가로 이어질 전망이며, 주식투자와의 기대수익률 축소로 신규수요도 발생할 것이다. 인플레이션 등 경제지표의 변동성 축소가 예상되는 4분기 이후 만기보유 전략이 유효할 것으로 판단된다.

**공사채, 은행채, 회사채,  
여전채 순**

금리수준이 높아진 크레딧채권의 만기보유는 고려할 만한 투자전략으로 판단된다. 다만 금리 상승가능성이 있고 경제 환경변화에 따라 채권별, 발행사별 영향은 차별화되므로 단기채 중심의 우량업체 투자가 필요하다. 투자 우선순위로는 공사채, 은행채, 회사채, 카드/캐피탈채로 판단된다.

공사채는 수익성이 아닌 정부의 지원가능성이 신용도를 좌우하는 주요 요인이므로, 금리변동에 대한 영향이 민간기업에 비해 크지 않다는 점이 투자 매력이다.

은행은 자산경쟁, 시장성 수신 비중 증가 등 민감도가 증가하였으나, 여전히 기업 대비 우수한 신인도와 재무용통성을 보유하고 있어 경기대응력은 상대적으로 양호한 수준을 유지하고 있다. 발행비중이 높고 유동성도 양호한 수준을 유지하고 있어 보유에 따른 거래비용도 낮은 수준이다.

회사채는 CP, 사모사채 등의 차환과 운전자본 등 자금소요로 발행이 확대될 것으로 전망된다. 대형 M&A는 지연될 전망이나 해외 M&A, 중소 규모의 M&A는 지속될 것으로 예상되므로 이와 관련한 발행도 지속될 전망이다. 업종별, 재무구조에 따라 경기변동에 대한 영향은 차별적으로 나타날 것으로 예상되므로 우량기업 중심의 접근이 필요하다. 재무구조가 건전한 업체 중심의 투자전략이 유효할 전망이다.

카드/캐피탈 등 여전사의 경우 경기변동에 민감한 사업구조를 고려해야 할 것으로 판단된다. 업계 구조조정이 일단락되면서 신인도가 개선되었으나, 수신기능이 없어 금리에 민감한 대출/회사채에 의존하는 한편, 대출자산도 은행에 비해 열위한 신인도를 보유하여 경기변동 리스크가 노출되어 있다. 지배주주의 지원여력이 크고, 높은 본업비중으로 사업안정성이 양호한 업체를 중심으로 투자가 유망할 것으로 판단된다.

## 메 모

- 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.kr](http://www.youfirst.co.kr)의 [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 내리시는 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.

## 리서치 센터

		애널리스트	직책	사내번호	담당업종/분야	E-mail
<b>리서치센터</b>		<b>서용원</b>	<b>본부장</b>	<b>1701</b>	<b>리서치센터 총괄</b>	<b>yongw.suh</b>
경제분석부	거시경제	이상재	부장	1710	경제분석 총괄	sangjae.lee
		이은미	수석연구원	1712	해외경제	eunmi.lee
		김경환	연구원	1705	중국경제	kh.kim
	전략	한동욱	연구위원	1708	Strategy	tuksan.han
	채권	신동준	팀장	1768	채권전략	dongjun.shin
		박상근	연구위원	1707	신용	sangkeun.park
김상훈		수석연구원	1769	채권	sanghoon.kim	
산업분석부	소비재	이상구	부장	1724	산업분석 총괄, 도소매	sk.lee
		정성훈	연구위원	1725	음식료	sh.jeoung
		조수홍	수석연구원	1720	자동차,타이어	soohong.cho
		홍유나	선임연구원	1660	제약,바이오,화장품	youna.hong
	금융	구철호	팀장	1774	증권, 보험	ch.gu
		구경희	연구위원	1744	은행,카드	kh.koo
	테크	김장열	팀장	1730	반도체	jay.kim
		김동원	연구위원	1734	디스플레이	jeff.kim
		전성훈	연구위원	1732	핸드폰,가전	sh.chun
		권정우	수석연구원	1731	일반전자부품	jw.kwon
	소재	박대용	팀장	1727	석유화학,정유,지주회사	dy.park
		나은채	수석연구원	1755	화학섬유,의류	ec.na
		김혜림	수석연구원	1746	제지,교육출판	hyerim.kim
	산업재	이창근	팀장	1726	건설,건자재	constlee
		한병화	연구위원	1777	운송,유틸리티	bh.han
		박현욱	연구위원	1721	철강,비철금속	hw.park
		이상화	연구위원	1763	조선,기계	sanghwa.lee
	통신/미디어	이시훈	팀장	1702	통신,인터넷	shihoon.lee
		한익희	연구위원	1736	미디어,엔터테인먼트	ikhee.han
	스몰캡/기술정보	박종선	팀장	1704	기술정보	james.park
		고정훈	선임연구원	1611	스몰캡	jeonghun.koh
		정성권	선임연구원	1610	스몰캡	sk.chung
	포트폴리오분석	변준호	팀장	1661	포트폴리오 기획,분석	juno.byun
		임종필	수석연구원	1662	포트폴리오 계량분석	jongpil.lim
한지윤		연구원	1665	포트폴리오 분석	jiyoon.han	
계량분석부	박천식	부장	1713	계량분석 총괄	cs.park	
	김기형	연구위원	1722	Quant 전략	gh.kim	
	서은숙	수석연구원	1717	Universe 관리/분석	eunsook.suh	
	김철민	수석연구원	1716	Active 전략	cm.kim	
	이영준	수석연구원	1770	모델개발/자산배분전략	yj.lee	
	데이터매니저	권방울	1747	bw.kwon	박현정	1739
	김수진	1749	sj.kim			
리서치마케팅(RMM)	진한나	1775	hanna.jin			
고객관리(CRM)	장수경	1695	sk.jang	유아름	1748	kirsten.yoo

■ 전화: 02.2014 + 사내번호 ■ E-mail + @hdsr.com



**현대증권 지역별 지점 현황**

150-735 서울시 영등포구 여의도동 34-4 Tel. 02.768.0114

가락점	02.404.6341	삼성역점	02.567.0511	테크노점	02.3424.6511	주안점	032.425.6511	춘천점	033.241.6511	동래점	051.558.3311
강남점	02.554.0900	상계점	02.935.2100	화곡점	02.2690.6511	주엽점	031.916.7811	광산점	062.952.2500	동울산점	052.252.9600
강동점	02.474.1161	서초점	02.587.6511	계양점	032.551.7711	죽전점	031.898.2700	광주점	062.224.2311	마산점	055.241.3511
개봉점	02.2613.6511	서초남점	02.598.1611	김포점	031.981.8711	평택점	031.652.7887	군산점	063.462.2811	무거동점	052.247.7311
개포점	02.554.8811	중계점	02.935.6511	과천점	02.504.5101	(송탄점)	031.611.4611	남광주점	062.227.4311	방어진점	052.234.3411
거여점	02.402.7311	신림점	02.887.2411	구리점	031.566.4611	화정점	031.978.8611	덕진점	063.251.6511	부산점	051.257.3111
광화문점	02.723.8291	신촌점	02.393.6511	동탄점	031.800.1881	노은점	042.824.6311	목포점	061.284.4811	부전동점	051.819.7111
구로점	02.2612.7771	신반포점	02.3476.4411	부천점	032.663.5111	논산점	041.736.8711	상무점	062.381.8311	북울산점	052.286.4811
구로디지털점	02.859.6511	신사점	02.517.6511	부평점	032.529.9701	당진점	041.356.8711	순천점	061.743.4711	상인점	053.641.2611
도곡점	02.573.2100	신설동점	02.921.6511	분당점	031.708.5611	대전점	042.253.9191	익산점	063.855.6611	상주점	054.536.6511
도봉점	02.997.2011	쌍문점	02.991.6611	분당남점	031.715.3611	대전점	041.934.5111	전주점	063.287.1911	안동점	054.857.2311
독산점	02.855.8311	압구정점	02.549.4701	산본점	031.395.2911	둔산점	042.489.9811	철дан점	062.973.9911	영주점	054.638.6611
동교동점	02.322.4455	양재점	02.529.4921	수원점	031.238.8900	불당점	041.578.6511	경산점	053.816.7411	울산점	052.244.4151
동대문점	02.2234.6511	역삼점	02.501.4131	시화점	031.498.5050	서대점	042.536.7411	경주점	054.773.8411	전하동점	052.234.6511
동소문점	02.921.9311	영동점	02.545.8611	안산점	031.414.4411	서산점	041.666.6611	공업탑점	052.274.6511	진주점	055.747.6521
마포점	02.715.2711	영등포점	02.2631.1033	안양점	031.444.5551	신탄진점	042.935.9911	병영점	052.281.6511	창원점	055.285.5331
목동점	02.2646.0611	영업부점	02.768.0700	연수점	032.821.0600	온양점	041.534.6511	구미점	054.458.6211	통영점	055.643.8411
무교점	02.757.6511	원효로점	02.3271.7911	영통점	031.206.6511	천안점	041.552.5611	구포점	051.337.8611	포항점	054.277.6511
무역센터점	02.564.6511	이촌동점	02.794.1300	(신갈점)	031.282.2611	청주점	043.257.6611	김천점	054.435.6511	해운대점	051.703.1311
반포점	02.595.4611	자양동점	02.444.4511	용인점	031.337.2311	충주점	043.845.5411	김해점	055.329.6511	화봉점	052.288.6511
방배점	02.3477.4811	잠실점	02.3434.1611	의정부점	031.821.6611	제주점	064.721.6511	남울산점	052.257.8411		
보라매점	02.841.8811	장안점	02.2217.6511	이천점	031.637.6511	(서귀포점)	064.733.5611	대구점	053.421.3100		
불광점	02.382.6611	종로점	02.734.7203	일산점	031.906.6511	강릉점	033.641.2811	대구동점	053.755.8900		
사당점	02.597.9200	청담점	02.516.5255	정자동	031.718.6411	원주점	033.748.3111	대구서점	053.554.6511		