

2019년 채권시장 전망 물가안정 (中) vs 금융안정 (US)



해외 국채 정치적 안정이 중요

한국 국채 물가안정 (中) vs 금융안정 (US)

해외 크레딧 위험을 피하는 법

한국 크레딧 눈치게임은 계속된다

크레딧 이슈 제도, 지배구조, 사업구조 등이 크레딧에 미치는 영향

2019년 채권시장 전망

물가안정 (中) vs 금융안정 (US)

해외 국채 정치적 안정이 중요	5
한국 국채 물가안정 (中) vs 금융안정 (US)	8
해외 크레딧 위험을 피하는 법	12
한국 크레딧 눈치게임은 계속된다	26
크레딧 이슈 제도, 지배구조, 사업구조 등이 크레딧에 미치는 영향	38

채권 Strategist 김상훈 02-6114-2090 hoon.kim9@kbfq.com
 크레딧 Analyst 김세용, CPA 02-6114-2940 seyong.kim@kbfq.com
 해외 크레딧 Analyst 손은정 02-6114-2964 eunjungson@kbfq.com
 크레딧 Analyst 전해현 02-6114-2094 haehyun.jeon@kbfq.com

Executive Summary

해외 국채: 정치적 안정이 중요

미 국채 10년물 금리 연평균을 2018년은 2.94%에서 2019년을 3.15%로 전망한다. 다만 하반기로 갈수록 인상 후반 국면을 반영하면서 금리 상승 폭 및 장단기 금리차는 축소될 전망이다. 2019년 연준 첫 금리인상의 3월 여부가 상반기 변곡점이 될 것이다. 유럽의 통화정책 정상화 기조는 유지되겠으나, 부진해질 펀더멘털이 걸림돌이다. 주기적 정치적 리스크에는 유의해야 한다.

한국 국채: 물가안정 (中) vs. 금융안정 (US)

국고채 3년물 금리 연평균을 2018년 2.11%에서 2019년 1.88%로, 10년물 금리는 2.52%에서 2.14%로 하락을 전망한다. 경기 둔화로 장단기 스프레드는 축소될 것이다. 기준금리는 동결을 예상하나, 한미 금리차 확대에 미국 동조 인상 논쟁 시 금리 반등도 예상된다. 그러나 자본유출은 아직 기우이며, 외국인과의 대립을 받는 보험권의 장기채 수요는 유지될 전망이다. 무역분쟁 이후 한국 금리는 중국에 더 동조되고 있다.

해외 크레딧: 위험을 피하는 법

2019년 신용스프레드 확대를 전망하며, 미국 투자등급과 하이일드 연평균 스프레드를 각각 124bp, 375bp로 제시한다. 현재의 높은 가격 수준과 금리 레벨, 기업의 수익성 둔화 영향이 우려되기 때문이다. 미국 투자등급은 향후 가격 조정 가능성과 환헤지 비용을 감안해 2019년 2분기 이후의 신규 투자를 추천한다. 반면, 하이일드 자산에 대해서는 높은 리스크 대비 낮은 수익을 감안하여 연내 차익실현을 권고한다. 유로화 표시 채권의 환헤지 프리미엄은 매력적이나, 환헤지 롤오버 시의 프리미엄 축소 가능성을 염두에 두어야 한다.

한국 크레딧: 눈치게임은 계속된다

2019년 크레딧 스프레드는 예년 대비 변동성은 커지겠지만, 평균 레벨은 올해와 유사한 44bp 수준에서 등락할 전망이다. 상반기에는 1) 기업 펀더멘털 저하 우려에 따른 투자심리 위축과 2) 크레딧채권 금리가 낮아진 국채금리 레벨에 적응하는 과정을 거치면서 크레딧 스프레드 확대가 예상된다. 그러나 하반기에는 국내외 통화정책 불확실성이 다소 완화된 국면에 들어서면서 크레딧 스프레드 수준이 낮아질 수 있을 것으로 판단된다.

크레딧 이슈: 제도, 지배구조, 사업구조 등이 크레딧에 미치는 영향

제도 변화, 지배구조 및 사업구조 개편 등에 따른 그룹의 전략적 대응이 기업 신용도에 미치는 영향이 더욱 커질 전망이다. 기업들의 그룹 내 전략적 중요성에 대한 검토가 더욱 중요해질 것으로 판단된다. 이러한 변화 속에서도 일감몰아주기 규제 강화 등과 거리가 먼 사업 영역에서의 그룹 내 든든한 주력회사를 중심으로 한 수직계열화 강화 등은 계열사의 신용등급에 우호적인 요소이기 때문에 그룹 내 전략적 중요성에 따른 구분이 중요하다.

주요 금리 전망

(% , bp)	2017	2018				2018	2019				2019
		1Q	2Q	3Q	4Q		1Q	2Q	3Q	4Q	
기준금리 (말)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
국고3년	1.80	2.25	2.21	2.02	1.96	2.11	1.90	1.92	1.84	1.87	1.88
국고10년	2.28	2.70	2.69	2.44	2.25	2.52	2.15	2.19	2.09	2.11	2.14
회사채 AA- 3Y 스프레드	45	40	45	44	46	44	41	46	43	45	44
미 국채 10년	2.32	2.76	2.92	2.92	3.15	2.94	3.10	3.15	3.20	3.15	3.15
미 투자등급 (IG)	115	101	118	119	122	115	130	123	118	125	124
미 투기등급 (HY)	377	351	346	346	360	351	380	375	370	375	375

자료: KB증권 전망

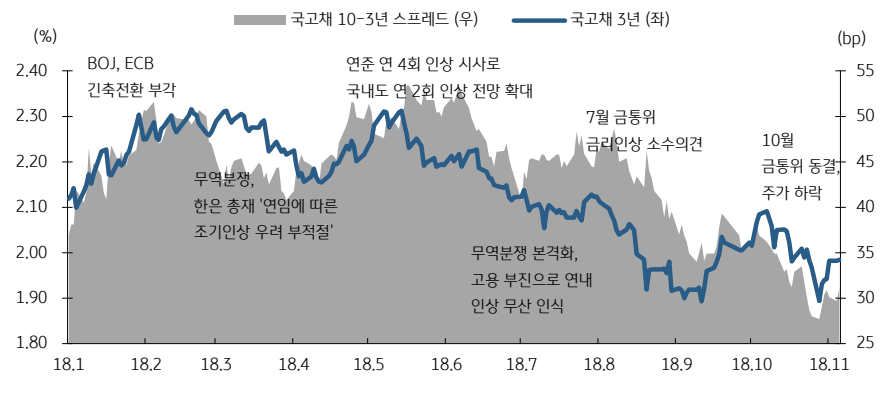
2018년 채권시장 동향

연초 국고 3년 금리는 2.1% 수준에서 시작했다. 1월에는 연준뿐만 아니라 BOJ, ECB 등 주요국 중앙은행들의 긴축전환 인식으로 금리는 연고점인 2.316%까지 상승했으나, 3월 들어 미중 무역분쟁 기미와 한은 총재의 '연임에 따른 조기 인상 우려 부적절' 발언 등으로 국고 3년 금리는 2.15% 수준까지 하락했다.

이후 연준의 연 4회 인상 시사로 미국 10년물 금리가 3%를 상회하면서 국내에도 연 2회 인상 전망이 부각되어 국고 3년 금리는 다시 전고점인 2.3%까지 올랐다. 그러나 6월 말 무역분쟁의 본격화 및 국내 고용·물가 지표 부진으로 연내 금리인상 무산 인식이 확대되면서 금리는 낙폭을 키워 연저점인 1.89% 수준을 기록했다.

하반기에는 7월 금통위 금리 인상 소수의견과 매파적 의사록 등으로 금리 인상 전망이 다시 부각되면서 국고 3년 금리는 2.08%까지 상승했으나 10월 금통위 동결과 주가 하락으로 다시 전저점 수준까지 하락했다. 이후 금리는 주가에 따라 등락하는 장세를 보이고 있다.

그림 1. 2018년 국고채 3년물 금리 및 장단기 스프레드 추이



해외 국채

정치적 안정이 중요

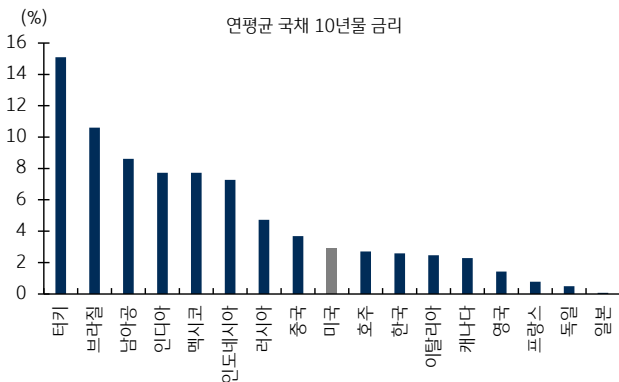
채권 Strategist 김상훈 02-6114-2090 hoon.kim9@kbfq.com

미국의 독주는 계속될까?

미 국채 10년물 금리 연평균은 2018년 2.95%에서 2019년 3.15%로 상승할 전망이다. 다만 하반기로 갈수록 인상 후반 국면을 반영하면서 금리 상승 폭은 올해 62bp 대비 축소될 전망이다.

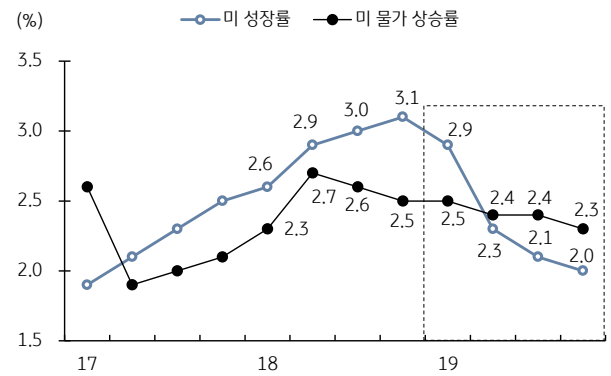
G20 등 주요국 중 선진국에서는 미국 금리가 지난해 대비 연평균 62bp 상승하는 등 금리가 가장 높다. 2.9%의 성장률과 중앙은행 목표를 상회하는 2.5%의 물가로 인한 연 4회 금리인상 때문이다. 그러나 2019년에는 경기 사이클이 다소 둔화되는 가운데 무역분쟁의 영향 등으로 성장률은 2% 중반대로, 물가도 소폭 하락이 예상된다.

그림 2. G20 등 주요국 올해 금리 수준. 한국은 선진국에 가까움



자료: Bloomberg, KB증권

그림 3. 미 성장률, 물가 상승률 하락 전망

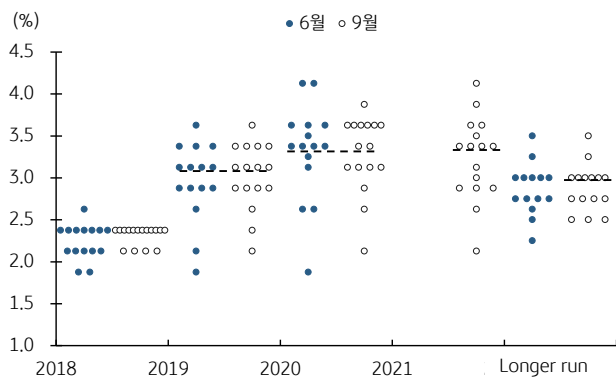


자료: Bloomberg, KB증권 추정

예상보다 매파적일 수 있는 연준에 대한 경계감은 잔존

9월 FOMC 점도표에서는 2021년 중간값이 2020년과 같은 수준인 3.375%로 발표되었다. 이에 중립금리가 3.0%로 상향되어도 2019년 3회 인상, 2020년 1회 인상 후 금리인상 마무리 국면으로 해석되었다. 그러나 이후 파월 의장 등 연준 인사들의 매파적 발언으로 2019년 금리인상 3회에 대한 경계감은 형성되어 있는 상황이다.

그림 4. 9월 FOMC 점도표



자료: Fed, KB증권

표 1. 연준 투표권자 성향 추정

2018			2019		
직책	성명	성향	직책	성명	성향
의장	제롬 파월	중립-매	제롬 파월	중립-매	
부의장	리처드 클라리다	비둘기	리처드 클라리다	비둘기	
금융감독 부의장	랜달 퀸스	매	랜달 퀸스	매	
이사	라엘 브레이너드	비둘기	라엘 브레이너드	비둘기	
이사	공석 (3)		공석 (3)		
뉴욕	존 윌리엄스	중립	뉴욕	존 윌리엄스	중립
리치몬드	토마스 바킨	매	시카고	찰스 에반스	비둘기
애틀랜타	라파엘 보스틱	비둘기	보스턴	에릭 로젠그렌	매
샌프란시스코	메리 달리 (신임)	?	세인트루이스	제임스 볼라드	비둘기
클리블랜드	로레타 메스터	매	캔자스시티	에스터 조지	매

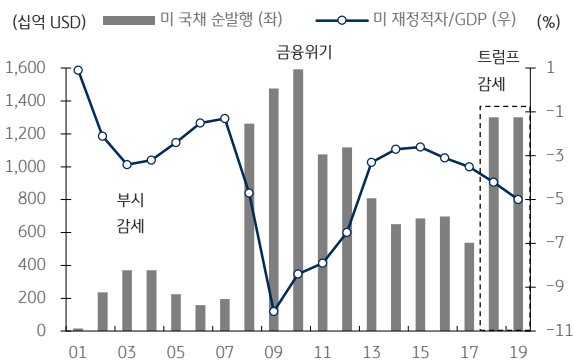
자료: Fed, KB증권 추정

연준 금리인상 시작 시기가 중요

2019년 상반기 국내외 채권시장의 변곡점은 ‘연준의 금리인상이 언제 시작하느냐’로 예상된다. 1월말 FOMC에서 3월 FOMC 인상이 가시화될 경우 연 3회 인상 가능성으로 국내외 금리에는 상승 요인으로 작용할 전망이다. 반면 3월 인상 가능성이 낮아질 경우 연 2회 인상이 더 부각되면서 국내외 금리는 하락할 전망이다.

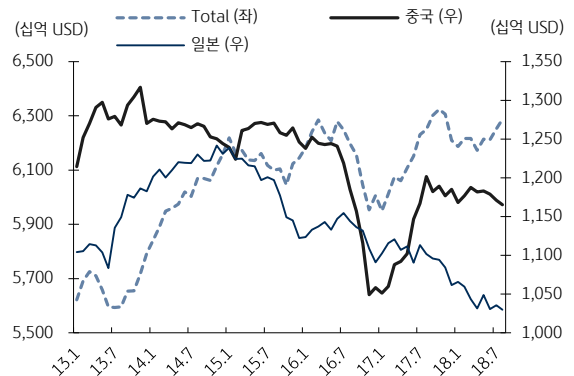
한편 2019년 FOMC 투표권자의 성향은 2018년보다는 비둘기파가 소폭 우세할 전망이다. 지역 연방은행 총재 중 비둘기파의 대부 찰스 에반스 시카고 총재와 점도표 가장 하단 점 중 하나인 제임스 볼라드 세인트루이스 총재가 투표권을 행사하게 되기 때문이다. 물론 점도표 상단 점의 주인공으로 추정되는 에스더 조지 캔자스시티 총재도 투표권을 가지게 된다.

그림 5. 트럼프 재정정책으로 미 국채발행 증가



자료: US Treasury, KB증권

그림 6. 외국의 미 국채보유는 감소하지는 않음



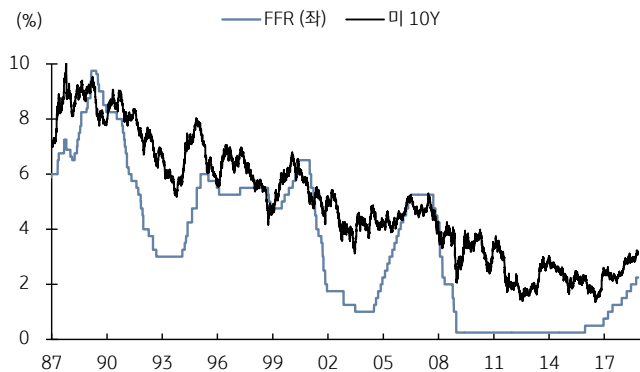
자료: US Treasury, KB증권

미 금리 상승 폭은 축소, 장단기 금리차도 축소 전망

트럼프 행정부 출범 이후 감세 재원 마련을 위해 미 국채 발행이 두 배로 증가했다. 다만 미 중간선거에서 민주당이 우세를 차지하면서 감세 2.0 제약 가능성으로 국채발행 추가 부담은 다소 완화되었다. 인프라 투자도 양당 합의 가능성은 있지만 그 규모와 시기, 재원마련 방법은 달라질 전망이다.

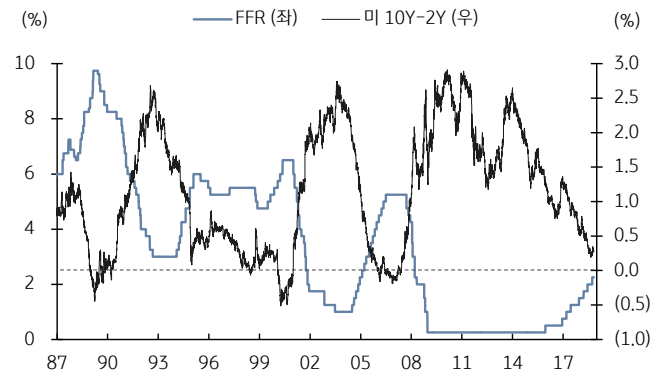
한편 미 국채를 가장 많이 보유한 중국의 보유 규모가 감소하면서 무역분쟁 보복성일 가능성이 제기되고 있다. 그러나 두 번째로 많이 보유한 일본도 동반 감소하고 있어 그 가능성은 아직 낮은 것으로 판단된다. 아시아가 감소하지만 유럽, 중동이 증가하면서 외국 투자자들의 전체 미 국채 보유는 감소하지 않고 있는 등 금리와 달러의 향방이 더 큰 영향을 미치는 것으로 판단된다.

그림 7. 금리 인상 시 미 10년물 금리는 상단에 수렴



자료: Bloomberg, KB증권

그림 8. 미 정책금리와 장단기금리차 추이



자료: Bloomberg, KB증권

과거 금리인상 국면에서 미 10년물 금리는 1994년을 제외하고는 정책금리 상단에 수렴했는데, 이번에도 크게 다르지 않을 전망이다. 하반기로 갈수록 인상 후반 국면을 반영하면서 미 금리 상승 폭 및 장단기 금리차는 축소 흐름을 유지할 전망이다. 전망의 리스크 요인으로는 무역분쟁의 극적 타결이다. 이 경우 미 금리 상단 형성은 높아지고 금리 인상은 연장될 것이다.

유럽, 성장률 둔화와 정치적 혼란의 이중고

유로존의 물가 상승률은 올해와 같은 1.7% 수준이 예상되어 ECB의 통화정책 정상화 기초 자체는 유지되겠지만 성장률은 2018년 2.0%에서 2019년 1% 중후반대로 하락이 예상되어 걸림돌이 될 수 있다. ECB 드라기 총재는 “여름까지 동결”을 언급해 10월 퇴임 전 3분기 인상이 컨센서스이나, 차기 ECB 총재의 성향에 따라 시장 가격은 선반영할 전망이다.

2016-2017년에 공급된 TLTRO (목표물 장기대출 프로그램) 자금이 2019년 하반기부터 회수되면서 상대적으로 이탈리아 및 스페인 등 취약국 은행들의 부담은 확대된다. 이는 ECB의 긴축 속도에 주요 변수가 될 것으로 예상된다.

한편 유로존은 2019년에도 주기적인 정치적 불확실성에 시달릴 전망이다. 글로벌 금융위기는 정부와 중앙은행들의 노력으로 봉합되는 듯해 보이지만, 양극화 등으로 인한 불만들로 최근 전세계는 투표에서 좌 또는 우 극단이 부상하고 있다. 유럽에서는 대표적으로 포퓰리즘으로 인한 이탈리아의 재정 이슈가 부각되고 있다. 물론 이탈리아의 EU 탈퇴 가능성은 낮으나, 은행권 전이 여부는 모니터링이 필요하다는 판단이다.

현재 유로존을 이끌고 있는 두 축인 독일 메르켈 총리와 프랑스 마크롱 대통령은 모두 자국 내에서 지지율이 하락하고 있는 가운데, 특히 메르켈의 총리 사퇴와 기민당과 시민당의 연정 외해 가능성도 불안 요인이다. 이러한 유로존 정치적 불확실성은 난민 문제 등으로 극우, 반EU 성격 정당들의 부각이 배경이라 할 수 있는데, 이는 5월 26일로 예정된 EU의회 선거에서 확인이 필요하다.

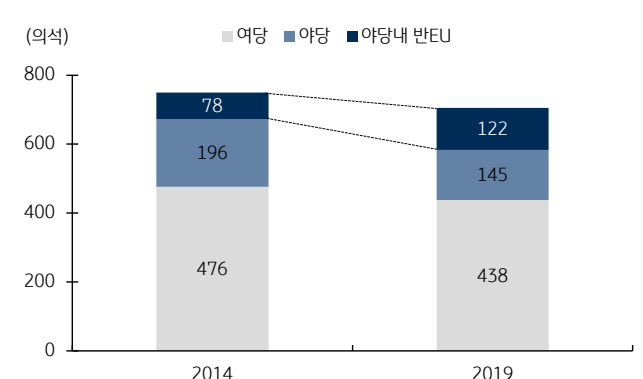
현재 EU의회 750석에서 반 EU 및 극우 성향의 EFDD (자유와 직접민주주의 유럽-이탈리아 오성운동, 영국 독립당 등)와 반 EU 및 포퓰리즘 성향의 ENF (국가와 자유의 유럽-프랑스 국민전선, 네덜란드 자유당 등)가 각각 43석, 35석을 차지하고 있다. 2019년에는 전체 의석이 705석으로 감소하는 가운데 설문조사에서는 이들의 의석이 각각 59석, 63석으로 확대될 것으로 예상되고 있다. 이 두 정당이 반 EU 극우 연합을 구성하고 있는 가운데, 이탈리아 ‘동맹’도 이에 가세할 기미이다. 이 경우 EU의회에서 중도 우파, 중도 좌파가 여당의 지위는 유지하겠지만, 의석 감소로 극우의 비중 확대 시 금융시장에 변동성 요인으로 작용할 가능성에 유의해야겠다.

표 2. 차기 ECB 총재 후보

성향	후보자	직책	주요발언
매파	엔스 바이트만	독일 분데스뱅크 총재	- ECB 총재 마다할 이유 없어 - ECB 양적완화 빠르게 끝내야
중립	에르키 리카넨	핀란드 중앙은행 총재 전 ECB 정책위원	- 중앙은행, 금융시장 버블 차단해야 (2010) - 저물가 기초 장기화시, 새로운 완화정책 필요 (2014)
비둘기	프랑수아 빌 로이	프랑스 중앙은행 총재	- 유로존은 인플레이션보다는 디플레이가 위험 (2016) - ECB 경기 부양책 지속 필요 (2017)
비둘기	필립 레인	아일랜드 중앙은행 총재	- ECB 금리 인상 논의는 일러 (2018)
중립	그리스틴 라가르드	IMF 총재 (프랑스)	- EU 집행위원장, ECB 총재 관심 없어

자료: KB증권 정리

그림 9. 유럽 의회 선거에서 반EU 정당 증가 가능성



자료: 유럽 의회, 언론 여론조사, KB증권

한국 국채

물가안정 (中) vs. 금융안정 (US)

채권 Strategist 김상훈 02-6114-2090 hoon.kim9@kbf.com

‘건설한 2.7% 성장’에 대한 의구심

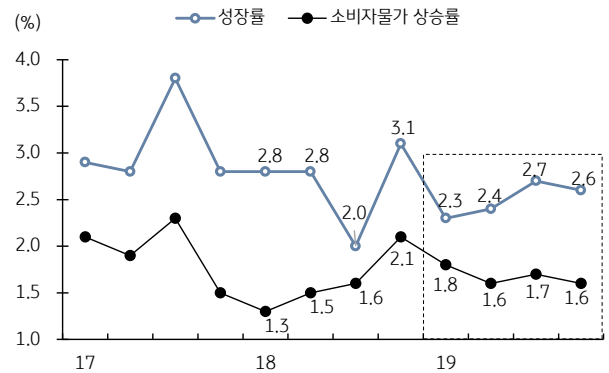
국고채 3년물 금리 연평균은 2018년 2.11%에서 2019년 1.88%로, 10년물 금리는 2.52%에서 2.14%로 하락을 전망한다. 국내 경기가 둔화되기 때문이다. 한국은행은 10월 수정경제전망에서 올해 성장률 전망을 2.9%에서 2.7%로, 2019년은 2.8%를 2.7%로 하향했다. 올해 부진의 주요인인 설비 투자는 개선을 예상하고 있으나, 건설 투자는 여전히 부진할 전망이다. 소비도 나아지지 않는 가운데 수출이 지지하는 양상이다.

표 3. 한국은행 수정경제전망 (10월)

(%, 만명)	2017	18 (7월)	18 (10월)	2019	19 상반기	19 하반기
성장률	3.1	2.9	2.7	2.7	2.7	2.6
민간소비	2.6	2.7	2.7	2.7	2.4	2.9
설비투자	14.6	1.2	-0.3	2.5	2.2	2.9
건설투자	7.6	-0.5	-2.3	-2.5	-3.5	-1.6
수출	3.8	3.5	3.5	3.2	3.4	3.0
취업자수	32	18	9	16	11	21
실업률	3.7	3.8	3.8	3.8	4.2	3.4
소비자물가	1.9	1.6	1.6	1.7	1.7	1.6
근원물가	1.5	1.4	1.2	1.6	1.3	1.8

자료: 한국은행

그림 10. 2019년 한국 성장률, 소비자물가 상승률 전망

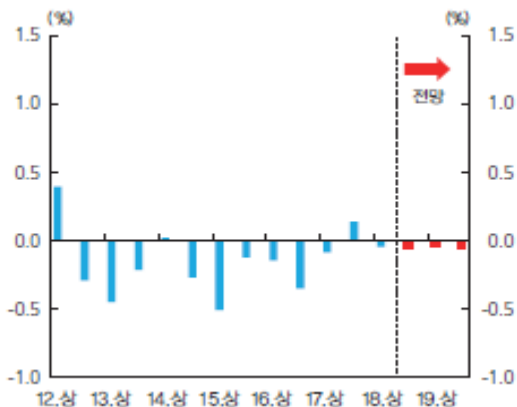


자료: 한국은행, KB증권 전망

국내 통화정책은 외부 요인이 결정 예상

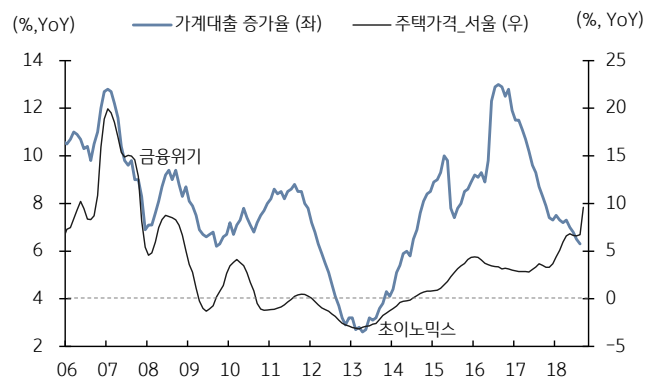
한은 총재는 “2.7%도 잠재수준의 건설한 성장”이라고 했으나 의구심이 있는 가운데, 내년 성장률은 2% 중반이 예상된다. 이는 남유럽 재정위기였던 2012년의 2.3% 이후 가장 낮다. 한은의 내년 물가 전망은 1.9%에서 1.7%로 하향됐다. 관리물가 영향도 있지만 근원물가도 낮다. 2019년 기준금리는 동결이 예상된다. 한은 목표 중 물가 안정 (경기) 측면에서의 금리인상 유인은 낮다. 올해와 내년 GDP갭도 소폭 마이너스로 변경됐다.

그림 11. 지난해 하반기 이후 GDP갭 다시 마이너스 전환 추정



자료: 한국은행

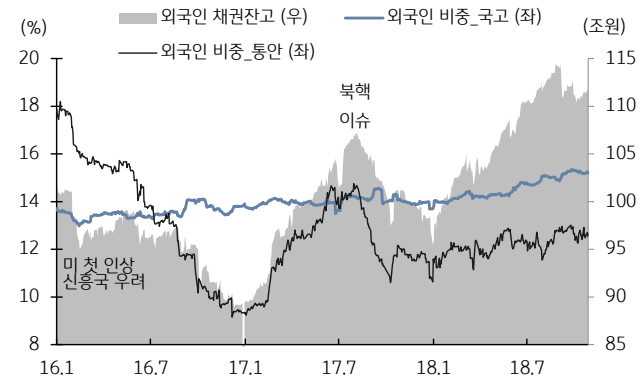
그림 12. 가계대출 증가율은 둔화



자료: 한국은행, KB은행, KB증권

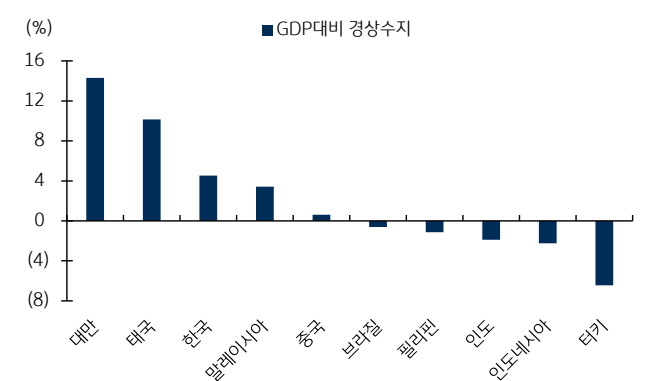
금리인상이 부각된다면 금융 안정이 근거가 될 전망이다. 금융 안정 요인 중 가계부채는 증가율이 둔화되고 있어 주택가격 상승이 제한되면 시장의 관심은 한미 금리차와 자본 유출이 될 것이다. 한미 정책금리 역전 폭이 100bp를 상회 시 미국과의 동조(금융 안정) 인상 논쟁이 예상되나, 중국의 금리인하 여부(물가-경기 안정)도 주목되는 등 국내 통화정책은 내부보다는 외부 요인에 좌우될 것이다. 앞서 언급한 미국의 첫 금리인상 시기가 중요하다.

그림 13. 외국인 채권잔고는 사상 최고치 경신 후 소폭 감소



자료: 인포맥스, KB증권

그림 14. 경상수지 흑자 신흥국은 자본유출 우려 상대적 제한



자료: Bloomberg, KB증권

외국인 자본 유출 우려는 아직 기우

한편 국내 금리에 대한 눈높이가 다시 낮아지면서 금리 하락기였던 2~3년 전에 많이 언급되었던 대만의 사례가 재부각되고 있다. 고령화, 보험사 수급 등에서 유사한 면이 많음을 KB증권도 언급했고 미국과의 금리 역전도 어색하지 않다. 다만 상대적으로 다소 폐쇄적인 외환시장과 외국인들의 채권투자 제한 등을 감안 시 결국 자본유출 여부가 중요하다.

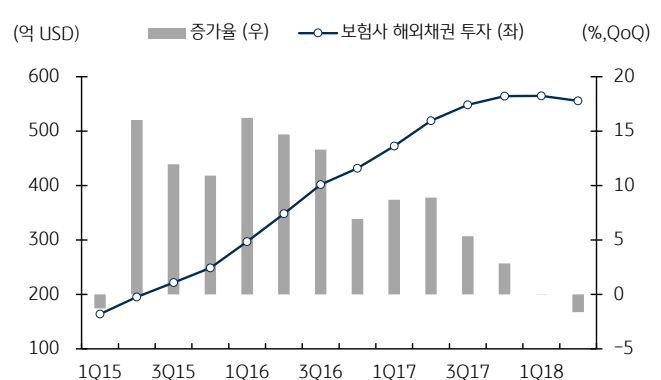
한미 금리역전에 따른 자본유출 우려가 계속 제기되었음에도 불구하고 올해 외국인 채권 잔고는 사상 최고치를 경신했다. 국가신용등급, 재정 및 경상 수지 흑자 등 한국의 높은 건전성을 감안하면 외국인의 자본유출은 아직 기우로 판단된다. 다만 올해 스왑포인트 마이너스 폭 확대에 의한 통안채 매수 등 외국인 재정거래 물량의 2019년 만기도래 시 롤오버 여부는 주목해야 할 것이다.

그림 15. 한미 정책금리차와 스왑포인트 추이



자료: 인포맥스, KB증권

그림 16. 보험사 해외채권 투자 감소



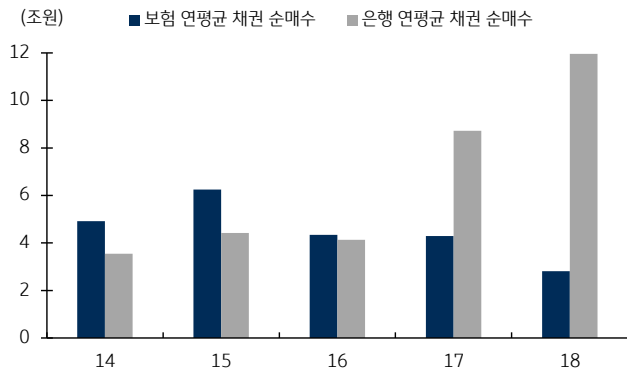
자료: 한국은행, KB증권

보험권의 장기채 매수는 유지될 전망

보험권은 스왑포인트 측면에서 외국인과의 입장이 다르다. 여러 가지 이슈로 보험권의 채권 순매수는 감소하고 있다. 그러나 단기채 매도, 장기채 매수로 듀레이션을 늘리는 가운데, IFRS 도입 1년 연장 가능성도 있으나 시행을 안 하는 것은 아니다. 적어도 미국의 금리인상 마무리 윤곽이 드러나는 상반기까지는 해외채권보다는 국내 장기채 수요가 유지될 전망이다.

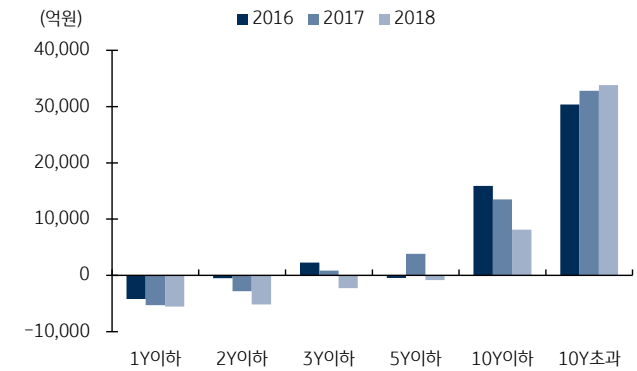
한편 채권 공급 부담은 적다. 내년 국채발행 규모는 올해보다 적고 순증도 4조원에 그친다. 추경 가능성도 있으나 양호한 재정으로 적자국채 발행 규모는 적을 전망이다.

그림 17. 보험 매수 감소, 반대로 은행은 수급, 제도 등으로 증가



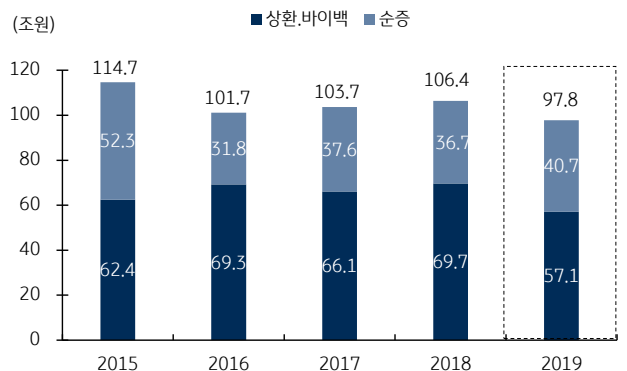
자료: 인포맥스 KB증권

그림 18. 보험사 단기채 매도, 장기채 매수 증가



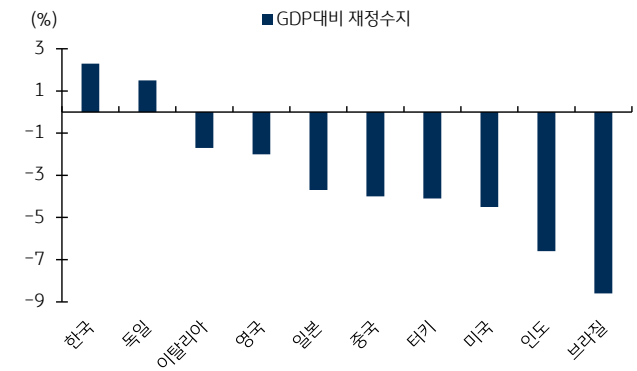
자료: 인포맥스, KB증권

그림 19. 내년 국채발행 올해 대비 감소, 순증 4조원



자료: 기획재정부 KB증권

그림 20. 한국 재정은 매우 양호



자료: IMF, KB증권

금리 하락, 장단기 금리차 축소 전망

11월 금통위 금리인상 가능성은 잔존하나, 이와 상관없이 시장금리 하락 전망 및 볼 플래트닝 대응 권고를 유지한다. 국내 경기 둔화를 반영하면서 장단기 금리차는 축소될 것이다. 국고3년-기준금리 스프레드는 25bp가 상단이라는 인식이 형성될 전망이다. 지난해 11월에 시작된 이번 국내 금리인상 사이클 상단이 2% 중반대라는 전망이 많았으나, 2% 수준으로 낮아진 것이 스프레드 축소 요인으로 작용할 것으로 판단된다.

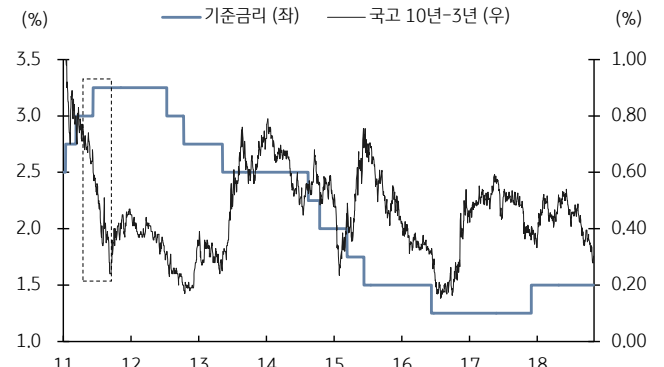
국고 10-3년 스프레드도 마찬가지로이다. 이번 인상 시 전고점인 80bp대에 못 미쳤다. 금융위기 이후 첫 인상이었던 2010년~11년에는 5차례 인상이었으나, 이번은 2~3차례에 그칠 것으로 예상되기 때문이다.

그림 21. 한미 정책금리, 시장금리차 추이



자료: Bloomberg, KB증권

그림 22. 2011년 인상 후반 국면의 장단기 스프레드 추이

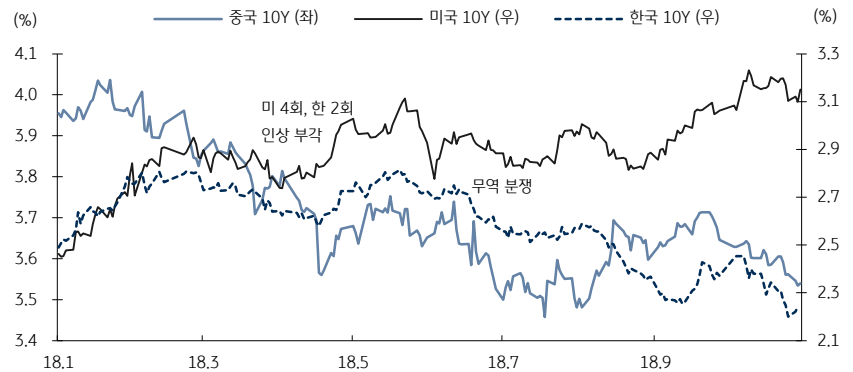


자료: 인포맥스, KB증권

미국만 보지 말고 중국도 보자

전망의 리스크 요인으로는 무역분쟁의 극적인 타격 및 미국과 동조 인상 논쟁 시 금리 반등이 예상된다. 다만 국내 금리의 경우 올해 초반 하더라도 연준의 4번 인상 전망 시 국내도 2회 인상이 부각되면서 시장금리는 상승하기도 했으나, 결국 하락 전환했다. 6월 무역분쟁 본격화 이후 국내 금리는 중국에 더 동조되면서 미국과 디커플링되고 있다. 해외의 시각도 그렇듯이, 국내 경기는 중국과 상관성이 더 높기 때문이다.

그림 23. 한국 금리는 무역분쟁 이후 미국보다 중국과 더 동조



자료: 인포맥스, KB증권

해외 크레딧

위험을 피하는 법

해외 크레딧 Analyst 손은정 02-6114-2964 eunjungson@kbf.com

2019년: 지키는 노력이 필요하다

오랜 랠리로 인한 높은 가격 수준과 과거에 비해 높아진 금리 레벨, 기업의 수익성 둔화 등이 점차 신용스프레드 확대 유인이 될 전망이다. 물론 가격 조정은 투자자에게 또 다른 기회가 될 수도 있다. 그러나 지금은 대내외 위험 요소들이 산재해있는 만큼 투자에 대한 보수적인 접근이 필요하며, 위험을 피해 지키는 노력이 필요한 때이다.

가장 큰 리스크는 미중 무역분쟁이 격화되면서 장기화되는 것이다.

미국의 대중국 관세부과는 중국을 압박함과 동시에 의도치 않게 미국 내 기업에도 악영향을 끼친다. 중국 내 사업 의존도가 높은 곳들이 많기 때문이다. 특히 완제품 및 중간재 수입이 많은 기업들의 공급 사슬이 훼손되면서 수익성 악화에 따른 신용도 하락 위험이 우려된다.

유럽에서는 2019년 하반기 이후 TLTRO (ECB로부터 저금리로 차입한 자금) 리파이낸싱이 필요한 이탈리아 은행권의 조달 비용 상승이 또 다시 문제가 될 전망이다. 이탈리아 은행발 문제 발생 시 이탈리아 익스포저가 많은 주변국 은행시스템에도 악영향을 끼칠 수 있기 때문에 지속적인 모니터링이 필요하다. 영국은 ‘노 딜’ 블랙시트만 아니라면 전환기간을 통한 연착륙이 가능할 전망이나, EU와의 합의가 더딘 만큼 지켜봐야 하는 상황이다.

중국은 디레버리지 기조의 완화로 신용 이벤트 발생 가능성이 지연되겠으나 결국 레버리지가 확대되고 있기 때문에 중장기 신용도에는 더욱 큰 부담이 될 전망이다.

표 4. 2019년 해외크레딧 투자 주요 리스크

지역	리스크 요인	크레딧채권 투자에 미치는 영향	비중 축소가 필요한 부분
미국	미중 무역분쟁의 격화	- 중국 내 생산의존도가 높은 기업의 공급사슬 훼손, 수익 악화 - 중국의 미국 기업에 대한 직접적인 보복 조치 우려 - 추가 관세 부과 시 소매/유통 관련 기업 다수 악영향	중국 사업의존도가 높은 도/소매 유통업 가장 큰 타격 전자제품, 건설, 운송, 통신, 기계 영향
	기업 부채 증가와 이자비용 부담	- 투자등급: 금리 상승에 따른 이자 비용증가 감내 가능. 큰 영향 없음 - 투기등급: 수익창출 능력 대비 부채부담 확대	투자등급: 자동차 투기등급: 통신, 에너지, 소비재, IT
유럽	영국 노 딜 블랙시트	- 노 딜 블랙시트 시 전환기간 없이 WTO체제로 전환 → 높은 관세 및 물류비 증가 - 영국은행: 자본력과 건전성 감안 시 대형 은행 영향은 제한적 - 영국기업: EU 내 생산의존도 높은 기업들의 생산비용 증가 → 신용도에 부정적	EU 내 생산의존도가 높은 영국 자동차, 우주항공, 화학, 항공업체
	이탈리아 국제 금리 상승과 은행 조달 비용 증가	- 2019년 하반기부터 TLTRO자금 리파이낸싱 예상 → 조달금리 상승 - 이탈리아 수익 둔화 및 자본확충 이슈	이탈리아 은행 및 익스포저 은행
중국	디레버리지 기조 완화	- 경기부양 정책에 따른 디레버리지 기조 완화로 신용이벤트 발생은 지연된 상황 - 중장기 신용도에 더 큰 부담이 되며 투자리스크 확대	중국 지방정부 및 유관기관 관련 채권

자료: KB증권

RISK 1. 미중 무역분쟁의 격화

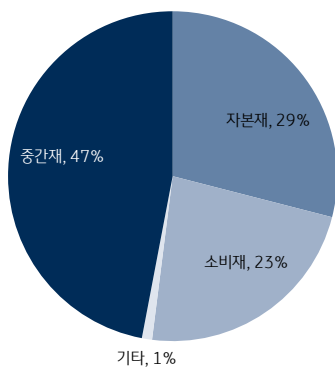
미중 무역분쟁 격화 시 기업 수익 악화에 따른 신용도 하락 위험 존재

단기간 내 미중 무역분쟁에 따른 미국 기업 신용도 변화 가능성은 낮은 수준으로 판단된다. 1) 안정적인 미국 기업 펀더멘털, 2) 현재 부과된 낮은 관세율과 추후 협상 여지를 고려하면 아직 기업에 직접적인 악영향이 크지 않기 때문이다.

그러나 미중 무역분쟁이 격화되면서 장기화될 경우에는 달라진다. 미국의 대 중국 관세부과는 중국을 압박함과 동시에 의도치 않게 미국 내 기업들을 압박한다. 미국 기업 중 중국 내 사업 의존도가 높은 곳들이 많기 때문이다. 특히 완제품 및 중간재 수입이 많은 기업의 공급 사슬이 훼손되면서 수익성 악화에 따른 신용도 하락 위험이 우려된다. 여기에 중국의 보복조치에 따른 미국 기업들의 피해도 우려된다.

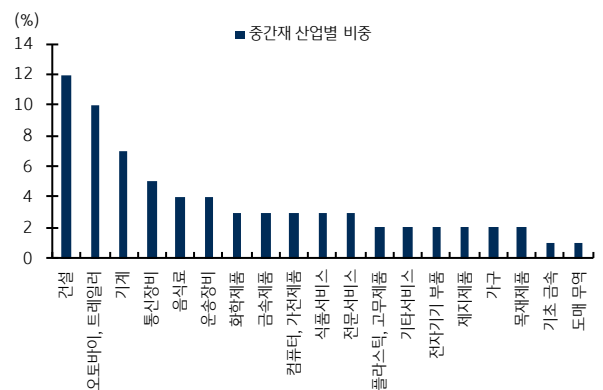
현재 관세부과 대상의 절반은 중간재에 해당되며, 건설, 운송, 통신, 기계, 전자제품 (컴퓨터) 생산업체 등 다양한 산업에 영향을 끼치는 것으로 나타난다. 향후 1) 미국 정부의 추가 관세 부과 가능성 (2,670억 달러, 소비재 비중이 높은 것으로 알려짐)과 2) 2019년 이후 관세 상향 (25%) 조정 여부가 기업의 수익성과 소비자 물가에 직접적인 영향을 끼칠 수 있는 만큼 이에 대한 지속적인 모니터링이 필요하다.

그림 24. 관세부과 대상 중 47%는 중간재



자료: Moody's, KB증권

그림 25. 중국에서 수입하는 중간재의 산업별 비중



자료: Moody's, KB증권

표 5. 미국과 중국의 관세 부과 관련 주요 조치

구분	일자	주요내용
미국	2018.3.1	철강 25%, 알루미늄 10% 관세 부과
	2018.6.15	중국 1,102개 품목에 25% 관세 부과계획 발표
	2018.7.6	340억 달러 규모의 818개 중국 제품 25% 관세 부과: 선박, 항공부품, 통신장비 등
	2018.7.10	2,000억 달러 규모의 중국 제품 관세 부과 방침 발표 (기존 10% → 25%로 상향)
	2018.8.23	160억 달러 규모 279개 중국 제품 관세 25% 부과: 반도체, 화학, 플라스틱, 오토바이
	2018.9.24	2,000억 달러 규모 5,745개 중국 제품 관세 10% 부과 - 2019년부터는 세율을 25%로 인상 예정 - 중국의 보복관세 부과 시 2,670억 달러 규모 추가 관세 부과 예정
중국	2018.4.2	50억 달러 규모의 128개 미국 농산물 제품에 관세 부과
	2018.7.6	340억 달러 규모의 545개 미국 제품에 25% 관세 부과: 대두, 육류, 어류, 자동차
	2018.8.23	160억 달러 규모의 114개 미국 제품에 25% 관세 부과
	2018.9.24	600억 달러 규모의 5,207개 미국 제품에 대해 5~10%의 관세 부과

자료: KB증권 정리

RISK 2. 미국 기업 부채 증가와 이자비용 부담

투자등급: 부채상환부담 감내 가능
투기등급: 펀더멘털 취약 산업에 유의

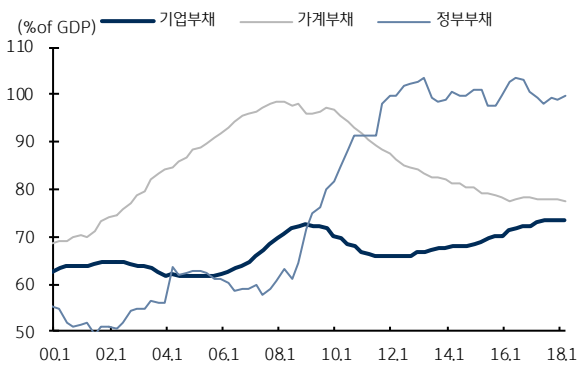
연준의 기준금리 인상으로 미국 비금융기업의 부채상환부담에 대한 우려도 높아지고 있다. 비금융기업 부채는 2008년 말 6조 5,705억 달러에서 금융위기 이후 감소했으나, 다시 증가세로 전환되면서 2018년 1분기 말 기준 9조 572억 달러로 금융위기 이전 수준을 크게 상회하고 있다. GDP 대비 기업부채 비율은 45.4%로 상승했다.

그 동안 미국 기업들은 낮은 금리를 활용해 막대한 차입을 해왔다. 해외 자회사에 많은 현금을 보유하고도 높은 세율 때문에 미국 내로 유보금을 이전하지 않고, 채권 발행이나 대출을 활용해 M&A자금을 마련하거나 주주환원 정책 (자사주 매입, 배당)을 시행했기 때문이다.

투자등급기업은 부채의 절대 규모는 증가했으나 보유 현금을 고려한 Net Debt/ EBITDA가 크게 상승하지 않았으며, 여전히 안정적인 시장 환경과 낮은 조달금리를 즐기고 있는 상황이다 (해외 유보금 환수로 자사주 매입, 부채 감축은 하지 않음). 아직까지 전반적인 상환부담은 크지 않은 수준으로 판단된다.

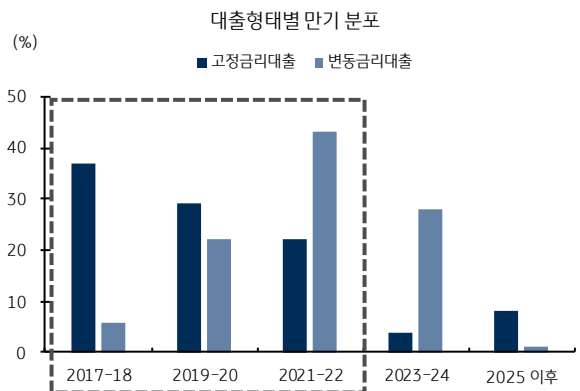
그러나 투기등급업체의 경우, 최근 수익창출 능력 대비 부채 부담이 확대되고 있다 (그림 44~45참고). Net Debt/EBITDA는 상승했고, 이자보상배율은 더 이상 개선되지 않고 있으며, 부채규모 대비 현금 창출능력은 저하되고 있다. 특히 투기등급 내 비중이 큰 IT, 통신, 에너지, 소비재 부문의 지표가 상대적으로 더 취약해 금리 상승 시 투기등급가격은 더욱 민감하게 반응할 가능성이 높아졌다. 게다가 2019년부터 변동금리 대출의 만기 비중이 증가하는 만큼 연준의 금리 인상에 따른 영향에 유의해야 한다.

그림 26. 미국 부문별 GDP 대비 부채비율 추이



자료: BIS, KB증권

그림 27. 2019년부터 변동금리대출 만기 비중 증가



자료: FED, KB증권

RISK 3. 이탈리아 국채 금리 상승과 은행 조달 비용 증가

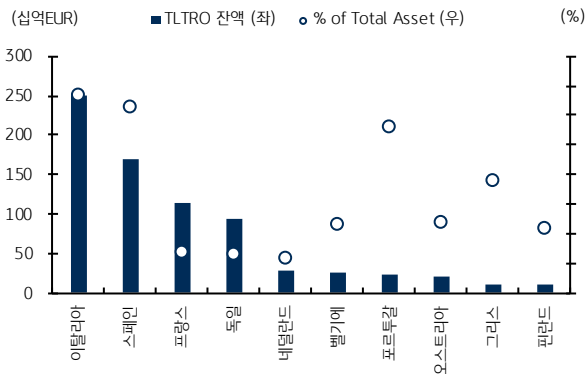
이탈리아 은행 조달비용 상승에 따른 수익성 악화 우려

이탈리아 포퓰리즘 연정의 2019년 예산안 재정확대 계획을 감안해 무디스는 국가신용등급을 강등 [Baa1(N) → Baa2(S)]하고, 주요 은행의 신용등급을 하향 조정했다. 예산안 문제를 둘러싼 이탈리아 정부와 EU의 갈등은 여전히 지속되고 있다. 여기에 연말 QE 종료에 따른 국채 금리 상승 가능성이 맞물리면서 이탈리아 은행권에 대한 우려도 확대되고 있다. 2018년 이후 이탈리아 은행의 국채 투자 규모가 증가하면서 금리 상승 시 은행 수익성 하락 위험이 더 커졌기 때문이다. 여기에 2019년 하반기부터는 TLTRO 리파이낸싱이 시작될 것으로 예상됨에 따라 조달 비용 상승 부담도 존재한다.

조달비용의 상승은 은행의 수익성 하락→ 자기자본비율 하락→ 자본확충 이슈로 확대될 수 있다. UniCredit, Intesa Sanpaolo와 같은 대형은행보다 Banco BPM, UBI가 상대적으로 TLTRO 의존도 (자산 내 비중)가 높았던 만큼 이들 은행의 위험 발생 가능성에 주목해야 하며, 문제 발생시 이탈리아 익스포저가 높은 프랑스, 독일 등의 은행시스템에도 악영향을 끼치는 만큼 지속적인 모니터링이 필요하다.

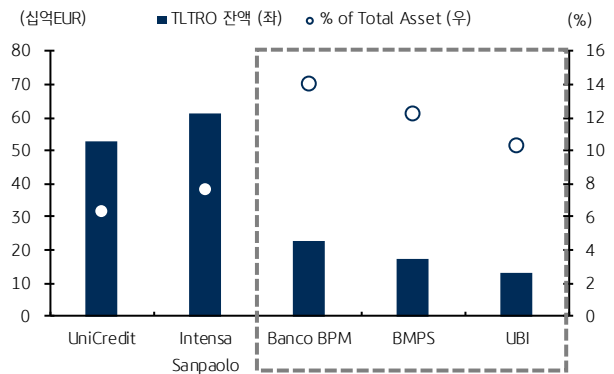
[참고] TLTRO (Targeted Long Term Refinancing Operation, 목표물 장기대출프로그램) 2014~17년 ECB의 민간 대출 진작을 위해 마련된 경기부양책. TLTRO를 통해 시중은행들은 ECB로부터 정책금리 (0%)로 자금을 차입하여 대출재원으로 활용할 수 있게 됨

그림 28. 국가별 TLTRO 조달 현황



자료: ECB, Moody's, KB증권
주: 2018년 5월 기준

그림 29. 이탈리아 주요 은행의 TLTRO 잔액과 자산 내 비중



자료: 각 사, S&P Capital IQ, KB증권
주: 2017년 말 기준

RISK 4. 영국의 노 딜 브렉시트 가능성

제조업체 수익성 악화에 따른 신용도 하락 가능성

영국과 EU 간의 브렉시트 협상이 난항을 겪으면서 노 딜 브렉시트 (No Deal Brexit, 이하 ‘노 딜’)에 대한 우려가 확대되고 있다. ‘노 딜’의 문제는 브렉시트를 준비할 수 있는 전환기간 (‘노 딜’이 아닐 경우, 2020년 12월까지 전환기간 예정)이 없이 WTO (세계무역기구) 체제로 전환되는 것이다. WTO 체제로의 전환은 현재 영국이 선택 가능한 통상관계 방식 중 가장 높은 관세 부과를 의미하며, 영국 재무부는 이 경우 향후 15년간 영국 GDP가 약 7.7% 감소할 것으로 추정하고 있다.

영국은 EU와의 교역 비중이 49%나 되며, EU의 상품과 비금융 서비스의 순수입국이다. ‘노 딜’이 현실화 될 경우 자동차, 우주항공, 항공, 화학기업과 같이 EU 내 생산의존도가 높은 산업의 관세와 물류 비용 부담 증가가 우려되며, 수익성 하락 및 중장기 신용도 하락 유인이 될 전망이다. 상대적으로 영국계 은행들은 안정적인 상황이다. 영국중앙은행 (BOE)의 스트레스테스트 결과와 금융위기 이후 선제적 자본확충으로 위기 대응 노력을 지속해 온 점을 감안하면 ‘노 딜’ 시에도 은행에서의 위험 발생 가능성은 낮은 수준으로 판단된다. 다만, ‘노 딜’의 경우 은행이 준비기간 없이 새로운 환경에 처하는 만큼 신용도 변동 가능성에 주목해야 한다. 1) 패스포팅 권리 상실에 따른 은행의 사업환경 변화와 2) 통상관계 변화와 자산가격 하락에 따른 은행의 수익성과 건전성에 대한 악영향이 우려되기 때문이다.

[참고] 노 딜 브렉시트 (No Deal Brexit)

영국이 EU와 새로운 통상관계 등에 대한 합의점을 찾지 못하고, 아무런 협상 없이 EU를 탈퇴하게 되는 것

표 6. 노 딜 브렉시트가 될 경우의 산업별 부정적 영향 정도

	새로운 관세 및 물류장애	파운드화 절하	규제 변화	영국 거시환경 악화	노동력 부족	전체 영향
자동차	High	Mixed	Medium	High	Medium	High
우주항공/전자기기	High	Mixed	High	High	Medium	High
화학	High	Mixed	High	Medium	Medium	High
항공	Low	Negative	High	High	Low	High
소매	High	Negative	Low	Medium	Medium	Medium
식품/농산물	High	Mixed	Medium	Low	High	Medium
섬유/의복	Medium	Negative	Low	High	Medium	Medium
제약	Medium	Mixed	High	Low	Medium	Medium
담배/음료	Medium	Negative	Low	High	Low	Medium
광업	High	Mixed	Low	Medium	Medium	Medium
의료서비스	Low	Mixed	High	Medium	High	Medium
교육	Low	Positive	Medium	Medium	High	Low

자료: Moody's, KB증권

RISK 5. 중국의 디레버리지 기조 완화

중국은 최근 경제성장 방어를 위한 정책 추진으로 수년간 이어진 디레버리징 기조가 완화될 가능성이 높아졌다. 이에 따라 단기간 내 중국 기업들의 신용이벤트 발생 가능성은 낮아졌다. 그러나 레버리지가 결국 계속 확대되고 있다는 점을 감안하면 중장기 신용 위험은 더 커지는 셈이다. 이에 따라 지방정부 및 유관기관들에 대해서는 보수적으로 접근해야 하며, 가능한 익스포저 축소가 필요하다고 판단된다.

미국 투자등급, 신규투자는 2019년 2분기 이후

투자등급

: 2019년 연평균 신용스프레드 125bp

금리 하단이 상승하는 가운데 미국 투자등급은 높아진 가격과 기업의 수익성 둔화, 그리고 앞서 언급한 글로벌 리스크들이 투자의 부담 요인으로 작용할 전망이다.

2019년 미국 투자등급의 연평균 신용스프레드는 2018년 115bp (예상)보다 10bp 확대된 125bp로 제시한다 (BofAML US Corporate Master OAS 기준).

그러나 미국 투자등급업체의 신용도는 여전히 우수한 상황이며, 미국 내 탄탄한 투자수요 및 신규 발행 감소로 우호적인 수급 환경이 지속될 것으로 판단된다. 연준의 금리 인상과 스프레드 확대를 감안하면 트레이딩은 어렵겠으나 캐리 투자자에게는 좋은 투자기회가 될 수 있다.

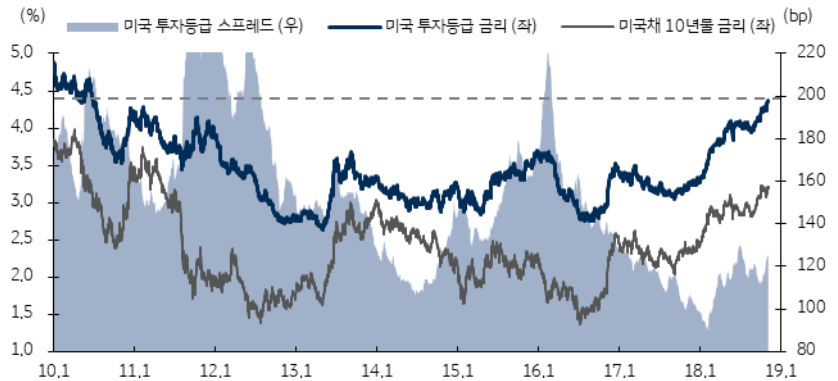
2019년 2분기 이후 신규투자 추천

최근 투자등급 인덱스 금리는 4.3~4.4%까지 상승하면서 (2010년 6월 이후 가장 높은 수준) 금리메리트가 부각되고 있다. 다만, 여전히 높은 환헤지 비용 (1년 기준, 약 150bp 발생)을 감안하면 지금은 국내 투자에 비해 투자 메리트가 높지 않은 상황이다.

1) 한미 금리차가 좁혀지기 힘든 환경인 만큼 원-달러 헤지비용이 단기간 내 축소되기 어려운 점, 2) 2018년 말 ~ 2019년 1분기 연준의 금리인상과 무역분쟁에 따른 추가가격 조정 가능성 등을 감안해 2019년 2분기 이후의 신규투자를 추천한다.

미국 투자등급금리는 최근 4.3~4.4%까지 상승하며, 2010년 6월 이후 최고치 기록

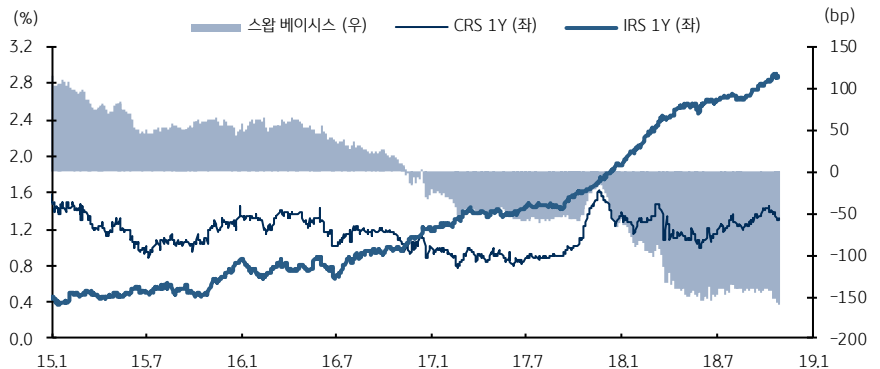
그림 30. 투자등급 금리메리트는 상승 중



자료: Bloomberg, KB증권

1년 환헤지 비용은 약 150bp 발생. 한미 금리차 감안 시 단기간 내 환헤지 비용이 큰 폭으로 축소되긴 어려울 것으로 판단됨

그림 31. 한미 금리차에 따른 환헤지 비용 축소가 어려운 환경



자료: Bloomberg, KB증권

미국 기업 펀더멘털

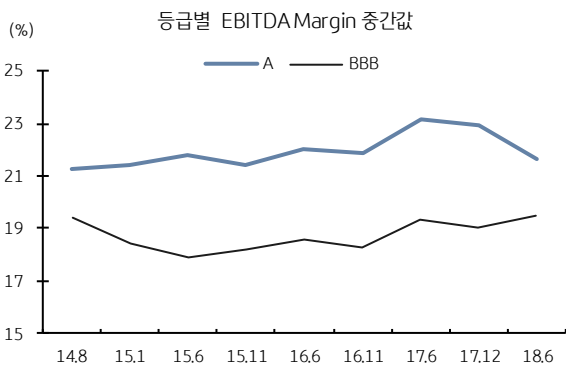
펀더멘털은 대체로 안정적

최근 미국 기업의 수익성 둔화에 대한 우려가 존재하지만 미국 투자등급 기업들의 펀더멘털은 대체로 안정적이다. EBITDA 마진은 등락을 보이긴 했으나 A, BBB급 기업의 중간값이 19~20%수준으로 높은 편이다. Debt/EBITDA 역시 소폭 상승했지만 현금을 보유하고도 채권발행과 대출을 지속해왔던 점을 감안하면 우려할 수준은 아니다.

신용등급 하향 부담 확대

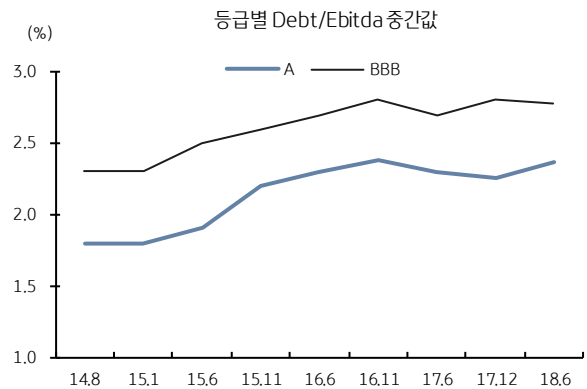
미국 기업 신용등급 변동성향 (Rating Drift)은 2016년 7월을 기점으로 반등해 꾸준히 개선되면서 최근에는 상향 조정 비중이 높아졌다 (플러스 영역). 그러나 현재 신용등급 Outlook에 negative의 비중이 positive보다 높은 점을 감안하면 등급 하향 부담은 다소 확대된 상황으로 판단된다.

그림 32. 미국 기업 등급별 EBITDA Margin 추이



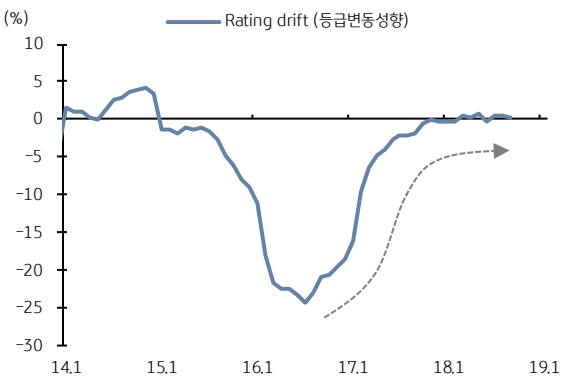
자료: Bloomberg, KB증권

그림 33. 미국 기업 등급별 평균 Debt/EBITDA 추이



자료: Bloomberg, KB증권

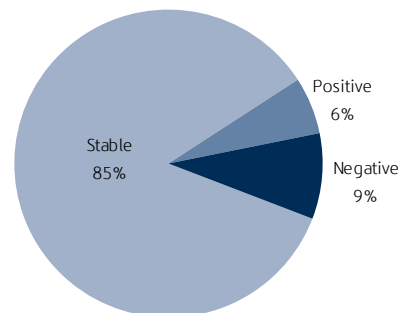
그림 34. 미국 기업 신용등급 변동성향 개선



자료: Moody's, KB증권

주: Rating Drift = (Issuer Upgrades - Issuer Downgrades)/Rated Issuers

그림 35. 투자등급 내 신용등급 전망 분포



자료: Moody's, KB증권

공급: 금리 상승과 해외 유보이익 환수로 회사채 발행 감소 전망

신규 발행 감소 전망

2019년 미국 회사채 신규발행 규모는 감소할 것으로 예상된다.

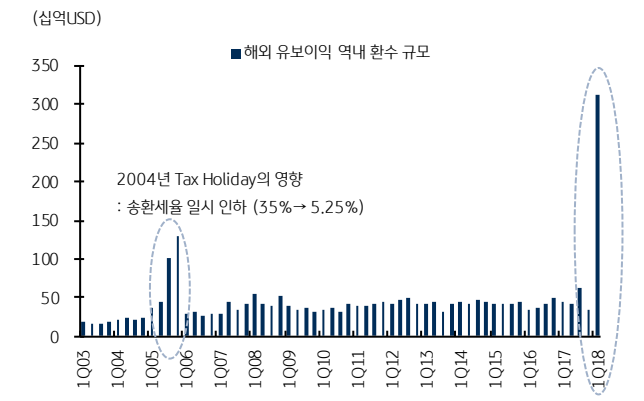
1) 과거에 비해 기업의 조달 금리가 상승했고, 2) 해외유보금 활용으로 주주환원정책을 위한 회사채 발행 가능성이 낮아졌기 때문이다. 여기에 3) 2019년 이후 투자등급 회사채 만기도래 규모가 크게 증가하지 않는 점도 회사채 공급 확대 가능성을 떨어뜨린다.

이미 2018년 미국 기업의 해외 유보이익 환수 규모는 크게 증가했고, 회사채 신규 발행은 감소했다. 2018년 1분기에만 미국기업의 해외 유보이익 환수 규모가 3,000억 달러 (해외 유보 이익 전체의 약 30%)로 추정된다. 이미 2004년 Tax holiday (조지 부시대통령 때의 일시 세금감면 기간) 때의 환수 규모를 넘어섰으며, 환수 유보금은 대부분 자사주 매입에 사용되었다.

[참고] 트럼프대통령의 세제개혁안에 따른 해외유보금 과세 변경

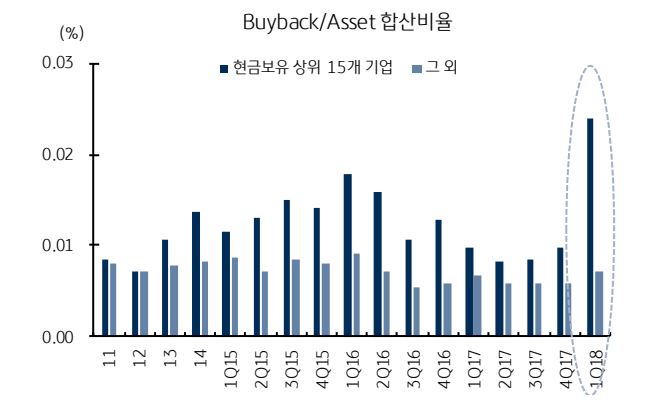
세제개혁안을 통해 향후 미국 기업의 해외소득에 대해 과세하지 않기로 결정 (Territorial System 도입). 대신 과거 기업들이 본사로 이전하지 않은 해외 유보금에 대해서 낮은 세율의 세금 부과를 결정 (현금성자산 15.5%, 기타자산8%). 이전에는 해외 유보이익을 미국 내로 환수할 때 높은 세율이 부과되었기 때문에 기업들이 자금이 필요할 때, 유보금 환수 대신 채권발행이나 대출을 활용

그림 36. 미국 기업 해외수익의 환수 금액



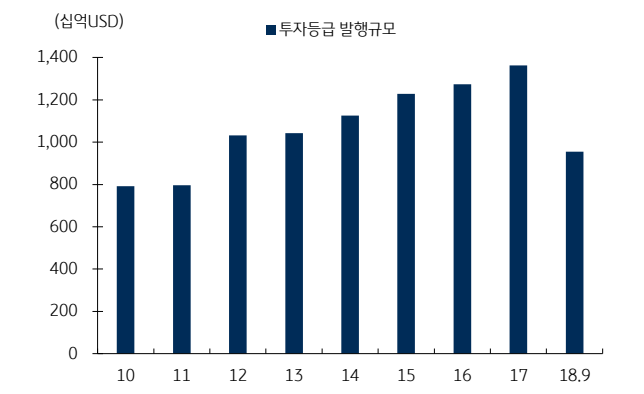
자료: FED, KB증권

그림 37. 환수된 해외 유보금은 주로 자사주 매입에 활용됨



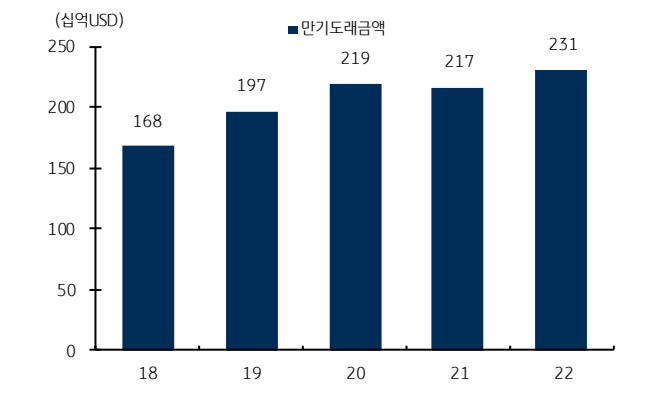
자료: FED, KB증권

그림 38. 투자등급 발행 추이: 신규발행 감소 전망



자료: SIFMA, KB증권

그림 39. 2018~2022년 투자등급 만기도래 규모



자료: Moody's, KB증권

주: 무디스 등급이 있는 투자등급 기준으로 작성

수요: 해외투자자의 투자는 감소했으나 미국 내 투자자 수요 증가

외국인 투자자들의 환헤지 비용 증가로 투자 수요 감소

해외투자자의 미국 투자등급 회사채 투자 수요도 축소되고 있다. 유럽이나 일본 투자자도 한국 투자자와 마찬가지로 환헤지 후 투자수익률이 감소하고 있기 때문이다. 해외 투자자의 미국 회사채 보유 잔액은 2018년 6월 말 기준 약 3조 8,428억 달러로 2017년 말 보유 잔액 4조 320억 달러 대비 4.7% 감소했다. 특히, 유럽 투자자들의 투자규모가 크게 축소되었다.

미국 내 투자수요는 견고

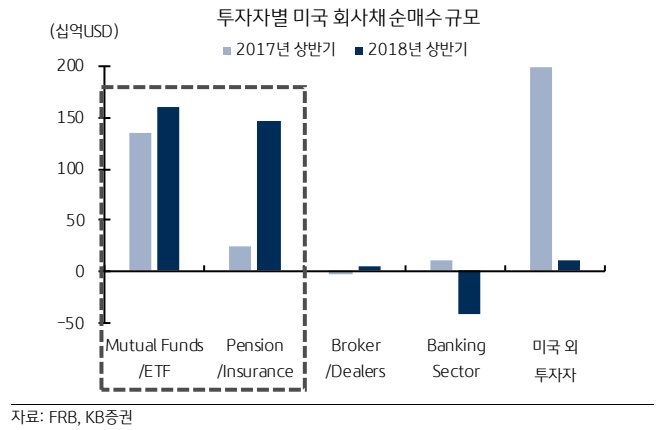
그러나 반대로 (은행권을 제외한) 미국 내 투자수요는 견고했다. 연금과 보험권의 회사채 투자수요가 크게 증가했으며, ETF나 펀드로의 편입도 증가했다. 특히, 연금은 미국 기업들과 주/지방 정부 연금 납입액이 증가하는 가운데 자산-부채 듀레이션갭 축소를 위해 채권 비중을 확대하고 있어 크레딧채권 수요가 지속될 전망이다.

반면, 은행권의 회사채 순매수 규모는 축소되었다. 이는 은행 유동성커버리지비율 (LCR) 준수를 위한 자산구성 변경 수요 (회사채는 LCR 계산시 할인을 50% 적용으로 은행의 회사채 보유 유인 저하) 및 위험 관리를 위한 국채 비중 확대 (2018년 상반기 국채 순매수만 증가)에서 기인한 것으로 판단된다.

그림 40. 해외 투자자의 미국 회사채 보유잔액 변화



그림 41. 미국 내 회사채 투자 수요는 증가



투자 유망 산업

인프라 투자가 가시화된다면?

미국 중간선거에서 민주당이 하원의 다수당 지위를 확보함에 따라 트럼프대통령의 인프라투자 확대 계획은 탄력을 받을 것으로 예상된다. 인프라 확대 계획이 가시화될 경우, 이와 관련된 건설업, 통신인프라, 운송, 건설 기자재, 중장비 관련 기업의 수혜가 예상된다.

PAB (Private Activity Bonds)에 관심

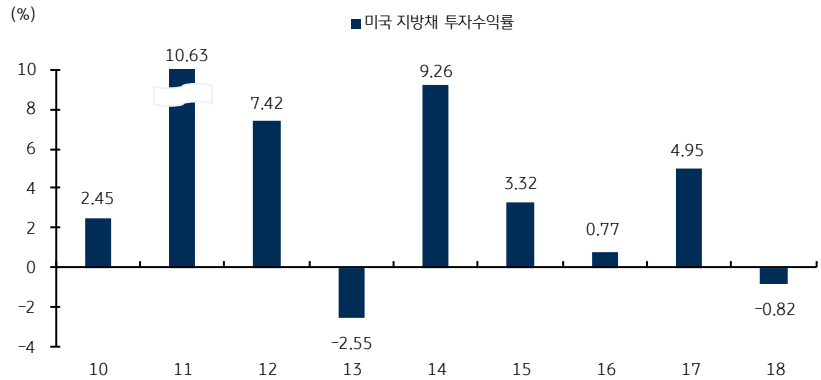
더불어 1조 달러 규모의 인프라 투자 사업 추진에 관련 예산이 450억 달러만 책정되어 있는 점을 감안하면, 2018년 초 트럼프 대통령의 국가 인프라 계획 초안의 내용처럼 PAB (Private Activity Bonds)가 향후 인프라 투자 재원의 핵심 조달방식이 될 것으로 예상된다.

PAB는 공공 프로젝트 (예: 수도, 전기, 가스, 운송, 에너지, 교육, 정부 건물 등)를 추진하기 위해 지방정부 (및 주정부)가 발행하는 면세채권으로 높은 신용등급과 금리메리트가 존재하는 만큼 매력적인 투자처가 될 전망이다. 일반적으로 1) 높은 신용등급에 비해 2) 금리 메리트가 존재하고, 특히 3) 회사채 대비 장기물 비중이 높아 투자자들의 관심이 높다.

다만, 발행 물량의 증가에 따른 가격 하락 우려가 존재하기 때문에 트레이딩 관점에서 접근하긴 어렵지만 장투기관들의 경우 PAB가 높은 금리의 장기물로 발행되는 점을 감안하면 선별적 투자가 가능할 것으로 판단된다.

2010년 이후 연평균 투자수익률은 약 3.94%. 올해 누적 투자수익률은 -0.82%를 기록했으나 미국채, 투자등급에 비해 제한적 손실 발생

그림 42. 지방채 인덱스 투자 수익률



자료: Bloomberg, KB증권

미국 투기등급, 차익실현 권고

투기등급

: 리스크 대비 낮은 기대수익률

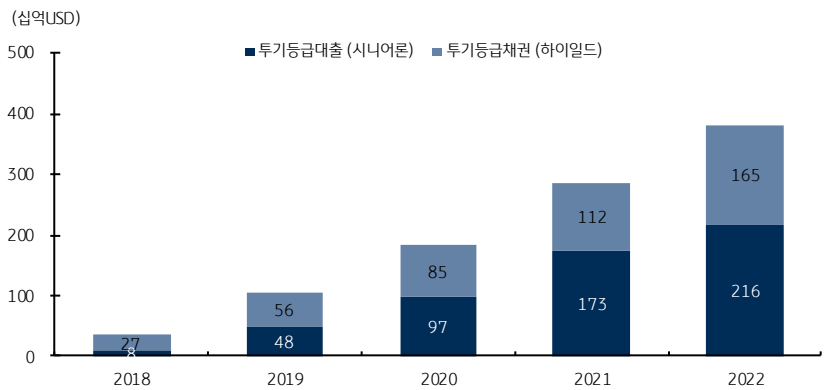
위험자산에 대한 투자심리 위축으로 투기등급자산도 최근 조정을 거쳤다.

그러나 여전히 높은 가격과 리스크 대비 낮은 기대수익률을 감안하면 이제 더 이상 투자 매력이 높지 않다. 1) 2019년 투기등급 채권/대출 만기도래 물량이 2018년 대비 3배 가량 증가하는 가운데 2) 기업들의 수익창출 능력 대비 부채 부담은 확대되고 있다.

Net Debt/ EBITDA는 4배를 넘어섰고, 이자보상배율이 2.8배 수준에서 더 이상 개선되지 못하고 있으며 부채대비 현금 창출능력은 저하되고 있다. 특히 투기등급 내 비중이 큰 IT, 통신, 에너지, 소비재 부문의 부채상환부담 관련 지표가 상대적으로 더 취약해 금리 상승 시 투기등급 자산 가격은 더욱 민감하게 반응할 가능성이 높아졌다

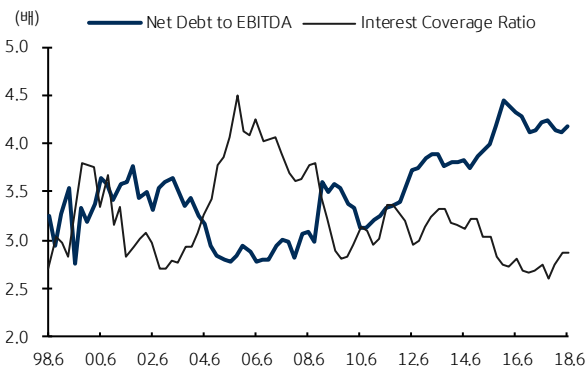
2019년 투기등급채권과 대출의 만기도래물량은 2018년의 3배 가량 증가. 예상치 못한 급격한 금리 상승 시 투기등급업체의 부채상환부담 크게 확대될 것

그림 43. 투기등급채권+대출 만기도래 스케줄



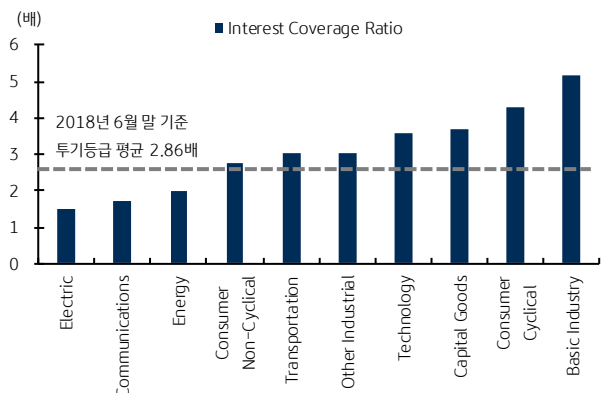
자료: Moody's, KB증권

그림 44. 투기등급업체의 부채 부담 확대



자료: Bloomberg, KB증권

그림 45. 투기등급 산업별 이자보상배율: 6월 말 기준 평균 2.86배



자료: Bloomberg, KB증권

하이일드채권

하이일드채권

: 2019년 연평균 신용스프레드 375bp
연내 차익실현 권고

2019년 미국 하이일드의 연평균 신용스프레드는 2018년 351bp (예상)보다 24bp 확대된 375bp로 제시한다 (BofAML US High Yield Master II OAS 기준).

최근의 조정 후에도 1) 여전히 높은 가격, 2) 낮은 기대수익률에 따른 투자수요 저하, 앞서 언급된 3) 글로벌 리스크들이 신용스프레드 확대 요인으로 작용할 가능성이 높기 때문이다.

하이일드채권에 대해서는 우선 연내 차익실현을 권고한다.

다만, 하이일드채권의 높은 금리 수준을 고려하면 포트폴리오에서 제외하기 아쉬운 자산인 만큼 2019년 상반기 조정 이후 투자매력이 다시 부각될 때 재투자를 고려해볼 만하다.

과거 평균 '하이일드 스프레드/투자등급 스프레드'는 3.32~3.65배 수준이었으며, 이를 하회하면 하이일드가 투자등급에 비해 상대적으로 높은 가격에 거래되고 있는 것으로 볼 수 있다. 향후 재투자 시점의 적정 하이일드 스프레드 레벨은 과거 평균을 감안해 투자등급 스프레드 대비 최소 3.32배 수준으로 판단된다 (예: 투자등급 스프레드가 125bp일때, 하이일드 스프레드는 415bp 정도가 되어야 함).

그림 46. 하이일드-투자등급 스프레드 상대배수

과거 평균 하이일드 스프레드/투자등급 스프레드는 3.3~3.6배 수준. 최근 이 수치는 3배 수준으로 하락. 이는 하이일드가 투자등급 대비 상대적으로 높은 가격에 거래되고 있다는 뜻으로 해석할 수 있음



자료: FRED, KB증권

표 7. 하이일드 신용스프레드의 적정 수준은?

하이일드 스프레드 / 투자등급 스프레드 (배) (A)	하이일드 신용스프레드 (C) = (A) * (B)				
3.65배 (20년 평균)	420	438	456	474	493
3.32배 (10년 평균)	382	399	415	432	448
3.41배 (7년 평균)	393	410	427	444	461
3.34배 (5년 평균)	384	400	417	434	450
3.40배 (3년 평균)	391	408	425	442	459
투자등급 스프레드 (bp) (B)	115	120	125	130	135

자료: Bloomberg, FRED, KB증권

주: 투자등급은 BofAML US Corporate Master OAS, 투기등급은 BofAML US High Yield Master II OAS 기준

시니어론

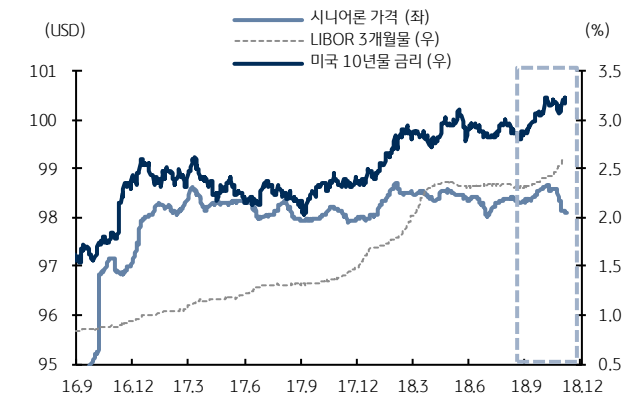
시니어론

: 자본수익은 더 이상 기대하기 어렵다

시니어론은 중장기 투자매력은 낮으나 당분간 현수준의 낮은 투자 수익률은 유지될 전망이다. 연준의 금리 인상으로 단기금리 상승의 호재가 있지만 투기등급 스프레드 확대 가능성이 높아진 점, 금리인상 후반기 례가격이 크게 상승하지 않는 점을 고려하면 더 이상 자본수익 (Capital gain)을 기대하기 어렵기 때문이다.

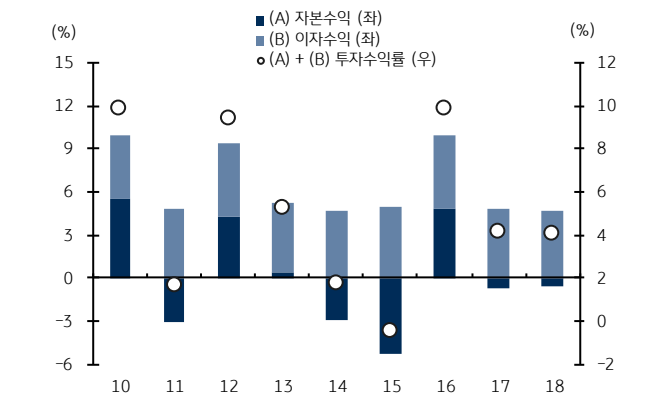
여기에 2019~20년 투기등급대출 리파이낸싱 물량이 크게 증가하는 점 (실제 만기는 2021년 이후 크게 증가하나 실제 리파이낸싱이 만기 이전에 이뤄지는 점을 감안하면 2019~20년 물량이 크게 증가) 또한 부담요인이다. 시장 변동성 확대 시 위험자산 회피에 따른 가격 하락 및 투기등급 대출 손실가능성에 유의해야 한다. 시니어론 투자는 내년 상반기 내 점진적 비중 축소가 필요하다는 판단이다.

그림 47. 단기금리는 상승했으나 시니어론 가격은 하락



자료: Bloomberg, KB증권

그림 48. 시니어론 투자수익률 추이: 자본손실 발생 중



자료: Bloomberg, KB증권

유로화 채권, 롤오버 시 환헤지 프리미엄 축소 유의

환헤지 롤오버 시 프리미엄 축소 고려 필요

미국 달러표시 채권의 환헤지 비용 부담에 상대적으로 금리는 낮지만 환헤지 프리미엄을 기대할 수 있는 유로화채권에 투자 관심이 크다. ECB가 양적완화 (QE)를 종료해도 당장 유로존의 금리인상 가능성이 높지 않기 때문에 현재의 환헤지 프리미엄 수준은 당분간 유지될 가능성이 높다 (1년 기준, 약 190bp).

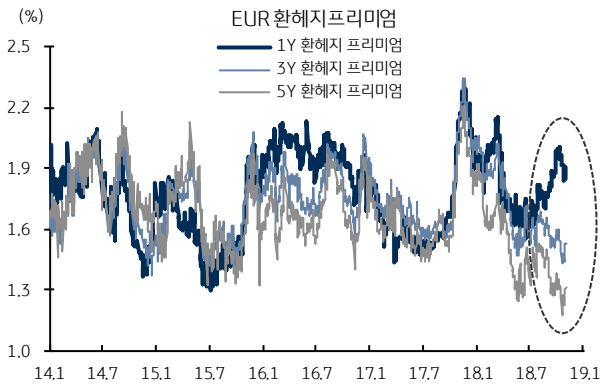
QE 종료 후에도 재투자가 지속되기 때문에 급격한 가격 변동 가능성 및 시장 충격은 없을 것으로 판단된다. 다만, 1) 신규 발행물의 큰 수요처가 없어지기 때문에 채권 가격 하락 가능성을 염두에 두어야 하며, 2) 2019년 4분기 이후에는 ECB의 통화정책 정상화에 따른 금리 인상 가능성이 존재하므로 환헤지 롤오버 시 프리미엄 축소 가능성을 고려한 투자가 필요하다.

투자등급에 한해 선별적 투자

다만, ECB 회사채 매입 프로그램 편입 비중이 높았던 유틸리티, 인프라/운송, 자동차, 통신섹터의 경우 일시적으로 가격 조정 가능성에 유의해야 한다.

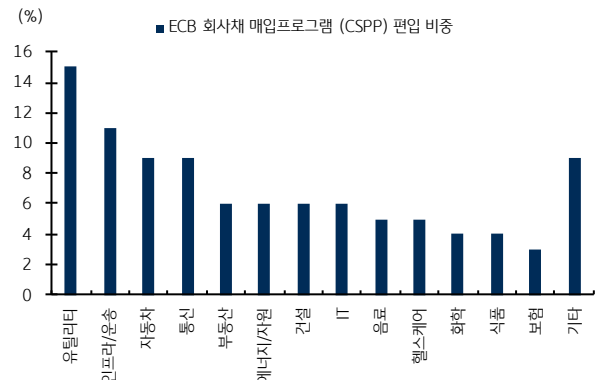
유로화 표시 투기등급자산의 경우에도 미국 투기등급자산과 마찬가지로 추가 가격 하락 가능성이 존재하기 때문에 적극적인 트레이딩은 어려울 것으로 예상된다. 다만, 하이일드채권보다는 시니어론이 성과는 나올 것으로 판단된다.

그림 49. 유로화 표시채권 환헤지 프리미엄은 매력적



자료: Bloomberg, KB증권

그림 50. ECB 회사채 매입 프로그램 산업별 편입 현황



자료: ECB, KB증권

한국 크레딧

눈치게임은 계속된다

크레딧 Analyst 전해현 02-6114-2094 haehyun.jeon@kbf.com

2018년 크레딧시장 Review : 경계감만 가득했던 2018년

2018년 크레딧시장은 우호적 수급에도 미중 무역분쟁과 국내외 통화정책에 대한 경계감으로 변동성이 제한된 흐름을 보였다.

크레딧 스프레드는 지난해 빨라진 연초 효과로 가파르게 축소된 이후 연초부터 약보합 흐름을 보였다. 미중 무역분쟁으로 금리가 가파르게 하락하면서 유통시장의 매수심리가 위축되기도 했다. 그러나 금리인상 가능성 부각에 따른 일시적 금리 상승으로 크레딧채권의 절대금리 메리트가 부각되면서 크레딧 스프레드도 일시적으로 가파르게 축소되었다. 이후 국내 금리인상 경계감으로 단기물을 중심으로 금리가 상승하면서 스프레드도 동반 확대 양상을 보이다가 연말 효과에 접어든 상황이다.

비우량 크레딧물의 경우 금리 상승을 일부 상쇄할 수 있는 높은 캐리매력을 보유하고 있어 크레딧 스프레드 축소가 지속되었다. 다만, 회사채의 경우 펀더멘털 개선이 가격 수준에 상당 부분 반영된 이후 약보합 흐름을 보였다.

미중 무역분쟁과 국내외 금리인상에 대한 경계감으로 유통시장이 다소 경직된 모습을 보이자 기관 자금집행이 발행시장으로 몰리면서 회사채 발행시장은 전년대비 자금유입강도와 발행스프레드 수준이 상당히 강했다.

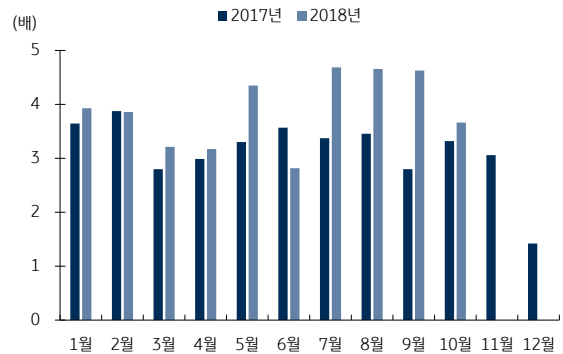
수급 측면에서는 비우호적 해외투자환경과 기관 운용규모 확대 등 수요는 증가했다. 그러나 공사채 순상환, 조달비용 상승 부담에 따른 2017년부터 선제적 발행과 발행만기 장기화로 전체 발행은 차환 수준에 그치면서 수요 우위의 시장을 형성했다.

그림 51. 국고채 금리 및 스프레드 추이



자료: 인포맥스, KB증권

그림 52. 회사채 발행시장 자금유입 강도 (AA급 기준)



자료: 전자공시시스템, KB증권

2019년 크레딧시장 Preview

: 변동성은 확대되나, 크레딧 스프레드 레벨은 전년과 유사한 수준

2019년 크레딧 스프레드는 예년 대비 변동성은 커지겠지만, 평균 레벨은 올해와 유사한 44bp 수준에서 등락할 것으로 예상된다.

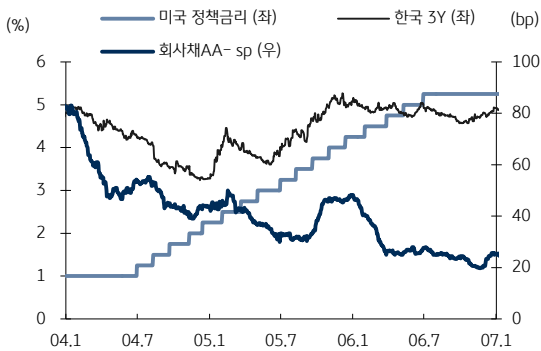
올해 11월 금통위를 기점으로 연말 효과가 줄어들면서 빨라진 연초효과로 크레딧 스프레드는 축소될 것으로 예상된다. 이후 2019년 상반기는 1) 국내외 통화정책에 대한 경계감과 2) 기업 펀더멘털 저하 우려가 크레딧 스프레드 확대 압력으로 작용할 전망이다.

하반기에는 금리변동성 축소로 1) 크레딧 투자환경이 개선되고, 상반기 약세 흐름을 보이면서 2) 높아진 크레딧물의 캐리매력이 부각되면서 매수세가 유입될 것으로 판단된다. 저가매수를 비롯해 매수 지연되던 기관들의 자금집행이 이뤄지면서 스프레드가 급격하게 축소되는 구간이 발생할 것으로 예상된다. 다만, 수급적 요인으로 스프레드 레벨이 낮아진 이후, 방향성은 기업 펀더멘털 개선 및 신용도 조정 여부에 따라 달라질 전망이다.

상반기 미국 금리인상에 대한 경계감 예상

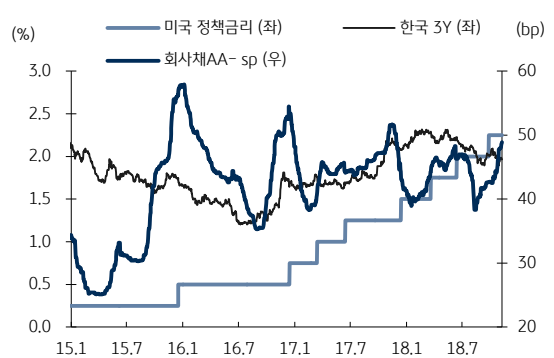
국내외 통화정책의 영향은 2019년에도 계속될 전망이다. 미국 금리인상 기초가 중반에 들어서면서 과거대비 영향력이 완화되고 있다. 그러나 2019년 미국 금리인상 단행 시기와 횟수에 대한 불확실성이 한미 금리차, 한미 금리 동조 가능성 등에 대한 우려로 이어질 경우 금리 변동성이 확대되면서 크레딧채권에 대한 투자심리를 위축시킬 수 있을 것으로 판단된다.

그림 53. 미 금리인상기 국고채 금리 상승 시 스프레드도 영향



자료: 인포맥스, KB증권

그림 54. 국고채 금리 및 크레딧 스프레드 추이



자료: 인포맥스, KB증권

**기업 펀더멘털 저하에 대한 우려 해소
여부가 하반기 방향성 결정**

기업 펀더멘털 저하에 대한 우려는 크레딧 유통시장에 부정적으로 작용할 전망이다. 3분기 일부 우량 기업의 실적이 부진한 가운데, 미중 무역분쟁, 국내 경기 둔화 가능성 등을 감안한다면 2019년 기업 실적의 추가 개선을 기대하기 어렵다. 아직까지 다수의 등급 하향이 이뤄질 만큼 크레딧시장 전반에 부정적인 상황은 아닌 것으로 판단된다. 다만, 실적 개선세를 보여온 일부 업종과 그룹 내 중요도가 높은 기업들의 실적 부진이 하반기까지 이어질 경우 기업 펀더멘털 저하 우려로 투자심리 위축이 예상된다.

**우호적 수급, 투자환경 개선 시 스프레드
축소 가속화**

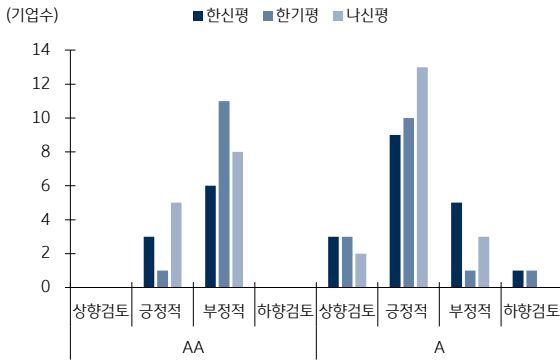
2019년에도 비우호적 해외투자여건, 기관 운용규모 확대 등 수요처는 늘어나는 가운데, 발행 유인은 크지 않아 우호적 수급이 예상된다. 국내외 통화정책에 대한 경계가 완화되는 하반기 투자여건이 개선될 경우 스프레드 축소 속도를 가속화하는 요인으로 작용할 것으로 판단된다.

**전망의 리스크요인은 기업 신용위험
증가와 수급 부담 발생**

전망의 리스크 요인으로는 기업 신용위험 증가와 수급부담 발생을 들 수 있다. 먼저, 현재 상위 등급 중 '부정적' 아웃룩을 부여 받고 있는 기업이 상대적으로 많다. 계열 지원 주체, 그룹 내 중요도가 높은 기업들의 신용도 하락이 발생할 경우 관계 기업 신용도의 구조적 하락 및 지원 가능성 약화 우려로 투자심리 위축이 심화될 것으로 판단된다.

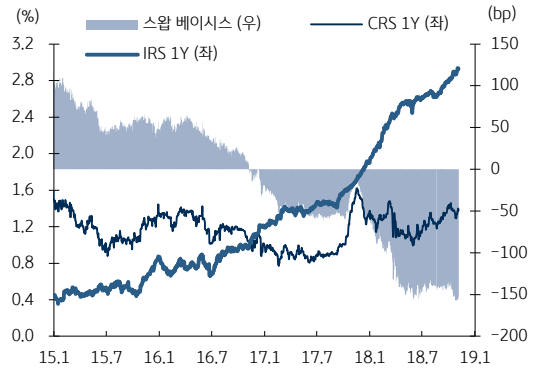
또한 하반기 환헤지비용 개선으로 해외 투자여건이 우호적으로 조성될 경우 기관들의 해외 투자가 늘어나면서 크레딧채권 투자는 줄어들 가능성이 있다. 수요처의 자금집행이 줄어들면서 크레딧 스프레드 레벨이 조금 높아질 수 있을 것으로 판단된다.

그림 55. 등급별 아웃룩: AA급은 '부정적', A급은 '긍정적' 우위



자료: 신평3사, KB증권

그림 56. 환헷지 프리미엄 추이



자료: Bloomberg, KB증권

투자전략

: 절대금리 매력은 여전히 유효

국내 경기 둔화에 따른 금리 하향안정화 가능성 감안 시 금리 상단 탐색을 통한 절대금리 측면에서의 접근이 필요할 전망이다. 변동성이 축소되는 시점에서 빠르게 매수할 경우 Capital Gain과 Carry를 동시에 향유할 수 있을 것으로 판단된다. 변동성은 회사채와 여전채가 가장 크고, 은행채, 공사채 순으로 줄어들 것으로 예상된다.

회사채의 경우 '부정적' 아웃룩을 부여 받은 기업수가 AA급에 상대적으로 많아 등급조정에 대한 우려는 상위 등급에서 더욱 높게 형성될 것으로 보인다. 경기 둔화 우려가 제기되고 있는 만큼 우량 등급에 대한 선호가 높아지긴 하겠으나, 우량 크레딧물 내에도 개별 펀더멘탈에 따른 선별적 접근이 필요할 것으로 판단된다.

A급 이하 크레딧물의 경우 실질 지원 주체의 등급 및 아웃룩 조정에 따라 계열사의 신용도가 구조적으로 하락할 가능성이 있어 유의할 필요가 있다. 또한 금리 상승을 상쇄할 수 있는 높은 캐리매력이 부각되면서 이미 펀더멘탈 개선이 가격 수준에 지속적으로 반영되어 왔다. 상대적으로 반영된 정도가 크지 않은 여전채는 추가 반영 가능성이 있으나, 회사채는 Capital gain보다 Carry 목적의 접근이 필요하다는 판단이다.

그림 57. 국고채 금리 및 회사채 스프레드 전망

2019년 변동성은 확대되나, 크레딧 스프레드 레벨은 전년과 유사한 수준, 절대금리 매력은 여전히 유효



자료: 인포맥스, KB증권

2019년 섹터별 수급 전망

섹터별 수급 전망

: 수요 > 공급

2019년에도 크레딧시장은 수요 우위의 시장이 형성될 것으로 판단된다. 비우호적인 해외투자환경과 기관 운용규모 확대 등으로 크레딧채권 매수여력은 늘어나겠지만, 공급은 2018년을 크게 벗어나지 않을 전망이다.

수요 측면

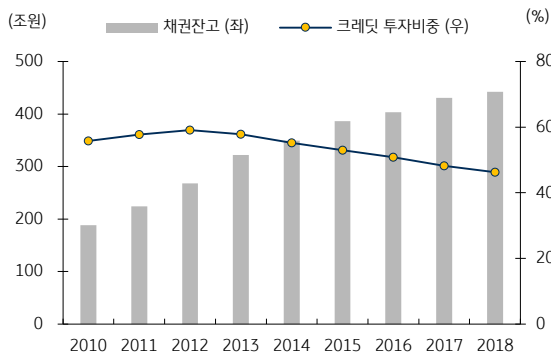
: 기관 크레딧채권 투자여력 증가 예상

기관 크레딧채권 잔고는 10월 말 기준 전년 말 대비 32조원 증가했다. 보험권 크레딧채권 잔고는 전년 대비 감소했으나, 유동성이 늘어난 은행권을 중심으로 순매수가 증가한 영향이다.

금리가 상승 전환한 이후 기관 채권잔고는 연평균 6%씩 증가했다. 기관별 잔고를 살펴보면 기금은 견조하게 증가했고, 보험은 증가폭 둔화, 투신권은 감소, 은행은 증가폭이 확대되었다. 이 중 잔고가 줄어든 기금을 제외하고 크레딧채권 투자비중은 모두 하락했다.

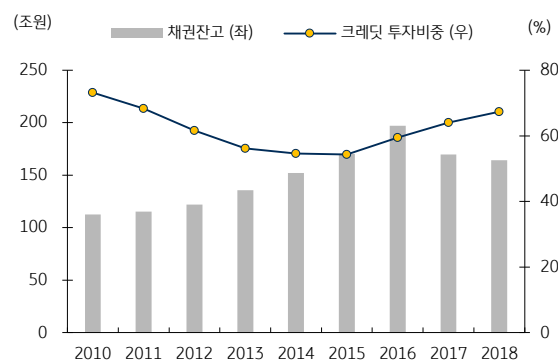
금리가 상승 전환한 2016년부터의 기관별 크레딧채권 투자비중 추이와 최근 5년간 채권잔고 증가율로 주요 기관의 크레딧채권 매수 여력을 추정해보면 약 37조원이다. 사모펀드, 증금 등 기타 기관들의 크레딧채권 잔고 증가 추세까지 감안 시 전체 기관의 매수여력은 이를 상회할 전망이다.

그림 58. 채권잔고 및 크레딧채권 투자비중 추이 (1) 보험



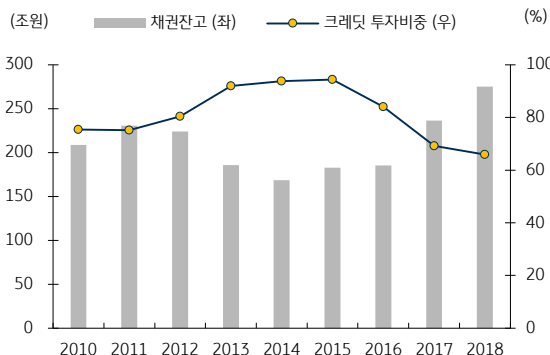
자료: 인포맥스, KB증권
주: 특수채, 금융채, 회사채 합산, 2018년은 10월 말 기준

그림 59. 채권잔고 및 크레딧채권 투자비중 추이 (2) 투신



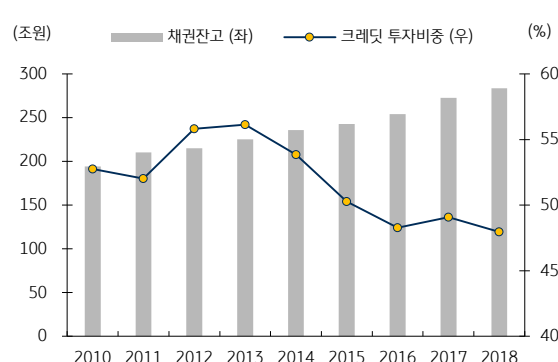
자료: 인포맥스, KB증권
주: 특수채, 금융채, 회사채 합산, 2018년은 10월 말 기준

그림 60. 채권잔고 및 크레딧채권 투자비중 추이 (3) 은행



자료: 인포맥스, KB증권
주: 특수채, 금융채, 회사채 합산, 2018년은 10월 말 기준

그림 61. 채권잔고 및 크레딧채권 투자비중 추이 (4) 기금



자료: 인포맥스, KB증권
주: 특수채, 금융채, 회사채 합산, 2018년은 10월 말 기준

수요 측면

: 기관 크레딧채권 투자여력 증가 예상

보험권의 경우 미국과 국내의 금리인상 기조가 중후반에 접어들면서 국내 금리에 미치는 영향력이 이전 대비 완화될 것으로 예상되어 크레딧채권 투자 증가가 예상된다. 국내 경기 둔화 우려가 향후 예상되는 금리 상승폭을 제한할 것으로 보이며, 건조한 자산성장과 비우호적인 해외투자여건도 건조한 수요를 유지하는 요인으로 작용할 것이다.

또한 미중 무역분쟁 등 글로벌 금융시장 불확실성 감안 시 안전자산 선호가 높아질 것으로 예상되어 기금의 채권 투자비중도 높아질 것으로 판단된다. 은행도 예금 증가 등 유동성 확보로 채권 투자는 지속되겠으며, 금리 하향안정화 감안 시 캐리매력이 높은 크레딧채권 투자는 지속될 것으로 판단된다.

공급 측면

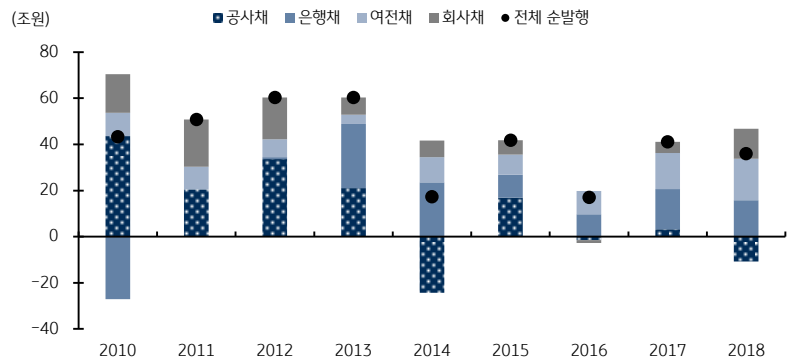
: 과거 크레딧채권 순증을 견인한 공사채, 은행채 발행 둔화 전망

2019년 전체 크레딧채권 잔액은 2018년과 유사한 수준으로 증가할 전망이다. 과거 크레딧채권 순증을 견인해온 공사채 (2010~2013년)와 은행채 (2013~2018년)의 순발행 증가 가능성이 크지 않기 때문이다.

여전채는 비우호적인 영업환경에 따른 관리자산 성장 둔화와 대출 및 건전성 규제가 외형성장을 둔화시키면서 순발행이 2018년 대비 크게 늘어나기 어려울 것으로 보인다. 회사채의 경우 2017년부터 이어진 기업들의 선제적 자금조달과 투자부담 완화로 순발행 감소가 예상된다.

그림 62. 크레딧채권 섹터별 순발행 추이

크레딧채권 순증을 견인한 공사채 (2010~2013년),
은행채 (2013~2018년) 순발행 증가 가능성 크지 않음



자료: 인포맥스, KB증권
주: 2018년은 1~10월 누적 기준

(1) 공사채 - 순상환 예상

공사채는 LH공사와 예금보험공사의 순상환 기초, 가계대출 및 부동산 규제에 따른 MBS 발행물량 제한 등으로 순상환이 예상된다.

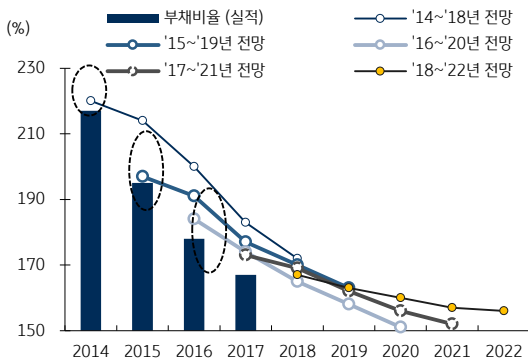
공공기관 재무건전성 개선 노력 지속

2018년부터 공사채 총량제는 폐지되었으나, 1) 해당 규제가 개별 공공기관의 부채감축 계획과 함께 이중적으로 이뤄졌고, 2) 주요 공공기관은 ‘중장기 재무관리 계획’에 의거 2020년까지 재무건전성 개선노력을 기울일 가능성이 높아 공공기관 재무건전성 개선 흐름이 이어질 전망이다.

기획재정부도 부채 증가 크지 않을 것

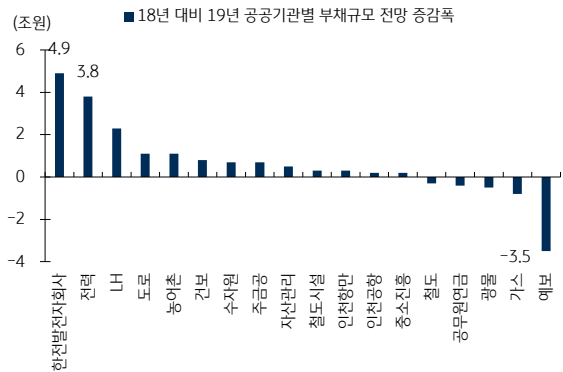
기획재정부는 2018~2022년 중장기 재무관리계획을 통해 전력공사, 한전 발전자회사, LH공사의 2019년 부채규모 전망을 2조원 이상 상향했다. 다만, 이자부담부채와 공사채를 통한 자금조달 증가는 이보다 작을 것으로 예상되며, 회사채로 분류되는 한전 발전자회사를 제외 시 공사채 순증 가능성은 크지 않을 것으로 예상된다.

그림 63. 공공기관 부채비율 및 부채비율 전망 변화



자료: 기획재정부, KB증권

그림 64. 2019년 공공기관 부채전망 전년계획대비 0.3조원 상향



자료: 기획재정부, KB증권

LH공사, 예금보험공사 순상환 가능성, MBS 발행 둔화 등이 순상환 견인

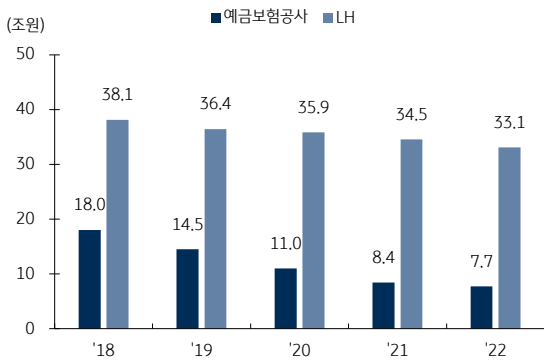
특히 잔액 비중이 높은 MBS의 발행 둔화와 LH공사의 순상환 기초, 매년 순상환 규모가 큰 예금보험공사의 순상환이 특수채 순상환을 견인할 전망이다.

LH공사는 2019년부터 이자부담부채가 늘어날 것이라 밝힌 바 있다. 그러나 CP 등 단기차입금을 포함한 공사채는 2022년까지 꾸준히 감소할 계획으로 2019년에도 순상환 기초가 이어질 것으로 예상된다.

예금보험공사도 2022년까지 자산매각 등 강도 높은 부채감축과 함께 순상환 기초를 보이고 있다. 예금보험공사의 사채 잔액은 10월 말 기준 17.4조원이며, 예금보험공사는 2018~2022년 중장기 재무관리 계획을 통해 사채 규모를 2022년 7.4조원까지 줄일 것이라 전망한 바 있다. 또한 내년 1월 우리은행의 지주사 전환이 예정되어 있다. 예금보험공사가 보유한 우리은행 지분은 18.43%이며, 향후 지분 매각 시 추가 유동성 확보가 가능해 순상환 기초가 이어질 전망이다.

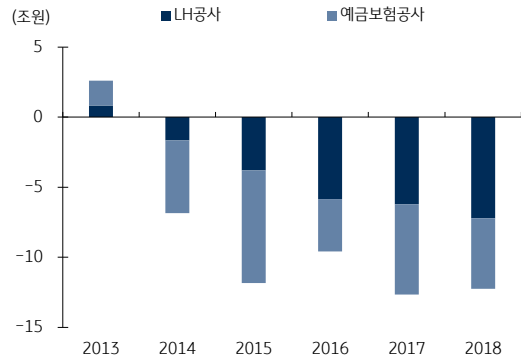
MBS 발행 둔화도 지속될 가능성이 높다. 2016년, 2017년 14~15조원 순발행되던 MBS는 2018년 1~10월 누적 0.4조원 순발행에 그쳤다. 2016년 말 보증자리론 자격 요건 제한 및 대출 한도 기준 강화, 2017년 적격대출에 강화된 대출규제 적용 (8.2 부동산대책), 2018년 LTV 강화, 신 DTI, DSR 도입 등 대출 규제로 정책모기지 수요를 억제하는 정책이 지속적으로 시행되었기 때문이다. 정부의 부동산 및 가계대출 규제를 감안 시 2019년 정책모기지 수요가 늘어날 유인은 제한적이며, MBS 발행도 둔화 흐름을 이어갈 것으로 판단된다.

그림 65. 개별 부채감축계획에 따른 차입규모 전망



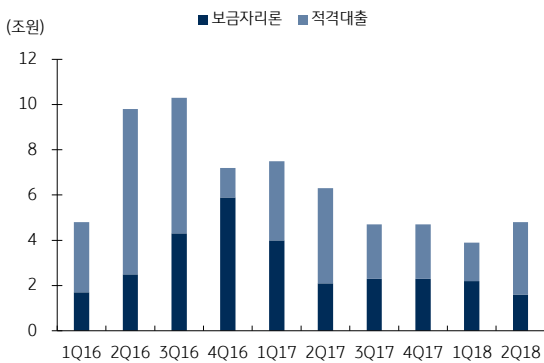
자료: 예금보험공사, LH공사, KB증권
 주: 공사채, CP 등 차입금 합산

그림 66. LH공사, 예금보험공사 연간 순발행 추이



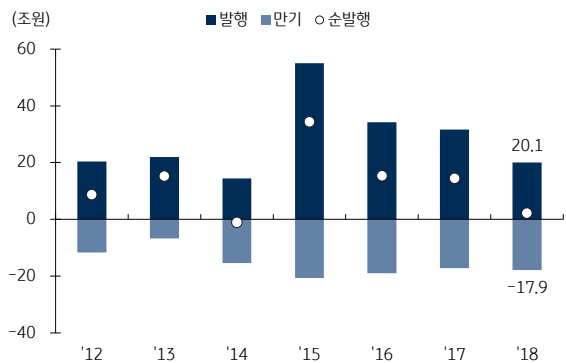
자료: 인포맥스, KB증권

그림 67. 정책 모기지 추이



자료: 금융감독원, KB증권

그림 68. 연도별 MBS 발행/만기도래 물량 추이



자료: 인포맥스, KB증권

순발행 증가 가능성: 전력공사, 남북경협, 해양진흥공사

향후 발행이 증가할 수 있는 요인으로는 한국전력공사와 해양진흥공사의 발행 증가, 남북경협 진행 등을 들 수 있다. 먼저, 한국전력공사의 경우 아직 요금인상 여부가 불투명한 상황이며, 수익성 부진이 지속될 경우 현금여력 확보 차원에서 발행이 늘어날 수 있다는 판단이다.

또한 남북 경제협력사업에 따른 남북 도로연결 공사가 진행될 경우 발행 증가로 이어질 수 있다. 언론 보도에 따르면 철도 및 도로 연결공사 연내 착공을 남북정상이 합의했으며, 남측 공사비용은 2.8조원 수준으로 알려졌다. 아직 공사 시행 시기와 자금조달 방식이 정해지지 않았으나, 일부를 사채로 조달할 경우 관련 공사들의 발행은 늘어날 가능성이 있다.

2018년 8월 출범한 한국해양진흥공사도 내년부터는 발행이 이뤄질 가능성이 있다. 한국해양진흥공사는 해운업 경쟁력 강화를 위해 만든 기관으로 현대상선의 선박건조자금을 지원할 계획이나, 아직 유동성을 확보하지 못한 상황이다. 해양수산부의 관리감독과 정부의 해운사업 재건 의지 등 정책적 중요도가 높아 내년부터는 발행물량 출회가 이뤄질 가능성이 있을 것으로 판단된다.

(2) 은행채 - 순발행 감소 예상

은행채 순발행은 2018년 대비 감소할 전망이다. 정부 정책의 영향에 따른 가계대출 증가율 둔화와 예금 증가 가능성을 감안 시 발행을 통한 추가 유동성 확보 니즈는 낮다는 판단이다.

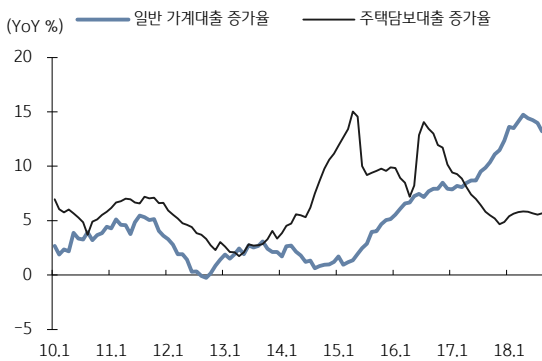
가계대출 증가율 둔화 예상

은행의 가계대출은 2014년 하반기부터 가파르게 증가했다. 주택담보대출 증가율은 2016년 하반기부터 둔화되어 2018년부터 5% 내외를 유지하고 있다. 일반 가계대출 증가율은 대출 금리 하락으로 가파르게 높아졌으나, 4월 DSR (총부채원리상환비율) 시범 시행 이후 증가율이 둔화되었다. 10월부터 고DSR 등 강화된 규제 시행으로 증가율 둔화는 2019년 가속화될 것으로 보인다. 한편, 기업대출의 경우 우량 중소기업이 한정된 만큼 대출 증가 시 은행의 건전성 부담을 높일 수 있어 가파르게 늘어날 가능성은 제한적이다. 전반적인 대출 증가율은 5% 내외에서 관리될 것으로 판단되며, 필요자금 규모는 축소될 가능성이 높다.

은행 예수금 증가로 유동성 늘어나

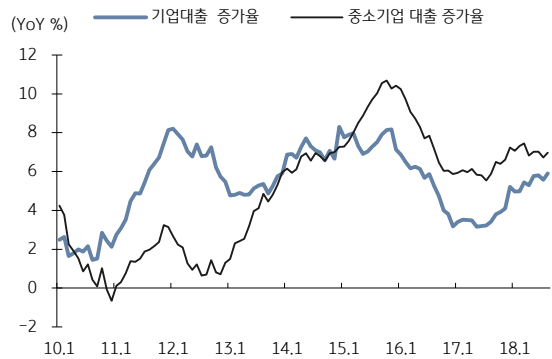
반면, 은행권의 유동성은 오히려 늘어났다. 2020년부터 시행되는 예대율 산정방식 변경에 대응하기 위한 은행권의 지속적인 예금 유치 노력으로 예수금이 크게 늘어났기 때문이다. 특히 정기예금의 경우 올해 1~8월 누적 57조원 증가하면서 이미 지난해 연간 증가규모인 30조원을 상회했다. 2019년에는 우 국내 경기 둔화 우려, 미중 무역분쟁 등 글로벌 금융시장 불안 가능성을 감안 시 예금 증가세가 이어지면서 은행권 발행니즈가 더욱 낮아질 전망이다.

그림 69. 예금은행 가계대출 증감률 추이



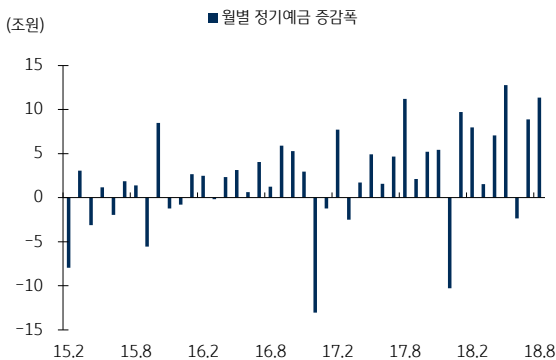
자료: 한국은행, KB증권

그림 70. 예금은행 기업대출 증감률 추이



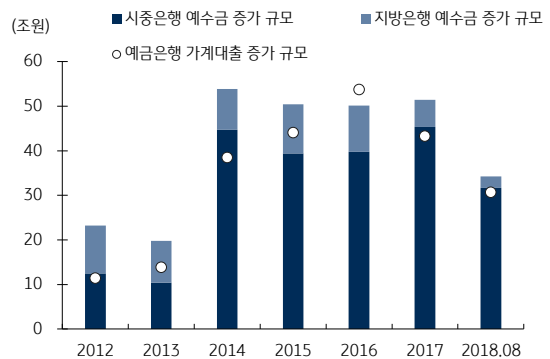
자료: 한국은행, KB증권

그림 71. 월별 정기예금 증감폭 추이



자료: 한국은행, KB증권

그림 72. 은행 예수금 및 가계대출 전년 말 대비 증가 규모



자료: 한국은행, KB증권

주: 증가 규모는 전년 말 대비, 시중은행 및 지방은행 예수금은 6월 말 기준

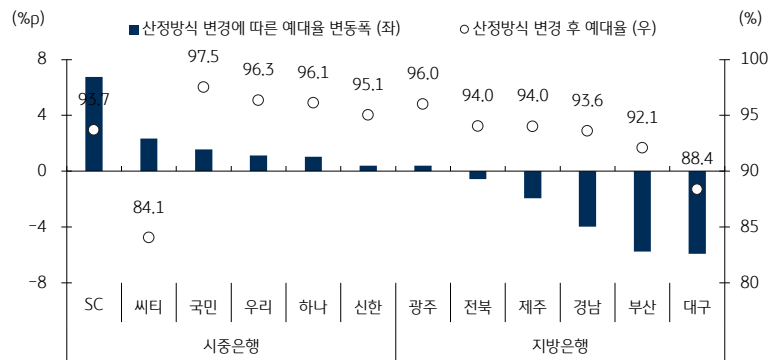
예대출 산정방식 변경에 대한 대응은 완료

은행들은 2020년 도입이 예정된 예대출 산정방식 변경에 이미 선제적 대응이 완료된 것으로 판단된다. 변경된 산정방식에 따르면 대출금 산정 시 가계대출 가중치는 15% 상향, 기업대출 가중치는 15% 하향되고, 개인사업자대출 가중치는 현재와 동일한 0%를 유지하게 된다.

가파른 가계 대출 증가에도 은행권의 예금 유치 노력이 지속되면서 2분기 말 기준 예대출에서 산정방식을 변경하더라도 규제 수준인 100%를 상회하는 은행은 없는 것으로 추정된다. 특히 기업대출 비중이 높은 지방은행의 경우 오히려 산정방식 변경 시 예대출 하락이 예상된다. 가계대출 증가에 준하는 수준의 예금 확보로도 예대출 규제 수준인 100%는 충족할 수 있을 것으로 판단된다.

그림 73. 산정방식 변경에 따른 예대출 변동폭 및 변경 후 예대출

산정방식 변경 이후 100%를 상회하는 은행은 없음



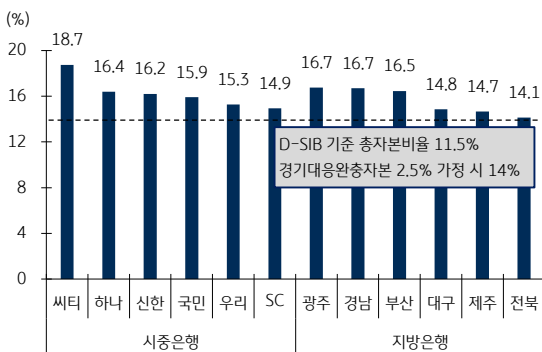
자료: KB증권 추정

BIS 비율 준수 노력은 지속될 전망

2019년 은행들은 바젤3 최종 규제수준의 적용을 받게 될 예정이다. 2019년 충족해야 하는 BIS자기자본비율은 국내 시스템적 중요은행 (이하 'D-SIB') 기준 11.5%, 그 외 은행 기준 10.5%이다. 지난 5월 금융위원회는 가계부채 경기대응완충자본 도입을 예고한 바 있으며, 이를 최대인 2.5%로 가정할 경우 D-SIB의 BIS 자기자본비율은 14%를 상회해야 한다.

2분기 말 기준 은행 BIS자기자본비율은 모두 14%를 상회하고 있다. 다만, 기존에 발행된 후순위채의 자본인정 차감, 고위험 주담대 위험가중치 상향 등을 감안 시 2019년에도 은행 신종자본증권 발행은 지속될 가능성이 높다.

그림 74. 은행별 BIS자기자본비율



자료: 금융통계정보시스템, KB증권

주: 2분기 말 기준

표 8. 개별 은행 연간 자본 미인정 규모

구분	은행명	2019	2020	2021	2022	2023
시중	국민	0	0	0	0	1,100
	신한	1,810	3,010	3,930	3,930	2,420
	우리	955	955	1,455	1,855	1,200
	하나	180	1,380	1,780	2,180	2,600
지방	경남	500	700	900	1,000	800
	광주	387	387	527	527	440
	대구	290	490	690	690	400
	부산	300	500	500	500	400
	전북	200	360	520	520	520
	제주	0	40	140	200	200
	농협	1,350	2,950	4,150	4,150	4,100
특수	기업	1,800	2,600	3,400	4,200	5,200
	산업	1,400	2,800	4,680	5,680	5,680
	수출입	0	0	1,000	1,000	1,000
	수협은행	300	300	300	300	0

자료: KB증권 추정

주: 바젤2 신종자본증권, 바젤3 후순위 자본인정 차감 합산

(3) 여전채

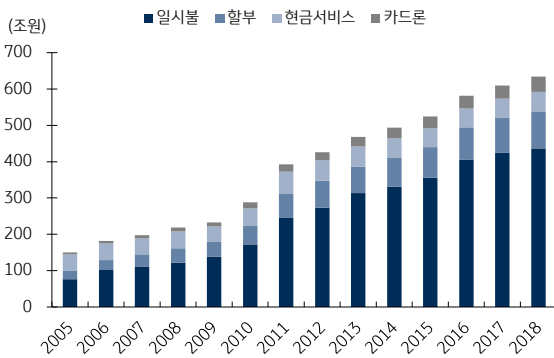
여전채는 지속되는 외형성장 감안 시 순발행 증가가 예상된다. 다만, 비우호적인 영업환경에 따른 관리자산 성장 둔화와 대출규제로 과거대비 순발행 증가폭은 크지 않을 전망이다.

외형 성장 둔화로 순발행 증가폭 크지 않을 것

카드사는 신용판매 성장 둔화, 대출총량 규제에 따른 카드론 증가 제한 등으로 관리자산 성장 둔화가 예상된다. 가계 총량규제에서 제외된 중금리대출은 늘어나겠지만, 관리자산 성장(2012~2017년 평균 37조원)에 비해 중금리대출은 2020년까지 7조원 증가에 그칠 것으로 예상되어 자산 성장 및 수익성에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 보인다.

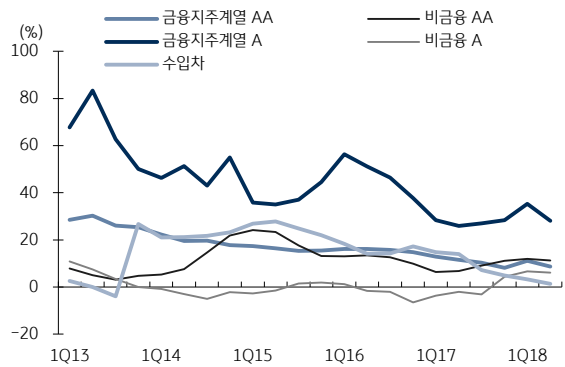
캐피탈사 역시 자동차 판매 부진, 자동차금융 경쟁심화, 대출 규제 등에 따른 외형성장 둔화가 예상된다. 그러나 기존의 자산 성장이 은행계열을 중심으로 가파르게 진행(2015~2017년 평균 19%)된 만큼 비우호적 영업 환경을 감안하더라도 2019년 8% 내외의 자산성장이 이뤄지면서 여전채 발행 순증을 견인할 것으로 판단된다.

그림 75. 카드 관리자산 추이



자료: 금융통계정보시스템, KB증권
 주: 2018년은 6월 말 기준

그림 76. 캐피탈 관리자산 성장률 추이



자료: 금융통계정보시스템, KB증권
 주: 금용지주계열 AA는 KB, BNK, 산은, 신한, JB우리, IBK, 하나캐피탈, 금용지주계열 A는 NH농협, 메리츠, DGB, 비금융지주계열 AA는 현대커머셜, 롯데, 비금융지주계열 A는 애꾸온, 아주, 한국, 효성, 수입차는 BMW, RCI, 폭스바겐, 메르세데스벤츠파이낸셜

신용도 변동 가능성 염두에 둘 필요

2019년에는 캐피탈사를 중심으로 여전사의 신용도 변동 가능성에 유의할 필요가 있을 것으로 판단된다. 매각에 따른 지원주체 변동 및 지원 주체의 신용도 변화 등 지원주체 관련 불확실성이 상존해 있기 때문이다.

신용도 변동 가능성이 조달금리에 영향을 줄 것으로 예상되어 발행사들은 자체적인 발행 규모 조절을 진행할 것으로 보이며, 2019년 신용도 변동 가능성이 점진적으로 개별 가격 수준에 반영되는 과정을 거치게 될 것으로 판단된다.

지원 주체 관련 불확실성이 있는 캐피탈사의 순발행 비중은 최근 3년 평균 33.4%로 작지 않으나, 카드사의 순발행 비중은 0.8%로 극히 낮다. 이에 따라 해당 이슈는 카드사보다 캐피탈사 순발행에 더 크게 작용하면서 순발행 증가를 제한하는 요인으로 작용할 전망이다.

표 9. 2019년 여전사 내 신용도 변화 가능성

기업명	신용도 변화 가능성
롯데카드 (AA0), 롯데캐피탈 (AA-)	롯데쇼핑 '부정적' 등급전망 부여, 롯데그룹 금산분리에 따른 매각 (19년 10월)
현대카드 (AA+), 현대캐피탈 (AA+), 현대커머셜 (AA-)	현대차 '부정적' 등급전망 부여
아주캐피탈 (A0)	우리은행 우선매수청구권 펀드 만기 (19년 6월)
엔에이치농협캐피탈 (A+)	'긍정적' 등급전망 (한신평, 나이스)

자료: KB증권 정리

여전사 규제 강화 영향 가시화

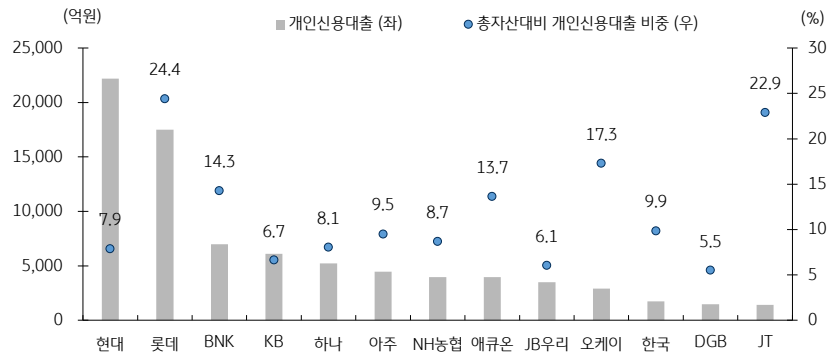
지난 10월부터 시행된 대출총량 제한 및 여신관리 강화 규제에 따른 영향이 2019년 가시화될 전망이다. 향후 경기 둔화에 따른 저신용 차주 채무상환능력 약화 가능성을 감안 시 건전성 저하에 따른 총당금 적립 부담 완화과 같은 긍정적 효과가 예상된다. 다만, 대출 둔화에 따른 수익성 부진, 대출총량 준수를 위한 대출 포트폴리오 조정 등에 유의할 필요가 있을 것으로 판단된다.

상반기 DSR 관리지표 도입 예정

10월 여전사에 DSR 시범적용이 시작된 가운데, 이를 바탕으로 2019년 상반기 DSR 관리지표 도입이 예정되어 있다. 은행권의 경우 DSR 시범운영만으로도 가계부채 증가율이 둔화되기 시작했다. 이를 감안 시 여전사도 시범운영에 따른 신용대출 증가세 둔화가 예상되며, 상반기 관리지표 도입 이후 추가 둔화될 전망이다.

대출 총량 규제로 개인신용대출 규모 및 비중이 높은 기업은 대출 성장 제약 예상

그림 77. 캐피탈사 개인신용대출 규모 및 비중



자료: 한국기업평가, KB증권
 주: 2018년 6월 말 기준, 총자산대비 비중이 5% 미만이거나, 개인신용대출 잔액이 1,000억원 미만인 캐피탈사는 제외

표 10. 여전사 관련 규제

구분	시행일자	주요 내용	도입 목적
가계부채 종합대책	2018년 10월 시범운영	총부채원리금상환비율 (DSR) 도입 - 적용대상: 주담대, 신용대출 등 모든 종류의 가계대출 취급 시 DSR을 적용하되, 서민금융상품 등 일부 대출의 경우 예외 허용 - 소득산정: 新DTI 소득 산정 방식과 동일. 동 기준에 따른 소득산정이 어려울 경우에는 조합 및 금고에게 자율성 부여	- 금융업권에 DSR을 단계적으로 도입해 차주의 상환능력을 정확히 평가
	2019년 상반기 관리지표 도입 예정	- 부채산정: 대출종류 (주담대, 신용대출, 한도대출), 상환방식(분할상환, 일시상환) 등에 따라 차주의 실질적 상환부담을 합리적으로 반영	- 부동산임대업 등 특정업종에 대한 과도한 대출쏠림 방지 등 편중리스크 관리 강화
여신전문금융업법 시행령 개정안	2018년 10월 부터 시행 예정	여신전문금융회사의 대출규제 합리화 - 여신전문금융회사가 대부업자 등에 취급한 대출을 여신전문금융회사의 한도규제 대상 대출범위에 포함하고, 중금리대출은 대출금의 80%만 한도규제 대상에 포함 - 여신전문금융회사는 총자산 대비 가계대출 규모를 30% 이내로 유지 필요 - 대부업자 등에 대한 대출도 기업대출에서 가계대출로 분류해 한도규제 대상에 포함	여신전문금융회사의 고금리 가계대출을 중금리·생산적 대출로 유도
개인사업자대출 가이드라인	2018년 10월 부터 시행 예정	- 금융회사가 대출규모, 대출증가율 등을 고려하여 자체적인 관리대상업종을 선정 (3개 이상)하고 업종별 여신한도 설정 - 부동산임대업 이자상환비율 (Rent to Interest, RTI)을 산출하여 해당 대출의 적정성 여부 심사 (RTI 기준: 주택 1.25배, 비주택 1.5배) - 담보 부동산의 유효담보가액을 초과하여 부동산임대업 대출을 받는 경우 "유효담보가액 초과분"을 매년 1/10씩 분할상환	가계대출 여신관리 강화
여신심사 가이드라인	2018년 10월 부터 시행 예정	- 객관적인 소득증빙을 통해 상환능력을 꼼꼼히 확인 - 주택구입자금 등 소득대비 큰 금액의 대출은 처음부터 분할상환 - 변동금리대출은 미래 금리인상 가능성을 고려한 대출금액 산정	금리상승에 따른 리스크 요인 최소화

자료: 금융위원회, KB증권

(4) 회사채

회사채는 순발행 감소가 예상된다. 1) 향후 예정된 설비투자가 크지 않고, 2) 국내외 통화정책 경계감으로 이미 선제적으로 자금조달을 진행한 바 있으며, 3) 발행사들의 실적이 개선되면서 현금 여력도 확보해 자금 확보의 필요성도 크지 않기 때문이다.

설비투자 감소 전망

설비투자는 2017년 반도체, 디스플레이 관련 투자 증가로 늘어났다. 그러나 해당 투자가 일단락되면서 2018년 설비투자는 감소 전환했으며, 감소폭이 확대되고 있다. 제조업 평균 가동률이 하반기 소폭 높아지긴 했으나, 2018년 평균 가동률은 2017년과 유사한 73%로 개선되었다고 보기 어렵다. 또한 생산능력도 저하되는 등 생산여건이 나빠지고 있어 2019년 설비투자가 늘어날 가능성은 제한적이라 판단된다.

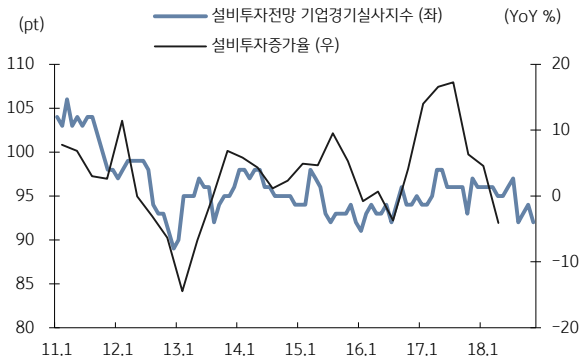
2017년 선제적 발행

2017년부터 금리인상 기조에 따른 조달비용 상승 이전 선제적 자금조달이 이뤄진 점도 발행 감소 유인이다. 또한 올해 4분기 예상보다 금리 레벨이 더욱 낮아지면서 2019년 만기도래 물량 중 일부를 차환하기 위한 자금도 선제적으로 마련했을 것으로 보인다. 향후 경기 둔화에 따른 금리 하향 안정화를 감안 시 추가적인 선제 발행 가능성은 낮을 것으로 예상된다.

실적 개선에 따른 현금 여력 확보

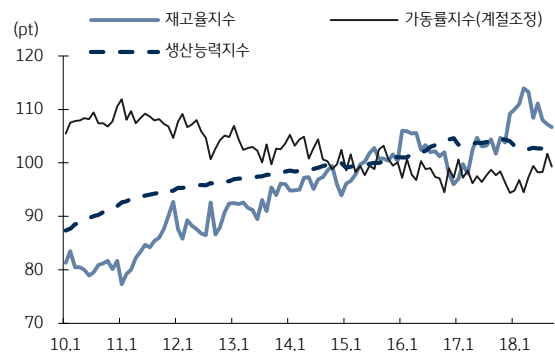
발행사들이 수익성 개선을 통해 현금여력을 확보해온 점 또한 발행 감소 유인이다. 추가 유동성 확보 니즈가 크지 않은 가운데, 조달비용 부담을 감수하면서 불필요한 외부차입을 늘릴 가능성은 제한적이기 때문이다. 하반기 예상보다 금리가 낮아질 경우 발행 증가가 이뤄질 가능성도 있으나, 전반적으로 차환 위주의 발행이 예상된다.

그림 78. 설비투자 증가율 및 설비투자 전망



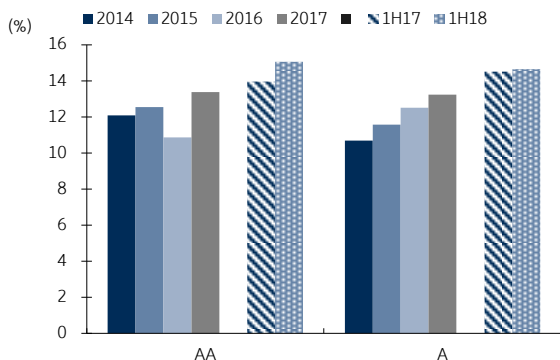
자료: 한국은행, KB증권

그림 79. 재고율 및 생산능력지수 추이



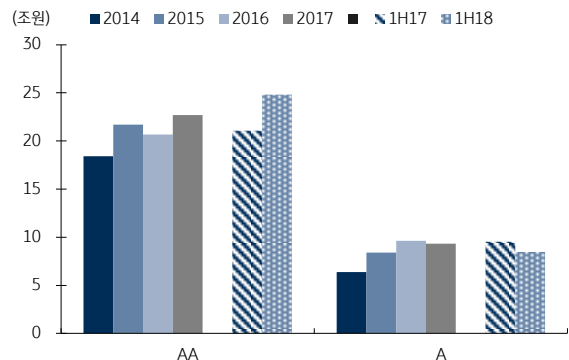
자료: 통계청, KB증권 / 주: 2015=100

그림 80. 발행사 등급별 영업이익률 추이



자료: FnGuide, KB증권

그림 81. 발행사 등급별 현금성자산 추이



자료: FnGuide, KB증권

크레딧 이슈

제도, 지배구조, 사업구조 등이 크레딧에 미치는 영향

크레딧 Analyst 김세용, CPA 02-6114-2940 seyong.kim@kbf.com

제도 변화, 지배구조, 사업구조 개편 등과 관련하여 계열의존도 이슈가 지속적으로 부각될 것으로 전망

제도 변화, 지배구조 및 사업구조 개편 등에 따른 그룹의 전략적 대응이 기업 신용도에 미치는 영향이 더욱 중요해질 전망이다. 따라서, 제도 변화, 지배구조 및 사업구조 개편 등과 연계하여 각 계열사들의 그룹 내 전략적 중요성에 대한 검토가 더욱 중요해질 것으로 판단된다.

이는 최근 국내 주요 그룹에서 경영권 승계, 지배구조 개편, 사업 구조 개편 등이 빠르게 진행되고 있기 때문이다. 또한, 공정거래법 등 계열 의존도에 영향을 주는 제도는 과거보다 엄격하게 변화하고 있다. 이러한 변화 속에서도 일감몰아주기 규제와 거리가 먼 사업 영역에서 그룹 내 든든한 주력회사를 중심으로 한 수직계열화 강화 등은 계열사의 신용등급에 우호적인 요소이기 때문에 그룹 내 전략적 중요성에 따른 기업 구분이 중요하다.

최근 정책 흐름과 제도 변화는 그룹 내 전략적 중요성이 낮은 계열사의 계열의존도에 부정적으로 작용

최근 제도적으로 일감몰아주기 규제, 금융계열사에 대한 규제 강화 추세는 그룹들의 지배구조 및 사업구조 개편, 승계 등과 결합하여 신용등급 변동에 중요한 영향을 미치는 계열의존도에 대한 불확실성을 높이고 있다고 판단된다.

우선, 일감몰아주기 규제 강화 등 최근 정부의 정책 방향 등을 감안하면, 그룹 내 수직 계열화 등의 이유로 필수적인 부분이 아닌 영역에서 그룹들의 계열 의존도를 낮추는 방향으로 제도 변화가 지속될 전망이다. 따라서 계열의존도가 높고 계열 내 전략적 중요성이 상대적으로 낮은 기업들은 지배구조나 사업적인 측면에서 불확실성이 점차 확대될 전망이다.

또한, 비금융 그룹에서 금융계열사 보유의 전략적 중요성은 점차 약해지고 있으며, 관련 규제의 강화가 예상된다. 또한 이러한 환경 속에서 일부 그룹은 지배구조 개편과 지주회사 체제 전환으로 인하여 금융계열사 지분을 정리해야 하는 이슈에도 노출되어 있는 상황이다.

든든한 주력회사하의 수직 계열화 강화는 계열사 신용도에 우호적

전반적으로 경기 및 업황에 대한 불확실성이 높아지고 있는 상황에서 일감몰아주기 규제 등의 대상이 아니라면 든든한 주력회사하의 그룹 내 수직계열화 강화는 계열사의 신용도에 매우 우호적인 요소라고 판단된다. 특히, 업종 내 사업적 지위가 높은 주력 회사와 계열사 간의 신용등급 격차가 존재하며, 수직계열화 진행에 따라 추가적인 사업 지위의 향상 가능성이 높은 계열사들에게 수직계열화는 신용도 상승 요인 또는 신용도를 지지해주는 버팀목이 되고 있다고 판단된다.

그룹 내 계열의존도가 높으나 전략적 중요성은 낮은 계열사의 신용도에 불확실성 확대 요인으로 작용

공정거래법 개정안, 일감몰아주기 규제 대상 강화

현재 정부가 추진 중인 공정거래법 개정안에 따르면, ‘총수일가 사익편취행위 규제’ (이하, ‘일감몰아주기 규제’) 대상이 확대될 수 있다. 개정안은 일감몰아주기 규제 대상을 총수일가가 상장회사 30%, 비상장회사 20% 이상 보유한 회사에서 상장, 비상장 구분 없이 20% 이상으로 일원화하고, 이들 기업이 50% 초과하여 지분을 보유하고 있는 자회사도 규제 대상에 포함시키는 내용을 담고 있다.

크레딧 시장에서 일감몰아주기 규제 대상 확대에 따라 추가로 규제 대상에 포함되는 기업은 우려보다 많지 않다. 공정거래법 제23조의2의 일감몰아주기 금지행위의 유형에 해당될 경우, 특별히 다른 사유가 없는 한 해당 법을 위반한 것으로 간주되기 때문에 그룹들은 규제 대상에 포함되는 것 자체가 큰 부담이 되기 때문이다.

표 11. 공정거래법 제23조의2의 주요 내용

공정거래법 개정안 일감몰아주기 규제 대상을 확대 추진

내용	
법 적용 대상	공시대상기업집단 (자산총액 5 조원 이상) 기준에 해당하는 기업집단에 속하는 회사
규제 대상	현행: 총수일가가 20% (상장사는 30%) 이상의 주식을 보유한 계열회사 개정안: 상장, 비상장사 구분 없이 총수일가가 20% 이상 지분 보유 회사 총수일가가 20% 이상 지분 보유 회사의 자회사 (50% 초과 지분 보유)
세부유형별 금지행위	<ul style="list-style-type: none"> - 정상적 거래보다 상당히 유리한 조건으로 거래하는 행위 - 특수관계인과 현금, 그 밖의 금융상품을 상당히 유리한 조건으로 거래하는 행위 - 상당한 이익이 될 사업기회를 제공하는 행위 - 합리적인 고려나 다른 사업자와의 비교 없이 상당한 규모로 거래하는 행위 (소위, 일감몰아주기)
일감몰아주기 적용 예외	기업의 효율성 증대, 보안성, 긴급성 등 거래의 목적을 달성하기 위하여 불가피한 경우
부당성 판단	부당성에 대한 별도입증이 불필요함

자료: 공정거래위원회

최근 외부 매각 등도 적극 검토

과거 2013년 일감몰아주기 규제가 최초 도입될 당시에는 대규모 기업집단들이 계열회사에 대한 총수일가의 직접 지분율을 하락시키면서, 일감몰아주기 규제 대상에서 제외된 바 있다. 최근 달라진 점은 그룹들이 외부 매각 등도 적극 검토하고 있는 추세라는 것이다.

일감몰아주기 관련 이슈가 많은 업종 중 신용등급이 있는 기업들을 중심으로 보면, GS건설, KCC건설, 한화건설, LG CNS, 현대글로비스, SK해운 (경영권 외부매각 계약 체결 상태), 이노션, 서브원 (물적분할 예정) 정도가 현재의 지배구조 기준에서 규제 대상에 신규로 포함되는 것으로 파악된다.

표 12. 개정안에 따른 일감몰아주기 규제 대상 확대

일감몰아주기 규제 대상을 확대 추진

건설	SI	물류	기타
기존: 총수일가가 20% 이상 보유한 비상장사	CJ 올리브네트웍스		
기존: 총수일가가 30% 이상 보유, 상장사	삼성물산		현대그린푸드
개정안: 총수일가가 20~30% 보유한 상장사	KCC 건설, GS 건설	현대글로비스	이노션
개정안: 총수일가가 20% 이상 보유한 회사가 초과 보유한 회사	한화건설	LG CNS	SK 해운 (경영권 매각 계약 체결) 서브원 (물적분할 예정)

자료: KB증권

주 1: CJ 올리브네트웍스는 구, CJ시스템즈가 CJ올리브영을 흡수합병한 회사로 그룹 내 SI사업을 수행함에 따라 편의상 SI 업종으로 분류

주 2: 음영으로 표시된 영역은 법 개정안 통과 시 현재 지분 기준으로 추가로 포함되는 규제 대상으로 포함될 수 있는 기업

단순한 공종의 건설, SI 업체, 물류 업체 등에 영향이 클 것으로 예상

공정거래법 상 규제 대상이 아니더라도 일감몰아주기 증여세 등 다양한 각도에서 일감몰아주기 등에 대한 압박은 지속될 것으로 판단된다. 단순한 공종의 계열 물량에 대한 의존도가 높은 건설사, 계열물량에 대한 의존적인 SI 업체, 물류 업체 등이 일감몰아주기 규제 강화 추세에 따른 부담을 느낄 것으로 예상된다.

전략적 중요성이 낮고 쉽게 대체 가능한 영역에 부담

표 13. 일감 몰아주기 규제 등과 관련된 업종 별 영향

업종	업종 별 영향
건설사	- 단순한 공종의 계열 물량 비중이 높은 건설사들 위주로 부담 확대 - 외부 매각이 쉽지 않은 업종
SI	- 일부 보완성, 긴급성 등에 따른 예외 사유의 해석 등과 관련하여 이슈가 있을 수 있으나 예외 적용이 매우 엄격 - 외부 매각보다는 지분율 조정으로 대응하는 경향이 많은 업종 - 계열 물량 규모와 마진 축소 등에 대한 부담
물류	- 국내 물류 산업은 계열 물류 의존도가 매우 높은 상황 - 일감몰아주기 이슈뿐 아니라 3자물류 활성화 등 다양한 이슈에 노출 - 외부에서 제공받을 수 있는 서비스와 차별화 정도가 낮은 경우, 장기 물량을 기반으로 외부 매각이 가능 - 비자산형 물류 회사의 경우, 특히 일감몰아주기 규제 등에 따른 부담이 매우 높음
구매대행관리	- MRO 분야는 일감몰아주기뿐만 아니라 MRO 상생협약 등 다양한 규제 압력이 존재 - 계열 물량 확보 등이 될 경우, 외부 매각 가능성이 높음
기타	- 광고 기획, 부동산 관리, 케이터링 업종 등이 일감몰아주기와 관련된 부담 상존 - 광고 기획의 경우, 등급은 있으나 회사채 시장에서 유의미한 발행을 하는 기업이 없음 - 케이터링의 경우, 그룹 내 사업 연관성 등이 높은 경우가 많음. 경쟁입찰 강화 등으로 수익성에 대한 우려 확대

자료: KB증권

그룹의 전략적 의사결정에 따라 영향은 차별화될 것으로 판단

그룹들은 그룹 내 전략적 중요성, 사회적 평판에 미치는 영향 등을 종합적으로 감안하여 그룹 내부에서 지분 정리 또는 사업부문 재편, 경영권의 외부 매각, 사업 부문의 외부 매각, 친족 간 계열분리 등 다양한 해법을 찾을 것으로 예상된다. 그룹의 전략적 의사결정에 따라 해당 기업의 신용도에 미치는 영향은 차별화될 것으로 판단된다.

표 14. 기업의 전략적 대응이 기업 신용도에 미치는 영향

대응 방안에 따라 크레딧에 미치는 영향

대응방안	신용도에 미치는 영향
지분 등을 계열 내부에서 조정	- 총수일가의 지분율을 낮추거나 타 사업과 합병, 분할 등을 통해 해결하는 경우가 많음 - 해당 기업의 신용도에 미치는 부정적인 영향이 제한적인 것으로 판단
계열 의존도가 높은 사업 부문을 외부 매각	- 해당 기업의 신용도에 미치는 영향은 매각대금으로 유입되는 현금흐름의 규모에 따른 긍정적인 효과와 향후 사업의 안정성 약화에 따른 부정적인 영향이 혼재 - 또한 유입된 현금흐름의 사용 방안도 중요(배당 등 사외 유출, 신사업을 추가를 위한 M&A 등) - 매각대금으로 유입되는 수준에 따라 다르겠지만, 우량 등급의 경우 일반적으로 안정적인 사업기반이 약화된다는 측면에서 부정적인 영향이 더 크게 작용할 가능성이 높다고 판단
해당 계열사를 그룹 외부로 매각 또는 계열 분리	- 계열 지원 가능성과 사업적 측면에서의 매각 방법, 매수 주체 등에 따라 불확실성 확대 - 총수일가의 계열 분리 등도 종종 거론되는 방안이나 다양한 이해관계가 존재하여 복잡 - 경영권이 변동할 경우, 사채관리계약서 상 '지배구조변경 제한' 조항에 해당하지는 확인이 필요 - 2017년 10월 16일 이후 표준무보증사채 사채관리계약서에 따라 사채관리계약을 체결한 회사채의 경우, '지배구조변경 제한' 규정이 있어, 이에 해당하는 경우 해당 기업이 사채권자에게 상환청구권을 부여 또는 사채권자 집회 등을 통해 사채권자의 기한의 이익상실 선언이 가능

자료: KB증권 정리

일반 그룹 내 금융 계열사들의 지배구조 변동 유인이 지속적으로 확대될 전망

금융계열사의 전략적 중요성 약화, 규제는 강화 추세

금융 비주력 그룹(이하 '일반 그룹') 내에서 금융 계열사의 전략적 중요성의 과거 대비 약화, 지주회사 체제 등 지배구조 개편, 규제 강화 추세 등을 감안하면 일반 그룹 내에서 금융계열사의 지배구조 변동 유인이 지속적으로 확대될 전망이다.

국내 일반 그룹들이 지배구조를 개편하는 과정에서 일반적으로 추진하는 방안 중 하나가 지주회사 체제이나, 공정거래법상 일반 지주회사 체제하에서 금융계열사의 지분을 보유할 수 없다. 따라서 지주회사로 전환하는 과정에서 '계열 내, 지주 외부' 또는 '계열 외부'로 금융계열사 지분을 정리 또는 매각하여야 한다. 이 경우, 계열지원 가능성이 반영된 정도와 향후 계열 지원의 주체 변동과 전력적 중요성 등에 따라 기업의 신용도가 변동할 수 있다.

표 15. 지주회사 전환에 노출된 금융계열사 신용등급 및 계열지원가능성

그룹 외부 또는 그룹 내 지주 외부로 지분을 정리 의무

그룹	금융계열사 지분 정리 시한	금융 계열사	신용등급	한신평	한기평	나신평
롯데	롯데지주 하에 있는 롯데카드, 롯데캐피탈 등 금융업 관련 지분을 2019년 10월까지 정리해야 함	롯데캐피탈	신용등급	AA- (S)	AA- (S)	AA- (S)
			계열지원가능성	1 up	1 up	1 up
		롯데카드	신용등급	AA (N)	AA (N)	AA (N)
			계열지원가능성	1 up	1 up	1 up
효성	2018년 중 공정거래법상 일반지주회사로 등록 예정이며, 등록 후 2년 내에 금융계열사 지분을 정리해야 함	효성캐피탈	신용등급	A0 (S)	A- (S)	A- (S)
			계열지원가능성	미반영	미반영	미반영

자료: 신용평가3사, KB증권

주: 계열지원가능성은 유사시 계열지원가능성의 반영 정도를 나타내며, '1 up' 은 최종신용등급이 자체신용도에서 유사시 계열지원가능성을 반영하여, 한 notch(notch) 상향 조정되어 있음을 의미

주: (S)는 Stable, 안정적 등급 전망, (N)은 Negative, 부정적 등급 전망을 의미함

현재 정부가 추진 중인 금융통합감독법 등은 금융계열사 보유에 대한 유인을 약화시킬 전망

금융계열사를 보유한 그룹에 대한 지배구조, 내부거래 등에 대한 감독 수준은 강화되고 있는 추세가 지속되고 있으며, 이는 일반 그룹 내에서 금융 계열사를 보유하는 유인을 장기적으로 약화시킬 것으로 전망된다. 올해 7월부터 시범운영 중인 '금융 그룹 통합감독 제도'는 그룹 타 계열사 부실이 금융계열사로 이어지는 것을 막기 위해 마련된 제도로, 2019년 본격 도입을 위해 현재 금융그룹 통합감독 법안이 국회에 상정되어 있는 상태이다.

표 16. 금융 그룹 통합감독 제도

규제의 내용보다 규제의 취지가 중요

점검대상 주요 그룹위험	주요 내용	주요 유형
그룹자본의 적정성	금융계열사간 자본의 중복이용, 내부거래, 위험집중에 따른 손실 가능성, 동반부실위험 등을 고려, 건전성 유지에 필요한 필요최소자본을 산정	- 우호 그룹간 교차출자 (자본의 충실성 훼손) - 차입금으로의 자본확충 (그룹 레버리지가 증대되는 문제) - 외부지분이 높을 수록 그룹 내 신속한 자본재배분에 제약
내부거래 및 위험집중	소속회사 간 내부거래 및 그룹 위험집중이 금융그룹의 건전성에 미치는 영향을 평가하고 거래유형별 손실허용한도를 설정	- 내부거래 의존도 과다 (예: 계열의존도가 높은 할부금융, 카드사, 퇴직연금 등) - 부외계정투자 (해외 법인 인수를 위해 SPC 설립 후 다수의 금융계열사가 출자, 대출하는 형태로 인수대금 마련)
위험의 전이	비금융계열사 등의 재무, 경영위험이 금융그룹의 부실로 전이될 수 있는 위험을 평가 통제	- 금융계열사를 동원한 계열사 지원

자료: 금융감독원, KB증권

수직 계열화 강화는 계열사 신용도에 우호적인 요소

수직 계열화 강화는 계열사 신용도에 우호적인 요소

전반적으로 경기 및 업황에 대한 불확실성이 높아지고 있는 상황에서 그룹 내 든든한 주력회사를 중심으로 한 수직계열화 강화는 계열사의 신용등급에 일반적으로 우호적인 요소라고 판단된다. 최근 현대차 그룹이 실적 부진 이슈와 함께 그룹 계열 전반에 수직계열화가 부담 요인이라는 이슈는 있으나, 불리한 업황에도 불구하고 수직계열화는 여전히 계열사들의 신용도를 강하게 지지하는 요인이라고 판단된다.

특히, 주력 회사와 계열사 간의 신용도 및 규모의 차이가 상당히 존재하고, 수직계열화가 진행되고 있어 추가적인 사업 지위의 향상 가능성이 높은 계열사들에게 수직계열화는 향후 신용도 상승 요인 또는 신용도를 지지하는 버팀목으로 작용하고 있다고 판단된다. 수직계열화 등을 통해 성장과 경쟁력 강화가 비교적 쉬운 분야의 경우, 그룹들이 적극적으로 확장하고 있기 때문이다.

현재 주력 회사와 계열사 간의 신용도 격차가 존재하며, 수직계열화가 진행 중으로 추가적인 사업 지위 향상 가능성이 높은 계열사의 예로는 SK 그룹 계열의 반도체 소재 관련 계열사를 들 수 있다. 주력 회사인 SK하이닉스 (AA0)가 사상 최대의 영업실적을 지속하고 있고, 그룹 차원에서도 반도체 소재 관련 사업에 대한 수직계열화 강화 의지가 매우 높은 것으로 판단되기 때문이다. 또한 주력 회사인 SK하이닉스와 관련 계열사들의 신용도, 규모 재무의 격차가 비교적 큰 편이며, 관련 계열사들의 그룹 내 위상은 상대적으로 낮은 편이라고 판단된다. 관련 계열사로는 SK머티리얼즈 (A+), SK실트론 (A-), SKC솔믹스 (신용등급 없음), SK에어가스 (CP등급 A3+) 등이 있다.

표 17. 주요 그룹 별 수직계열화 현황

수직계열화 업종과 계열사 간 격차, 그룹 전략 등 중요

그룹	주요 그룹 별 수직 계열화	관련 업종	수직계열화 정도
현대차	현대차 (AAA), 기아차 (AA+), 현대위아 (AA0), 현대파워텍 (AA-), 현대다이모스 (A+, 현대파워텍을 흡수합병 예정), 현대제철 (AA0), 현대중합특수강 (A-)	자동차, 자동차부품, 철강	상
SK	SK 하이닉스 (AA0), SK 머티리얼즈 (A+), SK 에어가스 (CP: A3+), SK 실트론 (A-), SKC 솔믹스 (SKC 지급보증 A+)	반도체, 반도체 소재	중
	SK 이노베이션 (AA+), SK 에너지 (AA+), SK 종합화학 (AA), SK 루브리컨츠 (AA), SK 인천석유화학 (AA-)	정유, 화학	상
	SKE&S (AA+), 코원에너지서비스 등 7 개 도시가스회사, 파주에너지서비스 (AA-), 위례에너지서비스 (A+), 보령엔지니어링 (AA-, SKE&S와 GS 에너지의 5:5 합작사)	LNG, 도시가스, 발전	상
	SK 가스 (AA-), SK 어드밴스드 (SK 가스 연대보증 AA-)	가스, 화학	중
LG	LG 전자 (AA0), LG 디스플레이 (AA0), LG 이노텍 (AA-)	전자, 디스플레이, 전자부품	상
LS	LS 전선 (A+), LS 니코동 (CP: A1), 가온전선 (A)	전선	상
한화	한화케미칼 (A+), 한화큐셀과 한화솔라홀딩스(한화큐셀에 흡수합병 예정), 한화큐셀앤드첨단소재 (A-, 한화첨단소재가 한화큐셀코리아를 흡수합병), 한화에너지 (AA-), 한화솔라파워 (한화종합화학의 자회사)	폴리실리콘, 태양광 셀, 모듈 태양광발전	중
현대중공업	현대오일뱅크 (AA-), 현대코스모, 현대케미칼 (CP: A2, 현대오일뱅크와 롯데케미칼의 6:4 합작사), 현대헬베이스오일, 현대 OCI (현대오일뱅크와 OCI의 51:49 합작사)	정유, 화학	하
대림산업	대림산업 (A+), 여천 NCC (A+, 대림산업과 한화케미칼의 합작사)	석유화학	상

자료: KB증권

주: ()안은 유효 신용등급을 의미함, 수직계열화 정도는 수직계열화의 강화 가능성, 상호 의존도 등을 종합적으로 고려

전략적 중요성에 따라 확장과 축소

국내 주요 그룹들은 다각화된 사업을 영위하고 있다. 사업구조 및 지배구조 개편, 제도변화에 대한 대응의 과정에서 그룹 내 전략적 중요성, 성장기회 등을 감안하여 신규로 확장하는 부분과 축소하는 부분이 나타나고 있다.

그룹 별 확장과 축소

표 18. 주요 그룹 M&A 등 사업구조 개편 내용

그룹	주요 변동 현황
현대차	2013 년 현대제철, 현대하이스코 냉연사업부문 합병
	2014 년 현대엔지니어링, 현대엔코를 흡수합병
	2014 년 현대위아, 현대위스코, 현대메디아 흡수합병
	2014 년 현대제철, 통부특수강 (현, 현대중합특수강) 인수
	2018 년 현대다이모스, 현대파워텍을 흡수합병 예정
	2016 년 GE 측 현대캐피탈 보유지분 43%를 현대차에 3%, 기아차에 20%, SPC 에 20%(현대자동차와 TRS 계약체결) 매각
	2016 년 GE 측 현대카드 보유지분 43%를 현대커머셜에 19%, 어퍼너티 컨소시엄에 24% 매각
	2018 년 현대커머셜 제 3 차 유상증자 결정 (증자 후 어퍼너티 PEF 의 지분율 25%, 현대차 37.5%, 정명인 25%, 정태영 12.5% 예정)
	2018 년 현대라이프 (현, 푸본현대생명)의 지분구조가 대만푸본생명 48.6%, 현대모비스 30.3%, 현대커머셜 20.4%에서 대만푸본생명 62%, 현대모비스 17%, 현대커머셜 20%로 변경
	2018 년 현대라이프 (현, 푸본현대생명)의 지분구조가 대만푸본생명 48.6%, 현대모비스 30.3%, 현대커머셜 20.4%에서 대만푸본생명 62%, 현대모비스 17%, 현대커머셜 20%로 변경
SK	2016 년 SK 네트워크가 동양매직 인수
	2018 년 SK 네트워크가 AJ 렌타카 인수 계약 체결
	2012 년 SK 텔레콤이 SK 하이닉스 지분을 매입
	2015 년 SK 가 OCI 머티리얼즈 인수
	2016 년 SKC 에어가스 (현, SK 에어가스) 지분 80%를 SK 머티리얼즈가 인수
	2017 년 SKC 솔믹스 태양광 사업 매각
	2017 년 SK 가 LG 실트론 인수
	2018 년 SK 머티리얼즈가 2 대주주 타이요닛산으로부터 SK 에어가스 잔여 지분 20%를 인수
	2015 년 평택에너지서비스, 김천에너지서비스, 전북집단지에너지 매각
	2018 년 파주에너지서비스 지분 일부 매각 추진
	2018 년 SK 해운, 유상증자 등을 통해 경영권 매각 예정
	2018 년 SK 디앤디 (최대주주 SK 디스커버리), 총수일가가 보유지분을 매각 계약 체결
2017 년 SK 디스커버리와 SK 케미칼 인적분할, 지주회사체제 전환	
LG	2018 년 구광모 회장 취임
	2018 년 LG 화학, 미국 자동차용 접착제 제조 업체 유니실 인수
	2018 년 LG 전자, 자동차용 헤드램프 전문제조사인 ZKW 를 인수
	2018 년 총수일가가 판토스 (최대주주: LG 상사) 지분 19.9%를 외부매각
	2018 년 서브원 물적분할
LS	2017 년 LS 엠트론 동박, 박막 사업부 매각
	2018 년 LS 오토모티브 자동차부품사업을 LSA(지분 LS 엠트론 53%, KKR 47%)에 매각
	2018 년 LS 엠트론의 전자부품사업부를 분할하여 매각할 예정이었으나 주식매매계약 해제로 취소
	2018 년 LS 전선, 총수일가로부터 가온전선 지분을 매입
한화	2010 년 중국 슬라퍼파워홀딩스 (현, 한화슬라퍼) 인수
	2012 년 독일 큐셀 (현, 한화큐셀) 인수
	2015 년 삼성테크윈, 삼성탈레스, 삼성중합화학, 삼성토탈 인수
	2016 년 두산 DST (현, 한화디펜스) 지분 인수
	2017 년 한화테크윈 등 물적분할, 2018 년 한화테크윈 (현, 한화에어로스페이스)에서 시큐리티 부분 물적분할
	2018 년 한화첨단소재, 한화큐셀코리아 흡수합병 → 한화큐셀앤드첨단소재
	2018 년 한화시스템과 한화 S&C 합병
현대 중공업	2009 년 일본코스모석유와 합작하여 현대코스모 설립
	2012 년 웰과 합작하여 현대헬베이스오일 설립
	2015 년 OCI와 합작하여 현대 OCI 설립
	2017 년 롯데케미칼과 합작하여 현대케미칼 설립
	2017 년 현대중공업 인적분할
	2018 년 현대미포조선, 하이투자증권 매각
롯데	2015 년 롯데케미칼, 삼성 SDI 케미칼부문 (현, 롯데첨단소재), 삼성정밀화학, 삼성 BP 화학 인수
	2017 년 롯데쇼핑, 롯데칠성, 롯데푸드 등을 분할, 분할합병을 통해 롯데지주 설립
	2018 년 롯데지알에스, 롯데상사, 롯데로지스틱스, 한국후지필름, 대흥기획의 투자부문을 분할, 롯데지주에 흡수합병
	2018 년 롯데지주는 롯데물산, 롯데호텔 보유 롯데케미칼 지분 인수

자료: KB증권

투자자 고지 사항

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 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.