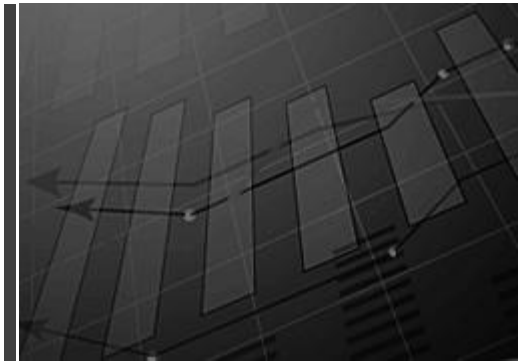
시중 자금흐름 및 채권시장 환경 점검

(2019.1H)

2019년 4월 8일



KEB 하나은행 하나금융경영연구소

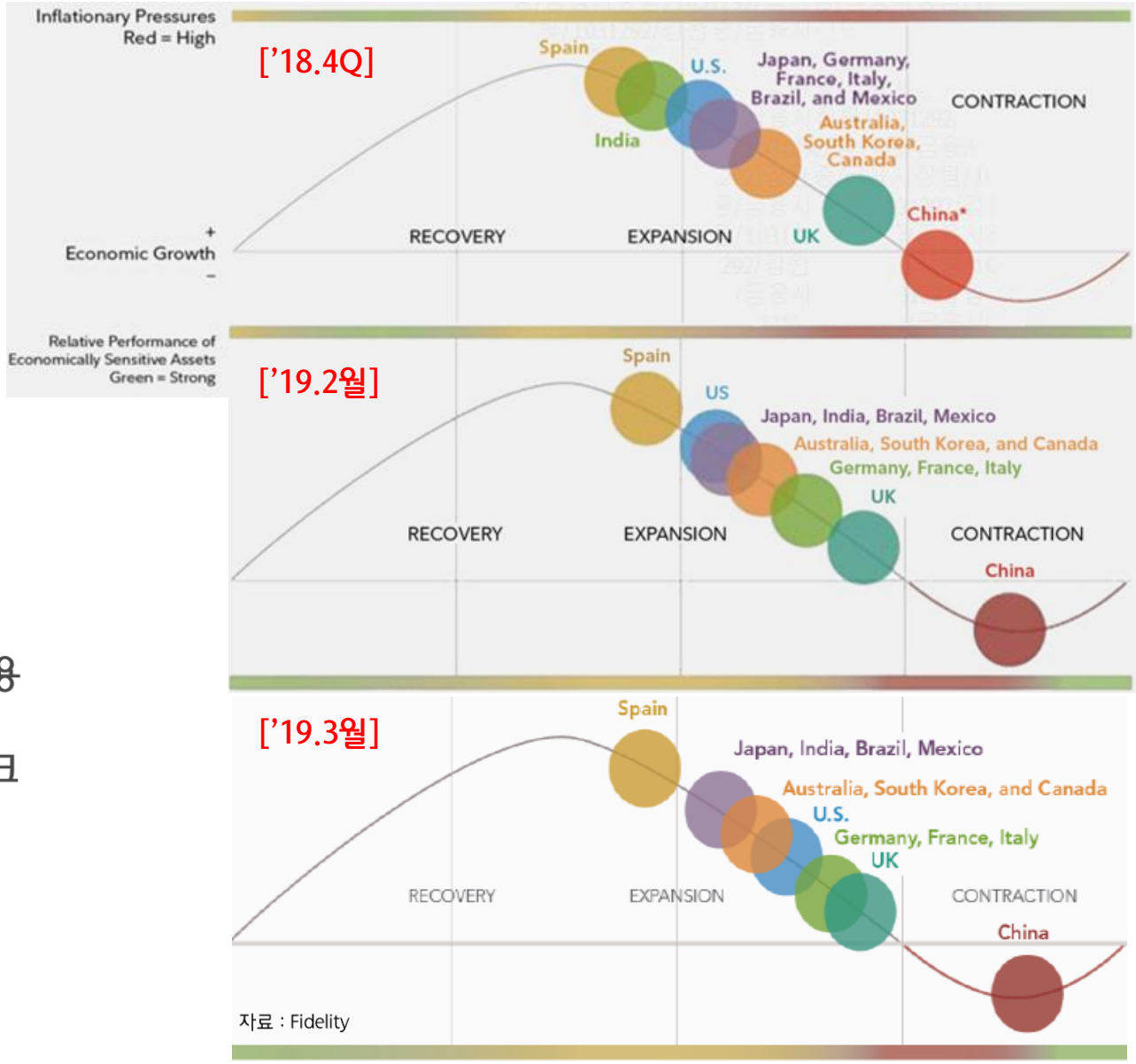
글로벌 경기사이클 : 글로벌 차원의 경기둔화 본격 부각

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

- 작년 4분기 대비, 금년 1분기 주요국 경기둔화세 지속되며 글로벌 경기침체 우려 본격 부각

- 유로존의 경기지표 급락 및 성장 전망 하향 조정이 트리거로 작용하며 미국 등 글로벌 경기침체 우려 확산
  - 연준의 통화정책 전격 전환 및 주요국 중앙은행의 정책 기조 완화로 금융시장 불안 진정

- 과도한 디레버리징 정책 부작용으로 실물지표 악화 및 경착륙 우려가 대두되었던 중국 리스크는 다소 완화
  - 美中 무역분쟁 완화, 정부의 전방위적인 경기부양 의지로 주요 지표 소폭 개선

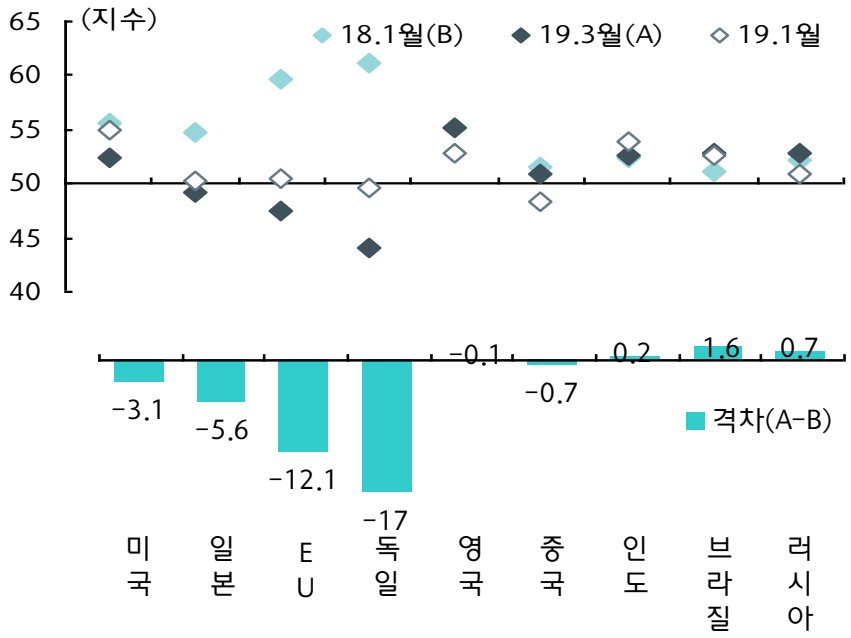


자료 : Fidelity

세계경제: 성장둔화 예상되지만, 침체우려는 과도

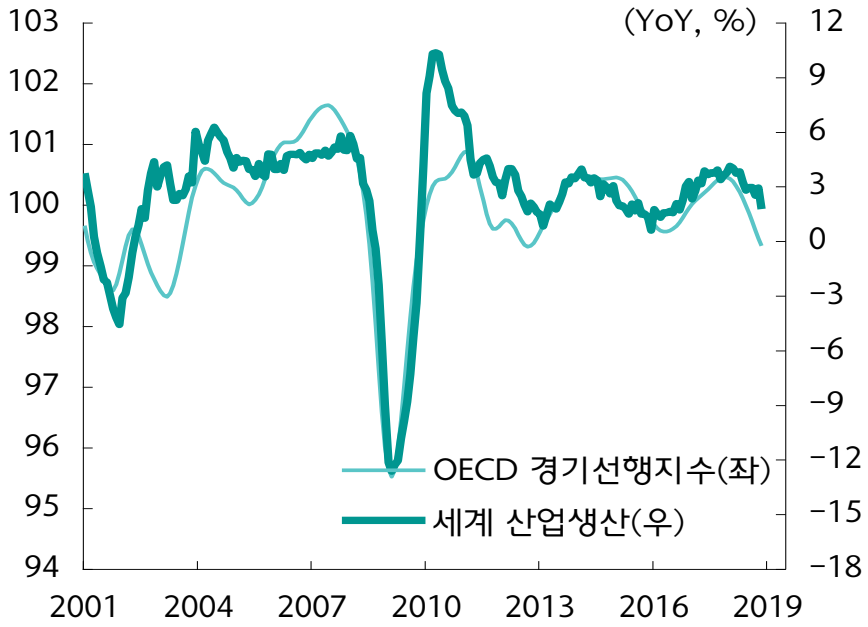
- 세계경제는 중국과 유로존 성장률 둔화와 정치적 불확실성 등으로 작년에 비해 성장세가 둔화('18: 3.7% → '19: 3.5%)될 전망이지만, 금융위기 이후 평균(3.4%) 수준의 성장세는 유지할 것으로 예상
  - 미국: 강력한 소비로 경기 확장국면 연장 예상. 다만 감세효과 완화와 투자심리 위축 등으로 성장률 둔화가 불가피
  - 중국: 무역분쟁과 내수둔화로 성장률 둔화 이어질 전망. 정책당국은 통화 및 재정확대 정책으로 경기추락을 방어
- 주요국 성장 모멘텀 약화로 글로벌 성장세 둔화는 내년에도 지속될 전망. 美中 갈등 장기화, 中 경착륙 등의 하방리스크뿐만 아니라 주요국 경기부양, 美中 무역전쟁 완화 등의 상방리스크도 주의할 필요

주요국 제조업 PMI 비교



자료 : Bloomberg

OECD 경기선행지수 및 세계 산업생산



자료 : Bloomberg

수정 전망 Summary

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

▪ 2018년 10월 전망 발표 이후 대내외 여건변화를 점검한 결과, 다음과 같은 전망 수정 사유가 발생

- 美中 무역분쟁이 더욱 고조되면서 국제교역 흐름이 크게 위축되고, 美 연준의 금리인상 지속에 따른 글로벌 유동성 경색 조짐 속에 금융시장 불안이 심화되면서 중국과 유로존을 필두로 세계경제 성장세 둔화가 본격화
- 그러나 최근 연준이 금리인상 종료를 시사하는 등 국제적으로 통화긴축 움직임이 완화되고, 중국도 적극적인 경기부양 스탠스로 전환한 데다 美中 협상도 진전 조짐을 보이면서 세계경제의 경착륙 리스크는 다소 완화
- 단, 이처럼 급격한 정책 선회로 인해 잠재적인 금융 리스크가 가중될 가능성이 있고 미중 무역분쟁 역시 그 향방에 대한 불확실성이 팽배한 가운데, 2020년까지 국내외 경제의 둔화국면이 지속되리라는 기존 전망을 유지

➔ *세부적으로 올해 국내 경제성장률 전망은 유지했지만, 부동산 침체 심화와 대내외 불확실성 증대를 반영하여 건설·설비투자 및 수출 전망을 하향조정(반면, 정책대응 확대로 정부지출 전망 상향, 내수 부진 속 수입 전망 하향)*

➔ *한편 글로벌 통화정책 완화를 반영하여 금리 전망도 하향조정했지만 투자 부진과 대출 규제로 인해 자금수요에 미치는 영향은 제한적일 것으로 판단(반면, 환율은 위안화 절상 등에 힘입어 기존의 점진적인 하향안정 전망 유지)*

대외 여건 변화

세계경제의 성장세 둔화 본격화
(세계 교역 위축, 글로벌 유동성 경색)

세계경제 경착륙 우려 완화 ↑ ↑ 잠재 리스크 및 불확실성 가중

주요국의 정책 선회
(글로벌 통화 긴축 완화 및 경기부양책)
(美中 무역분쟁 완화)

국내 경제성장률 전망 유지
(2019년 2.5%)

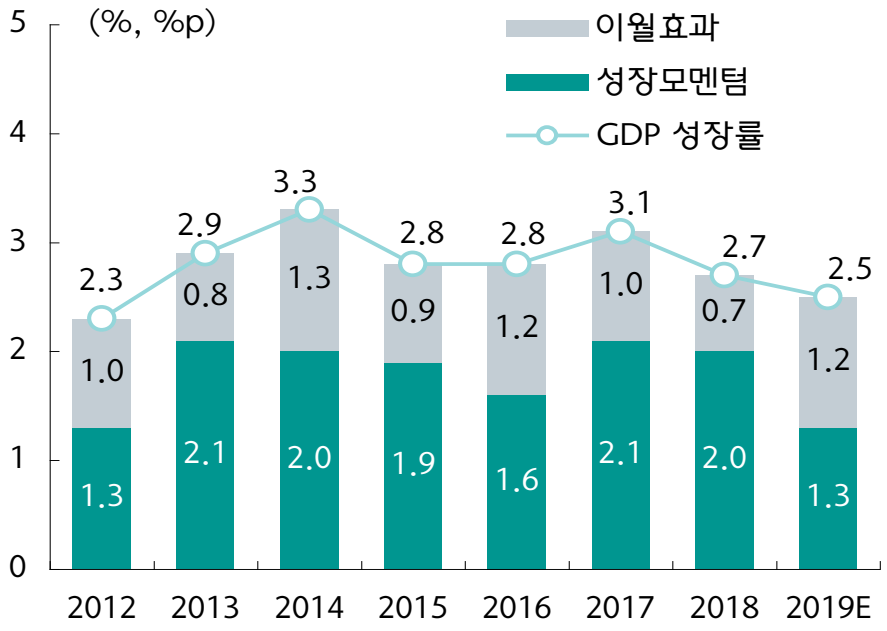
부정적 요인	긍정적 요인
건설투자 ↓	정부지출 ↑
(부동산 ↓)	(수입 ↓)
설비투자 ↓	금리 ↓
수출 ↓	(환율 -)

자료 : 하나금융경영연구소 '2019년 수정 경제전망'

경기: 2012년 이후 가장 저조한 성장 불가피

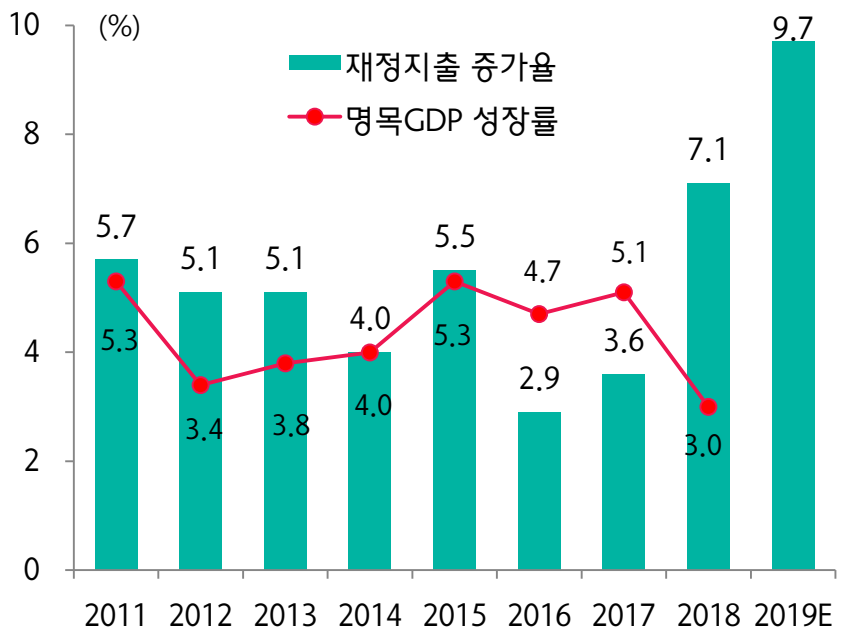
- 2019년 국내경제는 글로벌 성장 모멘텀 약화, 건설투자의 마이너스 성장과 설비투자 회복지연, 반도체 등 수출단가 하락으로 2012년(2.3%) 이후 가장 낮은 성장(2.5%)에 그칠 전망
  - 추세적 성장잠재력 추락과 고정투자·수출의 순환적 둔화로 경기부진이 2020년까지 장기화될 가능성
- 정부가 전체예산의 60% 이상(일자리산업과 생활SOC 예산의 65% 이상)을 상반기에 조기집행하는 등 적극적인 재정운용으로 실물경제와 고용의 하방위험에 대응할 전망
  - 초과세수 ('18년 25.4조원)와 정부 스탠스를 감안할 때 경기둔화폭이 예상보다 클 경우 조기에 추경을 편성할 가능성

이월효과 · 성장모멘텀 및 GDP 성장률



주 : 성장모멘텀은 GDP 성장률에서 이월효과(지난해 4분기 GDP 수준이 유지된다는 가정하에 시산된 성장률)를 차감하여 계산
자료 : 한국은행, 하나금융경영연구소

재정지출 증가율 및 경상 GDP 성장률



자료 : 한국은행, 기획재정부

[이슈] 추경의 경기부양 효과는?

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

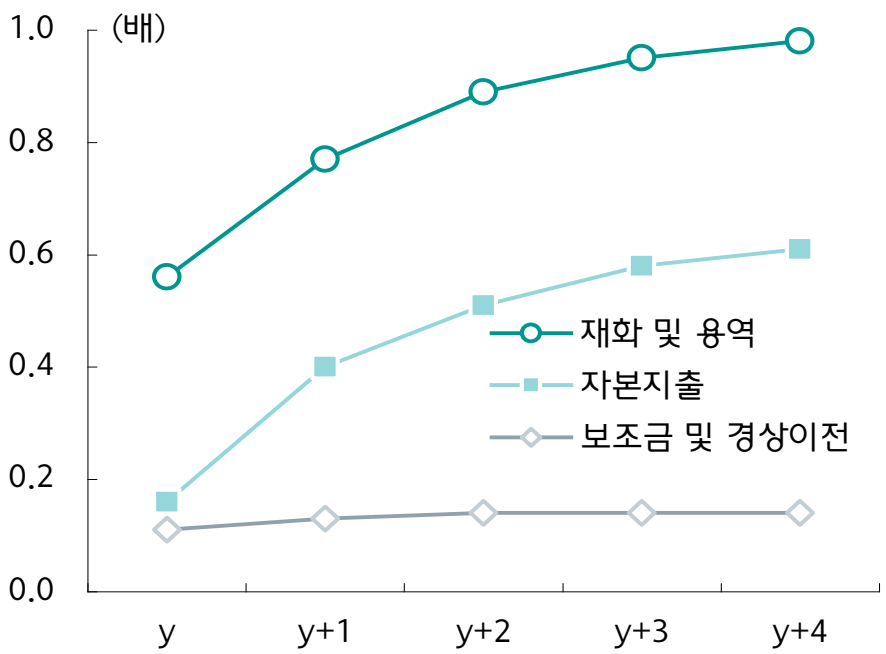
- 경기 및 고용부진 장기화가 예상되는 가운데, 정부의 부양의지와 대규모 초과세수 규모를 감안할 때 조기에 추경편성에 대한 논의가 본격화될 전망
  - 2015년 이후 추경규모가 GDP의 0.7% 수준으로 편성되었음을 감안할 때 추경규모는 13조원+α로 예상되며 추경의 성장률 제고효과는 0.2%p(연간) 수준으로 추정('19년 경상 GDP 1,900조원, 당해년도 평균 재정승수 0.3 가정)
- 다만 추경지출이 보건 및 사회복지 부문에 집중될 경우 경제적 효과가 과거에 비해 크게 못미칠 가능성
  - 보조금 및 경상이전(보건·사회복지)의 재정효과는 재화 및 용역(국방 ·통신)과 자본지출(교통·물류)에 비해 크게 낮아

추경예산 편성목적 및 규모

연도	편성목적	규모 및 재원	
		규모	추경재원
2015년	MERS 극복 서민생활 안정	11.1조원 (0.77%)	• 국채발행 9.6조원 • 기금 1.5조원 • 세입결손 -5.6조원
2016년	일자리 및 민생안정 지역경제지원	10.9조원 (0.70%)	• 세수잉여 9.8조원 • 세계잉여금 1.2조원
2017년	일자리 창출 서민생활 안정	11.0조원 (0.67%)	• 예상 초과세입 8.8조원 • 세계잉여금 1.1조원 • 기금자원 1.3조원
2018년	청년일자리 구조조정 지원	3.9조원 (0.23%)	• 결산잉여금 2.6조원 • 기금자원 1.3조원

주 : 규모의 ( )는 GDP 대비 비중
자료 : 기획재정부

분야별 재정승수 누적효과 비교



자료 : 국회예산정책처

국내경제 및 금융시장 전망표

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

	2018년	2019년 기존 전망(2018년 10월)			*2019년 수정 전망(2019년 2월)*			주요내용
		상반기	하반기	연간	*상반기*	*하반기*	*연간*	
실질GDP(YoY, %)	2.7	2.6	2.4	2.5	*2.6*	*2.3*	*2.5*	2020년까지 경기둔화 국면 지속이라는 경기흐름 유지
(QoQ)	(0.8)	0.6	0.5	(0.5)	*0.6*	*0.5*	*(0.5)*	
민간소비	2.8	2.2	2.7	2.5	*2.2*	*2.8*	*2.5*	GDP 성장률 수준 증가세 예상
건설투자	-4.0	-2.1	-2.2	-2.2	*-3.1*	*-2.2*	*-2.6*	신규수주·착공 부진 등으로 마이너스폭 확대 예상
설비투자	-1.7	1.8	3.6	2.7	*0.8*	*3.5*	*2.1*	2Q 이후 마이너스 성장에서 벗어날 전망이지만 회복세 미약
경상수지(억달러)	750	284.2	416.4	700.6	*316.1*	*397.4*	*713.5*	수출보다 수입 증가율 하락폭이 커 경상수지 흑자폭 소폭 확대
수출(통관, YoY, %)	5.5	4.9	2.8	3.8	*-1.9*	*0.7*	*-0.4*	반도체·석유화학, 대중수출의 가파른 감소로 하향조정
수입(통관, YoY, %)	11.8	4.2	4.8	4.5	*-2.1*	*0.6*	*-0.5*	수출과 고정투자 전망치 하향을 반영
소비자물가(YoY, %)	1.5	1.8	1.6	1.7	*1.1*	*1.4*	*1.2*	국제유가 하락과 내수부진 등을 반영하여 하향조정
국고채(3Y) 금리(%)	2.10	2.13	2.08	2.10	*1.75*	*1.70*	*1.73*	연준의 완화적 스탠스와 글로벌 채권 강세를 반영
원/달러 환율(원)	1,101	1,105	1,085	1,095	*1,118*	*1,093*	*1,105*	유럽경제 부진 등을 반영하여 상반기 전망치 소폭 상향조정

주 : 부동산 가격은 전년말 대비 금년말 상승률, 금리와 환율은 3월말 전망 수정
자료 : 하나금융경영연구소

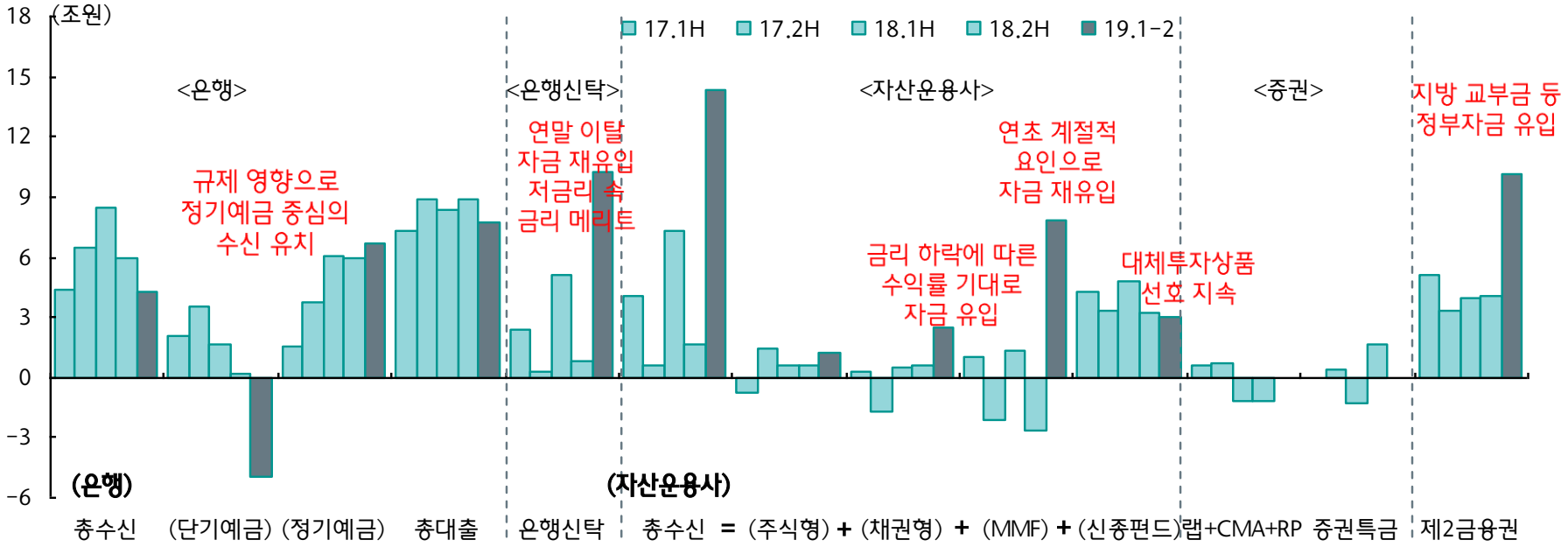
시중 자금흐름 개관

자금흐름 동향 ❶: 제2금융권 수신, 채권형 상품 증가

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

- 저금리 기조 유지되는 가운데 은행 신탁, 채권형 상품으로의 자금 유입 증가
  - 은행 수신은 정기예금 중심으로 증가하고, 금전신탁은 상품 선호와 연말 이탈 자금 재유입으로 큰 폭 확대
  - 자산운용사 MMF는 계절적 요인으로 자금 재유입, 금리 하락 기대로 채권형 상품 수요 증가, 신종펀드 선호도 지속
- 제2금융권의 대출 부진(1월 -1.2조원)에도 불구, 고금리 메리트, 정부 국고자금 예치(세종), 저축은행 예대율 도입에 따른 수신 확보 노력 등으로 크게 증가

주요 금융상품 수신 증감(월평균)



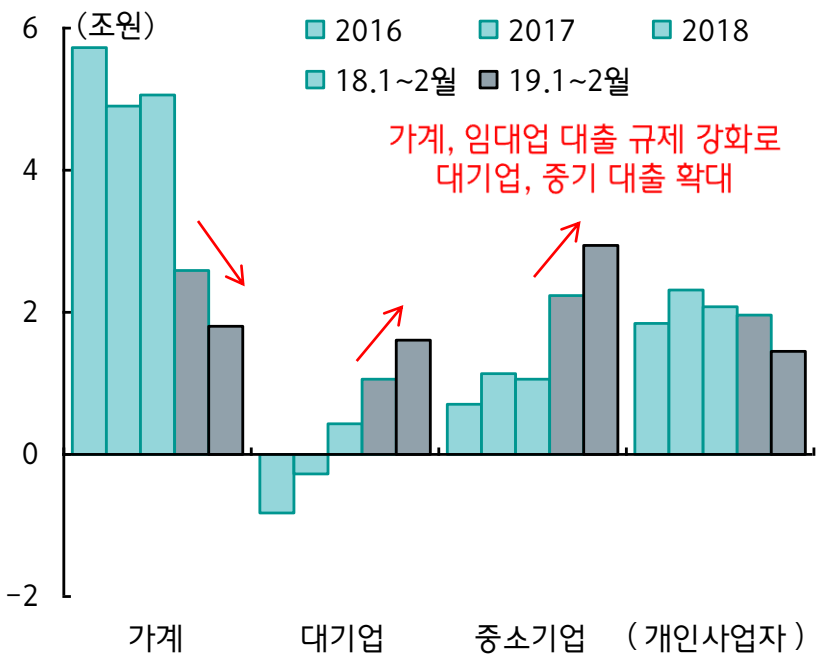
주 : 증권은 2018년까지, 제2금융권은 2019.1월까지 자료
자료 : 한국은행, 금융투자협회

자금흐름 동향 ❷: 중기대출 중심의 증가세 지속

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

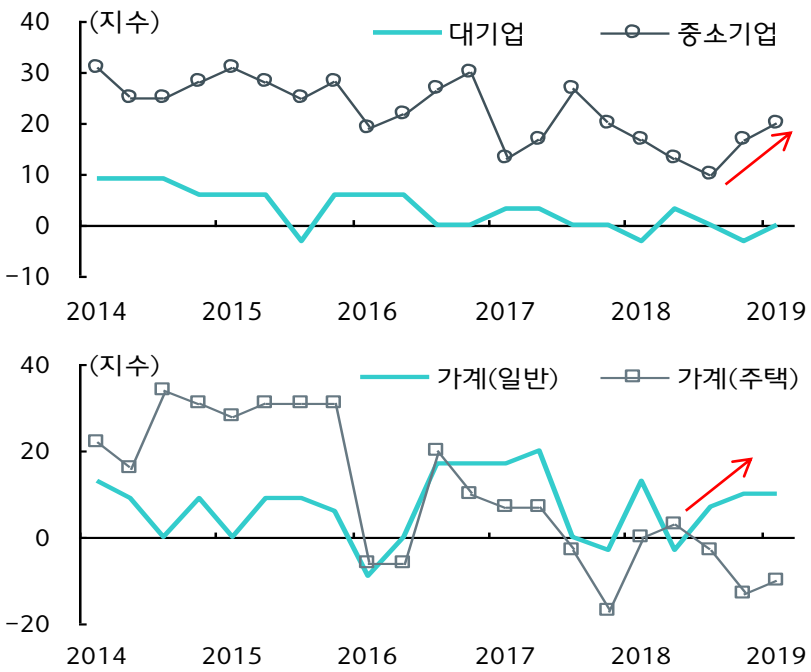
- 은행 대출은 가계와 개인사업자 중심의 정부 규제 강화와 정책금융 지원으로 중소법인 중심의 증가 전망
  - 가계대출은 정부의 가계부채 규제 강화 기조와 주택매매거래 위축, 예대율 규제 변화 등으로 증가폭은 감소 추세
  - 기업대출은 '20년 예대율 규제 변화(중기대출 가중치 -15%) 대비, 정부 중소법인 정책 지원 확대로 증가
    * 단, 대기업은 자금조달 선수요(1분기 회사채 순발행액 금융위기 이후 최대)와 경기 둔화로 증가 지속 여부 미지수
  - 개인사업자 대출의 경우 임대업의 여신심사강화와 내수 부진을 고려할 때 증가폭은 예년 수준을 하회할 전망
- 가계대출의 연간 전망치(연구소) 대비 증가폭(1~2월)이 상대적으로 적은 반면, 기업대출은 다소 큰 편

주체별 은행권 대출 증감



주 : 월평균
자료 : 한국은행

국내은행 대출 수요 서베이



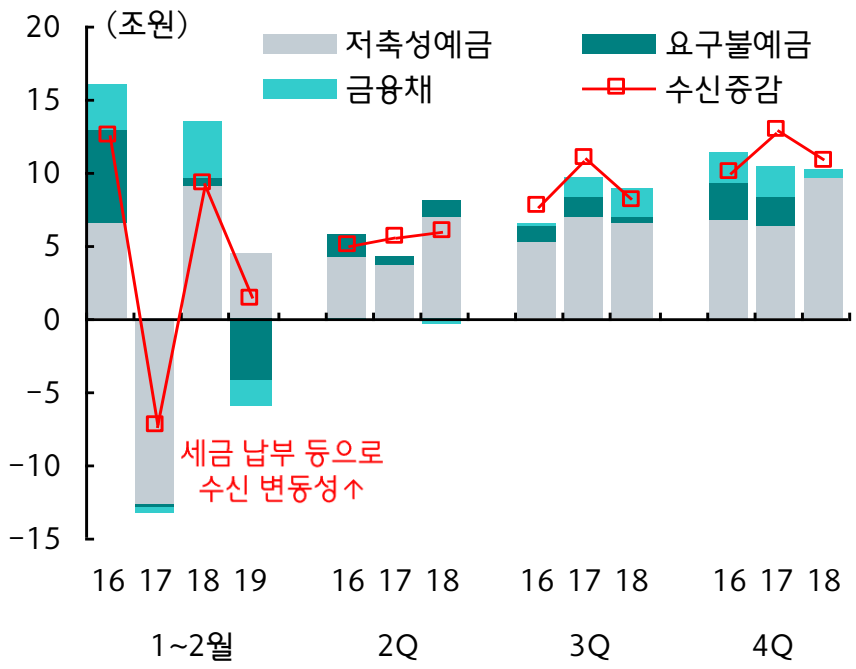
자료 : 한국은행

자금흐름 동향 ❸ : 정기예금 중심의 자금 유입 지속

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

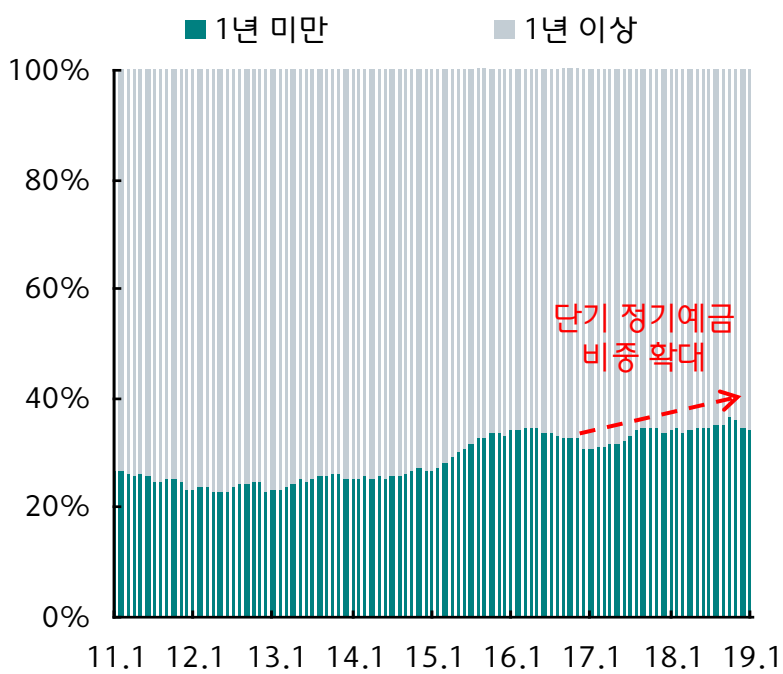
- '20년 예대율 규제 변화에 대비한 은행권 자금 확보 필요에도 불구, 대출 부진으로 은행 수신 제한적 증가
- 한편 은행권 LCR 비율 준수('18년 95%→'19년 100%) 노력 및 주택시장 조정에 따른 투자처 부재를 배경으로 정기예금 중심의 자금 유입 지속
  - 은행권 정기예금 확보 노력에 따른 요구불예금의 단기 저축성예금으로의 전환과 저금리 연장 및 주택시장 조정에 따른 정기예금 수요로 요구불예금은 감소추세가 이어지고 정기예금은 증가

일반은행 유형별 수신 증감 추이



주 : 1. 월평균, 평잔 기준 2. 수신에는 외화예금과 CD순발행, RP매도 등이 포함
자료 : 한국은행

만기별 은행 예금 비중 추이

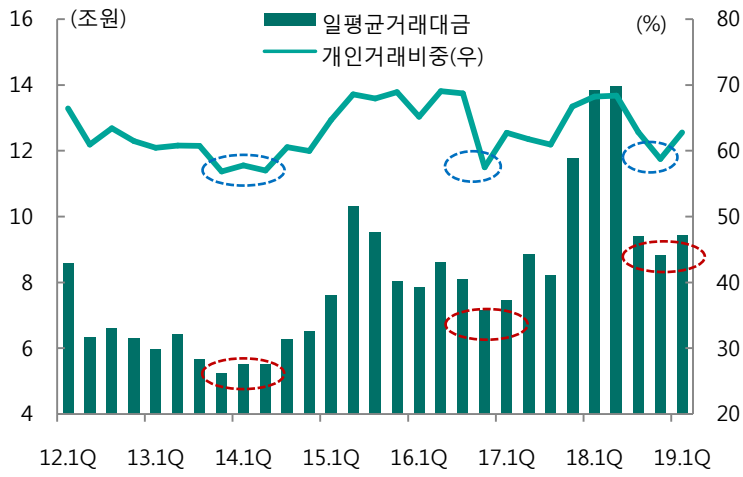


자료 : 한국은행

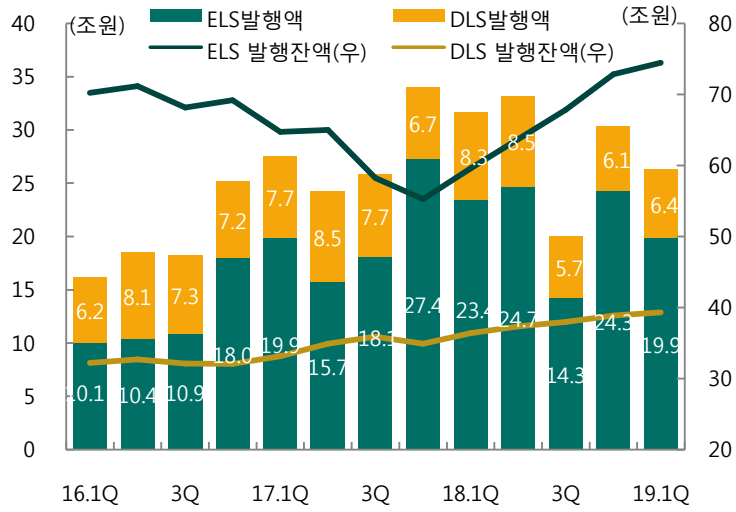
자금흐름 동향 ❹ : 증권

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

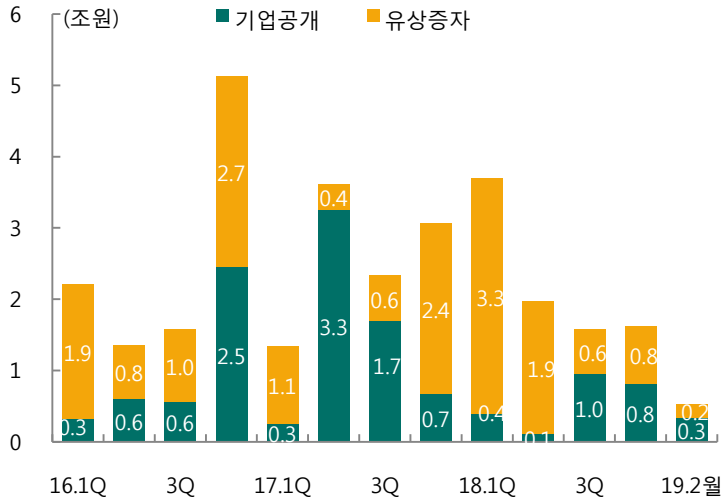
일평균 거래대금과 개인거래 비중



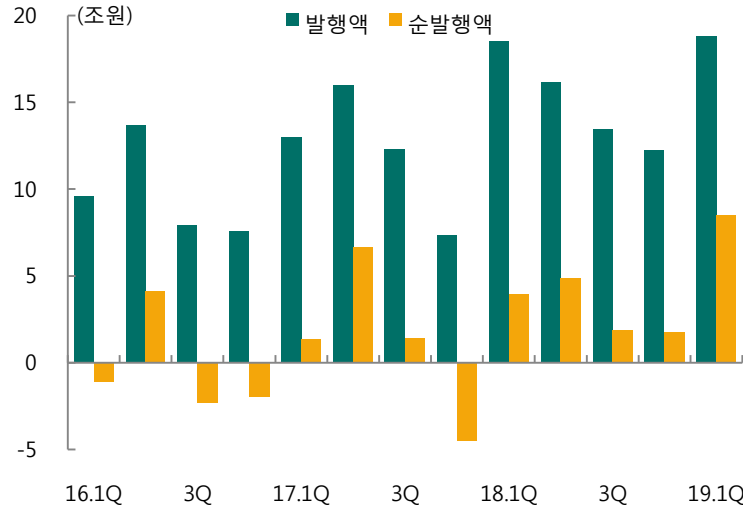
ELS/DLS 발행 및 잔액 추이



기업공개 및 유상증자 규모 추이



일반회사채 발행액 및 순발행액



[참고] 증시주변자금 추이

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

- 올해 들어 주가가 소폭 반등하면서 시가총액, 거래대금 및 증시주변자금이 전반적으로 회복
  - 시가총액은 1,400조원대, 고객예탁금은 25조원대, 신용거래융자 잔고는 10조원대로 다시 증가

최근 증시주변자금 추이

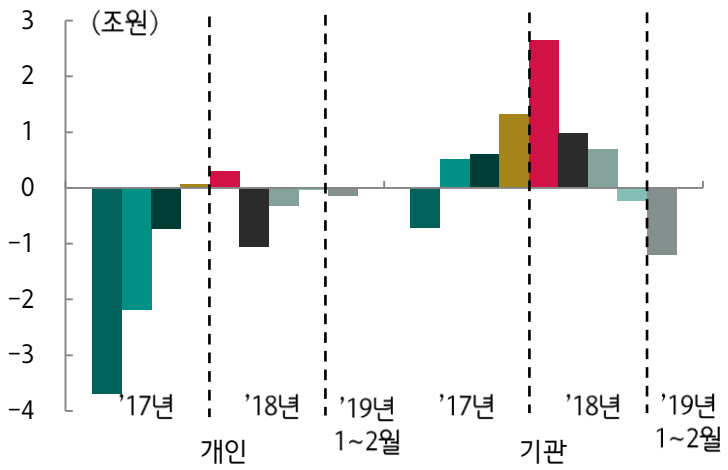
	주요항목	2017.1Q	2Q	3Q	4Q	2018.1Q	2Q	3Q	4Q	2019.1Q
주가 평균	코스피(pt)	2,095	2,279	2,385	2,497	2,473	2,439	2,291	2,103	2,153
	코스닥(pt)	618	646	654	735	868	865	799	697	722
시가 총액	코스피(조원)	1,401	1,549	1,558	1,606	1,628	1,555	1,568	1,344	1,417
	코스닥(조원)	201	222	225	283	281	268	273	228	249
일평균 거래 대금	코스피(조원)	4.6	5.7	5.2	5.0	7.0	8.1	5.6	5.6	5.4
	코스닥(조원)	2.9	3.2	3.0	5.8	6.8	5.8	3.8	3.3	4.0
증시 주변 자금	고객예탁금 잔고(조원)	21.8	23.9	23.1	26.5	27.0	26.9	27.0	24.9	25.0
	장내파생상품거래 예수금(조원)	7.6	8.1	8.1	8.3	8.1	8.2	7.5	8.3	8.0
	대고객 RP 매도잔고(조원)	70.5	70.7	70.2	65.4	66.3	65.3	63.3	57.8	61.7
	위탁매매 미수금잔고(조원)	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
	신용거래융자 잔고(조원)	7.2	8.5	8.3	9.9	11.3	11.8	11.8	9.4	10.4
	합계(조원)	107.2	111.4	109.8	110.3	112.9	112.4	109.7	100.6	105.3
기타	CMA 잔고(조원)	54.4	53.8	53.7	55.3	53.1	49.2	50.0	48.9	49.6
	Wrap 잔고(조원)	101.5	105.0	108.3	113.0	114.3	112.0	116.0	112.5	n.a

자료 : 한국거래소, 금융투자협회

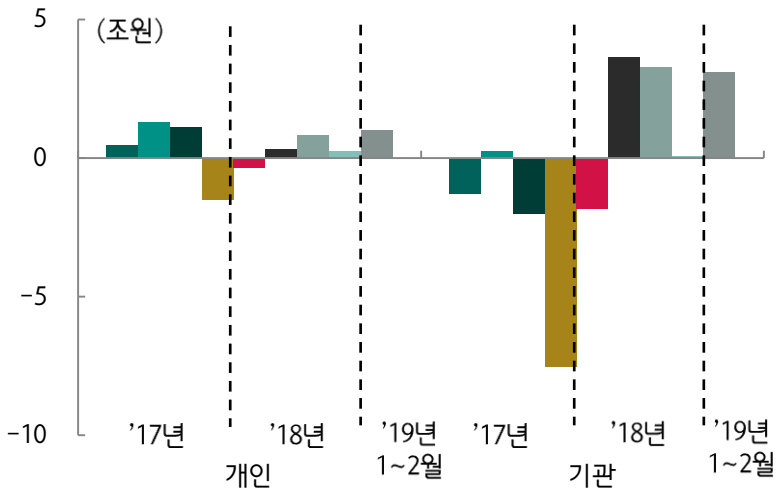
자금흐름 동향 ❺ : 자산운용

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

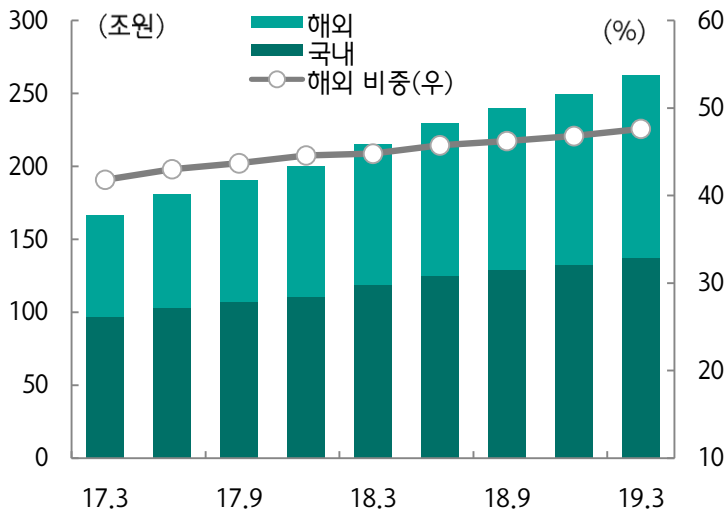
주식형펀드 투자자 유형별 분기 순증감



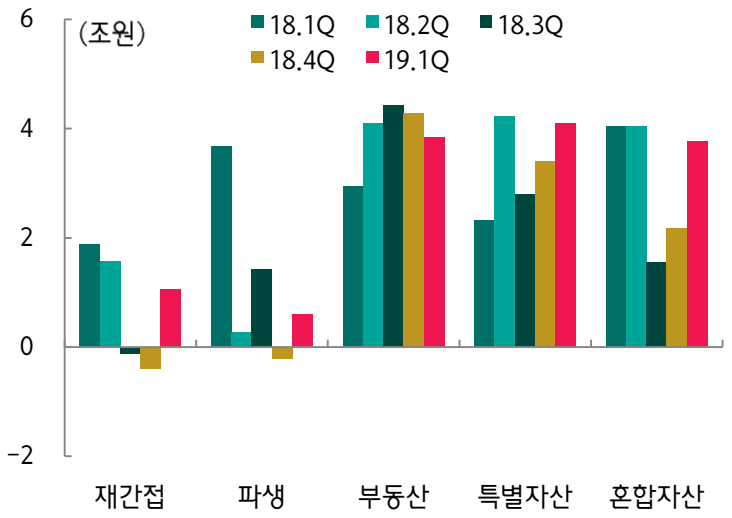
채권형펀드 투자자 유형별 분기 순증감



대체투자펀드 수탁고 및 해외 비중



대체투자펀드 유형별 분기 순증감



[참고] 기관투자자 중심의 성장 가속화

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

- 보험사, 연기금 등 기관투자자의 자금 위탁규모가 확대되면서 2018년에도 투자일임 수탁고 증가세 지속
- 펀드시장에서도 대체투자펀드 등 사모 중심의 펀드 수탁고 증가(사모펀드 중 대체투자펀드 비중 '19.3월말 64.0%)로 금융위기 이후 국내 자산운용시장의 기관화가 가속화
  - 기관투자자 비중(%) : 42.6('07년) → 56.3('11년) → 71.6('15년) → 79.4('19.2월)

자산운용시장 유형별 수탁고 추이

(단위 : 조원)

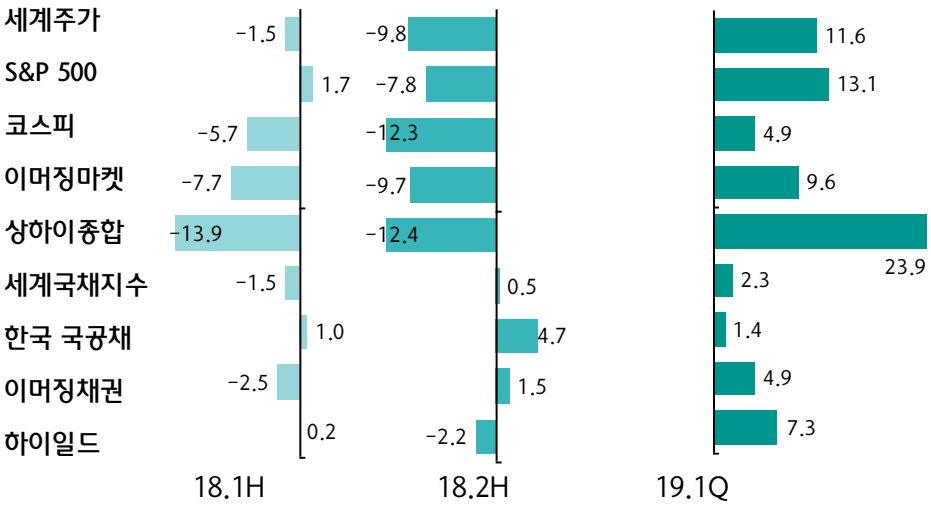
	2017년				2018년				2019년
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q
투자일임	440.2	446.9	448.6	452.4	459.2	469.4	467.5	467.7	473.1
펀드	488.8	496.2	503.8	499.5	524.7	543.5	544.5	553.9	583.6
<유형별>									
주식형	69.2	69.0	71.6	77.9	81.3	81.4	82.8	85.2	85.4
혼합형	32.0	30.2	29.5	28.6	29.0	29.0	28.7	28.1	27.6
채권형	102.9	105.8	105.0	95.3	93.8	98.3	101.7	101.8	108.9
MMF	118.3	110.3	107.0	97.3	105.2	105.3	91.3	89.6	99.2
대체투자	166.4	180.8	190.7	200.3	215.5	229.5	240.1	249.2	262.5
재간접	17.7	20.7	22.0	23.5	25.3	26.9	26.8	26.4	27.4
파생형	37.4	43.0	44.8	44.5	48.1	48.4	49.8	49.6	50.2
부동산	49.2	52.5	55.8	59.8	62.8	66.8	71.3	75.5	79.4
특별자산	53.3	54.6	56.2	58.4	60.7	64.9	67.7	71.1	75.2
혼합자산	6.2	7.4	9.5	11.9	15.9	20.0	21.5	23.7	27.5
<공사모>									
공모	226.7	222.9	218.8	211.2	228.4	232.3	220.7	217.8	230.3
사모	262.1	273.3	285.0	288.2	296.3	311.2	323.9	336.1	353.3

주 : 펀드는 설정액 , 투자일임은 계약금액 기준, 자료 : 금융투자협회

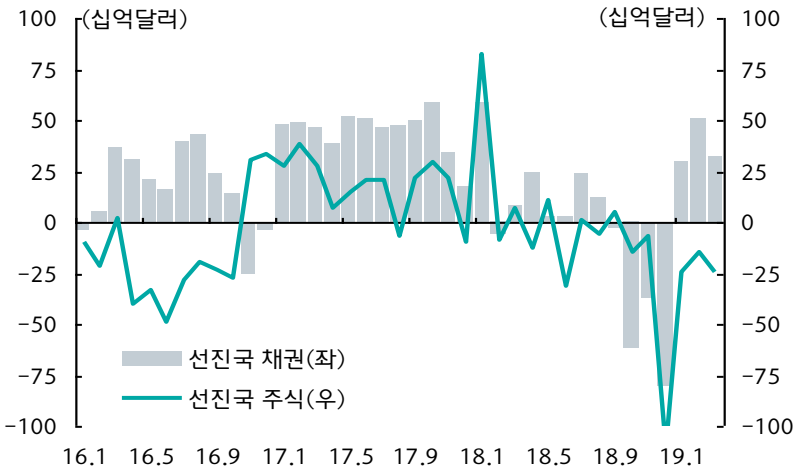
자금흐름 동향 ❻ : 외국인

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

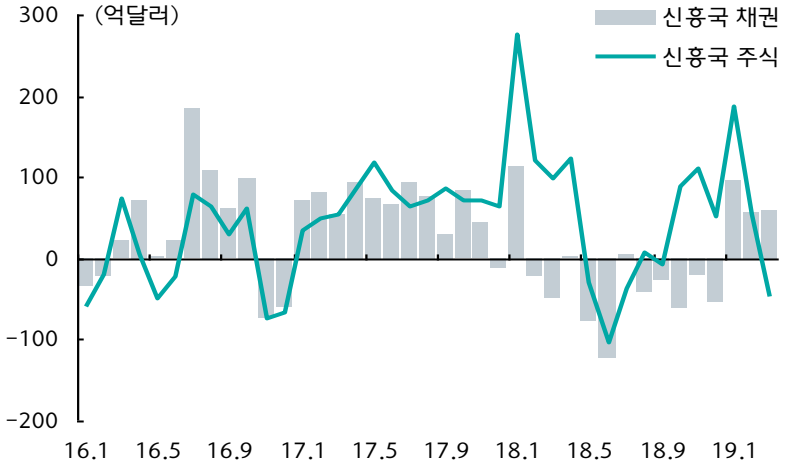
주요 금융자산 수익률



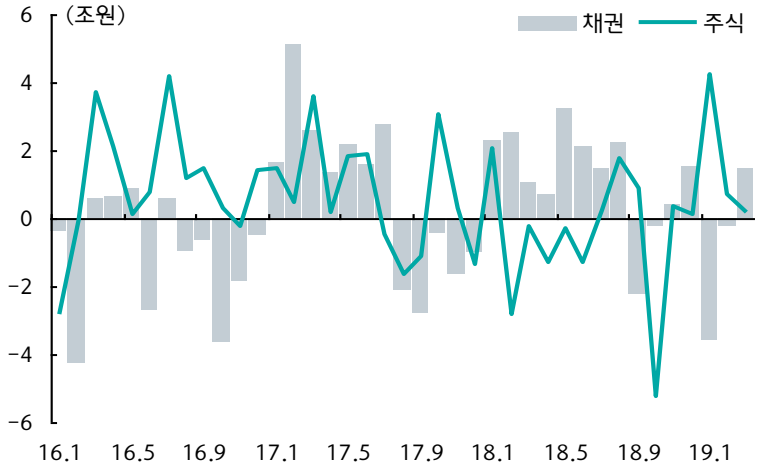
선진국 주식/채권 펀드 자금 유출입



신흥국 주식/채권 펀드 자금 유출입



국내 외국인 주식 순매수 및 채권 순투자

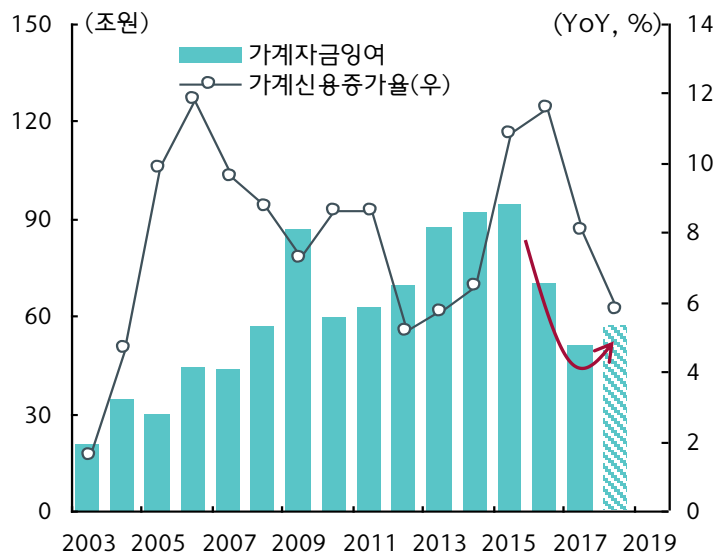


가계부문 자금흐름 및 금융수요

- 부동산 규제 강화에 따른 주택거래 감소로 가계 자금운용 여력 확대될 전망
  - 다만 경기 부진에 따른 제한적 소득 개선, 세금 증가 등으로 자금 잉여 증가폭은 제한적인 수준에 그칠 듯

- 위험자산 가격 조정과 부동산 시장 규제 강화로 수익률에 대한 눈높이 낮아지는 가운데, 중위험·중수익, 절세형 상품 선호 이어질 전망

[가계 자금잉여 추이와 전망]



자료 : 한국은행

가계 자금운용 개념도

자산/부채

- 가계소득/자산 증가세 둔화 및 양극화 심화
  (최저임금 인상에도 불구, 고용 악화로 소득개선 제한)
- 부동산 매매거래 감소
  (주택금융규제 강화, 자금조달 여력 제한)
- 가계 대출 증가율 둔화
  (금융규제 여파로 주택 거래량 감소 및 가격하락 압력 부각)

저축/투자

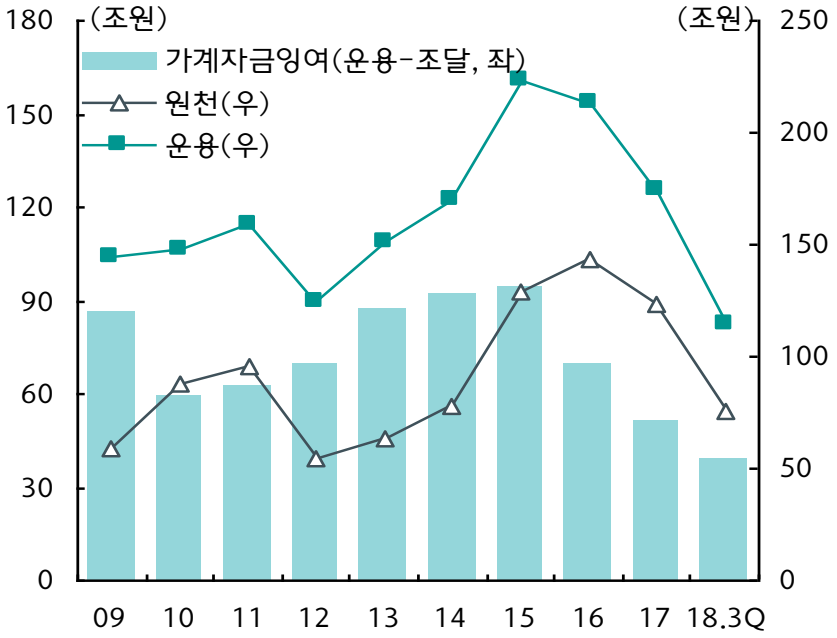
- 높은 저축성향 지속
  (노후 대비, 원리금 상환 부담 증대, 주택구입 수요)
- 고위험 투자 상품 선호도 둔화
  (경기둔화 우려 부각으로 금융시장 변동성 확대, 안전자산 선호)
- 대체투자 사모펀드 수요 증대
  (투자대상 다변화를 통한 분산효과 추구)
- 보험 자금유입 둔화, 연금 선호 증가
  (저축성 보험 판매 둔화, 보험업권 규제로 보장성 중심 판매 확대)

위험자산 가격 조정 속 안정적 투자 상품 수요 증가
→사모펀드, 신탁, 예적금 중심 자금 유입 예상

[가계 자금잉여] 원리금상환, 주택 매매가 상승 속 제한적 회복

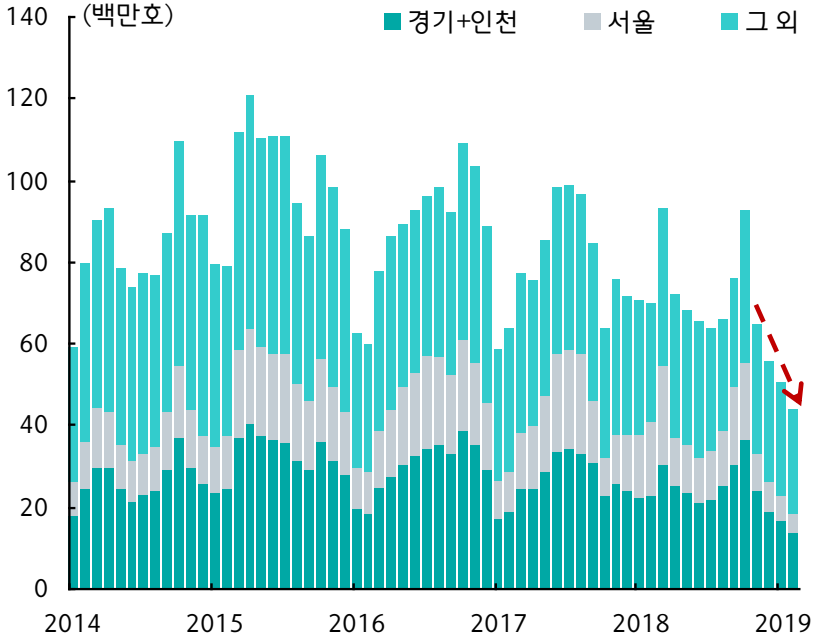
- '17년 중 가계 자금잉여는 부채 증가규모 둔화에도 불구, 자금 운용여력 감소로 큰 폭 축소
  - 부동산 투자와 원리금 상환이 자금 운용여력 감소의 주 원인(가계 총처분가능소득은 개선, '16년 3.2%→ '17년 4.5%)
- '18년에는 주택거래 감소에도 불구, 주택 매매가 상승에 따른 거래 규모 증가로 자금잉여 반등 폭 제한될 전망
- 금년에도 부동산 규제 강화에 따른 주택구입 감소로 가계 자금잉여 회복세 이어지겠으나, 원리금상환과 소득 개선 부진, 부동산 매매가 상승 등으로 큰 폭의 자금잉여는 기대하기 어려운 상황

자금운용 감소가 잉여 축소의 원인



자료 : 한국은행

주택 거래량 급감



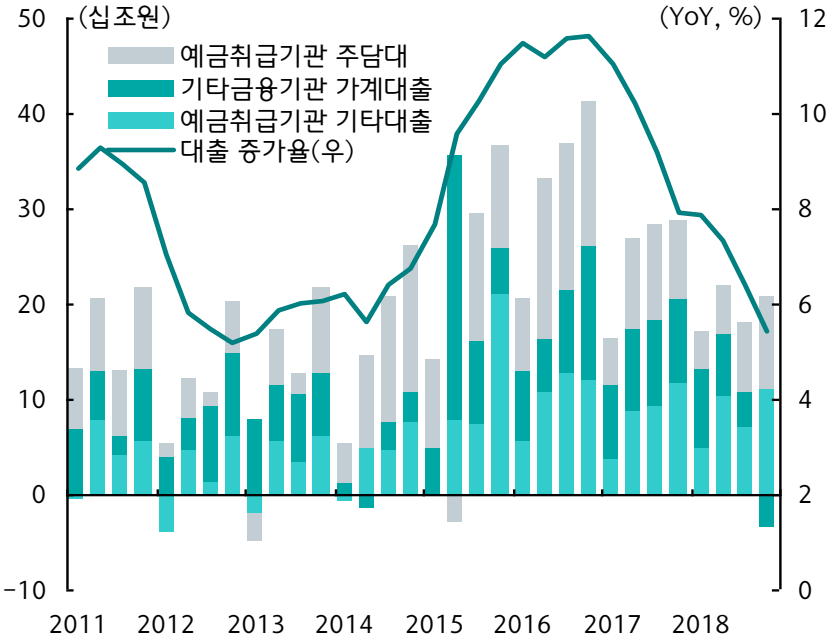
자료 : 한국감정원

[가계신용] 부동산 규제 강화로 증가율 둔화 예상

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

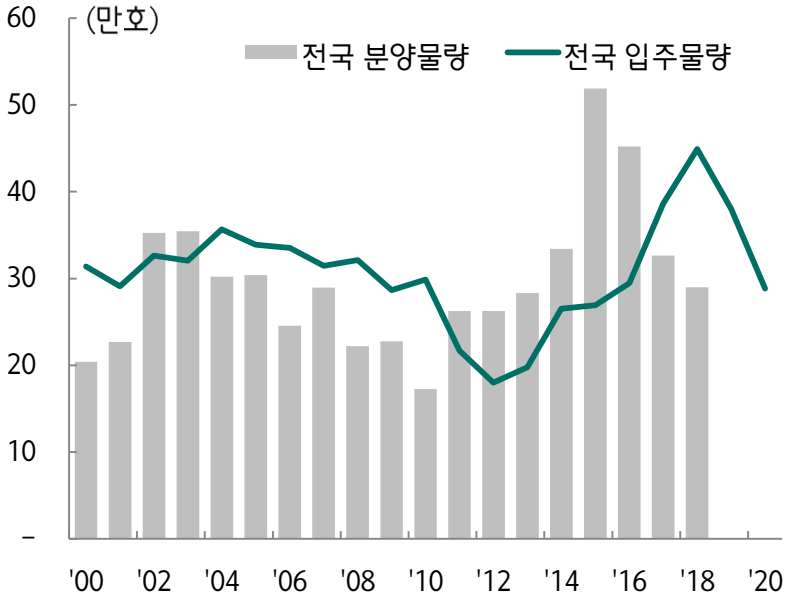
- '18년 가계신용은 부동산금융 규제 강화로 증가세가 둔화됐으나, 여전히 예년 수준을 상회하는 증가규모
  - 특히 주담대 중심의 규제 강화, 인터넷전문은행 출범에 따른 비대면 신용대출 활성화 등으로 신용대출 증가세 부각
- 금년 가계대출은 DSR 도입을 비롯한 가계대출 관리 강화, 주택매매 거래 위축으로 증가세가 둔화될 전망
  - 단, 아파트 분양 및 입주물량과 기시행된 집단대출 고려시 가계대출이 급감하기는 어려울 것으로 전망
    ※ 입주물량: '16년 29만 → '17년 39만 → '18년 45만 → '19년 38만(e) → '20년 29만(e)

금융규제 강화 속 가계대출 증가율 억제



자료 : 한국은행

기존 분양물량 고려시 대출 급감 어려워



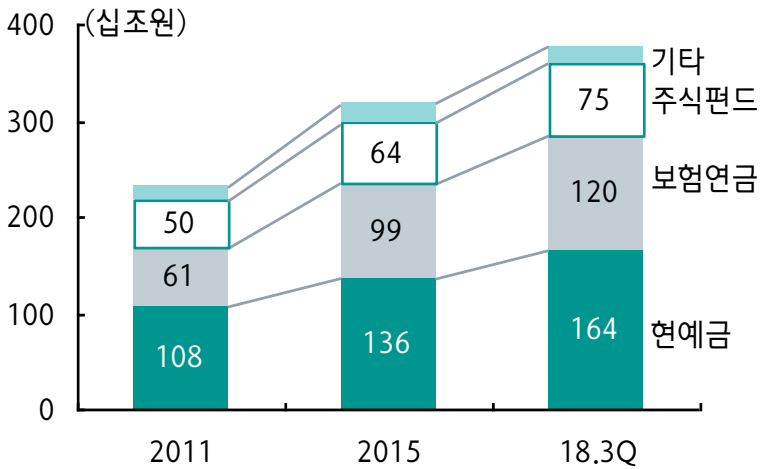
주 : 거래규모는 아파트 평균 매매가격 x 분양물량(수도권/서울 구분하여 계산)
자료 : 한국감정원, 부동산114

[가계 금융자산 포트폴리오] 안정형 상품 선호 증가 예상

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

- 내년 중 글로벌 차원의 위험자산 가격 조정과 부동산 규제 강화로 수익률에 대한 눈높이가 낮아지고, 안정적으로 현금흐름이 창출될 수 있는 금융상품에 대한 수요가 확대될 것으로 예상
- 특히 사모펀드와 신탁, 단기성 예금으로 자금유입이 확대되는 가운데, 주식과 펀드 수요 둔화 예상
  - 작년 부터 가계의 주식과 펀드 자금 이탈이 이어졌으나, 평가이익 증가로 자산에서 차지하는 비중은 증가한 상황
- 보험은 가계의 수요 정체, 업권 규제 변화에 따른 판매 부진 영향으로 자금유입 둔화가 지속되는 반면, 노후 대비 및 세금절감 등을 위한 연금 수요는 확대될 것으로 예상

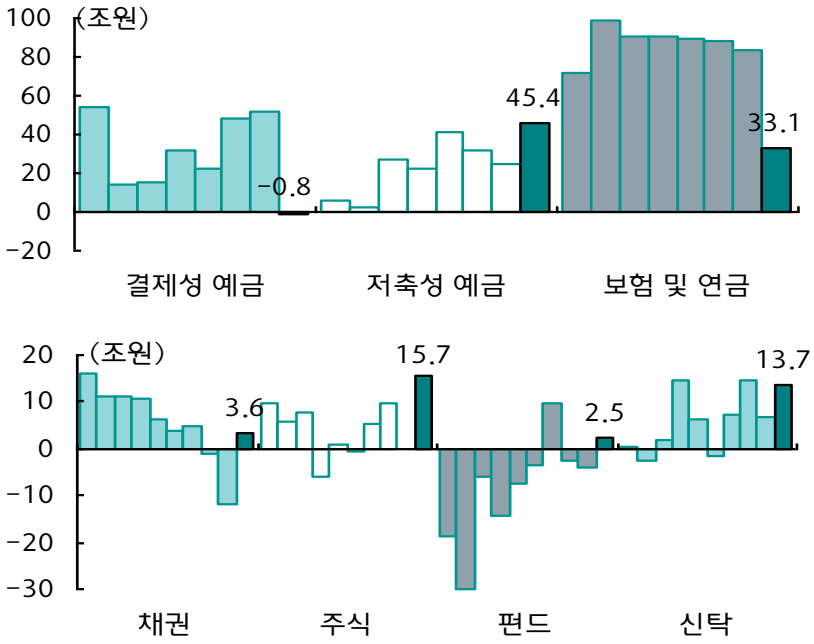
가계 금융자산 포트폴리오 추이



	2011	2015	18.3Q
주식펀드	21%	20%	20%
보험연금	26%	31%	32%
현예금	46%	43%	44%

주 1. 시가평가가 반영된 금액, 2. 그래프 아래 테이블은 전체 가계 금융자산 내 비중
자료 : 한국은행

가계 금융상품 거래('11~'18년)

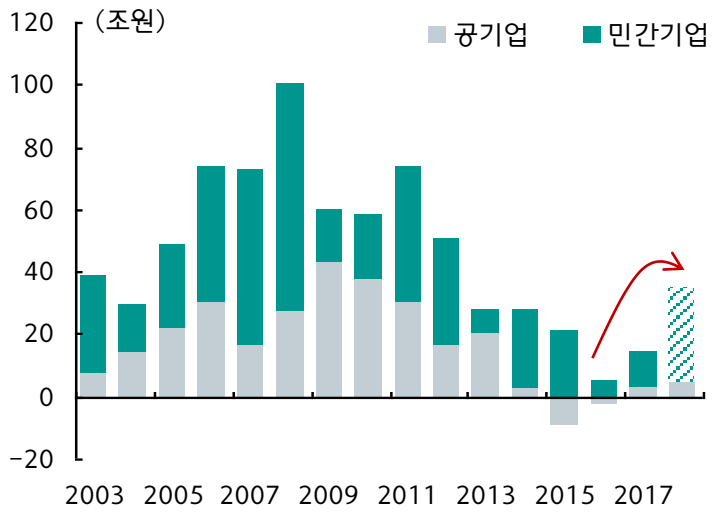


주 1. 시가평가가 되지 않은 금액, 2. 2018년은 18.1Q~3Q 기준
자료 : 한국은행

기업부문 자금흐름 및 금융수요

- 영업활동을 통한 기업 자금유입 감소에도 불구, 투자 부진으로 자금수요 둔화될 것으로 예상
- 중기대출의 가장 큰 비중을 차지하는 부동산 임대업의 규제 강화도 기업 신용 증가 제한 요인
- 공기업의 경우 정부의 SOC 사업 확대와 토지 보상금 지급, 신재생에너지 투자 등으로 자금 조달 규모 확대될 것으로 예상

[기업 자금부족 추이와 전망]



기업 자금운용 개념도

수요측면

- 대내외 경기 둔화로 기업이익 감소
  (영업활동 현금흐름 축소, 기업 내부조달 자금 규모 감소)
- 일부 대기업 중심으로 내부유보 증가
  (매출 상위업종 중심으로 현금성자산 보유 증가)
- 설비투자 부진 속 경기둔화 대비 예비적 자금수요
  (반도체 부문 설비투자 마무리, 대내외 수요 부진)

공급측면

- 금융기관 건전성 규제 강화로 자금조달 수단 차별화
  (대기업 직접금융 vs 중소기업 간접금융 중심 양극화)
- 우량/비우량기업 조달여건 양극화
  (한계기업 증가, 신용 경계감 확대)
- 증시 부진, 회사채 만기도래 감소로 직접금융 축소
  (유상증자 중심으로 증시에서의 자금조달 감소)
- 부동산임대업 규제 강화로 대출 둔화
  (기업대출 중 부동산임대업 비중 15% 이상)

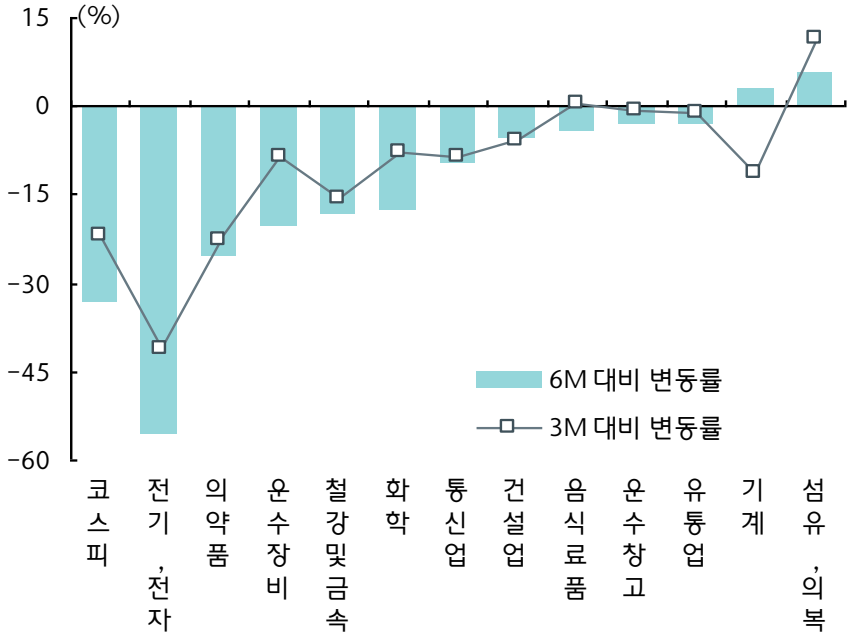
투자 부진으로 내부 잉여자금 확대되고
직간접 금융시장을 통한 자금조달 규모 축소
→기업 순자금조달 규모 증가 어려워

[기업 자금잉여] 설비투자 부진 속 내부 잉여자금 확대 예상

KEB 하나은행 하나금융경영연구소

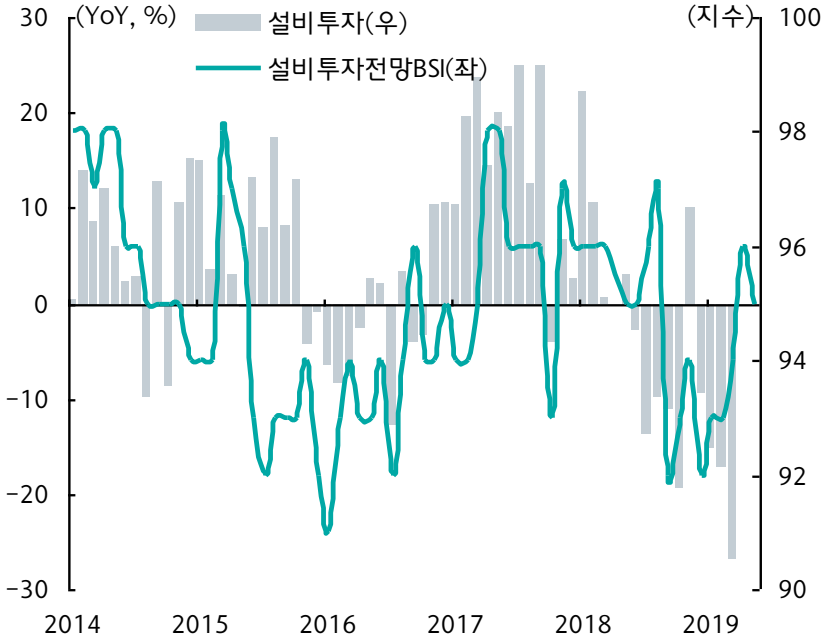
- '18년에는 영업이익 증가에 따른 현금흐름 개선에도 불구, 설비투자 확대로 기업 내부 잉여자금이 감소 추세
  - 주요 수출 품목의 단가 상승, 매출 증가, 비용 절감 등으로 기업 수익성이 개선되고 반도체 중심으로 설비투자 확대
    ※ 코스피 기업 총자산 대비 현금성자산(단기금융자산 포함, %): '15년 6.9 → '16년 7.2 → '17년 6.6 → '18.3Q 6.8
- 금년에는 대내외 경기 둔화 및 반도체 단가 하락으로 기업 영업이익이 급감할 것으로 보이나, 설비투자 부진으로 내부 잉여자금 확대될 가능성
  - 4차산업 설비투자 증가에도 불구, 반도체 설비 증설 일단락, 내수 부진, 글로벌 교역 감소로 투자 부진할 것으로 전망

코스피 기업 영업이익 전망 악화



주 : 2019.1H 영업이익 컨센서스의 3개월, 6개월 전 컨센서스 대비 변동률
자료 : FN 가이드

기업 설비투자 및 전망 추이

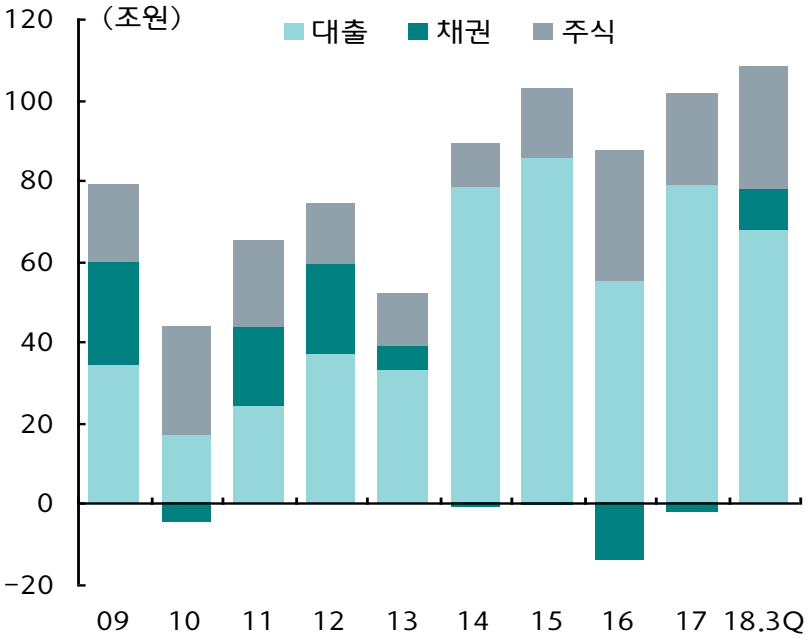


자료 : 한국은행, 통계청

[기업 자금조달] 직간접 금융시장을 통한 조달 규모 둔화 예상

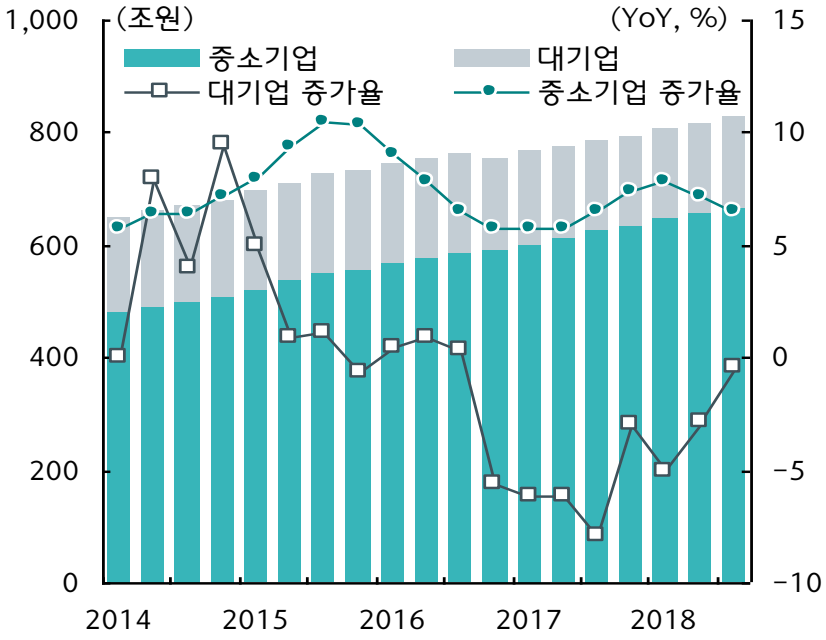
- '18년 기업 자금조달 규모는 견조한 중소기업 대출 증가, 대규모 유상증자, 회사채 순발행으로 큰 폭 확대
  - 특히 전체 기업대출의 15% 이상을 차지하는 부동산임대업 대출이 부동산 투자 수요와 세제혜택에 따른 사업자 등록 급증('14년 10만명, 46만호 → '18.2Q 33만명, 116만호)의 영향으로 크게 증가
- 금년은 설비투자 부진, 임대업 대출 규제 강화, 증시 조정, 회사채 만기도래 감소로 자금조달 둔화 예상
  - 특히 임대사업자 주담대 및 세제(양도세, 종부세) 혜택을 축소(9.13대책)함에 따라 관련 대출 급증세 둔화될 전망
    → 기업 내부 잉여자금 확대 및 직간접 금융시장을 통한 자금조달 감소로 순자금조달 규모 증가 제한될 전망

민간기업 자금조달 규모



자료 : 한국은행 자금순환표

기업규모별 예금은행 기업대출



자료 : 한국은행 금융안정보고서

[기업 금융자산 포트폴리오] 단기성 자금과 직접투자 증가 예상

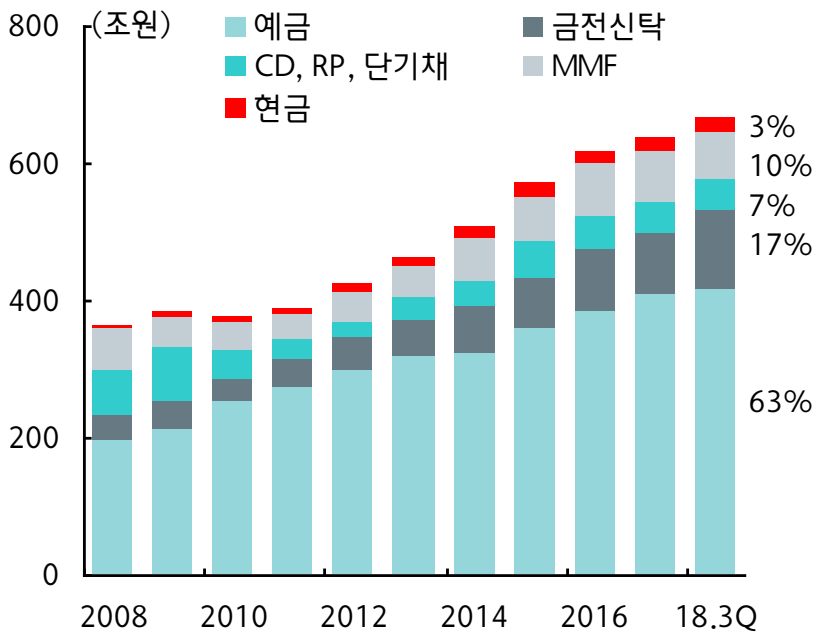
- 민간기업 금융자산은 상거래신용을 제외하고 주식 비중이 가장 높으며, 현예금, 직접투자 순으로 구성
  - 금융위기 이후 기업 금융자산에서 상거래신용 비중이 축소된 반면, 직접투자가 빠르게 증가
- 2015년 이후 기업의 단기성 금융자산은 금전신탁과 예금을 중심으로 증가
  - 단기성 금융자산 상품 구성 비중('15년→'18.3Q, %): 예금 63→63, 금전신탁 13→17, 단기채 9→7, MMF 12→10
- 금년에도 수익성 추구를 위한 직접투자 확대 추세가 이어지는 가운데, 투자처 부재에 따른 단기성 자금 수요도 증가할 전망

민간기업 금융자산 포트폴리오

구분	2011	2013	2015	2017	18.3Q
현금통화 및 예금	368.6	431.1	515.7	574.9	575.9
	19.3%	22.9%	23.4%	23.5%	22.5%
채권	41.2	42.6	65.5	57.1	54.1
	2.2%	2.3%	3.0%	2.3%	2.1%
주식	560.7	576.9	673.2	739.5	711.9
	29.3%	30.6%	30.5%	30.3%	27.8%
펀드	13.7	20.3	24.9	35.5	46.9
	0.7%	1.1%	1.1%	1.5%	1.8%
상거래신용	534.7	552.0	571.3	632.3	628.6
	27.9%	29.3%	25.9%	25.9%	24.5%
직접투자	175.6	223.4	288.4	297.8	303.5
	9.2%	11.9%	13.1%	12.2%	11.8%
합계	1,765.6	1882.3	2204.2	2441.8	2561.8

주: 공공기관 제외
자료 : 한국은행

민간기업들의 단기성 자산 보유 구성



자료 : 한국은행, 금융투자협회

[참고] 국내 자금흐름 개관

글로벌 유동성 축소 제한
(주요국 통화정책 완화로 전환)

수출 성장세 마이너스 전환
(보호무역주의, 글로벌 경기둔화)

민간 부문 투자 위축
(건설투자 위축, 설비투자 둔화)

정부 정책 패러다임 유지
(가계소득 증대, 재정역할 확대)

자본유출입 변동성 확대
(경기지표 악화, 기업실적 부진)

원/달러 환율 상승 제한
(외환건전성 안정적)

시중금리 횡보, 신용리스크 증가
(금리동결 장기화 · 인하기대 부각)

주택 매매 거래 감소
(주택금융규제 및 세제 강화)

세계경제 성장 모멘텀 약화
& 성장격차 확대

국내 경제성장률 둔화
(18년 2.7% → 19년 2.5% → 20년 2.4%)
정부의 소비 진작 불구
수출 및 투자 기여도 하락

부동산 매매거래 감소로
자금 쏠림현상 완화,
시중자금 단기부동화
안정적 Cash flow
추구 행태 지속

가계대출 증가세 둔화
기업자금조달 수요 제한

가계부채 누증에 따른
원리금상환 부담 증가

투자심리 개선 제한,
단기 금융상품 중심 자금 유입

기대수익률 하향 조정,
중위험·중수익 상품 수요 지속

절세형, 연금형 상품
선호 유지

금융권 자산 성장세 둔화
리스크 관리 필요성 증대

자료 : 하나금융경영연구소

[참고] 가계와 기업부문의 자금수요

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

[가계]

- 가계소득 증가, but 제한적
  (최저임금, 공공부문 고용 확대 등)
- 높은 저축성향 지속
  (고령화 대비, 원리금 상환 부담)
- 가계부채 증가율 둔화
  (주택금융 규제 및 부동산경기 둔화)
- 단기부동자금 규모 유지
  (투자심리 개선 지연)
- 보험 · 연금 수요 지속
  (노후소득 불안)
- 대체투자, 해외투자수요 증가
  (기관 및 사모중심 성장 지속)
- 주식 선호도 개선 지연
  (글로벌 경제 부진, 기업실적 개선 제한)

부동산 쏠림 완화
수익률 추구 현상 강화
안정적 cash flow 추구

[대내외 경제환경]

- **글로벌 유동성 축소세 둔화**
  (주요국 통화정책 정상화 지연)
- **수출 회복 제한적**
  (보호무역, 중국 구조조정)
- **대내투자 위축**
  (건설투자 위축, 설비투자 둔화)
- **정책 패러다임 전환**
  (소득주도성장과 혁신성장)
- **자본유출입 변동성 확대**
  (안전자산 선호 확산)
- **원/달러 환율 상승 제한**
  (외환건전성 안정적)
- **시중금리 완만한 하락**
  (동결 장기화, 인하 논의 부각)
- **부동산 시장 둔화**
  (부동산 및 가계대출 규제 강화)

[기업]

- 실적 및 수익성 악화, 재고 증가
  (수출 부문 매출 감소, 특히 반도체)
- 설비투자 수요 감소
  (일부 업종 외 투자여력 제한)
- 대기업 내부유보자금 증가
  (경기둔화 대비 예비적 자금수요 증대)
- 중소기업 자금조달 수요 증대
  (규모 및 외부조달 의존도 증가)
- 우량/비우량기업 조달여건 차별화
  (신용 경계감 확대)
- 단기 금융상품 수요 증가
  (현금성 자산 증가)
- 해외 직접투자 증가
  (FDI, 지분투자 등)

중소기업 중심 자금 수요 증가
대기업의 현금성 자산 증가

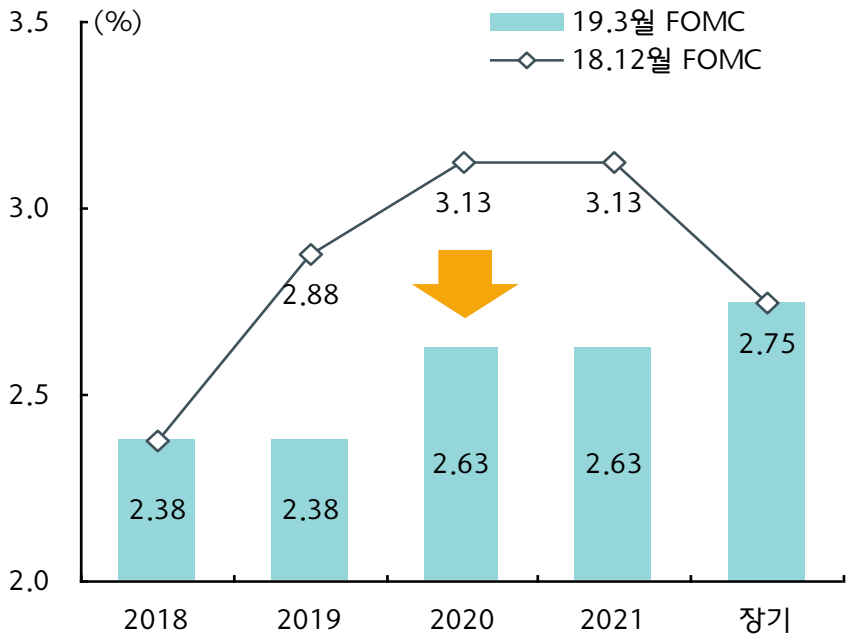
연준 통화정책

’19.3월 FOMC, 연중 기준금리 동결을 시사

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

- 글로벌 경기 하방 압력 확대와 美 인플레이션 억제를 배경으로 연준은 금년 기준금리 동결로 입장 급선회
  - 3월 FOMC 점도표 상 '19년 금리인상 횟수가 기존 2회에서 0회로 수정되며 시장 예상보다 비둘기파적 스탠스를 보임
- 특히 연준내 중립금리 수준에 대한 재평가로 美 기준금리가 정상화 궤도에 들어선 것으로 판단된 것이 FOMC 위원들의 정책 스탠스 변화 주 배경
  - ’19.2월 뉴욕 연은은 중립금리 전망치를 기존 ’18.10월 추정치에서 대폭 하향조정(’19년~’20년 2.9% → 2.5%)

3월 FOMC 점도표 하향 조정



자료 ; FRB

美 중립금리 추정과 FOMC 인상 경로

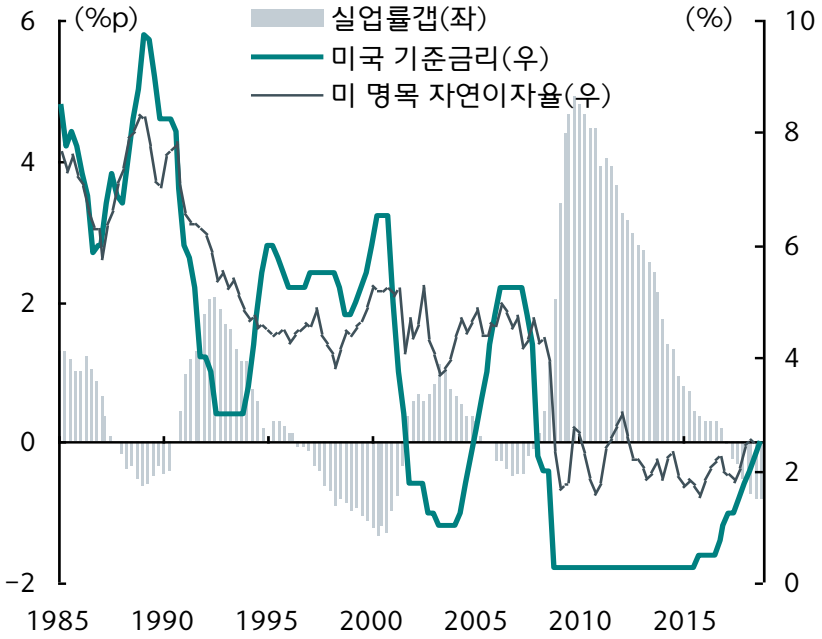
(단위: %)	전망월	2018	2019	2020	2021
Core PCE	19.1월	1.9	1.3	1.3	1.4
	18.10월	1.9	1.5	1.5	1.6
실질 자연금리	19.1월	1.1	1.2	1.2	1.2
	18.10월	1.2	1.4	1.4	1.4
명목 자연금리	19.1월	3.0	2.5	2.5	2.6
	18.10월	3.1	2.9	2.9	3.0
FOMC 점도표	19.3월	2.4	2.4	2.6	2.6
	18.12월	2.4	2.9	3.1	3.1

주 : 자연금리와 물가 추정치는 뉴욕 연은 추정치
자료 ; NY FED, FRB

금번 美 금리인상 싸이클은 중립금리 수준에서 마무리

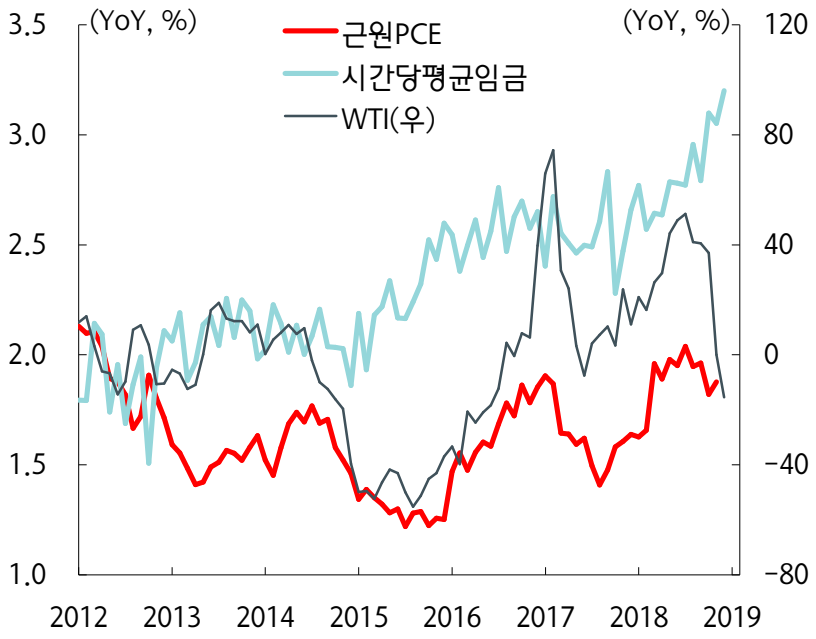
- 과거 美 금리인상기 연준은 고용시장 과열과 이에 따른 인플레이션 위험으로 중립금리 수준 이상으로의 금리 인상을 단행(88~89년, 94~95년, 99~00년, 04~06년)
- 현재는 고용 호조 지속에도 불구, 임금 상승이 물가 위험으로 연결되지 않아 긴축 대응 필요가 제한적
  - 美 고용시장은 인력 부족 현상이 지속되면서 임금 상승률이 금융위기 이후 최고치인 3.2~3.3%(YoY) 수준에서 등락
  - 반면 근원 PCE 물가는 저유가와 기대 인플레이션 안착 등으로 연준 목표 수준(2%)을 하회하는 1.8~2.0%에서 유지

과거 인상기, 중립금리 이상으로 인상



주 : 1. 실업률갭 = 실제 실업률-장기 자연 실업률(美 의회예산처 기준),
2. 美 명목 자연이자율은 LW자연금리+core PCE
자료 ; Bloomberg

임금 상승에도 인플레는 안착



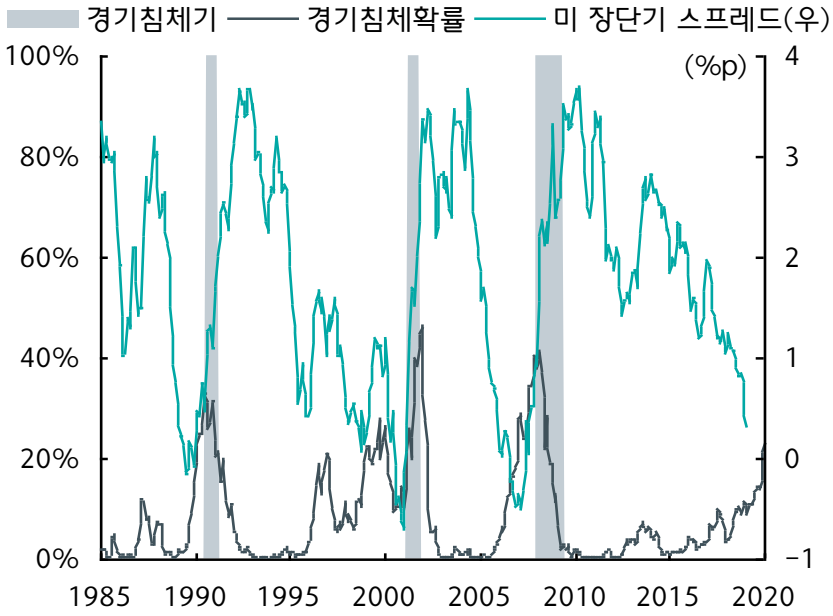
주 : 자연금리와 물가 추정치는 뉴욕 연은 추정치
자료 ; NY FED, FRB

장단기 금리차 축소 부담도 美 금리인상 종결의 배경

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

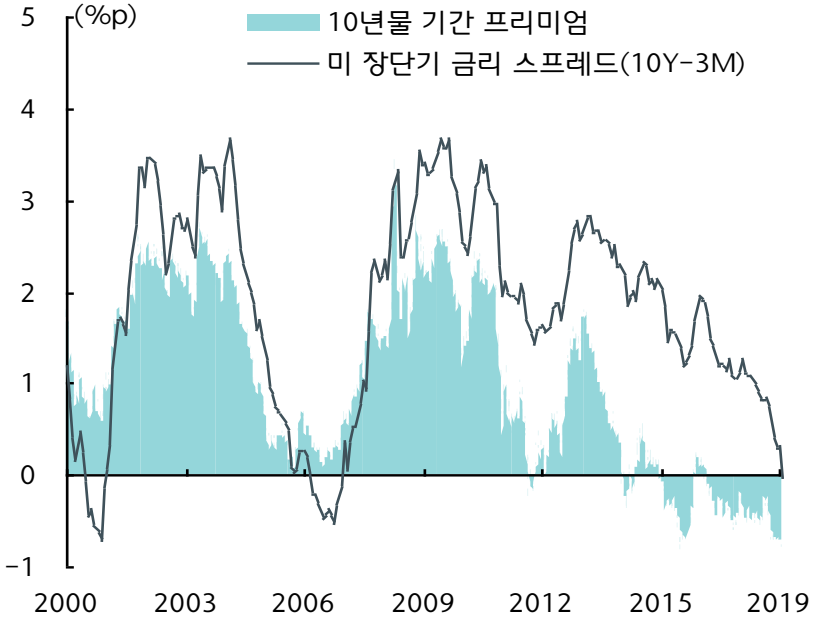
- 연준의 금리인상으로 단기금리는 상승흐름을 지속한 반면, 장기금리는 경기 둔화 우려로 상승이 제한되며 美 장단기 금리차가 빠르게 축소
- 연준은 장단기 금리차 축소가 기간 프리미엄 하락 등 구조적 요인에 주로 근거한다고 평가하나, 과거 美 장단기 금리차 역전은 美 경기 침체를 정확히 예측해왔다는 점에서 추가 금리인상의 부담 요인
  - '59년 이후 美 장단기금리(10Y-3M) 역전기 9회 중 8회는 경기침체, 역으로 8회의 경기침체 시기에 7회는 금리 역전 선행
  - 美 기간 프리미엄은 연준의 보유자산 축소에도 불구, 장기채에 대한 수요 증가로 마이너스 수준으로 하락

美 장단기 금리차와 경기 침체 확률



주 : 미 장단기 스프레드는 국채 10년 -3개월 금리차
자료 ; NY FED

미 국채 10년 기간 프리미엄 하락

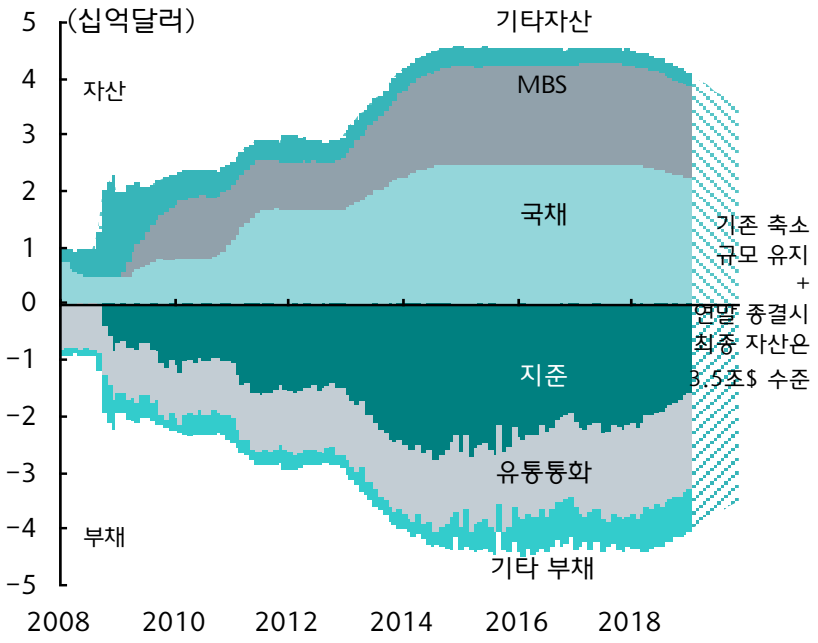


자료 ; NY FED

연준 보유자산 축소도 금년 중 종결

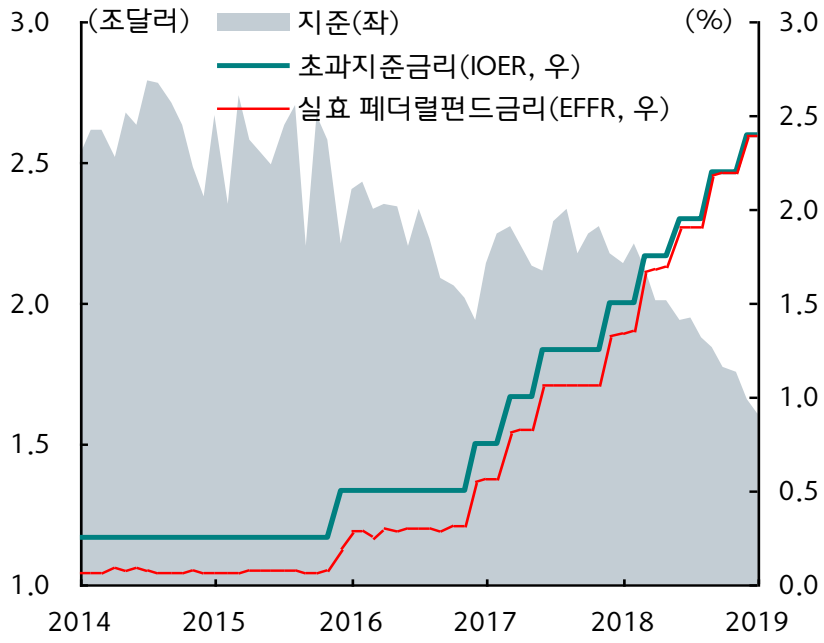
- 연준은 3월 FOMC에서 보유자산 규모 정상화를 '19.9월 3.5조달러 이상 수준에서 마무리할 것을 발표
  - 보유자산 축소 종료 이후 MBS 만기도래분을 국채로 재투자, B/S 구성은 현 유통 국채 만기 수준으로 적용할 것도 시사
- 이는 보유자산 축소 과정에서 부채 사이드인 지준이 과도하게 감소해 단기자금시장 금리 상승압력으로 이어지자 연준의 단기자금시장 금리 통제력 약화 우려가 확대된데 기인
  - 지준 축소로 실효 페더럴펀드금리(EFFR)가 FFR 목표범위 상단인 초과지준금리(IOER)를 상회하는 문제 발생
  - 연준 자산/지준 규모(조달러): '07.12월 0.9/0.0 → '14.7월 4.5/2.8 → '19.1월 4.1/1.6

연준의 보유자산 정상화



자료 ; Bloomberg

지준 축소와 단기자금시장 금리 상승



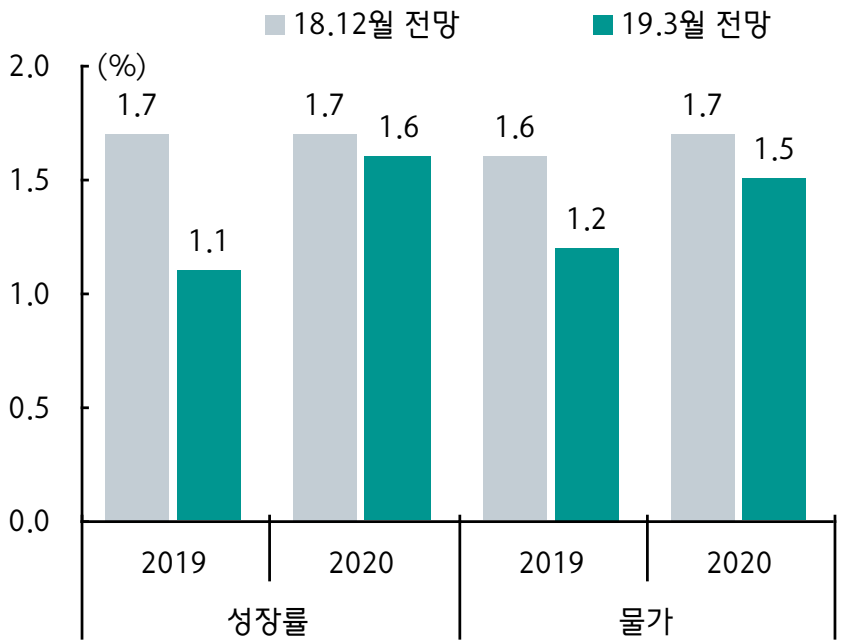
자료 ; Bloomberg, FRED

ECB를 비롯한 주요국 완화기조 전환 움직임 확대

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

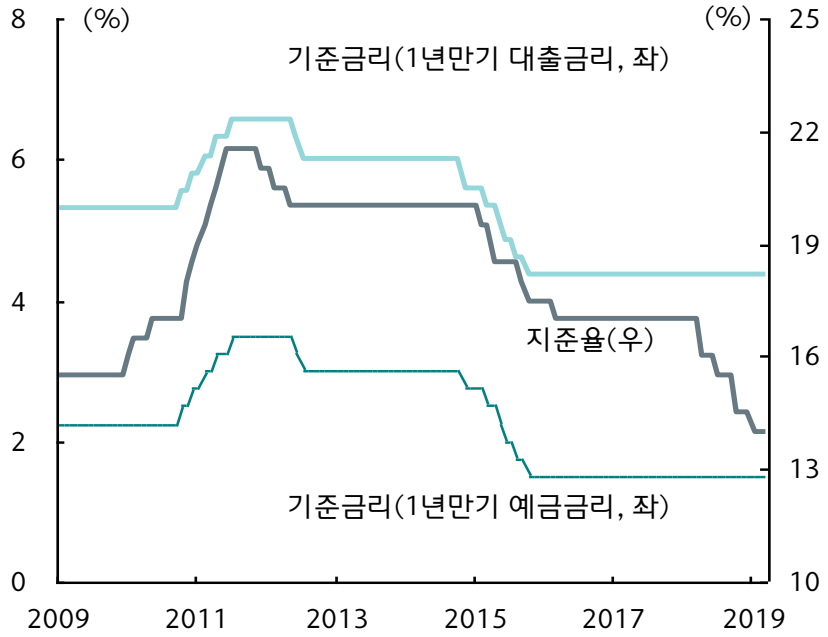
- ECB는 유로지역 경기 부진이 예상보다 장기화되자, 예상보다 빠르게 완화조치를 시행
  - 3월 통화정책회의에서는 이르면 금년 3/4분기로 예정되었던 기준금리 인상을 내년으로 연기할 것을 공식화
  - 저금리로 자금을 대출하는 3차 TLTRO(만기 2년)도 '19.9월 도입 예정(2차 TLTRO 만기는 '20.6월부터 대거 도래)
- 인민은행은 작년부터 지준율 인하와 중소·민영기업에 대한 자금 공급 등을 실시하며 완화기조로 전환
  - 금리 시장화 개혁 의지로 '16년 이후 기준금리인 예·대금리 조정은 신중했으나 전인대 이후 총리는 금리인하 가능성 언급
- BOJ도 물가 상승 모멘텀 부진시 추가 조치 시행 의지를 표하는 등 주요국 완화 스탠스 전환 움직임 확대

ECB 경제전망 대폭 하향 조정



자료 ; ECB

중국 지준율과 기준금리 추이



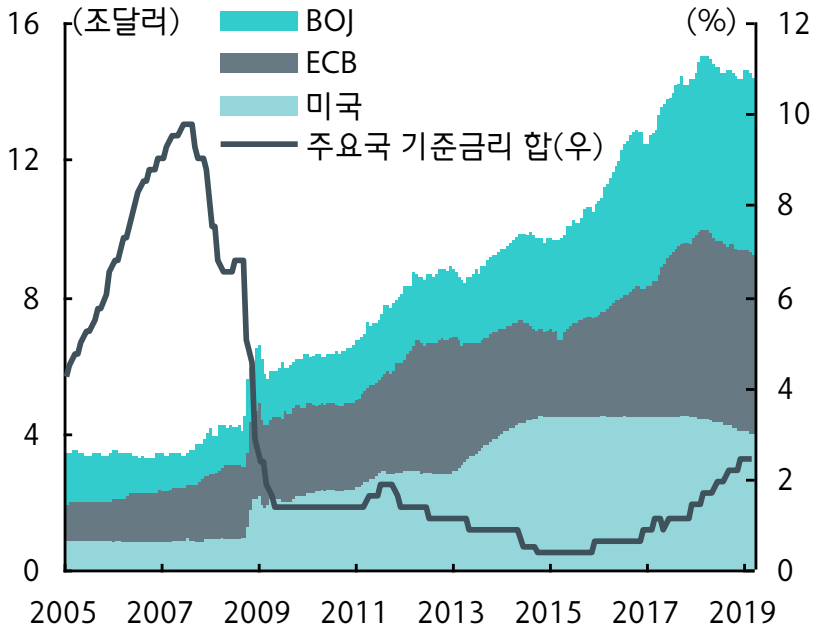
자료 ; Bloomberg

주요국 통화정책 스탠스 변화, 잠재부실 누증 우려도 존재

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

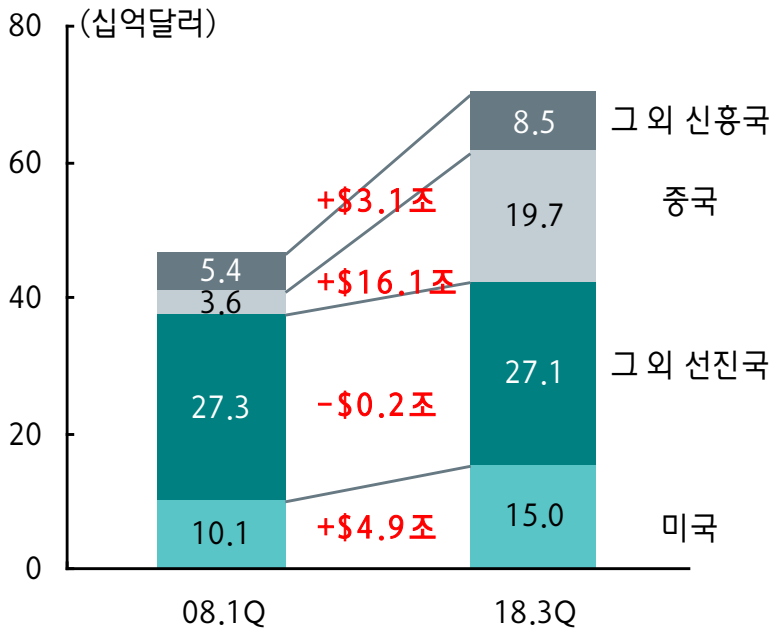
- 주요국 통화완화 기조는 급속한 경기 하강을 방어하고 신흥국 금융불안 리스크를 완화시킬 것으로 기대
  - 여타 신흥국은 자본유출 우려 완화로 기존 금리인상 기조에서 정책 동결, 혹은 금리 인하로 정책 변경
  - 통화정책 정상화 중단으로 기업 자금조달 여건 개선 및 유동성 경색 우려에 기반한 금융시장 불확실성 완화
- 다만 저금리 장기화에 따른 잠재 금융리스크 누증, 향후 충격 발생시 통화정책 여력 제한 등의 문제 존재
  - 금융위기 이후 급증한 글로벌 기업부채('08 $45조→ '18.2Q $71조), 美 레버리지론('07 $0.6조→ '18 $1.2조)과 CLO ('07 $286십억→ '18 $616 십억) 급증 등이 위험요소이며, 향후 경기 둔화시 부실 확대로 리스크가 확산될 소지

주요국 중앙은행 정상화 조기 중단



자료 ; Bloomberg

글로벌 기업부채 급증

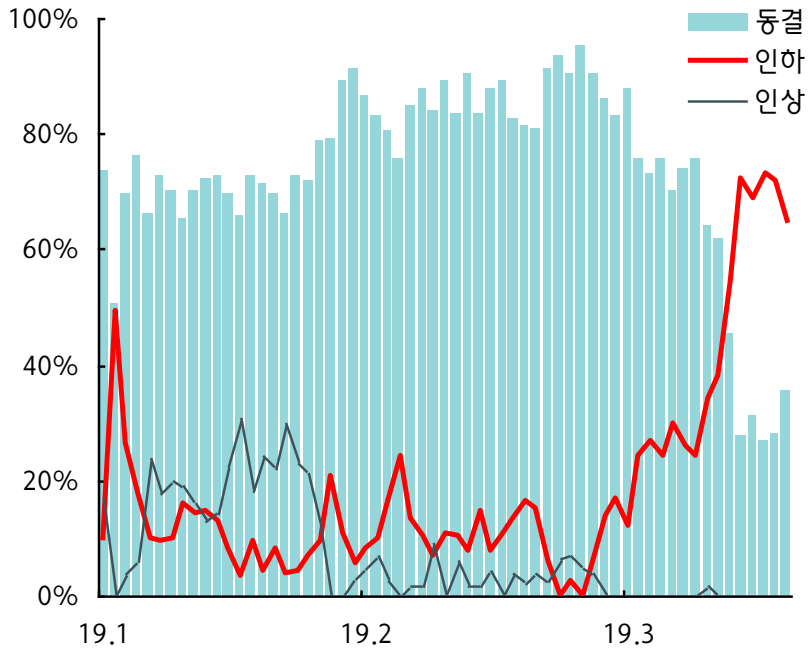


자료 ; BIS

美 장단기 금리 역전, 단기간내 금리인하로 이어지진 않을 듯

- 금융위기 이후 처음 美 장단기금리(10년-3개월)가 역전된 가운데, 경기 침체 우려가 확산되며 일각에서는 연준의 연내 금리인하 가능성이 제기
  - 과거 美 장단기금리 역전 시기, 연준은 기준금리 인상을 중단하고 0개월~18개월 안에 기준금리 인하 단행
- 금번 금리 역전에는 구조적 요인이 크고 미 경제도 양호해 경기 침체 및 금리 인하 임박 가능성은 제한적
  - 경기와 무관한 기간 프리미엄 하락으로 美 장기금리 하락압력 확대, 또한 여타 10년-2년 금리 역전도 동반되지 않음
  - 과거와 달리 연준의 통화정책이 중립금리 수준에서 마무리되면서 금융긴축 상황이 전개되지 않는다는 차이도 존재

시장의 금년 美 기준금리 조정 기대



자료 ; CME Fedwatch

美 금리 역전 이후 경기 침체 및 통화정책 변화

금리역전 기간	경기침체 기간	경기침체 시차	역전 발생 후 금리인하 시점	금리인하 시점 시차
'78.10~'80.4	'80.2~'80.7	16개월	'80.4	18개월
'80.10~'81.9	'81.8~'82.10	10개월	'81.6	8개월
'89.6~'89.12	'90.8~'91.3	14개월	'89.6	0개월
'00.7~'01.1	'01.4~'01.10	9개월	'01.1	6개월
'06.8~'07.5	'08.1~'09.6	17개월	'07.9	13개월
'19.3~	?	?	?	?

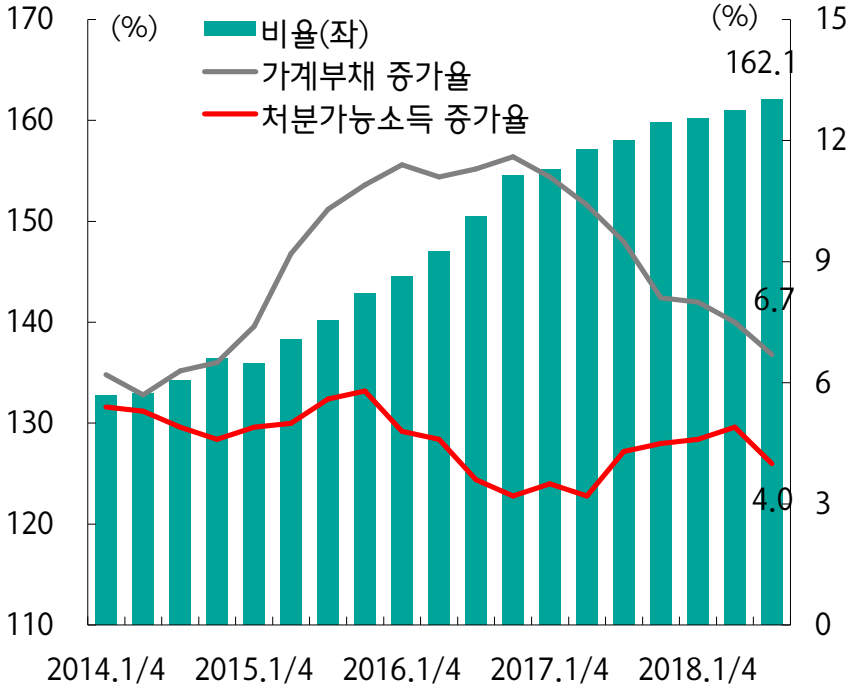
자료 ; 하나금융경영연구소

한은 통화정책 및 시중 금리

’18.11월 금통위, 금융불균형 완화를 위한 인상 단행

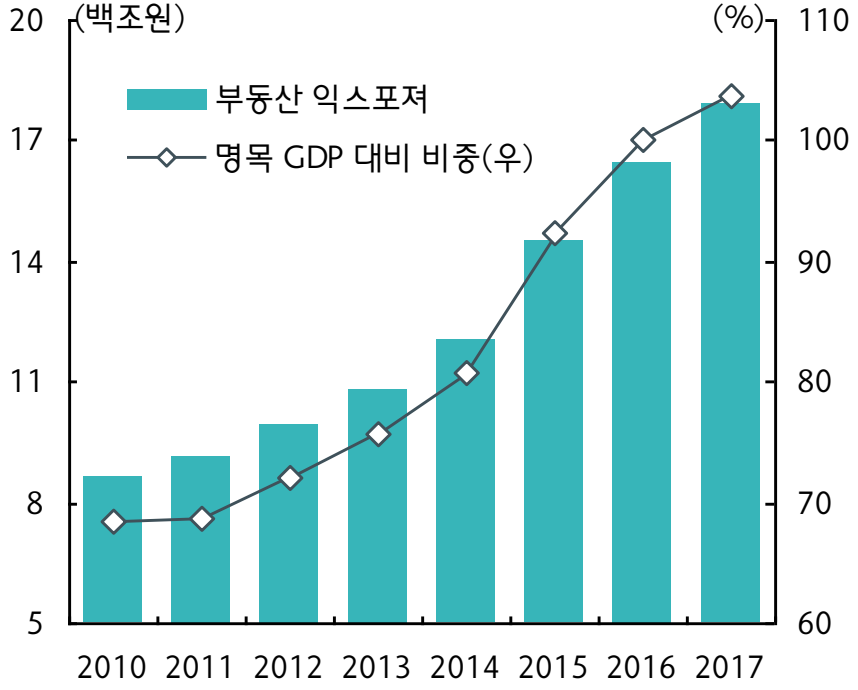
- 국내 경제가 잠재성장률 수준의 성장을 이어가는 가운데, 향후 경기 둔화에 대비한 통화정책 여력 확보와 가계대출 증가 등 금융불균형 완화를 위한 추가 금리인상 필요성 본격 부각
- 정책적 요인과 저금리 환경에 기반한 과잉유동성 상황이 지속되는 가운데, 갭투자 등에 기반한 주택임대사업자 급증 등으로 서울 중심의 주택가격 급등으로 부동산시장 중심의 금융불균형 이슈가 본격 대두
  - 주택 임대사업자 수/임대주택수(’17.7월 →18.7월) : 22.9만명/85만채 →33.6만명/117.6만채(46.7%/38.4% 증가)

처분가능소득 대비 가계부채 비율



주 : 2018년 분기별 처분가능소득은 직전 3개년의 연간 국민총소득 대비 가계 처분가능소득 비율 평균치를 이용하여 추정
자료 : 한국은행

부동산 관련 익스포져

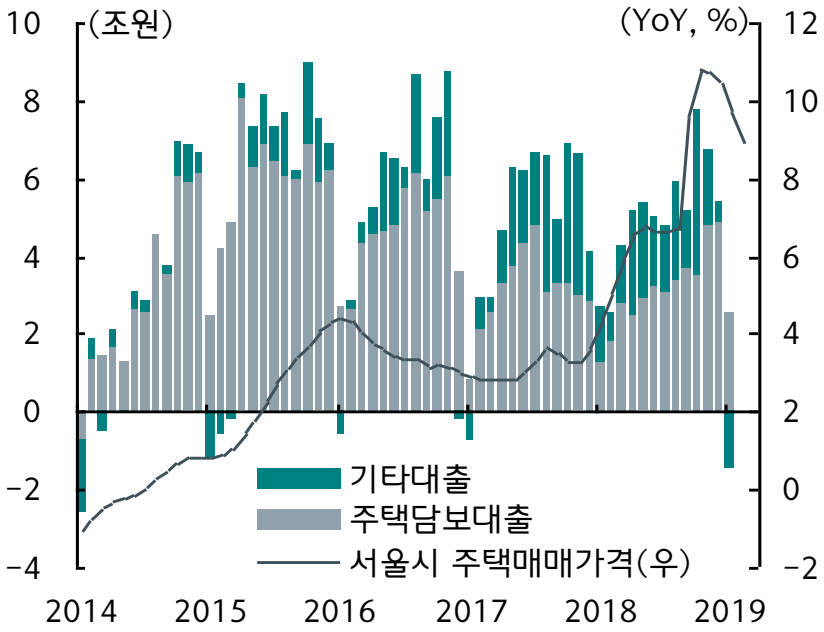


주 : 가계 및 부동산 관련 기업에 대한 여신과 부동산 관련 금융투자상품의 합계
자료 : 한국은행 금융안정보고서

금융불균형과 관련된 이슈는 크게 완화

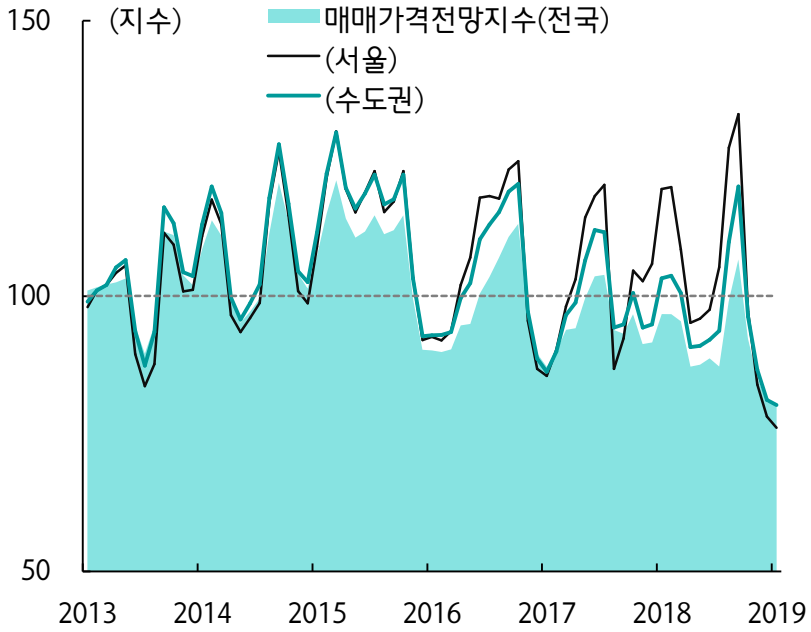
- 작년 금리인상의 주요 명분이었던 주택가격 급등세가 완화되며 추가 금리인상 필요성 후퇴
  - 주택시장은 작년 부터 이어진 강도 높은 규제 강화와 정책 의지 등으로 가격 상승세가 둔화되고 거래 부진 지속
  - 부동산 공시가격 인상 및 현실화율 조정에 따른 보유세 부담과 입주물량 증가로 인한 전세가 하락으로 심리 위축 지속
- 가계대출도 DSR 규제 도입과 9.13 대책 영향으로 은행권 신용대출과 제2금융권 중심으로 증가세 둔화
  - '19.1~2월 중 全금융권 가계대출 증가 규모는 0.9조원에 그침
- 美 연준도 금년중 기준금리 동결을 시사하고 있어 자본유출입 우려와 관련한 국내 통화정책 운용 부담 완화

주택가격 조정 및 가계대출 둔화



주 1. 가계대출은 은행권 기준, 2. 통계 발표 기준 변화로 '14.3월 이전은 모기지론 양도 제외 수치, 그 이후 값은 모기지론 양도 제외 수치 사용
자료 : 한국은행, KB부동산

주택시장 심리 위축

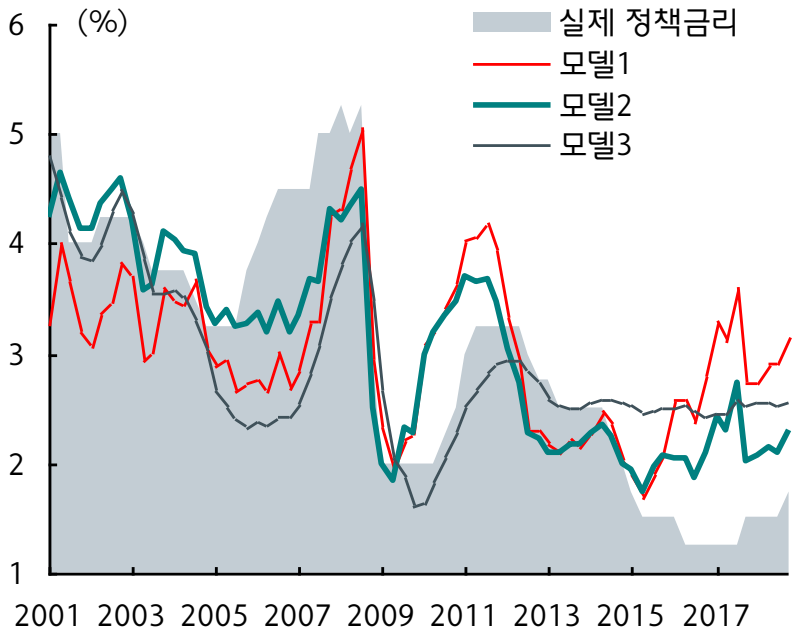


주 : 0~200 범위 이내이며 지수가 100을 초과할수록 '상승' 비중이 높음
자료 : KB국민은행

현 통화정책은 경제 상황 대비 나름 완화적 수준

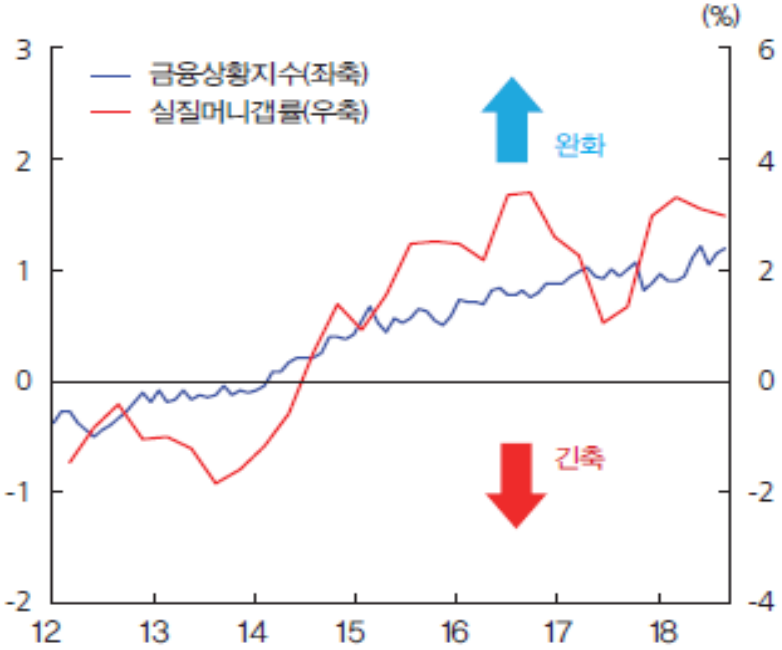
- 추정 모형을 활용해 적정 금리수준을 점검한 결과, 지난 두 차례 금리인상에도 기준금리는 여전히 완화적
  - 모형 추정 결과, 이론적 적정 정책금리 수준은 현 정책금리 보다 50bp 이상 상회함에 따라 향후 경기와 물가 하방압력 확대에도 통화정책은 여유가 있는 것으로 추정. 다만 잠재성장률과 장기 물가목표 수준에 따라 상이한 해석 가능
- 한은이 실질머니갭률과 금융상황지수로 추정한 금융완화 기조도 상당 폭의 플러스가 지속되는 상황
  - 실질통화량이 장기균형 수준을 계속 상회하고 유동성 호조 상황도 지속되면서 금융상황은 완화적 수준이 유지
- 향후 경기둔화 기조가 이어지더라도 통화정책은 완화적으로 평가되며 기준금리 동결의 배경이 될 전망

이론상 추정 금리와 실제 기준금리 추이



주 : 모형1, 모형2,모형3에 대한 설명은 다음 페이지 참고
자료 : 하나금융경영연구소

금융상황지수 및 실질머니갭률 추이



주 : 두 지수 모두 0을 상회(하회)하면 금융상황이 완화적(긴축적)임을 의미
자료 : 한국은행

[참고] Taylor 준칙 추정 모형 및 결과

모형1 $i_t = \alpha + \beta(\pi_t - \pi_t{}^*) + \delta(y_t - y_t{}^*) + \epsilon_t$

모형2 $i_t = \gamma\pi_t{}^* + \eta g_t{}^* + \beta(\pi_t - \pi_t{}^*) + \delta(y_t - y_t{}^*) + \epsilon_t$

모형3 $i_t = \alpha + \rho i_{t-1} + \beta(\pi_t - \pi_t{}^*) + \delta(y_t - y_t{}^*)/y_t{}^* + \epsilon_t$

이 때 i는 정책금리, π-π*는 물가상승률과 물가 목표치 간 갭, y-y*는 산출갭, g는 실질 성장률을 의미

	모형1	모형2	모형3
α	3.18*** (26.00)	-	0.21* (1.81)
β	0.53*** (4.87)	0.31*** (3.74)	-0.01 (-0.15)
δ	0.13*** (3.13)	0.13*** (4.94)	0.21*** (6.16)
ρ	-	-	0.92*** (27.5)
γ	-	0.29* (1.69)	-
η	-	0.67*** (5.09)	-
$adj\ R^2$	0.32	0.71	0.95
F 통계량	17.9	-	396.7

주 : 잠재성장률은 HP필터링으로 추정. 분석기간은 2001년~2018년(잠재성장률 추정은 2000년~2018년)
자료 : 하나금융경영연구소

[참고] 현 기준금리, 성장 지원을 위한 완화적 수준으로 인식

- 한은, 잠재 성장률 2.8~2.9% 추정, 중기물가안정 목표는 소비자물가 2.0%를 목표
  - 동 목표하에 추정 모형(균형 이자율을 장기 물가와 잠재 GDP의 함수 형태로 간주)에 기반한 균형 정책금리는 2.3% 내외, 반면 현 기준금리 1.75%는 성장률 2.4%, 소비자물가 0.8% 수준에 부합하는 균형금리 수준
- '17~'18년에 걸친 두 차례의 금리 인상에도 불구, 한은이 여전히 완화적인 통화정책을 유지하고 있음을 반증하며, 잠재성장률을 하회하는 경기와 미흡한 인플레 압력을 감안시 동 기조는 지속될 전망
  - 대내외 경기 부진으로 금년 성장률이 한은 전망 수준을 하회할 전망이나 당분간 완화 폭 추가 확대는 어려울 전망

중장기 균형금리 추정 결과

균형 정책 금리		잠재 GDP 성장률								
		1.8	2.0	2.2	2.4	2.6	2.8	3.0	3.2	3.4
장기 물가 상승률	0.4	1.24	1.36	1.49	1.61	1.74	1.86	1.99	2.11	2.24
	0.8	1.35	1.48	1.60	1.73	1.85	1.98	2.10	2.23	2.35
	1.2	1.46	1.59	1.71	1.84	1.96	2.09	2.21	2.34	2.46
	1.6	1.57	1.70	1.82	1.95	2.07	2.20	2.33	2.45	2.58
	2.0	1.69	1.81	1.94	2.06	2.19	2.31	2.44	2.56	2.69
	2.4	1.80	1.92	2.05	2.17	2.30	2.42	2.55	2.67	2.80
	2.8	1.91	2.04	2.16	2.29	2.41	2.54	2.66	2.79	2.91
	3.2	2.02	2.15	2.27	2.40	2.52	2.65	2.77	2.90	3.02

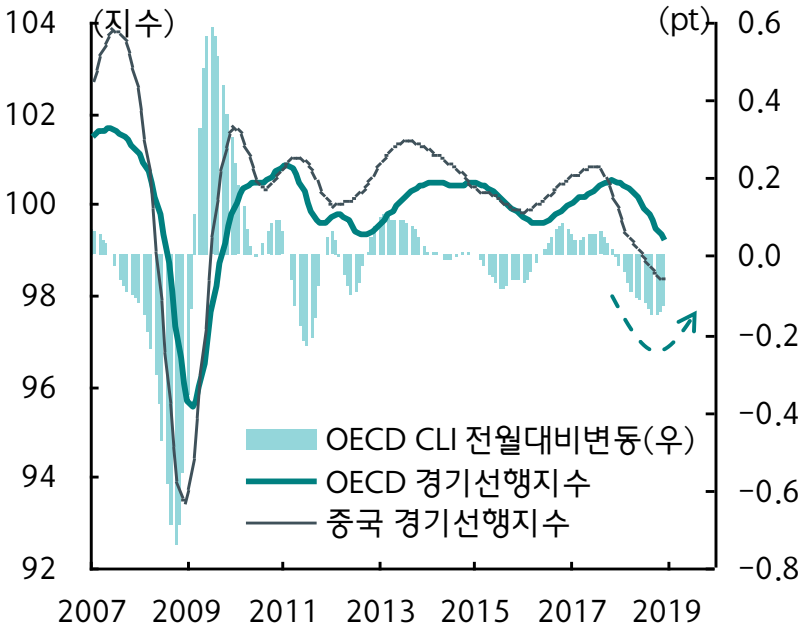
자료 : 하나금융경영연구소

상당 기간 기준금리 동결 기조 유지될 전망

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

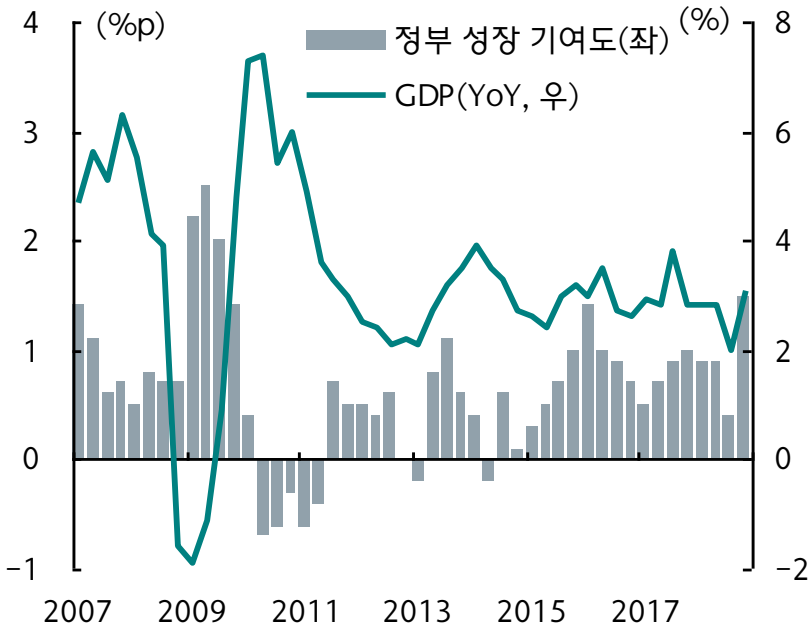
- 금년 중 세계경제 둔화 기조가 이어지겠으나, 주요 리스크 요인들이 완화되면서 경착륙 가능성은 억제
  - 미중 무역협상 진전과 주요국 경기 부양 노력 및 통화완화 기조 선회로 세계경제 위험 요소들이 크게 완화
- 대내적으로도 확장적 재정 운용으로 경기 하강이 다소 완화되면서 기준금리 동결 장기화 배경이 될 전망
  - 정부는 재정 조기 집행(실집행률을 1%p 올리는 것은 5조원의 재정확장 효과), 재정 정책의 파급 효과가 큰 SOC 예산 증액('18년 19.1조원→'19년 19.8조원)과 대규모 예비타당성 조사면제(24.1조원) 시행 등으로 경기를 지원
  - 또한 작년 사상 최대 규모의 초과 세수(25.4조원) 유입으로 금년에도 추경 편성 유력시('15년부터 매해 추경 편성)

글로벌 경기 선행지수



자료 : OECD

확장적 재정에 힘입어 경기 하강 억제



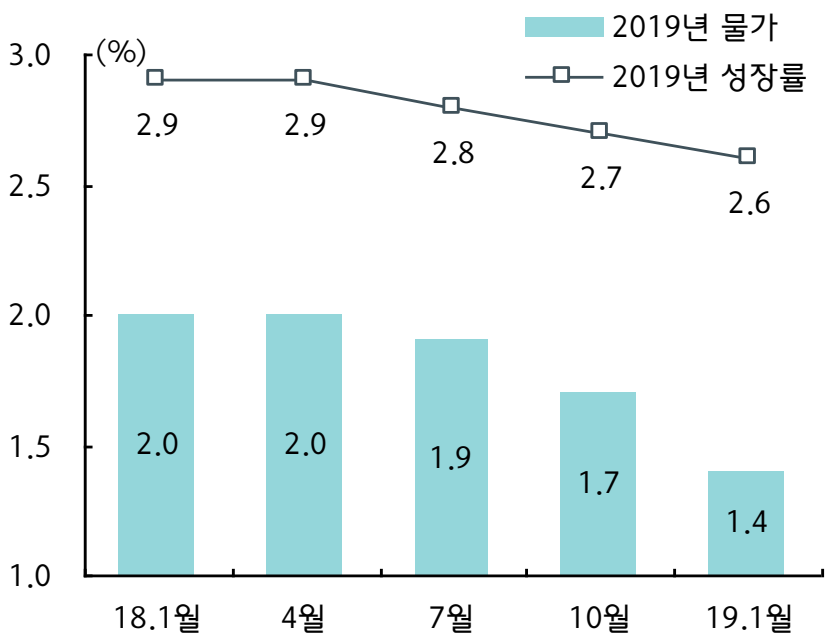
자료 : 한국은행

3/4분기 이후 기준금리 인하 논의 확대될 가능성

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

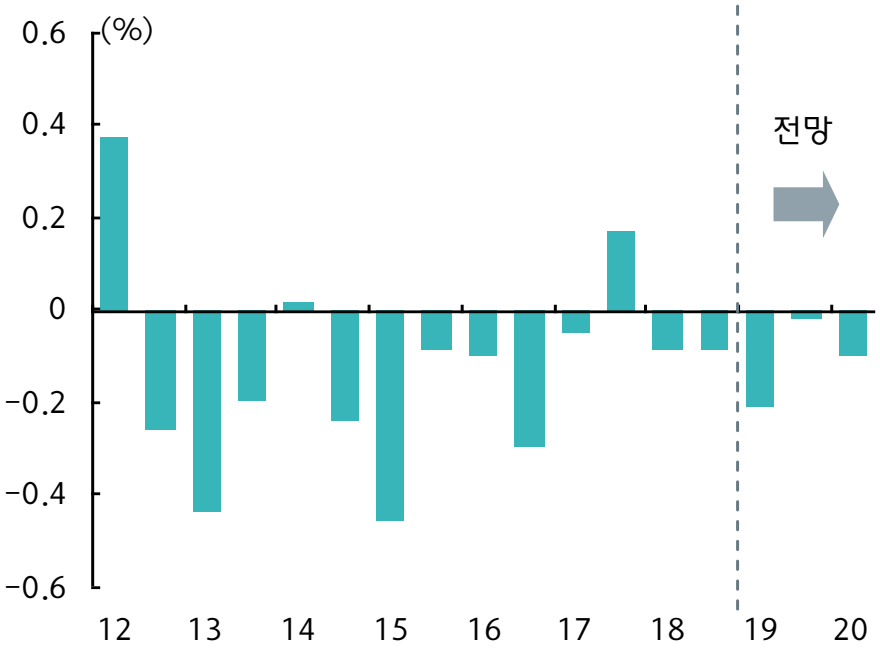
- 국내 경기 부진이 내년까지 지속되고, 인플레이션 압력도 제한되면서 통화완화 필요성 제기될 전망
  - 한은은 금년과 내년 경제 성장률을 모두 2.6%로 전망하고 있으나, 추가 하향 조정 가능성을 배제할 수 없는 상황
  - 성장잠재력 하락과 고정투자 및 수출 부진, 가계 소비여력 약화로 내년 성장률이 금년보다 부진할 가능성 존재
- 또한 잠재성장률 하락 및 인플레이션 하향 안정 속에 적정 중립금리 수준에 대한 재평가도 진행될 가능성
- 이에 경기 부진이 심화되는 경우, 국내도 주요국처럼 기준금리 인하로 정책방향이 전환될 것으로 예상
  - 글로벌 차원의 통화정책 스탠스 완화, 국내 경기부진, 금융불균형 완화 등을 배경으로 3/4분기 이후 금리인하 논의 본격 확대될 전망

한국은행 경제전망 하향 조정 추세



자료 : 한국은행 경제전망

GDP 갭률 추이



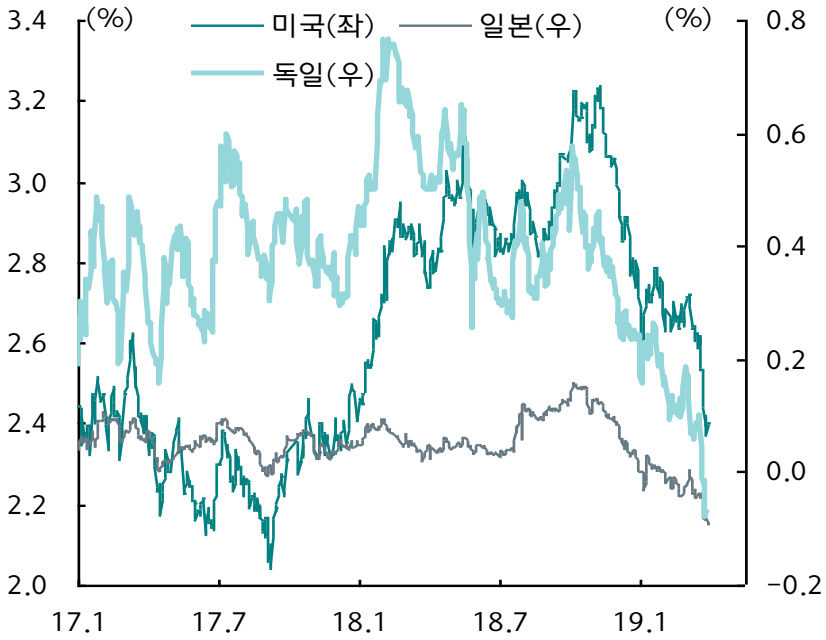
자료 : 한국은행 통화신용보고서

연준發 통화완화 기대로 시중금리 하락 시점이 앞당겨짐

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

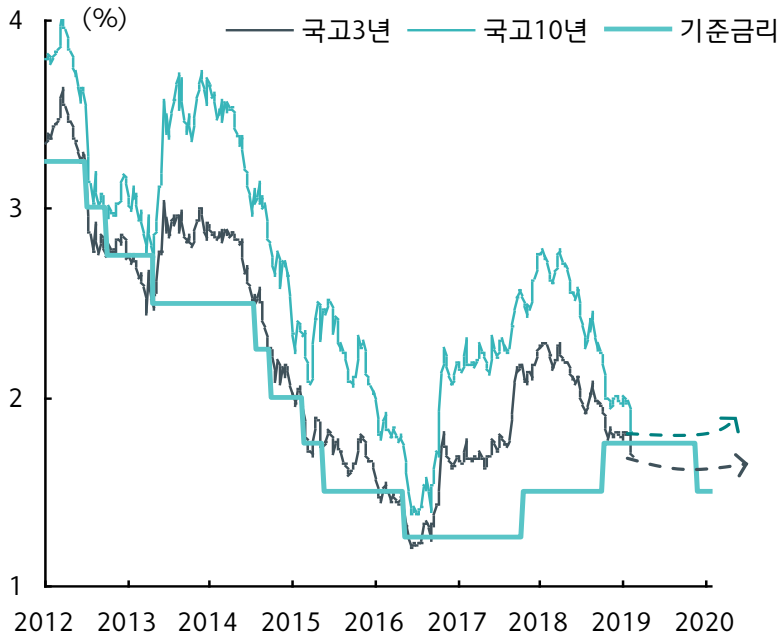
- 작년말부터 시중금리는 방향성을 좌우할 트리거가 부재해 변동성이 축소된 채 보합권 등락을 지속
  - 주요국 통화긴축 중단 및 대내외 경기 둔화 지속에도 불구, 현 금리 수준에 대한 부담으로 금리 경직성 강화
- 그러나 美 장단기금리 역전발 경기 하강 우려로 국내 금리인하 기대가 부각되고 시중금리가 급락
  - 당초 연중 기준금리 동결 가능성이 우세해 시중금리 하락이 하반기에나 진행될 것으로 예상됐으나, 美 장단기 금리 역전으로 국내 기준금리 인하 기대 부각 및 시중금리 급락 시점이 앞당겨짐
  - 국내 기준금리 인하 직전까지 시중금리의 하단 테스트가 계속되며 국고3년의 기준금리 하회도 지속될 전망

주요국 금리 급락 추이



자료 ; Bondweb

인하 기대로 국고3년 기준금리 하회 지속



자료 : Bondweb

주요국 완화기조 전환으로 장기금리 낙폭 확대

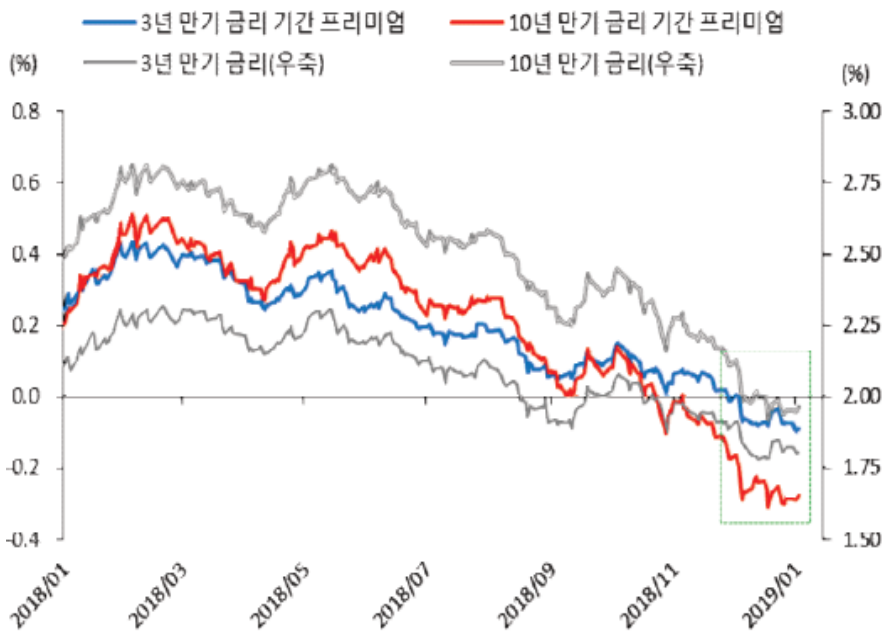
- 작년말과 금년 초 장기금리 하락에 기반한 장단기 금리차 축소는 기간 프리미엄 하락이 주요 요인
  - 기간 프리미엄은 채권투자에 따른 위험보상수익률로 금리상승 위험이 커질 수록 증가
  - 국내 물가 반등, 미중 무역갈등 해소 등의 요인이 없는 한 시중금리 하향 안정화될 전망
- 국내 기간프리미엄의 예측력이 주로 미국의 미래 기대 단기이자율에 의해 결정되고 있는 점을 감안할 때 연준의 통화정책 기조 변화가 최근 국내 기간프리엄 급락을 유도하며 시중금리 하락을 견인

장기금리의 분해

금리를 통화정책에 대한 기대와
기간 프리미엄으로 분해

장기 금리
- 현재 및 미래 단기금리 기대치 (통화정책에 대한 기대)
- 기간 프리미엄 (채권투자에 따른 위험보상)

국채금리 기간 프리미엄



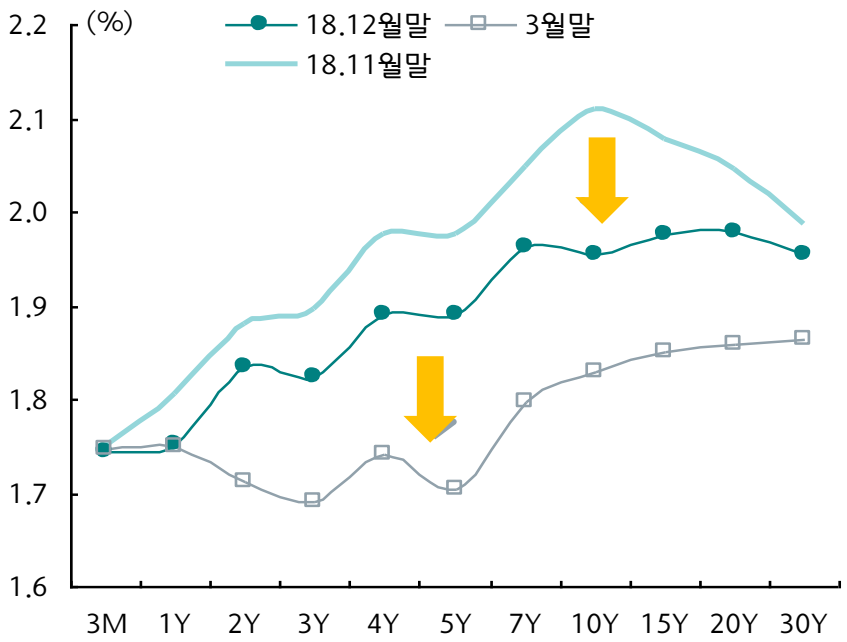
주 : 기간 프리미엄은 Adrian, Crump and Moench(2013) 모형을 이용해 도출
자료 : 자본시장연구원 자료 재인용

초장기금리의 경우 국채 순증 영향으로 제한적 하락

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

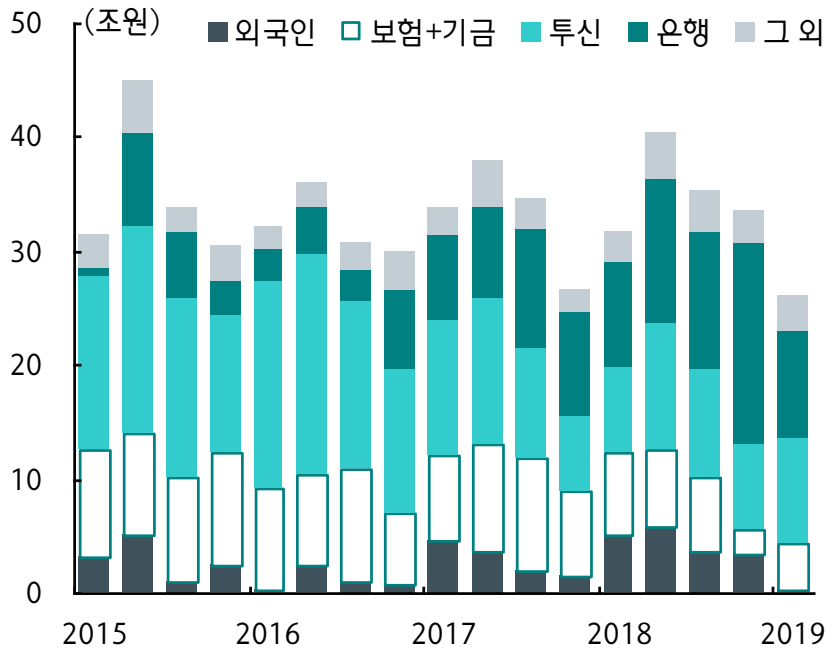
- 국채 발행 증가와 추경 편성시 적자국채 발행 가능성에 따른 영향은 장기 영역 금리에 한정될 전망
  - 보험사 자산 둔화도 맞물려 초장기 채권의 과도한 수요우위 현상이 완화되며 20년 영역 중심의 금리 상승 요인이 될 전망
- 반면 국고5년의 경우 보험사 본드 포워드 거래 증가로, 3년 영역도 기준금리 인하 기대와 LCR 규제 강화에 따른 은행권 채권 매수세로 금리 반등이 제한될 전망
  - 증권사는 30년물을 매입해 5년 후 보험사에 25년물을 인도하는 본드 포워드 거래에 5년물을 빌려 자금 확보
  - 은행 LCR 규제 강화로 고유동성 자산이 채권 수요가 확대, 예대율에서 가계대출 가중치 상향 적용 등으로 채권 매수 확대

국고채 수익률 곡선 변화 추이



자료 ; Bondweb

주체별 월평균 장외채권 순매수 추이



자료 : 연합인포맥스

하나금융경영연구소

확장적 재정정책에 따른 채권시장 영향

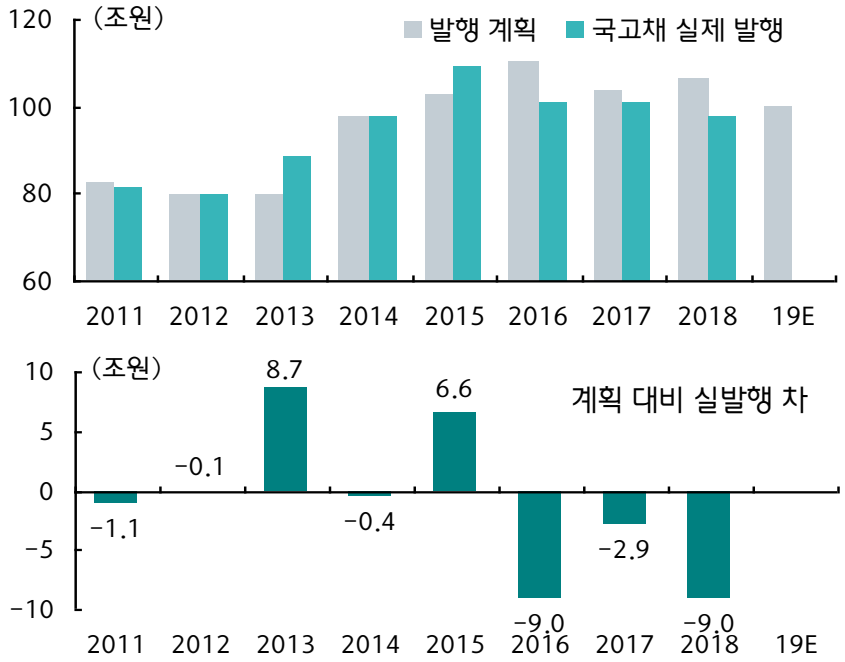
’19년 국채 순증, 장기물 중심으로 대폭 증가

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

- ’19년 국채 순증 규모, 발행규모 확대 및 적자국채 발행 한도 증액으로 급증(’18년 25조원 →’19년e 43조원)
  - ‘18년에는 초과세수로 28.7조원의 적자국채 발행 한도 중 20조원만 발행하고 바이백 규모도 확대해 국채 순증 감소
  - 올해는 주택거래 감소와 기업이익 둔화로 초과 세수 확대 가능성이 낮아 적자국채 발행이 계획 수준에서 유지될 듯
- 국채 발행내 장기채 비중 확대가 유지되고, 국고 50년 발행도 정례화되는 등 장기채 중심의 수급환경 변화
  - 국고 50년은 격월로 연6회(회당 5000억원 내외, 총3조원), 필요시 분기말 2회 추가 발행하기로 함

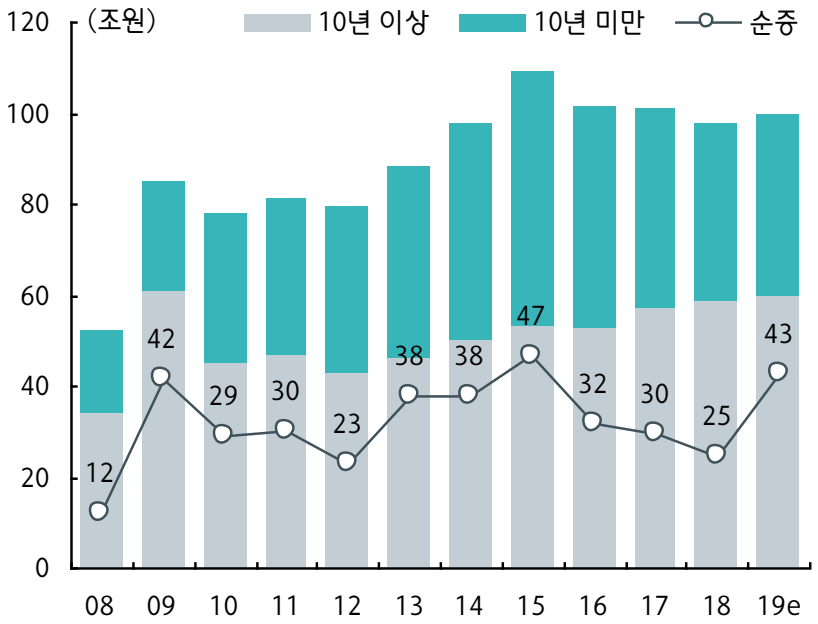
    ※ 20년물 이상 비중(%): ’13년 20.1→’14년 21.6→ ’15년 21.1→ ’16년 25.3→ ’17년 30.1→ ’18년 35.4→ ’19년 35±5

국채 발행 계획 및 실제 발행 규모



자료 ; 기획재정부

국고채 발행 및 순증 규모

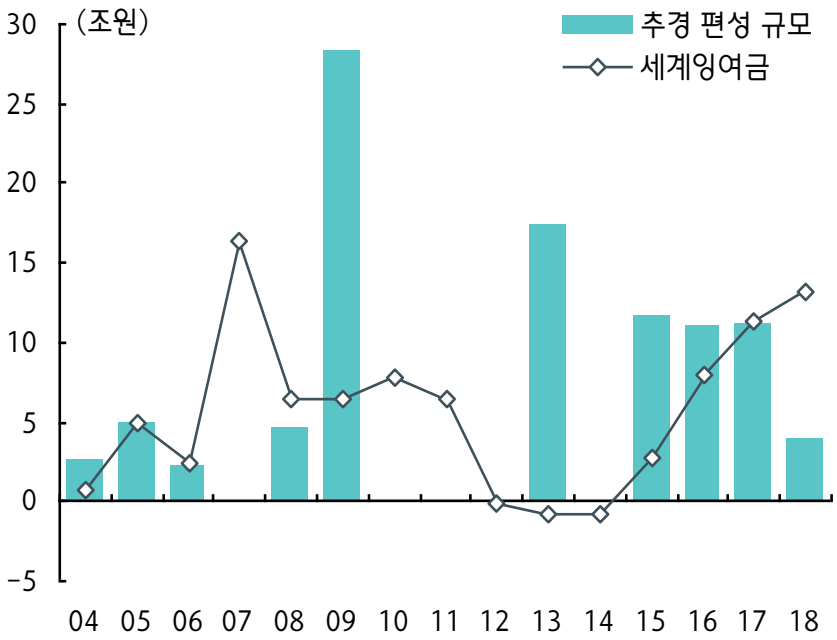


자료 ; 기획재정부

추경 편성시 국채 추가 발행될 가능성

- 금년 경기 부진과 지난해 세계잉여금 급증(+13.2조원) 등을 배경으로 추경 편성 가능성 확대
  - '15년 이후 추경이 GDP의 0.7% 수준으로 편성된 점 감안시 올해 추경 규모는 13조원+α로 예상(IMF 0.5% 이상 권고)
- 한편 세계 잉여금 중 추경 재원은 제한됨에 따라 바이백 물량의 적자국채 전환 혹은 적자국채 발행 확대가 동반될 수 있어 국채 순증 규모가 추가로 증가할 가능성
  - 세계 잉여금 중 약 10.7조원은 지방교부세, 교육재정교부금 정산, 공적자금 출연, 채무상환 등에 순차적으로 사용

역대 추경 편성 및 세계 잉여금



자료 ; 기획재정부

과거 추경 편성시 재원조달 방법

년도	추경규모 (조원)	재원
2004	1.8	세계잉여금 1.8조원
2005	4.9	국채발행 3.5조원
2006	2.2	국채발행 1.3조원, 세계잉여금
2008	4.6	세계잉여금 4.6조원
2009	28.4	세계잉여금, 한은잉여금, 기금, 국채발행 7.3조원
2013	17.3	국채순증 15.8조원(바이백 전용 7조원, 발행 8.8조원), 세계잉여금 0.3조원, 세출감액, 한은잉여금, 기금
2015	11.5	국채순증 9.6조원(바이백 전용 2.0조원, 발행 7.6조원), 기금, 한은잉여금
2016	11.0	세계잉여금 1.1조원, 예상 초과세수 9.8조원
2017	11.0	초과세수 8.8조원, 세계잉여금 1.1조원, 기금
2018	3.8	세계잉여금 2.6조원, 기금

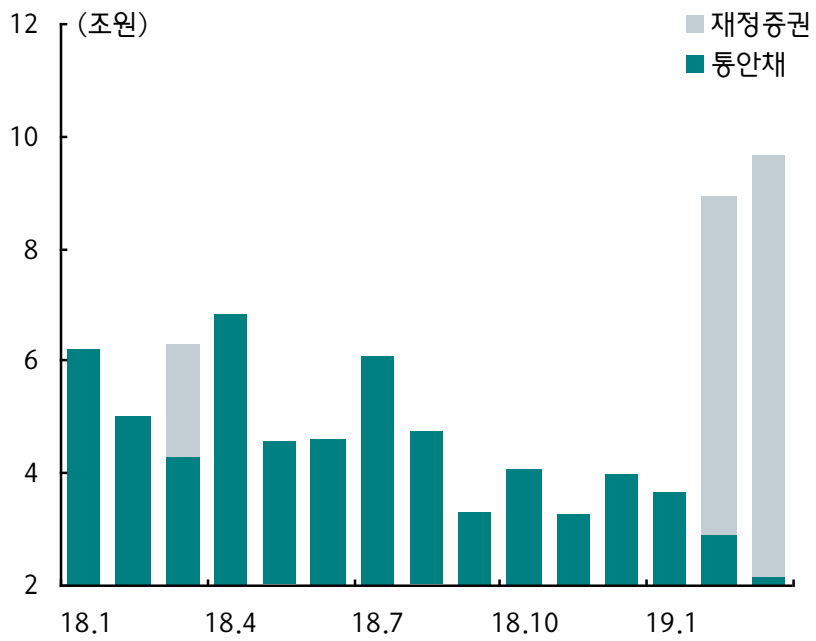
자료 : 연합인포맥스

재정집행률 인상으로 단기국채 공급 급증

- 정부는 고용상황 악화 지속과 경기 부진으로 상반기 재정 집행률 목표치를 역대 최고 수준(61%)으로 설정
- 예산 조기 집행으로 세입과 세출 간 시차가 발생함에 따라 정부는 대규모 재정증권(63일물) 발행을 통해 자금을 조달하고 있어 단기금리 상승요인으로 작용

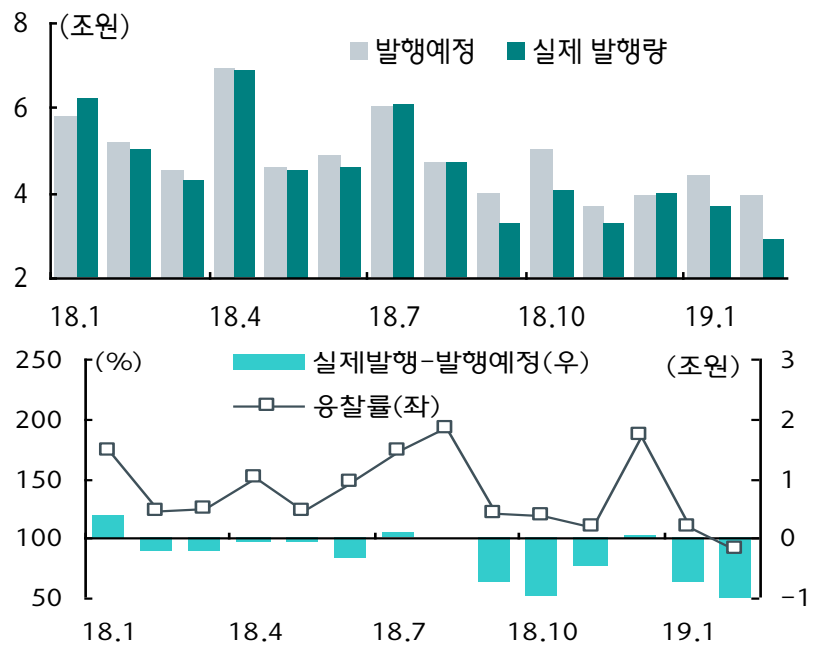
  ※ 1Q 중 재정증권 발행 규모(조원): '15년 10.0→'16년 6.9 →'17년 6.9 →'18년 2.0 →'19년 16.0
- 한편 단기국채 발행 증가는 통안채 시장에서의 입찰 부진과 발행량 축소로 연결

재정증권 및 단기 통안채 발행량



주 : 통안채는 91일물, 182일물 기준
자료 ; 연합인포맥스

통안채(91, 182일물) 입찰 부진



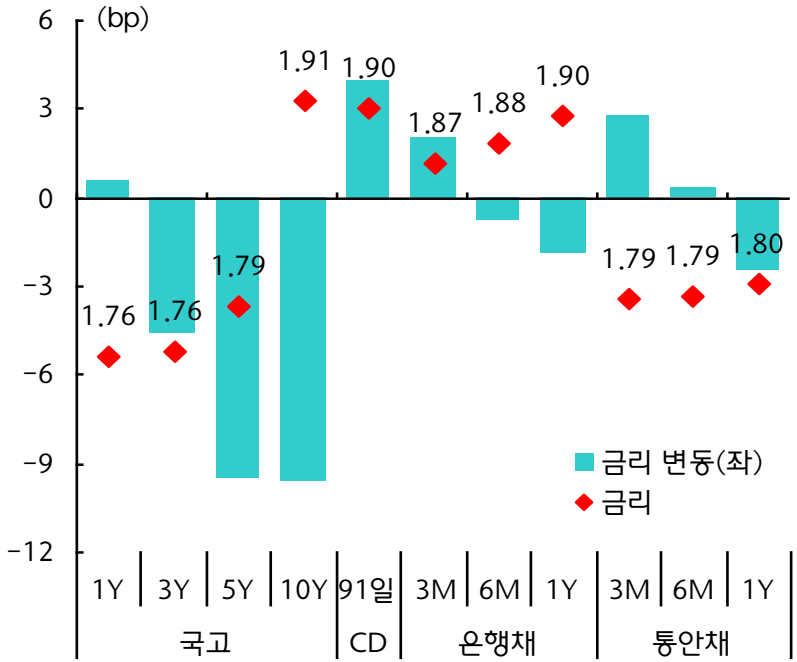
자료 : 연합인포맥스

단기금리, 당분간 하방 경직성 지속될 전망

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

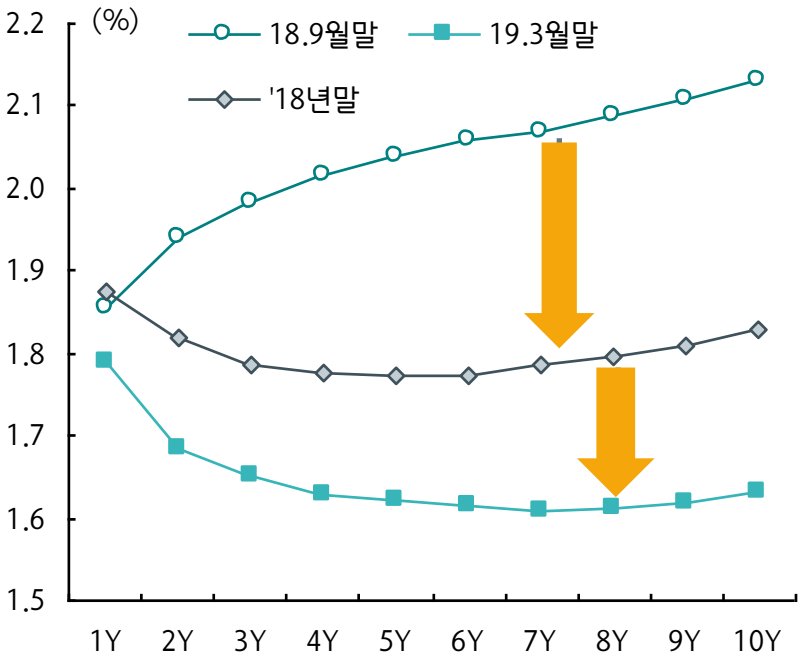
- '19.1Q 중 단기채권 발행 급증과 CD 발행 증가 등으로 단기채 시장의 상대적 약세가 부각
- 상반기까지의 정부 재정 조기 집행과 세수 유입 부진을 고려할 때 재정증권 발행이 이어질 것으로 보이고 은행권 CD를 통한 자금 조달 수요도 이어지면서 단기금리 하단 경직성이 강화될 전망
  - 특히 CD의 경우 연말 은행권 자금 조달 수요라는 계절적 요인 고려시 연내 금리 하락 조정은 제한적인 수준에 그칠 전망
  - CD를 준거금리로 활용하는 IRS 시장에서는 지난 11월 기준금리 인상 이후 장기 시장금리와 CD 금리의 역전으로 기간물간 커브 역전이 부각되고 있으나, 정상화는 기대하기 어려울 전망

단기채 시장의 상대적 약세 부각



주 : 1월말 대비, 3/26일 기준
자료 ; Bondweb

IRS 금리 커브 역전



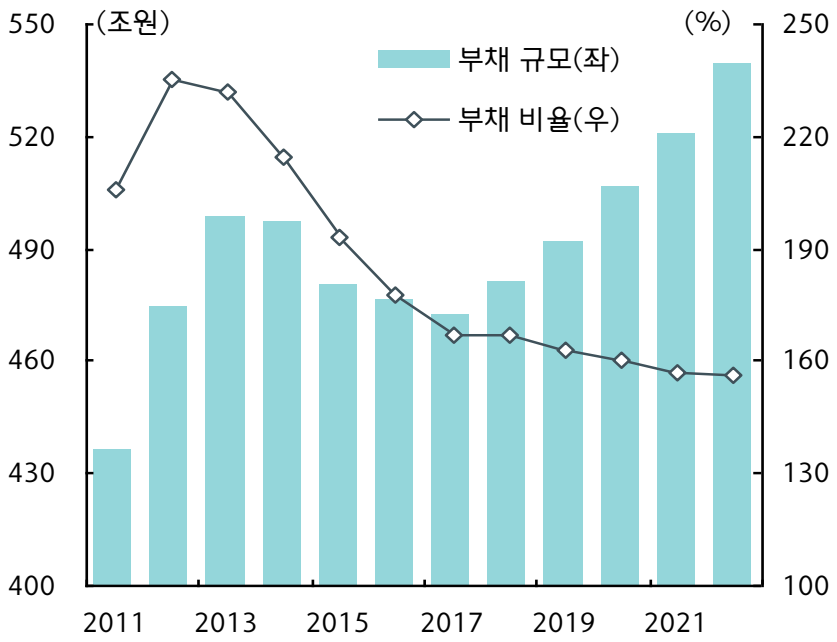
자료 : Bondweb

공사채 시장 환경

공공기관 부채 규모 증가 추세 전환

- ’12년 이후 지속된 공공기관 중장기 재무관리계획으로 공사채 발행 규모가 감소하며 순상환 기조를 기록
- 2019년 부터는 공공기관 부채 비율이 안정적으로 유지되는 가운데, 부채 규모는 확대 추세로 전환
  - 재무관리대상 공공기관의 자산이 성장하면서 부채비율 하락에도 불구하고 부채 규모는 증가 추세를 이어갈 전망
- 특히 한전을 중심으로 신재생에너지 투자와 신규 발전소 건설에 따른 자금조달 수요가 증가하면서 에너지 기업을 중심으로 부채가 증가할 것으로 예상

공공기관 부채 규모 재증가 전망



주 : 중장기 재무관리대상 39개 기업의 부채 추이로 2018년부터는 전망치
자료 ; 기획재정부

분야별 부채, 부채비율 전망

구분	2017	2018	2019	2020	2021	2022
SOC(10개)	215.8	215.1	220.0	228.1	237.2	248.2
(부채비율)	(203)	(191)	(185)	(183)	(183)	(182)
에너지(12개)	166.0	175.5	182.0	190.0	196.3	203.1
(부채비율)	(200)	(220)	(224)	(227)	(229)	(235)
금융(12개)	79.6	78.4	76.9	74.6	73.5	73.8
(부채비율)	(97)	(93)	(88)	(81)	(74)	(70)
기타(5개)	10.9	11.8	12.9	13.5	13.6	13.9
(부채비율)	(98)	(99)	(97)	(90)	(84)	(79)

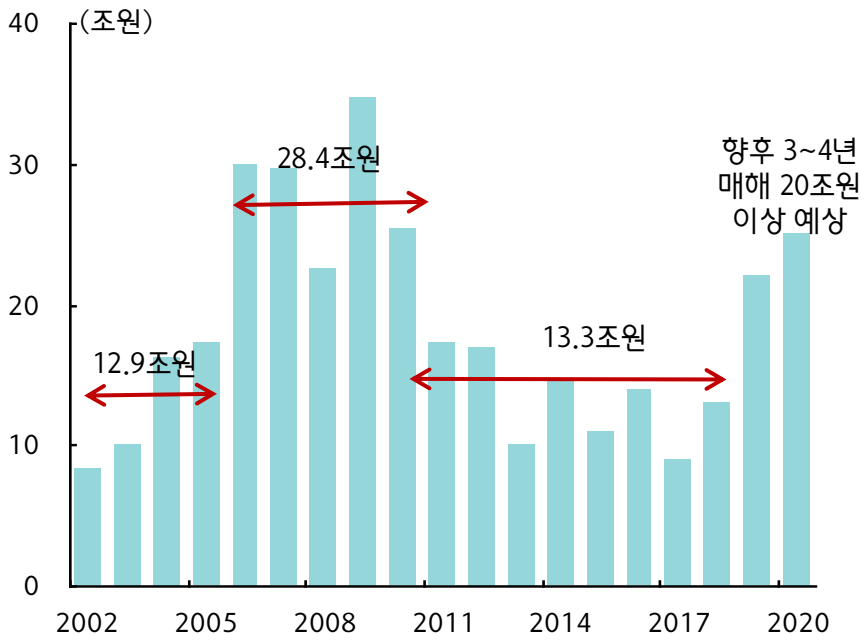
주1. 단위는 조원과 %, 2.중장기 재무관리대상 39개 기업의 부채 추이로 2018년부터는 전망치
자료 ; 기획재정부

SOC 사업과 신도시 개발 관련 대규모 토지보상금 지급 계획

KEB 하나은행 하나금융경영연구소

- 정부는 경기 지원을 위해 올해 SOC 예산을 증액('18년 19.1조원→'19년 19.8조원)하고 SOC와 관련한 대규모 예비타당성 조사면제(총 23개 사업, 24.1조원)도 계획
- 또한 기존 3기 신도시 계획까지 고려할 때 향후 3~4년간 매년 20조원대 규모의 토지보상금 지급이 예상되어 있어 관련 기관 자금 수요가 확대될 전망
  - '11~'18년 공공택지 개발과 산업단지 조성, 뉴스테이 등으로 토지보상금은 연평균 13.3조원 수준 기록, 3기 신도시 계획과 예타 면제로 추가 30조원 이상의 토지보상금 지급 예상. 또한 공시가격 현실화로 금액은 추가 증액 가능

토지보상금 추이



자료 ; 국토교통부, 하나금융경영연구소

예비타당성조사 면제 사업 규모

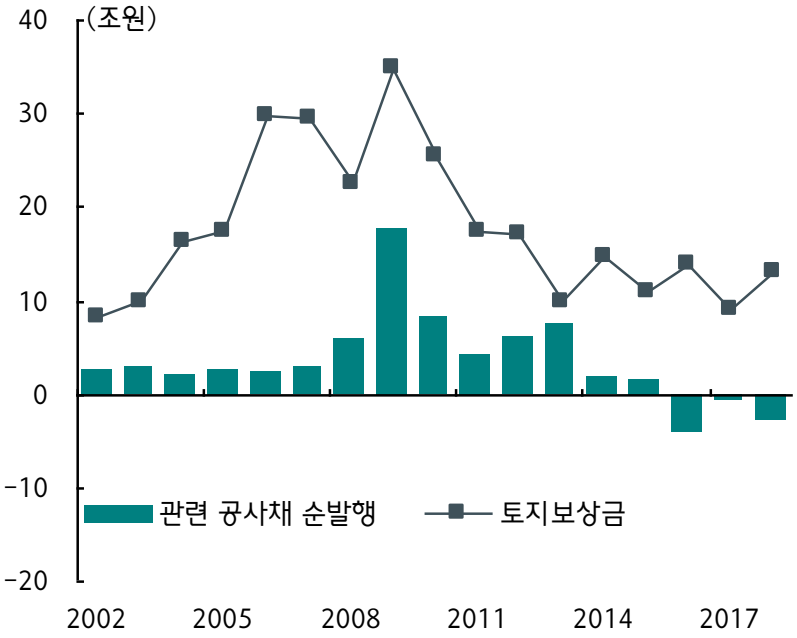
지역 구분	사업명	총사업비
경기	도봉산 포천선(옥정~포천)	1
강원	제2경춘국도(남양주~춘천)	0.9
충남	석문산단 인입철도	0.9
충북	충북선 철도 고속화(청주공항~제천)	1.5
경북	동해선 단선 전철화(포항~동해)	0.4
경남	남부내륙철도(김천~거제)	4.7
전북	상용차산업 혁신성장 및 미래형 산업생태계구축(R&D)	0.2
	새만금국제공항	0.8
전남	수산식품수출단지	0.1
	서남해안 관광도로(압해~화원 등)	1
제주	공공 하수처리시설 현대화	0.4
인천	남북 평화도로(영종~신도)	0.1
대전	대전도시철도 2호선(트램)	0.7
세종	세종~청주 고속도로	0.8
울산	산재전문 공공병원	0.2
	울산 외곽순환 고속도로 (미호~강동)	1
대구	대구산업선 철도(서대구~대구국가산단)	1.1
부산	부산신항~김해 고속도로	0.8
광주	인공지능 중심 산업융합 집적단지 조성	0.4
전국	지역특화산업육성 + (R&D)	1.9
	스마트 특성화 기반 구축(R&D)	1
	평택~오송 복복선화	3.1
	국도 위험구간 등 정비	1.2
합계	23개	24.2

자료 : 언론보도, 하나금융투자

SOC 관련 특수채와 지방공사채 발행 확대 예상

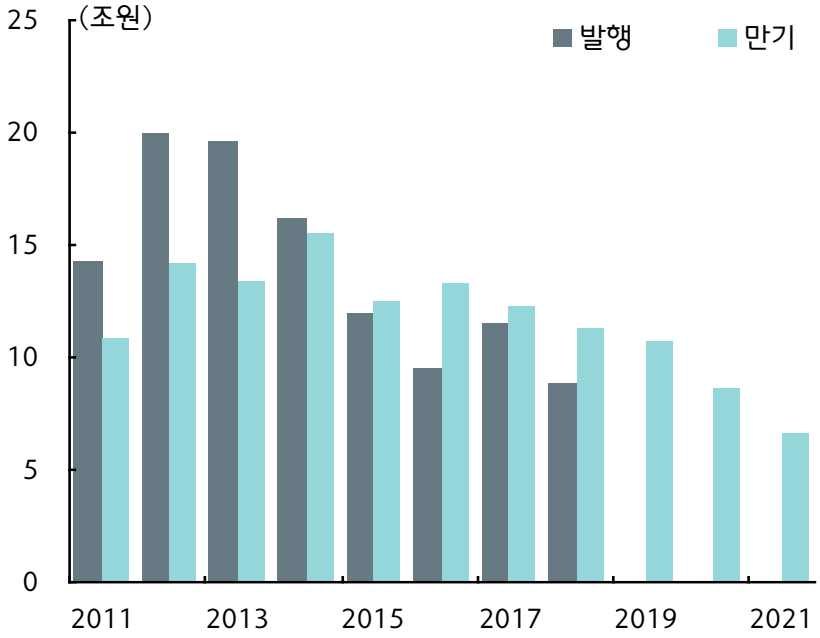
- 대규모 토지보상금 지급과 SOC 투자는 SOC 관련 기관의 공사채 발행 증가로 연결
- 특히 금번 예타 면제가 철도와 지하철, 도로 건설 사업 등에 집중됨에 따라 도로공사, 철도공사 등의 채권 발행이 불가피하고, 지방도시공사들의 신도시 개발과 예타 사업 참여로 지방공사채 채권의 순발행이 예상
  ※ 예비타당성면제 세부안(조원): 도로·철도 5.7, 교통·물류망 10.9, R&D 3.6, 지역 인프라 4.0
- 또한 SOC 사업이 수년에 걸쳐 진행된다는 점에서 공사채 순발행 확대 기조가 당분간 이어질 전망

토지보상금 지급에 따른 공사채 발행



주 : 관련 기관은 지방개발공사채, 한국도로공사, 한국철도시설공단, 한국철도공사
자료 ; 연합인포맥스

SOC 관련 공사채 발행/만기



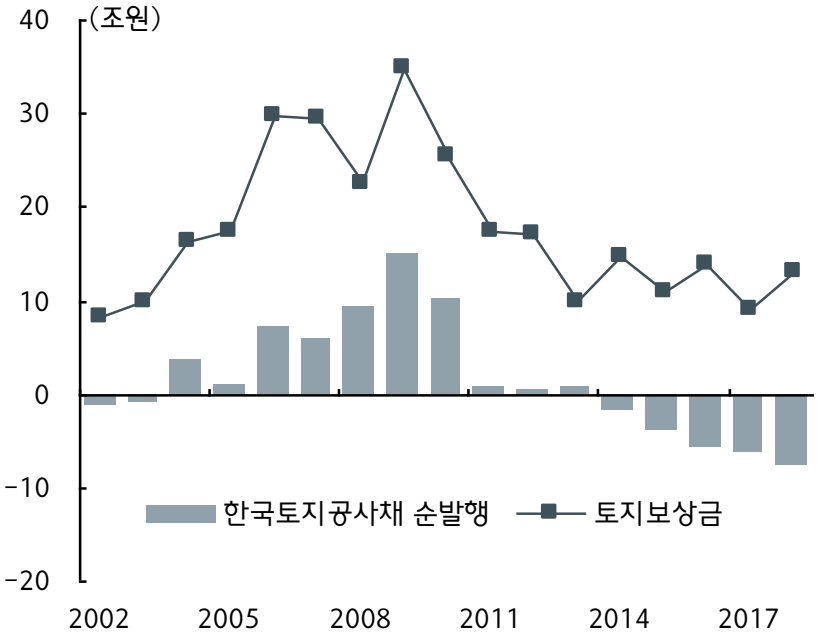
주 : LH공사채 제외
자료 : 연합인포맥스

LH공사채의 경우 단기간내 순발행 전환 가능성은 제한적

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

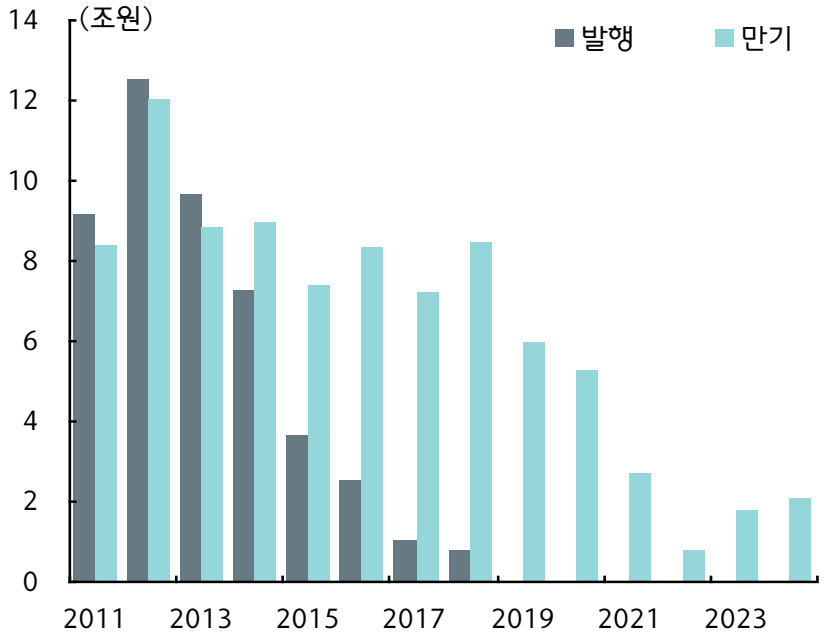
- 과거 토지보상금 재원 마련을 위해 LH 공사채가 대규모 발행됐으나, LH공사의 사업방식 다변화(지자체 공동 시행, 리츠 활용 등)와 택지 매각을 통한 재무 여력 개선 추세로 과거와 같은 발행 확대 가능성은 제한적
  - 과거 토지보상금 지급으로 LH 공사채 발행 규모는 대폭 확대('01~'05년 연평균 1.9조원 →'06~'10년 연평균 11.9조원)
- 또한 개발사업 절차 상 실제 토지보상금의 지급이 '20년 이후 본격화되고, '19~'20년 LH공사채 만기도래 규모를 고려할 때 채권 순발행은 '21년부터 확대될 전망

토지보상금 규모와 LH공사채 순발행



자료 ; 연합인포맥스, 국토교통부

LH 공사채 발행 및 만기



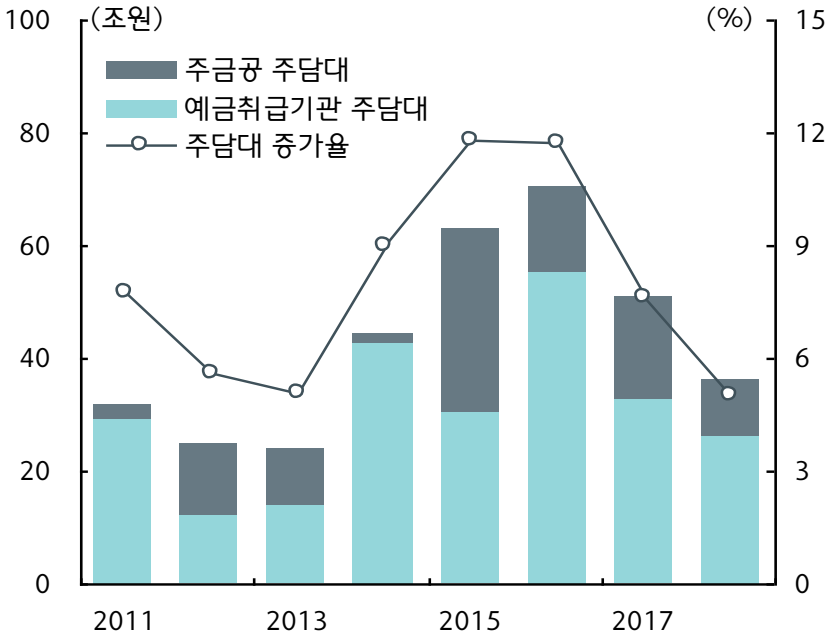
자료 : 연합인포맥스

금융공기업의 채권 발행은 감소 예상

- MBS의 경우 대출규제 및 주택시장 규제 강화 영향으로 순발행 규모가 감소할 것으로 예상
  - 주택시장 위축에 따른 투자처 부재와 DSR 규제 도입 등으로 기존 MBS의 콜옵션 상환이 증가할 가능성
- 예보 역시 보유주식 매각 등을 통해 채권상환에 나설 것으로 알려져있어 채권 순상환이 이어질 전망

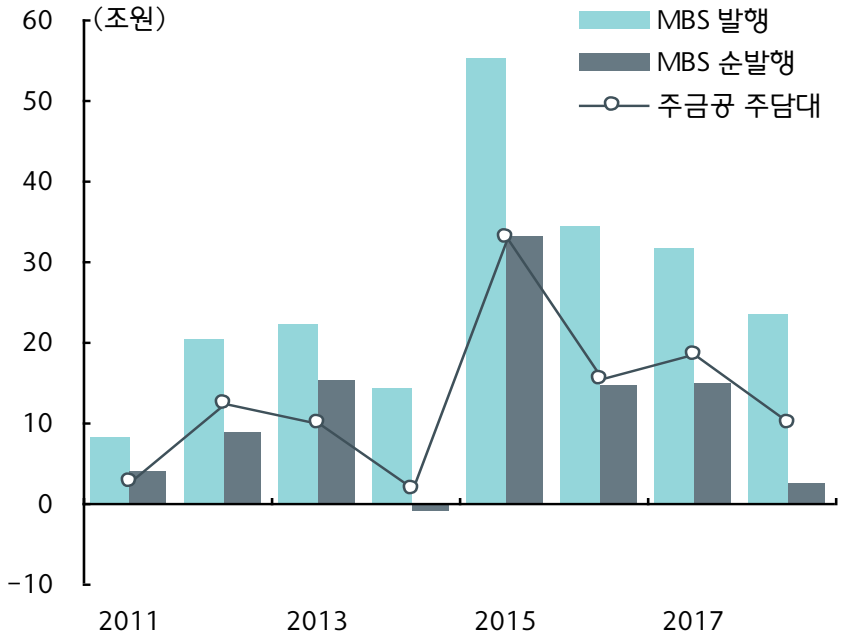
※ 예보 공사채 순발행(조원): 19.1('12년)→1.8('13년)→-5.2('14년)→-8.1('15년)→-3.8('16년)→-6.4('17년)→-5.0('18년)

주택담보대출 증가 규모 및 증가율



자료 ; 한국은행

주금공 주담대 증가 및 MBS 발행

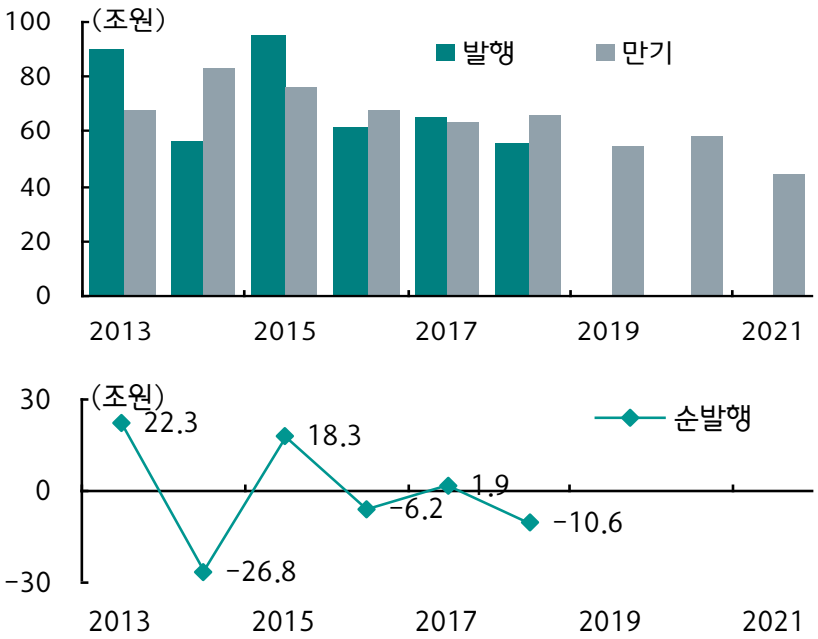


자료 : 한국은행, 연합인포맥스

금년 공사채 순발행 전환 가능성은 미지수

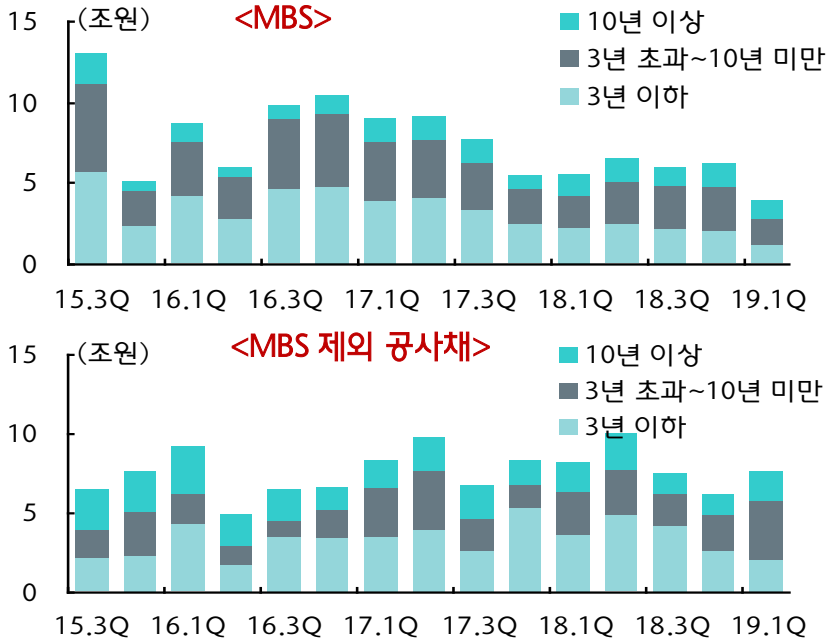
- 한전과 SOC 관련 공사채 발행 확대 전망에도 불구, 공사채의 가장 큰 규모를 차지하고 있는 MBS와 LH 공사채 발행이 위축될 것으로 보여 금년 공사채 순발행 전환 가능성은 미지수
- 올해에도 국채 금리 하향 안정과 레벨 부담으로 특수채를 비롯한 크레딧 채권 수요 우위 현상 지속될 전망
  - 다만 연초부터 글로벌 차원의 위험자산 선호 부각과 기관 투자 재개로 크레딧 스프레드가 큰 폭 축소됨에 따라 추가 축소 여력은 제한적 (특수채AAA 스프레드('18년말→3월말, bp): 1년 21→10, 3년 19→15, 5년 15→13, 10년 11→11)
- 다만 중장기물 중심의 공사채 발행 추세가 이어지고 있다는 점에서 장기투자기관에게는 긍정적

공사채 발행/만기/순발행



자료 : 연합인포맥스

만기별 공사채 발행



자료 : 연합인포맥스

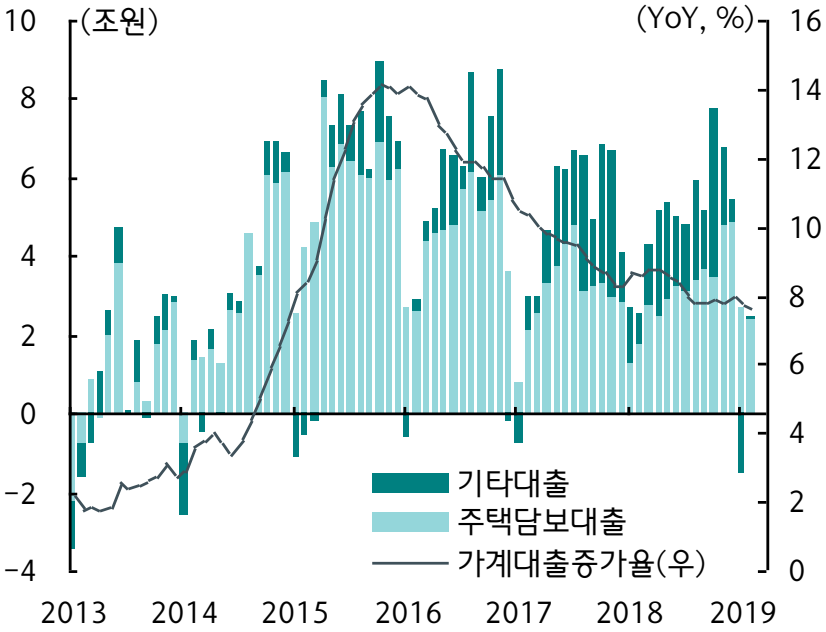
은행권 자금조달 구조 변화와 CD 발행 확대

예대율 규제 변화로 수신 확대 전망

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

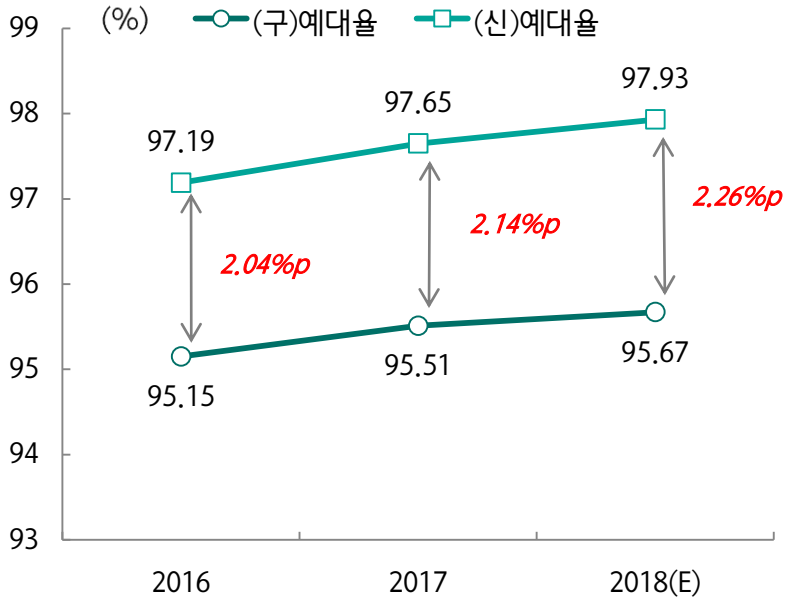
- 2020년 예대율 규제 변화(가계대출 가중치↑)로 예수금 중심의 자금 조달 규모는 증가될 전망
  - 新예대율 규제의 가중치 변화 : 가계 +15%, 기업 -15%, 개인사업자 0%
  - 은행권 부문별 대출 잔액(조원, '19.2월말) : 가계대출 831, 기업대출 519, 개인사업자대출 317
- 다만 은행 대출이 규제 강화 영향 등으로 둔화되면서 은행권 자금조달 증가 규모는 제한적 수준에 그칠듯
  - 정부의 가계부채 규제 강화 기조와 주택매매거래 위축, 예대율 규제 변화 등으로 가계대출 증가 규모는 감소 추세
  - 기업대출 역시 경기 둔화에 따른 높은 대출수요에도 불구, ,대출태도 강화 및 임대업 대출 규제 강화로 증가세 둔화 예상

은행권 가계대출 증가 규모



자료 ; 한국은행

규제대상 은행의 예대율 및 新예대율

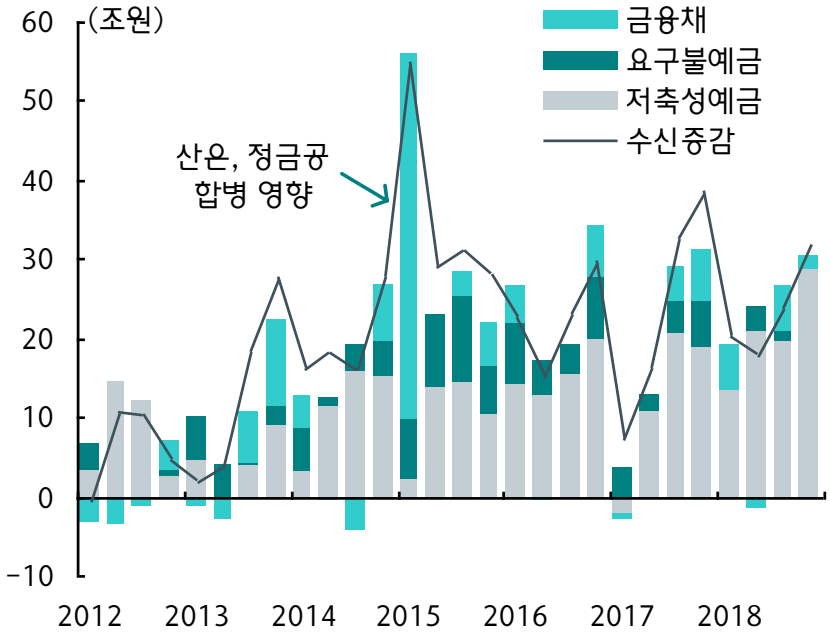


주 : 규제대상 은행 기준
자료: 한국은행, 하나금융경영연구소 추정

은행권 정기예금 중심의 수신 확보 노력

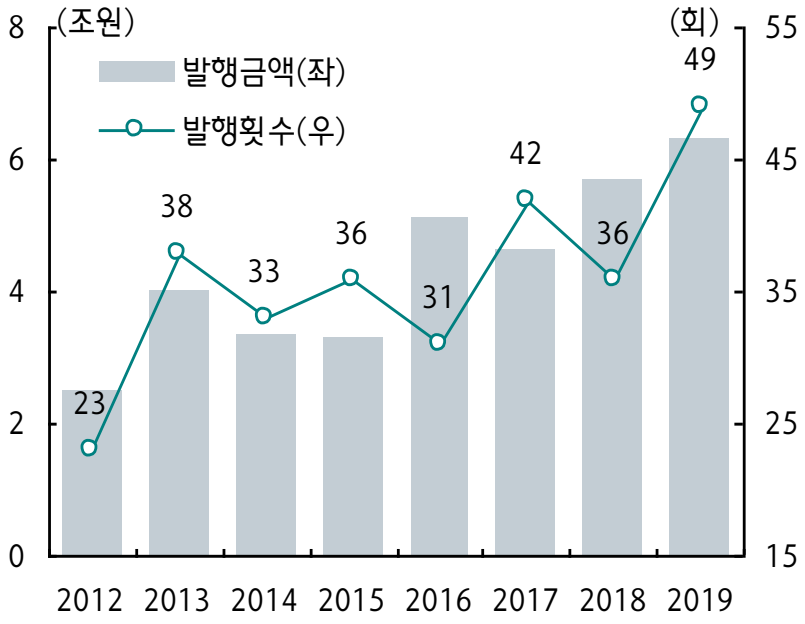
- LCR 비율 준수('18년 95%→'19년 100%)와 예대율 규제 변화에 대비해 은행 수신 포트폴리오 변화 진행
- 특히 작년부터 정기예금 중심의 수신 확보 노력이 확대된 반면, 금융채를 통한 자금 조달 규모는 축소
  - LCR 비율(고유동성자산/향후 30일간 순현금유출액) 산정에 유리한 정기예금 유치 노력이 강화
- 또한 CD 시장 활성화를 위해 원화 시장성 CD 발행잔액을 예수금(최대 1%)으로 인정하기로 하면서 은행권 CD 발행 확대 움직임 본격 부각 중

은행권 수신 증감



자료 ; 한국은행

은행 CD 발행 증가



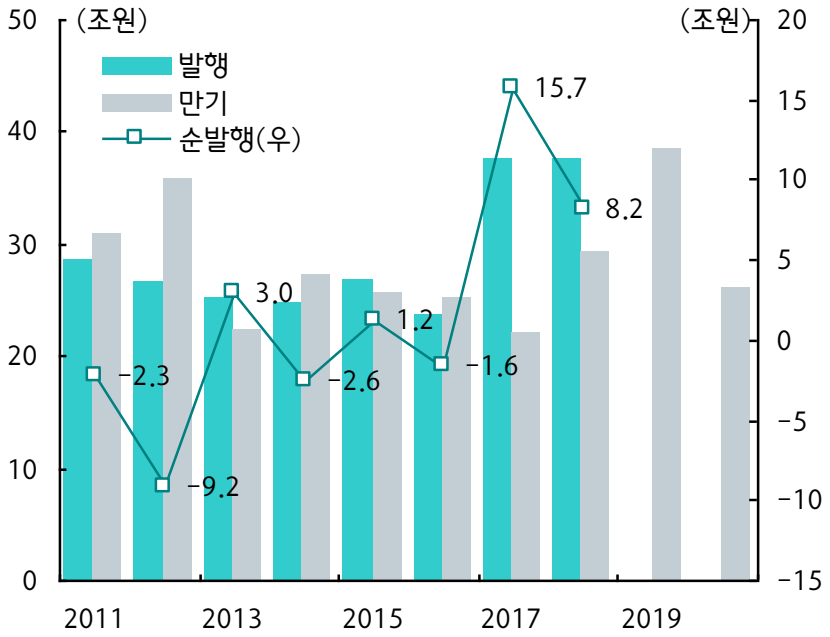
주 : 매년 1월~3.13일 기준
자료 ; 연합인포맥스

일반은행을 중심으로 은행채 발행 규모 축소 예상

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

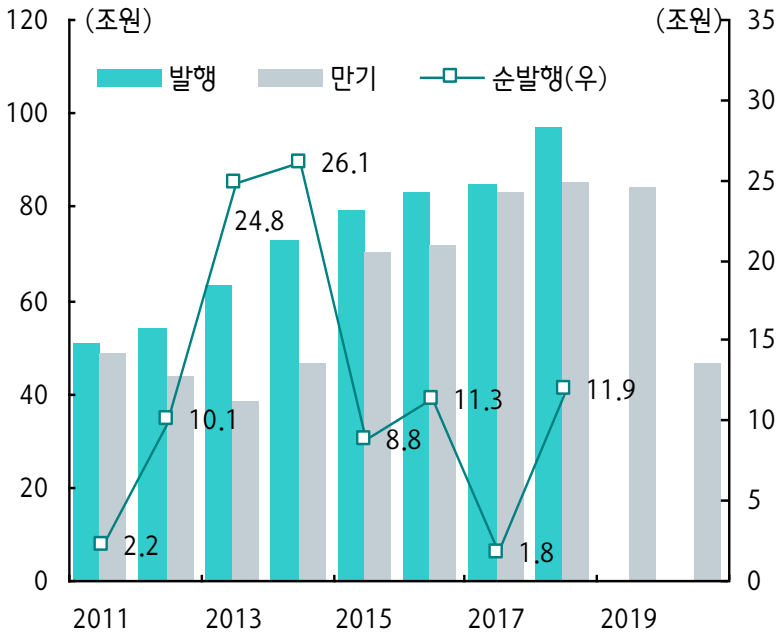
- 은행 수신이 소폭 증가에 그치는 가운데, 정기예금 중심의 수신 확보로 은행채 순발행 규모 축소 예상
  - 예대율 규제 변화에 따른 자금 확보 필요에도 불구, 대출 둔화로 은행 수신은 소폭 확대 예상
- 다만 특수은행의 경우 정부의 정책 지원 금융 확대의 영향으로 지난해 수준의 순발행 규모가 유지될 전망
  - 중소기업 지원 정책과 SOC 사업 관련 자금 조달 수요 등으로 중소기업은행과 산업은행, 수은의 채권 발행을 통한 자금 조달 확대가 예상

일반은행채 발행/만기/순발행



자료 ; 연합인포맥스

특수은행채 발행/만기/순발행



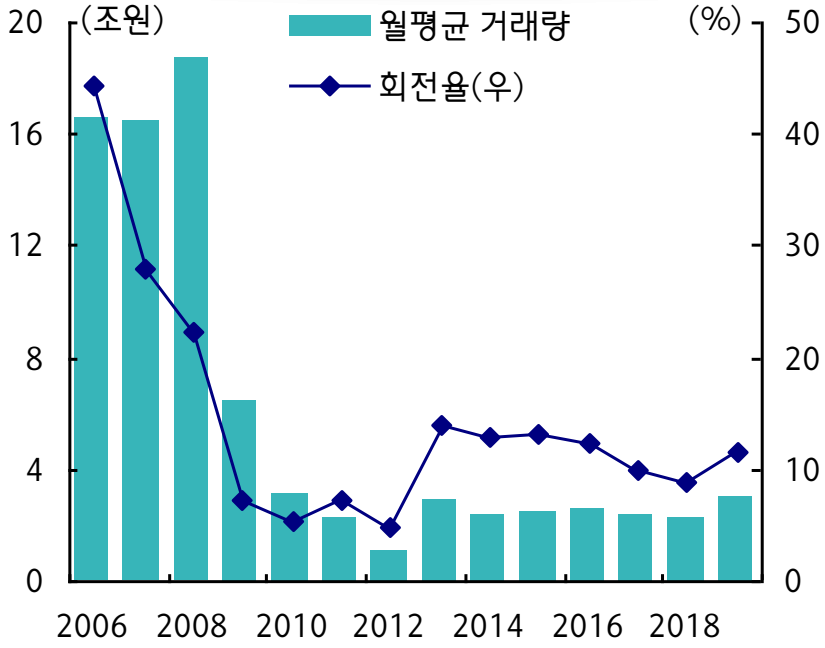
주 : 산은, 수은, 기은, 농협, 수협 기준
자료 : 연합인포맥스

CD 발행 증가는 CD 금리 상승으로 연결

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

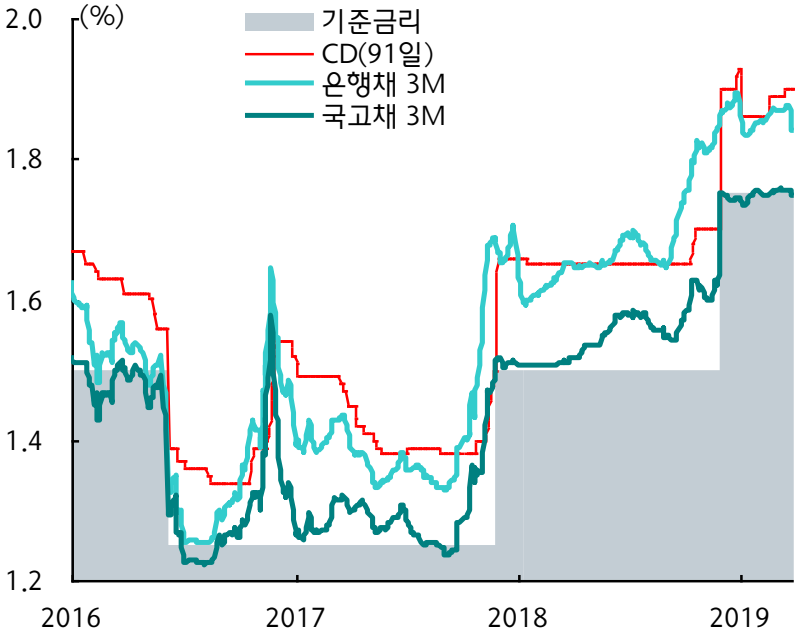
- 금융위기 이후 CD 발행 · 유통시장은 예대율 산정에서 CD 제외 및 은행 CD 금리 담합 의혹으로 크게 위축
- CD 유통 또한 부진해 CD 금리는 발행 금리에 주로 의존하며 경직성과 후행성이 특징
  - 년도별 CD 금리 변동일/총거래일: '15년 25/249 →'16년 28/247 →'17년 27/244 →'18년 9/245 →'19.1~3월 6/58
- 최근 CD 발행이 소폭 확대되고 있음에도 수요는 여전히 미흡해 CD 금리가 국채 금리와는 역행하며 상승
  -1월말 대비해 국채 금리는 하락한 반면, CD금리는 상승(국고3개월 -1bp vs CD3개월 +4bp, 3월말 기준)

CD 거래량



주 : 매수 기준, 발행일 유통 포함
자료 ; 금융투자협회

CD 금리 경직성



자료 : Bondweb

[참고] CD금리의 경직성 및 후행성

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

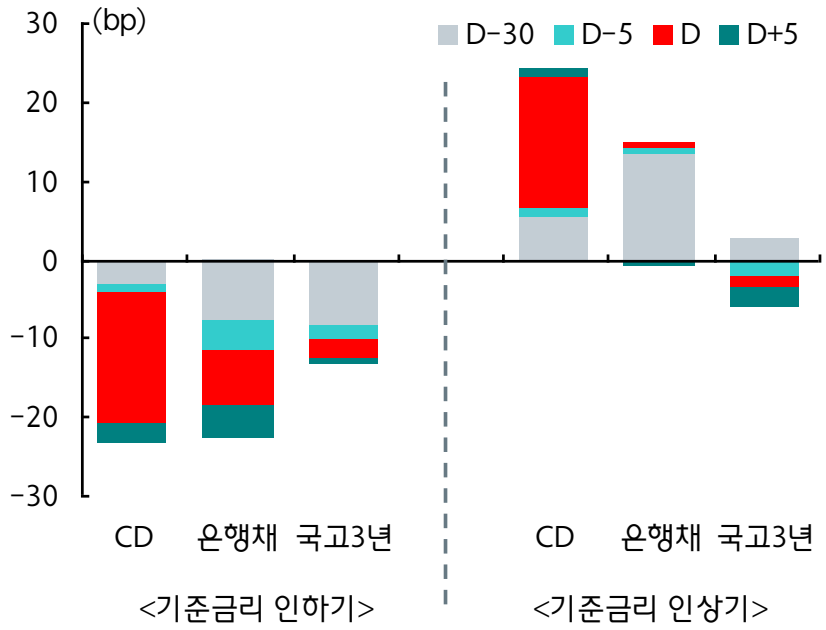
- CD와 은행채는 은행이 시장성으로 조달하는 채권이나 CD 발행비용이 은행채보다 낮아 금리 격차 존재
- 또한 CD의 발행 및 유통 부진으로 CD금리가 경직적으로 움직이면서 은행채 보다 높은 수준을 유지
- 특히 CD금리의 후행성으로 기준금리 인하 시기에 은행채와 CD금리의 (+) 격차가 확대
  - 국채와 은행채 등 여타 채권 금리는 기준금리 변경 이전에 이를 선반영하여 움직이나, CD는 거래 및 유통 부진으로 기준금리 조정 당일 금리가 큰 폭 변동

CD와 은행채 금리 격차

년도	CD91일 (A)	은행채3M (B)	스프레드 (A-B)	정책금리 기조
2011	3.44	3.38	6.2	인상
2012	3.30	3.16	13.8	인하
2013	2.72	2.64	8.2	인하
2014	2.49	2.44	5.1	인하
2015	1.76	1.70	6.4	인하
2016	1.49	1.44	5.5	인하
2017	1.44	1.42	1.9	인상
2018	1.68	1.70	-1.7	인상
2019	1.88	1.86	2.0	동결

주 : 기간 중 평균
자료 ; Bondweb

기준금리 조정시 CD금리 조정 후행성



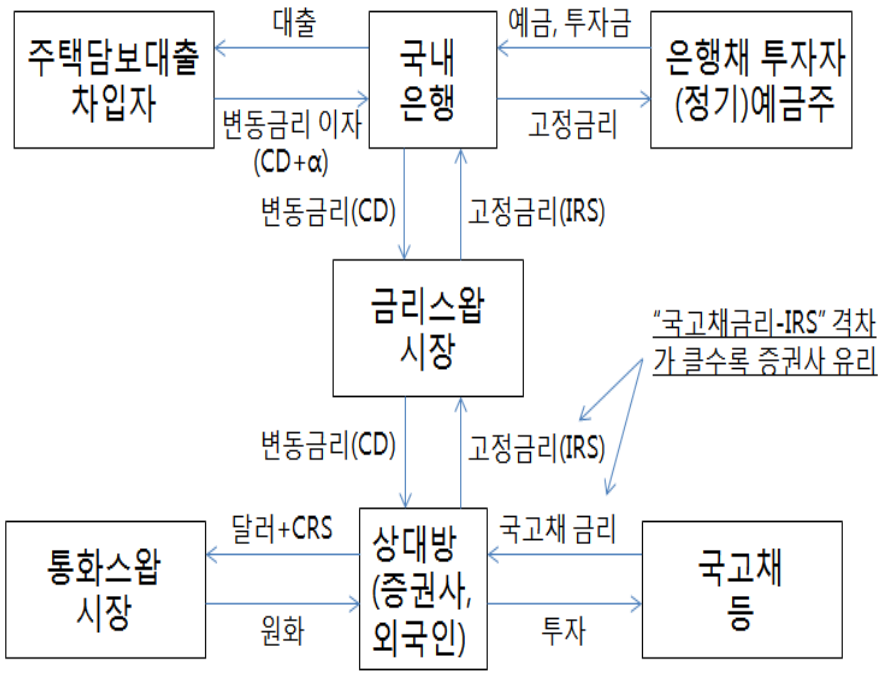
주 1.D는 기준금리 조정 당일 금리 변동, D-5는 기준금리 조정 5거래일~조정 전일까지 금리 변동, D-30은 기준금리 조정 30거래일~조정6거래일 전일까지 금리 변동, 2.2012년 이후 기간
자료 : Bondweb

스왑시장에서 CD금리 활용도로 금리 왜곡 발생

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

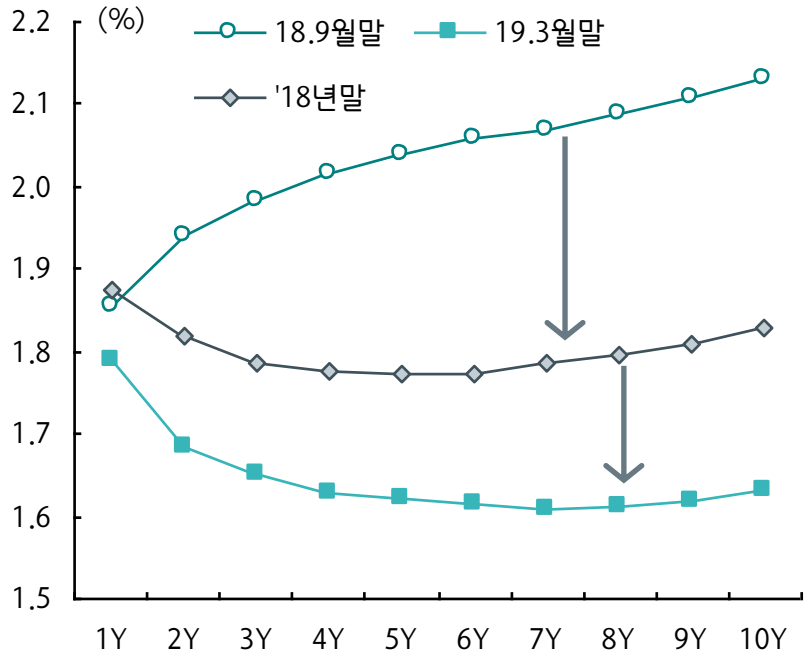
- CD금리의 시장 상황 미반영에도 불구, 금리스왑시장에서는 CD가 대부분 변동금리의 준거금리로 활용
  - 만기가 1년인 IRS라면 3,6,9,12개월째 되는 날에 고정금리 이자금액과 변동금리 이자금액을 교환하게 되는데, 이 때 변동 준거금리는 3개월 CD금리가 적용
- 특히 지난 11월 기준금리 인상 이후 장기 시장금리와 CD 금리의 역전이 지속되고, 최근에는 역전폭이 확대되면서 금리스왑시장의 기간물 간 커브 역전 현상이 부각
  - 1월말 대비 금리 변동(3/25 기준, bp): CD 91일 +4.0, 국고1년 +0.1, 3년 -3.9, 5년 -9.8, 10년 -11.3

스왑시장 구조



자료 ; 하나금융경영연구소

IRS 금리 커브 역전



자료 : Bondweb

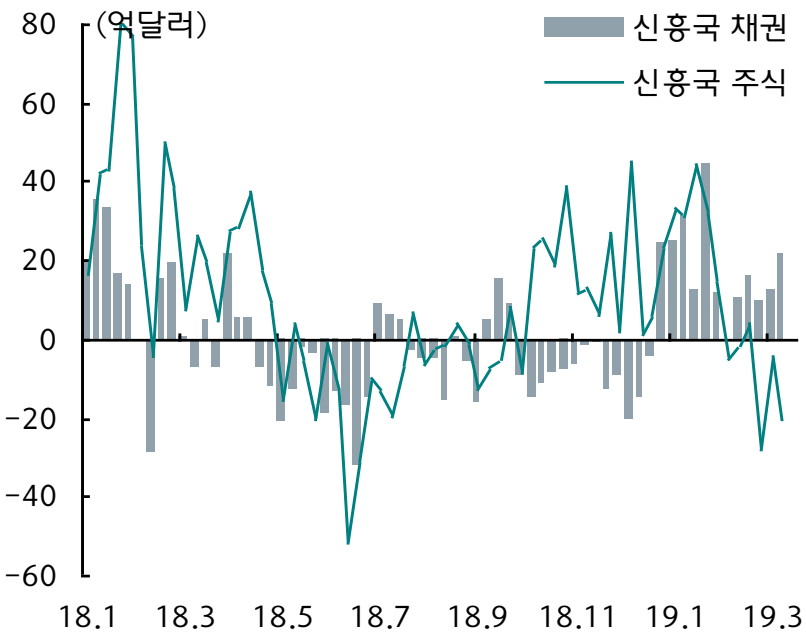
외국인 채권 잔고 증감
: 단기자금 유출입이 주도

금년 들어 신흥국으로의 채권자금 대규모 유입

- 美 금리인상 조기 종결 기대 속 신흥통화 반등으로 '18.4Q부터 주식 중심으로 신흥국 자금유입이 재개
- '19년부터는 글로벌 위험자산 선호 재개 및 일부 신흥국 기준금리 인하 전망으로 채권자금도 대폭 유입
- 특히 글로벌 차원의 경기 하강 우려에도 불구, 주요국 완화기조 전환 속 일부 신흥국 기준금리 인하 전망 및 채권 강세 기대로 신흥국 채권자금은 유입 지속

※ 신흥국 채권형 펀드 자금 유출입(십억 달러): -15.6 ('18.1H) → -20.5('18.2H) → +21.0('19.1Q)

'19년 중 신흥국 채권자금 유입 재개



자료 ; EPFR

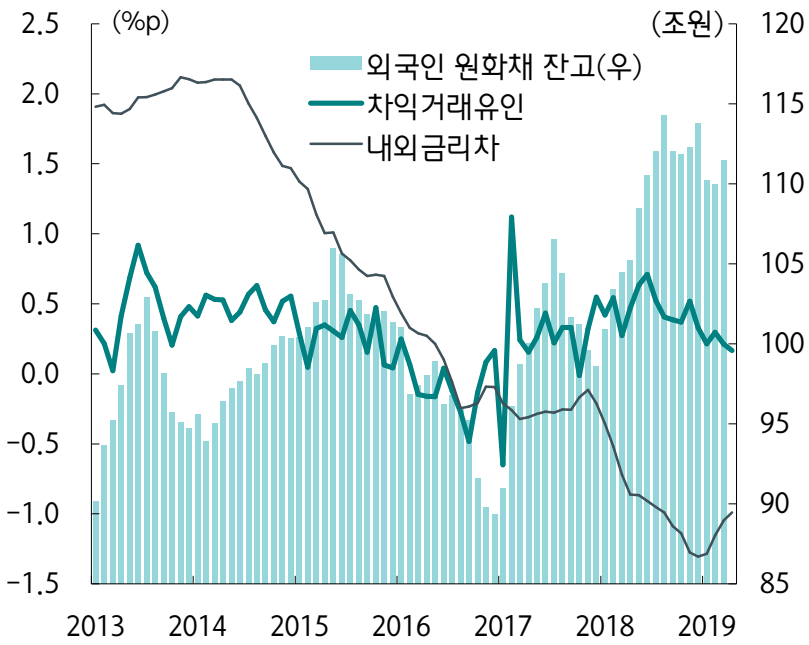
신흥국 통화 지수 및 CDS 프리미엄 추이

주 : 주요 신흥국 CDS는 '14-'17년 채권자금 유출입 상위 10개국 중 아르헨티나와 한국을 제외한 국가들의 CDS 평균
자료 : Bloomberg, Bondweb

외국인 원화채 투자, 일부 매도 후 자금 재유입

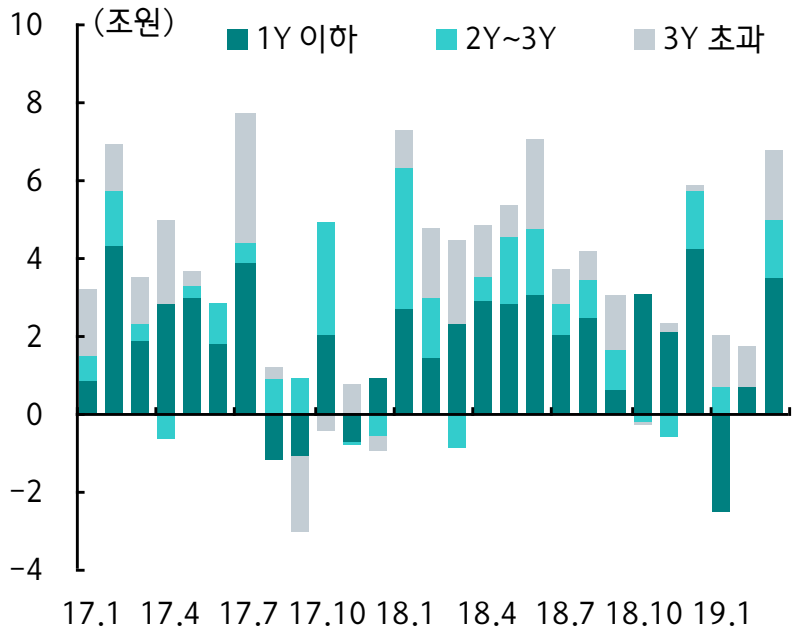
- 외국인 원화채 투자 자금은 지난해 금융위기 이후 최대 규모(15.2조원)로 유입된 이후 금년 들어 이탈
  ※ 외국인 원화채 잔고(조원): 98.6('17년말) → 108.4('18.5월) → 113.8('18.12월) → 110.0('19.2월) → 111.5(3월)
- 차익거래유인 감소 등으로 작년 하반기부터 순매수 규모가 점진적으로 둔화된 상황에서, 대규모 단기채 순매도와 만기도래분('19.1~2월 4.1조원) 재투자 제한 등으로 보유잔고 감소
  ※ 차익거래 유인(%p): 60.5('18.2Q) → 43.8(3Q) → 40.6(4Q) → 22.4('19.1Q)
- 그러나 3월들어 단기영역을 중심으로 재투자가 진행되며 자금 재유입

차익거래 유인과 외국인 채권 잔고 추이



주 : 내외금리차는 국고(1Y)-libor(1Y), 차익거래유인은 내외금리차-스왑레이트(1Y) 기준
자료 ; 연합인포맥스

잔존만기별 순매수 추이

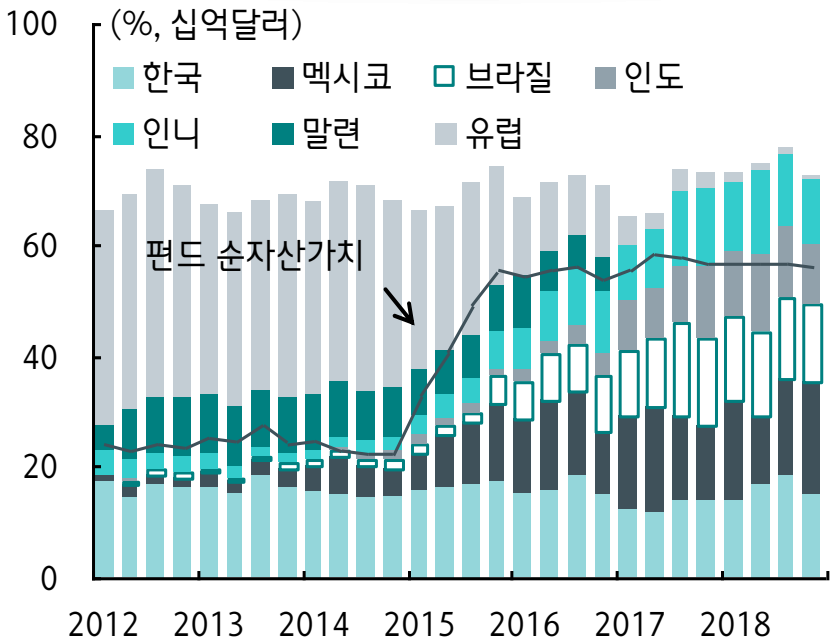


자료 : 연합인포맥스

템플턴 펀드의 포트폴리오 재배분은 자금유출입 변동을 주도

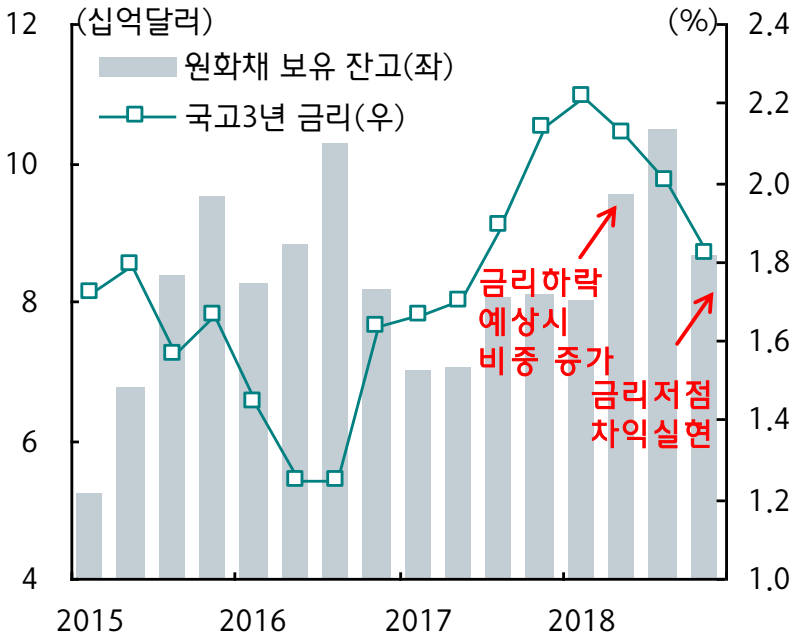
- 1~2월 중 원화채 자금 이탈에는 템플턴 펀드의 포지션 조정이 주요인으로 작용했을 것으로 추정
- 기존 템플턴 펀드의 매매 패턴 감안시, 신흥국 채권형 펀드내 원화채 비중을 일정 수준 유지하고 있으나 금리 하락 및 상승 국면에서는 적극적으로 포지션을 조정
  - 국내 시중금리가 하락세를 멈추고 상당기간 보합권에 머물자 차익실현 매도 유인 확대
- 또한 채권 매도 이후에는 기간을 두고 재매수하면서 국내 원화채 잔고 증감을 주도

신흥국 채권 템플턴 펀드 내 국가 비중



주 : 원화채에 대한 투자 비중이 높은 룩셈부르크 소재 템플턴 글로벌 본드 펀드와 토탈리턴 펀드내 가중평균 비중
자료 ; Bloomberg

템플턴 펀드의 원화채 포지션 변화 추이

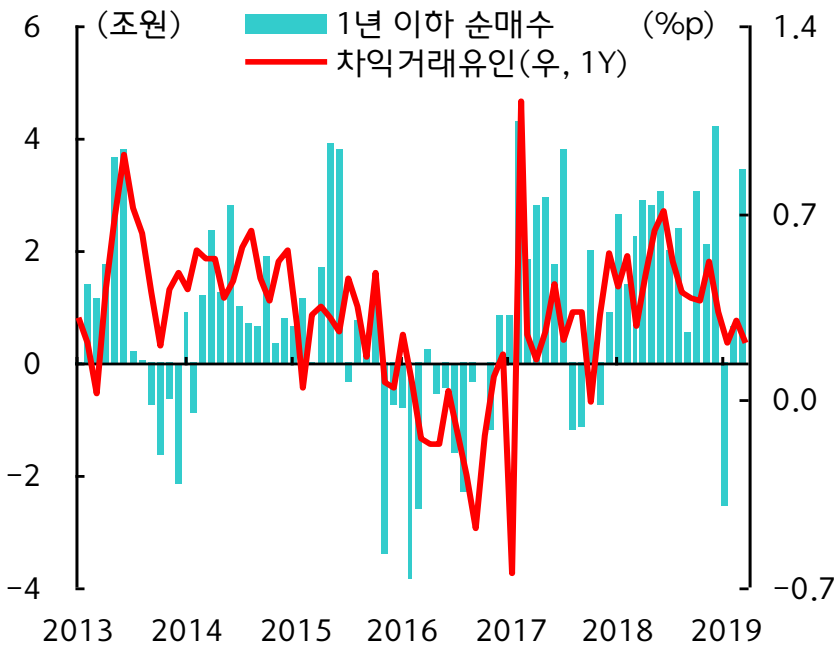


주 : 원화채에 대한 투자 비중이 높은 룩셈부르크 소재 템플턴 글로벌 본드 펀드와 토탈리턴 펀드 내 원화채 잔고
자료 : Bloomberg

단기자금 유출입은 차익거래유인에 민감

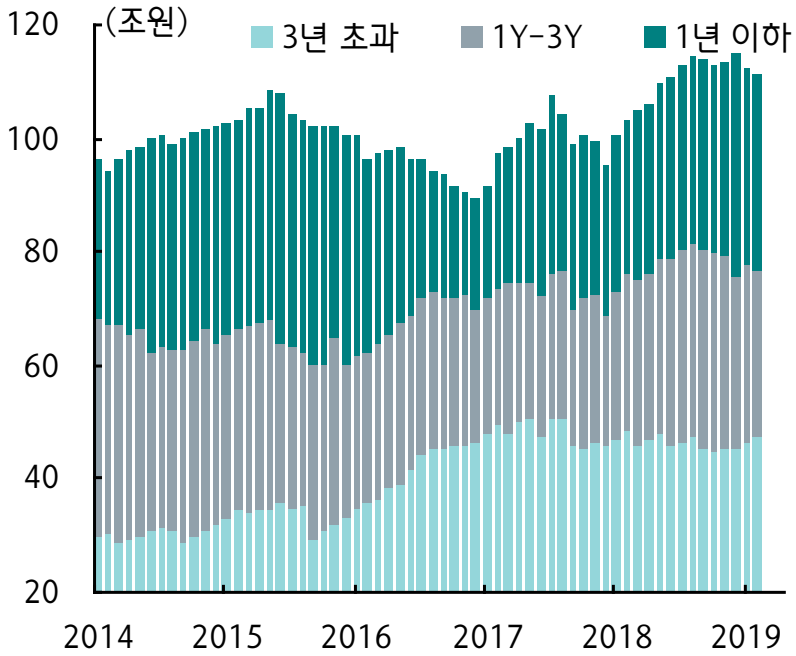
- ’15~’16년 중 차익거래 유인이 (-)로 전환되며 외국인 원화채 보유 잔고 중 만기 1년 이하물 급감
  - 템플턴 펀드의 재투자 시기를 제외하고는 대체로 차익거래유인과 1년 이하 단기물 순매수는 강한 상관관계를 보임
  - 그러나 유인이 재확대되기 시작한 ’17년 이후 1년 이하 단기물 투자가 집중되며 잔고 증감을 주도
- 스왑시장 수급 불균형에 따른 차익거래유인은 계속되고 있으나, 거래비용을 차감한 실질 수익률이 높지 않아 단기성 자금의 재유입 강도도 약화될 가능성

차익거래유인과 외국인 단기채 순매수



주 : 차익거래유인 = 국고1년 금리 – Libor1년 금리 – 스왑레이트1년
자료 : 연합인포맥스

외국인 원화채 잔존만기별 잔고



자료 : 연합인포맥스

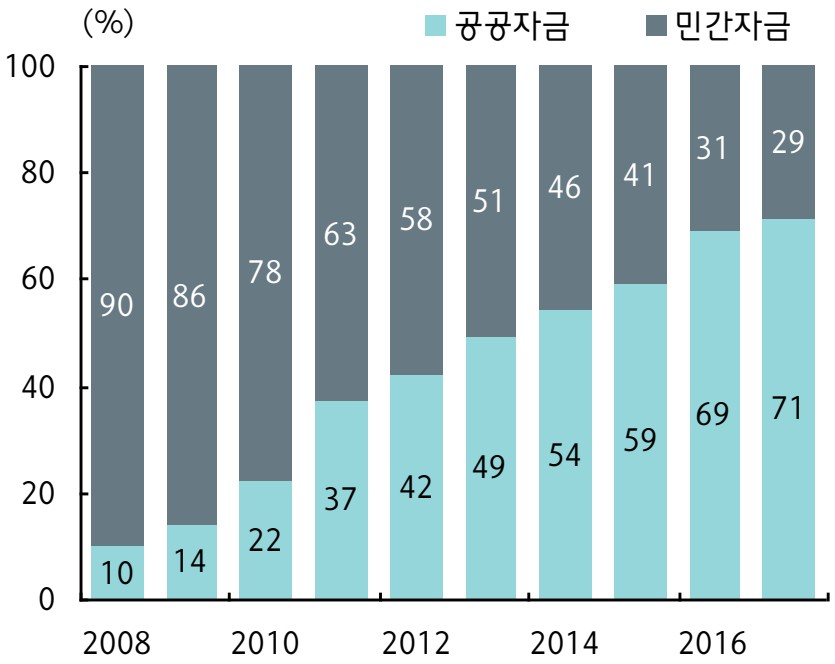
장기자금 비중 증가 고려시 급격한 자금 이탈 위험은 제한적

KEB 하나은행 하나금융경영연구소

- 국내 외국인 채권 투자를 주체별로보면 과거 민간자금 위주에서 공적자금 위주로 재편
  - 한은, 외국인 채권투자 자금 중 공공자금 비중이 '08년 10% 수준에서 '17년 71% 까지 상승해 자금의 안정성 강화
- 공공자금은 포트폴리오 배분과 중장기투자 성격이 강하다는 점에서 급격한 자금이탈 위험은 제한
  - 2016~2017년 외국인 잔고 감소의 배경은 단기자금의 이탈이나, 외국인 자금 내 중장기물 잔고는 점진적으로 증가

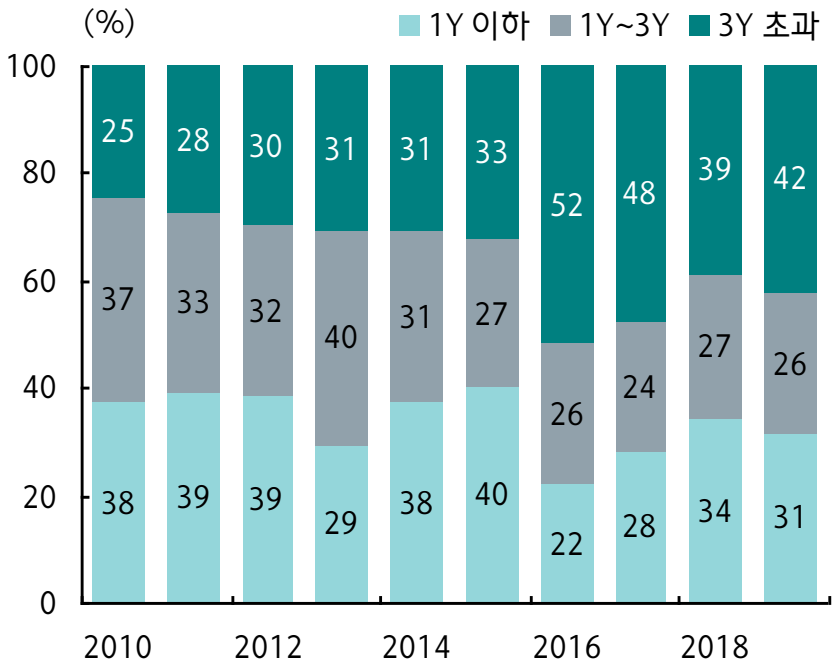
→ 외국인 채권자금이 국고채와 통안채 시장에서 차지하는 비중은 10% 초반으로 대규모 자금이탈이 진행되지 않는 한 채권시장에 미치는 영향도 제한적

국내 외국인 채권 투자 기관 속성별 분류



자료 ; 한국은행 경제연구(2018-08호)

외국인 원화채 잔존만기별 잔고 비중



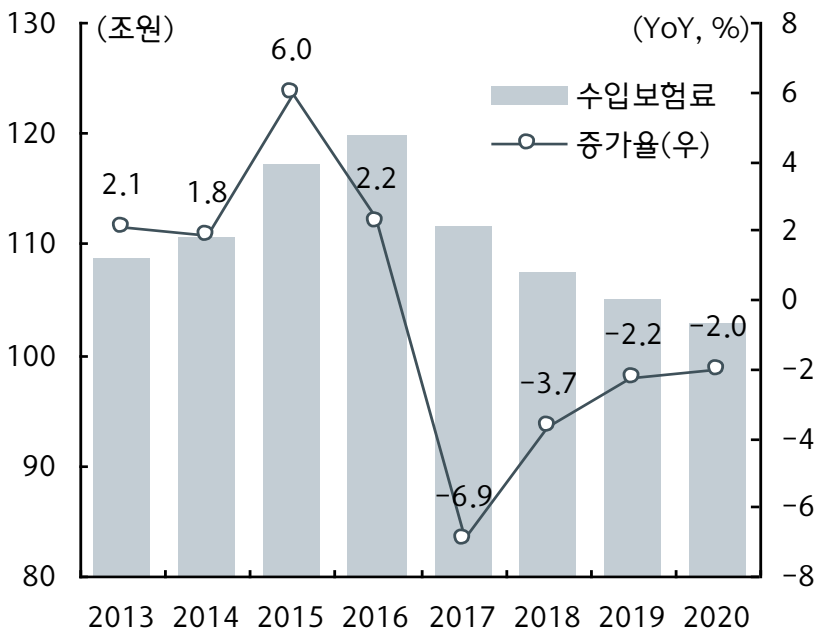
자료 : 연합인포맥스

장기투자기관 수요 점검

장기투자기관인 보험사 자산 성장세 둔화

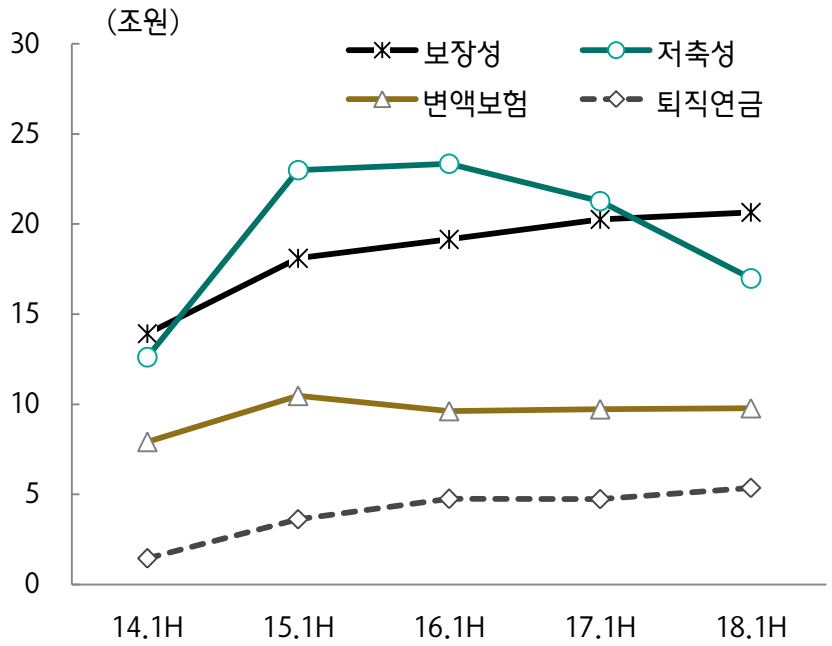
- 생보사 자산은 인구구조 변화와 보험시장 포화 상황, 정부 복지정책 확대 등으로 2017년부터 성장세 둔화
  ※ 생명보험 금융자산 증가율(기간 중 연평균, %): 13.5('09~'12년) → 9.0('13~'16년) → 6.6('17년) → 4.1('18.3Q, YoY)
- 특히 IFRS 도입 등 제도 변화를 앞두고 보장성 보험 위주의 영업 강화가 이어지며 수입보험료가 역성장
  - IFRS 도입과 지급여력제도 변화로 금리리스크 관리 부담이 높은 저축성 보험보다 마진율이 높은 보장성보험의 판매 확대
- 투자 측면에서도 규제 강화 영향으로 수익률 확보 보다는 듀레이션 확대에 중점을 두고 자산을 운용

생보사 수입보험료 추이 및 전망



주 : 2018년부터는 전망치
자료 : 보험연구원(2019.1월)

상품별 수입보험료 규모



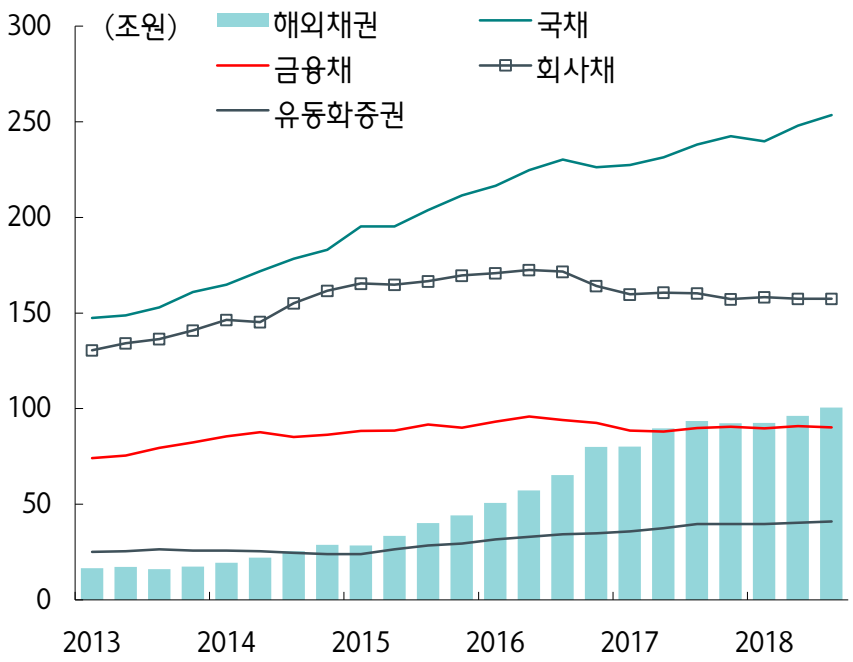
주 : 수입보험료 기준
자료 : 금융감독원

보유자산 감소에도 듀레이션 확대를 위한 채권 매수 중

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

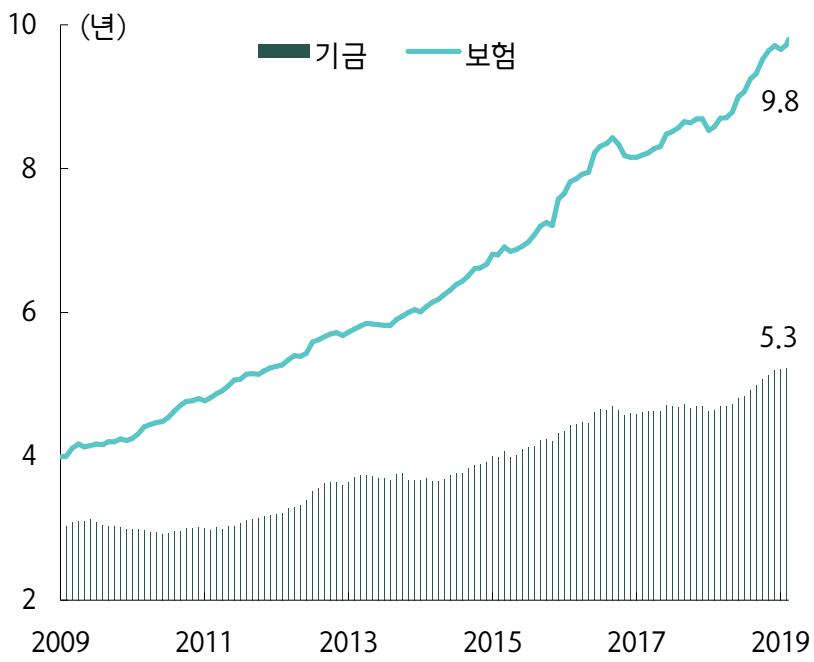
- 생보사의 수입보험료 역성장에도 불구, 회계기준 도입에 따른 부채 듀레이션 확대(30년 이상 구간 도입)와 ALM(자산부채종합관리) 강화 필요로 장기물 중심의 채권 운용은 지속
- 특히 해외채권 투자의 경우 환헷지 비용 증가로 신규 투자가 부진한 가운데, 장기국채 보유잔고 확대
- 보험사 보유 자산 듀레이션이 7.5년('18.1H, 한기평)인 반면, IFRS 도입으로 부채 듀레이션은 12~16년으로 확대해야 함에 따라 초장기채 중심의 채권 매수 지속될 전망

보험사 금융자산 내 채권 운용 규모



자료 ; 한국은행

보험사 및 기금 보유채권 듀레이션



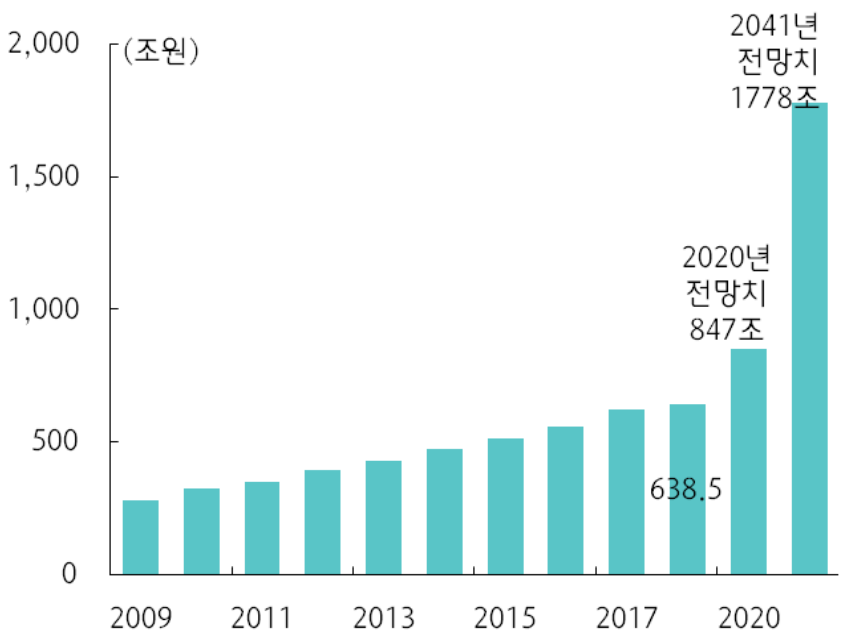
자료 : 연합인포맥스

국민연금 역시 기금 증가에 기반한 채권수요 증가

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

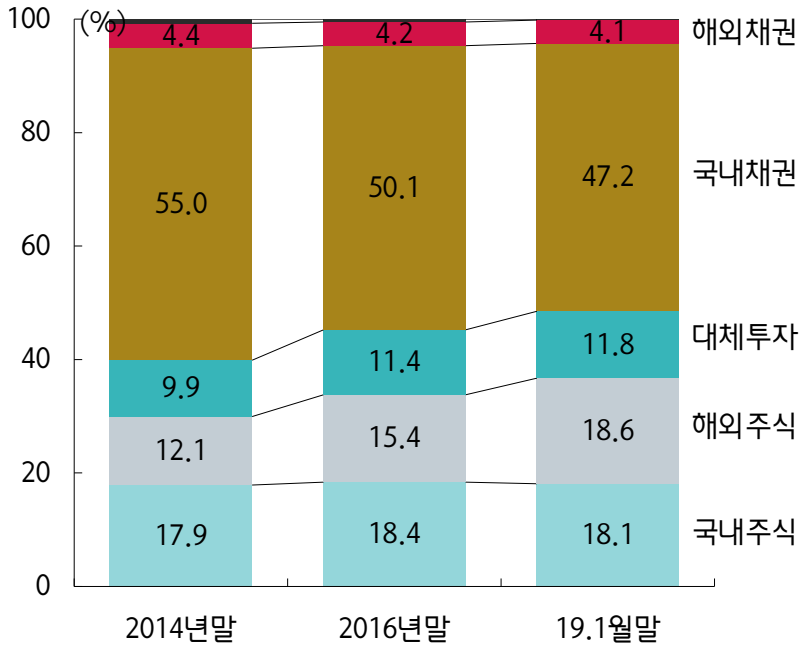
- 국민연금기금 적립금 규모는 '18년말 기준 640조원 수준이며, 연 10% 수준의 높은 성장세 유지
  ※ 국민연금기금 적립금(조원): 116.7('03년)→ 277.6('09년)→ 392.0('12년)→ 512.3('15년) → 660.0('19.1월)
- 국민연금기금 운용 전체포트폴리오에서 국내 채권투자 비중은 수익성 창출을 위한 투자 다변화로 지속적으로 축소시키는 추세이나 적립금 규모 증가로 보유 채권 운용 규모는 증가('15년 269조원→'18.10월 308조원)
  ※ 포트폴리오 내 국내 채권 비중(%): 77('08년) → 67('10년) → 53('15년) → 48('18년)

국민연금기금 전망



자료 : 국민연금기금

국민연금 포트폴리오 구성



자료 : 국민연금기금

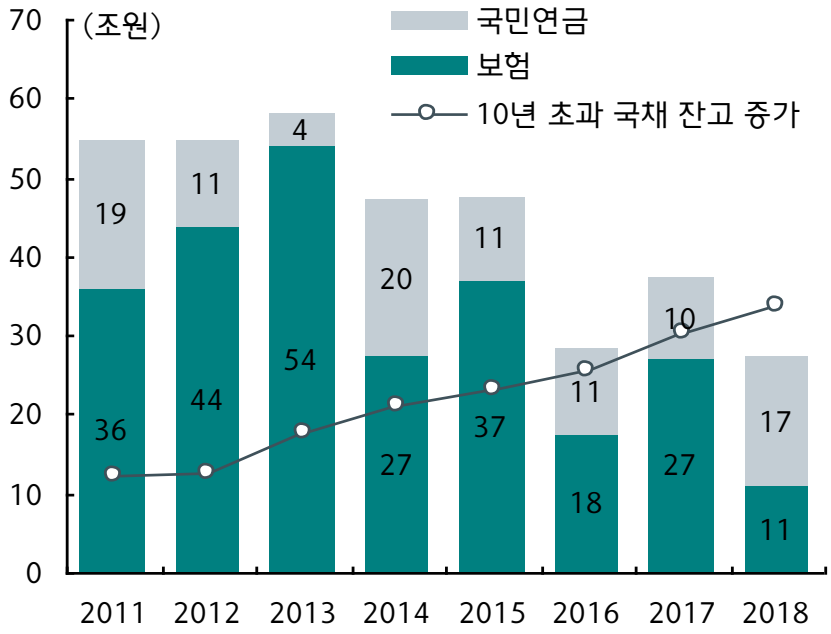
보험사 자산 성장 둔화로 장기채 초과 수요는 감소

- 보험사 자산성장 둔화와 IFRS7 도입 연기('21년 →'22년) 등으로 보험사의 국내 채권 순투자 규모가 감소
- 또한 운용기금 증가에 따른 국민연금의 원화채 매수 확대에도 불구, 장투기관 채권 수요는 '16년부터 급감

  ※ 보험사+국민연금 국내채권 순증 규모(조원, 연평균): '11-13년 56 → '14~'15년 47 → '16~'18년 31
- 다만 10년물 초과 장기채권의 만성적인 공급 부족 현상이 지속됨에 따라 초장기 국채 발행 확대가 이어짐

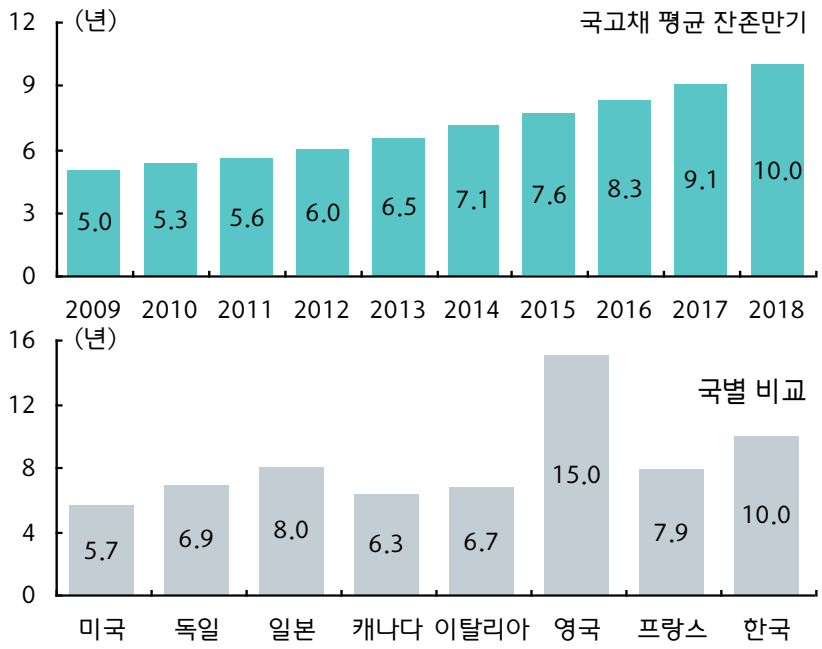
  - 초장기채 발행 증가로 국고채 평균 잔존만기(10.0년)는 여타 선진국 대비 매우 높은 수준

장기채 및 장투기관 보유 채권 순증



자료 ; 연합인포맥스

국채 평균 잔존만기 추이 및 국별 비교

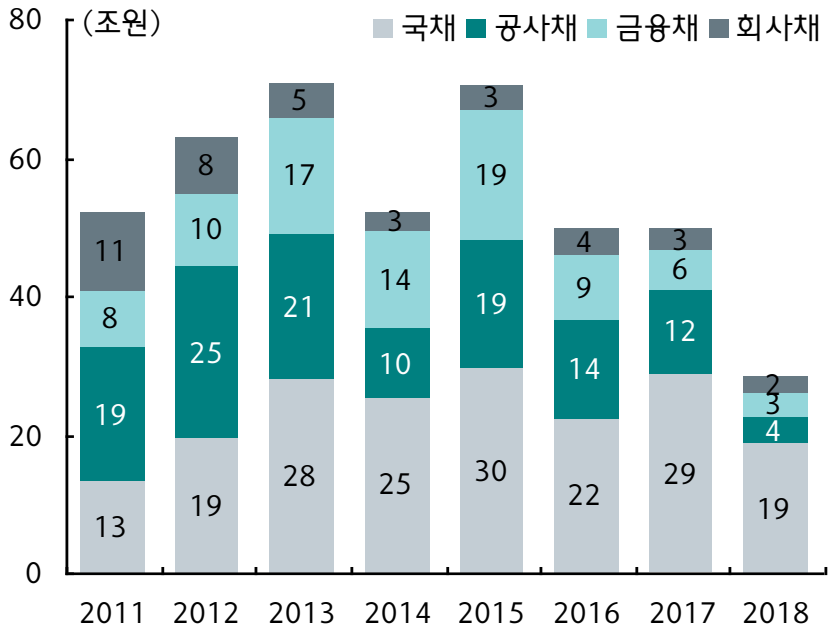


주 : 주요국 국채 잔존만기는 2018년 기준
자료 : 국채백서2018

보험사는 국채 중심, 기금은 수익성 추구 채권 투자 지속될 전망

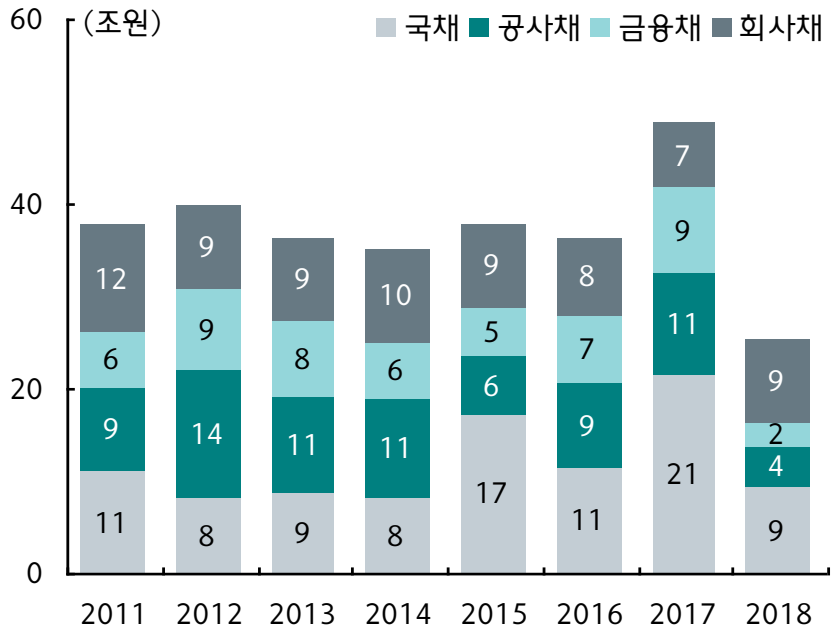
- 보험사는 자산-부채 듀레이션 갭 축소를 위해 20년물 이상의 초장기채 중심의 순매수를 이어갈 전망
  - 생보사 보유자산 증가가 둔화되는 반면, 자산 듀레이션 확보 필요성이 여전해 초장기채 집중 매수가 불가피
- 기금의 경우 상당기간 국채 금리가 낮은 수준을 지속할 것으로 전망됨에 따라 수익성 확보를 위해 우량 크레딧 중심의 채권 투자 확대가 예상

보험사 채권 종류별 순매수 추이



자료 ; 연합인포맥스

기금 채권 종류별 순매수 추이



자료 : 연합인포맥스

회사채 시장 환경

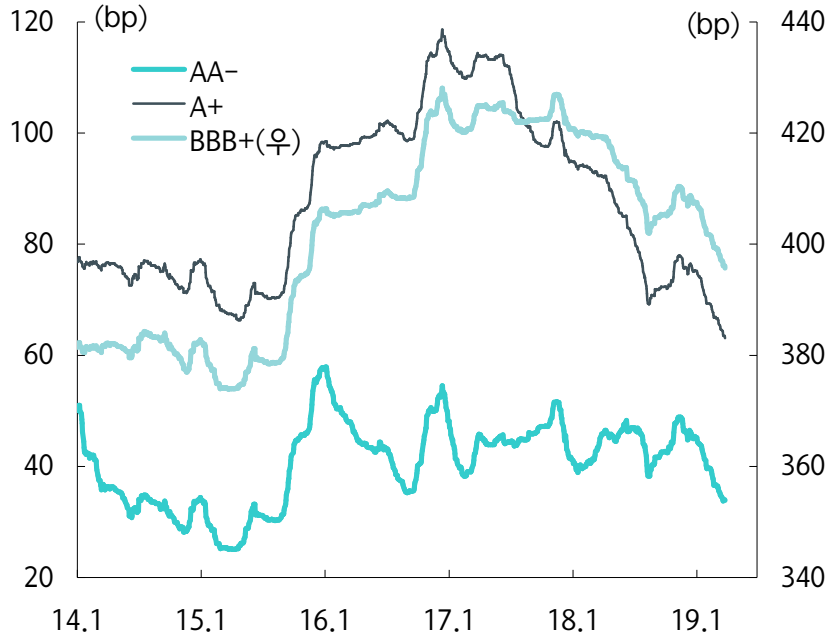
회사채 금리 메리트 부각되며 스프레드 빠르게 축소

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

- 국채 금리의 박스권 등락 및 지난 금리인상 이후 단기금리 상승에 따른 역캐리로 회사채 금리 메리트 부각
- 금년 1 /4분기 중 회사채는 비우량등급에서도 순발행 전환되고, 크레딧 스프레드도 빠른 축소세가 지속
- 특히 3월 중에는 우량 등급 크레딧 스프레드 축소폭은 감소하는 반면, 비우량 등급 스프레드 축소폭 확대

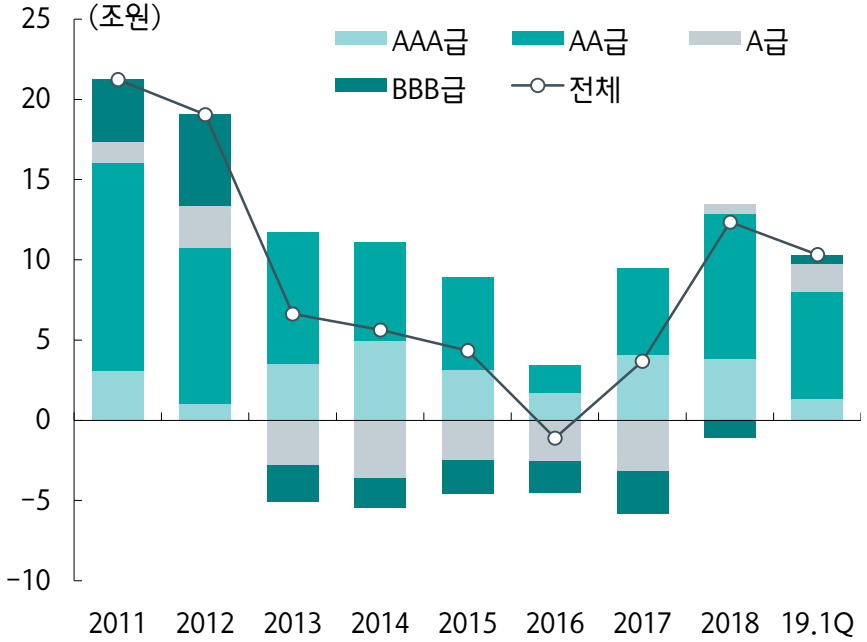
※ 전월 대비 회사채 스프레드 변동폭(3년, 1월→ 2월→ 3월, bp): AA+ -6→ -3→ -2, AA- -6→-3→-3, A+ -6→-3→-4

회사채 등급별 크레딧 스프레드 추이



주 : 3년물 기준, 국고 3년 대비
자료 ; Bondweb

회사채 등급별 순발행 추이



자료 : 연합인포맥스

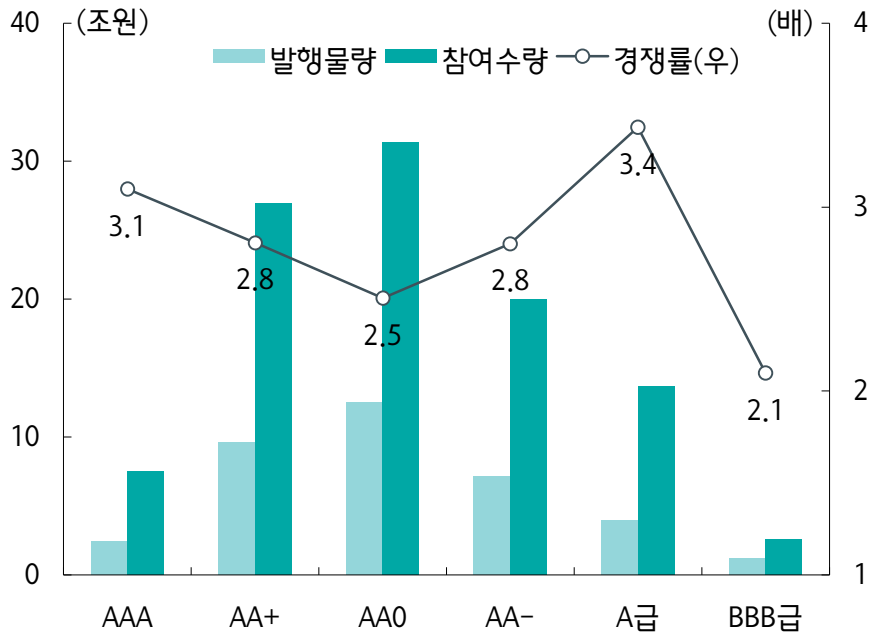
발행시장에서는 비우량등급에서도 우호적 수요 부각

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

- 1/4분기 회사채 수요예측에서는 전 등급에서 2배 이상의 경쟁률을 기록하며 예년 대비 높은 수요 관측
- 우호적 수요에 힘입어 민평 대비 낮은 금리로 발행이 지속되면서 발행시장이 크레딧 금리 하락을 견인
  - '19.1Q 기간 중 발행된 회사채의 발행금리는 민평 대비 평균 12bp 강세 발행
- 또한 AAA급 발행 물량은 예년 동기 대비 축소되었으나, 그 이하 영역에서는 발행이 확대되며 회사채 발행시장 내 우호적 환경 반증

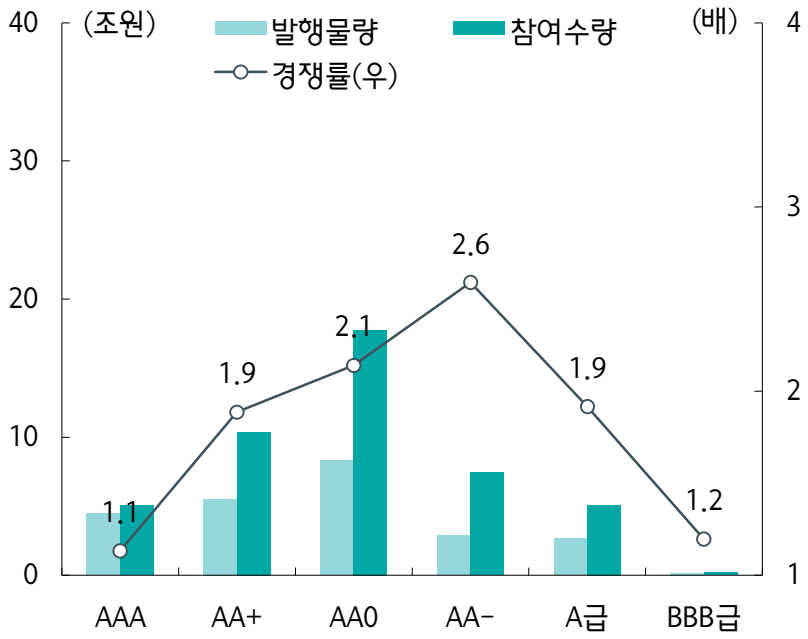
※1Q 중 발행물량 비교('16~'18 평균/19년, 조원): AAA급 4.5/2.4, AA급 16.7/29.3, A급 2.7/4.0, BBB급 0.2/1.2

'19.1Q 회사채 등급별 수요예측



주 : 3.26일까지 기준
자료 ; 연합인포맥스

16~18.1Q 회사채 등급별 수요예측

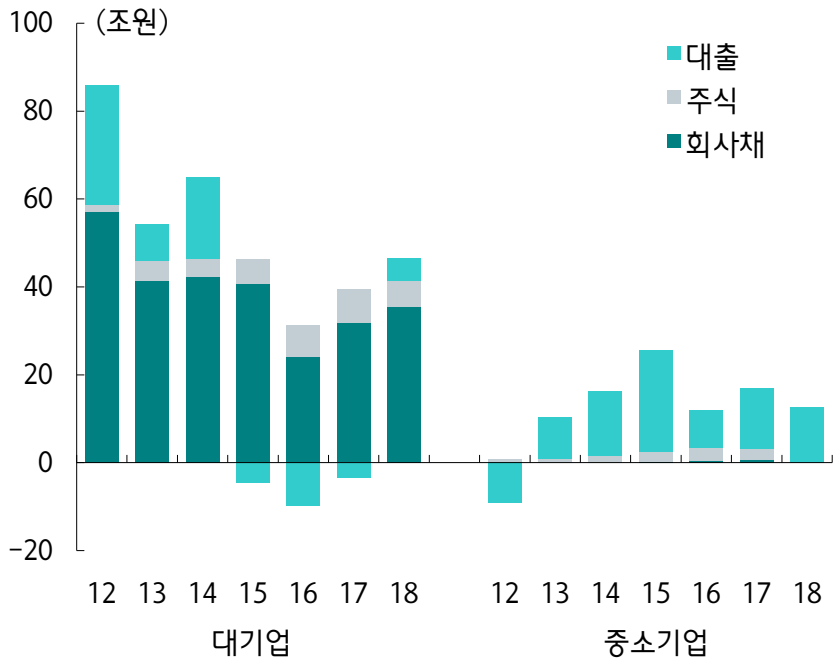


주 : '16.1Q, 17.1Q, 18.1Q 분기 평균 기준
자료 : 연합인포맥스

회사채 발행 호조 속 운영자금 목적 발행 증가

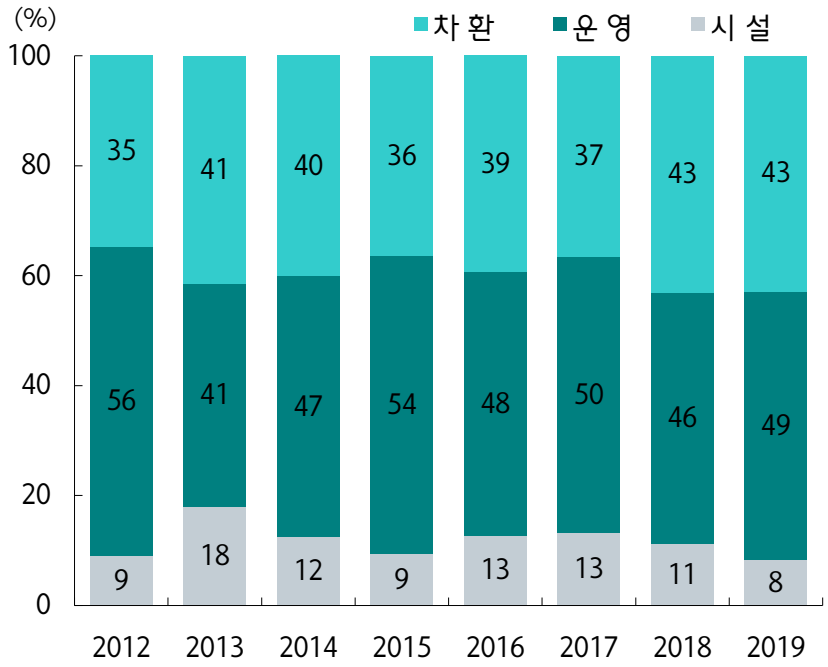
- 대기업은 회사채 등 직접금융시장을 통해 자금을 조달하며, 중소기업은 시장 접근도가 낮아 대출에 의존
- 2015~2016년에는 경기 부진으로 전반적인 기업의 자금조달 규모가 감소했으나, 2017년부터 경기가 반등하면서 자금 조달 규모 재확대
- 금융위기 직후 대규모 회사채 발행에 따른 차환발행 수요가 주기적으로 반복되는 모습
- 한편 최근에는 회사채 발행에 비우량등급까지 호조를 보이면서 운영자금 목적의 채권 발행이 확대

비금융기업 규모별 자금조달 유형 추이



자료 ; 금융감독원

사용 목적별 채권발행 추이



주 : 2019년은 1-2월 기준
자료 : 금융감독원

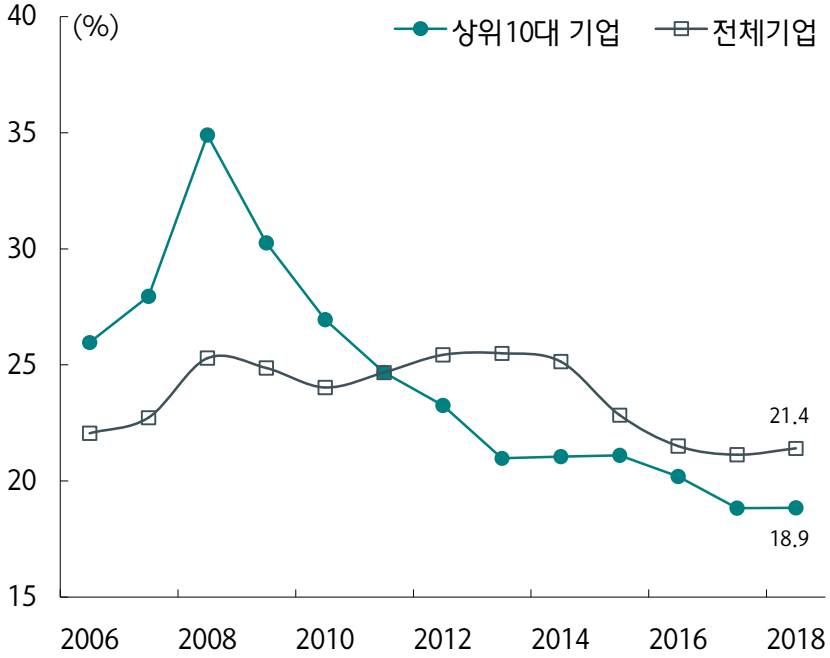
상위 기업의 경우 외부자금조달에 대한 의존도는 낮아

KEB 하나은행
하나금융경영연구소

- 영업이익 상위 기업의 경우 양호한 현금흐름으로 투자규모를 상회하는 내부자금을 보유
- 특히 제조업 영업이익 상위 기업의 차입금 의존도는 하락 추세이나, 그 외 기업은 차입 의존도 반등
- 더욱이 2018년에는 내수 부진의 영향으로 비우량 기업 중심으로 현금성자산이 감소하면서 기업 자금 상황의 양극화가 진행

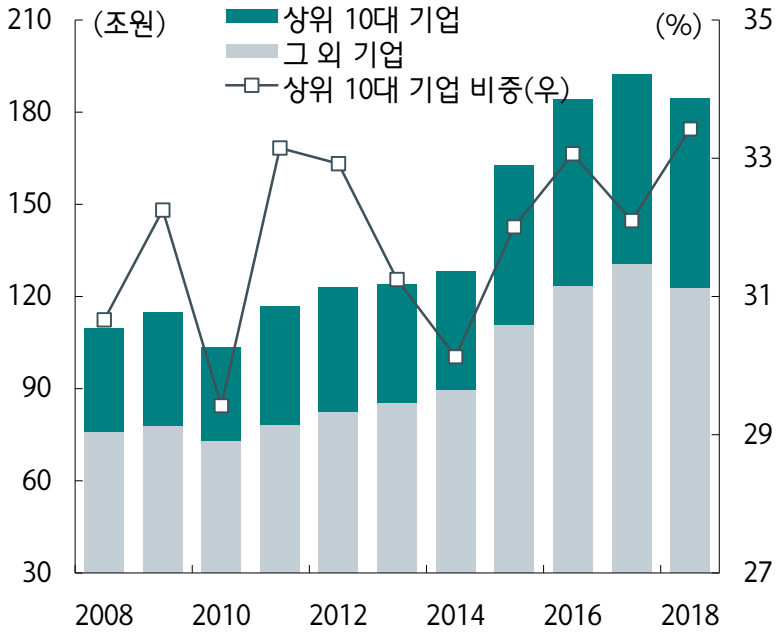
※영업이익 상위 10대 기업 현금성자산 규모(조원) : '17년 62 → '18년 62, 그 외 기업 '17년 131→ '18년 123

제조업 상장기업 차입금의존도



주 1. 상위10대 기업은 2011~2018년 중 영업이익 상위 10대 민간기업 기준, 2. 2018년은 1/4~3/4분기 평균
자료 : fnguide

제조업 상장기업 현금성 자산

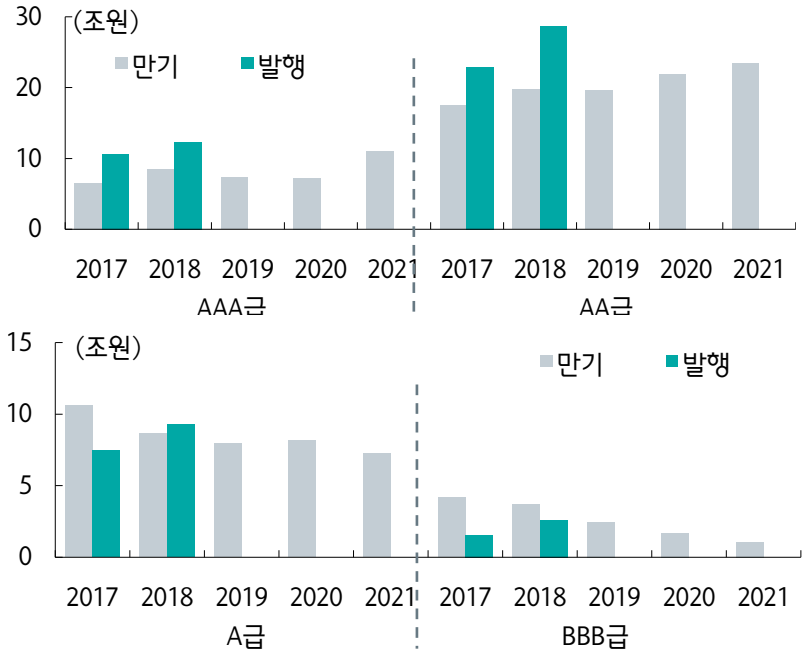


주 : 상위10대 기업은 2011~2018년 중 영업이익 상위 10대 민간기업 기준
자료 : fnguide

저금리 환경 속 회사채 시장 호조 연장될 가능성

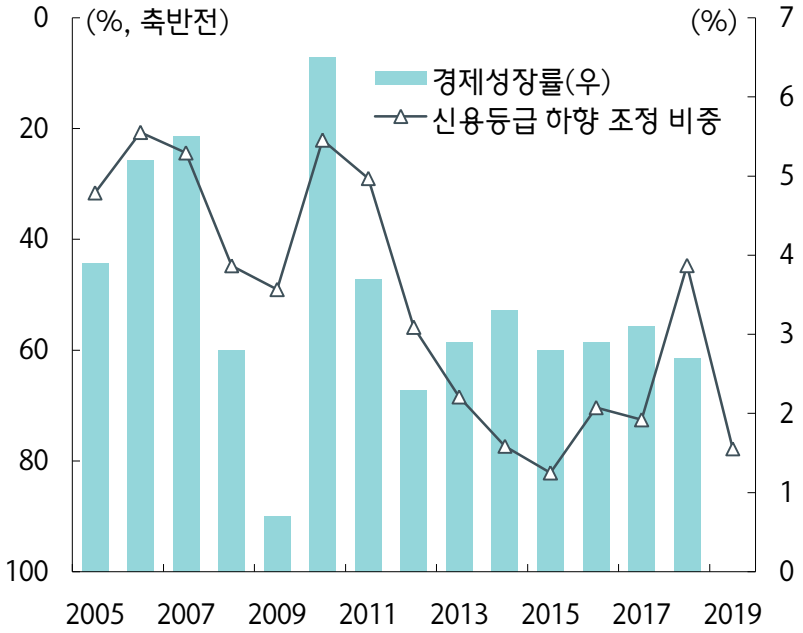
- 대내외 경기 하강 우려에도 불구, 저금리 강화에 따른 금리 메리트 부각 속 회사채 시장 호조도 연장될 듯
  - 금년 회사채 만기도래분이 감소하고 상반기 중 발행 호조에 힘입어 회사채 순발행 규모도 확대될 것으로 예상
- 다만 대내외 기업 신용 리스크 부각 및 신용등급 하향 조정 등에 따른 심리 위축에 유의할 필요
  - 금융위기 이후 대규모 기업 신용등급 조정에도 불구, 경기 하강에 따른 기업 신용등급 하향 조정 불가피
  - 특히 금년들어 신용등급 상향 기업 대비 하향 기업 비중이 증가했으며, 최근 S&P는 주력산업 위축과 자본지출 확대, 주주 환원 등으로 향후 1년간 국내 대기업의 신용등급 강등 위험이 높아질 것을 경고

회사채 등급별 발행/만기 추이



자료 ; 연합인포맥스

기업신용등급 하향 조정 비중 추이



주 : 신용등급 하향 조정 비중은 (신용등급 하향 조정 수)/(신용등급 상하향 조정 수)
자료 : 연합인포맥스

감사합니다

하나금융경영연구소

김수정 수석연구원 (sjkim1771@hanafn.com)
김완중 연 구 위 원 (wjkim@hanafn.com)