

2009 년 하반기 채권시장 전망

Strategy

양진모
jmyang@sk.com
+82-2-3773-8917

Rates

염상훈
yum@sk.com
+82-2-3773-8882

Credit

이하정
hajeong@sk.com
+82-2-3773-8887

Credit

이수정
lsj0816@sk.com
+82-2-3773-8911

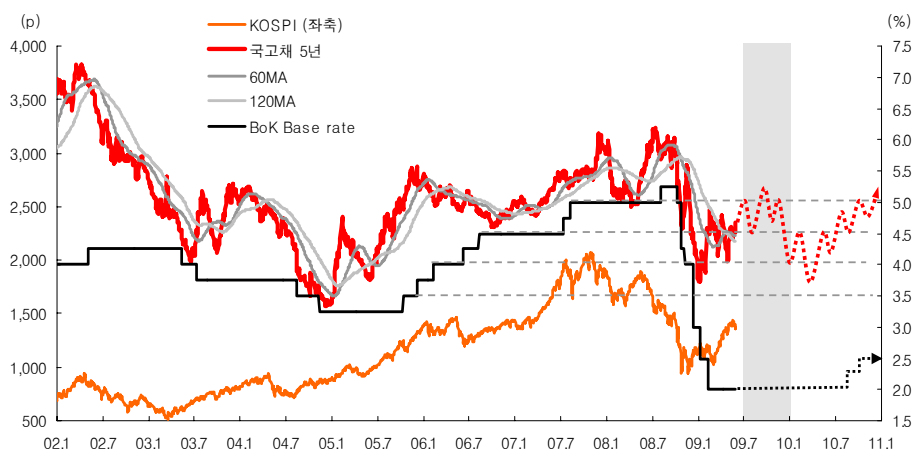
금리, 크레딧, 외국인 수급 전망 상향

경기 반등기, 금리 하락 모멘텀 찾기 쉽지 않을 전망 2010 년 상반기 말까지 국고채 3 년물 금리는 3.3~4.5%, 국고채 5 년물 금리는 3.7~5.3% 범위에서 등락할 전망이다. Reflation 정책에 힘입은 경기 지표의 반등으로 인해 채권금리가 하락하기 쉽지 않은 상황은 찬바람 불 때까지 이어질 전망이다. 그러나 경기지표 반등탄력이 둔화되고 조정기간에 접어들면 회복 추세에 대한 논란과 의심이 확산되고, 선반영 논리로 채권금리는 다시 하락을 모색할 전망이다.

연내 긴축은 없다. Carry 전성기 통화긴축 전환은 2010 년 하반기에 이뤄질 전망이다. 비록 경기지표는 상승 탄력이 떨어지며 조정을 보이겠지만, 물가가 환율 하락 효과를 더 이상 누리지 못하고 원자재 가격 상승 압력에 노출되면서 물가안정목표 상단을 넘어설 가능성이 높아지기 때문이다. 따라서 2009 년 내에는 Carry 투자가 유효하고, 2010 년 상반기에는 Capital Gain 추구가 유효할 것으로 보이며, 2010 년 하반기부터는 금리 상승에 대비해야 한다.

2009 년 하반기 승부처는? 첫째, 듀레이션 확대 베팅은 경기 회복 탄력이 둔화될 때까지 미룬다. 둘째, 수급상 외국인 모멘텀을 기다린다. 셋째, 섹터 베팅은 BBB 급 회사채 및 구조 조정 관련 선별 투자를 통해 Outperformance 를 높여야 할 것으로 판단된다.

2009~2010 년 한국은행 기준금리와 국고채 5 년물 수익률 움직임을 예상경로



자료 : SK 증권 예상

Contents

I. Overview 3
II. 전망의 근거와 리스크 8
III. Credit 섹터별 전망 45

Compliance Notice

- 본 보고서는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.
- 본 보고서의 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의없이 어떠한 경우, 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 본 보고서는 당사 고객에 한해 배포된 것으로 입수가능한 모든 정보와 자료를 토대로 최선을 다하여 작성하였습니다. 그러나 실적치와는 오차가 발생할 수 있으며 최종 투자결정은 투자자 여러분들이 판단하여 주시기 바랍니다. 본 보고서는 투자판단의 참고자료이며, 투자판단의 최종책임은 본 자료를 열람하시는 이용자에게 있습니다. 어떠한 경우에도 본 보고서는 고객의 투자결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

I. Overview

I. Direction

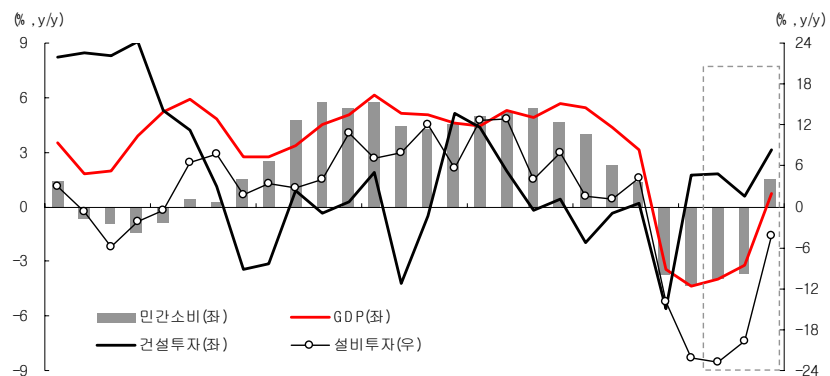
■ 2009년 4분기 ~ 2010년 1분기쯤 경기 회복의 정점, 그리고 2011년초까지 조정기간

- **경기** : 현재 경기는 세계적 Reflation 정책효과에 힘입어 수직 낙하를 멈추고, 반등 국면을 이어가고 있다고 본다. 이러한 반등세는 2009년 4분기에서 2010년 1분기까지 이어질 것으로 보이나, 그 후에는 정책효과가 점차 소멸되면서 둔화되는 조정세를 겪을 전망이다.
- **안전자산 선호의 약화** : 경기 반등 국면에서 안전자산 선호현상은 약화될 것으로 보인다. 그러나 경기 반등의 정점 전후로 안전자산 선호 약화가 마무리되고, 경기 둔화를 놓고 조정이나 이중침체냐의 논란이 가열되면서 다시 안전자산 선호가 강화될 것으로 예상된다.
- **시장의 차별이 시작될 전망** : 리먼 사태 이후 시스템 붕괴를 막기 위한 무차별적 지원은 끝났다고 본다. 비록 경기 Rebound 국면에서는 구조조정에 대한 저항이 예상되나, 그 탄력이 둔화되면서 시장은 차별에 나설 것이고, 구조조정은 새로운 국면이 전개될 전망이다.

■ 2010년까지 주요국 통화정책 완화 기조 유지 전망. 한국은행 기준금리 2% 유지 전망

- **주요국 통화정책** : 제로금리와 양적완화를 2010년까지 유지할 전망이다. 의도된 기대 인플레이 자극으로 임금 인상 압력과 실질 가계채무 경감을 유도하고 소비를 앞당기게 만드는 한편, 실질적 정부채무 부담을 줄이는 인플레이션 조세를 어느 정도 용인할 전망이다.
- **한국은행 기준금리** : 2% 수준을 2010년 상반기까지 유지할 전망이다. 그러나 이후에는 물가 상승 압력이 높아지므로 경기 둔화가 심화되지 않는다면 금리 인상을 고려할 전망이다.
- **원/달러 환율** : '09년말 1200 원대, '10년말 1100 원대로 하락할 전망이며, 이는 Reflation에 따른 국제 원자재 가격 상승으로부터 국내 물가 상승 압력을 줄이는데 기여할 전망이다.

한국 성장률 전망 2009년 -2.5%, 2010년 +3.2%. 2010년 상반기까지 기준금리 2% 유지 전망



자료 : 한국은행, SK 증권

■ 채권수급, 연말로 갈수록 호전 예상

- 2009년 국고채 발행이 당초 74.3조원에서 추경으로 80조원 내외(예산총칙 상 91.5조원까지 가능)로 늘어나, 월평균 7조원 균등발행기조는 이어갈 전망이다. 특히 비경쟁입찰로 빠르게 소화되고 있고, 추경 감액분도 있어 바이백 여지가 생겨 무난한 수급이 예상된다.
- 시중 유동성은 통화정책 완화기조가 유지되는 가운데 구조조정기에 걸맞게 여유로운 상황이 이어지면서 금융상품간 순환적 증가세가 유지될 전망이다. 다만 경상수지 흑자와 외화유입에 따른 통안채 발행 증가, 직교환 방식으로 20조원 상당의 캠퍼채 발행, 기업의 회사채 발행이 줄어드는 대신 자본성 조달 증가시 수급변화가 변수로 작용할 전망이다.
- 외국인 수요는 외국인 보유 채권만기가 6월 4.6조원 도래하는 것이 단기적 고비지만, CDS 프리미엄이 떨어지고 있고, 스왑베이스 측면에서 다른 나라에 비해 재정거래 매력은 높다는 점, 그리고 외국인의 국채와 통안채 투자시 채권이자소득 면세 개시, 하반기 WGBI 편입 기대 등의 재료가 있으므로 외국인 원화 채권 수요는 점차 늘어날 전망이다.

■ 국고채 금리, 2-3분기 중 등락범위 상향조정, 4분기에는 추가 상승 멈추고 반락 모색 전망

- 2~3분기 중 국고채 3년물 금리는 3.5~4.5%, 국고채 5년물 금리는 4.1~5.3%를 범위에서 등락할 전망이다. 통상 경기 반등 국면에서는 경기지표의 실제치가 예상치를 웃도는 현상이 빈도 높게 발생하므로 채권금리는 등락범위의 상방 이동 압력을 받을 전망이다.
- 그러나 4분기 무렵에는 기대수준이 높아져 실제치가 예상치를 밑돌기 시작하고, 경기 반등이 점차 탄력을 잃어가면서 조정이나 다시 침체나를 놓고 논란이 가열되면서 채권금리는 점차 하락을 모색할 전망이다.

2009~2010년 경제 및 채권시장 전망

(단위 : 전년동기비, %, 억달러, 원)

	2009				2007 (A)	2008 (A)	2009 (F)	2010 (F)
	1Q(p)	2Q	3Q	4Q				
GDP (전기비)	-4.2 (0.1)	-3.7 (0.6)	-2.7 (1.1)	0.8 (0.6)	5.1	2.2	-2.5	3.2
민간소비	-4.4	-3.9	-3.4	1.7	5.1	0.9	-2.5	3.3
설비투자	-23.5	-22.3	-19.1	-3.7	9.3	-2.0	-17.1	10.8
건설투자	1.6	2.1	0.9	3.4	1.4	-2.1	2.1	3.7
경상수지	86	102	54	45	60	-64	287	98
무역수지	35	153	93	42	146	-133	323	145
수출 (증가율, %)	747 (-24.9)	892 (-22.0)	943 (-18.0)	938 (0.8)	3715 (14.1)	4220 (13.7)	3520 (-16.6)	3923 (11.4)
수입 (증가율, %)	712 (-32.9)	739 (-35.6)	850 (-30.9)	896 (-2.1)	3568 (15.3)	4353 (22.0)	3197 (-26.6)	3778 (17.7)
소비자물가	3.9	3.0	2.3	2.8	2.5	4.7	3.0	3.2
원/달러 (평균)	1415	1290	1240	1200	929	1103	1286	1100
(기말)	1377	1260	1210	1150	938	1258	1150	1060
한국은행 기준금리 (기말)	2.0	2.0	2.0	2.0	5.0	3.0	2.0	2.5
국고채 3년물 (평균)	3.6	3.7	4.1	3.9	5.2	5.3	3.8	3.9
국고채 5년물 (평균)	4.4	4.6	4.9	4.5	5.3	5.4	4.6	4.7

자료 : SK 증권

2. Yield Curve

■ 밖에서 불어오는 Bear Steepening 압력

- 2~3 분기에는 글로벌 장기 국채금리 상승에 영향을 받을 것으로 보인다. 미국, 영국 등 주요 선진국 장기 국채금리는 경기 반등에 따른 안전자산 선호 약화, 국채 발행 증가에 따른 신용 이슈, 향후 인플레이션 압력이 높아질 것이란 기대 등의 3 가지 요인으로 상승 압력을 받고 있는데, 이런 흐름이 이어지는 한 외국인 국채선물 매도 압력은 높아지면서 원화 국고채 Yield Curve 는 Bear Steepening 압력을 받을 전망이다.
- 특히 재정거래 측면에서 1년 이하의 단기 영역에서 FX Swap 을 통해 재정거래 포지션을 잡았을 때가 중장기 영역에서 통화스왑(CRS)을 통해 포지션을 잡는 것보다 높은 수익을 제공하므로 ‘장기물 매도, 단기물 매수, Sell & Buy FX Swap’ 포지션이 유리하다고 판단될 수 있고, 이때 원화 국고채 Yield Curve 는 Bear Steepening 압력이 가중될 전망이다.

■ 그러나 연내 기준금리 인상 없다. Carry 확실성 높여, Steepening 압력 제한

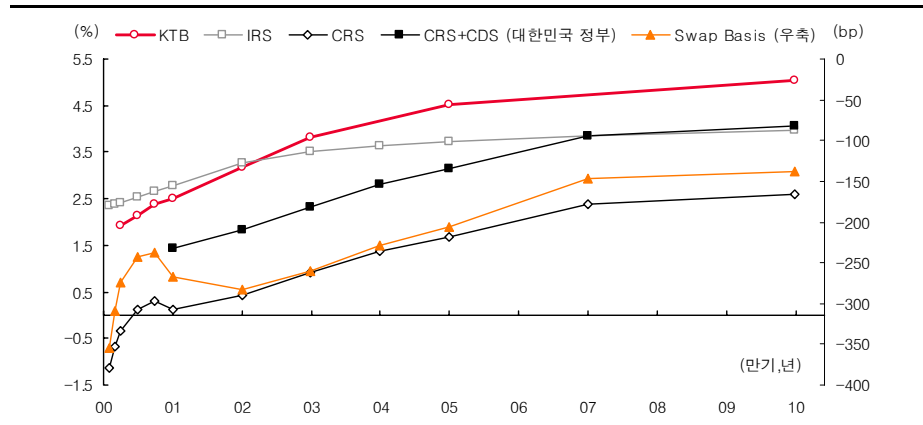
- 5월에 있었던 과잉 유동성 논란 덕택에 연내 기준금리 인상은 없을 것이라는 당국의 약속을 받았고, 이로 인해 단기자금을 Funding 하여 장기채를 매입하는 Carry Trade 가 보다 견고해졌다. 따라서 Carry 수요로 인해 적어도 Steepening 압력은 제한될 것으로 예상된다.

■ 경기 회복 탄력 둔화되면서 Bull Flattening, WGBI 와 외국인 장기물 매수 여부 주목

- 4분기 이후 경기 반등 탄력이 약화되면 경기에 대한 논란이 가열되면서 Bull Flattening 이 가능할 전망이다. 특히 안전자산 선호 완화로 분산되었던 시중 유동성이 다시 안전자산으로 복귀할 경우, 하방 이동 탄력은 강해질 수 있다. 게다가 6월말 또는 9월말에 WGBI 편입이 결정되어 외국인 채권투자가 본격화되면 CRS 커브가 상방 이동하면서 Swap Basis 가 축소되어 재정거래 및 외화표시채권 메리트를 줄일 전망이다. 또한 외국 연기금 자금 유입시 단기쪽 재정거래 후 Repo 를 활용한 장기물 매수시 Flattening 압력을 높일 전망이다.

국고채 Yield Curve, 4분기 이후 Bull Flattening 본격화 예상

(09.5.25 기준)

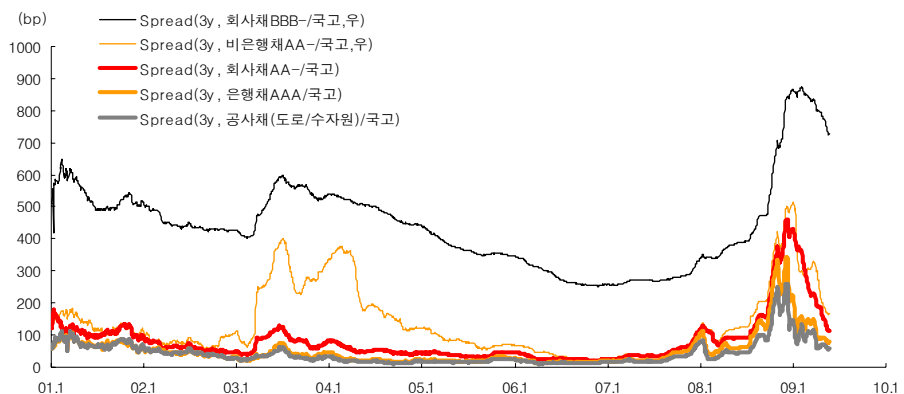


자료 : Bloomberg, SK 증권

3. Credit Spread

- 신용스프레드, 우량물은 리먼 사태 이전 수준에서 정체, 비우량물은 완만한 축소세 예상
 - 은행채 스프레드, 정체 예상. 하이브리드와 후순위채 발행 증가 이어질 전망 : 은행채 스프레드는 리먼 사태 이전 수준을 회복한 후 축소세를 이어, 2007년 하반기 초중반 수준에 도달한 후 정체될 전망이다. 특히 고정이하여신 증가속도가 빠르고 대손충당금 적립률은 이에 못 미치고 있어 자본성 조달을 늘려야 할 상황을 감안하여 보수적 접근이 필요하다.
 - 공사채, 직교환 방식의 캠프채 발행은 긍정적. 그러나 유통가능물량 증가 : 공사채 신용스프레드도 2007년 하반기 수준에 도달한 후 정체될 전망이다. 비록 연간 발행계획물량의 절반 이상을 소화시켰고, 캠프채 발행도 가급적 부실자산과 직교환 방식이 될 것으로 알려졌지만, 매각제한옵션이 없을 가능성이 높아 유통물량이 늘어날 수 있고, 캠프채 스프레드가 공사채 섹터의 기준이 될 가능성이 높아 신용스프레드 추가 축소는 정체될 전망이다.
 - 우량물 신용스프레드 수렴 진행, 비우량물 선별 작업 통해 신용스프레드 축소 예상 : A급 이상 우량물 신용스프레드는 리먼 사태 이전인 작년 상반기 수준으로 회복된 반면, 비우량물은 신용스프레드가 다소 축소되기는 했지만 아직 높은 수준이라 이에 대한 선별작업을 통한 고수의 추구가 화두로 자리잡을 전망이다. 비교적 구조조정계획이 구체화된 건설, 조선, 해운업종은 구조조정 속도에 따라 신용스프레드 축소가 나타날 전망이고, 업종별로는 카드/디스플레이/철강/통신업종이 신용등급 대비 매력적 수익을 제공할 전망이다.
- 글로벌 국채와 유럽계 금융기관 신용이슈 주목, 구조조정관련 채권에 관심 보일 전망
 - 글로벌 국채금리가 상방 이동한 박스권에서 정체될 것으로 예상됨에 따라 글로벌 신용물 스프레드는 축소세를 이어갈 전망이다. 이에 따라 한국물 외화표시채권 신용스프레드와 CDS 프리미엄도 지속적으로 축소되어 리먼 사태 이전 수준을 회복할 전망이다. 다만 글로벌 국채와 금융시스템의 차이로 크게 드러나지 않은 유럽계 금융기관들의 신용이슈가 발생할 가능성에 유의해야 하고, 부실채권 정리 및 구조화 채권이 주목 받을 전망이다.

신용스프레드, BBB 급에 대한 선별적 투자확대 통해 Outperformance 노릴 듯 (09.5.25 기준)



자료 : KOSCOM, SK 증권

4. Strategy

■ Duration, 2-3 분기중 벤치마크 대비 소폭 Underweight, 4 분기 Overweight 전환

- 2010년 상반기까지 기준금리 동결이 예상되나, 경기 반등기, 인플레이션 우려, 글로벌 국채금리 상승 여파 등을 감안하여 2-3 분기중에는 제한적 채권금리 상승이 나타날 수 있으므로 포트폴리오의 듀레이션은 벤치마크 대비 소폭 Underweight 로 가져가는 것이 바람직하다. 그리고 경기 반등 탄력이 둔화될 것으로 예상되는 4 분기에는 벤치마크 대비 듀레이션을 Overweight 로 상향하는 것이 바람직할 전망이다.

■ Yield Curve, Carry 투자유효. 경기 반등 탄력 약화되기 시작하면 Flattening 베팅

- 2%대 단기자금을 조달, 4%대 중반의 5년물 국고채에 투자시, 60~70bp 내외로 채권금리가 상승해도 연간 캐리수익이 이를 커버한다. 특히 2001년 이후 국고채 5년물 평균금리는 5.2%로 이것이 경기 중립적 수준이라고 보면, 5% 내외에서는 기준금리 유지 확률이 높다는 점과 함께 Carry 투자를 위한 매수는 유효하다고 판단된다. 그리고 4분기 이후 경기 반등 탄력이 약화되는 신호가 관찰되기 시작하고 외국인 원화채권투자가 본격화될 경우, Yield Curve Flattening 에 베팅하는 것이 바람직하다.

■ BBB 급 회사채에 대한 선별적 비중 확대로 Outperformance 추구

- A 급 이상 우량물 회사채는 카드/디스플레이/철강/통신업종이 신용 대비 매력적인 리턴을 제공할 전망이므로 이들 업종에 대한 비중 확대가 바람직하다. 비우량물은 비교적 구조조정 계획이 구체화된 건설, 조선, 해운업종 중 구조조정에 적극적이고 속도가 상대적으로 빠른 업체에 대한 선별을 통해 Outperformance 추구가 바람직하며 당사는 보고서를 통해 이를 지속적으로 업데이트할 예정이다.

■ 외국인 변수 가시화되면, CRS-IRS 스왑베이스스, 스왑스프레드 축소 베팅

- WGBI 편입이 성사되고 외국인의 원화채권 수요가 가시화되면 스왑베이스스, 스왑스프레드 축소 베팅에 나서는 것이 바람직하다. 반면 한국물 외화표시채권 신용스프레드와 CDS 프리미엄도 지속적으로 축소되어 리먼 사태 이전 수준을 회복할 것으로 예상되고, 외국인 원화채권 수요가 늘면 스왑베이스스 축소로 인해 외화채 메리트는 점차 축소될 전망이다.

■ 글로벌 채권, 정부채무 과도하지 않은 국채와 신용보강된 구조화 채권투자 주목

- 경기 부양을 위한 재정 확대로 정부채무가 과도하게 늘어나고 있는 국가들의 신용등급이 실제로 하향될지는 미지수지만, 굳이 논란이 있는 국가의 국채에 투자하기 보다는 정부채 무부담이 높지 않고, 미래 세수 증가가 기대되는 BRICs, 캐나다, 호주 국채의 비중을 확대하는 것이 바람직하다고 본다. 아울러 금융시스템의 차이로 크게 드러나지 않은 유럽계 금융기관들의 신용이슈가 발생할 가능성에 유의할 필요가 있다.
- 과거 부도를 정점 이후 부실채권 투자성능이 높아지기 시작했다는 점에서 신용등급 조정과 부도를 트렌드를 살펴면서 Outperformance 를 내기 위해 신용보강된 글로벌 CDO 등 구조조정 관련 채권투자비중을 늘려가는 것이 바람직하다고 판단된다.

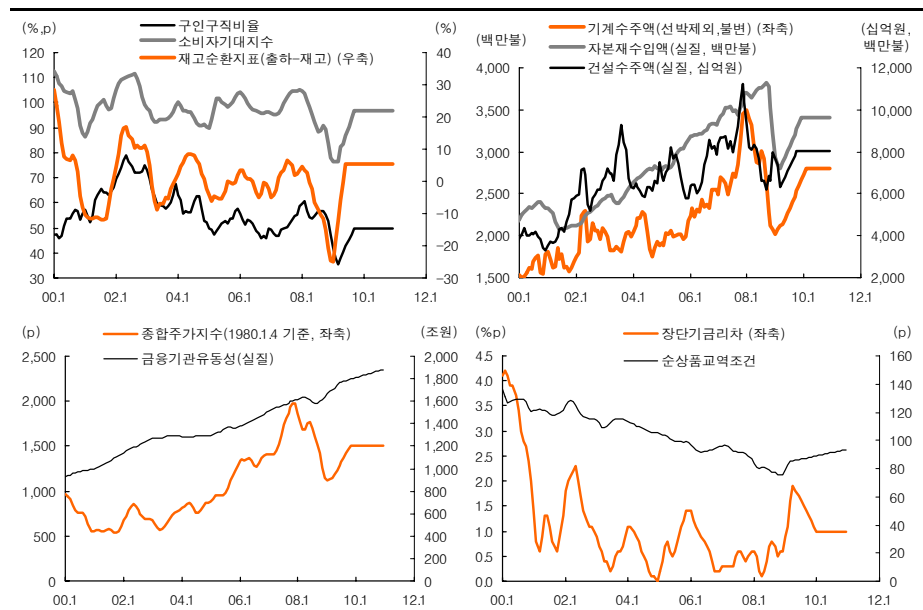
II. 전망의 근거와 리스크

1. 경기, 지금은 회복중

■ 경기선행지수 개별 구성항목들, 강한 반등세 나타내고 있어...

- 경기선행지수는 **계기판(Dashboard)** : 경기선행지수는 현재의 방향과 속도, 그리고 가까운 장래에 어떻게 될 것인가를 요약 정리해서 보여주는 계기판과 같다. 따라서 현재와 가까운 미래에 대한 예측을 함에 있어서 기관투자자들에게 매우 중요한 지표로 사용되고 있다.
- 경기선행지수 예측은 이해를 높이기 위한 것 : 계기판과 같다는 측면에서 경기선행지수를 예측한다는 것은 억측일 수 있다. 그러나 예측이 의미가 있는가라는 본질적 문제부터 따지고 들면, 사회과학에 있어서 예측이 가능한 부분은 거의 없을 것이다. 단지 이해를 높이고 소통을 위해 향후 경기선행지수의 흐름을 그려본 것이다.
- 경기선행지수를 구성하는 10 개 항목들의 향후 흐름을 가급적 **낙관적으로 가정** : 경기선행지수 시뮬레이션에 있어서 경기선행지수 구성항목들을 가급적 낙관적으로 가정했다. ‘구인구직비율’은 2005~2007년 평균수준을 회복한 후 지속, ‘재고순환지표’는 2008년 상반기 고점수준을 회복한 후 지속, ‘소비자 기대지수’는 100을 회복한 후 유지, ‘기계 수주액’은 전고점의 60% 회복, ‘건설 수주액’은 전고점 수준 회복, ‘자본재 수입액’은 전고점의 70%수준 회복, ‘금융기관 유동성’은 추세 회복 후 유지, ‘종합주가지수’는 1,500p 선을 상회했다가 평균 1,500p 선 유지, ‘장단기 금리차’는 국고 3년물과 콜금리간 100bp 대 축소 후 유지, ‘순상품 교역조건’은 환율 하락을 감안하여 완만한 회복을 가정했다.

경기선행지수 구성항목(10개)들의 향후 움직임에 대한 예상과 가정

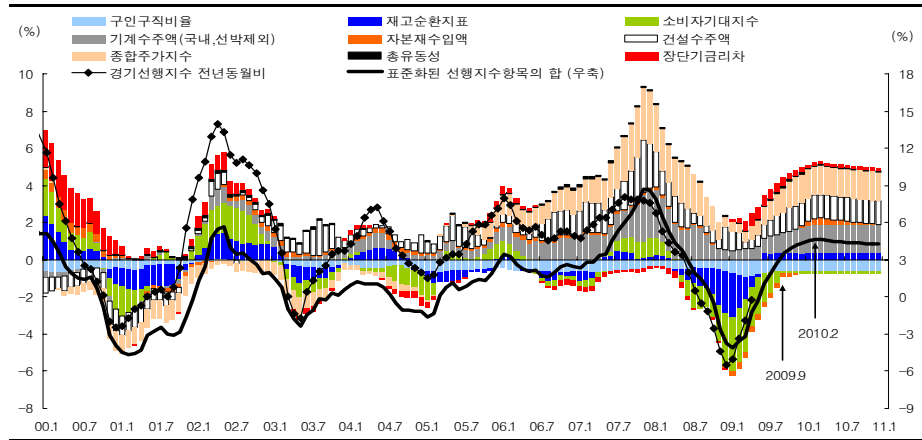


자료 : 통계청, SK 증권 추정

■ 경기선행지수 반등세, 4분기에서 2010년초까지 이어질 전망

- 앞 페이지 하단 그림처럼 개별항목들이 움직일 때, 이를 동일 비율로 혼합한 경기선행지수는 아래 그림과 같이 가을 무렵 변곡점에 도달하고, 내년초에 정점을 지나게 된다. 특히 현재의 반등 속도가 매우 빠르므로 이런 추세가 이어진다면 정점이 앞당겨질 가능성도 높아지게 된다. 한편 통계청의 혼합비율은 알려지지 않으나, 흐름으로 보면 동일비율로 혼합했을 때와 고점-저점시기의 차이는 없으므로 이를 가늠하는데 참고할 수 있을 것이다.

3분기 이후에는 경기선행지수 변곡점 진입, 내년초 정점 논란 가능성

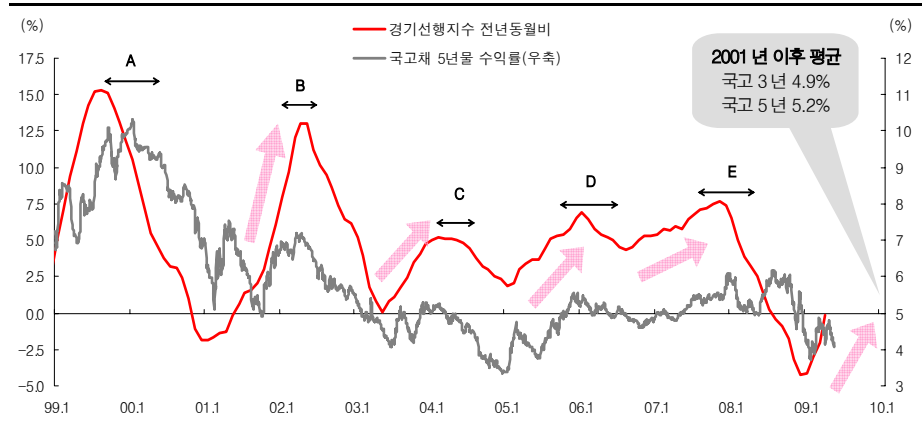


자료 : 통계청, SK 증권 추정

■ 당장의 회복세는 채권금리 상승 요인. 다만 낙관적 가정의 한계를 감안해야...

- 과거 경기선행지수가 상승세일 때, 채권금리는 상승했다. 당장의 회복세 역시 채권금리 상승 요인으로 작용할 전망이다. 그러나 구조조정 본격화로 고용지표를 낙관할 수 없고, 대출도 예전처럼 늘어나기 어렵다. 주가지수도 하락 조정이 시작되면 소비자 기대지수를 끌고 내려가고, 설비투자를 연기시키면서 자본재 수입과 기계수주를 지연시킬 수 있다. 결국 현재의 회복 속도를 반영하는 한편, 불확실성도 고려하면서 금리는 절충점을 찾을 것이다.

경기선행지수 상승 반전은 국고채 금리 상승 요인



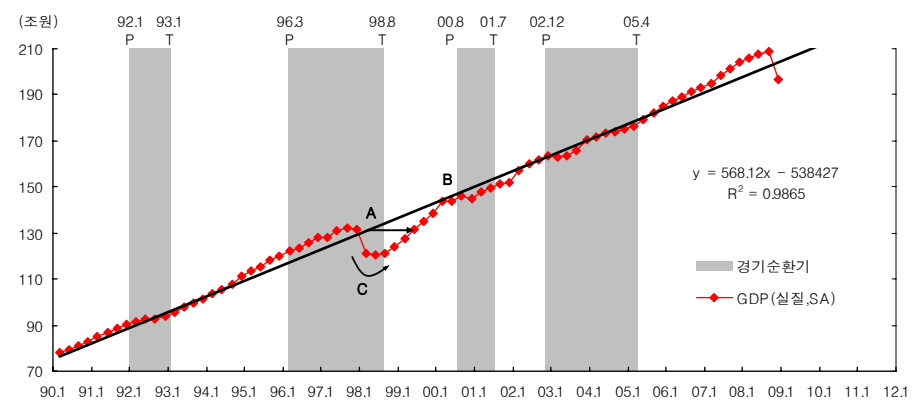
자료 : 통계청, SK 증권

■ GDP 사이클 측면에서 경기 회복세에 대한 의심은 올 겨울쯤 재개될 가능성

- 경기 회복에 대한 정의 : 경기 회복은 GDP 사이클 측면에서 레벨, 속도, 모멘텀 3가지로 나누어 다르게 정의될 수 있다. 경기 하강 이전의 실질 GDP 수준을 회복하는 A 점으로 볼 수도 있고, 기존 추세를 회복하는 B 점으로도 볼 수 있다. 하지만 통상 더 이상 나빠지지 않고 반등하는 C 점으로 본다. 이는 A 점이 과열 수준일 수 있고, B 점도 새로운 시계열 통계가 아래로든 위로든 쏠려서 쌓이게 되다 보면 추세선이 바뀔 수 있기 때문이다.

한국 분기별 GDP Level 추이

(2000년 기준계열, 2008년 4분기까지)



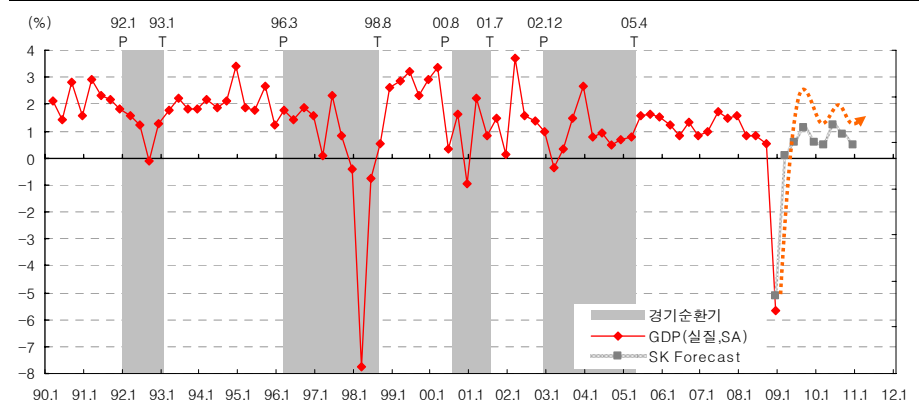
자료 : 한국은행 (09.3.27, 국민계정 기준년 개편(00년 → 05년), 70~99년 계열은 연말 공표예정), SK 증권

■ 과거 경기 반등기, 전기비 2~3%대 성장. 현재 회복속도, 빠르긴 하지만 과거만 못함

- 경기선행지수는 가파르게 반등하고 있지만, 성장률 측면에서는 앞으로 전기대비 2~3%대 성장을 이어가야 추세에 복귀할 수 있다는 부담이 있다. 아래 그림을 보면 제 5순환기(93년 1월 바닥) 이후 전기비 성장률은 2% 내외였고, 제 6순환기(98년 8월 바닥) 이후 전기비 성장률은 2~3% 내외였다. 호황기였던 2005~2007년 사이 전기비 성장률도 1~2%대에서 등락했다는 점에서 기존 추세를 회복하려면 전기비 2~3%대는 나와야 할 것이다.

한국 GDP 전분기대비 성장률

(2000년 기준계열)



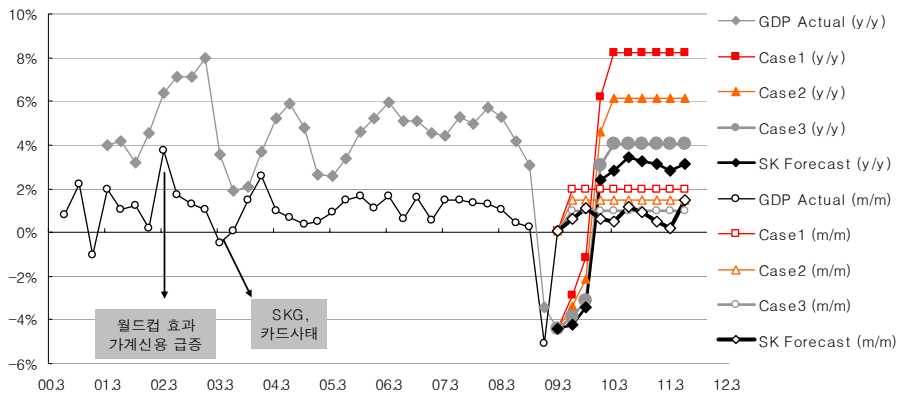
자료 : 한국은행(10차 기준년 개편전 시계열), SK 증권

■ 빠른 회복을 담보하기 위해서는 가격조건(환율, 금리) 유지 및 재정지출 확대

- 과거 경기 반동기에는 과격적인 가격조건의 변화가 있었다. 외환위기 때는 환율 급등, 주가와 집값 급락, 고금리로의 가격조건 변화로 외국인 직간접 투자를 유치하여 기존 추세로 복귀할 수 있었고, 2002~2004년에는 가계 및 중소기업 신용확대가 있었다.
- 그러나 지금은 집값이 급락하지도 않았고, 환율도 안정된 수준이며, 고금리 대신 저금리 정책을 쓰고 있다. 즉 가격 메리트가 그때보다 높지 않다는 점에서 외국인 투자는 불확실해 보인다. 여신 확대도 쉽지 않은 상황이므로 정부의 역할이 커질 수 밖에 없어 보인다.

정책효과 점차 사라지면서 2010년 1분기 정점 가능성

(2005년 연쇄가격 기준)



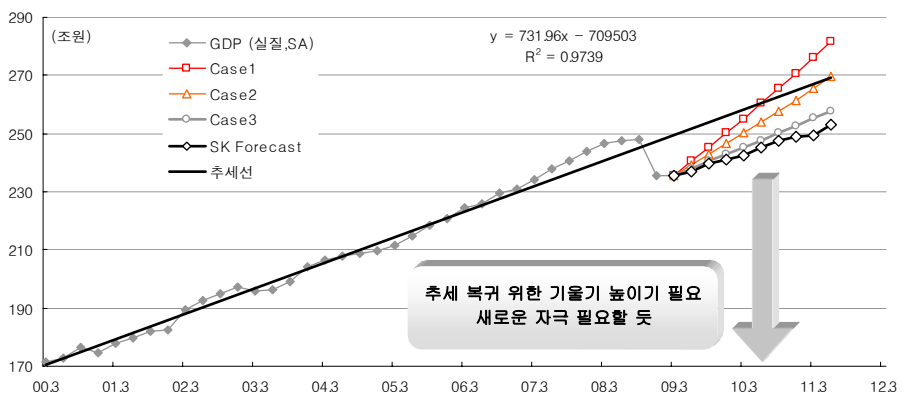
자료 : 한국은행, SK 증권

■ 정책효과 점차 사라지므로 내년초 추가 부양책 모색될 듯

- 위 차트는 당사 전망치와 더불어 전기비 1%, 1.5%, 2%가 지속될 경우의 전기비 성장률로 전년동기대비 성장률을 나타낸 것인데, 반동 탄력이 높으면 높을수록 기저효과에 의해 2010년 1분기를 정점으로 전년동기대비 GDP 성장률 사이클은 상승 탄력이 둔화된다. 따라서 회복 속도를 유지시키려면 내년 초쯤 가속페달을 더 밟아야 할 것으로 보인다.

과거 추세선 회복 위해서는 2010년 1~2분기쯤 추가 부양 필요할 듯

(2005년 연쇄가격 기준)



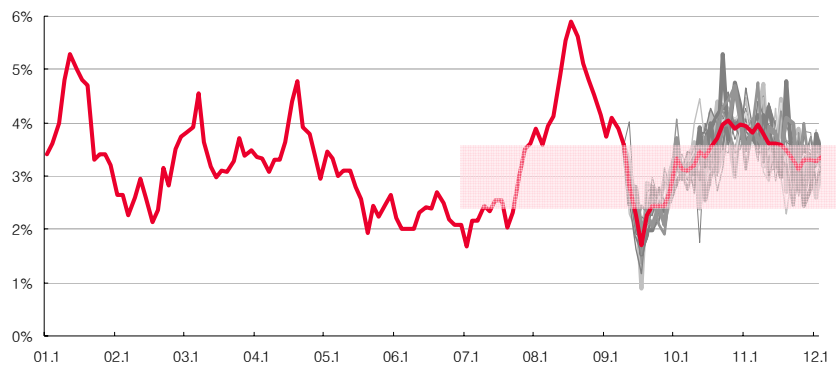
자료 : 한국은행, SK 증권

2. 인플레이션, 중장기적으로는 채권금리 상승 압력되겠지만 당장은 영향력 낮음

■ 물가 상승 압력, 2010년 하반기부터 2011년 상반기까지 물가안정목표 상단 위협

- 당사의 소비자물가 상승률 전망치는 2009년 하반기 2.6%, 2010년 3.1%로 큰 폭의 물가 상승 압력을 예상하고 있지는 않다. 다만 아래 차트에 나타난 바와 같이 당사의 거시계량모델과는 다른 방법으로 과거 계절성을 따르는 월별 확률분포에서 추출한 전월비로 시뮬레이션 해보면, 2010년 하반기부터 2011년 상반기까지 한국은행 물가안정목표 2.5~3.5%(분홍색 영역)를 넘어서는 물가 상승 압력이 예상된다.

CPI Simulation, 2010년 하반기부터 2011년 상반기에 물가안정목표 상회할 가능성 높아

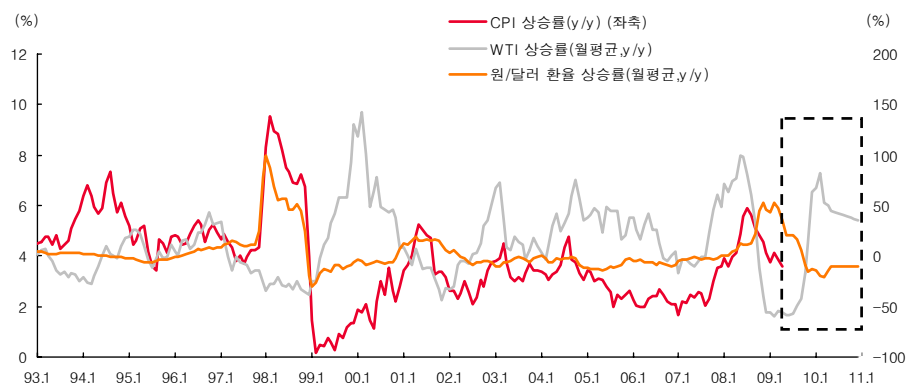


자료 : SK 증권

■ 물가 측면만 보면 2010년 초중반 이후 긴축 가능, 그러나 경기 여건이 허락할지 관건

- 따라서 물가 측면에서만 본다면 2010년 초중반 이후 점차 통화정책이 긴축 스탠스로 전환할 가능성이 높다. 그러나 앞서 살펴본 바와 같이 경기가 더블딕 국면을 겪을 가능성이 높다는 점에서 긴축전환 시점은 2010년 하반기에서 2011년 상반기가 유력할 전망이다.

2010년 1분기 이후 환율 하락 효과 사라지고, 원자재 가격 상승에 노출

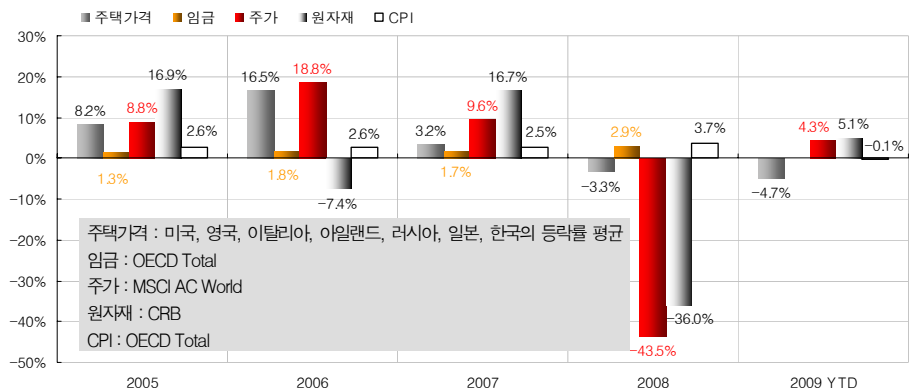


자료 : Bloomberg, SK 증권

■ 환율 하락의 물가 안정효과가 사라지는 2010년 하반기 이후 통화긴축 가능성 높을 듯

- 비록 상반기에 주가, 원자재 가격이 반등하면서 과잉 유동성 논란을 야기했지만, 글로벌 관점에서 보면 '05~'07년 긴축 통화정책기에 비해 상승 탄력은 미미하다. 특히 물가에 미치는 영향력이 높은 임금은 고용 악화로, 주택가격은 유로존과 한국 등에서 낙폭이 크지 않았기 때문에 상승을 기대할 수 없다. 한편 2010년말 환율(월평균 10원씩 하락) 1060원, 국제유가(월평균 2달러씩 상승) 90달러로 가정할 때, 환율 하락의 물가 안정효과는 2010년 하반기부터 사라지게 되어, 이때부터 긴축 통화정책 전환 가능성이 높아질 전망이다.

국제유가 우려있지만 아직 뚜렷한 글로벌 인플레이션 드라이버가 없다 (연간 상승률, 5월말 기준)

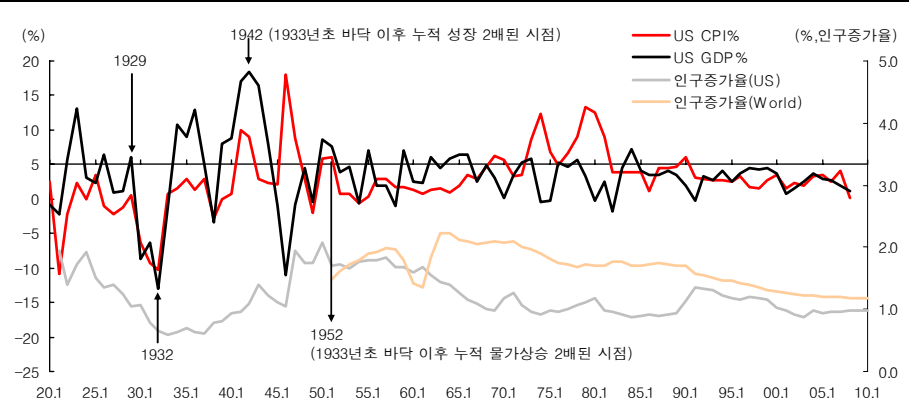


자료 : Bloomberg, OECD, SK 증권

■ 중장기적으로는 전세계적인 인플레이 조세(Inflation Tax) 추구 가능성이 위협 요인

- 다만 엄청난 빚을 진 각국 정부들은 물가 상승시 채무의 실질가치 하락과 조세수입이 증가하므로 Inflation Tax(Seigniorage) 유혹에 빠질 수 있다. 또한 중앙은행도 어느 정도 용인할 수 있다. (09.3.23, 보고서 참조) 대공황 이후 누적 성장은 42년에 2배, 물가는 52년에 2배가 되었던 경험도 있다. 비록 인구증가율은 당시와 다르나 이러한 유혹은 경계대상이다.

대공황기 이후, 성장과 물가 10~20년만에 2배, 인구증가율도 급상승



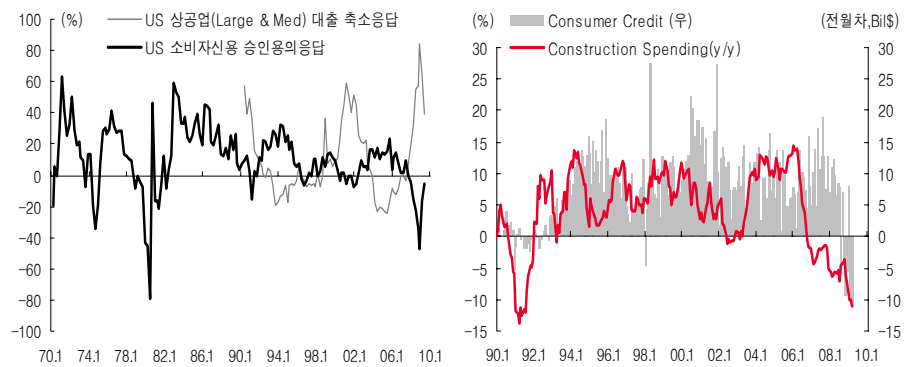
자료 : Bloomberg, SK 증권

3. 글로벌 재정과 신용여건의 밝은 면과 어두운 면, 그리고 중앙은행 의존도

■ 변곡점에 있는 Global Deleveraging

- 과거 경기침체에 비해 각국 중앙은행들이 신속 대응한 덕분에 美 시중은행 부채증가율도 낮아지긴 했지만 6%대에 있고, 대출 서베이에서도 대출축소 응답이 줄어들고 있다. 하지만 현재 모기지 잔액이 감소하고 소비자 신용도 줄어들고 있는 현실은 이어지고 있다. 즉, Global Deleveraging 은 바닥이라기 보다는 변곡점에 있다는 표현이 어울릴 것이다.

미국 금융기관 대출 서베이 개선 (좌) 그러나 아직 소비신용 감소세 지속 (우)

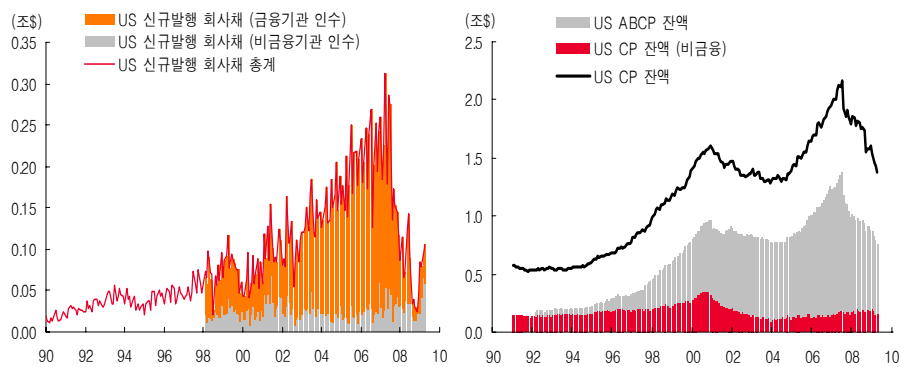


자료 : Datastream, SK 증권

■ 미국 기업금융시장도 부진한 듯 하나...점차 가격 메리트 어필하는 듯

- 미국의 회사채 발행이 감소세에서 벗어나 반등세를 보이고는 있지만, 10년전 수준에 불과하다. CP 잔액도 2004년 수준으로 줄어들어 신용여건 악화를 반영하고 있다. 그런데 1~2개월 전의 통계는 이렇게 잡히지만, 바로 볼 수 있는 가격, 즉 금리는 변화를 보이고 있다. 미국의 회사채 신용스프레드는 줄어드는 추세를 보이고, 국채금리는 올라가면서 안전자산 선호 약화가 진행되어 특히 High Yield 쪽으로 5~6월 들어 활기를 보이고 있다.

미국 회사채 발행 반등하고 있으나 10년전 수준 (좌) 미국 CP 잔액 감소세 (우)

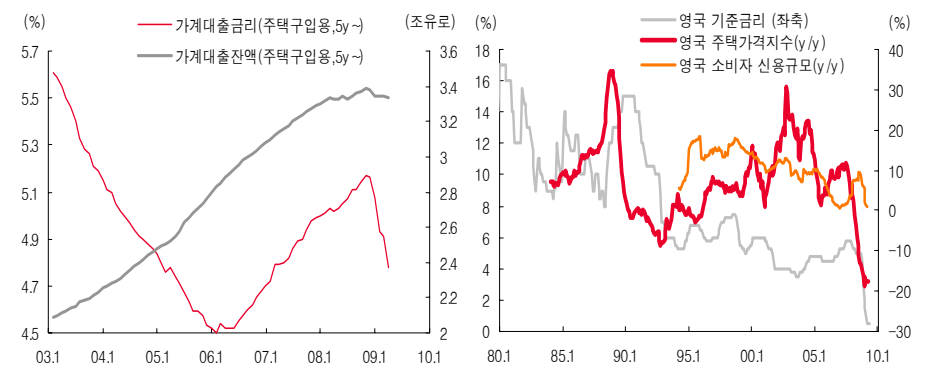


자료 : Datastream, SK 증권

■ 유로존도 더 나빠지지는 않는 정도로 선방 중

- 유로존도 Deleveraging 분위기가 이어지고 있으나, 마이너스의 감소는 나타나지 않는 선방 수준에 그치고 있다. 아래 좌측 그림은 유로존의 가계대출잔액을 보여주는데, 감소 반전했다가 정체수준에서 선방하고 있는 중이다. 영국도 소비자 신용 증가율이 떨어지긴 했으나 전년동월비 0% 아래로 내려가지는 않으면서 선방하고 있다. 물론 주택가격이 20% 가까이 하락하면서 담보가치 하락에 따른 금융기관 여신 여력은 예전같지 않은 것이 현실이다.

유로존 가계대출잔액 줄어들지 않는 것만도 다행 (좌), 영국 소비자 신용 0% 가까운 정체

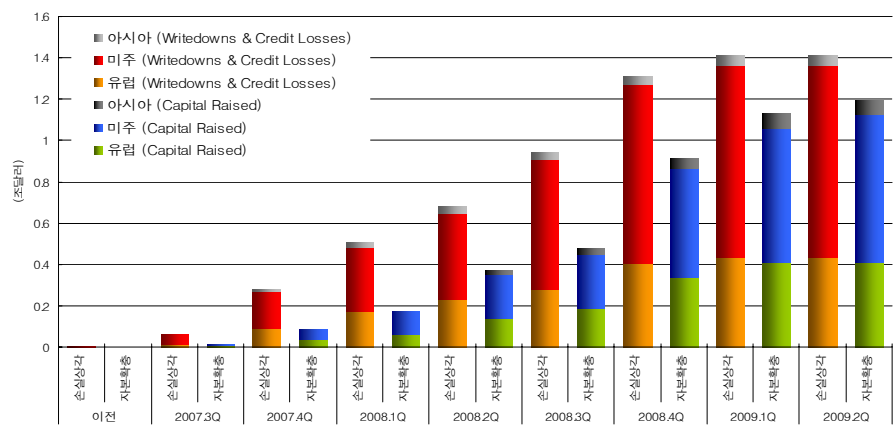


자료 : Datastream, SK 증권

■ 대출 여력, 보충되고 있지만 마련되는 규제들로 인해 Leveraging 재개도 어려울 듯

- 다만 긍정적인 부분은 금융기관 손실상각 속도가 떨어지고, 자본확충은 이어지고 있다는 것이다. 적어도 대출 증가는 어렵겠지만 급격한 회수 가능성도 낮아지고 있다. 그렇다고 예전처럼 Leveraging 분위기가 나올 수 있을까? 미국은 금융규제 개혁안 마련을 통해 과생 상품, 부외자산/부채 기재, 신용카드 규제에 나서고 있고, EU는 헤지펀드, 신용평가 감독, 조세피난처 등 공동 규제시스템을 마련 중에 있어 1~2년전 같은 Leveraging 도 어렵다.

의심은 남지만, 전세계 금융기관 손실 1.4조달러 넘어선 이후 상각 속도 둔화

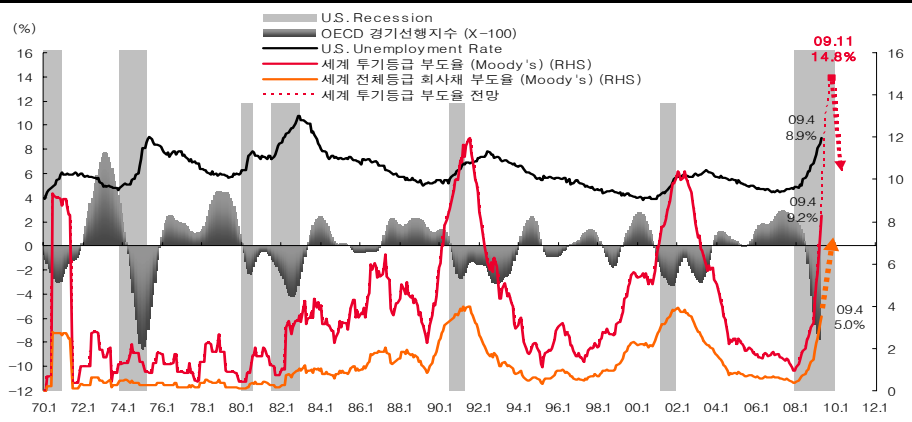


자료 : Bloomberg, SK 증권

■ 다른 긍정적 신호 향후 부도율 정점 예상시기 앞당겨져...:

- S&P와 무디스가 집계한 4월 투기등급 부도율은 7%와 9.2%이다. S&P는 5월초 전망에서 현 추세대로라면 2010년 4월에 미국 투기등급 회사채 부도율이 14.3%에 이를 것이라고 전망하고, 특히 예상보다 경제상황이 악화된다면 18.5%까지도 이를 것이라고 전망했지만, 무디스는 위 그림과 같이 연말 정도면 14.5%를 정점으로 하락 반전할 것으로 예상했다. 이는 당초 2010년에 부도율이 정점을 찍을 것이라는 전망에서 앞당겨진 것이다.

Moody's, 연말쯤 투기등급 부도율 15% 육박 후, 반전 예상. S&P는 2010년 3월 정점 예상

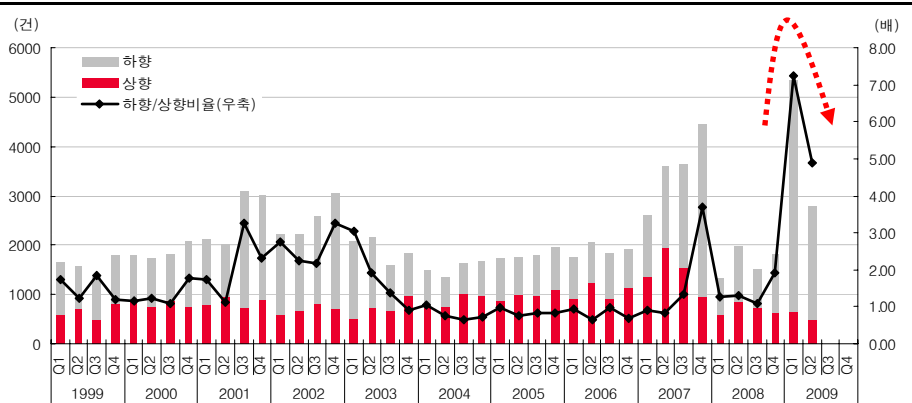


자료 : Datastream, SK 증권

■ 신용등급 하향 추세도 완화

- 아울러 S&P와 무디스의 신용등급조정 및 전망조정을 합산하여 나타낸 아래 차트를 보면, 비록 하향 건수가 훨씬 많지만, 하향 대 상향 비율은 떨어지고 있다. 통상 신용등급 하향 트렌드의 정점은 부도율 정점과 경기선행지수 바닥보다 뒤에 나온다는 점에서 신용등급 하향 트렌드가 막바지에 다다랐다고 보기는 어렵다. 하지만 신용등급 하향 트렌드는 번복 점을 맞이하고 있다고 볼 수 있다.

신용등급 및 등급전망 하향 트렌드 완화 조짐



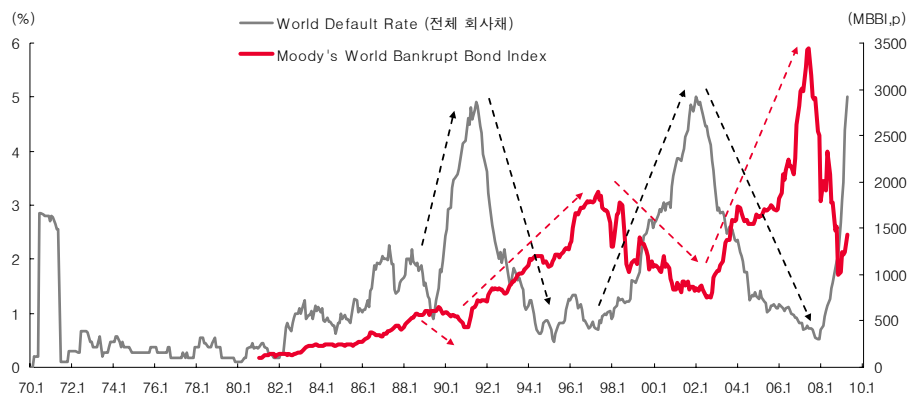
자료 : Bloomberg, SK 증권 (전세계대상, Moody's와 S&P의 신용등급 및 등급전망 조정건수 합산)

■ 관심은 하이일드에서 부실채권까지 넘볼 정도로 확산

- 과거 경기 회복기마다 부도율이 하락 반전하면 부실채권 정리사업이 유행했다. 하반기에는 美 재무부, FRB, FDIC 지원으로 금융권 부실자산을 사들이는 ‘민관공동투자프로그램(PIIP)’ 본격화로 이런 사업에 탄력이 더해질 전망이다. 아래 그림에 나타난 바와 같이 Moody’s Bankrupt Bond Index(MBBI)는 부도율이 떨어지는 추세에 있을 때 부실채권 투자성 과가 높아졌다. 미국에서는 블랙록이, 한국에서는 저축은행들이 이런 사업에 관심을 보이고 있는 것으로 전해지고 있는데, 이를 반영한 듯 MBBI도 반등하고 있다.

부도율 하락 반전하면, 부실채권 투자에 주목

(1980 = 100)

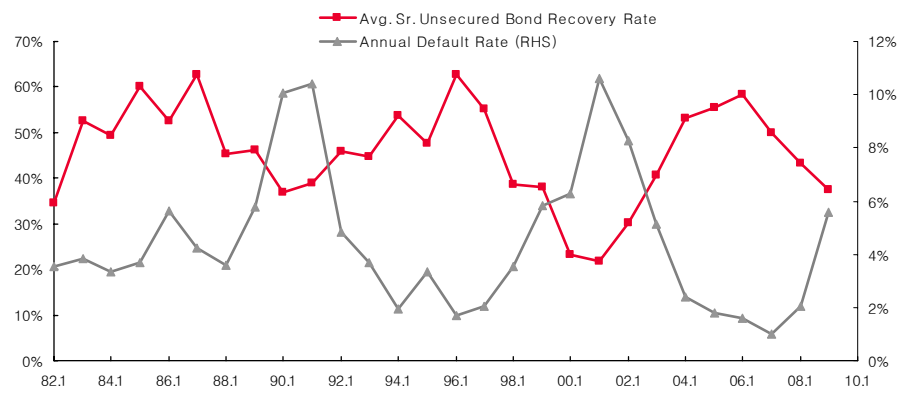


자료 : Moody's, Datastream, SK 증권

■ 부도율 낮아진 뒤 회수율 높아지는 국면에 들어가면 좀 더 위험한 채권 투자 확대

- 위험자산에 한발 더 다가선다는 것은 Deleveraging의 종단을 의미할 수 있다. 하지만 이전 보고서에서도 나타냈듯 대출이 증가 반전하기 위해서는 부도율과 연체율 정점은 지나야 한다. 또한 부실채권 투자로 이익을 보려면 회수율이 높아야 하는데, 이것도 부도율 정점 이후에나 나타났다는 점에서 투자나 국면판단 측면에서 신중해야 할 것으로 판단된다.

미국의 부도율과 회수율 추이 : 부도율 낮아지면, 회수율도 높아질 것

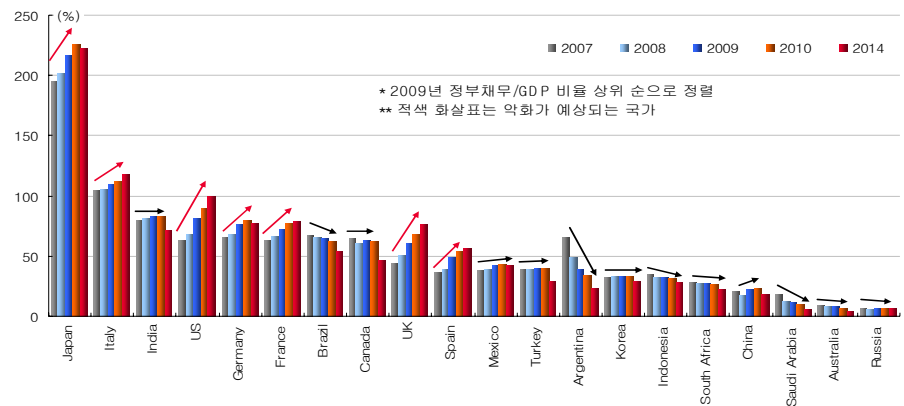


자료 : Moody's, Datastream, SK 증권

■ 그러나 현실은 어렵다. 글로벌 국제 신용이슈는 민간부문 금리 상승과 경기 악화로 연결

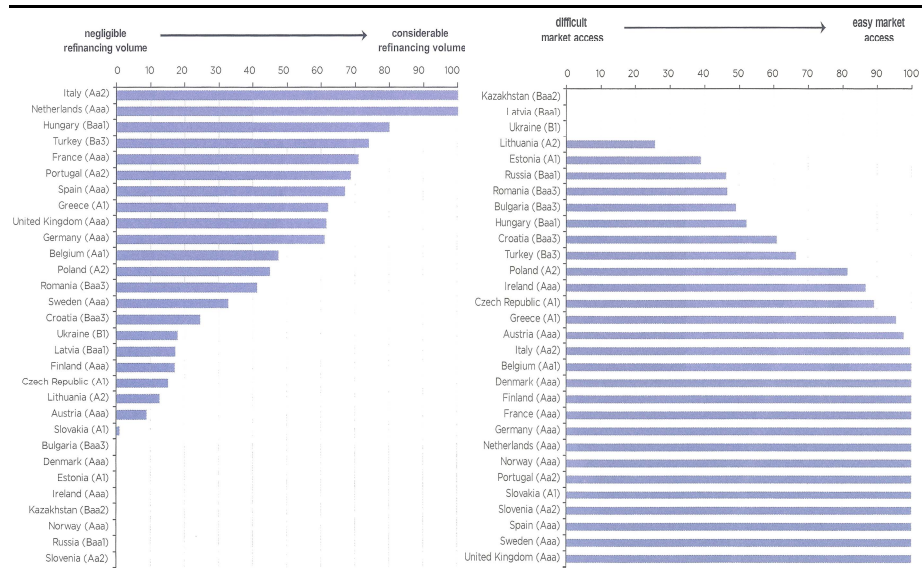
- 걱정스런 부분은 물에 빠진 민간부문이라기 보다 구하러 들어온 각국 정부들로 바뀌었다. 민간에 구명조끼를 건넨 대신, 구제금융과 보증으로 모든 짐을 떠안은 세계 각국 정부들은 더 늘어날 부담을 어떻게 처리할 것인지 향후 계획을 내놓지 않으면 ‘글로벌 국제금리 상승 > 모기지 금리 상승 및 소비자 신용 악화 > 부동산 등 자산가치 하락 > 금융기관 부실증가 > 민간 신용 위축 > 경기 침체’로 연결되는 악순환에 빠질 위험이 큰 상황이다. 정부는 징세권을 바탕으로 하니 ‘소득 대비 부채 부담’은 아래 그림처럼 GDP 대비 정부채무로 가늠할 수 있을 것이다. IMF 전망처럼 시장도 일본, 이탈리아, 미국, 독일, 프랑스, 영국, 스페인 등을 도마 위에 올렸다. 반면 건전 재정을 유지하고 있는 중국을 유일한 구세주로 꼽고 있고 인도, 브라질, 러시아를 희망으로 보는 반전된 상황이 진행되고 있다.

국가별 GDP 대비 정부채무 비율 전망



자료 : IMF(The State of Public Finances : Outlook and Medium-Term Policies After the 2008 Crisis, 2009.3)

Government Refinancing Volume Index (좌), Government Market Access Index (우)

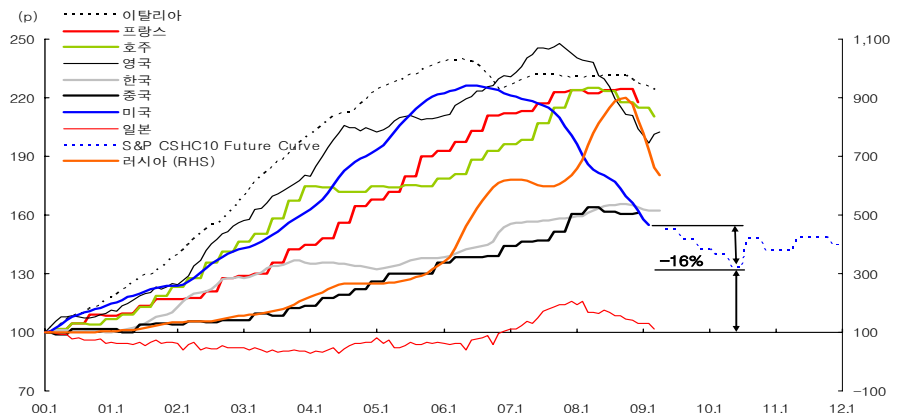


자료 : Moody's Investors Service, FinanceAsia

■ 유로존 국채 대부분이 차환위험에 노출. 한계는 재정뿐만 아니라 통화정책에서도...

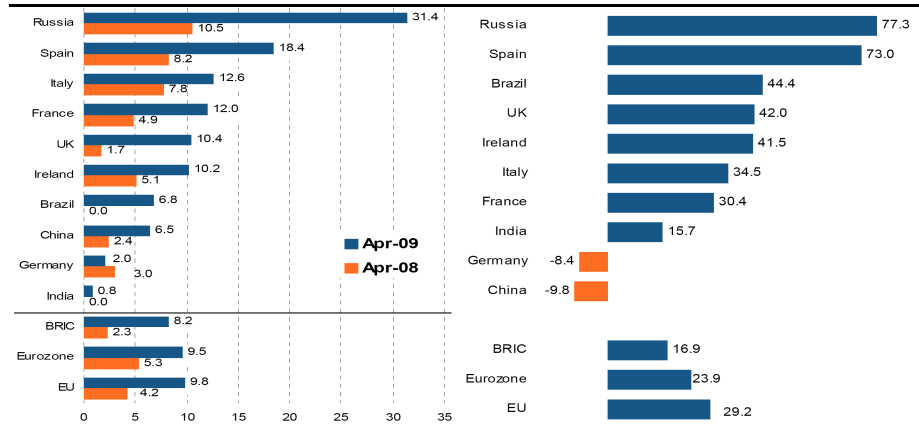
- 앞의 차트처럼 유로존 국채는 차환위험까지 안고 있다. 라트비아에 이어 어떤 소식이 전해질지 모른다. 이탈리아, 네덜란드, 헝가리, 터키, 프랑스 순으로 차환물량 부담이 큰 상황이다. OECD는 몇십분기에 걸쳐 재정확대와 감세효과의 잔영이 남아 효과가 있을 것으로 봤지만, 그럼에도 불구하고 모든 정책효과는 시간이 흐르면서 소멸해 간다. 그래서 통화정책에 의존할 수 밖에 없는데, ECB가 기준금리를 1%로 낮추고, 600억으로 규모의 커버드 본드를 매입하며 양적완화에 나서고 있지만, 비교적 사정이 괜찮은 독일이 양적완화에 대해 직간접적으로 반대하고 있어 재정측면의 여력도 없고 통화정책 여력도 한계가 보인다.
- 아래 차트와 작년말 2009년 전망 보고서에서도 언급했지만, 유로존은 英美계의 증권 유통화보다는 은행 대출중심의 간접금융 시스템이어서 바로 위험이 드러나지 않는다. 주택가격도 아직 소득대비 높은 수준이고 하락 조정도 제한적이다. 맨 아래 차트처럼 신용여건도 독일과 중국을 빼고는 모두 악화된 수준을 보이고 있다. IMF 전망처럼 전세계 금융기관 손실이 4.1조달러에 이른다면 감당하기 힘들어지는 상황이 올 리스크를 감안해야 한다.

글로벌 주택가격, 미국은 상당 부분 조정된 반면 유로존은 아직 하락 조정 중



자료 : Bloomberg, SK 증권

각국 기업들, 대출여건 악화 응답 증가 (좌), 대출조건 악화응답비율(악화%-원화%)늘어 (우)



자료 : Markit

■ 빅 브라더의 고민, 안전자산 선호 약화 반영한다면 이는 너무 가파른 美 국채 금리 상승세

- 영국의 신용등급 전망 하향으로 본격화된 미국 국채수익률 상승세는 이제 4%대를 넘보고 있다. 3%선을 상향 돌파한 후 4%대까지 상승할 것이라고 예상한 바 있지만, 그 속도가 매우 빠르다. 이런 배경에는 글로벌 국채 신용 이슈 외에도 안전자산 선호 약화, 국채발행물량 증가, 인플레이션 및 달러 약세 우려, MBS 조기상환위험 감소로 오버헤지된 국채 매입 포지션 청산, 기술적 지지선 붕괴 등이 복합적으로 작용하고 있다고 보았다. 그러나 만일 4.5%대까지 넘어선다면, 대단히 위험한 상황으로 치달을지 모른다.

미국 10y 국채수익률 4%는 경계선, FRB 국채 매입확대는 유럽 리스크 및 양적완화 확대 시점

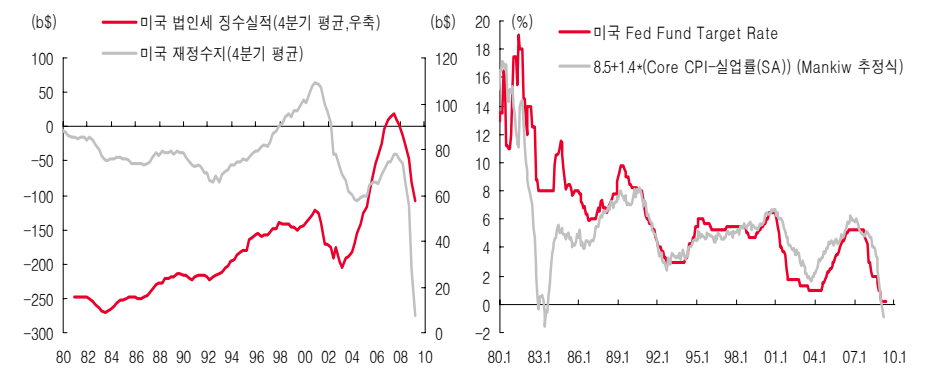


자료 : Bloomberg, SK 증권

■ Mankiw, “인플레 기대심리 만들어라.” Inflation Tax 지지논리는 양적완화를 정당화

- 골드만삭스가 2010년 말 국제유가가 배럴당 95달러에 이를 것이라 전망으로 한쪽에서는 인플레이션을 걱정하고 있는 반면, 맨큐 등은 몇 년동안 CPI 6%를 유지하는 것이라 주장을 하고 있다. 이들 논리는 인플레 기대 확산시 제품 구매를 서두르고, 화폐 가치가 떨어지면 가계 부채 문제도 줄어들 것이라 것이다. 또한 임금도 올라 세수도 늘어나므로 FRB 물가관리목표를 1.5~2.0%에서 3~4% 수준으로 올리는 것이 바람직하다고 주장하고 있다. 인플레이션 조세(Seigniorage)와 양적완화(Quantitative Easing)가 정당화되고 있는 것이다.

미국의 징세권 가치는 유지될까? 양적완화가 더 필요하고 인플레이션 유발책이 필요한 듯

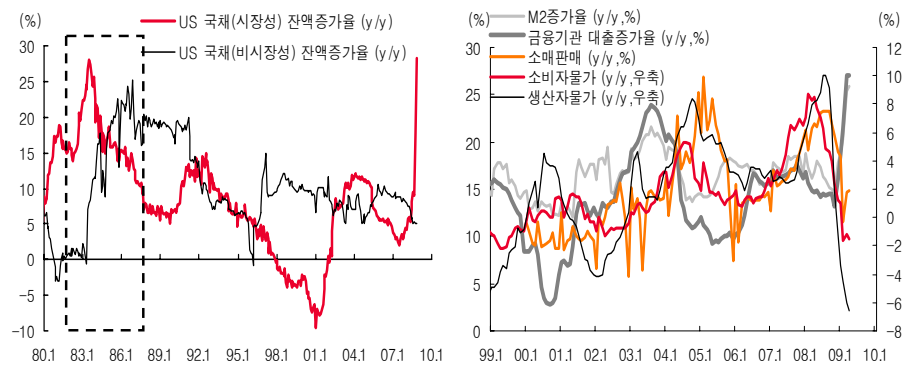


자료 : Datastream, SK 증권

■ 미국의 ‘헬리콥터 머니’, 양날의 칼이지만 현재로선 필요와

- Mankiw 의 계산방식에 따르면 Fed 기준금리는 마이너스이다. 양적완화를 해야 된다는 의미로 볼 수 있다. 수급 압박을 막아내는 데는 양적완화와 투자자를 확보하는 것이 필요하다. 미국은 국채잔액증가율이 30%대에 육박하고 있는 반면, 중국은 금융기관 대출증가율이 30%대에 육박하고 있다. 중국은 정상적인 플레이를 하는 반면, 미국은 골문을 지키는데 급급한 형국이다. 결국 중국 등과 Deal 을 할 수 밖에 없을 상황으로 몰리고 있다.

30%대에 육박한 미국 국채 잔액 증가율(좌), 민간여신 늘리는 중국(우)

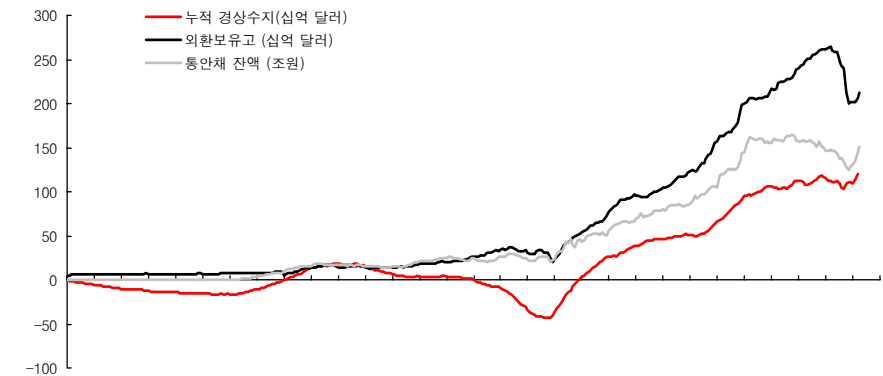


자료 : Bloomberg, SK 증권

■ 한국은 여유 있는 편에 속하지만, 원자재 가격이 위험요인. 한국은행의 도움 지속 필요

- 글로벌 국채와 신용여건에 기회요인도 있지만 위험요인도 있다는 측면에서 살펴보았다. 한국은 선진국들에 비해 여유 있다. 채안펀드 5 조원(한도 10 조원), 은행 자본확충펀드 4 조원(한도 20 조원)으로 한도도 남고, 구조조정기금 조성에도 여력이 있다. 다만 앞서 본 바와 같이 재정확대 효과가 수분기에 걸쳐 사라지므로 케도 복귀를 위해서는 한번 더 점프가 필요하다. 결국 한국은행의 통화정책에 의존할 수 밖에 없는 상황이다. 문제는 원자재 가격 상승시 무역수지와 외환수급 사정이 악화될 수 있다는 것이 리스크 요인이다. 그래서 만일을 대비, 외국인 채권투자 자금 유입에 좋은 환경을 만들어 놓을 필요가 있다.

한국은행, 달러수급 개선으로 통안채 늘고 있어...국제유가 상승시 무역수지 다시 악화될까 걱정



자료 : 한국은행, KOSCOM, SK 증권

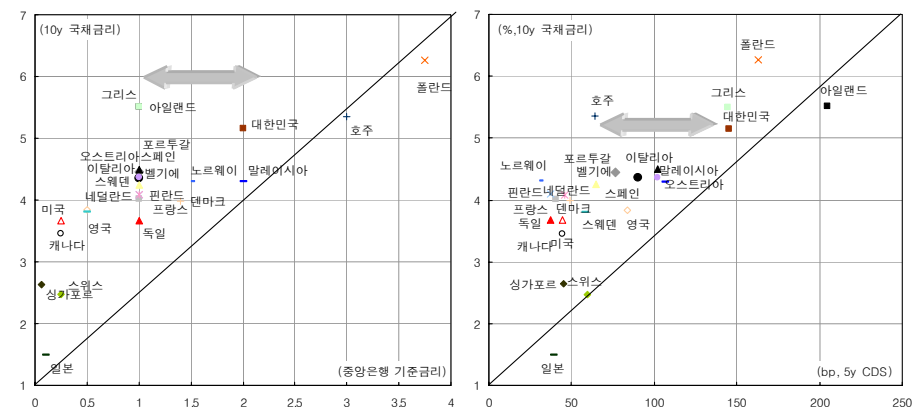
4. 외국인 채권투자, 걸림돌과 낙관 배경. 그리고 향후 행태와 장기적 전망

■ 외국인 원화채권투자의 걸림돌

- Funding Cost 대비 장기 국채금리 메리트 높지 않고, CDS 도 높은 수준** : 상대적 매력도 측면에서 한국 국채는 아주 매력적이지는 않다. 기준금리를 자국통화 펀딩 코스트라고 보면, 미국과 대부분 유로존 국가들이 한국처럼 10년물 국채 기준으로 300bp 이상의 Carry 메리트를 주고 있다. 물론 5년 만기물은 상대적으로 높아 매력 있다. CDS 측면에서도 같은 5% 수익을 주는 국가들 선상에서 보면 아직 CDS 프리미엄이 높은 편이다. 즉 비슷한 5%대 수익이라면 위험(CDS 프리미엄)이 낮은 호주 국채를 산다는 것이다.

기준금리 대비 장기 국채금리(좌), CDS 대비 장기 국채금리(우)

(09.6.1 현재)

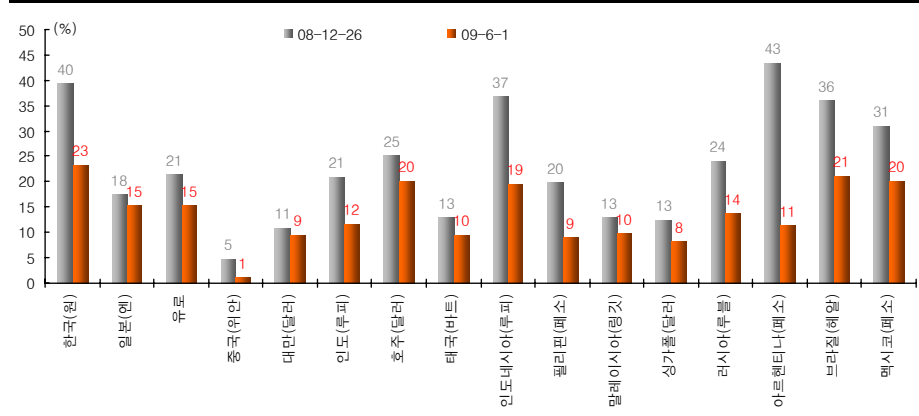


자료 : Bloomberg, SK 증권

- 원/달러 환율, 상대적으로 높은 내재변동성** : FX 옵션에서 계산된 내재 변동성이 다른 나라들에 비해 제일 높은 편이다. 옵션으로 환헤지를 한다고 가정하면 브라질, 멕시코 보다도 더 높은 프리미엄을 줘야 한다는 의미가 된다. 환율 레벨도 아직 리먼 사태 전보다 높다.

국가별 내재변동성 비교차트

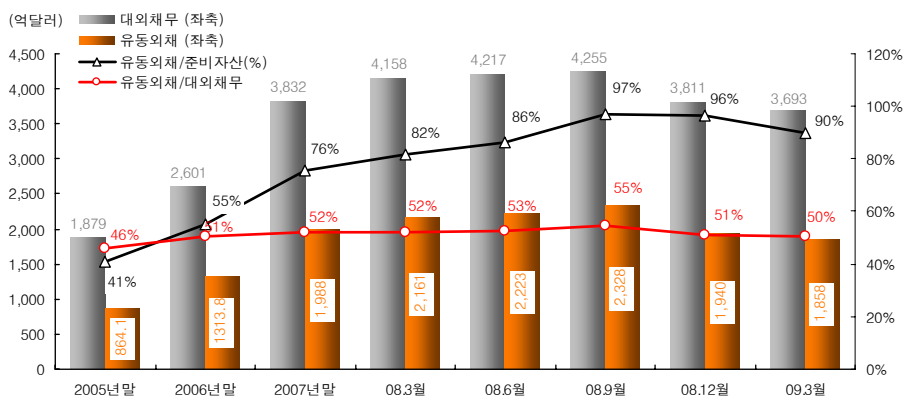
(09.6.1 현재)



자료 : Bloomberg, SK 증권

- 유동외채 비율 아직 높아...** : 글로벌 금융위기의 최대 고비는 넘겼으나, 앞으로는 시장에 의한 구조조정이 진행되면서 차별이 시작될 수 있다. 따라서 글로벌 금융기관들은 자본확충을 위한 자본성 조달을 늘릴 것이고, 이런 투자처들은 원화 채권의 경쟁 상대가 된다. 또한 Deleveraging 이 완화된 것이지 끝났다고 보기는 어렵기 때문에 신용한도(Credit Line) 측면에서 한국은 이미 상당히 소진했다고 판단하는 투자자도 있을 것이다. 지난 1분기 업데이트된 대외채무 현황에서 다소 줄어든 것으로 나타나나, 이도 외은지점의 회수로 인한 부분으로 알려져 있고, 유동외채 비율도 아직은 크게 개선되고 있지 않다.

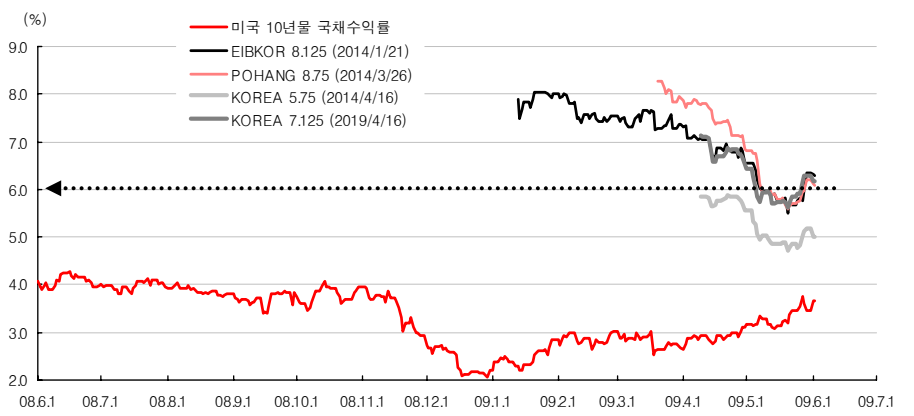
한국, 대외채무 다소 줄어들었으나...대외채무 중 유동외채 비율은 거의 제자리



자료 : 한국은행, SK 증권

- 아직 원화 채권보다는 Korean Paper 와 주식이 매력적** : 다른 한국물이 더 매력이 있다는 점도 걸림돌이다. 내 돈 하나 안들이고 달러를 빌릴 수만 있다면 1년물 채정거래로 300bp 내외의 수익을 얻는데 비해, 1%짜리 달러 Libor 금리로 편당하여 한국물 외화표시채권을 사면 400~500bp의 캐리 수익을 얻을 수 있다. 또한 이왕 원화 자산에 투자한다면 좀더 역동적인 한국 주식에 투자하자라는 심리가 작용할 수 있다. 따라서 외국인의 원화 채권에 대한 투자는 한국물 외화표시채권이나 주식투자 메리트가 떨어진 이후가 될 수 있다.

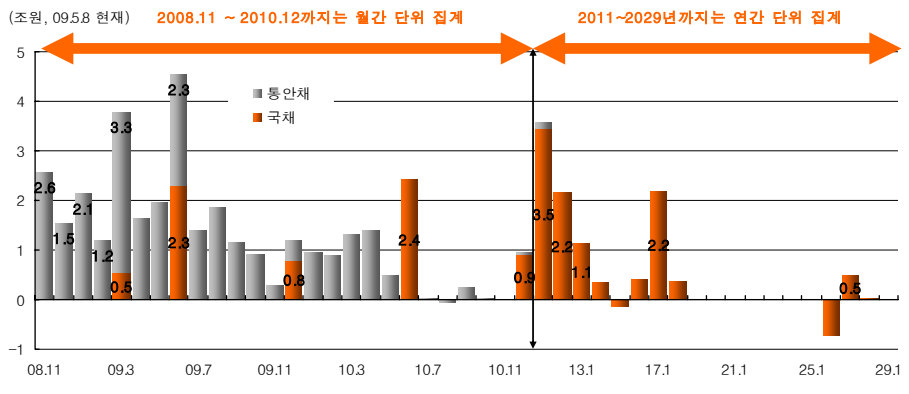
외화표시 한국물(Korean Paper) 매력이 떨어져야 원화채 시장에 눈 돌릴 듯



자료 : Bloomberg, SK 증권

- 외국인 투자채권 만기구조 상 일단 6월은 넘기고 볼 가능성** : 외국인 원화 채권투자 만기 구조상 6월에 4.6조원 정도의 만기가 도래한다. 그 이후에는 월별로 1조원 내외의 만기가 도래하니 큰 만기물량 부담은 없다. 작년 9월과 올해 3월 외국인 투자채권의 만기가 집중되면서 실제 악영향은 없었지만, 심리적으로 시장이 불안한 모습을 보였었다는 점에서 일단 6월은 지켜보자는 심리가 있을 수 있다.

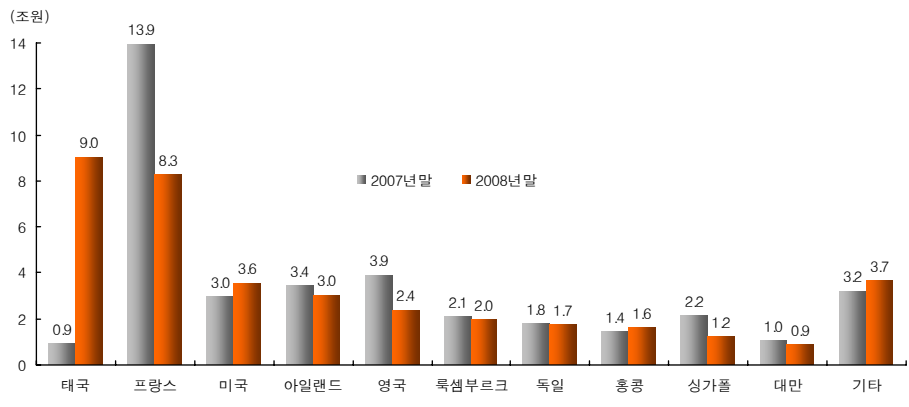
6월 외국인 투자채권 만기 4.6조원 이후 2010년까지 월간 만기 부담 낮아 (09.5.8 기준)



자료 : 연합인포맥스, SK 증권

- MSCI 같은 평계거리** : 지난 5월말 한국 시장이 MSCI World Index(선진국 지수) 편입에 다시 실패할 가능성이 높은 것으로 전해졌다. 세계 14-15 위쯤 되는 한국 증시가 23 개국이 들어 있는 선진국 지수에 못 들어가고 있는 것이다. FTSE 선진국 지수에는 이미 작년 9월에 편입되었지만, 추종하는 자금규모가 3조달러에 이른다고 알려진 MSCI 선진국 지수에 들어가는 것이 실질적으로 외국인 자금유입을 늘릴 수 있다고 분석되고 있고, 원화 채권 쪽에도 직간접적으로 긍정적 영향을 줄 수 있을 것으로 보고 있다. 그런데 MSCI 측은 역외에서 원화 거래가 자유롭지 못하다는 점과 외국인 투자자 등록제도 문제를 지적하며 미적거리고 있어, 혹시 WGBI도 이런 저런 평계를 대지 않을까라는 걱정을 하게 만든다.

국적별 상장채권 보유 현황 : 유럽계 감소, 미국과 아시아쪽 증가

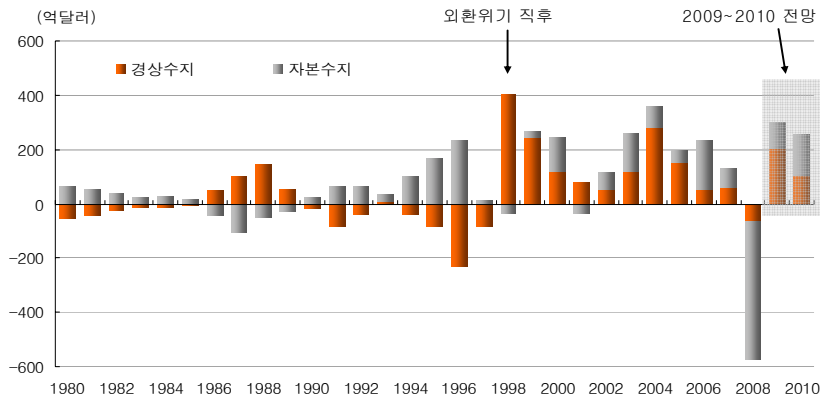


자료 : 금융감독원, SK 증권

■ 외국인 원화채권투자 낙관 근거

- **세계에서 가장 빠른 Green Shoots** : 외국인 원화 채권투자가 늘어나는데 걸림돌들이 있지만, 그럼에도 불구하고 매력적인 부분들이 많다. 우선 중국과 더불어 전세계에서 가장 빠른 경기 회복 징후를 보여주고 있어 국가신용측면에서 안정성이 높아지고 있다.
- **여유로워진 달러 수급 사정** : 또한 경상수지 흑자가 이어지면서 올해 300억달러에 육박할 것으로 보이고, 외화차입도 호조를 보이면서 2분기에만 올해 남은 만기도래분에 상당하는 외화조달에 성공, 주식 쪽과 더불어 올해 자본수지도 흑자가 예상되어 작년과는 대조되는 달러 수급 사정을 보일 것이란 점이 외국인 투자자들에게 안정감을 더해줄 수 있다.
- **원화 채권에 투자하는 국가들 다변화되고 있는 듯** : 작년 5월 이후 외국인 원화 채권투자 잔액은 만기도래 영향으로 줄어들고 있었지만, 올해 5월 들어서는 만기도래보다 많은 순매수를 기록, 채권투자 잔액이 36.6조원으로 1.3조원 늘었다. 또한 앞 페이지처럼 국적별 상장채권 보유현황을 보면, 2007년에 비해 작년에는 태국, 미국, 홍콩, 기타 국가들의 매수가 늘어난 반면, 유럽 쪽은 줄어들면서 원화 채권에 투자하는 나라들도 확대되고 있다.

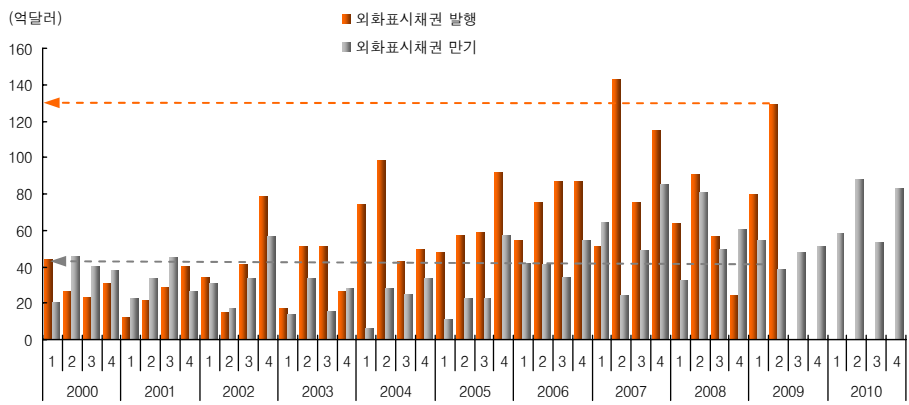
경상수지 흑자와 자본수지 흑자로 외환수급 호조 예상



자료 : 한국은행, SK 증권

2분기 외화표시채권 발행, 130억달러 육박

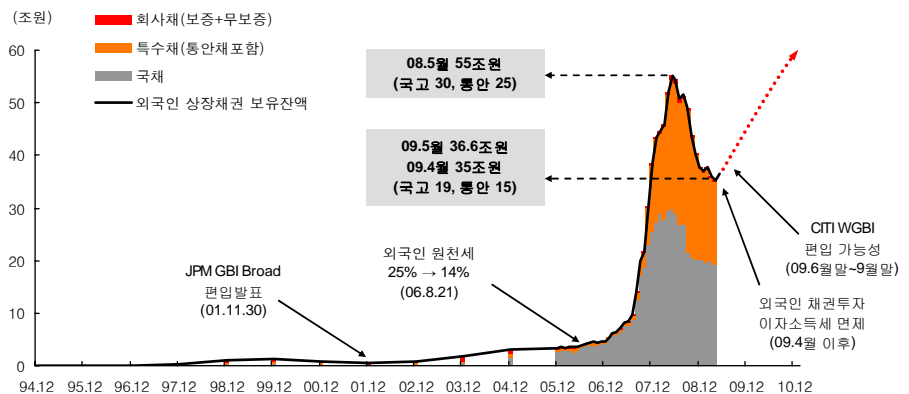
(09.6.1 기준)



자료 : Bloomberg, SK 증권

- **면세로 인해 해외 연기금 투자 늘 것** : 여기에 올해 4월 임시국회에서 외국인 국채-통안채 이자소득에 대한 면세가 통과되었다. 2006년에도 원천세율 인하로 2007년 외국인 채권 투자자금 유입의 초석을 마련했던 것처럼 이번에도 계기가 될 전망이다. 특히 채권이자소득에 과세되지 않는 국민연금처럼 다른 나라 연기금들도 과세되는 원화 채권을 살 이유가 없었지만, 향후 WGBI 편입까지 이루어진다면 투자대상으로 고려될 수 있을 것이다.

외국인 채권투자 이자소득에 대한 면세 시작. 과거에도 세율 인하 이후 외국인 유입 증가



자료 : 금융감독원, SK 증권

- **WGBI 편입 여부가 가장 핵심 변수. 현재 한국은 보조지수상 31개 종목, 수정듀레이션 4.04, AMI 그대로 적용하면 시가총액비중 1.4%** : 무엇보다 외국인 원화 채권투자 변수는 Citi WGBI 편입 여부가 될 것이다. WGBI는 5월말 현재 23개국 국채 749종목으로 구성되어 시가총액방식(원금기준 12.96조달러, 시가기준 13.7조달러)으로 산출된다. BIS 통계상 작년 9월말 전세계 자국통화표시 국채잔액이 28.3조달러이므로 WGBI가 원금기준 대략 46%를 커버하고 있다. 국가별 비중은 일본이 221개종목 시가총액 4.1조달러로 WGBI 전체 시가총액 중 29.96%로 가장 높은 비중을 차지하고 있는데 BIS 통계상 일본 국채가 7.9조달러이므로 52%만 올라있다. 미국도 142개 종목, 시가총액 2.95조달러로 21.6%를 차지하여 일본 다음으로 높은 비중을 차지하고 있는데, BIS 기준 미국 국채 잔액은 7.3조달러로 40%만 올라있다.

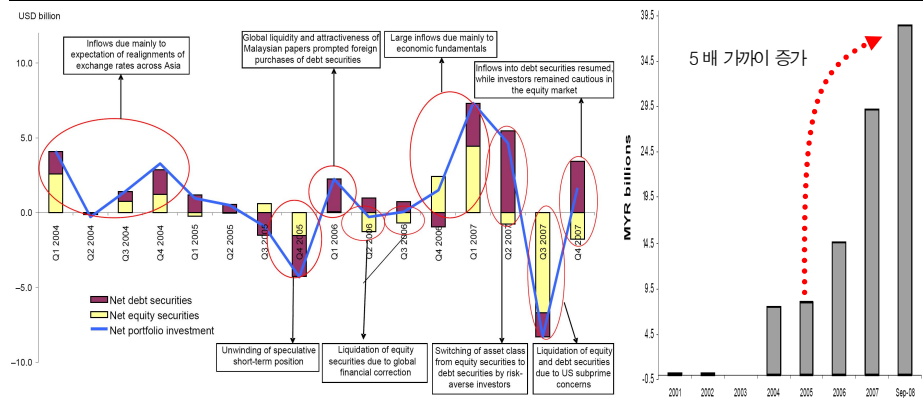
WGBI (World Government Bond Index) 현황과 편입요건

- **가중방식-비중변경** : 자국통화기준 시가총액방식. 매일 마지막날 시가총액(Market Capitalization) 변경
- **구성국가** : 현재 23개국 (Australia, Austria, Belgium, Canada, Denmark, Finland, France, Germany, Greece, Ireland, Italy, Japan, Malaysia, Netherlands, Norway, Poland, Portugal, Singapore, Spain, Sweden, Switzerland, UK, US)
- **3대 편입요건 3개월 연속 만족시 해당 분기말에 신규 편입 발표**
 - ① **Size** : 적어도 200억달러 이상 규모(유로존 예외)
 - ② **Credit** : BBB-(S&P) or Baa3(Moody's) 이상 투자적격만 가능. 투자부적격으로 하향시 제외 및 Additional Market Indexes 로 강등/제외
 - ③ **Barriers to Entry** : 외국인 투자유인제고정책 공식화하고 실제 반영해야 함. 만약 시가총액이 진입시점의 절반 이하로 3개월 연속 이어지면 다음달에 제외 및 Additional Market Indexes 로 강등
- **지수산출 주기** : 매일 / **시가평가** : 스위스와 멕시코를 제외한 나머지는 Citi Trader 에 의함

자료 : Citigroup

- 한국은 BIS 통계상 0.35 조달러(국민주택채, 통안채 포함)인데, 2부 리그인 Additional Market Index(한국, 필리핀, 대만, 태국, 멕시코 등재)에는 31개 국고채, 시가총액 0.198 조달러, 가중평균잔존만기 5.09년, 수정듀레이션 4.04로 올라가 있다. 만약 이대로 WGBI에 올라간다면 전체 국고채 38개 종목 중 대부분이 올라가는 셈이 되고, WGBI 편입비중도 1.4%를 차지하게 된다. 5월말 기준으로 기존 23개국과 Performance 비교시, 한국이 3개월 수익률 23.3%(Unhedged USD Term)로 가장 좋은 성과를 보여 달러 베이스 투자자들에게 어필할 만하다. 게다가 WGBI 편입에 걸림돌로 지적되었던 통합계좌(Omnibus Account : ICSD 명의)로 계좌를 개설, 외국인 투자자는 개별 계좌 개설없이 증권과 대금을 통합 관리할 수 있음 문제는 예탁결제원이 최대 국제증권예탁결제기관(ICSD)인 유로클리어와 MOU를 체결(6/2), 연내 개설키로 하여 빠르면 6월말, 늦으면 9월말에 WGBI 편입이 기대된다.

말레이시아 WGBI 기대감으로 편입일 (2007년 7월) 이전 외국인 채권투자자금 유입



자료 : BIS(말레이시아 통계청 자료 인용), ADB, SK Fixed Income Perspectives 09.3.9 재인용

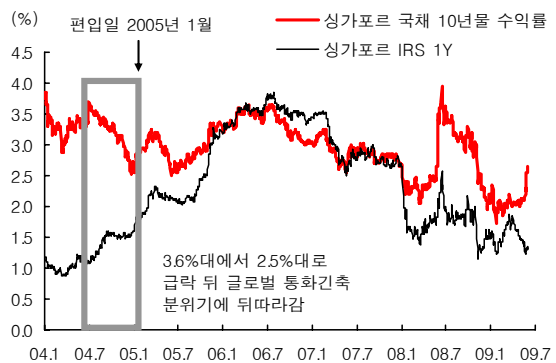
- WGBI 편입시 효과** : 편입요건 3개월 연속 충족시, 해당 분기말에 신규편입이 발표되는데, 위와 아래 차트처럼 다른 나라들은 편입시 외국인 투자자금 유입이 늘면서 장기채 수익률이 급락했다. 특히 싱가포르의 미국이 기준금리 인상으로 탄하던 때였고, 말레이시아는 기준금리 인상 이후 Stay 하는 국면임에도 장기채 금리가 크게 하락하는 모습을 보였다.

WGBI 편입과 말레이시아 금리 추이



자료 : Bloomberg, SK 증권

WGBI 편입과 싱가포르 금리 추이



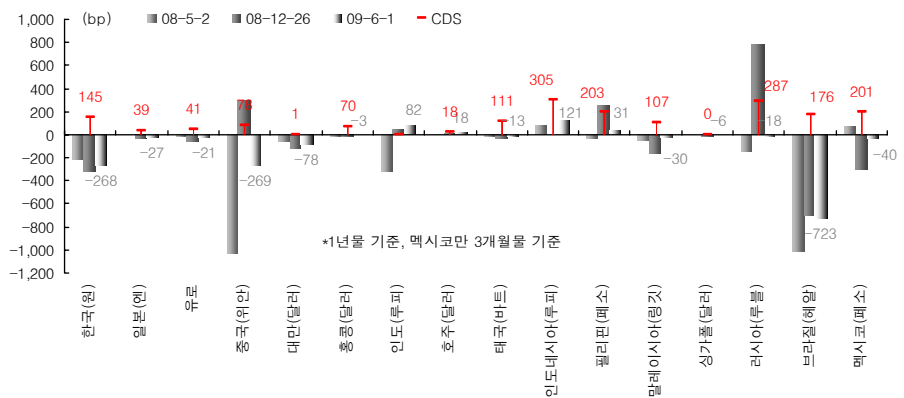
자료 : Bloomberg, SK 증권

■ 재정거래 기회 매력적...대한민국 정부 CDS 프리미엄 100bp 내외 진입시 본격화 예상

- WGBI 편입시 외국인들의 증장기 채권투자자금 유입이 기대되는 한편, 기존 외국인 원화 채권투자의 상당 부분을 차지했던 재정거래도 살아날 전망이다. 이는 재정거래시 CDS 계약을 엮어 Total Return Swap 방식으로 투자했던 부분들이 살아날 수 있기 때문이다. 700bp에 육박했던 대한민국 CDS 프리미엄이 최근 140bp 대까지 떨어졌는데, 다른 나라에 비해 재정거래 메리트가 높다는 점이 매력이다. 다만 2007년에는 CDS 프리미엄이 30bp 대였다는 점에서 외국인 재정거래 본격화는 글로벌 금융위기를 완전히 벗어난 이후가 될 것이다.

다른 나라보다 매력적인 재정거래 기회

(09.6.1 기준)



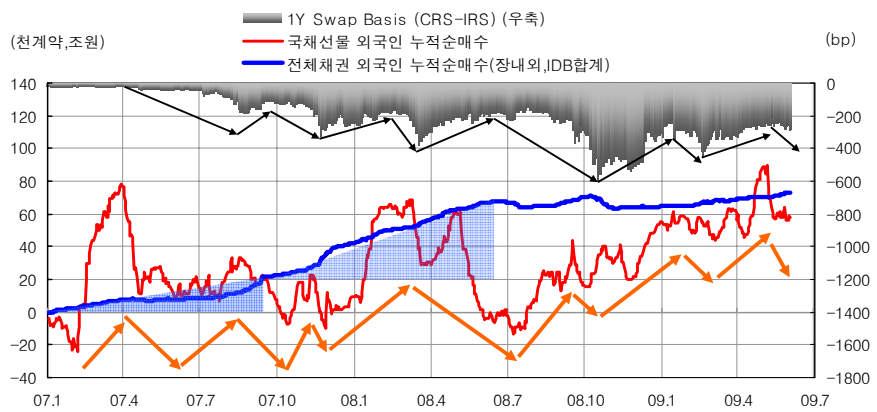
자료 : Bloomberg, SK 증권

■ 향후 외국인들이 들어오면 어떤 현상이 벌어질까?

- 2008년 하반기 이후에는 방향성을 잃었으나, 앞으로 외국인 원화채권투자가 늘어날 경우, 2007년 유입 때와 비슷한 모습을 보일 전망이다. 즉, 국채선물 매수가 먼저 늘고, 이후 매도로 전환하면서 현물채권 매수가 늘어날 것이다. 이 과정에서 스왑 베이스는 축소되는 모습을 보일 것이며, USD-KRW 선물환율이 늘리는 현상도 완화될 것으로 보인다.

외국인 원화 채권, 국채선물 누적 순매수와 스왑 베이스 추이

(09.6.1 기준)

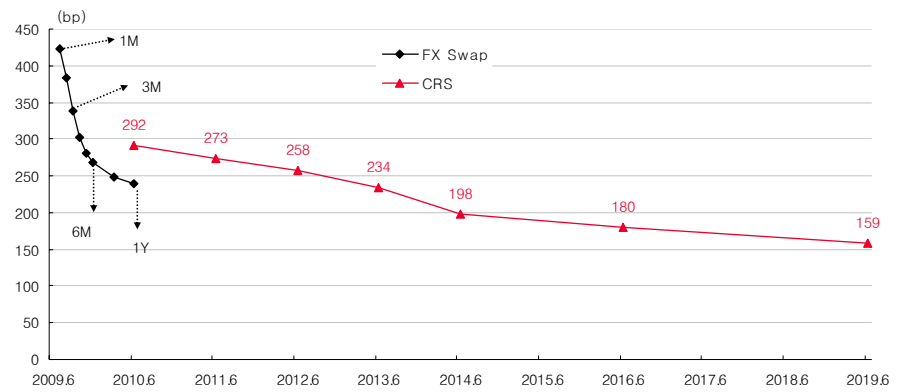


자료 : KOSCOM, Bloomberg, SK 증권

■ 단기물쪽으로 들어와 Repo 통한 원화조달 장기물 매매(장단기 스프레드 거래) 가능성

- 특히 원화 강세 예상 또는 수출기업들의 선물환 매도(Sell USD-KRW Forward)때문에 선물환율의 만기가 길수록 현물환율보다 낮은 기간구조(Term Structure)를 갖고 있는데, 이것이 균형을 찾으려면 FX Swap 시장에서 달러 현물 매도, 달러 선물 매수(Sell & Buy Swap)가 늘어야 한다. 아래 그림처럼 재정거래시 FX Swap 이 더 매력적이어서 최근 외국인 매수는 3개월 또는 1년 만기 동안채에 집중되는데, 이런 거래가 늘면 점차 균형을 찾을 전망이다. 그리고 그 후에는 RP 등을 통해 장단기 스프레드를 노린 매매가 활발해질 전망이다.

만기구간별 재정거래 이익 : 3개월 이하 구간 매력, 장기로 갈수록 매력 저하 (09.6.1, Mid 기준)

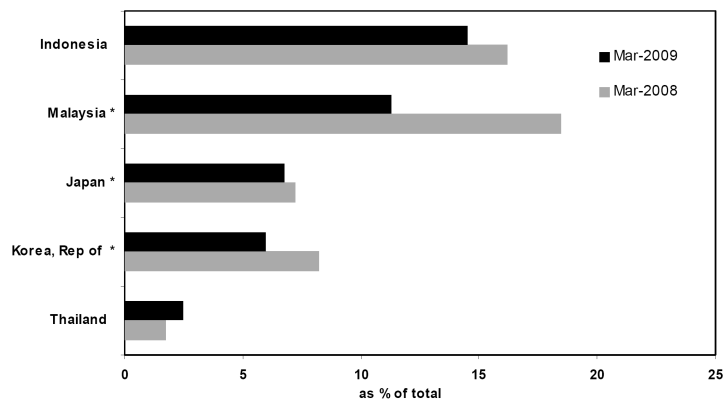


자료 : Bloomberg, SK 증권

■ 장기적 전망 : 외국인 원화채권 투자비중은 점차 일본, 브라질과 비슷한 7~10% 수준될 것

- 해외투자 증가하는 만큼 외국인의 원화 채권투자 늘어나야... : 아래 그림처럼 말레이시아, 인도네시아 국채시장에서 외국인 비중은 작년보다 줄긴 했어도 10%를 넘는다. 한국도 중장기적으로 10% 이상은 가능할 것 같다. 한국의 해외 직간접 투자가 늘어나는 만큼 외국인 투자자금 유입도 그만큼 늘어야 할 필요성도 있고, 외환 및 스왑시장 균형을 찾기 위해서도 외국인 원화채권투자 유치를 위한 지속적인 제도 개선이 예상되기 때문이다.

아시아 주요국 자국통화표시 국채에 대한 외국인 투자비중



자료 : ADB (*표시는 2008 년말 기준)

5. 국고채 ETF 도입 효과 : 큰 기대 어렵지만, 유동성이 관건

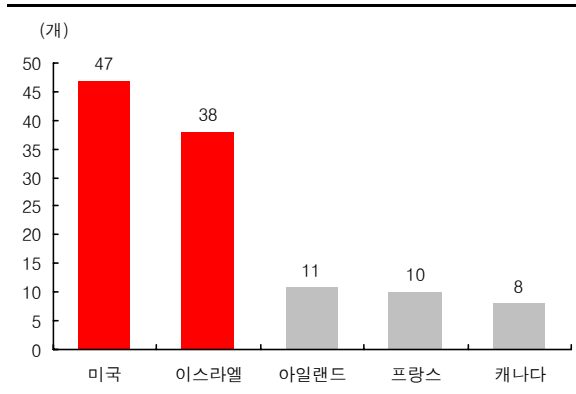
■ 결론 : 국고채 ETF, 기대는 되지만...

- 국고채 ETF 는 적은 금액을 가지고도 100 억원 단위의 국고채 시장에 손쉽게 참여할 수 있다는 장점이 있다. ETF 의 공모도가 허용된다면 국채선물의 고질적인 문제점인 저평가가 해소될 수도 있다. 그러나 차익거래를 위해 필요한 일평균 거래량이 100 만주 이상으로 추산되며 이 거래량이 달성되기는 쉽지 않아 보인다.
- 어쨌든 관건은 유동성이다. 1 원이 중요한 채권시장에서 유동성은 생명이다. 하루 거래량 5,000 주 이상만 넘어가도 희망은 있어 보인다. 첫 국고채 ETF 가 성공한다면 시장에 새로운 수요와 공급 요인으로 작용하지는 못해도 추후 다른 종류의 채권 ETF 에 대한 기대와 채권시장 자체의 유동성 제고 요인으로는 작용할 수 있을 것으로 보인다.

■ 채권 ETF 시장, 생각보다 크지 않다. 대표적인 강자는 미국과 의외의 이스라엘

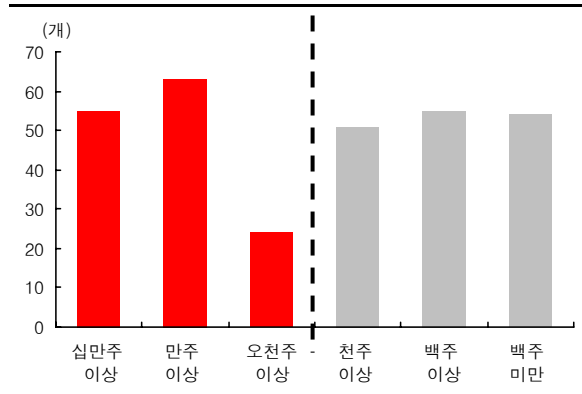
- 블룸버그의 펀드 검색 기능을 이용하면 360 개 정도의 채권 ETF 가 검색이 된다. 이중 정보가 매우 부족해보이는 일부 펀드를 제외하고 302 개의 ETF 를 가지고 살펴본 결과 채권 ETF 가 제대로 거래되는 나라는 몇 곳 없었다.
- 전체 채권 ETF 의 수도 생각보다 적었으며 (현재 실존 펀드수가 20 만개가 넘게 검색되는데에 비해) 거래량도 제한적이다. 유동성의 판단 기준을 하루 오천주 이상 정도로 잡아줘도 전체 채권 ETF 중 반 이상이 이 기준에 미달했다.
- 그러나 이스라엘의 경우는 의외다. ETF 의 탄생지인 미국이 전체 뮤추얼 펀드 중 ETF 의 비중이 15% 수준인데에 비해, 이스라엘은 25%가 ETF 이다. 채권 ETF 의 경우 Tel-Bond 인덱스에 속한 회사채들이 기초자산으로 구성되어 있는, 회사채 ETF 가 대부분이다.
- ETF 발행사가 많고, 이들간의 자유로운 경쟁이 이루어지며 운용보수가 다른 나라에 비해 낮다. 그러나 국내에서 선물 시장이 엄청난 거래량을 보이듯, 이들도 딱히 이유를 설명할 수 없는 지역적인 요인들이 ETF 시장을 발전시켰다는 판단이다.

거래량 만주 이상 ETF 대부분이 미국과 이스라엘 소속



자료 : Bloomberg, SK 증권

하루 평균 거래량, 오천주 미만 ETF 가 전체의 반이 넘어



자료 : Bloomberg, SK 증권

- 미국의 채권 ETF 거래량 상위 종목 살펴보면 : 첫째, 채권시장에서 기초자산을 직접 사는 것보다 ETF 를 사는 것이 더 매력적이고, 둘째, 투기성도 일부 존재한다는 공통점이 존재
 - **High Yield 회사채 ETF, 신용분석, 분산효과** : 회사채 ETF 가 3 개나 보인다. 그 중 2 개가 하이일드 회사채 ETF 다. 유동성이나 종목 선정에 부담을 느끼는 투자자들에게 포트폴리오 분산효과를 제공하면서 투자금액 제한, 신용분석에도 부담이 없다. 회사채, 특히 하이일드 ETF 는 그냥 하이일드 회사채를 채권시장에서 매매하는 것보다 매력적으로 보인다.
 - **장기물 국채 ETF, 거래단위 부담없어** : 미국 내 거래량 1, 2 위가 모두 만기 20년 이상의 국채에 투자하는 ETF 다. 특히 1 위는 인버스 ETF 다. 장기물의 유동성이라든지, 백만달러 단위로 거래되는 채권시장의 규모를 감안하면 장기물에 베풀하고자 하는 상대적으로 작은 기관이나, 개인들은 장기물 국채 ETF 가 상당히 매력적이다. 틱스 ETF 도 같은 맥락이다.
 - **단기물 국채 ETF, MMF 대응** : 1~3년 국채와 1~3개월 국채 ETF 도 거래량 상위 종목에 포함되어 있다. 가입절차 없이 간편하게 MMF 의 개념으로 다가갈 수 있다는 점에서 충분히 매력적인 상품으로 보인다.
 - **변동성이 높은 특징들을 갖고 있음** : 거래량 상위 종목들은 분명 채권시장에서 이 기초자산들을 직접 사는 것보다 ETF 를 사는 것이 더 매력적으로 보이는 상품들이다. 또한 표준편차가 매우 극과 극으로 되어 있다. 아예 투기적인 상품이거나 안정적인 상품으로 구성되어 있다. 주식형 펀드의 표준편차를 30% 정도 수준으로 봤을 때, 장기물 국채 ETF 나 하이일드 회사채 ETF 의 표준편차는 이에 못지 않다.
 - **이번에 나올 우리나라의 국고채 ETF 의 투자 매력은 상당히 떨어진다** : 그에 비해 국내에서 일단 첫번째로 출시될 국고채 ETF 는 국채선물이라는 거의 동일한 상품이 있다. 그 상품은 레버리지 효과까지 제시해준다. 공매도가 허용되면 국채선물 저평가 해소의 계기가 될 수 있다지만, 그런 작은 효과가 아닌 진짜 그 ETF 에 투자해야 할 이유를 굳이 찾으려면 쉽지 않아 보이는 것이 사실이다.

미국 채권 ETF 거래량 상위 종목

ETF명	표준편차 (%)	최근 1년 수익률(%)	일평균 거래량	벤치마크
PROSHARES ULTRASHORT 20+Y TR	54.7	-30.44	4,983,073	Barclays 20+ Year UST Index
ISHARES BARLCAYS 20+ YEAR TR	27.72	11.23	2,670,985	Barclays 20+ Year UST Index
ISHARES IBOXX INV GR CORP BD	14.43	-2.24	1,508,949	iBoxx \$ Liquid Investment Grade Index
ISHARES BARCLAYS 1-3 YEAR TR	2.46	4.5	1,174,218	Barclays 1-3 Year UST Index
ISHARES BARCLAYS TIPS BOND	15.55	-1.26	1,114,292	Barclays UST TIPS Index
SPDR BARCLAYS CAPITAL HIGH	37.11	-16.75	907,787	iBoxx \$ Liquid High Yield Index
ISHARES IBOXX H/Y CORP BOND	32.86	-15.1	821,776	iBoxx \$ Liquid High Yield Index
SPDR BARCLAYS CAPITAL 1-3 MO	1.62	1.02	706,652	Barclays 1-3 Month UST Index
ISHARES BARCLAYS AGGREGATE	9.52	5.06	683,496	Barclays US Aggregate Index
VANGUARD TOTAL BOND MARKET	8.44	5.6	464,121	Barclays US Aggregate Index

자료 : Bloomberg, SK 증권

■ 다른 나라들의 ETF 는? 1. 접근성과 2. 분산효과를 노린 투자

- **접근성** : 아일랜드의 경우 영국 본토의 국채와 물가연동국채, 회사채에 투자하는 ETF 가 거래량 상위 종목으로 올라와 있다. 프랑스의 경우에는 유로존 전체 국가들의 국채와 준정부기관 발행채권(government and quasi-government Eurobenchmark bonds)에 투자하는 ETF 들이 거래가 잘 되고 있다. 직접 사기 어려운 채권을 손쉽게 투자할 수 있는 ETF 가 인기가.
- **분산효과** : 이스라엘의 경우는 대부분 회사채 ETF 가 거래가 활발히 이루어지고 있다. 아일랜드나 프랑스, 캐나다 같은 경우도 ETF 들이 어느 특정 섹터에 한정되기 보다 전체 회사채나 전체 국채, 유로존 국가들의 국채 등 손쉽게 분산효과를 노릴 수 있는 ETF 들이 거래가 활발하다.

주요국 채권 ETF 거래량 상위 종목

ETF명	1년 수익률(%)	6m 표준편차(%)	일평균 거래량	국가
CLAL FIN BAT-MABAT TEL BD 20	-0.51	16.99	7,158,087	이스라엘
CLAL FIN BAT-MABAT TEL BD 40	-7.18	33.65	2,382,450	이스라엘
CLAL FIN BAT-MABAT TEL BD 60	-2.98	23.53	2,133,787	이스라엘
CLAL FIN-GALIL 2-5	10.74	5.63	1,508,559	이스라엘
CLAL FIN BAT-MABAT GILON	3.52	1.99	1,032,801	이스라엘
CLAL FIN BT-MABAT AGGR SHORT	-0.87	33.41	1,032,440	이스라엘
ISHARES FTSE UK GLT ALL STCK	5.98	14.46	466,857	아일랜드
ISHARES GBP IND LINKED GILT	-1.71	19.09	455,369	아일랜드
ISHARES GBP CORPORATE BOND	-17.86	13.85	69,393	아일랜드
ISHARES EURO CORPORATE BOND	0.41	12.61	39,220	아일랜드
LYXOR ETF EUROMTS 1-3Y	7.91	2.11	43,782	프랑스
LYXOR ETF EUROMTS 5-7 Y	9.73	7.28	39,249	프랑스
LYXOR ETF EUROMTS 3-5 Y	9.76	5.92	29,674	프랑스
LYXOR ETF EUROMTS 7-10 Y	8.94	8.36	30,025	프랑스
ISHARES CDN DEX ALL CORPORAT	5.4	6.54	357,721	캐나다
ISHARES CDN DEX SHORT TERM	7.28	3.23	150,915	캐나다
ISHARES CDN DEX UNIVERSE BON	5.47	6.47	116,928	캐나다
ISHARES CDN DEX REAL RETURN	-3.27	18.95	74,213	캐나다
XMTCH CH ON SBI DOM GVT 3-7	7.34	8.26	19,172	싱가폴
XMTCH CH ON SBI DOM GOVT 7+	10.7	18.01	2,340	싱가폴
ISHARES EBREXX GOVGO 1.5-2.5	7.03	2.43	2,105	독일
ISHARES EBREXX GOVGO 2.5-5.5	9.42	4.62	1,191	독일
ISHARES EBREXX GOV GER 10.5+	9.4	18.43	925	독일
DB X-TR II TRX EUR 5Y SH TR	N.A.	5.3	3,808	룩셈부르크
DB X-TR IBX EUR SOV EZ 1-3	8.09	1.84	2,673	룩셈부르크
DB X-TR II IBX GBL INF-LKD	-1.21	15.63	1,655	룩셈부르크

자료 : Bloomberg, SK 증권

■ 초기 상장 예상 금액 : 바스켓 종목 잔액의 2% 정도, 7천억원 수준을 예상

- 6월에 국채선물 6월물의 만기가 도래한 뒤 9월물의 바스켓 종목을 기초자산으로 한 국고채 ETF가 상장된다면 초기 상장 예상금액은 5천억 정도로 추산된다.
- 9월물 바스켓 종목을 8-3, 8-6, 9-1 호로 가정하면 상장 잔액은 6월 발행물까지 감안했을 때, 35조원 정도로 예상된다. 미국의 경우 평장히 거래가 잘되는 ETF의 경우 종목 상장 잔액의 1~3% 정도까지 ETF에 편입이 되어 있다. 국내에서도 두 개의 운용사가 일단 국고채 ETF를 준비하고 있지만, 초기 펀딩과 유동성에 대한 우려 등을 감안하면 전체 바스켓 종목 상장 잔액의 2%정도를 편입을 시도할 것으로 보인다.

■ Leveraged, Inverse ETF : 파생상품 시장이 부족한 한국에서는 만들어지기 어려울 것

- Leveraged ETF와 Inverse ETF 등이 나와서 국채선물만으로는 부족한 이 시장을 채워줬으면 하는 바람도 있다. 그러나 이 상품들 역시 파생상품인 Swap과 옵션, 선물 등을 이용해서 만들어진다.
- 결국 Leveraged ETF의 기초자산으로 국채선물을 편입한다면 이는 기존의 선물과 다를 것이 없다. 저평가 문제 역시 지속될 것이다. 다만 저런 상품들의 도입으로 인해 투기적 성향을 가진 개인들의 수요 유입을 기대할 수 있다는 점 정도가 기대효과로 추정된다.

■ Role Model : 독일도 잘 안되는데 싱가포르도 잘되네?

- 재미있는 건 싱가포르이다. 채권ETF 자체가 몇 개 존재하지도 않지만, 기초자산도 국채로 만기도 나뉘어 있는, 우리나라의 국고채 ETF와 비슷하다.
- 싱가포르는 ETF가 우리나라처럼 주식에만 국한되지 않고, 애초부터 다양한 기초자산을 대상으로 발행되었다. 국내에서도 펀드들이 자유롭게 주식과 채권의 편입비율을 바꾸어나가면서 운용할 수 있는 환경이 갖추어진다면 국고채 ETF는 채권이라는 자산의 대체재로서 역할을 가능성은 충분히 있다.

■ ETF 공매도 허용시 선물 저평가 해소 기대, 그러나 하루 거래량 100만주 이상되어야

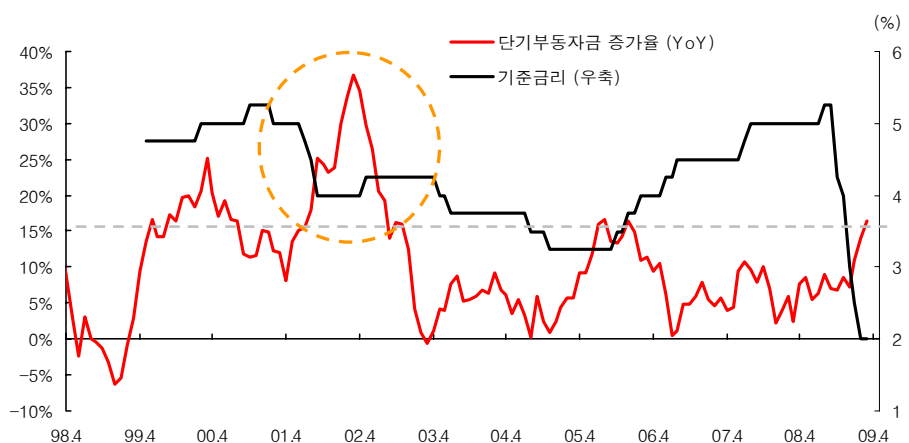
- ETF 만원 가정시 선물 한 계약과의 차이 거래를 위해 10,000주가 필요 : ETF의 공매도가 허용되면 ETF와 현물 가격과의 괴리가 없다고 가정할 때, ETF를 공매도하고 선물을 매수해 차이거래를 시도할 수 있다. 그러나 ETF가 만원으로 상장될 경우 선물 단 한계약의 차이거래를 위해서, ETF는 10,000주를 거래해야 한다. 하루 거래량이 100만주 이상은 되어줘야 선물과의 연계 차이거래를 생각해 볼만 하다는 뜻이다.
- 미국과 이스라엘 제외하면 유동성이 제대로 뒷받침 되는 채권ETF 거의 없는 상황 : 그러나 앞서 표에서 확인할 수 있듯이 채권ETF, 특히 그나라에서 유동성이 가장 좋은 국채라는 상품을 굳이 ETF를 이용해서 거래하는 경우는 찾기 힘들어 보인다.

6. 과잉유동성? 아직은 아니다

■ 결론 : 2%까지 기준금리 내렸는데, 이정도 유동성 증가는 양호하다고 평가

- 아직은 우려할만한 수준 아니다** : 단기부동자금이 800 조원에 달한다는 보도가 나오고, 올해 들어 한국은행은 통안채 발행을 늘리면서 시중의 유동성을 흡수하고 있다. 그러나 결론부터 말하자면 아직 우려할 수준은 아니라는 판단이다.
- 1998년 IMF 이후부터 2002년 IT 버블까지** : 단기부동자금은 98년 IMF 위기가 닥치며 급감하는 모습을 보였고, 이후 기저효과에 의한 회복세를 보였다. 그러나 이후 닥친 IT 버블의 붕괴로 다시 한번 시중 유동성이 꺾였다. 이후 급격한 기준금리 인하 진행되면서 시중의 단기부동자금이 다시 한번 크게 증가했다.
- 2002년 이후 저금리에도 불구하고 단기자금의 장기화** : 이후부터 글로벌 저금리 랠리가 시작되며 전세계 자산가격이 점차 상승하기 시작했다. 주가와 원자재 등 전체적인 자산가격이 꾸준히 상승하면서 단기자금들은 장기 투자처를 찾아 이동하기 시작했다. 그러나 저금리가 상당기간 지속되면서 유동성이 다시 상승세를 나타내고, 부동산 가격이 급등하면서 한국은행은 기준금리를 다시 올리기 시작했다.
- 2008년 위기의 시작, 다시 저금리 시대로** : 원자재 가격 상승세가 이어지며 물가에 대한 우려가 점차 커지고, 각국 중앙은행들은 기준금리를 올리기 시작했으나, 서브프라임 위기가 함께 고조되며 결국 리먼브라더스라는 대형 금융기관이 파산했고, 전세계 금융시장은 일대 혼란에 빠졌다. 향후 경기에 대한 우려는 결국 기준금리 인하 행렬로 이어졌다.

단기부동자금과 기준금리 추이 - 우려할만큼 늘어나지 않았다



자료 : 한국은행, 연합인포맥스, SK 증권

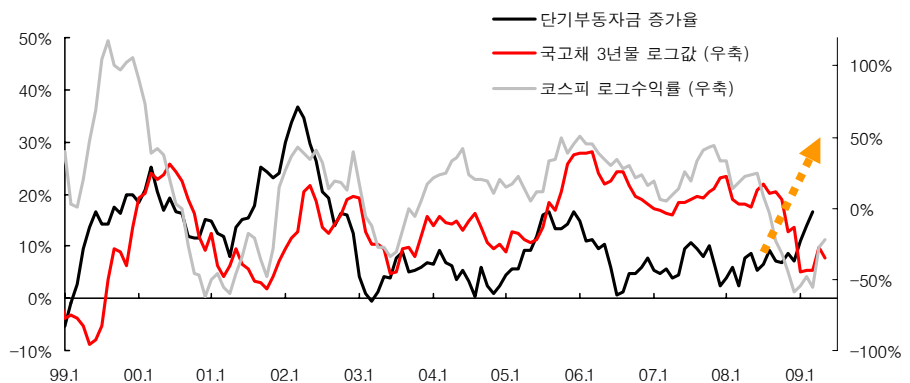
주 1 : 단기부동자금 = 요구불예금 + 수시입출금식예금 + 6개월미만 정기예금 + 6개월미만 은행신탁 + 증권사 발행어음 + 증권사 CMA + 양도성예금증서(CD) + 환매조건부채권매도(RP) + MMF + 증권사 고객예탁금

주 2 : 은행신탁, 증권사 CMA, 증권사 고객예탁금 제외 나머지 항목은 M2 계정 기준

■ 2008 년 하반기부터 기준금리 인하, 유동성 공급 → 너무나 당연한 단기부동자금의 증가

- 한국은행은 2008 년 하반기부터 통안채 순상환에 나서면서 시중에 유동성을 공급하기 시작했고, 리먼브라더스의 파산 이후부터는 공격적인 기준금리 인하에 나섰다.
- 단기부동자금이 증가하는 것은 자연스럽다. 2008 년 말에 급하게 공급된 유동성이 2009 년 들어 힘을 나타내면서 넘치는 단기자금이 주식시장에도 유입되며 강세를 보이고 있다.
- 그러나 금리는 후행하는 모습을 보인다. 일단 일시적으로 증가한 유동성이 채권시장으로도 유입되며 초기에는 금리 하락 효과도 나타내는 것으로 볼 수 있다.

유동성 공급의 효과 - 주가 상승, 단기부동자금 증가, 금리는 후행하는 모습

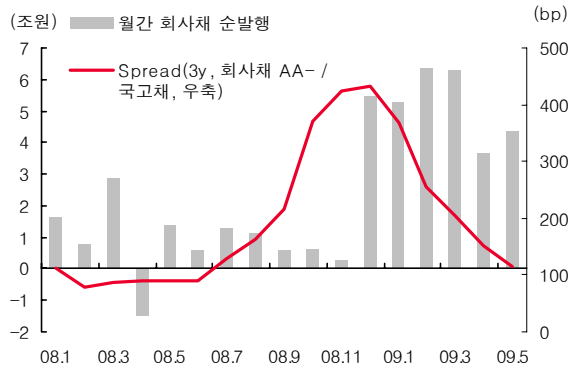


자료 : 한국은행, 연합인포맥스, SK 증권

■ 단기자금의 장기화도 분명히 진행 중, 유동성 공급 효과도 나타나고 있다

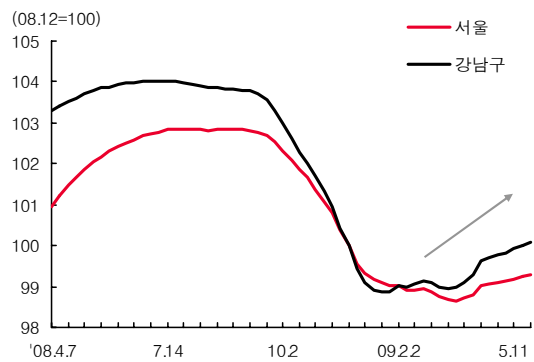
- **Wealth Effect** : 단기자금 중 일부는 장기투자처로 이동하면서 효과를 보여주고 있다. 회사채 분위기가 호전되면서 기업들의 자금조달이 이루어지기 시작했고, 아파트 가격이 반등하고, 주가가 상승하며 Wealth Effect 가 나타나고 있다. 생각보다 소비도 견조한 모습이다.

회사채 대규모 순발행에도 신용스프레드 축소



자료 : KOSCOM, SK 증권

아파트 매매지수 반등

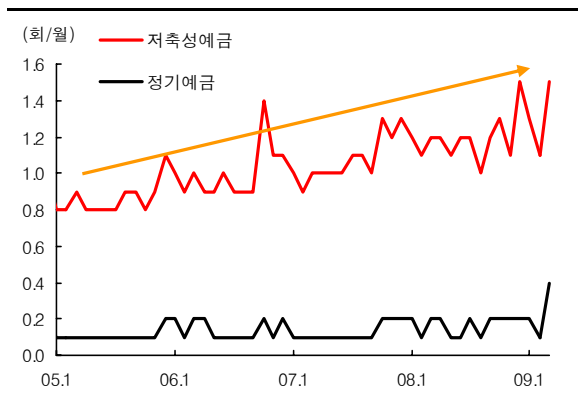


자료 : KB 은행, SK 증권

■ MMF 자금 급격한 이탈 가능성 낮다 : 만기 도래 정기예금 자금 유입

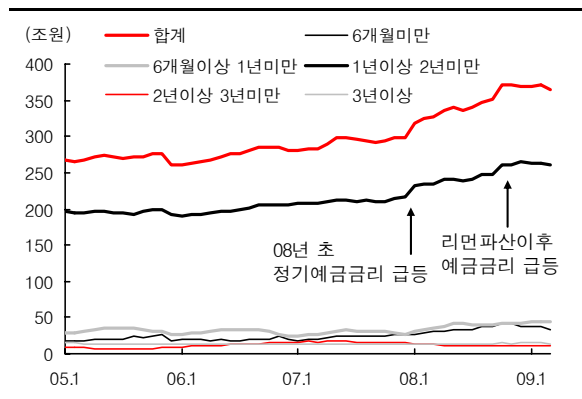
- 시중에 유동성이 풀리고 있기 때문에 전체 통화량 증가의 과정 속에서 정기예금 잔액이 줄어들기는 어렵다. 그러나 만기가 도래한 기존 투자자들은 낮은 예금금리로 인해 이탈하고 있고, 예금회전율(예금 월중지급액/잔액)이 상승하고 있다.
- 250조원이 넘는 정기예금의 만기가 계속 도래 중이다. 정기예금을 빠져 나온 투자자들은 주식이나 부동산, 회사채 같은 위험자산으로 갈수도 있다. 그러나 일단 갈 곳을 찾지 못하고, 고민 중인 투자자들이 MMF로 지속적으로 유입되며 MMF 잔액을 받치고 있다.

정기예금 투자자, 저금리 예금통장 떠나고 있다



자료 : 한국은행, SK 증권

현재 정기예금 대부분은 만기 1년짜리, 이제 만기 도래 중

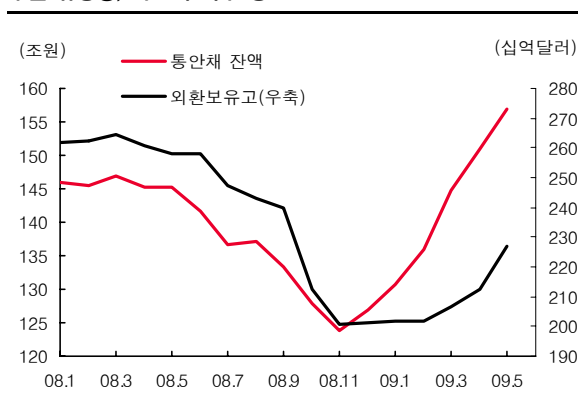


자료 : 한국은행, SK 증권

■ 한국은행은 이미 대응 중

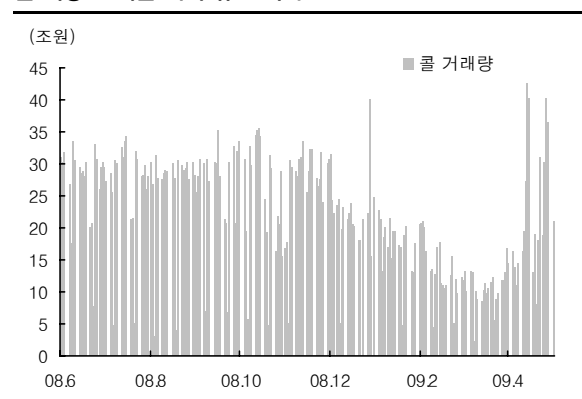
- **통안채 잔액 다시 급증** : 한국은행은 너무 낮은 콜금리의 회복을 위해 다시 통안채 발행에 나섰다. 그러나 콜시장이 다시 살아난 가운데 여전히 콜금리는 기준금리보다 약간 낮은 수준에서 안정적으로 움직이고 있다. 금융완화 기조를 유지하는 가운데, 지금까지는 큰 부작용 없이 적절한 수준의 유동성 관리가 이루어지고 있다.

뿌린 유동성, 빠르게 회수 중



자료 : 연합인포맥스, 한국은행, SK 증권

콜 시장 -예전 거래 규모 회복



자료 : 연합인포맥스, SK 증권

7. 구조조정기금 : 추가적인 수급 부담되기 힘들다

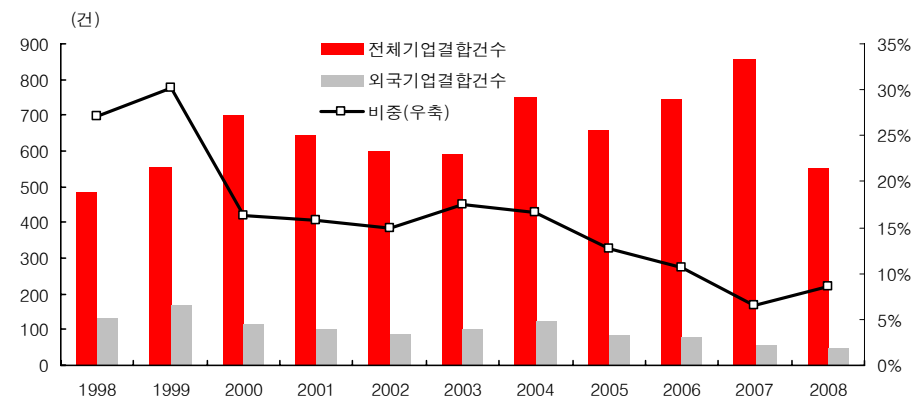
■ 결론 : 대기업의 자산매각, 계열사 정리, 외자유치, 유상증자 - 누가?

- IMF 때와 가장 다른 점, 이번엔 모두가 함께하는 시련의 시기 : 구조조정의 칼날은 대기업들에게 겨워지고 있다. 그러나 구조조정의 방법으로 일컬어지는 자산매각, 계열사 정리, 자본확충 모두가 쉽지 않아 보인다. 예전 IMF 때야 외국 자본들이 들어와 국내 기업들을 사줬지만 지금은 우리보다 그들이 더 힘들어 보인다. 매수 여력이 있는 주체가 없다.
- 일단 하반기에는 대형 신용이슈 등장할 가능성 낮아보임 : 결국 정부의 주도 여부를 떠나 대기업이 갑자기 무너지며 대규모 신용이벤트를 만들 가능성은 낮아 보인다. 붕괴를 막아 줄 가장 큰 보호막은 당연히 저금리이다. 저금리와 신용이슈의 공존은 쉽지 않다.
- 신용스프레드 축소 기조 속에서 차별화 : 결국 진정한 의미의 구조조정은 경기회복이 가시화되고, 시장 금리가 상승하면서 약화된 체력이 드러나는 시점부터 본격화될 것이다. 일단 기준금리가 현 수준을 유지할 것으로 보이는 하반기에는 신용스프레드 축소세가 ‘돈의 힘 + 국채 대비 높은 금리 메리트’로 인해 계속 이어질 것으로 예상된다.

■ 현 돈은 나가고 새 돈이 유입되어야 하나, 그럴만한 주체가 없다

- 원래 100 원짜리 기업이 있다고 가정하자. 세계적인 경기침체로 인해 이 기업이 50 원이 되었다. 그러나 기업주는 이미 지쳐 이 상황 속에서 이 기업을 예전의 100 원짜리로 돌려 놓을 힘이 없다. 지나가는 누군가가 이 기업을 60 원쯤에 사가서 20 원쯤 신규 투자를 곁들여 다시 100 원 혹은 120 원짜리 기업으로 다시 만들어 놓는 것이 베스트 시나리오다.
- 대한민국의 매력 감소, 외국기업의 국내 기업 M&A 감소 중 :1998 년과 99 년 외환위기 때는 전체 M&A 중 30%가 외국인들에 의해 이루어졌다. 그들이 보기에 싸고 매력적인 기업이 국내에 많았다. 그러나 날이 갈수록 그 비중은 낮아지고 있다. 우리나라보다 다른 신흥 국가들의 매력도가 높아진 탓이다. 구조조정과정에서 외자 유입에 대한 기대는 쉽지 않다.

외국인들, 이제 국내 기업 거의 안산다

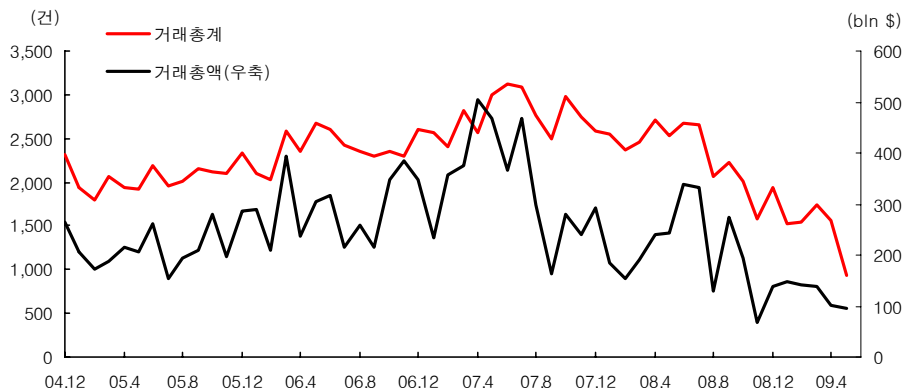


자료 : 공정거래위원회, SK 증권

■ 전 세계 M&A 감소 - 국가간 자금 이동 감소

- 전 세계 M&A 도 크게 감소하고 있다. 그나마 돈을 돌려줄만한 기대주로는 중국 정도만이 손꼽히고 있을 뿐이다. 2007년 월 3천건이 넘는 전 세계 M&A 규모는 최근 들어서는 월 천건에도 못 미치고 있다.

전 세계 M&A 규모 감소 중

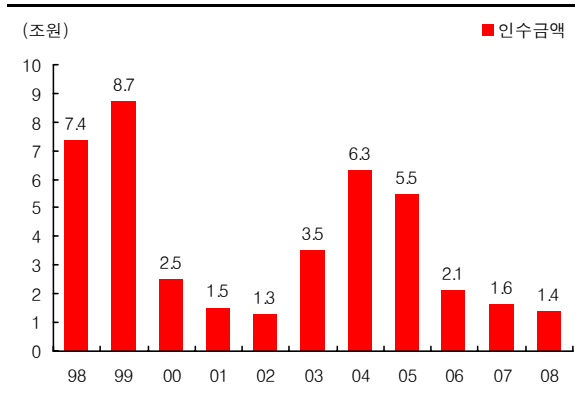


자료 : Bloomberg, SK 증권

■ 직접투자수지 적자폭 축소 - 국가간 자금 이동 감소

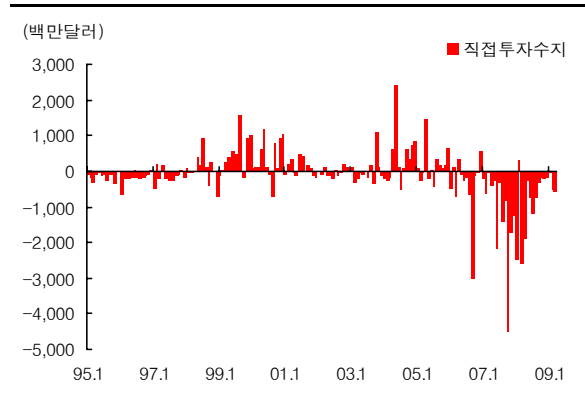
- 외국기업의 국내기업 인수금액으로 보면 외국인들의 투자 감소가 더 눈에 띈다.
- 직접투자수지는 국내에서 외환위기 발생 이후 98년부터는 외국기업의 활발한 국내기업인수로 흑자를 보이다가 07년부터는 국내기업들이 중국 등 이머징마켓에 대한 직접투자를 늘려나가면서 적자로 전환됐다.
- 그러나 08년 하반기 이후부터는 그 적자폭마저도 크게 줄어들며 위축된 투자심리를 보여줬다. 국가간 자금 이동 자체가 줄어들고 있다.

외국기업의 국내기업 인수금액 - 감소 중



자료 : 공정거래위원회, SK 증권

직접투자수지 - 투자자금 유입도, 유출도 감소



자료 : 한국은행, SK 증권

- 구조조정기금 - 연내 20조원 투입, 아직까지는 충분히 보이는 금액, 수급 부담 없을 듯
 - 금융권 총 부실채권 규모 30조원 안팎 : 금융권이 보유하고 있는 부실채권 규모는 30조원 안팎으로 예상된다. 또한 현재까지는 이에 해당하는 충분한 규모의 대손충당금도 보유하고 있다.
 - 3월말 부실채권 31조원, 그러나 제2금융권 부실채권은 크게 늘어나지 않아 : 금감원에 따르면 금융권 부실채권 규모가 31조원이라고 언급했다. 그러나 지난해말과 비교해보면 은행권은 지난해말 11.4조원에서 올해 3월말 19.3조원으로 크게 늘었지만, 제2금융권에서는 지난해 말 9.2조원에서 11.7조원으로 2.5조원이 늘어났을 뿐이다.
 - 부실채권 증가 속도, 감당할 수준 : 은행도 따져보면 내용이 그렇게 나쁘지 않다. 은행이 보유한 부실채권은 2009년 1분기 동안 9.3조원이 신규 발생했고, 4.7조원의 부실채권을 정리해서 부실채권 잔액은 4.7조원 증가했다. 긍정적인 신호는 2008년 4분기 신규발생 부실채권 규모가 9.5조원인데 반해 2009년 부실채권 신규발생 규모가 더 늘어나지 않고 줄어들었다는 점이다.
 - PF 대출도 절반이 이미 정리 대상 : 부실 가능성이 높은 저축은행의 PF 대출 잔액은 10조원 수준이다. 금감원이 조사한 바에 따르면 2008년 9월말 기준으로 PF 대출 잔액 81.7조원 중 악화 우려가 있는 PF 대출은 6.4조원으로 보고 있다. 그러나 구조조정기금 1차 투입분 중 4.7조원이 PF 부실 채권 매입에 사용된다. 이도 이제 얼마 남지 않았다.
 - 구조조정기금 채권, 시장에 큰 부담 안될 것 : 구조조정기금 40조원과 민간 배드뱅크가 자본금 3조원, 총 자산 10조원 정도로 출범할 것으로 예상된다. 총 50조원의 구조조정용 자금이 대기 중이다. 금융권이 자체적으로 처리할 수 있는 부실채권 규모까지 감안하면 이 많은 구조조정기금이 다 쓰일 수 있을까라는 생각이 드는 것도 사실이다.

금융권 총 부실채권 규모 30조원 규모, 대손충당금 비율 124%

(단위 : 조원)

	은행	저축은행	신용카드사	생명보험사	손해보험사	리스사	할부금융사	신용협동조합	합계
총여신	1312.9	55.2	28.9	66.9	13.4	19.7	25.6	20.3	1542.9
고정이하여신	19.3	5	0.8	1.3	0.2	0.7	0.5	0.7	28.5
대손충당금	146%	58%	289%	57%	39%	85%	133%		124%

자료 : 금융감독원, SK 증권

주 1 : 은행은 2009년 3월말 기준, 나머지는 2008년 12월말 기준

주 2 : 부실채권의 기준은 은행·카드·보험·증권은 3개월 이상 연체 채권, 저축은행·신탁 등에서는 6개월 이상 연체 채권이 해당

은행 보유 부실채권 추이

	1999	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009.03
부실채권비율(%)	12.9	2.63	1.9	1.22	0.84	0.72	1.14	1.47
부실채권잔액(조원)	61	18.7	13.9	9.7	7.8	7.7	14.7	19.3

자료 : 금융감독원, SK 증권

8. 구조화 채권 : 발행 급감, 그러나 투자 매력 충분, 파워스프레드 매력적

■ 2008년 9월 리먼 파산 이후 발행시장 ‘혹한기’

- 구조화 채권, 스왑시장 변동성 확대로 헤지 어려워 : 리먼 파산 이후 금융시장의 변동성이 크게 확대되며 투자자도 발행자도 쳐다보기 어려운 상품이 되어 버렸다.
- 리먼 파산 이후 구조화 채권 발행 고작 14개, 그러나 4월에만 6개로 살아날 조짐 : 아래의 그림을 보면 잔존 채권만을 기준으로 하고 있어 정확한 발행 추이는 볼 수 없지만 리먼파산 이후 구조화 채권 시장이 급격히 냉각된 것은 확인할 수 있다. 그러나 금융시장이 점차 안정을 되찾으며 4월에는 6개의 구조화 채권이 발행되었다.

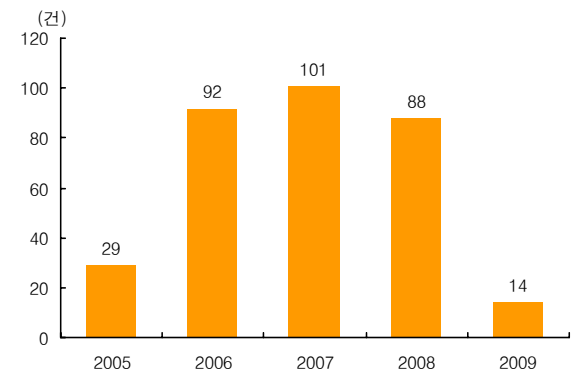
■ 발행 내역 살펴보면...

- 리먼 파산 이후 나온 구조화 채권 15개만 살펴보면 이중 8개가 DLS(파생결합증권)으로 발행이 되어 큰 의미를 두기 어려울 수도 있다. 스왑시장이 여전히 거래량이 감소한 상황이며 이자율 옵션 등의 시장 역시 체력 회복이 안되고 있어 구조화 채권 헤지에 상당한 어려움이 여전히 존재하고 있다.
- 발행된 구조화 채권은 파워스프레드 형태의 구조를 갖춘 구조화 채권이 2개, CD Range Accrual, 그리고 미국과 한국의 금리 스티프닝에 베팅하는 CMS Steepner 형태의 구조화 채권들이 발행되었다.

■ 파워스프레드 투자 매력적 - 스왑스프레드 역전폭 확대도 어렵다

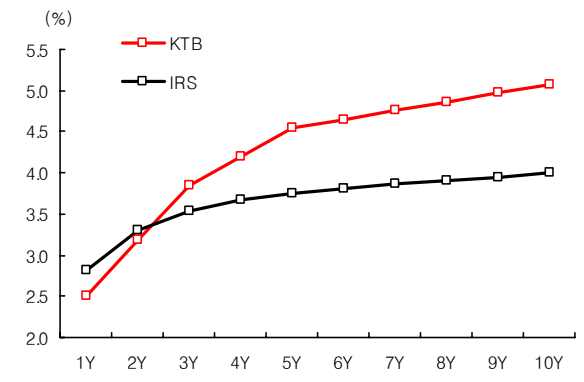
- IRS 금리 하락 압력 존재, 스왑스프레드 역전폭 유지 중 : 스왑스프레드가 생각보다 잘 좁혀지지 않고 있다. 재정적자 폭 확대와 주택담보대출 증가 등의 영향이 있는 것으로 보인다. 그러나 추가적인 역전폭 확대도 어려운 시점으로 판단되어 파워스프레드 구조화 채권 투자 적기로 보인다. 근거는 다음과 같다.

현존 구조화 채권들의 발행시기 (주: 현재 잔존 채권 대상)



자료 : 한국채권평가, SK 증권

IRS-KTB, 더 벌어질 수 있을까?



자료 : KOSCOM, Bloomberg, SK 증권

■ 글로벌 Swap Spread 동향 : 재정 적자 확대 부담으로 국채보다는 오히려 IRS 매력적

- **서브프라임 위기 확산되며 스왑스프레드 확대** : 지금은 빠르게 축소되고 있는 주요국 스왑스프레드는 리먼 파산 이후 급격히 확대되었다. IRS는 매번 이자교환일에 손익을 서로 상계한 뒤 지급하고, 초기 원금교환이 없기 때문에 CRS에 비해서는 Counterparty Risk가 낮은 편이다. 또한 기초자산으로 LIBOR 금리를 사용하므로 LIBOR 금리 자체에 내재된 은행의 신용위험도 평소엔 크게 반영되지 않는다. 그러나 서브프라임으로 인한 위기가 확산되면서 주요국 스왑스프레드는 확대되는 양상을 보여왔다.
- **대규모 국채 발행 시작되며 해외 스왑스프레드 축소, 재정적자 폭 확대가 원인** : 그러나 리먼 파산을 기점으로 스왑스프레드가 상당히 빠른 속도로 하락세를 이어가고 있다. 미국 10년물 스왑스프레드가 마이너스권으로 진입할 것이라는 예상도 존재한다. 대규모 국채 발행은 국채 매력 감소로 이어지며 스왑스프레드 축소 요인으로 작용한다. 이후 2009년 들어서는 금융시장이 안정을 되찾으며 IRS에 반영된 리스크 프리미엄까지 축소시키며 스왑스프레드가 급격히 축소되는 모습을 보였다.
- **Sovereign Risk 반영 중, 추가 축소 가능** : 국가의 신용위험이 존재하는 국채 투자와 달리 IRS는 원금교환이 없어 원금에 대한 신용위험이 존재하지 않는다. 국채투자보다 오히려 IRS 투자가 매력적으로 느끼는 투자자들이 존재한다. 추가 축소 가능성도 열려있다.

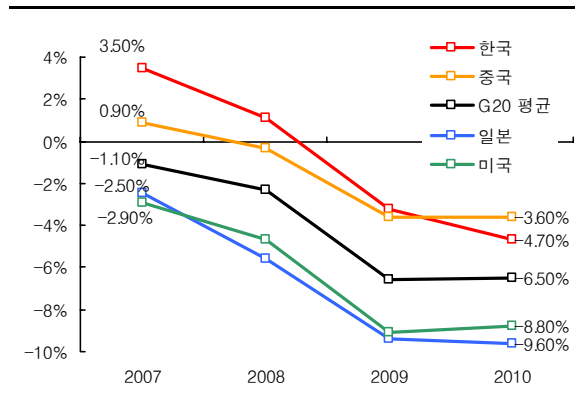
bp impact on 10yr swap spreads from :

(단위 : bp)

Factor	US	Germany	UK
GDP 대비 재정수지 1%p 상승	8.4	7.5	5.2
국채 2년-10년 Spread 100bp 확대	4.2	-11	-23
변동성 확대 (VIX 지수 10% 상승)	10.3	11.2	11.6
FNMA 30년 고정금리 듀레이션 1p 상승	6.4		
R-squared	0.77	0.76	0.82
관측수	44	44	44

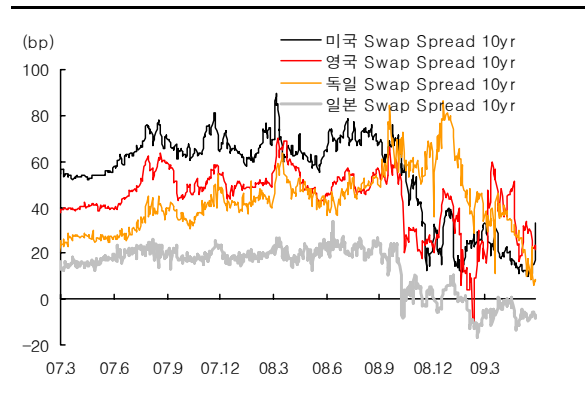
자료 : GoldmanSachs

GDP 대비 주요국 재정수지 전망



자료 : IMF, 연합인포맥스, SK 증권

주요국 스왑 스프레드 축소



자료 : Bloomberg, SK 증권

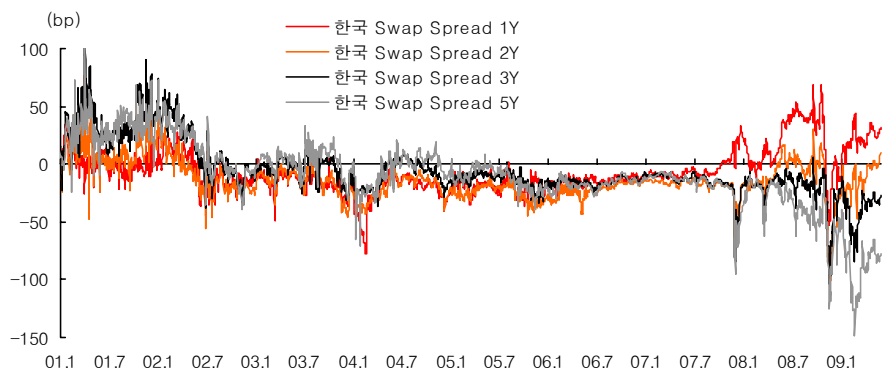
■ **국내 Swap Spread : 축소되거나 확대되기도 어려운 상황**

- **글로벌 Swap Spread 축소 압력** : 다른 나라에서는 재정적자 확대 부담으로 국제금리 상승, IRS 금리의 상대적인 하락이 나타나고 있다. 그러나 이미 국채와 IRS 금리가 역전되어 있는 우리나라에서는 그렇다면 IRS 금리가 더 내려가고, 국채 금리는 더 올라가 스왑스프레드의 역전폭이 더욱 확대되어야 한다는 얘기가 된다.
- **주택담보대출은 꾸준히 증가, 헤지용 IRS Receive 수요 증가** : 은행들이 경기침체 속에서 안전한 영업인 주택담보대출에만 몰두하고 있다. 시장 금리 하락으로 대출이 변동금리대출로 쏠리면서 부채자산간 미스매치도 커지고 있을 것이다. 주택담보대출분 헤지를 위한 IRS Receive 수요 역시 꾸준하기에 IRS 금리가 쉽게 올라서기도 어려워 보인다.
- **그러나 지금의 역전폭 자체가 과도** : 이런 저런 이유들이 스왑 스프레드의 역전폭 확대를 종용하고 있지만, 현재의 역전폭 자체가 과도하다. 기본적으로 국제금리가 IRS 보다 이렇게 높은 국가를 찾아보기가 힘들다. 역사적으로 봐도 역전폭이 상당히 과도해 보인다. 추가적인 역전폭 확대를 거론하기도 어렵다.

■ **파워스프레드 투자 : 지금이 적기**

- **과도한 역전폭 확대의 원인, 기존 파워스프레드 헤지 언와인딩** : 스왑시장이 불안한 모습을 보이고, 스왑스프레드가 확대되자, 손절이 손절을 낳듯 기존의 파워스프레드 채권들 역시 오버헤지 상황이 발생하며 언와인딩 물량을 쏟아냈다.
- **발행 시작되면 역전폭 줄어들며 평가이익도 노릴 수 있는 상황** : 파워스프레드 투자를 고민하고 있는 장기투자기관은 지금이 기회가 될 수 있을 것 같다. 발행 자체만으로도 역전폭 축소 재료로 작용한다. 발행 수요가 받쳐주면서 발행이 이어지면 기존 파워스프레드들이 언와인딩 부분을 다시 리와인딩하면서 역전폭 축소를 부채질 할 수 있다. 스왑스프레드의 역전은 미래에 CD 금리가 국고채 금리보다 낮을 것이라는 예상(실제로는 그렇지 않겠지만) 담겨있다. 그렇기 때문에 늘 저평가 상태인 파워스프레드는 역전폭이 해소되면 제대로 된 평가를 받을 수 있게 된다. 이제는 나서볼 만한 상황으로 판단된다.

Swap Spread, 원래는 정상이었는데... 이토록 과도할 이유 없다



자료 : Bloomberg, KOSCOM SK 증권

■ 자산유동화증권 시장 : 부실채권, Repackage ABCP 발행 활성화

- **ABS 보다는 ABCP** : 유동화전문회사를 세워야 하는 ABS 발행과는 달리 상법상 유동화회사를 설립하면 되는 ABCP는 발행절차 상의 간편함과 유동화증권의 만기구조 단기화가 이루어지며 ABS 시장을 잠식해나갔다. 2008년 이후 금융위기가 불어닥치며 ABS와 같은 구조화채권에 대한 의구심도 커져갔다.
- **장단기 금리차 확대, ABCP 우위 계속될 것** : 최근에는 장단기 금리차가 커지면서 IRS를 통해 기초자산을 헤지하고, 발행자의 수익을 더 높이기 위한 ABCP의 발행이 지속되고 있다. 현재의 장단기 금리 격차가 상당기간 유지될 것으로 예상되는 상황에서 이를 이용하기 위한 Repackage와 같은 형태의 ABCP 발행 수요는 계속될 것으로 보인다.
- **Repackage 거래의 증가, 신용스프레드 안정에 도움** : 2009년 1분기 기초자산 별 자산유동화 현황을 보면 눈에 띄는 것 중 하나가 Repackage이다. 기초자산의 높은 고정금리에서 나오는 수익을 바탕으로 CP 매입자에게 변동금리 수익을 제공한다. IRS를 통해 헤지하면 발행자는 현재 신용스프레드 이상의 차익을 노릴 수 있다. 다시 초대형 신용이벤트가 발생하지 않는다면 이런 Repackage 발행 수요는 신용스프레드 안정에 기여할 것으로 보인다.

기초자산 별 자산유동화 현황

(단위 : 건, 억원)

기초자산	발행건수		발행금액	
	08년 1분기	09년 1분기	08년 1분기	09년 1분기
PF	33	30	18,555	11,799
여전사	4	10	7,603	11,714
Repackage	4	16	3,247	8,792
P-CBO	-	5	-	34,073
매출채권	6	6	5,793	6,875
MBS/SLBS	4	4	15,054	19,783
NPL	-	4	-	7,637
기타	15	3	14,839	2,361
합계	66	78	64,891	103,034

자료 : 한신정평가

유동화회사 형태별 유동화 거래 추이

(단위 : 건)

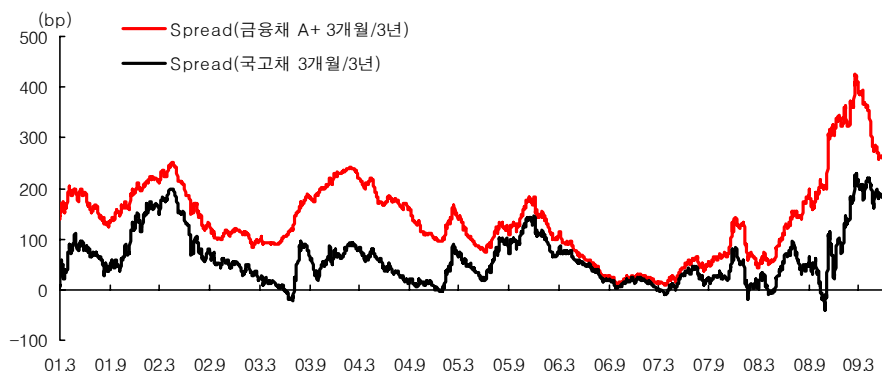
	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
신탁회사	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
외국법인	-	-	1	2	-	1	1	2	1	-
Agency	-	3	2	2	-	5	3	6	4	7
유동화전문회사	23	92	109	82	87	80	131	95	54	32
상법상 유한회사	1	-	-	1	6	9	20	38	17	2
유동화회사 주식회사	-	-	-	3	5	10	39	65	112	107
계	26	95	112	90	98	105	194	206	188	148

자료 : 한국기업평가 (한기평이 실용평가를 실시한 유동화 거래 기준)

주 : Agency는 MBS 발행을 위해 설립된 한국주택저당채권유동화주식회사와 한국주택금융공사임

- **부실채권 ABCP 등장할 것으로 예상** : 자산유동화 시장을 주도하던 부동산 PF는 급격히 그 위세가 축소되고 있다. 이전에 흐름에서 볼 수 있듯, IMF와 IT 버블 이후 구조조정의 시기를 거치며 부실채권과 기업대출채권을 기초자산으로 한 자산유동화가 활발하게 이루어졌던 것을 확인할 수 있다. 향후 부실채권의 발행 증가가 예상되는 바, 이 부분에 대한 관심이 필요하다.

장단기 금리차, Repackage 수요 자극



자료 : KOSCOM SK 증권

기초자산 유형별 유동화 거래 추이

(단위 : 건)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
CDO	1	51	28	15	25	19	30	29	51	33
신용카드채권	-	5	20	16	11	5	4	1	-	2
부실대출채권	10	15	23	3	9	10	12	9	7	4
주택저당대출채권	-	4	9	3	-	5	3	3	5	5
학자금대출채권	-	-	-	-	-	-	-	3	2	3
기업대출채권	1	2	23	30	24	26	21	14	12	8
리스채권	1	6	2	2	-	1	2	2	2	2
오토론 등	6	4	1	13	17	13	11	9	10	14
부동산 관련 (PF 등)	5	8	5	7	11	25	109	134	99	75
기타	2	-	1	1	1	1	2	2	-	2
계	24	95	111	89	97	104	192	204	188	146

자료 : 한국기업평가 (한기평이 실용평가를 실시한 유동화 거래 기준)

Credit Market



Credit Market Overview

- 2009년 하반기 신용물 추가 강제 시도 예상. 펀더멘탈 개선을 기다리면서 단기물 위주의 선별적인 투자전략 유효**
 - 글로벌 경기둔화와 자산가치 하락, 유동성 경색으로 타격을 입은 기업들이 정부의 각종 정책적 지원과 유동성 수혈을 통해 외상에서 회복되어 가는 모습을 보이고 있다. 대다수 시장 참가자의 예상보다 빨리 신용스프레드는 2008년말 정점을 찍고 급격히 축소되어 현재 리만 파산 이전 수준까지 도달하였으며, 회사채 대규모 발행으로 유동성을 확보하였다.
 - 경제지표로도 재차 확인되고 있고, 국제유가 등 상품가격도 오름세를 보이는 등 위험자산 회피가 완화되어 향후 크레딧시장이 강세를 지속해 나갈 만한 여건이 갖추어 지고 있다. 이러한 움직임을 통해 **2009년 하반기 신용물 추가 강제 시도를 예상한다.**
 - 펀더멘탈 개선세 대비 신용스프레드 하락세가 다소 과도한 면은 경계 :** 그러나 최근 신용물 강제 추세가 다소 과도하다는 우려는 여전하다. 리만 파산, 동유럽 위기, GM 사태 등의 국내외 돌발적인 신용이슈들을 겪은 이후 시장은 경기지표 하나에도 일회일비하는 변동성 높은 장세를 연출, ‘외상 후 스트레스 증후군’의 증세와 같은 불안감을 나타내고 있다. 변동성뿐만 아니라 예상보다 급격한 신용시장의 회복세도 시장의 불확실성을 확대시킨다. 경제 및 금융시장 여건은 이제 바닥을 지나고 있고, 채권발행 주체의 재무 펀더멘탈 개선은 확인되지 않은 상태임에 비해 상반기 신용스프레드 하락세는 다소 성급하고 과도하다.
 - 경기반등 탄력 우려, 기업실적에 대한 착시, 경기회복 이후 각국 정부의 경기부양책이 야기할 부작용 등에 대한 우려를 감안하면 **단기물 위주로 투자하되 BBB 급에 대해서는 구조조정 기금의 투자노선을 뒷따르는 형태로 선별적인 접근을 통해 현재의 높은 금리 메리트를 취하는 전략이 유효할 것으로 판단한다.**

정부 유동성 공급 - 400조원 상회

- 리만사태(9/15) 이후 한국은행은 차례에 걸쳐 기준금리를 총 325bp 인하하여 유례없이 공격적인 통화완화 정책 진행 중

- 총액한도대출은 작년 10월과 올해 3월 두 차례에 걸쳐 기존 6.5조원에서 10조원으로 3.5조원 확대하였고, 은행이 예치한 지급준비금에 5,002억 원 이자 지급

중앙은행 통화정책

작년 9월 이후 금융위기 극복을 위한 정부대책 중 채권 시장안정펀드, 은행자본확충펀드, 구조조정기금, 금융안정기금 등 공적자금 성격의 자금 규모는 70조원을 상회할 것

공적자금 조성을 통한 유동성 공급

- 국책은행 및 금융계 공기업(산은, 기은, 수출입은, 신보, 기보, 주금공, 토공, KAMCO 등)을 통해 자산매입, 자금지원, 보증확대 방식으로 약 77조원 지원

- 공기업 지원매력 확충을 위한 정부의 추가 출자/출연 금액 3.1조원

금융공기업 지원

지원 방식	총 지원 규모	내용	금액
신규자금 조성	70조원 +α	채권시장안정펀드	10조원
		은행자본확충펀드	20조원
		구조조정기금	40조원
		금융안정기금	미정
공기업 지원	77.3조원	자산매입	13.3조원
		자금지원	29.3조원
		보증확대	34.7조원
한국은행 특별지원	4조원	총액한도대출 증액	3.5조원
		지급준비금 이자 지급	0.5조원
원화 자금 계 151.3조원 +α			
외화유동성 지원	1813.5억 달러	외환보유액	550억달러
		미국 FRB 스왑자금 중 공급액	263.5억달러
		은행 대외채무 지급보증	1000억달러
원화/외화 자금 계 405.2조원 +α (\$1 = ₩1400)			

외화유동성 공급

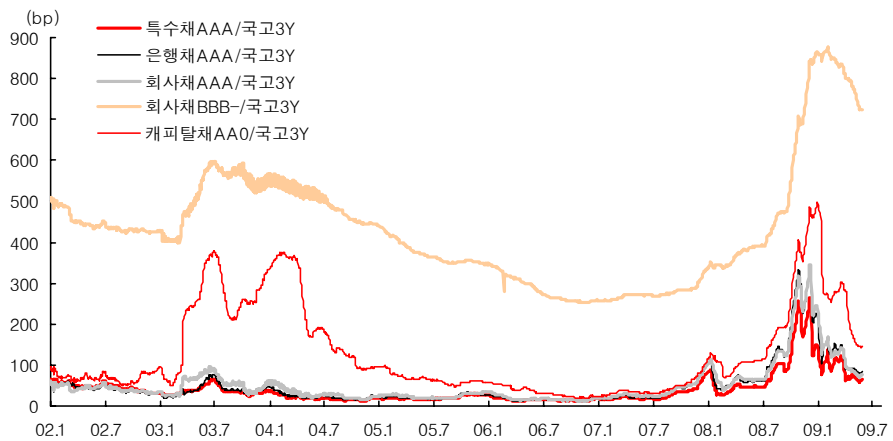
- 정부와 한은이 보유한 외환보유액을 통해 지원한 금액 550억달러
- 한미 통화스왑프 300억 달러 중 263.5억달러 공금
- 은행대외부채 1,000억 달러에 대한 정부의 지급보증(09년 12월말까지) 등 총 1,814억달러 공금

자료 : SK 증권

■ 신용물 투자, 무엇을 확인하고 가야하나?

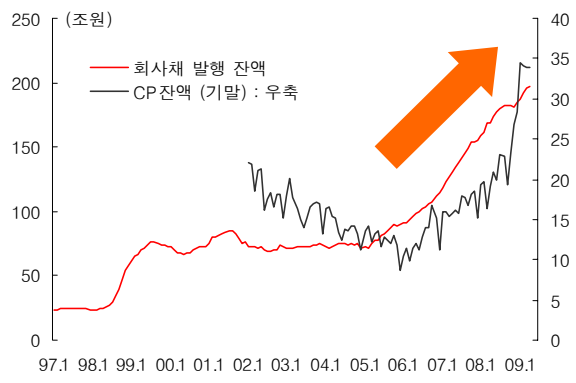
- 2009 년도 상반기 신용스프레드 안정화 추세는 신용물 발행기관의 재무 펀더멘탈 개선에 기인하고 있다기보다는 ① 지난해 신용시장에 팽배해 있던 공포심의 반대선상에서 경기회복에 대한 과도한 기대감, ② 정부 및 중앙은행에 의해 공급된 막대한 유동성, ③기준금리의 급격한 하락에 따른 Flight to Yield 수요 등 수급요인과 시장심리에 기인하고 있다.
- 정책적으로 공급된 유동성이 금융기관 및 개별기업의 재무 펀더멘탈을 왜곡하고 있을 가능성을 염두해 두어야 한다. 구조조정되어야 할 기업들이 유동성의 수혜를 받고 살아나서 시장의 불확실성을 확대시키는 GM 과 같은 기업들이 생겨나는 시기를 지나고 있으며, 과잉유동성이 가리고 있는 펀더멘탈이 드러나는 시점에서 신용위기가 재연될 가능성도 간과해서는 안 된다.

BBB 급을 제외한 신용물 스프레드, 리만사태 이전 수준으로 급격히 축소



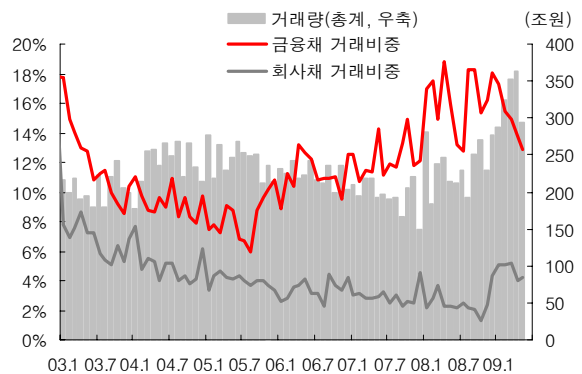
자료 : KOSCOM, SK 증권

회사채 잔액 및 CP 잔액 증가세



자료 : KOSCOM, SK 증권

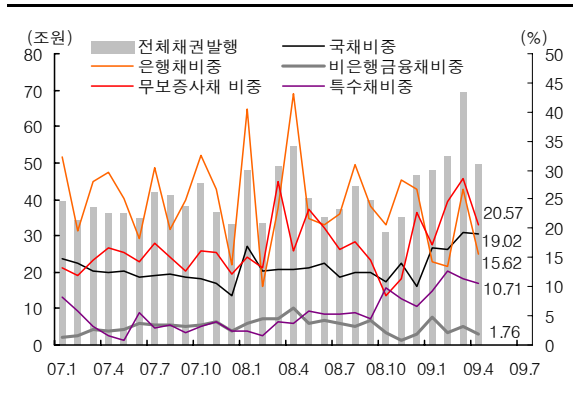
회사채 비중 확대 (거래량)



자료 : KOSCOM, SK 증권

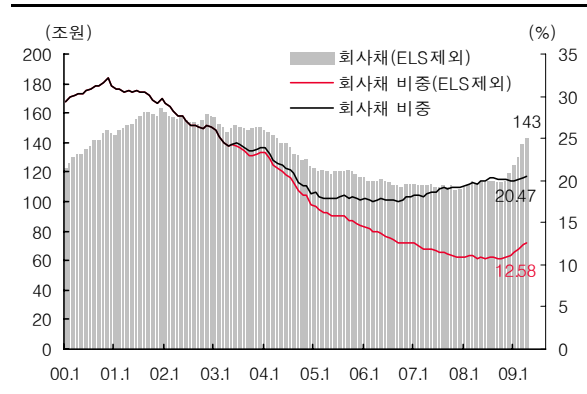
- 경기회복 예상 시점에 대한 시장의 컨센서스가 앞당겨 지고 있는 가운데 우려했던 것보다는 기업들이 양호한 실적을 유지하고 있고 금융기관의 대출채권 부실화도 완만하게 진행되고 있다. 이는 상황이 좋다고 말할 수도 있지만, 한편 부실기업들이 완전하게 썩지 않아 과감하게 도려낼 명분이 부족하여 기업 구조조정을 어렵게 하는 상황이기도 하다. 향후 정부 주도의 과감한 구조조정 대신 부실채권 매입 및 부채 재조정을 통한 유동성 공급 형태의 구조조정이 이루어질 것이 예상되므로 단기적으로는 구조조정 여파가 신용시장을 혼란시키는 상황은 없을 것이나 장기적으로는 기업부실 관련 불확실성을 시장이 부담해야 할 것으로 예상된다.
- 경기가 완전히 회복되어 기업실적이 근본적으로 개선될 때까지 정부가 정책 및 구조조정을 통해 기업을 버티게 만들 것이라면 신용시장 전망을 위해서는 다음 질문들에 대한 확인이 필요하다. **경기회복이 언제, 어떤 형태로 진행될 것인가? 부실의 규모는 어느 정도까지 확대될 것이며, 구조조정은 어떻게 진행될 것인가? 경기가 회복되어 기업 및 금융기관이 자립할 때까지 정부의 지원여력이 남아있을 것인가? 금융시스템은 잘 버틸 것인가? 과잉유동성, 정부부채 등 향후 도래할 문제들에 대해서는 어떻게 대비할 것인가?**

채권종류별 발행량 비중



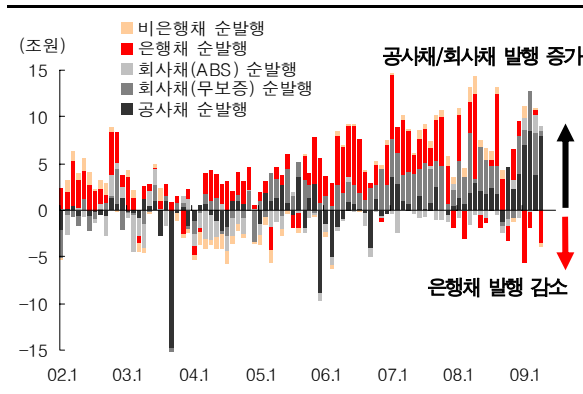
자료 : KOSCOM, SK 증권

회사채 비중 확대 (잔액)



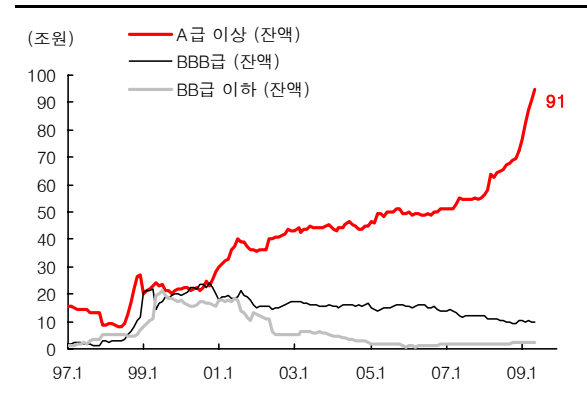
자료 : KOSCOM, SK 증권

채권종류별 발행량 비중



자료 : KOSCOM, SK 증권

회사채 비중 확대 (잔액)



자료 : KOSCOM, SK 증권

■ 소극적일 수 밖에 없는 구조조정, 부실채권 규모는 아직까지는 충분히 감당할만한 수준.
구조조정 기금 40 조원으로 매입가능한 부실채권 규모는 70-90 조원

- **은행 주도의 구조조정 - 구조적으로 소극적일 수 밖에 없다** : 앞서 언급했듯이 예상보다는 빠른 경기회복세와 양호한 기업실적은 양날의 칼로 금융시장에 작용하고 있다. 주채무 계열 선정 이후 주채권은행 주도의 구조조정은 강제적인 재무구조개선 약정보다는 자율협약 체결을 통해 이루어지고 있다. 정부가 적극적인 구조조정을 독려하고 있으나 어떻게든 해당금융기관의 지원을 통해 고비를 넘기려는 기업과 부실규모를 확대시키지 않기 위해 정부의 지원에 기대어 버티려는 금융기관은 풍부한 시중유동성과 경제 제반 환경 개선세 등 드러나 있는 기업경영여건이 양호함을 이유로 구조조정을 통한 근본적인 체질 개선을 의면하고 있다.
- **2009년 3월말 현재 은행과 제2금융권 등 금융권 전체 부실채권 보유 규모는 31조원**으로 지난해 9월 말 18.8조원에서 10.4조원(50.5%) 급증했다. 은행의 부실채권은 19.3조원으로 85.6% 늘었고, 제2금융권 부실채권(11.7조원)도 14.7% 증가했다.
*은행/카드/보험/증권은 3개월 이상 연체 채권, 저축은행/신협은 6개월 이상 연체 채권이 해당
- 부실채권 규모가 급증하지 않는다고 가정하면 현재 금융권 대손충당금 적립규모와 정부의 선제적인 대응으로 조성하고 있는 구조조정기금 규모대비 드러나 있는 부실채권 31조원은 부담스러운 수준은 아니다. **외환위기 당시 설치된 부실채권정리기금은 5년간('97.11.23~'02.11.22) 39.2조원의 공적자금을 투입하여 부실채권 111.3조원어치를 매입했다.**
- 현재까지의 액면가기준으로 111.3조원 규모의 부실채권 중 78.5조원어치를 정리하여 43.2조원을 회수하였다. 현재까지의 실적으로 나머지 32.8조원도 정리하면 17.6조원을 추가 회수하여 총 61조원을 회수하여 궁극적으로 111.3조원 중 55%를 회수하게 된다. 투입자금 39.2조원에 대해서는 대략 156%의 수익을 거두게 되는 것이다. **민간메드뱅크 설립 등 부실채권 가격 산정을 둘러싼 논란과 부실채권의 질을 감안하여 부실채권을 과거보다 비싸게 사준다고 하면 구조조정 기금 40조원으로 매입가능한 부실채권 규모는 70-90조원 정도이다.**

과거 부실채권 정리기금

	정리기금조성재원	부실채권 매입			매각 정리 (억원)
	기금채권발행	매입 부실채권 액면가 (억원)	부실채권 매입가 (억원)	매입율 (%)	
1997	69,981	110,624	71,362	64.5	210,000
'1998	122,279	328,319	122,553	37.3	
1999	12,739	182,898	44,644	24.4	
2000		329,749	129,192	39.2	53,000
2001		60,024	19,538	32.6	
2002		89,616	10,657	11.9	40,000
2003~2008					129,000
합계	204,999	1,101,230	397,946		432,000

자료 : KAMCO, SK 증권

■ 구조조정 진행 방향 : 과거 부실채권정리기금과 비교

- 1997년말 9월말 기준 금융기관(은행 및 증권사)의 부실채권규모는 32조 4,260억 원으로 이에 맞추어 부실채권정리기금 출범(1997년 11월) 당시 규모는 20.7조 원이었다. 그러나 1998년 3월기준으로 부실채권 규모는 68조 원 6개월만에 2배이상 급증함에 따라 기금 규모는 추가 확대되어 이후 부실규모가 확대될 때 마다 늘어나 최종 기금규모는 39.8조 원이 되었다.
- 현재 드러나 있는 부실의 규모 및 증가 속도가 안심할 수 있는 수준이라고는 하나, 구조조정을 시작한지 다섯 달밖에 지나지 않은 상황에서 부실의 추가증가에 대해 단언하기는 어렵다. 물론 대우사태와 같은 상황이 발생하여 부실채권이 당시와 같은 속도로 증가할 확률도 낮고, 부실여신도 부실여신 나쁨이라 과거 외환위기 때보다 그 질이 다르며, 은행 자체적으로 정리할 수 있는 여력이 커졌다. 그러나 외환위기 당시에도 전체 부실채권 규모(잠재적 부실채권인 요주의 여신도 포함) 100조 원 중 50조 원은 금융기관 손실로 돌아가고 나머지 부분에 대해 은행과 정리기금이 매각정리했던 것을 돌이켜 보면 **경기회복 지연과 본격적인 기업 구조조정이 맞물리면서 증가하게 될 부실채권 규모는 위기수준은 아닐지라도 분명 금융기관 손실 및 정부의 부담이다.**
- 과거 부실채권정리기금은 금융기관 출연금 5,700억 원과 산업은행 용자 5,000억 원, 기금채권 발행 20.5조 원으로 초기 21.6조 원이 조성되었고 이후 부실채권 매각 회수 대금 중 17.6조 원을 재투입하여 최종적으로 총 39.2조 원을 부실채권 매입에 투입한 것이다. **20.5조 원의 기금채권은 1997년 11월부터 1999년 12월까지 2년에 걸쳐 나누어 발행된 것으로 연내 조성될 20조 원의 구조조정기금채는 경기부양을 위한 자금조달로 급증하고 있는 국채 및 공사채 물량과 함께 경우에 따라 채권시장 물량 부담으로 작용할 수 있다.**

부실채권정리기금 재원 조성

재원조성	조성방안	금액 (단위: 억원)	비고
1. 기금으로 조성한 공적자금 (a)		216,000	
1-1. 금융기관 출연금		5,734	
	33개 은행	5,000	
	30개 증권사	680	
	보증보험사	54	
1-2. 재정지원 (산업은행 용자)		5,000	연 8%, 5년 상환 ('02.9.27 상환 완료)
1-3. 기금채권 발행		205,000	
	한국은행인수 기금채권	20,000	정부 기보증, 연 5%, 7년 이내 상환)
	금융기관 인수 기금채권	185,000	
2. 부실채권 정리회수금 등 (b)*1		176,000	회수하여 부실채권 인수에 재활용된 자금
* 총 투입 공적자금 (a+b)		392,000	

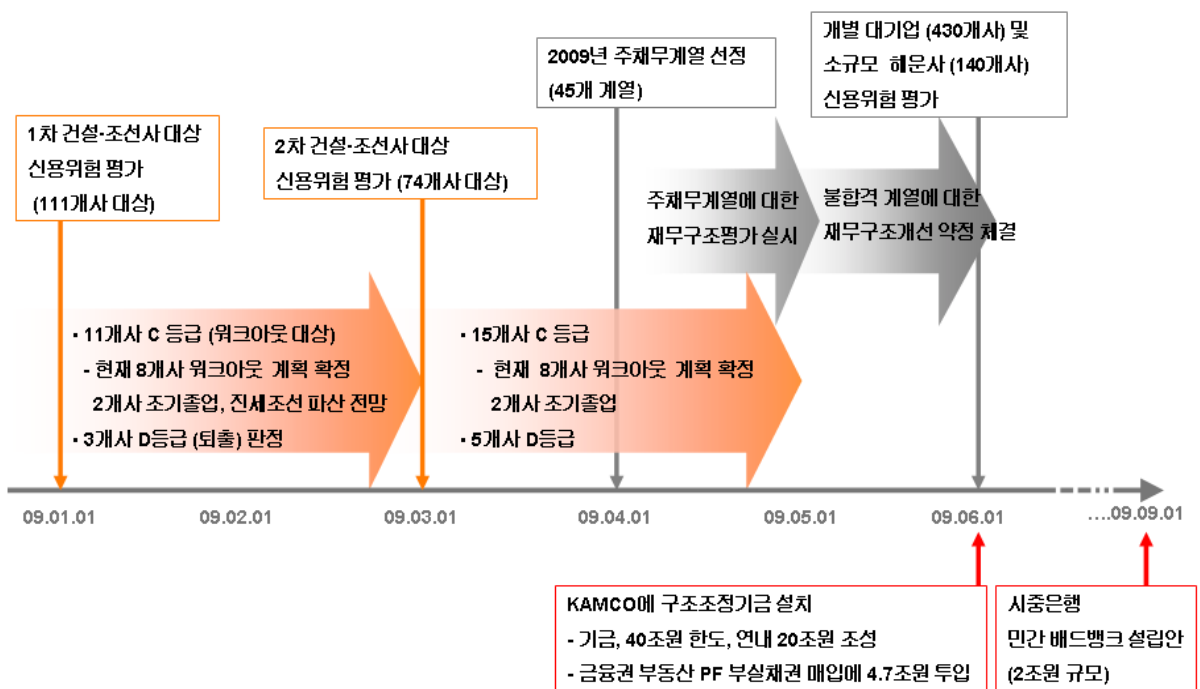
자료 : KAMCO, SK 증권

주 : 외화채권 발행액 USD 512,834,000 (약 6,182 억원, 원/달러 환율 1205.4 원 기준) 포함

■ 지금까지의 구조조정과 향후 계획

- 지난 1월 건설 및 조선업종 111개사를 대상으로 한 1차 신용위험 평가를 한 결과 11개사에 대해 C 등급(워크아웃 대상), 3개사에 대해 D 등급(퇴출)판정이 내려졌으며, 현재까지 8개사 워크아웃 계획이 확정되고 2개사가 조기 졸업하였다. 3월에 실시된 2차 신용위험 평가는 74개사를 대상으로 하였으며 15개사가 C 등급, 5개사가 D 등급을 받았고, 5월말까지 9개사에 대한 워크아웃 계획이 확정되었고, 2개사는 조기 졸업하였다. 건설 및 조선업종에 대한 구조조정은 실질적으로 5월말에 완료된다.
- 2009~2010년에 발행되는 구조조정기금채권 원리금 총 40조원 중 금년 구조조정기금 운용 규모는 20.2조원(2009년도 구조조정기금 운용계획안)으로 금융기관 부실채권 인수 및 구조조정기업의 자산 인수에 사용된다. 6월부터 금융권 부동산 PF 부실대출을 4.7조원어치 매입하고, 해운업 구조조정을 위해 선박펀드에 1조원 출자된다.
- 구조조정기업을 겨냥한 대형 사모투자펀드도 등장하고 있다. 미국 금융시장에서 흔히 볼 수 있는 구조조정은 정부 주도하에서 공공자금을 투입하는 형태가 아니라 고수익을 노리는 재무적 투자자인 민간사모펀드가 부실채권을 매입함으로써 민간자금이 투입되고, 경영권이 보호되며, 구조조정이 가속화되는 형태이다. 해외투자자 및 국내 증권사 등 민간자금의 사모펀드 조성이 눈에 띄는 가운데 국책기관은 여전히 많은 참여를 하고 있다. 국민연금은 하반기 구조조정 사모펀드 출범에 대비, 최대 2조원을 투자기로 하고 산업은행은 동부메탈 등 대기업의 구조조정에 참여할 대형 PEF를 설정할 계획이다.

2009년 구조조정 현황 및 계획 정리



자료 : SK 증권

■ 그룹사 구조조정 어떻게 진행되고 있나?

- 주채무계열로 선정된 45개 그룹 중 재무구조 평가에서 불합격 판정을 받은 그룹은 14개 그룹. 이중 9개 그룹이 각 채무은행과 재무구조개선 약정(MOU)을 맺어 대기업 구조조정이 진행되고 있다. 주채무계열 발표 이후부터 다수의 그룹이 구조조정을 시행할 것으로 기대되었으나 구조조정 강도는 시장의 기대에 부응하지 못하고 9개 그룹, 동부, 동양, 애경, 대주, GM 대우, 금호아시아나, 하이닉스, 대한전선, 유진에 한정되었다.
- MOU를 맺은 9개 그룹에 대한 은행권의 총여신규모는 27조원에 가까운 것으로 알려졌다. 산업은행은 6개 그룹과 MOU를 체결하였으며 이들에 대한 여신규모는 10.3조원으로 이번 구조조정에 가장 많이 노출되어 있다. 시중은행 가운데서는 우리은행 6.1조, 신한은행 2.7조원, 하나은행 2.2조원, 국민은행 1.7조원 순으로 신용공여 규모가 컸다.
- 재무개선약정 대상은 아니지만 두산그룹은 새로운 구조조정 방식을 시도하고 있다. 지주사인 두산과 재무적 투자자가 각각 설립한 특수목적회사(SPC)에 구조조정 대상인 계열사 및 투자지분을 매각하고, 이 SPC가 매각기업을 경영하면서 재매각을 추진한다. 이번에 설립된 SPC는 두산이 2,800억원을 투자하여 설립한 DIP 홀딩스와 재무적투자자인 미래에셋 PEF와 IMM 프라이빗에쿼티가 각각 2,700억원을 투자하여 설립한 오딘홀딩스이다. 설립된 SPC에 (주)두산이 보유한 삼화왕관 사업부문 및 SRS 코리아, 두산인프라코어가 보유한 두산 DST 및 한국우주항공산업(KAI) 지분 20.54%가 매각되었다

구조조정 대상 기업 구조조정 방안

주채권 은행	여신규모 순위	자산총액 (십억원)	부채비율	핵심쟁점	구조조정방안	
동부	산업	17	24,703	420%	동부하이텍 재무구조 개선 ·동부메탈/울산석유화학공장 매각 ·동부저축은행 보유지분 매각	
동양	산업	42	24,826	792%	동양메이저 부채비율 악화	
애경	산업	38		유동성 개선 필요성	·신규투자 없음. 보유 부동산 매각	
대주	산업	37		주요 계열사 워크아웃 및 법정관리	·4개 계열사 워크아웃 및 법정관리 중 ·대주건설 법정관리시 재무약정 대상 제외	
GM대우	산업	44	8,892	741%	유동성	·Good GM 편입, 산업은행에 유동성 지원요구
금호아시아나	산업	5	43,934	210%	대우건설 매각	·신규투자자 7월말까지 유치하지 못하면 산은 PEF가 대우건설 인수
하이닉스	외환	23	13,375	158%	유동성	·1조원 이상 자구책 마련 ·제조비용 10% 절감, 인원 구조조정
대한전선	하나	24	8,570	247%	유동성	·연내 한국렌탈 등 계열사 10개 매각 ·대한 ST 지분매각. 부동산자산 매각
유진	농협	31		부채비율 200% 초과		
재무평가에서는 불합격했으나 약정체결에서는 제외된 그룹						
대우조선해양	산업	13	16,666	632%	부채비율 악화, 유동성	
현대오일뱅크	산업	34		영업이익 감소		
SPP조선	우리	35		유동성		
웅진	신한	41	5,867	129%	유동성	·상반기 재무제표 확인 후 재평가
한진	산업	8	29,135	243%	부채비율 악화, 자율약정체결	·상반기 재무제표 확인 후 재평가

자료 : 금융감독원, 공정거래위원회, 매일경제신문, SK 증권

■ 2009년 하반기 신용물의 전반적인 강세 기대. 경기부양책 수혜 업종, 구조조정 완료업종, 중국관련 업종 유망

- 정부의 경기부양책 수혜 업종, 중국관련 업종, 구조조정 완료 업종이 유망할 것으로 예상된다. 건설과 조선은 실질적으로 구조조정이 완료되었고 운송은 자금투입 등 구조조정안이 구체화되어 불확실성이 감소하였다. 정유 등 지난해 업황 악화로 차입금 규모가 급격히 확대된 업종의 경우 단기차입금 상환 부담에 따라 업종 내 업체별 차별화가 크게 나타날 것으로 예상된다.
- 풍부한 유동성 및 위험자산회피 완화에 따라 신용물의 전반적인 강세가 기대되는 가운데 업종별로 BBB 급까지도 매기가 확대되며 신용스프레드 축소가 나타날 것으로 예상된다. 상반기 대규모의 회사채 발행이 완료된 상태로 기업들의 유동성 확보가 충분한 수준에 이른 것으로 보여 공급물량 부담도 줄어들 전망이다
- 다만, 투자 심리가 급격히 개선되는 시점에서 BBB 급에 대한 투자는 매우 선별적으로 접근해야 할 것으로 판단한다.

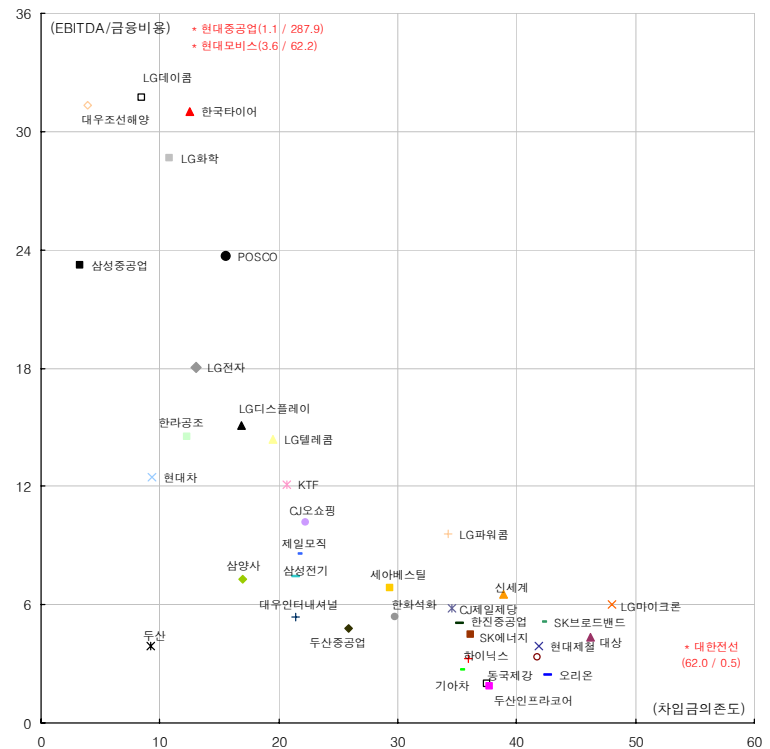
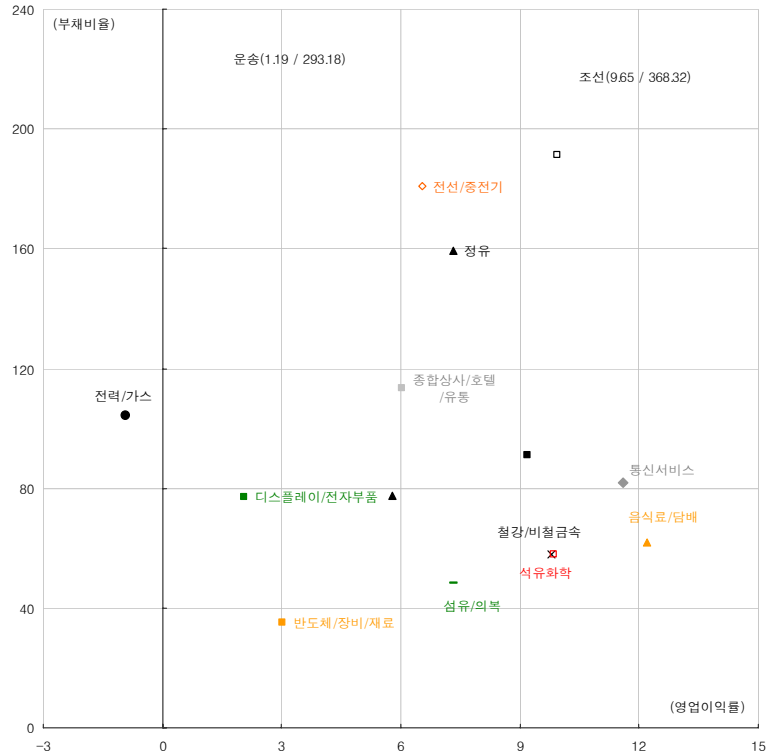
업종별 투자 포인트

신용위험	업종	투자포인트
낮음	공사	정부 정책사업 확대에 의해 차입금 증가, 정부의 지원하에서 재무용통성 우수하게 유지
낮음	카드	카드사태 학습효과 및 대주주 재무 용통성으로 자산건전성 및 수익성 동반유지
낮음	전력/가스	원가부담 완화, 요금인상 및 정부 지원 예상되며 수익성 개선 기대
낮음	통신	경쟁 완화 지속되며 안정적 수익 구조 유지. KT 컨버전스 시장 주도 전망
낮음	디스플레이	재고조정 및 감산, 수요진작 영향으로 예상보다 빠른 수익성 회복. 안정적 재무구조 보유
낮음	음식료	곡물가격 및 환율 하락 효과 하반기 가시화 기대. 차입금 만기구조 안정적
낮음	은행	구조조정 이슈로 인한 건전성 악화 및 수익성 하락 문제가 있으나 기확보한 유동성과 정부 지원을 감안하면 양호한 수준
중간	전선	선진국 전력교체 계획, 각 국의 경기부양책 → 국내 전선업체의 수출 전망 양호
중간	자동차	내수 감소세 둔화 등 긍정적 요인으로 수익성 완만한 회복 기대. 현대/기아차 글로벌 점유율 상승 전망
중간	반도체	D램부문 하반기 성수기 맞아 공급부족 예상되며 하이닉스 수익성 개선 기대
중간	철강	수요부진과 판가하락으로 글로벌 철강산업 수익성 저하 기조 이어질 전망이나 단기 채무 상환 부담 낮음
중간	정유	단기성 차입금 비중 높으나 현금성 자산 규모 및 우량한 신용등급 감안시 재무안정성 악화 가능성 낮음
중간	조선	구조조정 다소 미흡하나 불확실성 상당부분 해소, 실적개선
중간	건설	구조조정 다소 미흡하나 불확실성 상당부분 해소, 실적개선
높음	석유화학	본격적 Up Cycle은 시기상조, 단기성 차입금 비중 비교적 높은 수준 - 금융비용 부담 가중될 것
높음	기계	높은 단기성 차입금 비중. 순발행기조 지속 예상되며, 금융비용 지급 능력 낮은 업체의 재무안정성 저하 우려
높음	운송	업황 악화 지속. 선박편드를 통한 해운업체 지원 등으로 구조조정 본격화. 주요 해운사 유동성은 양호
높음	유통	차입만기 구조 단기 집중. 심리 회복에도 물가 상승 압력은 부담으로 작용할 것
높음	섬유/의복	의류 소비 회복은 지연될 전망. 생존게임에 살아남은 업체간 규모의 경제 진행
높음	캐피탈	연체율 급등 가능성 높음. 재무구조 취약

자료 : SK 증권

2009년 산업별 / 기업별 수익성 및 안정성 전망

(단위 : %)



자료 : SK 증권 (SK 유니버스 기준 연간 추정치)

2009년 하반기 주요기업 회사채 만기도래 규모

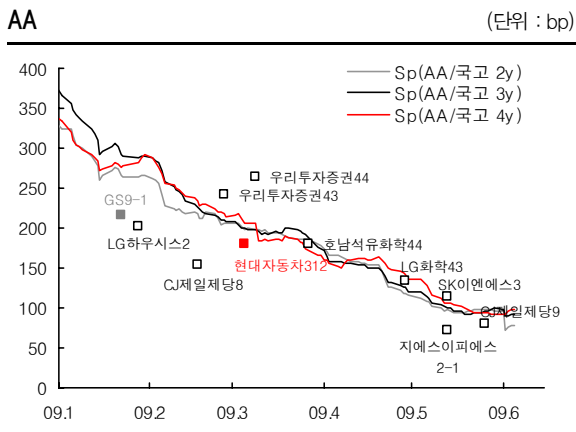
(단위 : 억원)

발행주체명	신용등급	규모	발행주체명	신용등급	규모
신한금융지주회사	AAA	10,000	동부정밀화학	BBB	510
금호산업	BBB	4,900	풍산	A-	500
KT(한국통신 케이티)	AAA	4,000	LG데이콤	A+	500
SK에너지	AA+	3,500	대한전선	BBB+	500
SK	AA+	3,000	동양시멘트	BBB-	500
현대자동차	AA	3,000	에스케이씨(SKC)	A-	500
대한항공	A	2,700	한화엘앤씨	BBB	500
대우증권	AA	2,400	코오롱건설	BBB	500
우리금융지주	AAA	2,300	이랜드월드	BBB-	500
엘지디스플레이	A+	2,300	동부하이텍	BB+	500
케이티프리텔	AA+	2,300	한솔제지	BBB+	500
대림산업	A+	2,100	고려개발	A-	500
포스코	AAA	2,000	벽산건설	BBB-	450
금호타이어	BBB	1,750	SK건설	A-	400
금호석유화학	BBB	1,600	에스케이씨앤씨	A+	400
LG전자	AA-	1,500	중앙건설	BB+	400
한국투자금융지주	AA-	1,500	LG텔레콤	A	400
한국동서발전	AAA	1,500	코오롱	BBB+	400
기아자동차	AA-	1,500	위아	A-	300
제일모직	AA-	1,300	한화리조트	BBB	300
현대건설	A+	1,300	대우자동차판매	BBB	300
동양메이저	BB+	1,300	아주오토렌탈	BBB+	300
롯데건설	A+	1,200	풍림산업	CCC	300
한국남동발전	AAA	1,200	한진	BBB+	300
현대하이스코	A	1,200	이랜드	BBB-	300
효성	A	1,150	두산타워	A-	300
동부제철	BBB	1,100	E1	AA-	200
GS	AA	1,000	코오롱글로벌텍	BBB-	200
현대오일뱅크	A	1,000	케이씨씨건설	A	200
한국토지신탁	BBB	1,000	케이티렌탈	A	200
한국중부발전	AAA	1,000	중앙일보사	BBB-	200
한국서부발전	AAA	1,000	남광토건	BBB-	200
우리투자증권	AA	1,000	대성산업	A	200
아시아나항공	BBB	1,000	삼부토건	BBB+	200
성신양회	BBB-	1,000	태영건설	A	200
삼성물산	AA-	1,000	유진기업	BBB-	200
LG화학	AA	1,000	동국산업	BBB	200
한화	A-	1,000	가온전선	A-	200
유코카캐리어스	A	900	휴비스	BBB-	100
한국디지털위성방송	A-	900	한국상호저축은행	BB+	100
두산	A-	857	화인파트너스	A	100
두산건설	A-	800	코오롱패션	BBB-	100
LG생활건강	AA-	800	신성통상	BB+	100
한화건설	BBB+	700	삼환기업	BBB+	100
현대상선	A	700	다이모스	A-	100
한화석유화학	A	700	경남기업	BBB-	100
포스코파워	AA+	700	삼성토탈	AA-	50

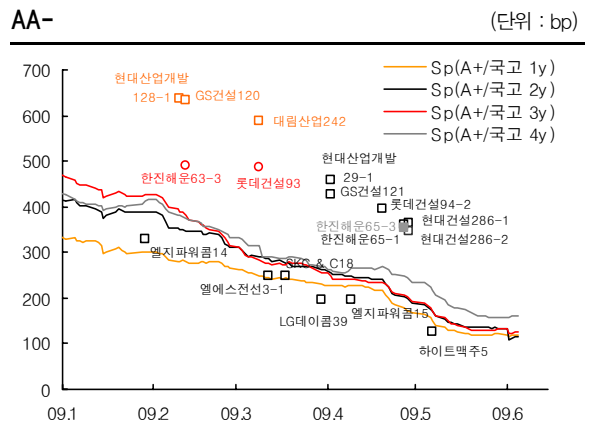
자료 : FnGuide, SK 증권

2009년 상반기 AA ~ BBB+ 등급 의 주요 채권 발행 Spread

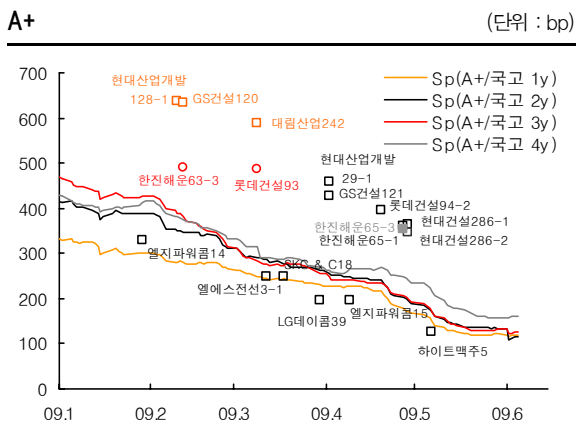
(무보증, 선순위 회사채)



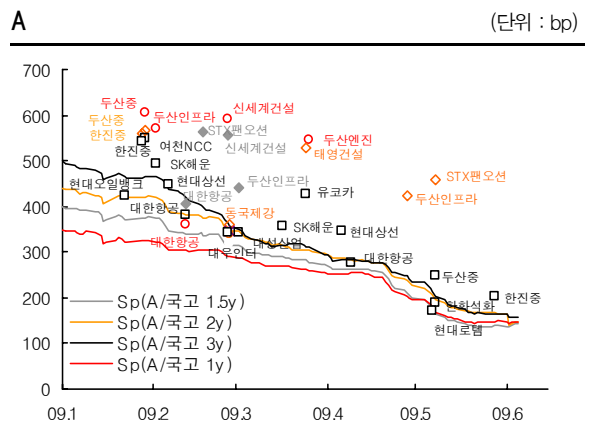
자료 : KOSCOM, SK 증권



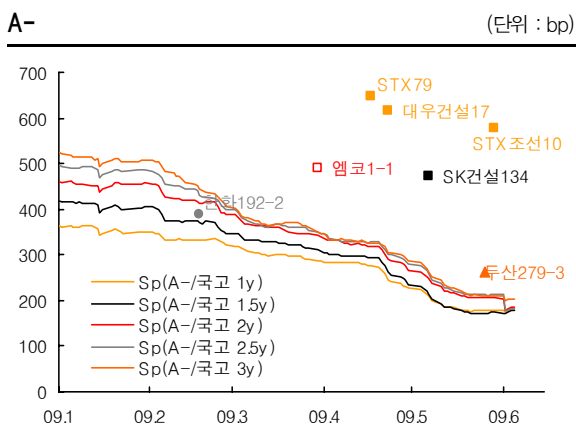
자료 : KOSCOM, SK 증권



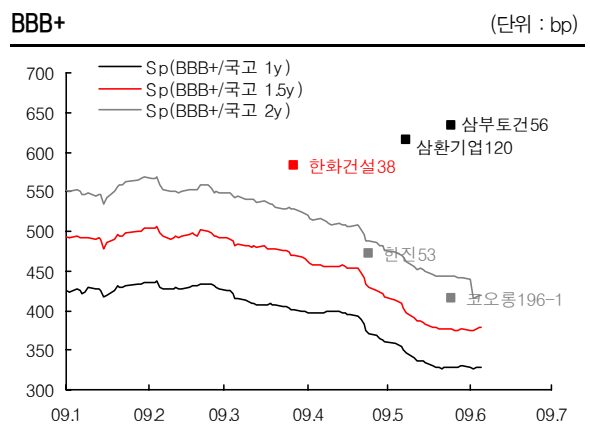
자료 : KOSCOM, SK 증권



자료 : KOSCOM, SK 증권



자료 : KOSCOM, SK 증권

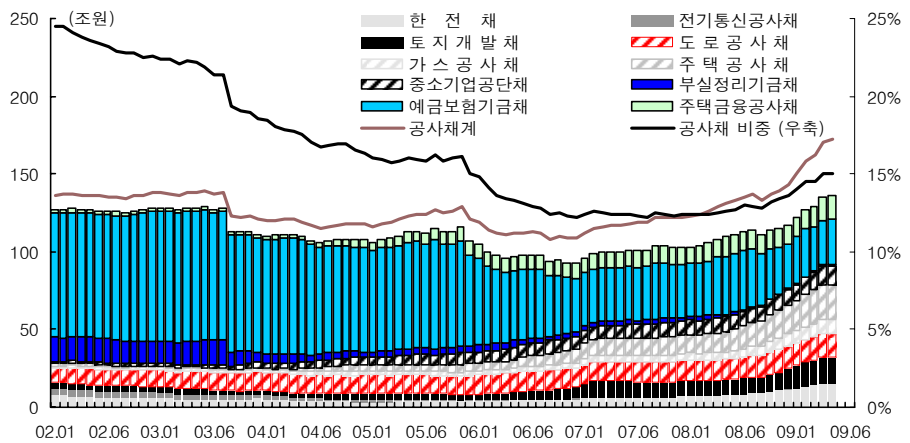


자료 : KOSCOM, SK 증권

공사

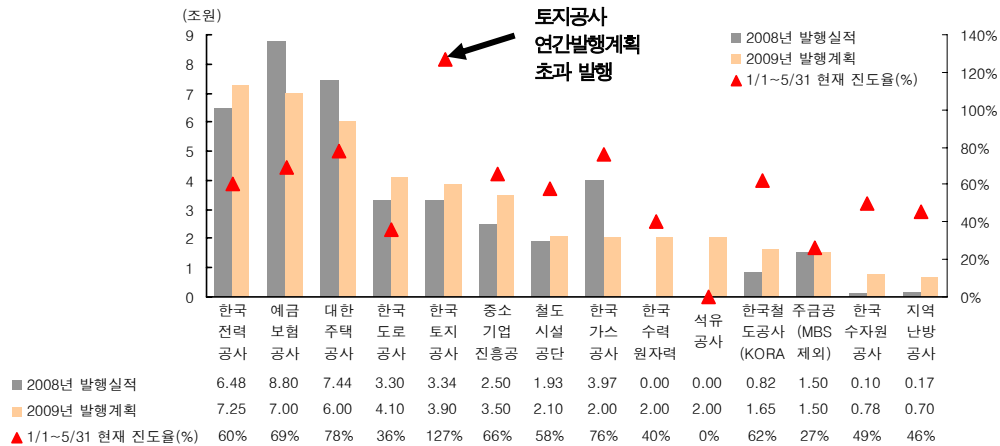
- 2009년 5월말 현재 연초 공사채 발행계획규모의 65% 발행 완료. 공사채 잔액 사상 최대
- 경기부양을 위한 재정책대가 불가피한 상황에서 건설경기 활성화, 중소기업 지원, 금융기관 유동성 공급 등을 위해 공사채 발행이 급증하였다. 더구나 공사들이 재정을 조기집행하는 과정에서 연초 발행압력이 커 1~2월에 공사채 발행이 집중되었다. 공사채 잔액규모가 사상 최대치로 증가하였다. 연초에 발표된 14개 주요 공사의 2009년 공사채 발행계획 규모는 44.48조원인데, 5월말 현재 연초계획의 65% 가량을 발행 완료했다.

공사채 잔액, 2007년초 이후 지속적으로 증가하여 5월말 현재 172.4조원



자료 : KOSCOM, SK 증권

주요 공사채, 5월말 현재 연초 발행계획의 65%를 발행 완료

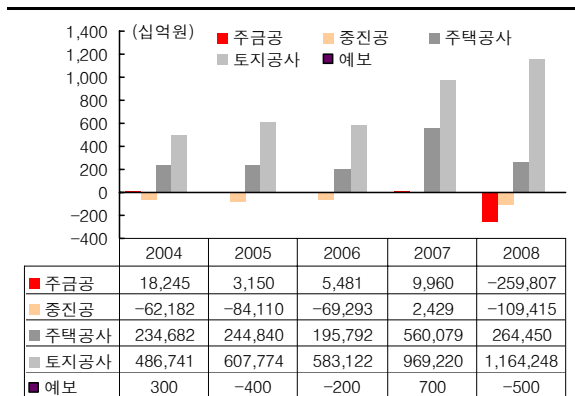


자료 : KOSCOM, SK 증권

■ 경기 악화 속에 정부 정책 사업 수행으로 수익성 저하. 차입규모 확대로 건전성 악화

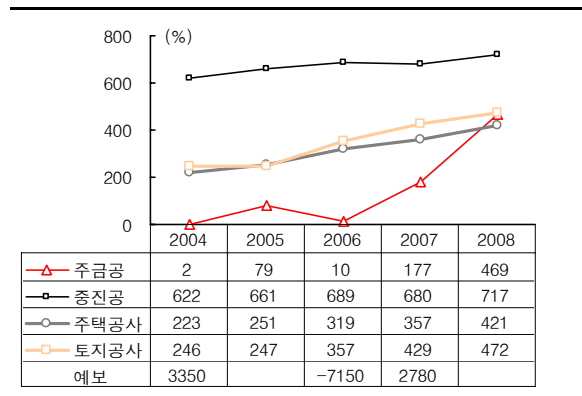
- 자금수요 확대, 실적악화, 공사채 발행확대 →공사 재무건전성 악화 : 실적악화로 자금 유입은 줄면서 공사채 발행압력이 높아지고 해당 공사의 부채비율은 더 높아지고 있다. 공사의 건전성 및 실적에 대한 우려가 확대되면서 공사채 역시 유가증권신고서 제출을 의무화해야 한다는 의견도 대두되고 있다. 하반기에도 공사 사업 확대로 인해 추가 자금 수요가 생길 가능성이 높으며, 이에 따라 연내 공사의 재무건전성 제고는 쉽지 않을 것이다.
- 국채, 공사채 등의 발행 급증과 캠프채 등 특별 기금 조성을 위한 채권 발행이 확대되면서 신용위험이 금융기관과 기업에서 공사로 이전되는 양상을 보이고 있다. 이는 국내뿐만 아니라 해외에서도 나타나는 현상이다. 그러나 기업신용위험 이전에 대한 완충력 및 정부지원을 감안하면 공사채 신용위험은 크게 우려되지 않은 상황으로 판단한다.

주요 공사 당기순이익 추이



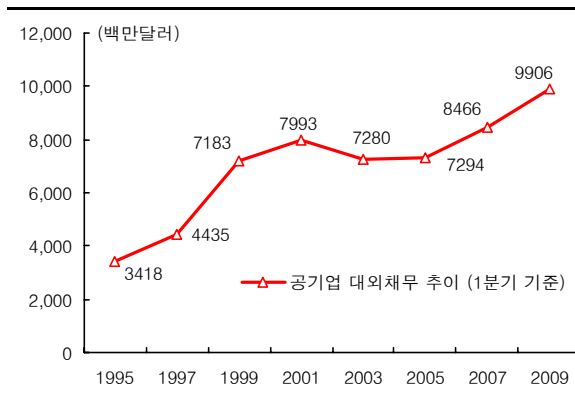
자료 : 각사 공시자료, SK 증권

부채비율 상승 중



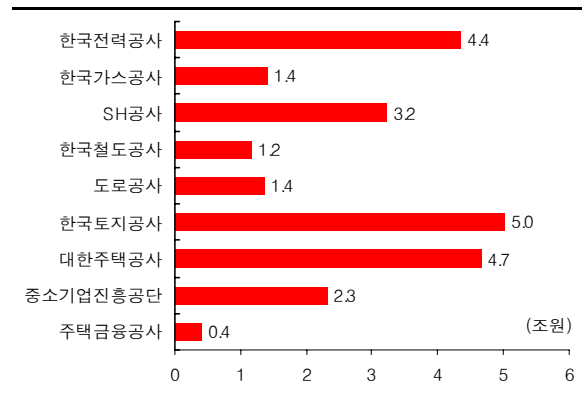
자료 : 각사 공시자료, SK 증권

공사 대외채무 증가 - 공사 해외채권 발행 확대



자료 : KOSCOM, SK 증권

2009년 주요 공사 채권 발행 내역



자료 : KOSCOM, SK 증권

■ 주택금융공사

- 주택저당증권, 학자금대출증권 등 유동화 증권 발행을 통해 자금을 조달해온 주택금융공사(이하 주금공)는 작년 9월 25일 1,900억원 규모의 공사채를 설립 이래 최초로 발행한 이후 **올해 1월부터 5월말 현재까지 총 4,000억원의 공사채를 발행**하였다.
- 최근 주금공의 장기주택담보대출 상품인 보금자리론 판매 폭증 등에 따라 대출채권 매입 자금 조달을 위한 공사채 발행압력은 상승하고 있다. 주택경기 회복으로 인한 대출수요 확대와 더불어 주택담보대출보다 보금자리론이 상대적으로 위험가중치가 낮고, 대출금리도 낮아 자본적정성 관리가 강화된 은행과 대출자 모두 보금자리론을 선호함에 따라 판매액이 급증세를 보이고 있다. 올해 들어 온 금리를 1.5%p 인하하였고, 5월 7일부터 대출 한도가 종전 3억원에서 5억원으로 상향조정됨에 따라 **보금자리론 수요는 계속 확대될 전망이다**. * 보금자리론 판매액 1월 345억원→2월 947억원 →3월 3017억원→4월 4637억원
- **2009년 공사의 MBS 발행 예정물량은 해외발행 물량 1조원을 포함, 총 5조원** :연초부터 5월말 현재까지 MBS 발행량은 3.1조원이고, 잔액은 14.9조원이다. 기존에 주금공이 발행하는 MBS는 보금자리론만 대상으로 하였는데 지난 3월 31일 우리은행의 주택담보대출을 기초로 발행한 3,671억원 규모의 MBS에 이어 SC 제일은행의 주택담보대출을 자산으로 2조원에 달하는 MBS를 발행하였다.
- **시중은행 주택담보대출의 유동화** : 시중은행의 주택담보대출을 주금공이 양수한 뒤 이를 기초로 MBS 발행, 해당 은행에 되파는 일종의 주택담보대출과 MBS의 맞교환 형식이다. BIS 자기자본 비율 산출시 주택담보대출의 위험가중치는 21%이나, 주금공이 원리금 상환을 보증하는 MBS는 위험가중치가 0%. 또한 주금공의 MBS가 한국은행의 RP 대상채권에 포함되어 있다. **은행으로서 BIS 비율을 제고하고 유동성 확보하는 효과를 갖게 되고, 주금공은 맞교환 형식으로 대출자산 매입 비용을 낮추는 효과를 얻게 된다.** 은행 지원의 일환으로 **연내 7조원의 시중은행 주택담보대출을 유동화할 예정**이다.
- 한편 정부는 2008년 12월부터 5월말 현재까지 6,000억원을 출자하였다. 지급보증 여력 확대 → MBS 발행 확대 → 주택대출금리 인하 → 주택대출 확대를 유도하기 위해서다. 정부의 주금공에 대한 지분율이 2008년 9월말 기준 35%에서 71%로 상승하게 된다.

작년말부터 올해 5월에 걸쳐 정부가 주금공에 6,000억원 출자 - 지급보증여력 확대 기대

(단위: 억원)

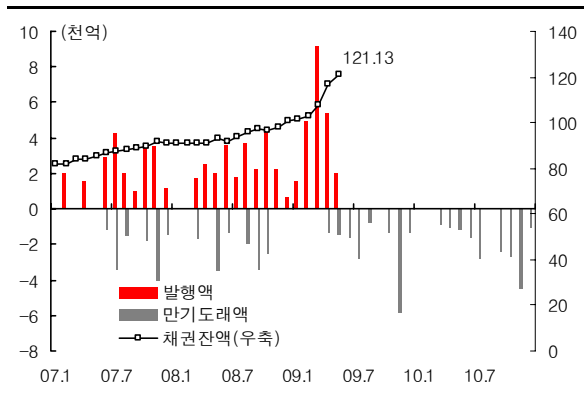
출자내역	2008.12월		2009년			합계		
	현금	현물	1월	3월	5월	현물	현금	합계
			현금	현물	현금			
	2,000	-	2,000	-	2,000	-	6,000	6,000
정부지분 변동내역	법정자본금	2008.9월말 (출자前)			2009.5.25 (예상)			
		납입자본금(A)	정부지분		출자금액	납입자본금 (A)	정부지분	
	금액(B)		지분율(B/A)	금액 (d)			지분율(d/c)	
		20,000	4,766	1,666	35.0	6,000	10,766	7,666

자료 : 주택금융공사, SK 증권

■ 중소기업진흥공단

- 중소기업진흥공단(이하 중진공)은 중소기업진흥및산업기반기금(중산기금) 등을 운용, 관리하여 정부의 중소기업 정책방향에 따라 공적자금을 집행한다. 중산기금은 정부 및 민간으로부터의 출연금과 융자금, 그리고 채권 및 복권의 발행자금, 기금운용 수익금 등으로 조성되고 있으며, 2008년까지 중산기금 규모는 총 14.1 조원이다.
- 5월말 현재 중진채 잔액은 12.1 조원. 정부가 꾸준히 중산기금에 출연하고 있음에도 불구하고 중소기업지원이 확대되면서 2000년 이후 중진채 발행을 통한 자금조달 비중이 증가하고 있다.
- 중소기업에 대한 정책 자금 용자 확대를 위해 중진공은 올해 공공기금 채권 발행 규모를 작년의 2.5 조원에서 3.5 조원으로 40% 늘릴 예정이다. 만기도래 규모 확대(2009년 중진채 만기도래 규모 1.6 조원)와 정부의 중소기업지원 확대에 따라 채권잔액은 계속 증가할 것으로 보인다.
- 한편 정부는 중진공이 발행하는 공공기금채권의 BIS 비율위험가중치를 현행 20%에서 국제 수준인 0%로 낮춰(기금채권에 대해 정부의 손실보전 조항을 넣는 방안) 은행들의 중진공 기금채권인수를 촉진하고, 궁극적으로 중소기업에 대한 정책자금 지원을 확대하는 방안을 6월 국회에 상정한다. BIS 비율 악화를 우려하고 있는 은행들이 중진공 기금채권 인수에 대한 부담을 덜 수 있어 중소기업 자금 지원을 목적으로 하는 이 공공기금 채권의 발행과 유통이 지금보다 대폭 원활해질 것으로 기대한다.

상반기 중진공채 대규모 발행



자료 : KIS 채권평가, SK 증권

중진공 수입 중 차입금 및 정부지원 비중 확대 (단위: 십억원)

		'04	'05	'06	'07	'08	'09
정부 지원	출연금	213	84	192	211	124	194
	출자금	-	-	-	-	-	-
	보조금	21	24	22	21	14	14
자체 수입	자체수입	3,312	3,336	3,532	3,779	3,633	3,881
	차입금	2,275	2,924	2,863	2,420	2,498	3,511
	전기이월	158	279	38	32	50	29
	기타	24	14	8	2	10	9
수입합계		6,003	6,661	6,656	6,463	6,330	7,639

자료 : 중소기업진흥공단, SK 증권
 주: 2009년은 예산안에 따른 금액

■ 대한주택공사·한국토지공사

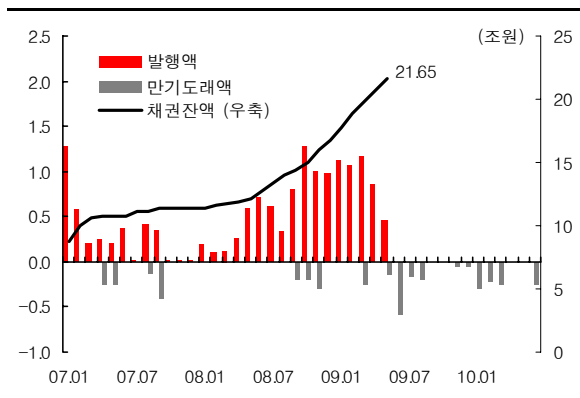
- 정부의 건설경기 활성화 대책과 관련 있는 대한주택공사와 한국토지공사는 건설공사비 및 토지보상비 조달을 위해 올해 **17.8조원 규모의 공사채를 발행을 계획**하였다. 5월 25일 현재까지 주택공사 7.9조원 발행계획에 4.4조원 발행, 토지공사 9.9조원 계획에 4.9조원 발행완료 정부의 건설경기 활성화를 위한 노력이 연내 지속될 것으로 예상되는 가운데 공사채 발행압력은 2009년 하반기에도 높을 것으로 예상된다.
- 그러나 부동산경기 침체와 금융위기로 인해 토지공사는 전국 택지지구의 공동주택용지와 상업용지 등 조성용지 매각에 어려움을 겪고 있으며, 주택공사는 지방택지지구 아파트 미분양 증가로 분양대금 회수에 어려움을 겪고 있다. **실적악화가 두드러지는 상황에서 대규모 공사채 발행은 부채비율을 상승시키며 공사의 재무안정성을 저하시키고 있다.**
- 주택공사는 최근 5년간 평균 영업이익률이 9.6%로 양호한 영업수익성을 시현해왔으나 2008년 영업이익률은 6.4%로 저하되었다. 정책사업 확대로 자금소요 규모가 지속적으로 증가하고 있는데 이를 외부 차입에 의존, 차입금 의존도가 2003년말 42%에 비해 2008년말 현재 64.5%로 증가하는 등 재무적인 부담이 증가하였다. 이는 차입금 증가세는 토지공사에서도 마찬가지로 나타나 2008년 9월말 현재 총차입금이 10.5조원에 달하고 있다.

2009년 공사채 발행 계획 및 상반기 발행분

	발행목적	발행규모	비고	소계	기발행분(~5월)
주택공사	자금조달용	7.2조원	공사비	7.89조원	4.69조원
	용지보상용	0.69조원	토지 보상비		
토지공사	자금조달용	3.9조원	공사비	9.9조원	4.96조원
	용지보상용	4조원	신도시 보상비		
	부채상환용	2조원	기업토지매입		

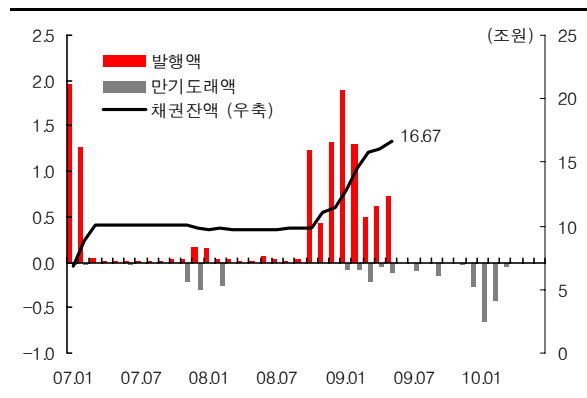
자료 : 한국주택공사, 대한토지공사, SK 증권

한국주택공사 채권 잔액 사상 최대규모



자료 : KIS 채권평가, SK 증권

한국토지공사



자료 : KIS 채권평가, SK 증권

- 한편, 대한주택공사와 한국토지공사의 통합공사인 한국토지주택공사가 최대 자본금 30조 원 규모로 올해 10월 1일 출범한다. 토지주택공사는 이사회 의결을 거쳐 자본금과 적립금을 합한 금액의 10배 범위 내에서 공사채를 발행해 자금을 조달할 수 있으며, 이 기준으로라면 토지주택공사는 최대 300조원의 자금을 공사채를 통해 차입할 수 있다. 공사통합을 통해 택지개발부터 주택공급까지 종합적이고 효율적인 사업진행이 가능해지고 이를 통해 분양가 하락을 기대하고 있다.
- 2008년 12월말 현재 주택공사 자산은 64조 1520억원, 토공 자산은 41조 1,071억원으로 통합할 경우 자산 규모가 100조원이 넘는 거대 기업이 된다. 그러나 동시에 부채 규모 또한 85조가 넘는다. 재무구조 조정 뿐만이 아니라 조직통합을 위한 구조조정 또한 선행되어야 하므로 단기간 내에 공사통합 시너지를 기대하기는 어려울 것으로 보인다.

주택공사·토지공사 재무현황

(단위 : 십억원)

	2004년	2005년	2006년	2007년	2008년	
자산	주공	24,857	30,750	40,626	51,043	64,152
	토공	15,383	17,399	24,972	33,340	41,107
	통합공사					105,259
부채	주공	17,165	21,996	30,928	39,874	51,828
	토공	10,936	12,387	19,502	27,035	33,924
	통합공사					85,752
자본	주공	7,693	8,754	9,698	11,169	12,324
	토공	4,447	5,013	5,470	6,305	7,183
	통합공사					19,507

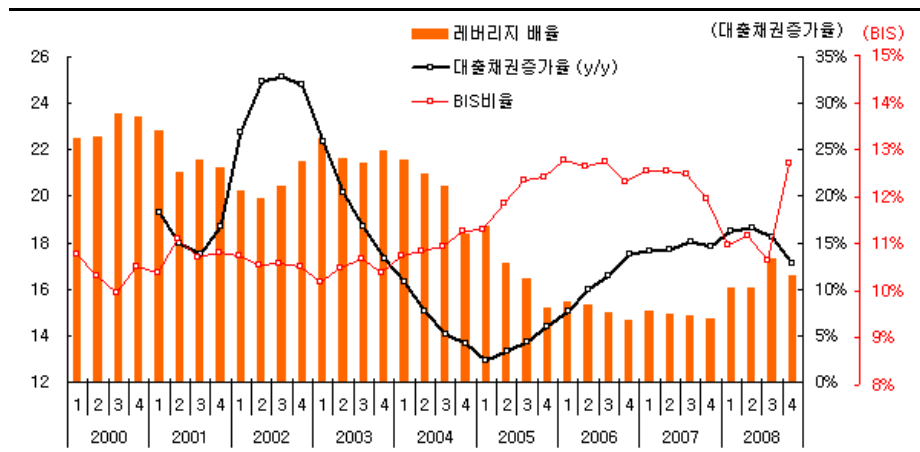
자료 : 각사 공시 자료, SK 증권

은행

■ 2009년 하반기 은행권 최대 화두는 디레버리지 속도 조절과 기초체력 경쟁

- 금융권 부실확대위험 vs. 유동성 함정 - 은행 디레버리징 줄타기** : 서브프라임 2차 신용위기가 2년을 넘기며 글로벌 경기침체로 이어지고 있다. 마치 하나의 사건과 같이 취급되고 있는 신용위기와 경기침체는 적어도 금융권에게는 전혀 다른 두 개의 위기이다. 신용위기에 대한 금융권의 궁극적인 대책은 ‘디레버리지’이다. 그러나 경기침체 하에서 디레버리지는 자칫 금융권 부실확대로 이어지게 될 수도 있고, 경제전반에 걸쳐서는 유동성 함정을 야기할 수도 있다. 상반된 대응책이 필요한 두 개의 위기를 극복하기 위해 2009년 하반기에도 은행은 아슬아슬한 줄타기를 계속할 것으로 보인다.
- 레버리지 비율 하락중** : 리먼 사태 이후로 시중은행 레버리지 비율이 하락하고 있다. 레버리지 비율은 자기자본대비 자산규모를 의미하는 것으로 레버리지 비율이 하락하였다는 것은 증자, 후순위채 발행 등을 통해 자기자본이 늘어났거나 자산매각이나 부채상환을 통해 자산이 줄어들고 있다는 의미다. 실제로 은행권 대출자산 증가율(y/y)이 작년 2분기 16.6%에서 4분기 12.8%로 하락하여 자산 증가세가 둔화되었다. 또한 작년 9월말 기준 10.66%였던 국내은행 BIS 비율이 12월말 현재 12.72%로 상승, 자기자본규모가 증가하였다.
- 적정속도 디레버리징 - 2009년 생존 및 자통법 이후 경쟁우위 선점** : 2009년 은행권 화두는 적정 속도의 디레버리징이다. 정부는 은행이 좀더 적극적이고 공격적인 구조조정을 해주길 요구하는 동시에 BIS 요구비율을 하향 조정하는 등 은행 여신규모 축소를 견제하고 있다. 경기가 회복되어 금리 상승 기조가 형성될 때까지 은행 수익성 회복은 기대하기 어려운 가운데, 은행과 정부의 상충된 니즈를 동시에 충족시키기 위해 은행은 디레버리징의 적정속도를 찾아야 한다. 이 과정에서 건전성 관리 능력(여신심사, 연체관리 등)이나 자기자본의 질, 재무구조 등 기초체력에 따라 개별은행의 차별화가 진행될 것이다. 이는 자본시장통합법 시행과 맞물려 향후 금융권 판도변화에서 M&A 능력을 좌우하게 될 것이다.

디레버리징 진행중 - 대출자산 축소 및 자본확충

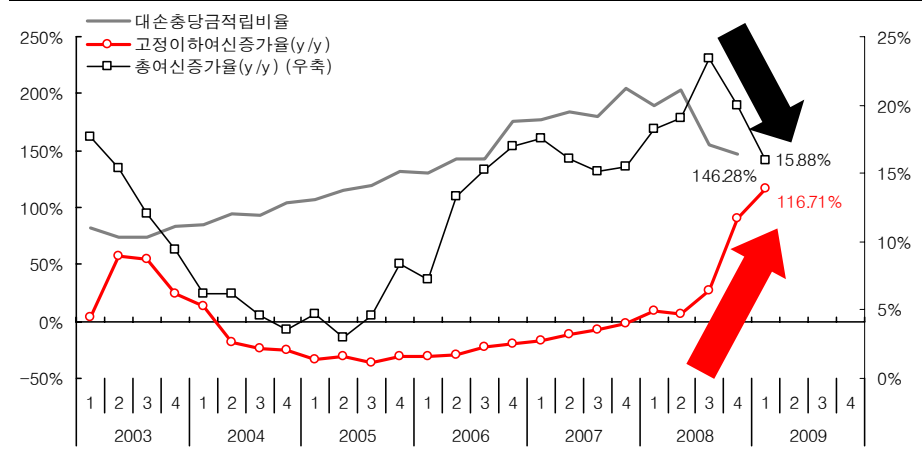


자료 : 금융감독원 금융통계시스템, SK 증권

■ (자산건전성) 부실채권 증가세는 정부의 지원으로 완만하게 진행될 것

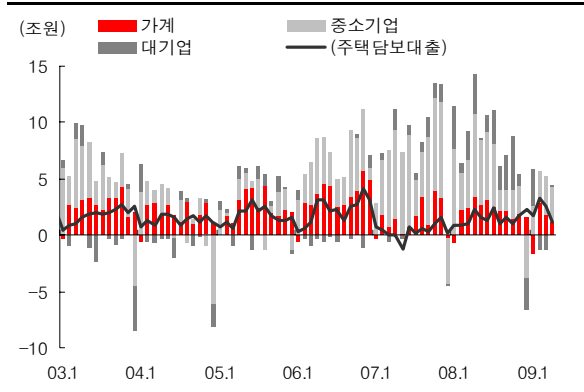
- 중소기업여 신을 중심으로 부실채권 증가 : 2009년 3월말 현재 국내은행의 부실채권비율(고정이하여신비율)은 1.47% 수준으로, 2008년 12월말(1.14%) 대비 0.33%p 상승하였다. 특히 중소기업여신을 중심으로 부실채권 증가세가 확대(2008년말 대비 4.6조원 증가)되었으며, 가계여신(주택담보대출) 부실채권비율은 지난해 말까지 낮은 수준을 유지하였으나 올해 들어 소폭 상승하였다.
- 은행권 부실채권 규모는 3월말 현재 19.3조원으로 지난해 9월말 대비 86%가량 증가하였다. 특히 경기침체가 장기화되고 구조조정이 본격화된 올해 1분기에 부실채권 증가세가 두드러졌다. 정부의 중소기업에 대한 대출 독려에도 불구하고 은행권 총여신 증가율은 하락반전한 반면, 부실채권 증가율은 2000년 이후 최대치를 기록하고 있다. 총여신 증가율 하락은 특수은행을 제외하면 더욱 두드러진다. 대손충당금적립규모는 부실채권 증가세에 비하면 다소 실망스러우나 손실흡수능력은 양호하다

국내은행 총여신 증가율은 '08년 3분기 이후 감소 전환, 고정이하여신은 증가율은 급등



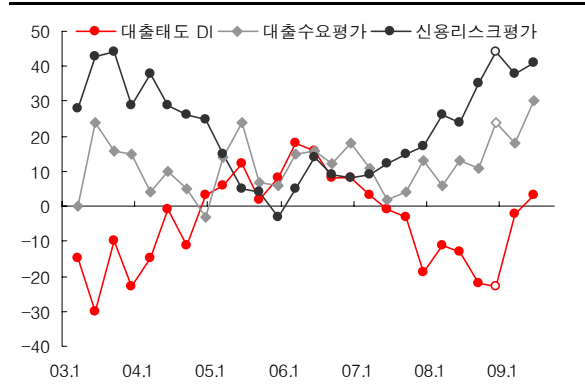
자료: 금융감독원 금융통계시스템, SK 증권

부문별 대출 추이



자료: 한국은행, SK 증권

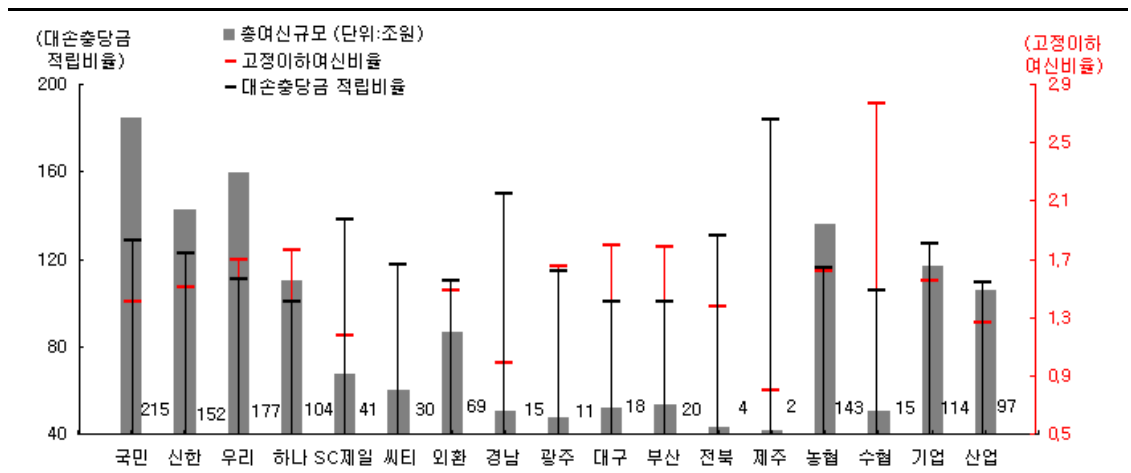
대출수요는 많은데 대출태도는 강화되고 리스크도 높다



자료: 한국은행, SK 증권

- 국내 실물경기 침체가 장기화될 경우, 은행 자산건전성 악화가 심화될 가능성은 높다. 또한 구조조정 진행 과정에서 기업 부실 여신이 확대되고 실업률이 증가하게 되면 가계여신 부실화 또한 가속화 될 것이다. 현재 대기업 구조조정 대상에 오른 9개 그룹에 대한 은행권 총여신 규모는 27조원. 이 중 산업은행 익스포져 10.3조원을 제외하면 우리은행의 신용공여 규모가 6.1조원으로 시중은행 중 가장 규모가 크다.
- 그러나 은행 주도의 구조조정이므로 기업 부실여신이 은행이 감당할 수 없을 만큼 급증할 가능성도 낮고, 최근 몇 달동안 검증되었듯 은행 자산부실화를 막고자 하는 정부의 적극적인 지원이 뒷받침되어 은행 자산 건전성이 대폭 저하될 가능성은 낮은 것으로 판단한다.

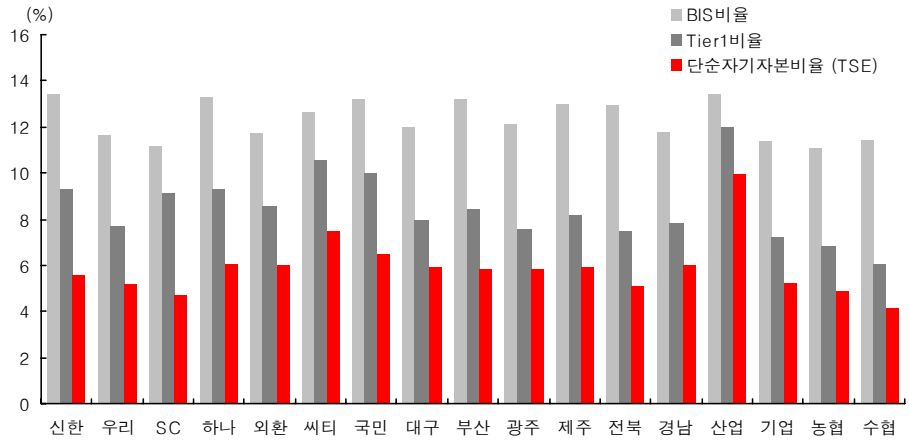
은행별 고정이하여신 및 대손충당금 비율 비교 (2009. 3월말 기준)



자료: 금융감독원 금융통계시스템, SK 증권
 주 : 대손충당금 적립비율은 고정이하여신 대비 비율

- (자본적정성) 2009년 은행 자본적정성 제고는 자본확충펀드 등 외부지원보다 증가, 후순위채 발행 등 은행 자체적인 자본확충에 기인
 - 부실규모가 확대될수록 대손충당금 규모가 커지므로 부채비율이 증가하고 자본적정성이 악화된다. 구조조정에 따른 부실채권 증가에 대응하고 자통법 시행 이후의 금융권 합종연횡에서 우위를 선점하기 위해 은행 자체적인 자본확충 및 정부 지원이 이어지고 있다.
 - 그 결과 자산건전성 훼손에도 불구하고 자본적정성은 우수하게 유지되고 있다. 2008년 말 기준 국내은행 BIS 비율은 12.19%로 2008년 9월말 대비 1.33%p 상승하였으며 Tier1 비율은 8.79%로 0.46%p 상승한 것으로 집계되었다. 작년 4분기중 은행권 대출태도가 보수화되면서 대출 증가세가 둔화되고, 환율이 안정세를 회복하면서 위험가중자산이 소폭 감소(-7조원, -0.6%)하였을 뿐만 아니라 후순위채 및 하이브리드채 발행, 증가 등 은행권의 적극적인 자본확충 노력으로 자기자본이 대폭 증가(15.1조원, +11.6%)하였기 때문이다.
 - 은행별로 자본확충 능력이나 부실채권 확대 등 손실발생에 대한 완충력은 차이가 나겠지만 본격적인 금융업내 합종연횡이 시작되기전까지는 정부의 지원하에서 국내은행의 자본적정성은 양호한 수준을 유지할 수 있을 것으로 판단한다.

국내은행 자본적정성 비율 현황 (2008년말 기준)



자료 : 금융감독원, SK 증권

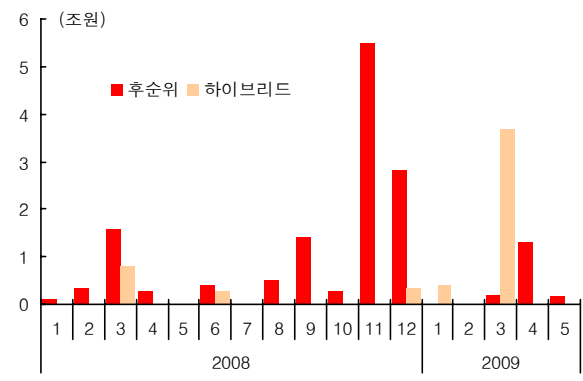
주 1 : 단순자기자본비율은 은행 자기자본 산정시 후순위채와 신종자본증권, 우선주 등 부채성 자산을 빼고 계산하는 비율로 은행 자본 적정성을 평가하는 가장 보수적인 기준

주 2 : 금융감독원은 BIS 비율 권고치 하단을 11%에서 10%로, 기본자본비율권고치는 8%에서 7%로 하향조정

■ 2009년 상반기, 은행은 어떻게 자본확충을 하고 있나?

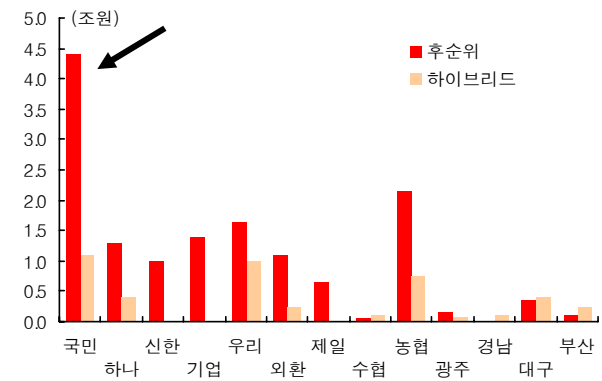
- 6.8 조원에 달하는 후순위채 · 하이브리드채 발행 : 후순위채는 보완자본으로 BIS 비율만 높게 되고, 신종자본증권은 기본자본으로 인정되어 Tier1 비율까지 채고한다. 지난해 9월 이후 국내은행은 1조 6,630 억원 규모의 후순위채와 5조 1,030 억원에 달하는 하이브리드채를 발행하였다.(5/29 기준, 6월 신한은행 1조원 규모의 하이브리드채권 발행 포함)
- 2009년 상반기에는 국민은행이 후순위채 1조원, 후순위채 1.1조원 등을 발행하여 자본확충을 꾀하였다. 지난해 12월에 국민은행이 발행한 하이브리드채의 발행금리는 8.5%, 올해 3월 31일에 발행한 하이브리드채 발행금리는 6.46%로 조달비용이 대폭 감소하였다. 신한은행은 채권발행보다 증자를 통해서, 우리은행은 자본확충펀드를 통해 자본을 확충하였다.

은행권 후순위 및 하이브리드채 발행규모 추이



자료 : KOSCOM, SK 증권

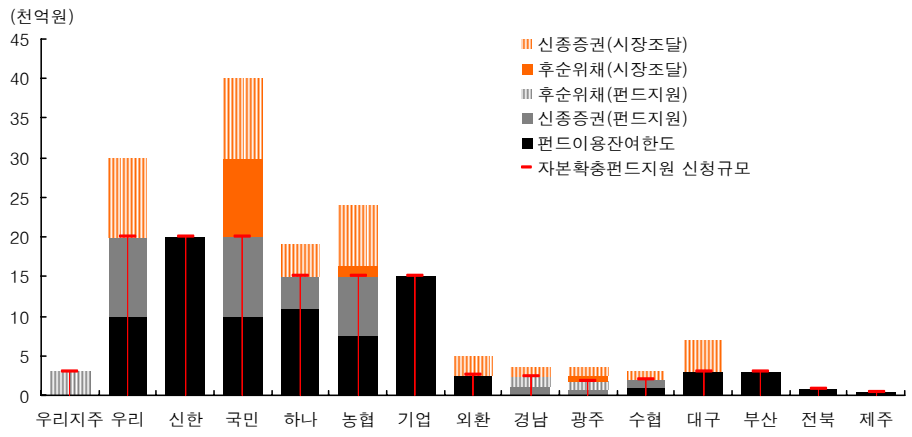
개별은행 후순위 및 하이브리드채 발행규모 ('08.9~)



자료 : KOSCOM, SK 증권

- 증시여건 호전에 따라 유상증자를 통한 자본확충도 개시** : 후순위채 및 하이브리드채 발행을 통해 자체적인 자본확충을 해온 국내은행은 최근 증시 여건이 호전됨에 따라 유상증자를 통한 자본확충도 꺾이고 있다. KB 금융 등이 2.5 조원 규모의 유상증자를 검토하고 있는 것으로 알려져 있다. 신한금융지주는 지난 3월 유상증자를 통해 1.31 조원의 자본확충 단행하였다. 유상증자를 통한 자본확충으로 단순자기자본(TSE)비율까지 높일 수 있다.
- 은행 자체 자본 조달 여건이 호전되어 자본확충펀드의 실효성이 약해지고 있는 상황** : 작년 말 BIS 비율이 10%대로 하락하고, 연체율 상승세가 시작되던 와중에 발표된 20조원 규모의 자본확충펀드 출범 소식은 은행 자본적정성과 건전성 악화와 관련한 금융시장의 우려를 완화시켰다. 그러나 펀드자체의 효과는 펀드출범소식이 금융시장을 안정시킨 효과보다 미미하였다. 연초부터 은행채 금리가 빠르게 하락하여 자본확충펀드로부터 지원받는 비용이 시장으로부터 자체적으로 자본을 조달하는 비용보다 더 비싸게 되면서 자본확충펀드의 실효성을 잃고 있다. 6월중 추가조성이 예정되어 있었으나 연기되었다. 아래 그래프에서 보는 바와 같이 신한, 기업, 외환, 대구, 부산, 전북, 제주은행은 당초 신청한 자본확충펀드 지원금액을 사용하지 않았다.

정부지원보다 시장을 통한 자본확충 규모가 크다



자료 : 금융위원회, 금융감독원, KOSCOM, SK 증권

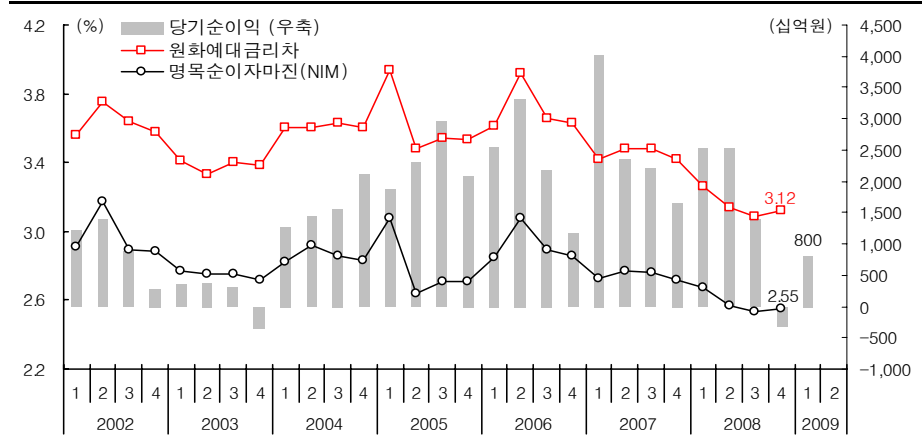
■ 국내은행 고질적 문제인 수익성 악화는 2009년 상반기에도 여전

- 2009년 1분기중 국내은행 당기순이익은 0.8 조원으로 전년동기(3.3 조원)대비 75%가량 감소하였다. 순이자마진은 시중금리 하락으로 인해 전년동기대비 0.47%p 하락하였고, 펀드·방카슈랑스 판매 감소 등으로 수수료 이익도 2,000 억원(22.5%) 감소하였다. 총당금 적립(KIKO 등 파생상품 관련 부실증가) 규모 증가로 비이자수익 또한 급감하였다.
- 글로벌 신용평가사인 Fitch는 국내은행에 대해 파생상품 거래 관련 신용비용 증가, 순이자마진 감소, 자산운용상품 판매수수료 감소에 따른 수익성 악화 우려가 내년까지 지속될 것으로 예상하였다. 지난해 11월부터 급락한 예대마진이 4월에는 1.79%p로 소폭 상승 반전하였으나 이는 대출금리 산정 시 은행들이 가산금리를 높게 적용하고 있기 때문으로 금

리 상승기조에서 이자부담을 확대시키고 연체 상승으로 이어질 위험이 있다. 순이자마진은 기준금리 추가인하 가능성이 요원한 가운데 저점을 형성하고 은행실적이 소폭 개선될 것으로 기대되나 정부의 중소기업 지원노력과 연체를 상승 가능성으로 높은 대출 가산금리 적용을 통한 예대마진 유지 전략은 다소 불안한 면이 있다.

- 향후 구조조정 범위 및 강도가 불확실한 가운데 중소기업에서 대기업과 가계까지 신용위험 지수가 크게 상승하는 등 경기침체의 여파가 확대되고 있다. 부실채권의 완만한 증가세 연내 지속될 것으로 예상되는 가운데, 충당금 적립 부담 증가, 저금리 기조에서 마진 하락 등 은행 펀더멘털 개선은 경기회복 시점까지 기다려야 할 것으로 판단한다.

국내은행 수익성 추이 - 아직 악화 추세 지속

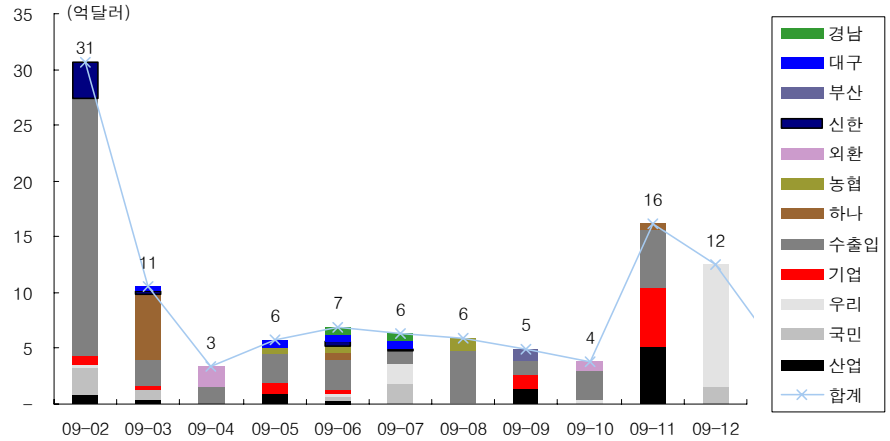


자료 : 금융감독원 금융통계시스템, SK 증권

■ 2009년 은행채 신용스프레드는 2007년도 하반기 초중반 수준으로 축소된 후 정체될 것으로 예상

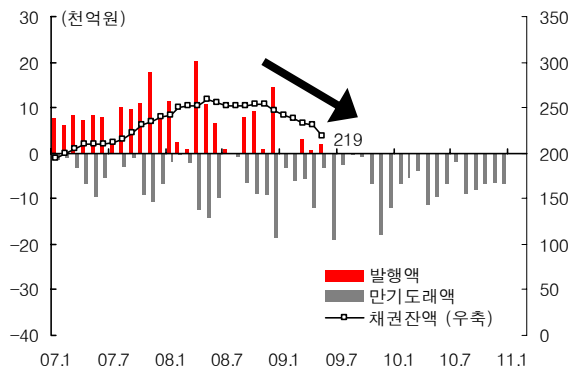
- 지난해 말 300bp 이상 확대되었던 은행채 신용스프레드는 정책적인 유동성 공급 및 은행권의 자본확충 노력으로 5월말 현재 84bp 까지 축소되면서 리만 파산 이전 수준으로 회복되었다. 이는 타 크레딧물과 마찬가지로 펀더멘털의 개선이라기보다는 글로벌 경기의 회복 조짐에 따른 위험회피완화, 유동성 공급 등 정부 및 중앙은행의 전방위적인 지원, 은행채 발행물량 감소, 펀더멘털 악화를 신용 스프레드가 과도하게 반영했다는 인식 등이 복합적으로 작용하여 나타난 현상으로 본다
- 은행 펀더멘털 개선은 연내 어려울 것으로 예상되나 경기가 회복세를 보이고 있고, 구조조정도 윤곽을 잡아가고 있어 수익성이나 건전성 측면에서 돌발적인 악재는 도출되지 않을 것으로 예상된다. 외화유동성 비율과 국내은행 CDS 프리미엄도 리먼사태 이전 수준으로 회복되는 등 외화유동성 또한 고비를 넘긴 것으로 보인다. 그러나 채권발행을 통해 충분히 돈을 끌어냈고, 정부의 유동성을 끌어안고 있다고 한들 은행 수익성이 개선되지 않는 한 구조조정, M&A 등 향후 높은 자금수요에 맞춰 또다시 채권발행 압력이 생길 것이다. 은행채 스프레드는 상하방 압력을 동시에 받으며 2007년도 하반기 초중반 수준으로까지 축소된 후 정체될 것으로 예상된다.

국내은행 외화차입 월별 만기도래 규모 (2009년)



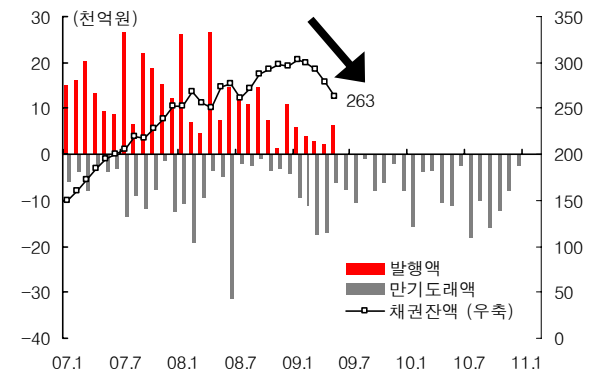
자료: Thomson Reuters, SK 증권
 주: Eurobond, Loan, EMTN, ECP 총계

우리은행 + 우리금융지주 채권잔액 추이



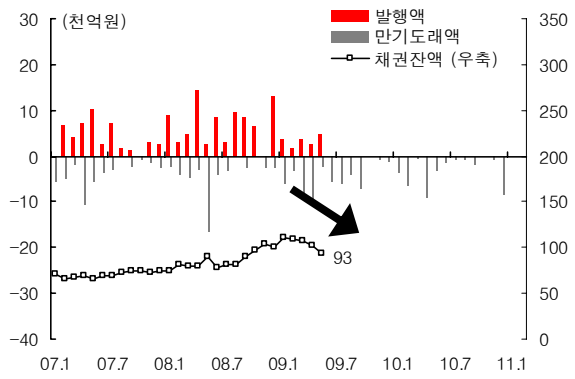
자료: KIS 채권평가, SK 증권

국민은행 +KB 금융지주 채권잔액 추이



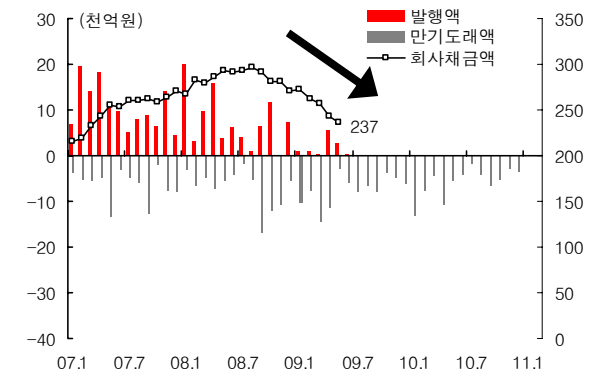
자료: KIS 채권평가, SK 증권

하나은행 + 하나금융지주 채권잔액 추이



자료: KIS 채권평가, SK 증권

신한은행 + 신한금융지주 채권잔액 추이



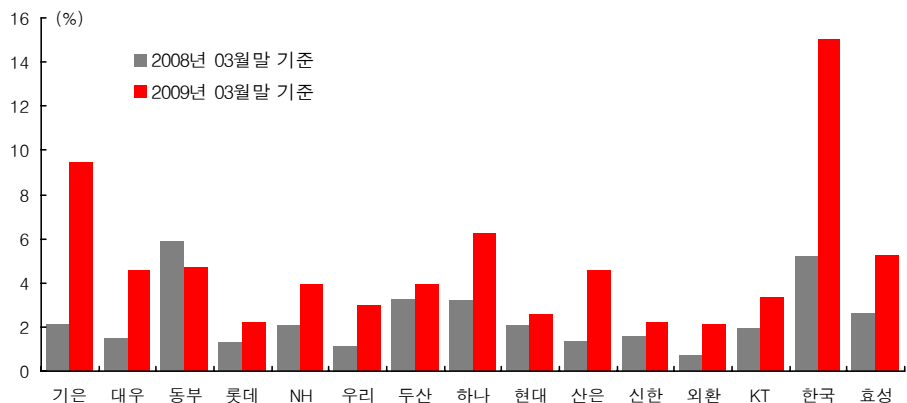
자료: KIS 채권평가, SK 증권

캐피탈

■ 캐피탈사 자산 건전성 악화는 우려할 수준

- 캐피탈사의 연체율 상승에 대한 우려는 2009년 상반기에도 지속되고 있다. 2008년말 현재 캐피탈사 연체율은 4.5%로서 전년동기 대비 1.7%p 상승하였으며, 할부·리스자산에 비해 일반 대출채권의 연체율 상승이 두드러지고 있다. 캐피탈사는 은행이나 신용카드사와 비교할 때 자본구조가 취약하기 때문에 연체율 상승으로 받는 타격이 더욱 크다.
- 캐피탈사의 건전성 악화는 수익성도 동반 악화시키고 있다. 연체율 상승에 따라 대손충당금 적립규모를 확대시키는 과정에서 수익성이 하락, ROA가 2%대에서 1.61%로 하락하였다(할부금융사 기준) 연체율 상승 → 충당금 적립규모 확대 → 수익성 하락의 악순환이 지속되고 있는 것이다. 전년동기대비 조정자본비율은 1.5%p 감소('08.3 16%→'09.3 14.5%)하였다. 작년 하반기 중 자본확충 노력 및 대출자산 정리과정에서 자본비율이 다시 상승하고 있으나 수익성 하락 및 부실 확대에 따른 자본추가 확충이 필요하다.

전년동기대비 주요 캐피탈사 연체율 (1개월 이상, 대환대출제외) 일제히 상승



자료 : 금융감독원 금융통계시스템, SK 증권

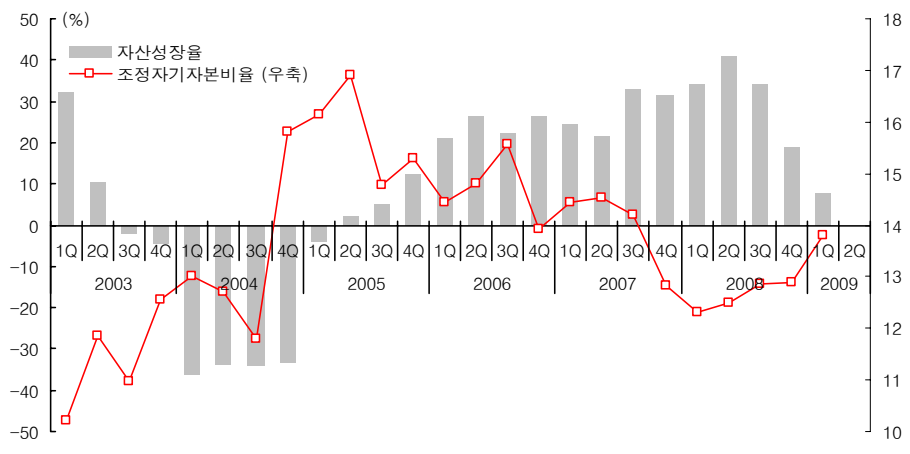
디레버리징 - 대출·할부금융·리스자산 축소 중

	2009	2008	증감 (백만원, %p)
자산총계 (백만원)	58,722,534	54,895,072	3,827,462
(자산총계대비%)			
현금 및 예치금	6.29%	3.33%	2.97
유가증권	11.30%	10.63%	0.66
대출채권	34.95%	39.73%	-4.78
할부금융자산	13.05%	15.08%	-2.04
리스자산	25.20%	25.38%	-0.18
신기술금융자산	1.13%	1.48%	-0.35
투자자산 등	8.09%	4.36%	3.73

자료 : 금융감독원 금융통계시스템, SK 증권

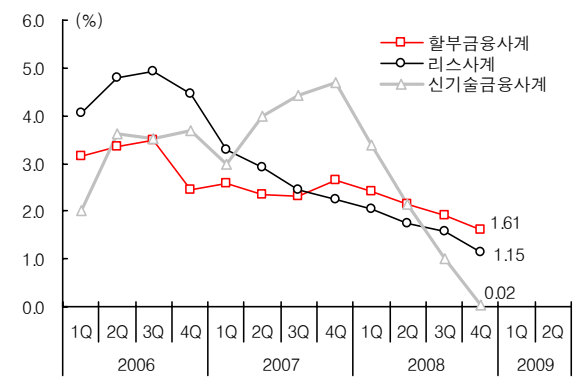
- 기은캐피탈은 부동산담보대출 건전성 악화로 연체율이 전년동기 2.14%에서 10%까지 급등하였고, 하나캐피탈은 기업대출을 줄이면서 전년동기 3.21%에서 기록하던 연체율이 6.26%로 상승하였다. 한편, 동부캐피탈은 연체율이 하락하였다.
- 이러한 연체율 상승은 최근 몇 년간 급속하게 자산규모를 확대해온 캐피탈사들이 디레버리지 하는 과정에서 필연적일 수 밖에 없다. 캐피탈사들의 대출자산 감소에 따른 연체율이 높아지는 것이다. 그러나 캐피탈사들의 주업종이 기계류 및 자동차 리스, 팩토링 등으로 경기침체의 영향을 직접적으로 받고 있어, 경기가 회복되지 않는 한 건전성 회복은 쉽지 않을 것으로 예상된다. 부동산 PF 관련 부실 급증 우려도 여전하다.

자산성장률



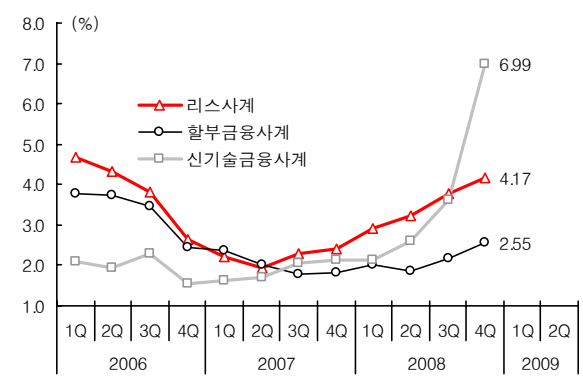
자료 : 금융감독원 금융통계시스템, SK 증권

수익성 급락세 지속 (ROA)



자료 : 금융감독원 금융통계시스템, SK 증권

연체율 급등 (1개월 이상 연체채권비율)



자료 : 금융감독원 금융통계시스템, SK 증권

■ **대손충당금 적립 부담이 있으나 경기가 서서히 회복되면 수익성 급락은 일단락 될 것**

- 2008년 연간 캐피탈사의 당기순이익은 7,480 억원으로 '07년(1조 1,374 억원)대비 34.2% 감소하였다. 경기악화로 할부 및 리스에 대한 수요가 감소한 반면 유동성 경색으로 자금 조달 비용은 증가하여 수익성 악화가 심화되고 있다. 캐피탈사 ROA는 2007년 4분기 이후 급락세를 지속하고 있다.
- 연내 경기침체가 서서히 완화되는 과정에서 기업들의 실적이 완전히 제고 되는 경기회복 시점까지 건전성 제고는 어려워도 경기민감업종을 중심으로 경기회복세와 함께 운전자금 및 투자를 위한 대출 수요가 확대될 가능성이 있으므로 수익성 급락은 하반기중 일단락 될 것으로 예상된다.

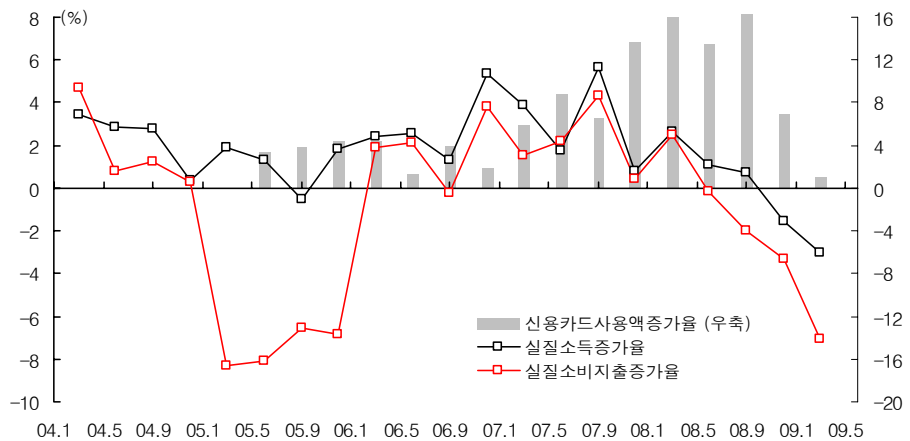
■ **은행 및 금융지주 계열의 캐피탈사와 대기업 계열의 캐피탈사들 등 대주주 재무적 지원역력에 따라 차별화 될 것**

- 유동성 경색 완화와 함께 캐피탈채에 대한 투자도 확대되고 있으나 경기회복에 대한 불확실성이 높은 지금 크레딧물 중에서도 특히 캐피탈채 투자에 있어서는 2009년 연간전망에서도 언급하였듯이 재무적 융통성 등에서 우위를 갖는 업체를 선별하여 투자하는 차별화 전략이 필요하다.
- 지난 '2009년 채권시장 전망 캐피탈 산업에서 언급한 바와 같이 은행 및 금융지주 계열의 캐피탈사와 대기업 계열의 캐피탈사들이 관계사의 지원하에 크레딧라인 확보 및 증자등을 통한 자금조달을 지속적으로 시도해 왔다. 작년 자금조달시장 여건의 악화로 인해 외부 차입이 거의 불가능하였으며, 시장을 통한 자금조달 등 외부차입이 현재 캐피탈사의 경영 여건을 감안하면 무리한 수준에 달하고 있어 하반기에도 캐피탈사가 수익성을 회복하는 시점까지 대주주의 재무적 지원을 통한 생존 경쟁이 지속될 것으로 보인다.
- 크레딧라인의 확보는 불안정한 자금시장 상황에서 금융기관들의 실질적인 위기 대응역량과 비례한다고 할 수 있다. 기은캐피탈, 신한캐피탈, 외환캐피탈 등과 같은 은행 및 금융지주 계열의 캐피탈사들과 대기업 계열의 캐피탈사들은 유동성 확보에 상대적 우위를 점하고 있다.

신용카드

- 예상보다는 수익성 양호 : 카드결제 선호로 변하고 있는 소비자 결제 패턴 + 타 금융업종보다 적은 대손충당금 부담**
 - 경기침체 지속에도 불구하고 수익성 선방 : 2009년 연간 전망에서 경기적, 구조적 요인 작용으로 민간소비 부진이 지속되어 국내 신용카드사 매출 감소를 예상하였다. 그러나 신용카드 이용실적(112.1 조원)은 전년동기대비 소폭 감소하는 수준(0.4%감소)에 그쳤고, 작년 1분기 발행한 비자카드 상장 특별이익 소멸을 감안하면 순이익 4,192 억원은 양호한 수준이다.**
 - 카드사태의 경험은 우수한 리스크 관리역량의 밑거름. 금융업종보다 연체율 낮아 대손충당금 부담 적어 : 신용카드업계의 1분기 실적은 은행 등 타 금융업종에 비해 우수한데, 이는 경기침체로 인한 충격이 은행이 받은 만큼 신용카드사에는 미치지 않았고, 카드사태 이후 학습효과로 타 금융기관에 비해 우수한 리스크 관리역량을 키워왔기 때문이다. 기업 구조조정이 진행되면서 은행들은 부실 정리 과정에서 상대적으로 많은 대손충당금을 쌓아가고 있는 반면, 신용카드사들은 연체율이 다소 상승하였으나 아직 여유가 있다. 또 불황기에는 평상시에 비해 연체수수로 수익이 늘어난다는 점도 수익성 유지에 기여한 것으로 보인다.**
 - 카드결제 선호로 변하고 있는 소비자 결제 패턴 : 소비 하락세가 예상보다는 양호하다. 또한 소비감소와 함께 신용카드 사용 규모도 줄어들고 있으나 카드결제비중은 상승하고 있다. 이는 소비에 대한 결제를 지연시키기 위해서 카드를 사용한다기 보다는 각종 할인 서비스 등의 혜택확대와 함께 카드결제를 선호하게 된 소비자들의 결제 패턴 변화에 기인한 것으로 수익성과 건전성이 동시에 유지되고 있는 원인으로 보인다. 일평균 이용건수 증가세(17%(y/y), 1.8%(q/q))가 일평균 사용 금액 증가세(2.2%(y/y), -2.5%(q/q))보다 빠르게 나타나는 것도 이를 뒷받침한다.**

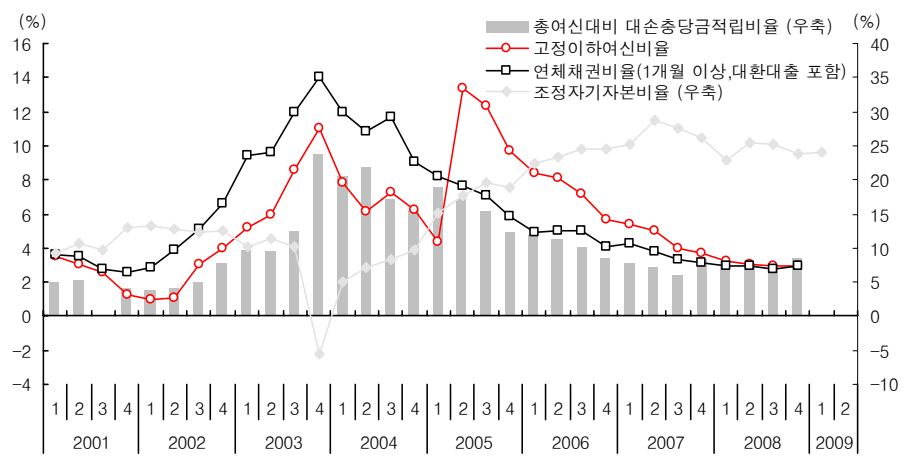
소득/소비지출/신용카드 사용 규모 동반 축소



자료 : 통계청, SK 증권

- 연체율 상승세도 예상보다는 양호, 신용판매와 현금대출 비중 안정적으로 유지하며 수익성과 함께 건전성 동반 유지
 - 자산건전성 다소 악화되었으나 예상보다는 양호한 수준 : 5개 전업 카드사의 1분기 연체율은 3.59% (1개월이상 연체채권비율, 대환대출 포함)로 전기대비 0.16%p 상승, 자산건전성이 다소 악화되었다. 실업률이 상승하고 실질소득 및 소비 증가율이 감소하여 연체율 상승을 우려해왔으나 예상보다는 양호한 수준이라고 판단한다. 글로벌 신용카드사의 연체율과 비교해도 양호한 수준이다.
 - 신용판매와 현금대출 비중 안정적으로 유지, 수익성과 건전성 동반 유지 : 1분기 신용카드 이용 실적은 전년동기대비 소폭 감소한 수준. 카드발급건수가 증가(+8.3%, y/y)하였고, 가계 소득이 감소하였음에도 불구하고 신용카드 사용은 크게 줄이지 않은 것으로 나타났다. 이용실적 중 신용판매(일시불+할부결제)는 1.2% 증가한 반면, 연체 가능성이 높은 현금서비스와 카드론 등과 같은 현금대출은 5.3% 감소하였다. 카드사태 이후로 신용판매와 신용대출 비율이 4대1 정도로 유지되고 있는 점은 건전성 관리 측면에서 긍정적이다.
 - 대손충당금 적립규모 확대 - 유상증자를 통해 자본여력 확충 : 자산 부실 규모가 확대될 수록 자산 건전성 확보를 위한 대손 충당금 규모가 커지므로 부채비율이 증가하고 자본 건전성이 약화된다. 그러나 3월말 현재 연체채권비율 확대에 맞춘 신용카드사의 대손충당금 적립비율 상승에도 불구하고 신용카드사들은 지주사 및 개별 카드사의 유상증자를 통해 자본여력을 확충하고 있다. 자본적정성을 나타내는 카드사의 조정자기자본비율은 3월말 기준 평균 24.1%로 2008년 12월말 기준 23.9%에 비해 0.2%p 상승하였다.

신용카드사 건전성, 예상보다는 양호한 수준

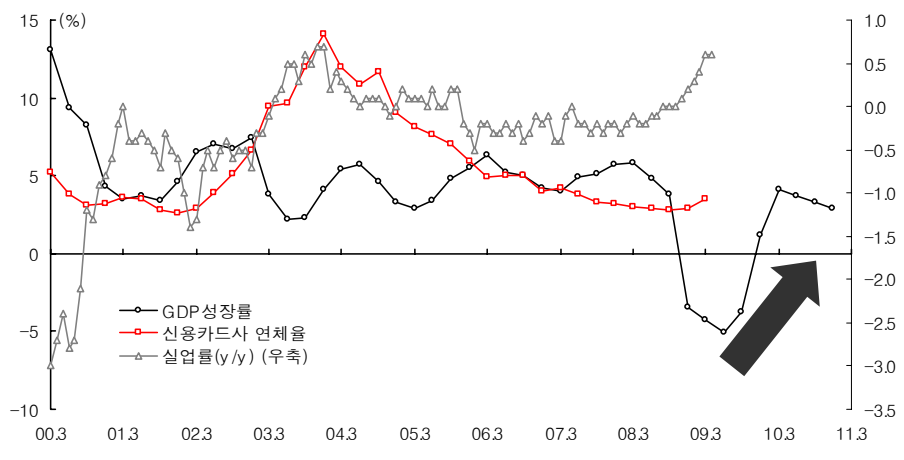


자료 : 금융감독원 금융통계시스템, SK 증권

■ 경기관련 변수에 주의를 기울여야 할 것이나 카드사태의 학습효과, 대주주의 재무적 융통성, 연내 경기 회복세를 감안할 때 신용카드사의 신용위험은 낮은 것으로 판단

- 카드사태를 거치면서 국내 신용카드사는 고객군에 대한 검증 및 리스크 관리 노하우를 축적하였고 비정상적이었던 수익구조를 개선하였다. 또한 국내 4대 신용카드사는 대기업 혹은 은행 계열로 재무적 융통성이 매우 우수하다. 외부적으로는 OECD 국가 중 가장 경기회복 속도가 빠르게 나타나는 등 경기 및 금융시장 여건이 해외에 비해 양호하다. 이러한 산업내외의 요인에 힘입어 국내 신용카드사는 시장의 우려를 불식시키면서 양호한 수익성과 건전성을 유지하고 있고, 경기에 관련하여 큰 변수가 없는 한 지속될 것으로 판단한다.
- 2009 년 하반기에도 저성장 기조 및 소득 감소세가 지속될 경우 신용카드 이용금액의 성장률은 둔화될 가능성이 크지만, 경기회복까지 몸집 키우기보다는 부실을 최소화하여 건전성을 유지하는 전략이 현명하다.
- 기업구조조정이 본격화된 이후 가계 채무상환 능력 저하, 최대규모의 카드사용액 및 우수한 경영실적의 이면의 소비 하방경직성과 리빙빙 잔액 규모 등을 고려할 때 연체율 급등 가능성에 대해 주의해야 하고 경기회복세에 주의를 기울여야 할 것으로 판단한다.

경기침체와 실업률 상승 → 연체율 상승, 경기가 회복되면?

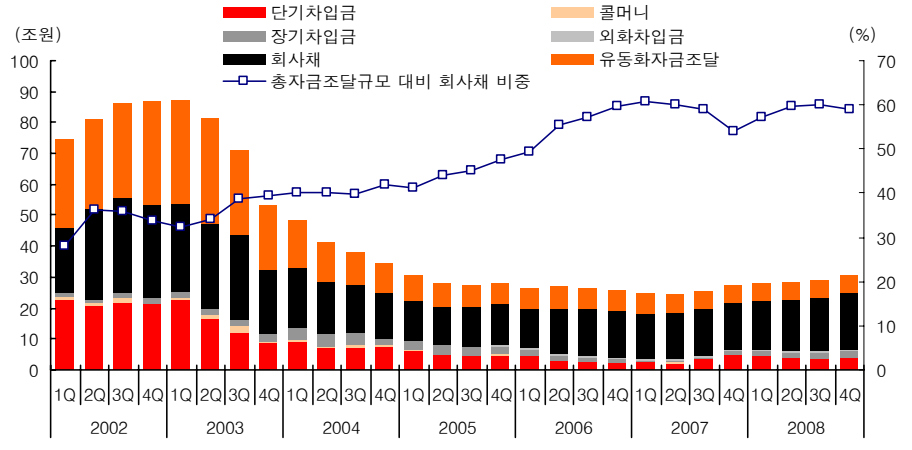


자료 : 통계청, 금융감독원 금융통계시스템, SK 증권

■ 카드채 신용스프레드 추가 축소 여지 남아있는 듯

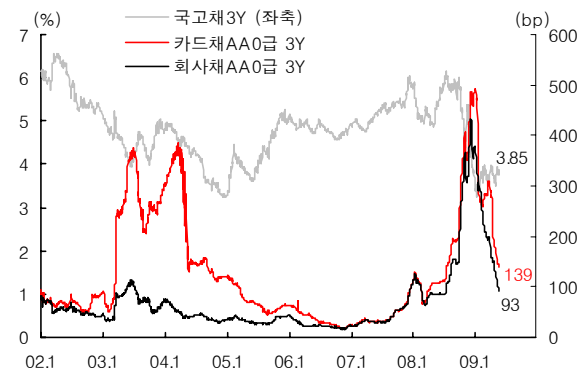
- 카드채 신용스프레드는 올해 1월 2일 492bp 까지 확대되어 2003년 카드사태 당시의 스프레드 확대폭(357bp, 2003/07/10 기준)을 크게 상회하였다가 정부의 유동성 공급 등의 수혜를 받고 현재 작년 리만사태 이전 수준까지 급격히 축소되었다(139bp, 2009/05/21 기준)
- 카드사태 이후로 산업이 안정된 이후에는 회사채 AA0 등급과 카드채 AA0 등급의 신용스프레드가 거의 동일하였다. 금융시장에 대한 불안 등이 상대적으로 회사채에 비해 카드채 신용스프레드 축소세를 더디게 하고 있으나 앞서 언급하였던 업황을 감안하면 카드채 신용스프레드는 동일 등급 회사채 스프레드만큼 축소될 것으로 판단한다.

차입금 규모는 카드사태 전후와 비교해 낮은 수준 유지



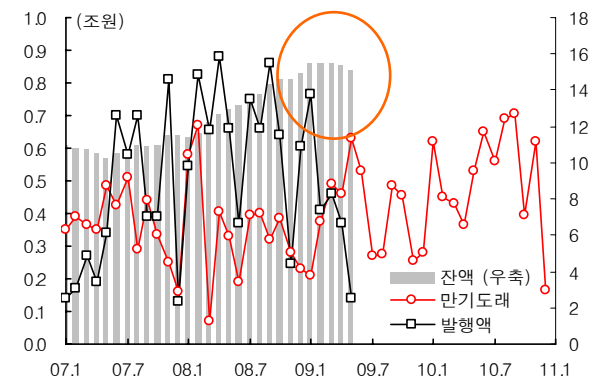
자료 : 금융감독원 금융정보시스템, SK 증권

카드채 스프레드 추가 축소 여지 남아있는 듯



자료 : KOSCOM, SK 증권

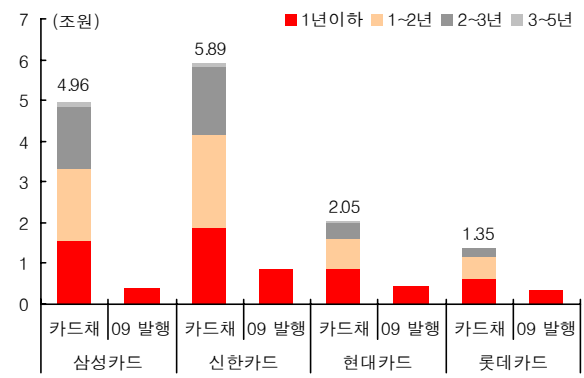
카드채 만기도래 물량 및 발행추이 - 잔액 감소



자료 : KOSCOM, SK 증권

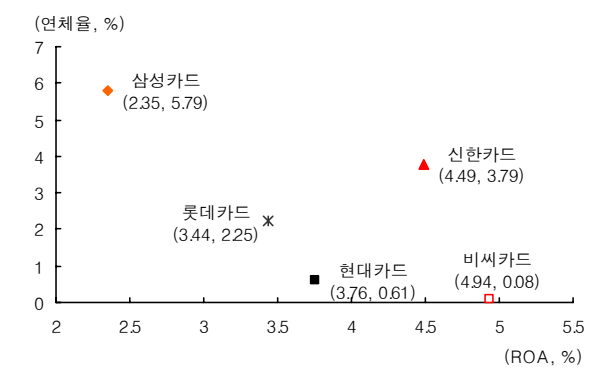
카드채 잔존만기 포지션

(09.05.20 기준)



자료 : KIS 채권평가, SK 증권

신용카드사 건전성 vs. 수익성 지표 비교



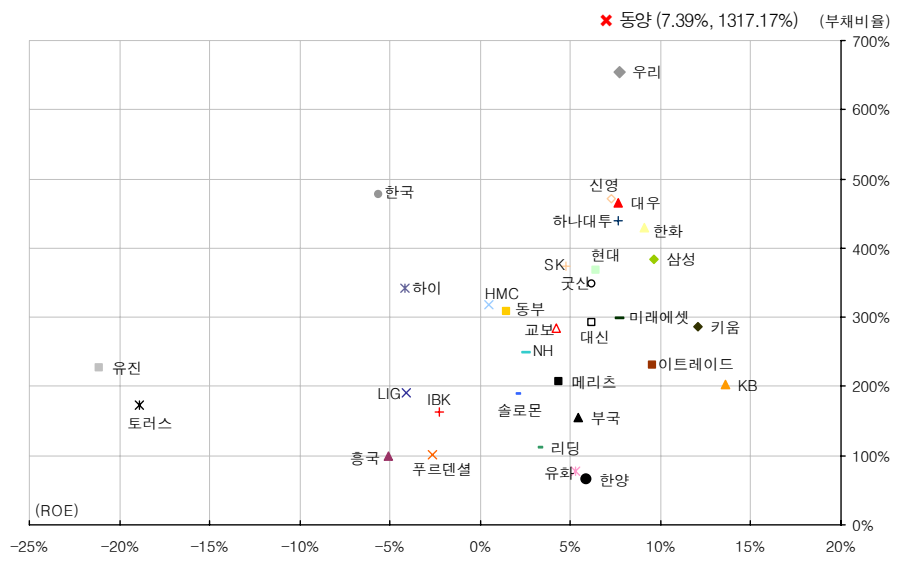
자료 : 금융감독원 금융통계시스템, SK 증권

증권

■ 자본시장통합법 시행에 따라 금융업종과 협력관계를 확대하며 향후 합종연횡에 대비

- 증권업은 자본시장통합법의 시행으로 금융업종 중에서 가장 먼저 수혜를 받는 업종이 될 전망이다. 오는 7월부터 지급결제업무가 본격적으로 시행될 예정이며, 지급결제업무는 장기적으로 자금이체 서비스와 결합된 금융상품 개발이나 교차판매를 위한 포석 역할을 할 수 있을 것으로 보인다. 하반기 선물업 진출시 신규 수익원으로 기대되는 FX 마진거래서비스 등 신성장 동력 확보 및 향후 M&A에 대비하여 시장점유율 확대, 리스크 관리 역량 확충 등 경쟁적인 내실다지기가 진행중이다.
- 빠른 시일 내 투자은행 탄생은 어려울 것이나 신사업부문 선점을 위해 업종간 협력관계 확대 증 : 그러나 경기 및 금융시장이 여전히 불안하고, 산업은행을 중심으로 한 금융업체들의 민영화도 지연될 것으로 보여 업종간-기업간 합종연횡이 근시일내에 개시되지는 못할 것으로 판단한다. 증권사 지급결제 실시를 앞두고 은행-증권사간 대행은행 계약을 맺거나 CMA 카드 출시를 앞두고 신용카드사와 협력계약을 맺는 등 새로운 사업부문을 선점하기 위해 경쟁적으로 타 금융업종과의 협력관계를 확대하고 있다.
- 인수가치가 높거나 은행계 및 대기업 계열인 증권사의 성장성이 두드러질 것으로 예상 : 국내 금융시장의 특성상 은행을 중심으로 인수합병이 이루어 질 것으로 보이는 가운데 향후 인수합병 행보를 위해 금융지주 및 은행의 자본확충이 활발하게 이루어지고 있는 상황이다. 은행은 규모나 금융시장에서의 장악력 등에 의해 자본시장통합법 하에서 인수합병을 주도할 것이나 인수합병을 통해 탄생할 투자은행 업무의 중심점은 증권사가 된다. 시장 점유가 상대적으로 공고한 증권사는 향후 M&A 대상으로서의 가치가 상승하게 될 것이고 은행계 및 대기업 계열 증권사의 성장성이 두드러질 것으로 예상된다.

증권사 2009년 1분기 부채비율 및 ROE 비교



자료 : 각사 공시 자료, SK 증권

■ 유동성 시장반등에 따른 투자심리 개선과 자본시장통합법 시행에 따른 신규 수익원 확보로 수익성 개선 기대

- 글로벌 신용경색 완화 및 저금리 기조에 따른 유동성 확대와 시장반등에 따른 투자심리 개선 등으로 2009년 상반기 증권업 수익성이 대폭 개선되었다. 4월 일평균 거래대금은 10.6조원으로 폭등하고 있다. 초저금리로 인한 시장 유동성과 작년 브로커리지 부문의 출혈경쟁으로 형성된 낮은 수수료율이 회전을 높이고 있으며, 이자수익이 또한 증가세를 유지하고 있다. 2009년 하반기에도 증권업종은 시중 유동성에 기대서 호황을 지속할 것으로 판단한다.

자본시장통합법 시행에 따른 업종간 협력 현황

지급결제를 위한 대행계약		CMA 카드 출시 협력	
신한은행	삼성증권	삼성카드	삼성증권
	미래에셋증권		동양증권증권
	굿모닝신한증권		우리투자증권
하나은행	동양증권증권	현대카드	HMC증권
	한국투자증권		현대증권
국민은행	현대증권	롯데카드	동양증권증권
산업은행	대우증권		우리투자증권
우리은행	우리투자증권		대우증권
			동양증권증권
			우리투자증권

자료 : SK 증권

2009년 상반기 금융지주사 및 증권사 회사채 발행내역 - 증권사 4,100억원, 금융지주사 1조 3,220억원 (DLS/ELS 제외)

종목명	발행일	만기일	발행액 (백만원)	이자유형	금리 (%)	상환순위	신용그룹명	민평수익률 (%)
우리투자증권43	2009-02-26	2012-02-26	250,000	이표고정	6.3	선순위	무보증사채 AA0	4.883
우리투자증권44	2009-03-09	2012-03-09	100,000	이표고정	6.3	선순위	무보증사채 AA0	4.91
대신증권09-1	2009-03-27	2012-03-27	60,000	이표고정	6.5	선순위	무보증사채 A+	5.276
하나금융지주4	2009-01-08	2011-01-08	300,000	이표고정	5.3	선순위	무보증사채 AAA	4.016
한국투자금융지주14	2009-03-05	2012-03-05	215,000	이표고정	6.8	선순위	무보증사채 AA-	5.55
하나금융지주5-1	2009-03-05	2011-03-05	110,000	이표고정	5.02	선순위	무보증사채 AAA	4.106
하나금융지주5-2	2009-03-05	2012-03-05	15,000	이표고정	5.51	선순위	무보증사채 AAA	4.816
KB금융지주2-2	2009-03-20	2012-03-20	50,000	이표고정	5.3	선순위	무보증사채 AAA	4.68
KB금융지주2-1	2009-03-20	2011-03-20	250,000	이표고정	4.98	선순위	무보증사채 AAA	3.97
우리금융지주25-1	2009-03-24	2011-03-24	50,000	이표고정	5.24	선순위	무보증사채 AAA	3.99
우리금융지주25-2	2009-03-24	2012-03-24	100,000	이표고정	5.39	선순위	무보증사채 AAA	4.686
우리금융지주25-3	2009-03-24	2014-03-24	150,000	이표고정	5.7	선순위	무보증사채 AAA	5.38
하나금융지주6	2009-04-10	2012-04-10	32,000	이표고정	5.05	선순위	무보증사채 AAA	4.863
하나금융지주7	2009-04-24	2012-04-24	50,000	이표고정	4.98	선순위	무보증사채 AAA	4.89

자료 : KOSCOM, SK 증권

건설

■ 부동산 관련규제 완화 및 신규분양 대폭 감소로 미분양 주택수는 감소할 전망

- 2009년 1월말 기준 수도권과 지방의 미분양 주택수가 모두 감소하였다. 올해 신규분양이 대폭 감소할 예정이고, 부동산 관련 규제의 대부분이 이미 완화 또는 폐지되었기 때문에 미분양 주택 수는 큰 폭은 아니지만 지속적으로 감소할 전망이다. 1월말 기준 전국 미분양 주택 수는 전년동기대비 31.9% 증가한 16만 2,693 가구. 민간은 16만 1,406 가구, 공공주택은 1,287 가구, 악성재고로 분류되는 준공 후미분양은 4만 8,534 가구였다. 서울을 포함한 수도권 및 지방 모두 전월대비 소폭 감소하여 각각 2만 5,531 가구, 13만 7,162 가구를 기록하였다.
- 08년 해외건설 수주는 476억불로 전년대비 19.9% 증가했다. 08년 해외수주의 급증의 원인은 크게 ①유가상승으로 인한 중동지역 국가들의 오일머니 증대로 석유화학 시설 신·증설 및 인프라 확충, ②개발도상국의 개발사업 확대였다. 그러나 글로벌 경기침체, 유가하락에 따른 중동지역 산유국들의 재정악화 때문에 올해 초부터 중동지역 국가들의 발주 취소, 연기가 가시화되고 있으며 개발도상국에서의 개발사업은 규모 축소·연기가 이뤄지고 있는 실정이다. 국내 건설사들의 해외건설수주에서 플랜트가 차지하는 비중이 56% 정도이기 때문에 올해 해외수주 감소는 불가피할 것으로 보이며 일반건축 및 고부가가치 토목 분야로의 비중확대가 필요할 것으로 판단된다.

건설사 구조조정 일지

날짜	내용	
2008	11.10	금감원 기업구조조정 전담반 설치
	11.28	금감원, 기업 재무개선 지원단 설립
	12.09	금감원, 구조조정 추진방향 발표
	12.23	태스크포스 구성
	12.31	건설, 조선사 신용위험평가 기준 마련
2009	01.06	은행, 111개 건설, 조선사 신용위험평가 착수
	01.08	채권금융기관 조정위원회 구성
	01.16	1차 신용위험평가 마무리
	01.17~01.19	채권은행단 이견 조율
	01.20	1차 신용위험평가 경과 확정 발표: 건설, 조선 2개사 퇴출, 14개사 워크아웃
	03.09	채권단, 2차 구조조정 기준 마련
	03.12	2차 구조조정 대상 평가 착수
	03.24	건설, 조선사 신용위험 평가 심의위원회
03.27	2차 신용위험평가 결과 확정 발표: 건설, 조선 5개사 퇴출, 15개사 워크아웃	

자료: 한국신용평가, 보도자료, SK 증권

- 건설사 구조조정은 다소 실망스러운 수준. 경기회복과 함께 실적개선이 예상되나 재무 안정성 및 채무상환능력에 대한 불안은 여전
 - 2 차에 걸친 건설사 구조조정이 마무리되었고 건설경기가 소폭 회복되는 모습을 보임에 따라 산업 신용리스크가 작년에 비해서는 줄어들었다. 그러나 그 폭은 여전히 만족스럽지 못하다. 구조조정 규모 및 강도에 대한 실망으로 중소 건설업체 부실확대에 대한 불확실성은 여전히 남아있다.
 - 구조조정 이후 건설사 신용리스크 감소가 다소 만족스럽지 못한 것은 회사채 발행시장에서도 나타나고 있다. 회사채에 대한 수요가 크게 확대되었던 2009년 상반기에도 건설사 채권의 발행금리는 다른 업종의 동일등급 회사채에 비해 다소 높게 책정이 되었다. 건설경기 회복세로 수익개선세가 나타남에도 불구하고 채무상환능력과 관련해서는 미심쩍은 것이 사실이다. 작년에 비해 금리가 많이 하락했다고는 하나 올해 발행한 대형 건설사들의 회사채 금리는 대부분 8% 이상이었으며 비슷한 등급의 타 업종 회사채와 2~3%p 차이가 나는 수준이다.
 - 2009년 하반기 건설경기회복과 함께 건설사 실적은 개선될 것으로 보이나 재무 안정성 및 대규모 차입으로 인한 채무상환능력에 대한 불안은 여전할 것으로 예상된다.

2009년 상반기 건설사 채권 발행 종목 (아래 종목 포함 총 2.97 조원 발행, 5월말 기준)

종목명	발행일	만기일	발행액 (백만원)	발행금리	신용등급	민평 (%, 5/20 기준)
현대산업개발129-1	2009-04-02	2011-04-02	260,000	7.9	A+	6.183
현대산업개발129-2	2009-04-02	2012-04-02	40,000	8.1	A+	6.883
GS건설121	2009-04-02	2011-04-02	100,000	7.6	A+	6.41
코오롱건설122	2009-04-13	2011-04-13	25,000	10.3	BBB0	9.436
현대중공업112	2009-04-13	2012-04-13	300,000	5.43	AA+	4.73
롯데건설94-1	2009-04-20	2010-10-20	40,000	6.75	A+	5.653
롯데건설94-2	2009-04-20	2011-04-20	160,000	7.05	A+	6.066
대우건설17	2009-04-23	2010-04-23	100,000	8.6	A-	7.59
현대건설286-1	2009-04-29	2011-04-29	100,000	6.7	A+	5.953
현대건설286-2	2009-04-29	2012-04-29	100,000	6.97	A+	6.483
두산건설49-1	2009-04-30	2010-04-30	50,000	8.6	A-	7.776
두산건설49-2	2009-04-30	2010-10-30	50,000	8.8	A-	7.936
SK건설134	2009-05-07	2010-11-07	100,000	7.9	A-	7.266
두산중공업33	2009-05-08	2012-05-08	200,000	6.4	A0	6.056
동부건설204	2009-05-14	2010-11-14	8,010	10.3	BBB0	10.066
동부건설204	2009-05-14	2010-11-14	8,010	10.3	BBB	10.066

자료 : KOSCOM, SK 증권

건설사 워크아웃 진행현황 (2009 년 5 월말 현재)

		진행현황	대상기업	구조조정 내용	Latest Updates
1차 신용위험 평가 (1월)	건설 11개사	MOU 체결/워크아웃 개시	이수건설		03월 31일
			동문건설		04월 10일
			경남기업		04월 10일
			월드건설		04월 16일
			풍림산업		04월 22일
			우림건설		04월 22일
		삼호	기존채권 2012년까지 만기연장 신규자금 920억원 지원 대주주 자금지원 1,450억원	04월 10일	
		워크아웃 졸업	신일건설	남양주 사업장 브릿지론(600억원)으로 ABCP(590억원) 상환 재원 확보	05월 18일
			롯데기공		03월06일
		기업회생절차	삼능건설		03월 31일
			대동종합건설		02월 19일
	조선 3개사	MOU체결	대한조선	기존채권 2013년말까지 만기연장 신규자금 1700억원 지원 무상감자 및 출자전환(51억원)	04월 24일
		워크아웃 중단	진세조선		05월 22일
		기업회생절차	녹봉조선		04월 28일
2차 신용위험 평가 (3월)	건설 13개사	MOU체결	신도종합건설	기존채권 2011년6월말까지 만기연장 신규자금 432억원 지원 대주주 사채출연 36억원 부동산 매각 84억원 등	05월 22일
			SC한보건설	대주주의 SC한보건설 지분매각 계약 체결	05월 28일
		경영정상화 계획 협의중	르메이에르건설		
			대원건설산업		
			화성개발		
			태왕		
		실시진행중	한국건설		
			새한종합건설		
		채권단 협의중	늘푸른오스카빌		
		워크아웃 졸업	대아건설		04월 30일
	송촌종합건설			03월 31일	
	기업회생절차	영동건설		03월 30일	
		중도건설		04월 29일	
	조선 2개사	경영정상화 계획 협의중	세코중공업		
워크아웃졸업		TKS		05월 20일	

자료 : 금융감독원

조선

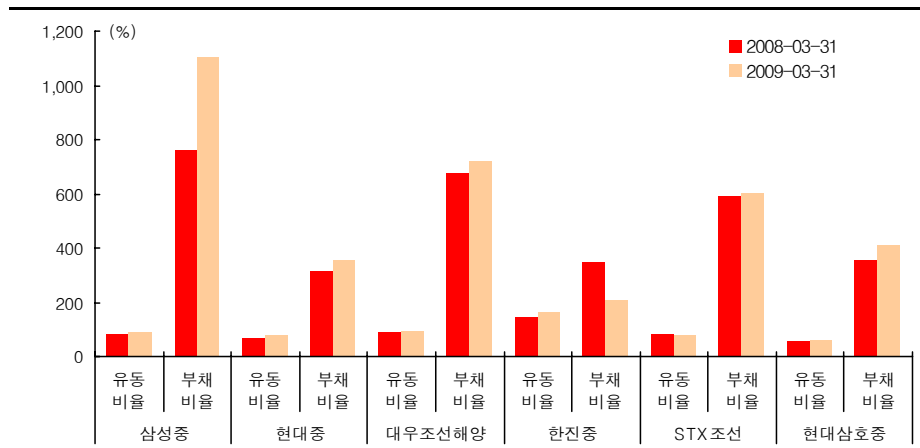
■ 수주여건 개선은 상당한 시일이 걸릴 듯

- 2008년 세계 신조선 수주량은 전년대비 49.1% 감소한 86 백만 GT 를 기록했다. 이는 사상 최고치던 2007년 대비 절반수준. 특히 금융위기가 촉발된 지난 4분기 수주량은 전년 동기대비 1/10 수준으로 감소했으며 2009년에도 수주급랭 분위기가 지속되고 있다. 물동량 급감에 따른 해운시황 악화, 선박금융시장의 자금경색, 신조선가 하락을 감안한 발주지연등이 신규발주를 억누르고 있기 때문이다. 선박금융시장 회복과 저선가라는 인식이 확산이 선행되어야 하므로 신조선 수주회복은 상당한 시일이 걸릴 것으로 예상된다. 하반기 수주여건이 다소나마 회복된다면 드릴쉽 등 해양플랜트 부문이 가장 빠르게 진전되고 컨테이너선 및 벌크선보다 유조선 발주가 선행될 것으로 보인다.

■ 후반기 하락효과로 2분기부터 이익률은 호전될 것이나...

- 국내 대형 조선업체의 경우 계약취소 사례가 거의 없는 편이지만 수주급감과 중도금 입금연기로 인해 자금사정이 다소 타이트해지는 추세이다. 이에 따라 한진중공업, 삼성중공업, 현대중공업, 대우조선 등이 수천억원대의 회사채를 발행하고 있다.
- 조선 5사의 2009년 매출액은 대부분 두자리수의 외형성장세를 유지할 전망이다. 1분기 영업이익률은 8%대로 직전분기(11.3%)에 비해 떨어지겠지만 2분기 이후에는 9~10%대로 다시 호전될 전망이다. 후반기 하락 효과가 2분기부터 본격적으로 반영되기 때문이다.
- 현대중공업은 벌커선을 건조할 군산조선소가 가동에 착수하고 태양광/풍력 생산설비를 보강할 예정이다. 드릴쉽 등 해양플랜트 분야에서 경쟁우위를 차지하고 있는 삼성중공업은 타 조선소에 비해 유리한 위치에 있다. 한진중공업은 유희 부동산 매각과 함께 인천북항, 동서울터미널 등 보유부지의 개발사업이 하반기부터 가시화될 것으로 예상된다.

국내 대형 조선사 유동비율 및 부채비율



자료 : 각사 공시 자료, SK 증권

■ 조선업체 구조조정 다소 미흡한 수준, 중소조선업체 관련 불확실성 소폭 해소

- 1~2 차 조선사 신용위험평가에서 C 등급을 받은 조선사들의 워크아웃이 거의 마무리되었다. 1 차 평가 대상 기업 중 대한조선은 MOU 를 체결(5.29)하였고, 녹봉조선은 기업회생절차(법정관리)에 들어가기로 결정하였으며, 진세조선은 워크아웃이 중단된 상태에서 향방을 정하지 못한 상황이다. 2 차 평가 대상 기업 중 TKS 는 조선사중 유일하게 워크아웃을 조기졸업(5/20)하였고, 세코중공업은 경영정상화 계획을 협의 중이다. 한편 신용위험평가에서 A 등급을 받은 중소형조선사는 SPP 해양, SPP 조선, 목포조선, 성동조선,대선조선, 삼진조선, 일흥조선, 삼호조선 등 8 개사이다.
- TKS 는 구조조정 과정에서 조선사로는 최초로 워크아웃을 조기 졸업했다. TKS 의 주채권 은행은 광주은행. TKS 는 대주주 차입금 355 억원 중 200 억원을 자본금으로 출자하고, 나머지 155 억원은 장기차입금으로 전환하여 자본금을 대폭 늘리고, 현금유동성을 강화하였다. 또한 워크아웃 기간 중 조선소 완공 등 투자가 순조롭게 진행되었고 신규선박 계약을 체결하는 등 실적개선의 여지가 확대됨에 따라 워크아웃을 조기졸업하였다.
- 구조조정 결과, 실질적으로 퇴출된 업체는 없을뿐더러 진세조선의 향방이 정해지지 않은 가운데 녹봉조선만이 유일하게 법정관리절차에 들어갔다. 지난해 조선업체 부실에 대한 우려와 비교하면 구조조정은 미흡한 수준이 아닐 수 없다. 구조조정 대상을 최소화하는 채권단 주도 구조조정의 한계로 중소 조선업체 부실 관련 불확실성은 소폭 해소된 수준으로 볼 수 있다.

■ 대형 조선업체 수년 만에 회사채 발행

- 최근 몇 년간 조선업 호황에 힘입어 외부차입을 거의 하지 않던 국내 대형 조선사들이 올해 상반기에 잇달아 채권을 발행하여 자금 조달. 상반기 삼성중공업, 현대중공업, 대우조선해양, STX 조선해양, 한진중공업 5 개사가 발행한 회사채는 총 2 조 4,250 억원 규모다.
- 대형 조선사 대부분의 부채비율이 전년동기 대비 상승한 가운데 특히 삼성중공업의 부채비율은 1,104%에 이르고 있다. 이는 대규모 선수금 유입 및 지난해 환율 급등에 따른 파생상품부채 및 확정계약부채 발생에 따른 것이다. 그러나 현금성 자산 규모 증가 등으로 실질적인 재무 안정성은 개선되는 추세이다. EBITDA/이자비용 비율이 5,700%에 달하는 등 회사채 발행 등 차입에 의한 유동성 위험은 없을 것으로 판단한다. 가장 회사채 잔액이 많은 한진중공업의 경우에는 부채비율이 크게 감소하였는데 이는 보유 부동산에 대한 자산재평가 실시에 따른 재평가차액 발생에 따른 것이다.
- 대형사 중 유일하게 유동비율이 감소한 STX 조선해양은 STX 계열 리스크가 여전한 가운데 CP 발행 등 유동부채가 확대되었다. 올해 2,200 억원 규모의 회사채를 발행한 STX 조선해양은 ROA -3.1%, ROE -20.4% 등 1 분기 수익성이 급락하였고, EBITDA/이자비용 비율이 225%로 몇천%에 달하는 경쟁사들에 비해 부채상환 능력이 다소 미흡하다.

전력/가스

■ 전력 : 원가부담 완화, 연내 전기요금 인상 추진으로 수익성 개선 기대

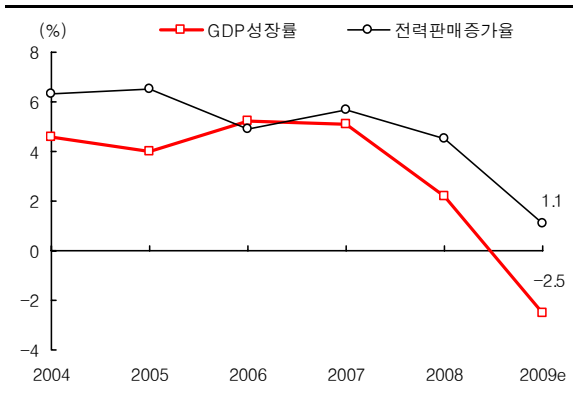
- 전력산업은 국민복지에 필수 불가결한 사회간접자본으로서 국가 정책상 매우 중요한 위치를 보유하고 있으며, 국내의 경우 전기사업법에 따라 독점공급 체제를 갖추고 있다. 경기 민감도가 매우 낮은 수요 특성을 가지고 있으나, 국가 정책의 영향을 크게 받는 관계로 경기침체에 따른 요금인상 역제가 전력업체들의 수익성 개선 지연 요인이 되었다.
- 지난해 수익성 저하의 가장 큰 원인이었던 원가 부담은 국제 원자재 가격 하향 안정과 환율 하락세로 상당부분 완화되었다. 정부는 올해 안에 전기요금 10% 인상을 추진하고 있는데, 인상 확정시 악화되었던 수익성이 다소 개선될 것으로 기대된다.
- 다만, 서민경제 침체에 따라 실제 큰 인상폭은 불확실한 상황이며, 향후 추가 인상 또한 억제될 것으로 예상됨에 따라 가시적인 수익성 회복은 당분간 지연될 것으로 판단된다.

■ 한국전력공사 : 수익성 저하, 그러나 독보적 시장지위와 공기업으로서의 사업안정성 유지

- 지난해 원가 상승에도 불구하고 공공요금 인상 억제 정책으로 판가가 고정됨에 따라 동사의 수익성이 크게 저하되었다. 또한, 6개 발전자회사 분할 이후 매년 3조원 이상의 송배전관련 설비투자로 인해 차입금 규모가 크게 확대되어 3월말 기준으로 22조원에 달해 재무구조가 악화되었다.
- 서민경제 악화 우려로 큰 폭의 요금인상이 불확실함에 따라 현금흐름 악화 추세는 당분간 지속될 것으로 보이며, 이로 인해 금융비용 부담이 증대될 것으로 판단된다.
- 단, 동사는 정부와 산업은행이 51.1%의 지분을 보유하고 있는 대표 공기업으로서 추후 정부의 보상 및 지속적 지원이 예상됨에 따라 국내 최고 수준의 신뢰도는 유지될 것으로 판단된다. 이를 바탕으로 원활한 자금 조달이 지속적으로 이루어지고 있으며, 향후에도 재무용통성은 최고수준을 유지할 것으로 전망된다.

GDP와 전력판매증가율

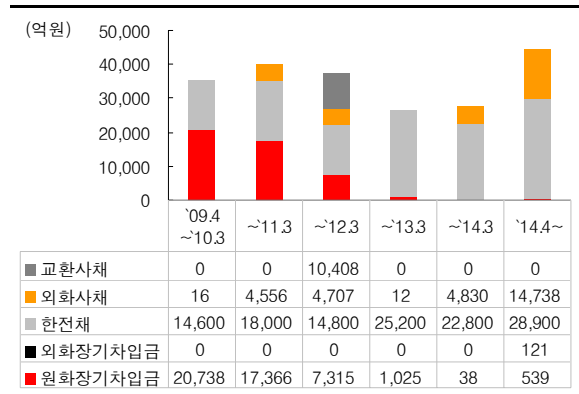
(단위 : %)



자료 : 한국전력공사, SK 증권 추정

한국전력공사 차입금 만기 포지션

(단위 : 억원)



자료 : 한국전력공사, SK 증권

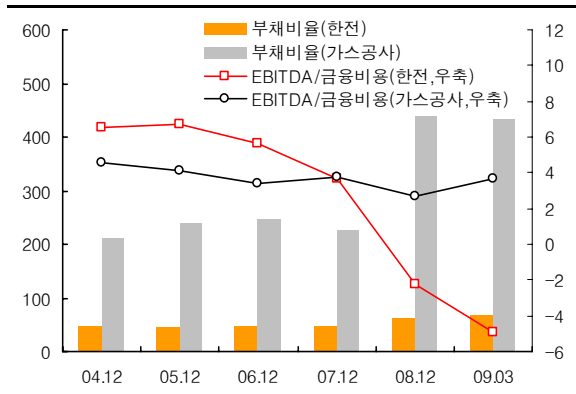
■ 가스 : 지역별 독점 체제로 안정적 수요기반 보유. 정부의 지속적 지원 예상

- 국내 가스산업은 국가 주요 기간 사업으로서 안정적인 에너지 공급을 위해 정부의 정책적 지원 및 법률에 근거해 사업안정성이 보장된다. 지역별 독점 체제를 보유하고 있으며 민감도가 비교적 낮은 특성으로 수요기반 또한 안정적이다. 또한, 가스요금은 원료비와 공급비용이 모두 소비자에게 전가되는 구조로 이루어져 있어 수익변동성이 낮은 편이다.
- 한편, 가스산업의 경쟁체제 도입시에도 규모의 경제 감안시 기존 가스업체들의 안정적 지위는 상당기간 지속될 것으로 판단된다.

■ 한국가스공사 : LNG 판매 급감으로 수익하향 리스크 확대, 도시가스부문은 안정적

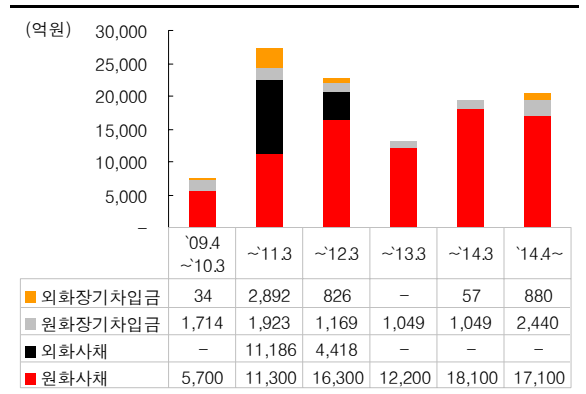
- 동사는 천연가스 도매부문의 독점적 지위가 법적으로 부여되어 있으며 61.2%의 지분을 보유하고 있는 정부(한전, 지방자치단체 포함)의 직/간접적인 지원이 지속됨에 따라 우수한 사업안정성을 유지하고 있다.
- 상반기 전력판매량 감소에 따라 상대적으로 발전단가가 높은 LNG 발전 비중이 줄어들면서 발전용 LNG 판매가 급감하였다. 당초 판매량 감소시 물량정산으로 보장되었던 수익성이 지난해 4 분기부터 유보됨에 따라 수익하향 리스크가 확대되고 있다. 다만, 해외 자원 개발사업은 성과가 가시화되고 있어 사업영역 확대와 이에 따른 수익성 제고가 기대된다.
- 한편, 산업 특성상 대규모 설비 투자가 지속되는데다 2008년 천연가스 가격이 급등하였음에도 불구하고 정부의 물가안정 정책으로 판매가격으로 반영되지 못함에 따라 미수금(회계상 판매가격과 실제 판매가격에 차이 : 2008년말 기준 3.5조원 규모)이 크게 확대되어 부채비율이 급등하였다.
- 그러나, 차입금의 질적 구성은 양호(정책자금 및 국내외 장기 사채 등)하며 만기구조 또한 고르게 분산되어 있어 상환 부담은 높지 않은 것으로 판단된다. 또한, 정부 지원가능성에 기반한 재무유동성은 우수한 수준으로써 추후에도 재무위험 발생 가능성은 낮을 전망이다.

한국전력공사/한국가스공사 재무비율 추이 (단위 : %)



자료 : Fnguide, SK 증권

한국가스공사 차입금 만기 포지션 (단위 : 억원)



자료 : 한국가스공사, SK 증권

통신

■ 이동통신서비스 : 포화상태의 성숙기 산업. 경쟁 완화 지속되며 안정적 수익 구조 유지

- 국내 이동통신 시장은 포화 상태에 가까워(총 인구 대비 보급률 90% 상회) 신규 가입자 확대를 통한 성장은 사실상 불가능한 성숙기 산업으로써 2008년 3분기부터 시작된 경쟁 완화 현상이 지속되는 모습이다.
- MNP(이동통신번호이동자수) 신규 규모 역시 일시적 급증세를 나타낼 뿐 전반적으로 유치 경쟁은 치열하지 않은 것으로 보이며 3G 전환 또한 시장자발적으로 이루어지고 있어 보조금을 앞세운 가입자 유치경쟁 급증 가능성은 낮은 것으로 판단된다. 따라서 마케팅 비용 절감을 통한 이동통신사 수익성 개선 추세는 지속될 전망이다.

■ 유선통신서비스 : 컨버전스 기반의 신성장동력이 주도하는 시장

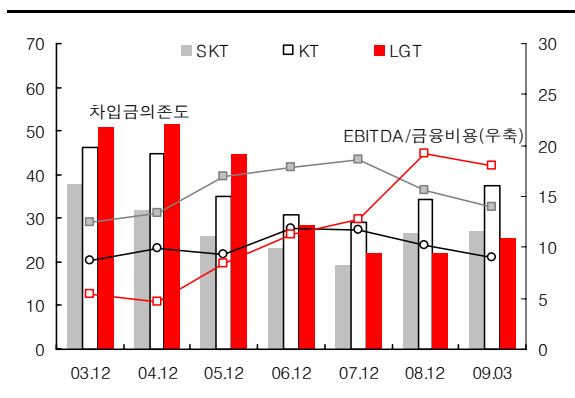
- 지난해 SK 텔레콤이 하나로통신 인수로 유선통신 시장에 뛰어든데 이어 KT와 KTF 합병으로 통신서비스 3사의 유무선통합 경쟁이 본격화되었다. KT 합병 법인은 무리한 경쟁사 가입자 유치전략을 지양하고, IPTV 및 WiBro 서비스의 신규창출에 집중할 가능성이 높아 당분간 컨버전스 기반의 신규 서비스 출시 경쟁이 통신서비스 시장을 주도할 전망이다. 한편, IPTV의 케이블 대비 요금경쟁력 등 신규 가입자 유치에 어려움을 겪을 가능성이 높아 서비스 경쟁으로의 전환에도 매출 증대를 통한 수익성 향상에는 시간이 걸릴 전망이다.

■ KT: 높은 유무선시장 시장지위와 인프라를 바탕으로 컨버전스 시장 주도 전망

- 국내 1위의 유선망을 선점하고 있는 KT는 KTF와의 합병으로 결합을 통한 유무선 서비스에 우수한 대응능력을 보유하게 되었다. 타사와는 달리 CAPEX와 인력소요가 축소되는 동시에 마케팅이 불필요하다는 점에서 비용절감 효과가 클 것으로 예상된다.
- 과거 민영화 과정에서 차입금이 크게 증가했으나, 98% 이상이 회사채로 구성되어 있는 등 재무안정성은 우수한 수준이다. 잉여현금 창출을 통해 지속적으로 재무구조를 개선중이며 자금의 추가 소요시에도 우수한 자금창출력을 바탕으로 원활한 조달이 가능할 전망이다.

이동통신 3사 재무비율

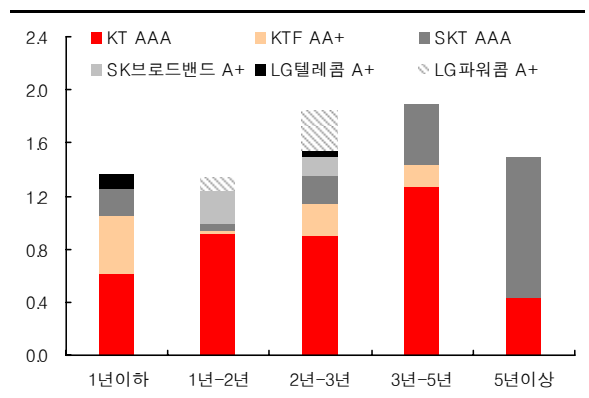
(단위 : %)



자료 : 각사 공시자료, SK 증권

주요 통신사 채권 만기 포지션

(단위 : 조원)



자료 : KIS 채권평가, SK 증권

디스플레이

■ 감산을 통한 재고조정, 수요진작 영향으로 예상보다 빠른 수익성 회복

- 2008년 하반기 이후 급격히 악화된 LCD 업황은 업체들의 감산 등을 통한 적극적 재고조정 노력과 각국의 경기부양책 효과로 예상보다 빠르게 회복중이며, LCD 패널가격은 안정세를 지속가고 있다. 한편, 패널업체와 세트업체들의 재고수준은 바닥수준까지 감소한 가운데 지나친 재고조정에 따른 반작용 및 수요진작 정책에 따라 가동률이 빠르게 상승하고 있다. 아직 가격상승폭이 작음에도 여전히 절대가격 수준은 원가를 하회하고 있어 당분간 영업적자는 불가피할 것으로 보이나, 하반기로 갈수록 적자폭은 크게 감소할 전망이다. 한편, 지난해 130억달러를 넘어서 사상 최고치를 기록했던 LCD 설비투자도 올해 전년대비 46.6% 급감하면서 2003년 이후 최저치를 기록할 것으로 예상되며, 이는 중장기적으로 수급개선에 긍정적 역할을 할 전망이다.

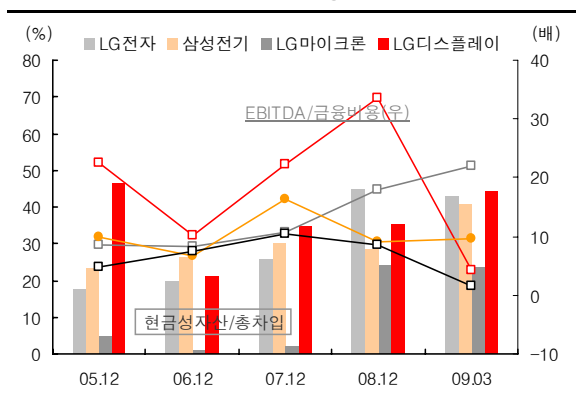
■ 단기성 차입금 규모 2.3조원. 보유 현금성 자산 2.7조원 감산시 무난한 수준

- 상위 4개 발행사의 부채비율은 90% 정도로 양호한 수준을 유지하고 있으며, 단기성 차입금(2.3조원 규모) 비중 또한 30%를 밑돌아 안정적인 재무구조를 유지하고 있다. 1년 이내 만기도래 채권 규모가 전체 잔액의 51.6%로 집중되어 있으며 단기성 차입금 규모가 총 2.3조원에 이르지만, 보유 현금성 자산 2.7조원을 감산시 무난한 수준이다.

■ LG 디스플레이 : 하반기 수익성 개선 기대. 잉여현금창출로 순상환 이루어질 것

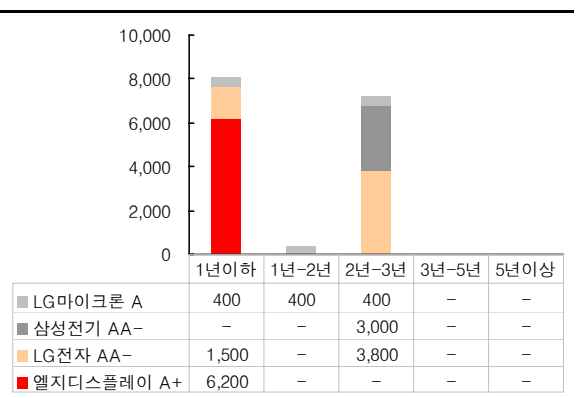
- 3월말 기준으로 2,241억원 규모의 잉여현금과, 1.6조원 규모의 현금성자산을 보유하고 있으며, 3분기부터 빠른 수익성 회복이 기대됨에 따라 잉여현금흐름은 지속될 전망이다. 한편, 총 차입금은 3.6조원 규모인데 전액 장기차입금으로 이루어져 있어 채무의 질은 우수하다. 5월중 만기 도래된 원화사채 2,300억원을 원활히 상환했으며, 11월에 만기 도래되는 2,300억원 또한 상환이 가능한 수준의 재무안정성을 유지할 것으로 판단된다.

주요 디스플레이 업체 재무구조 안정적



자료 : Fnguide, SK 증권

주요 디스플레이 업체 잔존 채권 만기 포지션 (단위 : 억원)



자료 : Displaysearch, SK 증권

음식료

■ 곡물가격 및 환율 하락 효과 하반기 가시화 기대. 수익성 회복 모멘텀으로 작용할 것

- 음식료업은 상대적으로 경기 민감도가 낮아 경기침체로 인한 타격이 적다. 그러나 인구 증가 제한, 고령화 사회 진입, 건강 선호 추세 확대 등으로 국민 식생활과 관련된 기본적인 수요가 정체된 상태에 있어 향후 글로벌 경기 회복 이후에도 음식료품 출하량 증가는 제한적일 것으로 보인다. 곡물가격은 지난해 하반기 고점 대비 절반 이하 수준으로 떨어진 후 회복세를 보이다 최근 완만한 상승세를 나타내고 있다. 지난해 곡물가격 하락에도 불구하고 원화 가치 하락으로 원가 절감 효과가 상쇄되었으나, 환율 하향 안정세로 하반기에는 수익성 개선이 나타날 것으로 판단된다.

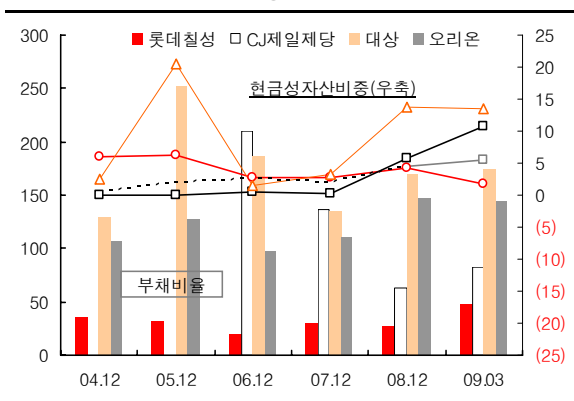
■ 음식료업체 상반기 7,500 억원 규모 순발행으로 선제적 자금 확보

- 수익성 악화로 주요 음식료업체들의 현금흐름이 악화된 가운데 상반기 중 6,700 억원 규모의 순발행을 통한 자금조달로 불확실성에 대비하는 모습을 보였다. 주요 발행사(잔액 기준 상위 6 개사)의 차입금 의존도는 30% 정도로 양호한 수준이며, 1년 이내 채권 만기도래 규모는 1,500 억원(전체잔액의 11%)으로 2,100 억원 규모의 현금성자산을 감안시 안정적이다.

■ 롯데칠성음료 : 국내 1 위의 시장지위, 두산주류 인수로 주류사업 시너지 효과 기대

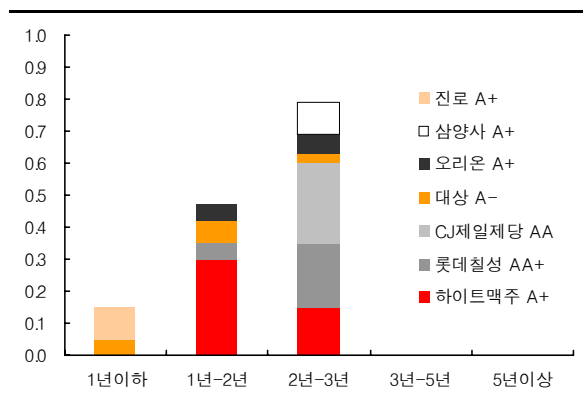
- 국내 최대의 청량음료 회사로써 음료시장 성장 정체에도 불구하고 다수의 브랜드와 다양화된 제품구성 및 유통망 등을 통해 확고한 시장 지위를 보유하고 있다. 주요 원재료 가격의 상승과 사업영역 확대에도 여전히 5% 이상의 견조한 영업이익률을 유지하고 있으며, 부채비율은 '08년말 기준 27.7%로 재무구조 또한 안정적이다. 한편, 동사는 지난 3월에 8년만에 2,500 억원 규모의 사채를 성공적으로 발행하였으며, 조달된 자금은 두산주류를 인수하는데 사용되었다. 주류사업 부문의 시너지 효과가 기대되는 가운데 양호한 이익창출력을 바탕으로 원활한 현금흐름이 예상됨에 따라 재무안정성은 유지될 것으로 판단된다.

음식료업체 부채비율과 현금성자산 규모 추이 (단위 : %)



자료 : Fnguide, SK 증권

주요 음식료업체 잔존 채권 만기 포지션 (단위 : 조원)



자료 : KOSCOM, SK 증권

전선

■ 전세계적 과점체제와 낮은 경기 민감도로 사업안정성 높은 수준

선진국 전력교체 계획, 각국의 경기부양책 → 국내 전선업체의 수출 전망 양호

- 글로벌 전선업은 과점시장에 가까워 사업안정성이 높은 편이며, 선진국의 교체수요 도래와 전력 인프라 구축붐에 힘입어 호황을 누리고 있다. 또한, 개도국 뿐 아니라 선진국조차 전력공급이 100%에 미치지 못하는 점으로 미루어 볼 때 꾸준한 신장세가 예상된다. 각국의 경기부양책과 전력수요 호조를 바탕으로 글로벌 수위업체 가동률이 100%를 넘어섬에 따라 국내외업체 모두 풍부한 수주잔고를 보유하고 있으며, 선진국의 전력교체가 계획되어 있는 점 등을 감안시 향후 최소 2~3년간은 수익성 호조가 지속될 것으로 판단된다.

■ LS 전선 : 국내 전선 업계 1위의 안정적 시장지위를 바탕으로 우수한 재무용통성 확인

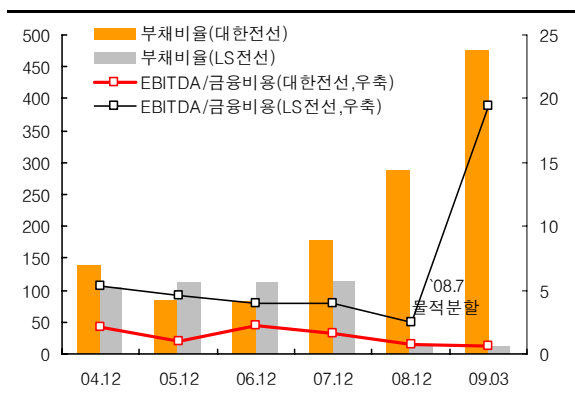
- 2008년 7월 LS(주)에서 물적분할되어 국내 1위의 시장지위를 보유하고 있으며, 승계받은 채무에 대해서는 LS(주), LS 엠트론(주)이 연대보증의무를 가짐에 따라 상환능력은 기존과 동일한 것으로 판단된다. 또한, 그룹의 안정적인 사업 영위로 각 계열사들의 시장지위와 재무건전성은 양호하게 유지되고 있어 그룹의 우수한 재무용통성이 인정된다.
- 한편, 동사는 지난 3월 2,300억원 규모의 채권을 유리한 조건으로 발행하는 성공하였으며, 조달된 자금은 어음결제 등 단기채무 상환 자금으로 활용되었다.

■ 대한전선 : 재무구조개선약정 체결, 다양한 유동성 확보 노력으로 연내 목표 절반 달성

- 부채비율이 큰 폭 상승세를 이어가고 있으며, EBITDA 대비 금융비용 부담도 높은 수준이다. 차입금의 대부분은 자산 확충 과정(프리즈미안 1.2조원 투자 등)에서 발생하였다. 최근 동사는 구조조정 대상 그룹으로 선정되어 주채권은행과 재무구조개선약정(MOU)을 체결했다. BW 발행(3,500억원), 유상증자(1,000억원), 대한ST 매각(700억원 내외) 등으로 이미 연내 목표(1조원 이상) 유동성의 절반 가량을 확보했으며, 향후 추가 유상증자와 계열사 매각을 통해 나머지 유동성 확보도 원활하게 이루어질 것으로 판단된다.

대한전선 부채비율 급등세 지속

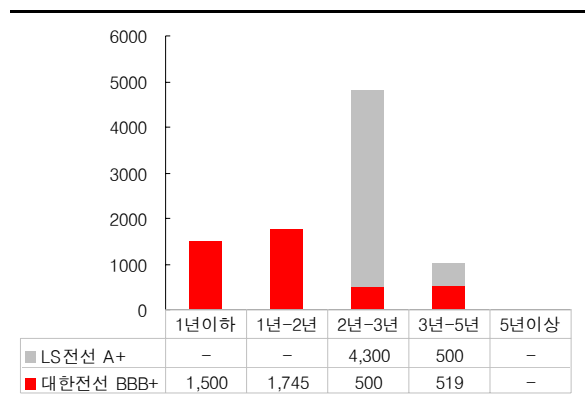
(단위 : %)



자료 : Fnguide, SK 증권

주요 전선업체 잔존채권 만기 포지션

(단위 : bp)



자료 : KOSCOM, SK 증권

자동차 / 자동차부품

■ 내수 감소세 둔화 등 긍정적 요인으로 수익성 완만한 회복 기대

- 국내 완성차업체의 1분기 판매대수가 전년동기대비 10년만의 최대폭인 30%(내수 -14.9%, 수출 -36.6%) 감소한것으로 나타났다. 내수와 수출 모두 소형차 호조세가 나타나는 가운데 기아차만이 내수에서 매출신장세를 나타냈으며, 수출에서도 비교적 양호한 실적을 보였다. 내수 감소세가 다소 둔화되는 가운데 세금감면, 다양한 신차출시, 공격적 마케팅 등의 긍정적 요인을 바탕으로 국내 완성차업체의 수익성이 완만한 회복세를 보일 전망이다.
- 한편, GM 대우는 ‘굿GM’으로 생존했으나 GM의 파산으로 인한 판매망 위축과 크레딧라인의 축소 가능성은 우려 요인이다.(현재, 전 은행권 크레딧라인 1.37조원 소진 상태)

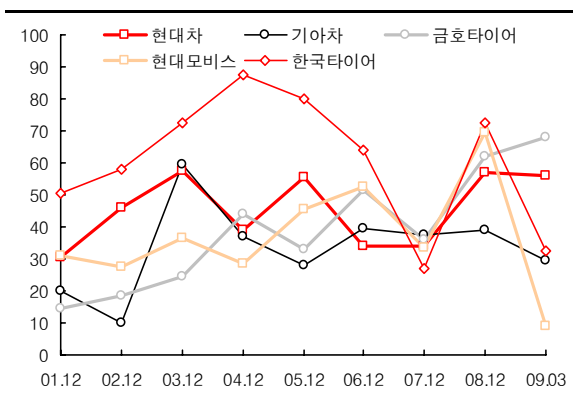
■ 현대기아차 : 점진적 수익성 개선. 국내외 시장점유율 상승으로 사업안정성 제고 기대

- 국내 최대 점유율(현대차 50%, 기아차 30% 내외)과 글로벌 시장에서 높은 인지도를 보유하고 있으며, 지역별 포트폴리오 분산, 소형차 위주의 제품라인업과 해외 생산비중 확대로 중국 판매가 3개월째 사상최고치를 기록하는 등 글로벌 마켓에서의 선전이 부각되고 있다. 한편, 기아차는 지난 3월 BW 발행을 통해 4,000억원 규모의 자금을 조달했으며, 해외 설비투자 지속으로 외부차입을 통한 운영이 당분간 지속될 전망이다. 양사의 단기차입금 비중이 다소 높은 수준이나 그룹내 사업중요성과 자금시장내 신인도를 바탕으로 원활한 자금조달과 차입금 장기화가 가능할 예상되어 재무안정성은 유지될 전망이다.

■ 자동차 부품 : 글로벌 자동차 수요 위축에도 A/S 부품사업 수익성 확대되어 재무구조 개선

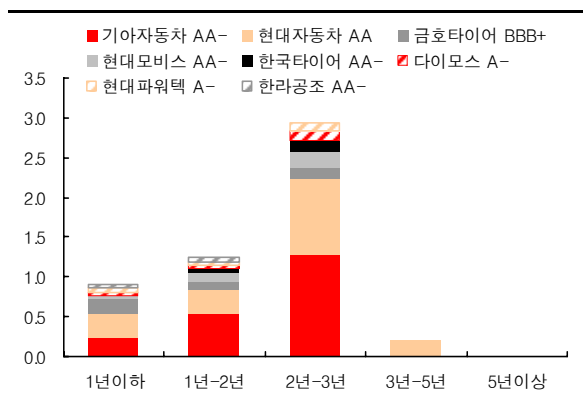
- 현대모비스는 국내 1위의 시장지위를 보유하고 있으며, 현대오토넷 합병 시너지로 글로벌 경쟁력 제고가 기대된다. 이와 관련한 자금수요 확대가 예상되나, A/S 부품사업 부문에서 우수한 수익성을 바탕으로 CAPEX를 충당할 정도의 우수한 현금흐름(08년말 기준 9천억원 상회)을 실현하고 있으며 현금성자산 규모와 자금시장내 신인도 고려시 재무안정성은 유지될 전망이다. 한국타이어는 타이어시장에서 국내 1위 세계 8위의 우수한 시장지배력을 보유하고 있으며, 천연고무 등 원재료 가격 하락으로 수익성의 향상이 기대된다. 한편, 올해초 차환발행을 통해 차입금 장기화에 성공하였으며, 향후 예정된 국내의 설비투자 관련 자금 조달 역시 양호한 재무탄력성을 바탕으로 원활하게 이루어질 전망이다.

현대모비스 단기차입금 비중 큰 폭 감소 (단위 : %)



자료 : Fnguide, SK 증권

주요 자동차업체 잔존 채권 만기 포지션 (단위 : 조원)



자료 : KIS 채권평가, SK 증권

반도체

■ 하반기 성수기 공급부족 예상되며, 국내 반도체 D램부문 수익성 개선 전망

- 2007년 공급과잉에서 시작된 반도체 불황기는 2008년 하반기부터 글로벌 경기침체 여파로 본격적 어려움을 겪으며 D램업계 4위를 기록했던 독일의 Qimonda를 비롯해 수위 업체들이 채무불이행 상황에 놓이게 되었다. 감소속도보다 수요 위축 속도가 더 가파르게 나타나 업계의 어려움이 가중되었으나, 이러한 수요 역성장세는 하반기 성수기를 대비해 완화될 것으로 보이며 D램 업체들의 설비 회복세가 지연되어 공급부족이 나타날 전망이다. 이에 따라 국내 반도체 업체 D램 부문의 수익성 개선이 진행될 것으로 보인다.
- 낸드플래시메모리 부문은 올해 메모리 카드 부문 수요로 가격상승이 지속돼 왔으나 지난해 가격 하락폭을 만회하기는 역부족이라 본격적 수익성 회복까지는 시간이 걸릴 전망이다. 특히, 하이닉스는 선두업체와의 기술 격차로 낸드부문의 수익실현은 어려울 전망이다.

■ 하이닉스 : 후공정 시설 매각으로 3.05억달러 조달. 2011년까지 1.3조 유동성 확보 계획

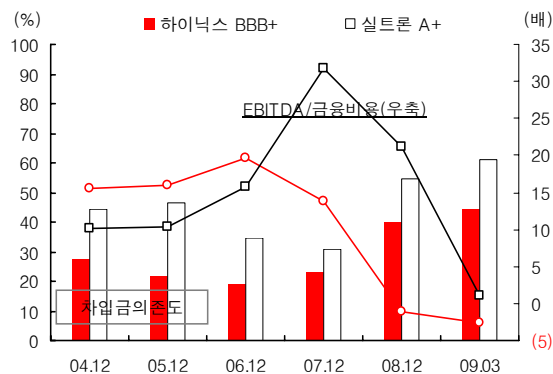
- 단기성 차입금 비중이 34.7%로 높은 수준을 나타내고 있으나, 대부분 유산 및 신디케이트론으로 대부분 차환이 가능할 것으로 보이며, 장기성 차입금의 만기는 잘 분산돼 있어 안정적이다. 동사는 재무구조개선 MOU를 체결한 뒤 인원구조조정, 제조비용 10% 절감, 시설 매각 등을 진행중이다(2011년까지 1.3조원의 유동성을 확보 예정). 후공정 매각대금 3.05억달러가 연말까지 유입될 예정으로 재무안정성이 제고될 전망이다.

■ 실트론 : 우수한 시장지위를 바탕으로 채권발행을 통해 차입구조 장기화에 성공

- 동사는 웨이퍼시장에서 세계 5위, 국내 2위의 시장지위를 보유하고 있으며, 국내 유일의 12인치 생산설비를 갖추고 있어 선두 메모리반도체 제조기업을 확보하고 있다. 경쟁력 확보와 글로벌 시장지위 제고를 위해 설비투자가 지속된데다 외화환산손실로 차입금 규모가 크게 확대되었다. 그러나, 올해에는 500억원 수준으로 투자규모가 축소된데다 경쟁력 강화로 환경변화 대응력을 갖추에 따라 수익성 호조가 예상됨에 따라 재무안정성은 점차 개선될 것으로 판단된다. 또한, LG 그룹의 주요 계열사로서 재무유동성도 양호한 수준이다.

반도체업체 재무안정성 악화

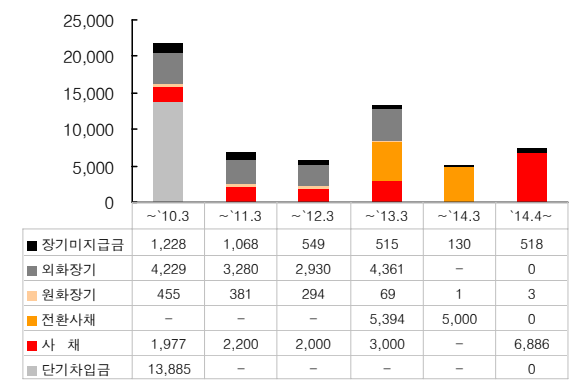
(단위 : %)



자료 : Fnguide, SK 증권

하이닉스 연도별 채무 상환 계획

(단위 : 억원)



자료 : 하이닉스 분기보고서('09.3), SK 증권

철강

■ 수요부진과 판가하락으로 글로벌 철강산업 수익성 저하 기조 이어질 전망

- 글로벌 경기침체로 인한 연관산업(자동차, 가전, 조선)의 부진으로 열연, 냉연, 후판 등 판재류의 가격 하락이 두드러졌다. 반면, 각국의 경기부양책과 SOC 투자확대에 대한 기대감으로 봉형강지수는 상대적으로 견조했으며, 아시아지역은 북미지역과 유럽지역에 비해 비교적 견조한 모습을 나타내 중국의 경기부양정책이 가시화되고 있는 것으로 보인다.
- 국내 철강업은 수요침체에 따른 가동률 하락과 제품가격 하락 리스크로 수익성 저하 기조가 이어질 것으로 판단된다. 또한, 중국의 수출환급률 조정을 통한 수출 장려정책으로 국내 수출가격마저 하락할 것으로 보여 국내가격 인하압박으로 작용할 가능성이 크다. 그러나 수입량 제한 버팀목으로 작용했던 환율이 하향안정세를 보임에 따라 수입산과 내수 가격 차이가 추가로 확대될 여지가 커 국내 철강업체의 경쟁력 저하가 우려된다.
- 다만, 국내 주요 6개 발행사의 1년 이내 만기도래 규모가 전체 채권 잔액의 13%에 그쳐 단기 채무 상환 부담은 낮은 편이다. POSCO를 제외한 5개사의 차입금의존도도 38.1%로 양호한 수준이며, 금융비용 지급부담도 낮은 것으로 보여 건전성은 유지될 전망이다.

■ POSCO: 대내외 변수에도 견조한 재무구조를 바탕으로 절대적 시장지위 유지

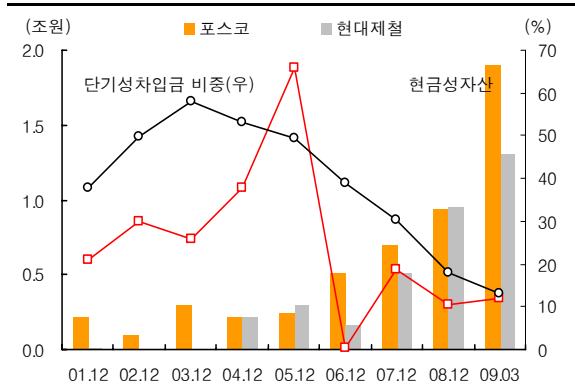
- 국내 1위, 세계 4위라는 절대적 시장지위를 바탕으로 우수한 수익성을 유지하고 있다. 제품경쟁력 확보를 위한 설비투자로 잉여현금이 축소되고 차입금 비중이 높아졌으나 재무안정성은 여전히 경쟁사 대비 우수한 수준이며, 37 조원에 달하는 자산 규모와 자금시장내 신인도를 고려할 때 향후에도 최상위 등급을 유지할 수 있을 것으로 판단된다.

■ 현대제철 : 일관제철사업 투자로 차입금 증가했으나 자산규모 감안시 재무안정성 양호

- 주력사업인 봉형강부문에서의 우수한 시장지위를 바탕으로 우수한 수익성을 보이고 있다. 일관제철사업 투자로 인한 차입금 증가로 재무안정성이 다소 저하되었으나 만기구조는 안정적이며 1.3 조원에 달하는 현금성 자산을 감안시 재무안정성은 양호한 것으로 판단된다.

포스코/현대제철 재무안정성 양호

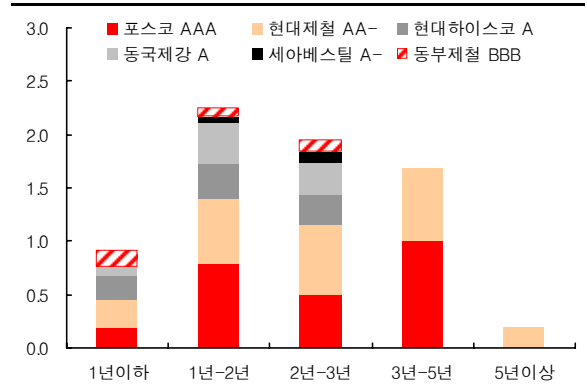
(단위 : %)



자료 : Fnguide, SK 증권

국내 철강업체 단기 채무 상환 부담 낮아

(단위 : 조원)



자료 : KIS 채권평가, SK 증권

정유

■ 석유소비 회복 및 환율 하향 안정세로 하반기 수익성 개선 기대

- 지난해 12 월을 바닥으로 세계 석유소비가 회복된데다 글로벌 국제유가와 환율이 하향 안정세를 나타냄에 따라 수익성 개선이 이어지고 있다. 본격적인 수요회복으로 해석하기에는 어려우나 단기저점은 확인한 것으로 판단되어 점진적 회복이 예상된다. 한편, 국내 정유사들의 상반기 판매물량은 당초 예상보다 나쁘지 않았으며 상위 5 개사(채권 발행잔액 기준)의 1 분기 평균 영업이익률은 3.3% 로 견조한 수익성을 보이고 있다
- 다만, OPEC 의 원유공급량 감산, WTI 선물 순매수세, 달러가치 하락 추세 등 고려시 국제유가의 재상승 가능성은 우려요인이다. 다만, 지난해와 같은 환율 급상승에 따른 환관련 대규모 손실은 발생하지 않을 것으로 판단된다.
- 신용등급은 분포는 대체로 A 등급 이상으로 우량하다. 평균 부채비율이 173.8%로 다소 높은 수준이며, 단기성 차입금이 7.4 조원 규모로 과중한 편이나 5.8 조원 규모의 현금성 자산을 감안시 재무안정성의 악화 가능성은 낮은 것으로 판단된다.

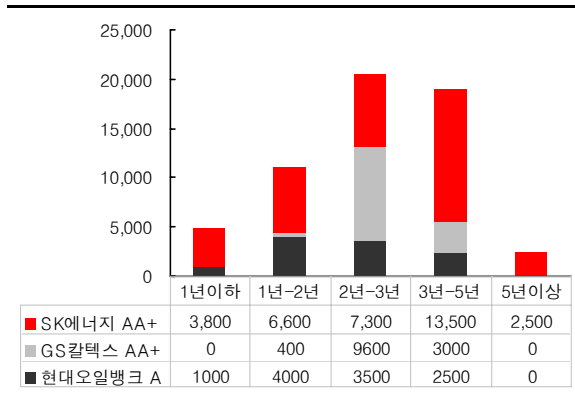
■ SK 에너지 : 독보적 시장지위를 바탕으로 우수한 재무용통성과 사업안정성 유지

- SK(주가 30% 지분을 보유하고 있으며, 주력사업인 정유부문은 국내시장 점유율 1 위를 영위하고 있다. 국내 최대의 정제능력과 유통망을 보유하고 있으며 석유화학 부문의 수직계열화된 사업구조로 우수한 사업안정성을 유지하고 있다. 2011 년까지 1.5 조에 이르는 고도화설비 투자를 추가로 계획하고 있으나 투자 자금 집행 시기는 분산되어 있으며, 현금창출력과 그룹내 주력사로서의 신인도를 고려할 때 우수한 재무용통성은 유지될 전망이다.

■ GS 칼텍스 : 차입금 증가 추세이나 시장지위와 재무용통성 감안시 재무안정성 유지될 것

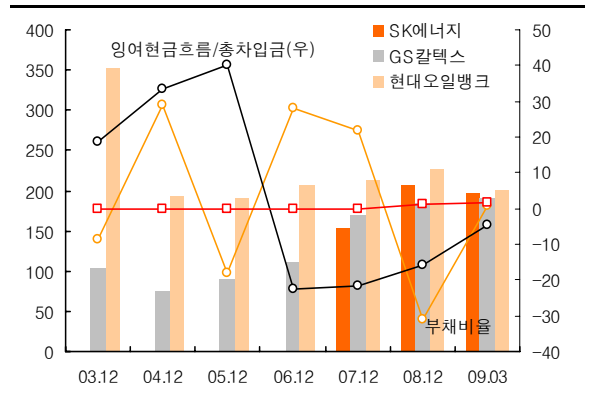
- SK 에너지에 이어 시장지위는 국내 2 위로 주력사업인 석유부문에서 양호한 수익성을 실현중이다. 고도화설비 투자로 인해 차입금이 증가하는 추세이나 차입금 만기 구조는 안정적이며, 단기차입금의 경우 대부분 원유 도입을 위한 Usance 이다. 안정적 채무구조와 자금시장내 우수한 재무용통성을 감안시 재무건전성은 현수준을 유지할 것으로 판단된다.

국내 주요 정유업체 잔존 채권 만기 포지션 (단위 : 억원)



자료 : KIS 채권평가, SK 증권

주요 정유업체 재무지표 개선 진행 (단위 : %)



자료 : Fnguide, SK 증권

석유화학

■ 화학제품 가격 급등으로 무색해진 Down Cycle. 그러나 본격적 Up Cycle 은 시기상조

- 예상밖의 화학제품 가격 급등으로 석유화학업황의 Down Cycle 이 무색한 시기였다. 이러한 가격 급등세는 일시적으로 수급밸런스가 어긋난 영향으로 판단된다.
- 당초 우려했던 중동의 신증설이 지연되는 점은 긍정적이나, Global 경기침체로 인한 전방 수요 감소 회복 속도가 하반기 석유화학 업황의 관건이다. 각국의 경기부양책으로 지난해와 같은 화학제품의 급격한 가격 하락 가능성은 낮지만, 2004 년과 같은 본격적 Up Cycle 은 시기상조라는 판단이다. 따라서 본격적 경기회복 이전까지는 제품별 일시적 물량증감, 급격한 재고소진에 따른 수요증가 등에 따라 가격변동성이 확대될 것으로 전망된다.
- 상위 6 개사(채권발행잔액 기준)의 단기성 차입금 비중이 40%를 상회해 비교적 높은 수준이다. 단기간내 대규모 잉여현금창출은 어려울 것으로 보임에 따라 차환발행이 예상되는 가운데 금호석유화학은 금융비용 부담 가중으로 인한 건전성 저하가 우려된다.

■ LG 화학 : 견조한 수익성과 최상위 수준의 재무용통성을 바탕으로 안정성 유지될 전망

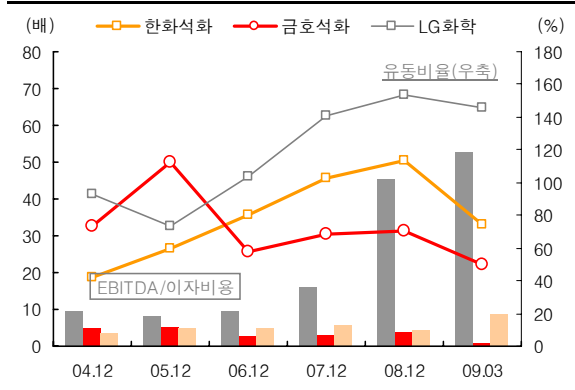
- 글로벌 경기침체에도 불구하고 다양한 제품 포트폴리오와 수직계열화를 통한 사업안정성으로 양호한 수익성(3 월말 기준 영업이익률 14.2%)을 지속적으로 창출함에 따라 3,500 억 원에 달하는 잉여현금을 보유하고 있다. 차입금은 모두 장기성 채무로 이루어져 있으며 업계 최상위 수준의 재무용통성을 보유함에 따라 우수한 재무안정성이 유지될 전망이다.

■ 한화석유화학 : 차입금 확대는 일시적 요인. 대규모 잉여현금 바탕으로 탄력적 대응 가능

- 2007 년 이후 그룹관련 자금소요로 차입금 의존도가 높아졌으며, 단기성 차입금 비중이 59.6%로 비교적 높은 수준이다. 게다가 2010 년까지 1,700 억원 규모의 중국 투자가 진행됨에 따라 자금부담이 지속될 전망이지만, 집행시기가 분산되어 있어 보유 잉여현금(3 월말 기준 1,212 억원)으로 상당부분 충당이 가능할 것으로 판단된다. 또한, 추가적 자금소요 발생시에도 우수한 재무용통성을 바탕으로 탄력적 대응이 가능할 전망이다.

유동비를 하락 기업의 이자 지급 여력

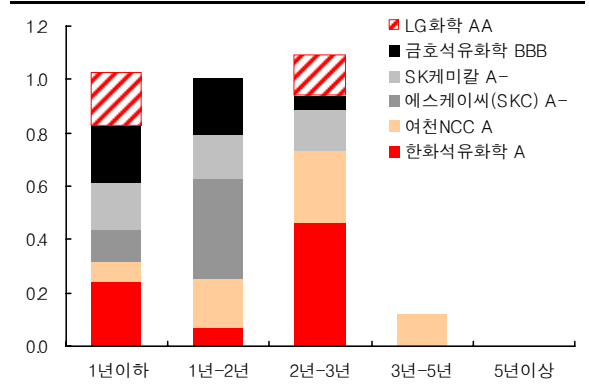
(단위 : %)



자료 : Fnguide, SK 증권

주요 석유화학업체 잔존 채권 만기 포지션

(단위 : 조원)



자료 : KOSCOM, SK 증권

기계

■ 전반적으로 양호한 수익성 시현 예상. 성장성이 가장 높은 분야는 발전플랜트

- 전방산업 호조와 수주증가로 단조, 피팅, 플랜트 기자재 수익성이 향상되고 있는 반면, 공작/건설기계업체는 글로벌 경기침체의 직격탄을 맞고 있다. 피팅업체의 경우 석유화학/정유플랜트의 신규건설 취소, 지연 움직임이 부정적이나 발전분야 비중확대와 해외로컬시장 개척으로 성장세는 이어지고 있다. 단조업체는 풍력발전의 풍부한 장기공급계약으로 안정적 수익성을 보장받고 있으나, 단기적으로는 P.O(구매주문서)물량이 감소하고 있어 다소 정체가 예상된다. 플랜트기자재 업체는 화력/원자력발전의 신규건설이 해외에서 활발해지고 있어 수혜를 입고 있는 반면, 공작/건설기계는 본격적 경기회복까지 어려울 전망이다.

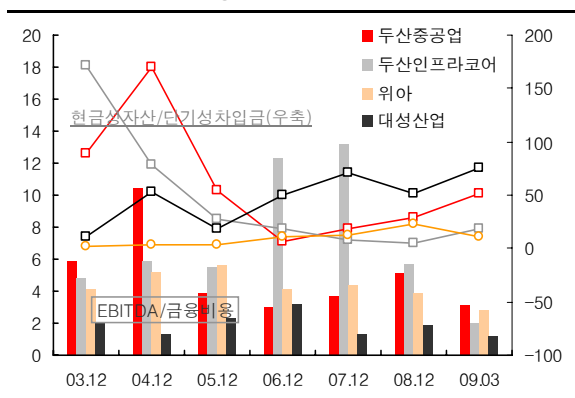
■ 순발행 기초 지속 예상, 수익성 개선 지연시 고정비 지급 부담 높아질 것

- 주요 기계업체의 단기성 차입금 의존도는 50% 수준으로 1년 이내에 상환해야 하는 단기성 차입금의 규모가 4조원에 달한다. 상반기 중 단기 차입금 상환 등의 목적으로 2.1조원 규모의 사채 순발행이 이루어졌으며 부(-)의 현금흐름이 지속됨에 따라 이러한 순발행 기초는 하반기에도 지속될 것으로 보인다. 차입구조 장기화 측면에서 긍정적이나, 금융비용 지급 능력이 낮은 업체의 경우 수익성 개선이 지연되면 재무안정성이 저하될 우려가 있다.

■ 두산중공업 : 부채비율 높으나, 견조한 수익성과 자산가치 감안시 재무안정성 유지될 전망

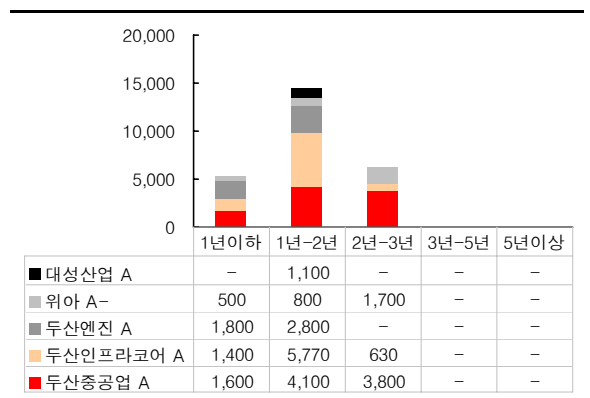
- 안정적 사업기반과 경쟁력을 바탕으로 수주잔고 증가세가 이어져 견조한 수익성(1분기 영업이익률 6.6%)을 시현하고 있다. 2005년 두산인프라코어 인수로 차입금이 급증한데 이어 지속적 운전자금 소요로 부채비율이 229.6%(3월말 기준)까지 높아졌으나, 프로젝트 설비구입 관련 유산스가 대부분이므로 프로젝트 완료시 줄어들 전망이다. 상반기 중 2차례에 걸쳐 6,000억원 채권을 발행하였으며, 3월말 현재 1조원에 달하는 현금성 자산이 있다. 보유 유동자산 및 부동산 가치와 영업현금 창출력 감안시 재무용통성도 나쁘지 않다.
- 다만 계열 리스크 측면에서 두산그룹은 SPC를 설립하여 비핵심 계열사 매각을 통해 7,800억원 규모의 자금을 조달하는 구조조정안을 발표하였다.

주요 기계업체 차입금 상환 및 이자지급 여력 (단위 : %)



자료 : Fnguide, SK 증권

주요 기계업체 잔존 채권 만기 포지션 (단위 : 억원)



자료 : KOSCOM, SK 증권

운송

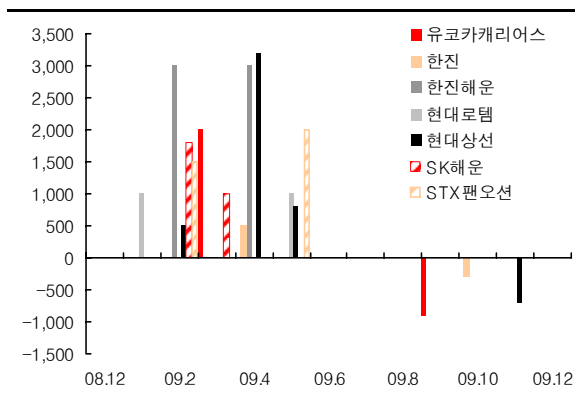
■ 해운 : 업황 악화 지속. 정부, 선박펀드를 통한 해운업체 지원 본격화

- 수급여건 악화로 전 선종에 걸쳐 운임하락세가 이어지고 있는데다 물동량 감소도 심각한 수준으로써 긍정적 요인을 찾기 어려운 상황이 지속되고 있다. 또한, 하향안정세를 보이던 국제유가마저 최근 재차 상승세를 나타냄에 따라 수익성 개선은 지연될 것으로 보인다.
- 한편, 계선 증가에 따른 고정비 부담과 복잡한 용대선 체인문제에서 발생한 부실채권 문제가 업황에 부정적 영향을 미치는 등 해운업체의 자금난이 가중됨에 따라 정부는 4조원 규모의 선박투자펀드를 조성해 지원에 나섰다. 선박을 매입하는 형식으로 진행된다.
- 주요 해운사(채권 발행잔액 상위 7 개사)의 3 월말 기준 부채비율은 180%를 상회하며, 단기성 차입금 비중 또한 32%로 높은 수준이다. 이런 중에 해운업체들은 올해들어 1.9조원 규모의 채권을 순발행하며 현금확보에 나섰다. 금리가 큰 폭 하락하여 조달여건이 개선된 가운데 업황 악화로 수익성 저하가 예상됨에 따라 향후 불확실한 상황에 대비하여 자금을 선확보하는 것이다. 유동성 악화에 대한 선제적 대응 측면에서 긍정적으로 평가한다.

선박투자펀드 운영 계획

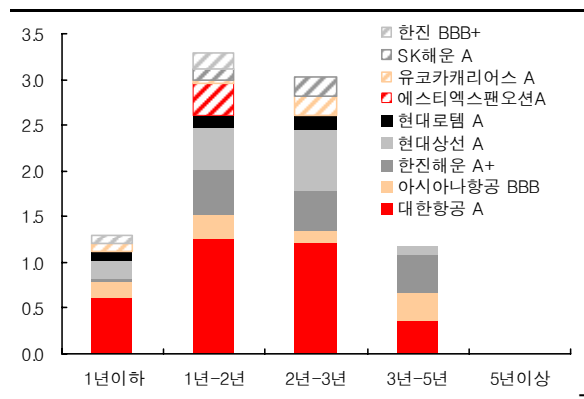
운 영	한국자산관리공사 (KAMCO)
규 모	4조원 규모 (달러로 조달)
출 자	구조조정기금 30%, 채권금융회사 60%, 민간 투자자 10%
지원방법	Sale & Lease back 방식 : 해운업체 보유 선박 시가 매입 → 선주에 재 리스
선박 매입 조건	선령 15년 이하로 선종과 톤수 제한 없음 매각대금 일부를 금융기관 채무상환에 사용할 것
진행사항	5/25 한국선주협회, 해운업체 대상 설명회(MOU체결) 5/26 채권금융회사 대상 설명회 5/29 선박 매입 공고 6~7월 해운업체 선박 매각 신청 접수, 매입 마무리

해운업체 채권 순발행 기초 - 현금 확보 총력 (단위 : %)



자료 : 한국채권평가, SK 증권

주요 운송업체 채권 만기 포지션 (단위 : 조원)



자료 : KIS 채권평가, SK 증권

■ **한진해운 : 컨테이너선 부문의 우수한 시장지위를 바탕으로 사업안정성 유지될 전망**

- 선박발주(2008년말 기준 총 38척)에 따른 증장기 투자로 3월말 현재 부채비율이 596%, 차입금 의존도는 53%로 악화되었다. 해상운임 변동성 확대와 가동률 저하로 당분간 수익성 개선이 어려울 전망이어서 외부차입 의존도가 높아질 것으로 보인다. 다만, 선박 투자에 대한 차입금은 장기화되어 있으며, 상황이 완료된 22척의 선박을 보유하고 있는 등 매각 가능 자산의 가치를 고려하면 재무용통성은 양호한 수준으로 판단된다.
- 한편, 한진그룹은 5월말 재무평가에서는 불합격 판정을 받았으나 재무구조개선 약정에선 제외되어 일단 한숨을 돌릴 수 있게 되었다.

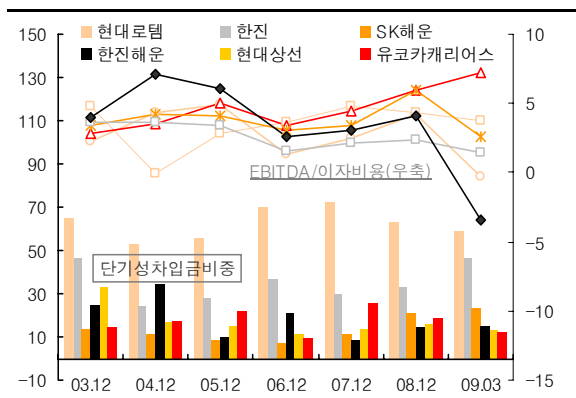
■ **유코카캐리어스 : 안정적인 사업구조와 견조한 수익창출로 재무구조 개선 추세**

- 자동차 해상운송 전문선사로 진입장벽이 높고, 지역별 과점체제 형성으로 사업위험은 안정적이다. 100%인 현대/기아차 국내 생산물량 운송비율이 2015년까지 60%로 조정되나, 주주사를 통한 영업네트워크로 무난한 대응이 가능할 전망이다. 단기성 비중(11.97%)은 양호하고, 이자보상배율 7.2 배로 우수하다. 건조중인 선박에 대한 자체부담(20% 수준)은 대부분 기집행되고, 추가 발주계획은 없어 투자부담은 점차 경감되고, 선박확충으로 인한 비용절감 및 담보능력 확충으로 추가 차입발생시에도 안정적 상환능력은 유지될 전망이다.

■ **항공 : 항공수요 국내외 경기침체 영향으로 항공수요 위축 불가피**

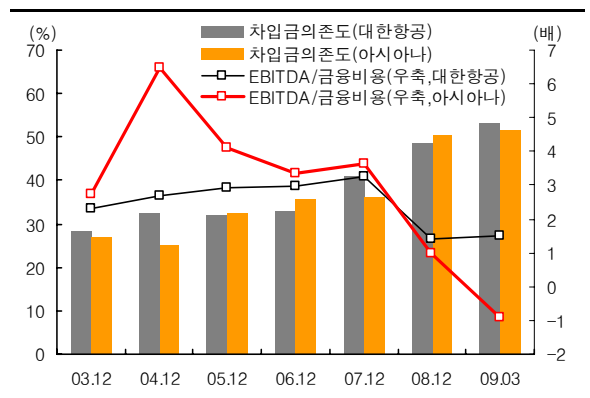
- 글로벌 경기침체와 원화약세로 수요가 위축됨에 따라 수익성이 크게 악화되었고 경기 회복 지연시 단기내 가시적 회복은 어려울 전망이다. 다만, 하반기에는 기저효과와 함께 미국 비자면제와 글로벌 경기부양 효과로 수송율이 전분기 대비 개선될 것으로 예상되며 환율도 하향 안정세를 이어감에 따라 어느 정도의 수익성 회복은 가능할 전망이다.
- **대한항공**은 수익성 저하에도 지속적 항공기 도입을 계획함에 따라 차입금 부담이 높아지고 있으나 보유 담보자산 가치와 자금시장내 신인도를 고려할 경우 재무용통성은 양호한 것으로 판단된다. **아시아나항공**은 고정비 부담이 높은 수준임에도 지난 3월 1,000억원 규모의 신주인수권부사채를 성공적으로 발행하였다. 그러나, 금호아시아나 그룹의 재무구조 개선 약정으로 그룹차원의 자금소요가 확대되는 점은 부담요인이다.

유코카캐리어스 - 돌보이는 재무안정성 개선 (단위 : %)



자료 : Fnguide, SK 증권

대한항공 · 아시아나 재무비율 추이 (단위 : %)



자료 : Fnguide, SK 증권

유통

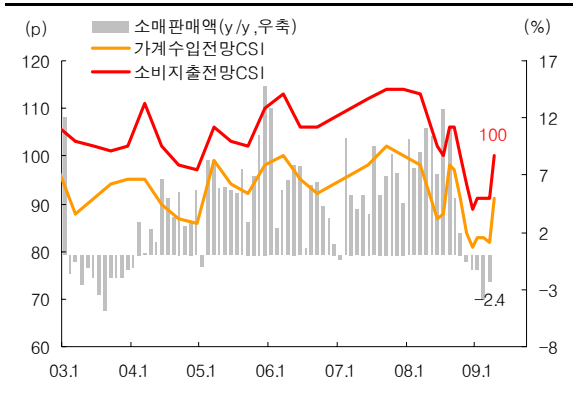
■ 소비 위축 진행되며 현금흐름 악화, 심리 회복으로 수요 확대 기대되나, 물가는 부담 요인

- 2009년 3월 소매판매액은 전년동월비 2.4% 감소해 지난해 11월 이후 5개월 연속 마이너스를 기록했다. 특히 내구재 중심으로 소비가 위축된 가운데, 비내구재 소비마저 증가세가 둔화됨에 따라 유통업계의 현금흐름의 악화가 불가피했다. 그러나 5월 들어 전년대비 신용카드 국내승인액 8.7%, 백화점 매출 5.4% 증가하여 소비 회복 조짐이 보이고 있다.
- 다만 소비자물가 상승률은 3분기말까지 2% 초중반으로 크게 낮아질 것으로 보이나 교통비, 항공료, 가스/전기 요금 등 서민경제에 밀접한 서비스물가의 상승 압력이 강화됨에 따라 채감물가 상승으로 인한 소비위축 가능성은 우려요인이다.
- 주요 유통업체(채권 잔액 상위 8개사)의 1년 이내 만기도래 채권 비중이 전체 채권 잔액의 4.9%인데 비해 단기성 차입금 비중이 42%에 달해 차입구조가 단기화되어 있는 점이 부담이나, 상반기 발행여건 개선을 바탕으로 1.56조 규모의 채권 순발행에 성공하였으며, 고정비 지급 부담 능력(EBITDA/금융비용)은 높지 않은 것으로 판단된다.

■ 롯데쇼핑, 신세계 - 유리한 조건으로 채권 발행에 성공. 업계 최상위 신용도 재확인

- 롯데쇼핑** : 다양한 업태에서 높은 시장지위를 보유하고 있어 경기변동 대응이 양호한 수준이며, 해외 소매유통업을 강화함에 따라 향후 성장성도 양호한 것으로 보인다. 2006년 기업공개 이후 3.6조원의 자금 유입으로 부채비율이 대폭 개선되었으며, 공격적 투자가 지속됨에도 51%로 낮은 수준이다. 한편, 당사는 2,000억원 규모의 채권을 발행하여 차입구조를 장기화에 성공하였다. 보유부동산 및 신용도를 고려할 때 재무유동성은 양호하다.
- 신세계** : 투자 지속으로 현금흐름이 악화됨에 따라 상반기 두 차례에 걸쳐 6,000억원 규모의 회사채를 발행하였다. 발행여건이 개선된 가운데 우량 회사채 수요 확대로 등급 민평수익률 대비로도 유리한 조건으로 발행함에 따라 금융비용 절감과 함께 우수한 신인도를 재차 확인하는 기회가 되었다. 올해 약 1조원 투자계획으로 현금유출이 이어질 전망이나, 담보가능 자산 및 자금창출력 등을 감안할 때 재무안정성은 유지될 것으로 판단된다.

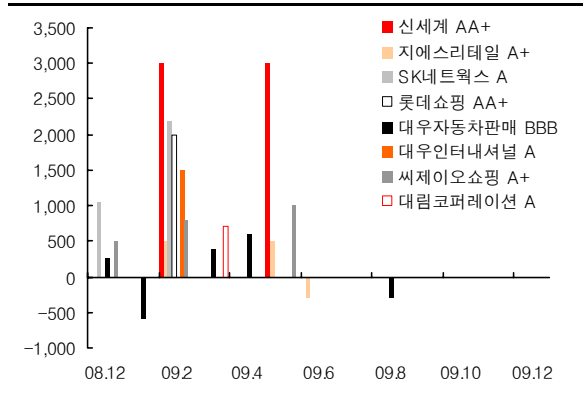
소매판매 위축 여전하나, 회복 기대 심리는 높아져



자료 : 통계청, SK 증권

주요 유통업체 상반기 채권 순발행

(억원)



자료 : 한국채권평가, SK 증권

섬유 / 의복

■ 소비심리지표 개선에도 물가부담은 여전. 의류 소비 회복은 지연될 전망

- 경기선행지수의 반등에 이어 소비자심리지수가 2개월 연속 상승하는 등 체감경기는 회복세를 보이고 있으나 실물경기로의 확산은 지연되는 모습이다. 게다가 국제유가의 상승세 재개, 공공요금 인상 등은 물가 상승 우려를 다시 가중시킴으로써 소비심리가 다시 위축될 수 있어 부담요인이다.
- 한편, 마케팅 강화로 4월 대형마트의 판매율이 소폭 증가했음에도 불구하고 의류부문은 8% 이상 감소하였으며, 백화점에서도 비슷한 감소율을 나타내 위축이 지속되고 있다. 1월의 재고상품 할인에 의한 깜짝 증가를 제외하면 9개월째 마이너스를 기록하는 것이다.

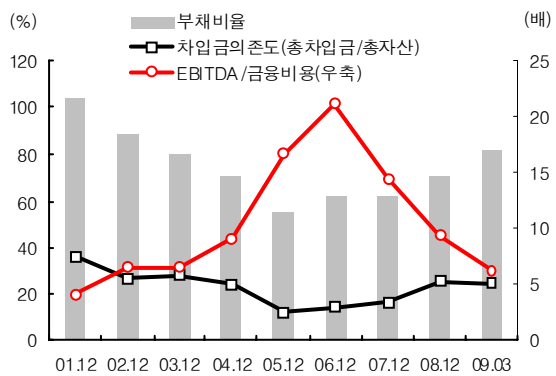
■ 생존게임에 살아남은 업체간에도 차별화 진행. 대기업, 고가 의류 위주로 사업 확대

- 이러한 업계 불황이 지속됨에 따라 생존게임에서 살아남은 업체들마저도 광고비 지출을 보수적으로 집행하고 초기 런칭비용이 크게 드는 자체브랜드 출시를 미루는 등 비용절감에 주력하는 모습이다. 다만, 차별화된 자금 여력을 보유한 대기업 위주로 불황에도 안정적으로 사업을 영위할 수 있는 라이센스 브랜드 판권을 취득하기 위한 움직임이 활발히 진행되고 있어 고가 의류 중심의 사업 확대는 당분간 지속될 전망이다.

■ 제일모직 : 상반기 1,000억원 규모 채권 발행으로 차입금 만기구조 장기화

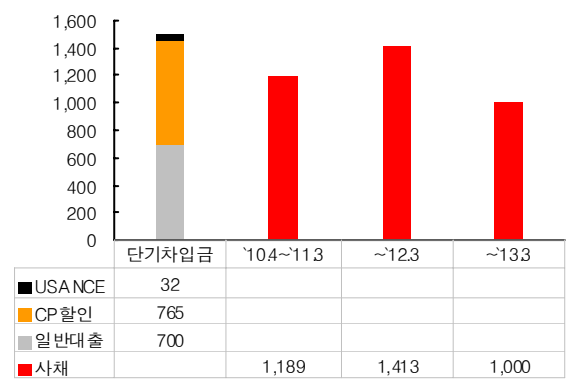
- 국내 패션업계 1위의 지위를 보유하고 있으며, 케미칼, 패션, 전자재료, 모직물 부문으로 사업이 다각화되어 있어 의류 산업 불황에도 위험 분산 효과로 양호한 수익성을 유지하고 있다. 대규모 투자 계획이 마무리되었음에도 불구하고 지난해 재고단가 상승 및 전자재료 부문의 일시적 운전자금 증가로 잉여현금 흐름이 악화되었다. 한편, 동사는 지난 1월 1,000억원 규모의 채권 발행을 통해 차입구조를 장기화하였으며, 3월말 기준으로 부채비율은 81.5%, 차입금의존도는 24.7%로 우수한 수준을 유지하고 있다. 견조한 영업이익 창출력과 재무용동성을 감안할 때 현 수준의 재무안정성은 유지될 전망이다.

제일모직 재무 안정성 지표 추이 (단위 : %)



자료 : Fnguide, SK 증권

제일모직 차입금 만기 포지션 (단위 : 억원)



자료 : KOSCOM, SK 증권

SK 증권 리서치센터 Analyst 현황

투자전략팀

리서치센터장	오상훈	8873	shoh@sks.co.kr
총괄, 투자전략	김준기	8905	maze@sks.co.kr
채권(전략)	양진모	8917	jmyang@sks.co.kr
채권(Credit)	이수정	8911	lsj0816@sks.co.kr
채권(Credit)	이하정	8887	hajeong@sks.co.kr
채권(Rates)	염상훈	8882	yum@sks.co.kr
주식(중장기전략)	최성락	8884	slchoi@sks.co.kr
주식(단기전략)	김영준	8904	sello-ccm@sks.co.kr
포트폴리오(주식/펀드)	원종혁	8874	ildo0725@sks.co.kr
펀드/부동산/원자재	안정균	8910	jkahn@sks.co.kr
펀드/연구지원	지미경	8889	jmk99@sks.co.kr
국내외 경제/외환	송재혁	8921	jhsong@sks.co.kr
국내외 경제(Emerging)	감민상	8662	mksam@sks.co.kr
투자정보(시장대리인실)	김승복	8591	seung11@sks.co.kr

기업분석팀

총괄, 바이오/제약/화학품	하태기	8872	tgha@sks.co.kr
음식료/담배	황 찬	8922	chan@sks.co.kr
자동차/조선	김용수	8901	kysoo@sks.co.kr
금융	신규광	8914	kkshin@sks.co.kr
제지/유통(무역/도소매)/전자상거래	김기영	8893	youngkim@sks.co.kr
컴퓨터/사무기기/전선/운송	서진희	8877	jinhee@sks.co.kr
디스플레이/가전/전자부품	이성준	8892	bonobono@sks.co.kr
반도체/반도체장비	박정욱	8886	jackpark@sks.co.kr
정유/석유화학	백영찬	8825	ycbaek@sks.co.kr
철강/비철금속	이원재	8923	wjlee@sks.co.kr
인터넷/S·W/종목개발/지주회사	복진만	8897	sks20280@sks.co.kr
기계/유틸리티(가스/전력)	이지훈	8880	sa75you@sks.co.kr
방송광고/엔터테인먼트/레저	이희정	8891	heuijung@sks.co.kr
건설/시멘트	김석준	8924	sjkimo@sks.co.kr
섬유/의복/IT 화학소재	황유식	8885	yshwang@sks.co.kr
금융	김용현	8920	kyh@sks.co.kr
통신장비	양태호	8931	taehoyang@sks.co.kr
RA(ITH/W)	조진호	8908	jhocho@sks.co.kr
연구지원	조혜승	8876	hscho@sks.co.kr

Compliance Notice

- 본 보고서는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.
- 본 보고서의 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의없이 어떠한 경우, 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 본 보고서는 당사 고객에 한해 배포된 것으로 입수가능한 모든 정보와 자료를 토대로 최선을 다하여 작성하였습니다. 그러나 실적치와는 오차가 발생할 수 있으니 최종 투자결정은 투자자 여러분들이 판단하여 주시기 바랍니다. 본 보고서는 투자판단의 참고자료이며, 투자판단의 최종책임은 본 자료를 열람하시는 이용자에게 있습니다. 어떠한 경우에도 본 보고서는 고객의 투자결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

기업금융 1팀

총괄	박영완	부장	8512	ywpark@sks.co.kr
회사채/주식 인수영업	이지현	차장	8063	jaylee@sks.co.kr
회사채/주식 인수영업	곽세용	과장	8350	kwaksnet@sks.co.kr
회사채/주식 인수영업	이용현	대리	8339	20060013@sks.co.kr
회사채/주식 인수영업	김한경	주임	8112	henrykim@sks.co.kr

기업금융 2팀

총괄	최성운	팀장	8088	swchoi@sks.co.kr
회사채/주식 인수영업	박인식	과장	8373	andyipark@sks.co.kr
회사채/주식 인수영업	엄진호	과장	8085	juno73@sks.co.kr
회사채/주식 인수영업	엄호천	대리	8359	misty105@sks.co.kr
회사채/주식 인수영업	최정호	주임	8489	rommnach@sks.co.kr
영업지원	장해정	주임	8375	jhj2825@hanmail.net

기업금융3팀

총괄	유정년	상무	8347	jnyoo@sks.co.kr
회사채/주식 인수영업	오성남	부장	8481	snoh@sks.co.kr
회사채/주식 인수영업	유진국	부장	8101	yujin@sks.co.kr
회사채/주식 인수영업	김영동	과장	8377	ydkim@sks.co.kr
영업지원	김별희	사원	8668	1128@sks.co.kr

PEF팀

총괄	유시화	부장	8068	shyoo@sks.co.kr
PEF영업	김정열	차장	8428	cykim@sks.co.kr
PEF영업	박원기	차장	8071	wonkee@sks.co.kr
PEF영업	김진태	과장	8329	simba@sks.co.kr
PEF영업	장근준	과장	8883	jkjoon@sks.co.kr
PEF영업	김근수	대리	8740	20070022@sks.co.kr
PEF영업	신재국	주임	8343	jai3003@sks.co.kr
업무지원	강해진	사원	8333	kikihjlove@sks.co.kr

FAS본부

총괄	김정현	상무	8007	jhkim@sks.co.kr
기업공개	임정섭	차장	8341	jslim@sks.co.kr
기업공개	이윤주	차장	8888	lyj310@sks.co.kr
기업공개	김홍기	차장	8166	wideland@sks.co.kr
기업공개	김현수	차장	8353	tten@sks.co.kr
기업공개	한 산	차장	8072	hans@sks.co.kr
기업공개	김경민	과장	8344	airkm@sks.co.kr
기업공개	장재혁	과장	8385	20862@sks.co.kr
기업공개	임중훈	과장	8686	jhlim@sks.co.kr
기업공개	윤선영	대리	8392	younsy@sks.co.kr
영업지원	김용원	대리	8702	yongokim@sks.co.kr
기업공개	박영훈	주임	8702	amaterasu@sks.co.kr
기업공개	김현용	주임	8356	hykim@sks.co.kr
영업지원	윤근아	사원	8327	yka003@sks.co.kr

법인금융팀

총괄	이병취	부장	8732	leebh2k@yahoo.co.kr
수익증권 영업	박동우	부장	8387	20060046@sks.co.kr
수익증권 영업	이동환	차장	8383	leedh2k@yahoo.com
수익증권 영업	이희철	과장	8307	zyniker@sks.co.kr
수익증권 영업	박형일	과장	8324	appeal@sks.co.kr
영업지원	고경미	주임	8397	kkm1002@hotmail.com

Project금융 1팀

총괄	송영선	부장	8378	tjpark@sks.co.kr
투자상품 개발	김태산	차장	8321	ts007@sks.co.kr
투자상품 개발	박태욱	과장	8415	twpark@sks.co.kr
투자상품 개발	이봉기	과장	8416	bklee@sks.co.kr
투자상품 개발	신익재	과장	8345	ishin@sks.co.kr
영업지원	김지선	사원	8331	kjsiiu@sks.co.kr

채권영업팀

총괄	오민영	팀장	8517, 8256	myfine@sks.co.kr
채권중개	조득영	차장	8403	chodybond@sks.co.kr
채권중개	전동한	과장	8258	jd1107@yahoo.co.kr
채권중개	최희승	과장	8519	lionhill@hanmail.net
채권중개	구명훈	과장	8482, 8534	aatiad@yahoo.co.kr
채권중개	고영근	주임	8912	20070007@sks.co.kr
매매체결	조원희	주임	8257	jwh23@hanmail.net

채권금융팀

총괄	구자운	부장	9102, 9103	kaeuny@yahoo.co.kr
채권중개	김병오	차장	9106, 9107	kolgap@hanafos.com
채권중개	정경순	차장	9110, 9111	leesooy@yahoo.co.kr
채권중개	황본승	차장	9116	20080284@sks.co.kr
채권중개	김장욱	과장	9116	jw959@sks.co.kr
채권중개	서지영	주임	9108	20080357@sks.co.kr
매매체결	서지혜	사원	9118	20080293@sks.co.kr

종합금융팀

총괄	이한조	부장	8440, 8441	hzlee1958@yahoo.co.kr
CP/CD중개영업	조성수	부장	8448, 8449	css0809@yahoo.co.kr
CP/CD중개영업	권용욱	차장	8450, 8451	ssky111@hanmail.net
CP/CD중개영업	이수현	과장	8398	priden@sks.co.kr
CP/CD중개영업	오민영	주임	8455	my1124@sks.co.kr
CP/CD중개영업	정성문	주임	9198	20080022@sks.co.kr
CP/CD중개영업	최기록	주임	8498	girogi7@sks.co.kr
영업지원	최나영	사원	8457	20080346@sks.co.kr

법인영업1팀

총괄	박대준	부장	8554	tjpark@sks.co.kr
주식영업	이국진	차장	8551	kjlee@sks.co.kr
주식영업	성백웅	차장	8535	bws@sks.co.kr
주식영업	안용진	차장	8537	20070103@sks.co.kr
주식영업	김영채	차장	8526	neozodia@sks.co.kr
주식영업	조종수	차장	8592	sbehold@sks.co.kr
주식영업	박근환	대리	8592	parkkeun@sks.co.kr
파생영업	김인원	부장	8521	kjw97@sks.co.kr
파생영업	이용표	대리	8523	pyolee@sks.co.kr
영업지원	김보혜	주임	8277	mama@sks.co.kr
영업지원	박효선	주임	8553	hyosun@sks.co.kr
영업지원	서윤희	주임	8530	junges@sks.co.kr

법인영업2팀

총괄	유용상	부장	8951	ysyoo@sks.co.kr
주식영업	김유석	주임	8406	asmal@sks.co.kr
영업지원	김미정	대리	8086	barona99@sks.co.kr

Project금융 2팀

총괄	윤한웅	팀장	8737	moonhanwoong@yahoo.co.kr
투자상품 개발	나윤수	과장	8239	rayouns@sks.co.kr
투자상품 개발	전용우	과장	8421	yongwoojeon@sks.co.kr
투자상품 개발	김현우	주임	8741	20080016@sks.co.kr
영업지원	윤혜진	주임	8742	rubygirl1228@hotmail.com

PF지원팀

총괄	이재원	팀장	8138	jaewan@sks.co.kr
신상품 개발	장영택	차장	8909	ytjang2000@sks.co.kr
신상품 개발	주영빈	차장	8422	jbysky@sks.co.kr
신상품 개발	이호림	과장	8389	kilogram80@sks.co.kr
신상품 개발	지의중	과장	8918	jizong@sks.co.kr
신상품 개발	정용운	과장	8390	sks20492@sks.co.kr
신상품 개발	권상준	대리	8739	sjoon74@hanmail.net
신상품 개발	김경훈	대리	8313	khkim7@sks.co.kr
신상품 개발	강순규	주임	8367	kangsq@sks.co.kr
상품관리	권정미	주임	9581	kjm@sks.co.kr
업무지원	오의진	사원	8027	yjoh81@sks.co.kr

SK 증권주식회사

대표전화 : 3773-8245

리서치센터 : 3773-8873
 기업금융본부 : 3773-8347
 종합금융팀 : 3773-8440
 법인금융팀 : 3773-8732
 Project금융1팀 : 3773-8378
 Project금융2팀 : 3773-8737
 법인영업1팀 : 3773-8554
 법인영업2팀 : 3773-8951
 채권영업팀 : 3773-8517
 채권금융팀 : 3773-9102
 고객행복센터 : 1588-8245

서울

영업부	3773-8245	신촌지점	323-8245
영등포구 여의도동 23-10 SK증권B/D 2층		서대문구 창전동 72-21 거촌B/D 4층	
명동지점	774-8245	역삼역지점	567-8245
중구 명동1가 59-1 증권B/D 2층		강남구 역삼동 642 한빛B/D 1층	
대치역지점	562-8245	신반포지점	3476-8245
강남구 대치동 507 원플러스상가B/D 3층		서초구 잠원동 16-1 잠원B/D 1층	
압구정지점	515-8245	송파지점	449-8245
강남구 신사동 612-1 압구정 증권B/D 4층		송파구 가락동 99-5 효원 B/D 4층	
종로지점	745-8245	방배역지점 / 방배자산관리지점	521-8245
종로구 수송동 68-1호수B/D 3F		서초구 방배3동 981-15 양지B/D 1층	
서초지점	596-8245	논현지점	553-8245
서초구 서초동 1714-21 3층		강남구 신사동 588-21 강남B/D 1층	
테헤란로지점	569-8245	강남대로지점	3663-8245
강남구 대치동 944-11 삼흥 제2B/D 3,4층		강남구 역삼동 832번지 SM빌딩 2층	
여의도자산관리지점	3773-8677	청담지점	3448-8245
영등포구 여의도동 23-10 SK증권B/D B1층		강남구 청담동 47-2 명보빌딩 3층	
서린지점	725-8245		
종로구 서린동 99 서린빌딩 지하1층			

지방

수원지점	(031)206-8245	해운대자산관리지점	(051)720-8245
수원시 영통구 영통동 996-3 대우 월드마크 2층		부산시 해운대구 우동 1505 백스코센텀호텔 3층	
안산지점	(031)416-8245	울산지점	(052)258-8245
안산시 본오동 877-8 보노피아B/D 2층		울산시 남구 달동 1365-13 종범B/D 2층	
성남지점	(031)721-8245	서울산지점	(052)222-8245
성남시 수정구 태평2동 3440 대한생명B/D 4층		울산시 남구 무거동 465-1 신정빌딩 3층	
분당지점	(031)708-8245	대구지점	(053)254-8245
성남시 분당구 서현동 246-3 한국학원B/D 2층		대구시 중구 덕산동 110 삼성생명B/D 2층	
분당자산관리지점	(031)749-8245	대구서지점	(053)651-8245
성남시 분당구 정자동 174-1 분당 더샵 스타파크 1층		대구시 달서구 본동 225-1 송림백화점 3층	
이천지점	(031)634-8245	성서지점	(053)586-8245
이천시 이천읍 창전동 165 화창B/D 5층		대구시 달서구 이곡동 1244-4 해일B/D 3층	
남양주지점	(031)594-8245	영천지점	(054)336-8245
남양주시 호평동 638-1번지 늘봄타워B/D 3층		영천시 완산동 1056-3 청우B/D 5층	
의정부지점	(031)861-8245	왜관지점	(054)975-8245
의정부시 금오동 474-2 대송B/D 3층		경북 칠곡군 왜관읍 왜관리 212-25 2층	
경기광주지점	(031)797-8245	진주지점	(055)759-8245
광주시 경안동 15-2 광주프라자 2층		진주시 상대동 299-4 명신에식장B/D 3층	
파주지점	(031)945-8245	포항지점	(054)249-8245
파주시 금촌동 986-1 청원센트럴타워 3층		포항시 북구 남빈동 415-17 대흥B/D 2층	
중동지점	(032)325-8245	마산지점	(055)298-8245
부천시 원미구 상동 449 한국산업은행B/D 3층		마산시 회원구 석전2동 245-12 건설공제조합B/D 4층	
서인천지점	(032)568-8245	창원지점	(055)262-8245
인천시 서구 심곡동 248 우민B/D 4층		창원시 상남동 73-3 서울메디컬센터 1층	
구월동지점	(032)464-8245	삼천포지점	(055)834-8245
인천시 남동구 구월2동 1241-4 아세아프라자 3층		사천시 동금동 141-7 경남은행B/D 3층	
홍성지점	(041)634-8245	서진주지점	(055)744-8245
충남 홍성군 홍성읍 오관리 311-1 선일B/D 5층		진주시 신안동 582-1 신안B/D 5층	
공주시점	(041)858-8245	광주지점	(062)222-8245
공주시 반죽동 1-2 금성B/D 3층		광주시 동구 금남로3가 9-2 제일은행B/D 4층	
대전지점	(042)472-8245	상무지점	(062)374-8245
대전시 서구 둔산동 1275 아이B/D 1,2층		광주시 서구 치평동 1178-6 한신B/D 2층	
청주지점	(043)268-8245	남원지점	(063)633-8245
청주시 흥덕구 가경동 1449 청주여객터미널B/D 3층		남원시 하정동 107-2 유남B/D 3층	
금양지점	(043)878-8245	전주지점	(063)287-8245
충북 음성군 금왕읍 무극3리 247-7 삼왕새마을금고 2층		전주시 완산구 효자동 1가 548-2 영광B/D 2층	
부산지점	(051)633-8245	고창지점	(063)562-8245
부산시 동구 범일동 830-136 SK네트웍스B/D 2층		전북 고창군 읍내리 638-1 전북은행B/D 2층	
구서지점	(051)581-8245	순천지점	(061)746-8245
부산시 금정구 구서동 184-3 금정타워 3층		순천시 현향동 1326-1 LG빌딩 4층	
연제지점	(051)851-8245		
부산시 연제구 연산동 702-1 프라임시티 2층			

본 보고서의 모든 저작권은 당시에 있으며, 당시의 동의없이 어떠한 경우, 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
 본 보고서는 당사 고객에 한해 배포된 것으로 입수가능한 모든 정보와 자료를 토대로 최선을 다하여 작성하였습니다. 그러나 실적치와는 오차가 발생할 수 있으니 최종 투자결정은 투자자 여러분들이 판단하여 주시기 바랍니다. 본 보고서는 투자판단의 참고자료이며, 투자판단의 최종책임은 본 자료를 열람하시는 이용자에게 있습니다. 어떠한 경우에도 본 보고서는 고객의 투자결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

채권투자판단 5단계 (3개월 기준, 국고채 5년물 수익률) -50bp 이하 → Overweight+ (듀레이션 적극 확대) / -30bp 이하 → Overweight (듀레이션 확대) / -30bp~+30bp → Neutral (듀레이션 중립) / +30bp 이상 → Underweight (듀레이션 축소) / +50bp 이상 → Underweight+ (듀레이션 적극 축소)