

2026
RESEARCH
FORUM

하나TV
하나증권

국내크레딧 전망 | 국내크레딧 김상만

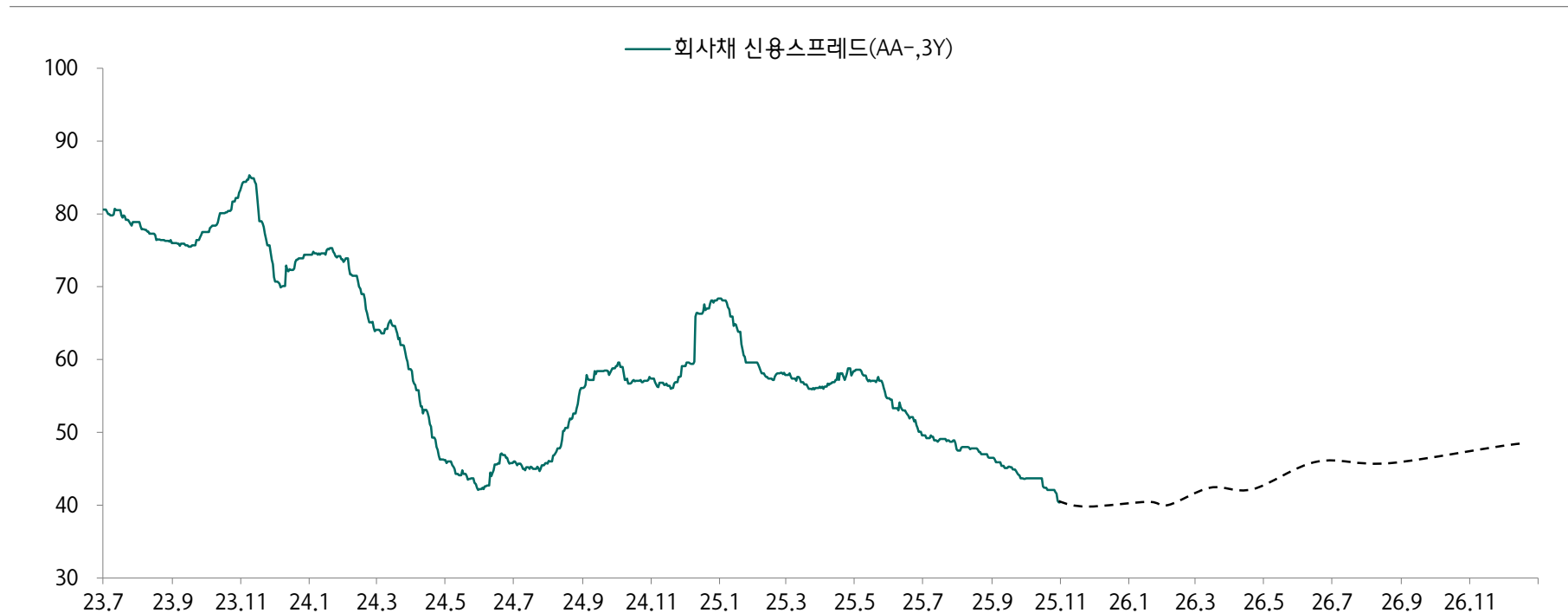


수급은 수급, 가격은 가격

하나증권

2026년 신용스프레드 전망

- '26년 신용스프레드는 점진적으로 확대될 전망
- (+) 우호적인 자금조달/수급 여건이 지속되는 가운데 vs. (-) 절대/상대 레벨 부담, 역캐리 해소
- 섹터별로는 상위 등급 회사채 / 여전채 > 하위 등급 여전채 / 회사채 > 은행채 = 공사채

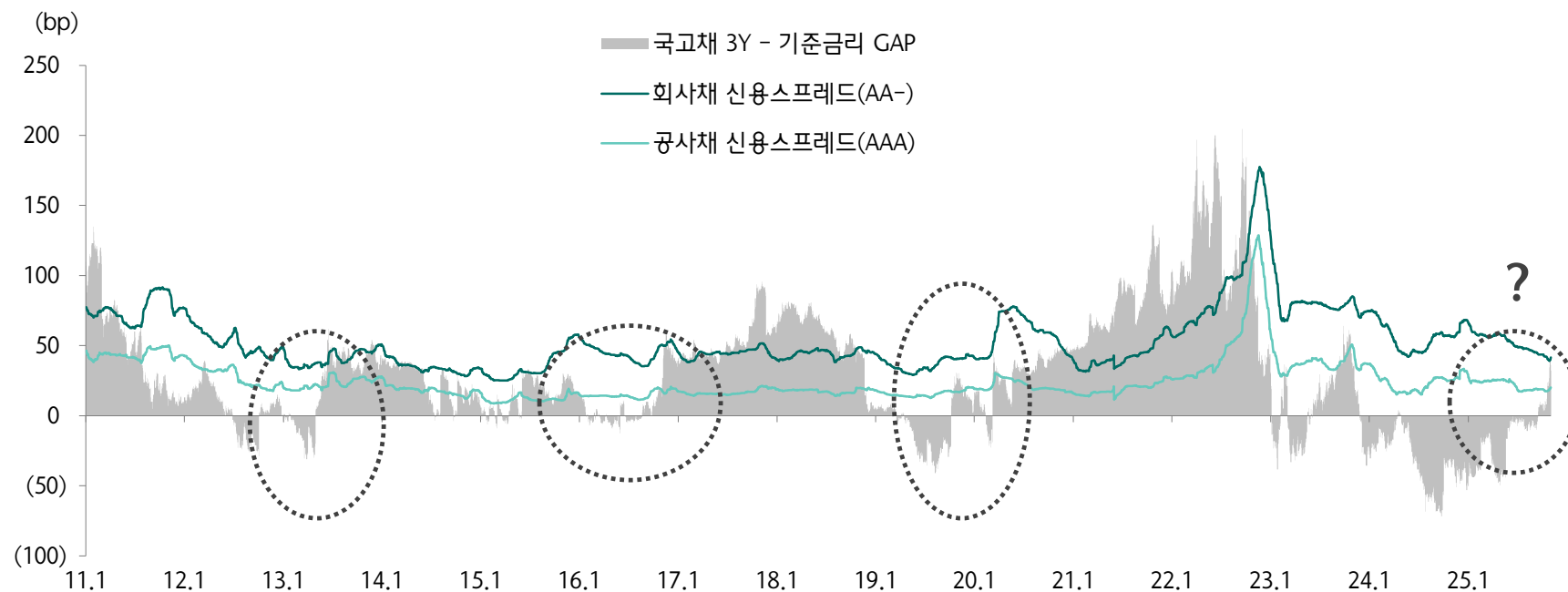


자료: 인포맥스, 하나증권

올라오는 국고캐리

- 과거 시장금리(국고채)가 기준금리와의 역전이 해소되던 시기, 신용스프레드 또한 상승 압력
- 현재 절대/상대 신용스프레드 레벨이 근래 최저수준까지 하락한 점 또한 부담
- 역캐리 상황이 다시 재현되지 않는 이상 신용스프레드 상승압력 불가피

국고채-기준금리 갭 vs. 신용스프레드

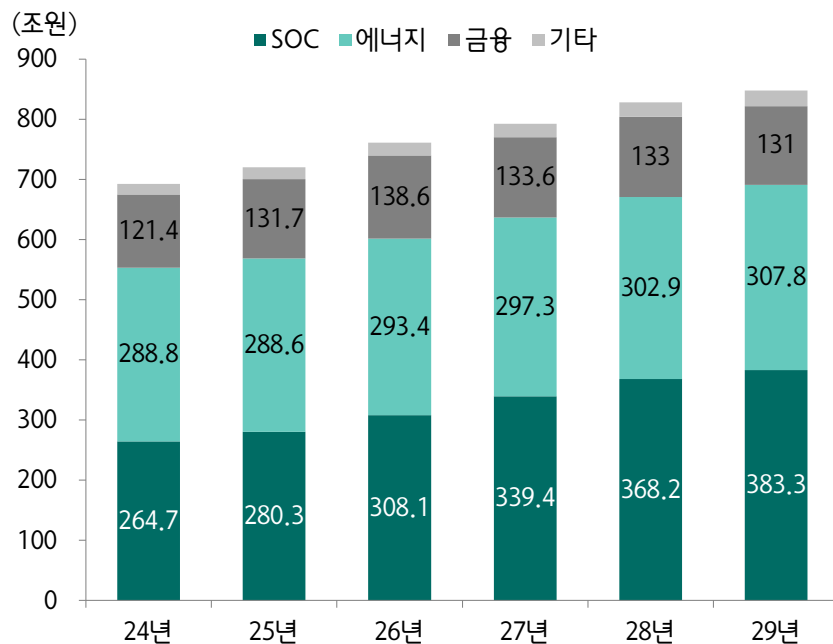


자료: 인포맥스, 하나증권

공공기관 부채증가 지속 부담

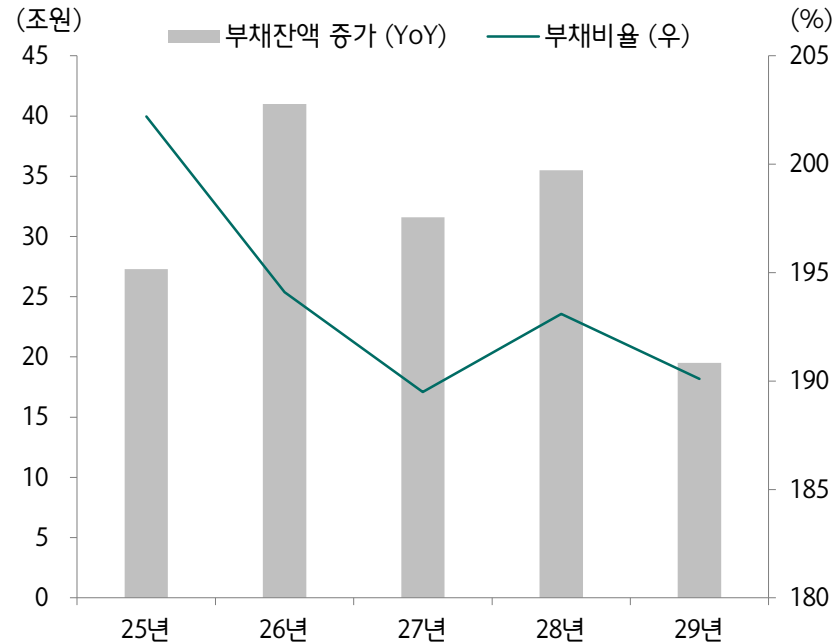
- 신정부 정책추진 본격화로 인해 공공기관 부채는 꾸준히 증가할 전망
- 다만, 자산 증가 등으로 인해 부채비율은 190%대까지 점진적으로 하향될 전망
- '25~29년 동안 연평균 32조원 증가. 부문별로는 SOC가 약 100조원으로 가장 큰 비중이며, 대부분이 LH공사

분야별 공사채 부채잔액 전망



자료: 기획재정부, 하나증권

분야별 공사채 연도별 부채증가 및 부채비율 전망

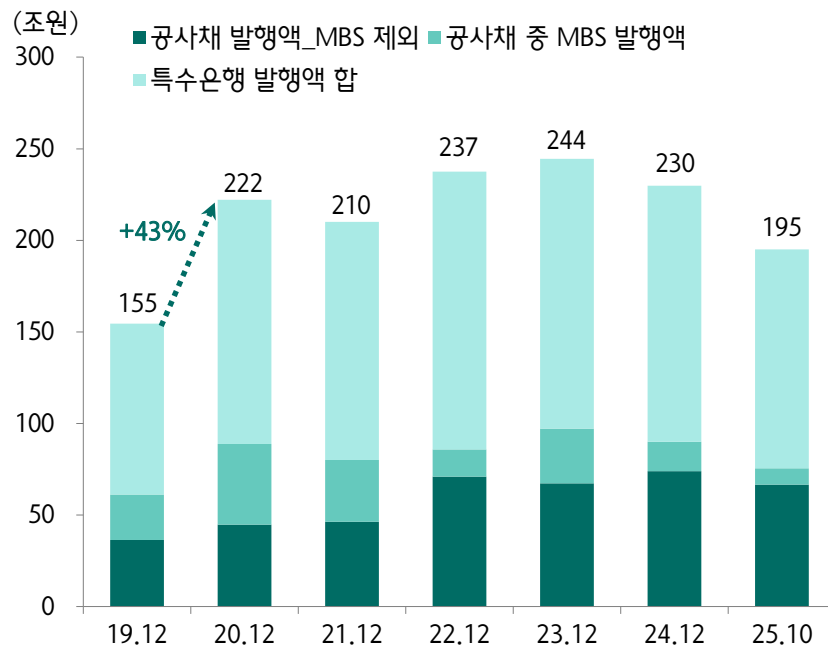


자료: 기획재정부, 하나증권

공사채 발행 증가, 코로나 직후의 증가보다는 상대적 부담 적을 전망

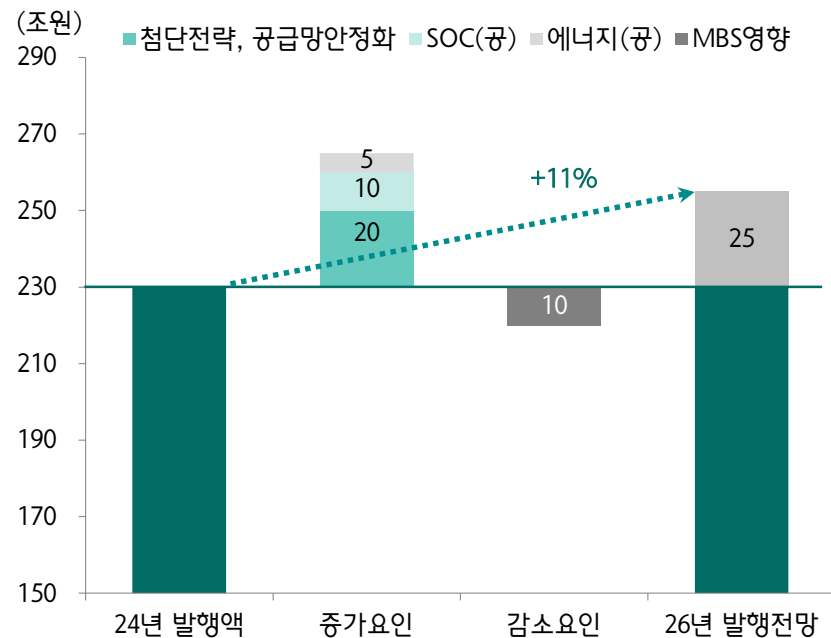
- 크레딧시장 수급의 핵심인 공사채+특수은행채 발행은 '26년 증가 불가피
- 정부보증채(첨단/공급망), SOC/에너지 부문 위주로 증가 요인 우세한 가운데 감소 요인(MBS)도 고려
- 전체적으로 '20년 코로나 직후 증가율에 비해서는 상대적인 부담이 크지 않을 전망

공사채+특수은행채 연도별 발행추이



자료: 인포맥스, 하나증권

공사채+특수은행채 '26년 발행순증(증가율) 추산

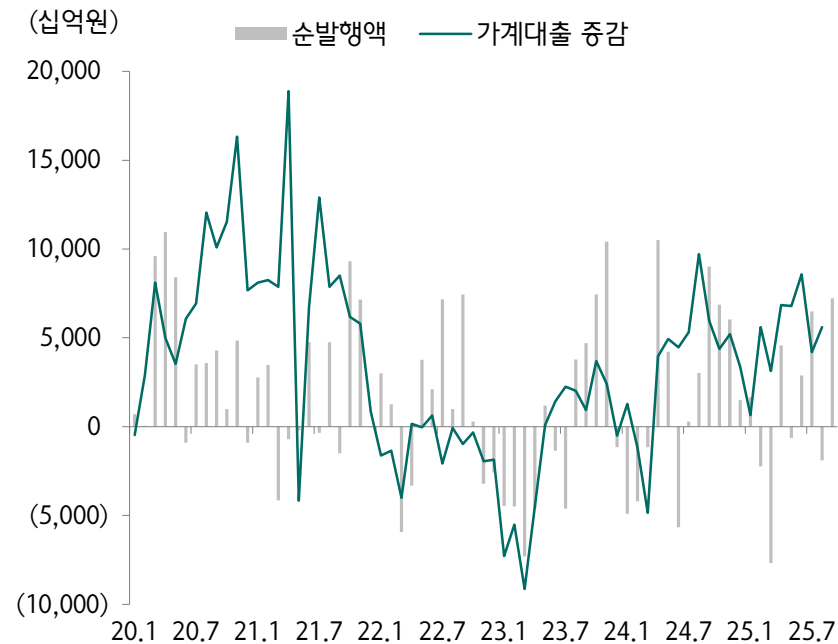


자료: 인포맥스, 기획재정부, 하나증권

은행채 발행은 '25년 대비 줄어들 가능성

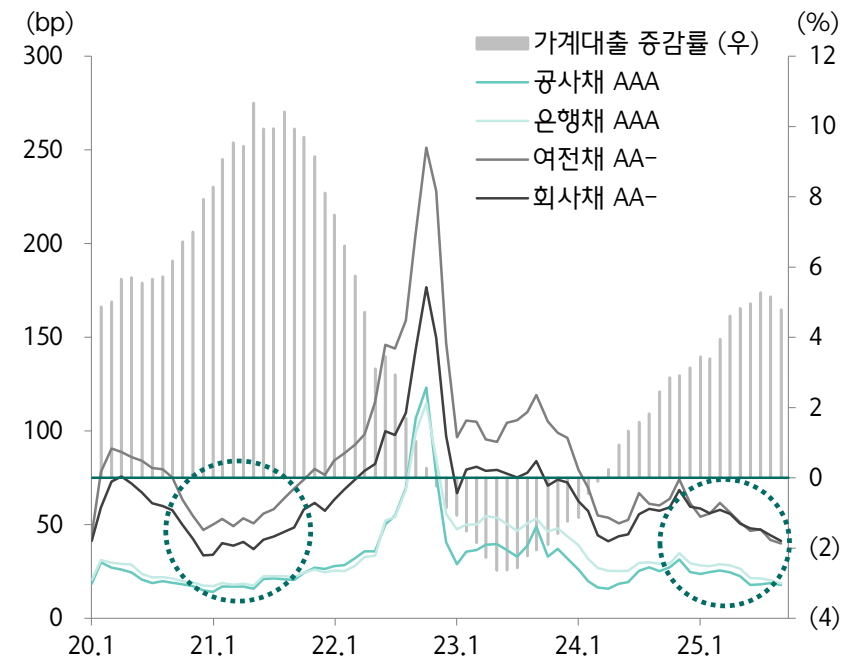
- 은행채 순발행은 대체로 가계대출증감추이와 동행
- 따라서 가계대출증가 → 은행채 발행 증가(로 인한 수급 부담) → 신용스프레드 확대라는 인식
- 실제로는 그와 같은 통념과 상치되는 현상 발생. 가계대출증가폭이 커졌을 때 신용스프레드 하향 안정세

은행채 순발행 / 전년 동월 대비(MOM) 가계대출 증감 추이



자료: 한국은행, 인포맥스, 하나증권

신용스프레드/예금취급기관 가계대출잔액 증감률(YoY) 추이

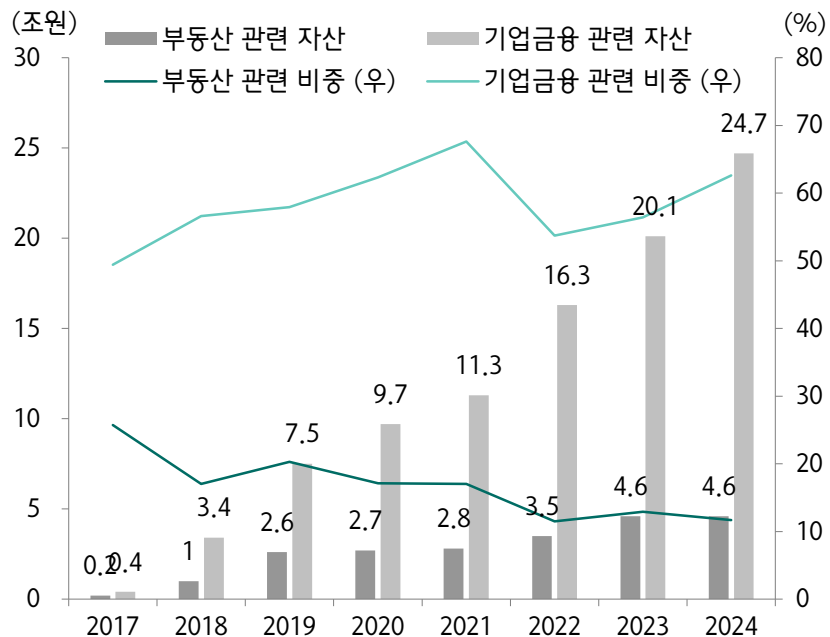


자료: 한국은행, 인포맥스, 하나증권

발행어음/IMA에 대한 기대, 이상과 현실의 괴리

- 발행어음 추가 인가 및 IMA 신규 인가 시 하위 등급 회사채 수요 기반이 크게 확대되는 것은 사실
- 발행어음/IMA 투자대상이 되는 회사채 하위 등급(A+급 이하) 중 상호출자제한 계열사 이외 비중은 높지 않음
- 개별적으로 일부 수혜 가능하나, 전체 인덱스 차원에서의 영향력은 미미할 것

종투사 발행어음 운용자산 추이



자료: 금융위원회, 하나증권

전체 A이하 채권잔액 vs. 비계열 A이하 잔액 및 비중

(25.11.06 기준, 억원)	잔액	비중	기업 수(B)	평균(A/B)
계열	562,285	80.2%	101	5,567
비계열	82,971	11.8%	36	2,305
금융사	56,047	8.0%	9	6,227

금융사명:

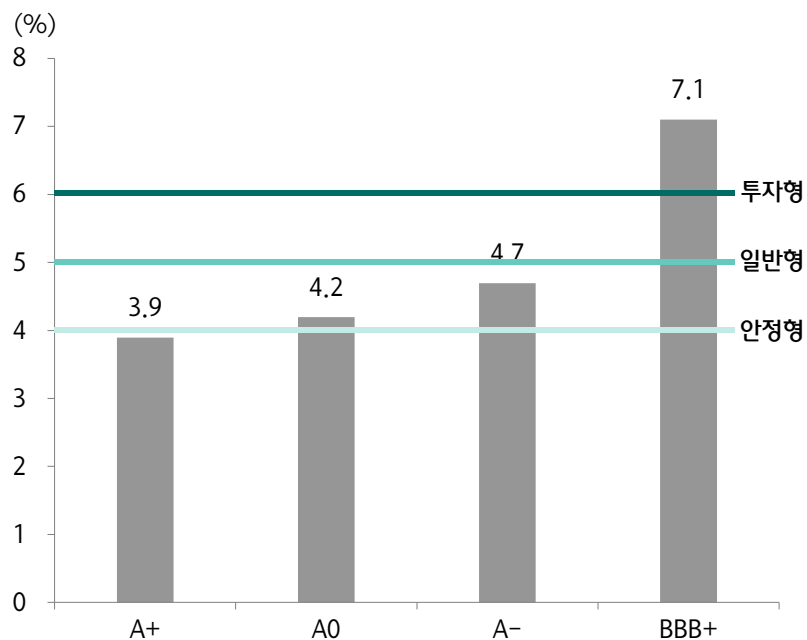
- BNK투자증권, 하나에프앤아이, 우리금융에프앤아이
- 이지스레지던스리츠, 이지스밸류플러스리츠, 이지스자산운용
- 제이알글로벌리츠, 한국토지신탁, 신한자산신탁

자료: 공정위, 인포맥스, 하나증권

발행어음/IMA에 대한 기대, 이상과 현실의 괴리

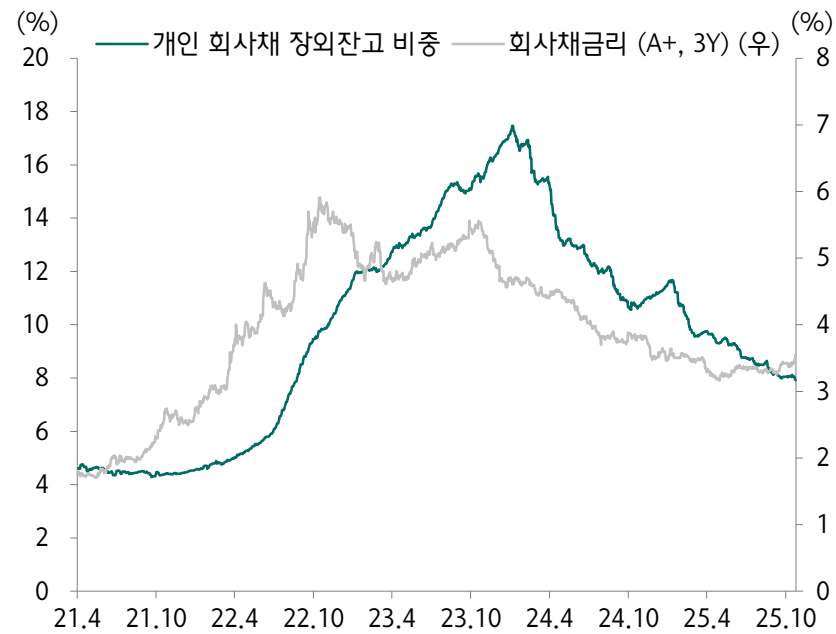
- 증권사 IMA 상품은 만기까지 보유할 경우 원금을 보장하는 상품. 금리경쟁력을 통한 상품성 확보가 관건
- 개인들의 리테일 회사채 수요는 금리의 함수
- 시장금리가 충분히 상승해야 회사채 하위 등급 및 투자성 인컴상품으로의 기조적 수요 기반이 마련될 것

IMA유형별 목표수익률(예시) vs. 회사채 금리 (3Y)



자료: 인포맥스, 금융위원회, 하나증권

개인 회사채 장외잔고비중 vs. 회사채금리(A+)

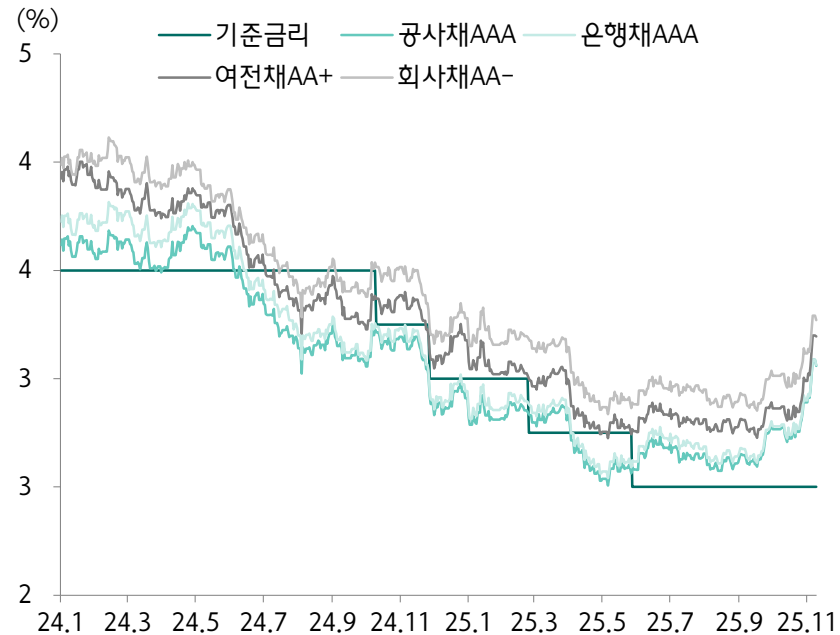


자료: 인포맥스, 하나증권

국채에서 나오는 캐리

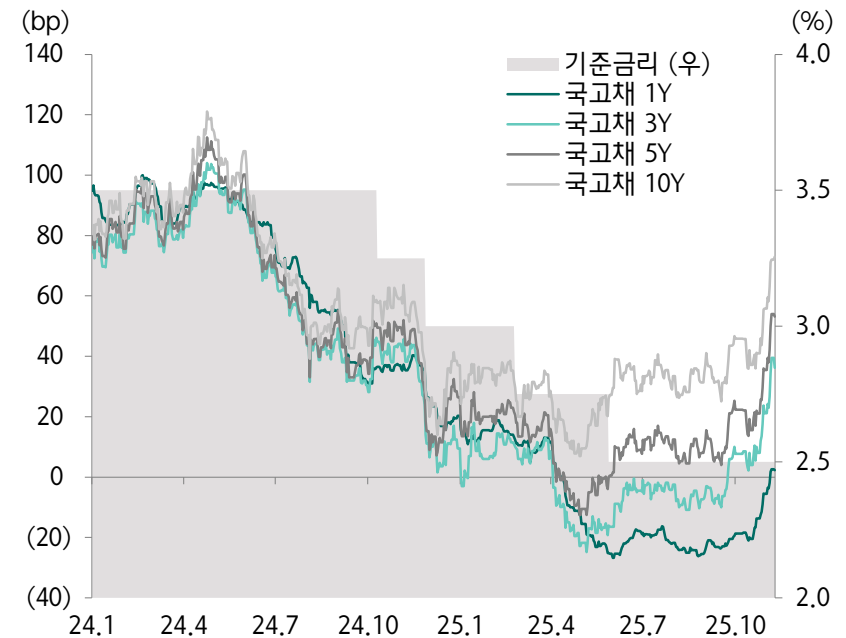
- 시장금리 반등으로 크레딧채권 금리는 캐리 메리트 회복되었으나...
- 문제는 국고채 또한 모든 구간에서 캐리 메리트가 발생했다는 점

기준금리 VS 주요 신용채권(3Y)금리 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

기준금리 대비 국고채 만기별(1/3/5/10) 스프레드갭 추이

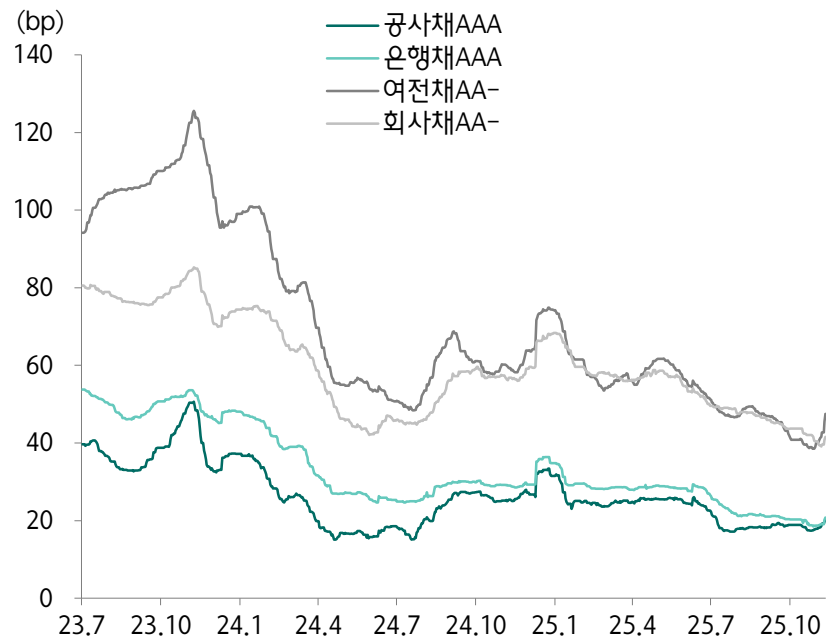


자료: 인포맥스, 하나증권

절대/상대적인 신용스프레드 레벨 부담

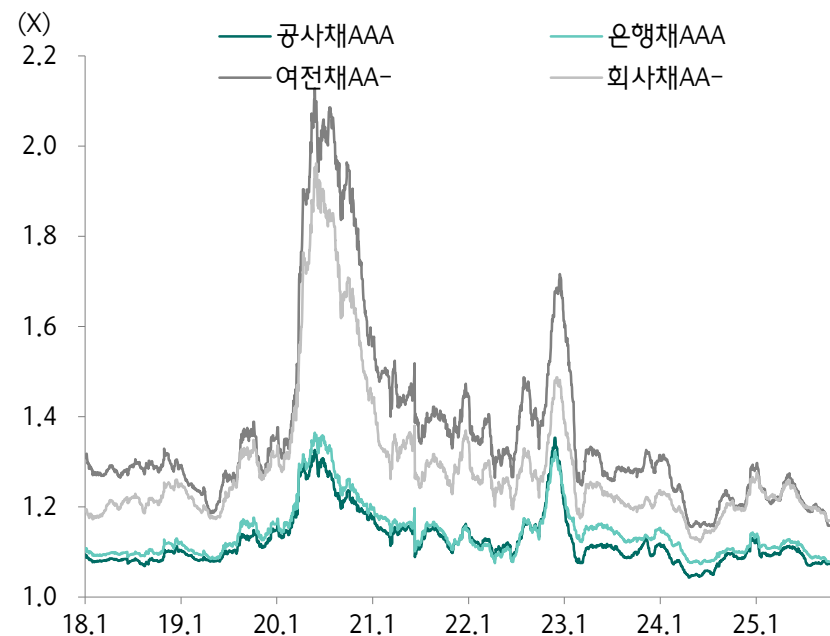
- 현재 신용스프레드는 절대/상대적으로 근년 최저 수준
- 최근 시장금리 급등으로 Yield Ratio 추가 하락. 공사/은행채 기준 Yield Ratio 1.06~1.07배까지 하락
- '25년 말 확대 조정 없이 넘어가면 갈수록 내년에 대한 부담은 가중되는 딜레마

섹터별 신용스프레드 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

섹터별 Yield Ratio

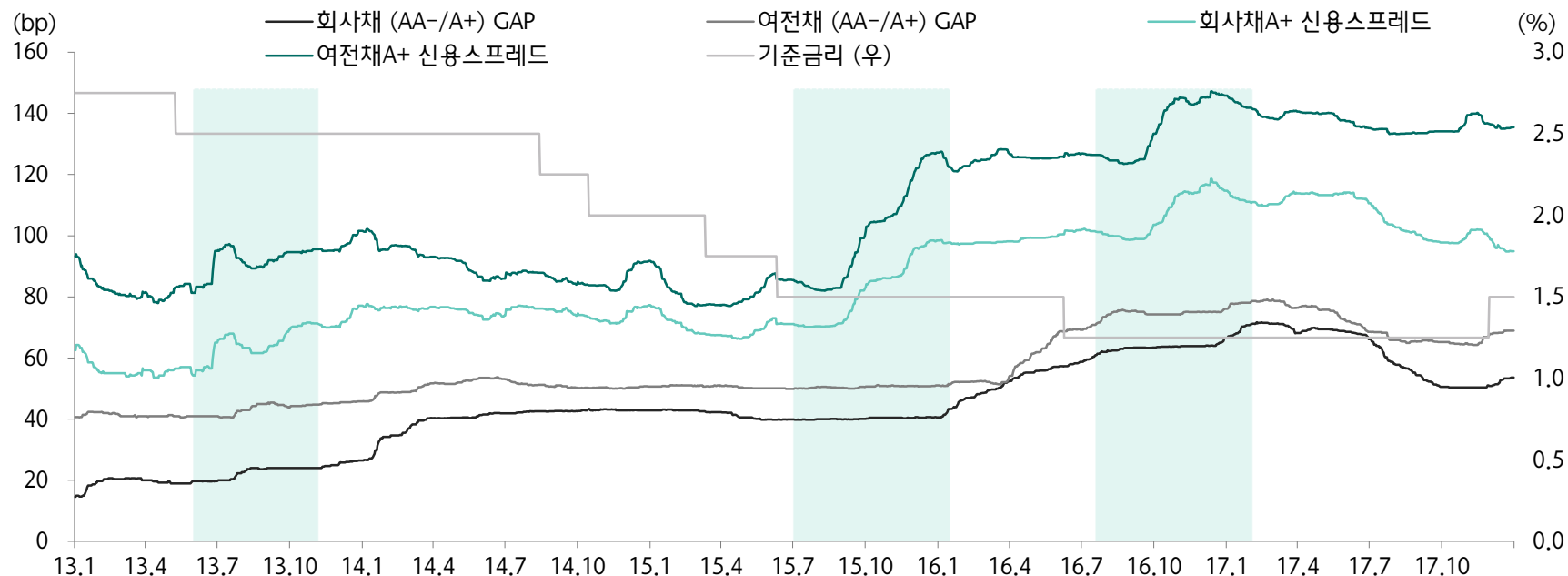


자료: 인포맥스, 하나증권

하위등급 전략 : 스프레드 확대기 상·하위갭 축소 어려워...

- 2013~2017년 기준금리 인하 막바지 시기, 신용스프레드 확대세 전환
- 신용스프레드 확대되는 구간에서는 상·하위 등급 간 스프레드 갭이 확대 내지 정체 현상

2013 ~ 2017년 신용스프레드 확대시기 회사채/여전채 신용스프레드 및 상하위등급 스프레드 갭 (AA-, A+)



자료: 인포맥스, 하나증권

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.