

[크레딧] 2026년 하반기 전망 iM증권 리서치본부 2026.06.04

iM증권

# 성장의 벽을 타고 올라가는 크레딧

[크레딧] 이승재 2122-9143 lsj7845@imfnsec.com

더 나은 가치, 함께하는 미래 iM More, iM Fine



# CONTENTS

Summary	3
I. K-성장, 구조적 변화가 새로운 금리를 이끈다	7
II. 크레딧 투자환경 점검	13
III. 섹터별 수급환경 점검	19
IV. 하반기 투자전략	33



# Summary

## Summary

### 크레딧 투자환경 점검

- 하반기 크레딧 투자환경은 통화정책 전환과 성장 패러다임 변화라는 이벤트를 맞이할 것. 국고3년이 이미 기준금리 인상을 4번 가량 선반영하고 있는 상황 속에서 연내 2회 인상 가시화
- 수출이 주도한 양호한 성장환경으로 GDP 갭 마이너스 해소 전망. 성장률 재평가와 함께 기존의 저금리 시대에서 중금리 시대로의 전환 가능성. 국민성장펀드와 모험자본 공급 등 이벤트는 크레딧의 일정 부분 구조 변화 가능성 내포
- 한편으로는 AI 사이클이 반도체 중심 수출을 넘어 내수까지로의 파급 등 낙수효과를 점검할 시점. 성장은 견고해지고 시장이 감내할 수 있는 금리 레벨도 새로이 형성될 가능성 잠재. 새로운 금리 경로를 탐색하는 과정에서 현재 나타나는 스프레드 약세는 금리 불확실성과 변동성을 감내하는 구간임
- 한편 주식 & 채권간 차별화 현상도 주목할 점. 성장 내러티브와 인플레이션 고착화는 금리가 하락하기 어려운 환경을 만들고 요구수익률 측면에 영향을 주고 있음. 26년을 기점으로 주식형 자금이 채권형 자금을 넘어선 상황으로 인플레 헤지 + 기업 실적 개선 + 성장의 구조적 변화가 자금 흐름에서 관찰되고 있음. 한편 MMF 등 대기성 자금은 풍부한 상황으로 유동성은 상대적으로 풍부한 상황

### 섹터별 수급환경 점검

- 정책성 사업 등으로 공사채 발행은 유지 전망. 공공기관별 부채 전망에서도 SOC 중심 필수 투자 수요를 반영. 공공기관 중장기재무관리계획에서 SOC 공기업 부채비율은 28년까지 점진적으로 상승할 것으로 전망하고 있음. 다만 공적기관 발행협의체를 통해 발행 유연화는 지속 전망
- 한편 국가보증채무계획에서 보증채무 29년까지 80.5조원으로 증가할 것으로 전망. 다만 정부보증채는 제한적 발행을 유지 중. 첨단전략산업기금채권 + 공급망안정화채권 + 한국장학재단채권 모두 제한적 발행. 보증채 발행 트렌드 감안하면 하반기 발행한도를 전부 채우지는 못할 것으로 전망
- 은행채는 특수은행채와 일반은행채 간 발행 차별화가 지속될 것으로 전망. 일반은행채는 양호한 수신여건과 제한된 여신성장률 기반 발행 제한적
- 여전사는 구조적으로 자금 조달을 위한 채권 발행 지속. 다만 고금리 기조 속 일부 발행사 김치본드, CP 발행 등 조달구조 다각화도 발생하고 있는 중. 여전사 자산성장률 정체 상태 보이는 가운데 순발행 기조는 제한적일 가능성에 무게
- CD 금리가 상대적으로 안정적 흐름을 보이고 있는 상황 속 기업대출이 조달 비용 측면에서 유리해진 상황. 한편 회사채 발행목적별로 보았을 시 차환 목적이 우세. 시설자금 및 운영자금 목적 발행 비중은 20년 이래 감소 중으로 하반기에도 차환 목적의 발행 이어갈 것이나 제한된 수준 유지 전망

## Summary

### 투자전략

- 하반기는 통화정책 상 금리 인상 + 27년까지의 성장률 경로 및 성장 패러다임 변화를 탐색하는 구간으로 평가
- 크레딧 시장 입장에서 기대할 수 있는 부분은 이전까지의 약세를 야기했던 금리 변동성이 통화정책의 경로 불확실성 해소를 맞이하며 축소되는 부분
- 성장률 재평가 + 금리 재평가와 함께 새로운 금리 레벨을 탐색하는 구간으로 스프레드 불확실성은 하반기에도 잠재
- 국고금리 + 크레딧 스프레드의 동반 레벨 상승으로 캐리 매력은 충분히 확보되어있는 상황이나 OW보다는 통화정책 등 이벤트를 해소해가면서 금리 변동성 축소 시 분할적으로 접근할 필요. 하반기 스프레드는 전반적으로 약보합 수준을 전망함. 다만 4분기 11월 수정경제전망 등 이벤트를 통해 불확실성 해소하면서 스프레드 소폭 안정화 가능성
- 상대적 단기물 선호 + 공급 불확실성 내재한 초우량물 대비 제한적 공급 우위인 회사채, 여전채 편입 선호
- 회사채 AA- 3년물 하반기 크레딧 스프레드 밴드: 55~75bp

### 크레딧 전망 테이블

		금리(%)					스프레드(bp)				
		4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
공사채	AAA	3.184	3.880	4.080	4.230	4.240	23.1	32.8	28.0	33.0	29.0
은행채	AAA	3.207	3.874	4.095	4.250	4.255	25.4	32.2	29.5	35.0	30.5
여전채	AA-	3.499	4.263	4.460	4.650	4.610	54.6	71.1	66.0	75.0	66.0
	A+	4.270	5.035	5.250	5.440	5.420	131.7	148.3	145.0	154.0	147.0
회사채	AA-	3.460	4.180	4.410	4.600	4.560	50.7	62.8	61.0	70.0	61.0
	A+	3.865	4.563	4.800	4.980	4.960	91.2	101.1	100.0	108.0	101.0

## Summary

### 섹터별 단기~중장기 수급 및 모니터링 요인

		단기	중장기
공사채	SOC (부동산)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 정책성 사업 지속으로 공급 유지</li> <li>- 공사채 지표물과의 금리 갭 모니터링</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 공공기관 중장기재무계획 상 부채비율 경로</li> <li>- 주택공급정책 등 모니터링</li> </ul>
	에너지	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 유가, 겨울철 LNG가격 등 에너지가격 흐름</li> <li>- 연료비 및 전력판매단가 추이</li> <li>- 이란 사태 추이 및 에너지 인프라 복구 소요</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 에너지 인프라 투자 정책 추이</li> <li>- 에너지요금 정책</li> </ul>
은행채	특은채	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 정책성 자금 수요로 순발행 우위</li> <li>- 투자 수요를 반영한 단기물, FRN 중심 발행 지속</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 정책금융 수요 및 대출 증가율</li> <li>- 외화조달 및 스왑환경 등 고려</li> </ul>
	일은채	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 양호한 수신 여건 및 제한적 여신성장률로 발행 제한적</li> <li>- 특은채와 발행 차별화 지속</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 가계대출 관리 기조 / 대출행태 서베이</li> <li>- LCR 등 유동성 비율 관리</li> <li>- 예대율 관리 및 여수신 금리 환경 점검</li> </ul>
	여전채	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 순발행 기조는 지속될 것으로 전망하나 제한적 수준</li> <li>- 해외조달, CP 등 조달처 다변화</li> <li>- 기준금리 인상 시 레포펀드 편입 메리트 감소</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 소비경기, 연체율 및 대손비용 등 매크로, 건전성</li> <li>- 카드, 캐피탈사 자산성장률 추이</li> <li>- 금리 변동성 축소 여부 및 기준금리 경로</li> </ul>
	회사채	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 대출, CP 등으로 조달 다변화</li> <li>- 우량물 발행시장 강세 지속</li> <li>- 상대적으로 제한된 발행 속 A급 이하 모험자본 수요</li> <li>- 회사채 단기물 상대적 강세(스텝 대비)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 중장기적으로 차환성 목적 발행 유지</li> <li>- 펀드 고정 편입 수요 유지</li> <li>- A급 이하 모험자본 수요 유지</li> </ul>

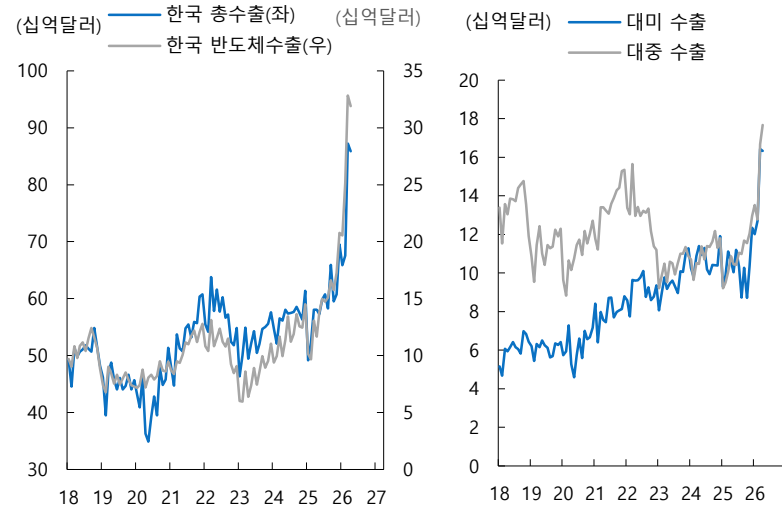


**I . K-성장, 구조적 변화가 새로운 금리를 이끈다**

## 차별화(K): 수출

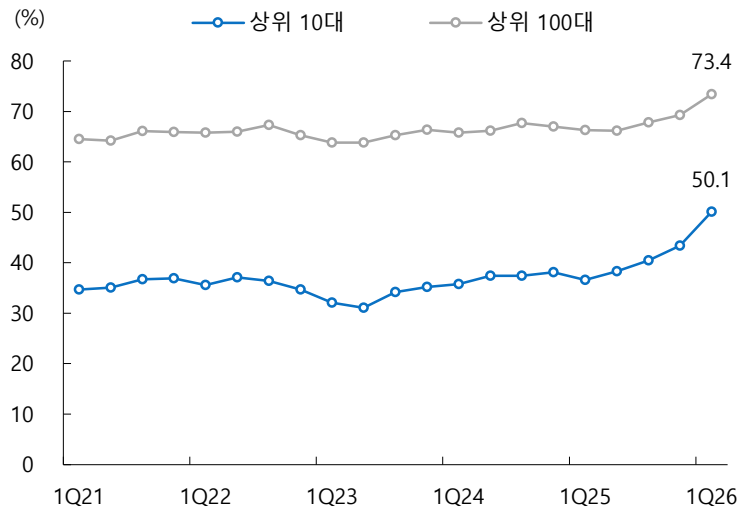
- 한국 IT 수출은 반도체 중심으로 급격히 증가. 관세 우려에도 대미수출과 대중 수출 모두 턴어라운드 하며 견조한 상승세를 보이고 있음
- AI 사이클에 의한 파급효과로 견조한 수출 증가율 보이고 있음
- 한편 무역의존도는 상위 10대 기업에서 50%를 처음으로 돌파. 상위 100대 기업이 차지하는 비중은 73.4%를 차지
- IT 수출과 비 IT 수출간 양극화도 지속. 비 IT 수출은 답보 상태에 머무르고 있음

<그림> (좌) 한국 수출/반도체 수출 (우) 한국 대미/대중 수출 추이



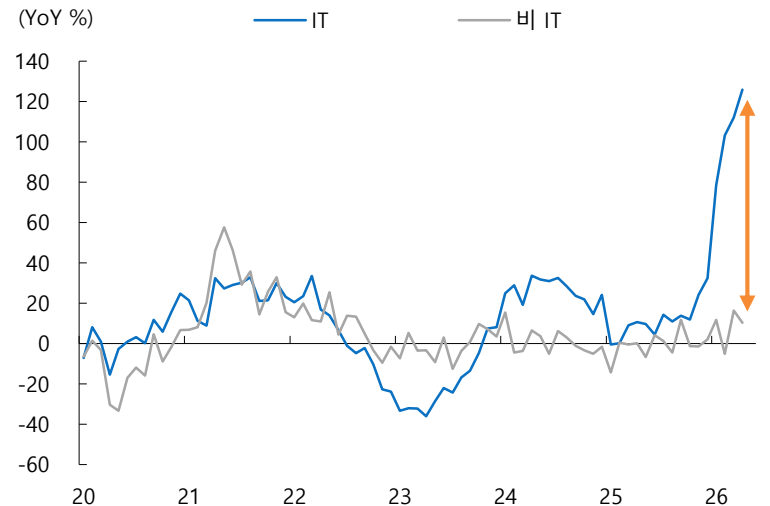
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

<그림> 무역의존도: 상위 10대 기업이 50% 돌파



자료: 국가데이터처, iM증권 리서치본부

<그림> IT 수출과 비 IT 수출 간의 양극화는 지속

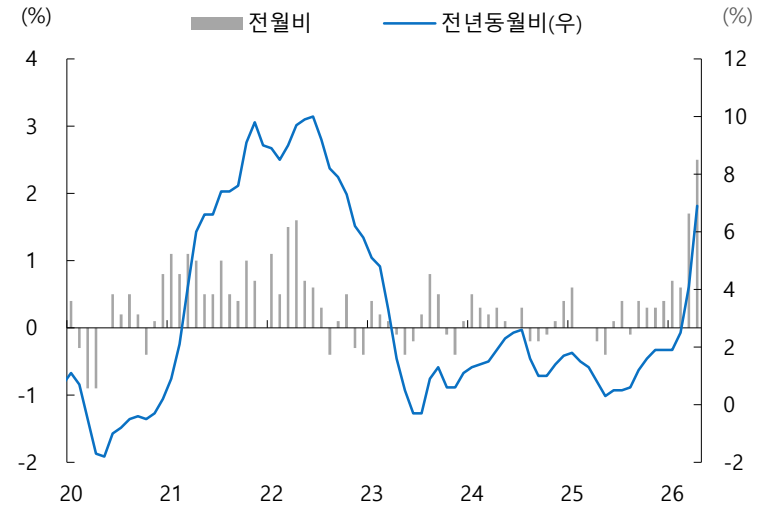


자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

## 물가 충격과 파산건수

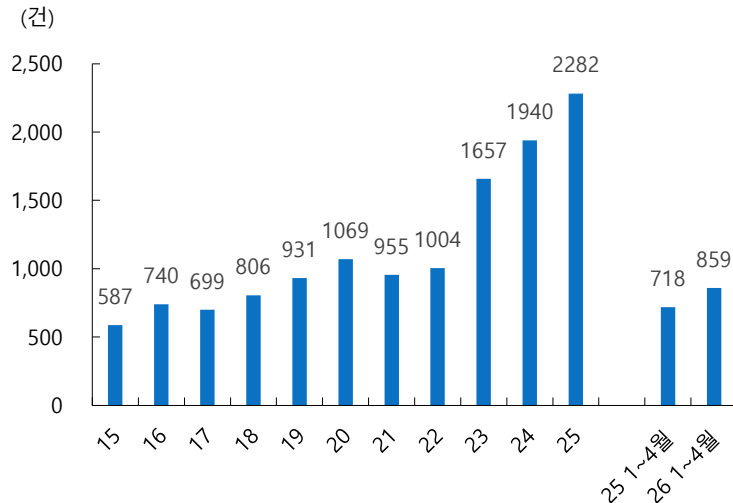
- 2월말부터 지속된 이란 사태로 에너지가격 및 공급망 차질로 인해 수입 물가 상승률 반등. 지수 측면으로 보더라도 역사적 고점을 경신
- 수입물가 → 생산자물가 → 소비자물가로 전이 충격에 대비
- 25년 법인파산건수는 2,282건으로 2,000건 돌파하며 10년래 최고치. 26년 1~4월 누적 파산건수 859건으로 전년동기대비 증가
- 비우호적 매크로환경이 한계기업에 일부 스트레스로 나타나는 모습
- 다만 규모상 중견·대기업군에 속해있는 크레딧 채권 상장사 부도율은 역사적 평균 대비 낮게 나타나고 있음

<그림> 생산자물가 충격도 가시화



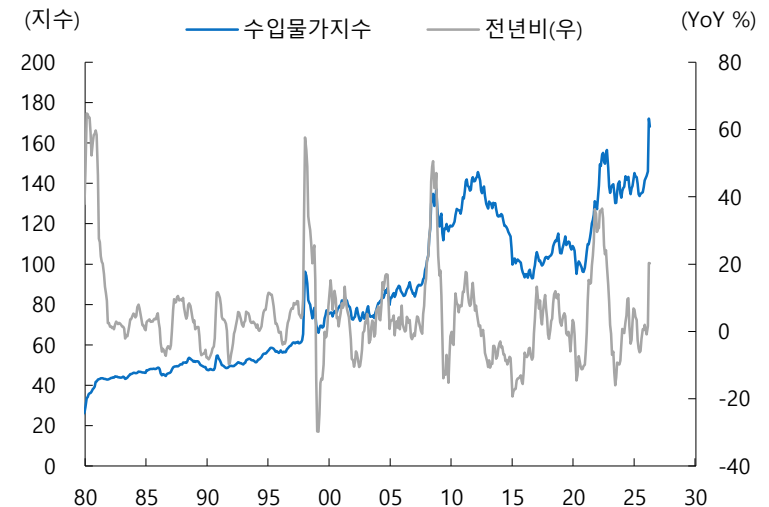
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

<그림> 법인파산신청건수는 고점을 경신하며 2,000건을 돌파함



자료: 사법정보공개포털 법원통계월보, iM증권 리서치본부

<그림> 전이되는 수입물가 상승압력, 비용 증가로 부담 불가피

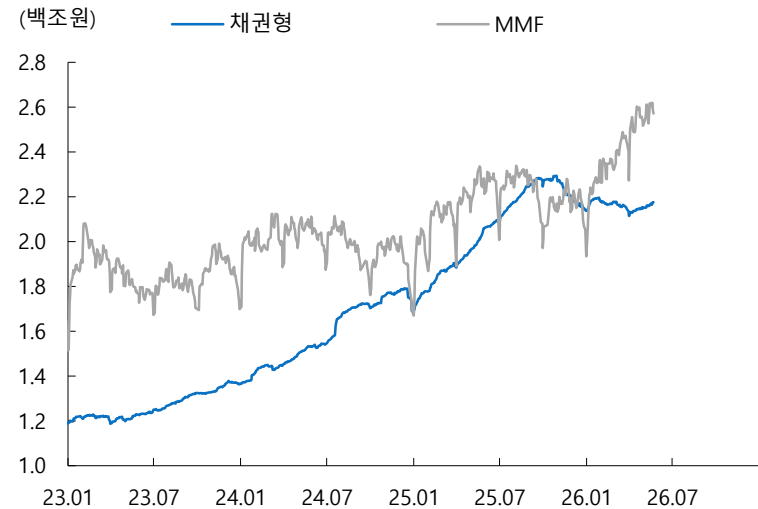


자료: CEIC, iM증권 리서치본부

## 대기성 자금 & 채권과 주식간 차별화

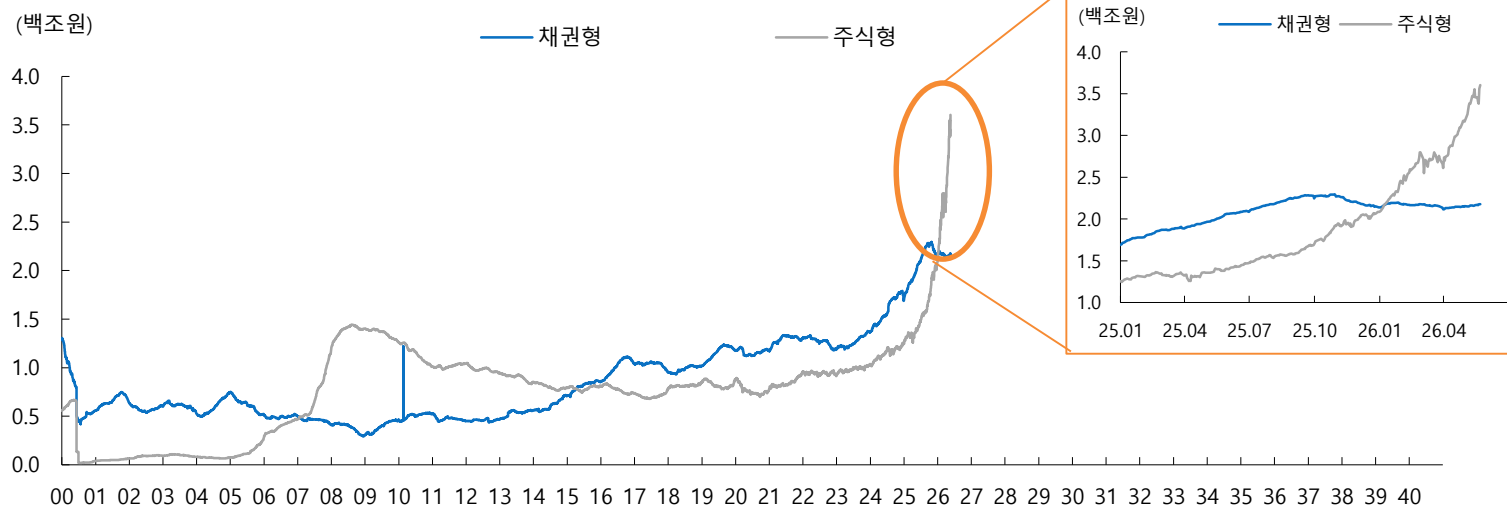
- 채권형 펀드 자금 작년 하반기 이래로 감소세 유지 → 최근 들어 수신고 소폭 증가
- 한편 MMF 자금은 역사적 고점을 경신. 시장 대기성 자금은 풍부. 단기 금리 메리트 증가로 현금 대신 MMF 를 통한 캐리 수익 추구
- 다만 대기성 자금이 채권형 자금으로 넘어가는 것 보다는 주식형 펀드 자금으로 넘어가는 일종의 머니무브 모습 관찰됨
- 26년을 기점으로 주식형 자금이 채권형 자금을 넘어선 상황으로 인플레이션 헤지 + 기업 실적 개선 + 성장의 구조적 변화가 자금 흐름에서 관찰되고 있는 것으로 판단

<그림> 채권형 펀드 설정액 & MMF 수신 추이



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 채권형 & 주식형 펀드 설정액은 26년 기점으로 역전

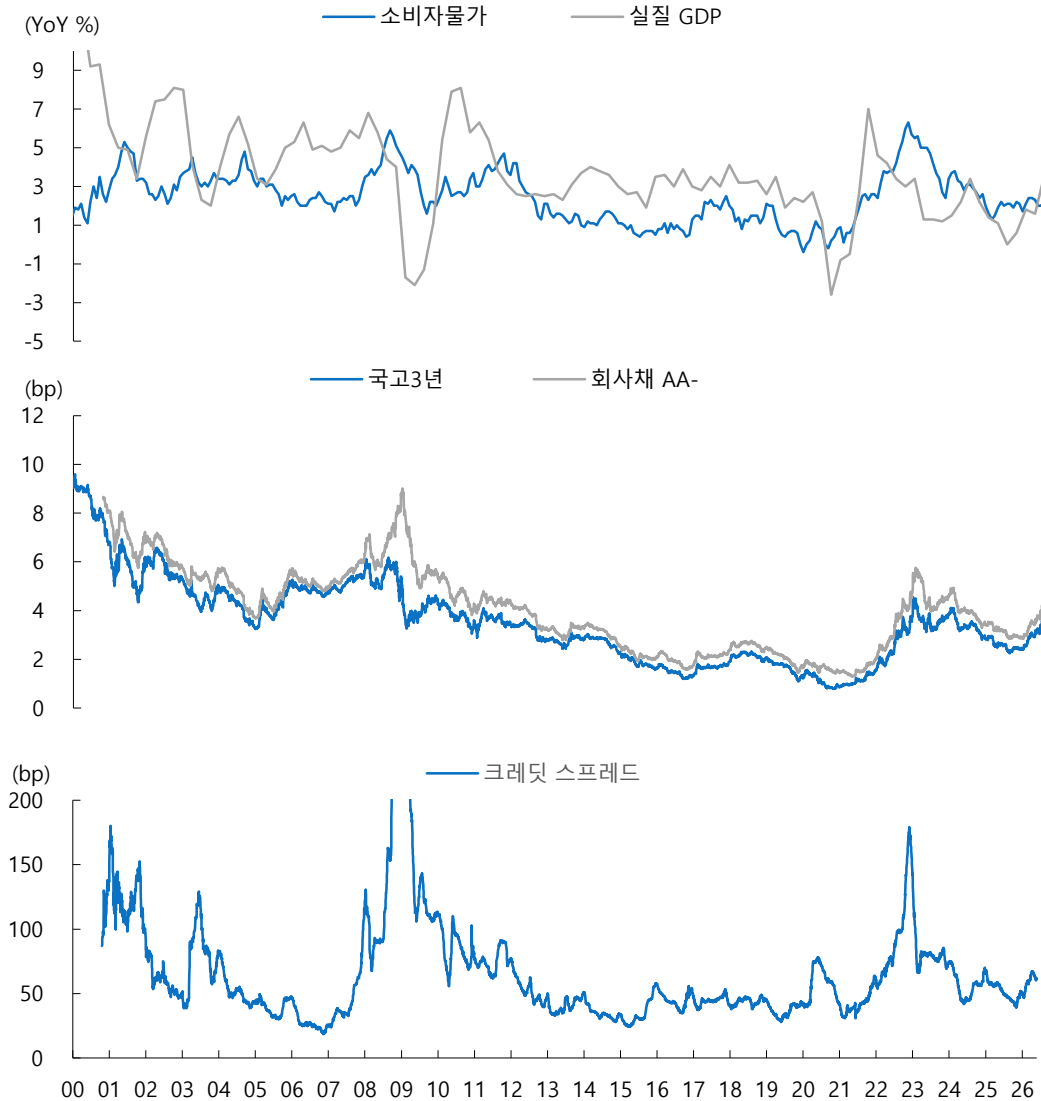


자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

## 구조적 성장 패러다임 변화

- 1분기 GDP 성장률 전기비 +1.7% 기록. 수출 호황을 중심으로 내수의 회복도 가시화
- 연간 GDP 성장률 2.6~2.7% 수준 기록할 것으로 전망되는 가운데 GDP 갭 (-) 해소 전망
- 소비자물가와 GDP 성장률이 모두 1%를 기록하며, 금리 → 경기 → 통화정책이 작동하며 사이클을 만들던 시기에서 현재는 금리, 통화정책 + 재정과 성장의 패러다임 변화가 사이클을 만들고 있음
- 새로운 금리 레벨을 만들고 있으나 높아진 금리가 충격(Crunch)으로 나타나지 않는, 감내할 수 있는 수준이 높아질 수 있음
- 기준금리와 시장금리가 새 레벨을 탐색하는 동안 스프레드 불확실성 잠재. 금리 경로가 확인되고 인상 사이클에 대한 불확실성 해소 시 스프레드 안정 가능
- 잠재성장률 경로가 소폭 재설정될 수 있음. AI 사이클이 생산성에 영향을 미칠 수 있는 부분 존재

<그림> 소비자물가와 GDP 성장률 & 채권 금리 & 크레딧 스프레드: 성장과 물가 경로 재설정과 금리 경로 재탐색 구간은 스프레드 불확실성 요인

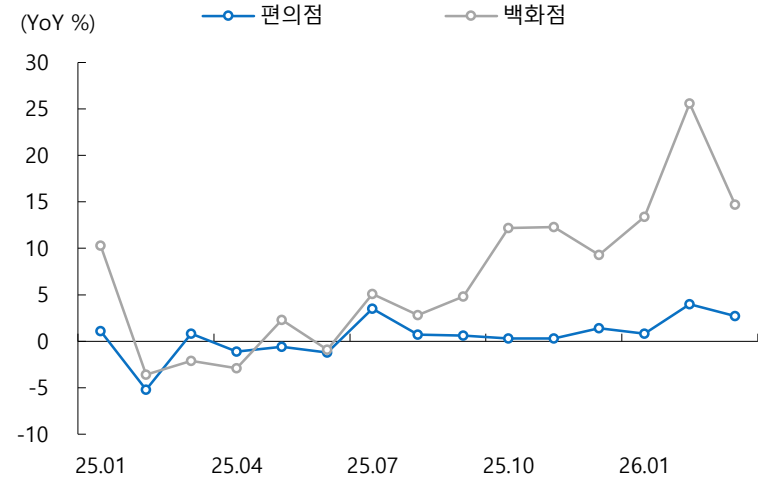


자료: 인포맥스, 한국은행, iM증권 리서치본부

## 가계자산의 질적 변화: 부의 효과 확산 가능성

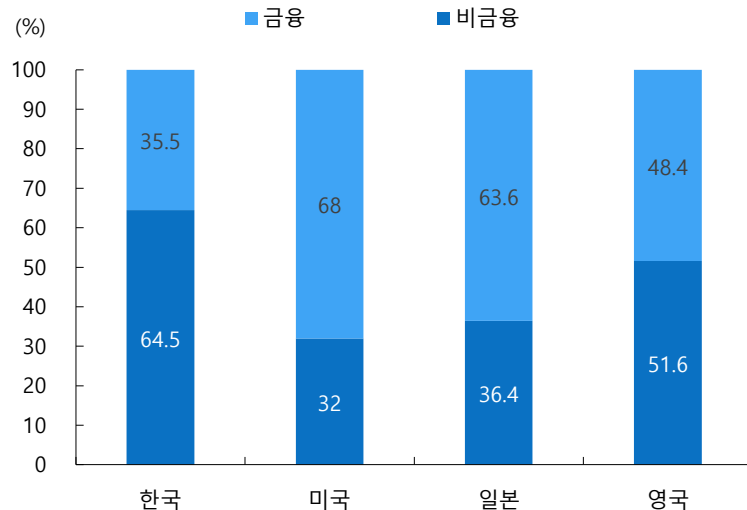
- 주식시장에서 나타나는 소득 증대 효과가 일부 자산군에서 나타나고 있는 흐름
- 소득 상위군의 백화점 중심 소매 매출이 증가세를 보이고 있음
- 국가별 가계자산의 구성비는 한국 금융자산 35.5%로 추정되어 주요국 대비 금융자산 구성비가 낮은 편에 속함
- 부동산 풀림 현상 해소 + AI 사이클 → 가계 자산의 질적 변화로 나타나며 발생하는 낙수효과는 성장 경로 재설정의 계기로 작용할 것

<그림> 편의점 VS 백화점 매출: 부의 효과가 소매에서도 K자형으로 나타나는 흐름



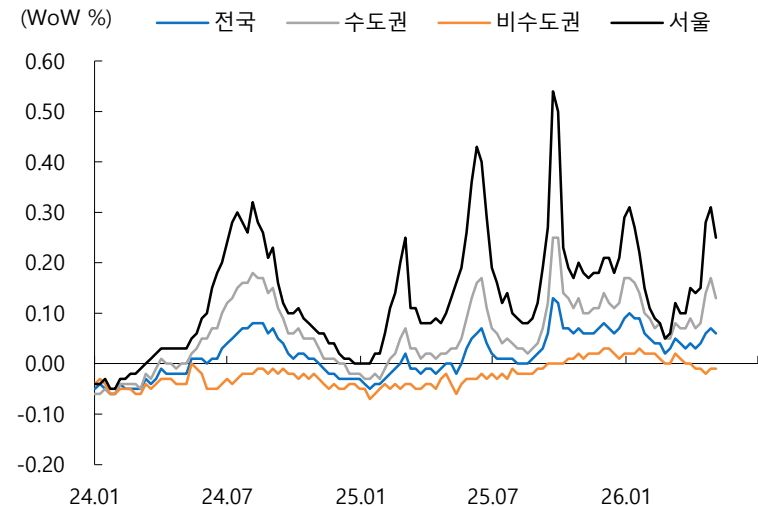
자료: 국가데이터처, iM증권 리서치본부

<그림> 국가별 가계자산의 구성비



자료: 한국경제인협회, iM증권 리서치본부  
주: 24년 기준, 일본은 23년 기준

<그림> 지역별 아파트 매매가격 상승률: 26년들어 상승



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

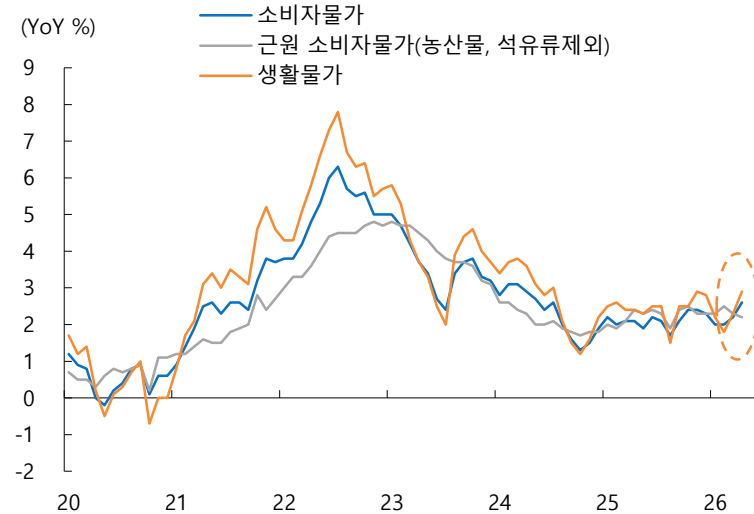


## II . 크레딧 투자환경 점검

## 통화정책(1): 성장도 물가도 모두 Upside Risk

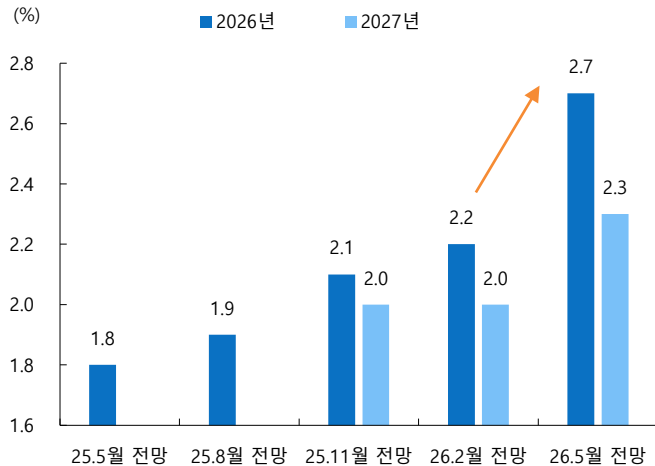
- 5월 금융통화위원회를 통해 하반기 인상 시나리오 본격화
- 5월 수정경제전망 소비자물가 전망 2.7%, 26년 성장률 전망 2.6%로 상향. 반도체 수출 호황 지속 시 성장률 추가 상향 가능성 잠재
- 물가 측면에서는 석유류 등 에너지가격 불안정으로 헤드라인 물가가 상향되고 있음
- 신현송 총재가 기자회견에서 언급한 것처럼 생활물가 추이도 중요. 생활물가 상승 → 기대인플레이션 상승 → 가계와 기업이 높아진 물가를 가격 등에 반영하기 시작하는 점을 경계

<그림> 주요 물가 상승률: 생활물가의 기대인플레이션 전이를 경계



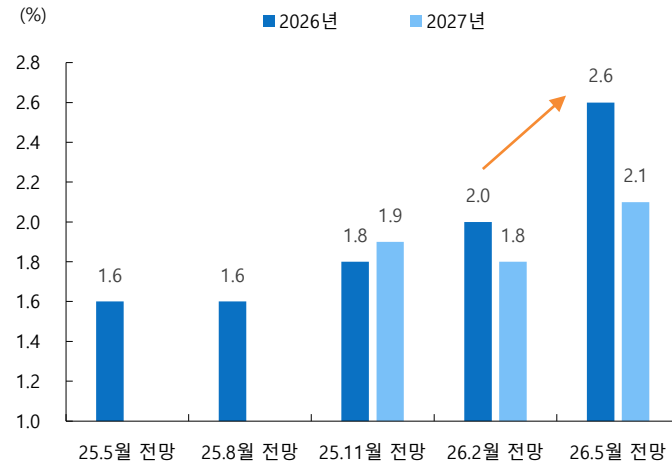
자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

<그림> 5월 금통위 물가 수정경제전망



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

<그림> 5월 금통위 성장률 수정경제전망

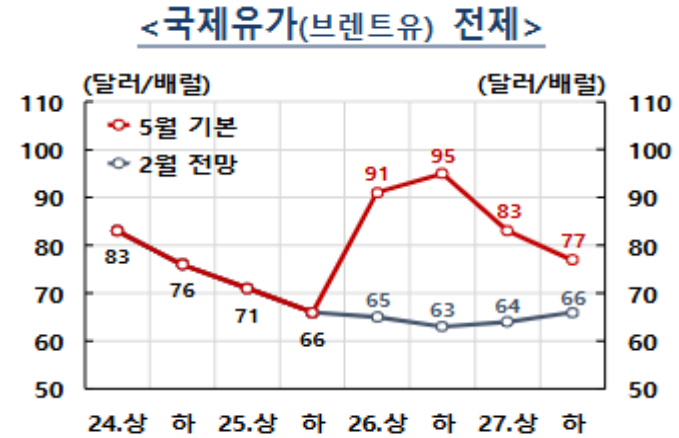


자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

## 통화정책(2): 언제, 어느 속도로, 어디까지

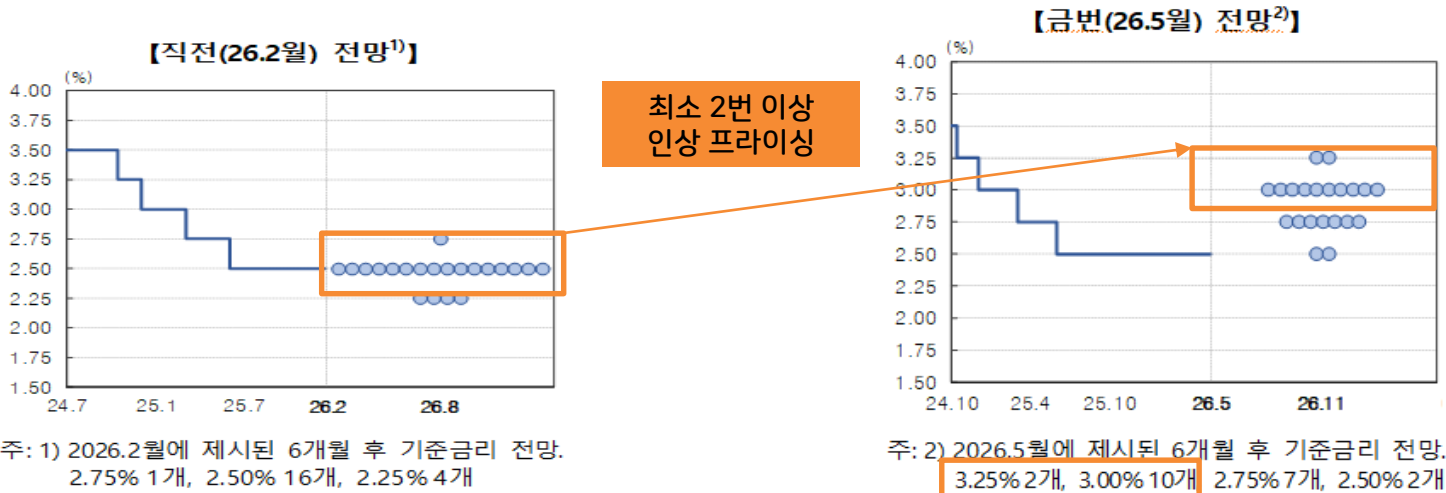
- ①언제: 7월부터 인상 시작
- ②어느 속도로: 연내 7, 10월 두 차례 인상 전망
- ③어디까지: 물가 경로가 상단에서 머무르는 흐름이 잦아지거나 금융안정 측면에서 불확실성 유지 시 내년 상반기까지 1차례 추가 인상 가능성 또한 잠재하는 것으로 판단
- 신현송 총재, 성장, 물가, 금융안정 세 가지 측면으로 바라보더라도 방향성은 명확하다고 언급
- 7월 인상 가능성을 프라이싱한 상태에서 금리 상단 트라이 가능성 대비

<그림> 한국은행 5월 경제전망: 국제유가 전망은 하반기까지 상승 시나리오



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

<그림> 2월 & 5월 금통위 6개월 점도표(조건부 금리전망) 변화

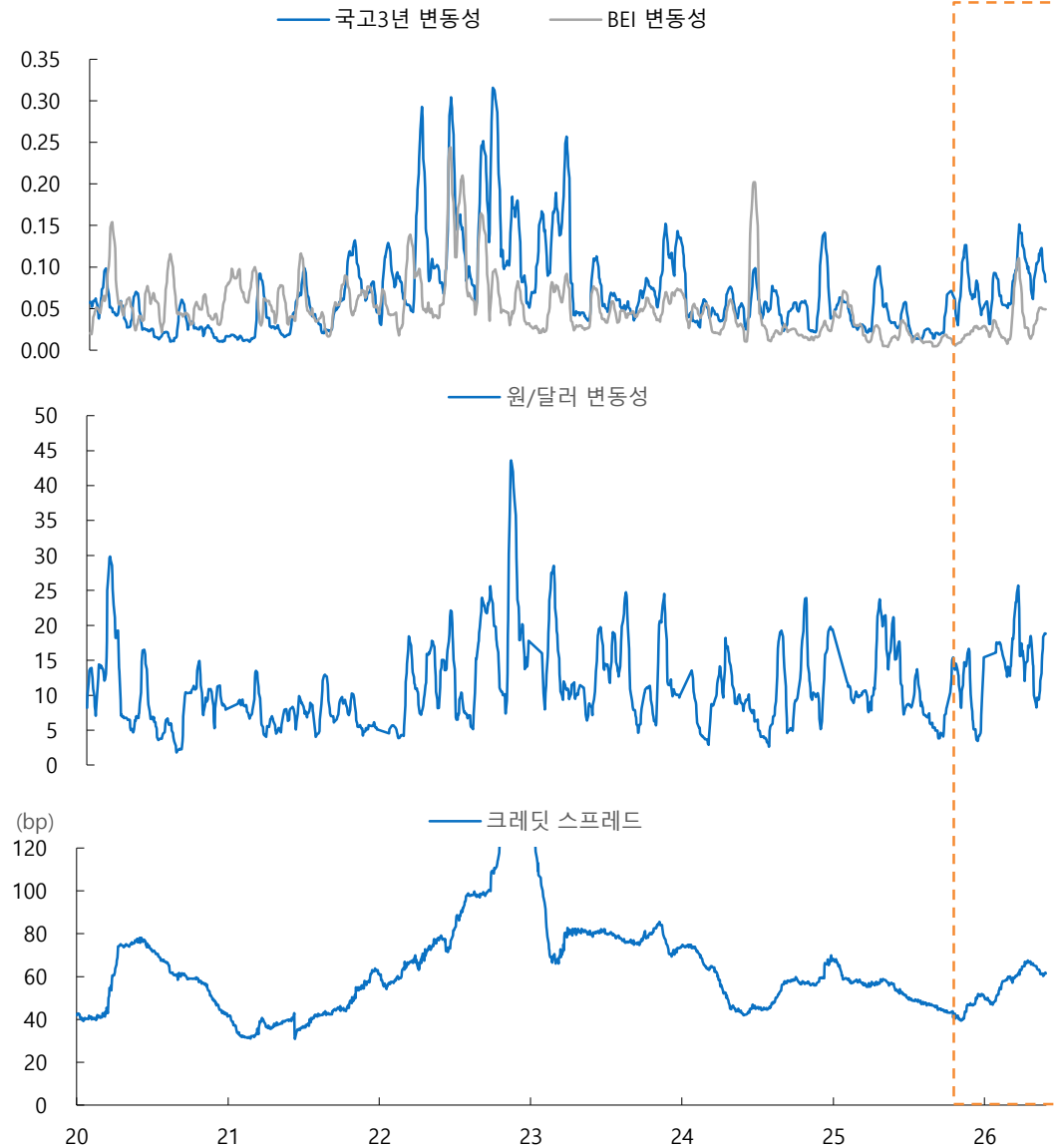


자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

## 하반기도 변동성이 변수

- 작년 하반기부터 크레딧 스프레드 확대 요인은 금리 변동성, 통화정책의 불확실성과 환율 변동성 등 내재해 있어 금리가 상승 곡선을 그리면서 변동성도 확대
- 최근 국고3년 변동성 축소되는 움직임 보이고 있으나 환율 변동성이 확대되고 있는 구간. 1)기대인플레이션, 2)환율 두 지표의 변동성 축소 → 금리 변동성 축소로 이어지는 흐름을 확인할 필요
- 크레딧 스프레드 고점 도달 후 박스권 움직임 보이고 있으나 금리 변동성 확대 시 추가 확대 시나리오도 잠재
- 하반기 또한 변동성이라는 주요 변수를 확인할 필요

<그림> 국고3년, 기대인플레이션, 환율 변동성: 하반기도 변동성이 변수

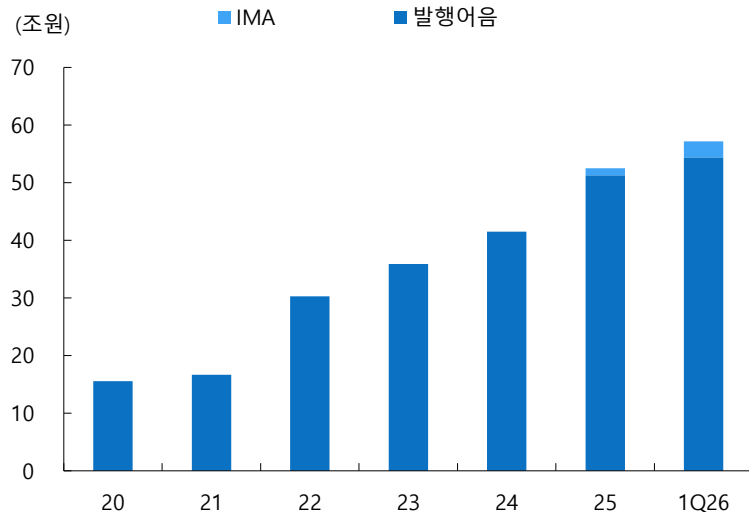


자료: 인포맥스, 한국은행, iM증권 리서치본부  
주: 30일 Rolling

## 모험자본: 기초체력 키우기는 지속

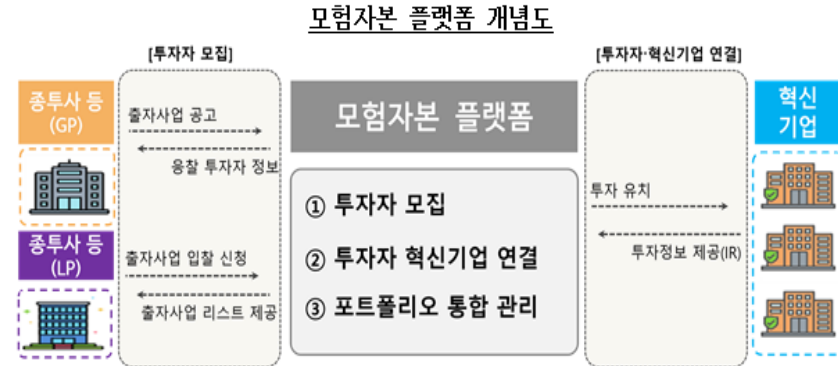
- 국민성장펀드 출시와 함께 종투사를 중심으로 한 모험자본 공급은 지속되고 있음. 26년 1분기 발행어음 조달액 54.4조원 + 25년 12월 말부터 출시된 IMA 1분기 2.8조원 조달
- 모험자본 공급액도 25년 4분기말 대비 2.1조원 증가하며 종투사 모험자본 비율도 상승세를 보이고 있음(26년 1분기말 30% 한도 적용했을 시 17.3%)
- 28년까지 모험자본 적립 의무 비율 준수를 위한 자금 공급은 지속될 것으로 판단
- 기업의 자금조달 경로가 점차적으로 다각화될 수 있는 환경

<그림> 발행어음 및 IMA 관련 조달액 추이



자료: 금융감독원, iM증권 리서치본부

<그림> 모험자본 플랫폼 개념도



자료: 금융감독원, iM증권 리서치본부

<그림> 모험자본 공급 전체 현황

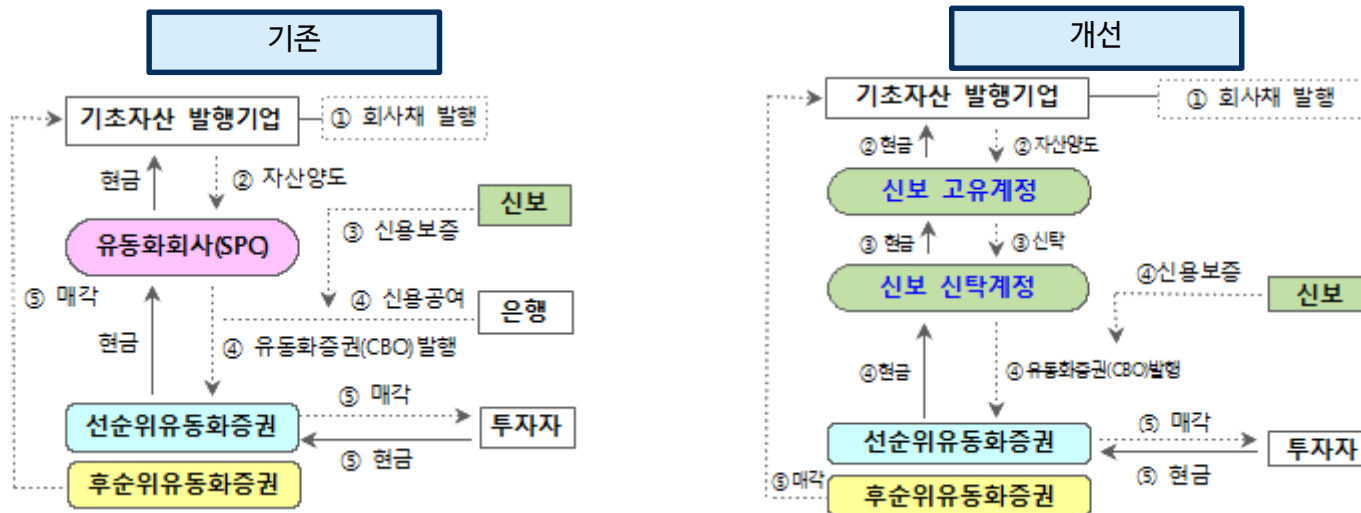
구분(억원)	25.4분기말	26.1분기말	증감
자산총계	5,563,045	6,396,258	833,213
모험자본 공급액(A)	113,704	134,920	21,216
30%한도적용(B)	78,580	98,753	20,173
발행어음	512,841	544,274	31,433
IMA	12,147	27,590	15,443
계(C)	524,988	571,864	46,876
모험자본 비율(A/C)	21.70%	23.60%	1.9%p
30%한도적용(B/C)	15.00%	17.30%	2.3%p

자료: 금융감독원, iM증권 리서치본부

## P-CBO 등 조달구조의 다각화

- P-CBO 측면에서 26년부터는 기업의 금융부담을 낮추기 위한 제도 개선이 병행
- 신용보증기금이 신탁방식을 통해 P-CBO를 직접 발행하는 안이 25년 10월 2일부터 시행
- 신탁방식으로 직접 발행하는 형태를 선택할 시 기존 SPC 방식에 비해 각종 수수료 절감 및 P-CBO의 특수채 지위가 인정됨에 따른 효과로 기업의 금리 부담이 약 50bp 감소할 것으로 금융위원회는 설명
- P-CBO 발행의 점진적 활성화는 하위등급에 속하는 기업들에게는 크레딧 라인을 확대시키는 효과로 작용할 것

<그림> 신용보증기금이 P-CBO를 신탁계정을 통해 직접 발행할 수 있게 됨에 따라 조달비용 절감 효과 발생(P-CBO에 대해 특수채 지위가 인정)



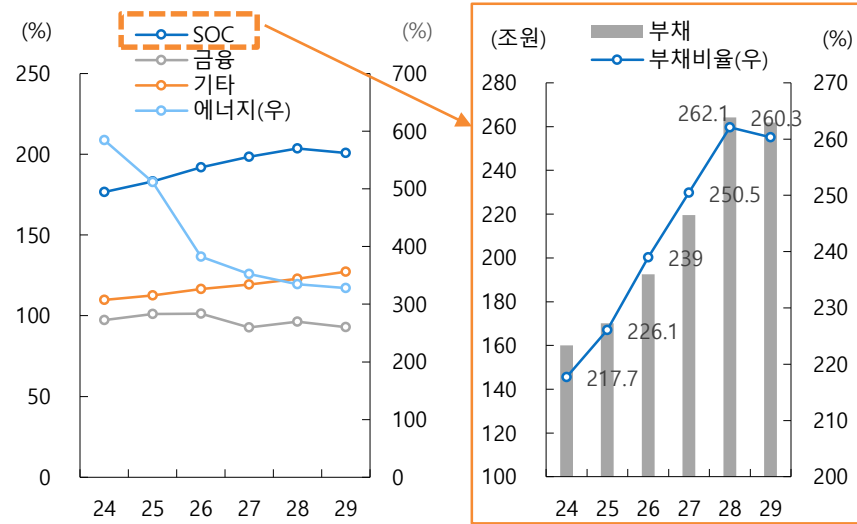


### III. 섹터별 수급환경 점검

## 공사채 및 정부보증채 발행 체크

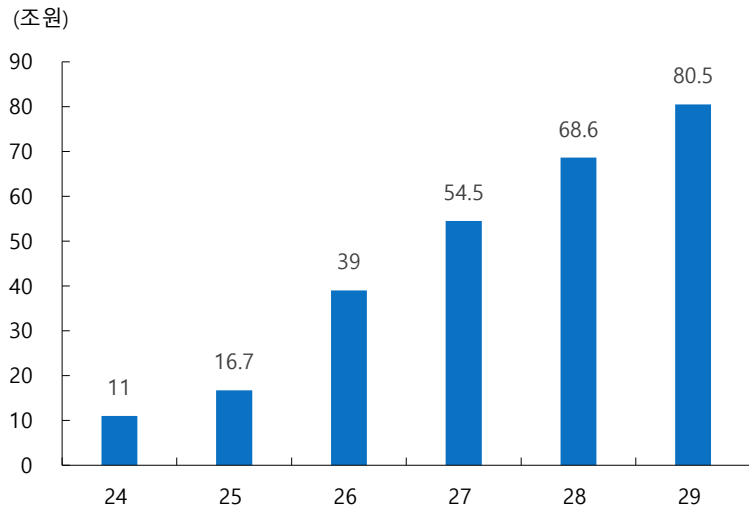
- LH 주택임대사업 및 한전 에너지고속도로 구축 등 정책성 사업으로 공사채 발행은 유지 전망. 공공기관별 부채 전망에서도 SOC는 필수 투자 수요를 반영한다고 설명되어 있음
- 공공기관 중장기재무관리계획에서 SOC 공기업 부채비율은 28년까지 점진적으로 상승할 것으로 전망
- 한편 국가보증채무계획에서 보증채무 29년까지 80.5조원으로 증가할 것으로 전망
- 다만 정부보증채는 제한적 발행을 유지 중. 첨단전략산업기금채권 + 공급망안정화채권 + 한국장학재단채권 모두 제한적 발행. 보증채 발행 트렌드 감안하면 하반기 또한 제한적 발행 수준 유지할 것으로 전망

<그림> (좌) 공공기관별 부채비율 전망 (우) LH 부채 및 부채비율 전망



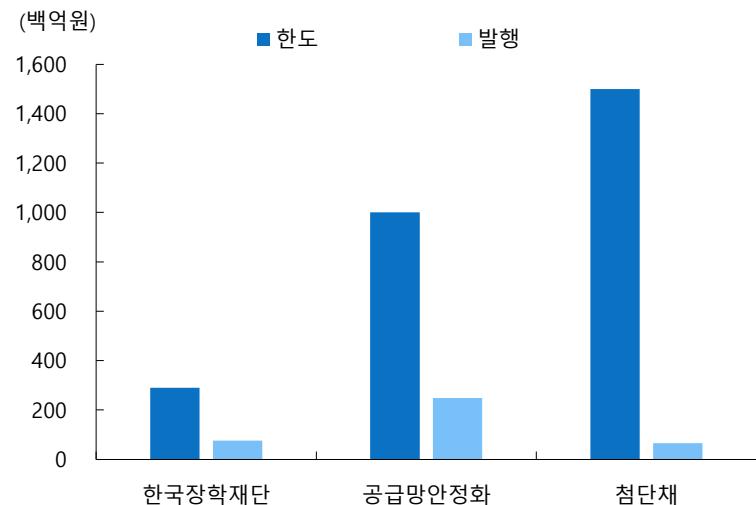
자료: 기획재정부, iM증권 리서치본부

<그림> 국가보증채무계획: 29년까지 80.5조원으로 증가



자료: 국가보증채무계획, iM증권 리서치본부

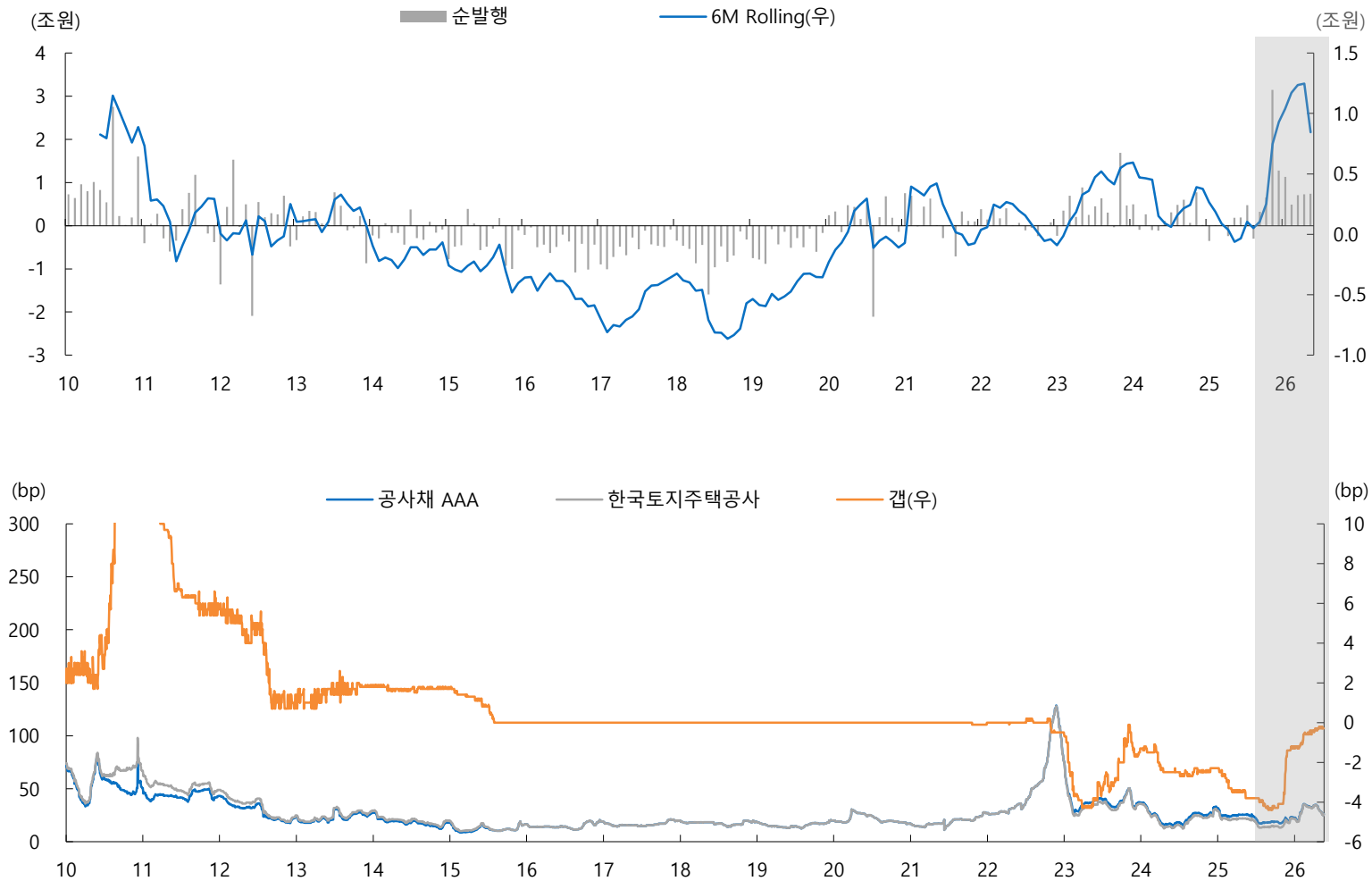
<그림> 주요 정부보증채는 한도 대비 올해 발행량 제한적



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

## 인프라 공기업 발행 체크(2): 공사채-LH 간 스프레드 갭 역전폭 축소는 공급 증가를 반영 중

<그림> (상) LH 채권 순발행 추이 & (하) 공사채 AAA-LH 간 스프레드 갭

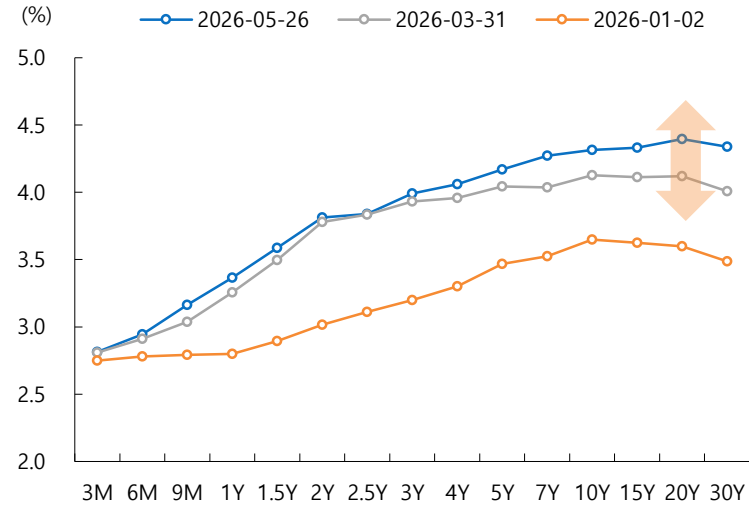


자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

## MBS(1) 공급: 중장기 커브 스틱과 발행

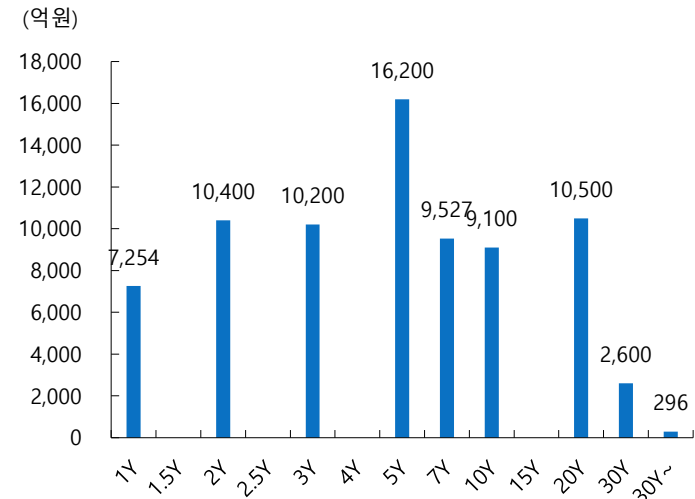
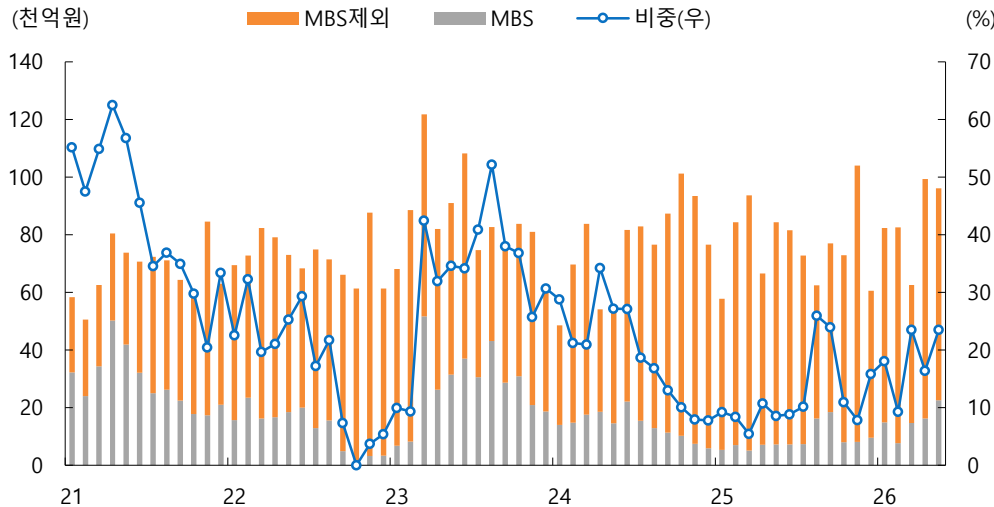
- 보금자리론 판매 규모가 작년 1분기 3조8000억원에서 4분기 5조7000억원까지 늘어나면서 MBS 발행 증가에 일부 영향 미쳤으나 순상환 기준은 유지 중
- 공사채 발행 중 MBS가 차지하는 비중은 20%대 수준으로 연초대비 소폭 증가하는 패턴을 보이고 있음
- 한편 MBS 중장기물 중심으로 일부 미매각 발생 및 MBS 금리 커브가 1분기말 대비 중장기 구간으로 갈수록 스틱이 발생하는 등 장기구간 중심 약세 압력
- 연초~현재까지 MBS 만기별 누적 발행액은 5년 1,6조원, 20년물 1조원 순. 주로 5~10년 사이 분포

<그림> 연초 & 1분기말 & 현재 MBS 금리 커브



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> (좌)공사채 월별 발행액 추이 & (우)올해 5/26일까지 MBS 만기별 누적 발행액

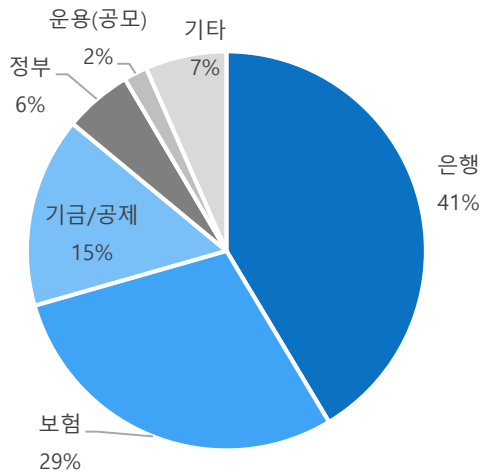


자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

## MBS(2) 마켓 사이즈 감소에 따른 영향

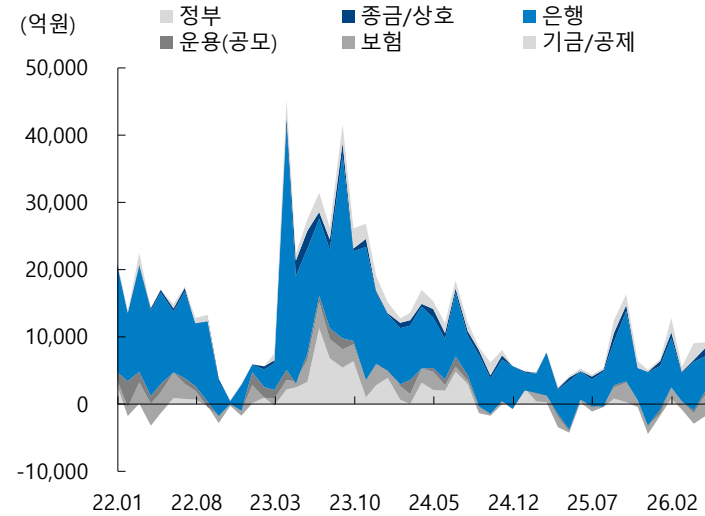
- MBS 투자자별 순매수는 최근 1년 평균 9,000억원대로 감소. 23년 4월 4조원 수준에서 추세적으로 감소 중
- MBS 주요 투자자 비중은 은행이 41%, 보험 29%, 기금/공제 15% 순서를 보이고 있음
- 주요 투자주체인 은행의 MBS 잔고는 약 55.7조원 기록 중으로 25년 이래로 약 12조원 가량 감소
- 보험 및 기금/공제 또한 잔고가 감소하고 있는 패턴을 보이고 있음
- 다만 발행량 추세적 감소(순상환)에 의한 마켓 사이즈 감소에 따른 영향 존재하는 것으로 판단

<그림> 현재 MBS 잔고 투자자 보유비중 현황



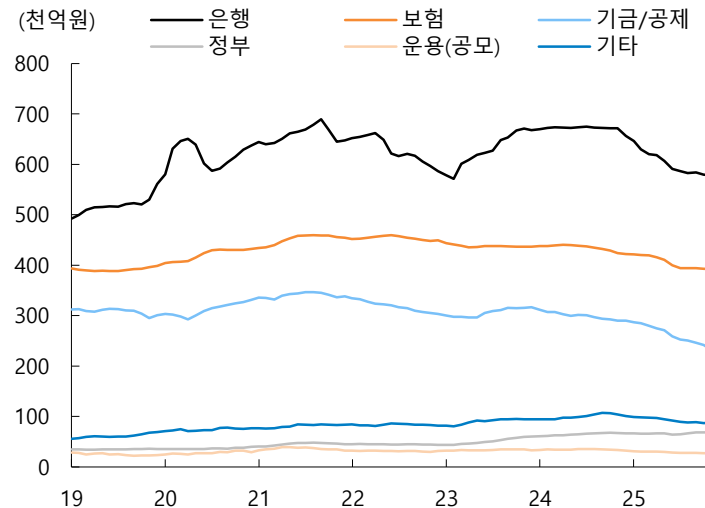
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> MBS 투자자별 순매수 추이



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 투자자별 MBS 잔고 추이

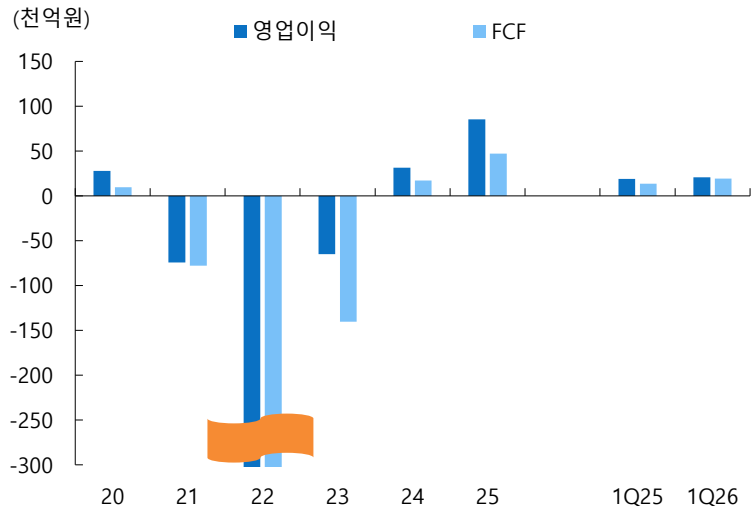


자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

## 에너지공기업 발행 관련 점검

- 최근 에너지가격 변동성 확대로 인한 에너지공기업 발행 영향 모니터링. 22년 우-러 전쟁 이후 초우량물 구축효과 경험
- 한전채, 22년에 직전연도 자본금+적립금의 2배 수준이었던 사채 발행한도를 27년까지 5배로 한시적으로 확대
- 1)영업이익 및 잉여현금흐름이 26년 1분기까지 안정적 흐름 보인 점, 2) 전기요금 인상에 대한 여유 버퍼, 3)에너지가격과 연료비 반영 시차 고려 시 당장의 발행압력 제한적이나 하반기 전력구입단가와 판매단가간 스프레드의 갭 축소 등 모니터링 필요성
- 이란 사태 해소시에도 에너지 인프라 복구 수요를 고려하면 유가는 당분간 이란 사태 전보다 높은 수준의 변동성 지속 가능성

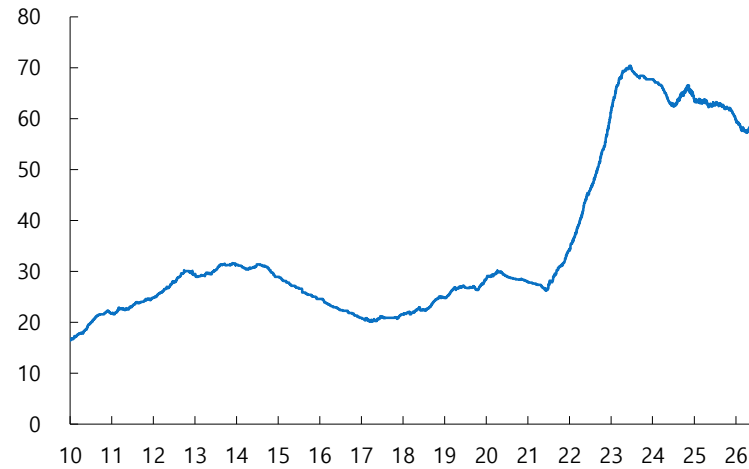
<그림> 한국전력공사 영업이익 및 잉여현금흐름 추이



자료: Qauntwise, iM증권 리서치본부

<그림> 한전채 잔고 추이(회사채 기준)

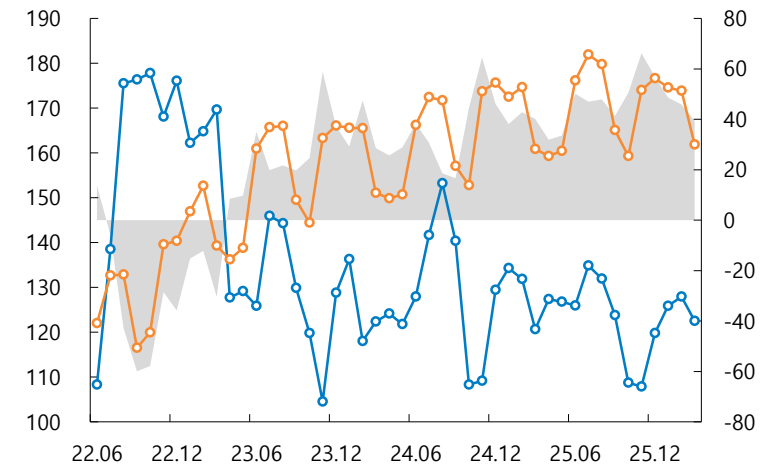
(조원)



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 전력구입단가-판매단가 스프레드 추이

(원/kWh) ■ 스프레드(우) ● 구입단가 ○ 판매단가 (원/kWh)

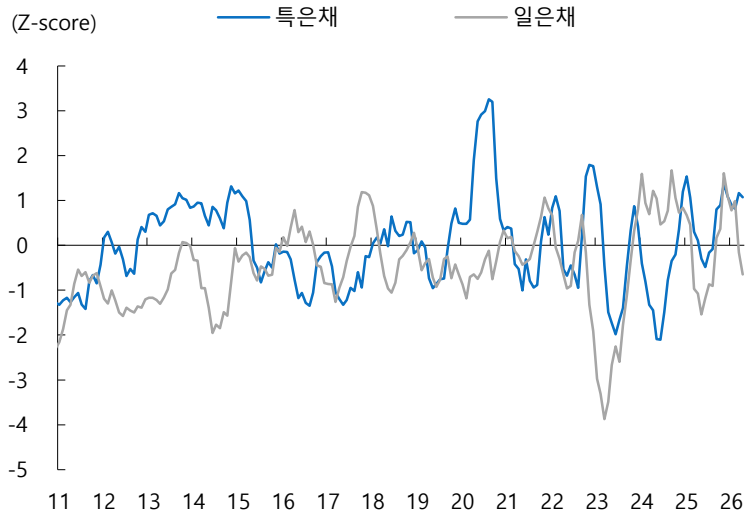


자료: 한국전력공사, iM증권 리서치본부

## 특은채, 단기물, FRN 중심 증가

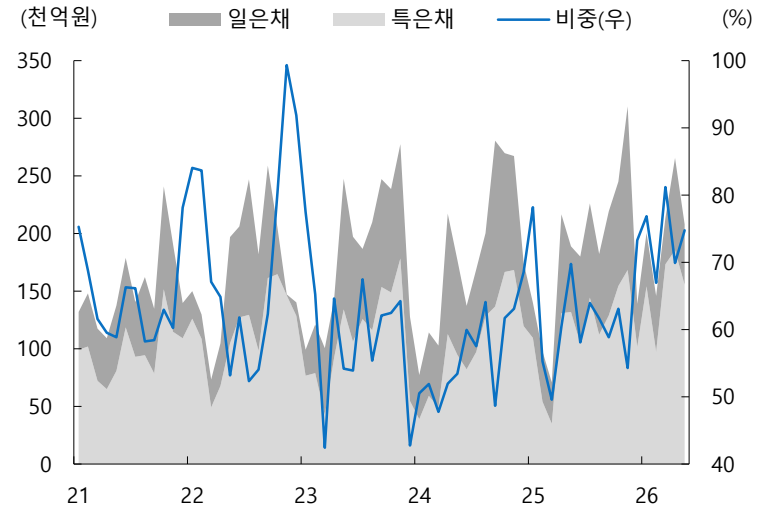
- 특은채는 정책성 자금 소요로 순발행 추세를 이어갈 것으로 전망함. 일반 은행채와 순발행 기조에서는 차별화된 움직임을 보이고 있음. 특은채는 역사적 평균대비 순발행 강도가 높고, 일반은행채는 대출 규제 변화 속 역사적 평균보다 낮아진 상황
- 은행채 발행 중 특은채가 차지하는 비중은 25년 이래로 추세적으로 상승해 70% 이상임
- 한편 단기물 & FRN(변동금리) 발행 증가 트렌드가 나타남. 지난해 4분기 부터 은행채 FRN 발행은 분기 기준으로 15조원을 넘어섰음
- 금리 변동성 확대 기조에 변동금리 수요 증가. 이에 맞추는 발행 트렌드가 이어질 것으로 전망함

<그림> 특은채 & 일은채 순발행 차별화



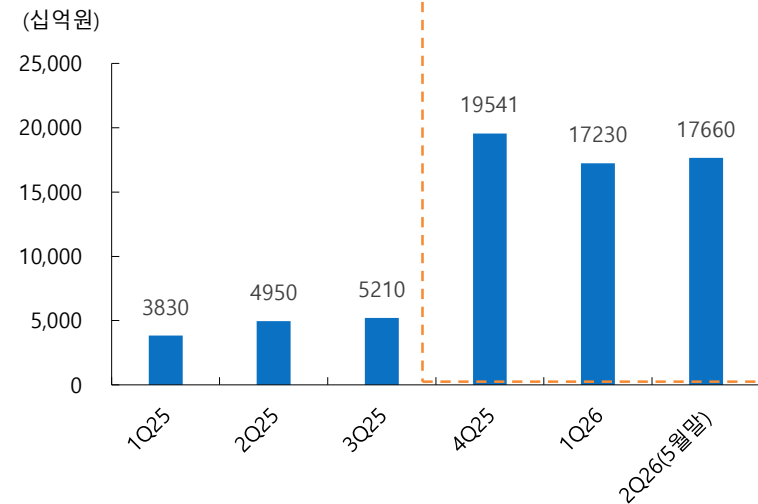
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 은행채 발행 중 특은채 비중 추이



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 은행채 FRN 발행 최근 추이

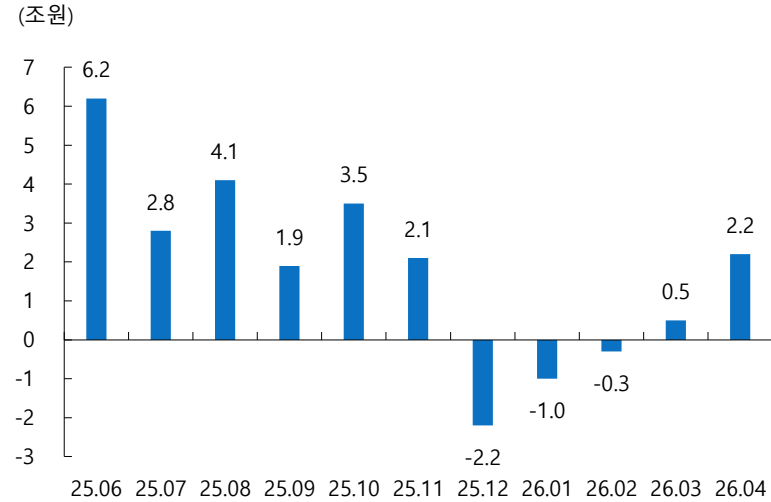


자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

## 일반은행채: 가계와 기업대출 양극화

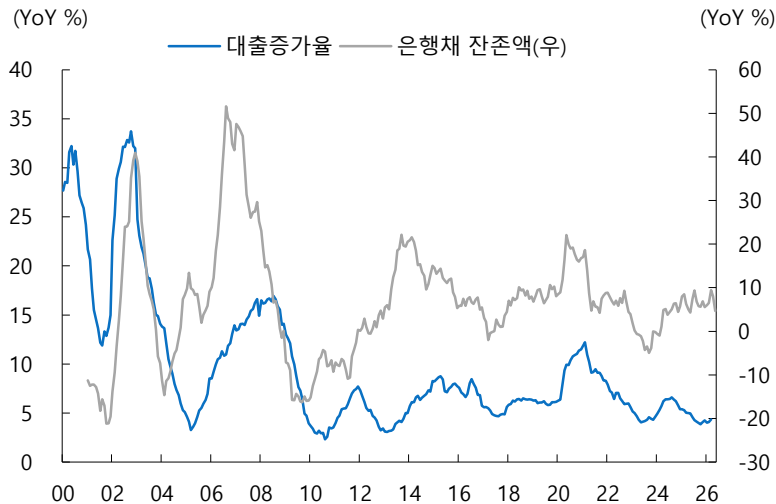
- 은행권 가계대출은 위험가중치 관리 속 제한된 증가세를 기록하고 있음. 25년 대비 26년 은행권 가계대출 증가세 확연하게 감소한 상황
- 기업대출 또한 제한된 증가속도를 보이고 있으나 최근 대기업 중심 대출 증가율이 소폭 높아진 점 주목
- 제한된 여신 증가율 속 일반은행채는 특은채 대비 공급압력이 상대적으로 감소해있는 상황
- 가계대출 관리 기조 지속 + 제한된 기업 대출 증가율 → 하반기 일반은행채 제한된 발행기조 지속 전망

<그림> 은행권 가계대출 증감 추이



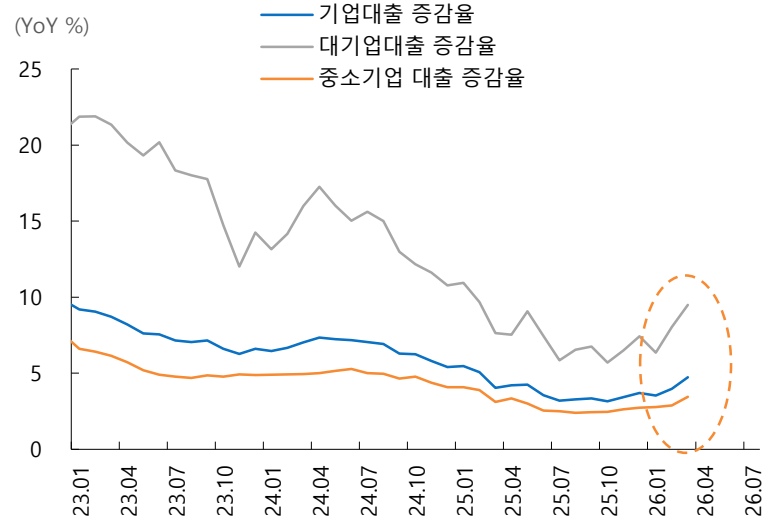
자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

<그림> 여신성장률과 은행채 잔존액 증감율 추이



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 기업대출 증감율 추이

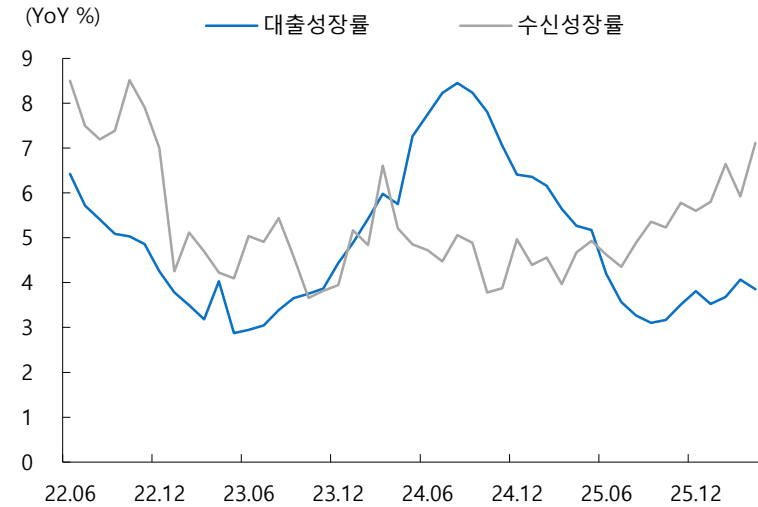


자료: CEIC, iM증권 리서치본부

## 일반은행채: 양호한 수신성장률

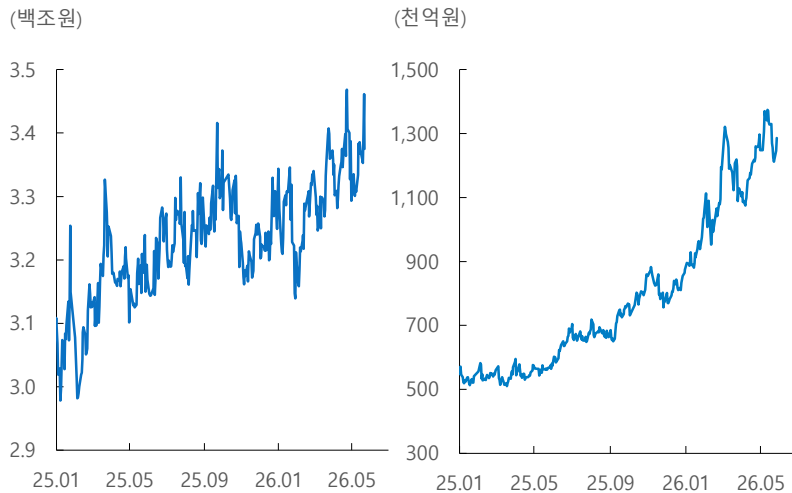
- 법인 중심의 대기성 자금이 대규모로 수신에 유입되며 양호한 수신증가율을 기록하고 있는 중
- 작년 하반기 발생했던 요구불예금, 저축성예금 수신액 감소는 현재 회복 후 고점을 경신
- 대출(여신) 성장률 대비 수신 성장률은 양호한 성장세를 유지 중
- 수신성장률이 여신성장률 대비 높은 상황 속 일반은행채는 발행 니즈 제한될 것으로 전망

<그림> 5대은행 여신 & 수신 성장률: 수신성장률 양호



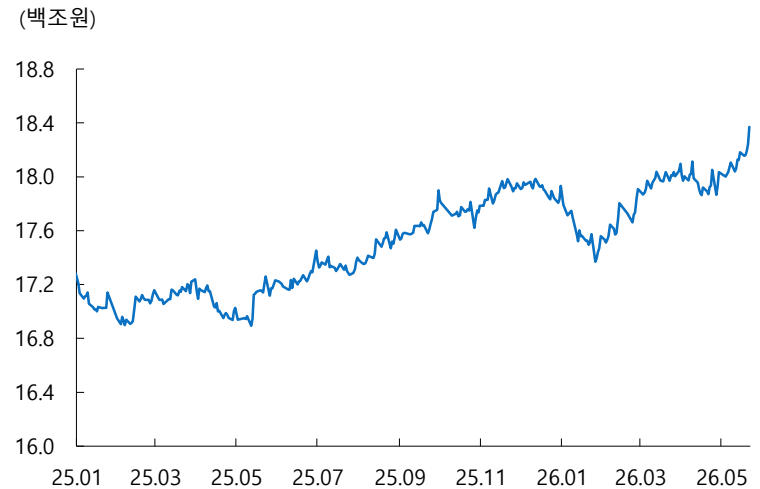
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> (좌)은행 요구불예금 & (우)증권 고객예탁금은 동시 증가



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 은행 저축성예금 추이

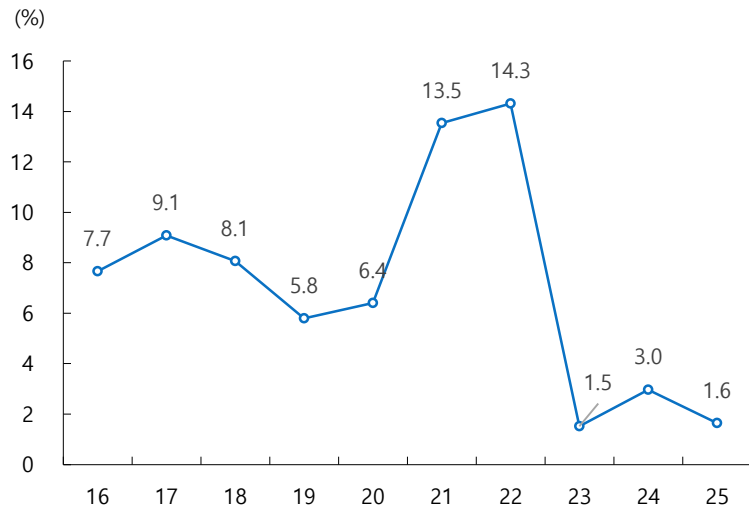


자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

## 여전채 발행 다각화 & 자산증가율 & 금리

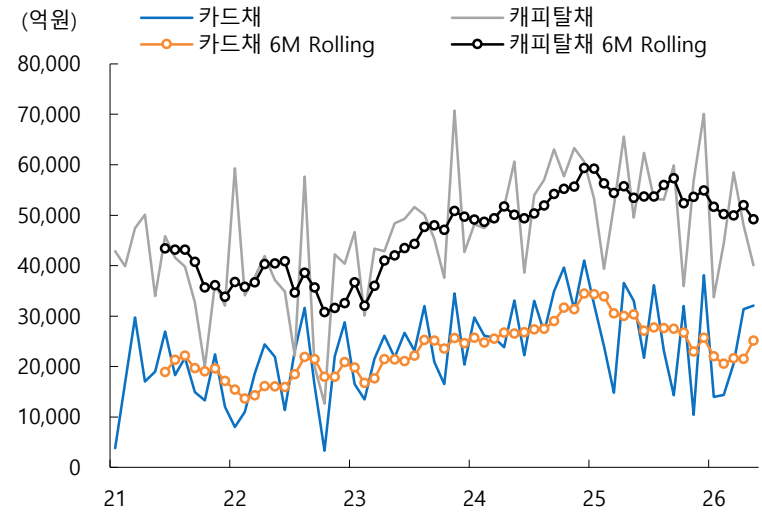
- 여전사, 구조적으로 자금 조달을 위한 채권 발행 지속. 다만 고금리 기초 속 일부 발행사 해외조달과 CP 등으로 조달 구조 다각화 시도
- 여전사 자산성장률 정체 상태 보이는 가운데 순발행 기초는 제한적일 가능성에 무게
- 한편 최근 1년 이하 단기물 약세를 보이고 2년물 중심으로 상대적 강세를 보이고 있음
- 최근 금리인상 시그널 강화와 더불어 1년이하 단기물이 연초이래 강세를 보였던 점에서 되돌림 나타나고 있는 것으로 파악
- 다만 높아진 금리, 스프레드 레벨 속 단기물 메리트는 지속

<그림> 카드사 총자산 성장률



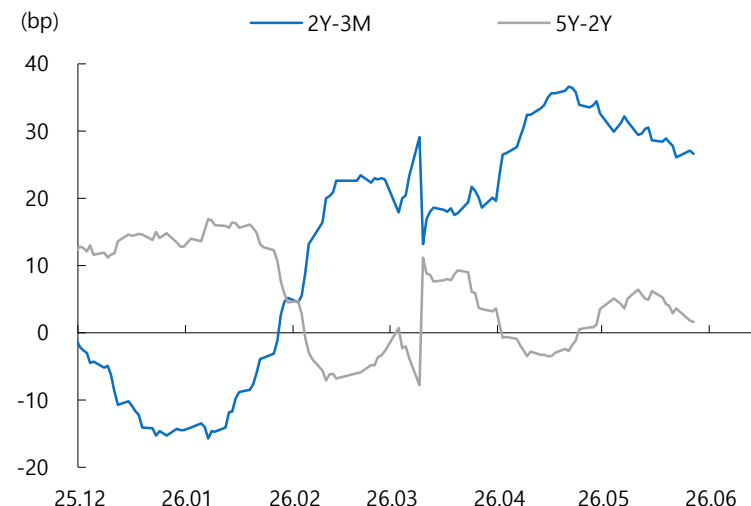
자료: FISIS, iM증권 리서치본부

<그림> 여전채 섹터별 발행 추이: 최근 카드채 증가 & 캐피탈채 감소



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 여전채 스프레드 갭 단기 추이

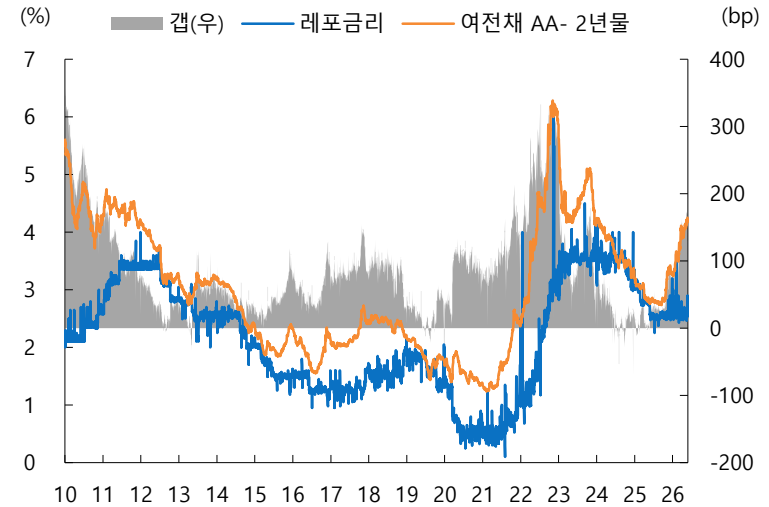


자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

## 금리인상과 하반기 레포펀드 설정

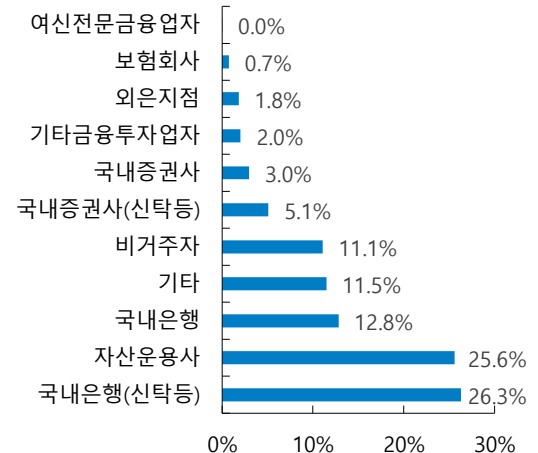
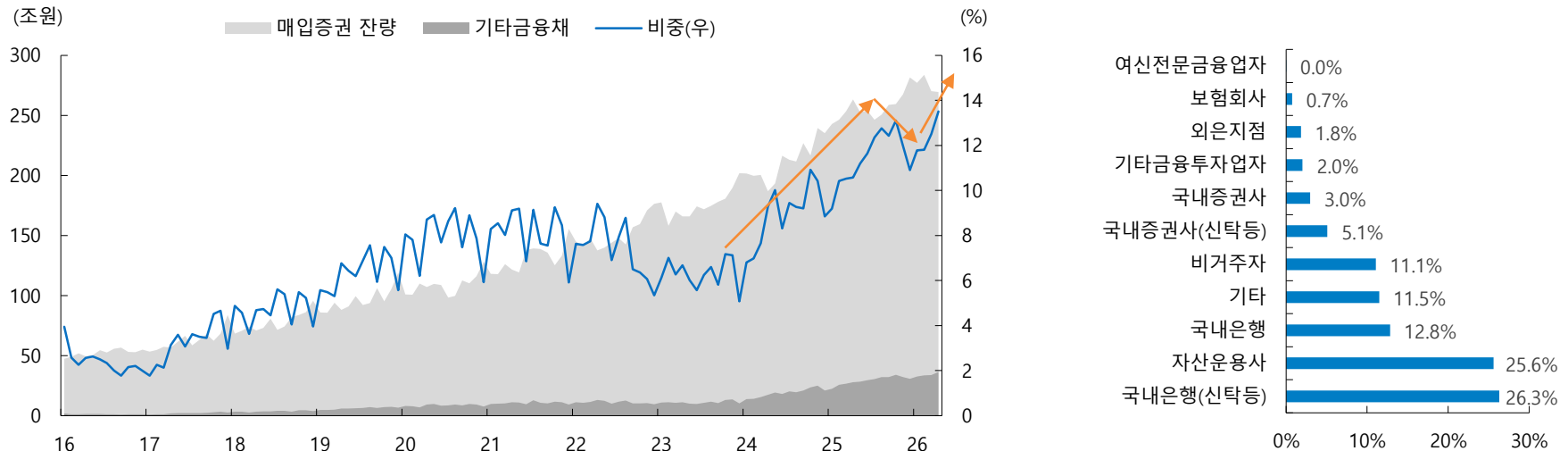
- 레포 금리와 여전채 AA- 2년물 간 금리 갭은 25년부터 확대되고 있는 중
- 현재 여전채의 레포펀드 편입 메리트는 존재하는 것으로 판단하고 있음. 금리 변동성 축소가 관건
- 25년 말 감소 추세를 보였던 레포 매입증권 잔량 중 기타금융채 비중은 26년 들어 증가 추세로 전환해 고점 경신. 매입증권 전체 잔량 감소에 따른 영향도 있으나 기타금융채 매입은 현재 지속
- 다만 하반기 금리 인상으로 레포 금리 상승 시 금리 갭 축소로 설정 메리트는 감소할 것으로 판단됨

<그림> 여전채 AA- 2년 & 레포금리 갭 추이



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> (좌)레포 매입잔량 및 여전채 매입잔량 & (우) 레포 매입잔량 투자자별 비중

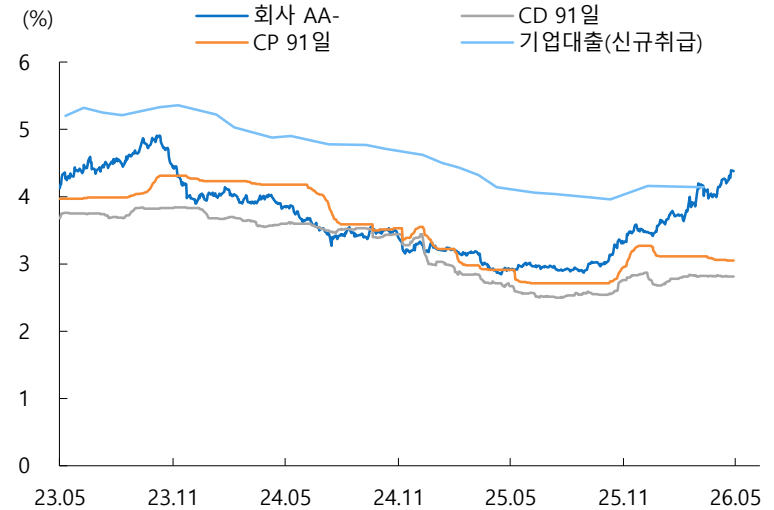


자료: 한국예탁결제원, iM증권 리서치본부

## 회사채: 상환 목적 & 대출이 유리

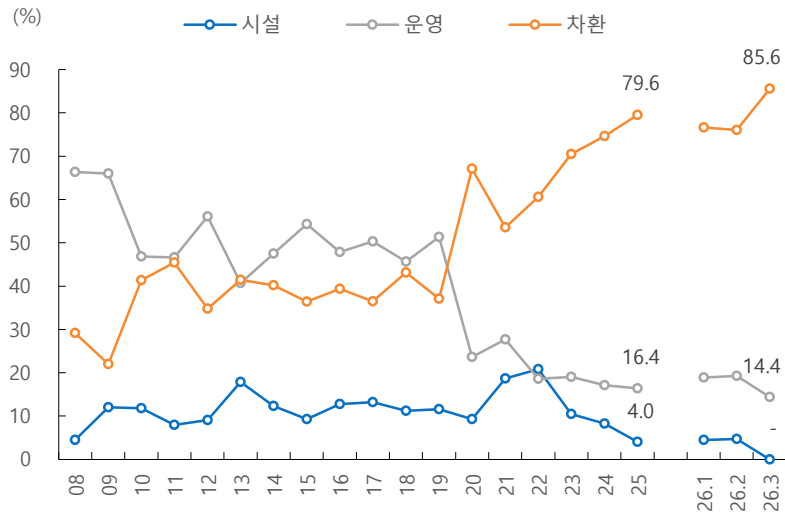
- 회사채 AA- 3년물 금리, 기업대출(신규취급액 기준) 금리와 역전
- CD 금리가 상대적으로 안정적 흐름을 보이고 있는 상황 속 기업대출이 조달 비용 측면에서 유리해진 상황
- 한편 회사채 발행목적별 발행 비중은 차환이 26년 3월 기준 85.6%를 차지하며 차환성 발행이 우세한 상황
- 시설자금 및 운영자금 목적 발행 비중은 20년 이래 감소 중으로 하반기에도 차환 목적의 발행 이어갈 것으로 전망

<그림> 주요 단기금리 추이



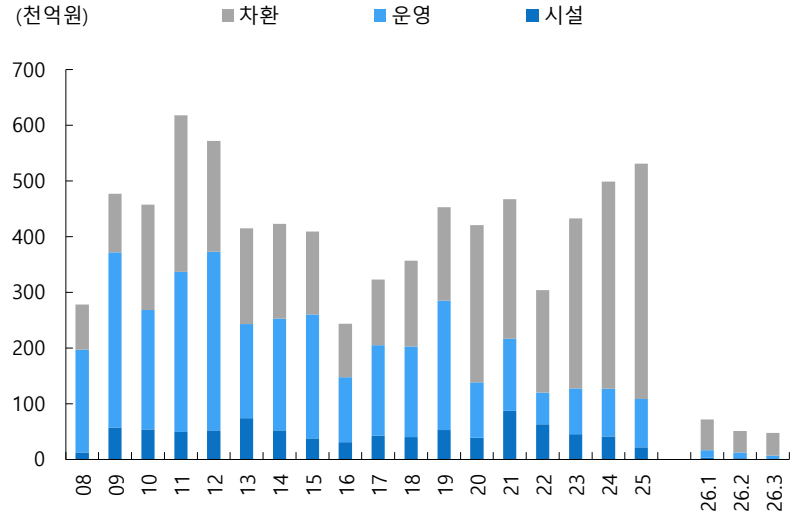
자료: 인프맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 회사채 발행목적별 비중



자료: 금융감독원, iM증권 리서치본부

<그림> 회사채 발행목적별 발행액 추이

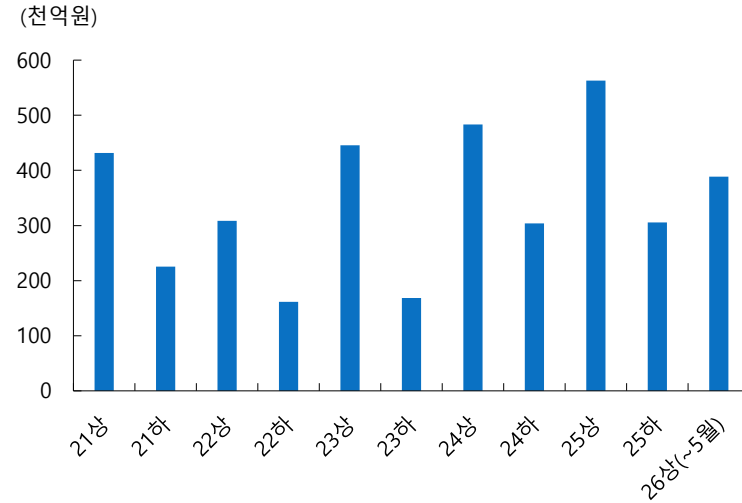


자료: 금융감독원, iM증권 리서치본부

## 회사채: 금리 상승 속 제한된 발행

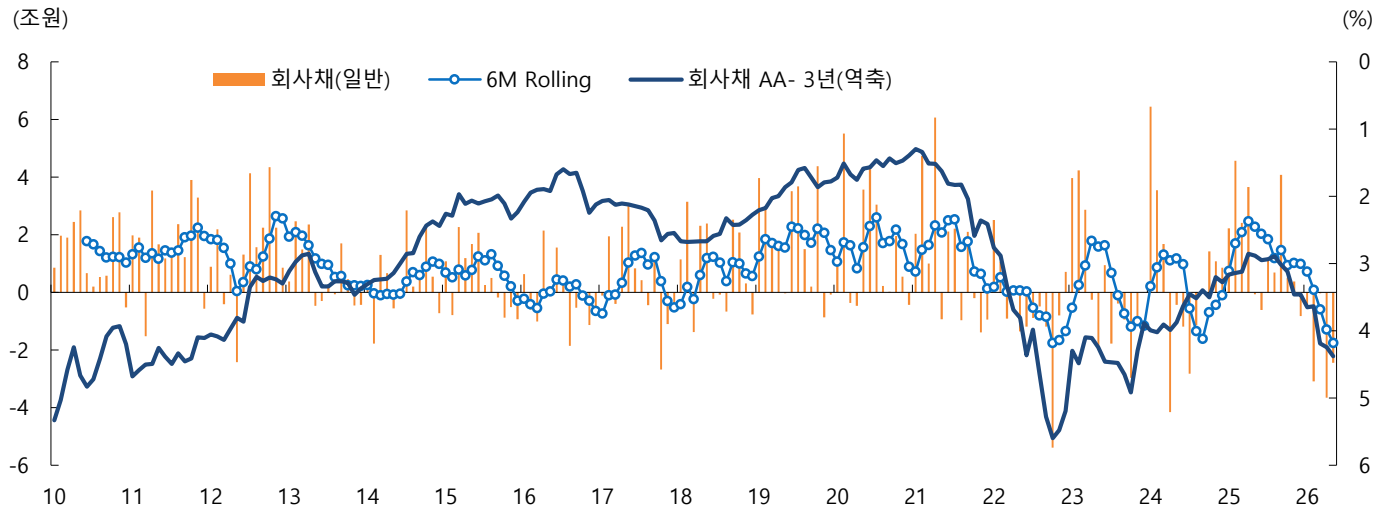
- 회사채(일반)는 올해 들어 순상환 기조를 지속하고 있음
- 회사채 순발행 기조와 회사채 금리(역축)는 동행성을 띠고 있음. 즉, 높아진 금리에 따른 조달비용 증가로 발행보다는 상환압력이 우세해지고 있다는 판단
- 하반기 또한 금리 상승 가능성 속 대출, CP 등 다변화된 조달전략으로 제한된 순발행 기조를 유지할 것으로 전망함
- 제한된 공급대비 수요 유지 속 회사채 발행시장은 우량물 중심 강세 보일 것으로 전망

<그림> 21년~현재까지의 상하반기 회사채(일반) 발행액 추이



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> 회사채 순발행 & 금리 추이: 금리와 동조화

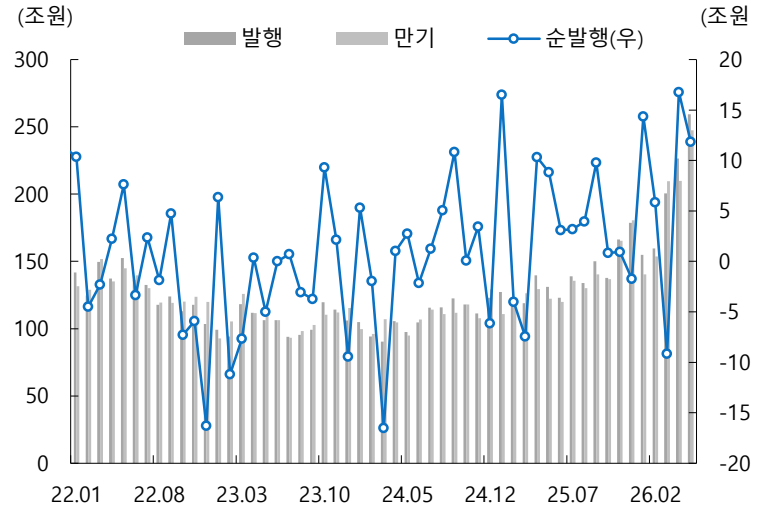


자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

## 단기자금시장: 발행 증가에도 안정적 수준 유지

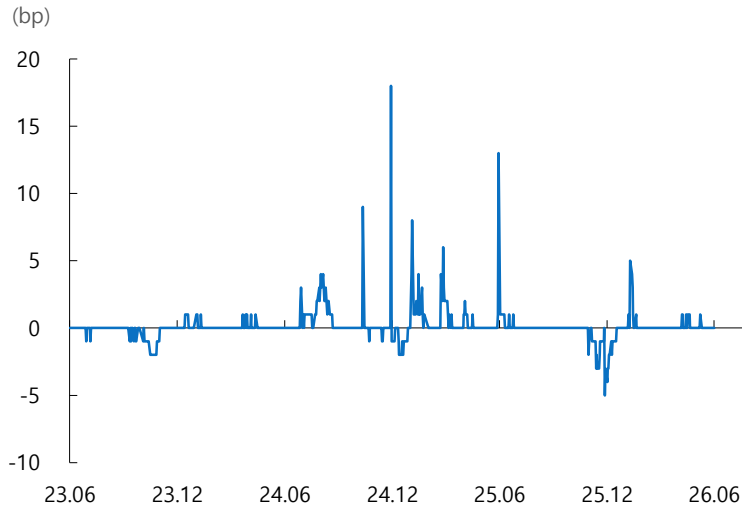
- 기업들의 조달구조 다각화로 CP/전단채 발행 증가 및 순발행 기조
- 다만 CP 금리가 상대적으로 안정적 유지 중으로 일일변동폭도 축소된 흐름을 유지 중
- 발행량 증가 속 MMF 등 단기자금 수요 + 듀레이션 축소 니즈 속 단기물 선호가 단기자금시장 안정적 여건 형성 중
- 단기자금시장 금리 급등 등 큰 폭 변동성이 나타나고 있지 않다는 점에서 유동성 여건은 안정적 흐름을 보이고 있다는 판단
- 다만 분기말, 연말 자금 유출 흐름은 하반기에도 모니터링이 지속적으로 필요한 부분

<그림> CP/전단채 발행/만기/순발행 추이: 조달 다각화로 순발행 증가



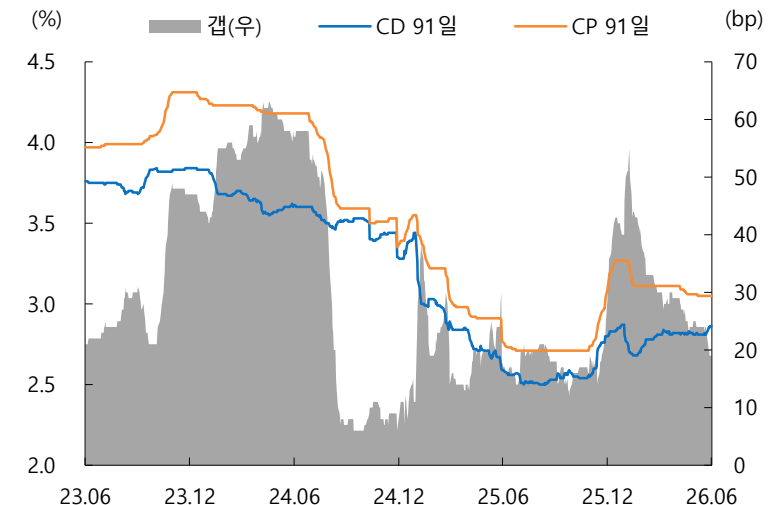
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> CP 91일물 일일변동폭: 상대적으로 안정



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

<그림> CD-CP 91일물간 갭은 안정적으로 유지 중



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

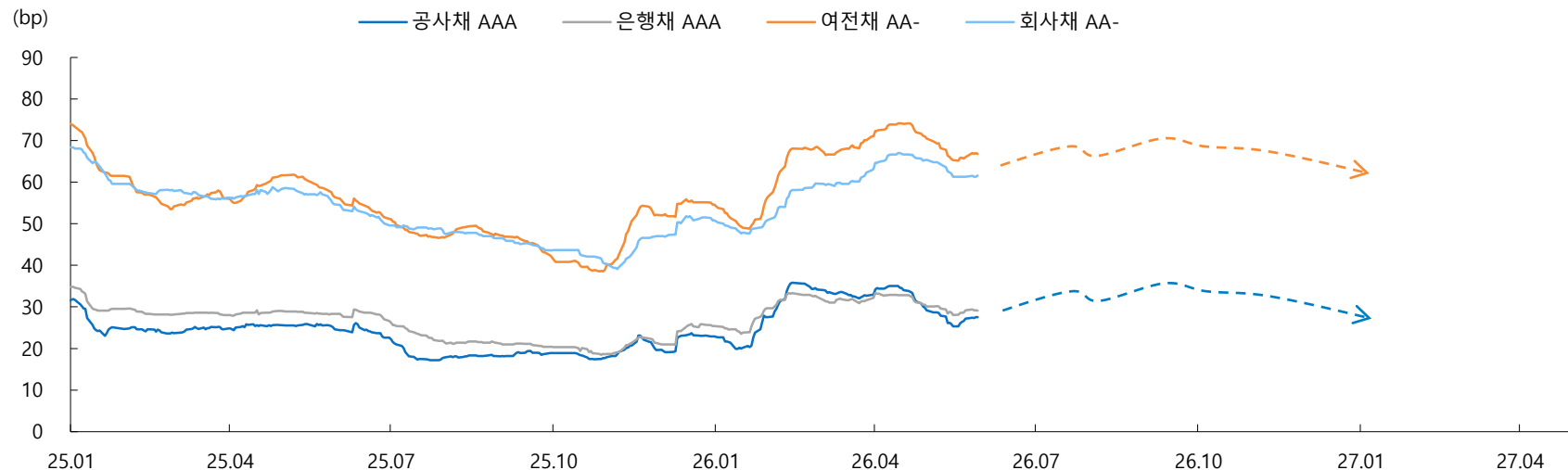


## **IV. 하반기 투자전략**

## 26년 하반기 투자전략 및 크레딧 스프레드 궤적

- 하반기는 통화정책 상 금리 인상 + 27년까지의 성장률 경로 및 성장 패러다임 변화를 탐색하는 구간으로 평가
- 크레딧 시장 입장에서 기대할 수 있는 부분은 이전까지의 약세를 야기했던 금리 변동성이 통화정책의 경로 불확실성 해소를 맞이하며 축소되는 부분
- 성장률 재평가 + 금리 재평가와 함께 새로운 금리 레벨을 탐색하는 구간으로 스프레드 불확실성은 하반기에도 잠재
- 국고금리 + 크레딧 스프레드의 동반 레벨 상승으로 캐리 매력은 충분히 확보되어있는 상황이나 OW보다는 통화정책 등 이벤트를 해소해가면서 금리 변동성 축소 시 분할적으로 접근할 필요. 하반기 스프레드는 전반적으로 약보합 수준을 전망함. 다만 4분기 11월 수정경제전망 등 이벤트를 통해 불확실성 해소하면서 스프레드 소폭 안정화 가능성
- 상대적 단기물 선호 + 공급 불확실성 내재한 초우량물 대비 제한적 공급 우위인 회사채, 여전채 편입 선호
- 회사채 AA- 3년물 하반기 크레딧 스프레드 밴드: 55~75bp

<그림> 크레딧 스프레드 궤적 전망



자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

## 크레딧 스프레드 전망

<그림> 크레딧 스프레드 전망 테이블

		금리(%)					스프레드(bp)				
		4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
공사채	AAA	3.184	3.880	4.080	4.230	4.240	23.1	32.8	28.0	33.0	29.0
은행채	AAA	3.207	3.874	4.095	4.250	4.255	25.4	32.2	29.5	35.0	30.5
여전채	AA-	3.499	4.263	4.460	4.650	4.610	54.6	71.1	66.0	75.0	66.0
	A+	4.270	5.035	5.250	5.440	5.420	131.7	148.3	145.0	154.0	147.0
회사채	AA-	3.460	4.180	4.410	4.600	4.560	50.7	62.8	61.0	70.0	61.0
	A+	3.865	4.563	4.800	4.980	4.960	91.2	101.1	100.0	108.0	101.0



자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부  
 주: 3년물 기준, 전망치는 분기말 기준  
 주: 추후 환경에 따라 금리 및 스프레드 전망치는 변경 가능

---

## Compliance Notice

---

- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 이승재)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전제, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.