

정미년 붉은 양의 해

丁未年

iM증권

2026.10.20 | iM증권 리서치본부

2027 OUTLOOK

[크레딧 전망]

풀리지 않는 매듭은 없다,
시간이 걸릴 뿐

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

더 나은 가치, 함께하는 미래 iM More, iM Fine



CONTENTS

I. 요약	3
II. 매크로와 금리 여건	6
III. 금리 인상의 종착지에서 타이밍 잡기	17
IV. 섹터별 수급 환경 점검과 매력도	28
V. 27년 투자전략	48

I . 요약

[크레딧] 풀리지 않는 매듭은 없다, 시간이 걸릴 뿐(1)

크레딧 투자환경 점검

- 27년 크레딧 투자환경은 결론적으로 26년 대비 개선될 것으로 전망함. 최종 기준금리에 대한 불확실성은 잔존하겠으나, 하반기로 갈수록 성장률 전망치 확인, 그리고 물가의 2%대 안정화를 확인한다면 기준금리 수준을 확인하고 국고 금리는 선반영하며 하락할 가능성 잠재
- 다만 기존 인상-인하 사이클보다는 중금리-중물가 시대의 장기화로 동결기간 또한 길어질 것을 전망함. 이 과정 속에서 기존보다는 금리 하락에 대한 투자자들의 탄력성(민감도)은 낮아질 것. 한편 자산군 간의 머니무브도 중요한 모니터링 요소. 단기 파킹형 자산에서 높아진 금리 속 캐리를 노리는 고정 인컴형 자산 수요가 증가하는지도 지켜볼 필요
- 마지막 기준금리 인상일 이후 스프레드 낙폭은 누적 +12개월로 갈수록 강화됨. 중요한 것은 결국 최종 기준금리가 확정되는 시기일 것. 내년 하반기로 넘어가는 시기일수록 28년 성장률을 결정짓는 요소들에 대한 모니터링이 필요함
- 한편 스프레드를 역사적 평균에서의 위치, 그리고 방향과 속도(위상도)로 살펴보았을 시 연초효과 가능성은 항상 잠재함
- 위상도로 바라본 패턴 상, 12월 중순 ~ 2말3초까지의 강세 → 2분기 약세 → 3분기 ~ 4분기 11월까지의 약보합(혹은 약세) 패턴이 베이스 시나리오
- 다만 26년의 경우 연초효과가 1월 중순 이후 빠르게 소멸되었다는 점(패턴의 약화), 그리고 기존과 다른 불확실한 매크로, 금리 환경을 감안할 필요

섹터별 수급환경 점검

- 공사채는 26~30년 공공기관 중장기 재무관리계획을 통해 LH를 위시한 SOC 공공기관의 사업 지속과 부채 증가가 예상되는 상황. 한편 정부안 상 발전자회사 5개사를 통합한 '(주)한국발전'을 27년 10월 출범시키는 방안을 추진 중. 한전은 27년 말 사채발행한도 특례 일몰이 예정되어 있어 현행 법률이 유지될 경우 사채 잔액 축소 또는 대체 조달 필요성이 발생할 수 있음. 공사채 공급의 중심은 한전에서 LH로 점진적으로 이동할 것으로 전망. 다만 LH의 경우 발행 만기가 20년 이상 초장기물까지 분산되어 있어 특정 만기 구간의 공급 집중 부담은 제한적일 것으로 예상. 한편으로는 발전자회사 통합과 LH 기능 분리 등 공공기관 구조개편이 추진되고 있는 만큼, 향후 채권 발행주체 및 조달구조 변화에 대한 지속적인 모니터링이 필요한 27년임
- 은행채의 경우 특은채의 만기도래량이 여전히 많아 27년에도 특은채 중심 공급은 지속될 것. 26년에 이어 27년에도 200조원이 넘는 만기도래가 예정되어 있음. 25년부터 시중은행채는 하반기 순발행기조가 뚜렷했다는 점에서 27년 또한 상반기보다는 하반기 은행채 전반 공급 증가에 초점을 맞추는 것이 유리
- 여전채와 회사채는 상대가치를 통해 바라볼 필요. 캐피탈-회사 3년물 스프레드 갭은 25년초 대비 확대되어 있으나 장기 평균대비 하회하는 상황. 회사채의 경우 개인+기타법인 등 주요 순매수 주체의 잔고가 높아져 있는 금리(캐리 매력)로 회복될 수 있을지도 주요 모니터링 요소임

[크레딧] 풀리지 않는 매듭은 없다, 시간이 걸릴 뿐(2)

투자전략

- 27년은 여전히 불확실한 매크로 환경과 Terminal Rate에 대한 불확실성으로 금리 변동성이 잔존하는 해가 될 것으로 전망. 최종 기준금리에 대한 부가 확실해지고, 반도체 중심 슈퍼 사이클에 대한 지속성이 약화되며 성장률 전망치가 하향되는 시점부터는 최소 금리 동결 컨센서스가 형성되며 금리도 방향성이 명확해질 것
- 다만 중요한 점은, 금리가 하락하는 환경은 스프레드에 우호적이거나, 건강한 매크로 여건이 유지되어야 한다는 점임. 25년부터의 고금리 시기에 대한 상흔이 27년에도 영향을 미치면서 주요 업권 건전성, 이자비용 부담에 대한 모니터링은 필요. 다만 베이스 시나리오는 3% 수준의 강한 성장 사이클 지속 + 2% 수준을 소폭 웃도는 중물가가 합쳐진 장기 동결 사이클임(27년 조건부)
- 이전 인상 사이클처럼 빠른 인하를 바랄 수는 없지만 26년보다는 나은 크레딧 투자 환경이 조성될 것. 다만 금리의 강한 하락을 기대하기는 어려우므로 스프레드는 전반적으로 소폭 축소(강세) + 좁은 박스권 움직임을 보일 것으로 전망함
- 27년 회사채 AA- 3년물 기준 밴드: 60~72bp / 은행-공사 AAA 3년 갭 밴드 -1~3bp / 여전(캐피탈)-회사 AA- 3년 밴드 갭 1~8bp

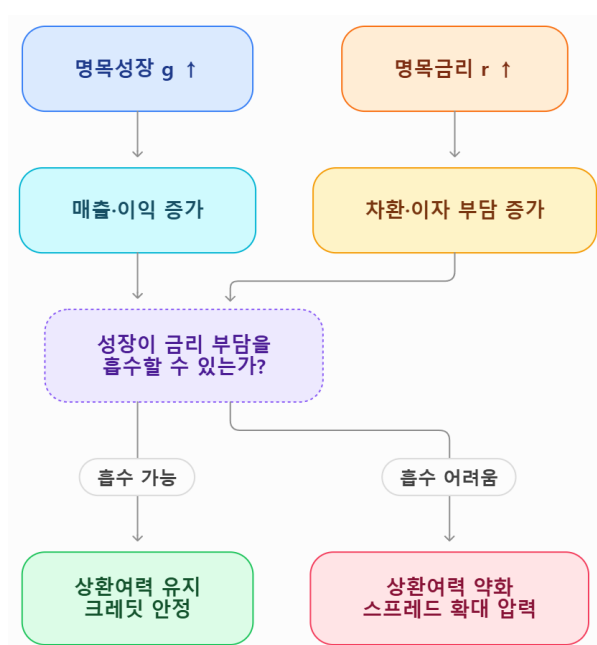
크레딧 전망 테이블

		금리(%)					스프레드(bp)				
		4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
공사채	AAA	4.28	4.11	4.36	4.42	4.05	38.0	34.0	37.0	37.0	35.0
은행채	AAA	4.30	4.12	4.37	4.45	4.08	40.0	34.5	38.0	40.0	38.0
여전채	AA-	4.68	4.43	4.74	4.82	4.42	78.0	66.0	75.0	77.0	72.0
	A+	5.49	5.24	5.55	5.63	5.21	159.0	147.0	156.0	158.0	151.0
회사채	AA-	4.60	4.39	4.67	4.74	4.35	70.0	62.0	68.0	69.0	65.0
	A+	5.01	4.79	5.07	5.15	4.76	111.0	102.0	108.0	110.0	106.0

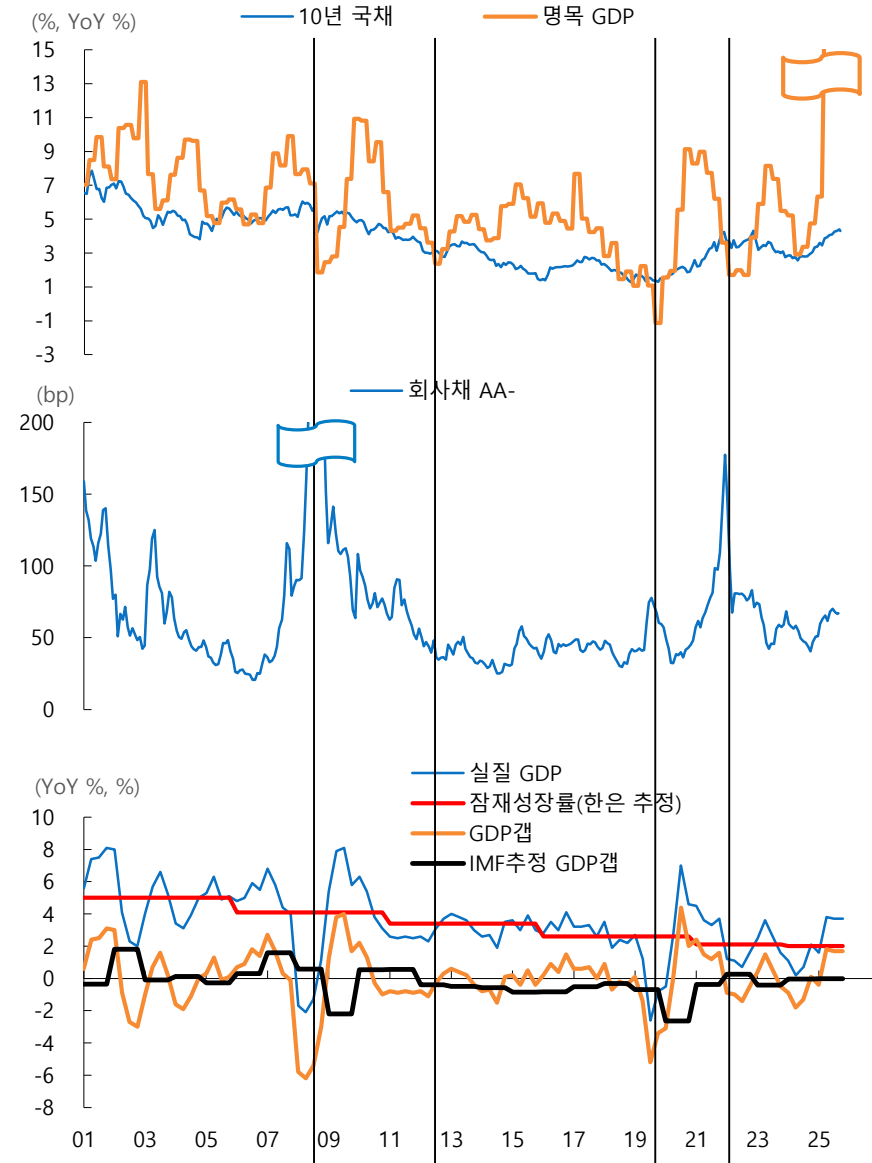
II . 매크로와 금리 여건

r-g : 그로스가 금리를 이길 때

- 우리나라의 실질 GDP도 순수출 성장을 통해 큰 폭 성장률 기록할 것으로 전망(한은 8월 경제전망 26년 3.3%)
- 특히 교역조건 개선으로 명목GDP가 큰 폭 상승하며 01년 이래 최고치 달성
- 명목 GDP(g)와 10년 국채금리(r) 간 비교가 선진국 장기금리 상승으로 인해 중요해짐. 결국 명목 그로스가 금리보다 높다면 이자 부담을 상쇄할 수 있는 흐름으로 연결
- 우리나라 또한 명목 GDP 성장률이 10년 국채 금리를 하회할 때 크레딧 스프레드는 큰 폭 확대되었던 경험을 가지고 있음(08년 GFC 등 이벤트 사례 존재). 현재의 높은 그로스는 크레딧 스프레드 추가 확대 제한 요인



금리가 명목 그로스보다 높을 때 크레딧 스프레드 큰 폭 확대

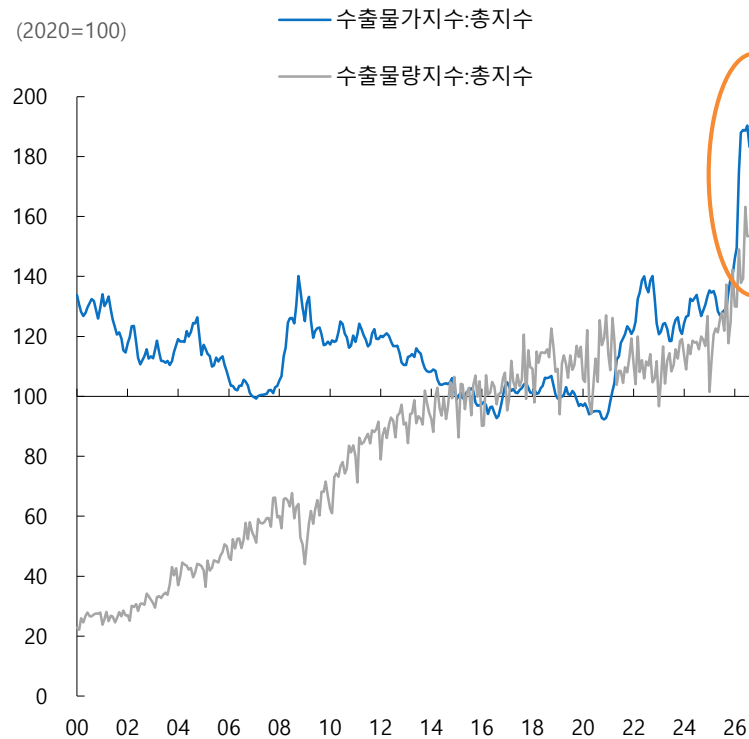


자료: 인포맥스, 한국은행, iM증권 리서치본부

27년의 의심: 현재의 수출주도 성장률 호황이 P에서 비롯된 것이라면, 지속 가능성은?

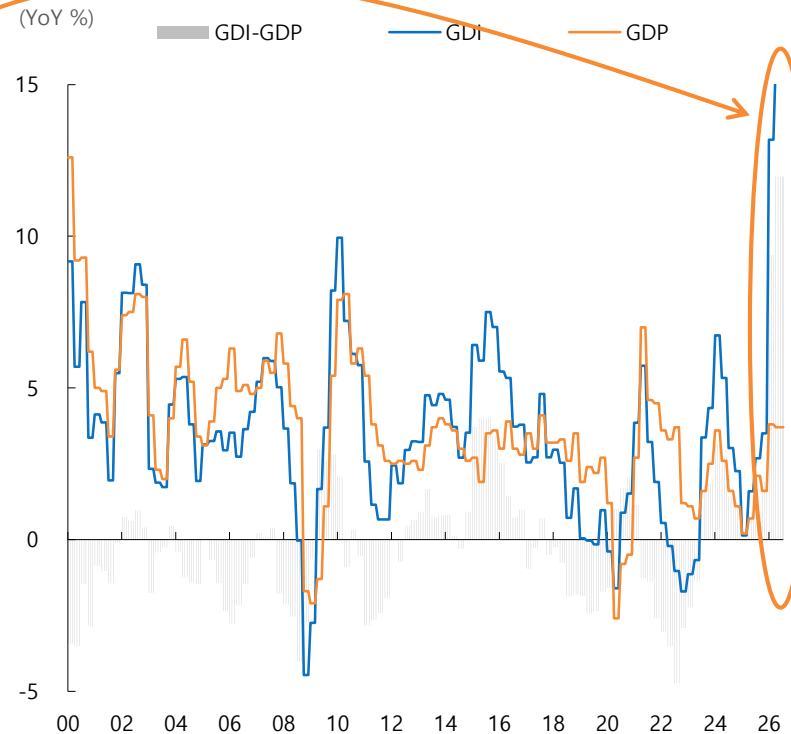
- 수출물량지수 대비 물가지수가 큰 폭 상승하고 있는 흐름. 특히 우리나라 반도체 수출 또한 단가와 물량으로 구분하면 P(가격)의 기여가 큼. 이는 GDI 개선으로 이어지면서 실질 GDP와의 갭이 커지고 있음. GDI의 개선은 시차를 두고 민간 소비 확대로도 확산될 가능성을 내포
- 다만 내년에는 27년의 수출사이클도 중요하겠지만, 28년에도 이러한 메모리 반도체 중심 슈퍼 사이클이 지속될 것인지가 화두가 될 것. 결국 반도체 슈퍼 사이클의 지속 가능성에 대한 고민으로 귀결

수출 물가가 물량을 상회하는 P 사이클



자료: 국가데이터처, iM증권 리서치본부

GDI 개선으로 이어지지만 지속 가능할까

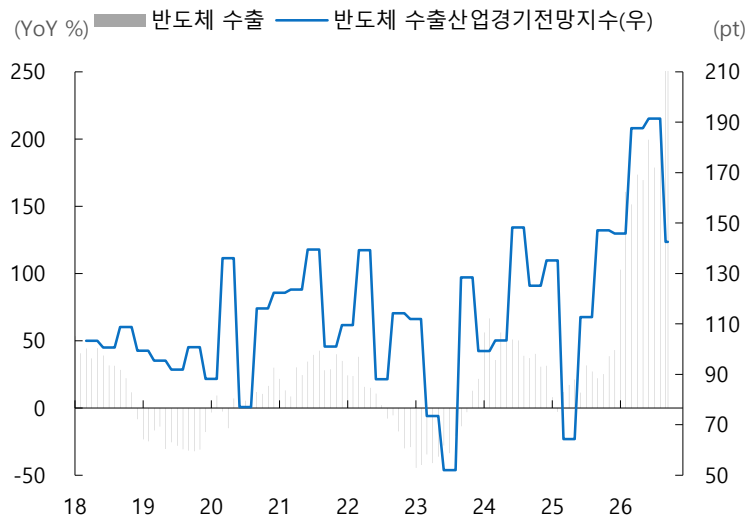


자료: 국가데이터처, iM증권 리서치본부

반도체 중심 수출 증가세 지속

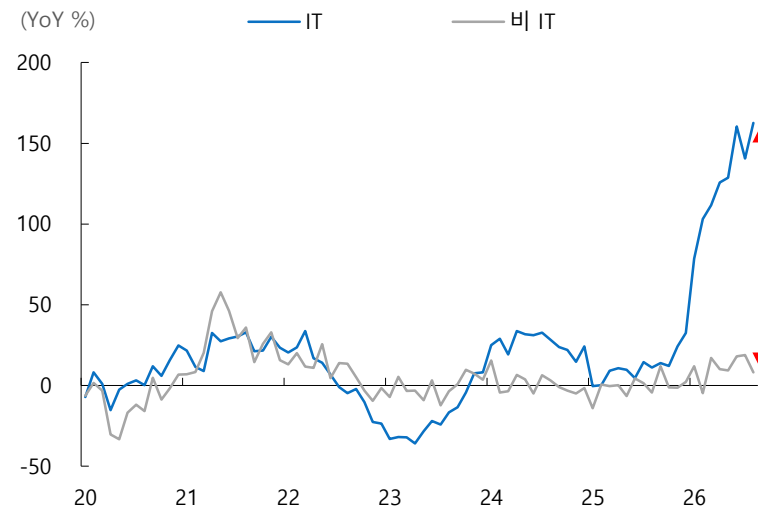
- IT와 비 IT간 수출 양극화는 지속. IT 수출은 YoY 기준 +150% 상승률을 상회 중이나 비 IT는 답보 상태 지속
- 반도체 수출산업경기전망지수(EBSI) 또한 기저효과로 4분기 하락하긴 했지만 높은 수준을 유지 중으로 반도체 수출 호황이 당분간 지속될 것임을 가시화
- 한편 반도체 재고지수는 18년 수준까지 하락한 상황으로 공급 병목이 지속되고 있음
- 내년에 모니터링할 요소는 반도체 재고 사이클이 다시 상승하는지, IT 이외 비 IT 업종의 수출성장률도 반등하는지일 것

반도체 수출은 전례없는 호황



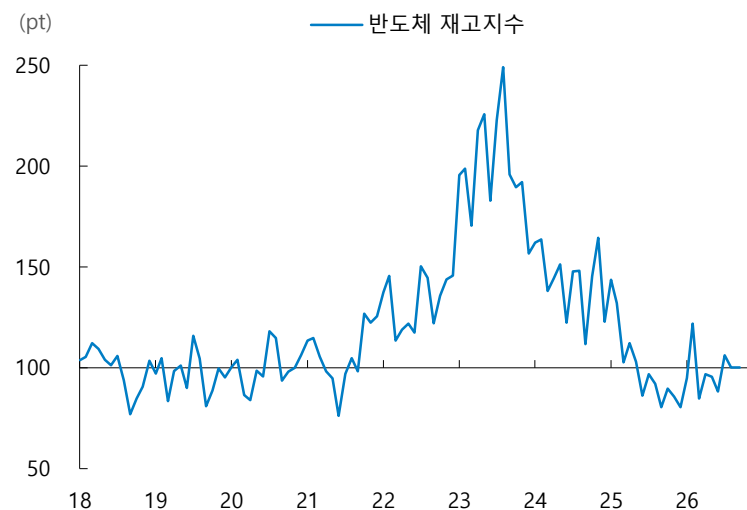
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

IT 업종과 비 IT 업종 간 수출 양극화 지속



자료: 국가데이터처, iM증권 리서치본부

반도체 재고지수는 바닥 수준

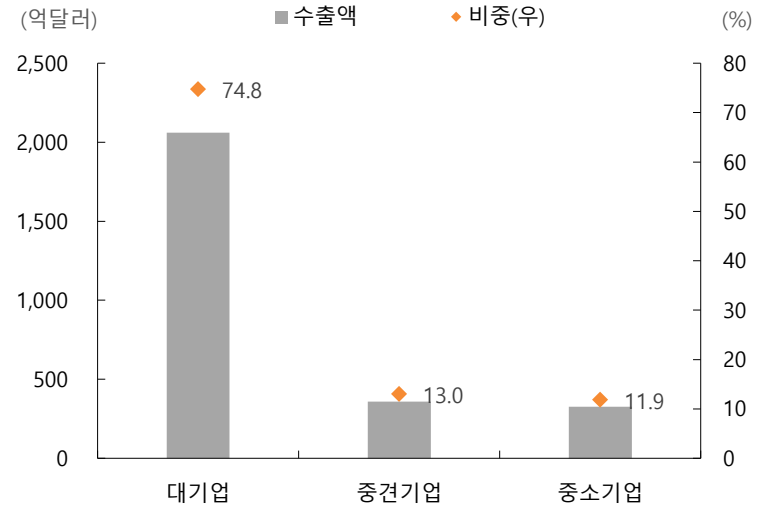


자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

증가하고 있는 수출액의 수혜자는 대기업

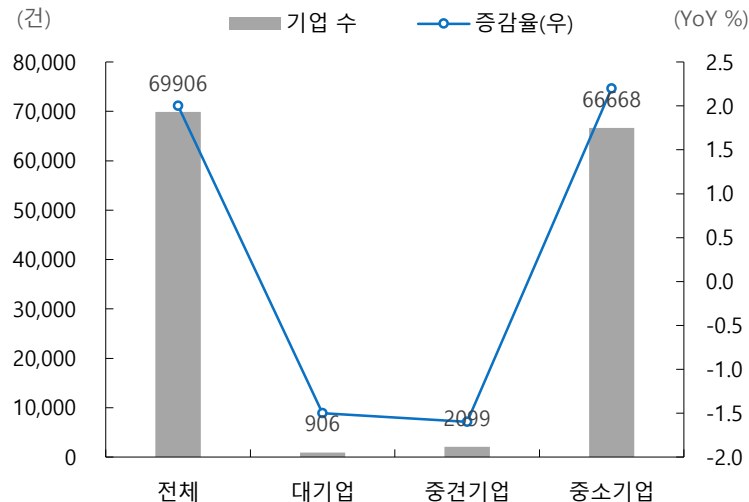
- 우리나라 2분기 기업특성별 무역통계에서는 수출액 중 74.8%가 대기업에서 발생, 13.0%는 중견기업, 11.9%는 중소기업에서 발생
- 수출기업 69,906개 중 중소기업이 66,668개로 대부분을 차지하나 수출액 대부분은 대기업에서 발생 중으로 무역 집중도가 점차적으로 상위 기업에 집중되는 현상 관찰
- 상위 10대 기업 무역 집중도는 25년 1분기 36.6%에서 26년 2분기 55.3%로 절반을 넘어섰음. 상위 100대 기업으로 넓힌다면 76.3%를 차지
- 무역 사이클에서 나타나는 양극화(K) 관찰

대기업에 몰려있는 국내 수출액



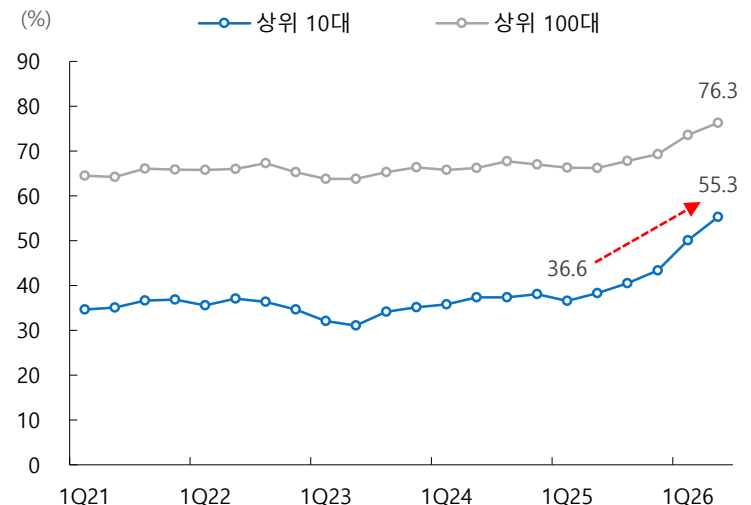
자료: 국가데이터처, iM증권 리서치본부

중소기업의 수출 기업 진입이 증가하고 있으나



자료: 국가데이터처, iM증권 리서치본부
주: 26년 2분기 기준

무역 집중도는 상위 기업에 집중되는 현상이 지속 중

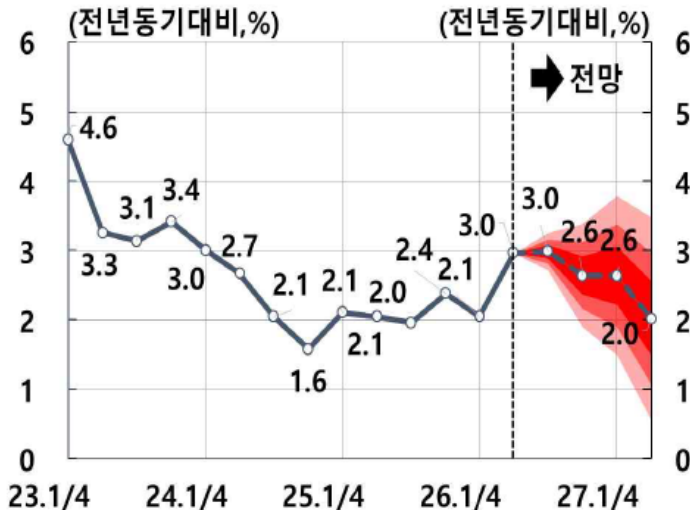


자료: 국가데이터처, iM증권 리서치본부

끈적이는 근원물가는 중금리를 지지

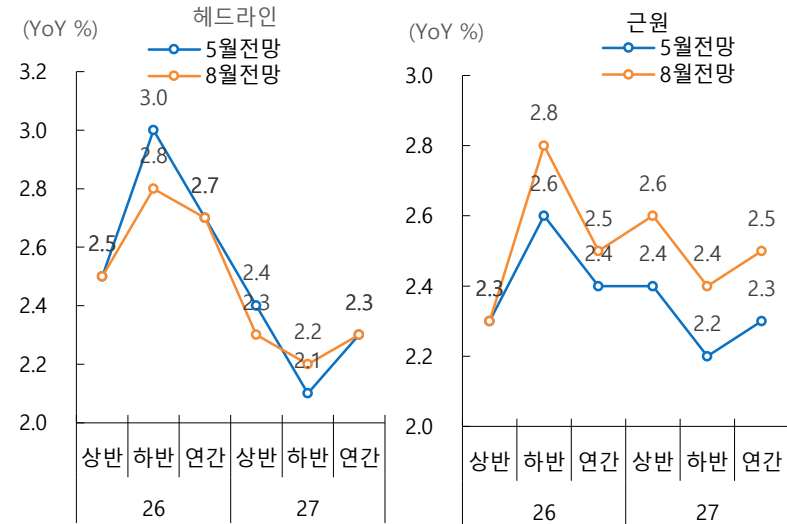
- 이란 사태로 인한 에너지가격 변동성 확대로 헤드라인 물가 전망에 어려움이 있으나, 한은에서는 8월 경제전망을 통해 27년 헤드라인 물가가 26년 2.7% → 27년 2.3%로 낮아질 것으로 전망
- 다만 식료품과 에너지 등 변동성이 큰 물가를 제외한 근원물가가 차지하는 비중이 대부분이고, 오히려 8월 전망에서 근원물가 전망치는 5월 대비 대폭 상향
- 반도체 슈퍼 사이클 → 자산 증식 효과 → 소비 기여 → 서비스 등 근원물가 상승압력으로 작용한다면, 우리가 역사적으로 경험해 온 1%대 물가를 중기적으로 기대하기 어려울 수 있음
- 이는 명목금리를 상승시키는 요소로 작용해 중금리를 지지함

소비자물가는 완만하게 하락할 것으로 전망하나



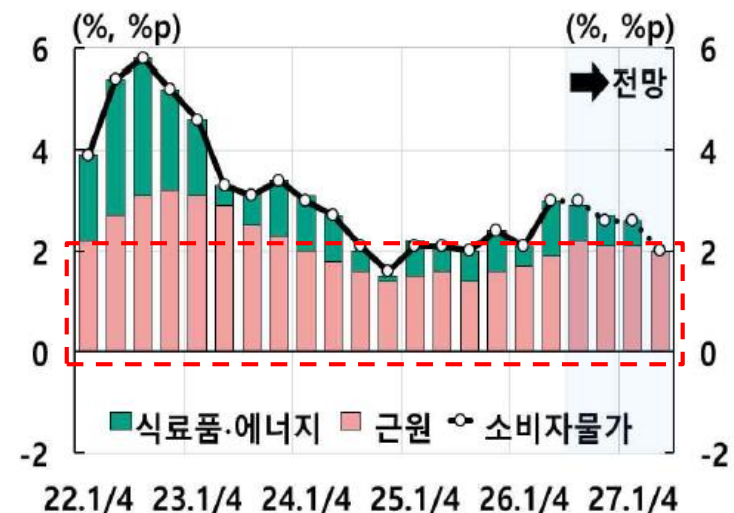
자료: 한국은행 8월 경제전망, iM증권 리서치본부

헤드라인보다는 수요측 물가압력의 지속성에 무게



자료: 한국은행 8월 경제전망, iM증권 리서치본부

끈적이는 근원물가가 문제

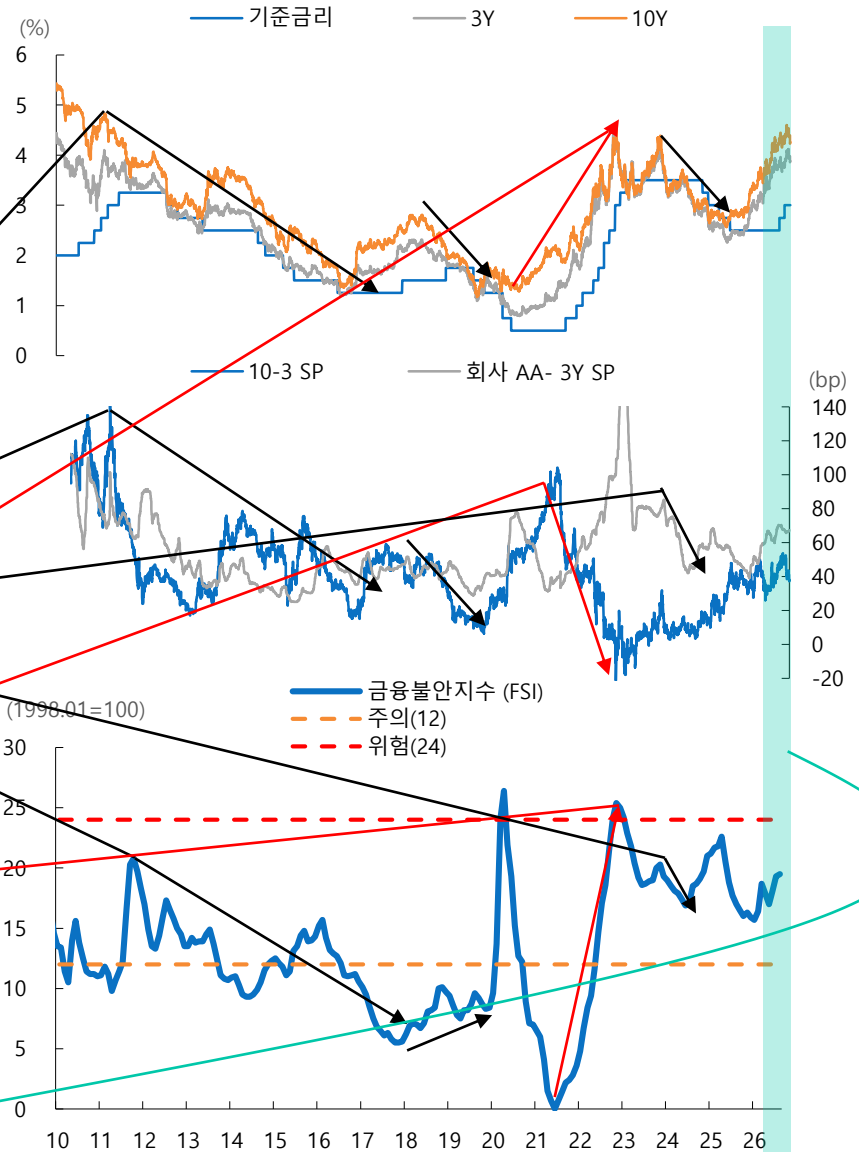


자료: 한국은행 8월 경제전망, iM증권 리서치본부

건강한 커브 플랫은 스프레드에 도움이 된다

- 침체형 커브플랫(급격한 경기 둔화에 따른 장기금리 하락, 빨간선)은 도움이 되지 않지만, 경제가 버티는 선에서 장기금리의 안정으로 커브가 완만히 플랫되는 형국(검은선)에서는 스프레드의 축소에 기여
- 장단기 커브가 스틱일 때는 국고 장기물의 캐리매력이 살아나고, 특히 베어스틱일 때는 금리 전반 상승으로 채권투자 매력 저하(시가평가 손실 가능성)
- 다만, 경기가 버티는 선에서, 텀프리미엄(재정, 수급의 안정)과 기대인플레이션 제어로 장기금리가 안정되며 커브가 플랫되면, 오히려 캐리 면에서 크레딧 채권 투자 매력도가 높아질 수 있음

건강한 커브플랫(경기침체가 아닌)은 스프레드 축소에 도움이 된다



금융안정 &
금리안정 &
커브플랫 → 완화형

금융불안 &
금리인상 &
커브플랫 → 침체형

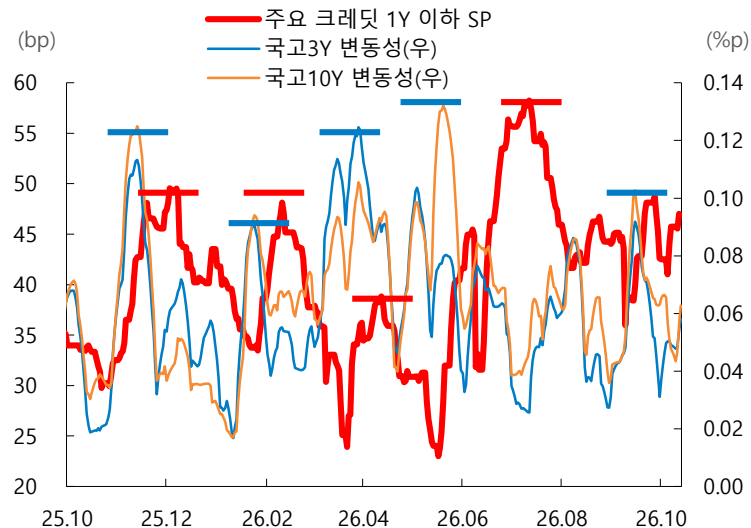
금융불안 주의 이상 &
중물가 중금리 고착 &
커브스틱? 플랫?

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

여전히 매크로 여건이 불확실하다면 변동성 유의

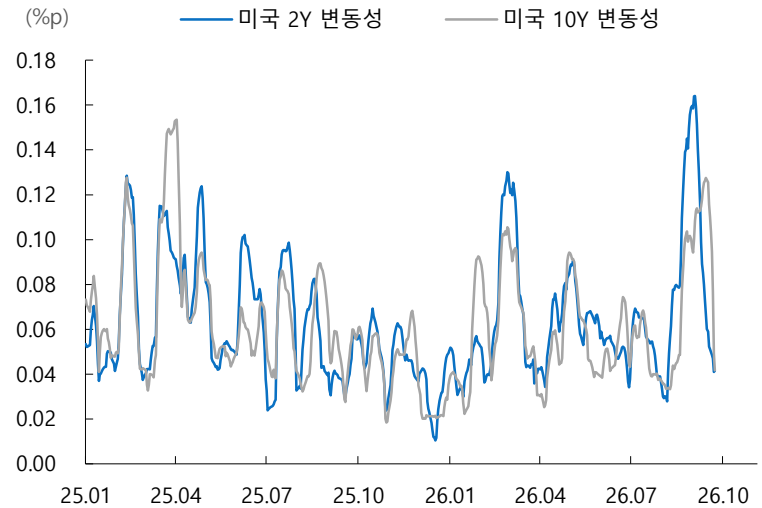
- 25년 하반기부터 26년까지 금리의 상승(방향)과 함께 채권시장 약세에 기여한 것은 금리의 고변동성. 이란 사태와 선진국 장기금리 상승 등 대외 여건이 불확실했던 상황 속에서 27년 또한 주요 매크로 여건은 불확실성이 잔존
- 금리의 방향이 26년보다는 아래를 향하고 있더라도, 울퉁불퉁(bumpy)한 경로로 하락한다면 그 과정에서 발생하는 변동성은 채권 투자에 불확실성을 제공
- 특히 크레딧 단기물 스프레드로 갈수록 변동성에 민감하므로, 27년에도 주요 모니터링 요소 중 하나는 대외금리와의 상관성(Correlation), 대내외 금리 변동성임

국고 변동성 고점을 찍은 후 1년 이하 단기물 스프레드는 강하게 축소



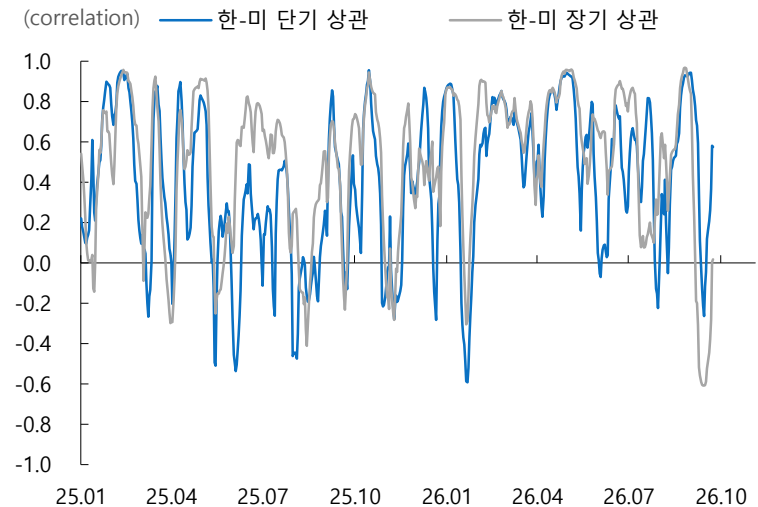
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 20day Rolling

미국 국채 금리 변동성 추이



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 20day Rolling

한-미 단기 & 장기금리 간 상관관계

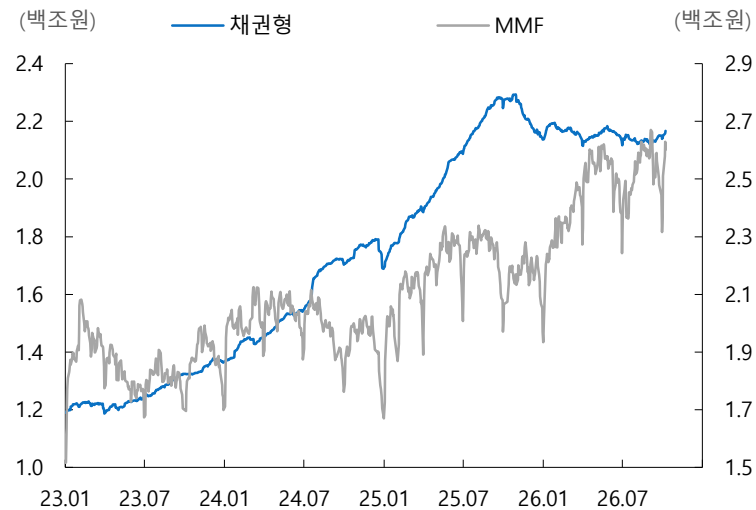


자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 20day Rolling, 단기는 국고 3Y-Treasury 2Y, 장기는 10Y

자산 간 이동이 여전히 중요하다, Again 2026

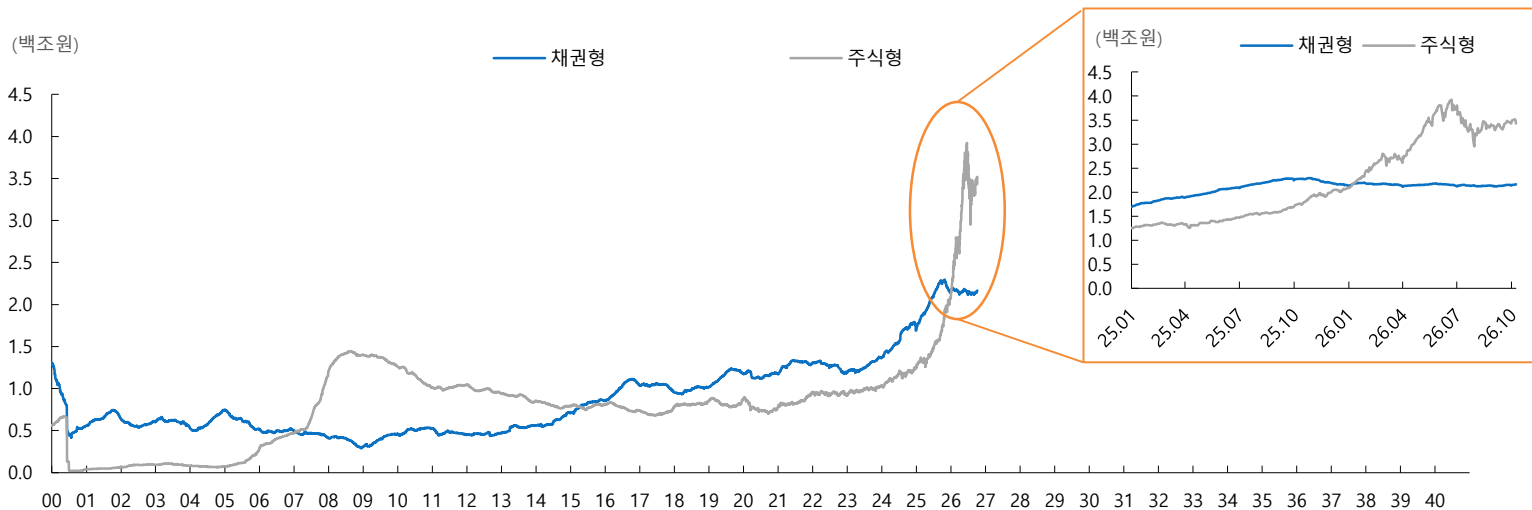
- 25년 역전된 이래 채권형 펀드 설정액은 주식형 펀드 설정액을 상회하
다가, 26년 초 재역전
- 주식시장 조정 이후 주식형 펀드 설정액 감소하긴 했으나 아직 채권형
펀드 설정액을 상회
- 한편 MMF 자금은 지속적으로 고점을 경신해온 상황. 금리 상승 시기
파킹형 상품으로의 유입이 있었지만 고캐리 매력에 충분한 상황에서
27년 상대적 고정 인컴형 자산으로의 이동이 일어날 수 있을지도 채권
관련 자금 간 이동에서 모니터링 요소

단기자금에서 고정 인컴형 자산(채권)으로의 이동이 가능할까



자료 : 기획재정부, iM증권 리서치본부

아직까지 주식형 펀드 설정액은 채권형 펀드 설정액을 상회 중

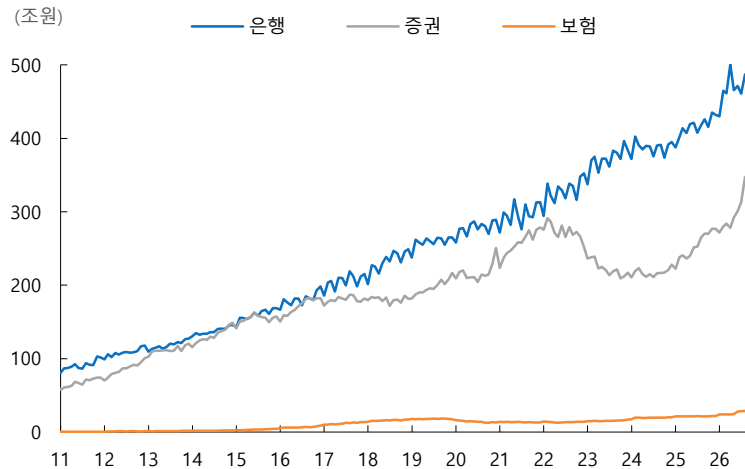


자료 : 기획재정부, iM증권 리서치본부

채권시장 주변 자금과 크레딧 라인

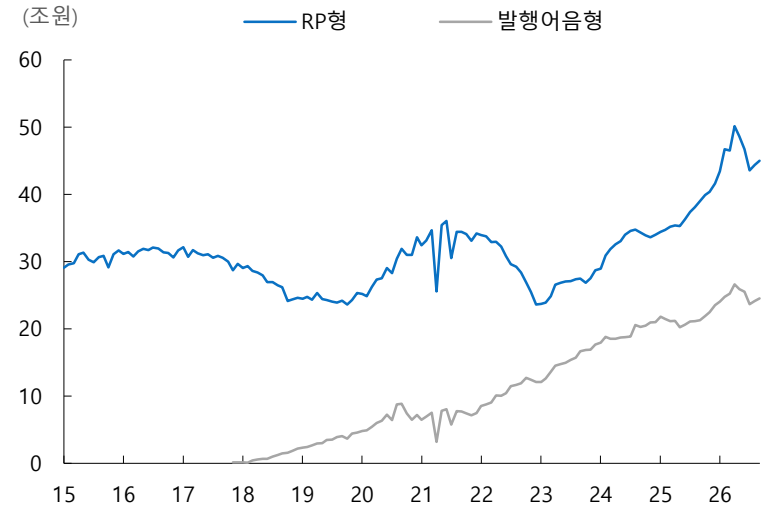
- 주요 업권별 신탁자금 추이를 살펴보면, 은행의 신탁자금은 추세적으로 안정적 우상향을 보이고 있음
- 주목할 부분은 증권 신탁자금. 22년 금리인상 사이클 이후 감소했던 증권 신탁 자금이 재차 가파르게 회복해 고점을 회복
- 발행어음 사업 선정된 종투사가 증가하면서 발행어음 관련 잔액도 20조원을 돌파했으며 RP형 자금도 안정적 흐름
- 한편 모험자본 공급 또한 지속적으로 이루어지면서 26년 1분기 대비 2분기 모험자본 비율 증감은 +3.4%p로 나타남
- 채권시장 관련 자금은 상대적으로 안정적 유지, 기업들에 대한 크레딧 라인도 활성화

주요 업권 신탁자금: 증권 신탁자금 급속히 유입 확대. 은행 또한 견조한 성장률 유지 중



자료: 금융투자협회, iM증권 리서치본부

발행어음 자금도 지속적으로 증가



자료: 금융투자협회, iM증권 리서치본부

종투사의 모험자본 공급은 원활히 이루어지는 중

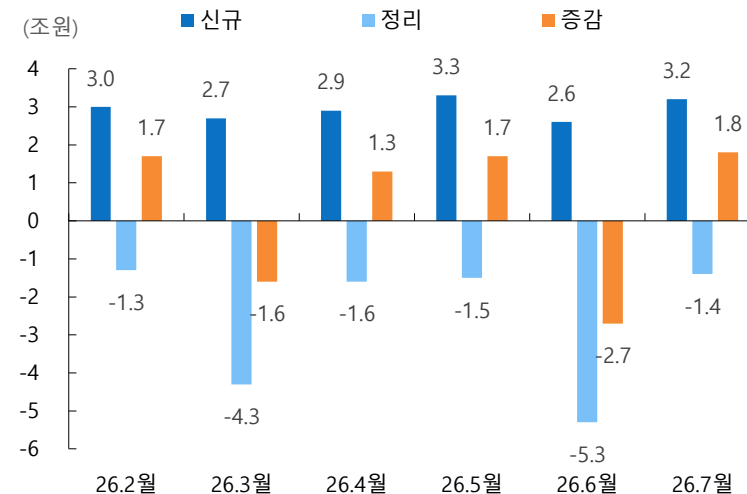
구분	25.4분기말	26.1분기말 (①)	26.2분기말 (②)	증감(②-①)	
자산총계	5563045.3	6380988.9	7316275.8	935286.9	14.7%
모험자본 공급액(A)	111095.9	134040	159510.7	25470.7	19.0%
30% 한도 적용(B)	76785	96466.9	116183.7	19716.8	20.4%
발행어음	512743.5	544276.9	559291.4	15014.5	2.8%
조달액					
IMA	12146.7	28642.4	36421.7	7779.3	27.2%
계(C)	524890.2	572919.3	595713.1	22793.8	4.0%
모험자본 비율(A/C)	21.2%	23.4%	26.8%	3.4%p	-
30% 한도 적용(B/C)	14.6%	16.8%	19.5%	2.7%p	-

자료: 금융위원회, iM증권 리서치본부

고금리의 상흔: 취약 차주에 대한 경계 필요

- 22년 인상 사이클 이후 은행 원화대출 연체율은 지속적으로 상승하여 26년 7월 전체 연체율 0.63% 기록
- 통상 은행이 분기말에 연체채권 상매각을 집중적으로 실시함에 따라 분기중에는 상·매각 규모 축소
- 보통 연체율은 시장금리에 후행하는 성격을 가지고 있고, 작년 하반기부터 최근까지 기준금리 인상과 더불어 시장금리도 큰 폭 상승해온 점 고려하면 연체율 추가 상승 가능성을 염두에 둘 필요
- 특히 중소기업(중소법인, 개인사업자) 등 취약차주 중심으로 지속적 모니터링 필요

은행 연체채권 규모 증감: 26.7월 +1.8조원



자료: 금융감독원, iM증권 리서치본부

은행 원화대출 연체율 추이: 22년 7월 +0.22% → 26년 7월 0.63%



자료: 금융감독원, iM증권 리서치본부

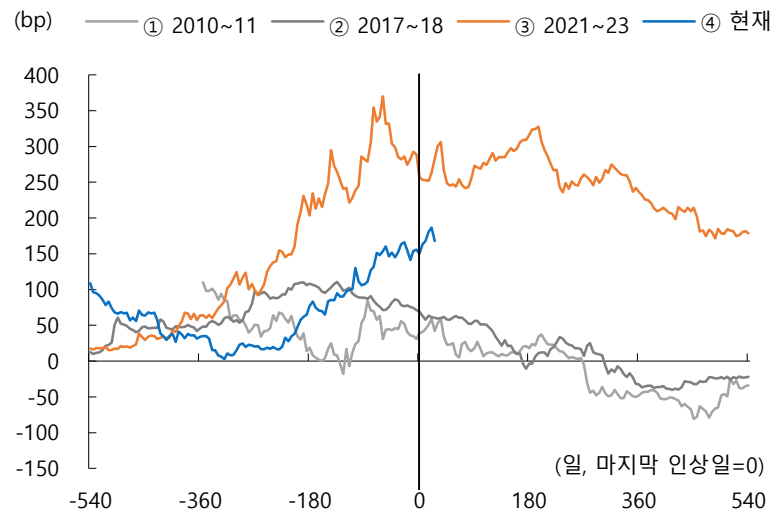
(%)	26.4말	26.5말	26.6말	26.7말
기업전체	0.74	0.84	0.68	0.78
대기업	0.22	0.27	0.22	0.36
중소기업	0.9	1	0.82	0.91
(중소법인)	0.98	1.11	0.92	1
(개인사업)	0.78	0.84	0.69	0.77
가계대출	0.42	0.45	0.4	0.42
(주담대)	0.3	0.31	0.28	0.29
(가계신용대출등)	0.83	0.9	0.77	0.84
계	0.61	0.67	0.56	0.63

Ⅲ. 금리 인상의 종착지에서 타이밍 잡기

국고3년은 마지막 인상일 전 고점 형성

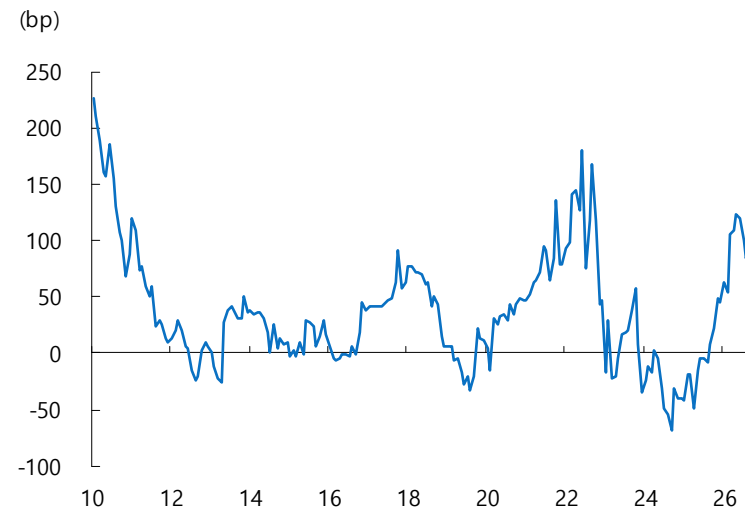
- 기준금리 인상 사이클 별 국고3년의 경로를 따져봤을 시 마지막 금리인상일보다 선행하여 고점이 형성되는 경향
- 이는 이전 3차례 인상 사이클 모두에서 나타남
- 21~23년 사이클 시 마지막 인상 -60영업일 전 국고3년은 고점을 형성했고 완만하게 하락. 이전 사이클에서도 -100~-60영업일 수준에서 모두 국고3년 금리는 고점을 형성
- 단, 현재 사이클은 언제, 어느 위치에서 금리 인상이 마무리될지는 불확실한 상황임을 인지

국고 3년 마지막 인상 전 고점 형성



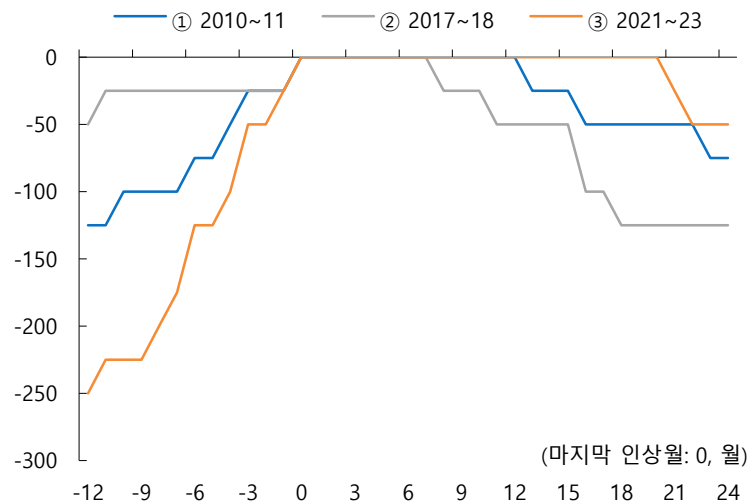
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 1, 2, 3 사이클은 이하 동일

국고3년과 기준금리 갭은 22년 수준에 근접했다가 소폭 하락



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

역사적 인상 사이클에서 기준금리와 최종 기준금리 간 차이

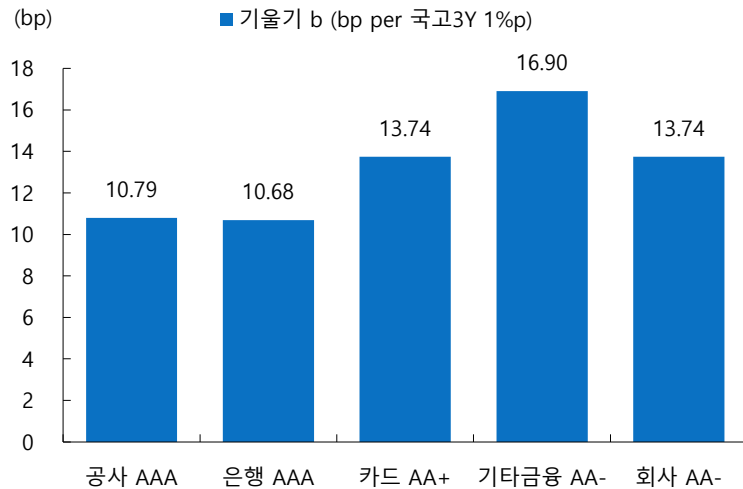


자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

크레딧 스프레드도 국고 금리 변동의 설명력이 큼

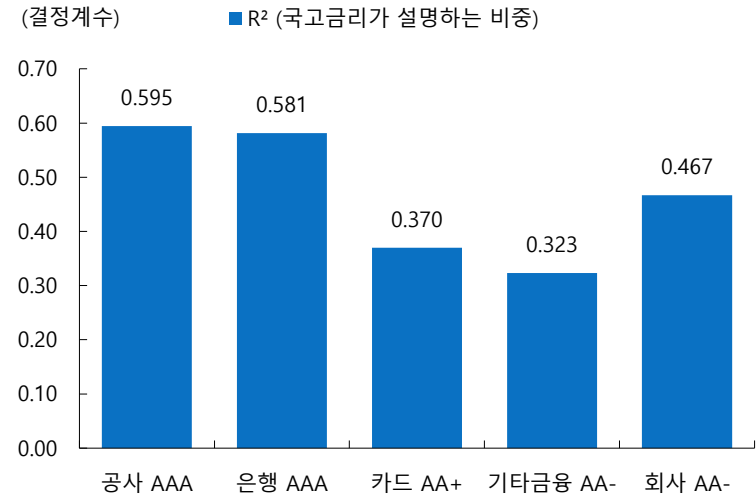
- 10년~현재까지의 금리 및 스프레드 시계열에서 국고 금리가 1%p 상승할 시 스프레드 확대 폭은 공사채가 +10.79bp, 은행채가 +10.68bp 수준이고, 캐피탈 AA- 3년물이 +16.90bp로 가장 컸음
- 여전채의 경우 수급에 가장 민감한 섹터이므로, 금리 변동성이 잦아지면서 레벨도 상승할 시 매도압력이 강화되면서 스프레드가 더욱 확대되는 경향
- 현재 인상 사이클에서는 스프레드 저점대비 확대폭을 분해할 시 공사채는 오히려 금리로 설명되지 않는, 수급과 크레딧 리스크를 종합적으로 반영하는 잔차 (-) 스프레드를 형성하고, 은행채 또한 대부분이 금리 상승에 따른 요인이 지배
- 캐피탈채, 카드채, 회사채로 갈수록 잔차가 설명할 수 있는 부분이 커짐

국고3년 1%p 상승 시 스프레드 확대 폭(기울기)



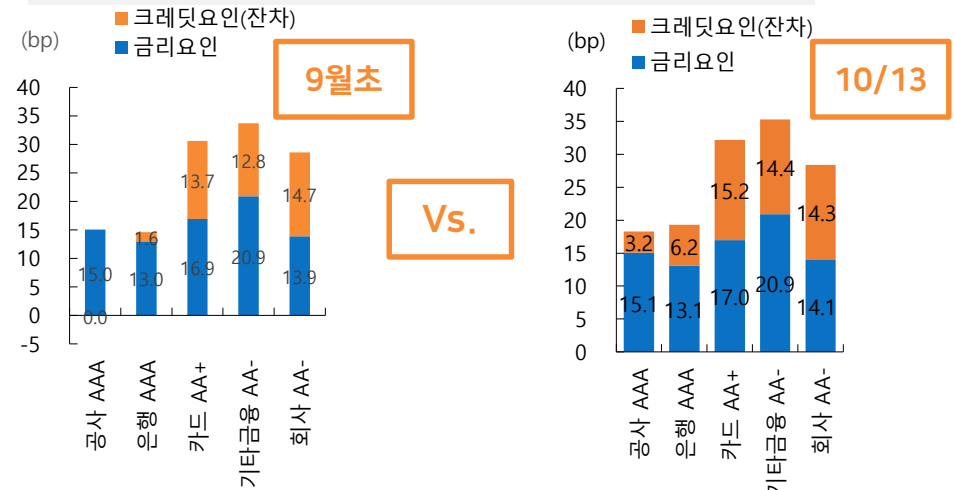
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

국고 금리의 움직임이 크레딧 스프레드 확대를 설명하는 비중



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

크레딧 스프레드 연간 변동을 금리 요인과 이외(크레딧 등) 잔차 요인으로 분해

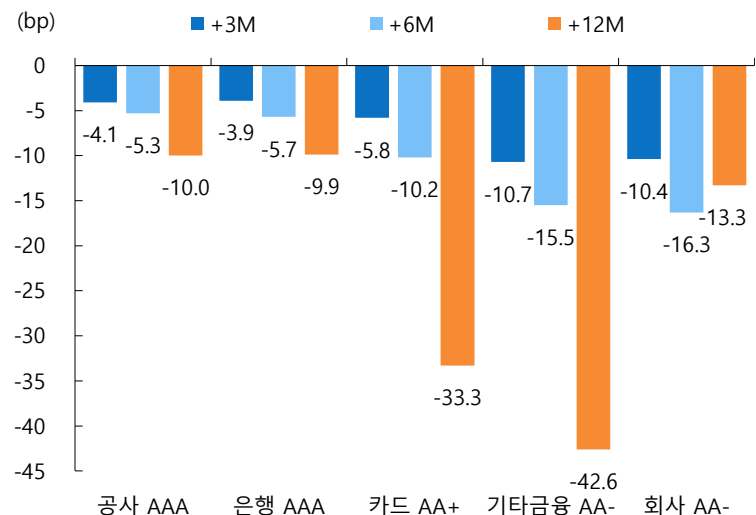


자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

선형회귀와 역대 평균값으로 바라본 수익 기대

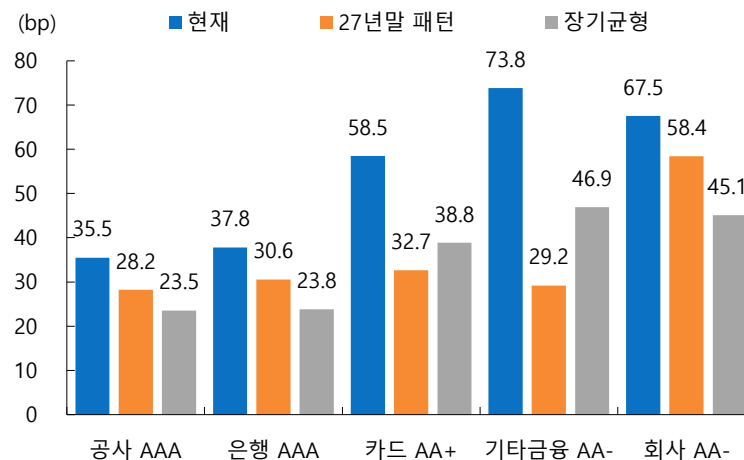
- 크레딧 스프레드가 국고 금리의 변동과 기울기를 통한 선형회귀와 상관성이 있다고 분석했을 시, 국고 금리의 마지막 인상일 이전 고점 형성 패턴과 상관지어 바라본다면 크레딧 스프레드 축소를 통한 수익 기대를 바라볼 수 있음
- 역대 인상 사이클에서 마지막 인상 후 시간이 지날수록 우량물 스프레드의 추가 축소 폭이 두드러짐. 다만 22년~23년 강원중도개발공사 회생신청 이후 스프레드 변동폭이 컸던 점을 감안할 필요
- 현재 스프레드 수준은 과거 대비 높은 수준에 위치(상위 20~30% 구간). 캐리 매력은 존재하는 상황

역대 인상 사이클에서 마지막 인상 후 섹터별 스프레드 변화



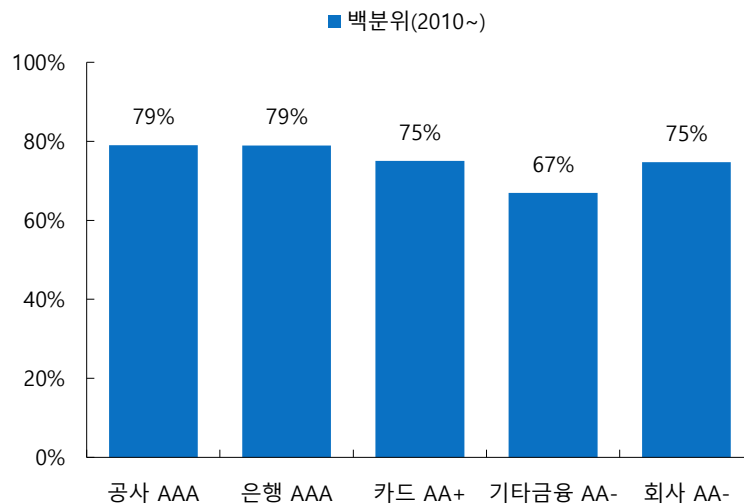
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 현재를 제외한 3개 인상 사이클 중앙값

기준금리 27.2월 3.50% 최종금리 기준 시나리오로 선형회귀를 통해 분석한 스프레드



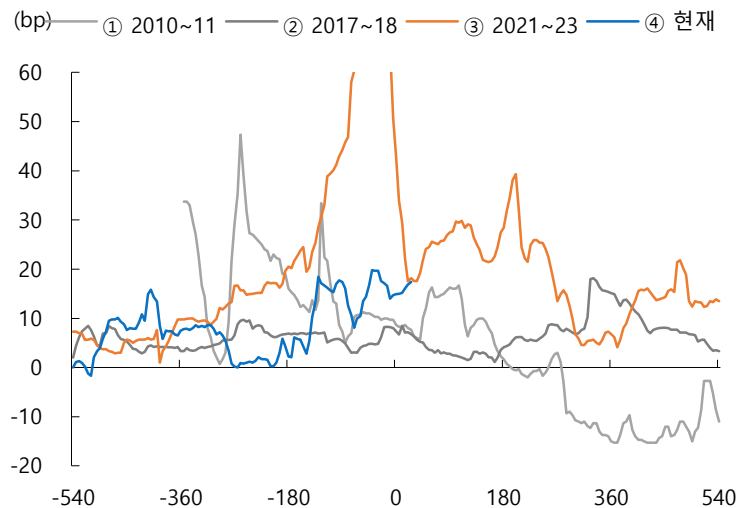
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

현재 크레딧 스프레드는 과거 대비 높은 수준



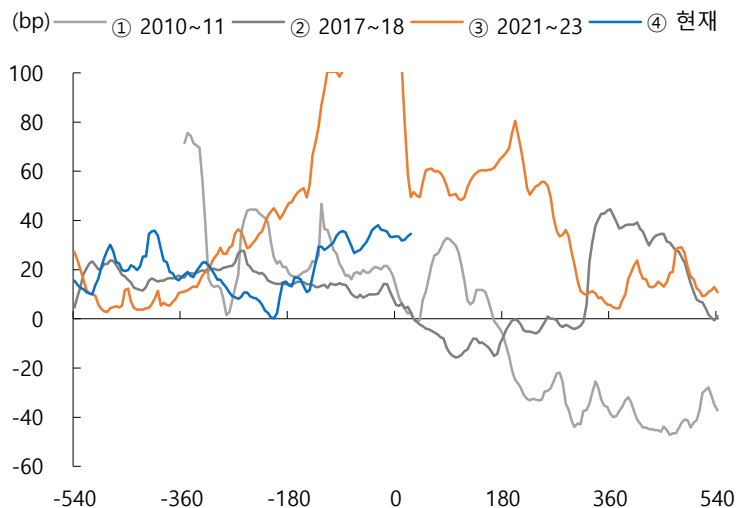
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 2010년~현재

사이클별 공사 AAA 3년물 스프레드 경로



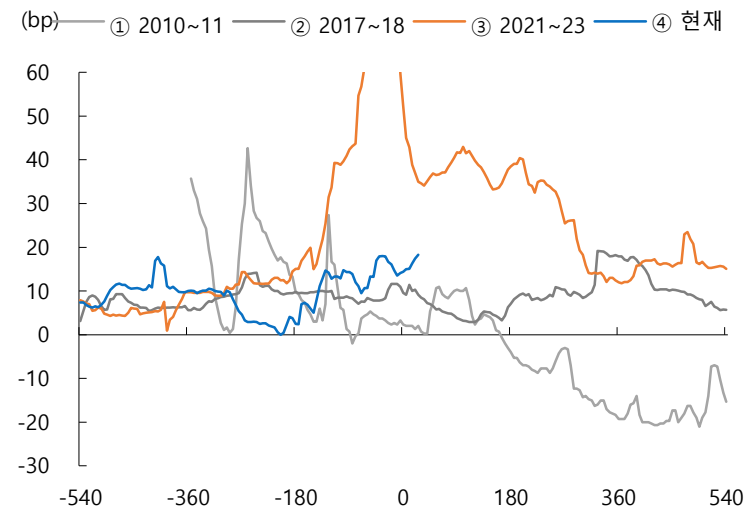
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: x축은 기준금리 마지막 인상일 = 0, 영업일 기준

사이클별 캐피탈 AA- 3년물 스프레드 경로



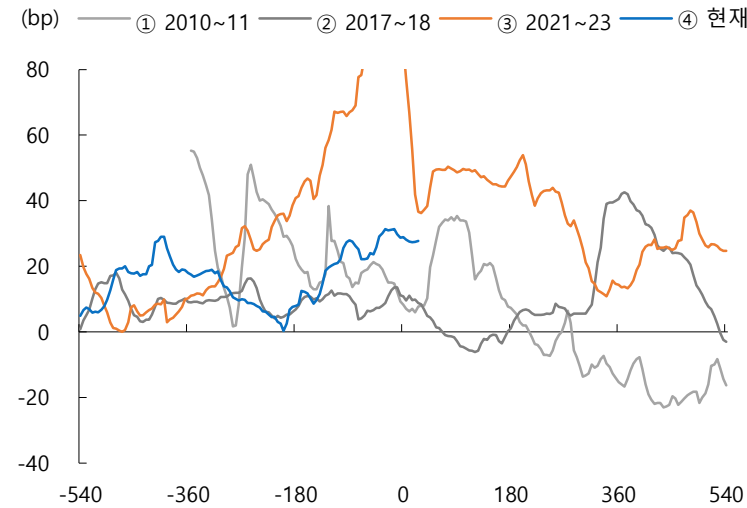
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: x축은 기준금리 마지막 인상일 = 0, 영업일 기준

사이클별 은행 AAA 3년물 스프레드 경로



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: x축은 기준금리 마지막 인상일 = 0, 영업일 기준

사이클별 회사 AA- 3년물 스프레드 경로

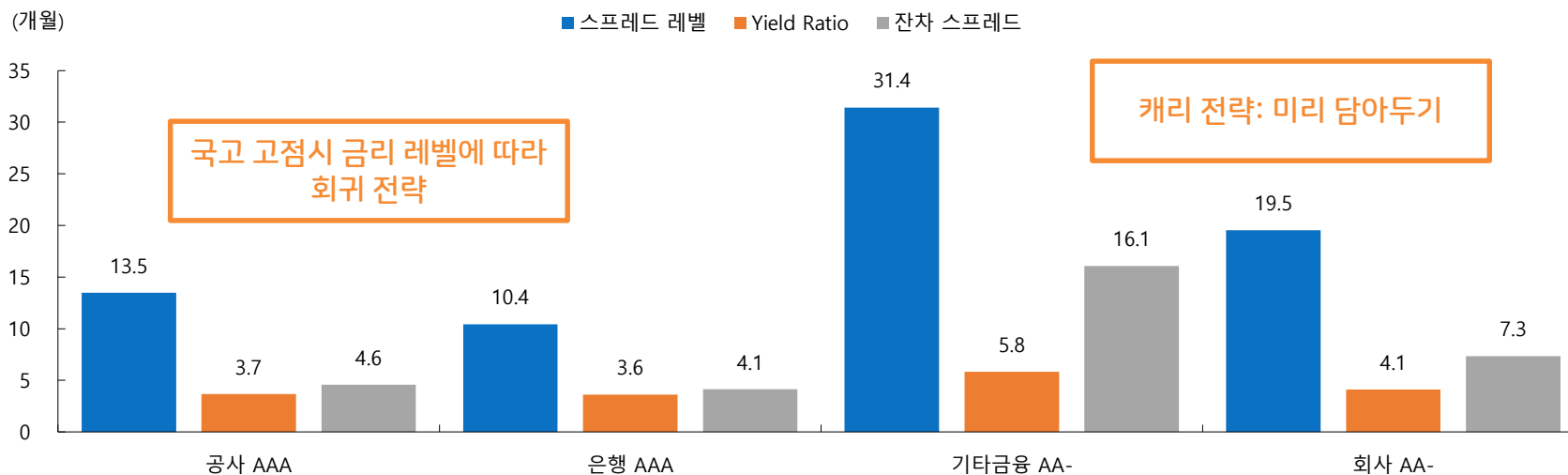


자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: x축은 기준금리 마지막 인상일 = 0, 영업일 기준

평균회귀 속도를 노린 편입전략: 현재는 고점 형성 불확실, 우량물 편입 메리트 존재

- 현재 사이클에서의 스프레드 변동은 이전 사이클과 대비해서 적정 구간에서 움직이고 있음
- 다만 현재 인상 사이클이 끝나지 않았다는 점과 수급 간 불균형 등을 고려할 시 금리 상승과 추가 스프레드 확대를 염두에 두어야 함
- 금리 고점 형성을 노리면 금리 및 스프레드 레벨 평균회귀 속도가 빠른 공사+은행 조합이 유리. 이 중 시은채 매력도 증가(캐리)
- 발상의 전환: 다만 아직은 금리 고점 형성은 불확실. 따라서 스프레드 레벨이 높아 캐리 및 롤다운이 유리한 우량물 편입 유리

평균회귀속도, 즉 반감기에 따른 편입 전략: 일단은 캐리확보로 우량물 편입, 이후 국고 고점 도달 시 반감기 빠른 초우량물 편입도 나쁘지 않은 선택

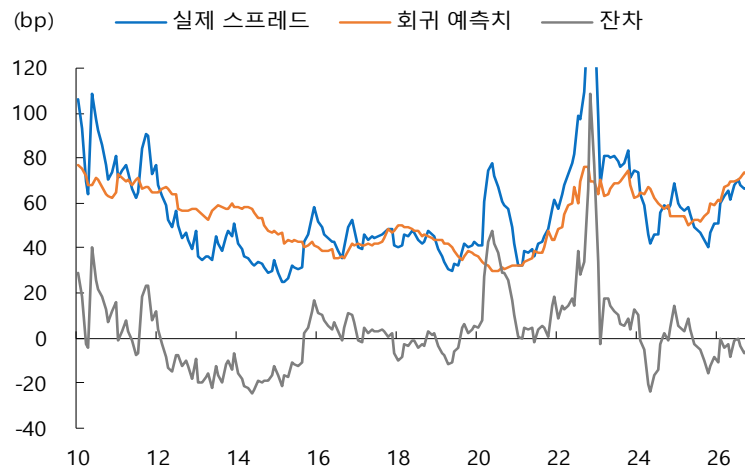


자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

잔차의 중요성

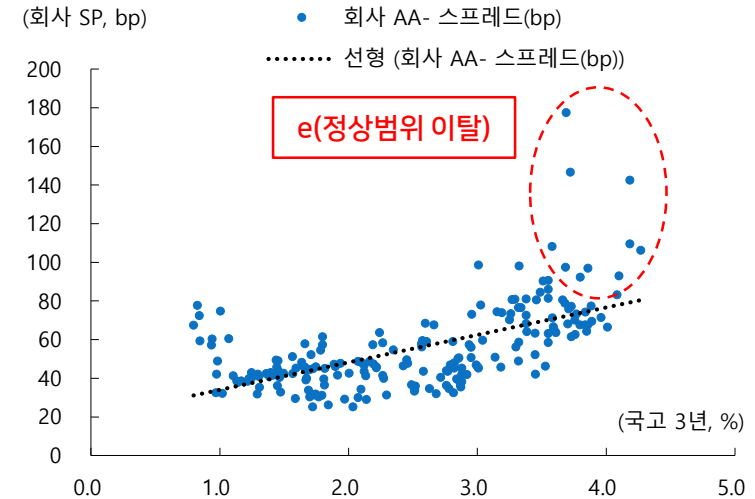
- 결론적으로 초우량물로 갈수록 현재 사이클에서 금리 상승이 설명할 수 있는 부분이 커지고, 실제 금리 상승 기여분을 제외한 일종의 크레딧 위험과 수급 리스크를 종합적으로 반영하는 잔차 스프레드의 경우 마이너스권을 형성.
- 이는 현재의 스프레드 레벨이 과도하게 확대되었다기 보다는 금리 상승에 맞추어 움직였다는 점이며, 상대적으로 평균회귀 추정치로 본 적정레벨 대비 강세 구간을 보이고 있다고 시사
- 한편 잔차가 0보다 하회한다는 것은 금리 수준을 고려했을 때, 크레딧 스프레드 매력도가 낮다는 점(강제)을 시사한다고 볼 수 있음. 한편 +1σ보다 높아지면 저평가로 스프레드 매력도는 높아지지만 수급 부담이나 신용스트레스 발생 징후로 포착 가능

국고금리 상승에 따른 스프레드 확대(기울기)를 반영한 예측치 대비 금리 변동으로 설명되지 않는 잔차는 마이너스권



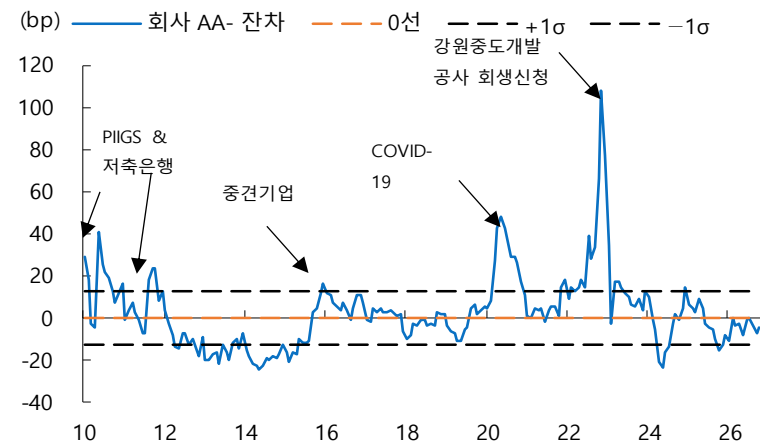
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

국고3년과 크레딧 스프레드는 일부 선형관계 형성



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

잔차가 -1σ~+1σ 사이에서 움직이는 것이 바람직. 0보다 하회한다는 것은 상대적으로 금리 변동 대비 크레딧 스프레드 강세로 해석, +1σ보다 높아지면 저평가 및 신용스트레스 발생 징후로도 포착 가능



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

위상도(1): 스프레드의 방향, 위치(역사적), 그리고 속도로 바라보는 편입 전략

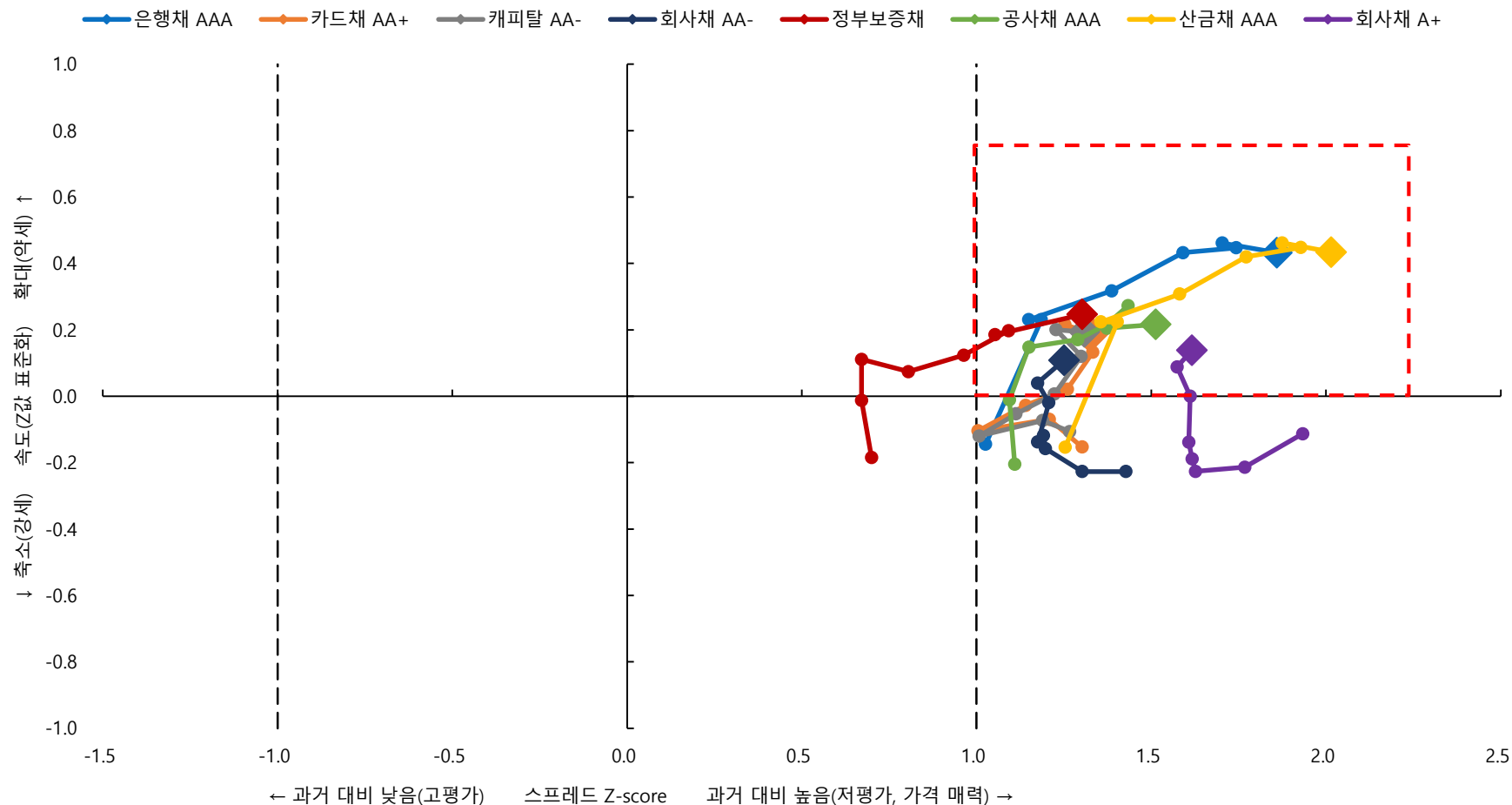
- 크레딧 스프레드는 방향(확대, 축소)도 중요하지만, 어느 속도로 어느 위치에 도달하는지도 중요. 이를 위상도(4국면)로 표현하면 계절성을 분리할 수 있음



위상도(2): 주요 섹터의 현재 위치 판단

- 현재 크레딧 주요 8개 섹터는 104주(최근 2년 이동평균) 기준으로 평균을 상회(약세)하는 스프레드 수준, 그리고 확대(약세) 국면에 위치해 있어 밸류에이션 매력이 존재한다고 볼 수 있음

최근 8주간 크레딧 스프레드 위상도(위치, 방향, 속도)로 바라본 현재 크레딧 스프레드 위치



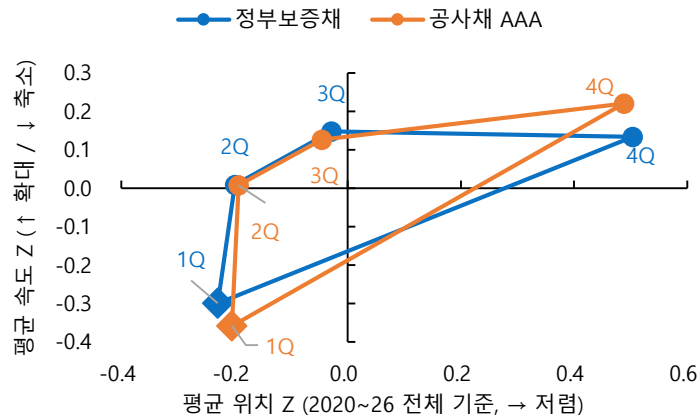
자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

주1: 가로축은 분기 평균 스프레드를 104주 이동평균으로 표준화, 세로축은 4주간 스프레드 변화 속도(bp/주)를 표준화

주2: 3년물 기준

위상도(3): 연초 강세 · 연말 약세의 계절 고리, 연초효과 패턴이 뚜렷해진다

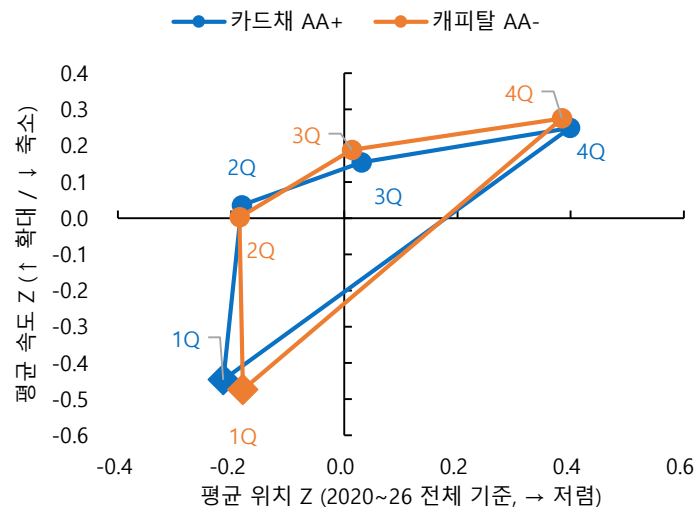
특수채 분기별 위상도



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

주: 분기별 패턴을 파악하기 위해 모든 축 20~26년 현재까지의 표본으로 표준화, 3년물 기준

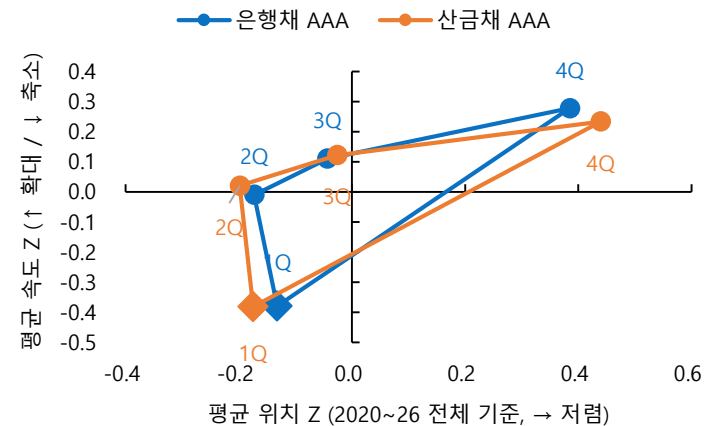
여전(카드 + 캐피탈)채 분기별 위상도



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

주: 분기별 패턴을 파악하기 위해 모든 축 20~26년 현재까지의 표본으로 표준화, 3년물 기준

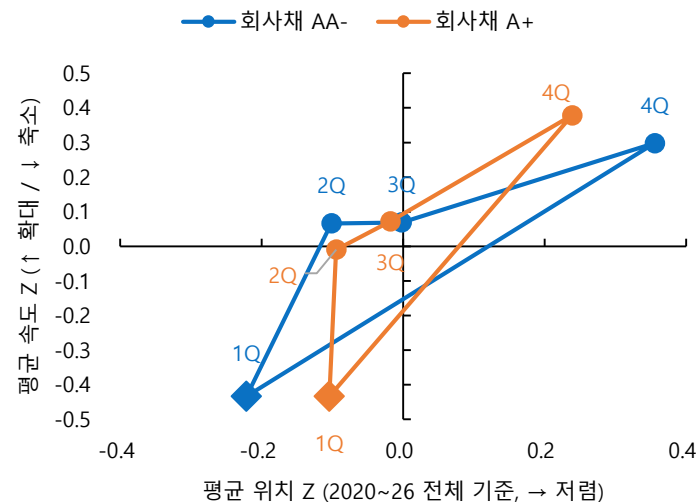
은행채 분기별 위상도



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

주: 분기별 패턴을 파악하기 위해 모든 축 20~26년 현재까지의 표본으로 표준화, 3년물 기준

회사채 분기별 위상도

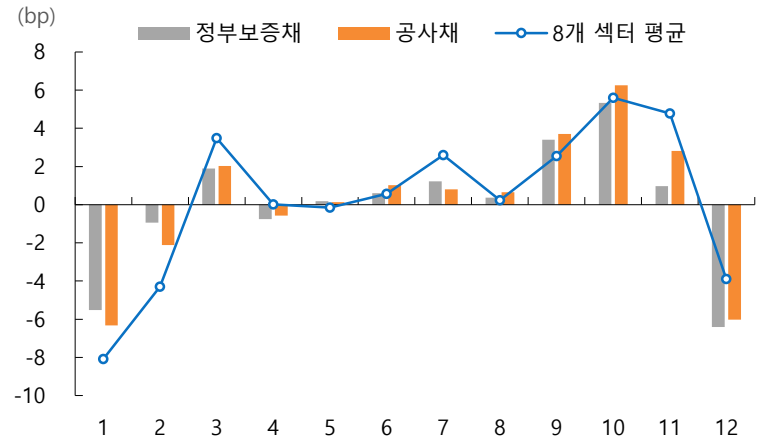


자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

주: 분기별 패턴을 파악하기 위해 모든 축 20~26년 현재까지의 표본으로 표준화, 3년물 기준

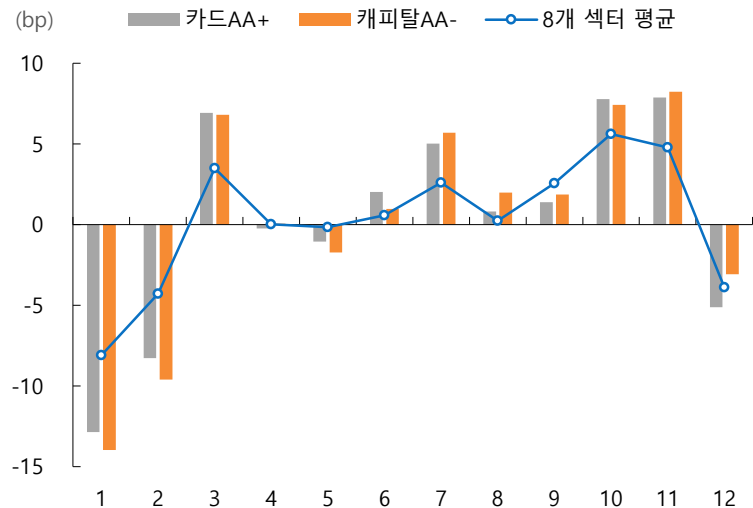
위상도(4): 월별로 보는 평균 스프레드 변화

특수채 월별 평균 스프레드 변화



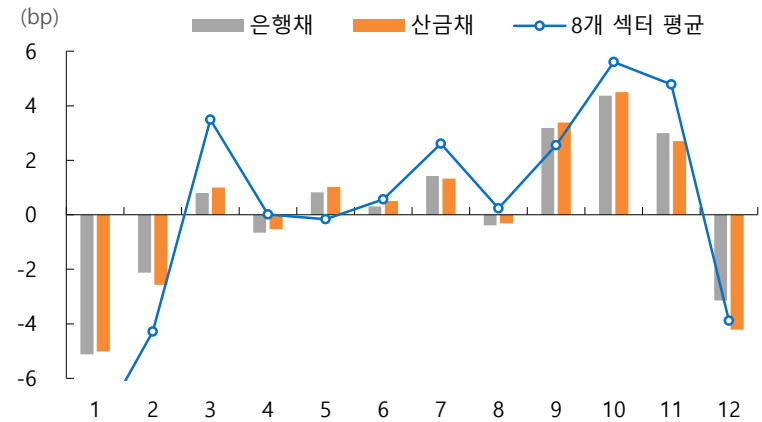
자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 20~26년 현재까지의 표본, 3년물 기준

여전(카드+캐피탈)채 월별 평균 스프레드 변화



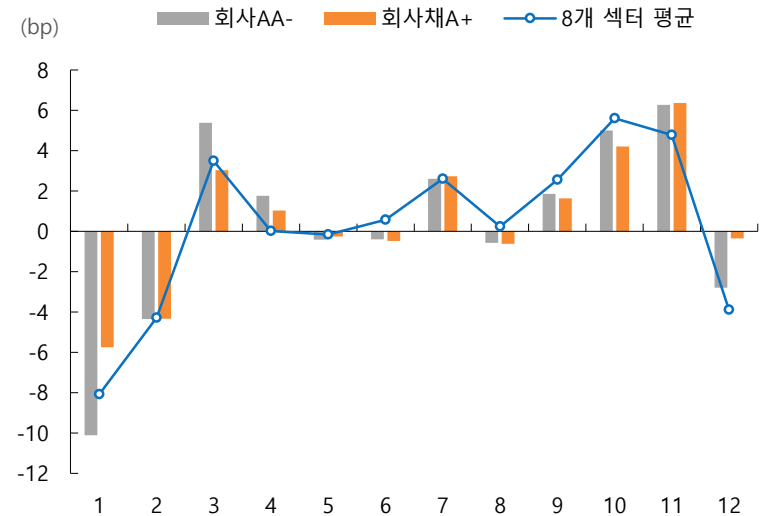
자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 20~26년 현재까지의 표본, 3년물 기준

은행채 월별 평균 스프레드 변화



자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 20~26년 현재까지의 표본, 3년물 기준

회사채 월별 평균 스프레드 변화

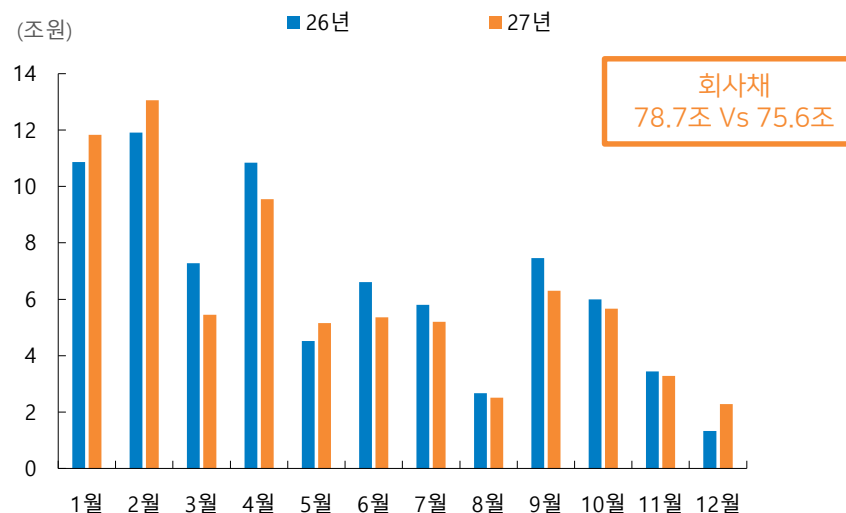
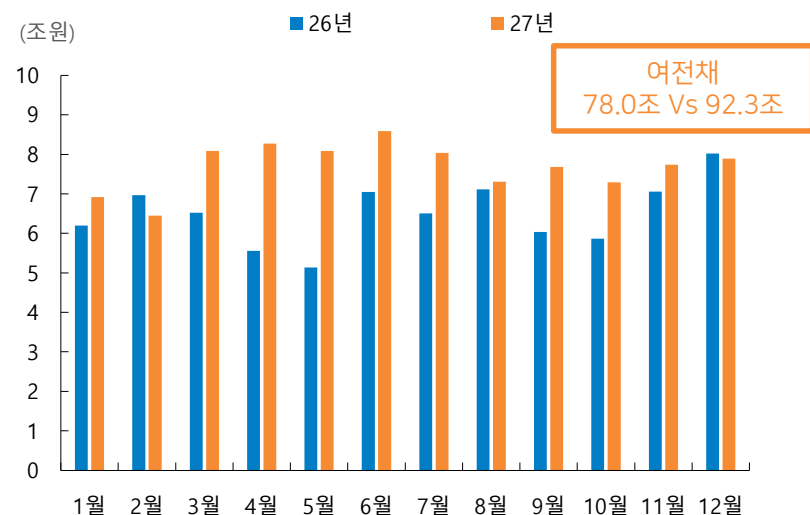
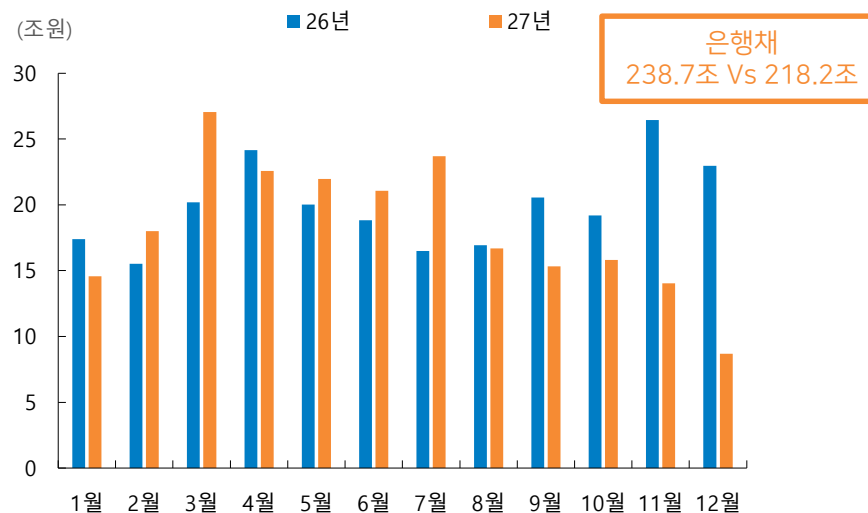
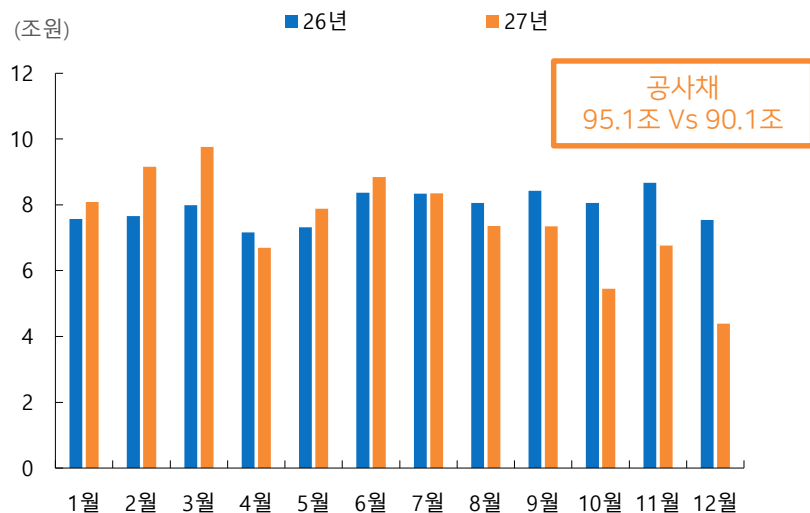


자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 20~26년 현재까지의 표본, 3년물 기준

IV. 섹터별 수급 환경 점검과 매력도

27년 섹터별 만기물량 비교

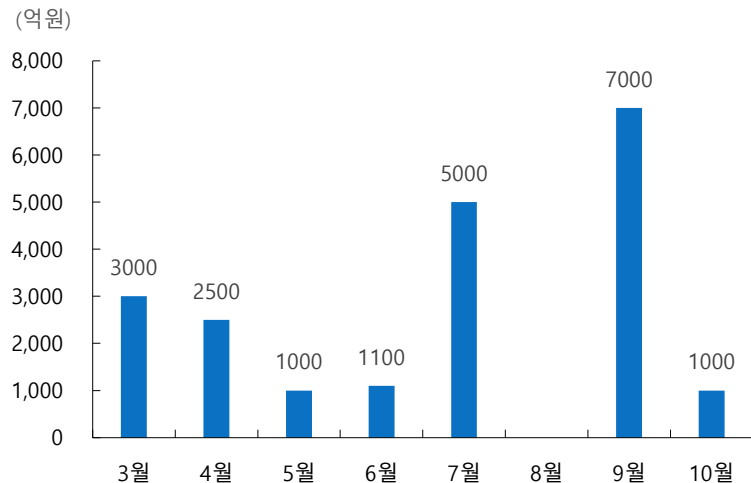
27년 섹터별 만기물량 전년대비 비교



정부보증채: 첨단채 중심 발행 지속

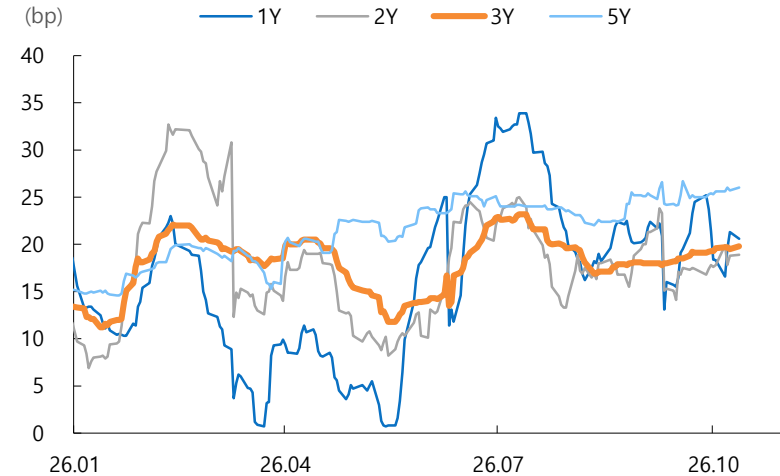
- 27년에도 첨단전략산업기금채권(이하 첨단채) 중심 정부보증채 발행은 지속. 의안정보시스템에 등록된 27년 채권발행한도는 18.0조원. 그 중 자금집행 예정액은 13.5조원으로 책정
- 다만 올해 3월 초도발행부터 10/13까지 발행된 첨단채는 2.06조원. 첨단전략산업기금과 국민성장펀드 자금집행과 연관되어있기 때문에 발행은 제한적
- 이외 정부보증채인 장학재단채권과 공급망안정화기금채권 등 경우에도 한도 대비 발행은 제한적으로 이루어졌기 때문에 내년의 경우 발행한도는 18조원으로 검토되지만, 실제 발행은 제한적일 가능성
- 크레딧 시장 공급 측면에서는 생각보다 수급 부담은 제한적일 것으로 전망

첨단전략산업기금채권(이하 첨단채) 올해 2.06조원 발행



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

국고대비 정부보증채 만기별 스프레드



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

27년 첨단채 채권발행한도는 18조원으로 추산, 그 중 자금집행은 13.5조원

< 연도별 채권발행 한도 규모 추산 (기금승인 기반) >

(단위 : 조원)

구 분	'26년	'27년	'28년	'29년	'30년
자금집행 (A)	5.8	13.5	17.0	18.7	18.1
자금회수 (B)	-	-	0.0	1.0	0.6
채권상환 (C)	-	2.9	7.6	13.5	17.3
필요자금 (D)=(A)-(B)+(C)	5.8	16.4	24.6	31.2	34.8
유동성 대응 자금*	0.6	1.6	1.6	1.6	1.6
채권한도(F)=(D)+(E)	6.4	18.0	26.2	32.8	36.4

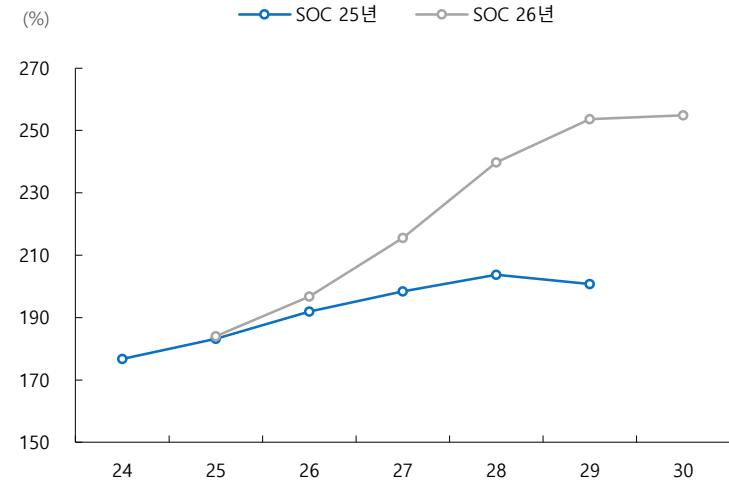
* 자금조달과 집행 시기의 불일치 대응, 예기치 못한 추가적인 정책자금 수요 등에 대비한 예비적 성격의 자금 ('27년) 필요자금(D)의 10%, ('28년 이후) '27년의 유동성 대응자금 1.6조원 수준 유지 가정

자료: 의안정보시스템(9.3), iM증권 리서치본부

공사채: 공공기관 중장기 재무관리계획 리뷰

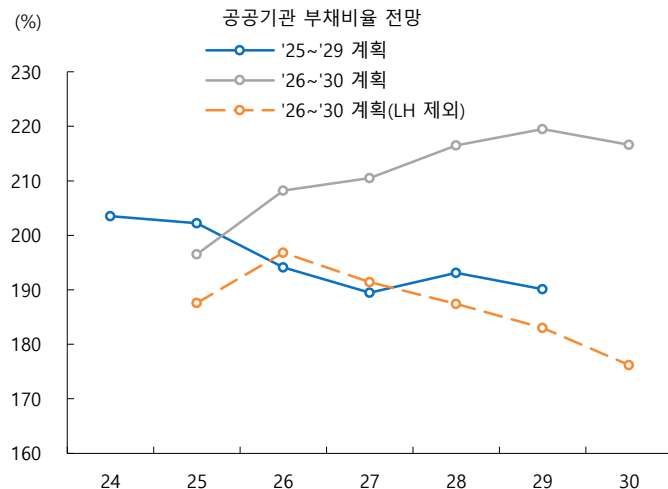
- 26~30년 공공기관 중장기 재무관리계획 상 공공기관 부채비율은 25년 계획 대비 큰 폭 상승할 것으로 나타남
- SOC 부문의 부채비율은 30년 250% 수준까지 상승. 에너지 부문 부채비율은 25년 계획 대비 개선이 지연되는 모습
- 26년중 나타났던 고환율 및 에너지가격의 상승세로 인한 비용부담이 반영
- 다만 LH를 제외한 26~30년 전체 공공기관 부채비율 경로는 27년부터 디레버리징이 이어지는 모습

SOC 부문의 큰 폭 부채비율 확대



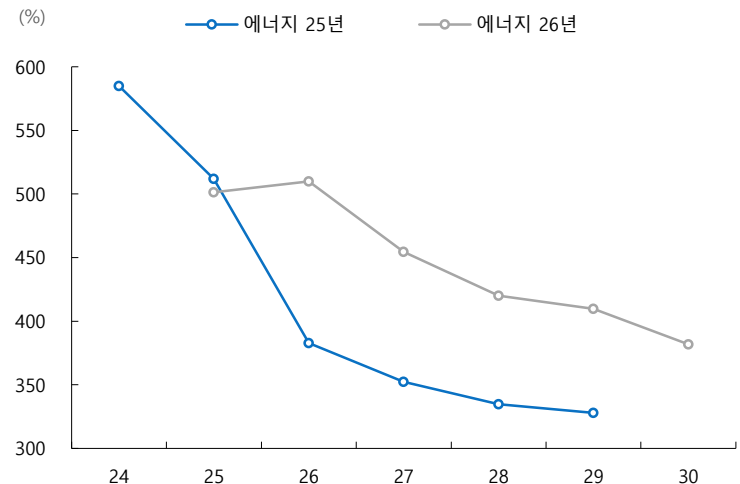
자료: 재경부, iM증권 리서치본부

25년 계획 대비 26년 전체 부채비율 전망



자료: 재경부, iM증권 리서치본부

에너지 부채비율 전망: 개선 지연

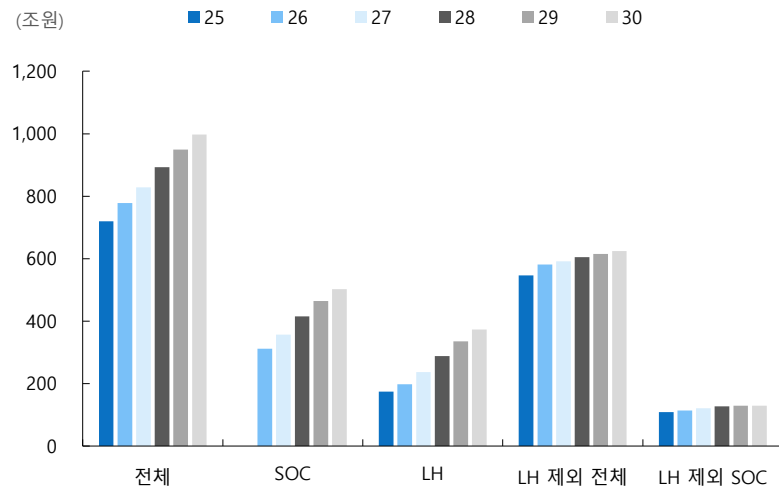


자료: 재경부, iM증권 리서치본부

LH 주도 공공 부문 투자는 지속

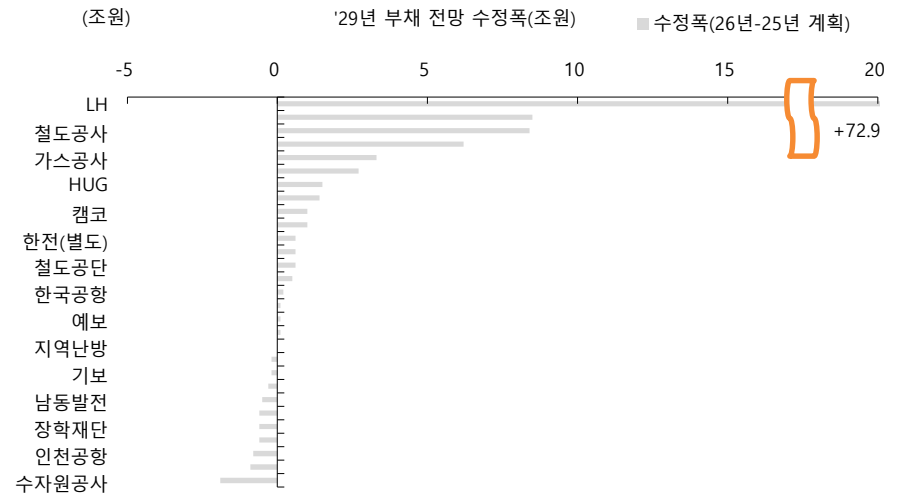
- 공공기관 중장기 재무관리계획에서 LH를 제외한 부채비율을 별도로 병기했다는 점이 특징적
- 재경부 보도자료에서는 30년까지의 계획기간 중 부채 증가와 부채비율 악화는 LH 재무여건의 근본적 변화가 주요인이라고 명시
- 언론보도 등에 따르면, LH는 주택공급 확대를 위해 신규주택 착공을 확대할 예정
- 신·구축 매입임대주택 사업도 수요에 맞춰 지속할 예정이므로 관리해야 할 임대주택 물량도 크게 늘어나는 등 재무부담이 가중될 전망이라고 밝힘
- 주택착공 물량 확대와 사업시기 조기화, 그리고 직접 주택건설 등 사업방식 변경을 반영한 것으로 판단

SOC의 부채 증가속도가 가파름



자료: 재경부, iM증권 리서치본부

29년 부채 전망(전년계획 대비 수정 폭) LH가 +72.9조원으로 대부분을 차지

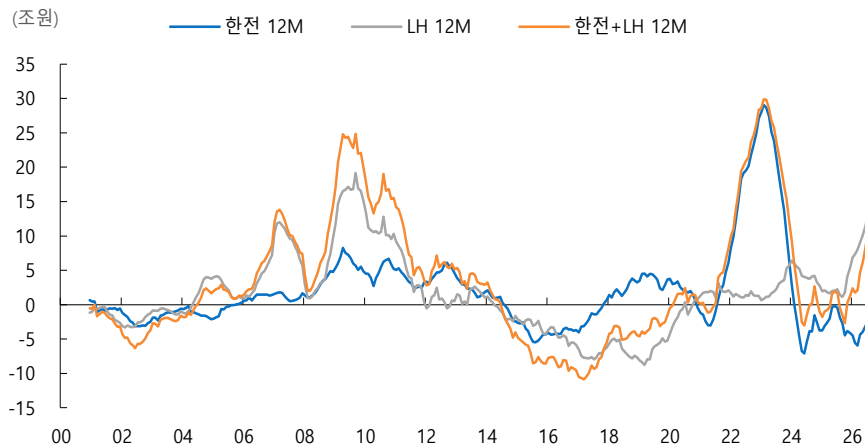


자료: 재경부, iM증권 리서치본부

공사채 발행의 트렌드는 한전에서 LH로

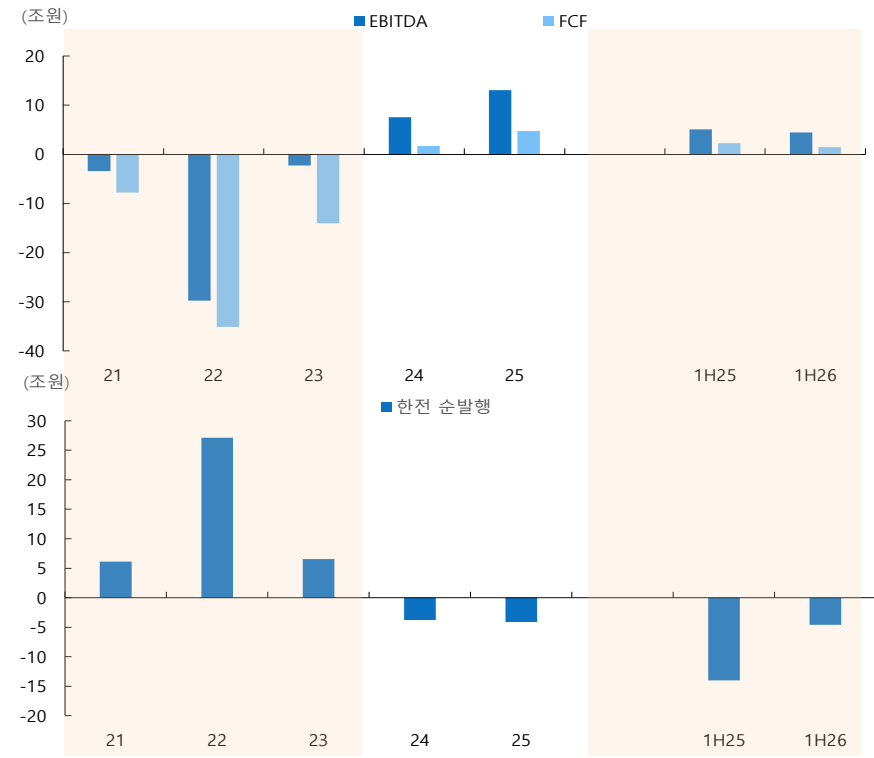
- 공사채 발행 트렌드의 변화가 나타날 것으로 전망. 공사채 잔고 중 한전 및 LH 채권이 차지하는 비중은 40%를 초과. 22~23년 한전채 대규모 순발행 이후 디레버리징 기조 및 단기자금으로의 조달이 나타나면서 한전이 차지하는 비중이 낮아짐. 하지만 공공주택 보급 사업 등에 따른 LH의 자금 소요 확대로 공사채 순공급의 중심이 한전에서 LH로 이동할 가능성이 커짐
- 이미 25년 이래로 한전과 LH의 12개월 누적 순발행을 비교했을 때, 대부분의 순발행을 LH가 주도하고 있는 흐름

12개월 누적 순발행 로테이션: 한전 vs LH vs 합계: 한전 상환분을 LH가 상쇄하는 흐름



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

한전채 순발행은 현금흐름과 유사한 궤적을 가짐. 현재의 경우 (+) 현금 흐름 나타나고 있어 채권 순상환 기조에 기여

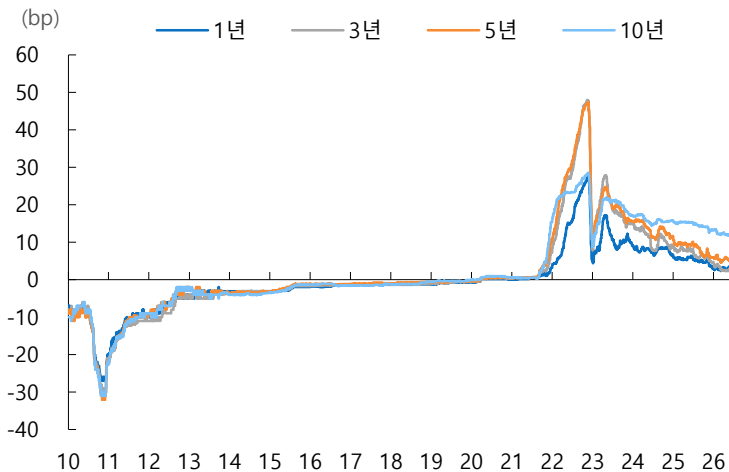


자료: 나이스신용평가, 인포맥스, iM증권 리서치본부

LH와 한전간 스프레드 갭은 발행기조에 좌우

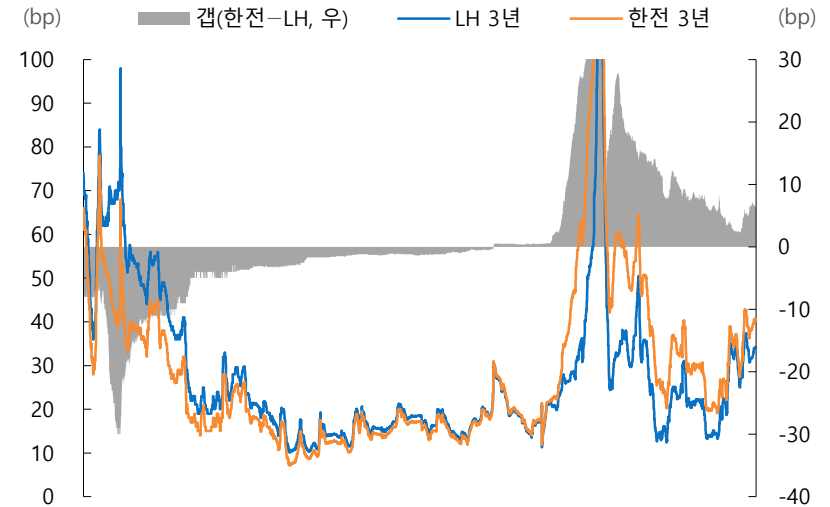
- LH와 한전채간 유의미한 스프레드 갭이 발생했던 시기는 10~13년과 22~23년
- 10~13년에는 LH의 순발행이 택지공급 등 정책성 사업으로 많았었고, 22년에는 30조원에 가까운 한전채 순발행이 나타나면서 공급상 구축 효과 발생
- 한전과 LH를 중심으로 보았을 때 공사채 공급 트렌드는 한전 → LH로 넘어가고 있음

만기별 한전-LH 스프레드 갭 추이

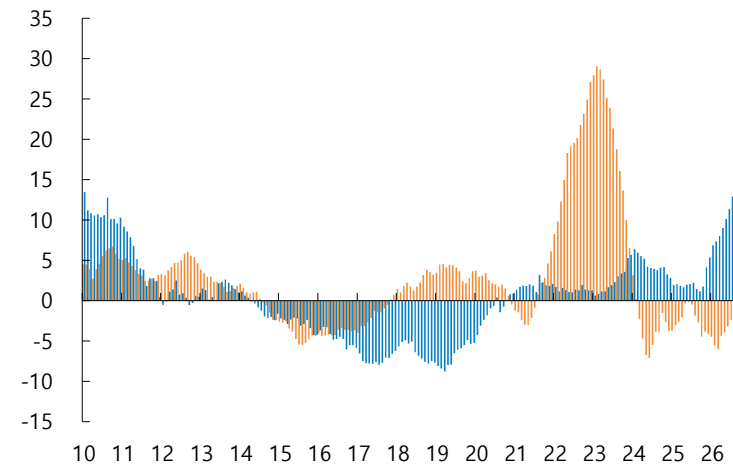


자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

한전과 LH간 스프레드 갭은 역사적으로 보았을 시 공급물량(순발행 갭)이 좌우했던 사례가 존재



(조원) 한전 12M 순발행 LH 12M 순발행

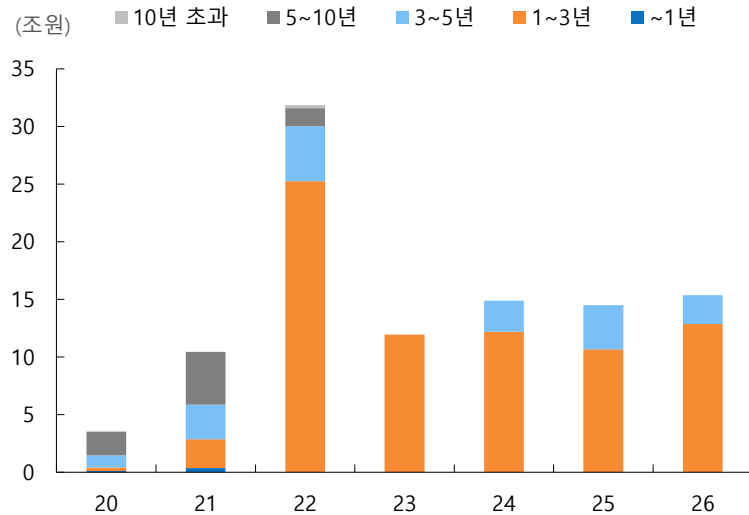


자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

공사채: 발행 흡수의 관건은 조달 만기의 믹스

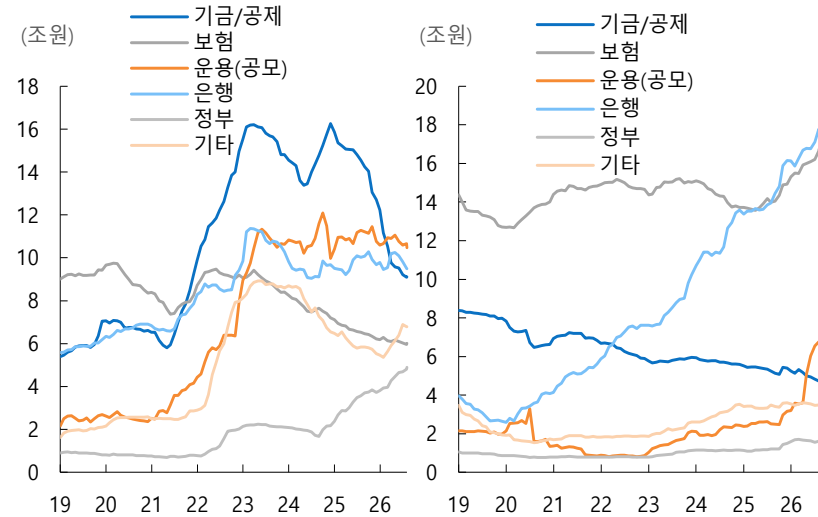
- LH로의 공사채 공급 트렌드의 변화가 예상된다면 발행량을 흡수할 수 있는 여력은 조달 만기의 믹스도 하나의 요소임
- 22년 한전채가 30조원 넘게 발행되었던 시기 조달 만기는 1~3년, 특히 2년과 3년 만기에 몰려있었던 사례
- 한편 LH 채권의 경우에는 1년 이상부터 10년 초과 만기까지 다양한 만기구간에서 발행이 이루어짐. 특히 10년 초과(20~30년 만기) 발행 또한 다양하게 이루어지면서 초장기 구간을 선호하는 엔드급 투자자들의 순매수 가능성도 존재
- 10년을 초과하는 LH채권 발행 비중은 20년부터 26년 현재까지 17.5~29.9% 사이. 상대적으로 다양한 만기로 발행이 이루어져 구축효과 가능성은 제한적일 것

한전의 경우 22년 1~3년 사이 만기에 발행이 몰렸던 것과 달리...



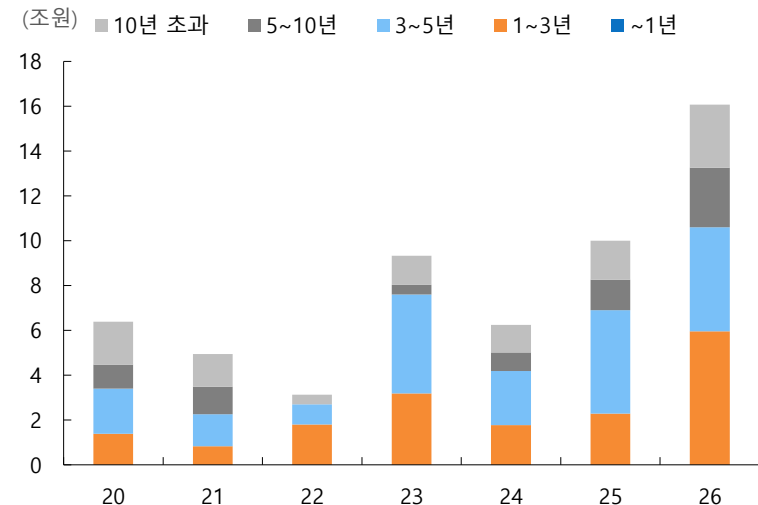
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

(좌)한전채 투자자별 잔고 & (우) LH채권 투자자별 잔고 추이



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

LH 채권은 상대적으로 조달 만기가 다각화되어 발행됨

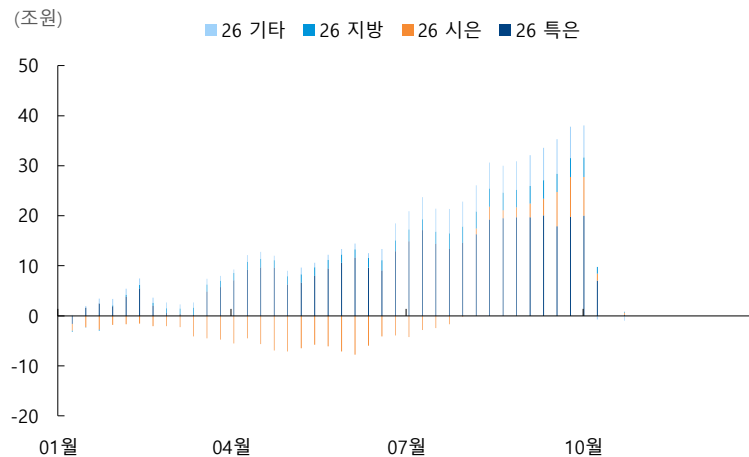


자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

26년 은행채 발행 Review

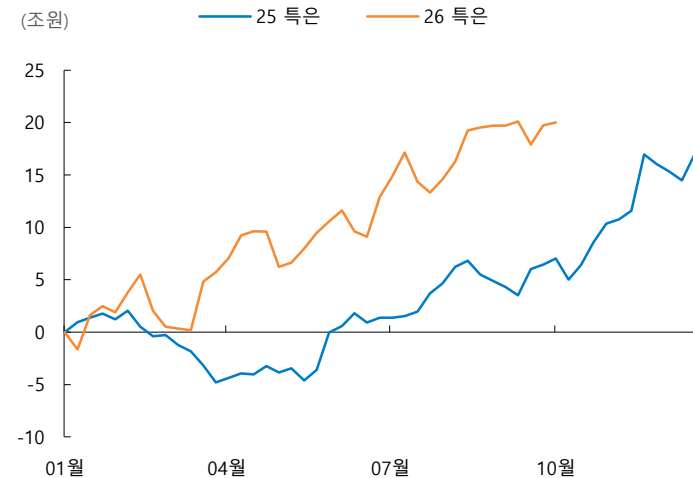
- 26년 또한 25년과 마찬가지로 특은채 중심의 발행이 나타남. 26년의 경우 연간 누적 순발행으로 보았을 시 특은채는 지속적으로 순발행이 나타났음
- 한편 시중은행채의 경우 상반기에는 25년과 비슷한 경로. 순상환이 나타났으며, 공급압력은 제한적이었음. 다만 6월말부터 발행량이 증가하는 모습이 나타났음
- 특히 작년 10월부터 은행들의 FRN(변동금리채) 발행이 잦았으나, 7월부터는 발행량이 감소하는 모습도 나타남

26년 은행채 누적 순발행은 특은채 중심으로 증가, 6월부터는 시은채도 순발행 전환



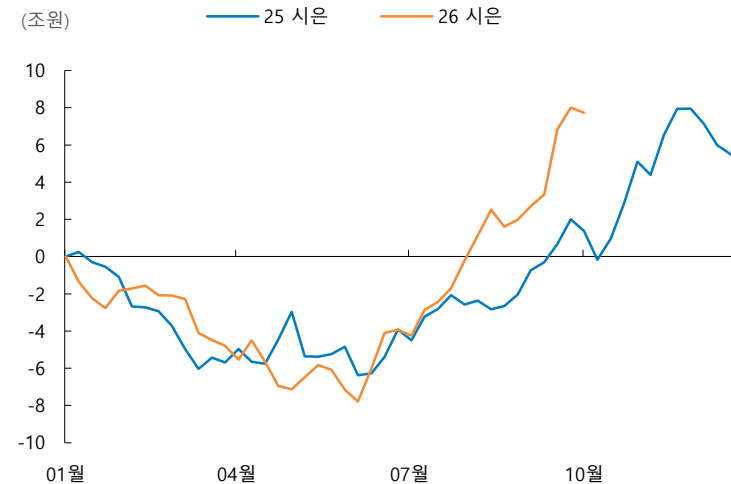
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

25년과 달리 26년은 특은채 모든 시계열에서 누적 순발행 유지



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

시은채는 하반기로 갈수록 순발행 기조로 전환하는 패턴

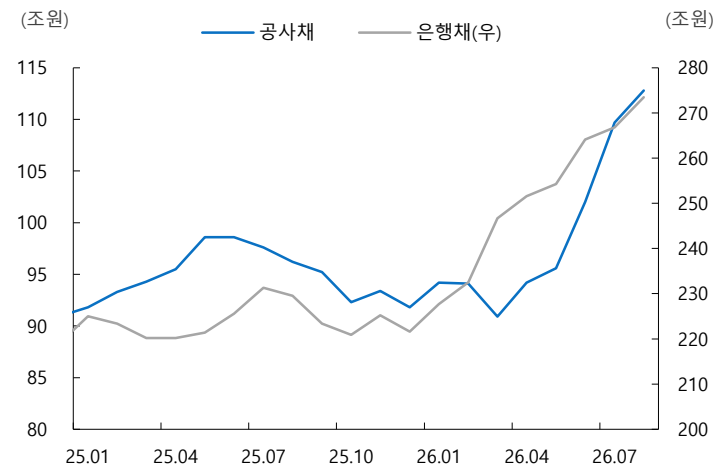


자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

은행채, 27년에도 비슷할 것

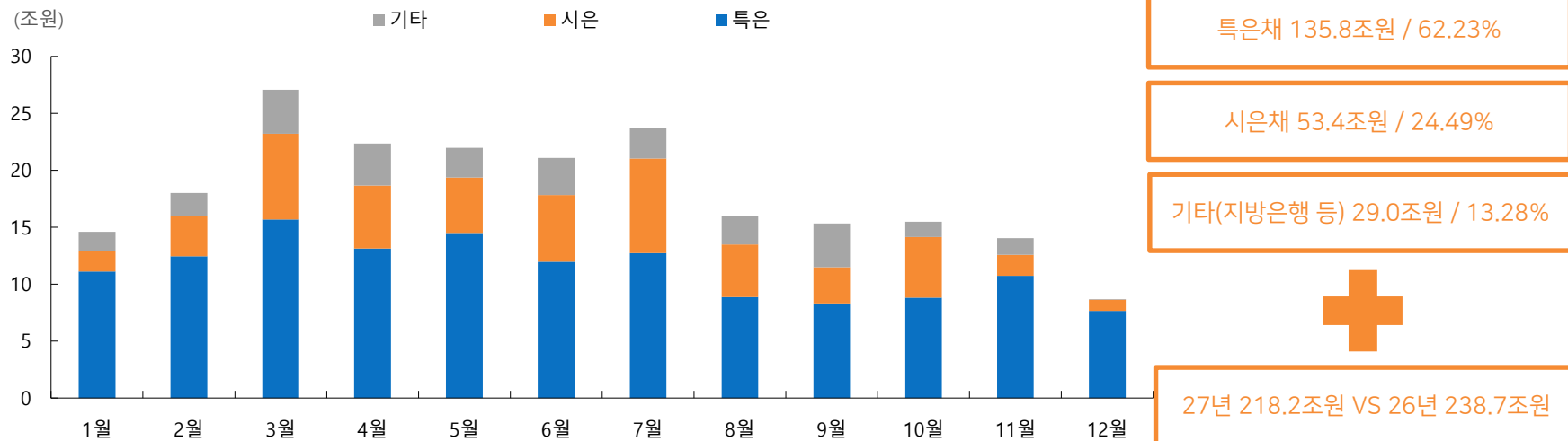
- 27년에도 은행채 발행 기조는 비슷할 것으로 전망됨. 27년 만기도래액 중 특은채의 비중은 135.8조원으로 62.23%를 차지. 시중은행채는 53.4조원으로 24.49%
- 월별 만기도래액으로 보면 3월과 7월 만기도래액이 가장 많은 것으로 나타남
- 26년 11~12월 만기도래액이 집중되면서 연간 238.7조원 만기가 도래했다면, 27년은 10/13 기준 218.2조원 수준으로 집계
- 올해와 비슷한 수준의 은행채 발행이 나타날 것으로 전망
- 시중은행채의 발행량은 일반적으로 연말 즈음 공시되는 일괄신고서를 바탕으로 대체적으로 파악할 수 있을 것으로 전망

12개월 누적 발행액 기준으로 공사채·은행채 모두 26년 2분기 이후 증가 기울기 확대



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

27년 은행 섹터별 만기도래액: 27년에도 특은채 중심 만기도래량이 많음

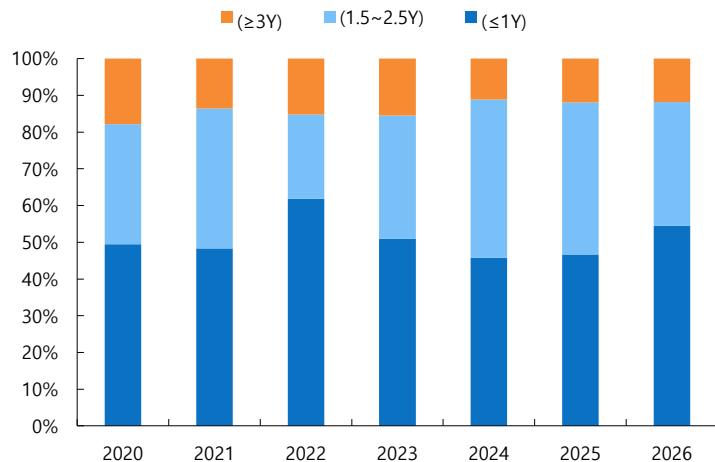


자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

은행채, 이제부터 만기 믹스도 중요하다

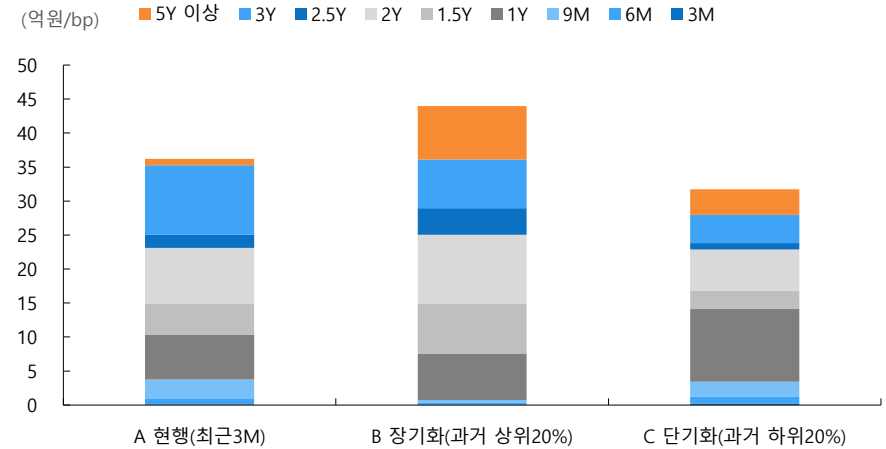
- 투자자 입장에서는 같은 발행액이라도 만기에 따라 부담하는 금리 위험이 달라짐
- 이를 나타내는 지표가 DV01(Dollar Value of 01). DV01은 금리가 1bp(0.01%p) 변할 때 채권 가치가 얼마나 변하는지를 금액(원래는 달러 기준)으로 나타낸 것으로, 만기(듀레이션)가 길수록 커짐. 예를 들어 DV01이 36억원이라면 금리가 1bp 오를 때 해당 채권 전체의 평가가치가 약 36억원 줄어든다는 의미임
- 단기 구간은 금리 변동 위험이 상대적으로 작지만, 편입 채권의 잔존만기가 길어질수록 투자자별로 요구하는 금리 위험 프리미엄은 달라질 수 있음. 발행 만기와 금리 조건의 변화, 만기 구간별 순매수 흐름을 함께 확인하는 것이 필요할 것

연도별 은행채 발행 만기구성: 26년 1년 이하 비중은 54.5%로 25년 (46.6%) 대비 확대



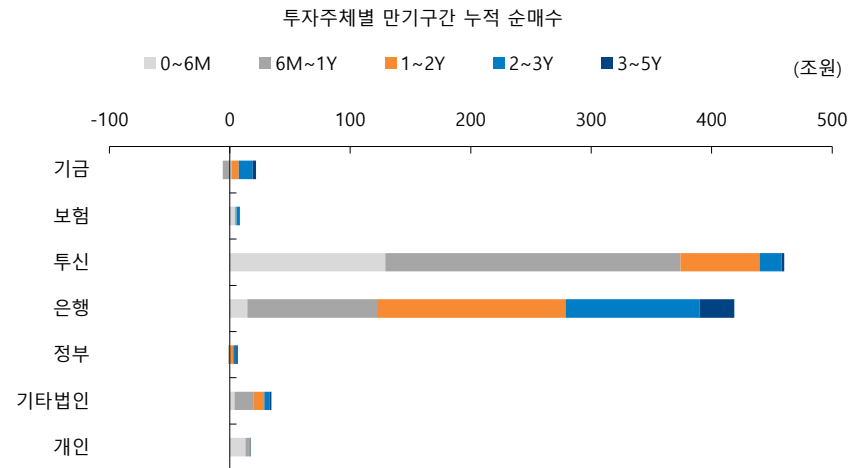
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

발행 만기시나리오별 DV01: 장기화시 현행대비약 22% 증가, 단기화시 약 12% 감소



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부
주: 25조원을 발행액으로 가정한 단순 시나리오

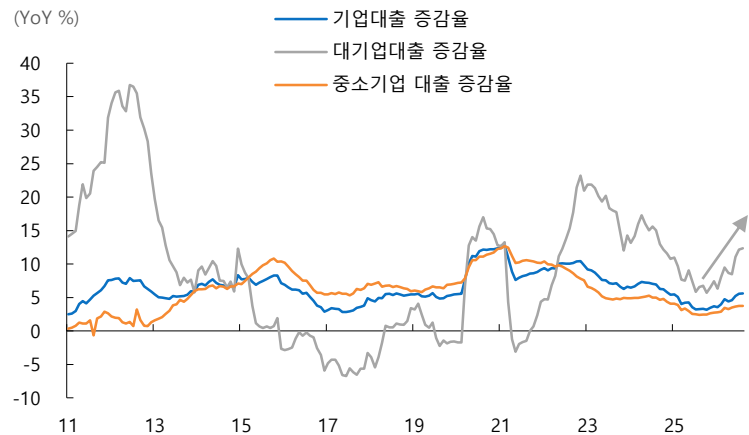
투자주체별 만기구간 누적 순매수: 투신은 1년 이하, 은행은 1~3년 구간 중심



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

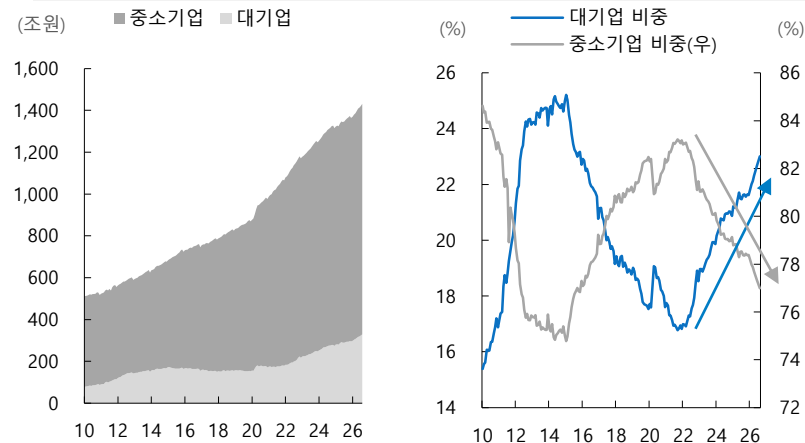
여신: 대기업 여신 비중 22년 이후 지속 우상향, 전체 여신 증감률도 반등

기업대출 증감율 추이: 대기업 대출 증감율 우상향 지속



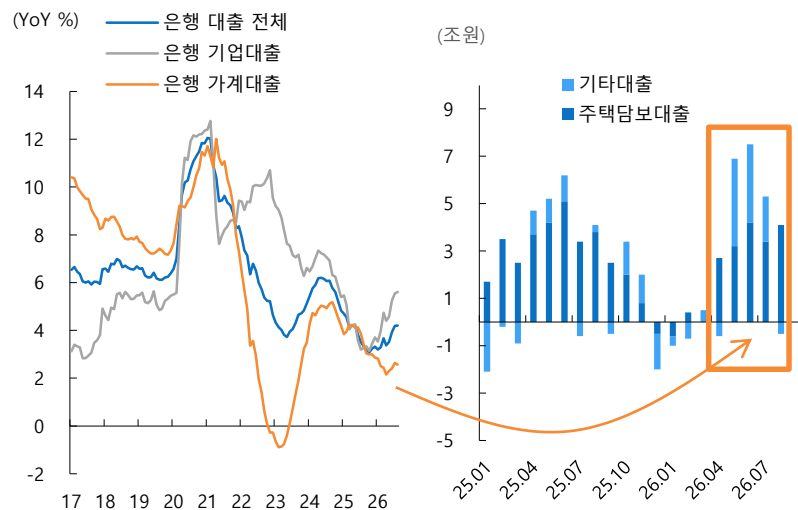
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

(좌)기업대출 잔액 & (우)대기업 및 중소기업 대출 비중 추이



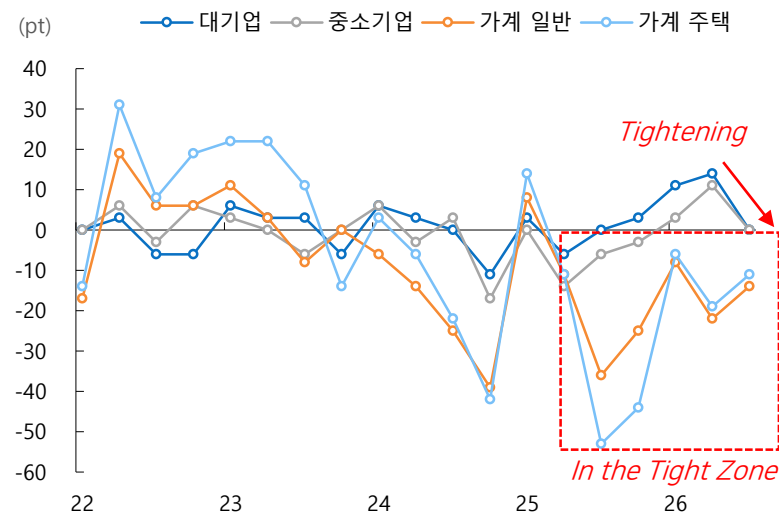
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

가계대출 관리 기조에도 올해 주담대를 중심으로 가계대출 수요 지속



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

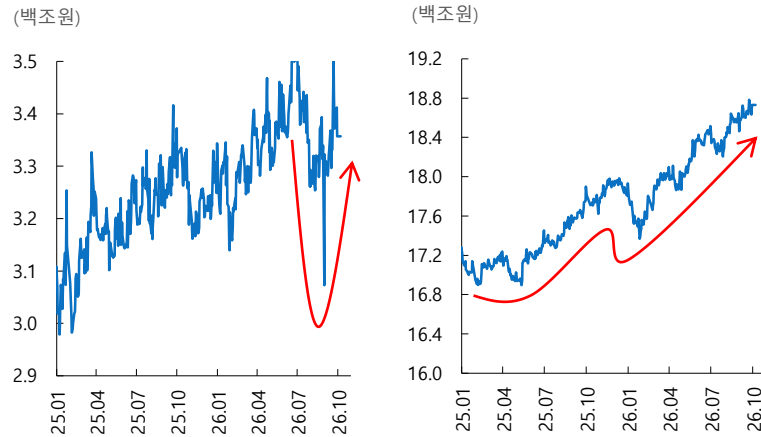
한국은행 국내은행 대출태도 서베이: 4분기 가계와 기업 모두 타이트



자료: 한국은행, iM증권 리서치본부

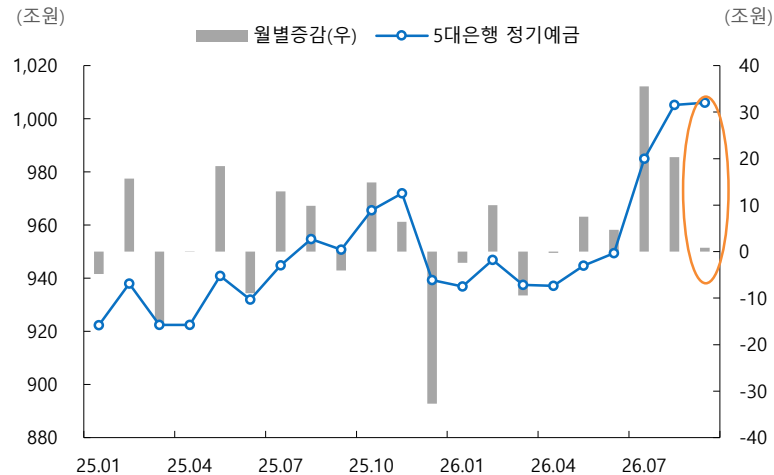
수신: 기업 요구불예금의 잔액 및 영향 증가, 여수신 증감률 간 갭 축소와 수신금리 상승

(좌)요구불예금 & (우) 저축성예금 추이



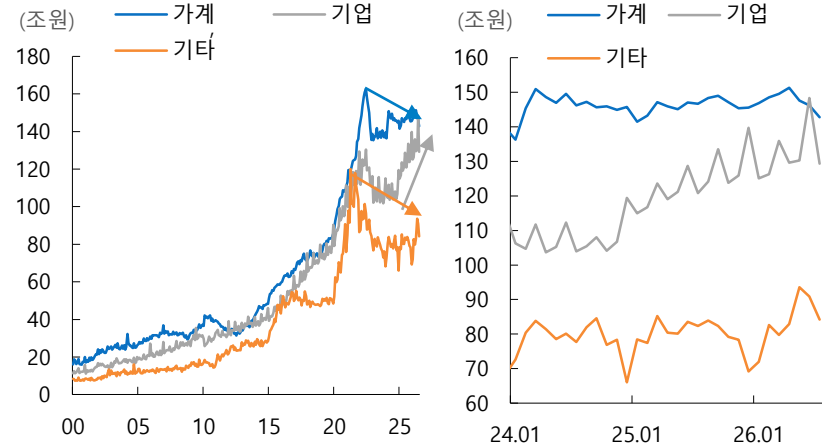
자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

정기예금 월별 증감 추이



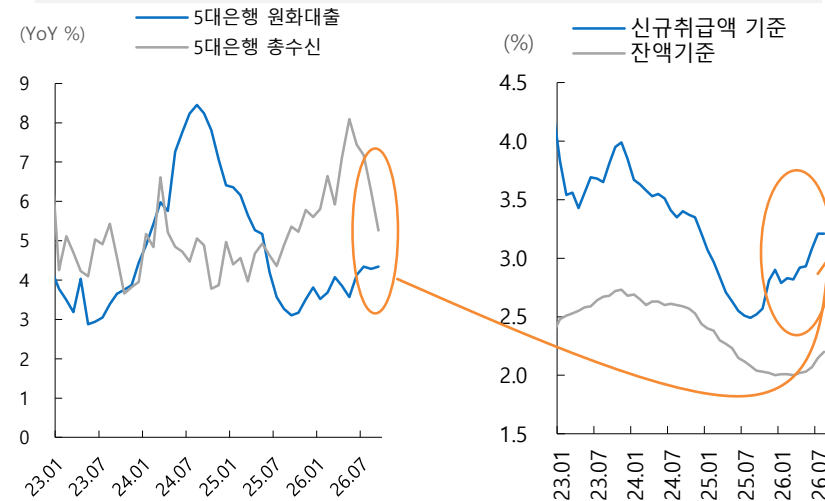
자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

요구불예금 예금자별 추이: 기업 요구불예금 7월 유출



자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

(좌) 은행 여수신 증감률 갭 축소→ (우) 자금 유치와 금리인상에 수신금리 상승



자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

은행의 유동성 비율 관리도 모니터링

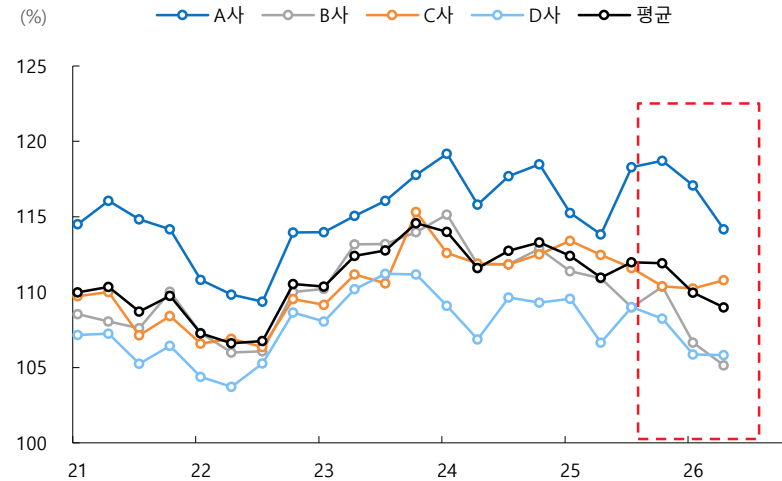
- 유동성커버리지비율(LCR)은 향후 30일간의 순현금유출에 대비한 고유동성자산 보유 수준을, 순안정자금조달비율(NSFR)은 대출 등 장기 자산을 1년 이상 안정적으로 조달 가능한 자금으로 뒷받침하고 있는지를 보는 지표로, 국내 은행은 두 비율 모두 100% 이상을 유지해야 함. 잔존만기 1년 이상의 장기조달은 NSFR 관리에 상대적으로 유리해, 은행이 비율 관리 차원에서 장기 은행채 발행을 활용할 가능성도 존재. 다만 실제 조달 방식은 은행별 자산 구성과 예금 흐름, 금리 여건에 따라 다르게 나타날 수 있음

은행 조달수단별 일반적 특징: 조달 만기와 금리 구조에 따라 투자자의 금리 민감도와 주요 수요층이 달라짐

조달수단	만기·금리특성	LCR·NSFR관점	투자자측면
요구불·정기예금	요구불: 계약만기는 짧으나 실제 잔존성이 높은 저원가 조달원 정기예금: 만기집중시 일시 유출가능	예금주 유형·잔존만기에 따라 안정조달 인정비율 차등 대규모예금 만기가 30일이 내 도래시 LCR 관리 필요	예금 유입이 늘면 은행채 발행 필요성이 줄어들 수 있음
CD·예담	1년 이하 단기 발행 시기·규모 조절이 비교적 용이	단기 유동성 대응에 활용 장기조달 대비 NSFR 기여도가 낮으며, 잔존만기·자금제 공자에 따라 차등	MMF 등 단기자금시장 수요와 연계
FRN (변동금리 은행채)	CD금리 등 기준금리에 연동해 통상 3개월마다 금리 재설정	잔존만기 1년 이상 구간에서 안정조달 인정도가 높아짐 금리 재설정으로 repricing ap 관리에 활용	금리 민감도(듀레이션)가 낮아, 편입요건을 충족하는 단기 FRN은 MMF 등 단기 운용 수요가 형성될 수 있음
고정금리 은행채 (1.5~3년 이상)	만기까지 금리 고정 만기 분산 효과	1년 이상 장기조달은 NSFR 관리에 상대적으로 유리 30일 내 만기 도래가 줄어 LCR 부담 완화 가능	만기가 길수록 DV01이 커지며, 장기 운용 투자자 중심으로 수요 형성

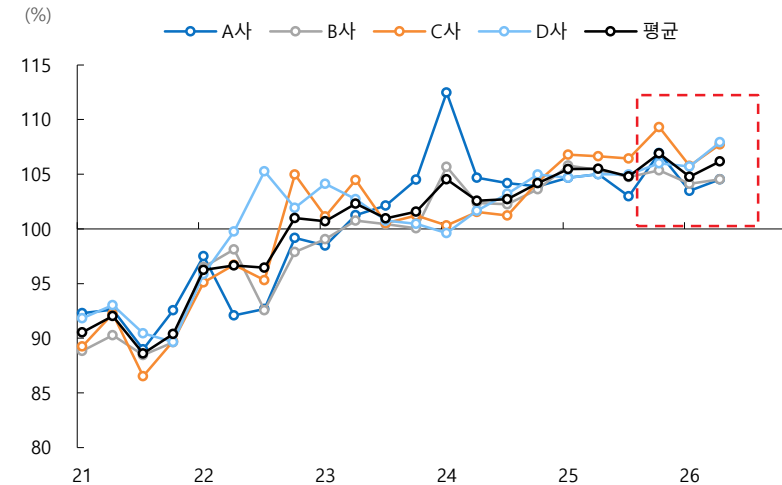
자료 : FISIS, iM증권 리서치본부

4대 은행 NSFR 비율 추이



자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

4대은행 LCR 비율 추이

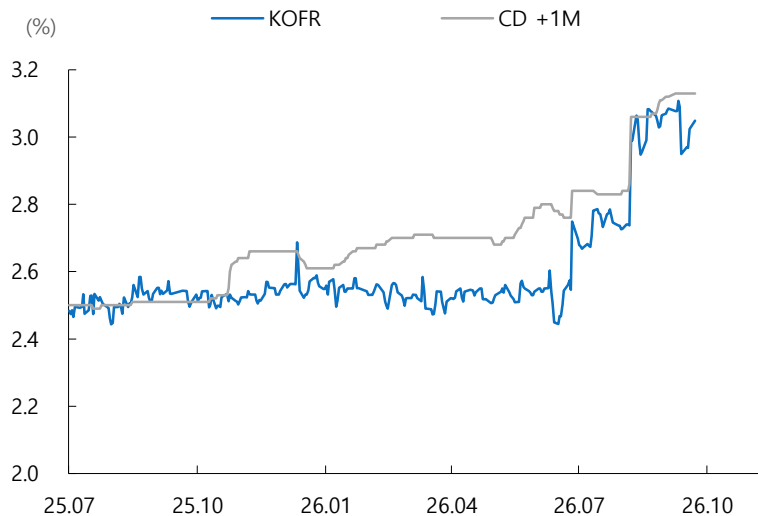


자료 : FISIS, iM증권 리서치본부

FRN 중 KOFR 준거금리 비중 증가

- 다만 향후 FRN 트렌드는 정해져 있음
- 지난 3/30일 금융위에서는 지표금리 개혁을 통해 CD금리를 법상 중요 지표에서 지정 해제할 것이라고 밝힘
- 동시에 KOFR 기반 FRN 발행 목표를 신설
- 일반은행은 10 → 50%까지 상승
- 정책금융기관(특은채)은 25% → 65%까지 상승
- 이 과정에서 KOFR OIS 시장 확대가 점진적으로 나타나면서 KOFR의 금리 설명력이 확대되면 KOFR 준거금리 기반 FRN 발행이 대세가 될 것

KOFR & CD 금리 추이



자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

지표금리 개혁으로 은행권에서 FRN 중 KOFR 준거금리 목표 비중 증가

구분	1차년도 (‘26.7~‘27.6)	2차년도 (‘27.7~‘28.6)	3차년도 (‘28.7~‘29.6)	4차년도 (‘29.7~‘30.6)	5차년도 (‘30.7~‘31.6)
은행권	10%	20%	30%	40%	50%
정책금융기관 (산은·기은·수은)	25%	35%	45%	55%	65%
정책금융기관 -은행권 차이	+15%p	+15%p	+15%p	+15%p	+15%p

자료 : 금융위(26.3.30), iM증권 리서치본부

지표금리 개혁방안: CD에서 KOFR로

1. 다양한 금융시장에서 KOFR 활성화를 가속화

- 이자율 스왑시장(OIS)에서 KOFR 거래 비중을 보다 빠르게 확대 (전체 OIS 거래에서 KOFR 기반 거래비중을 '30년까지 50%→70%로 상향)
- KOFR 기반 변동금리채권(FRN)의 발행 목표를 신설 (전체 FRN 발행에서 KOFR 기반 발행비중을 '31.6월까지 50%로 확대)
- KOFR 기반 대출상품 신규도입('26下, 산·기은 총 1조원 공급 목표)

2. CD금리는 법상 중요지표에서 지정 해제

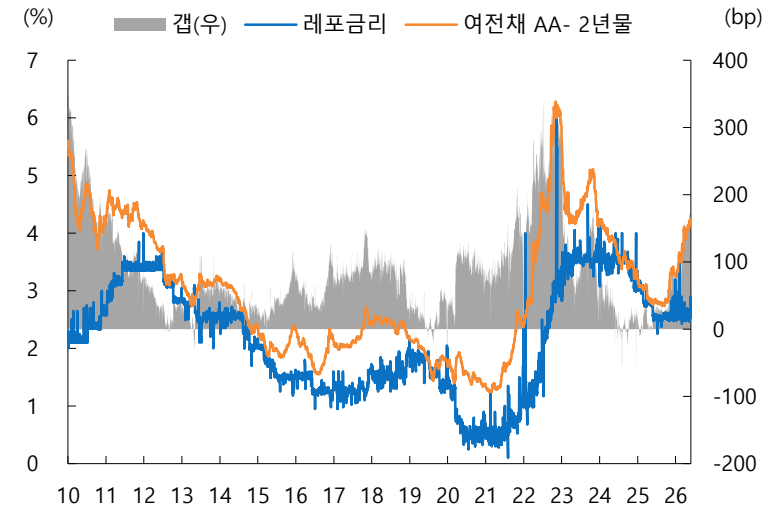
- CD금리를 「금융거래지표법」상 중요지표에서 '30년말 지정 해제
- 외국인 투자자들의 KOFR 기반 거래 확대 등을 위한 해외 IR 실시

자료 : 금융위(26.3.30), iM증권 리서치본부

여전채: 레포펀드 편입 환경은 나아질 것

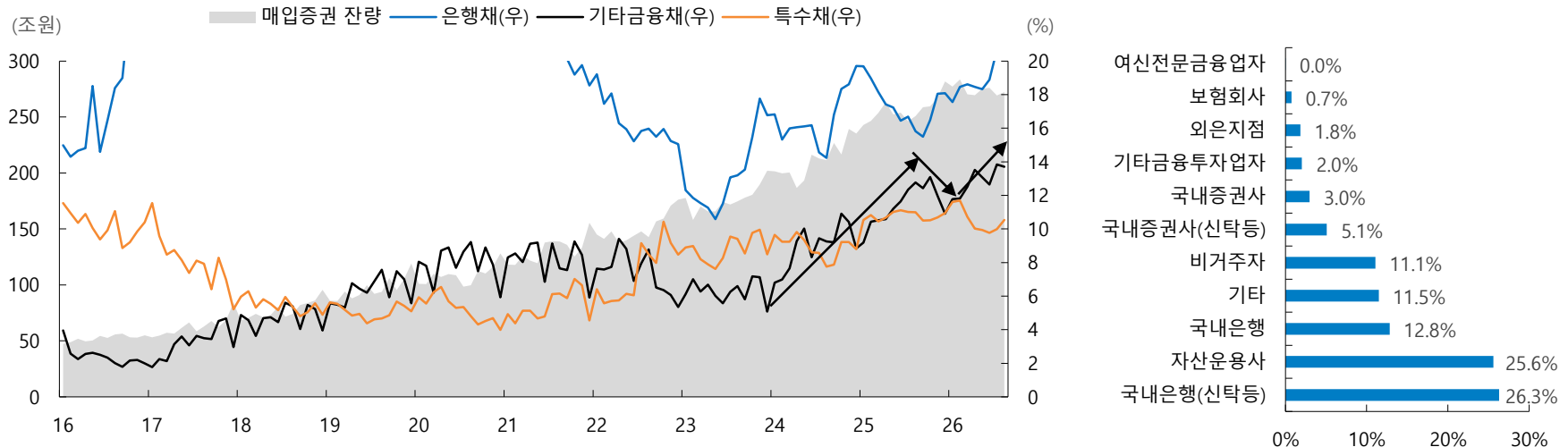
- 레포 금리와 여전채 AA- 2년물 간 금리 갭은 25년 하반기부터 확대되고 있는 중
- 현재 여전채의 레포펀드 편입 메리트는 존재하는 것으로 판단하고 있음. 금리 변동성 축소가 관건임. 다만 기준금리가 올라가면서 레포금리는 상승하는데, 여전채 금리는 하락한다면 이론상 조달-수익 갭은 축소된다고 할 수 있음
- 25년 말 감소 추세를 보였던 레포 매입증권 잔량 중 기타금융채 비중은 26년 들어 증가 추세로 전환해 고점 경신. 매입증권 전체 잔량 감소에 따른 영향도 있으나 기타금융채 매입은 현재 지속

여전채 AA- 2년 & 레포금리 갭 추이



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

(좌)레포 매입잔량 및 채권별 매입잔량 비중 & (우) 레포 매입잔량 투자자별 비중

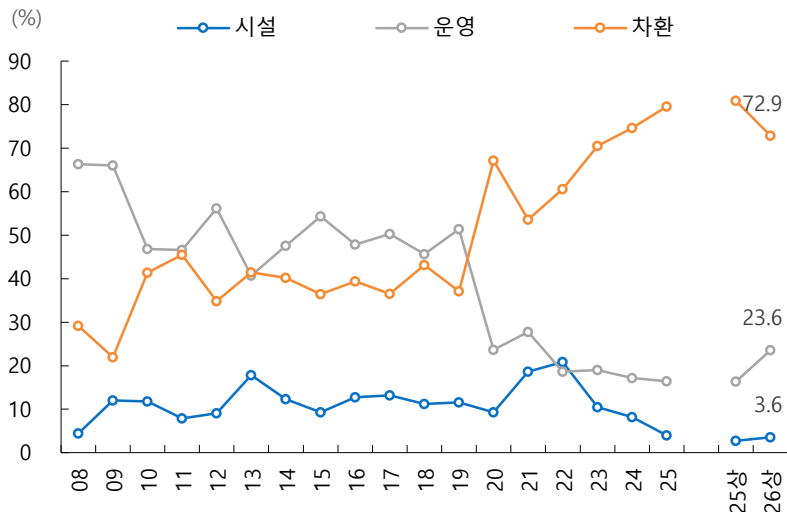


자료: 한국예탁결제원, iM증권 리서치본부

회사채: 차환 목적 발행이 감소할까

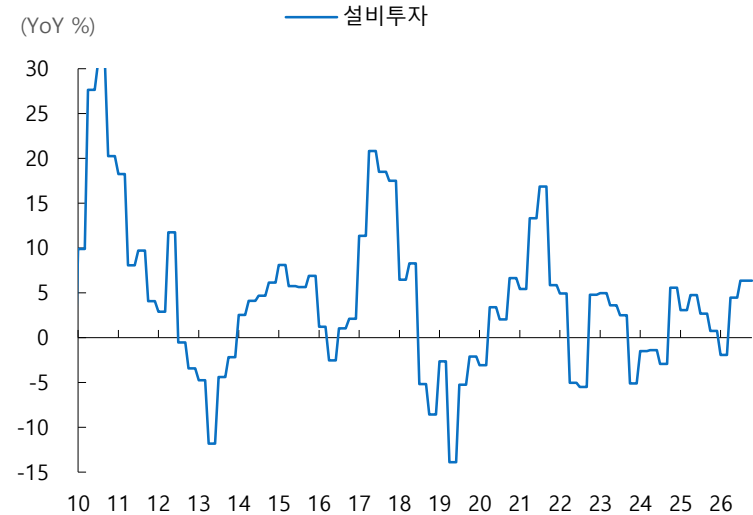
- 기업 직접금융 조달실적에 따르면 올해 상반기 회사채 발행 목적 중 차환이 차지하는 비중은 72.9%로 여전히 가장 높은 수준을 유지. 시설 및 운영자금 목적은 상대적으로 낮은 수준
- 다만 AI 사이클이 국내에도 중요한 역할을 할 것으로 전망되면서 관련 인프라 자금 소요 등이 증가할 가능성 존재
- 국내 설비투자 YoY 증감율은 (+) 기조로 전환
- 차환 이외 목적의 회사채 발행이 증가할 수 있는 가능성은 수급 상 변수로 작용할 것

회사채 발행 목적별 비중



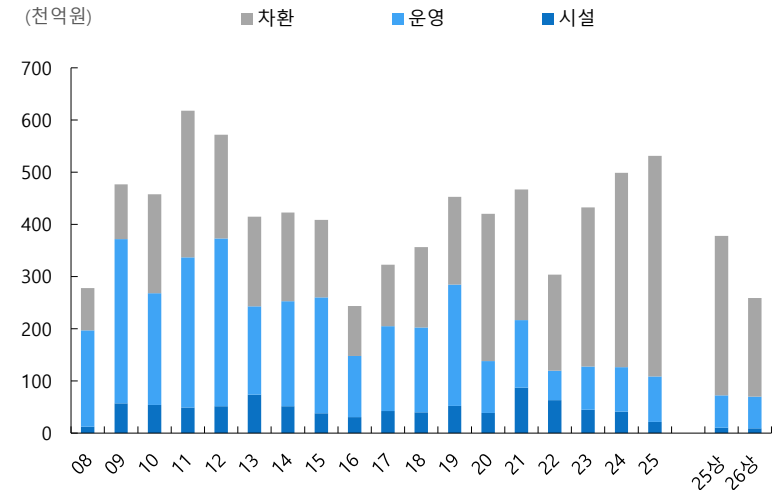
자료: 금융감독원, iM증권 리서치본부

국내 설비투자 증감율은 YoY 기준 (+) 전환



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

회사채 발행목적별 발행액 추이

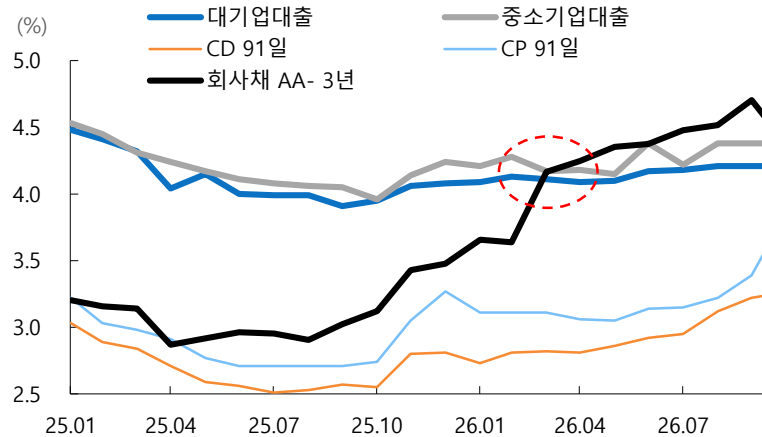
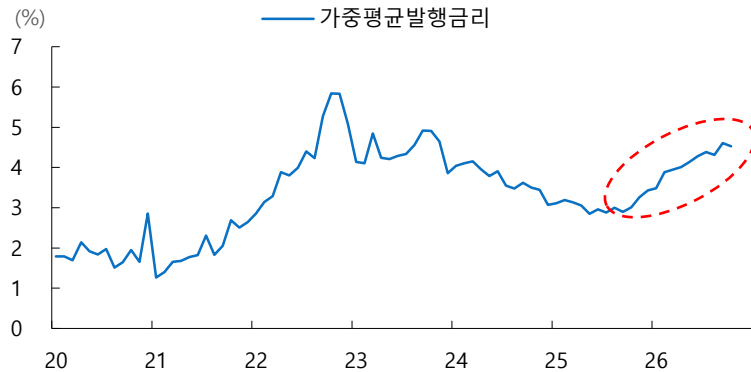


자료: 금융감독원, iM증권 리서치본부

회사채: 상하위 등급간 발행 양극화 지속 가능성

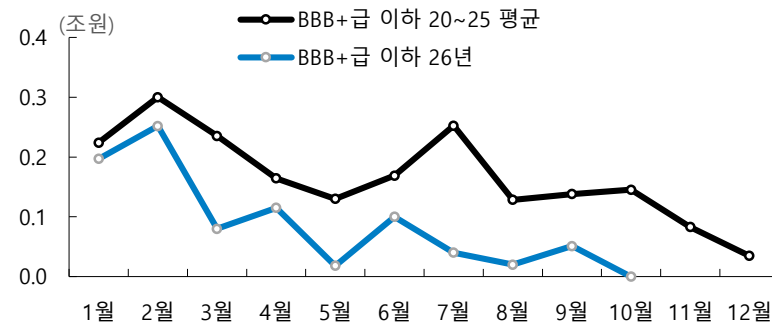
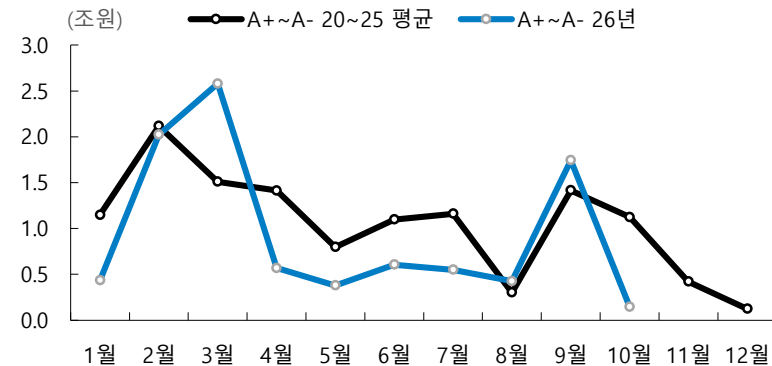
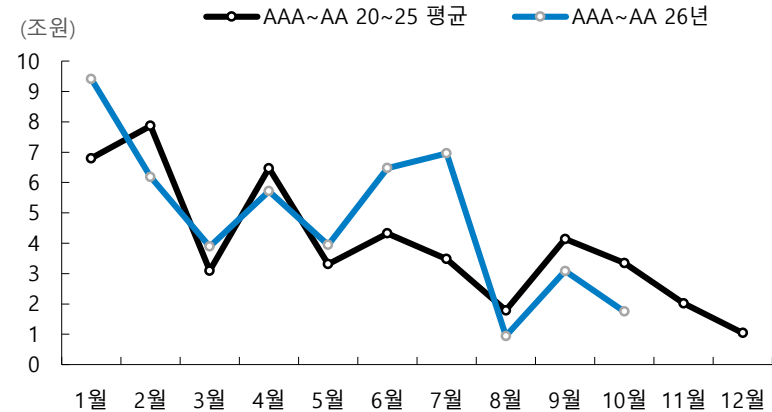
- 회사채 발행금리 상승과 대출금리의 회사채 금리 하회로 크레딧 라인은 사채에서 대출 등으로 다각화
- A급 이하 회사채는 평년 대비 발행량 감소가 더욱 뚜렷

회사채 가중평균 발행금리도 상승, 대출금리가 회사채 금리보다 하회



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

신용등급별 회사채 발행액 추이: BBB급 이하는 발행 부진



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

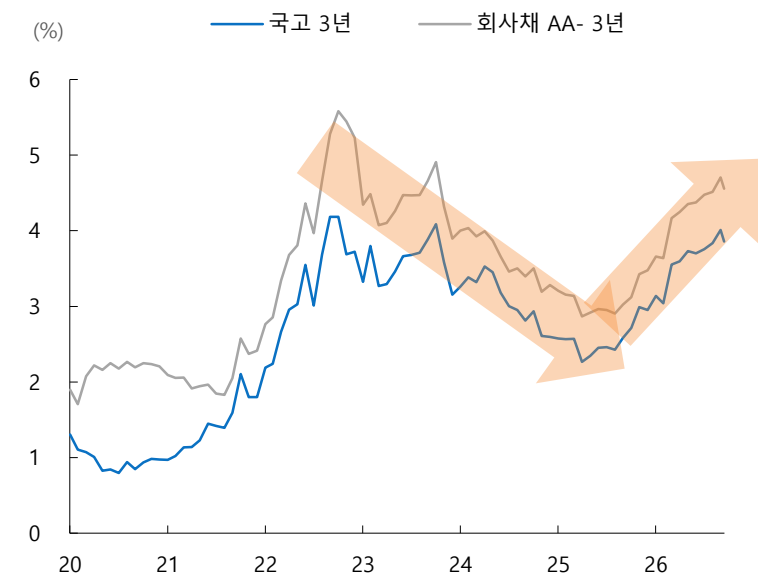
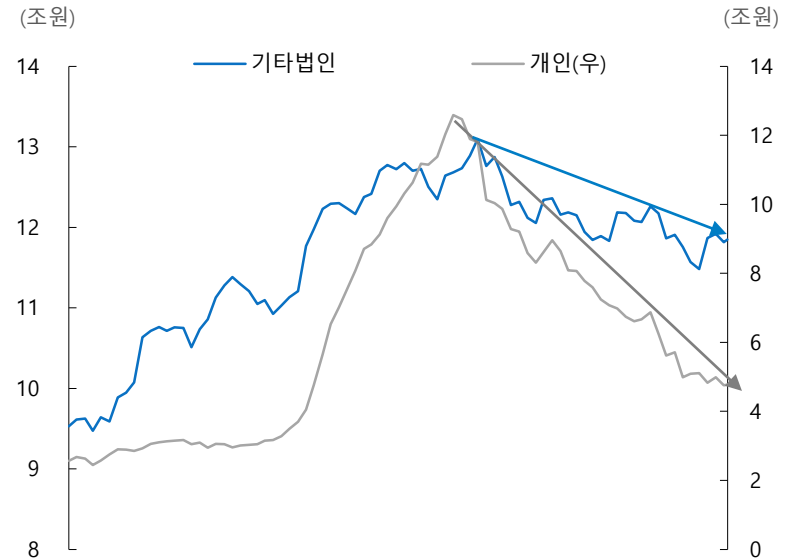
회사채: 왕의 귀환?(높아진 금리와 매수주체 회복)

- 회사채 주요 투자자별 순매수에서는 보험과 기금/공제에서 최근 순매도 지속. 운용(공모) 또한 25년 하반기부터 순매수세 둔화. 특히 기타법인 과 개인의 회사채 잔고가 금리 추이와 동행하며 감소. 높아진 금리 상황에서 주요 매수주체 귀환 가능한지가 27년 핵심

(억)	은행	보험	기금/공제	정부	운용(공모)	운용(사모)	증권/상호	기타법인	개인
2026-10-13	541	625	-910	100	5,070	600	-126	1,082	960
2026-09-30	3,505	-2,419	-1,850	-252	1,047	437	2,373	3,348	4,814
2026-08-31	5,570	-4,062	-2,688	-1,240	-2,630	1,295	-40	1,996	3,930
2026-07-31	6,944	-903	-1,380	-980	7,084	8	-547	7,149	5,039
2026-06-30	5,455	-2,799	3,355	304	5,647	1,124	3,689	3,516	5,287
2026-05-29	3,683	-3,526	-1,610	380	8,724	1,236	3,574	645	3,033
2026-04-30	5,904	-2,678	8,595	213	-1,500	-617	1,133	5,880	5,230
2026-03-31	-2,928	-5,327	8,975	-1,289	-4,195	568	2,228	3,501	5,729
2026-02-27	-832	-33	370	-1,410	6,328	-93	-3,787	834	6,084
2026-01-30	134	1,223	-2,820	-1,828	-411	680	-1,922	-193	4,263
2025-12-31	1,097	-1,803	-2,644	720	1,722	1,008	-1,016	-1,393	5,086
2025-11-28	3,384	-3,467	-260	840	866	-964	1,434	1,947	2,852
2025-10-31	3,635	-5,020	1,845	-764	1,172	467	1,212	2,149	2,809
2025-09-30	1,353	-4,642	-2,290	1,700	12,704	1,902	2,625	3,557	3,933
2025-08-29	2,393	-2,776	2,065	580	4,818	403	1,839	5,458	4,272
2025-07-31	3,571	-4,860	-401	2,320	10,158	2,015	2,766	4,651	3,314
2025-06-30	2,299	-3,877	2,250	1,990	11,898	1,007	3,506	4,641	3,751
2025-05-30	1,259	-3,667	-1,670	1,046	3,988	971	2,281	2,485	3,652
2025-04-30	746	-8,559	4,145	1,318	12,931	652	4,458	417	3,676
2025-03-31	919	-3,072	-639	1,976	10,503	760	1,248	1,516	4,157
2025-02-28	-2,115	-1,378	-2,660	3,762	26,246	2,859	-4,048	4,368	6,794
2025-01-31	-1,072	2,085	-570	3,627	9,791	883	3,258	1,443	5,621

자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

(상) 개인 및 기타법인 회사채(일반) 잔고 & (하) 금리 추이

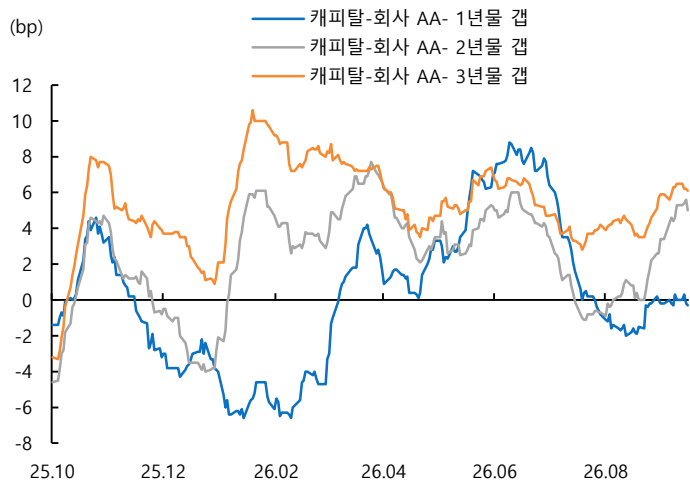


자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

캐피탈-회사 갭은 27년에도 대체로 (+)권 유지

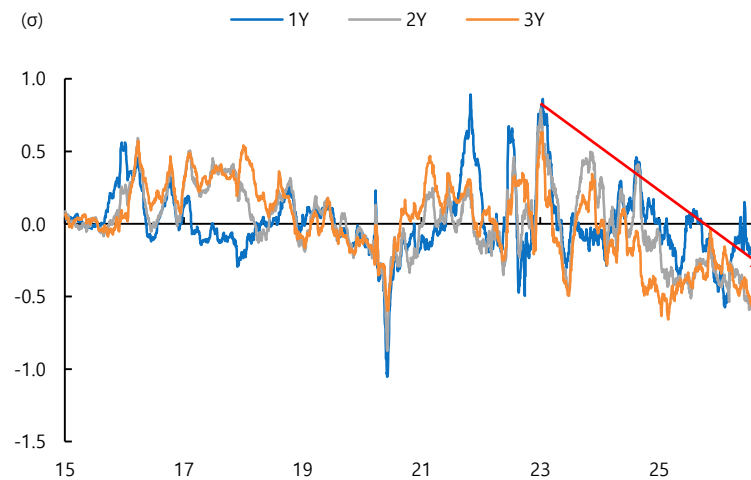
- 캐피탈-회사 AA- 3년물 갭은 25년 10월 말 -3bp대에서 확대되어, 한 때 10bp를 웃돈 뒤 최근 6bp 안팎에서 형성
- 캐피탈-회사 AA- 2·3년물 갭은 위기 구간을 제외한 장기평균인 7.9bp, 12.5bp를 하회해, 최근 확대는 과거 크게 축소되었던 갭이 일부 되돌려지는 과정으로 해석
- 여전채의 발행잔액 대비 순매수 비율은 25년 중 약 36%로 정점을 기록한 뒤 하락했으나, 순매수 기조 자체는 유지
- 여전채의 경우 올해보다 내년 만기도래량이 많아 공급 압력이 증가할 것으로 전망. 한편 회사채는 1~2월 만기도래량 집중 이후 상대적으로 만기도래액은 감소. 수급 상으로는 회사채가 유리할 것으로 전망

최근 1년간 캐피탈-회사 AA- 갭: 3년물은 25년 말 이후 대체로 3~10bp 범위에서 플러스 유지



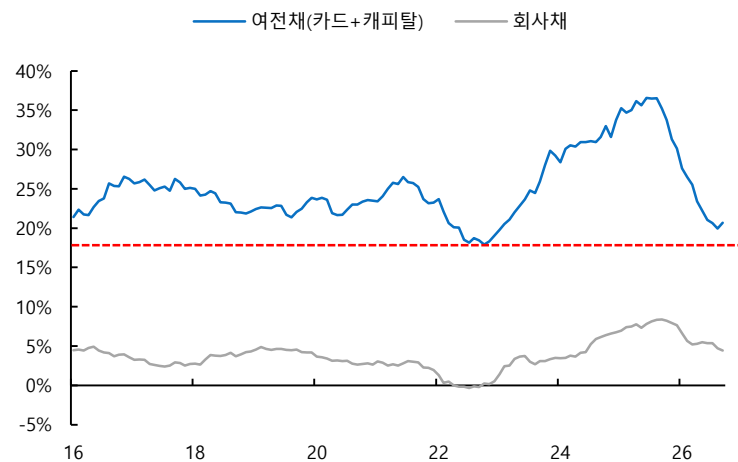
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

캐피탈-회사 AA- 만기별 스프레드 갭 Z-Score



자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

발행잔액 대비 12개월 누적 순매수 비율: 여전채는 25년 고점 이후 하락 흐름



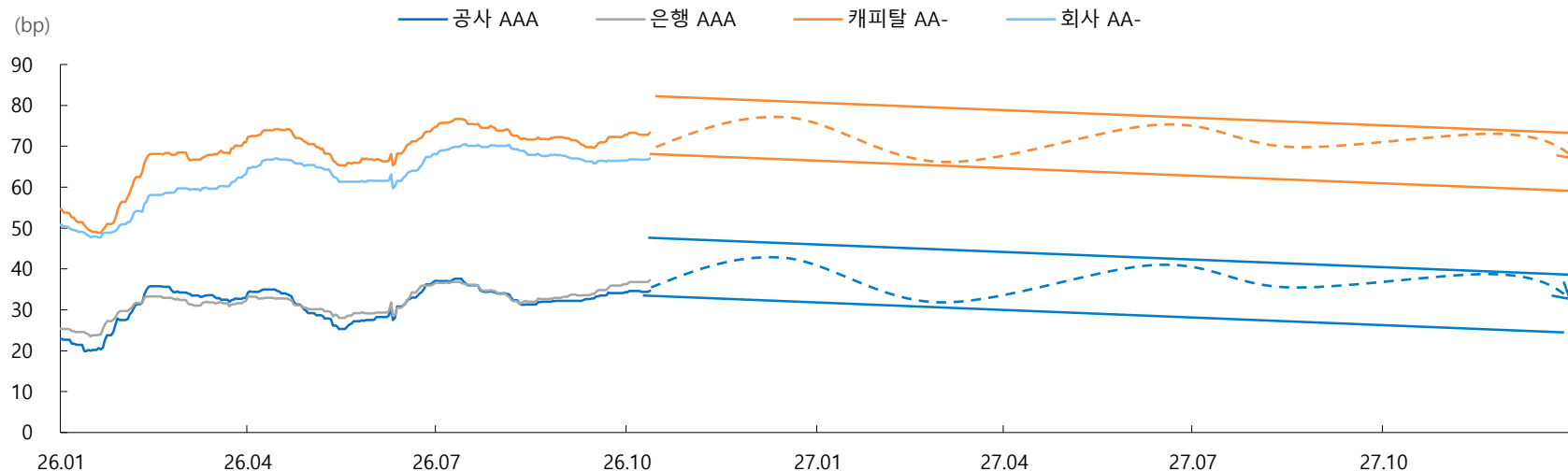
자료: 인포맥스, iM증권 리서치본부

V. 27년 투자전략

27년 투자전략 및 크레딧 스프레드 궤적

- 27년은 여전히 불확실한 매크로 환경과 Terminal Rate에 대한 불확실성으로 금리 변동성이 잔존하는 해가 될 것으로 전망. 최종 기준금리에 대한 부가 확실해지고, 반도체 중심 슈퍼 사이클에 대한 지속성이 약화되며 성장을 전망치가 하향되는 시점부터는 최소 금리 동결 컨센서스가 형성되며 금리도 방향성이 명확해질 것
- 다만 중요한 점은, 금리가 하락하는 환경은 스프레드에 우호적이나, 건강한 매크로 여건이 유지되어야 한다는 점임. 25년부터의 고금리 시기에 대한 상흔이 27년에도 영향을 미치면서 주요 업권 건전성, 이자비용 부담에 대한 모니터링은 필요. 다만 베이스 시나리오는 3% 수준의 강한 성장 사이클 지속 + 2% 수준을 소폭 웃도는 중물가가 합쳐진 장기 동결 사이클임(27년 조건부)
- 이전 인상 사이클처럼 인하를 바랄 수는 없지만 26년보다는 나은 크레딧 투자 환경이 조성될 것. 다만 금리의 강한 하락을 기대하기는 어려우므로 스프레드는 전반적으로 소폭 축소(강세) + 좁은 박스권 움직임을 보일 것으로 전망함
- 위상도로 바라본 패턴 상, 12월 중순 ~ 2말3초까지의 강세 → 2분기 약세 → 3분기 ~ 4분기 11월까지의 약보합(혹은 약세) 패턴이 베이스 시나리오
- 27년 회사채 AA- 3년물 기준 밴드: 60~72bp / 은행-공사 AAA 3년 갭 밴드 -1~3bp / 여전(캐피탈)-회사 AA- 3년 밴드 갭 1~8bp

크레딧 스프레드 궤적 전망



자료 : 인포맥스, iM증권 리서치본부

크레딧 스프레드 전망

크레딧 스프레드 전망 테이블											
		금리(%)					스프레드(bp)				
		4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	4Q27
공사채	AAA	4.28	4.11	4.36	4.42	4.05	38.0	34.0	37.0	37.0	35.0
은행채	AAA	4.30	4.12	4.37	4.45	4.08	40.0	34.5	38.0	40.0	38.0
여전채	AA-	4.68	4.43	4.74	4.82	4.42	78.0	66.0	75.0	77.0	72.0
	A+	5.49	5.24	5.55	5.63	5.21	159.0	147.0	156.0	158.0	151.0
회사채	AA-	4.60	4.39	4.67	4.74	4.35	70.0	62.0	68.0	69.0	65.0
	A+	5.01	4.79	5.07	5.15	4.76	111.0	102.0	108.0	110.0	106.0



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 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.