




## 2026년 하반기 국내크레딧 전망

# 뒤로 미루기

 **안정적 재무구조를 위해 자금조달 만기를 연장해 주세요**

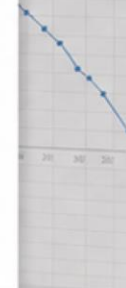
OO기업님은 부채총계 총 12개월 내 도래하는 채무의 비중이 높습니다. 안정적인 재무구조를 위해 만기를 정기로 분산해 주세요.

현재 차입금 평균 만기 입력

새 차입금 만기 입력

새 차입금 만기 확인

**정기로 전환**



2026.05.28

국내크레딧 김상만 credinal@hanafn.com RA 김기범 kbkim1@hanafn.com

### 하나증권

# Contents

1.	시장 유동성 여건	6
2.	수급여건	9
3.	공사채 발행 부담 점검	12
4.	주요 공사채 발행사 점검	18
5.	은행권 자금여력 감소	25
6.	회사채 수급여건	29
7.	단기부동화 심화	32
8.	투자전략	35
9.	이슈	40

## 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.

## 뒤로 미루기

### 2026년 신용스프레드/수급 전망

- 2026년 하반기 신용스프레드는 잠깐의 안정기를 가진 후 점진적으로 확대될 전망
- 중동사태 관련 영향이 시차를 두고 나타날 것으로 전망됨에 따라 가격 반응도 후행적으로 나타날 전망
- 섹터별로는 ①공사채/은행채 > ②상위등급 회사/여전채 > ③하위등급 채권 간 3극(三極)화 현상이 심화될 전망

### 안정의 대가(代價)

- 2026년 크레딧 시장의 최대 화두는 공적채권(공사채+특수은행채) 발행 증가에 따른 수급 부담
- 예년에 비해 (공적)채권 발행이 증가하는 것은 사실이나 과거 경험상 그 자체만으로 신용스프레드가 확대되지는 않음
- 한편 공적채권 발행 증가는 수급적으로는 부담이지만 전체 크레딧 시장 안정에는 기여할 전망

### 뒤로 미루기

- 장단기금리차 확대 등에 따라 단기조달 메리트 부각되며 발행주체들의 단기조달 선호현상 뚜렷
- 투자자 입장에서도 듀레이션 위험 회피로 단기물 선호. 그 결과 단기 스프레드 안정세이지만 크레딧 시장 단기부동화 심화

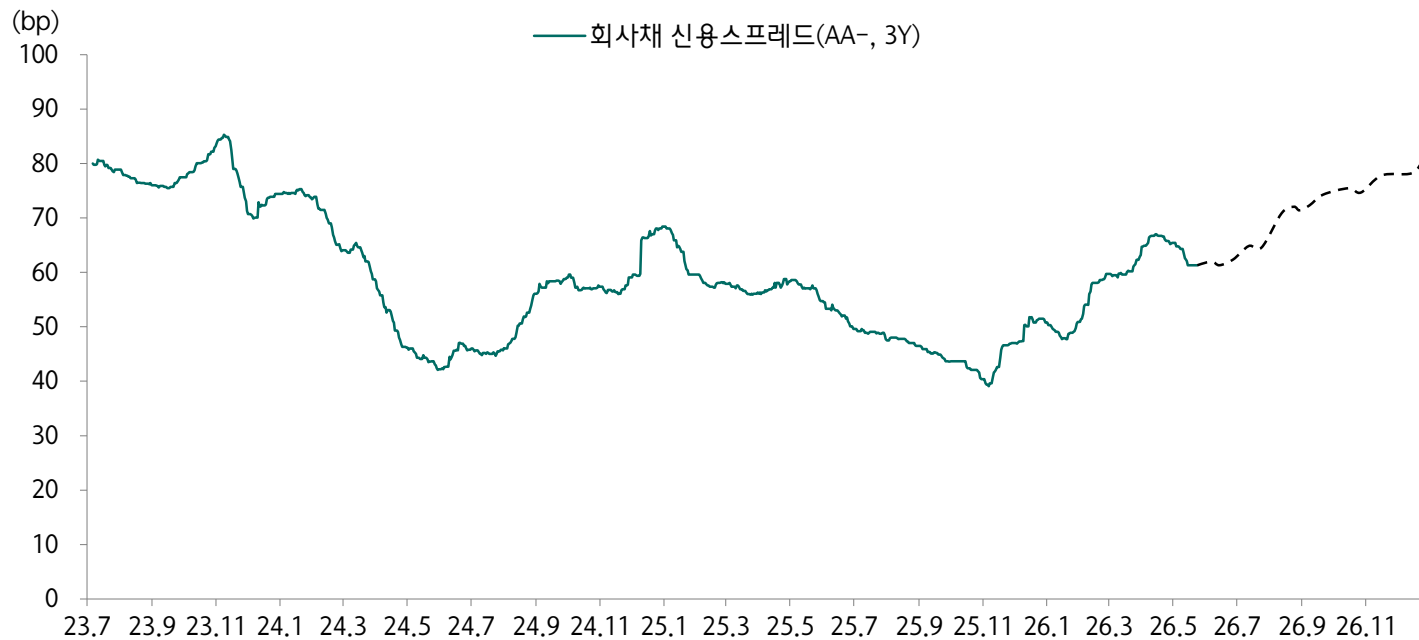
### 투자전략

- 작년 말 이후 신용스프레드 상승에도 불구하고 시장금리 급등에 따라 신용채권 메리트(Yield Ratio) 경감
- 추세전환을 위해서는 ① 회사채 발행 정상화, ② 중동사태의 부정적 여파가 제한적이라는 확신이 필요
- 한편, 시장금리 상승에 따라 재무여력이 제한적인 주체들의 조달 부담은 점증 → 제이알글로벌리츠가 단적인 사례  
☞ 금리냄새가 지독하면 바퀴벌레들이 계속 튀어나온다!

## 2026년 하반기 신용스프레드 전망

- 2026년 하반기 신용스프레드는 잠간의 안정기를 가진 후 점진적으로 확대될 전망
- 중동사태 관련 영향이 시차를 두고 나타날 것으로 전망됨에 따라 가격 반응도 후행적으로 나타날 전망
- 섹터별로는 ①공사채/은행채 > ②상위등급 회사/여전채 > ③하위등급 채권 간 3극(三極)화 현상이 심화될 전망

### 신용스프레드 전망

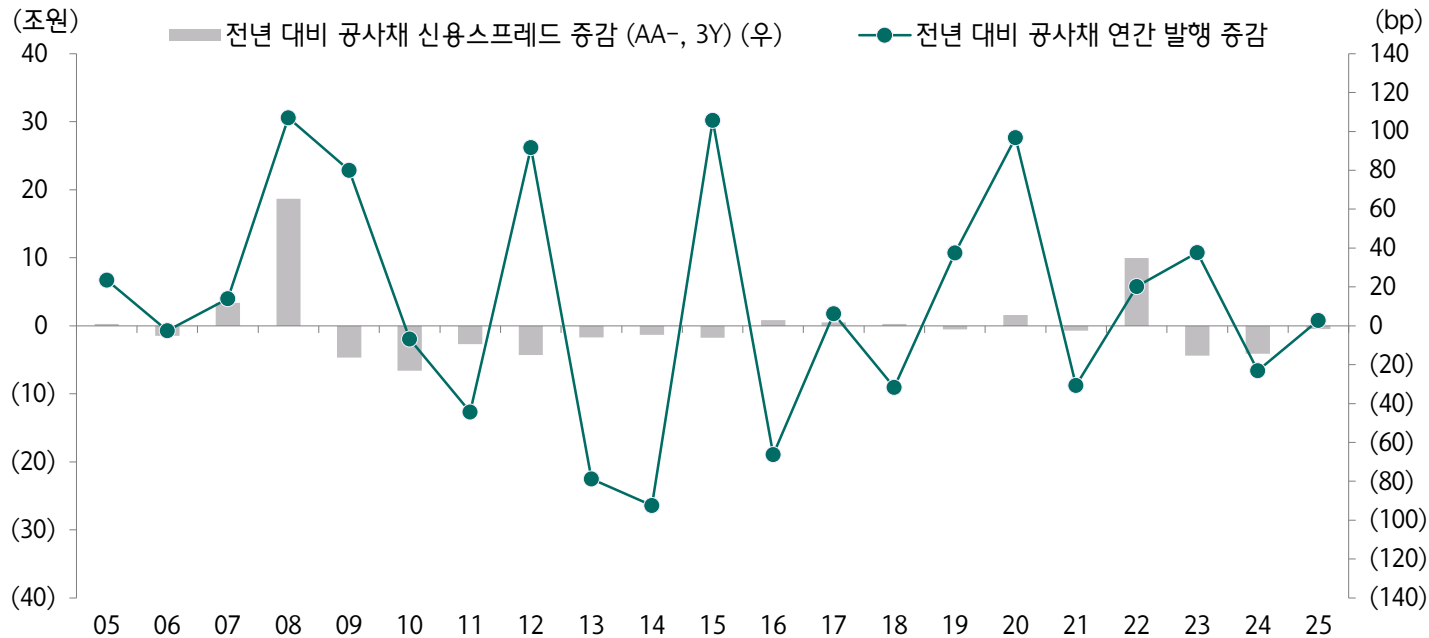


자료: 인포맥스, 하나증권

## 안정의 대가(代價)

- 2026년 크레딧 시장의 최대 화두는 공적채권(공사채+특수은행채) 발행 증가에 따른 수급 부담
- 예년에 비해 (공적)채권 발행이 증가하는 것은 사실이나 과거 경험상 그 자체만으로 신용스프레드가 확대되지는 않음
- 한편 공적채권 발행 증가는 수급적으로는 부담이지만 전체 크레딧 시장 안정에는 기여할 전망

연도별 공사채 발행증감추이 vs. 연평균 신용스프레드 증감폭

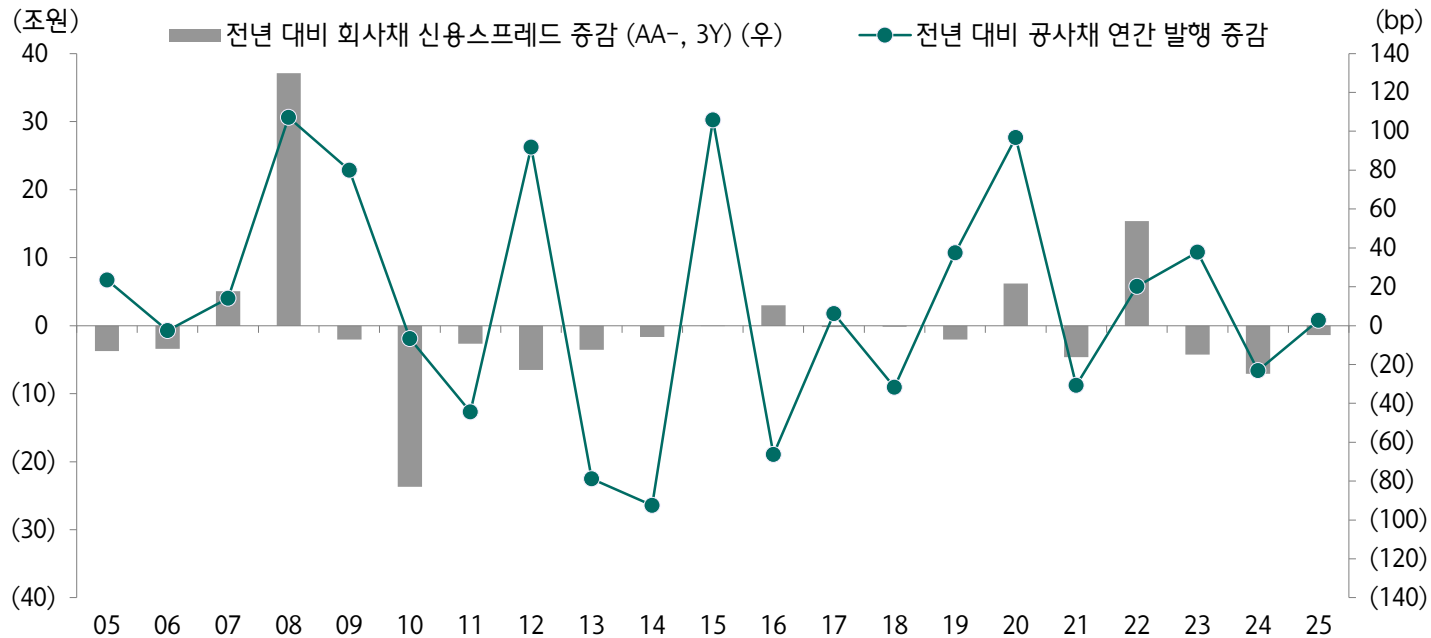


자료: 인포맥스, 하나증권

## 공사채 발행 증가의 여타 섹터 구축효과?

- 한편, 공사채의 발행 증가가 여타 섹터의 수급에 부담을 주는, 이른바 구축효과도 반드시 나타난다고 볼 수 없음
- 과거 금융위기(2007~2008년)와 2022년을 제외하고는 공사채 발행 증가가 회사채 신용스프레드에 큰 부담을 주지 않음
- 코로나 시기(2020년)에도 공사채 발행이 급증했으나 신용스프레드 확대는 제한적

연도별 공사채 발행증감추이 vs. 회사채 연평균 신용스프레드 증감폭



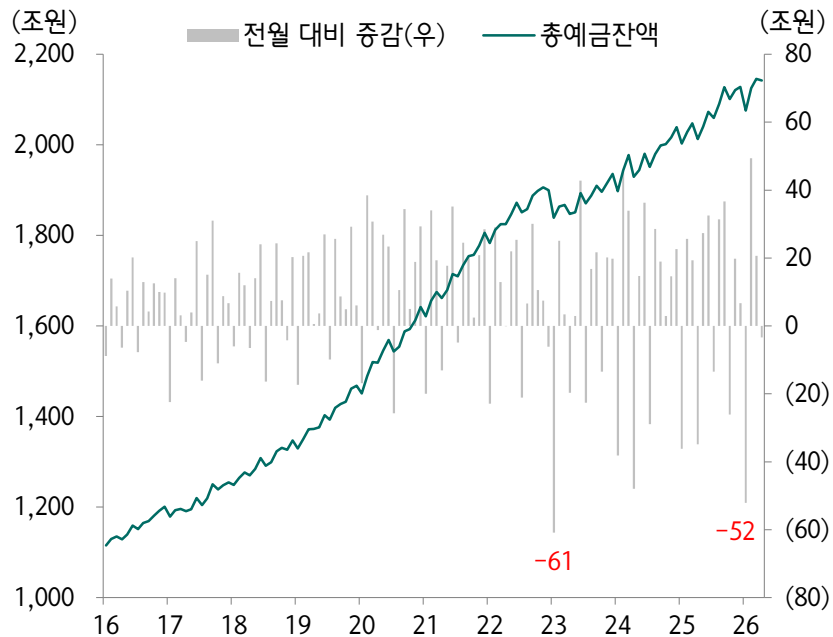
자료: 인포맥스, 하나증권

## 1. 시장 유동성 여건

# 위험자산 시장 호황에 따른 은행권 머니무브 현상

- '26년 1월 총예금 감소는 52조원으로 '23년 1월 이후 최대폭. 예금의 감소는 저축성예금에서 더 컸음
- 이후 2~3월 다시 유입세를 보이기도 하였으나 4월 들어 다시 순유출되는 머니무브 압력 상존
- 저원가성 수신인 요구불예금잔고는 '25년 말 이후 정체 상태. 은행의 조달비용은 이전 대비 증가할 가능성

과거 10개년 월별 총예금 증감 추이(업데이트완료)



자료: 인포맥스, 하나증권

예금은행 월별 저축성예금, 요구불예금 증감표

월말	예금 잔액 (조원)		전월 대비 증감 (조원)	
	저축성예금	요구불예금	저축성예금	요구불예금
26.4	1,803	339	-6	3
26.3	1,810	336	19	2
26.2	1,791	334	35	14
26.1	1,756	320	-37	-15
25.12	1,793	334	-2	9
25.11	1,795	326	17	3
25.10	1,778	323	-11	-15
25.9	1,790	337	29	7
25.8	1,761	330	21	11
25.7	1,740	319	-5	-8
25.6	1,745	327	22	10
25.5	1,723	317	21	7
25.4	1,703	310	-21	-14
25.3	1,724	324	8	11

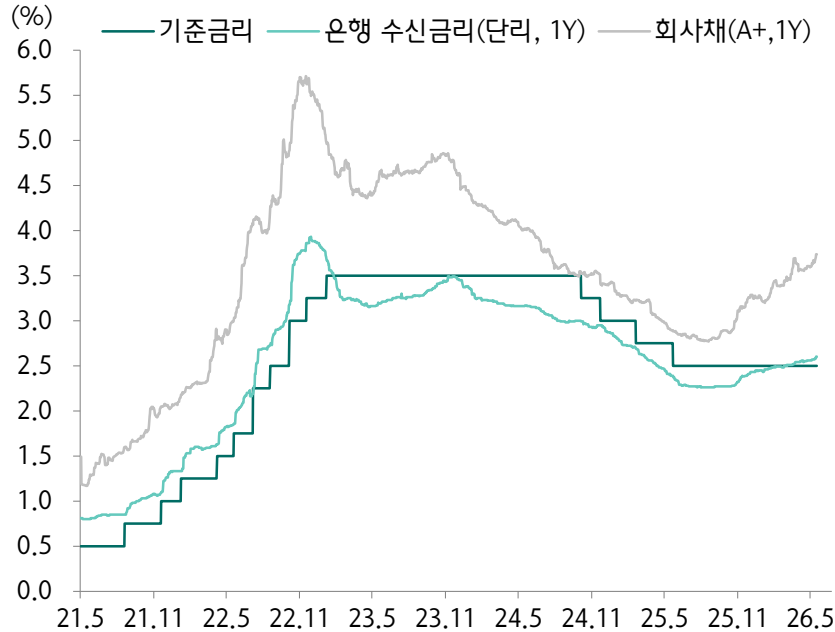
자료: 인포맥스, 하나증권

## 1. 시장 유동성 여건

# 시장금리 상승에도 은행 수신금리 안정적 수준 유지

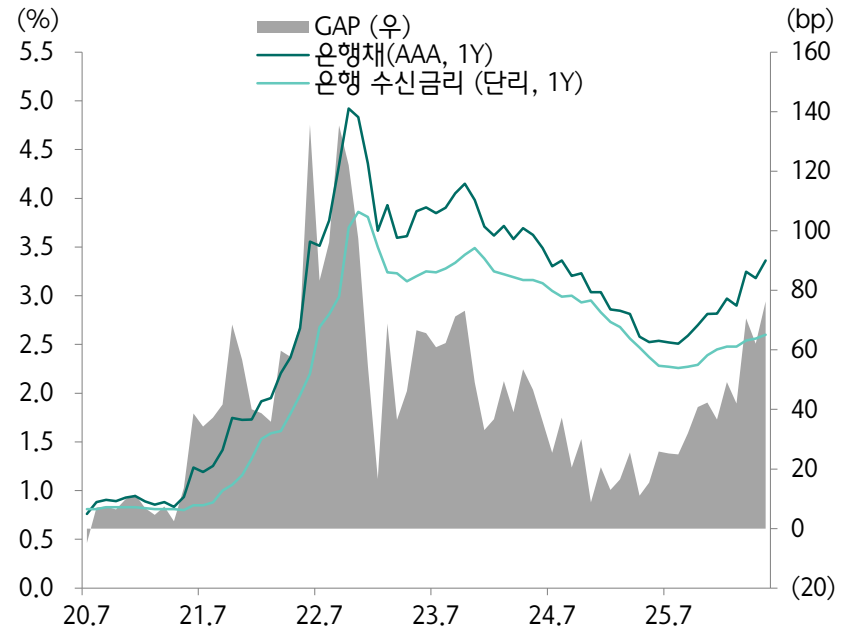
- 은행 수신금리 인상 속도가 느려 회사채 금리와의 괴리 확대
- 은행 수신금리와 은행채의 금리차 또한 확대되면서 은행권 수신여건은 안정적인 상황
- 주식시장 투자/대기자금의 급증에도 불구하고 은행 수신금리가 안정적인 것은 그만큼 시중 유동성이 풍부하다는 반증

### 은행 수신금리(1Y) vs. 기준금리 vs. 회사채 금리(A+)



자료: 인포맥스, 하나증권  
주: 은행 수신금리(단리)의 경우 기본금리 기준

### 은행 수신금리/은행채 금리 및 갭 추이



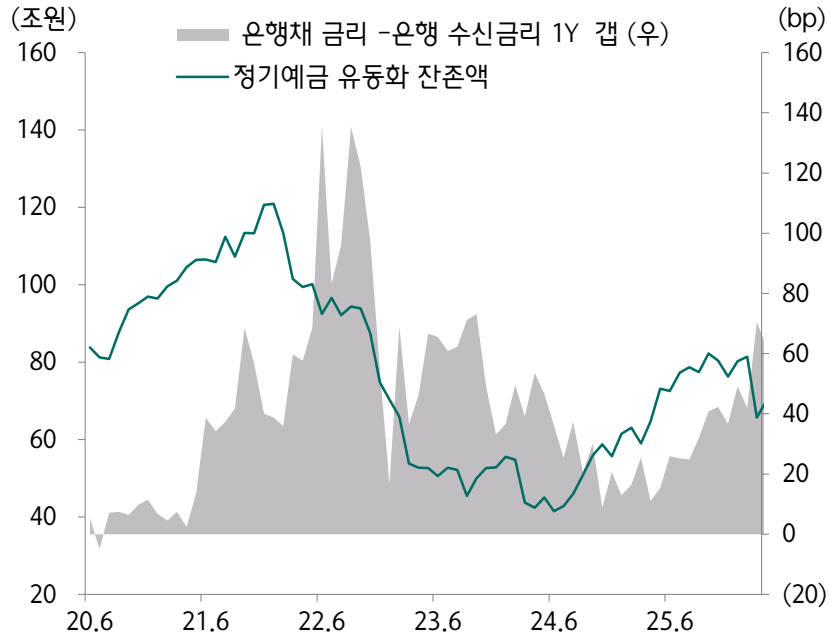
자료: 인포맥스, 하나증권

## 1. 시장 유동성 여건

# 은행채 금리와 수신금리 간 괴리 확대

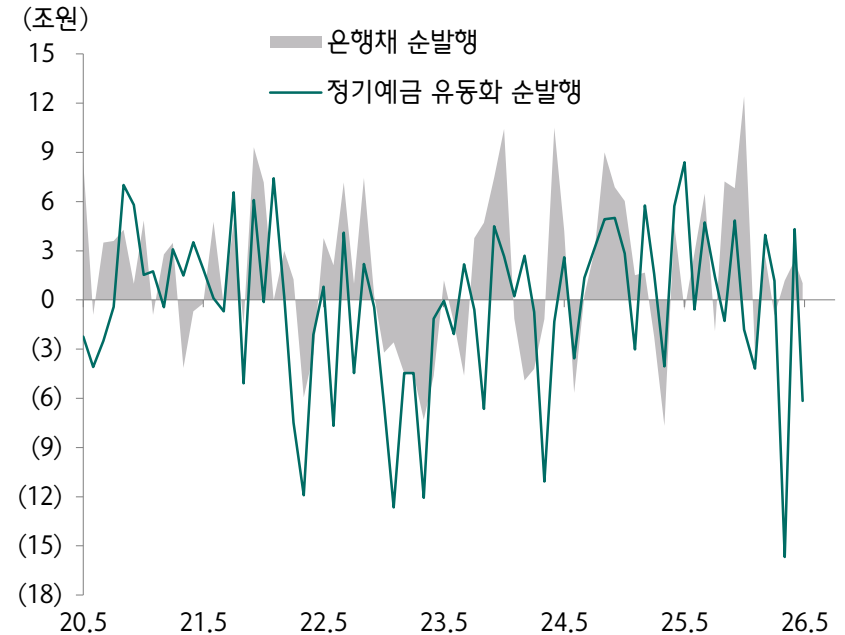
- 은행채 금리-수신금리차 확대에 따라 증가했던 정기예금 유동화 잔존액은 정체상태
- 가계대출 증가세 진정 등에 따라 은행권 전반적인 조달부담 감소된 영향도 가세
- 국책은행의 발행은 지속될 수 있으나 시중은행의 발행 증가 가능성은 제한적

### 은행채 금리 및 갭 추이 vs. 정기예금 유동화 잔존액



자료: 인포맥스, 하나증권

### 정기예금 유동화 ABCP 월별 순발행 vs 은행채 월별 순발행

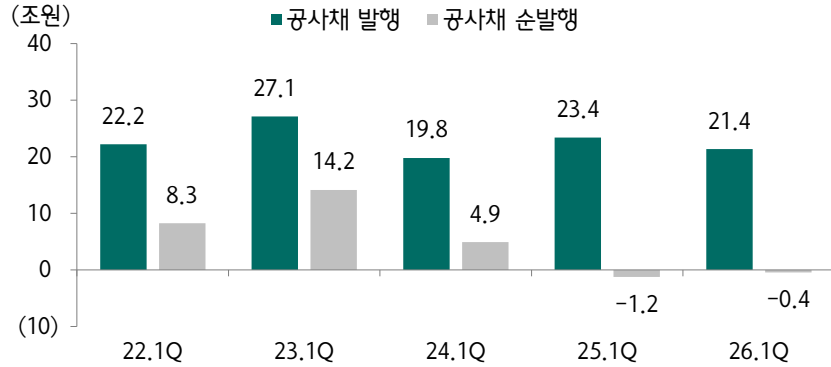


자료: 인포맥스, 하나증권

## 2. 수급여건

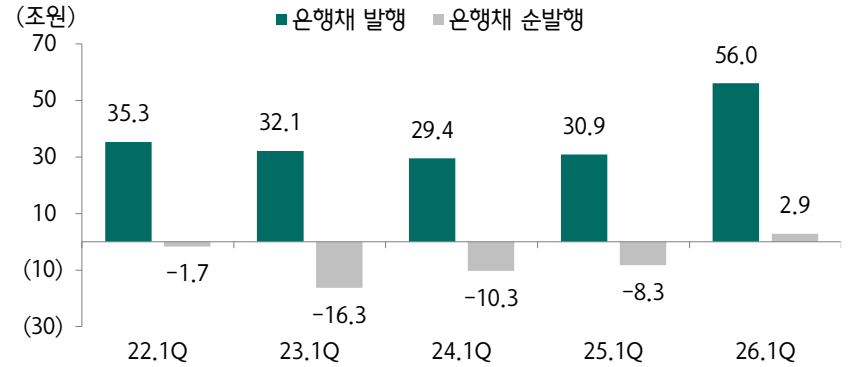
# 만기도래 증가 효과로 '26년 1분기 은행채 발행 증가했으나

최근 5개년 1분기 공사채 발행, 순발행 추이



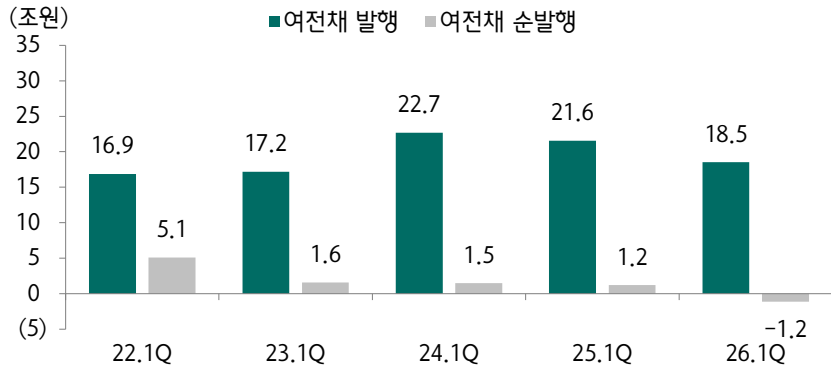
자료: 인포맥스 하나증권

최근 5개년 1분기 은행채 발행, 순발행 추이



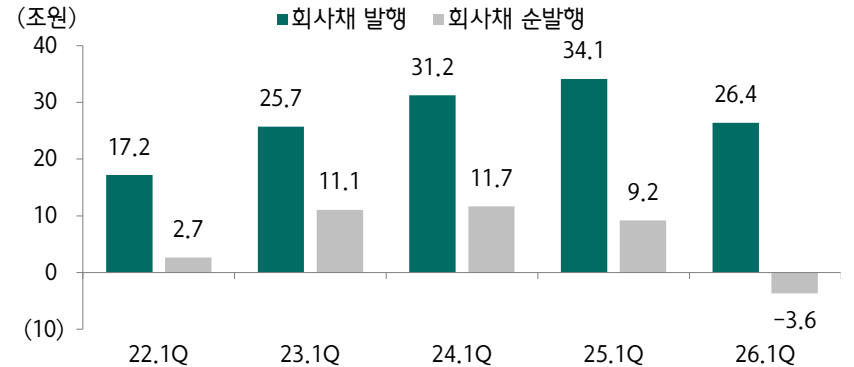
자료: 인포맥스 하나증권

최근 5개년 1분기 여전채 발행, 순발행 추이



자료: 인포맥스 하나증권

최근 5개년 1분기 회사채 발행, 순발행 추이



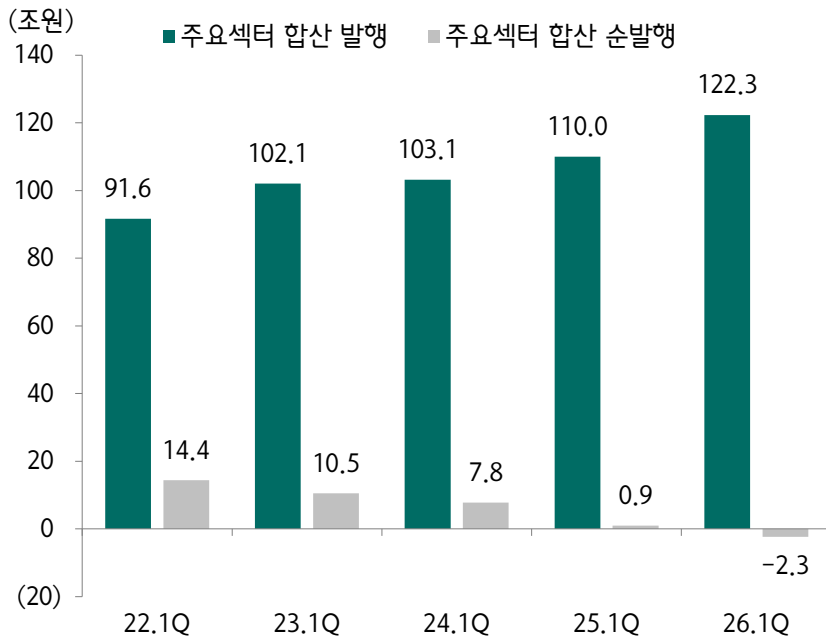
자료: 인포맥스 하나증권

## 2. 수급여건

### 은행 외 섹터는 전년 대비 발행 감소

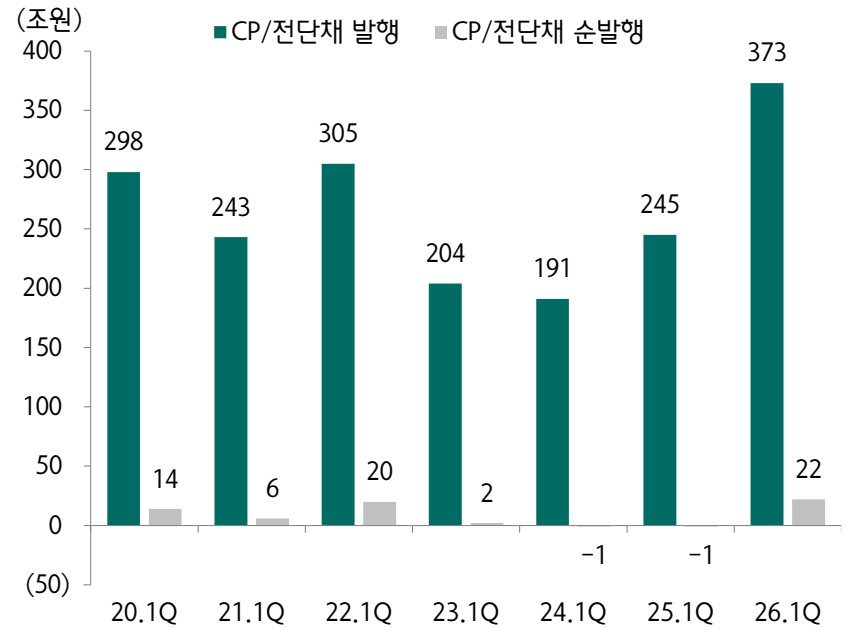
- 공모 회사채 발행시장 위축 등의 영향으로 올해 1분기 회사채 순상환 전환. 여전채 또한 순상환
- 은행채(국채은행) 중심의 발행 증가로 전체 절대발행은 증가하였으나 (만기도래 증가 효과로) 순상환 기록
- 채권발행 감소한 반면 기업들 단기 조달 크게 증가, 1분기 기준 CP/전단채 발행 '25년에 비해 급증

최근 5개년 1분기 주요 섹터 합산 채권발행, 순발행 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

최근 연도별 1분기 CP/전자단기사채 합산 발행, 순발행 추이



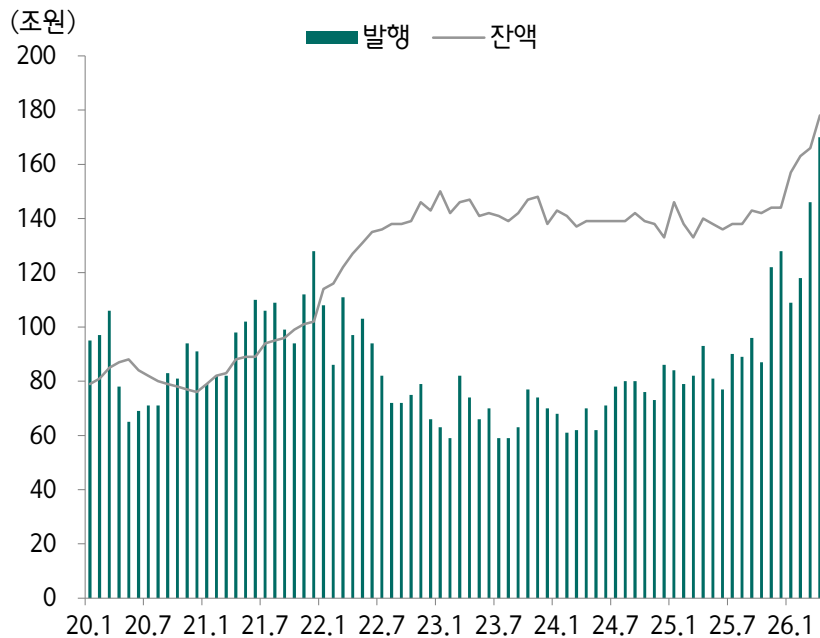
자료: 인포맥스, 하나증권

## 2. 수급여건

# 크레딧 채권시장 단기부동화 심화

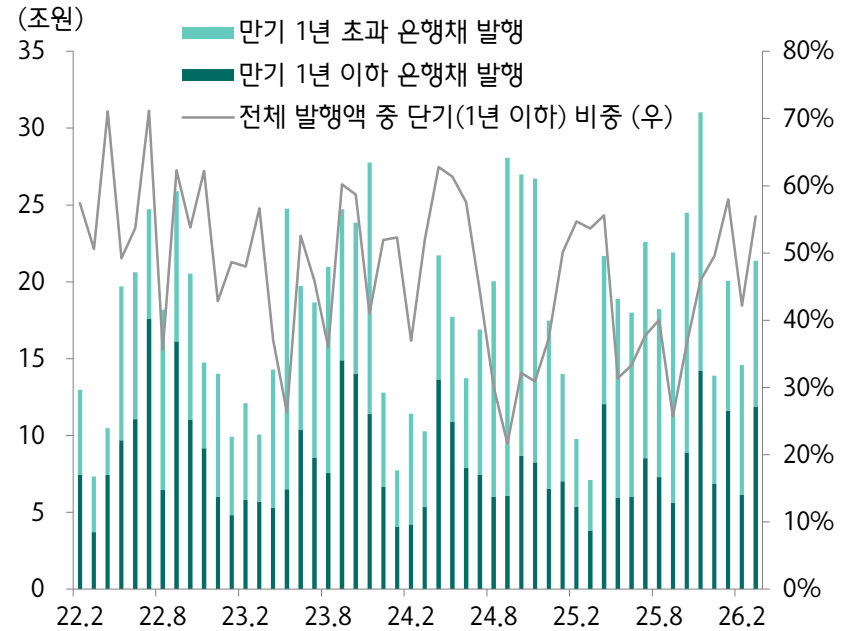
- '26.4월 일반 CP/전단채 발행 월간기준 6년래 최대규모(170조원) 발행. 발행잔액도 꾸준히 증가
- 은행채 발행 중 1년 이하 비중도 상승추세

### 월별 일반(유동화/PF제외) CP/전자단기사채 발행/잔액 추이



자료: 본드웰, 하나증권

### 월별 은행채 발행 추이



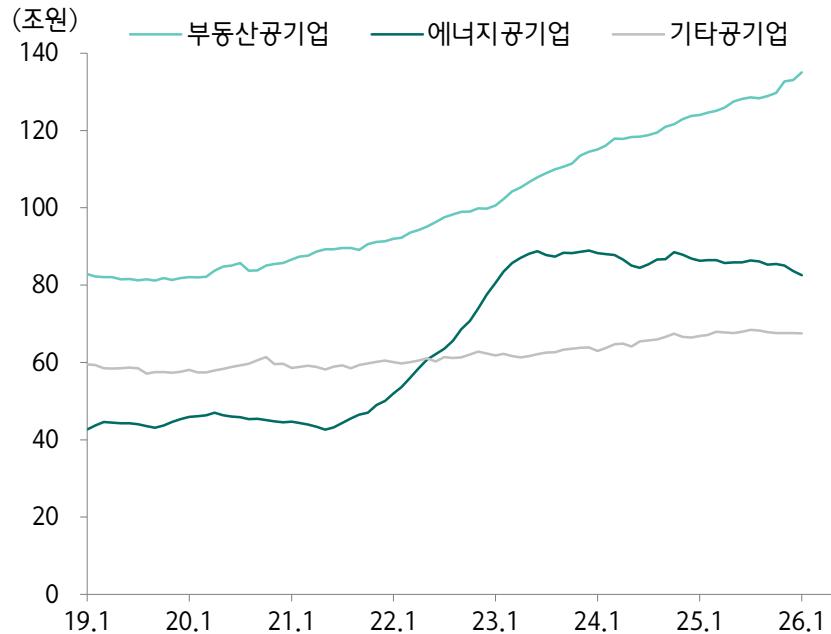
자료: 인포맥스, 하나증권

### 3. 공사채 발행 부담 점검

## 공사채 발행은 에너지 → 부동산 → 정책기금순서로 발행 중심 이동

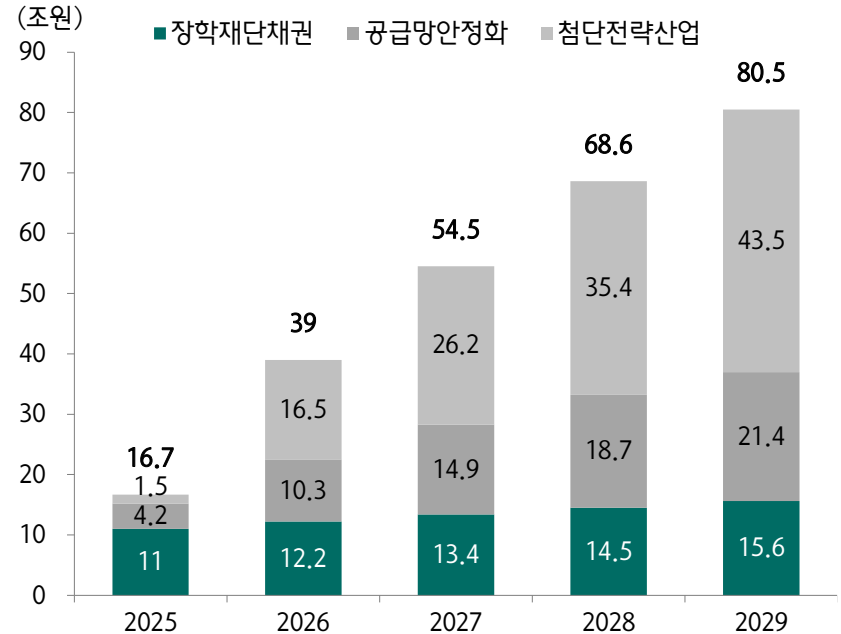
- '21~22년 한국전력 발행 증가 등으로 인해 에너지섹터 발행 잔액이 두드러지게 증가
- 이후 에너지는 정점을 찍고 둔화되고 있으나 SOC(부동산) 관련 부문은 코로나 이후 지속적으로 증가
- 한편, 공급망/첨단전략 등 정책성기금조성을 위한 국가보증채무 또한 크게 증가 전망

공사채 세부 섹터별 잔액 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

국가보증채무 전망



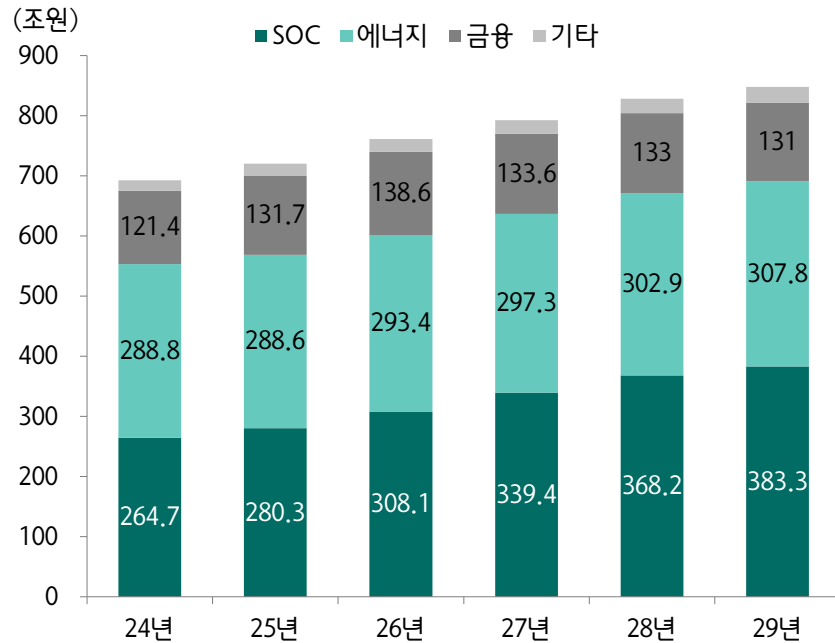
자료: 기획재정부, 하나증권

### 3. 공사채 발행 부담 점검

## 공공기관 부채/부채비율 전망

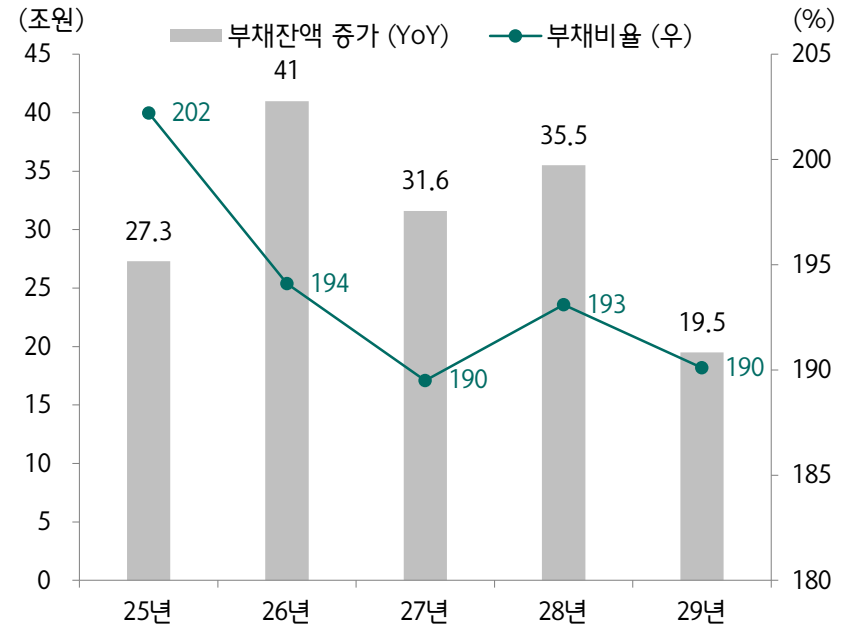
- 신정부 정책 추진 본격화로 인해 공공기관 부채는 꾸준히 증가할 전망
- 다만, 자산 증가 등으로 인해 부채비율은 190%대까지 점진적으로 하향될 전망
- '25~29년 동안 연평균 32조원 증가. 부문별로는 SOC가 약 100조원으로 가장 큰 비중이며 대부분이 내공사

분야별 공공기관 부채 잔액 전망



자료: 기획재정부, 하나증권

분야별 공공기관 연도별 부채 증가 및 부채비율 전망

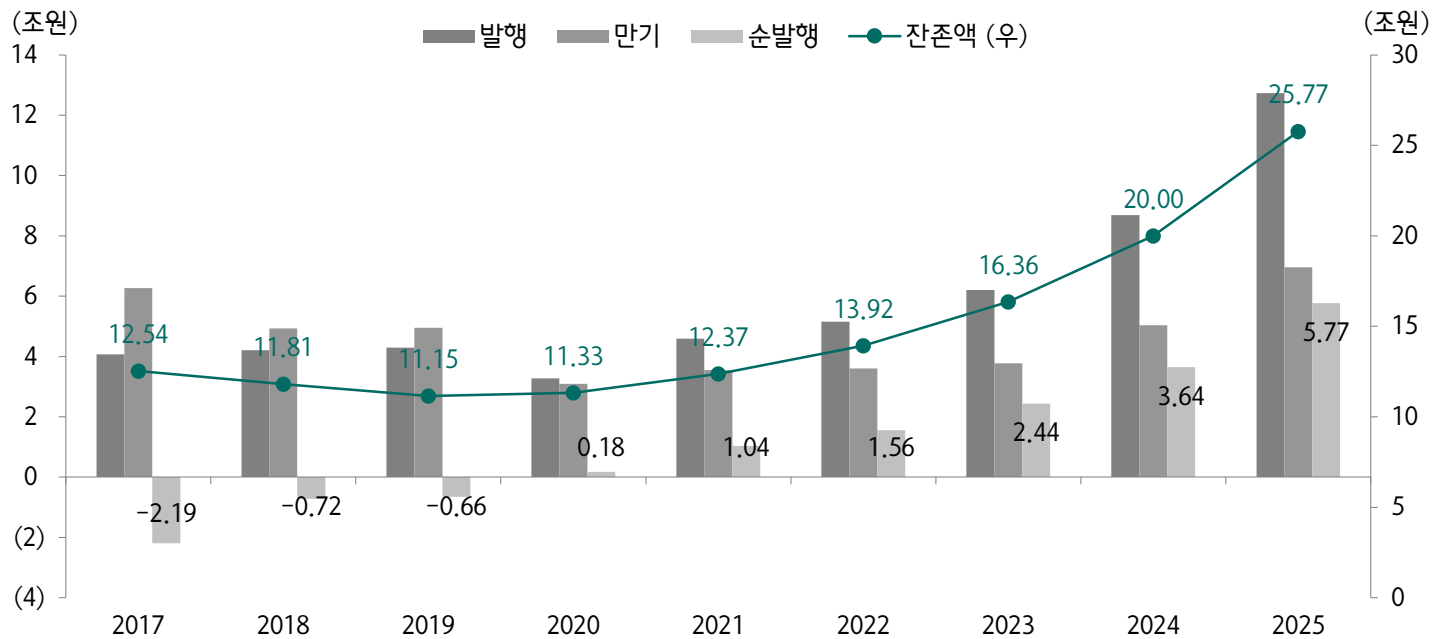


자료: 기획재정부, 하나증권

## 최근 지방공기업들 발행도 증가 추세

- 코로나 이후 지방공기업 채권발행 증가 추세
- 절대규모 측면에서 아직 큰 부담은 아니나 전반적인 공적영역 채권 공급증가 측면에서 예의주시할 필요
- 지방공기업 발행은 수도권(서울,경기,인천) 도시개발공사에 집중

지방공사채 발행, 만기, 잔존액 추이



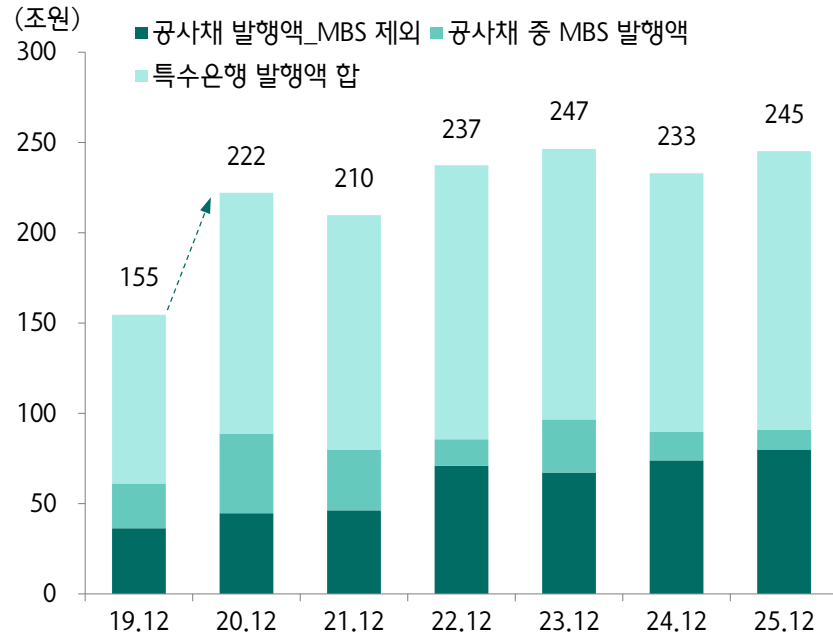
자료: 인포맥스, 하나증권

### 3. 공사채 발행 부담 점검

## 그럼에도 코로나 직후의 발행 증가율보다는 상대적으로 완만

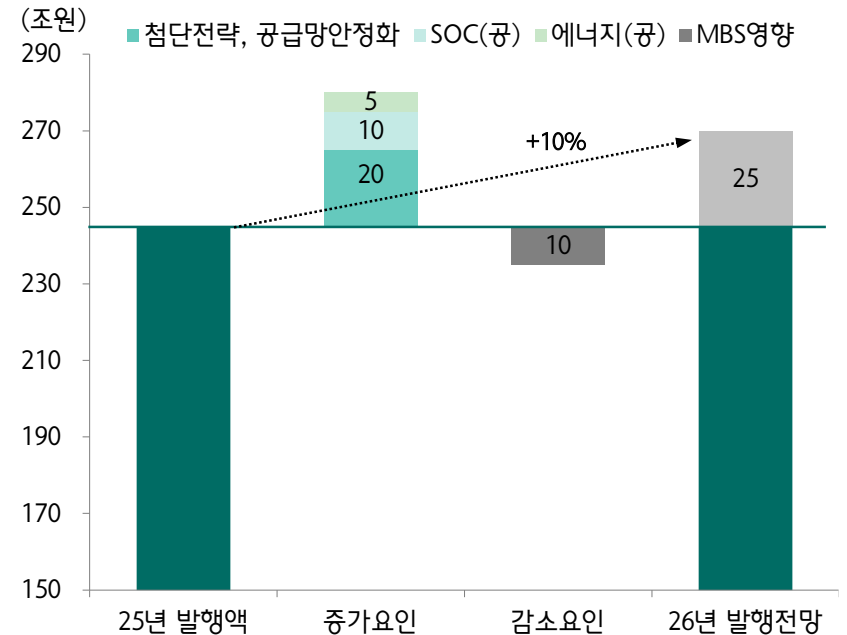
- 신용채권 시장 수급의 핵심인 공사채+특수은행채 발행은 '26년 증가 불가피
- 정부보증채(첨단/공급망), SOC/에너지 부문 위주로 증가 요인 우세. 다만 감소 요인(MBS)도 감안할 필요가 있음
- 전체적으로 '20년 코로나 직후 증가율에 비해서는 상대적인 부담 크지 않을 전망

공사채+특수은행채 연도별 발행 추이



자료: 인포맥스, 하나증권  
 주. 특수은행에 농협,수협 포함된 수치

공사채+특수은행채 '26년 발행 순증(증가율) 추산



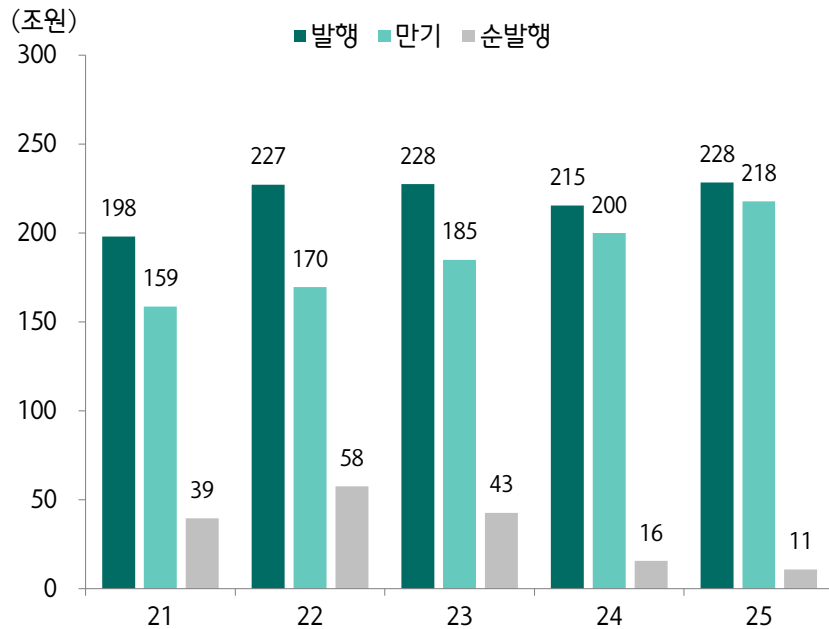
자료: 인포맥스, 기획재정부, 하나증권

### 3. 공사채 발행 부담 점검

## 광의의 공사채라 할 수 있는 공적채권(공사채+특수은행채)이 유의미

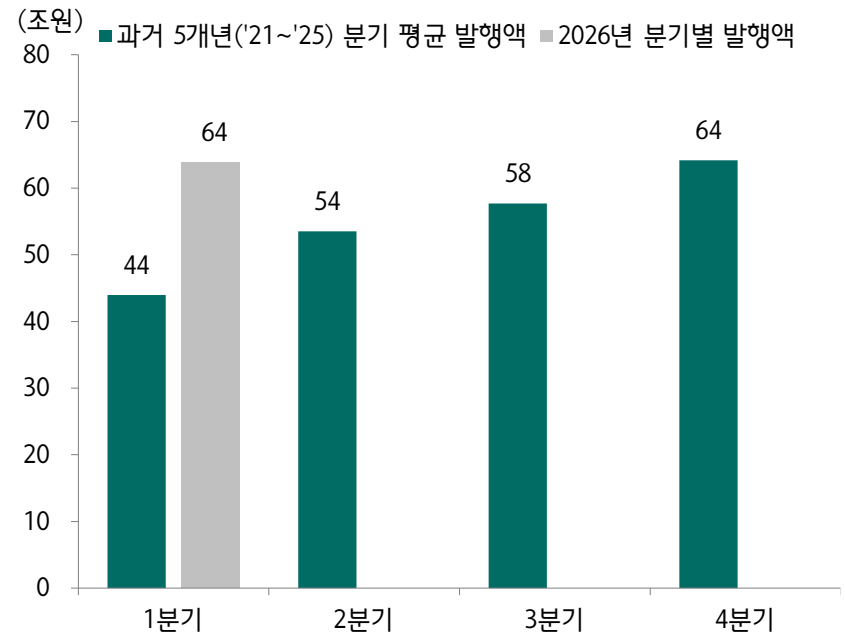
- 코로나 이후 이른바 공적채권(공사채+특수은행채)의 (순)발행은 이전 대비 한 단계 레벨업되었으며
- '26년 1분기에는 과거 5년 평균 대비해서도 발행규모가 더욱 증가
- 특히 공적채권의 경우 연중으로 볼 때 시간이 갈수록 발행이 증가하는 특성을 감안 시 하반기 발행물량 부담 상존

공적채권 과거 5개년 발행액, 만기액, 순발행액



자료: 인포맥스, 하나증권

공적채권 분기별 과거 5개년 평균 발행액 vs. 2026년 발행액



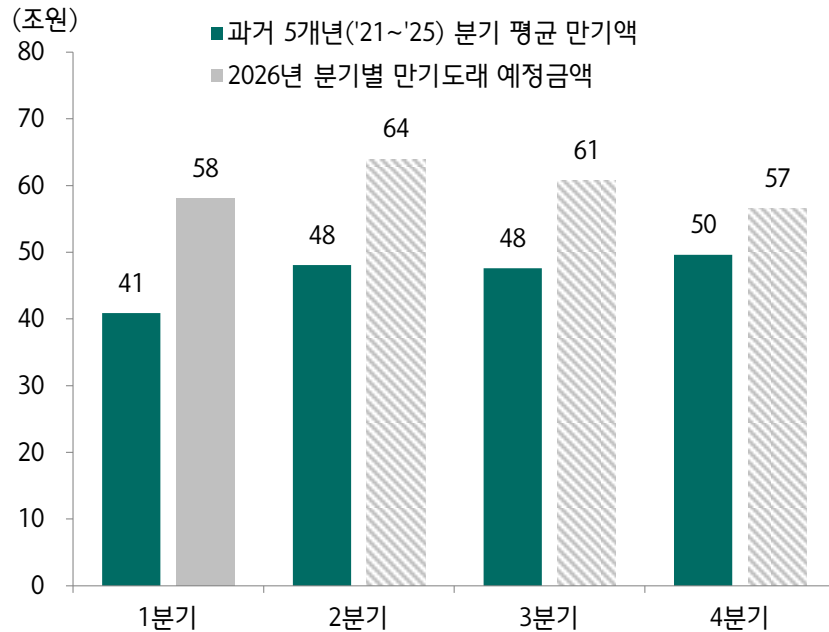
자료: 인포맥스, 하나증권

### 3. 공사채 발행 부담 점검

## 공적채권, 올해 만기도래 규모 증가

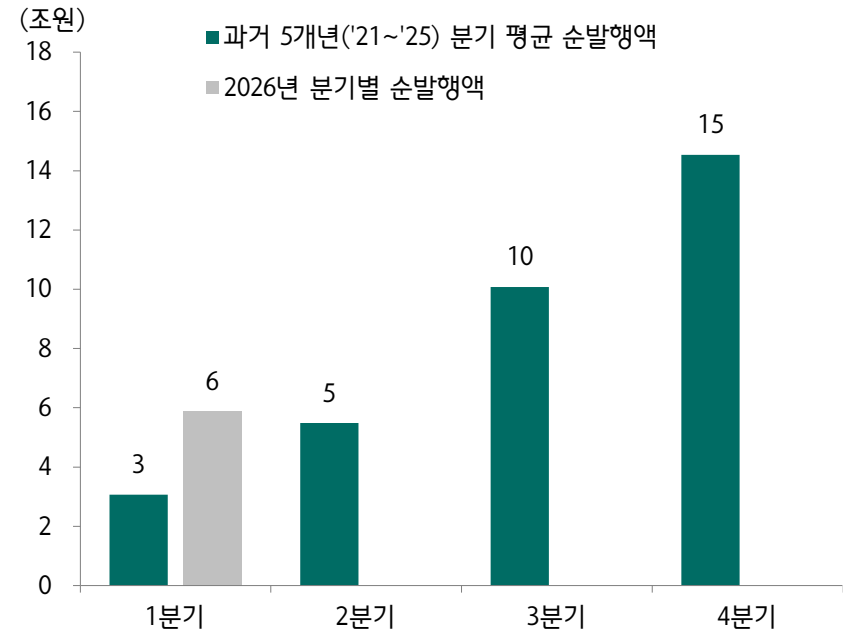
- 특히 올해의 경우 예년에 비해 만기도래 규모가 높은 수준
- 순증 없이 차환만 한다고 가정해도 연간 240조원 발행 필요
- 과거 분기별 순증 추이 감안 시 올해 총 발행은 270조원을 상회할 가능성 : 전년 대비 증가율 약 20% 내외

공적채권 분기별 과거 5개년 평균 만기액 vs. 2026년 만기도래 예정금액



자료: 인포맥스, 하나증권

공적채권 분기별 과거 5개년 평균 순발행액 vs. 2026년 순발행액



자료: 인포맥스, 하나증권

#### 4. 주요 공사채 발행사 점검

### 이른바 빅7의 발행 비중이 절대적이고 증가 속도도 빠른 편

- '25년 말 상위 7대 기업들의 발행잔액은 220조원으로 전체의 48%(MBS 제외 시 67%)비중 차지
- 한전 특수요인(26조 순증)이 있기는 했지만 빅이슈어들의 '21년 말 잔액(145조원: 75조 순증) 대비 증가 속도가 빠른 편

#### 주요 공사채 발행기관별 발행잔액 추이(단위: 조원)

	2021-12-31	2022-12-31	2023-12-31	2024-12-31	2025-12-31
공사채 전체	377	409	456	464	456
공사·공사채 일반	202	238	265	277	285
한국전력공사	34	61	68	64	60
한국토지주택공사	31	32	38	41	46
한국도로공사	27	28	30	33	36
중소벤처기업진흥공단	20	21	23	24	24
국가철도공단	19	19	19	19	19
한국주택금융공사	4	9	14	17	18
한국가스공사	10	11	15	17	17
기타	57	57	58	62	65
한국주택금융공사 (MBS)	148	140	156	150	129
지방공기업 전체	12	14	16	20	26

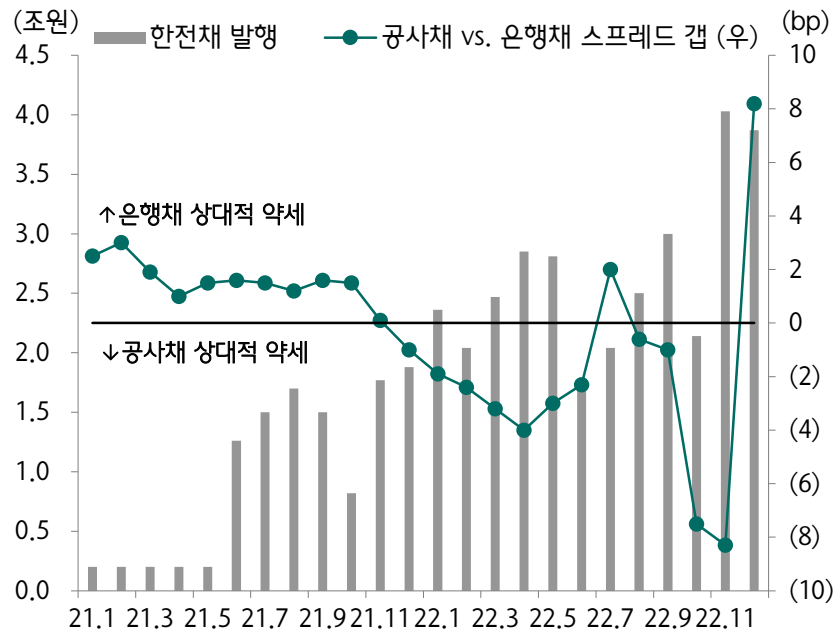
자료: 인포맥스, 하나증권

#### 4. 주요 공사채 발행사 점검

### 한전채 재등판?

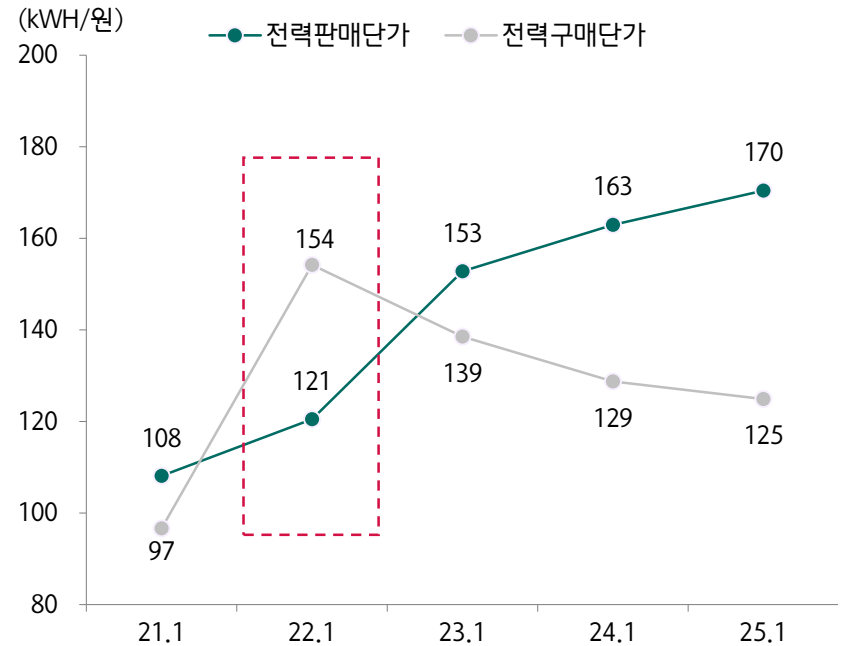
- 중동사태에 따른 국제 에너지 가격 상승 부담 현실화되면서 한전채 발행 부담 증가 우려
- '22년 원가부담(전력구매단가)을 요금(전력판매단가)에 전가시키지 못함에 따라 적자/현금흐름 감소 → 채권 순발행 증가

‘22년 한전채 발행증가와 공사채-은행채 스프레드 갭 역전



자료: 인포맥스, 하나증권

전력판매단가, 전력구입단가 추이



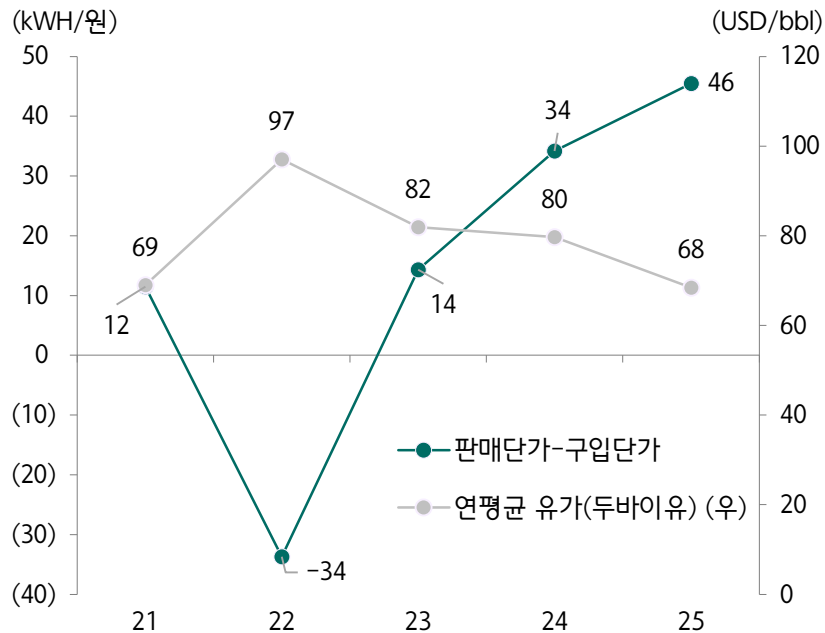
자료: 한신평, 하나증권

#### 4. 주요 공사채 발행사 점검

### 한전채 재등판?

- 다만 당시 뒤늦게나마 전기요금을 점차 인상함에 따라 매출 증가 및 원가구조가 개선된 상태
- 따라서 '22년 수준 이상으로 에너지 가격이 상승하지만 않는다면 채권 순발행은 제한적일 것으로 전망
- 다만, 전쟁 관련 진행상황에 대한 불확실성이 너무 큰 상황이라 준비는 필요

판매단가 - 구입단가 및 연평균 유가(두바이유) 추이



자료: 인포맥스, 블룸버그, 하나증권

한국전력공사 매출액 및 잉여현금흐름 추이 (단위: 십억원)

	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년
매출액	59,661	68,952	85,826	91,647	95,536
매출액 증감 (요금인상효과)		9,291	16,874	5,821	3,890
FCF	4,507	-21,343	-2,679	17,142	23,555

자료: 에프앤가이드, 하나증권

#### 4. 주요 공사채 발행사 점검

### NH 공사채 순증 규모 추산

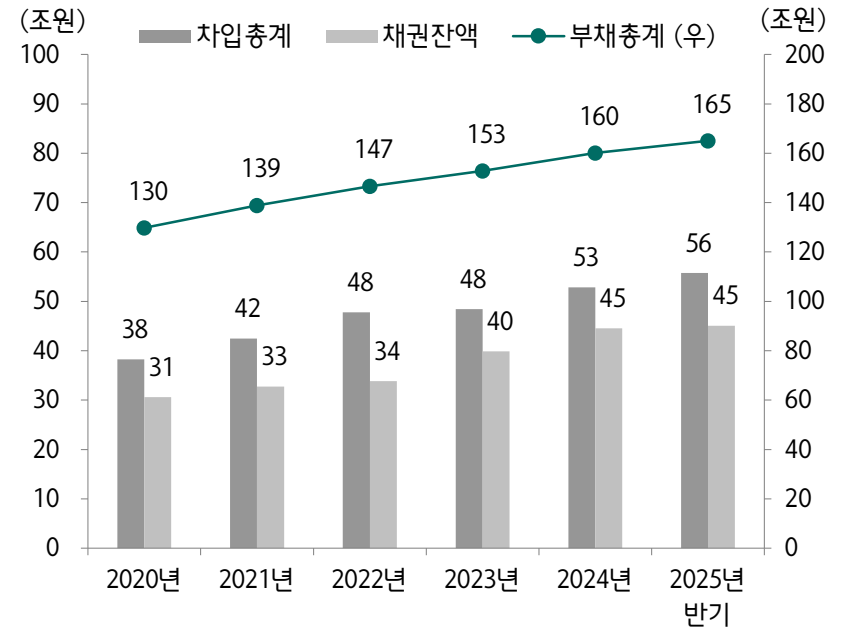
- 신정부 공공정책 중 규모상 핵심은 주거안정. 그 목표를 달성하기 위한 정점에 NH가 있음
- 다만, 부채 증가분 전체를 (공사채 포함)차입금으로 충당하지는 않을 전망. 과거 경험상 전체 부채 증가의 40% 정도 공사채로 조달
- 따라서 향후 부채 증가분 100조원 중 4~50조원 공사채 조달 가정 시 향후 연간 10조원 내외 순발행 가정

NH공사 부채/차입금/공사채 발행잔액 추이

구분	2020 (A)	2021	2022	2023	2024	2025.6 (B)	증감 (B-A)
차입총계	38.2	42.5	47.8	48.4	52.8	55.7	17.5
채권잔액 (C)	30.6	32.7	33.8	39.9	44.5	45.1	14.5
부채총계 (D)	129.7	138.9	146.6	152.8	160.1	165.0	35.3
채권비중 (C/D)	24%	24%	23%	26%	28%	27%	<b>41%</b>

자료: 인포맥스, NH공사, 한신평, 하나증권

NH공사 부채/차입/공사채 잔액 추이



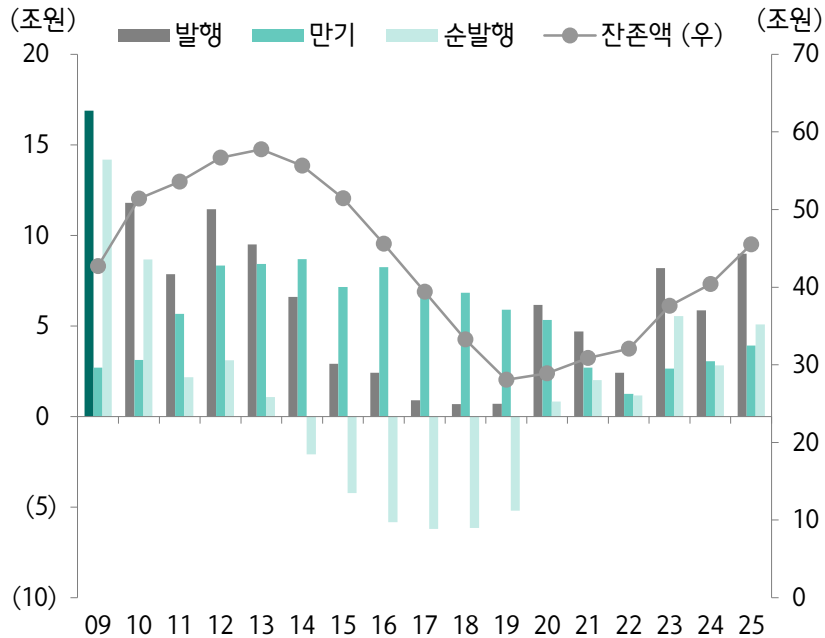
자료: 인포맥스, NH공사, 한신평, 하나증권

#### 4. 주요 공사채 발행사 점검

### NH는 전통적으로 주거안정대책의 핵심 공적 역할 담당

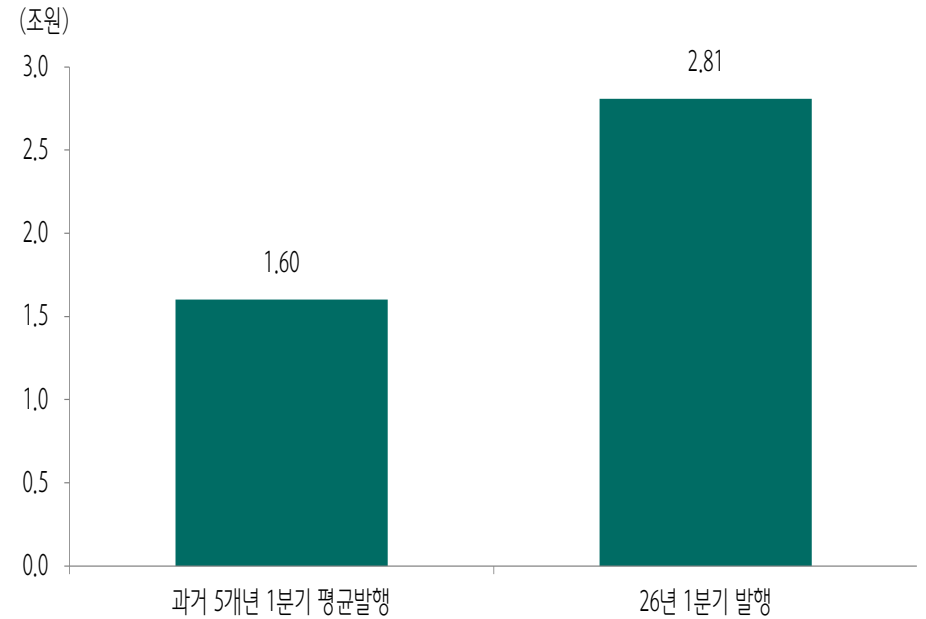
- 과거 NH공사는 토지공사 시절 부채(채권) 조달이 급증한 이후 코로나 이전까지 지속적으로 감소
- 코로나 이후 주거안정 이슈가 사회문제로 대두됨에 따라 공적인 역할 강화되며 채권발행 증가세 전환
- 올해 1분기 발행 실적 또한 예년 평균에 비해 증가

NH공사 연도별 채권 발행, 만기, 순발행, 잔존액(우) 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

NH공사 1분기 발행 과거 5년 평균 vs. '26년 1분기 실적



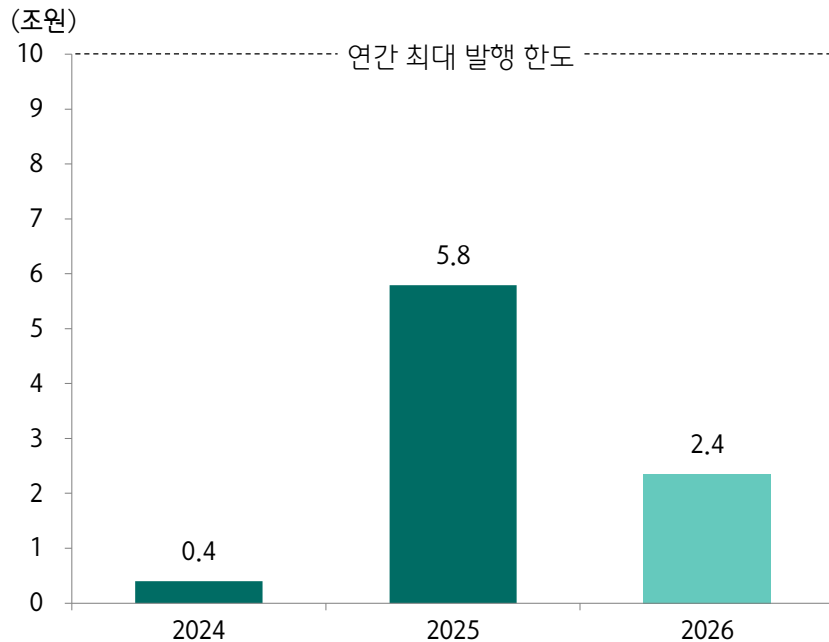
자료: 인포맥스, 하나증권

#### 4. 주요 공사채 발행사 점검

### 정부보증채권(공급망안정화기금채권)

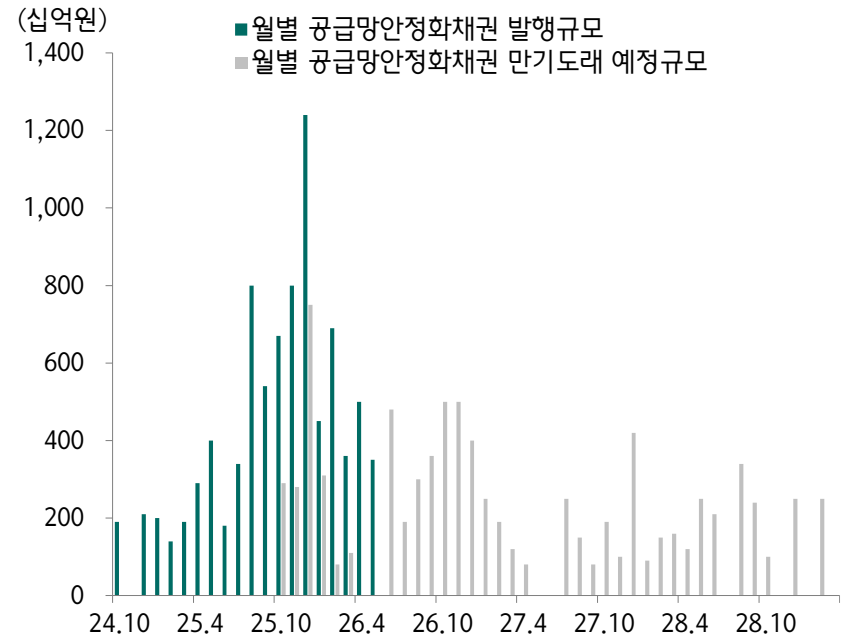
- 공급망안정화기금은 국가 경제안보 차원에서 공급망 위기에 대응하고 이를 안정화하기 위해 조성, 이에 대한 재원으로 채권 발행
- 2024년 10월 첫 발행 이후 본격적인 발행이 시작된 공급망안정화채권은 '25년 5.8조원 발행하며 연간 한도인 10조원에 미치지 못함
- 월별 발행 추계를 보았을 때, 연말에 갈수록 발행규모가 증가하는 경향

#### 공급망안정화기금채권 발행 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

#### 월별 공급망안정화기금채권 발행 추이 및 향후 만기도래규모



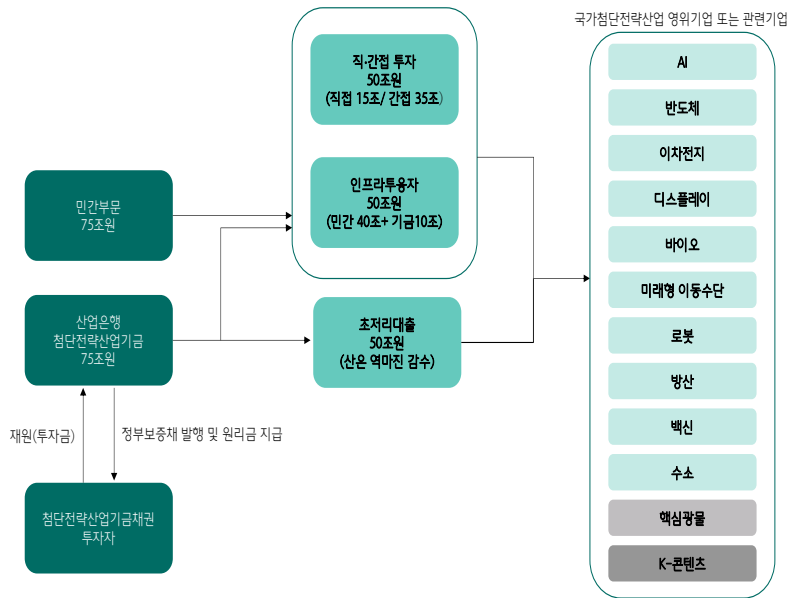
자료: 인포맥스, 하나증권

#### 4. 주요 공사채 발행사 점검

### 정부보증채권(첨단전략산업기금채권)

- 첨단전략산업기금은 국민성장펀드의 공적 출연의 성격으로 연간 발행 한도는 최대 15조원
- 국민성장펀드는 향후 5년간 150조원(연간 30조원)을 첨단전략산업 및 생태계에 투자하는 청사진 제시
- 투자방식은 지분성 투자보다는 초저리 대출 및 인프라투융자 위주로 집행되며 비수도권 할당 비율 40%이상 목표

#### 국민성장펀드 자금 흐름도



자료: 금융위원회, 하나증권

국내크레딧 김상만

#### 국민성장펀드(첨단전략산업기금) 구조도

자금조성	투자 규모	구분	지원규모 (150조)	지원내용	비고
국민성장펀드	75조	국민	15조	첨단 제조공장 건설, 원천기술 보유기업과 M&A 지원 등	비(非)수도권 할당 비율 40% 이상
		금융사 연기금	35조	대규모 펀드 조성 → 첨단산업 지원	
		기업 정부 재정지원	50조	시데이터센터, 산업전력·발전·용수시설 등 인프라 구축	
	75조	첨단전략 산업기금	50조	첨단산업 대규모 설비 R&D 투자 등 국고채 금리 수준 대출	
		인프라 투융자	50조		
		초저리 대출	50조		

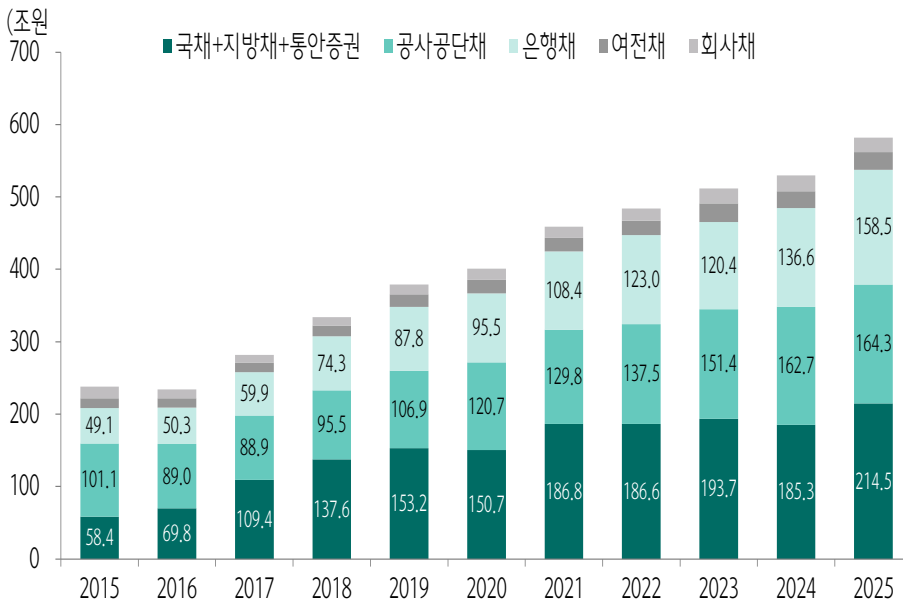
자료: 산업은행, 하나증권

## 5. 은행권 자금여력 감소

# 은행은 채권시장의 큰 손

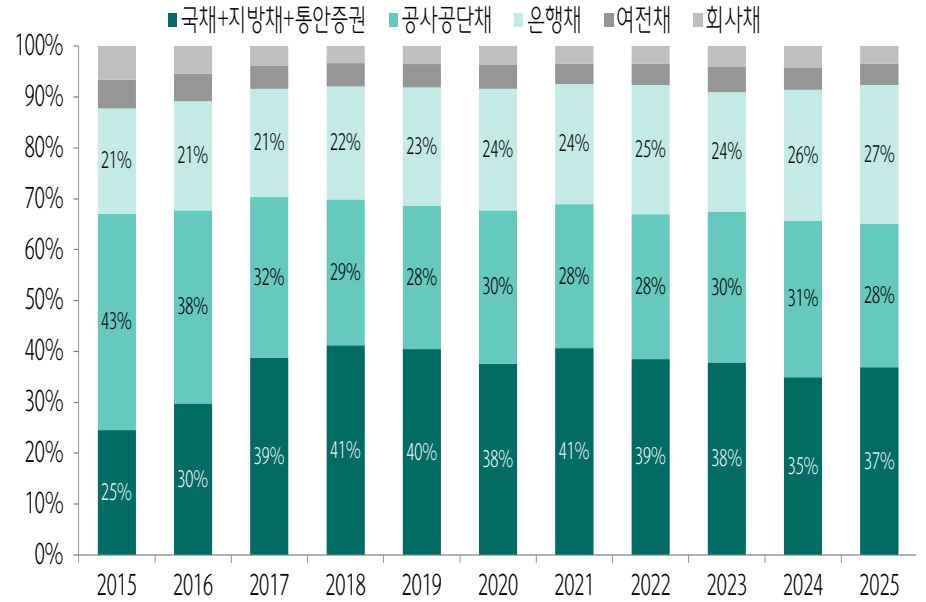
- '25년 말 은행 보유 채권 잔액은 약 6백조원에 달함
- 보유 구성비중으로는 국채 및 공사채 비중이 절대적. 최근 들어 은행채 보유비중이 점진적 증가

은행 보유채권 종류별 잔액 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

은행권 채권보유비중 추이



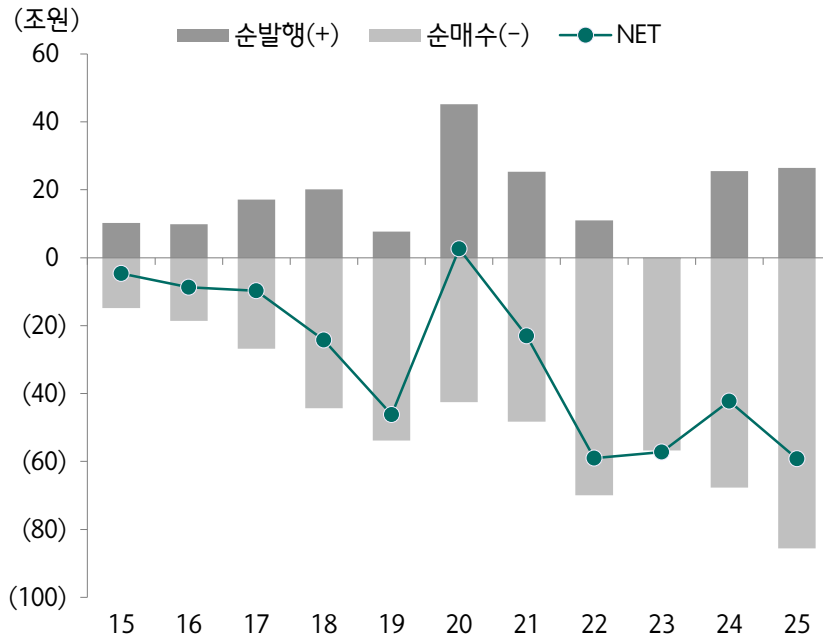
자료: 인포맥스, 하나증권

## 5. 은행권 자금여력 감소

# 은행은 채권발행 주체(국채은행)이기도 하면서 채권투자 주체(민간은행)이기 함

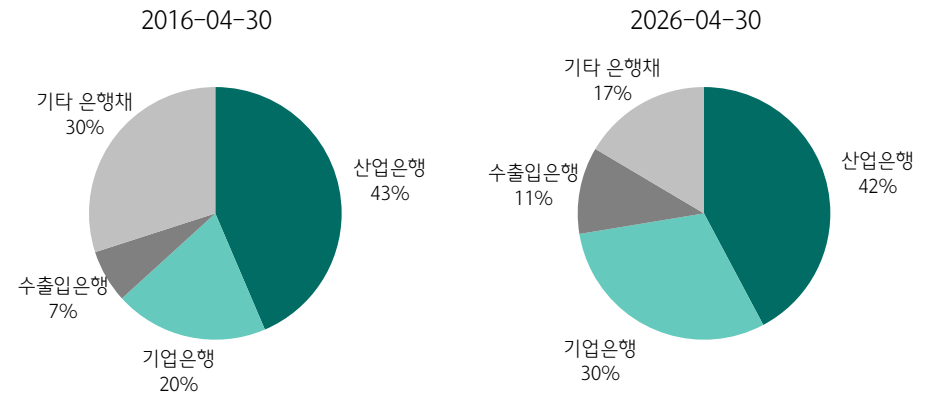
- 전체 채권시장 수급적인 측면에서 볼 때 은행권은 조달(국채은행)보다는 운용(시중은행)을 많이 하는 구조
- 은행은 채권시장에서 가져가는 돈보다 내놓는 돈이 더 많다!
- 은행권 투자 은행채의 대부분은 국채은행. 채권 발행은 국채은행이 하고 채권 매수는 민간은행이 하는 구조

연도별 은행채 순발행 vs. 은행권 은행채 순매수 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

은행권 보유 은행채 구성 변화



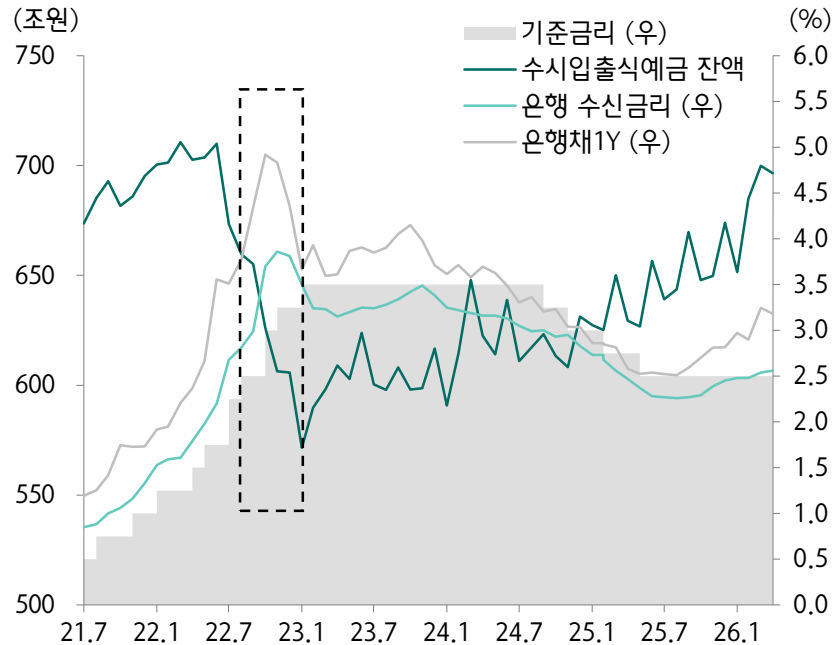
자료: 인포맥스, 하나증권

## 5. 은행권 자금여력 감소

### 은행권 머니무브 현상

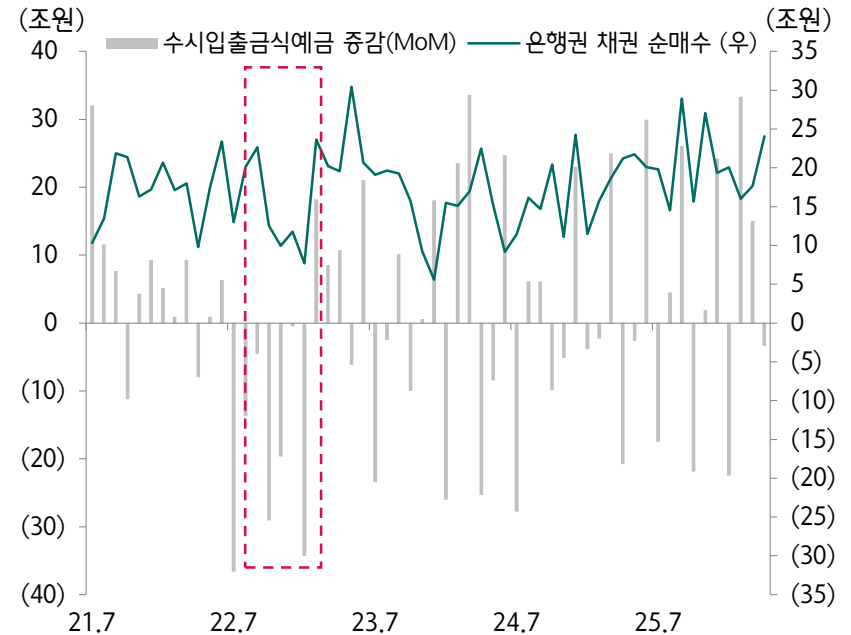
- '22년 하반기처럼 수시입출예금 유출이 추세적일 경우 은행권 자금조달 부담이 증가
- 상당 부분은 정기예금으로 가기도 하지만 조달비용 증가는 불가피
- '22년 하반기 은행권 채권 매수세도 약화된 경험

수시입출예금 잔액, 기준금리, 은행 수신금리(단기) 및 은행채(AAA, 1Y) 금리



자료: 인포맥스, 하나증권  
 주: 수시입출식 예금 잔액은 5대은행 (KB국민, 신한, 하나, 우리, NH농협) 기준

수시입출예금 증감 vs. 은행권 장외시장 채권 순매수 추이



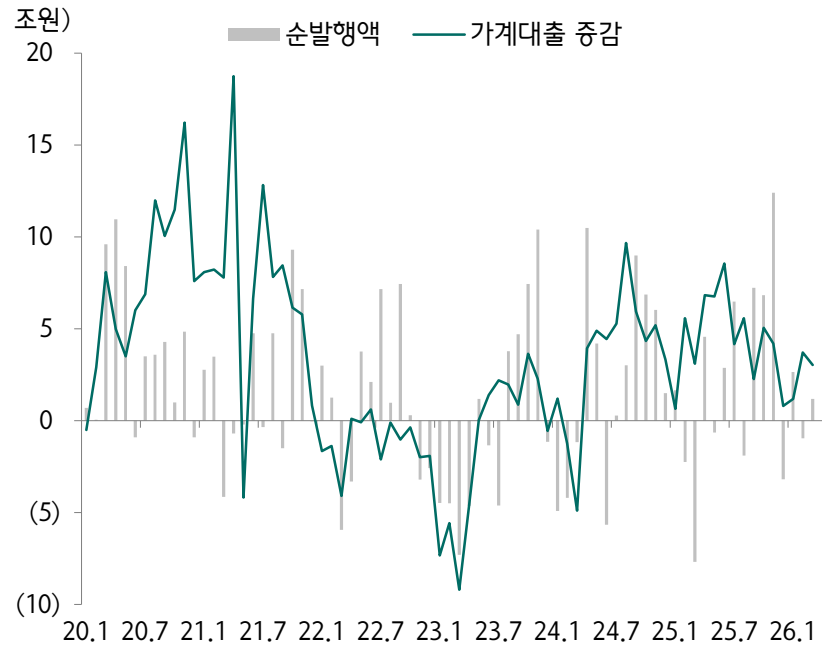
자료: 인포맥스, 하나증권

## 5. 은행권 자금여력 감소

# 은행채 발행은 '25년 대비 줄어들 가능성

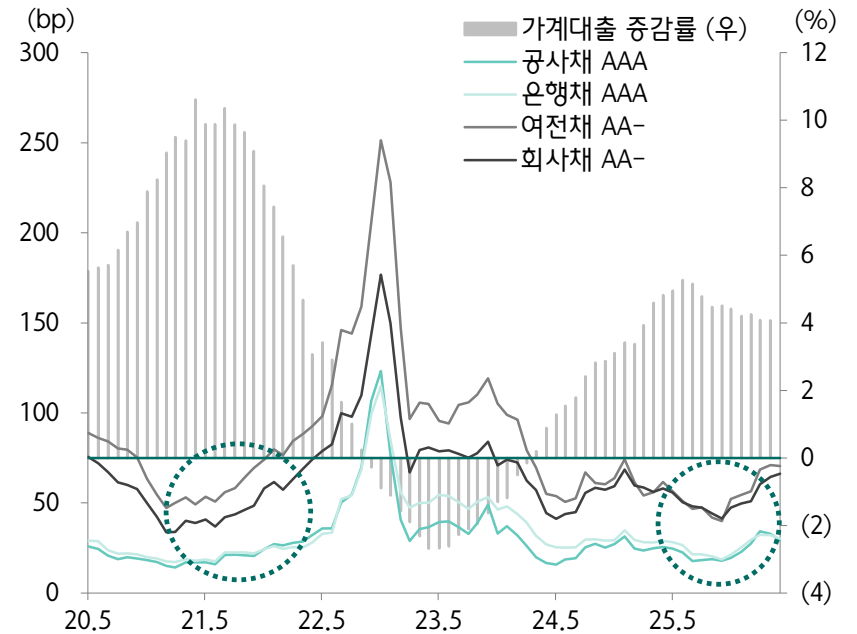
- 은행채 순발행은 대체로 가계대출 증감 추이와 동행
- 따라서 가계대출 증가 → 은행채 발행 증가(로 인한 수급 부담) → 신용스프레드 확대라는 인식이 있지만
- 실제로는 그와 같은 통념과 상치되는 현상 발생. 가계대출의 증가폭이 커졌을 때 신용스프레드 하향 안정세

은행채 순발행 / 전년 동월 대비(MOM) 가계대출 증감 추이



자료: 한국은행, 인포맥스, 하나증권

신용스프레드/예금취급기관 가계대출 잔액 증감률(YoY) 추이



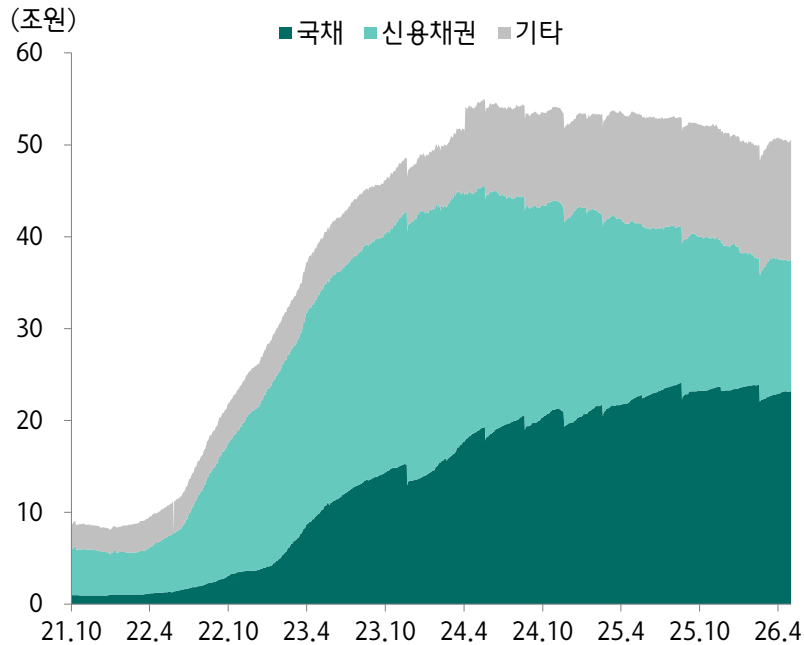
자료: 한국은행, 인포맥스, 하나증권

## 6. 회사채 수급여건

### 개인 채권투자, 과거 절대금리 하락으로 위축세

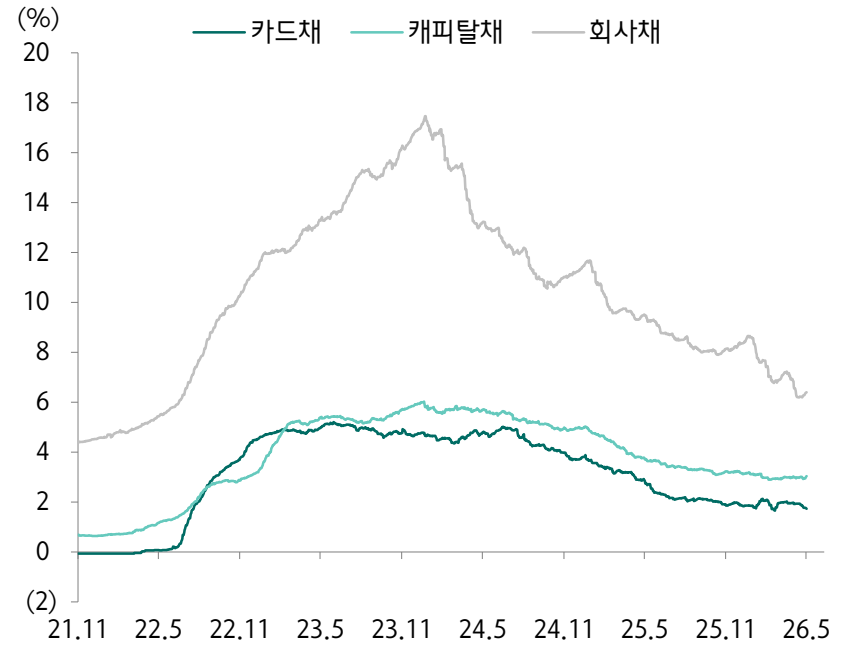
- 개인 채권투자 잔액에서 신용채권이 차지하는 비중은 '24년을 기점으로 하락 추세
- 장외시장 잔고에서 개인이 차지하는 비중, 회사채의 경우 10% 이하로 하락
- '24~25년 상반기까지는 시장금리 하락에 따른 금리 메리트 상실이 주요인. 이후 금리 상승세 전환하였지만 비중 하락세 지속

#### 개인의 장외 채권 잔고 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

#### 개인의 카드/캐피탈/회사채 장외 잔고 비중



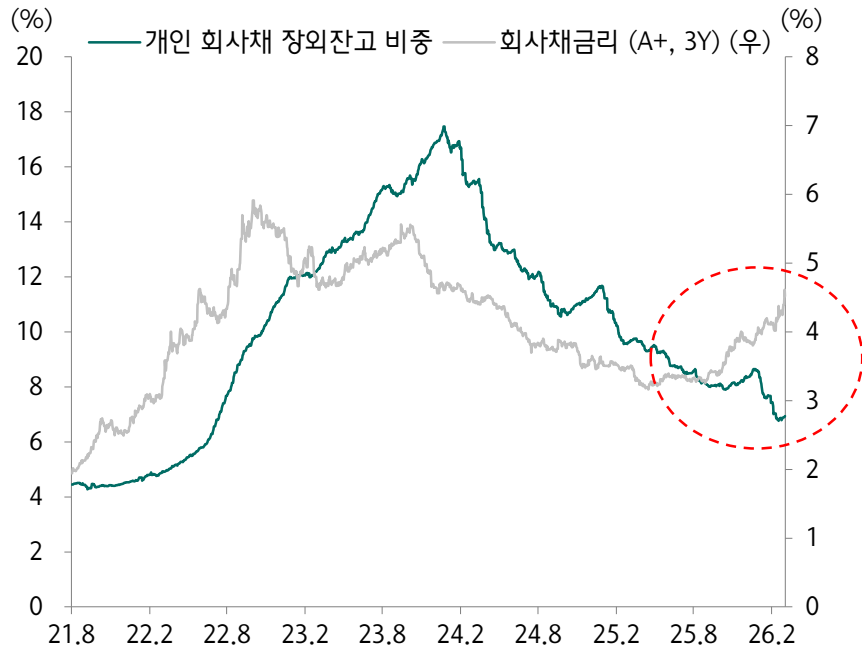
자료: 인포맥스, 하나증권

## 6. 회사채 수급여건

# 개인 회사채 수요는 금리수준과 동행했으나 최근 들어 괴리 발생 중

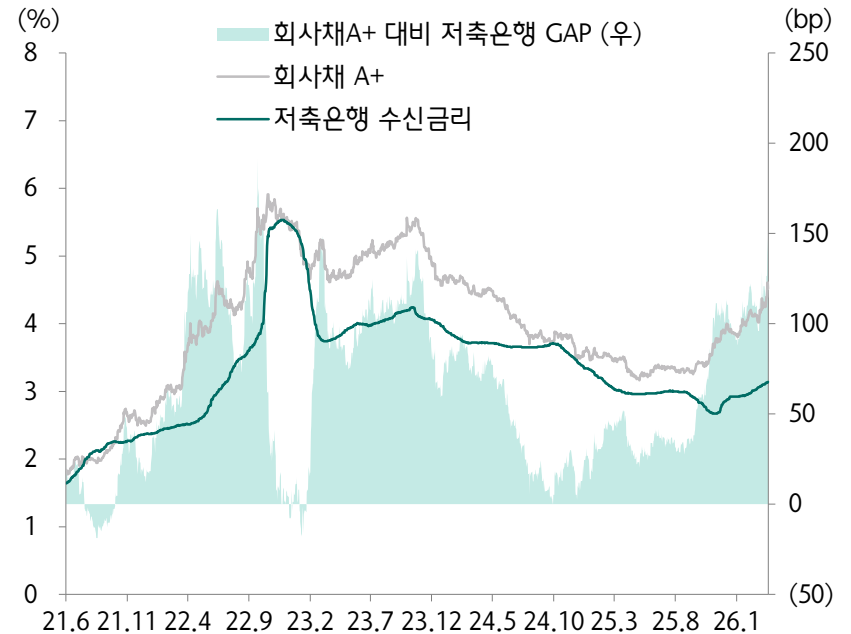
- 통상 개인투자자 회사채 수요는 금리수준과 밀접한 관계였으나 최근 들어 금리상승에도 개인 투자비중 하락세
- 주식시장 활황 등에 따라 채권자산에 대한 전반적인 기대심리가 약화된 결과
- 상대적 고금리인 2금융권(저축은행) 수신금리 대비해서도 회사채 금리가 높은 수준임에도...

### 개인 회사채 장외잔고비중 vs. 회사채금리(A+)



자료: 인포맥스, 하나증권

### 저축은행수신금리 vs. 회사채 금리 및 갭 추이



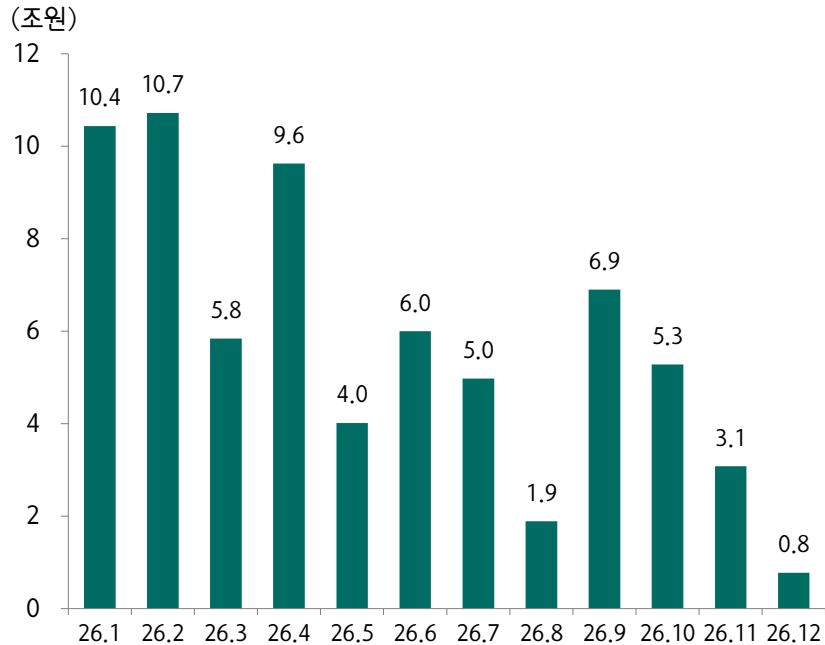
자료: 인포맥스, 하나증권

## 6. 회사채 수급여건

### 회사채 발행 일정 이연과 단기물 선호(or 장기물 회피)

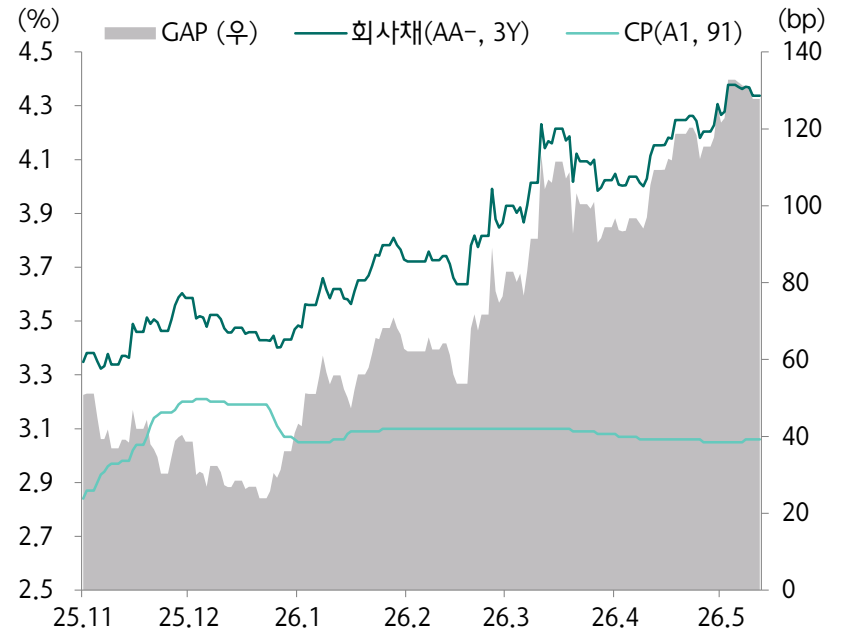
- '26년 1분기 회사채 만기도래액은 '25년보다 증가한 27조원이었으나 발행 저조로 순상환 기록
- 2분기에는 만기도래 규모 감소하나 아직까지도 발행 실적은 여전히 부진한 상황
- 공모 회사채 이외의 사모사채, 단기조달 또는 은행대출 등 대체조달 수단 강구 필요한 상황

#### 회사채 월별 만기도래 추이



자료: 본드웹, 하나증권  
주: 회사채(일반) 중 신용등급 존재하는 무보증 회사채 만기도래 물량 합산

#### 회사채 vs. CP금리 추이



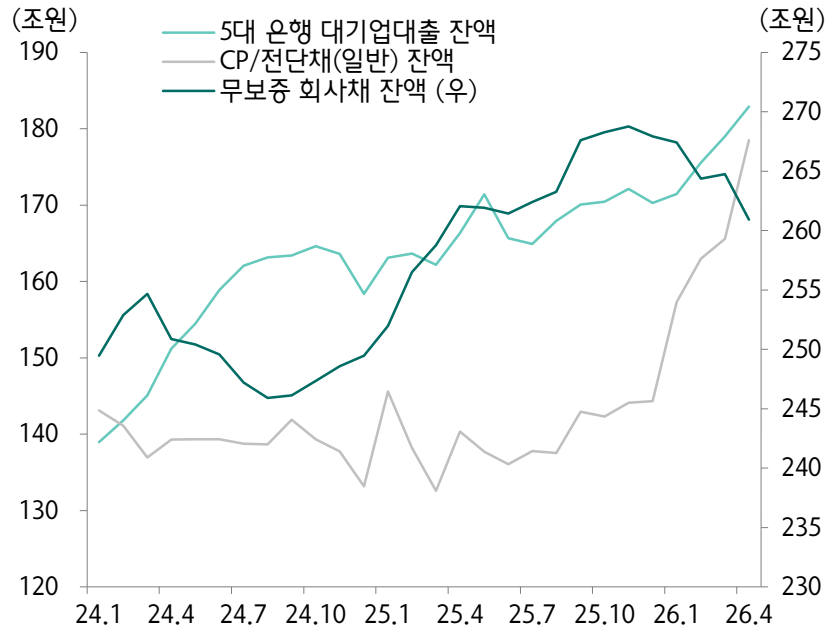
자료: 인포맥스, 하나증권

## 7. 단기부동화 심화 : 뒤로 미루기

### 회사채 발행주체, 고금리 기조에 자금조달 단기화/다변화

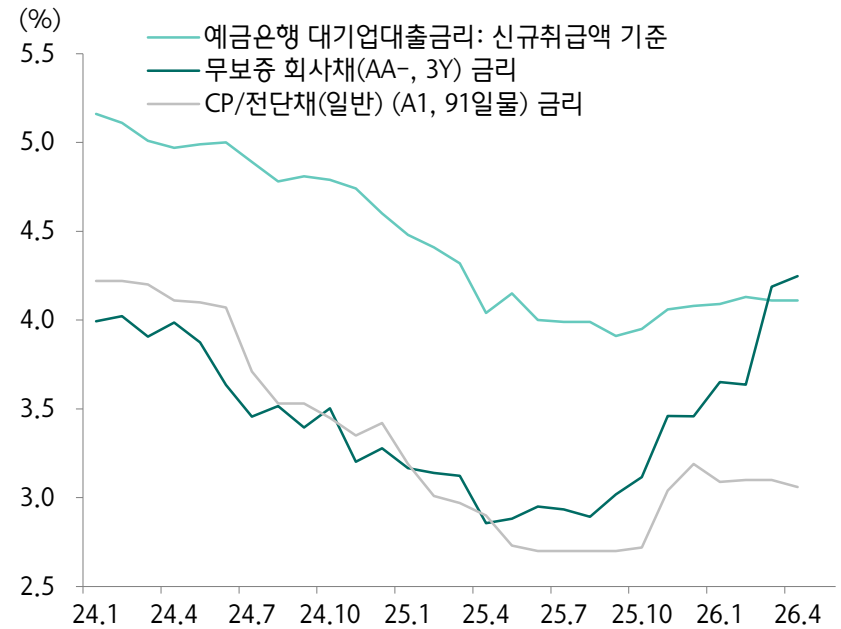
- 2026년 회사채 발행이 저조한 가운데 단기조달 및 은행대출 증가세가 뚜렷
- 조달금리 측면에서 보더라도 회사채 금리는 단기금리와의 괴리가 확대된지 이미 오래되었고 최근에는 은행 대출금리보다도 높아짐

최근 2년간 5대은행 대기업대출, 무보증회사채, CP/전단채(일반) 잔액 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

은행대출금리/채권발행(무보증)/단기자금조달시장 금리 추이



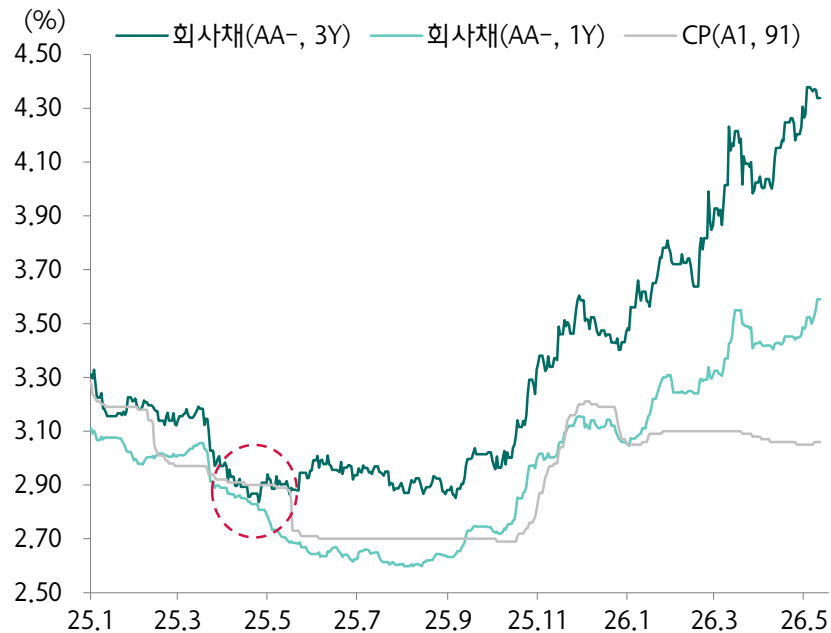
자료: 인포맥스, 하나증권

## 7. 단기부동화 심화 : 뒤로 미루기

### 위험회피 심리 + 만기별 금리차 확대에 따른 발행주체들의 단기조달 선호

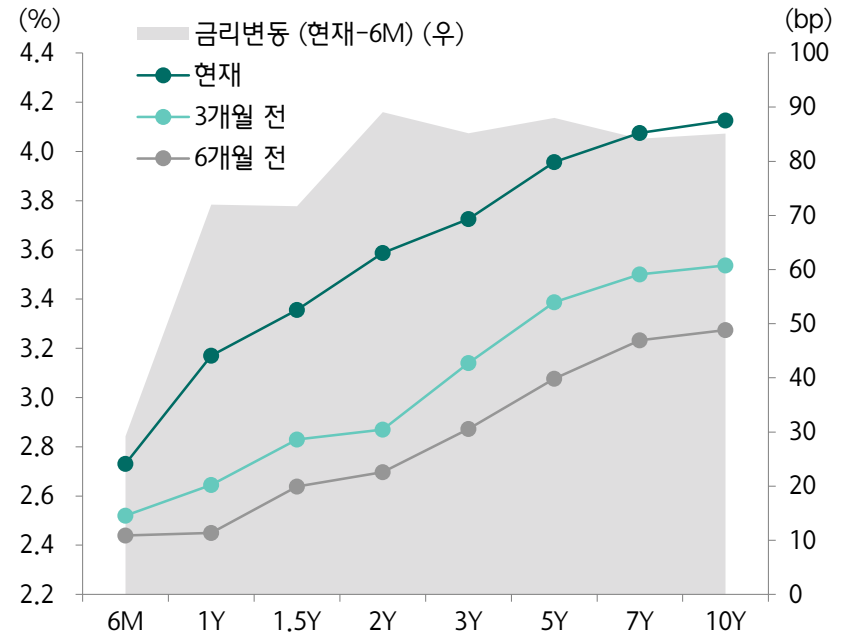
- 시장금리가 만기가 길수록 더 상승(steeptening)한 효과가 신용채권 금리에도 반영되는 상황
- '25년 초 시기에 유사한 수준을 보였던 회사채 3년/1년 금리 및 CP 금리 간 괴리가 지속적으로 확대
- 그에 따라 발행주체들 또한 단기조달을 통해 금리부담 경감 효과를 도모 중

회사채(AA-) 1년, 3년 및 CP(A1) 91일물 금리 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

국고채 Yield Curve 변화

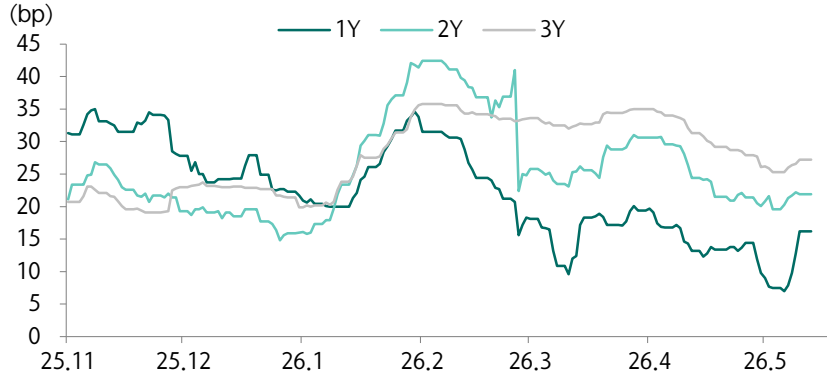


자료: 인포맥스, 하나증권  
주: 수익률 곡선 기준일: 현재 = 2026.05.22

## 7. 단기부동화 심화 : 뒤로 미루기

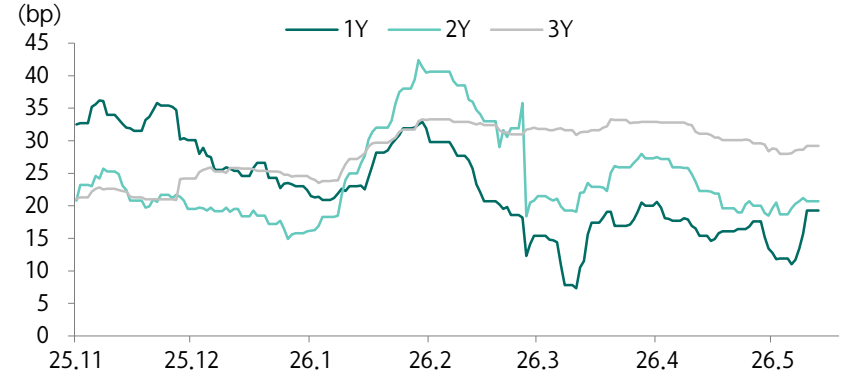
# 단기발행도 많지만 수요도 단기쏠림으로 단기 신용스프레드는 안정세

### 최근 6개월 공사공단채 AAA 만기별 신용스프레드 추이



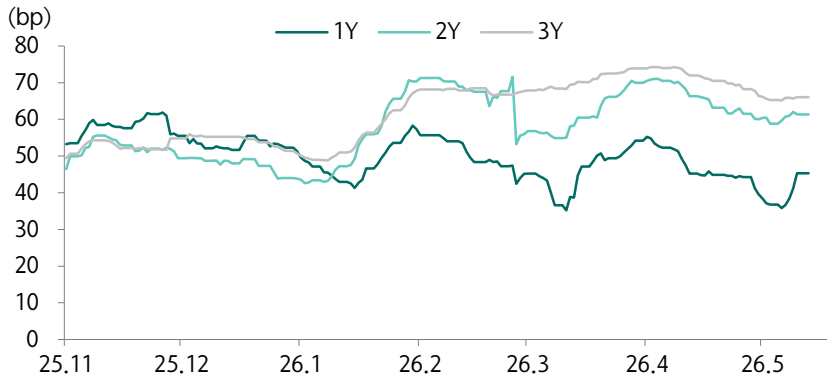
자료: 인포맥스 하나증권

### 최근 6개월 은행채 AAA 만기별 신용스프레드 추이



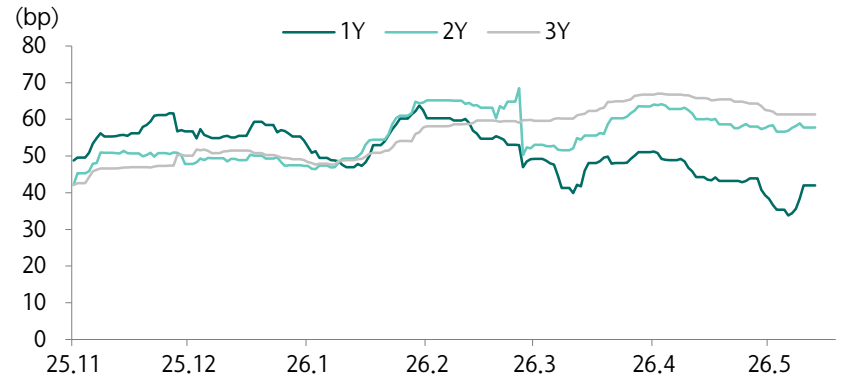
자료: 인포맥스 하나증권

### 최근 6개월 여전채 AA- 만기별 신용스프레드 추이



자료: 인포맥스 하나증권

### 최근 6개월 회사채 AA- 만기별 신용스프레드 추이



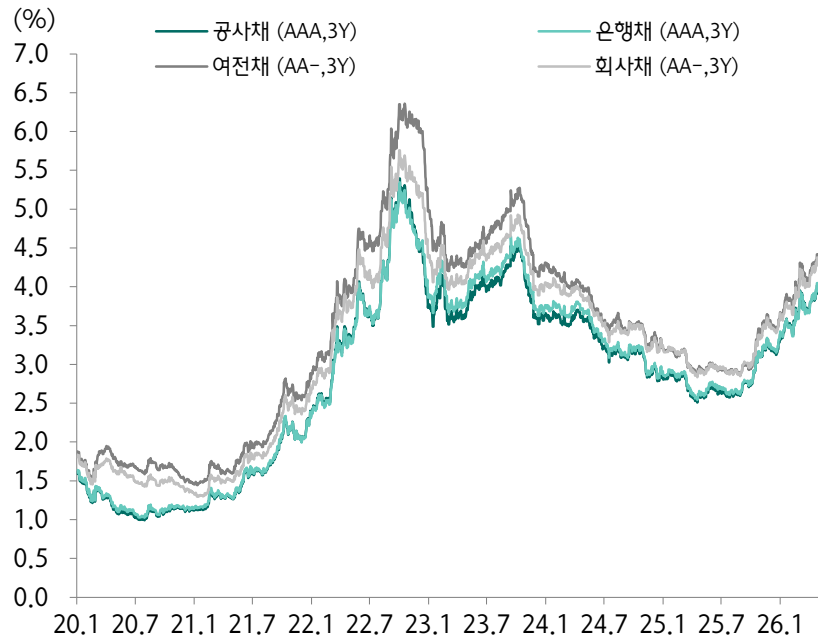
자료: 인포맥스 하나증권

## 8. 투자전략 : 3극화

### 절대금리 메리트 발생하였지만...

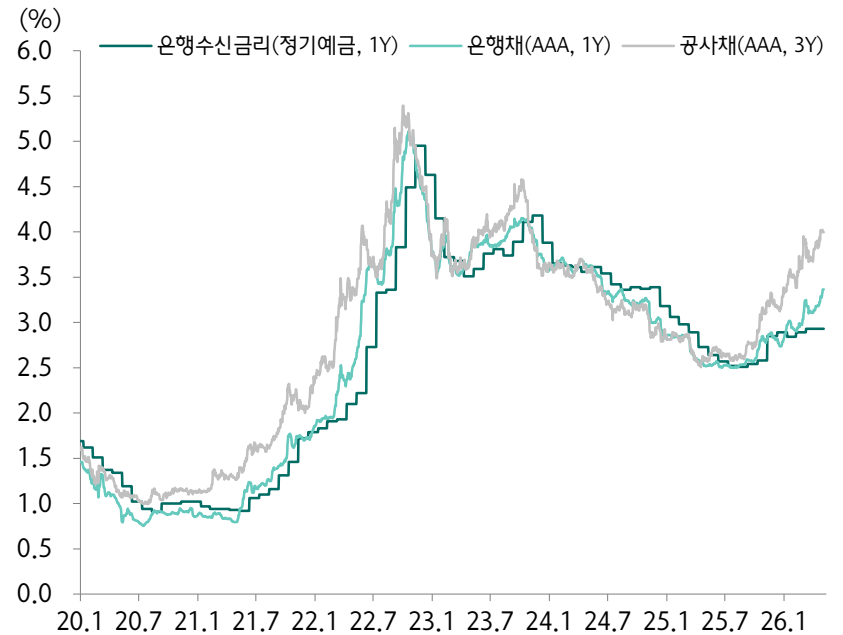
- '25년 하반기 이후 시장금리 상승 + 신용스프레드 상승이 맞물리면서 신용채권 절대금리 지속 상승. 초우량물도 4% 내외
- 반면 기준금리 동결 등의 영향으로 은행권 수신금리는 횡보
- 공사채-수신금리 격차(괴리는) '22년 이후 최대치로 확대되면서 신용채권 금리메리트 부각

#### 신용채권 섹터별 금리 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

#### 예금은행 1년 정기예금, 은행채 1년물 및 공사채 3년물 금리 추이

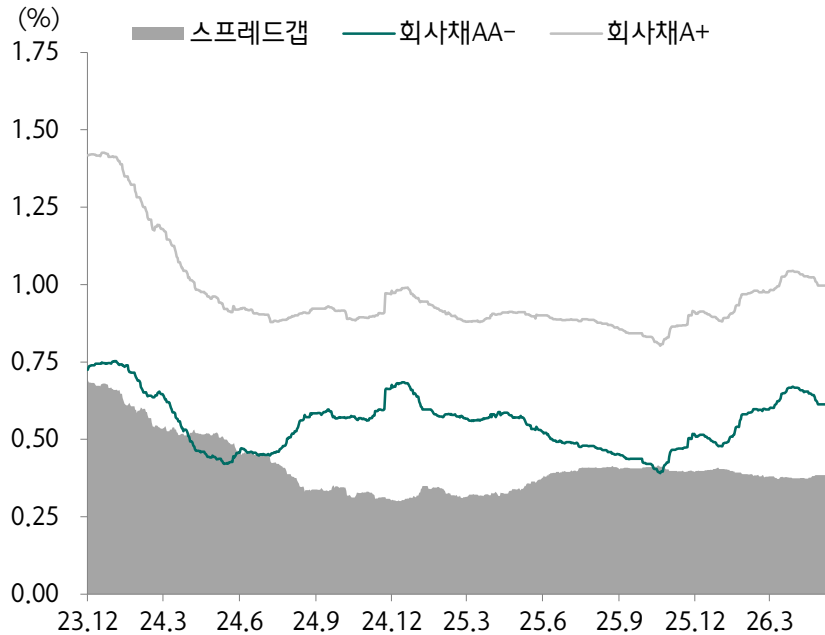


자료: 인포맥스

## 누군가의 금리메리트는 다른 누군가에게는 금리부담이다

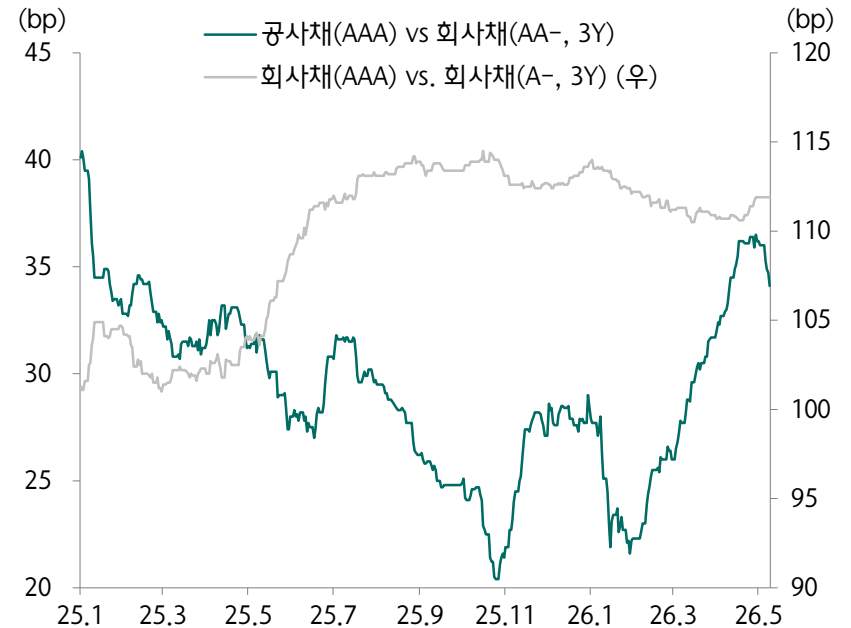
- 반대로 조달주체(발행사) 입장에서는 금리 상승이 이자비용 증가부담으로 나타날 수밖에 없는 상황
- 회사채 상·하위등급 간에는 아직 뚜렷한 조짐이 나타나지 않고 있지만 3월 이후 공사채-회사채 간 괴리 확대 중
- 중동사태의 부정적 여파가 공기업보다는 민간기업에 더더욱 크게 작용할 것으로 시장은 판단

회사채 AA-/A+ 신용스프레드 추이 및 갭



자료: 인포맥스, 하나증권

공사채-회사채(AA-) 스프레드갭 & 회사채 AA- vs. A- 스프레드갭



자료: 인포맥스

## 8. 투자전략 : 3극화

# 누군가의 금리메리트는 다른 누군가에게는 금리부담이다

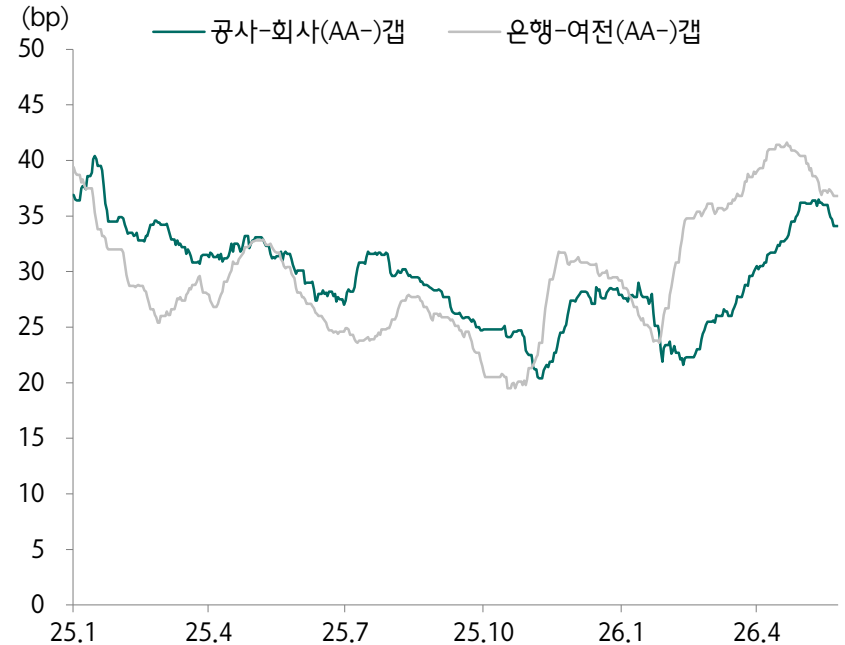
- 시장금리의 초기 상승국면에서는 금리 상승이 신용스프레드에 긍정적으로 작용. 하지만 상승 기간이 장기화됨에 따라 점차 신용스프레드에 부담으로 작용하기 시작 → 시장금리와 신용스프레드 간 동조화 강화
- 연초를 기점으로 초우량-우량 간 스프레드 갭 확대 추세. 초우량-우량-비우량 간 3극화 현상이 심화될 전망

### 기준금리, 국채금리, 회사채 신용스프레드 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

### 공사-회사채/은행-여전채 금리 갭 추이

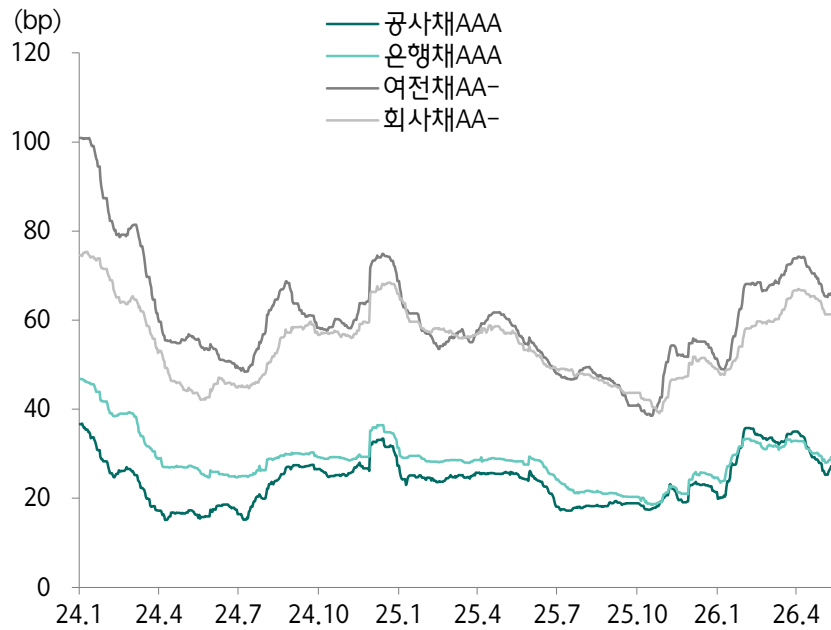


자료: 인포맥스, 하나증권

## 절대/상대적인 신용스프레드 레벨 부담

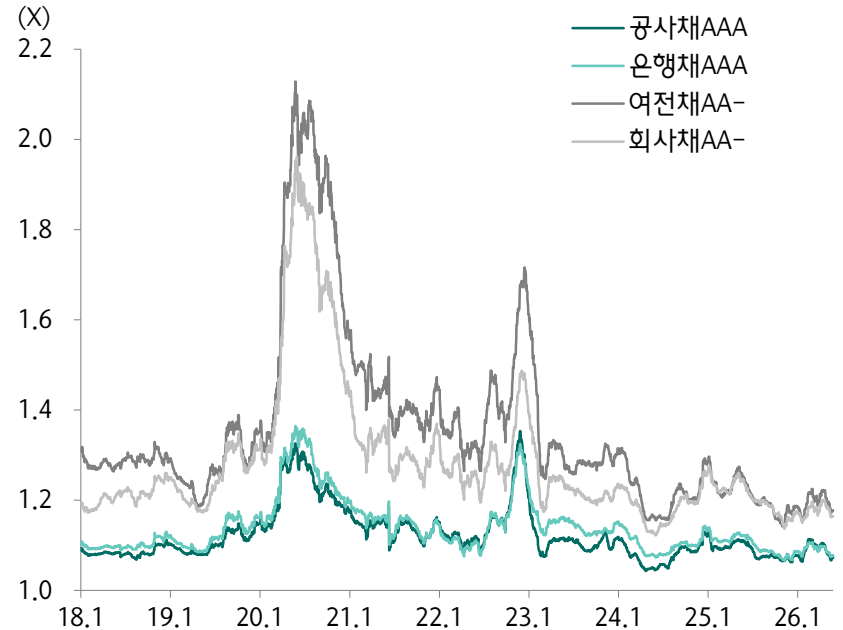
- 작년 말 이후 2차례 상승세를 보인 신용스프레드는 타 지표에 비해 상대적으로 안정적인 수준을 보이는 특징
- 시차를 두고 가격에 반영되는 특성을 반영하고 있다고 봐야 하기 때문에 아직 안심하기는 이른 시점
- 최근 시장금리 급등으로 Yield Ratio는 다소 경감되었으나 여전히 부담스러운 수준

섹터별 신용스프레드 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

섹터별 Yield Ratio



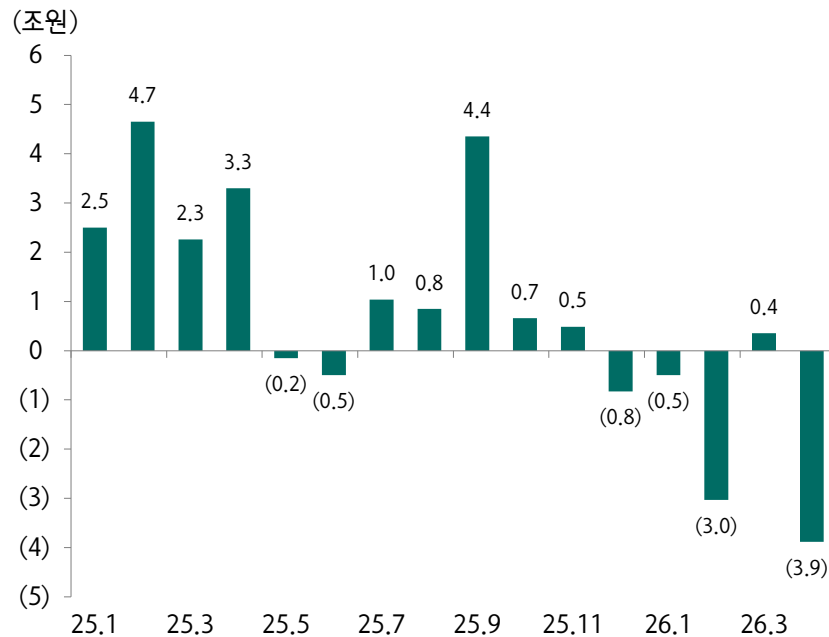
자료: 인포맥스

## 8. 투자전략 : 추세전환 조건

### 회사채 발행 정상화와 중동사태 영향 확인 필요

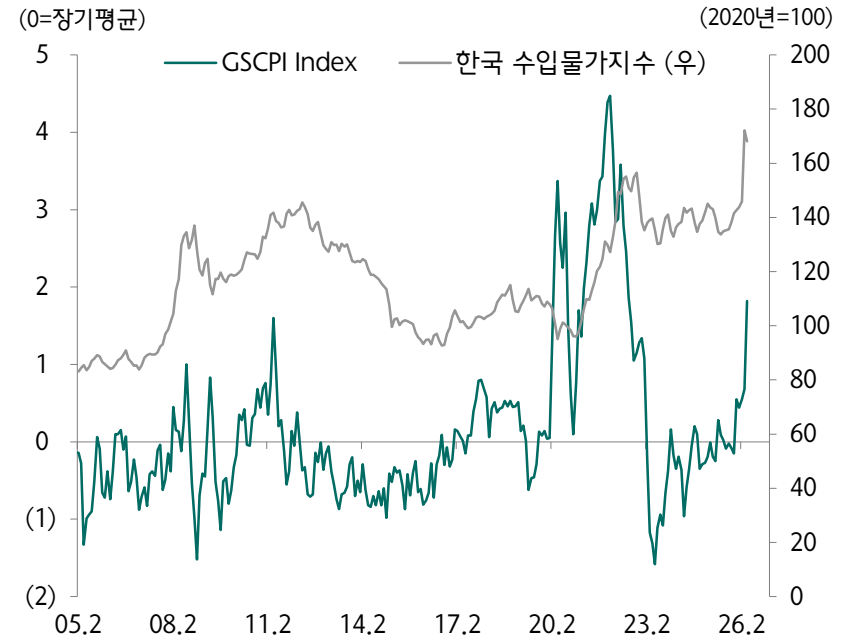
- 신용스프레드가 추세적인 하락 전환을 위해서는 2가지 전제조건(환경)이 필요하다는 판단
- 첫째, 단기부동화되고 있는 발행시장이 정상화(회사채 순발행 전환)되어야 할 것이고
- 둘째, 중동사태의 부정적 여파가 제한적에 그칠 수 있다는 확신이 필요

#### 회사채 월별 순발행 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

#### GSCPI Index 및 한국 수입물가지수:원화 추이



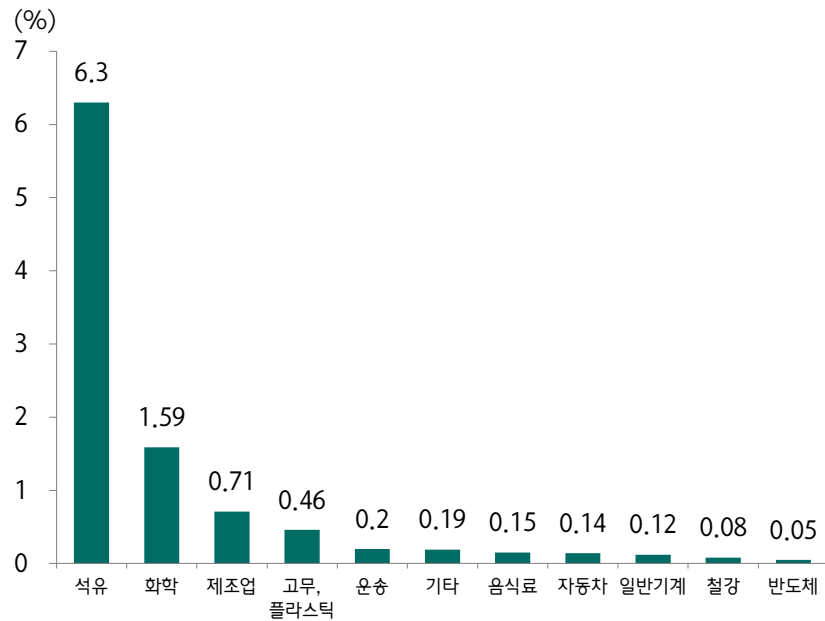
자료: 블룸버그, 인포맥스, 하나증권

주: GSCPI(Global Supply Chain Pressure Index) : 글로벌 공급망 압력을 단일수치로 정량화(뉴욕 연준) 발표

## 외부 원자재 공급망 위험 노출도가 큰 한국경제

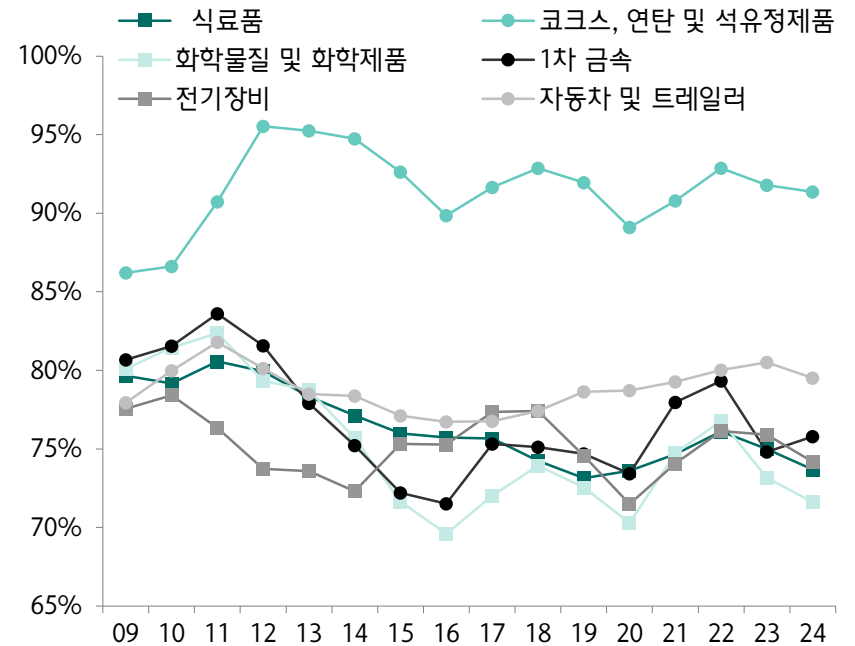
- 유가상승은 모든 의식주 관련 물가 상승 요인
- 제조업 비중이 높은 한국경제의 경우 정도의 차이가 있을 뿐 대부분 산업이 국제 원자재 가격 변동에 취약한 구조
- 한국은행 제조업 중분류 24개 업종의 평균 재료비 비중(총 제조비용 대비)은 67% 차지.  
원료비 비중 상위 업종은 코크스/연탄 및 석유정제품, 자동차, 1차 금속, 전기장비, 식료품, 화학제품 순

국제유가 10% 상승 시, 주요 제조업 생산비용에 미치는 영향



자료: 산업연구원, 하나증권

원료비 민감 제조업 상위 6개 산업의 재료비 비중 추이



자료: 한국은행, 하나증권

## 산업별 영향, 단기적으로는 크지 않으나...

- 평가사 전망에 따르면 중동사태 관련 긍정영향 산업은 정유, 민자발전, 방산. 부정영향 산업은 석유화학,항공,철강,가전,건설,자동차
- 긍정평가산업도 사태 장기화 시에는 수혜 제한적인 것으로 전망. 한국경제의 원자재 자립도가 결국 관건이기 때문
- 부정평가산업은 석유화학/항공을 제외하면 매출 감소, 수익성 저하 등 간접적인 영향권
- 문제는 사태 장기화 시 채권 발행 대기업 협력사들의 어려움이 더 빨리 현실화된다는 점

### 미국-이란 전쟁에 따른 산업별 영향 전망 (신용평가 3사)

	한신평	한기평	나신평	비고 (긍정/중립/부정)
정유	긍정적	긍정적	긍정적	정제마진 급등, 장기화 시 부정적 요인 내재
민자발전	긍정적	중립적	긍정적	하반기 SMP 상승 가능성/기저발전 가동률 상승으로 LNG 발전사 전력량 마진 제약
방산	긍정적	긍정적	긍정적	방공체계 수요 증대
해운	중립적	중립적	중립적	운임 상승 및 비용 전가 가능성
조선		중립적	중립적	운임 상승 및 LNG선 인도 불확실성
반도체		중립적	중립적	강력한 AI 투자 기초, 양호한 가격 전가력, 소재 공급 안정성 점검 필요
석유화학	부정적	부정적	부정적	낮은 가격 전가력, 장기화 시 가동중단 가능성
항공	부정적	부정적	부정적	유가 및 환율 부담으로 수익성 저하, 여객 수요 위축
건설	부정적	중립적		공정 진행 과정 모니터링 필요/현지 공정 관련 불확실성, 공정 지연 및 공사비 증가
철강		부정적	부정적	원재료 가격 상승으로 수급 및 비용 부담
자동차	중립적	중립적	부정적	원화 약세와 높은 수출 비중, 친환경차 점유율 확대 가능성/원가부담, 해상 물류 차질, 수요 둔화 우려
가전		부정적	부정적	원재료 가격 상승, 전방시장 수요에 부정적 여파

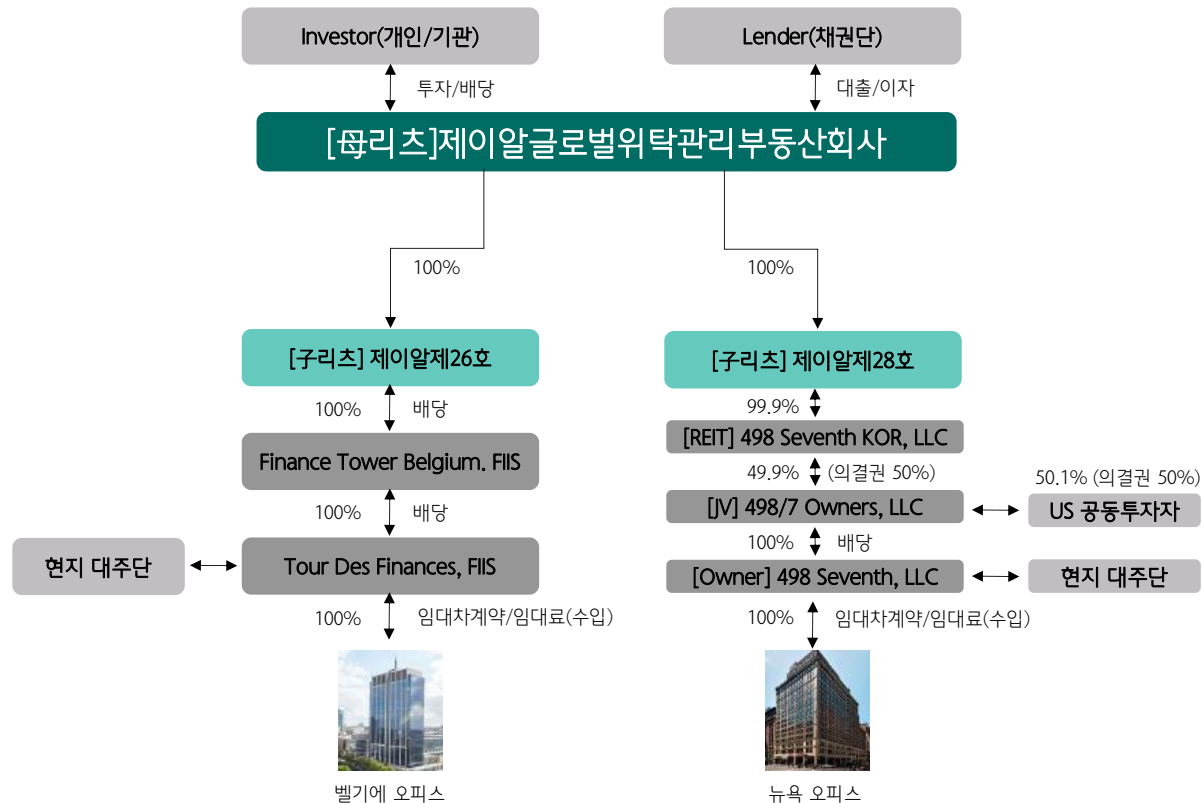
자료:신용평가 3사, 하나증권

## 9. 이슈 : 제이알글로벌리츠

### 담보력 + 안정적인 구조 필요성

- 담보가 있다고 다 안전한 것은 아니다. 중요한 것은 구조!
- 모리츠의 채권자(국내 무담보채권투자자)는 자리츠의 채권자(해외대주단)에 비해서 구조적으로 후순위

#### 제이알글로벌리츠 투자구조도

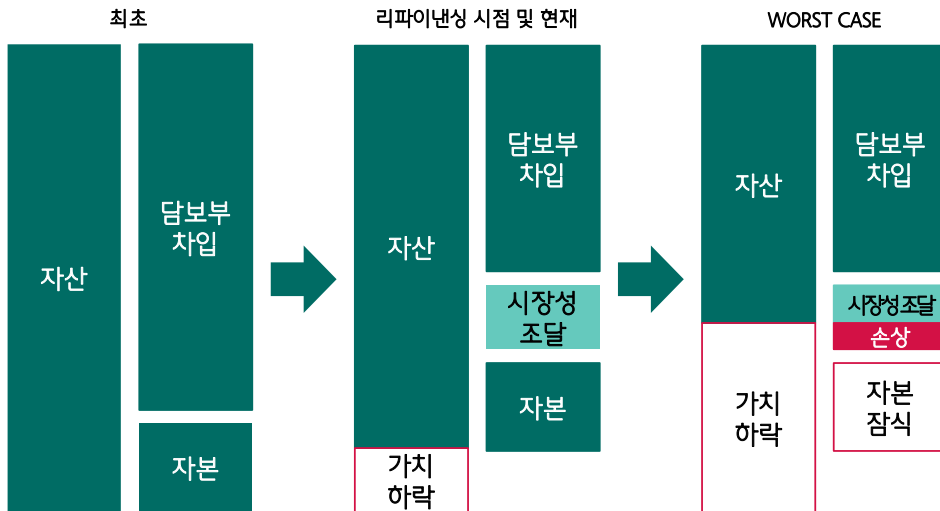


자료: 제이알글로벌리츠, 하나증권

## 담보자산의 가치하락이 문제의 시발점이긴 하나...

- 구조가 깨진 것은 기초자산(해외부동산) 가치하락
- 자산(담보)가치하락으로 인해 최초 담보부대출 리파이낸싱 시 담보부차입의 일부를 시장성 조달로 충당
- 또한 2024년 10월 리파이낸싱에 따라 약정 준수 기준 (LTV) 강화되는 과정에서 국내 채권자 이해관계 약화

자산(담보)가치 변화에 따른 동사의 자본/자산 조달구조 변화 및 Worst 시나리오 추정



자료: 하나증권

벨기에 자산 담보부 대출 주요 재무적 준수사항

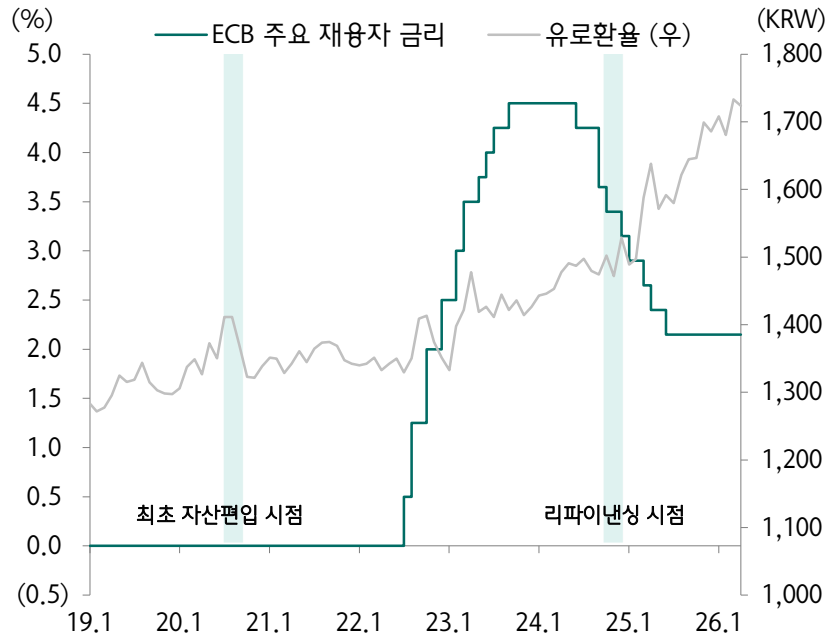
구분	LTV			Debt Yield
	2024.12.31~	2025.12.31~	2026.12.31~	
Cash Trap	55%	52.5%	50%	8%
Default	65%	65%	65%	7%
원금분할상환 조건	매년 대출원금 3% (임대 계약 연장 시 분할 상환 의무 삭제)			

자료: 한국신용평가, 하나증권

## 금리 상승 & 담보자산(유럽 상업용 부동산) 가치 하락의 조합

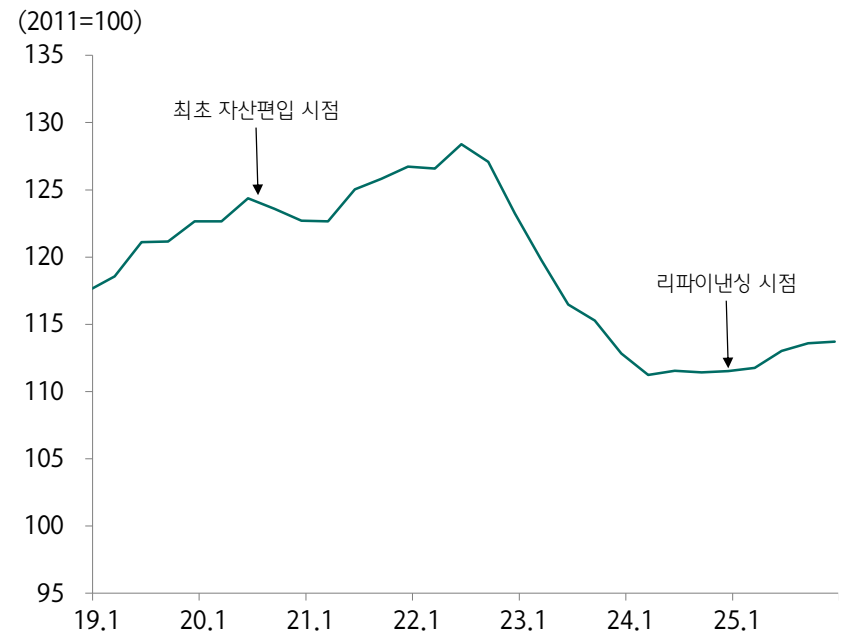
- 벨기에 부동산을 최초 편입했던 시점('20.7)의 조달금리는 1.05%에 불과했지만 '24년 말 연장 시 4.39%로 급등
- 시장금리 상승으로 유럽 상업용 부동산가격 전체적으로 하락 조정
- 제이알글로벌리츠 채무불이행 사례가 주는 시사점은 금리 상승에 따라 재무여력이 부족한 주체들의 부담이 가중되고 있다는 점

### 유럽의 고금리 환경 지속



자료: Bloomberg, 인포맥스, 하나증권  
 주: 최초투자 당시 환율 (EUR-KRW 환율 1,292.77원)

### '19년~ '25년도 EU 상업용 부동산 가격 추이



자료: ECB statistics RESC - Commercial Property Price, 하나증권  
 주: 기준 유럽연합(EU27) 회원국 전체

## 9. 이슈 : 제이알글로벌리츠

# 하락한 자산가치로도 담보가치 충분하지만 구조조정 과정의 불확실성이 문제

- 벨기에 자산에 대한 회사와 해외 대주단 간의 가치평가 간극은 시간이 갈수록 확대
- 해외 대주단 평가 가치기준으로도 보유 자산가치 대비 차입금은 82% 수준으로 포괄적 담보여력 보유
- 구조조정이 원활히 추진될 경우 무담보 채권자의 손실펍 제한적일 가능성도 높아

보유 자산 감정가액 추이 (단위: 벨기에 자산 EUR, 미국 자산 USD)

구분	매입가액	'21.12.31	'22.12.31	'23.12.31	'24.12.31	'25.12.31
벨기에 자산	동사 제시	1,459.0M	1,500.0M	1,420.0M	1,352.0M	1,352.1M
	대주 제시	1,206.5M			1,105.3M (주)	920.0M
미국 자산	매입가액	'22.04.30	'23.06.01	'25.12.01		
		680M	720M	670M	655M	

자료: 한국신용평가, 하나증권  
주: 벨기에 자산 2024년 대주 제시 감정가액 기준일: 2024년 10월 말

전체 보유 자산(벨기에,뉴욕)가치 대비 차입부채 현황\_2026.04.17 기준

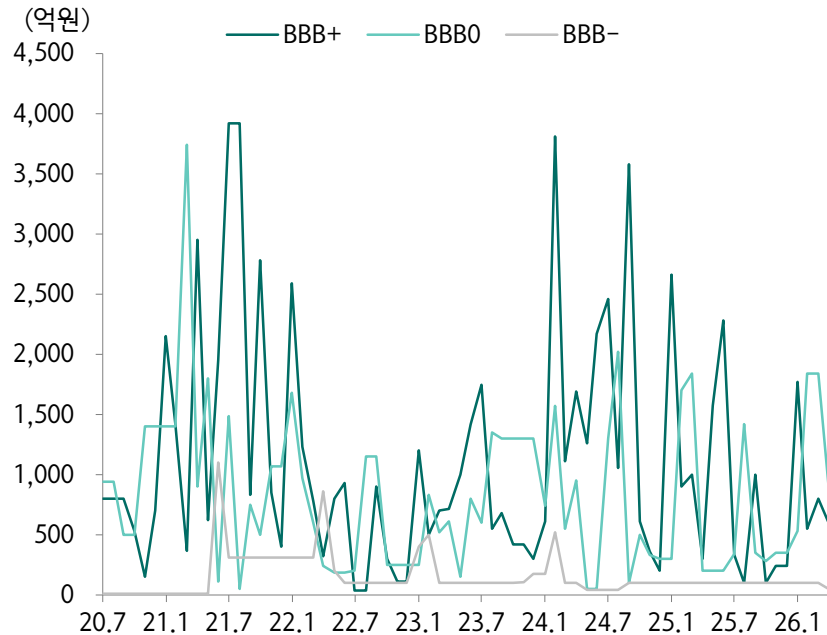
구분	'24년 10월 말 대주 제시 감정가 기준	'25년 말 대주 제시 감정가 기준
보유자산 공정가치 합계 (a)	23,994억원	20,778억원
담보부대출 합계 (b)	12,680억원	12,680억원
<b>LTV (b/a)</b>	<b>52.8%</b>	<b>61.0%</b>
시장성 차입부채 합계 (c)		4,340억원
합산 LTV ((b+c)/a)	70.9%	81.9%

자료: 한국신용평가, 하나증권

## 하위등급/하이일드 채권에의 부정적 영향이 더 큰 문제

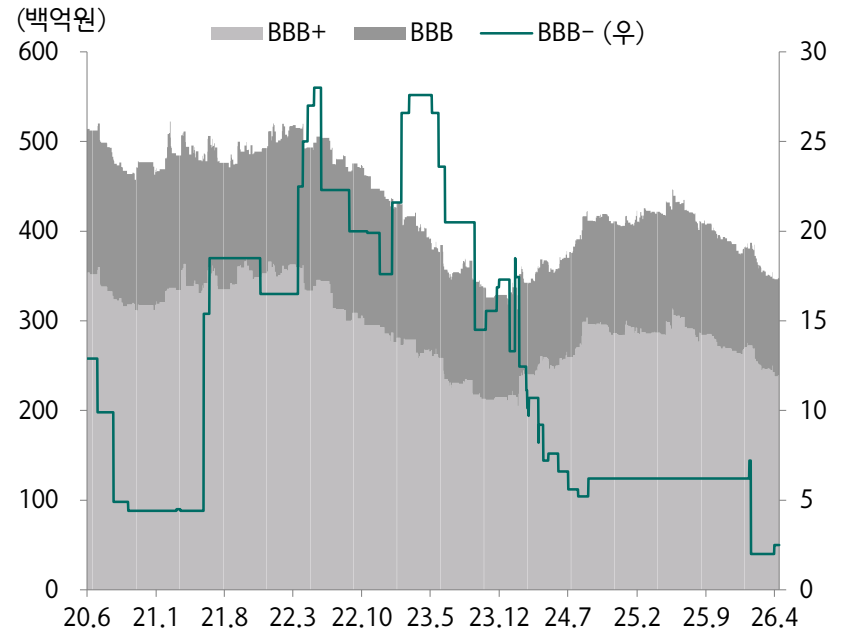
- BBB급 하이일드 회사채 발행 절대규모 크지 않은 가운데 발행규모 지속 감소
- 최하단 등급인 BBB-등급의 발행잔액은 거의 소멸 상태
- 제이알리츠 채권 투자자들이 여타 하위등급 채권 보유자와 많이 겹칠 것으로 보여 하위등급/하이일드 채권 투자심리 냉각 불가피

BBB급 회사채 월별 발행추이



자료: 인포맥스, 하나증권

BBB급 회사채 발행잔액추이



자료: 인포맥스, 하나증권