2025년 10월 15일 | Global Asset Research

CrediVille

머리와 꼬리는 남겨두기

Credit

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.

Analyst 김상만 credinal@hanafn.com

하나증권 리서치센터

머리는 먹을 게 없고 꼬리는 가시가 있을 수 있다

한은의 기준금리 인하 기대 희석 및 대외변수 불확실성 등으로 시장금리가 크게 반등하는 가운데 크레딧채권시장의 견조한 흐름은 지속되고 있다. 특히나 9월중에는 분기말이라는 시기적 특성과 추석연휴 등이 맞물리기도 했으나 무난히 넘어가는 등 강세 흐름이 이어지고 있다. 전반적인 수급 여건 또한 우호적인 가운데 회사채 발행시장은 이례적으로 발행수요가 급증하였지만 무난히 소화해 나가고 있는 상황이다. 특히 그간 우려가 깔려있었던 하위등급 또한 충분한 수요 확보에 성공하면서 강세 흐름에 동참하고 있는 상황이다.

이 같은 강세 흐름의 배경에는 일차적으로 시장금리의 상승에 따른 금리메리트가 부각된 점이 작용하고 있다고 볼 수 있다. 최근 시장금리 상승으로 단기물(1Y)을 제외하고는 국채금리 또한 대부분 기준금리를 상회하는 수준으로 올라왔다. 그에 따라 신용스프레드 또한 연중 저점을 지속적으로 갱신하면서 근래 최저 수준에 근접하고 있다.

다만, 신용스프레드가 지속 하락하면서 레벨부담 또한 커지고 있다. 초우량물의 경우 이미 한계점에 도달한 모습을 보이고 있으며 회사채/여전채의 경우에도 탄력성이 점차 둔화될 조짐을 보이고 있다. 특히 카드채의 경우 은행채와의 스프레드갭이 8bp까지 축소되는 등 초우량-우량간 스프레드갭 또한 추가적인 축소가 부담스러운 수준까지 진행이 되고 있다.

그에 따라 추가금리를 수취하기 위한 시도들이 모색되고 있으며 그중 대표적인 것이 하위등급에 대한 리스크베팅이다. 하위등급의 경우 그간 여전채의 부동산PF에 대한 부담, 회사채의 신용 이슈 및 일부 업종 불황 등의 영향으로 투자심리가 억눌리면서 상위등급 대비 저평가세가 지속된 바 있다. 그러던 것이 9월을 기점으로 전술한 배경 하에 지원군(?)을 확보해 나가고 있는 것이다.

사실 하위등급이 상위등급에 비해 지속적으로 저평가 받을 이유는 없을 것이다. 다만, 하위등급과 관련된 전반적인 펀더멘털 여건이 아직 개선될 조짐을 보이고 있는 않는 상황에서 단지 시장수급적인 논리 때문에 강세 흐름에 기계적으로 동참해도 괜찮을 지에 대해서는 의문을 제기할 수밖에 없다. 특히나 시기적으로 연말을 앞둔 상황에서는 더더욱 그렇다. 전반적인 여건이 개선된다면 언젠가는 저평가가 해소되겠지만 지금은 펀더멘털로도 시기적으로도 시기상조이다. 설령 판단 미스로 진입 시기가 다소 늦어진다고 하더라도 과거 수준으로 회귀할 만한 체력이 된다면 천천히 따라가도 만회할 수 있는 기회는 충분하다는 판단이다.

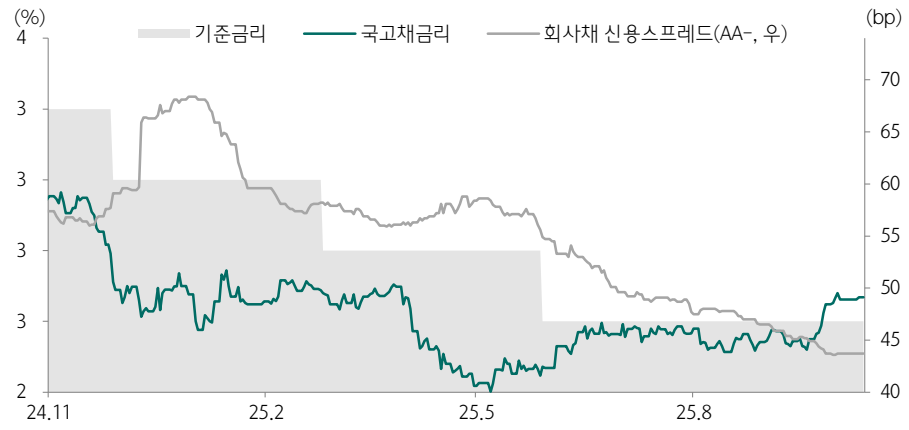
한편, 3분기말을 무난하게 넘겼다는 안도감이 점차 자신감으로 변하면서 시장참가자들의 전반적인 리스크 허용도가 높아져 있는 상황이다. 충분히 그럴 만한 상황인 점은 공감하지만 그래도 연말은 연말이다. 게다가 대미투자와 관련된 불확실성 등 연내에 확인하고 넘어가야 할 중요한 변수들이 아직 남아 있다. 수급 논리가 시장 투자심리를 지배하고 있지만 이럴 때일수록 리스크에 대한 경계를 늦추면 안될 것이다.

결론적으로 연말까지는 여전히 북클로징이나 레벨부담과 같은 변수를 주시하면서 보수적인 접근이 필요하다는 판단이다.

국채금리는 5월/9월에 각각 레벨업되면서 3년 금리가 기준금리 상회.

한편 금리/스프레드 간 역상관관계는 최근 탄력도 저하

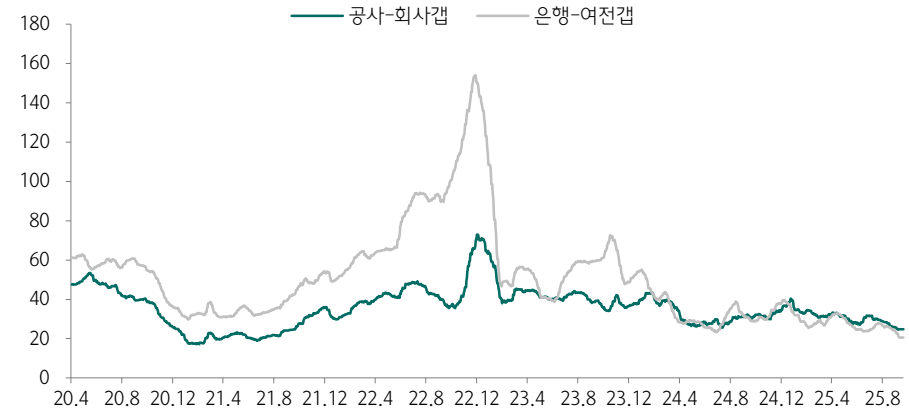
도표 1. 기준금리, 국채금리, 회사채 신용스프레드 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

한편 초우량물 신용스프레드가 아래로 막힘에 따라 초우량-우량간 갭메우기가 진행중이나 레벨부담 점증

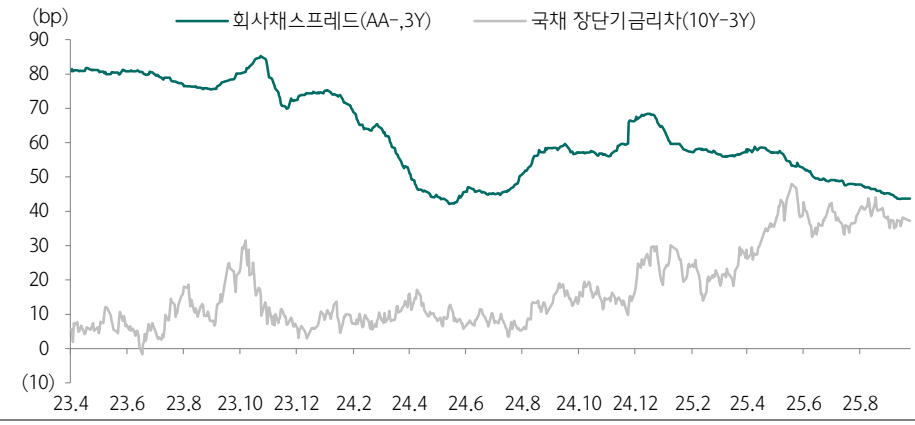
도표 2. 공사채-회사채(AA-)/은행채-여전채(AA-) 금리갭 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

장단기금리차가 이전 대비 확대된 가운데

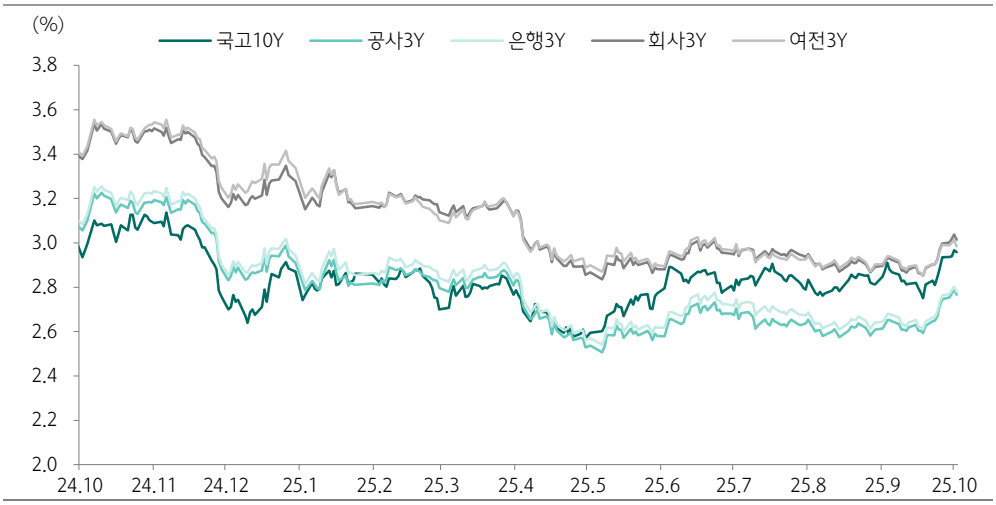
도표 3. 회사채 스프레드 vs. 국채 장단기금리차 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

장기 국채금리는
회사채/여전채금리에 육박

도표 4. 장기(10Y)국채 vs. 중기(3Y) 신용채권 금리 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

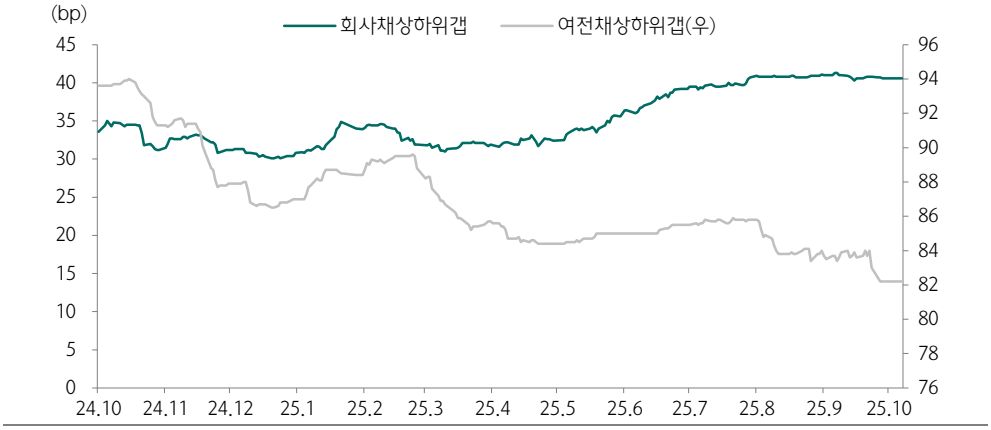
Yield Ratio는
'24년 저점을 제외하고는
'18년 이후 최저 수준

도표 5. 섹터별 Yield Ratio 추이

자료: 인포맥스, 하나증권

최근 여전채 상하위금리갭
빠르게 축소.
회사채 또한 확대세 멈춤

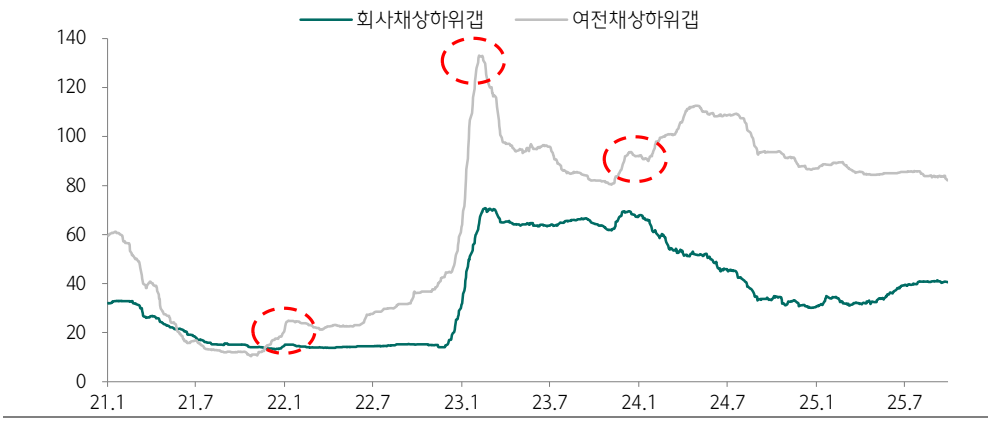
도표 6. 회사채/여전채 상하위등급(AA- vs. A+) 금리차(갭) 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

펀더멘털 여건이 개선되면 과거로 돌아가지 말란 법은 없지만 굳이 연말 시점에?

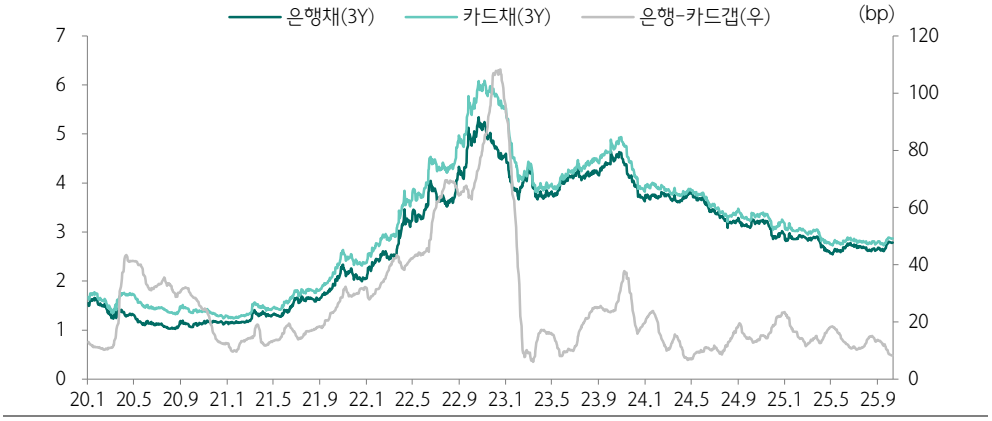
도표 7. 회사채/여전채 상하위등급(AA- vs. A+) 금리차(갭) 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

여기도 부담

도표 8. 은행채/카드채 금리 및 갭 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

크레딧스프레드 동향 및 전략

국고채금리 상승, 신용스프레드 강세

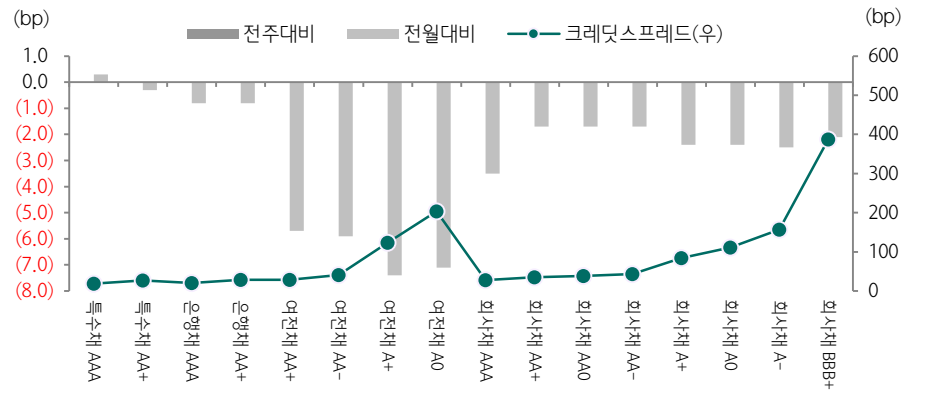
국고채 금리 큰 폭 상승 (2주간 기준)

국내 채권시장은 단기물 중심 상승하며 약세 마감. 국고채 3년 금리는 기준금리 (2.5%)를 상회했고, 10년 금리는 연중 최고치를 경신하며 3.0%에 근접. 한은의 기준금리 인하 시점이 금융안정 이슈로 지연될 것으로 예상되고, 원화 약세 등 외환시장 불안이 채권시장 수급에도 부정적인 영향을 미친 탓. 성장률 회복에 더해 금융안정 리스크가 확대. 부동산 가격 상승세가 지속되고 있고, 對美 투자 및 엔화 약세 이슈 등에 원/달러 환율까지 급등. 그럼에도 당분간 미중 갈등 우려에 국고채 금리도 하향안정화 예상

9월, 신용스프레드 강세

9월중 신용스프레드는 전반적으로 강보합세 이상의 강세흐름을 보였다. 초량물의 경우 레벨 부담으로 인해 강세폭이 제한되었지만 회사채/여전채는 신용스프레드 축소세가 지속되었다. 특히 여전채의 경우 우호적인 수급 및 기대가운데 가장 축소폭이 커지면서 회사채대비 우월한 성과를 보였다. 다만 단기물의 경우 시중자금수급, 은행채 발행증가 등의 영향으로 확대되면서 상이한 흐름을 보이기도 하였다. 한편, 전반적인 강세기조가 연장되면서 하위등급 또한 강세흐름에 동참하면서 상위등급과의 스프레드갭을 축소하고 있다.

도표 1. 주요 크레딧 채권 스프레드 주간/월간 변동 (3년물 기준)



주: 2025.10.10 기준 / 자료: 인포맥스, 하나증권

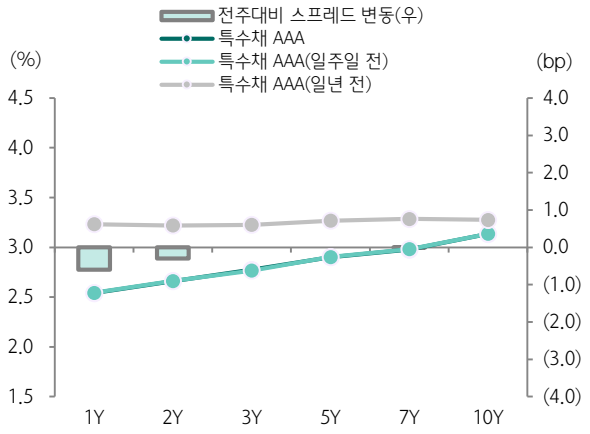
도표 2. 크레딧채권 금리 및 스프레드 변동

(단위: %, bp)

구분		금리					스프레드					스프레드 변동(WoW)					스프레드 변동(MoM)				
		1Y	2Y	3Y	5Y	10Y	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y
국채		2.32	2.52	2.59	2.72	2.96	-	-	-	-	-	0.3	0.1	0.8	-0.2	-0.2	3.8	12.2	16.3	13.6	13.5
특수채	AAA	2.54	2.66	2.77	2.90	3.13	28.2	15.7	18.9	18.1	17.7	-0.6	-0.3	0.0	0.0	0.0	2.0	-0.2	0.3	2.9	-0.3
	AA+	2.57	2.72	2.86	3.00	3.32	31.5	21.6	27.3	28.0	36.7	-0.6	-0.2	0.0	-0.1	0.0	2.3	-1.5	-0.3	2.3	-0.2
은행채	AAA	2.58	2.65	2.79	2.99	3.42	32.3	14.9	20.3	26.9	46.0	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.8	-2.2	-0.8	1.9	0.1
	AA+	2.62	2.74	2.87	3.09	3.50	36.5	23.4	28.4	36.7	54.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.5	-2.5	-0.8	1.2	0.1
여전채	AA+	2.66	2.75	2.87	3.07	4.34	40.4	24.9	28.6	35.3	138.0	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	1.7	-2.9	-5.7	-2.0	-1.0
	AA-	2.73	2.84	2.99	3.36	4.73	47.3	33.8	40.8	64.2	177.7	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	1.6	-3.2	-5.9	-2.1	-1.0
	A+	3.13	3.39	3.82	4.50	5.42	86.9	88.2	123.0	178.3	246.4	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	-4.6	-7.2	-7.4	-2.0	-1.6
	A0	3.84	4.18	4.62	5.16	5.84	158.4	167.8	203.2	244.2	288.5	-0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	-4.7	-7.7	-7.1	-1.8	-1.5
회사채	AAA	2.63	2.74	2.87	3.05	3.50	37.5	24.0	28.0	32.5	54.3	-0.6	0.0	0.0	-0.2	0.0	3.4	-2.4	-3.5	0.0	0.3
	AA+	2.68	2.81	2.94	3.11	3.79	42.1	30.7	35.2	39.3	83.3	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	4.7	-1.7	-1.7	0.1	0.1
	AA0	2.71	2.84	2.97	3.18	4.13	45.0	33.2	38.4	46.0	117.3	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	4.8	-1.7	-1.7	0.1	0.2
	AA-	2.74	2.88	3.02	3.28	4.49	48.5	37.9	43.7	56.3	153.2	-0.5	0.0	0.0	0.1	0.0	4.8	-1.7	-1.7	-0.1	0.2
	A+	2.89	3.19	3.43	3.99	5.07	63.0	68.7	84.3	127.0	210.8	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	2.4	-2.7	-2.4	-0.1	-0.3
	A0	3.04	3.37	3.70	4.43	5.53	78.5	87.1	111.4	171.2	257.0	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0	2.2	-2.9	-2.4	0.0	-0.2
	A-	3.31	3.72	4.16	5.02	6.04	105.3	121.9	157.1	230.0	308.1	-0.5	0.0	0.0	0.1	0.0	2.3	-2.9	-2.5	0.1	-0.2
	BBB+	4.40	5.76	6.46	6.91	7.53	214.6	325.7	387.0	419.3	457.1	-0.5	0.0	0.0	0.1	0.0	1.7	-2.2	-2.1	0.3	0.1

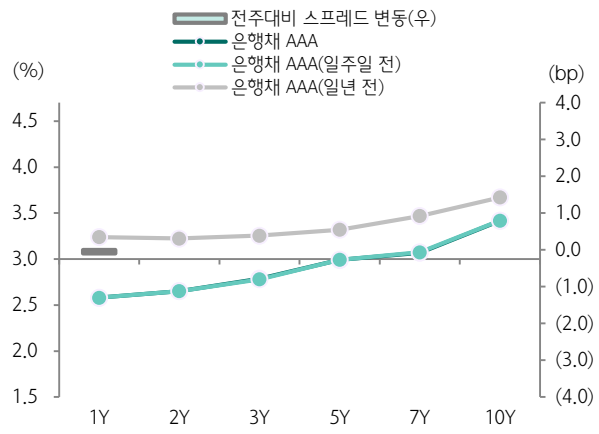
주: 1) 2025.10.10 기준, 2) 1Y, 2Y는 통안채(이표) 동월물 대비. 이외 3Y 이상은 국고채 동월물 대비 / 자료: 인포맥스, 하나증권

도표 3. 특수채 AAA 금리커브와 스프레드 변동



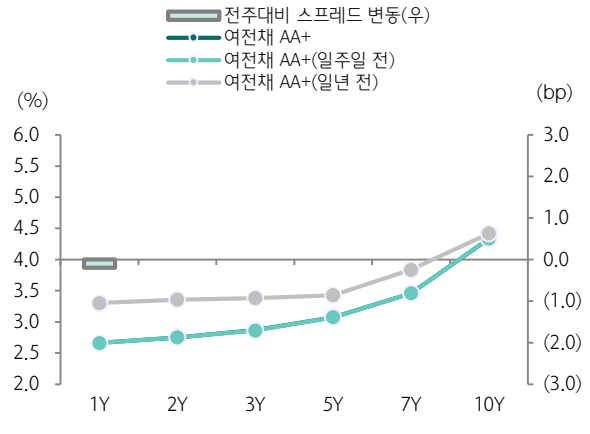
주: 2025.10.10 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 4. 은행채 AAA 금리커브와 스프레드 변동



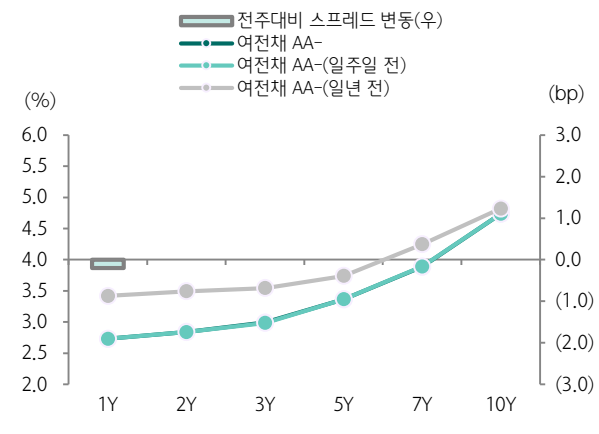
주: 2025.10.10 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 5. 여전채 AA+ 금리커브와 스프레드 변동



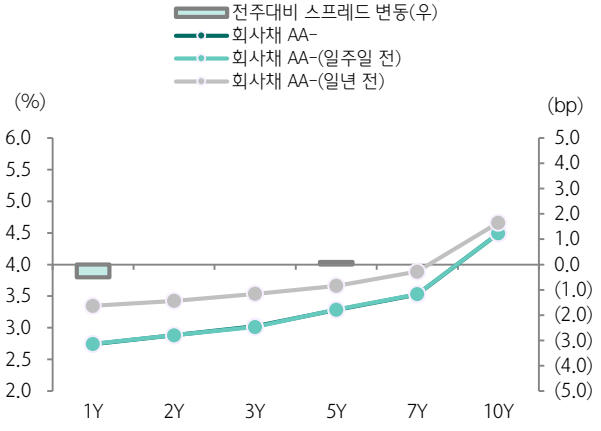
주: 2025.10.10 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 6. 여전채 AA- 금리커브와 스프레드 변동



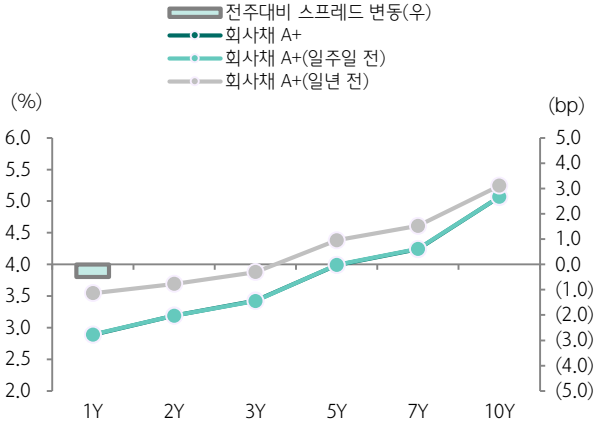
주: 2025.10.10 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 7. 회사채 AA- 금리커브와 스프레드 변동



주: 2025.10.10 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

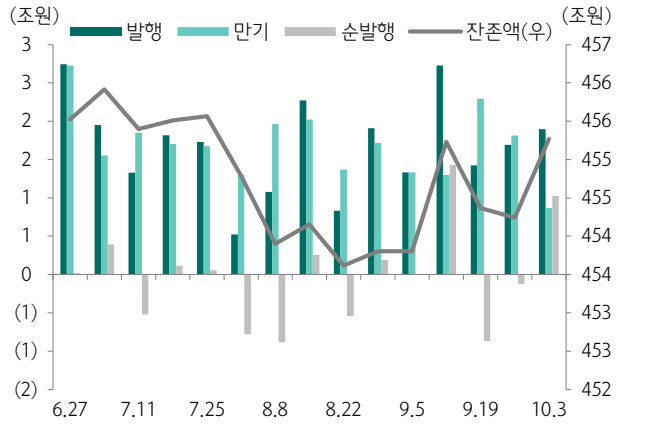
도표 8. 회사채 A+ 금리커브와 스프레드 변동



주: 2025.10.10 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

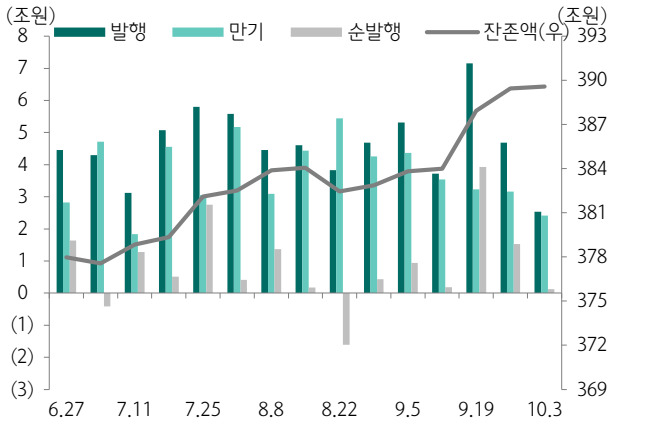
발행시장

도표 9. 특수채 발행/만기 현황



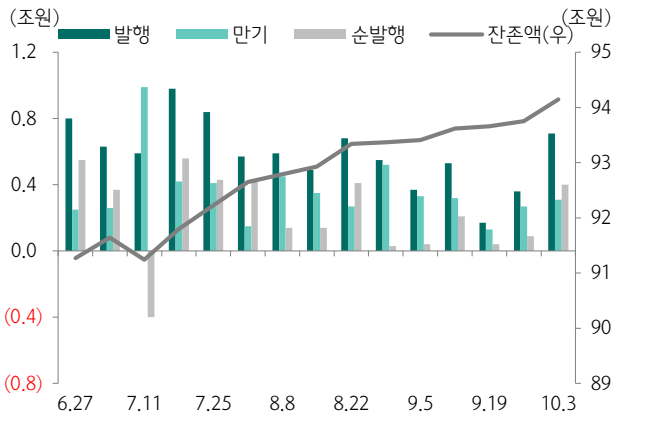
주: 발행일 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 10. 은행채 발행/만기 현황



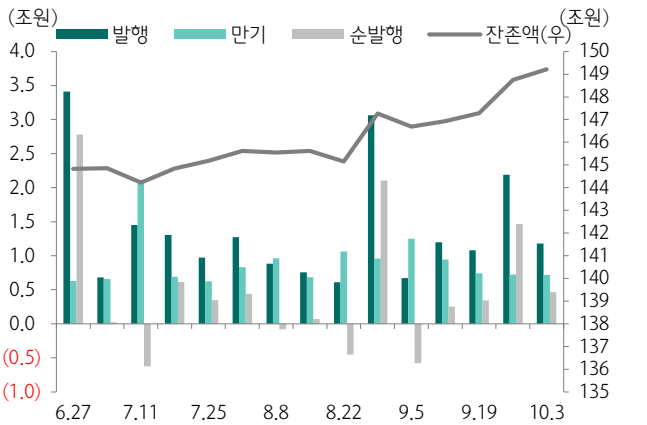
주: 발행일 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 11. 카드채 발행/만기 현황



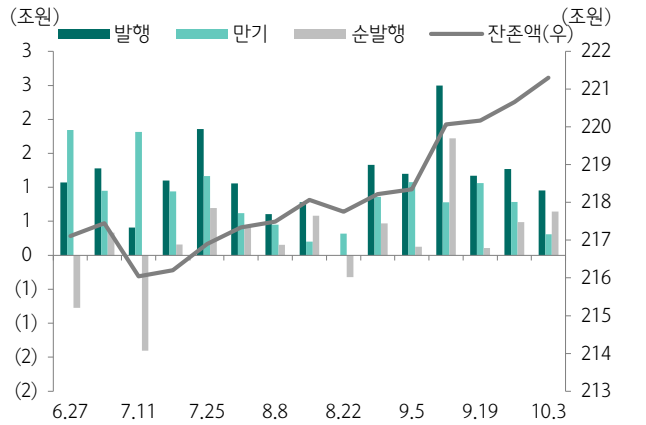
주: 발행일 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 12. 캐피탈채 발행/만기 현황



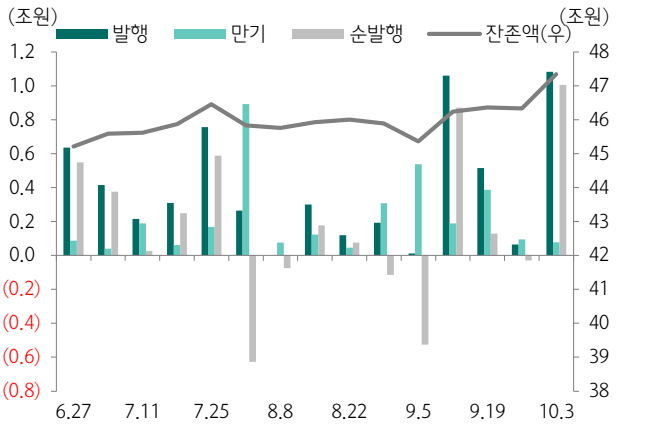
주: 발행일 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 13. AA등급 이상 회사채 발행/만기 현황



주: 발행일 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 14. A등급 이하 회사채 발행/만기 현황



주: 발행일 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

유통시장

도표 15. 주간 회사채 유통시장 상위거래

(단위: 억원, %, bp)

종목명	신용등급	거래금액	거래일	만기일	잔존기간	민평금리	평균거래금리	평균-민평
씨제이제일제당27-2	AA0	1,300	2025-09-30	2026-09-14	1년	2.601	2.686	8.5
SK297-2	AA+	900	2025-09-29	2026-09-13	1년	2.654	2.708	5.4
신한투자증권2402-2	AA0	800	2025-10-01	2027-02-19	1년6월	2.720	2.729	0.8
한국동서발전39-1	AAA	800	2025-09-30	2026-07-13	1년	2.596	2.676	8.0
DB손보신종자본증권 1	AA0	710	2025-09-30	2055-09-01	20년이상	3.814	3.790	-2.4
한국서부발전49-2(녹)	AAA	700	2025-09-30	2026-07-29	1년	2.601	2.672	7.1
한온시스템12-3	AA-	700	2025-09-29	2028-09-10	3년	3.499	3.412	-8.7
신한투자증권2401-2	AA0	600	2025-09-30	2027-01-22	1년6월	2.709	2.718	0.9
LG에너지솔루션3-1(녹)	AA0	600	2025-09-30	2026-02-16	6월	2.593	2.663	7.0
에스케이하이닉스224-2	AA0	500	2025-10-01	2028-02-14	2년6월	2.758	2.748	-1.0

주: 1) 2025.9.29~2025.10.10, 2) 발행물, 유동화증권 제외. 선순위, 무보증, 공모채기준 100억원 이상 거래
자료: 본드웹, 하나증권

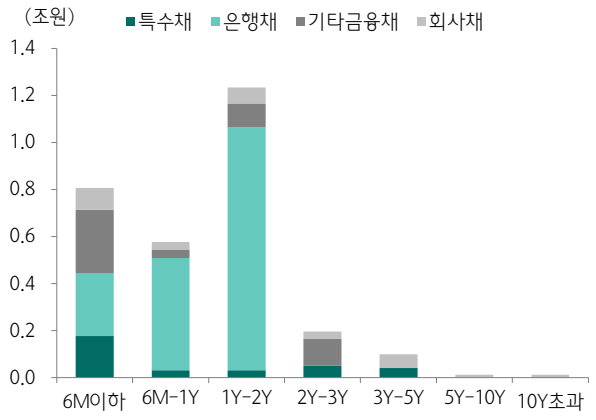
도표 16. 주간 회사채 강/약세거래 현황

(단위: 억원, bp)

강세				약세			
종목명(잔존기간)	신용등급	거래량	평균-민평	종목명(잔존기간)	신용등급	거래량	평균-민평
SK텔레콤79-1(3월)	AAA	200	-21.2	KT&G4-3(녹)(5년)	AAA	200	48.0
이마트28-3(3월)	AA-	200	-14.0	롯데리츠7-1(5년)	AA-	100	27.3
이마트28-3(5년)	AA-	400	-13.8	네이버4-2(3월)	AA+	210	19.5
대한항공110-1(5년)	A0	200	-13.3	미래에셋증권55(6월)	AA0	400	18.2
CJ ENM27-2(2년6월)	AA-	100	-11.9	하나에프앤아이186-2(3월)	A+	300	13.5
한국수력원자력28(3년)	AAA	200	-11.1	한국남부발전69-3(녹)(3월)	AAA	300	11.5
한온시스템12-3(1년)	AA-	700	-8.7	BNK금융지주43(1년)	AAA	200	10.7
한온시스템9-3(3년)	AA-	500	-8.0	하나에프앤아이187-2(3월)	A+	400	9.7
iM금융지주29(3월)	AAA	300	-7.2	LG유플러스119-1(6월)	AA0	200	9.2
iM금융지주29(5년)	AAA	200	-7.1	씨제이제일제당27-2(1년)	AA0	1,300	8.5

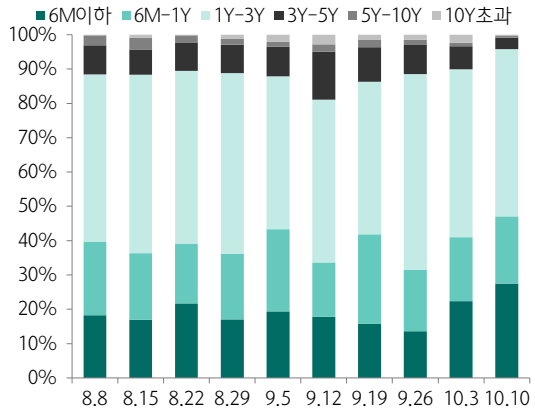
주: 1) 2025.9.29~2025.10.10, 2) 발행물, 유동화증권 제외. 선순위, 무보증, 공모채기준 100억원 이상 거래
자료: 본드웹, 하나증권

도표 17. 주간 잔존기간별 거래대금



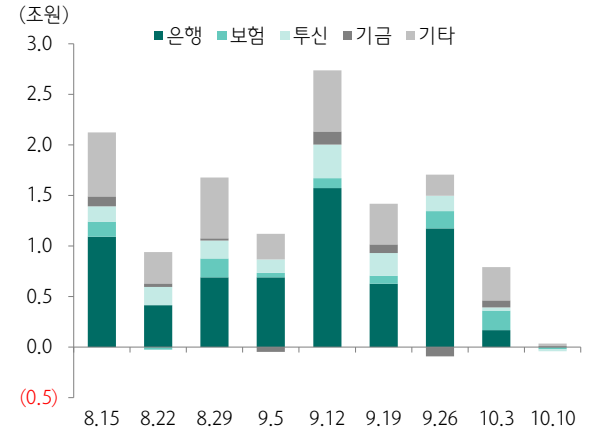
주: 2025.10.10 ~2025.10.10
자료: 금융투자협회, 하나증권

도표 18. 주간 잔존기간별 거래대금비중 추이



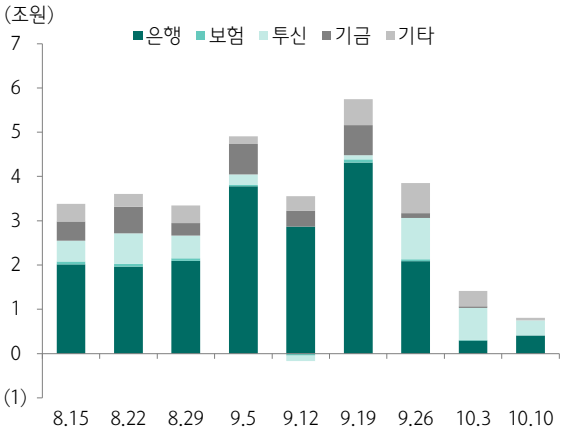
주: 주간단위(월~금) 작성
자료: 금융투자협회, 하나증권

도표 19. 투자자별 특수채 순매수 추이



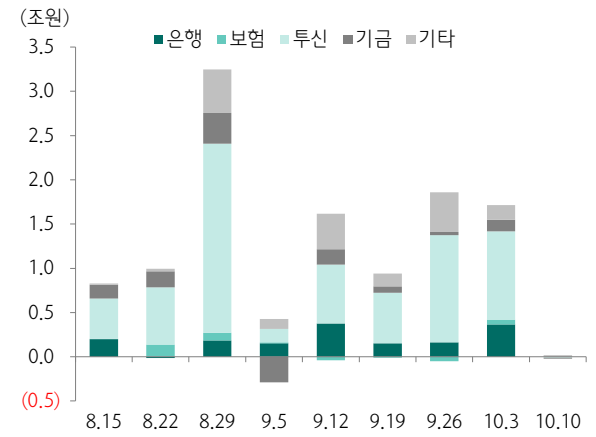
주: 기타에는 기타법인, 개인, 국가/지자체, 외국인, 종금 등 포함
자료: 금융투자협회, 하나증권

도표 20. 투자자별 은행채 순매수 추이



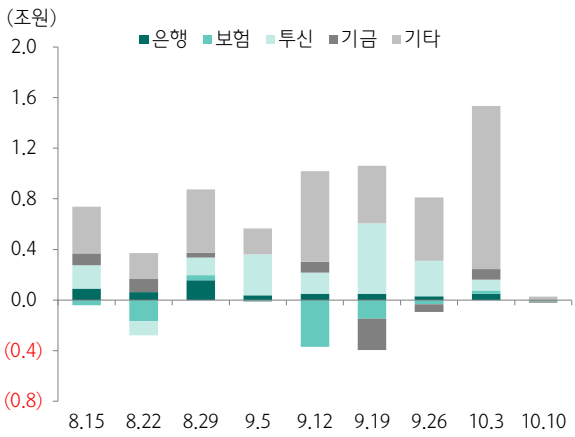
주: 기타에는 기타법인, 개인, 국가/지자체, 외국인, 종금 등 포함
자료: 금융투자협회, 하나증권

도표 21. 투자자별 여전채 순매수 추이



주: 기타에는 기타법인, 개인, 국가/지자체, 외국인, 종금 등 포함
자료: 금융투자협회, 하나증권

도표 22. 투자자별 회사채 순매수 추이



주: 기타에는 기타법인, 개인, 국가/지자체, 외국인, 종금 등 포함
자료: 금융투자협회, 하나증권

도표 23. 발행사 긍정적 등급전망 현황 (BBB- 등급 이상, 무보증 선순위채, 보험지급능력평가 / 10.10 기준)

구분	한신평	나신평	한기평
상향 검토	동양생명보험(AA/생명보험) 에이비엘생명(후)(A0/생명보험)		
긍정적	S-Oil(AA0/정유, 석유화학) 한화시스템(AA-/방산) 엘에스일렉트릭(AA-/ 전기장비) 풍산(A+/비철금속) 아이엠캐피탈(A+/캐피탈) 현대코퍼레이션(A/종합상사) 디엘에너지(A0/지주) 대신에프앤아이(A0/NPL) 씨제이씨지브이(A-/영화관) 현대코퍼레이션홀딩스(A-/지주) 케이카캐피탈(BBB/캐피탈)	S-Oil(AA0/정유·석유화학) 현대글로비스(AA0/종합물류) 엘에스일렉트릭(AA-/전기장비) 한국항공우주산업(AA-/방산) 한화에어로스페이스(AA-/방산) 금호석유화학(A+/석유화학) 풍산(A+/비철금속) 현대로템(A+/방산) 디엘에너지(A0/지주) 대신에프앤아이(A0/NPL) 현대코퍼레이션(A/종합상사) 씨제이씨지브이(A-/영화관) 키움에프앤아이(A-/NPL) 한화오션(BBB+/조선) 한진(BBB+/물류)	현대글로비스(AA/물류) 한화시스템(AA-/방산) 한화에어로스페이스(AA-/방산) 엘에스일렉트릭(AA-/ 전기장비) 풍산(A+/캐피탈) 현대코퍼레이션(A/종합상사) 씨제이씨지브이(A-/영화관) 엠지캐피탈(A-/캐피탈) 현대코퍼레이션홀딩스(A-/지주) 한진(BBB+/물류) 한화오션(BBB+/조선) 케이카캐피탈(BBB/캐피탈) 한화엔진(BBB-/선박엔진)

자료: 신용평가 3사, 하나증권

도표 24. 발행사 부정적 등급전망 현황 (BBB- 등급 이상, 무보증 선순위채, 보험지급능력평가 / 10.10 기준)

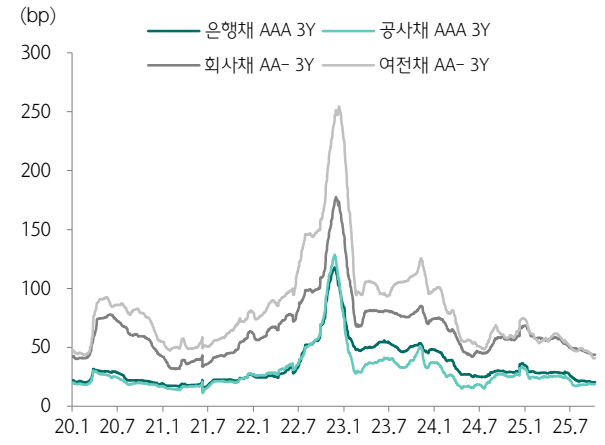
구분	한신평	나신평	한기평
하향 검토			
부정적	고려아연(AA+/비철금속) 한온시스템(AA-/자동차부품) 넷마블(A+/게임) HD현대케미칼(A0/석유화학) 여천NCC(A-/석유화학) 케이씨씨건설(A-/건설) 에스케이어드밴스드(BBB+/석유화학) 비에스한양(BBB+/건설) 풀무원(BBB+/식품) 이랜드월드(BBB0/의류) 콘텐트리중앙(BBB0/미디어)	엘지화학(AA+/석유화학) 호텔신라(AA-/면세) 한온시스템(AA-/자동차부품) 한화솔루션(AA-/석유화학) 한화토탈에너지스(AA-/석유화학) 현대엔지니어링(AA-/건설) SK지오센트릭(AA-/석유화학) 동아에스티(A+/제약) SKC(A+/지주) HD현대케미칼(A0/석유화학) 에코프로(A0/지주) 에코프로비엠(A0/이차전지소재) 에스케이아이이테크놀로지(A0/이차전지소재) 한국자산신탁(A0/신탁) 풀무원식품(A-/식품제조) 신한자산신탁(A-/신탁) 동화기업(A-/목재) 효성화학(BBB/석유화학) 제이티비씨(BBB0/방송) 에스엘엘중앙(BBB0/방송)	엘지화학(AA+/석유화학) 한온시스템(AA-/자동차부품) 한화솔루션(AA-/석유화학) 한화토탈에너지스(AA-/석유화학) SK지오센트릭(AA-/석유화학) 현대엔지니어링(AA-/건설) 호텔신라(AA-/면세) 넷마블(A+/게임) 현대엘리베이터(A+/승강기) SKC(A+/지주) 동아에스티(A+/제약) HD현대케미칼(A0/석유화학) 에스케이아이이테크놀로지(A0/이차전지소재) 한국자산신탁(A0/신탁) SK쉴더스(A0/보안) 여천NCC(A-/석유화학) 신한자산신탁(A-/신탁) 제이티비씨(BBB0/방송) 에스엘엘중앙(BBB0/미디어)

자료: 신용평가 3사, 하나증권

Key Chart

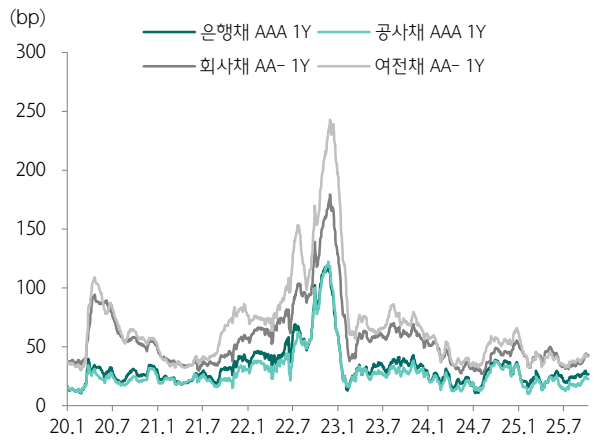
주요금리차(1)

주요 크레딧채권 신용스프레드(3Y)



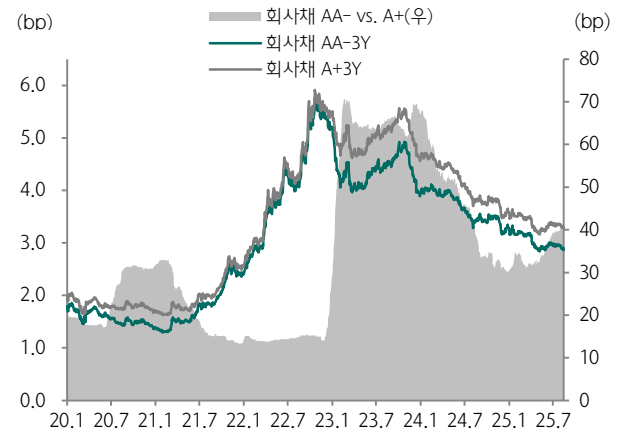
자료: 인포맥스, 하나증권

주요 크레딧채권 신용스프레드(1Y)



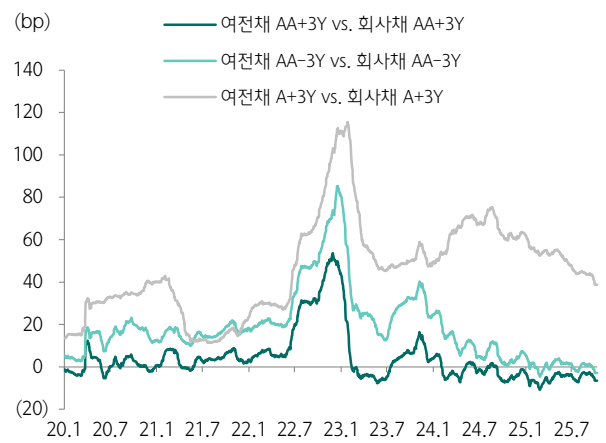
자료: 인포맥스, 하나증권

회사채 AA-/A+ 스프레드



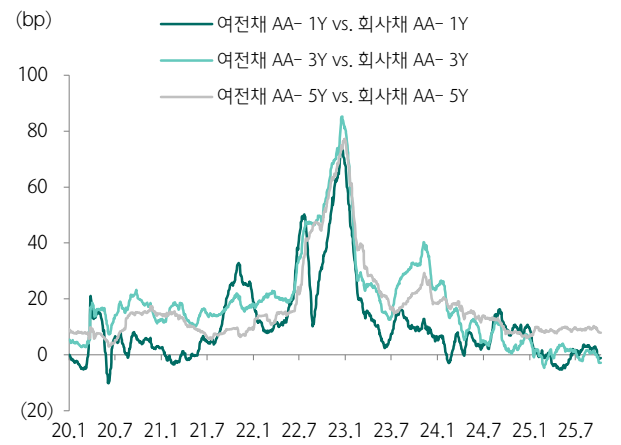
자료: 인포맥스, 하나증권

여전채3Y/회사채3Y 스프레드 (AA+/AA-/A+)



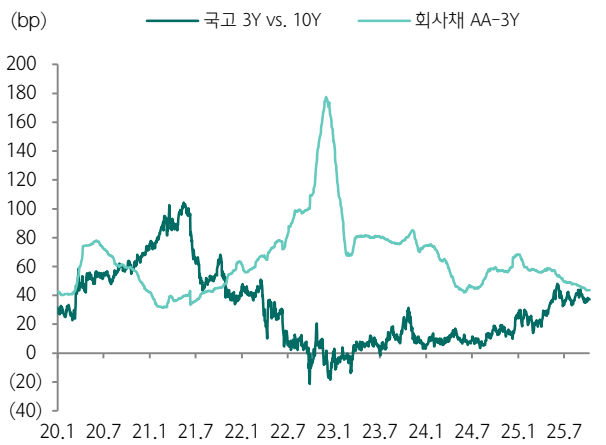
자료: 인포맥스, 하나증권

여전채/회사채 스프레드(1Y/3Y/5Y)



자료: 인포맥스, 하나증권

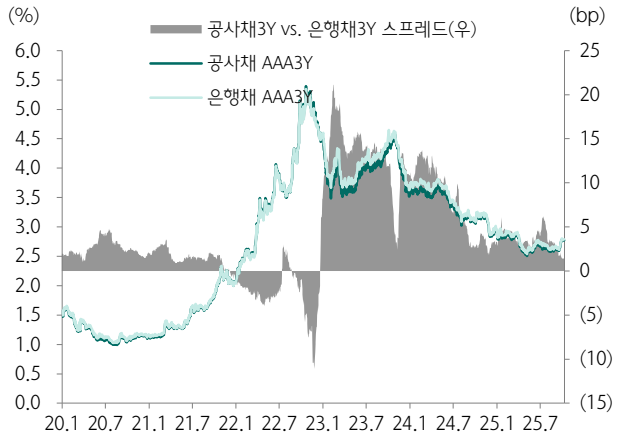
국채 장단기 스프레드 및 회사채 AA- 스프레드



자료: 인포맥스, 하나증권

주요금리차(2)

특수채3Y/은행채3Y 스프레드

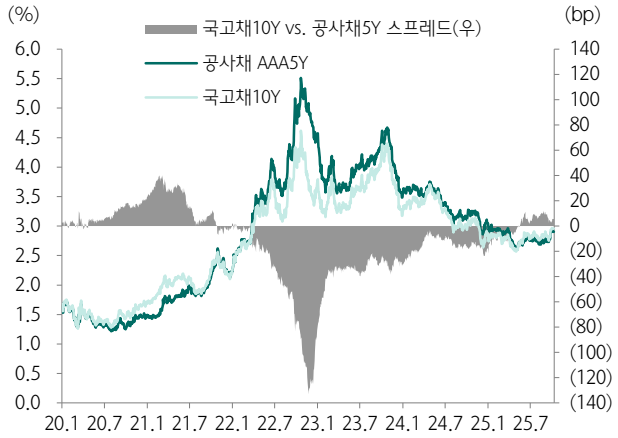


자료: 인포맥스, 하나증권

특수채AAA/은행채AAA 국고대비 Spread(3Y)

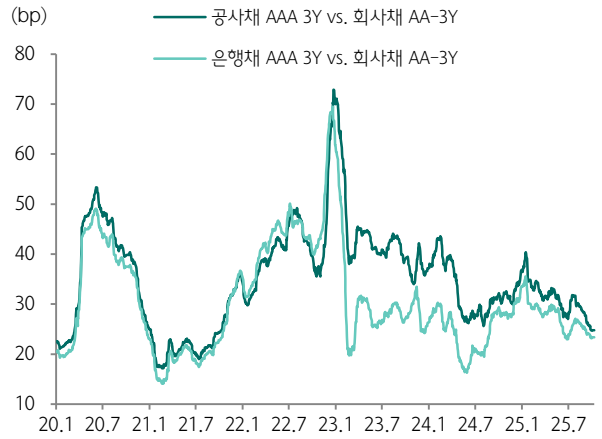
자료: 인포맥스, 하나증권

국고채10Y/특수채5Y 스프레드



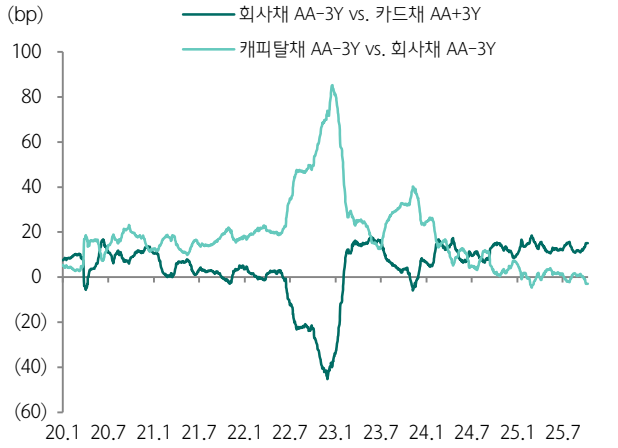
자료: 인포맥스, 하나증권

특수채AAA/은행채AAA 회사채(AA-)대비 스프레드



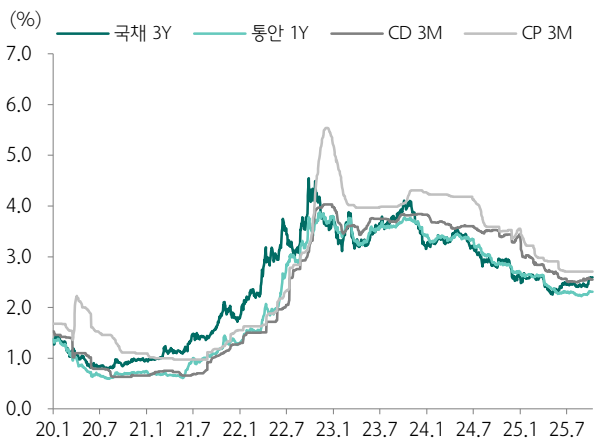
자료: 인포맥스, 하나증권

카드채AA+/캐피탈채AA- 회사채(AA-)대비 스프레드



자료: 인포맥스, 하나증권

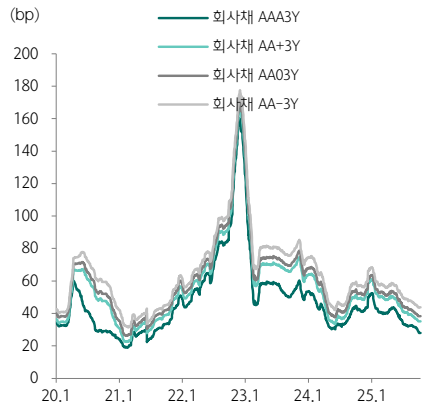
CP 3M/CD 3M/통안채1Y/국채3Y 금리 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

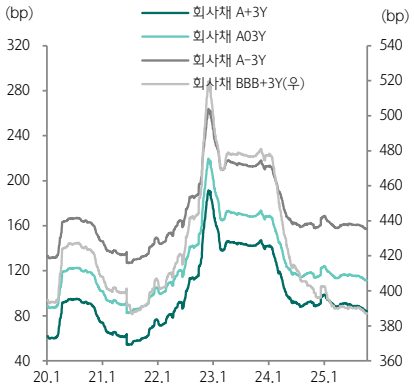
주요금리차(3)

AA등급 이상 회사채 스프레드 추이(3Y)



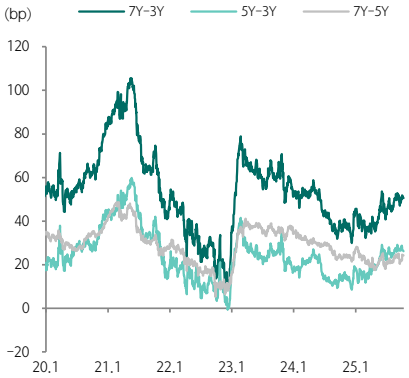
자료: 인포맥스, 하나증권

A등급 이하 회사채 스프레드 추이(3Y)



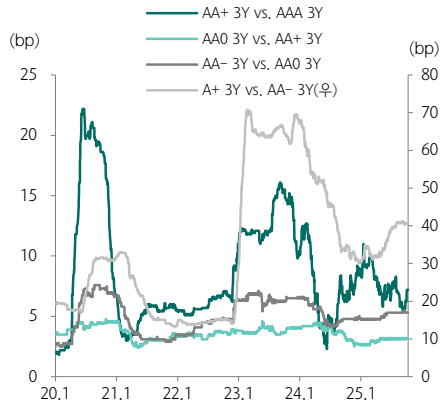
자료: 인포맥스, 하나증권

회사채 AA- 장단기 스프레드(3Y/5Y/7Y)



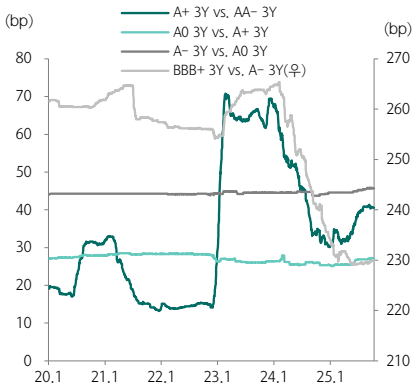
자료: 인포맥스, 하나증권

회사채 등급 간 스프레드(1)



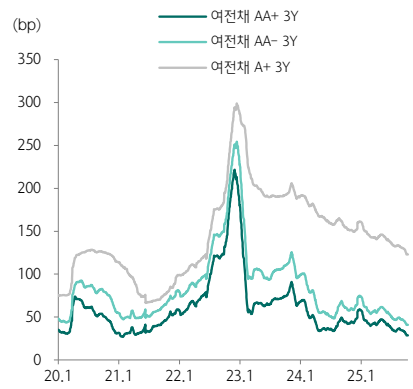
자료: 인포맥스, 하나증권

회사채 등급 간 스프레드(2)



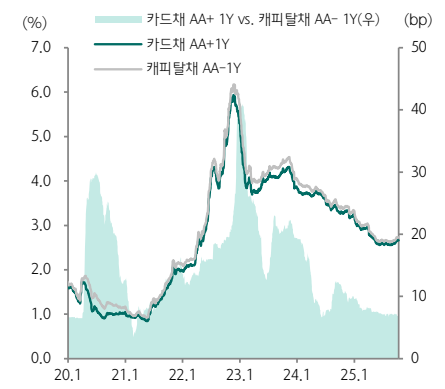
자료: 인포맥스, 하나증권

여전채3Y 스프레드 추이(AA+/AA-/A+)



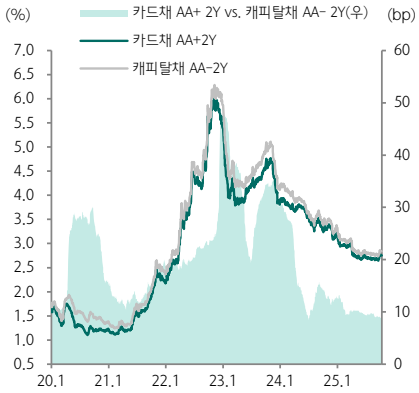
자료: 인포맥스, 하나증권

카드채/캐피탈채 스프레드(1Y)



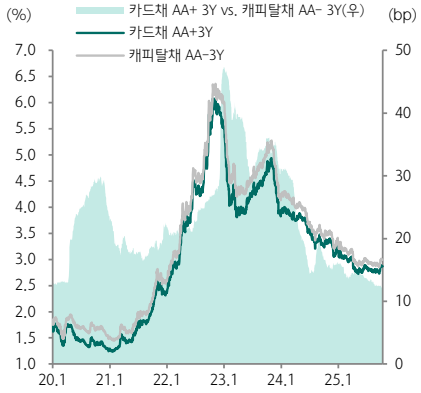
자료: 인포맥스, 하나증권

카드채/캐피탈채 스프레드(2Y)



자료: 인포맥스, 하나증권

카드채/캐피탈채 스프레드(3Y)



자료: 인포맥스, 하나증권