Credit Issue

정책 변화와 크레딧 수급 전망

공사채 발행 증가 예상

공공아파트 중심의 주택 공급으로 요약할 수 있는 부동산 관련 대책 및 생산적 금융으로의 전환을 위한 국민성장펀드 조성 등 크레딧채권 수급에 영향을 줄만한 다양한 정책들이 추진되고 있다. 이러한 정부 정책과 관련해 LH공사채와 주택도시기금 ABS, 첨단전략산업기금채권 등 공사채 발행 증가가 예상된다.

LH공사채와 주택도시기금 ABS는 내년에 각각 8조원과 3조원 정도의 순발행을 예상해 볼 수 있다. 그리고 첨단전략산업기금채권은 내년에 15조원 규모의 발행을 예상한다. 따라서 이들 3개 채권의 순발행규모는 총 26조원에 달할 것으로 추산해 볼 수 있다. 이는 2022년 발행이 급증한 한전채 순발행규모와 비슷한 수준으로, 당시 한전채 소화에 어려움을 겪으면서 발행금리가 급등해 하위 크레딧 섹터의 수요를 잠식했던 구축효과가 이들 3개 채권 발행과 관련해 재차 발생할 가능성을 우려하는 시각이 존재하고 있다.

은행권 수요로 구축효과 발생 가능성 제한적

그러나 이들 3개 채권은 설립근거법에 정부 손실보전조항이 있거나 정부보증채로 발행되면서 위험가중치가 0%로, 위험가중자산 관리가 필요한 은행권의 견고한 수요가 예상된다. 특히 내년부터 위험가중자산 최저한도의 단계적 상향조치가 예정되어 있는 상황이기에 은행권의 위험가중치 0% 채권에 대한 수요는 보다 강화될 가능성이 있다. 이는 2022년 사채발행한도를 늘리는 한전법 개정안이 국회에서 부결돼 차년도 신규 사채 발행이 불가능해지고 이에 따른 채무불이행 가능성이 우려되면서 한전채에 대한 시장 수요가 위축됐던 상황과는 다른 것으로, 구축효과가 발생할 가능성은 낮은 것으로 판단한다.

그리고 부동산 수요 억제대책인 6·27 대책 및 10·15 대책과 부동산 공급대책인 9·7 대책은 은행채와 부동산 관련 공사채에 상반된 영향을 주면서 LH공사 등 부동산 관련 공사채 발행수요는 증가하는 반면 은행채 발행수요는 줄어들 것으로 예상한다. 그리고 국민성장펀드 조성과 관련해서는 첨단전략산업기금채권 신규 발행이 예상되는 반면 산금채와 회사채 발행수요는 줄어드는 효과가 기대된다. 전체적인 크레딧채권 공급부담이 우려보다 제한적일 가능성이 있는 것으로, 발행물량이 무난하게 소화될 것으로 예상한다.

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

목차

Ⅰ. 정책 요인과 크레딧 수급 1
Ⅱ. 부동산 수요 억제대책과 은행채 2
Ⅲ. 부동산 공급대책과 공사채 5
1. LH공사채
2. 주택도시기금 ABS
3. LH공사채 등의 수요기반
Ⅳ. 국민성장펀드 설립과 첨단전략산업기금채 11
1. 15조원 규모 첨단전략산업기금채권 발행 예상
2. 구축효과 발생 가능성
Ⅴ. RWA 최저한도 단계적 상향과 채권수요 14
Ⅵ. 발행어음·IMA 신규인가와 채권수요 18

김기명
kmkim@koreainvestment.com

I. 정책 요인과 크레딧 수급

정책 추진과 관련해 공사채 발행 증가 예상

신정부 출범 이후 부동산 관련 대책 및 생산적 금융으로의 전환을 위한 국민성장펀드 조성 등 크레딧채권 수급에 영향을 줄만한 다양한 정책들이 추진되고 있다. 이러한 정부 정책과 관련해 LH공사채와 주택도시기금 ABS, 첨단전략산업기금채권 등의 공사채 발행 증가가 예상된다.

공사채 발행 증가로 2022년 한전채와 같은 구축효과 발생 우려 시각 존재

2022년 한전이 대규모 적자 발생에 따른 영업상 부족자금 충당을 위해 한전채 발행을 대거 늘리는 과정에서 소화에 어려움을 겪으면서 발행금리가 상승해 하위 섹터 크레딧채권 수요를 잠식하는 구축효과가 발생한 적이 있는데, 시장 일각에서는 첨단산업전략기금채권 등 공사채 발행 증가 전망과 관련해 2022년 한전과 마찬가지로 구축효과 발생을 우려하는 시각이 존재한다.

공사채 수급 상황 점검

따라서 정부 정책들의 구체적 내용과 이러한 정책이 공사채 발행에 미치는 영향에 대한 분석을 통해 첨단산업전략기금채권 등 3개 공사채의 내년 발행물량을 추산해 봤다. 그리고 채권 수요기반 측면에서 2022년 한전 상황과 위험가중치가 0%인 이들 3개 공사채의 차이점에 대해서도 점검해 봤다. 이와 관련해 내년부터 예정되어 있는 은행의 위험가중자산 최저한도의 단계적 상향조치가 공사채 수요에 미치는 영향에 대해서도 분석했다.

구축효과 발생 가능성 제한적

결론적으로 2022년 한전과 달리 은행권의 견고한 수요로 이들 3개 공사채 발행 증가로 인한 구축효과가 발생할 가능성은 낮은 것으로 판단한다.

은행채·회사채 발행수요는 감소 예상

한편 부동산 대책 및 생산적 금융 전환 정책 추진이 은행채와 회사채 발행에 미치는 영향도 분석해 전체적인 크레딧채권 공급부담 수준에 대해서도 점검해봤다. 은행채와 회사채 발행수요는 줄어드는 효과가 기대돼 전체적인 크레딧채권 공급부담이 우려보다 제한적일 가능성이 있는 것으로 판단한다.

발행어음·IMA 신규 인가는 비우량 크레딧 수요 강화

추가적으로 4분기중 결과가 나올 것으로 예상하는 발행어음 및 IMA 신규 인가가 크레딧 수급에 미치는 영향도 점검했다. 발행어음 및 IMA 신규 인가는 A등급 이하 비우량 크레딧채권의 수요기반 강화로 연결될 것으로 예상한다.

II. 부동산 수요 억제대책과 은행채

6·27 대책과 10·15 대책은 은행채 발행 감소 요인

6·27 대책과 10·15 대책으로 대표되는 부동산 수요 억제대책과 관련해 은행채는 발행 감소 요인이 존재한다.

금융당국, 6·27 대책 등 일련의 부동산 수요 억제대책 발표

금융당국이 6월 27일 내놓은 '가계부채 관리 강화 방안'은 대출규제를 통한 부동산 수요 억제대책으로, 전 금융권 가계대출 총량목표를 당초 계획 대비 50% 감축하고 정책대출도 연간 공급계획 대비 25% 감축하는 총량규제 조치가 포함돼 있다. 그리고 9월 7일에는 '주택공급 확대방안'을 발표했는데, 여기에도 수요 억제책이 일부 포함됐다. 즉 규제지역 LTV를 50%에서 40%로 낮추고 주택 매매·임대사업자의 수도권 주담대 제한(LTV 0%), 1주택자의 수도권 전세대출한도 조정 등의 조치가 나왔다. 이후 9월 19일에는 은행 자본규제 합리화 방안으로 내부등급법상 신규 취급 주택담보대출의 위험가중치 하한을 15%에서 20%로 상향하는 조치가 발표됐다.

4분기 남은 기간 은행채 순상환기조 보일 가능성도..

그리고 이러한 일련의 부동산 대책에도 수도권 주택가격 상승세가 잡히지 않으면서 금융당국은 10월 15일 추가 대출규제로 수도권 주담대 한도를 6억원에서 주택가격이 고가일수록 한도를 줄여 6억원·4억원·2억원으로 차등화, 수도권 주담대의 스트레스 DSR 금리 하한을 1.5%에서 3%로 상향, 1주택자 수도권 전세대출의 DSR 적용, 주담대 위험가중치 하한의 상향 조치 조기 시행(내년 4월→내년 1월), 서울 전역과 경기 12곳으로 규제지역 확대 및 규제지역 대출규제 즉시 적용 등의 대책을 발표했다. 따라서 4분기 남은 기간 가계대출은 은행별로 감소세를 보이는 경우도 나올 수 있고, 건전성 관리 부담으로 기업대출을 공격적으로 늘리기 어려운 점을 감안할 때 은행채 발행물량도 순상환기조를 보일 가능성이 있는 것으로 판단한다.

내년에도 은행채 순발행규모 제한될 가능성 존재

그리고 수도권 부동산 가격 상승세가 잡히지 않으면 부동산 수요 억제책은 내년에도 강도를 좀 더 높이면서 계속 이어질 가능성이 있는 것으로 볼 수 있다. 그 결과 은행채는 내년에도 순발행규모가 제한될 가능성이 있는 것으로 판단한다.

여전채 발행물량도 제한될 것으로 예상

참고로 가계대출 총량규제 강화가 전금융권을 대상으로 하는 점을 감안하면 여전사도 자산증대에 제약이 있어, 여전채 발행물량도 제한될 것으로 예상한다.

<표 1> 6월 27일 가계부채 관리 강화 방안 주요 내용

시행방안	세부 내용	시행 시기
가계대출 총량관리 강화	- 全금융권의 가계대출(정책대출 제외) 총량목표는 당초 계획 대비 50% 수준으로 감축 - 정책대출은 연간 공급계획 대비 25%를 감축	2025.06.28
은행권 자율관리조치를 全금융권으로 확대 시행	- 수도권·규제지역 내에서 2주택 이상 보유자가 추가 주택을 구입하거나, 1주택자가 기존 주택을 처분하지 않고 추가 주택을 구입하는 경우 주담대를 금지(LTV=0%)	2025.06.28
	- 1주택자가 기존 주택을 6개월 이내에 처분할 경우 무주택자와 동일하게 비규제지역 LTV 70%, 규제지역 LTV 50%를 적용	
	- 수도권·규제지역 내 보유주택을 담보로 하여 생활비 등 조달목적으로 대출받는 생활안정자금 목적 주담대 한도를 최대 1억원으로 제한	
	- 수도권·규제지역 내 주택을 2채 이상 보유한 차주에 대해서는 해당 주택들을 담보로 한 생활안정자금 목적 주담대 취급을 금지	
	- 수도권·규제지역내 주담대 대출만기를 30년 이내로 제한하여 DSR규제 우회를 방지 - 수도권·규제지역내 소유권 이전 조건부 전세대출을 금지 - 신용대출 한도를 차주별 연소득 이내로 제한하여 신용대출을 활용한 주택 구입 방지	
주택구입목적 주담대 여신한도 제한	- 금융회사가 수도권·규제지역 내에서 취급하는 주택구입목적 주담대의 최대한도를 6억원으로 제한하여 고가주택 구입에 과도한 대출 활용을 제한	2025.06.28
LTV등 규제 강화	- 수도권·규제지역내 생애 최초 주택구입 목적 주담대의 LTV를 강화(80→70%)하고, 전입의무(6개월 이내)를 부과, 동 방안은 정책대출에도 동일하게 적용	2025.06.28
	- 디딤돌·버팀목 대출은 대출 최대 한도를 대상별로 축소 조정	2025.06.28
	- 수도권·규제지역 내 주택구입시 주담대를 받은 경우 6개월 이내 전입 의무를 부과	2025.06.28
	- 수도권·규제지역내 전세대출 보증비율을 현행 보다 강화(90%→80%)	2025.07.21

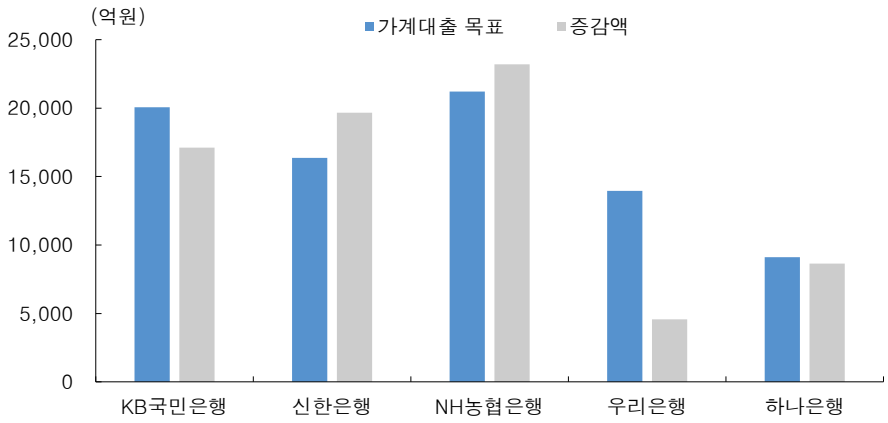
자료: 금융위원회, 한국투자증권

<표 2> 10월 15일 주택시장 안정화 대책 관련 주요 내용

시행방안	세부 내용	시행 시기
조정대상지역 및 투기과열지구 추가 지정	- 조정대상지역 및 투기과열지구는 기존 강남구, 서초구, 송파구, 용산구에 대해 지정을 유지 - 그 외 서울 21개 자치구 전체와 경기도 12개 지역을 신규 지정 (과천시, 광명시, 성남시 분당구·수정구·중원구, 수원시 영통구·장안구·팔달구, 안양시 동안구, 용인시 수지구, 의왕시, 하남시)	2025.10.16
토지거래허가구역 추가 지정	- 투기과열지구와 동일한 지역에 소재한 아파트 및 동일 단지 내 아파트가 1개동 이상 포함된 연립·다세대주택을 토지거래허가구역으로 신규 지정	2025.10.20
주택가격에 따른 주담대 여신 한도 차등 적용	- 수도권·규제지역 주택 가격에 따른 주택담보대출 최대한도를 차등 적용 - 15억원 이하 주택: 6억원 - 15억원 초과~25억원 이하 주택: 4억원 - 25억원 초과주택: 2억원	2025.10.16
주담대 스트레스 금리 상향 조정	- 수도권·규제지역 내 주택담보대출의 스트레스 금리를 1.5%에서 3.0%로 상향 조정	2025.10.16
전세대출에 DSR 적용	- 1주택자가 수도권·규제지역에서 임차인으로 전세대출을 받는 경우 전세대출 이자상환분을 DSR에 반영	2025.10.29
은행권 주담대 위험가중치 하한 상향 조기 시행	- 은행권 신용리스크 평가시 적용하는 주담대 위험가중치 하한 상향 조치(15%→20%) 조기 시행(26년 4월 → 26년 1월)	2026.01.01

자료: 금융위원회, 한국투자증권

[그림 1] 가계대출 연간 대출 증가 목표를 초과한 NH농협은행과 신한은행



주: 2025년 9월말 기준 증가액(2024년말대비)
자료: 금융감독원, 한국투자증권

III. 부동산 공급대책과 공사채

1) LH공사채

9·7 대책은 공사채 발행 증가 요인

반면에 9·7 대책으로 대표되는 부동산 공급대책과 관련해 공사채는 발행증가 요인이 존재한다.

LH공사 중심의 공공주택 공급 확대로 LH공사채 발행 증가 예상

9월 7일 발표된 '주택공급 확대방안'은 LH공사가 조성하는 공공택지는 모두 LH공사가 직접 시행에 나서 주택 공급속도를 높이는 방안이 핵심 내용으로 돼있다. 택지 조성 후 민간에 매각해 민영아파트를 분양하게 되면 시행사 이윤 등이 가산되면서 분양가가 상승하는 문제점이 있는 점을 고려해, LH공사가 공공택지내 아파트 시행도 직접 담당해 공급가를 낮추려는 의도도 있는 것으로 이해된다. 향후 공공택지개발지구에서는 공공임대 아파트와 공공분양 아파트만 공급될 전망이다. LH공사는 공공택지 조성 후 택지를 민간에 매각하는 방식으로 택지조성자금을 회수했는데, 택지를 매각하지 않고 아파트 건설까지 전담하게 되면서 자금부담이 크게 늘어나게 됐다. LH공사채 발행 증가 요인이 생긴 것이다.

주택 건설자금은 시공사가 부담하는 사업구조 검토. 이를 통해 자금부담 일정수준 경감 기대.

이에 대한 대책의 일환으로 정부는 LH공사의 공공주택 직접 시행 물량을 도급형 민간참여사업으로 추진해, LH공사는 택지를 제공하고 민간 건설사는 설계·시공뿐 아니라 주택 건설관련 자금조달을 맡는 사업구조를 검토하고 있다. LH공사는 준공 이후 분양대금이나 임대보증금이 들어오면, 이를 재원으로 공사대금을 지급할 방침이다. 단 시공을 맡는 민간 건설사의 건설자금 조달이 원활하게 진행되지 않으면 이러한 사업구조가 유지되기 어려운데, LH공사로부터 장래 받을 공사대금채권 유동화가 자금조달 방안이 될 것으로 예상해 볼 수 있다. 최근 언론보도에 따르면 LH공사는 주택도시보증공사(HUG)의 지급보증을 통해 자금조달을 지원할 계획을 가지고 있는 것으로 보인다. LH공사는 공공주택 건설을 도급형 민간참여사업으로 추진해 건설관련 자금부담을 일정수준 덜 수 있을 것으로 기대된다.

단 자금 회수시기가 뒤로 밀려 자금부담 증가 불가피

단 기존에 택지개발 등과 관련한 투입자금의 회수 시기가 일정부분 택지조성 완료 시점이었던 것이 앞으로는 공공분양아파트의 준공 시점 내지 분양전환 공공임대아파트의 분양 전환 시점으로 밀리게 되고 영구임대아파트의 경우에는 투입자금의 100% 회수가 어려울 수 있게 됐다. 또한 9·7 대책에 토지보상 조기화 계획도 있고 주택매입 임대사업 강화도 계획하고 있어 자금부담 증가를 피하기는 어려울 것으로 판단한다.

공공주택은 임대물량이 많을 것으로 예상

한편 이재명 대통령이 공공주택을 임대 형태로 충분히 공급해야 한다고 밝힌 점을 감안하면 LH공사가 공급하는 공공주택에서 분양물량보다 임대물량이 많을 것으로 예상한다. 단 아직 분양물량과 임대물량을 어느정도 비중으로 가져갈지 구체적으로 확정되지는 않은 가운데, 정부는 LH공사의 기능 재정립과 재무건전성 확보 방안을 마련하는 LH개혁위원회 논의를 토대로 연내 공급유형(공공분양, 공공임대 등)과 자금조달방안 등을 발표할 계획이다.

공공분양 아파트는 '지분적립형'과 '이익공유형'으로 추진할 가능성

한편 공공분양 아파트 공급에 있어서는 '지분적립형'과 '이익공유형(환매조건부)' 주택 도입을 추진할 가능성이 있는 것으로 판단한다. '지분적립형'은 적금을 붓듯이 수분양자가 저렴한 분양가로 최초 지분 일부(10~25%)만 취득해 거주하면서 20~30년에 걸쳐 나머지 지분을 분할 취득하는 방식이다. '이익공유형'은 수분양자가 80% 정도의 분양가로 입주한 뒤 5년간 의무 거주하고 매각할 때 주택을 공급한 LH공사에 환매해 무주택자에게 재공급하는 방식이다.

이는 임대아파트와 마찬가지로 LH공사의 자금부담 늘릴 것으로 자금조달수단으로 리츠 등 검토 예상

향후 공공분양 아파트가 '지분적립형'과 '이익공유형'으로 공급되면, 공공임대 아파트 공급과 마찬가지로 공공분양 아파트 공급도 LH공사의 자금부담을 늘릴 것으로 예상할 수 있다. 이익공유형의 경우 LH공사가 낮은 분양가로 공급한 후 최소 5년간 수익을 회수하기 어렵고 지분적립형 역시 20~30년간 많은 지분을 떠안아야 하는 구조이기 때문이다. LH공사는 '이익공유형' 등으로 공급하는 주택에 대한 자금조달수단으로 리츠 등을 검토할 수 있을 것으로 예상한다.

LH공사채 순발행물량, 재무건전성 확보 노력으로 우려보다는 제한적인 8조원 정도 예상

한편 9월 1일 기재부가 발표한 공공기관 중장기 재무관리계획에 따르면 LH공사의 부채는 2025년 170.2조원에서 2026년 192.5조원으로 22.3조원 증가할 전망이다. 부채 증가 예상분에는 임대보증금 및 임대주택공급 등과 관련한 주택도시기금의 사업자 대출 등 정부 차입금도 포함될 것으로, 과거 부채총액에서 시장조달 금융부채 비중을 준용해 추정할 때 대략 8조원 정도의 LH공사채 순증을 예상할 수 있어 순발행물량이 우려보다는 제한적일 수 있다. 현재 검토중인 LH공사의 재무건전성 확보 방안도 LH공사채 발행 증가를 통제하는 결과를 가져올 수 있을 것으로 예상한다.

은행채 발행의 일정부분이 공사채 발행으로 대체되는 것으로 해석 가능

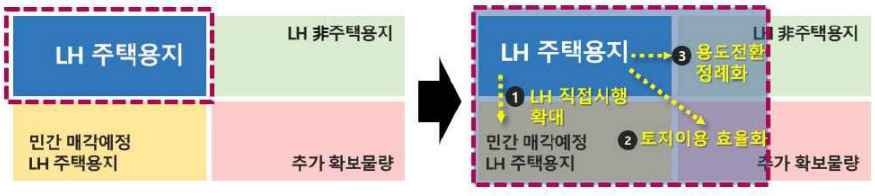
그리고 기존 방식대로 공공택지에서 민영아파트도 공급되면 수분양자의 주택담보대출 수요가 증가해 은행채 발행 증가로 연결될 수 있던 게, 공공 임대아파트 중심으로 공급되면서 은행채 발행의 일정부분이 공사채 발행으로 대체되는 것으로 해석할 수 있다. 즉 은행채 발행수요가 일정수준 줄어드는 효과가 있는 것으로 해석이 가능하다.

[그림 2] LH공사 직접 시행을 통한 주택공급 활성화

◈ 수도권 공공택지 사업주체(민간→LH)와 토지용도(非주택→주택)를 전환*하여 택지사업의 공공성 강화와 함께 공급물량 확대 및 공급속도 제고

* (주택) LH 직접시행 확대, 토지이용 효율화 (비주택) 용도전환 정례화

☞ LH 직접 시행 등을 통해 '30년까지 수도권에 총 7.5만호 + α 추가 착공



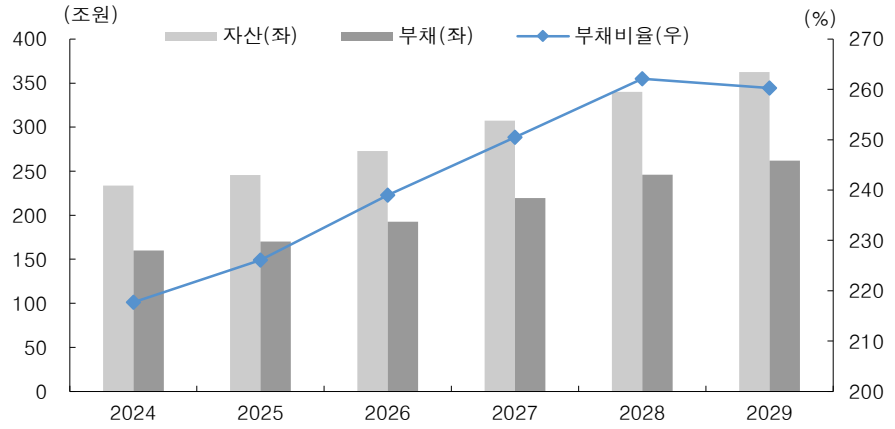
자료: 국토교통부, 한국투자증권

<표 3> 경기도형 적금주택(지분적립형 분양주택 개요)

구분	내용
근거	- 공공주택특별법 제 2 조, 제 49 조의 5 등
개념	- 주택을 20~30 년에 걸쳐 분할취득 - 처분 시 지분율에 따라 차익 배분
지분취득	- 분양가의 10~25% 최초 부담
보증금(임대료)	- 전세시세의 80%이하(공공지분) - 지분 취득에 따라 점차 인하
매각제한	- 거주의무 5 년, 전매제한 10 년

자료: 경기도, 한국투자증권

[그림 3] LH공사 중장기 자산·부채 전망



자료: 기획재정부, 한국투자증권

2) 주택도시기금 ABS

HUG는 주택도시기금의 사업자대출을 기초자산으로 ABS 발행 추진

주택도시보증공사(HUG)가 관리하는 주택도시기금은 기금을 재원으로 한 임대주택건설자금 등 사업자 대출과 버팀목·디딤돌 대출 등 수요자 대출이 크게 증가하면서 기금의 여유자금 잔액이 2021년말 49조원에서 지난 6월말 기준 9.3조원으로 줄어들었다. 그 결과 유동성 관리에 주의를 요하게 되면서, HUG는 대출채권을 기초자산으로 하는 자산유동화를 검토하고 있다. 올해 4월 기준 사업자 대출잔액이 120조원, 수요자 대출잔액이 43조원 수준으로, 사업자 대출채권 중 LH공사에 대출해 준 임대주택 건설용 자금이 첫번째 유동화증권의 기초자산으로 검토되고 있다. 5,000억원 내지 1조원 규모의 ABS를 연내 또는 내년초 발행하는 방안을 추진중인 것으로 보도되고 있다.

HUG 보증 ABS 발행으로 위험가중치 0% 적용 예상

유동화는 HUG 보증을 붙여 추진할 예정인데, 설립 근거법에 정부 손실보전조항이 있는 HUG의 보증을 통해 위험가중치 0%를 적용받아 은행권 수요 확보에 강점을 가질 수 있기 때문이다.

수년에 걸쳐 10조원 유동화할 계획으로 내년 3조원 정도 발행 시도 예상

국토부는 다가구 매입임대 등 임대주택 공급 확대를 계획하고 있는데, 이는 주택도시기금의 사업자 대출 증가를 수반하게 되고 사업자 대출 재원 마련을 위한 유동화증권 발행이 증가하는 결과를 초래할 것으로 예상한다. HUG는 향후 수년에 걸쳐 대출자산 10조원을 유동화할 계획이라고 보도되고 있는데, 내년 유동화증권 발행규모를 예측하기는 어렵지만 대략 3조원 정도는 발행을 시도할 것으로 예상해 볼 수 있다.

주택도시기금 수요자대출은 집행 축소 예상

반면에 6·27 대책에서 버팀목·디딤돌 대출 등 정책모기지를 연간 공급계획 대비 25% 감축키로 해서 수요자 대출 집행은 당초 계획보다 축소될 요인이 발생했고, 향후 추가 대출규제 차원에서 정책대출도 DSR 적용대상에 포함되면 수요자 대출 집행이 좀 더 위축될 가능성도 있다. 또한 서민층 주거복지 차원에서 출발한 수요자 대출의 대상이 중산층 이상까지 포함하게 됐고 가계부채 증가와 집값 상승의 한 원인을 제공했다는 비판을 받고 있는 점도 향후 수요자 대출 집행의 축소 가능성을 점치게 한다. 수요자 대출은 주택도시기금 재원 부족으로 상당부분을 이차보전방식을 통해 은행권 자금을 재원으로 쓰고 있는 상황이어서 수요자 대출 집행 축소는 결과적으로 은행채 발행수요 축소로 연결될 것으로 예상한다.

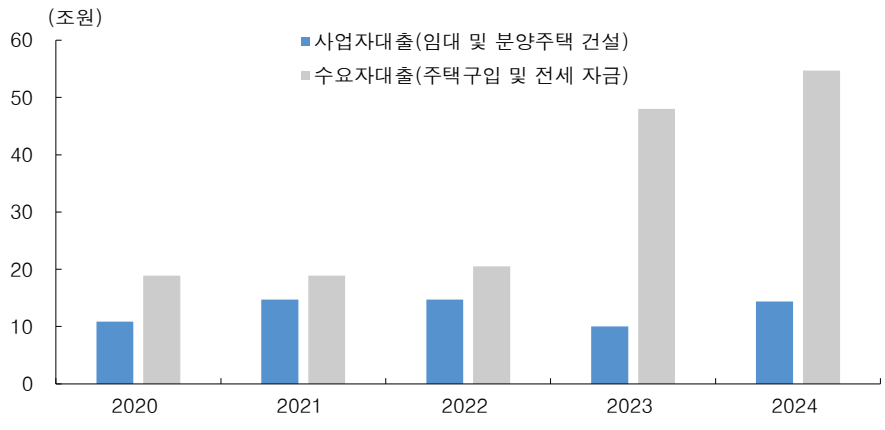
LH공사채 및 주택도시기금 ABS 발행은 내년부터 본격화 예상

그리고 LH공사의 공사채 발행 및 주택도시기금의 ABS 발행은 공공택지개발지구의 주택공급정책 재정립이나 ABS 발행에 필요한 준비기간 등을 감안할 때 당장 올해 4분기에 물량부담을 늘리기보다는 내년부터 공사채 물량부담을 늘릴 가능성이 있는 것으로 판단한다.

HUG 자체 공사채는 발행 제한적일 것

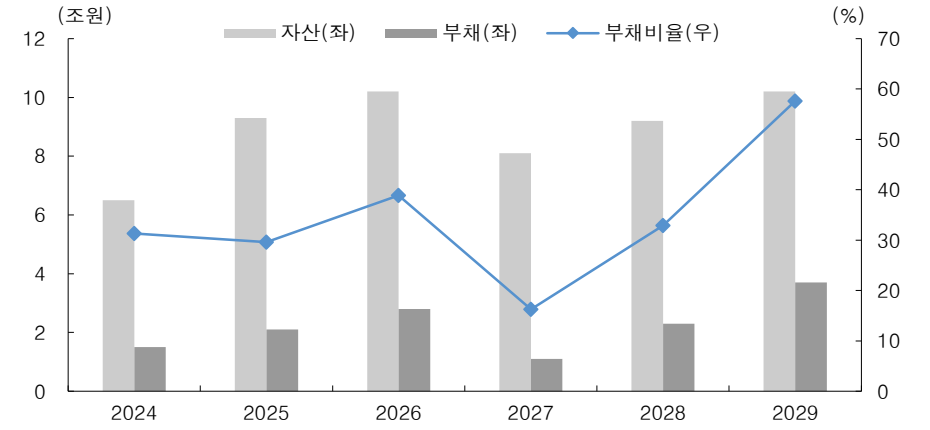
한편 HUG는 주택도시기금 ABS와는 별개로 10월초에 전세보증 등과 관련한 대위변제와 지방 미분양 안심환매 사업 필요자금 조달을 위해 5,000억원 규모의 공사채를 발행했다. 단 공공기관 중장기 재무관리계획에 따르면 HUG의 부채는 2025년 2.1조원에서 2026년 2.8조원으로 7,000억원 증가해, HUG가 자체적으로 발행하는 공사채 규모는 제한적 수준에 그칠 것으로 예상한다.

[그림 4] 주택도시기금 대출집행 추이



자료: 연합인포맥스, 한국투자증권

[그림 5] HUG 중장기 자산·부채 전망



자료: 기획재정부, 한국투자증권

3) LH공사채 등의 수요기반

LH공사채, 주택도시기금 ABS는 위험가중치 0%로 은행권 수요 견고할 것

LH공사와 HUG는 설립근거법에 정부의 손실보전조항이 있어 LH공사채 및 주택도시기금 ABS의 위험가중치가 0%로 은행권의 수요기반이 견고해 발행물량 소화에 무리는 없을 것으로 예상한다.

MBS 발행수요는 감소 예상

한편 6·27 대책에 따른 정책대출의 목표 대비 25% 감축으로 버팀목·디딤돌 대출뿐 아니라 또다른 정책대출이자 한국주택금융공사의 MBS 기초자산인 보금자리론 집행도 축소 요인이 생겼다. 그리고 정부의 임대주택 공급 확대 계획은 은행의 주택담보대출과 함께 결과적으로 주택금융공사의 적격대출 수요도 줄이는 효과가 있는 점을 감안하면, 한국주택금융공사의 MBS 발행수요는 줄어들 것으로 예상할 수 있다.

전체적인 공사채 수급부담, 우려만큼 크지 않을 것

한국주택금융공사의 MBS 발행수요 축소와 함께 재무건전성 확보 방안을 마련중인 LH공사의 채권 발행이 시장 우려만큼 크지는 않을 수 있어 전체적인 공사채 수급부담 또한 시장 우려만큼 크지는 않을 수 있다. 그리고 발행이 증가할 것으로 예상되는 공사채들은 앞서 언급한 바와 같이 정부의 손실보전조항이 있어 위험가중치가 0%로 은행권의 강력한 수요기반 형성이 기대되는 관계로 수급 요인에 따른 공사채 약세 요인이 상쇄될 가능성이 있는 것으로 판단한다.

<표 4> 위험가중치 0%인 공기업

분류	기업명	손실보전조항
특수은행	한국산업은행	한국산업은행법 제 32 조 1 항
	한국수출입은행	한국수출입은행법 제 37 조
	중소기업은행	중소기업은행법 제 43 조
일반 공기업	주택도시보증공사	주택도시기금법 제 29 조 3 항
	한국토지주택공사	한국토지주택공사법 제 11 조 2 항
	중소벤처기업진흥공단	중소기업진흥법 제 66 조의 2 4 항
	주택금융공사	한국주택금융공사법 제 51 조
	한국장학재단	장학재단법 제 18 조 5 항
	한국해양진흥공사	한국해양진흥공사법 제 12 조 2 항
	예금보험공사	은행업감독업무시행세칙 별표 3 제 2 장 3 절 32-가-(2)
	한국자산관리공사	

자료: 한국투자증권

Ⅳ. 국민성장펀드 설립과 첨단전략산업기금채

1) 15조원 규모 첨단전략산업기금채권 발행 예상

국민성장펀드 설립과 관련해 첨단전략산업기금채권 발행

생산적 금융으로의 대전환을 위한 정책수단의 일환인 국민성장펀드 설립과 관련해 첨단전략산업기금채권 발행 증가 요인이 존재한다.

첨단전략산업기금 5년에 걸쳐 75조원 규모로 조성

정부는 총 150조원 규모의 국민성장펀드를 설립해 10대 첨단산업(인공지능, 반도체, 바이오, 백신, 로봇, 수소, 이차전지, 디스플레이, 미래차, 방산 등) 및 관련 밸류체인 전반에 자금을 지원할 계획이다. 이러한 국민성장펀드 재원 마련을 위해 첨단전략산업기금을 75조원 규모로 조성할 계획이다. 산업은행에 설치하는 첨단전략산업기금은 12월 10일에 출범할 예정이며, 기금은 주로 정부보증 첨단산업기금채권 발행을 통해 5년에 걸쳐 조성한다. 그리고 매칭 형태로 민간(연기금·금융회사·국민)에서 75조원을 조성해서 총 150조원 규모의 국민성장펀드를 설립·운용할 계획이다.

첨단전략산업기금채권 내년에 15조원 발행 예정

이러한 첨단전략산업기금 조성과 관련해 올해 최대 10조원에 이어 2026년에는 최대 15조원 한도의 첨단전략산업기금채권을 발행할 예정이다. AI데이터센터 구축, 에너지 고속도로 건설 등 산업 파급효과가 큰 메가프로젝트의 사업계획 수립 및 집행속도에 따라 기금채권이 한도까지 발행될 것인지가 좌우될 것으로 예상한다.

공급망안정화기금은 집행률 미흡

참고로 작년 9월에 출범한 공급망안정화기금은 작년 기금 운용 목표가 5조원이었는데 절반에도 미치지 못한 2조원 수준이 집행됐고, 올해도 7월까지 전체 기금 운용 목표 10조원 대비 3조 2,892억원이 집행돼 집행률이 33%에 그쳐 부진한 상태가 이어지고 있는 것으로 보도되고 있다.

첨단전략산업기금은 공급망안정화기금 집행률과 다를 수 있을 것

단 첨단전략산업기금은 강력한 추진력을 가질 수 있는 정부출범 초기에 조성되는 기금으로 공급망안정화기금 집행률과는 다를 수 있을 것으로 예상한다. 올해 12월 10일 출범하는 첨단전략산업기금이 연내에 사채발행한도인 10조원까지 채권을 발행할지는 불확실해 보이나, 내년에는 발행이 본격화할 것으로 예상한다. 이와 관련해 언론 보도에 따르면 정부 관계자는 투자처가 많은 만큼 내년에 발행한도인 15조원을 모두 채워서 발행할 전망이라고 밝혔다. 이는 2024년 연간 전체 채권 순발행액 192.6조원의 7.8%에 해당하는 물량으로, 내년 전체 채권 순발행액에서 작지 않은 비중을 차지할 것으로 예상한다.

<표 5> 국민성장펀드 150조원 조성방안

국민성장펀드	구성	역할	민간자금 참여 활성화
민간·국민자금 75 조원 (정부재정 후순위 보강, 26 년 1 조원)	연기금·민간금융+일반국민 공모자금	풍부한 유동성 제공, 투자수익 향유	- 은행 출자시 위험가중치 완화 - 종투사 모험자본 투자대상에 추가 - 연기금투자풀 투자대상에 추가 - 거래소·예탁원·증권금융 등 여유자금 참여
첨단전략산업기금 75 조원	정부보증기반 기금채+산은자금 출연	투자시 위험 先부담, 초저리 대출	

자료: 금융위원회, 한국투자증권

2) 구축효과 발생 가능성

첨단전략산업기금채권 등 공사채 발행 증가로 2022년 한전채와 같은 구축효과 발생 우려 시각 존재

2022년 한전이 발행을 급격히 늘리는 과정에서 소화에 어려움을 겪으면서 발행금리가 상승해 하위 섹터 크레딧채권 수요를 잠식하는 구축효과가 발생한 적이 있는데, 시장 일각에서는 첨단산업전략기금채권 및 앞서 언급한 LH공사채와 주택도시기금 ABS 등 공사채 발행 증가 전망과 관련해 2022년 한전과 마찬가지로 구축효과 발생을 우려하는 시각이 존재한다.

첨단전략산업기금채권 등 공사채 순발행 예상규모는 2022년 한전채 순발행규모와 비슷

이와 관련해 내년 첨단전략산업기금채권 등 공사채 발행 증가시 예상되는 수급상황과 한전채 발행 급증으로 구축효과가 발생했던 시기의 수급상황을 비교해 볼 필요가 있다. 공급 측면에 있어서 한전이 대규모 적자 발생에 따른 영업상 부족자금 충당을 위해 한전채 발행을 대거 늘린 2022년에 한전채 총발행 규모는 31.8조원, 순발행 규모는 27.1조원에 달했다. 내년 첨단산업전략기금채권이 한도를 채워 15조원이 모두 발행되고 LH공사채 8조원, 주택도시기금 ABS 3조원이 순발행된다고 가정하면 총 26조원이 순발행돼 2022년 한전채 순발행규모와 비슷한 수준에 달하게 된다.

단 수요 측면에서는 위험가중치에 따른 차이 존재 예상

단 수요 측면에 있어서 한전채는 발행한도를 늘리는 한전법 개정안이 2022년 8월 국회에서 부결돼 차년도 신규 사채 발행이 불가능해지고 이에 따른 채무불이행 가능성이 우려되면서 일부 수요 위축 현상이 발생했었다. 이에 반해 첨단산업전략기금채권은 위험가중치가 0%인 정부보증채로 발행될 예정이다. 그리고 LH공사채와 주택도시기금 ABS도 정부손실보전조항이 있어 위험가중치가 0%다. 정부 손실보전조항이 있어 위험가중치 0%인 특은채와 일부 공사채는 은행권을 중심으로 견조한 수요기반이 형성돼 있다.

RWA 최저한도 상향은 위험가중치 0% 채권에 대한 은행권 수요 강화 예상

특히 바젤Ⅲ 관련 위험가중자산(RWA) 최저한도가 내년부터 단계적으로 상향되면서 위험가중자산 증가로 인한 자본비율 하방 압력이 커질 수 있는 상황은 위험가중치 0% 채권에 대한 은행권 수요가 보다 강화되는 결과를 낳을 수 있다.(아래 'V. RWA 최저한도 단계적 상향과 채권수요' 참고)

이는 발행금리 상승 제한하면서 구축효과 발생 가능성 낮출 것

이는 첨단산업전략기금채권 발행이 증가하는 과정에서도 발행금리 상승이 제한되는 효과를 가져오면서, 첨단산업전략기금채권과 마찬가지로 위험가중치 0%인 산금채와 비슷한 수준의 금리를 상단으로 발행금리가 통제될 수 있을 것으로 예상한다. LH공사채 등도 발행금리가 통제될 수 있을 것으로 예상한다. 따라서 2022년 한전채 발행이 급증하면서 발생한 구축효과가 내년 첨단전략산업기금채권과 LH공사채 등의 발행 과정에서 발생할 확률은 낮은 것으로 판단한다.

첨단전략산업기금채권 발행이 산금채 및 회사채 발행수요 축소하는 효과도 존재

한편으로는 첨단전략산업기금이 산업금융 지원 및 정책금융 등 산업은행의 역할을 일부 대체하면서 일정수준 산금채 발행수요를 줄이는 효과를 가져올 것으로 판단한다. 그리고 국민성장펀드가 중점 지원하는 10대 첨단산업 및 관련 밸류체인에 속한 기업들의 회사채 발행수요를 일정수준 줄이는 효과도 있을 것으로 본다.

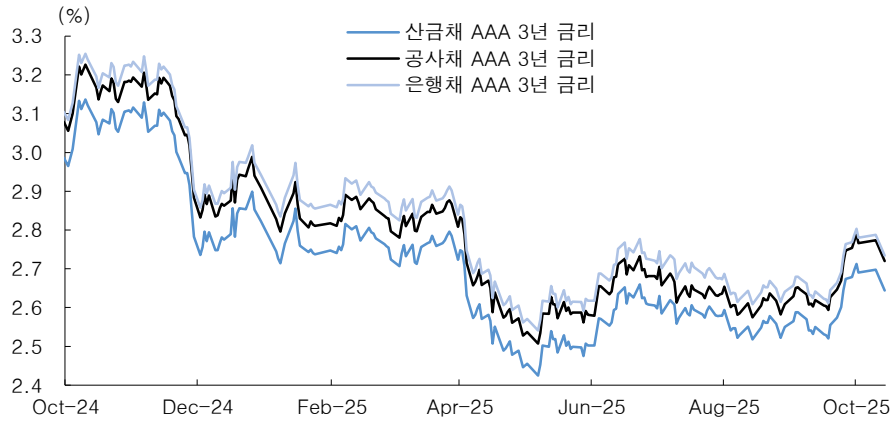
은행 가계대출 규제 강화도 결과적으로 회사채 발행수요 축소되는 효과로 연결될 것

또한 정부가 부동산 대책의 일환으로 은행권의 가계대출 규제를 대폭 강화하는 반면 생산적 금융 지원을 확대토록 요구하고 있는 상황도 은행의 가계대출영업 위축과 함께 상환능력이 안정적인 기업 발굴을 통한 기업여신 강화로 일정수준 연결되면서 회사채 발행수요를 줄이는 효과가 있을 것으로 판단한다.

전체적인 크레딧 공급부담, 우려만큼 크지 않을 것

앞서 부동산 수요 억제대책과 함께 LH공사채와 주택도시기금 ABS 발행증가는 은행채와 MBS 발행수요를 줄이는 효과가 있을 것으로 전망했는데, 첨단전략산업기금채권 발행 등은 산금채와 회사채 발행수요를 줄이는 효과가 기대되는 점을 감안하면 전체적인 크레딧채권 공급부담이 우려만큼 크지는 않을 것으로 예상할 수 있다.

[그림 6] 공사채, 은행채 금리보다 낮은 수준 유지하고 있는 산금채 금리



자료: 인포맥스, 한국투자증권

V. RWA 최저한도 단계적 상향과 채권수요

위험가중자산 최저한도, 내년부터 단계적 상향

바젤Ⅲ 관련 위험가중자산(RWA) 최저한도가 내년부터 단계적으로 상향되면서, 언론 보도에 따르면 5대 시중은행(국민·신한·하나·우리·농협)이 현수준의 보통주자본비율(CET1, 보통주자본/위험가중자산)을 유지하려면 11.96조원의 추가 자본이 필요한 것으로 알려졌다.

규제 강화에 따른 위험가중자산 증가요인 존재

위험가중자산을 산출하는 방법은 적격외부신용평가기관의 신용등급을 이용하는 표준방법과 금융당국이 승인한 은행 자체적인 내부모형을 이용하는 내부등급법이 있다. 통상 내부등급법을 이용할 경우 표준방법보다 위험가중자산이 낮게 산출되는 경향이 존재한다. 이러한 차이를 감안해 금융당국은 내부등급법으로 산출한 위험가중자산과, 표준방법으로 산출한 위험가중자산에 최저한도를 곱한 값을 비교해 둘 중 더 큰 값을 최종 위험가중자산으로 산출토록 하고 있다. 이러한 표준방법 위험가중자산 최저한도가 60%에서 2026년부터는 65%, 2027년부터는 70%, 2028년부터는 72.5%로 단계적 상향되는 것이다. 규제 강화에 따른 위험가중자산 증가 요인이 있는 상황이다.

자본비율 하방 압력 커질 것

은행은 통상 명목경제성장률 정도의 영업자산 증가기조를 보이면서 위험가중자산 또한 비례해서 증가하는 것이 일반적이다. 여기에 규제 강화에 따른 위험가중자산 증가가 더해지면 이익의 내부유보에도 자본비율을 유지하는 것이 마냥 손쉬운 일이 아닐 수 있다. 이러한 가운데 은행지주의 밸류업 정책 기조에 맞춰 배당지출 부담이 증가하고 있고 각종 상생금융 지원 확대, 교육세 인상, 보이스피싱 배상, 가계·소상공인 대출의 가산금리 산출시 법정비용 제외 등이 예상되고 있어, 이익의 내부유보를 통한 자본 확충에 제약요인으로 작용하면서 자본비율 하방 압력이 커질 수 있다.

은행은 자산 리밸런싱 노력 지속 예상

은행은 자본비율이 개선세를 보이면서 올해 6월말 기준 양호한 수준이기는 하지만. 위험가중자산 증가를 억제하기 위한 자산 리밸런싱 등의 노력을 지속적으로 경주할 것으로 예상한다.

신규취급 주담대 위험가중치 상향으로 위험가중자산 억제 노력 까다로워질 것

한편 금융당국은 부동산대책의 일환으로 내년 1월부터 내부등급법상 신규취급 주택담보대출의 위험가중치 하한을 현행 15%에서 20%로 상향할 계획이다. 주택담보대출의 위험가중치 하한이 상향돼도 표준방법상 기업대출 위험가중치 하한과 동일한 수준으로, 주택담보대출을 줄이고 기업대출을 늘리는 방식으로 규제 변화에 따른 위험가중자산 증가분을 통제할 수 없어, 동조치가 단행되면 시간이 흐를수록 위험가중자산 억제 노력은 좀 더 까다로워질 수 있다.

주식 위험가중치 조정은 위험가중자산 감소 효과 있으나, 생산적 금융 지원으로 채워질 것

단 주식에 대한 위험가중치는 비상장주식에 대해 원칙적으로 400%를 부과하고 있는 것을 상장주식과 마찬가지로 원칙적으로 250%를 부과하고 단기매매목적 비상장주식 또는 벤처캐피탈(벤처기업 주식)에 한해 400%를 부과할 계획이다. 금융당국은 주식 위험가중치 조정으로 위험가중자산이 31.6조원 감소하는 효과가 있다고 밝혔다. 이러한 주식 위험가중치 조정은 은행에게 국민성장펀드 출자 등 생산적 금융 지원을 활성화하라는 정책 취지에서 비롯된 것으로, 위험가중자산 감소분은 생산적 금융 지원으로 채워질 것으로 예상한다.

위험가중치 0%인 공사채·특은채 수요 강화 예상

따라서 은행의 위험가중자산 관리 노력은 계속될 것으로 예상한다. 즉 규제 강화에 따른 위험가중자산 증가에 대응해 국채, 통안채 및 정부 손실보전 조항이 있거나 정부보증이 붙은 공사채·특은채(위험가중치 0%) 수요가 보다 강화될 가능성이 있는 것으로 판단한다.

6·27 대책 등 일련의 대출규제대책은 인터넷전문은행의 국공채 수요 증가로 연결

한편 6·27 대책 및 10·15대책 등 일련의 대출규제대책으로 은행권의 가계대출 증가에 제동이 걸릴 수 밖에 없는 상황은 우량채권 중심의 유가증권 투자가 증가하는 결과를 낳을 것으로 예상할 수 있다. 특히 인터넷전문은행은 대기업대출이 금지되어 있고 중소기업대출만 가능한데, 대면 영업이 불가능해 현장심사를 할 수 없어 현실적으로 기업대출이 극히 제한적일 수 밖에 없는 실정이다. 이러한 가운데 일련의 대출규제대책으로 가계대출 증가에 제동이 걸리면서 인터넷전문은행은 국공채 등 우량 채권 중심의 유가증권 투자가 더욱 크게 증가할 것으로 예상할 수 있다.

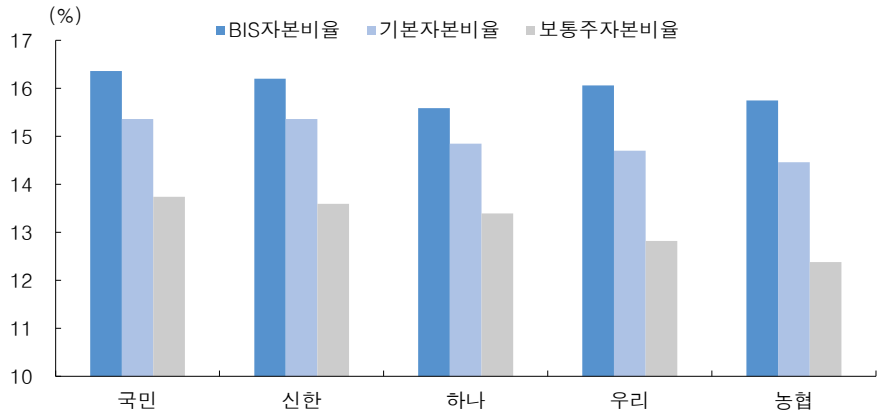
저축은행도 채권투자 증가 가능성 존재

그리고 예금금리를 높이면서 예금잔고 감소세가 멈추고 증가세로 전환한 저축은행도 6·27 대책 등의 영향권하에 있고 DSR 적용확대 및 건전성 기준 강화 등으로 여신운용에는 제약이 있는 점을 감안하면, 채권 중심의 유가증권 투자가 증가할 가능성이 있는 것으로 판단한다.

범은행권 채권 수요 확대 속에 특히 위험가중치 0% 채권 수요 강화 예상

종합할 때 채권 수급 측면에서 규제 환경 변화 등으로 범은행권의 채권 수요가 확대될 가능성이 큰 것으로 판단하고, 특히 위험가중치 0%인 채권 수요가 강화될 가능성이 있는 것으로 판단한다.

[그림 7] 5대은행 자본비율



주: 2025년 6월말 기준
자료: 전자공시시스템(DART), 한국투자증권

<표 6> 은행 및 손실보전조항 없는 공기업 익스포져 위험가중치

표준신용등급	AAA~AA-	A+~A-	BBB+~BBB-	BB+~B-	B-미만
위험가중치	20%	30%	50%	100%	150%

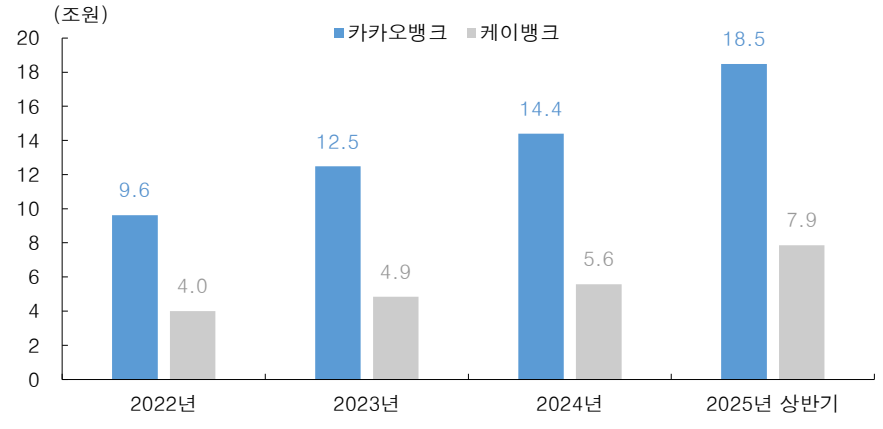
자료: 은행업감독업무시행세칙, 한국투자증권

<표 7> 기업 익스포져 위험가중치

표준신용등급	AAA~AA-	A+~A-	BBB+~BBB-	BB+~BB-	BB-미만	무등급
위험가중치	20%	50%	75%	100%	150%	100%

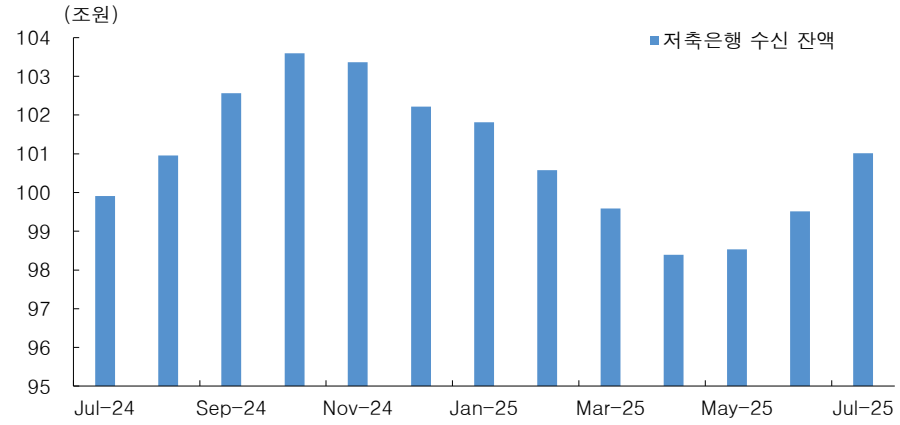
자료: 은행업감독업무시행세칙, 한국투자증권

[그림 8] 인터넷전문은행 유가증권 운용액



주: 원화자금 평균 잔액 기준
자료: 전자공시시스템(DART), 한국투자증권

[그림 9] 저축은행 수신 잔액 추이



자료: 한국은행, 한국투자증권

Ⅵ. 발행어음·IMA 신규인가와 채권수요

삼성,메리츠,하나,신한, 키움증권 등 발행어음 인가 신청

자기자본 4조원 이상 종합금융투자사업자(종투사)는 발행어음 발행을 통해 자기자본의 200%까지 자금조달이 가능하다. 지난 7월 금융위가 발행어음 인가 접수를 받은 가운데, 자기자본 4조원이 넘는 삼성, 메리츠, 하나, 신한, 키움증권이 발행어음 인가를 신청했다. 기관 제재나 대주주 적격성 등의 문제가 있는 경우 발행어음 인가 획득에 어려움이 있을 것으로 예상되는 가운데, 금감원은 키움증권을 제외한 4개 증권사에 대해 제재 준비 등을 사유로 금융위 안건소위에 심사중단을 요청했으나 금융위는 심사를 지속하기로 결정했다. 일부 증권사가 탈락해도 기존 4개사(한투, 미래, NH, KB증권)에 발행어음 인가 증권사가 추가될 가능성이 높은 것으로 판단한다.

한투, 미래, NH증권 등 IMA 인가 신청

그리고 자기자본 8조원 이상 종투사는 IMA(종합투자계좌)업무가 가능한데, IMA 업무를 영위하는 종투사는 발행어음+IMA 통합한도인 200+100%까지 자금조달을 할 수 있다. 자기자본 8조원이 넘는 한투, 미래에셋, NH투자증권이 신청한 상태로 파악된다.

A등급 이하 크레딧채권의 잠재적 수요기반 확대 요인

발행어음 및 IMA 영위 증권사 신규 인가는 금리가 높은 A등급 이하 회사채·여전채 및 A2등급 이하 CP, 전단채의 잠재적 수요기반 확대 요인이다. 발행어음 및 IMA는 일반적으로 은행 정기예금 등에 비해 경쟁력 있는 금리를 고객에 제시하는 관계로, 고객에 제시한 금리를 맞추기 위해서는 금리가 일정수준 이상 되는 자산에 투자해야 되기 때문이다. 특히 종투사 운용규제 개편으로 발행어음·IMA 운용자산에서 고금리 자산인 부동산 관련 자산의 운용한도가 현재 30%에서 10%로 하향(내년 15%, 2027년 10%로 단계적 하향, IMA는 기존 운용분이 없으므로 즉시 적용)되는 점을 감안하면, 상대적으로 A등급 이하 크레딧채권에 대한 수요가 보다 확대될 여지도 있는 것으로 판단한다. A등급 이하 크레딧채권 중 펀더멘털이 안정적인 종목의 경우 수요기반 확대로 강세기조를 보일 수 있다.

여전채도 발행어음 운용자산으로 편입

참고로 여전채 등 금융채는 발행어음 운용자산 범주에서 50% 이상 운용(IMA는 70% 이상)해야 되는 기업금융자산으로 인정받지 못하고 있으나 기타자산으로 분류돼 편입되고 있다.

<표 8> 발행어음 및 IMA인가 도전하는 증권사

증권사	한국투자증권	미래에셋증권	NH 투자증권	삼성증권	메리츠증권	하나증권	신한투자증권	키움증권
자기자본	11.4 조원	10.2 조원	8.13 조원	7.09 조원	7.06 조원	6.06 조원	5.53 조원	5.44 조원
추진사항	IMA 인가			발행어음 인가	초대형 IB(발행어음 인가)			

주: 25년 6월말 별도기준, 한국투자증권과 NH투자증권은 유상증자를 고려한 추정치
자료: 전자공시시스템(DART), 한국투자증권

<표 9> 발행어음 운용규제 개선

구분	현행	2026년	2027년	2028년
발행어음	기업금융 50%	기업금융 50%	기업금융 50%	기업금융 50%
운용자산	부동산 30%	부동산 15%	부동산 10%	부동산 10%
자산	-	모험자본 10%	모험자본 20%	모험자본 25%

자료: 금융위원회, 한국투자증권

종투사의 모험자본 공급 의무화

한편 금융위는 종투사의 모험자본 공급의무 등 생산적 금융 분야로의 자금공급 촉진을 위한 자본시장법 시행령 및 하위규정 개정안을 발표했다.

금융당국, 20조원 내외 공급의무 발생 추정

발행어음 및 IMA 운용 규제를 개편해, 내년부터 발행어음·IMA 조달액의 10%에 상응하는 국내 모험자본을 공급해야 하고 모험자본 공급은 2027년 20%, 2028년 25%로 단계적 상향된다. 금융당국은 최대 약 20조원 내외의 모험자본 공급 의무가 발생할 것으로 추정하고 있다.

발행어음 및 IMA 조달액의 25%에 상응하는 모험자본 공급

금융위는 단기 원리금 지급상품인 발행어음(만기 1년 이내) 특성상 장기 고위험인 모험자본 운용에 제약이 있는 점을 감안해, 발행어음 운용자산에 한정하지 않고 종투사 전체 운용자산에서 발행어음 조달액의 25%에 상응하는 모험자본을 공급토록 의무화했다. IMA는 발행어음과 차별화된 중장기 기업금융 운용상품이기는 하나 종투사의 원금지급 의무가 있어 고위험인 모험자본 운용에 제약이 있는 점을 감안해, 발행어음과 마찬가지로 IMA 운용자산에 한정하지 않고 종투사 전체 운용자산에서 IMA 조달액의 25%에 상응하는 모험자본을 공급토록 하고 있다.

모험자본공급은 국민성장펀드 출자와 함께 A등급 이하 채무증권에 집중 예상

모험자본에는 중소·벤처기업 자금 공급 외에도 VC, 신기사, P-CBO 매입, A등급 이하 채무증권(대기업 계열사 제외), 중견기업, 상생결제, 코스닥벤처펀드, 하이일드펀드, 소부장펀드, 모태펀드 투자 등이 포함된다. 그리고 국민성장펀드에 대한 출자도 모험자본으로 인정될 것으로 보인다. 시장에서는 원리금 내지 원금 상환을 보장하는 발행어음과 IMA 상품 성격을 고려할 때, 모험자본 공급을 벤처기업 투자 등에 투입하는 것은 상품 성격과 차이가 있어 국민성장펀드 출자와 함께 상대적으로 원리금 상환 안정성이 높은 A등급 이하 채무증권에 모험자본 공급이 몰릴 것으로 예상하는 시각이 존재한다.

A등급 이하 채무증권에 여전채는 제외 예상

이러한 A등급 이하 채무증권은 '채무증권'이라는 용어만 놓고 볼 때 회사채 뿐 아니라 여전채 등 금융채도 포함하는 것으로 이해할 수도 있지만, 모험자본 공급 의무화를 통해 생산적 금융 분야로의 자금공급을 촉진한다는 정책 취지를 감안할 때 여전채는 제외될 것으로 판단한다.

상호출자제한기업집단 소속회사도 제외

그리고 A등급 이하 채무증권에서 대기업 계열사는 제외되는데, 대기업은 공정위가 공시하는 상호출자제한기업집단에 속하는 계열사를 의미한다. 상반기중 전체 회사채 발행 57조원 중 A등급 이하 회사채는 20% 정도인 11조원이 발행돼 기본적으로 발행물량이 그리 많지 않은 가운데 상호출자제한기업집단까지 제외되면 발행물량이 좀 더 제한적인 수준에 그친다.

신규 인가 증권사는 모험자본 의무비율 준수 부담 존재할 것

참고로 발행어음 업무를 이미 영위하고 있는 4개 종투사의 발행어음 조달액 대비 총자산 중 모험자본 비율은 11.3%~27.0%(2024.9월말)에 달하고 있어, 단계적으로 상향되는 모험자본 의무비율을 채우는데 있어 2026년에는 부담이 크지 않아 보인다. 단 최종 의무비율인 25%를 채우는데 있어서는 종투사별로 부담이 존재할 수 있으며, 새로 발행어음 인가를 받거나 IMA 인가를 받는 종투사는 부담이 클 수 있다.

비계열 A등급 회사채 수요 강화 예상

발행어음 및 IMA 영위 증권사 신규 인가로 A등급 크레딧의 수요기반 확대가 기대되는 가운데, 특히 비계열 A등급 회사채 중 펀더멘털이 안정적인 종목의 경우 모험자본 공급의무의 수혜를 받아 향후 수급 측면에서 수요 우위기조가 강화되면서 강세기조가 좀 더 강화될 여지가 있는 것으로 판단한다.

<표 10> 상호출자제한기업집단 현황

(단위: 개, 십억원)

순위			기업집단명	동일인	계열회사수		공정자산총액	
2025 년	2024 년	변동			2025 년	2024 년	2025 년	2024 년
1	1	0	삼성	이재용	63	63	589,114	566,822
2	2	0	에스케이	최태원	198	219	362,962	334,360
3	3	0	현대자동차	정의선	74	70	306,617	281,369
4	4	0	엘지	구광모	63	60	186,065	177,903
5	6	1↑	롯데	신동빈	92	96	143,316	129,829
6	5	1↓	포스코	포스코홀딩스(주)	49	47	137,816	136,965
7	7	0	한화	김승연	119	108	125,741	112,463
8	8	0	HD 현대	정몽준	32	29	88,720	84,792
9	10	1↑	농협	농업협동조합중앙회	56	54	80,059	78,459
10	9	1↓	지에스	허창수	98	99	79,317	80,824
11	11	0	신세계	이명희	59	53	63,859	62,051
12	14	2↑	한진	조원태	42	34	58,171	39,092
13	12	1↓	케이티	(주)케이티	47	48	46,258	46,859
14	13	1↓	씨제이	이재현	66	73	39,371	39,854
15	16	1↑	엘에스	구자은	72	67	35,952	31,965
16	15	1↓	카카오	김범수	115	128	34,848	35,127
17	20	3↑	에이치엠엠	에이치엠엠(주)	4	5	33,453	25,508
18	17	1↓	두산	박정원	24	22	28,150	26,960
19	18	1↓	DL	이해욱	45	45	26,969	26,769
20	21	1↑	중흥건설	정창선	51	53	26,731	24,935
21	19	2↓	셀트리온	서정진	9	8	26,667	25,696
22	23	1↑	네이버	이해진	45	54	25,477	22,802
23	25	2↑	에쓰-오일	에쓰-오일(주)	2	2	24,509	21,640
24	22	2↓	미래에셋	박현주	28	30	23,454	23,262
25	27	2↑	쿠팡	쿠팡(주)	16	13	22,270	17,626
26	24	2↓	현대백화점	정지선	24	27	22,255	22,184
27	49	22↑	한국앤컴퍼니그룹	조양래	25	24	21,525	10,377
28	26	2↓	부영	이중근	21	21	21,452	21,066
29	32	3↑	영풍	장형진	30	28	20,900	16,886
30	29	1↓	하림	김홍국	43	45	19,956	17,336
31	33	2↑	효성	조현준	60	57	19,829	16,506
32	38	6↑	장금상선	정태순	28	27	19,491	14,201
33	30	3↓	SM	우오현	58	58	18,330	17,079
34	31	3↓	에이치디씨	정몽규	34	35	17,488	16,960
35	34	1↓	호반건설	김상열	40	39	16,882	16,093
36	53	17↑	두나무	두나무(주)	11	12	15,869	9,465
37	36	1↓	케이티앤지	(주)케이티앤지	17	14	15,747	14,980
38	40	2↑	코오롱	이웅열	45	48	15,170	13,052
39	37	2↓	케이씨씨	정몽진	13	14	14,992	14,201
40	35	5↓	DB	김준기	24	25	14,832	15,714
41	43	2↑	넥슨	유정현	23	19	14,522	11,907
42	41	1↓	오씨아이	이우현	24	24	13,776	12,722
43	45	2↑	엘엑스	구본준	17	17	12,674	11,357
44	44	0	세아	이순형	24	26	12,355	11,751
45	46	1↑	넷마블	방준혁	31	35	11,803	11,311
46	48	2↑	이랜드	박성수	32	31	11,626	10,910

자료: 공정거래위원회, 한국투자증권

<표 11> 비계열 A등급 이하 회사채 리스트

A+ 등급	A0 등급	A- 등급	BBB+ 등급	BBB0 등급
국도화학	금호타이어	대한제당	동화기업	에스엘엘중앙
금호석유화학	넥센타이어	무림페이퍼	에코프로	제이티비씨
녹십자	다우기술	삼양패키징	풀무원식품	중앙일보
녹십자홀딩스	동아쏘시오홀딩스	서흥	한솔테크닉스	콘텐트리중앙
대성에너지	보령	쌍용씨앤이	AJ 네트웍스	
대성홀딩스	하이트진로홀딩스	에코프로비엠	HL D&I	
대웅제약	한국콜마	여천 NCC		
동아에스티	한솔제지	컴투스		
동원시스템즈	해태제과식품	현대코퍼레이션홀딩스		
동원 F&B	현대엘리베이터	SK 쉴더스		
삼양식품	현대코퍼레이션			
에코비트	HK 이노엔			
오일허브코리아여수	HL 홀딩스			
종근당홀딩스	SK 렌터카			
풍산				
하이트진로				
한솔케미칼				
한일씨멘트				
SPC 삼립				

자료: 본드웹, 한국투자증권

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.