HYUNDAI
MOTOR GROUP

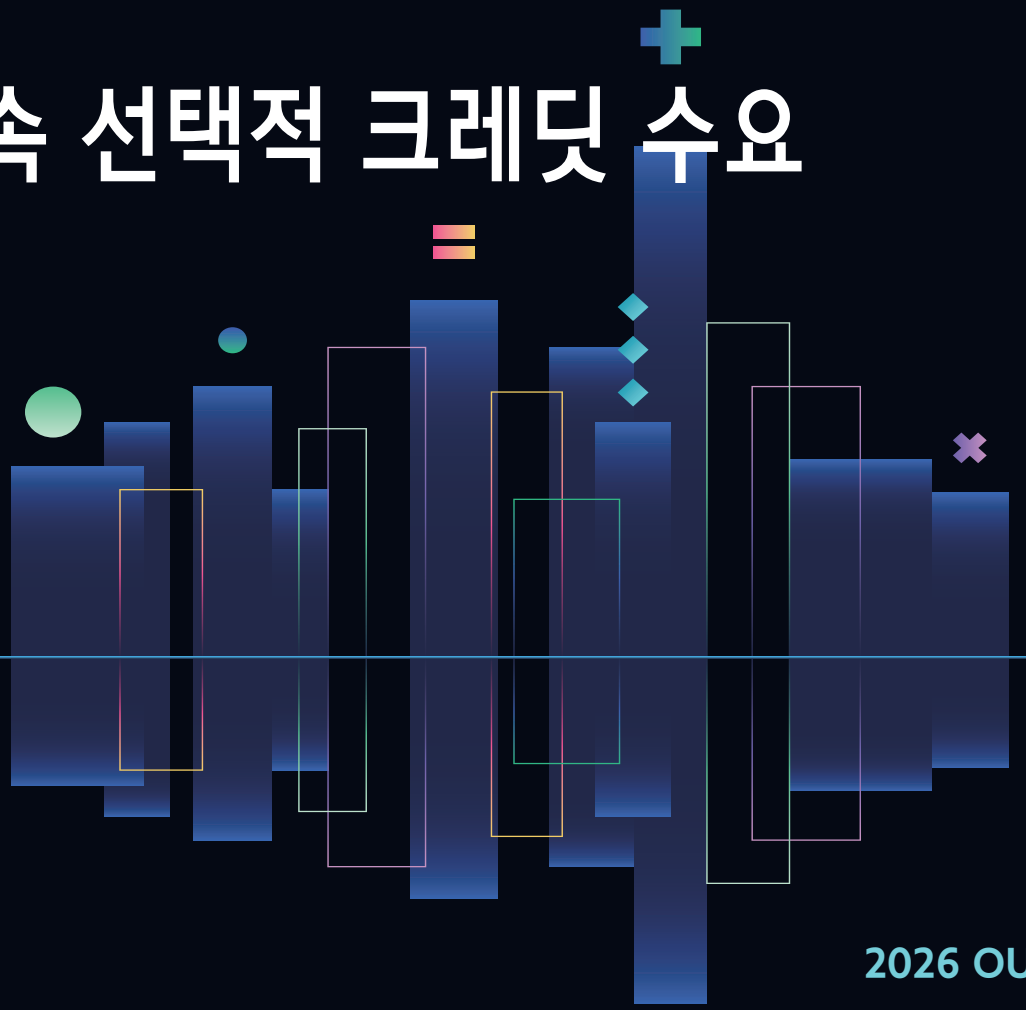
내일의 차이
현대차증권

2025년 11월 13일

현대차증권 Megatrend Series #241 | 투자전략

2026년 크레딧 전망

비우호적 매크로 환경 속 선택적 크레딧 수요



Credit/ESG | 이화진 hlee@hmsec.com

2026 OUTLOOK

Contents

I. 비우호적 매크로 환경 속 크레딧 채권 시장 3

II. 150조원 국민성장펀드와 생산적 금융 전환이 이끄는 선택적 크레딧 수요 29

I. 비우호적 매크로 환경 속 크레딧 채권 시장

2026 크레딧 스프레드

- 크레딧 레포 펀드, 매칭형 펀드 등 우호적 수급으로 연중 스프레드 강세 ➔ 통화정책 변화 우려와 금리 급등, 코스피 급등과 주식으로 자금이동
- 또한, 화학 · 철강 비우호적 산업, 관세 영향에 따른 기업실적 둔화, 경기 우려에 따른 투자심리 위축은 약세 요인이나
- 그럼에도 2026년 연초 효과, 생산적 금융과 기업 지원 역할 확대로 관련 고금리 크레딧 수요 견조할 것으로 예상

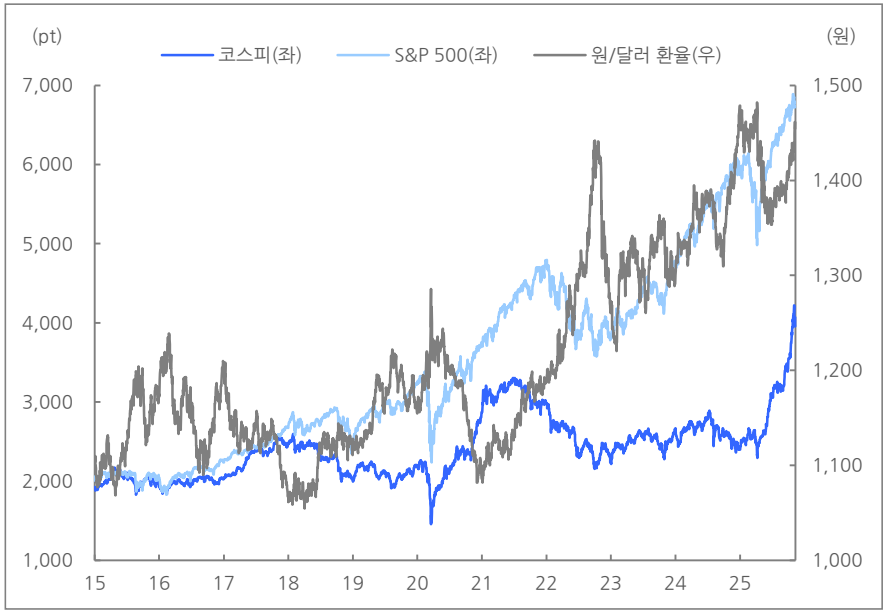
구분	크레딧 스프레드 확대	크레딧 스프레드 축소
국채금리	▪ 부동산, 환율급등으로 금리인하 어려운 상황 ▪ GDP 성장률 개선.금리인하 마무리 ➔ 10월 이후 금리 급등	▪ 1% 대 GDP 성장률, 경기 회복력 제한적 ▪ 내년 말이나 이후 금리인하 1회 가능성
수급	▪ 해외주식, 주식시장 자금 증가. 공모 채권형 펀드 설정 감소 ▪ 은행예금 ➔ 주식. 은행 채권 매수 여력 감소 ▪ 내년 150조 국민성장펀드 15조원 기금채 발행 ▪ 공사채, 은행채 발행 증가	▪ 150조원 국민성장펀드와 비우량 크레딧 수요 생산적 금융 대전환과 자본시장활성화 ➔ IMA, 발행어음 인가, 은행 RWA규제완화 ➔ 기금채 수요, 비우량 등급 회사채, 첨단 산업 관련 기업 투자 활성화 ▪ 연초 효과 기관 자금 집행
펀더멘탈	▪ 화학업 구조조정 ▪ 철강, 2차 전지, 자동차 관세 영향으로 수익성 저하	▪ 신용등급 방산,조선, 전력기기,반도체 긍정적 ▪ 현대차 글로벌신용평가사 안정적 유지
스프레드전망	▪ 연말 계절적 요인, 머니 무브	▪ 금리 급등 ➔ 가격 매리트 회복 ➔ 연초 효과 수요 회복

자료: 현대차증권

금리 급등과 크레딧 약세

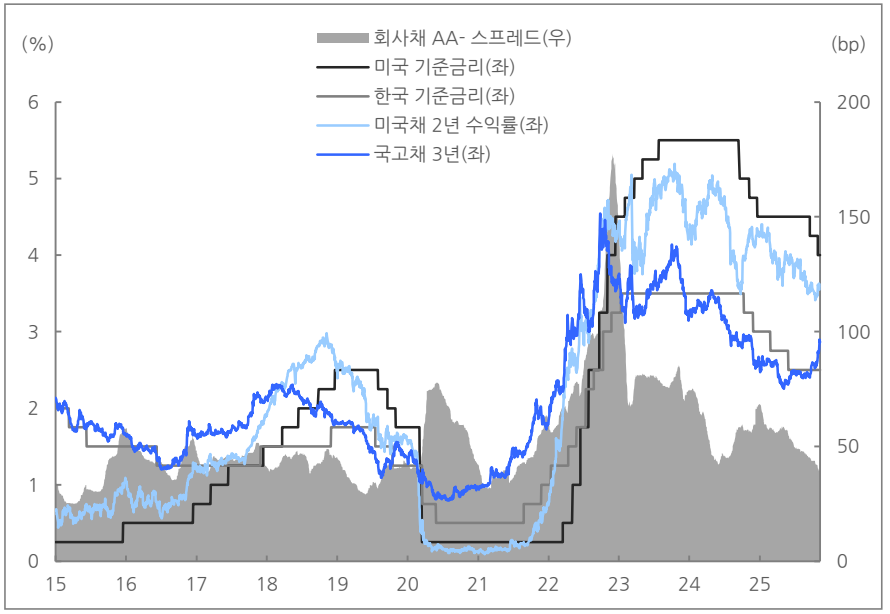
- AI 중심 반도체 호황, 자본시장활성화 정책 기대감, 국내 증시 자금 유입으로 코스피 4,100pt돌파
- 3,500억달러 현금 선지급 요구에 대한 협상 지연 ➔ APEC 극적 타결 ➔ But 원/달러환율 상승세 지속 1,470원 (달러 수요, 환율 관리 우려)
- 美 기준 금리는 최장기간 셧다운, 고용 둔화, 경기 부양 ➔ 올해 1번, 내년 2~3회 인하 지속 전망. 미국채 2년/10년 3.57%/4.05% 수준
- 韓 환율과 부동산 관련 부담으로 연내 인하 없음 ➔ 금리 급등 ➔ 크레딧 채권 금리 레벨 부담 일부 손절. 국고채 3년/10년 2.91%/3.26%

주식시장 & 환율 추이



자료: Bloomberg, 현대차증권

기준금리 & 국고 금리

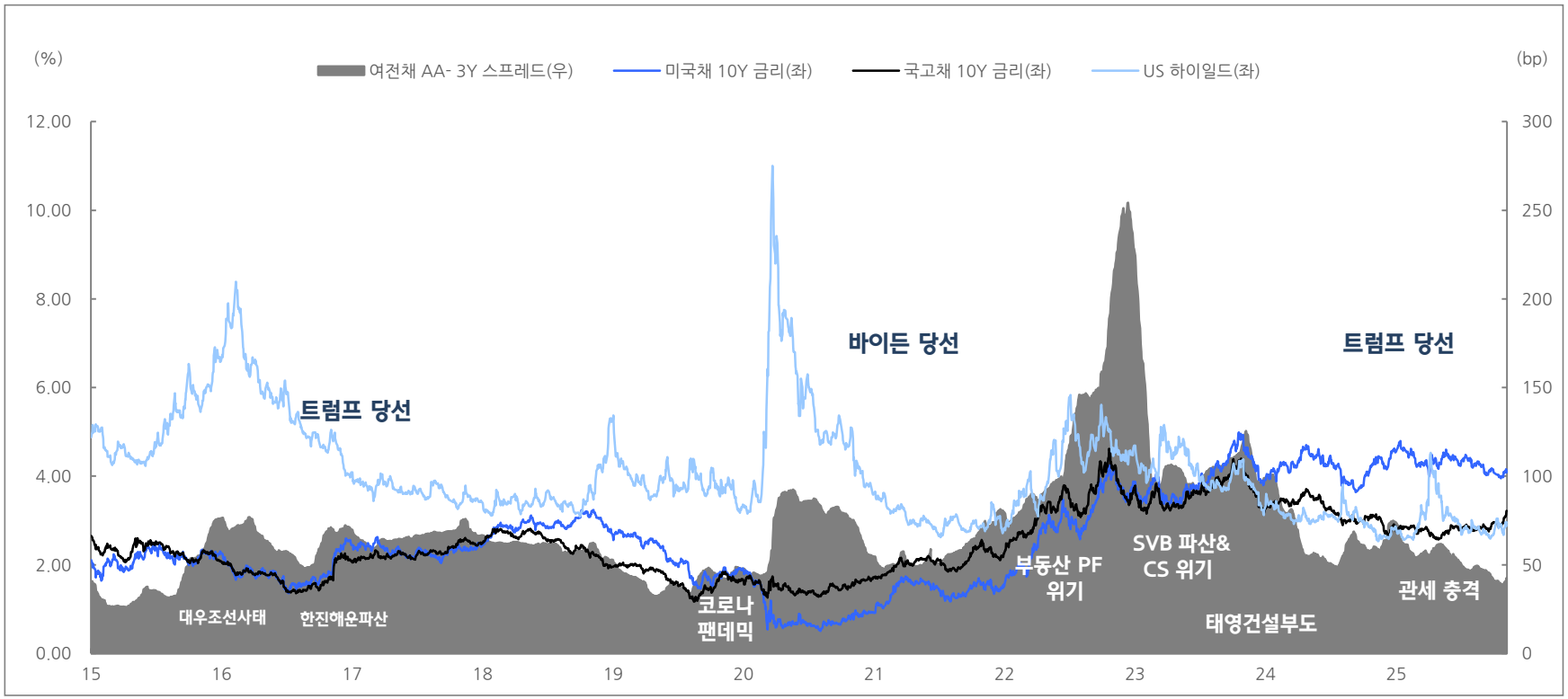


자료: Infomax, 현대차증권

Credit Warning

- 9월 자동차 부품업체 퍼스트 브랜즈(First Brands Group) 파산, 서브프라임 자동차 대출업체 트라이컬러홀딩스(Tricolor Holdings) 파산으로 지방은행 대규모 손실이 발생함. 미국 주요 은행은 퍼스트 브랜즈 그룹 파산으로 100억달러 손실 반영
- JP모건 체이스 제이미 다이먼은 지방은행과 신용위기에 대한 경고성 발언 ➔ 무디스(Moody's) 시스템 리스크 확산 가능성 낮다
- 국내 화학 · 철강 · 자동차 등 관세 충격으로 기업 실적에 대한 우려 ➔ 연말까지 화학업 구조조정, 철강 · 자동차 충격 흡수 능력

스프레드 변동 시계열 추이

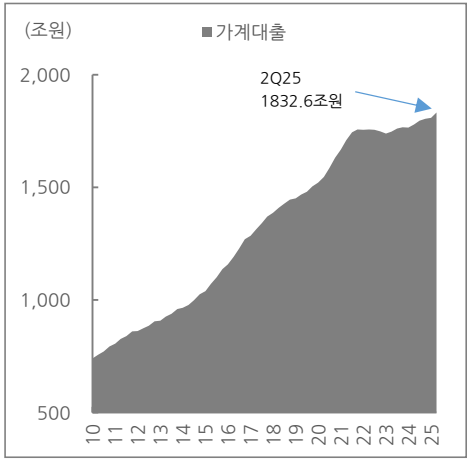


자료: Infomax, Fred, 현대차증권

비우호적인 매크로 환경에도 크레딧은 잘 버텼지만

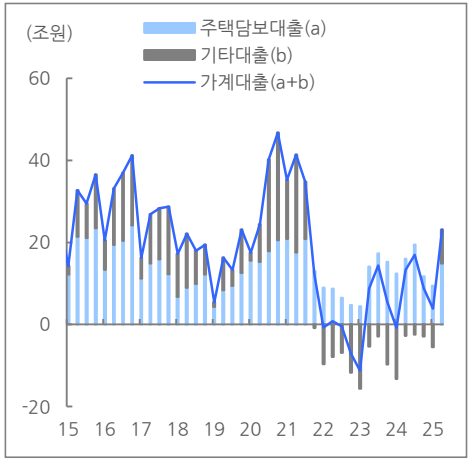
- 10.15 **부동산** 대책으로 고강도 가계대출과 부동산 규제에도 연내 금리 인하는 어려운 환경 ➔ 국고채 3년물 2.6% 까지 상승
- 10.23 금통위 이후 국고채 3년물 2.82%까지 급등
- 10.29 3,500억달러 관세 협상 타결(1,500억 달러 조선업 프로젝트 외 2천억 달러 현금 투자는 연간 200억 달러 상한선)
- **해외주식투자**, **기업투자** 수요➔ 달러 수요 증가로 원/달러 환율 상승세 지속
- 매크로 환경은 비우호적이지만, 전체적인 유동성 증가와 크레딧 레포펀드, 매칭형 펀드 자금 집행으로 우호적이었던 크레딧 시장
- 국고채 3년물 기준 전월비 +30bp 상승 2.8% 넘어서면서 크레딧 금리 상승에 따른 일부 손절 매물, 연말 계절적 요인 겹쳐 약세 전환

가계대출 총액



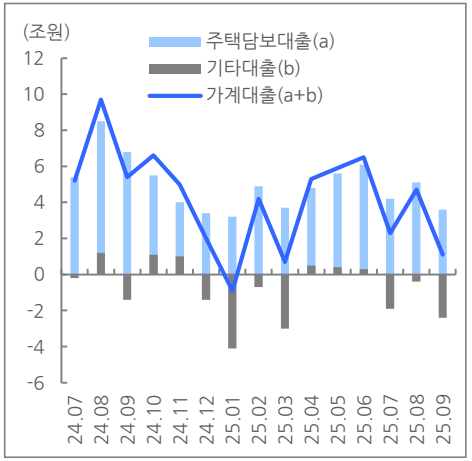
주: 주택담보대출은 집단대출, 전세자금대출 등 주택관련 대출을 포함
자료: 한국은행, 현대차증권

가계대출 전분기 대비 증감액



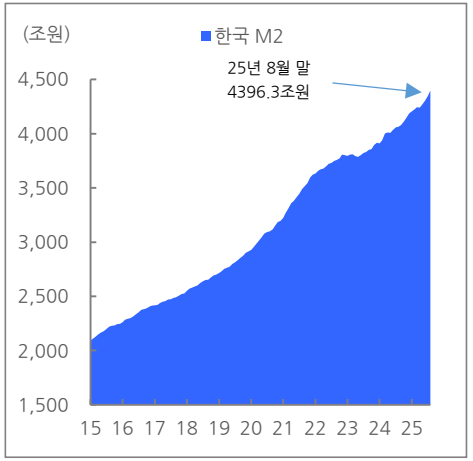
주: 25년 2분기까지의 값
자료: ECOS(한국은행), 현대차증권

가계대출 전월대비 증감액



주: 25.09월 값은 잠정치
자료: 금융위, 현대차증권

한국 M2 유동성 추이

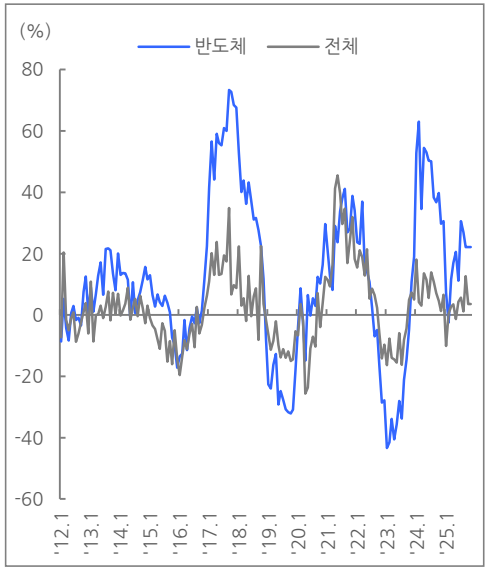


주: 월 평균값 기준, 25년 8월말까지의 값
자료: Infomax, 현대차증권

정부 부채 증가세이나 경상수지 흑자 리스크 완화

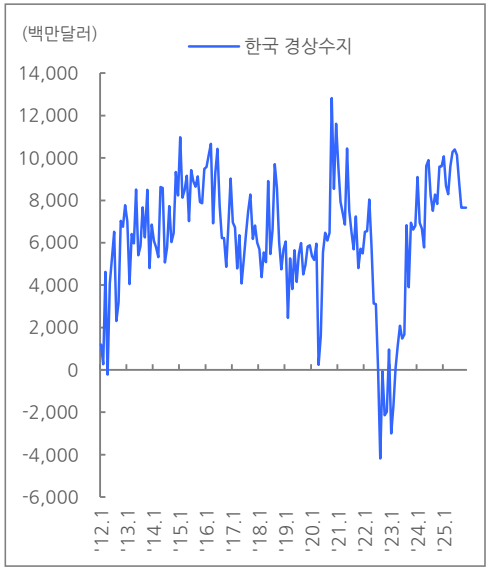
- GDP대비 정부 부채비율은 '19년 39.7% ➔ '21년 48% ➔ '25년 53.4% ➔ '30년 64.3%(전망)로 코로나 팬데믹 이후 증가세 지속
- IMF 2030년 정부부채증가 속도 미국 1위, 프랑스 4위, 한국 5위로 전망
- 정부 부채 증가에도 반도체 수출 호조 등으로 경상수지 흑자 기조가 이어지고 있는 점은 상환능력에 있어 리스크 완화 요인
- 150조원 국민성장펀드 AI 중심의 첨단 전략 산업 육성으로 장기 성장동력 확보

국내 수출 증가율



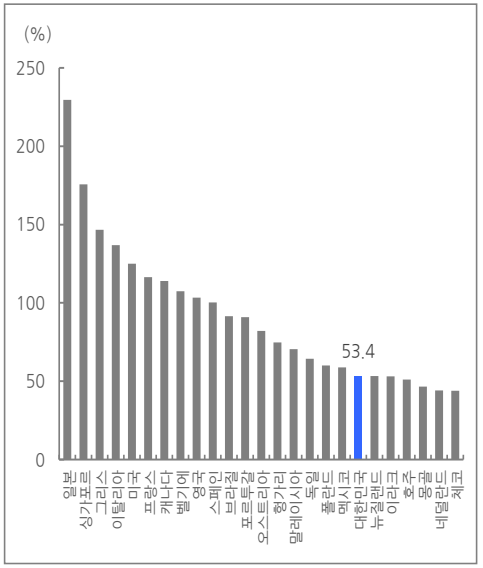
자료: Bloomberg, 현대차증권

경상수지 추이



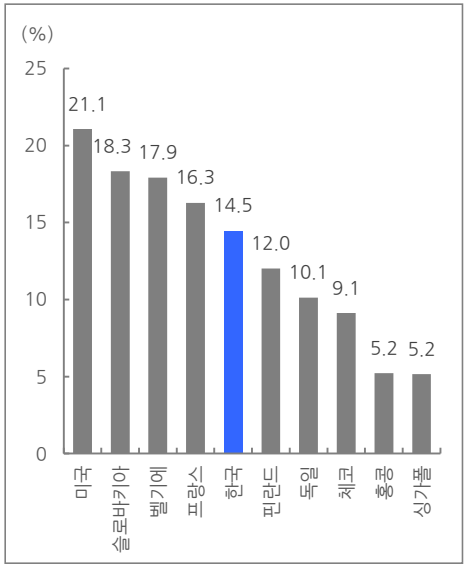
자료: Bloomberg, 현대차증권

2025년 GDP 대비 정부부채비율



주: 중앙 · 지방 정부 · 공공기관 포함
자료: IMF 재정 점검 보고서(25.10), 현대차증권

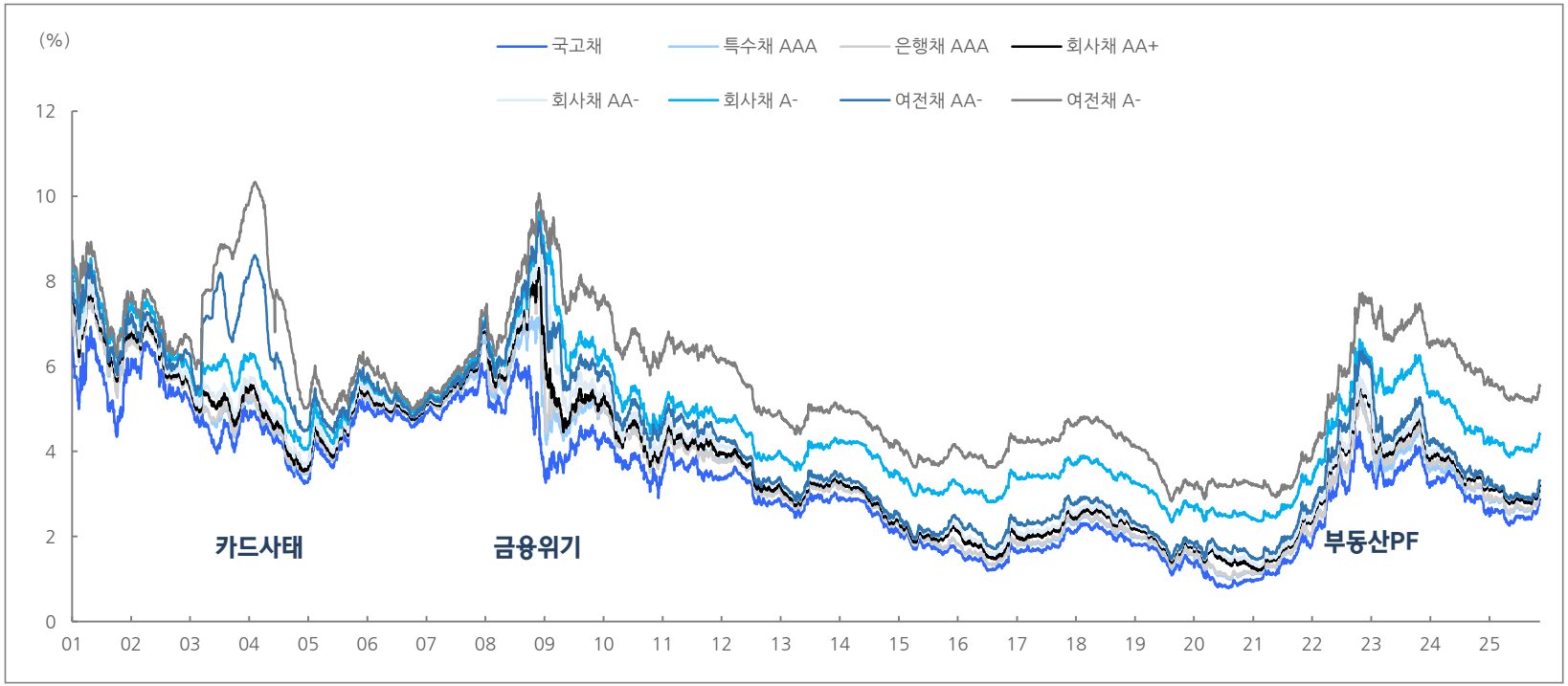
2024년 대비
2030년 정부부채비율 증가폭 전망



주: 중앙 · 지방 정부 · 공공기관 포함
자료: IMF 재정 점검 보고서(25.10), 현대차증권

금리 상승으로 가격 매리트, 추가 축소는 제한적

- 11월 **국고채 금리가 2.8%** 넘어서면서 여전채 AA-등급 금리 3.3% 까지 상승 ➔ 일부 손절, 연말 머니무브, 유동성 확보 일시적 약세
- 일부 금리 매리트 회복, 연초 효과로 크레딧 스프레드 다시 축소 전환 예상

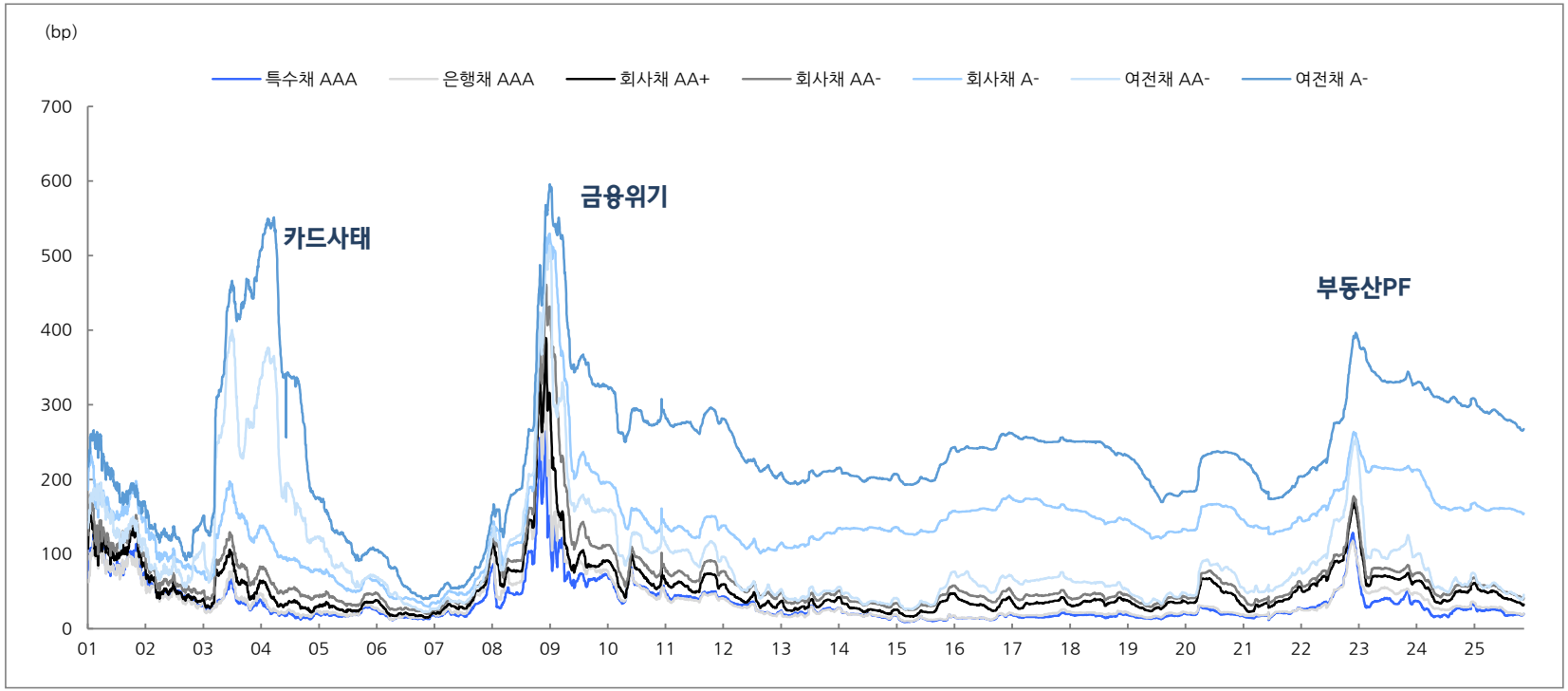


(단위: %)	최대	최소	장기평균	5년 평균	3년 평균	연초	현재수준
국고채	6.93	0.79	3.36	2.70	3.12	2.60	2.86
특수채 AAA	7.71	0.99	3.70	3.02	3.44	2.91	3.06
은행채 AAA	7.98	1.03	3.74	3.06	3.52	2.94	3.06
회사채AA+	8.32	1.20	3.90	3.28	3.72	3.21	3.19
회사채 AA-	9.01	1.30	4.03	3.36	3.81	3.28	3.27
회사채 A-	9.63	2.33	4.78	4.44	5.00	4.28	4.41
여전채 AA-	9.41	1.45	4.33	3.55	3.98	3.34	3.32
여전채 A-	10.34	2.82	5.72	5.48	6.29	5.68	5.54

주: 2001.01.02 ~ 2025.11.10 기준. 현재수준은 2025.11.10
자료: Infomax, 현대차증권

내년에도 고금리 크레딧 수요 견조 스프레드 축소

- 지표물 금리 급등에 AA등급 여전채 중심으로 크레딧 스프레드 확대. 회사채 A등급 축소. 여전채 A등급 상대적 강세
- 150조원 국민성장펀드, IMA 및 발행어음 사업자 증가, 시중 유동성 ➔ 고금리 크레딧 수요 견조 예상



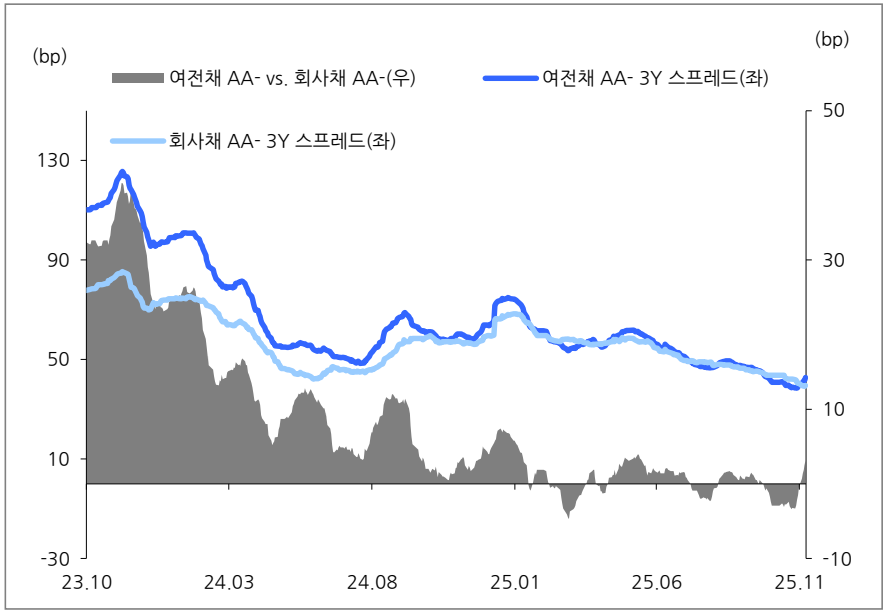
(단위: bp)	최대	최소	장기평균	5년 평균	3년 평균	연초	현재수준	1Q 2026	2Q	3Q	4Q
특수채AAA	264.7	8.7	34.7	31.3	32.4	32	19.7	18	19	16	16
은행채AAA	343.3	9.7	38.3	35.9	40.2	35	20.2	19	19	17	17
회사채AA+	389.7	15	53.8	57.2	60.0	61	32.5	28	29	27	26
회사채AA-	461.0	19.7	67.1	65.7	69.1	68	40.8	36	37	35	34
회사채A-	529.7	29.3	142.7	173.3	187.7	169	154.6	145	140	138	138
여전채AA-	513.7	21.9	97.1	85.2	86.1	74	45.5	42	39	37	38
여전채A-	595.7	39.4	236.3	277.5	317.3	309	267.6	250	240	230	230

주: 2001.01.02 ~ 2025.11.10 기준. 현재수준은 2025.11.10
자료: Infomax, 현대차증권

여전채

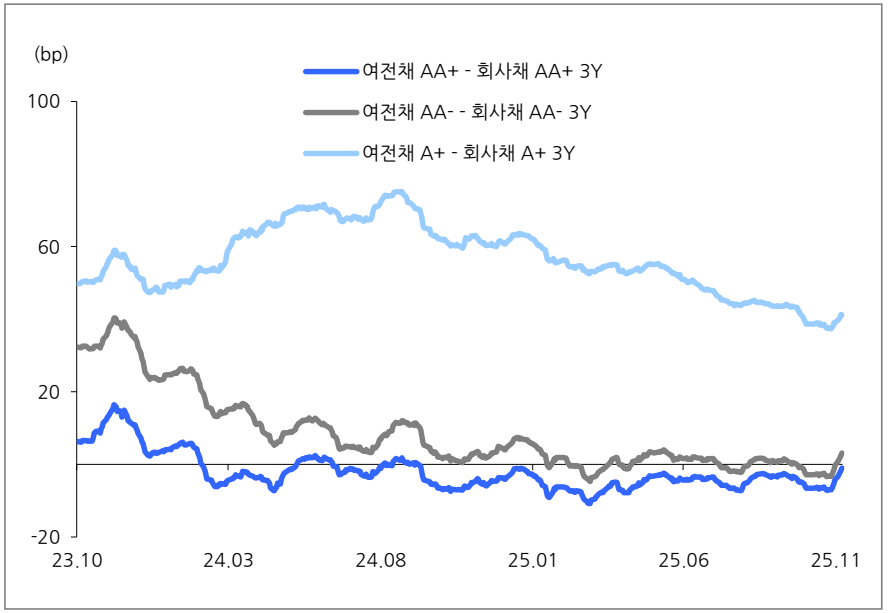
- A등급 캐피탈 스프레드 축소 본격화. 여전채 AA등급 연초대비 -26bp, A등급 -38bp 수준 축소. 회사채 AA등급/A등급 -27bp/-15bp 축소
- 부실 사업장 정리 일부 정체되고, 자본 재투자 잠재리스크에도 전반적인 PF리스크 관리되면서 투자 심리 크게 개선
- 여전채-회사채 스프레드 역전(초강세) 후 재 확대
- 관세 영향으로 업종별 차별화 심화된 회사채 대비 안정적이며, 레포펀드 수요
- 내년 '생산적 금융 대전환'으로 벤처 중소 기업투자에 있어 여전사 기업금융 역할과 자산 성장에 대한 기대감 긍정적

여전채 AA- vs 회사채 AA-등급 스프레드



주: 3년물, 민평 3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

여전채 vs 회사채 등급별 스프레드 차이

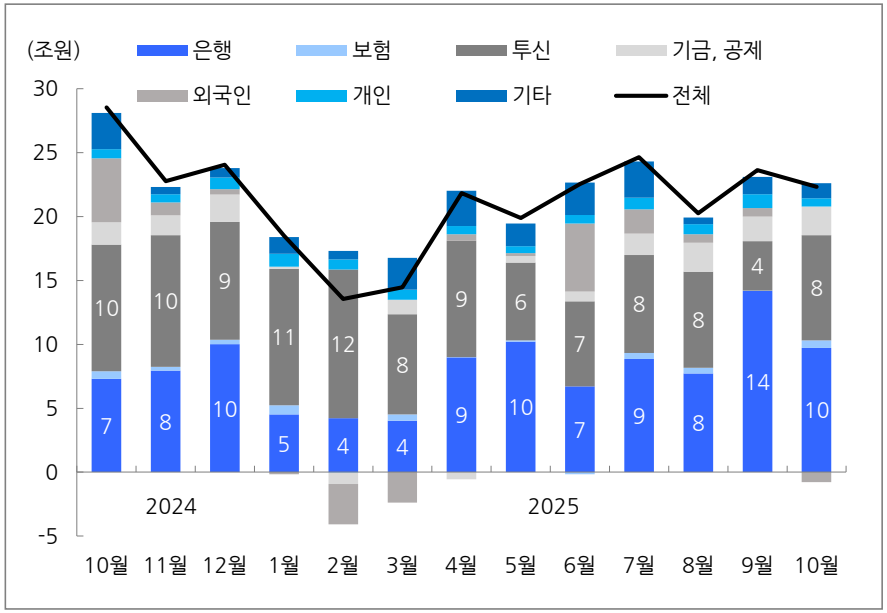


주: 3년물, 민평 3사 기준
자료: Infomax, 현대차증권

크레딧 수급& 스프레드 전망(1)

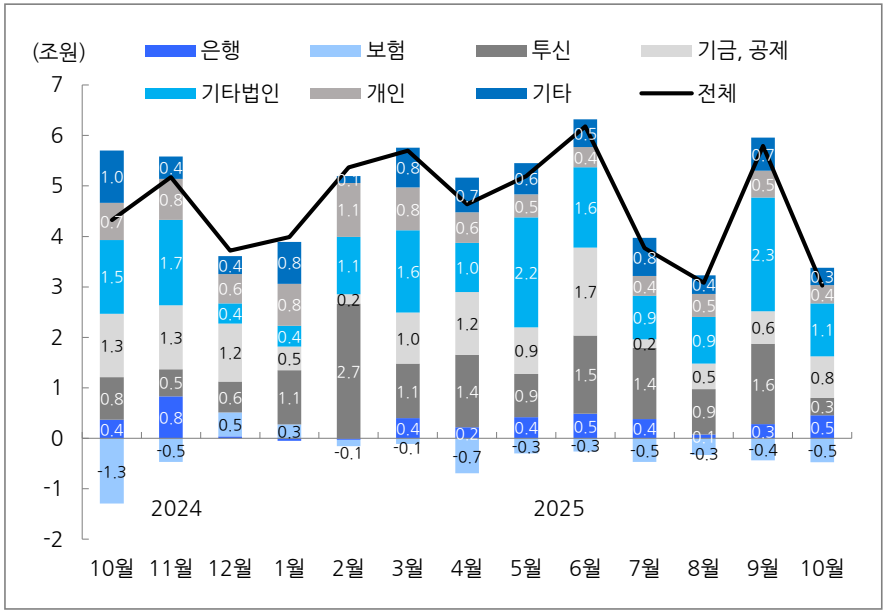
- 크레딧 레포 펀드,매칭형 펀드 크레딧형 자금집행 우호적 수급 지속됐으나, 최근 MMF, 채권형 자금 증가세 주춤. 순매수 감소
- 금리 급등, 연말 계절적 요인, 코스피 4,100pt, S&P 6,800pt 돌파 주식으로 자금이동
- 내년 생산적 금융 확대, 자본시장활성화 등 기업 지원 역할 확대 및 관련 수요 증가 기대
- 화학 · 철강 비우호적 산업, 관세 영향에 따른 기업실적 둔화, 경기 침체 우려와 투자심리 위축은 약세 요인이나,
- 고금리 크레딧 수요로 스프레드 강세 흐름 지속 전망

금융채 기관별 순매수



주: 2025.10.31 기준. 주요기관의 순매수 현황으로 전체 규모와 차이, '기타'는 종금, 금고, 기타법인, 정부 값 합산
자료: Infomax, 현대차증권

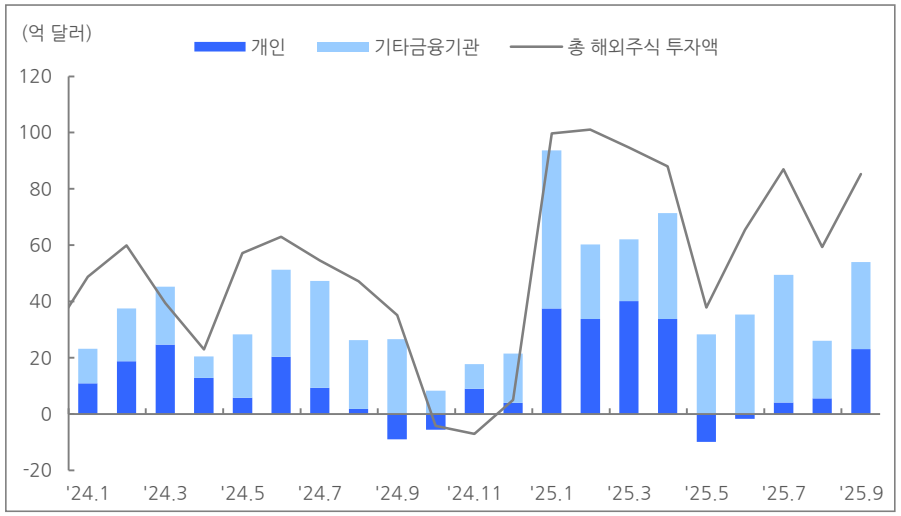
회사채 기관별 순매수



주: 2025.10,31 기준, 주요기관의 순매수 현황으로 전체 규모와 차이, '기타'는 종금, 금고, 외국인, 정부 값 합산
자료: Infomax, 현대차증권

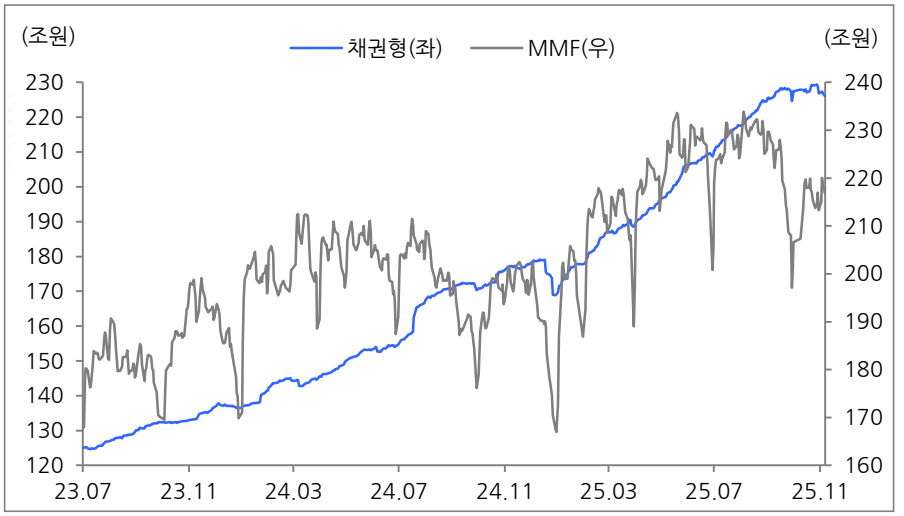
크레딧 수급& 스프레드 전망(2)

해외주식투자 주체별 투자액 추이와 총 해외주식 투자액



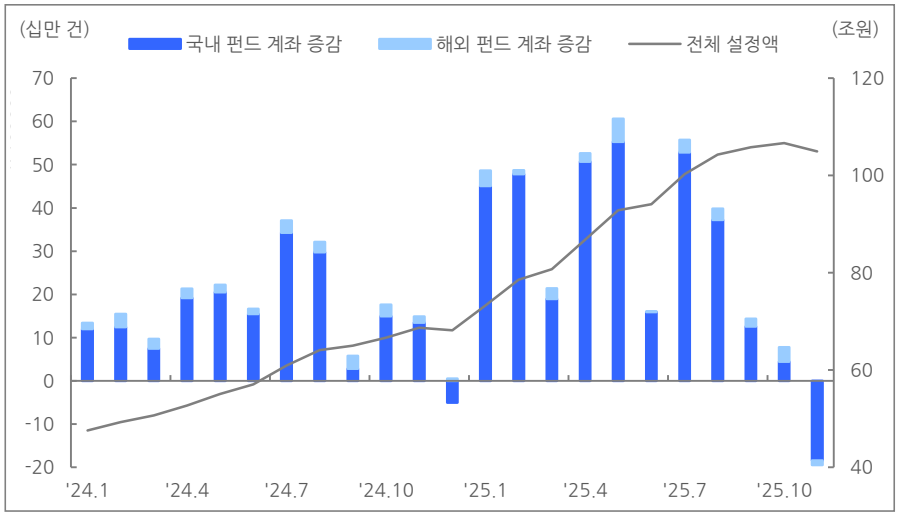
주: 기타금융기관은 자산운용사+증권사+보험사. 총 해외주식 투자액은 개인+기타금융기관+일반정부+중앙은행 합산
자료: 한국은행 ECOS, 현대차증권

채권형 자금 추이



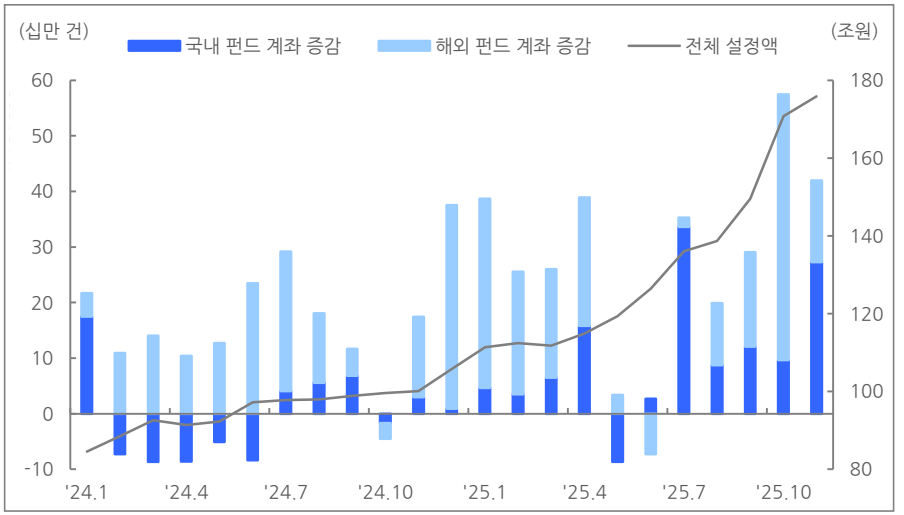
자료: Infomax, 현대차증권

국내/해외 채권형 펀드 설정 계좌 증감 및 전체 설정액



주: 공모 기준, '25.11월은 11일까지의 데이터
자료: Infomax, 현대차증권

국내/해외 주식형 펀드 설정 계좌 증감 및 전체 설정액

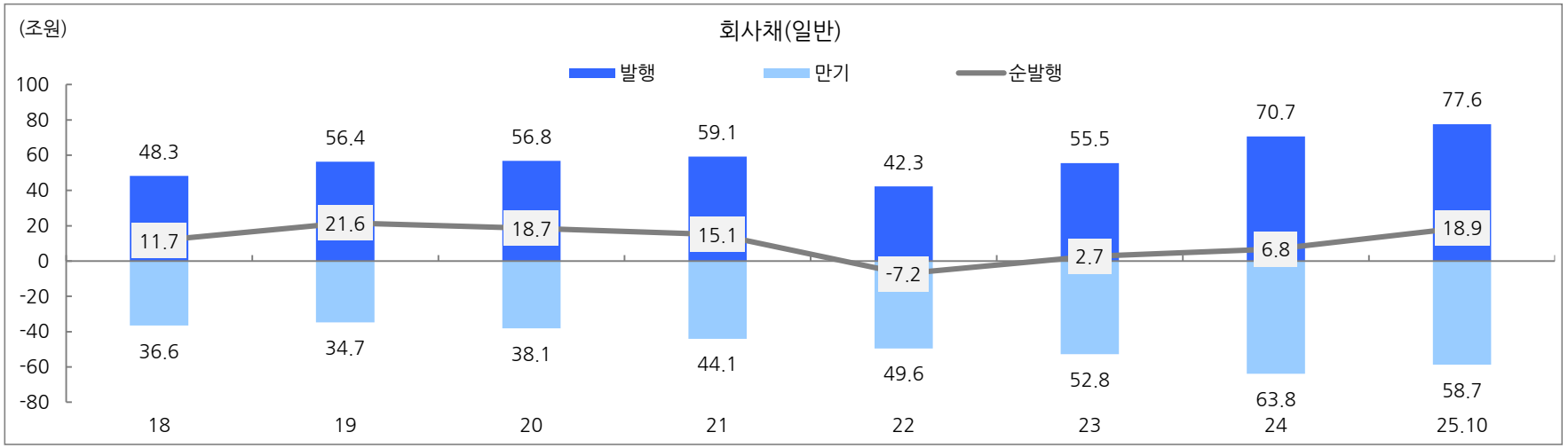


주: 공모 기준, '25.11월은 11일까지의 데이터
자료: Infomax, 현대차증권

채권 순발행(1) 회사채

- 2025년 10월말까지 회사채 78조원 발행되면서 2001년 이후 가장 많은 규모로 발행. 크레딧에 대한 자금 수요에 대한 방증
- 내년 회사채 발행도 증가세 전망. 22년 대비 23년 발행이 +13조원 많았기 때문에 만기도래 차환 금액 증가
- IMA와 발행어음 사업자 증가 시, 비우량 등급 크레딧 수요가 크게 증가하면서 발행 호조 예상

2018년-2025년 10월 연간 회사채(일반) 발행, 만기, 순발행

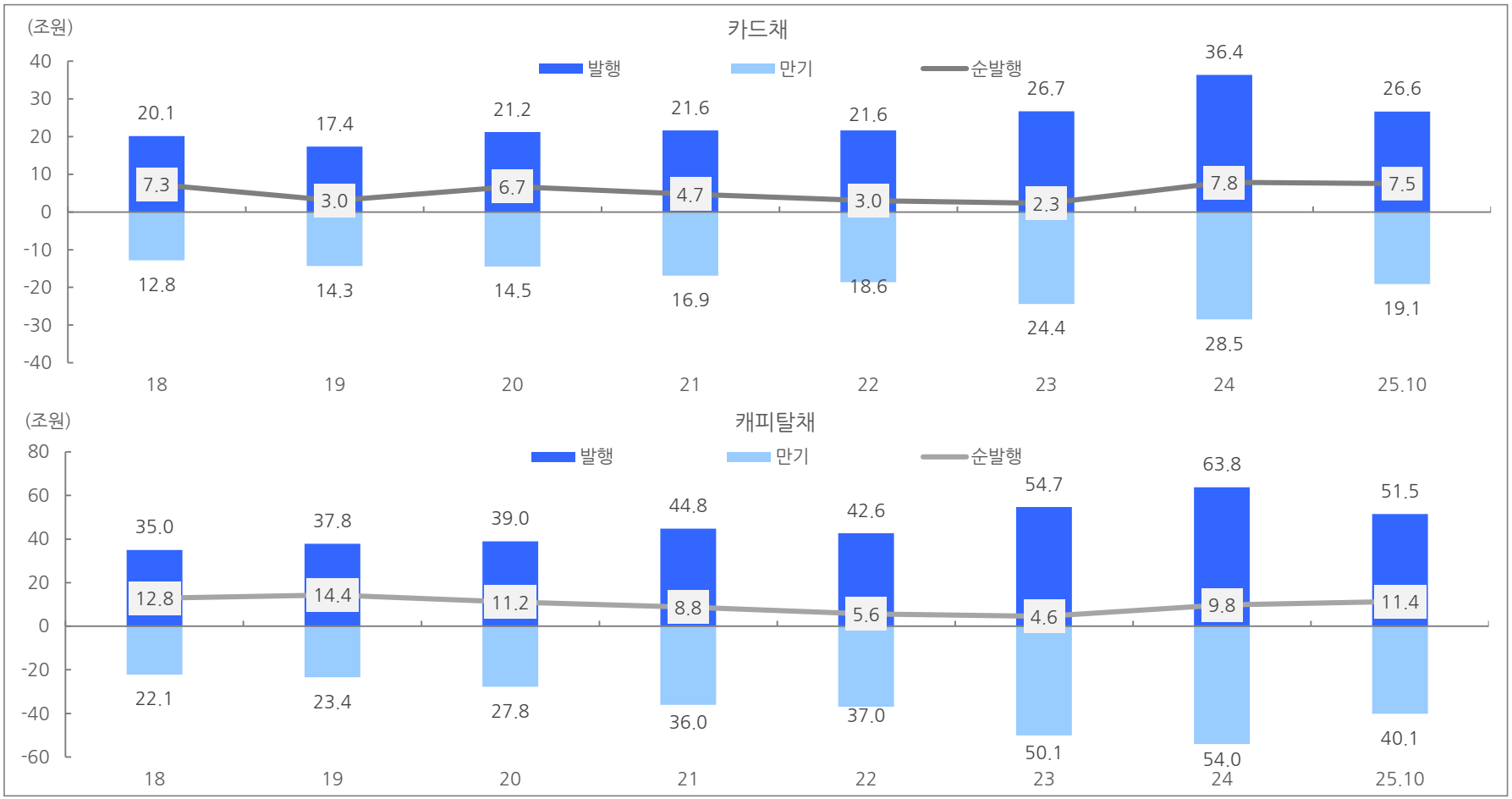


주: 25년은 1월 1일~10월 31일까지의 값을 합산
자료: Infomax, 현대차증권

채권 순발행(2) 여전채

- 부동산 PF 경계감 완화되면서 2024년 9월 이후로 순발행 크게 증가. 내년 기업금융 확대로 여전사 역할 증가 기대
- 캐피탈은 부동산 PF 리스크 확대로 순발행 크게 감소하고, 자산 성장을 제한해왔으나 '24년부터 순발행 확대 기조. 내년에도 발행 증가 예상

2018년-2025년 10월 연간 카드채, 캐피탈채 발행, 만기, 순발행

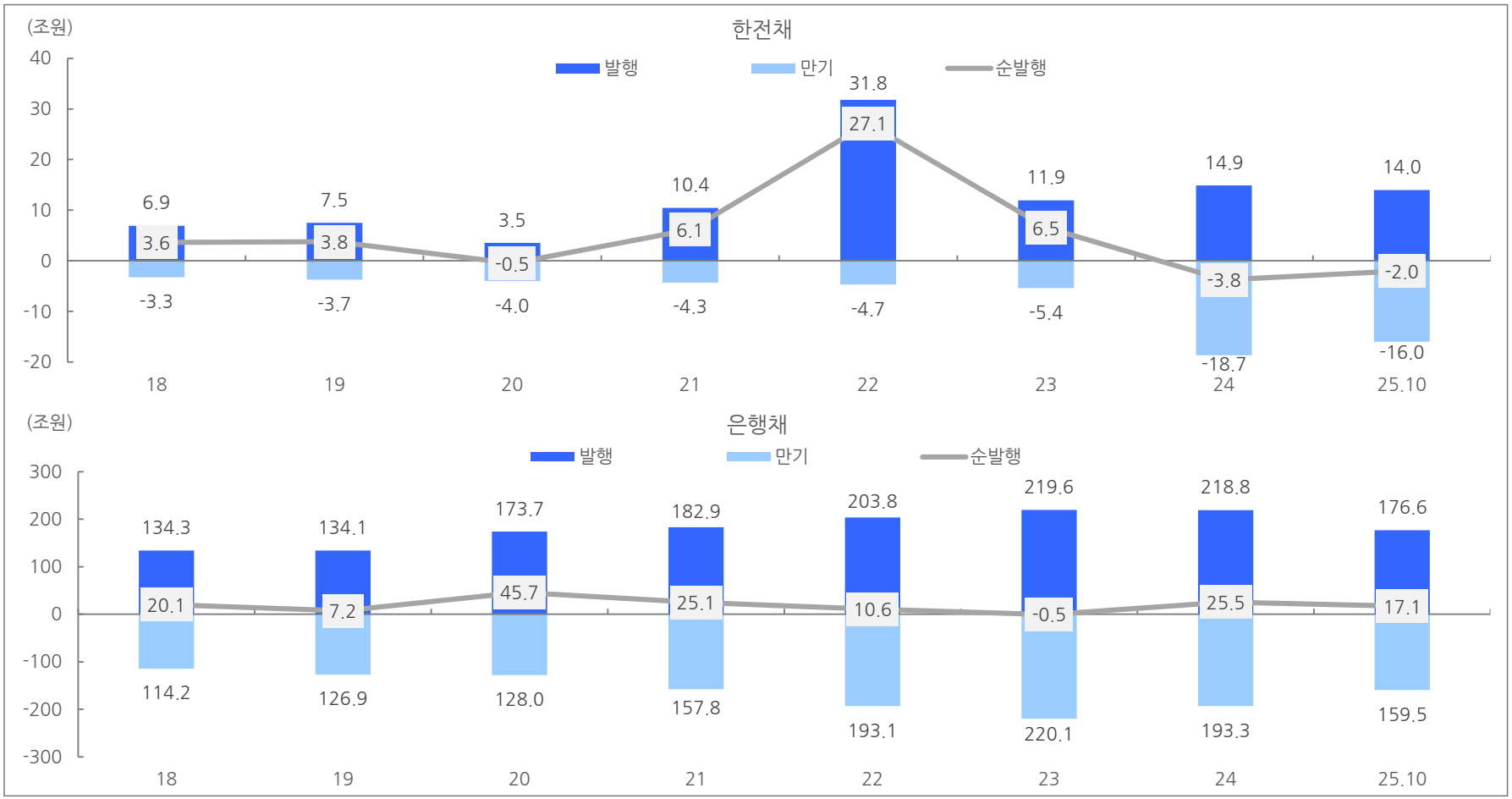


주: 25년은 1월 1일~10월 31일까지의 값을 합산
자료: Infomax, 현대차증권

채권 순발행(3) 한전채, 은행채

- 한전 유가 안정과 구조조정으로 2분기 영업이익 2조원(3분기 5.6조원, 누적 11.5조원) 8분기 연속 흑자. 순상환 기조
- 은행채는 현재 17조원 순발행 기록. 가계 대출 규제

2018년-2025년 10월 연간 한전채, 은행채 발행, 만기, 순발행

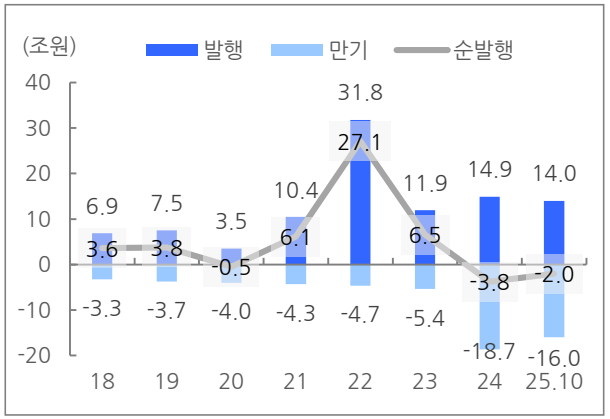


주: 25년은 1월 1일~10월 31일까지의 값을 합산
자료: Infomax, 현대차증권

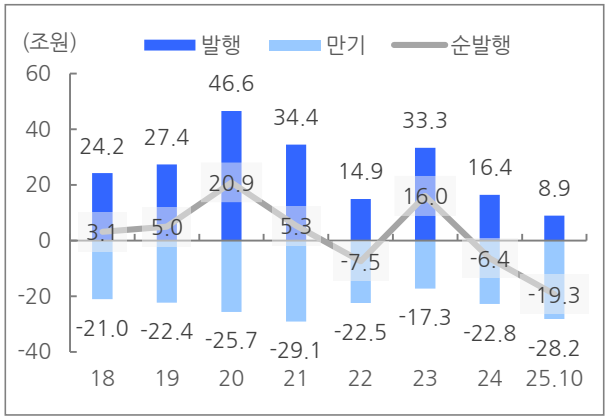
채권 순발행(4) 주요 공사채

- 공사채 전체는 한전 대규모 순발행으로 22년 30조원, 23년 44조 순발행 기록. 24년 3조원 순발행. 현재 -13조원 순상환 기록
- 특례보금자리 같은 정책대출 감소, 한전채 발행 감소로 발행이 크게 감소. 내년에는 150조원 국민성장관련 펀드 조달로 발행 증가 전망
- 연평균 약 15조원의 첨단전략산업기금이 정부보증채권 발행으로 충당되며, 2025년 12월부터 채권 발행이 시작될 예정

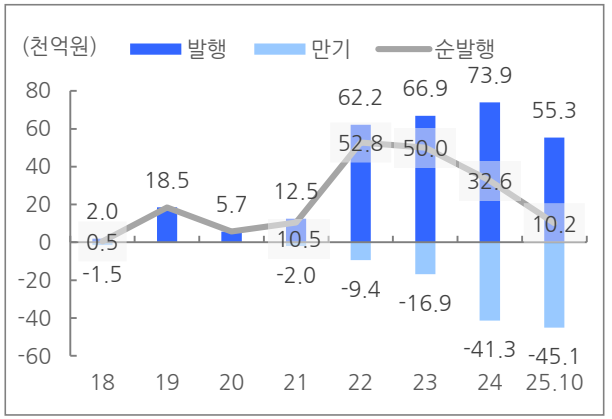
한전채 순발행



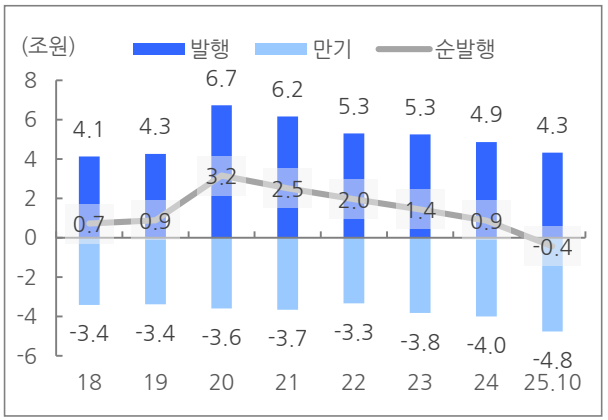
주택금융공사(MBS)



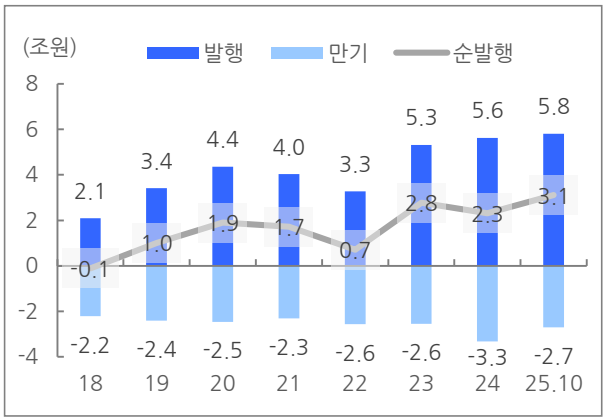
주택금융공사(일반)



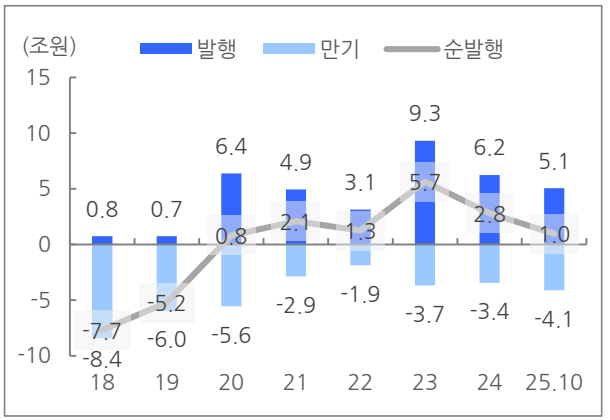
중소기업진흥공단



한국도로공사



한국토지주택공사

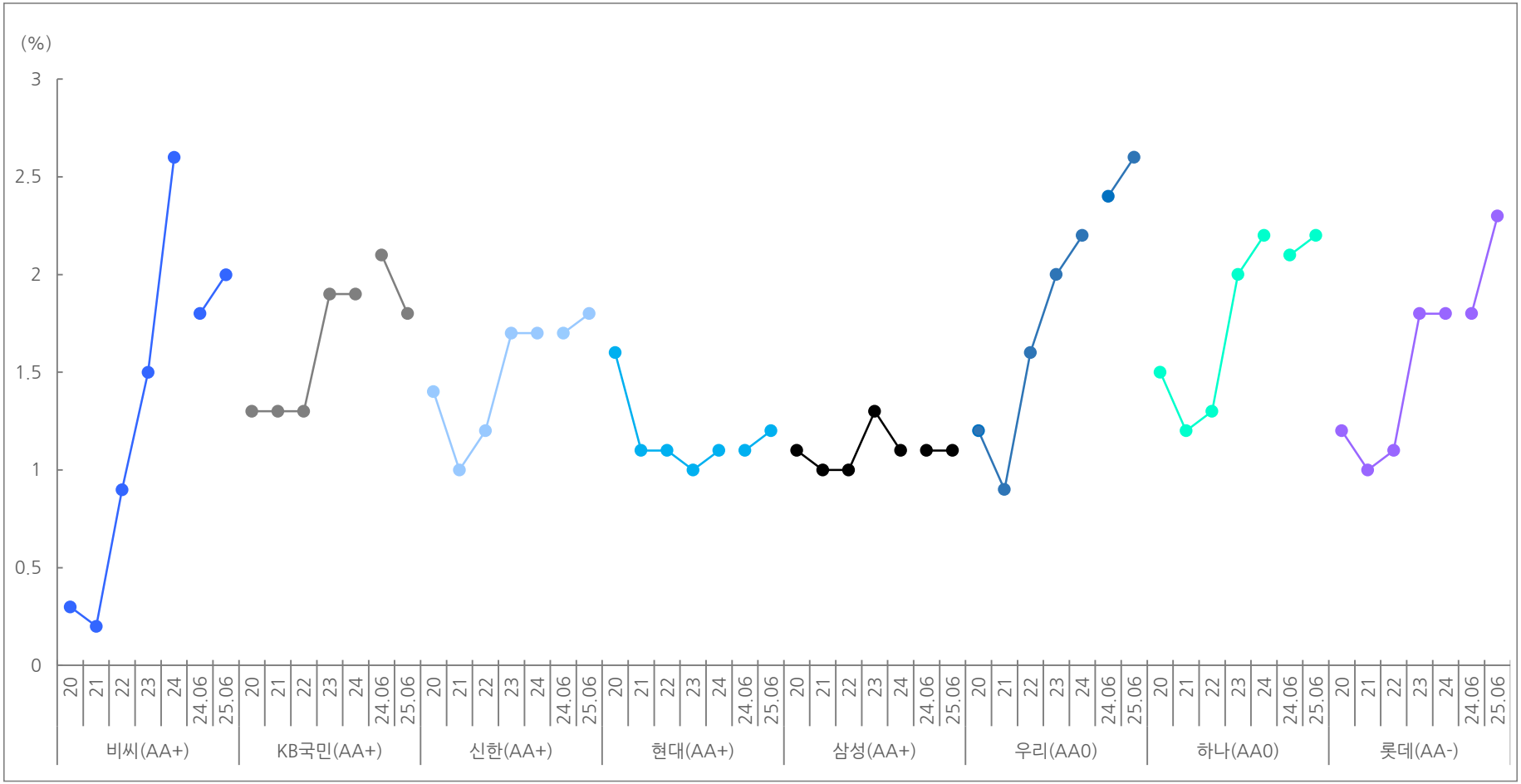


주: 25년은 1월 1일~10월 31일까지의 값을 합산
자료: Infomax, 현대차증권

카드사 건전성

- 전반적으로 코로나 이후로 연체율 증가세가 이어지고 있어 모니터링 필요하지만, 절대적인 레벨 자체 안정적
- 현대카드, 삼성카드 peer 대비 지표 안정적

카드사별 연체채권비율(1개월 이상, 대환대출 포함)

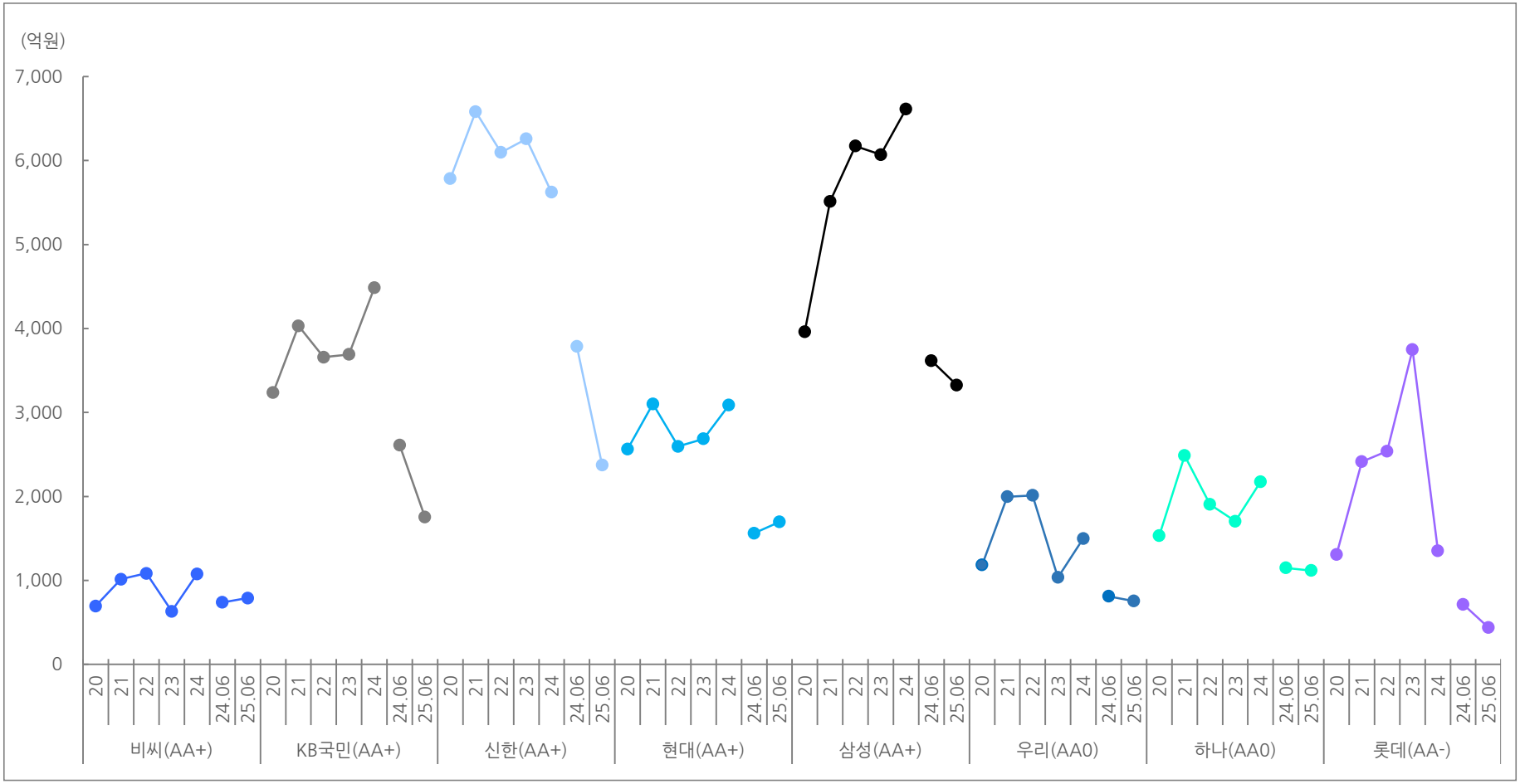


주: 신용등급 순으로 정렬, 연단위 값은 12월 말 기준
자료: 한기평, 금융통계정보시스템, 현대차증권

카드사 순이익

- 현대카드, 비씨카드를 제외하고 전반적으로 당기 순이익 전년동기 대비 감소
- 자영업자와 소상공인 연체율 증가. 대출자산 건전성 저하에 따른 대손 비용 증가

카드사별 당기순이익

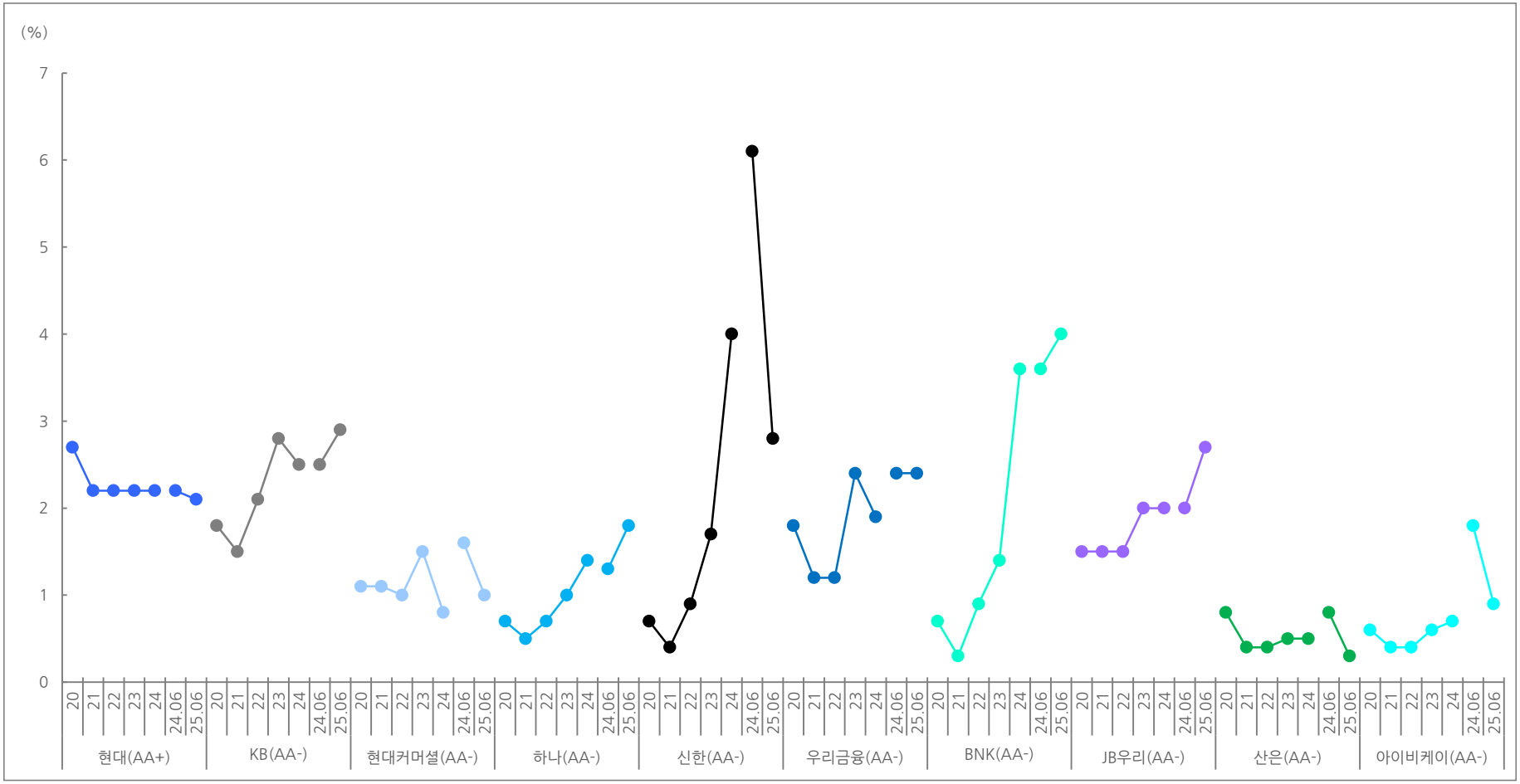


주: 신용등급 순으로 정렬, 연단위 값은 12월 말 기준
자료: 한기평, 금융통계정보시스템, 현대차증권

캐피탈사 건전성 (1)

- PF 우려 감소에도 고정이하 여신비율 개선은 기업별 온도차.산업평균 3.6 수준
- 은행계 캐피탈 지원 가능성은 리스크 완화 요인

캐피탈사 고정이하여신비율

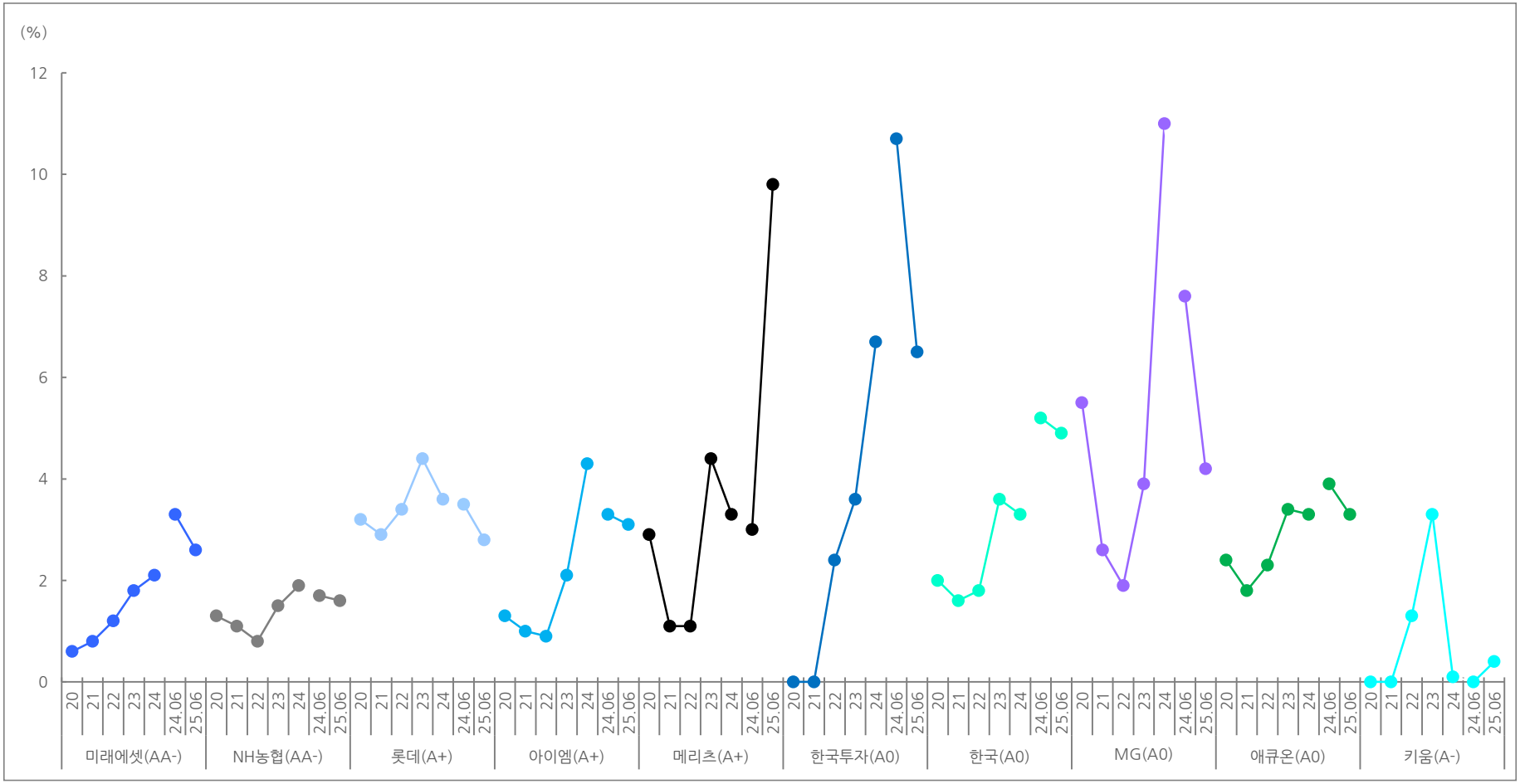


주: 신용등급 순으로 정렬, 연단위 값은 12월 말 기준
자료: 한기평, 금융통계정보시스템, 현대차증권

캐피탈사 건전성 (2)

- 산업평균 3.6 대비 메리츠, 한국투자, 한국, MG 높은편이나 계열 지원 가능성

캐피탈사 고정이하여신비율

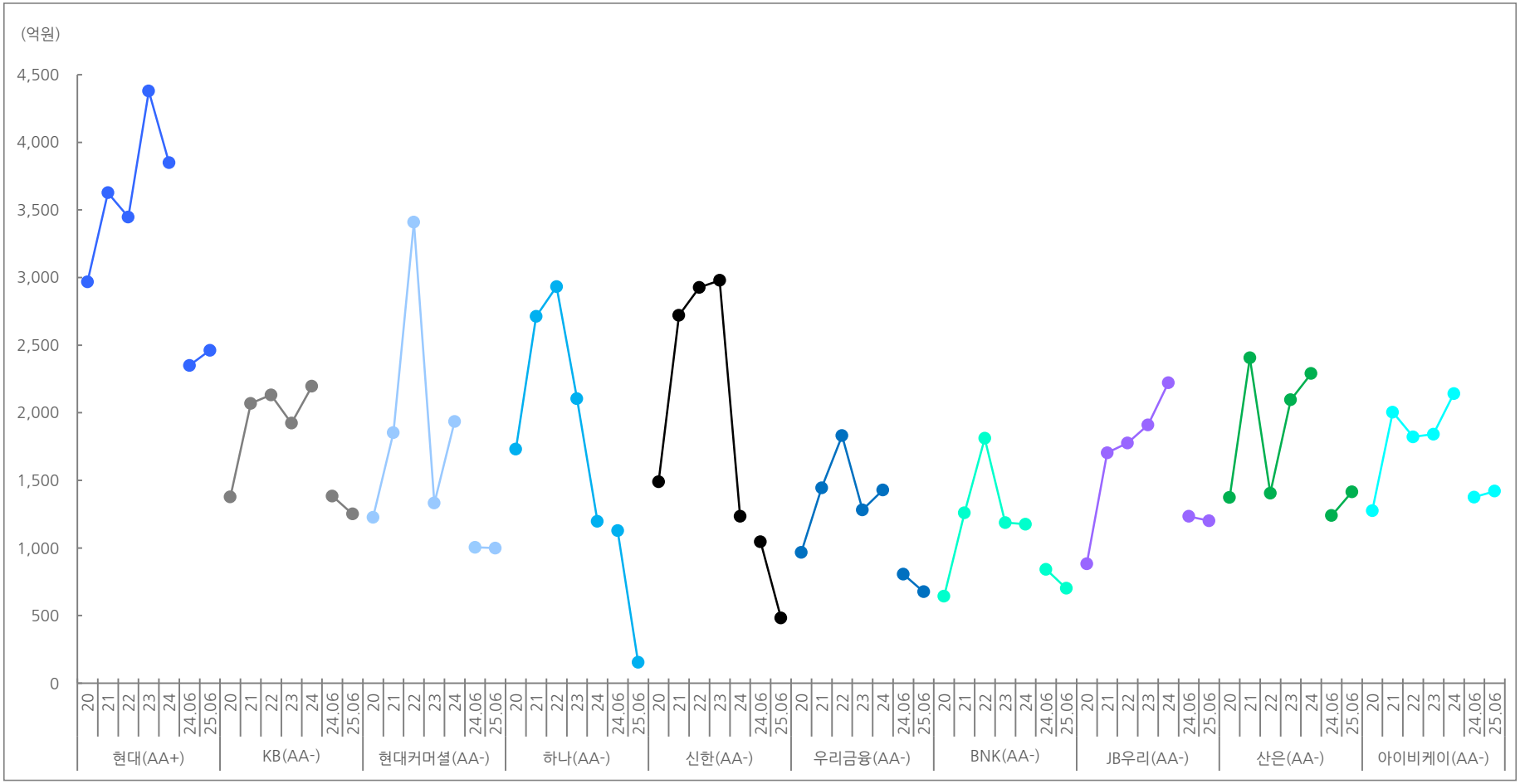


주: 신용등급 순으로 정렬, 연단위 값은 12월 말 기준
자료: 한기평, 금융통계정보시스템, 현대차증권

캐피탈사 순이익 (1)

- 현대캐피탈, IBK, 산은 캐피탈 전년동기 대비 2분기 순이익 개선

캐피탈사 당기순이익

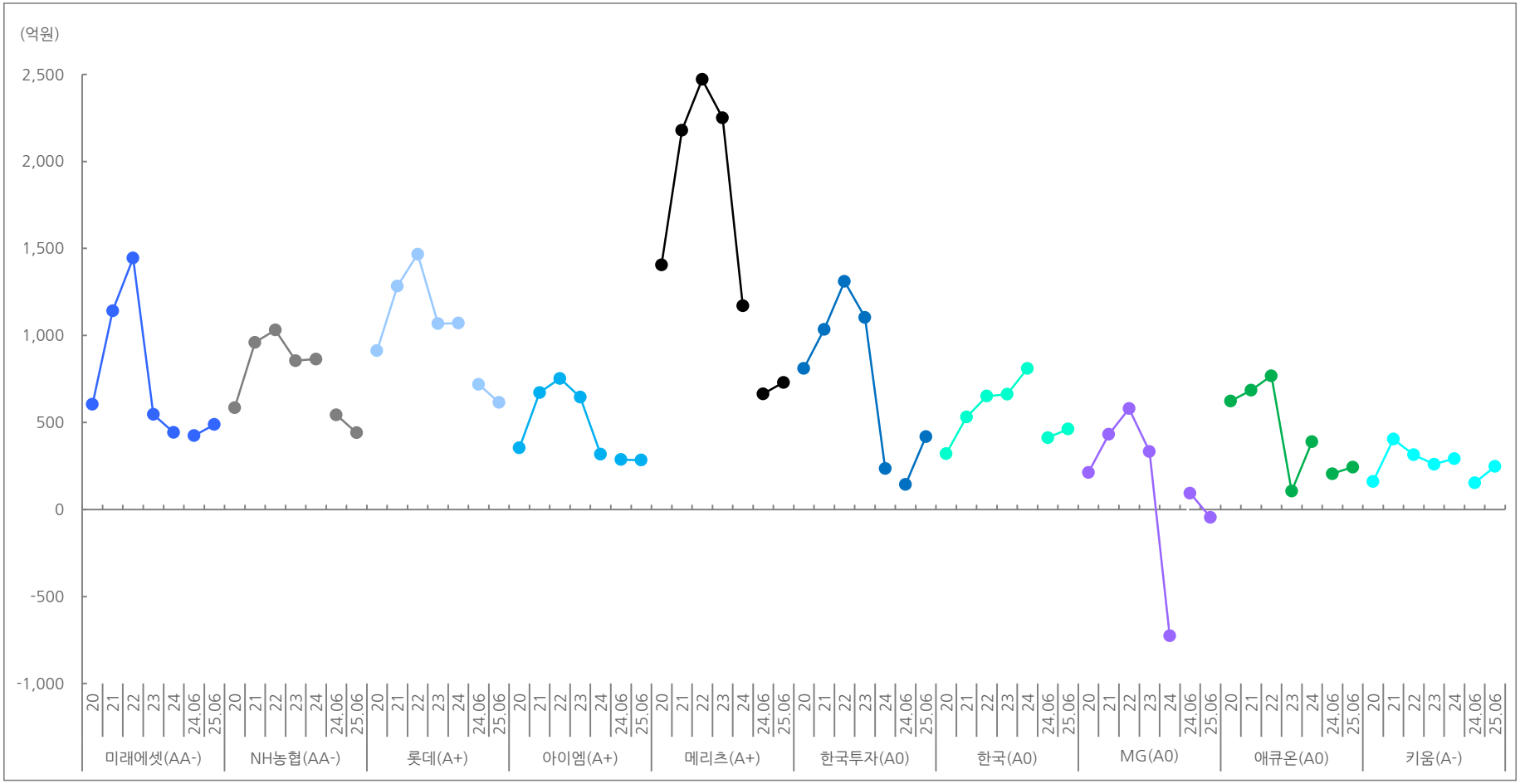


주: 신용등급 순으로 정렬, 연단위 값은 12월 말 기준
자료: 한기평, 금융통계정보시스템, 현대차증권

캐피탈사 순이익 (2)

- 메리츠, 한국투자, 한국, 애큐온, 키움 전년동기 대비 2분기 순이익 개선

캐피탈사 당기순이익

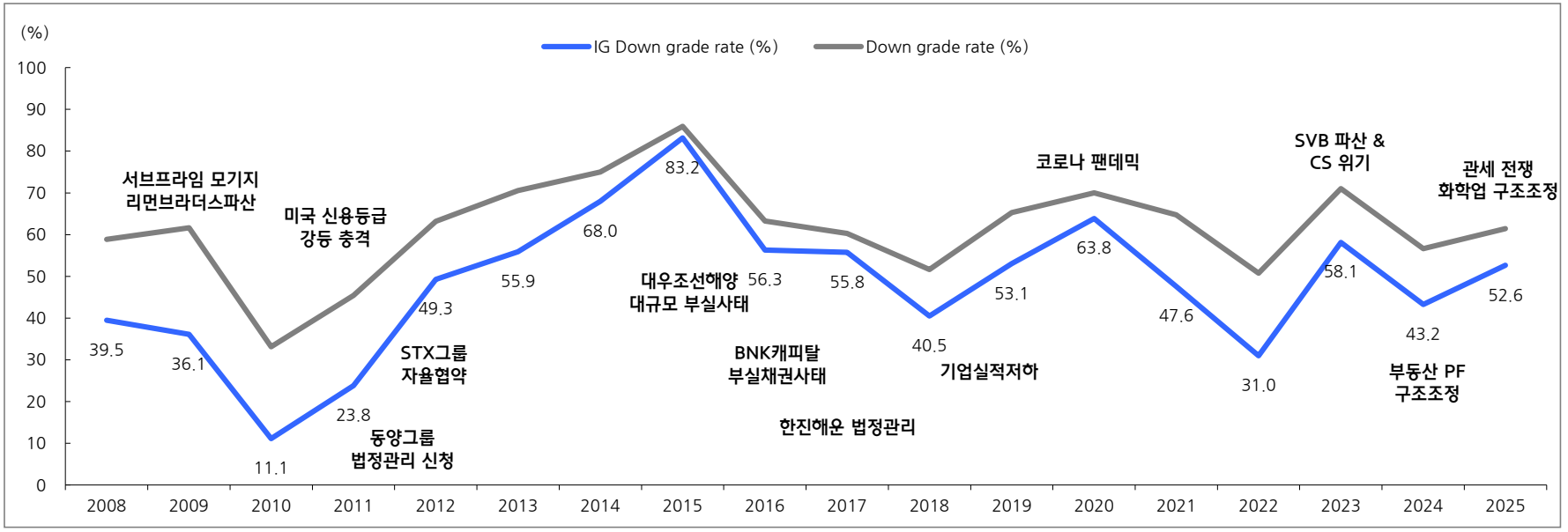


주: 신용등급 순으로 정렬, 연단위 값은 12월 말 기준
자료: 한기평, 금융통계정보시스템, 현대차증권

신용등급

- '08~'09년 신용경색으로 저축은행, 건설사 부도 및 회사채 전반에서 즉각적인 등급 하향
- '11년 남유럽발 위기와 미국 신용등급 강등, 국내 PF대출 부실화로 인한 건설사와 저축은행부도, 부채부담이 컸던 그룹사 부도
- '15년~'17년 대우조선해양 분식회계와 대규모 부실, 한진해운부도, 업황 부진과 기업실적 저하 등 등급 하향 증가
- '20년 BBB-등급 이상 투자등급과 투기등급 등급하향비율 차이 축소
- '22년 말~'24년 레고랜드 사태 이후 PF관련 건설업,증권업, 캐피탈,부동산 신탁사 신용등급 및 아웃룩 하향
- '25년 장기 업황 부진으로 화학업 등급조정. 롯데케미칼과 롯데그룹 등급 조정

크레딧 이벤트와 신용등급 하향 비율



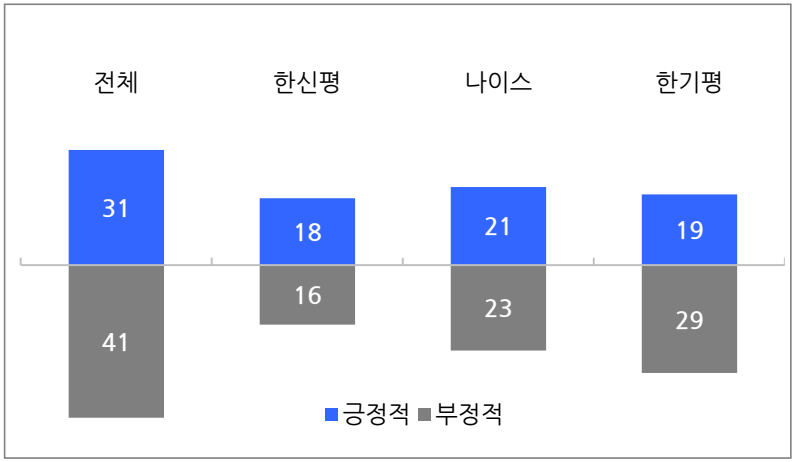
주: Downgrade rate (%)는 (하향채권수 /상향+하향 채권수)이며, IG Downgrade rate (%) BBB-이상 투자등급 대상임. 채권은 무보증 일반 회사채 기준임
자료: 인포맥스, 현대차증권

등급Outlook (긍정적)

기업명	유효등급 (채권)	한신평	outlook	나이스	outlook	한기평	outlook
LG유플러스	AA0	AA0	긍정적	AA0	안정적	AA0	안정적
S-Oil	AA0	AA0	긍정적	AA0	긍정적	AA+	안정적
SK하이닉스	AA0	AA0	긍정적	AA0	긍정적	AA0	긍정적
현대글로비스	AA0	AA+	안정적	AA0	긍정적	AA0	긍정적
롯데케미칼	AA-	AA-	안정적	AA-	안정적	AA0	↑
엘에스일렉트릭	AA-	AA-	긍정적	AA-	긍정적	AA-	긍정적
포스코인터내셔널	AA-	AA-	긍정적	AA-	안정적	AA-	안정적
한국항공우주	AA-	AA-	안정적	AA-	긍정적		
한화시스템	AA-	AA-	긍정적			AA-	긍정적
한화에어로스페이스	AA-			AA-	긍정적	AA-	긍정적
금호석유화학	A+	A+	안정적	A+	긍정적	A+	안정적
아이엠캐피탈	A+	A+	긍정적	A+	안정적	A+	긍정적
티케이지태광	A+			A+	긍정적	A+	긍정적
풍산	A+	A+	긍정적	A+	긍정적	A+	긍정적
현대로템	A+	A+	긍정적	A+	긍정적	A+	긍정적
DL에너지	A0	A0	긍정적	A0	긍정적		
대신에프앤아이	A0	A0	긍정적	A0	긍정적		
엠지캐피탈	A0	A0	안정적	A0	안정적	A-	긍정적
파라다이스	A0			A+	안정적	A0	긍정적
한일현대시멘트	A0	A0	↑	A0	↑		
현대코퍼레이션	A0	A0	긍정적	A0	긍정적	A0	긍정적
효성중공업	A0	A0	긍정적	A0	긍정적		
CJ CGV	A-	A-	긍정적	A-	긍정적	A-	긍정적
키움에프앤아이	A-			A-	긍정적	A-	긍정적
현대코퍼레이션 홀딩스	A-	A-	긍정적			A-	긍정적
CJ CGV(하이브리드)	BBB+	BBB+	긍정적	BBB+	긍정적	BBB+	긍정적
CJ CGV(후)	BBB+	BBB+	긍정적				
코스맥스	BBB+	BBB+	긍정적				
한진	BBB+	BBB+	안정적	BBB+	긍정적	BBB+	긍정적
한화오션	BBB+			BBB+	긍정적	BBB+	긍정적
케이카캐피탈	BBB0	BBB0	긍정적			BBB0	긍정적
화신	BBB0			BBB0	긍정적		
JW홀딩스	BBB-			BBB-	긍정적	BBB0	안정적

- 부정적 전망이 긍정적 전망보다 우세
- 크레딧 수요 급증으로 모니터링 필요
- 반도체,조선, 방산,전력기기 긍정적 전망
- MG캐피탈, 2025년 새마을금고 중앙회 최대주주 변경.등급 상향
- 아이엠캐피탈(DGB금융지주), 케이카캐피탈(한앤코)

신평사별 긍정적/부정적 기업수



주: 2025.11.10일자 기준 KIS 채권평가 집계 삼사 신용등급표. BBB-등급 이상 기업 571개 대상
전체 개수는 삼사 중 한곳이라도 긍정적/부정적인 경우의 수이며, issuer 중복 제외한 숫자임
자료: KIS채권평가, 현대차증권

등급Outlook (부정적)

기업명	유효등급 (채권)	한신평	outlook	나이스	outlook	한기평	outlook
LG화학	AA+	AA+	안정적	AA+	부정적	AA+	부정적
에스케이엔무브	AA0	AA0	↓	AA0	↓	AA0	↓
현대해상화재보험(후)	AA0	AA+	부정적	AA0	안정적		
SK지오센트릭	AA-	AA-	안정적	AA-	부정적	AA-	부정적
한온시스템	AA-	AA-	부정적	AA-	부정적	AA-	부정적
한화솔루션	AA-			AA-	부정적	AA-	부정적
한화토탈에너지스	AA-			AA-	부정적	AA-	부정적
호텔신라	AA-	AA-	안정적	AA-	부정적	AA-	부정적
넷마블	A+	A+	부정적			A+	부정적
동아에스티	A+	A+	안정적	A+	부정적	A+	부정적
SKC	A0	A0	안정적	A+	부정적	A+	부정적
SK아이이테크놀로지	A0			A0	부정적	A0	부정적
푸본현대생명보험(후)	A0			A0	안정적	A0	부정적
한국자산신탁	A0			A0	부정적	A0	부정적
현대엘리베이터	A0			A0	안정적	A+	부정적
현대케미칼	A0	A0	부정적	A0	부정적	A0	부정적
KCC건설	A-	A-	부정적	A-	부정적		
SK쉴더스	A-	A-	안정적			A0	부정적
롯데손해보험(후)	A-	A-	↓	A-	안정적	A-	↓
신한자산신탁	A-			A-	부정적	A-	부정적
에코프로비엠	A-			A0	부정적	A-	안정적
여천NCC	A-	A-	부정적			A-	부정적
대동	BBB+			BBB+	부정적	BBB+	부정적
동화기업	BBB+	BBB+	안정적	A-	부정적		
롯데손해보험 (하이브리드)	BBB+	BBB+	↓			BBB+	↓
비에스한양	BBB+	BBB+	부정적			BBB+	부정적
에스케이어드밴스드	BBB+	BBB+	부정적	BBB+	안정적		
에코프로	BBB+			A0	부정적	BBB+	안정적
이랜드리테일	BBB+					BBB+	부정적
풀무원(하이브리드)	BBB+	BBB+	부정적	BBB+	부정적		
풀무원(후)	BBB+	BBB+	부정적				

기업명	유효등급 (채권)	한신평	outlook	나이스	outlook	한기평	outlook
풀무원식품	BBB+			A-	부정적	BBB+	안정적
SK디앤디	BBB0	BBB0	↓			BBB0	↓
깨끗한나라	BBB0					BBB0	부정적
메가박스	BBB0					BBB0	부정적
에스엘엘중앙	BBB0	BBB0	안정적	BBB0	부정적	BBB0	부정적
오케이캐피탈	BBB0	BBB0	안정적			BBB+	부정적
이랜드월드	BBB0	BBB0	부정적	BBB0	안정적	BBB0	안정적
제이티비씨	BBB0			BBB0	부정적	BBB0	부정적
콘텐트리중앙	BBB0	BBB0	부정적			BBB0	부정적
풀무원식품(하이브리드)	BBB0			BBB+	부정적	BBB0	안정적
한솔홈데코	BBB0	BBB0	부정적				
효성화학	BBB0	BBB0	안정적	BBB0	부정적		
대보건설	BBB-	BBB-	부정적				

- 화학업 구조조정 연말 규모 확정. 유럽 중국 감산 ➔ 공급과잉 개선

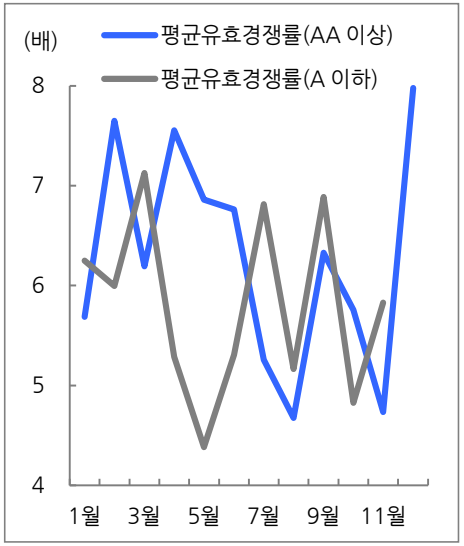
Vs. 주주간 갈등, 글로벌 감산 및 구조조정 지연, 내수중심 규모 축소

주: 2025.11.10일자 기준 KIS 채권평가 집계 삼사 신용등급표. BBB-등급 이상 기업 571개 대상
전체 개수는 삼사 중 한곳이라도 긍정적/부정적인 경우의 수이며, issuer 중복 제외한 숫자임
자료: KIS채권평가, 현대차증권

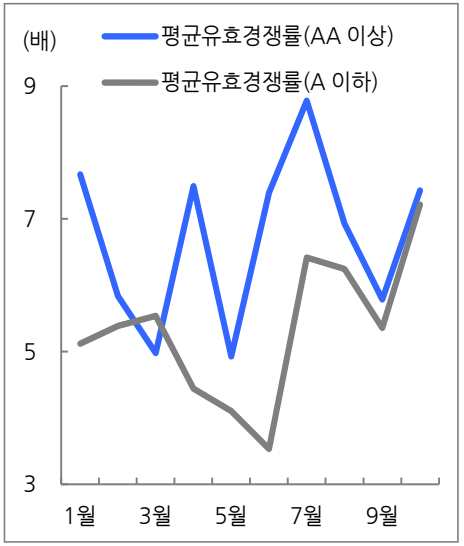
수요예측 발행시장

- ‘22년~’23년 부동산 PF 우려가 점차 완화 되면서 ’24년~’25년 회사채 수요예측 호조세 지속
- 고금리 크레딧 수요에 힘입어 일부 우려 업종도 대부분 수요가 모집 되었고, A등급 헤드라인 리스크가 없는 기업들은 수요예측 초강세

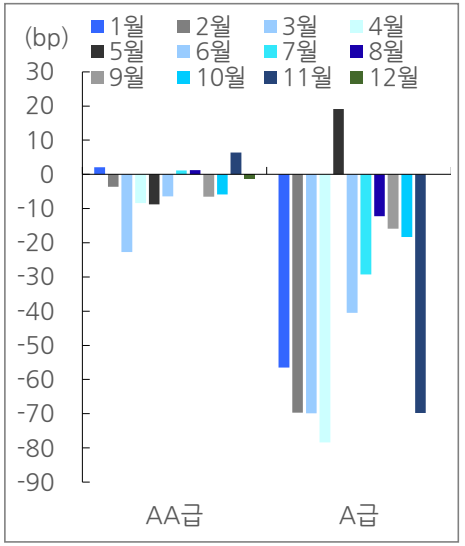
유효경쟁률 2024



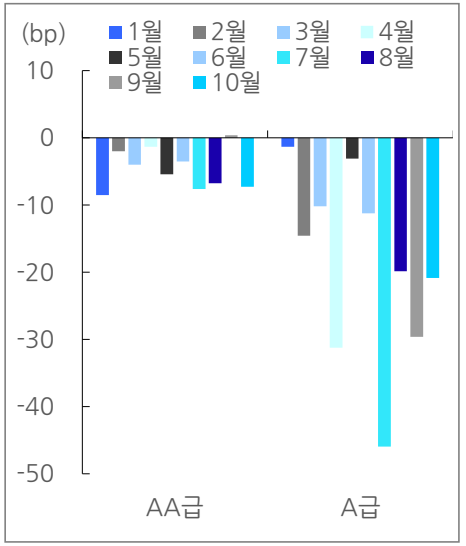
유효경쟁률 2025



낙찰스프레드 2024



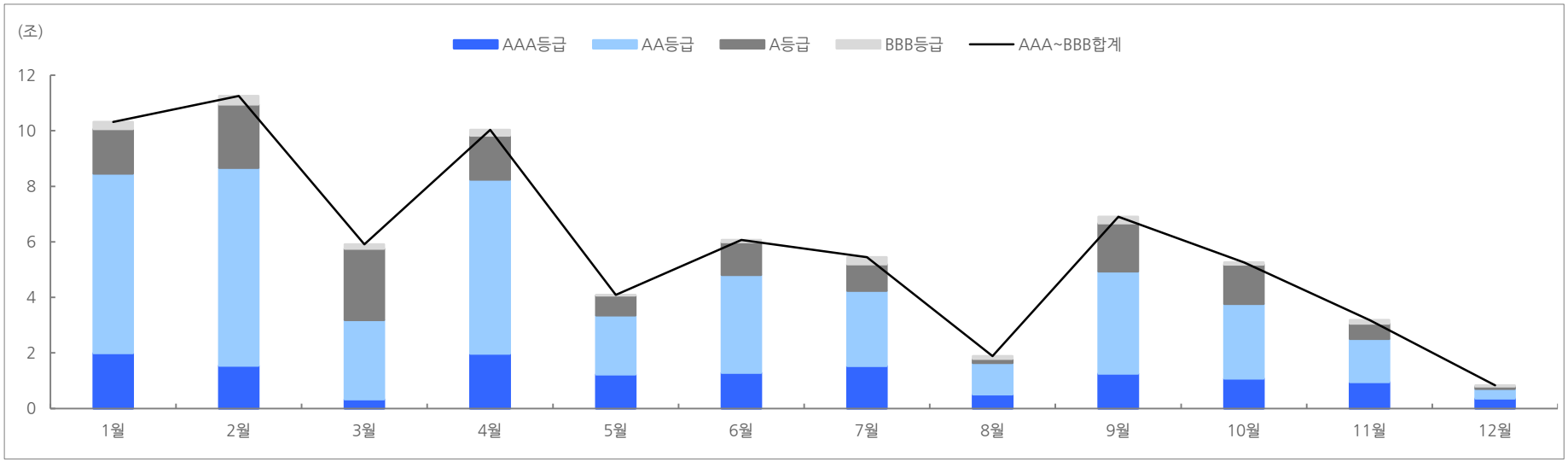
낙찰스프레드 2025



주: 절대금리 제외, AA이상은 AAA~AA-, A이하는 A+~BBB-
자료: Dart, 현대차증권

2026년 회사채 공급

2026년 회사채 월별 만기도래 현황



(억 원)	1월	2월	3월	4월	5월	6월	7월	8월	9월	10월	11월	12월	합계
회사채(일반) 전체	103,826	112,496	63,812	102,952	40,910	60,714	54,660	21,272	69,000	53,852	31,821	8,360	723,675
AAA등급	19,900	15,400	3,300	19,700	12,300	12,900	15,300	5,100	12,600	10,750	9,500	3,600	140,350
AA등급	64,700	71,260	28,500	62,700	21,250	35,230	27,050	11,300	36,750	26,900	15,600	3,500	404,740
A등급	16,011	22,826	25,741	15,900	7,160	11,730	9,617	1,470	17,360	14,220	5,490	800	148,325
BBB등급	2,590	3,010	1,540	2,050	200	840	2,510	1,000	2,289	730	1,230	460	18,449
AAA~BBB 합계	103,201	112,496	59,081	100,350	40,910	60,700	54,477	18,870	68,999	52,600	31,820	8,360	711,864

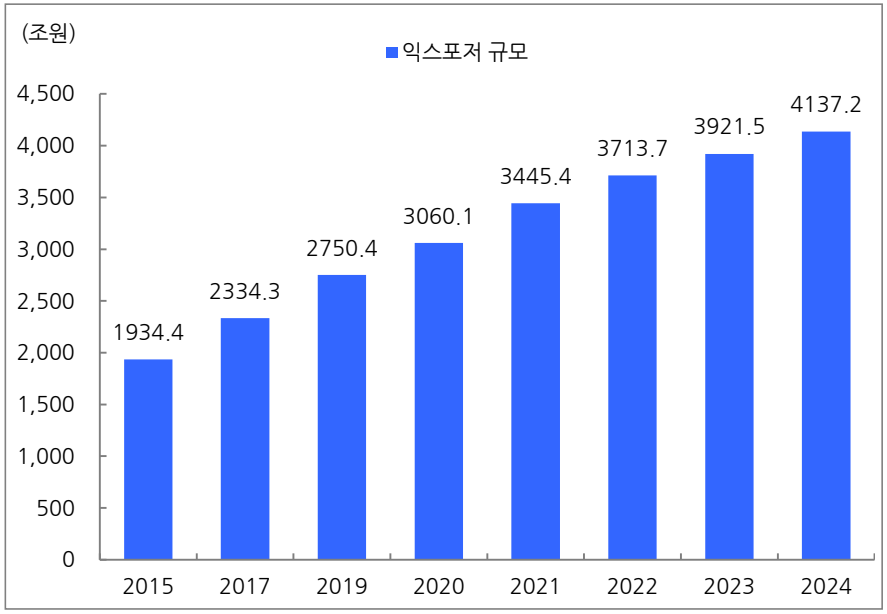
주: 일반회사채(공모, KRW, 매출일 기준)
자료: Infomax, 현대차증권

II. 150조원 국민성장펀드와 생산적 금융 전환이 이끄는 선택적 크레딧 수요

생산적 금융 대전환이란? 부동산 쏠림, 생산적 금융으로 물꼬를 바꾸기

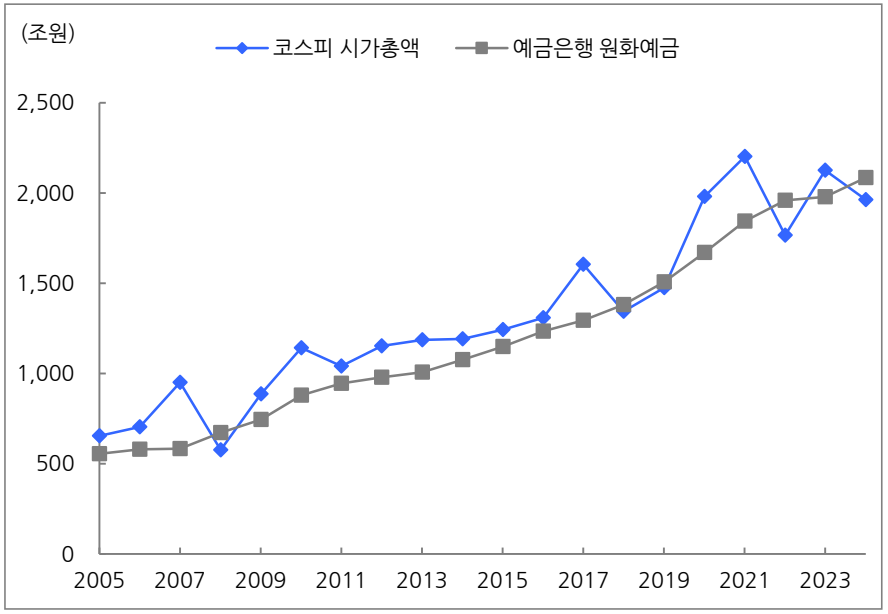
- 자금이 지속 가능한 경제 성장을 뒷받침하는 '생산적 금융'보다 부동산, 수도권, 예금 · 대출 쏠림 현상 심화 ➔ 성장동력저하, 양극화, 가계소비 위축
- 가계 자산 중 부동산 비중 64%로 OECD 평균(52.9%)을 상회. 부동산 부문에 공급된 금융권 자금은 약 4,137조원으로 '24년 GDP대비 162%로 '15년 111%대비 1.5배 증가
- 은행 자금의 67%수도권에 집중. 기업 대출 비중도 ('15년/'26년, 24%/30%) 확대 .은행 예금(2,095조원) 코스피 시총을 역전하기도
- 금융회사(은행 · 보험 · 증권) 안전한 담보 대출 위주 수익 추구: '22년/'24년, 27조원/43조원으로 60% 증가
- 이재명 정부, 시중 자금 흐름을 생산적 영역으로 물꼬를 바꿔기 위한 '금융 대전환' 추진

부동산금융 익스포저 규모 및 추이



자료: 금융위-생산적금융 대전환 추진방향(2025.09), 현대차증권

코스피 시가총액 vs 예금은행 원화예금



자료: 금융위, Infomax, ECOS, 현대차증권

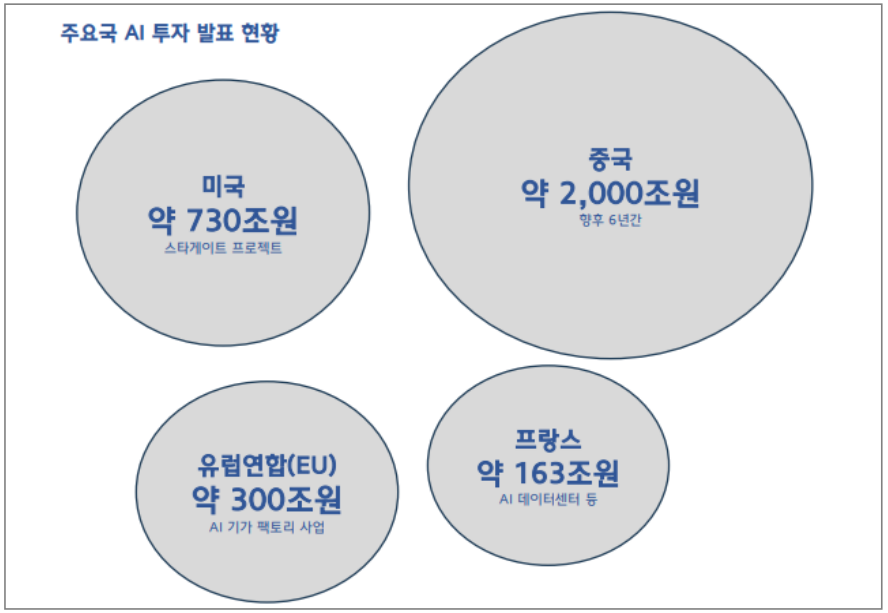
세계 기술패권 전쟁, 경제 주권 확보

- 정부는 세계 기술패권 전쟁에서 첨단전략산업(AI 로봇 반도체 등)은 국가 경제 · 산업구조의 게임체인저. 전략무기로 인재확보 기술주권 확보
- 이에 미 · 중 · 일 직접 보조금과 정부 지원. 美고율 관세 부과로 '투자 전쟁'
- 韓 저성장 · 고령화 심화와 전통산업(화학,철강) 한계 및 생산성 둔화➔ 성장률 하락,후발국 추격, 첨단산업 투자 미흡➔20년 이끌 성장동력 필요
- 첨단전략산업 5년간 500조원 투자수요 중 30%인 150조원을 국민성장펀드로 충당➔투자 촉진 중추 역할, 경제 성장 제고
- 산업은행 및 정부재정이 '마중물' 역할 수행. 기금채 발행 및 후순위 재정 참여를 통해 초기 위험을 흡수하고 민간자금의 유입을 촉진
- 생산적 금융으로의 자금 유도 및 민간 참여 확대➔은행 · 연기금 · 증권사 · 국민 공모 자금이 결합된 구조

펀드 구조도: 첨단전략산업기금(75조원) + 민간 · 국민자금(75조원)

자료: 금융위-대한민국 경제 재도약 150조원 국민성장펀드가 함께합니다(2025.09), 현대차증권

기술패권 경쟁에 대한 주요국의 대응



자료: 과학기술정보통신부, 현대차증권

첨단전략산업기금 신설

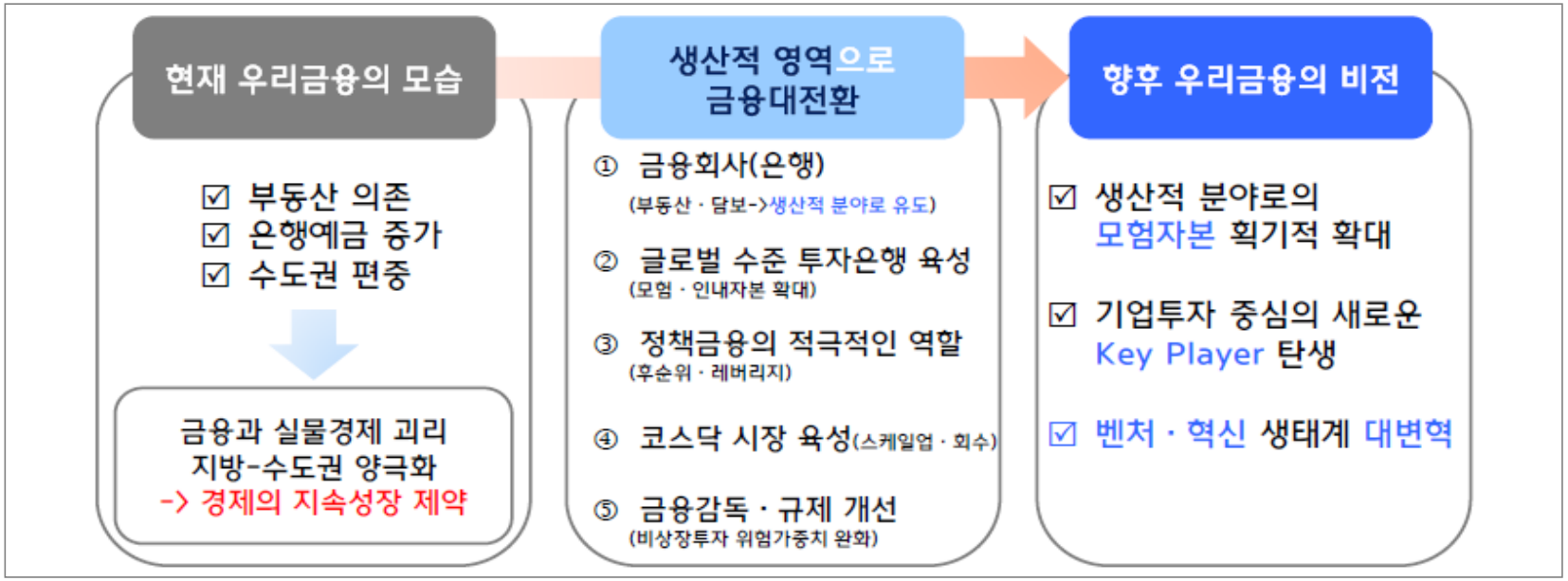
- 정부는 3월 첨단전략 산업 육성을 위한 생태계 전반 지원 위해 5년간 50조원 '첨단전략산업기금' 신설 발표. 민간 50조원 총 100조원
- 9월 생산적 금융 대전환 추진방향에서 기금 규모를100조원→150조원 국민성장펀드로 확대
- 8월 한국산업은행법 개정안 국회통과: 금융위원회는 25.8.27일 한국산업은행 內 첨단전략산업기금 신설, 수권자본금 30조원➔45조원으로 상향

  (2014년 30조원 상향 후 11년만이며, 납입자본금 증가분 15조원의 10배 수준 기업금융지원 확대 가능)
- 8월 29일 대통령실 국무회의에서 '2026년도에 발행하는 첨단전략산업기금채권에 대한 국가보증동의안' 심의 의결. 최대 15조원 규모로 발행하는 첨단전략산업기금채권에 대한 국가보증동의안 국무회의 의결
- 기금 조성 방법: 1) 국고채 수준의 금리 '국가보증채' 발행. 재정+정책금융보다 두터운 정책자금 지원 가능. 2) 은행 건전성 '유연한 규제'를 적용할 수 있어 장기간 대규모 지원 대응가능. 3) 정부 보증채 이자 및 초저리대출 비용 등을 감내할 수 있도록 산은도 필요자금(금융비용) 지원 예정
- 지원 방식 : 국고채 수준 초저리 대출, 보증, 지분투자, 간접투자 등 다양한 방식. 정책금융이 충분히 제공하지 못했던 지분투자 중심 자금 공급➔ 초기기업 및 대규모 설비투자 필요한 기업 금융부담 경감
- 연평균 약 15조원의 첨단전략산업기금이 정부보증채권 발행으로 충당되며, 2025년 12월부터 채권 발행이 시작될 예정
- 은행 주담대 위험가중 높아지고, 기금채 위험가중 낮은 채권 편입 수요 유효. 공금 부담 일부 상쇄

정책과제 I. 첨단 · 벤처 · 지역으로 시중자금 물꼬 전환 선도

- (대상)정책 금융과 공적 기금이 시중 자금의 투자 선도 : 150조원 국민성장펀드를 조성. 국가경쟁력 게임체인저가 될 미래산업, 기술 · 기업 생태계 및 인프라 전반 맞춤형 투자
  (ex. 원천기술 스타트업: 지분 · 후순위투자(위험투자), 수출기업: 대규모 설비자금저리대출)
- 20년 이상 신성장동력 메가프로젝트 중심 지원. 국민 참여형 펀드로 **국민과 성장과실 공유**
- (정책금융) 부동산 중심 자금운용을 억제(공적보증 축소)하고 기술금융 강화
- (장기투자) 68개 연기금 통합 운용 **연기금 투자풀 등 공적기금 벤처투자**
- (**세컨더리마켓**) 기업 M&A, CVC 활성화. 민관 합동 **스케일업 펀드** 확충
- (지역정책금융) 동남권투자공사 설립, 지방재정과 **민간자본이 함께** 자금 공급. 정책금융이 지역 핵심산업이 될 재생에너지 산업 지원

생산적 금융의 비전 Flow



자료: 금융위-국민성장펀드 조성 및 운용전략(2025.09), 현대차증권

정책과제 II. 감독 개선 & III. 자본시장 활성화

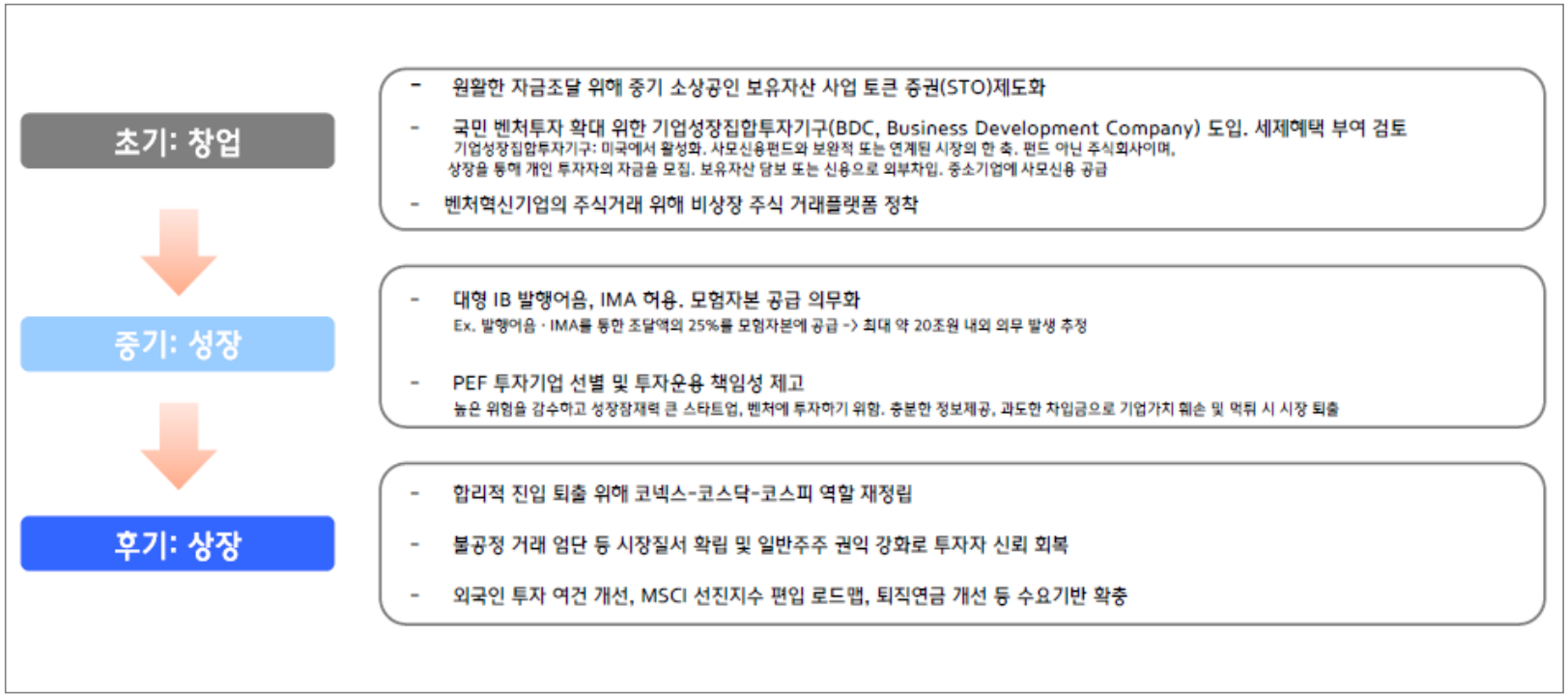
- 은행 · 보험 · 제2금융권 1) 정책목적 펀드 통해 벤처기업 투자시 은행 위험가중치 완화 (400%➔100%) 적극 자금 공급하도록 자본운용규제 개선

  2) 부동산금융 건전성 규제 강화: 주담대 거시 건전성 규제 도입 검토, 부동산 PF 건전성 규제 및 한도 규제 개선

- 감독 개선 1) 금융회사 리스크 회피 성향 완화 위해 먼지 털이식 종합검사에서 사전 · 컨설팅 방식으로 전환 2) 금융회사 핵심 성과지표(KPI)에 고객 니즈 충족 외 "자금 공급의 품질" 반영 유도 3) 생산적 자금 공급 과정 불가피한 손실 적극 면책

- 지역 소상공인 채널 구축 1) 신용평가 등 금융애로 해소 2) 지역 밀착 저축은행 상호금융 역할 정립 3) 은행의 지역 재투자 인센티브 제공

자본시장 활성화 방안



자료: 금융위-생산적금융 대전환 추진방향(2025.09), 현대차증권

금융지주 적극 참여 : 주담대 위험 가중치 상향, 주식 위험 가중치 완화

- RWA 관리 부담을 줄이고 CET1 비율을 안정화하는 것이 생산적 금융 확산의 전제조건
- 주택담보대출 위험가중치(Risk Weighted) 하한을 15%➔20%로 상향 추진 (e.g. 홍콩 · 노르웨이 · 스웨덴 25%)
- 은행 보유주식 RW개선: 원칙적 RW 400%, 장기적 경영관계 비상장주식 250%➔(개선) 원칙적 250%, 예외적 400% (단기매매목적, 가격변동성 노출된 벤처주식 400%).
- 150조원 국민성장펀드 마중물 역할을 담당할 '한국산업은행 내 첨단전략산업기금' 신설(국가보증채 발행)과 수권자본금 상향안 8월말 본회의를 통과, 기금은 12월 출범 예정
- 금융지주사도 생산적 금융 참여 계획을 발표. 우리금융은 5년간 80조원(73조원 생산적 금융, 7조원 포용 금융), 하나금융은 100조원(84조원 생산적 금융, 16조원 포용 금융)

바젤 기준 및 현행 시행세칙 비교

RW	바젤 기준	현행 시행세칙
400%	단기매매 목적의 비상장 주식, 벤처기업(venture capital)	매매 목적의 비상장 주식, 벤처기업(venture capital)
250%	그 밖의 모든 주식 익스포저	장기적 경영관계를 목적으로 보유, 채권 조정 목적의 출자전환주식, 상장주식
100% (특례)	1. 국가 법령에 의한 프로그램, 2. 정부 감독 및 투자 관련 제한사항, 3. 투자금액에 상당한 보조 만족 시 400% -> 100% 특례 적용 가능	1. 특정 경제분야 지원 목적, 2. 정부 감독 하 투자지역 등에 대한 제한, 3. 정부가 투자금액에 보조 만족 시 400% -> 100% 특례 적용 가능
1,250%	1. 비금융회사에 대해 i) 상당한 소수 지분 & 지배력 또는 ii) 과반수 지분 2. i) 개별 비금융회사에 대한 출자금액이 자기자본 15% ↑ 또는 ii) 비금융회사에 대한 출자금액 총합이 은행 자기자본의 60% ↑	1. 비금융회사에 대한 출자지분 15% ↑ 2. i) 개별 비금융회사에 대한 출자금액이 자기자본 15% ↑ 또는 ii) 비금융회사에 대한 출자금액 총합이 자기자본의 60% ↑

자료: 금융위-생산적 금융을 위한 은행 · 보험 자본규제 합리화 방안(2025.09), 현대차증권

현행 기준과 개선방안

RW	현 행	개선방안
250%	은행이 기업과 장기적 경영관계를 목적으로 보유하거나, 채권 조정 목적의 출자전환주식, 상장주식	원칙적으로 모든 주식
400%	매매 목적의 비상장 주식, 벤처캐피탈(주식)이나 자본이득을 위한 투기적 비상장 주식거래	단기매매(3년 미만) 목적의 비상장주식, 벤처캐피탈(주식)이나 자본이득을 위한 투기적 비상장 주식거래

자료: 금융위-생산적 금융을 위한 은행 · 보험 자본규제 합리화 방안(2025.09), 현대차증권

IMA 발행어음 사업인가 – 크레딧 수급 긍정적

- IMA(종합투자계좌, Investment Management Account)는 자기자본 8조원 이상 증권사만 지정 가능. 운용한도는 자기자본의 300% 이내. 예탁금 운용 수익을 고객에게 지급하며, 기업금융 70% 이상 · 부동산 30% 이하 비중으로 운용
- 반면, 발행어음은 자기자본 4조원 이상 증권사가 자체 신용으로 1년 이내 만기의 단기 어음을 발행. 한도는 자기자본의 200% 이내. 조달액 중 기업금융 50% 이상 · 부동산 30% 이하로 운용
- 7.15 자본시장법 시행령이 개정 예고되면서, 부동산 운용한도 30%➔10% 축소, IMA · 발행어음 조달액 25% 모험자본 공급 의무화 발표

발행어음 vs IMA 비교

구분	발행어음	IMA(종합투자계좌, Investment Management Account)
인가 요건 (자기자본)	4조원 이상 증권사	8조원 이상 증권사
조달 한도 (레버리지)	자기자본의 200% 이내	자기자본의 300% 이내
운용 자산 만기	만기 1년 이하 단기 자산 중심	자산의 70% 이상이 만기 1년 이상 장기 자산
목표 수익률	연 3~4%	연 4~8%
운용 규제(현행)	기업금융 관련 자산 50% 이상, 부동산 30% 이하	기업금융 관련 자산 70% 이상, 부동산 30% 이하
운용 규제 (입법예고)	26년부터 조달자금 중 모험자본 투자 비중 의무화 예정: 26년 10% -> 27년 20% -> 28년 25% 부동산 비중 단계적 축소: 26년 15% -> 27년 10%	기업금융 70% 운용규제를 유지하며, 발행어음과 동일하게 부동산 운용한도 10%(즉시) 및 25% 모험자본 공급의무 적용

자료: 금융위-증권업 기업금융 경쟁력 제고방안(2025.04), 현대차증권

국민성장펀드 지원 방식 (예시)

- 직접지분투자 15조원(공장건설, M&A, 지분투자, 인수금융지원), 인프라 투자 융자 50조원(지분투자, 후순위대출, 공동대출), 간접투자(펀드), 2%대 초저리 대출 50조원 등 지원 방식 고려
- 산업별 지원 규모도 AI 30조원, 반도체 20.9조원, 모빌리티 15.4조원, 바이오 백신 11.6조원 순으로 구체화

국민성장펀드 투자방식(예시)

➢ **직접 지분투자**(예: 15조원)
- (첨단기금 + 기업) 첨단 제조공장 건설, 기업 M&A등 지원
- (첨단기금) 지분투자 및 인수금융 지원

➢ **인프라 투 · 융자**(예: 50조원)
- (첨단기금) 지분투자 · 후순위 · 대출 / (민간) 공동대출 참여

➢ **간접투자**(예: 35조원)
- (첨단기금 + 민간자금) 대규모 펀드 조성 -> 첨단산업 지원
- 국민참여형펀드(예: 5조원) 및 초장기기술투자펀드 조성

➢ **초저리대출**(예: 50조원)
- 첨단산업 대규모 설비투자 등 2%대 국고채 수준 지원

자료: 금융위-국민성장펀드 조성 및 운용전략(2025.09), 현대차증권

국민성장펀드 산업별 배분안(예시)

구분(단위: 조원)	투자중심 지원		인프라투융자	초저리대출	합계
	직접지분	간접투자			
AI	4.0	6.0	10.0	10.0	30.0
반도체	1.6	4.3	40.0	15.0	20.9
이차전지	1.3	4.1		2.5	7.9
디스플레이	0.5	1.1		1.0	2.6
바이오 · 백신	1.4	2.7		7.5	11.6
수소 · 연료전지	0.8	1.3		1.0	3.1
항공우주 · 방산	1.1	1.5		1.0	3.6
모빌리티	0.9	4.5		10.0	15.4
원자력 · 핵융합	1.4	0.8		0.5	2.7
미디어 · 콘텐츠	1.4	2.7		1.0	5.1
로봇	0.6	1.0		0.5	2.1
합계	15.0	35.0 (국민참여포함)	50.0	50.0	150.0
(재원)	기금 25(마중물)+민간 75+재정 5조원(뒷받침)			기금 50조원	150조원

자료: 금융위-국민성장펀드 조성 및 운용방안(2025.09), 현대차증권

국민성장펀드 수혜 유력 업종 분석

업종	주요 기업명	주력 분야
인공지능 (AI)	LG유플러스, 퓨리오사마, 딥엑스, 위튼테크놀로지스, 노타, 네이버클라우드, SK브로드밴드, KT	데이터센터 · AI반도체 · 클라우드 등 디지털 전환 핵심
배터리	포스코퓨처엠, 더블유씨피, 성일하이텍, SK온	2차전지 · 리사이클링 · 소재 중심 투자 확대 가능성
반도체	동진쎄미켐, 리벨리온, DB하이텍	팹리스 · 소부장 중심 기술투자 확대 예상
바이오	삼성바이오로직스, 씨알에스큐브, 동구바이오제약	바이오의약 · 임상 · 수출형 R&D 확대 전망
로봇	두산로보틱스, HD현대로보틱스	제조 · 물류 자동화, 산업로봇 수요 확대
미래차	오토노머스에이투지, 유림테크	자율주행 · 부품 중심 투자
수소	SK이노베이션E&S	액화수소 · 재생에너지 프로젝트
방산	한화에어로스페이스	정부 프로젝트 중심 제한적 자금 투입 예상

주: 10.01 정부-금융권-산업계 간담회 명단 기반
자료: 금융위-정부-금융권-산업계 간담회(2025.10), 현대차증권

Compliance Notice

▶ Compliance Notice

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료 작성자 이화진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.