LS증권 2026 연간전망 | 리서치센터 투자전략팀 | 2025. 11. 14

크레딧

Subtle Shifts

Part I 투자 전략
Tactical Long

Part II 크레딧 스프레드 전망
레벨부담 vs 유동성 유입

Part III 이슈 및 수급 점검
Subtle Shifts

LS증권

크레딧
Analyst **조수희**
shcho@ls-sec.co.kr

LS투자증권 크레딧 담당 **조수희** 입니다.

2025년 크레딧 시장은 강세장이 지속되던 시기 였습니다. 2024년 하반기 시작된 기준금리 인하 기조가 지속되면서 기준금리 인하 기대감에 국고 3년물 역캐리 장기화로 우량 크레딧물에 대한 캐리 수요가 컸습니다. 레포펀드의 우량 여전채 투자 확대로 연중 최대 스타는 여전채 였습니다. 우량 회사채 신용 스프레드보다 낮아진 우량 여전채 신용 스프레드는 우량 회사채에 대한 수요 또한 늘리면서 크레딧 시장 전반의 강세를 이끌었습니다. 비우량 여전채의 금리 메리트 또한 각광받았습니다.

모든 작용에는 반작용이 있듯 2025년의 강세는 **2026년 일부 되돌림**을 유발할 것으로 예상합니다. 그러나 되돌림 정도는 **상대적으로 크지 않을 것으로** 봅니다. 산이 높으면 골이 깊다고 하지만, 금리 인하 기조가 지속되는 한 크레딧 채권 시장은 비교적 안정된 양상을 유지할 것입니다. 최근 금리 인하 종결 가능성에 대한 불안감이 시장에 작용하는 듯 국고채 금리 상승 및 초우량 크레딧물 입찰 부진 양상이 나타나고 있습니다. 하지만 기준금리 인하 종결 혹은 상승 시작을 논하기에는 아직 이르지 않을까요? 만약 동결 기간이 길어진다면 기관투자자 중심의 국내 크레딧 시장은 기준금리 인하 기대감 형성에 따른 패턴이 나타날 수 있고, 신용 스프레드의 등락이 반복되는 박스권이 이어질 것으로 생각합니다. 다만, 2026년 상반기에는 연초 효과 등으로 강세를 보이겠으나 하반기에는 기대감 희석에 따른 약세가 나타날 것으로 예상합니다.

2026년의 주요 이슈는 **'생산적 금융 대전환'**의 초기 진행 양상입니다. 10여년의 부동산 강세장은 부동산금융을 크게 키웠고, 경제규모 대비 비대한 가계부채가 부담으로 작용하고 있습니다. 안정성은 있지만 성장동력이 약한 것으로 평가받는 한국 경제의 다음 레벨을 위해 정책적 차원에서 '생산적 금융'으로의 전환을 시도하고 있습니다. 성장의 마중물로 정책기관의 첨단전략산업기금 75조원을 포함한 국민성장펀드 150조원과 5대 금융지주의 500억원 지원사격이 계획되어 있습니다. 향후 5년간 순차적으로 진행되지만 GDP 규모 대비 적지 않은 수준입니다. 중장기적 과제겠지만 정부의 강한 추진 의지와 일관된 정책 집행이 이어진다면 생산적 금융 전환의 성과도 점차 나타날 것으로 기대합니다. 단기간내 극적인 효과가 나타나기는 어렵겠지요. 2026년의 크레딧 시장에는 생산적 금융 대전환의 시작이 공사채와 은행채의 공급 확대, 크레딧물, 특히 비우량 회사채에 대한 수요 확대를 야기할 것으로 예상합니다.

본 자료가 투자하시는데 도움이 되길 바랍니다.
감사합니다.

Contents

LS증권 2026 연간전망: 크레딧 | **Subtle Shifts**

Part I 04 투자 전략
Tactical Long

Part II 06 크레딧 스프레드 전망
레벨 부담 vs. 유동성 유입

Part III 16 이슈 및 수급 점검
Subtle Shifts

Part I

투자 전략

Tactical Long

- 크레딧 스프레드 완만한 상승세 전망
- 전술적 롱 포지션 필요

Tactical Long

● 2025년의 강세장에 이은 2026년 일부 되돌림 있을 전망으로 시장 변화에 대응하는 전술적 롱 포지션 필요(Tactical Long)

● 유동성 유입 등 강세 요인은 지속되겠지만 레벨 부담 있어 박스권 예상하며, 연말로 갈수록 스프레드 확대 전망

- '26년은 기준금리 인하 후반기로 그간의 빠른 신용 스프레드 축소에 대한 되돌림 있는 가운데 박스권의 완만한 상승세 예상
- 연초 효과에 따른 상반기 축소된 신용 스프레드 레벨이 하반기 이후에는 기대감 희석에 따른 확대 기조 보일 전망 (상반기 강, 하반기 약)
- 금리 인하 기대감 형성과 지연시 되돌림 반복 등으로 박스권 예상 (분기별 강-약-강-약)
- 국내 크레딧 시장은 초우량채(공사채, 산금채, 은행채 등)와 우량채(AA 등급 이상) 비중이 커서 국고 금리 수준과 기준금리 인하 기대감 등의 영향 큰 편

● 박스권에서는 우량물의 경우 신용 스프레드 확대 시점 매입 전략 유효

- 기관 비중이 높은 국내 크레딧 시장 특성상 기준금리 동결 구간에서도 인하에 대한 기대감 형성 및 소멸 여파로 신용 스프레드의 확대/축소 반복되는 경향
- 초우량물 및 우량물의 경우 크레딧 스프레드 확대 시점에 매입하는 전략 유효하다 판단되나, 연말 시점에는 북클로징 등 이슈가 부담 요인

● 비우량물은 우량물 대비 금리 메리트 감안하여 선별 투자 확대

- Buy&Hold 경향이 큰 비우량물의 경우 금리 메리트 감안하여 투자 확대
- 펀더멘털 고려한 선별투자 필요

자료: LS증권 리서치센터

Part II

2026년 크레딧 스프레드 전망

레벨 부담 vs. 유동성 유입

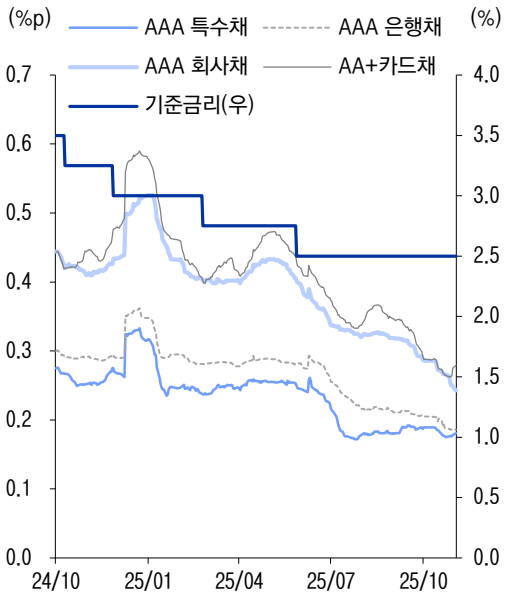
- 2025년 현황 및 2026년 크레딧 스프레드 전망
- 약세요인: 레벨부담
- 강세요인: 유동성 유입 지속 전망

2025년 크레딧 시장: 유동성이 지배한 강세장

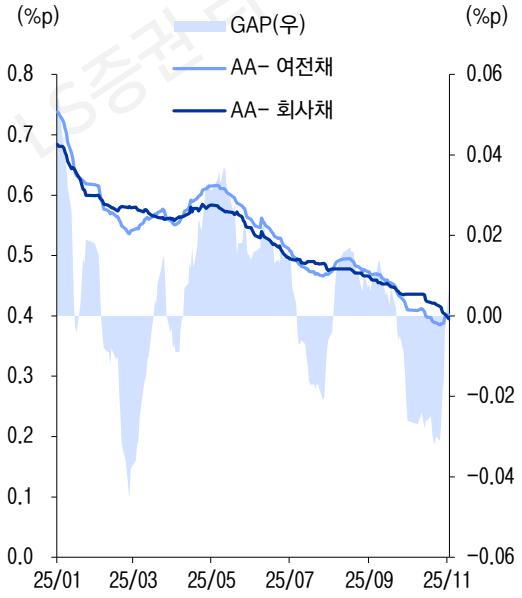
- **유동성 유입 확대 기조로 강세장 지속된 크레딧 시장**
  - 기준금리 인하 기조, 유동성 유입 확대로 전섹터 크레딧 스프레드 축소세 지속
- **레포펀드 유입으로 금리 메리트 높은 여전채 선호 확대**
  - 레포펀드 유입으로 여전채 크레딧 스프레드의 축소 폭 크게 확대
  - 여전채, 회사채의 키맞추기 장세로 회사채 크레딧 스프레드 동반 축소
- **우량채 레벨 부담으로 비우량채의 크레딧 스프레드 축소도 지속**
  - 비우량물은 금리 메리트 큰 여전채의 신용 스프레드 축소 폭이 회사채 대비 크게 나타남

LS증권 리서치센터

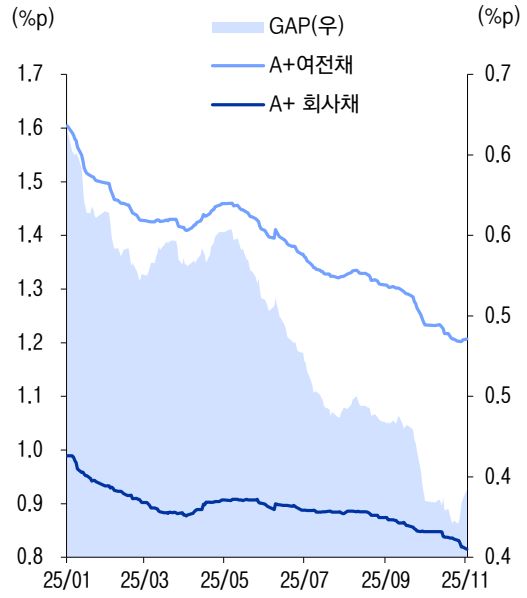
기준금리 인하와 크레딧 스프레드 축소



우량물은 여전채가 회사채 대비 우위 반복



비우량물 크레딧 스프레드 축소도 지속



자료: 인포맥스, LS증권 리서치센터

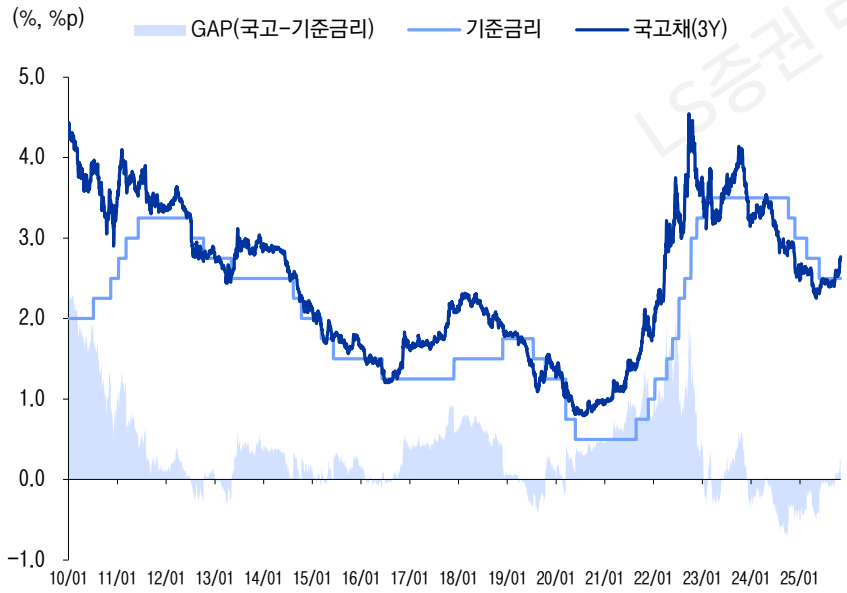
2025년 크레딧 시장: 기준금리 인하 기조와 국고 역캐리 지속

● 기준금리 인하 기조하 국고채 금리(3Y)의 기준금리 대비 역캐리 상황 지속되며 견조한 크레딧 수요 창출

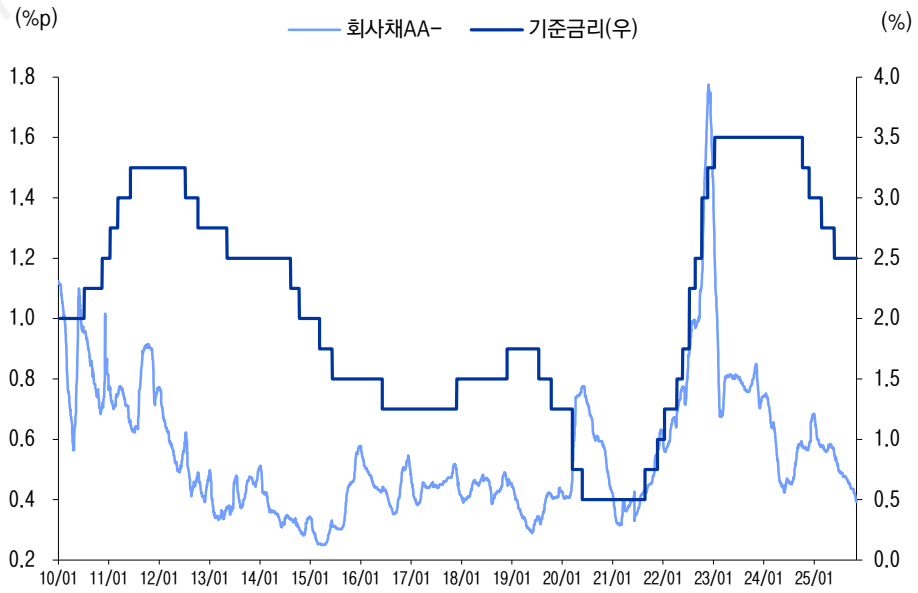
- 오랜 고금리 시기(3.5%, 6개 분기 동결) 이후의 기준금리 인하 시기, 강한 인하 기대감으로 역캐리 상황 지속
- 캐리 수요 확대로 우량 크레딧물 수요 확대

LS증권 리서치센터

국고채(3Y) 금리 vs 기준금리의 GAP 추이



회사채 (AA-, 3Y) 신용스프레드 추이



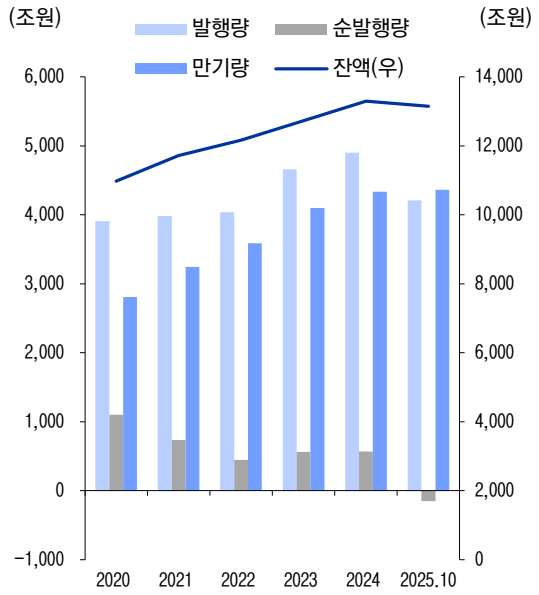
자료: 인포맥스, LS증권 리서치센터

2025년 크레딧 시장: 초우량물 공급 감소와 풍부한 유동성

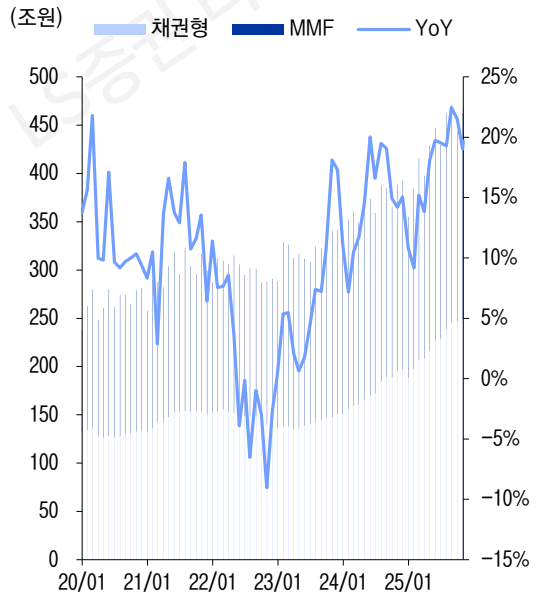
- **정부 공백기간 초우량물(공사공단채,특수은행채, 일반은행채) 공급 감소**
  - 공사공단채, 특수은행채, 일반은행채, 전년 동기 대비 발행 감소 및 순발행 (-) 시현
- **채권관련자금 확대 등 유동성 풍부**
  - M2 증가 및 채권관련자금 확대, 금리 인하 기조하 레포펀드 설정 확대
- **부동산 시장 부진 등으로 개인 및 기관 투자자금의 금융시장 유입 확대 추정**
  - 금융기관의 여신 잔액 증가율은 증가 기조
  - 단, 2022년 레고랜드 사태 이후, 이전 저금리 시기 대비 금융기관의 수신잔액 증가율은 감소

LS증권 리서치센터

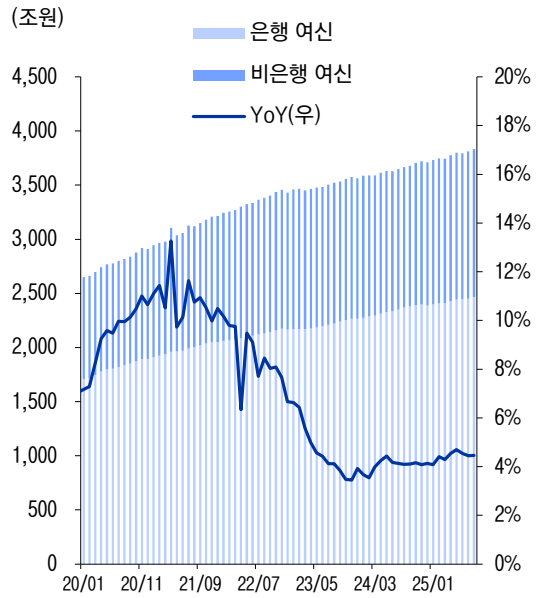
크레딧물 발행 만기 추이



채권관련자금 추이



금융기관 대출 증가율 추이



자료: 인포맥스, 한국은행, LS증권 리서치센터

2026년 크레딧 시장: 레벨 부담 vs. 유동성 유입 지속

● 2025년과 같은 축소 폭이 지속되기에는 크레딧 스프레드의 레벨 부담 존재

- 2024년 연저점 수준 돌파 및 과거 15년 평균(2010년 이후) 하회하는 크레딧 스프레드의 레벨 부담 존재
- 특히, 2025년에 축소 폭이 컸던 우량 여전채의 레벨 부담이 상대적으로 큰 편

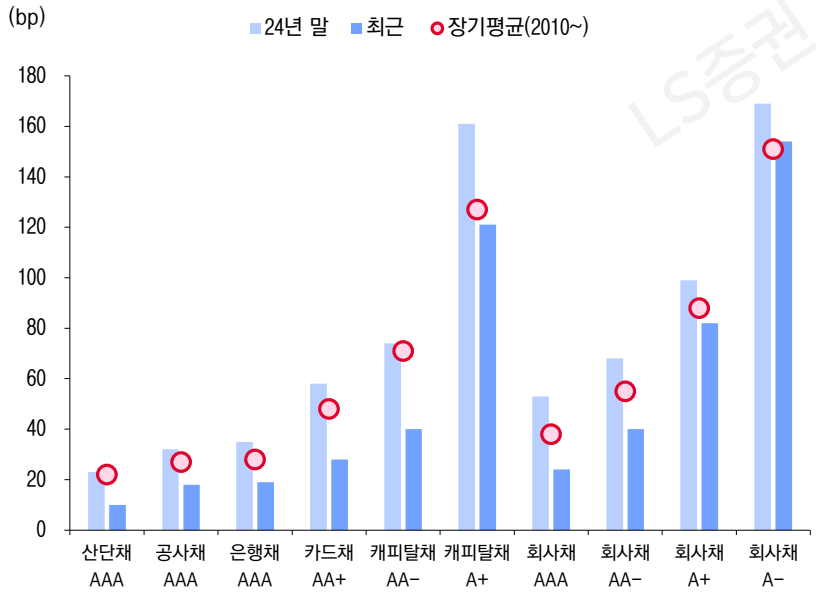
※ 25년 초 대비 11월 초 신용 스프레드 축소폭(bp)

: A+ 여전채(40) > AA-여전채(34) > AAA 회사채(28) , AA-회사채(28) > A+회사채 (17) > A-회사채 (15) , AAA 은행채(15) > AAA 공사채(14), AAA산단채(13)

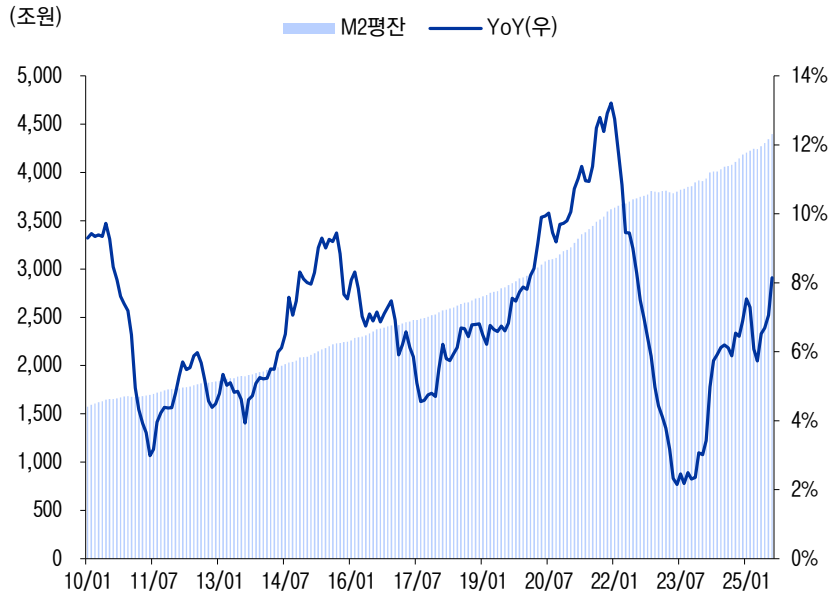
● 2026년에도 유동성 유입세는 지속될 전망

- M2 증가율 확대 추세, 크레딧물 수요 요인 등 고려

크레딧 스프레드는 장기 평균 대비 대폭 축소된 레벨



2025년 M2 증가율 확대 추세



자료: 인포맥스, 한국은행, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

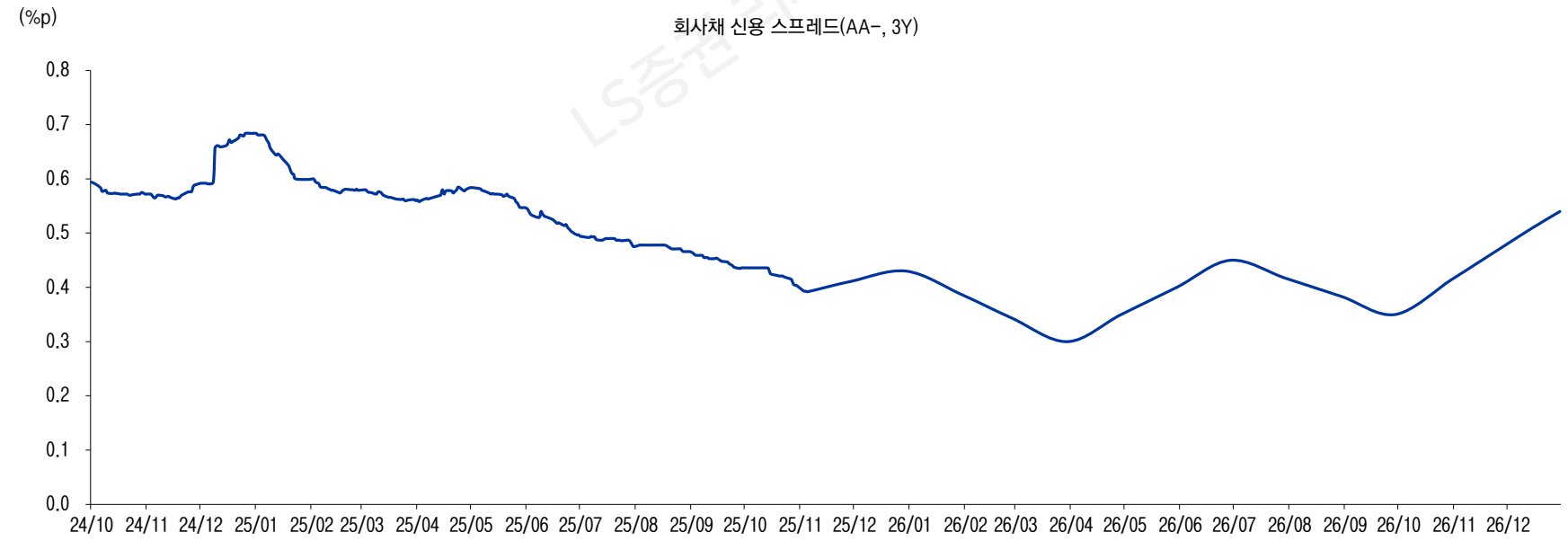
금리인하 후반기, 크레딧 스프레드의 변동성 “강-약-강-약 " 전망

● 2026년은 기준금리 인하 후반기, 크레딧 스프레드는 축소폭 둔화되고 하반기에는 확대 기조 전망

- 기준금리 인하 후반기, 시점에 따라 금리 인하 기대감 확대 혹은 축소(지연) 등은 있겠으나, 인하 기대감 잔존하는 가운데 보합 기조를 보일 전망
- 2025년 국고채 역캐리와 레포펀드가 이끈 강세장의 여진으로 연말 신용스프레드 확대 폭은 제한적일 전망이나
  금리인하 기대감과 연초효과로 1분기 강세 보이는 반면,
  이미 상당폭 축소된 신용 스프레드의 레벨 부담, 국채 및 크레딧물의 수급 영향으로 2분기 이후 되돌림과 재차 축소 나타나는 박스권 전망
- 유동성 확대된 상황에서, 우량물 중심 국내 크레딧물 시장은 국고채 금리(기준금리 변화 기대감) 변동에 영향을 크게 받는 경향

LS증권 리서치센터

2026년 크레딧 스프레드는 박스권 전망



자료: 인포맥스, LS증권 리서치센터

과거 사례 비교

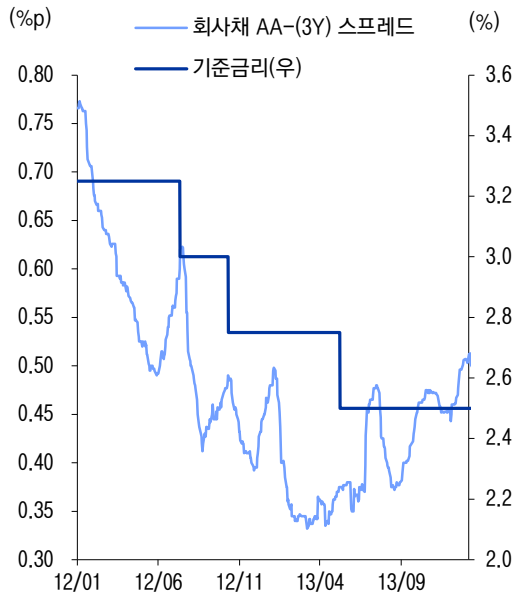
● **2012~2013년, 2014~2015년의 경우 기준금리 인하 기조에서도 크레딧 스프레드 축소 후 되돌림 나타남**

- (2012~2013년) 기준금리 인하 기조하 2013년 연초효과로 3월 연저점 후 상승, 연중 "강-약-강-약"
- (2014~2015년) 기준금리 인하 기조하 2015년 연초효과로 4월 초 연저점 후 상승, "강-약-중강-약 " 보였으나 하반기 크레딧 스프레드 대폭 확대
  구조적 경기 침체와 기업 실적 악화 우려, 금리 인하 효과의 한계, 글로벌 불확실성(미국 연준의 금리 인상 가능성)과 국내 경기 부진에 대한 우려가 컸던 시기로
  국내 기업의 신용 리스크가 가시화된 영향 컸음 (한진해운 부실 우려, 동부·STX 그룹 등 대기업 구조조정 진행 등)

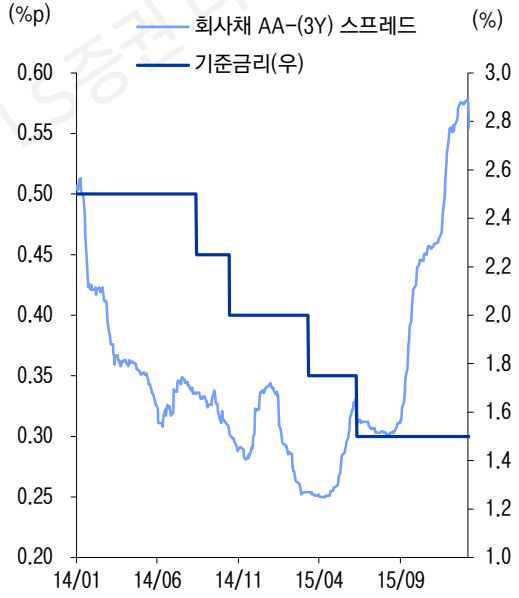
● **단, 2019년 이후 M2/GDP 비율 확대되는 등 과거 사례와 2020년 코로나 이후 시기의 단순 비교는 어려움**

- 2025년도 M2 증가율(YoY)이 증가하는 등 유동성은 확대된 상황으로 금리 인하 기대감 있는 상황에서는 크레딧 스프레드 축소 압력 존재
- 다만, 레벨 부담과 매크로 상황 등 여러 요인의 작용으로 강세와 되돌림 반복되는 가운데 그 폭은 제한적 전망

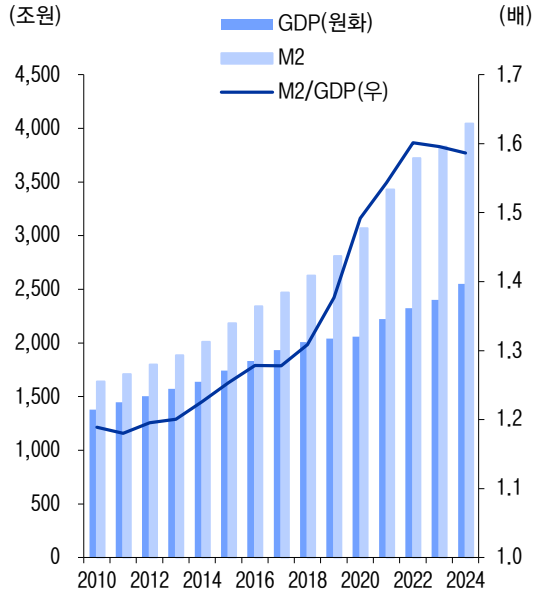
2012~2013년 크레딧 스프레드 추이



2014~2015년 크레딧 스프레드 추이



연평균 M2/GDP 추이



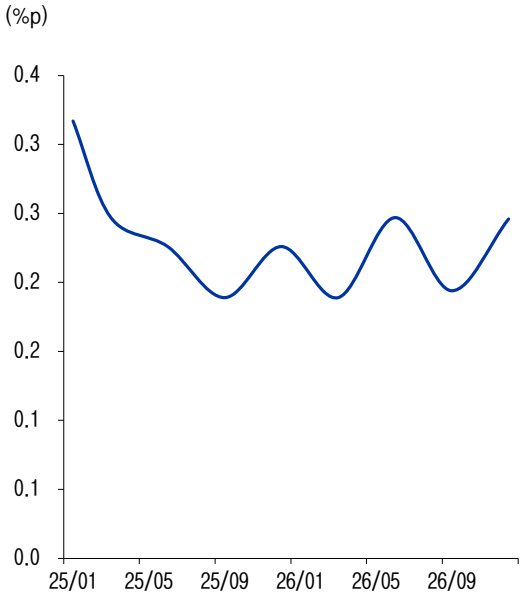
자료: 인포맥스, 한국은행, LS증권 리서치센터

초우량 공사채 및 은행채 신용 스프레드 보합 예상

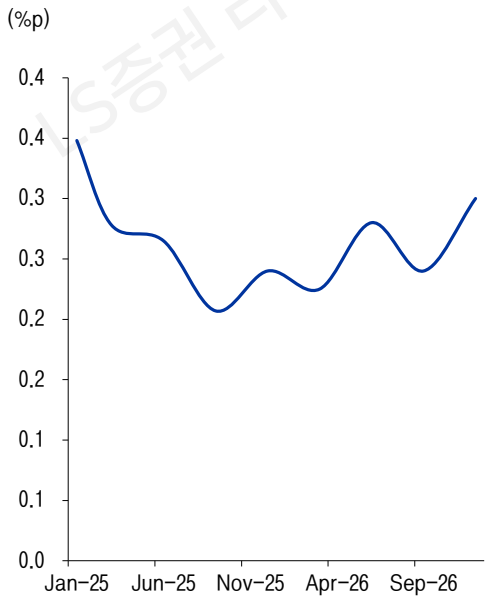
- **'26년 공사채 발행 확대 전망, 레벨 부담과 국고채 역캐리 해소 반복 등으로 신용 스프레드 보합 기조 예상**
  - '23년 이후 한국전력 순상환 기조 지속되는 가운데, '25년 도로공사, 주택금융 공사 순상환 등의 영향으로 '25년은 공사채 발행 규모 제한적 이었음
  - 9/7 발표된 주택공급 대책 등의 영향으로 향후 토지주택공사, 도시개발공사, SH공사, HUG 등을 중심으로 발행 증가 예상되며, 공공기관 중장기 재무관리 계획에 따르면 '26년 공사채 발행 확대 전망
- **은행채 '25년 순발행 규모 적은 편, '26년 발행 규모 확대 전망이나 수요도 지속되어 신용스프레드 보합 기조 예상**
  - '25년은 연내 발행 규모가 전년 대비 적은 수준, '24년 하반기 가계 대출 증가, LCR 정상화 대응 등 관련 자금 조달 니즈 있었으나, 25년 대출규제 강화 등으로 발행 감소
  - 새정부 생산적금융 전환 정책 관련 향후 특수은행 및 일반은행(시중+지방)은 발행 확대 요인

LS증권 리서치센터

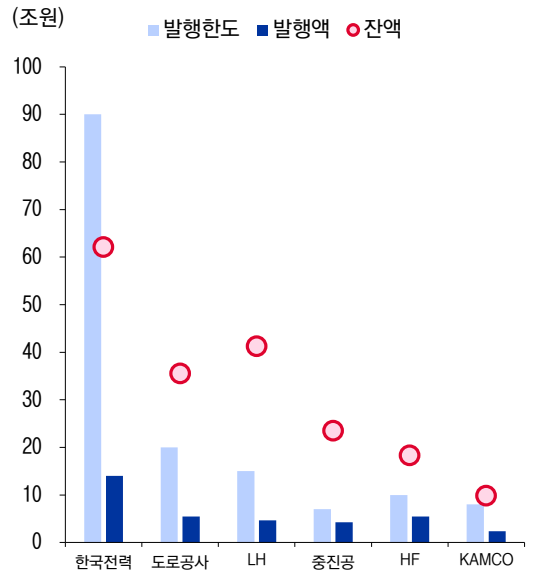
특수채 신용스프레드



은행채 신용 스프레드



주요 공사 채권발행한도 및 발행액('25년)



자료: 인포맥스, 각사 홈페이지, LS증권 리서치센터

여전채 신용 스프레드 전망

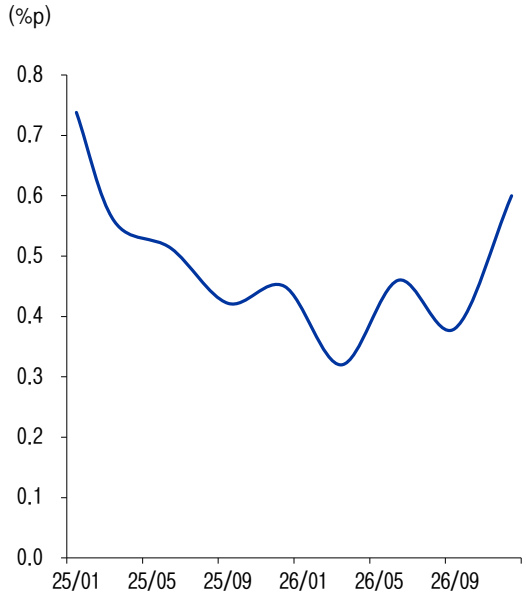
● **금리 인하 마무리 전에는 캐리 목적의 여전채 수요는 유효, 하반기 신용 스프레드 완만한 상승 예상**

- 올해 레포펀드 유입 등으로 여전채 스프레드 축소 폭이 컸음, 25년 7월 전후 공신력있는 기관(IMF, 신용평가사) 등의 PF부담 통제가능 수준 언급 이후 여전채 수요 지속
- 우량 여전채는 회사채 대비 신용 스프레드 폭이 더욱 축소된 정도여서 레벨부담 있는 수준이며, 금리 메리트 있는 A급 여전채의 수요도 확대되었음
- 여전채의 경우 시스템리스크 발생 가능성이 제한적인 상황에서는 등급 하향가능성이 제한적으로 판단
- '26년에는 신용 스프레드의 완만한 상승 기조에서도 박스권 이어지는 가운데 여전채의 신용 스프레드 진폭은 회사채 대비 클 것으로 예상

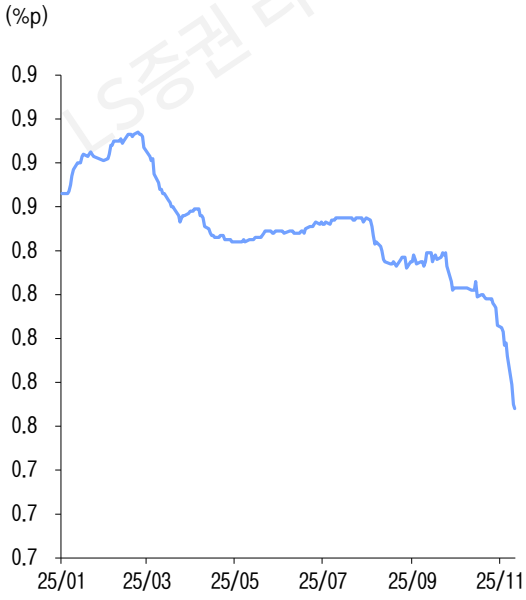
※ 비우량 여전채: (A+) 메리츠캐피탈(메리츠금융), 롯데케피탈(롯데), 아이엠캐피탈(구, DGB금융), 자동차금융사(폭스바겐파이낸셜, 벤츠파이낸셜, RCI파이낸셜 등)
(A0) 한국투자캐피탈(한국투자금융), 한국캐피탈(군인공제회), MG캐피탈(새마을금고), 애큐온캐피탈(사모펀드)
(A-) 키움캐피탈(키움증권)

LS증권 리서치센터

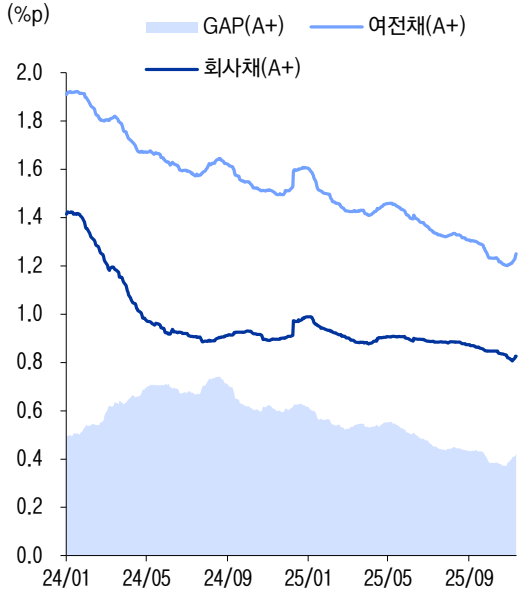
여전채 신용 스프레드 추이



여전채 우량물(AA-) vs 비우량물(A+) 스프레드 차이



비우량물 스프레드 추이(여전채 vs. 회사채)



자료: 인포맥스, LS증권 리서치센터

회사채 신용 스프레드 전망

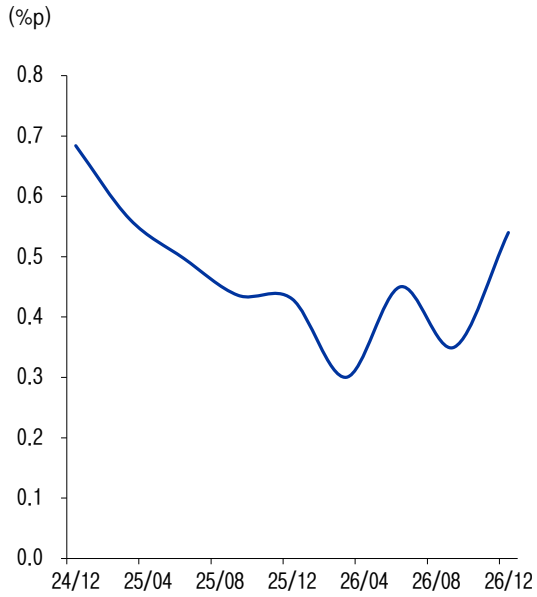
● 우량 회사채는 여전채와 유사한 레벨의 신용 스프레드로 완만한 확대 기조 예상

- '25년내 여전채 강세로 우량 여전채가 우량 회사채보다 신용스프레드 낮은 현상 반복
- 비우량 회사채는 산업별 이슈(석유화학 구조조정, 수출산업 관세 이슈, 철강산업 실적 악화 등) 및 매크로 불확실성에 따른 불안감으로 선별 수급 지속, 우량물과 스프레드차 소폭 확대
- '26년에는 신용 스프레드의 완만한 상승 기조에서도 박스권 이어지는 가운데 회사채의 신용 스프레드 진폭은 여전채 대비 제한적 예상

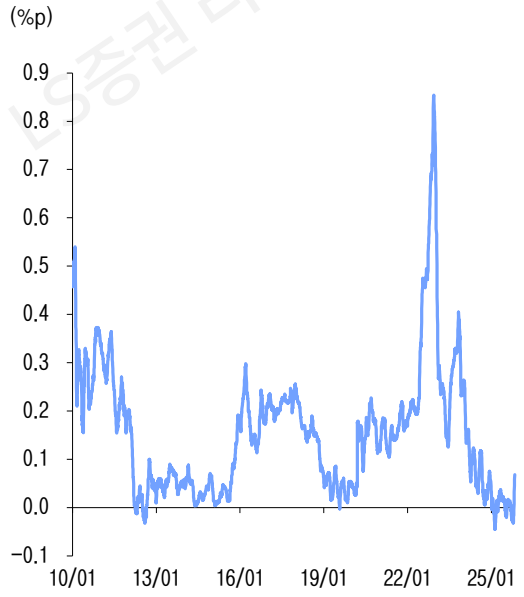
※ 최근 신용등급/전망 변동: 상향) SK하이닉스(AA/S → AA/P), LIG넥스원(AA-/P → AA/S), 효성중공업 (A/S → A/P), LG유플러스 (AA/S → AA/P) 등
하향) 고려아연 (AA+/N → AA/S), SK엔무브(AA/S → AA/하향검토), SK디앤디(BBB/S → BBB/하향검토) 등

LS증권 리서치센터

회사채 신용 스프레드



분기 평균 여전채 vs. 회사채 GAP 추이(AA-, 3Y)



회사채 우량물(AA-) vs 비우량물(A+) 스프레드 차이

자료: 인포맥스, LS증권 리서치센터

Part III

이슈 및 수급 점검

Subtle Shifts

- 생산적 금융 대전환
- PF 연착륙 진행 현황
- 구조조정을 앞둔 업종

크레딧물 수급 요인

수요 확대 요인

[매크로 – 채권]

- 기준금리 인하 기조 기대감 지속
- 국채 수요 확대: WGBI 편입(4월) 확정 → 크레딧물로 수요 전이

[정책]

- 생산적금융 대전환 관련 제도 정비 영향
- ① 증권사 레버리지 한도 확대 (발행어음 추가 인가 및 IMA 신규 지정)
- ② 보험사 규제 완화에 따른 크레딧물 수요 확대 가능성(제한적 수준)
- ③ 은행권 가계대출(주담대) 규제 강화에 따른 크레딧물 수요 확대 가능성
- → 확대된 레버리지 활용 등 측면에서 크레딧물 수요 증가 가능성
- → 모험자본 투자 관련 A등급 이하 크레딧물 투자 확대 가능성

[투자 심리]

- 유동성 확대, 기준금리 인하 기조에 따른 채권형 펀드 자금 유입 확대 가능성

공급 확대/ 수요 축소 요인

[매크로 – 채권]

- 기준금리 인하 기대감 소멸
- 정부 채권 발행 증가 [예산안 확대 편성 등]

[정책]

- 새정부 정책 드라이브로 공공기관 발행 증가 [특수채 발행 증가]
- 생산적금융 대전환: 관련 기관의 크레딧물 발행 확대
  [공사공단채, 특수은행채, 일반은행채 발행 확대 가능성]

[투자 심리]

- 주식시장으로의 투자자금 이동으로 채권형 펀드 자금 유입 둔화 가능성

[펀더멘털 Issue]

- 부동산 PF 관리 현황
- 구조조정 추진 업계의 진행 현황

자료: LS증권 리서치센터

금융시장 관련 정책 기조 : 부동산 금융 → 생산적 금융 전환

● **금융업권의 트렌드 변화, 기업금융 확대 및 모험자본 활성화 추이는 중장기적 모니터링 필요한 부분**

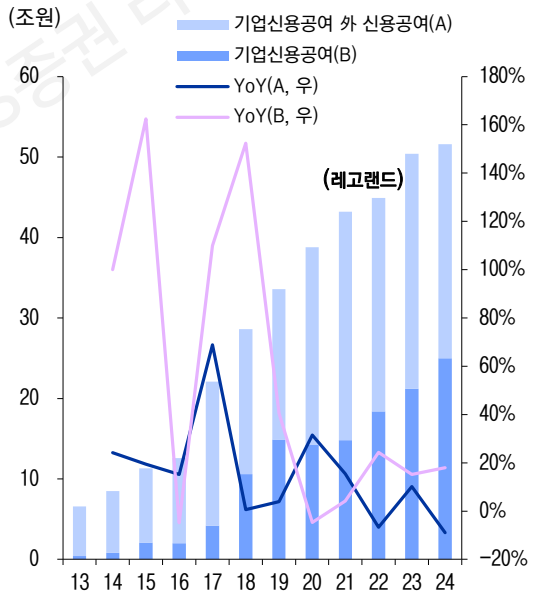
- 자본시장법 개정을 통한 종합금융투자사업자(IB) 도입('13.4월), 종합금융투자사업자 제도 개선('16.8월) 이후, 종투사 대형화가 국내 증권업 성장 견인
- '17년 이후 종투사의 기업 신용공여 외 신용공여(부동산 등)가 빠르게 증가, 특히, '24년 부동산금융/GDP 162%('15년 111%)에 달하는 등 [부동산+금융] 급속히 성장
- '22년 이후 기업 신용공여 외 신용공여 감소, 부동산금융 익스포저 성장세 둔화되는 가운데, 감독기관 주도의 부동산PF대출 Risk 관리 진행
- '25년 새정부 현안으로 '생산적 금융 대전환'을 발표하는 등 금융업권의 트렌드 변화 모색, 중장기적 진행 추이 모니터링 필요(정부의 추진 의지와 정책의 일관성 등)

※ (생산적 금융 타임라인) '25.04.09 증권업 기업금융 경쟁력 제고방안 발표, '25.07.15 종투자 운용규제 개편 등 자본시장법 개정안 입법 예고
"25.08.27 BDC(벤처상장법인 등) 도입 법안 발표, '25.09.19 제1차 생산적 금융 대전환 회의 개최 (이후 후속 조치 등 발표)
(PF대출 관리 타임라인)'24.05.13 부동산pf 연착륙 위한 정책 방향 발표, '25.07.01 부동산pf 제도개선 방향 추가 공개(점검회의), 그 외 정기 PF상황 점검회의 등

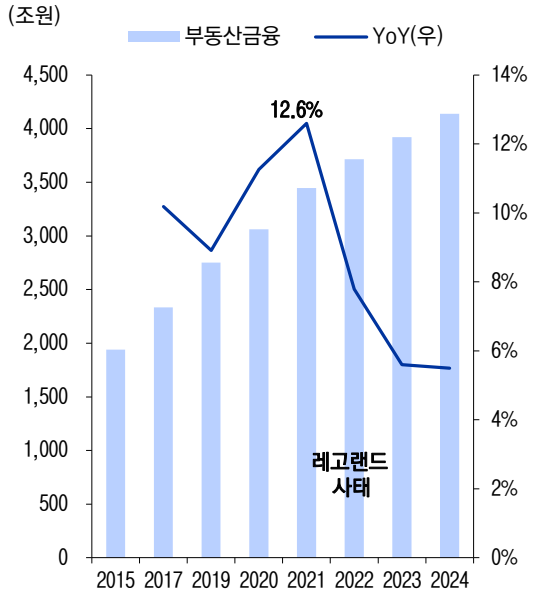
금융업권에 대한 정책 트렌드

산업구분	2017~2022	2022~2025	2026~(정책 등)
금융	부동산 + 금융 긴밀 & 확대	레고랜드 이후 3년 정비 기간	[부동산 금융→ 생산적금융] 생산적금융 전환 촉진 PF 대출의 리스크 정리
부동산			공공 공급 확대 SOC 증가 등

종투사 신용공여 추이



국내 부동산금융 익스포저 추이



자료: 금융감독위 보도자료, LS증권 리서치센터

[생산적 금융] 약 600조원 투입 계획 발표(산은+5대 금융지주)

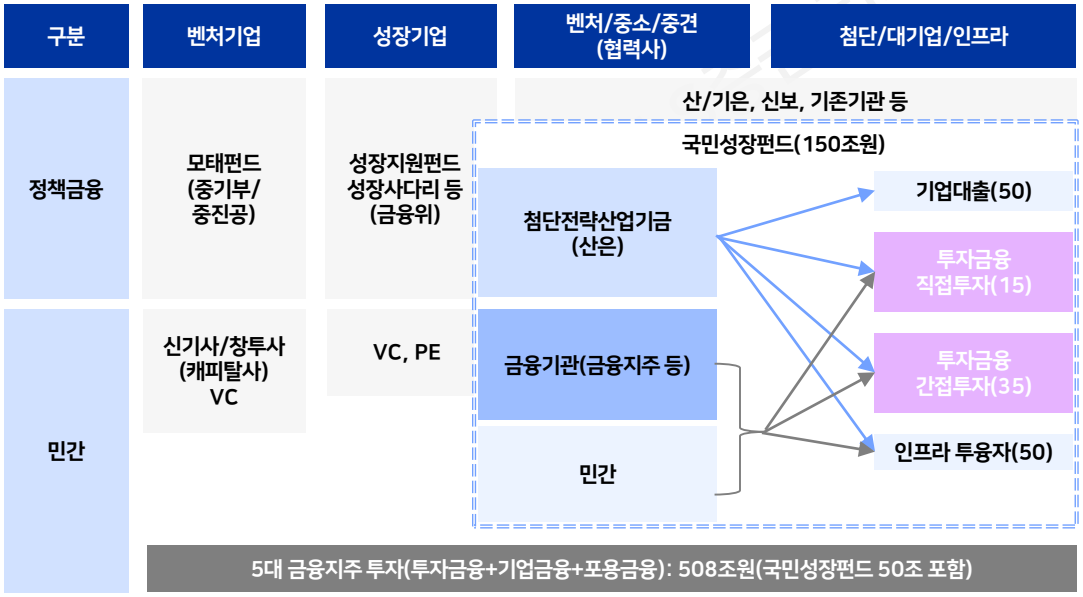
● **정부, 첨단전략산업기금 및 생산적 금융 관련 내용 발표 (마중물 국민성장펀드(향후 5년 산은 75조/민간 75조원 투자) 운영 등)**

- 9/19 금융당국은 생산적 금융 관련 내용 발표(1.국민성장펀드(150조원) 운용방안, 2. 정부지원자금(산업은행, 첨단전략산업기금)75조원(기존 50조원에서 증액), 3.직간접 투자 및 인프라 투융자를 위한 금융권 포함 민간자금 75조원 투입, 4.은행/보험업권 자본규제 합리화 방안 등)
- 산업은행이 발행할 새로운 정부보증채인 첨단전략산업기금채권은 '26년부터 5년간, 연간 발행한도 약 15조원 수준으로 진행 예정

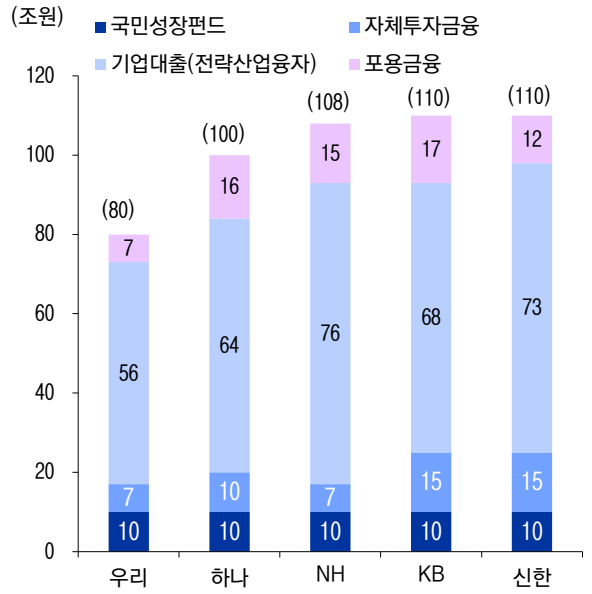
● **5대 금융지주 '생산적 금융' 추진으로 향후 5년간 508조원 투입 예정**

- 5대 금융지주 생산적 금융 관련 투자 계획 발표하였으며(총 508조원), 새정부 초반 발표된 정책으로 금융권 및 기업의 투자 계획 이어질 듯
- 5대 지주 합산, 생산적 금융 약 441조원(투자금융 104조원 및 기업대출 337조원), 포용금융 67조원, 투자금융은 국민성장펀드 50조원과 자체 투자금융 50조원
- 생산적금융은 AI, 반도체, 2차전지, 모빌리티, 바이오 등 첨단산업 분야에 자금 지원 목적, 포용금융은 서민 취약계층과 소상공인 자영업자 지원 등 포함

생산적금융 구조



5대 금융지주 생산적 금융 관련 투자 계획



자료: 언론취합, LS증권 리서치센터

생산적 금융 관련 특수은행 및 5대 금융지주 역할 확대

● 생산적 금융 관련 금융권(금융지주 및 증권 계열사 등) 역할 확대 전망

- 정책은행은 기금(KDB 첨단전략산업기금 75조원, EXIM 공급망 안정화 기금 연간 10조원 등) 투입 통한 생산적 금융 전환의 마중물 역할
- 금융지주는 산하 은행, 증권, 운용, 캐피탈, VC 등을 통해 모험자본 활성화 및 첨단산업에 대한 투자 등 진행
- 증권사, 대기업 계열사 또한 IB, LP, GP로서 관련 역할 수행 계획 발표

● 산금채 및 은행채 발행 확대 가능성, 캐피탈채는 기존 수준 유지 전망

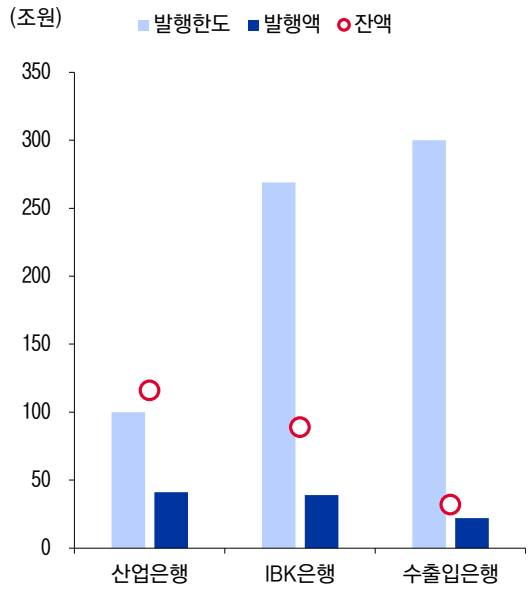
- 산금채 금번 국민성장펀드 150조원 중 75조원을 5년에 걸쳐 조달 예정, 매년 15조원의 추가 발행 가능성 (연평균 산금채 발행 규모 58조, 26년 만기도래액 14조원)
- 규모 등 감안시 '22년 한전채 발행 확대(31조 발행) 당시와 같은 구축효과 발생 가능성 제한적
- 캐피탈채는 최근에는 성장 둔화 등으로 순상환, 투자/기업금융은 일부사 중심 확대되고 있어 섹터 전반의 대폭적인 발행 증가로 작용하지는 않을 것으로 전망

금융 그룹 계열 구조

구분		금융지주	은행	증권	자산운용	캐피탈	VC	생명보험	손해보험
금융지주	KB	O	O	O	O	O	O	O	O
	하나	O	O	O	O	O	O	O	O
	신한	O	O	O	O	O	O	O	O
	우리	O	O		O	O	O	△	
	NH	O	O	O	O	O	O	O	O
증권사	한투			O	O	O	O	O	
	미래			O	O	O	O	O	O
	메리츠			O	△	O			O
	키움			O	O	O	O		
특수은행	IBK		O	O	O	O			
	산은		O	산은 內 IB	O	O	산은 및 캐피탈 內 VC	O	
대기업	삼성			O	O		O	O	O
	한화			O	O		O	O	O

자료: LS증권 리서치센터

특수은행 채권 발행한도 및 발행액('25년)



[생산적 금융 대전환] 관련 정책 및 제도

정책금융	금융회사	자본시장
(기금 운용)	**(대형 IB)**	**(모험자본 공급 기능 강화)**
국민성장펀드 150조원(*) ① 첨단전략산업기금 75조원 (산은 출연 등 75조원) ② 민간·국민자금 75조원 (정부재정 후순위 보강 1조원, 연기금/금융사+국민참여형 펀드 등 민간자금)	종투사에 새로운 조달(발행어음)과 운용(IMA) 수단 허용 (레버리지 규제: 발행어음 조달의 200% IMA의 300%) 모험자본 공급 의무 부여 (발행어음·IMA의 25% 이상) 부동산 관련 자산운용한도 축소 (30% → 10%) 전담중개업무 허용범위 확대(펀드 → VC,리츠, 신기술조합)	벤처 캐피탈 생태계 확대 등 벤처투자 촉진에 관한 법률 개정 (시행일 23.12.21) BDC(기업성장집합투자기구) 제도 도입 (8/27, '26.3월 시행) → 일반 국민의 벤처투자 확대 위해 폐쇄형(5년 이상)·상장 방식 도입 → 공적자금 비중이 높은 국내 VC 업계에 민간 자금 유입 가능성 확대
(*) 운용 방안	**(은행)**	**(비우량 크레딧물 시장 활성화)**
① 직접지분투자, 간접투자(국민참여형펀더 및 장기기술투자) 인프라 투융자 등 투자기능 대폭 확대(마중물) ② 국고채수준 초저리대출 지원(**) (**)단순 운영자금 또는 기존차입금 상환목적 자금은 원칙적으로 제외	주담대 신용리스크 위험가중치 하한을 상향 (규제강화) (신규취급분부터 20% 적용, 기존 15%) 금융권 가계대출 규제 방안 등	종투사 모험자본 공급 의무화 관련, 모험자본에 A등급 이하 (대기업 계열 제외) 채권 포함
	(보험)	
	K-ICS 비율 관련 보험부채 할인율 적용 규제 완화 (최종관찰만기 확대 적용 일정 지연 듀레이션갭 규제방안 마련으로 규제 완화의 정도 조정)	

자료: 금융감독위 보도자료 취합, LS증권 리서치센터

(VC 정책기금) 중소벤처기업진흥공단과 모태펀드

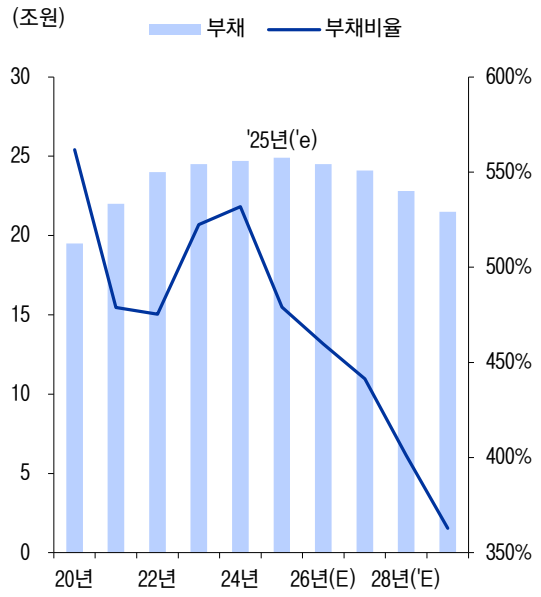
● **중진공은 향후 부채 축소 계획이나, 모태펀드(국내 벤처생태계 마중물) 출자 예산 및 정부 R&D 예산 확대, 민간자금 유입도 독려 전망**

- 중진공 부채비율은 축소계획 : 중진공의 발행은 감소 전망 (발행량 '23~'25년 4~5조, 순발행량 '25년 부(-)의 값), 중진공은 모태펀드 출자 및 중기 대출이 주력 사업
- 반면, 중진공의 모태펀드 출자예산은 2배 확대('24년 모태펀드 출자액 1.3조원) 및 정부의 R&D 예산은 증가 전망 (정부 '30년까지 벤처투자 40조원 달성 목표)
- BDC 도입 및 생산적금융 전환 정책하 금융기관 역할 촉구 등으로 벤처생태계에 대한 민간자금 유입 독려 전망 (생산적 금융 대전환 정책의 일환)
- '21년은 초저금리·유동성·민간LP 출자 확대 등으로 벤처시장 확대된 시기로 민간 투자 비중 증가 ('20년 66.5% → '21년 70.2%), 국내 벤처생태계는 정책금융이 주도

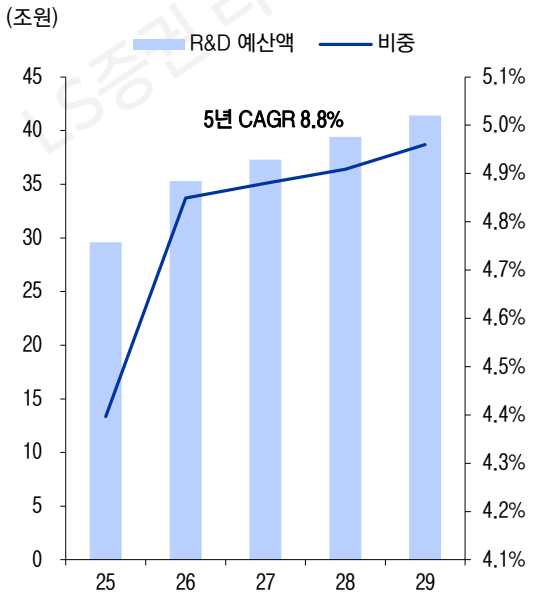
※ 벤처투자자 구성('24년): 정책금융 23%(모태펀드 13%, 성장금융펀드 4%, 산은 3%, 기타 3%),
민간 77%(금융기관(산은 외) 27%, 연기금 등 3%, 일반법인 22%, VC 11%, 개인 10%, 기타 3%)

LS증권 리서치센터

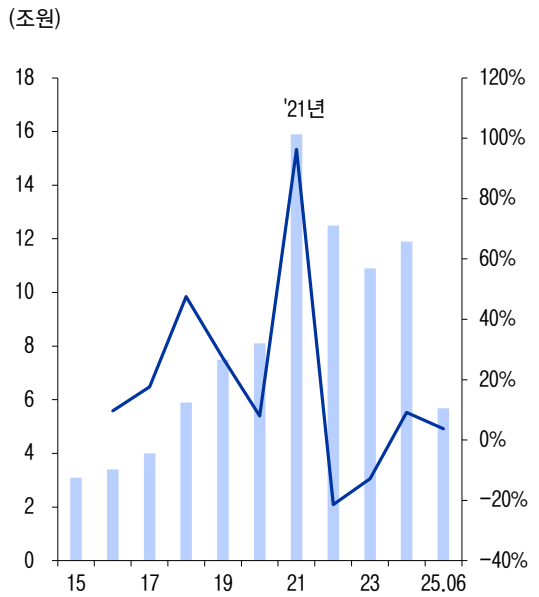
중진공 부채 축소 전망



정부의 R&D 예산 계획



벤처시장 성장 추이



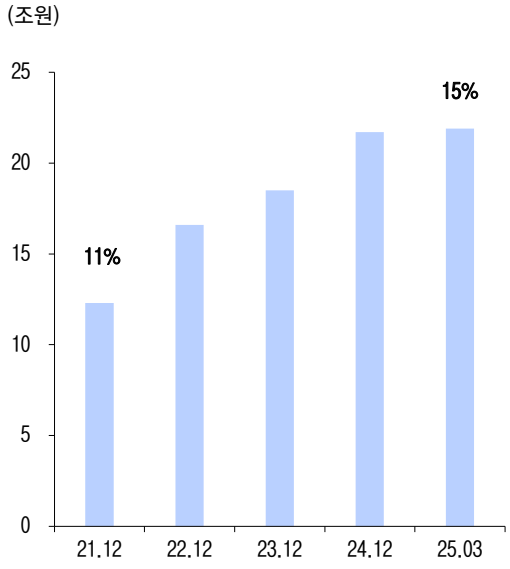
자료: 기획재정부, 한국벤처캐피탈협회, LS증권 리서치센터

(VC 민간) 제2금융권의 투자금융 (증권, 캐피탈 등)

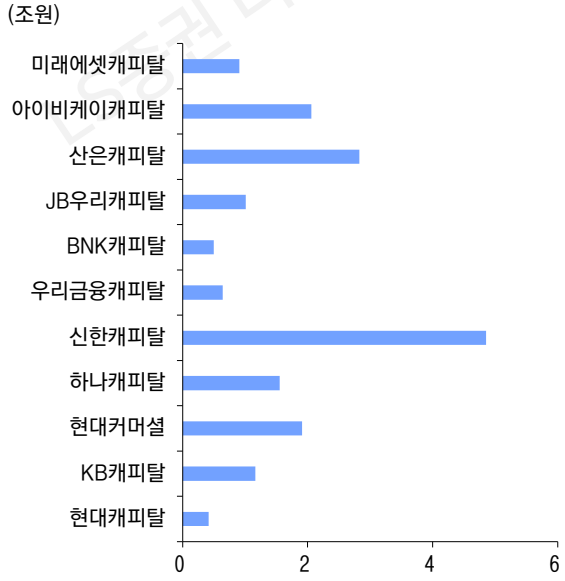
● 금융지주 계열 증권, VC, 캐피탈사는 관련 투자 확대 가능

- 증권사의 경우, 발행어음 인가 확대 및 IMA 도입 등이 진행된 이후 해당 증권사에 대해서는 모험자본에 대한 자본공급이 의무화될 예정
- 모험자본에는 중소·벤처기업 자금 공급, VC, 신기사 등이 포함, 해당 분야 투자 확대 전망
- 부동산 PF 시장이 부진한 가운데, '23년 이후 증권사 영업순이익 중 IB 비중 축소되었으며, 향후 대형사 중심 IB(기업금융) 확대 가능성 존재
- 캐피탈사: 부동산금융 부진의 대안으로 투자금융, 기업금융 확대 기조 (캐피탈사 영업자산: 투자금융 11%, 기업금융 23%, 오토금융 40%, PF 9%, 개인금융10%)
  기존부터 투자금융 부문이 컸던 산은캐피탈, 신한캐피탈, IBK캐피탈 외의 A급 이상 캐피탈사 들이 투자금융 확대 전략 추진 중
  (예) 한국캐피탈: '25년 투자금융본부 신설, M캐피탈: 새마을금고 지원/PE벤처투자 등, BNK·JB우리:벤처/구조화 부문 등으로 사업확장
  대기업 또는 금융지주 계열사가 대규모 투자금융(벤처·PE·구조화 등)에 핵심 역할, 신기술금융부문은 자산 기준 80% 이상을 신한/산은/IBK가 점유

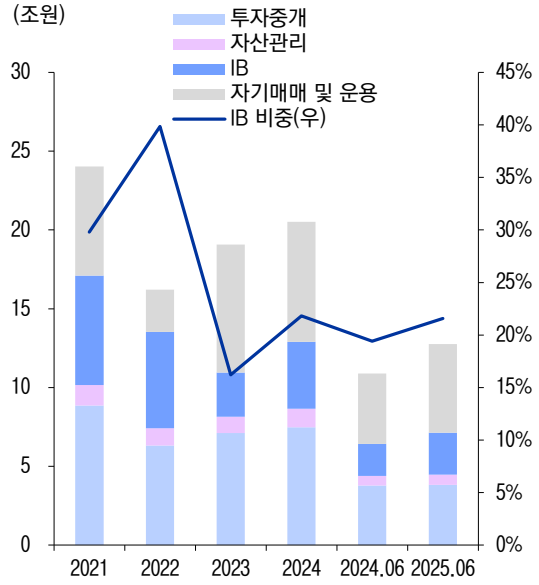
캐피탈사 투자금융 추이



캐피탈사별 투자금융 잔액



증권사 영업순이익 구성



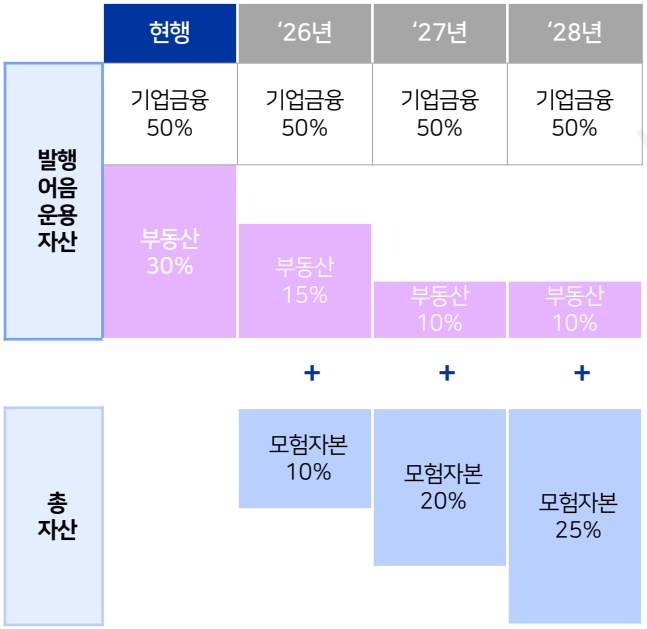
자료: 한국신용평가, LS증권 리서치센터

(증권) 레버리지 확대로 기업금융 활성화 및 크레딧물 수요 증가

● **'22년 레고랜드 사태 전후 고금리 시기 동안 증권사 기업금융 중 부동산 비중 감소 및 기업금융 증가 추세**

- 생산적 금융 전환의 일환으로 종투사 레버리지 증가 전망되며(발행어음 허가 및 IMA 지정 등), 이후 기업금융 활성화와 모험자본 투자 확대 기대
- 모험자본에 P-CBO, A등급 크레딧물(그룹 비계열) 등도 포함되어 있어, A등급 크레딧물 수요 증가 가능
- 발행어음 조달액에 대해서는 부동산 투자 한도 비율이 감소하여, 향후 기업금융 부문 중심 활성화 계획
- 현재 신청한 증권사가 모두 발행어음 및 IMA 허가를 받으면, 레버리지를 통한 추가 자금조달 한도가 약 87조원 증가 예상

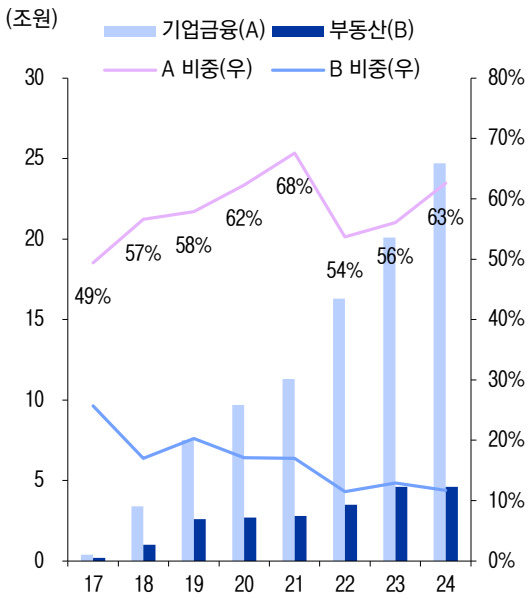
발행어음/IMA 허가에 따른 조달 여력 확대



발행어음/IMA 허가에 따른 조달 여력 확대

구분	등급	신용공여	전담중개	발행어음	IMA	자본	추가한도
한투	AA	O	O	O	신청	10.0	10.0
미래	AA	O	O	O	신청	9.9	9.9
NH	A+	O	O	O		7.2	7.2
삼성	AA+	O	O	신청		6.9	13.8
메리츠	AA-	O		신청		6.8	13.6
KB	AA+	O	O	O		6.6	-
하나	AA	O		신청		6.0	12.0
신한	AA	O	O	신청		5.4	10.8
키움	AA-	O		신청		5.0	10.0
계						63.8	87.3

종투사 발행어음 운용자산 추이



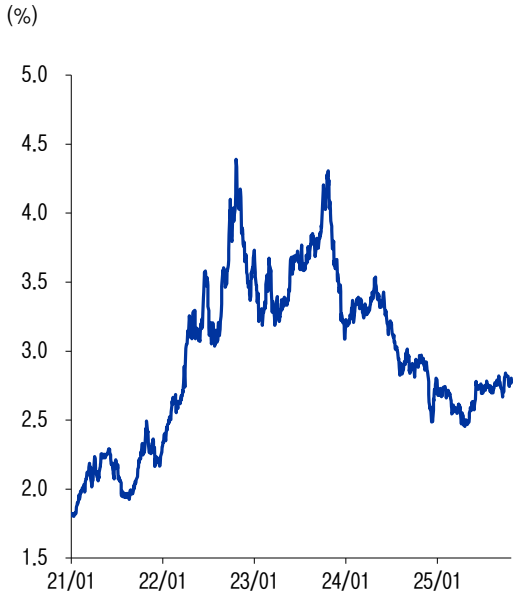
자료: 금융감독위 보도자료, LS증권 리서치센터

(보험) 규제 완화가 크레딧물 수급에 미치는 영향은 제한적

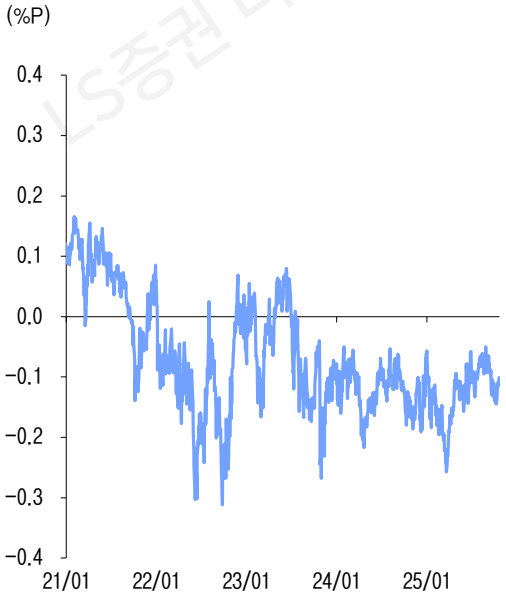
● 보험사는 규제 완화(9/19, 10/20)로 장기물 확보에 대한 부담 축소되었으나, 크레딧물 수요 증가에 유의미한 영향은 없을 듯

- 10/20 발표한 '보험부채 할인율 현실화 방안과 '듀레이션 갭 규제 방안' 발표 (보험업권 생산적 금융 활성화 위한 후속조치)
- ① 최종관찰만기 확대 적용 일정을 조정 (관찰만기 '30년 적용을 '35년까지 10년에 걸쳐 추진, 당초 '27년까지 3년에 걸쳐 추진 예정이었음)
  ② 듀레이션 갭 규제 도입해 자산-부채간 듀레이션 미스 매칭이 취약한 보험사 중심 밀착관리 진행 예정
  (최종관찰만기: 보험사 장기 보험부채 PV 환산시 적용하는 할인율 산정에 적용하는 기간으로, 국고 30년물 금리 낮아서, 관찰만기 '30년 적용시 부채평가액 확대
  최종관찰만기가 길수록 보험사는 장기 자산 보유를 늘려야 듀레이션 갭 축소 가능)
- IFRS17 및 K-ICS 도입 이후 ALM 부담 확대되며, 보험사의 크레딧물 수요 약화 및 국고 장기채 수요 확대(국내 크레딧물은 장기채 발행 제한적)
- 최종관찰만기 확대 도입 연기, 본드 포워드 활용 확대 등은 보험사 장기물 확보 부담을 완화시키고 있지만, 기본적으로 국고 장기물 선호 기조는 지속

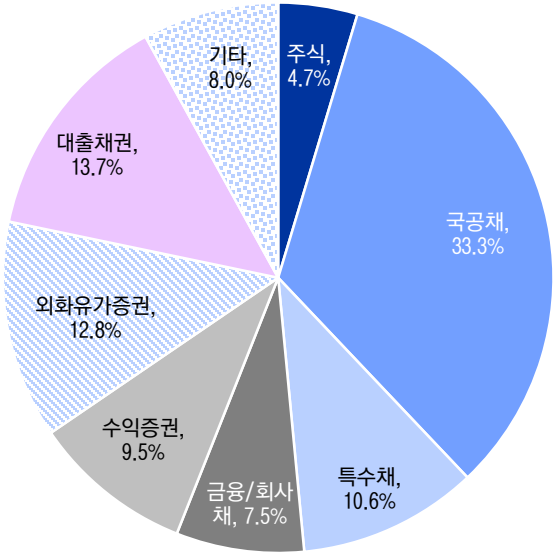
국고 30년물 금리 추이



국고 30년물vs국고 10년물 GAP



생명보험사 운용자산 구성



자료: 인포맥스, 한국기업평가, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

(은행) 크레딧물 투자 증가 전망

● **'26년 은행권의 크레딧물 투자는 주담대 규제 강화, 생산적 금융 및 금리인하 효과 본격화 등으로 증가할 전망**

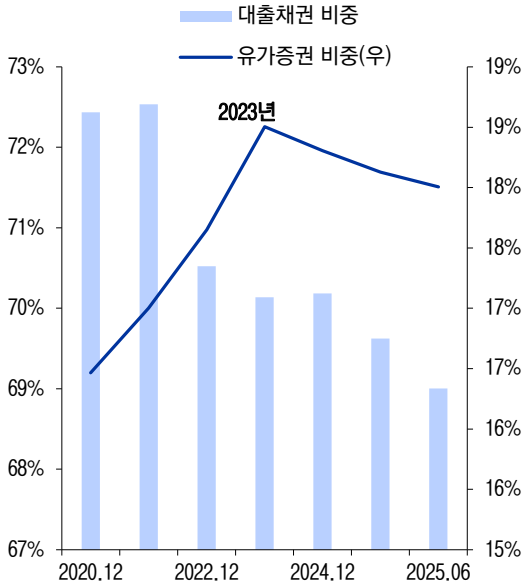
- 은행권 자본규제 합리화(9/19)로 주담대 신용리스크 위험가중치 하한을 상향 조정(신규 취급분부터 20% 적용, 기존 15%) 등 → 규제 강화로 주담대 성장률 둔화 예상
- 주식보유 관련 위험가중치 개선(BIS 기준과 유사하게 위험가중치 100% 특례 부과 요건 마련(원칙 250%))하였으나, 우량 크레딧물 등 여타 자산 대비 높은 수준
- 가계부채(주담대) 규제 강화, 생산적 금융 전환에 따른 은행권의 역할 기대 등으로 관련 기업대출 뿐만 아니라, 신용채권 투자도 확대 가능성 존재
- '22년 금리인상기 대기업 대출 증가 속도 빨랐으나 '23년 3.5% 동결 이후 증가세 둔화(회사채 발행 증가), '24년 하반기 기준금리 인하 이후 은행권 주담대 증가율 상승

● **'24년 하반기 이후 주담대 증가폭이 컸으나, 향후 주담대 규제 강화 및 생산적 금융 정책 적용 등으로 기업대출 및 유가증권 운용 비중 상승 전망**

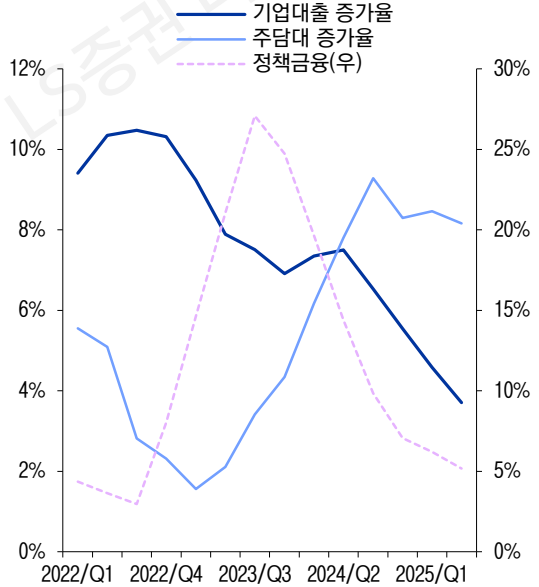
- 금융지주의 생산적 금융 관련 발표, 향후 5년간 508조원 투자(국민성장펀드 50조, 자체 그룹투자 약 50조, 기업대출 약 330조, 포용금융 약 67조 등) 계획 발표

※ 은행권의 자본 강화 규제인 '스트레스 완충자본 규제(SCB)'는 당분간 유예 중(자본 추가 적립 부담(자기자본비율에 최대 2.5%p 추가적립) 완화 효과)

은행 운용자산 중 유가증권 투자비중 상승



'25년 기업대출 대비 주담대 증가율 높은 편



크레딧물 투자 위험적용 가중치

신용등급	적용 위험 가중치
크레딧물	
AAA~AA	20%
A	50%
BBB~BB	100%
B이하/무등급	100~150%
정부 등	0~20%
대출채권	
신용보증기관 보증부 기업대출	10%
무등급 중소기업 대출	100%

자료: 금융감독위 보도자료, 한국은행, 한국신용평가, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

[부동산 PF]는 관리 중

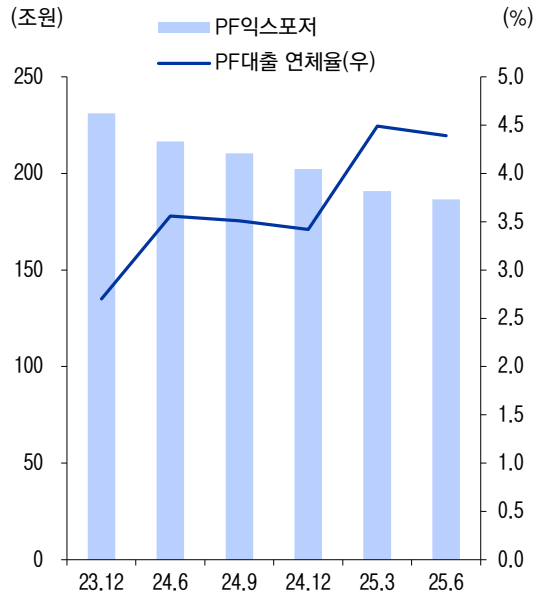
● **국내 부동산 PF 시장은 제도 개선, 건전성 관리 강화, 사업성 평가 및 부실사업장 정리/재구조화 등을 통한 관리 지속 중**

- 신규 사업성 평가기준 도입('24.6월)에 따라 정상 사업장에는 유동성 공급, 부실사업장에는 신속한 정리/재구조화 진행 중
- (추진 중인 제도) PF 자기자본비율에 따른 위험가중치 차등화, 업권별 익스포저 한도, 저자본-고보증 구조 개선 등
- '25년 말까지 한시적 금융규제 완화 조치(11건 중 10건 연장)로 연착륙 지원, 유동성 위기 대응 및 PF 시장 충격 완화 등에 집중
- '24.6월~'25.6월까지 정리/재구조화 규모 31조, '25.6월 기준 PF 대손충당금 13조, 커버리지비율(대손충당금/부실여신) 63%, PF고정이하여신비율 12%

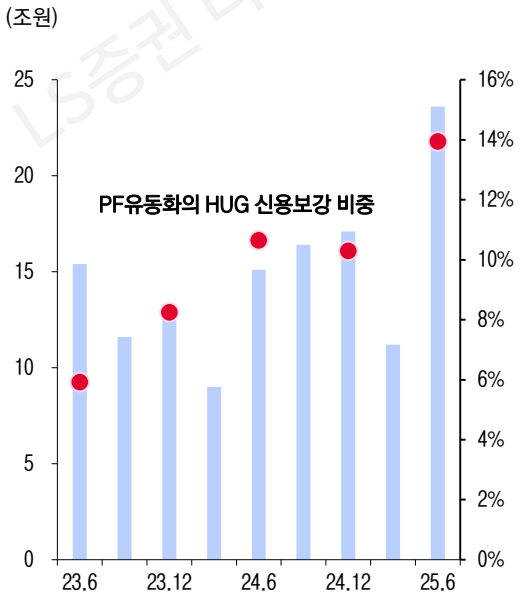
● **대형 증권사 중심 신규 우량 PF 대출 취급 중이며, 주택과 수도권을 중심으로 PF유동화 시장 회복세**

- 증권사의 PF 익스포져는 '24년 시장 안정화 이후 회복세이나 위험선별 경향은 강화된 것으로 파악(증권사 신용보강 PF 유동화잔액('25년 19조원)은 '22년 수준 회복)
- 최근 증권사 신용보강은 대형사 중심으로 집중(부동산 PF우발채무에 대해 사업단계별/LTV 수준별 NCR을 차등하여 적용하도록 제도 변경('24.11월))

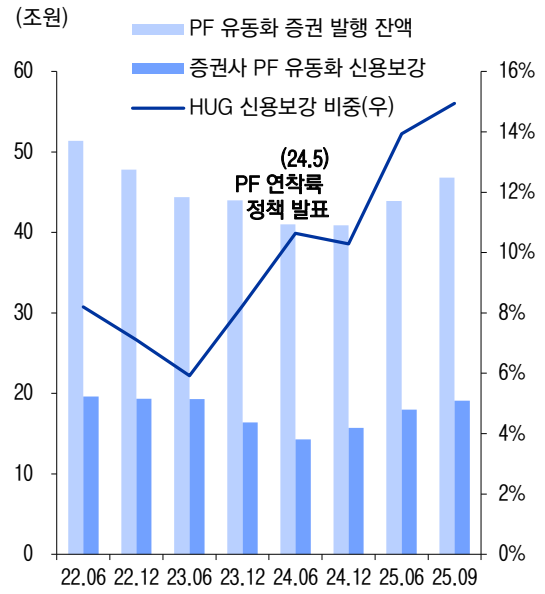
금융업권 부동산 PF 잔액 추이



PF 신규 취급액 추이



PF 유동화증권 발행 잔액 추이



자료: 금융위원회, 나이스신용평가, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

PF 관련 정책 (지원 & 제도 개선)

PF 관련 한시적 금융규제 완화 조치

업권	한시적 금융규제완화 연장 조치	기한
공통	① 자금 공급, 재구조화·정리 관련 임직원 면책	'25.12
	② 신규자금 공급시 자산건전성 별도 분류 허용	'25.12
보험	③ PF 정상화 지원 등을 위한 RP매도 인정	'25.12
	④ PF 정상화 지원 등에 대한 K-ICS(위험계수) 완화 적용	'25.12
저축은행	⑤ PF 관련 유가증권 보유한도 완화	'25.12
	⑥ 영업구역 내 신용공여 한도 규제 완화	'25.12
여전	⑦ 여신성 자산 대비 PF익스포져 비율 완화	'25.06
금융투자	⑧ 자사보증 PF-ABCP 매입 NCR 위험값 완화	'25.12
	⑨ 주거용 부동산 대출에 대한 한시적 NCR 위험값 완화	'25.12
	⑩ 채무보증 대출전환 관련 한시적 NCR 위험값 완화	'25.12
상호금융	⑪ 재구조화 대출 등에 공동대출 취급기준 일부 완화	'25.12

향후 부동산PF 건전성 제도개선방향 (25/7/1 발표 사항)

구분	주요내용	대상
① PF사업 자기자본비율 (예:20%) 반영 건전성관리	위험가중치 차등화	은행·증권·보험·저축·여전
	건전성·충당금 차등화	全금융업권
	PF대출시 자기자본요건 추가	상호·금고·여전
② 연체율 등 실제리스크 반영 건전성규제 정비	(계약형태 무관) NCR에 실제위험값 반영	증권
	부동산대출등 위험가중치 (예:10%) 가산	상호
	저축·여전업권 수준으로 충당금 조정	증권
③ 거액신용규제 도입 및 업권별 PF한도 정비	PF거액신용공여한도 규제 도입	은행·보험·저축·상호
	업권별 부동산(PF) 한도규제 정비	업권별

자료: 금융위원회, LS증권 리서치센터
주: 25.12월말까지 연장, 추가 연장 여부는 재검토 사항. 여전사의 여신성 자산 대비 PF 익스포져 비율 완화 조치는 '25.06 종결(도덕적 해이 가능성 경계

(가계부채) 관리 강화 기조

● **정부는 가계부채 부담 안정화 위한 정책 시행 중이며, 특히 주택담보대출 규제 강화 중**

- 정부는 가계부채/GDP 비율을 중요 지표로 설정, '23년부터 가계부채 증가율을 명목경제성장률 이내 관리 ('25년 가계부채 증가율 3.8% 이내 관리 목표 설정, 2/27)
  ※ 가계부채/GDP(%): '21년 98.7 → '22년 97.3 → '23년 93.6 → '24년 90.5
- 특히, 주택담보대출 규제 강화 및 가계부채 관리 정교화 지속 중
- 다만, 정책 반영에 대한 시간차 존재, 실수요자 주택 수요 지속, 가격상승에 따른 LTV 한도 증가, 신용대출 증가 등의 영향으로 가계대출 증가는 지속(증가율은 둔화)

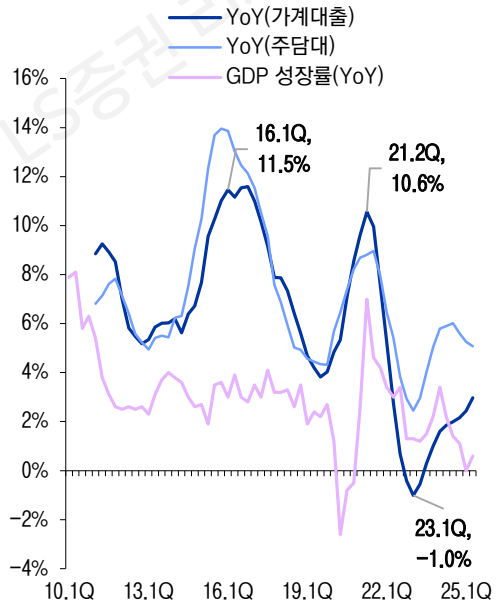
● **과거 저금리 시기 대비 가계대출 증가율은 상대적으로 낮은 수준**

- 기준금리 2% 미만이던 2015~2022년 동안 가계대출 증가율(YoY 평균 7~8%)도 빠르게 상승, 기준금리 2% 상회한 '22년 하반기부터 빠르게 하락(YoY평균 1%대)
- 차주단위 DSR의 도입('21.4월) 이후에도 주담대 증가율은 실질 GDP 성장률 상회 지속

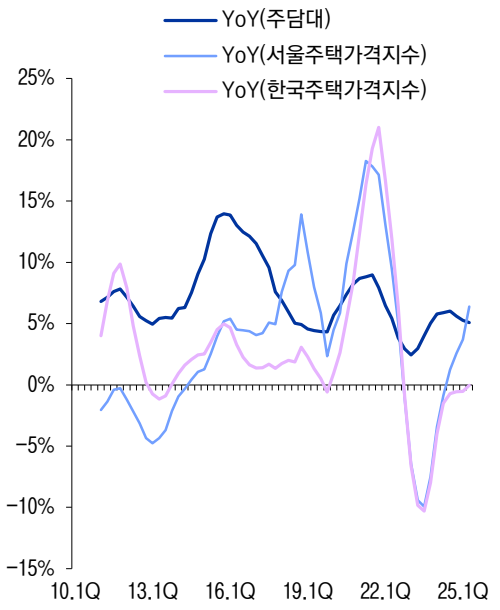
최근 가계부채 강화 방안

연도	내용
2023년	총량관리 (은행별 연 2% 이하 증가율)
	DSR 등 여신관제 강화 (모든 업권 차주별 DSR 기준 전면 확대)
2024년	스트레스 DSR 도입
	1단계: '24.2월 (1금융권 주담대)
	2단계: '24.9월 (금융권 주담대+신용대출)
	3단계: '25.7월 (주담대+신용+기타대출)
2025년	(2.27)토지거래허가구역 재지정
	전세대출/보증관리 강화
	(6.27)가계대출 총량관리 강화
	주담대 한도 6억원
	은행권 자율관리조치 전금융권 시행 등 (9.7)LTV 규제 강화
	(10.15) 규제지역/토지거래허가구역 확대
	주택담보대출 한도 차등화
	DSR 규제 강화
	스트레스 금리(DSR 산정용) 하한 상향

한국 가계대출 증가율 vs 실질GDP 성장율



한국 주담대 증가율 vs 주택가격지수 변화



자료: 인포맥스, 한국은행, 금융위원회, LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

가계부채 관련 정책 상세

구분	~2025.6.27	2025.06.27~	2025.10.15~
은행권 주담대 RW 하한 변경	15%	15%	20%(26/1/1로 조기시행)
가계대출 총량관리 강화	25년 가계부채 증가율 3.8% 내로 관리	전금융권 가계대출 총량목표 50% 감축 정책대출 연간 공급계획 대비 25% 감축	
주담대 최대 한도	총액 없음	수도권/규제지역 6억원 (정책대출: 자체한도, 중도금대출: 제외)	주택가격(시가)에 따라 차등 수도권/규제지역: 15억원 이하 6억원 15~25억원 4억원, 25억원 초과 2억원
주담대 전입의무(주택구입목적)	전지역 전입의무 없음	수도권/규제지역 6개월 내 전입	
2주택자 이상/1주택자(*)	비규제지역 60%, 규제지역 30% (은행권 자율관리: 수도권 0%)	0% (수도권)	규제지역 확대
처분 조건부 1주택자 LTV (*)	비규제지역 70%, 규제지역 50% (기존주택 2년내 처분시)	0% (규제지역)	규제지역 확대
생애최초 주택구입 LTV	전지역 80%/전입의무 없음	수도권 규제지역 70% 및 전입의무(6개월내)	
생활안정자금 (*)	규제없음	1주택자 최대1억원, 다주택자 금지	
대출만기 제한 (*)	규제없음	수도권/규제지역 30년 이내	
전세대출 제한 (*)	규제없음	수도권/규제지역 조건부전세대출	
전세대출 DSR 적용	없음	없음	1주택자가 수도권/규제지역에서 임차인으로 받는 경우 이자상환분 반영
전세대출 보증비율	전 지역 90%	수도권/규제지역 80%	
신용대출 한도 (*)	규제없음	차주별 연소득 이내	
스트레스 금리 상향조정	0.75%(은행 수도권 1.2%) (~7/1)	전금융권 주담대+신용/기타대출 1.5% (지방 주담대는 0.75%)	수도권/규제지역 3%, 기타지역 1.5~3% (지방 주담대는 0.75%)

자료: 금융위원회, LS증권 리서치센터 (*)은행권 자율관리조치 전 금융권 확대 시행

부동산 공급 관련 정책

연도	정책명/발표일	주요내용	목표/영향
2023.1월	시장정상화대책	조정대상지역 해재(규제지역/전매제한) 분양가상한제 완화(전매제한 단축/실거주의무 완화)	거래 회복, 가격 하방 완화
2023.2월	특례보금자리론 도입	9억 이하 고정금리 장기대출	실수요자 금리 부담 경감
2023.6월	전세사기 특별법 시행	피해자 공공매입/임대전환, 경매 특례	서민 전세시장 안정
2023.7월	PF 유동성 공급 프로그램	채권시장 유동성 지원(94조원+a) 본PF 전환보증	채권시장 안정 착공 리스크 완화
2024.1월	주택공급 확대 및 건설경기 보완 방안	재건축 안전진단 완화, 재개발 노후도 요건 완화	도심정비 활성화/중기공급 확대
2024.5월	PF 연착륙 위한 정책 방향 발표	정상 PF 지원, 부실정리 병행	PF리스크 완화, 건설사 신용보강
2024.8월	제3차 장기주거 종합계획('25~'29)	도심복합/소규모정비/공공임대 재정비	장기공급 로드맵 확정
2025.2월	주택시장 안정화 대책	규제지역 지정 확대	거래 및 투기수요 억제, 시장 급등 방지
2025.6월	가계부채 관리/대출규제	주담대 한도 제한(최대 6억원) 다주택자 추가주담대 전면금지 LTV/DSR/전세·신용대출 규제 강화 실거주의무(입주 6개월 이내)	투기수요 차단 대출 규제
2025.9월	**주택공급 확대 방안**	**수도권 135만호 착공(2030까지)** **LH 등 공공 직접 시행/시공/보증** 노후임대 재건축, 공공청사/유휴부지 복합개발	**공급 확대(중장기)** **공공주도 실질공급 강화**
2025.10월	주택시장 안정화/투기규제	투기지구/조정지역 확대(서울/경기 37곳) LTV/DSR 등 대출한도 추가 축소 분양권 전매, 거래신고 강화 실거주 의무 강화	단기 가격 억제, 풍선효과 방지, 시장 단기 안정

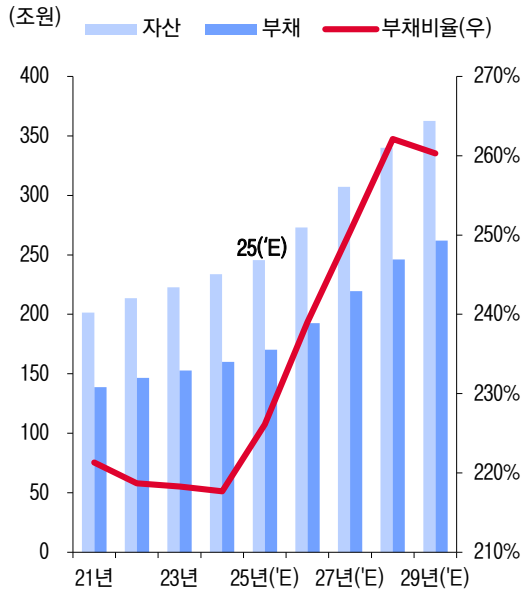
자료: 국토교통부 등, LS증권 리서치센터

(공사채)주택공급계획에 따른 LH, HUG 등 공사채 발행 확대 가능성

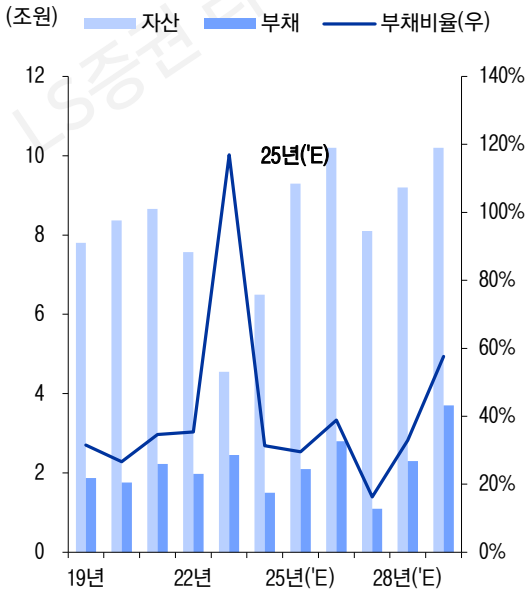
● **9/7 주택공급계획, 10/15 주택시장 안정화 대책에 따르면, 향후 관련 LH, HUG의 채권 발행 확대 및 HF의 채권발행 축소 전망**

- 9/7(공급 패러다임 전환: LH 직시행/착공 중심), 10/15(수요 추가억제 :규제지역 확대, 고가주택 대출한도 차등, 1주택자 전세대출에 대한 DSR 시행 등)
- LH: 공공택지에 대해 직접 공동주택 사업 시행을 계획, '26년부터 채권 발행 확대 수준 모니터링
  수도권 135만호(~2030년) 등 대규모 주택공급을 '착공 기준' 추진, 민간 매각 대신 직접 시행/시공/보증 총괄, 공급 지연 최소화 위해 인허가/보상/준공 일괄 관리
- HUG: LH 주도 공동주택 사업 시행 관련, 주택분양보증, PF 보증 등 HUG의 보증기관으로서의 역할 강화 예정
  공적보증 확대(PF 보증규모 상향: 연간 86조→100조원, 보증요건 완화, 임대전환형 PF 보증 신설, 도심주택특약보증의 한도 상향 등)
  '25년 10월 HUG 첫 회사채 발행(5천억, 연내 발행계획 총1조, '24년 11월에도 신종자본증권 7천억 발행한 바 있음)
- HF: 역할 감소 전망(수요/전세라인에서 실수요 관리 틀은 유지(전세/정책모기지 DSR 적용, 전세자금보증의 심사기준 및 체계 강화 등), '24년 比 예상 부채비율 개선

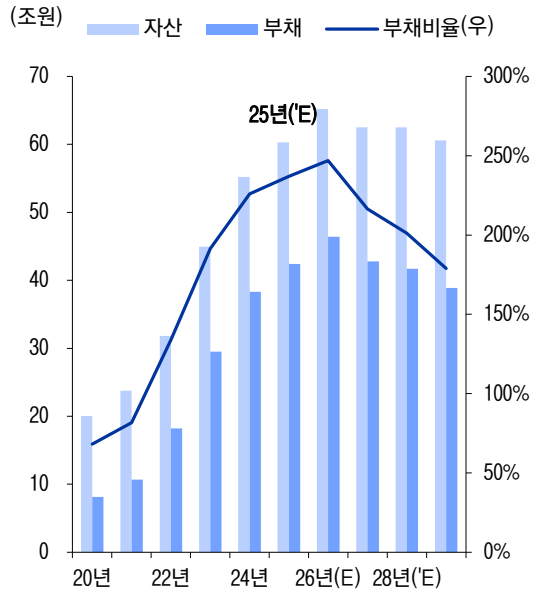
LH(토지주택공사) 부채 확대 전망



HUG(주택도시보증공사) 부채 확대 전망



HF(주택금융공사) 부채 축소 전망



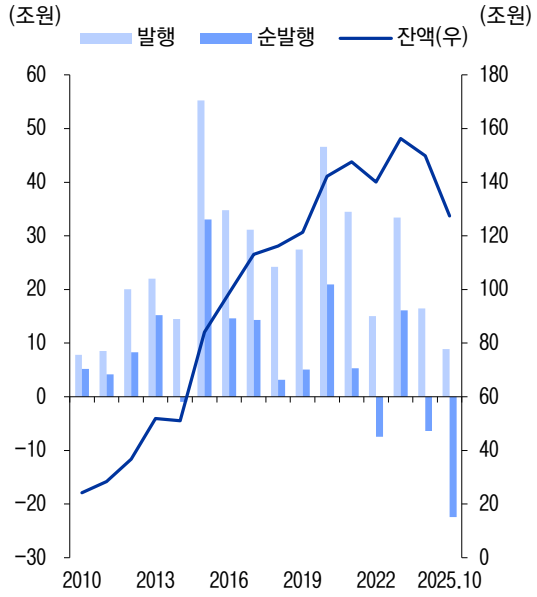
자료: 한국신용평가(~24), 공공기관 중장기 재무관리계획(25~), HF 홈페이지, LS증권 리서치센터

(공사채)MBS(HF) 발행 전망

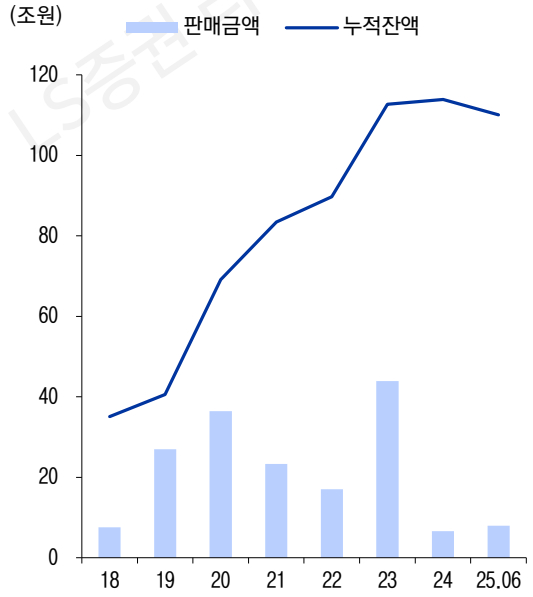
● MBS 발행은 정책성 모기지론 공급 축소로 감소하다가 '25년부터 은행 대출 규제 강화되며 재차 확대

- '22년 정책 모기지론 수요 감소한 가운데 레고랜드 사태 등으로 조달 시장 경색되며 MBS 대폭 감소
- '23년 특례보금자리론 공급(43.9조원)으로 MBS 발행 증가, '24년 정책 모기지론 공급 축소되고 특례보금자리론 공급 종료 이후 보금자리론 수요 감소하며 MBS 감소
- '25년에는 주택 거래량 증가하는 가운데, 시중은행 주택담보대출 규제 강화로 보금자리론 수요 증가
- '26년 MBS 발행량은 정책 변화 여부(DSR 적용 대상 포함 여부), 주택구입자금 시장 수요 및 정책 모기지 수요 등에 따라 변동될 수 있으나, 보합 내지 소폭 증가 전망
  (25/6/27 대책(정책대출 연간 공급계획 대비 25% 감축)에도 불구, HF의 '25년 연간 공급계획(40조원) 대비 실제 대출액은 적은 수준이어서 영향 제한적)
  ※ 정책모기지(보금자리론, 디딤돌)는 현재 차주별 DSR 적용 대상은 아님(DTI 적용 대상), 단, 은행 및 HF에서 신규대출 취급시 DSR을 참고지표로 활용할 수는 있음
  보금자리론 주택가격 요건 : 6억원 이하(감정가·실거래가 기준), 차주 부부합산 연소득 7천만원 이하

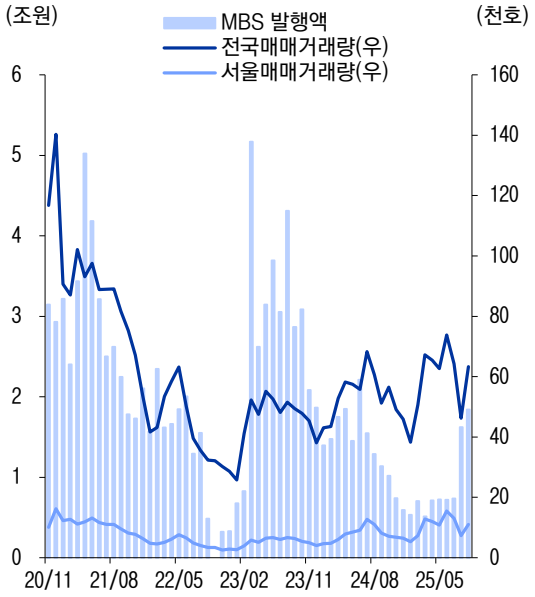
MBS(HF발행) 발행 및 잔액 추이



보금자리론 판매금액 및 잔액 추이



월별 MBS 발행액 및 주택 매매거래량 추이



자료: 한국기업평가, 인포맥스, 한국 부동산원, LS증권 리서치센터

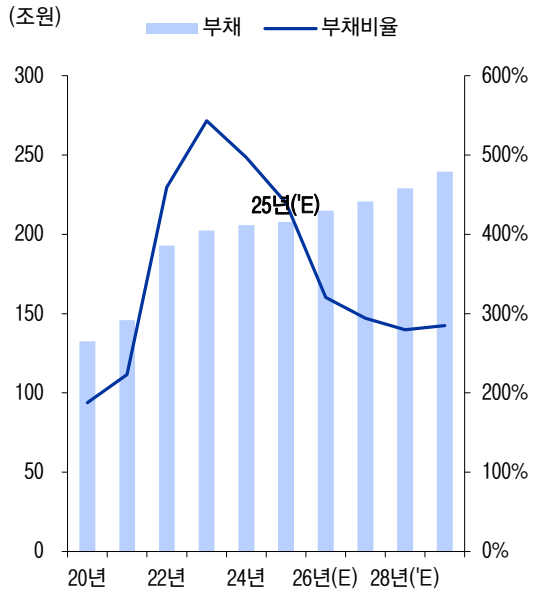
(공사채) 한국전력, 가스공사 발행 추이 및 만기 현황

● 원가 부담 완화, 판가 인상 효과 등으로 에너지 공기업 한국 전력, 가스공사의 부채비율 감소

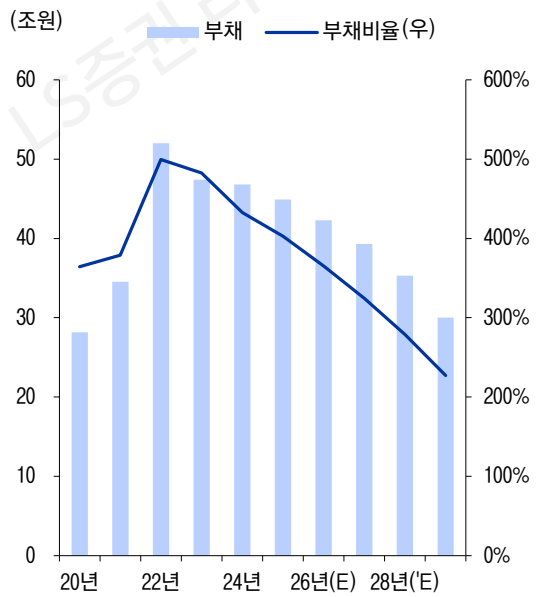
- 한전은 '22년 역마진 발생으로 대규모 한전채 발행(31.9조원), '22~'24년 전력판매요금 인상, LNG 등 에너지 가격 안정화 효과로 '24년 이후 흑자전환 및 부채 감소
- 가스공사는 LNG가격 하락의 영향으로 매출 감소 추세이나, 원료비 손실 및 취약계층 요금 지원 등의 비용 부담 감소로 마진 개선
- 한전과 가스공사의 원료비 부담은 LNG(액화천연가스)가격 추이와 연동, 한전의 전력도매가격(SMP, 한전이 발전자회사로부터 전기 사오는 가격)은 주로 LNG 가격 연동
- 최근 원달러 환율 상승은 에너지 공사의 원가에 부담 요인이나, '26년 LNG 가격은 보합세 전망 다수
- 기재부 자료에 따르면, 향후 한전 및 가스공사 부채비율 하락 전망, '24년 이후 가스공사 발행 연 3.5조원('25년 순발행 (-)), 한전 약 15조원('24년부터 순발행 △4조원)

※ 가스공사 요금 인상 (주택용 요금 '22년 초 16.6원/MJ → '24년 말 22.3원/MJ, '25년 상반기 동결, 산업용 요금은 주택용 대비 추가 인상 사례 다수)
한국전력 요금 인상 (산업용 요금 '22년~'24년까지 7차례 인상, 누적 70%('21년 말 105.5원/kWh → '25년 상반기180원/kWh, 민수용은 '24년부터 일부 동결

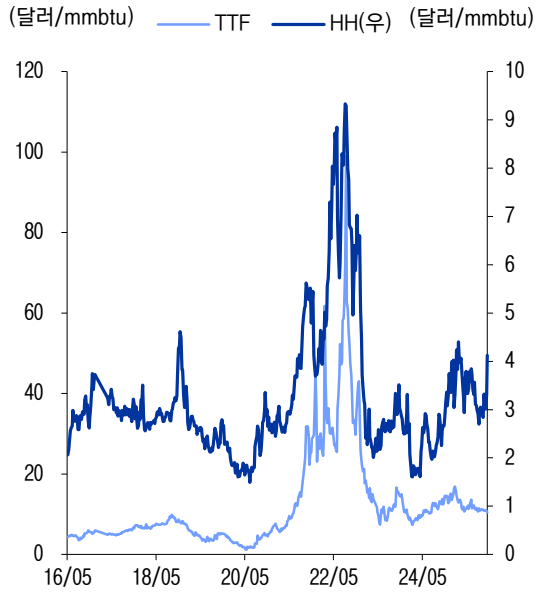
한국전력 부채 축소 전망



가스공사 부채 축소 전망



LNG 가격 추이



자료: 한국기업평가(~24), 공공기관 중장기 재무관리계획(25~), LS증권 리서치센터

LS증권 리서치센터

(은행채) '26년 은행채 발행 보합 혹은 소폭 증가 전망

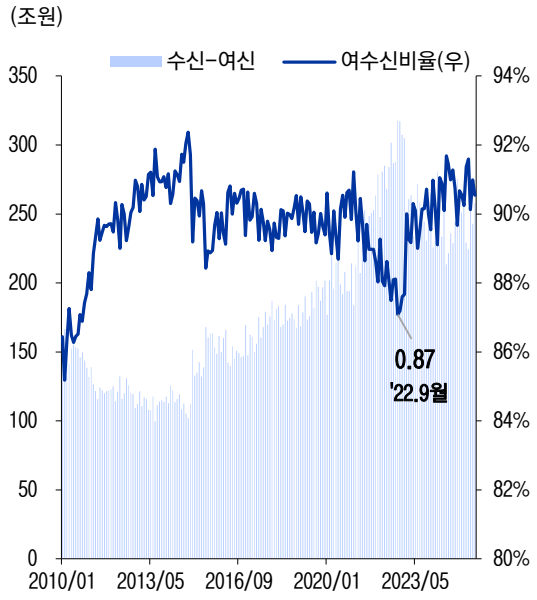
● **부동산 대책은 은행채 발행 둔화 요인이나 영향 제한적**

- 가계대출 규제 강화로 주담대 증가세 향후 둔화 전망
- 생산적 금융 전환 정책 관련 특은(특히, 산업은행 및 IBK) 및 시중은행 자금 소요는 증가 전망
- '25년 하반기 이후 국내 증시 활황에 따른 주식시장에의 자금유입 증가 등으로 은행 수신 잔고 증가세는 둔화될 수 있음

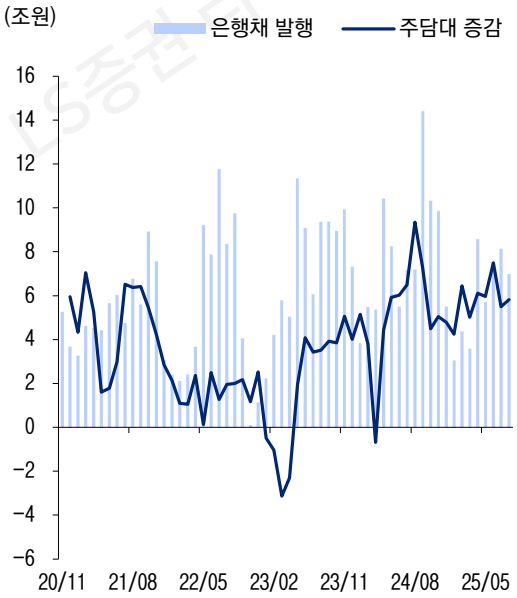
● **생산적 금융 정책 시행에 따른 자금 소요는 은행채 발행 증가 요인**

- '25년은 상반기 정부 공백기, LCR 규제 충족, 여신 대비 양호한 수신잔고 등으로 특은 및 일은 모두 발행 감소하였으나, '26년은 정책 드라이브에 따른 발행 증가 예상
- 은행권 가계대출 성장세 둔화 예상, 주담대 위험가중치 상향 조기시행은 은행권 생산적 금융 관련 역할 확대 압력 작용 전망

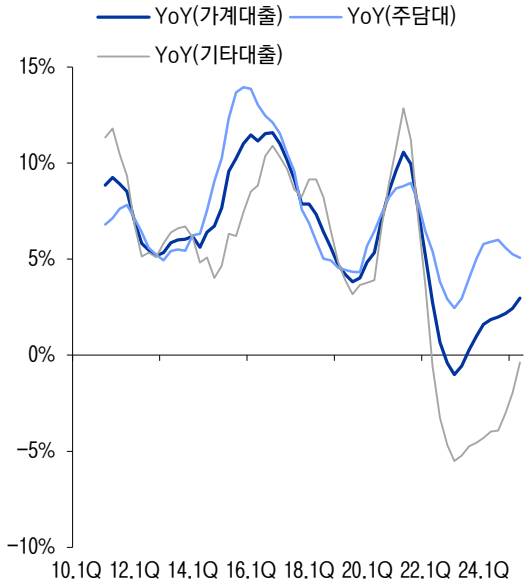
은행 여수신비율 추이



일반은행채 발행과 은행 가계대출 증감 추이



은행 주담대 증가율은 둔화



자료: 한국은행, LS증권 리서치센터

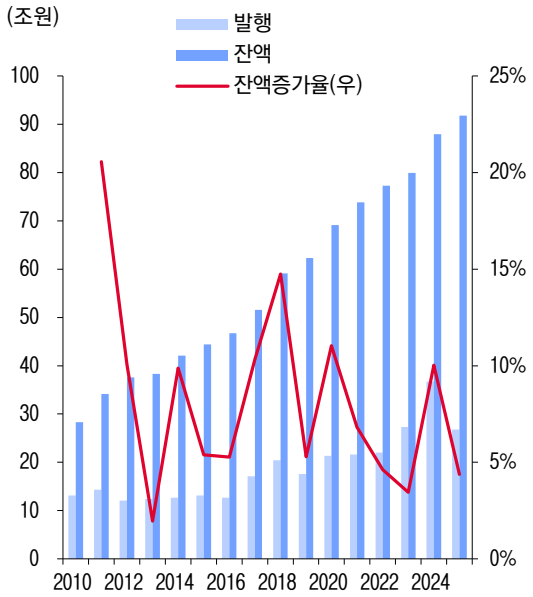
LS증권 리서치센터

(카드채) 성장세 둔화 등에도 불구, 순발행 기조 유지 전망

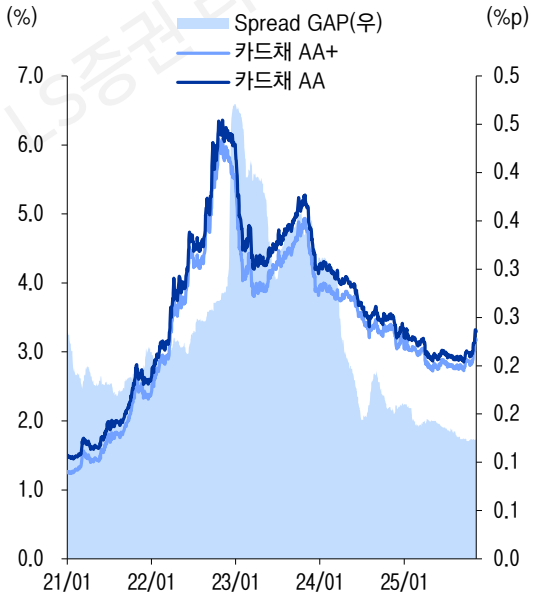
● **비우호적인 업황과 규제 관련 이슈 등으로 자산 및 매출 성장세 둔화되었으나, 순발행 기조는 유지 전망**

- '25년 카드사는 높아진 이자비용('22년 발행 분부터 높아진 금리레벨 누적)과 대손상각비가 비용구조의 부담으로 작용
- 카드론 관련 규제 강화와 가맹점 수수료 인하 정책 등으로 매출 및 영업자산 감소
  (카드론이 신용대출 한도 관리 규제(DSR)에 포함되면서 대출 취급 한도 제한됨, 카드론이 카드사 이자수익의 20% 이상 점유하여 이자수익 감소로 연결
  '25.2월부터 영세(연매출 3억 이하) 및 중소(연매출 30억 이하) 가맹점에 대한 신용/체크카드 우대수수료율 인하되어 카드 수수료 수익 감소)
- 최근 연체율 소폭 상승하여 자산 건전성 관리도 간혹 이슈로 언급 (7대 카드사 합산 연체율(1M↑) '22년 1.2% →'23년 1.7% →'24년 1.7%→'25.6월 1.9%)
- 단, 카드채 발행하는 7대 전업카드사는 라이선스 사업으로 안정된 사업구조를 갖추고 있어 신용도 안정성 높은 편 (AA+ ~ AA-(롯데카드) 분포)
- 국내 스테이블코인 도입 관련 카드사 영업환경에 미치는 영향은 장기적인 모니터링 요인

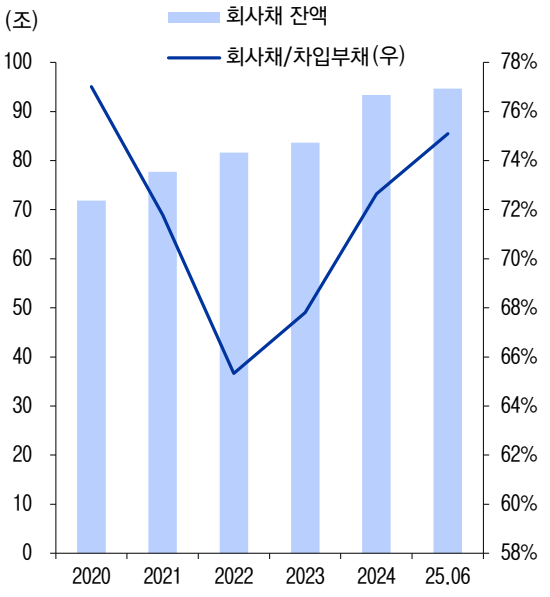
카드채 연도별 발행 추이



카드채 금리 추이



카드채를 통한 조달 비중 확대



자료: 인포맥스, LS증권 리서치센터

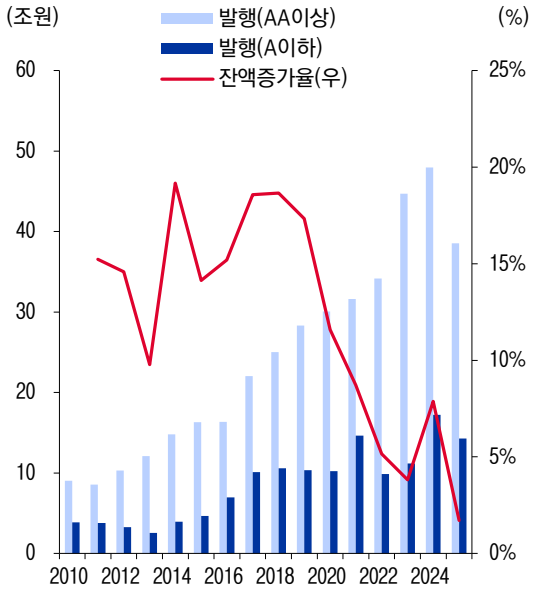
LS증권 리서치센터

(캐피탈채) 발행 기조 지속 전망

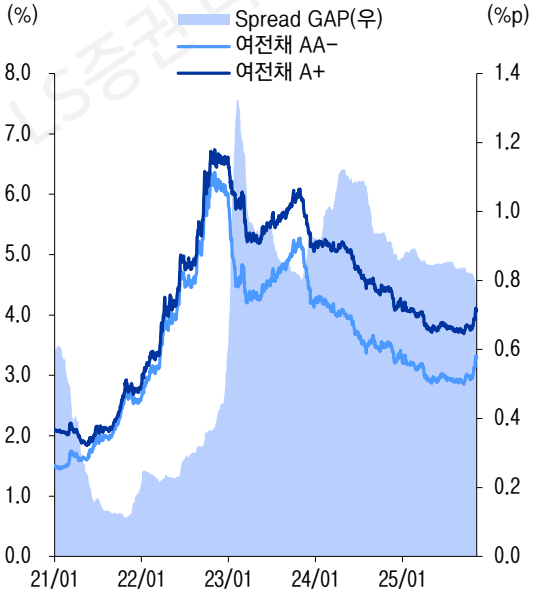
● **자산성장세 둔화 등으로 캐피탈채 발행 규모 감소하였으나, 금리 레벨 낮아진데다 사업영역 확대 과정에서 순발행 전망**

- '25년 가장 인기있는 섹터였던 캐피탈채의 경우, 기준금리 인하에 따른 낮아진 금리레벨에도 불구하고 발행 규모가 예년 대비 감소
- 자산성장세 둔화 등의 여파로 우량물 순발행 감소폭이 컸으며, 수년간 모회사 증자 이어져온 가운데 은행 여신한도 활용 등도 확대되었던 것으로 파악
- 최근 국고 금리 레벨 상향 등에 따른 금리 소폭 증가하고 있으나, '22~'23년 대비 낮아진 금리 레벨, 투자금융 등 사업영역 확대 과정에서 순발행 가능 전망

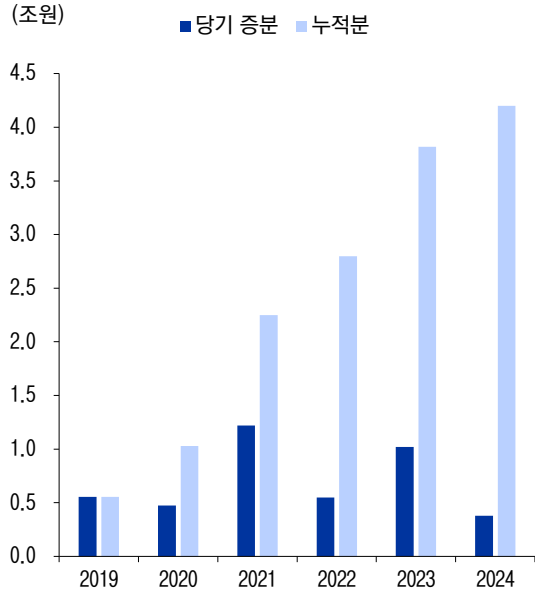
캐피탈채 발행 추이



우량물과 비우량물의 금리 추이



캐피탈사의 모회사로부터의 증자 추이



자료: 인포맥스, PWC컨설팅, LS증권 리서치센터

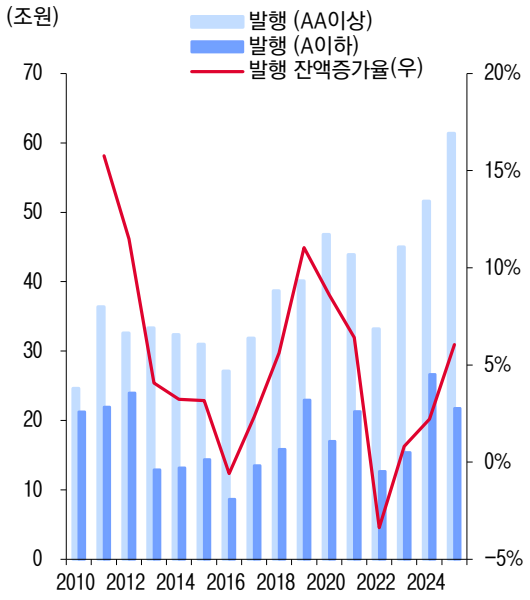
(회사채) 금리 인하 효과 등으로 순발행 지속 전망

● **회사채 시장은 '25년 금리 인하 기조하 발행량 확대된 가운데, 낮아진 금리 인하 효과 등 반영하여 '26년 순발행 지속 전망**

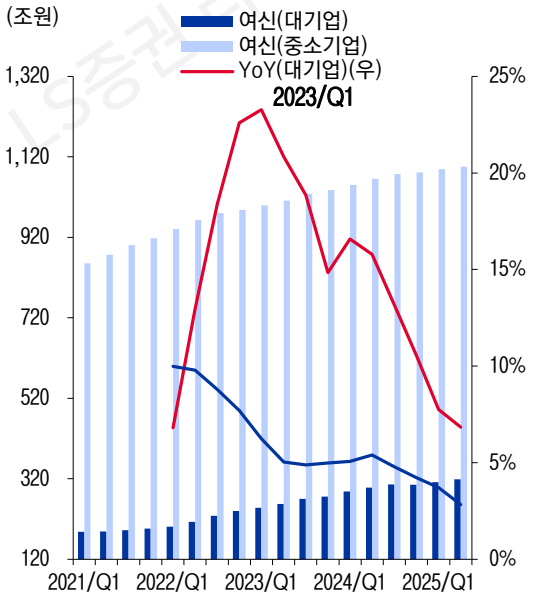
- '25년은 회사채 시장 발행 확대, 크레딧 시장 강세 지속되며 우량 회사채의 경우 여전채 강세와 키맞추기로 빠른 신용 스프레드 축소 시현
- '26년은 금리 인하 후반기로 그간의 빠른 신용 스프레드 축소에 대한 일부 되돌림 있을 수 있으며 박스권 그리는 완만한 상승세, 약보합 전망
- AA급 이상 우량채의 경우 과거 고금리 시기('22~'24년) 대비 낮아진 절대금리 수준으로 회사채 통한 자금조달 니즈 지속 전망 → 순발행 지속 전망
- A급 이상 비우량채의 경우, 증권사의 확대된 레버리지를 통한 모험자본 투자의 일환으로 수요 확대되어 신용 스프레드는 축소 가능 (기업별 조달금리 차 존재)
  다만, 기업 여신 대비 우호적인 발행 여건 형성되어야 비우량물 규모 확대 가능

LS증권 리서치센터

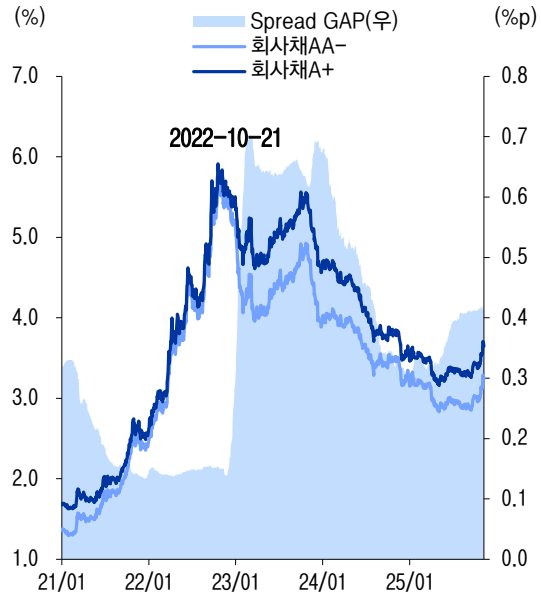
회사채 발행 추이



예금은행 기업 대출 및 증가율 추이



우량물과 비우량물의 금리 추이



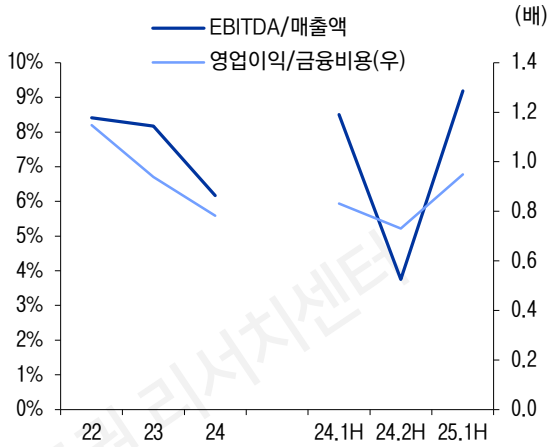
자료: 인포맥스, 한국은행, LS증권 리서치센터

(회사채) 이슈 섹터

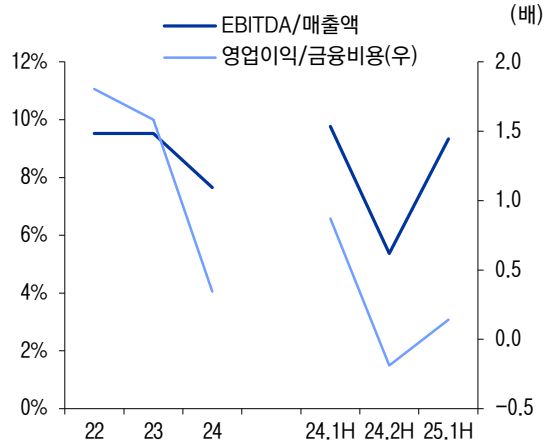
● 국내 상장기업 실적은 24년 하반기 이후 실적 회복

- 최근 3년 실적 악화 업종: 석유화학, 철강, 건설, 유통 등
- 최근 3년 실적 개선 업종: 조선, 기계(방산 등), 에너지, 상사/자본재, 운송, 호텔, 반도체 등
- 실적 개선 기조였으나, 최근 1년 실적 저하 업종: IT가전, 자동차/자동차부품 등 (관세 영향 등)
- '25년 상반기 기준 영업이익/금융비용 비율 1배 미만 업종 (금융 제외한 23개 산업 중 매출액 비중 3% 상회) : 화학, 철강, 건설/건축관련, 소매(유통), IT가전

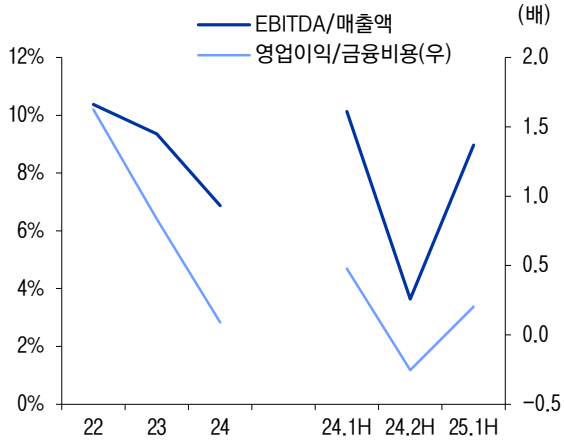
소매(유통) 업종 수익성 추이



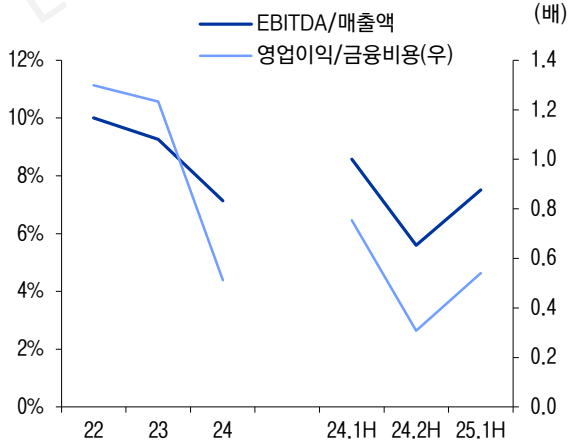
IT가전 업종 수익성 추이



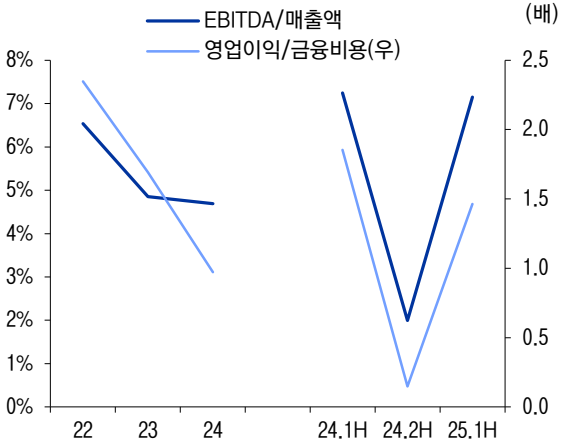
화학 업종 수익성 추이



철강 업종 수익성 추이



건설/건축관련 업종 수익성 추이



자료: Quantiwise WISE Industry 26 기준, LS증권 리서치센터

구조조정 관련 업종(석유화학, 철강, 유통)

● **석유화학 업계의 구조조정을 위한 협의 중이나, 다수 업체의 이해관계 충돌 등으로 답보 상태**

- 대산단지(롯데케미칼-HD현대오일뱅크: HD현대케미칼) 외 여수단지 및 울산단지는 진행 현황에 대한 정보 제한적 수준
- 주요 기업(LG화학, 한화솔루션&토탈, SK지오센트릭 및 SKC, HD현대케미칼 등) 신용등급 전망이 부정적인 상황으로 신평사 등급 변동 여부에 대한 모니터링 필요

● **철강 업계의 구조조정을 위한 논의 진행 중이나, 정부 및 업계의 미온적 태도로 지연 중**

- 내수부진, 중국의 저가 공세, 미국의 관세 부과 등 3중고를 겪고 있어, 정부가 공급 과잉 품목(철근 등)의 설비 감축 유도 및 고부가가치 제품 전환 지원 등 구조조정 추진

● **유통 업계는 홈플러스 이슈 지속 중**

- 기업 회생 절차 진행 중으로 회생 계획안 제출 기간을 12/29로 연기하고 매각 방식을 공개 매각 방식으로 변경, 두 곳의 인수의향자와 예비 실사 진행 중으로 11/26 최종 입찰 접수 예정이며, M&A 실패시 파산 가능성 높다는 우려 존재

석유화학 업계 자율적 구조조정 추진 현황

구분	여수	울산	대산
에틸렌 CAPA	6,270	1,760	4,780
주요 기업	LG화학, 롯데케미칼, 여천NCC, 금호석유화학, DL케미칼, 폴리미래, GS칼텍스 등	SK지오센트릭, SK에너지, 에쓰오일, 대한유화, 한화솔루션, 금호석유화학, 동서석유화학 등	롯데케미칼, HD현대오일뱅크, 한화토탈, 현대케미칼 등
현황 요약	- 설비통합 및 지분/감산안 협의중	- 설비감축/통합 논의 진행 중 - 에쓰오일의 '샤힌 프로젝트' 등 미래형 고부가 투자 확대 전망	- 롯데케미칼과 HD현대오일뱅크가 NCC 설비통합 (현물출자/현금증자), 지분 5:5 조정 등 자율구조 조정 합의 마무리 단계

석유화학 업체의 구조조정 추진 현황

	구조조정 현황	스페셜티 추진
LG 화학	- 비핵심사업 (워터솔루션 사업부) 매각 - 배터리 분리막 생산라인 투자 중단 - 기타 인력/설비비용 슬림화 등	- 고성능 타이어용 합성고무, ABS 등 확대 - 양극재 등 배터리 소재 등 확대 자회사 LG에너지솔루션(이차전지)
롯데 케미칼	- 비핵심사업(수처리/분리막 등) 매각 - 국내외 사업장 효율화 추진	- 모빌리티용 기능성 플라스틱, 고기능성 컴파운드 사업 등 확대 - 첨단소재 R&D 강화
SK 지오센트릭	- NCC 생산설비 감축 - 주요 단지 내 설비통합	- 친환경 플라스틱, 태양광 관련 신소재 사업 강화
금호석유화학	- 사업장 및 계열사 통폐합 - 저수익 제품 라인 조정	- 합성고무, 합성수지 등 고부가가치 및 친환경 스페셜티 제품 라인업 확대

철강 업계 구조조정 추진 현황

구조조정 추진 배경	- 내수 부진: 건설경기 침체 등으로 인한 국내 철강 수요 감소 - 글로벌 공급 과잉: 중국 등 아시아 지역 과잉 생산 - 미국 관세 부과: 품목 관세 등에 따른 부담
정부 구조조정 방안	- 자율적 설비 감축 유도: 경쟁력 낮은 설비 중심 자발적 설비 감축 유도 - 세제/금융지원: 자율적으로 설비 구조 조정을 추진하는 기업에 인센티브 제공 - 고부가가치 제품 전환 지원: 고부가가치 품목의 경쟁력 강화 위한 R&D 지원
업계 반응	- 미온적, 저가 철근 시장의 구조조정 선행 필요성 등의 여타 요구도 존재

자료: 언론 취합, LS증권 리서치센터

그룹별 주력 사업 및 Credit Issue

구분	주력사업	등급 분포	주요 크레딧 이슈
SK	정유 및 석유화학, 통신, 반도체	AAA~AA-	2차전지 업황 부진, 사업포트폴리오 재편 과정의 구조조정 부담
롯데	석유화학, 유통, 음식료	AA ~AA-	과중한 재무부담, 석유화학 업황 부진
LG	석유화학, 전자, 통신	AA+ ~AA-	석유화학 및 2차전지 업황 부진, IT가전 부문 관세 이슈
한화	석유화학, 방산, 조선	AA- ~BBB+	사업 확장 과정에서 레버리지 확대, 방산·조선 부문 약진(P)
HD현대	정유, 석유화학, 조선, 기계	AA- ~ A	주력사업(조선, 전력기기 등)의 호조로 재무부담 경감(P), 한미 조선업 협력과정에 대한 모니터링 필요
현대차	자동차, 건설, 철강	AAA ~AA-	미국 관세 리스크
삼성	전자, 2차전지, 건설, 중공업 등	AA- 이상	반도체 사이클 리스크
포스코	철강, 2차전지, 건설	AA+ ~A+	2차전지 업황 부진, 철강 관세 등 비우호적 영업환경
CJ	음식료, 방송미디어, 운송, 영화관	AA ~A	영화관 산업의 업황 부진
신세계	유통	AA ~A+	유통업태 내 구조조정에 따른 경쟁구도 변화, 건설사(신세계 건설) 관련 부담
지에스	정유 및 석유화학, 건설, 편의점	AA+ ~A	석유화학·정유 자율적 구조조정 진행, 건설 부문 관련 잠재적 산업재해 및 법적 리스크

자료: 한국기업평가 등, LS증권 리서치센터
주: (P)는 Positive 요인

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 조수희).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.