P≠Q

수급은 수급, 가격은 가격

2026년 크레딧시장 전망

2025.11.20

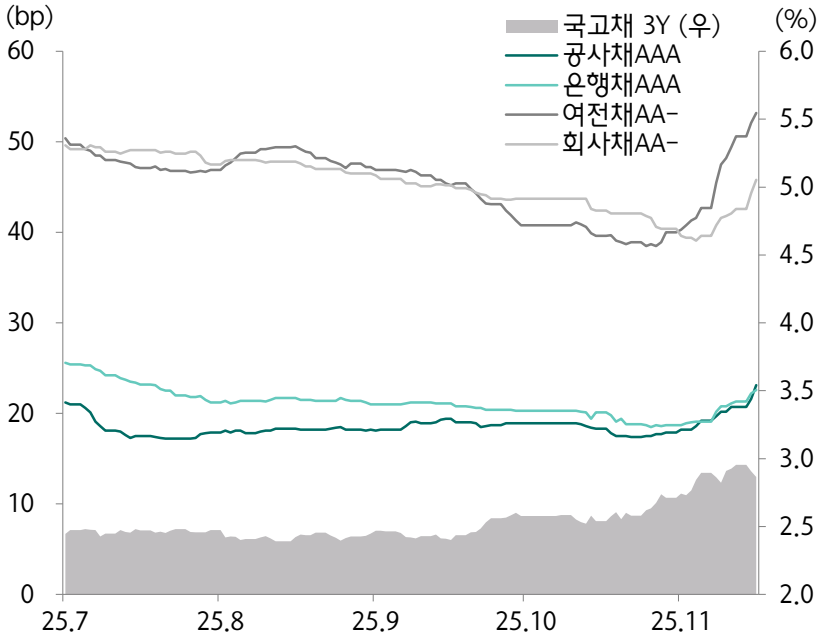
국내크레딧 김상만 credinal@hanafn.com
RA 김기범 kbbim1@hanafn.com

하나증권

신용 경색 아닌 단기 유동성 경색 성격이나 진정에는 시간이 필요

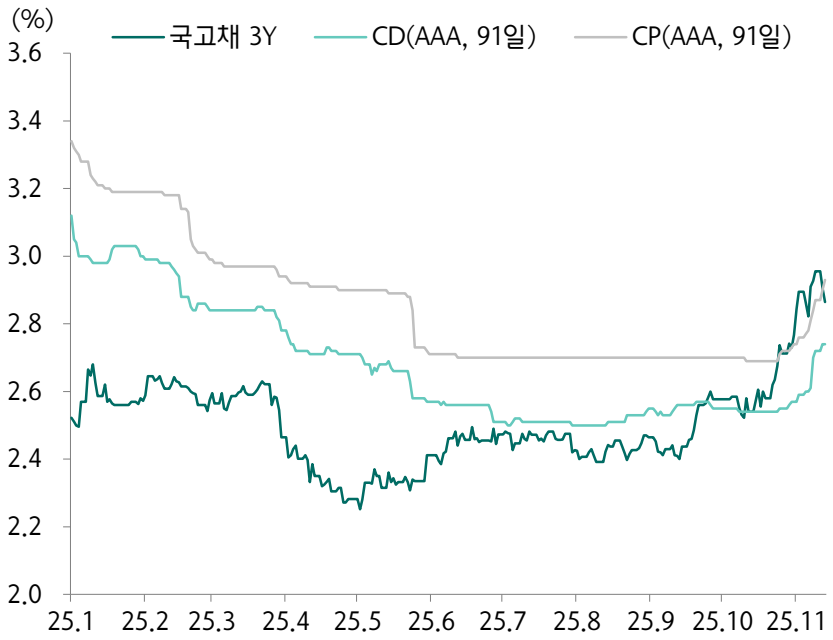
- 최근 시장금리 급등에도 불구하고, 여전채를 제외한 신용스프레드는 매우 견조한 흐름. 체감상 지표와 괴리 심한 상황
- CP/CD 등 단기 신용물 금리가 그나마 반영하고 있는 상황

국고 3년 금리 vs. 신용스프레드 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

국고 3년, 3개월 CD/CP금리 추이



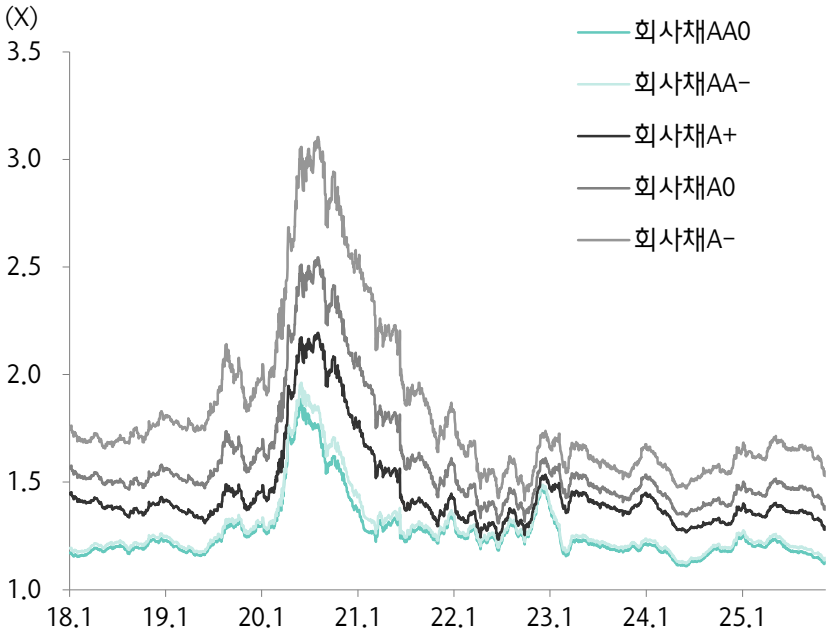
자료: 인포맥스, 하나증권

대응전략

먼저 매를 맞고 연말을 넘기는게 차라리 나은 상황

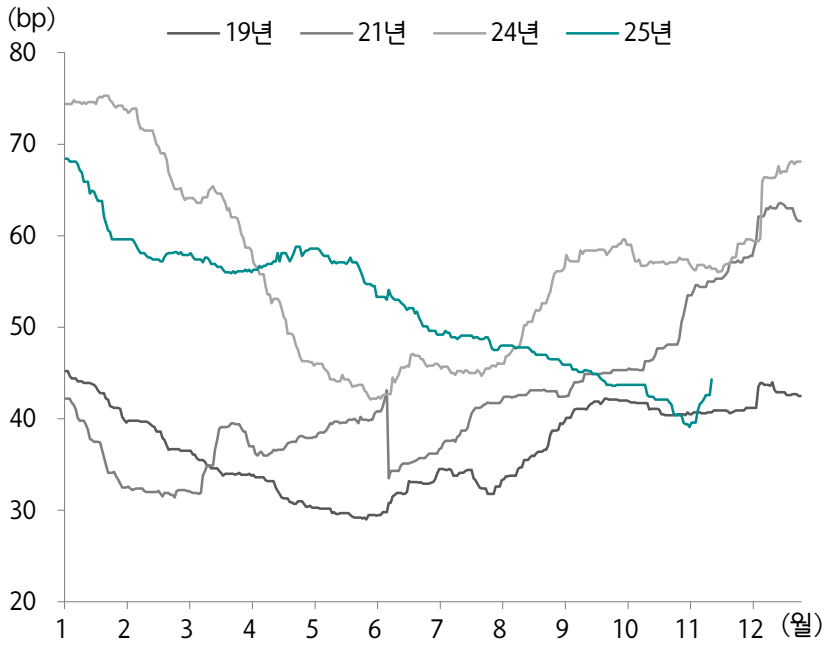
- 시장금리 급등세가 언제 진정될지는 모르겠으나, 그때까지 섣부른 대응은 자제할 필요
- 다만 중장기물 신용스프레드는 국채금리가 진정되기 시작하는 시점부터 주의할 필요
- 연말에 신용스프레드가 이격을 충분히 확보하지 못할 경우, 내년 연초효과 소멸 내지 희석될 부담이 가중

회사채 3Y 등급별 Yield Ratio추이



자료: 인포맥스, 하나증권

과거 연도별 회사채 3Y (AA-) 연중 스프레드 경로 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

Contents

1.	시장 유동성 여건	7
2.	공사채 발행 부담 점검	10
3.	생산적 금융과 은행대출/은행채 수급	15
4.	신용의 재순환	20
5.	회사채 수급여건	22
6.	하위등급 수요기반 점검	24
7.	투자전략	27
8.	이슈	33

Compliance Notice

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다.
또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Summary

수급은 수급, 가격은 가격

2026년 신용스프레드/수급 전망

- 2026년 신용스프레드는 점진적으로 확대될 전망
- 근래 풍부한 시중 유동성 여건은 '26년에도 여전히 주효할 전망
- 다만, 공공기관 정책사업 집행 본격화, 신규 정책기금(공급망/첨단)설정으로 인한 수급물량 부담은 이전 대비 증가가 불가피하지만
- 공사채+특수은행채 기준 발행 증가율은 코로나 직후에 비해서는 증가 속도가 완만할 전망
- 생산적 금융 강조, 대출금리 상승 등에 따른 은행(가계)대출 증가세 둔화는 은행채/MBS관련 부담 경감 요인
- **신정부 정책기조의 골자는 레버리지 주체를 민간(가계)에서 공적 영역으로 전환시키겠다는 것**
  : 수급적으로 유불리(+/-)요인이 동시에 작용하면서 전반적인 수급 구조 변화는 '25년 대비 중립적이라는 판단

대응전략

- 최근 시장금리 상승으로 신용채권 Yield Ratio 부담 여전하며, 절대적인 신용스프레드 레벨 부담 지속
- 일단 연말까지의 신용스프레드 흐름을 감안할 필요. 조정 없이 넘어가면 내년에 취할 수 있는 여지 감소할 것
- 상대적인 투자매력도 : 상위등급 회사채/여전채 > 하위등급 회사채/여전채 > 은행채 = 공사채

하위등급 리레이팅 기대에 관해

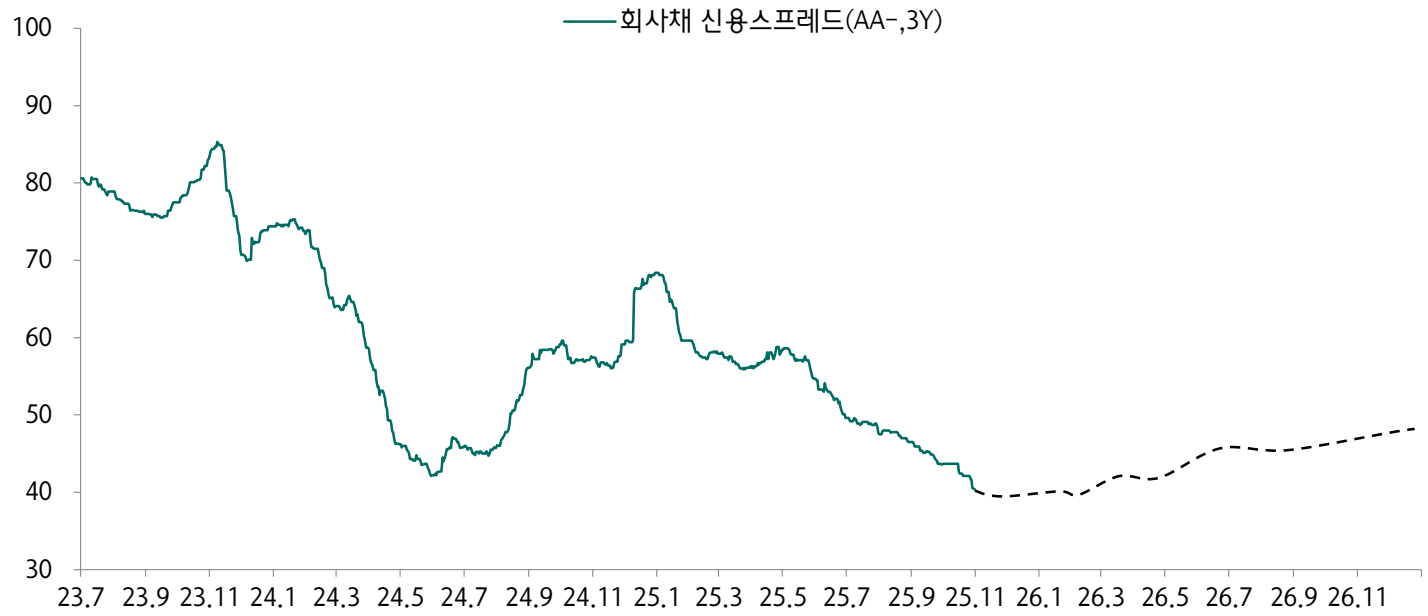
- 증권사 발행어음/IMA 신규 설정에 따른 하위등급 수혜기대 크나 실제 영향은 미미할 전망
- 수요 측면뿐만 아니라 공급 측면의 시장 여건이 동시에 작용해야 하위등급 리레이팅 가능할 것
- 하위등급 투자의 주 동인은 개인투자자/금리 메리트이며 증권사 상품은 간접적인 하위등급 회사채 투자 수단
- 신용채권 금리가 충분히 상승해야 관련 상품의 상품성 제고 및 시장 형성이 가능

Key Chart

2026년 신용스프레드 전망

- ‘26년 신용스프레드는 점진적으로 확대될 전망
- (+) 우호적인 자금조달/수급여건이 지속되는 가운데 vs. (-) 절대/상대 레벨부담, 역캐리 해소
- 섹터별로는 상위등급 회사채/여전채 > 하위등급 회사채/여전채 > 은행채 = 공사채

신용스프레드 전망



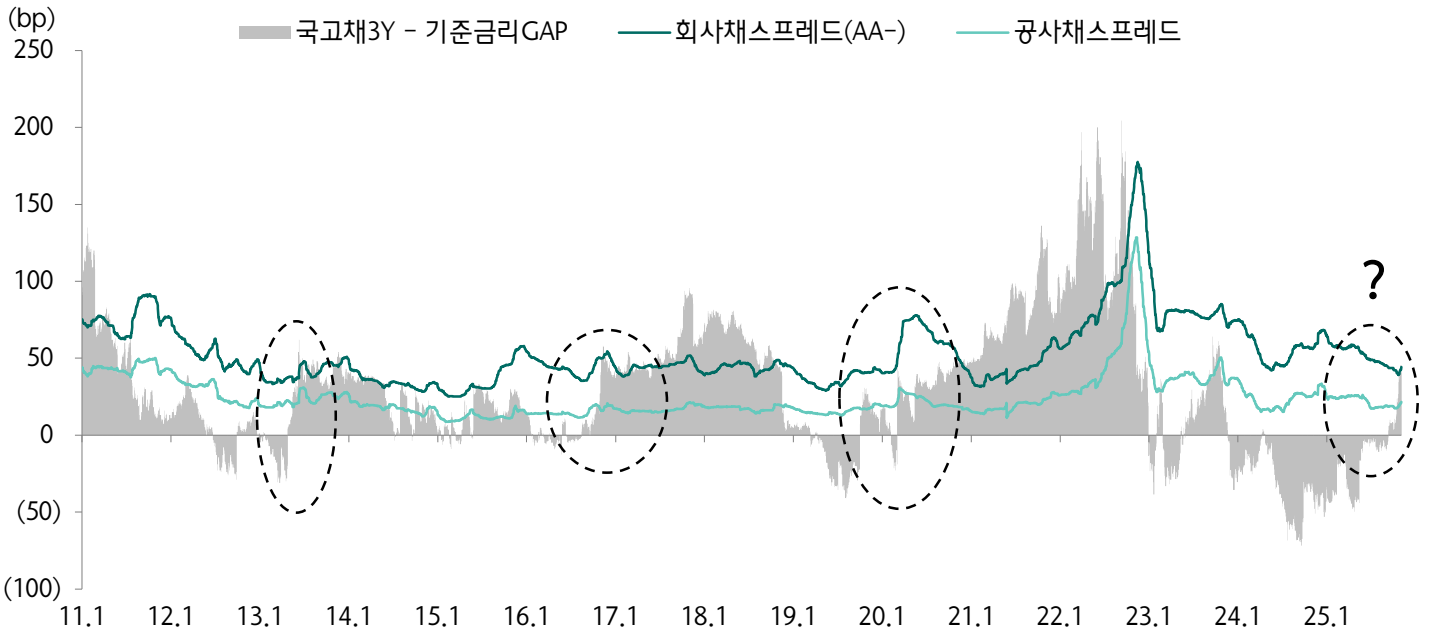
자료: 인포맥스, 하나증권

Key Chart

올라오는 국고캐리

- 과거 시장금리(국고채)가 기준금리와의 역전이 해소되던 시기, 신용스프레드 또한 상승 압력
- 현재 절대/상대 신용스프레드 레벨이 근래 최저 수준까지 하락한 점 또한 부담
- 역캐리 상황이 다시 재현되지 않는 이상 신용스프레드 상승 압력 불가피

국고채-기준금리 갭 vs. 신용스프레드

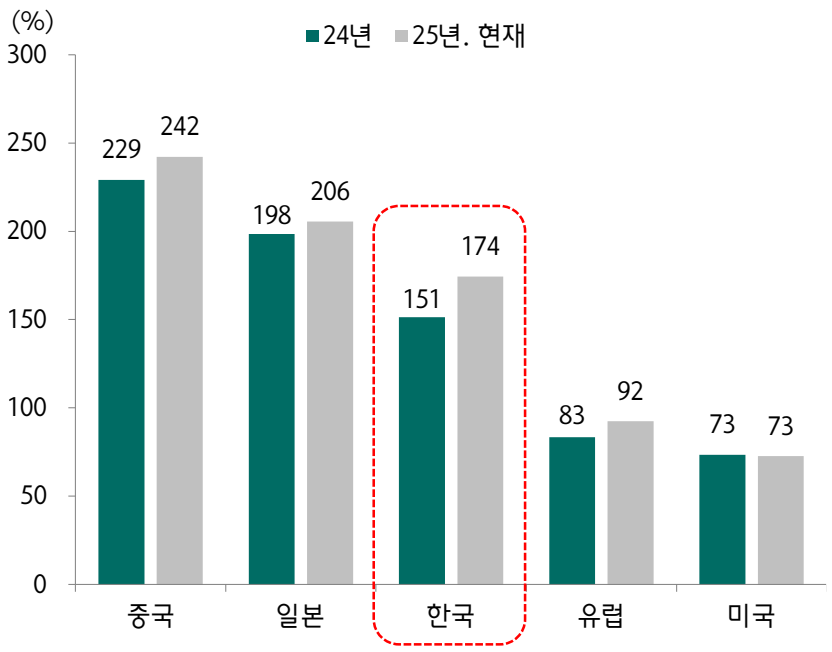


자료: 인포맥스, 하나증권

유동성 증대된 2025년

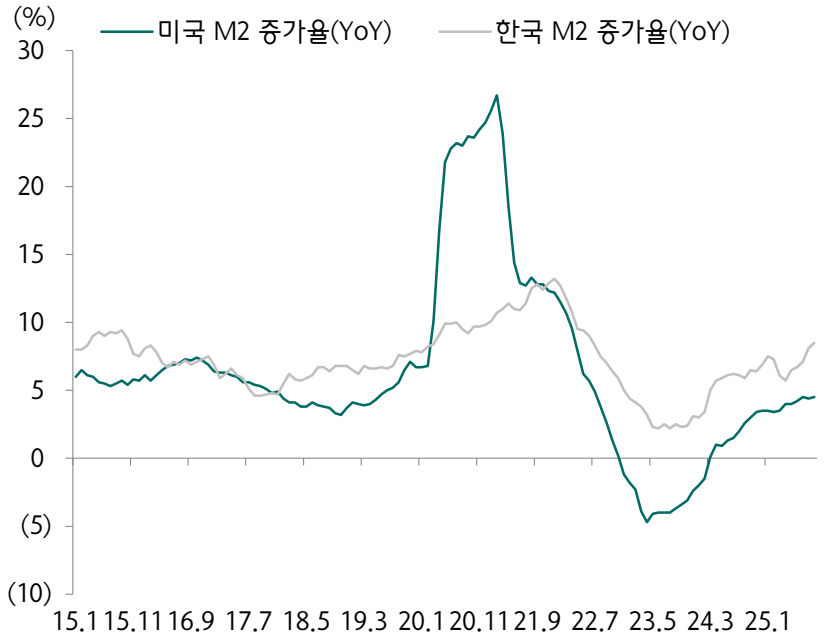
- 국내 통화 공급량의 증가: GDP 대비 M2 비율을 보면 '25년 174%로 24년 대비 23%p 급상승
- 미국과 비교해 보면 M2 증가율에 있어 최근 3년간 미국 대비 상대적으로 높은 수준 유지

주요국 GDP 대비 M2 비율



자료: Bloomberg, 하나증권

한국 , 미국의 M2 증가율(YoY) 추이

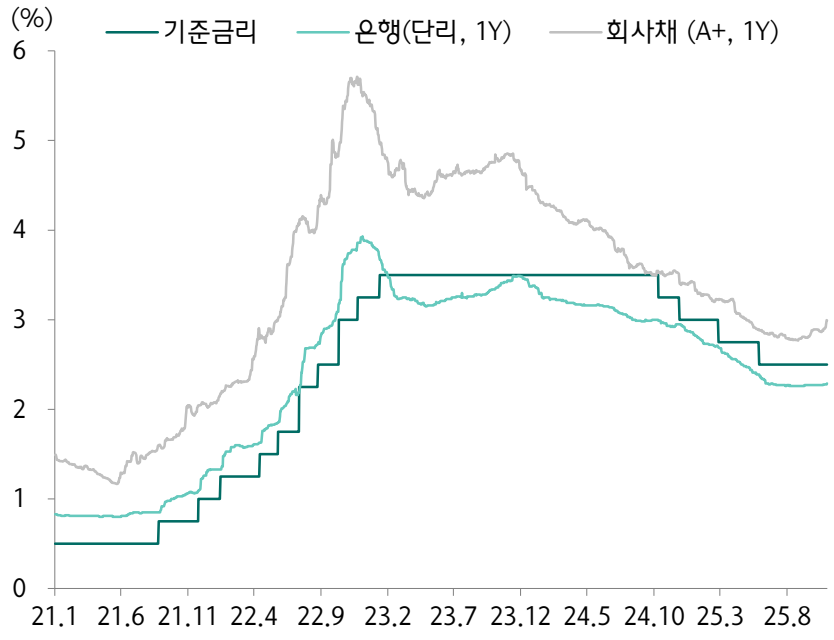


자료: Bloomberg, 하나증권

유동성 과잉 등에 따른 시중금리 하락세 지속

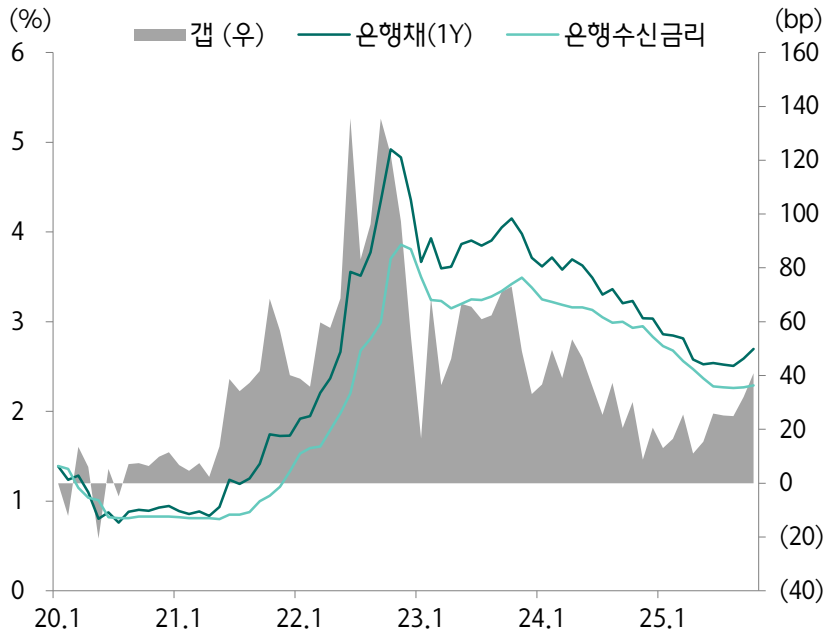
- 여전히 기준금리를 하회하는 은행 수신금리
- 최근 시장금리 상승으로 은행 수신금리와 은행채의 금리차 또한 확대
- 수신금리 또한 시장금리 상승을 반영해 상향 조정되며 점차 갭이 축소될 전망

은행 수신금리(1Y) vs. 기준금리 vs. 회사채 금리(A+)



자료: 인포맥스, 하나증권

은행 수신금리/은행채 금리 및 갭 추이

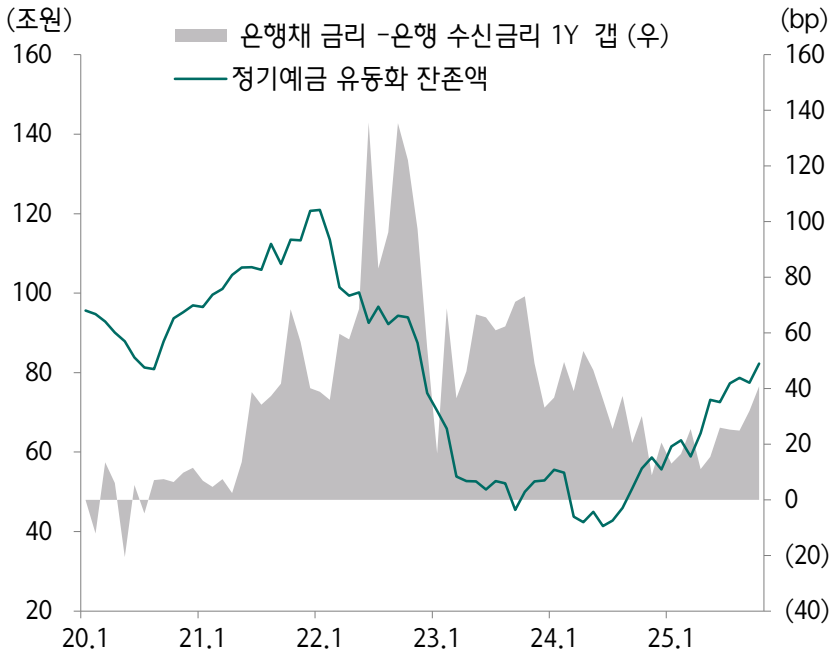


자료: 인포맥스, 하나증권

은행채 금리와 수신금리 간 괴리 확대

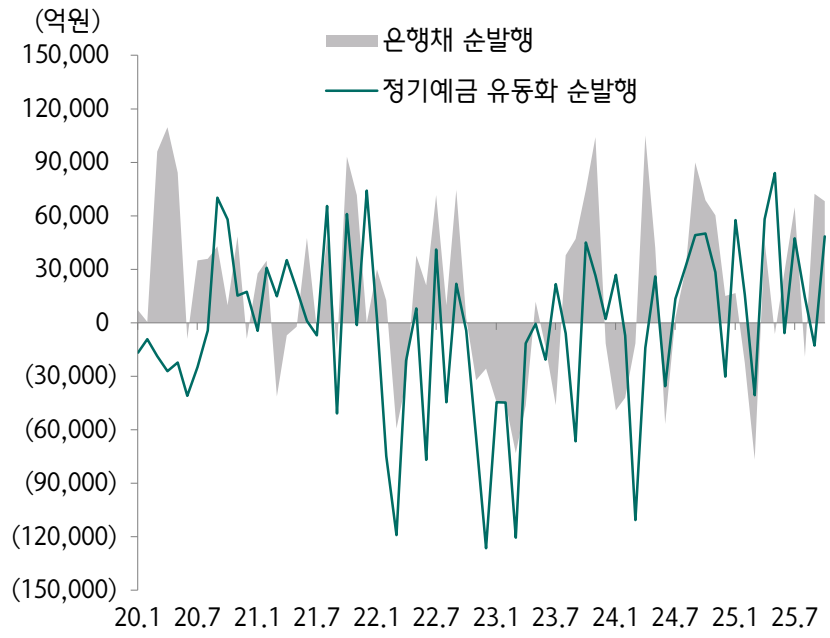
- 은행채 금리-수신금리차 확대에 따라 정기예금 유동화 잔존액 또한 증가하는 추세
- 예금담보 ABCP는 시장성 조달 vs. 일반예금의 중간 성격
- 향후 은행 수신금리 상승 불가피한 상황으로 예담 CP 및 은행채 발행 관련 영향 주시

은행채 금리 및 갭 추이 vs. 정기예금 유동화 잔존액



자료: 인포맥스, 하나증권

정기예금 유동화 ABCP 월별 순발행 vs 은행채 월별 순발행

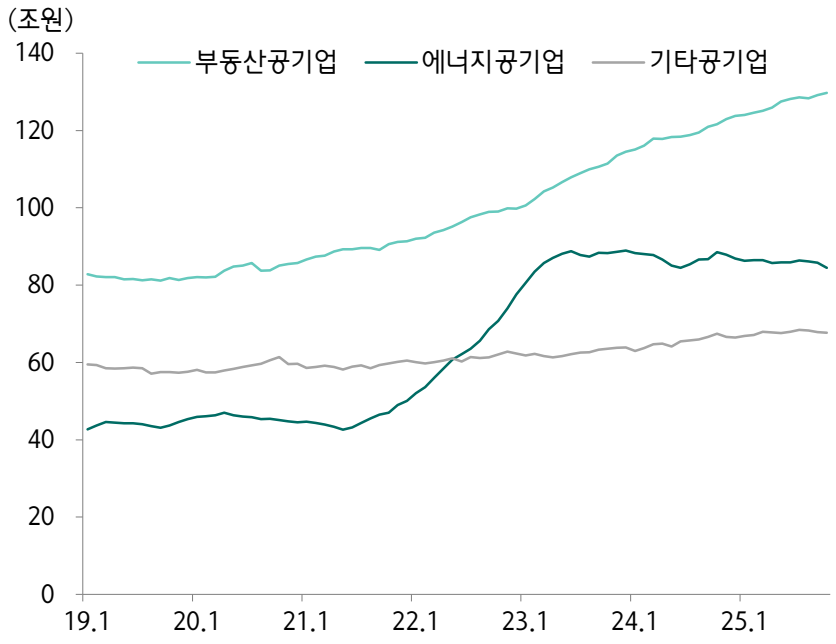


자료: 인포맥스, 하나증권

공사채 발행은 에너지 → 부동산 → 정책기금순서로 발행 중심 이동

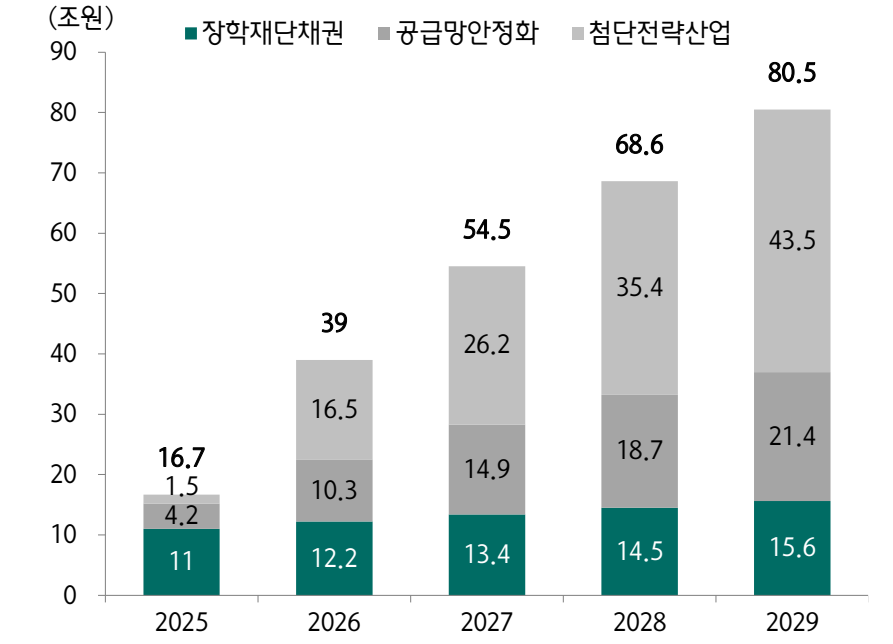
- '21~22년 한국전력 발행 증가 등으로 인해 에너지섹터 발행 잔액이 두드러지게 증가
- 이후 에너지는 정점을 찍고 둔화되고 있으나 SOC(부동산) 관련 부문은 코로나 이후 지속적으로 증가
- 한편, 공급망/첨단전략 등 정책성기금조성을 위한 국가보증채무 또한 크게 증가 전망

공사채 세부 섹터별 잔액 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

국가보증채무 전망

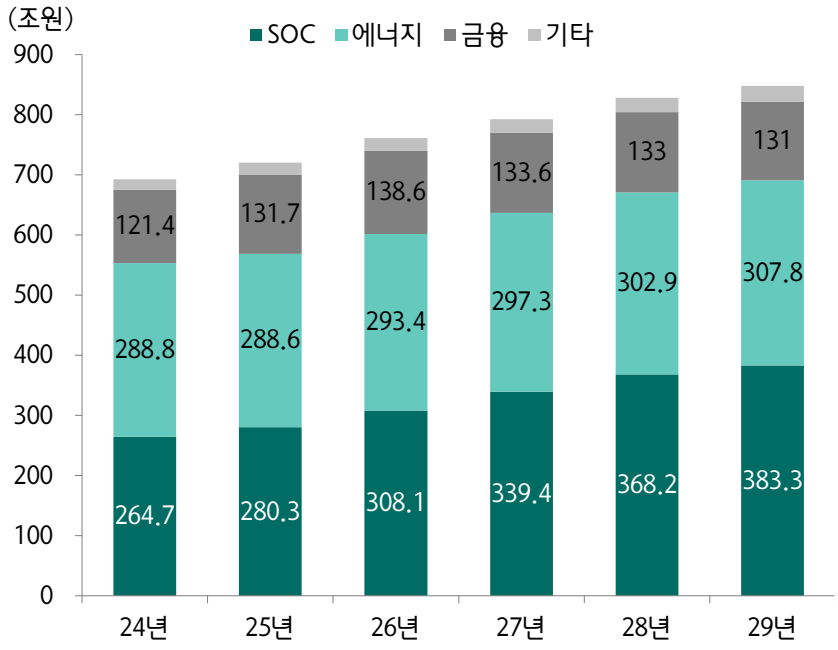


자료: 기획재정부, 하나증권

공공기관 부채/부채비율 전망

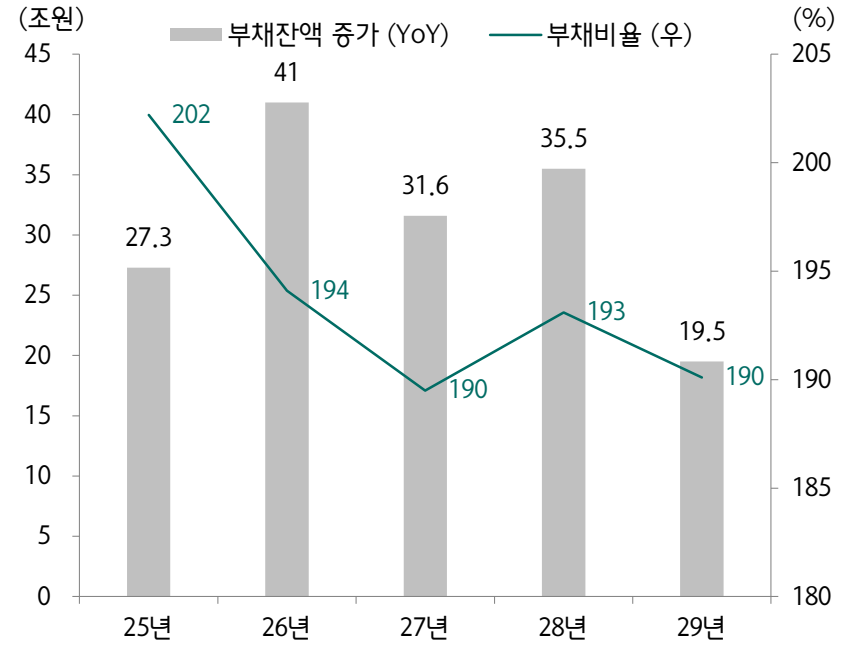
- 신정부 정책추진 본격화로 인해 공공기관 부채는 꾸준히 증가할 전망
- 다만, 자산 증가 등으로 인해 부채비율은 190%대까지 점진적으로 하향될 전망
- '25~29년 동안 연평균 32조원 증가. 부문별로는 SOC가 약 100조원으로 가장 큰 비중이며 대부분이 LH공사

분야별 공공기관 부채 잔액 전망



자료: 기획재정부, 하나증권

분야별 공공기관 연도별 부채 증가 및 부채비율 전망

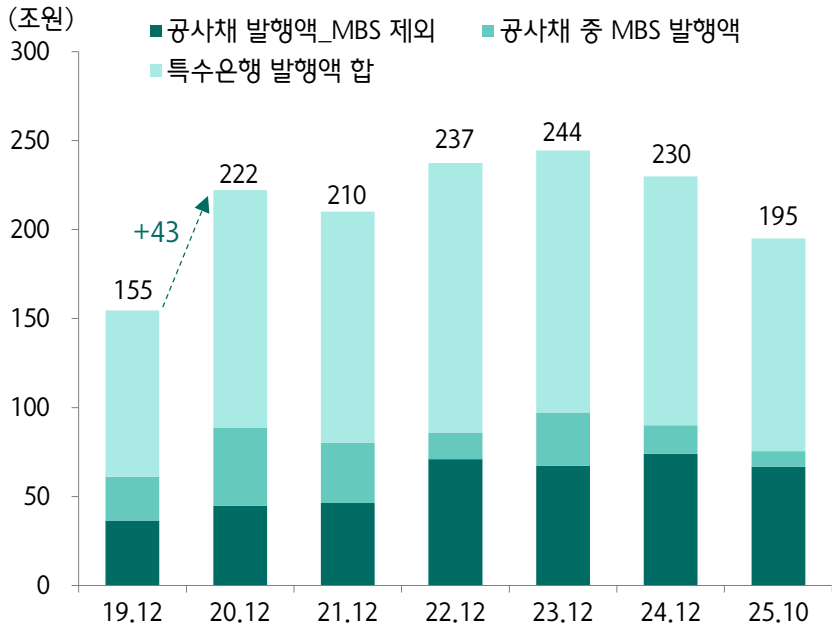


자료: 기획재정부, 하나증권

그럼에도 코로나 직후의 발행 증가율보다는 상대적 부담 적을 전망

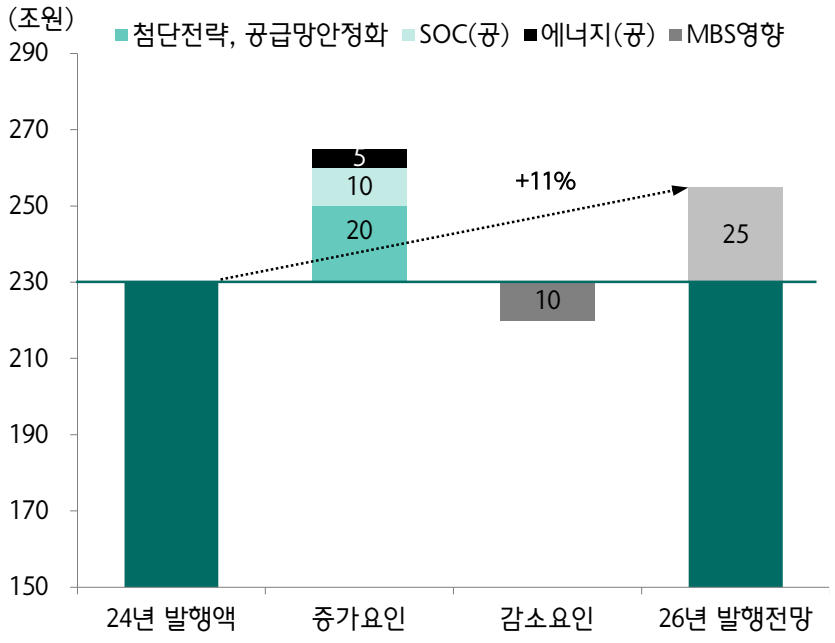
- 신용채권 시장 수급의 핵심인 공사채+특수은행채 발행은 '26년 증가 불가피
- 정부보증채(첨단/공급망), SOC/에너지 부문 위주로 증가 요인 우세. 다만 감소 요인(MBS)도 감안할 필요가 있음
- 전체적으로 '20년 코로나 직후 증가율에 비해서는 상대적인 부담 크지 않을 전망

공사채+특수은행채 연도별 발행 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

공사채+특수은행채 '26년 발행 순증(증가율) 추산



자료: 인포맥스,기획재정부, 하나증권

LH 공사채 순증 규모 추산

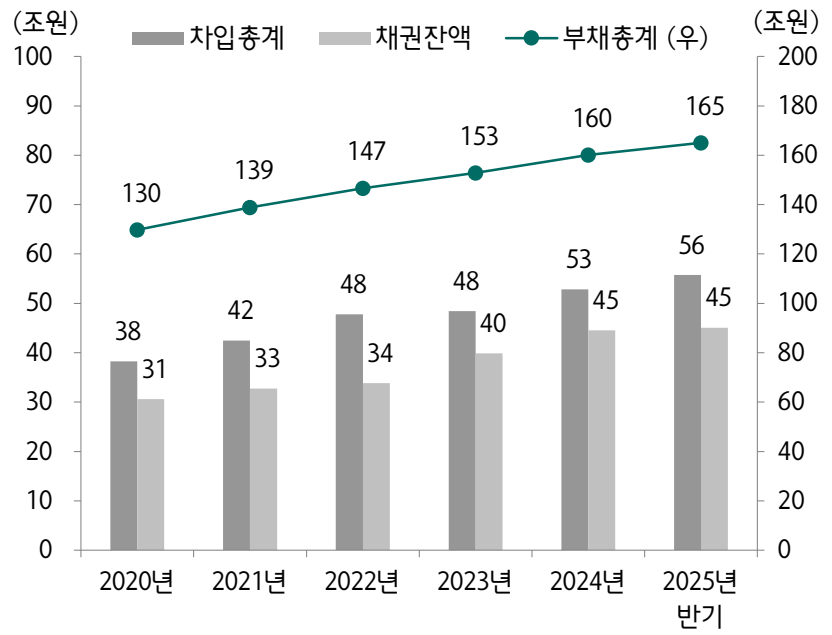
- 신정부 공공정책 중 규모상 핵심은 주거안정. 그 목표를 달성하기 위한 정점에 LH가 있음
- 다만, 부채 증가분 전체를 (공사채 포함)차입금으로 충당하지는 않을 전망. 과거 경험상 전체 부채 증가의 40%정도 공사채로 조달
- 따라서 향후 부채 증가분 100조원 중 4~50조원 공사채 조달 가정 시 향후 연간 10조원 내외 순발행 가정

LH공사 부채/차입금/공사채 발행잔액 추이

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

자료: 인포맥스,LH공사,한신평, 하나증권

LH공사 부채/차입/공사채 잔액 추이



자료: 인포맥스,LH공사,한신평, 하나증권

주요 정부보증채 : 첨단전략산업기금채, 공급망안정화기금채권

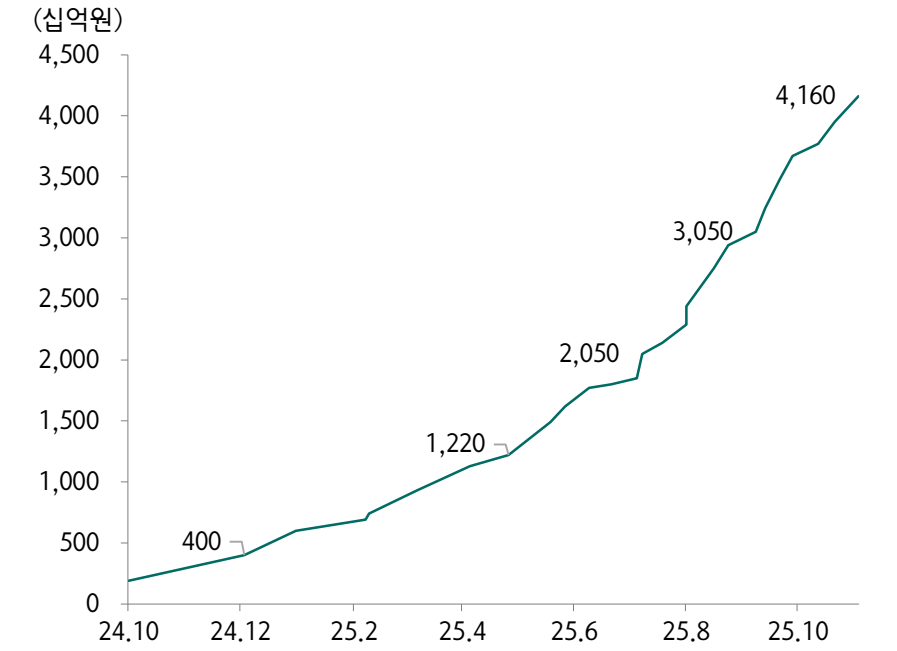
- 공급망안정화기금은 ’24년 말 시작된 이후 ’25년부터 본격적으로 발행, 첨단전략기업 또한 ’25년 말 시작 이후 ’26년 본격화 전망
- 각각 15조원(첨단), 10조원(공급망) 한도가 설정되어 있으며 실제 소진율은 한도에 미치지 못할 수는 있음(‘25년 공급망 사례)
- 다만, 대미투자펀드에 따른 국내 제조업 공동화 부담 등으로 인해 정책 드라이브가 이전 대비 강하게 걸릴 개연성 높음
  : 보수적으로 합산 25조원 한도 중 20조원 소진 가정

첨단전략산업기금채권 발행 주요 내용

채무자	한국산업은행
채권자	첨단전략산업기금채권의 소유자
발행액	원화기준 15조원 이내
보증액	첨단전략산업기금채권의 원리금
발행방법	공모 또는 사모
발행금리	시장금리를 참작하여 별도 결정
상환기간	발행일로부터 20년 이내 * 채권 만기는 기금운용기간 이내로 설정

자료: 기획재정부, 하나증권

공급망안정화 발행잔액 추이

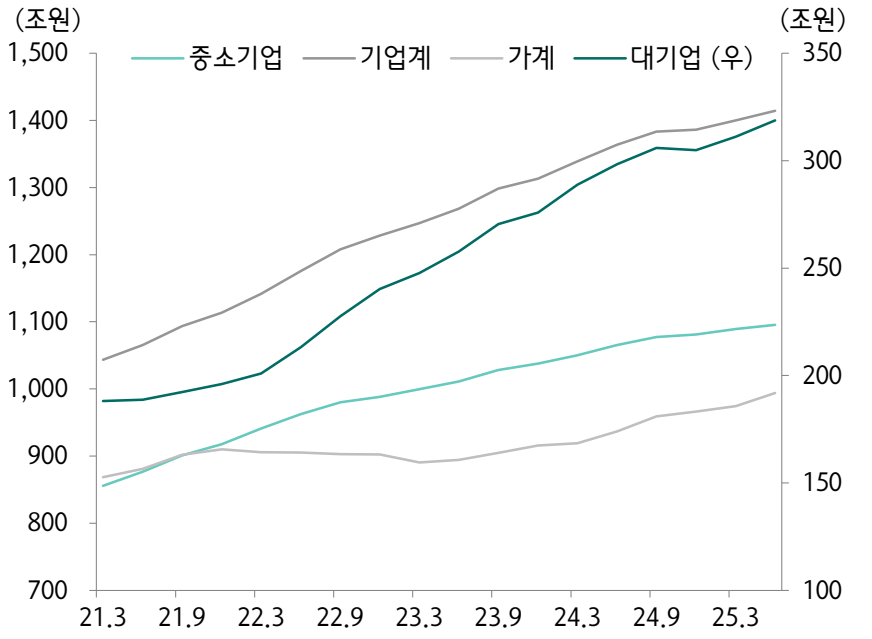


자료: 인포맥스, 하나증권

은행대출 증가세는 꾸준히 이어질 것, 생산적 금융은 이미 충분히 수행 중

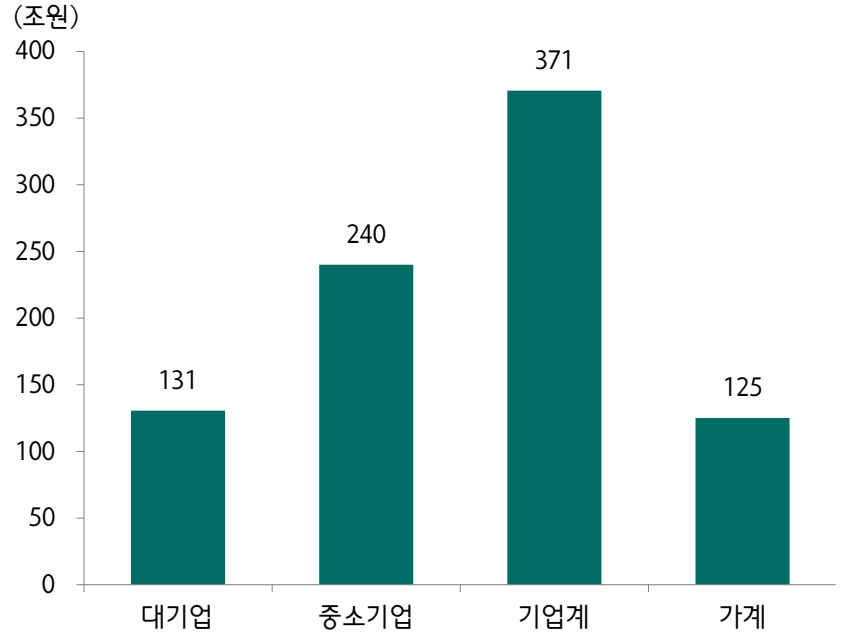
- '21년 이후 정체를 보이던 가계대출 잔액, 금리 하락 / 정책지원 및 부동산 가격 불안으로 다시 증가세
- 하지만 누적 잔액 증가 기준으로 보면 기업대출 증가 규모가 가계대출에 비해 훨씬 큼
- 은행들은 생산적 금융을 이미 시행하고 있다고 볼 수 있고 전체 대출 증가세에 큰 영향 없을 전망

은행 부문별 대출잔액 추이



자료: 한국은행, 하나증권

은행 부문별 대출잔액 증감('21년 1분기 ~ '25년 2분기)

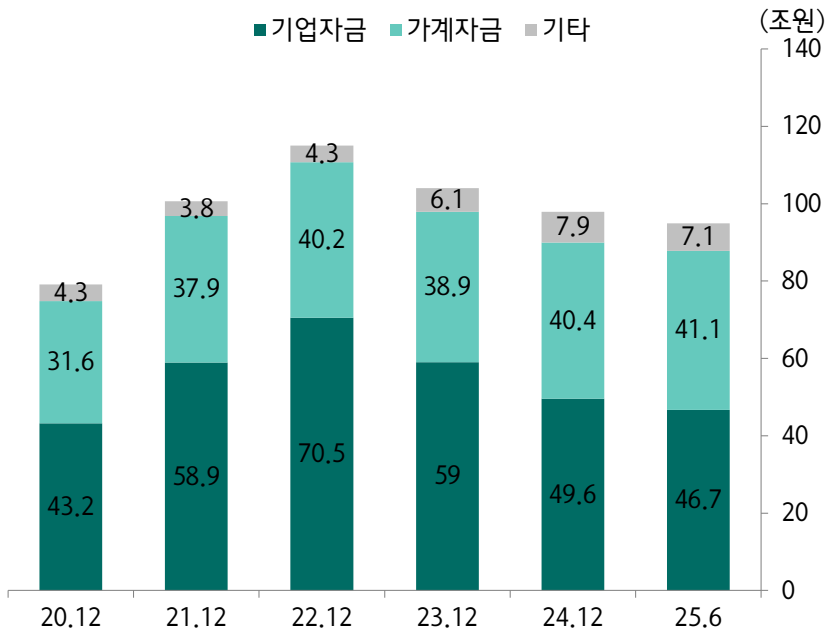


자료: 한국은행, 하나증권

저축은행 사례의 시사점

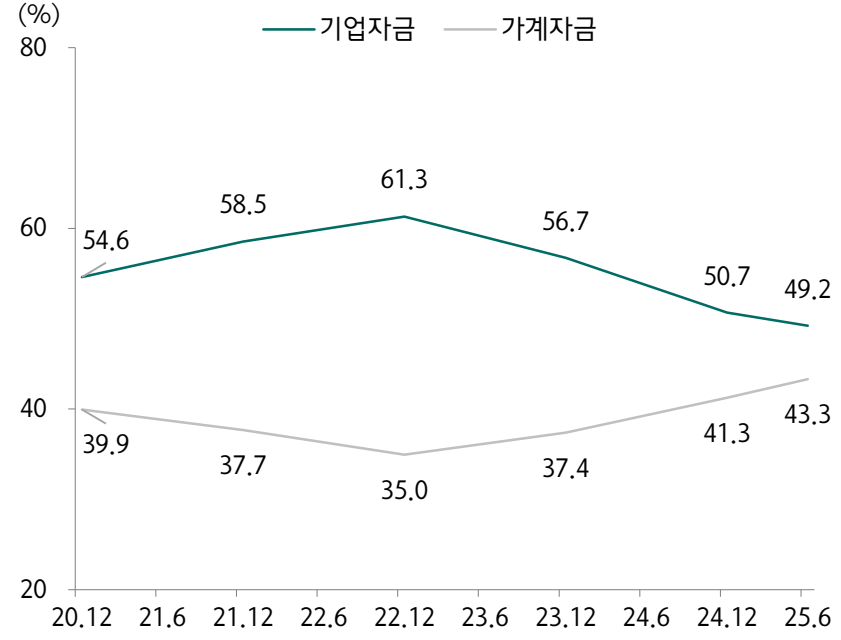
- 이른바 '생산적 금융 대전환 ' 이 신정부 금융정책의 핵심 현안. 금융사 대출 관련해서 부동산 쏠림 현상을 완화하겠다는 것
- 가계대출의 위험가중치를 높이고 기업대출의 그것은 낮춤으로써 기업대출비중 상승 → 생산적 금융의 밑거름 활용 취지
- 그런데 최근 저축은행들의 자산 구성 변화는 기업자금 비중이 줄고 가계자금 비중이 상승했으며, 이는 정책 기류에 역행

저축은행 대출금 용도별 규모



자료: 나이스신용평가, 하나증권

저축은행 대출금 용도별 규모 비중 추이

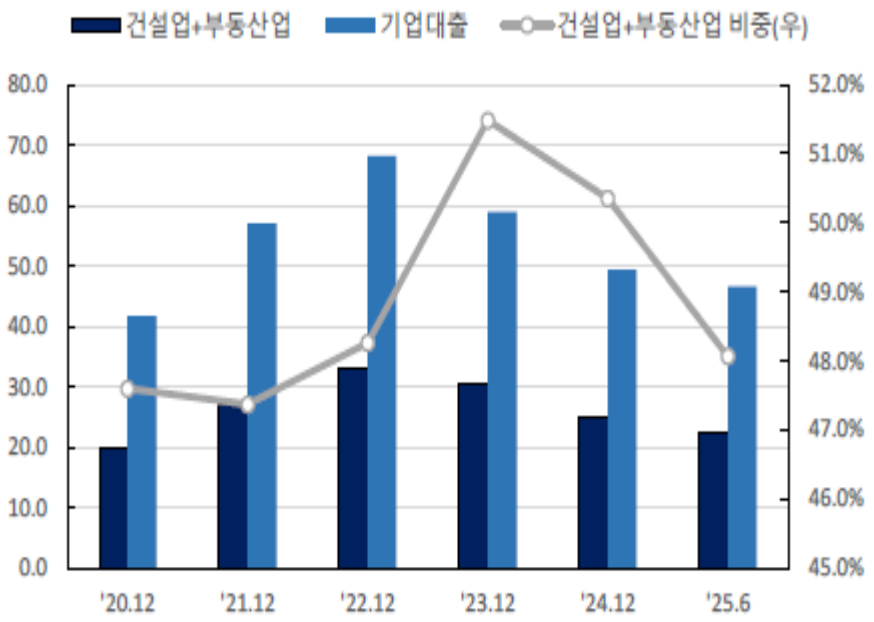


자료: 나이스신용평가, 하나증권

저축은행 사례의 시사점

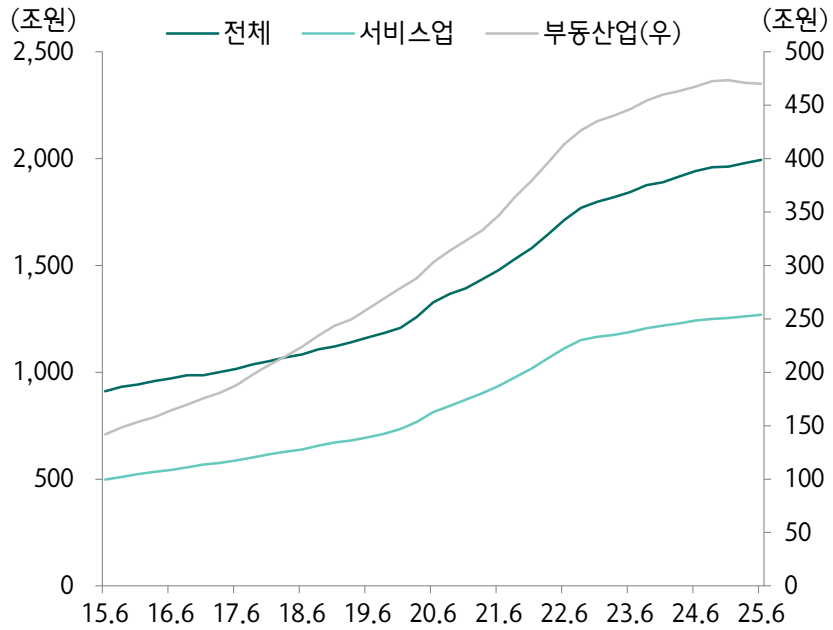
- 저축은행 기업대출 감소의 상당 부분은 건설업+부동산업이 차지하며, 그에 따라 관련 비중이 축소된 결과
- 아직까지도 건설+부동산업으로의 편중 위험은 높은 편이지만, 방향성은 정부 정책과 같이 가고 있는 셈
- 한편, '25년 6월 말 기준 전체 예금취급기관 기업대출 중 부동산업 대출 잔액은 470조 원에 달해

저축은행 대출금 용도별 규모



자료: 나이스신용평가, 하나증권

예금취급기관의 기업대출 잔액 추이

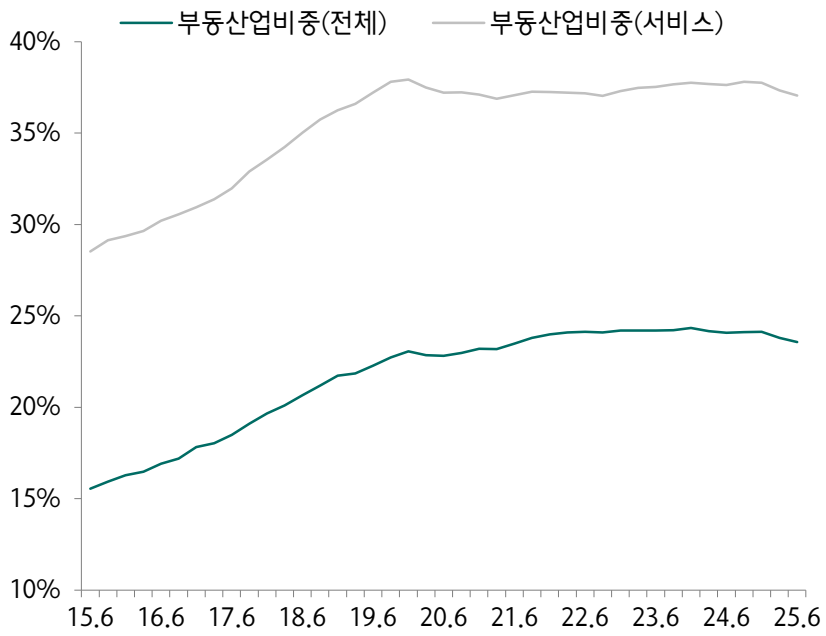


자료: 한국은행, 하나증권

예금취급기관 기업대출 중 부동산업 비중이 높음

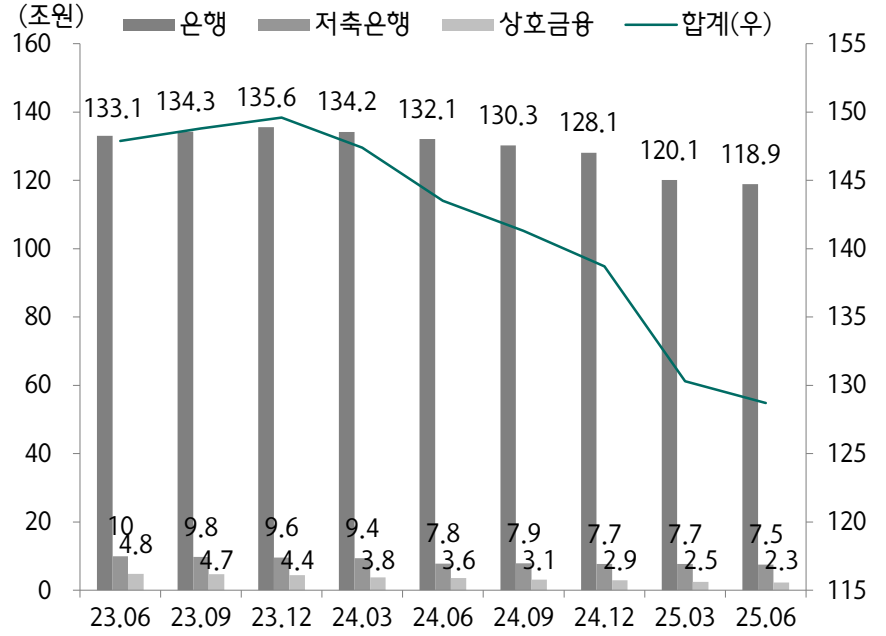
- 과거 10년간 부동산업의 증가 속도(분기 평균 3%)는 전체 증가 속도(2%)에 비해 1.5배 빨리 증가
- 그에 따라 비중 또한 2015년 16%에서 2025년 상반기말 24%(서비스업 대비로는 37% 비중)로 상승
- 예금취급기관의 부동산 PF 익스포져는 감소 추세에 있지만 부동산업 대출 잔액은 '24년 말까지 증가세 지속
- 진정한 생산적 금융 전환을 위해서는 해당 영역의 디레버리징이 필요

예금취급기관 기업대출 중 부동산업 비중(전체/서비스산업 대비) 추이



자료: 한국은행, 하나증권

예금취급기관 부동산 PF 익스포져 추이

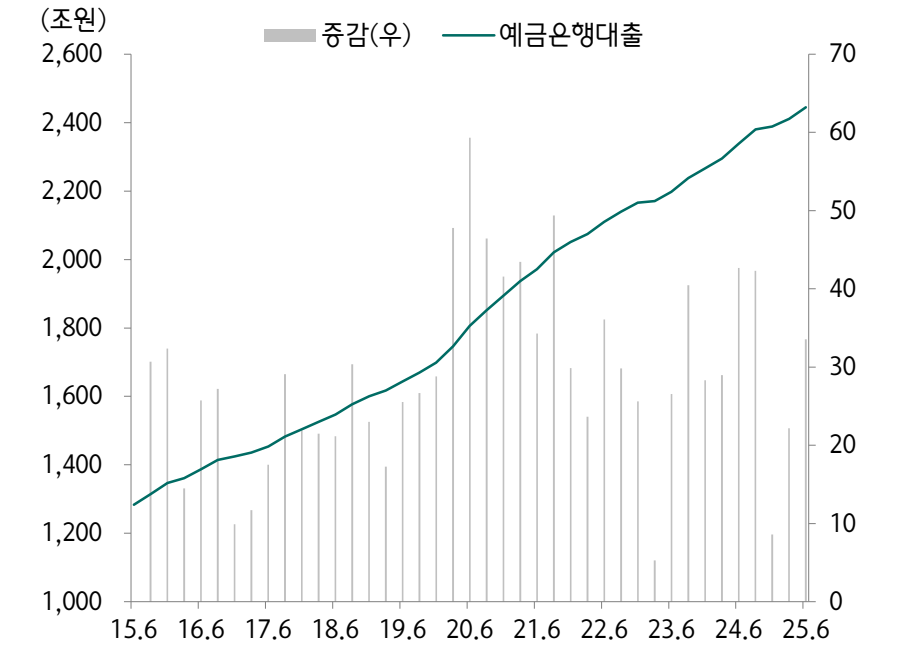


자료: 한국은행, 하나증권

은행 대출 증가세 지속될 전망

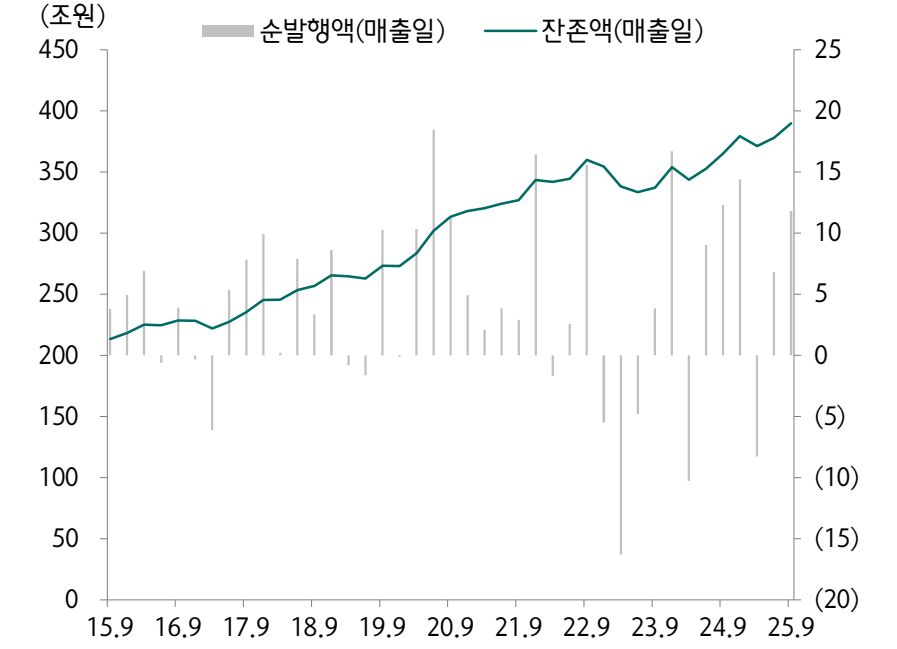
- 생산적 금융 추진에 따라 가계대출 감소 효과로 은행 대출자산 증가세 둔화에 대한 시각 존재
- 하지만 최근 10년간 분기 단위로 은행권의 대출잔액이 감소한 적은 없음. 가계대출이 둔화되면 기업대출이 상쇄할 가능성 높음
- 따라서 금번 이슈의 은행채 발행 수급과 관련된 영향은 중립적인 것으로 전망
- 실제 은행채 잔액 분기 평균 증가율은 1.5%로, 은행대출 증가율(1.6%)과 유사

일반은행 대출잔액/증감 추이



자료: 한국은행, 하나증권

은행채 발행잔액/순발행(분기별) 추이

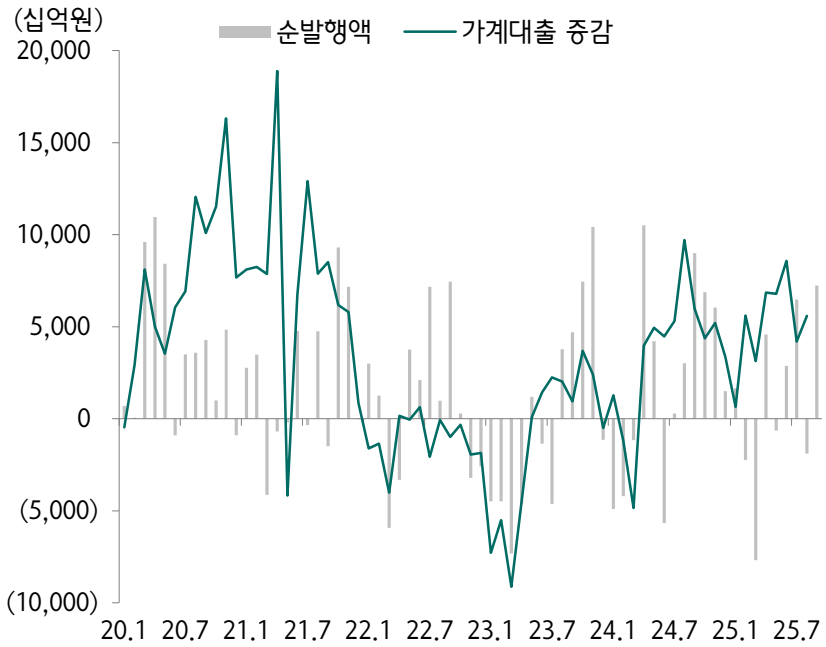


자료: 한국은행, 하나증권

은행채 발행은 '25년 대비 줄어들 가능성

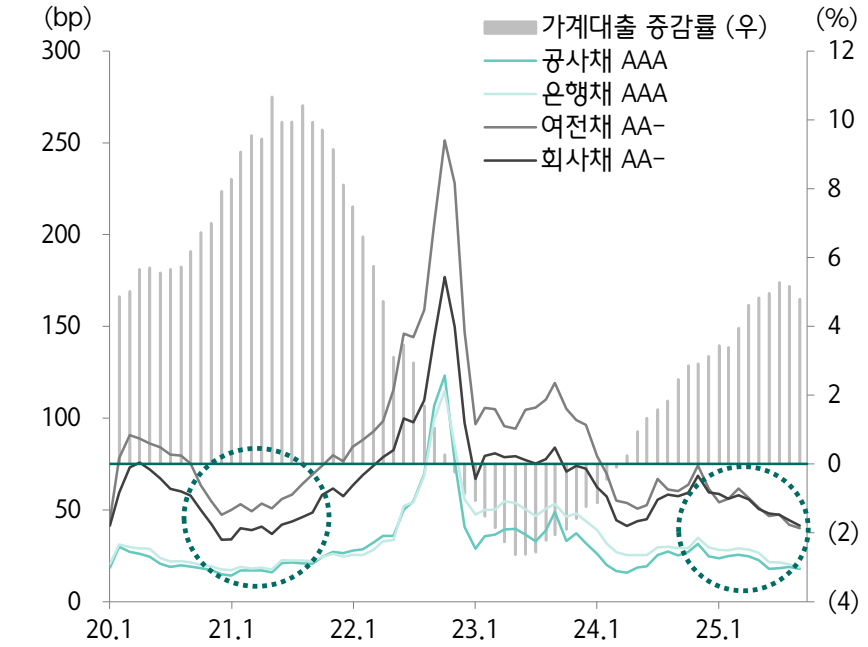
- 은행채 순발행은 대체로 가계대출 증감 추이와 동행
- 따라서 가계대출 증가 → 은행채 발행 증가(로 인한 수급 부담) → 신용스프레드 확대라는 공식이 성립(?)
- 실제로는 그와 같은 통념과 상치되는 현상 발생. 가계대출의 증가폭이 커졌을 때 신용스프레드 하향 안정세

은행채 순발행 / 전년 동월 대비(MOM) 가계대출 증감 추이



자료: 한국은행, 인포맥스,하나증권

신용스프레드/예금취급기관 가계대출 잔액 증감률(YoY) 추이

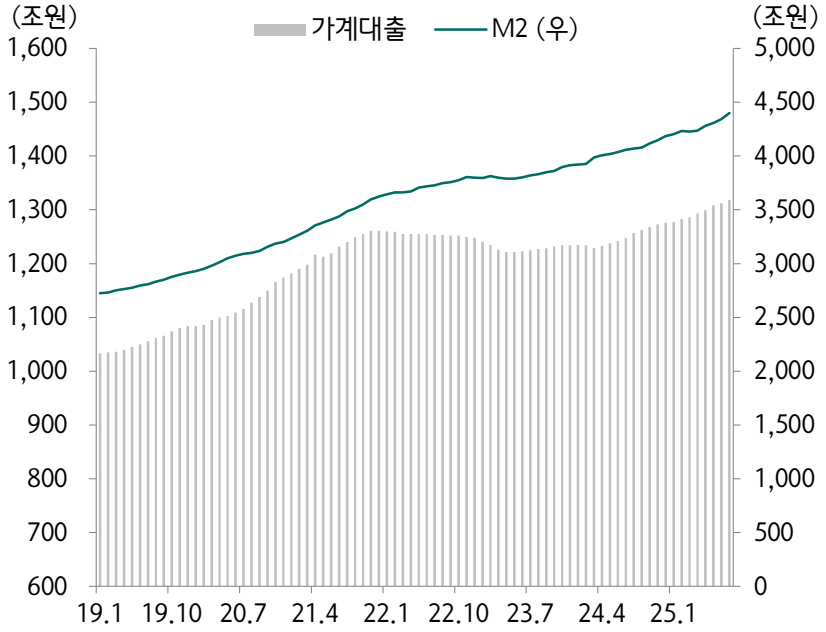


자료: 한국은행, 인포맥스, 하나증권

누군가의 대출은 누군가의 예금으로 돌아온다 → 신용의 재순환

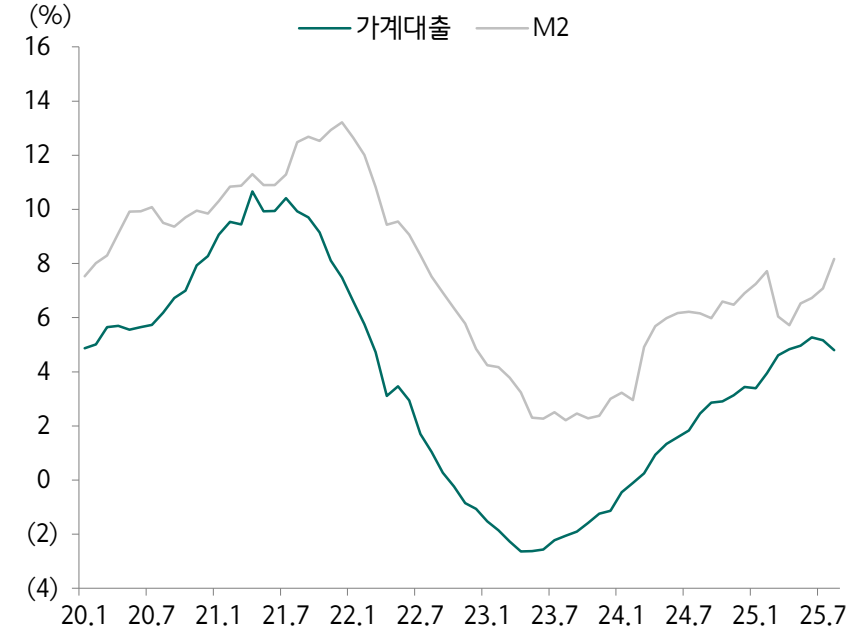
- 가계대출과 시중 통화량의 증감률은 동행
- 가계대출 증가 → 통화량 증가 → 예금/채권형 자금 증가로 채권시장 대기수요가 증가하는 효과가 발생
- 결국 가계대출 증가 현상의 일종의 신용 재순환 메커니즘을 통해 신용채권 수급 및 가격(신용스프레드)에 긍정적 효과

예금취급기관 가계대출 잔액/ 통화량(M2) 추이



자료: 한국은행,하나증권

신용스프레드/예금취급기관 가계대출 잔액 증감률(YoY) 추이

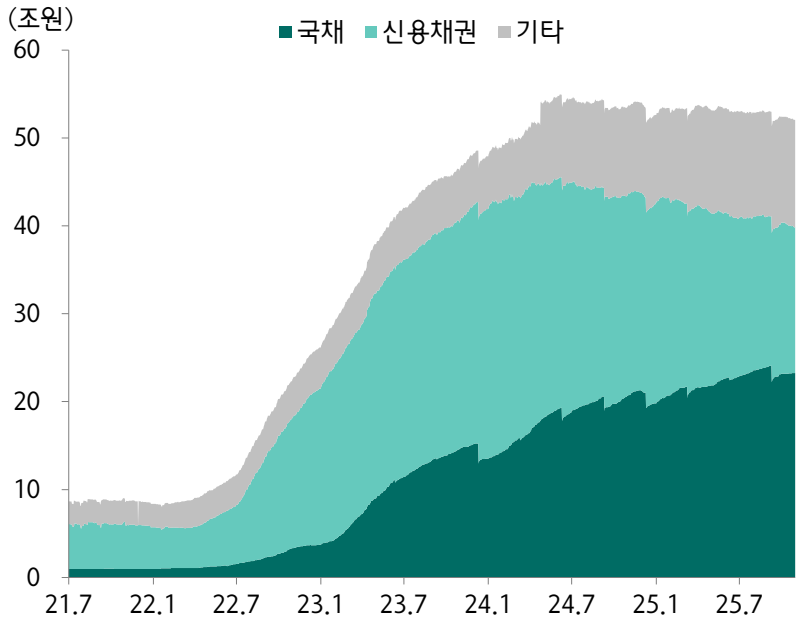


자료: 한국은행, 하나증권

개인 채권투자, 절대금리 하락으로 위축세

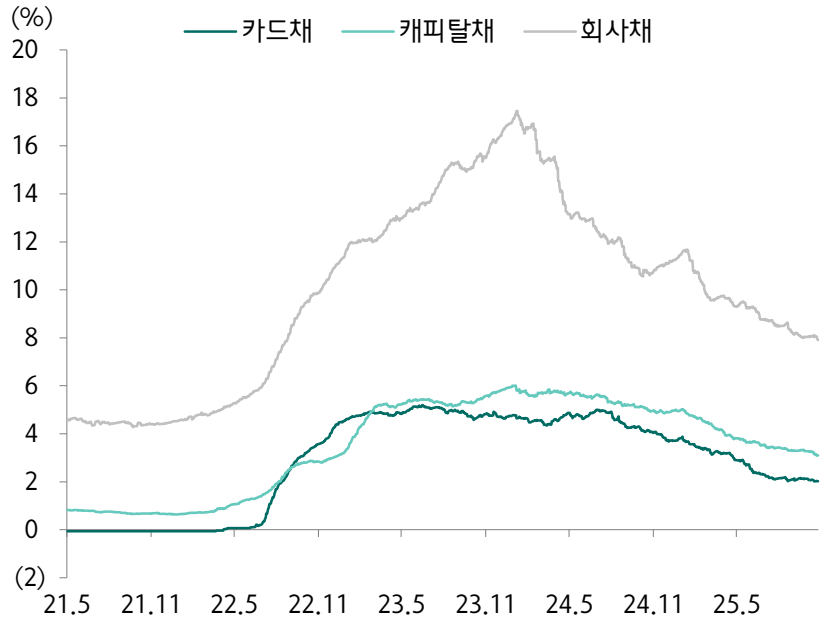
- 개인 채권투자 잔액에서 신용채권이 차지하는 비중은 '24년을 기점으로 하락 추세
- 시장금리 하락에 따른 금리 메리트 상실이 주요인
- 장외시장 잔고에서 개인이 차지하는 비중, 회사채의 경우 10% 이하로 하락

개인의 장외 채권 잔고 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

개인의 카드/캐피탈/회사채 장외 잔고 비중

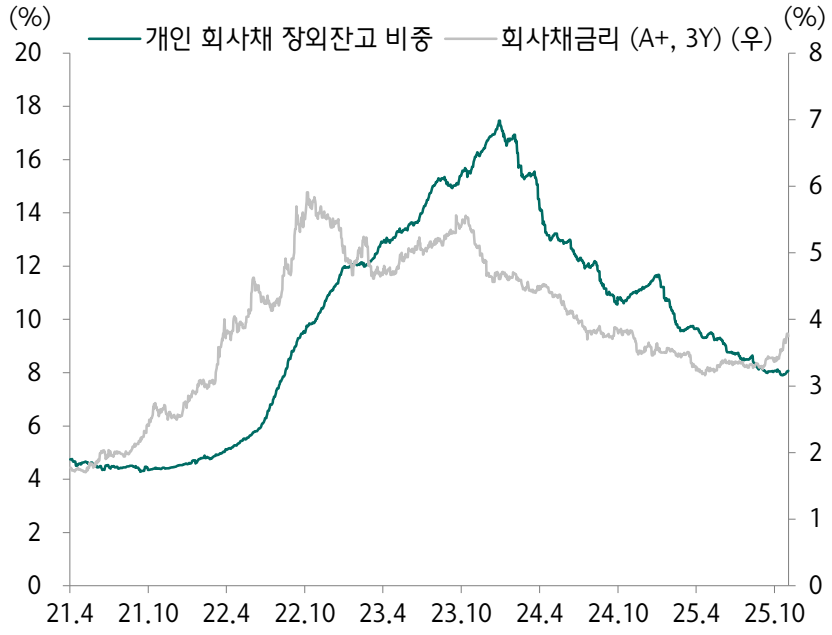


자료: 인포맥스, 하나증권

개인 회사채 수요는 금리의 함수

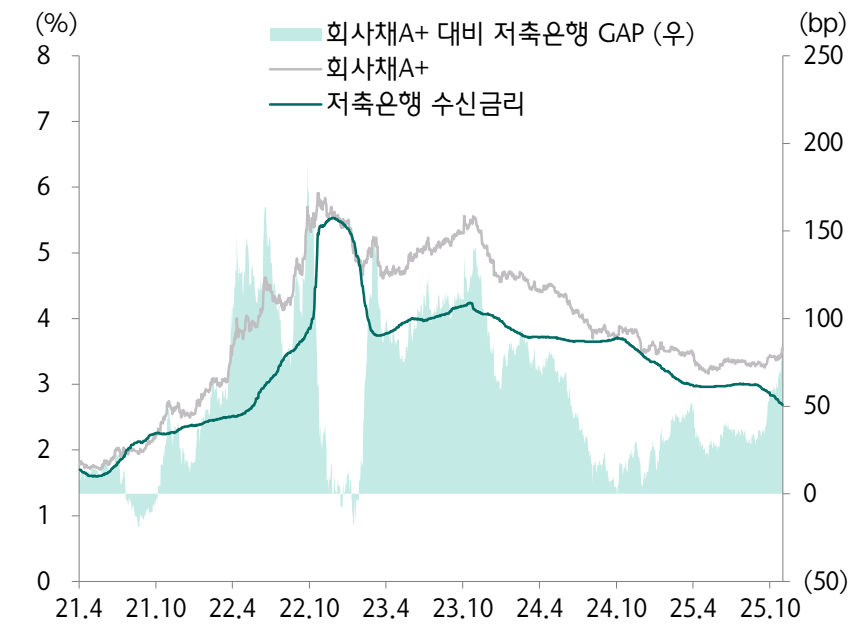
- 개인투자자 회사채 수요는 금리의 함수
- 은행 예금금리 대비 회사채금리의 상대적 메리트 또한 이전 대비 약화
- 결국 시장금리가 올라야 회사채(하위등급)로의 관심이 재차 증가할 수 있을 것. 관련 증권사 상품에 대한 수요도 밀접한 연관성

개인 회사채 장외잔고비중 vs. 회사채금리(A+)



자료: 인포맥스, 하나증권

은행수신금리 vs. 회사채 금리 및 갭 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

발행어음/IMA에 대한 기대, 이상과 현실의 괴리

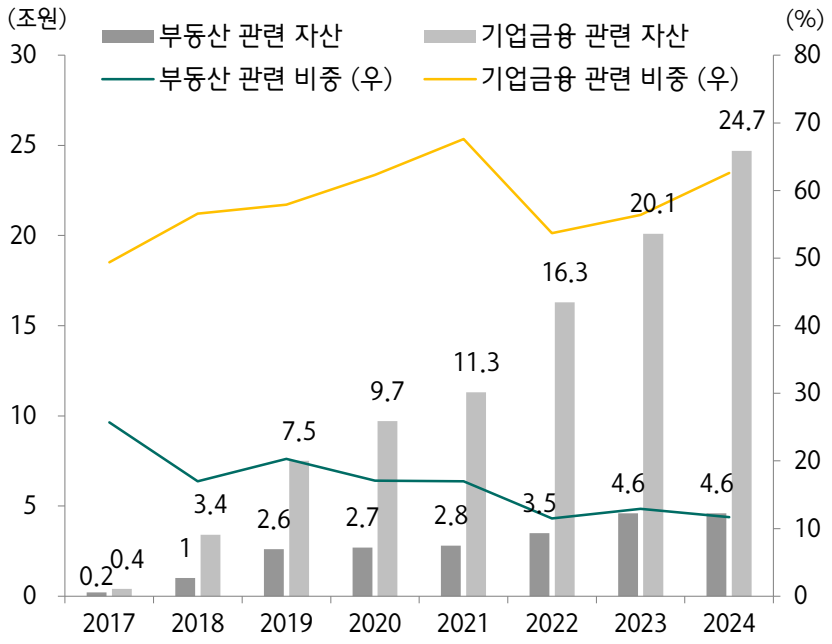
- 발행어음 추가 인가 및 IMA 신규 인가 시 하위등급 회사채 수요기반이 크게 확대되는 것은 사실
- 다만 관련 상품에 대한 궁극적인 수요자는 개인/일반법인 등임. 해당 주체에 의한 간접 방식의 회사채 투자라 볼 수 있음
- 하위등급 수급에 있어서 수요도 중요하지만 공급 또한 수요 못지않게 중요!

'25년 3월 말 종합금융투자사업자 현황

		4조원 종투사 5개사					3조원 종투사 5개사				
		미래	한투	NH	KB	삼성	신한	메리츠	하나	키움	대신
자기자본 ('24말, 조원)		9.9	9.3	7.4	6.7	6.9	5.5	6.3	6	5	3.1
3조원 지정 ('인가일자)		O '13.10	O '13.10	O '13.10	O '13.10	O '13.10	O '17.3	O '17.11	O '19.7	O '22.4	O '24.12
발행어음	4조원 지정	O '17.11	O '17.11	O '17.11	O '17.11	O '17.11					
	단기 금융업 인가	O '21.05	O '17.11	O '18.5	O '19.5	X					
8조원 지정 (IMA)		없 음									

자료: 금융위원회, 하나증권

종합금융투자사업자 발행어음 운용자산 추이



자료: 금융위원회, 하나증권

발행어음/IMA에 대한 기대, 이상과 현실의 괴리

- 발행어음/IMA 투자대상이 되는 회사채 하위등급(A+이하) 중 상호출자제한계열사는 제외
- 비계열사들의 경우 평균 발행잔액 계열사의 50% 수준이며 기업 수 또한 1/2수준으로 전체 발행잔액 및 비중이 크지 않음
- 비계열사 개별적으로 일부 수혜 가능하나 전체 인덱스 차원에서의 영향력 제한적일 것

A+등급 이하 회사채 발행 비계열 리스트

A+	A0	A-
SPC삼립	HK이노엔	SK쉴더스
국도화학	HL홀딩스	대한제당
금호석유화학	SK렌터카	무림페이퍼
녹십자	금호타이어	서흥
녹십자홀딩스	넥센타이어	쌍용씨앤이
대성에너지	다우기술	여천NCC
대성홀딩스	대신에프앤아이	컴투스
대웅제약	동아쏘시오홀딩스	현대코퍼레이션홀딩스
동아에스티	보령	
동원F&B	에스케이스페셜티	BBB+
동원시스템즈	파라다이스	AJ네트웍스
삼양식품	하이트진로홀딩스	동화기업
에코비트	한국자산신탁	풀무원식품
오일허브코리아여수	한국콜마	
종근당홀딩스	한솔제지	
풍산	해태제과식품	
하이트진로	현대엘리베이터	
한솔케미칼	현대코퍼레이션	
한일시멘트		

자료: 공정거래위원회, 하나증권

전체 A+등급 이하 채권 잔액 vs. 비계열 A+등급 이하 잔액 및 비중

(25.11.06 기준,억원)	잔액(A)	비중	기업 수(B)	평잔(A/B)
계열	507,797	72.4%	89	5,706
비계열	137,459	19.6%	48	2,864
금융사	56,047	8.0%	9	6,227

금융사명

- BNK투자증권, 하나에프앤아이, 우리금융에프앤아이
- 이지스레지던스리츠, 이지스밸류플러스리츠, 이지스자산운용
- 제이알글로벌리츠, 한국토지신탁, 신한자산신탁

자료: 공정위,인포맥스, 하나증권

발행어음/IMA에 대한 기대, 이상과 현실의 괴리

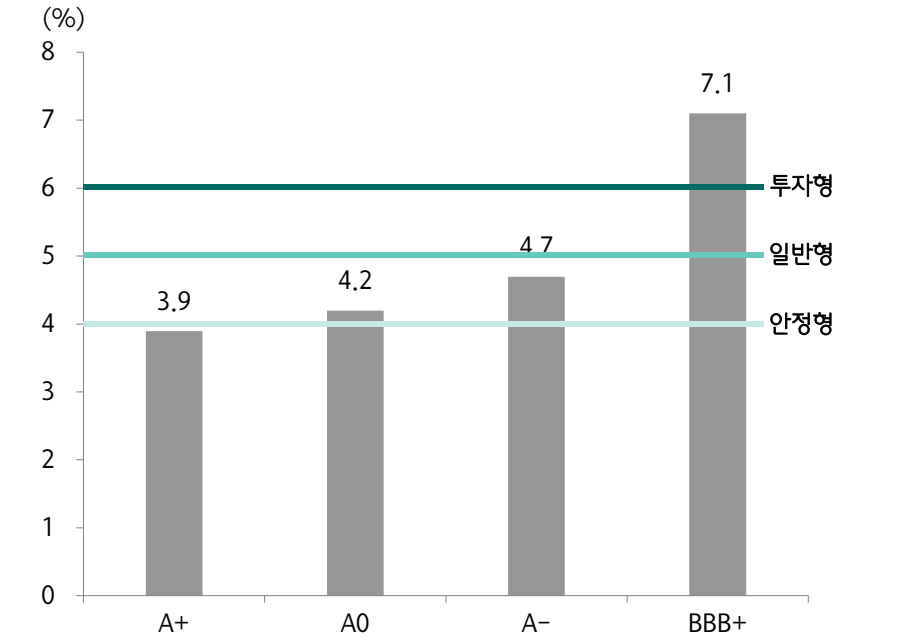
- 증권사 IMA 상품은 만기까지 보유할 경우 원금을 보장하는 상품. 금리 경쟁력을 통한 상품성 확보가 관건
- 예시이기는 하지만 보수 차감 전 목표수익률 가정 시 A-/BBB+회사채 금리 정도가 허들금리를 충족하는 수준
- 결국 하위등급 회사채 시장의 활성화를 통한 공급 증가가 선결과제

증권사 IMA상품 예시(안)

구분	(저수익) 안정형	(중수익) 일반형	(고수익) 투자형
만기	1~2년 (폐쇄형)	2~3년 (폐쇄형)	3~7년 (폐쇄형)
보수차감 전 목표수익률	연 4.0~4.5%	연 5.0~6.0%	연 6.0~8.0%
운용보수 (모집금액대비)	20~50bp	50~80bp	80~100bp
성과보수	기준수익률(3.0%) 초과수익의 30%	기준수익률(4.0%) 초과수익의 30%	기준수익률(5.0%) 초과수익의 30%
보수 차감 후 목표수익률	연 3.5~3.7%	연 4.2~4.9%	연 4.8~6.6%
주요 투자대상 (상품특징)	• A급 이상 기업대출, 회사채 • A2급 이상 전단채 • 글로벌 BBB급 이상 • 국외기업 회사채, • 인수금융 대출 (우량 대/중견기업, 국외 우량기업투자, 낮은 변동성)	• BBB급 이상 기업대출, 회사채 • A3급 이상 전단채 • 글로벌 BB급 이상 국외기업 • 회사채, 인수금융 대출 • 국내외 대체투자 (우량 중견/중소기업, 중수익 대체투자, 일반적인 변동성)	• 중견/중소/벤처 지분, 회사채 • 글로벌 B급 이상 국외기업 • 회사채, 인수금융 대출 • 국내외 대체투자 (중소/벤처 모험자본 중심, 고수익 대체투자, 높은 변동성)
	(원금을 지급하는 실적배당 상품)		

자료: 금융위원회, 하나증권

IMA 유형별 목표수익률(예시) vs. 회사채 금리 (3Y)

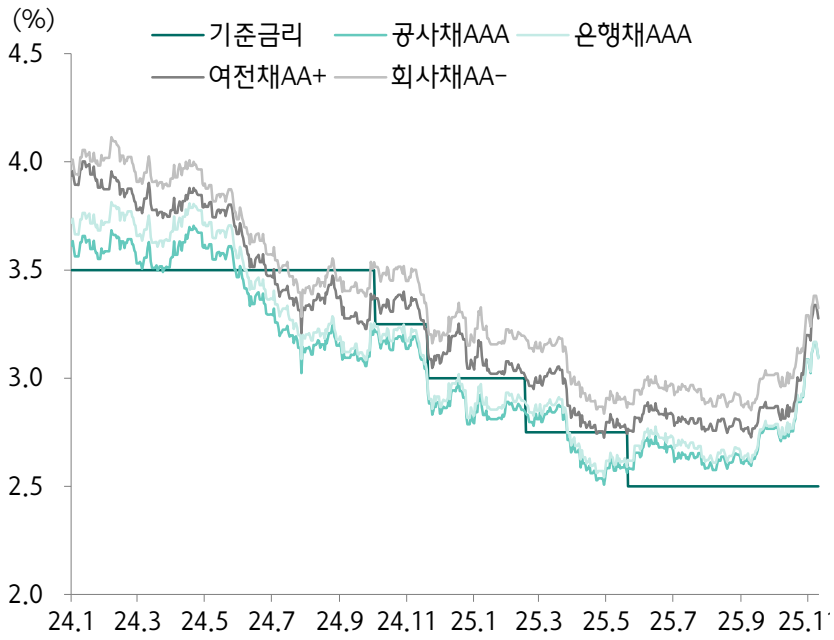


자료: 인포맥스, 금융위원회, 하나증권

국고에서 나오는 캐리

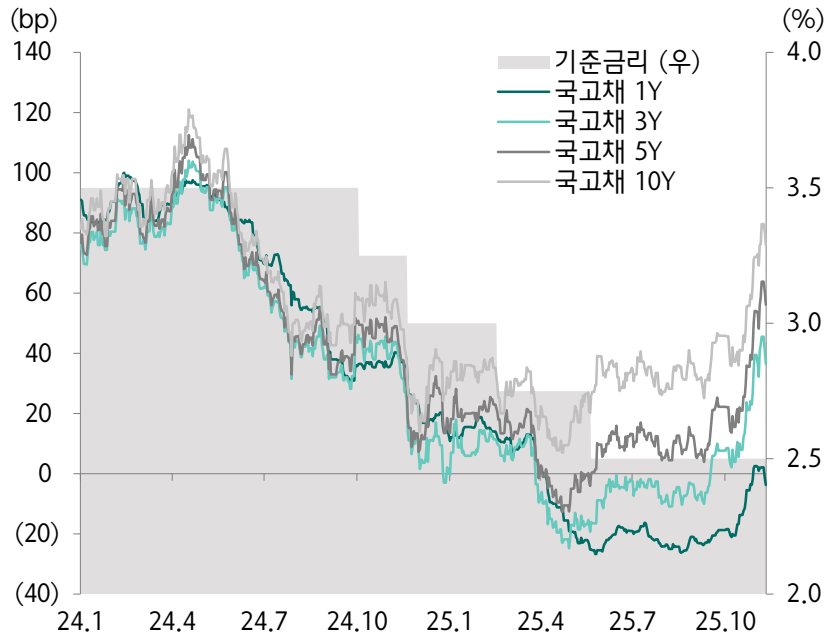
- 시장금리 반등으로 신용채권은 수익률 측면에서 캐리 메리트 회복되었으나…
- 문제는 국고채 또한 모든 구간에서 캐리 메리트가 발생했다는 점

기준금리 VS 주요 신용채권(3Y) 금리 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

기준금리 대비 국고채 만기별(1/3/5/10) 스프레드 갭 추이

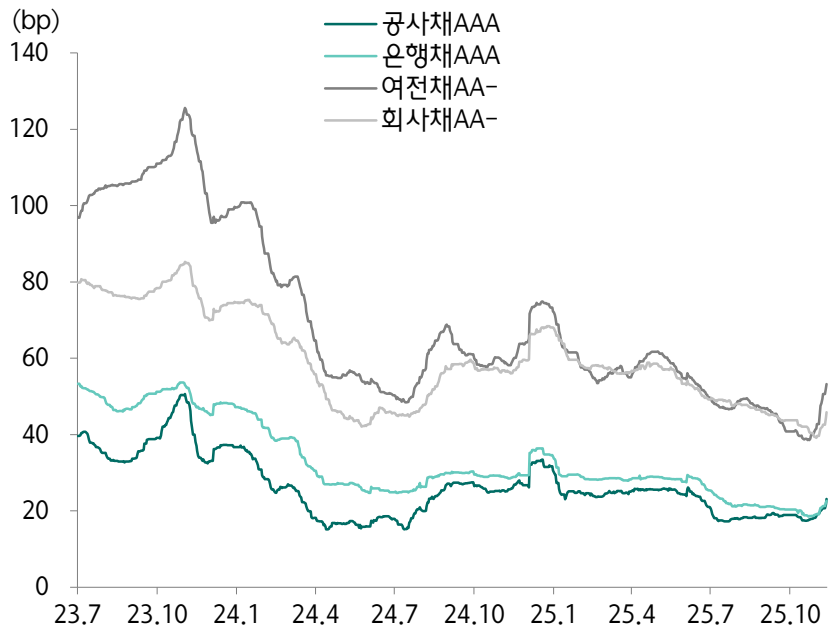


자료: 인포맥스, 하나증권

절대/상대적인 신용스프레드 레벨 부담

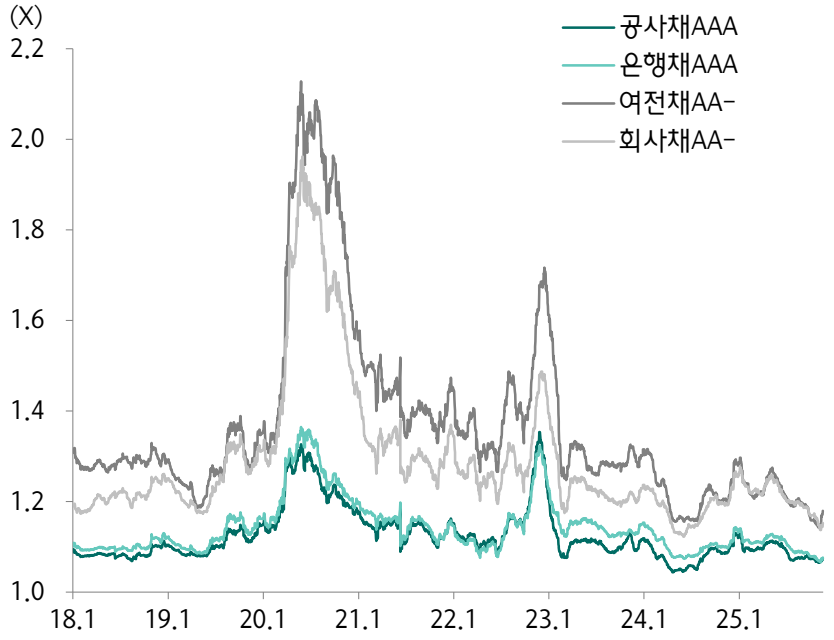
- 현재 신용스프레드는 절대/상대적으로 근년 최저 수준
- 최근 시장금리 급등으로 Yield Ratio 부담 더욱 커져. 공사/은행채 기준 Yield Ratio 1.06~07배까지 하락
- '25년 말 확대 조정 없이 넘어가면 갈수록 내년에 대한 부담은 가중되는 딜레마

섹터별 신용스프레드 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

섹터별 Yield Ratio

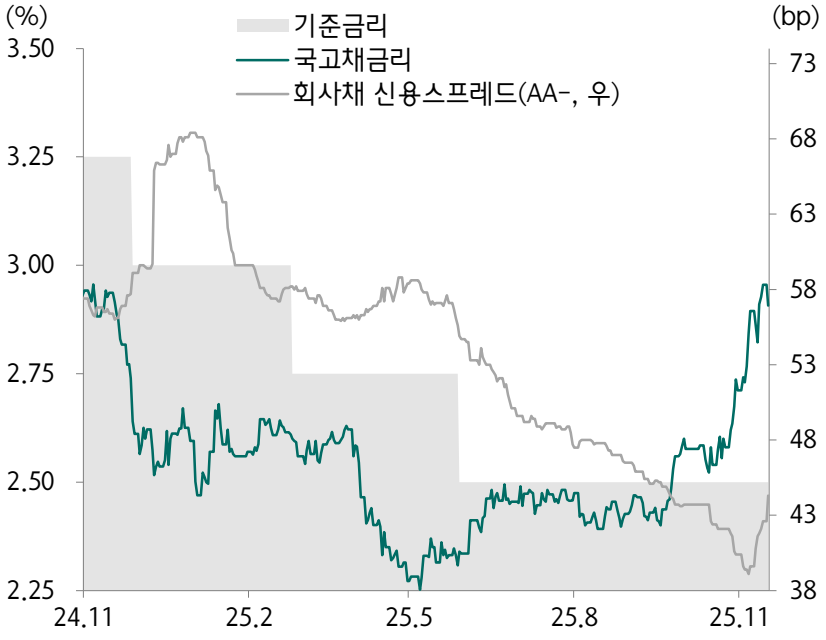


자료: 인포맥스

절대/상대적인 신용스프레드 레벨 부담

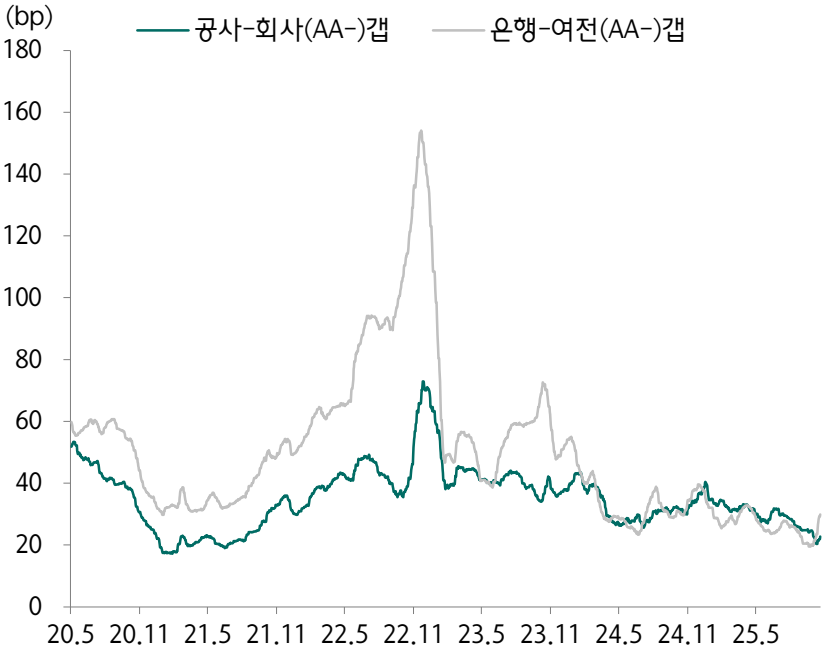
- 시장금리의 초기 상승국면에서는 금리 상승이 신용스프레드에 긍정적으로 작용. 하지만 추가 상승 구간에서는 반응탄력도 저하
- 초우량물 신용스프레드가 아래로 막힘에 따라 초우량-우량 간 갭 메우기 또한 진행되었으나 한계에 봉착

기준금리, 국채금리, 회사채 신용스프레드 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

공사-회사채/은행-여전채 금리 갭 추이

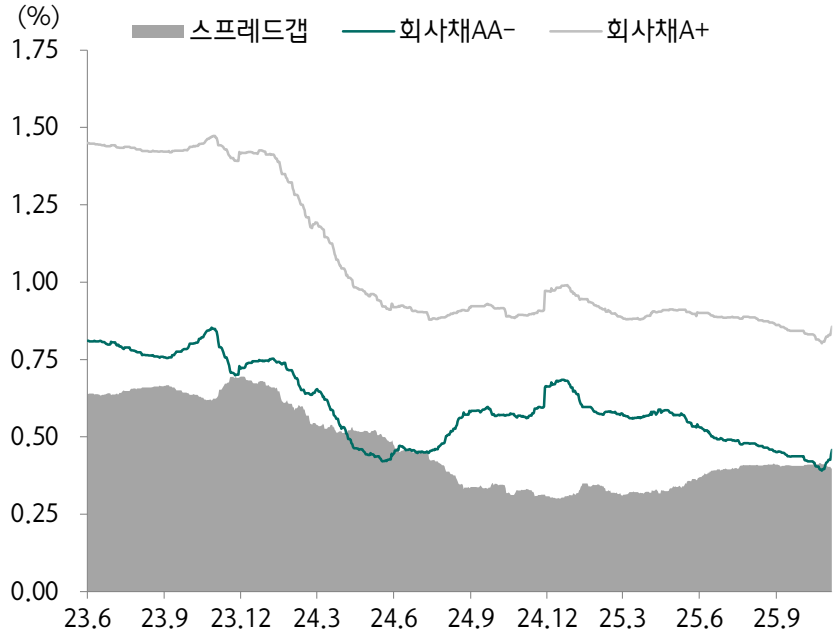


자료: 인포맥스, 하나증권

우량-비우량 간 스프레드 갭은 레벨 측면에서는 축소 여력 남아있지만…

- 회사채 상·하위등급 스프레드 갭, 23년말 이후 축소세 이어졌으나 하반기 이후 다시 확대
- 상위등급(AA-) 회사채-여전채 스프레드 갭은 최근 시장금리 상승에 따라 재역전
- 하위등급(A+) 회사채-여전채 스프레드 갭은 하락 추세에 있으나 과거 경험상 등락이 심한 편

회사채 AA-/A+ 신용스프레드 추이 및 갭



자료: 인포맥스, 하나증권

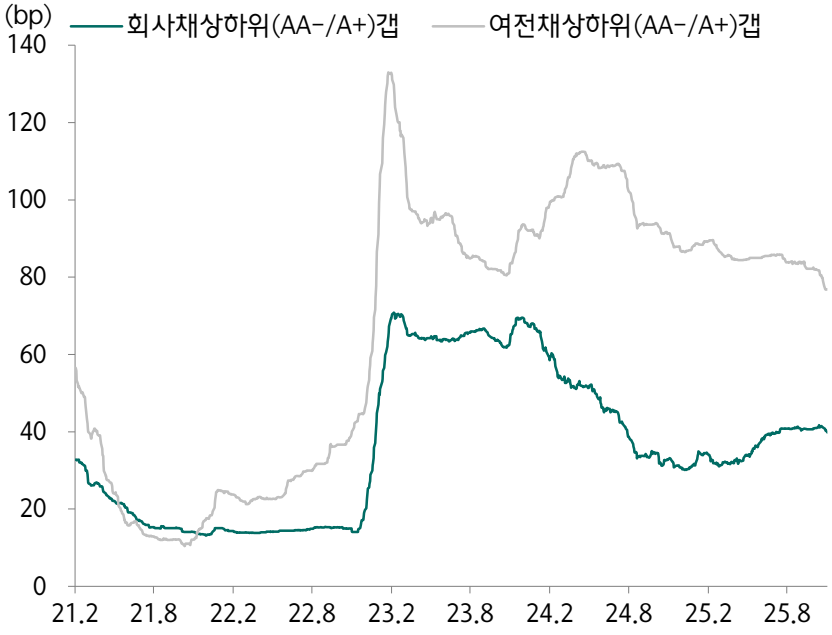
여전채 3Y/회사채 3Y 스프레드 갭 추이(AA+/AA-/A+)

자료: 인포맥스, 하나증권

하위등급 간(회사채 vs. 캐피탈채) 상대 메리트

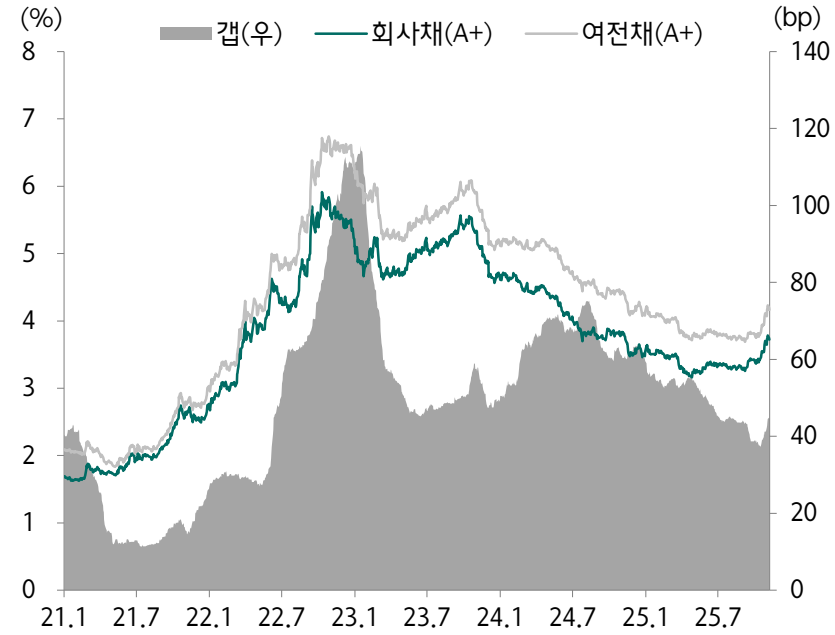
- 현재 회사채 상·하위(AA-/A+)등급 간 스프레드 갭은 40bp, 회사채-여전채 하위등급(A+)간 차이 44bp
- 회사채 하위등급을 선택할 것인가 아니면 여전채 하위등급을 선택할 것인가
- (상대적 축소 여력만 감안 시) 여전채 하위등급이 취할 여지가 크긴 하지만…

회사/여전채 상·하위등급 간 갭 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

하위등급 회사채/여전채 금리 및 갭 추이

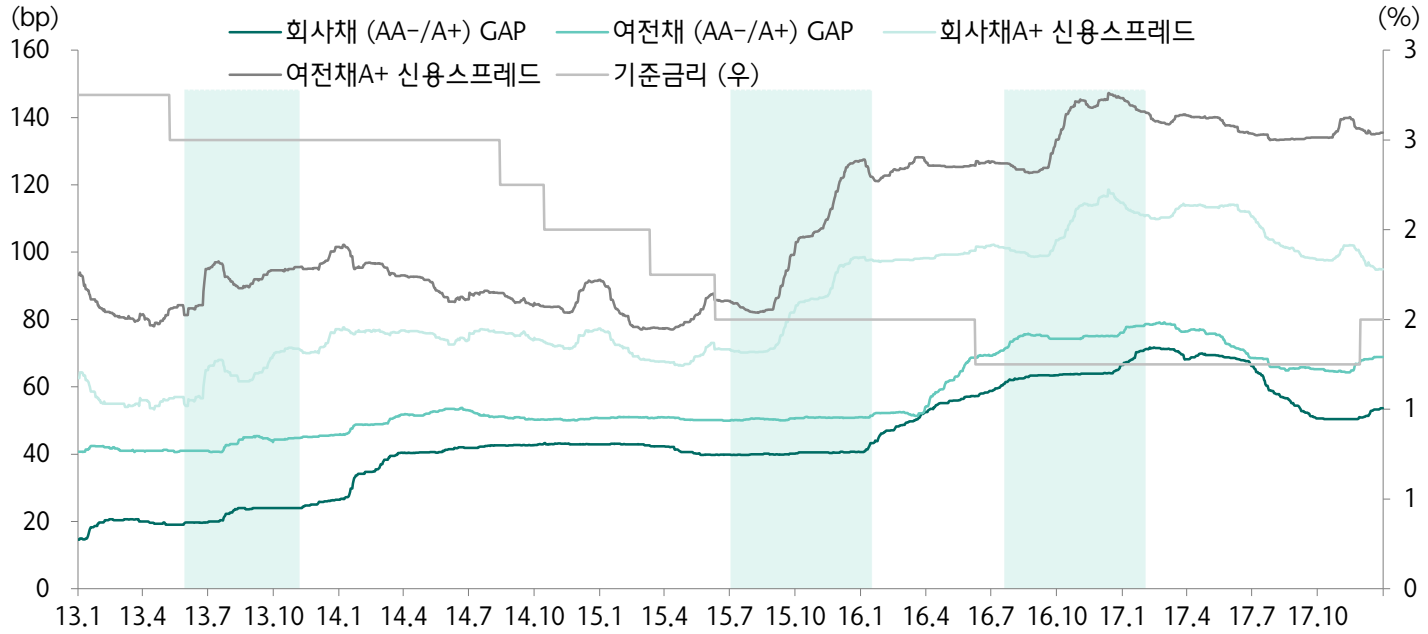


자료: 인포맥스

스프레드 확대기 상·하위 갭 축소 어려워…

- 2013~2017년 기준금리인하 막바지 시기, 신용스프레드 확대 전환이 있었음
- 신용스프레드 확대되는 구간에서는 상·하위등급 간 스프레드 갭이 확대 내지 정체되는 현상 발생

2013 ~ 2017년 신용스프레드 확대기 회사채/여전채 신용스프레드 및 상·하위등급 스프레드 갭 (AA-, A+)

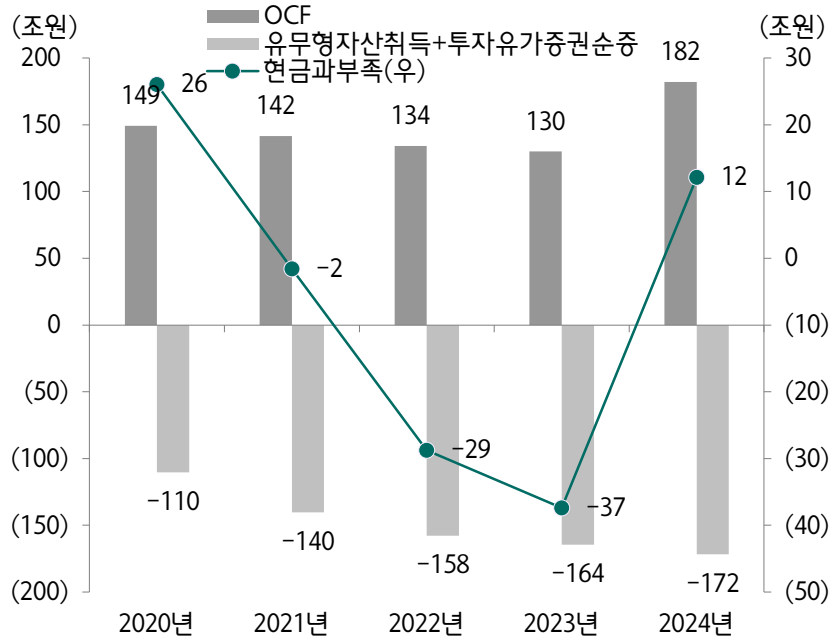


자료: 인포맥스, 하나증권

대미투자 증가세는 지속되어도 기업의 부담은 이전 대비 경감

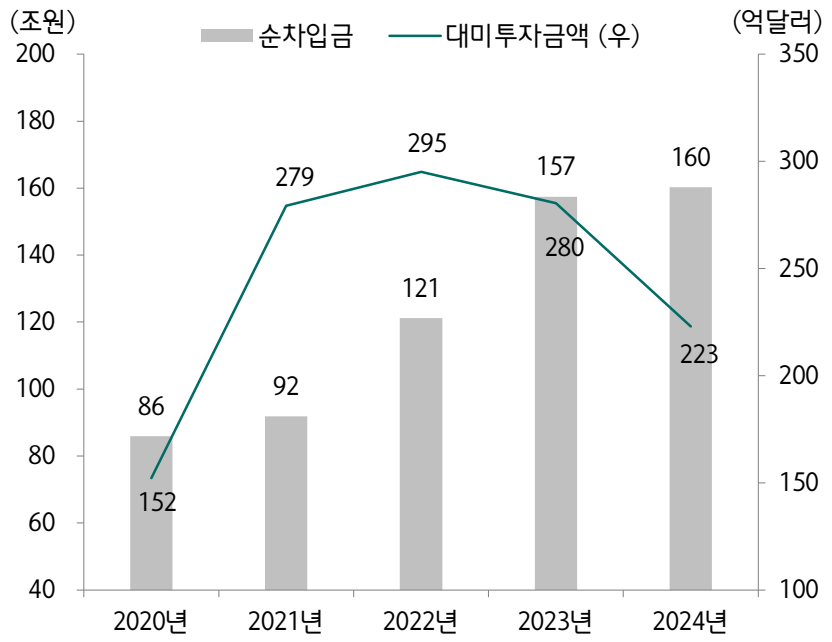
- 바이든 정권 시절 대미투자의 부담은 국내 대기업들에게 재무적/사업적으로 부정적 영향을 주었음. 순차입금 크게 증가
- 트럼프 정권 대미투자 과정에서 기업들은 직접 사업 위험을 지기보다는 일종의 사업 위탁자 성격을 띠게 될 것.
  기대 이익 적지만 위험도 통제되는 구조
- 다만, 대내외 균형을 위한 국내투자 확대 가능성은 모니터링 포인트

그룹 합산 현금흐름 추이



자료: 수출입은행, 하나증권

그룹 합산 순차입금/대미투자 추이



자료: 한국무역협회, 수출입은행, 하나증권

트럼프 2.0시대에 계속되는 대미/공급망재구축 관련 투자 부담

- 대미 투자대상이 되는 산업부문은 국내 기업들이 제조 역량을 발휘할 수 있는 업종/아이템
- 하이테크보다는 미드테크 정도의 밸류체인에서 사업기회요인 클 것
- 백악관 팩트시트에 열거된 최근 한국의 대미투자 리스트가 힌트

주요 그룹사 미국 현지 투자계획(기존 진행프로젝트 포함)

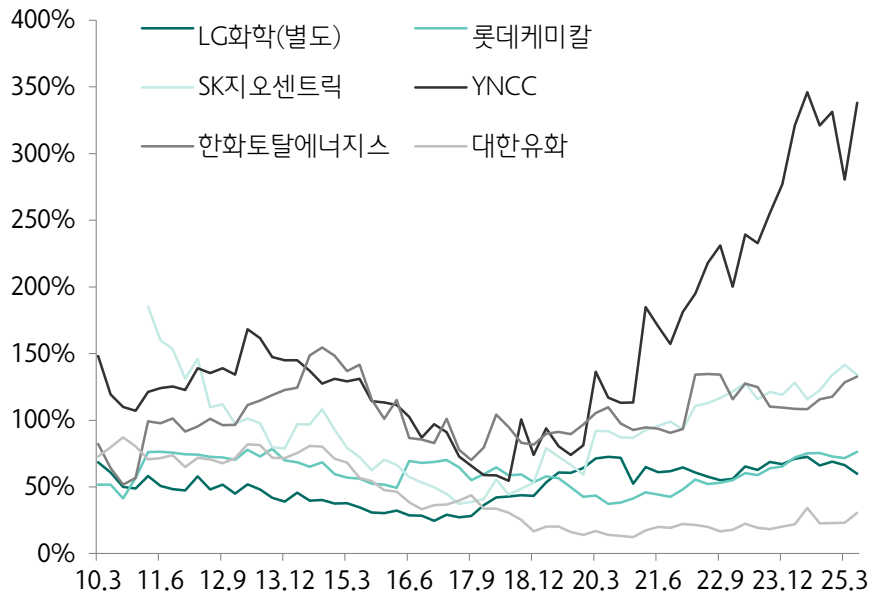
구분	투자성격	한국파트너	미국파트너	민관구분	특성
항공기/부품 구매	단순구매	대한항공	보잉/GE	민	일반
전투기 구매	R&D	한국 공군	L3해리스테크	관	첨단산업
희토류가공/자석생산	직접투자	포스코인터네셔널	리엘리먼트테크	민	공급망
LNG구매	단순구매	가스공사	미국 LNG업체	민	공급망
우라늄농축 용량 확장	직접투자	한수원, 포스코인터네셔널	센트러스에너지	민	일반
전력망인프라	직접투자	LS그룹	미국 정부	민/관	공급망
클라우드인프라(AI)	직접투자/R&D	한국 정부	아마존	민/관	첨단산업
우주선	R&D	한국 정부	NASA	관	첨단산업
조선소	직접투자/ R&D	한국 조선사	서버러스캐피탈,비거마린	민	공급망

자료: 백악관, 하나증권

석유화학산업, 구조조정 경로는?

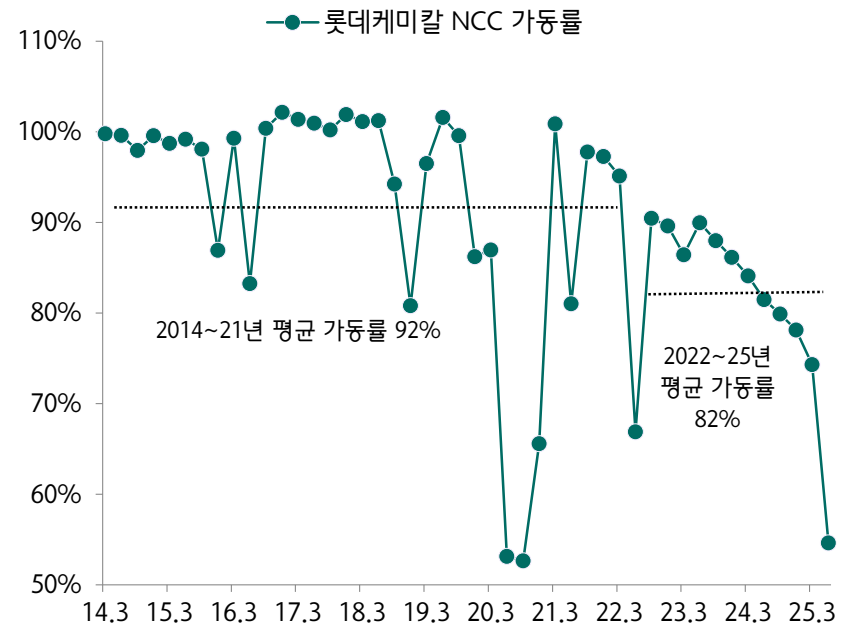
- 연내 구조조정 목표로 진행되고 있으나 아직 불확실성 높은 상황
- 주요 NCC 업체들의 재무적 부담은 아직 통제할 만한 수준
- 문제는 가동률. 가동률 회복 없는 감축 논의는 문제

국내 업스트림 석유화학사 부채비율 추이



자료: 한기평, 하나증권

롯데케미칼 NCC 가동률 추이



자료: 한기평, 하나증권

석유화학기업, 신용등급 레벨 및 자구노력 인정할 만한 수준

- 실적 저하로 최근 석유화학 업종에 속한 기업들의 신용등급은 하향 조정 추세가 이어져 왔음
- 다만, 절대 신용등급이 높은 수준에 포진해 있고 계열 지원 등에 의한 자구노력 또한 병행 중
- 그룹의 지원능력 및 의지는 대체로 인정할 만한 수준

주요 업스트림 6개사 유효등급 변동 추이

	2021	2022	2023	2024	2025	대주주(지분율)
LG화학	AA+(S)	AA+(S)	AA+(S)	AA+(S)	AA+(N)	LG(30.69%)
롯데케미칼	AA+(S)	AA+(N)	AA(S)	AA(N)	AA-(S)	롯데지주(25.31%)
한화토탈에너지스	AA(N)	AA(S)	AA(N)	AA-(S)	AA-(N)	한화임팩트 50%, 토탈에너지 50%
SK지오센트릭	AA-(S)	AA-(S)	AA-(S)	AA-(S)	AA-(N)	SK이노베이션 100%
HD현대케미칼	A(S)	A(S)	A(S)	A(N)	A(N)	현대오일뱅크 60%, 롯데케미칼 40%
여천NCC	A+(S)	A+(N)	A(S)	A-(N)	A-(N)	한화솔루션 50%, DL케미칼 50%

신용평가 3사, 하나증권

주요 석유화학사들의 자구 노력 현황

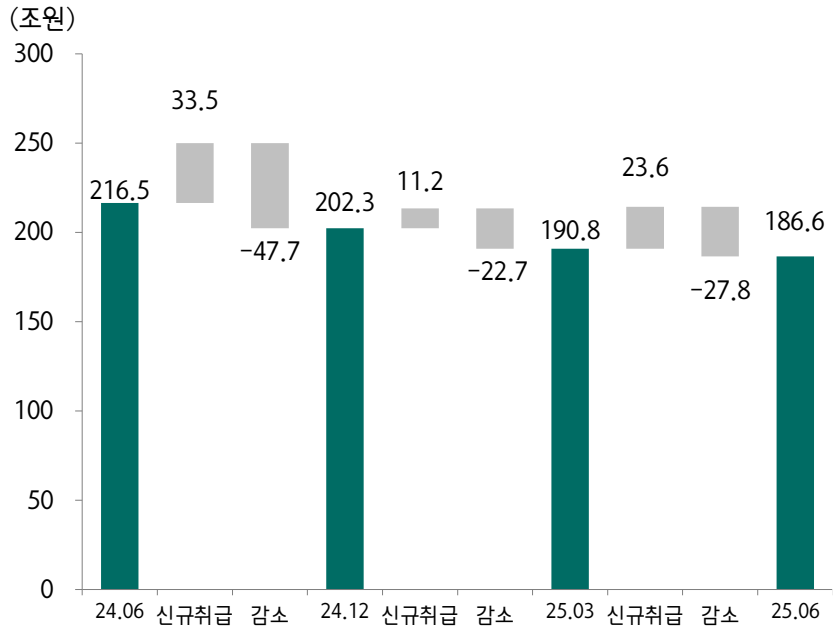
기업	지원사항
롯데케미칼	• 대주주 롯데물산은 롯데케미칼 사채를 보증사채로 전환하면서 롯데월드타워를 담보로 제공
여천NCC	• 올해 들어 2,000억원 규모의 유상증자 실시 • 유상증자에 따라 부채비율 '24년말 331% → '25/1분기말 280%로 개선. 하지만 '25년 상반기말 338%로 재차 상승 • 차입금 상환위해 주주사 대여형식으로 3천억 자금지원
효성화학	• 특수가스 제조·판매 사업을 효성티앤씨에 넘기며 매각 대금 9,200억원 수취 • 베트남 자회사 지분 매각(PSR계약 포함 3.800억원)
HD현대케미칼	• 주주사 자금보충약정을 통해 1조 9,700억원 차입 ('21년 시설대 장기차입금) • 제공 자금보충약정은 HD현대오일뱅크가 1조1820억원, 롯데케미칼이 7880억원(지분율 비례 60:40)

자료: 언론종합, 하나증권

부동산 PF는 연착륙 중

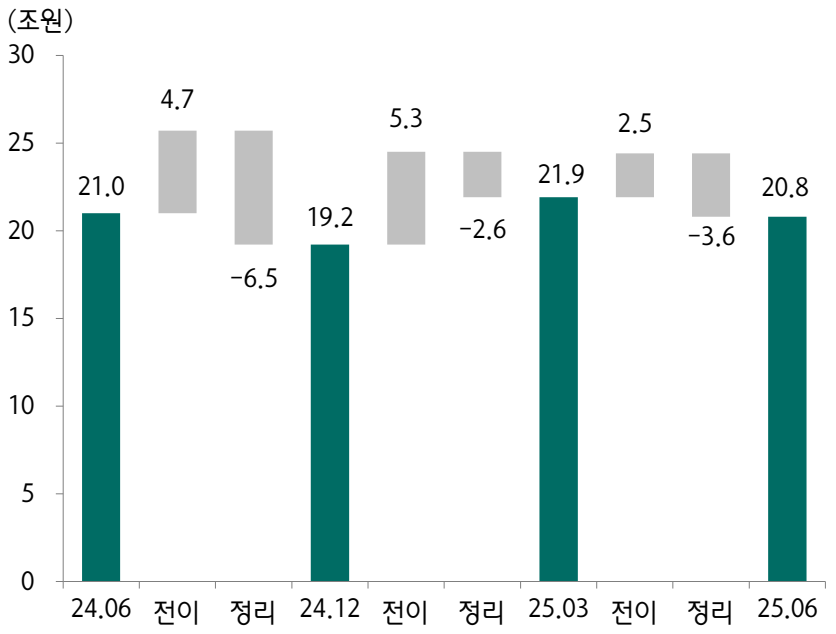
- 부동산 PF 잔액 감소세, 빠르지 않지만 신규 취급 증가에 기인
- '24.6말 이후 1년간 신규 취급액 68.3조원. 신규 취급 제외 시 레거시 부동산 PF 잔액은 118조원. 과거 Peak(200+)대비 5~60% 수준
- 문제성 익스포져의 경우 경공매/재구조화를 통해 정리 과정에 있어 정상분류의 부실전이로 인해 잔액이 감소하지 못하고 있음

전체 부동산 PF 증감 및 잔액 추이



자료: 수출입은행, 하나증권

문제성(유의/부실우려) 부동산 PF 증감 및 잔액 추이

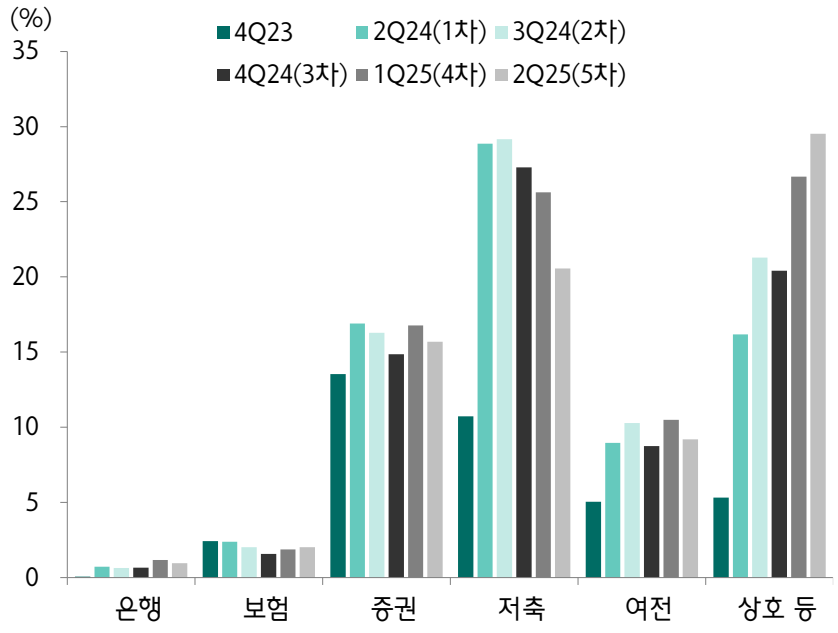


자료: 한국무역협회, 수출입은행, 하나증권

부동산 PF는 연착륙 중

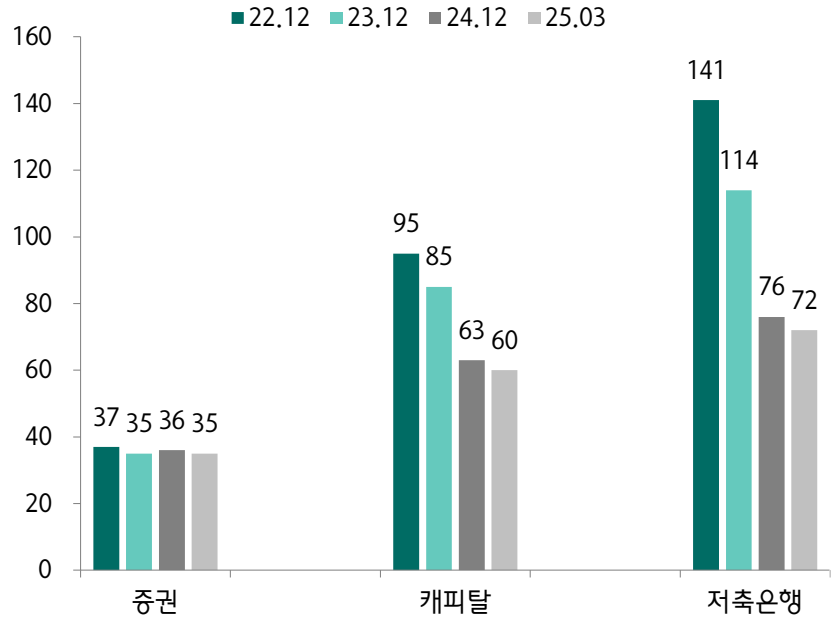
- 자산 건전성은 브릿지론/토담대 비중이 높은 저축은행/상호금융의 고정이하 비중 아직 높은 편
- 저축은행은 부동산 관련 익스포져 감축 등으로 하락세 전환하였으나 상호금융은 상승세 지속
- 업권별 자본 규모 대비 부동산 PF익스포져 부담은 하락 추세

업권별 PF 고정이하여신비율



자료: 금융감독원, 하나증권

증권/캐피탈/저축은행 부동산PF/자기자본 추이

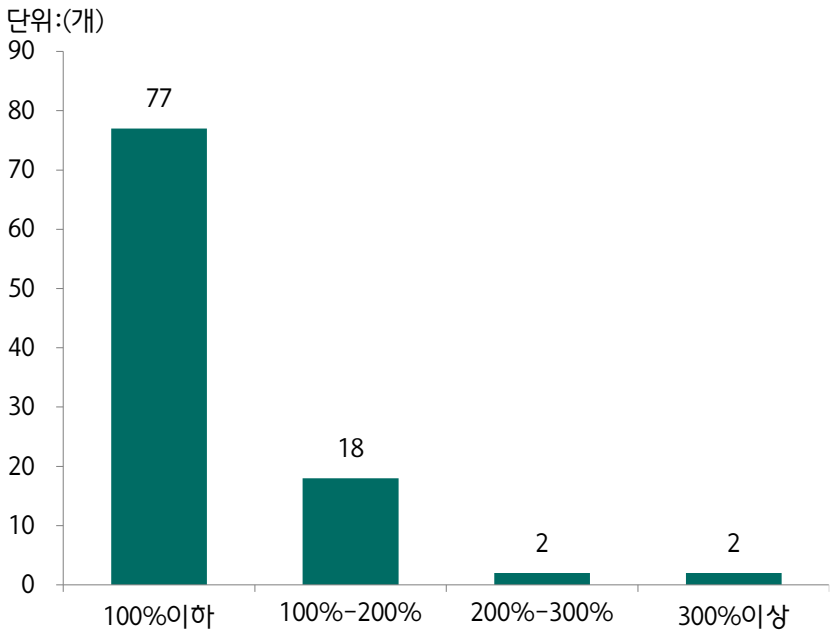


자료: 금융감독원, 하나증권

자사주 소각에 따른 자본감소로 채권자 이해 침해 가능성

- 주주가치 제고 등을 목적으로 한 상법개정. 그중 회사채 시장과 관련된 부분은 자사주(매입) 소각에 따른 재무구조 저하 가능성
- 자본조정을 통한 자본감소 효과는 자사주를 매입하는 시점에 발생. 기보유 자사주 소각 시에는 자본변동 없어 재무구조 영향 없음
- 회사채 발행기업 중 자사주 보유율이 상대적으로 높은 기업들 부채비율은 아직 우려할 수준은 아님

자사주 보유 상위 100대 기업 부채비율 분포



자료: 인포스탁, Quantiwise,하나증권

자사주 보유 상위 100대 기업 회사채 발행 내역

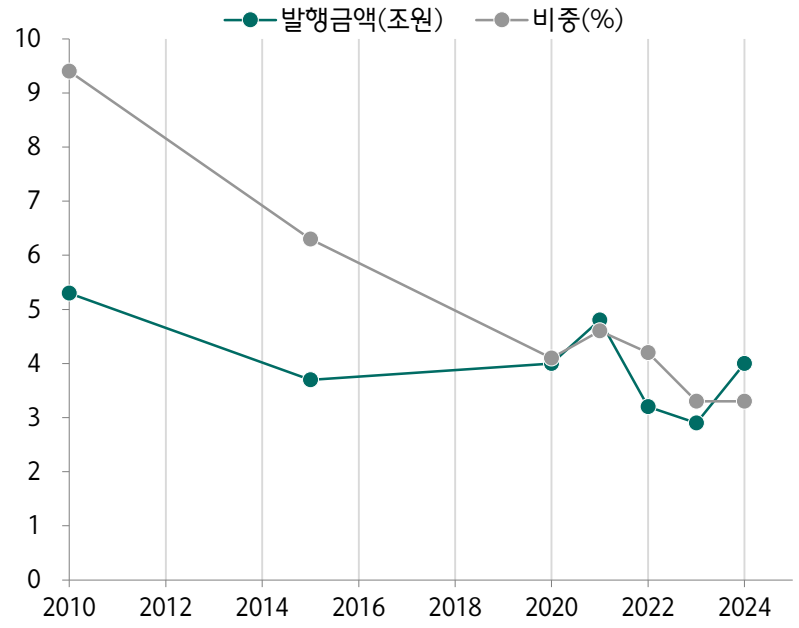
기업명	자사주보유율(%)	부채비율(%)	신용등급	채권발행잔액(억원)
HDC	16.25	146.7	A	200
삼천리	15.56	158.2	AA+	4,000
한국토지신탁	14.67	89.7	A-	2,600
금호석유화학	13.39	37.8	A+	2,000
하림지주	13.16	182.6	A-	3,060
SK네트웍스	12.36	155.6	AA-	8,300
평균	14.23	128		

자료: 인포스탁,인포맥스,Quantiwise,하나증권

분리과세 하이일드 펀드

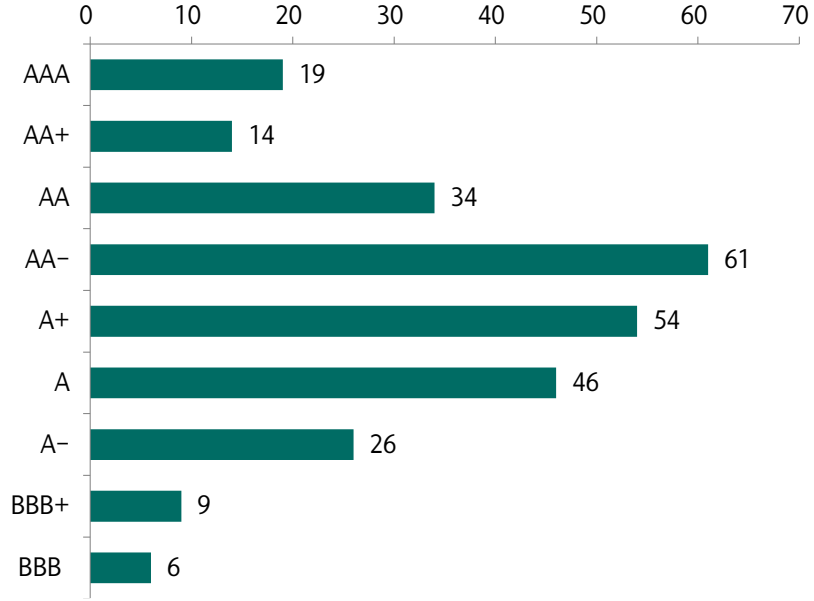
- 하이일드 펀드, 분리과세 혜택이 ’24년 말 일몰되었으며 공모주 배정 혜택 또한 ’25년 말 소멸 예정
- 하이일드 채권 발행규모는 지속적으로 감소. ’25년 하이마트 사태로 여건 더더욱 악화된 상황
- 배당분리과세 정책 이외에도 인컴형 자산증식의 수단으로서 하이일드 채권에 대한 정책적 배려 절실
- 종합금융투자사업자 모험자본 활성화는 수요기반 확충 차원, 공급기반 대책도 병행되어야 정책 실효성 확보 가능

BBB급 이하 무보증사채 연도별 발행금액 및 비중 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

무보증(공모) 회사채 등급별 발행기업 수 분포

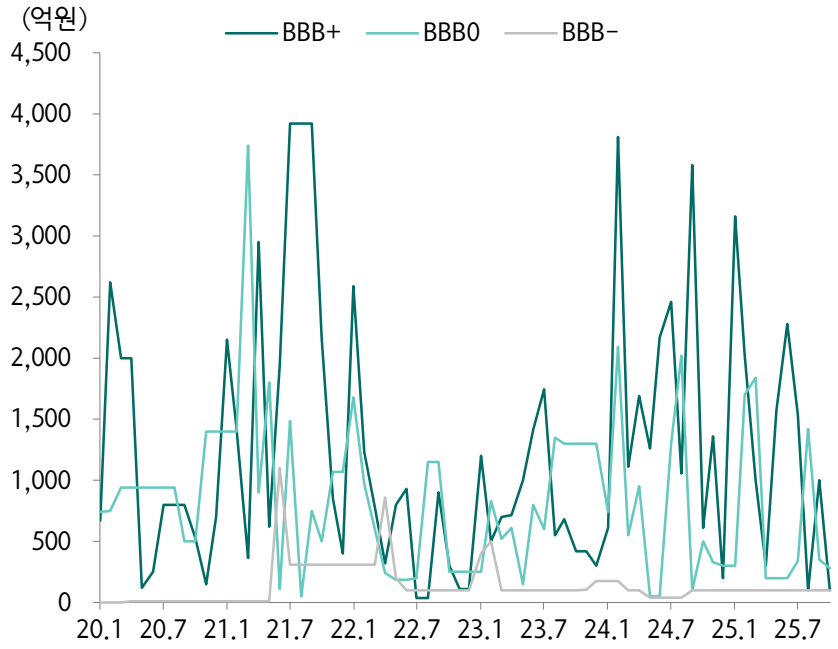


자료: 인포맥스, 하나증권

하이일드 채권 발행여건 조성 필요

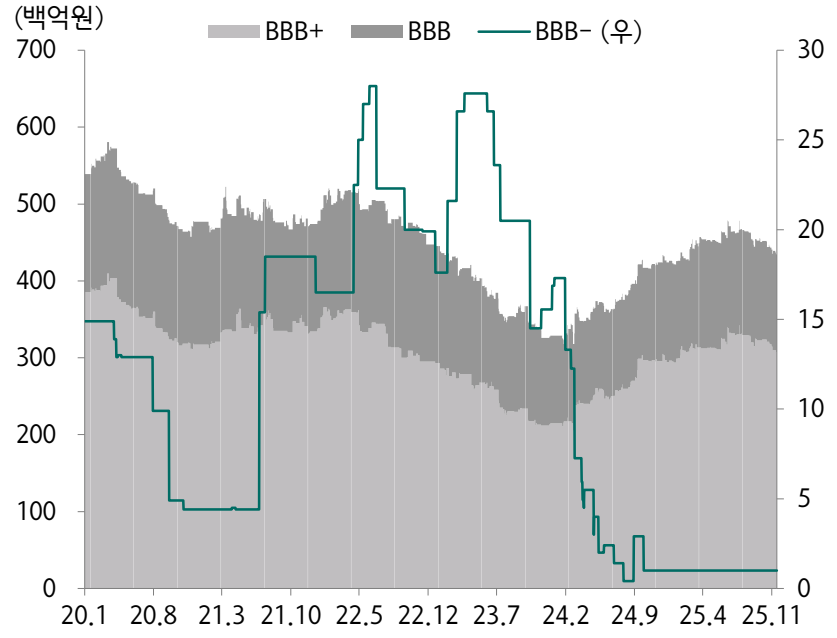
- BBB급 하이일드 회사채 발행 절대규모 크지 않은 가운데 발행규모 지속 감소
- 최하단 등급인 BBB-등급의 발행잔액은 거의 소멸 상태
- 하이일드 회사채 또한 여건조성을 통한 공급문제 해결이 선결과제

BBB급 회사채 월별 발행추이



자료: 인포맥스, 하나증권

BBB급 회사채 발행잔액추이



자료: 인포맥스, 하나증권