Credit

Compliance Notice

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

Analyst 김상만 credinal@hanafn.com
RA 김기범 kbkim1@hanafn.com

하나증권 리서치센터

CrediVille

우리는 아직 숲에 있어요

또는 터널을 통과하는 중에 있어요

지난주 신용스프레드는 섹터별, 만기별로 혼조세를 보였다. 은행채/공사채 및 여전채의 경우 대체로 스프레드가 축소되면서 강세흐름으로 반전된 반면 회사채의 경우 단기물 중심으로 신용스프레드 확대세가 지속되었다. 일부 영역을 제외하고 신용스프레드가 축소세로 전환된 배경에는 그간 조달 급증에 따라 수급적인 부담을 일으켰던 은행권의 시장성조달이 크게 둔화되어 은행발 수급 병목현상이 완화된 점이 있다. 한편, 공사채/은행채 등 초우량물의 경우 최근 상승폭을 상당부분 되돌림에 따라 가격측면의 메리트가 다시 희석된 상황이다.

은행발 수급 병목현상이 완화됨에 따라 일단 크레딧시장은 숨 고르기에 들어간 상황이다. 그럼에도 불구하고 아직 전반적인 투자 심리 내지 투자 여건은 이전 수준을 회복하고 있지는 못하고 있는 실정이다. 우선, 시장금리의 상향 압력 및 변동성 확대가 지속됨에 따라 채권 자체에 대한 투자심리가 위축되는 환경이 지속되고 있다. 그 이유야 여러 가지겠지만 어쨌든 이런 상황의 반전이 언제 올 수 있을지의 여부가 중요한데 현재로서는 그와 관련된 예측 가시성이 높지 않은 상황이다.

다음으로 들 수 있는 점은 시기적인 불리함이다. 연말을 앞두고 변동성이 확대됨에 따라 시장 참가자 입장에서는 금리 급등락에 따른 가격위험 자체만을 관리하기도 버거운 상황에 신용위험까지 떠안을 여유가 없다. 물론 초우량영역의 경우에는 지난주 움직임에서 확인할 수 있듯이 영향이 제한적일 수 있지만 말이다. 어쨌든 북클로징을 진행 중이거나 앞둔 시점에서 확대된 시장 불확실성은 비우량물에 대한 접근을 어렵게 만들고 있다.

그 결과 최근 CP/전단채 등 단기신용채권의 금리 상승세는 국채금리의 그것보다 빠르게 나타나고 있다. 시장이 불안하면 만기가 짧은 단기물에 대한 수요가 증가할 수도 있겠지만 현실은 그렇지 못한 것이다. 물론 이 같은 현상을 신용위험의 증가로 확대해석할 필요는 없다. 그보다는 전반적인 채권 수요 심리가 위축된 상태에서 비우량영역이 우량영역에 비해 투자 우선순위가 밀리는 과정에서 나타나는 현상이라고 보는 것이 적절해 보인다. 정도의 차이가 있겠지만 과거 초우량물 발행 급증 시 나타났던 수급 구축 현상의 축소판이라 할 수 있겠다.

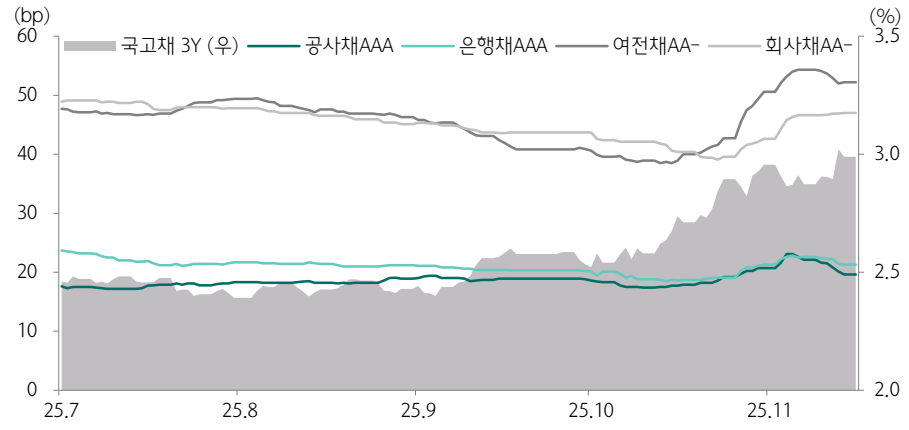
결론적으로 현시점에서는 지표물 관점에서도, 신용물 관점에서도 진정 국면으로 들어섰다고 볼만한 정황은 커 보이지 않는다. 내년은 어찌될지 모르겠지만 내년에 가서 고민해 보기로 하고 일단 연말 소나기는 피하고 보자는 투자심리가 팽배해있는 상황이다.

그리고 조정이 마무리된다고 하더라도 (여러 의미에서) 높아진 레벨이 다시 이전 수준으로 회귀할 수 있을지에 대한 의구심은 여전히 남아있을 공산 또한 크다.

아직은 터널을 통과하고 있는 과정에 있다고 보는 편이 적절해 보인다.

신용스프레드 축소 반전되면서 은행채/공사채는 거의 이전 수준 근접하고 있으나

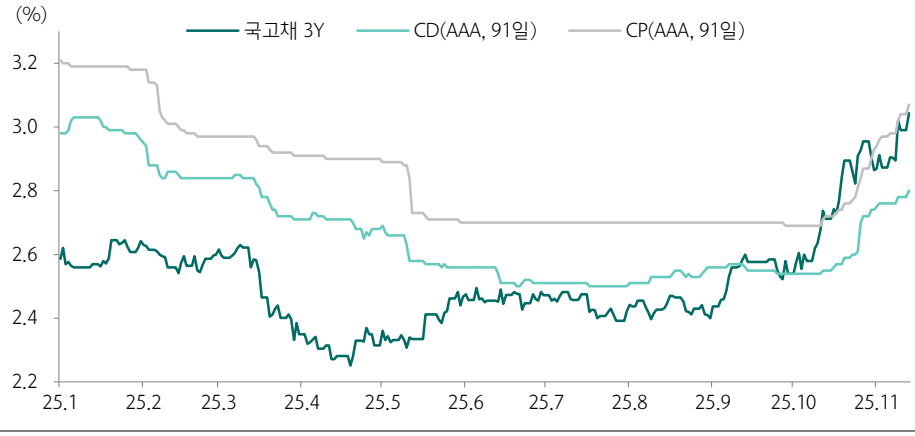
도표 1. 국고 3년 금리 vs. 신용스프레드 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

단기 신용물금리는 여전히 높은 수준 유지

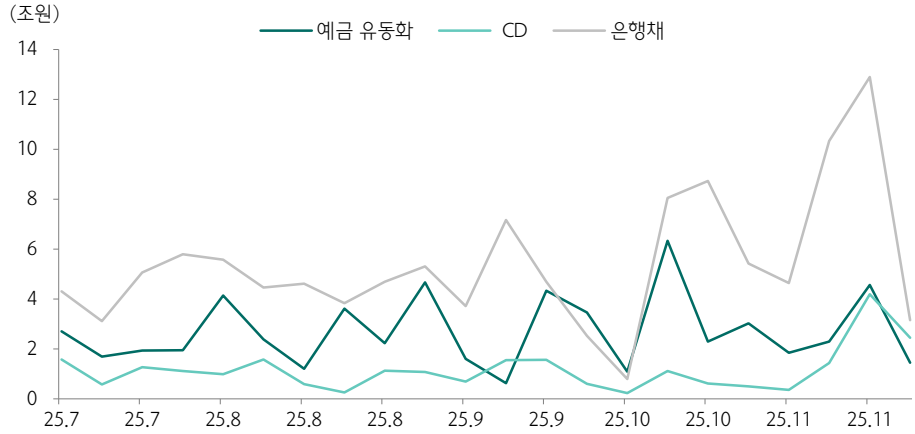
도표 2. 국고 3년, 3개월 CD/CP 금리 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

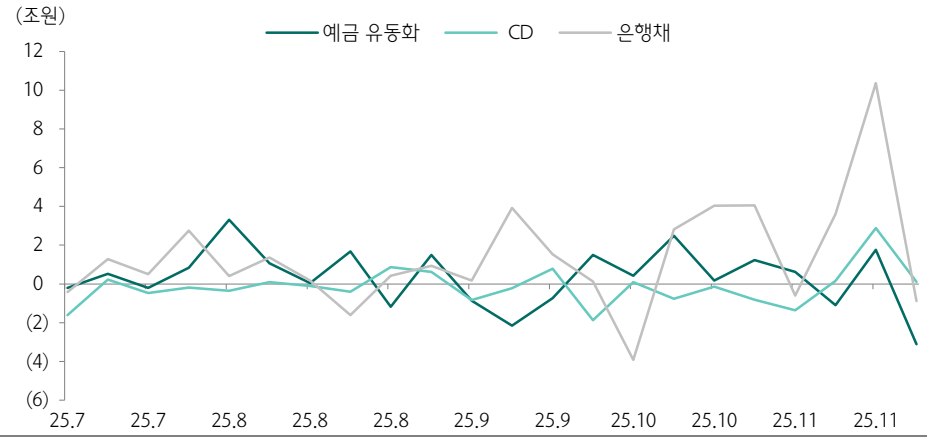
은행권의 시장성 조달, 크게 감소하면서 수급 병목현상은 상당부분 해소

도표 3. 은행 시장성 조달 추이(총액)



자료: 인포맥스, 하나증권

도표 4. 은행 시장성 조달 추이(순증)



자료: 인포맥스, 하나증권

크레딧스프레드 동향 및 전략

국고채금리 상승, 신용스프레드 혼조

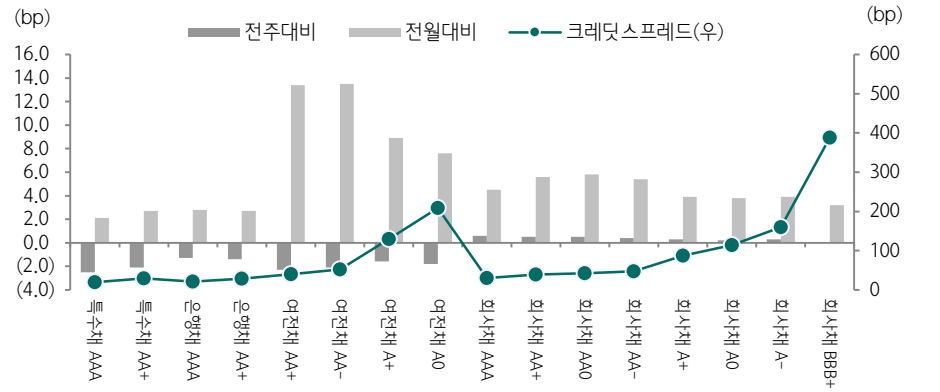
국고채금리 상승

국내 채권시장은 한 주간 단기물 중심 상승하며 약세 마감. 이에 3/10년 스프레드 소폭 축소. 11월 금통위, 예상대로 기준금리 2.50% 동결. 주목할 점은 통화정책방향문 내 인하 '기조'를 '가능성'으로 문구 변경하며 동결 장기화 가능성을 시사했다는 점. 이에 따라 금리전망에서 추가 인하 시점을 기존 2월, 5월에서 5월, 8월로 변경. 연말까지 국고채 금리는 높은 수준 유지할 것으로 예상

신용스프레드 혼조

지난주 신용스프레드는 섹터별, 만기별로 혼조세를 보였다. 은행채/공사채 및 여전채의 경우 대체로 스프레드가 축소되면서 강세흐름으로 반전된 반면 회사채의 경우 단기물 중심으로 신용스프레드 확대세가 지속되었다. 일부 영역을 제외하고 신용스프레드가 축소세로 전환된 배경에는 은행발 수급 병목현상이 완화된 점이 주요인으로 작용했다는 판단이다. 그간 자금조달 급증에 따라 수급적인 부담을 야기시켰던 은행권의 시장성 조달이 크게 둔화되었기 때문이다. 한편, 공사채/은행채 등 초우량물의 경우 최근 상승폭을 상당부분 되돌림에 따라 가격 측면의 메리트가 다시 희석된 상황이다.

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



주: 2025.11.28 기준 / 자료: 인포맥스, 하나증권

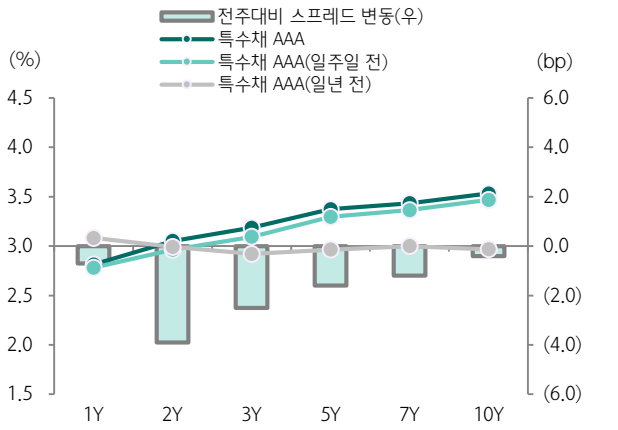
도표 2. 크레딧채권 금리 및 스프레드 변동

(단위: %, bp)

구분		금리					스프레드					스프레드 변동(WoW)					스프레드 변동(MoM)				
		1Y	2Y	3Y	5Y	10Y	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y	1Y	2Y	3Y	5Y	10Y
국채		2.50	2.83	2.99	3.17	3.35	-	-	-	-	-	4.8	12.8	11.7	9.3	7.0	11.3	25.0	35.5	41.5	44.9
특수채	AAA	2.81	3.05	3.19	3.37	3.53	30.8	15.6	19.6	20.3	18.8	-0.7	-3.9	-2.5	-1.6	-0.4	8.0	1.5	2.1	3.2	1.1
	AA+	2.87	3.12	3.28	3.48	3.72	36.1	22.6	28.9	31.1	37.7	-0.1	-3.2	-2.1	-1.2	-0.3	9.9	2.1	2.7	3.8	1.0
은행채	AAA	2.81	3.03	3.20	3.43	3.77	30.8	13.8	21.3	25.5	42.7	-1.6	-4.5	-1.3	-0.2	-0.5	4.1	-0.5	2.8	0.3	0.1
	AA+	2.86	3.11	3.27	3.52	3.85	35.0	21.7	28.3	34.8	50.8	-1.6	-4.7	-1.4	-0.2	-0.5	4.2	-0.7	2.7	0.3	0.1
여전채	AA+	3.01	3.26	3.39	3.53	4.72	50.3	36.6	39.9	35.9	137.2	0.0	-2.8	-2.3	-0.9	0.0	17.3	13.5	13.4	2.4	0.2
	AA-	3.07	3.35	3.51	3.81	5.11	56.9	45.9	52.2	64.1	176.9	0.0	-2.7	-2.1	-0.9	0.0	16.4	13.4	13.5	1.8	0.2
	A+	3.42	3.84	4.28	4.95	5.80	91.7	94.1	129.4	177.7	245.9	0.2	-1.8	-1.6	-0.7	0.0	12.8	8.5	8.9	1.3	0.0
	A0	4.12	4.61	5.07	5.60	6.23	161.1	171.7	208.3	243.4	288.0	0.0	-2.1	-1.8	-1.0	0.0	10.9	7.0	7.6	0.8	0.0
회사채	AAA	2.94	3.18	3.29	3.48	3.84	43.6	28.9	29.8	31.1	49.5	1.9	0.2	0.6	0.2	-0.8	13.3	6.5	4.5	-0.2	1.0
	AA+	2.99	3.26	3.38	3.55	4.13	48.4	36.1	38.8	37.6	78.0	1.8	-0.2	0.5	0.2	-0.5	13.4	6.9	5.6	0.2	1.1
	AA0	3.03	3.29	3.41	3.61	4.47	52.0	39.0	42.1	44.3	112.1	1.8	-0.2	0.5	0.2	-0.5	13.9	7.3	5.8	0.2	1.1
	AA-	3.06	3.33	3.46	3.71	4.82	55.5	43.7	47.0	54.4	147.9	1.8	-0.2	0.4	0.2	-0.5	14.0	7.3	5.4	0.0	1.1
	A+	3.20	3.62	3.86	4.42	5.40	69.6	72.9	86.7	124.7	205.5	1.9	-0.1	0.3	0.0	-0.5	13.9	5.2	3.9	-0.7	0.1
	A0	3.36	3.81	4.13	4.86	5.86	85.1	91.3	113.7	168.9	251.7	1.9	-0.1	0.2	0.0	-0.5	13.8	5.2	3.8	-0.7	0.1
	A-	3.62	4.15	4.59	5.45	6.37	111.9	125.9	159.5	227.7	302.7	1.9	-0.1	0.3	0.0	-0.5	13.9	5.0	3.9	-0.6	0.1
	BBB+	4.70	6.19	6.88	7.34	7.87	219.8	329.2	388.5	417.2	452.5	1.8	-0.2	0.0	0.0	-0.5	12.8	4.5	3.2	-0.4	0.5

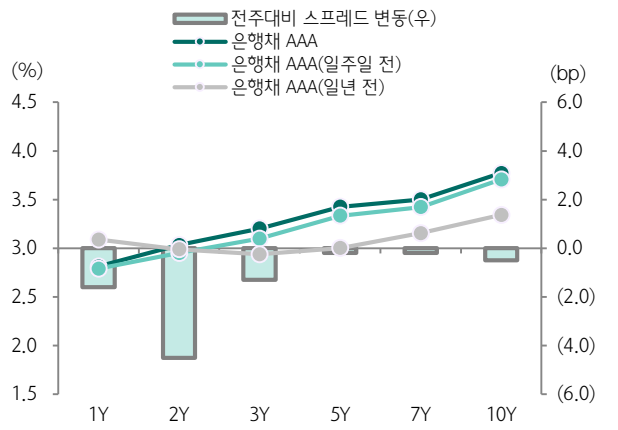
주: 1) 2025.11.28 기준, 2) 1Y, 2Y는 통안채(이표) 동월물 대비. 이외 3Y 이상은 국고채 동월물 대비 / 자료: 인포맥스, 하나증권

도표 3. 특수채 AAA 금리커브와 스프레드 변동



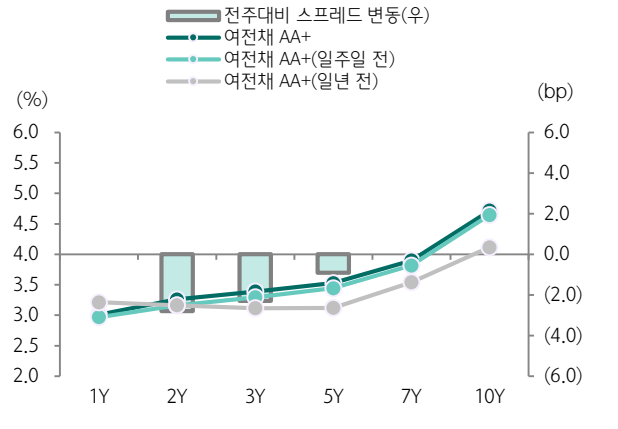
주: 2025.11.28 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 4. 은행채 AAA 금리커브와 스프레드 변동



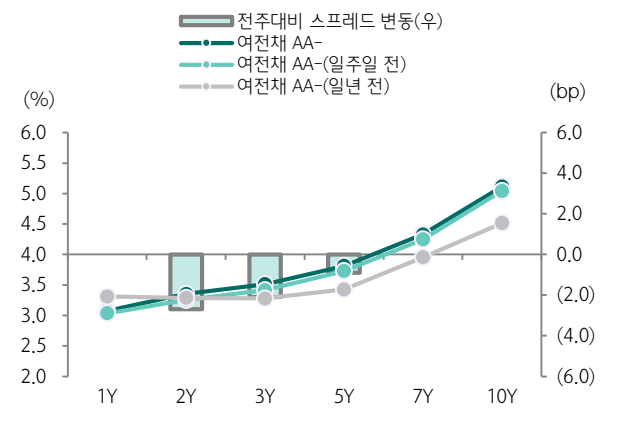
주: 2025.11.28 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 5. 여전채 AA+ 금리커브와 스프레드 변동



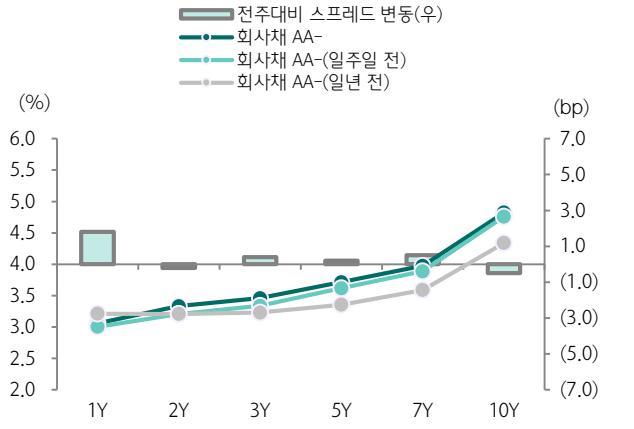
주: 2025.11.28 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 6. 여전채 AA- 금리커브와 스프레드 변동



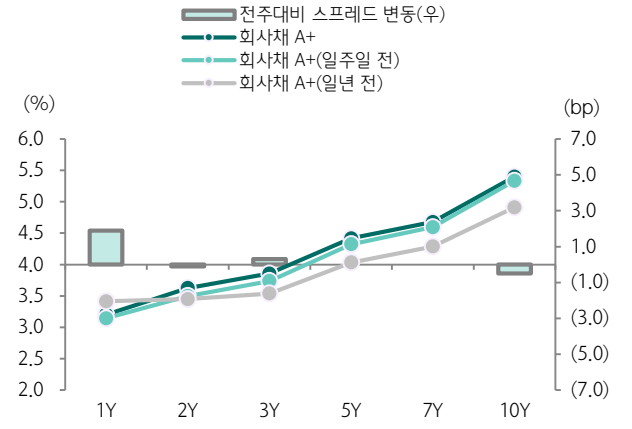
주: 2025.11.28 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 7. 회사채 AA- 금리커브와 스프레드 변동



주: 2025.11.28 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

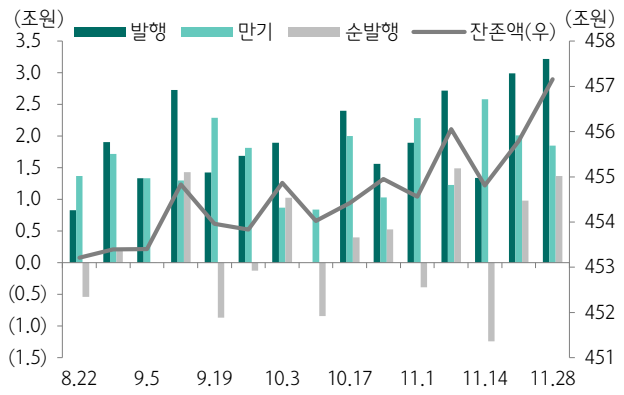
도표 8. 회사채 A+ 금리커브와 스프레드 변동



주: 2025.11.28 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

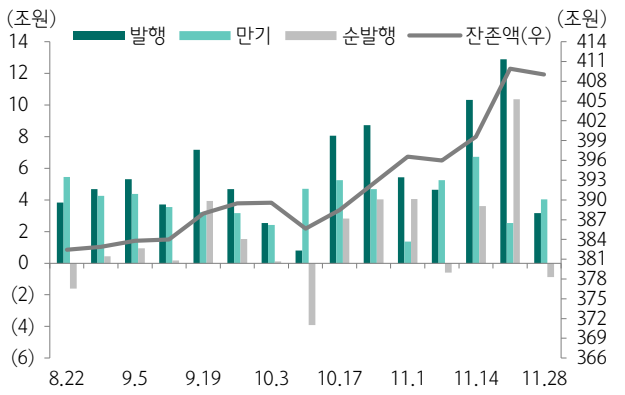
발행시장

도표 9. 특수채 발행/만기 현황



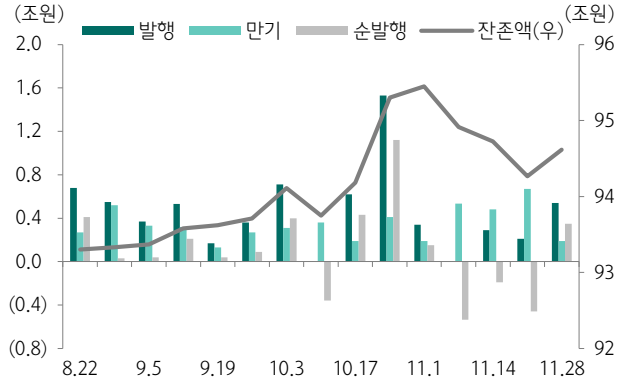
주: 발행일 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 10. 은행채 발행/만기 현황



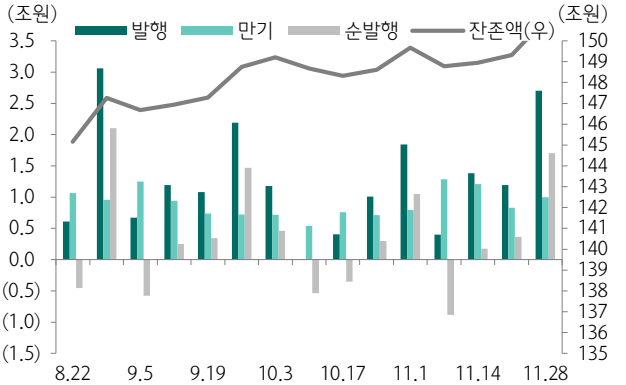
주: 발행일 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 11. 카드채 발행/만기 현황



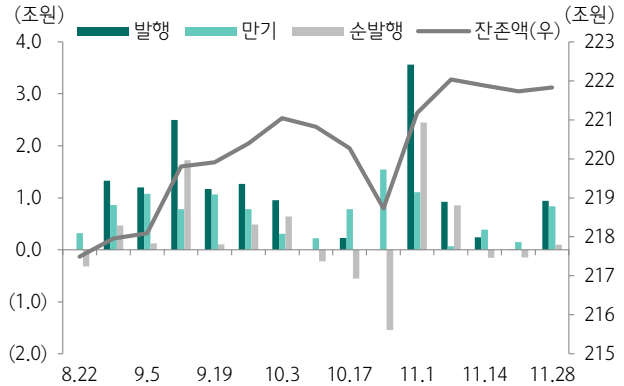
주: 발행일 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 12. 캐피탈채 발행/만기 현황



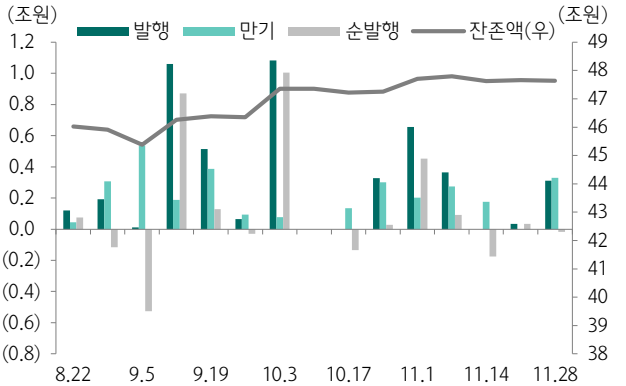
주: 발행일 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 13. AA등급 이상 회사채 발행/만기 현황



주: 발행일 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 14. A등급 이하 회사채 발행/만기 현황



주: 발행일 기준
자료: 인포맥스, 하나증권

유통시장

도표 15. 주간 회사채 유통시장 상위거래

(단위: 억원, %, bp)

종목명	신용등급	거래금액	거래일	만기일	잔존기간	민평금리	평균거래금리	평균-민평
삼성증권17-2	AA+	1,000	2025-11-28	2026-10-22	1년	2.984	3.032	4.8
하나금융지주68-1	AAA	1,000	2025-11-26	2027-09-17	2년	2.958	2.963	0.5
신한투자증권3(후)	AA-	1,000	2025-11-24	2031-05-30	7년	4.313	4.493	18.0
미래에셋증권65-2	AA0	900	2025-11-26	2026-05-08	6월	2.917	2.929	1.2
메리츠증권2403-1	AA-	800	2025-11-27	2027-03-15	1년6월	3.047	3.062	1.5
JB금융지주25	AA+	700	2025-11-26	2026-04-16	6월	2.894	3.078	18.4
CJ대한통운100-2	AA-	600	2025-11-26	2026-02-13	3월	2.782	3.080	29.8
신한투자증권3(후)	AA-	600	2025-11-25	2031-05-30	7년	4.353	4.503	15.0
SK306-1	AA+	600	2025-11-25	2026-02-27	6월	2.829	2.937	10.8
SK287-2	AA+	600	2025-11-25	2026-02-27	6월	2.829	2.961	13.2

주: 1) 2025.11.24~2025.11.28, 2) 발행물, 유동화증권 제외. 선순위, 무보증, 공모채기준 100억원 이상 거래
자료: 본드웹, 하나증권

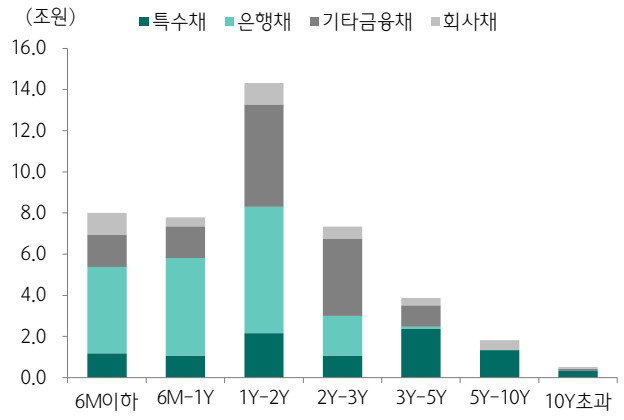
도표 16. 주간 회사채 강/약세거래 현황

(단위: 억원, bp)

강세				약세			
종목명(잔존기간)	신용등급	거래량	평균-민평	종목명(잔존기간)	신용등급	거래량	평균-민평
대신에프앤아이42-1(1년6월)	A0	200	-24.9	씨제이제일제당30-1(3월)	AA0	400	36.3
신한금융지주139(3월)	AAA	109	-18.5	씨제이제일제당30-1(3월)	AA0	300	33.0
KB금융지주52-2(2년6월)	AAA	100	-16.6	롯데칠성음료58-2(3월)	AA0	100	30.8
현대백화점32-2(2년6월)	AA+	200	-12.4	CJ대한통운100-2(3월)	AA-	600	29.8
JB금융지주37(2년)	AA+	200	-4.0	호텔롯데73-1(3월)	AA-	200	28.0
한화에어로스페이스129-2(2년6월)	AA0	300	-2.4	에이치디현대오일뱅크125-2(녹)(3월)	AA-	300	26.7
한국투자증권21-2(1년)	AA0	400	-2.1	한국서부발전48-2(6월)	AAA	279	23.5
엔에이치투자74-1(3년)	AA+	200	-1.9	JB금융지주27(6월)	AA+	200	21.6
코웨이4-2(6월)	AA-	160	-1.6	한화투자증권28(후)(5년)	A+	400	21.0
네이버4-2(3월)	AA+	400	-0.3	JB금융지주25(6월)	AA+	700	18.4

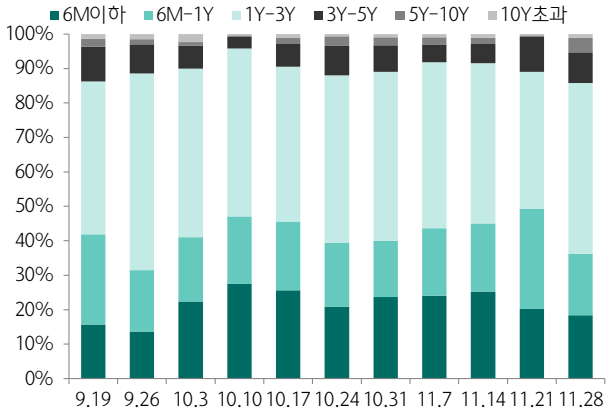
주: 1) 2025.11.24~2025.11.28, 2) 발행물, 유동화증권 제외. 선순위, 무보증, 공모채기준 100억원 이상 거래
자료: 본드웹, 하나증권

도표 17. 주간 잔존기간별 거래대금



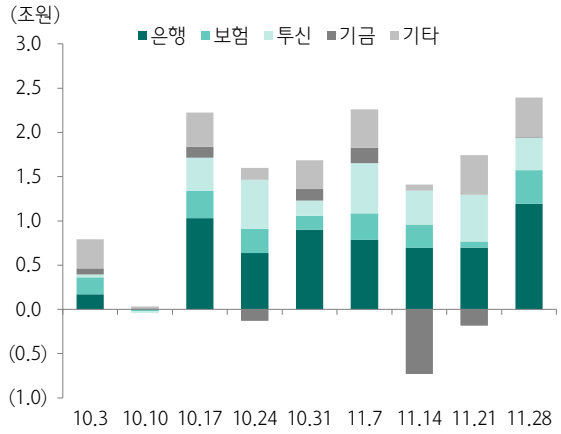
주: 2025.11.24 ~2025.11.28
자료: 금융투자협회, 하나증권

도표 18. 주간 잔존기간별 거래대금비중 추이



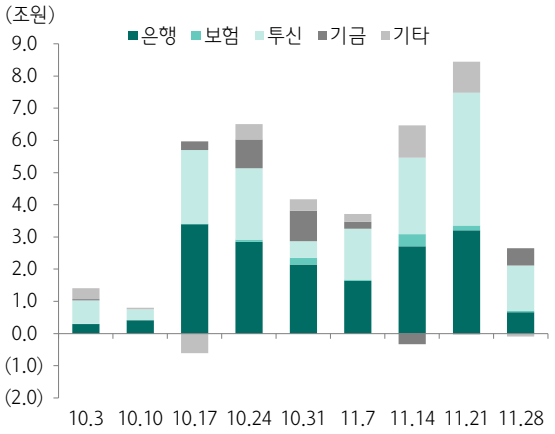
주: 주간단위(월~금) 작성
자료: 금융투자협회, 하나증권

도표 19. 투자자별 특수채 순매수 추이



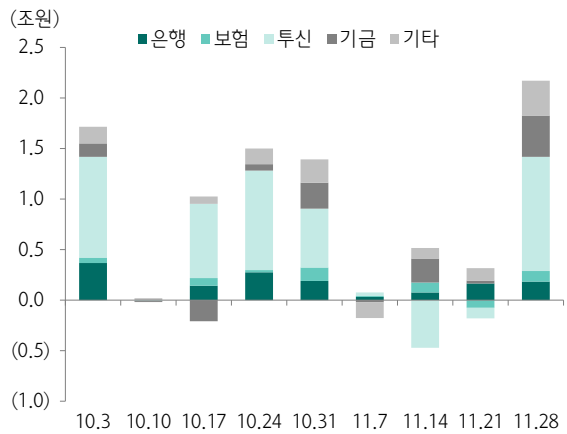
주: 기타에는 기타법인, 개인, 국가/지자체, 외국인, 종금 등 포함
자료: 금융투자협회, 하나증권

도표 20. 투자자별 은행채 순매수 추이



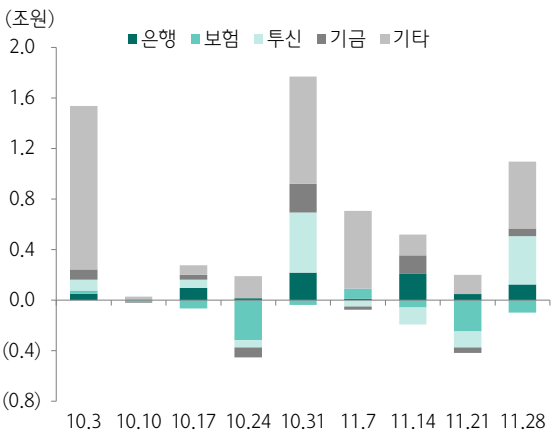
주: 기타에는 기타법인, 개인, 국가/지자체, 외국인, 종금 등 포함
자료: 금융투자협회, 하나증권

도표 21. 투자자별 여전채 순매수 추이



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

도표 22. 투자자별 회사채 순매수 추이



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

도표 23. 발행사 긍정적 등급전망 현황 (BBB- 등급 이상, 무보증 선순위채, 보험지급능력평가 / 11.28 기준)

구분	한신평	나신평	한기평
상향 검토			
긍정적	S-Oil(AA0/정유, 석유화학) LG유플러스(AA0/통신) 에스케이하이닉스(AA0/반도체) 엘에스일렉트릭(AA-/전기장비) 포스코인터내셔널(AA-/종합상사) 메리츠증권(AA-/증권) 키움증권(AA-/증권) 풍산(A+/비철금속) 현대로템(A+/방산) 에이치디현대(A+/지주) 에이치디현대일렉트릭(A+/전력기기) 에이치디현대중공업(A+/조선) 현대코퍼레이션(A0/종합상사) 디엘에너지(A0/지주) 대신에프앤아이(A0/NPL) 효성중공업(A0/전력기기) 씨제이씨지브이(A-/영화관) 키움캐피탈(A-/캐피탈) 현대코퍼레이션홀딩스(A-/지주) 코스맥스(BBB+/화장품) 케이카캐피탈(BBB0/캐피탈)	S-Oil(AA0/정유·석유화학) 현대글로비스(AA0/종합물류) 에스케이하이닉스(AA0/반도체) LG유플러스(AA0/통신) 엘에스일렉트릭(AA-/전기장비) 한국항공우주산업(AA-/방산) 메리츠증권(AA-/증권) 키움증권(AA-/증권) 금호석유화학(A+/석유화학) 풍산(A+/비철금속) 현대로템(A+/방산) 에이치디현대(A+/지주) 에이치디현대일렉트릭(A+/전력기기) 에이치디현대중공업(A+/조선) 디엘에너지(A0/지주) 대신에프앤아이(A0/NPL) 현대코퍼레이션(A0/종합상사) 효성중공업(A0/전력기기) 씨제이씨지브이(A-/영화관) 키움에프앤아이(A-/NPL) 한진(BBB+/물류) 화신(BBB0/자동차부품)	현대글로비스(AA0/물류) 에스케이하이닉스(AA0/반도체) LG유플러스(AA0/통신) 엘에스일렉트릭(AA-/ 전기장비) 풍산(A+/비철금속) 현대로템(A+/방산) 아이엠캐피탈(A+/캐피탈) 에이치디현대(A+/지주) 에이치디현대일렉트릭(A+/전력기기) 에이치디현대중공업(A+/조선) 현대코퍼레이션(A0/종합상사) 파라다이스(A0/카지노) 씨제이씨지브이(A-/영화관) 엠지캐피탈(A-/캐피탈) 키움에프앤아이(A-/NPL) 현대코퍼레이션홀딩스(A-/지주) 한진(BBB+/물류) 케이카캐피탈(BBB0/캐피탈)

자료: 신용평가 3사, 하나증권

도표 24. 발행사 부정적 등급전망 현황 (BBB- 등급 이상, 무보증 선순위채, 보험지급능력평가 / 11.28 기준)

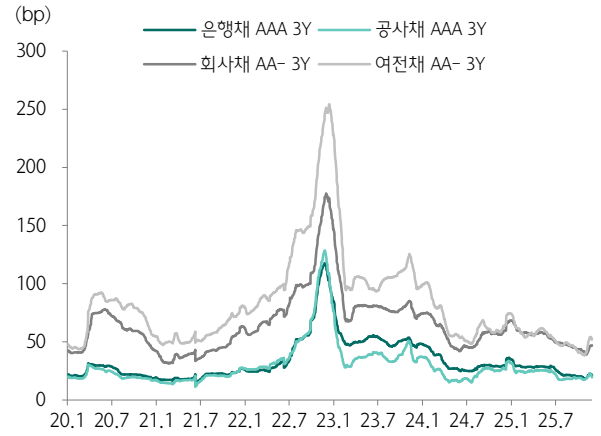
구분	한신평	나신평	한기평
하향 검토	에스케이디앤디(BBB0/부동산개발)		에스케이디앤디(BBB0/부동산개발)
부정적	한온시스템(AA-/자동차부품) 넷마블(A+/게임) HD현대케미칼(A0/석유화학) 여천NCC(A-/석유화학) 에스케이어드밴스드(BBB+/석유화학) 비에스한양(BBB+/건설) 콘텐트리중앙(BBB0/미디어) 한솔홈데코(BBB0/건축자재)	엘지화학(AA+/석유화학) 호텔신라(AA-/면세) 한온시스템(AA-/자동차부품) 한화솔루션(AA-/석유화학) 한화토탈에너지스(AA-/석유화학) SK지오센트릭(AA-/석유화학) 동아에스티(A+/제약) SKC(A+/지주) HD현대케미칼(A0/석유화학) 에코프로(A0/지주) 에코프로비엠(A0/이차전지소재) 에스케이아이이테크놀로지(A0/이차전지소재) 한국자산신탁(A0/신탁) 풀무원식품(A-/식품제조) 신한자산신탁(A-/신탁) 동화기업(A-/목재) 대동(BBB+/농기계) 제이티비씨(BBB0/방송) 효성화학(BBB0/석유화학)	엘지화학(AA+/석유화학) 한온시스템(AA-/자동차부품) 한화솔루션(AA-/석유화학) 한화토탈에너지스(AA-/석유화학) SK지오센트릭(AA-/석유화학) 호텔신라(AA-/면세) 넷마블(A+/게임) 현대엘리베이터(A+/승강기) SKC(A+/지주) 동아에스티(A+/제약) HD현대케미칼(A0/석유화학) 에스케이아이이테크놀로지(A0/이차전지소재) 한국자산신탁(A0/신탁) SK쉴더스(A0/보안) 여천NCC(A-/석유화학) 대동(BBB+/농기계) 비에스한양(BBB+/건축) 제이티비씨(BBB0/방송) 콘텐트리중앙(BBB0/미디어) 에스엘엘중앙(BBB0/미디어) 깨끗한나라(BBB0/제지)

자료: 신용평가 3사, 하나증권

Key Chart

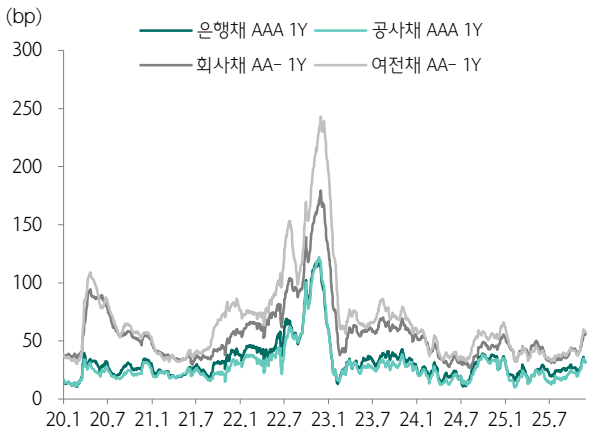
주요금리차(1)

주요 크레딧채권 신용스프레드(3Y)



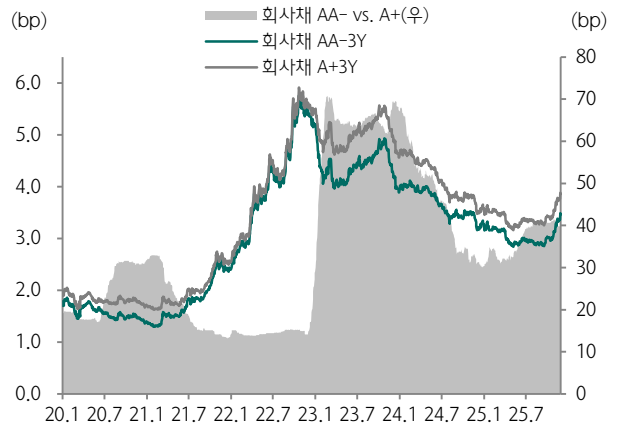
자료: 인포맥스, 하나증권

주요 크레딧채권 신용스프레드(1Y)



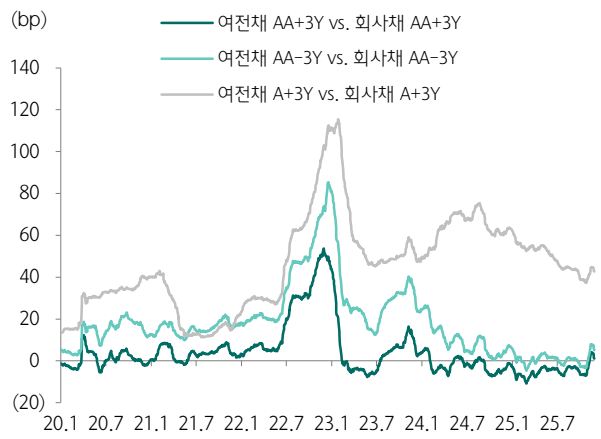
자료: 인포맥스, 하나증권

회사채 AA-/A+ 스프레드



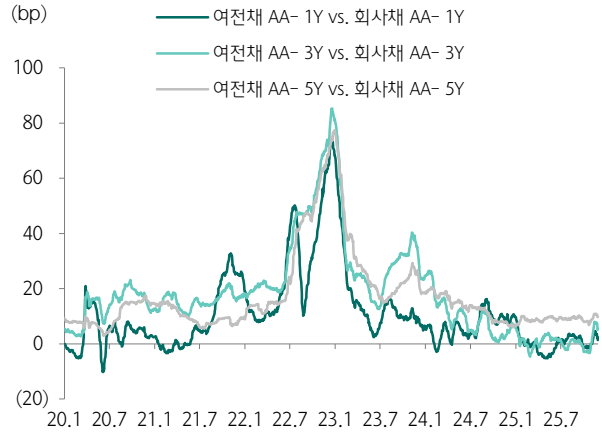
자료: 인포맥스, 하나증권

여전채3Y/회사채3Y 스프레드 (AA+/AA-/A+)



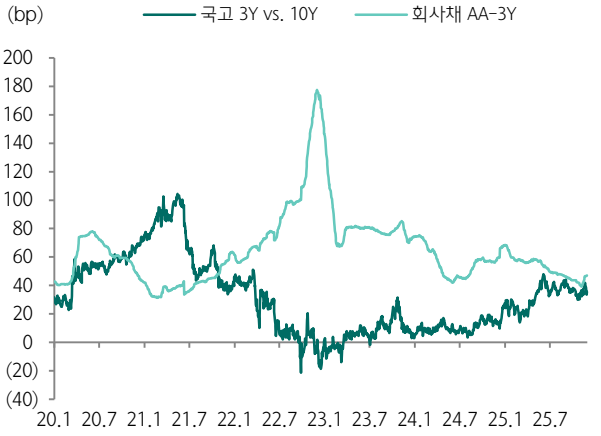
자료: 인포맥스, 하나증권

여전채/회사채 스프레드(1Y/3Y/5Y)



자료: 인포맥스, 하나증권

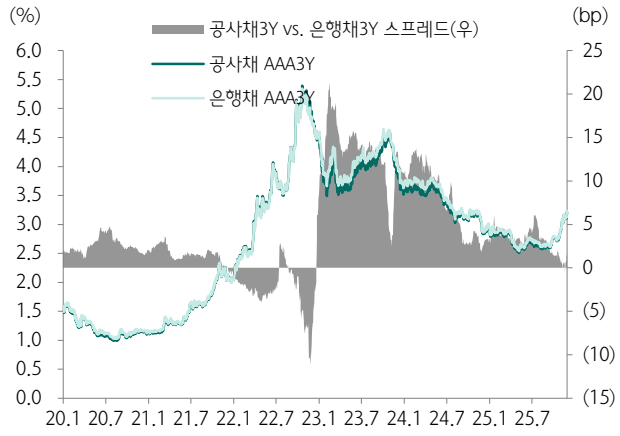
국채 장단기 스프레드 및 회사채 AA- 스프레드



자료: 인포맥스, 하나증권

주요금리차(2)

특수채3Y/은행채3Y 스프레드

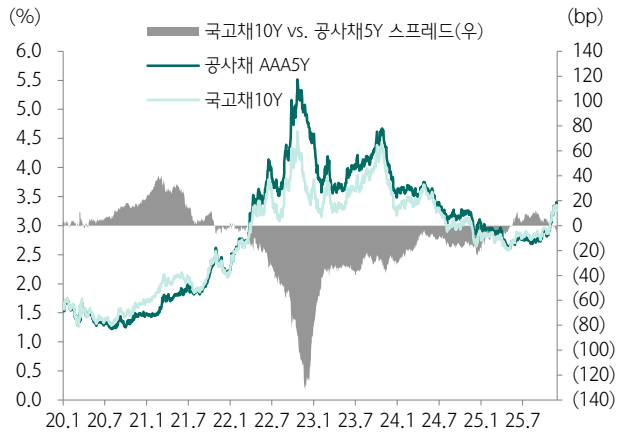


자료: 인포맥스, 하나증권

특수채AAA/은행채AAA 국고대비 Spread(3Y)

자료: 인포맥스, 하나증권

국고채10Y/특수채5Y 스프레드

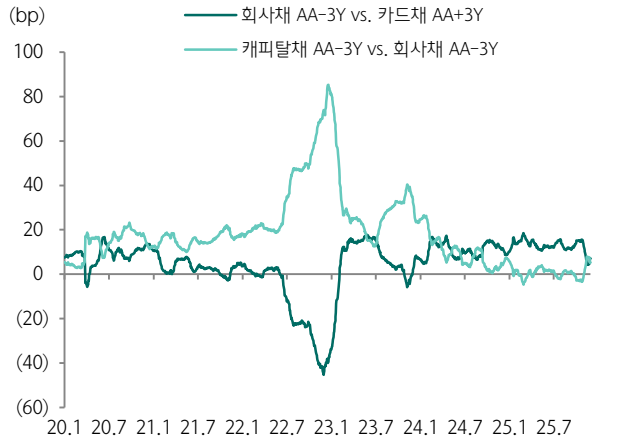


자료: 인포맥스, 하나증권

특수채AAA/은행채AAA 회사채(AA-)대비 스프레드

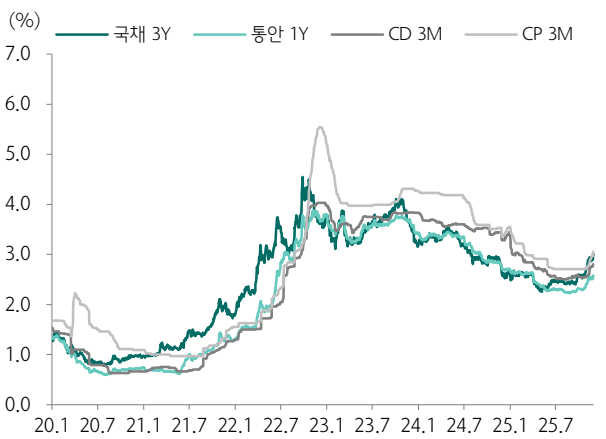
자료: 인포맥스, 하나증권

카드채AA+/캐피탈채AA- 회사채(AA-)대비 스프레드



자료: 인포맥스, 하나증권

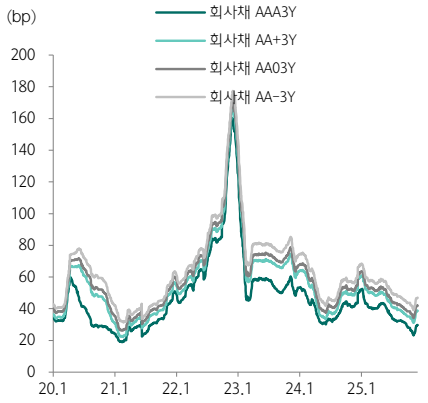
CP 3M/CD 3M/통안채1Y/국채3Y 금리 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

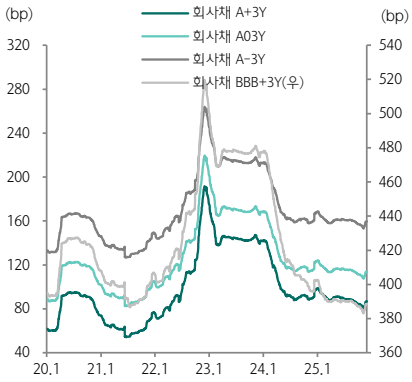
주요금리차(3)

AA등급 이상 회사채 스프레드 추이(3Y)



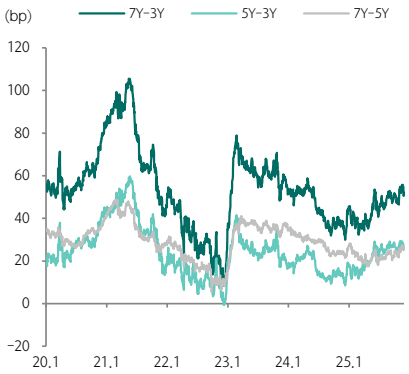
자료: 인포맥스, 하나증권

A등급 이하 회사채 스프레드 추이(3Y)



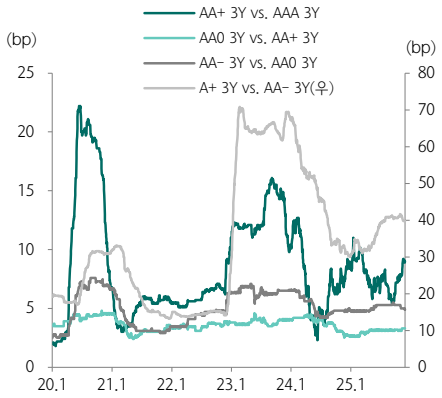
자료: 인포맥스, 하나증권

회사채 AA- 장단기 스프레드(3Y/5Y/7Y)



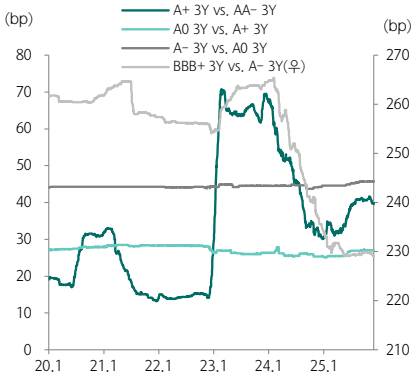
자료: 인포맥스, 하나증권

회사채 등급 간 스프레드(1)



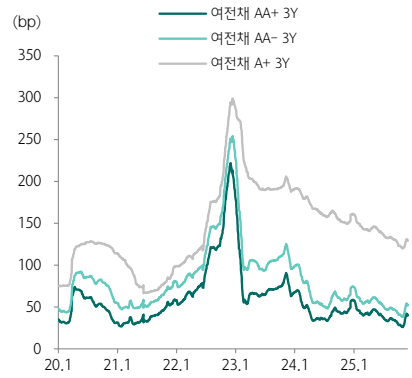
자료: 인포맥스, 하나증권

회사채 등급 간 스프레드(2)



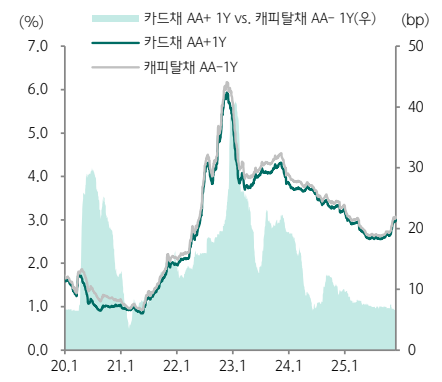
자료: 인포맥스, 하나증권

여전채3Y 스프레드 추이(AA+/AA-/A+)



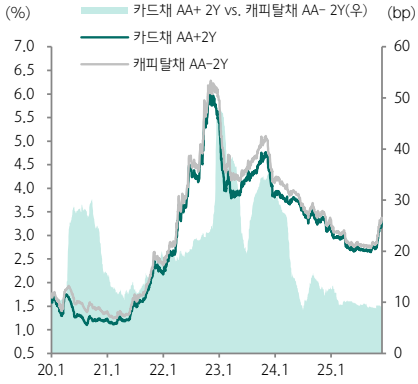
자료: 인포맥스, 하나증권

카드채/캐피탈채 스프레드(1Y)



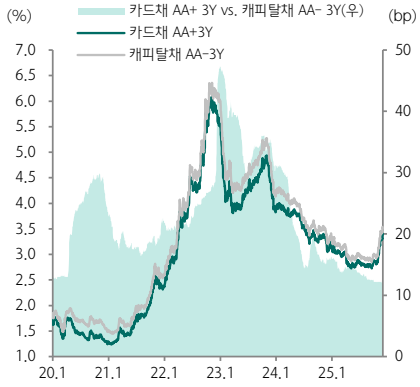
자료: 인포맥스, 하나증권

카드채/캐피탈채 스프레드(2Y)



자료: 인포맥스, 하나증권

카드채/캐피탈채 스프레드(3Y)



자료: 인포맥스, 하나증권