FIXED
INCOME
STRATEGY

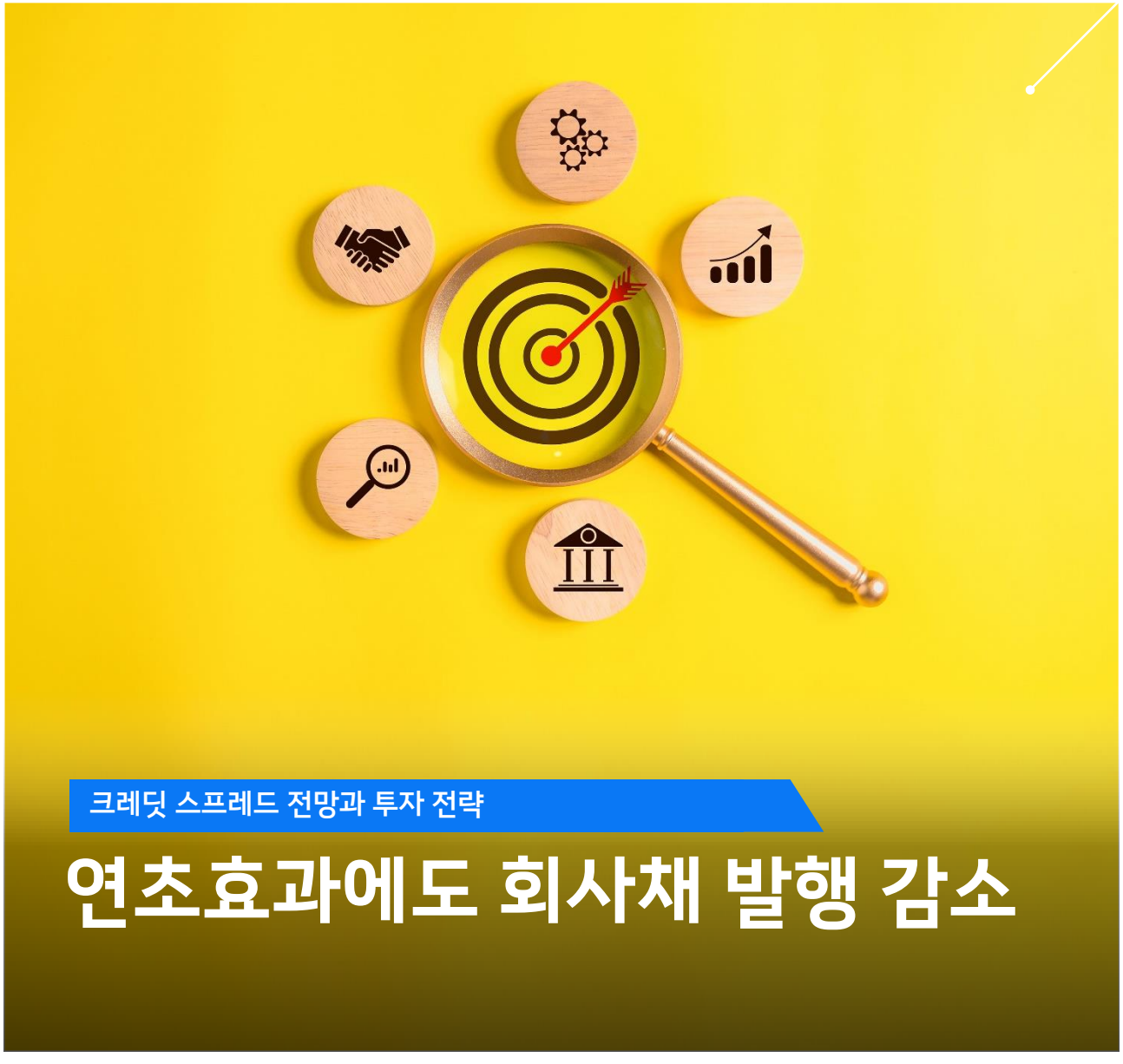
2025. 12. 26

글로벌채권팀

김은기 팀장/Credit Analyst
creditbond.kim@samsung.com

본 자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보 제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료는 합리적인 정보를 바탕으로 작성된 것이지만, 투자권유의 적합성이나 완전성을 보장하지 못합니다. 따라서 투자 판단의 최종 책임은 투자자 본인에게 있으며, 본 자료는 어떠한 경우라도 법적 책임소재의 증빙으로 사용될 수 없습니다.

삼성증권



크레딧 스프레드 전망과 투자 전략

연초효과에도 회사채 발행 감소

연초효과에도 회사채 발행 감소

연말 확대된 크레딧 스프레드로 연초효과 기대는 높으나, 높아진 금리 레벨로 인해 예상보다 회사채 발행이 감소할 전망

기준금리 인하 기대감이 약화되면서 예상보다 빨리 시작했던 연말효과로 국채 금리 상승 및 크레딧 스프레드 확대 폭이 컸다. 그러나 '산이 높으면 골이 깊다'는 말과 같이 연말 높아진 금리 및 크레딧 스프레드 레벨은 연초효과의 밑거름이 될 전망이다. 연말에 크레딧 스프레드가 확대되는 연말효과와 연초에 크레딧 스프레드가 축소되는 연초효과는 반복성이 강한 계절성을 보이고 있다. 이러한 계절성은 연말 채권 자금 유출 및 북클로징 (Book-Closing)과 연초 채권 자금 재유입 및 북빌딩(Book-Building)이라는 채권 수급이 주요한 요인이다.

강한 연초효과에도 불구하고, 회사채 발행 규모는 시장의 예상보다는 감소할 전망이다. 연말 이례적으로 높은 금리 레벨로 인해 1월부터 회사채 발행이 시장의 예상보다는 감소할 전망이다. 회사채 발행 기업의 경우 연초 높은 금리 레벨에서 회사채 발행에 적극적이지 않은 태도를 보이고 있다. 자금 여유가 있는 기업의 경우 회사채 발행을 2월 및 4월로 미루는 계획을 가지고 있다. 과거 연초 채권 자금 유입에 따른 매수 수요에 맞춰 발행을 했지만, 지금은 높은 금리 레벨에 회사채 발행을 주저하고 있다.

섹터별 스프레드에서 11월말 이후 여전채-회사채 스프레드가 다시 축소 전환됐다는 점이 특징이다. 수급에 민감한 여전채의 특성상 금리 상승과 크레딧 스프레드 확대에 따른 가격 메리트 회복으로 여전채 매수세로 전환됐다는 점은 연초 크레딧 시장의 강세를 선제적으로 판단할 수 있는 근거가 될 수도 있다. 여전히 레포펀드의 수익과 비용을 대표하는 여전채 금리와 RP금리의 스프레드가 크게 확대된 상태로 레포펀드의 여전채 매수가 지속될 수 있는 여건은 유지되고 있다.

연말 크레딧 스프레드 확대에 불구하고 우량/비우량 스프레드는 큰 변화가 없다. 당연히 연말 크레딧 스프레드 확대는 크레딧 펀더멘탈 요인보다는 수급 요인으로 발생한 것으로 우량/비우량 스프레드에 미치는 영향은 크지 않다. 다만, 연초 크레딧 시장 강세로 인해 유동성이 좋은 우량 등급 위주로 크레딧 스프레드가 축소되면서 상대적으로 비우량 회사채의 약세가 나타날 전망이다. 이로 인해 양극화는 다소 심화될 전망이다.

리서치센터 글로벌채권팀
김은기 팀장/Credit Analyst
creditbond.kim@samsung.com

REPORT
CONTENTS

01 크레딧 스프레드 전망 4p

02 크레딧 채권 투자 전략 15p

PART 01

크레딧 스프레드 전망

12월 크레딧 시장 리뷰: 연말효과로 스프레드 확대, 가격 메리트 회복에 주목

연말효과로 인해 크레딧 스프레드가 확대됐으나, 회사채 AA-등급 3년물 기준 50bp 이상의 스프레드 레벨로 가격 메리트 회복

▶ 국채 금리가 상승하고 연말 채권자금 유출에 따른 북클로징으로 인해 크레딧 스프레드가 확대됐으나, 11월에 비해서 약세 폭은 둔화됨

▶ 11월 들어 여전채가 큰 폭으로 약세를 보였으나, 12월 들어서는 여전채의 가격 메리트 회복으로 인해 회사채 대비 강세로 전환됨

▶ 우량 회사채 위주로 크레딧 스프레드가 확대됐으나, 연말 거래량이 감소하면서 유동성이 떨어지는 비우량채가 우량채 대비 소폭 약세

섹터별 크레딧 스프레드 추이

	2017년	2018년	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년			
									11월	변동 폭	12월	변동 폭
공사채	16.7	17.7	15.8	21.4	18.9	53.2	38.4	23.9	19.6	1.7	23.0	3.4
은행채	19.8	21.0	18.2	24.0	20.4	50.8	51.5	31.6	21.3	2.6	25.8	4.5
카드채 AA+	34.9	37.0	30.5	49.8	39.1	109.7	75.1	45.8	39.9	12.1	42.4	2.5
여전채 AA-	66.3	60.2	41.4	72.0	58.0	134.7	111.2	66.2	52.2	12.2	55.2	3.0
여전채 A+	137.4	129.1	84.3	112.6	84.2	164.6	205.6	166.0	129.4	8.9	132.2	2.8
회사채 AAA	28.7	31.9	28.0	36.6	30.4	81.3	58.3	40.6	29.8	5.5	33.9	4.1
회사채 AA-	44.7	44.0	37.0	58.6	42.3	95.5	81.4	56.6	47.0	6.6	51.5	4.5
회사채 A+	106.4	82.3	59.5	82.9	63.2	110.5	145.2	102.1	86.7	5.2	91.3	4.6

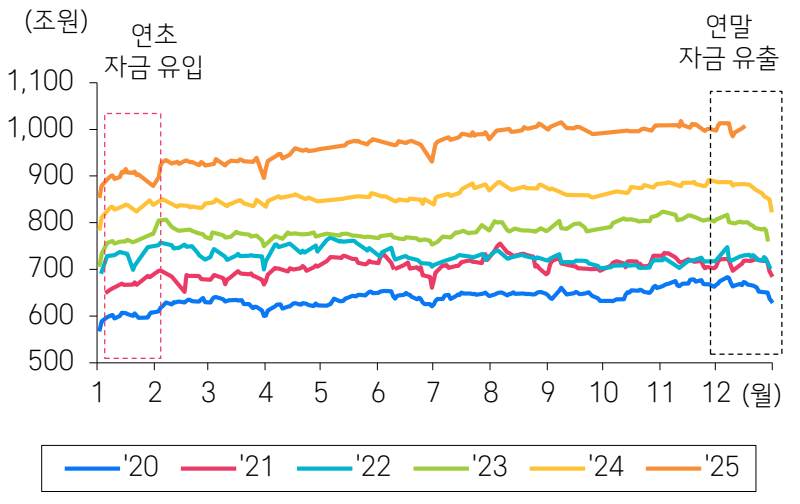
참고: 연간/분기 및 월 평균(민평 3사, 3년물), 2025년 12월은 24일 기준
자료: Infomax

연초 채권자금 재유입에 따른 크레딧 스프레드 축소 기대감

연말 채권 자금 유출로 인해 확대된 크레딧 스프레드가 연초 자금 재유입으로 인해 크레딧 스프레드가 축소되는 계절적 패턴이 반복

- ▶ 채권관련자금은 분기 말 자금 유출과 분기 초 재유입의 패턴을 보이며, 특히 연말/연초 자금 유출입 규모가 가장 큼(재무제표 효과)
- ▶ 연말 환매에 따른 채권관련자금 유출과 북클로징에 들어가면서 채권 매수 감소와 매도 증가로 크레딧 스프레드가 확대됨(연말효과)
- ▶ 그러나 연초 채권 자금 재유입과 북빌딩(Book-Building)이 시작되면서 크레딧 채권 매수세로 인해 크레딧 스프레드 축소(연초효과)

채권관련자금은 연말 자금 유출 및 연초 자금 재유입의 계절적 패턴이 강함



참고: 채권관련자금(금전신탁+MMF+장단기/혼합채권+대고객RP매도)
자료: Infomax

연말 채권관련자금 유출로 확대된 스프레드가 연초 자금 재유입으로 축소

참고: 크레딧 스프레드(회사채 AA-등급, 3년 만기)
자료: Infomax

12월 국채 지표물 변경에 따른 일시적인 스프레드 확대도 연초에 해소될 전망

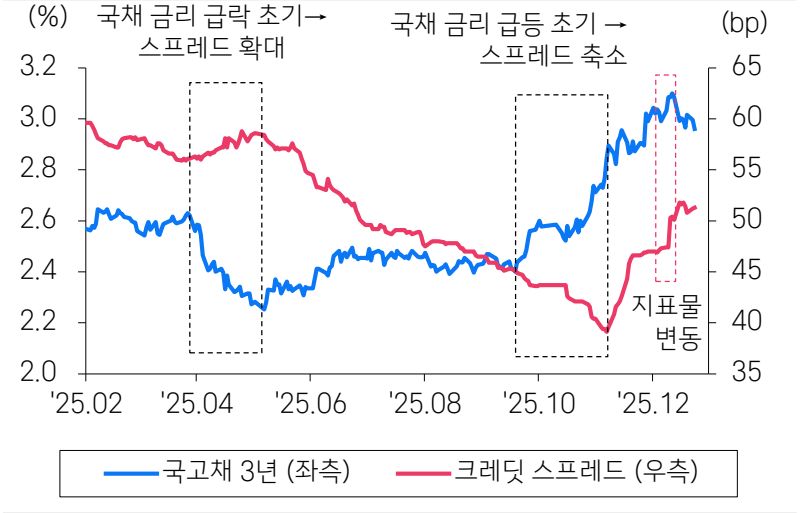
12월 크레딧 스프레드 확대(4.3bp↑)의 대부분은 12월 국채 지표물 변동에 따른 일시적 영향(3bp↑)으로 연초에 해소될 전망

▶ 12월 크레딧 스프레드(회사채 AA-, 3년물 기준)는 4.3bp 확대됐으며, 이의 대부분은 12월 10일 국채 3년물 지표물 변동 때 발생

▶ 6월 및 12월 10일 국채 3년물 신규물 발행으로 국채 지표물 금리 변동되면서 일시적으로 크레딧 스프레드가 확대됨

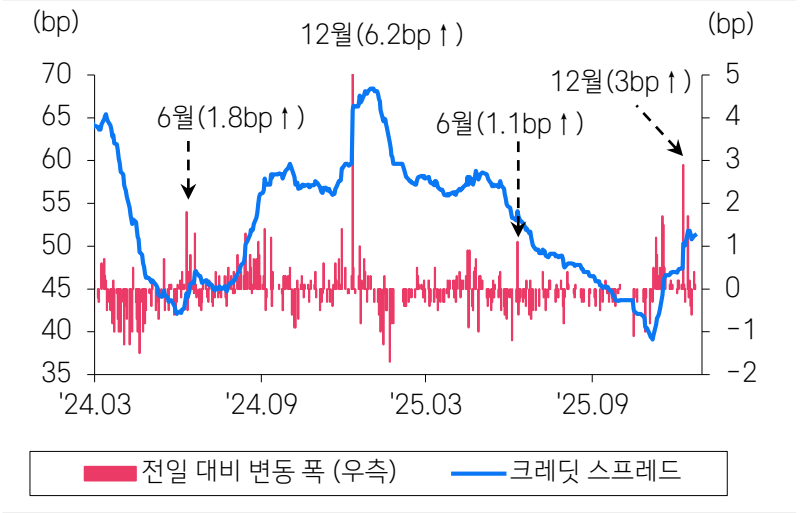
▶ 12월 회사채 거래량이 많지 않은 시기에 스프레드 확대 폭이 크며, 연말 스프레드 확대를 심화시킨 만큼 연초에 스프레드 축소에 기여

유동성이 떨어지는 크레딧물의 특성 상 국채 금리 변동을 바로 반영하지 못함



참고: 국채 3년물 금리 및 크레딧 스프레드(회사채 AA-등급, 3년물)
자료: Infomax

12월 국채 지표물 변경에 따른 일시적 스프레드 확대는 연초에 해소될 전망



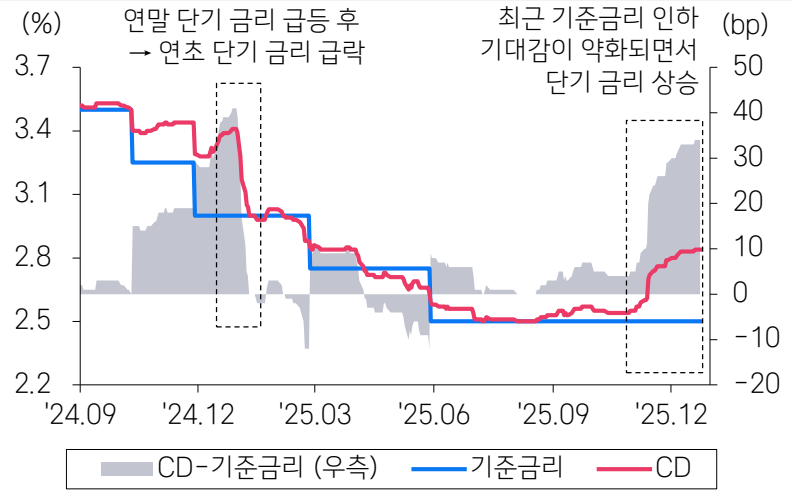
참고: 국채 3년물 금리 일간 변동 폭 및 크레딧 스프레드(회사채 AA-등급, 3년물)
자료: Infomax

연초 CD금리 하락이 국채 금리 하락세에 기여할 전망

기준금리 인하 기대감 약화와 연말 MMF 등 단기자금 유출에 따른 단기 금리 상승이 이후 연초 단기 금리 정상화 가능성 높음

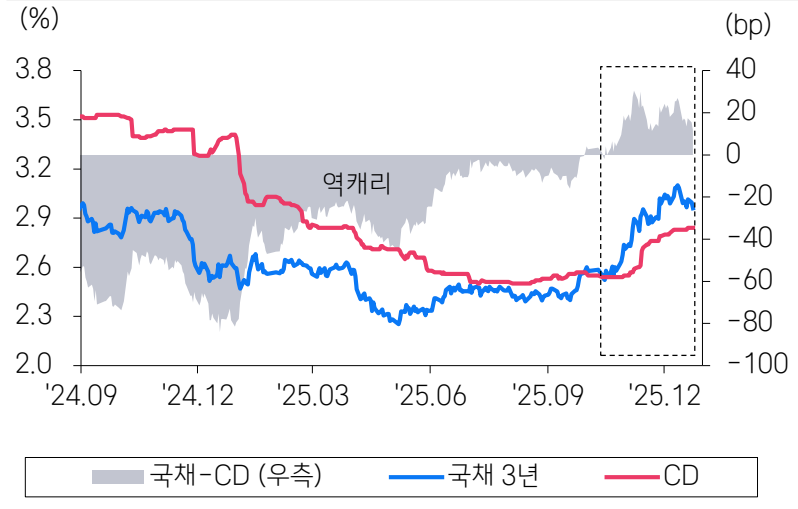
- ▶ 기준금리 인하 기대감 약화와 연말 MMF 등 단기자금 유출에 따른 환매 수요로 CD 등 단기자금 금리가 급격히 상승했음
- ▶ 그러나 연초가 되면서 연말 타이트한 단기자금 시장은 MMF 등 단기자금 재유입으로 CD금리는 다시 정상화되는 경향이 높음
- ▶ 연초 단기금리가 하락하면서 국채 3년물 금리는 하락 할 수 있는 여지가 높아, 국채 금리의 하락에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망

연말 단기 금리인 CD금리 급등 후 연초 급락세로 전환



참고: 기준금리 및 CD 3개월 금리 추이
자료: Infomax

역캐리가 해소된 상황에서 연초 CD금리와 국채 3년 금리가 동반 하락할 전망



참고: CD 3개월 금리와 국채 3년 금리 추이
자료: Infomax

연초 CP 금리 하락이 크레딧 스프레드 축소에 기여할 전망

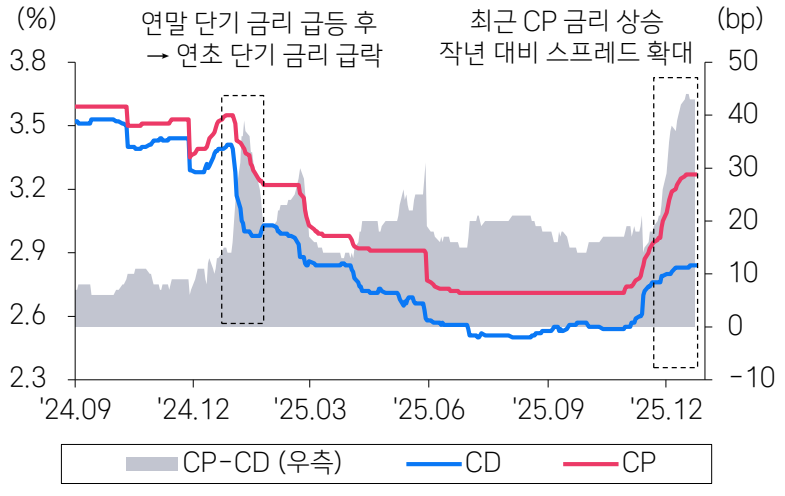
연초 CD 금리 하락과 동반해서 CP 금리도 하락하면서, 기업의 단기 조달 금리인 CP 금리 하락은 회사채 금리 하락에 양향을 미칠 전망

▶ 연초 CD 금리 하락과 동반해서 CP 금리도 하락하면서 단기자금 시장의 크레딧 스프레드인 CP-CD 금리 스프레드도 정상화될 전망

▶ 기업의 단기 자금 조달 금리인 CP 금리 하락은 장기 조달 금리인 회사채 금리 하락에 긍정적 영향을 미치면서 회사채 금리 하락에 기여

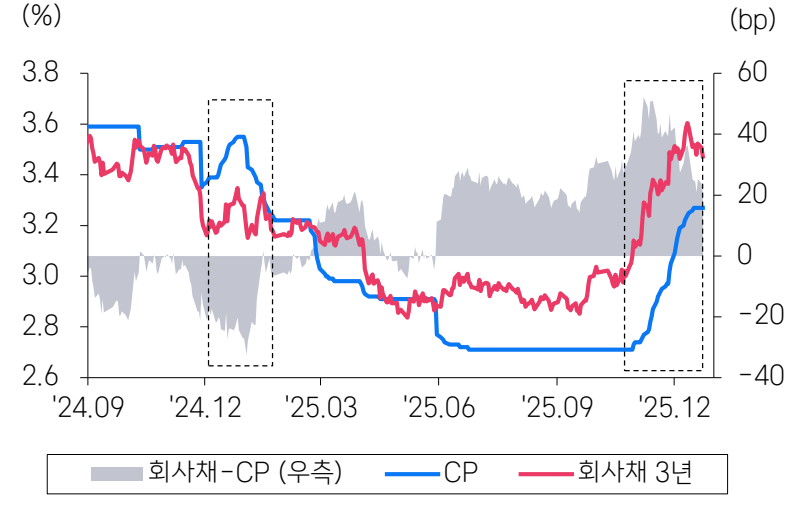
▶ 연말 타이트한 단기자금 시장의 금리 하락이 연초 정상화되면서, 국채 및 회사채 금리 하락과 크레딧 스프레드 축소에 기여할 전망

연초 CD금리 및 CP금리도 하락하면서, CP-CD 스프레드도 정상화될 전망



참고: CD 3개월 금리와 CP(A1등급, 3개월) 금리 추이, 단기 크레딧 스프레드(CP-CD금리 차이)
자료: Infomax

기업의 단기 조달 금리인 CP 금리 하락은 회사채 금리도 낮아지는데 기여



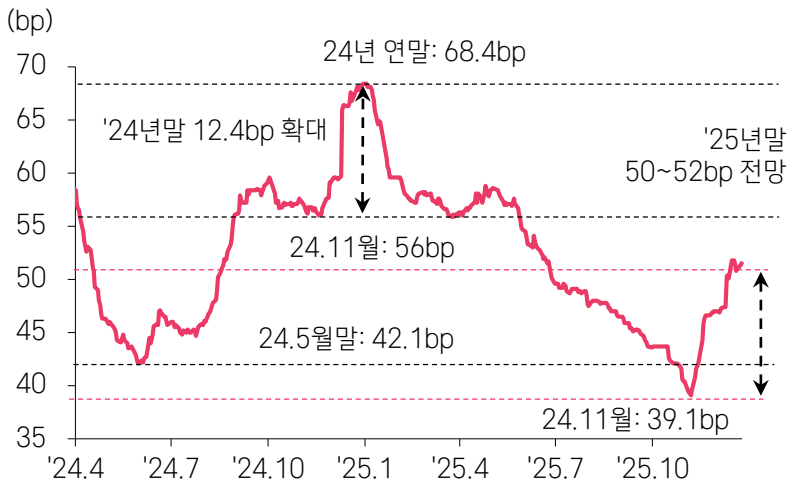
참고: CP(A1등급, 3개월) 금리 및 회사채(AA-등급, 3년물) 금리 추이
자료: Infomax

연말효과로 인해 크레딧 스프레드가 충분히 확대되면서 연초효과를 기대

연말 충분히 확대된 크레딧 스프레드로 인해 가격 메리트를 회복하면서, 연초 크레딧 스프레드 축소가 나타날 가능성은 높음

- ▶ '25년말 크레딧 스프레드 레벨은 약 50~52bp 수준으로 11월 저점 대비 11~13bp 확대된 수준으로 '24년말과 비슷한 확대 폭 전망
- ▶ 예상되는 연말 크레딧 스프레드 레벨은 적정 수준(40~45bp)보다는 높은 레벨로 저점 대비 10bp 이상 확대되면서 가격 메리트 부각
- ▶ 연말 충분히 확대된 크레딧 스프레드로 인해 회사채 가격 메리트를 회복하면서, 연초 크레딧 스프레드 축소가 나타날 가능성은 높음

'25년말 크레딧 스프레드 확대 폭은 '24년말과 비슷한 수준으로 전망



참고: 크레딧 스프레드(회사채 AA-등급, 3년물)
자료: Infomax

'25년말 크레딧 스프레드는 50~52bp 수준으로 가격 메리트를 회복할 전망

참고: 크레딧 스프레드(회사채 AA-등급, 3년물)
자료: Infomax

높은 금리 레벨로 인해 1월 회사채 발행은 시장 예상보다는 크지 않을 전망

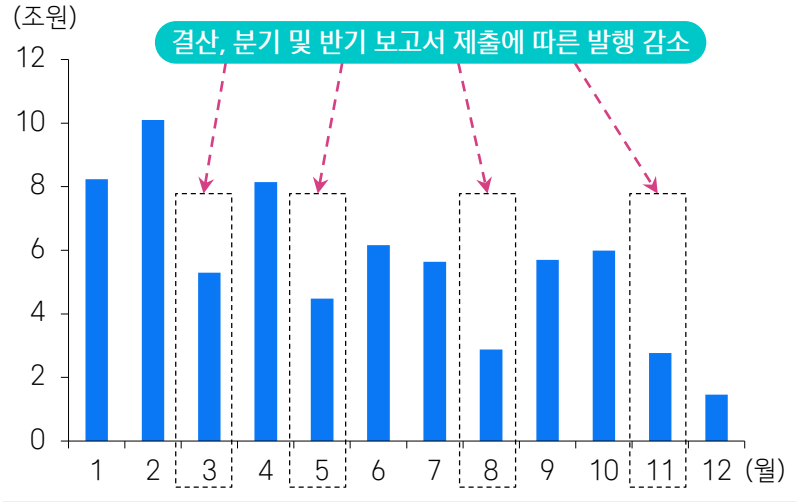
연말 높은 금리 레벨로 인해 1월 회사채 발행은 시장 예상보다 감소할 전망 → 1월 발행이 2월 및 4월로 이연될 전망

▶ 과거 1월 연초에 발행 러쉬로 인해 연초 발행이 크게 증가했으나, 올해는 높은 금리 레벨로 인해 1월 발행이 2월 및 4월로 이연될 전망

▶ 기준금리 인하 기대감이 약화되고, 연말 채권자금 유출과 북클로징에 따른 매수세와 거래량 감소로 채권 금리가 오버슈팅 됐다는 평가

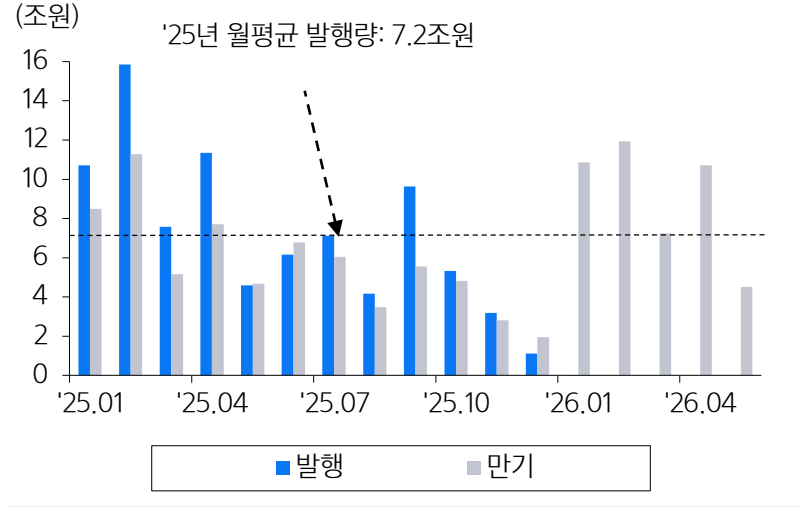
▶ 연말 급등한 금리 레벨이 연초 매수세로 하락 전환될 전망으로 발행 기업은 금리가 정상화된 이후 회사채 발행을 시작할 것으로 전망

회사채 발행은 주로 1~2월 및 4월에 발행이 집중됨



참고: 2019~2025년까지 월별 회사채 평균 발행 금액
자료: Infomax

'26년 1월 회사채 순발행 규모가 크지 않을 전망 → 2월 및 4월로 발행 이연



참고: 월별 일반 회사채 발행 및 만기
자료: Infomax

급격한 여전채 스프레드 약세 이후 여전채 가격 메리트 회복으로 다시 강세 전환

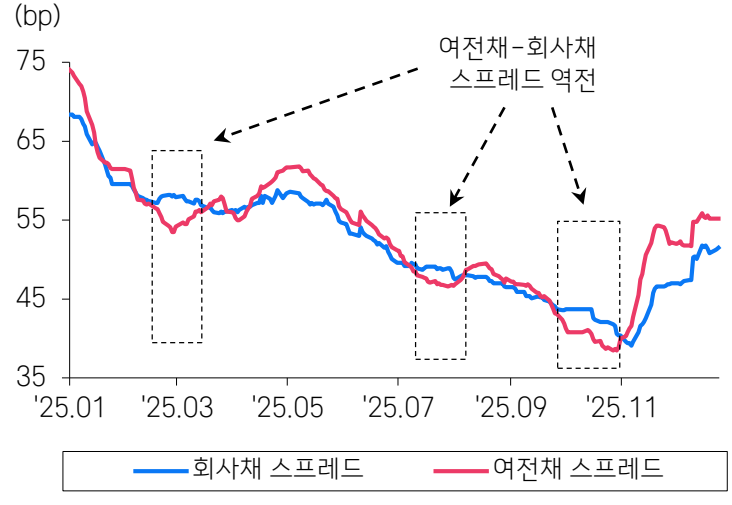
10월말 급격한 약세를 보이면서 여전채-회사채 스프레드가 확대된 이후 가격 메리트 회복으로 여전채의 강세 전환

▶ 여전채는 회사채 대비 비교적 발행 주기가 매월로 빈번하고 발행 물량이 많아, 시장의 투자 심리를 빠르게 반영하는 특징이 있음

▶ 10월 여전채의 약세가 시작된 이후 11월부터 크레딧 스프레드 확대가 시작됐으며, 최근 여전채 스프레드 확대가 일단락되고 있음

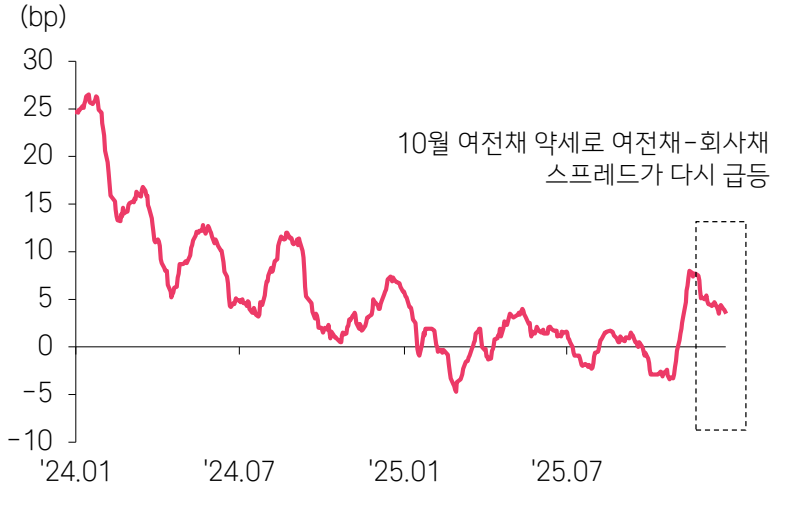
▶ 여전채의 가격 메리트 회복으로 회사채 대비 강세가 이어지고 있으며, 연초 우호적인 수급 여건을 여전채가 선제적으로 반영하고 있음

11월 이후 여전채-회사채 스프레드 역전 해소되면서 여전채 가격 메리트 회복



참고: 여전채 및 회사채 스프레드(AA-등급, 3년물 기준)
자료: Infomax

11월 하순 이후 여전채의 가격 메리트 회복으로 다시 여전채 강세로 전환



참고: 여전채-회사채 스프레드(AA-등급, 3년물 기준)
자료: Infomax, 삼성증권

여전채-RP 금리 차 확대로 레포펀드의 여전채 매수세가 지속될 전망

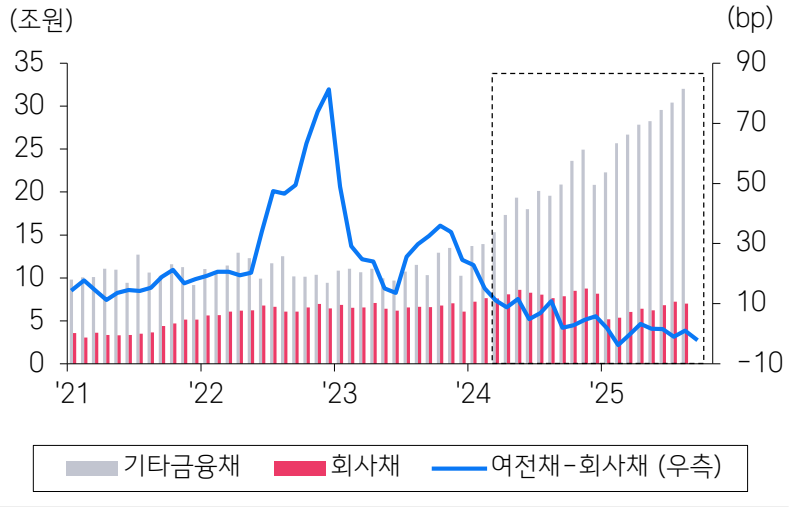
레포펀드의 운용 수익과 조달 코스트의 차이인 여전채-RP금리 차 확대로 레포펀드의 설정과 여전채 매수가 지속될 전망

▶ 기준금리 인하 기대감이 약화되면서 레포펀드의 설정과 여전채 매수세가 지속될지 여부에 대한 우려 사항이 컸음

▶ 그러나 최근 채권 금리의 빠른 상승과 여전채-RP금리 차가 확대되는 등 레포펀드의 설정에 우호적인 여건을 지속되고 있음

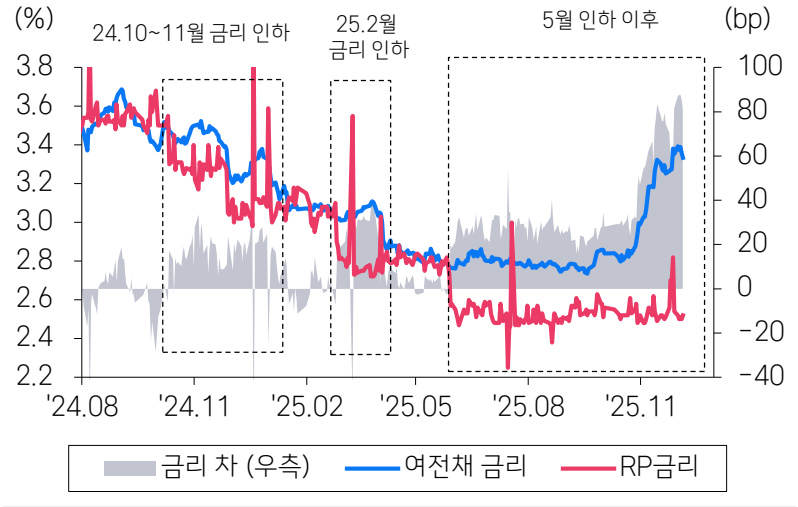
▶ 레포펀드의 운용수익과 조달 코스트의 차이인 여전채-RP 금리 차 확대로 레포펀드의 설정과 여전채 매수가 당분간은 지속될 전망

기관간 Repo 거래에서 여전채 잔액이 지속적으로 증가하면서 여전채 강세



참고: 여전채- 회사채 스프레드(AA-등급, 3년물 기준)
자료: 한국예탁결제원, Infomax

여전채-RP 금리 차 확대로 레포펀드의 설정과 여전채 매수가 지속될 전망



참고: 여전채 금리(AA-등급, 2년물), RP금리(종합)
자료: Infomax

1월 크레딧 스프레드 전망 요약

1월 크레딧 스프레드에 영향을 미치는 요인별 전망과 크레딧 스프레드 방향성

구분	요인	전망 요약	12월 영향도 (-3~+3)	1월 영향도 (-3~+3)
국채 금리	국채 금리 방향성	기준금리 인하 기대감 약화와 연말효과로 오버슈팅 금리 레벨이 연초효과로 하락 전환될 전망	-3	+2
	국채 금리 변동성	11~12월 금리 상승으로 변동성이 컸으나, 연초 점진적인 금리 하락세로 금리 변동성은 다소 둔화될 전망	-3	+1
수급	채권관련 자금 추이	연초 채권관련자금 재유입 및 북빌딩에 따른 매수 수요로 인해 연초 크레딧 스프레드 축소세가 나타날 전망	-3	+3
	회사채 발행 추이	1월 이후 회사채 발행이 재개되면서 발행이 증가할 전망이나, 높은 금리 레벨로 인해 연초 발행은 시장의 예상보다는 감소할 전망	+3	-1
	회사채 수요예측 경쟁률	연초 북빌딩에 따른 회사채 매수 수요는 지속될 전망이나, 시장의 예상보다 발행이 감소하면서 회사채 수요예측에서 높은 경쟁률을 보일 전망	-1	+3
펀더멘탈	신용등급 변동성	1월 회사채 신용등급 변동성은 크지 않아 투자 심리에 미치는 영향은 크지 않을 전망	-1	0
크레딧 스프레드 방향성		연말 높아진 회사채 금리 및 크레딧 스프레드 레벨로 인한 가격 메리트 회복으로 연초 채권 자금 재유입에 따른 매수 수요로 연초 크레딧 스프레드가 축소될 전망	**-8**	**+8**

참고: (-) 부정적인 영향으로 크레딧 스프레드 확대, (+) 긍정적인 영향으로 크레딧 스프레드 축소
자료: 삼성증권

PART 02

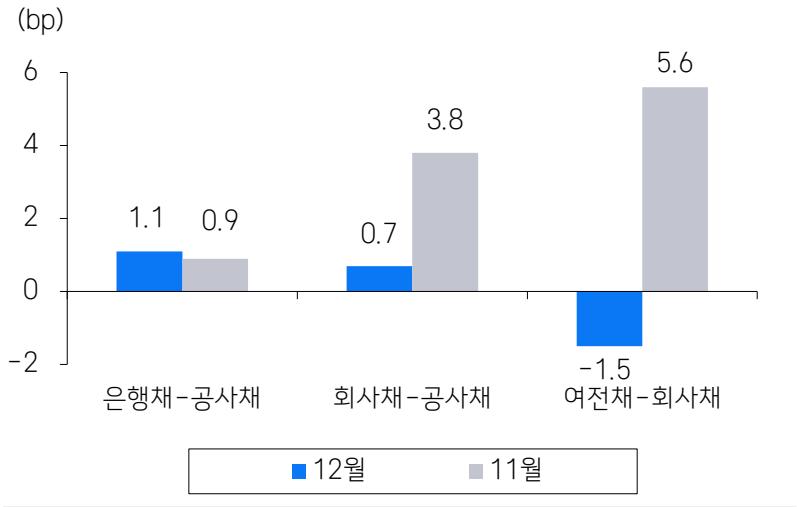
크레딧 채권 투자 전략

섹터별 스프레드 변화: 섹터별 스프레드 확대에서 축소로 전환 중

회사채-공사채 및 여전채-회사채 등 섹터별 스프레드가 확대에서 축소세로 전환됐으나, 연초 섹터별 스프레드 축소 흐름은 지속될 전망

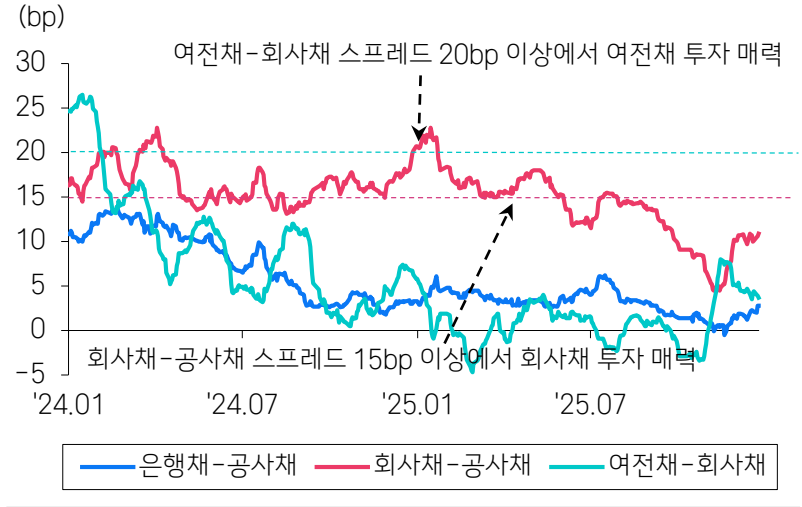
- ▶ 11월 이후 급격히 크레딧 스프레드 약세를 보이면서 섹터별 스프레드가 확대됐으나, 12월은 약세가 다소 둔화되고 있음
- ▶ 수급 상황에 민감한 여전채 섹터의 강세로 인해 여전채-회사채 스프레드가 강하게 축소하는 흐름을 보임
- ▶ 연초 전반적인 크레딧 스프레드 강세 기조 속에서 섹터별 스프레드도 축소세가 나타날 전망으로 여전채-회사채 스프레드 축소에 주목

월간 섹터별 스프레드 변화: 여전채-회사채 스프레드 확대



참고: 3년물 기준, 공사채/은행채/회사채(AAA), 여전채-회사채(AA-)
자료: Infomax

섹터별 스프레드 축소 흐름 속에서 여전채-회사채 스프레드 확대



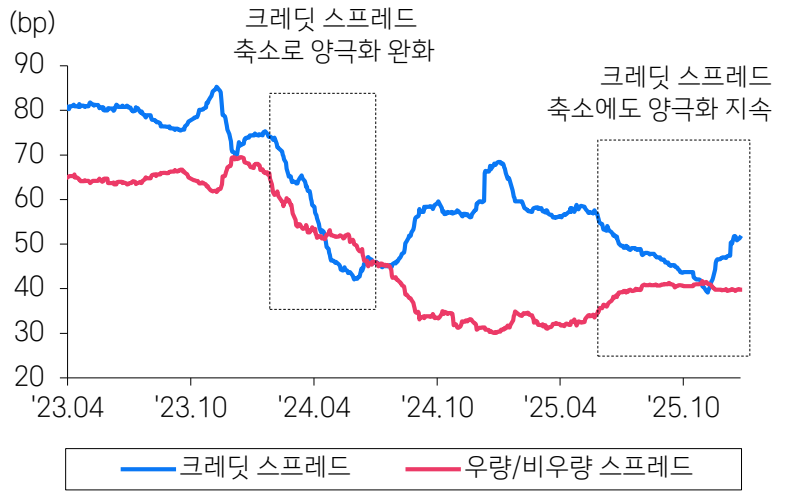
참고: 3년물 기준, 공사채/은행채/회사채(AAA등급), 여전채-회사채(AA-등급)
자료: Infomax

등급간 스프레드: 유동성이 좋은 우량 등급 위주로 강세로 시작될 전망

연초 크레딧 강세의 효과는 유동성이 좋은 우량 등급 위주로 반영될 전망으로 상대적으로 비우량 등급의 약세로 양극화는 심화될 전망

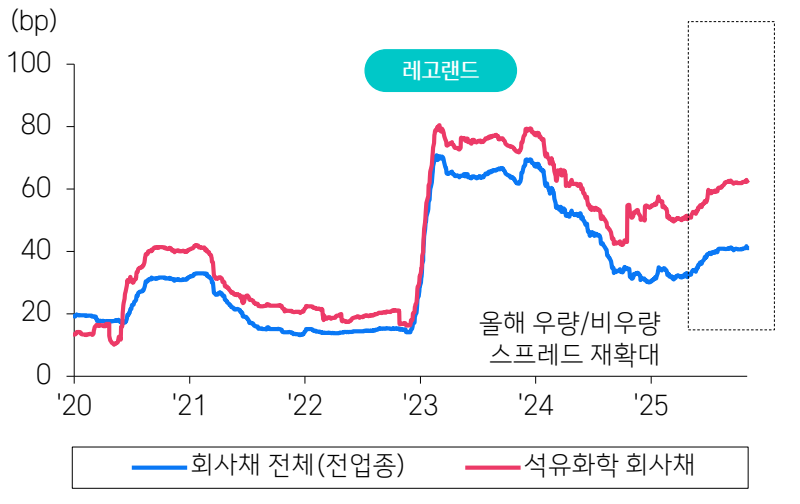
- 최근 크레딧 스프레드 확대가 연말 수급 요인이 주요한 원인으로, 우량/비우량 스프레드는 큰 변화를 보이고 있지 않음
- 연초 크레딧 강세도 수급 요인으로 인한 강세로 우량/비우량 스프레드가 큰 변화를 보이지 않을 전망이나, 크레딧 스프레드 강세가 주로 유동성이 좋은 우량 등급 위주로 나타날 전망으로 상대적으로 비우량 등급의 약세로 양극화는 다소 심화될 전망

크레딧 스프레드 약세에도 우량/비우량 스프레드는 큰 변화가 없음



참고: 우량/비우량등급 간 스프레드(회사채 A+등급-AA-등급 스프레드)
자료: Infomax

석유화학 기업의 양극화 심화가 지속되고 있다는 점은 약점으로 작용할 전망



참고: 석유화학 주요 기업 회사채 3년물 A등급-AA등급 금리 차이(등급별 평균)
자료: Infomax

Compliance Notice

- 본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확히 반영되었습니다.

MEMO

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA