Global 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 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com

2026년 2월 5일 | Global Asset Research

해외크레딧

KP: 2월, 1월의 강세 발행이 남긴 과제

1월: 우려를 불식시킨 투자 수요

2026년 1월 KP(Korean Paper) 발행시장의 최대 관전 포인트는 약 90억 달러에 달한 대규모 만기 물량의 소화 여부였다. 1월 한 달간 총 발행 규모는 약 112억 달러를 기록, 5년 연속 1월 순발행 흐름을 이어갔다. 결과적으로 시장은 연초 계절적 수요에 힘입어 공급 물량을 무리 없이 흡수하며 발행사 우위의 장세를 연출했다. 주요 북빌딩 결과를 보면, 수요 강도는 특정 섹터나 트랜치에 국한되지 않고 전방위적으로 나타났다. 대표적으로 포스코 북빌딩 건을 꼽아볼 수 있다. 고정금리부채권(FXD) 10년물 3억 달러 모집에서 약 11.3배수의 수요를 확보했으며, 5년물(4억 달러) 역시 8.0배의 경쟁률을 기록했다. 이는 우호적이지 않은 글로벌 업황과 주문 거품 가능성을 감안하더라도 1월 대기 자금 유입이 강했던 것으로 해석된다.

발행시장 호조가 유통시장으로 전이되면서 국책은행/공기업 및 민간기업 스프레드 모두 1월 중 뚜렷한 하향 안정화 흐름을 보였다. 절대금리 측면에서도 4%대의 고정 수익을 확보하려는 실수요가 유통시장의 하단을 견고히 지지한 것으로 분석된다. 다만, 밸류에이션 관점에서는 경계가 필요하다. 민간기업 KP물과 미국 투자등급(IG) 크레딧 스프레드 간 동조 및 수렴 흐름이 강화되면서 일드 픽업 메리트가 희석되고 있다. 이러한 흐름은 한국물 펀더멘털에 대한 긍정적 재평가로 해석할 수 있겠으나, 추가적인 스프레드 축소 여력은 제한적일 것으로 판단된다.

2월: 공급 감소와 가격 부담의 딜레마

2월 시장의 핵심은 공급 공백이다. 2월 만기 도래 물량은 1월 대비 급감한 37억 달러 규모이다. 연휴와 1월 선제적 조달, 과거 패턴(1월 多→2월 少) 등을 감안하면 신규 발행은 제한적일 가능성이 높다. 이 경우 1월에 물량을 확보하지 못한 대기 수요가 유통시장으로 유입되며 스프레드 확대 압력을 억제하는 우호적 요인으로 작용할 수 있다.

수급 우위와 밸류에이션 부담이 공존하는 2월에는 롤다운과 캐리 중심의 접근이 합리적이다. 미국 국채 금리 스티프닝 압력을 고려해 장기물보다는 3~5년물에 집중할 필요가 있다. 해당 구간은 커브 기울기가 가팔라지면서 상대적으로 롤다운 효과를 기대할 수 있으며 캐리 최적화에 유리하다. 또한 시중은행 선순위채 스프레드가 저점권에 근접한 상황에서 후순위채를 선별적으로 활용하는 것이 유효할 수 있다. 선순위채와 후순위채 간 스프레드 갭이 과거 대비 축소되기는 했으나, 펀더멘털을 고려할 때 듀레이션 확대 없이 절대 수익률을 제고할 수 있는 합리적 선택지가 될 것으로 판단한다.

1월: 우려를 불식시킨 투자 수요

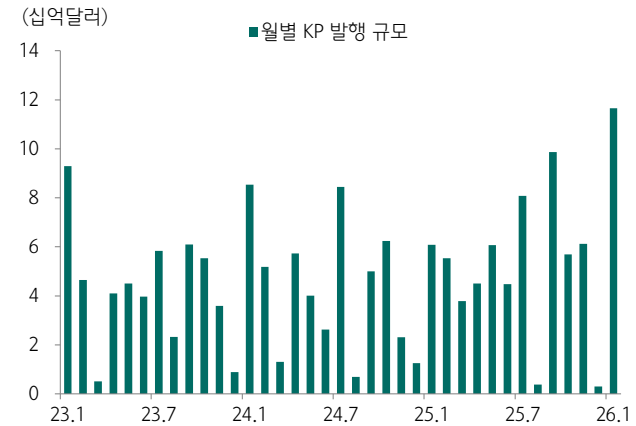
연초 자금 유입을 바탕으로 대규모 만기 물량 소화

2026년 1월 KP(Korean Paper) 발행시장의 최대 관전 포인트는 약 90억 달러에 달한 대규모 만기 물량의 소화 여부였다. 1월 한 달간 총 발행 규모는 약 112억 달러를 기록, 전년 동기 대비 약 85% 증가하며 5년 연속 1월 순발행 흐름을 이어갔다. 결과적으로 시장은 연초 계절적 수요에 힘입어 공급 물량을 무리 없이 흡수하며 발행사 우위의 장세를 연출했다.

주요 북빌딩 결과를 보면, 통상적인 연초 효과를 감안하더라도 이번 1월의 수요는 이례적으로 강했다. 특히, 투자자들의 수요 강도는 특정 섹터나 트랜치에 국한되지 않고 전방위적으로 나타났다. 대표적으로 포스코(Baa1/A-) 북빌딩(1/13) 건을 꼽아볼 수 있다. 고정금리부채권(FXD) 10년물 3억 달러 모집에서 약 11.3배수(주문액 약 34억 달러)의 유효 수요를 확보했으며, 5년물(4억 달러) 역시 8.0배의 경쟁률을 기록했다. 이외, 국책은행인 한국수출입은행의 3년 변동금리부채권(FRN) 또한 금리 변동 리스크에 따른 실수요를 노려 6.2배수의 주문을 확보했다. 이는 우호적이지 않은 글로벌 업황과 주문 거품 가능성을 감안하더라도, 주문 강도와 가이던스 축소 폭을 보면 1월 대기 자금 유입이 강했던 것으로 해석된다.

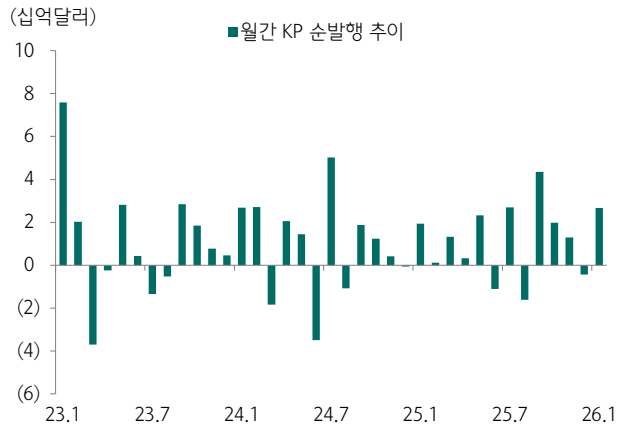
이러한 풍부한 수요는 조달 비용 절감으로 이어졌다. 현대캐피탈아메리카는 3년 FXD를 최초제시금리 대비 32bp 낮은 73bp에 발행했으며, 한국주택금융공사의 5년 소셜본드는 최초제시금리 대비 27bp 축소된 36bp에 마감되었다. 대부분의 발행 건에서 가이던스 대비 25~40bp 수준의 가산금리 축소가 이어진 점은 1월 발행시장의 수급이 타이트했음을 방증한다.

도표 1. 월간 KP물 총발행 추이



주: (1) USD 이외 통화는 발행 당시 환율로 USD 환산. (2) 블룸버그 리그테이블 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 월간 KP물 순발행 추이



주: (1) USD 이외 통화는 발행 당시 환율로 USD 환산. (2) 블룸버그 리그테이블 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 2026년 1월 주요 KP물 (USD) 북빌딩 현황

발행자	북빌딩 일자	금액 ($mn)	트랜치	최초제시 금리	최종 금리	주문배수	신용등급 (Moody's/S&P/Fitch)
현대캐피탈 아메리카	1월 5일	900	3년 고정	T+105	T+73	4.1	A3/A-/A-
		350	3년 변동	-	SOFR+89	5.7	A3/A-/A-
		700	5년 고정	T+115	T+85	4.1	A3/A-/A-
		300	5년 변동	-	SOFR+107	5.0	A3/A-/A-
		500	7년 고정	T+125	T+92	5.0	A3/A-/A-
한국수출입은행	1월 6일	1,250 (Green)	3년 고정	T+50	T+23	3.3	Aa2/AA/AA-
		500	3년 변동	-	SOFR+40	6.2	Aa2/AA/AA-
		1,250	5년 고정	T+53	T+26	3.5	Aa2/AA/AA-
		500	10년 고정	T+57	T+30	5.8	Aa2/AA/AA-
한국주택금융공사	1월 8일	500 (Social)	3년 변동	SOFR+77	SOFR+49	5.8	Aa2/AA/-
		500 (Social)	5년 고정	T+63	T+36	6.0	Aa2/AA/-
SK 배터리아메리카 (국민은행 보증)	1월 12일	1,000 (Green)	3년 고정	T+100	T+72	3.5	Aa3/AA/-
포스코	1월 13일	400	5년 고정	T+115	T+75	8.0	Baa1/A-/-
		300	10년 고정	T+130	T+90	11.3	Baa1/A-/-
우리은행	1월 20일	300 (Sustainability)	3년 변동	SOFR+85	SOFR+48	6.0	A1/A+/A
		300 (Sustainability)	5년 고정	T+70	T+33	5.0	A1/A+/A
한국산업은행	1월 20일	1250	3년 고정	SOFR MS+41	SOFR MS+39	1.2	Aa2/AA/AA-
		1250	5년 고정	SOFR MS+52	SOFR MS+50	1.7	Aa2/AA/AA-
		500	5년 변동	-	SOFR+50	2.2	Aa2/AA/AA-
		DROP	10년	-	-	-	-

자료: Bloomberg, 하나증권

발행시장 호조의 유통시장 전이. 단, 낮아진 가격 메리트

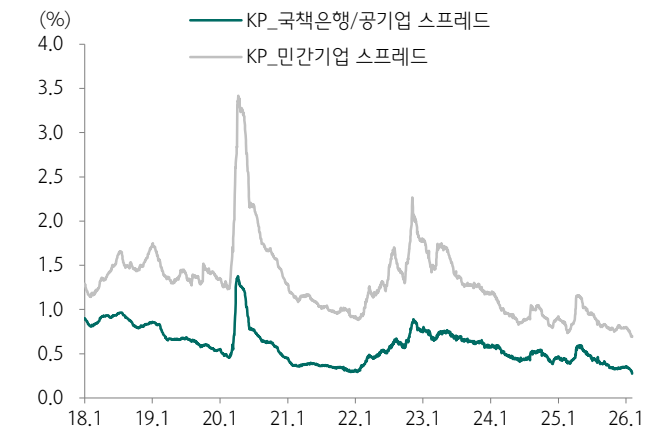
발행시장의 호조는 유통시장으로 전이되었다. KP 달러채 스프레드 추이를 살펴보면, 국책은행/공기업 및 민간기업 스프레드 모두 1월 중 뚜렷한 하향 안정화 흐름을 보였다. 특히 과거 위기 때마다 급격히 확대되었던 국책은행/공기업과 일반기업 간의 스프레드 격차가 안정적으로 유지되고 있다는 점은 KP 크레딧 펀더멘털에 대한 시장의 신뢰가 과거 대비 개선되었음을 의미한다.

절대금리 측면에서도 매력도는 유효했다. 1월 말 기준 국책은행/공기업 KP는 4%대 초반, 민간기업물은 4% 중후반대의 금리 레벨을 유지하고 있다. 미국 국채 금리의 변동성에도 불구하고 4%대의 고정 수익을 확보하려는 실수요가 유통시장의 하단을 견고히 지지한 것으로 분석된다.

다만, 2월 전망에 앞서 현 시점의 KP물 밸류에이션을 냉정히 점검할 필요가 있다. 주요 지역별 달러채 스프레드 추이를 비교해 볼 경우, 현재 KP물이 가격 메리트 측면에서 중요한 분기점에 도달했음을 보여준다.

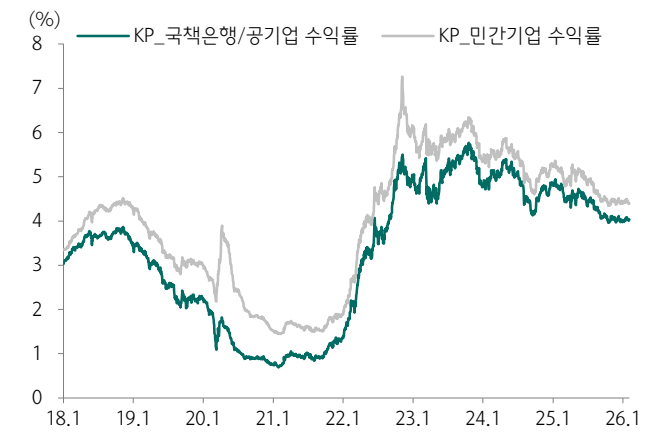
가장 주목할 점은 민간기업 KP물과 미국 투자등급(IG) 크레딧 스프레드의 축소 및 동조화 현상이다. 2025년 상반기까지만 해도 민간기업 KP물은 대내 정치 불확실성, 대외 지정학 리스크 등을 반영하여 미국 IG 대비 일정 수준의 프리미엄이 가산되어 거래되었으나, 현재 두 지표는 거의 유사한 레벨에서 등락을 이어가는 흐름을 보이고 있다. 이러한 스프레드 축소는 한국물 펀더멘털에 대한 긍정적 재평가로 해석할 수 있겠으나, 투자자 입장에서는 가격 부담 요인이기도 하다. 글로벌 포트폴리오 관점에서 굳이 유동성이 더 풍부한 미국 우량 회사채 대신 한국물을 담을 유인, 즉 일드 픽업(Yield pickup) 메리트가 희석되었기 때문이다. 따라서 펀더멘털 개선을 감안하더라도, 과거 대비 싸지 않다는 인식이 확산될 경우 추가적인 스프레드 축소 여력은 제한적일 것으로 판단된다.

도표 4. KP 크레딧 스프레드 추이



주: 달러 표시 채권 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. KP 수익률 추이

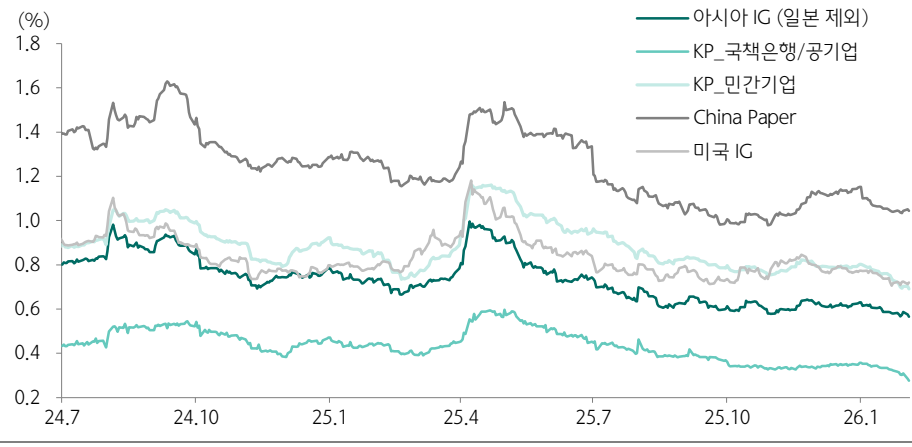


주: 달러 표시 채권 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 국책은행/공기업 섹터와 민간기업 섹터 간 스프레드 갭 추이

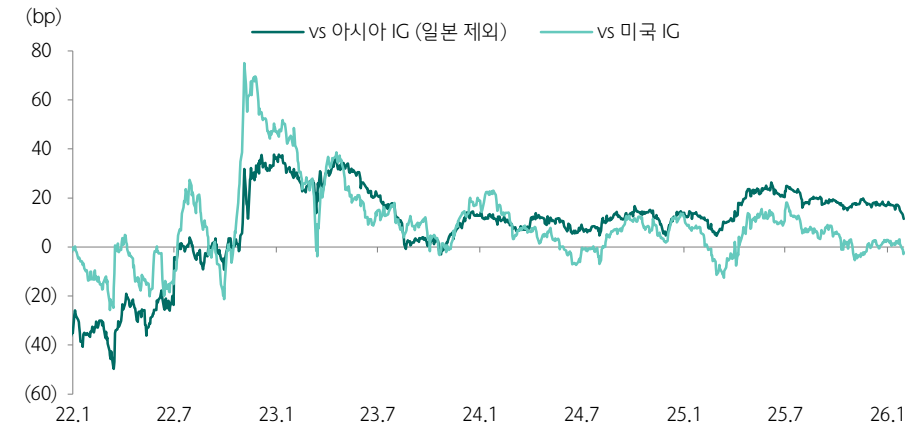
주: 달러 표시 채권 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. 주요 지역별 달러채 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 민간기업 KP USD vs. 아시아 IG USD (일본 제외), 미국 IG 스프레드 갭 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

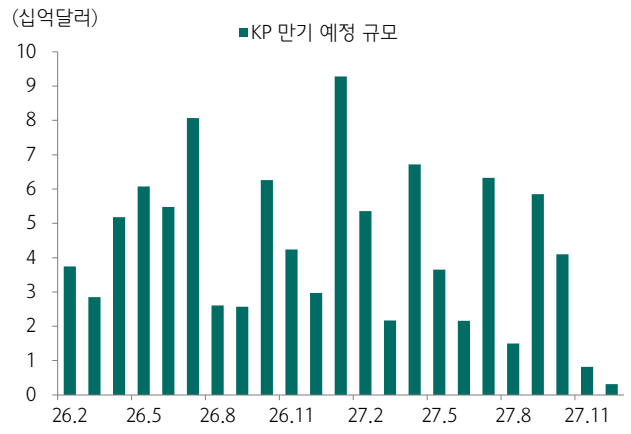
2월: 공급 공백과 가격 부담의 딜레마

줄어드는 공급과 기술적 기회

2월 KP 시장의 핵심 키워드는 계절적 공급 공백이다. 만기 도래 규모를 보면, 1월의 대규모 만기 도래 이후 2월 만기 물량은 약 37억 달러 규모로 1월 대비 절반 이하 수준으로 급감한다. 설 연휴로 인한 국내 영업일 축소와 1월의 선제적 조달 완료까지 감안하면 신규 발행 물량은 더욱 제한적일 가능성이 높다. 이는 지난 10년간의 연초 발행 패턴에서도 확인되는 바이다. 매년 예외 없이 1월의 대규모 발행 후 2월에는 발행량이 급감하는 현상이 반복되었다. 특히 올해 1월 발행 규모가 역대 최대 수준을 경신한 만큼, 2월의 기저효과는 더욱 두드러질 것으로 전망한다.

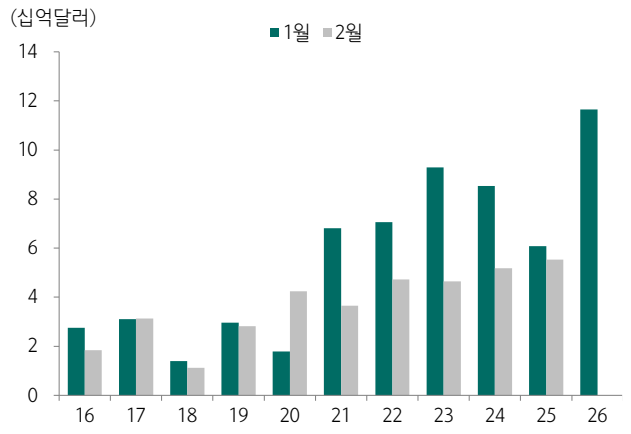
통상적으로 발행 물량이 줄어드는 구간에서는 희소성이 부각된다. 1월 발행시장에서 목표 물량을 충분히 확보하지 못한 대기 수요가 유통시장으로 유입될 가능성이 있으며, 이는 수급 측면에서 스프레드 확대 압력을 억제하는 우호적 요인으로 작용할 수 있다.

도표 9. 월간 KP물 만기 예정 규모



주: (1) USD 이외 통화는 발행 당시 환율로 USD 환산. (2) 블룸버그 리그테이블 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 10. 1~2월 KP물 발행 패턴 추이



주: (1) USD 이외 통화는 발행 당시 환율로 USD 환산. (2) 블룸버그 리그테이블 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 11. 2026년 2월 주요 만기 예정 KP 채권

발행자	만기일	금액 ($mn)	통화	신용등급 (Moody's/S&P/Fitch)	비고
현대캐피탈	2 월 8 일	600.0	USD	A3/A-/A-	그린본드
한국수출입은행	2 월 9 일	700.0	USD	Aa2/AA/AA-	-
한국주택금융공사	2 월 10 일	178.4	CHF	Aaa/AAA/-	커버드본드
한국토지주택공사	2 월 13 일	169.1	CHF	Aa2/-/-	-
KDB 산업은행 뉴욕지점	2 월 27 일	100.0	USD	Aa2/-/-	-

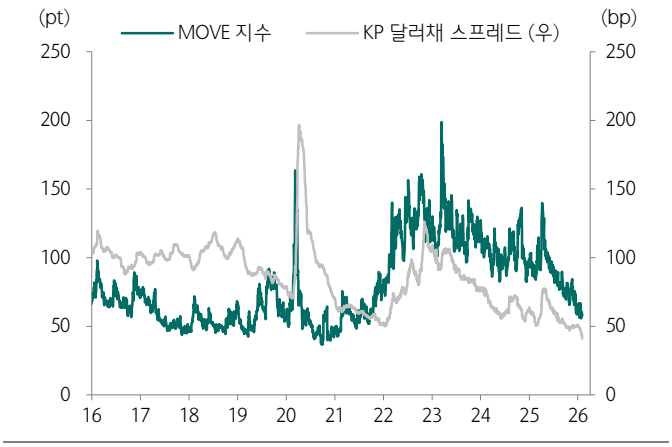
주: USD 이외 통화는 현재 환율로 USD 환산
자료: Bloomberg, 하나증권

변동성은 낮아졌으나, 금리 리스크는 잔존

현재 크레딧 시장 내부 여건은 안정적이나, 외부 변수인 매크로 환경은 여전히 경계가 필요하다. 채권시장 변동성 지표인 MOVE 지수와 미국 국채 금리 추이를 보면, 최근 MOVE 지수는 하향 안정화되며 채권 시장의 변동성 자체는 낮아진 것으로 보인다. 그러나 미국 국채 금리는 일본 국채 금리 급등, 재정 확대 우려, 견조한 경제지표 등 복합적인 요인 하에 중장기물 중심으로 상승했다. 물론 하나증권은 중장기적으로 올해 기준금리 인하 사이클이 유효할 것으로 예상하며, 최근의 금리 상승은 인하 시점 지연에 따른 일시적 반등으로 판단하고 있다.

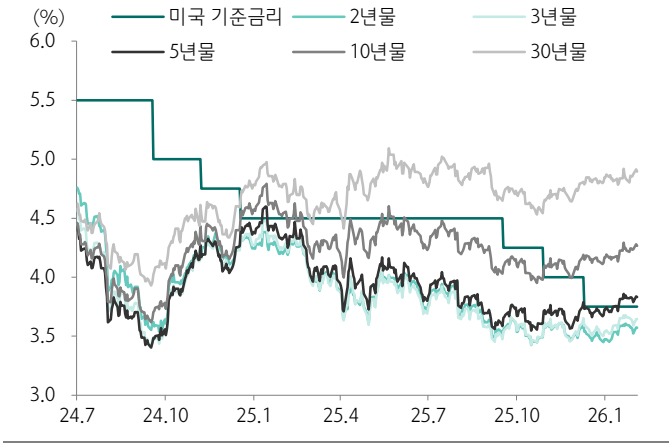
다만, 단기적으로 MOVE 지수의 하락이 곧, 리스크 해소를 의미하지는 않는다. 향후 발표될 미국 고용 지표가 호조를 이어가거나 차기 연준 의장 관련 불확실성이 높아진다면, 이는 벤치마크 금리의 상승 추세로 연결될 수 있다. 이 경우 밸류에이션 부담이 높은 크레딧물부터 차익 실현이 나타날 수 있다는 점을 전제로 접근하는 것이 안전할 것이다. 이를 바탕으로 하여 밸류에이션 부담이 높은 KP 시장 전반에 대한 노출보다는 ① 커브의 기울기와 ② 자본 구조를 활용한 수익률 방어 측면의 투자 전략이 유효할 것으로 전망한다.

도표 12. 하향 안정화 중인 채권시장 변동성 지수



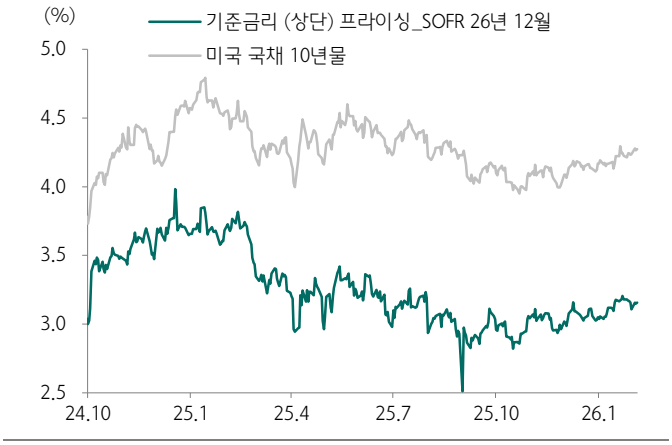
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 13. 중장기물 중심으로 상승한 미국 국채 금리 레벨



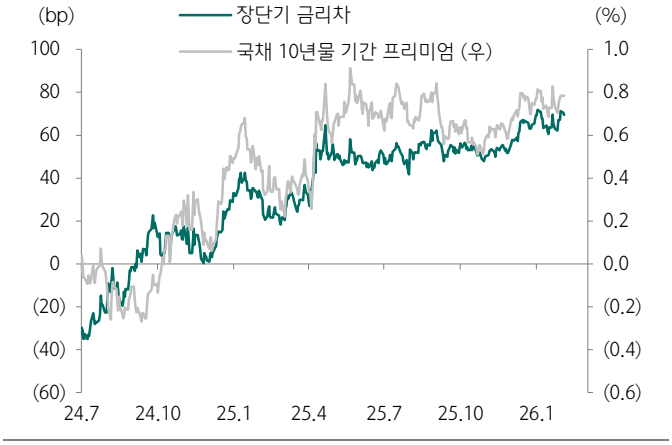
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 14. 미국 기준금리 기대와 동일한 흐름의 국채 금리



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 15. 미국 장단기 금리차(10년-2년) 확대 압력



자료: Bloomberg, 하나증권

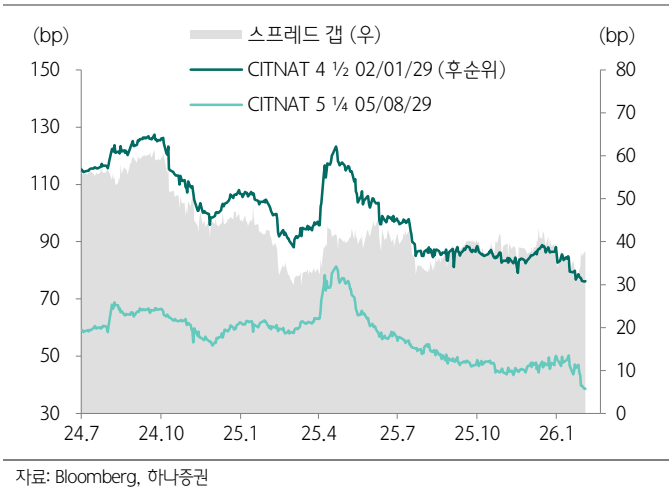
커브 기울기와 자본 구조에 주목

먼저, 현재 국채 금리 커브의 스티프닝 압력을 고려해 롤다운 효과를 누릴 수 있는 구간의 선별이 필요하다. 재정 확대 기조 우려 속에 기간 프리미엄이 확대되는 국면에서 장기채 투자는 손실 위험이 높아진다. 반면, 상대적으로 기울기가 가팔라진 3~5년 구간은 채권 보유 시 잔존 만기 감소에 따른 가격 상승 효과를 가장 크게 누릴 수 있는 구간이라 판단된다. 따라서 1월 대거 발행된 물량 중 유통 금리 하락이 상대적으로 더딘 종목, 혹은 잔존 만기 3~5년물을 선별하여 롤다운 차익과 캐리 수익을 동시에 추구하는 접근이 합리적이다.

두 번째로, 자본 구조 측면이다. 시중은행 KP물 중 선순위채권과 후순위채권의 스프레드 추이를 살펴보면, 국민은행(CITNAT), 신한은행(SHNHAN), 우리은행(WOORIB) 등 주요 시중은행의 선순위채권 스프레드는 40bp대 초반까지 하락하며 역사적 최저 레벨에 도달했다. 사실상 추가적인 스프레드 축소 여력이 제한적인 상태다.

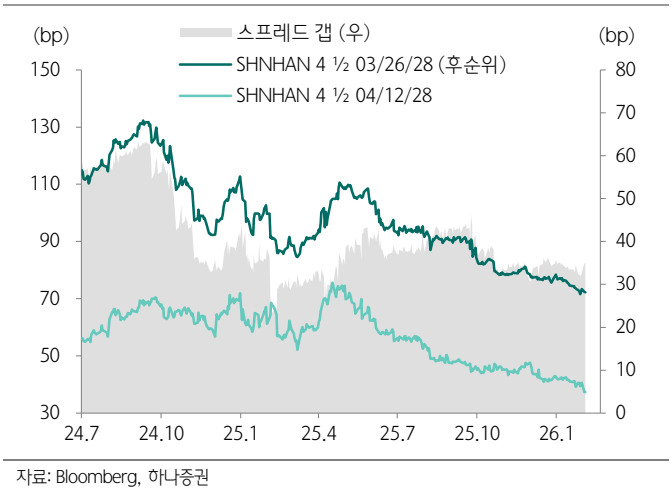
주목할 부분은 선순위채와 후순위채 간 스프레드 갭이다. 국민은행의 3년물 기준 갭은 약 38bp이며, 우리은행의 경우 그보다 타이트하게 갭이 형성되어 있다. 과거 평균 50~60bp 대비 이 격차가 급격히 축소된 것은 사실이나, 역설적으로 이는 견고한 펀더멘털에 대한 시장의 평가를 의미한다고 볼 수 있다. 선순위채의 가격 메리트가 소멸된 현 시점에서, 듀레이션 확대 없이 절대 수익률을 40b가량 제고할 수 있는 대안은 시중은행 후순위채가 가장 직관적인 대안 중 하나라는 판단이다. 국내 시중은행의 높은 자본 적정성을 고려할 때, 비록 좁아진 갭이라고 하더라도 시중은행 후순위채는 수익률 방어 측면에 부합하는 선택지가 될 것이다.

도표 16. 국민은행 선순위채 및 후순위채 스프레드 추이



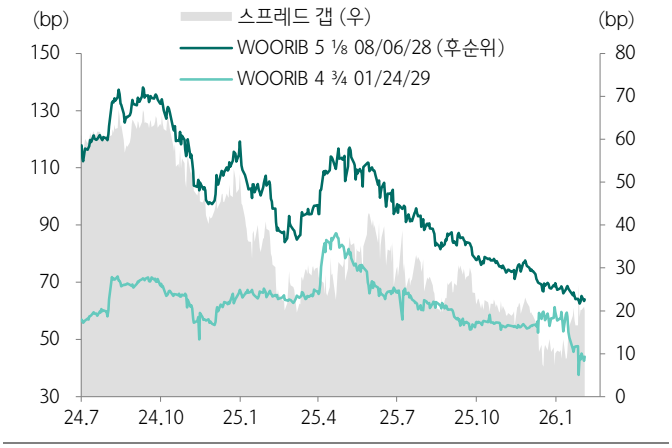
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 17. 신한은행 선순위채 및 후순위채 스프레드 추이



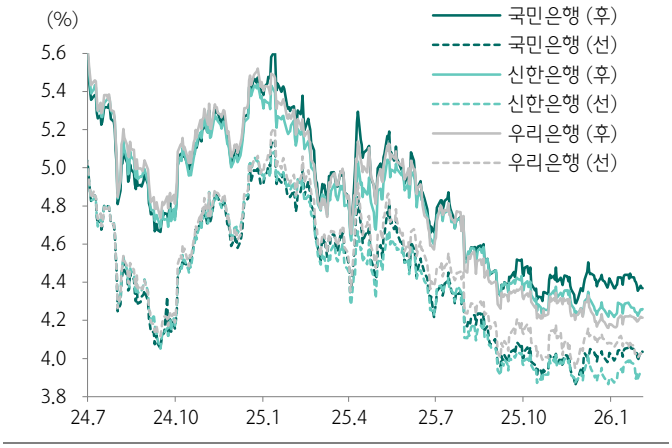
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 18. 우리은행 선순위채 및 후순위채 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 19. 주요 시중은행 KP물 절대금리 추이



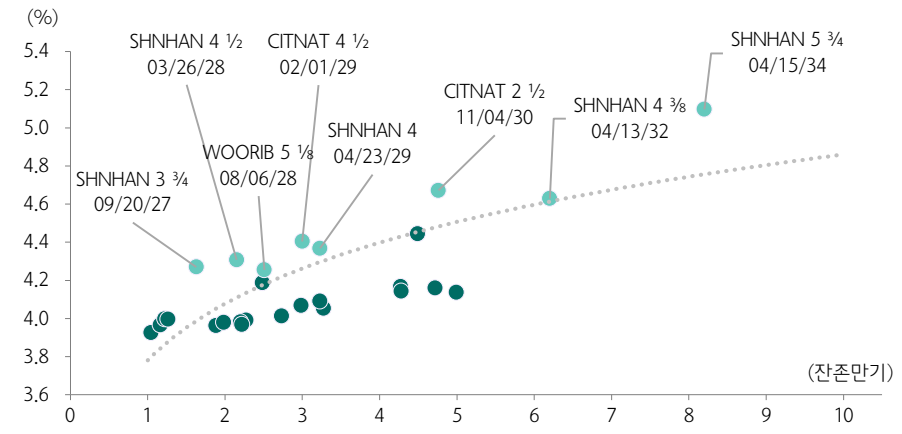
자료: Bloomberg, 하나증권

종합적으로 2월 KP 시장은 수급 우위(공급 감소)와 밸류에이션 부담(스프레드 축소 여력 제한)이 상충하는 국면이 될 전망이다. 1월의 강세 흐름이 2월까지 이어질 개연성은 있으나, 그 탄력은 둔화될 것으로 판단한다.

민간기업 KP 스프레드가 미국 IG와 유사한 레벨로 수렴한 상황에서 경기 민감 섹터 크레딧물에 대한 공격적인 비중 확대는 실익이 적을 수 있다. 상대적으로 밸류에이션 매력은 낮아 보일지라도, 유동성이 풍부하고 대외 변동성에 대한 방어력이 높은 국책은행/공기업 섹터나 상대적 금리 매력도를 고려해 시중은행 후순위채를 선별하는 것이 유리할 수 있다.

즉, 추가적인 자본 차익에 대한 눈높이를 다소 낮추되, 3~5년 구간을 통해 롤다운 효과를 노리면서도 안정적인 캐리 수익을 확보하는 것이 변동성 대응력을 높이는 합리적 선택이 될 전망이다.

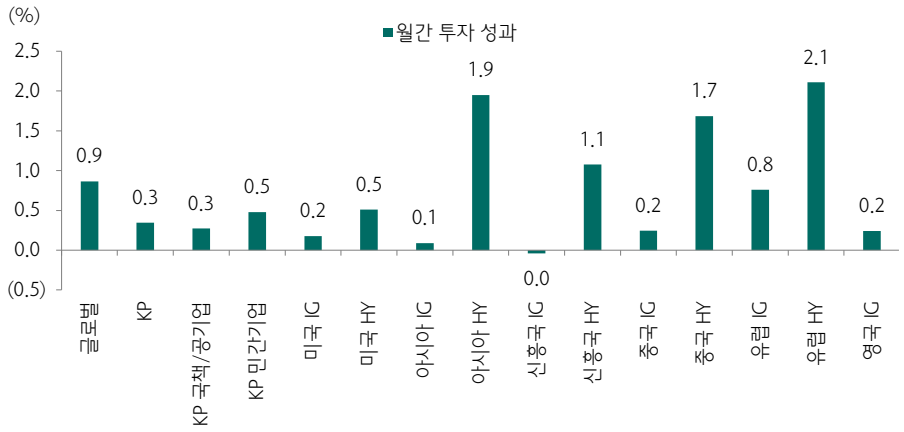
도표 20. 시중은행 달러 표시 KP물의 수익률 분포



주: 연한 녹색 점은 후순위채를 의미
자료: Bloomberg, 하나증권

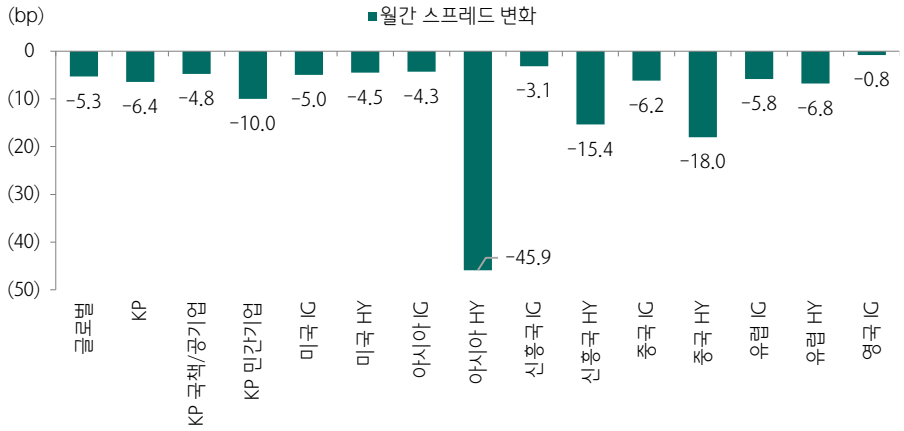
Appendix.

도표 21. 1월 주요 권역별 회사채 성과



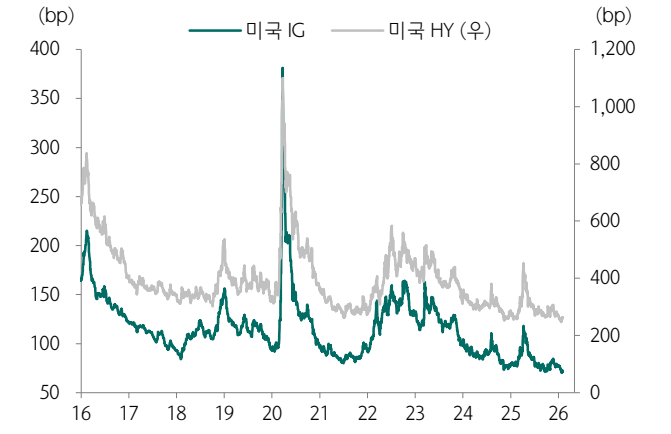
주: (1) Total Return 인덱스 기준. (2) KP, 아시아, 신흥국, 중국은 달러 표시 채권
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 22. 1월 주요 권역별 크레딧 스프레드 변화



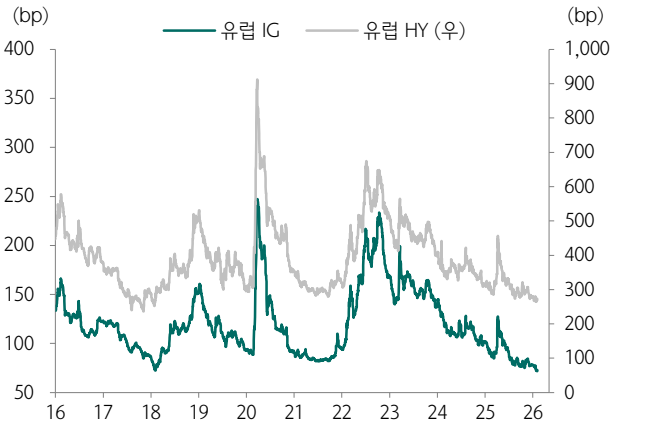
주: (1) Total Return 인덱스 기준. (2) KP, 아시아, 신흥국, 중국은 달러 표시 채권
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 23. 미국 크레딧 스프레드 추이



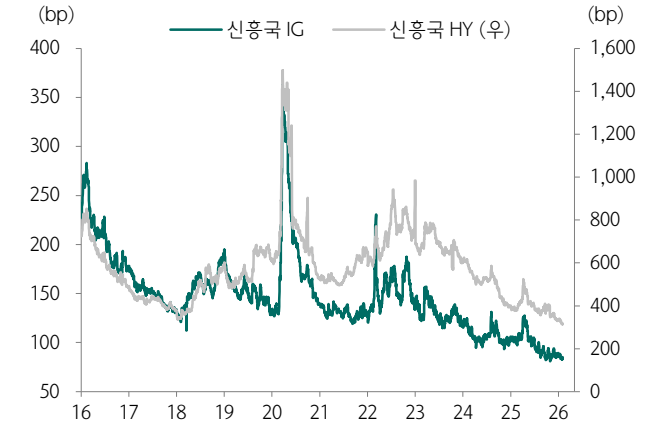
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 24. 유럽 크레딧 스프레드 추이



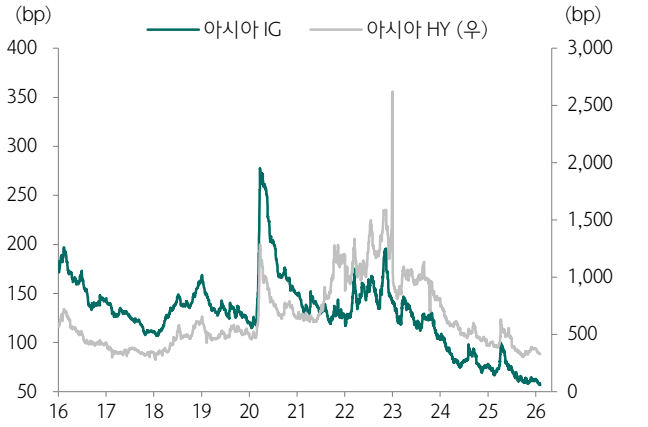
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 25. 신흥국 USD 크레딧 스프레드 추이



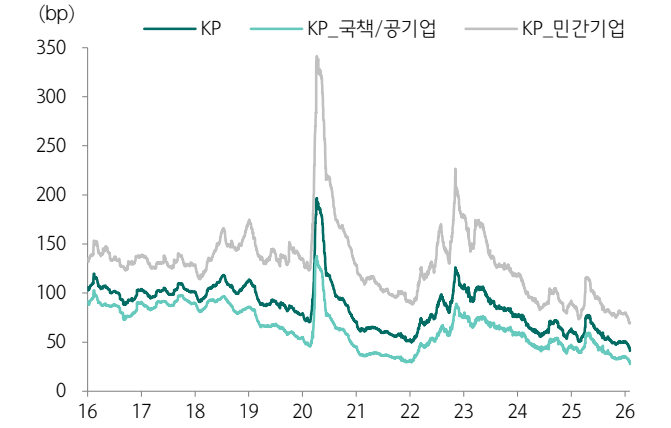
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 26. 아시아 USD 크레딧 (일본 제외) 스프레드 추이



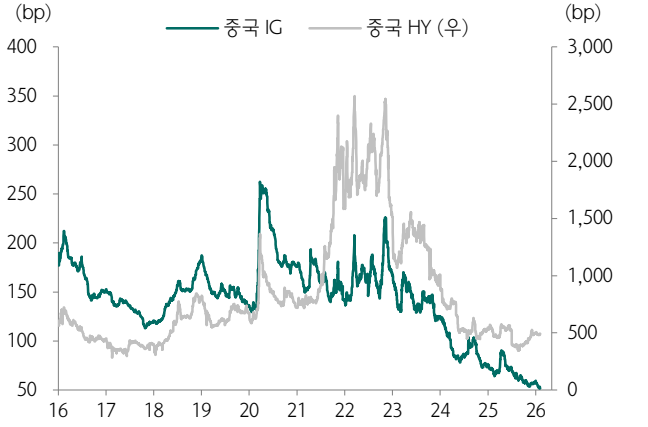
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 27. KP USD 크레딧 스프레드 추이



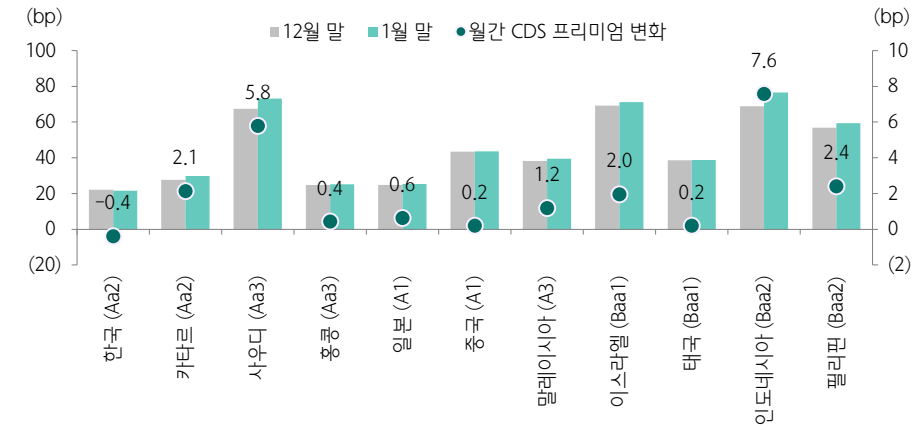
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 28. 중국 USD 크레딧 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 29. 1월 아시아 국가별 5년 CDS 프리미엄 변화



주: 괄호는 Moody's 국가신용등급을 의미
자료: 인포맥스, 하나증권