Hanwha Research

Issue Report

| 2026년 2월 23일 |

Credit Issue

정부가 키우는 Niche Market

크레딧 한시화 | shhan1229@hanwha.com | 3772-7737

한화투자증권

Contents

I. 핵심요약 03

II. 정부 주도 성장 04

1. 정부의 역할 변화 04

2. 직접지출: 국민성장펀드와 공급망안정화기금 05

3. 민간 참여 독려: IMA 07

III. 정부보증채 관련 구축효과 점검 10

1. 정부보증채 발행 증가 10

2. 구축효과 발행 가능성 제한적 12

3. 투자주체별 수급 전망 15

IV. 발행어음과 IMA 19

1. 비우량등급 회사채 수혜 19

2. 구조적 수요 개선 전망 20

V. 투자전략 24

I. 핵심요약

크레딧 시장 Niche Market에 주목

2026년 전반적인 채권시장 환경은 비우호적일 전망이다. 다만, 정부가 키우는 'Niche Market'인 정부보증채와 비우량등급 회사채 시장은 큰 변화가 예상된다. 상대적으로 소외됐던 시장 중에서도 비우량등급 회사채 시장에 주목할 필요가 있다. 정부보증채는 정부 지출 증가로 발행 규모가 확대되는 반면, 비우량등급 회사채 시장은 제도 개선 영향을 받아 수요가 구조적으로 개선될 것으로 보이기 때문이다. 비우량등급 회사채 시장에 투자기회가 있다는 판단이다.

정부 주도 성장

성장을 뒤에서 지원해주던 것이 이전까지의 정부였다면, 이번 정부는 그들이 주도하는 성장을 추구한다. 정부 정책 기조 변화는 공사채와 비우량 회사채 시장에 상대적으로 더 큰 영향을 줄 것으로 예상한다. 크레딧 관점에서 주목할 부분은 국민성장펀드와 공급망안정화기금, 그리고 발행어음과 IMA다.

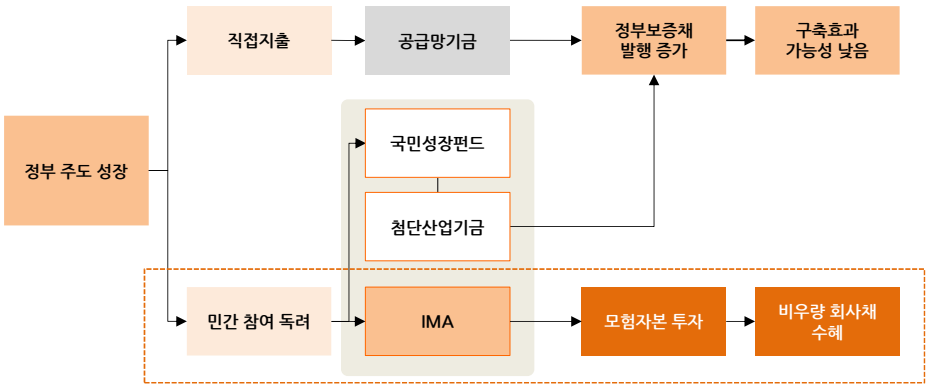
비우량등급 회사채 자금유입 본격화

발행어음과 IMA를 통한 비우량등급 회사채 시장 자금 유입은 올해부터 본격화되고, 해가 갈수록 유입 강도가 강해질 전망이다. 모험자본 의무 투자 비중이 단계적으로 확대되기 때문이다. 비우량등급 회사채 발행 잔액 대비 종투사들의 투자 가능 금액 비율은 올해 74.3%에서 2028년 140.7%로 확대될 예정이다.

정부보증채 구축효과 영향 제한적

일각에서는 정부보증채 발행에 따른 채권시장 구축효과를 우려한다. 그러나 부정적인 영향은 제한적일 전망이다. 전체 공공기관 채권 순발행량이 크게 증가할 가능성이 낮기 때문에 정부보증채 관련 충격은 크지 않을 것이다. 또한, 정부보증채와 공사채의 위험가중치가 동일한 만큼 해당 시장의 주요 투자자인 은행권 수요 역시 캐리 매력이 조금이나마 큰 공사채에 집중될 것으로 예상된다.

[그림1] 크레딧 Niche Market 성장



자료: 한화투자증권 리서치센터

Ⅱ. 정부 주도 성장

1. 정부의 역할 변화

정부가 성장을 주도

정부가 전면에 나섰다. 산업과 경제 성장을 뒤에서 지원해주던 것이 이전까지의 정부였다면, 이번 정부는 그들이 주도하는 성장을 추구한다. 성장 산업에 대한 적극적인 재정 지출과 투자 확대를 추진하고 있다. 이를 위한 제도적 기반을 마련하고 있으며, 민간의 적극적인 참여도 독려한다.

적극적인 투자와 민간자본 참여 독려

현재 정부 정책의 프레임은 크게 적극적인 투자와, 민간자본 유치를 위한 제도 정비로 구분해 볼 수 있다. 투자는 국민성장펀드, 제도 정비는 발행어음과 IMA(종합투자계좌, Investment Management Account)가 대표적인 예다. IMA는 증권사가 고객에게 예탁받은 자금을 기업금융 자산에 투자하고 그 수익을 고객에게 지급하는 계좌다.

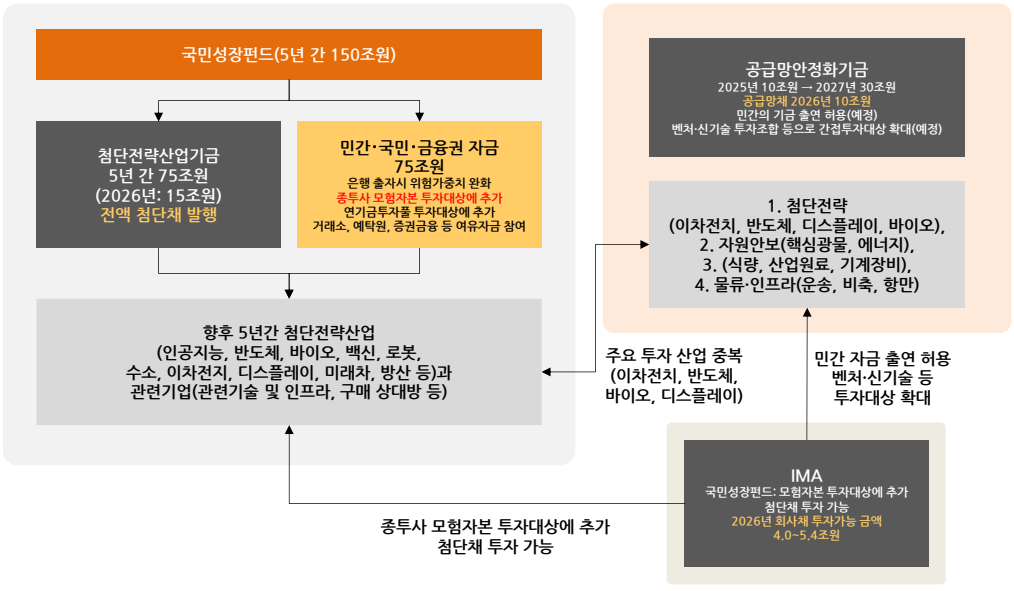
지출 확대 불가피

정부가 성장을 주도할 때는 지출 확대가 필요하다. 지출 확대는 대체로 채권시장에 부정적이지만, 그 영향의 정도와 시장에 미치는 각각의 영향을 선별하는 것이 중요하다.

공사채와 비우량등급 회사채에 영향 클 것

정부 정책의 기조 변화는 공사채 및 비우량등급 회사채 시장에 상대적으로 더 큰 영향을 줄 것으로 예상한다. 크레딧 투자자 관점에서 주목할 부분은 국민성장펀드(첨단전략산업기금)와 공급망안정화기금, 그리고 발행어음과 IMA다. 두 기금은 공사채 시장에, 발행어음과 IMA는 비우량등급 회사채 시장에 주요한 이슈가 될 전망이다.

[그림2] 새로운 정책 방향성



자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

2. 직접 지출: 국민성장펀드와 공급망안정화기금

투자 부문 핵심은 국민성장펀드, 공급망안정화기금

투자 부문의 핵심은 국민성장펀드와 공급망안정화기금이다. 국민성장펀드는 국가의 첨단전략산업을 육성하기 위한 정책 펀드다. 인공지능, 반도체, 바이오 등 10개의 첨단전략산업과 관련 밸류체인 전반을 지원한다. 향후 5년간 150조원을 투입할 예정이며, 이 중 75조원은 민간 자금, 나머지 75조원은 첨단전략산업기금으로 구성된다.

첨단전략산업기금,

첨단전략산업기금의 목표 모집액 75조원 중 대부분은 채권 발행으로 조달한다. 발행 주체는 산업은행이다. 자금조달 방안에는 산업은행의 자금 출연도 있지만 2026년 첨단전략산업기금채권(이하 첨단채) 발행 한도가 15조원으로 설정된 것을 보면 앞으로도 자금 조달은 대부분 채권 발행을 통해 이루어질 전망이다.

공급망안정화기금 모두 정부보증채로 재원 조달

공급망안정화기금은 산업의 안정적인 공급망 유지를 목적으로 조성됐다. 기금의 사용처도 니켈, 구리 등 핵심 광물기업에 대한 지원이 대부분이다. 국민성장펀드가 성장을 위한 첨단산업 투자 확대에 초점을 둔다면, 공급망안정화기금은 경제 안보 차원에서 공급망 리스크를 관리한다는 점에서 성격이 구분된다.

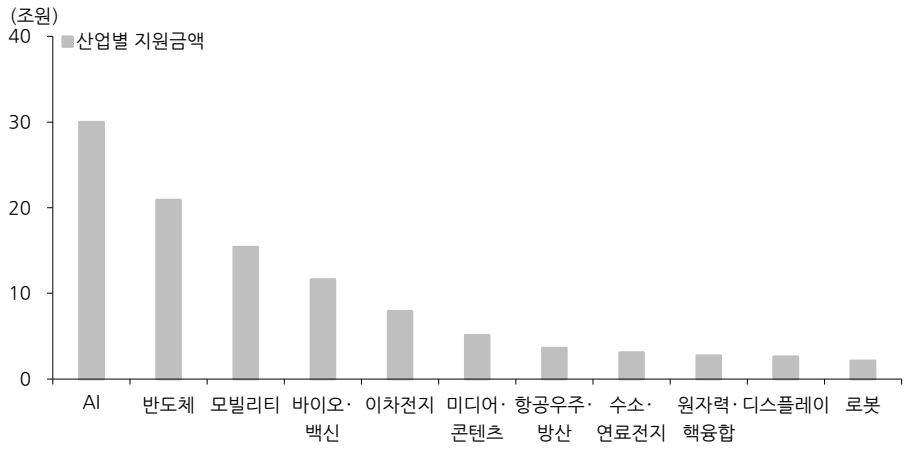
첨단채는 산업은행, 공급망채는 수출입은행이 발행

첨단기금과는 자금 사용의 성격이 다르지만 공급망기금 역시 자금조달 규모 확대가 예정돼있다. 정부는 2027년까지 기금 규모를 기존 10조원에서 30조원으로 늘릴 예정이다. 기금의 재원은 공급망안정채(이하 공급망채)다. 첨단채와 마찬가지로 정부보증채 형태로 발행되며, 발행 주체는 수출입은행이다.

올해 최대 25조원 정부보증채 공급 예상

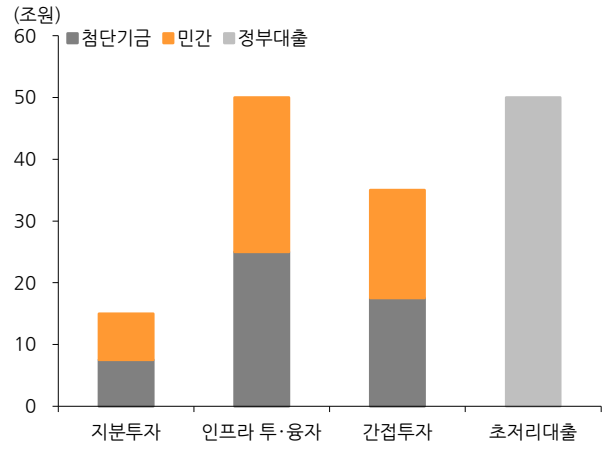
첨단채 15조원과 공급망채 10조원이 발행되면서 올해 최대 25조원 규모의 정부보증채가 시장에 공급될 예정이다. 잔액 기준으로 공사채의 약 6.8%, 정부보증채의 약 275.0% 규모다.

[그림3] 국민성장펀드 투자분야



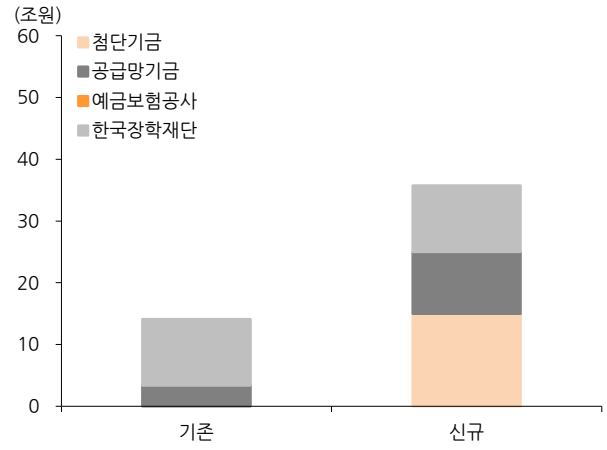
자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 국민성장펀드 자금조달 계획



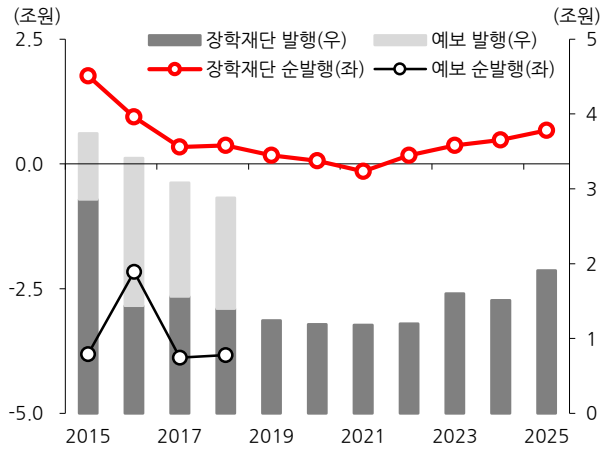
자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 기존 정부보증채 발행 잔액, 첨단+공급망채 발행 예상 규모 비교



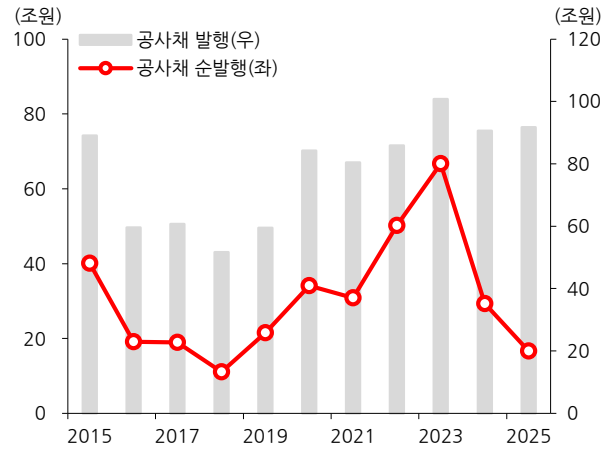
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 연도별 정부보증채 발행량 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 연도별 공사채 발행량 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 민간 참여 독려: IMA(Investment Management Account)

제도 정비의 핵심은 모험자본 공급

제도 정비 측면의 핵심은 발행어음과 IMA를 통한 모험자본 공급이다. 부동산에 과도하게 집중된 자본을 생산적 분야로 유도해 효율적으로 자본을 배분하는 것이 골자다. 여기서 종합금융투자사업자(이하 종투사) 인가를 받은 증권사들은 발행어음과 IMA를 통해 조달한 자금을 다양한 기업금융 자산에 투자함으로써 모험자본 공급을 확대하는 역할을 한다.

발행어음과 IMA로

발행어음은 고객을 수취인, 회사를 지급인으로 설정해 1년 이내의 약정된 수익률로 회사가 직접 발행한 어음이다. 증권사가 자기 신용으로 발행하는 단기 금융상품으로 조달 자금을 기업대출, 회사채 투자 등에 활용할 수 있다. 단, 발행어음 조달 자금은 기업금융 자산에 최소 50% 이상 투자해야한다. 부동산 운용 한도는 기존 30%에서 2027년 10%까지 축소시키도록 운용 규제도 정비된다.

기업금융 자산에 투자

IMA는 증권사가 고객에게 예탁받은 자금을 운용하고 그 수익을 고객에게 지급하는 계좌다. 조달 자금의 70% 이상을 기업금융 자산에 투자한다. IMA와 발행어음 인가를 위해서는 각각 8조원, 4조원 이상의 자기자본이 필요하다.

모험자본 비중 2028년까지 25%로 단계적 확대 의무화

IMA 출시 이전 기준 종투사의 모험자본 투자 비중은 2.23%(2024년 9월 기준)에 불과하다. 이에 정부는 모험자본 공급을 촉진하기위해 발행어음과 IMA 조달액의 25%를 모험자본에 투자하도록 의무화했다. 모험자본 의무 투자 비중은 2026년 10%에서 2027년 20%, 2028년 25%로 단계적으로 확대된다. 올해부터 IMA가 도입돼 종투사의 자금 조달 여력이 늘어날 예정이며 이를 통해 모험자본 공급이 확대될 가능성이 높다.

[그림8] 종합투자금융사업자 지정 현황

		8조원 종투사		4조원 종투사						3조원 종투사	
		미래	한투	NH	KB	키움	신한	하나	삼성	메리츠	대신
3조원 지정		O '13.10	O '13.10	O '13.10	O '13.10	O '22.4	O '17.3	O '19.7	O '13.10	O '17.11	O '24.12
발행어음	4조원 지정	O '17.11	O '17.11	O '17.11	O '17.11	O '25.11	O '25.12	O '25.12	O '17.11		
	단기 금융업 인가	O '21.5	O '17.11	O '18.5	O '19.5	O '25.11	O '25.12	O '25.12	-		
8조원 지정(IMA)		O '25.11	O '25.11								

주: 메리츠증권은 현재 자기자본 4조원 이상 및 발행어음 인가 최종승인 대기 중. 삼성증권은 인가 승인 신청상태

자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

발행어음 인가 7개사 IMA 인가 2개사

현재 발행어음 인가를 획득한 증권사는 총 7개사(인가 요건 충족 증권사: 9개사)이고, 이 중 IMA 인가까지 받은 증권사는 2개사(인가 요건 충족 증권사: 3개사)다. 인가는 받지 않았지만 인가 요건을 충족하고 승인을 기다리고 있거나, 인가 신청을 준비 중인 증권사도 있다.

회사채 투자자는 발행어음과 IMA에 관심

첨단, 공급망기금은 정부보증채 발행을 통해 조성되기 때문에 공사채 투자자들이 주목해야하고, IMA는 회사채, 그 중에서도 비우량(A등급 이하) 회사채 투자자들이 관심을 가져야 하는 제도다. 발행어음과 IMA 인가를 보유한 증권사는 자기자본(별도 기준)의 최대 300%까지 발행 및 운용이 가능하고, 이 중 25%(2026년은 10%)는 의무적으로 모험자본에 투자해야 한다.

비우량등급 회사채에 구조적 수요 유입

핵심은 모험자본에 '중소·중견·벤처기업이 발행한 A등급 이하 채무증권'이 포함되고, 모험자본 중 최대 30%까지 비우량등급 회사채 투자로 의무공급액을 채울 수 있다는 것이다. 사실상 비우량등급 회사채 시장에 구조적인 수요가 생기는 것이다.

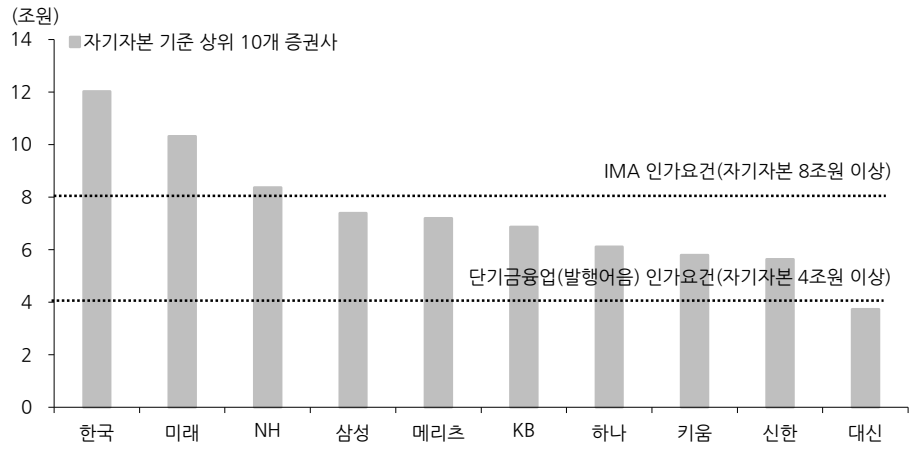
올해 4조원 가량 유입 가능

2026년 발행어음과 IMA를 통해 비우량등급 회사채 시장에 유입될 수 있는 금액은 4.0조원으로 추정한다. 이는 A등급 이하 전체 채권 잔액 43.5조원의 9.1%, 모험자본 투자대상 회사채 잔액 4.1조원의 96.0% 수준이다.

모험자본 비중 단계적 확대로 유입 가능 금액은 늘어날 것

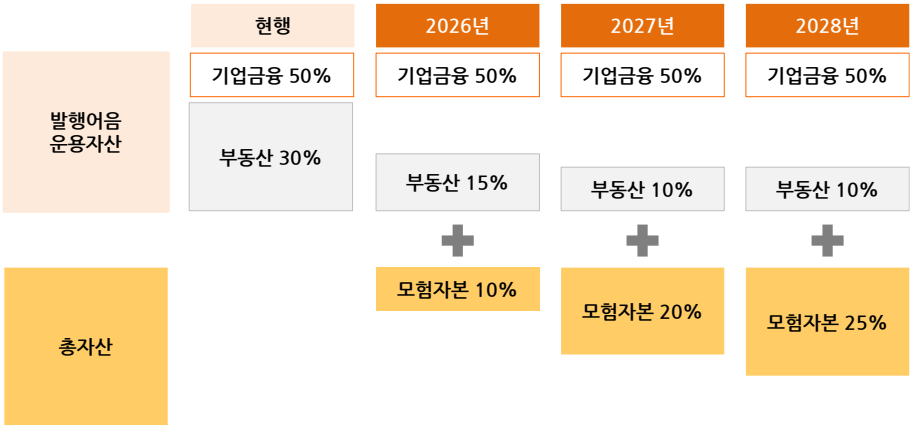
올해 IMA 상품이 최초로 출시됐다. 상품을 출시한 2개 증권사 모두 목표액을 상회하는 금액을 모집했다. 한국투자증권은 목표액 2조원에 2조 3,300억원을, 미래에셋증권은 950억원에 4,750억원을 확보했다. 연도별로 모험자본 비중의 단계적 확대가 예정돼있어 발행어음과 IMA에 대한 강한 수요를 바탕으로 비우량등급 회사채 시장 유입 강도는 점차 강해질 것으로 예상한다.

[그림9] 자기자본 상위 10개 증권사



주: 2025년 3분기 기준
자료: FISIS, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 발행어음 운용자산의 모험자본 의무 투자 비중



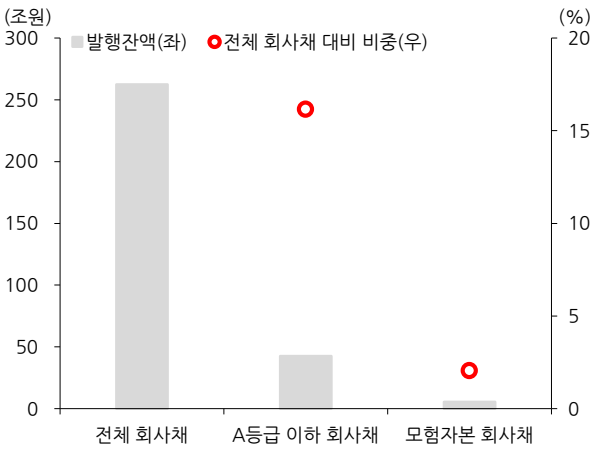
자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 모험자본 투자 대상 범위

모험자본 투자 대상 범위
중소·중견·벤처기업이 발행한 증권 및 이에 대한 대출채권(대기업 계열사 제외)
중소·중견·벤처기업이 발행한 A등급 이하 채무증권(대기업 계열사 제외)
신·기보 보증 P-CBO(Primary Collateralized Bond Obligations)
상생결제 외상매출채권의 할인매입
상생결제 외상매출채권을 담보로 하는 대출채권
모태펀드·코스닥벤처펀드·하이일드펀드·소부장펀드에 대한 출자지분
국민성장펀드의 첨단전략산업기금(기금발행 채권, 기금출자 펀드 등)
BDC(Business Development Company)에 대한 투자

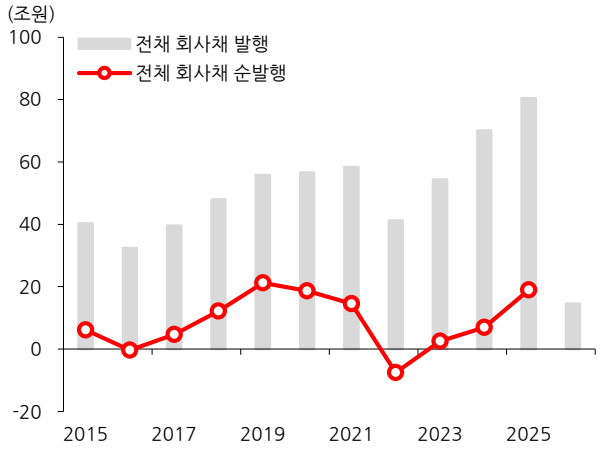
주: 대기업 계열사는 공시대상기업집단
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 모험자본 투자 대상 A등급 이하 회사채 규모



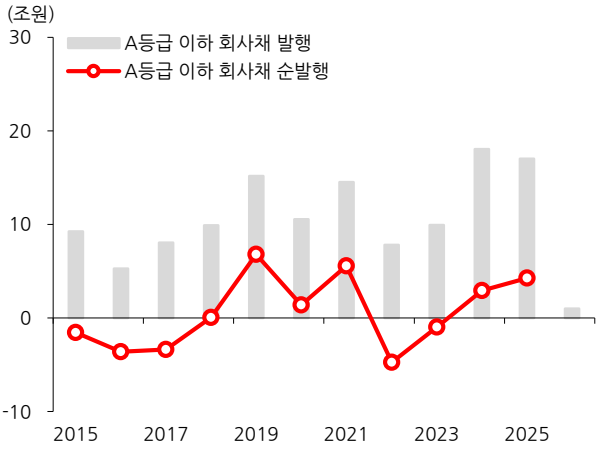
주: 무보증 AAA~BBB+ 회사채 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 연도별 회사채 발행량 추이



주: 무보증 AAA~BBB+ 회사채 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] 연도별 A등급 이하 회사채 발행량 추이



주: BBB+ 이상 A+ 이하 회사채 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 정부보증채 관련 구축효과 점검

1. 정부보증채 발행 증가

정부보증채 발행 증가하겠으나,

2026년에는 정부보증채 발행이 최대 25조원 늘어날 예정이다. 통상 정부보증채는 한국장학재단과 예금보험공사, 그리고 수출입은행 공급망채가 연평균 5조원 규모로 발행됐다. 올해는 한국산업은행의 첨단채 15조원 발행 계획이 추가됐다. 공급망채 발행 한도는 10조원으로 2025년과 동일하지만 발행량은 증가할 공산이 크다.

구축효과 발현 가능성은 제한적

국고채에 준하는 지위를 가진 정부보증채 발행 증가가 예상되면서 시장은 구축효과[1]를 우려하지만, 그 영향은 제한적일 전망이다. 정부보증채 공급이 공사채 등 기타 크레딧 수요를 흡수하는 방향으로 이어지지는 않을 것으로 예상한다.

정부보증채: 국가가 지급을 보증한 채무

정부보증채는 국가가 지급을 보증한 채무로서, 주 채무자가 채무를 이행하지 않는 경우에 국가가 대신하여 이행해야 하는 채무를 말한다. 발행 이전에 국회에서 발행 한도를 승인(국가보증동의안) 받아야 한다. 첨단채와 공급망채 발행 한도에 대한 국가보증동의안도 지난해 12월 국회 본회의를 통과한 바 있다.

국채와의 차이점: 발행주체

정부보증채와 국채는 발행 주체에서 차이가 있다. 정부보증채는 발행하는 기관이, 국채는 대한민국 정부가 발행 주체다. 정부보증채 발행을 원하는 기관은 국가채무보증 신청서를 재정경제부에 제출해야 하며 승인도 받아야 한다. 공공기관만이 정부보증채를 발행할 수 있는 것으로 알려져 있지만 예외적인 경우(IMF 당시 은행 외화채권 등)에는 민간기관도 발행이 가능하다.

[표2] 국채와 정부보증채, 공사채 비교

구분	국채	정부보증채	공사채
발행주체	정부	채무보증 신청기관 (주로 공공기관)	공공기관
채무의 법적 성격	국가 부채	발행기관의 직접 채무 (국가는 보증주체)	발행기관의 직접 채무
국가 보증 유무	없음 (국가 신용으로 발행)	있음	없음 (일부 기관 채무보증 조항 존재)
승인 절차	정부 예산안, 국채발행한도 등 국회 통과 시 발행 가능	국회 국가보증동의안 사전 승인 필요	정부 주무부처 승인 필요 (국회 동의 불필요)
신용 리스크	무위험	정부 직접 보증으로 사실상 국채에 준하는 지위	발행기관 신용도 연동
스프레드	-	국채금리 대비 소폭 가산	발행기관 펀더멘털 등에 따라 스프레드 차별화
3년 만기 금리(%)	2.60	2.73	2.82
스프레드(bp)	-	13.2	22.2

주1: 금리와 스프레드는 최근 1년 평균치
주2: 금리, 스프레드 모두 민평 3사 기준. 국채는 국고채 3년
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

1 정부지출 증가 때문에 민간부문의 투자나 소비가 감소하는 현상. 채권시장에서는 특정 시장 채권 발행 증가로 수요가 집중, 하위등급 시장 수요가 감소하는 효과를 말함

공사채와의 차이점: 보증사채냐, 무보증사채냐

공사채와의 차이는 채무보증 방식이다. 중앙정부 산하 공공기관이 발행한 대부분 채권은 각 기관 설립 법령에 정부손실보전 조항이 있다. 참고로 25개 공공기관(정부보증채로 발행하는 한국장학재단, 예금보험공사 제외) 중 손실보전 규정이 없는 기관은 지역난방공사가 유일하다. 즉, 일반 공사채는 법령에 의거하여 정부가 손실을 보전해주는 무보증사채를, 정부보증채는 개별 채권에 대해 정부가 보증하는 보증사채라는 점이 다르다.

정부보증채는 사실상 준 국채 공사채 스프레드보다 낮음

공사채와 달리 정부보증채는 국채와 마찬가지로 국내 신용등급도 존재하지 않는다. 신용위험 주체를 사실상 정부로 보기 때문이다. 보증사채, (사실상)무위험 채권이라는 프리미엄 영향에 국고채 대비 정부보증채 스프레드는 공사채 AAA 스프레드보다 낮다. 레고랜드 사태 같은 신용위기 국면에서도 그 충격이 상대적으로 덜 하다. 2010년 이후 공사-정부보증채 평균 스프레드는 6.8bp다.

[그림14] 정부보증채에는 보증 주체가 명시되어 있지만

발행인	한국장학재단	업종(표준산업분류)	그 외 기타 분류 안된 금융업
발행일	2026/01/28	만기일	2031/01/28
이자지급방식	고정-이표	표면이율	3.54%
보증/무보증	보증	선후순위구분	선순위
콜/풋옵션	옵션해당사항없음	주식관련옵션	주식관련해당사항없음
발행금액	50,000,000,000	발행가액	50,000,000,000
발행잔액	50,000,000,000	공모/사모	공모
상장일	20260129	과세	과세
원금상환방법	만기상환	Strips가능여부	STRIPS해당사항없음
Strips관련채권	해당사항없음	물가연동여부	해당사항없음
자산유동화구분	해당사항없음	원리금지급기관/지점	하나/기관사업부
자금용도	운영자금	발행형태	전자증권
발행대리인(주간사)		인수기관	
보증기관	대한민국	사채관리회사	
권리행사주체	KSD	이자산정방식	정형

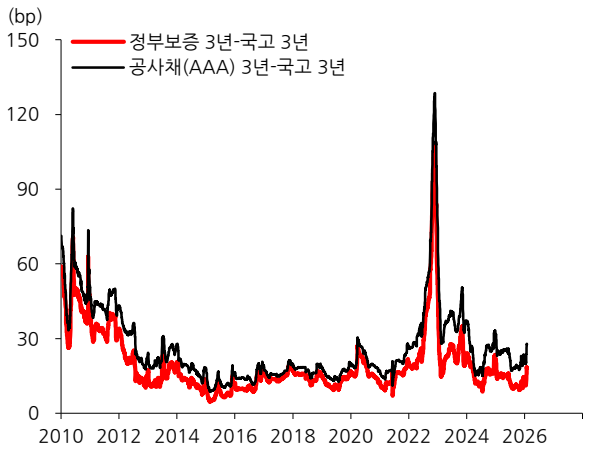
자료: SEIBro, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 공사채에는 없음

발행인	한국전력공사	업종(표준산업분류)	전기업
발행일	2026/01/27	만기일	2028/01/25
이자지급방식	고정-이표	표면이율	3.2%
보증/무보증	무보증	선후순위구분	선순위
콜/풋옵션	옵션해당사항없음	주식관련옵션	주식관련해당사항없음
발행금액	30,000,000,000	발행가액	30,000,000,000
발행잔액	30,000,000,000	공모/사모	공모
상장일		과세	과세
원금상환방법	만기상환	Strips가능여부	STRIPS해당사항없음
Strips관련채권	해당사항없음	물가연동여부	해당사항없음
자산유동화구분	해당사항없음	원리금지급기관/지점	농협은행/나주혁신도시
자금용도		발행형태	전자증권
발행대리인(주간사)		인수기관	
보증기관		사채관리회사	
권리행사주체	KSD	이자산정방식	정형

자료: SEIBro, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 국고 대비 정부보증채, 공사채 스프레드 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 공사채 - 정부보증채 스프레드 추이

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

2. 구축효과 발생 가능성 제한적

정부보증채 발행 관련 구축효과 우려 합리적이나

정부보증채가 발행되면 우량 채권에 수급이 집중되면서 일반 공사채 시장에 구축효과가 발현될 수 있다는 우려가 있다. 올해 공공기관의 자금 조달 수요가 증가하고, 만기도래액도 감소 추세로 전환되기 때문에 구축효과에 대한 우려가 가중되는 것은 합리적이다. 다만, 공공기관 채권 순발행량이 급격하게 증가할 가능성이 크지 않기 때문에 정부보증채 관련 충격은 크지 않을 것이다.

공사채 발행량이 크게 늘어나지 않는다

중장기 재무관리계획을 발표한 기업 중 채권 발행잔액이 10조원 이상인 8개 공공기관의 2026년 예상 부채는 총 519조원이다. 2025년 491조원에서 28조원 증가한 금액이다. 한국토지주택공사(LH)의 예상 부채 금액이 가장 크게 늘었다. 동 기관의 2026년 예상 부채는 193조원으로 지난해 대비 22조원 늘어나 주요 기관 전체 증분의 80%를 차지한다.

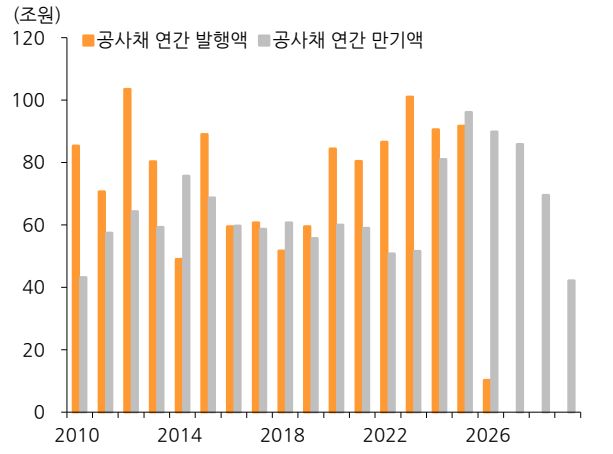
LH 정도가 유의미하게 발행량 증가 예상되고,

올해 부동산 및 주거 관련 공공기관의 자금 조달 수요가 높은 상황이다. 정부가 주택 공급을 늘리는 방향으로 정책 기조를 설정했기 때문이다. 한국토지주택공사는 공공주택 공급 및 매입을 위한 투자 확대를 목적으로 채권을 발행해 부족 자금을 조달할 가능성이 높다.

한전은 현 수준 발행기조 유지될 것

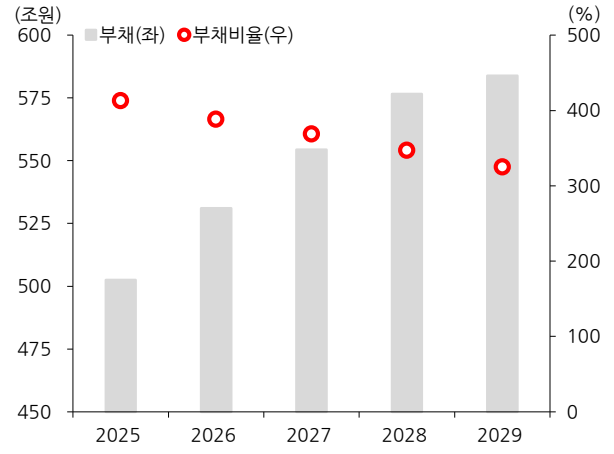
반면, 공사채 중 발행잔액이 가장 많은 한국전력은 영업이익이 개선되면서 자금 조달 수요가 감소할 전망이다. 동사의 부채는 2025년 121조원에서 2026년 122조원으로 소폭 증가한 후 2027년부터 121조원으로 감소한다. 따라서 한전채 발행규모는 예년 대비 크지 않을 것으로 전망돼 전체 공사채 시장 순발행 기조는 이어지겠지만, 그 규모는 크지 않을 것으로 예상한다.

[그림18] 연간 공사채 발행 및 만기액



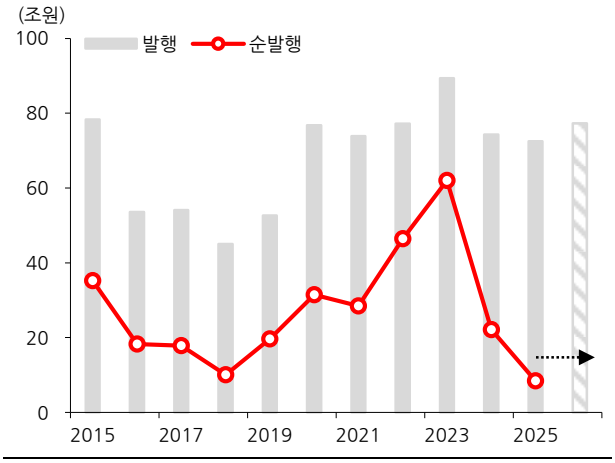
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 2025~2029 중장기재무관리계획 부채 규모



주1: 발행잔액 10조원 이상 8개 기관 대상
주2: 부채비율은 8개 기관 평균치
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

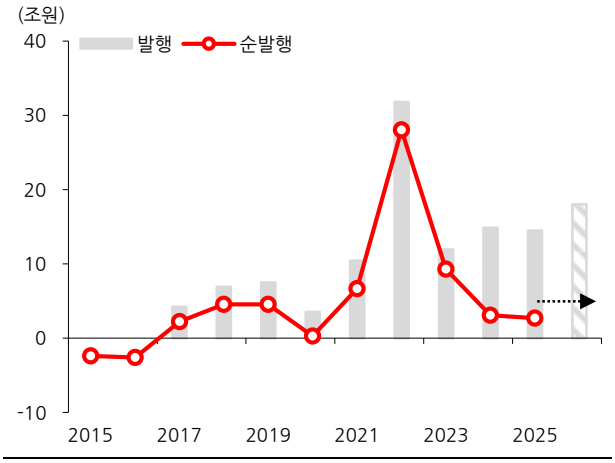
[그림20] 공사채 순발행량 소폭 증가 예상



주: 2026년은 만기도래액

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

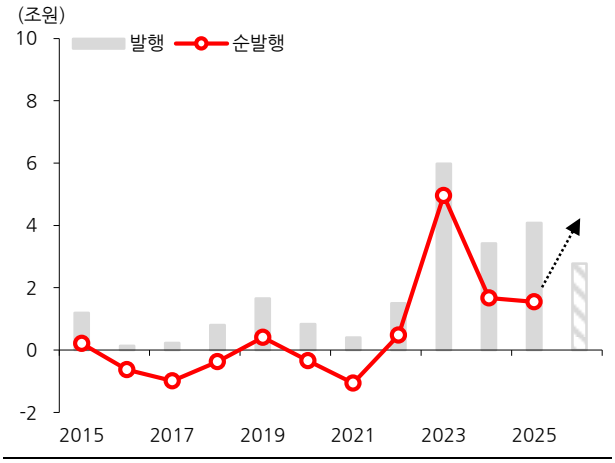
[그림21] 한전 순발행량 2025 년과 크게 다르지 않을 것



주: 2026년은 만기도래액

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

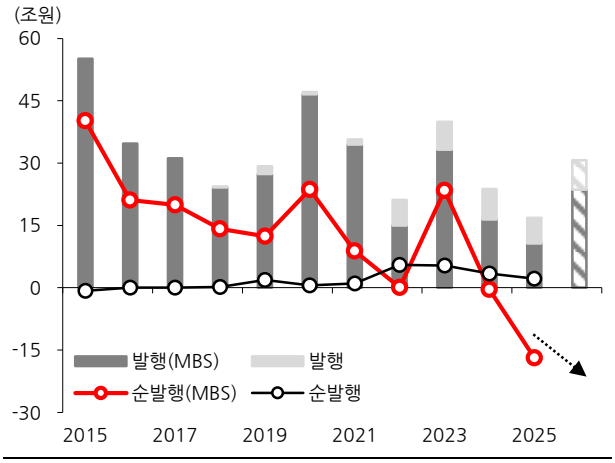
[그림22] LH 순발행량 크게 증가하고,



주: 2026년은 만기도래액

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 주금공+MBS 는 순상환 추세 지속 전망



주: 2026년은 만기도래액

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 공공기관, 주요 공기업 부채 현황 및 전망

공공기관	분야	부채(비율) (2025 → 2026)	2026년 만기도래액	2026 년 부채전망
전체	-	720.2 조원 → 761.2 조원 (202.2% → 194.1%)	77.3조원	-
한국전력공사	에너지	121.2 조원 → 121.5 조원 (519.6% → 360.8%)	18.0조원	영업이익 개선으로 비율 개선
한국토지주택공사	SOC	170.2 조원 → 192.5 조원 (226.1% → 239.0%)	4.1조원	공공택지·주택 공급 확대로 부채 증가
한국도로공사	SOC	44.3 조원 → 47.1 조원 (95.3% → 99.1%)	2.8조원	고속도로 건설 투자 등으로 부채 증가
중소벤처기업진흥공단	금융	24.9 조원 → 24.5 조원 (479.1% → 459.7%)	4.6조원	코로나 정책자금 상환 확대로 부채 감소
국가철도공단	SOC	21.1 조원 → 22.7 조원	1.8조원	-
한국주택금융공사	금융	42.4 조원 → 46.4 조원 (237.1% → 247.0%)	7.1조원	-
한국가스공사	에너지	44.9 조원 → 42.3 조원 (402.8% → 365.2%)	2.8조원	영업이익 개선으로 비율 개선
한국철도공사	SOC	22.3 조원 → 22.3 조원 (289.6% → 282.3%)	1.6조원	-

주1: 전체 공공기관 만기도래액 공사채(MBS, 정부보증채 제외) 기준
주2: 국가철도공단은 무자본 특수법인(자본금·기본재산이 0인 기관)으로 부채비율 산정 불가
자료: 재정경제부, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 투자주체별 수급 전망

공사채 시장 메인 플레이어는 은행과 운용사

공사채 주요 투자자는 은행과 운용사다. 지난해 은행의 공사채 일평균 거래량은 1,597억원으로 전체 투자자 중 가장 컸으며, 투신이 875억원으로 그 뒤를 이었다. 공사채 잔고 기준으로 보면, 은행이 163조원으로 전체 440조원의 37%를, 투신이 45조원으로 10%를 차지하고 있다.

은행은 RWA 관리 목적으로 공사채 매수

은행은 규제비율 관리 목적으로 공사채를 거래한다. BIS 자기자본비율, 보통주자본비율(CET1) 등 주요 규제비율의 분모는 위험가중자산(RWA, Risk-Weighted Assets)이다. 위험가중자산이 작을수록 건전성이 높게 평가되며, 각 자산에 위험가중치를 곱해서 계산한다.

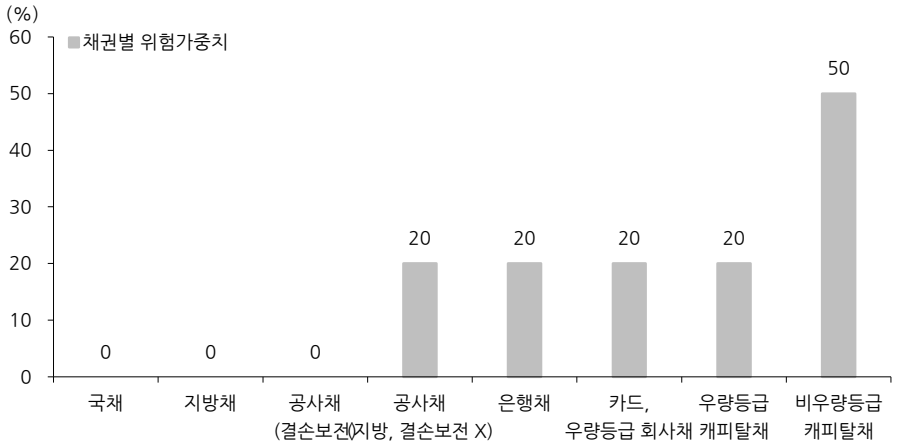
정부보증채, 공사채 모두 RWA 0%이지만,

정부보증채와 정부가 손실을 보전해주는 공사채의 위험가중치는 0%다. 해당 채권을 들고있어도 위험가중자산에 0원으로 가산되기 때문에 엄격한 자본 건전성 규제를 받는 은행권 수요가 높다. 반면, 신용등급 AA- 이상 은행채와 우량등급 회사채, 여전채는 위험가중치 20%가 적용된다.

캐리 매력 감안 시, 공사채 매수 유인 강함 운용사도 마찬가지

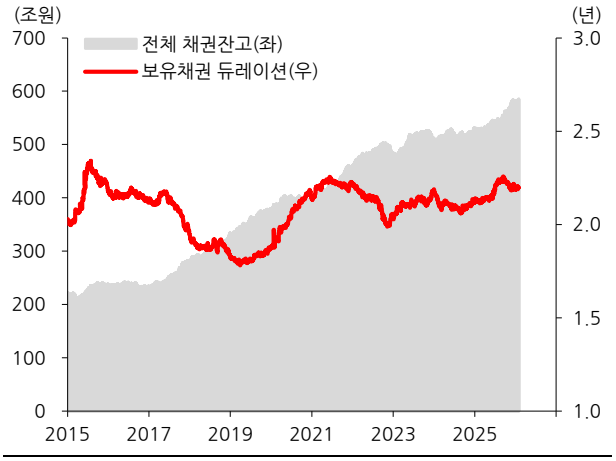
위험가중치가 동일한 만큼 은행권 수요는 캐리 매력이 상대적으로 부각되는 공사채가 더 높을 것으로 예상된다. 정부보증채의 평균 만기수익률은 3.32%, 공사채는 3.42%로 공사채가 약 9.4bp 높다. 공사채 중에서 가장 인기가 많은 한전채의 만기수익률은 3.39%다. 운용사의 공사채 수요도 같은 이유로 큰 영향을 받지 않을 것이다. 같은 만기라면 정부보증채 투자 유인은 약하다.

[그림24] 채권별 위험가중치



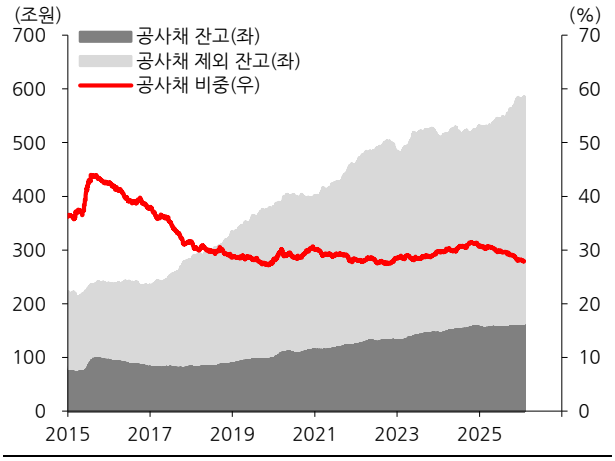
주1: 지방 및 결손보전 안되는 공사채 최저 신용등급은 AA, 은행채 최저 신용등급은 AA+
주2: 카드채 최저 신용등급은 AA-
주3: 캐피탈채는 A-를 사실상 최저 신용등급으로 가정
자료: 국가법령정보센터, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] 은행 채권잔고 및 듀레이션



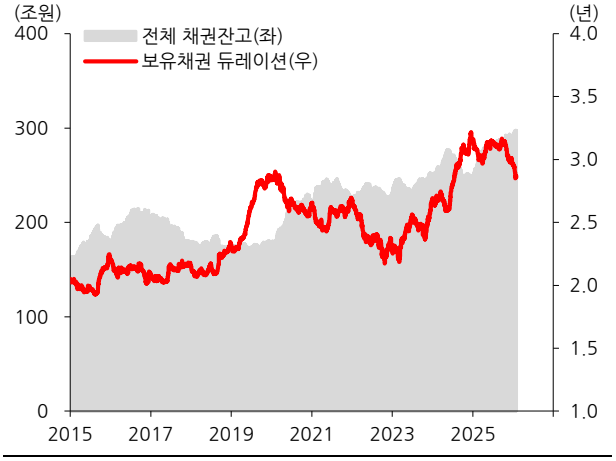
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 은행 공사채 잔고 및 비중



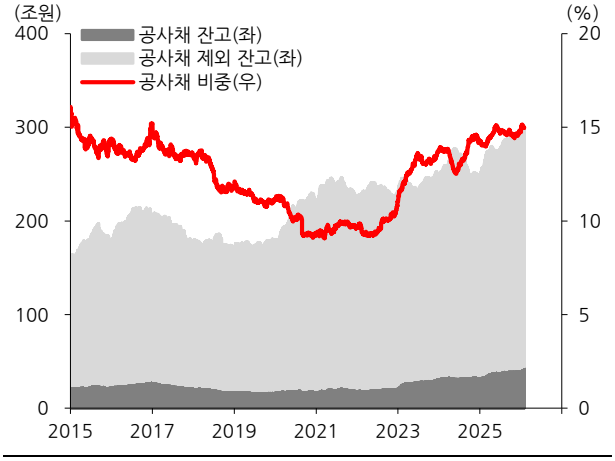
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 투신 채권잔고 및 듀레이션



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 투신 공사채 잔고 및 비중



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

보험사, 보유량 많지만 거래량은 작아

보험사의 공사채 잔고는 115조원으로 전체 잔액의 26%를 보유하고 있지만, 거래량이 작아 활발한 투자자는 아니다. 2025년 보험사의 일평균 공사채 거래량은 245억원으로 은행 거래량 1,597억원의 15% 수준이다.

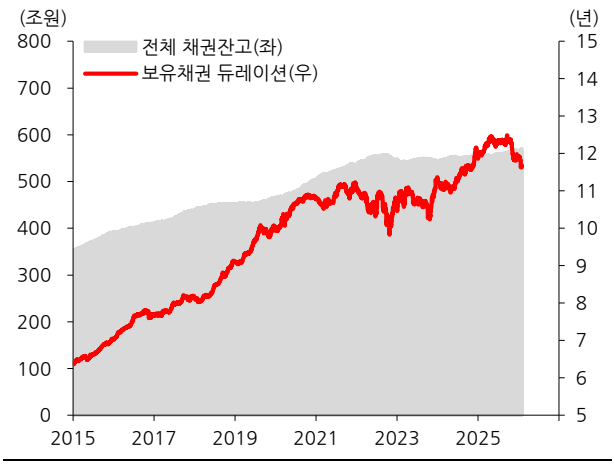
대표적인 장투기관, 정부보증채는 단기구간 발행 집중

최근의 정부보증채는 단기구간 중심으로 발행돼 장기채권 위주로 투자하는 보험사 수요는 제한적일 것으로 판단된다. 현재 잔존하는 전체 정부보증채의 평균 만기는 9.7년이지만, 최근 추세를 보면 발행은 단기구간에 집중돼있다. 한국장학재단이 발행한 채권의 47.8%는 만기 5년 미만의 정부보증채다. 공급망채는 최대 10년 한도로 발행이 가능하지만, 잔존하는 모든 채권의 만기가 3년 미만이다. 2년~3년 구간에 53.5%가 집중돼있다.

장기 정부보증채 발행 가능하나 소규모에 그칠 것

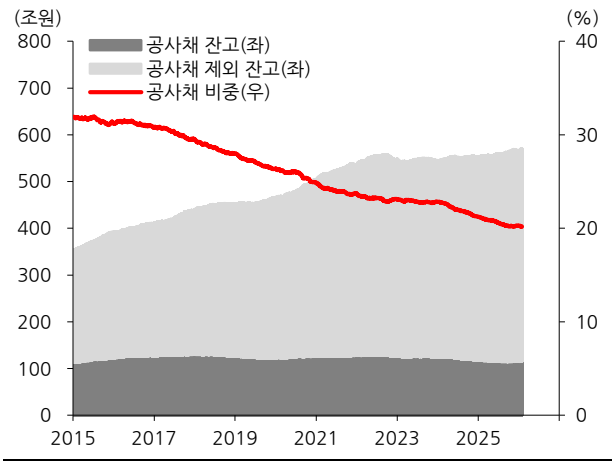
초장기 기술투자펀드 자금 모집을 위한 장기채가 발행된다면, 보험사 수요가 일부 유입될 가능성은 있다. 2026년 첨단전략산업기금 발행한도 15조원 중 6,000억원은 첨단산업에 10년 이상 장기간 투자하는 초장기기술투자펀드로 조성한다. 해당 펀드를 조성하기 위한 목적으로 첨단채의 일부가 장기구간으로 발행될 경우에 한해 보험사의 수요가 유입될 수 있다고 생각한다. 다만, 6,000억원이라는 금액은 전체 채권시장의 구축 효과를 우려할 정도는 아니다.

[그림29] 보험 채권잔고 및 듀레이션



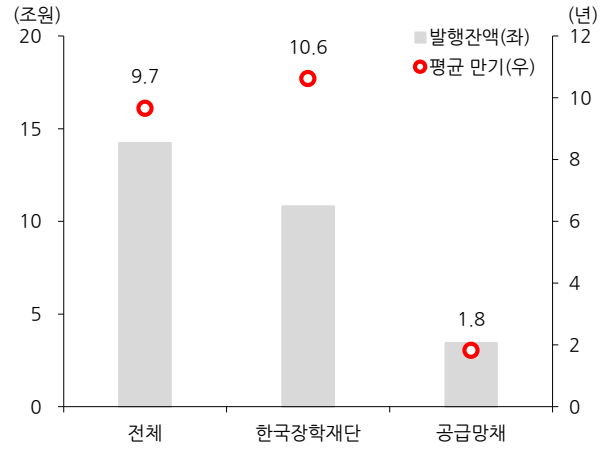
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 보험 공사채 잔고 및 비중



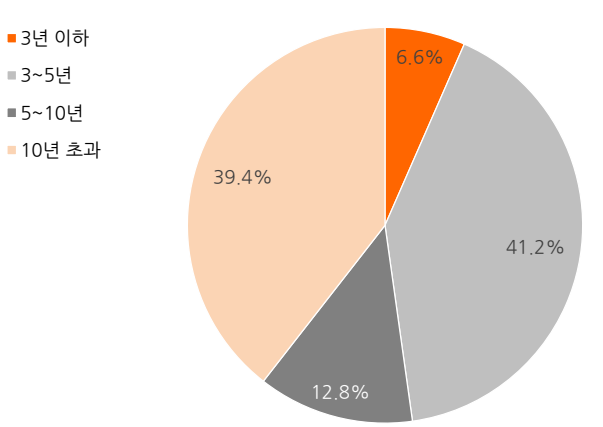
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 정부보증채 평균 만기



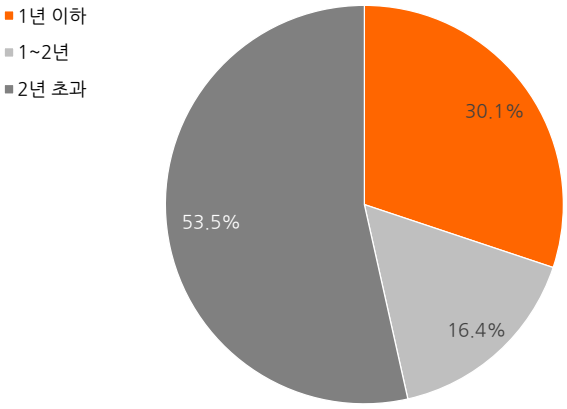
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 한국장학재단 발행 채권 평균 만기



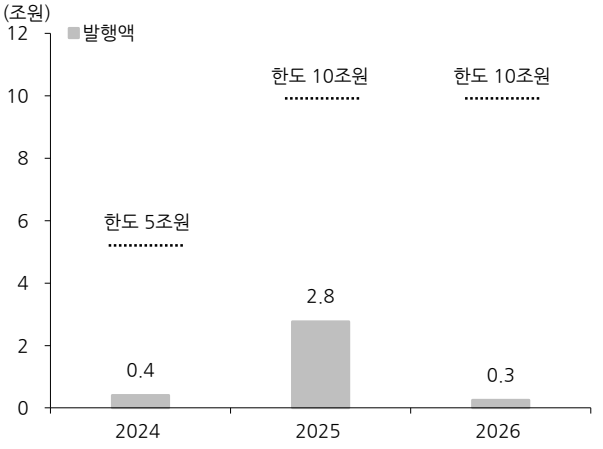
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 공급망채 평균 만기



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 공급망채 발행 한도 및 실제 발행액



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

Ⅳ. 발행어음과 IMA

1. 비우량등급 회사채 수혜

비우량등급 회사채 자금유입 본격화

발행어음과 IMA를 통한 비우량등급 회사채 시장 자금 유입은 올해부터 본격화되고, 해가 갈수록 유입 강도가 강해질 전망이다. 모험자본 의무 투자 비중이 단계적으로 확대되기 때문이다. 2027년부터는 A등급 이하 회사채 투자자금이 발행 잔액을 상회할 가능성이 매우 높다. 비우량등급 회사채 발행 잔액 대비 종투사(종합금융투자사업자)들의 투자 가능 금액 비율은 올해 74.3%, 2027년 105.5%, 2028년 140.7%로 점차 확대될 예정이다.

모험자본은 혁신 기업에 공급되는 자금

모험자본은 성장 잠재력은 높지만 일반적인 금융기관을 통한 담보 대출로는 자금 조달이 어려운 혁신 기업에 공급되는 자금을 말한다. 기업에 공급하는 자금 지원 수단인 기업금융 자산에 포함되는 개념이다. 우량 회사채는 기업금융 자산이지만 모험자본에는 해당되지 않는다. 올해 출시된 IMA 상품의 투자 대상을 보면, 기업대출, 인수금융, 대출채권, 메자닌 증권, 글로벌 BDC 등 기업금융 자산이 주를 이룬다.

모험자본 의무 투자비중 단계적 확대 예정

정부는 기업금융 자산 투자를 늘리고, 그 중 생산적 금융 촉진을 위해 모험자본 투자 확대에 중점을 둔다. 발행어음, IMA 조달 자금의 모험자본 투자 비중이 2026년 10%에서 2027년 20%, 2028년 25%로 단계적 확대가 의무화된다.

A등급 채권은 모험자본 공급 의무액의 최대 30% 투자 가능

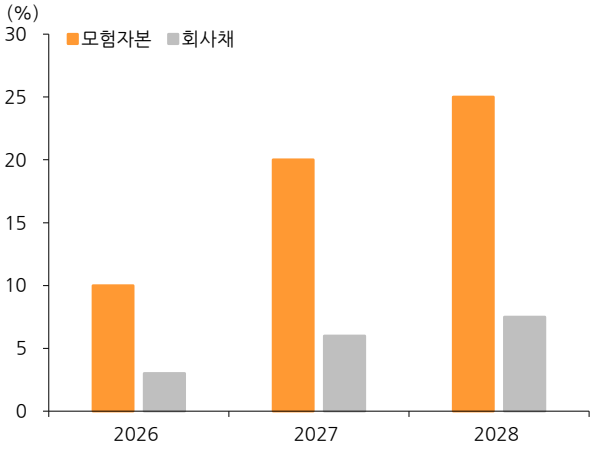
모험자본 중에서도 상대적으로 리스크가 낮은 자산에 자금 공급이 편중되지 않도록 A등급 채권 투자액은 모험자본 공급 의무액의 30%까지만 이행 실적으로 인정된다. 2026년에는 IMA와 발행어음을 통한 조달 금액의 최대 3.0%, 2027년 6.0%, 2028년 7.5%가 비우량등급 회사채 시장에 유입될 수 있다.

[표4] 모험자본의 종류

모험자본 투자 대상 범위
중소·중견·벤처기업이 발행한 증권 및 이에 대한 대출채권(대기업 계열사 제외)
중소·중견·벤처기업이 발행한 A등급 이하 채무증권(대기업 계열사 제외)
신·기보 보증 P-CBO(Primary Collateralized Bond Obligations)
상생결제 외상매출채권의 할인매입
상생결제 외상매출채권을 담보로 하는 대출채권
모태펀드·코스닥벤처펀드·하이일드펀드·소부장펀드에 대한 출자지분
국민성장펀드의 첨단전략산업기금(기금발행 채권, 기금출자 펀드 등)
BDC(Business Development Company)에 대한 투자

주: 대기업 계열사는 공시대상기업집단
자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 연도별 모험자본 및 회사채 투자 비중



자료: 금융위원회, 한화투자증권 리서치센터

2. 구조적 수요 개선 전망

별도 자기자본의 300% 범위 내 자금 조달 가능

종투사(종합금융투자사업자)는 발행어음(자기자본 4조원 이상)과 IMA(8조원 이상)를 합산해 별도 자기자본의 최대 300% 범위 내에서 자금을 조달할 수 있다. 다만, 발행어음은 합산 한도와 별도로 자기자본의 200%를 초과해 발행할 수 없다. 자기자본의 200%를 발행어음으로 조달했다면, 나머지 100%까지 IMA를 통해 조달할 수 있고, 150%를 발행어음으로 조달했다면, 나머지 150%를 IMA로 조달할 수 있다.

발행어음 인가 7개사 IMA 인가 2개사

현재 발행어음 인가를 획득한 증권사는 총 7개사(인가 요건 충족 증권사: 9개사)이고, 이 중 IMA 인가까지 받은 증권사는 2개사(인가 요건 충족 증권사: 3개사)다. 삼성증권과 메리츠증권 2개사가 발행어음 인가를 신청한 뒤 심사 결과를 대기 중이다. 2개 증권사 모두 인가 절차의 후반부에 있어 연내 최종 결과가 나올 것으로 기대된다.

7개사 자기자본 55조원 조달 가능 최대금액 133조원

발행어음과 IMA 사업자 인가를 받은 증권사들의 자기자본 총합은 2025년 3분기 기준 55조원, 조달할 수 있는 최대 금액은 133조원이다. 이 중에서 모험자본으로 공급될 수 있는 금액은 2026년 13조원, 2027년 27조원, 2028년 33조원으로 점차 확대된다. A등급 이하 회사채로 유입될 수 있는 자금은 4.0조원에서 2027년 6.5조원, 2028년 9.9조원으로 늘어난다.

2026년 전체 회사채 발행잔액의 투자 가능금액 83%

현재 A등급 이하 무보증 회사채 전체 발행 잔액은 42.4조원이다. 이 중에서 공시대상기업집단에 포함되는 대기업 계열사를 제외한 모험자본 투자대상 회사채 발행잔액은 총 5.4조원으로 전체 규모의 12.6%다. 올해 발행어음과 IMA에서 투자 가능한 모험자본 회사채 최대금액은 4.0조원으로 전체 발행잔액의 74.3%를 차지한다.

[표5] 증권사 발행어음 및 IMA 인가 현황

증권사	자기자본(조원)	발행어음	IMA	비고
한국투자증권	12.0	O	O	
미래에셋증권	10.3	O	O	
NH 투자증권	8.4	O		IMA 인가 신청 완료. 금융당국 심사 중
삼성증권	7.4			발행어음 인가 현장 실사 마무리
메리츠증권	7.2			발행어음 인가 현장 실사 마무리
KB 증권	6.9	O		
하나증권	6.1	O		
키움증권	5.8	O		
신한투자증권	5.6	O		
대신증권	3.1			

자료: 언론 보도, 한화투자증권 리서치센터

2027년부터 유입 가능 자금이 발행잔액 상회

2027년부터는 발행어음과 IMA를 통해 비우량등급 회사채 시장에 유입될 수 있는 자금이 발행 잔액을 상회할 것으로 예상한다. 모험자본 의무 투자 비중이 20%로 확대되면서 종투사의 비우량등급 회사채 투자 가능금액은 6.5조원으로 증가한다. 반면, 모험자본으로 인정되는 회사채 규모는 6.1조원으로 예상한다. 동 수치는 2026년 A등급 이하 회사채 발행 잔액에 10년평균 발행 증가율을 적용한 규모에 모험자본 인정 금액 비중 12.6%를 곱한 수치다.

2027년 106% 2028년 141%

발행 잔액 대비 유입 가능 금액 비율은 2026년 74.3%에서 2027년 105.5%로 늘어날 것으로 기대된다. 동일한 맥락에서 2028년에는 발행어음과 IMA를 통한 투자 가능 금액 9.9조원, 발행 잔액 7.1조원으로 전체 발행잔액 대비 투자 가능 금액 비율은 140.7%다.

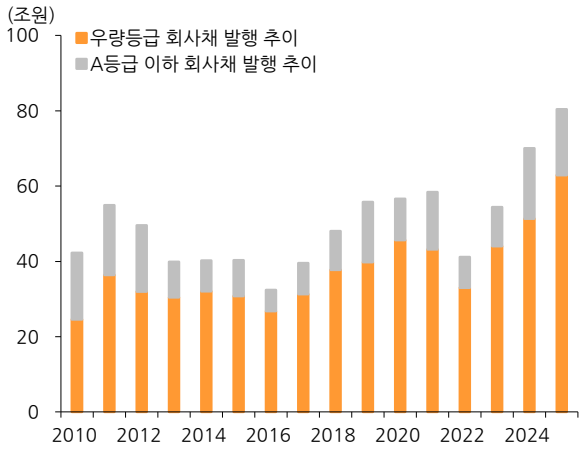
9개사 모두 인가 획득 시 2026년부터 100% 상회

현재 인가를 신청했거나 사업을 준비 중인 증권사들이 모두 사업에 참여한다고 가정하면, 자기자본 총합 70조원, 조달 가능한 최대 금액은 177조원이다. 모험자본으로 공급될 수 있는 규모는 2026년 18조원에서 35조원, 44조원으로 늘어난다. 위와 동일한 맥락에서 A등급 이하 회사채에 유입될 수 있는 자금은 5.4조원(101.1%), 10.8조원(176.0%), 13.5조원(191.5%)으로 늘어난다.

IMA는 비우량등급 회사채 구조적 수요 개선 요인

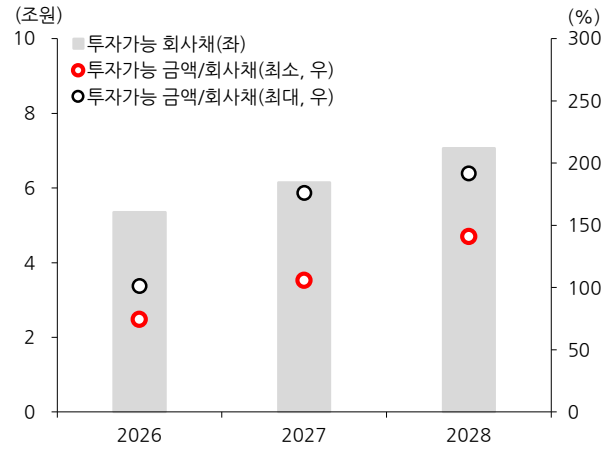
IMA 도입은 비우량등급 회사채 시장의 구조적 수요 개선 요인으로 판단한다. A등급 이하 회사채는 신용 리스크 우려에 따른 투자 수요 부족으로 다른 섹터 대비 유동성이 공급이 상대적으로 제한적이다. 2020년 이후 비우량등급 회사채 일평균 거래량은 230억원으로 우량등급 회사채 거래량 7,140억원의 3% 수준에 불과하다. 반면, 올해 1월 비우량등급 회사채의 일평균 거래량은 355억원으로 2022년 406억원 이후 가장 크다. IMA에 따른 비우량등급 회사채 시장 자금 유입 기대감이 작용한 영향이라고 생각한다.

[그림36] 연도별 회사채 발행 및 순발행량 추이



주: A등급 이하 회사채는 BBB ~ A+
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 모험자본 투자대상 회사채 비중 및 잔액



주: A등급 이하 회사채는 BBB ~ A+
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 비우량등급 회사채 자금 유입 규모

구분	발행잔액 (십억원)
2026 년	
전체 A 등급 이하 회사채	42,377
IMA + 발행어음 투자가능 회사채	5,351
전체 대비 투자가능 비중(%)	12.6
IMA 투자 가능금액(최소)	3,975
투자가능 회사채 대비 비중(%)	74.3
IMA 투자 가능금액(최대)	5,409
투자가능 회사채 대비 비중(%)	101.1
2027 년	
전체 A 등급 이하 회사채	48,682
IMA + 발행어음 투자가능 회사채	6,147
IMA 투자 가능금액(최소)	6,487
투자가능 회사채 대비 비중(%)	105.5
IMA 투자 가능금액(최대)	10,818
투자가능 회사채 대비 비중(%)	176.0
2028 년	
전체 A 등급 이하 회사채	55,926
IMA + 발행어음 투자가능 회사채	7,061
IMA 투자 가능금액(최소)	9,938
투자가능 회사채 대비 비중(%)	140.7
IMA 투자 가능금액(최대)	13,523
투자가능 회사채 대비 비중(%)	191.5

주1: 2027~2028년 전체 회사채: 2015~2025년 발행 증가율 평균

주2: 2027~2028년 투자가능 회사채는 예상 잔액에 2026년 비중(12.6%) 대입

주3: 최소 투자 가능금액은 현재 인가받은 7개사 증권사 기준, 최대 금액은 현재 인가 승인 대기 및 준비 중인 모든 증권사 포함

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표7] 모험자본으로 인정받는 회사채

#	구분	국채	상장 여부	발행잔액 (십억원)
1	SPC 삼립	A+	KOSPI	70
2	국도화학	A+	KOSPI	70
3	녹십자	A+	KOSPI	240
4	녹십자홀딩스	A+	KOSPI	200
5	대성에너지	A+	KOSPI	60
6	대성홀딩스	A+	KOSPI	50
7	대웅제약	A+	KOSPI	335
8	동아에스티	A+	KOSPI	245
9	삼양식품	A+	KOSPI	100
10	에코비트	A+	비상장	230
11	오일허브코리아여수	A+	비상장	95
12	종근당홀딩스	A+	KOSPI	30
13	풍산	A+	KOSPI	350
14	한일시멘트	A+	KOSPI	40
15	SK 렌터카	A	비상장	725
16	금호타이어	A	KOSPI	200
17	넥센타이어	A	KOSPI	343
18	동아쏘시오홀딩스	A	KOSPI	100
19	보령	A	KOSPI	200
20	HK 이노엔	A	KOSDAQ	150
21	한국콜마	A	KOSPI	200
22	해태제과식품	A	KOSPI	60
23	현대엘리베이터	A	KOSPI	226
24	현대코퍼레이션	A	KOSPI	100
25	대한제당	A-	KOSPI	43
26	무림페이퍼	A-	KOSPI	30
27	서흥	A-	KOSPI	40
28	쌍용씨앤이	A-	비상장	200
29	SK 쉴더스	A-	비상장	21
30	여천 NCC	A-	비상장	310
31	컴투스	A-	KOSDAQ	71
32	현대코퍼레이션홀딩스	A-	KOSPI	27
33	AJ 네트웍스	BBB+	KOSPI	141
34	풀무원식품	BBB+	비상장	50

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

V. 투자전략

비우량등급 회사채 강세 전망

2026년 크레딧 시장에서는 비우량등급 회사채 시장의 상대적 강세를 전망한다. 절대 금리 레벨이 높아 캐리 매력도가 부각되고, IMA 신규 도입으로 신용위험이 상쇄됨과 동시에 구조적 수요 유입이 예정돼있기 때문이다.

시장 금리 상승 국면에서 유리

통상 비우량등급 회사채 수익률은 통화정책 또는 발행 환경보다 시장 금리 흐름에 민감한 경향을 보인다. 2010년 이후 연간 수익률 기준 A등급 회사채 지수의 수익률이 1등이었던 적은 총 7번이다. 이 중 6번은 시장 금리 상승 국면이었다. 다만, 2020년에는 금리 하락장에도 불구하고 높은 수익률을 기록했는데, 이는 적극적인 유동성 공급 정책이 진행됐던 특수한 시기다.

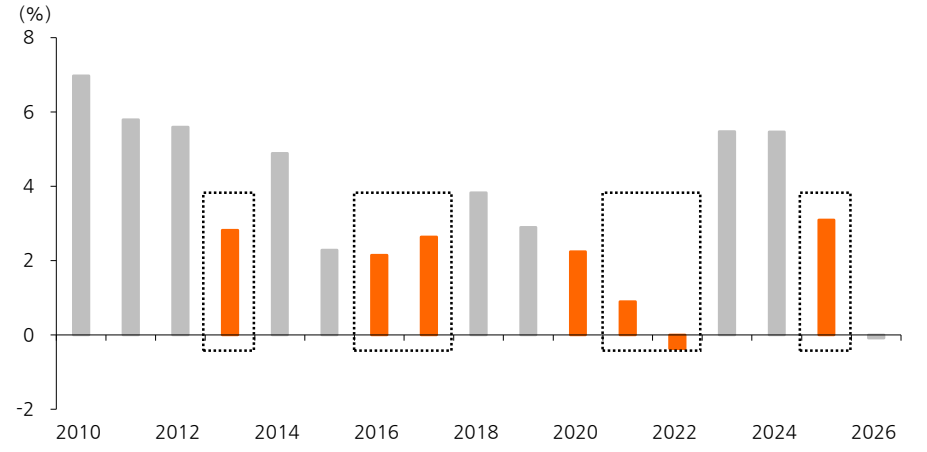
2026년 금리는 상저하고 전망

당사 채권 애널리스트에 따르면 2026년 금리는 상저하고 흐름을 보일 것으로 예상된다. 상반기에는 과도한 인상 프라이싱의 되돌림, WGBI 관련 자금 유입으로 금리 상승이 제한될 것으로 보인다. 그러나 하반기에는 재정우려가 재부각될 가능성이 있어 금리 상승 압력이 다시 한번 확대될 가능성이 크다. 시장 금리 흐름은 비우량등급 회사채 수익률에 긍정적인 요인이다.

선제적 매수 권고

여기에 더해 IMA 신규 도입으로 비우량등급 회사채 시장의 수급환경도 개선되므로 캐리는 물론 자본차익 또한 노려볼 수 있다. A등급 이하 회사채에 대한 수요가 본격화되기 전 선제적 매수 전략이 유효하다는 판단이다.

[그림38] 연도별 A 등급 회사채 지수 수익률



주: 주황색 막대는 A등급 회사채 지수가 수익률 1위를 기록했던 연도, 점선 사각형은 금리가 상승한 시기
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[표8] 연도별 채권 수익률

연도	국고채	특수채	여전채	회사채 AAA	회사채 AA	회사채 A	금리	기준금리	순발행
2010년	7.5	7.1	7.0	6.5	6.5	7.0	하락	인상	감소
2011년	7.5	6.6	5.5	5.7	5.2	5.8	하락	긴축	감소
2012년	6.1	6.1	5.3	5.4	5.3	5.6	하락	동결	감소
2013년	**0.7**	**1.4**	**2.7**	**1.5**	**2.4**	**2.8**	**상승**	**완화**	**감소**
2014년	8.7	6.9	4.6	6.6	5.3	4.9	하락	완화	증가
2015년	3.6	3.0	2.0	2.7	2.2	2.3	하락	완화	증가
2016년	**0.7**	**1.1**	**1.8**	**1.0**	**1.7**	**2.1**	**상승**	**완화**	**감소**
2017년	**(0.1)**	**0.3**	**1.5**	**0.5**	**1.1**	**2.6**	**상승**	**긴축**	**증가**
2018년	8.1	5.9	3.4	5.7	3.9	3.8	하락	긴축	증가
2019년	4.6	3.6	2.7	3.6	3.0	2.9	하락	완화	증가
2020년	**(0.1)**	**0.9**	**2.0**	**1.4**	**2.0**	**2.2**	**하락**	**완화**	**감소**
2021년	**(2.6)**	**(1.7)**	**(0.1)**	**(2.3)**	**(0.6)**	**0.9**	**상승**	**동결**	**증가**
2022년	**(7.1)**	**(5.7)**	**(1.0)**	**(8.0)**	**(2.4)**	**(0.4)**	**상승**	**인상**	**감소**
2023년	5.3	5.0	5.3	6.5	5.2	5.5	하락	인상	증가
2024년	7.3	5.9	4.8	6.6	5.0	5.5	하락	인하	증가
2025년	**(2.5)**	**0.6**	**2.5**	**0.9**	**2.3**	**3.1**	**상승**	**동결**	**증가**

주1: 연초효과 제거를 위해 1월 데이터는 미포함

주2: 금리는 국고 3년, 상승 및 하락은 연 평균 대비 연말 금리 수준을 적용

자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice] (자료 공표일: 2026 년 2 월 20 일)

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

⊙ MSCI

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, redisseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

⊙ GICS

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].