FIXED
INCOME
STRATEGY

2026. 2. 23

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

2022년 수급 부담의 데자뷰

2022년 수급 부담의 데자뷰(deja vu)

최근 공사/은행채의 수급 부담 우려는 금리 상승과 한전/은행채의 발행 증가로 수급 부담이 컸던 2022년의 데자뷰

최근 크레딧 스프레드 확대는 2022년 한전 및 산금채 발행 증가에 따른 수급 부담의 데자뷰(deja vu)와 같다. 2022년은 기준금리 인상 기조로 인해 국채 금리가 지속적으로 상승했다. 국채 금리 상승 기조에도 불구하고, 한전의 대규모 적자에 따른 한전채 발행과 산금채 발행 증가가 이어지면서 최상위 등급인 공사/은행채의 수급 부담으로 크레딧 스프레드가 확대됐다. 올해도 대규모 국채 발행 증가에 이어 재정 지출 확대에 따른 공사채 발행 증가와 첨단전략산업기금채 발행에 따른 산금채 발행 증가 우려로 수급 부담 우려가 커지고 있다. 게다가 기준금리 인하 기대감이 사라지면서 국채 금리가 상승하고 채권형 펀드 자금이 유출되면서 채권 투자 수요가 크게 감소하고 있다.

최근 공사/은행채 발행 증가의 수급 부담은 이미 예견됐음에도 불구하고, 작년 4분기 이후 상승한 국채 금리가 올해 1월 금통위 이후 재차 상승한 영향이 크다. 채권의 수급 부담은 금리가 하락할 때는 전반적인 채권 수요 확대로 나타나지 않다가 금리가 상승하면서 채권 수요가 감소할 때 본격적으로 나타난다. 이로 인해 국채 금리와 크레딧 스프레드의 상관관계는 레고랜드 사태 이후 음(-)의 상관관계에서 최근 다시 양(+)의 상관관계로 전환됐다. 향후 크레딧 스프레드는 공사/은행채의 발행 증가라는 수급 부담으로 국채 금리의 방향성과 변동성에 더 크게 영향을 받을 전망이다.

1월 중하순부터 급격히 확대되기 시작한 크레딧 스프레드 레벨은 이미 작년 말 전고점을 크게 상회했다. 최근 급격하게 확대된 크레딧 스프레드 레벨로 본다면 충분한 가격 메리트가 있다고 판단된다. 그러나, 발행 부담이 여전히 남아 있는 상황에서 섣불리 3년 이상 만기의 크레딧 채권 비중을 확대하기에는 매우 조심스러운 상황이다. 은행채 발행이 본격화되는 9월 이후 오히려 수급 부담이 더 심화될 여지도 남아 있다. 최근 만기별 크레딧 스프레드 추이를 살펴보면, 1년 이하 단기물이 상대적인 강세를 보이는 주요한 이유도 이와 같은 투자자들의 보수적인 투자 스탠스를 반영한 것으로 판단된다. 듀레이션 리스크를 줄이고, 2년 이하 단기 크레딧물의 롤링효과를 통한 캐리 수익에 집중하는 투자가 당분간 이어질 전망이다.

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

REPORT
CONTENTS

01 공사/은행채 수급 이슈 4p

02 크레딧 채권 투자 전략 17p

PART 01

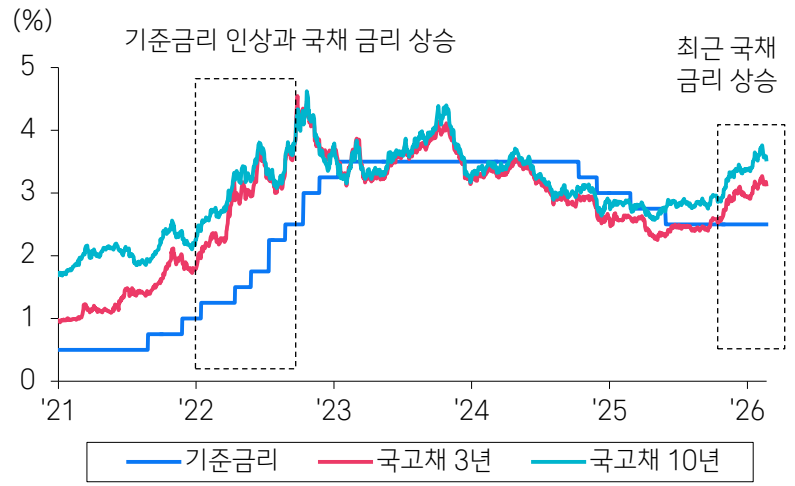
공사/은행채 수급 이슈

'22년 금리 상승과 한전/산금채의 발행 증가에 따른 수급 부담의 데자뷰

'22년 금리 상승과 한전/산금채 발행 증가에 따른 수급 부담이 최근 금리 상승과 공사/산금채 발행 증가에 따른 수급 부담과 비슷한 상황

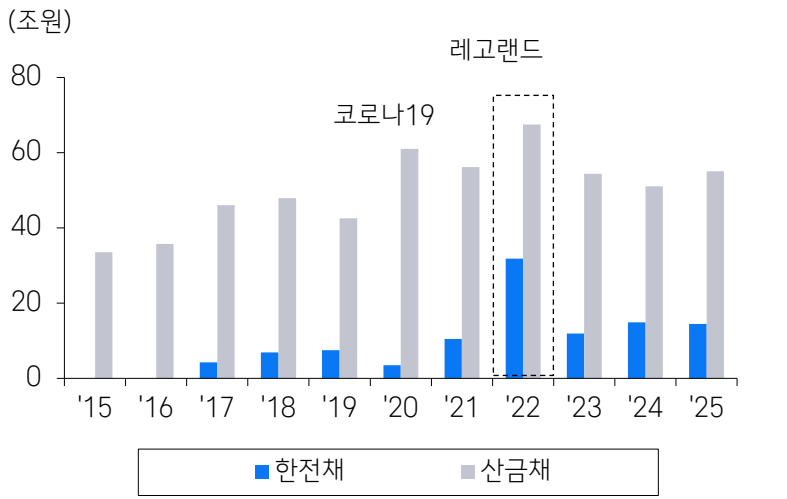
- '22년 기준금리 인상에 따른 금리 상승, 한전의 대규모 적자에 따른 발행 증가 및 산금채 발행 증가로 시장은 수급 부담을 이미 경험함
- 올해 1월 중순 이후 금리 상승, 2월부터 공사채 발행 본격화 및 첨단전략산업기금채(산금채) 발행에 따른 수급 부담이 다시 재현됨
- '22년 금리 상승 시기에 겪었던 수급 부담이 최근 다시 재현되면서, 공사채 및 은행채 스프레드가 빠르게 확대되면서 가격에 반영됨

'22년 기준금리 인상에 따른 국채 금리 상승과 작년 말 이후 가파른 금리 상승



참고: 기준금리, 국고채 3년 및 10년 금리
자료: Infomax

'22년 금리 상승기에 한전채와 산금채 발행 증가에 따른 수급 부담



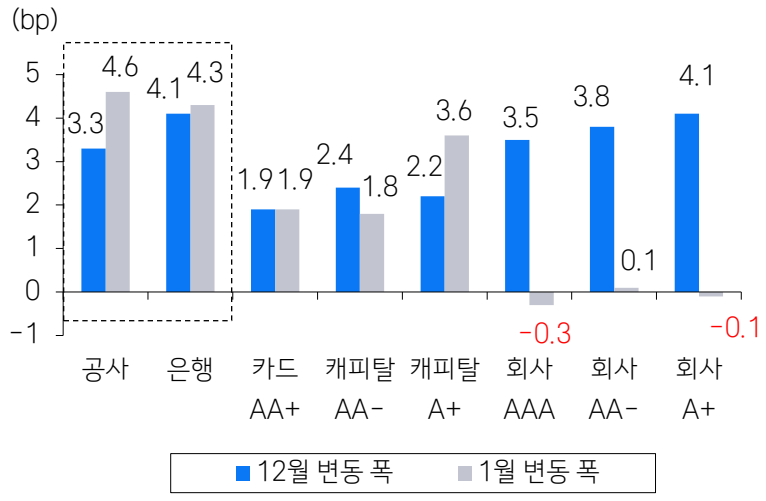
참고: 연도별 공사채 및 한전채 발행 추이
자료: Infomax

최근 최상위 등급인 공사채와 은행채 스프레드 확대

'22년과 비슷하게 금리 상승 및 공사/은행채 발행 증가라는 수급 부담으로 공사/은행채 스프레드는 회사채 대비 약세를 보이고 있음

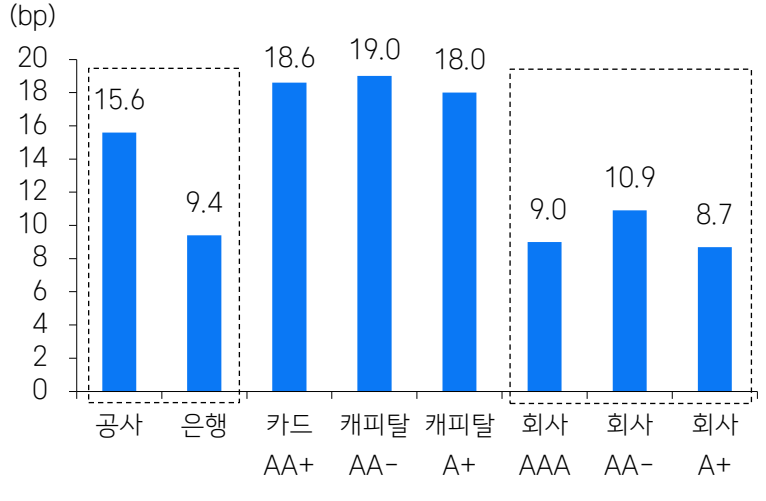
- ▶ 공사채 및 은행채 스프레드는 AAA등급의 최상위 신용등급을 바탕으로 낮은 크레딧 스프레드 레벨과 변동성을 보이는 것이 특징임
- ▶ 그러나 올해 1월 공사/은행채 스프레드는 작년 12월보다 확대 폭이 컸으며, 회사채보다 스프레드 확대 폭이 커지면서 약세를 보임
- ▶ 최근 공사/은행채의 약세는 '22년과 비슷하게 금리 상승과 맞물려 공사/은행채 발행 증가라는 수급 부담이 크게 작용한 것으로 판단됨

올해 1월 공사/은행채 스프레드 확대 폭은 연말 약세 시기였던 12월보다 컸음



참고: 섹터/등급별 크레딧 스프레드 월간 변동 폭(3년물 기준)
자료: Infomax

1월 중순 이후 공사/은행채 스프레드 확대 폭 심화로 회사채보다 약세를 보임



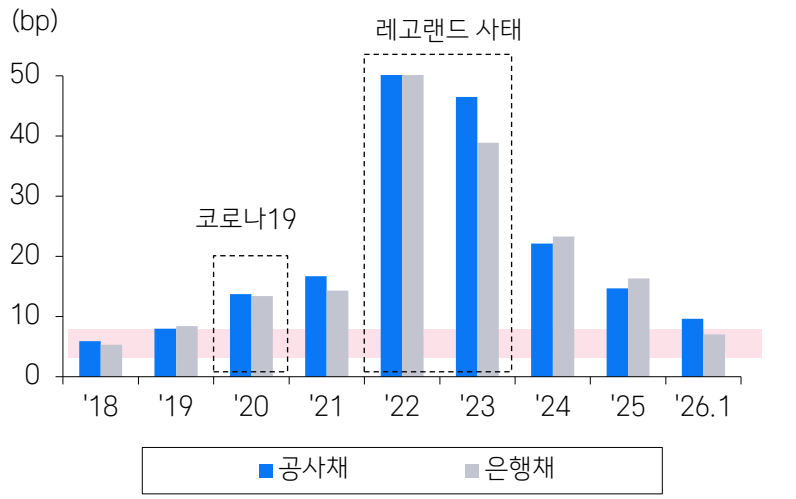
참고: 섹터/등급별 크레딧 스프레드 변동 폭(1.15일 후 현재)
자료: Infomax

예년과 달리 최근 공사/은행채 스프레드 확대는 변동성이 크다는 것이 특징

최근 크레딧 스프레드 확대는 예년과 달리 공사/은행채 스프레드 확대 폭이 커지면서 다른 섹터의 스프레드 확대 폭을 키운 것이 특징임

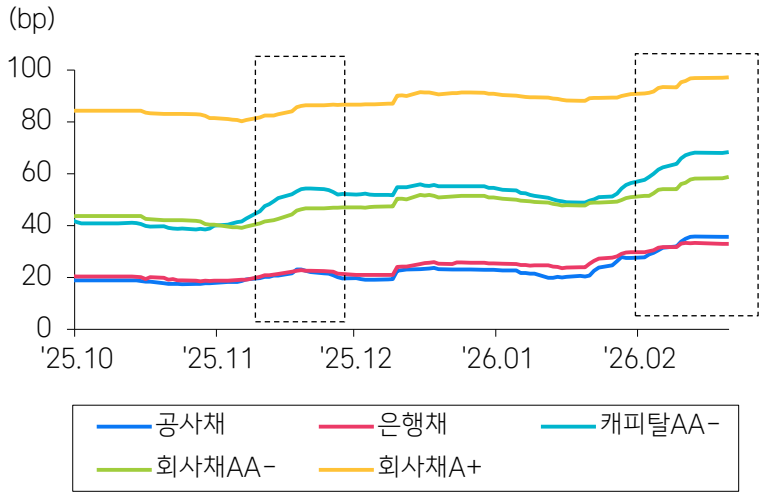
- ▶ 코로나/레고랜드 사태로 스프레드 변동 폭이 커졌지만, 최근 1개월 공사/은행채 스프레드 변동 폭은 '18~'19년의 연간 변동 폭 수준
- ▶ 이전의 크레딧 스프레드 확대 시기와 달리, 최근 크레딧 스프레드 확대의 특징은 공사/은행채 스프레드 확대가 뚜렷함
- ▶ 최상위 등급으로 낮은 스프레드 레벨을 보이는 공사/은행채 스프레드가 확대되면서 나머지 섹터의 스프레드 확대를 야기할 수 있음

올해 1월 공사/은행채 스프레드 변동 폭은 '18~19년 연간 변동 폭과 비슷



참고: 공사/은행채 스프레드(3년물) 변동 폭: 상단-하단
자료: Infomax

이전과 달리 최근 크레딧 스프레드 확대는 공사/은행채 스프레드 확대가 뚜렷



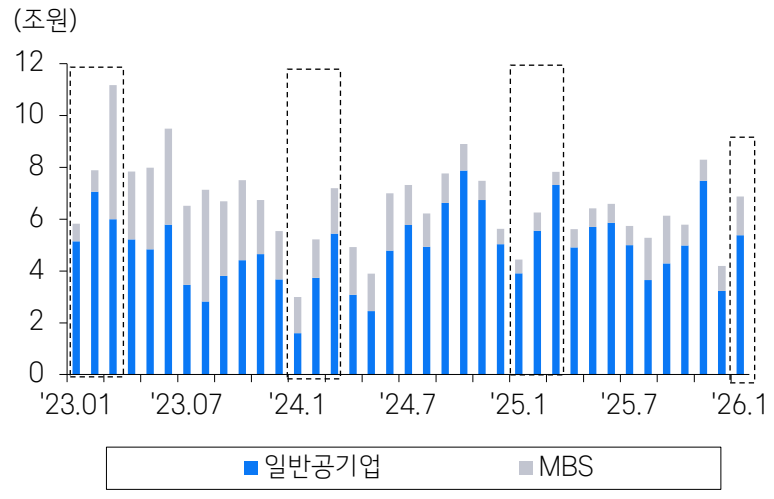
참고: 주요 섹터별 등급별 스프레드 추이(3년물 기준)
자료: Infomax

최근 공사채 은행채 스프레드 약세는 발행 증가라는 수급 부담이 주요한 요인

재정 확대에 따른 올해 공사채 발행 증가와 2월 이후 공사채 발행이 본격화되고, 첨단전략산업기금채 발행에 따른 산금채 발행 증가 우려

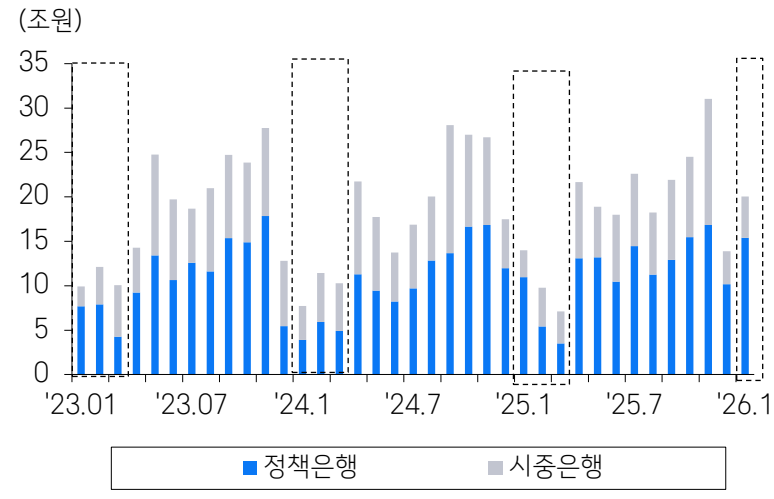
- ▶ 올해 재정 확대에 따른 국채 발행 증가 뿐만 아니라, 정책의 집행을 담당하는 중앙공기업의 일반 공사채 발행도 증가할 것으로 전망
- ▶ 공사채는 2월부터 발행이 본격화될 전망이며, 올해 1월 발행 물량도 과거 대비 크게 증가하면서 공사채 발행 부담 우려가 커지고 있음
- ▶ 은행채 발행은 3분기 이후 본격적으로 발행되지만, 올해 15조원 한도로 발행되는 첨단전략산업기금채(산금채) 발행 증가 우려가 작용

공사채 월별 발행: 2월 이후 발행이 본격화되면서 발행 증가 우려



참고: 월별 일반공기업 및 MBS 발행 추이
자료: Infomax

은행채 월별 발행: 올해 1월 은행채 발행이 예년 대비 크게 증가



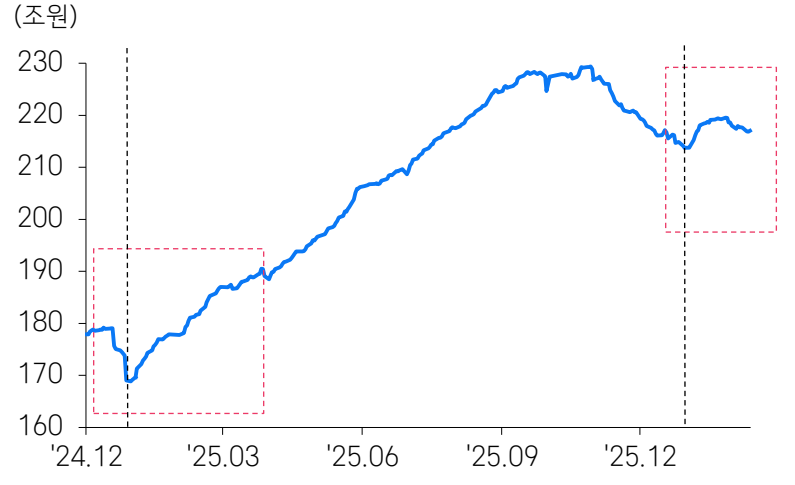
참고: 월별 시중은행(지방은행 포함) 및 정책은행 발행 추이
자료: Infomax

예년과 달리 연초 채권 자금 유출로 인해 공사채 및 은행채 투자 수요 부진

1월 금통위 이후 추가 금리 인하 기대감이 사라지면서, 채권형 펀드 자금 유출에 따른 공사채 및 은행채 투자 수요 부진도 수급 우려를 키움

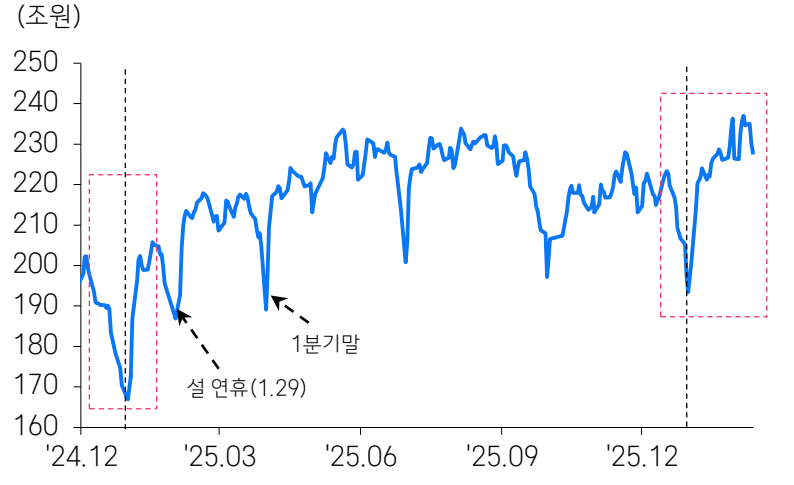
- ▶ 연말 채권형 펀드 자금 유출 후 연초 재유입되는 패턴을 보였으나, 올해 채권형 펀드 자금은 1월 하순부터 오히려 유출되기 시작함
- ▶ 1월 중순 금통위 이후 올해 기준금리 추가 이하 기대감이 완전히 사라지면서, 작년과 달리 채권형 펀드 자금 유입 감소 및 금리 상승
- ▶ 단기자금은 연초 자금 유입으로 전고점 수준까지 회복했으나, 1분기말인 3월 자금 유출 등 유출에 변동성이 커질 전망

예년과 달리 올해 연초에는 채권형 펀드에서 자금 유출이 발생하고 있음



참고: 채권형 펀드 수탁고 추이
자료: Infomax

단기자금은 이전 고점을 상회하는 자금 유입이 됐으나, 1분기말 유출 가능성



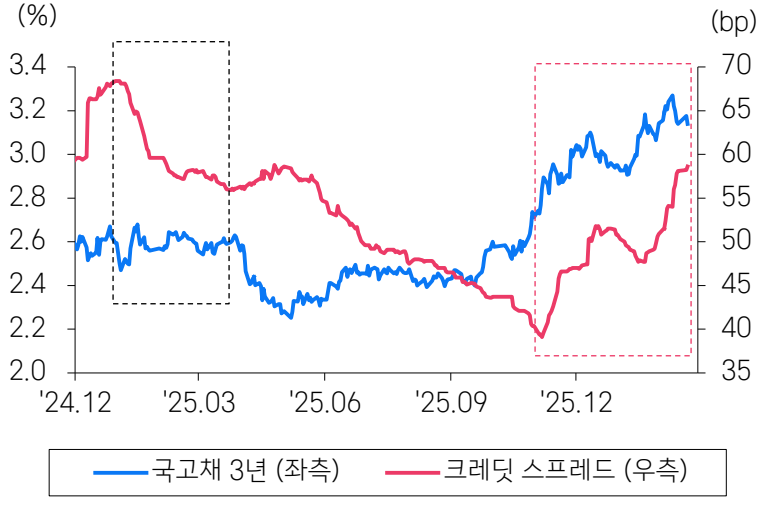
참고: MMF 수탁고 추이
자료: Infomax

연초 채권 자금 유출과 금리 상승에 따른 투자 수요 부진으로 수급 부담이 커짐

작년과 달리 연초 채권형 펀드 자금 유출과 금리 상승으로 매수 수요 부진으로 공사/은행채 발행 증가에 따른 수급 부담이 더 크게 작용

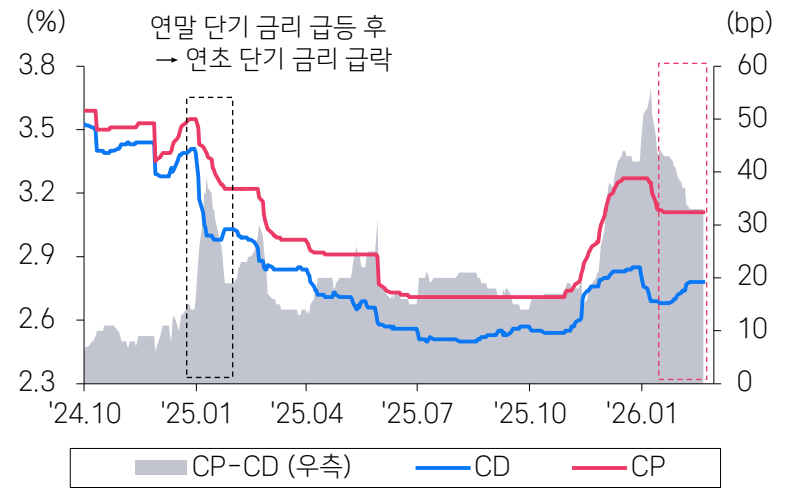
- ▶ 작년 연초 국채 금리 안정과 채권 자금 유입으로 크레딧 스프레드가 축소됐지만, 올해는 금리 상승과 채권 자금 유출로 스프레드 확대
- ▶ 금리 하락기에는 수급 부담이 크지 않지만, 금리 상승 시기에는 채권 수요가 감소하면서 발행 증가에 따른 수급 부담이 더 크게 작용함
- ▶ 최근 CD금리가 다시 상승하고 있지만, CP금리는 높은 CP-CD 스프레드 레벨로 상승이 제한되는 등 단기자금 조달 여건은 양호함

작년과 달리 올해 금리 상승으로 크레딧물 투자 수요 부진 → 스프레드 확대



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

최근 CD금리 상승에도 CP금리는 절대금리 메리트로 상승이 제한됨



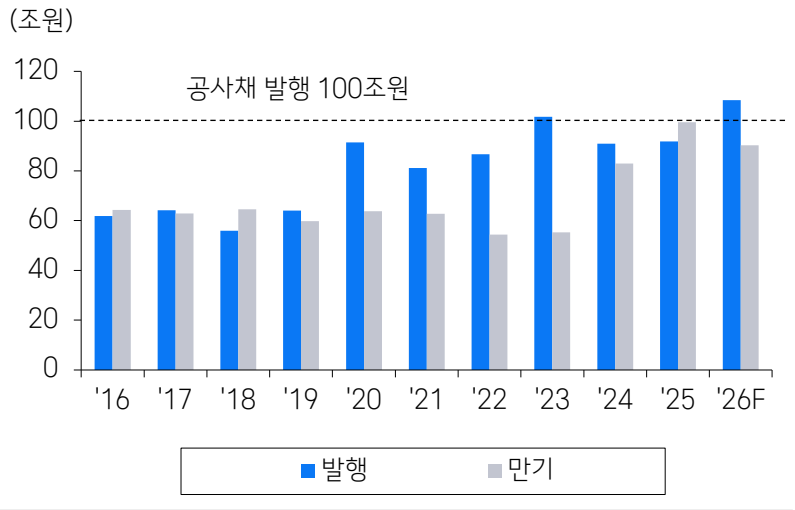
참고: CD 3개월 금리와 CP(A1등급, 3개월) 금리 추이, 단기 크레딧 스프레드(CP-CD금리 차이)
자료: Infomax

공사채 발행: 재정 지출 확대로 공사채 발행 증가 전망

재정 지출 확대에 따라 재정 집행을 보조하는 중앙 공기업의 일반 공사채 발행이 증가하면서 공사채 발행은 다시 100조원을 상회할 전망

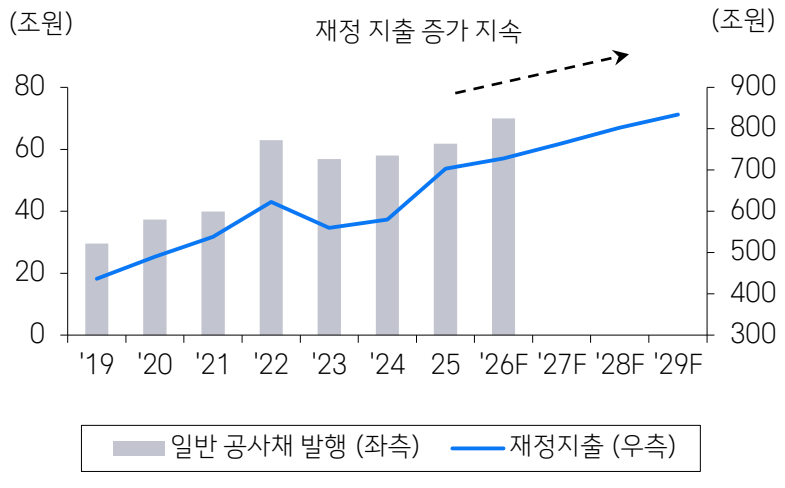
- ▶ 올해 공사채 만기는 88조원으로 작년 대비 감소할 전망이지만, 일반 공기업 발행이 증가하면서 공사채 발행규모는 100조원이 예상됨
- ▶ 중앙 공기업은 주로 재정 집행을 보조하는 역할로 인해 정부의 재정 지출 증가로 인해 일반 공사채의 발행이 증가하는 경향을 보임
- ▶ 재정지출이 '26년 728조원 → '29년 835조원까지 증가 추세를 감안할 때, 일반 공기업 발행은 지속적으로 증가할 것으로 전망됨

'26년 공사채 만기 감소에도 발행은 100조원을 상회할 전망



참고: 연도별 공사채 발행 및 만기, 2026년 발행은 만기 대비 20% 순증 추정
자료: Infomax

재정지출이 증가할수록 재정 집행을 보조하는 중앙 공사채 발행 증가



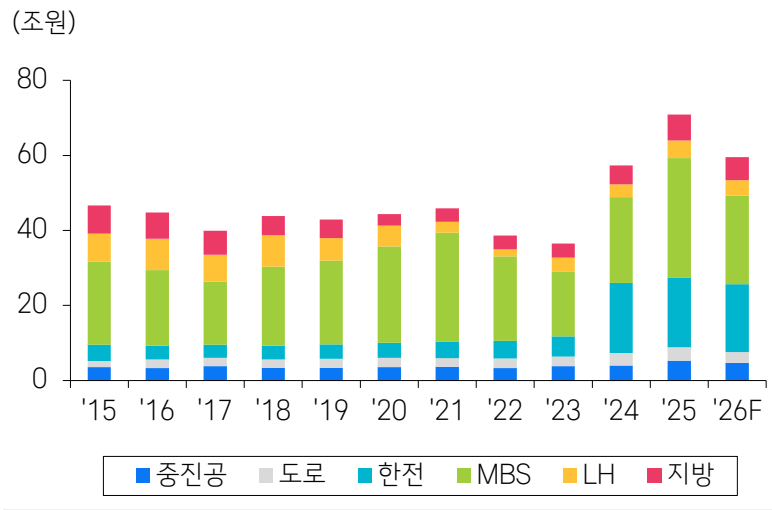
참고: 일반 중앙 공기업채(MBS 제외) 연도별 발행
자료: Infomax, 기획재정부

공사채 발행: 한전채 및 MBS 순발행 제한에도 일반 공기업 위주로 발행 증가

만기 도래 물량이 많은 MBS와 한전채 순발행이 제한적임에도 불구하고, 일반 공기업 발행 증가로 인해 전체 공사채 발행량은 증가할 전망

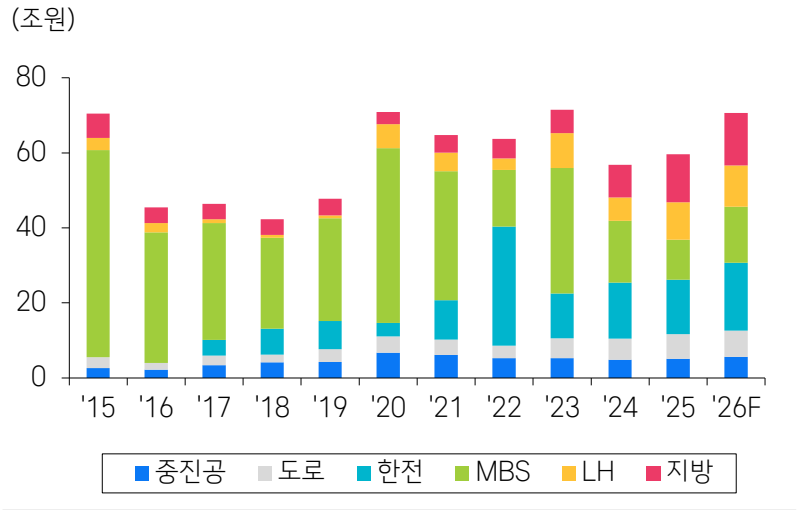
- ▶ 과거 발행이 많았던 MBS('20년) 및 한전채('22년)의 만기 도래로 '26년 공사채 만기 중 한전채와 MBS의 비중이 46%에 육박
- ▶ 최근 MBS 발행은 주택 대출 규제 강화로 순상환이 지속되고 있으며, 한전채도 '27년 이후 사채발행 한도 감소로 순발행이 제한됨
- ▶ MBS 및 한전채 순발행 제한에도, '26년 재정 집행 확대로 LH 및 도로 등 중앙 공기업과 지방 공기업 발행이 크게 증가할 것으로 전망

'26년 공사채 만기의 상당 부분을 한전채와 MBS가 차지



참고: 주요 공사채(발행량 상위) 연도별 만기 규모
자료: Infomax

한전채와 MBS 순발행 제한에도, 일반 공기업 위주로 발행 증가



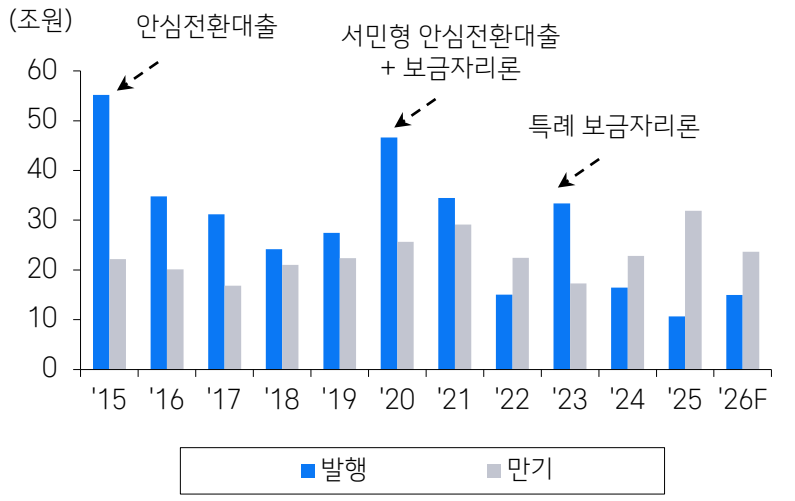
참고: 주요 공사채(발행량 상위) 연도별 발행량, 2026년 발행량은 추정치
자료: Infomax

공사채 발행: MBS 발행 증가 전망에도 순상환 기조에는 변함이 없음

작년 주택 대출 규제로 발행 감소에도 올해 정책 모기지 수요로 발행은 증가할 전망, 그러나 '24년부터 이어온 순상환 기조는 유지할 전망

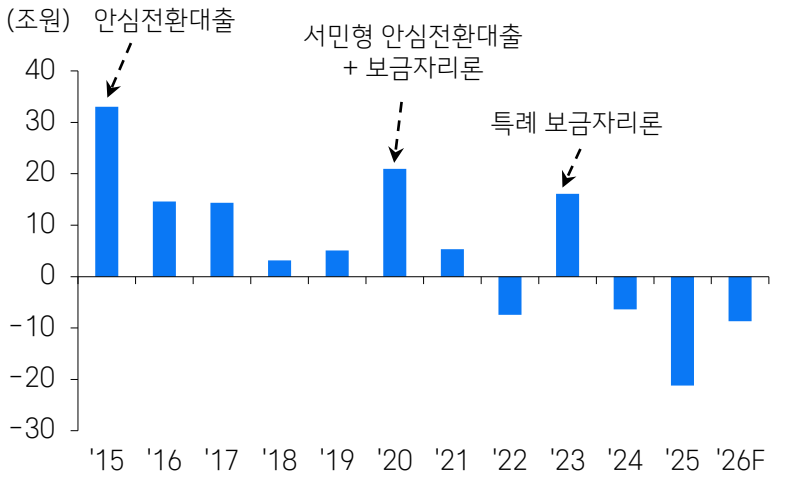
- ▶ 작년 MBS 발행은 약 10.6조원으로 정부의 가계 대출 관리 및 주택 관련 대출 규제로 인해 발행이 큰 폭으로 감소했음
- ▶ 올해 정책 모기지 수요에 맞춰 보금자리론 20조원 공급과 MBS 발행도 작년 발행 대비 40% 정도 증가할 계획(14.9조원 발행)
- ▶ 작년 대비 올해 MBS 발행이 증가할 전망이나, '24년부터 이어온 순상환 기조가 지속되고 있다는 점을 감안하면 발행 부담은 크지 않음

올해 MBS 발행은 정책 모기지 수요 증가로 작년 발행 대비 40% 증가 전망



참고: 한국주택공사 MBS 연도별 발행 및 만기 추이
자료: Infomax

올해 MBS 발행 증가 계획에도 불구하고, 여전히 순상환 기조가 지속될 전망



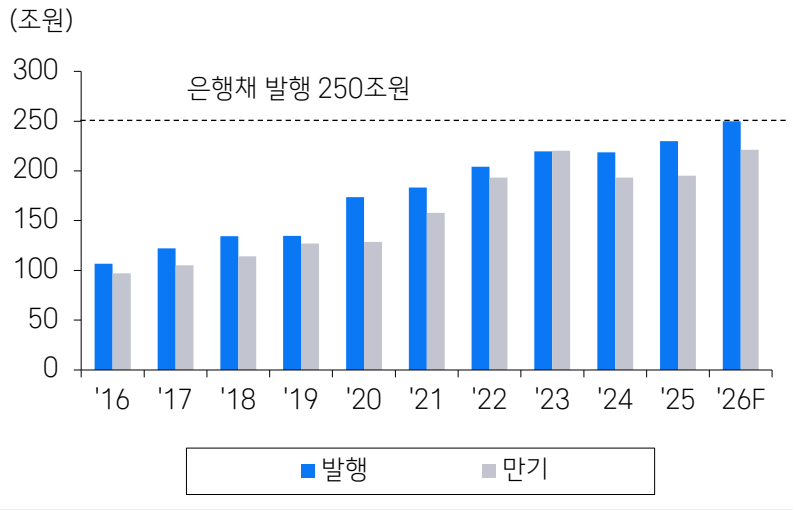
참고: 한국주택공사 MBS 연도별 순발행 추이
자료: Infomax

은행채 발행: 산금채 등 특수은행 발행이 다시 증가할 전망

코로나19와 레고랜드 사태를 거쳐 산금채 발행 증가로 은행채 총발행량은 200조원을 상회, '26년에도 산금채 발행 증가가 지속될 전망

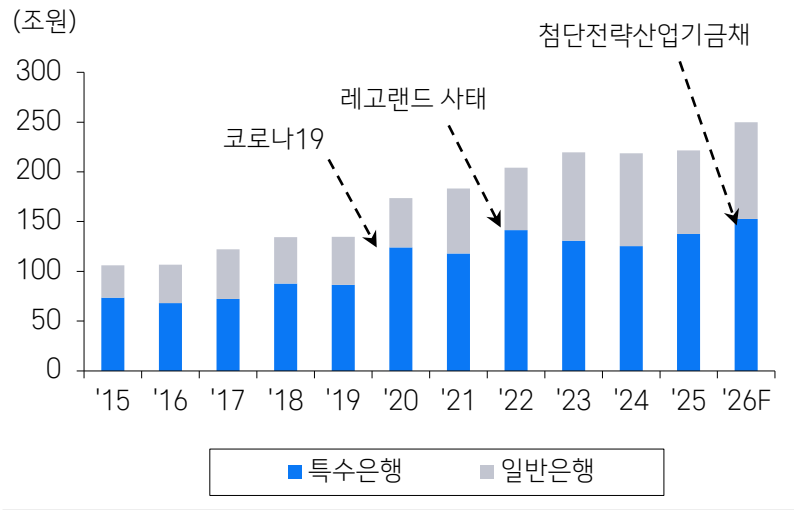
- ▶ 은행채 발행은 코로나19와 레고랜드 사태로 산금채 등 특수은행채 발행으로 '15년 106조원에서 '22년 204조원까지 증가했음
- ▶ 레고랜드 사태 이후 시장 안정화로 산금채 등 특수 은행채 발행이 감소했으나, '26년 첨단전략산업기금채 발행으로 다시 증가할 전망
- ▶ 정부 보증 형태 등 기존 산금채와 다른 방식이지만, 은행채 섹터의 발행 증가가 일정 수준 은행채 섹터의 수급에 부담이 될 전망

은행채는 '22년 이후 200조원 이상 발행 지속 → '26년 250조원 전망



참고: 은행채 연도별 발행 및 만기
자료: Infomax

은행채 발행 증가에는 산금채 등 특수 은행채 발행 증가가 크게 기여



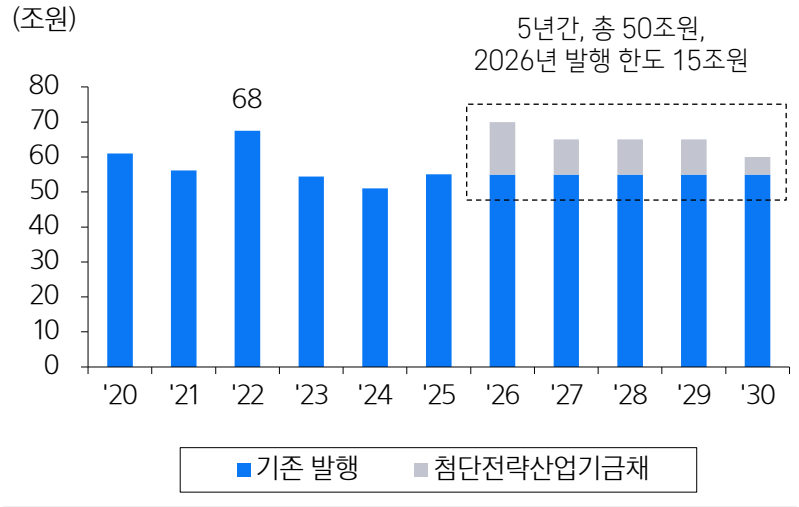
참고: 특수은행(산업/기업/수출입 은행 등), 일반 은행(시중은행+지방은행)
자료: Infomax

은행채 발행: 산은의 첨단전략산업기금채 발행으로 은행채 섹터의 발행 증가

올해 발행이 예상되는 첨단전략산업기금채 발행 부담은 은행채 발행이 본격화되는 9~11월에 심화될 전망

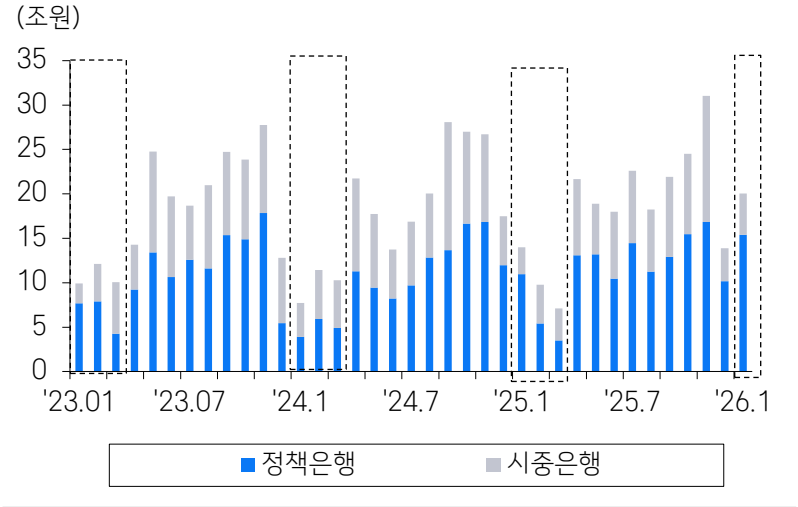
- ▶15조원 규모로 발행되는 첨단전략산업기금채를 고려하면, 올해 산금채 발행 규모는 수급 부담이 컸던 '22년도보다 더 증가할 전망
- ▶은행채 발행 규모는 상반기보다는 하반기가 더 크며, 연말 유동성 비율 등 규제 비율 준수를 위해 9월부터 발행이 증가하는 경향이 있음
- ▶은행채의 수급 부담은 지금 당장의 이슈보다는 발행 부담이 커지는 9~11월에 금리 상승과 맞물릴 경우 더 심화될 여지가 남아 있음

올해 첨단산업전략기금채 발행 고려 시, 산금채 발행은 '22년을 상회할 전망



참고: 연도별 산금채 발행 추이
자료: Infomax

은행채는 주로 9~11월에 발행이 집중 → 은행채 수급 부담은 9월 이후 심화



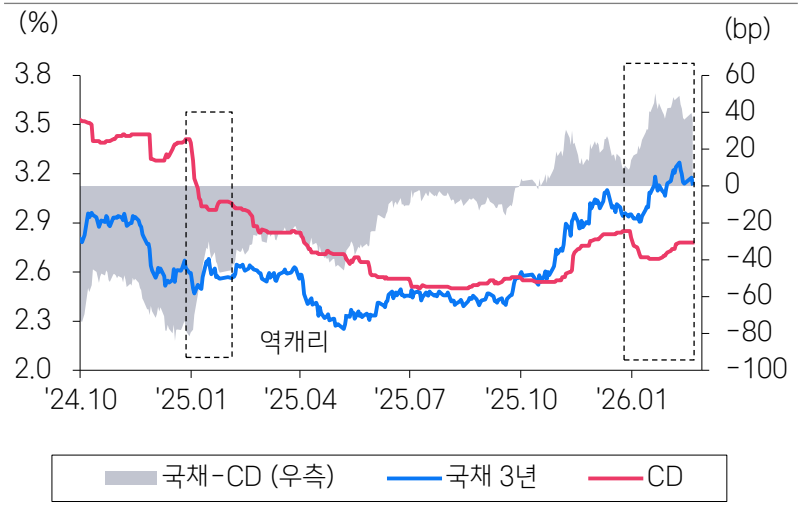
참고: 월별 시중은행(지방은행 포함) 및 정책은행 발행 추이
자료: Infomax

채권 금리 대비 낮은 단기 금리로 인해 대체 조달 수단 활용이 가능

가파른 채권 금리 상승으로 채권 대비 상대적으로 낮은 단기 금리를 활용한 FRN/CP 등 대체 수단을 통한 자금 조달이 증가할 전망

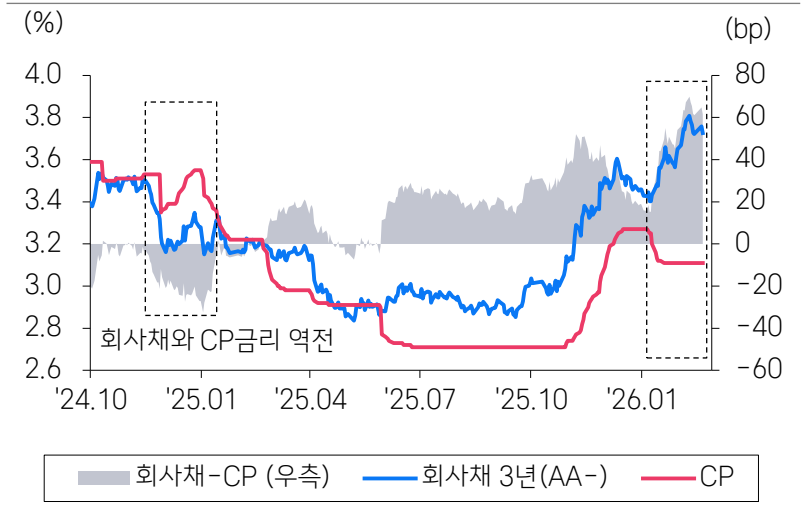
- ▶최근 국채 금리의 가파른 상승으로 상대적으로 낮은 CD금리를 활용한(CD+가산금리)FRN을 통해 조달 코스트를 낮을 수 있음
- ▶국채 금리 상승으로 회사채 금리도 상승하면서, 회사채 금리 대비 상대적으로 낮은 CP 발행을 통해 낮은 조달 코스트를 낮출 수 있음
- ▶공사채 대신 FRN 발행이나, 은행채 대신 FRN 및 예금담보 ABCP 발행을 통해 일정 수준 공사/은행채 발행을 대체 가능할 전망

높은 국채 금리와 상대적으로 낮은 CD금리 FRN 발행 니즈 커짐



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

회사채 대비 상대적으로 낮은 CP금리로 인해 CP 발행이 증가할 전망



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

PART 02

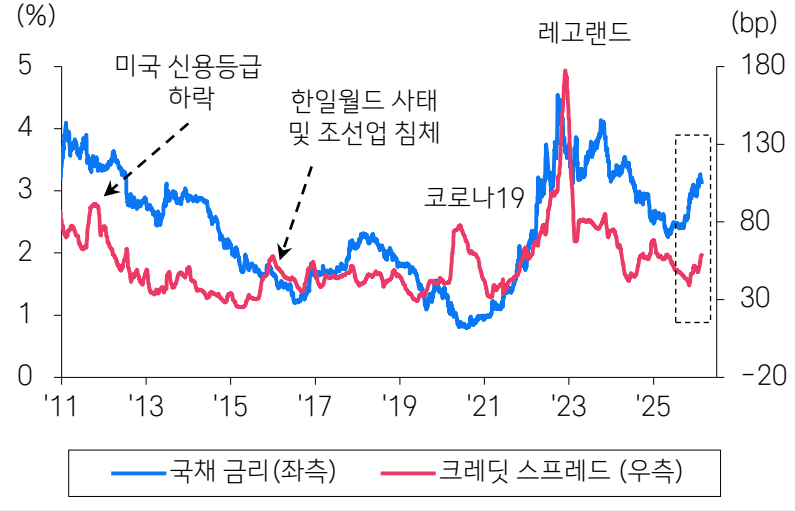
크레딧 채권 투자 전략

국채 금리가 상승하는 시기에 크레딧 스프레드는 확대되는 경향을 보임

연초 국채 금리 상승과 채권형 펀드 자금 유출로 인해 레고랜드 사태 이후 국채 금리와 크레딧 스프레드 방향성이 일치하는 특징을 보임

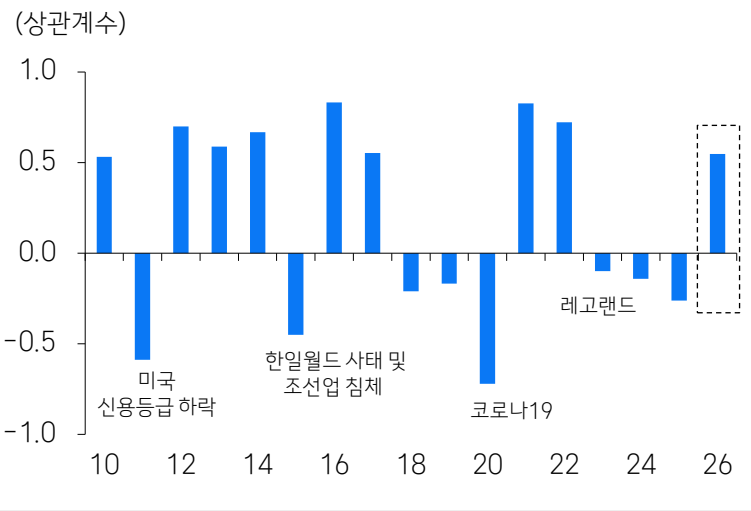
- ▶ 크레딧 이벤트 시기를 제외하고, 국채 금리와 크레딧 스프레드는 같은 방향성을 보이면서 높은 수준의 양(+)의 상관관계가 나타남
- ▶ 그러나 레고랜드 사태 이후 '23년 들어 급격하게 높아진 크레딧 스프레드 레벨과 축소로 인해 과거 양(+)의 상관관계가 (-)로 전환
- ▶ 연초 국채 금리 상승과 채권형 펀드 자금 유출로 인해 국채 금리와 크레딧 스프레드의 방향성이 일치하는 모습이 지속될 전망

크레딧 이벤트 시기 제외, 국채 금리와 크레딧 스프레드는 같은 방향성



참고: 국채 3년 금리와 크레딧 스프레드(회사채 AA-, 3년) 추이
자료: Infomax

레고랜드 사태 이후 (-)의 상관관계가 올해 (+)의 상관관계로 전환



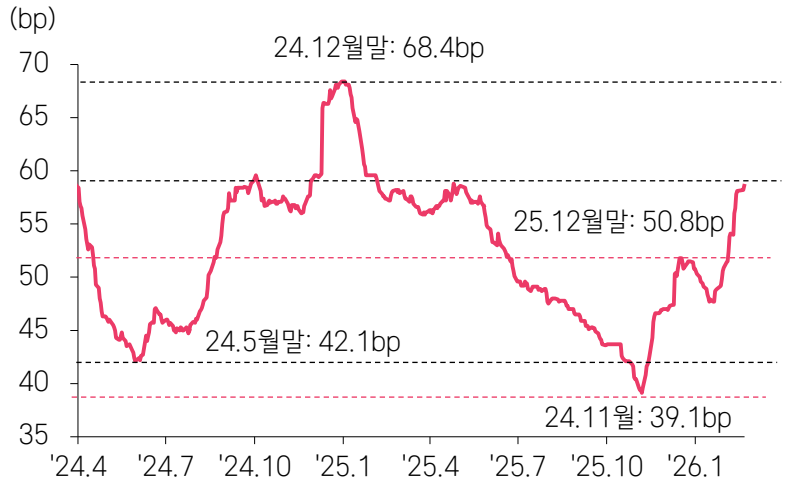
참고: 국채 3년 금리와 크레딧 스프레드(회사채 AA-, 3년) 연도별 상관관계
자료: Infomax

작년 말 전고점을 다시 상회하면서 크레딧 스프레드 레벨의 투자 매력

국채 금리 상승과 변동성 확대가 지속되면서 크레딧 스프레드가 작년 12월말 전고점을 상회 → 가격 메리트에도 국채 금리 방향성에 연동

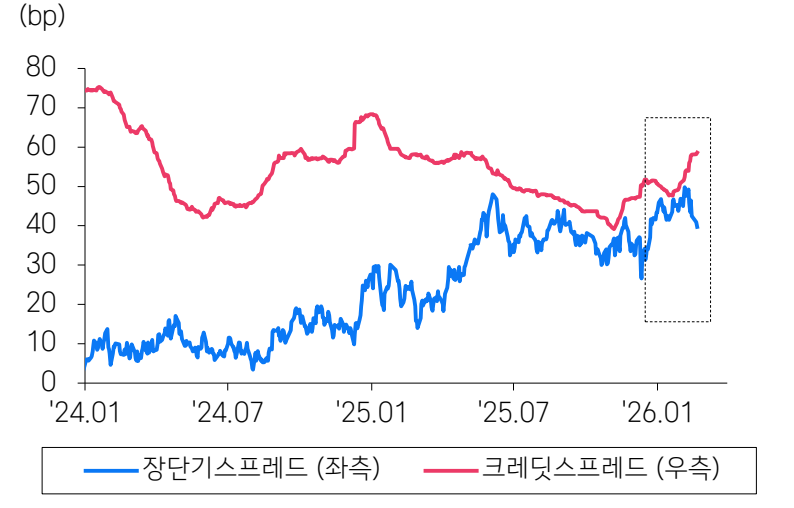
- ▶2월 들어 국채 금리 상승세가 지속되면서 크레딧 스프레드는 '25년말 전고점보다 더 높은 수준까지 상승하면서 가격 메리트가 높음
- ▶장기 국채 금리 상승으로 인해 확대됐던 장단기 스프레드(국채 3/10년) 축소 시, 크레딧 스프레드의 추가 확대가 제한될 전망
- ▶금리 상승세와 금리 변동성 확대에 따른 크레딧 채권 투자 심리가 위축된 상태이지만, 국채 금리 반락 시 분위기 반전도 기대할 수 있음

1월 하순 이후 크레딧 스프레드 확대로 인해 작년 말 전고점을 다시 상회



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

향후 장단기 스프레드 축소와 동반해서 크레딧 스프레드 축소 가능성



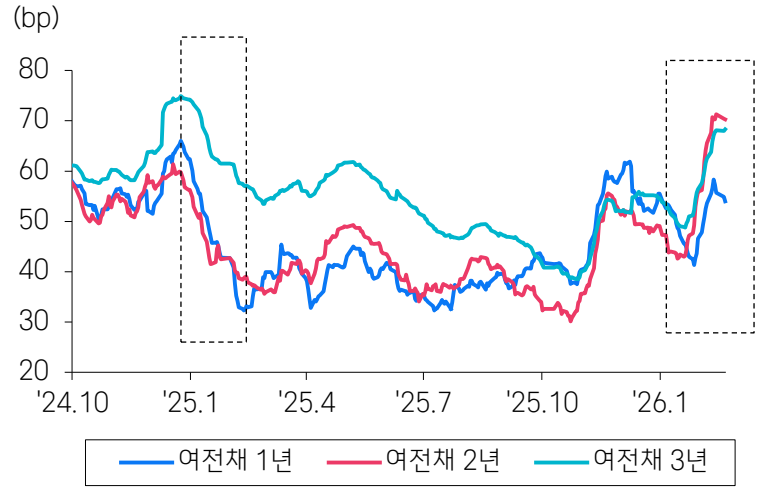
참고: 3/10년 장단기 스프레드(국채 3/10년) 및 크레딧 스프레드(회사채 AA-등급, 3년물)
자료: Infomax

듀레이션 리스크는 줄이면서 롤링효과가 큰 단기 크레딧물 수요

올해 금리 상승으로 연초효과는 사라졌지만, 최근 1년 이하 단기 크레딧물 위주로 스프레드는 축소세로 전환되고 있음

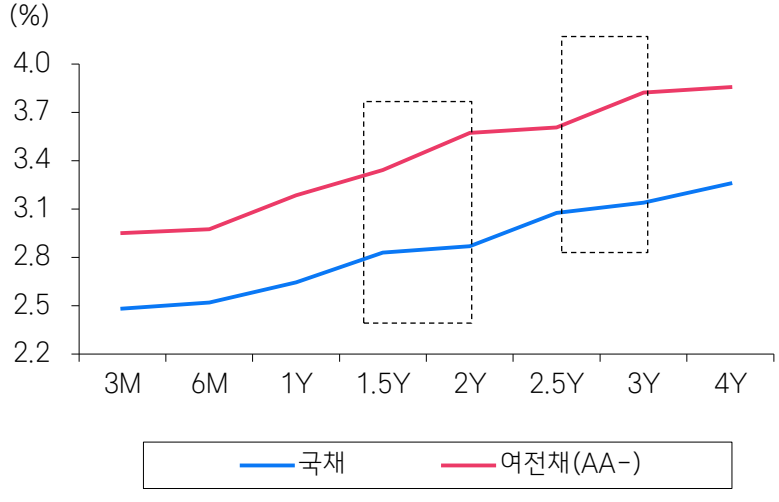
- ▶ 만기별 크레딧 스프레드 추이를 보면, 2~3년물 위주로 스프레드가 큰 폭으로 확대됐으며 상대적으로 1년물은 확대 폭이 크지 않음
- ▶ 상대적으로 낮은 단기 금리의 영향으로 2년물 이하에서 롤링효과가 크게 나타날 전망 → 2년 이하 크레딧 채권의 캐리수익 잇점
- ▶ 국채 금리 상승에 따른 듀레이션 리스크를 회피하기 위해, 상대적으로 금리가 높은 단기 크레딧 채권에 대한 수요가 당분간 이어질 전망

작년과 달리 연초에 크레딧 스프레드가 확대됐지만, 최근 단기물 축소 전환



참고: 만기별 여전채(AA-등급) 스프레드 추이
자료: Infomax

듀레이션이 짧고 롤링효과가 큰 만기 2년 이하 크레딧물 매수



참고: 만기별 국채 및 여전채 금리(2.20일 기준)
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