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 4월 8일 | Global Asset Research

해외크레딧

KP: 4월, 전략적 발행 재개와 유통시장 확산 여부 점검

3월: 금리 충격 속 우량물 선호

3월 KP 시장은 중동발 지정학 불안과 미국 국채 금리 급등이라는 비우호적인 대외 환경 속에서 2월 강세를 일부 되돌리는 흐름이 진행되었다. KP 달러채 스프레드는 2월 말 대비 7.0bp 확대되며 아시아 IG와 유럽 IG 대비 상대적으로 선방했으나, 국책은행/공기업물 4.4bp 대비 민간기업물이 12.9bp 확대되며 상하위 그룹 간 차별화가 추가로 진행되었다. 다만, 3월 KP 시장을 움직인 주된 변수는 스프레드보다 금리였으며, 미국 금리 급등이 KP 절대금리를 빠르게 끌어올리면서 듀레이션과 절대금리 부담이 더 크게 작용했다. 결과적으로 3월 KP 유통시장에서 우량 공공부문의 상대적 방어력과 민간기업 신용물의 높은 민감도가 재확인되었다.

3월 들어 중단됐던 공모 KP 발행은 미국-이란 간 긴장이 완화된 틈을 타 한국석유공사와 LG에너지솔루션을 시작으로 월말 한국광해광업공단, 산업은행, 현대캐피탈아메리카까지 공모 재개 범위가 확대되었다. 이에 3월 KP 전체 발행 규모는 약 53억 달러로 최근 10년간 3월 패턴 중 최대를 기록했다. 반면, 일본을 제외한 아시아계 G3 통화 채권 발행은 약 100억 달러 규모로 작년 동월 대비 67% 감소했다. 즉, 아시아 우량물 공급이 줄어든 상황에서 KP가 투자 수요를 확보한 것으로 판단된다. 또한, 금리 충격 속에 우량물 선호가 강화되고 KP 발행시장 기능이 단계적으로 회복 중인 것으로 볼 수 있다.

4월: 발행 재개와 유통시장 확산 여부 점검

4월 이후 KP 시장은 공모 발행 재개를 넘어, 최근 발행물이 유통시장 강세와 KP 지수 스프레드 축소로 연결되는지 여부를 확인하는 단계다. 4월 만기 물량 부담이 여전히 변수인 가운데, 최근 우량 발행주체의 시장 접근성과 수요 확보 여력은 확인됐다. 3월 이후 발행물의 발행 단계에서의 금리 조정력은 과거 비교 사례('25년 초: 높은 대내 불확실성 배경, '26년 초: 최근 KP 강세의 고점) 대비 강했다. 발행액 기준 가중평균 최종 가산금리 변화는 -33bp로 과거보다 조정 폭이 컸고, 발행 후 5영업업일 후 스프레드 역시 평균 -2.9bp로 일부 유통시장 반응이 확인됐다. 다만, 대내 불확실성 높았던 2025년 초와 비교 시 강한 축소 흐름으로 해석하기에는 아직 이르며, 유통시장 강세 확산 여부는 추가 확인이 필요하다.

KP 지수 측면에서는 시장 재개 이후 국책/공기업 스프레드의 안정이 먼저 나타난 반면, 민간기업물 스프레드까지 동반 축소가 확산된 모습은 아니다. 따라서 현 시점에서는 시장 전체 비중 확대보다는 높은 절대금리 환경에서도 수요를 소화할 수 있는 국책/공기업의 상위 그룹과 우량 시중은행 중심의 선별적 접근이 적절하다.

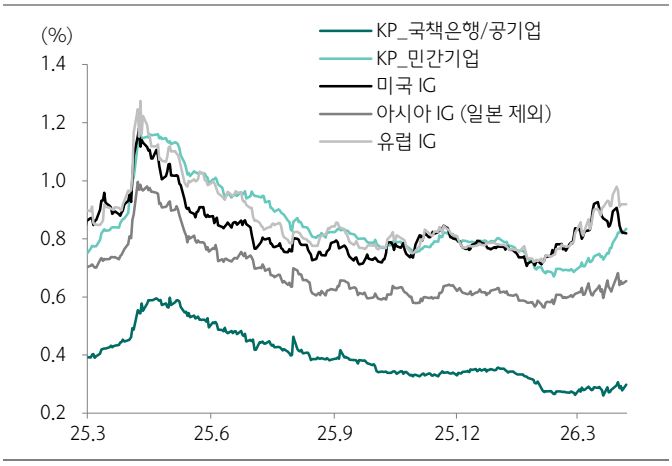
3월: 금리 충격 속 우량물 선호

비우호적 대외 여건과 글로벌 크레딧 스프레드 확대

3월 KP 시장은 중동발 지정학 리스크와 미국 국채 금리 급등이라는 비우호적인 대외 환경 속에서 2월까지 이어졌던 강세를 일부 되돌리는 흐름이 진행되었다. KP 달러채 스프레드의 경우 2월 말 대비 7.0bp 확대되며 아시아(일본 제외) 투자등급(IG) 7.2bp와 유럽 IG 14.7bp 대비 상대적으로 선방하는 모습을 보였으나, 미국 IG보다는 다소 약했다(+5.1bp). 같은 KP 내부에서도 상위 그룹(국책은행/공기업)과 하위 그룹(민간기업) 간 격차가 크게 벌어진 점이 3월의 핵심적인 특징이었다. 국책은행/공기업물 스프레드가 4.4bp 확대된 반면, 민간기업물은 12.9bp 확대되며 미국 IG 대비로도 약한 흐름을 보였다.

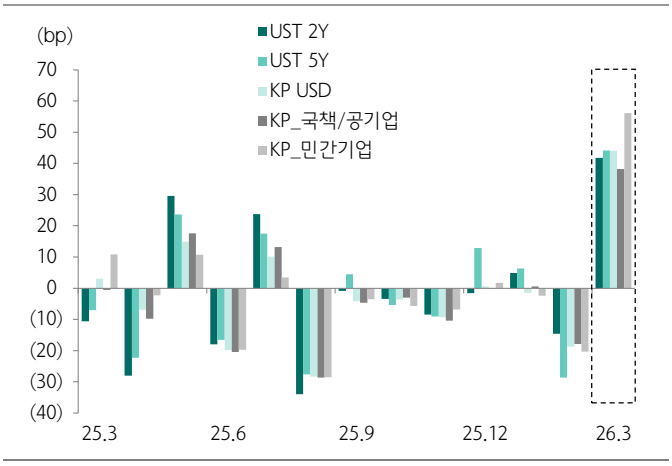
다만, 3월 KP 시장을 움직인 주된 변수는 2월과 동일하게 스프레드보다 금리였다. 단, 그 방향은 정확히 반대였다. 2월 한 달간 19bp 하락했던 KP 달러채 금리는 3월 44bp 가량 오르며 4%대 중후반 레벨까지 상승했다. 같은 기간 미국 2~5년물 국채 금리가 40bp를 웃도는 상승 폭을 보인 점을 고려했을 때, 국채 금리의 재상승이 KP 절대금리를 빠르게 끌어올리면서 듀레이션과 절대금리 부담이 더 크게 작용했다. 결과적으로 3월 KP 유통시장에서 우량 공공부문이 상대적 방어력을 보인 반면, 민간기업 신용물은 같은 충격에 더 크게 노출되며 차별화가 확대되었다.

도표 1. KP 및 미국, 유럽, 아시아(일본 제외) IG 스프레드 추이



주: KP와 아시아(일본 제외) IG는 달러 표시 채권 지수 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 3월 KP 약세의 주 동인은 국채 금리 상승



주: KP는 달러 표시 채권 지수 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

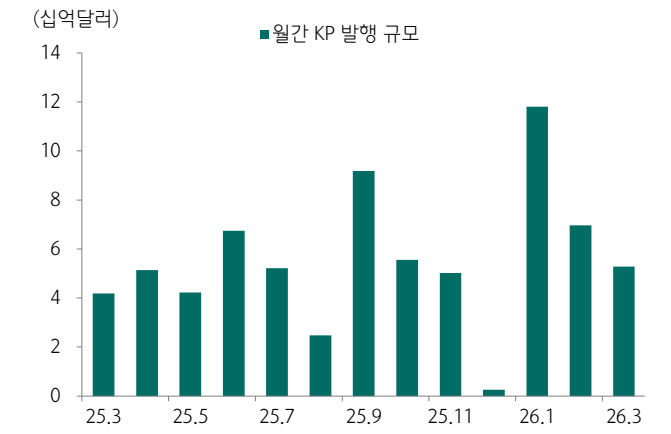
시장 기능 정상화의 과정

발행시장에서는 공모 KP 발행 자체가 1~2월 대비 크게 줄어든 가운데 우량 발행주체들이 먼저 시장 접근성을 확인하는 모습이 나타났다. 지정학 리스크 확대 이후 한동안 중단되었던 공모 KP 발행은 3월 24일 한국석유공사가 총 12억 달러 규모의 3년과 5년 고정금리채(FXD) 및 3년 변동금리채(FRN) 발행을 확정하며 시장 재개 가능성을 드러냈다. 뒤이어 LG에너지솔루션이 총 16억 달러 규모의 4개 트랜치 북빌딩을 마무리했다. 다만, 이때까지만 하더라도 레코드가 누적된 고신용이거나 펀더멘털 개선의 설명력이 있는 우량 발행주체 중심의 등장이었으며, 전면적 회복으로 보기에는 무리가 있었다.

그러나 월말 들어 발행시장에 대한 평가가 한 단계 상향되었다. 시장의 연준 통화정책에 대한 전망 조정과 경기 둔화에 대한 프라이싱이 미국 국채 금리에 반영되기 시작했고, 미국-이란 간 긴장이 소폭 완화되는 분위기가 형성됐다. 이에 차환 니즈가 있었던 한국광해광업공단의 달러 조달을 비롯해, 산업은행의 유로화 조달, 현대캐피탈아메리카 달러채 등 3월 30일에서 31일 사이에만 약 36.5억 달러(달러화 환산) 규모의 공모 북빌딩이 빠르게 소화됐다. 다만, 이 변화의 의미는 전반적인 시장 기능의 회복보다는 정책성 우량물에서 공공기관과 상위 우량 민간기업까지 발행 재개 범위가 확대됐다는 점에 있고, 시장 기능 정상화의 과정이 발행사들의 전략적 조달을 통해 진행 중인 것으로 해석하는 것이 합리적이다.

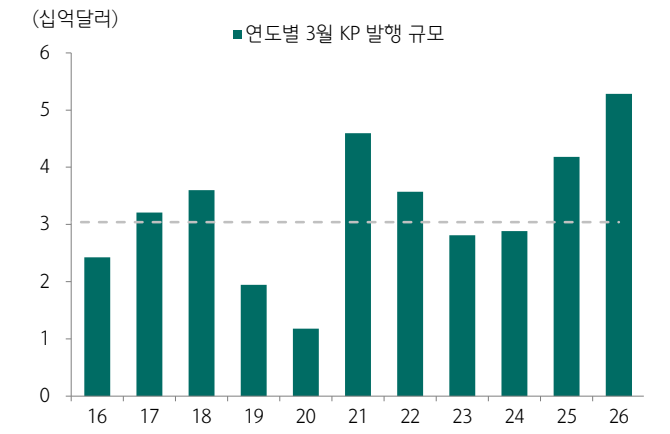
이러한 재개는 단순히 투자심리의 개선만으로 설명되지 않는다. 3월 KP 발행 규모는 약 53억 달러로 작년 동월 대비 26% 증가해 최근 10년간 3월 발행 중 최대 발행액을 기록했다. 반면, 일본을 제외한 아시아계 G3(USD, EUR, JPY) 통화 채권 발행은 약 100억 달러 규모로 작년 동월 대비 67% 감소했다. KP의 발행만기 비중상 5년물 이하가 80% 이상을 차지하는 점을 감안하더라도, 아시아 우량물 전반의 공급이 줄어든 상황에서 KP가 투자 수요를 확보한 것으로 판단된다.

도표 3. 1~2월 대비 줄어든 3월 KP 발행



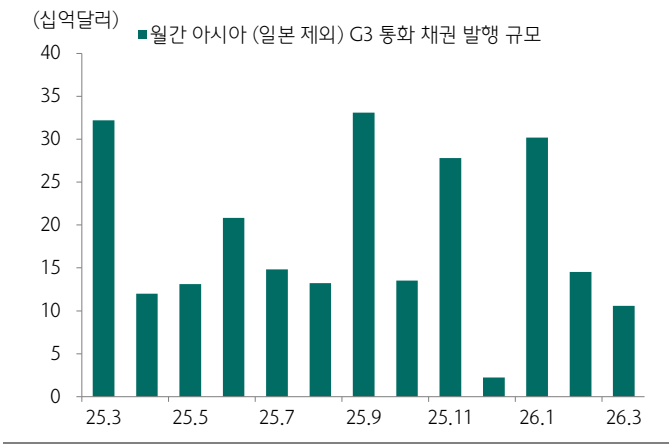
주: (1) USD 이외 통화는 발행 당시 환율로 USD 환산. (2) 블룸버그 리그테이블 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 그러나 올해 3월 KP 발행은 최근 10년 중 최대 규모



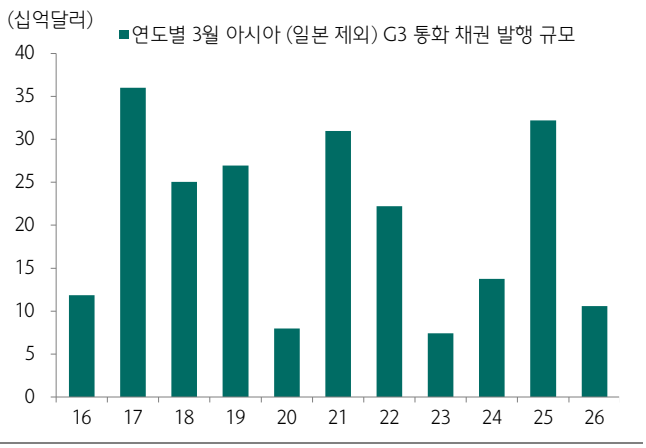
주: 가로 점선은 2016~25년 평균
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 아시아 (일본 제외) G3 통화 채권 발행 역시 1월 이후 감소



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

도표 6. 3월 패턴상으로도 감소한 아시아 G3 통화 채권 발행



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

도표 7. 2026년 3월 주요 KP물 (USD) 북빌딩 현황

발행자	북빌딩 일자	금액 ($mn)	트랜치	최초제시금리 (bp)	최종금리 (bp)	주문배수	신용등급 (Moody's/S&P/Fitch)
한국석유공사	3 월 24 일	400	3 년 고정	T+90	T+65	-	Aa2/AA/-
		500	3 년 변동	-	SOFR+80	-	Aa2/AA/-
		300	5 년 고정	T+95	T+70	-	Aa2/AA/-
LG 에너지솔루션	3 월 25 일	300	3 년 고정	T+150	T+115	9.3	Baa2/BBB/-
		500	5 년 고정	T+165	T+130	6.0	Baa2/BBB/-
		300	5 년 변동	-	SOFR+156	6.7	Baa2/BBB/-
		500	10 년 고정	T+200	T+165	7.0	Baa2/BBB/-
한국광해광업공단	3 월 31 일	500	5 년 고정	T+135	T+100	9.8	A1/A+/A+
현대캐피탈아메리카	3 월 31 일	650	2 년 고정	T+110	T+83	-	A3/A-/A-
		750	3 년 고정	T+120	T+95	-	A3/A-/A-
		600	5 년 고정	T+135	T+110	-	A3/A-/A-

자료: Bloomberg, 하나증권

4월: 발행 재개와 유통시장 확산 여부 점검

3월 이후 남은 변수의 점검: 미국 금리, 아시아 및 KP 스프레드 향방

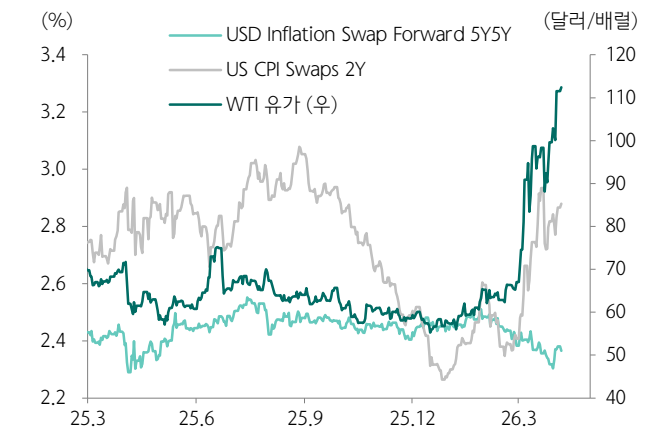
지난 3월 전망[3/11 KP: 3월, 시장 기능과 후행 프리미엄을 봐야 할 때]에서 이번 국면에 대해 스프레드 절대 레벨보다는 금리 변동성과 시장 기능 중심의 접근을 제시했다.

당시 핵심 점검 항목은 ① 미국 금리의 안정 여부, ② 발행시장 재개 후 신규 발행 프리미엄 정상화, ③ 아시아 IG와 KP의 후행적 위험 프리미엄 재부과 가능성, 그리고 ④ KP 상하위 그룹 간 스프레드 갭 재확대 여부였다. 실제 3월 말까지의 흐름을 보면, KP 약세의 주 요인은 스프레드보다 금리 재조정이었음이 확인되었다. 또한 국책은행/공기업과 민간기업 간의 유통시장 성과 차별화가 추가로 이루어지면서, KP 상위 그룹의 방어성과 하위 그룹의 상대적으로 높은 민감도가 재확인되고 있는 흐름이다.

향후 미국 금리의 경우 공급망 불안 장기화에 따른 인플레이션 반등과 실물 경제 충격 여부에 따라 높은 변동성이 유지될 수 있다. 유가 상승으로 인해 가계 처분가능소득이 낮아지면서 소비 수요가 약화될 수 있고, 이 경우 기업들의 비용 전가 역시 어려움이 예상된다. 그러나 3월 중 실물 경제 충격 가능성을 반영하며 하락했던 장기 기대인플레이션이 4월 들어 반등 흐름을 보이고 있다. 이는 미국 경제가 양호한 흐름을 유지하는 가운데, 고물가 고착화와 연준의 기준금리 유지 가능성을 높게 바라보고 있는 것으로 해석된다.

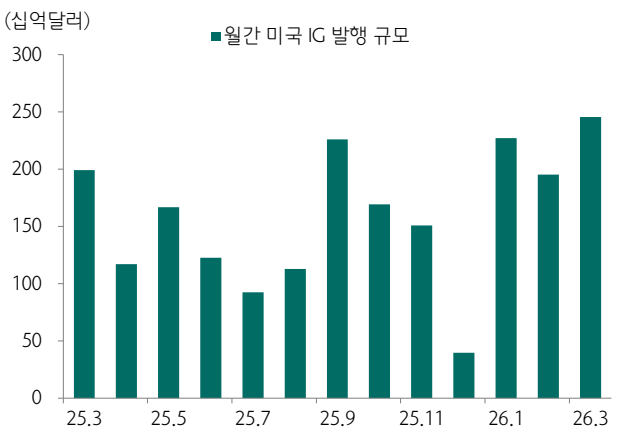
이 가운데 후행적 프리미엄 재부과 가능성은 좀 더 지켜볼 필요가 있다. 전쟁 발발 초기에는 미국과 유럽이 먼저 충격을 반영하고 아시아 IG와 KP에 뒤늦게 프리미엄이 재부과되는 흐름이 나타났지만, 미국 국채 금리의 방향성이 안정되지 않으면서 권역별 스프레드 역시 방향성이 동행하는 모습을 보였다. 또한 신규 발행이 정체되었던 아시아 IG 및 KP와 달리, 미국 IG 시장은 우량 발행자 중심의 공모 시장 재개와 대규모 공급 물량에 대한 소화력이 달러채 시장 전반의 충격을 일정 부분 완충하는 역할을 했다. 따라서 유가와 공급망 불안이 남아있는 현 상황에서 아시아 IG와 KP의 위험 프리미엄 리프라이싱에 대한 판단은 아직까지는 현재진행형으로 보는 것이 적절하다.

도표 8. 시장의 장기 기대인플레이션, 3월 하락 후 반등 흐름



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. 아마존과 세일즈포스 등 3월 대규모 발행을 소화한 美 IG 시장



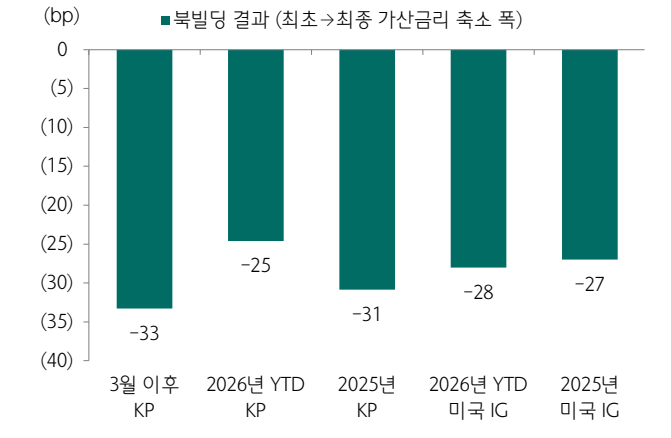
자료: Bloomberg, 하나증권

우량 발행주체의 전략적 조달 재개

4월 KP 시장은 공모 발행의 재개를 넘어, 최근 발행 딜이 유통시장 강세와 KP 지수 스프레드 축소로 연결되는지 여부를 확인하는 단계다. 최근 발행물들은 발행 단계에서의 스프레드 조정력은 분명 강했다. 다만, 현 단계에서 발행시장 접근성은 우량물 중심으로 확인됐지만, 이를 곧바로 KP 지수 전반의 스프레드 축소 전망으로 연결하는 것은 조금 더 지켜봐야 한다는 생각이다.

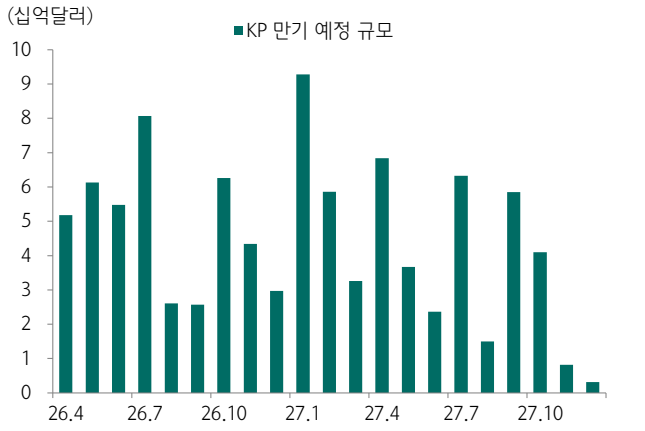
첫 번째로 고려해야 할 요소는 만기 물량이다. 4월 만기 부담은 여전히 변수다. 앞선 3월 전망 보고서에서 4월 KP 만기 예정 물량이 약 52억 달러 규모인 가운데, 선제 차환이 충분히 진행되지 못할 경우 4월 들어 발행 수요가 겹치며 신규 발행 프리미엄에 대한 부담이 가중될 수 있다고 언급한 바 있다. 3월 말 들어 우량 발행주체의 시장 접근과 수요 확보 여력은 확인됐지만, 이것이 곧바로 KP 시장 전반의 정상화로 확산됐다고 단언하기에는 무리가 있다. 3월에 정체되었던 예정 물량들이 비용 축소와 투자 수요 확보 관점에서 단기에 빠르게 나타난 것으로 판단되기 때문이다. 또한 시장 변동성 요인들이 잔존한 상황에서 4월 신규 및 차환 물량의 시장 소화력이 확인돼야 한다.

도표 10. 3월 말에 이어 4월 우량 발행주체의 공모 딜 소화력 입증



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 11. 2분기 만기 예정 KP 규모는 약 170억 달러



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

도표 12. 2026년 4월 주요 만기 예정 KP 채권 (4월 전체 52억 달러 규모)

발행자	만기일	금액 ($mn)	통화	신용등급 (Moody's/S&P/Fitch)	비고
한국석유공사	4 월 14 일	500.0	USD	Aa2/AA/-	-
한국광해광업공단	4 월 15 일	500.0	USD	A1/A+/-	-
SK 온	4 월 16 일	250.0	USD	-	-
기아	4 월 21 일	300.0	USD	A3/A-/-	-
한국산업은행	4 월 27 일	500.0	USD	Aa2/AA/AA-	-
한국수력원자력	4 월 27 일	500.0	USD	Aa2/AA/AA-	-

자료: Bloomberg, 하나증권

KP, 발행 후 유통시장 강세에 대한 판단

<3개 국면의 유통시장 흐름 비교>
2025년 1~2월: 연초 국면
2026년 1~2월: 올해 연초
2026년 3월 이후: 현재

두 번째 요소는 최근 KP 발행물의 유통시장 흐름 특징이다. 발행시장 재개와 유통시장 전반의 강세는 구분해 볼 필요가 있다. 전술했듯이 3월 말 공모 발행 재개 이후 4월 초 현재까지의 발행물들은 발행 단계에서 최초제시금리(IPG) 대비 최종가산금리 조정 폭이 컸다. 발행액 기준 가중평균한 IPG 대비 최종가산금리 조정 폭은 -33bp로, 2025년 1~2월 발행물 -27bp(1~3월 -29bp)와 2026년 1~2월 발행물 -22bp보다 크게 축소되었다. 상위 발행주체를 중심으로 발행시장 내에서의 금리 조정력은 분명 회복되는 모습을 보였다.

발행 후 유통시장에서의 성과도 일정 부분 확인된다. 최근 발행물의 3영업일 후 가중평균 가산금리(스프레드) 변화는 -4.5bp, 5영업일 후 변화는 -2.9bp였고, 5영업일 기준 스프레드 축소를 기록한 딜 비율은 71% 수준이었다. KP 유통물 강세의 최고점이라고 볼 수 있는 올해 1~2월의 발행물과 비교해보면, 5영업일 후 -1.8bp, 축소 딜 비율 75%로 3월 이후 발행물과 유사한 흐름을 보였다.

최근 발행물들이 약세 흐름 속에 등장했지만 발행 후 유통시장 반응이 양호한 것으로 볼 수 있지만, 2025년 초 대내 불확실성이 높았던 시기와 비교 시 강한 축소 흐름으로 해석하기에는 아직 이르다. 2025년 1~2월 발행물들의 경우 5영업일 후 스프레드 변화가 -5.3bp, 축소 딜 비율은 100%였다. 이번 국면의 발행물은 발행 단계에서의 강한 금리 조정력을 비롯해 유통시장 초기 안착은 확인되나 추가 축소 흐름은 과거보다 약했다는 의미이다. 즉, 금융시장 불안을 고려해 IPG가 높게 제시되면서 발행 재개에 따른 수요 강도는 높지만, 유통시장으로의 강세 확산 여부는 추가 확인이 필요하다.

더 넓은 범위에서, KP 지수 흐름 역시 보수적인 흐름이 진행됐다. 최근 공모 발행 재개 이후 국책/공기업 KP 지수 스프레드의 안정이 먼저 나타났고, 민간기업 KP 지수는 같은 속도로 진행되지 않았다. 주간 기준으로, 3월 마지막 주(3/23~27) 국책/공기업은 2.4bp, 민간기업은 5.9bp 확대되었다. 4월 첫째 주(3/30~4/3)에는 미국 금리가 하락한 가운데 국책/공기업 지수 스프레드가 -0.6bp로 안정된 반면, 민간기업은 3.1bp 확대되며 여전히 약한 모습을 이어갔다.

거시 환경 역시 KP 스프레드 축소를 제약하는 요소다. 미국 금리가 아직 뚜렷한 하향 안정 흐름을 보이지 않는 가운데, 에너지 가격 불안도 완전히 해소되지는 않았다. 현재의 유가 충격은 성장률의 급락보다 인플레이션 부담과 자산 간 성과 차별화 확대로 이어질 개연성이 높을 것으로 예상한다. 이러한 환경에서는 단기적으로 국채 금리 변동성이 높게 유지되면서, 장기물과 상대적 하위 크레딧의 변동성 역시 더욱 커질 수 있다.

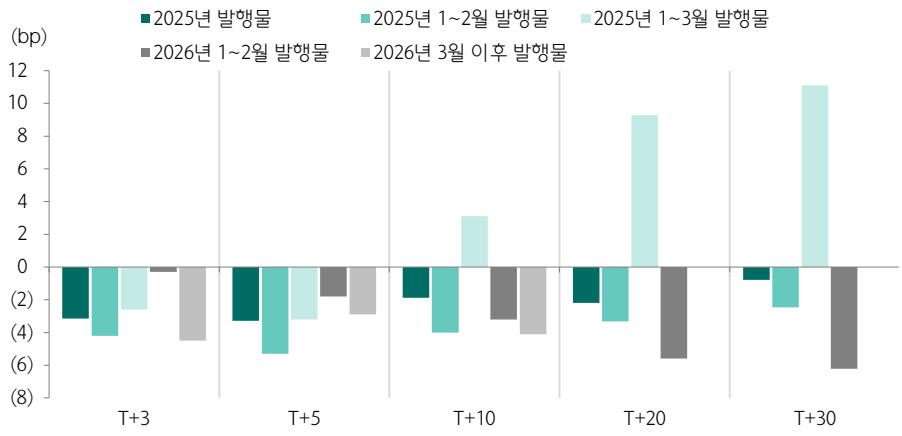
정리하자면, 더 강한 낙관론으로 옮겨가기 위해서는 최근 발행물을 비롯한 향후 발행물들의 발행 후 스프레드 축소 흐름이 민간기업물로 확산되어야 한다. 그 전까지는 KP 역시 시장 전체 비중 확대보다 높은 절대금리 환경에서도 수요를 소화할 수 있는 국책/공기업의 상위 그룹과 우량 시중은행 중심의 선별적 접근이 적절할 것이다.

① 2025년 초: 연초 국면 높은 대내 불확실성 가운데 유통시장 성과 확인

② 2025년 1~3월: 확산 단계 4월 '해방의 날' 영향 고려

③ 2026년 초: 올해 연초 작년의 강세 흐름이 이어졌으나…

도표 13. KP, 발행 후 유통시장 성과 (스프레드 축소) 점검

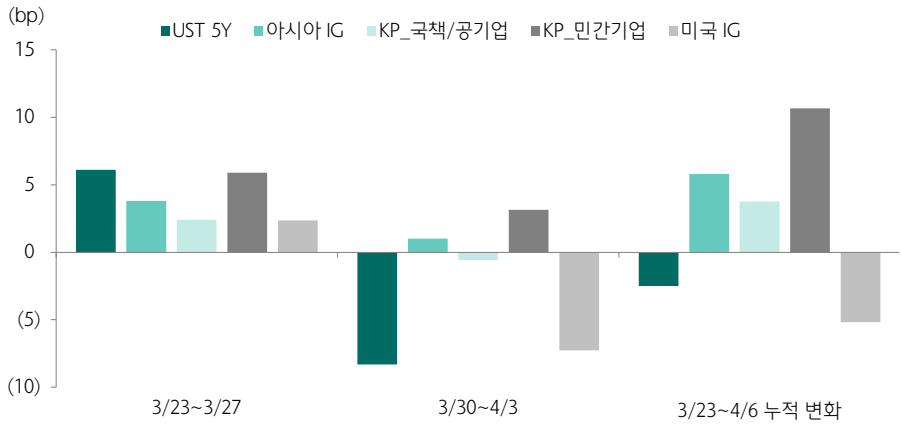


자료: Bloomberg, 하나증권

민간기업 KP 약세는 현재진행형,

미국 IG와 국책/공기업 KP 등 상대적 우량물 중심 안정

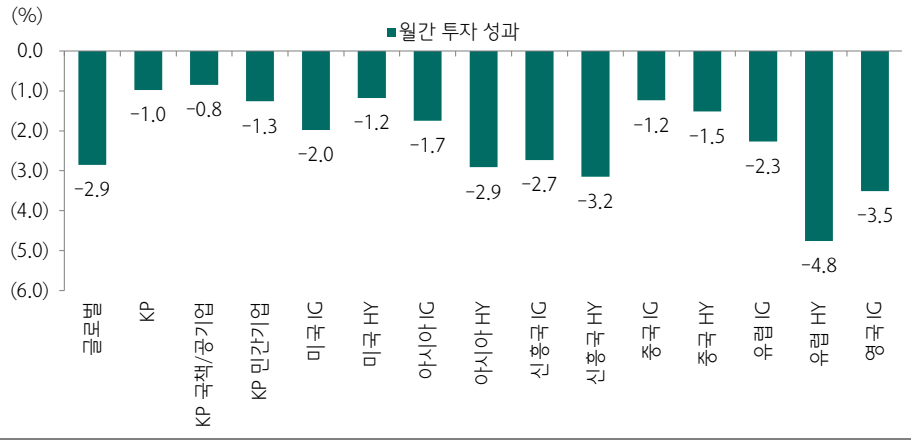
도표 14. 3월 말 발행 재개 후 미국 국채 금리(5Y)와 KP 지수 스프레드 누적 변화



자료: Bloomberg, 하나증권

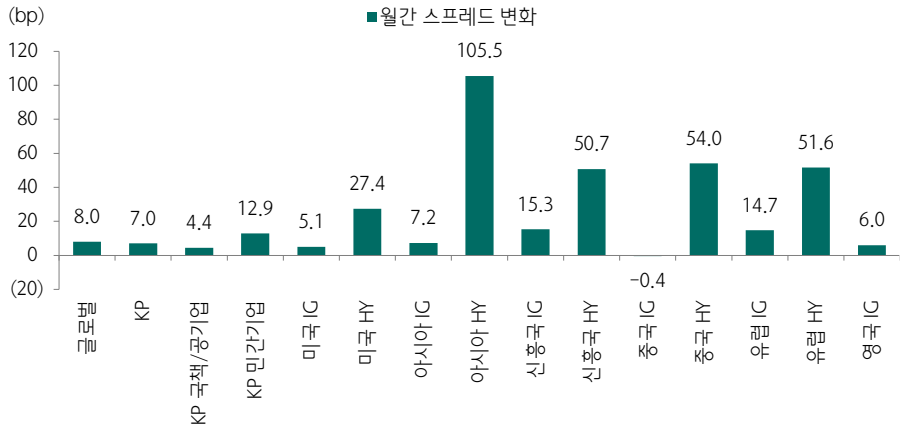
Appendix.

도표 1. 3월 주요 권역별 회사채 성과



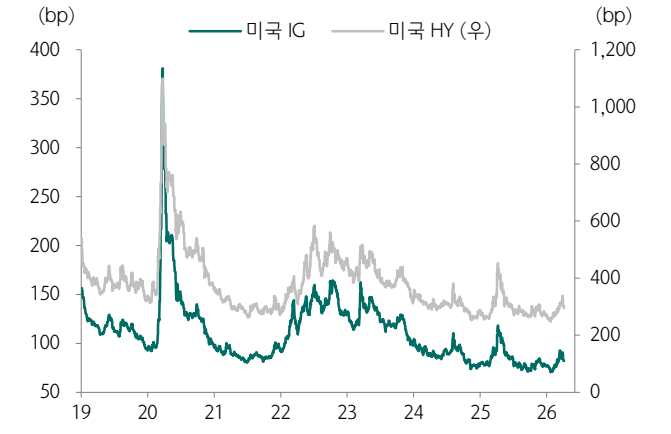
주: (1) Total Return 인덱스 기준. (2) KP, 아시아, 신흥국, 중국은 달러 표시 채권
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 3월 주요 권역별 크레딧 스프레드 변화



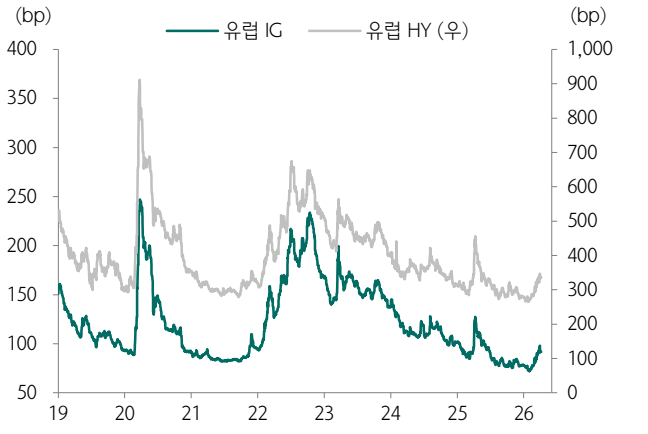
주: (1) Total Return 인덱스 기준. (2) KP, 아시아, 신흥국, 중국은 달러 표시 채권
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 미국 크레딧 스프레드 추이



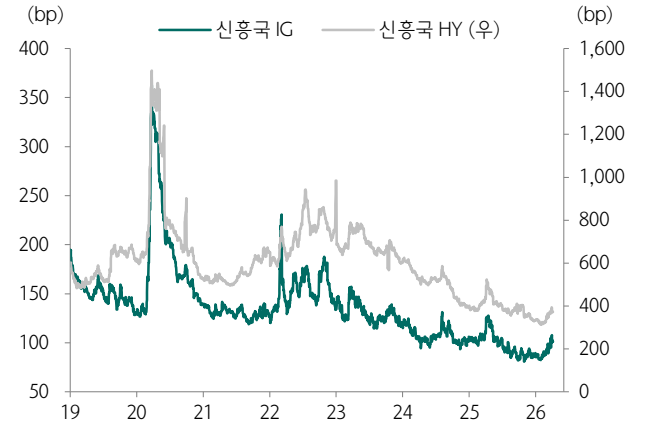
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 유럽 크레딧 스프레드 추이



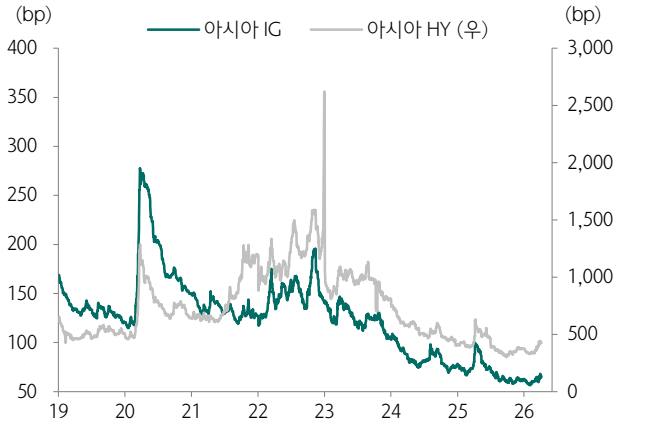
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 5. 신흥국 USD 크레딧 스프레드 추이



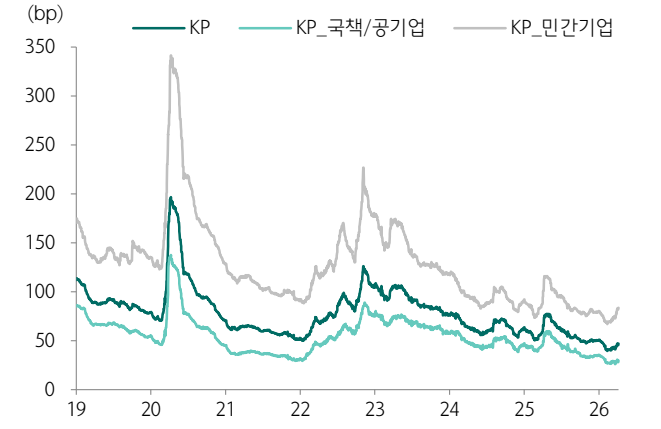
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 6. 아시아 USD 크레딧 (일본 제외) 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 7. KP USD 크레딧 스프레드 추이

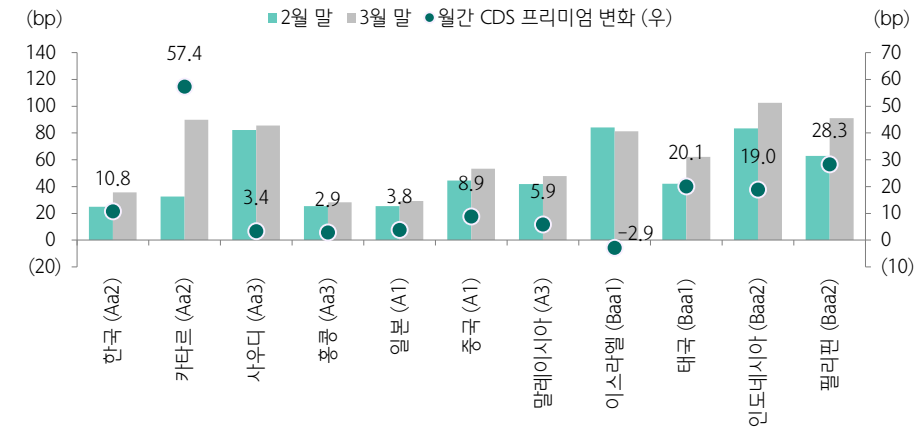


자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 중국 USD 크레딧 스프레드 추이

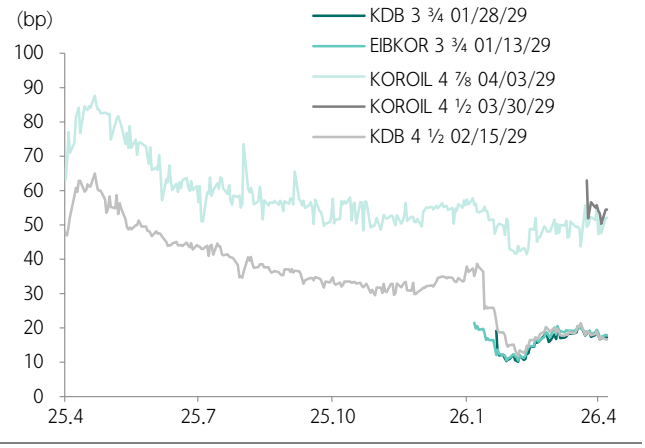
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. 3월 아시아 국가별 5년 CDS 프리미엄 변화



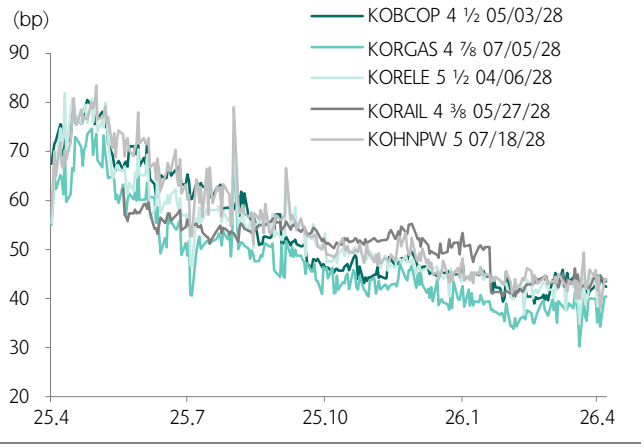
주: 괄호는 Moody's 국가신용등급을 의미
자료: 인포맥스, 하나증권

도표 10. 주요 국책/공기업 KP 스프레드 추이 (잔존만기 2~2.9년) ①



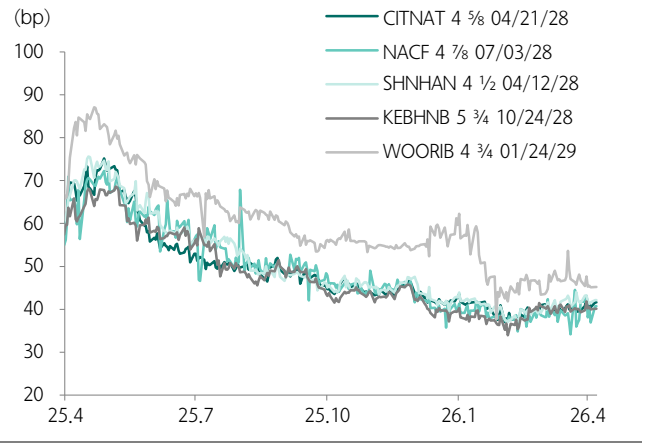
주: 잔존금액 $1억 이상, 유동성 스코어 상위 달러채
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 11. 주요 국책/공기업 KP 스프레드 추이 (잔존만기 2~2.9년) ②



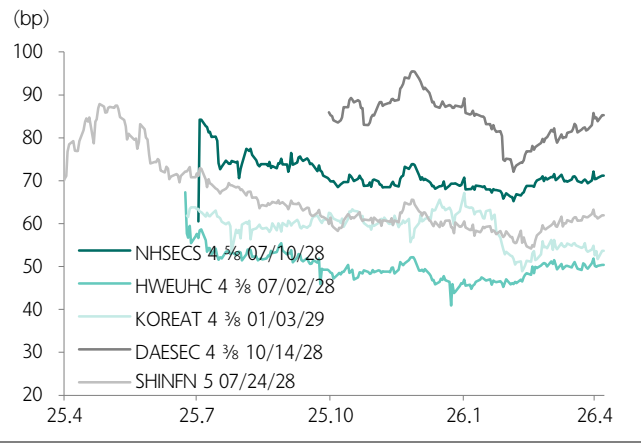
주: 잔존금액 $1억 이상, 유동성 스코어 상위 달러채
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 12. 주요 민간기업 KP 스프레드 (잔존만기 2~2.9년) ①



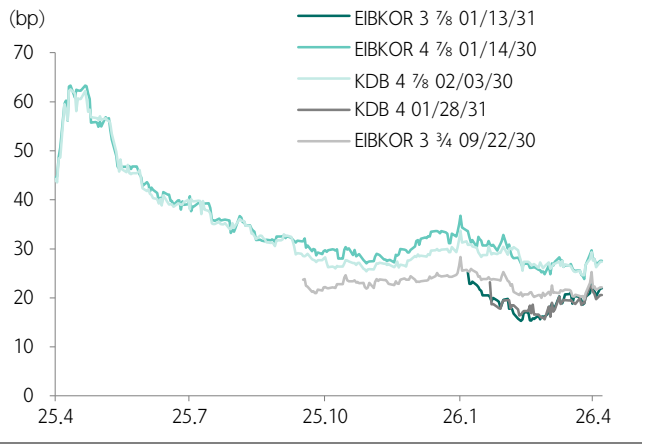
주: 잔존금액 $1억 이상, 유동성 스코어 상위 달러채
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 13. 주요 민간기업 KP 스프레드 추이 (잔존만기 2~2.9년) ②



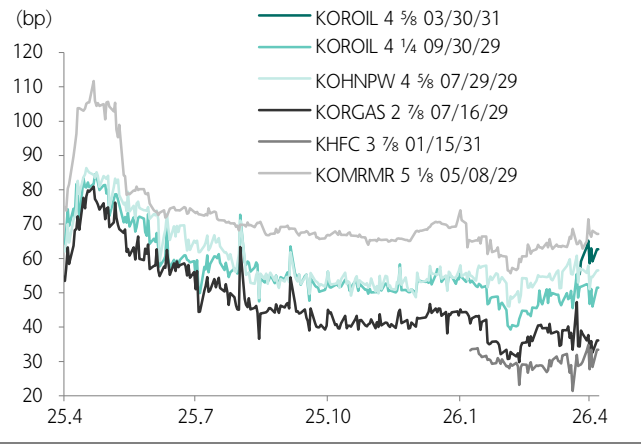
주: 잔존금액 $1억 이상, 유동성 스코어 상위 달러채
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 14. 주요 국책/공기업 KP 스프레드 추이 (잔존만기 3~5년) ①



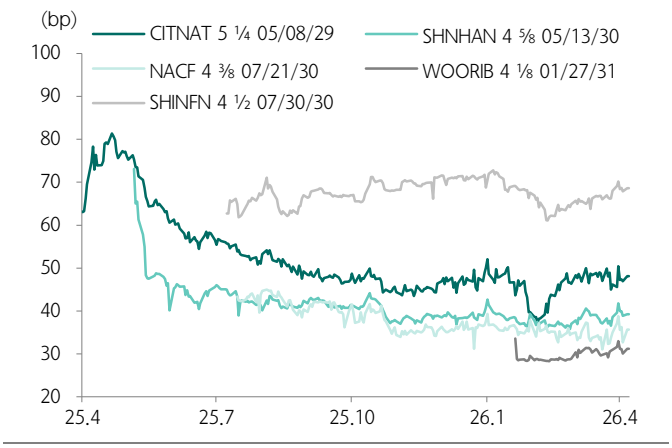
주: 잔존금액 $1억 이상, 유동성 스코어 상위 달러채
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 15. 주요 국책/공기업 KP 스프레드 추이 (잔존만기 3~5년) ②



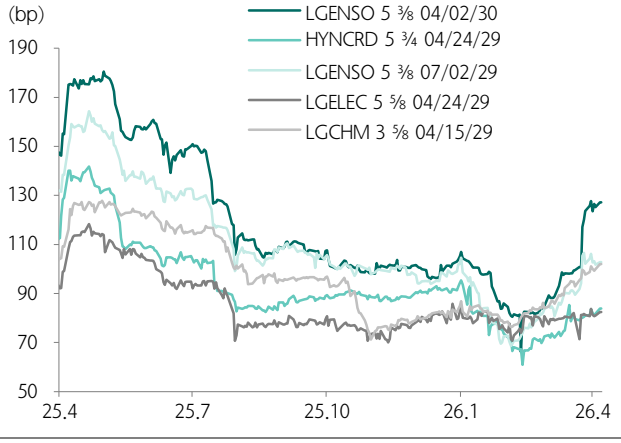
주: 잔존금액 $1억 이상, 유동성 스코어 상위 달러채
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 16. 주요 민간기업 KP 스프레드 추이 (잔존만기 3~5년) ①



주: 잔존금액 $1억 이상, 유동성 스코어 상위 달러채
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 17. 주요 민간기업 KP 스프레드 추이 (잔존만기 3~5년) ②



주: 잔존금액 $1억 이상, 유동성 스코어 상위 달러채
자료: Bloomberg, 하나증권