2026년 하반기 Korean Paper 시장 전망

넓어진 시장, 좁아진 선택지

2026. 5. 15 | 해외크레딧/KP 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com

하나증권

하반기 KP (Korean Paper) 시장 전망

넓어진 시장, 좁아진 선택지

하나증권 리서치센터 글로벌투자분석실

해외크레딧/KP 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com

[2026년 하반기 KP 시장 전망] 넓어진 시장, 좁아진 선택지

Executive Summary

[글로벌 환경] 신중해질 연준 · 미국 IG 강세 · 빅테크 공급의 3중 변수 → 캐리 확보가 KP 투자 동인

- 하반기 KP 시장 Base 시나리오는 연준 1회 인하 (10월), UST 10년 4.3~4.5% 전제. KP 투자는 연준 추가 인하 기대보다 절대금리 레벨을 통한 캐리 확보가 중심
- 미국 IG 스프레드, 최근 10년 기준 2% 백분위에 위치해 추가 축소 여력 제한적. 하이퍼스케일러 CAPEX 관련 부채 조달이 글로벌 회사채 공급 변수로 부각. 현재까지 KP는 직접 영향권은 아니었으나, 매크로 충격 또는 (사모대출) 신용 이벤트 발생 시 '미국 IG → 아시아 IG와 KP'로의 전이 가능성은 염두
- 미국 IG → KP 베타 [국책은행/공기업 0.17, 민간기업 0.29 (2023년 이후)]. 충격 시 민간기업 우선 영향. 아직 중동 리스크 잔존해 인플레이션 재가속 주의

[한국 Sovereign Risk] CDS · 외평채 단기 가격 신호는 안정 → 스프레드 하단 지지 요인 / 두 빅 이슈어의 등장 가능성 → 상위 신규 섹터의 형성 (정부보증채, 연금채)

- KP 신용도의 근간이 되는 외평채. 한국 CDS 프리미엄 · 외평채 스프레드 모두 역사적 저점에서 안정. 동시 확대 시에만 Sovereign Risk가 KP 시장으로 전이된 경험. 국가채무 (D1)와 일반정부부채 (D2)의 GDP 대비 비율 경로는 단기 KP 가격 전이보다는 신평사 정기 리뷰의 1차 변수로 중장기적 모니터링 필요. 반도체 산업 기반의 경제 성장이 전망되고 있어 신용도 훼손 이벤트는 아닐 것으로 판단
- 한미전략투자공사 6/18 출범 확정, 연간 최대 $50억 특수채 발행 가능성 (국회 동의 시 정부 명시적 보증 가능). 첫 발행 수요 확보에 따라 시장 전반 강세 또는 수요 분산 분기점이 될 수 있음. 국민연금 외화채는 2027년 이후 등장 예상

[발행 + 유통시장] (1) 2026년, 역대 최대 발행 페이스 지속 전망. (2) 유통 스프레드 추가 축소 여력 제한적 → 가격 부담과 수요 방어가 균형 이루는 박스권 전망

- 2026년 YTD KP 발행 $325억 (YoY +25%), 연 환산 $780억 수준. 하반기 만기 예정 $269억, 7월 ($81억), 10월 ($63억) 집중. 차환 및 신규 조달 물량 결합 전망. 올해 3월 이후 발행 단계 가산금리 축소 폭은 평균 -36bp로 강한 시장 흡수력 확인 (vs 미국 IG -28bp, 25년 KP -31bp). 순발행 증가를 소화해낼 수요 기반 예상
- 유통 스프레드는 전쟁 충격 확대 폭의 약 80% 회복. (2023년 이후 기준) 국책은행/공기업 8%→3% 분위, 민간기업 27%→4% 분위에 빠르게 도달하며, 하반기 KP 매수 환경의 가장 큰 제약 환경 형성. 특히 민간기업 KP와 미국 IG 스프레드 갭이 마이너스(-) 영역으로 축소되며 상대가치 부담 확대
- 반면, 아시아 IG 내 대체 우량물 수요, 리얼머니 중심 배정, 은행 등 외화 유동성 관리성 국내 수요 등이 스프레드 확대 압력을 제한하는 완충 요소 될 것

[투자 전략] 국책은행 Core Carry 중심 유지 + 공기업 · 시중은행 3~5Y 선별 확대 + 일반기업은 상대가치 회복 필요

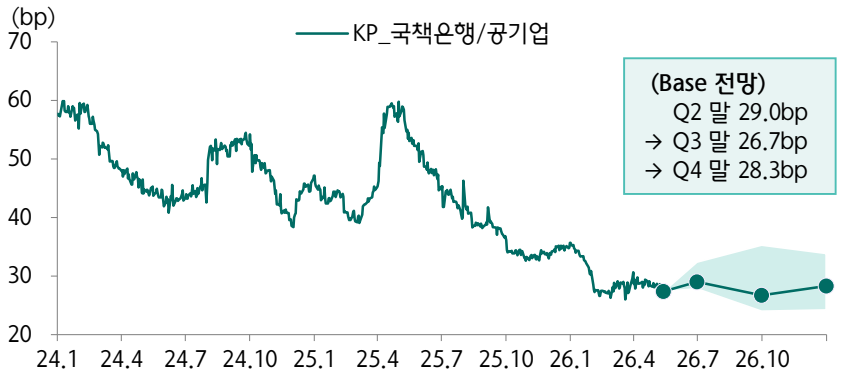
- **국책은행, 공기업, 시중은행 1~2Y**: 유동성 관리와 방어성 캐리 관점 접근 / **3~5Y**: 공기업 및 시중은행 선별 확대 가능 구간. 국책은행은 3Q 진입 타이밍 모색. **FRN**: 금리 변동성 헤지 목적 단기 운용 접근
- **시중은행 후순위, 일반기업**: (1) 단발적 시장 충격 시 진입 유효 (견고한 반도체 펀더멘털, 낮은 Call 리스크의 시중은행). (2) 2차전지 기업 실적 개선 가능성에 주목
- **신규 발행물**에 대한 적극 참여 권고. 미참여 시 NIP 레벨 상승 또는 발행 후 유통시장 성과 (T+5/T+10) 통해 수요 퀄리티 점검

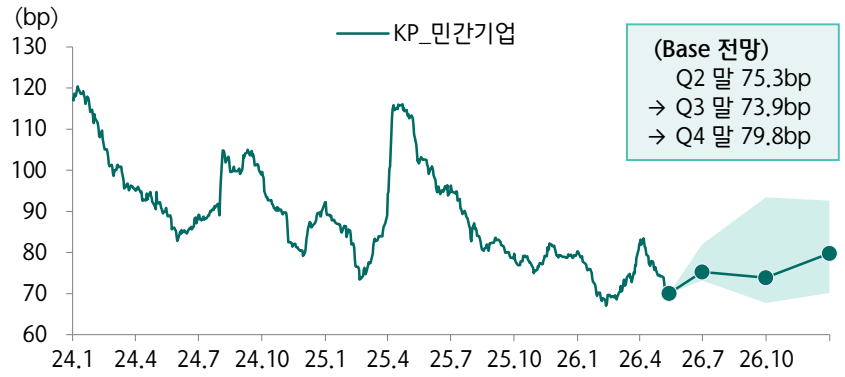
Key Chart

(1) Part 1~5: 넓어진 KP 발행시장, 그러나 강세 이후 좁아진 KP 선택지. 캐리는 유효하나, 높아진 선별 난이도

① Macro	② Sovereign	③ Supply	④ Spread	⑤ Strategy
• UST 10Y 기준 4.3~4.5%, 미국 IG 80~90bp 전제 • 지정학 & 인플레 리스크 • 캐리 확보 중심	• 한국 CDS·외평채 안정 • 중기적 경제 성장 vs 정부부채 부담 점검	• YTD 32.5bn 발행 • 순발행 증가 지속 전망 • 하반기 만기 $26.9bn • 신규물의 강한 시장 흡수력	• 저점권 진입. 가격 부담 • 확대 압력 완충 수요 존재 (아시아 대체·리얼머니·국내) • 하반기 박스권 흐름 예상	• 국책 · 공기업 · 은행 1~2Y 유동성 관리·단기 캐리 3~5Y Core 캐리 유지 • 공기업 선별, 은행(후) 주목

(2) KP USD 스프레드 추이와 전망



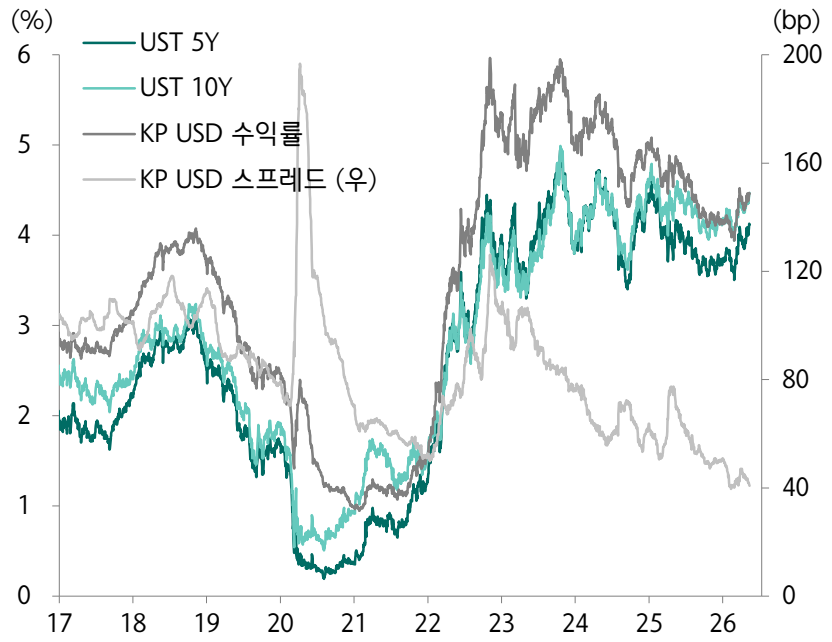


자료: Bloomberg, 하나증권

하반기 KP 시장 영향 경로 3가지

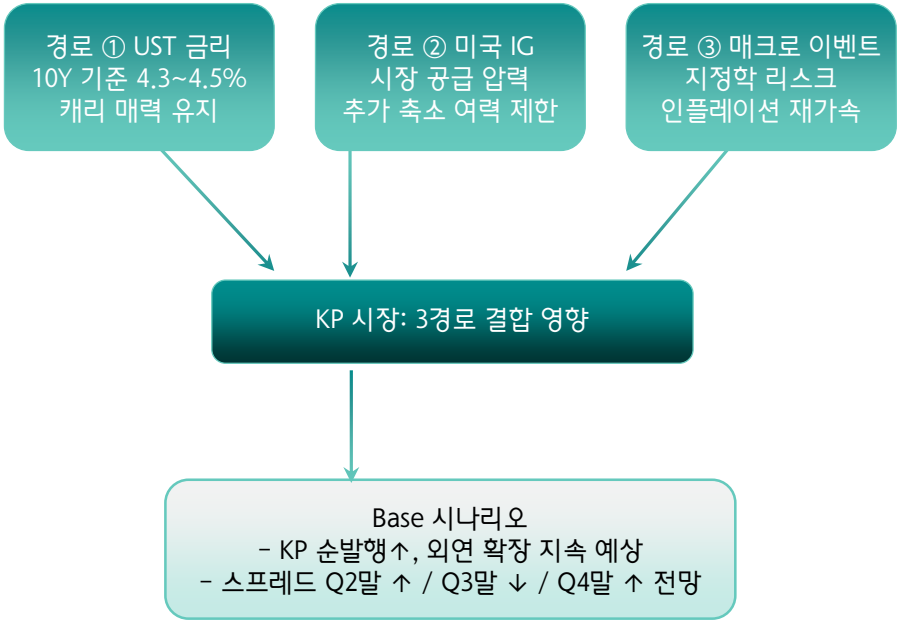
- 경로 ①: UST 10년 4.3~4.5% 부근 유지 시 KP 캐리 매력 유지. 인하 기대 추가 후퇴 시 듀레이션 부담 강화 → 중단기 구간 매력
- 경로 ②: 미국 IG 시장 공급 압력 작용. 단, 매크로 충격과 섹터 충격 구분이 핵심. 미국 IG 약세가 무조건적인 KP 약세는 아님
- 경로 ③: 지정학 경로가 단기 1차 변수. 휴전 결렬 및 호르무즈 봉쇄 장기화 시 유가 재급등 및 인플레이션 재가속
- Base 시나리오: 연준 하반기 1회 인하 & UST 10Y 4.3~4.5% & 미국 IG 80~90bp & 휴전 유지

KP USD 수익률 및 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

글로벌 환경의 2026년 하반기 KP 시장 영향 경로

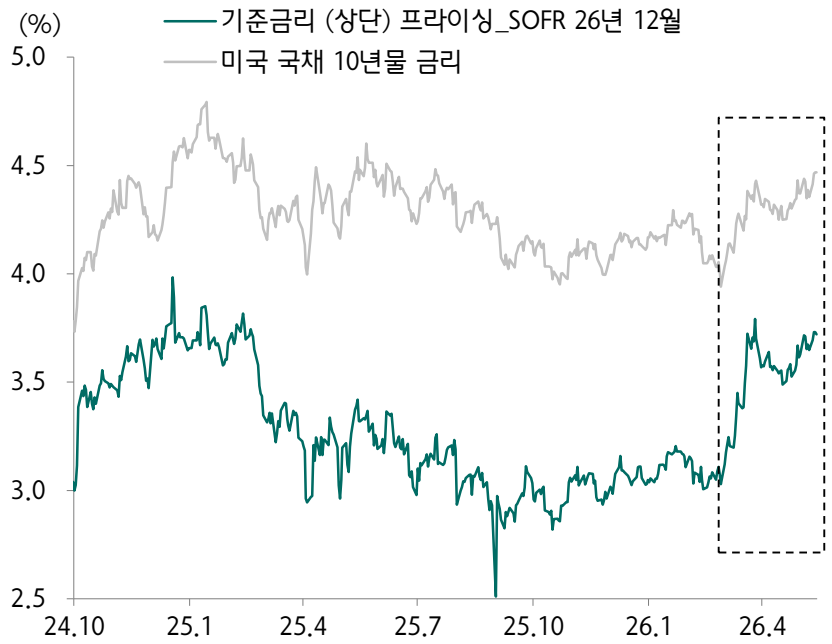


자료: 하나증권

높게 유지될 KP USD 수익률의 기준, UST 금리

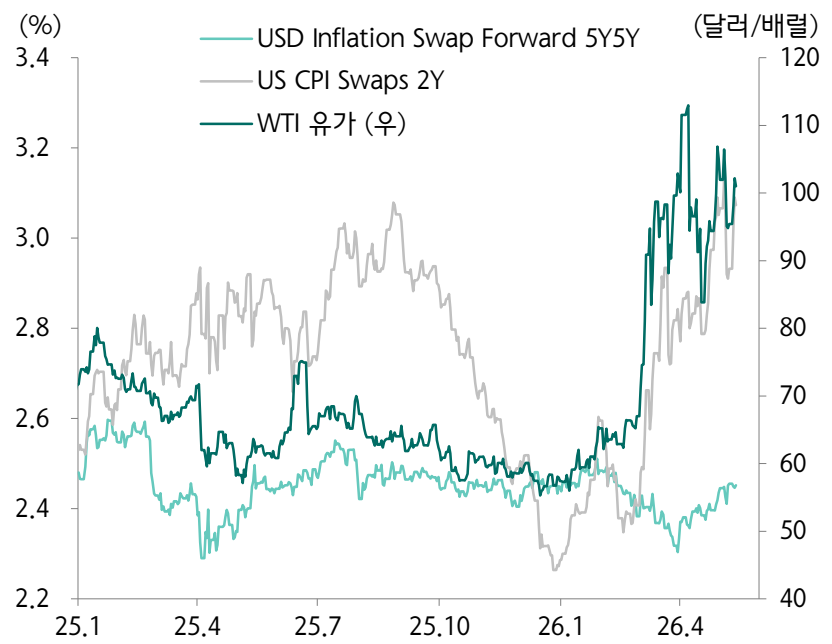
- 4월 FOMC, 3회 연속 기준금리 동결 (3.50~3.75%). 다만, 1992년 10월 이후 처음으로 4명의 이견 확인
- 인플레이션 우려 중대 국면. 장기 기대인플레이션은 3월 하락 후 4월 반등. 고용시장 역시 실물 지표 붕괴는 미확인
- UST 10년물 기준 4% 상회 레벨에서 유지될 전망. 중단기물 역시 금리 인하 기대 축소에 따른 변동성 고려
- 추가 인하 기대보다는 캐리 (이자수익) 매력 확보가 KP 투자의 핵심 동인

시장의 연준 인하 기대 축소. UST 상방 압력



자료: Bloomberg, 하나증권

시장의 장기 기대인플레이션, 3월 하락 후 반등 흐름

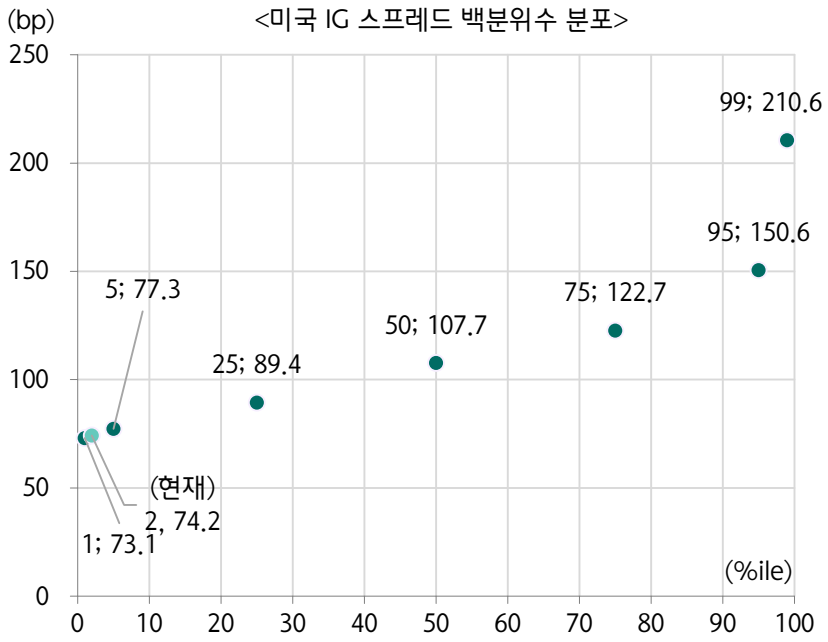


자료: Bloomberg, 하나증권

미국 IG 환경 + 글로벌 공급 압력

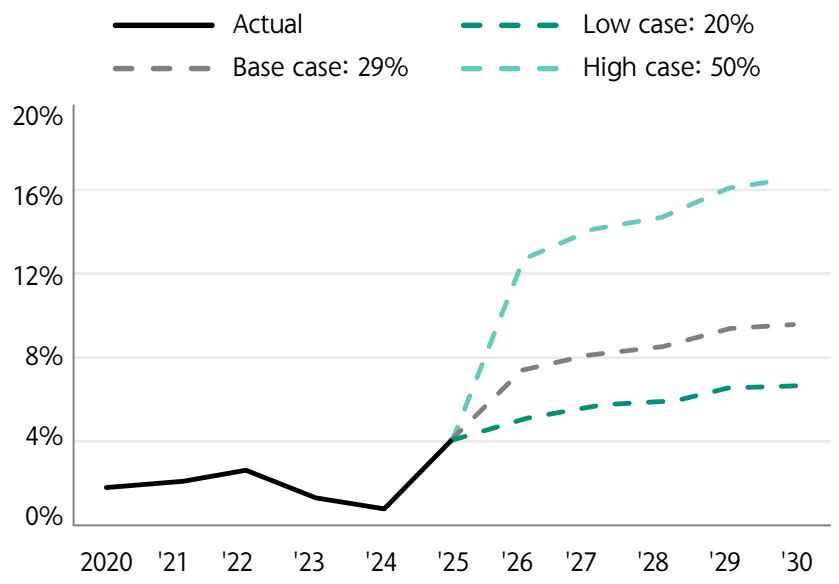
- 2022년 글로벌 통화긴축 시작 이후, 고금리 메리트 확보를 위한 글로벌 전반 회사채 투자가 활발히 진행
- 미국 IG 스프레드가 역사적 저점을 경신한 가운데, KP 스프레드 역시 전반적인 크레딧 시장 강세 속 타이트닝
- 미국 투자등급 (IG) 스프레드는 3월 약세 폭을 되돌림. 장기 시계열 (최근 10년) 기준 2퍼센타일 위치로 추가 압축 여지 제한적
- 미국 하이퍼스케일러의 CAPEX 전망치는 계속해서 상향 → 글로벌 회사채 시장의 공급 변수

최근 10년 미국 IG 스프레드 분포. 상대적 하방 경직성 높은 국면



자료: Bloomberg, 하나증권

OECD, 하이퍼스케일러가 글로벌 비금융기업 발행의 9~15% 차지 전망

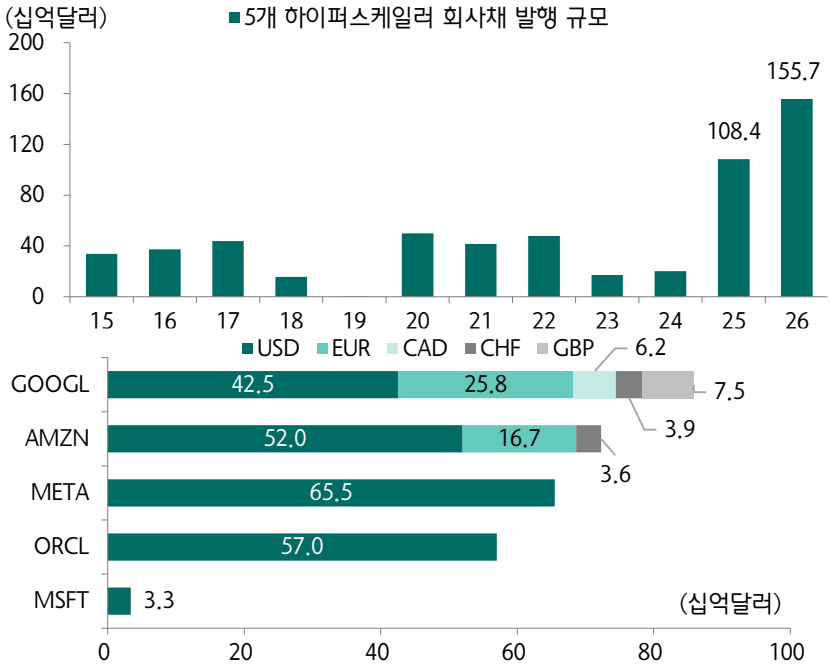


주: (1) 각 Case는 하이퍼스케일러 CAPEX 중 채권을 통한 자금 조달 비중별 시나리오.
(2) Base Case는 2020~2025년 CAPEX 대비 채권 발행 비율의 평균치
자료: OECD, 하나증권

빅테크 CAPEX: 직접적 KP 리스크는 아니나, 공급 압력 변수

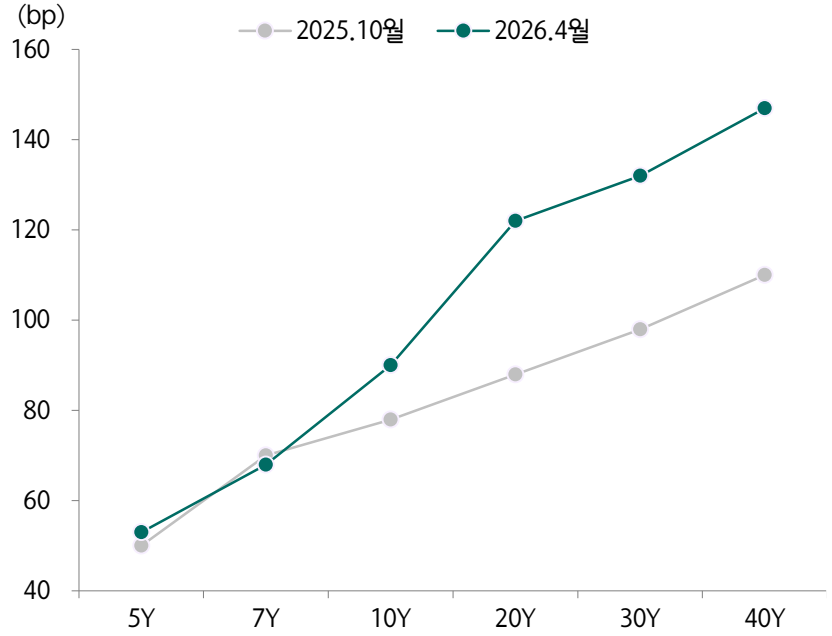
- MSFT, META, GOOGL, AMZN 4개 하이퍼스케일러 2026년 CAPEX 예상치는 약 710bn+. AI 인프라 투자가 시장 예상을 상회하는 속도로 가속. 지난 실적 발표 대비 $40~55bn 추가 상향
- 이들 채권에 대한 시장 흡수력은 여전히 강력하나, 실적 전망과 현금흐름 대비 CAPEX 부담 정도에 따라 차별화 흐름 확인
- 4월 말 메타, 실적 발표 후 $25bn 공모 조달. 작년 10월 대비 가산금리 확대. 추후 빅테크 실적 둔화 신호 등장 시 심리 반전 소지. 현재로서는 KP 영향 제한적이나, 미국 IG 스프레드 하단 높이면서 KP 추가 축소 여력도 제한될 수 있음

하이퍼스케일러 회사채 발행 증가. 통화 다변화로 확대 추세



주: (1) USD 이외 통화는 발행 당시 환율로 USD 환산. (2) 아래 도표는 2024년 이후 발행 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

META $250억 점보 딜, 작년 10월 북빌딩 대비 최종가산금리 확대

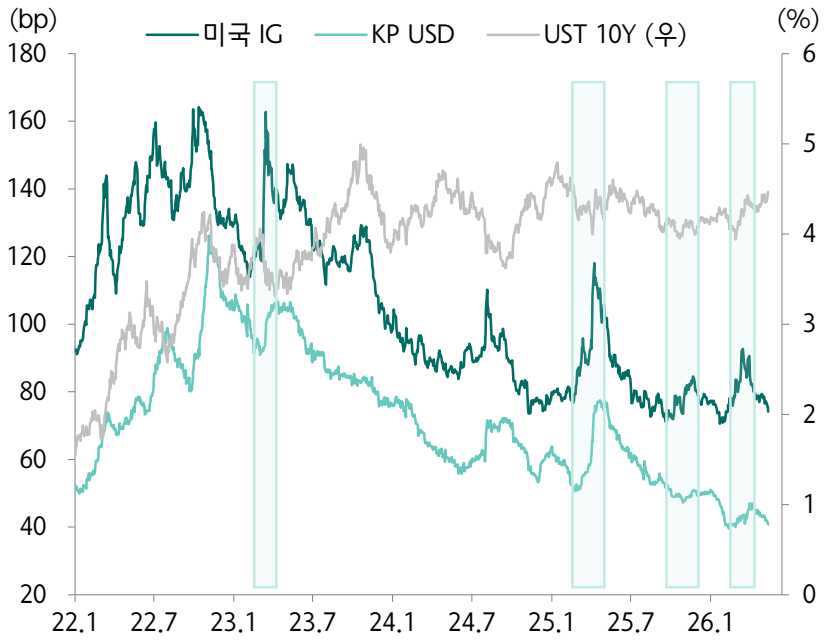


자료: Bloomberg, 하나증권

시장 충격의 '미국 IG → KP' 전이

- 2023년 이후 미국 IG 대비 KP 스프레드 베타는 국책은행/공기업 0.17, 민간기업 0.29. 신용도 우열에 따라 변동성 차이 존재
- 현재로서 KP는 빅테크 부채 부담과 사모대출 시장 우려의 영향권은 아님
- 단, 매크로 충격 및 신용 이벤트에 따른 강한 전이성은 주의가 필요한 대목
- 중동 지정학 리스크가 남아있는 상황에서, 인플레이션 재가속 시 민간기업 KP 등 상대적 위험자산에 충격 야기 소지

2023년 SVB 사태 이후 미국 IG 강세 속 KP 역시 스프레드 국면 변화



자료: Bloomberg, 하나증권

시장 충격의 '미국 IG → 아시아 IG / KP' 전이 (국면별 스프레드 변동 bp)

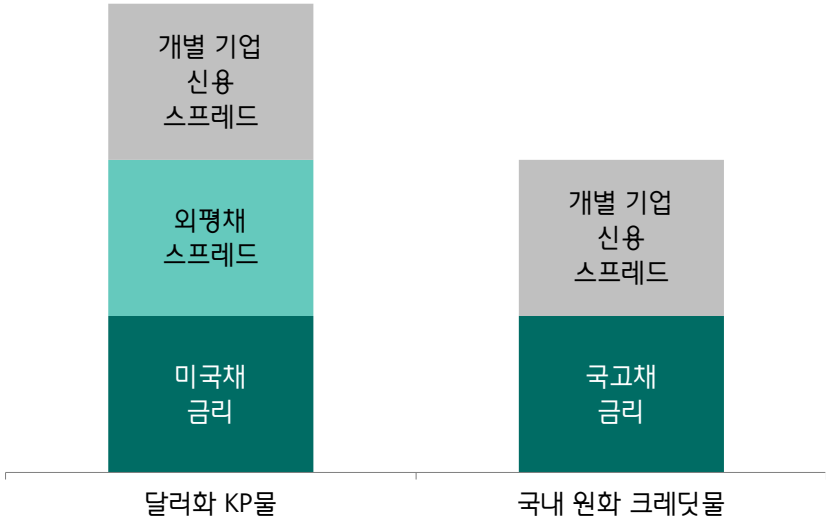
국면	산출 기간	미국 IG	아시아 IG	KP 국책/공기업	KP 민간기업
	202[illegible]년 3/9~4/5	+14.6	+19.7	+5.7	+24.6
미국 상호관[illegible]	202[illegible]년 4/3~4/30	+13.0	+33.0	+10.1	+18.4
&사모대[illegible]	202[illegible]년 9/8~11/30	+3.1	-1.6	-7.8	-1.3
	202[illegible]년 3/2~3/31	+5.1	+21.1	+4.4	+12.9

자료: Bloomberg, 하나증권

KP의 근간: 한국 Sovereign Risk 점검

- KP 스프레드는 '외평채 스프레드'라는 국가신용위험 (Sovereign Risk)과 '개별 기업 스프레드'로 분해해 접근 가능.
  이 중 외평채 스프레드는 모든 KP 신용 스프레드의 앵커 역할. 글로벌 회사채 시장에서 한국 대외 신용도의 가격으로 볼 수 있음
  - ① 시장 가격 신호: 한국 CDS 프리미엄과 외평채 스프레드의 동시 확대 여부 → 단기 KP 가격 변동의 직접적 시그널
  - ② 펀더멘털: 국가부채 (D1/D2) 경로와 대외 건전성 (외환보유액, 단기 외채 등) → 단기 트리거는 아니나 신용등급 변경의 근거
  - ③ 이벤트: 글로벌 신평사들의 정기 리뷰, 새로운 빅 이슈어 (Big Issuer) 등장 가능성 등

KP 수익률의 분해: 국가신용위험 위에 개별 기업 위험 프리미엄이 가산



자료: 하나증권

한국 Sovereign Risk 점검 포인트 3가지

① 시장 가격 신호
한국 CDS 프리미엄 + 외평채 스프레드 → 동시 확대

② 펀더멘털 (국가 신용등급 전망 1차 변수)
국가 부채 (D1/D2) 경로, 대외 건전성 (외환보유액, 외화채무)

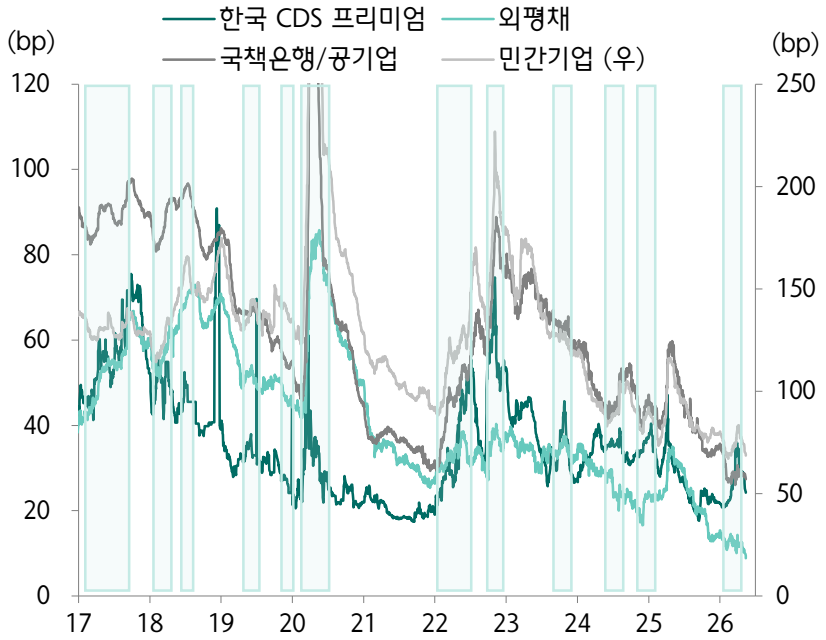
③ 이벤트
신평사 정기 리뷰, 정책 일정, 신규 빅 이슈어 등장, 기타 매크로 이벤트 등

자료: 하나증권

① Sovereign Risk의 시장 가격 신호

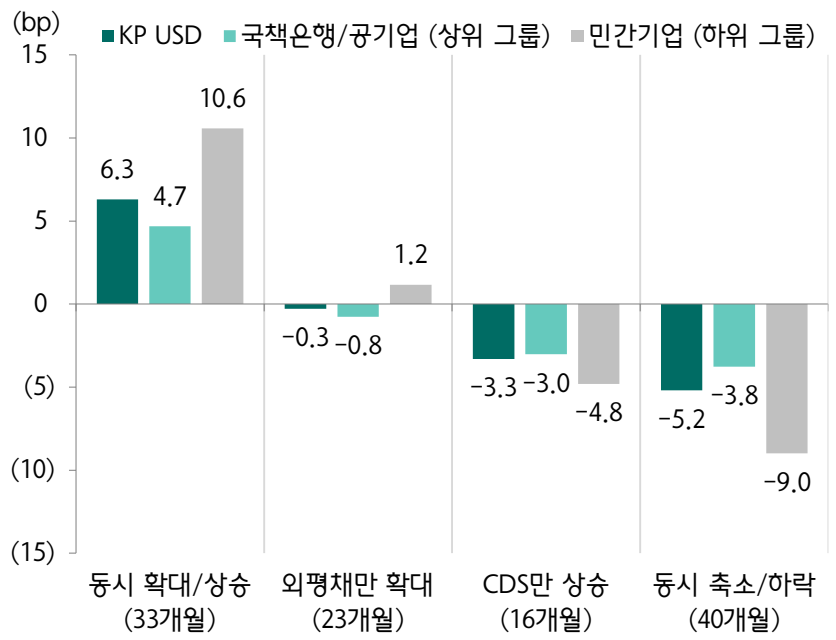
- 한국 CDS 프리미엄 (5Y) 상승과 외평채 스프레드 확대 동시 발생 시, Sovereign Risk가 KP 시장으로 전이
- 한 신호만 나타날 경우 일관성 낮음. 이러한 비대칭은 두 신호의 정보 구분에서 비롯
  - CDS 프리미엄 상승: 외국인 투자자의 헤지 수요, 글로벌 Risk-off 변수 등이 섞여 한국 대외 신용 리스크 시그널 희석
  - 외평채 스프레드 확대: 시장 유동성 변수 가능성
- 현재 두 신호 모두 역사적 저점 영역. CDS 프리미엄이 단기 지정학 변수로 인해 일시적으로 상승했으나 안정되는 흐름

한국 CDS 프리미엄 (5Y) vs. 외평채 및 KP 스프레드 추이



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

외평채 스프레드 확대/축소 + 한국 CDS 프리미엄 상승/하락 국면 비교

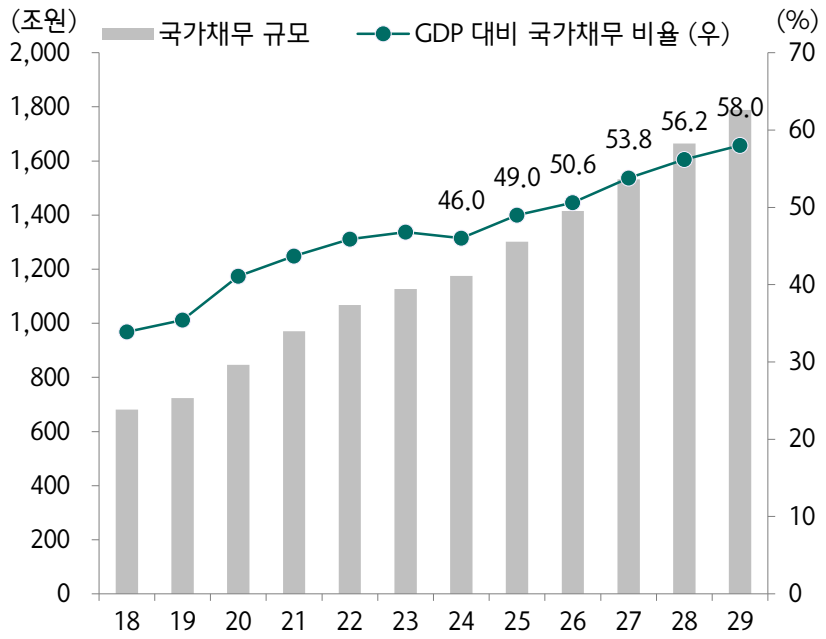


주: (1) KP는 달러 표시 채권 지수 기준. (2) 국면 구분은 2017년부터 월말 외평채 스프레드와 한국 CDS 프리미엄 방향 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

② 펀더멘털: 국가부채 D1/D2 경로

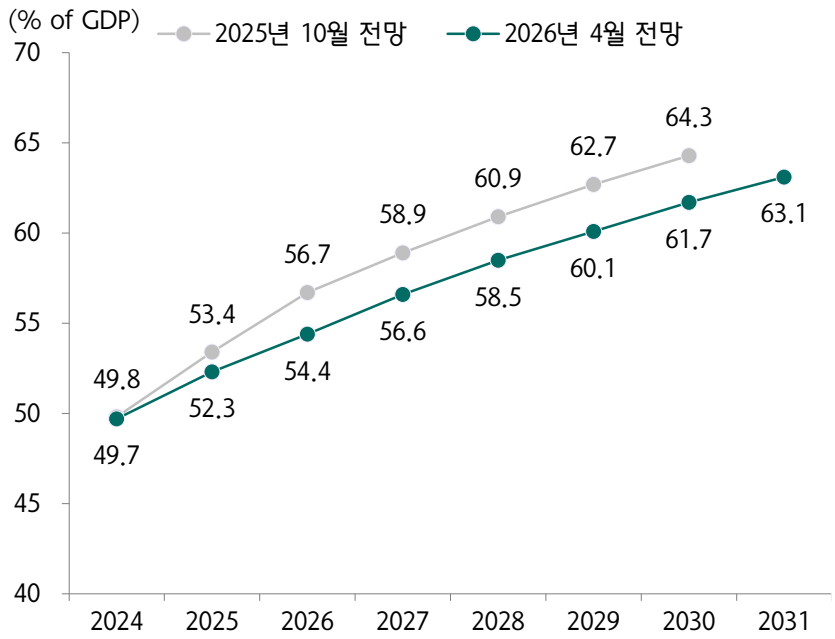
- 국가채무 (D1) 비율: 2024년 46.0% → 2025년 49.0% (잠정) → 2026년 50.6% (추경 기준) → 2029년 58.0% (국가재정운용계획)
- IMF 일반정부 부채 (D2) 비율: 2026년 54.4% → 2029년 60.1% → 2031년 63.1% (4월 Fiscal Monitor, 작년 10월 대비 하향)
- 중기적으로 60% 상회 경로에 관심 유지
- 단기 KP 가격에 직접 전이성은 없으나, 적극 재정 강도는 신평사 정기 리뷰의 1차 변수

한국 국가채무 추이와 향후 전망 경로. 정부 관리 하에 수정 가능성 有



주: (1) '25년은 2025회계연도 결산(잠정). (2) '26년은 4/10 국회 확정 추경예산,
(3) '27~'29년은 '25~'29 국가재정운용계획 기준
자료: 기획예산처, 하나증권

IMF의 한국 일반정부 부채 비율, 작년 10월 전망 대비 일부 하향

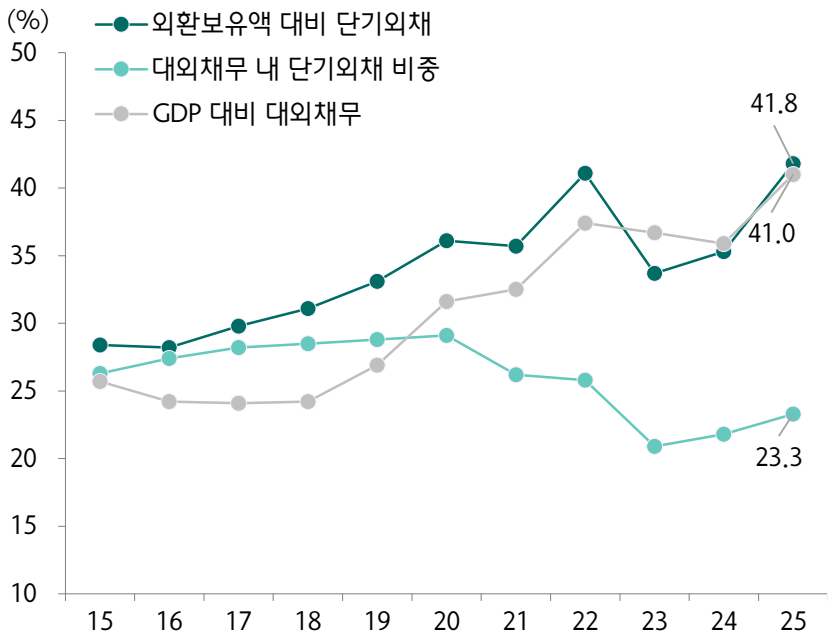


자료: IMF, 하나증권

② 펀더멘털: 대외 건전성

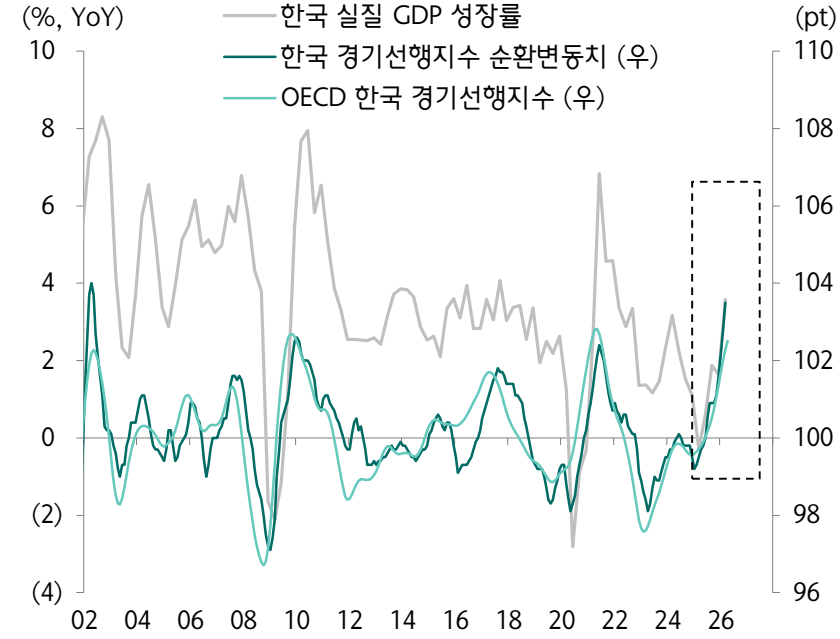
- 2025 말 GDP 대비 대외채무 41.0%. 단, 총 대외채무 대비 단기외채 비중 23.3%로 장기 평균 하회 범위 유지
- 외환보유액 대비 단기외채 비중은 상승은 외환보유액의 환율시장 충격 흡수 역할에 기인. 한국은행은 양호한 수준으로 평가
- 현 수준에서 대외 신용도 훼손 압력은 제한적. 단, 국가채무 확대 전제 하에 성장률 뒷받침되어야 할 필요 (신평사 점검 사항)

한국 대외 건전성 지표



자료: 한국은행, 하나증권

반도체 업황 주도 하에 경제 성장 흐름은 이어질 전망



자료: 한국은행, 하나증권

③ 공급 지형 변화: 두 빅 이슈어의 등장 가능성

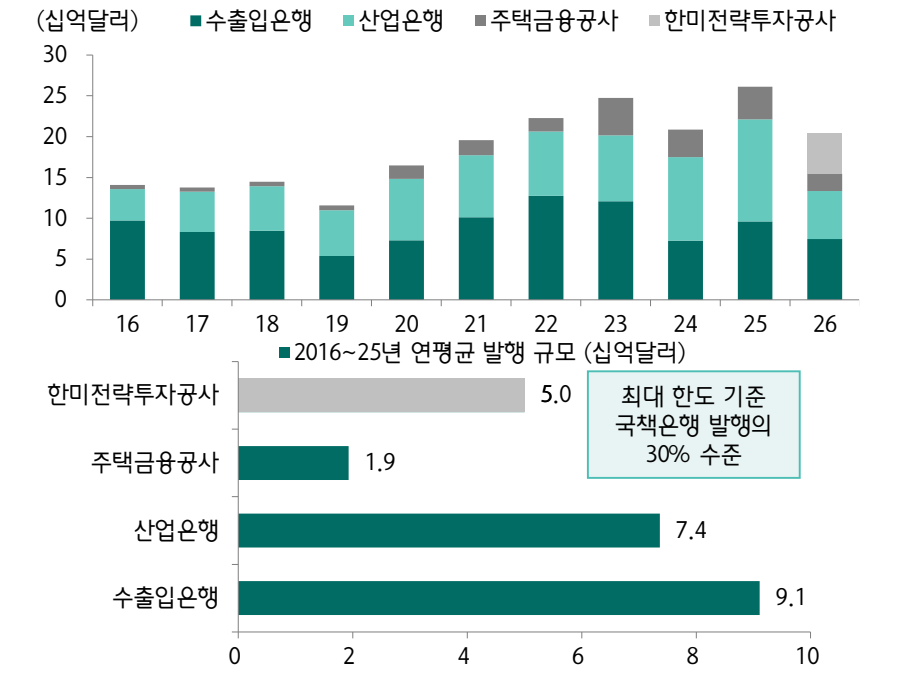
- 한미전략투자공사: 6/18 출범 확정. 총 $3,500억 대미투자기금 중 현금 투자 $2,000억 (연 $200억 한도) 예정. 이 중 $150억을 외환보유액 운용으로 확보, 나머지 $50억에 한해 한미전략투자채권 발행 가능성 (정부 보증 가능, 국회 동의 필요)
- 국민연금 외화채: 국민연금법 개정안의 통과 자체가 시장 심리에 영향 줄 수 있음. 통과 시 첫 발행은 2027년 상반기 예상
- 두 빅 이슈어 모두 외평채와 KP 국책/공기업 사이에 새로운 섹터를 형성할 가능성 (정부 보증채, Pension Bond).
  첫 발행 시점의 투자 수요 확보 정도에 따라 스프레드에 축소/확대 압력으로 작용할 소지 [시장 전반 강세 vs 수요 분산]

2026년 하반기 이후 빅 이슈어의 등장 가능성

	한미전략투자공사	국민연금공단
진행		
묘		
채 발 행	(화 용 시 정부 묘)	
첫발 행 예상 점	202 년 분 기~202 년 분 기	202 년 후
KP 시장 시점	연 최 대 $50억 묘 신규 정부 묘 채 등장 가 성	한 채 Pension Bond 등장

자료: 한미전략투자공사, 언론 보도, 하나증권

주요 국책은행 및 공기업과의 발행 규모 비교 (최대 한도 가정)

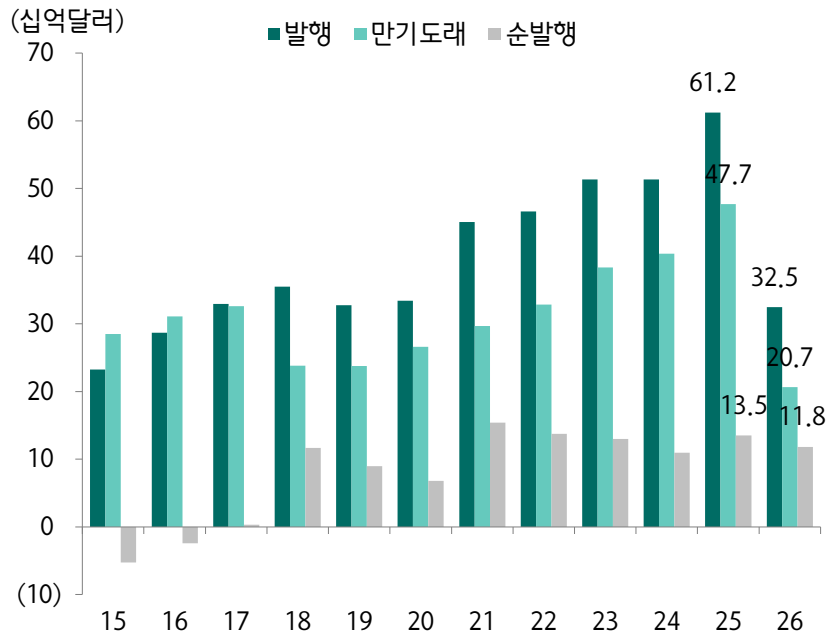


주: (1) USD 이외 통화는 발행 당시 환율로 USD 환산. (2) 블룸버그 리그테이블 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

2026 상반기 KP 발행, 역대 최대 페이스

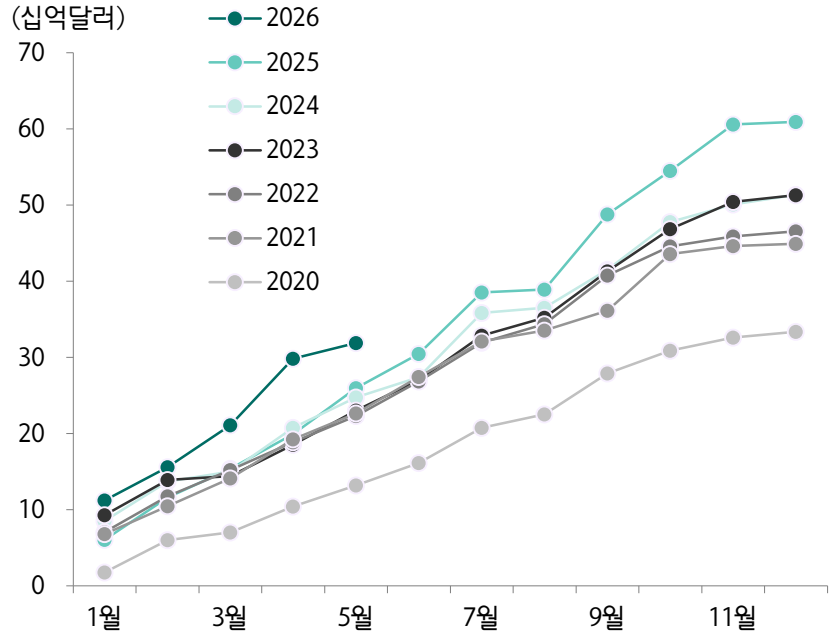
- 2026년 YTD $32.5bn (전년 동기 대비 +25%). 3월 이후 금융시장 변동성 높았음에도 5년 평균 $51.1bn 대비 64% 수준 도달
- 연 환산 $78bn, 역대 최대 규모였던 2025년 대비 +27%, 5년 평균 대비 +53%
- 가속 요인: ① 글로벌 IG 우호 환경 (스프레드 축소), ② 외화 수요 증가 (차환, 신규 투자 등), ③ 외평채 한도 증액 등 (연 $50억)
- 하반기에도 발행 페이스는 유지될 가능성. 상반기 발행 속도는 대규모 차환 이외에도, 구조적 수요 증대에 기인 (ex. 수출입은행 정부 보증채, 민간기업 해외 투자 확대 등)

연도별 KP 발행 추이. 순발행 이어지며 팬데믹 이후 외연 확장 지속



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

연도별 발행 페이스 비교 (2020~2026)

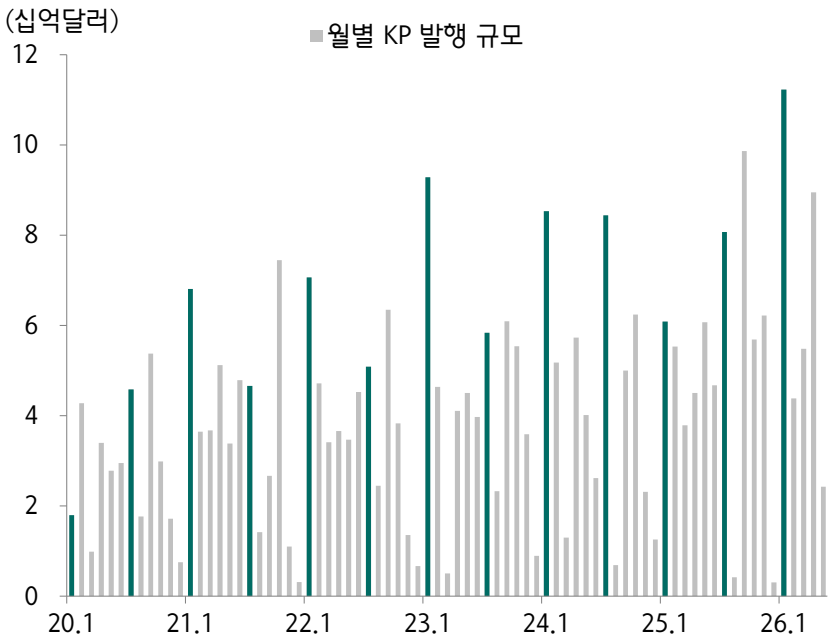


주: (1) USD 이외 통화는 발행 당시 환율로 USD 환산. (2) 블룸버그 리그테이블 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

KP 발행은 분기 초 집중되는 계절성

- 월별 평균 비중 (2018~2025, 순발행 기간): 1월 12.3%, 7월 13.1%, 9월 11.0%, 10월 10.9%가 피크. vs 8월 4.3%, 12월 1.6%
- SEC 135일 룰과 분기/반기 초 자금 집행 결합 → 1월, 7월 피크 형성. vs 8월과 12월은 휴가 시즌으로 인한 휴지기
- 올해 하반기 발행 분포 역시 7월과 9~10월에 집중될 전망

분기 초 발행 두드러지는 KP. 특히 평균 발행량 가장 많은 달은 1월과 7월



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

상반기 주요 발행물 현황. 이종통화와 ESG 라벨링 등 조달 전략 다변화

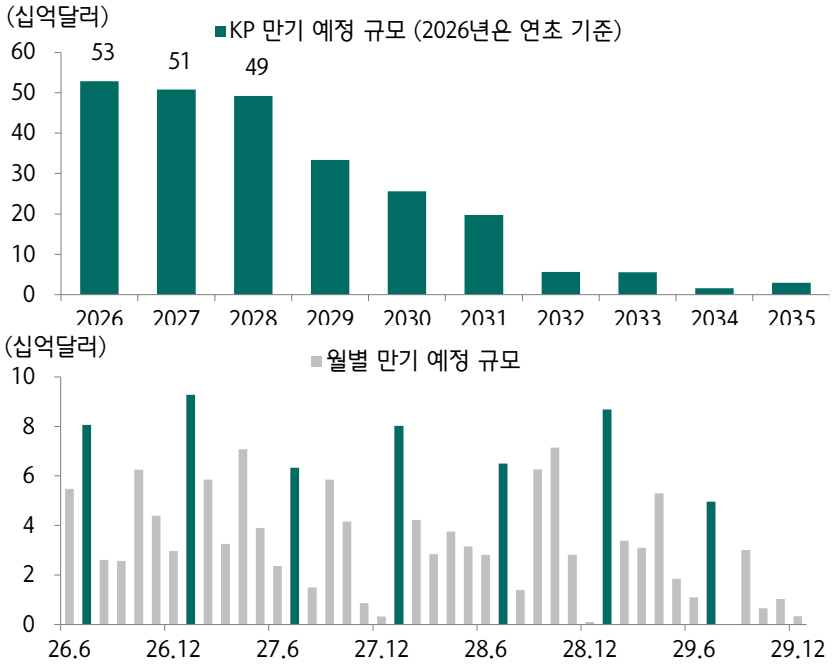
발행자	통화	일자	금액	트랜치	최초제시 (bp)	최종금리 (bp)	신용등급	특이사항
한국 수출입은행	USD	1/6	500	1년 FXD	T+57	T+30	Aa2/AA/AA-	AI 활용 도 명시
	USD	1/12	1,000	년 FXD	T+100	T+72	Aa3/A+/-	땀 은행 보증 그린본드
메리츠 증권	USD	2/24	300	년 FXD	T+115	T+88	Baa2/BBB /BBB	포모사
	USD	3/25	500	1년 FXD	T+200	T+165	Baa2/BBB/-	
	EUR	4/9	600	년 FXD	MS+39	MS+35	-/AAA/AAA	
네이버	EUR	4/14	500	년 FXD	MS+130	MS+93	A3/A-/-	
한국가스공사	AUD	5/7	375	년 FRN	BBSW 3M+70	BBSW 3M+64	Aa2/AA/AA-	-

주: (1) 금액 규모는 각 통화 백만 단위. (2) 신용등급은 Moody's, S&P, Fitch 순
자료: Bloomberg, 하나증권

발행 윈도우와 만기 시점의 일치. 차환 중심 발행 패턴

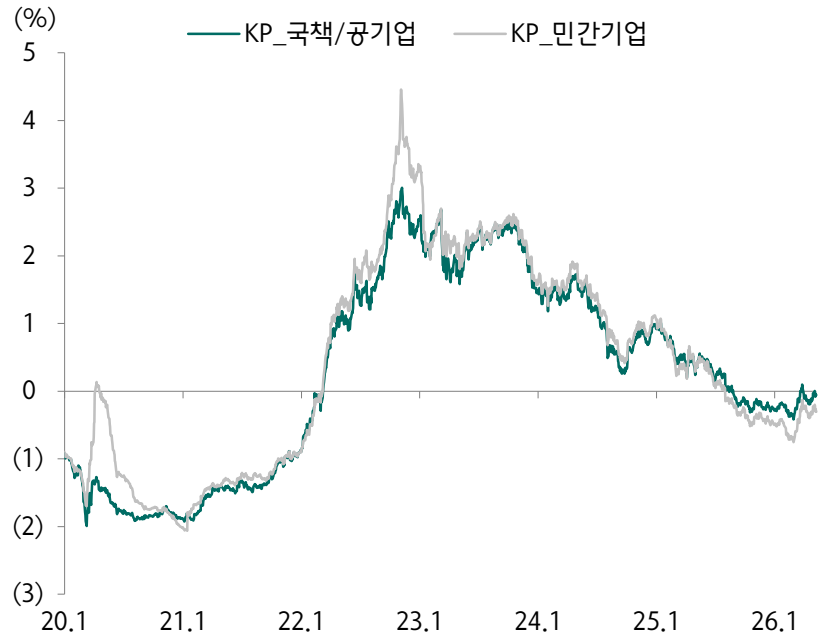
- 하반기 만기 예정 규모 총 $26.9bn. 7월 $8.1bn, 10월 $6.3bn, 11월 $4.4bn 순 (cf. 6월 5.5bn)
- 발행 윈도우와 만기 시점의 일치 (7월/10월) → 차환 중심 발행 패턴 시사 + 신규 자금 조달과의 결합 가능성
- 2026~2028년 만기 벽 (Maturity Wall) 형성. 팬데믹 시기 (저금리) 발행물의 만기 순환 → 차환 비용 상승이 발행자 측 변수

① 만기 벽의 이연. ② 발행과 만기 시점의 일치 → 차환 중심 발행 패턴



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

KP 발행자들의 평균적인 리파이낸싱 비용 추이

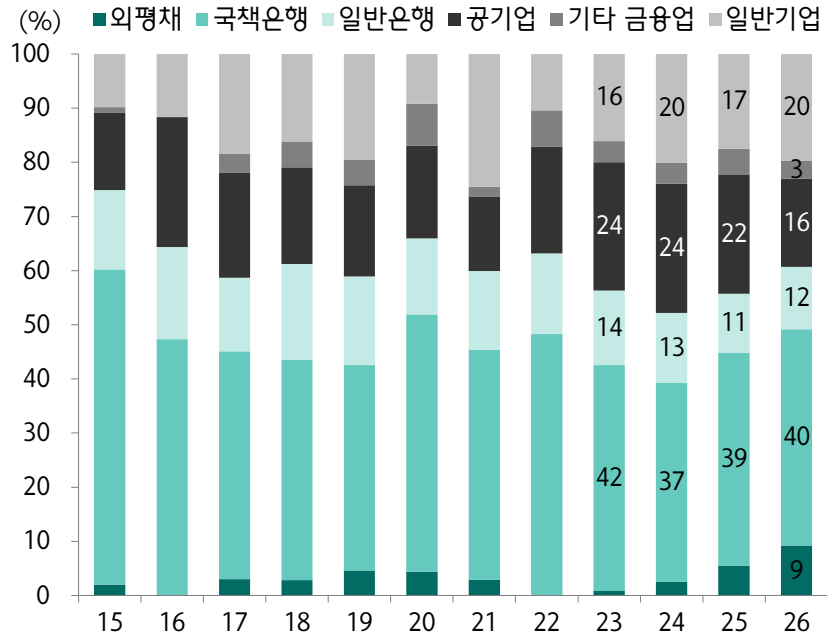


자료: Bloomberg, 하나증권

섹터별 트렌드: 견조한 국책/공기업 발행 흐름 & 민간기업 가속 추세

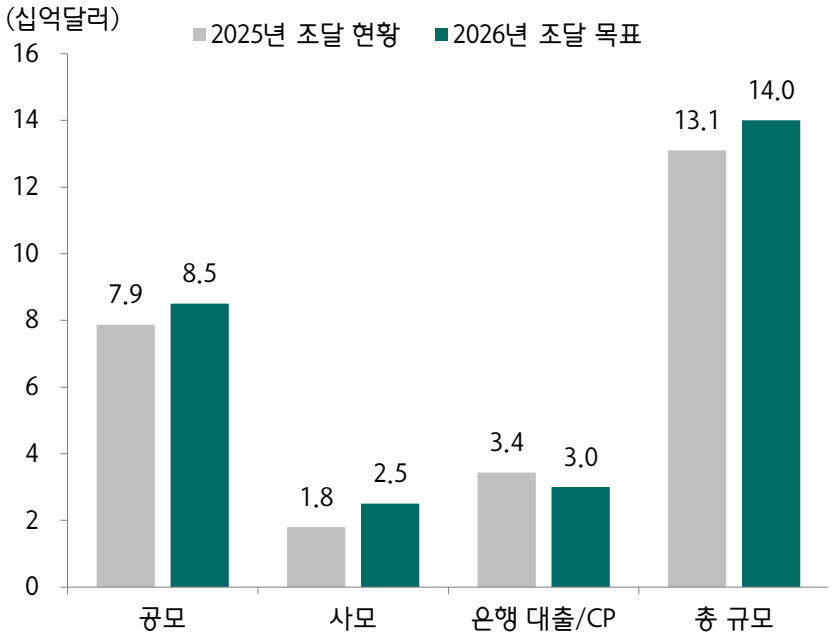
- 국책은행/공기업 비중 최다. 2026년 YTD $18.2bn, 5년 평균 대비 +15%. 하반기 만기 예정 $17.2bn 대비 발행 페이스 1.5배. 차환과 더불어, 정책성 자금이 발행 증가 동인으로 작용 (수출입은행, 2026년 외화 조달 계획 상향 및 공급망안정화기금 재원 확보)
- 민간기업 2026년 YTD $11.2bn. 5년 평균 대비 +87%. 하반기 만기 8.6bn 대비 발행 페이스 1.8배
- 글로벌 투자자들의 관심도가 높은 SK하이닉스의 외화채 조달 기조가 낮아졌음에도 LG에너지솔루션, SK온(SK배터리아메리카) 등 일반기업들의 운영자금 (해외 투자 등) 확보 니즈 여전. 일반기업 비중 증가 추세

KP 섹터별 발행 비중. 국책은행/공기업 비중이 과반 이상



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

KP 최다 발행자 수출입은행의 2026년 외화 조달 계획

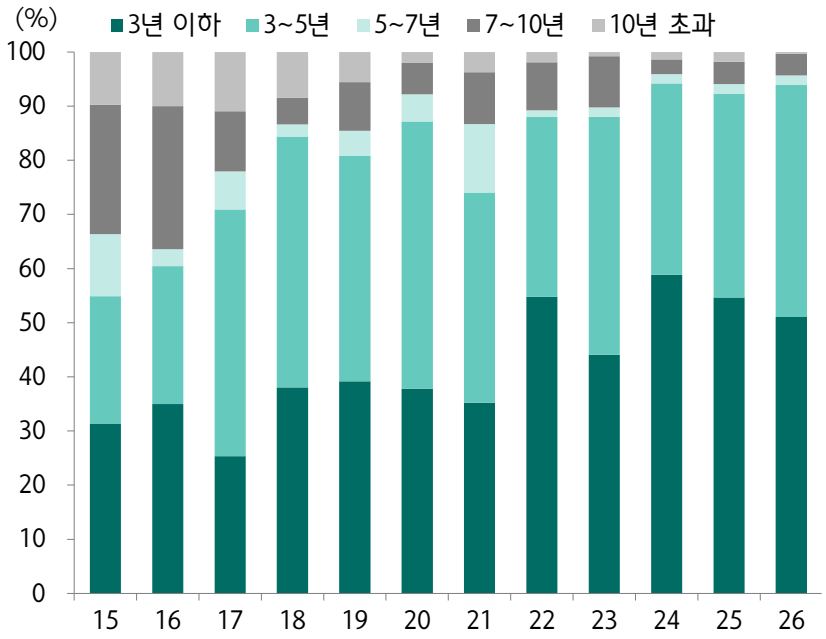


자료: 한국수출입은행, 하나증권

발행만기 단축: 발행 측의 리스크 관리와 투자 구조 변화

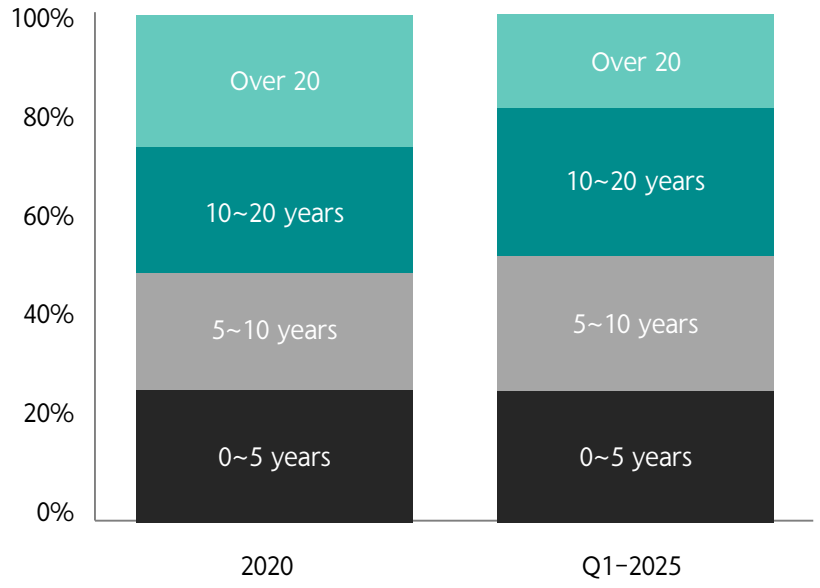
- 2026년 KP 만기 5년 이하 발행 비중 94%. 2017~21년 평균 79% 대비 명확한 단기화 추세
- 발행만기 단기화는 발행과 투자 측 모두의 구조적 전환에 따른 결과
- 발행 측의 조달 전략 유연성 제고: 금리 변동성 환경에서의 듀레이션 부담 회피, 차환 비용 분산 등 목적
- 투자 측의 장기 채권 수요 감소: 연금 제도 변화 (DB→DC)에 따른 회사채 수요 증가, 재정 및 통화정책 리스크 최소화 등의 영향

주요 발행만기 5년 이하. 고금리 환경 속 발행주체들의 짧은 만기 선호



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

글로벌 연기금 투자 채권의 평균 만기 구간 역시 짧아지는 흐름

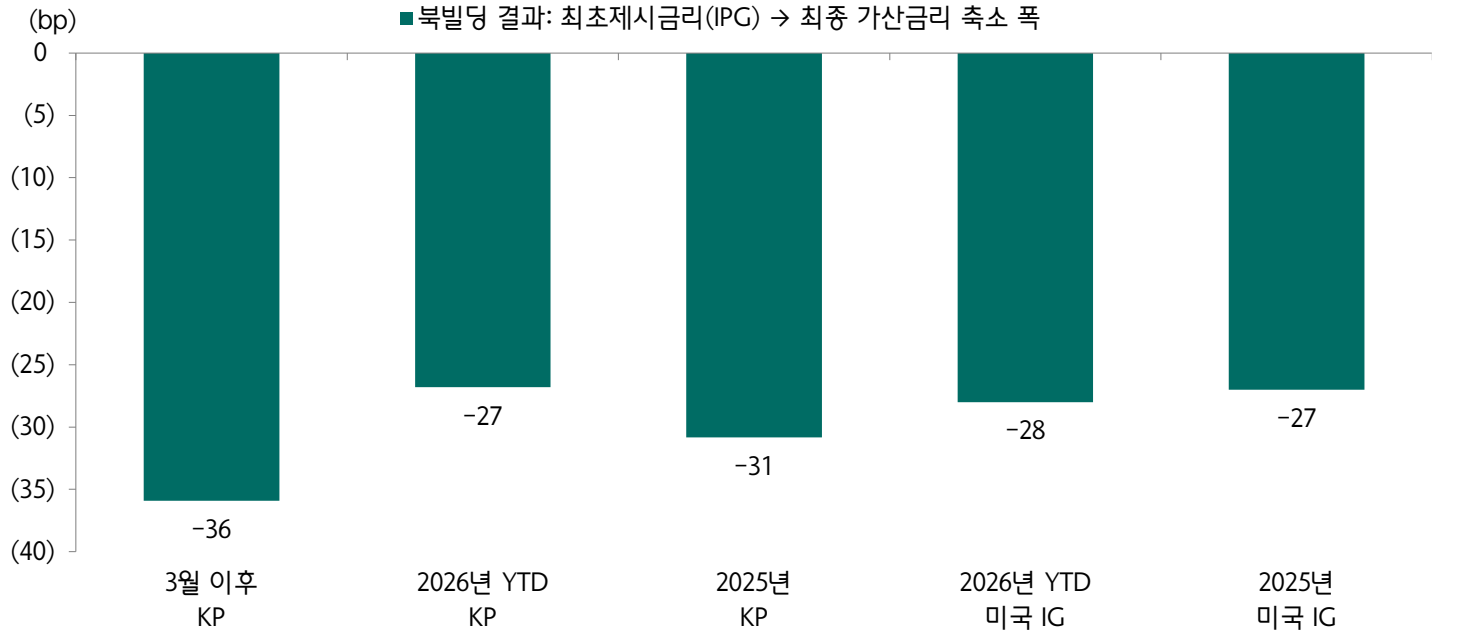


자료: OECD, 하나증권

2026년 시장 흡수력: 발행 단계 강세

- 발행 단계에서 강한 가격 조정력을 보인 3월 이후 KP 발행물
- 공모 발행액 기준 가중평균 최초제시금리 (IPG) 대비 최종 가산금리 축소 폭 -36bp (vs. '26년 1~2월 -22bp, '25년 1~3월 -29bp)
- 금융시장 불안을 고려해 상대적으로 높은 IPG 제시 영향도 존재. 그럼에도, 글로벌 발행시장 내 수요 흡수력은 충분함을 시사

높은 금융시장 변동성 속에서도 KP 공모 딜 소화력 입증 (달러 표시 채권 기준)



자료: Bloomberg, 하나증권

2026년 하반기 순발행 시나리오

- 3월 초 높았던 우려에도 3~4월 만기 부담 해소. 하반기에도 순차적 만기 물량 소화 및 일반기업 신규 조달 증가 전망
- 시장 가격 영향: 순발행 증가 자체보다 시장 흡수 환경에 더 의존 (글로벌 투자자의 아시아 등 한국계 채권 투자 수요 유지)

2026년 하반기 KP 순발행 시나리오

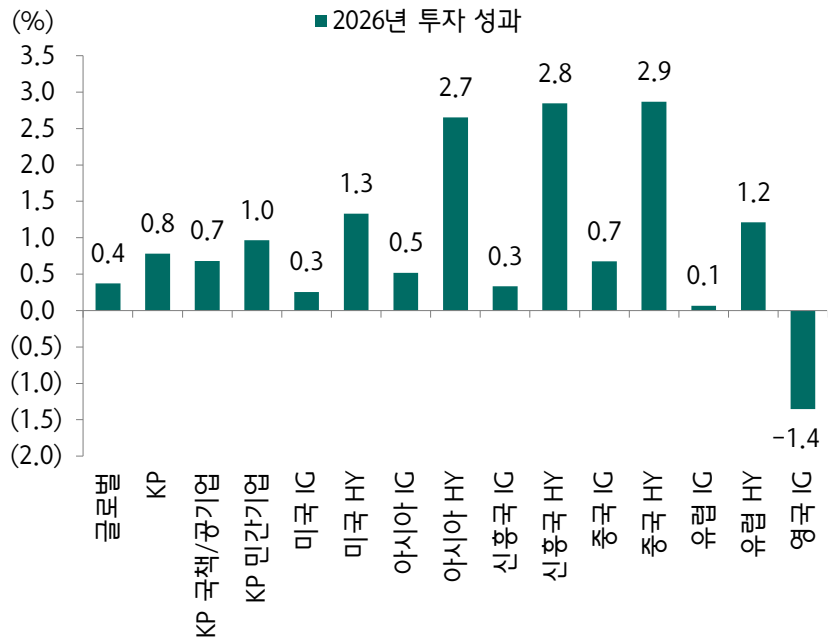
시나리오	하반기 만기 도래 ($bn)	예상 발행 ($bn)	예상 순발행 ($bn)	내용
	국책 행 9.7	23~27	-2~1	-미 국-한 협 정 결 , 지정학 리스 증 대
Base		27~31	+1~+5	-낮 아 폭 지정학민 감도
	(Total 25.8)	36~	+10~	

주: 외평채 제외한 수치
자료: 하나증권

2026년 상반기 KP 유통시장 동향

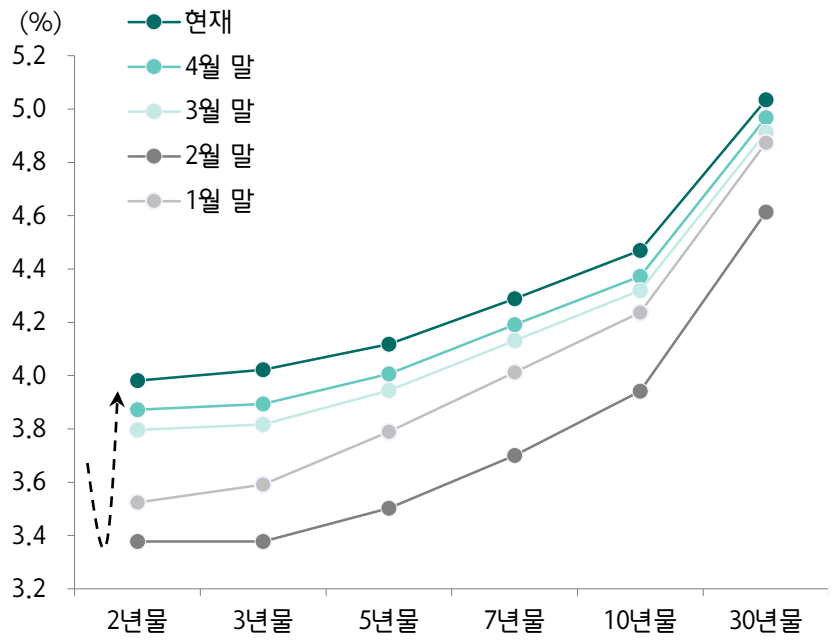
- 상반기 KP 유통시장은 글로벌 크레딧 강세와 함께 스프레드 축소 흐름을 지속
- 2월 말 미국-이란 전쟁 충격은 스프레드보다 금리 측면에서 투자 성과를 훼손
- 하반기 유통시장 전망은 현재 스프레드 레벨의 추가 축소 여력과 확대 리스크 중심의 점검이 필요

2026년 상반기 권역별 크레딧 투자 성과



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

전쟁 전후 미국 국채 금리 변화 (1→2월 평균 -25bp, 2→3월 +40bp)

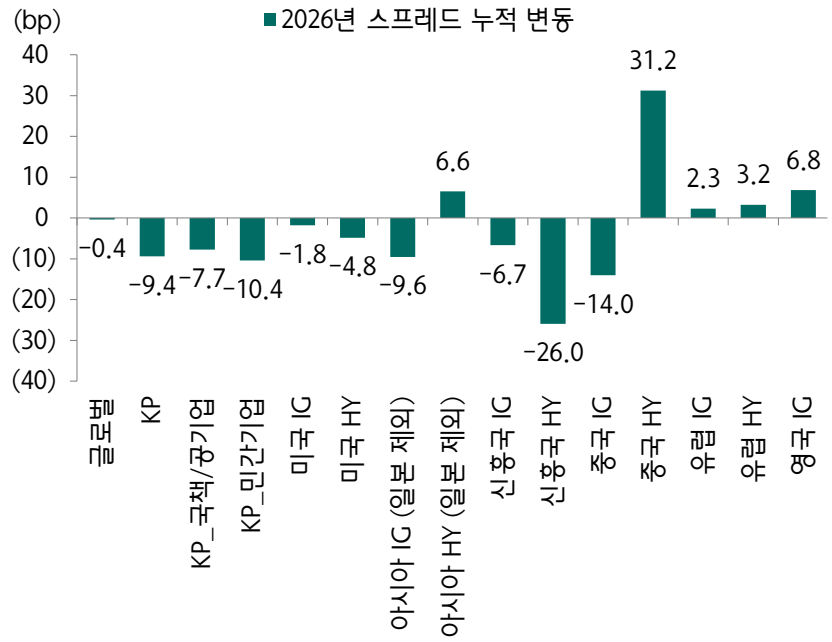


자료: Bloomberg, 하나증권

안정성의 상위 그룹 & 회복탄력성의 하위 그룹

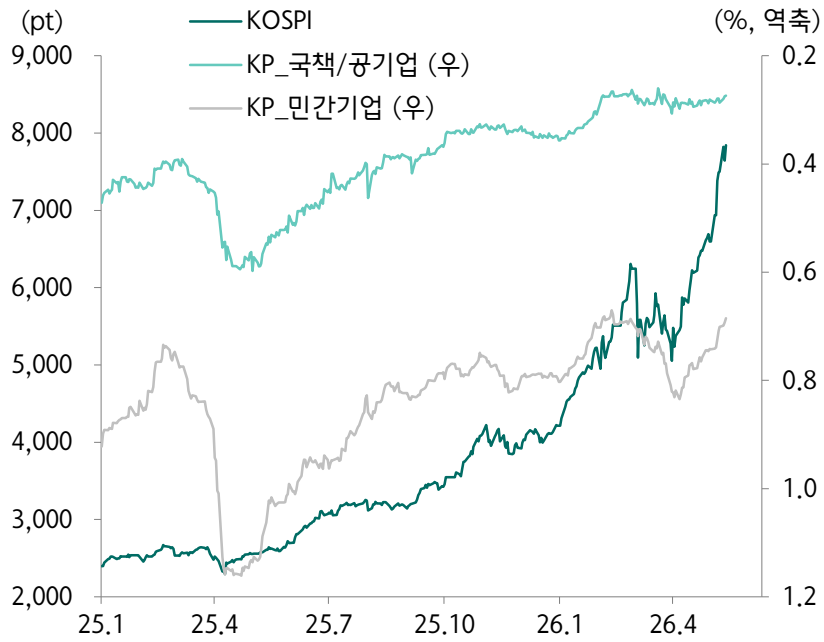
- KP 시장은 미국-이란 전쟁 충격으로 인한 스프레드 확대 폭 대비 약 80% 회복
- 상위 그룹 (국책은행/공기업): 2023년부터 추세적 강세인 점 고려 시, 이번 충격에도 3~8% 분위의 유통 스프레드 레벨을 유지
  → Quasi-Sovereign 안정성과 캐리 매력이 결합되는 자산
- 하위 그룹 (민간기업): 전쟁 충격으로 급격히 약세. 그러나 27% 분위에서 4% 분위까지 빠르게 회복 흐름 진행
  → 위험자산 선호 심리 확대 영향. 추가 축소 여지 있으나, 변동성에 취약한 위치

2026년 권역별 크레딧 스프레드 변동



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

KOSPI와 강세 흐름을 함께 한 민간기업 KP 스프레드

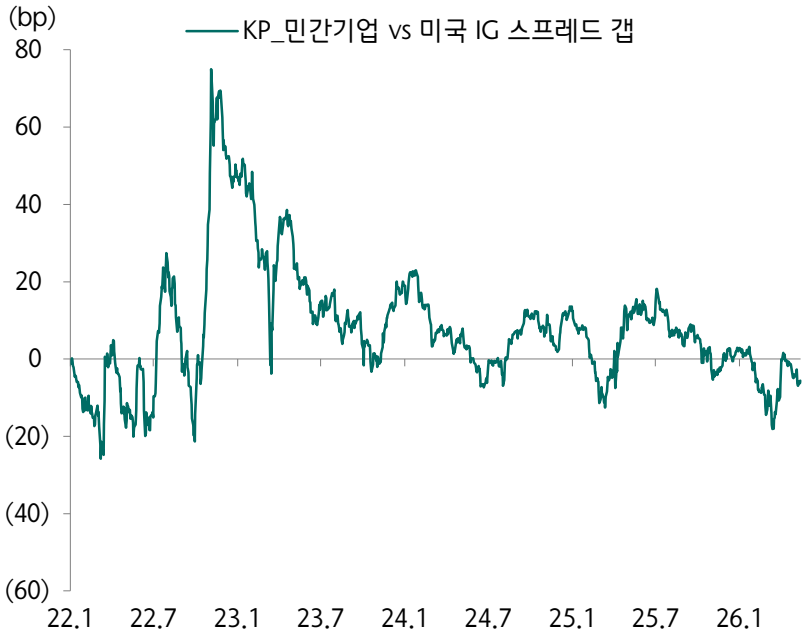


자료: Bloomberg, 하나증권

우호 환경의 취약성: 추가 축소 여력 제한

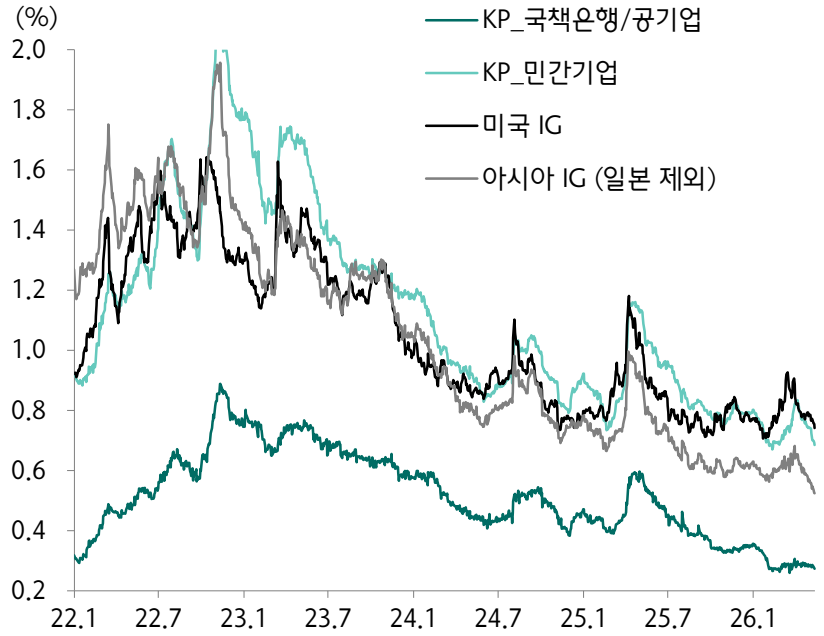
- 글로벌 전반 회사채 스프레드의 저점 영역 도달이 하반기 KP 매수 환경의 가장 큰 제약
- 국채 금리 상방 압력 우려 속 자본차익 여력 감소한 가운데, KP 하위 그룹 (민간기업)과 미국 IG 스프레드 갭 역시 (-) 영역
- KP 펀더멘털에 대한 긍정적 평가로 해석 가능. 단, 상대가치 측면에서는 가격 부담 요인
- 강세 시나리오 전개를 가정하더라도, 현재 영역에서의 추가 축소 폭은 제한적. Base 시나리오는 박스권 안정에 무게

민간기업 KP vs 미국 IG 간 스프레드 갭 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

KP, 미국 및 아시아 (일본 제외) IG 크레딧 스프레드 추이

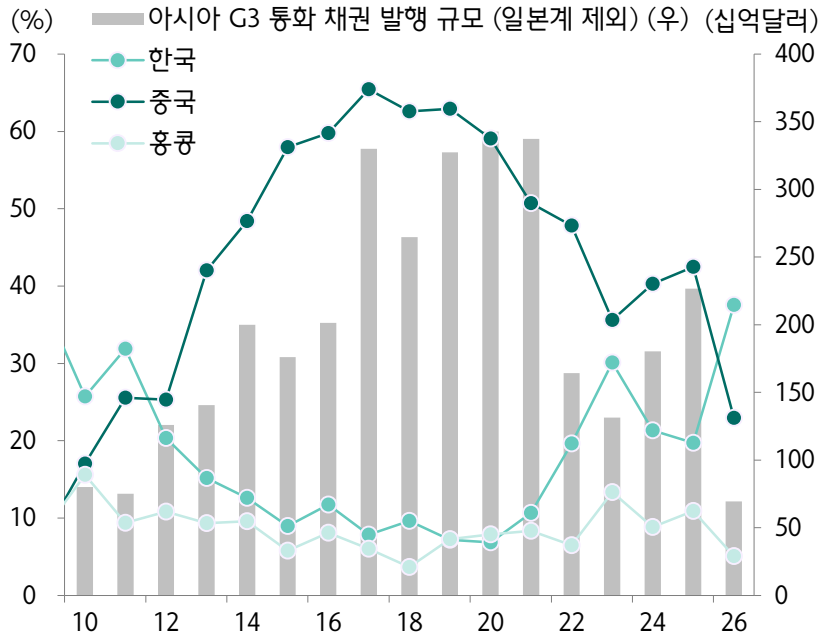


자료: Bloomberg, 하나증권

아시아 권역 내 차별화된 포지셔닝: 확대 압력 제한

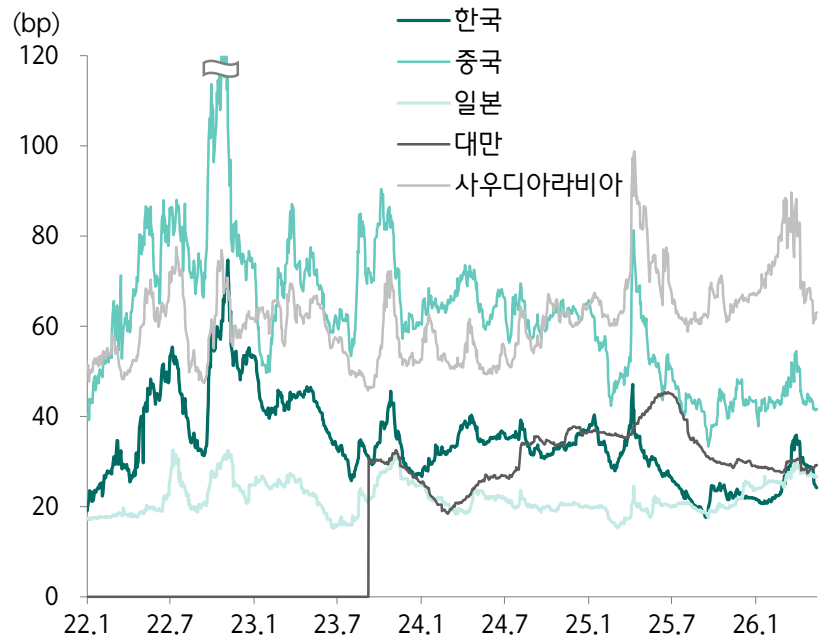
- 아시아 우량 채권 권역 내에서 KP의 차별화는 명확
- 중국계 공급 부진과 지정학 리스크가 이어지는 가운데, KP는 상대적으로 안정적인 대체 우량물 지위로 부각
- 이는 스프레드 추가 축소보다 저점권 가격 부담에도 급격한 확대를 제한하는 수요 기반
- KP의 캐리 매력과 안정적 신용 포지셔닝은 Base 시나리오 (박스권)를 뒷받침

일본 제외 주요 발행주체 비중 변화: KP의 부상



자료: Bloomberg, 하나증권

일본과 비슷한 레벨의 한국 CDS 프리미엄(5Y)

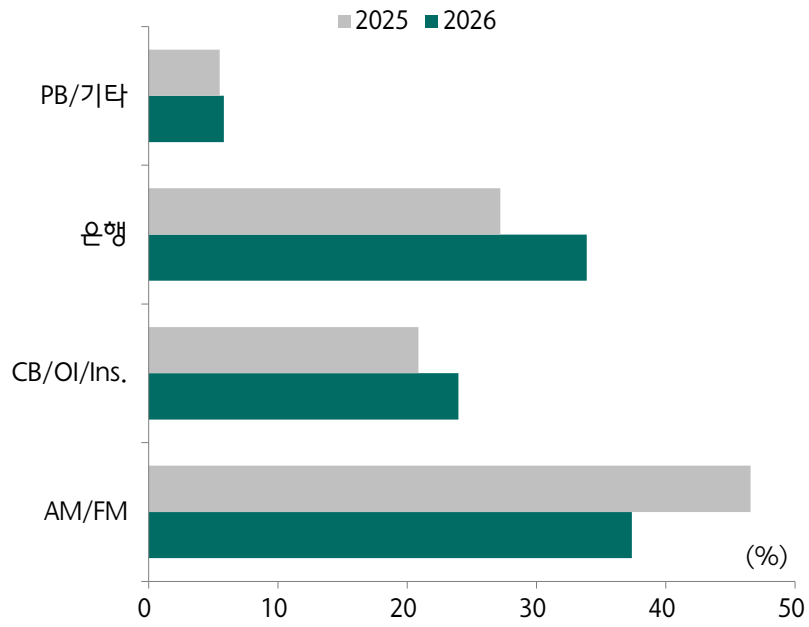


자료: Bloomberg, 하나증권

리얼머니 중심의 발행물 배정: 상위 그룹 희소성 강화

- 국책은행과 공기업 발행이 과반 이상 비중을 차지하고 있는 가운데, 북빌딩 시 리얼머니 비중 증가
- Buy & Hold 투자 성향 강화로 판단 → 유통시장 내 상위 그룹 KP물의 희소성을 높이는 요인
- 상위 그룹 KP 스프레드 확대 압력을 제한하는 근거. 민간기업 방어력은 상대적으로 약함

공모 북빌딩 시 리얼머니(중앙은행/연기금/보험, 은행) 비중 증가



자료: Bloomberg, 하나증권

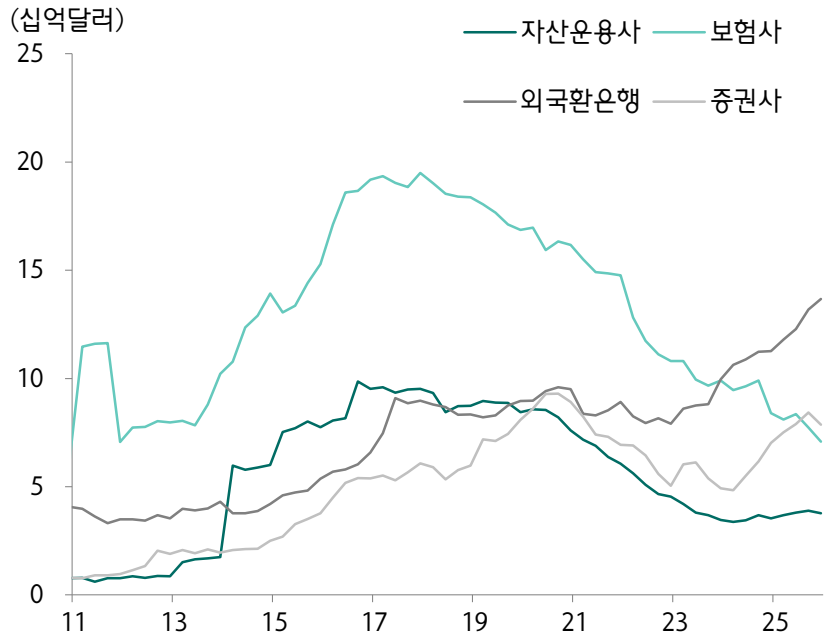
국책은행/공기업물의 발행 이후 흐름. 희소성↑→가격↑

자료: Bloomberg, 하나증권

구조적인 국내 투자 수요 증가: 완충 요인

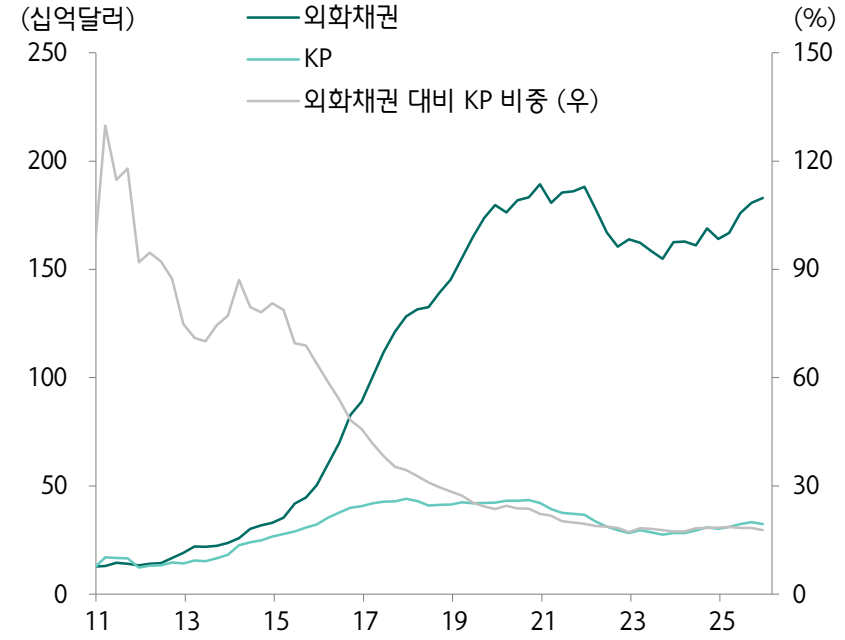
- 국내 기관의 외화채 투자는 2023년 이후 다시 증가 추세. 이 중 KP 투자 비중은 18%대 유지
- 국내 은행과 증권사 중심의 KP 매수 기반 확대. 외화 유동성 관리성 수요가 구조적 수요를 뒷받침
- 다만, 보험사 수요는 헤지비용에 민감. 국내 수요는 유통시장 내 급격한 스프레드 확대 가능성을 제한하는 완충 요소로 해석

국내 기관별 KP 투자 규모 추이: 은행, 증권↑ vs 보험↓



자료: 한국은행, 하나증권

국내 기관들의 외화채 투자 증가 가운데 KP 비중은 일정 수준을 유지



자료: 한국은행, 하나증권

하반기 KP 스프레드 판단 대시보드

- 추가 축소 여력 제한 vs 확대 압력 제한 → Base 시나리오는 박스권, 약세 시 민간기업물 베타 확대 불가피

2026년 하반기 KP 스프레드 판단 대시보드

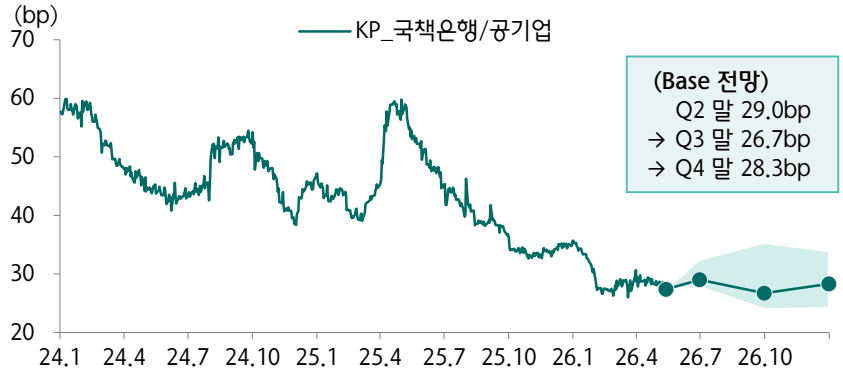
판단 변수	현재 신호	KP 스프레드 영향	시나리오 반영
미국 IG저 점권	(202년 여 5%ile)		
	(202년 여 전 2%ile)		Base -1~+3bp
		민간업 물 상대차 탐	Base -5~+11bp
		급 한 확대 압 제 한	
얼 머 니 배 정 확대			

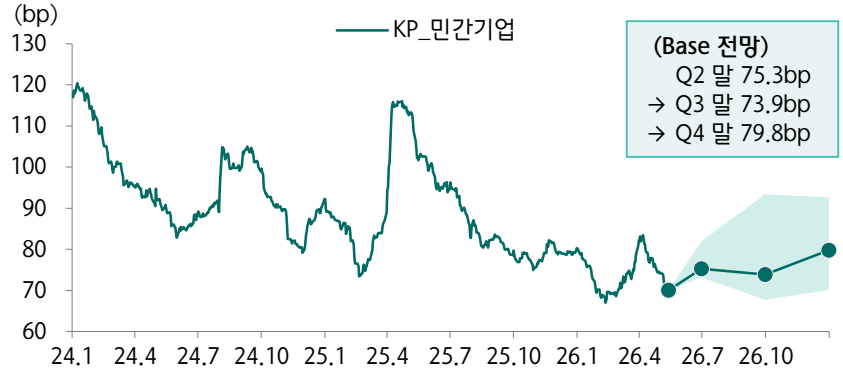
자료: 하나증권

2026년 하반기 KP 스프레드 시나리오

역사적 저점권의 KP USD 스프레드: 가격 부담과 수요 방어의 균형

시나리오	핵심 가정	판단 근거
	• 연준 추가 금리 인하 • UST 10Y 중심 4.1% 내외 • 미국 IG 확장 80bp	
Base	• 연준 추가 금리 인하 (1회) • UST 10Y 4.3~4.5% 유지 • 미국 IG 확장 90bp	





자료: Bloomberg, 하나증권

KP Action Map

- 하반기 KP 투자 전략의 시작점은, 역사적 저점의 스프레드 레벨에서 추격 대상과 기다릴 대상을 구분하는 것
- 1~2Y FXD의 경우, 최근 3개월간 대부분 섹터에서 큰 폭 스프레드 축소. 유동성 관리와 단기 캐리 차원으로 접근
- 국책은행/공기업 및 시중은행 선순위 3~5Y Core 유지, FRN 방어적 활용 → 추가 축소보다 안정적 캐리에 초점
- 신규 발행물 참여 권고. 미참여 시 NIP 레벨 및 발행 후 유통시장 성과로 수요의 퀄리티를 점검

투자 대상별 Action Map ① Core 영역: 국책은행 + 공기업 + 시중은행 선순위 + FRN

대상	대표 발행자 (등급)	스프레드 평균 (bp)	Action	핵심 논리	체크 포인트
	EIBKOR (Aa2) KDB (Aa2) KHFC (Aa2) KOROIL (Aa2)		1~2Y		• 3Q 평 채 태 스프레드갭 확대
	WOORIB (A1) KEBHNB (Aa3) NACF (Aa3) CITNAT (Aa3) SHNHAN (Aa3)	33~36 (SHNHAN 33/ WOORIB 33 / CITNAT 35 / KEBHNB 35 / NACF 36) (Z스 프레드 46~54)	3~5Y		일부, 국책 행 태 -1~+3bp 확 • 유동성
FRN <3Y	KDB Float EIBKOR Float KHFC Float	42~77	1~2Y	• 금리변 동성 Hedge	• 발행 별 DM차 별화큰 확

주: (1) 발행자 등급은 Moody's 기준. (2) 스프레드는 잔존만기 1~5년 달러 표시 KP의 발행사별 잔존금액 가중평균 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

KP Action Map

- 선별 영역: 시중은행 후순위와 일반기업물은 추가 프리미엄이 필요. 단발적 충격으로 조정 시 진입 기회
- 후순위는 선순위 대비 +25~45bp 자본성 보상 有 (제한적 확대). 일반기업은 업종 및 신용도 차별화 (A3~Baa2)
- 발행 후 T+5/T+10 성과로 수요 퀄리티 점검. 미국 및 아시아 IG 대비 프리미엄 적정성 검증 필수

투자 대상별 Action Map ② 선별 영역: 시중은행 후순위 + 일반기업

대상	대표 발행자 (등급)	스프레드 평균 (bp)	Action	핵심 논리	체크 포인트
	CITNAT Sub SHNHAN Sub WOORIB Sub	62~78	조건부		
1~5Y	HYUELE (Baa1) POHANG / PKX (Baa1) LGENSO (Baa2) NHNCOR (A3) SKONKR (신환 행 뮾 , A3)	37~89+			• 미국 IG 테 스프레드갭 적 정성 확보

주: (1) 발행자 등급은 Moody's 기준. (2) 스프레드는 잔존만기 1~5년 달러 표시 KP의 발행사별 잔존금액 가중평균 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

발행사 조달 전략에도 관심 둘 필요

- 하반기 발행사 측은 우호적인 글로벌 투자 심리 고려해, 시장 변동성 낮고 주문 확보가 용이한 구간의 선점에 집중할 가능성
- 무리한 발행 가산금리 축소보다 발행 후 유통 안정성이 후속 딜의 가격 결정력을 좌우하기 때문
- 올해 7월과 10월 발행 집중 시 신규물 참여 기회가 확대될 가능성. 단순 주문 규모보다 가격 발견 기능에 주목
- 발행만기는 최근 3~5년 추세에서 크게 벗어나지 않을 전망. 금리 경로와 수요 측 니즈에 따라 FRN, 이종통화, ESG 병행

발행사별 전략 포인트: '소화 가능한 가격'과 '안정적 후속 거래'가 될 것

발행자 관점	주요 시점	섹터	투자자 입장	체크 포인트
	월 분 기초)			• 월 만 기 $8.1bn 태 발 행 료
만기벽 (Maturity Wall) 대	월 /10월			• 월 만 기 $8.1bn / 10월 $6.3bn
	Q3-Q4 (영)		• 발행후 T+5/T+10모 니터링	• 발행 별 등 급차별화
FRN / 영 통 화 / ESG라 벨링	영		• DM (FRN),그 리 엄 등	• DM vs Z-spread갭 • 영 통 화 basis변 동

자료: 하나증권

Compliance Notice