THE Bond Care

Credit Strategy

2026 하반기 크레딧 전망
: 전쟁 우려 완화 이후의 세상을 기대

크레딧/자산전략 총괄 이경록
02-2004-9948
lee.kyoung-rok@shinyoung.com

신영증권

크레딧

고금리 상황 속 전쟁 확전 우려 완화 및 크레딧 캐리매력 부각 전망

2026 하반기에는 전쟁 확전 우려 완화를 전제로 크레딧 강세를 전망
주택 가격 불안이 지속되는 가운데, 건설사 미분양 자금부담은 피크아웃 판단
사모시장은 환매이슈에도 불구하고 시스템 위기를 유발하지 않을 것

수급 공사채 수급 부담 지속, 은행채 발행 유인은 제한적
여전채, 회사채 공급 부담 감소 전망

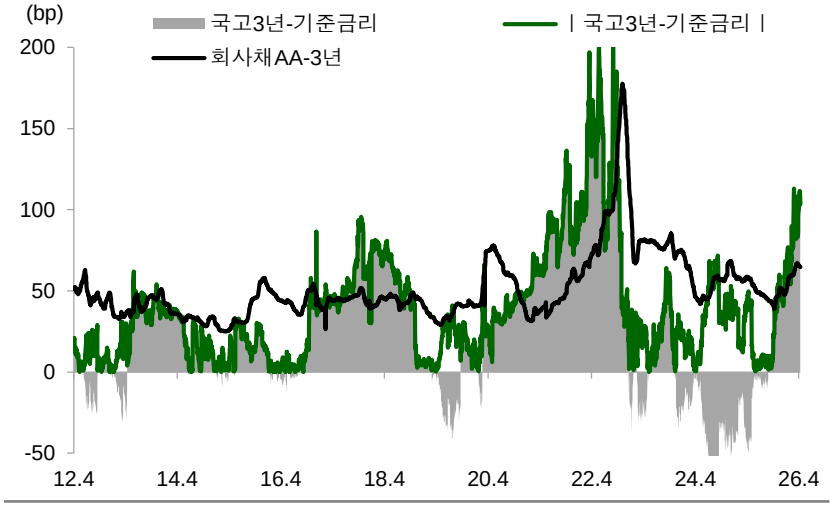
산업 긍정적 – 반도체, 조선, 방산, 전력장비, 건설기계, 증권, NPL
부정적 – 건설, 화학, 철강, 미디어 유관 업종

신용스프레드 전망

2026 하반기에는 크레딧이 강세를 보일 것으로 예상

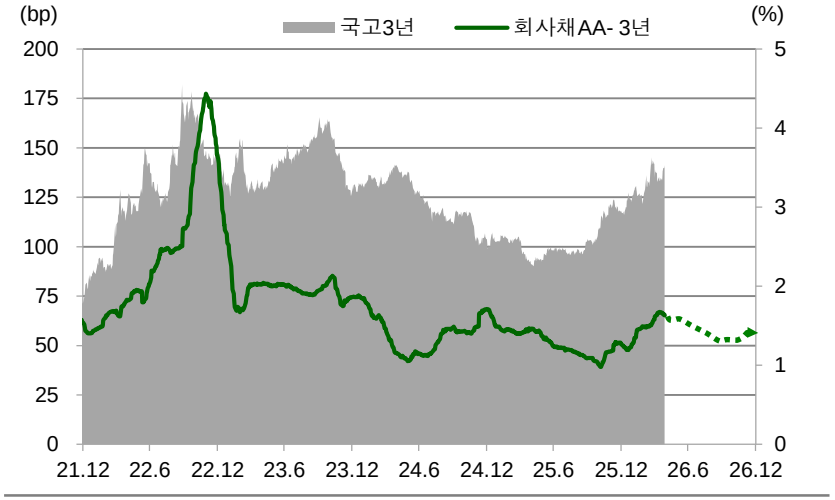
- 상반기에는 국채금리의 변동성 확대와 이란 전쟁 불안감으로 투자 심리가 악화되며 크레딧 약세 시현
- 고금리가 빠르게 내려가기는 어려운 상황에서 전쟁 확전 우려가 진정된다면 고금리 캐리매력이 부각될 것
- 전쟁 우려가 크게 줄어들 경우 크레딧 단기채 선호에서 벗어나 중기물 이상 비중 확대를 고려할 필요

국채 변동성 및 신용스프레드 추이



자료 : Infomax, 신영증권 리서치센터

국채금리와 회사채 신용스프레드 추이 및 전망



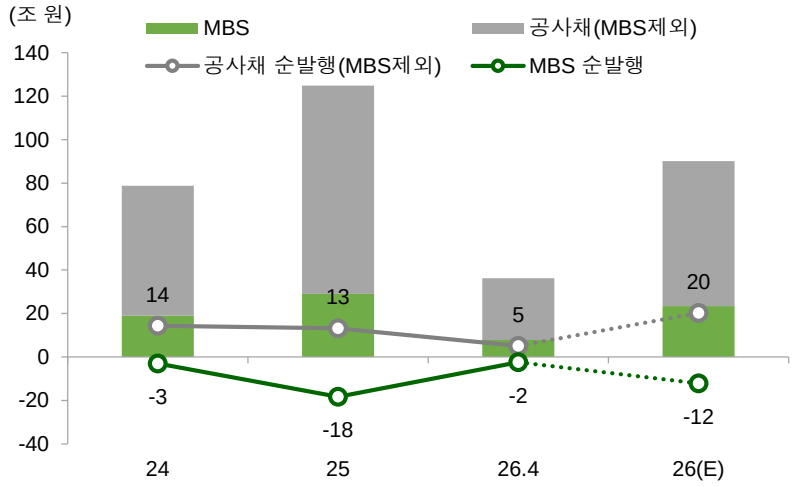
자료 : Infomax, 신영증권 리서치센터

섹터별 만기 및 순발행

공사채 수급 부담 지속, LH 적자 전환

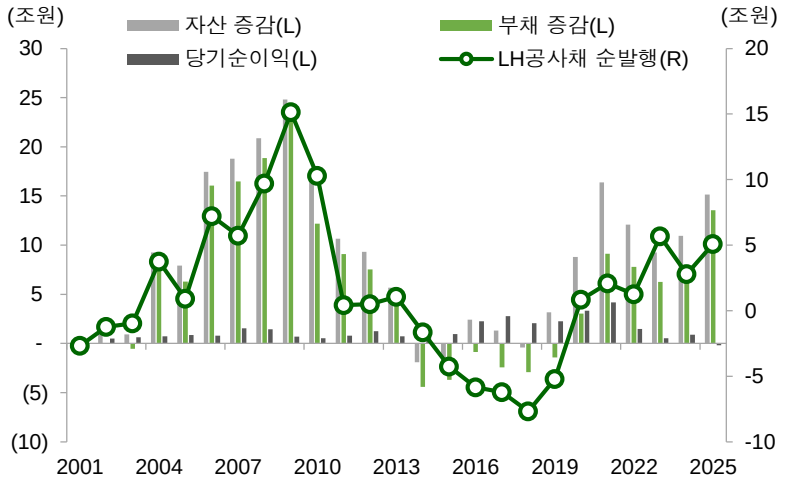
- MBS의 경우 4월까지 순상환이 적었으나, 정부 부동산 및 가계대출 규제 고려 시 하반기 순상환 규모 증가 전망
- 2분기 공적채권 발행 확대로 수급 부담 지속되나, 발행량/발행시기/만기 등 조절 통해 수급 부담 최소화 예정
- LH 토지매각 감소 및 주택사업 확대로 지난해 적자 전환, 하반기 실적 부진 및 자금소요 이어질 전망

연도별 공사채 만기규모 및 순발행 추이



자료 : Infomax, 신영증권 리서치센터

연도별 LH공사 자산·부채 순증감 및 LH공사채 순발행 추이



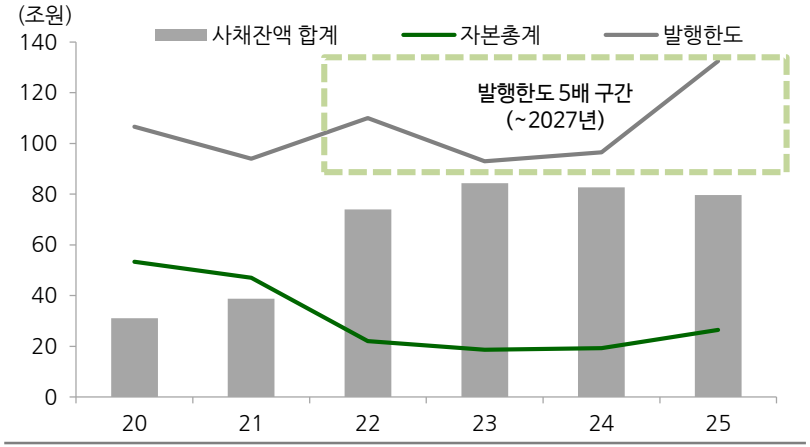
자료 :Infomax, 한국토지주택공사, 신영증권 리서치센터

섹터별 만기 및 순발행

하반기 한전채 발행 증가 전망

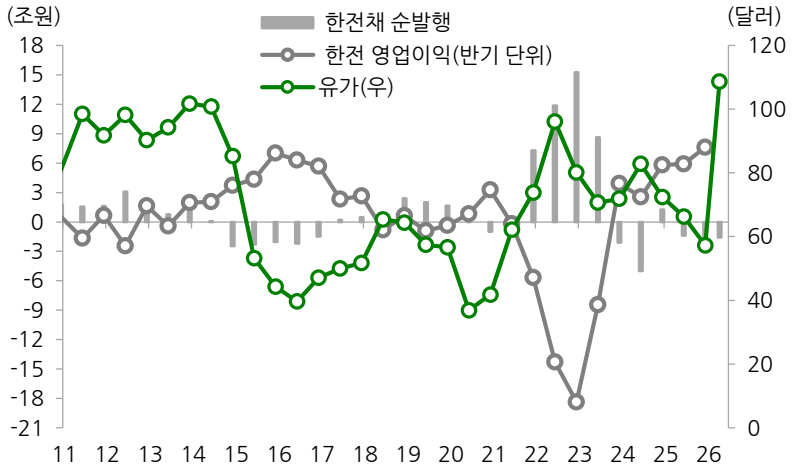
- 지정학적 리스크에 따른 고유가 지속으로 하반기 한전의 실적 악화 예상, 한전채 발행 증가 전망
- 현재 발행 잔액 감안 시, 추가 발행 한도 여력 존재
  - 한전법 상 한전채 발행한도 2028년부터 자본총계 2배로 정상화 예정(현 5배)
- 2022년 이후 CP/전단채 활발히 이용하는 추세

연도별 한국전력 사채잔액 및 발행한도 추이



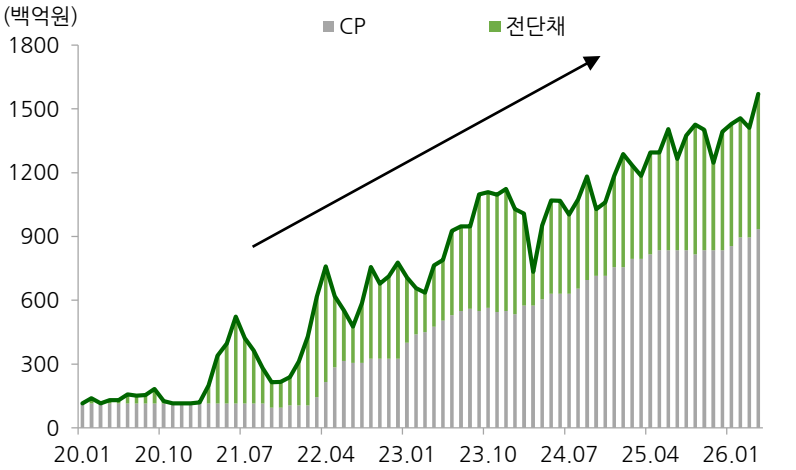
자료 :Infomax, 한국전력공사, 신영증권 리서치센터

연도별 한국전력 영업이익 및 한전채 순발행 추이(~26.04)



자료 : Infomax, 신영증권 리서치센터

한국전력 CP/전단채 잔액 추이



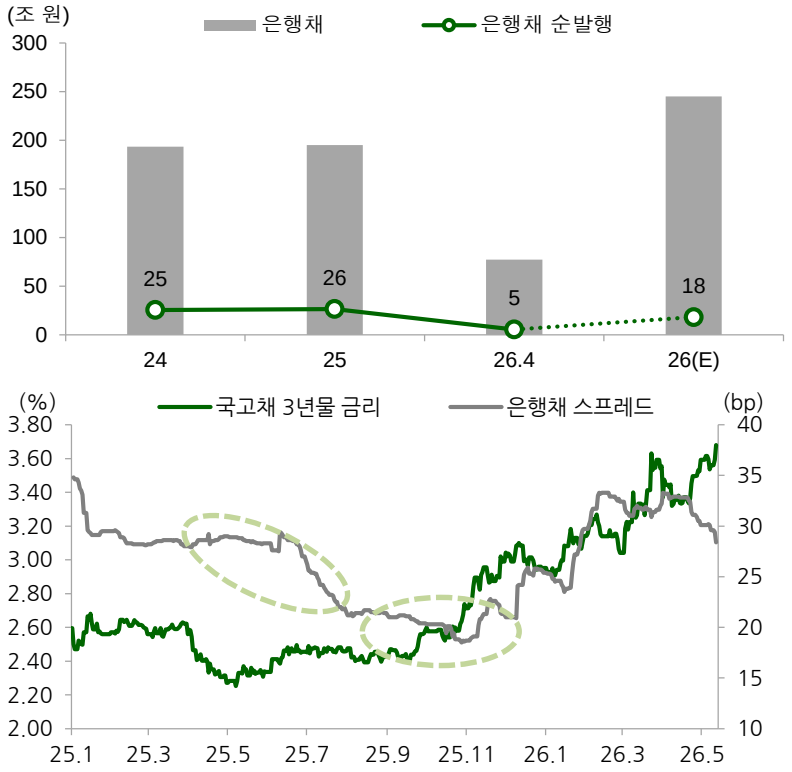
자료 :Infomax, 신영증권 리서치센터

섹터별 만기 및 순발행

은행채 만기규모는 증가, 발행 유인은 제한적

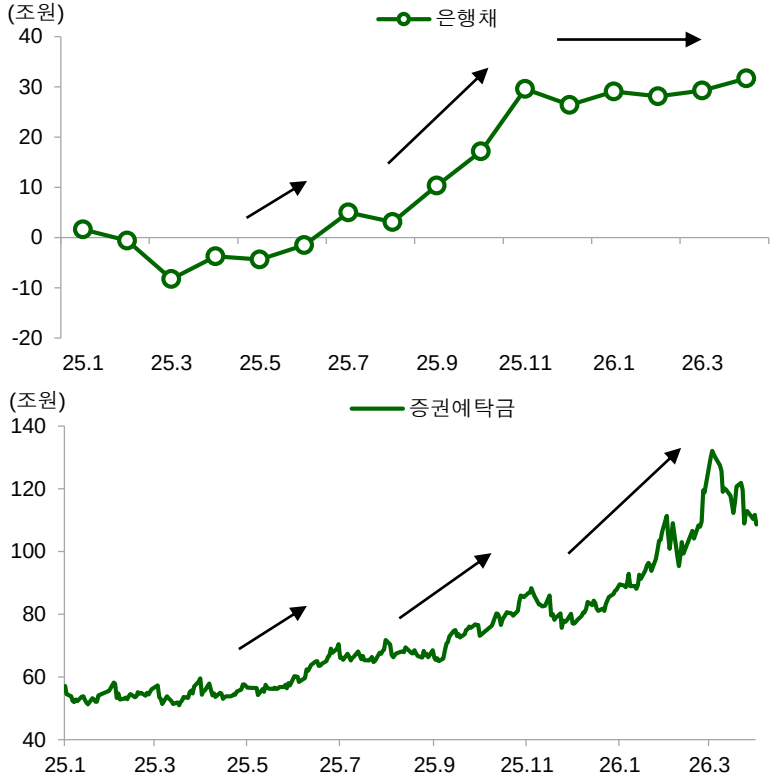
- 지난해 증시 호황은 머니무브와 은행채 발행↑, 그러나 신용스프레드 상관성은↓ → 국채금리 레벨이 중요
- 현재의 증권예탁금 급증은 '머니무브 현상'이 아닌 시가총액 증가에 기반한 유동성 자연 증가분에 가까워

연도별 은행채 만기규모 및 은행채 스프레드 추이



자료 : Infomax, 금융투자협회, 신영증권 리서치센터

은행채 순발행 및 증권예탁금 추이



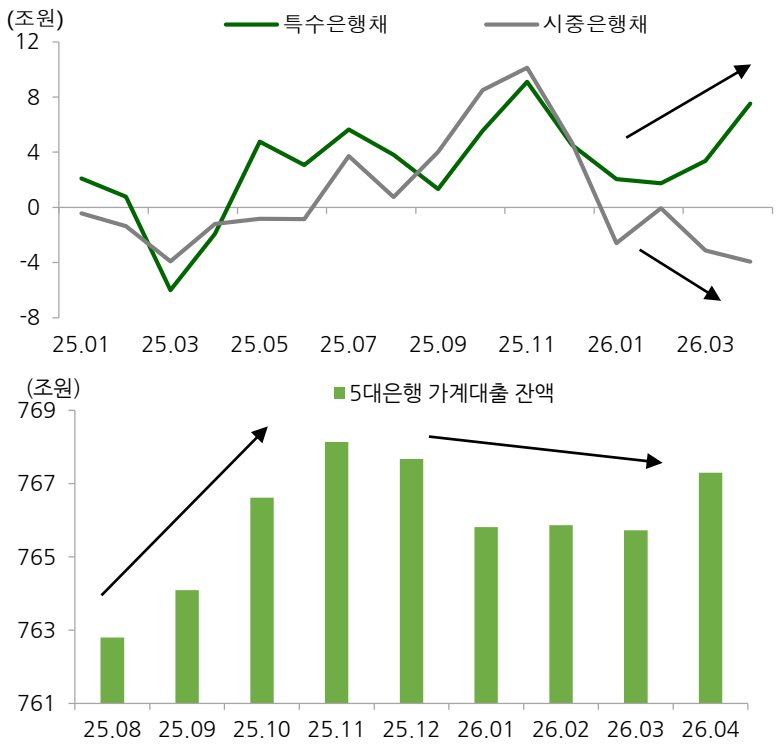
자료 : Infomax, 신영증권 리서치센터
주: 특수은행(IBK기업은행, KDB산업은행, 한국수출입은행)

섹터별 만기 및 순발행

특수은행 중심의 은행채 발행

- ‘26년도 정부 가계 대출규제 본격화로 시중은행 발행 감소, 전체 발행은 특수은행 주도
- ‘생산적금융’ 기반 정부보증채 발행↑ (첨단채 15조원, 공급망채 10조원), 총 한도 미달 전망

은행채 종류별 순발행 추이 및 5대 은행 가계대출 잔액



자료 : Infomax, 금융투자협회, 신영증권 리서치센터

첨단채 발행 개요

구분	내용
발행기관	한국산업은행
대상	인공지능, 반도체, 바이오, 백신, 방산, 로봇, 수소, 이차전지, 디스플레이, 미래차 등 10개 첨단산업 및 밸류체인(생태계)
채권분류	특수채증권(정부보증채)
발행한도 /상환기간	26년 15조원 이내, 채권 발행일로부터 최대 20년 이내 (첨단전략산업기금 75조원 + 민간/연기금/금융회사/국민 75조원)
발행방법	인수매출(매출 당일 발행)
발행액	국가보증한도(15조원) 이내 분할
발행금리	발행일 시장 실세금리 등 감안
채권종류	할인채, 이표채

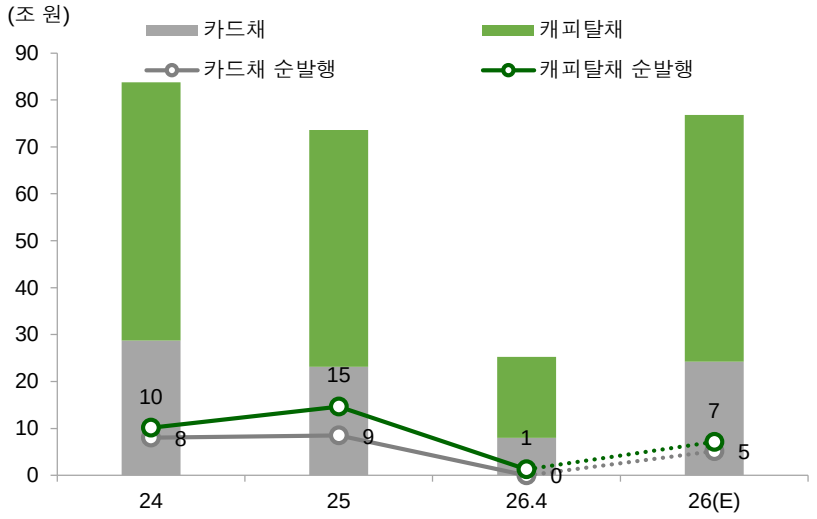
자료 : Infomax, 금융위원회, 신영증권 리서치센터

섹터별 만기 및 순발행

여전채 공급 부담 감소 전망

- 시장금리 변동성 확대에 따른 레포펀드 자금 유입 둔화되며 여전채 발행 감소 전망
- 높아진 금리 레벨에 조달 비용 부담, 카드채 순발행 규모 감소
  - 김치본드, 해외 ABS 등 금리 부담 낮출 수 있는 대체 조달 수단 활용 ↑

연도별 여전채 만기규모 및 순발행 추이



자료 : Infomax, 신영증권 리서치센터

여전사 김치본드 및 해외 ABS 발행 내역

발행일자	발행사	규모	조달 수단
26.01	현대카드	0.2억 달러	김치본드
26.01	롯데카드	3.0억 달러	해외 ABS
26.02	현대캐피탈	0.5억 달러	김치본드
26.02	현대카드	0.8억 달러	김치본드
26.02	국민카드	1.3억 달러	김치본드
26.02	신한카드	2.5억 달러	해외 ABS
26.03	현대캐피탈	6.6억 위안	김치본드
26.03	우리카드	3.0억 위안	김치본드
26.03	국민카드	4.0억 위안	김치본드
26.03	삼성카드	4.0억 달러	해외 ABS
26.03	우리카드	2.0억 달러	해외 ABS
26.04	국민카드	5.0억 달러	해외 ABS

자료 : 언론보도종합, 신영증권 리서치센터

섹터별 만기 및 순발행

회사채 공급 부담 감소 전망

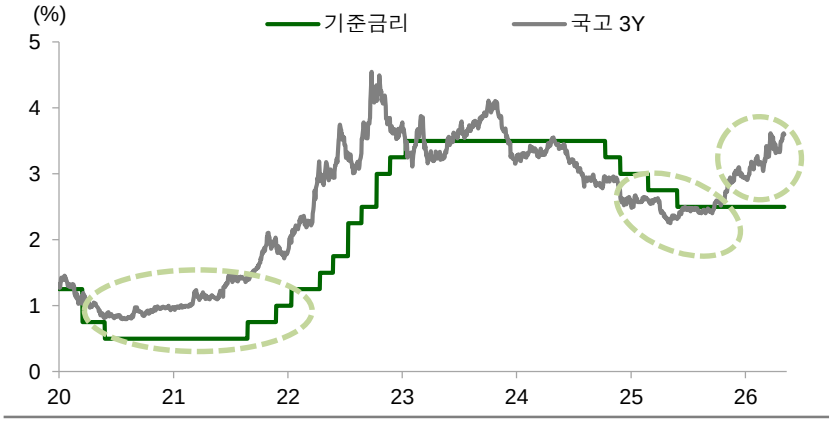
- 높아진 금리 레벨에 회사채는 제한적인 발행 속 순상환 흐름 지속 전망
- 발행어음과 IMA 규제 개편에 따른 모험자본 공급 활성화, A급 회사채 발행시장에 우호적
  - 모험자본 공급 의무 부여되는 7개 증권사(한투, 미래,NH, KB, 하나, 키움, 신한) '28년까지 모험자본 22.5조원 공급
- 석유화학 등 실적 악화 및 구조조정 진행 업종은 회사채 발행 여건 악화

2026년 1분기 주요 7개사 모험자본 공급 현황

분류	세부 항목	공급 규모(단위: 조원)
투자대상별	중견기업	4.5
	P-CBO	2.3
	중소·벤처기업	2.1
	A등급 이하 채무증권	1.4
	신기사(신기술금융사)	1.3
투자방식별	채무증권	7.1
	지분증권	3.1
	신종증권 (RCPS·CB 등)	2
	대출채권	1.3

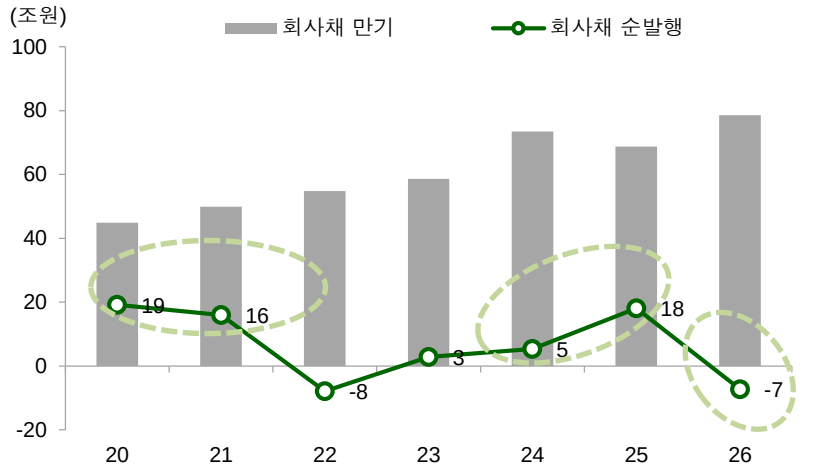
자료 : 금융위원회, 신영증권 리서치센터

연도별 기준금리 및 국채금리 추이



자료 : Infomax, 신영증권 리서치센터

연도별 회사채 만기규모 및 순발행 추이



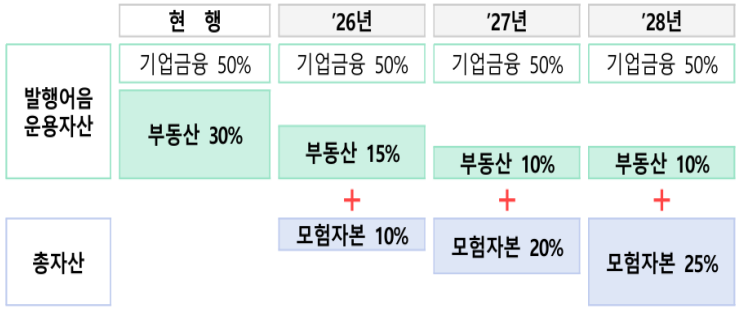
자료 : Infomax, 신영증권 리서치센터

발행어음과 IMA 규제 개편에 따른 모험자본 공급 활성화

발행어음 및 IMA 업자 규제 개선 및 모험자본 영향

- 발행어음 및 IMA업자 모험자본 25%까지 의무 투자,
- 부동산 운용은 10% 이내로 축소
- 캐피탈채 발행↓, A급 이하 회사채 공급↑
- A급 이하 스프레드 축소

발행어음 운용규제 개선 방향



자료 :금융감독원, 신영증권 리서치센터

발행어음과 IMA 비교

	발행어음	IMA
공통점	종투사 전체 운용자산에서 발행어음·IMA 조달액의 25%에 상응하는 국내 모험자본 공급 의무화	
	모험자본 공급의무 비율은 26년 10%, 27년 20%, 28년 25%로 단계적 상향	
차이점	1년 만기 제한	만기 제한은 없으나 만기 1년 이상 최소 70% 구성
	1년 만기 제한 내에 원리금 확정	만기 시 원금은 확정 지급, 이자는 수익에 연동
	기업금융 50% 운용규제 유지	기업금융 70% 운용규제 유지
	부동산 운용한도 現 30%, 26년 15%, 27년 10%로 단계적 하향	기존 운용분이 없으므로 부동산 운용한도 10% 즉시 적용
	발행어음과 IMA 자기자본 300% 통합한도 중 발행어음은 최대 200%, IMA는 최대 300%	

자료 : 금융위원회, 신영증권 리서치센터

회사채 업종, 긍정 vs 부정

업황에 따른 양극화 심화, 선별적 접근 필요

긍정적 업종

- 반도체, 조선, 방산, 전력장비, 건설기계, 증권, NPL
  - 반도체: HBM, 일반 D램, 낸드 등 전부문에서 우수한 실적 성장세 전망
  - 조선: 신조선가의 지속적 상승과 고환율에 따른 수익성 개선 전망
  - 방산: 글로벌 신냉전체제 하에서 글로벌 방산 수요 급증, 전세계적 국방비 증액 기조 지속
  - 전력장비: 글로벌 신규 발전소 및 대규모 설비투자 등의 영향으로 송배전에 대한 수요 증가
  - 건설기계: 글로벌 인프라투자 및 자원개발국 수요 양호
  - 증권: 대형사 중심 견조한 실적 성장세, 유가증권 운용이익 증가 및 PF충당금 적립부담 완화
  - NPL: 경기부진에 따른 구조조정 물건의 공급 증가

부정적 업종

- 건설, 화학, 철강, 미디어 유관 업종
  - 건설: 금리 상승, 공사원가 상승, 부동산 규제 정책 등으로 유의미한 실적개선 어려움
  - 화학: 역내 공급부담으로 주요 제품 스프레드 구조적 약화, 중동사태 따른 유가 폭등
  - 철강: 내수 침체 및 대외 수급부담 지속, 품목별 관세 부담
  - 미디어 유관 업종: 컨텐츠 제작, 유선방송, 상영관

부동산 양극화

서울 아파트 가격지수 21년 당시의 전고점 돌파

- 반면 지방 매매가격지수는 하락 추세 지속

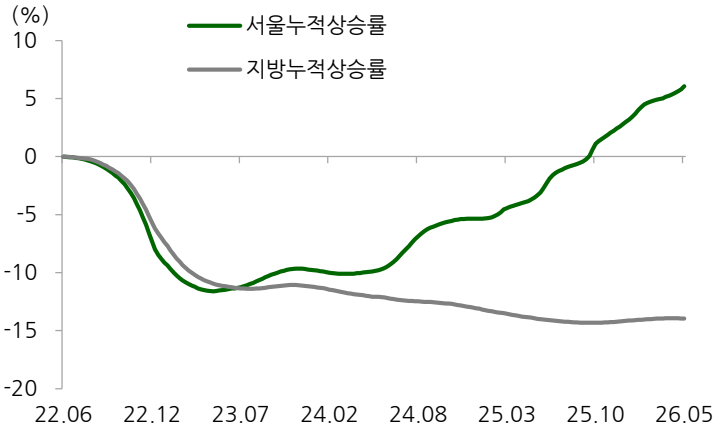
경매 낙찰가율 차이 확대

- 서울과 수도권 빠른 회복 vs 지방은 더딘 회복

지방의 준공후미분양 비중 상승

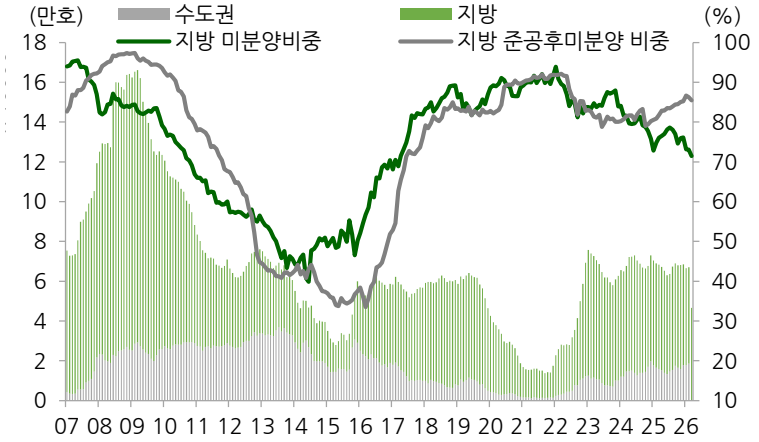
- 지방 미분양비중이 하락인데 준공후미분양 비중은 상승

아파트 매매가 주간 누적상승률 추이(서울 vs 지방)



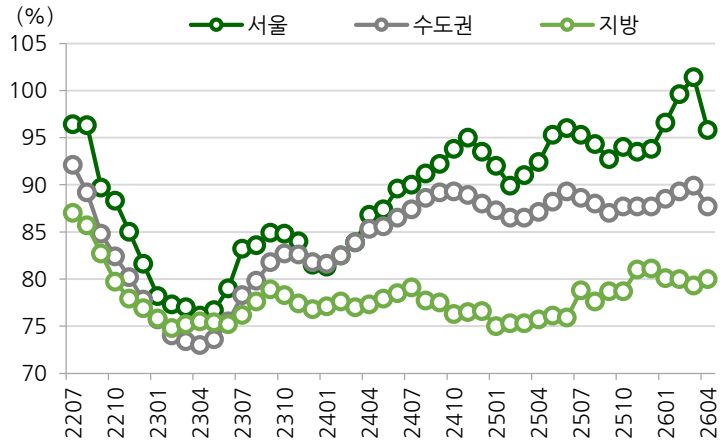
자료 : 한국부동산원, 신영증권 리서치센터

미분양 및 준공후미분양 비중 추이(수도권 vs 지방)



자료 : 통계청, 신영증권 리서치센터

아파트 3개월 평균 낙찰가율 추이



자료 : 대법원, 신영증권 리서치센터

아파트 가격

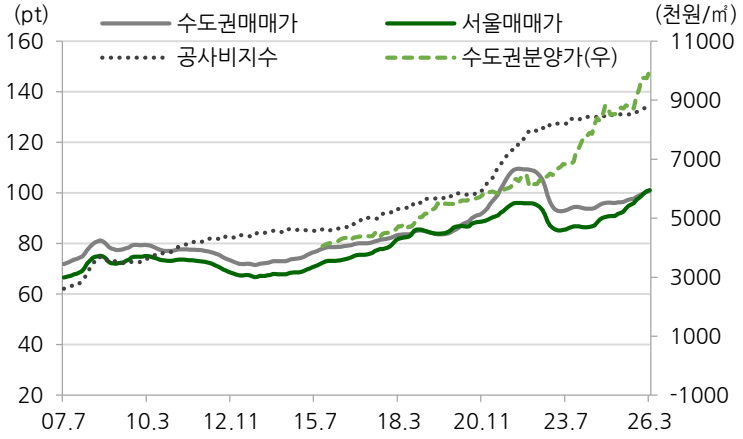
공사원가 상승이 가격 상승을 지지

- 공사비지수 코로나 이후 큰 폭 상승 후 완만한 상승 지속
- 노동안전강화대책도 공사원가, 분양가 상승을 추가 견인

선호지역 공급물량 부족 전망도 매수심리 자극

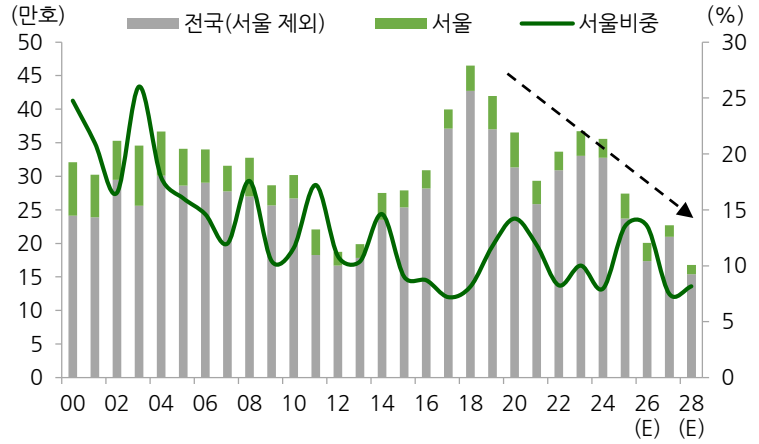
- 금리상승과 원가상승에 따른 사업성부족, 대출수요 억제 및 거래규제로 인한 신규분양 위축과 전월세 부족에 유의
- 선호지역 공급 유도 및 공사원가 안정화에 집중해야
- 분양 공급 대출 vs 기존 주택 대출 간 규제 차별화 필요

매매가, 공사비, 분양가 추이



자료 : 한국부동산원, 신영증권 리서치센터

서울 및 전국 입주물량 감소 추세



자료 : 부동산114, 신영증권 리서치센터

주요 부동산/건설 대책

정책명 (발표일)	정책 기조	핵심 내용
6.28 가계부채 관리강화	대출 규제	• 수도권 주담대 6억 제한 • 다주택자 대출 금지
9.7 주택공급 확대 방안	공급 확대	• 수도권 135만호 공급 • 재건축·재개발 활성화
10.15 주택시장 안정화	과열 억제	• 서울/경기 규제지역 지정 • 15억 초과 주담대 축소
9.15 건설안전 종합대책	안전 관리	• 반복 산재 발생 기업 제재
다주택자 양도세 중과 유예 종료	매물 확대	• 다주택 양도세 중과 회귀

자료 : 보도자료, 신영증권 리서치센터

미분양 부담 정점에 이른 듯

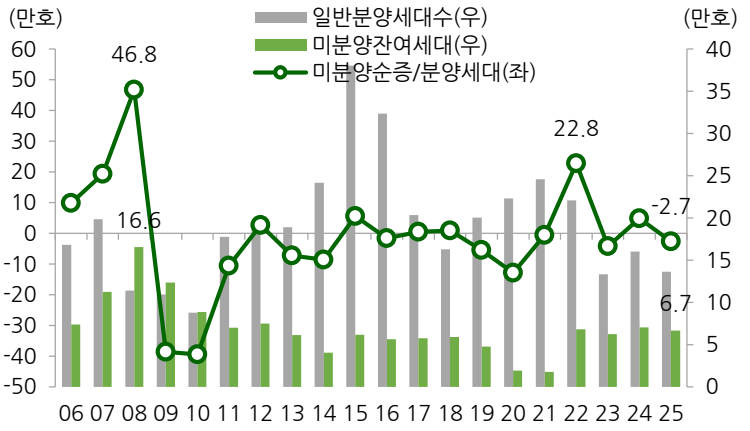
신규 분양에 따른 미분양부담은 적은 편

- 미분양세대수는 4년째 7만호 수준에서 정체
- 25년 신규 분양에도 불구하고 미분양세대수는 순감소

준공후미분양 비중 정점 부근으로 판단

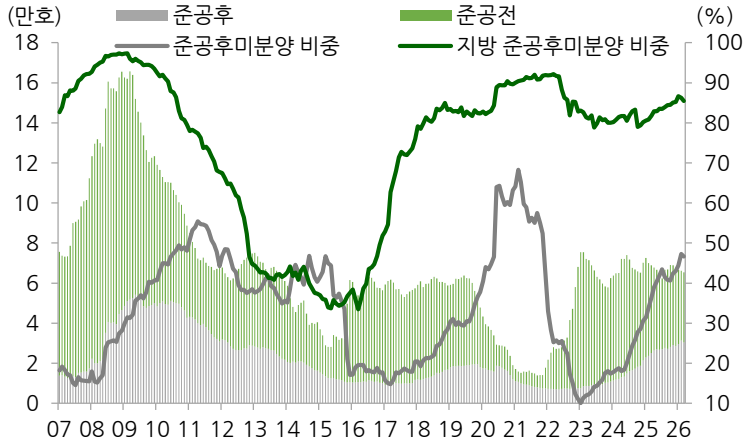
- 신규 분양세대수 감소로 준공후미분양 증가 속도 둔화
- 건설사 미분양 자금부담은 25년에 피크아웃 가능성

분양세대 및 미분양세대수 추이



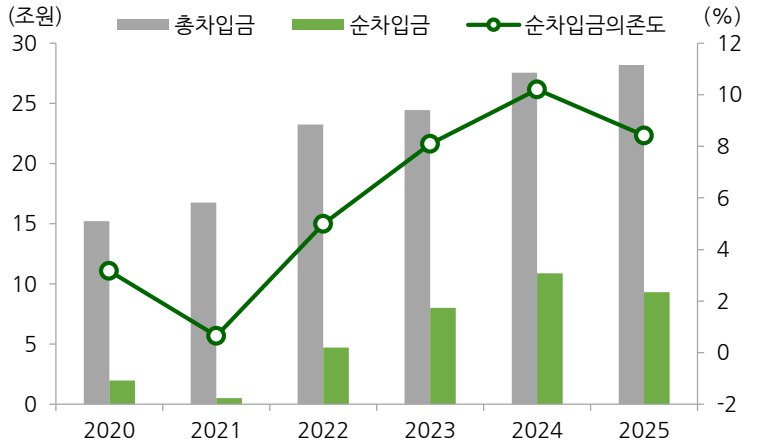
자료 : 국토교통부, 신영증권 리서치센터

준공후미분양 비중 정점에 다다른 듯



자료 : 국토교통부, 신영증권 리서치센터

주요 건설사 합산 순차입금 추이



주: 현대건설 외 13개사 합산
자료 : 감사보고서, 신영증권 리서치센터

사모신용 시장

2008년 서브프라임 vs 현재 사모시장(유사점)

	2008년 서브프라임	현재 사모대출 시장
상품 특성	✓ 저신용 개인 주택담보 ✓ 변동금리	✓ 저신용 중견/중소기업대출 ✓ 변동금리
급성장	✓ 02년 이후 기준금리 큰폭 인하 ✓ CDO를 통한 무분별한 대출 ✓ 02년 $600억 → 06년 $1.2조	✓ 코로나19 위기 후 풍부한 유동성 ✓ 경쟁심화되면서 대출기준이 완화 ✓ 21년 $1.3조 → 25년 $2.3조
매크로 환경	✓ 04년 이후 금리 급등, 주택가격 하락 ✓ 유가는 07년 $70→08.7월 $136	✓ 22년 이후 고금리 지속, 소프트웨어 하락 ✓ 이란 전쟁으로 유가 급등
초기 불안징후	✓ 연체율 상승 ✓ 과거 평균 1.7% → 08.7월 21% ✓ 헷지펀드 환매 중단	✓ 사모대출 기업 부도율 증가 ✓ 일부 BDC 및 펀드 환매 제한

자료 : 국제금융센터, 나신평, 신영증권 리서치센터

사모신용 시장

2008년 서브프라임 vs 현재 사모시장(차이점)

	2008년 서브프라임	현재 사모대출 시장
구조적 설계	✓ CDO 담보의 70%가 서브프라임 모기지 ✓ CDO 중 40%는 합성CDO ✓ 파생상품 연계성으로 손실규모 수십배 증대	✓ 비교적 구조가 단순 ✓ 사모대출에서 CLO 비중은 14%에 불과 ✓ 은행은 주로 선순위 채권자 역할 수행
시스템 전이 위험	✓ 글로벌 은행의 서브프라임 손실 $2.7조 ✓ 서브프라임 직접 익스포져 베어스턴스 $180억, 리먼 $1,110억 ✓ 은행들은 CDO의 25%를 보유 & 구조화기구를 통해 간접 보유도 상당 ✓ 은행권이 상품의 설계자로서 익스포저 직노출	✓ 은행들의 사모대출 익스포저 $960억 ✓ 사모신용부실 스트레스 테스트 CET1비율 1.6%p 하락 제한적 ✓ 사모신용은 대부분 폐쇄형 상품으로서, 환매가능상품은 전체의 약 15~20%, 사모대출 내에서는 약 35~40% ✓ 보험사, 연기금 등 최종투자자 손실로 국한
제도적 안전망	✓ 민간 레포 외 유동성 상시공급 장치 부재	✓ 연준 상시 유동성 공급창구(SRF) 가동중

자료 : 국제금융센터, 나신평, 신영증권 리서치센터

감사합니다

Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.