하나TV
하나증권

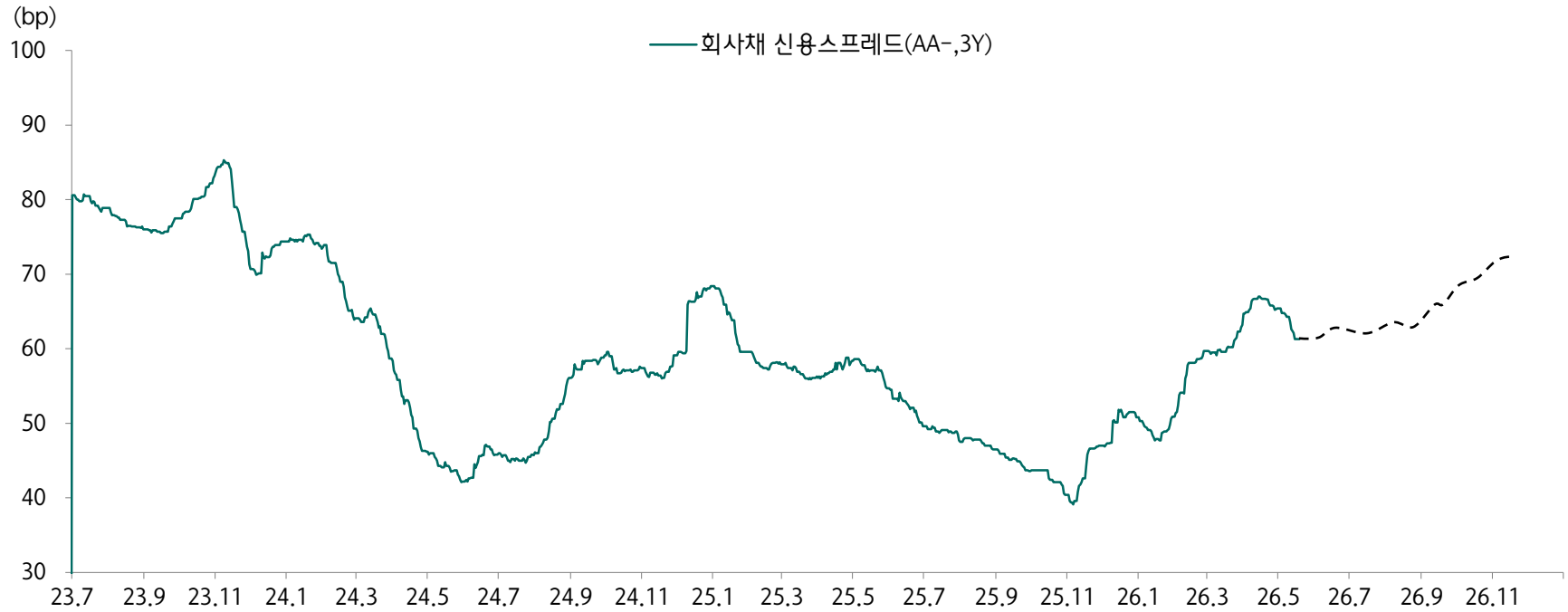
국내 크레딧 | Analyst/국내 크레딧 김상만

뒤로 미루기

하나증권

2026년 하반기 신용스프레드 전망

- 2026년 하반기 신용스프레드는 잠깐의 안정기를 가진 후 점진적으로 확대될 전망
- 중동사태 관련 영향이 시차를 두고 나타날 것으로 전망됨에 따라 가격 반응도 후행적으로 나타날 전망
- 섹터별로는 ①공사채/은행채 > ②상위등급 회사/여전채 > ③하위등급 채권 간 3극(三極)화 현상이 심화될 전망

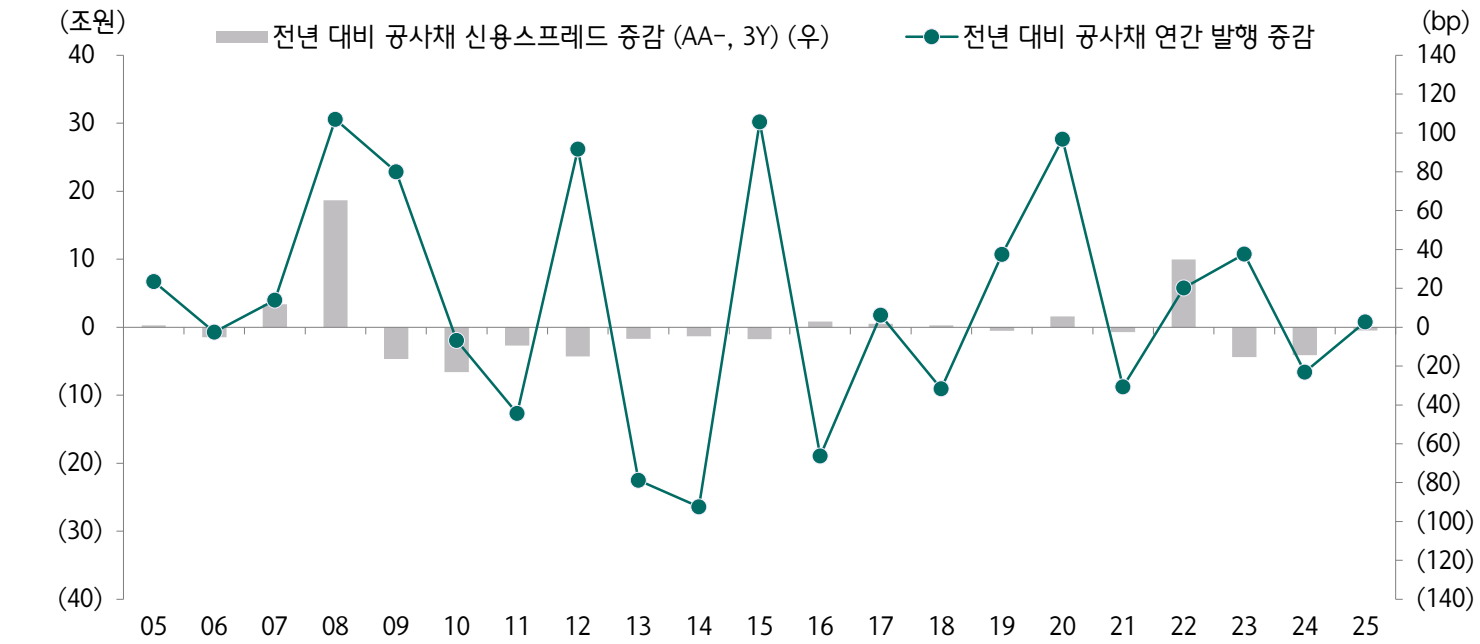


자료: 인포맥스, 하나증권

안정의 대가(代價)

- 2026년 크레딧 시장의 최대 화두는 공적채권(공사채+특수은행채) 발행 증가에 따른 수급 부담
- 예년에 비해 (공적)채권 발행이 증가하는 것은 사실이나 과거 경험상 그 자체만으로 신용스프레드가 확대되지는 않음
- 한편 공적채권 발행 증가는 수급적으로는 부담이지만 전체 크레딧 시장 안정에는 기여할 전망

연도별 공사채 발행증감추이 vs. 연평균 공사채 신용스프레드 증감폭

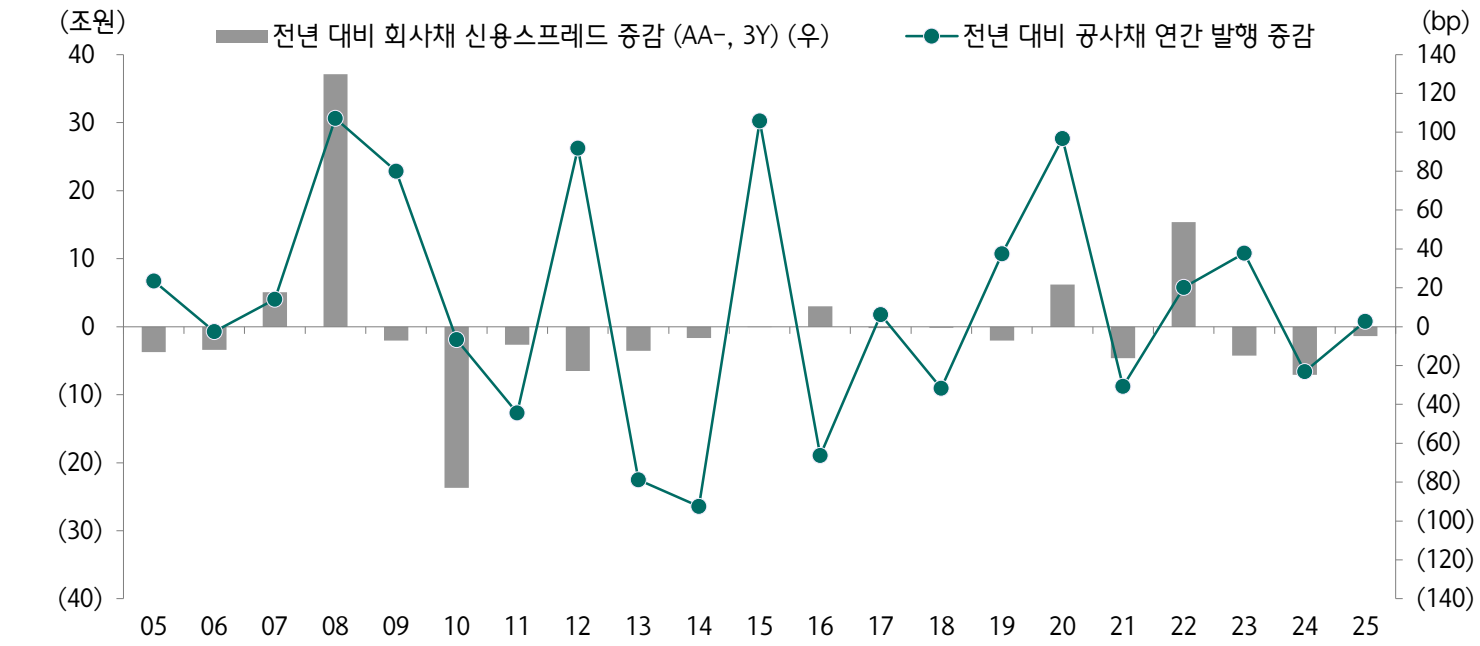


자료: 인포맥스, 하나증권

공사채 발행 증가의 여타 섹터 구축효과?

- 한편, 공사채의 발행 증가가 여타 섹터의 수급에 부담을 주는, 이른바 구축효과도 반드시 나타난다고 볼 수 없음
- 과거 금융위기(2007~2008년)와 2022년을 제외하고는 공사채 발행 증가가 회사채 신용스프레드에 큰 부담을 주지 않음
- 코로나 시기(2020년)에도 공사채 발행이 급증했으나 신용스프레드 확대는 제한적

연도별 공사채 발행증감추이 vs. 연평균 회사채 신용스프레드 증감폭

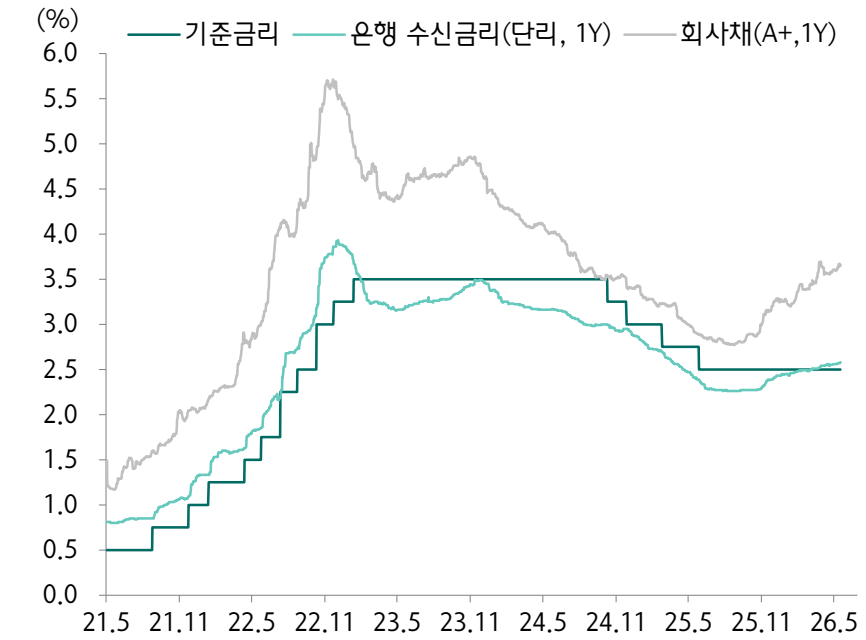


자료: 인포맥스, 하나증권

시장금리 상승에도 은행 수신금리 안정적 수준 유지

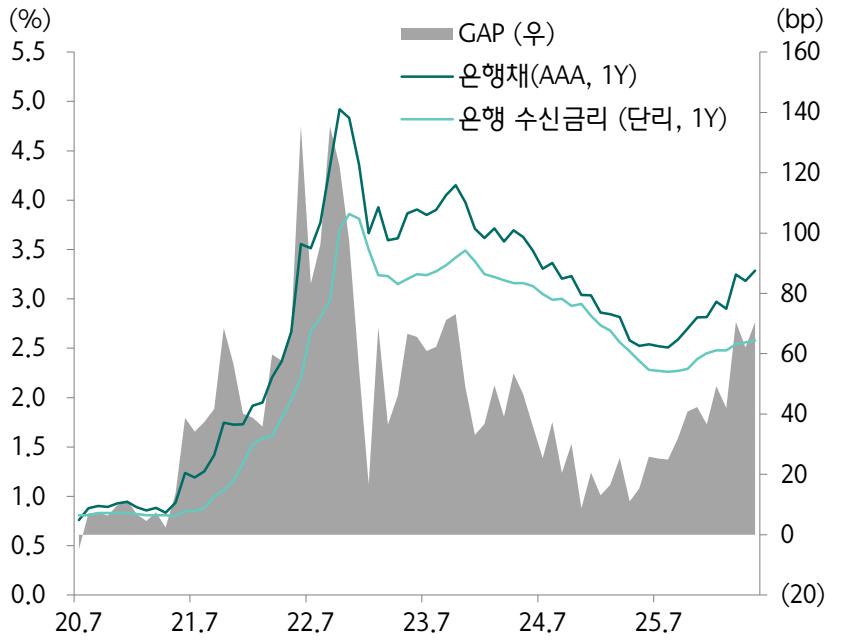
- 은행 수신금리 인상 속도가 느려 회사채 금리와의 괴리 확대
- 은행 수신금리와 은행채의 금리차 또한 확대되면서 은행권 수신여건은 안정적인 상황
- 위험자산 투자/대기자금의 급증에도 불구하고 은행 수신금리가 안정적인 것은 그만큼 시중 유동성이 풍부하다는 반증

은행 수신금리(1Y) vs. 기준금리 vs. 회사채 금리(A+)



자료: 인포맥스, 하나증권
주: 은행 수신금리(단리)의 경우 기본금리 기준

은행 수신금리/은행채 금리 및 갭 추이

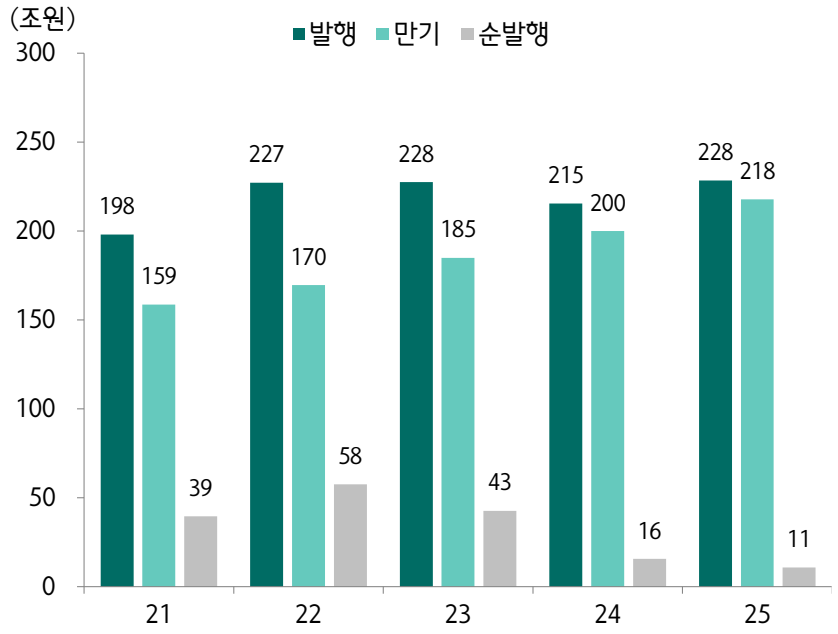


자료: 인포맥스, 하나증권
주: 은행 수신금리(단리)의 경우 기본금리 기준

광의의 공사채인 공적채권(공사채+특수은행채) 발행 증가

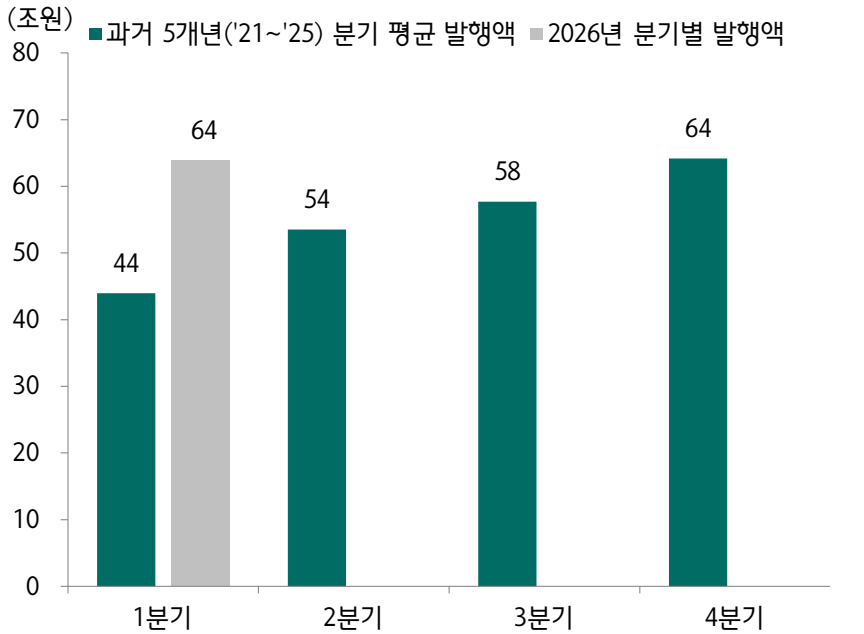
- 코로나 이후 이른바 공적채권(공사채+특수은행채)의 (순)발행은 이전 대비 한 단계 레벨업 되었으며
- 2026년 1분기에는 과거 5년 평균 대비해서도 발행규모가 더욱 증가
- 특히 공적채권의 경우 연중으로 볼 때 시간이 갈수록 발행이 증가하는 특성을 감안 시 하반기 발행물량 부담 상존

공적채권 과거 5개년 발행액, 만기액, 순발행액



자료: 인포맥스, 하나증권

공적채권 분기별 과거 5개년 평균 발행액 vs. 2026년 발행액

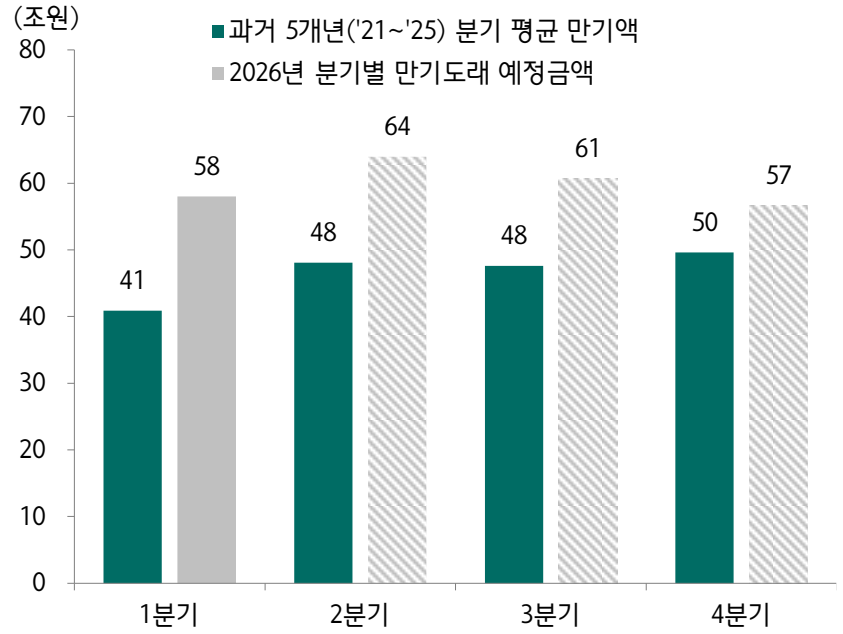


자료: 인포맥스, 하나증권

공적채권, 올해 만기도래 규모 또한 증가

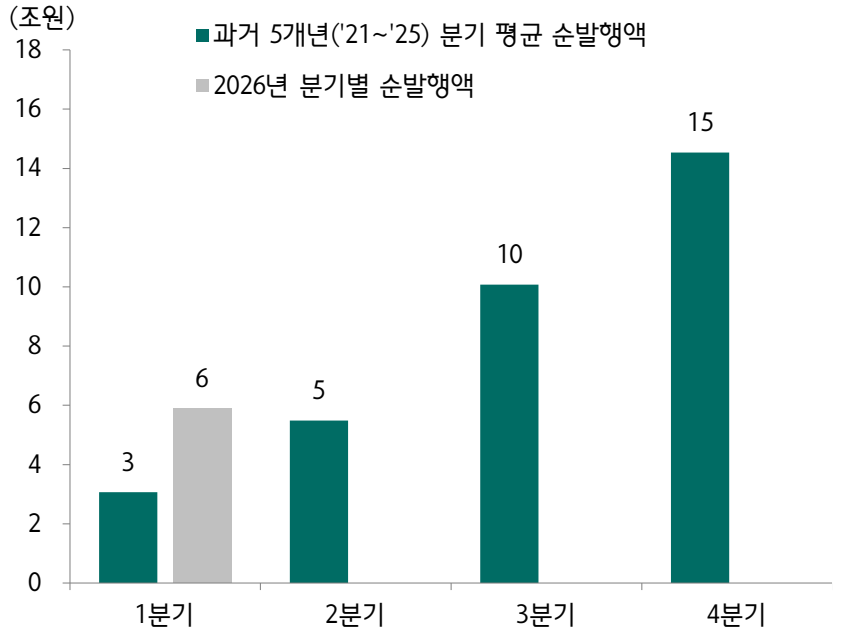
- 특히 올해의 경우 예년에 비해 만기도래 규모도 큰 편
- 순증 없이 차환만 한다고 가정해도 연간 240조원 발행 필요
- 과거 분기별 순증 추이 감안 시 올해 총 발행규모는 270조원을 상회할 가능성 : 작년 대비 증가율 10% 상회

공적채권 분기별 과거 5개년 평균 만기액 vs. 2026년 만기도래 예정금액



자료: 인포맥스, 하나증권

공적채권 분기별 과거 5개년 평균 순발행액 vs. 2026년 순발행액

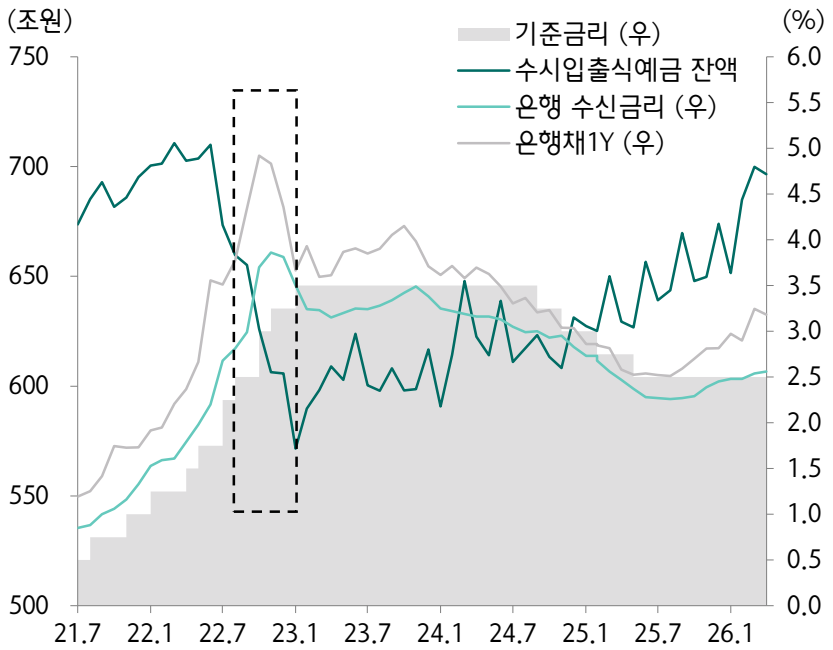


자료: 인포맥스, 하나증권

은행권 머니무브 현상

- 2022년 하반기처럼 수시입출 예금 유출이 추세적일 경우 은행권 조달 부담이 증가
- 예금잔고뿐만 아니라 구성 변화(수시 → 정기)는 조달 비용 부담 증가 초래
- 2026년 1월 52조원의 순유출 기록하기도 했던 은행권 예금. 유출부담 재현될 가능성 상존

수시입출예금 잔액, 기준금리, 은행 수신금리 및 은행채(AAA, 1Y) 금리



자료: 인포맥스, 하나증권
주: 수시입출식 예금 잔액은 5대은행 (KB국민,신한,하나,우리,NH농협) 기준

예금은행 월별 저축성예금, 요구불예금 증감표

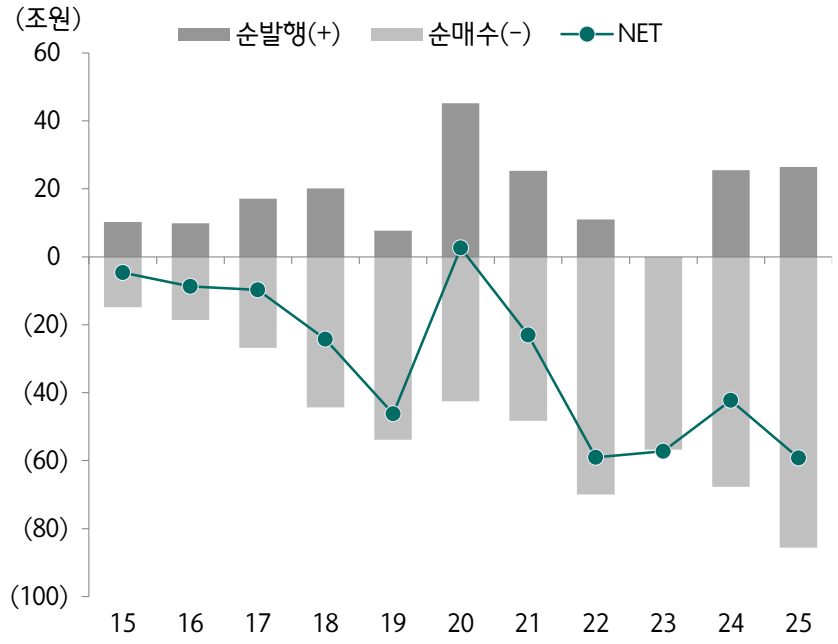
	예금 잔액 (조원)		전월 대비 증감 (조원)	
월말	저축성예금	요구불예금	저축성예금	요구불예금
26.4	1,803	339	-6	3
26.3	1,810	336	19	2
26.2	1,791	334	35	14
26.1	1,756	320	-37	-15
25.12	1,793	334	-2	9
25.11	1,795	326	17	3
25.10	1,778	323	-11	-15
25.9	1,790	337	29	7
25.8	1,761	330	21	11
25.7	1,740	319	-5	-8
25.6	1,745	327	22	10
25.5	1,723	317	21	7
25.4	1,703	310	-21	-14
25.3	1,724	324	8	11

자료: 인포맥스, 하나증권

은행은 채권발행 주체(국책은행)이기도 하면서 채권투자 주체(민간은행)이기 함

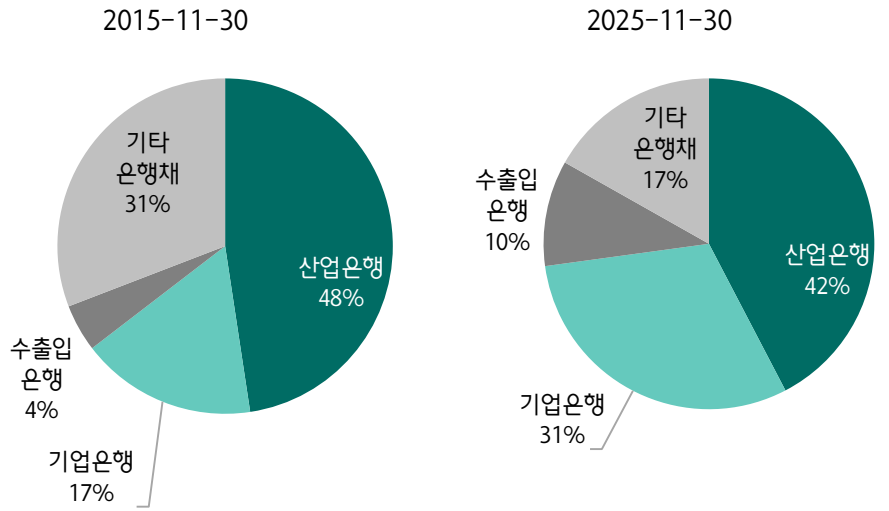
- 전체 채권시장 수급적인 측면에서 볼 때 은행권은 조달(국책은행)보다는 운용(시중은행)을 많이 하는 구조
- 은행은 채권시장에서 가져가는 돈보다 내놓는 돈이 더 많다!
- 은행권 투자 은행채의 대부분은 국책은행. 채권 발행은 국책은행이 하고 채권 매수는 민간은행이 하는 구조

연도별 은행채 순발행 vs. 은행권 은행채 순매수 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

은행권 보유 은행채 구성 변화

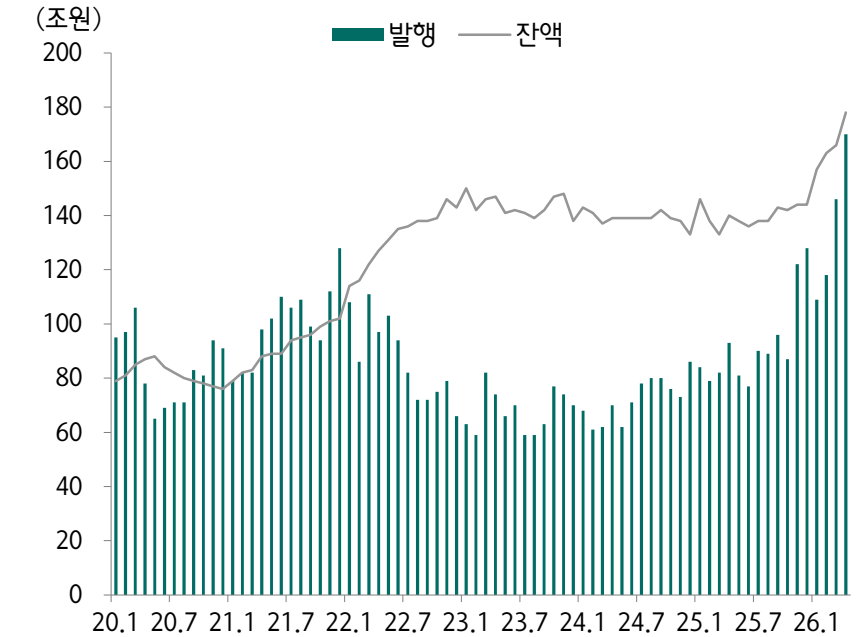


자료: 인포맥스, 하나증권

발행주체 단기조달 증가

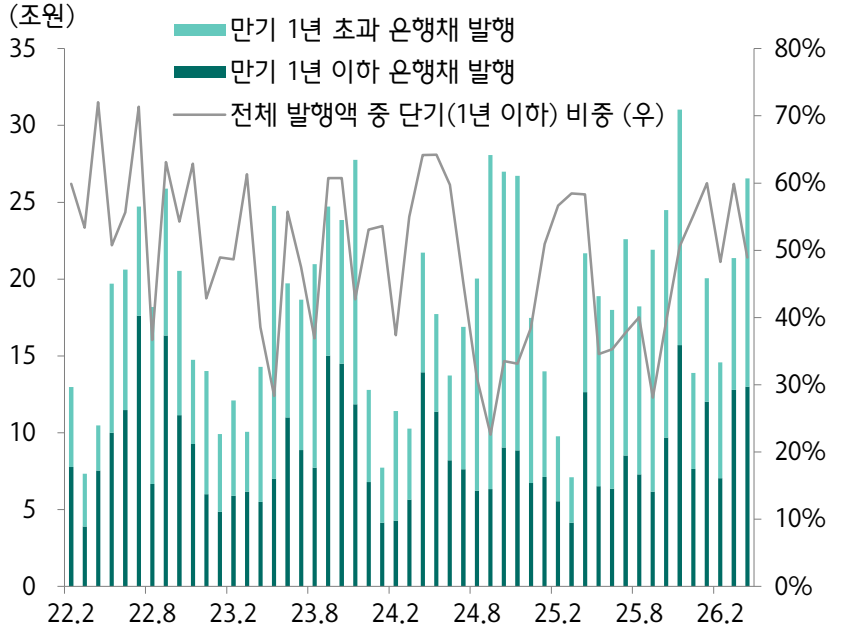
- 일반 CP/전단채 발행 및 발행잔액 2020년 이후 최고치 기록
- 2026년 4월 일반 CP/전단채 발행 월간 기준 6년래 최대 규모(170조원) 발행. 발행잔액도 꾸준히 증가
- 은행채 발행 중 1년 이하 비중도 상승추세

월별 일반(유동화/PF제외) CP/전자단기사채 발행/잔액 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

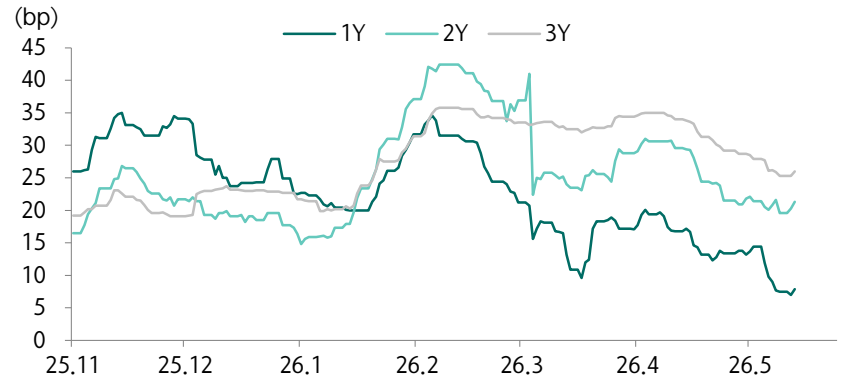
월별 은행채 발행 추이



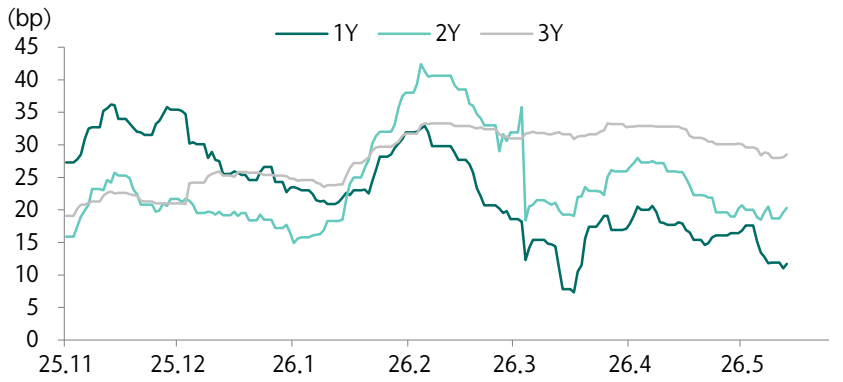
자료: 인포맥스, 하나증권

단기 발행도 많지만 투자수요도 단기 쏠림으로 단기 신용스프레드는 안정세

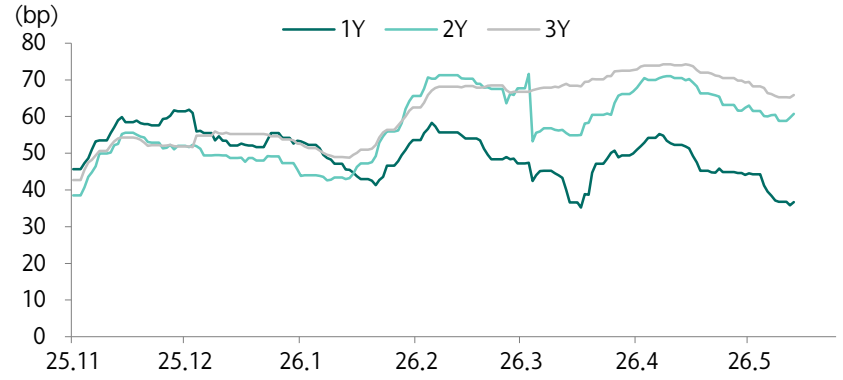
최근 6개월 공사공단채 AAA 만기별 신용스프레드 추이



최근 6개월 은행채 AAA 만기별 신용스프레드 추이

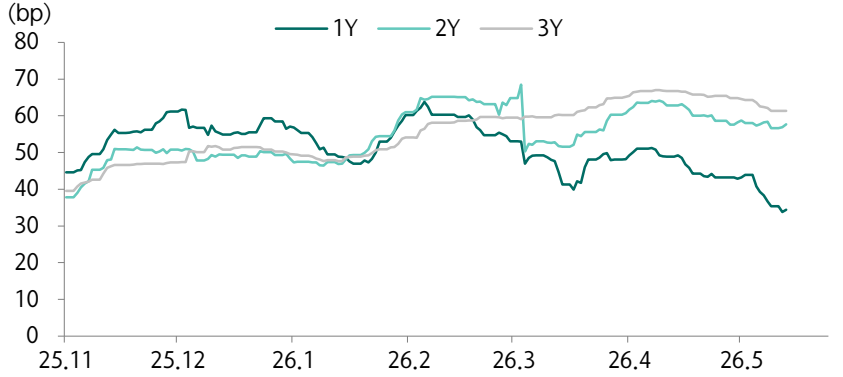


최근 6개월 여전채 AA- 만기별 신용스프레드 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

최근 6개월 회사채 AA- 만기별 신용스프레드 추이

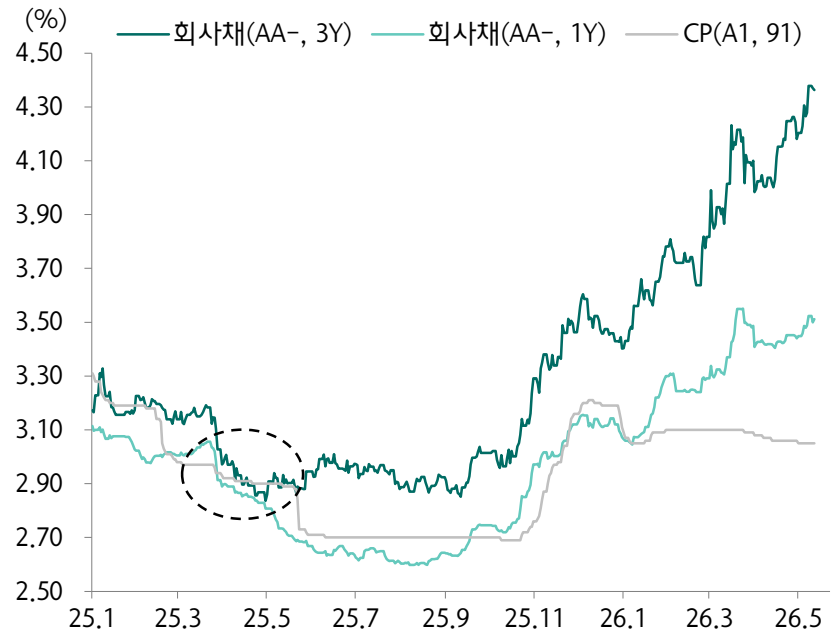


자료: 인포맥스, 하나증권

위험회피심리 + 만기별 금리차 확대에 따른 발행주체들의 단기조달 선호

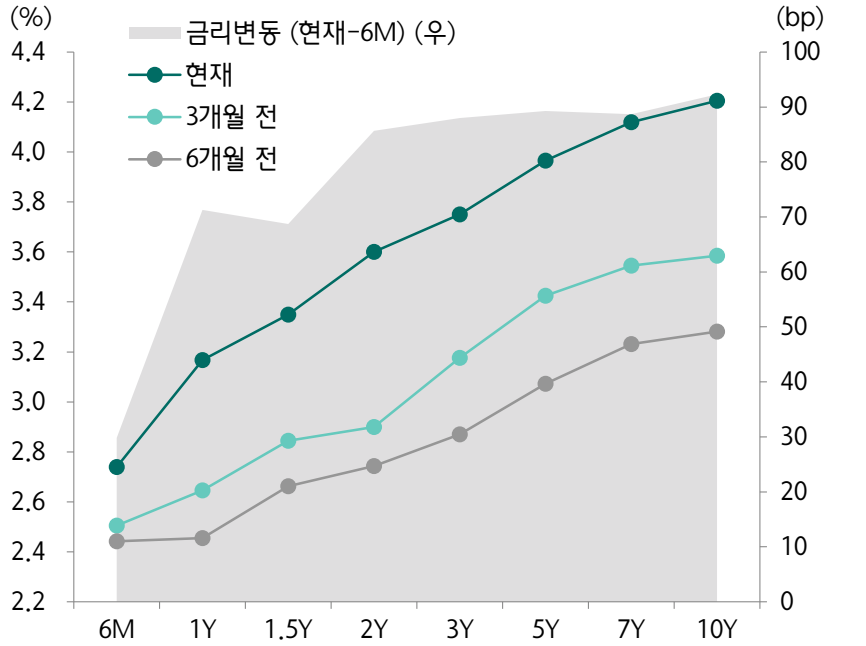
- 시장금리, 만기가 길수록 더 상승(steepening)한 효과가 신용채권 금리에도 반영되는 상황
- 2025년초에만 해도 유사한 수준을 보였던 회사채 3년/1년 금리 및 CP 금리 간 괴리가 지속적으로 확대
- 그에 따라 발행주체들 또한 단기조달을 통해 금리부담 경감 효과를 도모 중

회사채(AA-) 1년, 3년 및 CP(A1) 91일물 금리 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

국고채 Yield Curve변화

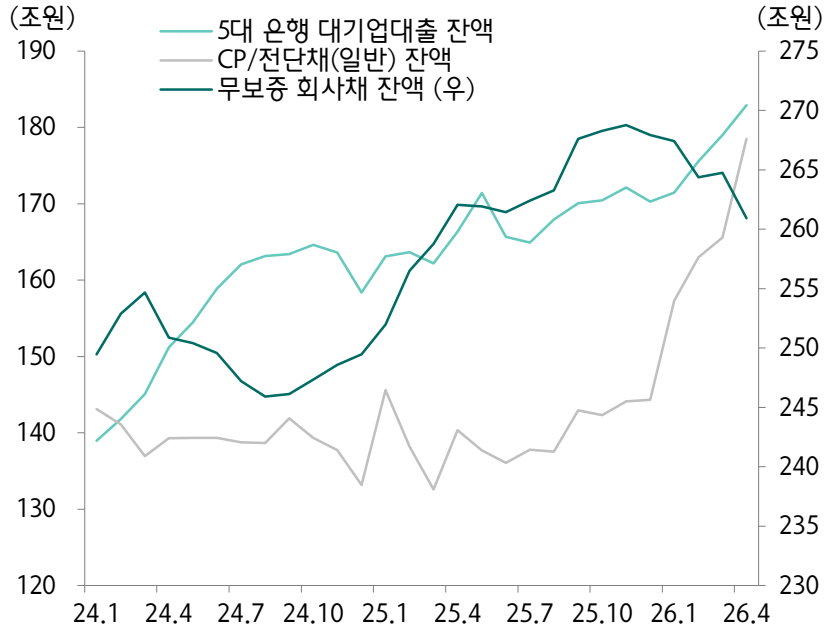


자료: 인포맥스, 하나증권

회사채 발행주체, 고금리 기조에 자금조달 단기화/다변화

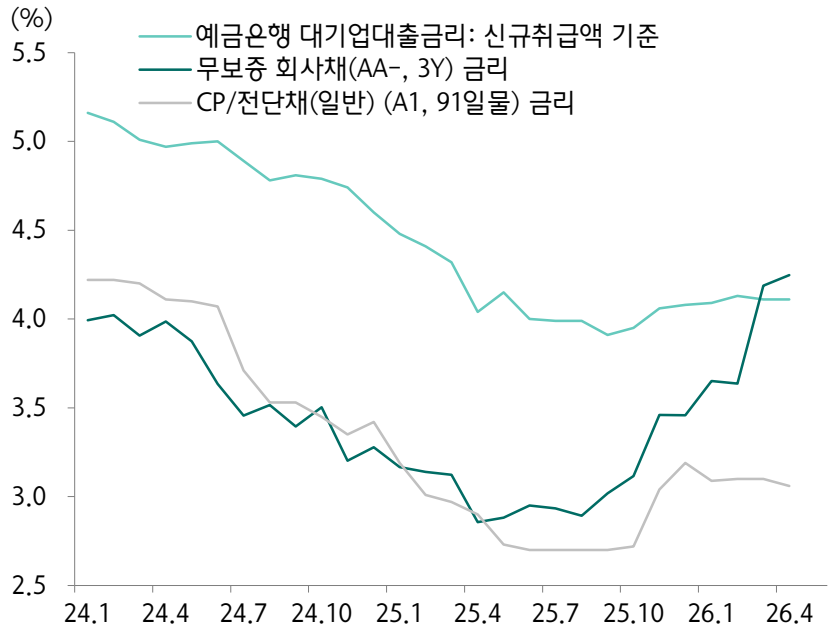
- 2026년 회사채 발행이 저조한 가운데 단기조달 및 은행대출 증가세가 뚜렷
- 조달금리 측면에서 보더라도 회사채 금리는 단기금리와의 괴리가 확대된지 이미 오래되었고 최근에는 은행 대출금리보다도 높아짐

5대은행 대기업 대출, 무보증 회사채, CP/전단채(일반) 잔액 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

은행 대출금리/채권발행(무보증)/단기자금조달시장 금리 추이

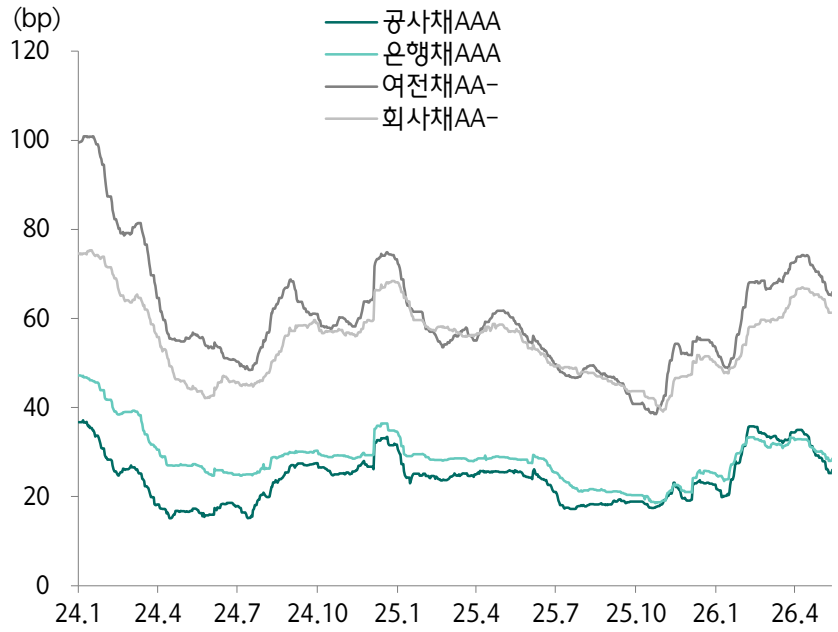


자료: 인포맥스, 하나증권

절대/상대적인 신용스프레드 레벨 부담

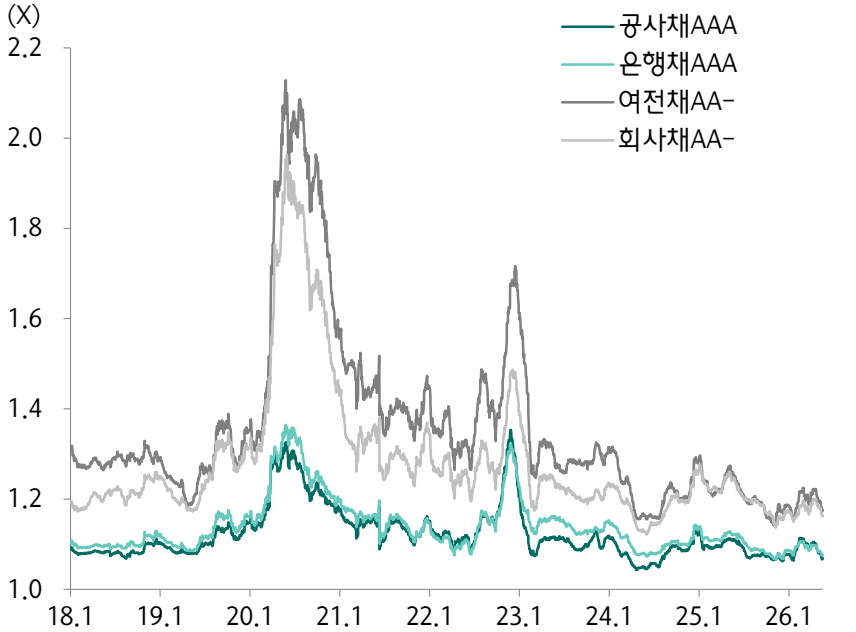
- 작년 말 이후 2차례 상승세를 보인 신용스프레드는 타 지표에 비해 상대적으로 안정적인 수준을 보이는 특징
- 시차를 두고 가격에 반영되는 특징을 감안하면 아직 안심하기는 이른 시점
- 최근 시장금리 급등에 따라 Yield Ratio는 여전히 부담스러운 수준

섹터별 신용스프레드 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

섹터별 Yield Ratio

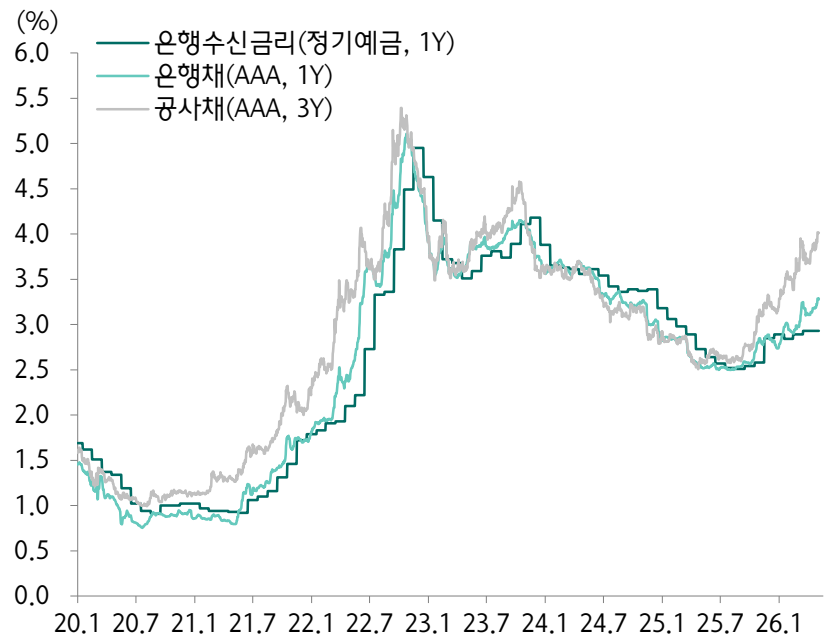


자료: 인포맥스, 하나증권

누군가의 금리메리트는 다른 누군가에게는 금리부담이다

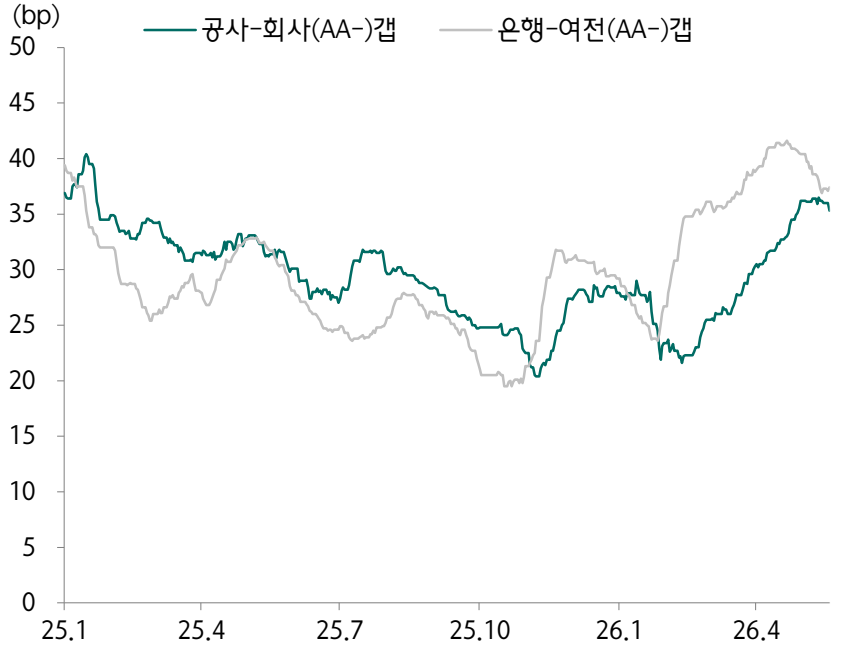
- 2025년 하반기 이후 시장금리상승 + 신용스프레드 상승이 맞물리면서 신용채권 절대금리 상승. 초우량물도 4%돌파하며 금리메리트 발생
- 다만, 절대금리 상승은 비우량 기업 입장에서는 조달금리 상승 부담으로 다가옴
- 연초를 기점으로 초우량-우량 간 스프레드 갭 확대 추세. 초우량-우량-비우량 간 3극화 현상이 심화될 전망

예금은행 1년 정기예금, 은행채 1년물 및 공사채 3년물 금리 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

공사-회사채/은행-여전채 금리 갭 추이

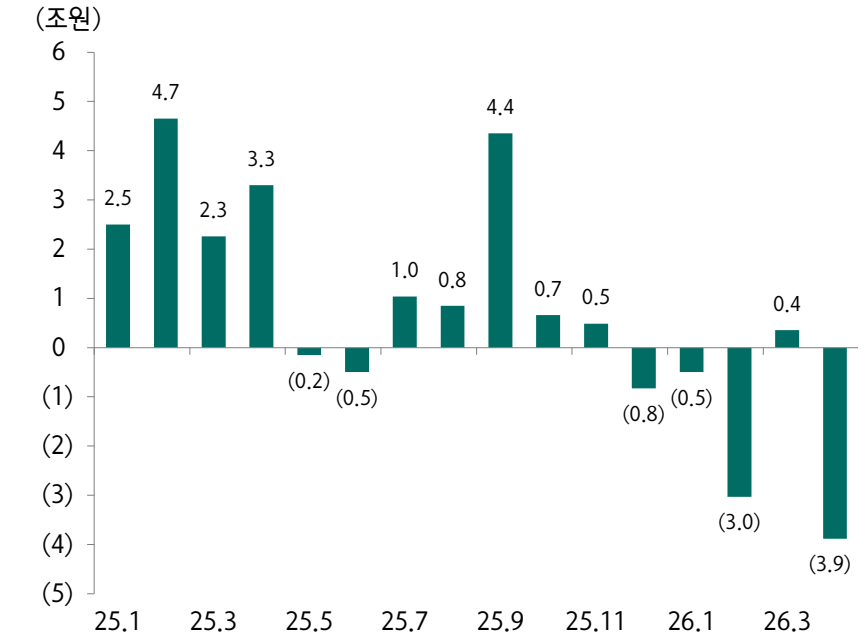


자료: 인포맥스, 하나증권

회사채 발행 정상화와 중동사태 영향 확인 필요

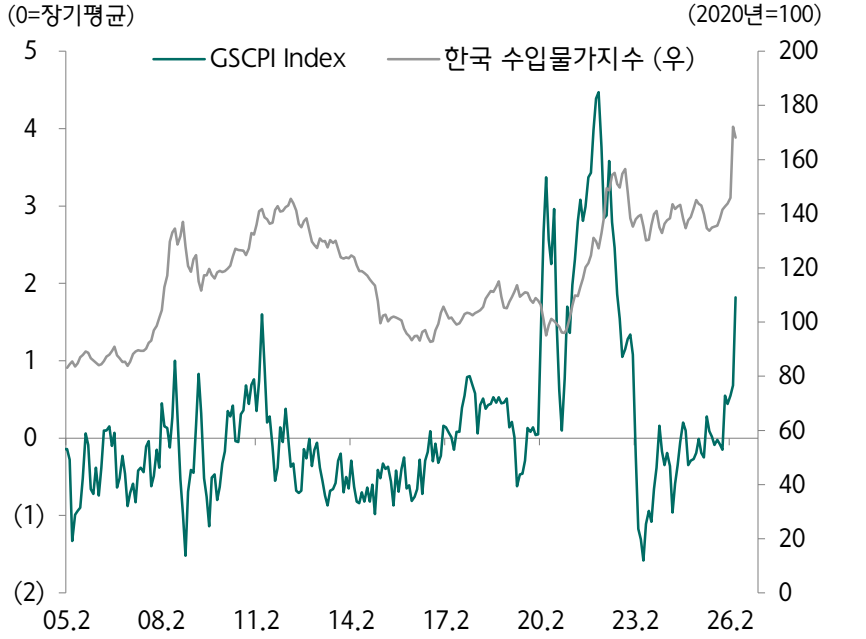
- 신용스프레드가 추세적인 하락 전환을 위해서는 2가지 전제조건(환경)이 필요하다는 판단
- 첫째, 단기부동화되고 있는 발행시장이 정상화(회사채 순발행 전환)되어야 할 것이고
- 둘째, 중동사태의 부정적 여파가 제한적에 그칠 수 있다는 확신이 필요

회사채 월별 순발행 추이



자료: 인포맥스, 하나증권

GSCPI Index 및 한국 수입물가지수:원화 추이

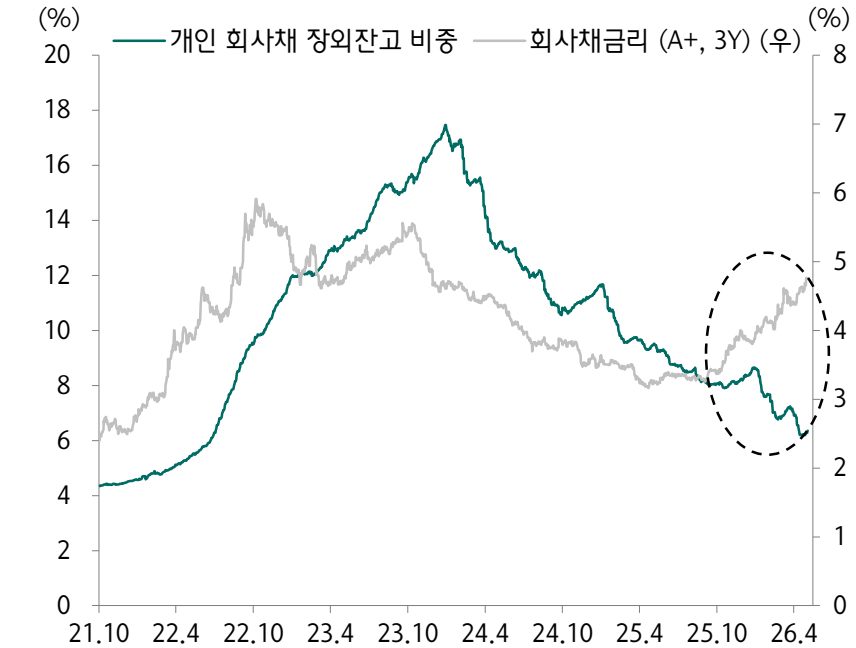


자료: 블룸버그, 인포맥스, 하나증권
주: GSCPI(Global Supply Chain Pressure Index) : 글로벌 공급망 압력을 단일수치로 정량화(뉴욕 연준) 발표

개인 회사채 수요는 금리수준과 동행했으나 최근 들어 괴리 발생 중

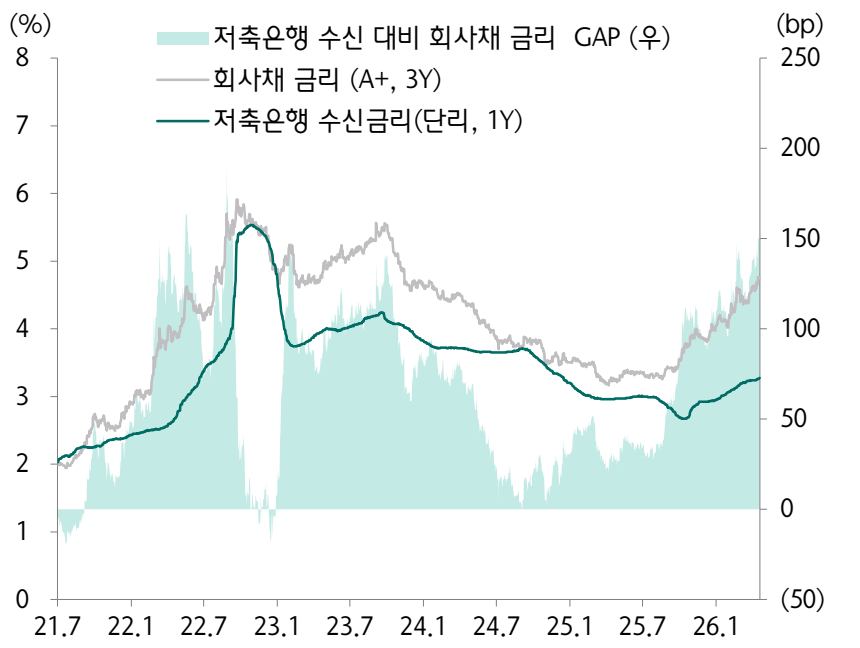
- 통상 개인투자자 회사채 수요는 금리수준과 밀접한 관계였으나 최근 들어 금리 상승에도 개인 투자비중 하락세
- 주식시장 활황 등에 따라 채권자산에 대한 전반적인 기대심리가 약화된 결과
- 상대적 고금리인 2금융권(저축은행) 수신금리 대비해서도 회사채 금리가 높은 수준임에도 투자 메리트 희석

개인 회사채 장외잔고 비중 vs. 회사채 금리(A+, 3Y)



자료: 인포맥스, 하나증권

저축은행 수신금리 vs. 회사채 금리 및 갭 추이

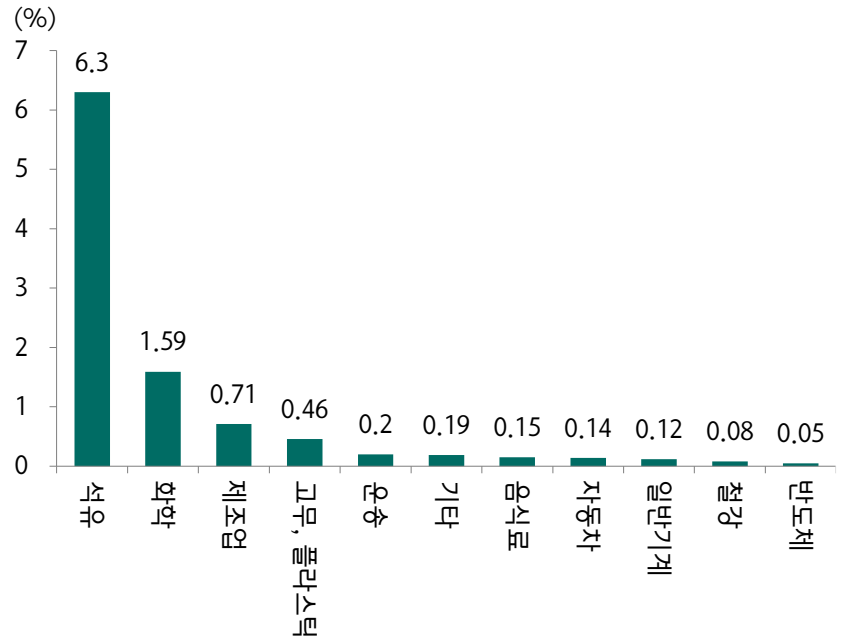


자료: 인포맥스, 하나증권
주: 저축은행 수신금리(단리)의 경우 기본금리 기준

외부 원자재 공급망 위험 노출도가 큰 한국경제

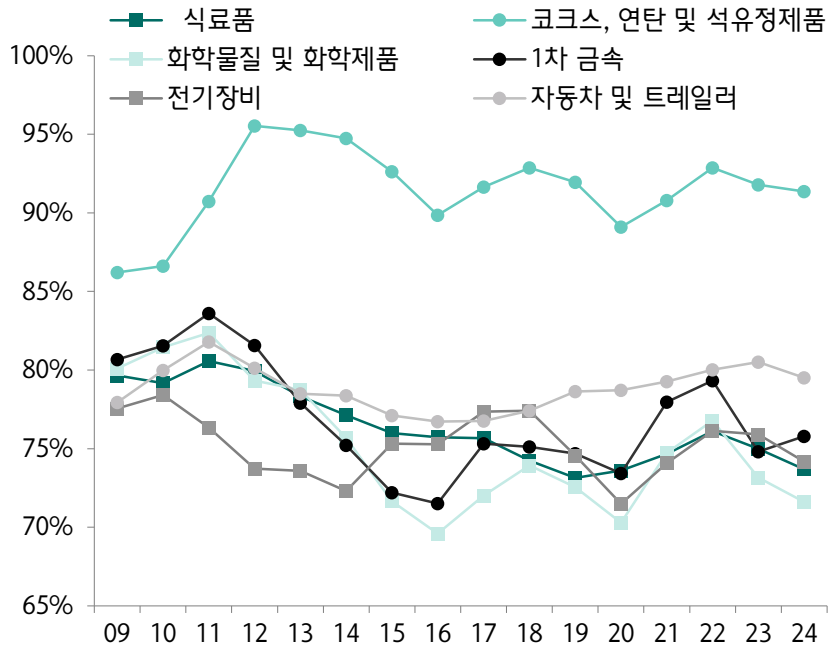
- 유가상승은 모든 의식주 관련 물가 상승 요인
- 제조업 비중이 높은 한국경제의 경우 정도의 차이가 있을 뿐 대부분 산업이 국제 원자재 가격 변동에 취약한 구조
- 한국은행 제조업 중분류 24개 업종의 평균 재료비 비중(총 제조비용 대비)은 67% 차지

국제유가 10% 상승 시, 주요 제조업 생산비용에 미치는 영향



자료: 산업연구원, 하나증권

원료비 민감 제조업 상위 6개 산업의 재료비 비중 추이



자료: 한국은행, 하나증권

산업별 영향, 단기적으로는 크지 않으나…

- 평가사 전망에 따르면 중동사태 관련 긍정 영향 산업은 정유/민자발전/방산. 부정 영향 산업은 석유화학/항공/철강/가전/건설/자동차
- 긍정적으로 평가한 산업도 사태 장기화 시에는 수혜 제한적. 한국경제의 원자재 자립도가 결국 관건이기 때문
- 문제는 사태 장기화 시 채권 발행 대기업 협력사들의 어려움이 더 빨리 현실화된다는 점

미국-이란 전쟁에 따른 산업별 영향 전망 (신용평가 3사)

	한신평	한기평	나신평	비고 (긍정/중립/부정)
정유	긍정적	긍정적	긍정적	정제마진 급등, 장기화 시 부정적 요인 내재
민자발전	긍정적	중립적	긍정적	하반기 SMP 상승 가능성/기저발전 가동률 상승으로 LNG 발전사 전력량 마진 제약
방산	긍정적	긍정적	긍정적	방공체계 수요 증대
해운	중립적	중립적	중립적	운임 상승 및 비용 전가 가능성
조선		중립적	중립적	운임 상승 및 LNG선 인도 불확실성
반도체		중립적	중립적	강력한 AI 투자 기조, 양호한 가격 전가력, 소재 공급 안정성 점검 필요
석유화학	부정적	부정적	부정적	낮은 가격 전가력, 장기화 시 가동중단 가능성
항공	부정적	부정적	부정적	유가 및 환율 부담으로 수익성 저하, 여객 수요 위축
건설	부정적	중립적		공정 진행 과정 모니터링 필요/현지 공정 관련 불확실성, 공정 지연 및 공사비 증가
철강		부정적	부정적	원재료 가격 상승으로 수급 및 비용 부담
자동차	중립적	중립적	부정적	원화 약세와 높은 수출 비중, 친환경차 점유율 확대 가능성/원가부담, 해상 물류 차질, 수요 둔화 우려
가전		부정적	부정적	원재료 가격 상승, 전방시장 수요에 부정적 여파

자료:신용평가 3사, 하나증권

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.