하나TV
하나증권

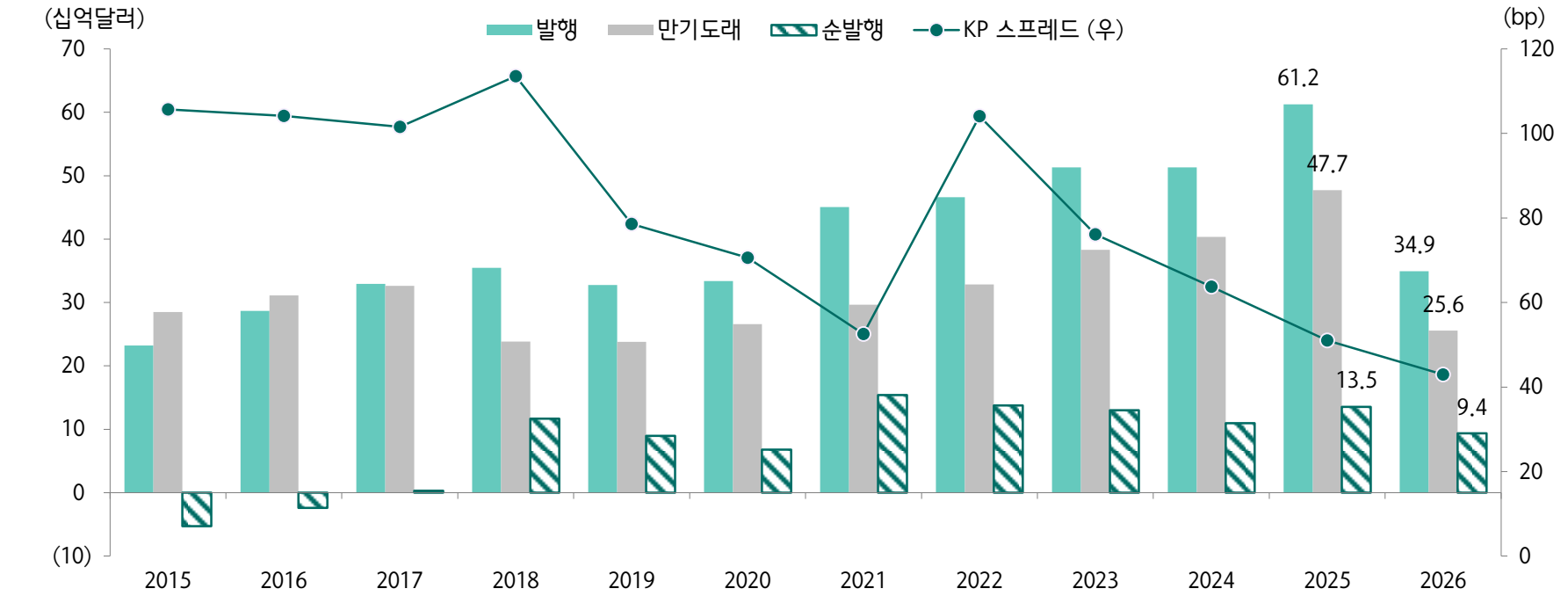
Korean Paper I Analyst 하형민

넓어진 시장, 좁아진 선택지

하나증권

Korean Paper: 넓어진 시장, 좁아진 선택지

- 팬데믹 이후 조달 통화 다변화와 이어진 순발행으로 KP 시장의 외연 확장 지속. 그러나 스프레드 강세로 좁아진 KP 선택지
- 고금리 환경에서 캐리는 유효하나, 높아진 선별 난이도
- 하반기 KP는 비중 확대보다, 가격 부담 속에서 방어력과 상대가치가 남아있는 구간을 선별하는 장세가 될 것

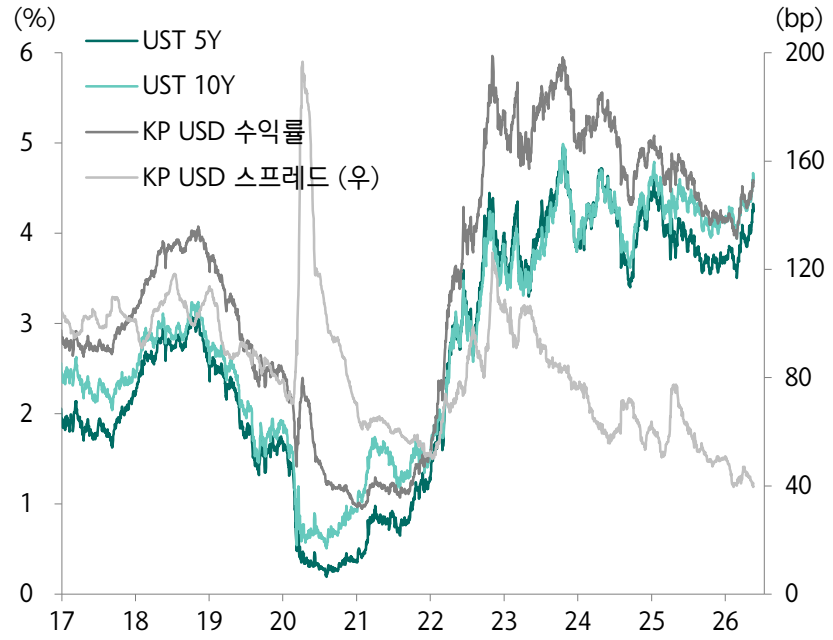


주: (1) USD 이외 통화는 발행 당시 환율로 USD 환산. (2) 블룸버그 리그테이블 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

하반기 KP 시장 영향 경로 3가지

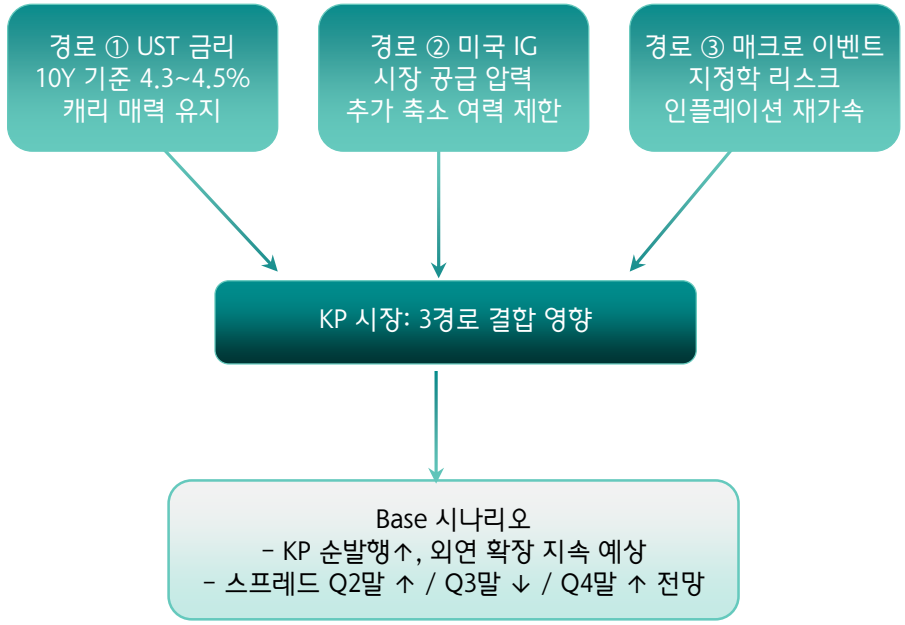
- 경로 ①: UST 10년 4.3~4.5% 부근 유지 시 KP 캐리 매력 유지. 인하 기대 추가 후퇴 시 듀레이션 부담 강화 → 중단기 구간 매력
- 경로 ②: 미국 IG 시장 공급 압력 작용. 단, 매크로 충격과 섹터 충격 구분이 중요. 미국 IG 약세가 무조건적인 KP 약세는 아님
- 경로 ③: 지정학 경로가 단기 1차 변수. 휴전 결렬 및 호르무즈 봉쇄 장기화 시 유가 재급등 및 인플레이션 재가속 가능성

KP USD 수익률 및 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

글로벌 환경의 2026년 하반기 KP 시장 영향 경로

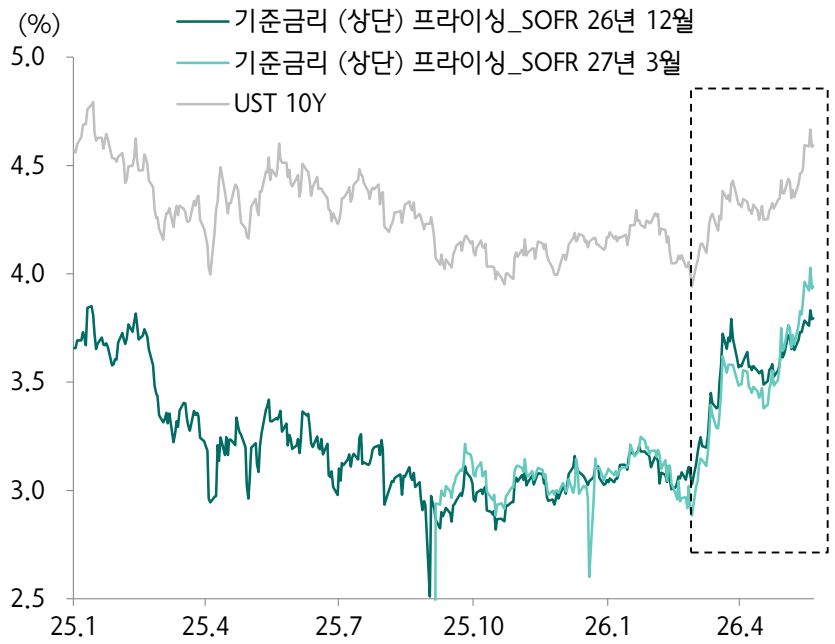


자료: 하나증권

① 높게 유지될 KP USD 수익률의 기준, UST 금리

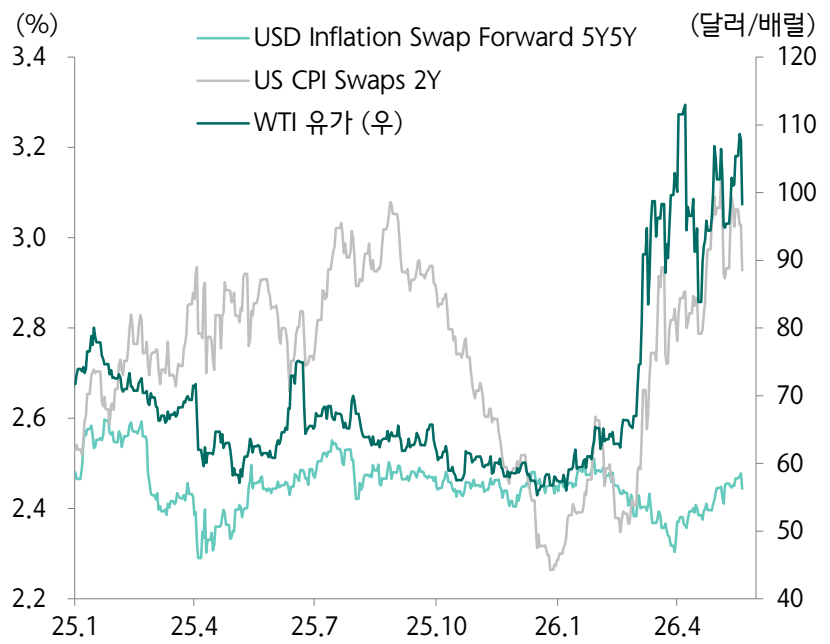
- 4월 FOMC, 3회 연속 기준금리 동결 (3.50%~3.75%). 시장은 인상 가능성을 반영 중
- 장기 기대인플레이션 3월 하락 후 반등 (인플레이션 우려 증대) + 고용시장 붕괴 미확인 + 성장 기대 속 실질금리 역시 상승
- UST 10Y 기준 4.3% 상회 레벨 유지 전망. 추가 인하 기대보다는 안정적인 캐리 (이자수익) 확보가 하반기 KP 투자의 핵심

시장의 연준 인하 기대 축소. UST 상방 압력



자료: Bloomberg, 하나증권

시장의 장기 기대인플레이션, 3월 하락 후 반등 흐름

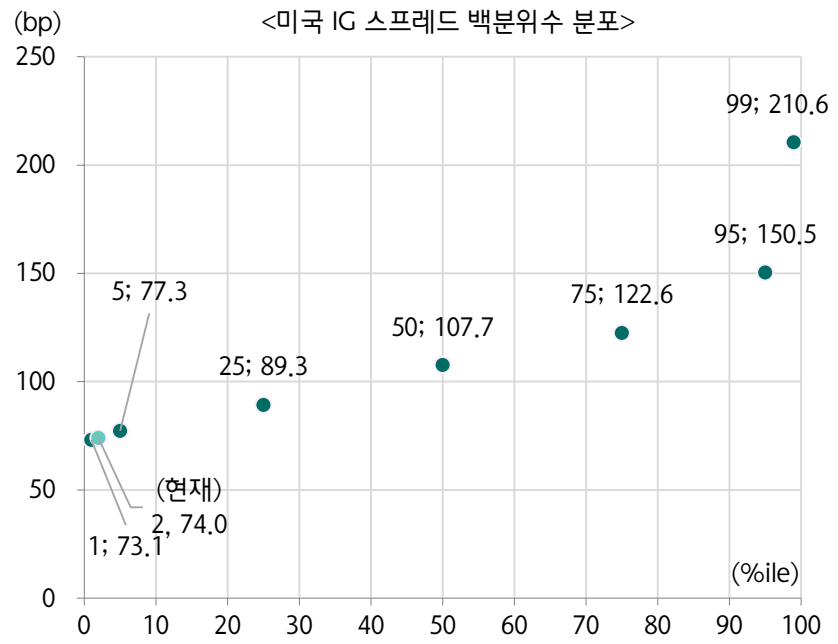


자료: Bloomberg, 하나증권

② 미국 IG 환경과 글로벌 공급 압력

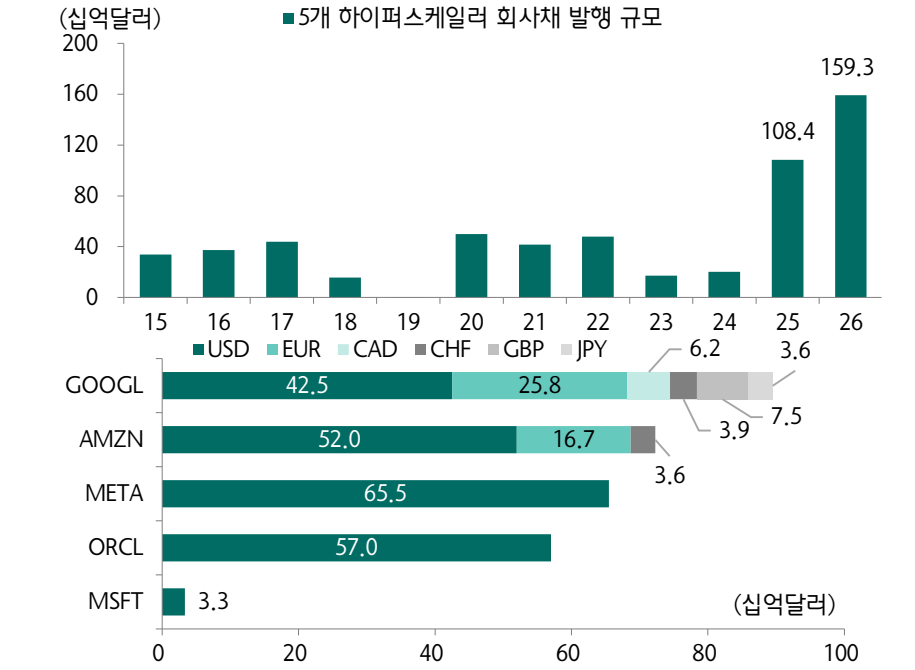
- 미국 IG 스프레드는 역사적 저점권. 최근 10년 기준 2퍼센타일 위치로 추가 압축 여지는 제한적
- 하이퍼스케일러 CAPEX 자금 조달이 글로벌 회사채 시장의 공급 변수 (구축 효과). 알파벳과 아마존 등 통화 다변화 속에 조달 규모 확대
- 아직까지 KP 영향은 제한적. 다만, 실적 둔화 우려 확대 시 심리 반전 가능성. 미국 IG 스프레드 하단을 높이며 KP 추가 축소 여력도 제한

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



자료: Bloomberg, 하나증권

하이퍼스케일러 회사채 발행 증가. 통화 다변화로 확대 추세

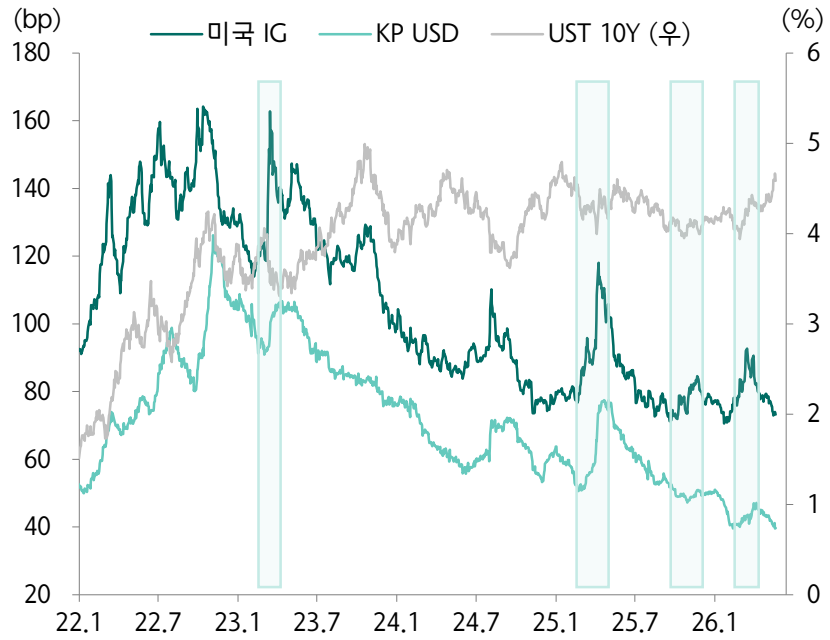


주: (1) USD 이외 통화는 발행 당시 환율로 USD 환산. (2) 아래 도표는 2024년 이후 발행 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

③ 매크로 충격의 '미국 IG → KP' 전이

- 2023년 이후 미국 IG 대비 KP 스프레드 베타: 국책은행/공기업 0.17, 민간기업 0.29
- 매크로 충격 및 신용 이벤트에 따른 강한 전이성은 주의가 필요한 대목
- 지정학 리스크가 남아있는 상황에서, 인플레이션 재가속은 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)

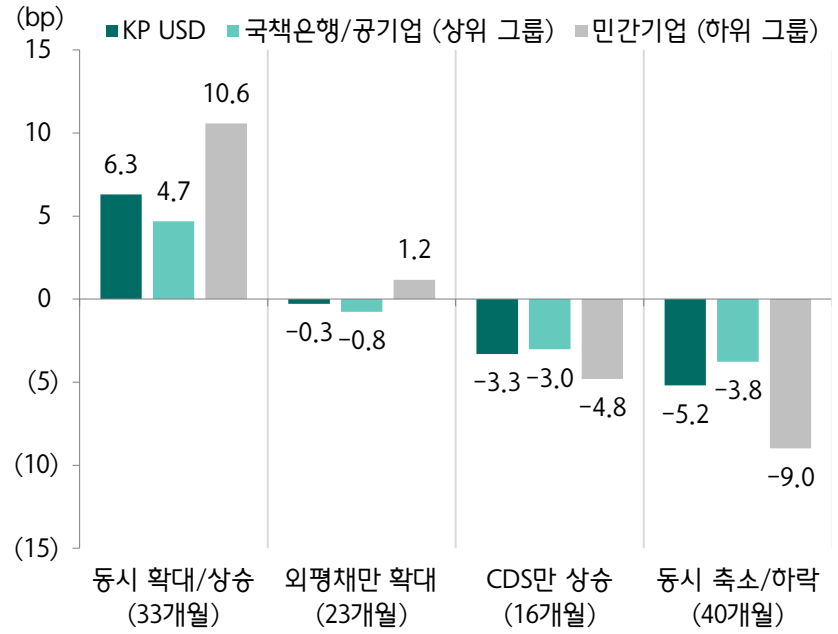
국면	산출 기간	미국 IG	아시아 IG	KP 국책/공기업	KP 민간기업
SVB 사태	2023년 3/9~4/5	+14.6	+19.7	+5.7	+24.6
미국 상호관세	2025년 4/3~4/30	+13.0	+33.0	+10.1	+18.4
빅테크 & 사모대출 우려	2025년 9/8~11/30	+3.1	-1.6	-7.8	-1.3
미국-이란 전쟁	2026년 3/2~3/31	+5.1	+21.1	+4.4	+12.9

자료: Bloomberg, 하나증권

KP의 근간: 한국 Sovereign Risk 점검

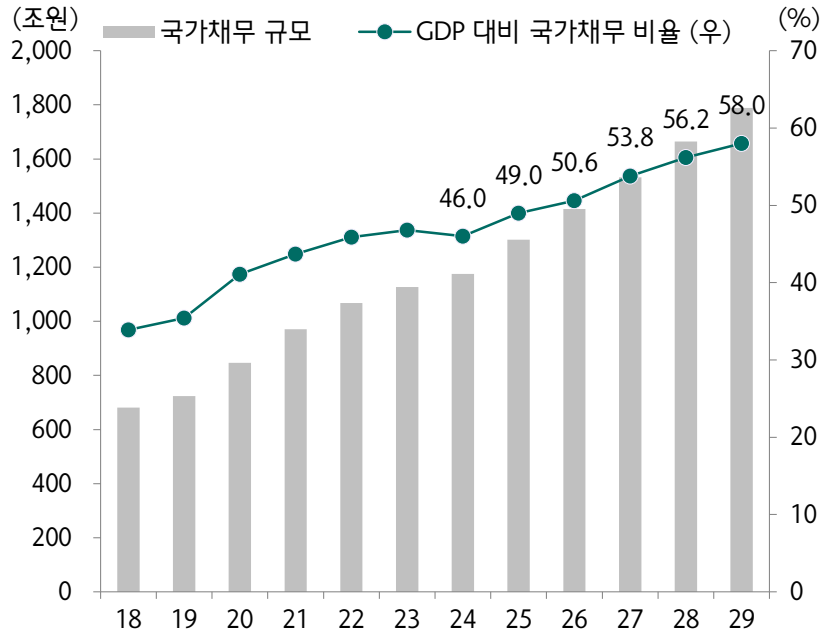
- 외평채 스프레드는 모든 KP 신용 스프레드의 앵커 역할. 글로벌 회사채 시장에서 한국 대외 신용도의 가격으로 볼 수 있음
- 시장 가격 신호: 한국 CDS 프리미엄과 외평채 스프레드의 동시 확대 여부 → 단기 KP 가격 변동의 직접적 시그널
- 펀더멘털: 국가부채 (D1/D2) 상승 경로와 양호한 대외 건전성 (외환보유액, 단기 외채 등) → 단기 트리거는 아니나 중기 모니터링 변수

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

한국 국가채무 추이와 향후 전망 경로. 정부 관리 하에 수정 가능성



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

공급 지형 변화: 두 빅 이슈어의 등장 가능성

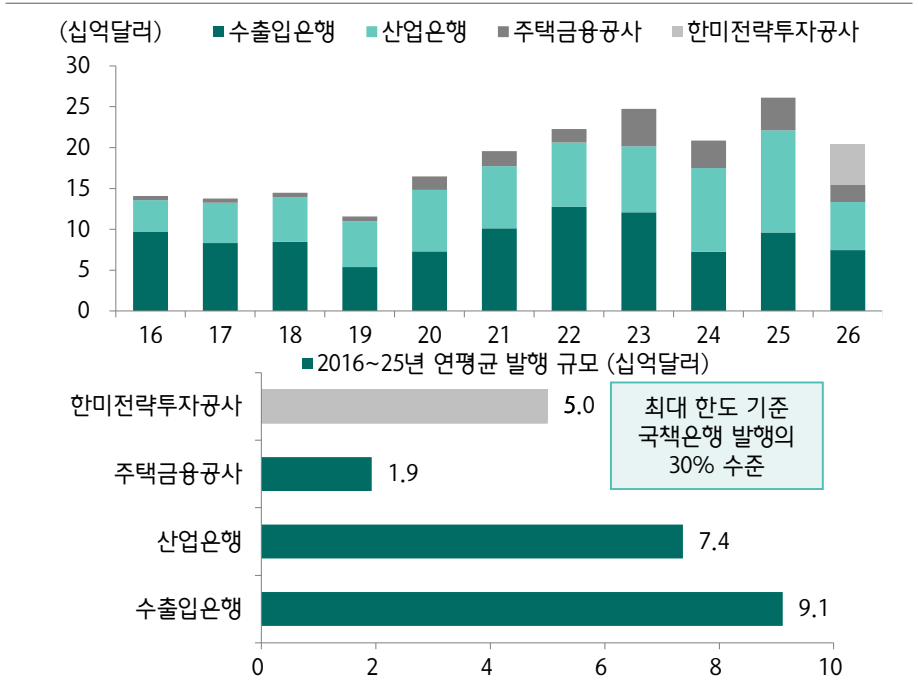
- ① 한미전략투자공사 (6/18 출범, 올해 4분기 이후 예상), ② 국민연금 외화채 발행 가능성에 주목 (2027년 이후 예상)
- 정부보증채와 연금채 (Pension Bond)라는 우량 발행주체의 등장. 외평채와 국책은행/공기업 사이에 새로운 섹터 형성 가능성
- 첫 발행 시점의 투자 수요 확보 정도에 따라 '시장 전반 강세'와 '수요 분산'의 분기점이 될 수 있음

2026년 하반기 이후 빅 이슈어의 등장 가능성

	한미전략투자공사	국민연금공단
진행 단계	6/18 출범 확정	법 개정 심의 중
자본 규모	2조 원, 100% 정부 출자	연금 자산 1,473조 원
채권 발행 구조	법령 명시 특수채증권 (국회 동의 시 정부 보증 가능)	발행 한도 검토 중
첫 발행 예상 시점	2026년 4분기~2027년 1분기	2027년 이후
KP 시장 시사점	연간 최대 $50억 규모 신규 정부 보증채 등장 가능성	한국계 Pension Bond 등장

자료: 한미전략투자공사, 언론 보도, 하나증권

주요 국책은행 및 공기업과의 발행 규모 비교 (최대 한도 가정)

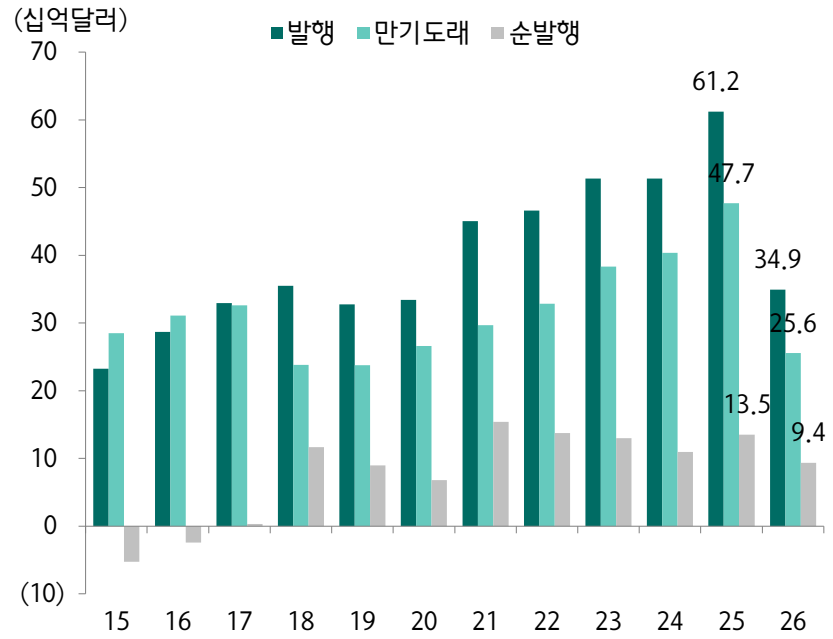


주: (1) USD 이외 통화는 발행 당시 환율로 USD 환산. (2) 블룸버그 리그테이블 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

2026 상반기 KP 발행, 역대 최대 페이스

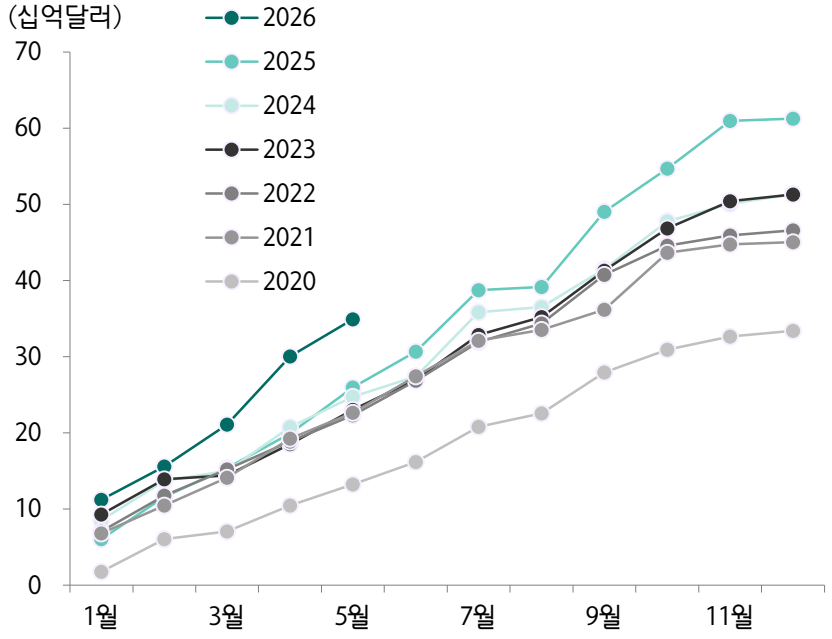
- 2026년 YTD $349억 (YoY +34%, 연 환산 약 $840억). 3월 이후 높은 금융시장 변동성에도 5년 평균 511억 대비 68% 수준 도달
- 가속 요인: ① 글로벌 IG 우호 환경 (스프레드 축소), ② 외화 수요 증가 (차환, 신규 투자 등), ③ 정부 보증 외화채 등
- 하반기에도 발행 페이스 유지 전망 (∵ 분기 초 만기 물량 + 수출입은행 외화 조달 계획 상향 ('25 $131억→'26 140억) 등)

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)

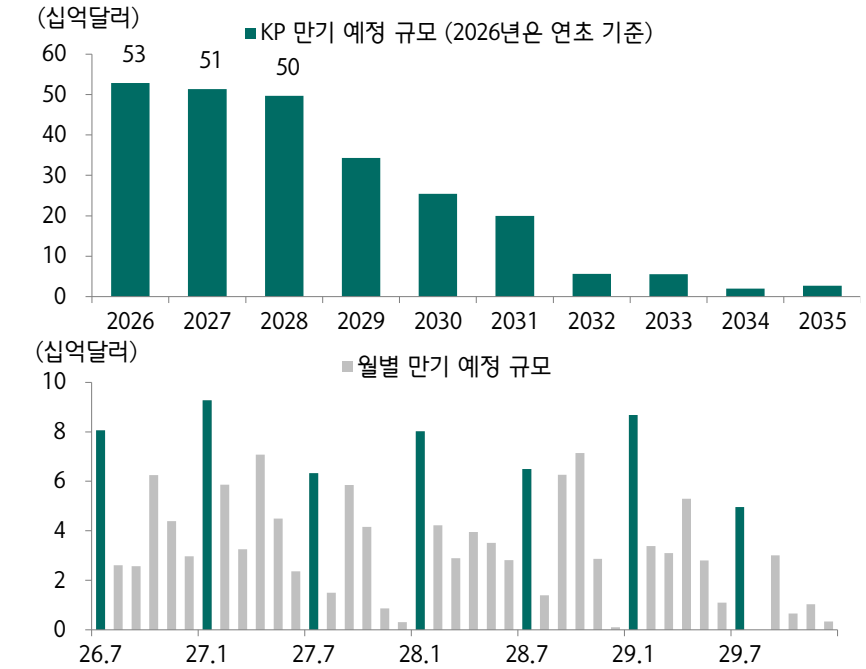


주: (1) USD 이외 통화는 발행 당시 환율로 USD 환산. (2) 블룸버그 리그테이블 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

발행 윈도우와 만기 시점의 일치. 차환 중심의 발행 패턴

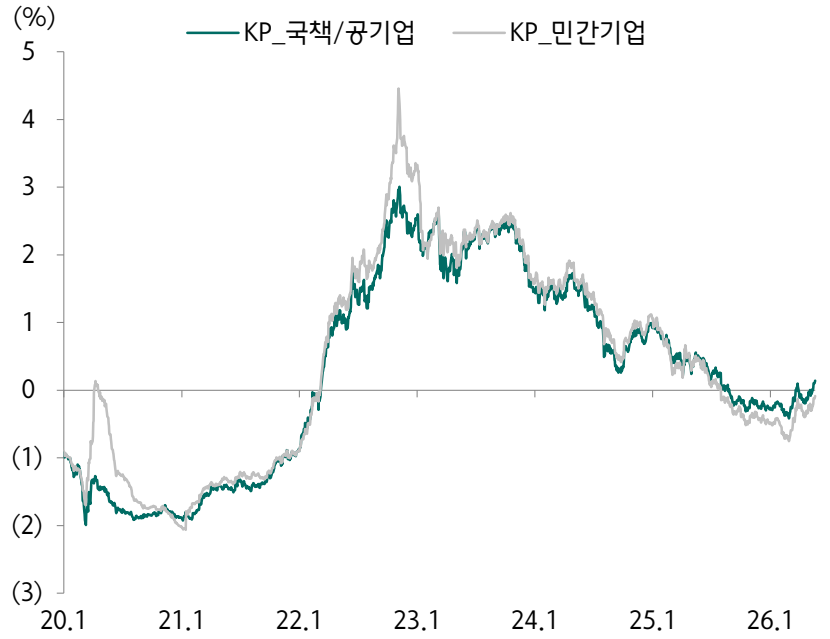
- 하반기 만기 $269억 예정. 7월 ($81억), 10월 ($63억)에 만기 도래 집중. 차환 중심 발행 패턴 + 신규 자금 조달과의 결합 예상
- 발행만기 5년 이하 비중 94% (vs. 2017~21년 평균 79%). 발행 측 조달 유연성 제고와 투자 측 장기채 수요 감소 등 구조적 변화에 기인
- 단기화 추세 속 2026~2028년 만기 벽 이연. 팬데믹 시기 (저금리) 발행물의 만기 순환 → 차환 비용 상승이 발행자 측 변수

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. 다시 부담 요소로 부각

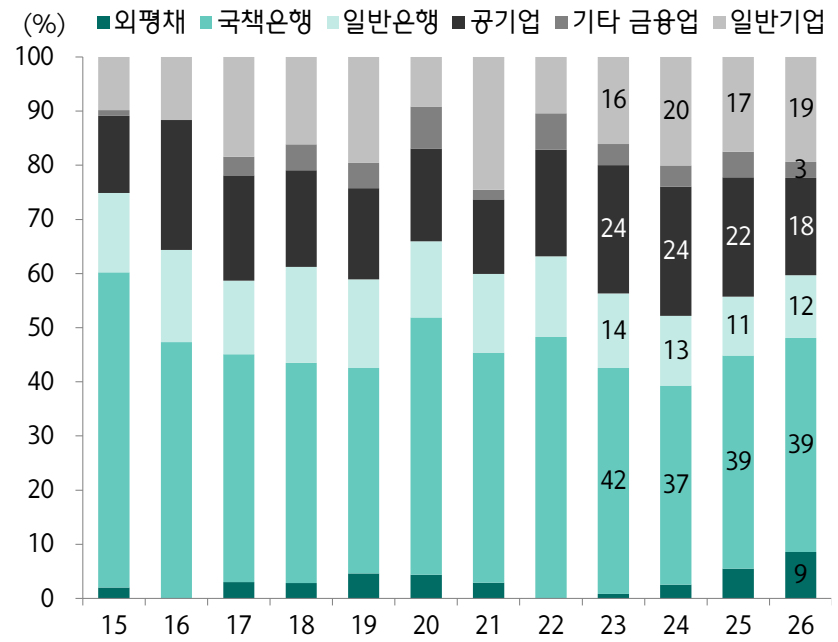


자료: Bloomberg, 하나증권

견조한 국책은행/공기업 발행 흐름 + 민간기업 가속 추세

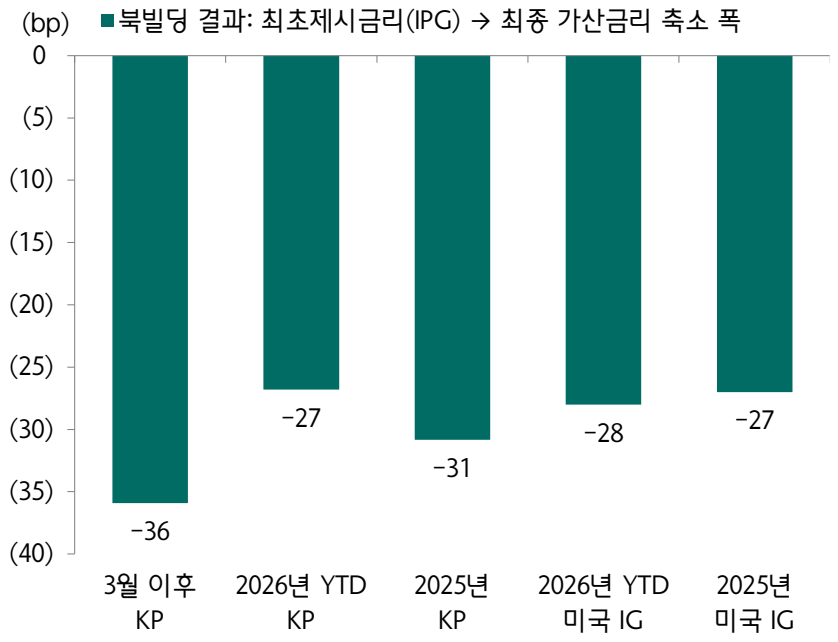
- 국책은행/공기업 비중이 과반을 유지 중인 한편, 일반기업 비중 증가. LG에너지솔루션, SK온 등 일반기업들의 운영자금 확보 니즈 여전
- 발행 단계에서의 강한 가산금리 조정력 확인. 금융시장 불안 속에 상대적으로 높은 IPG 제시 영향 존재하나, 수요 흡수력 충분함을 시사
- 3~4월 만기 부담 역시 해소. 하반기에도 순차적 만기 물량 소화 이루어지는 가운데 국책은행 및 공기업 중심의 발행 흐름 지속 예상

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

높은 금융시장 변동성 속에서도 KP 공모 딜 소화력 입증 (달러채 기준)

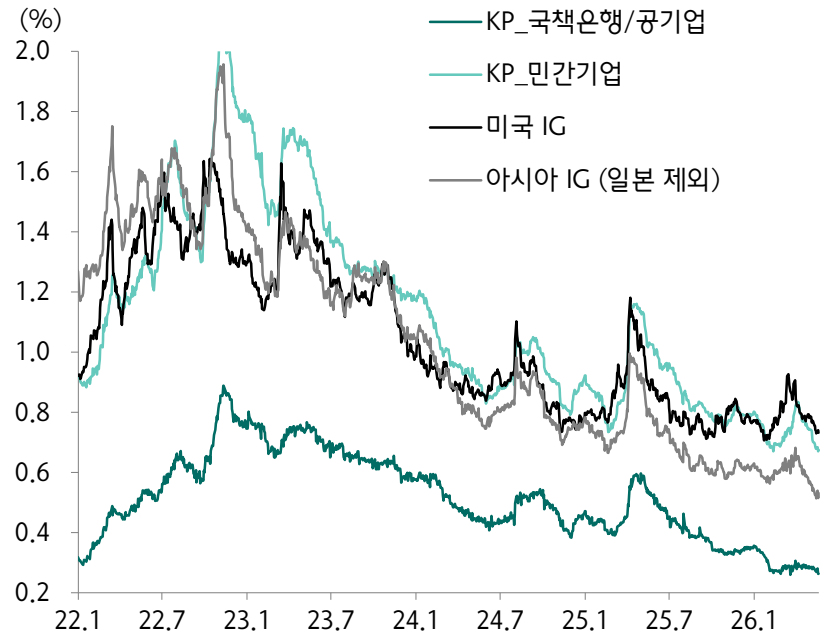


자료: Bloomberg, 하나증권

우호 환경의 취약성: 가격 부담

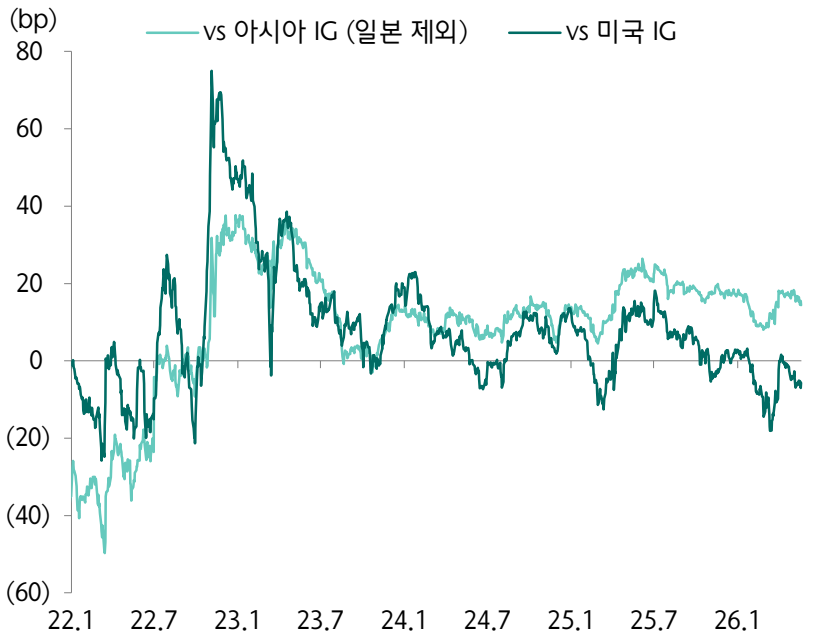
- KP 시장은 미국-이란 전쟁 충격으로 인한 스프레드 확대 폭 대비 약 80% 회복. 국책은행/공기업, 이번 충격에도 2023년 이후 3~8% 분위의 유통 스프레드 레벨 유지. 글로벌 전반 회사채 스프레드의 저점 영역 도달이 하반기 KP 매수 환경의 가장 큰 제약
- 민간기업, 전쟁 충격으로 급격히 약세 시현. 그러나 27% 분위에서 4% 분위까지 빠르게 회복 흐름 진행. 국채 금리 상방 압력 우려 속 자본차익 여력이 감소한 가운데, 민간기업 KP와 미국 IG 스프레드 갭 역시 (-) 영역. 상대가치 측면에서는 가격 부담 요인

KP, 미국 및 아시아 (일본 제외) IG 크레딧 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

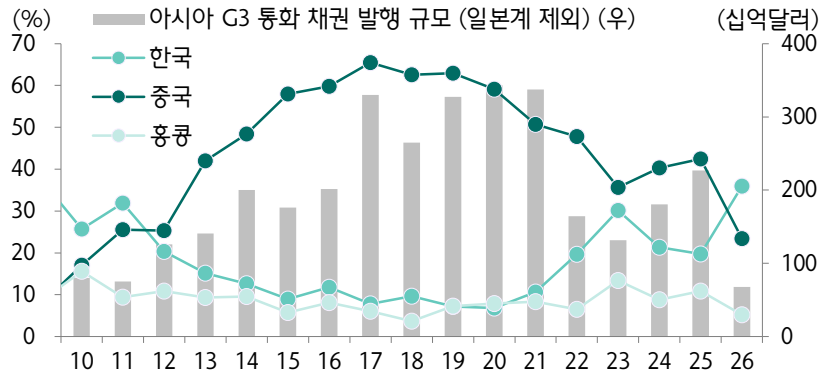
민간기업 KP vs 미국/아시아 IG 간 스프레드 갭 추이



자료: Bloomberg, 하나증권

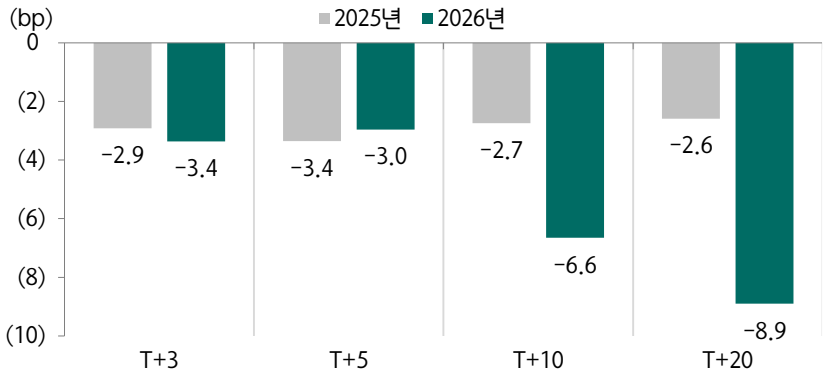
스프레드 확대 압력 완충 요소: 수요 방어

일본 제외 주요 발행주체 비중 변화: KP의 부상



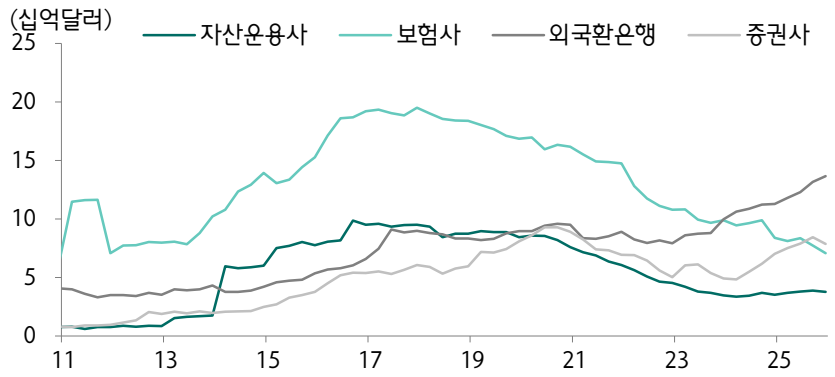
- ① 아시아 권역 내 차별화된 포지셔닝
  → 중국계 공급 부진과 지정학 리스크 하에,
  상대적으로 안정적인 대체 우량물로 부상한 KP
- ② 북빌딩 시 리얼머니 비중 증가 (국책은행/공기업)
  → Buy & Hold 성향 강화, 유통시장 내 희소성↑
- ③ 은행과 증권사 중심 KP 매수 기반 확대
  → 외화 유동성 관리 측면의 구조적 수요

국책은행/공기업물의 발행 이후 흐름. 희소성↑→가격↑



자료: Bloomberg, 하나증권

국내 기관별 KP 투자 규모 추이: 은행, 증권↑ vs 보험↓



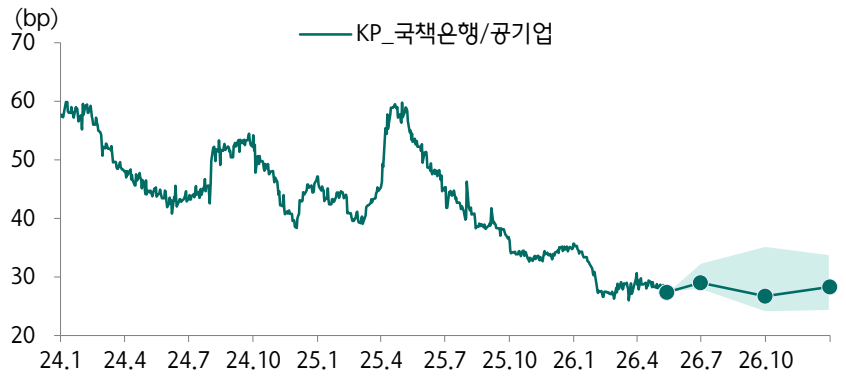
자료: 한국은행, 하나증권

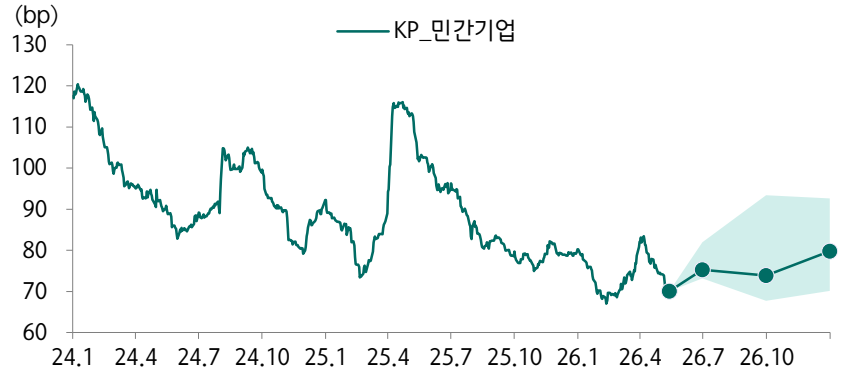
2026년 하반기 KP 스프레드 시나리오: 가격 부담과 수요 방어의 균형

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

시나리오	핵심 가정	판단 근거
강세	• 연준 1회 기준금리 인하 • UST 10Y 기준 4.1% 부근 • 미국 IG 상단 80bp • 아시아 IG 상단 65bp	• 글로벌 IG 추가 압축 + KP 대체 수요 • 다만, 저점권 진입으로 축소 폭 제한
Base	• 연준 1회 기준금리 인하 (10월) • UST 10Y 4.3~4.5% • 미국 IG 상단 90bp • 아시아 IG 상단 70bp	• 가격 부담과 수요 기반 방어가 균형 • 강세 지속보다는 박스권 흐름에 무게
약세	• 연준 매파 성향 강화 또는 금리 인상 • UST 10Y 4.6% 상회 • 미국 IG 110bp 상회 • 아시아 IG 80bp 상회 • 추가 매크로 리스크	• 매크로 충격 전이 • 민간기업 베타 확대

자료: Bloomberg, 하나증권





Core Carry와 선별 진입 + 발행사 조달 전략에도 관심 둘 필요

- 하반기 KP 투자 전략의 시작점은, 역사적 저점의 스프레드 레벨에서 추격 대상과 기다릴 대상을 구분하는 것
- 공기업/시중은행 3~5Y 선별 확대. 단기물/FRN, 유동성 관리와 단기 캐리 접근. 시중은행 후순위/일반기업, 추가 프리미엄 확보 필요
- 발행사들은 '소화 가능 가격'과 '안정적 후속 거래'에 집중할 가능성. 올해 7월과 10월 발행 집중 시 신규물 참여 기회 확대 전망

① Core 영역: 국책은행 + 공기업 + 시중은행 선순위 + FRN

대상	Action	핵심 논리 & 체크 포인트
국책/공기업 1~5Y	1~2Y - 단기 방어 캐리 - 신규 진입↓ 3~5Y - Core 캐리 유지 - 공기업 선별↑	• Sovereign 연계 방어력 • 국책은행/KHFC: SSA 시장 기반, Core carry • KOROIL, KORGAS 등: 정기 이슈어, 빠른 지정학 충격에 대한 회복력 • 3Q 외평채 대비 스프레드 갭 확대 여부 주목
시중은행 선순위 1~5Y	3~5Y 선별 확대	• 견고한 펀더멘털 + 안정적 차환 수요 • 일부, 국책은행 대비 -1~+3bp 상황. 국책은행물 대비 프리미엄 적정성 확보 필요
FRN <3Y	1~2Y 방어적 활용	• 금리 변동성 Hedge • 단기 운용 수익 + 듀레이션 부담 제한 • 발행자별 DM 차별화 큰 상황 (시중은행 DM 확대 vs 일반기업 DM 축소) • 'UST 변동성↑ + 매크로 약세' 시 비중↑

자료: 하나증권

② 선별 영역: 시중은행 후순위 + 일반기업 & ③ 신규 발행물

대상	Action	핵심 논리 & 체크 포인트
시중은행 후순위 1~5Y	조건부 진입	• 낮은 Call 리스크와 견고한 시중은행 펀더멘털 • 선순위 대비 +25~45bp 프리미엄 상황. 선순위 대비 40bp= 갭은 매력도 충분
일반기업 1~5Y	대기 + 조정 진입	• 외평채 대비 +30~82bp 프리미엄 레벨 • 미국 IG 대비 스프레드 갭 적정성 확보 필요 (아시아 IG 대비 상대가치 우위는 유지 중) • 신용도 차별화 명확 (HYUELE 45 vs LGENSO 86) • Risk-off 시 베타 확대 주의. 단발성 시장 충격 시 반도체/자동차 등 진입 가능
신규 발행물	참여	• 안정성이 후속 딜의 가격 결정력을 좌우 • 발행사들은 우호적 글로벌 투자 심리를 바탕으로, 시장 변동성 낮고 주문 확보 용이한 구간의 선점에 집중할 가능성

자료: 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.