크레딧

캐리의 시대, 변화의 시작인가?

LS증권 2026 하반기전망

리서치센터 투자전략실

2026. 5. 28

Part I 하반기 국내 크레딧 시장 전망
Part II 수급 현황 및 전망
Part III 이슈 점검

LS증권

크레딧
Analyst **조수희**
shcho@ls-sec.co.kr

안녕하세요. LS증권 크레딧 담당 **조수희** 입니다.

2026년 하반기 국내 크레딧 시장은 발행 둔화, 캐리 수요의 지속, 대형 크레딧 이벤트 부재 등을 바탕으로 전반적인 강보합 흐름을 이어갈 것으로 전망합니다. 다만, 5월 들어 국고채 금리가 빠르게 상승한 가운데, 시장은 기준금리 동결 장기화 가능성 등을 반영하고 있는 모습입니다. 이에 따라, 단기적으로는 국고채 금리 변동성 확대에 연동한 신용 스프레드 조정 압력이 나타날 가능성이 존재합니다.

그러나 하반기 크레딧 투자 전략의 핵심은 여전히 높아진 절대금리 수준을 활용한 캐리 확보에 있다고 판단합니다. 국고채 금리 변동성에 민감하고 하반기 공급 확대 가능성이 잠재한 초우량물 보다는 상대적으로 높은 금리 메리트를 확보할 수 있는 **여전채 및 회사채 중심의 선별적 접근**이 유효하다는 판단입니다.

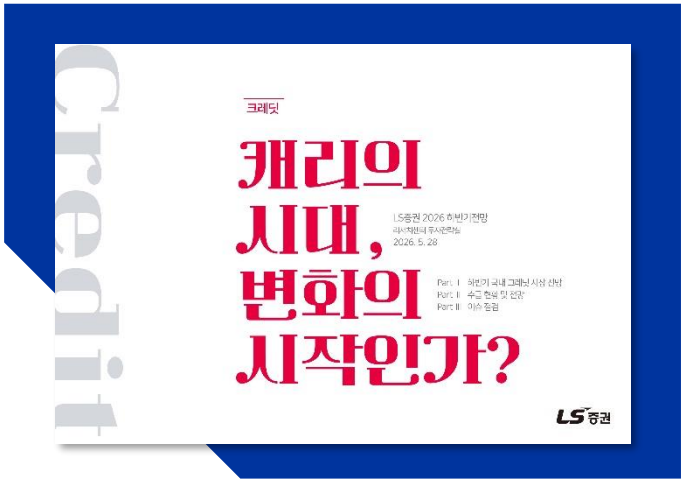
한편, 국내 크레딧 시장은 안정적인 캐리 장세가 이어지고 있으나, 시장을 둘러싼 금융 환경은 AI 슈퍼사이클, 생산적 금융 정책 등 구조적 변화 요인들을 중심으로 점진적인 체질 변화를 겪어 갈 수 있는 시기로 판단합니다. 이에 본 자료에서는 관련 이슈들이 국내 크레딧 시장에 미칠 영향을 함께 점검해 보았습니다.

글로벌 화두로 부상한 **AI 슈퍼사이클**은 국내 크레딧 시장에도 일부 영향을 미치고 있습니다. AI 투자 확대의 수혜를 받는 메모리반도체, 전력인프라, 데이터센터 및 첨단 설비 투자 관련 기업들의 현금창출력이 개선되는 가운데, 높아진 금리 레벨과 자체 현금흐름 확대에 힘입어 단기적으로는 관련 기업의 회사채 발행 수요가 둔화될 가능성이 있습니다. 반면, 중장기적으로는 AI 관련 설비투자 확대와 자금수요 증가가 새로운 회사채 공급 요인으로 작용할 가능성도 존재합니다.

생산적 금융 정책과 관련해서는, 최근 시장의 핵심 과제가 자금 확보(펀딩) 부분이 아니라, 양질의 투자처 확보, 즉, **딜 소싱(투자) 역량**에 있다고 판단합니다. 그럼에도 생산적 금융 정책의 중장기적 의미는 한국 자본시장의 방향성과 외연 확장 가능성에 있다고 보고 있습니다. 정책자금과 증권사 모험자본, 사모투자자금 등의 투입이 점차 확대되고 실질적인 투자성과로 이어질 경우, 국내 자본시장의 투자 생태계 역시 점진적인 변화를 겪을 가능성이 있습니다. 향후에는 ①국민성장펀드 및 모험자본 투자가 실질적인 투자성과를 창출할 수 있는지, ②투자금의 회수가능성을 적정 수준에서 확보할 수 있는지, ③유동성 리스크를 통제하며 지속 가능한 자금 중개 체계를 구축할 수 있는지 등이 주요 관전 포인트가 될 것으로 판단합니다.

감사합니다.

Contents



LS증권 2026 하반기 전망: 크레딧 | **캐리의 시대, 변화의 시작인가?**

Part I 04 하반기 국내 크레딧 시장 전망
전망 및 투자전략

Part II 13 수급 현황 및 전망
캐리의 시대 II

Part III 20 이슈 점검
변화의 시작인가?

Part I

하반기 전망

캐리의 시대

- 신용 스프레드 전망
- 투자 전략

(Summary) 하반기 신용 스프레드 강보합 전망

● **단기적으로는 신용 스프레드 확대 압력 존재**

- 국고채 금리 레벨 상승, 기준금리 동결 장기화 경계감, 지정학적 리스크(이란전쟁 등) 여파로 단기적으로는 신용 스프레드 확대 압력 존재

● **국고채 추가 상승폭은 제한적**

- 하반기 기준금리 동결 혹은 인상 경계감 존재하나, 해당 우려는 현 국고채 금리 레벨에 상당부분 선반영되어 있어 추가 상승폭은 제한적일 전망

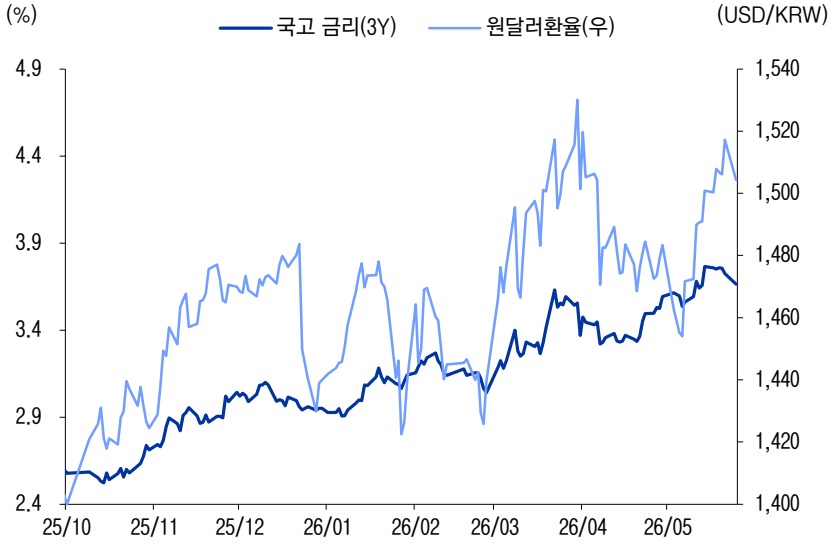
● **수급 안정성에 기반한 강보합 전망**

- 정부의 공사채 발행 속도 제어 기조, 대기업 실적 개선에 따른 회사채 발행 둔화 등으로 공급 부담이 완화되면서 크레딧 시장은 전반적으로 강보합 흐름 예상

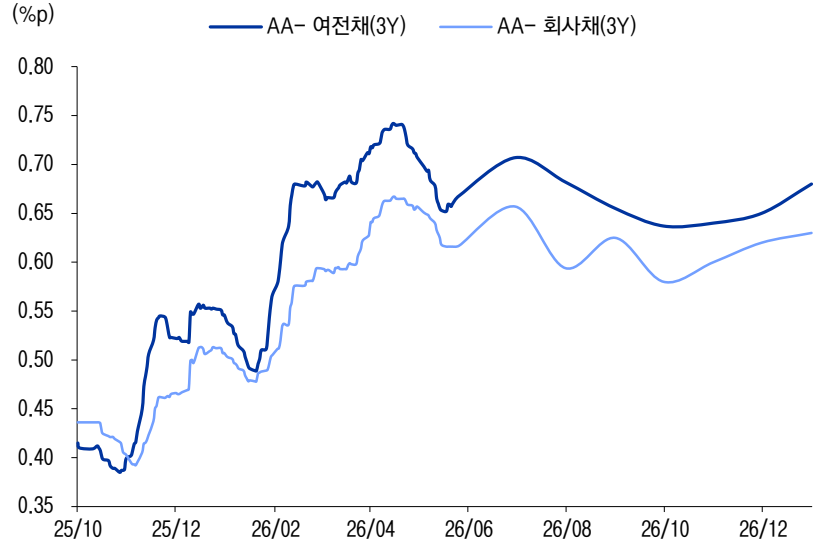
● **투자 전략: 여전채 및 회사채 중심의 선별적 캐리 확보 유효**

- 초우량물: 국고채 금리와의 연동성이 높고 스프레드 축소 여력 제한적이며, 하반기 공사채 및 특수은행채 중심의 잠재적 공급 증가 가능성 존재하여 상대 매력도 낮음
- 여전채·회사채: 절대금리 메리트와 캐리 확보에 유리하며, 발행물량이 보수적으로 통제될 가능성 높아 선별적 접근 시 상대적으로 높은 초과수익 향유 가능

최근 변동성 확대된 국고채 및 원달러 환율



하반기 신용 스프레드 강보합 전망



자료: 인포맥스, LS증권 리서치센터

상반기 리뷰: 매크로 변동성 확대에도 크레딧은 비교적 견조

● 국고채 금리 급등에도 초우량물 중심 공급 진행, 대형 크레딧 이슈 부재 등 환경이 크레딧 시장 방어

- 상반기 국내 크레딧 시장은 특수은행채 중심 발행 진행되는 가운데, 순발행 규모도 예년 대비 크지 않은 편

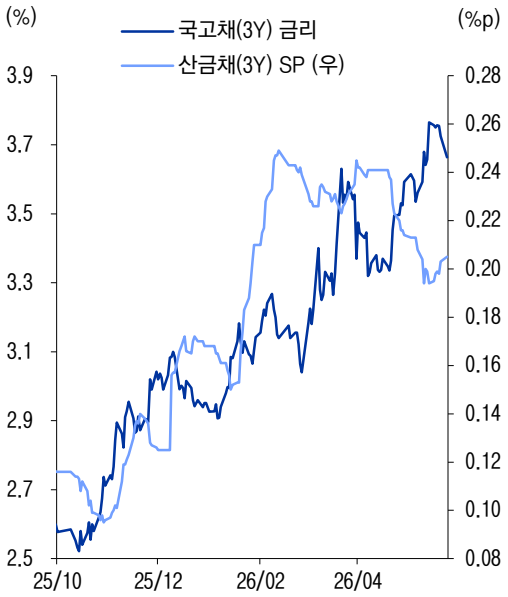
① 발행은 특수 은행채 중심의 공급이 시장 주도 (가계대출 규제 등으로 일반은행 발행 둔화)

② 연초 효과는 짧게 마무리 되었으며, 회사채 시장은 상대적으로 발행이 둔화된 양상

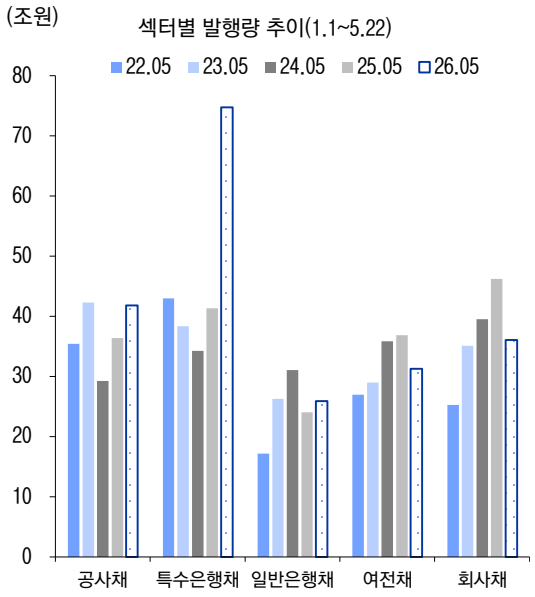
(예상보다 장기화되고 있는 이란전쟁 여파와 높아진 국고채 금리 레벨에 따른 발행 위축, 그룹의 자금조달 방식 다변화 등)

③ 여전채 발행 또한 예년 대비 다소 보수적으로 진행 (여전사 성장세 둔화 등)

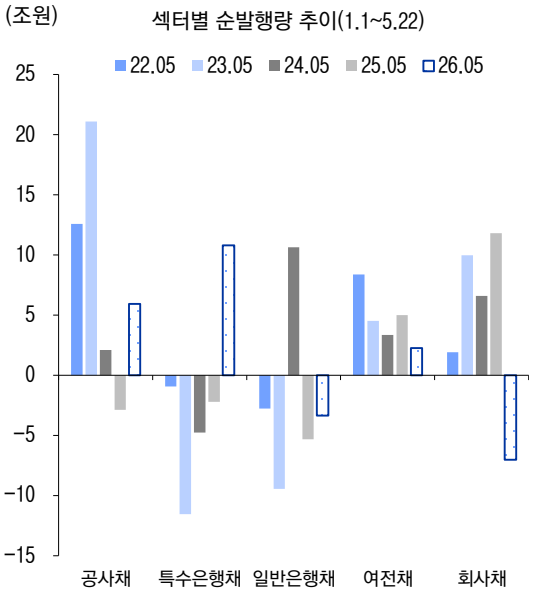
국고채(3Y) 금리와 신용 스프레드(3Y)



'26년 상반기 특수은행채 발행 확대



'26년 상반기 여전채/회사채 발행 둔화



자료: 인포맥스, LS증권 리서치센터

변동성 확대 국면에서도 캐리 메리트 부각

● **캐리 수요와 다소 경직적인 시장 수급 구조로 인해, 국고채 금리 등 매크로 지표 변동성 확대에도 불구하고 크레딧 시장은 비교적 안정된 모습**

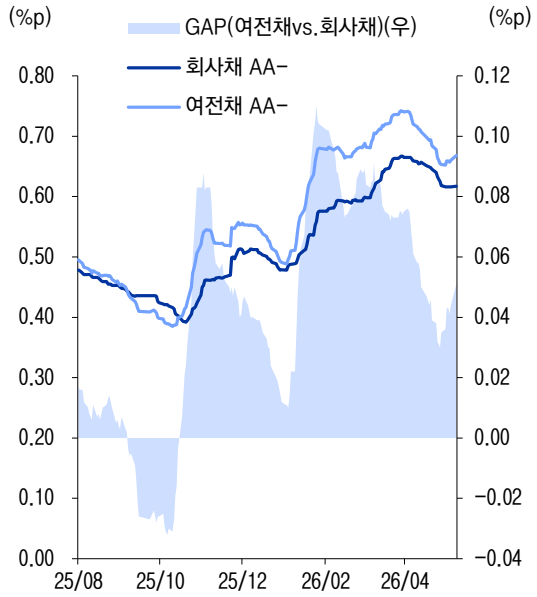
- 국고채 변동성이 확대되는 경우 일시적인 크레딧 채권의 센티먼트 악화와 손익 관리 차원의 수요둔화 양상
- 고금리 메리트 추구하는 투자자들의 캐리 확보 전략은 유효

①생산적 금융 정책에 따른 대형 증권사 발행어음/IMA 자금 등의 유입

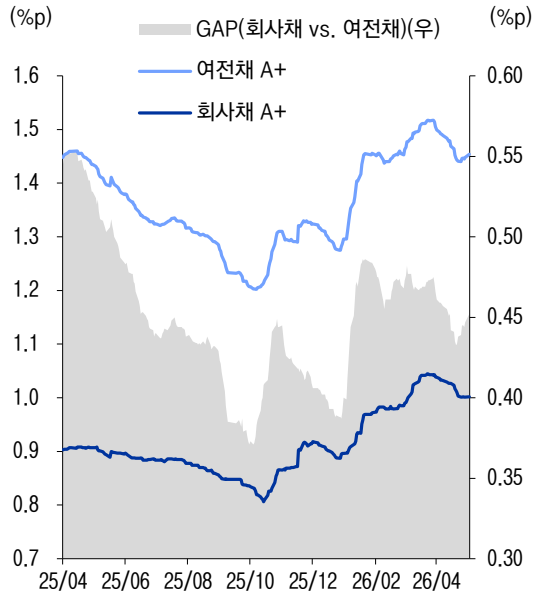
②가계대출 축소 정책에 따른 은행권의 유가증권 투자 수요 확대

③규제 완화로 장기 국고채 투자 수요가 둔화된 보험업권의 크레딧 채권 매입 증가 등

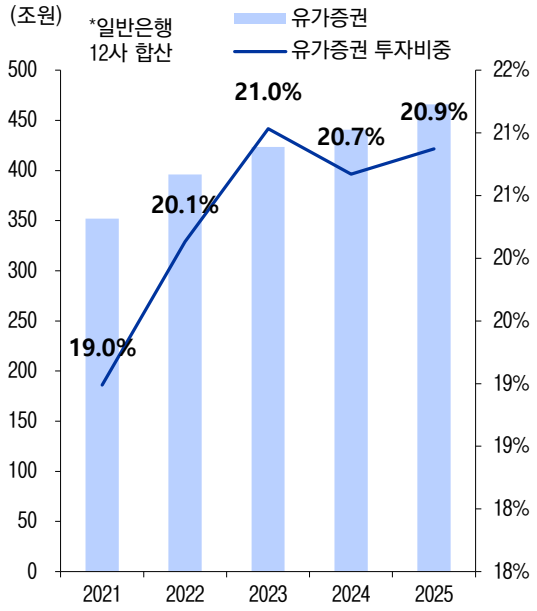
우량 여전채 및 회사채 신용 스프레드 축소



비우량 여전채 및 회사채 신용 스프레드 축소



은행권 유가증권 투자 확대



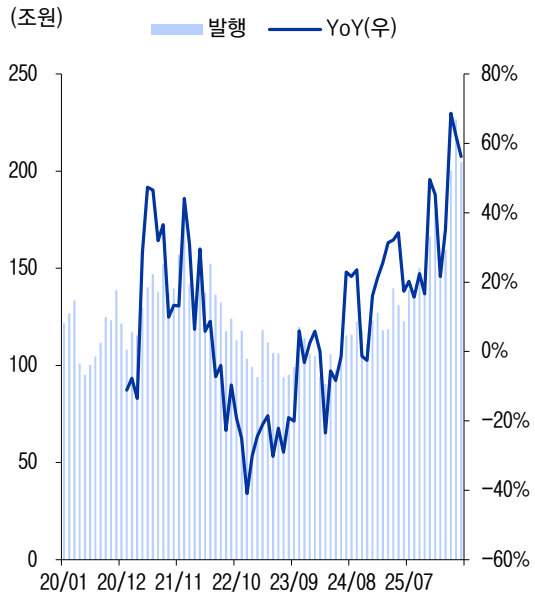
자료: 인포맥스, 한국기업평가, LS증권 리서치센터

최근 단기물 비중 확대가 크레딧 채권 시장에는 부담 요인 중 하나

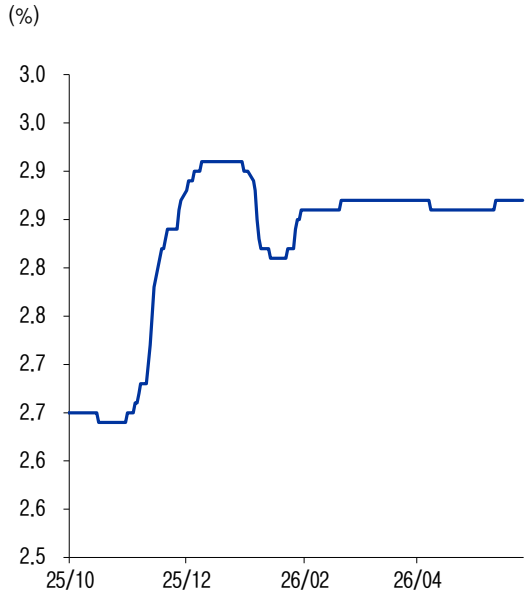
● 2026년 들어 시장참여자의 단기물 중심 투자/발행 양상 지속

- 짧은 연초 효과와 미-이란 전쟁 등 대외변수에 따른 채권 시장 변동성 확대에 대응하며, 발행사와 투자자 모두 단기물 중심 조달/투자 전략 지속
- 2025년 11~12월 한국은행의 통화정책 전환 가능성이 부각되던 시기 단기자금시장이 일시적 경색 양상을 보였던 바, 단기물 비중 확대는 시장의 부담 요인 중 하나 (높은 단기물 비중은 차환 리스크 가중)
- 국고채 금리 상승폭 확대 시기에는 신용 스프레드도 확대될 가능성 존재

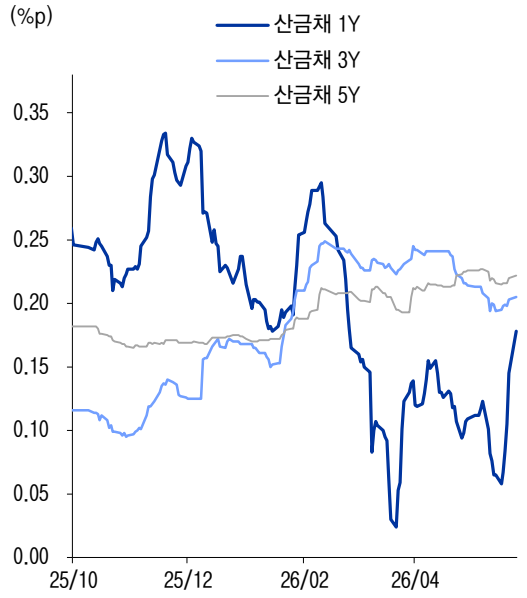
최근 CP/전단채 발행 확대 (발행 및 잔고)



단기금리(CP A1, 1M) 추이



단기물 선호 양상(신용 스프레드 추이)



자료: 인포맥스, LS증권 리서치센터

금융시장 안정화 조치 시행 외 선제적 관리 체제 개편도 추진

● 2022년 레고랜드 사태 이후 금융시장 안정화 조치에 대한 시장 경험

- 2022년 레고랜드 사태 이후 금융당국의 적극적인 유동성 공급 등 시장 안정화 조치에 대한 시장 경험치 축적
- 2025년 12월 금융위원회의 금융시장 상황 점검회의 등에서도 채권시장 변동성 등에 대비한 점검 실시
  (2026년도 회사채, 은행채, 여전채 등의 만기구조 점검, 금융권이 보유한 채권 규모 및 금리상승에 따른 건전성 현황 등 점검)

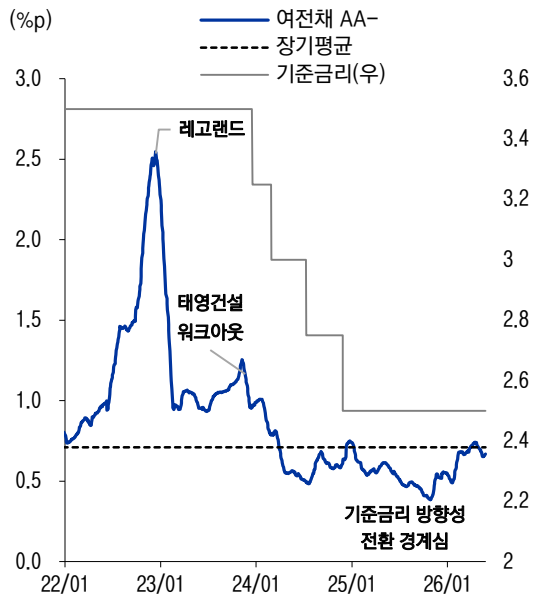
● 2026.5.18 금융당국은 증권사 유동성 규제 개편사항을 발표, 증권사 유동성 리스크를 사전적으로 정교하게 관리하는 제도 마련 예정

- 개편사항: 규제 적용대상 확대(기존 종투사 및 파생결합증권 발행사 → 외국계 지점 제외한 49개 증권사), 新조정 유동성 비율 도입 등
- 시스템적 중요성이 커진 종투사의 경우, 차별화된 자본규제 도입 검토 등

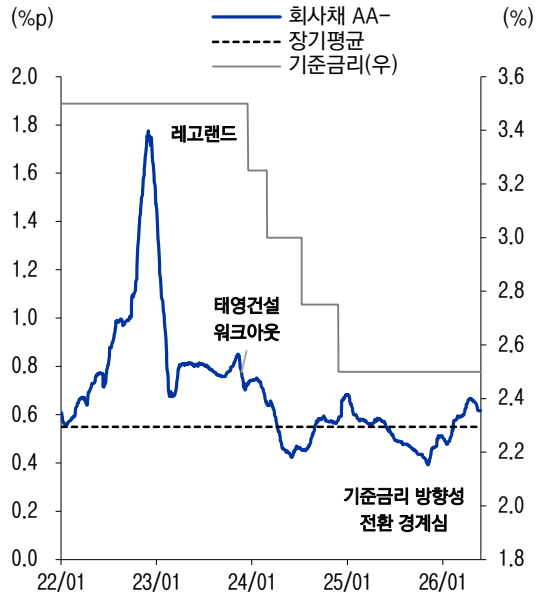
금융위원회, 금융시장 상황 점검회의('25.12.15)

2026년 시장 안정 프로그램 연장 운용
시장안정프로그램(100조원+a) 운영
채권/단기자금시장 안정 관련 38.6조원(*) +부동산 PF 연착륙 관련 60.9조원(**) 등
(*) ①(채권시장안정펀드) 최대 20조원 ②(정책금융기관 회사채·CP매입 프로그램) 최대 10조원 ③(신용보증기금 P-CBO프로그램) '26년 2.8조원 ④(금융투자업계 공동 PF-ABCP 매입 프로그램) 최대 1.8조원 ⑤(한국증권금융 증권사 유동성 지원) 최대 3조원
(**) ①(PF사업자 보증 프로그램)최대 40조원 ②(PF정상화 지원펀드)최대 4.9조원 ③(준공전 미분양 대출보증)최대 5조원 ④(은행·보험권 신디케이트론)최대1조원 ⑤(非주택 사업자보증, 非아파트 보증 등)최대 10조원

2022년 이후 신용 스프레드 추이(여전채)



2022년 이후 신용 스프레드 추이(회사채)



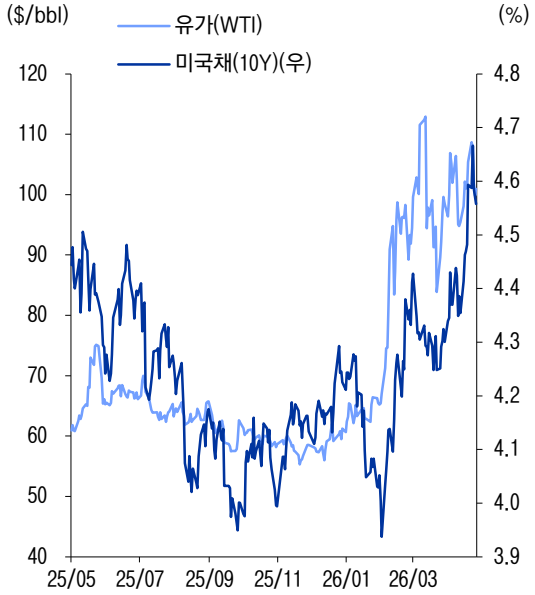
자료: 금융위원회, 인포맥스, LS증권 리서치센터

단기적으로는 신용 스프레드 확대 가능성

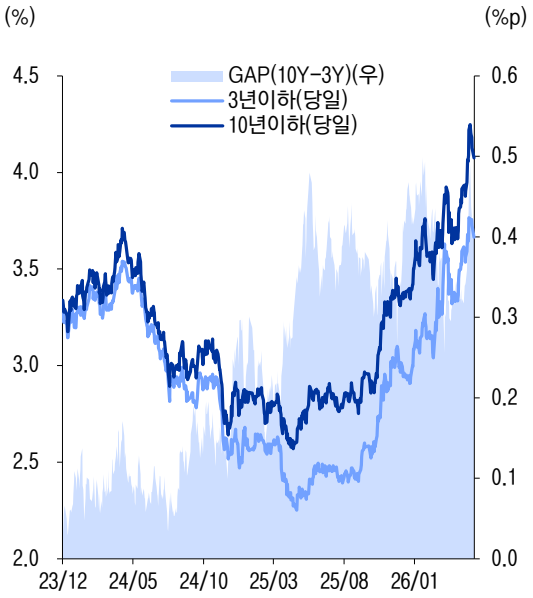
● 단기적으로는 국고채 금리 급등 구간에서 신용 스프레드가 동반 확대될 가능성 존재

- 최근 시장금리 레벨 빠르게 상승;
  전쟁 장기화에 따른 유가 상승, 인플레이션 우려, 예상치를 상회한 국내 1분기 GDP 성장률, 기준금리 인상 전환 가능성 등의 여파
- 국제유가 및 미국채(10Y)의 변동성 및 레벨 상승, 한국 국고채 장단기 스프레드 및 환율 변동성 확대 등 감안시,
  단기적으로는 크레딧 채권 시장도 변동성 확대 구간에의 진입 가능성 존재
- 특히, 초우량물과 단기물의 경우, 시장금리 민감도가 높고 신용 스프레드 레벨도 상당 폭 축소된 상황, 국고 금리 변동성 확대시 스프레드 확대 가능성 존재

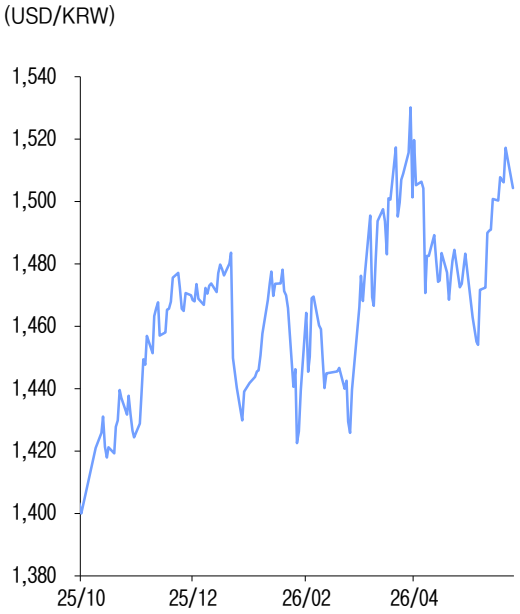
국제유가 및 미국채(10Y) 금리 추이



한국 국고채 장단기 스프레드(10Y-3Y)



환율 추이



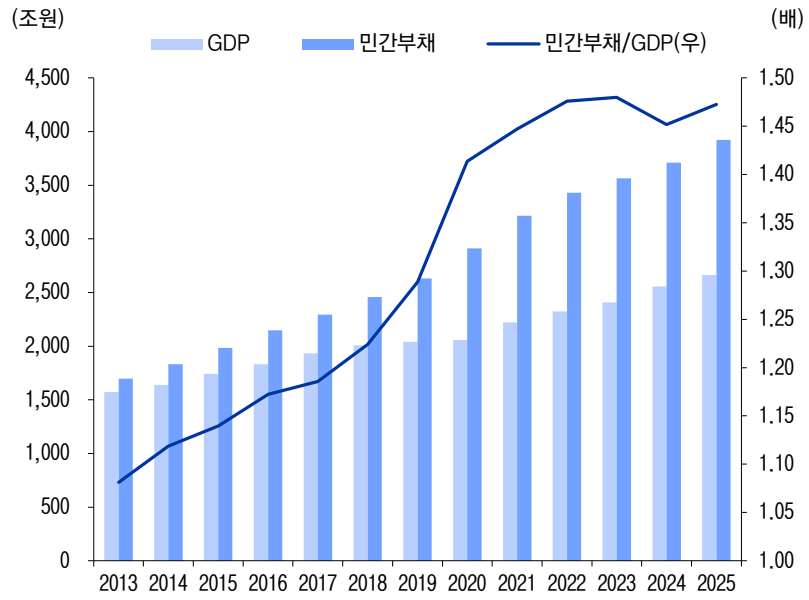
자료: 인포맥스, LS증권 리서치센터

하반기, 전반적인 방향성은 강보합

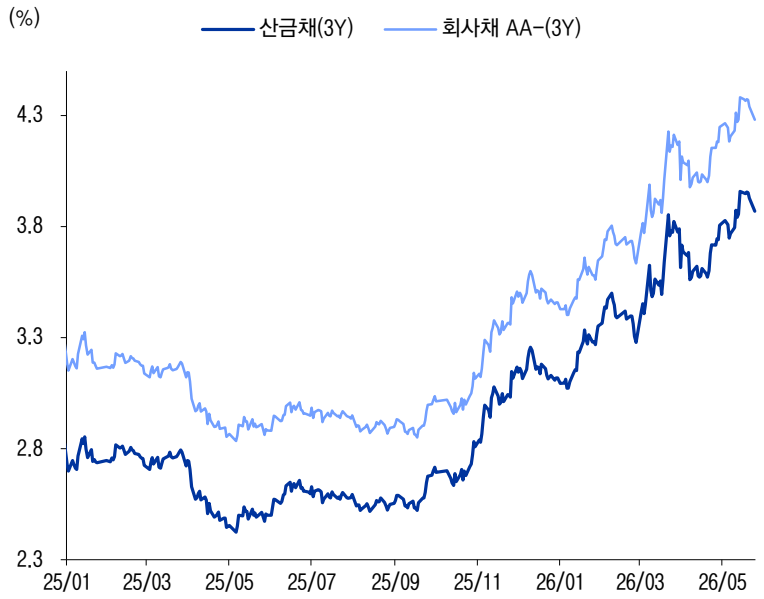
● 하반기에도 국고채 금리 변동성의 영향을 수급 안정성이 완화시킬 것으로 예상

- 대형 크레딧 이벤트의 발생 가능성이 크지 않을 것으로 전망되는 가운데, 상반기 공급 둔화 요인들이 하반기에도 유효하다 판단
- 하반기에도 정책성 자금과 특수은행채 등 초우량물 발행 편중, 대기업 실적 호조에 따른 회사채 및 여전채 등 우량물 발행 둔화 가능성 높음
- 기준금리 인상 가능성을 배제하기는 어렵지만, 민간부채 부담 및 과거 긴축기 경험 등을 감안할 때 인상 폭과 지속성은 제한적일 가능성 존재
- 국고금리 레벨 상단이 다소 높아지더라도 연중 일정 밴드 안에서 등락하는 박스형 변동성이 나타날 수 있을 것으로 전망하며, 신용 스프레드는 강보합 전망

GDP 대비 민간부채 비중 추이



크레딧 채권 금리 레벨 상향



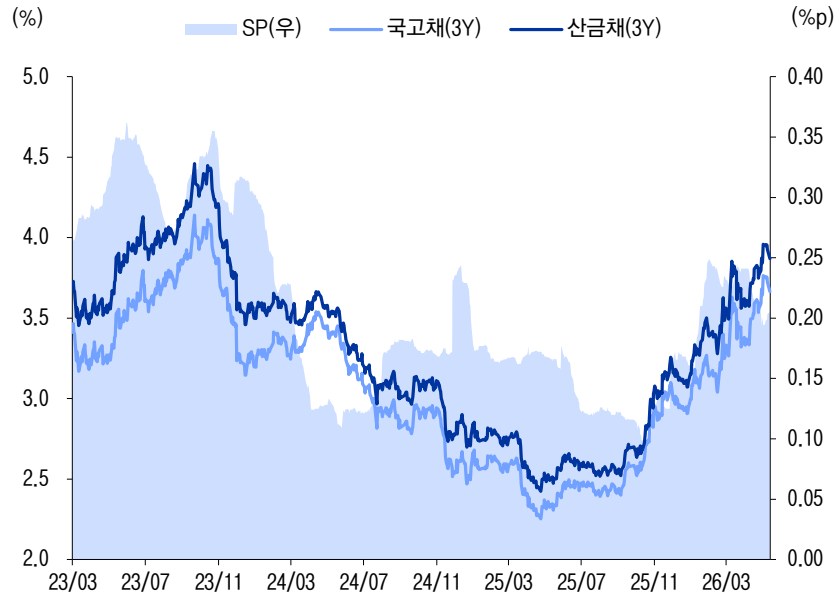
자료: 한국은행, 인포맥스, LS증권 리서치센터

하반기 투자 전략: 여전채·회사채 캐리 매력

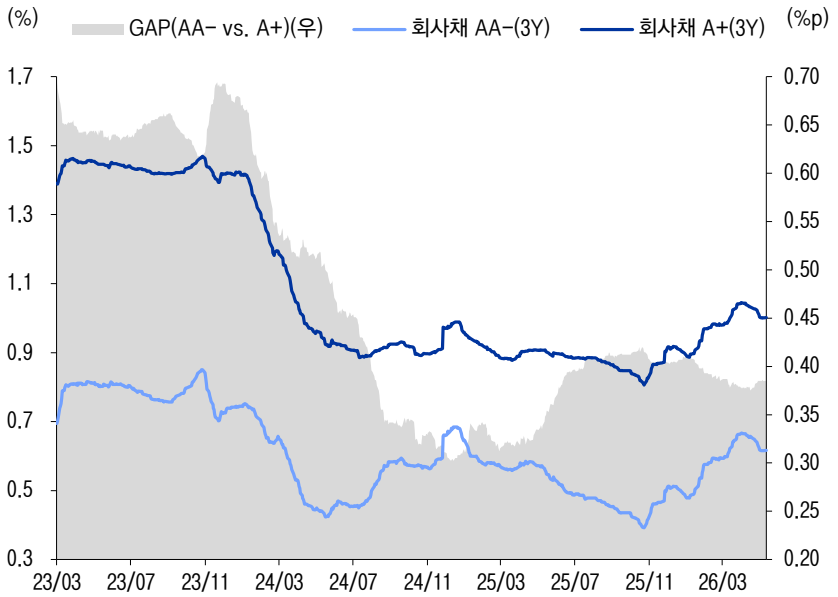
● 높아진 금리 레벨과 캐리 수요를 향유할 수 있는 여전채 및 회사채 중심의 선별적 캐리 전략 유효하다 판단

- 공사채/특수은행채 등은 상반기 정부의 발행 제어 등으로 공급 부담이 다소 완화되었으나, 하반기 한전·LH 등 잠재적 발행 수요로 초우량물 위주 공급 변동성 존재
- 신용 스프레드 축소 여력이 제한적인 초우량물 보다는 높은 금리 레벨로 공급이 다소 둔화된 여전채/회사채 투자가 유리하다 판단
  다만, AA급 내에서도 업종/만기/수급에 따른 차별화 확대 가능성 존재, 발행사별 펀더멘털과 수급 여건을 함께 고려한 선별 투자 필요
  금리 변동성 확대 구간에서는 초우량물이 상대적 방어력 우위

초우량물 금리는 국고금리 영향으로 상승



비우량물 수요 확대 (신용 스프레드 축소)



자료: 인포맥스, LS증권 리서치센터

Part II

수급 현황 및 전망

캐리의 시대 II

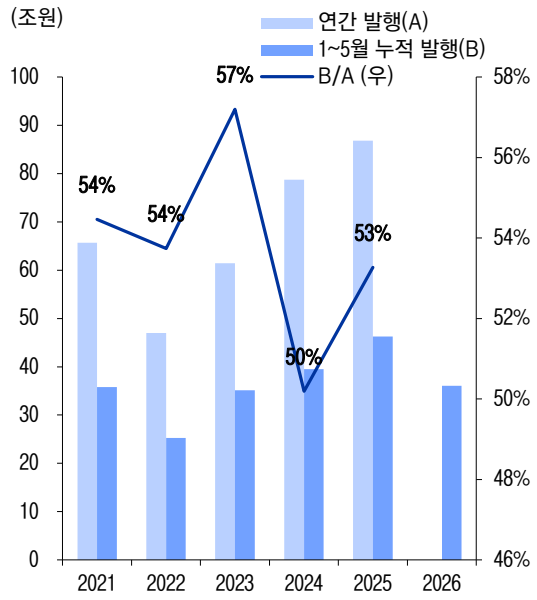
- 초우량물(공사채, 은행채)
- 여전채
- 회사채

공사채 발행은 채권발행 협의회 등을 통해 제어

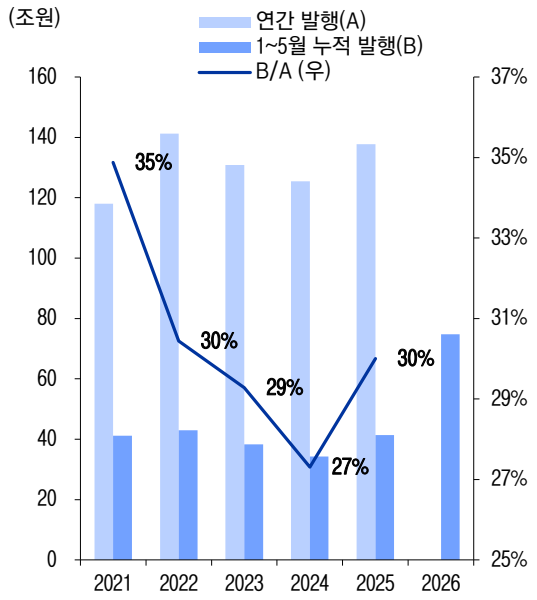
● 공사채는 당초 확장 재정 정책 및 공기관 재정 확대 전망 등으로 발행 증가 예상되었으나, 매크로 변수 대응 차원의 발행량 조정 등 시행

- 특수은행채 발행 확대(첨단채 및 공급망채 발행, 생산적 금융 정책 기조 등의 영향)
- 2월 정부 주도 발행 조정 협의회를 통해 분기별 공사채 발행 속도를 제어하며 공급 부담 상쇄
- 이란 전쟁 장기화에 따른 원자재가격 상승, 정부 주택 공급 정책의 영향으로 한전, LH 등 주요 기관의 잠재적 발행 수요 존재

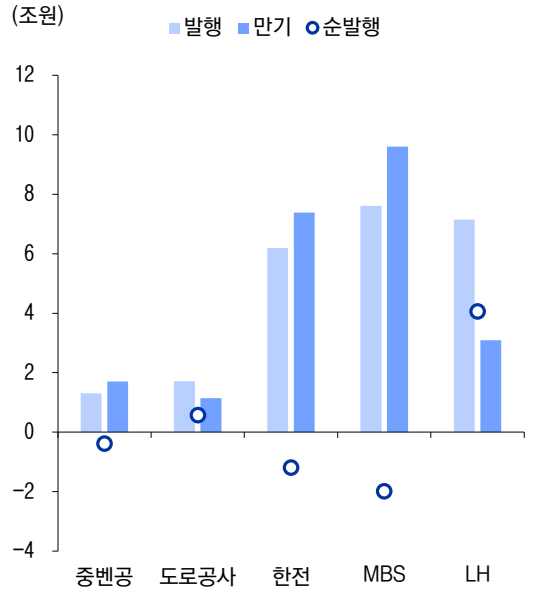
공사채 발행 추이



특수은행채 발행 추이



주요 공공기관 발행 및 순발행('26.5월 누적)



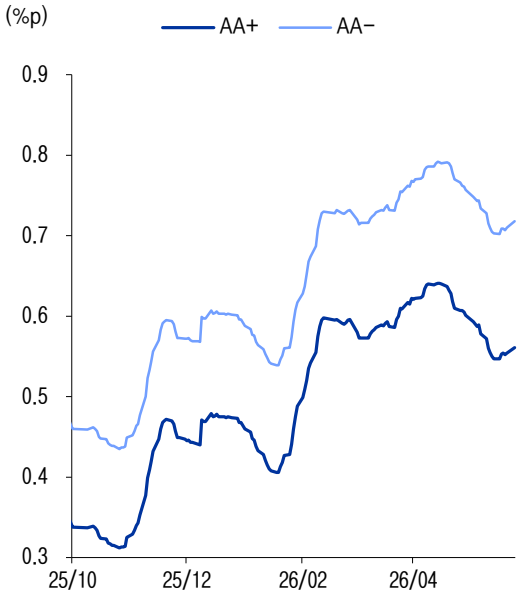
자료: 인포맥스, LS증권 리서치센터

여전채 발행 둔화는 금리 환경과 성장세 둔화 등에 기인

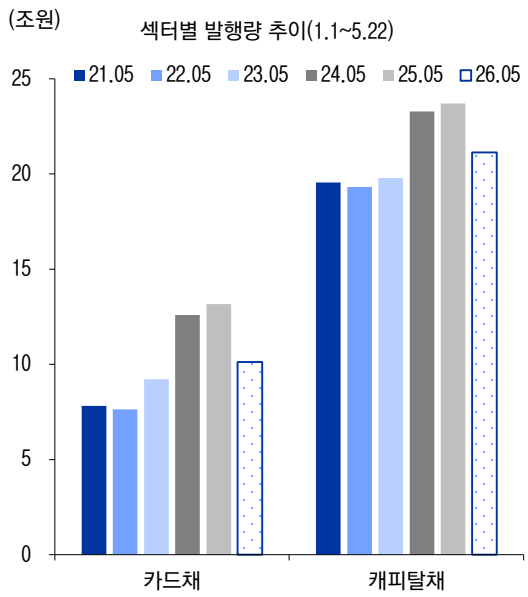
● **여전사는 선별 발행 및 조달수단 다변화 양상 확대**

- 부동산 경기 둔화, 신규 성장동력 부재 등으로 여전사의 자산 성장세 둔화
- 은행권 대출 확대, 카드사 외화채 발행 등 조달 수단 다변화 병행
- 수신기능이 없는 여전사 특성상, 높아진 금리 레벨이 부담 요인으로 발행이 다소 보수적으로 진행

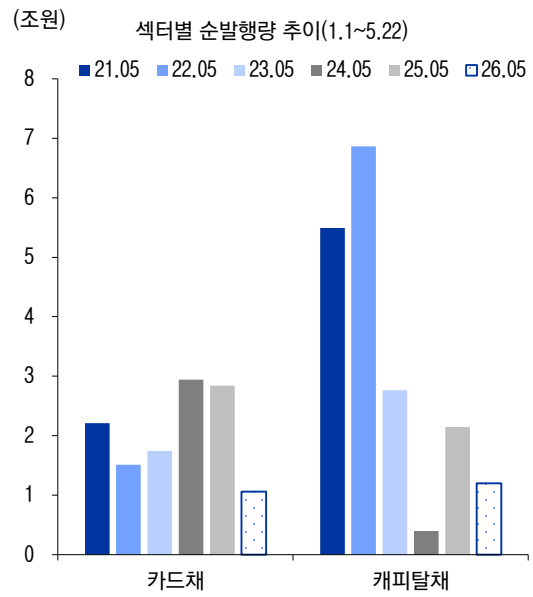
여전채 신용 스프레드 추이



'26년 여전채 발행 둔화



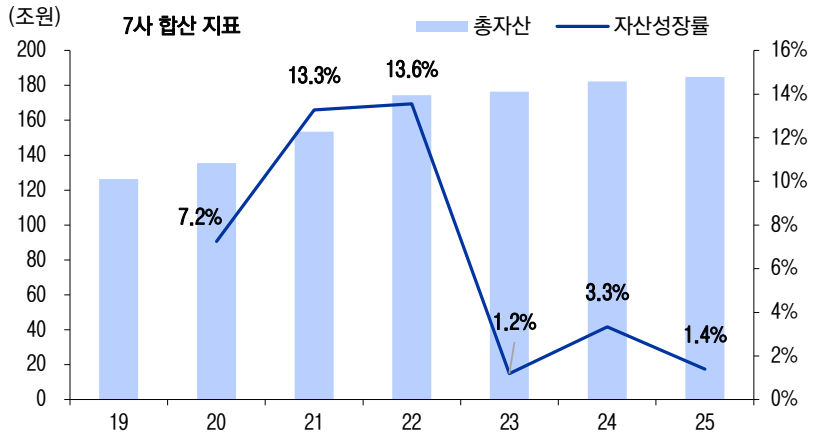
'26년 여전채 순발행 둔화



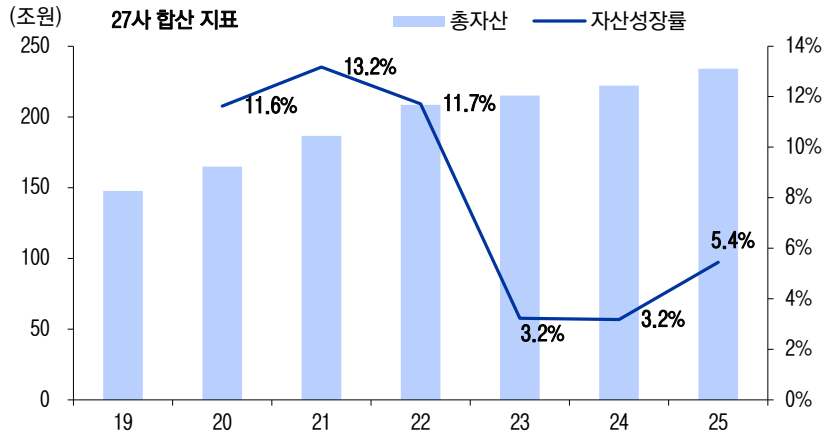
자료: 인포맥스, LS증권 리서치센터

여전사 성장세는 과거('21~'22) 대비 둔화, 건전성 지표 소폭 회복

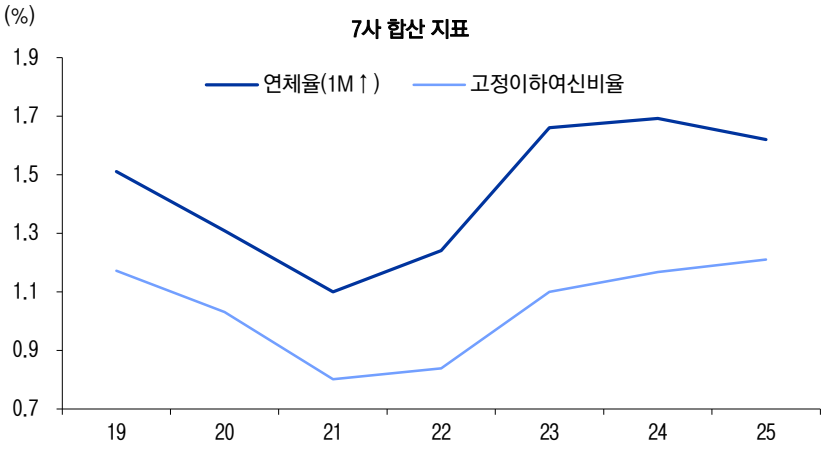
카드사 자산 성장세 둔화



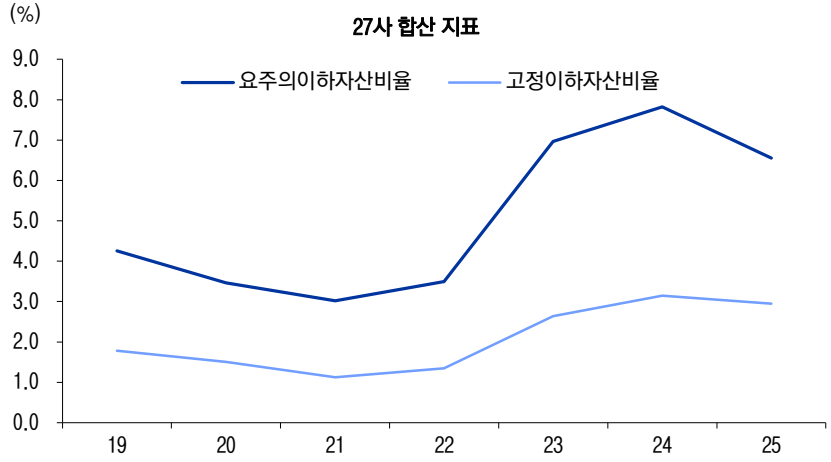
캐피탈사 자산 성장세 둔화



카드사 자산건전성 지표 소폭 개선



캐피탈사 자산건전성 지표 개선



자료: 나이스신용평가, LS증권 리서치센터

회사채 발행 둔화는 높아진 금리 레벨, 주요 그룹 실적 개선 등의 효과

● 주요 대기업집단의 실적 개선으로 회사채 발행 수요 약화

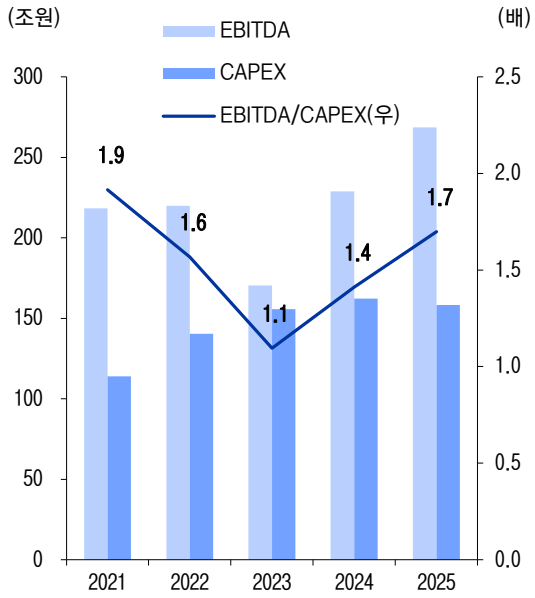
- 주요 대기업 , 특히 AI/전력인프라/유틸리티 등 AI 관련 업종, 방산, 조선 산업 영위하는 경우, 실적 개선 효과로 시장성 조달을 확대하기 보다
  ①내부 현금흐름, ②계열 내 자금 재배분, ③은행권 조달 확대, ④프로젝트성 자금 조달 등 다변화된 수단 병행 가능
  인프라 투자 영위 기업의 경우, 정책금융 및 은행권 대출 등 병행으로 회사채 의존도가 상대적으로 낮아질 가능성도 존재
- 높아진 금리 레벨과 더불어, 크레딧 시장 전반의 회사채 발행을 둔화시키는 요인

※ '25년 주요 그룹별 실적 및 유동성 수준 비교시, AI 투자 사이클, 방산 및 조선 산업 영위 그룹의 성과 개선

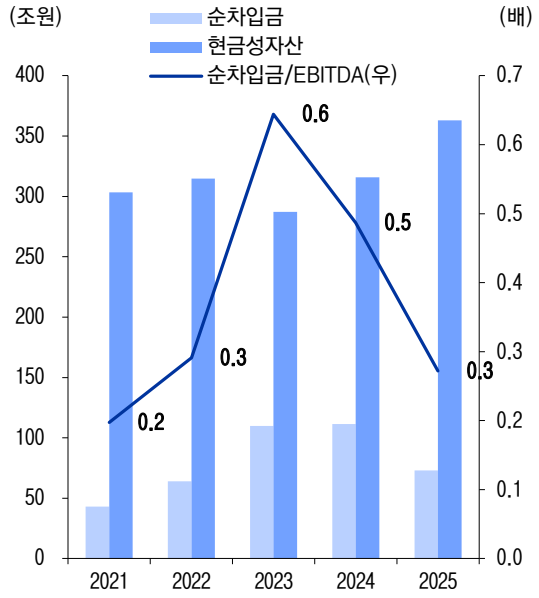
주요 그룹 주력 사업 현황

그룹	주요 영위 산업
삼성	**전자(반도체)**, 건설/조선, 2차전지/바이오 등
현대차	자동차 및 잦동차 부품, 철강, 건설, 운송 등
SK	**반도체**, 에너지/화학, 통신, 건설, 유통 등
LG	전자, 화학, 통신, SI 등
한화	석유화학, 신재생에너지, **방산, 조선**, 기타
롯데	석유화학, 유통, 호텔, 음식료, 건설 등
HD현대	**조선 및 선박서비스**, 정유, **전력기기**, 건설기계
포스코	철강, 인프라, 2차전지 소재 등
GS	에너지, 정유, 석유화학, 건설, 유통 등
CJ	식품&생명공학, 엔터/미디어, 유통
신세계	유통, 호텔, 음식료, 건설 등

주요 그룹 합산 EBITDA/CAPEX 추이



주요 그룹 합산 순차입금 등 재무 부담 추이



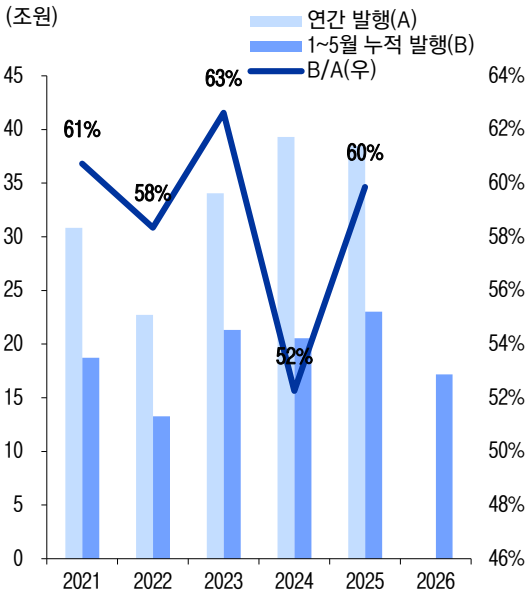
자료: 나이스신용평가, LS증권 리서치센터
주) 삼성, 현대차, SK. LG, 한화, 롯데, HD현대, 포스코, GS, CJ, 신세계 등 11대 그룹 합산

그룹사 실적 개선과 회사채 수급 변화

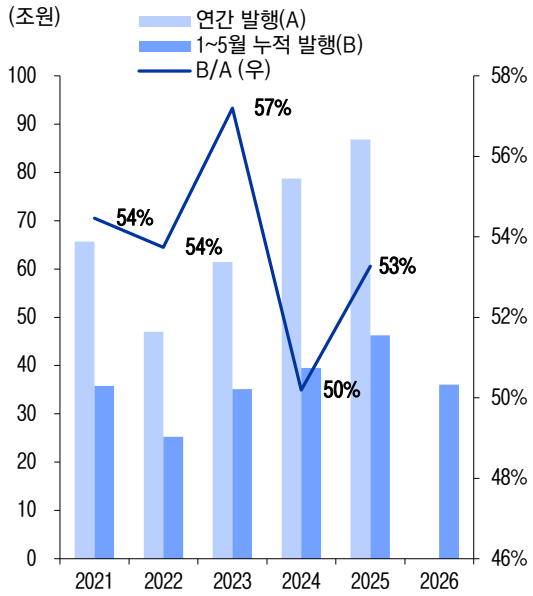
● 그룹사 실적 개선 및 은행권의 기업대출 증가(가계대출 제한) 등이 회사채 시장 수급에 긍정적 영향

- 주요 그룹사의 실적 개선은 크레딧 시장의 회사채 발행 둔화 요인 중 하나
- 메모리반도체 기업 등 실적 호조 기업의 여유 자금이 채권시장 수요로의 유입 효과도 존재
- 메모리반도체 기업 등 실적 개선 기업의 성과급 증가에 따른 금융자산 유입 확대는 간접적으로 채권 투자 수요를 지지할 가능성

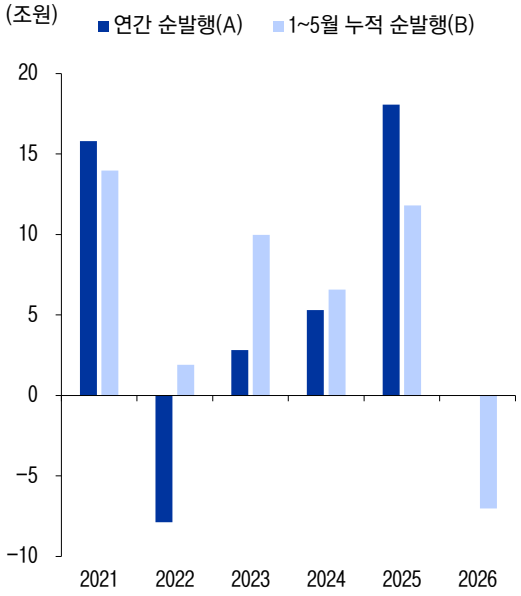
주요 그룹 회사채 발행 추이



'26년 상반기 회사채 발행 둔화



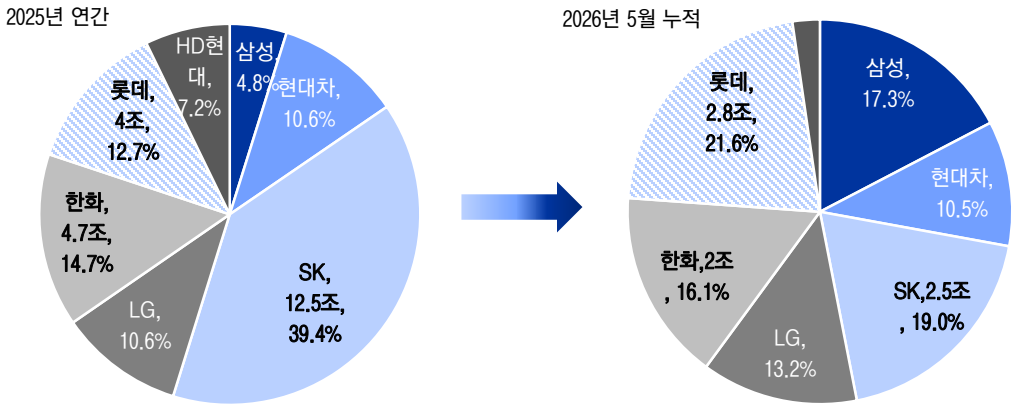
회사채 발행 둔화로 순상환 양상



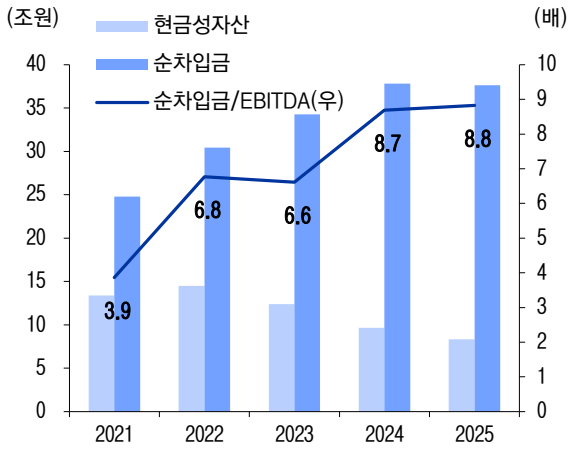
자료: 인포맥스, LS증권 리서치센터
주) 삼성, 현대차, SK, LG, 한화, 롯데, HD현대, 포스코, GS, CJ, 신세계 등 11대 그룹 합산

주요 그룹 실적 추이

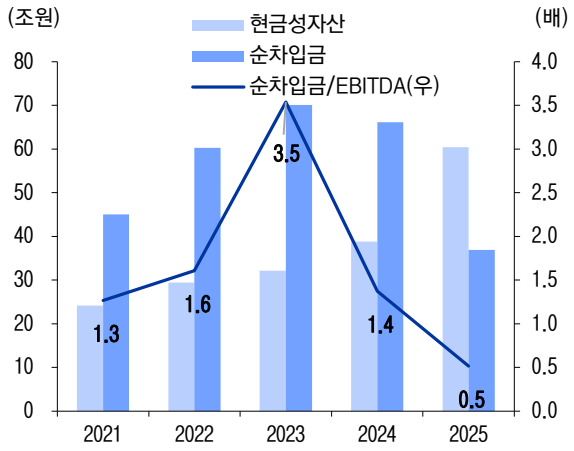
주요 그룹사 회사채 발행 비중 변화('25 연간 → '26.05 누적)



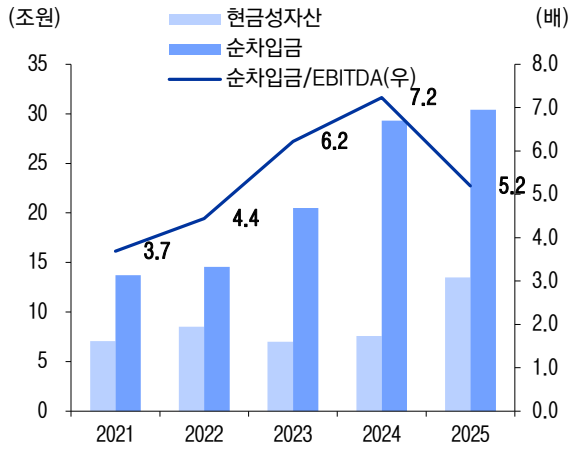
롯데그룹 재무부담 추이



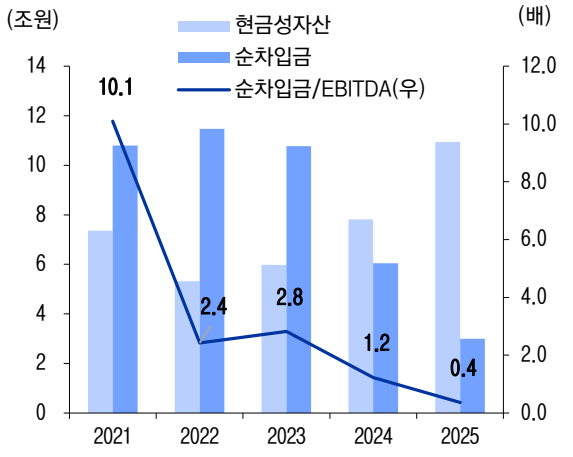
SK그룹 재무부담 완화



한화그룹 재무부담 완화



HD현대그룹 재무부담 완화



자료: 인포맥스, 나이스신용평가, LS증권 리서치센터
주)) 회사채 발행 비중은 삼성, 현대차, SK. LG, 한화, 롯데, HD현대, 포스코, GS, CJ, 신세계 등 11대 그룹 합산 회사채 발행량 대비 각 그룹 회사채 발행량의 비중 (각 기간별)

Part III

이슈 점검

변화의 시작인가?

- AI 슈퍼 사이클
- 생산적 금융
- 증권업 규제 변화

AI 슈퍼사이클과 국내 크레딧 시장

● AI 사이클의 수혜로 국내 기업 실적 개선 사례 증가

- 미-중 첨단산업 패권 경쟁과 AI 기술 발전을 배경으로 글로벌 산업 구조는 AI 슈퍼사이클 양상
- 수혜 산업인 메모리반도체, 전력기기, 원전 등 AI 인프라 관련 산업 등도 실적 개선 추세
- AA급 이상 기업의 경우 높은 현금창출력을 바탕으로 향후 CAPEX 부담을 커버하면서, 시장성 자금 조달 규모는 다소 축소될 가능성

● 펀더멘털 개선 반영되어 신용등급 상향 사례 증가, 실적 개선 장기화시 투자 매력도 확대 가능성

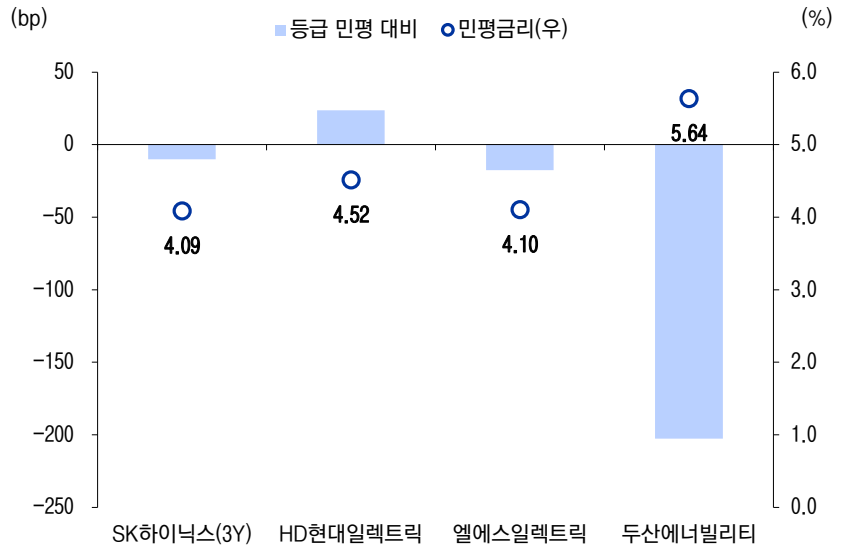
- 실적 개선 사이클의 수혜와 상대적으로 높은 캐리를 동시에 확보할 수 있다는 측면에서 비우량등급 기업의 투자 매력도 확대

AI 슈퍼사이클의 주요 수혜기업 최근 신용등급 변화(국내 신평사)

	2023.12	2024.12	2025.12	2026.05
SK하이닉스 (메모리반도체)	AA/S	AA/S	**AA/P**	**AA+/S**
HD현대일렉트릭 (전력기기)	**A-/S**	**A/P**	**A+/P**	**AA-/S**
효성중공업 (전력기기)	A/S	A/S	**A+/S, A/P**	**A+/S**
LS일렉트릭 (전력기기)	AA-/S	AA-/S	**AA-/P**	AA-/P
두산에너빌리티 (원전)	BBB+/S	BBB+/S	**BBB+/P**	**A-/S, BBB+/P**

자료: 신용평가사 3사(한신평, 한기평, 나신평), 인포맥스, LS증권 리서치센터

AI 슈퍼사이클 주요 수혜기업 최근 민평금리



글로벌 AI 칩셋 기업 & 국내 메모리 반도체 기업의 크레딧 레벨

● 글로벌 AI 칩셋 밸류체인 기업의 실적 개선과 신용등급 상향 추세

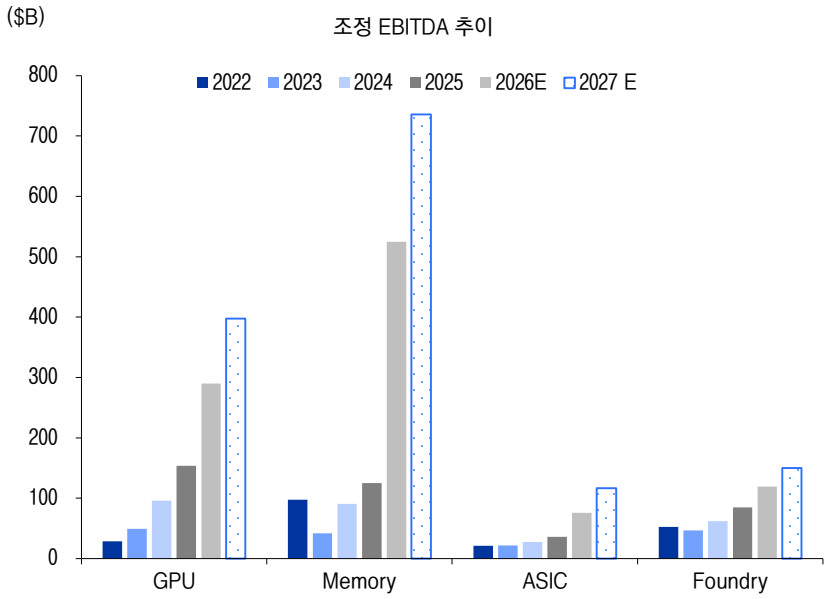
- GPU, Memory, Asic, Foundry로 구분되는 AI 칩셋 기업 전반적으로 실적 개선 추세 지속
- Moody's 및 S&P도 이러한 추세 반영, 주요 기업의 신용등급 상향 추세
- 국내 기업이 포함된 메모리 반도체의 경우 과거와 달리 선주문 기반의 장기 계약 공급 형태 증가하여, 특유의 Cyclicality를 완화하며 신용 등급의 하방 리스크 방어

AI 칩셋 기업의 최근 신용등급 (해외 신평사)

구분	기업
GPU · AI Accelerator	NVIDIA(Aa1, AA-), AMD(A1, A), Intel(Baa2, BBB)
Memory · DRAM/NAND	**Samsung Electronics(Aa2, AA-), SK Hynix(Baa1, BBB+),** Micron(Baa2, BBB)
ASIC · Networking · Connectivity	Broadcom(A3, A-), Marvell(Baa2, BBB)
Foundry	TSMC(Aa3, AA-)

자료: S&P, Moody's, 각사 IR 자료, Bloomberg, LS증권 리서치센터

메모리 부문 예상 영업수익성 확대 폭 두드러져



주) 각사 최근 4개 사업연도 추이 및 2개 사업연도 추정(결산월 상이)

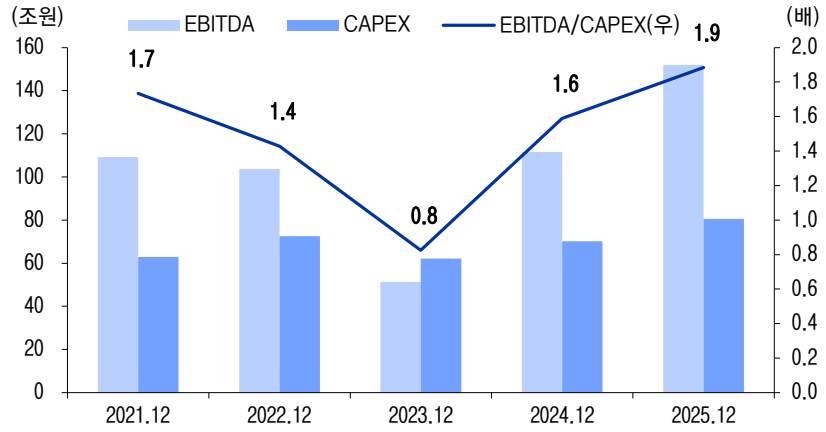
참고) 최근 글로벌 AI 칩셋 기업의 해외 신평사 신용등급 상향 추세

회사	최근 유효 등급		최근 등급/전망 변동
	S&P	Moody's	
NVIDIA	AA-/S	Aa1/P	Moody's) 등급 상향(Aa2→Aa1, 전망 Positive 유지, '26.1.20) S&P) AA-/Stable 유지('25.10.22)
AMD	A/S	A1/S	Moody's) 등급 상향(A2→A1, 전망 Positive → Stable 변경, '25.10.10) S&P) 등급 상향(A- → A, '25.01.09)
Intel	BBB/S	Baa2/S	Moody's) 등급 하향(Baa1→Baa2, 전망 Negative → Stable 변경, '25.08.12) S&P) 등급 하향(BBB+ → BBB, '24.12.10)
삼성전자	**AA-/S**	**Aa2/S**	Moody's) 등급 유지 및 전망 상향(Aa2, 전망 Negative → Stable 변경, '25.11.17) * 이전 '25.01.24에는 등급 Aa2 유지하며, 전망을 Stable→Negative로 조정했던 바 있음 * '22.09.01 등급 상향 Aa3→Aa2 S&P) 등급 지속(AA-/Stable,17.07.21)
sk하이닉스	**BBB+/P**	**Baa1/S**	Moody's) 등급 상향(Baa2/Positive→Baa1/Stable, '25.12.12) 전망 상향(Baa2/Stable → Baa2/Positive, '25.07.31) S&P) 등급 상향(BBB/Positive→BBB+/Positive, '26.02.05)
Micron	BBB/P	Baa2/S	Moody's) 등급 상향(Baa3→Baa2, 전망 Stable 유지, '26.01.08) S&P) 등급 상향(등급 상향 BBB- → BBB, 전망 Positive 유지 '26.02.26), 전망 상향(등급 유지 BBB-, 전망 상향 Stable → Positive '25.11.26)
Broadcom	A-/P	A3/P	Moody's) 등급 및 전망 상향(Baa1/Stable→A3/Positive, '25.09.22) S&P) 등급 상향(등급 BBB+ → A- 상향, 전망 Positive 유지, '25.09.17)
Marvell Technology	BBB/S	Baa2/S	Moody's) 등급 상향(Baa3→Baa2 상향, 전망 Stable 유지, '25.12.17) S&P) 등급 상향(등급 BBB- → BBB 상향, 전망 Stable 유지, '25.10.06)
TSMC	AA-/S	Aa3/S	Moody's) 등급 지속(Aa3/Stable, '18.03.12) S&P) 등급 지속(AA-/Stable, '18.09.26)

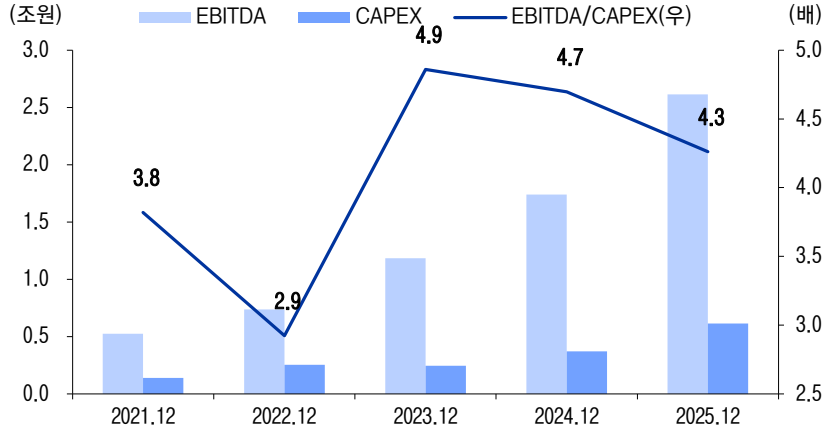
자료: Moody's, S&P, 각사 보도자료 등, LS증권 리서치센터

AI 슈퍼사이클의 국내 수혜 기업 실적 개선 (I)

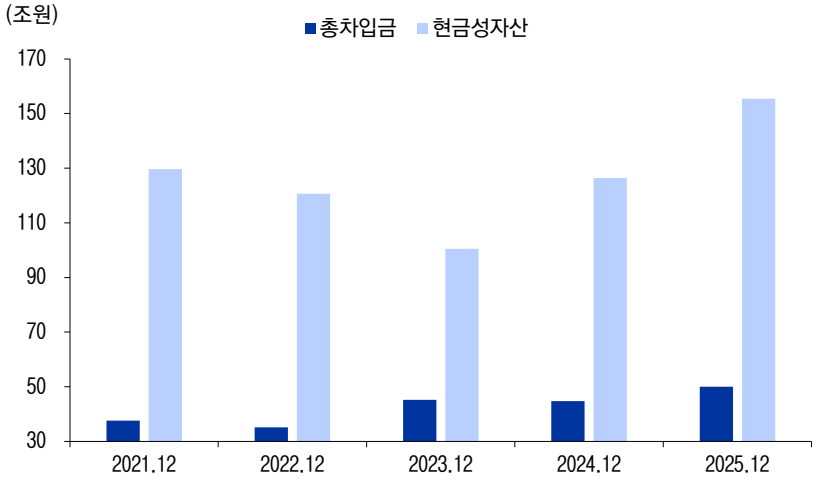
메모리반도체 기업의 영업실적 개선



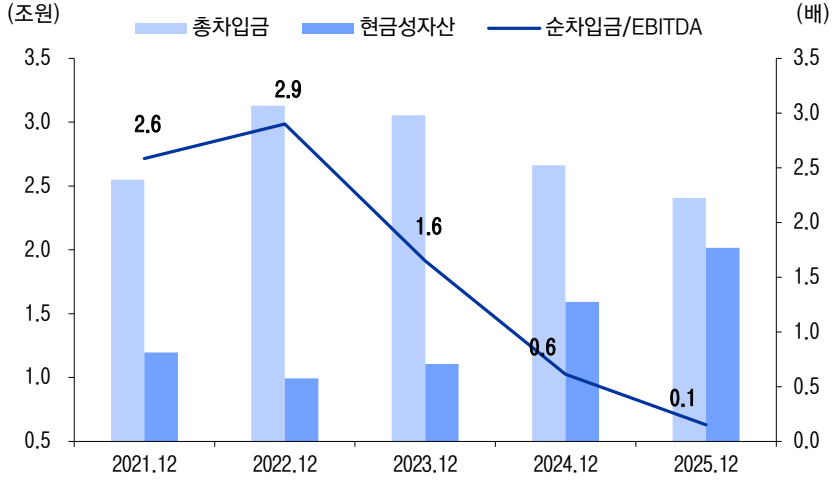
전력기기 기업의 영업실적 개선



메모리반도체 기업의 유동성 개선



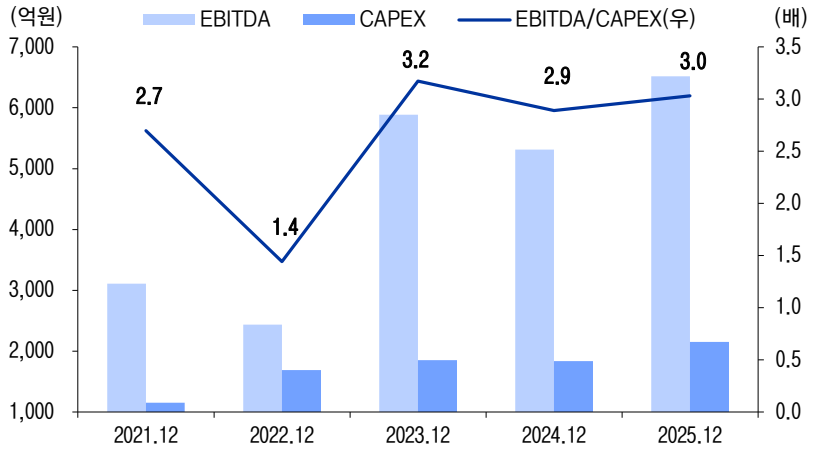
전력기기 기업의 유동성 개선 및 차입부담 축소



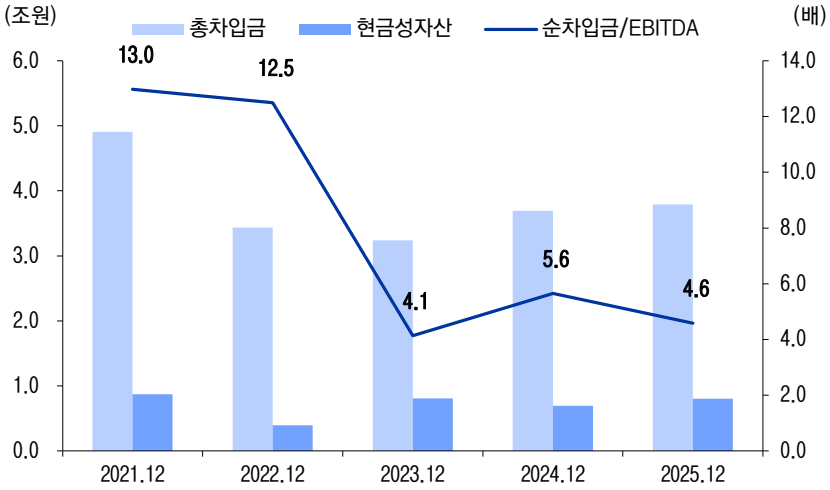
자료: Quantiwise, Dart 등 LS증권 리서치센터

AI 슈퍼사이클의 국내 수혜 기업 실적 개선 (II)

원전 관련 기업의 영업실적 개선



원전 관련 기업의 유동성 대폭 개선



자료: Quantiwise, Dart, 신용평가사 3사(한신평, 한기평, 나신평) 등 LS증권 리서치센터

AI 관련 기업, 신평사 공시 모니터링 포인트 및 정량 트리거 지표 요약

기업	등급	내용
SK 하이닉스	AA+/S	(포인트) AI 분야의 강화된 시장경쟁력과 재무안정성 지속 (한신평) 정량 트리거 지표 非제시 (한기평) 순차입금/EBITDA 부의 순차입금 (나신평) EBITDA/매출 62.9%, 순차입금/EBITDA 부의 순차입금
HD현대 일렉트릭	AA-/S	(포인트) 글로벌 전력기기 수요 성장 및 경쟁력 지속 (한신평) 조정차입금(순차입금+선수금)/총자산 16.2%, 조정차입금 0.8조원 (한기평) EBITDA Margin 26.2% (나신평) 정량 트리거 지표 非제시
효성 중공업	A+/S	(포인트) 건설부문 리스크 완화, 중공업 부문 수주경쟁력 및 이익창출력 제고 (한신평) 조정차입금(순차입금+선수금)/EBITDA 2.7배, 조정차입금 2.5조원 (한기평) 부채비율 190.3%, 순차입금/EBITDA 0.7배 (나신평) 부채비율 190.3%, 순차입금/EBITDA 0.7배
LS 일렉트릭	AA-/P	(포인트) 글로벌 전력기기 수요 추이 및 안정적 수요기반 (한신평) EBITDA/매출액 12% (한기평) 정량 트리거 지표 非제시 (나신평) 총차입금/EBITDA 2.3배
두산 에너빌리티	A-/S, BBB+/P	(포인트) 수주경쟁력 및 수익기반 개선 (한기평) 순차입금/EBITDA 4.6배 (나신평) 순차입금/EBITDA 4.6배, EBIT/매출액 7.0%

AI 슈퍼사이클, 발전사 크레딧채권 펀더멘털에도 긍정적 요인

● AI 슈퍼사이클, AI 데이터센터 확대 등으로 전력 수요 확대 및 발전사 중요도 부각

- 데이터센터 확산은 전력 소비 증가와 계통 안정성 확보 필요성 높이며, 향후 전력·발전사의 전략적 중요도 부각 통한 펀더멘털 개선 가능성
- 반면, 시장 가격은 ESG 디스카운트가 일부 반영되고 있어서, 발전자회사와 일부 민자발전사 채권은 펀더멘털 대비 높은 Yield 확보 가능
- 즉, AI 사이클에 따른 전력 수요 증가는 업권 펀더멘털의 하방을 지지하는 반면, 크레딧 채권 가격은 여전히 ESG 부담을 일부 반영하고 있어 상대적 투자 매력 존재

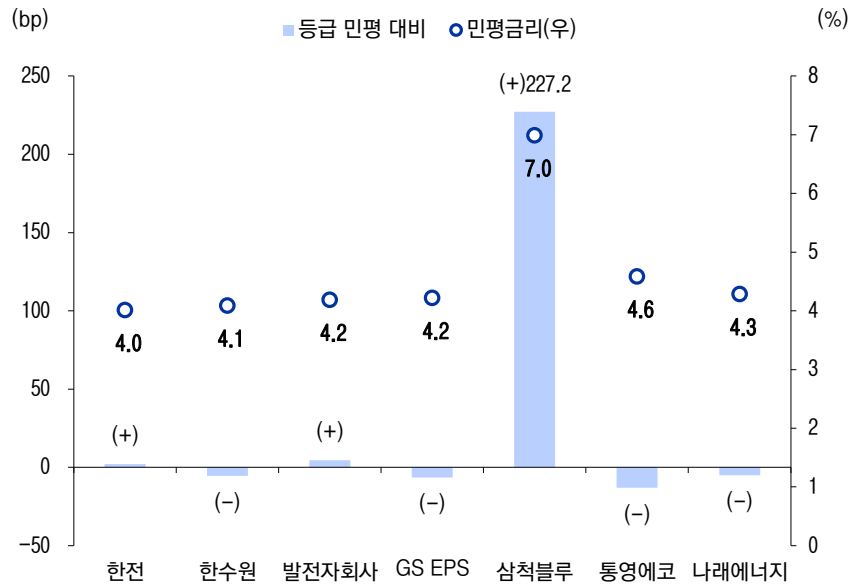
※ 정도의 차이는 있으나, 민자발전사(석탄, LNG)의 민평금리에는 ESG 네거티브 스크리닝 영향 일부 존재

- 탈석탄 금융 기조와 ESG 확산으로 석탄 비중 높은 민자 발전사는 구조적 수요 공백과 과도한 신용 스프레드 디스카운트 시현
- 한전 발전자회사 역시 원전/수력 중심인 한수원 대비 석탄 포트폴리오 부담 반영되어 동일 등급 대비 민평 스프레드가 다소 확대된 모습
- 발전자회사와 LNG 민자발전사는 국가 전력 시스템 내 핵심 기저로서, 에너지 인프라의 중요도가 확대될수록 ESG 디스카운트와 펀더멘털의 괴리 축소 가능성도 존재

발전자회사 및 주요 민자발전사

구분	기업	특징
한수원	한국수력원자력 (AAA)	ESG 수용도 높음 (상대적 기준물)
발전	5대 발전자회사 (AAA) 남동, 중부, 서부, 남부, 동서	화력 포트폴리오 반영 (완만한 디스카운트)
LNG 민자 발전	GS EPS(AA), 나래에너지서비스(AA-) 포천파워(A+/S) 통영에코파워(A+) 동두천드림파워(A/S) 평택에너지앤파워(A)	
석탄 민자 발전	삼척블루파워(A+)	ESG 회피 수요 반영 (구조적 디스카운트)

발전자회사 및 주요 민자발전사 민평금리



자료: 인포맥스, 신용평가사. LS증권 리서치센터

생산적 금융의 명암, 모험자본 확대와 크레딧 양극화 가능성

● 생산적 금융 정책에 따른 규제 완화 및 펀딩은 확대되고 있으나, 크레딧 양극화 가능성 등 리스크 요인도 존재

- 생산적 금융은 시장 자금의 흐름을 부동산 및 가계대출 중심에서 기업금융/모험자본/첨단산업 및 인프라 투자 중심으로 전환하려는 시도
- 비우량 회사채 및 모험자본 시장의 수요 기반 확장을 유도하고 있으며, 우량 크레딧물 뿐만 아니라 선별적인 A급 이하 회사채 수요 확대에 긍정적 영향
- 다만, 최근 시장의 과제는 자금 확보(펀딩) 부분이 아니라, 양질의 투자처가 많지 않은, 즉, 양질의 딜 소싱(투자)의 어려움에 있는 듯
- 생산적 금융 정책에 따른 자금 유입도 중견 기업 등 자금조달 여력이 충분한 기업 중심으로 진행될 수 있고, 정책 시행 과정에서, 성장 산업과 비성장 산업, 우량기업과 비우량기업 간 자금조달 및 실적의 양극화가 심화될 가능성 내재

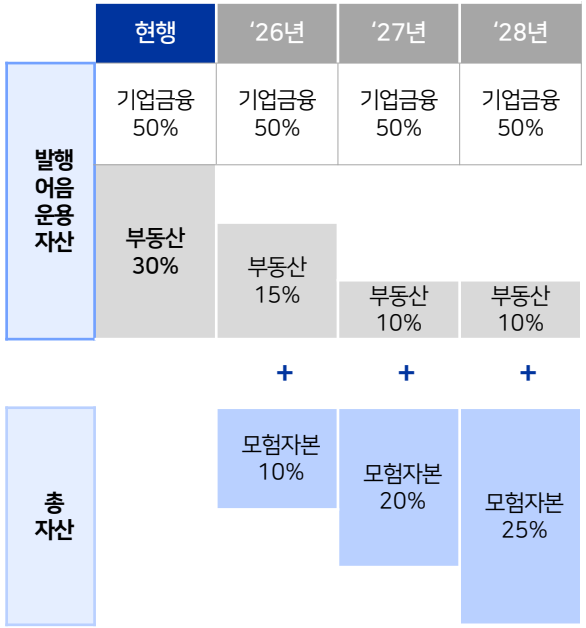
생산적 금융 정책 요약

구분
1.IMA/발행어음 사업자 확대 발행어음/IMA 조달자금의 부동산 투자 한도 제한 모험자본 의무 투자 비율 상향
2.국민성장펀드를 통한 전략산업 투자 1)전략적 거점 투자 (AI, 반도체, 바이오, 이차전지, 모빌리티 등) 2)성장 사다리 구축 지원
3.보험사 및 은행권 규제 합리화 1)위험가중치 조정(부동산→주식 및 모험자본) 2)자회사 소유 규제 완화
4.자본시장 기반의 모험자본 채널 확충 1)BDC(기업성장집합투자기구) 도입 및 활성화 2)회수시장(Exit) 다변화

증권사 IMA, 발행어음 사업자 현황

구분	등급	신용공여	전담중개	발행어음	IMA	자본	추가한도
한투	AA	O	O	O	신청	10.0	10.0
미래	AA	O	O	O	신청	9.9	9.9
NH	A+	O	O	O		7.2	7.2
삼성	AA+	O	O	신청		6.9	13.8
메리츠	AA-	O		신청		6.8	13.6
KB	AA+	O	O	O		6.6	-
하나	AA	O		신청		6.0	12.0
신한	AA	O	O	신청		5.4	10.8
키움	AA-	O		신청		5.0	10.0
계						63.8	87.3

발행어음/IMA 허가에 따른 조달 여력 확대



자료: 금융감독위 보도자료, LS증권 리서치센터

생산적 금융의 명암, 증권업계 실적 양극화

● **자기자본 규모가 일정 수준 이상인 대형증권사의 자금조달 여력 확대되며, 증권업계내 실적 양극화 확대 전망**

- 대형증권사에 대한 IMA/발행어음 인가 확대에 따른 크레딧물 수요/공급 증가 요인
- 단, 단기성 자금을 모험자본(벤처/스타트업/비상장 성장기업/인프라 등) 등에 투자하는 과정에서의 리스크 확대 가능성

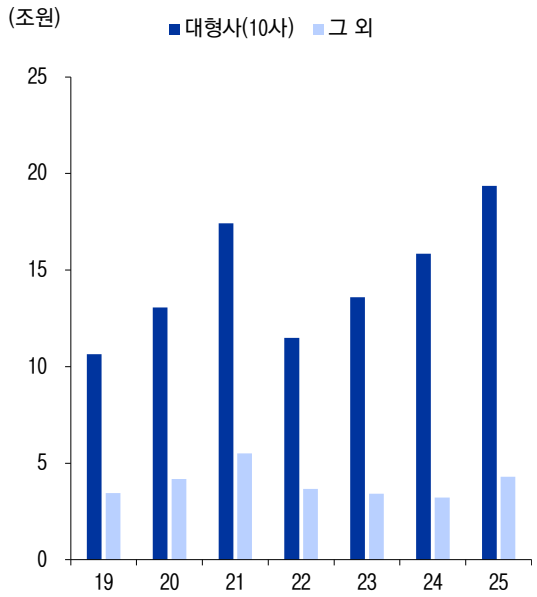
● **생산적 금융의 의미는 중장기적 방향성, 향후 성과와 리스크 관리 수준이 중요**

- 관건은 ①국민성장펀드 및 모험자본 투자가 실질적인 투자성과를 창출할 수 있는지
  ②투자금의 회수가능성을 적정 수준에서 확보할 수 있는지
  ③유동성 리스크를 통제하며 지속 가능한 자금 중개 체계를 구축할 수 있는지 여부 등

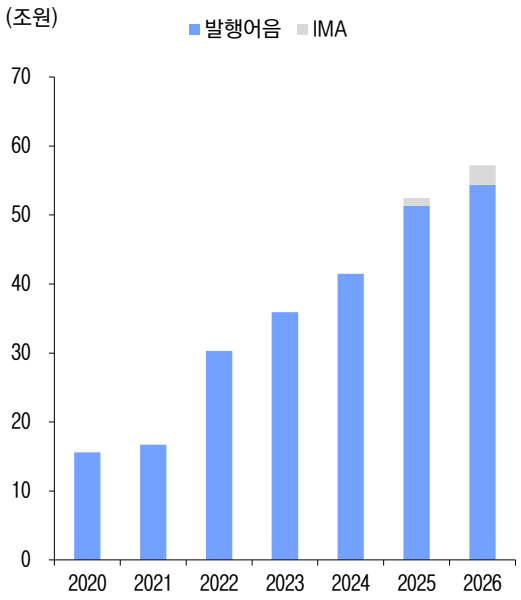
자본 규모 별 증권사 PEER

구분	대형사	중형사	소형사
자기자본	5조 이상	1조이상	1조 미만
증권사	한국투자(AA), 미래에셋(AA), NH투자(AA+), 삼성(AA+), 메리츠(AA), KB(AA+), 하나(AA), 키움(AA), 신한(AA), 대신(AA-, (3조))	교보(AA-, (2조)) 한화(AA-), 신영(AA-), 유안타(AA-), 현대차(AA-), IBK(AA-), BNK(A+), IM(A1), 유진(A)	DB(A+), LS(A), 부국(A2+), 다올(A-), SK(A-), 한양(A2), 케이프(A2-), 리딩(A3+) 등

대형사 vs. 그 외 증권사 실적 추이



증권사 발행어음 잔고 추이



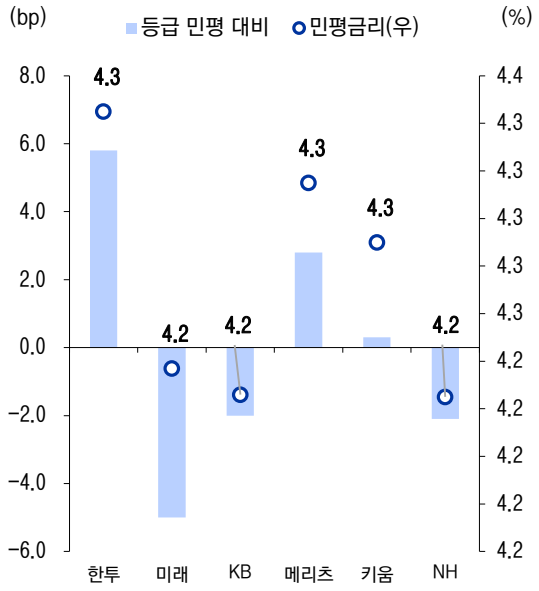
자료: 나이스신용평가, 한국기업평가, 금융위원회, LS증권 리서치센터

증권업권 유동성 리스크 관리 체계 강화 병행

● **증권업권은 생산적 금융 정책에 따른 외형 확대 가능성 존재하며, 선제적 유동성 규제 강화 시도도 병행 예정**

- 대형 증권사를 중심으로 자금 확충 진행되는 가운데, 회사채 공급 부족 환경과 맞물려 최근 회사채 발행 수요예측 호조세 지속
- 금융업권 PF대출 규모는 점진적 축소세 시현 중으로, 부동산PF 관련 유동성 리스크 완화 흐름
- 금융당국은 유동성 비율 규제 적용대상 확대 및 新조정유동성비율 도입 등을 포함한 증권업권 유동성 규제 개정안 발표
  → 정책 지원과 건전성 규제 강화가 병행되는 가운데, 우량 증권사 중심의 성장세 지속 가능성 존재

대형 증권사 민평금리 (최근 발행사)

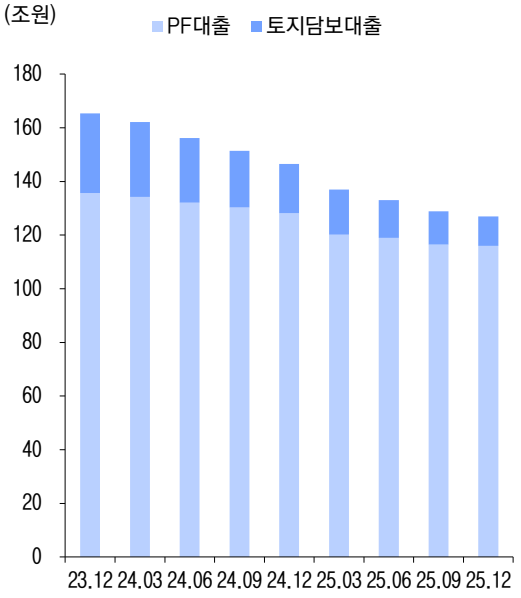


자료: 인포맥스, 한국기업평가, 금융위원회, LS증권 리서치센터

증권사 유동성 규제 강화 ('26.05.18)

구분	내용
조치	증권사 유동성 관리 강화 위한 개정안 발표 『금융투자업 규정』,『금융투자업규정시행세칙』
시행시기	26년 5.21~6.30 의견수렴 거쳐 확정, '27.1.1부터 시행 예정
주요 내용	'①전체 증권사 대상으로 유동성 규제(*) 적용 확대 (기존 종투사 및 파생결합증권 발행사에만 적용→ 일부 외국계 지점 제외 49개 증권사) (*)1개월 및 3개월 유동성비율 100% 이상 유지 ②新조정유동성비율 도입으로 위기시 유동성 리스크 반영 강화 ③시장 스트레스 상황에서 증권사의 실질적 위기 대응 역량 점검 및 상시 리스크 관리 체계 강화를 유도하는 목적
유동비율 산정방식 정교화	①유동자산에 자산별 가격변동위험 고려한 할인율 적용 ②RP담보 채권은 유동자산에서 전액 차감 ③유동부채에 채무보증 등 우발채무 가산 ④펀드 유동화 기간 현실화 등 보수적 유동성 관리 유인 제공
우발채무 산정방식	①대출·출자약정은 전액, ②차환발행증권에 대해서는 증권사의 단기신용등급별로 차등화된 비율 혹은 채무 보증이행률 중 높은 값 적용하여 우발채무에 가산

금융업권 PF대출잔액 등은 축소세



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 조수희).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.