

FIXED INCOME STRATEGY

2026. 6. 30

글로벌채권팀

김은기 팀장/Credit Analyst
creditbond.kim@samsung.com

본 자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보 제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료는 합리적인 정보를 바탕으로 작성된 것이지만, 투자권유의 적합성이나 완전성을 보장하지 못합니다. 따라서 투자 판단의 최종 책임은 투자자 본인에게 있으며, 본 자료는 어떠한 경우라도 법적 책임소재의 증빙으로 사용될 수 없습니다.

삼성증권



2026년 하반기 크레딧 시장 및 회사채 발행 시장 전망

금리 인상이 크레딧 시장에 주는 명암

금리 인상이 크레딧 시장에 주는 명암

금리가 인상될 때 단기금리 상승에 따른 부담으로 크레딧 스프레드 약세 전망, 강세 시기는 기준금리 인상 후반부로 판단

올해 하반기 크레딧 시장의 관심은 기준금리 인상에 따른 영향일 것이다. 기준금리 인상 초반에는 단기금리 상승에 따른 기업들의 조달 코스트 상승과 투자자 수요 측면에서 단기 캐리 수요 감소로 크레딧 스프레드 확대 등 부정적인 요인을 야기한다. 그러나 기준금리 인상 후반부에는 최종 기준금리 레벨에 대한 불확실성이 해소되면서 채권 금리가 하락하고, 투자자 수요가 증가한다. 올해 하반기에는 주로 기준금리 인상에 따른 부정적인 요인들이 크레딧 시장에 영향을 줄 것으로 예상된다. 결국 크레딧 시장의 회복은 올해 연말 단기 금리 상승과 크레딧 스프레드 확대 등 부정적인 요인이 끝나고, 내년 연초에나 나타날 전망이다. 섹터별로는 수급에 따른 차별화가 나타날 전망이다. 대표적으로 기준금리 인하기에 설정이 많았던 레포펀드의 경우, 기준금리 인상기에 단기금리 상승으로 인해 환매가 나타날 전망이다. 따라서 레포펀드가 투자를 많이 했던 여전채는 회사채 대비 약세를 보일 전망이다.

기준금리 인상에 따른 크레딧 채권의 투자 수요가 감소하는 하반기에 발행 증가에 따른 수급 부담은 크지 않을 전망이다. 재정 확대에 따른 공사채 발행이 상반기보다는 증가할 전망이다. 또한 발행 구조가 상저하고 형태의 은행채 특성상 상반기보다는 하반기에 발행이 증가할 전망이다. 그러나 현재 높은 금리 레벨에서 여전채 및 회사채 발행은 크게 감소할 전망이다. 은행채와 반대로 상고하저의 발행 패턴을 가지는 회사채 발행은 올해 상반기에 이어 하반기에도 순상환이 지속될 전망이다.

올해 상반기 회사채 발행의 특징은 높은 회사채 발행 금리 대비 낮은 CP 금리로 인해 단기 조달이 크게 증가하면서 회사채 순상환이 나타났다는 점이다. 게다가 상반기에 국채 금리 상승이 지속되면서 회사채 발행은 더욱 더 감소했다. 하반기에도 회사채 순상환 기조가 지속되면서 발행 시장의 부진은 이어질 전망이다. 기준금리 인상으로 인해 단기금리가 상승하겠지만, 그래도 여전히 회사채 대비 낮은 금리 수준을 보이면서 회사채 발행은 하반기에도 위축될 전망이다. 회사채 시장의 회복은 올해 하반기보다는 내년 연초로 전망한다. 올해 연말 단기자금 유출과 내년 상반기까지 이어질 기준금리 인상을 감안해 단기 금리가 크게 상승할 전망이다. 단기 금리 상승은 기업들이 더 이상 단기자금 조달에 의존하지 않고, 장기 자금인 회사채를 발행할 니즈가 생기게 된다. 게다가 투자자 수요도 기준금리 인상 후반부에 진입하면서 높아진 절대 금리 메리트로 회사채 투자 수요가 늘어나면서 내년 연초 발행 증가와 낮은 발행 스프레드로 회사채 발행 시장이 회복될 것으로 전망한다.



리서치센터 글로벌채권팀
김은기 팀장/Credit Analyst
creditbond.kim@samsung.com

REPORT CONTENTS

01	하반기 크레딧 수급 전망	4p
02	하반기 크레딧 스프레드 전망	20p
03	하반기 크레딧 채권 투자 전략	28p
04	하반기 회사채 발행 전략	32p

PART

01

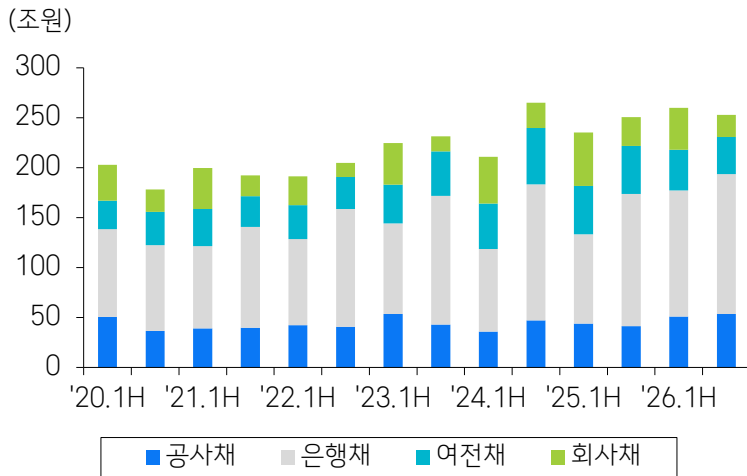
하반기 크레딧 수급 전망

공사채 및 은행채 위주로 발행 증가, 회사채 및 여전채 발행 감소

상반기에 비해 하반기에는 공사채 및 은행채 순발행이 확대될 전망이나, 여전채와 회사채는 상반기에 이어 발행이 부진할 전망

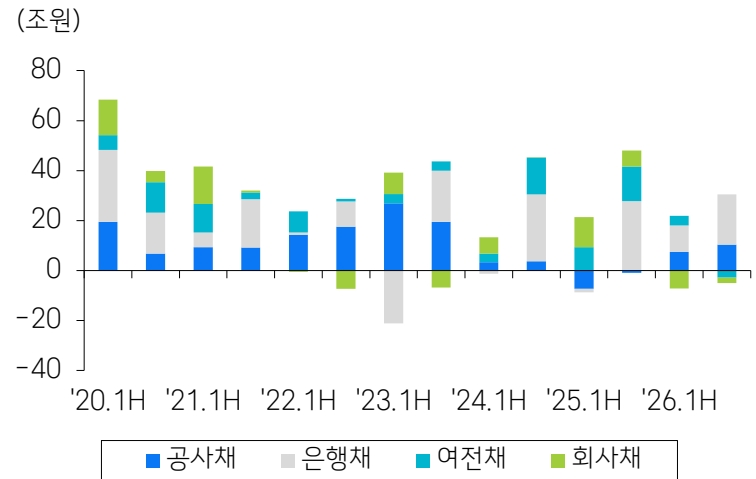
- ▶ 하반기 공사채 발행은 재정지출 증가에 따른 사업 확대로 발행이 증가할 전망이며, 특히 한전/LH공사채 위주로 순발행이 증가할 전망
- ▶ 은행채 발행은 하반기 계절적 요인에 따른 발행 증가와 특수은행채 발행 증가로 인해 하반기 은행채 순발행은 증가할 전망
- ▶ 다만, 높은 금리 레벨로 인해 여전채 및 회사채 발행이 만기 대비 크게 감소하면서 상반기에 이어 하반기에도 발행이 부진할 전망

발행: 하반기 크레딧 발행은 상반기와 비슷한 수준을 유지할 전망



참고: 크레딧 채권(공사채+은행채+여전채+회사채: 일반 무보증 회사채)
 자료: Infomax, 하반기 발행 규모는 삼성증권 추정

순발행: 상반기에 비해 공사/은행채 순발행 확대, 여전/회사채 순상환 심화



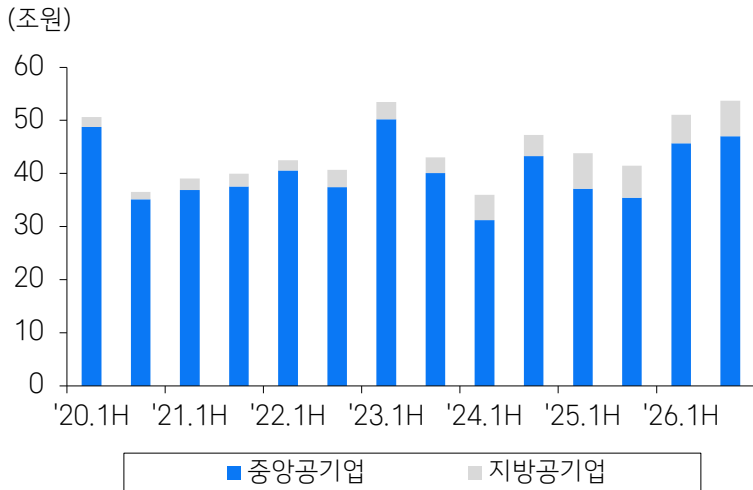
참고: 크레딧 채권(공사채+은행채+여전채+회사채: 일반 무보증 회사채)
 자료: Infomax, 하반기 순발행 규모는 삼성증권 추정

공사채: 재정 확대 기조로 인해 하반기 순발행 증가는 지속될 전망

재정 확대 기조로 인해 상반기 발행이 전년 동기 대비 증가했으며, 하반기에도 순발행 증가 등 공사채 발행 증가 기조는 지속될 전망

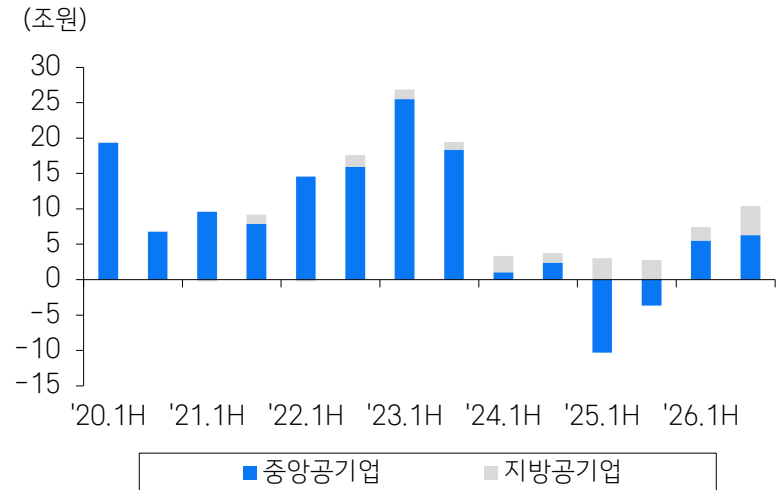
- ▶ 중앙공기업은 재정의 집행을 담당하면서 재정 정책의 영향을 많이 받아, 올해 및 내년 재정 확대 기조 하에서 공사채 발행이 증가할 전망
- ▶ 특히 상반기 높은 금리 레벨과 발행 자제 등에도 불구하고, 상반기 공사채 발행은 전년 동기 대비 크게 증가했음
- ▶ 높은 발행 금리에도 불구하고, 하반기에도 재정 확대 기조로 인해 공사채 발행이 지속되면서 순발행은 상반기 대비 증가할 전망

발행: 올해 상반기 공사채 발행 증가에도 하반기 발행 규모는 상반기 대비 증가



참고: 공사채(중앙공기업+지방공기업)
자료: Infomax, 하반기 발행 규모는 삼성증권 추정

순발행: 작년 순상환됐던 공사채는 재정확대 기조 하에서 순발행으로 전환



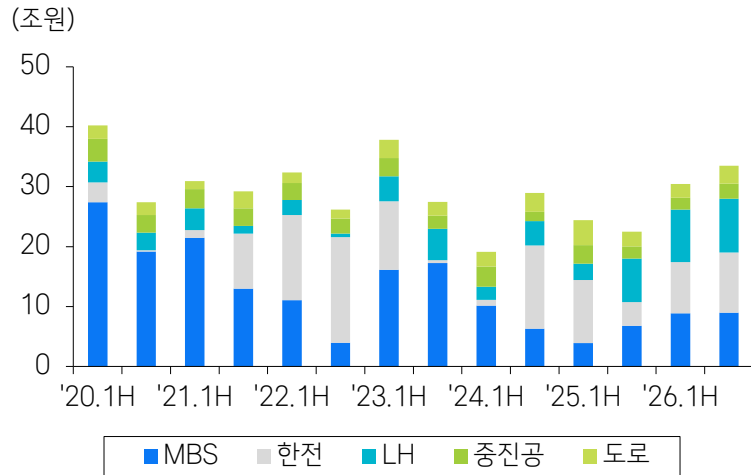
참고: 공사채(중앙공기업+지방공기업)
자료: Infomax, 하반기 순발행 규모는 삼성증권 추정

공사채: 한전과 LH공사 위주로 발행 규모가 증가할 전망

중앙 공기업 중 한전채와 LH공사채 발행 증가가 지속될 전망이며, 하반기 순발행도 증가할 전망

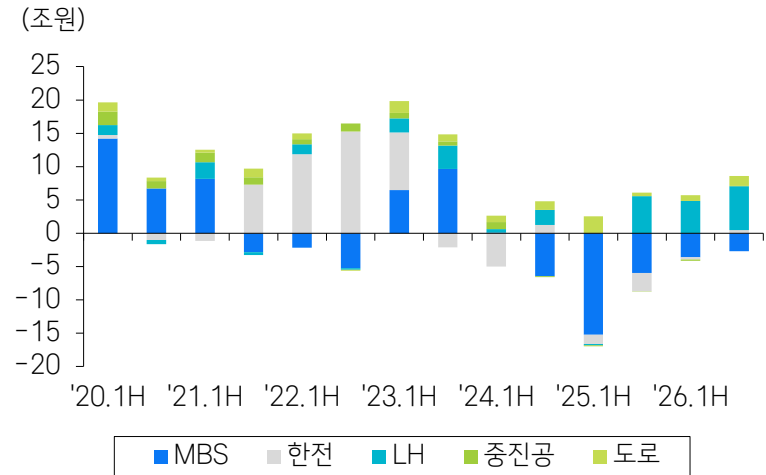
- ▶ 올해 상반기 한전채는 발행이 다시 증가하면서 순상환 규모가 크게 감소했으며, 하반기에도 발행이 증가하면서 순발행으로 전환될 전망
- ▶ LH 공사채는 정부의 주택 공급 증가 정책에 따라 택지 공급을 늘리면서 사업 확대에 따른 발행 증가는 지속될 전망
- ▶ MBS는 순상환 기조는 유지하겠지만, 대출 규제 속에서 저소득층 지원을 위해 이전보다는 발행이 소폭 증가할 전망

발행: 중앙공기업 중 한전채와 LH공사채 위주로 발행이 크게 증가할 전망



참고: 발행 규모가 큰 MBS, 한전, LH, 중진공, 도로공사 위주
 자료: Infomax, 하반기 발행 규모는 삼성증권 추정

순발행: 한전채는 순발행으로 전환, LH공사채는 순발행이 증가할 전망



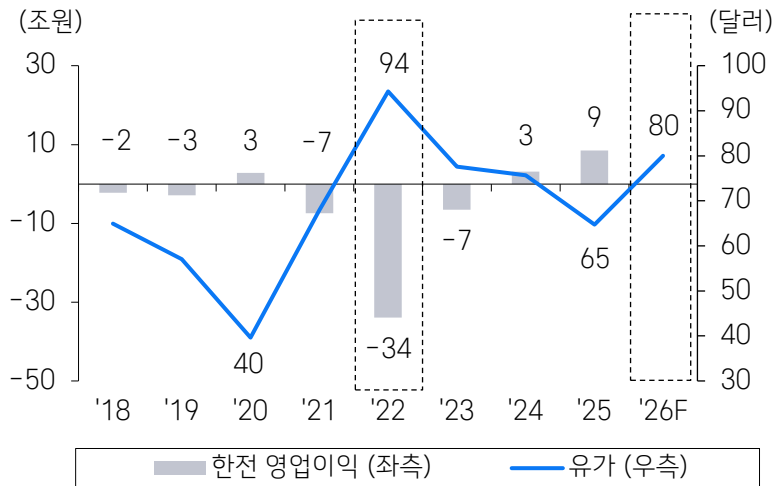
참고: 발행 규모가 큰 MBS, 한전, LH, 중진공, 도로공사 위주
 자료: Infomax, 하반기 순발행 규모는 삼성증권 추정

공사채: 상반기 높은 유가 레벨로 인해 한전채 발행이 다시 증가할 우려

상반기 미-이란 사태로 인해 높아진 유가 레벨과 3분기 전력 수요 성수기 진입으로 하반기 한전채 발행이 다시 증가할 우려

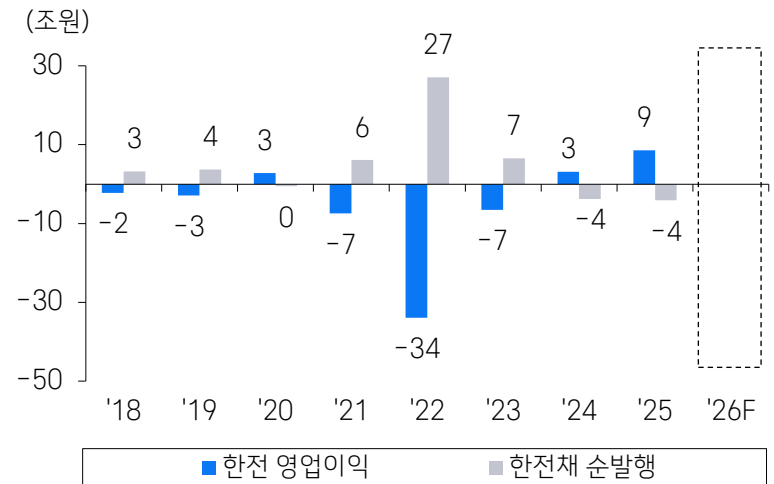
- ▶ '22년 러-우 전쟁의 영향으로 유가가 급등하면서, 한전의 대규모 영업 적자 발생
- ▶ 한전의 대규모 영업적자로 인해 한전채 순발행이 급증하면서, '22년 당시 한전채 發 수급 부담이 가증 → 회사채 시장 구축
- ▶ 상반기 미-이란 사태로 인해 높은 유가 레벨과 3분기 전력 수요 성수기 진입으로 하반기 한전채 발행 증가 우려가 재부각되고 있음

'22년 러-우 전쟁 당시 유가 급등으로 한전의 대규모 적자 → 올해 유가 상승



참고: 한전 영업이익(별도기준), WTI 현물(연도별 평균)
자료: Infomax

한전 영업이익과 순발행 대칭 관계: 유가 급등→영업적자→한전채 발행 증가



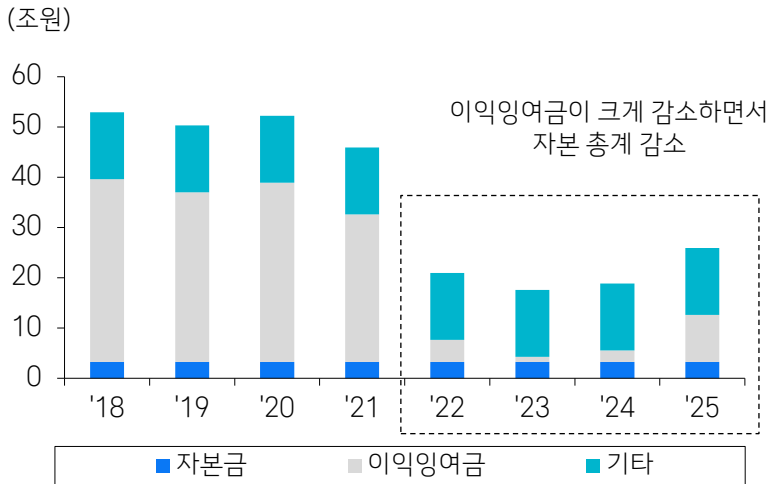
참고: 한전 영업이익(별도기준), 한전채 연도별 순발행량
자료: Infomax

공사채: 한전의 자본 총계 감소로 '27년까지 예외적인 사채발행한도 증가

'22년 유가 급등으로 한전의 대규모 적자로 인해 자본 총계 감소로 사채발행 한도 감소 → '27년까지 예외적인 사채발행 한도 증가

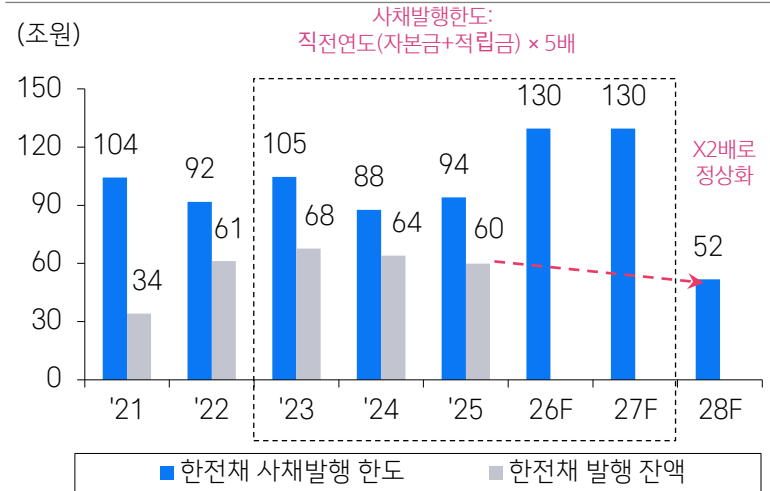
- ▶ '22년 러-우 전쟁의 영향으로 유가가 급등하면서, 한전의 대규모 영업 적자가 발생 → 이익 잉여금 감소로 자본 총계 감소
- ▶ 한전채 발행 증가에 따른 발행 잔액 증가와 사채발행한도 감소로 2027년까지 예외적으로 사채발행한도 증가(2배 → 5배)
- ▶ 2028년부터 사채발행한도 정상화를 위해서는 자본금이 회복되거나 한전채 발행 잔액을 줄여야 하는 부담이 존재

'22년 대규모 적자로 인해 이익잉여금이 크게 감소하면서, 자본 총계가 감소



참고: 한전 자본 총계(별도기준)
자료: 전자공시시스템

'28년 사채발행한도 정상화를 위해서는 '26~'27년 10조원의 순상환 필요



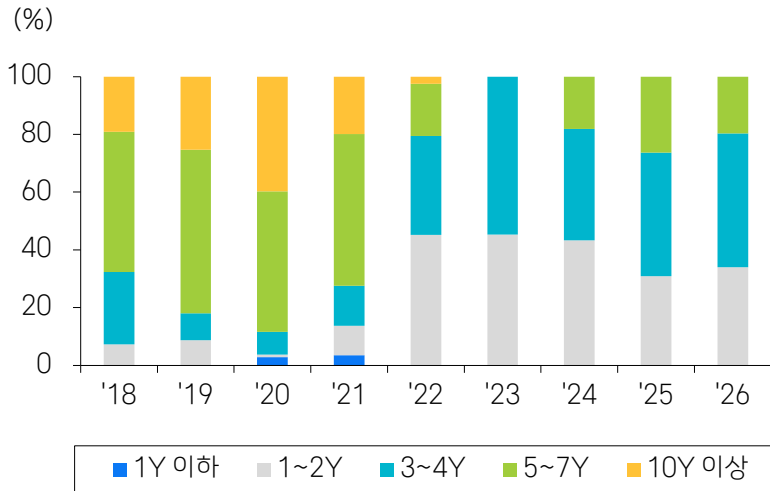
참고: 한전 사채발행 한도 및 발행 잔액, '27~'28년 추정치는 '25년말 자본총계 유지 가정
자료: 전자공시시스템, 삼성증권 추정

공사채: 대규모 만기가 도래하는 '26~27년 순상환 기조의 지속 여부가 중요

'28년 사채발행한도 정상화를 위해 영업현금흐름을 통한 만기 도래하는 채권의 순상환이 필요 → 고유가 장기화 시 순상환이 어려울 전망

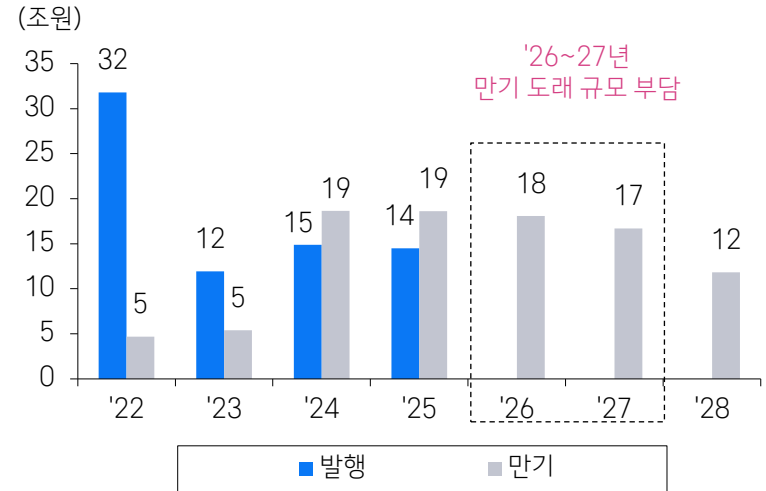
- ▶ 한전은 '28년 정상화될 사채발행한도를 염두해 두고, '22년 이후 2년 이하 단기채 위주로 발행
- ▶ '25년말 자본총계를 기준으로 추정해 볼 때, '28년 사채발행한도를 맞추기 위해서는 앞으로 약 10조원 규모의 순상환이 필요
- ▶ 올해/내년 만기는 18조원/17조원으로 영업현금흐름을 통해 일정 수준의 순상환이 필요 → 고유가 장기화 시 순상환이 어려울 전망

사채발행한도 정상화에 대한 대비로 '22년 이후 2년 이하 단기채 위주 발행



참고: 한전채 만기별 발행 비중, '26년은 3월까지 발행 기준
자료: Infomax

고유가 장기화 시, '26~27년 17~18조원의 만기 도래 부담



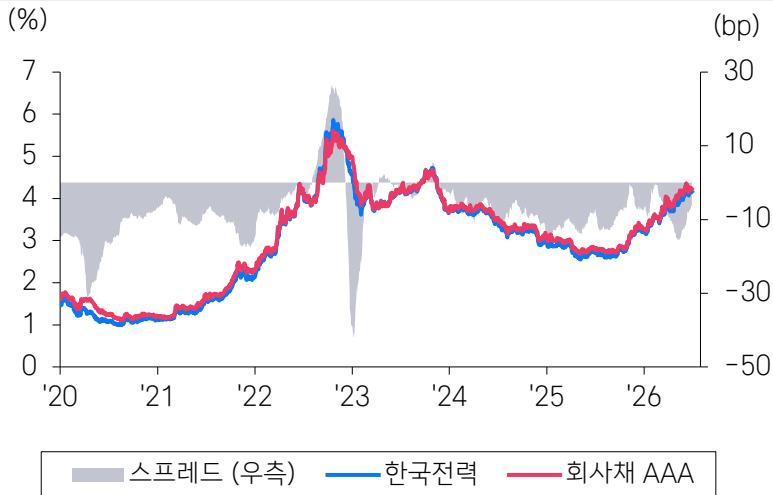
참고: 한전채 연도별 발행 및 만기 도래 규모
자료: Infomax

공사채: 아직 한전채가 회사채를 구축할 정도의 금리 상승은 아님

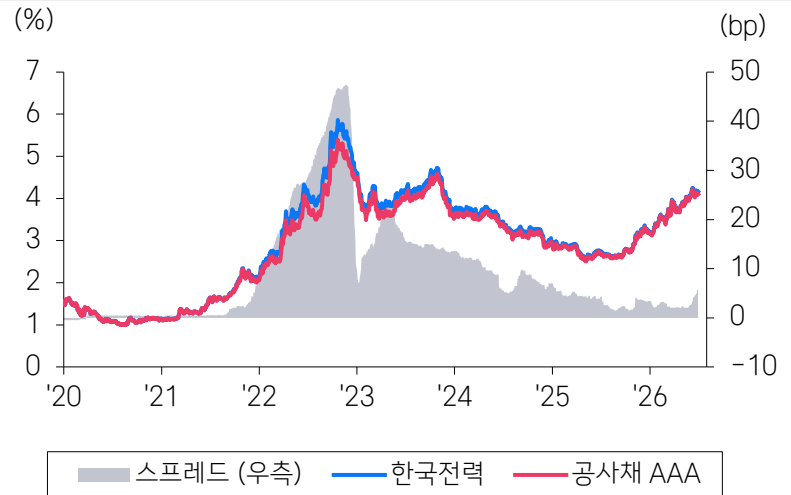
한전채 금리 레벨이 높은 수준을 보이고 있으나, 회사채와 역전 및 공사채 대비 큰 폭의 약세를 보이는 상황은 아님

- ▶ 유가 상승과 국채 금리 상승으로 인해 한전채 금리가 상승하면서 한전채 금리가 회사채 시장을 구축할 수 있다는 우려가 커짐
- ▶ 한전채 금리 레벨이 높으나, 레고랜드 사태처럼 한전채 금리가 회사채 금리보다 높은 수준을 보이고 있지는 않음
- ▶ 공사채와 비교해도 과거 대비 공사채 대비 한전채의 약세 폭은 크게 심하지 않아 한전채가 회사채를 구축할 정도는 아님

한전채 금리는 높은 수준이나, 레고랜드 사태와 같이 회사채와 역전은 아님



레고랜드 사태와 비교했을 때, 공사채 대비 한전채 약세가 심하지 않음



참고: 한국전력 및 회사채 AAA등급 민평 금리(3년물 기준)
자료: Infomax

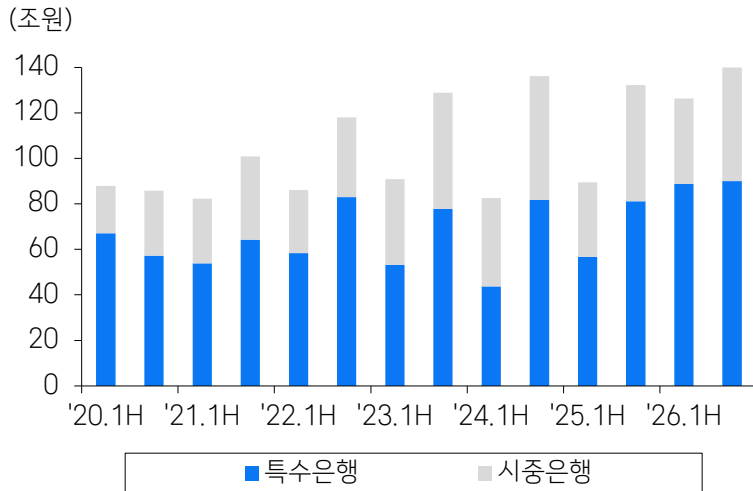
참고: 한국전력 및 공사채 민평 금리(3년물 기준)
자료: Infomax

은행채: 상저하고의 발행 특성상 올해 하반기 발행은 상반기보다는 증가할 전망

은행채의 상고하저 발행 특성으로 하반기 발행이 증가, 특히 시중은행채보다는 특수은행채 중심으로 발행이 증가할 전망

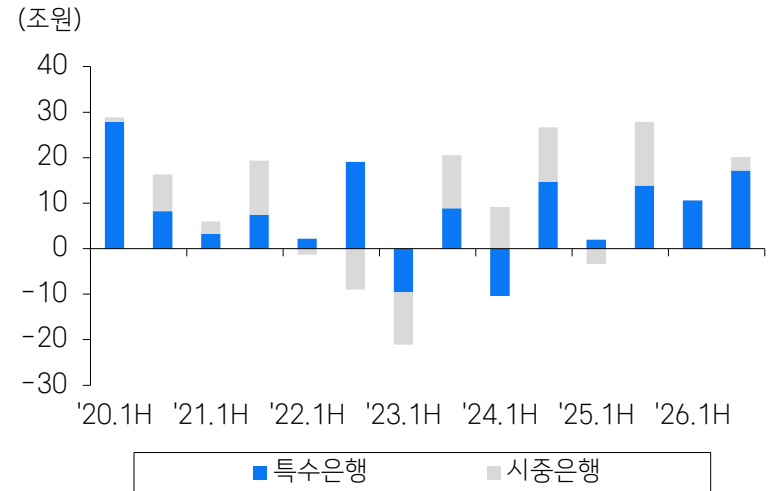
- ▶ 연말 은행의 유동성 규제 강화로 인해 '21년 이후 은행채 발행 패턴은 상반기 발행보다 하반기 발행이 많아지는 상저하고 패턴을 보임
- ▶ 올해 상반기 은행채 발행은 예년보다 크게 증가했으며, 이는 작년 하반기 이후 특수은행채 발행이 크게 증가했기 때문임
- ▶ 시중은행채 발행은 크지 않은데, 하반기 은행채 발행 증가도 특수은행채 발행이 주요한 요인으로 자리 잡을 전망

발행: 최근 은행채 발행은 작년 하반기 이후 특수은행채 위주로 발행이 증가



참고: 특수은행(기업, 산업, 수출입은행), 시중은행(지방은행 포함)
 자료: Infomax, 하반기 발행 규모는 삼성증권 추정

순발행: 시중은행채보다 특수은행채 순발행이 크게 증가



참고: 특수은행(기업, 산업, 수출입은행), 시중은행(지방은행 포함)
 자료: Infomax, 하반기 순발행 규모는 삼성증권 추정

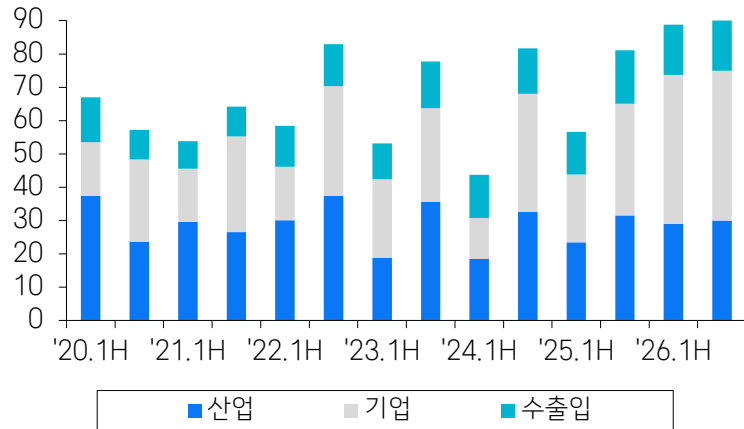
은행채: 특수은행채 중 산금채보다 중금채 발행이 크게 증가

특수은행채 발행이 크게 증가했으며, 이중 산금채 발행보다는 중금채(중소기업은행채) 발행이 크게 증가

- ▶ 작년 하반기 이후 특수은행채 발행이 크게 증가했으며, 이와 같은 특수은행채 발행 중 산금채보다는 중금채 발행이 크게 증가함
- ▶ 최근 중금채 발행 증가가 LCR 규제에 의한 일시적 발행에도 하반기 만기 규모와 중소기업 지원 정책으로 산금채보다 발행이 클 전망이다
- ▶ 그러나 산금채도 첨단전략산업기금채(정부보증) 형태로 발행이 증가할 여지가 있어, 하반기 특수은행채 발행 증가는 지속될 전망

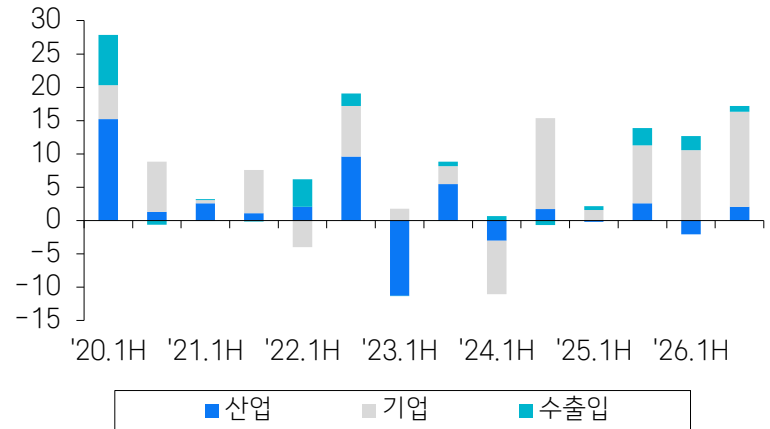
발행: 작년 하반기 이후 중금채 발행이 크게 증가하면서 특수은행채 발행 주도

(조원)



순발행: 특수은행채 순발행에서도 작년 하반기 이후 중금채가 대부분을 차지

(조원)



참고: 특수은행채(산업, 기업, 수출입은행)
자료: Infomax, 하반기 발행 규모는 삼성증권 추정

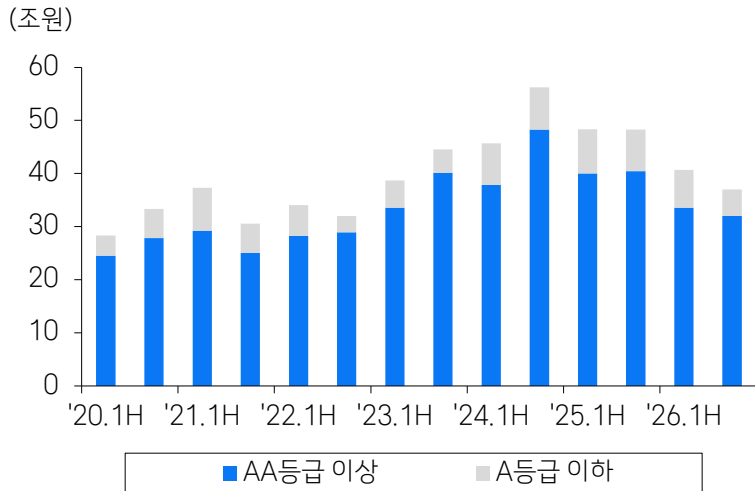
참고: 특수은행채(산업, 기업, 수출입은행)
자료: Infomax, 하반기 순발행 규모는 삼성증권 추정

여전채: 발행 금리 상승으로 인해 하반기 여전채 발행은 감소할 전망

금리 인상으로 여전채 발행 금리 상승과 레포펀드 환매에 따른 매수 수요 감소에 따른 발행 여건 악화로 하반기 여전채 발행 감소 전망

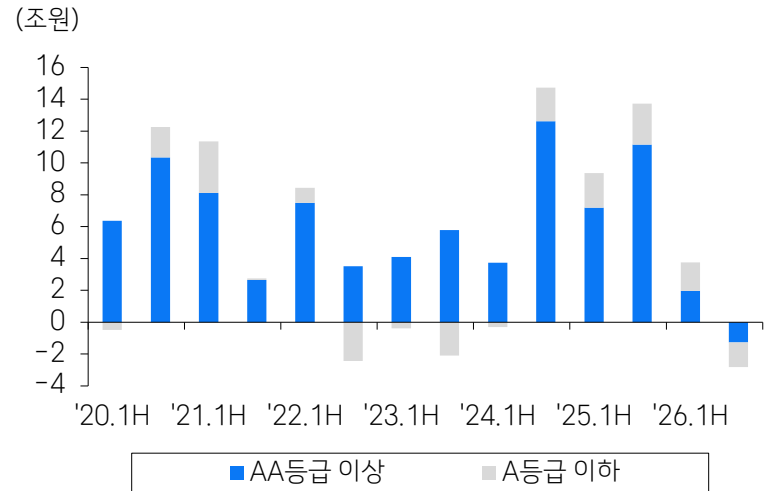
- ▶ '24년 하반기 레포펀드의 여전채 매수와 단기 금리 대비 상대적으로 낮은 채권 금리로 인해 여전채 발행이 크게 증가함
- ▶ 여전채 발행은 여전사 자산 성장률 둔화와 올해 발행 금리 상승으로 인해 여전채 순발행이 급격히 감소하면서 발행이 크게 둔화됨
- ▶ 하반기에는 금리 인상에 따른 레포펀드 환매 및 리테일 채권 판매 부진이 우량/비우량 여전채 수요 감소로 인해 여전채는 순상환될 전망

발행: '24년 하반기 이후 여전채 발행 규모는 지속적으로 감소 추세



참고: 여전채(카드+캐피탈채)를 등급별로 구분
 자료: Infomax, 하반기 발행 규모는 삼성증권 추정

순발행: 높은 금리 등 발행 여건 부진으로 하반기 순상환으로 전환될 전망



참고: 여전채(카드+캐피탈채)를 등급별로 구분
 자료: Infomax, 하반기 순발행 규모는 삼성증권 추정

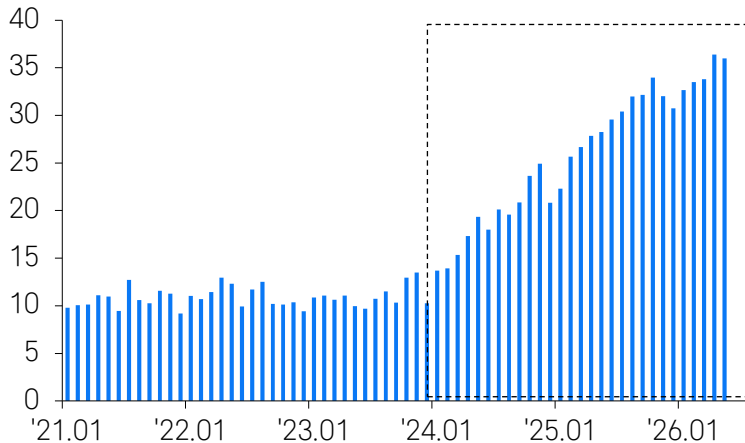
여전채: 금리 상승으로 레포펀드 환매에 따른 여전채 발행 여건이 악화될 우려

'24년 이후 여전채 수요에 가장 큰 역할을 했던 레포펀드의 환매에 따른 여전채 수요 감소로 여전채 발행 여건은 악화될 전망

- ▶ '24년 이후 레포펀드의 여전채 매수가 증가하기 시작하면서 우호적인 발행 여건으로 여전채 발행이 본격적으로 증가했음
- ▶ 금리 인하 시기에 단기 조달 금리 하락에 따른 레포펀드 설정이 반대로 금리 인상기에 단기 조달 금리 상승으로 레포펀드 환매가 발생
- ▶ 올해 하반기 이후 금리 인하가 시작되면서 레포펀드 환매에 따른 여전채 발행 여건이 악화되어 하반기 여전채 발행이 감소할 전망

'24년 이후 레포펀드를 통해 여전채 매수가 큰 폭으로 증가

(조원)



참고: 여전채 기관간Repo 매입증권 잔량(월말)
자료: Infomax

레포펀드의 여전채 매수로 인해 여전채 스프레드 축소 등 발행 여건이 개선



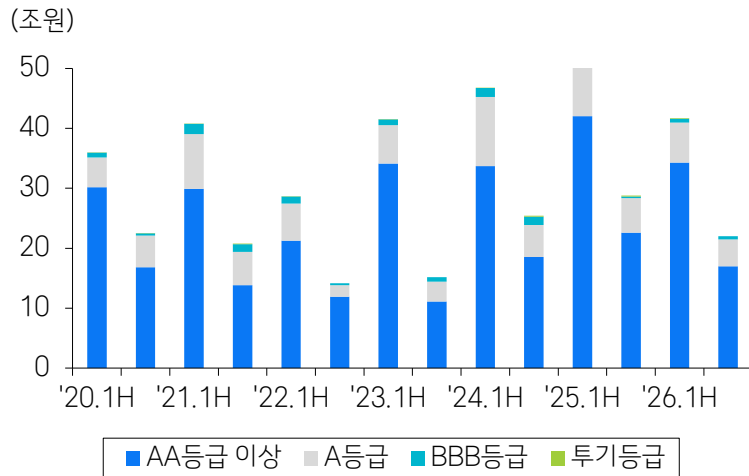
참고: 여전채-회사채 스프레드(AA-등급, 3년물)
자료: Infomax

회사채: 상고하저의 회사채 발행 특징상 하반기 회사채 발행 감소 전망

금리 인상으로 회사채 발행 금리 상승과 하반기 만기 감소로 인해 하반기 회사채 발행은 크게 감소할 전망

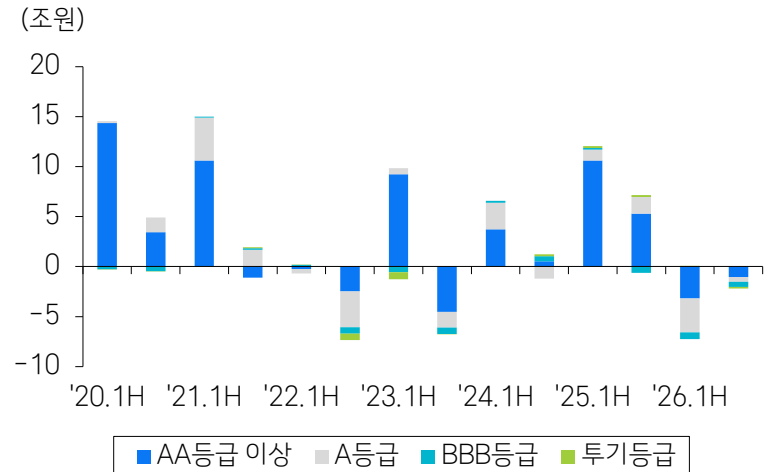
- ▶ 회사채 발행의 특징은 상고하저 형태로 상반기 발행이 많고, 하반기 발행이 크게 감소하는 특징을 보임
- ▶ 여전히 높은 국채 금리와 확대된 크레딧 스프레드로 인해 하반기 회사채 발행은 감소할 전망
- ▶ 특히 하반기 만기 도래 규모가 적어 실제 회사채 발행이 크게 감소할 전망 → 내년 연초 발행이 증가할 전망

발행: 상고하저의 발행 특징 상 하반기 회사채 발행은 상반기 대비 감소할 전망



참고: 일반 무보증 회사채를 등급별로 구분
 자료: Infomax, 하반기 발행 규모는 삼성증권 추정

순발행: 올해 상반기 대규모 순발행에 이어 하반기에도 순발행이 이어질 전망



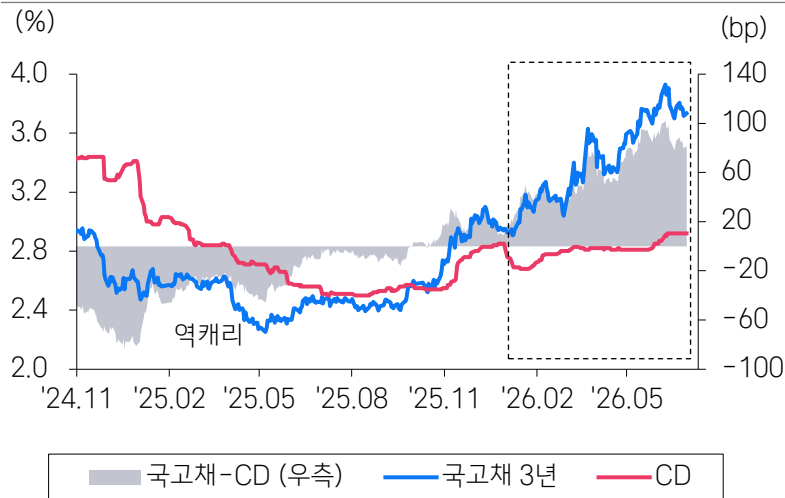
참고: 일반 무보증 회사채를 등급별로 구분
 자료: Infomax, 하반기 순발행 규모는 삼성증권 추정

회사채: 낮은 단기금리로 인해 회사채보다는 은행 대출 및 CP 발행이 유리

기준금리 인상을 선반영한 채권 금리로 인해 국채 및 회사채 금리 대비 CD 및 CP 등 단기 금리는 매우 낮은 수준을 유지하고 있음

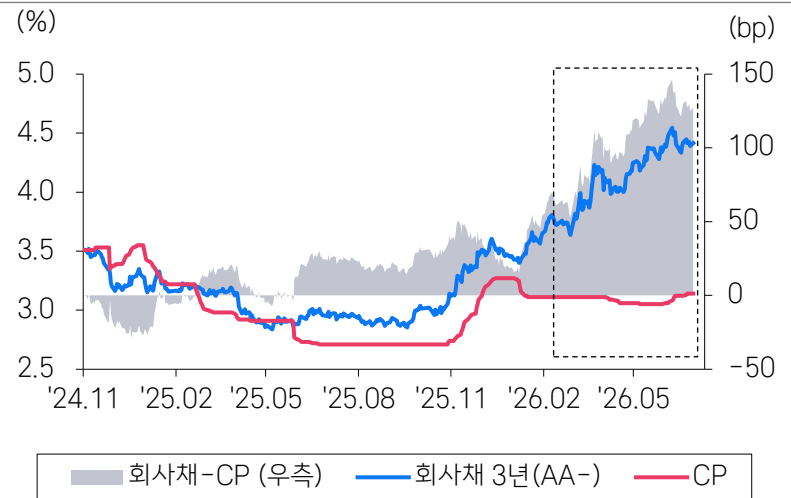
- ▶ 향후 기준금리 인상을 선반영한 국채 및 회사채 금리 상승에도 상대적으로 CD/CP 등 단기 금리 상승은 제한적
- ▶ 작년 같은 기간과 비교해 볼 때, 기업의 자금 조달 방식은 회사채보다는 조달 코스트가 낮은 은행 대출/CP 발행을 통해 이루어짐
- ▶ 7월 금리 인상 전망과 반기말 단기금리 상승에도, 여전히 국채 및 회사채 대비 금리가 크게 낮은 수준으로 회사채 발행은 감소할 전망

국채 금리 대비 CD금리가 낮아, 회사채보다 은행 대출이 유리할 수 있음



참고: CD 3개월 금리와 국채 3년 금리 추이
자료: Infomax

CP금리와 회사채 금리의 격차가 확대되어 CP를 통한 단기자금 조달이 유리



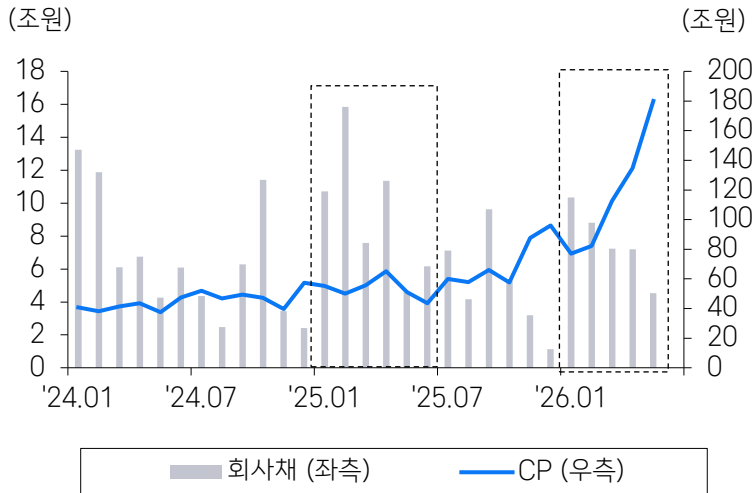
참고: CP(A1등급, 3개월) 금리 및 회사채(AA-등급, 3년) 금리 추이
자료: Infomax

회사채: 올해 상반기 일반 기업 위주로 CP 발행이 크게 증가

작년과 달리 올해 회사채 발행이 감소하는 대신 CP금리가 크게 증가하면서, 장기 채권 자금을 단기 자금으로 대체하는 모습이 나타남

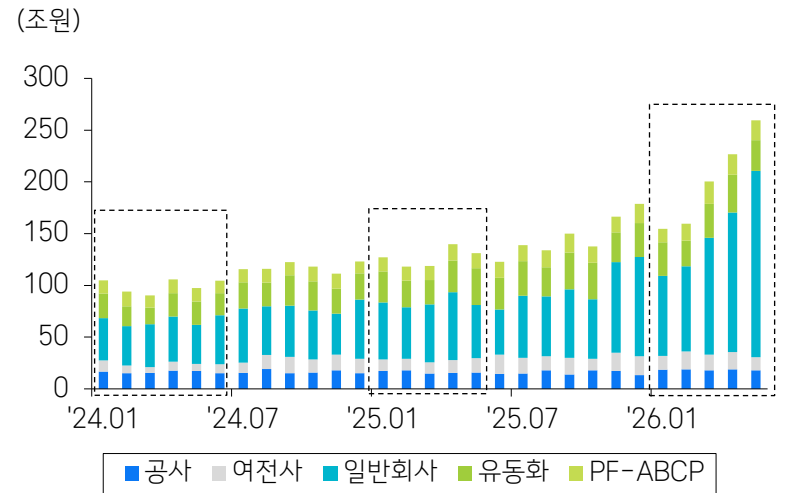
- ▶ 올해 상반기 회사채 발행이 크게 감소한 만큼, 같은 기간 CP발행이 예년에 비해서 큰 폭으로 증가하면서 단기 자금 조달이 증가함
- ▶ 여전채도 회사채 만큼은 아니어도 작년 하반기 이후 CP 발행 증가와 여전채 감소가 나타나면서 단기 자금 조달이 증가함
- ▶ 낮은 CP금리와 높은 회사채 금리로 인해 장기 채권을 대체하는 단기 자금 조달이 증가 → 하반기에도 단기 자금 조달이 이어질 전망

올해 일반기업 회사채 발행은 감소 추세를 보인 반면, CP 발행이 크게 증가



참고: 월별 일반 회사채 및 회사CP(전단체 포함) 발행 추이
자료: Infomax

올해 CP(전단체 포함) 발행이 증가하는 가운데, 일반 기업 위주로 발행 증가



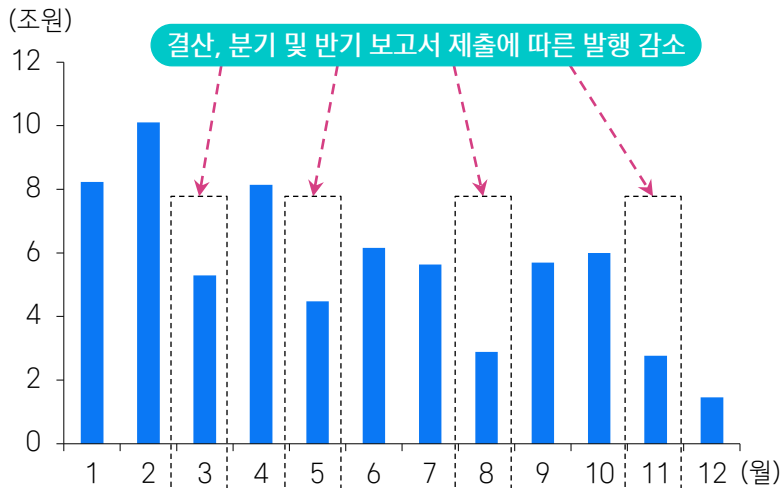
참고: 발행주체별 CP(전단체 포함) 발행 추이
자료: Infomax

회사채: 작년 대비 올해 하반기 회사채 발행 부진이 지속될 전망

높은 금리 레벨로 인해 올해 상반기 회사채 발행은 순상환됐으며, 하반기 회사채에는 만기 감소로 인해 하반기 회사채 발행이 감소할 전망

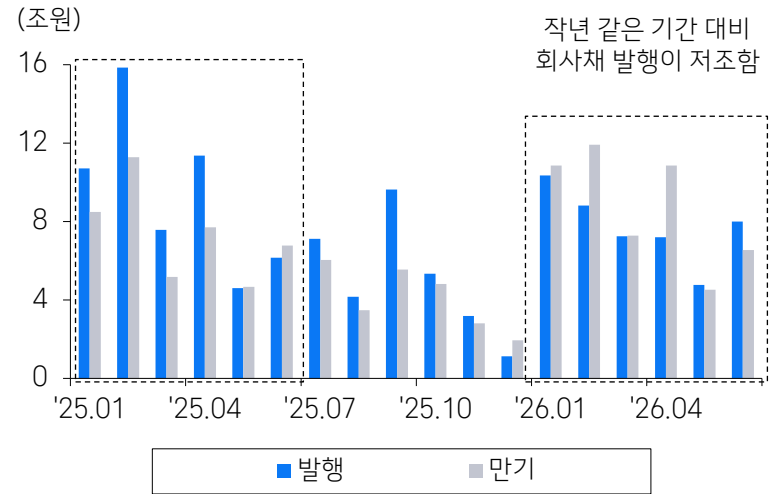
- ▶ 회사채 발행이 많은 상반기 동안 올해 회사채 발행은 작년과 달리 상환 대비 발행이 크게 감소하면서 순상환 기조가 지속됨
- ▶ AA-등급 3년 만기를 기준으로 4% 중반을 상회하는 회사채 금리 레벨에서 회사채 발행보다 조달 코스트가 낮은 대출/CP 조달을 늘림
- ▶ 9~10월 발행이 증가하는 시기이지만, 회사채 금리가 여전히 높은 수준으로 발행이 감소하며 11~12월은 연말로 인해 발행이 감소

5월 중순 1분기 검토 보고서 제출에 따른 회사채 발행 감소가 나타날 전망



참고: 최근 5년간 월별 일반 회사채 평균 발행 규모
자료: Infomax

작년 같은 기간에 비해 올해 회사채 발행은 만기 대비 적은 순상환이 지속됨



참고: 일반 회사채 월별 발행 및 만기
자료: Infomax

PART
02

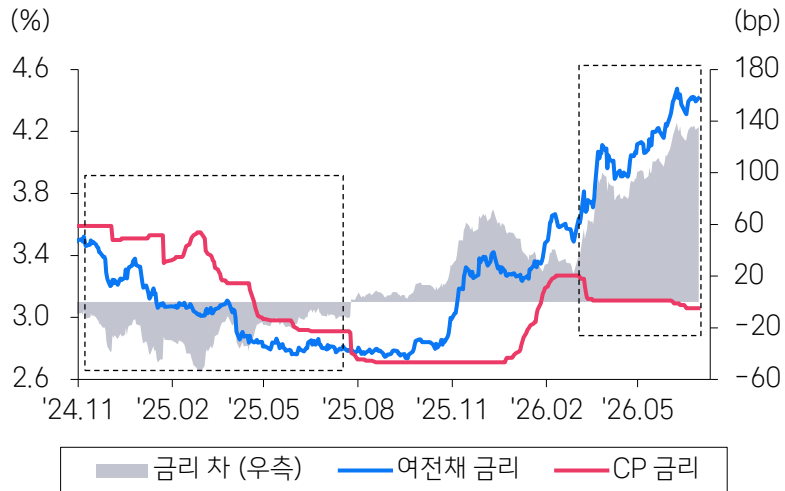
하반기 크레딧 스프레드 전망

낮은 단기 금리와 롤링효과에 따른 2년물 캐리 수요로 크레딧 스프레드 축소

상대적으로 낮은 단기금리로 인해 2년 이하 구간의 가파른 수익률 곡선에 따른 롤링효과로 2년물 여전채의 캐리수요로 인한 투자 확대

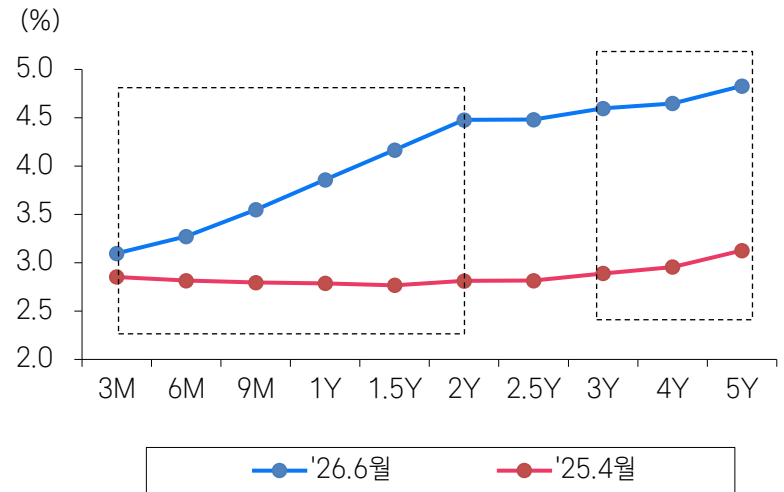
- ▶ 올해 국채 금리가 큰 폭으로 상승하면서 여전채 금리도 급등세가 지속됐으나, CP 등 단기금리는 하향 안정화되면서 금리 격차가 커짐
- ▶ 작년 같은 기간과 비교해 볼 때 낮은 단기금리와 급등한 국채 금리로 인해 2년 이하 구간에서 가파른 수익률 곡선(커브 스틱)을 형성
- ▶ 2년 이하 구간의 롤링효과와 캐리수요로 2년물 여전채 투자 수요가 확대됐으며, 이로 인해 4~5월 크레딧 스프레드가 축소로 전환

올해 들어 여전채 금리 상승세 지속에도 단기금리인 CP금리는 낮은 수준 지속



참고: 여전채 금리(AA-등급, 2년), CP금리(A1등급, 3개월)
 자료: Infomax

작년에 비해 2년 이하 구간 가파른 수익률 곡선(커브스틱)으로 롤링효과가 큼



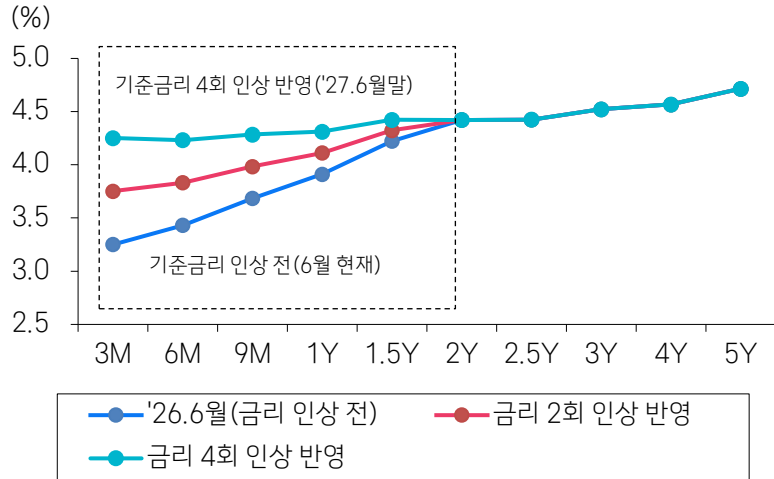
참고: 만기별 수익률 곡선(여전채 AA-등급), '25년 4월말과 '26년 6월(현재) 비교
 자료: Infomax

올해 기준금리 인상으로 인해 단기금리 상승에 따른 롤링효과 축소

올해 기준금리 인상 횟수가 2회 인상으로 나타날 경우, 2년 이하 커브 스틱이 상당히 완만해지면서 롤링효과가 크게 축소될 전망

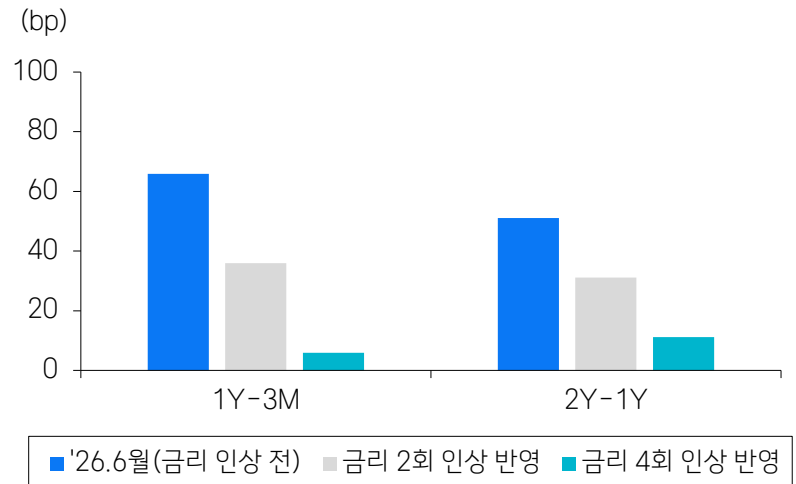
- ▶ 올해 기준금리 동결에서 인상으로 전망이 빠르게 바뀔 뿐만 아니라, 5월 금통위 이후 올해 2회 이상 인상 전망이 빠르게 확산됨
- ▶ 기준금리 인상 전 만기 수익률 곡선에서 2년 이하 구간에서 강한 롤링효과가 나타났으나, 2회 이상 인상 시 롤링효과가 크게 축소됨
- ▶ 따라서 최근 2년 이하 만기의 크레딧 채권의 캐리수요가 크게 약해지면서 기준금리 인상에 따른 크레딧 스프레드 확대 우려가 커짐

올해 기준금리 인상 전망에 따른 단기 금리 상승으로 2년 이하 구간 커브 변화



참고: 기준금리변화에 따른 커브 변화
자료: Infomax

올해 연말 기준금리 인상 전망에 따른 롤링효과가 큰 폭으로 축소될 전망



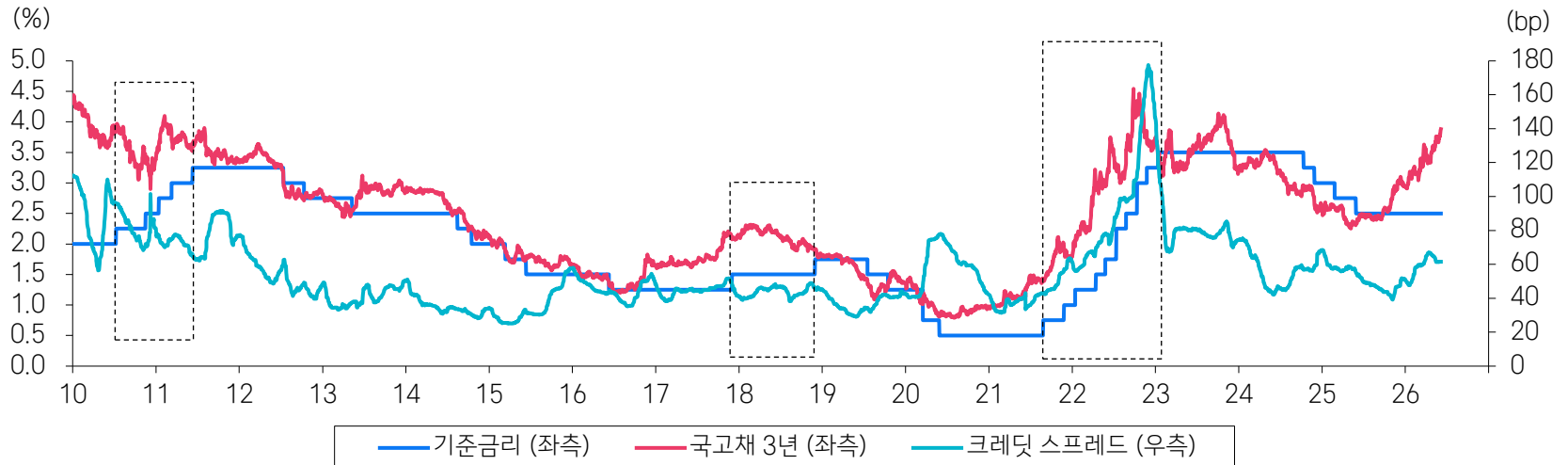
참고: 기준금리변화에 따른 롤링효과
자료: Infomax

기준금리 인상 초반 국채 금리 상승과 크레딧 스프레드 약세를 보임

2010년 이후 3번의 기준금리 인상기를 살펴보면, 기준금리 인상 전에 크레딧 스프레드에 부정적 영향이 크게 나타남

- ▶ 과거 기준금리 인상 시기를 살펴보면, 2010년 이후 3번의 기준금리 인상 시기에 국채 금리 상승 및 크레딧 스프레드 확대를 보임
- ▶ 특히 기준금리 인상 전에 국채 금리 상승이 크게 나타났으며, 인상 이후에는 국채 금리 반락으로 크레딧 스프레드가 축소될 사례도 있음
- ▶ 현재 기준금리 인상 자체보다는 최종 기준금리 레벨에 대한 불확실성이 큰 만큼, 금리 인상 후반부에 크레딧 채권 수요가 나타날 전망

과거 기준금리 인상기에 국채 금리와 크레딧 스프레드 움직임: 2010년 이후 3번의 기준금리 인상 시기



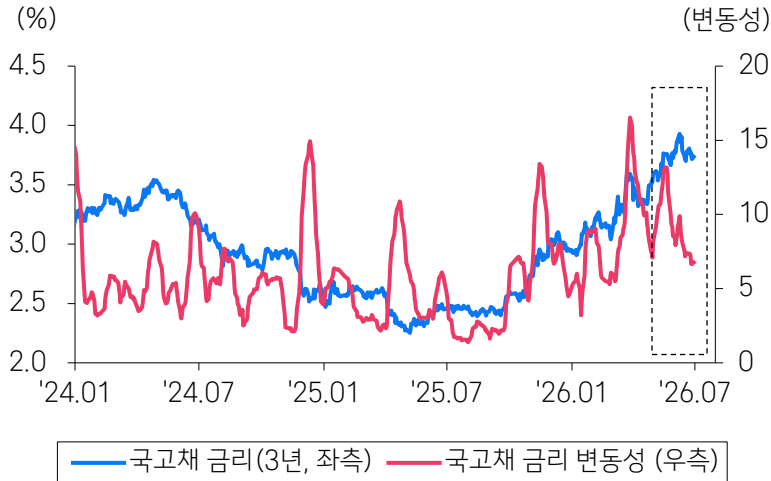
참고: 기준금리, 국고채 3년 금리, 크레딧 스프레드(회사채 AA-, 3년)
자료: Infomax

최근 국채 금리 변동성 축소에도 크레딧 스프레드 확대 지속

최근 금리 변동성 축소에도 크레딧 스프레드 확대 지속 → 향후 최종 기준금리 레벨에 대한 불확실성이 지속되면서 금리 변동성 재확대

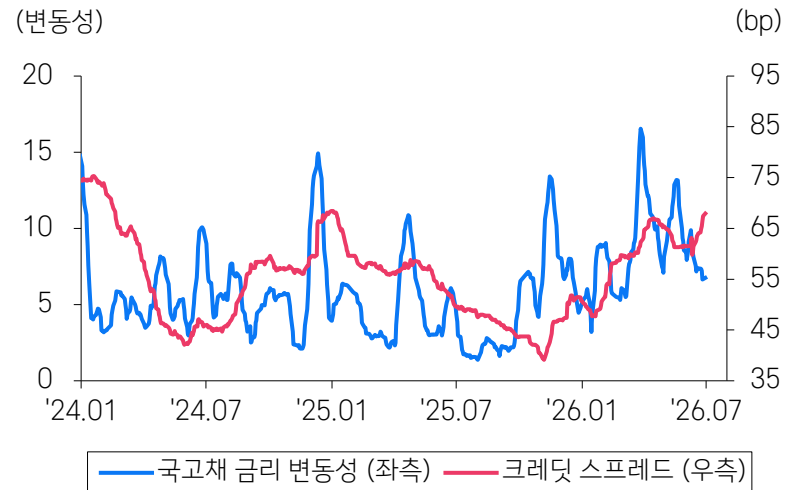
- ▶ 미-이란 사태 종전 논의로 인해 유가 하락 및 국채 하락으로 국채 금리 변동성이 축소됨
- ▶ 국채 금리 변동성이 완화됐음에도 불구하고, 유동성이 떨어지는 크레딧 채권의 수요 둔화로 크레딧 스프레드 확대가 지속되고 있음
- ▶ 최종 기준금리 변동성에 대한 불안이 남아 있는 상황에서 국채 금리 변동성이 다시 재확대될 수 있다는 우려가 남아 있음

미-이란 사태 완화로 금리 변동성 완화됐지만, 금리 변동성 재확대 우려 지속



참고: 국고채 3년 금리의 1개월 금리 변동성
자료: Infomax

금리 변동성 확대로 스프레드 확대 → 높은 금리 변동성으로 크레딧 수요 부진



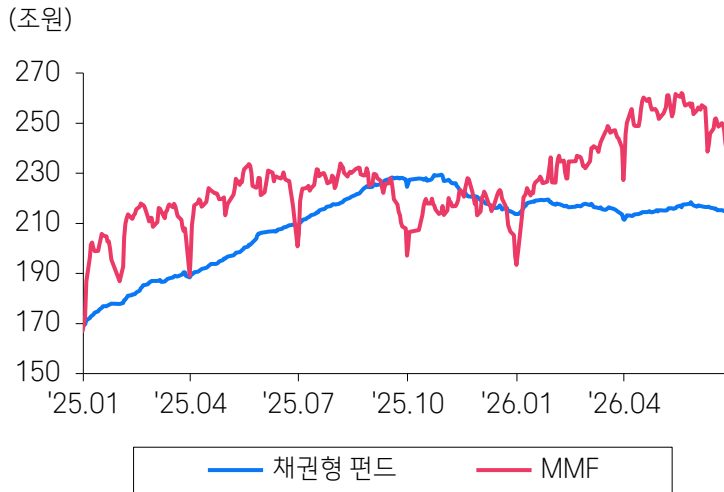
참고: 국고채 3년 금리의 1개월 변동성, 크레딧 스프레드(회사채 AA-, 3년 기준)
자료: Infomax

채권 금리 급등에도 풍부한 단기자금 유입으로 단기자금시장은 안정적이었음

올해 국채 금리 급등에도 불구하고, 빠른 속도의 단기자금 유입으로 단기 금리는 낮은 수준을 유지하는 등 단기자금시장은 안정적이었음

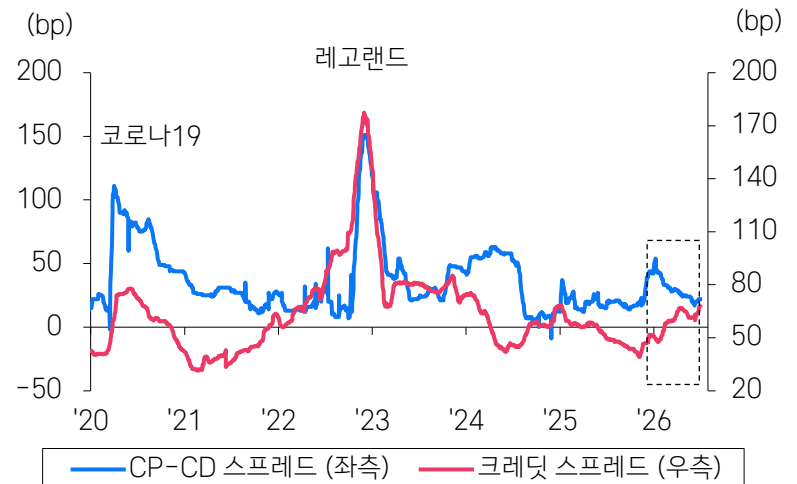
- ▶ MMF 등 단기자금은 작년보다 유입 속도가 빨라지면서 풍부한 단기 자금으로 인해 CD 및 CP 금리는 낮은 금리 수준을 유지했음
- ▶ 풍부한 단기 유동성 상황으로 인해 단기자금시장의 크레딧 스프레드인 CP-CD 스프레드는 크레딧 스프레드 확대에도 축소됐음
- ▶ 그러나 연말 단기자금 유출로 인한 연말 CP 매입 수요 감소에도 CP 발행 증가로 인해 차환에 따른 단기자금시장 긴장도 상승할 전망

올해 채권형 펀드 자금 유입 감소에도 단기자금 유입이 확대



참고: 채권형펀드 및 MMF 잔고 추이
자료: Infomax

최근 크레딧 스프레드 확대에도 CP-CD 스프레드 축소로 단기자금 시장 안정



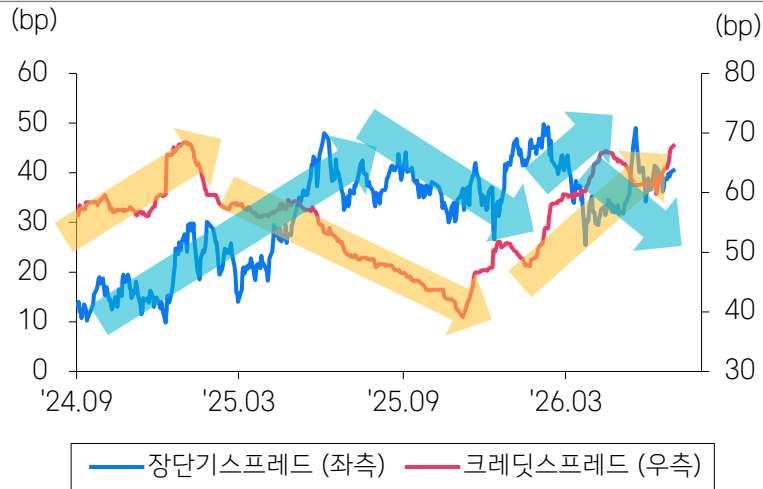
참고: CP-CD 스프레드 (3개월) 및 크레딧 스프레드(회사채 AA-, 3년물)
자료: Infomax

최근 기간 스프레드 대비 크레딧 스프레드 확대로 회사채의 투자 매력도 회복 중

최근 장단기 스프레드 대비 크레딧 스프레드 확대로 크레딧 스프레드의 투자 매력도는 회복 중

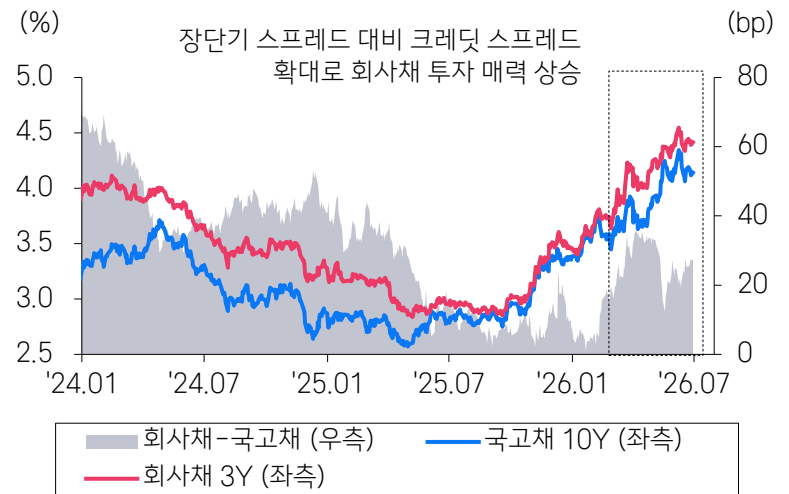
- ▶ 장단기 스프레드 축소에도 크레딧 스프레드 확대가 지속 → 기간 스프레드보다는 크레딧 스프레드가 더 높아 크레딧 투자 매력도 상승
- ▶ 크레딧 스프레드 확대로 인해 장기 국채 금리(10년)와 회사채 금리(3년) 금리 차이가 다시 확대되면서 캐리 매력 회복 중
- ▶ 최종 기준금리에 대한 불확실성이 해소되면서 채권 투자가 확대되면, 크레딧 스프레드 축소 여력은 충분한 것으로 판단됨

최근 장단기 스프레드 대비 크레딧 스프레드 확대로 투자 매력은 회복 중



참고: 장단기스프레드(국채 10-3년 금리 차), 크레딧 스프레드(회사채 AA-등급, 3년)
자료: Infomax

최근 회사채 금리와 장기 국채 금리 스프레드 확대로 회사채 캐리 매력 회복 중



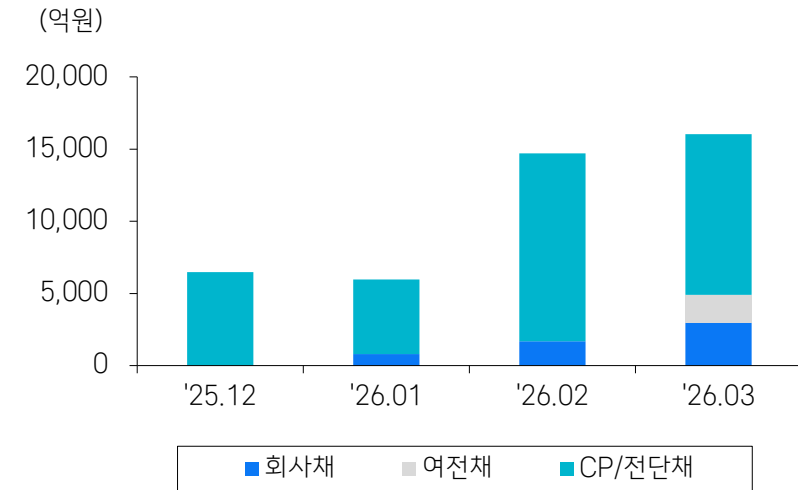
참고: 국채 금리 10년물과 회사채 AA-등급 3년 금리 비교
자료: Infomax

채안펀드 확대 등을 통해 안전망을 맞추고 있음

최근 저등급 신용 이벤트에도 불구하고, 채안펀드 등 시장 안정화 방안을 감안하면 상위 등급까지 투자 심리 위축이 확대되지 않을 전망

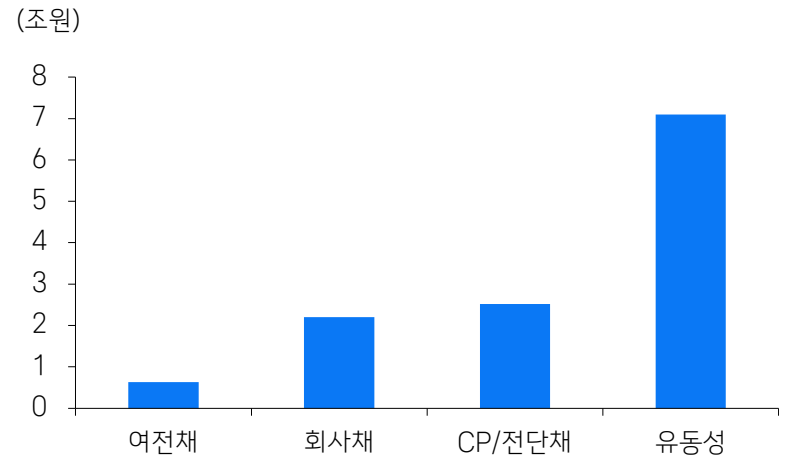
- ▶ 채안펀드는 '22년 레고랜드 사태 재가동 이후 최근 매입 규모가 크게 확대되고 있어 회사채 발행 스프레드 확대를 제한하고 있음
- ▶ 국채 금리 상승으로 회사채 수요예측이 부진했던 상황에서 마중물 역할을 해 주면서 발행 스프레드 급등을 차단하는 긍정적인 역할 수행
- ▶ 채안펀드의 추가 매입 규모 감안 시, A 등급 등 저등급 회사채 신용 이벤트 등 예상치 못한 상황에도 충분한 대응이 가능한 수준으로 판단

올해 2월 이후 채권 펀드 매입 규모는 커지고 있음



참고: 월별 매입실적
자료: 금융위원회, IBK자산운용

채안펀드 유동성과 캐피탈콜 감안 시, 추가 매입 여력은 충분



참고: 26.3월말순자산기준
자료: 금융위원회, IBK자산운용

PART

03

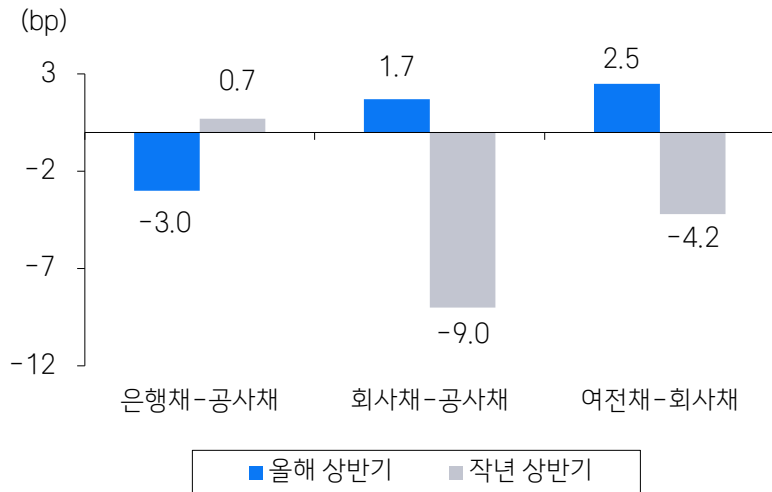
하반기 크레딧 채권 투자 전략

섹터별 스프레드 변화: 수급에 따른 섹터별 스프레드 차별화 양상

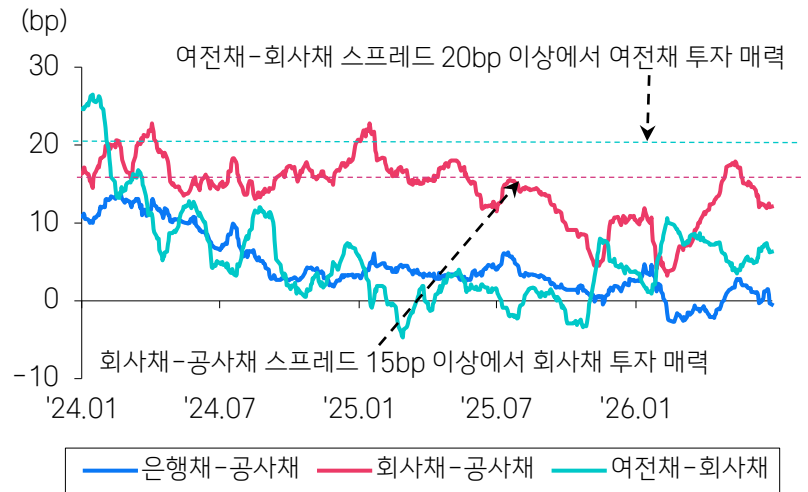
섹터별로 수급에 따라 스프레드 차별화 양상을 보일 전망으로 공급 확대에 따른 공사채 약세와 수요 약세로 여전채 약세 전망

- ▶ 섹터별 스프레드는 섹터별로 수급에 따라 차별화 양상을 보임: 공사채는 공급 확대로 약세, 여전채는 수요 약화로 약세를 보임
- ▶ 하반기 은행채 발행 증가에도 불구하고, 순증으로 인한 공사채 발행 증가로 인해 은행채 대비 공사채 약세가 지속될 전망
- ▶ 여전채의 경우, 기준금리 인상에 따른 레포펀드 환매로 인해 수요 감소에 따른 약세로 회사채 대비 약세를 보일 전망

섹터별 스프레드 변화: 수급 부담으로 공사채 및 여전채 약세



섹터별 스프레드: 섹터별 스프레드의 차별화 양상



참고: 3년물 기준, 공사채/은행채/회사채(AAA), 여전채-회사채(AA-)
자료: Infomax

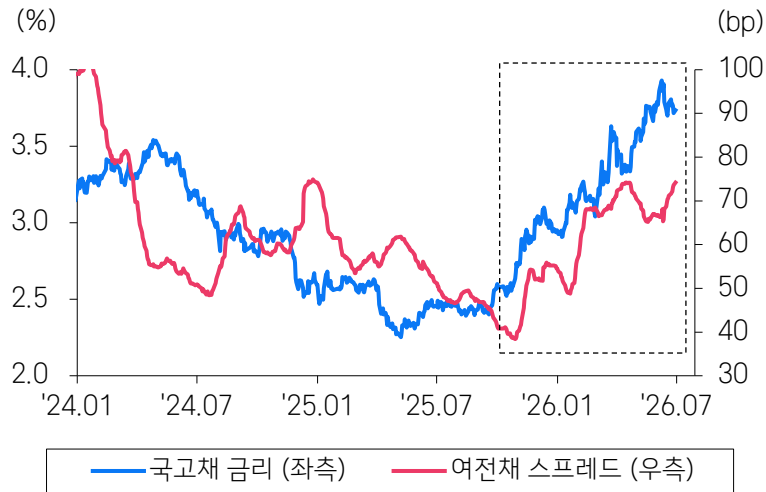
참고: 3년물 기준, 공사채/은행채/회사채(AAA등급), 여전채-회사채(AA-등급)
자료: Infomax

금리와 수급에 민감한 여전채의 특성 상 하반기에 여전채 약세가 지속될 전망

금리와 수급에 민감한 여전채 특성 상, 기준금리 인상 시 국채 금리 상승과 레포펀드 환매로 여전채 약세가 지속될 수 있음

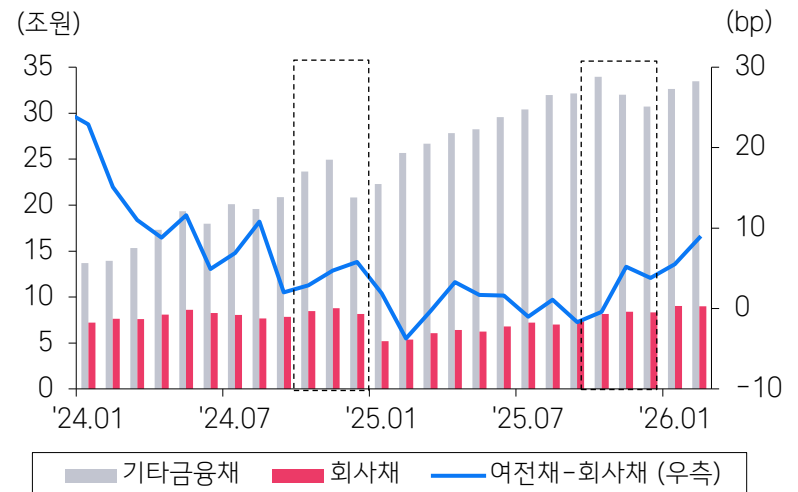
- ▶ 국채 금리와 수급에 민감한 여전채의 특성 상 국채 금리 상승과 레포펀드 환매로 회사채 대비 여전채 약세 심화될 수 있음
- ▶ 기준금리 인상 후반에 국채 금리가 하락 반전하면서 오히려 여전채가 회사채 대비 강세로 전환될 수 있으나, 하반기에는 어려울 전망
- ▶ 단기자금 유출과 레포펀드 환매로 여전채의 추가 약세 우려가 지속. 특히 연말 여전채 약세에 유의할 필요가 있음

올해 연초 회사채 대비 여전채 스프레드 확대 폭 심화



참고: 여전채 스프레드(AA-등급, 3년물 기준)
자료: Infomax

레포펀드 환매 시, 여전채-회사채 스프레드가 빠르게 확대될 우려



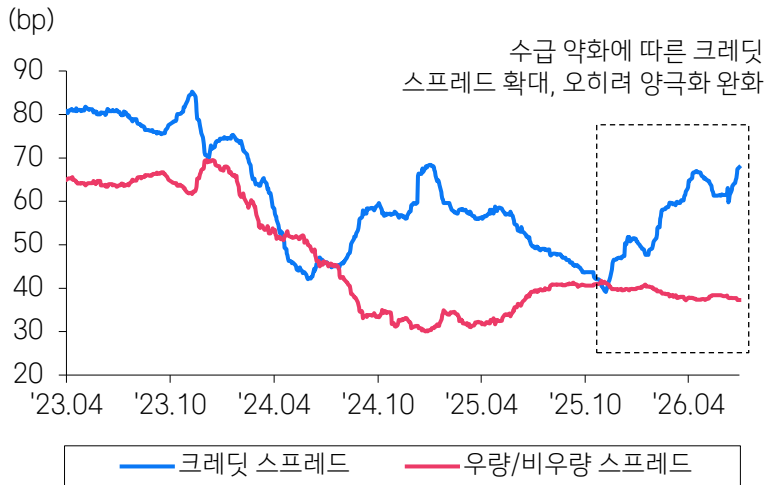
참고: 기관간Repo 매입 잔액 추이, 여전채-회사채 스프레드(AA-등급, 3년물 기준)
자료: Infomax

등급간 스프레드: 거래량이 많은 우량채 위주로 시장 상황을 반영해 약세를 보임

최근 크레딧 스프레드 확대가 펀더멘탈 요인보다는 수급 약화 요인으로, 거래량이 많은 우량채 위주로 약세를 보이면서 양극화 완화

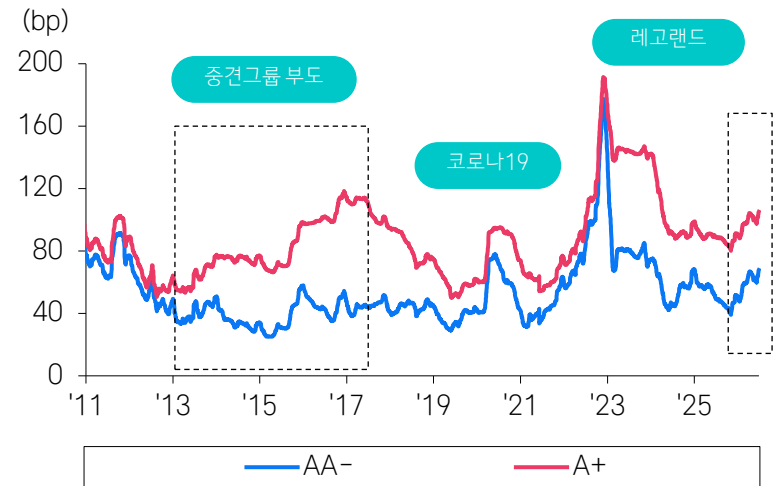
- ▶ 올해 연초 채권형 펀드가 유출되면서 수급 약화에 따른 크레딧 스프레드 확대가 나타났으며, 우량/비우량 스프레드는 오히려 축소됨
- ▶ 최근 비우량 회사채가 우량 회사채 대비 강세를 보이는 요인은 거래량의 차이. 거래량이 많은 우량채 위주로 시장 상황을 반영해 약세
- ▶ 최근 저등급 회사채 신용 이벤트에도 불구하고, A등급 약세는 나타나고 있지 않아 이에 따른 시장 파급 영향은 제한적으로 판단

수급 약화에 따른 크레딧 스프레드 확대로 오히려 우량/비우량 양극화는 완화



참고: 우량/비우량등급간 스프레드(회사채 A+등급-AA-등급스프레드)
자료: Infomax

거래량이 많아 시장 상황을 잘 반영하는 우량채 위주로 약세를 반영



참고: 회사채 3년물 A+등급 및 AA-등급 스프레드
자료: Infomax

PART
04

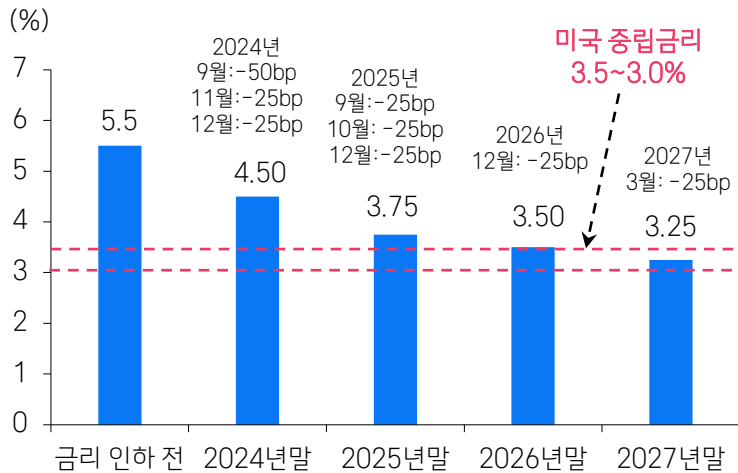
하반기 회사채 발행 전략

기준금리 전망: 미국과 한국의 통화정책 차별화

미국은 중립금리로 정상화 차원의 금리 인하, 한국은 중립금리에서 성장률과 물가 상승으로 금리 인상에 따른 통화정책 차별화 전망

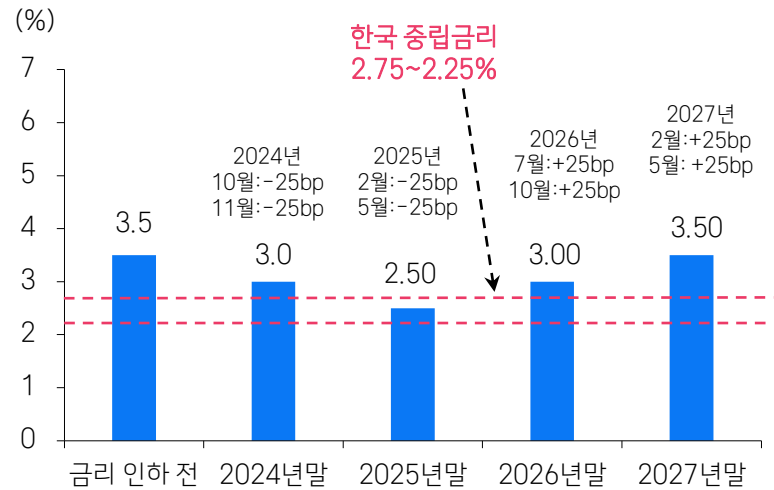
- ▶ 미국은 인플레이션 상승으로 금리 인상 우려가 커졌지만, 현재 중립금리를 상회하는 긴축적 상황으로 실제 인상 가능성은 크지 않음
- ▶ 그러나, 한국의 기준금리는 현재 중립금리 수준에서 성장률 및 물가상승률 전망치가 상승하면서 내년 상반기까지 금리를 인상할 전망
- ▶ 양국의 통화정책 차별화로 미국과 한국의 기준금리 역전 현상은 내년 상반기 내 해소될 전망('27.5월: 미국 3.25%, 한국 3.5% 전망)

미국 통화정책: '27년 중립금리에 수렴하는 정상화 차원의 금리 인하 전망



참고: 미국 중립금리(물가와성장률을 자극하지 않는 금리 수준) 3.5~3.0%
 자료: Infomax, 삼성증권 전망

한국 통화정책: 중립금리 수준을 GDP 성장률과 물가 상승으로 긴축으로 전환



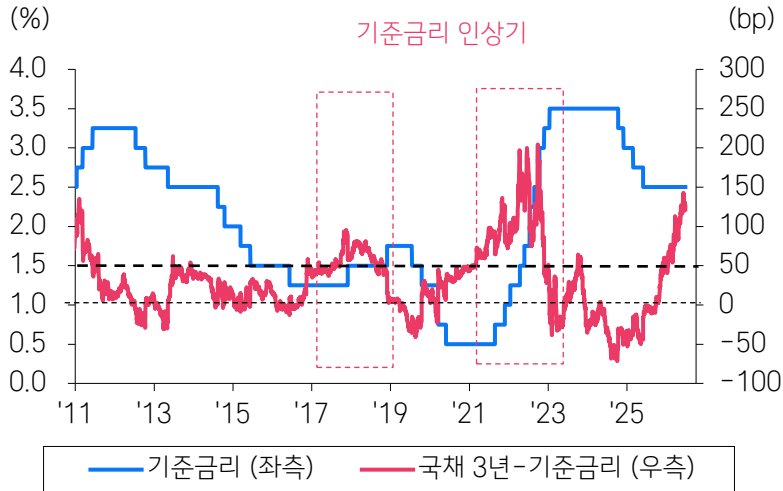
참고: 한국 중립금리(물가와성장률을 자극하지 않는 금리 수준) 2.75~2.25%
 자료: Infomax, 삼성증권 전망

현재 국채 금리는 최종 기준금리 레벨에 대한 불확실성을 선반영하고 있음

현재 기준금리 대비 높은 국채 금리 레벨은 향후 최종 기준금리 레벨에 대한 불확실성을 선반영하고 있음

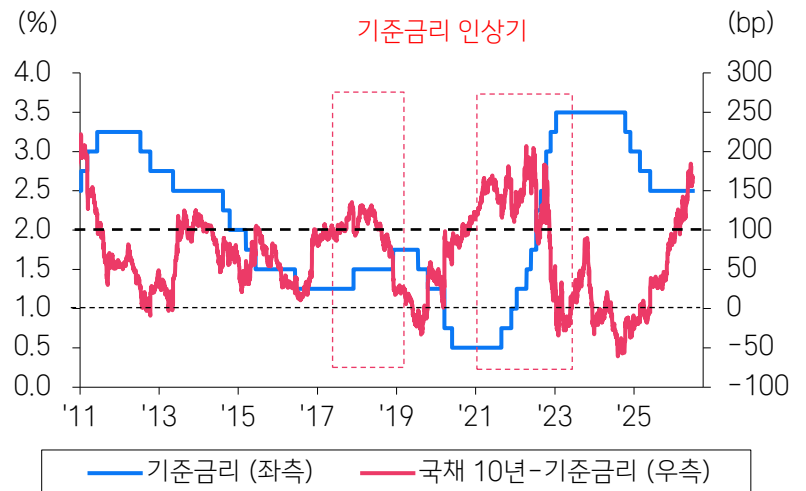
- ▶ 기준금리와 비교해서 국채 금리 레벨 참고: 기준금리 대비 국채 3년 금리는 50bp, 국채 10년은 100bp가 상단 수준
- ▶ 최종 기준금리 레벨에 대한 불확실성이 심화됐던 '22년 하반기에 국채-기준금리 스프레드가 고점을 형성
- ▶ 현재 국채-기준금리 스프레드가 '22년 상단 수준에 근접하면서 향후 기준금리 레벨에 대한 불확실성을 충분히 반영한 것으로 판단

국고 3년-기준금리: 상단은 50bp로 향후 금리 인상 우려로 상단을 상회



참고: 기준금리 및 국채 3년 금리 스프레드
자료: Infomax

국고 10년-기준금리: 상단은 100bp로 이전 고점 수준까지 상승



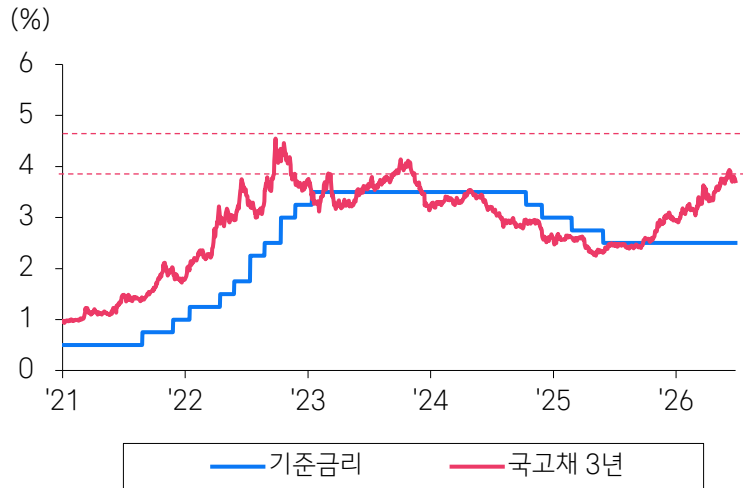
참고: 기준금리 및 국채 10년 금리 스프레드
자료: Infomax

최근 금리 레벨은 기준금리 3.5% 레벨을 반영하고 있음

향후 기준금리 레벨이 2022년과 같은 3.5% 수준을 감안할 때, 국채 및 회사채 금리 레벨은 고점에 근접한 수준

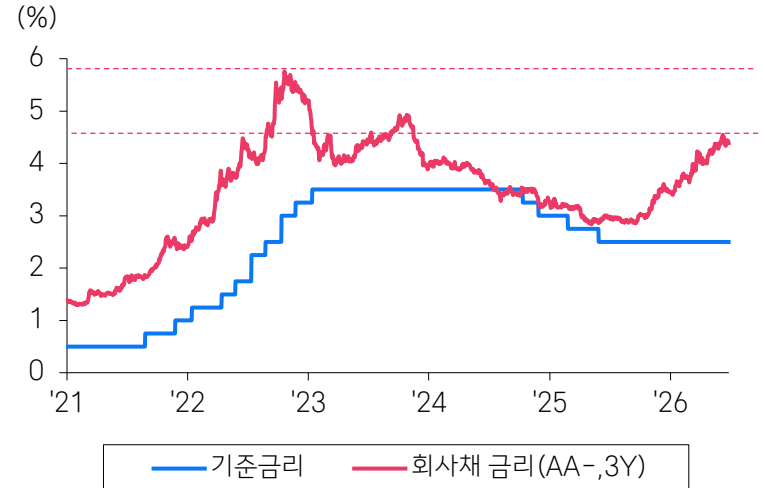
- ▶ 최근 기준금리 고점은 2022년 3.5% 수준으로 현재 국채 금리 레벨은 기준금리 4회를 충분히 반영한 수준
- ▶ 기준금리가 3.5%를 넘지 않는다면 지금 국채 및 회사채 금리 레벨은 충분히 높은 수준으로 판단
- ▶ 그러나 최종 기준금리 레벨에 대한 불확실성이 남아 있는 만큼, 국채 및 회사채 금리 레벨이 하반기 중 빠르게 하락할 기대는 크지 않음

현재 국채 금리는 기준금리 3.5% 당시 고점 수준에 근접



참고: 기준금리와 국채 3년물
자료: Infomax

현재 회사채 금리도 기준금리 3.5% 당시 고점 수준에 근접



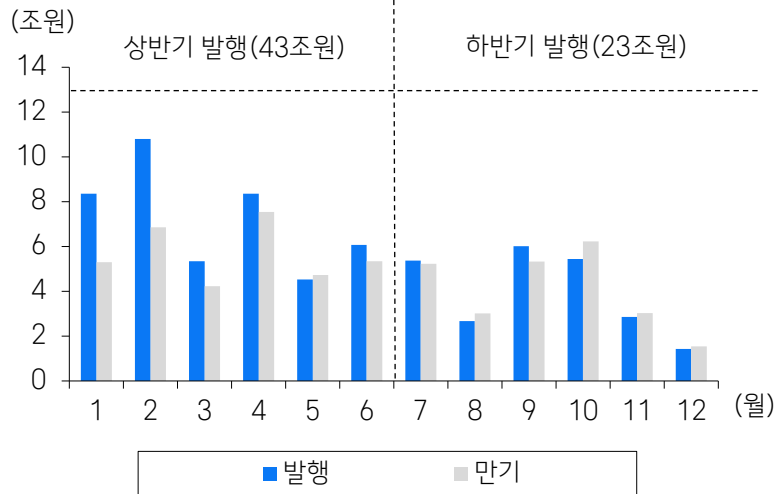
참고: 기준금리와 회사채 금리(AA-, 3년물)
자료: Infomax

올해 상반기에 이어 하반기에도 회사채 발행은 순상환이 지속될 전망

상고하저의 회사채 발행 패턴이 하반기에도 이어질 전망이며, 여전히 높은 발행 금리로 인해 하반기 회사채 순상환 기조는 지속될 전망

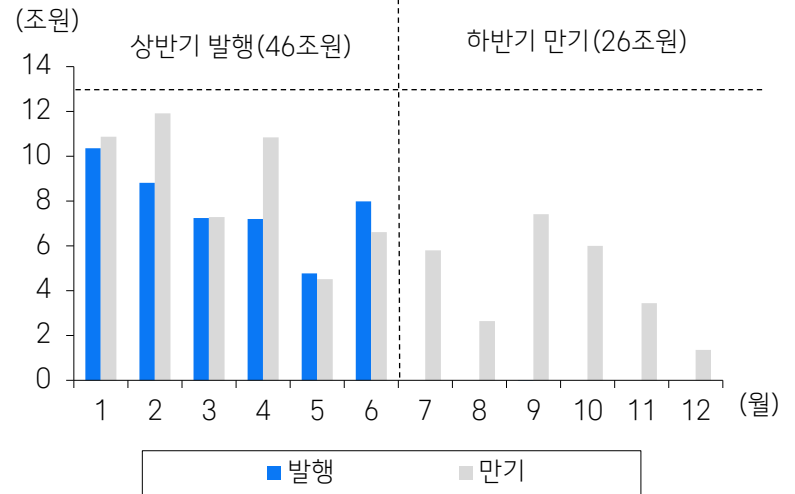
- ▶ 회사채 발행은 상반기 중 1~2월 및 4월에 발행이 집중되고, 9~10월에 발행이 증가하기는 하나 11~12월 연말 발행이 급격히 감소
- ▶ 특히 올해 연초부터 높은 회사채 발행 금리로 인해 회사채 2월 및 4월 대규모 순상환이 이루어지면서 상반기 발행이 감소했음
- ▶ 하반기에는 상고하저의 회사채 발행 패턴으로 하반기 발행이 감소하는 가운데, 여전히 높은 발행 금리로 순상환 기조가 이어질 전망

상고하저: 상반기 1/2/4월 발행 집중, 하반기는 9/10월 발행 증가



참고: 2020~2025년 월평균 일반 회사채 발행 및 만기
자료: Infomax

올해 상반기 발행 감소가 이어지면서 하반기에도 발행이 감소할 전망



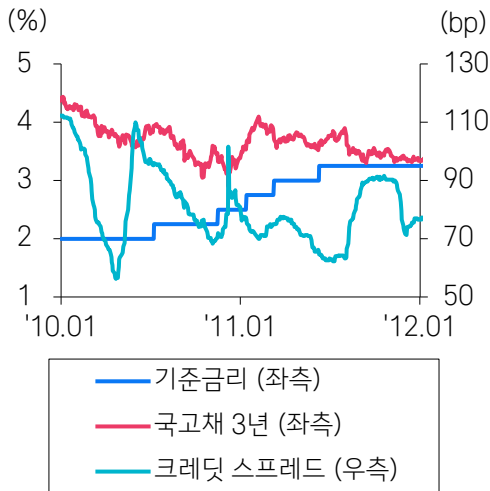
참고: 2026년 월별 일반 회사채 발행 및 만기
자료: Infomax

금리 인상 후반부에 금리 반락으로 본격적인 회사채 발행은 내년 연초로 판단

이번 기준금리 인상 후반부에 금리 반락이 본격화되면서, 회사채 발행 시기도 올해 하반기보다는 내년 연초로 늦춰질 전망

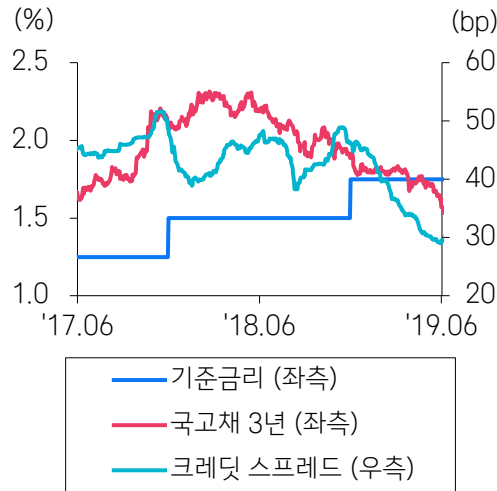
- ▶ 과거 기준금리 인상 이후 금리 반락은 상황에 따라 다르지만, 보통 최종금리에 불확실성이 해소되는 시기에 나타났음
- ▶ 이번 기준금리 인상 시기에는 최종 기준금리에 대한 불확실성이 커서 국채 금리가 안정화되는 시기는 금리 인상 후반으로 전망
- ▶ 따라서 회사채 발행이 본격적으로 재개되는 시기도 올해 하반기보다는 내년 연초에 발행이 집중될 전망

'10~'11년 기준금리 인상 시기(2.0→3.25%)



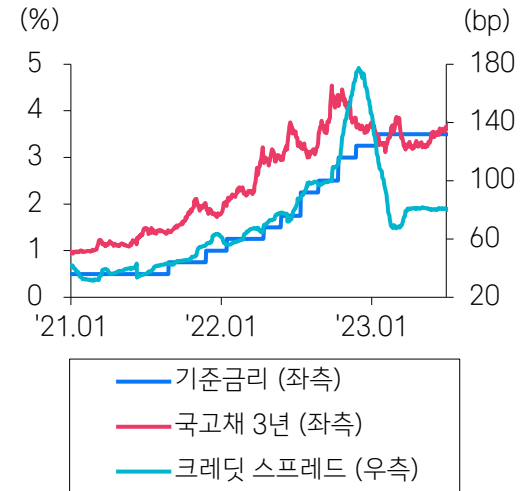
참고: 크레딧 스프레드(회사채 AA-, 3년)
자료: Infomax

'17~'18년 기준금리 인상 시기(1.25→1.75%)



참고: 크레딧 스프레드(회사채 AA-, 3년)
자료: Infomax

'21~'22년 기준금리 인상 시기(0.5→3.5%)



참고: 크레딧 스프레드(회사채 AA-, 3년)
자료: Infomax

Compliance Notice

- 본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확히 반영되었습니다.

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)

Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA