



Global Credit

Compliance Notice

본 조서자료는 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.

2026년 7월 10일 | Global Asset Research

해외크레딧

KP: 7월, 스프레드 하단권 유지의 근거와 신호

스프레드는 이미 역사적 하단권, 유지 가능성이 핵심

KP 스프레드는 Bloomberg 달러 표시 채권 지수 기준으로 역사적 하단권에 있다. 2022년 이후 기준 국채/공기업 KP는 1.5%(7/8 기준 25bp), 민간기업 KP는 2.2%(67bp) 분위 수준이며, 미국 IG 역시 6.8%(74bp) 분위 부근이다.

글로벌 크레딧 전반이 낮은 프리미엄 구간에 위치한 가운데, 핵심은 낮은 스프레드 레벨의 유지 여부다. 스프레드가 더 좁혀지며 얻을 수 있는 수익은 제한될 가능성이 높고, 낮은 프리미엄이 지속되기 위해서는 절대금리, 금리 민감도, 발행시장 수급이 함께 뒷받침되어야 한다.

금리 리스크 대비 캐리 매력도는 유지

전반적인 미국 국채 금리 레벨이 2월 말 이후 상승했지만, MOVE 지수는 70pt 초반대로 올해 평균 수준이며 작년 평균보다도 낮다. 금리 방향성보다 높은 금리 변동성이 크레딧 스프레드에 더 큰 위협이라는 점에서, 현재 환경은 낮은 스프레드 유지에 우호적인 요인이다.

이 가운데 KP 달러채 절대금리는 4.6%대이며, 이를 베타 조정 듀레이션으로 나눈 금리 리스크 대비 캐리 매력도는 2.1 수준이다. 이는 기준금리 인상 사이클을 감안한 2022년 이후 분포의 94% 분위에 해당한다. 낮은 스프레드 자체가 매력적이지 않을 수 있지만, 이를 감내할 수 있는 보상 구조는 아직 훼손되지 않은 것으로 판단된다.

7월 만기 벽은 수급 순환 안에서 소화

7월 KP 만기 물량은 약 81억 달러로 남은 하반기 중 가장 큰 규모다. 만기가 몰리면 차환 발행이 늘어날 수 있으므로 공급 부담으로 작용할 수 있다. 다만 올해 상반기 KP 발행은 총 434억 달러 규모로, 7월 만기 물량과 유사한 규모가 매달 시장에서 소화되었다. 만기 벽이 스프레드를 밀어 올리려면 차환 발행이 재투자 수요를 넘어서야 하는데, 최근 발행시장에서는 아직 그 균열이 관찰되지 않았다.

따라서 현재의 KP 발행 및 유통시장 여건이 유지되는 가운데 시장금리 변동성이 높아지지 않는다면, 스프레드의 급격한 확대 가능성은 낮고 현재의 낮은 레벨은 유지될 수 있을 것으로 판단한다. 다만 스프레드가 낮은 만큼 금리 충격이 가격으로 전이될 수 있어 발행시장 지표와 금리 변동성에 대한 주의를 이어져야 할 것이다.



Analyst 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com

스프레드는 이미 역사적 하단권, 유지 가능성이 핵심

KP 스프레드는 Bloomberg 달러 표시 채권 지수 기준으로 역사적 하단권을 유지하고 있다. 외평채와 국채/공기업 KP는 물론이며 민간기업물 역시 과거 분포상 낮은 구간에 머물러 있다.

2022년 이후 기준으로 국채/공기업 1.5%(7/8 기준 25bp), 민간기업 2.2%(67bp) 분위 수준이며, 지난 4년 반 동안 지금보다 낮았던 날이 100일 중 2~3일에 불과했다는 뜻이다. 사실상 스프레드가 더 좁혀지며 얻을 수 있는 수익은 제한될 가능성이 높다.

이는 KP만의 현상은 아니다. 미국 IG 역시 현재 6.8%(74bp) 분위 부근을 유지하고 있다. 즉, 글로벌 크레딧 전반이 낮은 프리미엄에 머물러 있고, KP 역시 그 흐름 안에 있는 것이다. 다만 최근의 스프레드 흐름은 시장에 밸류에이션 부담으로 작용할 수 있고, 낮은 레벨이 지속될지에 대해 점검이 필요한 시점이다.

도표 1. KP와 주요 권역의 크레딧 스프레드 추이

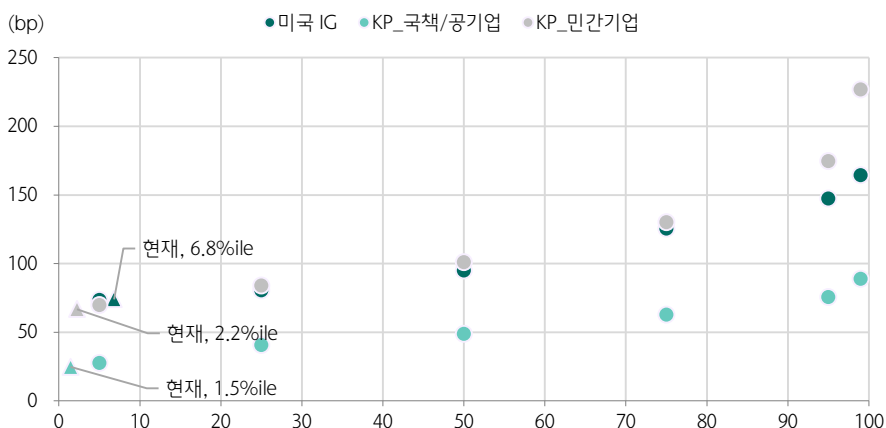
2023년 이후
크레딧 스프레드는
추세적으로 축소 흐름



주: 달러 표시 채권 지수 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 2022년 이후 미국 IG와 KP 스프레드의 분위수 비교

추가 스프레드 축소 기대가
낮아질 수밖에 없는 상황



자료: Bloomberg, 하나증권

절대금리는 올랐지만, 금리 리스크 대비 캐리 매력도는 유지

올해 미국 국채 금리는 연준 통화정책 경로에 대한 시장의 전망 변화 속에 상승 흐름이 진행됐다. 2년물과 10년물 금리는 2월 말에서 6월 말까지 각각 79bp, 53bp 올랐다. 정책금리가 아직 그대로인데 시장금리만 올랐다는 것은, 시장에 남아 있던 금리 인하 기대가 후퇴하고 높은 금리 레벨이 장기화될 가능성이 가격에 반영되고 있음을 시사한다.

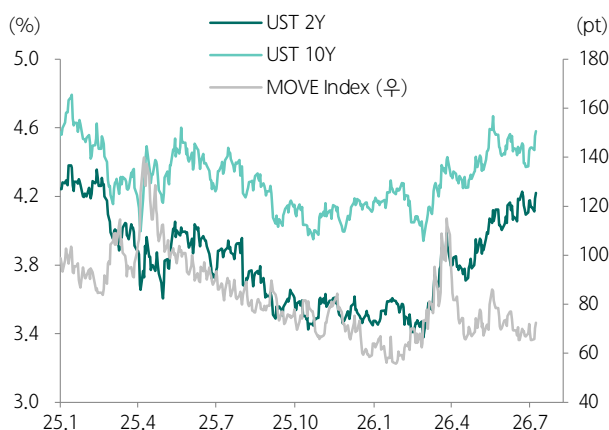
주목할 점은 이러한 되돌림이 질서 있게 진행됐다는 점이다. 금리 변동성을 보여주는 MOVE 지수는 현재 70pt 초반대로 올해 평균(72pt) 수준이며 작년 평균(88pt)보다 낮다. 이는 금리가 큰 폭으로 오르내리며 시장을 혼든 것이 아니라, 한 방향으로 천천히 레벨을 높여 온 것으로 해석할 수 있다.

크레딧 스프레드에는 금리의 방향성보다 금리의 높은 변동성이 위험이 된다. 지금까지 변동성이 상대적으로 낮은 환경은 현재의 스프레드가 유지되는 배경이 될 수 있다. 반대로, 스프레드가 낮은 만큼 금리 충격이 가격 변동성으로 전이될 가능성 역시 고려해야 한다.

이 국면에서 KP의 캐리 매력은 수치로 확인된다. 현재 KP 달러채 절대금리는 4.6%대인데, 이를 베타 조정 듀레이션으로 나누어 금리 리스크 대비 캐리 매력도를 평가해보면 현재 2.1로, 기준금리 인상 사이클을 감안한 2022년 이후 분포의 94% 분위에 해당한다.

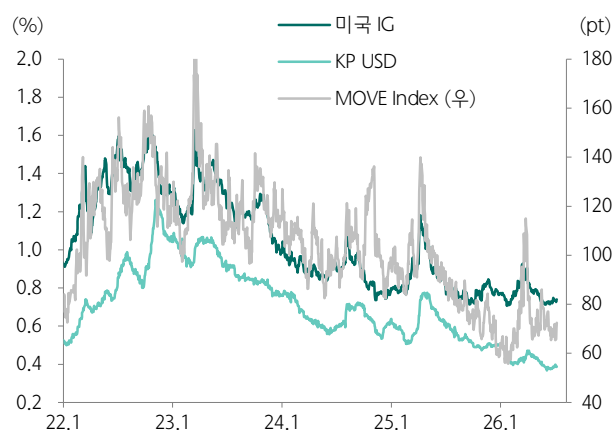
기간 선택에 따른 결론 차이도 크지 않다. 2017년 이후 기준 97%, 2023년 이후 94% 분위에 위치한다. 즉, 장기 시계열, 금리인상기 이후, 크레딧 강세 국면 기준 모두에서 금리 위험 한 단위에 따른 보상이 최상단에 위치한다는 의미이다. 투자자 입장에서 낮은 스프레드 자체가 매력적이지 않을 수 있지만, 낮은 스프레드를 감내할 수 있는 보상 구조는 아직 훼손되지 않은 것으로 판단된다.

도표 3. 시장금리는 상승, 금리 변동성은 하락



자료: Bloomberg, 하나증권

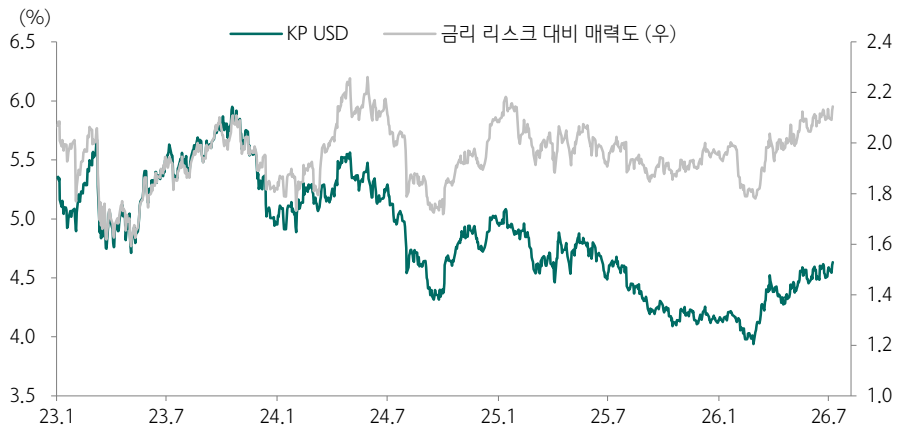
도표 4. 금리 변동성이 높을 때가 크레딧 스프레드에 위험이 되는 국면



자료: Bloomberg, 하나증권

절대금리는 고점보다 낮아졌지만,
금리 리스크당 캐리 매력도는
높은 수준을 유지 중

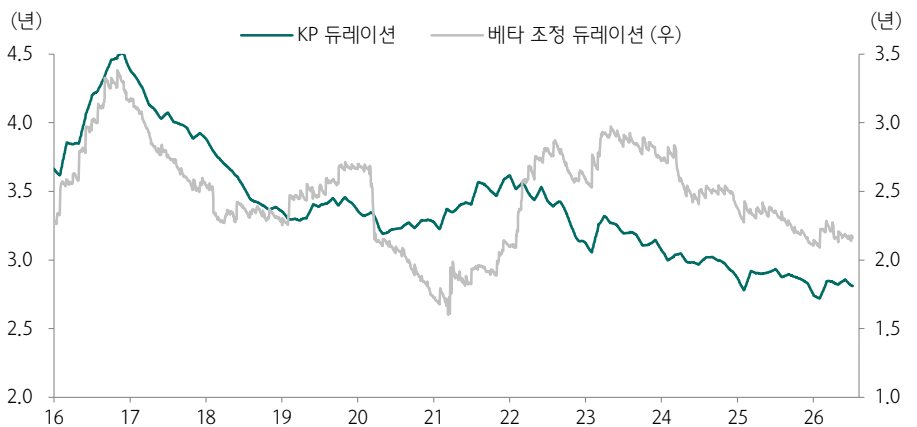
도표 5. KP 절대금리와 금리 리스크 대비 캐리 매력도



주: 달러 기준 수익률로 계산. 원화 환 헤지 후 수익률은 차이가 있을 수 있음
자료: Bloomberg, 하나증권

듀레이션 축소와
UST 대비 베타 하락은
금리 변동성에 대한
가격 민감도를 낮추는 요인

도표 6. KP 발행만기 단축 가운데 KP 듀레이션 역시 축소



주: 베타 조정 듀레이션은 미국채 5년물 금리 대비 최근 12개월 절대금리 베타를 활용에 계산
자료: Bloomberg, 하나증권

7월 만기 벽과 수급의 순환

전술한 캐리 매력도가 낮은 스프레드의 시장 수용 가능성을 설명한다면, 실제 수요 여부는 발행시장과 유통시장 성과를 통해 확인할 수 있다.

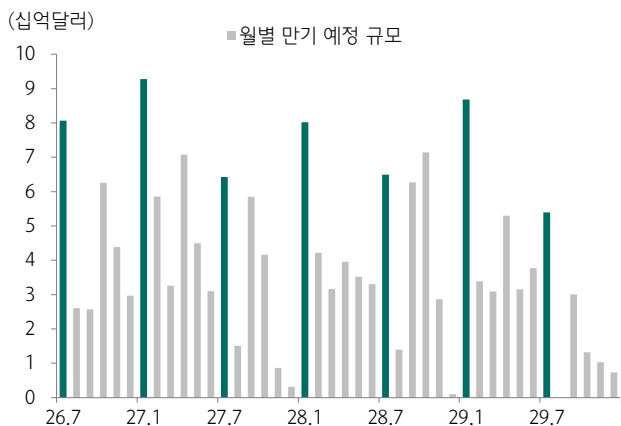
7월은 통상 1월과 함께 계절적으로 만기가 집중되는 달 중 하나다. 올해도 다르지 않은데, 올해 7월 만기 물량은 약 81억 달러로 남은 하반기 중 월간으로 가장 큰 규모다. 만기가 몰리면 차환 발행이 늘어날 수 있으므로, 이는 공급 부담으로 작용할 수 있다. 단, 만기 벽이 스프레드를 밀어 올리려면 차환 발행이 재투자 수요를 넘어서야 하는데, 최근 발행 성과는 이 측면에서 낮은 프리미엄의 유지 가능성을 뒷받침한다.

우선 소화 속도가 빠르다. 올해 상반기 KP 발행은 총 434억 달러로, 월 평균 72억 달러 규모였다. 7월 만기 물량과 유사한 규모를 시장이 매달 소화해 왔다는 의미다. 하반기에 들어서도 이미 한국동서발전과 KT가 각각 5억 달러를 조달했고 재정경제부 역시 유로화 외평채 (17억 유로, 약 19억 달러) 조달을 마무리 지었다. 한국전력, 농협은행, KT&G 등도 7월 발행을 준비 중이며, 이외에도 만기가 예정된 주요 발행기관 중심으로 차환성 조달 가능성이 남아 있다.

가격은 더욱 분명하다. 올해 발행된 달러 표시 KP는 북빌딩 시 최초제시금리에서 최종 가산금리까지 평균 28bp가 좁혀졌고, 3월 이후 발행물만 보면 32bp로 오히려 압축 폭이 커졌다. 최근 한국동서발전과 KT 건 역시 각각 32bp, 30bp를 줄이며 이 흐름 위에 있는 것으로 판단된다. 이외, 발행 후 유통시장 성과 역시 양호한 흐름을 보이며 지수 스프레드의 낮은 레벨을 뒷받침하고 있다. 개별 채권별로 일부 차이는 있지만, 발행액 가중평균 기준으로는 발행 직후 한 달간 약 10bp 낮아졌다. 북빌딩 시 가산금리 조정 폭이 크고 유통시장에서의 성과도 이어진다는 것은 발행 당시 가격이 시장에서 수용되었고 이후에도 매수 기반이 이어졌다고 해석할 수 있다.

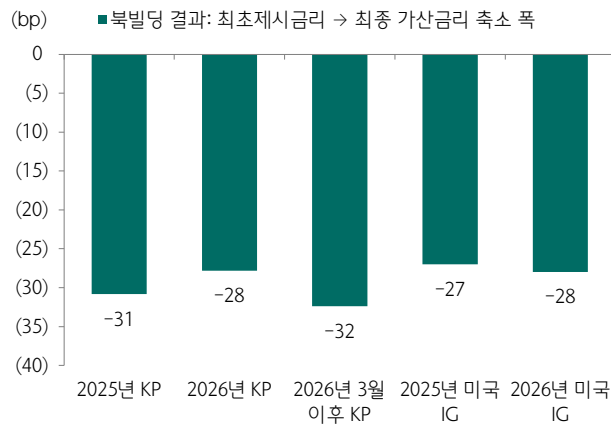
정리하면, KP 스프레드는 이미 역사적 하단권에 있어 추가 축소 여지는 제한적이다. 그러나 금리 리스크 대비 캐리 매력도가 아직 유지되고 있고, 이를 위협할 수급의 균열은 아직 관찰되지 않는다. 따라서 현재의 KP 발행 및 유통시장 여건이 유지되는 가운데 시장금리의 변동성이 높아지지 않는다면, 스프레드의 급격한 확대 가능성은 낮고 현재의 낮은 레벨은 유지될 수 있을 것으로 판단한다.

도표 7. 7월, 계절적인 KP 만기 물량 순환의 구간



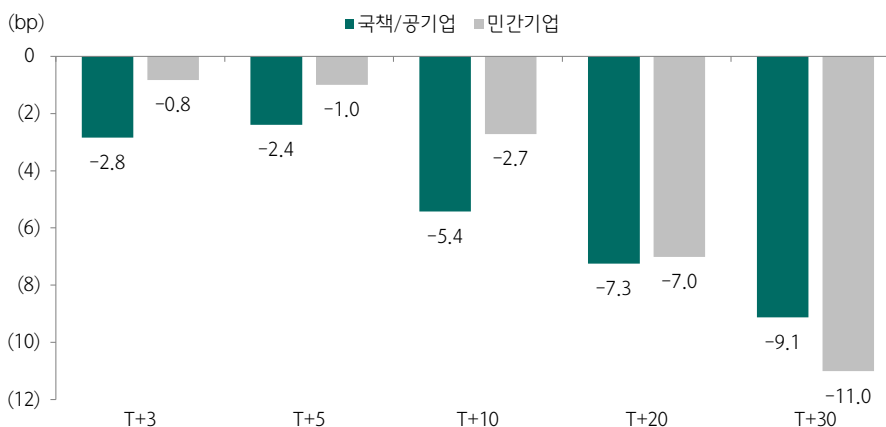
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 8. 최초제시금리 대비 최종 가산금리 압축 폭 비교



자료: Bloomberg, 하나증권

도표 9. 2026년 발행물의 발행 스프레드 대비 유통 스프레드 변화



주: 발행금액 가중평균 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 10. 2026년 7~8월 주요 만기 예정 KP 채권 (7~8월 전체 약 107억 달러 규모)

발행자	만기일	금액 (\$mn)	통화	신용등급 (Moody's/S&P/Fitch)	비고
한국가스공사	7월 13일	450.0	USD	Aa2/AA/AA-	-
두산에너빌리티	7월 17일	300.0	USD	Aa2/-/-	산업은행 보증
한국주택금융공사	7월 19일	512.0	EUR	Aaa/AAA/-	커버드본드
부산은행	7월 25일	250.0	USD	Baa2/-/-	후순위채
NH농협은행	7월 28일	300.0	USD	Aa3/A+/-	-
한국수출입은행	7월 30일	359.3	MXN	-/AA/-	-
한국전력	7월 31일	1,000.0	USD	Aa2/AA/-	-
한국중부발전	8월 9일	300.0	USD	Aa2/AA/-	-
한국수출입은행	8월 12일	900.0	USD	Aa2/AA/AA-	-
중소벤처기업진흥공단	8월 30일	500.0	USD	Aa2/-/AA-	-

주: USD 이외 통화는 발행 당시 환율로 USD 환산
자료: Bloomberg, 하나증권