

# 크레딧 전략

## 상반기 대기업 자금조달 구조 패턴 변화

### 분석의 기본 가정

- 시장 금리 단기 하향 안정화는 제한적
- 은행 기업대출 영업 확대 유인 지속



### 크레딧 전략 이경록

T.02)2004-9948 /lee.kyoung-rok@shinyoung.com

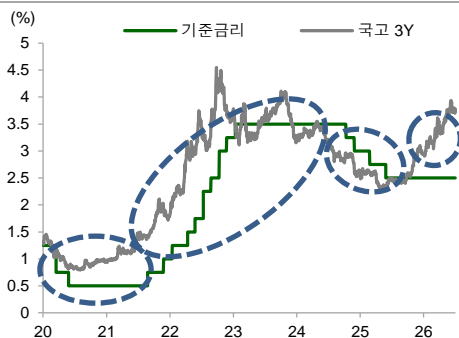
### 조달 비용 역전, 회사채 발행 유인 축소

상반기 국내 금융시장은 ‘회사채 발행 축소’, ‘은행 대기업대출 확대’라는 극명한 대조를 보이고 있다. 전반적인 국고채 금리 레벨이 상향되며 회사채 시장의 발행심리가 급격히 위축되었고, 크레딧 스프레드가 전반적으로 확대되자 기업들이 체감하는 직접금융 조달 비용은 단기간에 급등했다. 이에 대기업들은 자금 조달 창구를 회사채(직접금융)에서 은행대출(간접금융)로 전환하는 모습을 보이고 있다.

그 결과 상반기 회사채 시장은 연초 효과를 거의 누리지 못한 채 이례적인 발행 급감과 순상환 흐름을 나타냈다. 상반기 일반 회사채 발행액은 약 46.3 조 원에 그치며 약 5.7 조 원의 순상환을 기록했는데, 이는 전년 상반기 발행액(56.3조 원) 대비 약 10조 원 급감한 수치이다.

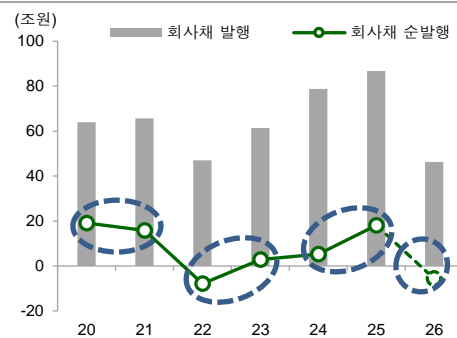
기업들이 통상 상반기에 대규모 순발행을 이어가며 자금을 선제적으로 확보하던 과거 경향과 비교했을 때, 올해의 이례적인 순상환 전환은 대기업들의 회사채 발행 여건이 그만큼 악화되었음을 명확히 보여준다. 이는 과거 매크로 불확실성 속에서 수급 불안정이 극심했던 2022년 상반기 순발행 규모(1,712 억 원) 마저 크게 하회하며 마이너스(순상환) 영역으로 돌아선 수준이다.

도표 1. 기준금리 및 국고 3년물 금리 추이



자료: Infomax, 신영증권 리서치센터

도표 2. 연도별 회사채 발행액 & 순발행액 추이



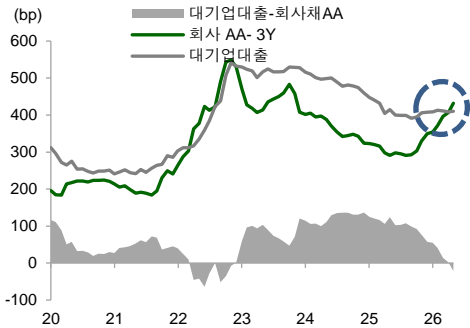
주 : '26년도 수치는 상반기 기준

자료 : Infomax, 신영증권 리서치센터

이처럼 대기업이 회사채 시장을 이탈한 근본적인 원인은 조달 비용 역전 현상에 있다. 회사채 AA- 등급 3년 만기 금리는 지난 6월 4.5%를 돌파한 이후 현재도 4.4%대의 높은 수준을 유지하고 있다. 반면 시중은행들의 대기업 대출금리는 대출 수요 확보 경쟁 속 3%대 후반~4%대 초반 수준에서 제한된 상승에 그쳤다.

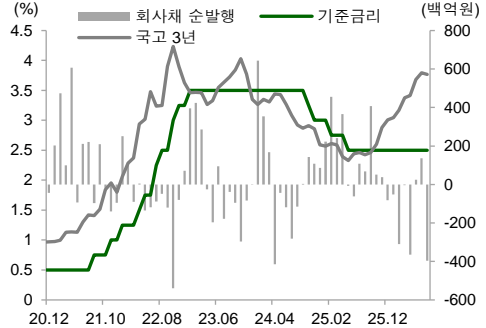
결과적으로 회사채 발행 금리가 은행 대출 금리를 뛰어넘는 금리 역전 현상이 지속되며, 대기업이 회사채를 발행할 유인이 크게 축소되었다. 또한 대기업들은 금리 변동성에 따른 리스크를 회피하고자 만기가 긴 3년물 이상의 회사채 발행을 축소했으며, 부족한 자금을 만기가 짧은 CP나 단기사채 발행 또는 은행 대출로 대체하는 등 조달 구조를 변화시켰다.

도표 3. 대기업 대출금리 vs 회사채 금리



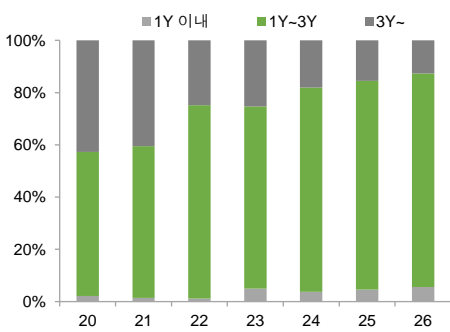
자료: 한국은행, Infomax, 신영증권 리서치센터

도표 4. 시장금리와 회사채 순발행은 역의 상관관계



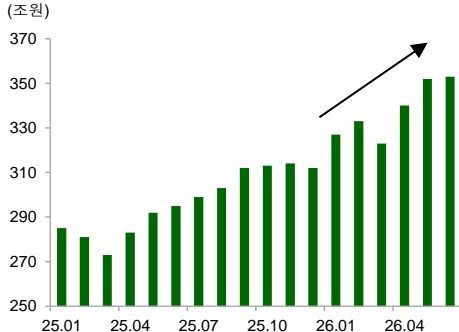
자료: 한국은행, Infomax, 신영증권 리서치센터

도표 5. 연도별 상반기 기준 일반 회사채 만기별 비중 추이



자료: Infomax, 신영증권 리서치센터

도표 6. CP/전단체 잔액 추이



자료: Infomax, 신영증권 리서치센터

### 대기업 중심 은행 대출 확대 기조 지속

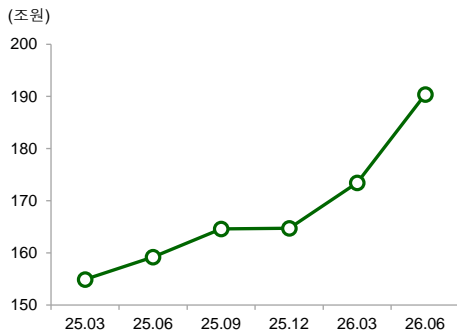
회사채 발행 여건이 악화되자 대기업들은 자금 조달 창구를 직접금융에서 은행 대출(간접금융)로 급격히 전환하고 있다. 이러한 자금 조달 구조 변화는 은행의 영업 기조와도 맞물려있다. 금융당국이 스트레스 DSR 확대 등 가계대출 규제를 점진적으로 강화함에 따라 기존 은행들의 핵심 수익원이었던 가계대출, 주택담보대출 규

모 성장에 제약이 걸렸다. 이에 은행들은 기업 대출시장으로 점차 눈을 돌렸고, 회사채 발행시장에서 넘어온 대기업들의 대출 수요를 확보하고자 대출 영업을 확대해 나갔다. 실제로 올해 상반기 국내 은행의 기업 대출 규모는 큰 폭으로 확대되었다.

이러한 대기업의 은행 대출 집중 현상은 본격적으로 시중 금리가 상승하며 회사채 발행에 급브레이크가 걸렸던 2022년의 궤적과 매우 유사하다. 실제로 국고채 3년 물 등 시장 지표 금리가 상방 압력을 받을 때마다 회사채 시장은 순상환 영역으로 전환되었으며, 이로 인한 발행 시장의 공백을 은행 대출이 즉각 대체하는 모습을 보였다.

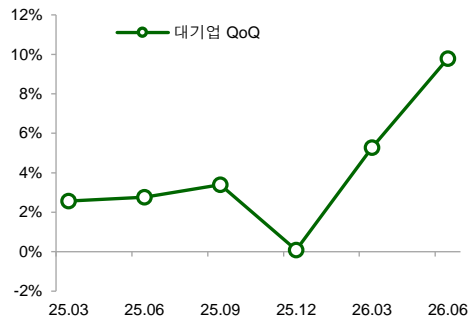
거시경제 여건상 시장 금리가 큰 폭으로 하락할 유인이 크지 않은 현 상황에서, 은행권 기업대출 영업 기조가 유지되고, 대출 금리가 현재 수준에서 횡보를 지속하는 한, 비용 효율성을 고려한 대기업들의 은행 대출 선호 현상은 당분간 지속될 수밖에 없다.

도표 7. 5대은행 대기업 대출 금액 추이



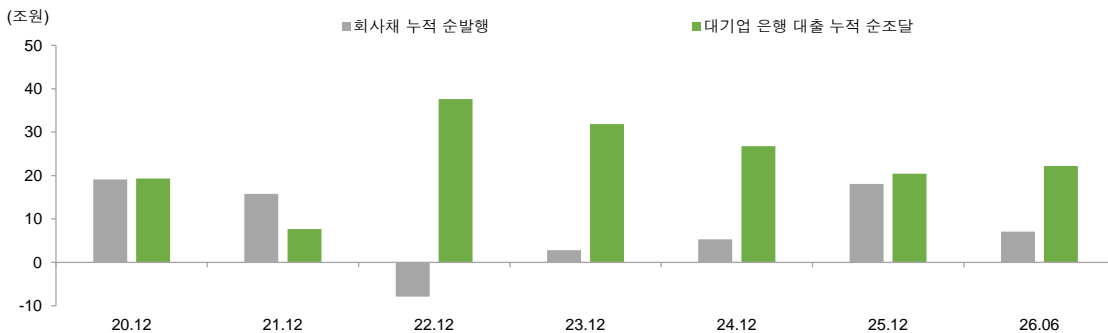
주 : 5대 은행(KB 국민, 신한, 우리, 하나, NH 농협)  
자료 : Fisis, 신영증권 리서치센터

도표 8. 5대은행 대기업 대출 금액 증가율 추이



주 : 5대 은행(KB 국민, 신한, 우리, 하나, NH 농협)  
자료 : Fisis, 신영증권 리서치센터

도표 9. 회사채 순발행 & 대기업 은행 대출 순조달 금액 추이



자료 : 한국은행, Infomax, 신영증권 리서치센터

### Compliance Notice

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 이 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포 할 수 없습니다.