

2025년 크레딧 전망

Hold Tight

정연홍

yeonhong.chung@miraeasset.com

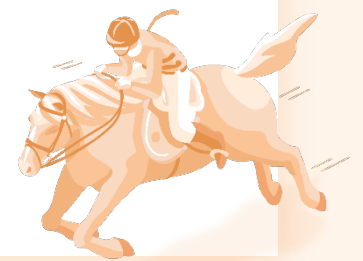
김성신

sungshin.kim@miraeasset.com



CONTENTS

[요약]	3p
I. 글로벌 금융여건 및 국내 크레딧 전망	5p
II. 국내 크레딧 섹터별 분석	18p
Appendix. 업종별 재무흐름	33p



[요약] Hold Tight

글로벌 금융여건 및 강한 수급에 힘입은 강세 전망

- 25년 국내 크레딧 스프레드 1~3Q 강세 이후 금리 인하 기대감 축소와 함께 소폭 확대 전망
- 연준은 지난 8월 고용부진을 계기로 금리인하로 통화정책 전환. 내년 미 금리인하 기조 지속되며 채권시장으로의 자금 유입 지속될 전망
- 미 경착륙 우려 감소, 트럼프 당선에 따른 위험자산 강세 영향으로 US IG 스프레드는 역사적 저점 돌파. 코로나 이후 유동성 확대 영향으로 미국과 한국 채권시장 상관관계 더욱 높아진 상황
- US IG 강세에도 횡보흐름 보이고 있는 국내 크레딧 스프레드는 내년 초 연초효과와 함께 후행적 강세 예상

[수요] 국고채 역캐리와 은행권 채권 매수여력 확대는 크레딧 수요 지지 요인

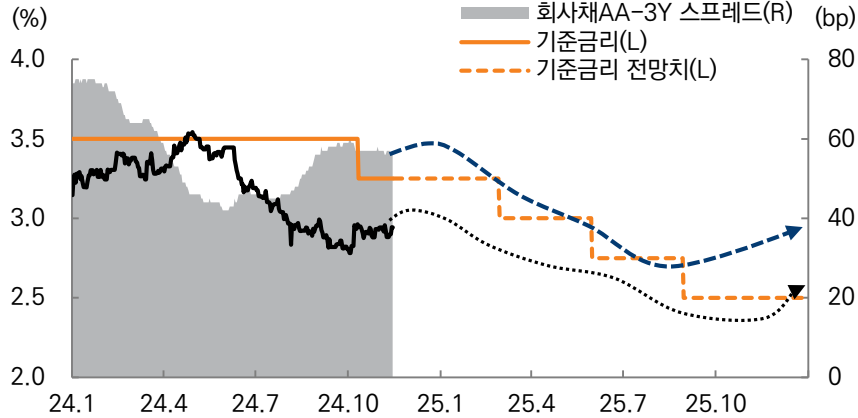
- 국내 금리인하가 점진적으로 시행될 것으로 예상됨에 따라 시장금리가 기준금리를 하회하는 역캐리 국면 지속될 전망
- 역캐리 회피하기 위한 크레딧 수요 지속될 것으로 보이며, 현재 스프레드 레벨도 과거 저점 대비 추가 축소여력 있는 상황
- 은행권 자산규모는 계속 증가하는 가운데 대출 성장이 정체되자 자연스레 채권 운용규모가 늘어나는 추세
- 24년 하반기부터 가계대출 규제 크게 강화되며 25년 대출성장 정체 전망. 이는 은행권 채권 매수여력을 높이는 요인

[공급] 크레딧 공급 수년내 가장 유리한 환경 조성 전망

- 25년 크레딧 만기 및 순발행 규모 전년대비 감소할 전망. 공사채 순발행 소폭 늘어나는 반면 은행채 순증규모는 크게 축소될 전망
- 은행채: 금리인하에 따른 대출수요 증가 가능성을 염두에 둔 정책당국의 가계대출 규제에 의해 발행강도 약화
- 공사채: 정부의 공공 재정건전성 강화 기조 하에서 공기기업들은 대체로 사채발행을 늘리기보다 실적 개선 및 자본확충에 집중할 전망. 주택공급 및 PF 펀드 조성 의무를 진 LH, 캠코 등을 중심으로 순발행 소폭 증가 예상
- 캐피탈: PF 총당금 적립에 따른 실적둔화 예상되나, PF 리스크는 업권 전반 위험에서 개별기업 이슈로 전환 중. 순발행 정체 예상
- 회사채: 내년에도 부진할 것으로 예상되는 제조업 설비투자과 잉여현금흐름 개선으로 조달수요 감소 전망

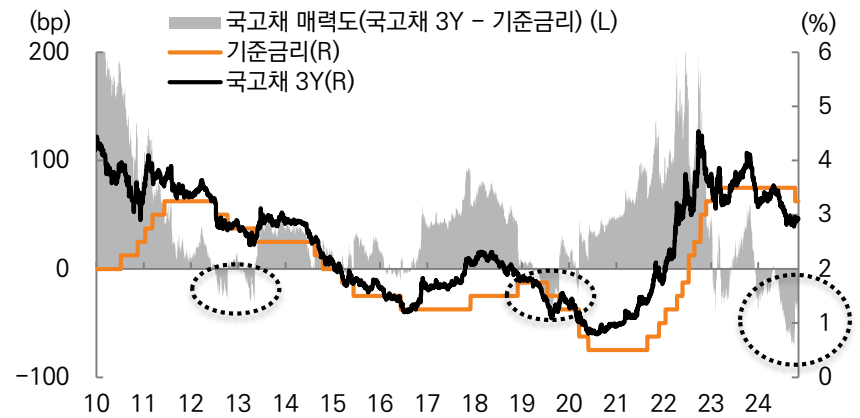
[Key Charts] Hold Tight

25년 크레딧 스프레드 금리 인하 기대감과 함께 강세 예상



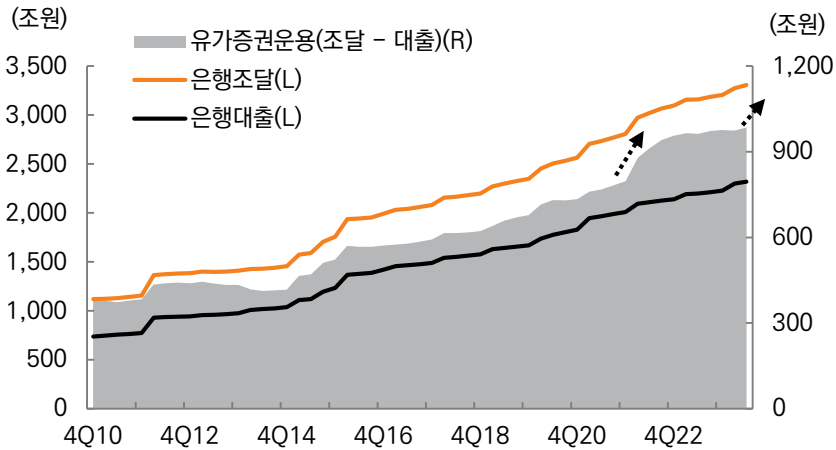
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

시장금리가 기준금리를 하회하는 국고채 역캐리 국면 지속 전망



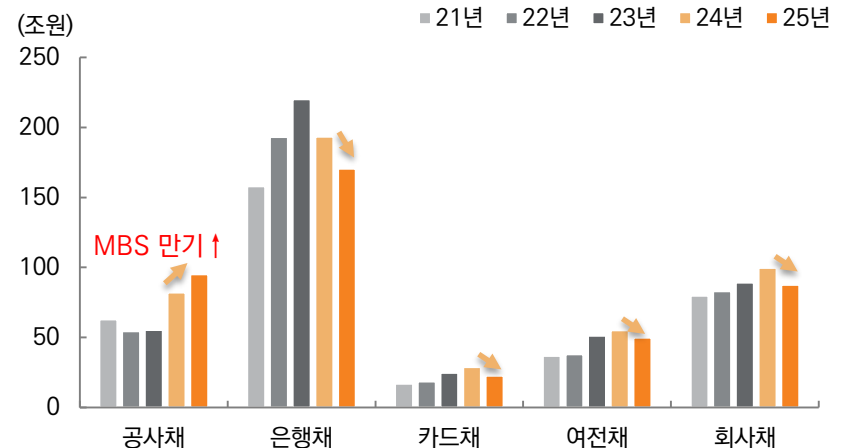
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

21년 이후 대출증가세 둔화로 은행권 유가증권 운용 규모 큰 폭 증가



자료: 금융통계시스템, 미래에셋증권 리서치센터

공사채 만기 다소 늘어나나 은행채 만기 크게 축소



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터



I

—

글로벌 금융여건 및 국내 크레딧 전망

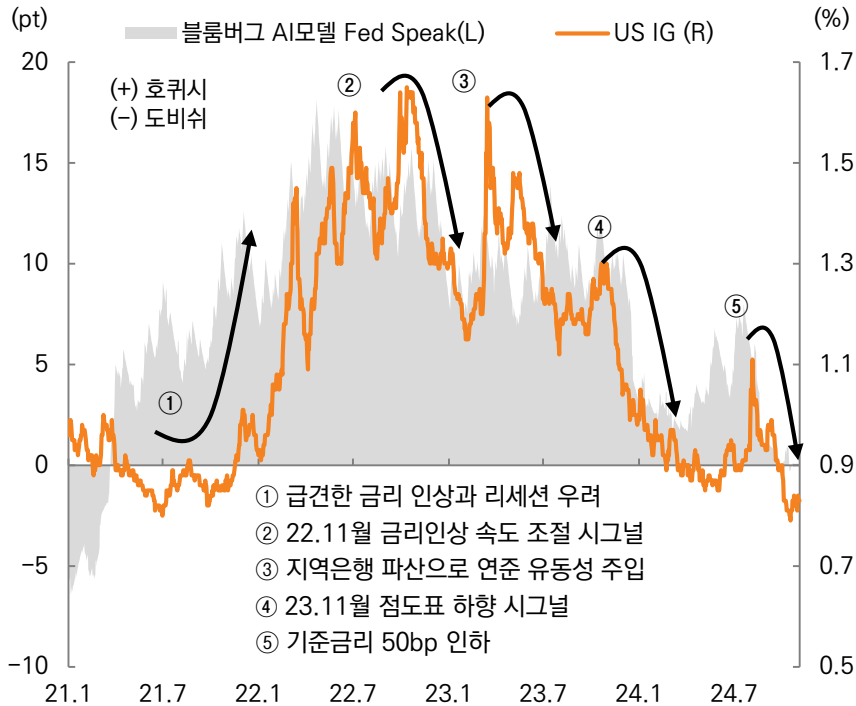
글로벌 금융여건

24년 크레딧 강세 동력

- ① 연준의 변화
- ② 풍부한 유동성
- ③ 견조한 미국 경제

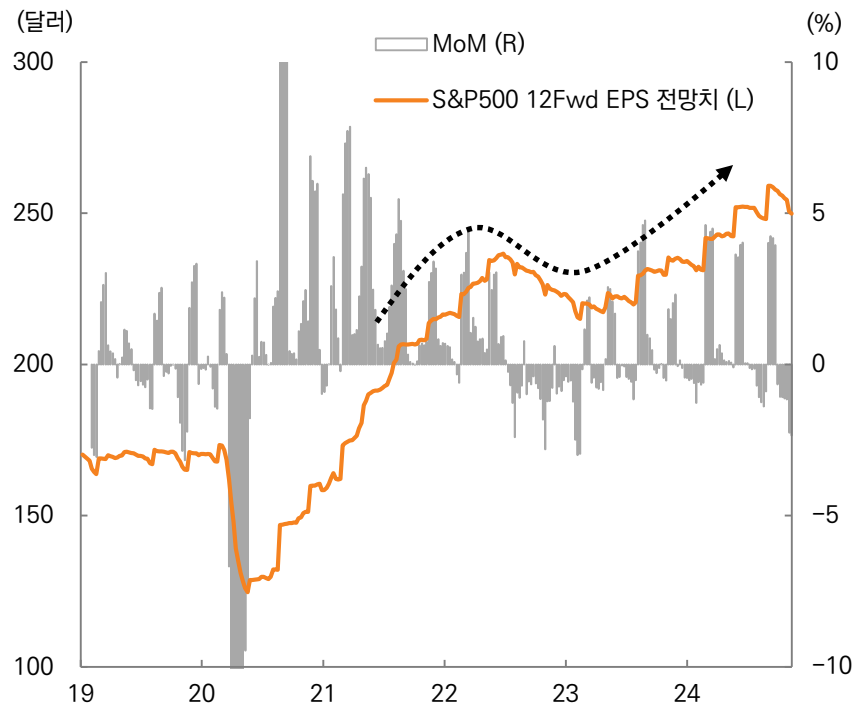
- 크레딧 강세의 원천은 연준의 통화정책 전환
 - 채권시장으로 자금유입 지속되는 가운데 수익률 버퍼 있는 크레딧 수요 증가
- 풍부한 유동성 환경 지속되면서 주식 등 위험자산 시장 지지
- 미 서비스업 호황 지속되고 기업이익 견조하면서 리세션 우려 불식

연준의 통화정책 변화와 크레딧 스프레드 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 기업 실적 전망치 23년초를 저점으로 우상향



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

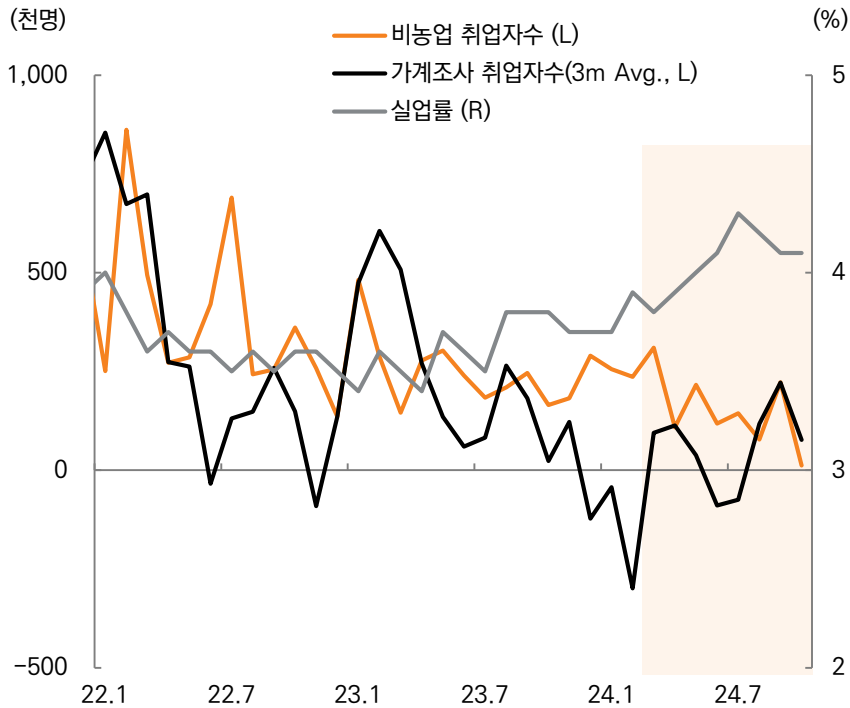
글로벌 금융여건

크레딧 강세동력 점검

① 연준의 변화 (0)

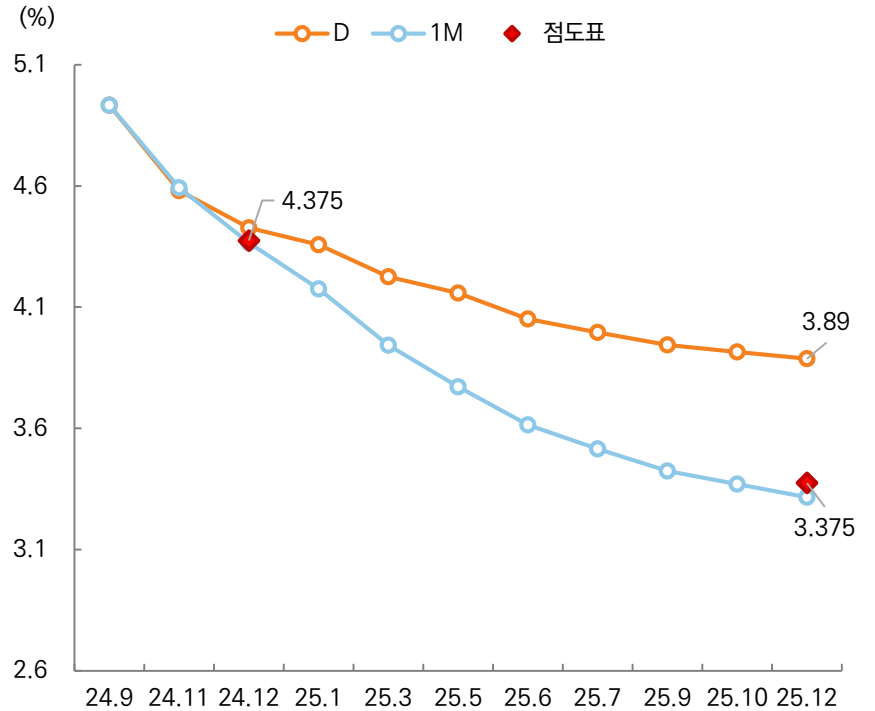
- 연준은 지난 8월 고용부진을 계기로 금리 인하로의 통화정책 전환
- 인플레이션 상방 위험보다 고용 하방 위험이 더 크다 판단하며 연준은 후자에 더 집중
- 트럼프 당선 등으로 금리 인하 기대감이 축소되긴 했지만 여전히 큰 폭의 금리 인하가 예상되는 상황
→ 채권시장으로 자금 유입 지속될 전망

연준의 관심은 물가에서 고용으로 이동 중



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

금리 인하 기대감이 줄긴 했지만 여전히 큰 폭의 인하를 기대하고 있어



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

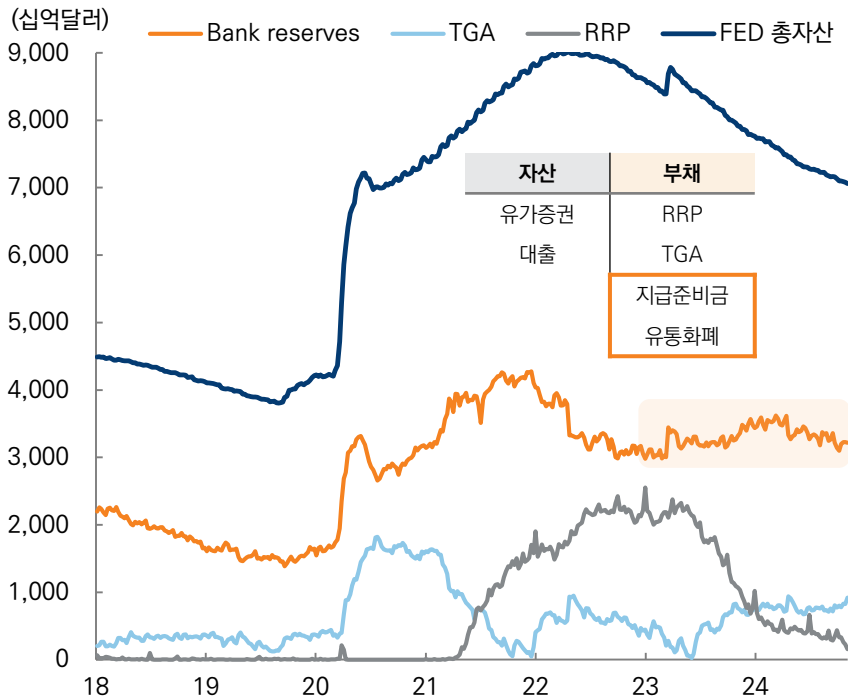
글로벌 금융여건

크레딧 강세동력 점검

② 유동성 (O)

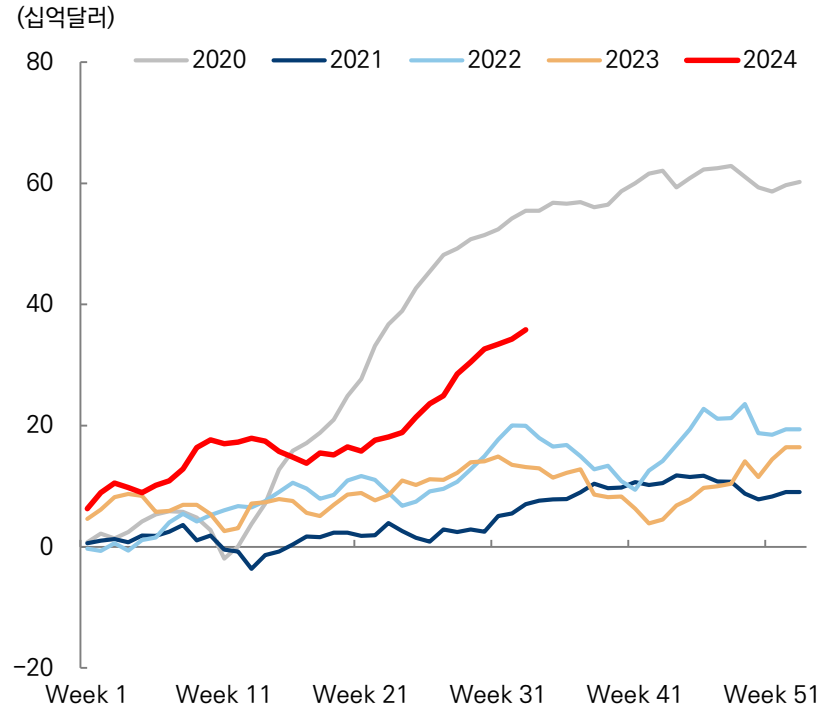
- QT에도 불구하고 금융시장내 풍부한 유동성 유지 중
 - RRP내 축적된 잉여유동성이 방출되면서 QT 효과 상쇄하고 있기 때문
 - RRP는 1Q중 고갈될 수 있지만 TGA가 높은 수준을 유지하고 있어 향후 유동성 방출 창구가 될 전망
- 코로나 이후 US IG 펀드로의 자금유입은 2020년 이후 가장 빠른 페이스

QT에도 불구하고 금융시스템내 풍부한 유동성 유지



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

US IG 펀드 자금유입 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

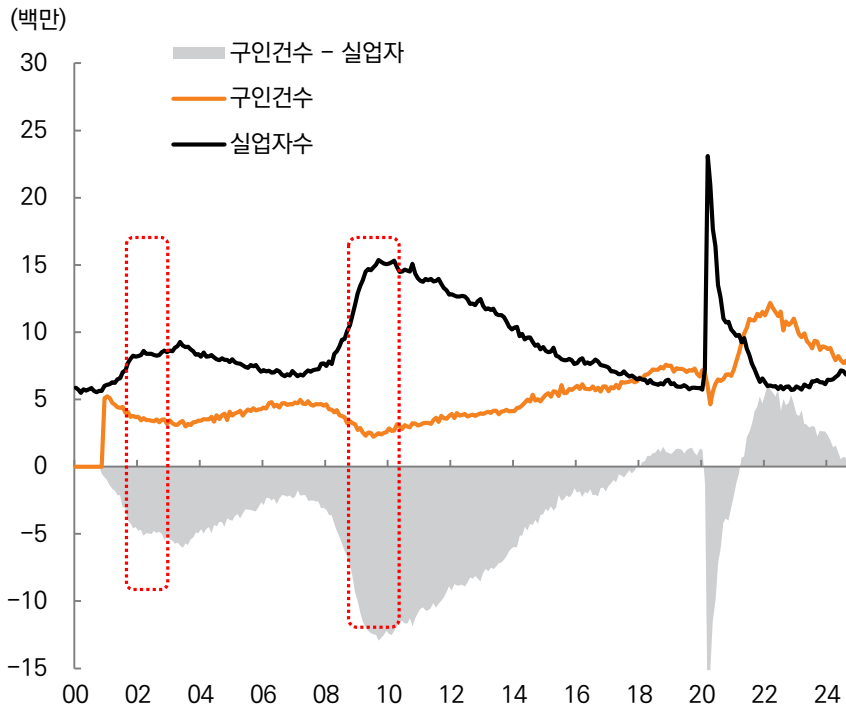
글로벌 금융여건

크레딧 강세동력 점검

③ 견조한 경제 (O)

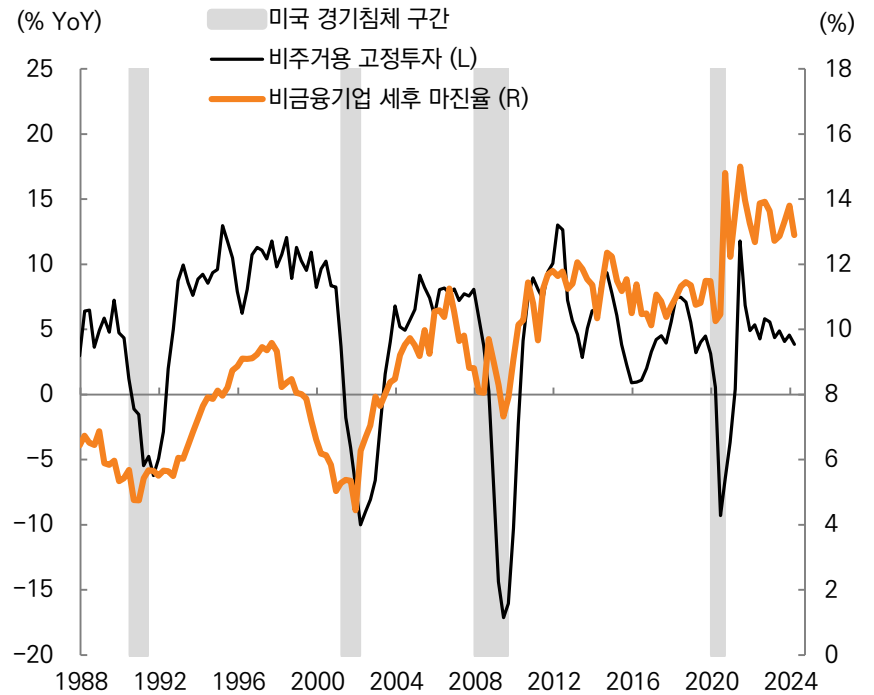
- 미국 고용시장이 약해지고 있는 것은 맞지만 경기침체에 가까운 건 아니라는 판단
- 과거 침체시에는 실업자수가 구인건수보다 많은 상태에서 갭 확대, 지금은 여전히 초과 구인 상태임
- 경기침체 전에 발생하는 과잉 투자 현상 나타나지 않음. 기업 마진이 견고한 것에 비해 과소 투자 상황
- 연준이 금리인하로 대응할 수 있는 실탄이 많아, 적절히 금리 인하를 실시한다면 경기둔화 방어 가능

과거 침체시에는 실업자수가 구인건수보다 많은 상태에서 양자간 갭 확대



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

미국 기업들 마진 견고 → 추가적인 투자 여력 충분



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

글로벌 금융여건

트럼프 당선에 따른 영향

- 재정정책 강화 및 관세 부과 등으로 미 금리 인하 속도 다소 둔화될 가능성 ↑
- 하원에서 근소한 차이로 과반을 얻어 법안과 연관된 정책들의 순조로운 실행은 어려울 수 있음
- 한국은 대미 무역흑자국이며 미국 수출비중이 높아 관세 정책에 직접적인 타격을 받을 전망
- 내수가 부진한 가운데 수출 동력마저 둔화되면 내년 성장에 대한 눈높이가 낮아질 것
- 경기가 둔화되고 전쟁 종료로 유가/농수산물 안정되면 한은은 보다 빠르게 금리 인하에 나설 수 있음

미국 우선주의 강화 전망

트럼프 2기 정책

통상/무역

- 미국 우선주의, 보호무역
- 국가 대 국가 간 협상을 통한 미국 이익 극대화
- 보편적 관세(10%) 도입, 고율의 보복관세 활용

에너지/환경

- 전통 제조업 부흥
- 화석연료 생산 확대, 파리기후협약 재탈퇴
- 반도체지원법, IRA 축소/폐기

공급망/중국

- 온쇼어링으로 미국 중심의 공급망 구축
- 대중국 디커플링
- 중국 최혜국 대우 철폐, 중국산 제품 60% 고율 관세

조세

- 기업활동 촉진 및 경제 활성화
- 법인세율 인하
- 개인소득세 감면 영구화

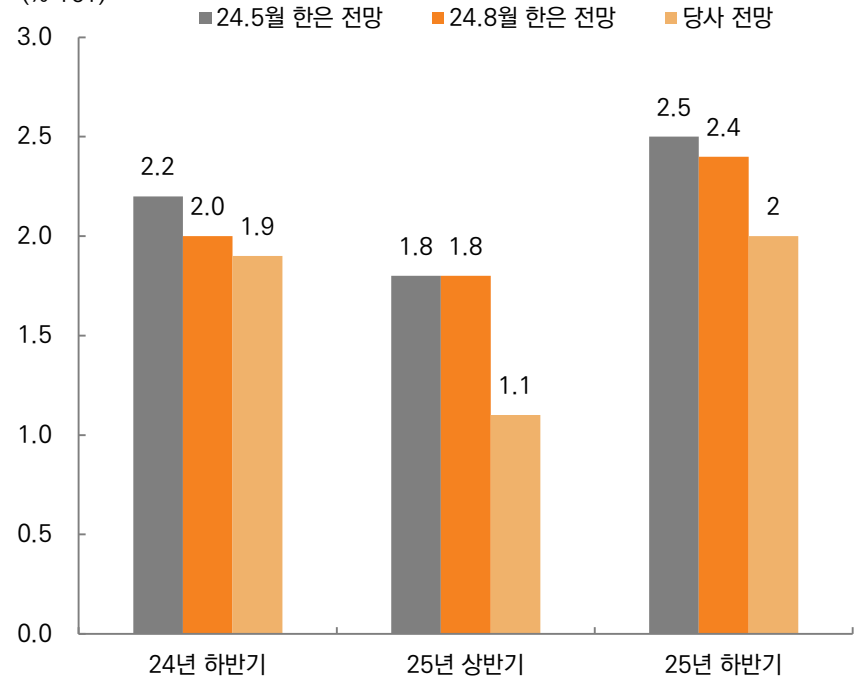
외교/안보

- 동맹국 및 나토 비용 부담 압박
- 우크라이나 전쟁 미국 개입 최소화, 친이스라엘 정책 강화
- 미국 본토 방어와 군사력 강화에 중점

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

한국, 내년도 성장에 대한 눈높이가 낮아질 것

(% YoY)



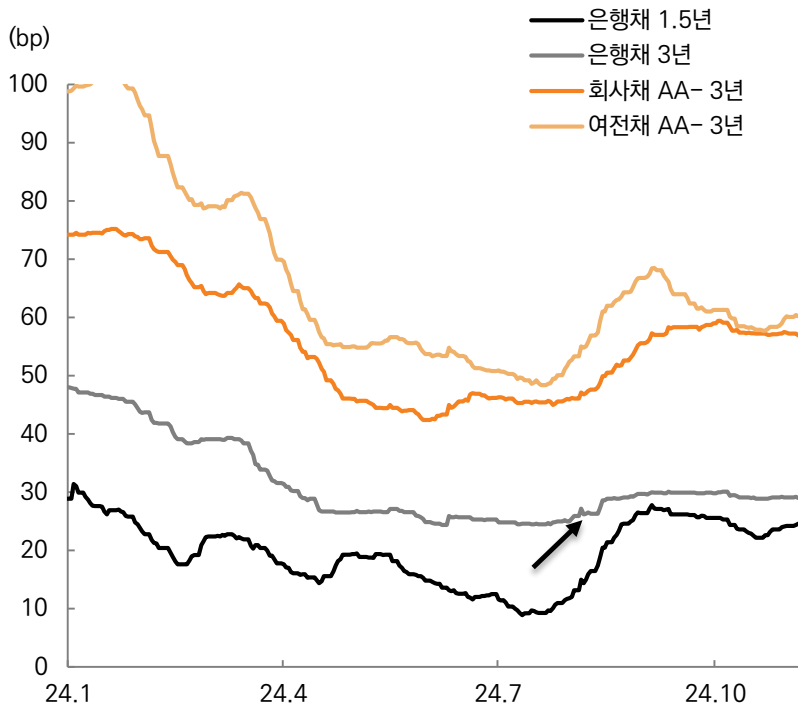
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

24년 크레딧 시장 리뷰

수급이 크레딧 시장을 지배

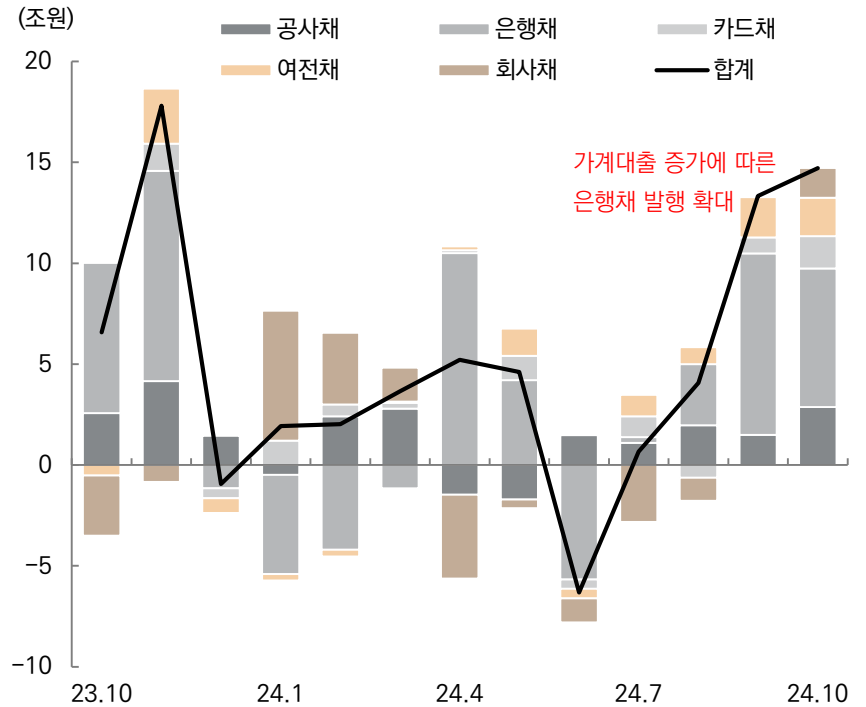
- 글로벌리 크레딧 강세 흐름속에서 국내 수급적 우위가 상반기 급격한 강세를 견인, 하반기 은행채 발행 확대와 함께 스프레드 일부 조정 후 횡보 국면
- 수요측면: CMA/RP, MMF, 채권형 펀드 등 전반적인 채권자금의 유입증가
- 공급측면: 23년 공급을 주도했던 MBS와 은행채는 1H24에 크게 둔화, 2H24 가계대출 증가와 함께 은행채 발행 확대, 아파트 거래량 감소와 함께 은행채 발행도 축소될 전망

상반기 급격한 강세 이후 하반기 일부 조정 후 횡보 국면



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

24년 하반기 이후 은행채 공급 증가



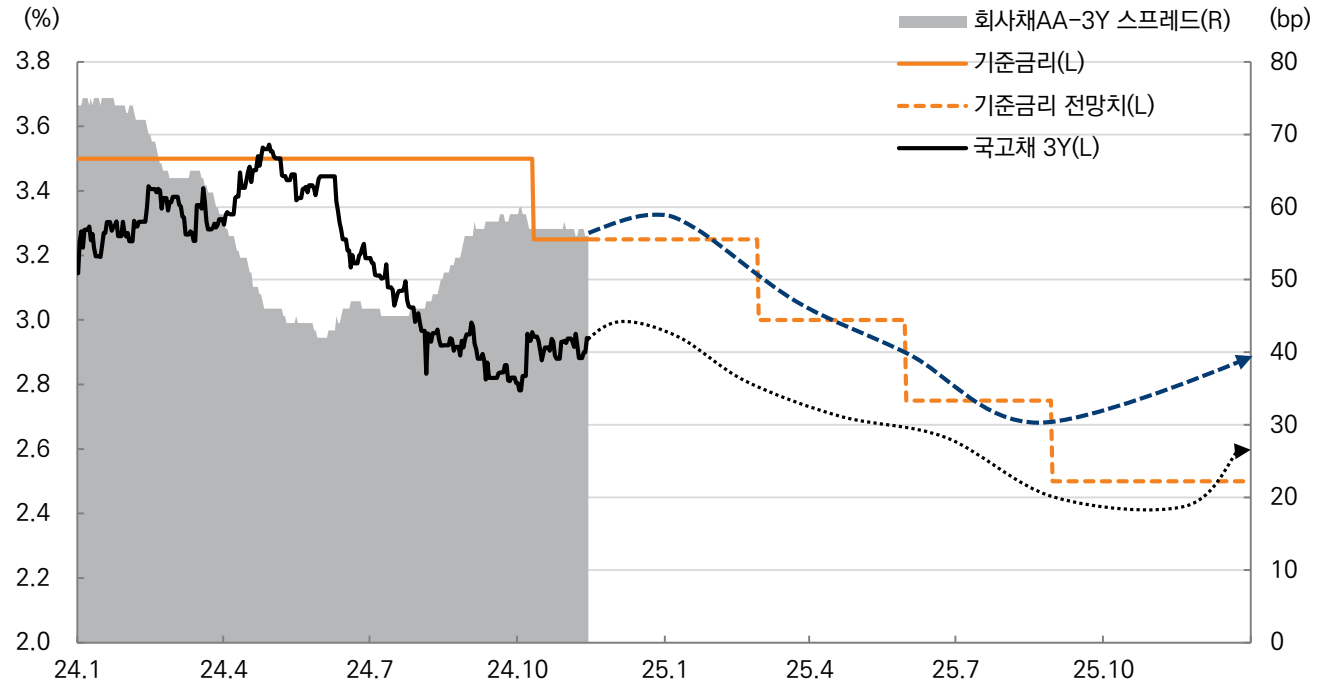
자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

25년 크레딧 시장 전망

역캐리 환경 및 강한 수급에 힘입은 강세 전망

- 25년 크레딧 스프레드는 1~3Q 강세 이후 금리 인하 기대감 축소와 함께 4Q 소폭 확대 전망
- 크레딧 전망의 Key factor
 - ① 글로벌 금융여건: 우호적 환경 유지, 관세는 한국 기업에 부정적이나 금리 인하 관점에서는 긍정적
 - ② 상관관계: 글로벌 크레딧 스프레드 역사적 저점 갱신, 국내 스프레드 축소 여력 존재
 - ③ 국고채 역캐리: 점진적 금리 인하로 25년 내내 역캐리 장세 예상, 크레딧 캐리 매력 ↑
 - ④ 수급측면: 가계대출 규제로 은행권 채권 투자수요 ↑, 반면 크레딧 만기 및 순발행 축소 전망

25년 크레딧 스프레드 금리 인하 기대감과 함께 강세 예상



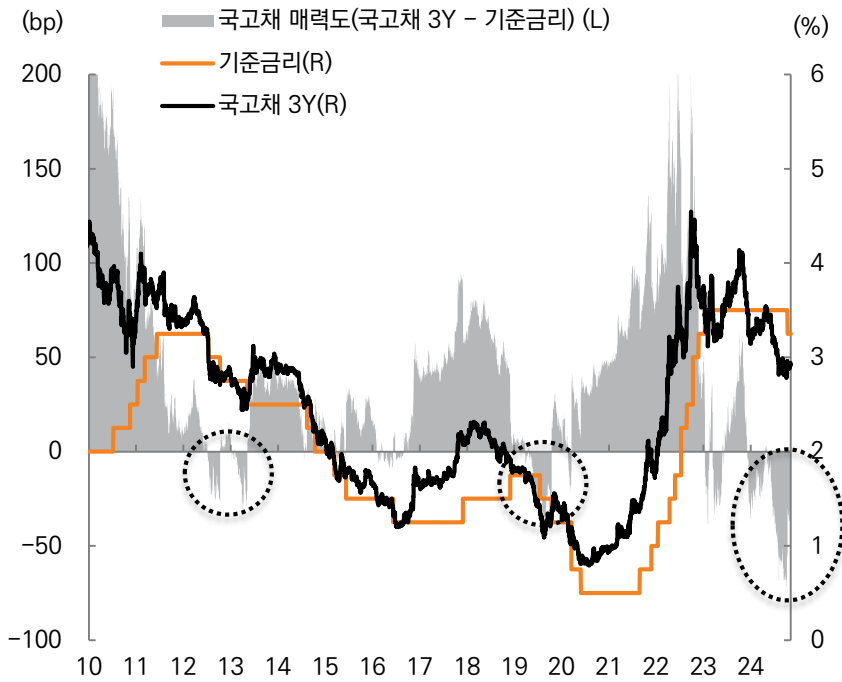
자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

25년 크레딧 시장 전망

① 국고채 역캐리 지속

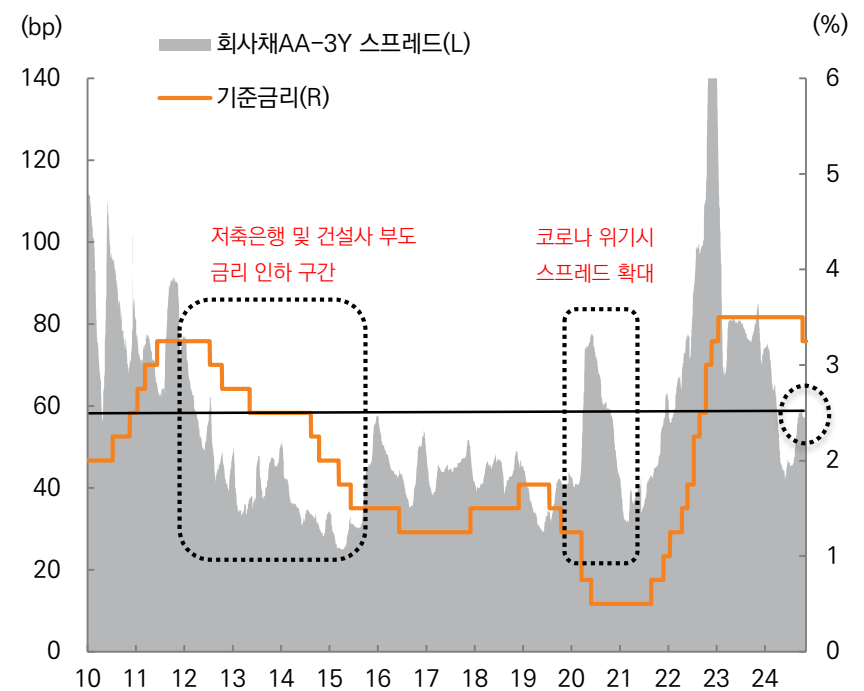
- 25년 금리 인하 점진적으로 진행됨에 따라 시장금리가 기준금리를 하회하는 역캐리 국면 지속될 전망
- 기준금리 방향성이 뚜렷하여 채권 수요 지속될 것으로 보이나 국고채 역캐리를 회피하기 위한 크레딧 수요는 지속될 전망
- 경기부진으로 금리 인하에 들어갔던 12~15년 기간 스프레드 추세적 강세, 현재 절대 스프레드 레벨도 과거 저점 대비 축소여력이 있는 상황

시장금리가 기준금리를 하회하는 역캐리 국면 지속될 전망



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

금리 인하에 들어갔던 12~15년 스프레드 추세적 강세



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

25년 크레딧 시장 전망

② 글로벌 크레딧 초강세 흐름

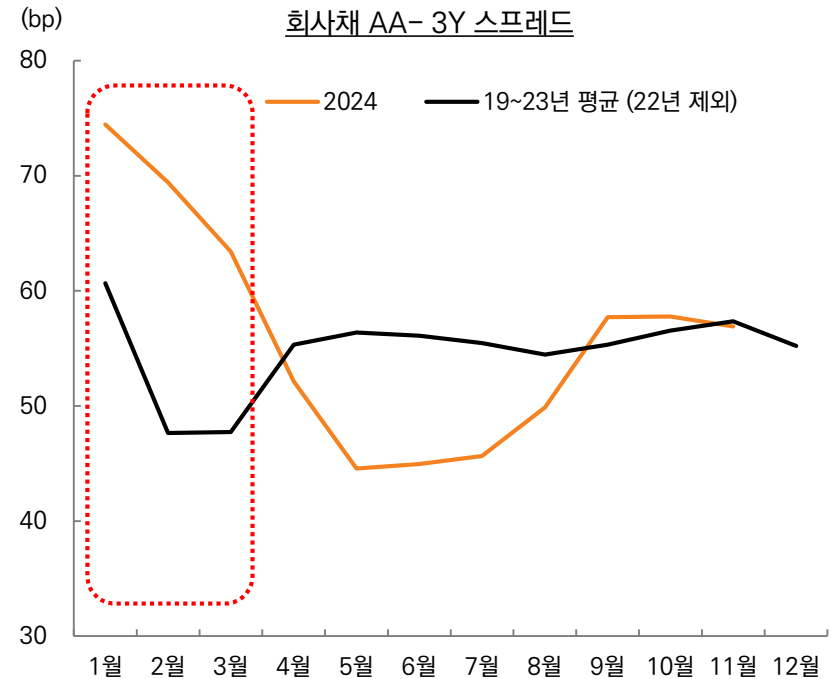
- US IG는 경착륙 우려 감소 및 트럼프 당선에 따른 위험자산 강세 영향으로 블룸버그 US IG 인덱스 기준 스프레드가 70bp 대에 진입. 이는 2000년 이후 가장 낮은 수준
- 코로나 위기 이후 유동성 확대 영향으로 전 세계 채권시장간 상관관계 높아져. US IG와 회사채AA-스프레드 상관관계도 0.8대로 높은 수준 유지
- 최근 US IG는 전 저점을 깨고 내려간 반면 한국은 횡보하는 흐름이라 내년 연초 효과와 함께 후행적 강세를 예상해 볼 수 있음

상반기 급격한 강세 이후 하반기 일부 조정 후 횡보 국면



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

국내 크레딧 시장 연초효과는 다소 뚜렷해



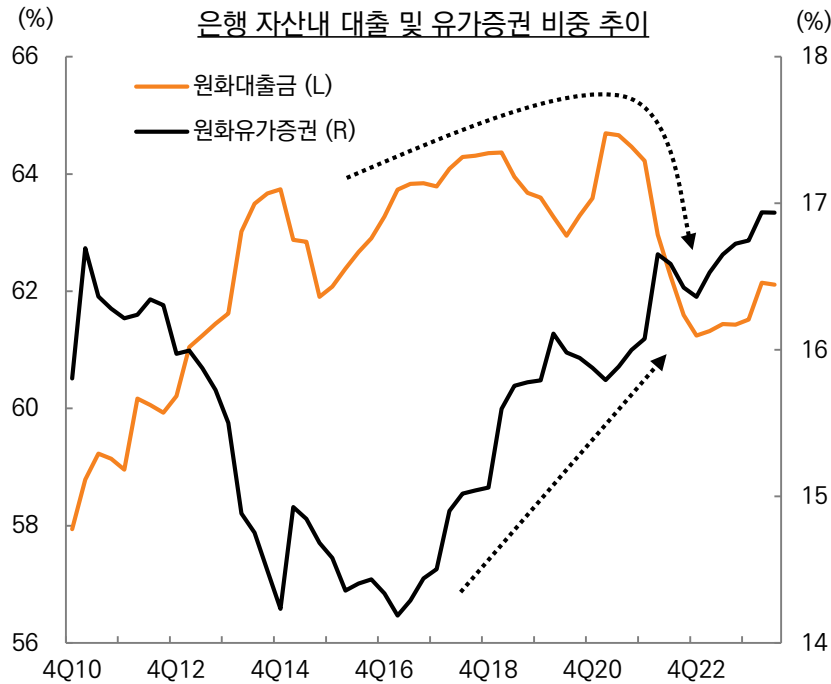
자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

25년 크레딧 시장 전망

③ 은행권 채권 매수여력 확대 전망

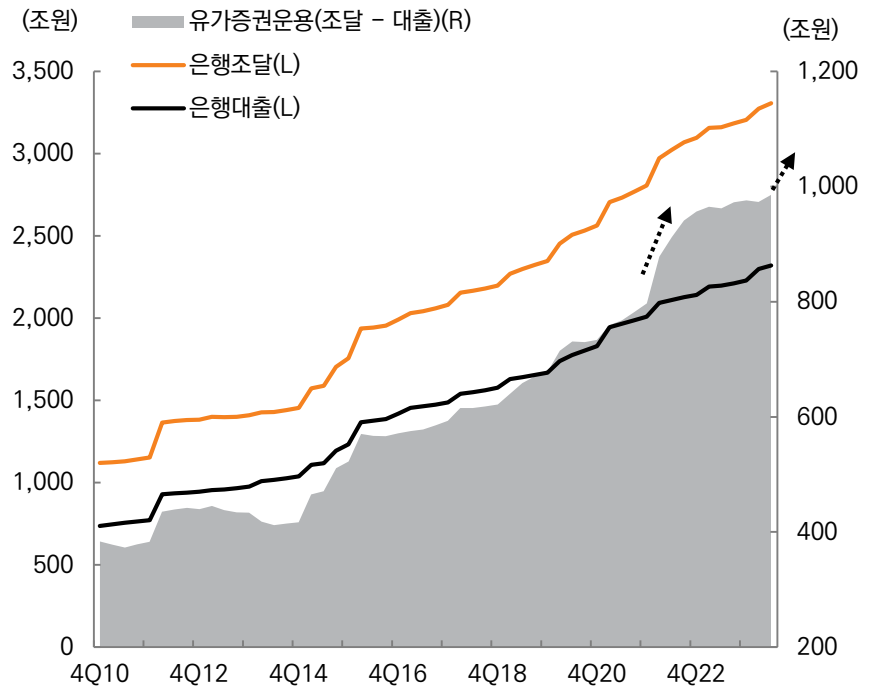
- 은행 자산내 대출비중은 수년째 정체중이다 최근 감소, 유가증권은 17년 이후 추세 상승 흐름
- 21년 이후 대출비중이 감소한 이유는 부동산 거래부진과 함께 가계대출 증가율이 둔화되었기 때문
- 은행 자산규모는 계속 성장하는 가운데 대출이 정체되자 자연스레 채권 운용규모가 늘어나는 추세
- 24년 하반기부터는 가계대출 규제 크게 강화. 내년 기준금리 인하 가능성 높아지고 있으나 부동산 상승 파급효과 방지하기 위해 현 규제기조 유지/강화 예상 → 은행권 채권 매수여력 확대 전망

은행 자산내 대출 비중 축소된 반면 유가증권 비중 증가 추세



자료: 금융통계시스템, 미래에셋증권 리서치센터

21년 이후 대출증가세 둔화로 유가증권 운용 규모 큰 폭 증가



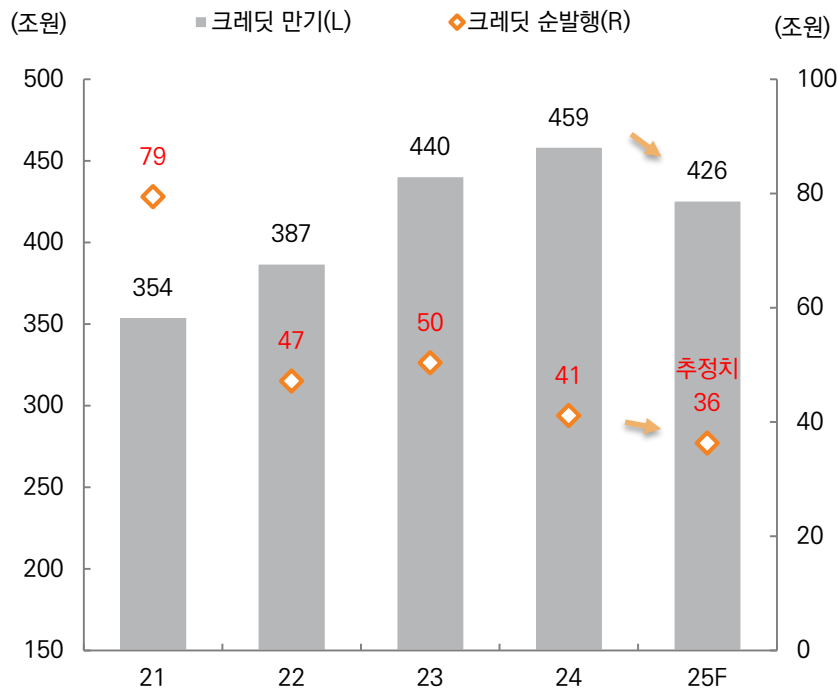
자료: 금융통계시스템, 미래에셋증권 리서치센터

25년 크레딧 시장 전망

④ 공급 측면 수년내 가장 유리한 환경

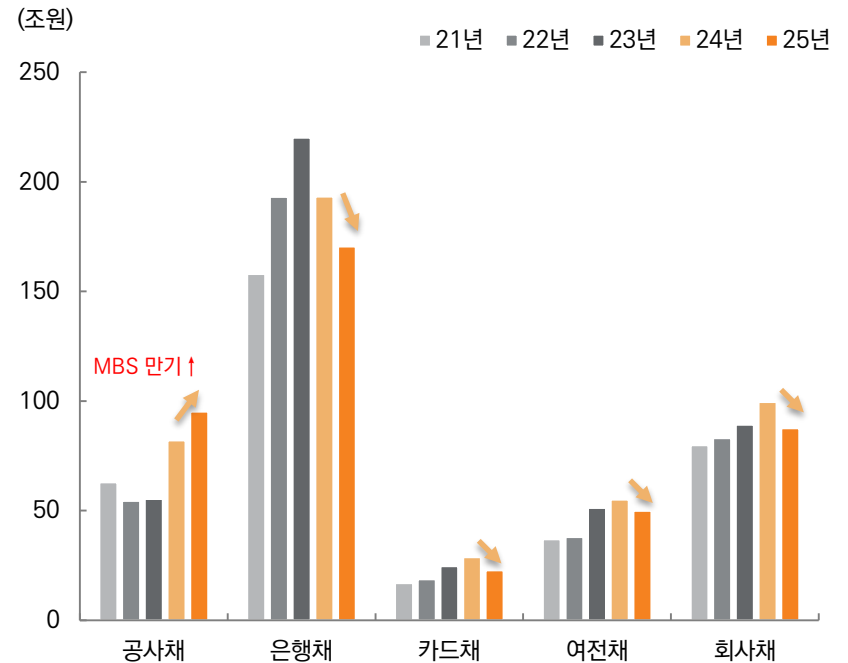
- 25년 크레딧 만기 규모 426조원으로 전년 대비 32조원(-7.2%) 감소. 5년 만에 첫 감소
- 공사채를 제외한 전 섹터에서 만기도래액 감소. 은행채 감소 폭이 가장 큼
- 25년 크레딧 순발행 규모는 약 36조원으로 전년대비 감소할 전망
 - 공사채 소폭 늘어난 반면 은행채 순증규모 크게 축소

25년 만기 및 순발행 규모 전년 대비 축소될 전망



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

공사채 만기 다소 늘어나나 은행채 만기 크게 축소



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

25년 크레딧 시장 전망

⑤ 트럼프 보호무역주의 한국 산업에 부정적

- 트럼프 2기 정부는 미 우선주의에 기반한 보호무역 정책으로 대미 수출 비중이 높은 한국에 타격
- 대부분의 수출기업 손익에 부정적 영향 주겠지만 신용위험을 야기하지는 않을 것. 한국은행의 경기 부양 니즈가 증가할 것이며 금리 인하할 경우 수요측면의 긍정적 효과가 더 크다고 판단

미국 우선주의 강화 전망

	산업별 영향
이차전지	- 바이든 정부의 환경규제, 전동화 전환 장려책 폐지 및 축소 전망 - IRA 생산세액공제 전면 폐기, 차량 연비규제 완화 - 중국산 제품에 대한 높은 관세 부과를 통한 대중 견제 - 글로벌 배터리 수요 성장세 둔화, 사업환경 부정적 영향 가중 전망
기계	- 제조업 재건 등으로 전력망 확충, 설비투자에 따른 건설기계 수요 확대 - 관세율 인상 등 보호무역에 따른 리스크 내재
철강	- 관세 인상, 쿼터 축소 등 전통적 무역장벽 강화 - 주요국 무역 구제조치 확산 등에 따른 교역 환경 불확실성 확대 - 수출 마진 감소, 역내 공급과잉 부담 심화 가능성 존재
반도체	- 자국 제조기반 확보 과정 상 지원정책 축소 또는 투자 요구조건 강화 - 범용제품 및 레거시 공정을 포함한 대중 수출통제 조치 강화 - 보편적 관세 인상에 따른 수출 채산성 악화
자동차	- IRA 전기차 보조금 및 기업평균연비규제(CAFE) 축소·폐지 - 보편 관세 부과(10% + @, 중국은 60% + @) - legacy 완성차업체 간 경쟁 심화, 현지 생산 CAPA 확보 필요
석유화학	- 중단기 유가 하락으로 원가 부담 다소 완화 - 미·중 갈등 심화로 인한 글로벌 경기 둔화 내지 침체 등으로 수요 약세 - 스프레드, 공급과잉 해소로 단기 회복 예상되나, 중장기 수급 악화 전망
조선	- 전통 에너지 부흥으로 LNG선 수요 확대·연장 예상 - 중국 배제한 자국 중심의 공급망 구축, 조선업 영향은 제한적 - 보호무역주의 기조는 장기 선박 수요에 부정적 요인
정유	- 유가, 중단기 약세 예상 - 친환경 정책의 속도 둔화로 석유/정유기업들의 친환경 투자 부담 경감 - 정유시설에 대한 투자 크지 않아 양호한 마진 예상

자료: 한국기업평가, 미래에셋증권 리서치센터

II

—

국내 크레딧 섹터별 분석

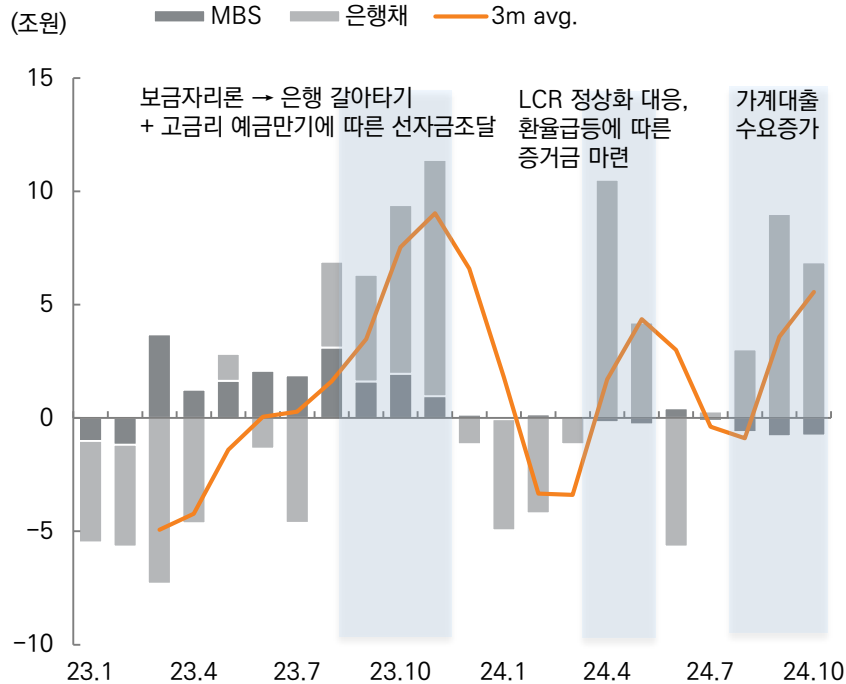


섹터별 분석: 은행채

은행채 발행강도 약화될 전망

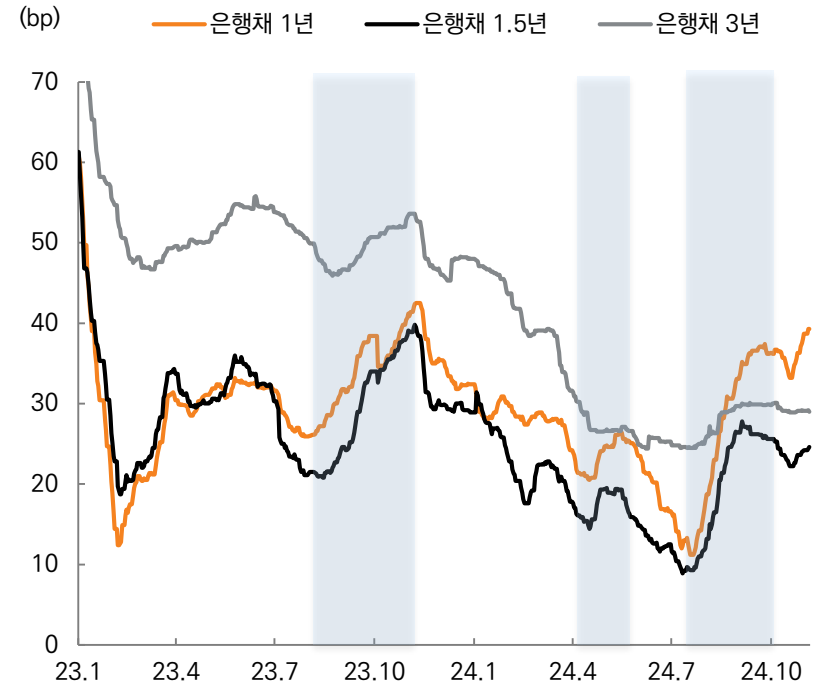
- 24년 은행채 발행은 4~5월 및 8~10월에 집중. ① LCR 정상화 대응 및 환율급등에 따른 증거금 마련, ② 부동산 시장 반등에 따른 가계대출 수요증가가 원인이었음
- 크레딧 시장 전반적으로 강세를 보인 가운데 은행채는 1~1.5년 구간을 중심으로 변동성 확대. 발행이 집중되었던 23.9~11월, 24.4~5월, 24.8~10월 약세를 나타냈음
- 다만, 최근 들어 가계대출 증가세는 크게 감소했고 정책당국의 규제 의지를 고려할 때 25년 은행채 발행강도는 약화될 것으로 전망

은행채 및 MBS 순발행 추이



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

은행채 스프레드 공급에 큰 영향 받아



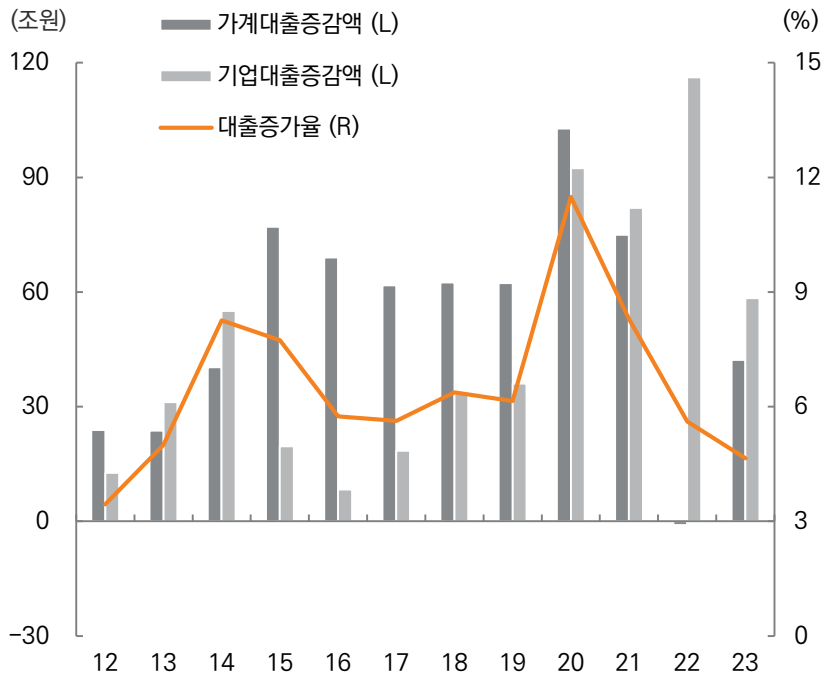
자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

섹터별 분석: 은행채

가계대출 규제 지속 대출성장세 둔화

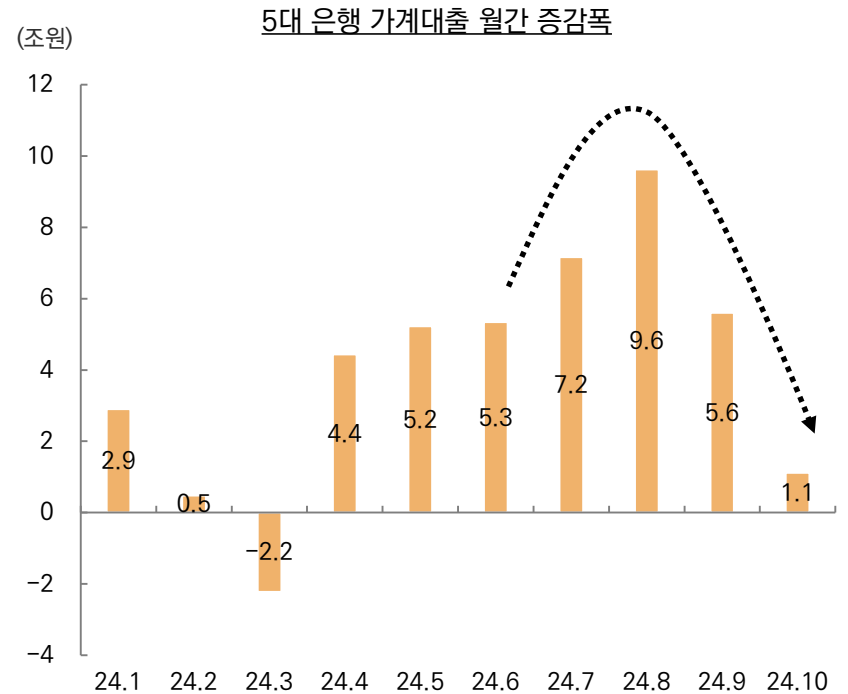
- 24년 하반기부터 은행 대출 크게 증가했으나 정책 당국의 대출규제로 제동 걸려
- 5대 은행 가계대출 8월 9.6조원 → 10월 1.1조원으로 급감
- 장기적 관점에서도 은행 대출 성장률은 20년 11.5%를 기점으로 하향 안정화 추세. 5대 금융지주 가계대출 증가율 1.5~2% 수준으로 관리 목표를 세우는 등 정책 당국의 의지가 매우 강함
- 정책 당국이 내년도 금리인하를 염두에 둔다면 가계대출 규제가 완화될 가능성은 낮아 보임

예금은행 대출증가율 20년을 정점으로 안정화



자료: 금융통계시스템, 미래에셋증권 리서치센터

대출 규제 이후 가계대출 증가 폭 급감



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

섹터별 분석: 은행채

스트레스 DSR 3단계 2단계보다 효과 클 것

- 25.7월부터 스트레스 DSR 3단계 시행예정. 2단계에 비해 1) 기본 스트레스 금리(1.5%) 반영비율이 상향되고(50 →100%), 2) 대상대출의 범위가 기타대출까지 확대
- 스트레스 DSR 2단계보다 3단계 적용시 대출감소 폭이 더 큰 것으로 조사
- 경영계획을 초과해 가계대출을 취급한 은행에 대해서는 대출한도 축소(낮은 DSR 목표치 부여)를 시사
- 이외에도 스트레스완충자본 부과, 주담대 위험가중치 상향 등 가계대출 증가율을 낮추기 위해 추가로 활용할 수 있는 규제는 다수 존재

25년 하반기부터는 스트레스 DSR 3단계 적용 예정

	1단계	2단계	2단계
시행시기	24.2월	24.9월	25.7월
은행권	주택담보대출	주택담보대출 신용대출	주택담보대출 신용대출 기타대출
2금융권	-	주택담보대출	주택담보대출 신용대출 기타대출
스트레스금리	25% 적용	50% 적용	100% 적용

주: 현재 기본 스트레스 금리 1.5% (하한 1.5 ~ 상한 3.0%)
 자료: 금융위원회, 미래에셋증권 리서치센터

스트레스 DSR 2단계보다 3단계 대출감소 폭이 더 큰 것으로 조사

	1단계	2단계	2단계
변동형 (6개월)	3.77억원 (+0.38%)	3.57억원 (+0.75%)	3.23억원 (+1.5%)
		-0.2억원	-0.34억원
혼합형 (5년고정후변동)	3.85억원 (+0.23%)	3.73억원 (+0.45%)	3.50억원 (+0.9%)
		-0.12억원	-0.23억원
주기형 (5년주기고정)	3.92억원 (+0.11%)	3.85억원 (+0.23%)	3.73억원 (+0.45%)
		-0.07억원	-0.12억원

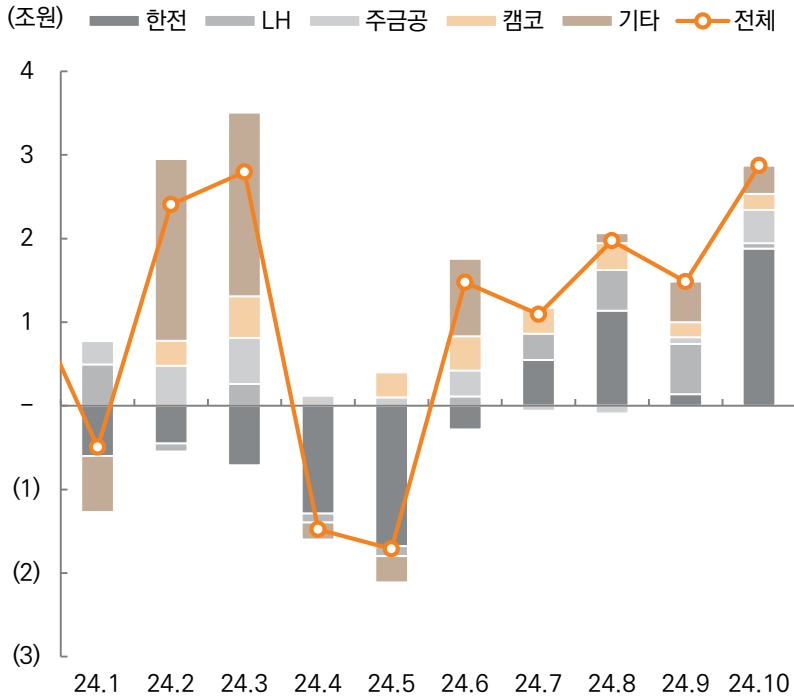
주1: 연봉 5천만원(DSR 40%), 40년 만기 원리금균등상환 주담대를 받은 경우로 다른 대출 없는 상황 가정
 주2: ()는 단계/대출별 적용 스트레스 가산금리
 자료: 금융감독원, 한국금융연구원, 미래에셋증권 리서치센터

섹터별 분석: 공사채

공공 재정건전성 강화, 부동산관련 발행 소폭 증가

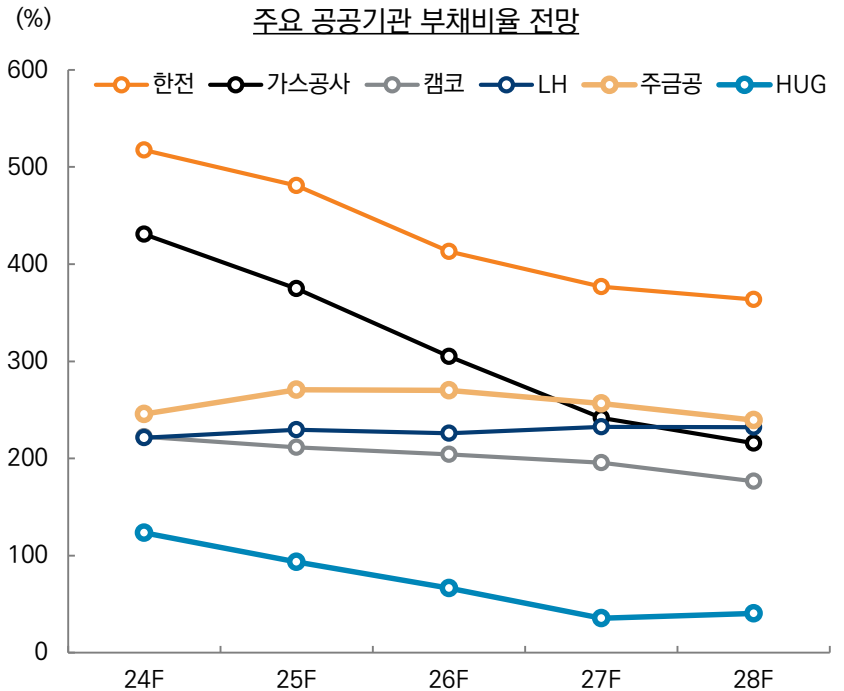
- 24년 공사채 10.4조원 순발행. 캠프, LH, HUG 등 부동산/PF 관련 기업들의 순발행 폭이 컸음. 캠프는 2.5조원 순발행. PF펀드 및 새출발기금 출자가 자금조달 니즈로 이어짐. 한전은 연간 순상환되었으나 하반기부터는 순발행 흐름
- 25년 공기업들은 사채발행을 늘리기보다 실적 개선과 자본 확충에 집중할 전망. 적자를 줄이기 위한 요금/수수료 인상, 재무건전성 강화를 위한 자본 확충이 예고. 신규주택 공급 등 부동산 가격 안정화를 위한 정부 의지가 강한만큼 LH 등 일부 부동산 관련 기업들을 중심으로 발행 수요 집중될 것

공사채 순발행 추이



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

주요 공공기관 중장기 부채비율 개선 계획



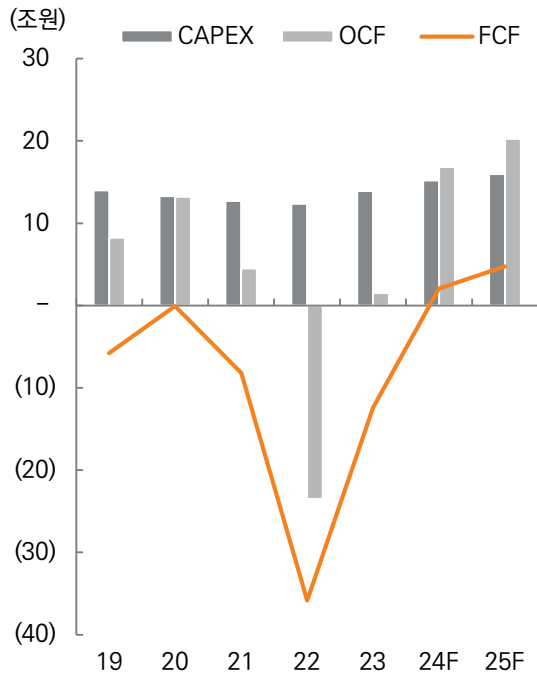
자료: 기재부, 미래에셋증권 리서치센터

섹터별 분석: 공사채 (한전)

요금 인상과 유가 안정은 수익성 개선 요인

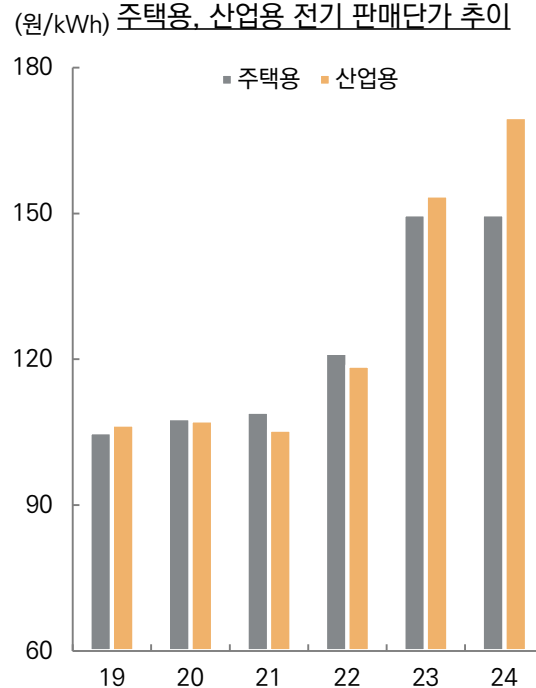
- 10월말 산업부는 산업용 전기요금을 +16.1원/kWh 인상. 23년 2Q 이후 산업용 전기요금만 인상된 만큼 내년 주택용 전기요금 인상의 명분 마련. 최근 한전 사장은 주택용 전기요금 인상 필요성을 강조
- 작년부터 누적된 요금인상 효과, 유가 안정화에 따른 원가 부담 완화로 올해 연간 영업이익 흑자전환 후 내년 수익성 개선 지속될 전망
- 한전은 내년 재정건전화 목표를 강화한 가운데 현금흐름이 개선될 것으로 예상되고 있어 25년 순발행 크지 않을 전망

25년 연간 잉여현금흐름 흑자 지속 전망



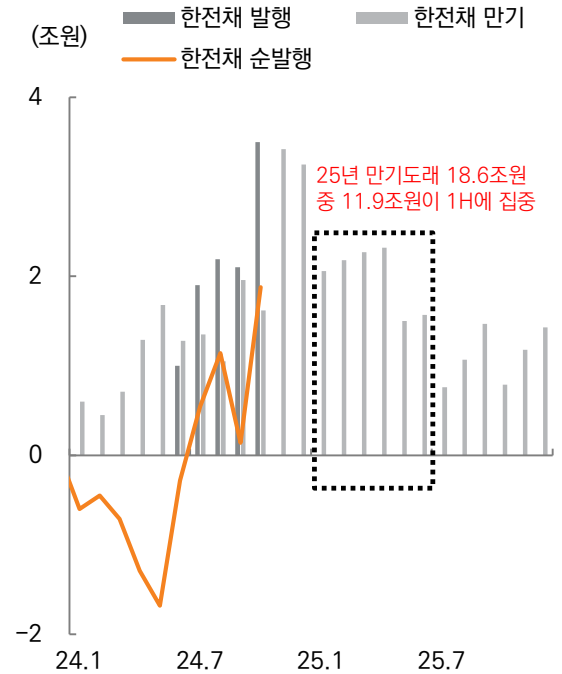
자료: Wisefn, 미래에셋증권 리서치센터

25년 주택용 요금인상 명분 마련



자료: 한국전력공사, 언론종합, 미래에셋증권 리서치센터

25년 상반기 만기도래 물량 집중



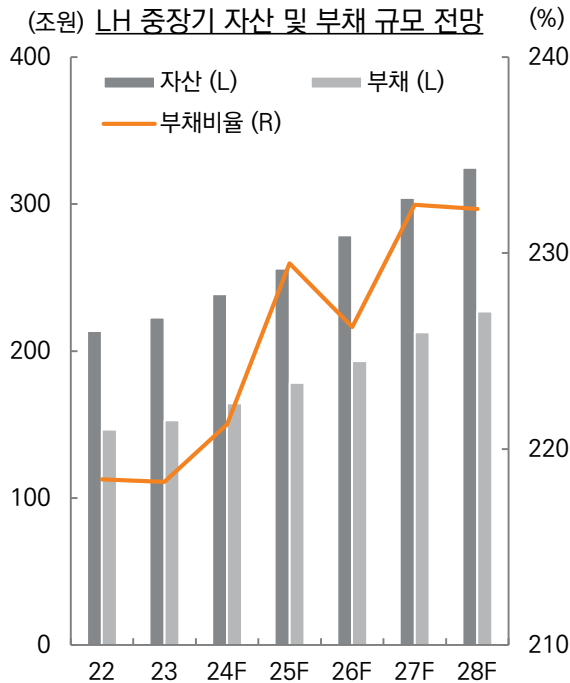
자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

섹터별 분석: 공사채 (LH)

실적회복 지연, 높아지는 조달 수요

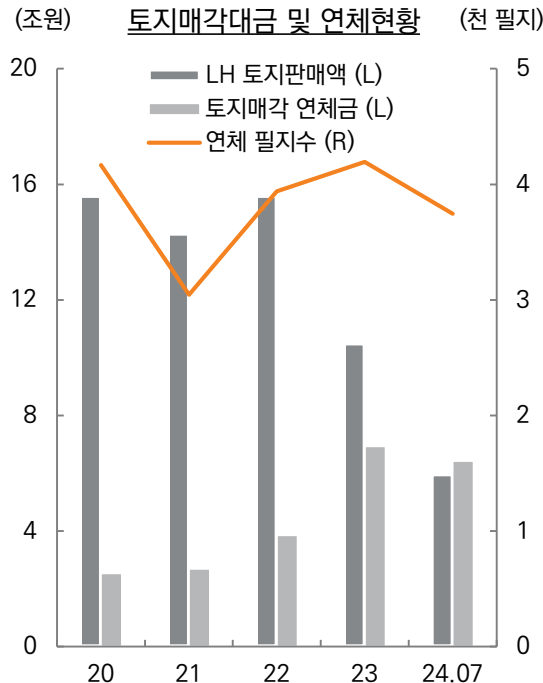
- 공공기관 재무건전성 개선 의지에도 LH는 28년까지 부채비율 10%p 이상 증가할 것으로 전망. 토지매각 실적 저조, 분양대금 연체 누적 등으로 수익성 개선 지연될 것으로 보임
- 매년 6만호의 신규주택 공급, 전세사기 피해주택 매입의무(4.2조원 추정)는 자금조달 수요 높일 것. 내년 6만호 신규주택 매입에 필요한 자금은 약 4.2조원. 정부의 270만호 주택공급 목표 달성률이 저조한만큼 내년 추가 공급대책 마련될 가능성 높으며, 이는 LH의 조달 수요 증가로 이어질 수 있음
- 광명시흥 등 3기 신도시 토지보상은 26년부터 현실화 전망. 보상규모는 8조원으로 추정

LH 부채의존도 높아질 전망



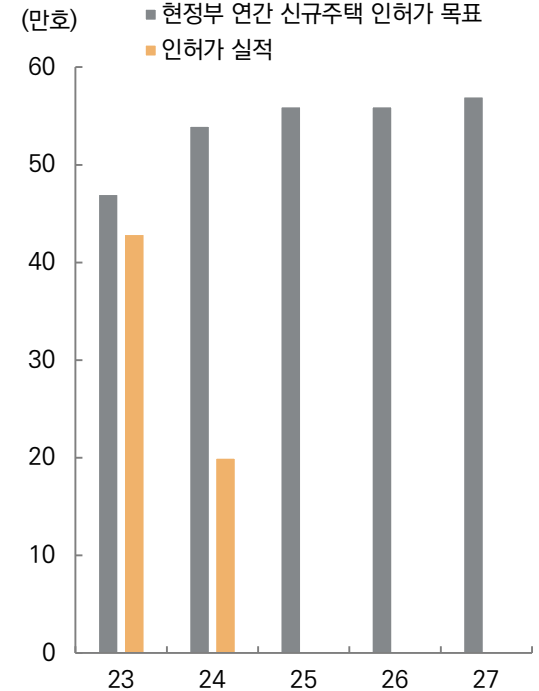
자료: 기재부, 미래에셋증권 리서치센터

토지매각 실적부진, 연체증가는 실적 압박 요인



주: 토지판매액은 24.8월 기준, 연체금 및 연체 필지수는 7월 기준
자료: LH, 미래에셋증권 리서치센터

공급목표 달성 위해 추가대책 마련될 가능성



주: 24년 인허가 실적은 8월 기준
자료: LH, 미래에셋증권 리서치센터

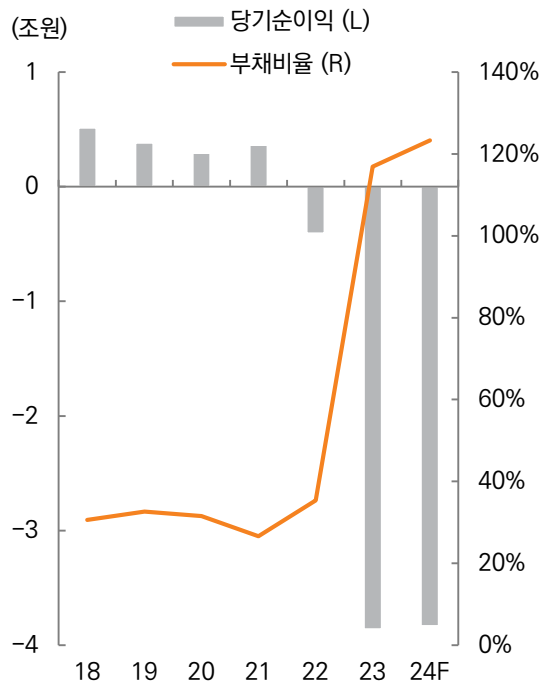
섹터별 분석: 공사채 (HUG)

25년 이후 HUG

자본잠식 요인 점진적 해소 기대

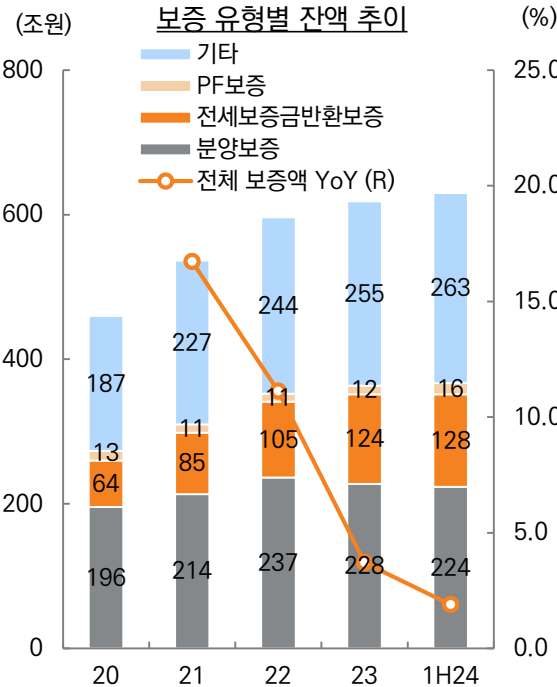
- HUG는 올해도 연간 순손실을 기록할 전망. 부채비율은 지난해 117%에서 123%로 소폭 증가 예상
- 누적손실로 자본잠식이 심화되자 HUG 보증액이 한도에 다다를 것이라는 우려 확대. 이에 HUG는 신규 전세보증 가입 기준을 강화했으며 수수료율 인상도 고려 중. 전세사기 단속강화, HUG 신규보증 발급기준 상향 등으로 사고율은 점차 낮아질 것으로 보임. 25년 이후 HUG 실적 점진적 개선 예상
- 10월말 7천억원 규모 신종자본증권 발행이 연기. 정부의 건전재정 기조 감안할 때 정부출자 외에 시장 조달을 통한 자본확충 논의 재개될 가능성. 발행 완료 시 25년에는 추가 자금조달 니즈 감소할 전망

올해 순손실 지속 전망, 부채비율 상승 예상



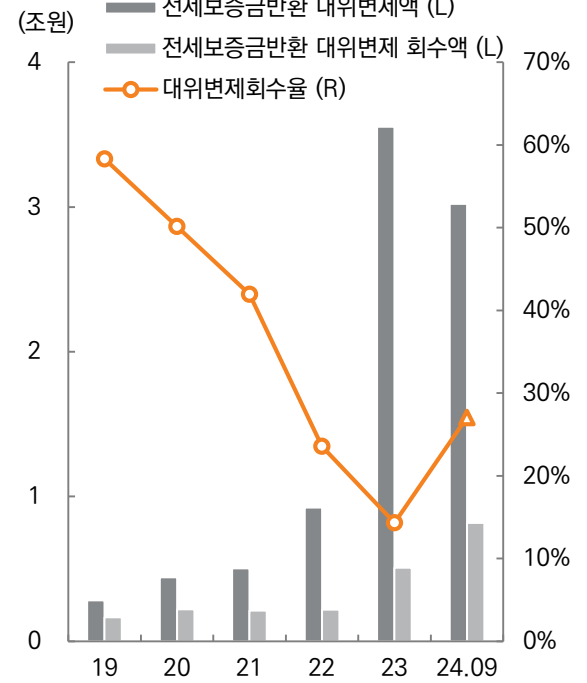
자료: HUG, 기재부, 미래에셋증권 리서치센터

HUG 신규보증 증가율 둔화 중



자료: HUG, 미래에셋증권 리서치센터

대위변제액 높은 수준이나 회수율은 반등



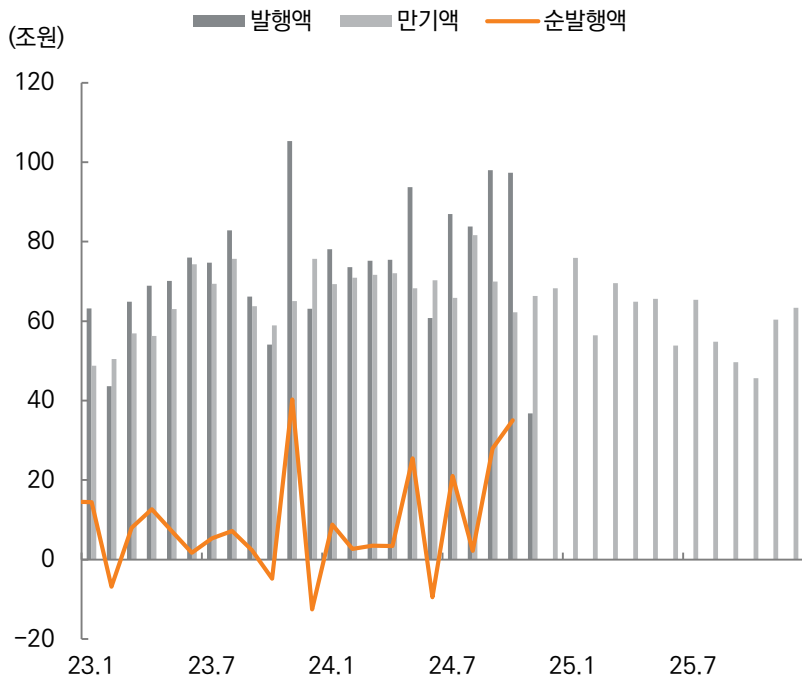
자료: HUG, 언론취합, 미래에셋증권 리서치센터

섹터별 분석: 카드/캐피탈채

25년 여전채 등급간 스프레드 축소여력 존재

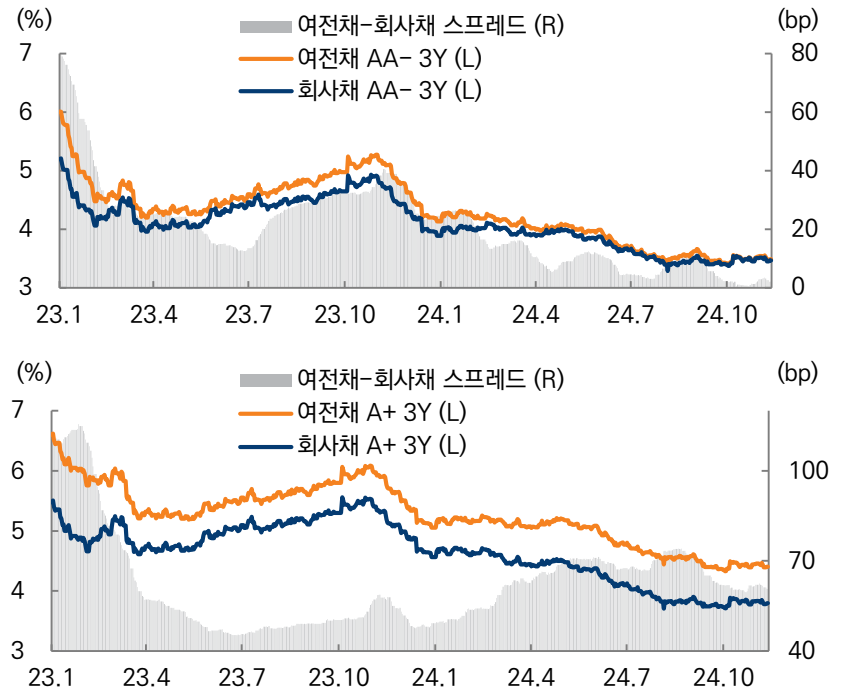
- 올해 전반적으로 여전사 순발행 폭 크지 않았으나 3Q 이후 순발행 증가세. 최근 카드론 수요 증가와 시장금리 하락에 따른 저금리 채권으로의 차환 수요 증가로 발행니즈 높아진 것으로 보임
- 회사채-여전채간 스프레드는 등급간 차별화 흐름. PF 위험이 업종 전반에서 개별기업 리스크로 점차 전환되며 여전채 AA급은 회사채 대비 상대적 강세를 나타낸 반면 A급은 약세 추세
- 여전채 AA- vs A+ 스프레드는 91.4bp로 지난 10년 평균(58.6bp)을 상회. 내년 하반기 완만한 경기회복과 함께 높아질 PF 연착륙 기대가 등급간 스프레드 축소 압력으로 작용할 전망

올해 하반기 이후 여전채 발행 수요 증가



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

PF 리스크 잔존으로 A급 스프레드 축소 제한



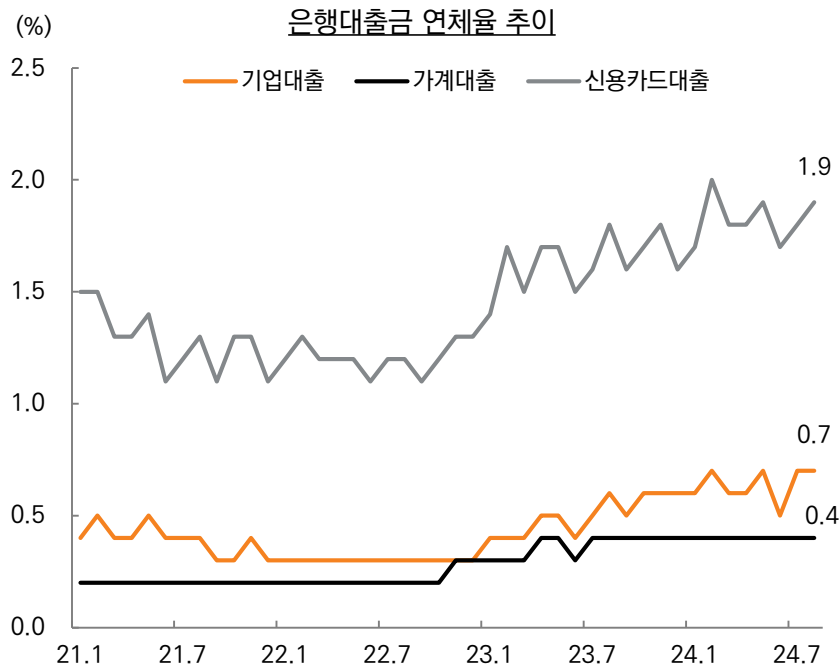
자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

섹터별 분석: 카드/캐피탈채

경기 회복 지연은 여전사 연체율 하락 제한 요인

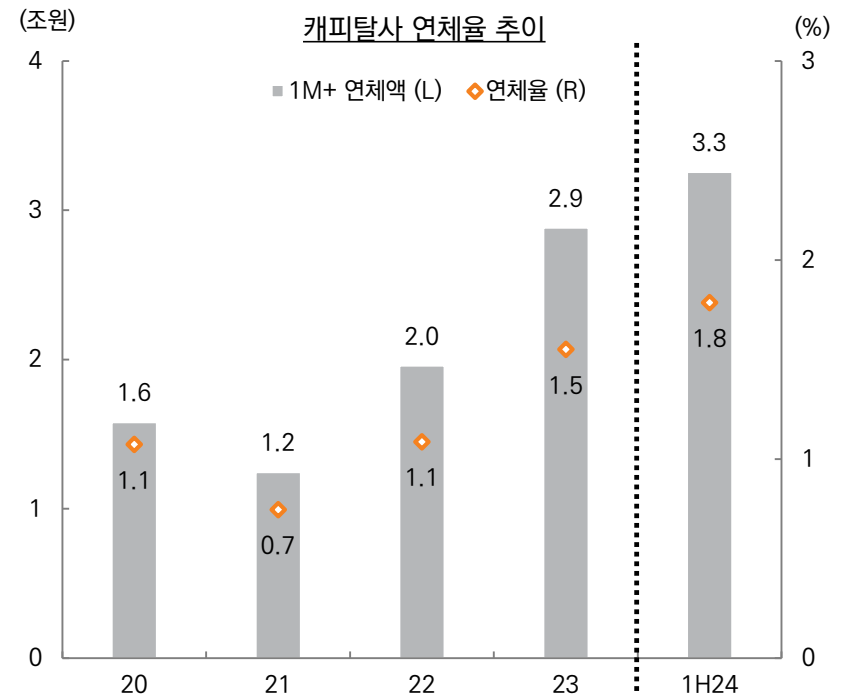
- 올해 은행 가계대출 기준강화와 경기 불황에 따른 취약계층 급전 수요에 2금융권 대출 규모 증가. 카드론 잔액은 23년말 38조원에서 24년 9월 41.7조원까지 증가
- 취약차주의 상환능력 떨어지며 신용카드 대출 연체율은 1.9%까지 증가. 캐피탈사 연체율도 1.8%로 전년말 대비 0.3%p 증가
- 내년 상반기까지 내수 부진 장기화, 수출 모멘텀 둔화로 경기 회복 지연되는 가운데 여전사 연체율 추가 상승 가능성 존재

신용카드 및 기업대출 연체율 증가 추세



주: 신용카드 대출은 신용카드 경영은행 한정
자료: ECOS, 미래에셋증권 리서치센터

캐피탈사 연체율, 전년말 대비 0.3%p 증가



자료: 한신평, 미래에셋증권 리서치센터

섹터별 분석: 카드/캐피탈채

PF 총당금 적립에 따른 실적 부담은 지속될 전망

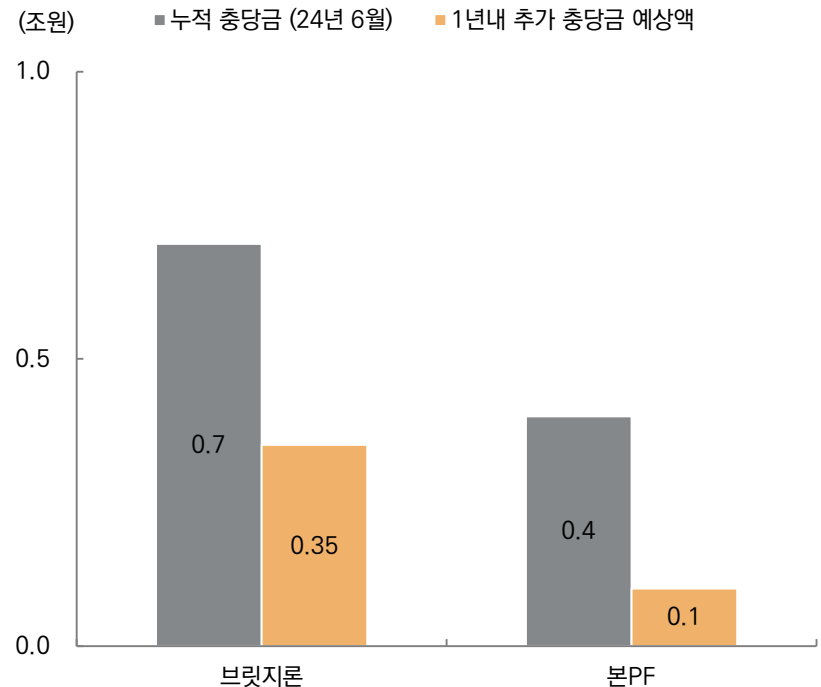
- 캐피탈사 PF 익스포저는 24.9조원. 부실 가능성 높은 사업장에 대해 진행된 금감원의 1차 사업성 평가에서 '유의'이하로 분류된 사업장은 2.1조원. 해당 사업장은 총당금 적립, 자율매각 의무 부여
- 1년내 추가로 '유의' 이하로 분류될 사업장은 1.8조원 수준으로 예상. 이 경우 예상되는 추가 총당금 적립액은 0.4조원. PF 구조조정 과정에서 내년에도 총당금 적립 이어지겠지만 부담은 줄어들 전망
- 캐피탈사 최근 4분기 누적 총당금 적립전 영업이익은 6.2조원, 1H24 이익잉여금은 22.4조원. PF 비중 높은 기업들을 중심으로 실적 둔화 예상되지만, 업권 전반 리스크에서 개별기업 이슈로 전환 중

내년 PF 구조조정 과정에서 추가 총당금 적립 가능성

(단위: 조원, %)	증권	저축은행	캐피탈	합계
전체 PF 잔액	26.9	1.7	24.9	53.5
유의 이하 사업장 (A)	3.7	0.4	2.1	6.2
1년내 추가 유의 이하 신규분류 예상액 (B)	1.4	0.2	1.8	3.4
기적립 총당금 (C)	2.0	2.2	1.1	3.3
1년내 추가 총당금 예상액 (D)	0.6	0.0	0.4	1.0
유의이하 대비 총당금 적립률(%)(C+D)/(A+B)	51.1	43.1	39.3	45.8

주: PF 잔액, 기적립 총당금은 24년 6월 기준. 예상액은 한신펜 추정치, 24년 9월 기준
 자료: 한신펜, 금감원, 미래에셋증권 리서치센터

유의이하 신규분류 사업장 증가로 인한 추가 총당금 예상액은 0.45조원



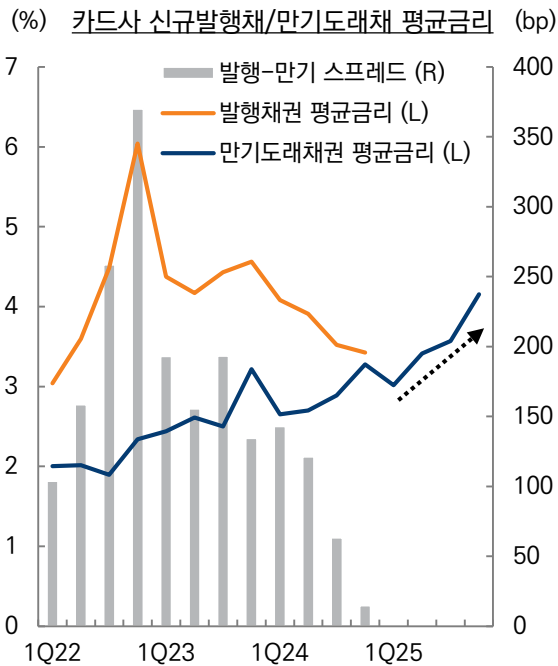
자료: 한신펜, 미래에셋증권 리서치센터

섹터별 분석: 카드/캐피탈채

조달비용 감소는 여전사 실적둔화 일부 상쇄할 듯

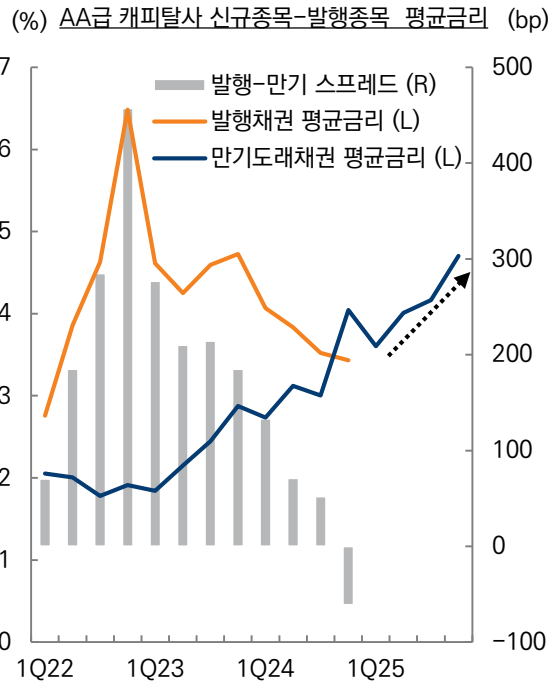
- 내년 한은의 금리인하로 시장금리의 하락이 예상되는 반면 만기도래채권의 평균금리는 하반기로 갈수록 상승세. 22~23년 고금리로 발행된 채권이 내년에 본격적으로 만기도래되기 때문
- 만기도래 채권 차환 시 조달비용 부담 크게 완화될 것으로 판단. AA급 캐피탈사 신규발행채권과 만기도래채권 스프레드는 올해 4분기 이미 음전. 카드사와 A급 캐피탈사 발행-만기 금리 스프레드는 내년 상반기 점차 정상화 예상
- 여전사 조달비용 부담완화는 연체율 상승, PF 충당금 적립에 따른 실적둔화를 일부 상쇄할 듯

카드사 신규발행채-만기도래채 금리



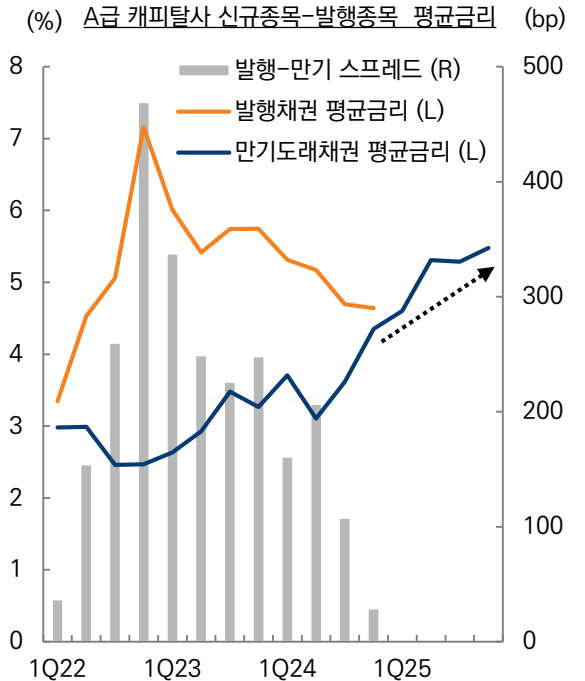
자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

AA급 캐피탈 신규발행채-만기도래채 금리



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

A급 캐피탈 신규발행채-만기도래채 금리



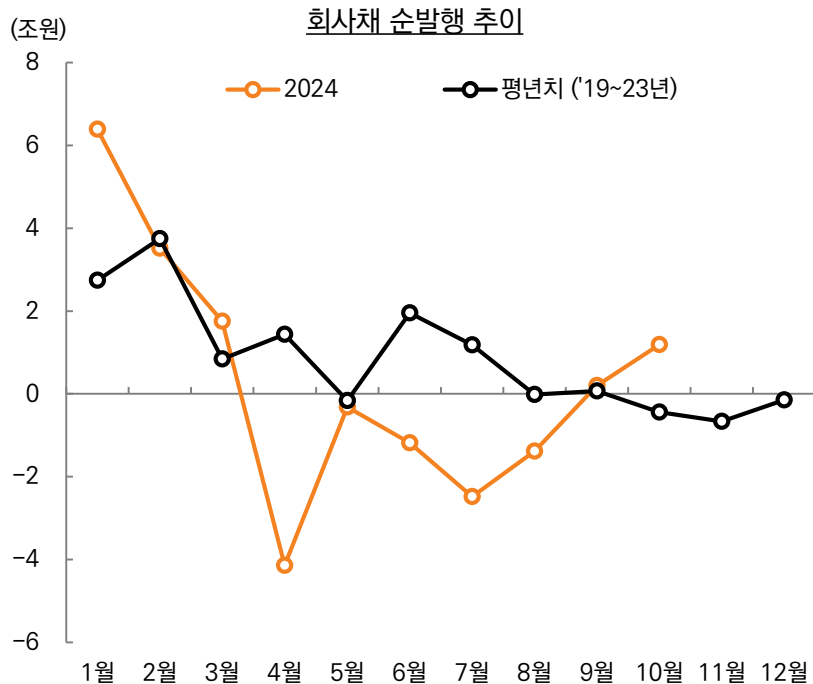
자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

섹터별 분석: 회사채

내년에도 회사채 조달 수요 낮을 듯

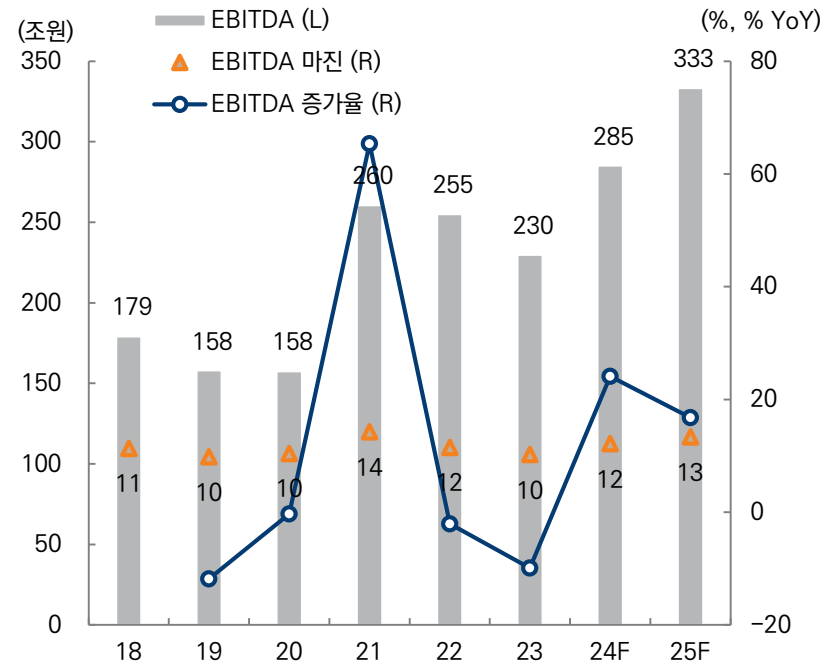
- 회사채는 연초 강한 순발행 나타난 후 2~3Q 모멘텀 둔화. 한은 금리인하 단행된 10월 이래적으로 높은 발행 수요 확인됐으며, 발행량의 73%는 채무상환자금 용도. 신규 자금 수요보다는 낮아진 조달금리에 기존 고금리 채권을 상환하기 위한 차환 수요가 대부분인 것으로 추정
- 25년에도 회사채 순발행 수요 크지 않을 전망. 국내 제조업 Capex는 올해에 이어 역성장 지속될 것으로 보임. EBITDA 마진 완만한 상승세 이어지며 현금흐름도 점차 개선될 전망. 25년 사채 발행 수요는 평년치 대비 높지 않을 듯

한은 금리인하 후 회사채 발행 수요 증가



자료: 인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

25년 국내 제조업 EBITDA 마진 개선 전망



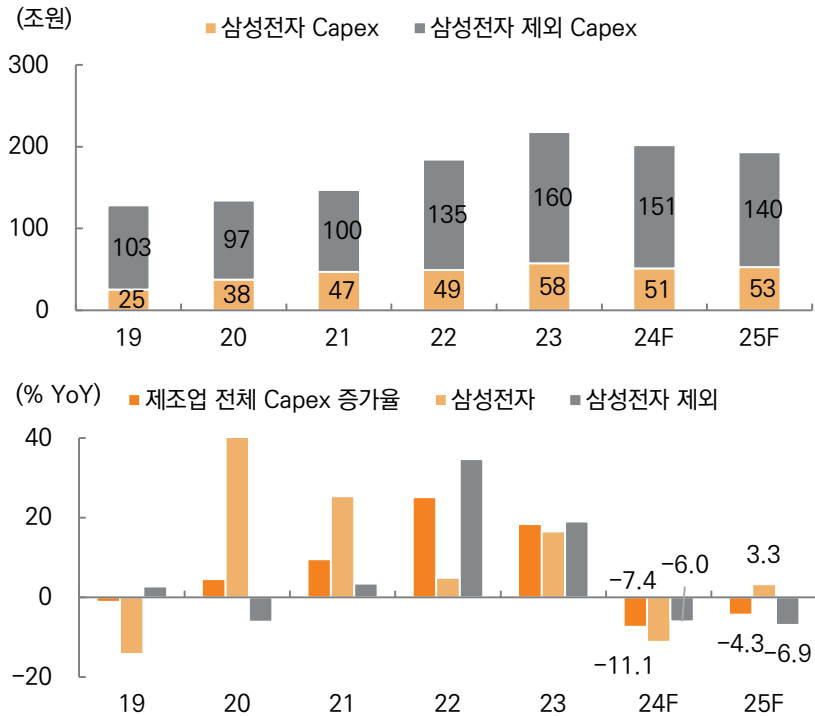
자료: Wisefn, 미래에셋증권 리서치센터

섹터별 분석: 회사채

제조업 설비투자 수요부진 지속

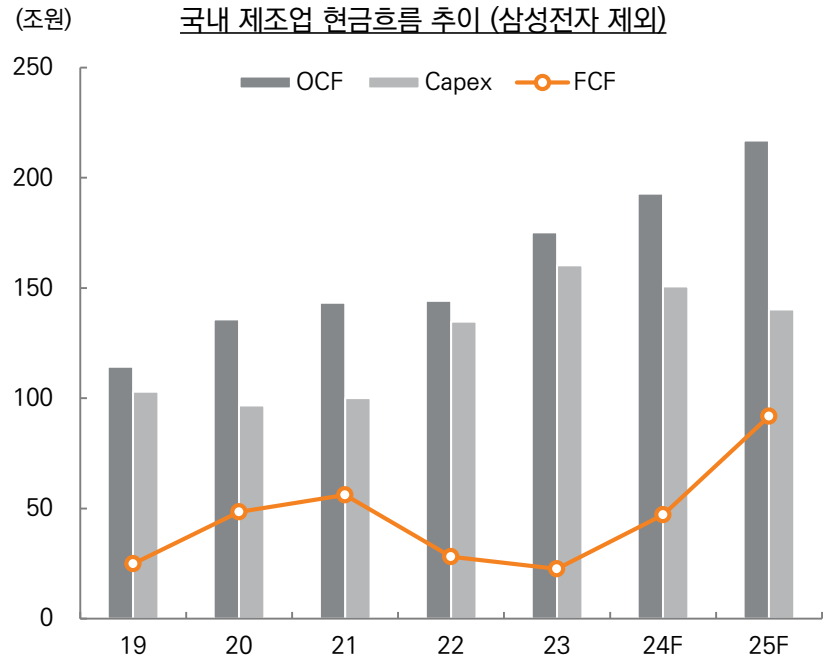
- 25년 국내 제조업 설비투자 규모 193조원으로 축소 전망(-4.3% YoY). 사채 발행이 없는 삼성전자를 제외한 제조업 설비투자는 -6.9% YoY로 2년 연속 감소세 이어갈 전망. 제조업 업황 회복 지연되며 내년에도 기업들은 신규투자에 소극적인 스탠스를 이어갈 듯
- 신규 투자수요는 제한되는 한편 25년 하반기부터 경기 회복 국면 접어들며 연간 잉여현금흐름 개선 전망. 높아진 현금여력은 기업들의 사채발행 수요를 낮추는 요인

반도체 외 제조업 설비투자 수요 부진 지속 전망



주: 한국전력, 한국가스공사 제외
자료: Wisefn, 미래에셋증권 리서치센터

기업투자 위축으로 잉여현금흐름도 개선 전망



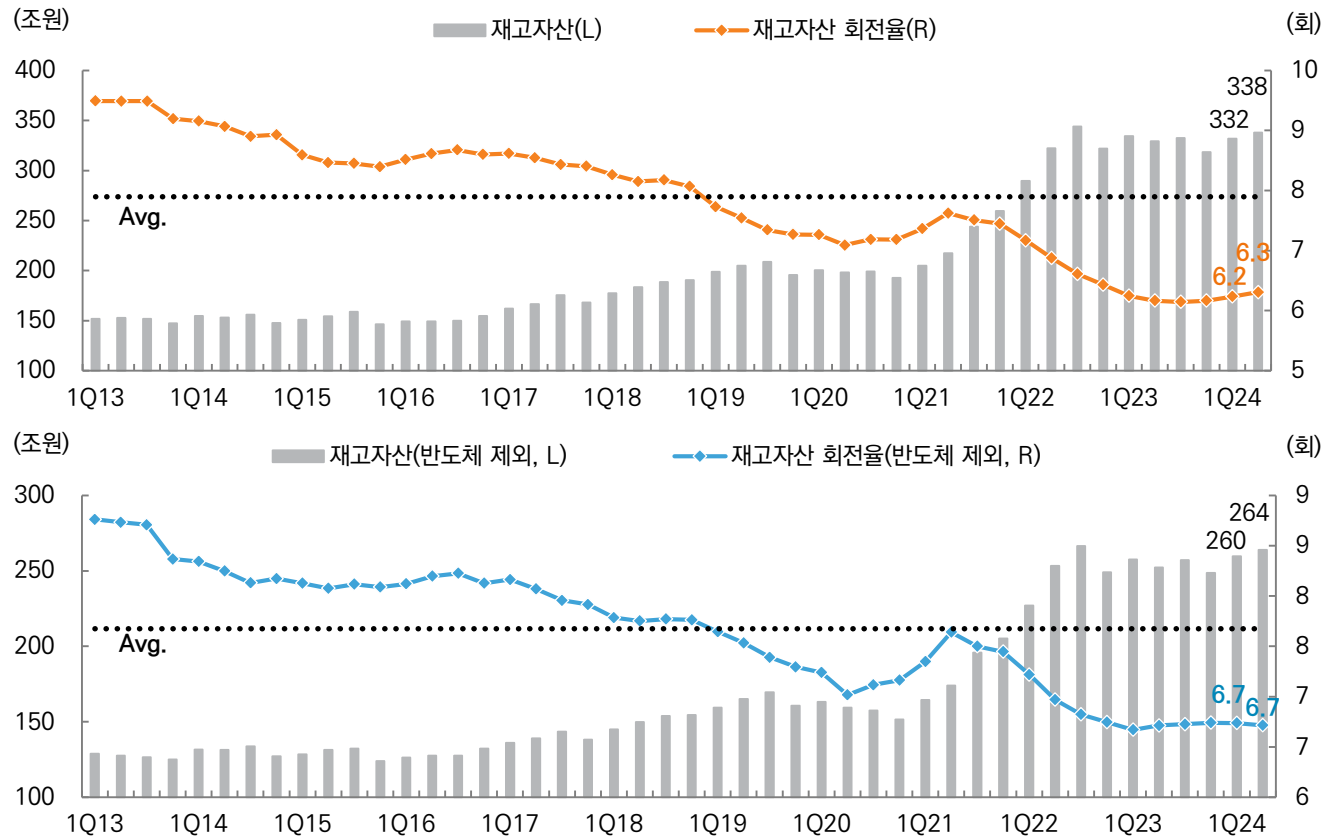
주: 한국전력, 한국가스공사, 삼성전자 제외
자료: Wisefn, 미래에셋증권 리서치센터

섹터별 분석: 회사채

재고자산 회전율 사상 최저 수준 지속

- 국내 기업 재고자산 회전율은 최저 수준 지속. (2Q24 재고자산 회전율 6.3%, 반도체 제외 시 6.7%)
- 탑라인 성장여력 제한되는 상황에서 국내 기업들은 재고를 줄여갈 것. 운전자본 투자 제한될 것으로 보이며, 이는 기업들의 조달수요를 낮추는 요인

국내 기업 재고자산, 재고자산 회전율 추이



주1: 1Q18~1Q24 분기별 데이터가 존재하는 제조업 대상(재고자산 데이터는 건설, 조선, 운송, 상사/자본채, 미디어, 호텔/레저, SW, 통신 유틸리티 업종 제외)
 주2: 분기별 재고자산 회전율은 매출액(4개분기 누적)/평균 재고자산으로 계산 / 자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

APPENDIX

—

업종별 재무흐름



업종별 재무지표 추이

- 25년 매출액이 크게 증가할 것으로 예상되는 업종: IT가전/화학/철강, 반등을 나타낼 업종: 에너지/기계/미디어교육/유틸리티
- 25년 EBITDA 마진이 유의미하게 개선되는 업종: 에너지/화학/조선/건강관리/반도체/IT가전/유틸리티
- 25년 재무구조가 개선될 만한 업종: 조선/유틸리티/디스플레이. 올해 이익창출력이 개선된 조선과 디스플레이 업종의 재무구조 추가 개선이 기대되며, 유틸리티도 공공요금 인상 효과 누적으로 부채비율 하락세 이어질 전망

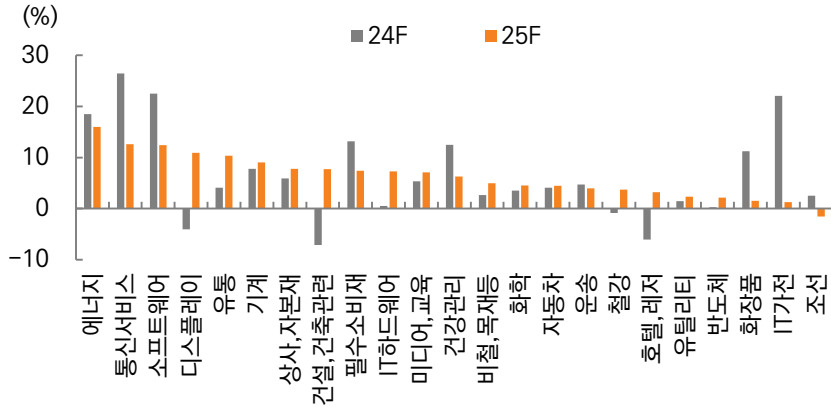
업종별 주요 재무지표 추이

	매출액 증가율					EBITDA 마진					총차입금/EBITDA				부채비율			
	2021	2022	2023	2024(E)	2025(E)	2021	2022	2023	2024(E)	2025(E)	2021	2022	2023	1H24	2021	2022	2023	1H24
에너지	42.1	66.2	-4.0	0.3	2.1	8.8	9.1	6.4	6.0	8.5	4.9	3.6	5.7	6.1	156	159	159	156
화학	41.0	17.8	-1.0	-4.0	10.9	19.7	10.4	9.8	9.5	12.9	1.6	3.0	4.3	5.5	87	73	81	86
비철, 목재등	33.7	23.5	-4.3	12.5	6.3	12.3	8.2	8.4	10.9	10.1	2.1	2.7	2.0	2.2	79	77	78	81
철강	32.0	13.2	-8.3	-6.0	3.2	16.9	10.0	9.2	9.0	10.1	2.0	3.2	3.8	4.7	76	75	72	73
건설, 건축관련	3.8	20.9	17.9	2.5	-1.6	7.6	6.3	5.0	5.2	5.9	3.6	4.2	4.8	4.3	155	157	159	163
기계	19.1	28.8	20.6	0.5	7.3	8.6	7.6	8.7	9.4	10.1	5.1	4.4	3.0	3.1	159	145	133	133
조선	-5.9	8.4	28.5	22.5	12.4	-11.9	-4.7	1.8	6.4	9.2			14.5	4.9	161	223	209	208
상사, 자본재	18.0	20.7	-0.1	2.6	5.0	11.2	9.7	9.2	9.8	10.2	3.5	4.1	4.5	4.9	201	188	182	183
운송	34.3	29.1	-12.0	11.2	1.5	21.2	25.3	15.2	17.3	15.7	2.5	1.6	2.9	2.9	151	108	103	101
자동차	14.6	22.0	13.7	4.7	4.0	11.0	10.5	12.6	11.9	11.7	4.6	4.1	3.1	3.2	128	127	120	121
화장품	18.4	5.7	-6.1	5.4	7.1	17.1	12.1	12.6	13.1	13.8	1.0	1.6	1.7	1.6	66	64	63	65
호텔, 레저	9.5	38.9	34.0	13.2	7.4	0.9	9.2	18.5	17.1	17.9		10.0	3.5	3.0	89	89	89	83
미디어, 교육	20.8	31.0	5.6	4.1	10.3	19.0	16.8	14.9	16.7	17.0	3.0	3.0	2.9	2.9	114	126	125	123
유통	10.0	13.1	-4.4	3.5	4.5	11.9	8.6	8.9	8.8	8.8	4.2	5.5	5.5	5.7	140	142	138	140
필수소비재	6.8	16.4	2.1	4.1	4.5	12.3	11.4	11.1	12.0	12.2	2.4	2.6	2.6	2.6	96	100	99	100
건강관리	15.0	21.0	8.6	18.5	16.0	23.3	20.9	22.5	22.9	26.8	1.8	2.0	1.9	1.8	55	63	41	42
소프트웨어	21.8	18.0	-2.4	7.8	9.1	24.9	11.9	9.9	16.5	17.8	1.4	2.7	3.3	2.6	53	53	57	55
IT하드웨어	34.1	20.1	0.0	5.9	7.8	16.6	14.1	10.7	11.2	12.0	0.8	1.1	1.6	1.7	77	74	76	77
반도체	20.3	7.7	-16.0	26.5	12.6	34.4	29.5	17.3	30.0	32.7	0.3	0.4	0.9	0.6	43	32	34	34
IT가전	27.2	25.1	4.9	-7.1	7.7	11.1	9.5	8.3	8.7	10.5	1.7	1.9	2.6	3.1	119	113	118	119
디스플레이	24.9	-10.5	-17.2	22.0	1.3	21.8	6.7	7.2	17.5	17.9	1.8	7.8	9.7	4.7	147	189	257	239
통신서비스	3.9	2.5	2.6	1.5	2.3	27.3	25.2	24.6	24.2	25.1	1.8	2.1	2.1	2.0	137	136	135	131
유틸리티	13.0	38.5	6.3	-0.8	3.7	11.4	-9.9	9.4	18.8	21.1	10.5		13.6	7.0	236	438	485	465

자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

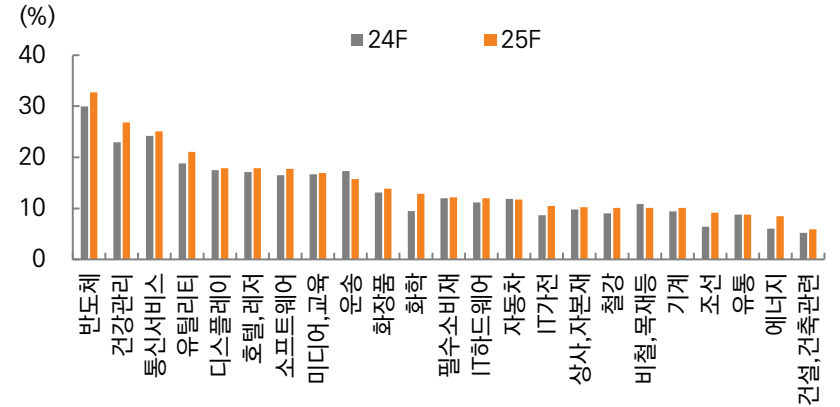
업종별 재무지표 추이

업종별 매출액 증가율



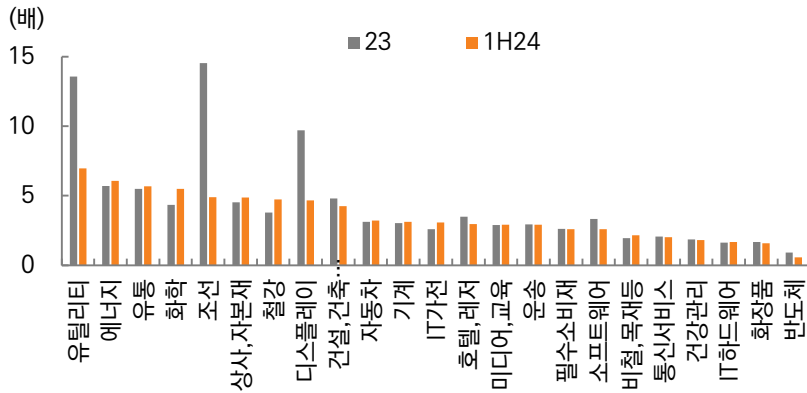
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

업종별 EBITDA 마진



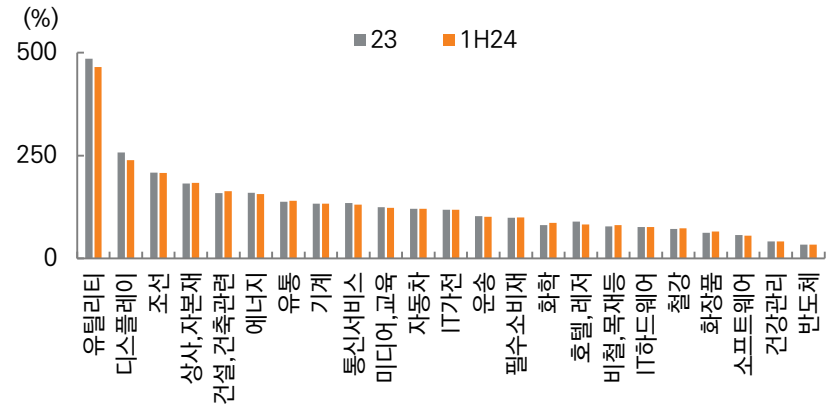
자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

업종별 총차입금/EBITDA



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

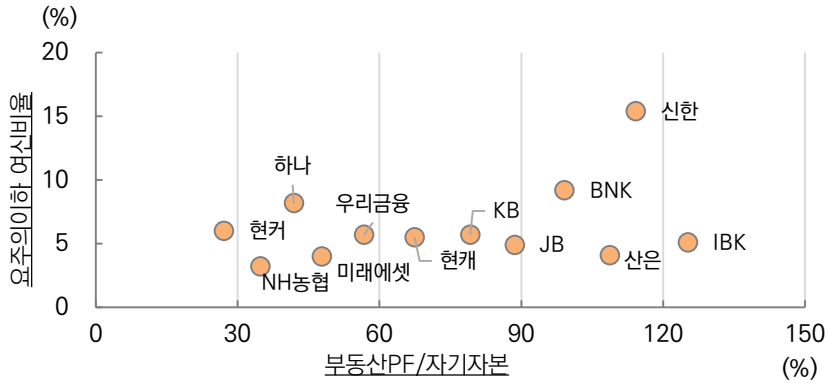
업종별 부채비율



자료: WISEfn, 미래에셋증권 리서치센터

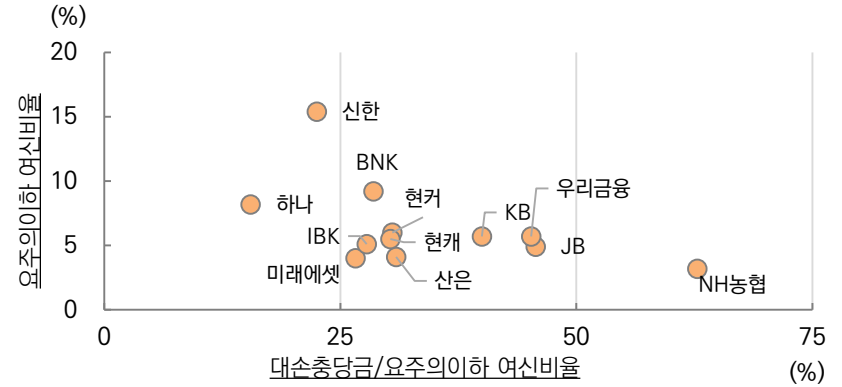
캐피탈사 주요 재무지표

AA급 요주의이하 여신비율 및 부동산PF 비중



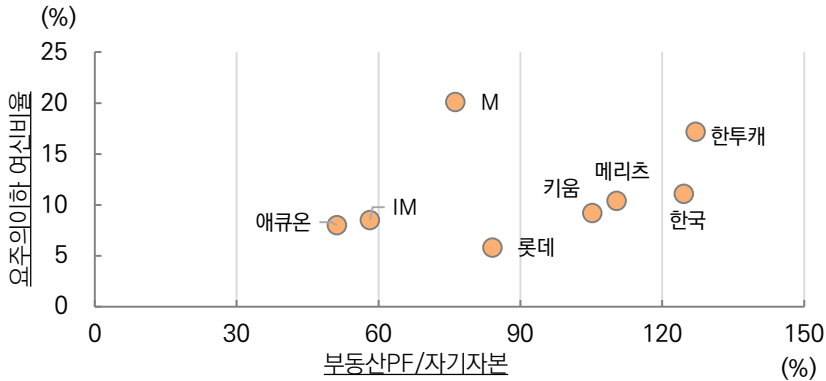
자료: 한신평, 미래에셋증권 리서치센터

AA급 요주의이하 여신비율 및 대손충당금 비중



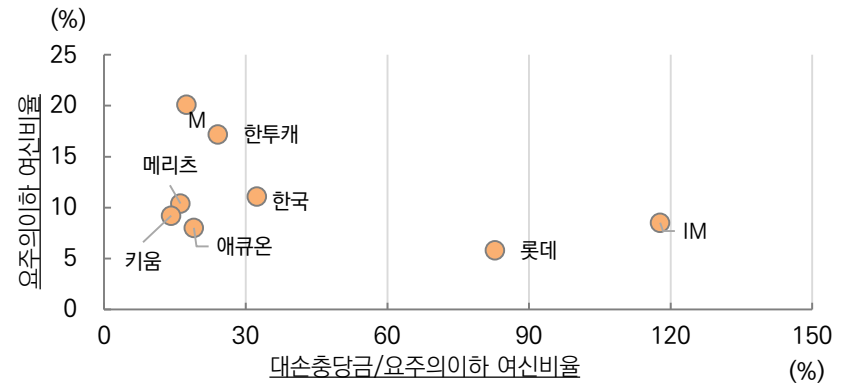
자료: 한신평, 미래에셋증권 리서치센터

A급 요주의이하 여신비율 및 부동산PF 비중



자료: 한신평, 미래에셋증권 리서치센터

A급 요주의이하 여신비율 및 대손충당금 비중



자료: 한신평, 미래에셋증권 리서치센터

Compliance

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.