

크레딧 전망

수급의 파도를 타고

김성신 sungshin.kim@miraeasset.com



CONTENTS



[요약] 2025년 하반기 크레딧 전망	3p
I. 하반기 크레딧 시장 전망	4p
II. 크레딧 이슈 점검	24p
III. 하반기 크레딧 투자전략	34p
IV. 결론	39p

[요약] 2025년 하반기 크레딧 전망

수급의 파도를 타고

01 하반기 크레딧 시장 전망

- 은행, 운용사 중심의 풍부한 유동성과 하반기 낮은 차환 부담은 우호적인 수급 여건을 형성하며 스프레드 완만한 축소 흐름 예상
- 기준금리 하락에 따른 조달금리 경감에 캐리확보 수요 높아질 전망
- 채권형 펀드 설정 증가로 다변화된 운용사 크레딧 포트폴리오는 AA급 이하 크레딧 수요에 긍정적
- 하반기 은행채 순발행 증가 예상되나 섹터 전반 차환 부담 낮아지며 연간 순발행 규모는 전년 대비 둔화 예상

02 크레딧 이슈 점검

- [부동산 PF]
부실 PF 자산 중 50% 이상은 상반기 내 정상화 완료 예정. 캐피탈사 추가 총당금 적립은 영업이익 내 감내 가능할 전망. 대손비용의 수익성 둔화압력 점차 완화 예상
- [중소형 건설사 위기]
대형사는 건설업 업황 부진에 대비해 현금 축적 지속. 시공능력 상하위권 기업 간 재무부담 차별화 심화. 건설업 수익성 둔화 압력 지속되겠으나 대형사 위기나 업종 전반 리스크로 확산될 가능성 제한적

03 하반기 크레딧 투자전략

- 섹터별 선호도: AA급 회사채 > AA급 여전채 > 공사채 > 은행채
- AA급 회사채 3Y 이하 구간 여전채 대비 금리 매력 높으며, 하반기 공급 부담 완화 전망. 이익창출력 높은 조선, 전력기기, 방산 등에 관심
- 여전채 자산건전성 저하 압력 AA급 중심으로 점차 완화 예상. 채권형 펀드 등 우호적인 수급 환경 지속될 전망
- 공사채, 은행채의 경우 국고채 금리 변동성을 3Y 이상 매수 기회로 활용

I

—

하반기 크레딧 시장 전망

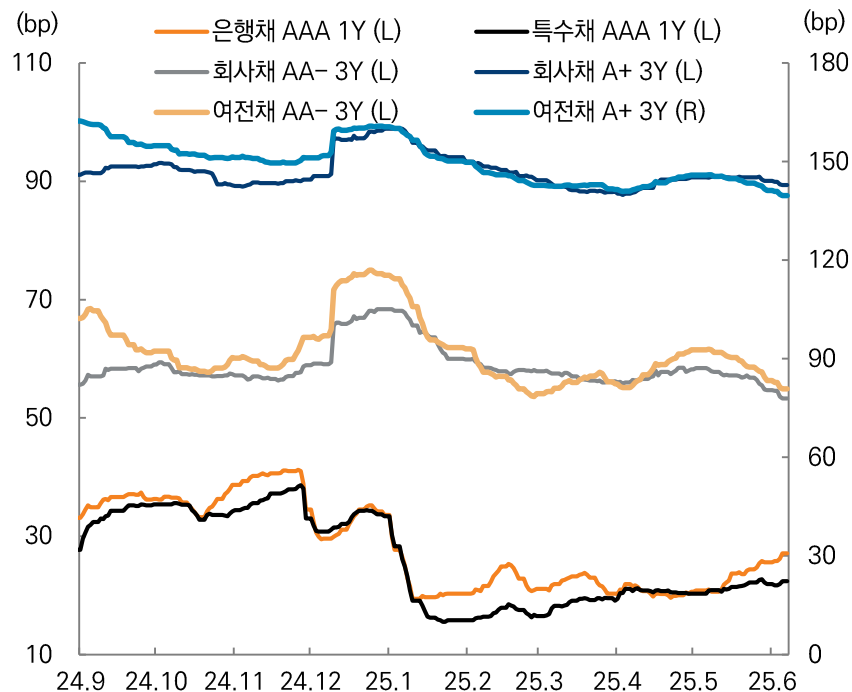


1H25 크레딧 시장 리뷰

연초 효과 이후 섹터별 차별화

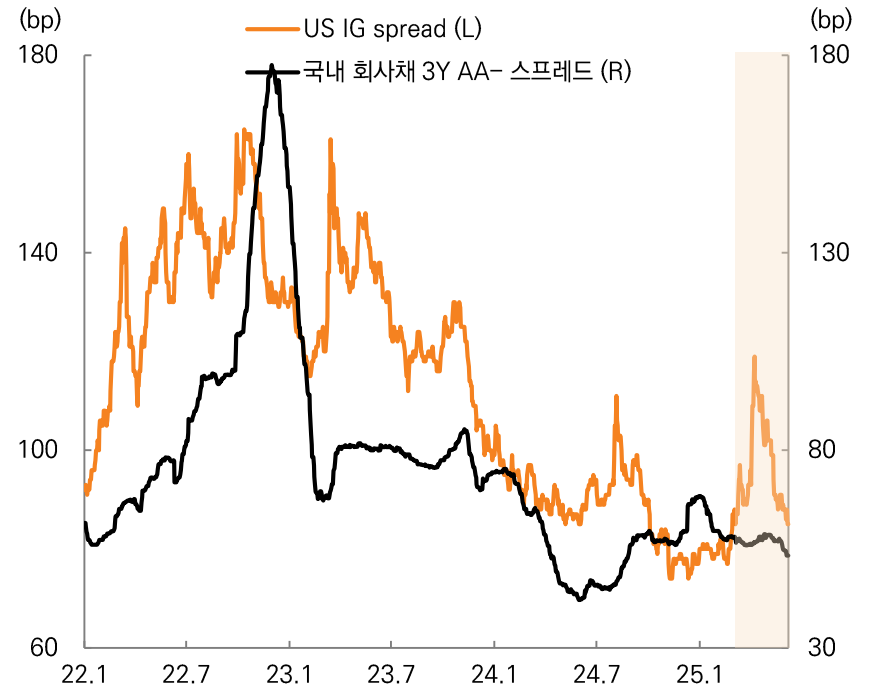
- 1H25 크레딧 스프레드는 연초 강세 이후 섹터별 차별화. AAA급은 레벨 부담에 스프레드 완만한 확대 흐름. AA급 이하 스프레드는 연초효과 이후 대체로 횡보하다 5월 금통위 인하 기대에 강세
- 5월 국고채 금리 상승에도 국고채 역캐리는 지속되는 한편 크레딧 절대금리 상승에 캐리 매력 높아지자 AA급 이하 스프레드 소폭 축소
- 4월 관세 여파로 인한 글로벌 금융시장 변동성 확대에도 국내 크레딧 시장은 한은 금리 인하 기대와 양호한 크레딧 매수 수요, 은행채 순발행 제한 등 우호적인 수급 여건에 비교적 안정적인 흐름

국내 크레딧 스프레드 연초 강세 이후 대체로 횡보 흐름



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

미국 대비 안정적인 흐름을 보인 국내 크레딧 시장



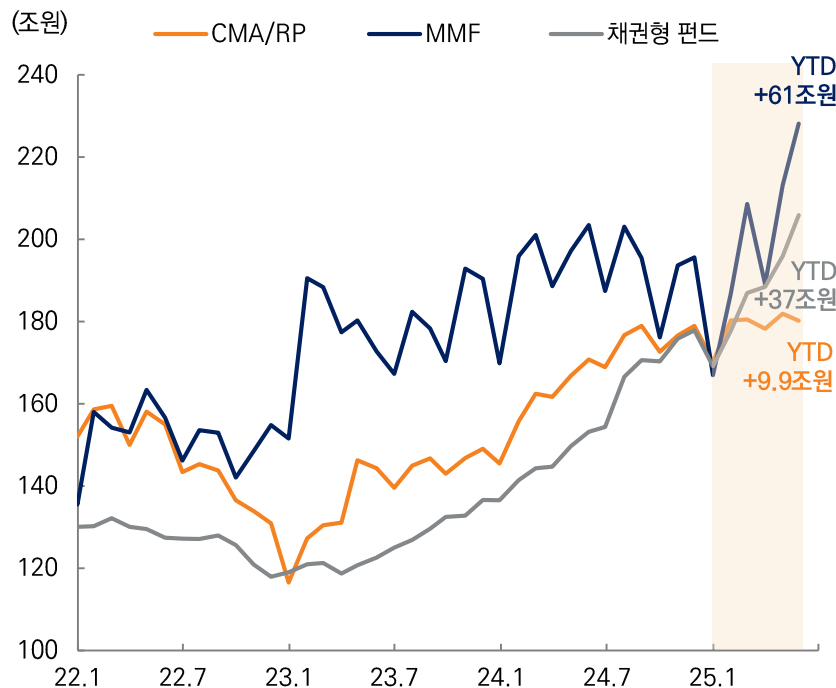
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

1H25 크레딧 시장 리뷰

크레딧 수요 자금 순유입과 제한적인 순발행

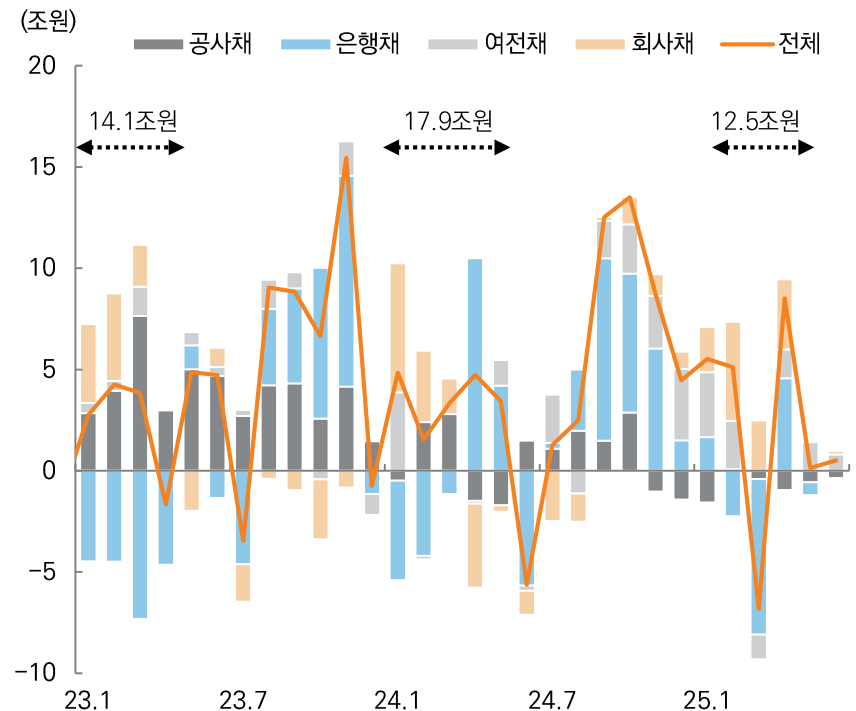
- 작년 하반기 이후 한은 금리 인하 기대감 확대에 견고한 채권시장 자금 유입세 지속
- MMF는 YTD 61조원 순유입, 채권형 펀드는 37조원 순유입되며 크레딧 매수 수요 뒷받침
- 1~5월 크레딧 누적 순발행 규모는 12.5조원으로 평년 수준 하회
- 24년말 이후 정부의 가계대출 규제 강화 기조에 연초 은행권 대출 증가 폭 제한적. 상반기 은행채 순상환이 회사채, 여전채 순발행을 상쇄하며 크레딧 신규 공급은 대체로 타이트했음

MMF, 채권형 펀드 중심으로 크레딧 수요 자금 순유입 지속



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

1Q 은행채 순상환 기조에 상반기 크레딧 신규 발행 부담 낮았음



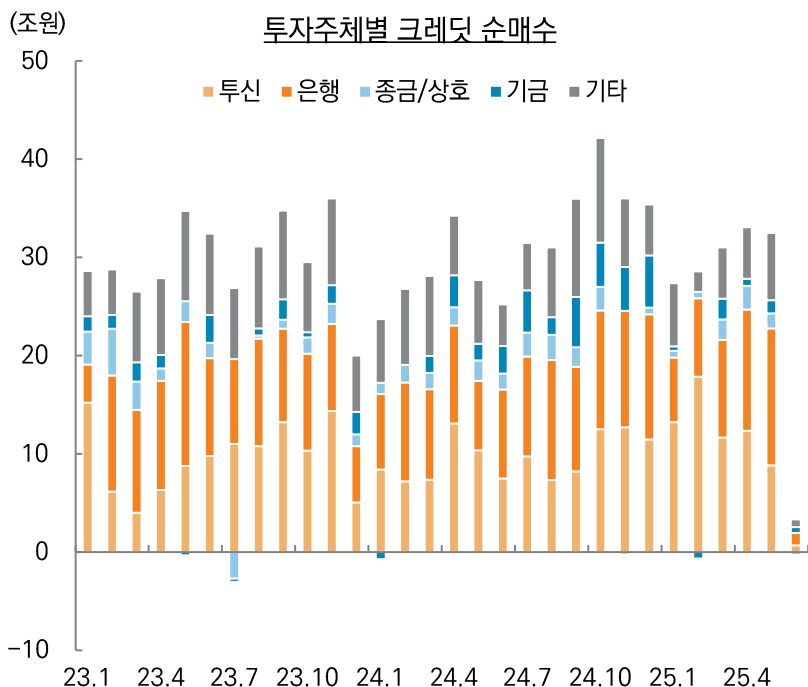
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

① 수요: 통화량 증가는 크레딧 시장 유동성 뒷받침

은행, 운용사가 원화 크레딧 순매수 주도

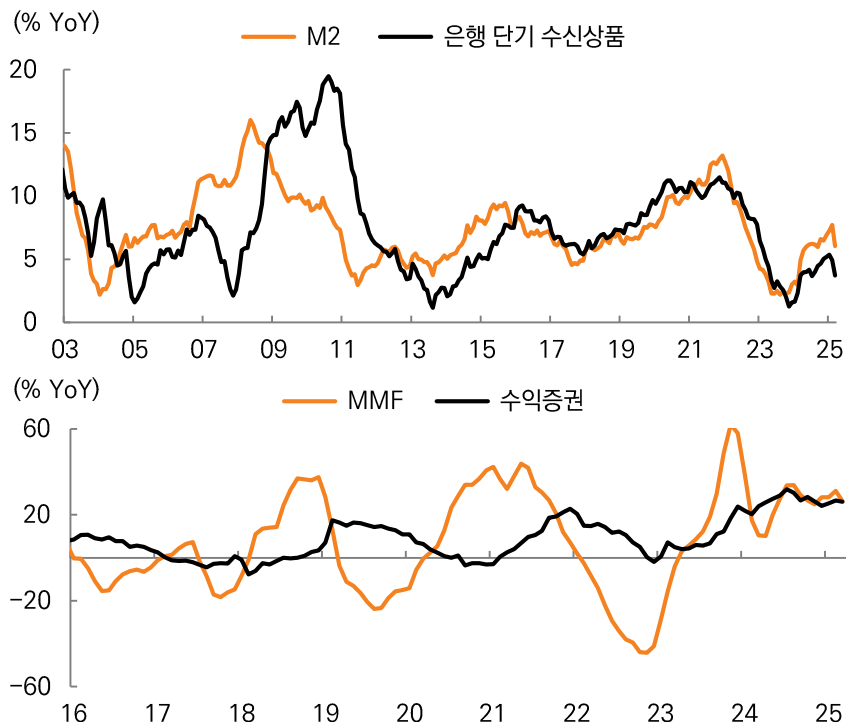
- 상반기 은행, 운용사 주도의 크레딧 순매수 꾸준히 증가. 24년 이후 지속된 높은 통화량 증가가 금융시장 내 풍부한 유동성 조성
- M2 구성항목 중 가장 높은 비중(67%)을 차지하는 은행권 단기 수신상품 잔고는 전년비 4~5%대 증가율 유지 중
- 23년 이후 MMF, 수익증권 등 운용사 상품 잔고도 견고한 상승세 지속

은행, 운용사가 크레딧 매수 수요 견인



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

M2 통화량 증가는 금융시장 내 풍부한 유동성 뒷받침



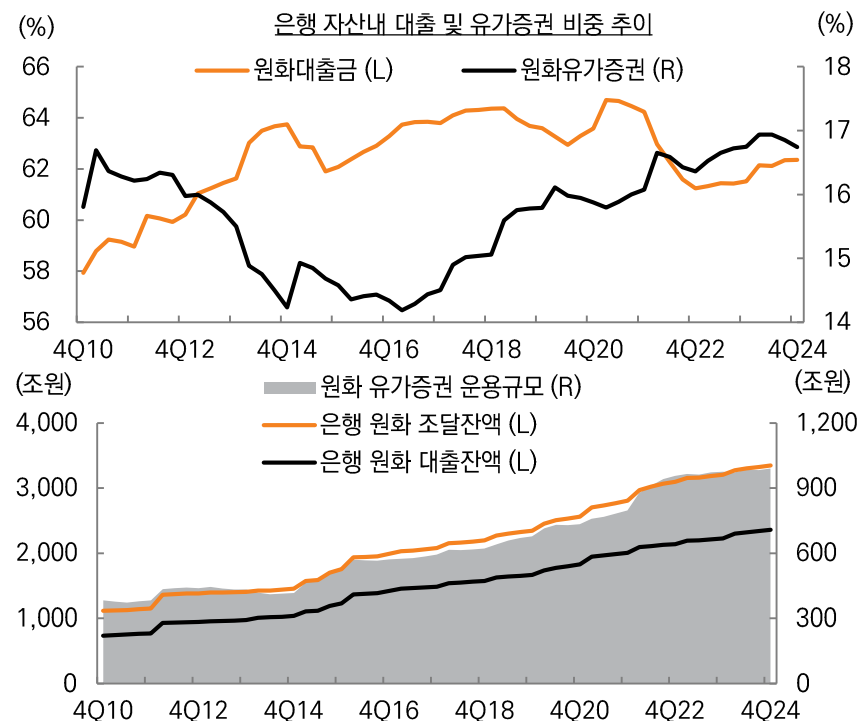
주: 은행 단기 수신상품=요구불예금+수시입출식 저축성 예금+단기 정기예적금
자료: ECOS, 미래에셋증권 리서치센터

대출증가율 둔화에 높아진 은행권 운용 여력

대출 비중 감소, 증권 운용 비중은 증가

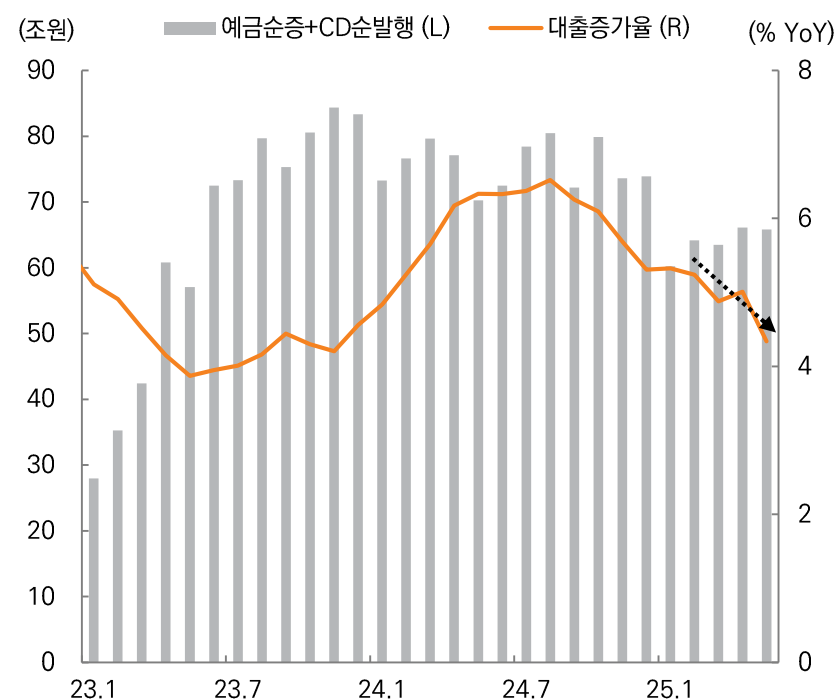
- 은행 자산 내 원화 유가증권 비중 증가 중. 2021년 이후 부동산 거래 부진, 가계대출 증가율 둔화에 은행권 원화 유가증권 운용 규모 확대
- 연초 이후 은행 원화 예금과 CD 순발행 규모는 증가한 반면 금융당국의 가계대출 통제 의지, 은행권 밸류업 정책으로 대출증가율은 전년비 둔화 추세
- 금융당국은 은행권 가계대출 취급액을 월별로 관리하는 등 대출 통제 강화 중. 원화 대출잔액 증가율 둔화에 은행권 크레딧 운용 여력 높아질 전망

은행 자산 내 대출 비중 감소로 증권 운용 여력 높아짐



자료: 금융통계시스템, 미래에셋증권 리서치센터

올해 대출증가율 전년비 둔화 지속



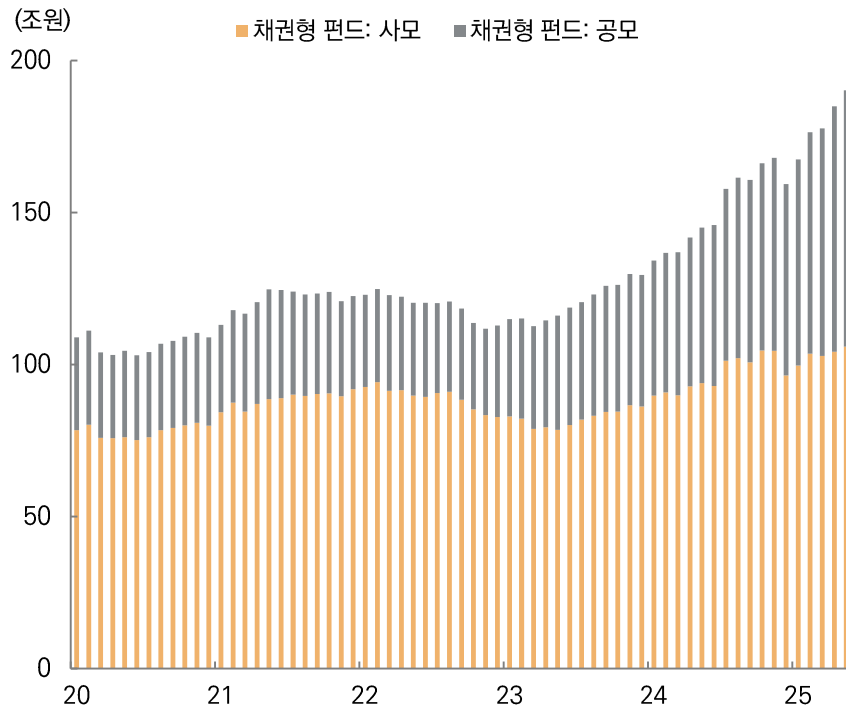
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

채권형 펀드 설정 증가, AA급 이하 수급에 긍정적

운용사의 여전채, 회사채 매수 수요 높아짐

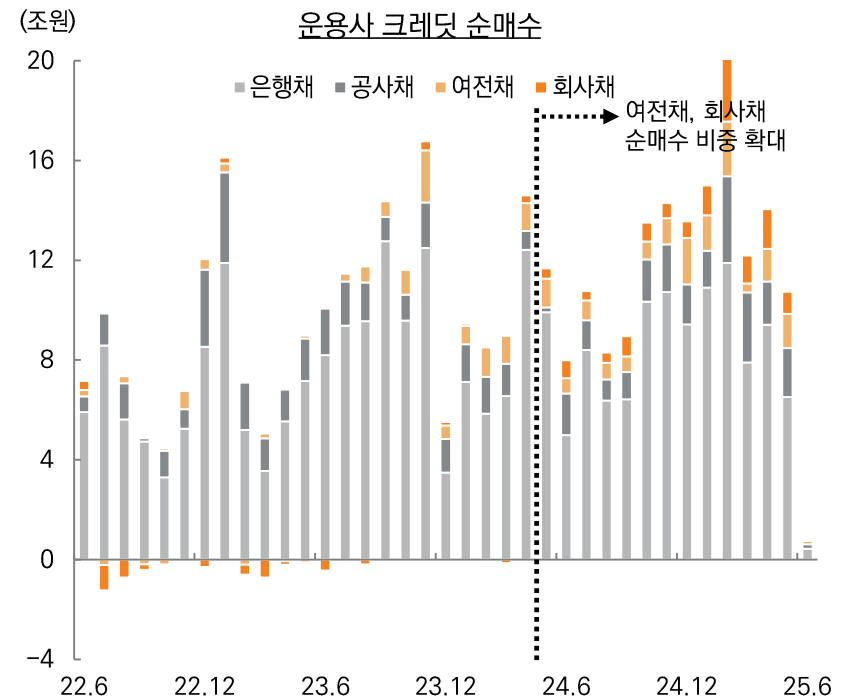
- 올해 국내 채권형 펀드 설정액은 작년 증가폭을 상회. (24년 +32.7조원, 25년 YTD: +36.7조원)
금리인하 기대감이 높아지기 시작한 24년 하반기부터 공모펀드 설정액 급증
- 채권형 펀드 설정이 급증한 24년 중순부터 운용사의 크레딧 포트폴리오 다변화. 초우량물인 은행채, 공사채에서 AA급 이하 여전채, 회사채까지 크레딧 운용 운신의 폭이 넓어짐
- 리테일형 채권형 공모 펀드 설정액 증가는 금리 메리트가 높은 여전채, 회사채 순매수 여력을 높인다는 점에서 크레딧 수급상 긍정적

채권형 펀드 설정액 증가세 지속



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

운용사 AA급 이하 크레딧 순매수 여력 증가



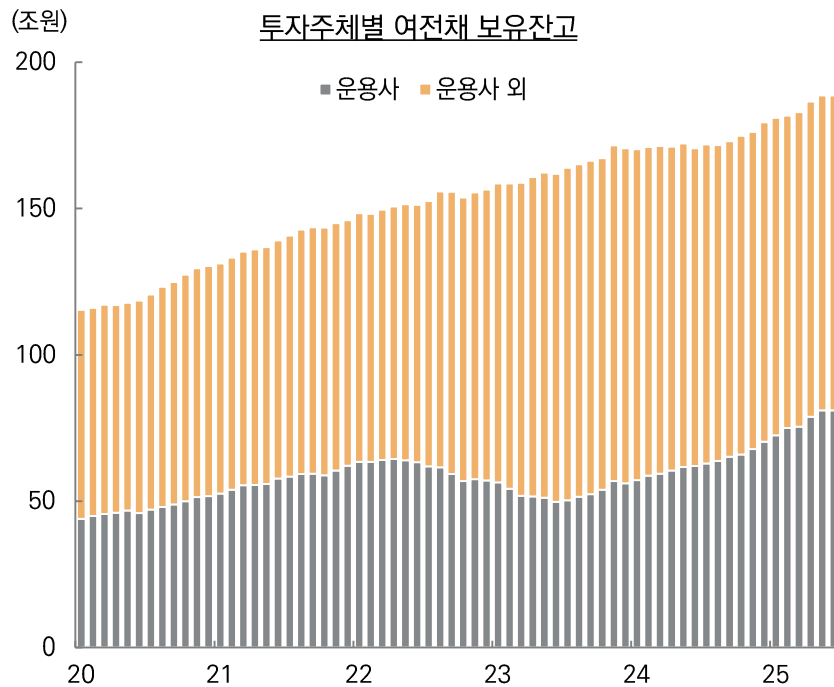
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

채권형 펀드 설정 증가는 운용사의 여전채 수요로 이어짐

한은 추가 인하 기대에 채권형 펀드 자금유입 지속 전망

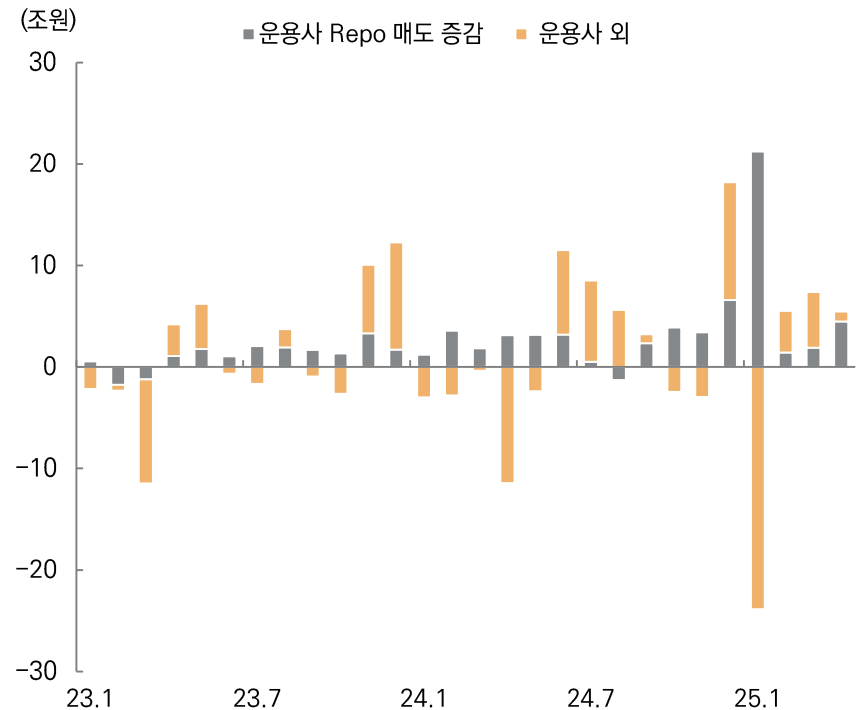
- 하반기 추가 금리 인하 기대에 금리 매력 높은 채권형 펀드 수요 지속될 전망
- 운용사 채권형 펀드 자금 순유입은 상당 부분 여전채 매수로 이어짐. 여전채 보유잔고 중 운용사 비중은 43%로 가장 높음
- 상반기 레포펀드(사모) 설정 증가도 여전채 강세를 이끌었던 요인. 레포펀드는 보유 채권을 담보로 레포시장에서 자금을 빌려 고금리 크레딧을 매수하는 구조. 최대 400% 레버리지 투자가 가능

채권형 펀드 설정 증가는 운용사 여전채 보유 비중 확대로 이어짐



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

레포펀드 집행에 연초 운용사 Repo 매도 증가



주: 월별 일평균 매도잔량 기준

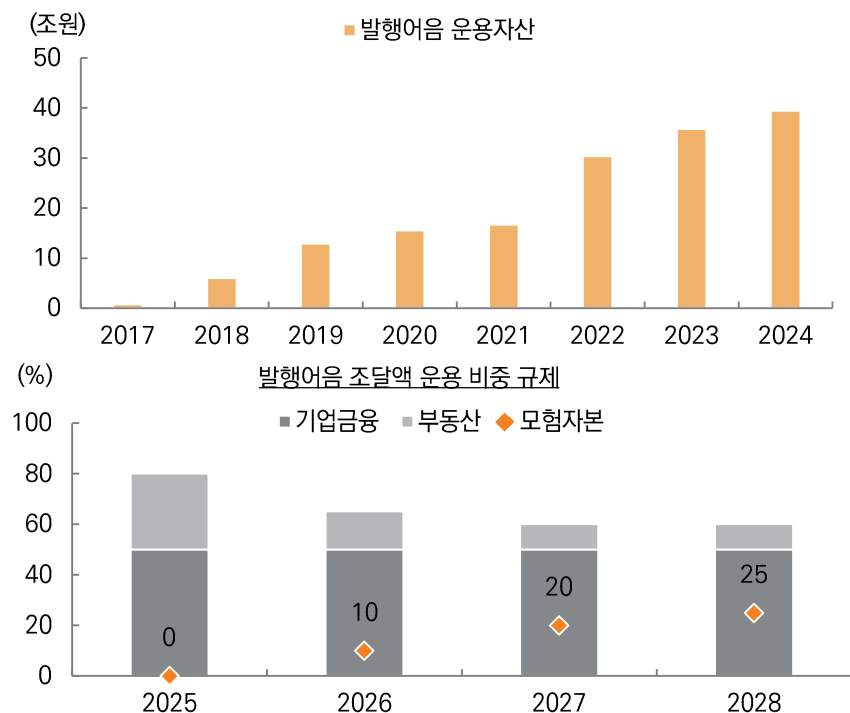
자료: 한국예탁결제원, 미래에셋증권 리서치센터

증권사 기업금융 제고방안, A급 회사채 수급에 긍정적

모험자본 의무공급, A급 회사채 투자로 이어질 전망

- 4월 금융위 증권업 기업금융 경쟁력 제고방안 발표: 1) 발행어음 조달액 25% 모험자본 공급 의무화, 2) 종합투자계좌(IMA) 활성화 (운용자산 25% 모험자본 공급 의무)
- 모험자본으로는 중소/중견기업 자금공급, A급 이하 회사채, P-CBO, VC/신기사 투자 등이 인정
- 하반기 자기자본 8조원 이상 증권사 IMA 인가 가능성. 자기자본 4조원 이상 종투자들도 발행어음 인가를 목표로 하고 있음
- 모험자본 운용 비중 확대와 IMA, 발행어음 사업자 신규 인가는 A급 회사채 수요 측면에서 긍정적

발행어음 25% 모험자본으로 공급 의무화 추진



자료: 금융위, 미래에셋증권 리서치센터

발행어음 25% 모험자본으로 공급 의무화 추진

		자기자본 규모	3조원 종투자 지정	4조원 종투자 지정	발행어음 인가	IMA 인가
3조원 종투자	대신	3.1	O			
	키움	5.0	O			
	신한	5.5	O			
	하나	6.0	O			
	메리츠	6.3	O			
4조원 종투자	삼성	6.9	O	O	X	
	KB	6.7	O	O	O	
	NH	7.4	O	O	O	
	한투	9.3	O	O	O	
	미래	9.9	O	O	O	
8조원 종투자						

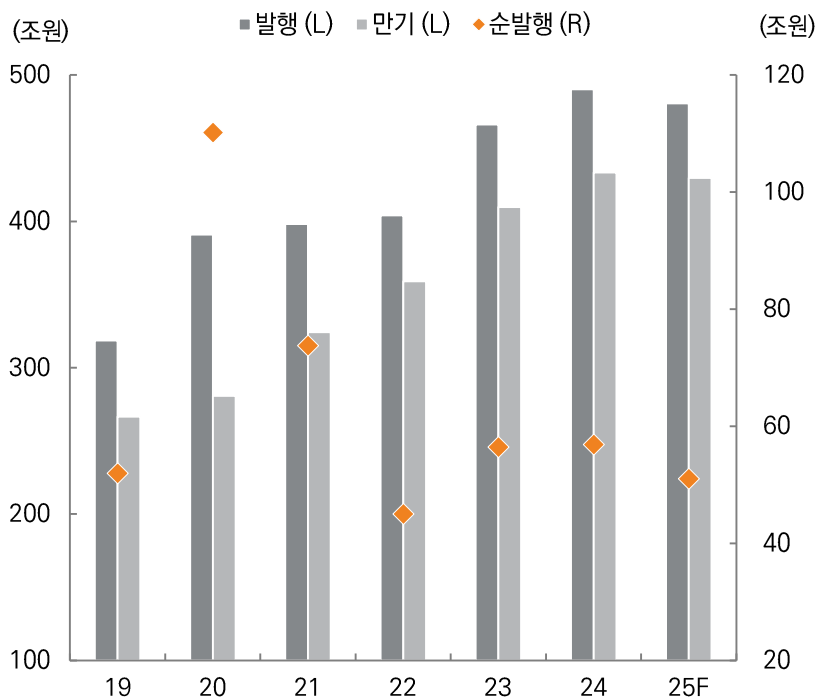
자료: 금융위, 미래에셋증권 리서치센터

② 공급: 연간 순발행 전년 대비 낮아질 전망

하반기 은행채 제외 차환 부담 대체로 낮아질 전망

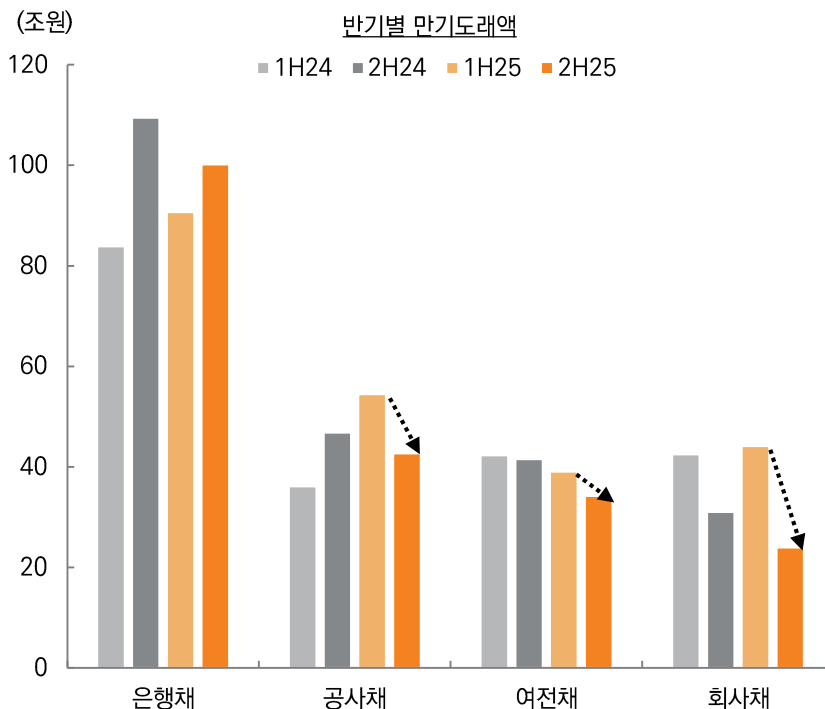
- (은행채) 하반기 대출 증가로 은행채 순발행 압력 높아질 전망. 다만 가계대출 총액 규제, 은행권 밸류업 정책으로 연간 순발행 규모는 평년 수준 크게 벗어나지 않을 전망
- (공사채) MBS 순상환, 한전채 현금흐름 개선에 순발행 규모 제한적일 전망
- (여전채) 조달비용 하락 국면 순발행 지속되겠으나 2금융권 대출 규제 강화와 낮은 자산성장률에 수급 부담은 제한적일 전망
- (회사채) 주요 그룹사 연간 CAPEX 둔화, 하반기 낮아질 차환 부담에 순발행 둔화 예상

25년 연간 순발행 전년 대비 낮아질 전망



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

하반기 만기도래 부담 대체로 낮음



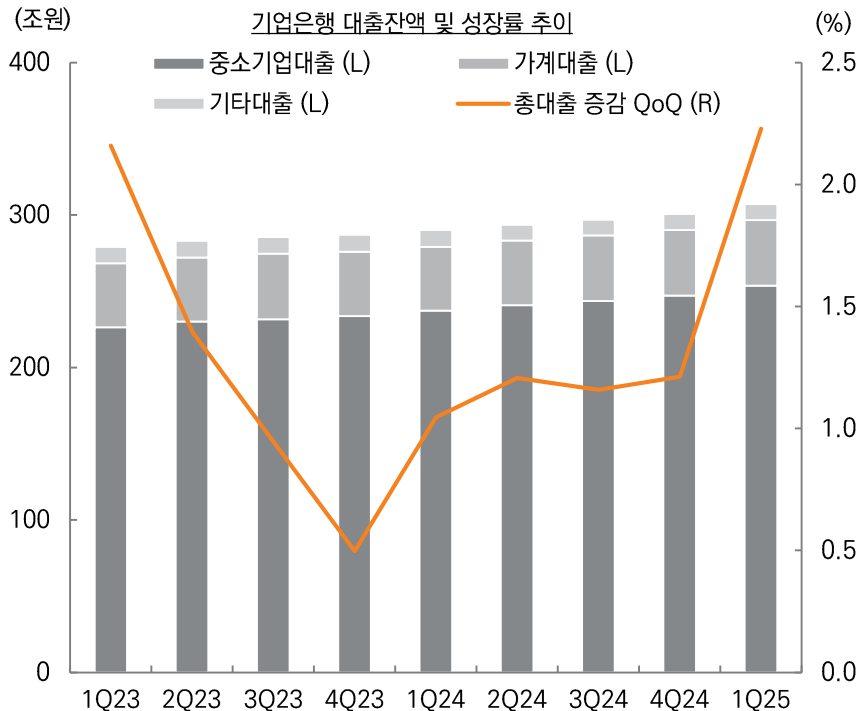
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

은행채: 중금채 발행 압력 높아질 전망

경기 둔화 국면 중소기업 대출 수요 확대

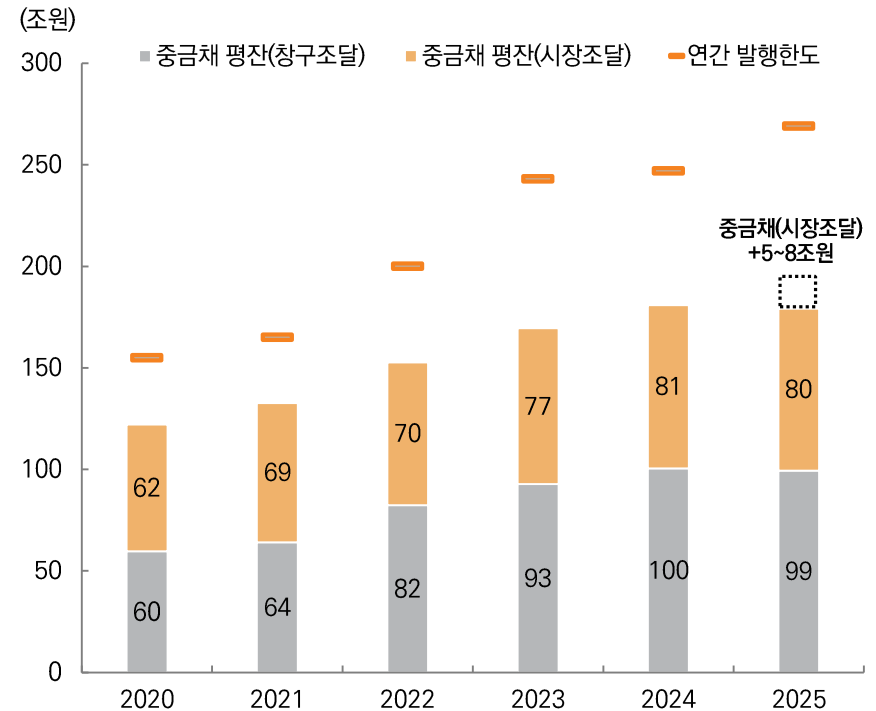
- 저성장 장기화, 관세 충격 등으로 중소기업, 소상공인 자금 수요 높아지며 1Q 기업은행 대출 큰폭 확대
- 기업은행 대출 재원의 49%는 중금채. 중금채의 55%는 은행 창구에서, 45%는 크레딧 시장에서 조달
- 동사는 올해 중소기업대출 공급목표를 전년보다 4조원 증액한 64조원으로 설정. 중금채 발행한도는 전년비 25조원 확대
- 신정부 하에서 특수은행의 공적 기능 강조되며 동사 대출 증가 지속될 가능성. 25년 중금채 연간 5~8조원 순발행 여력 존재. (24년: 5.6조원)

기업은행 대출 성장률 증가 추세



자료: 기업은행, 미래에셋증권 리서치센터

기업은행 대출 증가는 중금채 발행 증가 요인



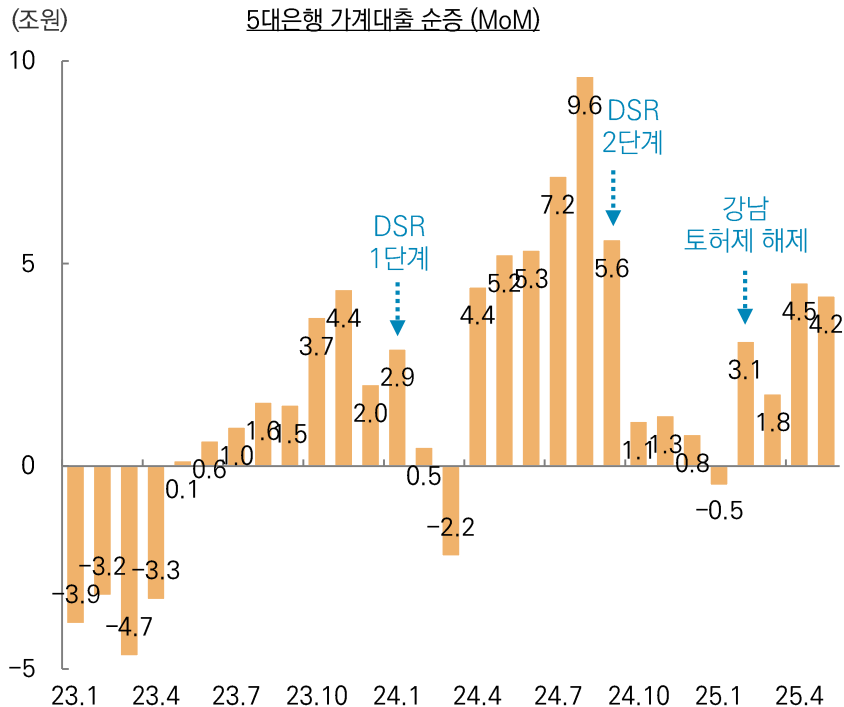
주: 2025년 중금채 평잔은 1Q25 기준 / 자료: 기업은행, 미래에셋증권 리서치센터

시중은행 가계대출 소폭 확대 전망

대선 관망심리 해소 후 가계대출 증가 전망

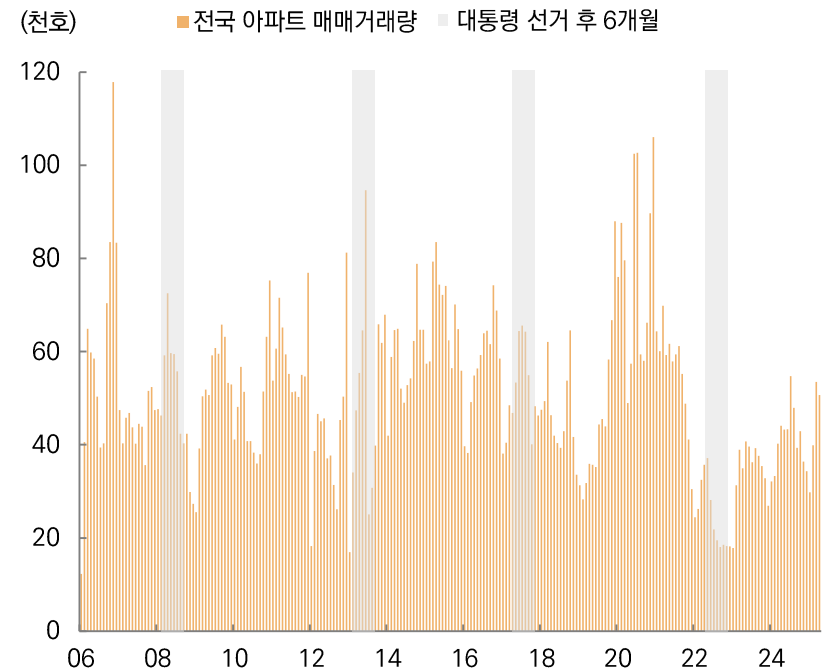
- 2Q 가계대출 증가폭 확대. 2월 중순 강남 토허제 해제로 증가한 아파트 거래량은 시차를 두고 4월 가계대출 증가로 이어짐. 7월 DSR 3단계 시행 앞두고 반영된 대출 막차 수요도 가계대출 증가 요인
- 금리인상기였던 22년 상반기를 제외하면 역대 대통령 선거 후 전국 아파트 거래량 증가하는 경향. 대선 관망심리 해소 후 아파트 거래량 증가하며 가계대출 수요 높아질 전망
- 다만 금융당국은 은행권 가계대출 증가율을 연 3.8% 이내로 총량 관리하고 있어 연말로 갈수록 시중은행 대출 여력 타이트해질 전망

연초 이후 가계대출 증가폭 확대



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

대선 후 6개월 아파트 거래량 증가하는 경향



자료: 한국부동산원, 미래에셋증권 리서치센터

DSR 3단계 대출 한도 감소 효과 크지 않을 전망

연소득 5천만원 기준 대출 한도 감소효과 천만원 이내

- 7월 스트레스 DSR 3단계 시행 예정: 1) 대상대출 적용범위 확대, 2) 기본 스트레스 금리 반영비율 상향
- 수도권 주담대 스트레스 금리는 0.3%p 상향, 비수도권 스트레스 금리는 0.75%로 유지. 수도권과 비수도권 모두 스트레스 금리 상승 폭은 2단계 대비 둔화
- 연소득 5천만원 차주 기준 주담대 한도 감소효과는 천만원 이내. 연소득 1억원 차주의 대출 한도 감소분은 1~2천만원 수준. 대출한도 억제효과 2단계 대비 낮을 것으로 예상

스트레스 DSR 3단계의 대출 한도 감소 효과는 제한적일 전망

		스트레스 DSR 시행 전	1단계 (0.375%)	2단계		3단계	
				수도권 (1.2%)	비수도권 (0.75%)	수도권 (1.5%)	비수도권 (0.75%)
연소득 5천만원 기준	변 동 형 (6개월)	3.3억	3.2억 (-0.1억)	2.9억 (-0.3억)	3.0억 (-0.2억)	2.8억 (-0.1억)	3.0억 (-)
	혼 합 형 (5년고정후변동)		3.2억 (-0.1억)	3.0억 (-0.2억)	3.1억 (-0.1억)	3.0억 (-0.0억)	3.1억 (-)
	주 기 형 (5년주기고정)		3.3억 (-0.0억)	3.2억 (-0.1억)	3.2억 (-0.1억)	3.1억 (-0.1억)	3.2억 (-)
연소득 1억원 기준	변 동 형 (6개월)	6.6억	6.3억 (-0.3억)	5.7억 (-0.6억)	6.0억 (-0.3억)	5.6억 (-0.1억)	6.0억 (-)
	혼 합 형 (5년고정후변동)		6.4억 (-0.2억)	6.1억 (-0.3억)	6.2억 (-0.2억)	5.9억 (-0.2억)	6.2억 (-)
	주 기 형 (5년주기고정)		6.5억 (-0.1억)	6.3억 (-0.2억)	6.4억 (-0.1억)	6.2억 (-0.1억)	6.4억 (-)

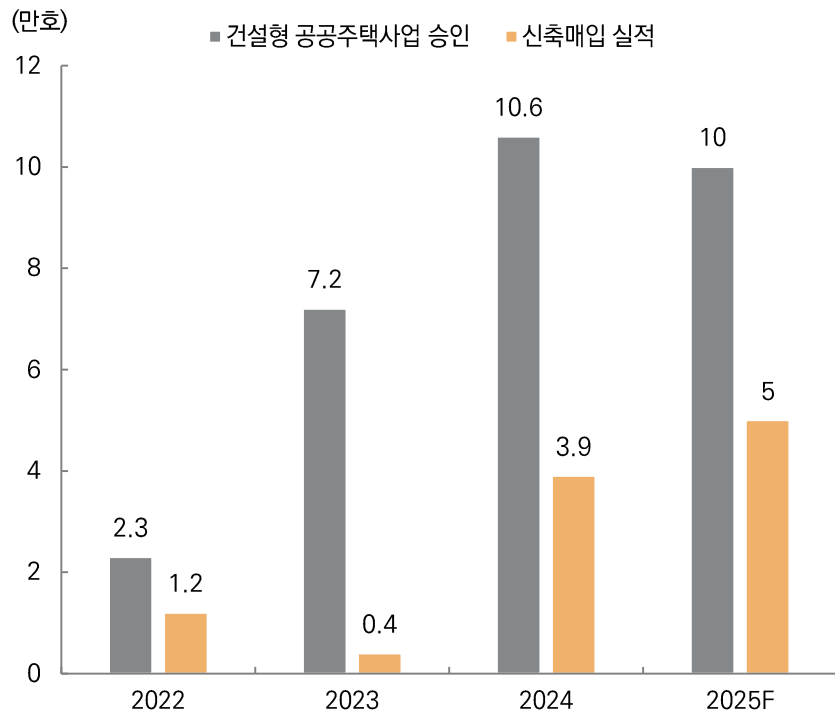
주: 30년 만기 대출 가정, 대출이자 4.5% 가정. 괄호 안은 전단계 대비 대출한도 감소폭
 자료: 금융위원회, 미래에셋증권 리서치센터

부동산 공기업 순발행 지속될 전망

공공주택사업 강화에 부동산 공기업 순발행 지속 전망

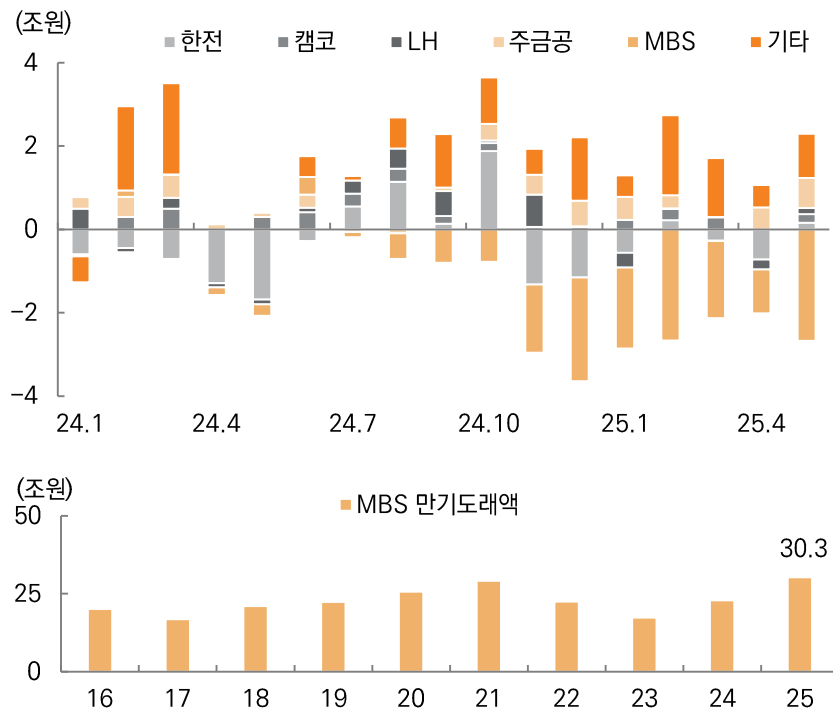
- LH 미분양 주택 매입, 공공주택 10만호 승인, 전세사기 피해자 지원 등에 하반기 부동산 공기업 순발행 지속될 전망
- 신정부 부동산 정책은 수요 억제보다 주택 공급 확대에 초점. 공공주택 공급 사업 강화 시 부동산 공기업 사채 발행 수요 확대될 가능성
- MBS 대규모 만기도래에 순상환 기조 이어지며 일반 공사채 순발행을 상쇄. 시중은행 대출금리 하락으로 보금자리론 대출금리 매력 저하. 하반기 MBS 순상환 기조는 지속될 전망

LH 주택공급 확대 사업 지속



주: LH 2025년 업무계획 기준
자료: LH, 미래에셋증권 리서치센터

MBS 대규모 순상환은 일반 공사채 순발행을 상쇄



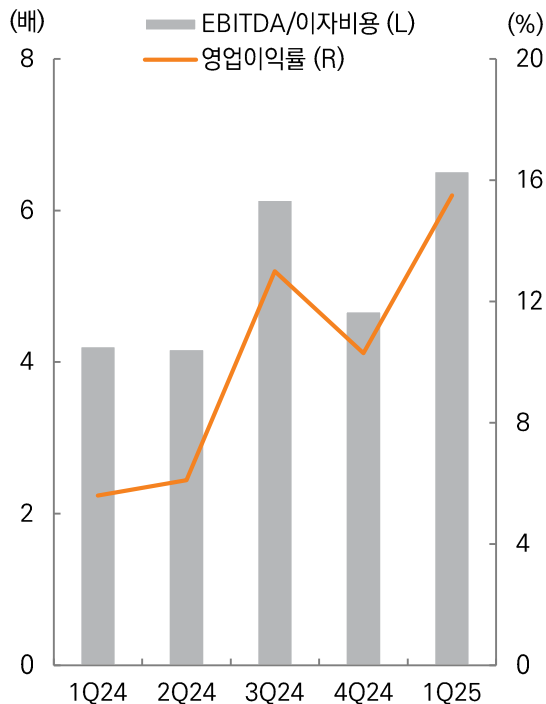
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

한전: 현금흐름 개선과 차환 부담 감소

한전 현금흐름 개선에 조달 수요 높지 않을 전망

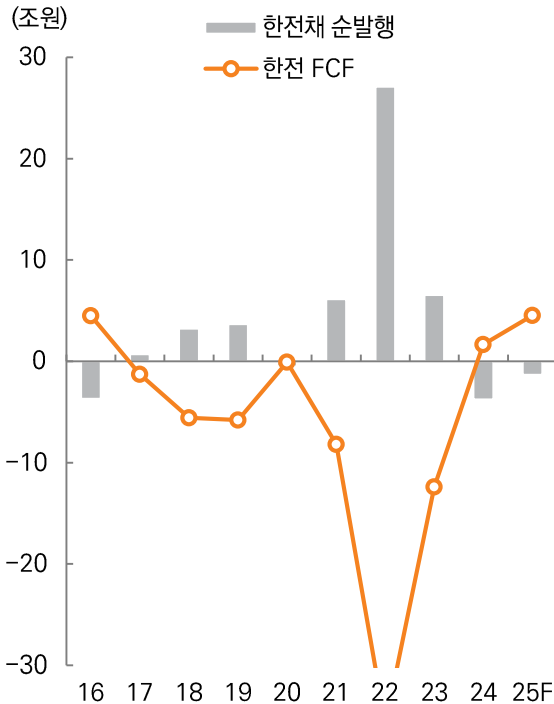
- 24년 말 산업용 전기요금 인상 효과로 25년 1Q 전기 판매수익 전년비 4.7% 증가. 영업이익률은 15.5%로 전분기비 개선
- 요금인상 효과와 유가 하락으로 인한 원가 부담 완화로 수익성 개선 지속될 전망
- 올해 한전 연간 잉여현금흐름 컨센서스는 4.5조원으로 전년비 흑자 폭 확대 예상. 한전 현금흐름 개선에 사채 조달 수요 높지 않을 전망. 하반기 만기도래액 감소로 차환 부담도 낮아질 전망

요금 인상 영향에 수익성 개선



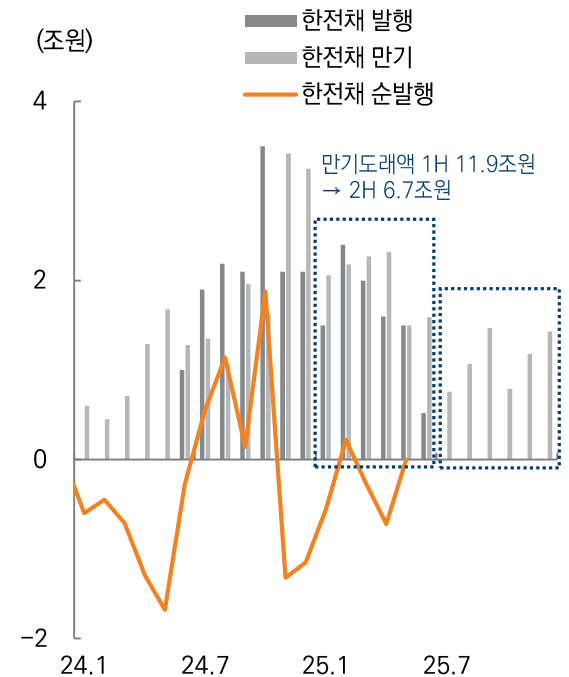
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

한전 FCF와 순발행 규모는 대체로 반비례



주: 25F FCF는 Quantiwise 컨센서스 기준, 순발행은 YTD 기준
자료: Quantiwise, 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

하반기 낮아질 차환 부담



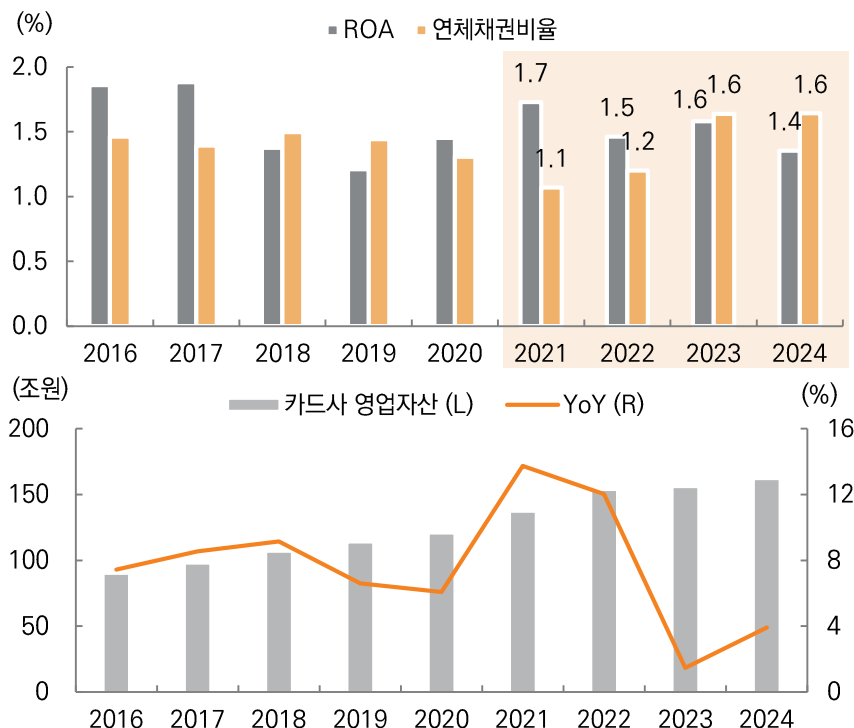
자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

카드: 저조한 자산성장을 지속될 전망

건전성 저하 국면 카드로 확대 여력 제한적일 전망

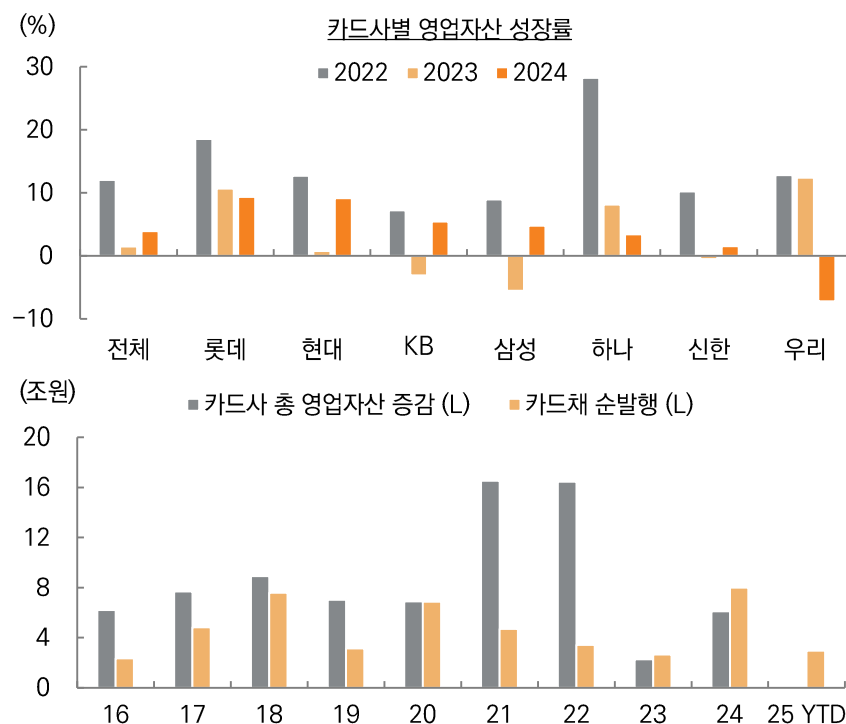
- 23년부터 카드사 연체채권 비율 크게 상승. 자산건전성 저하에 따른 충당금 적립은 카드사 수익성 둔화로 이어짐
- 연체율 상승과 수익성 둔화 압력 높아지며 카드사가 공격적으로 대출을 늘리기 부담스러운 환경
- 금융지주 밸류업 기조가 강화된 작년부터 은행계 카드사 영업자산 성장을 저조했음. 은행권 자본비율 개선에 부담이 되는 카드사 대출 영업을 적극적으로 늘릴 가능성 낮아보임

카드사 충당금 적립 여파로 수익성 둔화



주: 카드사 7개사 합산(신한, 삼성, KB, 현대, 하나, 우리, 롯데). 연체채권비율은 총자산 규모로 가중평균
자료: 한기평, 미래에셋증권 리서치센터

은행계 카드사 저조한 영업자산 성장률



자료: 한기평, 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

DSR 3단계 시행, 카드론도 대출 규제 영향권

DSR 3단계 적용범위 확대는 2금융권에 집중

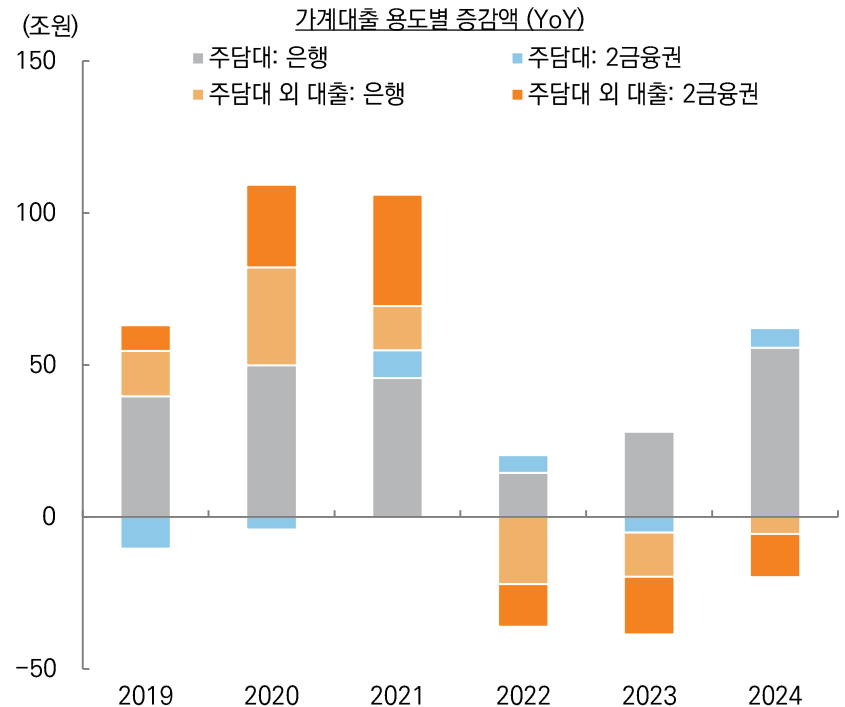
- 스트레스 DSR 3단계 시행 시 2금융권 신용대출과 기타대출까지 스트레스 테스트 대상에 포함. 기타대출에는 비주택 담보대출, 장기카드대출 등이 포함
- 22년부터 주담대를 제외한 2금융권 대출 잔액 감소 추세. DSR 3단계 시행으로 카드론 등 2금융권 저조한 대출성장률 기조 지속될 전망

25년 7월부터 스트레스 DSR 3단계 적용 예정

	1단계	2단계	3단계
시행시기	24.2월	24.9월	25.7월
은행권	주택담보대출	주택담보대출 신용대출	주택담보대출 신용대출 기타대출
2금융권	-	주택담보대출	
스트레스 금리	0.375%p	0.75%p *수도권 은행 주담대 1.2%p	1.5%p *지방 주담대 0.75%p 유지

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

2금융권 주담대 외 대출 신규 취급액 크지 않음



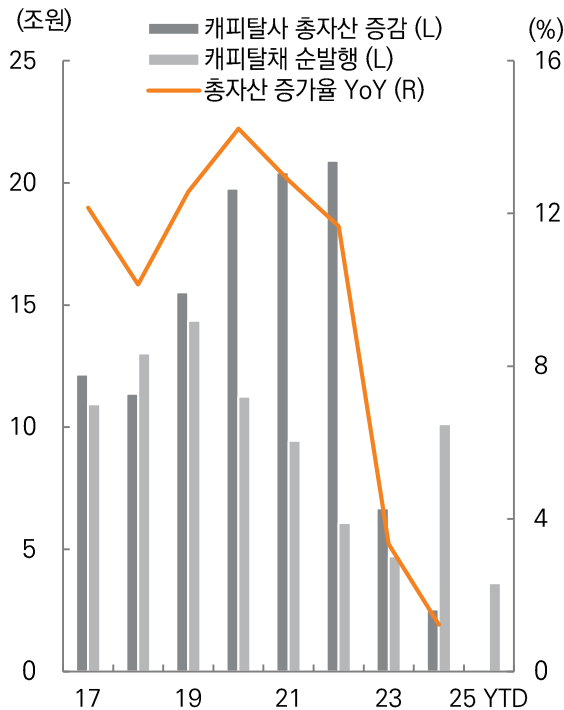
자료: ECOS, 미래에셋증권 리서치센터

캐피탈사: 낮은 자산성장률에 순발행 규모 제한될 전망

캐피탈사 자산 규모 확대 여력 제한적일 전망

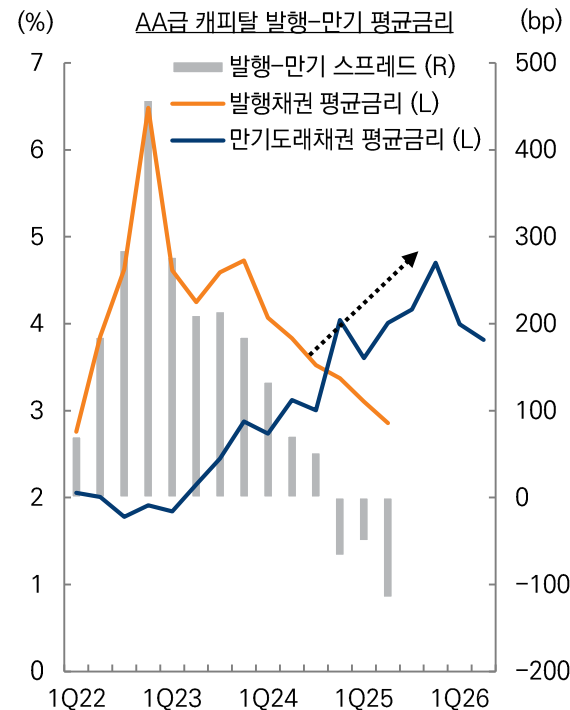
- 24년 저조한 자산성장률에도 시장금리 하락으로 조달비용 낮아지며 캐피탈채 발행 수요 증가. 24년 총자산 증가 폭 대비 높은 순발행 기록
- 하반기 만기도래 예정인 캐피탈사 발행금리 더 높아질 예정. 낮아진 조달비용에 캐피탈채 차환 규모 이상의 발행 지속될 가능성
- 연체율 증가 국면에서 대출 영업 확대여력 제한적일 전망. 부실 PF 매각/정상화 절차도 자산성장률 둔화 요인. 수급에 부담을 주는 수준의 순발행은 제한적일 전망

낮은 자산성장률은 순발행 규모 제한할 전망



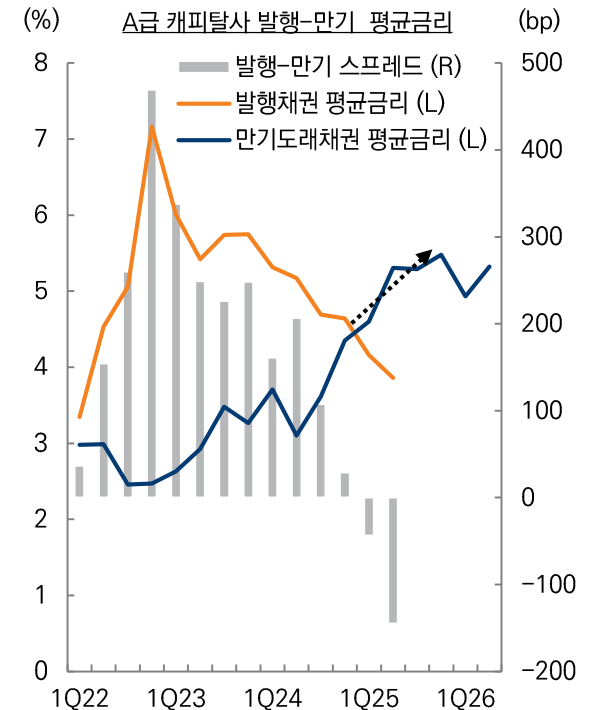
자료: 한기평, 미래에셋증권 리서치센터

AA급 발행-만기 평균금리



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

A급 발행-만기 평균금리



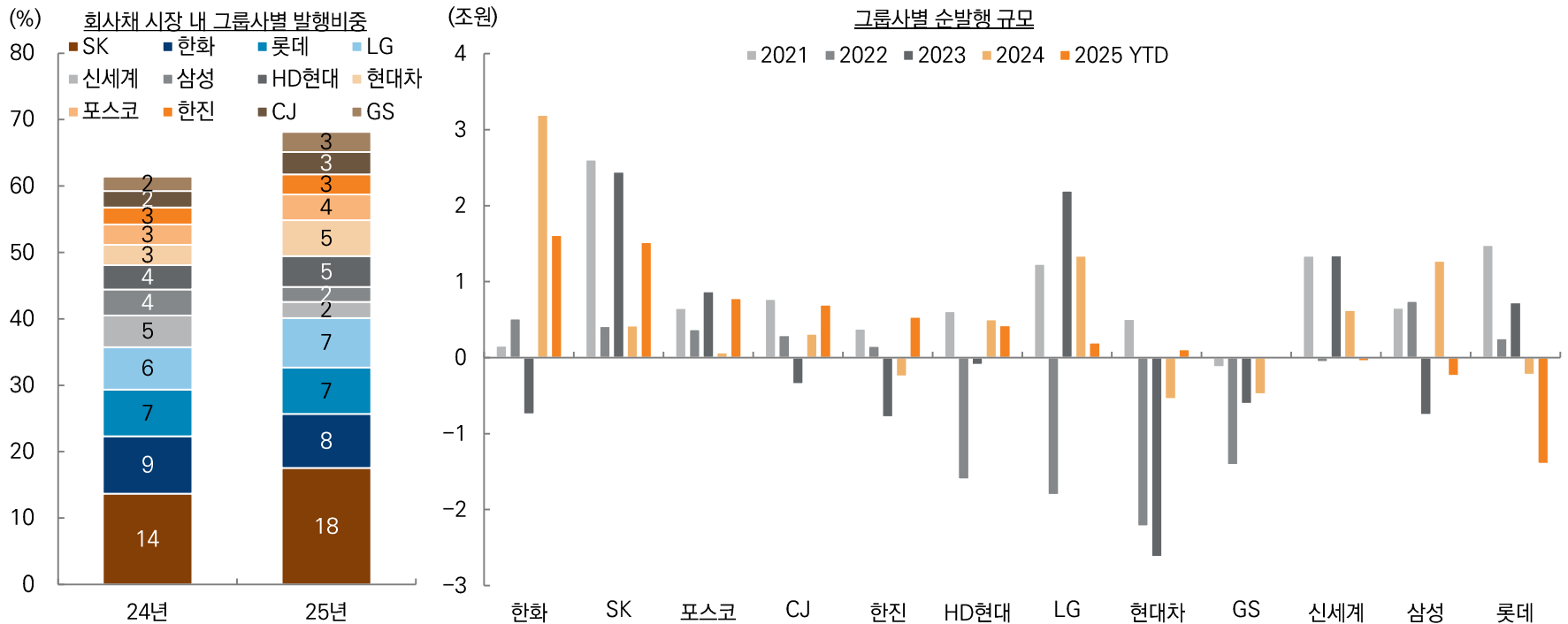
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

회사채: 그룹사별 발행 현황 점검

그룹사별 발행비중 : SK > 한화 > LG

- 올해 회사채 그룹사별 발행비중은 SK(17.5%), 한화(8.1%), LG(7.5%), 롯데(7.0%) 등
- 2차전지 관련 투자 확대에 코로나 이후 조달 수요 높았던 LG, SK는 점차 순발행 폭 둔화
- 전통적 빅 이슈어였던 롯데그룹은 재무건전성 강화 기조에 24년부터 순상환 기조 전환
- 24~25년 한화그룹 순발행 크게 증가. 조선, 방산 부문 운전자본 부담과 태양광 설비 확충 등 투자 부담 높아진 영향
- 코로나 이후 현대차그룹 투자 규모는 확대됐으나 총차입금 중 회사채가 차지하는 비중이 낮음

그룹사별 회사채 발행 비중 및 순발행 규모



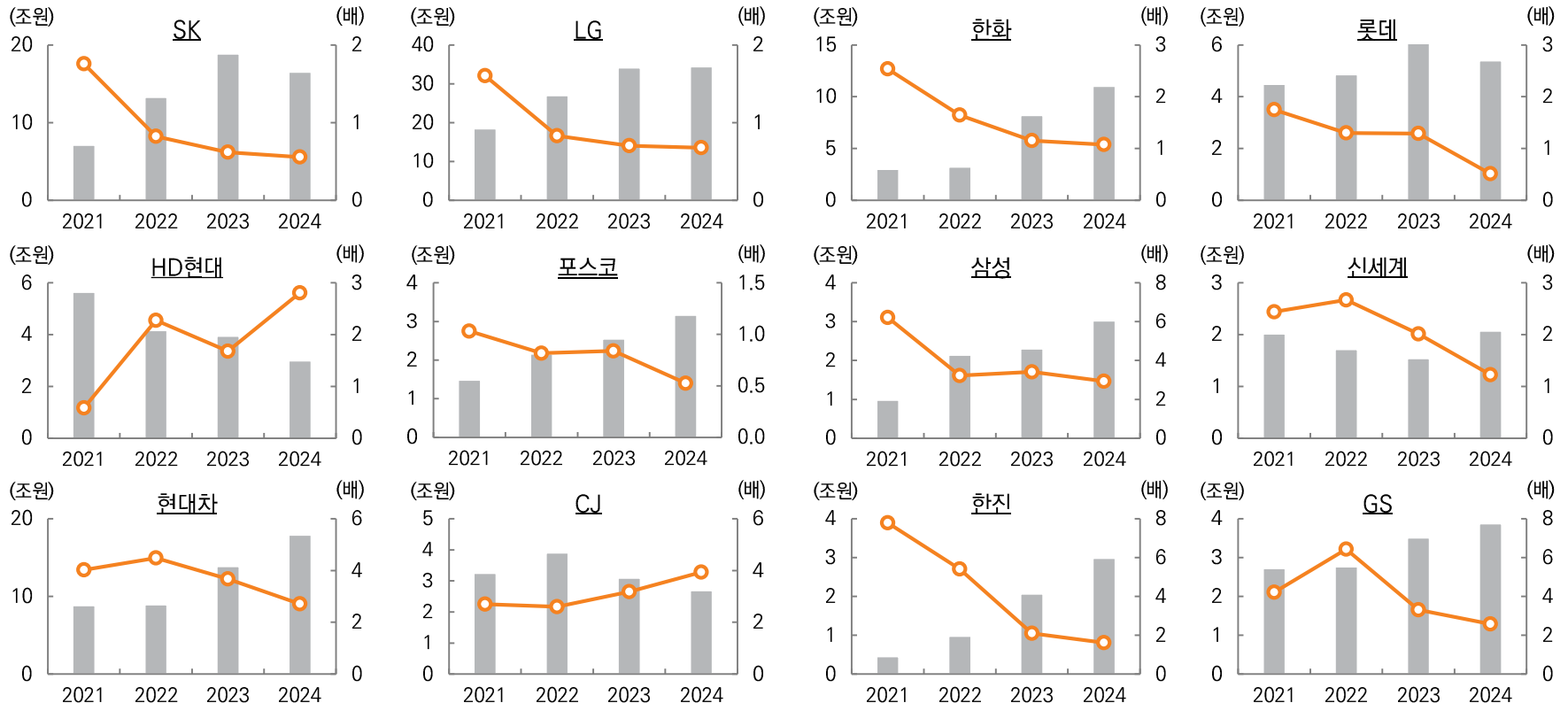
주: 회사채 시장 내 그룹사별 발행 비중 / 자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

회사채: 그룹사별 CAPEX 현황 점검

투자규모 확대는 일부 그룹사 재무 부담으로 이어짐

- 대미투자과 신재생에너지 사업 강화 등에 코로나 이후 그룹사 전반 CAPEX 확대. 특히 2차전지와 에너지 계열사 비중이 높은 SK, LG, 한화 투자 규모 크게 증가
- 누적된 CAPEX 투자에 일부 그룹사는 EBITDA/CAPEX가 1배 하회. 특히 2차전지, 철강, 화학 등 업황 부진 산업에 대한 의존도가 높은 그룹사들의 재무 부담이 심화

그룹사별 CAPEX(좌), EBITDA/CAPEX 배율(우)



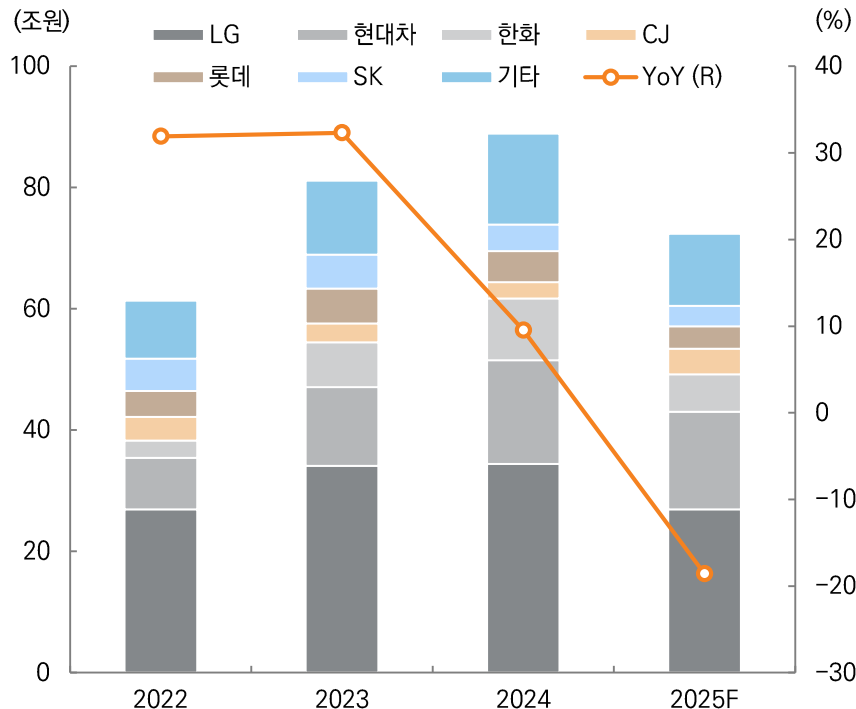
주: 그룹사 내 공모 사채 발행사 111개사 합산, 2021년부터 재무제표가 존재하는 기업 한정 / 자료: 연합인포맥스, Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

회사채: 올해 주요 그룹 투자 규모 둔화 전망

자본지출 둔화, 낮아질
차환 부담에 순발행 규모
크지 않을 전망

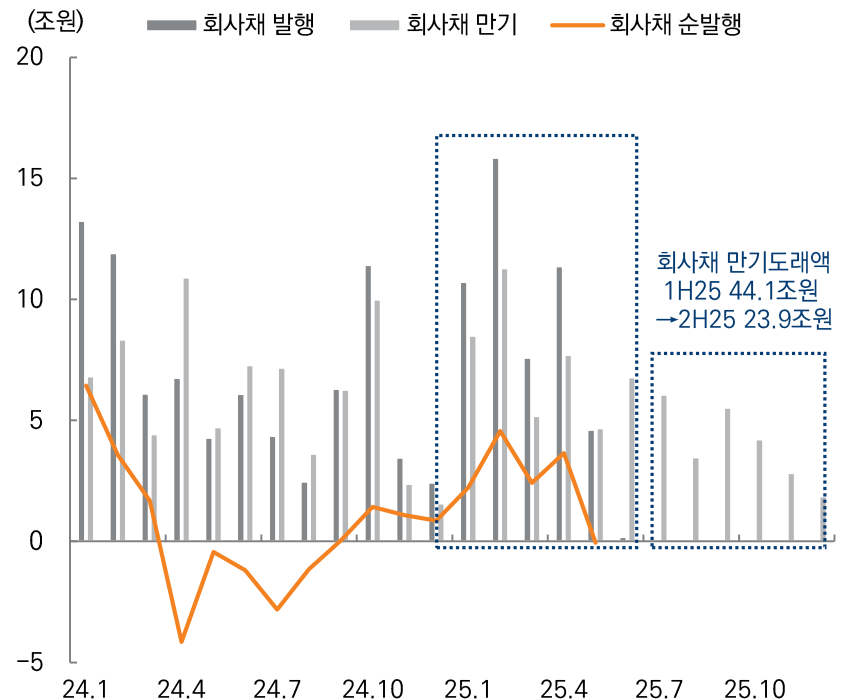
- 주요 그룹 상장사들의 25년 CAPEX 컨센서스는 대체로 전년비 하락
- 누적된 투자로 인한 재무 부담과 일부 그룹사 재무구조 개선 기조에 CAPEX 증가율 둔화 전망
- 연초 운전자본 조달 및 차환 수요에 회사채 순발행 폭 높았음. 하반기 회사채 만기도래액은 23.9조원으로 상반기 44.1조원 대비 크게 낮아짐
- 대기업 자본지출 둔화, 낮아질 차환 부담에 하반기 순발행 확대 압력 제한적일 전망

주요 그룹 상장사 25년 CAPEX 하락 전망



주: 공모사채 발행사 59개사 합산 / 자료: Quantiwise, 미래에셋증권 리서치센터

하반기 회사채 차환 부담 낮아질 전망



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

II — 크레딧 이슈 점검

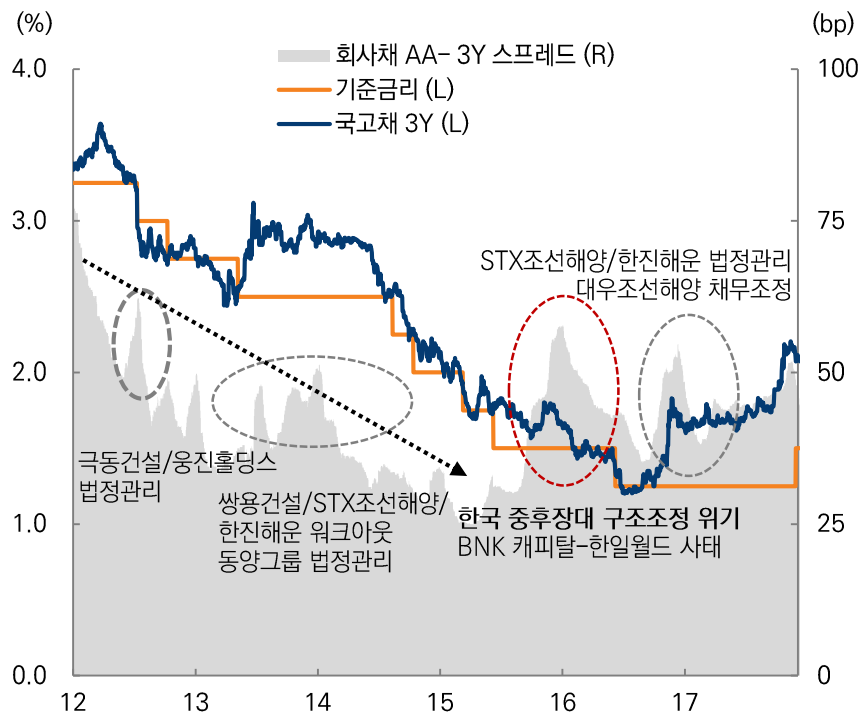


금리인하기 스프레드 방향성 점검

이벤트 강도에 따라 스프레드 확대 폭 차별화

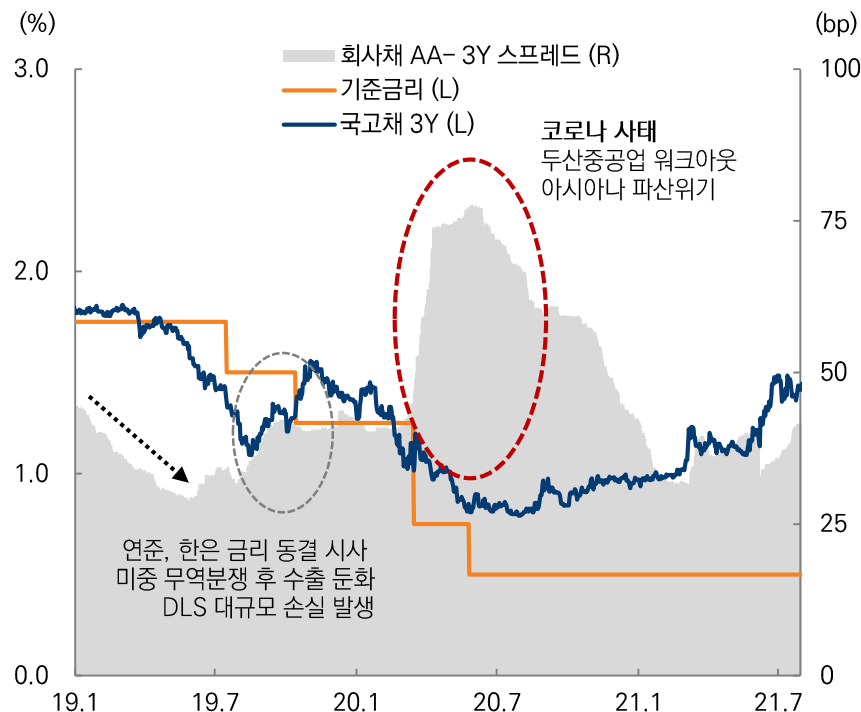
- 금리인하기 스프레드 확대는 크게 두가지 양상: 1) 인하 기대 축소/저성장 우려 (스프레드 소폭 확대), 2) 경기 침체 혹은 대기업/산업 단위의 대규모 신용이벤트 발생 (스프레드 큰 폭 확대)
- 2013년 한은 인하 기대 축소, 개별 신용 이벤트 발생에 스프레드 조정. 2015년 한계기업 구조조정 단행으로 수주산업 전반에 대한 경계심 높아지며 스프레드 큰 폭 확대
- 2019년 하반기에는 미중 무역갈등으로 인한 수출 경기 둔화와 연준과 한은 통화정책 전환 시사에 스프레드 소폭 확대. 이후 코로나 발발 및 신용 이벤트 발생으로 스프레드 급등

2012~14년 금리 인하 국면 스프레드 추세적 축소 흐름



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

2019년 상반기 금리인하 선반영하며 스프레드 강세



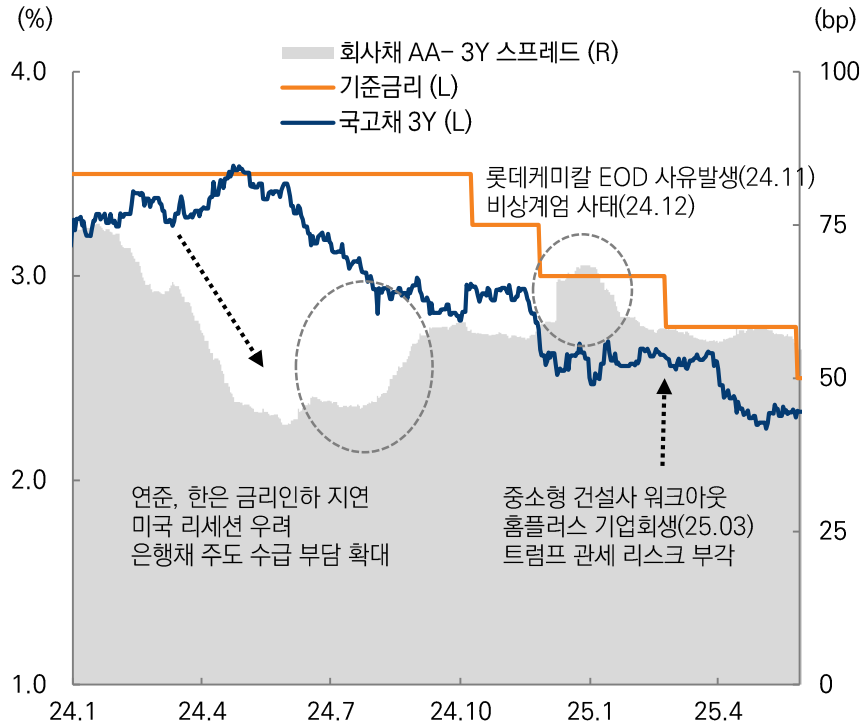
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

올해 신용 이벤트 발생에도 크레딧 약세 압력은 제한적

부동산 PF, 취약산업 펀더멘털 등 약세 요인 점검 필요

- 24년 하반기부터 스프레드 조정. 한은 금리 인하 지연, 부동산 PF 리스크, 국내 정치 불확실성 증대 등이 크레딧 약세 요인으로 작용
- 올해 스프레드는 연초 효과 이후 횡보. 관세 리스크 및 국내 저성장 우려는 스프레드 추가 강세를 제한
- 중소형 건설사, 홈플러스 등 신용 이벤트 발생했으나 크레딧 시장 약세 압력은 제한적이었음. 대상 기업들은 대부분 공모사채 발행사가 아니었고 업계 내 비중이 큰 기업들이 아니었기 때문
- 부동산 PF, 취약산업 펀더멘털 등 스프레드 약세 요인에 대한 점검이 필요한 시점

크레딧 이벤트 발생에도 크레딧 시장 영향은 제한적



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

최근 크레딧 이벤트 발생내역

업권	이벤트	날짜	내용
건설	신동아건설 법정관리 신청	25.01	시공능력평가액 58위
	대저건설 법정관리 신청	25.01	시공능력평가액 103위
	삼부토건 법정관리 신청	25.02	시공능력평가액 71위
	안강건설 법정관리 신청	25.02	시공능력평가액 116위
	삼정기업 법정관리 신청	25.02	시공능력평가액 114위
	대흥건설 법정관리 신청	25.04	시공능력평가액 96위
유통	홈플러스 기업회생	25.03	신용등급 하락, 단기자금 상환부담
	발란 기업회생	25.03	영업적자 누적 후 정산금 미지급
제약	동성제약 법정관리 신청	25.05	경영권 분쟁 속 유동성 악화
석유화학	롯데케미칼 EOD 사유발생	24.11	재무비율 유지 의무 미충족
	여천 NCC 신용등급 하향	24.12	신용등급 추가 하락시 조기상환

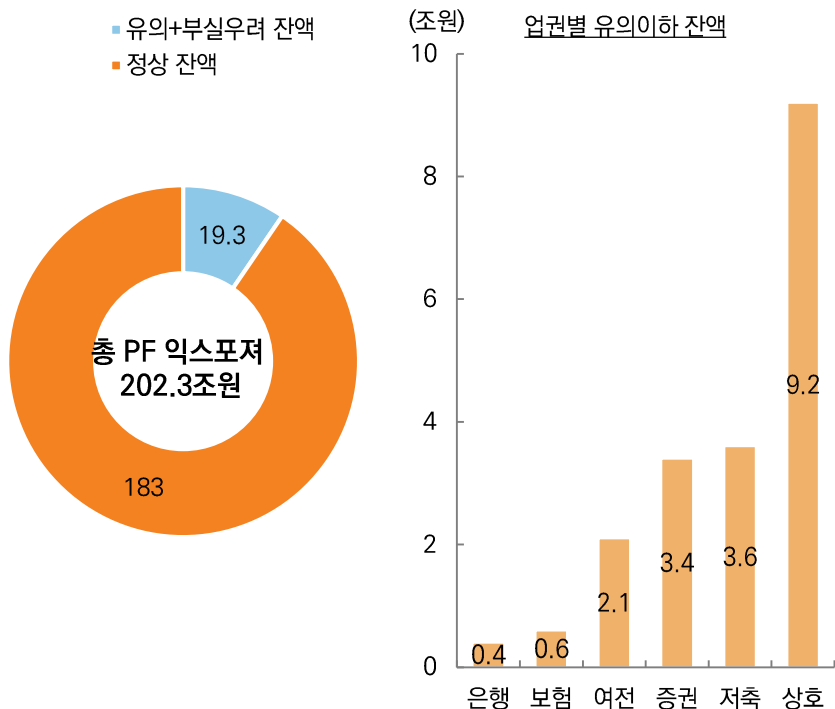
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

① 부동산 PF: 사업성 평가 완료, 부실 사업장 정리 진행 중

24년말 PF 연체율 추가 상승 제한

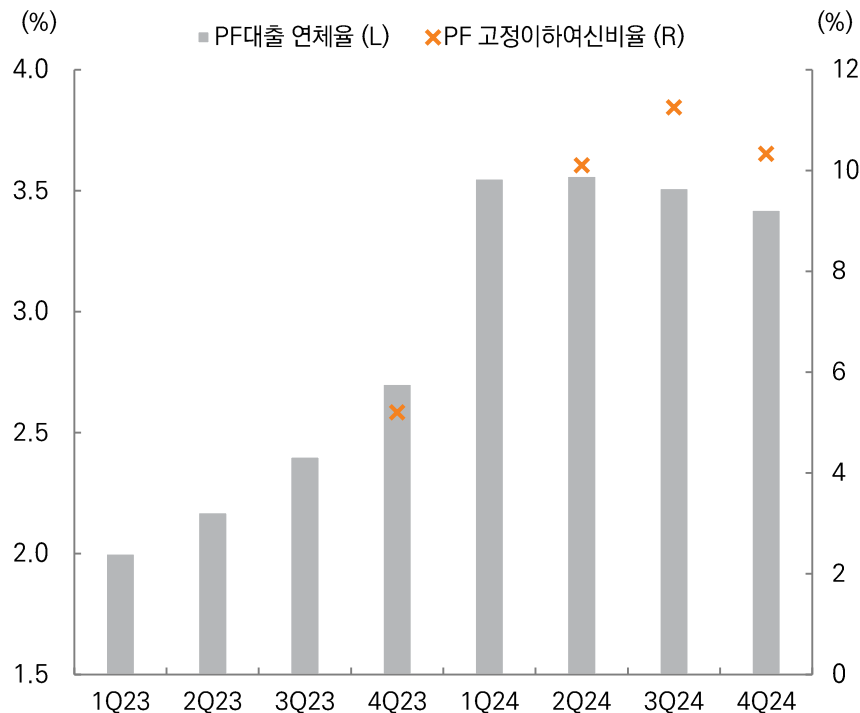
- 금감원은 24년 3차례에 걸쳐 전 금융권 대상으로 PF 사업성 평가 진행. 총 PF 익스포저는 202.3조원이며, 이중 정리 및 재구조화 대상인 자산건전성 '유의' 이하 분류 사업장은 19.3조원
- 22년 말 레고랜드 사태 이후 24년 상반기까지 PF 대출 연체율 꾸준히 상승
- 금융당국은 유의이하 분류 사업장에 대한 정리 및 재구조화 진행 촉구 중. 이에 24년 하반기부터 PF 연체율 둔화 시작됐고, PF 고정이하 여신비율도 3Q 기점으로 반락

총 PF 익스포저 중 9.5%가 정리 및 재구조화 대상



주: 3차 PF 사업성 평가 결과 기준(24년 12월)
자료: 금감원, 미래에셋증권 리서치센터

금융당국의 부실 PF 정리 압력에 연체율 추가 상승 제한



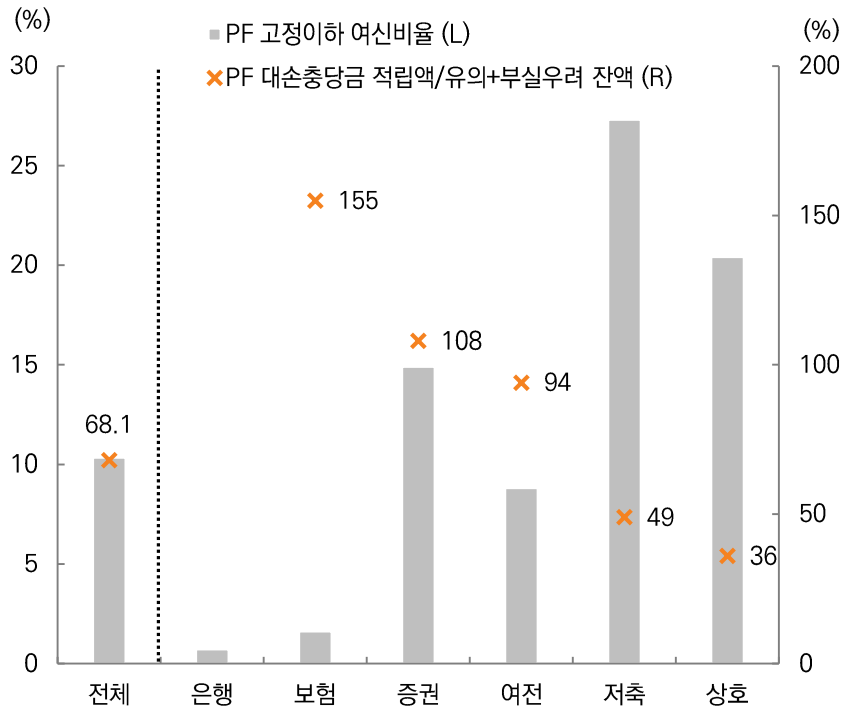
자료: 금감원, 미래에셋증권 리서치센터

정리 대상자산 중 50% 이상 상반기 내 정상화 완료 예정

금융당국의 PF 정리 압력 높아짐

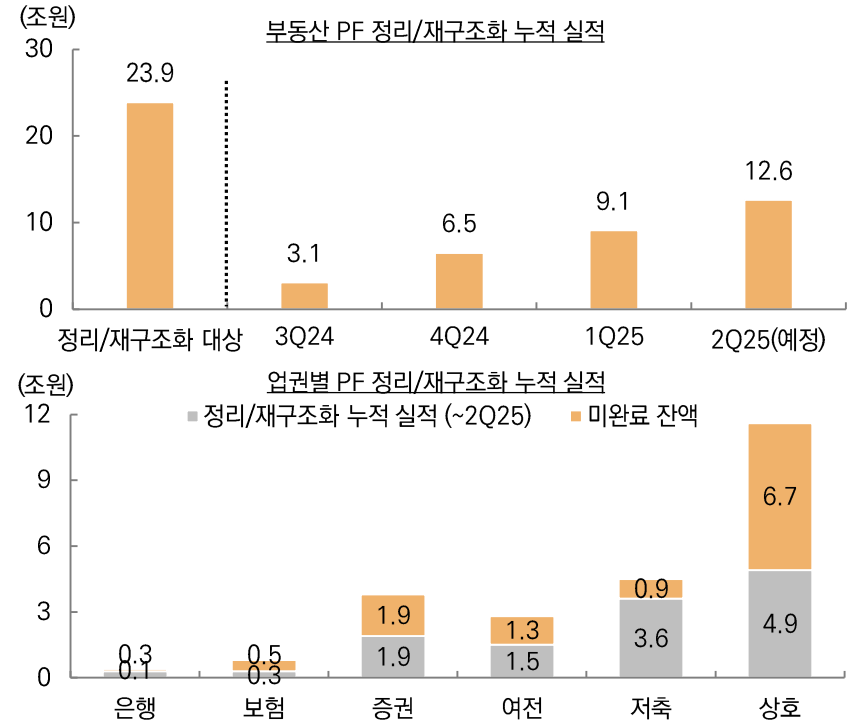
- 은행, 보험, 증권은 유의 이하 자산 규모를 넘어서는 수준의 총당금을 적립했고, 여전사 적립률도 100%에 근접. 저축은행과 상호금융은 자산건전성이 낮고 총당금 적립률 부진해 손실 흡수력 약함
- PF 부실 사업장 정상화 진행 중. 1, 2차 사업성 평가에서 정리 및 재구조화 대상이 된 23.9조원 사업장 중 12.6조원(52.7%)이 올해 2Q까지 정상화 완료 예정
- 정상화 미완료 사업장은 상호금융에 집중. 공모 사채 발행 업종인 증권, 여전사는 정상화 대상 사업장 중 50% 이상이 상반기 내 정리 및 재구조화 완료 예정

업권별 PF 자산건전성 및 총당금 적립 실적 차별화



주: 3차 사업성 평가 결과 기준(24.12)
자료: 금감원, 미래에셋증권 리서치센터

부실 사업장 중 52.7% 2Q 내 정상화 완료 예정



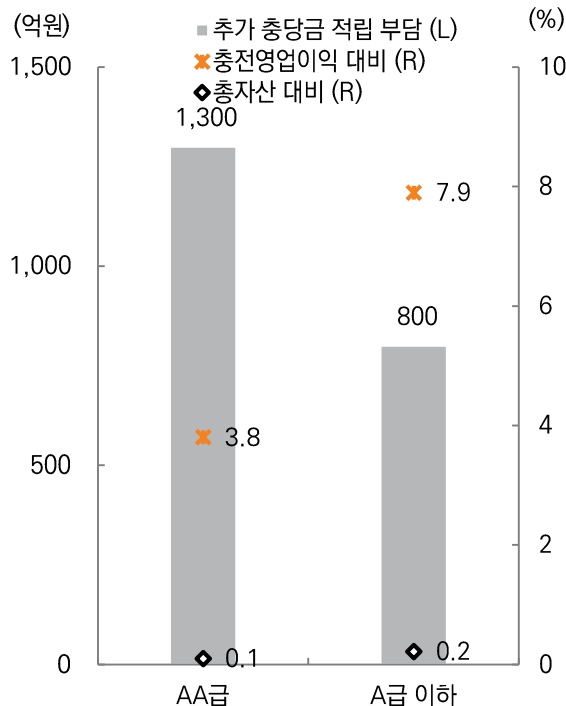
주: 정리/재구조화 대상은 1, 2차 사업성 평가가 완료된 사업장 기준
자료: 금감원, 미래에셋증권 리서치센터

캐피탈사 추가 총당금 적립 영업이익 내 감내 가능할 전망

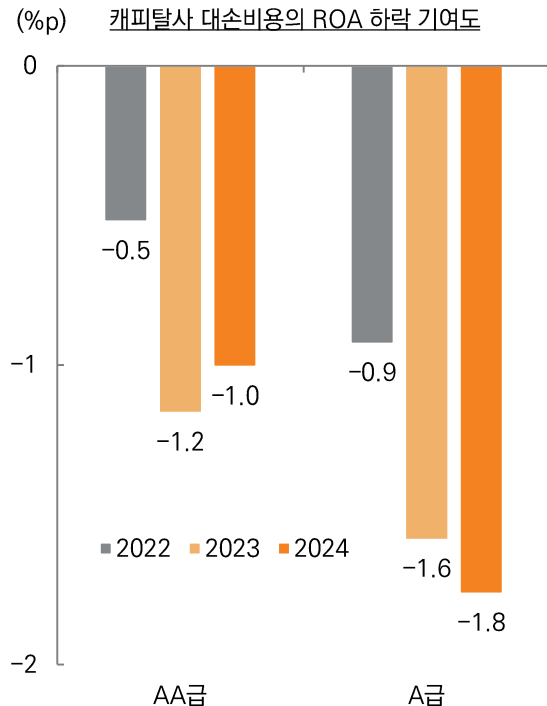
PF 총당금의 수익성 둔화 압력 점차 완화 전망

- 한신평에 따르면 연내 캐피탈 AA급 0.7조원, A급 0.4조원 고정이하로 건전성 추가 저하 전망
- 이에 따른 총당금은 영업이익 내 감내 가능할 전망. 총당금 적립의 ROA 감소 영향은 AA급 -0.1%p, A급 이하 -0.2%p 수준으로 낮음
- 대손비용의 ROA 하락 기여도 AA급 중심으로 둔화 중. 총당금 누적으로 대손비용 부담 점차 완화 전망
- 24년 하반기 회수/정리 금액(-1조원)이 고정 이하로 건전성 저하된 금액(+0.6조원)을 상쇄하며 PF 고정 이하 잔액 0.5조원 감소. 부실 PF 정상화는 건전성 지표 저하를 일부 상쇄할 전망

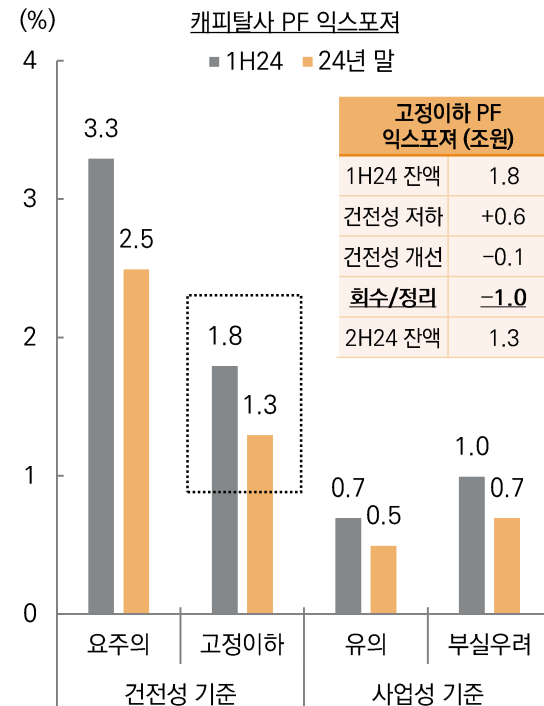
총당금 적립은 영업이익 내 감내 가능



대손비용 부담 점차 완화 전망



부실 PF 정상화로 고정이하 익스포저 낮아짐



고정이하 PF 익스포저 (조원)	
1H24 잔액	1.8
건전성 저하	+0.6
건전성 개선	-0.1
회수/정리	-1.0
2H24 잔액	1.3

주: PF 건전성 저하 규모는 한신평 가정 기준. 총자산, 총당금적립전 영업이익은 2024년 말 기준 / 자료: 한신평, 한기평, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 한기평, 미래에셋증권 리서치센터

자료: 한신평, 미래에셋증권 리서치센터

PF 리스크에도 증권/캐피탈 업종 레이팅 액션 제한적

증권/캐피탈 등급 하향은 일부 발행사에 국한

- 레고랜드 사태 후 PF 관련 시장의 경계심이 높아진 데 비해 23년~현재 신평사 레이팅 액션은 제한적
- 신용등급 하향 건수: 증권사(2건), 캐피탈사(4건) / 등급전망 하향 건수: 증권사(2건), 캐피탈사(3건)
- 캐피탈: PF 총당금 적립 부담에 23~24년 업권 전반 수익성 둔화. 다만 레이팅 액션은 거버넌스 리스크가 더해지거나(MG) 모회사 지원여력 변화로 인한(롯데) 신용도 하락이 다수
- 증권: 총당금 적립 부담에도 위탁매매, 전통 IB 부문 수익창출력이 이를 상쇄, 24년 업권 전반 수익성 개선. 부동산금융 익스포저가 높은 중소형 증권사 중심으로 등급 하향

24년 PF 리스크에도 레이팅 액션은 일부 발행사에 국한

업권	날짜	기존등급	신규등급	등급변동	전망변동
현대캐피탈	23.02	AA/S	AA/P		상향
	23.04	AA/P	AA+/S	상향	
롯데캐피탈	23.06	AA-/N	A+/S	하향	
롯데오토리스	23.06	A/N	A-/S	하향	
MG캐피탈	23.11	A-/P	A-/S		하향
	24.05	A-/S	A-/N		하향
	25.02	A-/N	A-/S		상향
	25.04	A-/S	A-/P		상향
오케이캐피탈	23.06	A-/N	BBB+/S	하향	
	23.12	BBB+/S	BBB+/N		하향
	24.06	BBB+/N	BBB/S	하향	
다올투자증권	23.11	A/S	A/N		하향
	24.10	A/N	A-/S	하향	
SK증권	24.06	A/N	A-/S	하향	
아이엠증권	23.09	A+/P	A+/S		하향

자료: 연합인포맥스, 신평사 3사, 미래에셋증권 리서치센터

캐피탈사, 증권사 재무지표 추이

업권	재무비율	2020	2021	2022	2023	2024
캐피탈	ROA	1.3	1.8	1.7	1.4	1.2
	고정이하 여신비율	1.7	1.3	1.5	2.1	2.4
	대손충당금 /고정이하여신	114	130	118	107	93
	총자산 /자기자본(배)	7.4	7.0	6.9	6.5	6.4
증권	ROA	1.0	1.4	0.6	0.8	0.9
	순고정이하여신 /자기자본	0.5	0.4	0.6	2.3	2.0
	대손충당금 /고정이하여신	82	83	83	71	76
	총자산 /자기자본(배)	9.7	8.5	8.0	8.4	8.5

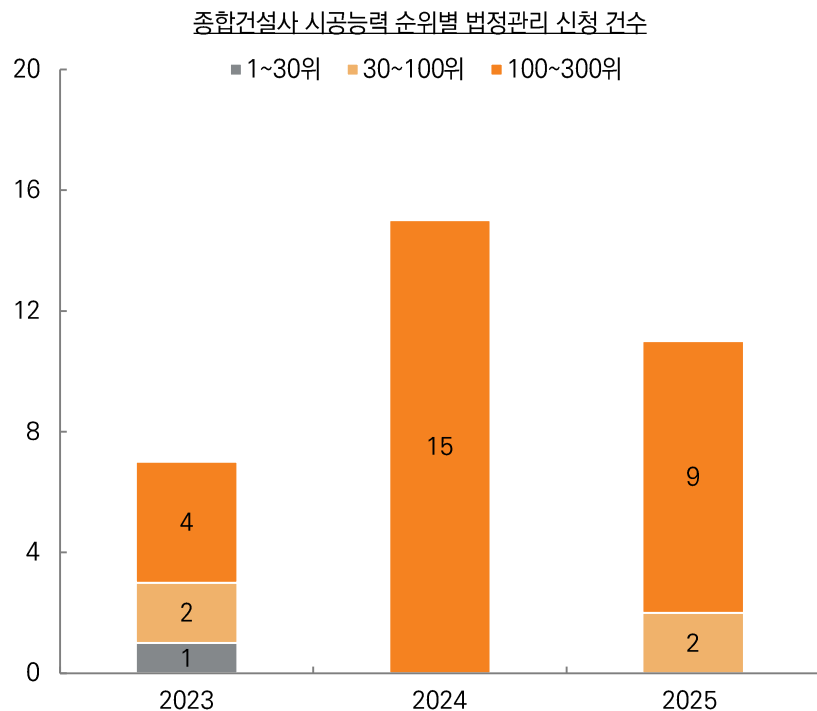
단위: % / 자료: 한기평, 미래에셋증권 리서치센터

② 건설사 유동성 리스크 점검

중소형 건설사 중심으로 부도 위험 증가

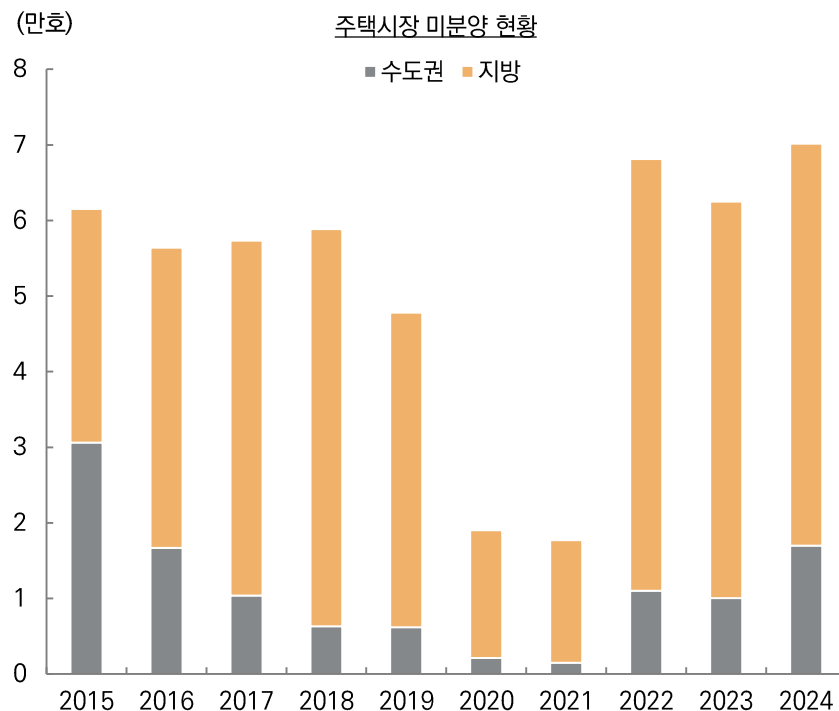
- 2022년 이후 건설 업종 부도 건수 매년 증가 (22~24년: 5건→9건→12건)
- 2025년 4월까지 법정관리를 신청한 건설사는 11개로, 시공능력순위 100~300위 건설사들이 대다수
- 코로나 이후 원자재 가격 상승으로 공사비 부담 증가한 한편 부동산 경기 냉각으로 주택시장 미분양 리스크 커지며 건설사 운전자본 부담 확대

시공능력 순위 100위권 밖 업체 중심으로 법정관리 신청 증가



자료: NICE신용평가, 미래에셋증권 리서치센터

주택시장 미분양 지방권 중심으로 확대



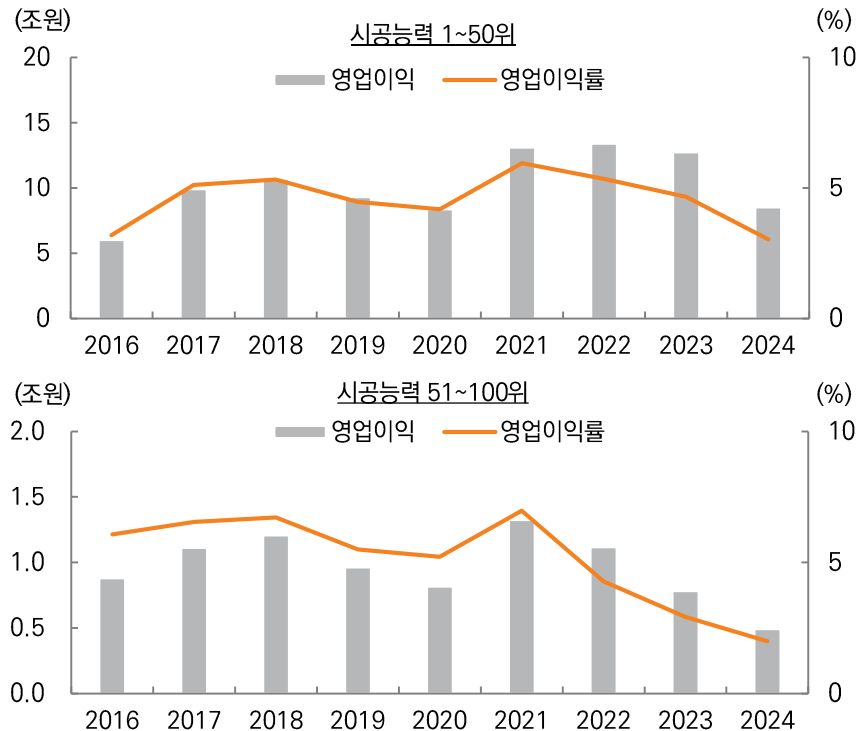
자료: 국토교통부, 미래에셋증권 리서치센터

대형 건설사는 업황 부진에 현금 확보로 대응

대형건설사 현금 축적으로 순부채비율 양호

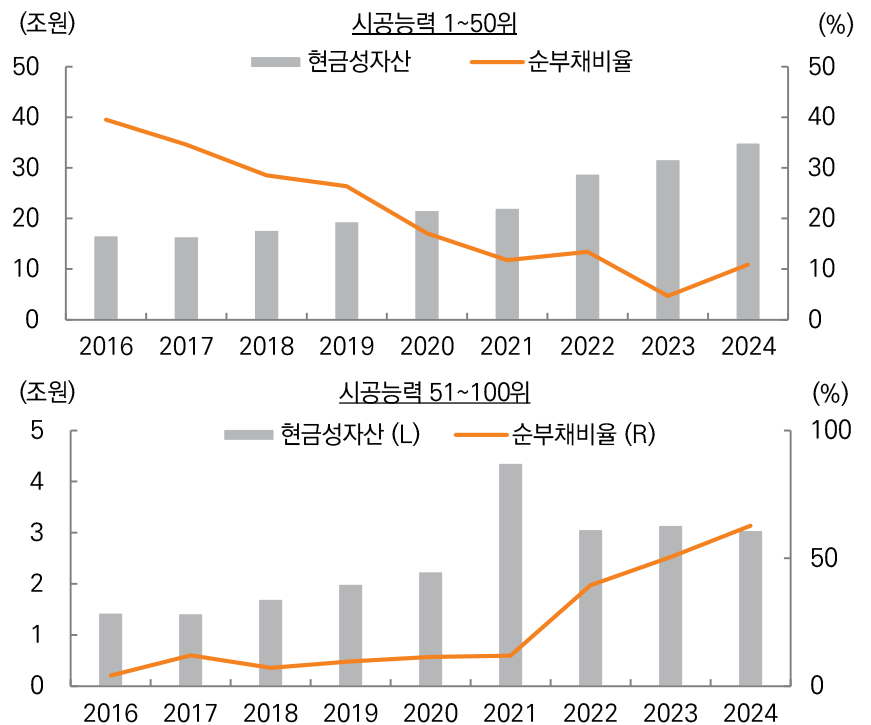
- 시공능력 순위 100위권 이내 건설사 영업이익률은 21년 고점 이후 감소세 지속
- 지방 사업장 익스포저가 높은 51~100위권 기업들의 수익성 둔화 압력이 더 높았음
- 시공능력 상위권 기업들은 신규 사업 착공 둔화와 공사미수금 증가로 운전자본 부담이 확대될 것에 대비해 현금 축적 지속
- 50위권 내 기업들의 순부채비율은 11%로 양호한 수준. 51~100위권 기업들의 상대적 재무부담 높음

시공능력 하위권 업체의 수익성 둔화 압력이 더 높음



주: 2016년부터 재무제표가 존재하는 기업 합산 (1~50위: 39개사, 51~100위: 45개사)
자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

시공능력 상위권 업체들은 업황 둔화에 현금 확보로 대응



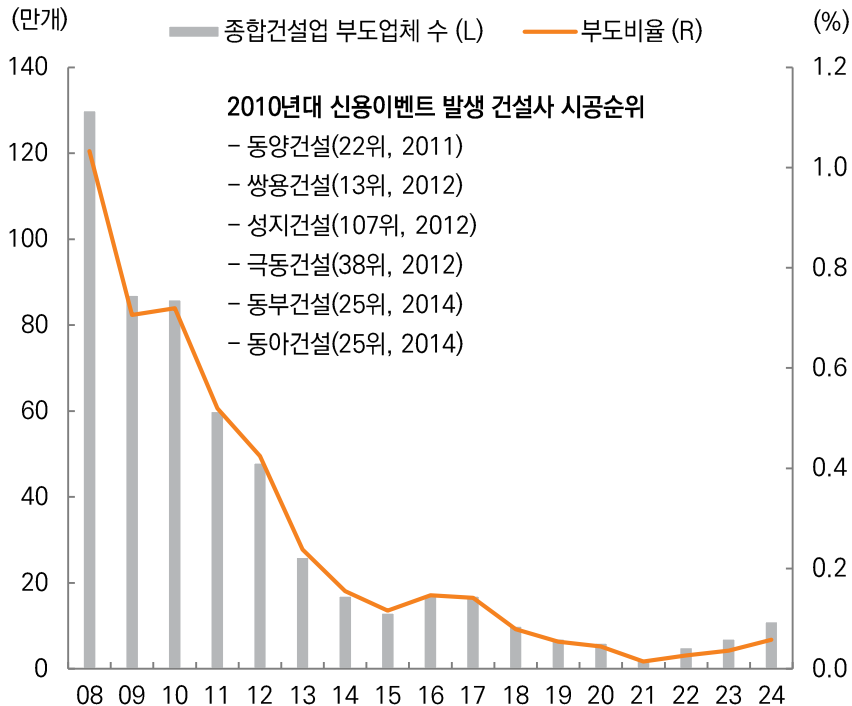
주: 2016년부터 재무제표가 존재하는 기업 합산 (1~50위: 39개사, 51~100위: 45개사)
자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

최근 건설사 신용 이벤트는 시공능력 하위권 업체에 집중

투자등급 건설사 유동성 여력은 양호

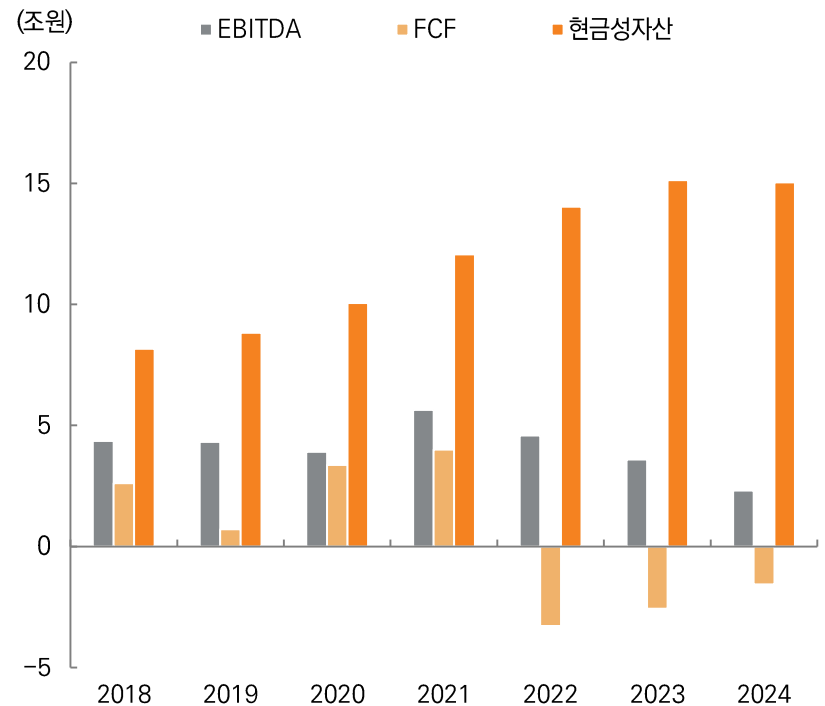
- 금융위기 이후 2010년대 초 건설사 신용 이벤트 다수 발생. 중소형 건설사 부도가 동부건설(25위), 쌍용건설(13위) 등 대형건설사 위기로 확대
- 이후 정부 주도의 건설업계 구조조정으로 산업 전반 부도비율 크게 낮아짐. 최근 건설사 신용 이벤트는 시공능력 50위권 밖의 하위 건설사들이 대다수
- 업권 전반 수익성 둔화 압력 높아지며 중소형 건설사 중심으로 신용도 저하 지속되겠으나 대형건설사 위기나 건설업 전반 시스템 리스크로 확대될 가능성 제한적

장기적으로 부도비율 하향 안정화



자료: 대한건설협회, 미래에셋증권 리서치센터

투자등급 건설사, FCF 적자 상쇄하는 수준의 현금성 자산 축적



주: 신용등급 BBB급 이상 13개 공모채 발행사 합산
자료: Quantiverse, 미래에셋증권 리서치센터

III

—

하반기 크레딧 투자전략

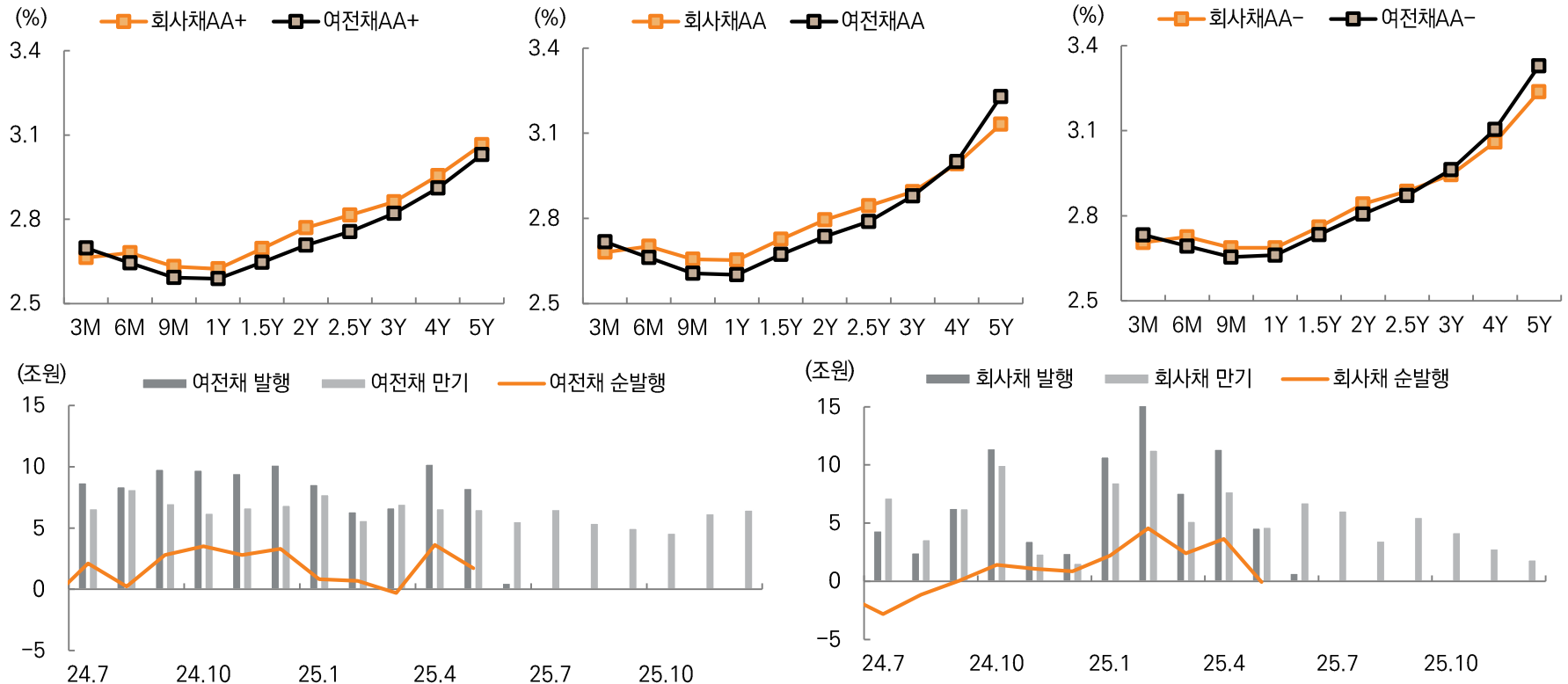


AA급 회사채 최선호

수급 환경과 레벨 매력 면에서 여전채 대비 회사채 상대 선호

- 3Y 이하 구간 여전채 대비 회사채 레벨 매력 높음. 캐피탈채는 3~5Y 구간이 캐리 확보 면에서 유리
- 하반기 회사채 만기도래액 감소, 25년 국내 제조업 연간 CAPEX 둔화 전망 감안할 때 회사채 순발행 부담 점차 완화 전망
- 하반기 수급 환경과 레벨 매력 감안할 때 여전채 대비 회사채 상대 선호

AA급 회사채-여전채 커브 및 발행만기



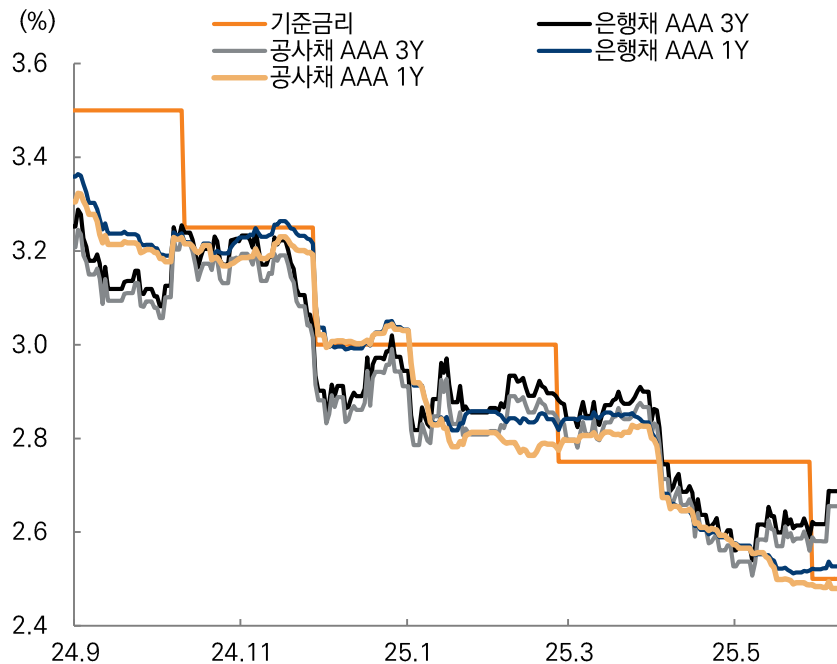
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

AAA급은 3년물 이상 캐리 확보로 대응

국고채 금리 변동성에 높아진 AAA급 금리 매력

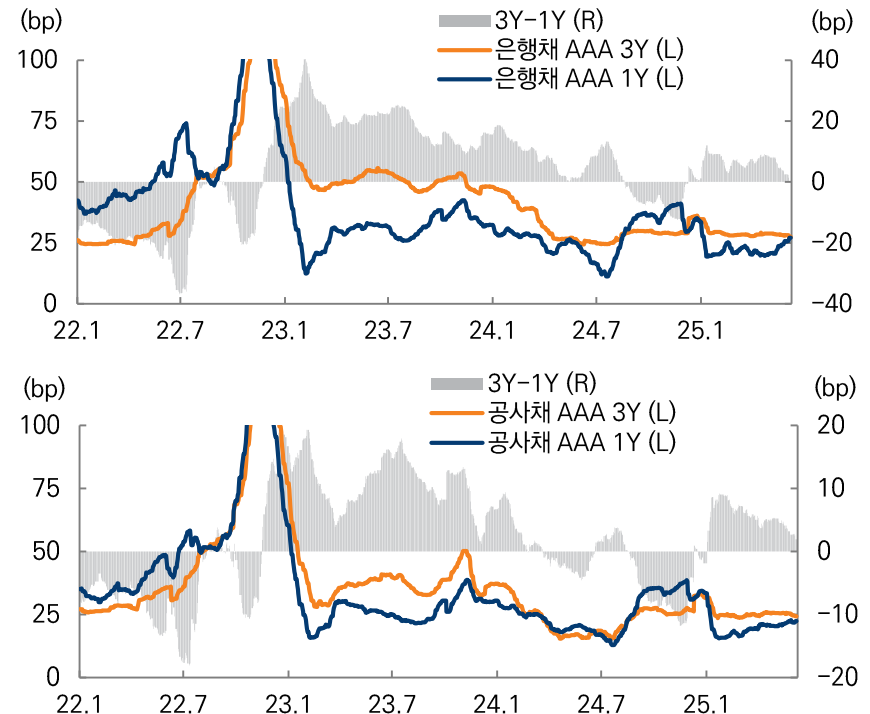
- 5월 기준금리 인하와 절대금리 상승에 AAA급 3년물 금리 역캐리 해소. 3년 미만 공사채, 은행채 금리는 역캐리 부담 지속
- 하반기 추가 인하 기대 반영하며 3년 미만 단기금리 하락 흐름 예상. 3년 이상 공사채, 은행채 상대적 금리 매력 높아짐
- 추경 집행, 대외금리 상승 등으로 인한 국고채 금리 변동성 장세를 3년물 이상 공사채, 은행채 매수 기회로 삼을 것을 권고

3년물 공사채, 은행채 역캐리 해소



자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

은행채, 공사채 3Y-1Y 스프레드 추이



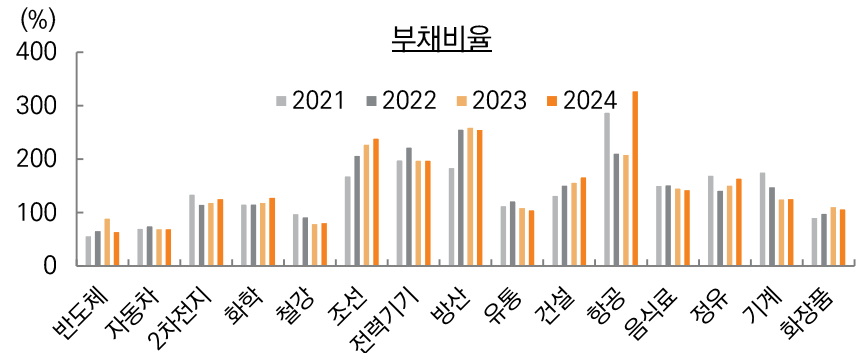
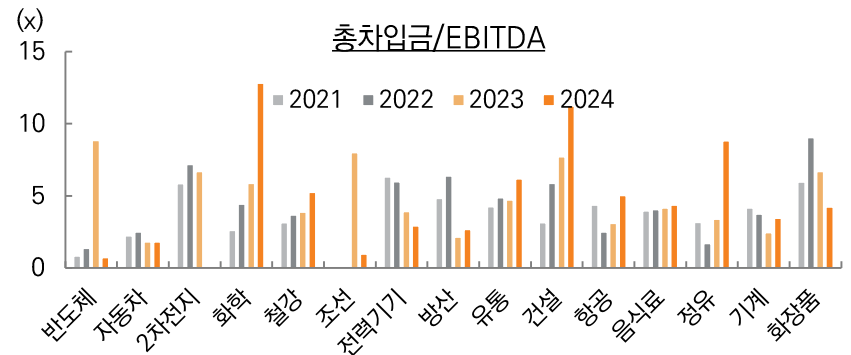
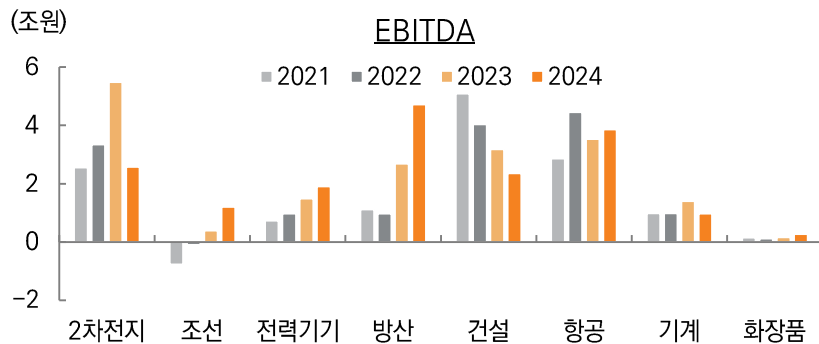
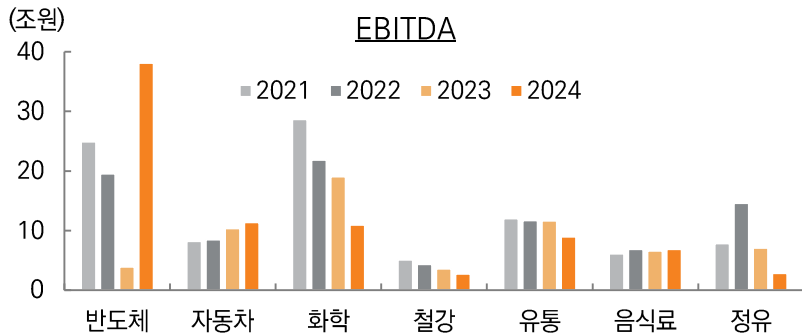
자료: 연합인포맥스, 미래에셋증권 리서치센터

회사채 업종별 펀더멘털 점검

이익창출력이 높은 조선, 전력기기, 방산 등에 관심

- 업종별로는 조선, 전력기기, 방산 등에 관심. 해당 업종들은 건조한 이익창출력 바탕으로 차입금 부담 완화. 부채비율 흐름도 안정적
- 항공 업종은 대한항공-아시아나 합병으로 24년 재무구조 악화. 합병 후 단기적인 수익성 둔화 예상되나, 대한항공 시장지배력 강화로 장기적인 이익창출력 높아지며 차입금 부담 점차 완화 기대

주요 발행사 업종별 재무지표 추이



주: AA, A급 회사채 발행사 264개 기업 기준
자료: Quantwise, 미래에셋증권 리서치센터

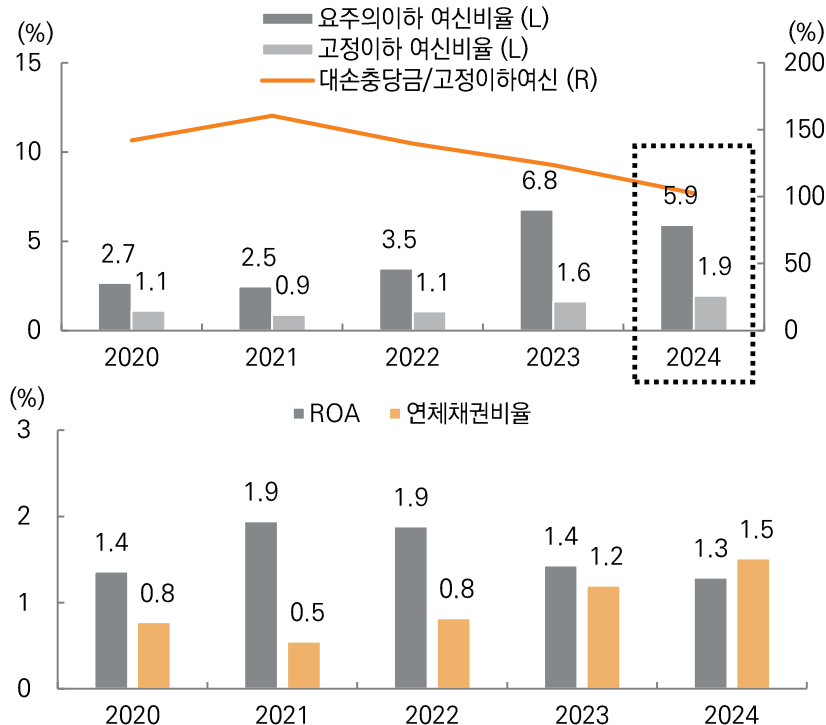
캐피탈채 펀더멘털 점검

캐피탈사 건전성 지표

저하 압력 점차 완화 예상

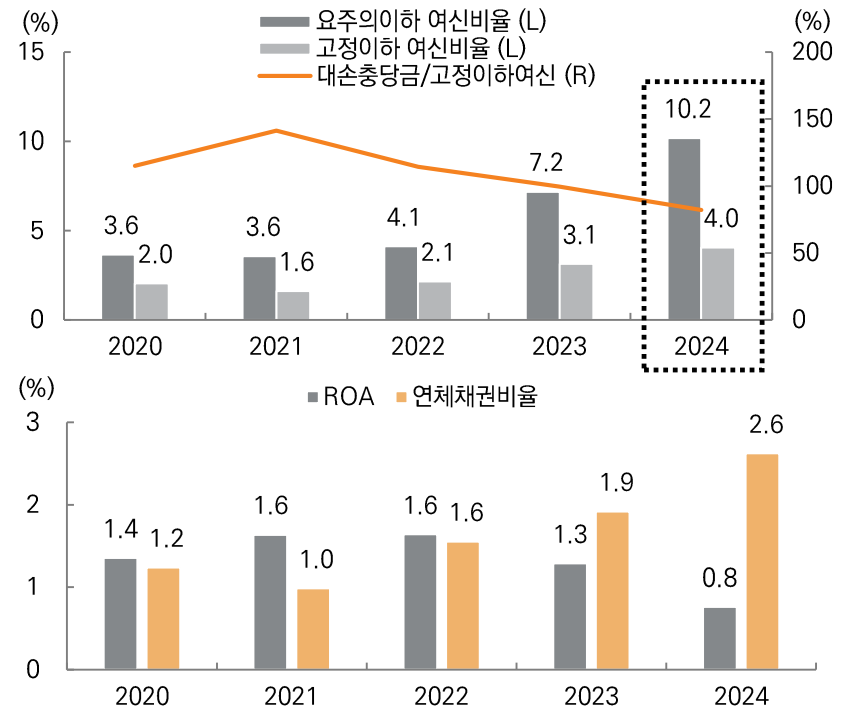
- PF 정상화 절차 진행되며 캐피탈사 자산건전성 저하 폭 점차 둔화될 전망
- 24년 AA급 캐피탈사 요주의이하 여신비율은 전년 대비 둔화. 건전성 지표 저하 압력 AA급 중심으로 점차 완화될 전망
- 여전채 A급 내에서는 연체율이 비교적 낮고 중후순위 PF 비중이 낮은 기업 중심으로 선별적 대응 권고

AA급 캐피탈사 재무지표



자료: 한기평, 미래에셋증권 리서치센터

A급 캐피탈사 재무지표



자료: 한기평, 미래에셋증권 리서치센터

[결론] 2025년 하반기 크레딧 투자 의견

하반기 크레딧 시장 전망

[스프레드 전망]

은행, 운용사 중심의 풍부한 유동성과 하반기 낮은 차환 부담은 우호적인 수급 여건 형성하며 스프레드 완만한 축소 흐름 예상

[크레딧 시장 이슈]

- ① **부동산 PF**: 부실 PF 자산 중 50% 이상 상반기 내 정상화 완료 예정. 캐피탈사 대손비용의 수익성 둔화압력 점차 완화 예상
- ② **중소형 건설사 위기**: 대형 건설사는 업황 부진에 대비해 현금 축적. 건설업 수익성 둔화 압력 지속되겠으나 중소기업 건설사 위험이 대형사나 업종 전반 리스크로 확산될 가능성 제한적

섹터별 이슈 및 투자전략

	수급 환경	레벨 매력	이슈/편더멘탈
은행채	↓	→	- 가계대출 증가에 하반기 순발행 증가 예상. 중소기업은행 대출 증가에 중금채 순발행도 지속될 전망 - 다만 정부의 가계대출 총량 규제로 연간 순발행 폭은 전년 대비 소폭 둔화 전망
공사채	→	→	- 하반기 은행채 대비 수급환경 우호적일 전망. MBS 순상환, 한전채 현금흐름 개선에 순발행 규모 제한적일 전망 - 은행채, 공사채 3년 미만 레벨 부담 높음. 국고채 금리 변동성을 3년물 이상 매수 기회로 삼을 것을 권고
여전채	↑	→	- 캐피탈사 PF 정상화와 누적된 총당금 적립에 PF 연착륙 흐름 예상. 자산건전성 저하 압력 AA급 중심으로 점차 완화 예상 - 하반기 추가 금리 인하 기대에 채권형 펀드 설정 증가 지속되며 강한 여전채 수요 유지될 전망 - 캐피탈사 조달비용 감소에도 여전사 전반 저조한 자산성장률에 수급에 부담을 주는 수준의 순발행 가능성 제한적
회사채	↑	↑	- 대기업 자본지출 둔화, 낮아질 차환 부담에 하반기 순발행 확대 압력 제한적일 전망 - <u>AA급 회사채 최선호</u>, 3Y 이하 구간 여전채 대비 레벨 매력 높아졌으며, 하반기 수급 여건도 양호
투자 의견	AA급 회사채 > AA급 여전채 > 공사채 > 은행채		

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.