Hanwha Research
Issue Report
| 2026년 3월 24일 |

FI Issue

누가 이 부채를 소화하나

채 권 김성수 | sungsoo.kim@hanwha.com | 3772-7616
크레딧 한시화 | shhan1229@hanwha.com | 3772-7737

한화투자증권

Contents

Ⅰ. 핵심요약 ····· 03

Ⅱ. 국가채무와 부채의 개념 ····· 04

1. D1, D2, D3는 무엇인가 ····· 04

2. 개념별 부채규모 현황 ····· 06

3. 개념 바깥에 있는 부채 ····· 10

4. 총 부채 현황 ····· 10

Ⅲ. 공급환경 점검 ····· 18

1. D1: 국고채, 계속해서 비우호적 ····· 18

2. D2, D3: 공사채, D3 규모 증가 예상 ····· 21

3. 그 밖의 채권: 특은 & 정부보증채, 정부주도 성장의 반작용 ····· 25

Ⅳ. 수요환경 점검 ····· 27

1. D1: 국고채, WGBI가 유일한 희망인데... ····· 27

2. D2, D3: 공사채, 공급 부담 불가피하나 소화 가능 ····· 29

3. 그 밖의 채권: 정부보증채, 애매하고 낯설다 ····· 31

I. 핵심요약

크게 증가한 공공부문 부채

공공부채 부담이 크게 증가했다. 수요가 강하게 받쳐주지 못하는 상황에서 채권 공급의 증가는 구조적으로 금리 하락을 막는다. 공공채권 수급환경은 계속해서 좋지 않을 전망이다. 정부 기준에 따라 부채를 D1, D2, D3, 그 밖의 채권으로 분류한 뒤 각 시장별 수급환경을 점검해 보았다. D1은 사실상 국고채, D2와 D3는 금융공기업을 제외한 공사채다. 특은채와, 통안채, 금융공기업이 발행한 채권은 'D' 개념에 포함되지 않는다.

D 개념으로 수급환경 점검

공공부채 GDP 대비 64.5%

2025년 말 기준 D1~D3, 그 밖의 채권 발행잔액은 1,504.5조원이다. GDP 대비로는 약 64.5%다. 이 중 국고채가 약 3분의 2인 67.5%(1,159.4조원, GDP 대비 43.5%)를 차지하며, 특은채(271.6조원, 10.2%), 비금융공기업(239.4조원, 8.9%), 금융공기업(121.8조원, 5.5%), 비영리공공기관(46.2조원, 1.7%) 순이다.

D1: 공급도 부정적이고

4월~12월까지 발행될 국고채는 약 149.4조원이다. 매달 평년대비 약 3.2조원 국고채가 추가로 발행된다. 당장의 추경은 세수 호조로 적자국채 없이 편성될 수는 있겠다. 그러나 기업실적 개선이 재정 여력에 숨통을 틔워주는 정도는 생각보다 작다. 이를 감안한 2026~2027년 총 국세 수입 기여도는 26.6%, 29.5%다. 당초 예상보다 약 3%p 가량 증가한 수치다.

수요는 실망을 안겨줄 것

모두가 WGBI를 국고채 시장 희망으로 보고 있으나, 이는 곧 실망으로 돌아올 것이다. 기계적으로 들어올 수 있는 총 자금인 69.9조원이 다 들어온다고 해도 올해 순증물량의 63.9%만이 WGBI 자금이 받아줄 수 있는 물량이다

D2, D3: 부담스러운 공급이지만

비금융공기업의 채권 발행은 정부의 주택 공급 확대 기조에 따라 큰 폭으로 증가할 전망이다. 중장기재무관리계획에 따르면 채권을 발행하는 비금융공기업의 2026년 예상 부채는 507.9조원에 이를 것으로 예상된다. 이는 발행 규모가 본격적으로 확대된 2022년 이후 평균치 451.8조원을 12.4% 상회하는 수준이다.

수요는 받아줄 수 있다

늘어나는 공사채 발행 물량은 주요 투자주체인 은행과 운용사를 중심으로 점진적 소화가 가능할 전망이다. 은행은 규제비율 관리 목적에서 공사채를 꾸준히 편입해왔고, 운용사도 금리 메리트가 높아진 우량 크레딧에 수요를 이어갈 가능성이 높다.

그 밖의 채권: 공급 급증 예상되나 낯선 자산, 약한 수요 예상

연평균 8.8조원 정도 발행되던 정부보증채 시장에 올해 최대 25조원 물량이 추가적으로 공급된다. 이는 엄연한 시장의 부담 요인이다. 정부보증채는 1) 국채와 공사채 사이 애매한 지위, 2) 짧고 작은 시장의 역사와 규모, 3) 구조적으로 장기채 발행이 힘든 특성을 감안했을 때 공급을 원활하게 충족시킬 만큼의 수요를 기대하기는 어렵다.

II. 국가채무와 부채의 개념

1. D1, D2, D3 는 무엇인가

부채는 D1, D2, D3로 구분

우리 정부는 2011회계연도부터 국가부채를 D1, D2, D3 3가지로 구분해 발표하고 있다. 여기서 D1은 국가채무를, D2는 일반정부 부채를 말하고, D3는 공공부문 부채를 뜻한다. D1은 국가재정법에 따라 국채와 차입금, 국고채무부담행위로 구성되며 정부 전체의 채무규모 파악을 위해 지방정부 채무와 교육자치단체 채무도 포함된다.

D1은 국가채무, 현금주의 방식

발생주의 관점에서 작성하는 D2, D3와 달리 D1은 정부예산과 국가재정운용계획이 현금주의 방식으로 편성되기 때문에 같은 개념으로 산출한다. 그렇기 때문에 D1은 국가'채무'로, 나머지 부채 개념은 '부채'로 적는다. 채무는 갚아야 할 의무 그 자체, 부채는 회계상 인식된 갚아야 할 의무로 미묘한 차이가 있다.

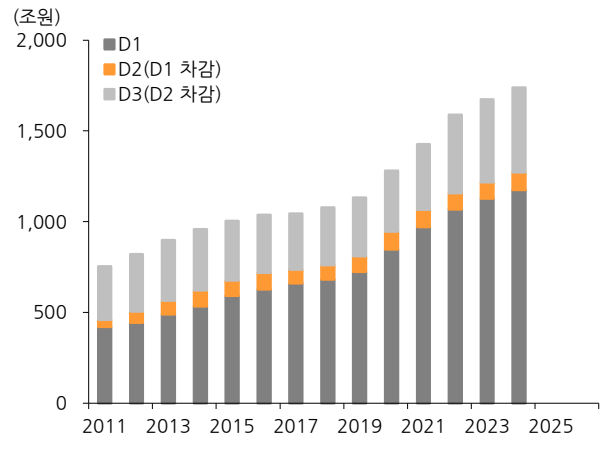
D1은 '채무', D2, D3는 '부채'

부채 개념에서 현금주의와 발생주의의 차이는 '부채의 인식 시점'이다. 현금주의는 실제로 현금이 오가거나 상환이 발생한 시점에 인식하는 방식이다. 발생주의는 현금이 실제로 오갔는지와 무관하게 경제적 의무가 생긴 시점에 부채를 인식한다. 채권을 예로 들면 정부가 100억원어치 국채를 발행했다면 현금주의와 발생주의 관점에서 모두 발행 시점에 국채를 부채로 반영한다.

D2와 D3는 발생주의 방식

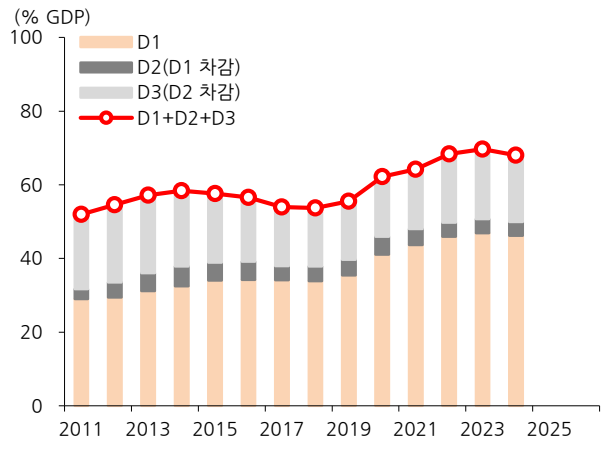
이후, 이자 지급에서 두 개념의 본격적인 차이가 발생하는데, 이자 지급일이 아직 도래하지 않은 경우 현금주의 관점에서는 실제 이자를 지급하지 않았기 때문에 이자에 해당하는 금액을 인식하지 않는다. 그러나 발생주의에 따르면 어차피 이자는 지급해야 할 금액이기 때문에 미지급이자를 부채로 인식한다.

[그림1] 부채항목별 규모 추이



자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] GDP 대비 부채항목별 비중 추이



자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

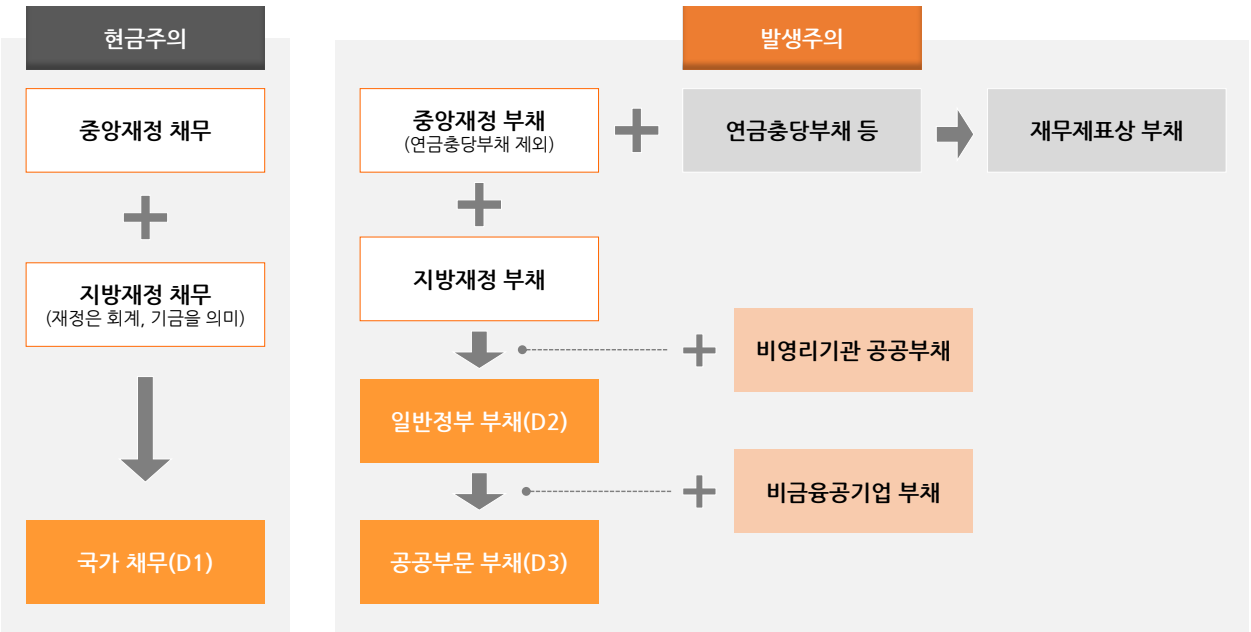
D2는 D1 + 비영리공공기관 부채

D2는 D1에서 중앙 및 지방의 회계, 기금 부채에 비영리공공기관 부채를 포함해 산출한다. 산출 방식은 PSDS(Public Sector Debt Statistics, 국제적으로 비교가 가능한 신뢰성 있는 재무정보 산출을 위해 IMF, OECD 등이 2012년 공동 제정한 부채 통계 작성 지침서)를 따른다. 쉽게 이야기하면 'D2 = D1 + 비영리공공기관 부채'다.

D3는 D2 + 비금융공기업 부채

마지막으로 D3는 D2에서 비금융공기업 부채를 합한 값이다. 현재 공공부문 전반의 재정건전성 관리지표로 활용 중이다. 다만, 공공부문 부채를 산출하는 국가가 OECD 회원국 중 8개국에 불과하기 때문에 유의미한 비교지표로 활용하기에는 한계가 존재한다. 2024회계연도 기준 D1, D2, D3 규모는 각각 1,175.2조원(GDP 대비 46.0%), 1,270.8조원(49.7%), 1,738.6조원(68.0%)이다. D1을 제외한 D2는 95.6조원(3.7%), D2를 제외한 D3는 467.8조원(18.3%)가량이다.

[그림3] 국가채무와 국가부채(개념)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[표1] 국가채무와 국가부채(범위 및 기준 등)

유형	규모(GDP 대비 %)	포괄범위	산출기준	활용
국가채무(D1)	1,175.2조원(46.2%)	중앙, 지방정부의 회계 및 기금	국가재정법, 현금주의	국가재정운용계획
일반정부 부채(D2)	1,270.8조원(49.7%)	D1 + 비영리공공기관	국제지침(PSDS), 발생주의	국제비교(IMF, OECD)
공공부문 부채(D3)	1,738.6조원(68.0%)	D2 + 비금융공기업	국제지침(PSDS), 발생주의	공공부문 재정건전성 관리

주: 채무 및 부채 규모는 2024회계연도 기준
자료: 한화투자증권 리서치센터

2. 개념별 부채규모 현황

D1은 국채, D2와 D3는 공사채

전체 부채 또는 채무도 중요하지만 채권 투자자 입장에서는 어느 채권이 어느 부채 개념에 포함되는지가 핵심이다. 우선 국채와 지방채는 중앙 및 지방정부가 직접 발행한 채권이니 D1에 포함된다. 반면, 공사채는 D2, D3 모두에 포함되는데, 비영리공공기관이 발행한 채권은 D2, 비금융공기업 채권은 D3다.

금융공기업 채권은 D 개념에 미포함

대부분 공사채가 D3에 포함되는 것은 사실이지만 일부는 D2다. 대표적인 비영리 공공기관 발행주체는 한국자산관리공사, 중소벤처기업진흥공단 등이다. 여기에 더해 '금융공기업' 부채는 D1~D3 어디에도 포함되지 않는다. 특수은행 부채도 마찬가지다. 금융공기업은 주택금융공사가 발행한 채권을, 특수은행은 산업은행채 등을 예로 들 수 있다. 통안채도 'D' 개념에서 제외된다.

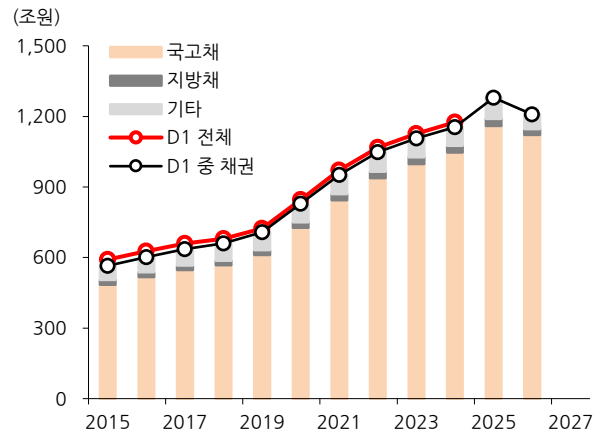
분석 대상은 국고채와 공사채, 특은채 및 정부보증채

수많은 부채와 채무 중 채권 애널리스트가 분석하는 '채권(상장/공모/원화채 기준)'을 별도로 추출해 보았다. 동 보고서에서의 분석 대상은 국고채와 공사채, 그리고 특은채 및 정부보증채다. 2026년 3월 현재 D1인 국채 발행잔액은 1,185조원이다. 이중 국고채가 1,121조원으로 대부분을 차지하고 국민주택채는 60조원, 재정증권 등 기타 국채가 약 3조원 정도 된다.

D1에는 지방채도 포함되지만 국고채 비중이 압도적

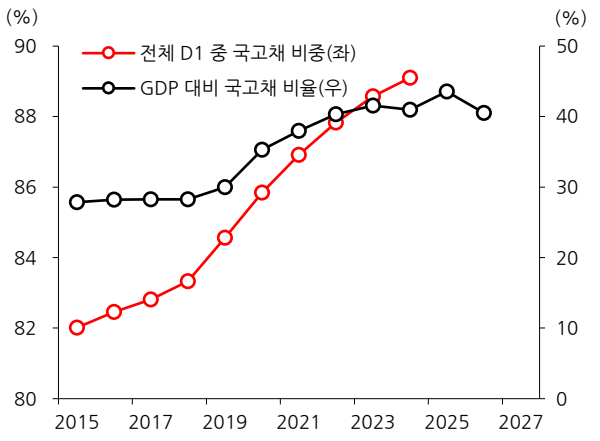
지방채는 공모지방채가 8.5조원, 지역개발채권이 11.6조원, 도시철도채권 같은 나머지 채권이 4.9조원으로 전체 지방채 잔액은 25조원이다. 2025년 명목 GDP인 2,663조원을 기준으로 GDP 대비 D1 부채 비율을 구해보면 48.0%(국채: 44.5%, 국고채: 42.1%, 지방채: 0.9%, 공모지방채: 0.3%)이다. 2024회계연도 기준 D1에서 국고채가 차지하는 비중은 89.1%이니, D1 분석에 있어서는 사실상 국고채 시장 분석 중요도가 절대적이다.

[그림4] D1 중 채권 규모 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 전체 D1 대비, GDP 대비 국고채 비중 및 비율 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

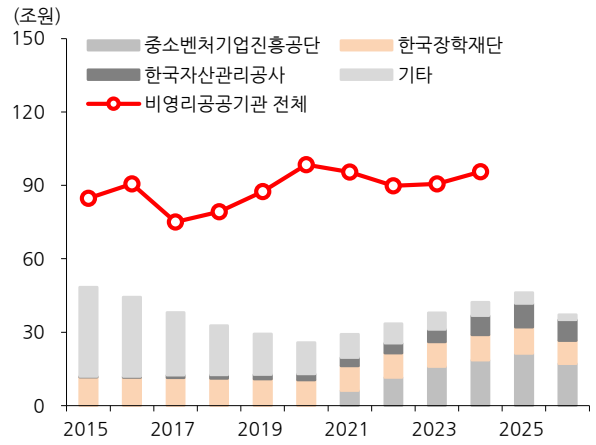
D2는 중진공, 한국자산관리공사가 핵심

D2는 D1에 비영리공공기관 부채를 포함한 개념이다. 2024년 기준 비영리공공기관은 총 357개이며, 이중 중소벤처기업진흥공단 등 8개 기관(예금보험공사는 현재 발행잔액 0원)이 공사채를 발행한다. 2026년 3월 현재 비영리공공기관이 발행하는 전체 공사채 발행잔액은 37조원이다. 중소벤처기업진흥공단 17조원, 한국장학재단 10조원, 한국자산관리공사 9조원으로 상위 3개 기관이 전체 발행잔액의 대부분을 차지한다. GDP 대비 비영리공공기관 채권은 1.7%, 상위 3개 기관 채권은 1.6%다.

D3는 한전, LH, 도로공사가 주요 발행 주체

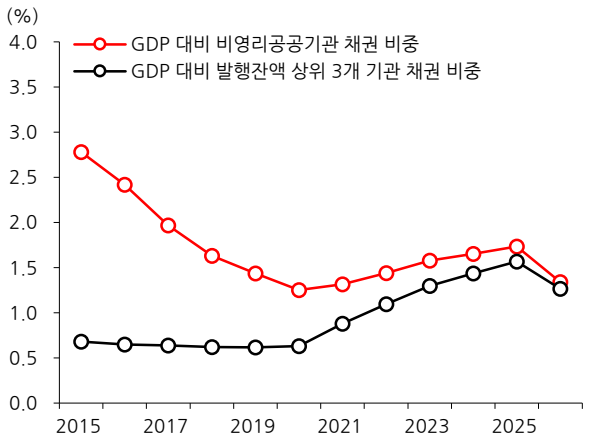
D3는 D2에 한국전력공사 같은 비금융공기업의 부채가 포함된 개념이다. 2024년 기준 비금융공기업은 총 159개이며, 이 중 공사채를 발행하는 기관은 28개이다. 전체 D3에서 공사채가 차지하는 비중은 2024년 기준 49%다. 2026년 3월 기준 비금융공기업 전체 공사채 발행잔액은 208조원이고, 한국토지주택공사 45조원, 한국전력공사 44조원, 한국도로공사 34조원으로 전체 잔액의 59%를 기록하고 있다. GDP 대비로는 비금융공기업 채권, 상위 3개 기관 채권이 각각 9.0%, 5.3% 가량이다.

[그림6] D2 중 채권 규모 추이



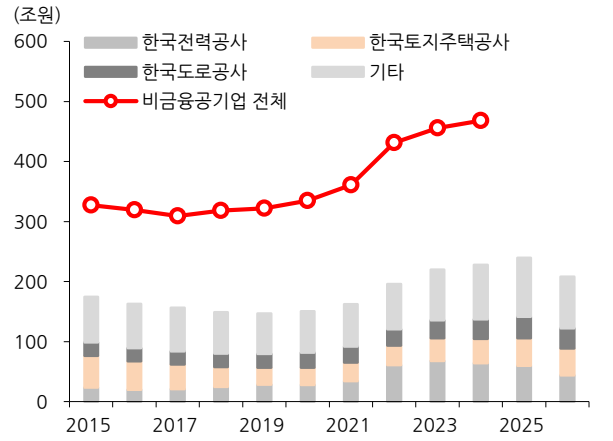
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] GDP 대비 비영리공공기관 채권 비율



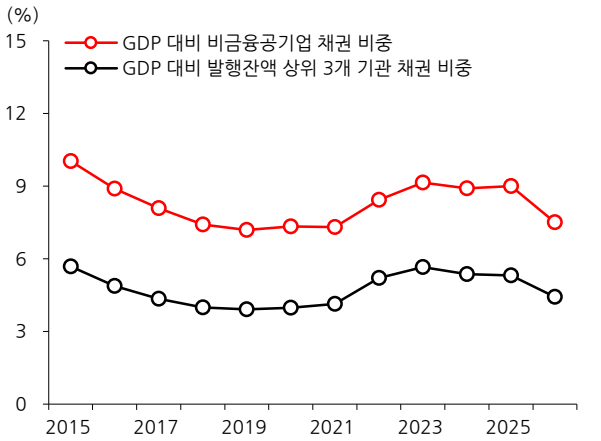
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] D3 중 채권 규모 추이



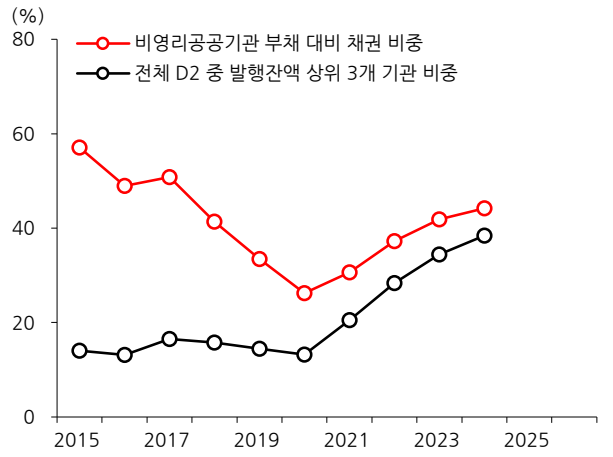
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] GDP 대비 비금융공기업 채권 비율



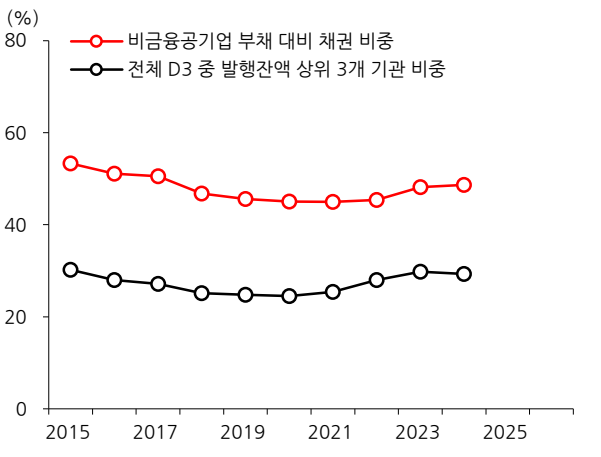
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 비영리공공기관 부채 대비 채권 비중



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 비금융공기업 부채 대비 채권 비중



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 발행된 채권 잔액이 존재하는 비영리공공기관

기관명	발행잔액 (십억원)	2025년 순발행액 (십억원)	10년 평균 순발행액 (십억원)	2026년 발행/만기도래액	2025년 만기도래액 (십억원)	2026년 만기도래액 (십억원)	10년 평균 만기도래액 (십억원)	부채비율
중소벤처기업진흥공단	21,320	2,770	1,938	19.2%	2,310	4,550	450	하락
한국장학재단	10,750	400	13	6.6%	1,510	1,660	1,541	하락
한국자산관리공사	9,725	1,910	855	26.5%	1,250	2,050	448	상승
부산교통공사	1,269	109	59	42.9%	525	298	209	-
한국농어촌공사	590	40	(74)	11.4%	110	0	407	상승
여수광양항만공사	360	80	(25)	0.0%	60	50	73	-
한국산업단지공단	103	0	(54)	0.0%	0	0	91	상승

주1: 부채비율은 공공기관 2025~2029 공공기관 중장기 재무관리계획 기준 2026년 대비 2025년 추세. 발행 잔액은 2025년 말 기준

자료: 재정경제부, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 발행된 채권 잔액이 존재하는 비금융공기업

기관명	발행잔액 (십억원)	2025년 순발행액 (십억원)	10년 평균 순발행액 (십억원)	2026년 발행/만기도래액	2025년 만기도래액 (십억원)	2026년 만기도래액 (십억원)	10년 평균 만기도래액 (십억원)	부채비율
한국전력공사	59,850	(4,110)	2,967	13.1%	18,600	18,040	6,639	하락
한국토지주택공사	46,045	5,376	(963)	60.6%	4,629	4,996	5,347	상승
한국도로공사	35,630	3,080	1,316	35.5%	3,530	2,820	2,494	상승
국가철도공단	19,400	80	125	29.4%	2,020	1,800	2,093	-
한국가스공사	16,800	330	124	7.2%	3,750	2,780	1,715	하락
한국철도공사	14,290	300	267	0.0%	1,330	1,610	1,246	하락
경기주택도시공사	8,136	2,053	453	75.0%	2,069	1,540	534	-
한국수자원공사	7,270	530	(327)	13.5%	920	1,110	1,082	상승
인천국제공항공사	5,360	(410)	408	0.0%	1,360	1,300	462	하락
서울교통공사	4,385	347	399	25.6%	643	820	186	-
부산항만공사	4,140	350	229	33.9%	680	560	246	-
인천도시공사	3,516	392	(224)	47.0%	918	1,171	1,644	-
한국지역난방공사	4,000	140	197	0.0%	370	860	425	하락
서울주택도시공사	2,945	1,481	10	31.5%	1,021	871	675	-
한국광해광업공단	2,230	770	102	41.5%	110	410	273	-
인천항만공사	1,250	0	64	29.4%	310	340	95	-
한국공항공사	1,160	90	105	0.0%	270	230	72	상승
광주광역시도시공사	668	138	49	0.0%	0	80	74	-
대전도시공사	526	396	42	순발행(만기 X)	130	0	108	-
경남개발공사	430	117	21	120.0%	160	25	72	-
부산도시공사	420	0	(74)	0.0%	100	200	242	-
충청남도개발공사	195	70	9	167.1%	30	95	58	-
경상북도개발공사	220	140	(12)	순발행(만기 X)	0	0	50	-
충북개발공사	266	91	0	50.0%	45	60	46	-
인천교통공사	190	22	17	0.0%	68	80	6	-
전남개발공사	0	0	(35)	순발행(만기 X)	0	0	72	-
한국석유공사	90	0	(25)	만기, 발행 X	0	0	140	자본잠식
울산도시공사	37	17	(16)	만기, 발행 X	20	0	61	-

주1: 부채비율은 공공기관 2025~2029 공공기관 중장기 재무관리계획 기준 2026년 대비 2025년 추세. 발행 잔액은 2025년 말 기준

주2: 전남개발공사 2025년 발행잔액은 0원이나, 2026년 900억원 신규 발행

자료: 재정경제부, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 개념 바깥에 있는 부채

D 개념 바깥에 있는 금융공사채, 특은채, 정부보증채, 통안채

국가채무와 부채 개념에서 포함되지 않는 부채가 있다. 특수은행과 금융공기업의 부채, 그리고 정부보증채와 통안채다. 이들이 개념 바깥에 있는 이유는 크게 세 가지다. 첫 번째, D1~D3 통계의 목적은 재정건전성 점검이다. D1은 정부의 재정정책, D2는 국제비교, D3는 공공기업을 포함한 전반적인 재정위험 관리가 주된 집계 목적이다. 금융기관 부채가 포함될 경우 정부의 재정운영 행태와 금융중개 과정에서 생긴 부채가 뒤섞여 판단이 어려워진다.

금융기관의 특수성을 고려해야

두 번째, 금융기관 부채의 특수성이다. 금융기관의 부채인 예금, 채권, 차입금 등은 자산 항목의 대출채권, 유가증권과 같은 항목들과 매칭되는 경우가 많다. 이러한 부채를 D 개념에 포함시킬 경우 실제 재정위험보다 총부채가 과대 계상된다. IMF 통계지침에서도 일반정부와 금융법인을 구분한다.

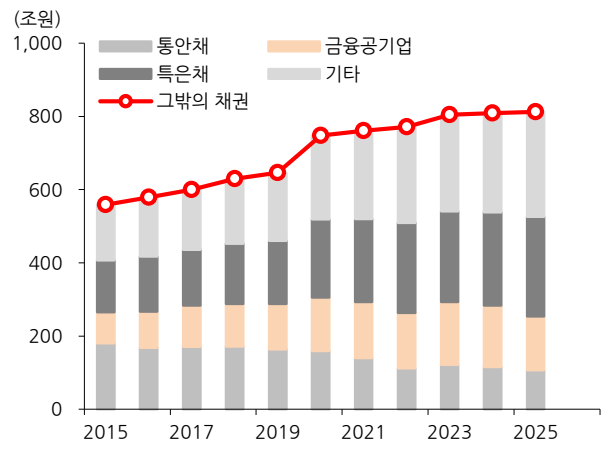
특수은행이더라도 은행은 은행

마지막으로 특수은행은 공공성은 있지만 '은행'이다. 산업은행, 수출입은행 등은 정부 소유 또는 정책금융 기능이 강한 기관이지만 본질은 금융중개기관이다. 이들의 부채를 온전히 정부 부채로 보는 것에는 무리가 있다.

금융공기업 12개 특수은행 5개

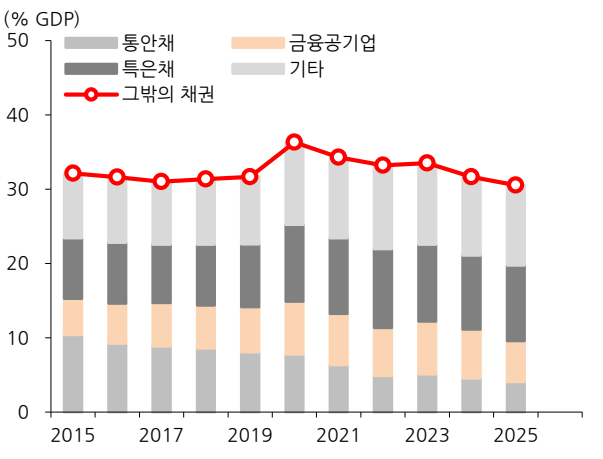
2024년 기준 금융공기업은 총 12개가 있다. 이중 잔존 채권이 있는 기관은 한국주택금융공사 등 5개다. 특수은행은 총 5개 은행이 있다. 이 중 '특은채'를 발행하는 은행은 산업은행, 수출입은행, IBK기업은행 등 총 3개다.

[그림12] 금융공기업 및 특수은행채, 통안채 규모 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림13] GDP 대비 금융공기업 및 특수은행채, 통안채 비율 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

정부보증채는 직접채무가 아닌 우발채무

정부보증채가 'D'개념에 포함되지 않은 이유는 '정부보증'은 정부의 '직접채무'가 아니라 '우발채무'기 때문이다. 정부가 보증을 섰더라도 실제로 정부가 갚아야 하는 상황이 발생하기 전까지는 확정채무로 분류하지 않는다. 따라서 정부보증채는 D1에 포함되지 않으며 국가 보증채무 관리대상으로 별도로 다뤄진다. 국회예산정책처도 정부보증채는 국가채무에 포함되지 않는다고 규정한다.

공공기관이 발행한 정부보증채는 D 개념에 포함

다만, 비금융공공기관이 발행한 정부보증채는 D 개념에 포함된다. 대표적인 예가 한국장학재단이 발행한 정부보증채다. 사실 정부보증채는 민간 기관도 일정 요건을 갖추면 발행이 가능하다. 외환, 금융위기시절 일부 시중은행이 정부보증채로 채권을 발행한 예도 있다.

통안채는 발행주체가 중앙은행 금융안정 도구 중 하나

통안채의 경우 발행주체가 정부가 아닌 중앙은행(일반정부, 비금융공기업에 포함되지 않는 기관)이 발행하는 채권이다. 또한, 통안채는 부채이면서도 한국은행법상 통화정책 수행을 위한 도구 중 하나다. 쉽게 설명하면 정부보증채는 정부가 보증'만' 선 채무이기 때문에, 통안채는 일반 정부기관이 아닌 중앙은행이 발행한 부채라서 'D' 개념에 들어갈 수 없다.

주금공, 특은 3개가 핵심

한국은행(통안채)를 제외한 금융공기업, 특수은행 중 잔존 채권이 있는 기관은 금융공기업 2개, 특수은행 5개 등 총 7개 기관이다. 금융공기업에서는 한국주택금융공사 채권 규모가 압도적이며, 특수은행 중에서는 한국산업은행, 중소기업은행, 한국수출입은행 발행량이 대부분이다. 즉, '그 밖의 채권' 개념에서는 주택금융공사, 정책은행 3곳이 핵심이라고 볼 수 있다.

[표4] 발행된 채권 잔액이 존재하는 금융공기업, 특수은행 및 정부보증채 발행기관

기관명	발행잔액 (십억원)	2025년 순발행액 (십억원)	10년 평균 순발행액 (십억원)	2026년 발행/만기도래액 (%)	2025년 만기도래액 (십억원)	2026년 만기도래액 (십억원)	10년 평균 만기도래액 (십억원)	부채비율
한국주택금융공사	145,589	(20,806)	2,790	19.7%	37,651	30,860	8,094	증가
한국해양진흥공사	1,090	(260)	99	0.0%	260	50	118	-
한국수출입은행	32,830	3,010	2,167	27.1%	24,780	23,910	16,552	-
한국산업은행	118,100	2,392	2,511	14.1%	52,628	58,993	47,559	-
중소기업은행	95,060	9,890	6,087	18.9%	43,610	60,720	30,896	-
NH농협은행	25,140	1,740	1,589	22.3%	9,030	13,660	7,495	-
SH수협은행	500	(320)	45	만기, 발행 X	520	0	56	-
한국은행(통안채)	107,290	(8,370)	(6,428)	30.6%	97,400	55,450	142,346	-

주1: 부채비율은 공공기관 2025~2029 공공기관 중장기 재무관리계획 기준 2026년 대비 2025년 추세. 발행 잔액은 2025년 말 기준

주2: 한국수출입은행, 한국산업은행, 중소기업은행은 특수은행이면서 금융공기업. 한국은행은 금융공기업

주3: 한국주택금융공사 채권에는 MBS, SLBS 포함

자료: 재정경제부, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

4. 총 부채 현황

전체 공공부채 GDP 대비 64.5% 국고채는 43.5%

2025년 말 기준 D1~D3, 그 밖의 채권 발행잔액은 1,504.5조원이다. GDP 대비로는 약 64.5%다. 이 중 국고채가 약 3분의 2인 67.5%(1,159.4조원, GDP 대비 43.5%)를 차지하며, 특은채(271.6조원, 10.2%), 비금융공기업(239.4조원, 8.9%), 금융공기업(121.8조원, 5.5%), 비영리공공기관(46.2조원, 1.7%) 순이다.

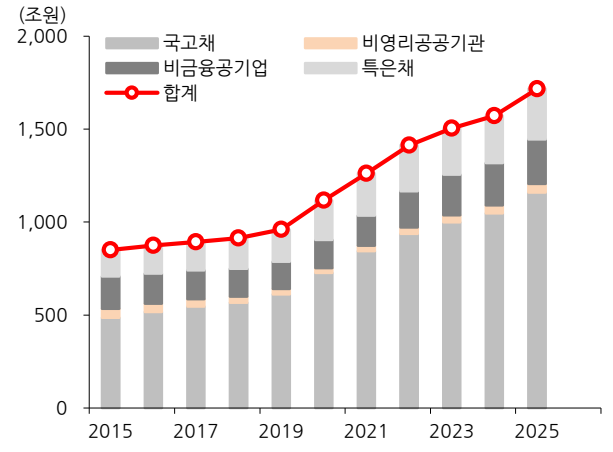
주요 비금융공기업 4.4% 주요 특은채 9.0%

비금융공기업 중 동 보고서 분석 대상인 한국토지주택공사(46.0조원, 1.7%), 한국전력공사(59.9조원, 2.3%), 한국도로공사(33.8조원, 1.2%) 채권의 총 합은 141.5조원으로 전체 비금융공기업 채권의 59.1%, GDP 대비로는 4.4% 수준이다. 특은채 중 중소기업은행(95.1조원, 3.3%), 한국산업은행(118.1조원, 4.5%), 한국수출입은행(32.8조원, 1.2%) 등 3개 은행 채권을 합산하면 전체 특은채의 90.6%, GDP 대비 9.0%다.

주요 비영리공공기관 1.3%

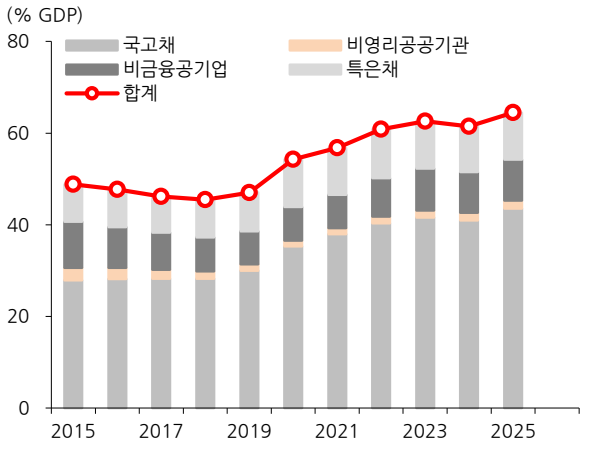
비영리공공기관 중 발행 상위 3개 기관 중소벤처기업진흥공단, 한국장학재단, 한국자산관리공사 채권 발행잔액은 각각 21.3조원(GDP 대비 0.6%), 10.8조원(0.3%), 9.7조원(0.3%)으로, 이들의 합은 전체 비영리공공기관 채권, GDP 대비 각각 90.5%, 1.3% 수준이다.

[그림14] 주요 공공채권 발행잔액 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] GDP 대비 주요 공공채권 비율 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

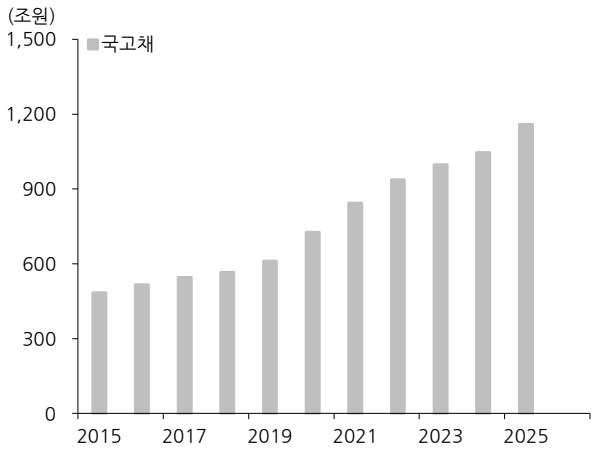
[표5] 2025 년 말 기준 주요 공공채권 현황

구분	발행잔액 (십억원)	GDP 대비 발행잔액(%)	2025년 순발행액	2026년 발행/만기도래액	2026년 만기도래액
국채 전체	1,249,010	46.9 %	122,682	57.2%	141,941
국고채	**1,159,425**	**43.5%**	**112,289**	**62.6%**	**91,567**
지방채 전체	29,859	1.1%	1,221	21.9%	6,184
기타	59,726	2.2%	9,172	50.9%	44,190
비영리공공기관	**46,207**	**1.7%**	**3,939**	**15.5%**	**10,698**
중소벤처기업진흥공단	21,320	0.8%	2,770	6.6%	4,550
한국장학재단	10,750	0.4%	400	26.5%	1,660
한국자산관리공사	9,725	0.4%	1,910	42.9%	2,050
기타	4,412	0.2%	(1,141)	1.4%	2,438
비금융공기업	**239,449**	**9.0%**	**11,790**	**24.9%**	**41,392**
한국토지주택공사	46,045	1.7%	5,376	65.9%	4,590
한국전력공사	59,850	2.2%	(4,110)	13.1%	18,040
한국도로공사	35,630	1.3%	3,080	35.5%	2,820
기타	97,924	3.7%	7,444	24.5%	15,942
그밖의 채권	812,749	30.5%	**3,958**	20.4%	**406,066**
통안채	107,290	4.0%	(8,370)	31.4%	54,090
금융공기업	**146,679**	**5.5%**	**(21,066)**	**19.6%**	**30,900**
한국주택금융공사	145,589	5.5%	(20,806)	19.7%	30,850
금융공기업 기타	1,090	0.0%	(260)	0.0%	50
특은채	**271,630**	**10.2%**	**16,712**	**18.6%**	**157,283**
IBK기업은행	95,060	3.6%	9,890	18.9%	60,720
KDB산업은행	118,100	4.4%	2,392	14.1%	58,993
한국수출입은행	32,830	1.2%	3,010	27.1%	23,910
특은채 기타	25,640	1.0%	1,420	22.3%	13,660
기타	287,150	10.8%	16,682	18.6%	163,793
기타	**630,704**	**23.7%**	**(2,361)**	**25.8%**	**299,157**
합계	**1,716,711**	**64.5%**	**144,730**	**32.8%**	**300,940**

주: 한국주택금융공사는 MBS, SLBS 포함

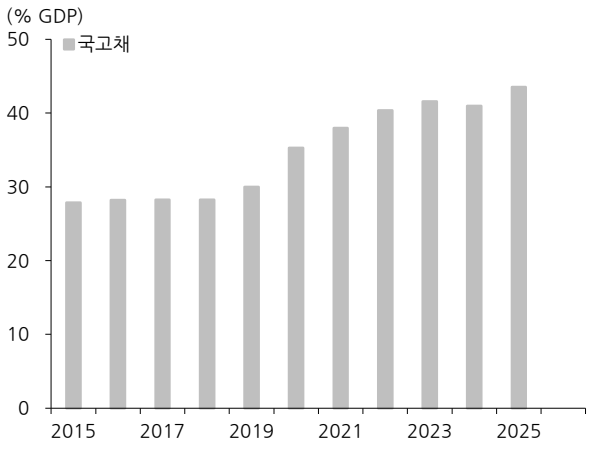
자료: 재정경제부, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 국고채 발행잔액 추이



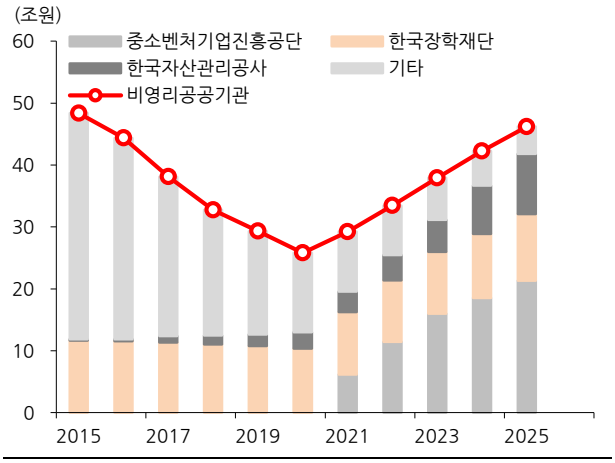
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] GDP 대비 주요 국고채 비율 추이



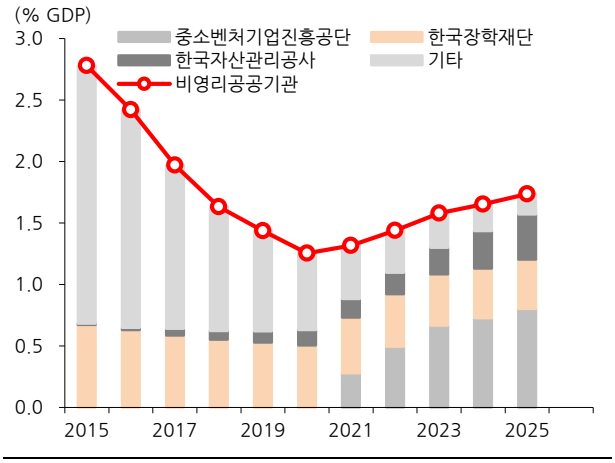
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 주요 비영리공공기관 채권 발행잔액 추이



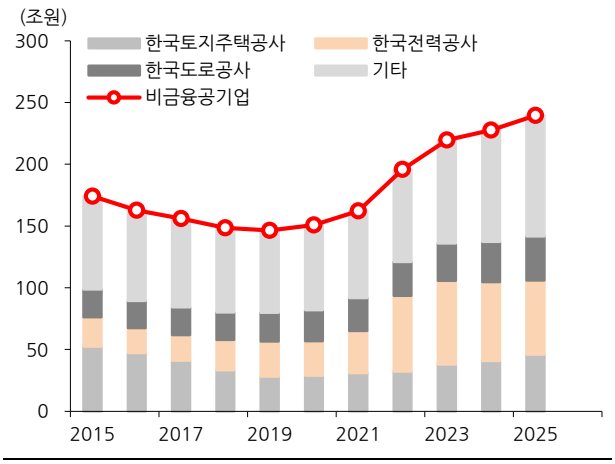
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] GDP 대비 주요 비영리공공기관 채권 비율 추이



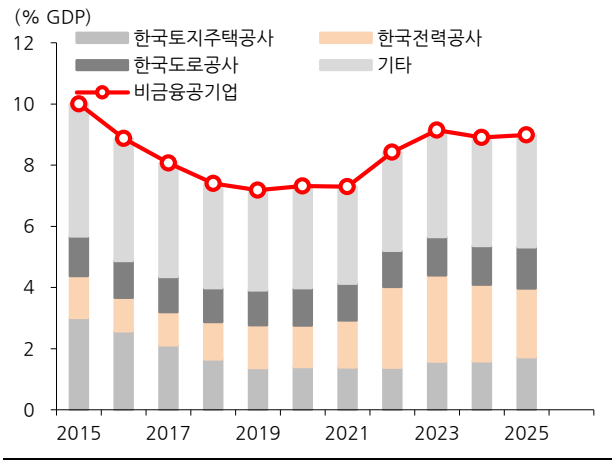
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림20] 주요 비금융공기업 채권 발행잔액 추이



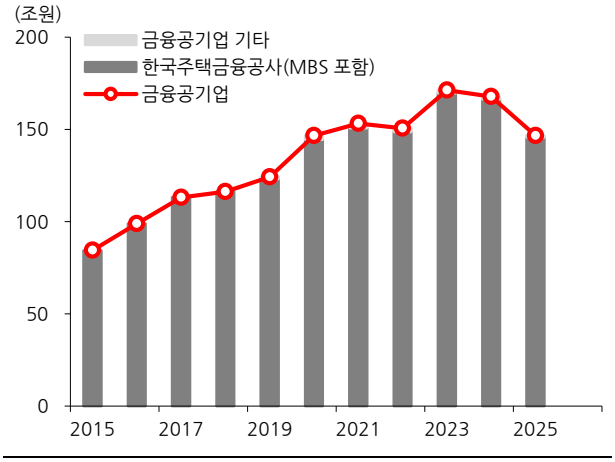
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] GDP 대비 주요 비금융공기업 채권 비율 추이



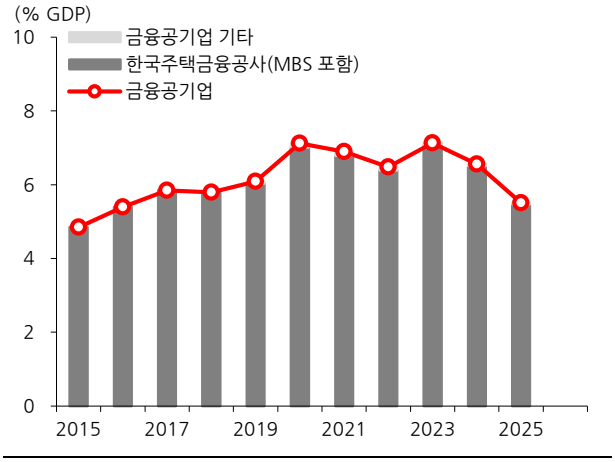
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 주요 금융공기업 채권 발행잔액 추이



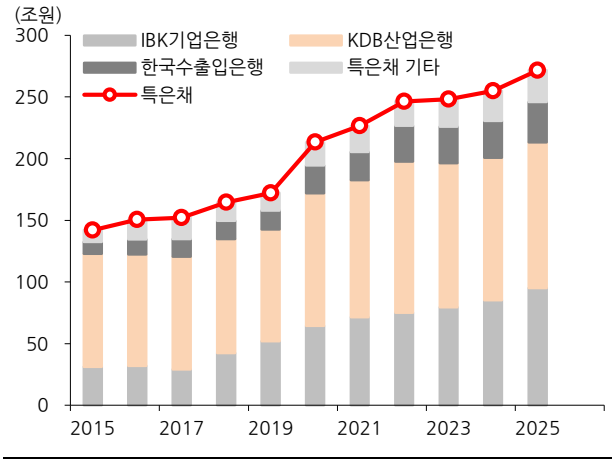
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] GDP 대비 주요 금융공기업 채권 비율 추이



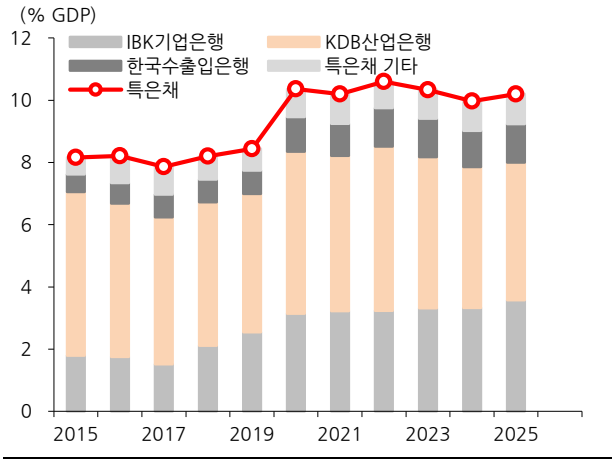
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 주요 특은채 발행잔액 추이



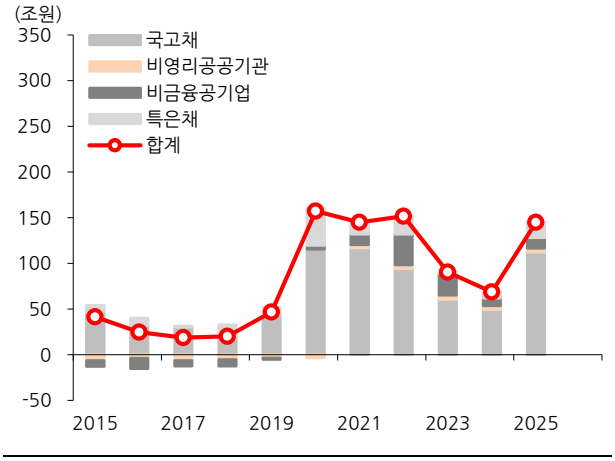
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림25] GDP 대비 주요 특은채 비율 추이



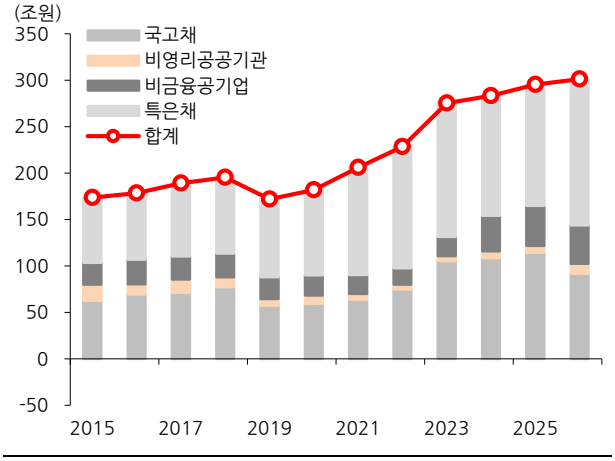
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 주요 공공채권 순발행액 추이



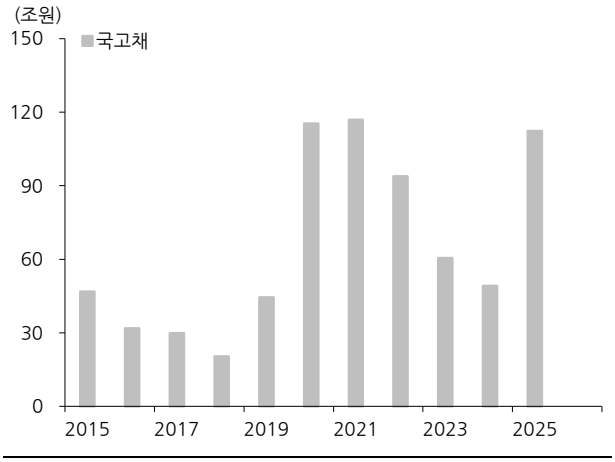
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 주요 공공채권 만기도래액 추이



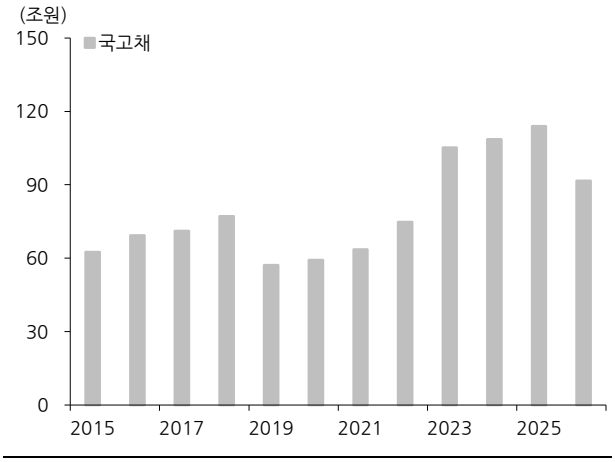
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 국고채 순발행액 추이



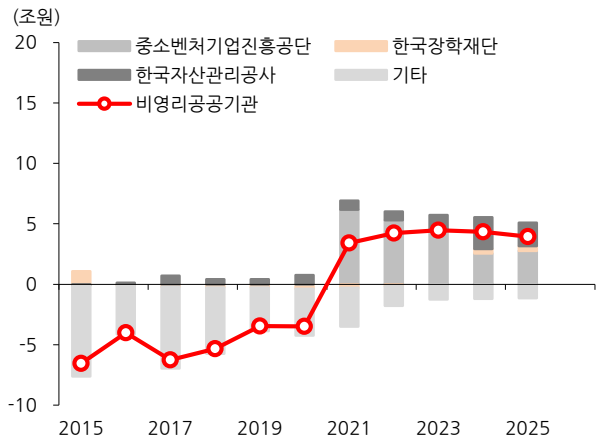
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 국고채 만기도래액 추이



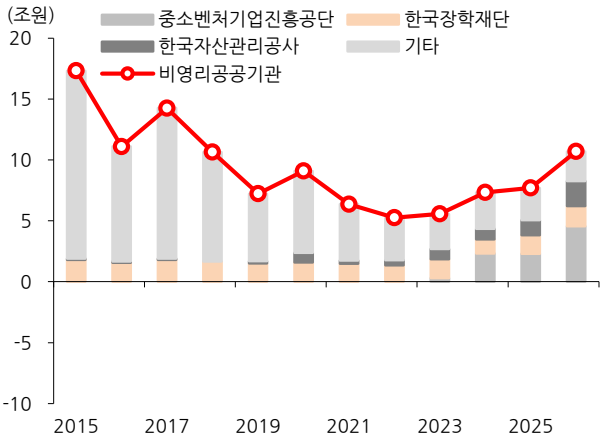
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 주요 비영리공공기관 채권 순발행액 추이



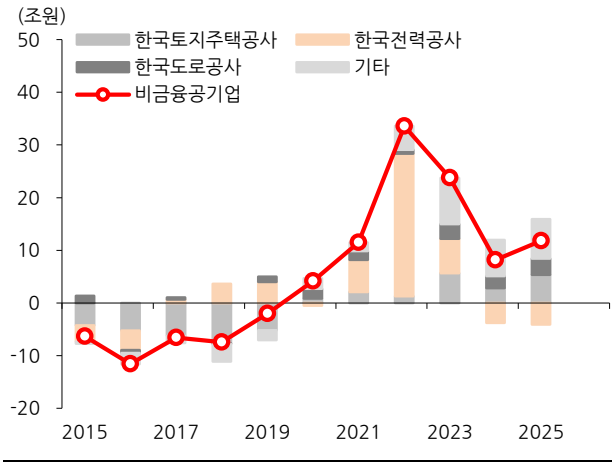
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 주요 비영리공공기관 채권 만기도래액 추이



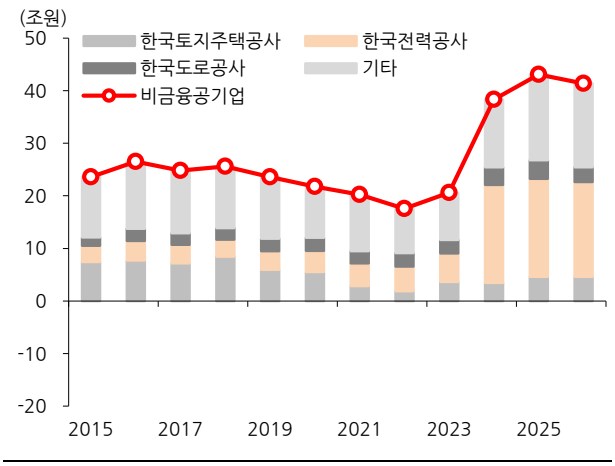
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 주요 비금융공기업 채권 순발행액 추이



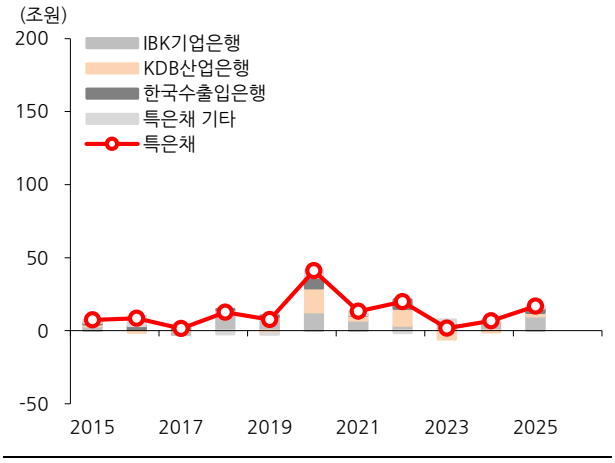
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 주요 비금융공기업 채권 만기도래액 추이



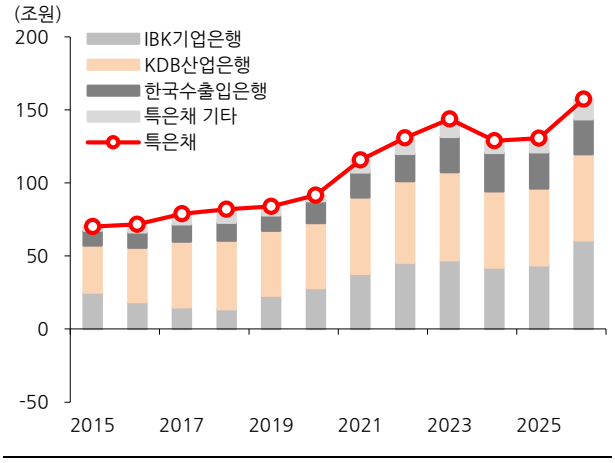
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 주요 특은채 순발행액 추이



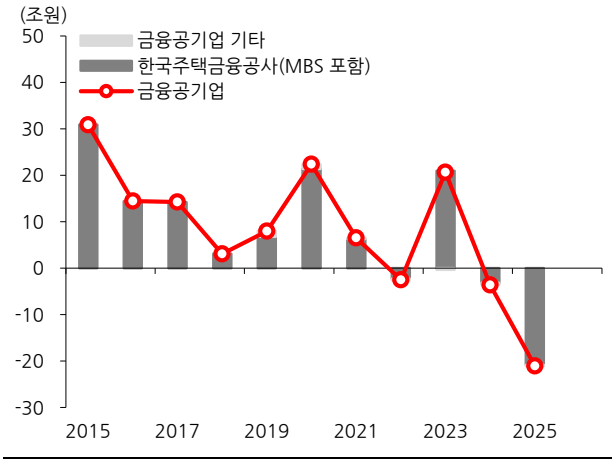
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 주요 특은채 만기도래액 추이



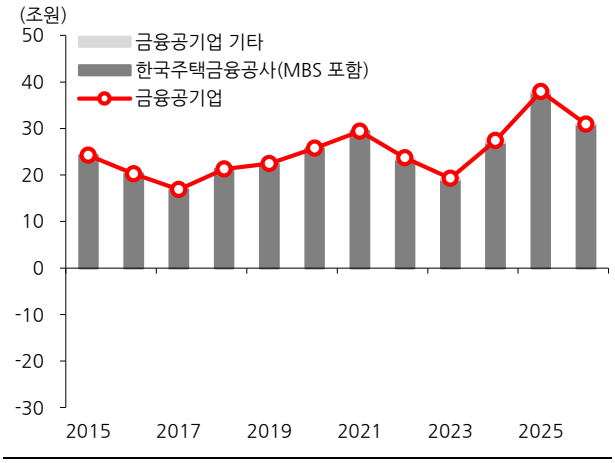
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 주요 금융공기업 순발행액 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 주요 금융공기업 만기도래액 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 공급환경 점검

1. D1: 국고채, 계속해서 비우호적

2026년 국고채 순증물량은 109.4조원

2026년 국고채 발행한도는 225.7조원, 순증 물량은 109.4조원이다. 지난해 발행한도(226.2조원)와 순증 물량(112.2조원)만 단순히 보면 국고채 공급 규모가 소폭 줄어들었다고 생각할 수 있다.

2025년 초 계획 대비 36.6% 증가

그러나 두 차례 추경이 포함되지 않은 2025년 원안(발행한도: 197.6조원, 순증: 80.1조원)과 비교해보면 각각 14.2%, 36.6% 증가한 수치다. 이미 시장은 작년 하반기 공급 부담 증가로 시장금리의 급등을 경험한 바 있다.

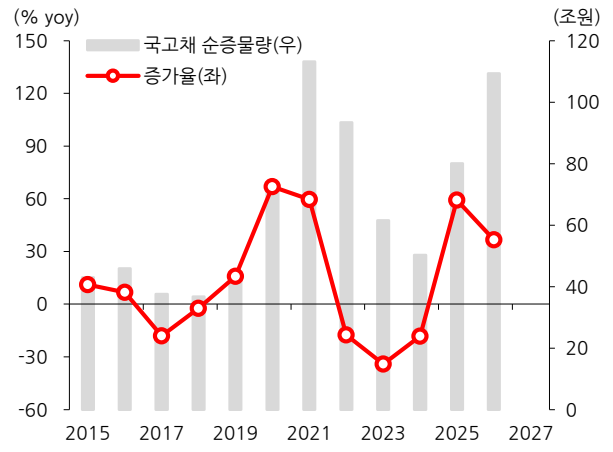
국고채 공급 부담은 지속 중

올해도 공급 부담은 이어지고 있다. 1월부터 3월까지 국고채 발행량(3월은 월간 발행 계획 기준)은 76.4조원으로 연간 발행계획 대비 약 33.8%가 발행되었다. 2020~2024년(46.6조원, 28.0%), 2025년(59.7조원, 26.7%)을 웃도는 규모다. 초반에 많이 발행되었으면 나중 갈수록 부담이 줄어든다고 볼 수도 있다. 이번에는 다르다. 절대적인 발행 규모가 너무 많다.

2~4분기 평년 대비 매월 3.2조원 추가 발행 예상

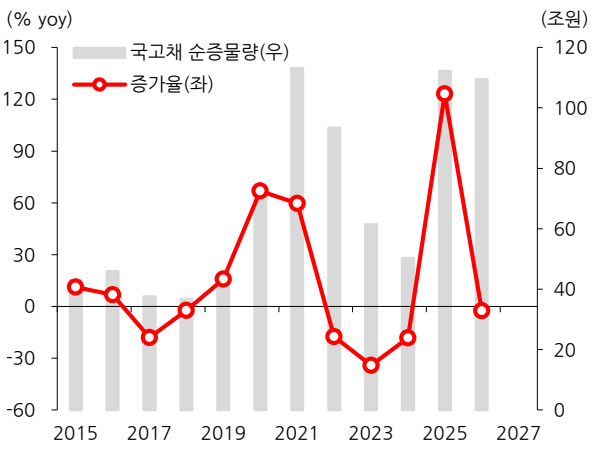
4월부터 12월까지 발행될 국고채는 약 149.4조원이다. 2025년을 제외한 2020년대 동 기간 평균 발행 규모는 120.1조원이었다. 이미 예전보다 발행 비중이 크게 늘었는데도 약 24%가량 더 많은 채권이 시장에 공급된다는 것이다. 이 수치를 월 평균으로 나누어 보면 매달 약 3.2조원 국고채가 추가로 발행된다. 평상시 월별 국고채 발행 비중을 대입해 추정해 보면, 발행 부담은 2분기(월 평균 21.3조원, 총 63.8조원)에 집중될 전망이다.

[그림38] 연도별 국고채 순증 물량 추이(2025 년 추경 미반영)



자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] 연도별 국고채 순증 물량 추이(2025 년 추경 반영)



자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

발행물량 조정은 조삼모사식 대응

정부는 발행물량을 신축적으로 조절하겠다고 한다. 이는 어디까지나 시장 상황에 일시적으로 대응하는 '조삼모사'식 대응책에 불과하다. 근본적으로 부담을 줄이려면 연간 발행량을 줄여야 하는데 그럴 일은 없을 것 같다. '적자국채 발행이 없음'을 강조하는 추경도 기정사실화 되어있다.

이런 상황에서 추경도 확정적

당장의 추경은 세수가 원활하게 걷힐 것 같기 때문에 실제로 채권시장을 자극하지 않는 선에서 편성될 수는 있겠다. 그러나 반도체 업황 호조로 인한 세입 증가를 마냥 확신할 수는 없다. 통상 기업들의 영업이익은 1년 후행해서 법인세에 반영된다. 어느 산업이든 사이클은 존재하기 마련이다.

세입이 좋아도 씀씀이를 따라갈 수는 없다

반도체 사이클이 상당기간 지속된다고 가정하더라도 수입 증가율이 정부지출 증가 속도를 따라잡기는 어려워 보인다. 2025~2029년 국가재정운용계획에 따르면 2029년까지 정부의 연평균 재정지출, 수입 증가율은 각각 5.5%, 4.3%다. 2026, 2027년만 보면 지출이 각각 8.1%(728.0조원), 5.0%(764.4조원), 수입이 5.0%(674.2조원), 4.6%(705.0조원)씩 증가할 전망이다.

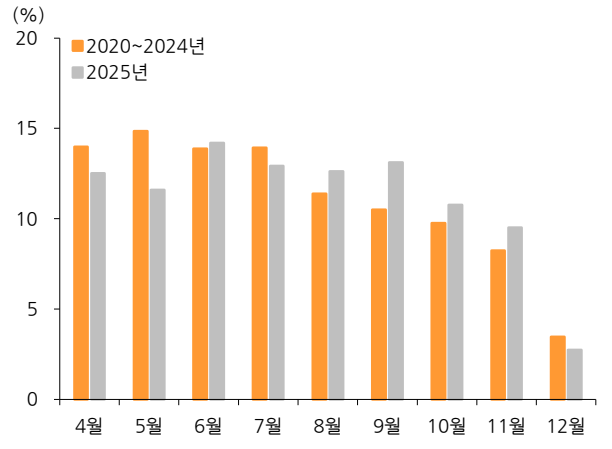
기업실적 호조가 재정에 미치는 영향은 생각보다 크지 않음

기업실적 개선이 재정 여력에 숨통을 틔워주는 것도 생각보다 작다. 계획이 작성되던 당시 현재 올해와 내년 상장사 영업이익 컨센서스는 645.3조원, 736.2조원이다. 작년(260.8조)보다 약 3배 정도 증가한 수치다. 수치만 보면 엄청나 보이지만 이를 감안한 2026~2027년 총 국세 수입 기여도는 26.6%, 29.5%다. 국회가 당초 예상한 기여도(23.7%, 23.3%)와 유의미한 차이는 없다.

국고채 공급환경은 계속해서 부정적일 것

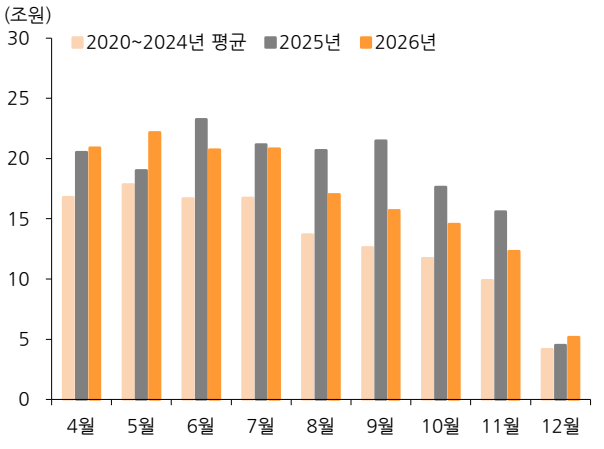
과감한 세제개혁이 없는 한 정부의 확장 재정정책 제원은 결국 또 다시 국고채 발행 증가로 이어질 가능성이 크다. 국고채 시장 공급 환경은 작년에도, 올해에도, 내년에도 최소한 긍정적이기는 힘들 전망이다.

[그림40] 과거 4월 이후 국고채 발행 비중



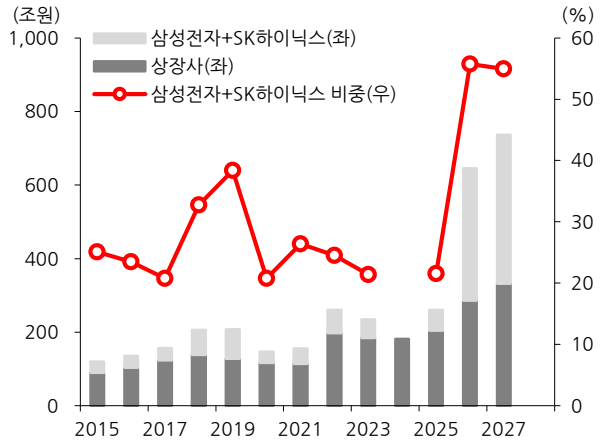
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 연도별 4월 이후 국고채 발행액



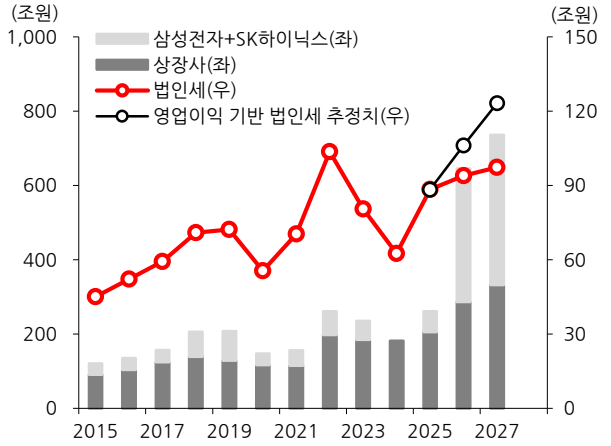
주: 2026년은 2020~2024년 발행 비중 적용
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 연도별 상장사 영업이익 추이



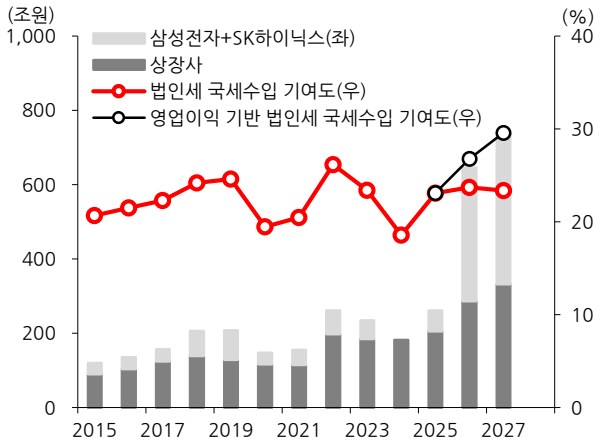
주: 2026~2027년은 컨센서스 기준, 2024년 삼성전자+SK하이닉스 영업이익은 적자
자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 연도별 상장사 영업이익 및 법인세 추이



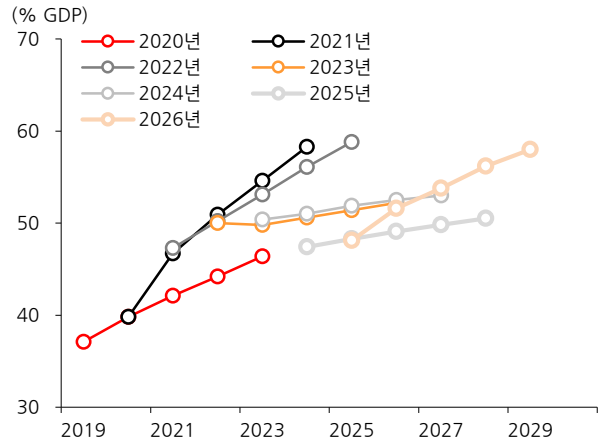
주1: 2026~2027년 영업이익은 컨센서스, 법인세는 NABO 국세수입전망 기준
주2: 영업이익 기반 추정치는 2015~2025년 영업이익 대비 법인세 비중 평균으로 산출
자료: 재정경제부, 국회예산정책처, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 연도별 상장사 영업이익 및 법인세 국세수입 기여도 추이



주1: 2026~2027년 영업이익은 컨센서스, 법인세, 국세수입은 NABO 국세수입전망 기준
주2: 영업이익 기반 추정치는 2015~2025년 영업이익 대비 법인세 비중 평균으로 산출
자료: 재정경제부, 국회예산정책처, WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 연도별 중기재정전망



주: 각 연도별 국가재정운용계획
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

2. D2, D3: 공사채, D3 규모 증가 예상

D2 부채는 한국자산관리공사 중심 소폭 증가

비영리공공기관 채권 발행은 한국자산관리공사를 중심으로 소폭 증가하는 수준에 그칠 전망이다. 2025년~2029년 중장기재무관리계획에 따르면 채권을 발행하는 비영리공공기관의 2026년 예상 부채는 71.5조원이다. 10년 평균 D2의 81% 수준으로, 2025년 69.3조원 대비 2.2조원 증가한 수치다. 한국자산관리공사의 예상 부채 규모가 지난해 대비 2.3조원 증가해 전체 증분보다 크다.

한국자산관리공사,

공사채 발행 계획의 연도별 흐름을 감안했을 때 2026년 한국자산관리공사와 한국장학재단은 각각 2조 1,098억원, 5,898억원 순발행이 예상되는 반면, 중소벤처기업진흥공단은 3,811억원 순상환이 예상된다. 한국자산관리공사 순발행은 가계 중심의 정책투자 확대에 기인한다. 소상공인 채무 조정 프로그램 새출발기금 제도가 개선되면서 재원 마련에 대한 수요가 채권 발행으로 이어진 것으로 보인다. 다만, 2027년 이후에는 대규모 정책성 자금 집행이 종료되고 2028년부터는 순상환 기조로 전환될 전망이다.

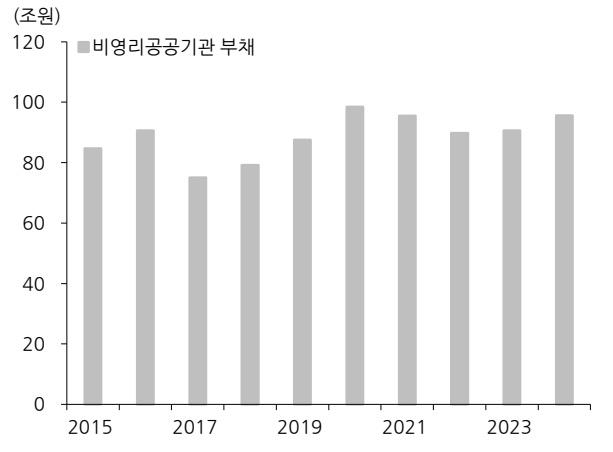
한국장학재단 순발행

한국장학재단은 학자금대출 제도개선에 따라 대출 공급이 확대되면서 채권 순발행이 이어질 전망이다. 학자금대출 공급이 회수보다 많은 구조가 지속될 전망이다. 순발행 규모는 2026년 5,898억원에서 2029년 4,824억원으로 비슷한 수준에서 점차 축소될 예정이다.

중소벤처기업진흥공단 순상환

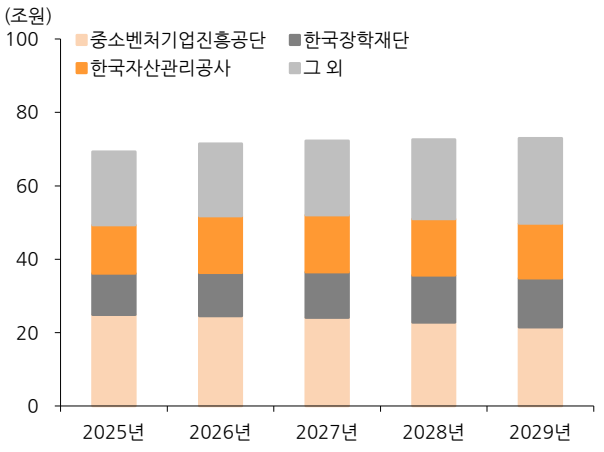
3개 기관 중 발행잔액이 가장 큰 중소벤처기업진흥공단은 대여금 자산 원리금 회수 확대에 따른 추가 채권발행 수요 감소로 순상환 기조로 전환될 전망이다. 정책자금 재원 전액을 채권을 발행해서 조달하는 구조인데, 채권발행차입금 2025년 24.6조원에서 2029년 21.5조원으로 점진적으로 감소를 계획하고 있다.

[그림46] 비영리공공기관 연도별 부채 규모 추이



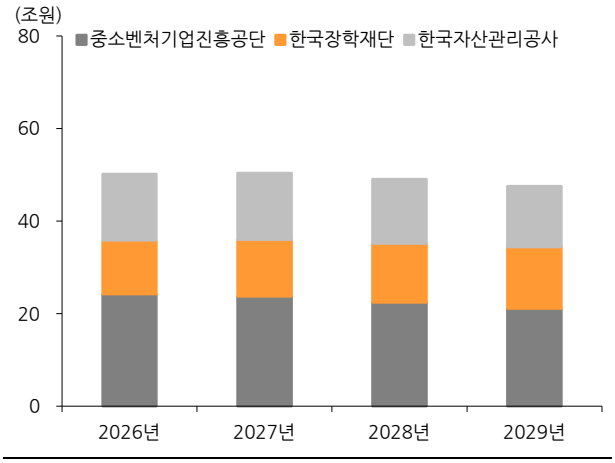
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 비영리공공기관 예상 부채 규모 추이



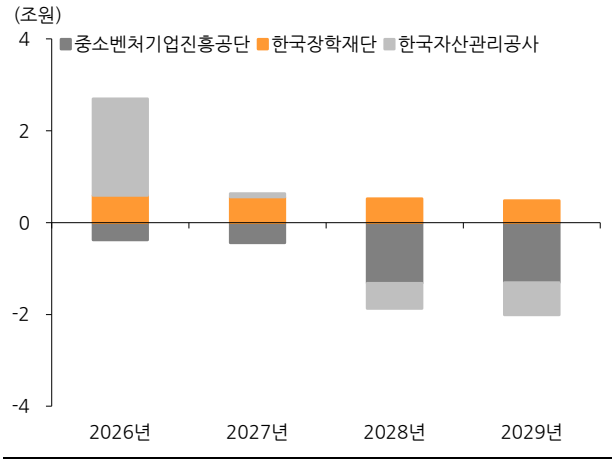
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 채권 발행 상위 3개 기관 연도별 예상 발행액



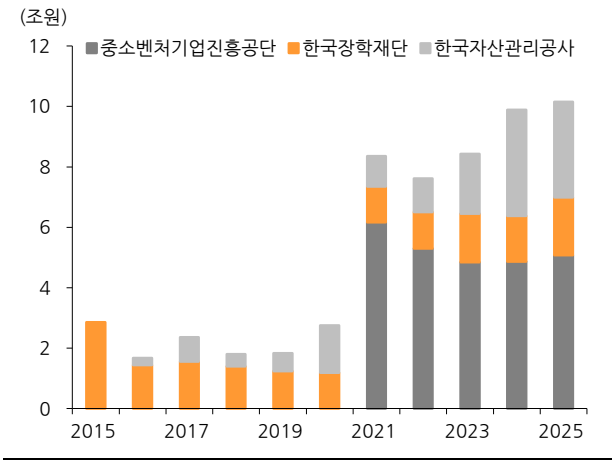
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 채권 발행 상위 3개 기관 연도별 예상 순발행액



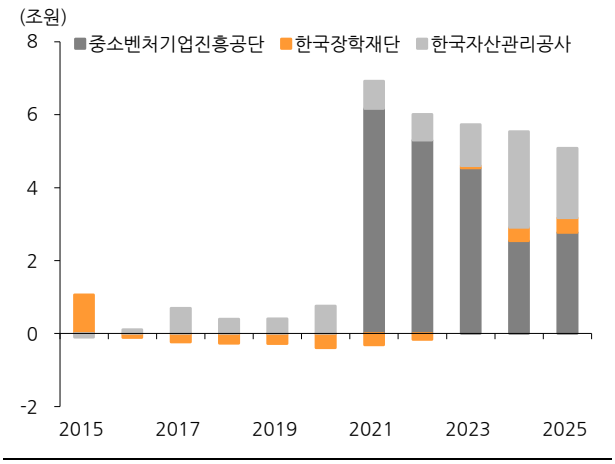
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 채권 발행 상위 3개 기관 발행액 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 채권 발행 상위 3개 기관 순발행액 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

정부 주택 공급 확대 기조에 D3 규모 증가 예상

비금융공기업의 채권 발행은 정부의 주택 공급 확대 기조에 따라 큰 폭으로 증가할 전망이다. 중장기재무관리계획에 따르면 채권을 발행하는 비금융공기업의 2026년 예상 부채는 507.9조원에 이를 것으로 예상된다. 이는 D3 규모가 본격적으로 확대된 2022년 이후 평균치 451.8조원을 약 12.4% 상회하는 수준이다.

한국토지주택공사 순발행 집중

올해 공사채 시장의 핵심은 한국토지주택공사(LH)다. 2026년 LH의 예상 부채는 192조원에 달하며, 공사채 발행 규모 역시 크게 늘어날 전망이다. 제시된 계획상 LH의 공사채 규모는 2025년 53조원에서 2029년 92조원으로 확대돼 연평균 약 10조원 수준의 순발행이 예상된다. 3기 신도시 조성 및 신규 택지 보상 등의 투자 확대와 부동산 경기 둔화에 따른 분양대금 회수 지연이 반영됐다. 과거 5년 평균 발행 규모가 연간 6조원 수준이었다는 점을 감안하면 향후 발행 확대 속도는 가파를 것으로 판단된다.

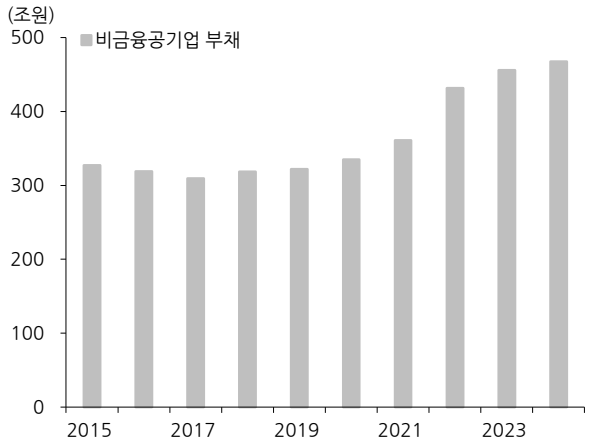
10조원 이상 발행 가능성 고려할 필요

다만, 지난해 9월 발표된 정부의 주택공급 확대 방안이 반영되지 않은 수치라는 점에서 추가적인 발행 가능성을 염두에 둘 필요가 있다. 해당 대책에는 공공택지 직접 시행 확대 및 수도권 공공주택 공급 확대 등을 포함하고 있어 LH의 투자 부담이 추가로 높아질 가능성이 있다. 신규 사업의 재원을 마련하기 위해 연평균 10조원 이상의 물량이 추가로 발행될 수 있다.

한국전력공사, 한국도로공사 공급 영향 제한적

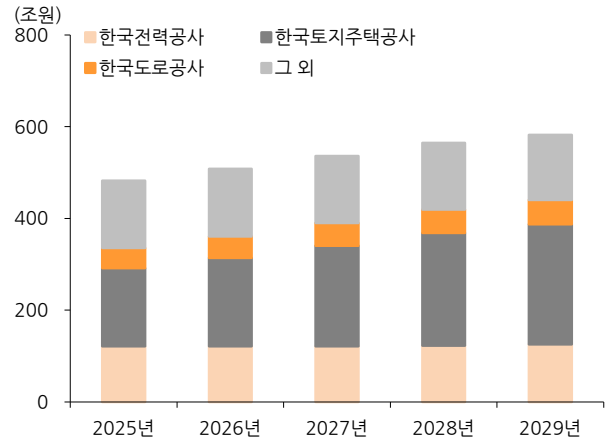
반면, 한국전력공사는 2.2조원 순상환, 한국도로공사는 2.7조원 순발행이 예상돼 절대적인 규모가 작다. 한국전력은 에너지가격 안정화에 따른 전력도매가격 하락으로 실적 호조가 지속되는 가운데, 차입금 상환 등의 가정이 반영됐다. 반면 한국도로공사는 건설재원 조달을 위한 차입이 이어지면서 2026년 금융부채가 43.1조원에서 45.9조원으로 늘어 순발행이 예상된다. 그러나 건설투자 규모가 단계적으로 축소돼, 발행 부담은 LH 대비 제한적이다.

[그림52] 비금융공기업 연도별 부채 규모 추이



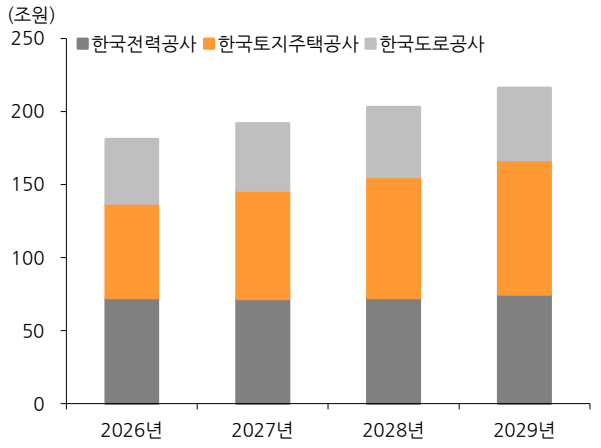
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 비금융공기업 예상 부채 규모 추이



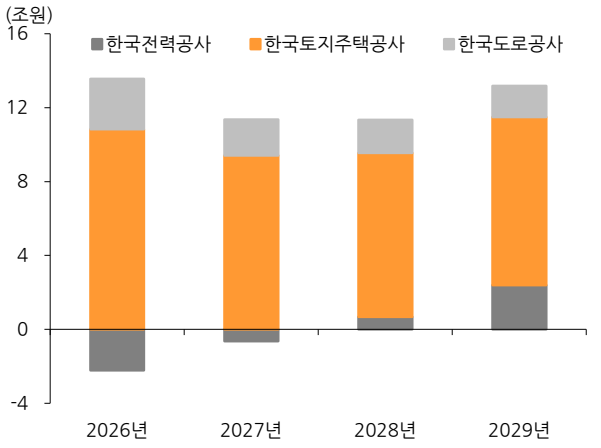
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 채권 발행 상위 3개 기관 연도별 예상 발행액



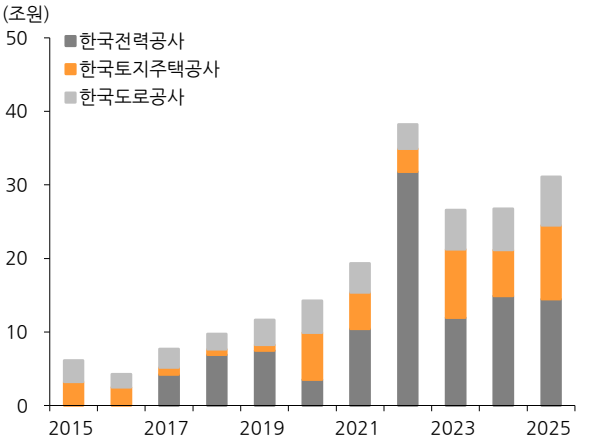
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 채권 발행 상위 3개 기관 연도별 예상 순발행액



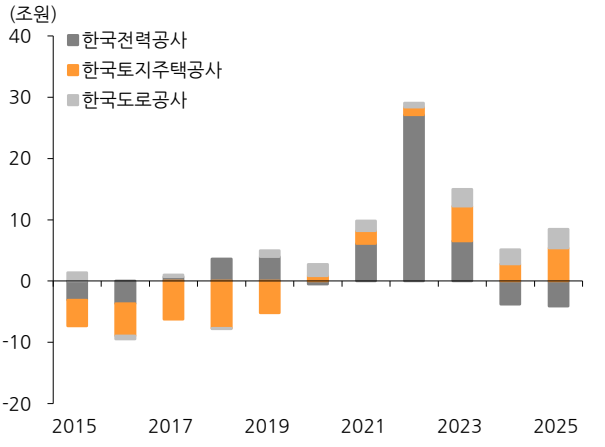
자료: 재정경제부, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 채권 발행 상위 3개 기관 발행액 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 채권 발행 상위 3개 기관 순발행액 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 그 밖의 채권: 특은 & 정부보증채, 정부주도 성장의 반작용

특은채와 이들이 발행하는 정부보증채가 핵심

'D' 개념 외 채권시장의 화두는 특은채다. 기존 특은채 발행량도 확대되었지만 이들이 발행하는 정부보증채도 공급 중이다. 정책성 자금조달 수요가 크게 늘어난 만큼 특은채 공급 환경은 연중 계속해서 부담으로 작용할 전망이다. 현 정부는 그들이 주도하는 성장을 선호한다. 정부주도 성장에는 지출 확대가 불가피하다. 이미 국고채 발행량이 사실상 한계에 근접한 만큼 정부가 재원 마련을 위해 쓸 수 있는 카드는 정책은행들의 채권 발행이다.

정부보증채 최대 25조원 추가 발행 가능

정책자금 조달을 위한 대표적인 예가 정부보증채다. 2026년 수출입은행 공급망채와 산업은행 첨단채 한도는 각각 10조원, 15조원이다. 공급망채 발행한도는 2025년과 동일하지만 작년 전체 공급망채 발행이 2.6조원에 그쳤던 반면, 올해에는 이미 1.1조원이 발행되었다. 첨단채는 새로 발행되는 채권이고, 정부가 발표한 첨단전략산업기금 공공부문 재원이 75조원(15조원씩 5년간 조달)임을 감안하면, 이 자금은 대부분 첨단채로 마련할 공산이 크다.

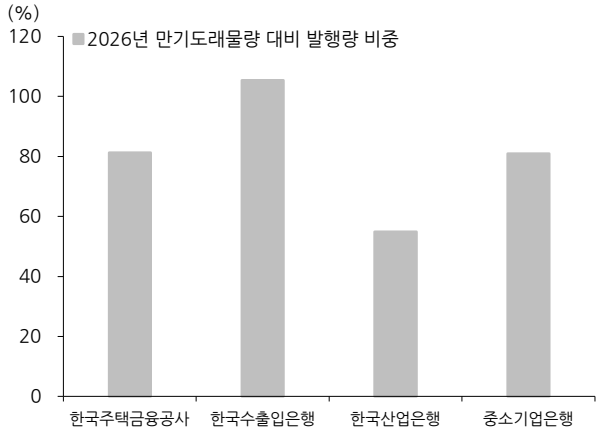
정부보증채 시장 연평균 발행량은 8.8조원 이었음

기존 정부보증채 시장은 사실상 한국장학재단이 대부분이었다. 연평균 8.8조원 정도 발행되던 시장에 최대 25조원 물량이 추가적으로 공급된다. 이는 엄연한 특은채 시장의 부담 요인이다. 여기에 더해, 여러가지 대외 불확실성에 대응하기 위한 추가 자금조달 가능성도 배제할 수 없다.

주금공 순상환보다 특은채 발행이 더 부정적

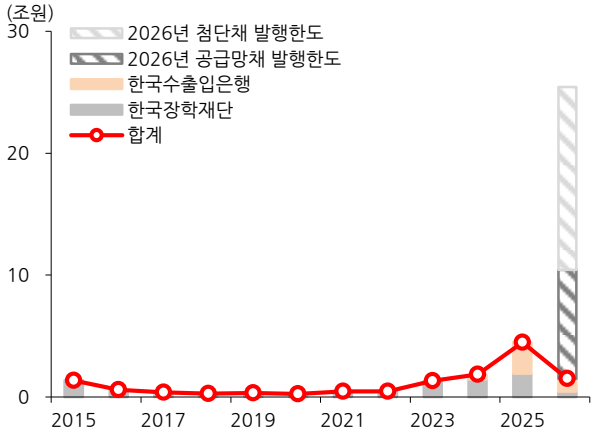
주택대출규제 강화로 한국주택금융공사의 순상환 기조가 이어지는 것은 긍정적이지만 이 부분이 나머지 채권 발행 증가를 상쇄하기에는 부족하다는 판단이다. 국고채와 마찬가지로 '그 밖의 채권'시장 공급 환경은 비우호적이다.

[그림58] 연초 이후 한국주택금융공사, 3 개 특수은행 발행 추세



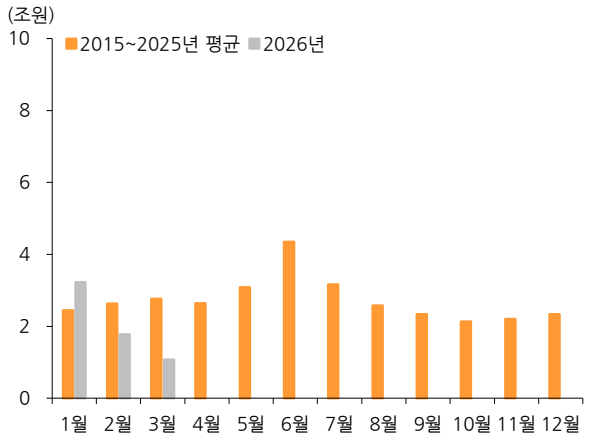
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 정부보증채 발행액 추이



주: 2025년 공급망채 발행한도는 기발행물량을 차감한 값
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

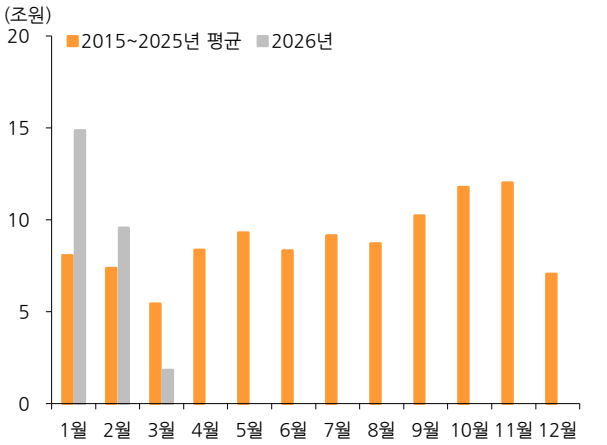
[그림60] 월별 주택금융공사 채권 발행액 추이



주: SLBS, MBS 포함

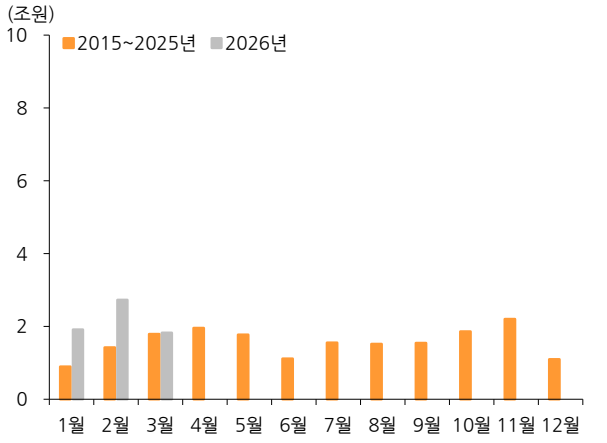
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 월별 특은채 발행액 추이



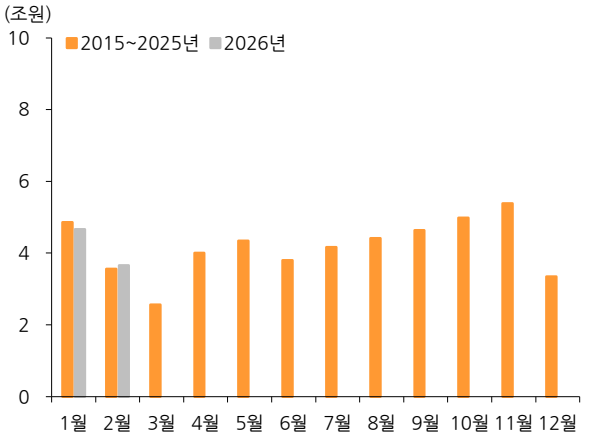
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 월별 한국수출입은행 채권 발행액 추이



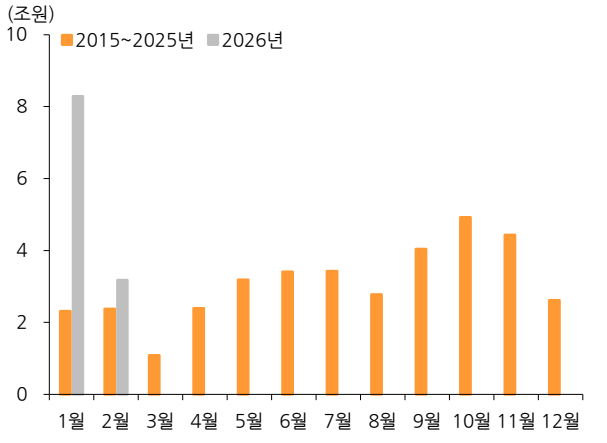
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 월별 한국산업은행 발행액 추이



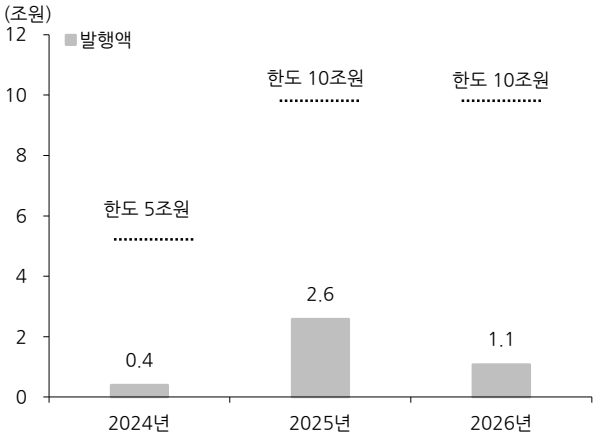
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 월별 중소기업은행 채권 발행액 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 연도별 공급망채 발행한도 및 실제 발행액



자료: 한국수출입은행, 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

Ⅳ. 수요환경 점검

1. D1: 국고채, WGBI 가 유일한 희망인데…

WGBI 편입 시 70조원 유입 가능해보이지만

수급뿐만 아니라 올해 국고채 시장의 사실상 유일한 호재는 WGBI 편입이다. FTSE에 따르면 WGBI를 추종하는 자금은 약 2.5~3.0조달러로 추정된다. WGBI 내 국고채 비중이 1.89%니 달러/원 환율 1,480원을 가정했을 때 들어올 수 있는 자금은 약 69.9조원이다.

유입 자금 추정은 신중해야 함

세계 3대 채권지수라고 하지만 WGBI를 공개적으로 추종한다고 밝힌 글로벌 주요 연기금, 국부펀드는 많지 않다. 글로벌 연기금, 국부펀드 중 "우리는 WGBI를 추종합니다"라고 명시한 기관은 일본 GPIF(해외채권 72.8조엔)와 일본 지방공무원 공제조합(Chikyoren, 해외채권 4.3조엔) 두 개 뿐이다. 여기서 알 수 있는 점은 유입가능 자금은 보수적으로 산정해야 하고, WGBI의 주요 고객층은 일본계 자금이라는 것이다.

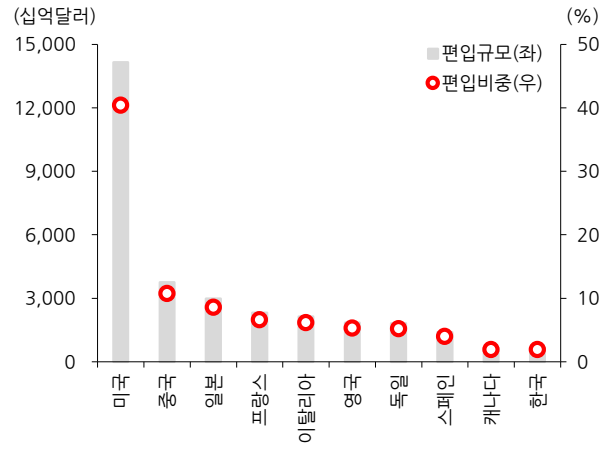
핵심인 일본계 자금은 16.3조원 유입 가능

WGBI 추종을 명시한 두 일본 기관이 추종하는 지수는 WGBI ex Japan ex China다. 동 지수에서 국고채가 차지하는 비중은 2.34%고, 엔/원 환율 930원 가정 시 유입 가능 자금은 16.3조원이다.

70조원 들어와도 국고채 순증물량의 63.9%만 소화 가능

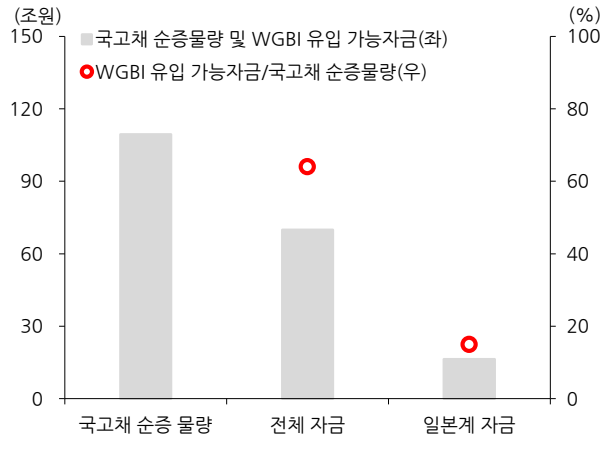
올해 국고채 순증물량은 109.4조원이다. 즉, 전체 자금이 다 들어온다고 해도 순증물량의 63.9%, 확실히 자금 유입이 예정된 일본계 자금으로 한정해서 보면 14.9%만이 WGBI 자금이 받아줄 수 있는 물량이다. 공급은 늘어나고, 받아줄 수 있을 것이라고 기대하는 수요는 생각보다 크지 않은 것이 국고채 시장의 수급상황이다. 시장이 개선될래야 개선되기가 어려운 것이다.

[그림66] WGBI 내 국고채 비중



자료: FTSE Russell, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] 국고채 순증물량 및 WGBI 관련 자금 유입 규모 추정



자료: 재정경제부, FTSE Russell, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 국고채 WGBI 편입 요건 및 비중

구분	내용
편입요건	- 기본 편입 요건: 원화표시, 고정금리, 국고채 - 만기: 30년 이하(국고 50년 제외), 잔존 만기 1년 미만 국고채는 제외 - 최소 발행잔액: 1조원
편입 종목	- 65종목(6,623억달러, 달러/원 환율 1,480원 가정 시 약 980.2조원)
편입 시 비중	- WGBI: 1.89%(9위) / WGBI ex Japan: 2.07%(8위) / WGBI ex Japan ex China: 2.34%(7위)
추종자금	- FTSE 자체 추정 2.5~3.0조달러 - WGBI 추종을 명시한 주요 연기금 또는 국부펀드: GPIF(해외채권 72.8조엔), 일본 지방공무원공제회(해외채권 4.3조엔)
유입 가능 자금	- 달러/원 1,480원, 엔/원 930원(100엔당) 가정 - FTSE: 69.9조원(국고채 순증물량의 63.9%) / 일본계 자금: 16.3조원(국고채 순증물량의 14.9%)

자료: FTSE Russell, 한화투자증권 리서치센터

2. D2, D3: 공사채, 공급 부담 불가피하나 소화 가능

공사채 시장 메인 플레이어는 은행과 운용사

올해 늘어나는 공사채 발행 물량은 주요 투자주체인 은행과 운용사를 중심으로 점진적 소화가 가능할 전망이다. 은행은 규제비율 관리 목적에서 공사채를 꾸준히 편입해왔고, 운용사도 금리 메리트가 높아진 우량 크레딧에 대한 수요를 이어갈 가능성이 높다.

은행은 RWA 관리 목적으로 공사채 매수

은행은 규제비율 관리 목적으로 공사채를 거래한다. BIS 자기자본비율과 보통주자본비율(CET1) 등 주요 규제비율의 분모는 위험가중자산(RWA, Risk-Weighted Assets)이다. 위험가중자산이 작을수록 건전성이 높게 평가되며, 이는 각 자산에 부여된 위험가중치를 반영해 산출된다.

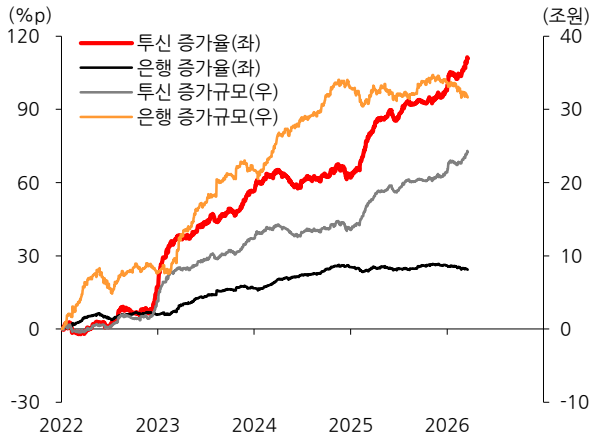
공사채 RWA 0%

정부가 손실을 보전해주는 공사채의 위험가중치는 0%다. 중앙정부 산하 공공기관은 각 기관의 설립 법령에 손실보전 조항이 규정되어 있다. 업무 수행 과정에서 손실이 발생할 경우 정부가 이를 보전할 수 있도록 한 규정으로, 공공기관 채권의 사실상 정책적 지원 근거로 해석된다. 참고로 25개 공공기관(정부보증채로 발행하는 한국장학재단, 예금보험공사 제외) 중 손실보전 규정이 없는 기관은 지역난방공사가 유일하다.

금리 상승하며 캐리 매력도 개선

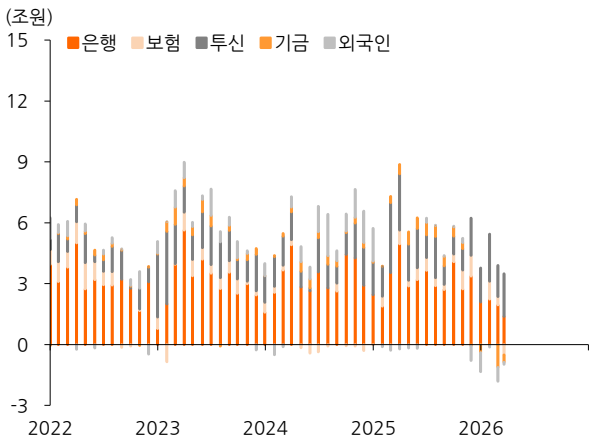
최근 높아진 공사채 금리 수준은 가격 매력도 측면에서 운용사 매수 유인이 될 수 있다. 3월 현재 AAA등급 공사채 스프레드는 32.5bp로 10년 평균 23.4bp를 큰 폭으로 웃돌고 있다. 특히 LH 스프레드는 올해 예상되는 공급 부담이 가격에 반영되면서 지난해 말 21.6bp에서 3월 현재 31.9bp까지 확대됐다. 최근 금리가 가파르게 상승하면서 지표물 대비 갭도 축소되고 있다. 상대적으로 우량한 공사채의 금리 레벨이 높은 수준으로 올라가면서 가격 메리트가 높아진 구간으로 판단된다.

[그림68] 투신, 은행 공사채 잔고 증가율 및 증가규모 추이



주: 2022년 초 대비, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 투자주체별 공사채 순매수 거래량



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

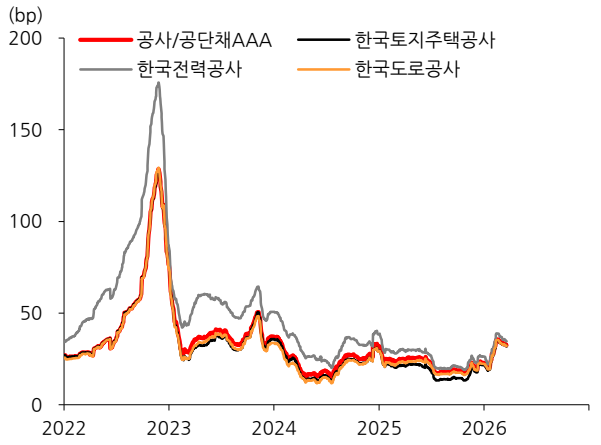
과거 순발행 확대 국면에서도 은행과 운용사가 공급 부담 흡수

과거 순발행 확대 국면에서도 은행과 운용사는 공사채 시장의 공급 부담을 흡수해온 경험이 있다. 공사채 순발행 규모는 2020년 이후 코로나19, 기준금리 인상 국면 전환, 국제 에너지 가격 급등 등의 영향으로 연간 20조원을 웃도는 수준까지 확대됐다. 같은 기간 은행과 투신의 공사채 잔고는 각각 107조원에서 161조원, 20조원에서 146조원으로 증가하며 순발행 확대에 따른 추가 물량을 상당 부분 소화했다.

올해는 은행보다 운용사 의존도 높아질 것

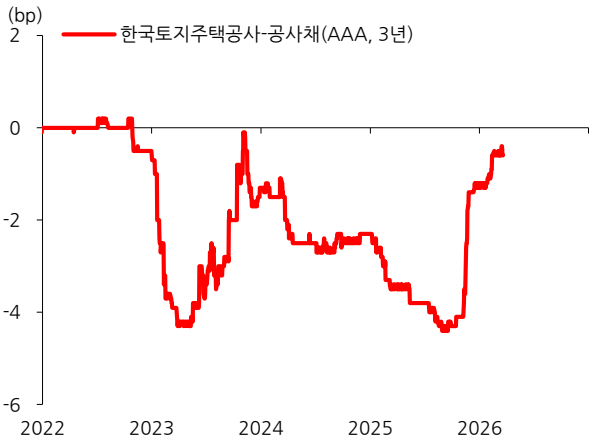
그러나 과거와 동일한 수급 구도를 기대하기는 다소 어려울 것으로 예상한다. 연초 이후 은행의 공사채 잔고가 감소하고 있다. 올해 들어 첨단채 등 정부보증채와 특은채 등 AAA급 채권 공급이 확대되면서 초우량채 수요가 분산되고 있는 것으로 보인다. 이에 따라 올해 공사채 시장은 과거보다 투신 등 운용사 수요 의존도가 높아질 전망이다.

[그림70] 공사채 및 주요 공기업 스프레드



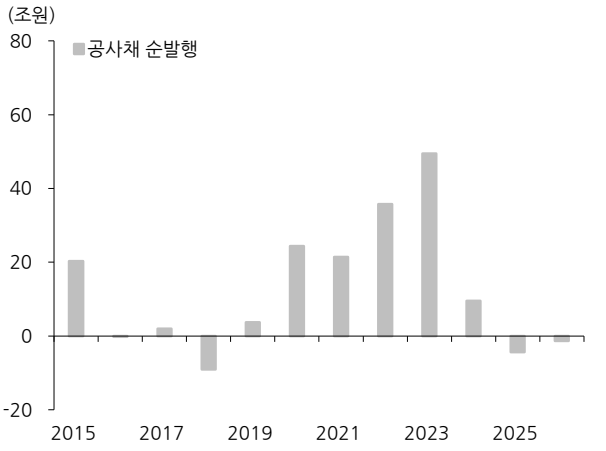
주: 3년물 기준, 자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 한국토지주택공사 지표물 대비 갭 축소



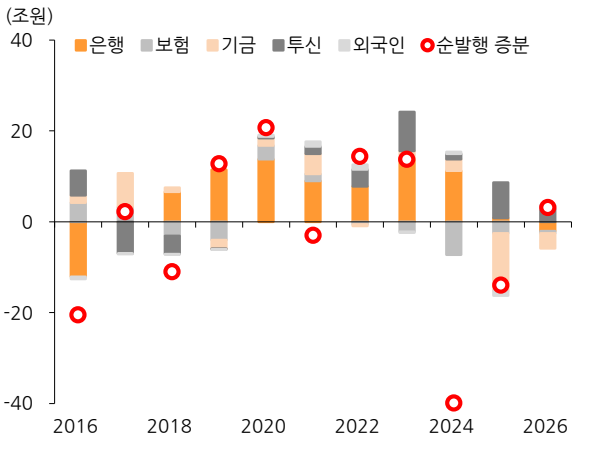
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림72] 공사채 순발행 추이



주: 상장, 공모 기준, 2026년은 3월 누적 기준
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] 투자주체별 잔고 증감분과 공사채 순발행 증감분



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

3. 그 밖의 채권: 정부보증채, 애매하고 낯설다

국채 - 공사채 사이 성격 가진 정부보증채는

정부보증채는 국채와 공사채 중간 지위 성격을 가지고 있다. 따라서, 발행이 증가하면 국고채 대비 조금이나마 높은 캐리 수익, 공사채 대비 조금이나마 더 안전한 자산이라는 특성 때문에 정부보증채 수요가 탄탄할 것이라고 생각해볼 수 있지만 그럴 가능성은 매우 낮다.

애매하고, 익숙한 자산이 아님

거꾸로도 생각해봐야 한다. 국채보다 덜 안전하고, 공사채보다 더 비싼 채권이 정부보증채다. 애매한 성격의 채권인 것이다. 그리고 투자자들은 비슷한 가격이면 익숙한 자산에 투자하는 것을 선호한다. 과거 예금보험공사 정부보증채처럼 어느 순간 발행이 중단될 수도 있고, 본격적인 발행 초기단계이기 때문에 얼마나 정기적으로, 어떤 만기로, 정해진 물량이 공급될 지도 알 수 없다. 심지어 첨단채는 3월 말 발행이 예정되어 있을 뿐 아직 공급되지도 않은 상태다

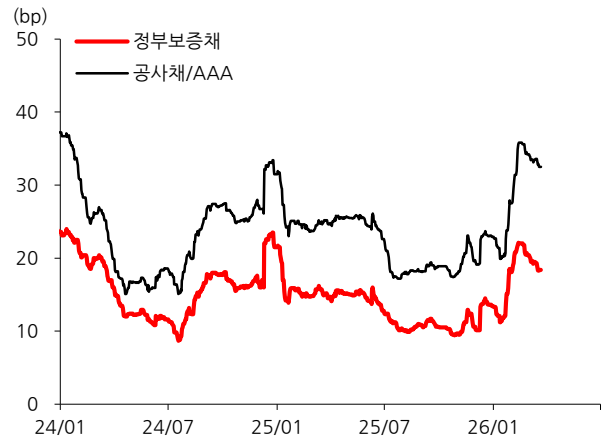
구조적으로 짧은 만기 발행이 불가피

구조적으로 짧은 만기로 발행되는 점도 투자자들의 수요를 자극시키기가 어렵다. 공급망채는 주로 원자재 기업 지원을 위해 발행된다. 원자재 시장 변동성이 큰 만큼 단기채 발행을 통한 지원이 적절하다. 첨단채의 경우 최대 20년 만기로 발행이 가능하지만 현재 계획된 초도 물량은 1년과 3년 만기 최대 3천억원이다. 단기채권 위주로 발행이 이어지는 현재 시장 상황을 고려했을 때, 정부보증채가 특별한 투자 메리트를 갖기는 어려워 보인다.

IMA 수요도 기대만큼 크지 않을 것

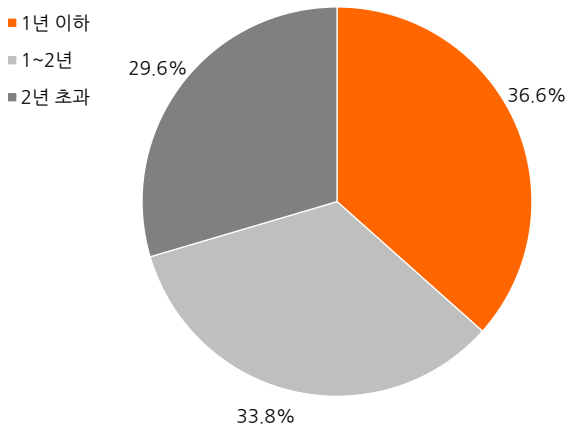
일각에서는 IMA 투자 수요를 이야기한다. 첨단채는 IMA 모험자본 투자로 인정되기 때문인데, 모험자본 투자 대상에는 P-CBO 등 안전자산도 포함되어 있고, 비우량등급 회사채 같은 중위험, 중수익 채권도 있다. 리테일 수요 관점에서도 첨단채는 온전한 '안전자산, '채권'의 지위를 누릴 수 있는 위치가 아니다.

[그림74] 정부보증채 및 공사채 스프레드 추이



주: 국고 3년 대비 동일만기 채권 스프레드
자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] 잔존 공급망채 만기별 비중



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

⊙ **MSCI**

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, redisseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

⊙ **GICS**

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].