

채권전략

[글로벌] 오아시스와 신기루

Fixed Income Strategist

박민영

☎ (02) 3772-2638

✉ mypark@shinhan.com

Credit Analyst

모승규

☎ (02) 3772-1796

✉ seungkyu.moh@shinhan.com

[해외채권] 오아시스와 신기루

2024년 9월, 모두가 기다렸던 정책금리 인하 사이클이 시작됐다. 앞으로의 관건은 정책금리 종착지다. 연준의 가이드라인은 과거 인하 사이클의 정중앙에 위치한다. 다소 이상적이며 경로는 변경될 가능성이 높다. 미국 경기의 엇갈린 사이클을 고려할 때 인하 사이클의 가속보다는 조기 종료의 경로를 예상한다.

인하 종료 시 적정 장기 중립금리 관련 논의는 활발해질 전망이다. 시장이 인식하는 중립금리 레벨에 따라 수익률 곡선의 모양은 달라진다. 코로나19 이후 부각된 탈세제화, 확대 재정정책, AI 혁신은 구조적 변화로 중립금리 상방 요인이다. 정책금리 종착지에서 수익률 곡선 정상화 시도가 예상된다. 2025년 미국 국채 10년물 금리는 3.5~4.5% 레인지를 제시한다. 상반기에는 인하 사이클 확인에 시장금리의 하방 압력이 우위에 있겠으나 하반기까지 이어질 가능성은 크지 않다.

[해외크레딧] 작용-반작용(Action & Reaction)

美 금리 인하로 기업 유동성은 개선될 전망이다. 저신용/변동금리 차주 펀더멘탈은 향상되겠지만, 거시경제 수준에서는 고용이 견조한 가운데 인플레이를 자극하지 않을 정도로 완화하는 데 연준이 어려움을 겪을 수 있다. 즉, 회사채 시장에 어려움이 닥친다면 이는 내생적인 변수(펀더멘탈)보다는 외생적인 변수(매크로 변화, 또는 이벤트)의 영향이 될 가능성이 높다.

현재 밸류에이션은 침체를 부정하고 연착륙을 반영하지만, 현실은 아직 확인 작업이 끝나지 않았다. 낙관적인 경기 전망이 점진적 인하 기대로 이어졌지만, 추가 리스크온 확산은 제한되었다는 점이 이를 방증한다. 단기적으로는 일드 추구형 자산으로 캐리 매력에 집중하고, 조금 더 긴 호흡에서는 Quality 자산에 대한 비중 확대를 권고한다.

글로벌 국채시장 전망 Summary



자료: 신한투자증권

[해외채권] 오아시스와 신기루

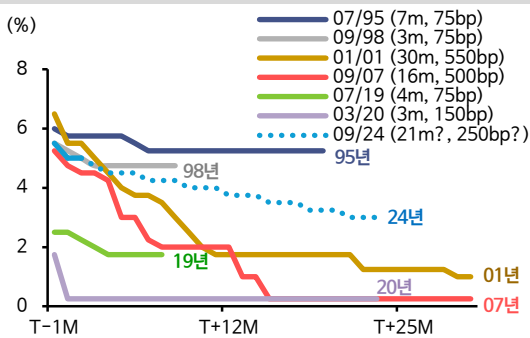
통화정책 마저 빠른 사이클 전환

너무 이상적인(비현실적인)
연준의 인하 가이드라인

2023년 7월 이후 1년 이상의 동결 구간을 이어가던 미국은 2024년 9월 FOMC에서 50bp 인하로 본격적인 정책금리 인하 사이클을 시작했다. 인하 시점은 확인됐다. 다음 논의 주제는 향후 인하 속도와 인하 폭이다. 9월 SEP에서 연준이 제시하고 있는 인하 경로는 90년대 이후 인하 사이클과 비교해볼 때 과거 인하 사이클의 정중앙에 위치한다. 다소 이상적이며 비현실적인 경로라는 생각이다.

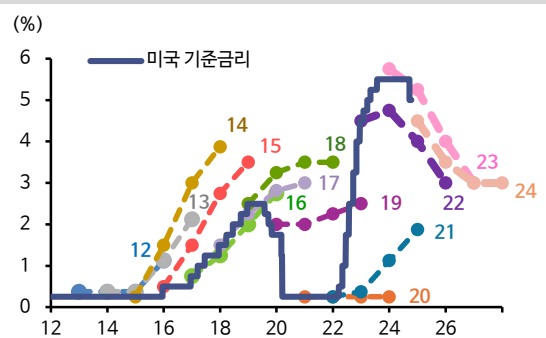
2012년부터 제시된 9월 점도표와 실제 정책금리를 비교해보면 일치했던 사례는 거의 없다. 금번에도 9월 FOMC 점도표를 너무 신뢰해서는 안된다. 선물금리를 통해 추정한 시장의 정책금리 전망 경로는 9월 SEP보다 더 가파른 인하를 예상하고 있었으나 최근 침체 전망 약화에 정책금리 인하 경로는 후퇴 중이다.

과거 사이클 정중앙에 위치한 연준의 점도표



자료: LSEG, 신한투자증권

9월 점도표 vs. 실제 정책금리: 상이한 경로



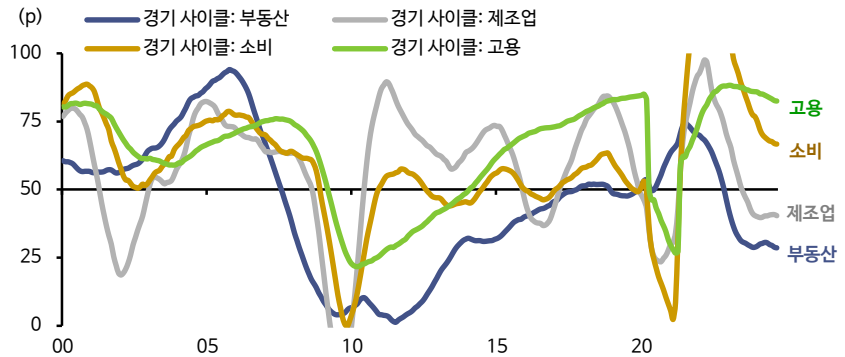
출처: LSEG, 신한투자증권

섹터별 엇갈린
경기 사이클에서 찾는
연착륙 기회

과거 인하 사이클은 두 가지로 구분된다. 1) 인하 속도가 가팔라져 0%대 진입하거나, 2) 약간의 인하 후 종료되는 경우이다. 금번에는 1)의 가능성은 낮다고 생각한다. 1)의 공통점은 과열 붕괴와 레버리지 환경의 상존이다. 현재 가계부채 비율, 증권 신용잔고 규모를 고려할 때 과거 과열-붕괴 환경과 거리가 멀다.

2)의 경우 견조한 경기 또는 비미국에서 충격이 배경이 되었다. 금번에도 견조한 미국 경기에 정책금리 조기 중단 리스크가 크다. 현재 미국 경기는 과열에서 쿨다운 국면으로 묘사 가능하다. 다만 섹터별로 구분하면 디커플링이 뚜렷하다. 금리에 민감한 부동산, 제조업의 경우 침체 우려가 지속될 수 있는 수준이다. 반면 기업 실적, 고용, 소비 경기는 여전히 견조하다. 과거 경기 침체는 금리에 취약한 섹터에서 전체 경기로 전이되는 경로였으나 금번에는 전체 섹터로 전이되기 이전 정책금리 인하가 시작했다. 추가 약화보다는 취약 섹터 중심으로 회복하면서 완만한 쿨다운이 가능한 환경이다.

금번 미국 경기 사이클의 특징은 섹터별 차별화



자료: Bloomberg, 신한투자증권

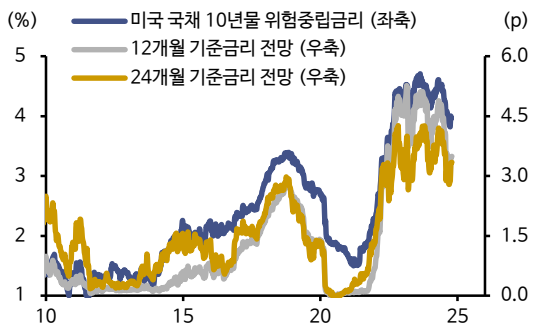
주: '부동산 - 심리/기준/신규주택매매', '제조업 - PMI/산업생산', '소비 - 소비지출', '고용 - 신규고용/실업률'의 순환지표 조정

인하 기대감보다는 과도한
인하 프라이싱과 기간
프리미엄 확대를 경계

2025년에는 새정부가 출범한다. 채권시장은 국채 발행 증가 가능성이 불편하다. 트럼프의 경우 향후 10년간 최대 15조달러 부채 증가 예상으로 해리스 대비 2배 이상 증가가 우려된다. 새정부 출범 직후부터 국채 발행 확대 압력이 심화될 전망이다. 통상적으로 미국 국채 발행 증가 우려는 국채 3~10년물 구간의 상대적 약세로 연결된다. 내년 1분기 커브 스틱 압력이 증대될 수 있음을 시사한다.

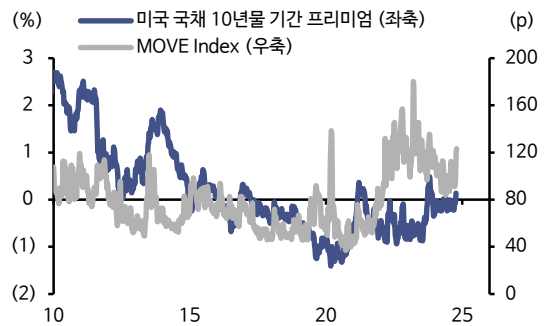
인하 기대감보다는 과도한 인하 프라이싱의 되돌림과 기간프리미엄 확대를 경계해야겠다. 2024년 미국 정책금리가 4.5% 도달한 뒤 통화정책의 경로는 불확실성이 높다. 부동산 및 제조업 경기의 회복이 확인될 경우 정책금리는 상반기 3.5%에서 조기 중단도 가능하다. 이는 미국 국채 10년물 금리의 위험중립금리의 하방을 제한하는 배경이다. ACM 모델 기준으로 3% 중반 안착을 예상한다. 한편 미국 국채 10년물 금리의 기간 프리미엄은 QT 지속 및 발행 확대에 마이너스(-)를 탈피가 예상된다. 안정적으로 0% ~ +1% 레벨을 형성할 수 있다.

위험중립금리: 제한적 정책금리 인하에 하방경직성



자료: LSEG, 신한투자증권

기간프리미엄: QT 지속 및 발행 확대에 상향 조정



자료: LSEG, 신한투자증권

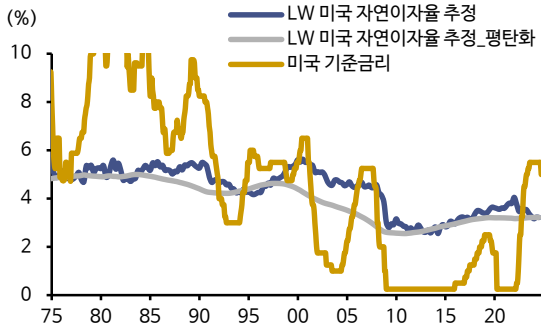
조기 중단(Pause)보다 종료(End) 인식

인하 사이클 종료 이후
중립금리 인식이
수익률 곡선 모양을 결정

내년 시장금리 경로의 핵심은 정책금리 인하 사이클 이후의 적정 중립금리에 판단이다. 장기 중립금리에 대한 인식이 수익률 곡선을 좌우할 전망이다.

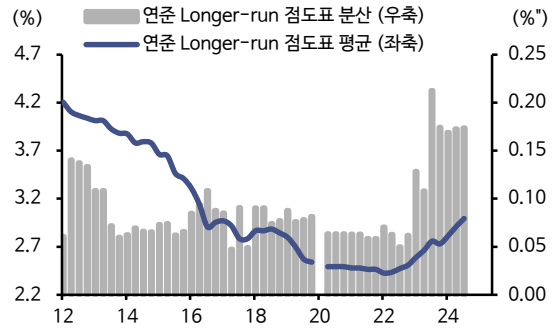
장기 중립금리는 '실질 장기 중립금리'와 '인플레이션 전망'으로 분해 가능하다. 연준 목표 물가가 2%이기에 인플레이션 전망은 상당부분 고정된다. 실질 장기 중립금리는 잠재성장률 영향이 지배적이다. 잠재성장률은 크게 '총요소생산', '자본투입', '노동투입'으로 나뉜다. 각각의 내용들에서 구조적 변화 여부가 장기 중립금리 레벨을 결정한다. 2022년 긴축 사이클 이후 장기 중립금리 상향 논란 지속되고 있다. 연준은 2022년부터 Longer-run 전망치를 상향하고 있다. 위원별 의견이 엇갈리며 분산도 심화됐다. 코로나19 이후 중립금리 결정 요인들의 구조적 변화 여부에 점검이 필요하다.

자연이자율에 수렴하는 금리 경로



자료: Bloomberg, Fed, 신한투자증권

미국 Longer-run 금리: 상향 및 분산 심화



자료: LSEG, 신한투자증권

2024년 중 통화정책
전환은 일시중단이 아니라
종료로 인식.
새로운 레벨에서 수익률
곡선 정상화

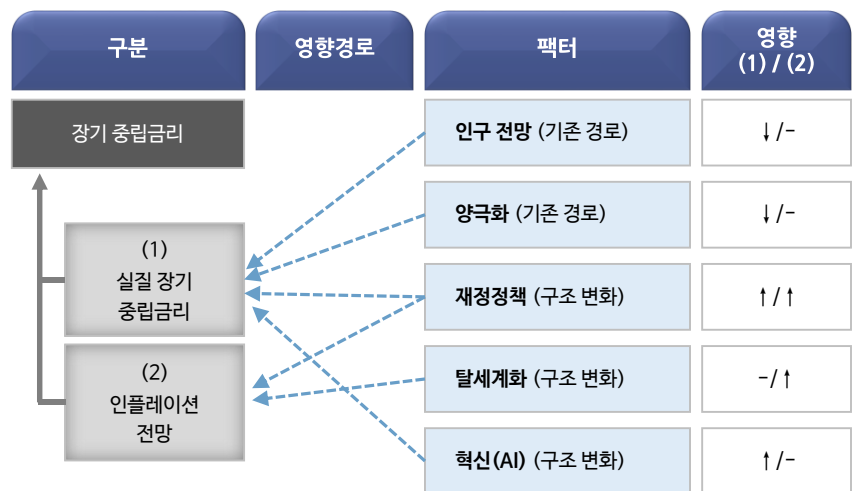
변하지 않은 요인과 변한 요인의 구분이 필요하다. 변하지 않은 요인은 인구구조와 양극화다. 인구구조는 잠재성장률 중 노동투입 요인에 직접적인 영향을 미친다. 점진적으로 경제활동참가율은 축소되고 고령화는 심화됐다. 추세가 이어지고 있으며 금리 하방 요인으로 해석 가능하다. 양극화 또한 추세가 심화되고 있다. 미국 중심으로, 고소득자 중심으로 경제의 무게 중심이 옮겨졌다. 소득 수준 기준 고소득일수록 한계소비 성향이 낮아지기에 실질 중립금리의 하방 요인이다.

변한 요인은 대표적으로 세 가지다. 1) 탈세계화가 심화됐다. 2010년대 중후반부터 브렉시트, 미중 무역분쟁 등을 통해 부각됐다. 국가별 외국인투자 규모가 가파른 감소세를 보이고 있다. 2) 구조적으로 정부 지출은 증가하고 있다. 탈세계화에 국방비 지출은 많아지고, 이상기후가 빈번해지면서 환경 관련 비용이 증가했다. 정부의 정책이 지출 축소보다 확대 편향이 심화됐다. 3) 성장의 새로운 동력을 찾았다. 2023년부터 AI 투자 본격화되고 있다. 투자가 생산성 향상까지 연결되는 시간은 단축되고, 효과는 PC/인터넷 혁신보다 크다는 전망이 지배적이다. 모두 구조적 차원에서 장기중립금리 상방 요인으로 해석 가능하다.

2025년 정책금리 인하 사이클이 조기에 중단된다면 일시중단인지, 종착지 도달인지 논란이 심화될 전망이다. 이는 장기 중립금리 추정치의 영역이다. 장기중립금리는 점진적 하락했다는 평가가 지배적이다. 그러나 코로나19 이후 상방 요인으로 연결되는 구조적 변화가 관찰된다. 대표적으로 탈세제화, 재정적자 편향, AI 혁신이 상방 요인이다. 시장금리는 인하 사이클 중단 시 일시중단보다 종착지 도달 인식이 강화되며 정책금리 수준에서 수익률 곡선 정상화 시도가 예상된다.

2025년 미국 국채 10년물 금리는 3.5~4.5% 레인지를 제시한다. 인하 사이클 확인에 상반기 하방 압력이 우위에 있겠으나 하반기까지 추세 하락 가능성은 낮다. 정책금리 인하 종료는 일시중단보다 적정 레벨 도달 인식이 우위를 점할 전망이다. 이는 정책금리를 기준으로 우상향하는 수익률 곡선을 형성한다.

중장기 정책금리 결정에 영향을 미치는 요인들의 변화 내용



자료: 신한투자증권

미국 국채 정책금리 및 시장금리 전망

(%)	2024년	2025년			
	4QF	1QF	2QF	3QF	4QF
정책금리(기말)	4.50	4.00	3.50	3.50	3.50
국채 2년(평균)	4.00	3.80	3.60	3.60	3.50
국채 10년(평균)	4.10	4.00	3.80	3.90	3.90
국채 30년(평균)	4.30	4.20	4.10	4.20	4.30
2/10년(bp, 평균)	10	20	20	30	40

자료: 신한투자증권

글로벌 채권투자 전략

25년초까지 헷지 비용
감소 뚜렷. 1% 이하의
원/달러 헷지 비용 기대
가능

해외채권투자의 시작은 환전략 설정이다. 당사 원/달러 환율 전망은 상저하고 ('2025년 경제 전망: 착시 경제' 자료)로 상반기는 환헷지를 선호한다. 인하 사이클의 초기 종료가 가시화되는 시점에는 환헷지 비율 축소(환오픈)를 권고한다.

원/달러 환헷지 비용은 2025년초까지 개선되는 경로를 예상한다. 내년 상반기까지 예상되는 미국의 정책금리 인하폭은 150bp이다. 반면 한국은 동기간 50bp 인하가 예상된다. 환헷지 비용은 한-미 금리차만 고려할 때 현재 1.75%에서 0.75%까지 축소 가능하다. 만기별로 장기물 스왑 금리가 연율화 기준 더 저렴한 비용 수준을 형성하고 있으나 내년초까지 약 100bp의 개선 여력 있다.

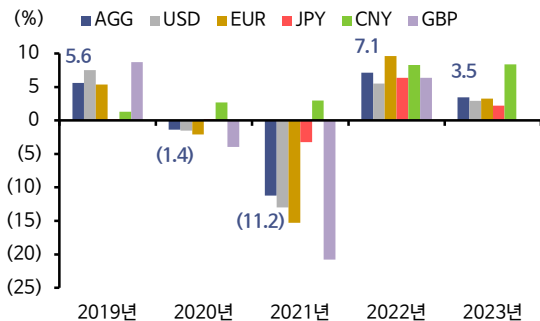
2025년 국가별 선호도:
영국(GBP)>유로존(EUR)
>미국(USD)>일본(JPY)

환헷지 전략 설정 이후 국가별 선호도를 선정해야겠다. 글로벌 경기의 침체 발생 가능성이 낮고 시장금리의 일방향적인 흐름은 제한적일 것으로 판단되기에 국가별 선호도 선정의 중요성이 부각된다.

인플레이션 압력 대비 정책금리 레벨 기준으로 인하 여력만 판단해보면 '미국 = 영국 > 유로존 > 일본' 순서이다. 다만 기타 요인까지 고려할 경우 선호도는 달라진다. 유로존은 제한적 재정정책에 정책금리 인하 압력은 주요국 대비 확대될 수 있는 환경이다. 내년에도 대규모 재정적자가 예상되는 미국과 달리 유로존은 EU 재정준칙 준수 압박으로 재정확대 제약이 부각될 전망이다. 경기 모멘텀 또한 중장기적으로 미국 대비 열위가 반복됐다. 영국은 상승세가 확인되는 실업률, 단기자금시장 유동성 약화 등을 고려해 볼 때 완화적 통화정책이 필요하다. 재정 우려가 완화된다면 금리 하락 여력 측면에서 최선호 국가로 선정 가능하다. 일본은 주요국 중 일본은 유일하게 정책금리 인상 기조를 이어갈 국가이다. 임금 상승 압박과 물가 상승률 흐름은 추가 인상 기조가 길어질 수 있다.

종합하면 미국 중심으로 짧은 인하 사이클이 예상되기에 Global AGG의 상승 여력은 제한적이다. 연간 수익률은 금년 수준을 예상한다. 국가별 인하 여력, 경기, 재정 환경 고려시 선호도는 '영국 > 유로존 > 미국 > 일본'으로 제시한다.

통화별 채권지수 성과 비교



자료: Bloomberg, 신한투자증권

BM 대비 국가별 채권 선호도

구분	-	선호도			+
BM(AGG)					
USD					
EUR					
GBP					
JPY					

자료: 신한투자증권

[해외크레딧] 작용-반작용(Action & Reaction)

물체 운동을 다루는 뉴턴 법칙 가운데 제3법칙(작용-반작용의 법칙)은 ‘두 물체가 주고 받는 작용은 언제나 크기가 같고, 방향은 반대’라는 것이다. 예컨대, 로켓은 지면에 고온·고압의 가스를 분사하면서 반대 방향으로 작용하는 힘을 받아 지구의 중력을 극복하고 발사된다.

美 연준은 이제 두 가지 책무(완전 고용, 물가 안정)를 달성하기 위해, 통화정책을 정상화하면서 평형(Equilibrium)에 가깝게 경기 부하를 줄여나가야 한다. 이때 통화정책 정상화가 고용과 물가에 미치는 영향은 단기적으로 반대에 가깝다. 마치 로켓을 공중에 띄워야 하지만, 중력을 완전히 벗어나진 않을 정도로만 고도를 유지해야 하는 것이다.

I. 신용 펀더멘탈

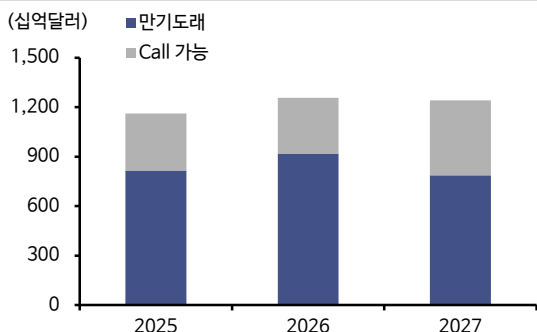
美 금리 인하로 기업
유동성 개선 전망.
팬데믹 부채 등 제로금리
부채 차환 영향은 IG,
HY 회사채 간 차이 有

美 금리 인하로 기업 유동성은 개선될 전망이다. 이는 저신용/변동금리 차주 펀더멘탈 향상에는 기여하겠으나, 거시경제 수준에서는 고용이 견조한 가운데 인플레이를 자극하지 않을 정도로 연준이 완화를 조절하는 데 어려움을 겪을 수 있다. 즉, 회사채 시장에 어려움이 닥친다면 이는 내생적인 변수(펀더멘탈)보다는 외생적인 변수(매크로 변화, 또는 이벤트)의 영향이 될 가능성이 높아 보인다.

제로금리 부채(Zero-Rate Debts), 즉 과거 초저금리 시대 - ① 2008년 12월~2015년 12월(Post-GFC) 또는 ② 2020년 3월~2022년 3월 발행(팬데믹) - 에 발행된 회사채 만기는 주로 2025~2027년에 집중되어 있다. 하지만, 투자등급(IG)과 하이일드(HY) 회사채 간 만기 구조에는 차이가 있다.

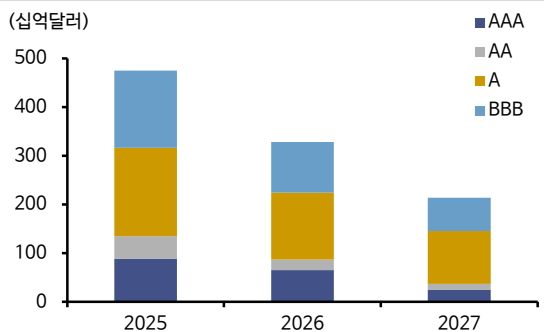
IG 회사채의 경우, 내년 차환 부담(= 만기 도래 + Call 가능)은 약 1.2조달러로 2026년, 2027년과 큰 차이가 없지만, 실질적으로 이자 부담이 적은 제로금리 부채는 향후 3개년 가운데 2025년(4,754억달러)에 가장 만기 도래액이 많다. 즉, 기준 금리가 빠르게 제로금리로 회귀하지 않는 이상, IG 기업들의 평균 이자비용은 2025년을 전후로 구조적으로 상승할 것이다.

미국 IG 회사채: 3개년 차환 부담



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 IG 회사채: 제로금리 부채

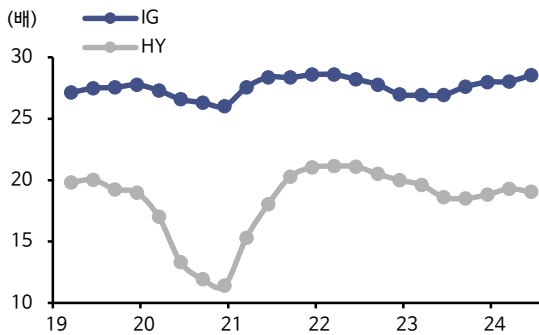


자료: Bloomberg, 신한투자증권

다만, 이자비용 증가가 수익성에 일부 부정적 영향을 끼칠 수 있겠으나, 이익 창출이 견조한 만큼 전반적인 영향은 중립에 가까울 것으로 예상된다. 미국 IG 기업들의 수익성(EBITDA Margin)은 팬데믹 이전(Pre-Pandemic)보다 오히려 개선되었다. 고금리 환경에서도 기업 이익이 크게 훼손되지 않았음이 최근 분기 실적을 통해 확인된다. 부채 커버리지 능력을 나타내는 순차입금/EBITDA도 소폭 상승에 그치고 있어, 기업 신용 지표 자체는 견조한 추세를 유지할 것이다.

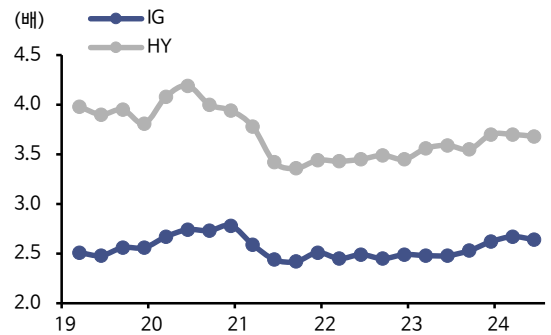
HY 회사채의 경우, 내년 차환 부담은 약 2,606억달러로 향후 3개년 가운데 가장 적으며, 제로금리 부채도 내년 만기도래액(521억달러)이 가장 적은 수준이다. 이는 HY 기업들이 작년과 올해 차환을 통해 만기 구조(Maturity Profile)를 적절히 관리해왔고, 하위 등급 업체들이 사모 시장(Private Debt)으로 빠져나간 영향으로 풀이된다. 2025년 연중에는 조달 리스크가 크지 않을 것으로 보고 있다.

미국 기업: EBITDA 마진



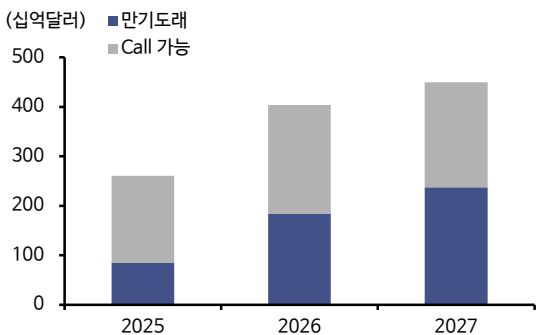
자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 기업: 순차입금/EBITDA



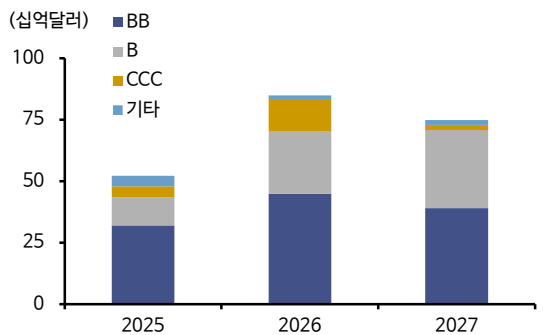
자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 HY 회사채: 3개년 차환 부담



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 HY 회사채: 제로금리 부채

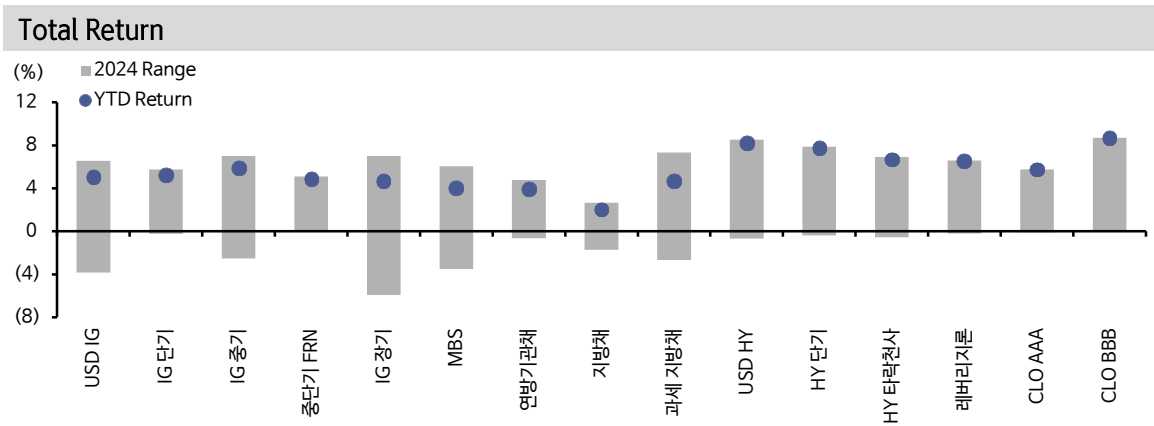


자료: Bloomberg, 신한투자증권

II. USD 투자등급 크레딧

2025년 크레딧 전망 및 투자 전략

현재 밸류에이션은 침체를 부정하고 연착륙을 반영하고 있지만, 현실은 아직 확인 작업이 끝나지 않았다. 낙관적인 경기 전망이 점진적 인하 기대로 이어졌지만, 추가 리스크온 확산은 제한되었다는 점이 이를 방증한다. 단기적으로는 일드 추구형(Low Quality) 자산으로 캐리 매력에 집중하고, 조금 더 긴 호흡에서는 Quality 자산에 대한 배분을 확대할 것을 권고한다. 회사채 초과 수익 기회는 만기, 등급보다는 섹터 선별 및 다각화에 있을 것이다.



자료: Bloomberg, 신한투자증권

① **USD IG 회사채**: IG 회사채는 A급, 5~7년 구간을 최선호로 제시한다. 향후 인하 속도 조절(금리 커브 하향), Roll-Down 캐리 매력, 금리 상승 위험 등을 고려할 때 안정적 성과가 기대된다. 듀레이션 추가 베팅에 따른 초과수익 기회는 분명 존재하지만, 장기 부채에 대한 자산 듀레이션 매칭이 필요한 보험사, 연기금이 아니라면 짧게 존재하는 트레이딩 기회를 잡기 위한 기회비용(듀레이션 위험)이 크다는 판단이다. 조금 더 긴 호흡에서는 점진적 금리 인하로 인플레이 또는 침체 우려가 되살아나는 경우, Quality 자산 선호가 다시 강화될 수 있다.

IG 회사채 비금융 섹터의 경우, 유틸리티(전력/천연가스), 기초 소재, 에너지 등의 상대 매력에 주목할 필요가 있다. 올해 장기물 발행 증가로 IG 회사채 신규 발행 평균 만기(Tenor)는 10.5년으로 늘어났는데, 여기엔 금융채(특히, 은행채) 중장기물 Tranche 발행 증가가 기여했다. 보험/연기금 등 장기물 수요가 견조한 점은 결국 내년 원활한 물량 소화로 이어질 수 있다. 2022년 이후 IG Index와 은행채 스프레드 간 레벨 차이는 대부분 축소됐으나, 가격 관점에서 추가 강세 여력은 여전히 남아있다는 생각이다.

② **Agency MBS**: Agency MBS는 Basel III Endgame(B3E) 수정안 확정 지연으로 관련 수혜 기대가 프라이싱되지 않았으나, 할인채/할증채 중심의 아웃퍼폼은 이어질 전망이다. 점진적인 인하와 연착륙 기대가 이끄는 Risk-On은 대체로 MBS에 긍정적이다. 다만, 패시브 ETF 투자로 IG 대비 초과 수익을 내기는 쉽지 않을 것으로 보인다.

방어적인(Defensive) 자산 배분에 있어서도 활용도는 제한적이다. 역사적으로, Agency MBS는 IG 회사채 대비 약세장에서 하방위험이 작은 것으로 알려져 있으나, 실제로 위험완화 효과에 있어서는 연방기관채(한국의 공사채와 비슷) 편입이 더 나은 대안이 될 수 있다.

③ **한국물(KP)**: 최근 美 연착륙 기대가 강화된 점은 크레딧 시장에 단기적으로 호재이지만, 결국 초과 수익 관점에서 매력있는 위험자산(HY 회사채, 레버리지론, 사모 크레딧 등)으로 자금이 이탈할 수 있다. 하지만, KP와 같은 Quality 자산은 非미국 USD 우량채 투자자 니즈를 충족시킬 수 있다. 한국물(KP)은 주요 등급 구성(AA~A급) 면에서 USD IG Index에 비해 신용도가 우수하기 때문이다. EM USD 채권 가운데 높은 비중을 차지하는 중국의 경기 불확실성이 지속되고 있는 만큼, KP의 아시아 채권 시장 내 대안적 지위는 유지될 것이다.

한편, 올해 연이은 美-韓 금리 인하로 USD-KRW 3개월 스왑레이트는 변동성이 확대되었다. 내외금리차를 반영한 스왑레이트 적정 수준(Fair Value)은 160~180bp다. 강달러 완화 지연으로 F/X 헤지가 필요한 국내 보험사 익스포저는 감소하고, 非헤지인 국내 은행, 외국인(개인) 매수는 늘었다. F/X 헤지 부담은 점차 완화될 것으로 보고 있으나, 당초 예상보다는 시간이 소요될 전망이다.

II. USD 하이일드 크레딧

2025년 크레딧 전망 및 투자 전략

① **USD HY 회사채**: 연착륙 기대 등 낙관적 美 경기 전망이 장기물 금리 상승 압력을 높이는 국면이다. 단기적으로 듀레이션이 짧은 비우량채 수요 강화(Search for Yield)가 이어질 것으로 보인다. 연초 효과에 따른 자금 유입은 평년 수준을 예상하며, 시장의 컬러 변화가 크지 않다면 상반기 비우량채 수요는 지지될 것이다. 2025년 HY 회사채 Index의 추가 랠리는 사실상 CCC급 강세와 에너지 섹터 성과에 달려 있다.

에너지 섹터는 대선 리스크로 올해 스프레드 축소분을 거의 대부분 반납(10월말 기준)했으며, 결국 업종/종목 선택에 따른 성과 차별화 기회는 IG보다 HY에서 더 두드러질 수 있다. Active 투자를 통한 Excess Return 추구 관점에서 REITs, 운송, 천연가스 유틸 등 섹터의 상대 매력에도 주목해볼 필요가 있다. 통신 업종의 경우, 가격(스프레드) 매력은 있지만, 섹터 특유 이슈(디레버리징 진행)가 있으므로 투자에 유의할 필요가 있겠다.

② **CLO**: 시장 스프레드보다 Coupon 스프레드가 높은 내가적(In-The-Money, ITM) CLO가 증가하고 있어, CLO 전체에 대한 조기상환(Call)보다는 부분 조정
에 가까운 원리금 재투자(Refi/Reset) 지속 증가가 유력하다. 2021년 Vintage
CLO에 대한 Moneyness(외가적 vs. 내가적) 중앙값은 +8bp 수준에 그치고 있어,
CLO 스프레드 추가 축소 시 Refi/Reset은 더 늘어날 것이다. 스프레드가 횡보하
거나 소폭 확대되더라도, 올해 Non-Call 기간이 끝나는 2022~2023년 Vintage
Refi/Reset이 증가할 것으로 보고 있다.

한편, 재투자기간이 종료된 CLO와 대출 Repayment/Repricing이 증가함에 따라,
CLO AAA부터 원금 상환(Full Amortization)이 가속화될 전망이다. CLO 전반적
으로 금리 인하에 따른 절대수익률 하향은 불가피하겠으나, 중요한 것은 인하 속
도와 반영 시차(CLO 이표 금리는 보통 3개월 주기 업데이트)에 있다. 또한,
CLO 베이스 금리인 SOFR(정책금리 상하단에 연동)은 여전히 시장 금리보다 높
으므로, 높은 캐리와 가격 안정성(초단기 듀레이션)이 매력적이다.

③ **레버리지론**: 연착륙-리스크온 분위기가 고조되는 가운데, 미국 HY 회사채에
투자하면서 대출 익스포저를 혼합하여 포트폴리오 듀레이션을 축소하는 전략을
단기적으로 제안한다. 베이스 금리가 하락하면 변동금리 차주 펀더멘탈은 즉각적
으로 개선될 것이다. 원리금 상환 부담이 완화되면서 현금흐름 및 보유 유동성
개선 효과가 빠르게 나타난다.

HY 회사채 차주의 약 45%(Index 액면 기준)는 채권-대출 조달을 모두 활용하
고, 레버리지론(LL) 차주는 약 40%가 채권-대출을 모두 쓰고 있다. 이들은 주로
B-CCC급에 분포하는데, 대출 의존도가 높은 차주 중심으로 펀더멘탈 개선 및
렐리가 가능하다는 판단이다.

CCC급 차환 리스크가 완화된 부분에 대해 2025년 추가 강세 프라이싱을 기대
한다. 대출은 올해 채권에 비해 부도율 상승 폭이 컸지만, 회수율을 감안한 최종
손실이나 실질 위험은 상대적으로 크지 않았다. 또한 올해 대출 Repricing이 활
발했던 만큼, 레버리지론 만기 구조도 개선된 부분이 긍정적이다.