

미국 HY: Search for Yield



Credit Analyst

모승규

(02) 3772-1796

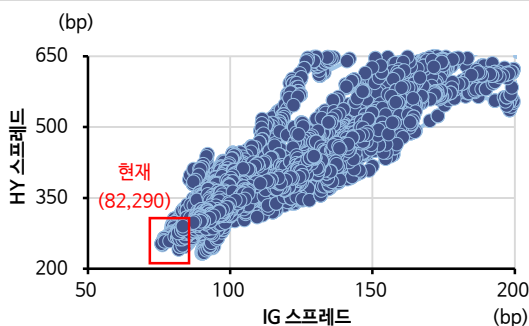
seungkyu.moh@shinhan.com

미국 HY: 대출이 채권보다 나을 수 있다?

향후 12개월 간 미국의 금리 인하 횟수가 최소 6회(150bp) 이상이 되지 않는다면, HY 회사채보다 대출의 실현 수익이 조금 더 나을 수 있겠다. 시장은 연준이 제시한 예상 경로보다 더 공격적인 인하를 프라이싱해왔지만, 9월 고용 지표와 FOMC 회의록 공개 이후 11월 Big Cut 기대감은 빠르게 삭제됐다. 기술적인 관점에서도 IG-HY 회사채 스프레드가 안정화되어 있기 때문에, 별다른 부정적인 트리거가 없더라도 완만한 조정(확대)이 예상된다. 다만, 내년 연초 효과라든가 신규 자금 유입을 고려했을 때는 이러한 흐름이 오히려 도움이 될 것이다.

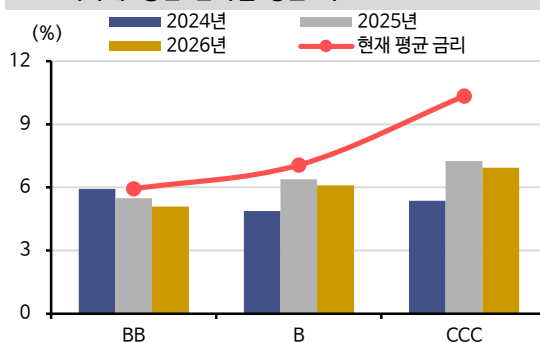
HY 고정금리 차주들은 여전히 차환을 서두를 필요가 없다. 2020~2021년에 저금리로 발행된 채권들이 많고, 2024~2026년 만기 채권들도 대부분 이표가 현재 시장 금리보다 낮기 때문이다. 즉, Index 금리 레벨을 지지해줄만한 종목 편입/교체 모멘텀은 다소 떨어진다. 반면, 레버리지론(LL) Index 금리는 지난 9월 이후 0.5%p 하락했음에도 0.1%p 하락한 HY 금리(7.2%)보다 여전히 1.31%p 높다. 낮은 쿠폰 스프레드로 전환하려는 레버리지론 Repricing과 CLO Refi/Reset이 활발함에도, 추세적인 금리 하락에 제동이 걸린 점이 투자에 우호적이다.

IG-HY 회사채 스프레드 산점도



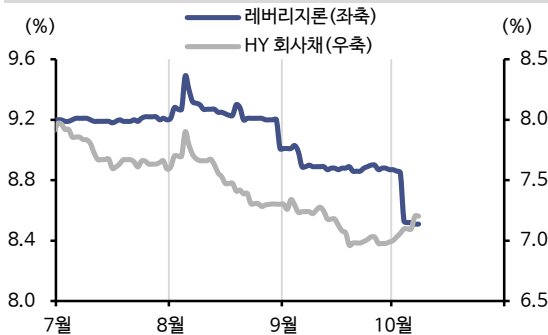
자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 2000년 9월~현재 기준

HY 회사채: 등급-만기별 평균 이표



자료: Bloomberg, 신한투자증권

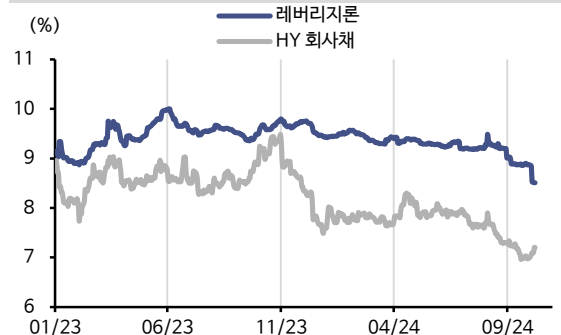
Index 금리(2024년 7월~현재)



자료: Bloomberg, 신한투자증권

주: Morningstar LSTA US Leveraged Loan 100 Index

Index 금리(2023년~현재)



자료: Bloomberg, 신한투자증권

주: Morningstar LSTA US Leveraged Loan 100 Index

대표 Senior Loan ETF 비교

레버리지론 대표 ETF인 SRLN, BKLN은 공통적으로 보유 자산의 최소 80%를 Morningstar LSTA U.S. Leveraged Loan 100 Index(이하 BM) 복제에 사용하도록 설계되어 있다. 다만, 나머지 20% 배분에 대한 전략적 차이가 존재하는데, BKLN은 안정성을 위해 8% 이상 MMF 상품에 배분하는 반면, SRLN은 무등급(1.2%), CCC급(4.6%), B급(77.8%) 배분을 늘림으로써 적극적인 BM 대비 초과 수익을 추구(상대적으로 높은 신용위험 감수)한다.

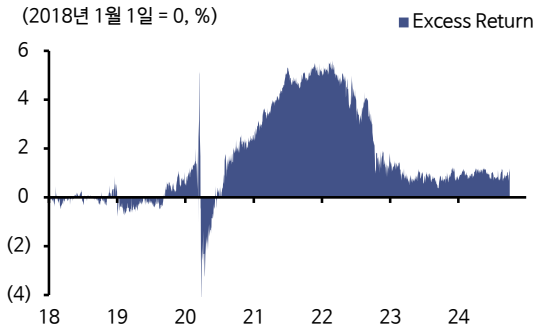
대표 Senior Loan ETF 비교

	Invesco Senior Loan ETF	SPDR Blackstone Senior Loan ETF
Ticker	BKLN	SRLN
전략	총 자산의 최소 80%를 Morningstar LSTA U.S. Leveraged Loan 100 Index를 구성하는 종목 대출에 투자	Markit iBoxx USD Liquid Leveraged Loan Index와 Morningstar LSTA U.S. Leveraged Loan 100 Index를 이기기 위해 순 자산(+차입)의 최소 80%를 선순위대출에 투자
총 보수(%)	0.67	0.70
ETF 매니저	Invesco	State Street
출시일	2011년 3월 3일	2013년 4월 3일
AUM	69.5억달러	60.2억달러
배당수익률(%)	8.63	8.76
듀레이션(년)	0.09	0.33

자료: Invesco, SSGA, MorningStar, 신한투자증권

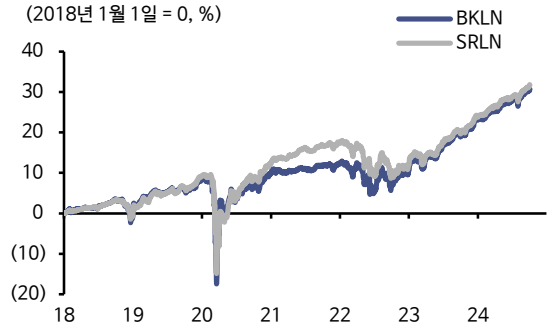
2018년 이래 누적 성과를 보면, 2020년 팬데믹 이후 2021년 말까지 특히 SRLN이 BKLN 대비 두드러진 초과 성과를 기록했다. 기준금리 인상이 시작된 2022년 이후로는 초과 수익이 빠르게 축소(금리 인상에 따른 신용위험 Pricing)되었지만, 꾸준히 (+) 초과 수익을 유지 중이다. SRLN은 단순히 BKLN을 아웃퍼폼하는 구간이 많을 뿐 아니라, 침체기에도 최대 손실 폭(SRLN -14.9% vs. BKLN -17.4%)을 줄여주는 등 Active 운용 성과가 전반적으로 양호했다. 글로벌 팬데믹 시기 약 60영업일 정도 언더퍼폼했지만, 이후 빠르게 순위를 재탈환했다.

SRLN 초과 수익(vs. BKLN)



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: Total Return 기준

누적 수익률

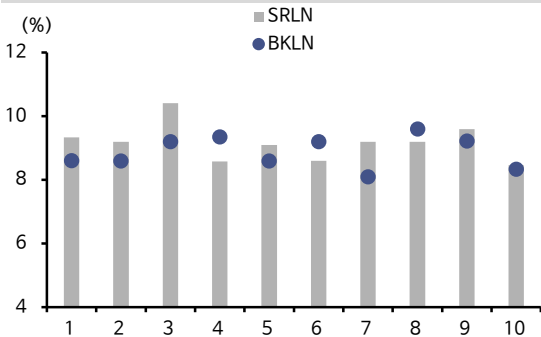


자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: Total Return 기준

HY 회사채에 레버리지론 가미(加味)

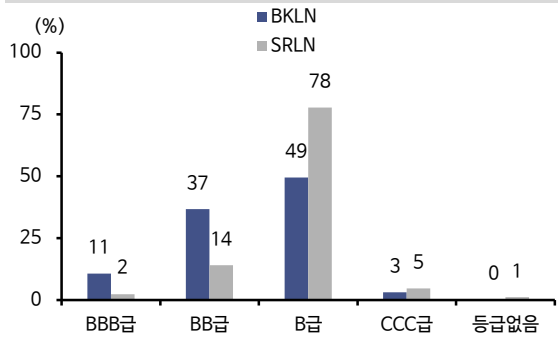
베이스 금리가 하락하면 변동금리(i.e. SOFR) 차주들의 펀더멘탈은 즉각적으로 개선된다. 원리금 상환 부담이 완화되면서 현금흐름 및 보유 유동성 개선 효과가 빠르게 나타나는 것이다. HY 회사채 차주의 약 45%(Index 액면가 기준)는 채권-대출 조달을 모두 활용하고, 레버리지론(LL) 차주는 약 40%가 채권-대출을 모두 쓰고 있다. 이들은 주로 B-CCC급에 분포하는데, 대출 의존도가 높은 차주를 중심으로 펀더멘탈 개선 및 랠리가 가능하다는 생각이다. 연착륙-리스크온 분위기가 고조되는 가운데, 미국 HY 회사채에 투자하면서 대출 익스포저를 혼합하여 포트폴리오 듀레이션을 축소하는 전략을 권고한다.

레버리지론 ETF: Top 10 종목 이표



자료: Invesco, SSGA, 신한투자증권

레버리지론 ETF: 신용등급 분포



자료: Invesco, SSGA, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 모승규).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 추가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주권사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당자료는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시장에서의 의견 및 추정치로서 실적차와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.