

해외 크레딧시장 전망

작용-반작용(Action & Reaction)

모승규

Fixed Income Strategist

☎ 02-3772-1796

✉ seungkyu.moh@shinhan.com

Contents

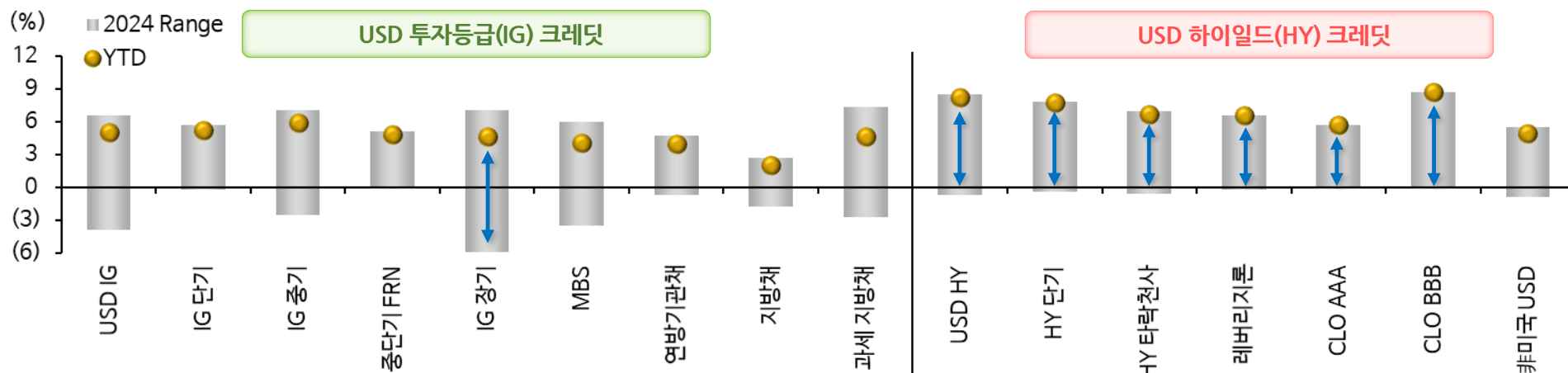
- I. 신용 펀더멘탈
- II. USD 투자등급 크레딧
- III. USD 하이일드 크레딧





2025년 해외크레딧 전망 [미국]

“현재 밸류에이션은 침체를 부정하고 연착륙을 반영하지만, 현실은 아직 확인 작업이 끝나지 않았다.”



USD 크레딧 투자 전략

- 1 (단기 전략) 캐리 추구
- 2 (장기 전략) 듀레이션 확대, Quality 자산 선호
- 3 (초과 수익) 섹터 선별 및 다각화

Part I.

신용 펀더멘탈



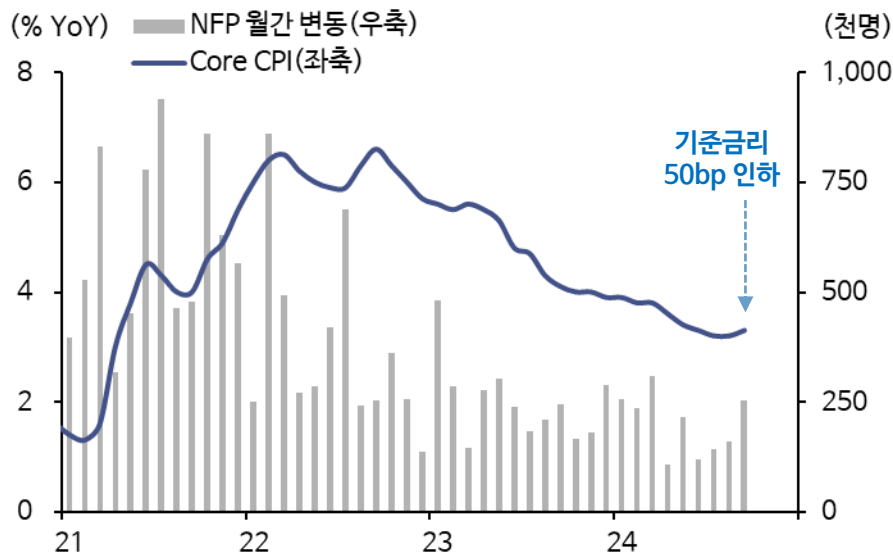
I. 신용 펀더멘탈



美 통화정책 정상화: 작용-반작용

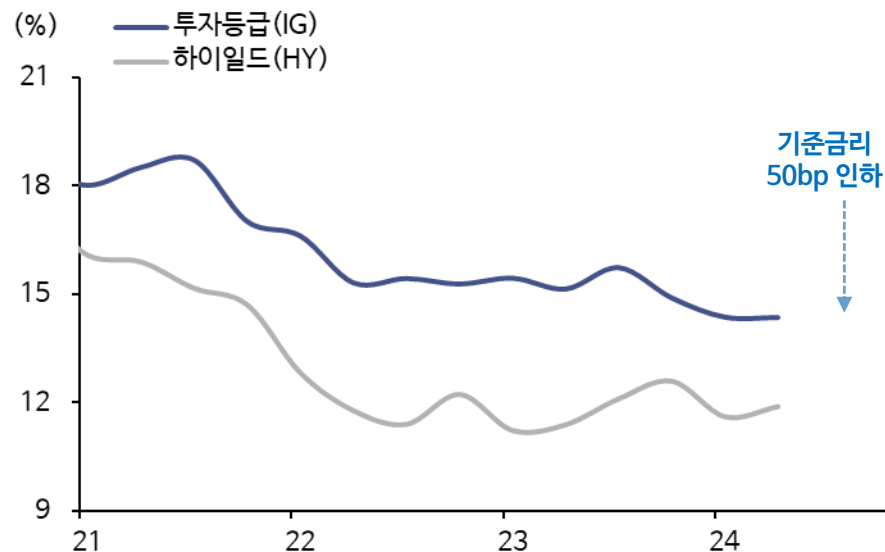
- 美 연준은 두 가지 책무(완전 고용, 물가 안정) 달성을 위해, 통화정책을 정상화하면서 평형에 가깝게 경기 부하를 줄여나가야 함
- 이때 통화정책 정상화가 고용과 물가에 미치는 영향은 단기적으로 반대에 가까움 (작용-반작용)
- 금리 인하는 기업 유동성 개선에 기여하겠으나, 거시경제 수준에서는 고용 견조한 가운데 인플레이 자극하지 않을 정도로 완화를 유지해야하는 어려움이 지속

미국: 소비자물가지수(CPI) 및 비농업고용(NFP)



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국: 기업 유동성 추이



자료: Bloomberg, 신한투자증권
주: 차입금 대비 현금 비중 (2024년 6월말 기준)

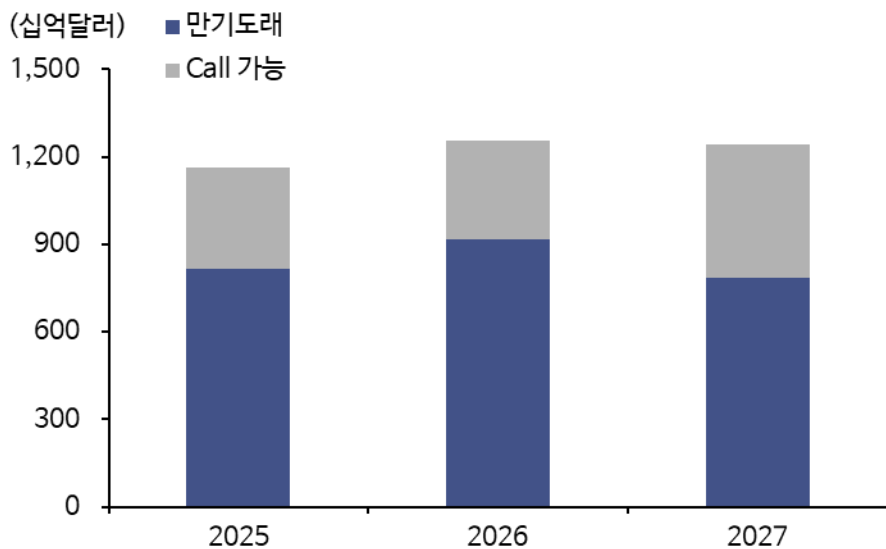
I. 신용 펀더멘탈



제로금리 부채: 투자등급(IG) 회사채

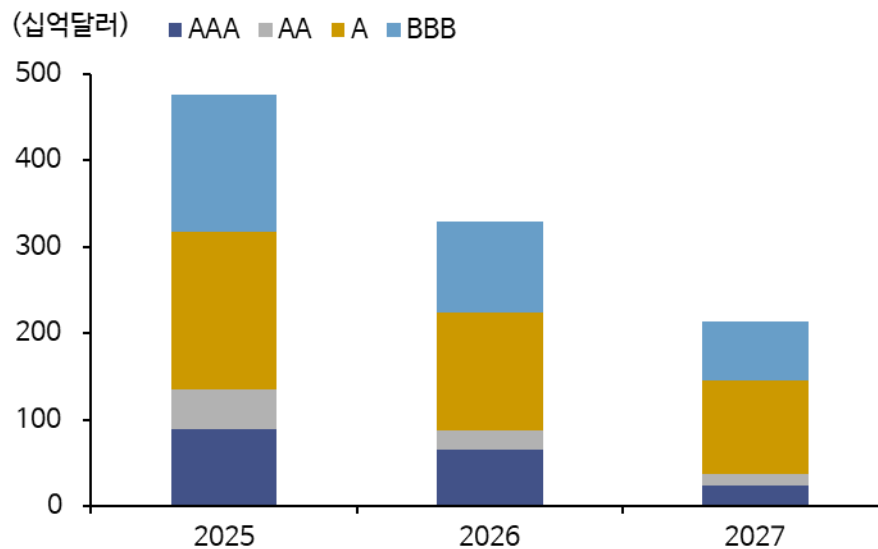
- 제로금리 부채(Zero-Rate Debts), 즉 과거 초저금리 시대 - ① 2008년 12월~2015년 12월(Post-GFC) 또는 ② 2020년 3월~2022년 3월 발행(팬데믹) - 에 발행된 회사채의 만기는 주로 2025~2027년에 집중
- IG 회사채는 2025~2027년 차환 부담 자체는 비슷하지만, 이자 부담이 적은 제로금리 부채는 2025년 만기 도래액이 가장 많음
- 즉, 기준 금리가 빠르게 제로금리로 회귀하지 않는 이상, IG 기업들의 평균 이자비용은 2025년을 전후로 구조적으로 상승

미국 IG 회사채: 3개년 차환 부담



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 IG 회사채: 제로금리 부채



자료: Bloomberg, 신한투자증권

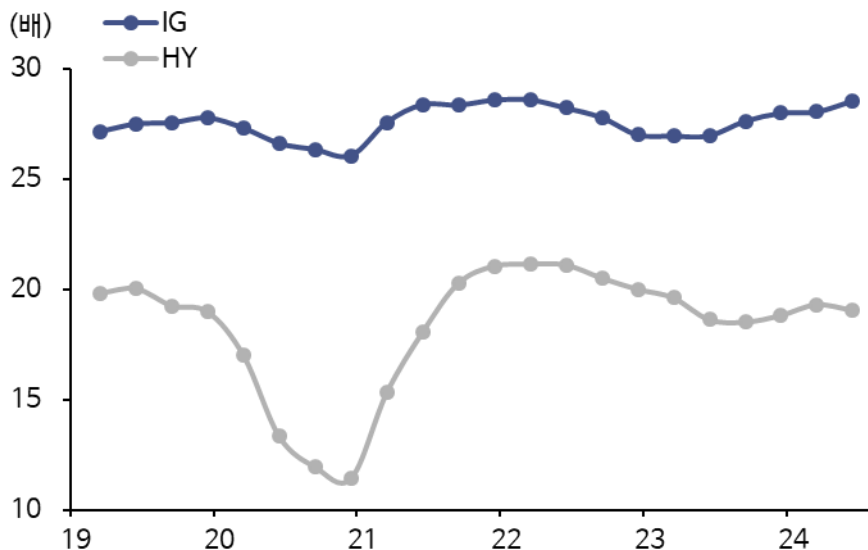
I. 신용 펀더멘탈



제로금리 부채: 투자등급(IG) 회사채

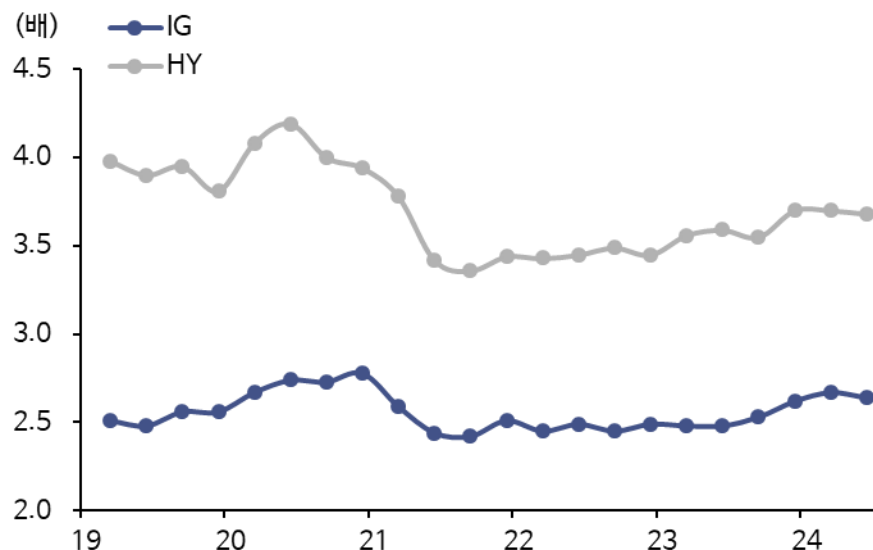
- 이자비용 증가가 IG 기업 수익성에 일부 부정적 영향을 끼칠 수 있겠으나, 이익 창출이 견조한 만큼 전반적인 상쇄 예상
- 미국 IG 기업들의 수익성(EBITDA Margin)은 팬데믹 이전(Pre-Pandemic)보다 오히려 개선
- 고금리 환경에서도 기업 이익이 크게 훼손되지 않았음이 최근 분기 실적을 통해 확인
- 부채 커버리지 능력을 나타내는 순차입금/EBITDA도 소폭 상승에 그치고 있어, IG 신용 지표 자체는 견조한 추세 유지할 것

미국 기업: EBITDA 마진



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 기업: 순차입금/EBITDA



자료: Bloomberg, 신한투자증권

I. 신용 펀더멘탈

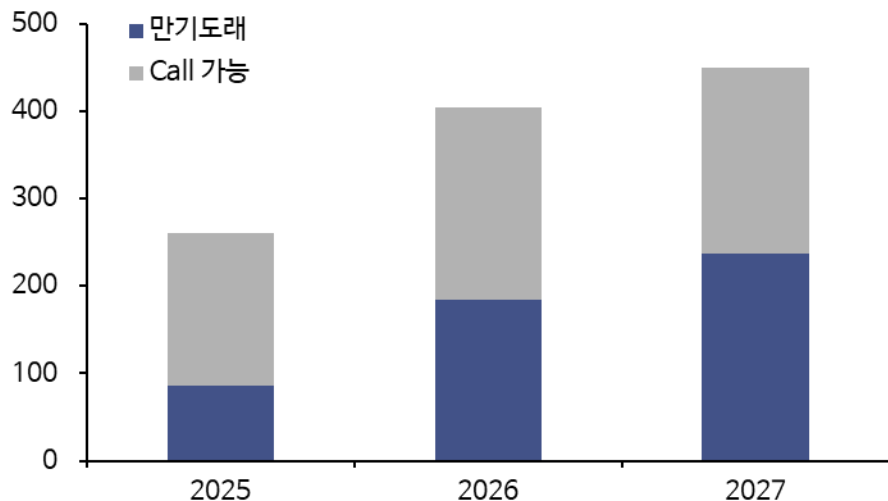


제로금리 부채: 하이일드(HY) 회사채

- HY 회사채의 경우, 내년 차환 부담(약 2,606억달러)이 향후 3개년 가운데 가장 적으며, 제로금리 부채도 내년 만기도래액(521억달러)이 가장 적음
- HY 기업들이 작년과 올해 차환을 통해 만기 구조를 적절히 관리해왔고, 하위 등급 업체 일부가 사모 시장으로 빠져나간 영향
- 최소 2025년 연중까지는 조달 관련 위험이 제한적일 것으로 예상

미국 HY 회사채: 3개년 차환 부담

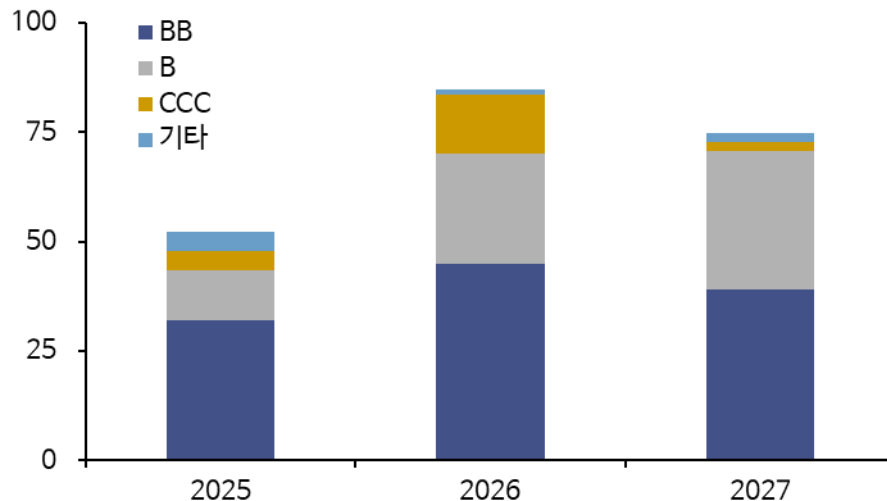
(십억달러)



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 HY 회사채: 제로금리 부채

(십억달러)



자료: Bloomberg, 신한투자증권

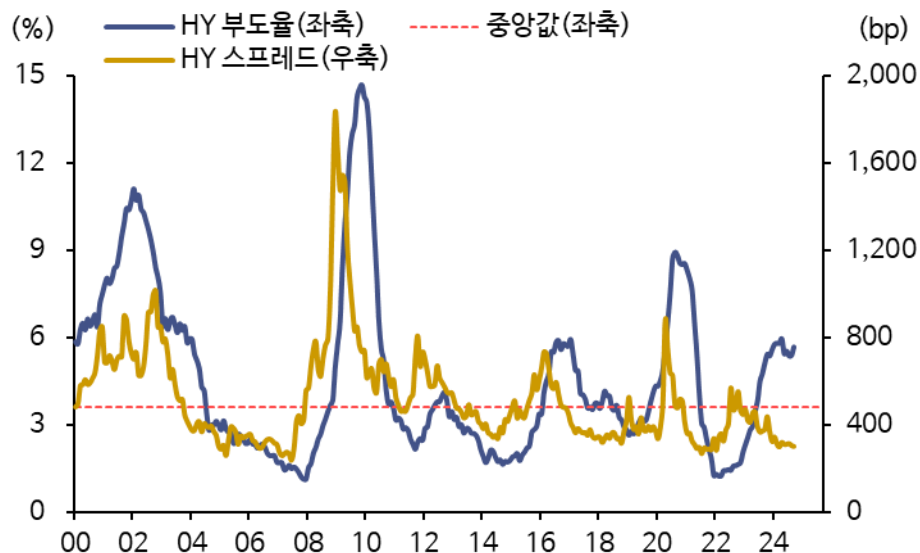
I. 신용 펀더멘탈



기업 부도율과 신용등급

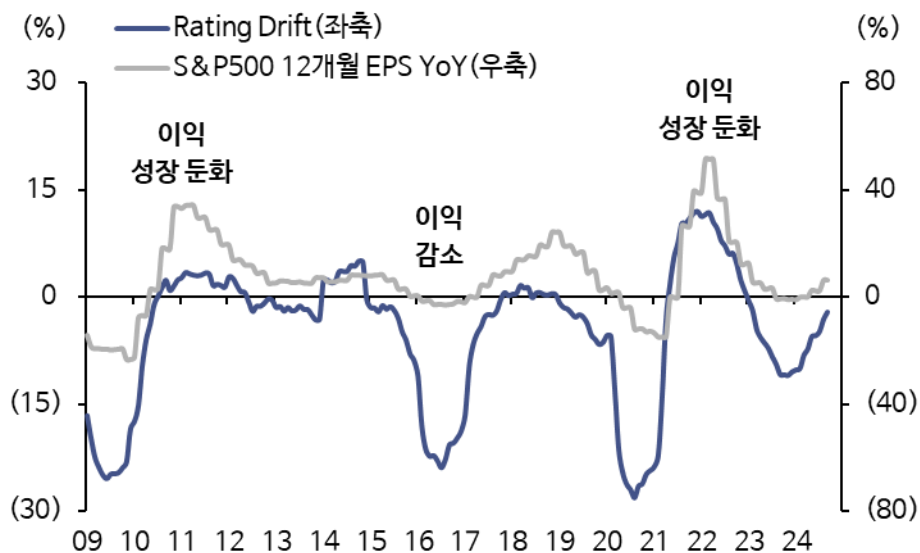
- 일반적으로 낮은 스프레드(선행)는 부도율(후행) 변화에 긍정적인 시그널
- 신용등급 방향성(Rating Drift) 저점은 대체로 부도율 고점과 일치해왔지만, 이번 사이클은 선행 ('23년 11월 > '24년 4월)
- 미국 HY 부도율도 피크아웃은 했다는 판단. 다만, Moody's의 부도율 전망치는 9월 이후 조금씩 상향 조정되고 있음
- 부도율 개선 속도는 과거 대비 다소 느릴 전망 (∵ 2025년 점진적 인하 경로)

미국 HY 부도율 및 크레딧 스프레드



자료: Moody's, Bloomberg, 신한투자증권

신용등급 방향성과 기업 이익 성장



자료: Moody's, Bloomberg, 신한투자증권

주: Rating Drift = (Notch 상향 업체 수 - Notch 하향 업체 수) ÷ 전체 발행사 수

Part II.

USD 투자등급 크레딧



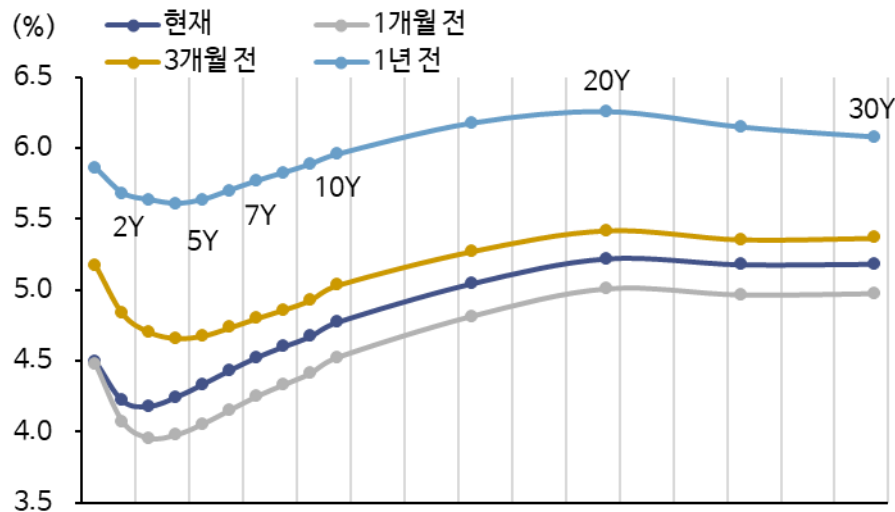
II. USD 투자등급 크레딧



① 투자등급(IG) 회사채

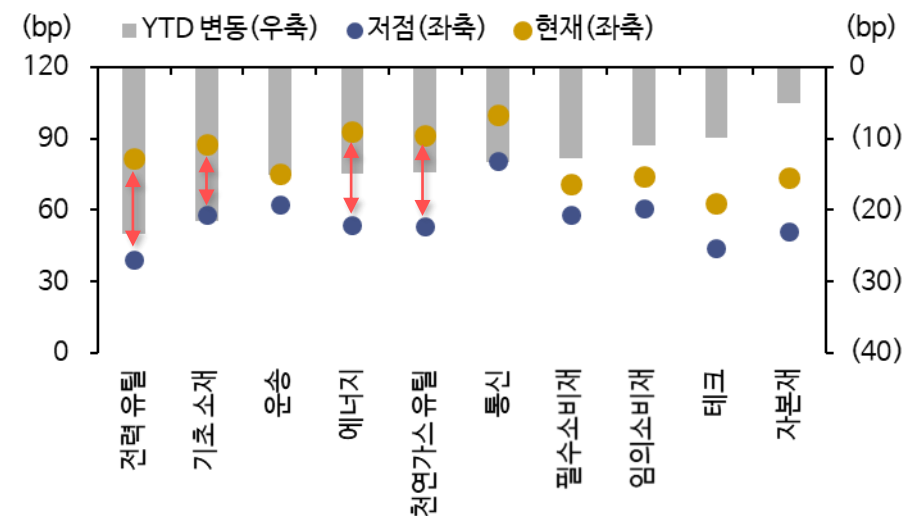
- 연착륙 기대 등 낙관적 美 경기 전망(장기물 금리 상승)
- 커브 스티프닝에 따른 보험/연기금 매수 유입 강화, 금리 인하 사이클, 연초 효과 등 2025년 양호한 수요 환경을 기대
- A급, 5~7년 구간 최선호. 향후 인하 속도 조절 가능성(금리 커브 하향 여력), Roll-Down 등 캐리 매력, 금리 상승 위험 등 고려할 때 안정적 성과 기대
- 조금 더 긴 호흡에서는 인플레이 또는 침체 우려 되살아나는 경우, Quality 자산 선호 다시 강화될 수 있음

미국 IG 회사채(A급) 수익률 곡선



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 IG 회사채: 비금융 섹터 스프레드



자료: Bloomberg, 신한투자증권
주: 저점은 2010년~현재 기준

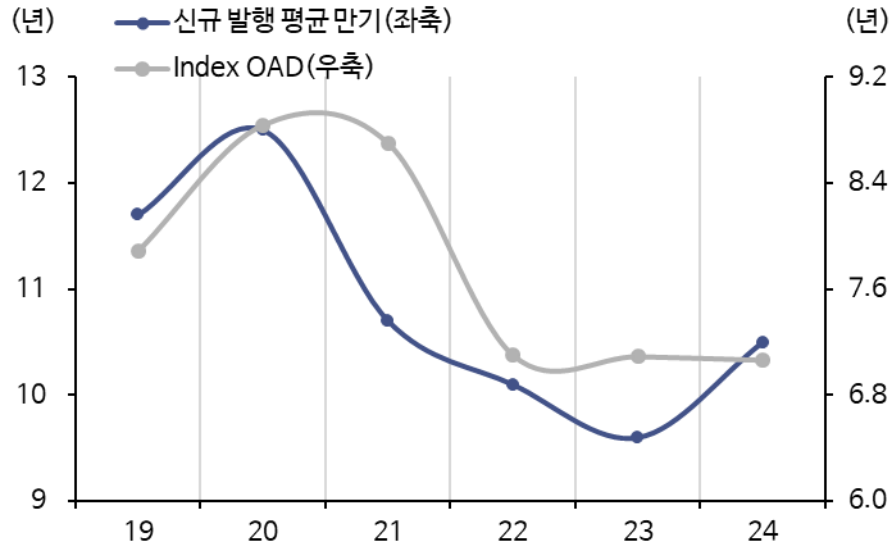
II. USD 투자등급 크레딧



① 투자등급(IG) 회사채 [은행]

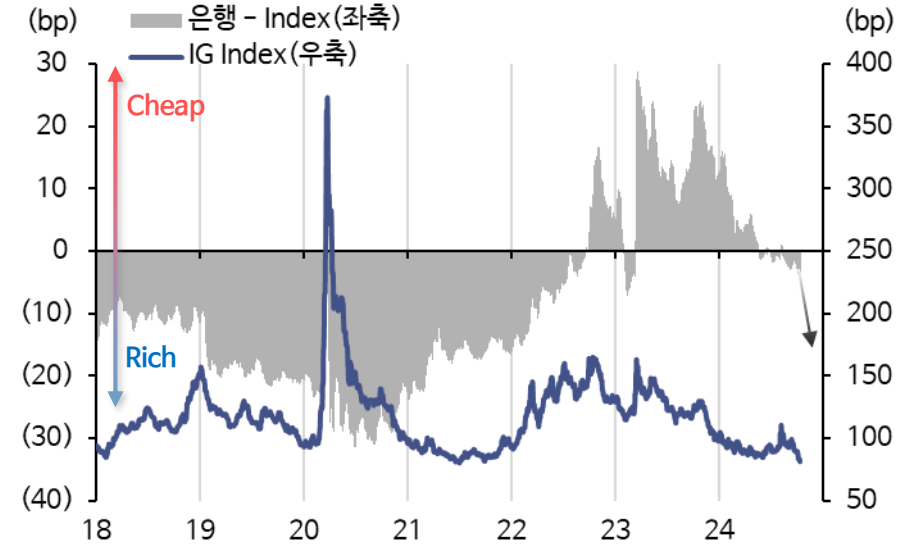
- 올해 장기물 발행 증가로 IG 회사채 신규 발행 평균 Tenor는 10.5년으로 상승
- 중장기물 Tranche 발행이 많은 은행채도 보험/연기금 등 장기채 수요에 힘입어 물량 소화 원활할 전망
- 2022년 이후 IG Index와 은행채 스프레드 간 레벨 차이는 대부분 축소됐으나, 가격 관점에서 추가 강세 여력도 존재

미국 IG 회사채: 신규 발행 평균 만기



자료: Bloomberg, Dealogic, 신한투자증권

미국 IG Index 대비 은행 스프레드 프리미엄



자료: Bloomberg, 신한투자증권

II. USD 투자등급 크레딧



② Agency MBS

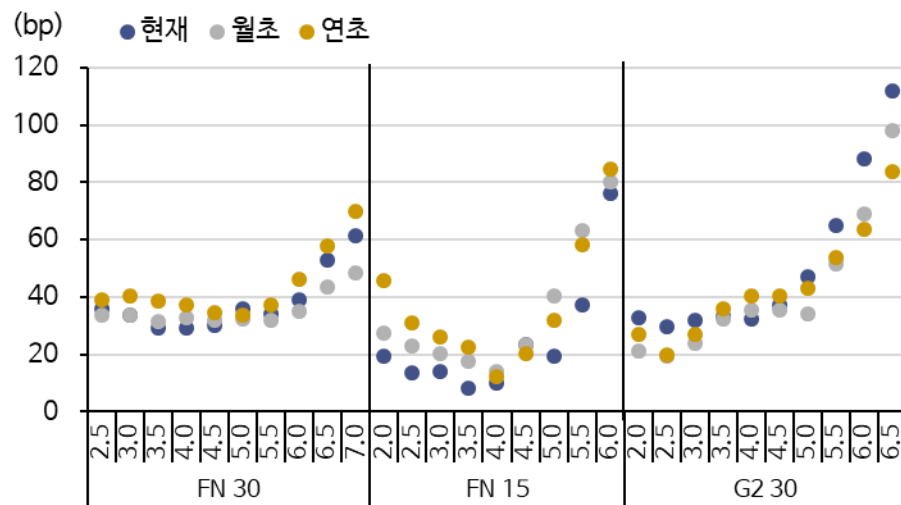
- Basel III Endgame(B3E) 수정안 확정 지연되고 있으나, 할인채/할증채 중심의 아웃퍼폼 지속될 전망
- 30년 모기지 고정금리(현재 6% 중반) 빠르게 하락하기 어려운 국면. 최소 4%대 하락 전까지 조기상환 위험(Call Risk) 제한적
- 구조적인 주택 공급 부족으로 기초자산(모기지) Credit Risk도 낮음
- 점진적인 인하와 연착륙 기대가 이끄는 Risk-On은 MBS에 긍정적. 다만, 패시브 ETF 투자로 IG 대비 초과 수익 쉽지 않을 것
- 방어적(Defensive) 자산배분에 있어서도 활용도 제한. IG 회사채 대비 위험완화 효과가 있지만, 연방기관채(공사채)보다는 열위

TBA 스프레드

날짜	이벤트
2023년 7월	FDIC, 미국 Basel III 개혁안(Basel III Endgame, B3E) 초안(Proposal) 공개
2024년 7월	파월, 연준이 FDIC, OCC와 함께 제안 수정(Re-Proposal)을 추진 중이라고 언급 [EU] 강화된 Basel III 규제 도입을 2026년 1월 1일로 1년 연기
2024년 8월	파월, 제이미 다이먼(JP Morgan) 등 대형은행 CEO들과 비공개 회동
2024년 9월	10일 美 연준 부의장 Michael Barr, 규제자본 증가 9% 내외로 하는 중재안 계획 제시 [영국] 강화된 Basel III 규제 도입을 2026년 1월 1일로 1년 연기

자료: Bloomberg, 신한투자증권

TBA 스프레드



자료: Bloomberg, 신한투자증권

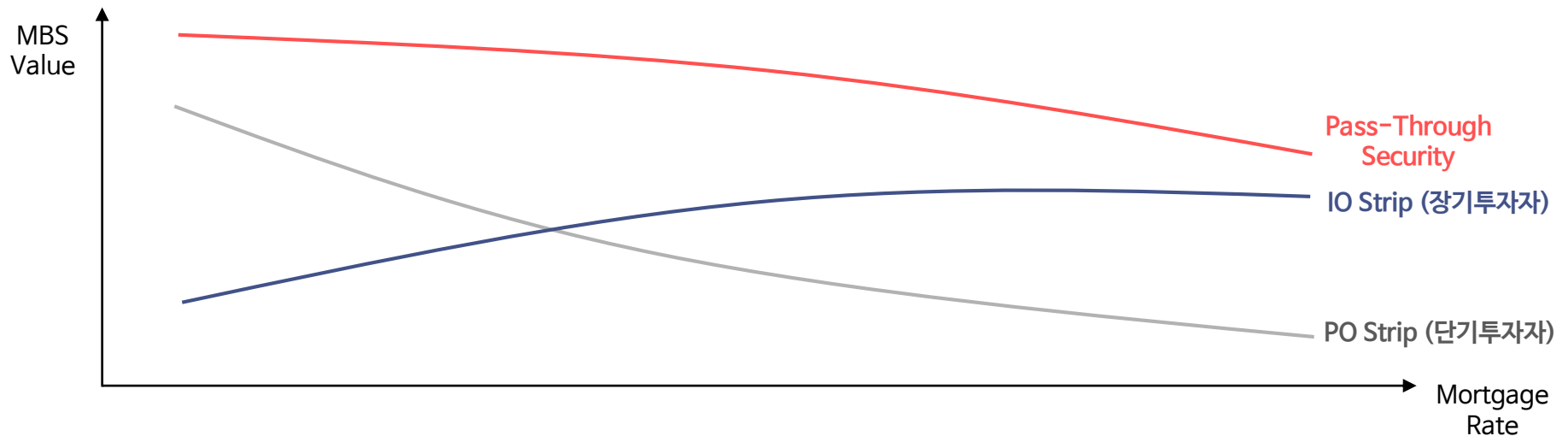
II. USD 투자등급 크레딧



② Agency MBS [Strip]

- Pass-Through 증권 이자 부(IO Strip)와 원금 부(PO Strip)를 분리한 Strip → Investment Horizon에 따른 Two Track 전략 제안
- 미국의 점진적 인하 경로(금리 하방 경직, Base Scenario) 하에서 기본 선호도는 IO Strip(이자 부) > PO Strip(원금 부)
- IO Strip(이자 부), 할증채(Premiums)는 원금 상환이 늦춰질수록(Pool 수명 연장) 유리. 안정적 수익을 장기 수취하려는 투자자에 적합
- 단기 투자자의 경우, 미국 10년물 금리 속등 직후 PO Strip(원금 부), 할인채(Discounts)을 매수하고, 금리 하락 구간에서 빠르게 매도하는 Trading 가능

모기지 금리와 MBS 가격



자료: 신한투자증권
주: 액면채 (Par Bond) 기준

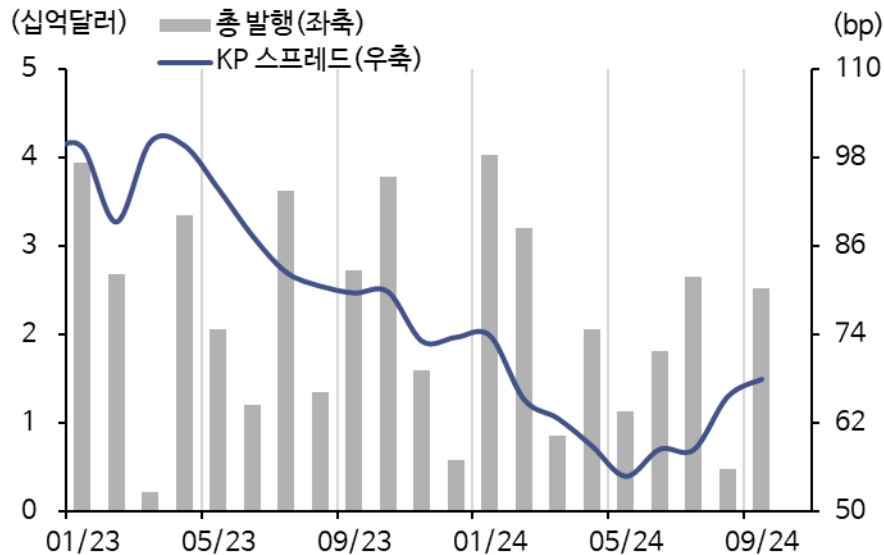
II. USD 투자등급 크레딧



③ 한국물(KP)

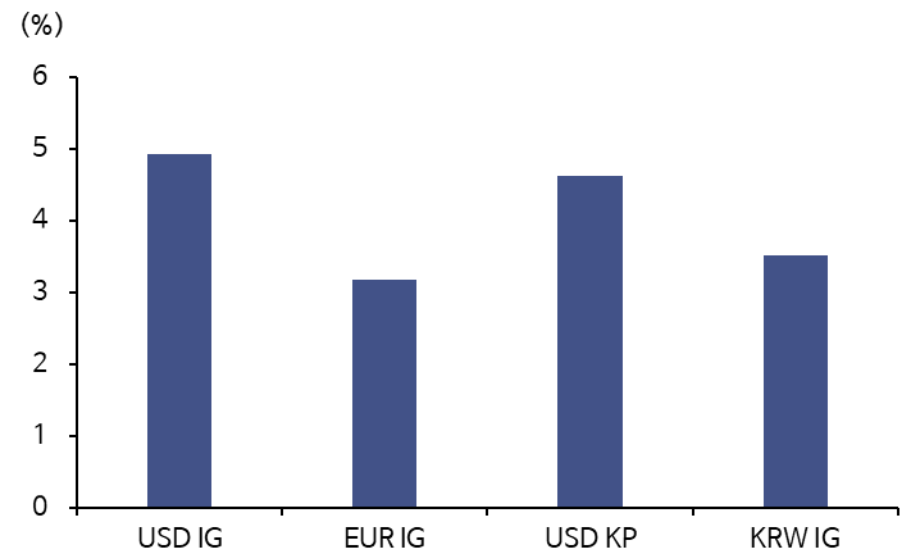
- 최근 美 연착륙 기대가 강화된 점은 크레딧 시장에 단기적으로 호재이지만, 비우량채 대비 수요 강화는 제한적일 수 있음
- 한국물(KP)은 신용등급 구성(AA~A급) 면에서 USD IG Index 대비 우수. 非미국 USD 우량채 투자자 니즈를 충족
- EM USD 채권 가운데 높은 비중 차지하는 중국의 경기 불확실성 지속. KP의 아시아 채권 시장 內 대안 지위 유지, 반사 수혜 지속 전망

USD KP: 회사채 스프레드 및 총 발행



자료: Bloomberg, 신한투자증권

글로벌 회사채 금리 비교



자료: Bloomberg, 연합인포맥스, 신한투자증권
주: KRW IG는 원화 회사채 AA-(3년) 기준

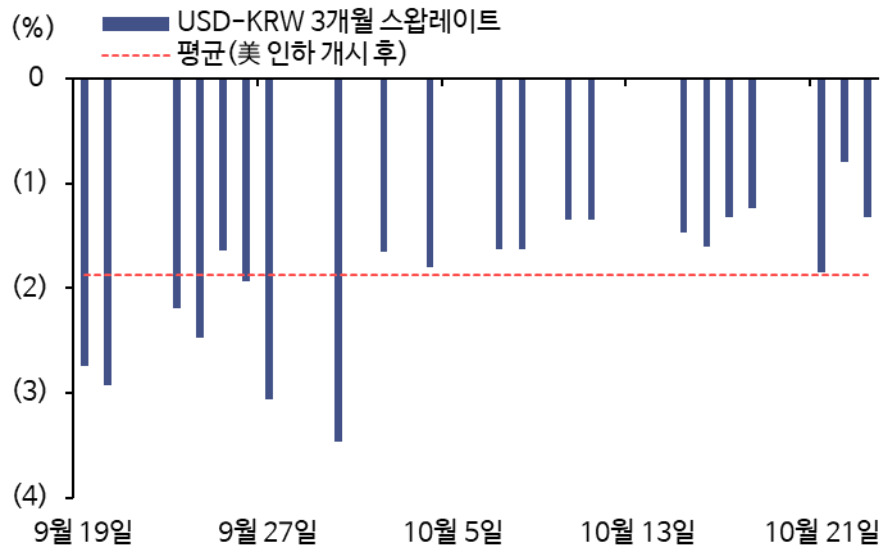
II. USD 투자등급 크레딧



③ 한국물(KP)

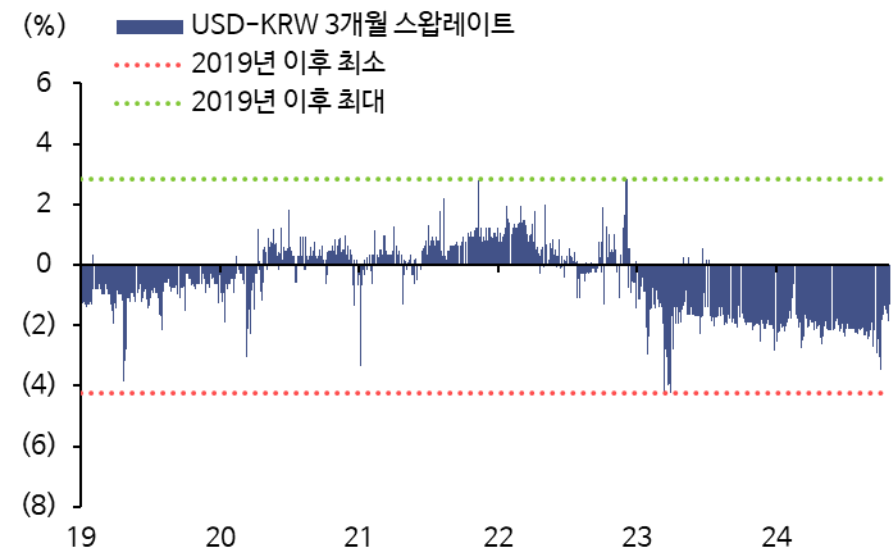
- 올해 韓-美 기준금리 인하 개시 이후 3개월 스왑레이트 변동성 확대
- 내외금리차를 반영한 스왑레이트 적정 수준(Fair Value)은 160~180bp
- 강달러 완화가 지연됨에 따라, 국내 보험사 익스포저는 감소하고 F/X 헤지를 하지 않는 국내 은행, 외국인 매수 증가
- F/X 헤지가 필수불가결한 KRW 투자자의 유입 회복은 당초 예상보다 시간 소요될 전망

USD-KRW 3개월 스왑레이트(2024년 韓-美 금리 인하 직후)



자료: 연합인포맥스, 신한투자증권

USD-KRW 3개월 스왑레이트(2019년~현재)



자료: 연합인포맥스, 신한투자증권
주: 특이값(Outlier) 제외 기준

Part III.

USD 하이일드 크레딧



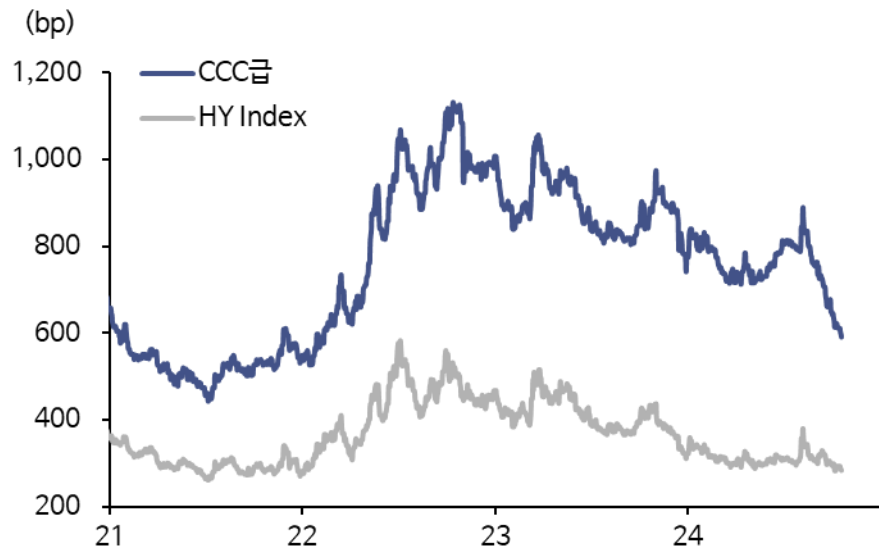
III. USD 하이일드 크레딧



① 하이일드(HY) 회사채

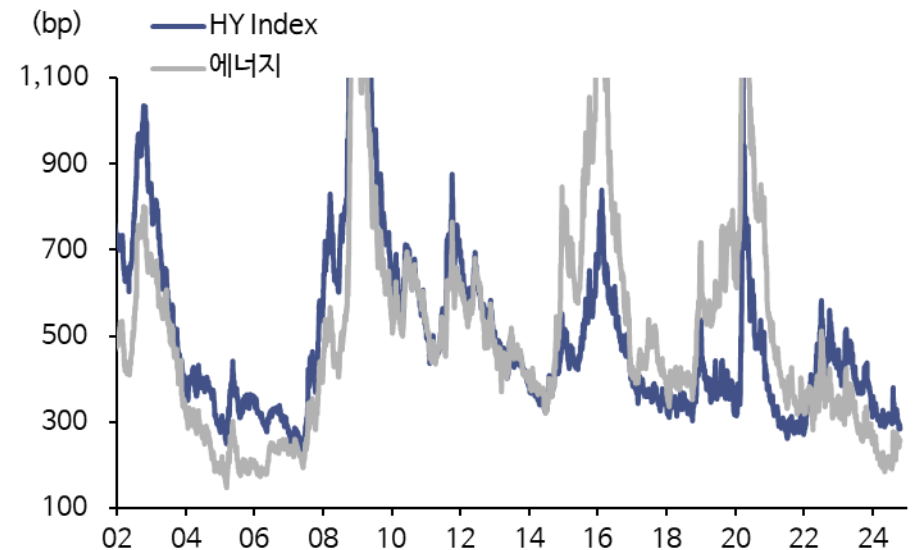
- 연착륙 기대 등 낙관적 美 경기 전망으로 듀레이션이 짧은 비우량 크레딧 수요 강화(Search for Yield)
- 내년 연초 효과에 따른 자금 유입은 평년 수준 예상. 시장 컬러 변화가 크지 않다면, 상반기 비우량채 수요 지지될 것
- HY 회사채 Index 추가 랠리 여부는 1) CCC급 강세, 2) 에너지 섹터(美 대선 리스크로 올해 축소분 모두 반납, 10월 기준)에 달려 있음

미국 CCC급 회사채 스프레드



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 HY 에너지 스프레드



자료: Bloomberg, 신한투자증권

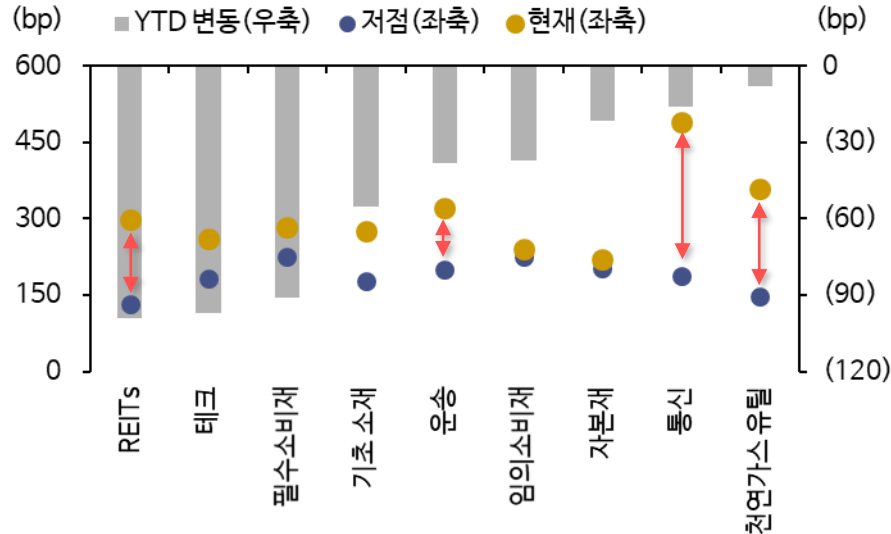
III. USD 하이일드 크레딧



① 하이일드(HY) 회사채

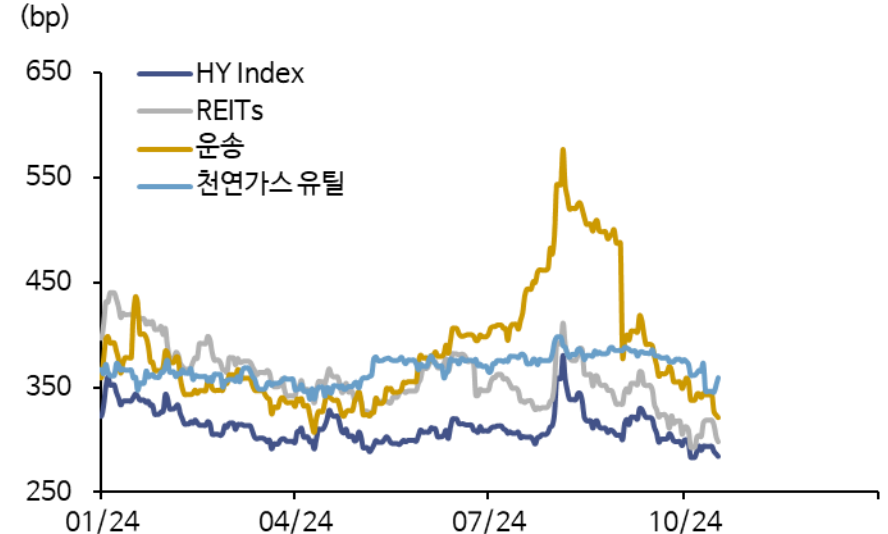
- 업종 및 종목 선택에 따른 성과 차별화 기회는 HY가 IG보다 두드러질 것으로 기대
- Active 투자에 따른 Excess Return 추구
- REITs, 운송, 천연가스 유틸 등 섹터 매력에 주목. 통신은 가격 저렴하지만, 섹터 특유 이슈(i.e. 디레버리징 진행)로 비선호

미국 HY 회사채: 비금융 섹터 스프레드



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 저점은 2010년~현재 기준

미국 HY 회사채: 업종별 스프레드



자료: Bloomberg, 신한투자증권

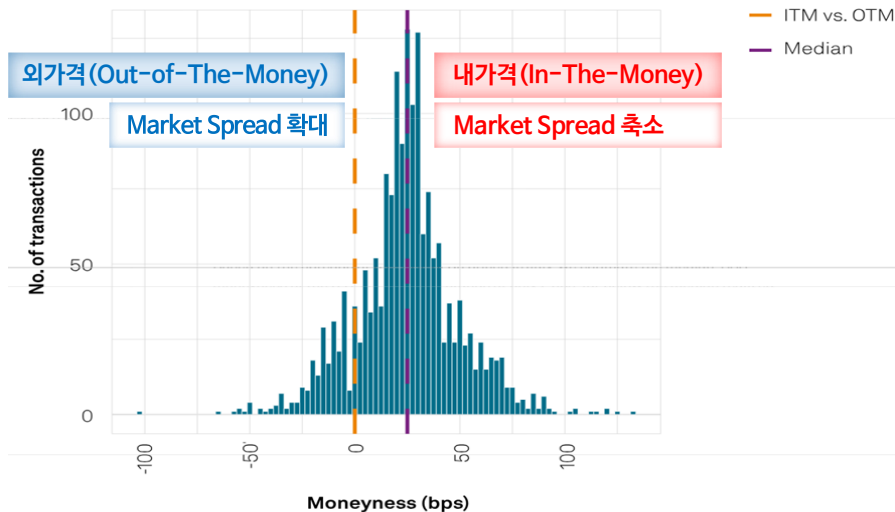
III. USD 하이일드 크레딧



② CLO

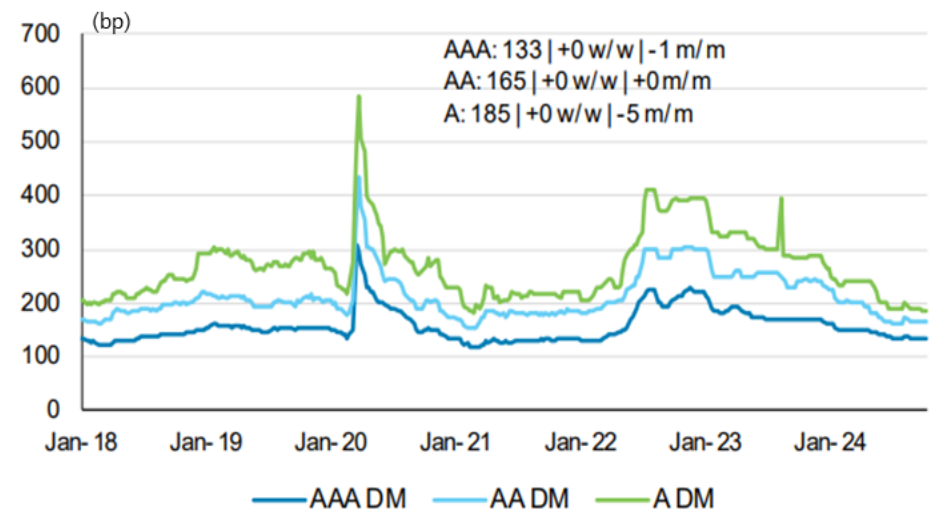
- 시장 스프레드보다 Coupon 스프레드가 높은(ITM) CLO 증가 → Refi/Reset 증가(원리금 재투자 증가), Call 감소
- 2021년 Vintage의 Moneyness 중앙값은 +2bp 수준. CLO 스프레드 추가 축소된다면 Refi/Reset 계속 증가
- 스프레드 횡보 or 소폭 확대 나오더라도, 2022~2023년 Vintage(Non-Call 2024년말 종료 CLO) Refi/Reset 증가할 것
- 재투자기간 종료 CLO, Loan Repayment/Repricing 증가 → CLO AAA부터 Full Amortization(원금 상환) 가속화
- 금리 인하로 수익률 점차 하향되겠으나, 당분간 높은 캐리와 가격 안정성(초단기 듀레이션)에 초점. 대출 차주 환경도 점진 개선

미국 CLO AAA: Moneyness와 거래량



자료: S&P, 신한투자증권 인용

미국 CLO 스프레드



자료: Barclays, 신한투자증권 인용

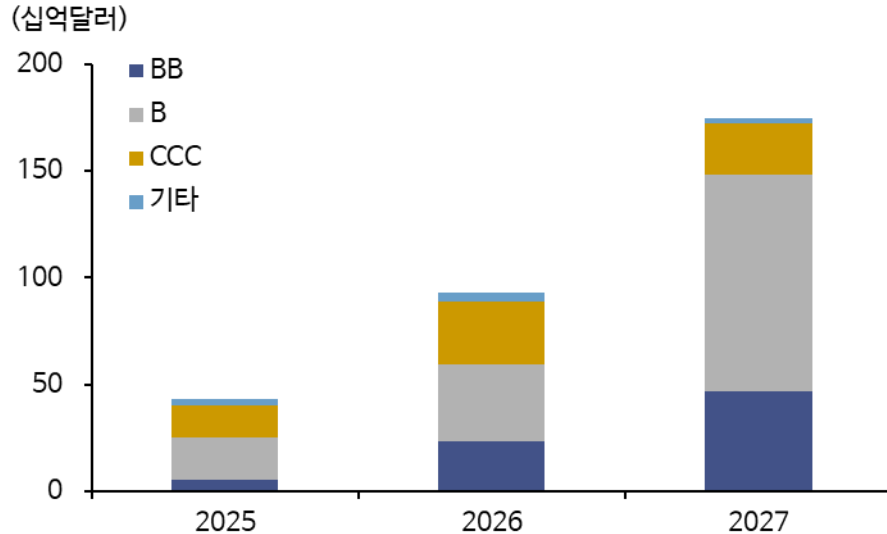
III. USD 하이일드 크레딧



③ 레버리지론

- 레버리지론은 연착륙 기대와 리스크온 분위기에 힘입어 올해 강세를 유지
- CCC급 차환 리스크 완화된 부분에 대한 2025년 추가 강세 프라이싱을 기대
- 올해 채권에 비해 대출 부도율 상승 폭이 컸지만, 회수율을 감안한 최종 손실이나 실질 위험은 크지 않았던 것으로 판명됨
- 올해 대출 Repricing 활발했던 만큼, 레버리지론 만기 구조(Maturity Profile)도 개선 → 2025년 차환 리스크 크지 않음

레버리지론: 만기 도래액



자료: S&P, 신한투자증권 인용

레버리지론 가격



자료: Bloomberg, 신한투자증권
주: Morningstar LSTA US Leveraged Loan 100 Index 기준

Compliance Notice



Compliance Notice

발행일: 2024년 10월 30일

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 모승규)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 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 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우
----	---	----	--