

# 미국 CLO 시장 신용분석



Credit Analyst

모승규

(02) 3772-1796

seungkyu.moh@shinhan.com

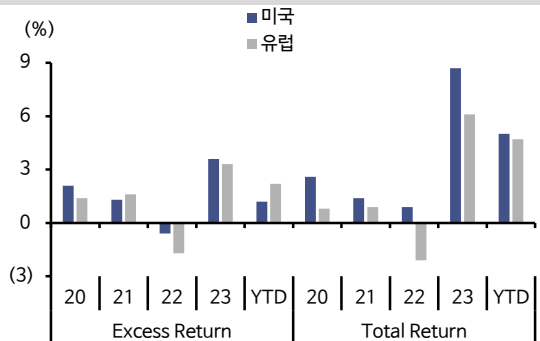
## 미국 BSL CLO: Market Update

대부분 변동금리 베이스인 CLO는 3개월마다 금리가 갱신되므로, 美 연준의 금리 인하에 따른 일드 감소는 3개월 간격으로 지연(Lagging) 반영된다. 가파른 인하(Big Cut)가 나오기 전까지는 이러한 지연 효과와 1년 미만 초단기 듀레이션이 양호한 절대 수익을 제공할 것이다. 2008년 금융위기(GFC)를 제외하면 금리 인하 사이클에서 CLO AAA Total Return이 마이너스 전환한 사례는 글로벌 팬데믹(2020년 3월) 뿐이다. 하지만, 이는 이미 낮은 금리 레벨에서 스프레드 확대(손실)가 발생한 것이기 때문에, 지금의 환경과는 다소 차이가 있다.

권역별 Total Return은 금리 레벨 차이로 미국 CLO가 5개년 연속 유럽을 이기고 있지만, Index 대비 Excess Return은 올해 YTD 기준(+2022년) 유럽이 아웃퍼폼하고 있다. CLO 스프레드도 미국 대비 유럽 강세 폭이 컸는데(F/X 차이 제외), 금리 레벨 차이에 따른 신용위험을 차등 반영한 것으로 풀이된다.

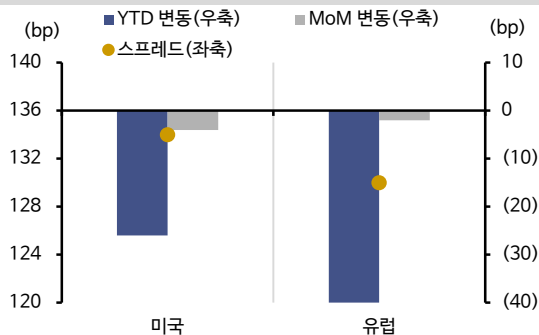
다만, 유럽 CLO 시장(약 2,500억달러)은 미국(약 1조달러)에 비해 규모가 작고, 유럽의 기초자산(대출) 신용도는 상대적으로 더 열위한 경향이 있기 때문에 CCC급 대출에 대한 배분은 적고, CLO AAA 신용보강(Credit Enhancement) 비율(39% vs. 미국 36%)은 더 높다. 과거 신용등급 변동(Transition)이나 부도율 데이터를 보더라도, 미국이 유럽에 비해 소폭 양호한 것으로 나타난다. 초과담보(Overcollateralization, OC) 테스트에 있어서는 유럽은 미국보다 더 높은 Trigger Value(CLO 포트폴리오 가치 하락 시 후순위 채권자에 대한 현금흐름이 AAA 투자자에게 우회하도록 변경되는 기준치)를 부여하고 있다.

### BSL CLO AAA 투자 성과



자료: Barclays, Bloomberg, Palmer Square, Markit, Yield Book, LCD

### BSL CLO AAA 스프레드



자료: Barclays, Bloomberg, Palmer Square, Markit, Yield Book, LCD

### 글로벌 CLO: 신용등급 변동 및 부도율

	변동없음(%)	등급상향(%)	등급하향(%)	부도율(%)	부도건수(건)
미국	80.1	15.0	4.9	0.3	59
유럽	78.0	12.4	9.5	0.4	22

자료: S&P, 신한투자증권 / 주: 1996~2023년 기준

### 미국 CLO: 원금 손상(Impairment) 후 최종 LGD

최초등급 기준(%원금)				최종등급 기준(%손상 잔고)			
등급	건수	중앙값	표준편차	등급	건수	중앙값	표준편차
IG	15	16.1%	33.4%	HY	25	100.0%	0.0%
HY	10	100.0%	18.6%				
전체	25	70.4%	40.8%	전체	25	100.0%	0.0%

자료: Moody's, 신한투자증권 / 주: 1993~2023년 기준

## 미국 CLO: 신용분석 및 평가

### 디폴트(Default)

GFC 이후 CLO AAA는 디폴트 사례가 없다. CLO AAA에서 등급 하향된 경우 (3.8%, 1996~2023년 기준)는 있지만, 최초 등급(Original Rating)이 AAA였던 Tranche의 최종 부도 이력은 '0건'을 기록 중이다. 또한, 미국 CLO AAA는 작년 까지 9개년 연속 '등급 하향 0건'을 유지하고 있으며, 투자등급 CLO 부도율은 2010년 이래 0%라는 점에서 Senior Tranche 편터멘탈은 양호한 흐름을 보인다.

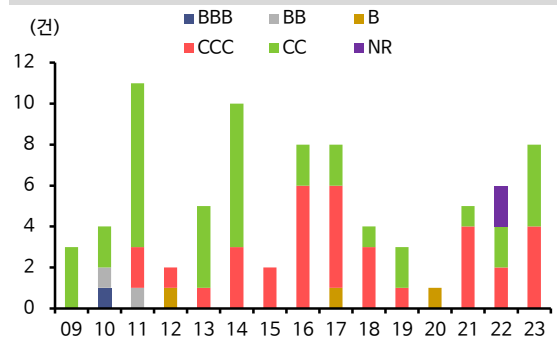
CLO 부도율은 일반적으로 기업(Corporate) 부도율에 비해서는 후행적이다. 이는 CLO 매니저가 Junior Tranche를 활용해 이자 지급을 연기할 수 있고, 최스트레스 및 충격을 흡수하는 Equity Tranche가 별도 신용등급을 부여받지 않기 때문(부도율 통계에도 산입되지 않음)이다. 또한, 2023년 기업 부도의 75%는 CCC급 이하 차주로부터 발생했지만, CLO 매니저들은 CCC급 이하 익스포저를 억제해온 점이 일부 기여했다. 올해 CLO Reset/Refi도 Refi 대비 Reset에서 CCC급 비중이 작게 나타난다.

### 글로벌 CLO: 신용등급 Matrix

	AAA	AA	A	BBB	BB	B
AAA	96.2%	3.8%				
AA	22.1%	76.4%	1.5%			
A	26.1%		71.5%	2.4%		
BBB	20.8%			70.7%	8.5%	
BB	13.2%				69.8%	17.0%
B	2.7%					86.6%

자료: S&P, 신한투자증권 / 주: 1996~2023년 누적 기준

### 글로벌 CLO 부도 건수



자료: S&P, 신한투자증권 / 주: 연초 기준 Default된 Tranche 수

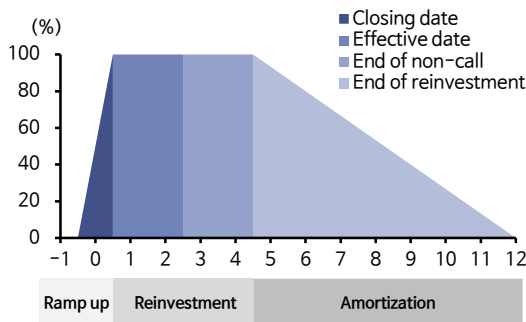
한편, 몇몇 대출들이 부실화했을 때, 그 특정 자산 가치를 보호하고 전체 포트폴리오 위험을 완화하는 것이 CLO 매니저의 가장 중요한 역할(역량)이다. 재투자 기간(Reinvestment Period) CLO는 대출 매각 등을 통한 수익 개선, 신용 보강에 상당한 유연성이 주어지지만, 일단 재투자가 끝난(Post-Reinvestment Period) CLO는 거래 활동에 제약이 있다. 따라서, Post-Reinvestment CLO 신용도는 일반적으로 Reinvestment Period CLO에 비해 열위하다. 올해 Reset에서는 Post-Reinvestment CLO가 없었지만, Refi에서는 60% 비중을 차지했다.

### 빈티지(Vintage)

2023년 CLO 부도 건수는 총 8건(CCC 4건, CC 4건, 2023년)이었다. 부도 Tranche들은 2012~2014년 빈티지로 최초 부여 등급은 BB 또는 B였다. 즉, 10~12년에 걸친 등급 변동(Rating Transition)은 2~3개 등급까지 열려 있다는 의미다. 반대로, 올해 등급 상향된 CLO 대부분은 2017~18년 빈티지로, 다수가 원리금 상환 기간(Amortization Period)에 있는 것으로 나타난다.

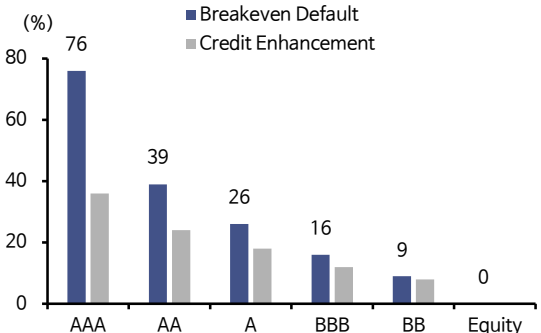
현재 미국 CLO AAA에서 잔액 기준으로 가장 높은 비중을 차지하는 빈티지는 2021년이다. 하지만, Refi/Reset이 가능한(i.e. Non-Call 기간 종료) CLO 가운데 약 60%가 이미 내가격(In-The-Money) 상태에 있어, Equity Tranche의 Call 행사는 비용 회수나 마진 확보를 위해 다소 지연될 것으로 예상된다.

### CLO의 Life Cycle



자료: 신한투자증권

### 미국 CLO: 신용 보강(Credit Enhancement)



자료: S&P, 신한투자증권 / 주: Breakeven Default는 해당 트랜치 손상(Impairment)이 발생하기 위한 부도율 수준

### 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 주가 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 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 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.