

미국 대형은행의 SRT 거래 증가



Credit Analyst

모승규

(02) 3772-1796

seungkyu.moh@shinhan.com

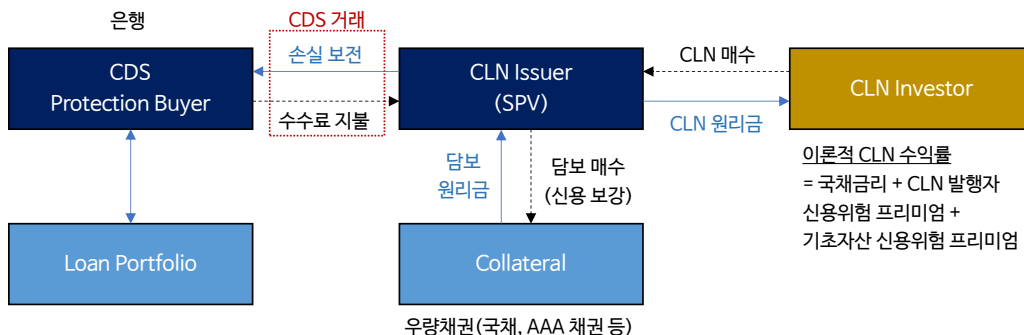
美 은행 자본 규제 강화와 SRT 거래 증가

10/16 Bloomberg에 따르면, JP Morgan은 약 30억달러 규모의 대출 포트폴리오와 관련된 Significant Risk Transfer(SRT) 거래(2.5억달러)를 진행 중이며, SRT 규모는 약 2.5억달러 수준인 것으로 알려졌다. Goldman Sachs도 지난 9월 이와 비슷한 규모의 레버리지론 포트폴리오에 대한 SRT를 판매한 바 있다.

SRT의 거래 구조

Significant Risk Transfer(SRT)란, 트랜치 또는 대출 포트폴리오의 신용위험(Credit Risk)을 투자자에게 매도하는 상품이다. Credit-Linked Note(CLN)도 SRT 거래의 대표적인 형태이며, 원금 교환이 없는 CDS 계약과 달리 CLN은 채권으로서 투자자의 최초 원금 지불이 발생한다. CLN은 (1)SPV를 이용하는 방식과 (2)발행자(여기서는 은행)가 자기 신용으로 직접 발행하는 방식(Direct CLN)이 있다. 대형은행들은 주로 Direct CLN과 같은 신용파생상품(Credit Derivatives)을 이용해, 대출 Pool을 대차대조표에 보유하면서도 신용 보호를 얻는 Synthetic SRT(미국 85%, 유럽 90% 이상)를 선호한다. 대부분 SRT는 무등급(Unrated)이므로, 발행자(은행) 신용에 기반하는 거래라 할 수 있다.

CLN의 거래 구조



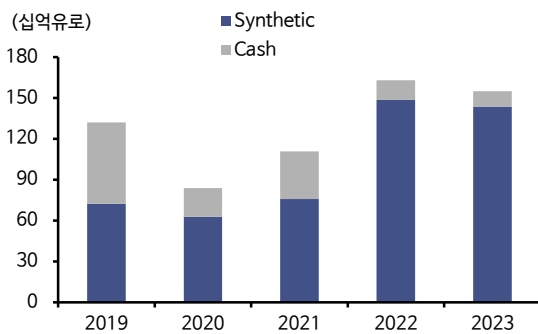
자료: 신한투자증권 / 주: CLN 발행자가 CDS 거래, SPV, 담보 신용보강 없이 직접 CLN을 발행하고 신용등급을 부여 받는 경우, CLN 등급은 발행자 등급과 같거나 낮음

SRT의 도입 배경 및 경과

SRT는 2006년 Basel II와 함께 유럽에 먼저 도입되었으며, 유럽 은행들이 시장을 주도하고 있다. ECB에 따르면, 유럽 SRT 시장 규모는 약 1,550억유로(2023년말 기준)로 추산된다. SRT의 주된 도입 목적은 대출 익스포저의 신용위험을 제거함으로써 은행 위험가중자산(RWA)을 줄이고, 자본력 개선(Capital Relief)을 제공하는 데 있다. 유럽 은행들은 전체 SRT 거래의 약 69%를 차지하고 있으며, 나머지를 미국과 캐나다 은행들이 채우고 있다.

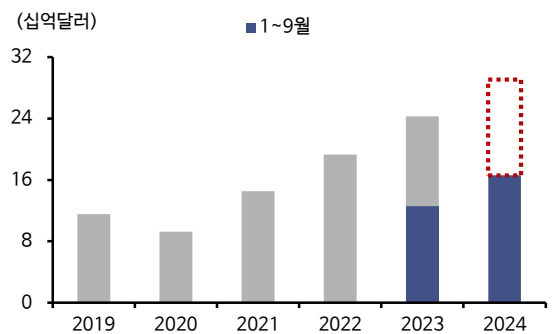
미국 주거용 주택(Residential) 모기지 시장도 GSE가 유사한 상품(Credit Risk Transfer, CRT)를 판매하고 있지만, 미국 은행 SRT 거래는 美 뉴욕 연인이 '은행 지주, 저축은행, 주 회원 은행(State Member Bank)의 자본 적정성(Regulation Q)' 조항을 엄격하게 해석(CLN 거래의 자본 산정 불확실성 증가)하면서, CLN 거래가 2022년까지 위축되었다.

유럽 SRT 시장 규모



자료: ECB, 신한투자증권 / 주: Performing Loan 기준

글로벌 SRT 발행



자료: Chorus Capital, 신한투자증권 / 주: 붉은 점선은 전망치

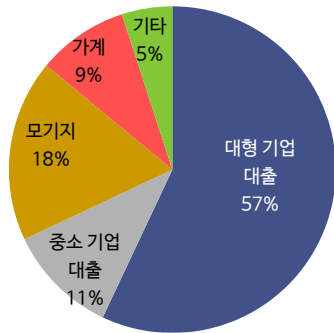
SRT 투자 및 거래 특성

SRT 투자자는 대출 Pool 가치의 5~15%에 해당하는 최초 또는 중간(Mezzanine) 손실을 부담한다. SRT 기초 자산은 대형 기업 대출(올해 발행의 약 57%)이 가장 많으며, 중소기업 대출은 11% 정도에 그친다. 즉, SRT 기초 대출들은 레버리지론 대비로도 매우 우량하기 때문에, 경험적으로 최대 15%의 손실 흡수는 - 글로벌 금융위기(GFC)에 준하는 충격만 아니라면 - 거의 대부분의 상황에서 은행을 보호해줄 것이다.

은행들이 부도에 대한 보호를 포트폴리오 가치의 최대 15%까지로 설정하는 경우, 투자자들은 높은 10%대 수익률을 수취할 수 있다. SRT는 변동금리(e.g. SOFR)에 스프레드를 가산하여 주기적으로 이자를 지급하므로, 투자자 입장에서 - 미국의 점진적인 금리 인하 경로에서 - 안정적인 수익 창출이 기대된다. 현재 SRT의 주요 투자자는 사모 크레딧 펀드(전체의 45%), 자산운용사(30%), 초국가기관/개발펀드(15%) 등이다.

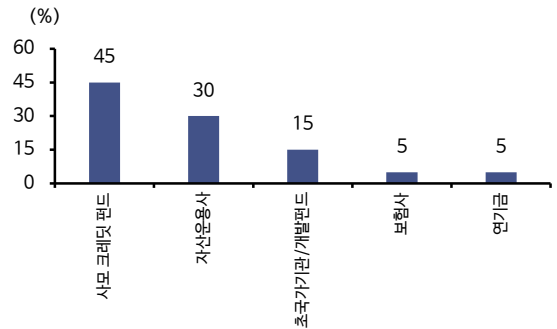
SRT는 일반적으로 발행자 Call이 가능하지만 전통적인 ABS보다는 행사 가능성이 제한적이다. 보통 발행자는 거래비용이 자본 효율화(Capital Relief)나 손실 커버리지에 따른 효익보다 커질 때 Call을 행사하는 것이 합리적이지만, SRT는 일정한 규제 조건을 충족할 때에만 Call 행사가 가능하므로 일반적으로 포트폴리오의 가중평균수명(WAL)이 다하기 전에는 행사되지 않는다. 즉, 전통적인 ABS와는 다르게 SRT 거래는 예정된 일자, 또는 규제 이벤트 트리거가 충족될 때만 Call 행사가 가능하다.

SRT 기초자산(대출) 구성



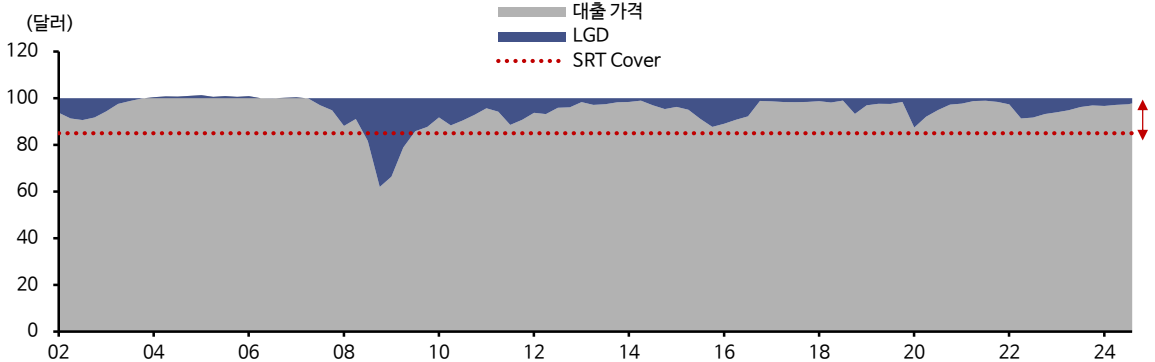
자료: ECB, 신한투자증권 / 주: 2024년 발행 기준

SRT 투자자



자료: ECB, 신한투자증권

비우량대출(레버리지론) 가격 vs. SRT Cover



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

미국 은행의 SRT 거래 증가 전망

미국 은행들은 연준이 2023년 9월 28일 메모('Frequently Asked Questions About Regulation Q')를 통해 SRT에 대한 자본 취급을 명료화한 뒤부터 SRT 거래를 크게 늘리고 있다. 연준은 대형은행들이 SPV를 거치지 않고 직접 발행하는 Direct CLN에 대해 연준의 재량으로(At Sole Discretion) 승인 후 재승인 없이 반복 거래를 허용할 수 있다고 밝혔다.

미국의 SRT 시장 규모는 약 700억달러로 전년대비 약 200억달러 증가했으며, 7,000억달러 규모 대출에 연계되어 있다. 미국의 SRT 시장 성장으로 올해 글로벌 신규 발행(166억달러, 9M24 기준)도 작년보다 빠른 페이스를 보이고 있다. 올해 연간으로는 280~300억달러에 달해 역대 최고를 기록할 것으로 예상된다.

내년 도입 예정인 Basel III Endgame 등 은행 규제 자본 강화는 SRT 시장 성장을 더욱 가속화할 것이다. 은행들은 자본 비율(CET1 Ratio = CET1 Capital / RWA)을 높이기 위해, 대출 익스포저에 대해 추가 자본을 쌓기(CET1 Capital 증가)보다는 위험가중자산(RWA)을 줄여 자본 효율을 높이는 쪽을 선호하기 때문이다. Direct CLN을 활용한 Synthetic SRT 거래 매력력이 높아진 만큼, SRT 시장 성장에 따른 투자자 기반 확대와 접근성 개선이 기대된다.

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 시점에서의 의견 및 추정치로서 실 적치와 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.