

# USD 크레딧 EMP 전략



## Credit Analyst

모승규

(02) 3772-1796

seungkyu.moh@shinhan.com

## EMP 투자의 의의

투자자의 주 소득원이나 연령, 자금 성격에 비추어 고성장 포트폴리오를 추구하거나, 개별 포지션에 대한 고수익 기대가 큰 투자자가 아니라면 채권·크레딧 펀드는 좋은 선택지가 된다. 물론 대형 공모 펀드는 매월 성과에 대한 압박이 있고 고객 자금의 대부분을 전액에 가깝게 투입(현금 수익률 0%로 희석 발생)해야 하기 때문에 항상 최적 시점에 배분이 이루어지긴 어렵다. 하지만, 은퇴 자금과 같은 경우에는 타이밍보다 안정된 분산 투자가 중요하기 때문에 ETF를 활용한 패시브 펀드 구현, 특히 ETF Managed Portfolio(EMP)는 이러한 니즈에 부합한다.

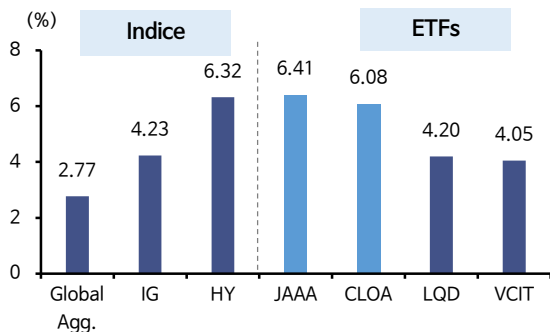
## USD 크레딧 EMP 전략

### 1) 캐리 보강

크레딧 Index 평균 쿠폰 금리가 본격적으로 하락하려면 상당한 금리 인하 이후가 될 것이다. 낮은 금리로 발행되는 신규물이 Index에 편입되는 속도나 규모에 비해 언제나 기존물 영향력이 지배적이기 때문이다. 이처럼 Index 이표에 인하 효과가 반영되는 데에는 시차가 존재하기 때문에, CLO AAA ETF(e.g. JAAA, CLOA)와 같은 변동금리형도 일정 기간은 준수한 수익 기회를 제공할 수 있다.

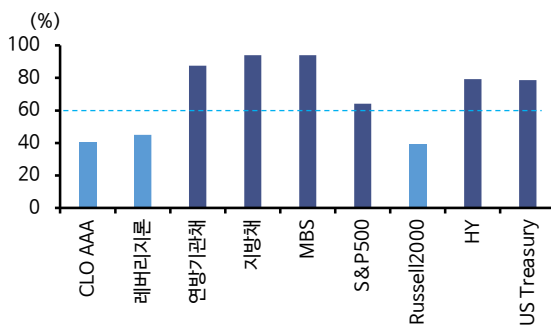
예컨대, Bloomberg US Corporate IG Total Return Index의 평균 쿠폰은 현재 4.23%인데 JAAA, CLOA의 배당수익률은 각각 6.41%, 6.08%이다. 극단적으로 단기간에 200bp 이상 금리 인하가 나오더라도 CLO AAA 유니버스에는 점진적으로 반영되므로 캐리 투자자 입장에서는 이점을 상당 기간 가져갈 수 있다. 특히 금리 불확실성과 방향성(Directional) 베팅에 부담을 느끼는 투자자일수록, 이러한 초과수익 접근법은 더욱 적합할 수 있다.

USD 크레딧 Index 쿠폰



자료: Bloomberg, 신한투자증권

USD IG 회사채(vs. 주요 자산) 상관성



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 2018년~현재 기준

## USD 크레딧 및 주요 자산 상관관계

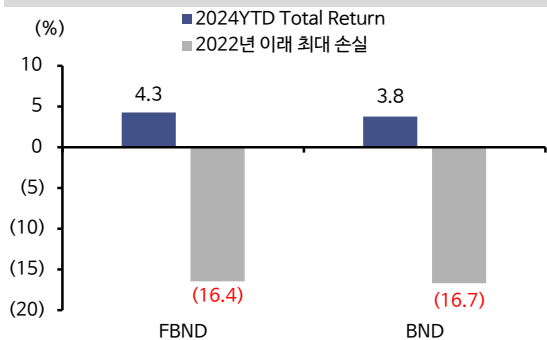
	CLO AAA	레버리지론	연방기관채	지방채	MBS	IG	S&P500	Russell2000	HY	US Treasury
CLO AAA	100	92	48	54	13	40	80	52	78	(1)
레버리지론	92	100	36	57	11	45	86	75	91	(12)
연방기관채	48	36	100	86	98	88	47	47	68	90
지방채	54	57	86	100	90	94	73	51	85	64
MBS	13	11	98	90	100	94	30	29	54	90
IG	40	45	88	94	94	100	64	39	79	79
S&P500	80	86	47	73	30	64	100	82	93	12
Russell2000	52	75	10	51	29	39	82	100	83	3
HY	78	91	68	85	54	79	93	83	100	19
US Treasury	(1)	(12)	90	64	90	79	12	3	19	100

자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 2018년~현재 T12M 상관계수의 중앙값

종합 채권 ETF인 BND(Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index 추종)나 그에 준하는 EMP 포트폴리오를 운용하는 매니저들도 CLO ETF 편입을 통해 이득을 취할 수 있다. 펀드 성격이나 투자 정책 상 일반채(Straight Bond) ETF가 아닌 구조화 채권 편입이 어렵다면, HY 비중을 늘리는 대안도 있다. 다만, 투자등급으로만 구성된 BND에 비해 FBND(투기등급 비중 11.54%)는 눈에 띄는 성과 개선이나 위험 분산 효과가 없는 것으로 나타난다.

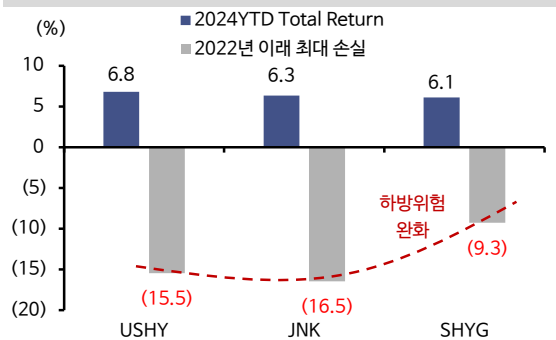
SHYG(iShares 0-5 Year High Yield Corporate Bond ETF)는 잔존만기 5년 미만 USD HY 회사채로 구성되어 듀레이션(2.4년)은 짧지만, Total Return은 YTD 기준 6.1%로 일반 HY ETF 성과(USHY 6.8%, JNK 6.3%)에 비해 크게 뒤처지지 않는다. 특히 2022년 이후 최대 손실 구간에서 SHYG(-9.3%)는 USHY(-15.5%)나 JNK(-16.5%)에 비해 하방위험을 크게 줄여준 것으로 나타난다. 요컨대, 종합 채권 EMP 캐리를 개선하는 동시에 위험을 분산시키려면 듀레이션이 통제된 SHYG 편입이 효과적이다.

### 종합 채권 ETF에 HY 단순 Mix는 위험분산 제한적



자료: Bloomberg, 신한투자증권

### HY 듀레이션을 제한하는 방식은 효과가 큼



자료: Bloomberg, 신한투자증권

## 2) 듀레이션

美 금리 인하 국면에서 국채가 선(先) 랠리하고 크레딧은 스프레드 조정 후에 랠리하는 경향이 있다. 다만, 이번 인하 사이클은 회사채의 베이스 금리(i.e. 국채 금리)는 여전히 역사적으로 높은 수준이지만, 양호한 경기 덕분에 스프레드는 매우 낮은 수준에서 시작된다는 차이가 있다. 현재 스프레드의 초과 수익 기대가 크지 않기 때문에 국채 대비 성과 우려가 있긴 하지만, 극심한 침체만 아니라면 금리 하락분이 스프레드 조정을 대부분 상쇄할 것이다. 그렇게 되면 중기 IG 회사채(i.e. VCIT)도 국채 ETF에 비견되는 성과를 낼 것으로 예상된다.

침체를 걱정하거나 방어적인 포트폴리오를 원하는 매니저는 단기물(i.e. VCSH) 비중을 늘려 수익률 잠식에 대한 걱정을 덜 수 있다. 더 적극적인 방식은 국채(i.e. GOVT)나 장기 국채(i.e. TLT)로 교체하는 것이며, 가파른 금리 인하를 유발할 정도의 경기 하강이라면 장기 IG도 일부 수익률 저하가 불가피할 수 있다.

美 연준의 과거 금리 인하 사이클

인하 개시일	기초 연방기금금리(%)	12개월 인하 폭(bp)	당해 인하 폭(bp)
1998년 9월 29일	5.50	(75)	(75)
2001년 1월 3일	6.50	(475)	(475)
2007년 9월 18일	5.25	(350)	(100)
2019년 7월 31일	2.50	(225)	(75)
2020년 3월 2일	1.75	(150)	(150)

자료: FRED, 신한투자증권

## 3) 신용도

국채가 아닌 크레딧물을 편입하는 주된 이유 중 하나는 캐리 보강에 있다. 다만, 일드(Yield)를 높이기 위해 저등급 크레딧물을 편입할수록 포트폴리오 만기는 짧아지는 경향이 있는데, 투자등급 국가의 국채-준정부채나 우량 회사채 장기물(Quality)을 섞어 보완할 수 있다. 이러한 신용도 관점 배분은 결국 수익(Y) vs. 안정(Q) 선호, 또는 추구하는 위험-보상(e.g. 듀레이션 베팅 vs. 금리 위험 회피) 등에 의해 결정된다.

한편, 이번 긴축 사이클의 경우, 고금리 환경에서도 견조한 경기 덕분에 하위 등급 크레딧(e.g. HY 회사채, 레버리지론/CLO)도 선전하고 있다. 달리 말하면, 경기 위험은 저평가되고 연착륙은 어느 정도 선(先) 반영되어 있다. 침체에 준하는 경기 하강이 없더라도, 향후 HY 성과가 다소 저조해질 개연성은 높아 보인다. 그럼에도 HY 크레딧에 대한 편입 니즈가 있는 투자자라면, 전술한 SHYG처럼 듀레이션이 통제된 ETF를 편입하여 변동성 확대에 대비할 필요가 있다.

## 4) 권역

USD 크레딧 투자 권역은 크게 ‘미국’과 ‘非미국’으로 구분할 수 있다. 다만 장기물 거래 심도(Market Depth), 시장 규모 등의 이슈로 非미국 익스포저 만으로 듀레이션 플레이를 하기는 어려우며, 非미국 익스포저에 집중된 종합 채권 ETF가 선택가능한 대안이라고 볼 수 있다. 즉, BNDX, JPIB, EMB 등과 같은 非미국

채권 ETF 고유 특성을 활용하여 비중 조절을 통해 초과수익을 창출할 수 있다.

예컨대, BNDX(Y보다 Q강화)는 非미국 DM 국채(97.6%)에 집중하면서 캐리를 일부 희생하는 대신 안정성을 강화했다. JPIB(Q보다 Y 강화)는 非미국 비중(86%, DM 70% 내외)이 절대적으로 높지만 미국(14.7%)에도 투자하며, HY 회사채 비중(23.6%)이 높은 대신 듀레이션(3.76년)을 낮췄다. 마지막으로, EMB(Q보다 Y 강화)는 EM USD 국채(30개국+) 만을 편입하는 상품으로 투기등급 국가 비중이 47.5%에 이르고, 초장기물(20년+) 비중도 25.76%(VS. BNDX 11.9%)에 이르는 공격형, 듀레이션 베팅 ETF라 할 수 있다.

#### 非미국 채권 USD ETF

ETF 이름	Ticker	Description	Benchmark	YTM (%)	30일 SEC 수익률(%)	듀레이션 (년)
Vanguard Total International Bond Index Fund ETF	BNDX	USD로 非미국(DM) 국채(F/X Hedged)에 투자	Bloomberg Global Aggregate ex-USD Float Adjusted RIC Capped Index (Hedged)	5.00	3.09	7.2
JPMorgan International Bond Opportunities ETF	JPIB	USD로 非미국(DM 7, EM 3) 국채/회사채(F/X Hedged)에 투자	Bloomberg Multiverse ex-USA (USD Hedged) Index	6.40	4.98	3.8
iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF	EMB	USD로 발행한 EM 국채에 투자	JP Morgan EMBI Global Core Index	6.49	5.84	7.2

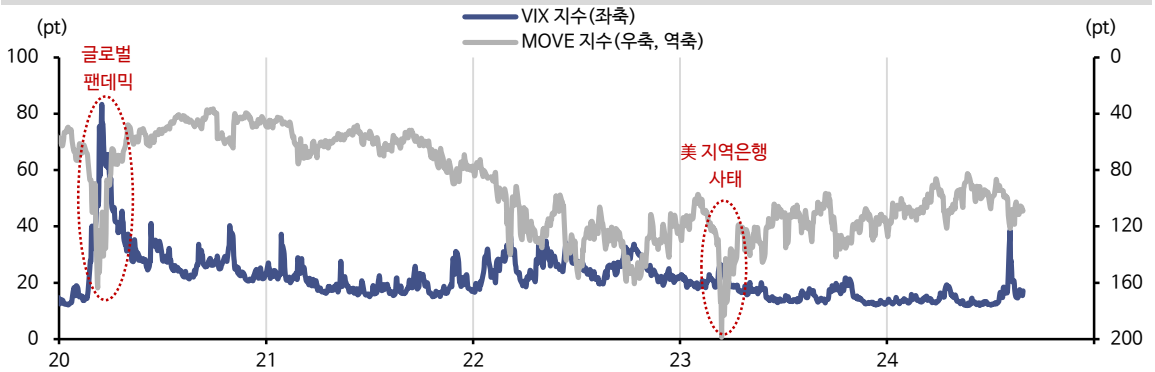
자료: 각 사 자료, 신한투자증권

### Post-Rate Cut: 침체 유무는 크레딧 성과에 결정적

2024년 9월 18일 美 금리 인하 개시를 상정한 USD 크레딧 자산배분에 대해 이야기해보고자 한다. 금리 인하 후 첫 6개월(2024년 9월~2025년 3월)은 IG(UST 10Y 대비 열위 예상), MBS, HY 순으로 선호 의견을 제시한다. 내년 3월 중반 이후 6개월 구간은 경기, 또는 스프레드 레벨에 따라 IG 대비 HY 선호로 역전될 수 있다. 국채 대비 크레딧 성과는 침체 유무에 따라 크게 달라질 것이다.

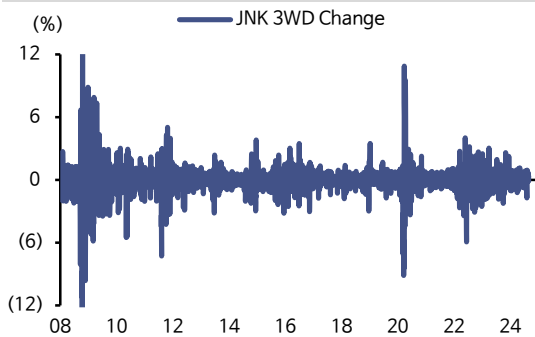
따라서, 향후 경기 전망 악화로 IG 및 HY 회사채 성과가 저조해질 수 있기 때문에, 교체가능한 우량물이나 상호보완적인 대안 - CLO(JAAA), 레버리지론(BKLN), 연방기관채(AGZ), MBS(MBB) - 에 대한 고민을 시작할 때가 되었다. 현재 기업의 자금 조달 시장에 대한 스트레스는 아직 높지 않으나, 향후 매크로나 변동성(i.e. VIX-MOVE 지수)을 참고해 선제적인 배분 조정을 권고한다.

진짜 Panic은 VIX보다 MOVE가 더 크게 움직이는 경향이 있음



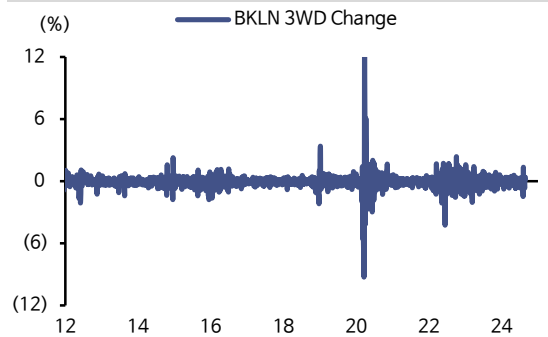
자료: Bloomberg, 신한투자증권

스트레스 지표①: HY 회사채 가격 변동



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 3영업일 기준

스트레스 지표②: 선순위 대출 가격 변동



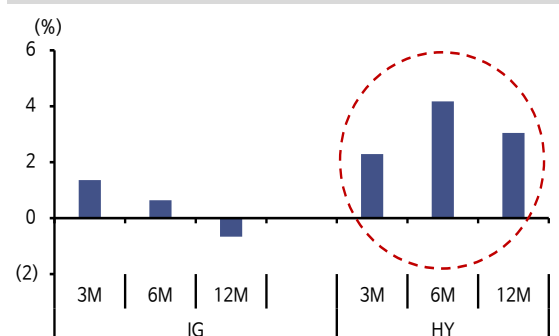
자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 3영업일 기준

스트레스 지표③: IG 회사채 가격 변동



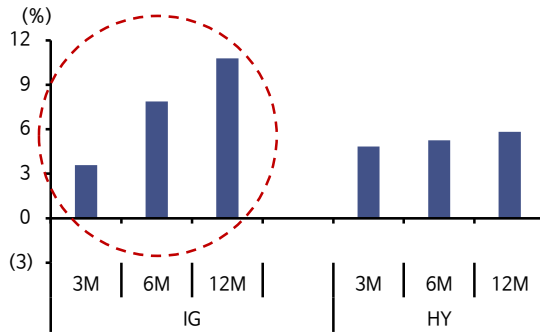
자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 3영업일 기준

Total Return: 1998년 9월 인하



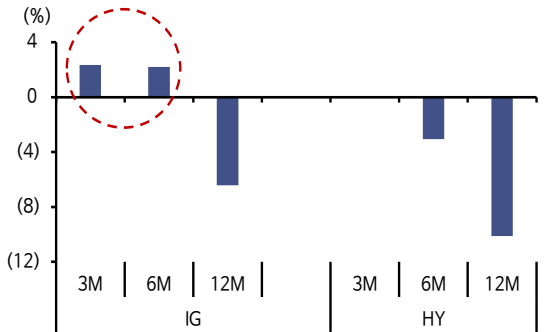
자료: Bloomberg, 신한투자증권

Total Return: 2001년 1월 인하



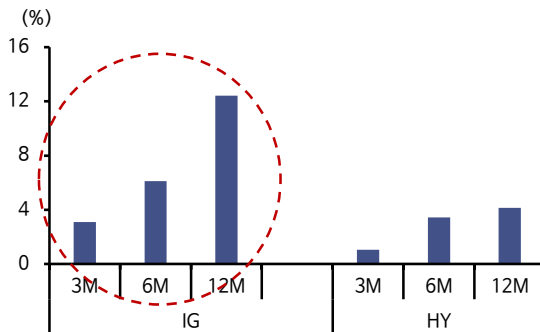
자료: Bloomberg, 신한투자증권

Total Return: 2007년 9월 인하



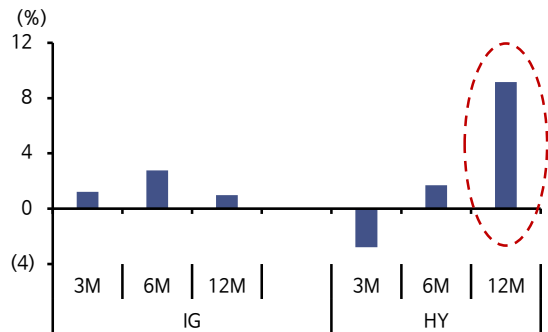
자료: Bloomberg, 신한투자증권

Total Return: 2019년 7월 인하



자료: Bloomberg, 신한투자증권

Total Return: 2020년 3월 인하



자료: Bloomberg, 신한투자증권

USD 크레딧 및 주요 자산 상관관계

	CLO AAA	레버리지론	연방기관채	지방채	MBS	IG	S&P500	Russell2000	HY	US Treasury
CLO AAA	100	92	48	54	13	40	80	52	78	(1)
레버리지론	92	100	36	57	11	45	86	75	91	(12)
연방기관채	48	36	100	86	98	88	47	47	68	90
지방채	54	57	86	100	90	94	73	51	85	64
MBS	13	11	98	90	100	94	30	29	54	90
IG	40	45	88	94	94	100	64	39	79	79
S&P500	80	86	47	73	30	64	100	82	93	12
Russell2000	52	75	10	51	29	39	82	100	83	3
HY	78	91	68	85	54	79	93	83	100	19
US Treasury	(1)	(12)	90	64	90	79	12	3	19	100

자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 2018년~현재 T12M 상관계수의 중앙값

## 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 투자자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.