

# 파도 없는 날의 서핑



Credit Analyst

모승규

☎ (02) 3772-1796

✉ seungkyu.moh@shinhan.com

## (Summary) 유동성 프리미엄 축소

10년 이상 장기 회사채가 제공하는 유동성 프리미엄이 축소(Flat)되면서, 시장 참여자들은 금리 위험을 완화하기 위해 (1)듀레이션을 축소(단기물 매수)하거나 (2) 변동금리채(Floaters) 및 레버리지론/CLO를 매수하여 변동금리 익스포저를 늘리는 방향으로 대응하고 있다.

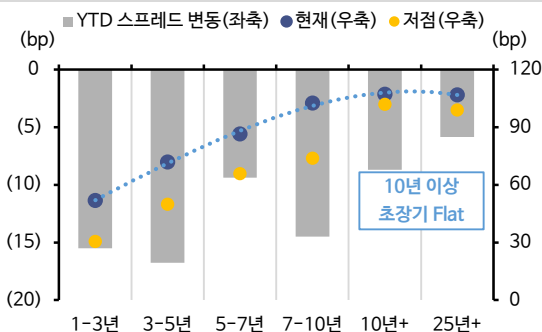
## 변동성 감소: MOVE 및 VIX 지수 하향세

작년 이후 회사채 스프레드와 MOVE 및 VIX 지수 간 상관계수는 대체로 높게 나타난다. 금리 변동성(MOVE 지수)과 스프레드 상관계수는 IG(0.7223)와 HY(0.7426) 간 차이가 크지 않지만, 주식 시장 분위기(VIX 지수)는 IG(0.5933)보다 HY(0.6770)에 더 큰 영향을 끼쳤다. IG 내에서는 금융채(3~5년), 유틸리티(1~10년)가 금리 변동에 민감했던 반면, 비금융채(10년+)는 둔감했다. MOVE와 VIX 지수 자체는 하향세를 보이며 변동 폭이 점차 줄어드는 흐름을 보인다.

## 기술적 부담에 직면한 크레딧 스프레드

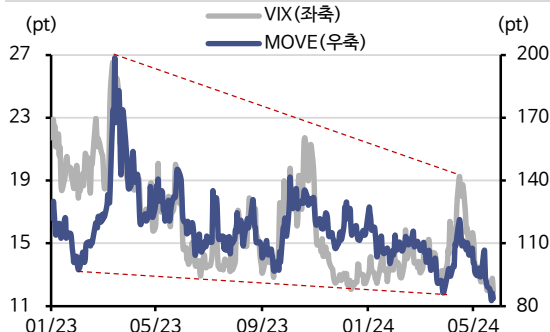
미국 IG 회사채 시장을 양분하는 A급과 BBB급 듀레이션은 6~7년 수준에서 움직이고 있다(AA급 8~9년, AAA급 10~11년). 올해 스프레드 랠리에서도 BBB급과 A급 강세가 두드러졌으며, 역사적 저점과의 거리는 각각 7bp, 18bp에 불과하다. 회사채 시장은 여전히 스프레드 강세 우위이지만, 기술적인 부담이 점차 가격에 반영될 것으로 내다보고 있다.

미국 IG 스프레드: 유동성 프리미엄 축소



자료: Bloomberg, 신한투자증권

변동성 하향 축소세



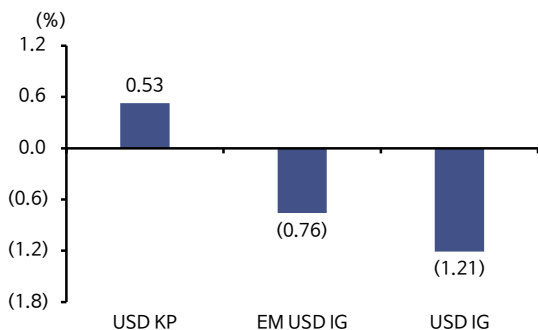
자료: Bloomberg, 신한투자증권

## IG / HY: Total Return

IG는 한국물(KP) 강세,  
HY는 레버리지론 및  
CLO 강세 두드러짐

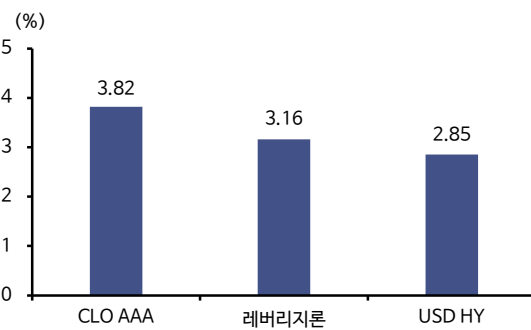
USD IG 우량물 가운데서는 한국물(KP)의 선전이 두드러진다. 아시아 채권 시장에서 USD 우량물에 대한 수요가 강화되면서 A급 중심의 한국물이 각광받고 있다. 또한, A급 회사채 스프레드는 다른 등급과 비교할 때 강세 여력이 남아있기 때문에, 되돌림에 대한 부담도 상대적으로 적다. 한편, 제약적인 금리 환경 하에서 대출 부도율은 완만하게 상승하고 있지만, 레버리지론 및 CLO 시장은 대체적으로 잘 버티는 국면이다. Total Return도 HY 회사채 대비 아웃퍼폼하고 있다.

### 투자등급(IG): Total Return



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 2024년 YTD 기준

### 하이일드(HY): Total Return



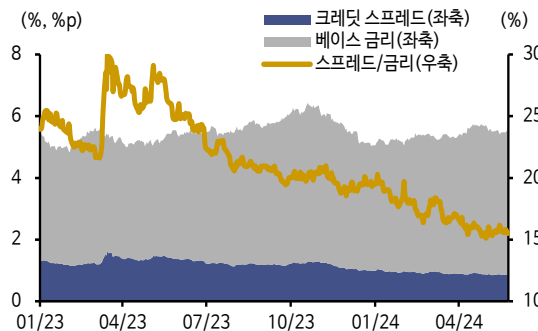
자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 2024년 YTD 기준

## 유동성 프리미엄 축소, 듀레이션 헤지 강화

유동성 프리미엄 소멸,  
듀레이션 헤지 강화:  
(1)단기물 매수  
(2)변동금리 익스포저 확대

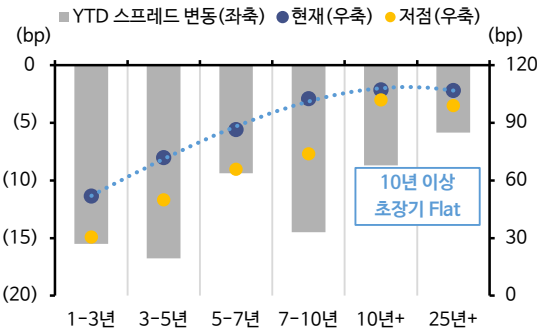
높은 캐리, 완만한 부도율 상승 이외에도 레버리지론/CLO가 주목받는 이유는 듀레이션 헤지 니즈가 강화되었기 때문이다. 10년 이상 장기 회사채가 제공하는 유동성 프리미엄 자체가 거의 소멸(Flat)함에 따라, 시장 참여자들은 금리 위험을 완화하기 위해 (1)듀레이션을 축소(단기물 매수)하거나 (2)변동금리채(Floaters) 및 레버리지론/CLO를 매수하여 변동금리 익스포저를 늘리고 있다.

### 미국 IG 회사채 금리: 요인 분해



자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 미국 IG 크레딧 스프레드 변동: 만기별



자료: Bloomberg, 신한투자증권

## 변동성 감소: MOVE 및 VIX 지수 하향세

MOVE 지수와 IG, HY 스프레드 상관관계수 모두 높음. 반면, IG는 HY 대비 VIX 지수 변동에 둔감

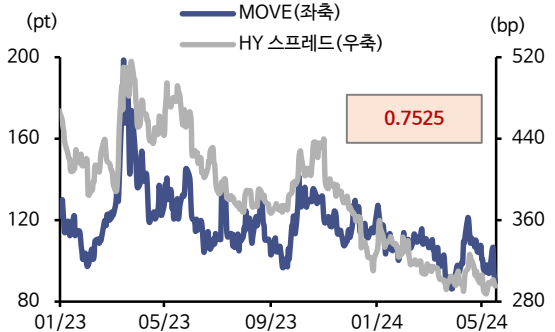
작년 이후 회사채 스프레드와 MOVE 및 VIX 지수 간 상관관계수는 대체로 높게 나타난다. 금리 변동성(MOVE 지수)과 스프레드 상관관계수는 IG(0.7338)와 HY(0.7525) 간 차이가 크지 않지만, 주식 시장 분위기(VIX 지수)는 IG(0.6047)보다 HY(0.6857)에 더 큰 영향을 끼쳤다. IG 내에서는 금융채(3~5년), 유틸리티(1~10년)가 금리 변동에 민감했던 반면, 비금융채(10년+)는 둔감했다. MOVE와 VIX 지수 자체는 하향세를 보이며 변동 폭이 점차 줄어드는 흐름을 보인다.

상관계수: MOVE 지수 - IG 스프레드



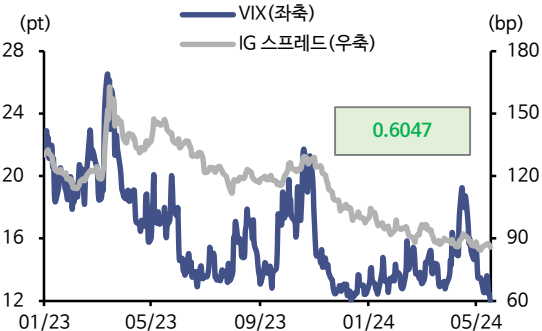
자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 2023년~현재 기준

상관계수: MOVE 지수 - HY 스프레드



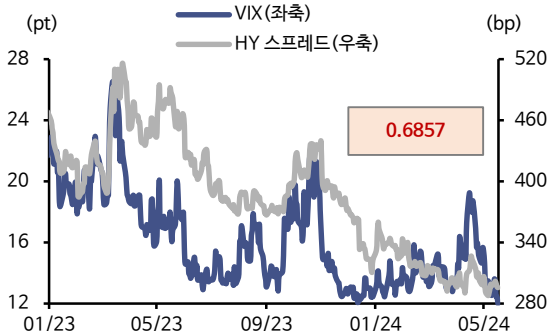
자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 2023년~현재 기준

상관계수: VIX 지수 - IG 스프레드



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 2023년~현재 기준

상관계수: VIX 지수 - HY 스프레드



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 2023년~현재 기준

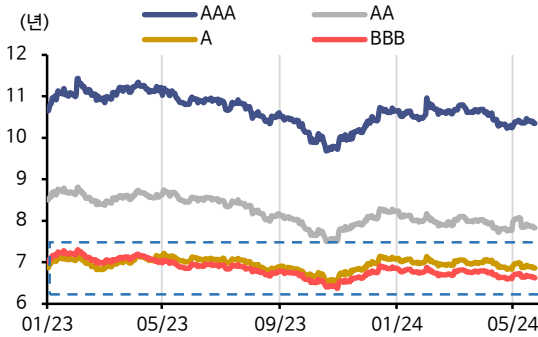
## 기술적 부담에 직면한 크레딧 스프레드

BBB급, A급 중심 스프레드 강세. 은행 대출 태도, 기술적 부담 고려할 때 완만한 조정 가능성 높

미국 IG 회사채 시장을 양분하는 A급과 BBB급 듀레이션은 6~7년 수준에서 움직이고 있다(AA급 8~9년, AAA급 10~11년). 올해 스프레드 랠리에서도 BBB급과 A급 강세가 두드러졌으며, 역사적 저점과의 거리는 각각 7bp, 18bp에 불과하다. 회사채 시장은 여전히 스프레드 강세 우위이지만, 기술적인 부담이 점차 가격에 반영될 것으로 내다보고 있다.

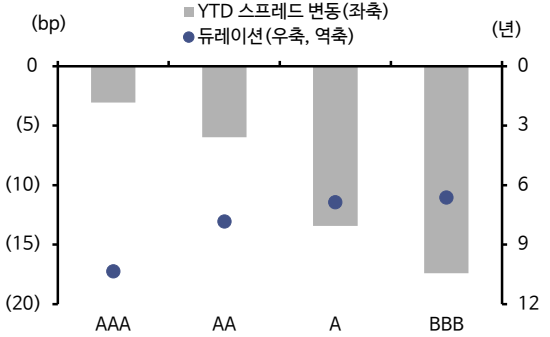
선행 부도율 지표인 은행 기업대출 태도는 ‘완화’ 방향성을 유지하고는 있으나, 지난 분기에 소폭 반등하며 정체되는 흐름을 보인다. 이로 미루어볼 때, 크레딧 스프레드는 완만하게 조정받을 가능성이 높아졌다. 내년 미국 회사채 만기도래액 (1조 5,938억달러) 가운데 IG는 1조 1171억달러, HY는 4,221억달러로 올해 대비 차환 부담이 늘어나는 점도 이러한 예상을 기술적 관점에서 지지해주고 있다.

### 미국 IG 회사채 듀레이션



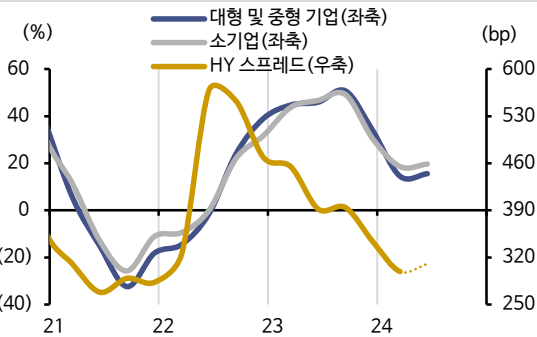
자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: OAD 기준

### 미국 IG 크레딧 스프레드 변동: 등급별



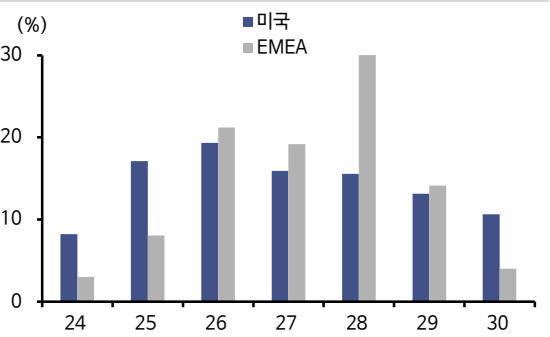
자료: Bloomberg, 신한투자증권

### 은행 기업대출 태도와 HY 스프레드 예상 경로



자료: FRB, Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 점선은 당사 추정치, 분기별 기준

### 회사채 만기도래액: 연도별 비중



자료: Moody's, Bloomberg, 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 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사체에 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.