

Distance To Default



Credit Analyst

모승규

☎ (02) 3772-1796

✉ seungkyu.moh@shinhan.com

(Summary) 미국 HY 회사채와 대출 부도율

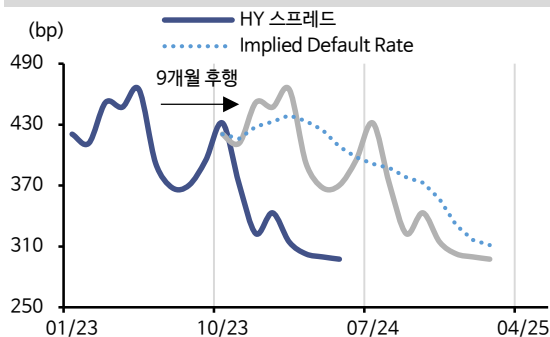
미국 HY 회사채 가격(스프레드)에 반영된 내재 부도율(Implied Default Rate)은 하락 경로를 암시한다. 이는 올해 연말까지 부도율 하락을 예상하는 Moody's의 견해와도 일치하는 것이다. 다만 현재 미국 경기가 강하다고는 하지만, 연내 1~2회 금리 인하 만으로 부도율 추세 반전이 가능할까? 현재 HY 스프레드는 합리적으로 기대가능한 부도율 경로보다는 다소 낙관적인 믿음을 반영한다.

역사적으로, 미국 채권은 대출에 비해 높은 리스크 프리미엄을 부여받아 왔지만, 2022년 이후 역전이 심화되었다. 최근 대출 부도율은 채권보다 2.02%p(3월말 기준) 높게 형성되어 있다. 다만, 대출과 HY 차주 부도율은 작년 8월 이후 차이가 크게 좁혀져(0.3%p), 대출에 이어 회사채 시장에서도 조금씩 균열이 감지된다. 레버리지론 평균 금리(현재 9.29%)는 작년 연초 이래 8.87~10% 범위에서 등락을 거듭하고 있어, 대출 부도율의 빠른 하락을 낙관하기는 어려운 국면이다.

그럼에도 불구하고, 시장 참여자들은 구조화, 담보, 섹터 다각화 등을 통해 위험을 충분히 분산할 수 있다고 믿고 있다. 2023년 6월 이후 레버리지론 평균 금리는 완만한 하락세를 보이고, 레버리지론 신규 승인액도 YTD 기준 993억달러(+195.4% YoY)로 강하게 회복 중이다. 시장을 이탈하기엔 전례없는 수준의 캐리도 매력적으로 다가온다.

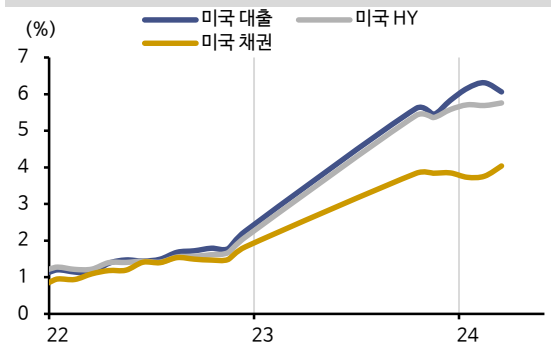
올해는 고금리 기조에서도 비금융기업 회사채 발행 호조가 이어지고 있다. 대표 사례가 '유틸리티' 업종이다. 유틸리티는 높은 레버리지로 인해 금리 민감 업종으로 분류되지만, 올해는 발행량 Top 2에 랭크되어 있다. 많은 전력을 필요로 하는 AI 데이터센터 증가와 더불어, 테크 등 성장 산업 낙관론이 회사채 및 대출 조달 시장에도 훈풍으로 작용하고 있는 것이다.

미국 회사채 시장에 반영된 HY 부도율 경로



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 대출과 HY 부도율 차이 축소



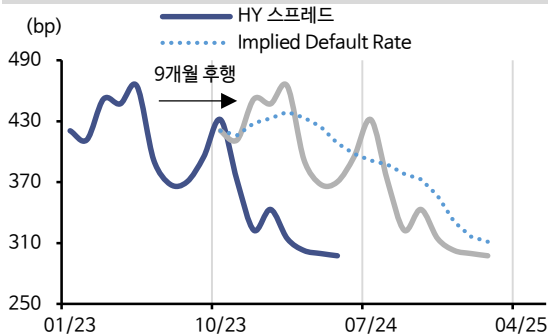
자료: Moody's, 신한투자증권

미국 HY 회사채에 반영된 부도율 경로

미국 HY 스프레드 축소세:
9개월 후 부도율 하락 기대
반영. 연내 인하 1~2회
고려 시 다소 낙관적인 경로

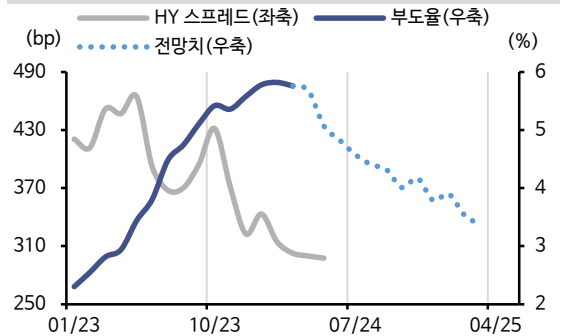
미국 HY 회사채 가격(스프레드)에 반영된 내재 부도율(Implied Default Rate)은 하락 경로를 암시한다. 이는 올해 연말까지 부도율 하락을 예상하는 Moody's의 견해와도 일치하는 것이다. 다만 현재 미국 경기가 강하다고는 하지만, 연내 1~2회 금리 인하 정도로 부도율 추세 반전이 가능할까? 현재 HY 스프레드는 합리적으로 기대가능한 부도율 경로보다는 다소 낙관적인 믿음을 반영한다.

미국 회사채 시장에 반영된 HY 부도율 경로



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 HY 부도율 및 Moody's 전망치



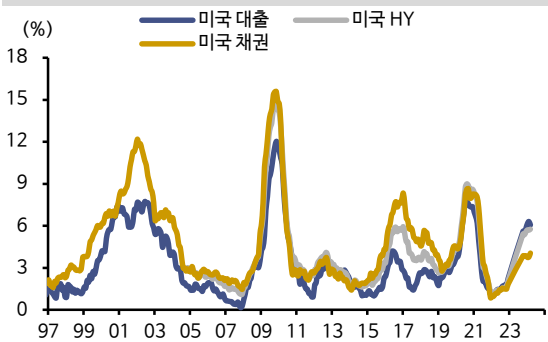
자료: Moody's, Bloomberg, 신한투자증권

미국 대출과 채권의 부도율 역전

2022년 이후 美 부도율,
'대출 > 채권' 역전 심화

역사적으로, 미국 채권은 대출에 비해 높은 리스크 프리미엄을 부여받아 왔지만, 2022년 이후로는 역전이 심화되었다. 최근 대출 부도율은 채권보다 2.02%p(3월 말 기준) 높은 수준에 형성되어 있다. 이는 크게 두 가지로 해석이 가능한데 (1) 채권 차주, 즉 기업 신용이 과거보다 전반적으로 개선되었거나, (2) 제약적인 통화정책이 채권보다 대출 차주에게 더 큰 영향력을 끼치고 있는 것이다.

미국 대출 및 채권 부도율



자료: Moody's, 신한투자증권

미국 대출과 채권 부도율 격차 확대



자료: Moody's, 신한투자증권

주: 미국 대출 부도율 - 미국 채권 부도율

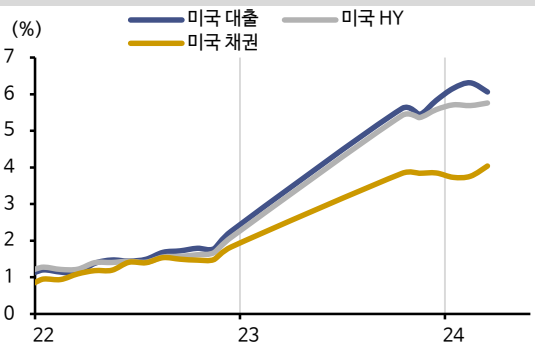
레버리지론 금리 완만한 하락, 신규 대출 강한 회복. 부도율 충분히 높지 않은 가운데 캐리 매력 때문

다만, 대출과 HY 차주 부도율은 작년 8월 이후 차이가 크게 좁혀져(0.3%p), 대출에 이어 회사채 시장에서도 조금씩 균열이 감지된다. 직전 12개월 부도율(3월 말 기준)의 경우, 대출은 전월 대비 0.25%p 하락한 반면, HY 및 채권 부도율은 각각 0.07%p, 0.28%p 상승을 기록했다.

한편, 미국 변동금리대출 부도액은 작년 233억달러를 기록했는데, 이는 글로벌 팬데믹 첫 2개 연도(2020~21년, 총 171억달러)를 합친 것보다 많은 금액이다. 올해(YTD 92억달러)는 이미 2022년 연간 부도액(67억달러)을 앞지르고 있으며, 레버리지론 평균 금리(현재 9.29%)는 작년 연초 이래 8.87~10% 범위에서 등락을 거듭하고 있다. 대출 부도율의 빠른 하락을 낙관하기는 어려운 국면이다.

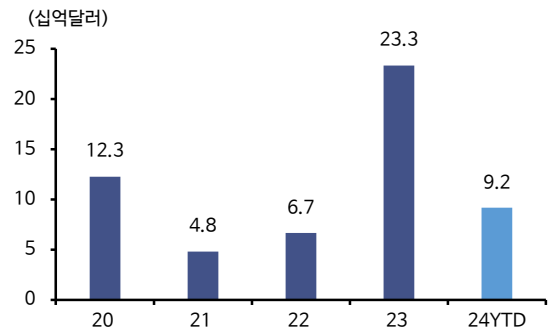
그럼에도 불구하고, 시장 참여자들은 구조화, 담보, 섹터 다각화 등을 통해 위험을 충분히 분산할 수 있다고 믿고 있다. 2023년 6월 이후 레버리지론 평균 금리는 완만한 하락세를 보이고, 레버리지론 신규 승인액도 YTD 기준 993억달러(+195.4% YoY)로 강하게 회복 중이다. 시장을 이탈하기엔 전례없는 수준의 캐리도 매력적으로 다가온다.

미국 대출과 HY 부도율 차이 축소



자료: Moody's, 신한투자증권

미국 변동금리대출 부도액



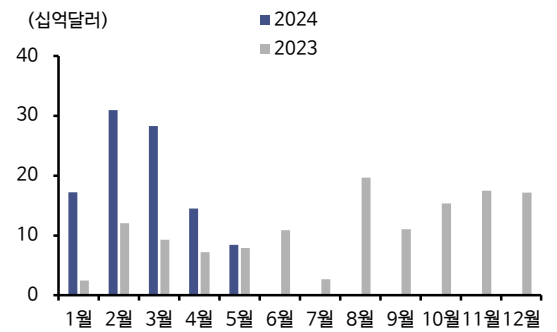
자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 레버리지론 금리



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

미국 레버리지론 신규 승인



자료: Moody's, 신한투자증권
주: 기관 대출 기준

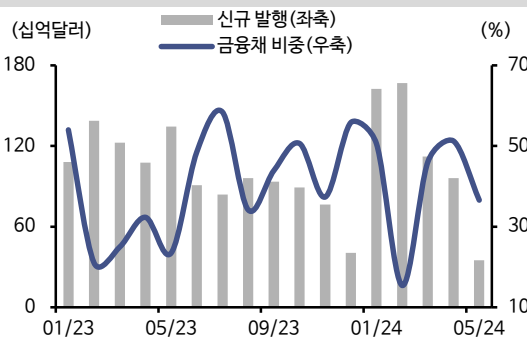
IG 금융/비금융 발행 비중 변화

올해 고금리 기조에서도
非금융채 발행 호조. 성장
산업 낙관론이 회사채/대출
조달시장에도 긍정적 작용

IG 회사채 발행시장에서 금융채 발행 비중이 줄어드는 데에는 크게 두 가지 대표적 이유가 있다. (1)금융 섹터에 이슈가 발생(e.g. 美 지역은행 사태)했거나, (2) 위험선호가 강해지면서 비금융 발행이 급증한 경우다. Pivot 기대가 고조되었던 올해 2월(금융채 비중 15.5%)은 후자에 해당한다. 반대로, 금리가 속등한 작년 10월과 올해 3~4월은 금융채 비중이 증가했는데, 비금융기업은 고금리 부담으로 발행을 미루려는 경향이 더 강하기 때문이다.

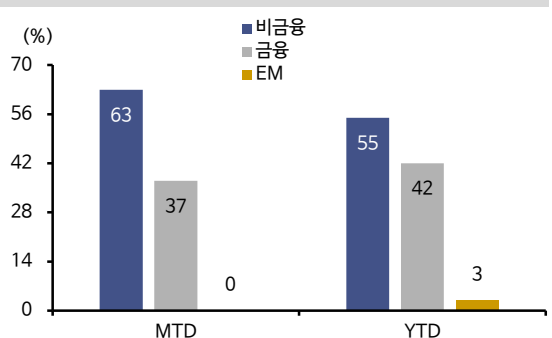
하지만, 올해는 고금리 기조에서도 비금융 발행 호조가 이어지고 있다. 대표적인 사례가 ‘유틸리티’ 업종이다. 유틸리티는 높은 레버리지로 인해 일반적으로 금리 민감 업종으로 분류되지만, 올해는 발행량 Top 2(696억달러)에 랭크되어 있다. 이는 많은 전력을 필요로 하는 AI 데이터센터 증가와 더불어, 테크 등 성장 산업 낙관론이 회사채 및 대출 조달시장에도 훈풍으로 작용하고 있는 것이다.

미국 IG 회사채 월별 발행



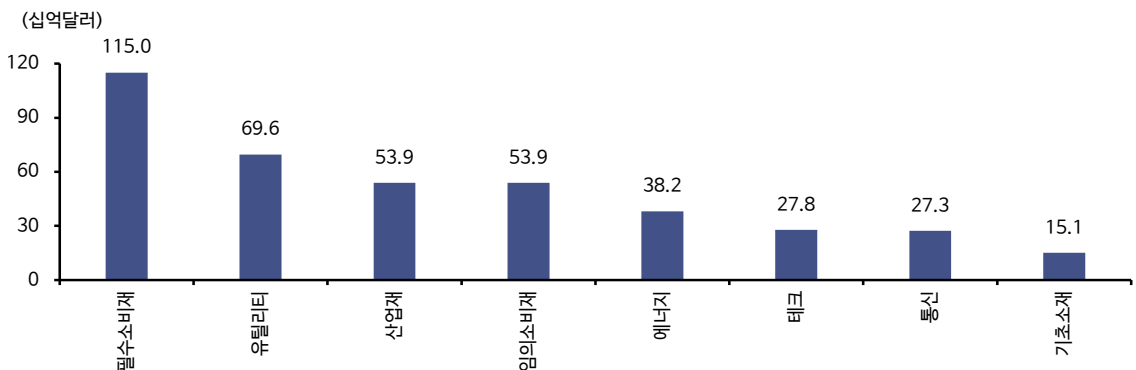
자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 IG 회사채 발행(2024) 비중



자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 IG 회사채 발행(2024): 비금융



자료: 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 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 주관사로 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.