

미국 레버리지론/CLO 신용분석



Credit Analyst

모승규

☎ (02) 3772-1796

✉ seungkyu.moh@shinhan.com

미국 하이일드(HY) 대출 및 CLO 동향

美 연준의 Pivot 불확실성이 커진 가운데, 하이일드(HY) 대출-CLO 발행은 5월 까지 견조한 흐름을 이어갔다. CLO 발행은 차환-리셋(Reset, 금리를 포함한 재투자기간, 만기 등 포괄적 조건 변경) 중심으로 강하게 회복되었으며, 올해 1분기는 2008년 금융위기 이래 가장 활발한 1분기였다. 미국 HY의 유동성 환경은 대체로 양호하지만, 레버리지 부담이 커지면서 LBO 조달은 회복이 정체되고 있다.

미국 HY 업체 부도율은 5.7%로 관리가능한 수준이지만, 차주 제약이나 대출자 보호 요건이 완화된 Covenant-Lite(이하 Cov-Lite) 대출 비중은 32.1%(1Q24)로 높아졌다. Cov-Lite 대출의 회수율(34%)은 재무 약정된 대출보다 낮기 때문에, 과거 Vintage 대비 CCC급 자산 익스포저 비중이 줄었음에도 CLO의 Loss Given Default(LGD, 1 - 회수율) 예상치는 상승했다.

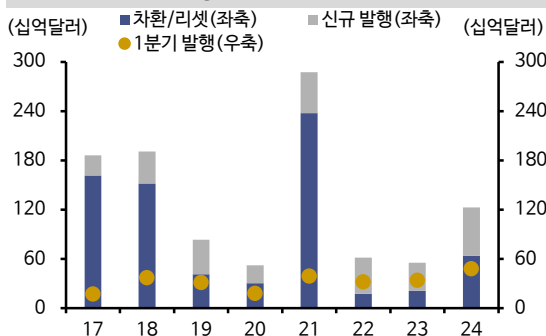
미국 하이일드(HY) 크레딧 지표

구분	지표	2007	2009	4Q23	1Q24
기업 신용	유동성 스트레스 지수(%)	4.9	17.0	3.1	3.0
	LBO 레버리지 배율(배)	7.1	4.8	5.9	6.2
	미국 HY 부도율(%)	1.7	11.0	5.4	5.7
	Covenant-Lite 대출(%)	11.0	27.0	31.8	32.1
CLO 담보	B- 이하 등급 익스포저(%)	11.0	27.0	31.8	32.1
	CCC급 자산 익스포저(%)		10.6	5.5	4.7
	LGD 예상치(%)	30.8	31.3	41.8	42.2

자료: Moody's, FRB, Refinitiv, Bank of America, 신한투자증권

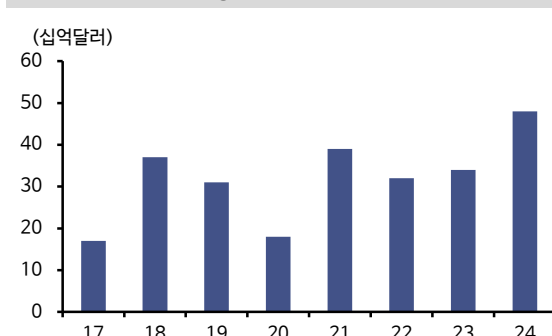
주: 음영은 녹색(적색)에 가까울수록 Good(Bad). LGD는 중앙값 기준

미국 BSL CLO 발행



자료: Barclays, 신한투자증권 / 주: Broadly Syndicated Loan(BSL)

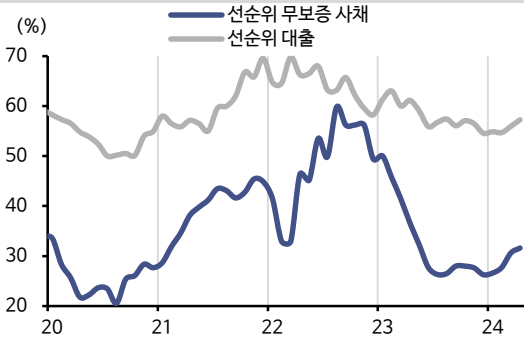
미국 CLO 1분기 발행



자료: Refinitiv, 신한투자증권

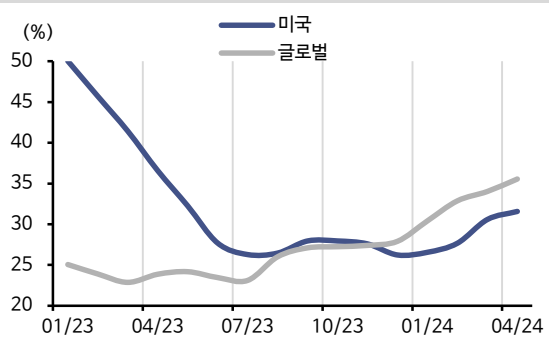
다만, 최근 HY 부채 데이터를 보면, 선순위 무보증 사채는 선순위(1st lien) 대출보다 예후(Recovery Rate)가 나빠진 것으로 나타난다. HY 회사채 회수율은 작년 연초 50%에서 빠르게 하락했으며, 현재는 소폭 회복한 32% 수준이다. 부채 회수율은 담보 유무 등 신용 보장과도 관련이 깊은데, 대출도 최근 Cov-Lite 비중이 높아지면서 LGD 예상치가 42.2%로 상승했다. 종합해보면, 최근 부도율 및 부도금액 자체는 대출이 회사채보다 높거나 크게 나타나지만, 회수율을 감안한 실질 손실 위험 면에서는 대출 성과가 낫다는 판단이다.

미국 HY 부채 회수율(Recovery Rate)



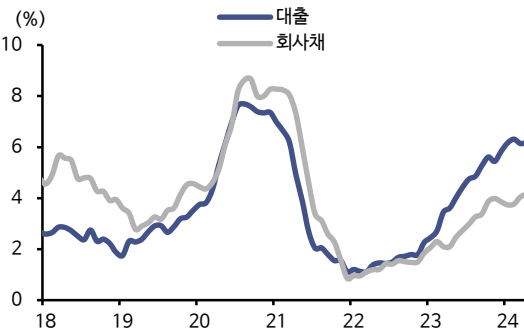
자료: Moody's, 신한투자증권

HY 회사채 회수율(Recovery Rate)



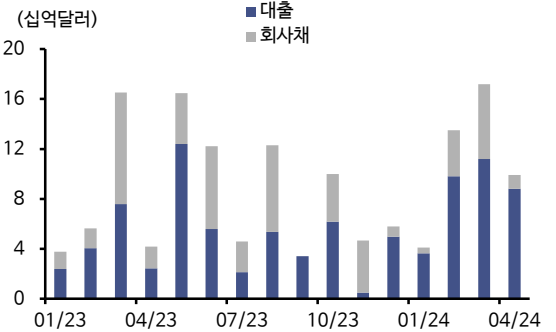
자료: Moody's, 신한투자증권

미국 HY 채권 및 대출 부도율



자료: Moody's, 신한투자증권 / 주: 2024년 4월말(직전 12개월) 기준

미국 채권 및 대출 부도액



자료: Moody's, 신한투자증권

미국 레버리지론/CLO: Higher for Longer 수혜

한편, CLO ETF에 대한 자금 유입도 강화되고 있다. 총 10개 미국 CLO ETF의 합산 AUM은 89억달러로 최근 6개월 간 86% 증가를 기록했다. CLO는 과거 저금리 시기에 기관투자자를 중심으로 투자가 이루어졌지만, 금리가 역사적 수준까지 상승하면서 ETF 등을 통한 리테일 자금 유입도 활발해지고 있다.

특히 미국 CLO AAA는 1996년 이래 부도 사례가 없고, CLO 전체로는 역사적으로 다른 위험자산과의 상관관계가 높지 않았다는 사실(포트폴리오 다각화에 유용)도 강점이다. 레버리지론과 CLO는 Higher for Longer 환경에서 당분간 좋은 선택지가 될 수 있을 것이다.

미국 CLO와 기타 자산별 상관관계

(%)	IG	S&P500	Russell2000	CDX HY	HY Cash	US Treasury
CLO AAA	51	47	48	61	66	(11)
CLO AA	48	51	52	60	67	(12)
CLO A	49	56	58	64	70	(14)
CLO BBB	46	49	54	63	68	(14)
CLO BB	41	43	49	58	65	(16)
CLO Equity	21	39	49	45	52	(23)
Leveraged Loan	49	60	6	73	81	(19)

자료: Citigroup Global Markets, 신한투자증권 / 주: 2012~23년 기준

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 실적차와 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.