

가을(九月)을 맞이하는 자세



Credit Analyst

모승규

(02) 3772-1796

seungkyu.moh@shinhan.com

美 금리 인하 사이클과 크레딧

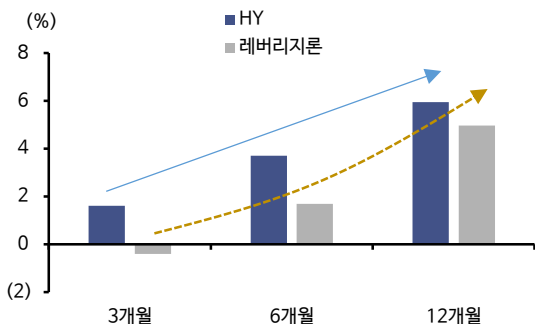
회사채 vs. 대출

인하 사이클 초반 6개월까지 대출보다는 채권, 단기채보다는 듀레이션이 긴 채권 성과가 우수한 경향이 있다. 유통물 가운데서는 기(既) 할인된 저이표채도 매력적이다. 직전 3개 인하 사이클에서 가장 꾸준히 좋은 성과를 낸 IG 만기 구간은 5-7년이며, 그 다음은 7-10년(GFC 기간 제외)이다.

이번 사이클에서 향후 12개월간 4회(회당 25bp 가정) 이상 인하가 이루어진다면, 레버리지론과 같은 변동금리 익스포저는 비교가능한 HY 회사채 성과를 하회할 것이다. 만약 첫 인하 이후 12개월 간 인하 폭이 기대에 미치지 못한다면, 듀레이션 효과에 의한 회사채의 비교 우위는 빠르게 축소될 수 있다. 과거 평균수익률을 보더라도, 첫 인하 이후 12개월이 지나면 HY 회사채와 대출의 성과 차이가 크게 좁혀지는 것으로 나타난다.

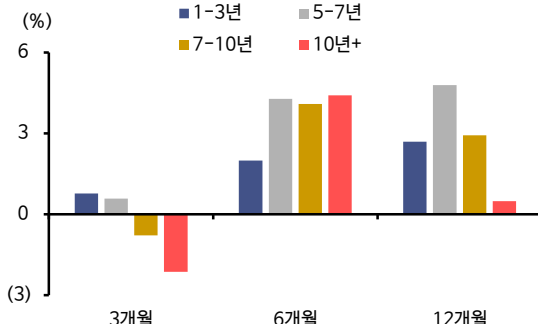
HY의 경우, 2019년은 본격 인하에 앞선 가파른 스프레드 조정(확대)이 랠리의 토대가 된 반면, 올해는 이미 스프레드가 상당히 강해져 있다. MMF 등에 비축된 대기성 자금은 여전히 풍부하지만, 연착륙이나 11월 Red Wave(역사적으로 HY에 호재) 같은 호재가 가시화되기 전까진 강세 여력이 제한적이다. 금리 하락에 따른 수혜(듀레이션 효과)가 더 큰 IG를 HY 대비 선호한다.

미국 HY: 금리 인하 후 평균수익률



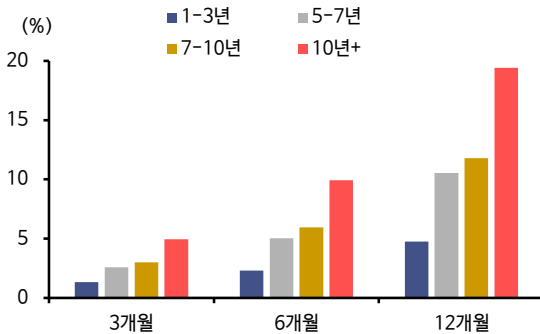
자료: Bloomberg, 신한투자증권

미국 IG: 인하 사이클 성과(2020년 3월 3일~)



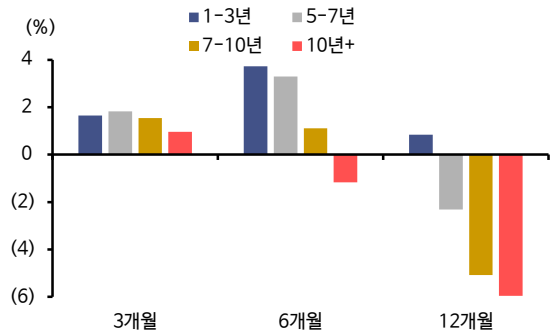
자료: Bloomberg, 신한투자증권
주: 인하 개시일 기준 경과수익률

미국 IG: 인하 사이클 성과(2019년 8월 1일~)



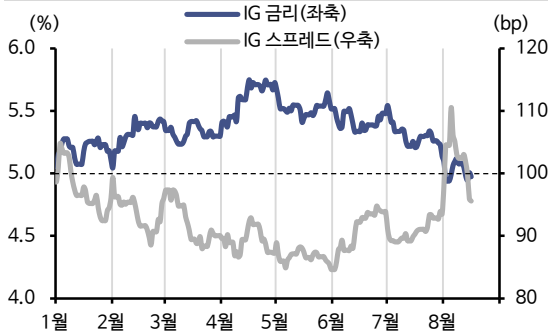
자료: Bloomberg, 신한투자증권
주: 인하 개시일 기준 경과수익률

미국 IG: 인하 사이클 성과(2007년 9월 18일~)



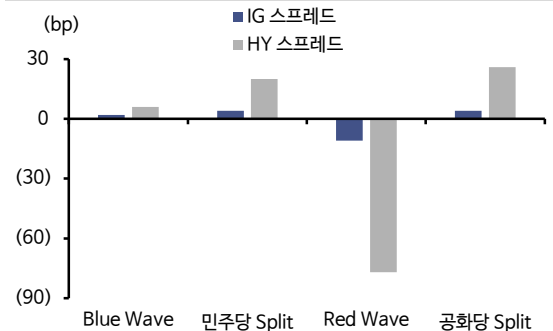
자료: Bloomberg, 신한투자증권
주: 인하 개시일 기준 경과수익률

미국 IG: 회사채 금리 및 스프레드



자료: Bloomberg, 신한투자증권

Red Wave 성공? ▶ HY 최선호



자료: JP Morgan, 신한투자증권
주: 미국 회사채 스프레드 연 평균 변동(1995~2023년, GFC 제외)

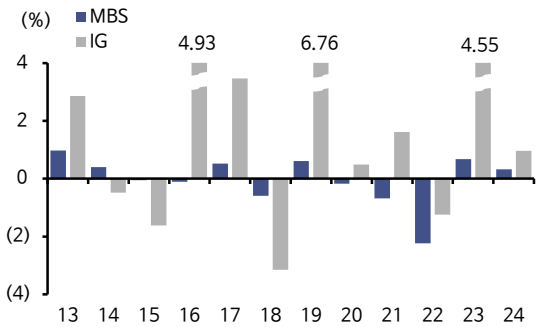
경기 리스크에 강한 MBS

지난 5일 폭락 직후 MBS의 YTD 초과수익(8/7 기준)은 IG를 소폭 아웃퍼폼하기도 했다. 경기 위험이 부각된 가운데 MBS 스프레드 변동 폭이 회사채에 비해 크지 않았기 때문이다. 이런 흐름이 연말까지 유지된다면, 2018년 이래 처음으로 MBS가 IG를 이기는 해가 될 수도 있을 것이다. 다만, 이는 경기 둔화 가속으로 가파른 인하를 하는 경우 가능하며, 올해 실현 가능성은 아직 높지 않아 보인다.

고용 데이터 일부에서 경고등이 켜지긴 했지만, 인플레이션 둔화 속에서도 소비가 견조(즉각적인 침체 위험 가시화되지 않음)한 것으로 나타났기 때문이다. 향후 경기 판단에 연계된 금리 속락이 모기지 조기상환을 자극하는 수준(30년 모기지 고정금리 4% 내외)까지 이어진다면, 높은 쿠폰 MBS는 예전만큼 매력적인 선택지가 아닐 수 있다.

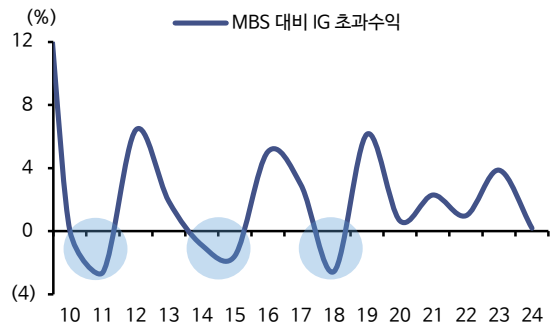
끝으로, 삼의 법칙(Sahm's Rule, 실업률의 최근 3개월 평균이 12개월 최저치보다 0.5%p 높으면 침체 발생)은 최소 미국에서는 1970년대 초반 이후 모든 침체에 대해 100% 적중했다. 다만, 시점(Timing)이나 심도(Severity)에 대한 정보는 거의 제공하지 않는 데다가, 침체의 빌드업은 느린 잠복기를 거치더라도 발생 이후의 전개는 빠를 수 있어 혼란스러운 면이 있다. 현재로써는 금리가 현실적인 경기 둔화를 반영하면서 - 동시에 이를 완화하기위한 자정 작용으로 - 하락할 여지가 있고, 연준의 Pivot이 실기(失期)할 경우 침체 가능성이 더 높아졌다는 정도로 이해할 수 있다는 생각이다.

YTD 초과수익: MBS vs. IG



자료: Bloomberg, 신한투자증권

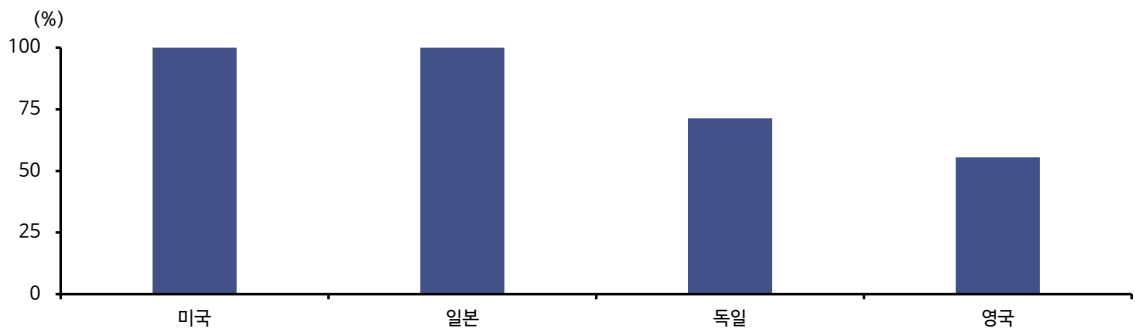
올해 MBS가 IG를 뛰어넘을 수 있을까



자료: Bloomberg, 신한투자증권

주: 음영은 MBS가 IG를 아웃퍼폼한 시기

삼의 법칙(Sahm's Rule) 적중률



자료: Bloomberg, 신한투자증권 / 주: 1970년대 초반 이후 Recession 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 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 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.