

미국 BSL CLO 시장 동향 및 전망



Credit Analyst

모승규

☎ (02) 3772-1796

✉ seungkyu.moh@shinhan.com

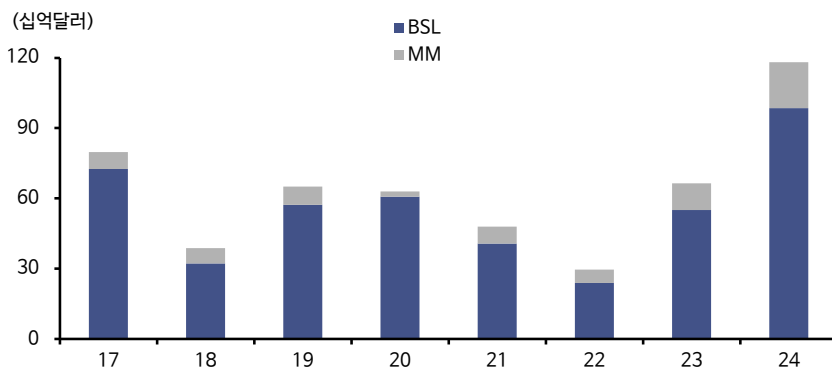
Intro: BSL과 MM의 비교 이해

Broadly Syndicated Loan(이하 BSL)은 Middle Market Loan(이하 MM)과 같은 재무유지약정(Financial Maintenance Covenants)이 없거나 구조적 보강이 결여된 Cov-Lite 대출이 많다. MM은 BSL에 비해 대출 사이즈가 작고 차주 신용도 열 위한 경우가 많기 때문에, 더 큰 Equity Tranche(적은 레버리지 사용)와 타이트한 Covenants가 있음에도 시장 스프레드는 일반적으로 더 높게 분포한다.

BSL은 대출 사이즈가 충분히 크면서도, 업종 다각화(Industry Diversification)를 통해 위험 분산이 가능한 수준까지 쪼개져 있다. 또한, BSL은 MM에 비해 시장 규모가 훨씬 크기 때문에, 시장 접근성(Accessibility)이 양호하고 유동성도 더 풍부한 시장이라 할 수 있다.

美 증권거래위원회(SEC)는 2000년 이후로 이용가능한 가격 데이터를 사용해 BSL 포트폴리오 가치를 산정하도록 하고 있다. 하지만, 하위 자산(BSL 대출)과 달리, CLO는 대부분 시가 평가(Mark-to-Market)하지 않으며, CLO 전체 또는 Tranche별 가치는 미래현금흐름의 현재가치로 단순 평가한다. BSL CLO는 하위 자산 대출보다 유동성이 높고, 유통시장을 통해 더 활발하게 거래되고 있다.

미국 CLO: 신규 발행



자료: PitchBook, 신한투자증권 / 주: Refi/Reset 제외

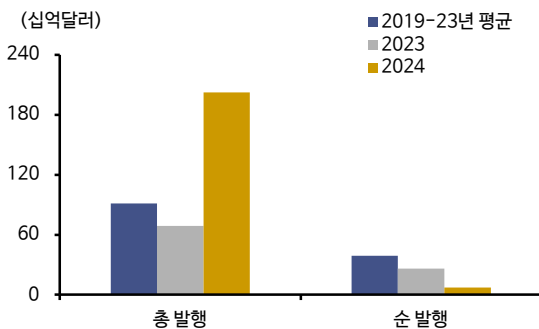
1H24: 미국 BSL CLO 시장 동향

올해 상반기 BSL CLO 총 발행(2,025억달러, +194% YoY)은 평년 대비 크게 늘었지만, 순 발행은 오히려 둔화했다. 이는 Refi/Reset이 급증하면서 CLO Amortization(대출 완납)이 빨라졌기 때문이다. 상반기 총 발행 가운데, Refi/Reset(1,039억달러, +395%)과 Amortization(968억달러)을 제외한 순 발행은 71억달러(-73%)에 그치고 있다.

올해 시장 스프레드가 강세(축소)를 보이자, 더 낮은 Coupon 스프레드로 차환하려는 니즈는 급증했다. 최근 CLO AAA는 Term SOFR 3개월(5.304%)에 약 135~145bp의 스프레드를 가산해 발행되고 있다. 즉, 총 이표는 USD 기준 연 6.7%(KRW 환산 4.7%) 정도이다.

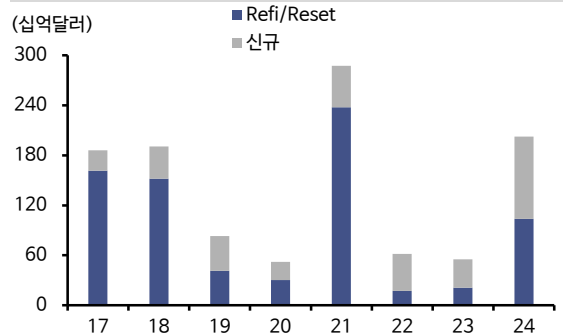
하위 자산(레버리지론)의 경우, 디폴트에 비해 부실 교환(Distressed Exchange, 차주가 디폴트를 피하기 위해 만기 연장, 금리 인하 등 채무 재조정을 요구하는 것)이 크게 늘은 점이 특징이다. CLO 부도율은 재투자(Reinvestment)가 완료된 포트폴리오(2%)보다는 진행 중인 CLO(0.5%)가 더 양호한 것으로 나타났다. 이는 CLO 매니저 역량, 신-구 포트폴리오 차이에 기인하는 것으로 해석된다.

미국 BSL CLO: 상반기 발행



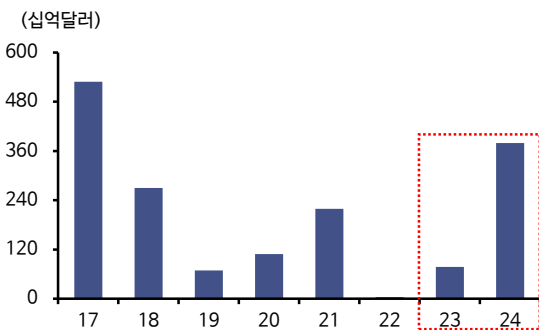
자료: Goldman Sachs, 신한투자증권

미국 BSL CLO: 총 발행



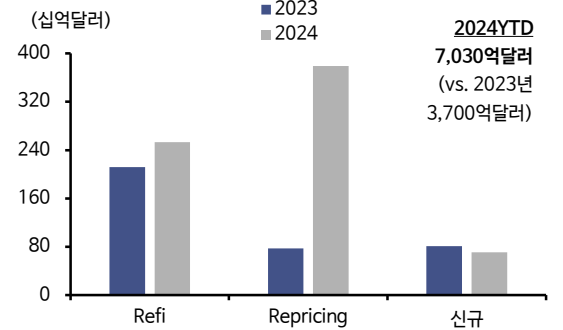
자료: Barclays, JP Morgan, 신한투자증권

레버리지론(BSL): Repricing



자료: PitchBook, 신한투자증권 / 주: 대출 Repricing은 Refi처럼 금리 조건을 변경(인하)하는 것이지만 절차적으로 더 간편

레버리지론(BSL): 총 승인



자료: JP Morgan, 신한투자증권

2024YTD
7,030억달러
(vs. 2023년
3,700억달러)

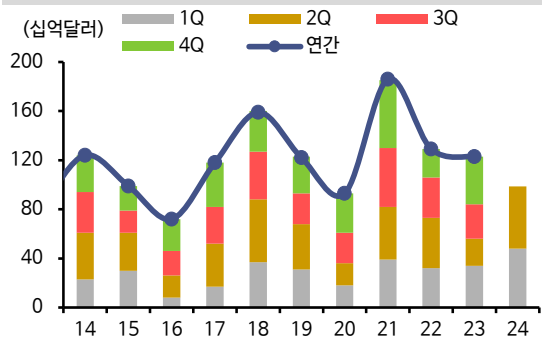
2H24: 미국 BSL CLO 시장 전망

Refi 증가는 연말까지 이어질 것으로 예상된다. 다만, Coupon 스프레드 추가 축소 여력이 크지 않은 만큼, 하반기 발행 강도는 상반기 대비 약해질 수 있다. 수급적으로, 최근 레버리지론 승인액 대비 CLO 발행(공급)이 둔화하고 있는 점은 이러한 부담을 일부 덜어주는 요인이라 하겠다. 일부 스프레드 확대가 나오더라도, 이는 건전한 조정(Healthy Correction) 수준에 그칠 것으로 보고 있다.

한편, 이번 긴축 사이클에서 변동금리 CLO는 금리위험 완화 수단으로 활용되어 왔으나, 금리 피크아웃으로 이러한 기능은 점차 약화될 것이다. 그럼에도 불구하고, CLO는 안정적 캐리, 예측가능한 프라이싱, 전통 자산과의 위험 분산이라는 강점이 있다. 특히 CLO 가격과 상관관계가 50% 내외 또는 미만인 IG 회사채, S&P500, Russell2000 등에 대해 포트폴리오 다각화로 여전히 접근이 가능하다.

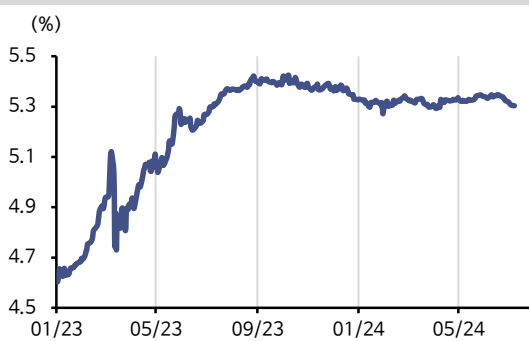
끝으로, 올해 美 대선 결과에 따라, 재정 적자 우려가 금리를 밀어올릴 수 있고, 연준의 통화정책 기조나 노선도 바뀔 가능성이 남아있다. 이처럼 시장 불확실성이 큰 상황에서 연내 인하가 개시된다는 이유만으로, 또는 과거 경험적인 판단에 근거해 CLO 포지션을 축소하는 것은 바람직하지 않다는 생각이다.

미국 BSL CLO 신규 발행



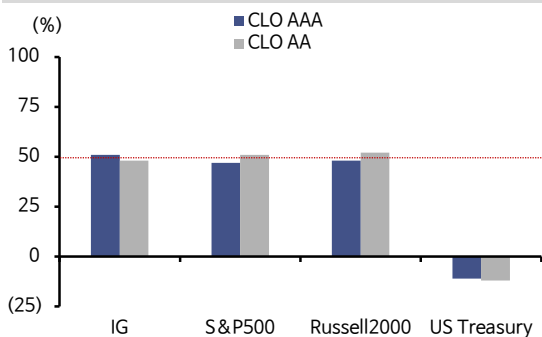
자료: Moody's, Barclays, 신한투자증권

Term SOFR 3개월



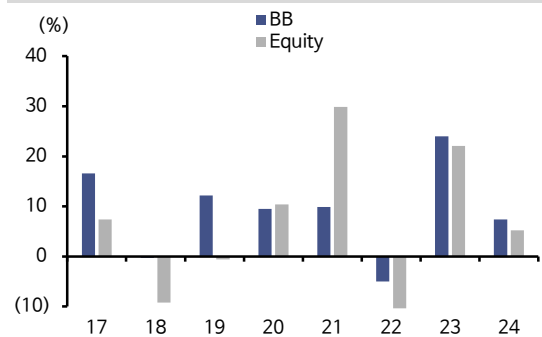
자료: Bloomberg, 신한투자증권

주요 자산별 상관관계: Senior Tranche



자료: Citi, 신한투자증권

Total Return: Junior Tranche



자료: Bloomberg, Flat Rock, Palmer Square, 신한투자증권
주: 1Q24 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 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.