



2021. 9. 29 (수)

**meritz** Strategy Daily

# 전략공감 2.0

## Strategy Idea

2021년 독일 총선: 향후 관건은 재정준칙 완화와 기후변화대응

## 오늘의 차트

세계무역구조, 원자재 중심의 재편 가능성

## 칼럼의 재해석

견조한 미국 고위험 채권 수요

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

## Strategy Idea



▲ 글로벌 투자전략 - 선진국  
Analyst 황수욱  
02. 6454-4896  
soowook.hwang@meritz.co.kr

## 2021년 독일 총선: 향후 관건은 재정준칙 완화와 기후변화대응

- ✓ 제20대 독일 총선 결과 향후 연정 구성 난항 예상. 단기 불확실성 요인
- ✓ 제1정당인 사민당 중심의 연정 구성 가능성에 무게. 지지율 급상승한 녹색당 약진에 주목
- ✓ 향후 관건은 독일 중심의 유로존 재정준칙 완화. 유로화 지지 요인
- ✓ 녹색당의 연정 참여 가능성 높음. 독일 중심의 유로존 기후변화대응 기조 강화

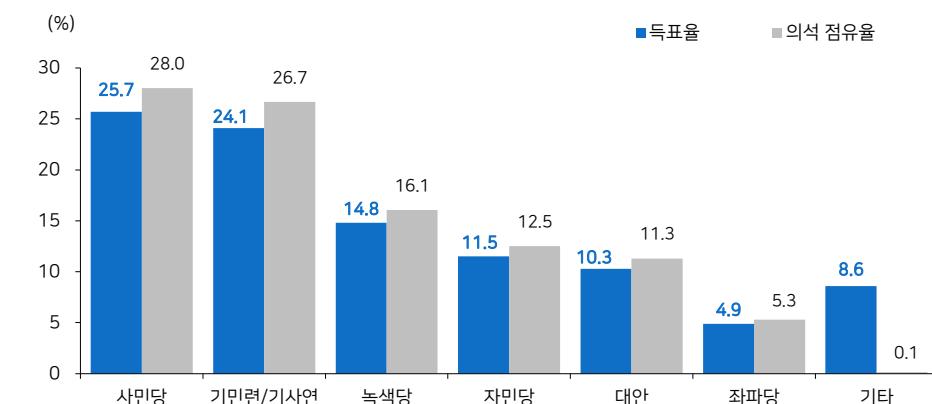
### 박빙이었던 독일 총선 결과

9월 26일 제20대 독일 연방의회 선거가 실시되었다. 이 결과를 토대로 향후 메르켈 총리의 후임이 결정되고 독일의 새로운 정부가 구성된다. 독일이 유럽연합의 수위국가라는 점에서 향후 유럽 전체의 정책 방향까지 좌우할 수 있는 이벤트이기 때문에 금융시장에서도 선거 결과에 주목했다. 그런데 이번 선거는 올초부터 정당별 지지율 변동성이 확대되면서 결과를 예상하기 어려운 흐름이 이어졌다.

제20대 독일총선 결과,  
사민당이 근소한 차이로  
CDU/CSU에 승리

선거 결과, 사회민주당(SPD)이 25.7%의 득표율로 제1정당이 되었다. 기독교민주연합/기독교사회연합(CDU/CSU)은 24.1%의 득표율을 기록하며 사민당에게 수위 정당 자리를 내주었다. 여기에 올해 독일 녹색당이 약진하며 14.8%의 득표율을 기록하며 제3정당으로 올라섰고, 자유민주당(FDP, 11.5%)이 그 뒤를 이었다.

그림1 독일 제20대 총선 정당별 득표율과 의석 점유율



자료: The Federal Returning Officer of Germany, 메리츠증권 리서치센터

## 차기 연합정부 구성에 난항 예상

총선 이후 남은 과제는 연정 구성이다. 이 과정도 선거만큼 중요한데, 연정을 구성해야만 하원에서 과반수의 찬성으로 총리를 선출하고 새 정부가 출범할 수 있기 때문이다. 모든 정당은 연정 구성에 참여할 수 있으며, 제1정당에게 연정 협상의 우선권이 있는 것은 아니다. 다당제와 비례대표제를 채택한 독일의 역대 연방 총선에서는 한번도 어느 한 정당이 단독 집권한 경우가 없다.

연정 구성 난항 예상. 각 대표는 크리스마스 전까지를 목표로 보고 있으나 더 길어질 가능성 상존

이번 총선 결과, 차기 연정 구성은 특히 난항이 예상된다. 구체적인 윤곽이 드러나기 전까지 연정 구성 과정은 독일과 유럽의 불확실성 유발 요인이 될 공산이 크다. 유력한 총리 후보인 사민당의 올라프 솔츠와 기민련/기사연의 아르민 라세트는 크리스마스 전까지를 연정 협상 기한으로 보고 있지만, 각 총리 후보의 바람과 달리 협상이 올해를 넘길 수 있을 것이라는 시각도 관측된다.

난항 예상 이유는 정당들의 득표율 결과 때문

연정 구성에 난항이 예상되는 이유는 각 정당들의 득표율 때문이다. 과거 총선 결과, 가장 우세한 정당의 득표율이 과반에 근접했기 때문에 보통 2개 정당으로 연정을 구성해왔다. 그런데 이번에는 핵심 정당 간의 득표율 격차가 크지 않아서 2개 정당만으로 의회 과반 확보가 어렵다. 연정을 주도하는 정당이 추가적으로 2개 이상의 정당을 설득해야 하는데, 그만큼 시간과 노력이 필요한 상황이다.

득표율에 기반하여 제1정당(사민당)과 제2정당(기민련/기사연)이 차지한 의석 수(전체 735석)는 206석, 196석이다. 그렇기 때문에 양당 모두 과반의 의석 수(368석)를 확보하기 위해서는 녹색당(118석)과 자민당(92석)이 확보한 의석 수가 모두 필요하다. 이러한 상황에서 예상할 수 있는 연정 구성 시나리오는 크게 세가지다.

사민당+녹색당+자민당 연정 구성 가능성이 높은 것으로 예상

첫째는 사민당을 중심으로 녹색당/자민당이 결합하는 방식이다. 사민당의 올라프 솔츠 후보는 선거 전후로 녹색당과의 연정 구성 의지를 강하게 피력해왔다. 여기에 중도 온건파에 속하는 솔츠 후보가 연정 파트너로 좌파당보다는 자민당을 우선적으로 고려할 것이라는 전망도 제기된다. 이 시나리오가 제1정당을 중심으로 구성될 수 있는 유력한 방법으로, 현실화 가능성성이 가장 높다는 판단이다.

기민련/기사연+녹색당+자민당 연정 가능성도 완전히 배제할 수는 없음

둘째는 기민련/기사연을 중심으로 녹색당과 자민당이 결합하는 방식이다. 기민련/기사연이 캐스팅 보트를 쥐고 있는 하위 정당들을 사민당보다 먼저 설득한다면 총선에서 제1정당을 수성하지 못했음에도 연정 구성의 핵심이 될 수 있다. 실제로 독일에서 제2정당이 제1정당을 배제한 연정을 구성하고 총리를 배출했던 경험이 3번 있었다는 점을 고려하면 불가능한 경우의 수가 아니다. 기민련/기사연과 사민당의 득표율 차이가 근소하다는 점에서도 이 가능성은 완전히 배제하기는 어렵다.

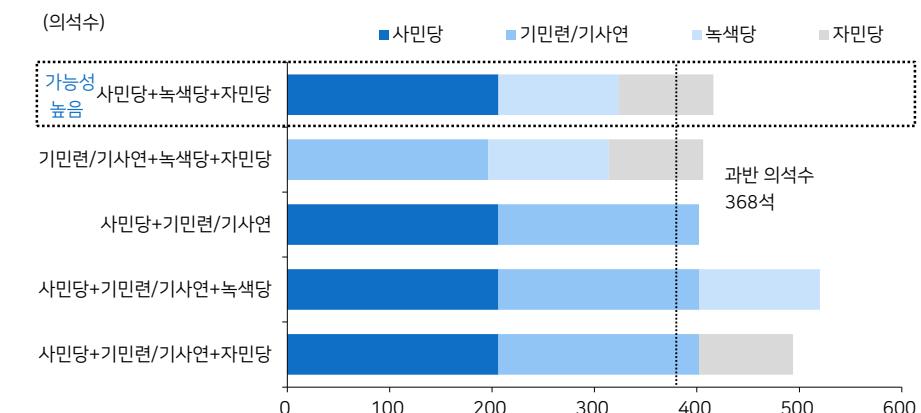
### 사민당+기민련/기사연의 대연정 가능성이 높지 않음

셋째는 사민당과 기민련/기사연이 결합하고 녹색당 혹은 자민당이 참여하는 대연정이 다시 구성되는 경우다. 제1정당인 사민당에서 총리를 배출하고 나머지 요직을 기민련/기사연에서 가져가는 방식일 가능성이 높은데 현실화되기는 어렵다. 선거 직후에도 솔츠 후보와 라세트 후보 모두 서로 연정을 주도하겠다는 의지를 강한 의지를 피력하고 있기 때문이다. 대연정을 구성한다면 제1정당에서 총리를 낼 것인데, 라세트 후보가 총리직을 포기하지 않는 이상 대연정 구성 가능성은 낮다.

한편 39개의 의석수를 확보한 좌파당의 경우 첫번째 시나리오에서 자민당의 대안으로 여겨질 수 있다. 그러나 사민당+녹색당+좌파당 연정 구성을 가정해도 총 의석수가 363석으로 전체 735석의 과반에 미달하기 때문에 이는 고려하기 어려운 경우의 수다. 독일을 위한 대안(AfD)의 경우 83개 의석 수를 확보했지만, 극단적인 우파적 성향을 떤다는 점에서 연정 구성에 참여하기 어려울 것으로 예상된다.

현실화 가능성이 높은 첫번째 시나리오를 베이스라인 시나리오라고 할 때, 이번 총선 결과에 대해 2가지 논점에 주목할 필요가 있다.

그림2 제20대 독일 총선 연정 구성 시나리오



자료: The Federal Returning Officer of Germany, 메리츠증권 리서치센터

표1 독일 역대 총선 정당별 득표율 및 연정 구성 내용

(%)	기민기사	사민당	자민당	녹색당	연정 구성	(%)	기민기사	사민당	자민당	녹색당	연정 구성
제1대	31.0	29.0	11.9	-	기민당, 바이에른, 자민당, 독일당	제11대	44.3	37.0	9.1	8.3	기민/기사, 자민당
제2대	45.2	28.8	9.5	-	기민/기사, 사민당, 자민당	제12대	43.8	33.5	11.0	3.8	기민/기사, 자민당
제3대	50.2	31.8	7.7	-	기민/기사, 독일당	제13대	41.5	36.4	6.9	7.3	기민/기사, 자민당
제4대	45.6	36.2	12.8	-	기민/기사, 자민당	제14대	35.1	40.9	6.2	6.7	사민당, 녹색당
제5대	47.6	39.3	9.5	-	기민/기사, 자민당	제15대	38.5	38.5	7.4	8.6	사민당, 녹색당
제6대	46.1	42.7	5.8	-	사민당, 자민당, 제2정당 총리	제16대	35.2	34.2	9.8	8.1	기민/기사, 사민당 대연정
제7대	44.9	45.8	8.4	-	사민당, 자민당	제17대	33.8	23.0	14.6	10.7	기민/기사, 자민당
제8대	48.6	42.6	7.9	-	사민당, 자민당, 제2정당 총리	제18대	41.5	25.7	4.8	8.4	기민/기사, 사민당 대연정
제9대	44.5	42.9	10.6	-	사민당, 자민당, 제2정당 총리	제19대	32.9	20.5	10.7	8.9	기민/기사, 사민당 대연정
제10대	48.8	38.2	7.0	5.6	기민/기사, 자민당	제20대	24.1	25.7	11.5	14.8	-

자료: The Federal Returning Officer of Germany, 언론보도 종합, 메리츠증권 리서치센터

### 논점1. 유럽 재정준칙 완화 논의

유로존은 COVID 대응 위해 재정  
준칙 준용을 내년까지 유예

코로나 충격이 정점에 달했던 작년 3월, EU 회원국 재무장관들은 COVID 충격에 대응하기 위해 EU 재정준칙 준용을 올해까지 한시적으로 유예하는데 합의했다. 심각한 경기 둔화라는 EU 재정 준칙의 면책 조항 조건이 충족되었다는 평가에 기반한 결과다. 회복 기간이 예상보다 장기화될 조짐이 보이자, 지난 6월 3일에 EU 회원국들은 이러한 유예 조치를 2022년까지 연장하기로 합의했다.

EU 재정 준칙인 '안정·성장 협약(Stability and Growth Pact)'은 EU가 회원국의 건전한 재정 유지와 재정정책 공조를 목표한 것으로 회원국들의 재정적자와 정부 부채를 각각 GDP의 3% 이하, 60% 이하로 유지하도록 규정하고 있다. 회원국이 규정을 위반하면 초과적자시정절차(EDP)를 근거로 권고, 제재 등 단계별 조치가 시행된다.

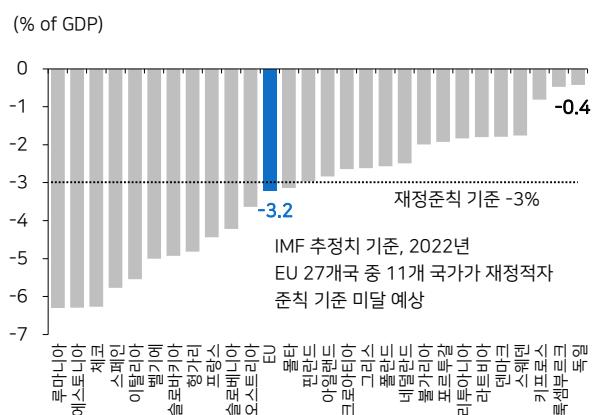
일부 회원국에서 재정준칙 완화 필요성 주장하고 있는 상황

재정준칙 유예가 내년까지 연장되면서 EU 국가들은 당장 COVID 경기충격에서 회복하기 위한 정책 부담은 다소 덜었다. 그렇지만 문제는 그 뒤의 일이다. 일부 EU 회원국들은 EU의 재정준칙은 달성을하기가 어려울뿐더러, 집행기관인 유럽위원회(EC)도 공정한 집행을 하지 않고 있다며 현재 기준의 실효성에 대해 비판했다.

IMF에 따르면, 재정준칙 유예가 끝나는 2022년 EU의 GDP대비 정부부채와 GDP 대비 재정적자 비중은 각각 91.6%, -3.2%로 예상된다. EU 27개국 중 재정 수지 준칙을 미달하는 국가는 11개국, 정부부채 규모 준칙을 미달하는 국가는 15개국에 달할 것으로 예상된다.

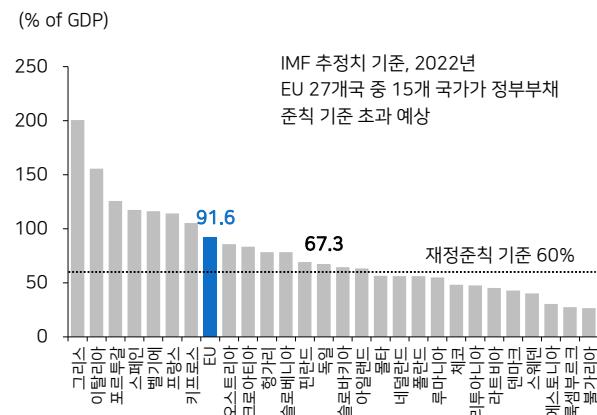
이러한 배경에서 최근 유로존 내에서는 재정준칙을 완화해야 한다는 목소리가 커지고 있다. 그런데 이번 독일 총선 결과를 기반으로 중도 진보 성향의 사민당 중심 연정이 구성된다면, 유로존 재정 준칙 완화 논의에 힘이 실릴 수 있을 것으로 예상된다.

그림3 EU 27개국 GDP 대비 재정적자 비중(2022년 예상)



자료: IMF WEO(2021.4). 메리츠증권 리서치센터

그림4 EU 27개국 GDP 대비 정부부채 비중(2022년 예상)



자료: IMF WEO(2021.4), 메리츠증권 리서치센터

균형재정을 고집했던 메르켈 총리의 임기 종료, 사민당은 균형재정 유지에 회의적인 입장

2021년 녹색당이 약진한 이유는 기후변화대응의 공감 때문

최근 러시아와 에너지 관련 지정학적 문제도 청정 에너지로의 전환을 자극시킬 수 있음

그 이유는 재정준칙에 대한 입장이 사민당과 기존 제1정당이었던 기민련/기사연과 다르기 때문이다. 앙겔라 메르켈 총리는 재정준칙에 대해 매우 보수적인 입장이었다. 반면, 새 연정의 중심이 될 것으로 예상되는 사민당은 독일의 부채 제동(debt brake)가 당의 핵심 정책을 추진하는데 걸림돌로 여긴다. 사민당의 솔츠 후보도 재무부 장관 시절 대부분 균형 재정을 고수하는 입장이었지만, 메르켈 총리보다는 완화적일 것이라고 기대되는 상황이다.

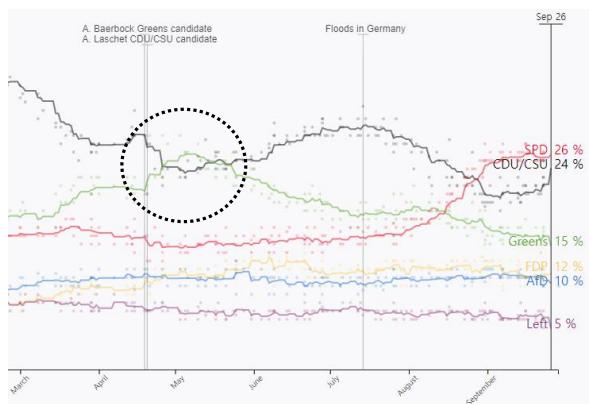
## 논점2. 힘이 실리는 유럽 기후변화 대응

이번 선거에서는 유독 녹색당의 약진이 두드러졌다. 녹색당은 창당 이래 최대 득표율을 기록했다. 그 이유는 기후변화대응이라는 당의 기본 노선에 대한 폭넓은 공감을 얻었기 때문이다. 녹색당의 지지율은 지난 2017년 제19대 총선에서 8.9%에 불과했는데, 올해 4월 말 여론조사에서는 지지율이 26%를 넘어서며 기민련/기사연, 사민당 등 주요 정당을 모두 앞지르고 1위를 달성하기도 했다.

기후변화대응의 핵심은 친환경 전기로의 에너지 전환이다. 그 과정에서 독일의 전력 생산에서 석탄 비중은 빠르게 감소하고 풍력, 태양광 등 친환경 발전 비중이 급격하게 늘었다. 이중 천연가스 발전 비중은 파리기후변화 협약이 있었던 2015년부터 증가하기 시작해 2020년 기준 16.1%를 기록했다. 그동안 천연가스의 안정적인 가격이 유지되며 탄소배출량이 다른 화석연료에 비해 적었던 것이 비중 확대의 원인이다.

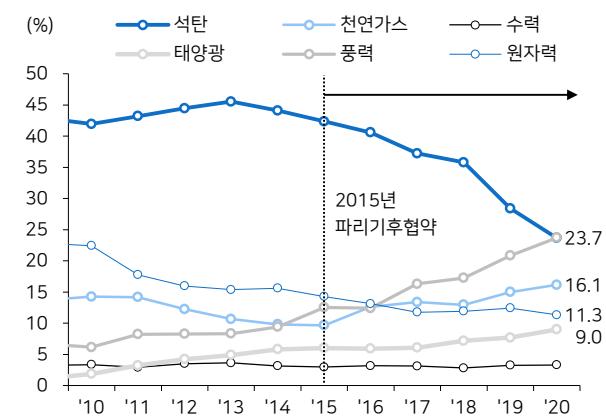
최근 들어 글로벌 천연가스 가격이 상승하는 가운데, 유독 유럽에서 가격이 폭등했다. 그 이유 중에는 러시아와 독일을 잇는 노드스트림II 개발 차질(EU 집행위 조사, 독일 고등지방법원의 사업 제동)로 러시아가 보복한 영향까지 반영된 것으로 분석된다. 이러한 지정학적 리스크에 노출되는 상황은 독일에게는 부담이며 천연가스 발전 비중을 줄일 유인이 된다. 따라서 이런 사건도 독일이 에너지 수입국에 대한 의존도를 낮출 수 있는 방향의 탄소배출 저감 노력과 청정 에너지로의 전환을 가속화시킬 요인으로 작용할 개연성이 있다.

그림5 독일 정당별 지지율 변화(2021년 3월 이후)



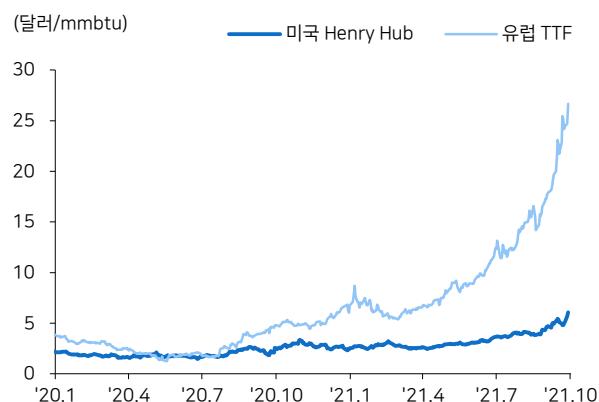
자료: Politico, 메리츠증권 리서치센터

그림6 독일 발전원별 전력 생산 비중



자료: OWID, 메리츠증권 리서치센터

그림7 유로존과 미국 천연가격 차이 심화



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림8 독일의 노드스트림II 사업



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

## 금융시장 시사점

이번 독일 총선 결과가 연정 구성 결과를 예측하기 어렵다는 점에서 연말까지 시계에서 불확실성 요인으로 작용할 소지가 있다. 그 이후에는 EU 수위국가인 독일의 영향으로 유럽 전반의 정책방향에 대한 다음과 같은 시사점을 갖는다.

**유로존 재정준칙 완화는  
유로화 지지 요인, 증시에 우호적**

사민당 중심의 연정이 구성되면 COVID 이전부터 논의되어 오던 유럽의 재정준칙 완화 논의가 힘을 받을 가능성성이 높다. 재정준칙 완화는 유로화 지지 요인이며 증시에도 긍정적이다. 이러한 견해는 기존 수위 정당이었던 기민련/기사연 중심의 연정이 구성되는 것보다 사민당 중심의 연정이 구성될 경우 그 효과를 더 기대할 수 있다는 생각이다.

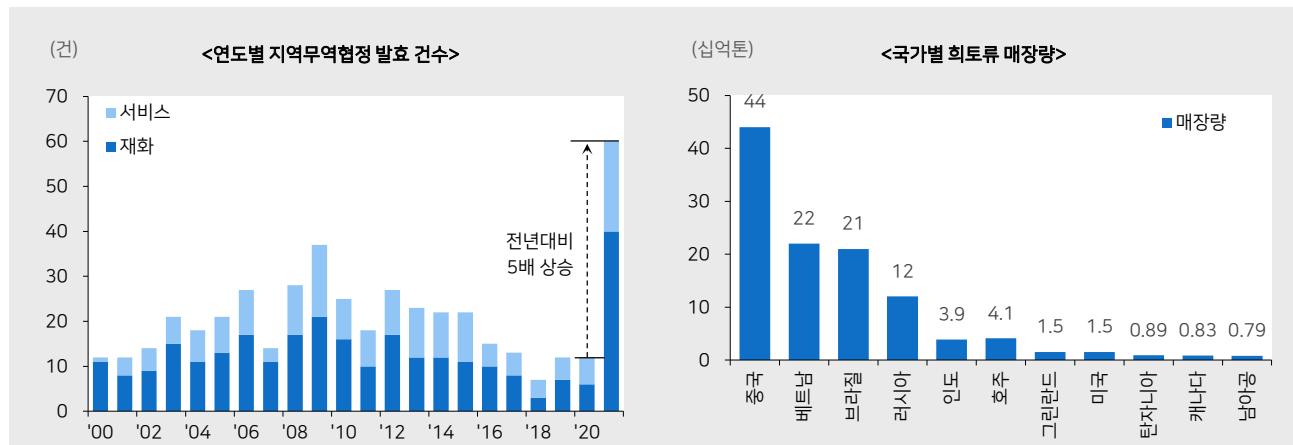
**녹색당의 약진, 높은 연정 참여  
가능성. 기후변화 대응 탄력**

이번 독일 총선에 참여한 모든 정당은 정도의 차이는 있지만, 정치적 성향과 상관 없이 모두 기후 관련 정책을 최우선 과제로 삼았다. 그 가운데 녹색당의 약진은 크게 두 가지 의미를 갖는 것으로 분석된다. 1) 독일과 유럽 전반에 걸쳐있는 기후변화대응에 대한 공감이 녹색당의 약진이라는 결과로 나타났으며, 2) 녹색당을 필두로 적극적인 정책을 바탕에 둔 독일을 중심으로 유로존의 기후변화대응이 탄력을 받을 것으로 예상한다.

## 오늘의 차트

이승훈 연구위원

## 세계무역구조, 원자재 중심의 재편 가능성



주: 좌측 그래프는 '21년 9월 28일, 우측 그래프는 '20년 기준

자료: WTO Secretariat, US Geological Survey, 메리츠증권 리서치센터

세계무역질서, 다자 무역체제에서  
다층 무역체제로 바뀌는 중

세계무역질서가 변화하는 중이다. WTO 체제 하의 일괄적 '다자(multilateral) 무역체제'가 몇몇 국가들 간 개별적으로 지역별, 분야별 협정을 체결하는 '다층(multi-layered) 무역체제'로 바뀌고 있다. 전세계적인 지역무역협정 발효 건수는 '12년 27건을 기록한 이후, '20년 12건까지 감소해왔으나, 올해 들어서는 9월 28일까지만 벌써 60건이 발효되며 크게 증가했다.

경제블록 형성에 따른 시장개방성  
확대는 수출증가율 향상에 기여

IMF는 Working Paper를 통해 경제블록 형성이 각국 수출실적 상승에 기여한다는 통계적인 근거를 제시했다. 연구결과에 따르면, 국가별 비(非)원자재 수출실적과 다음 다섯 가지 요인 간에는 높은 상관관계가 나타났다: 1) Proximity(세계 시장 접근성), 2) Governance(거버넌스), 3) Education(학력), 4) Infrastructure(인프라), 5) Trade policy openness(통상정책의 개방성)가 이에 해당한다. 다섯 가지 요인을 종합하여 '16~'18년 1인당 비원자재 수출실적 로그변환분 예측치를 도출했을 때, 예측치와 실제치의 상관계수는 무려 0.89에 달했다.(Salinas, 2021)

이러한 가운데 최근 협정에서  
원자재 확보를 위한 전략적 특징  
나타남

이러한 가운데 최근 주요 협정에서 원자재 확보를 위한 전략적 특성이 강하게 나타난다는 데에 주목할 필요가 있다. 탄소중립 정책 이행 과정에서 신재생에너지 발전소를 신설하기 위해 희토류를 비롯한 원자재 확보가 중요해졌기 때문이다. 쿼드(QUAD, 미국·일본·인도·호주)에서 중국 중심의 희토류 공급망을 견제하는 한편, 이를 견제하여 중국은 최근 CPTPP에 참여하겠다는 의지를 밝히기도 했다.

향후 원자재 보유국 중심  
무역구조 재편 가능성 높음

따라서 향후 원자재 보유국의 자원 전략화 특성이 강해지는 것뿐만 아니라, 이를 중심으로 무역구조가 재편될 가능성이 높다는 데에 주목할 필요가 있다. 더불어 이들 국가들의 무역정책 개방성 상승에 따른 추가적인 시장 확대 또한 기대되는 바이다.

## 칼럼의 재해석

임제혁 연구원

## 견조한 미국 고위험 채권 수요 (WSJ)

미국에서는 3대 신평사들이 평가하지 않는 회사채 발행이 늘어나는 등 고수익 고위험군 채권에 대한 수요가 지속되고 있다. 하이일드 스프레드 또한 역대 최저치 수준을 기록하고 있다. 대출채권 담보부 증권에서도 고수익 채권 수요를 확인 가능하다. 연말 LIBOR 고시 종료를 앞두고 CLO 발행이 큰 폭으로 늘었으나, 수요가 뒷받침되며 discount margin은 안정적인 흐름을 보이고 있다. 이는 CLO 저신용 발행사의 펀더멘탈에 대한 기대감이 확대된 영향이 크다. 저신용 기업의 레버리지 비율은 코로나 국면 이전 수준으로 회복되었으며, 디폴트 리스크 또한 경기회복을 바탕으로 감소 추세가 이어질 것으로 보인다.

헝다 파산 리스크로 인해 하이일드 채권 발행이 주춤하는 모습을 보이기는 하였으나, 미국 회사채 시장에 미치는 영향력은 제한적일 것으로 보인다. 대형 은행들의 직접적 익스포져는 거의 없고, 중국 내에서도 헝다가 시스템 리스크로 이어질 가능성은 크지 않은 상황이기 때문이다. 실제로 헝다 리스크에도 미국채 금융 부문을 포함한 전 섹터의 하이일드 스프레드는 변동이 크게 없었다. 저금리 기조에서 높은 금리에 대한 투자 수요가 지속되면서 저신용 기업들의 양호한 자금조달 여건은 유지될 것으로 보인다.

## 높은 금리에 목마른 투자자들

미국에서 고수익 고위험군 채권에 대한 수요가 지속되고 있다. 투기등급 채권의 스프레드는 금융위기 이후 최저치를 기록하고 있으며 CCC등급의 스프레드는 연초대비 2%p 가량 낮은 상황이다.

미국 하이일드 스프레드 최저치,  
3대 신평사들의 평가가 부재한  
고위험군 회사채도 수요 늘어나

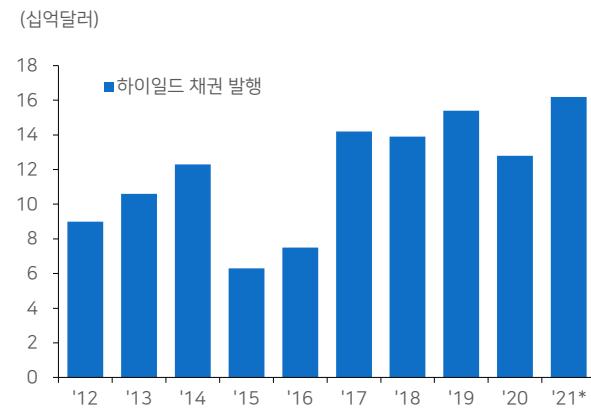
최근에는 유동성 리스크가 크고 세계 3대 신평사들의 평가가 부재한 고위험군 회사채에도 투자가 이어지고 있다. 이러한 채권들은 미국의 대형 투자은행에서는 거의 다루지 않고, 규모가 크지 않은 북유럽 투자은행 같은 곳에서 주로 인수 및 판매한다. 뮤츄얼 펀드의 유동성 리스크가 큰 상품 투자 비중이 15%를 넘어서는 것을 방지하는 규정이 존재하는 등 거래가 활발하지 않아 이러한 채권은 가격 변동 폭이 상대적으로 클 수밖에 없다. 그럼에도 불구하고 수요가 뒷받침되며 북유럽 투자은행이 주관하는 하이일드 발행량이 역대 최고치를 경신할 것으로 전망된다.

그림1 하이일드 스프레드 역대 최저치 수준



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 북유럽 투자은행 주관 하이일드 채권 발행 늘어나



주: 8월 16일까지 누적

자료: Stamdata, 메리츠증권 리서치센터

## CLO(대출채권담보부증권)시장에서도 높은 수요 확인 가능

고수익 자산에 대한 투자자들의 수요는 CLO(대출담보부증권)에서도 확인할 수 있다. CLO는 신용도가 낮은 기업들의 대출채권을 기초자산으로 하는 자산담보부증권(ABS)를 의미한다. 대상은 주로 개별로 회사채를 발행하기 어려운 BB- 등급 이하의 저신용 등급의 기업이다. CLO의 금리는 기업 스프레드에 Libor를 더하는 식으로 산정되는 변동금리부 금리다.

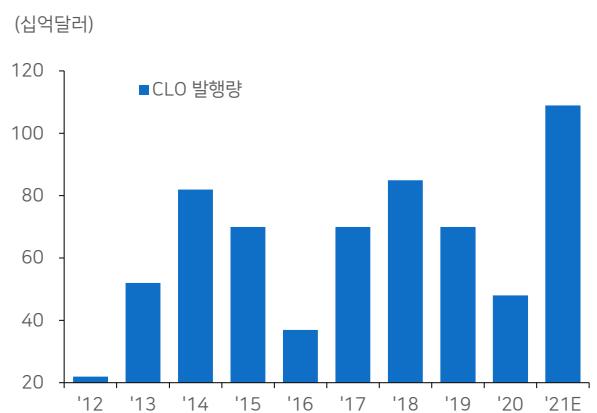
CLO 발행 역대 최고 수준이나  
수요 늘어나며 discount margin  
낮은 수준 유지

올해 저금리 기조하에서 높은 금리형 상품에 대한 투자 수요를 반영하며 CLO 발행은 늘어나는 추이를 보였다. 이와 더불어 금년 12월부터 일부 만기의 리보 고시가 중단되는데, 이로 인한 혼란을 피하기 위해 리파이낸싱이 크게 늘어나며 8월에는 발행이 근 10년동안 최고치를 기록하기도 했다. 발행이 큰 폭으로 늘어났음에도 수요가 뒷받침되며 크레딧 스프레드와 비슷한 의미를 가진 discount margin은 낮은 등급의 CLO에서도 여전히 낮은 수준을 유지하고 있다.

견조한 수요의 요인으로 미국 금리가 상승하는 상황에서 변동금리부 상품인 CLO의 투자매력이 확대된 이유도 있겠으나, 기초 자산인 저신용등급 기업의 펀더멘탈 개선 기대감이 주요한 것으로 보인다. S&P에 따르면 2분기 TTM 기준 부실기업의 연체율은 6월 3.8%에서 내년 6월 2.5%까지 하락할 것이라고 추정하고 있다. 또한 정크본드 발행 기업의 레버리지 비율은 빠르게 하락해 코로나 국면 이전 수준에 근접하고 있다.

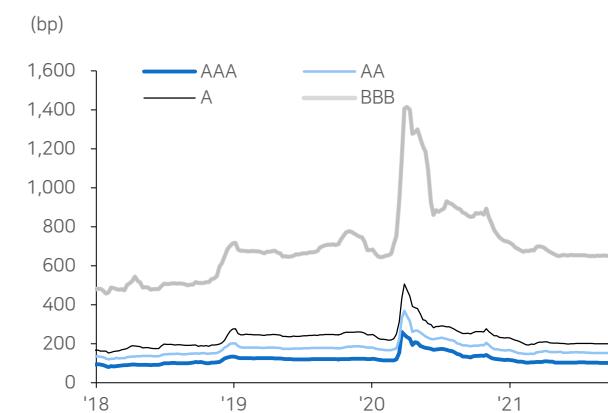
다만 스프레드가 코로나 이전 수준까지 축소된 상황에서 최근 형다 리스크로 인해 저신용등급 채권 발행이 주춤하였는데, 관련 리스크는 제한적일 것으로 본다.

그림3 올해 CLO 발행량 큰 폭으로 늘어나



자료: S&P Global Ratings, 메리츠증권 리서치센터

그림4 CLO 수요 뒷받침되며 discount margin 낮은 수준



자료: Palmer Square, 메리츠증권 리서치센터

## 헝다, 미국 크레딧 시장 영향력 제한적

헝다 리스크에도 미국 하이일드 스프레드는 변동 크게 없었음

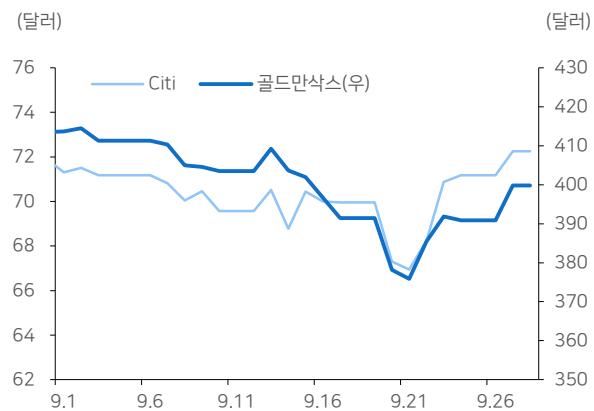
헝다 디폴트 리스크로 인해 중국 하이일드 스프레드가 확대 흐름을 보이며, 글로벌 크레딧도 약세를 보이는 것은 아닌가에 대한 우려가 존재했었다. 미국의 경우, 대출 익스포져가 있는 것으로 알려진 미국의 주요 은행들의 주가가 하락하기도 했다. 그러나 블룸버그가 JP Morgan, Citi, BOA 등 미국의 주요 은행들은 헝다에 직접적(inline) 익스포져가 없다고 밝히며 주가는 반등했다. 미국의 전반적인 하이일드 스프레드는 변동이 크게 없었으며, 금융 부문의 하이일드 스프레드 또한 매우 낮은 수준을 유지했다. 9월 FOMC에서 파월 연준의장 또한 헝다 리스크의 spill over 영향력을 제한적으로 평가했다.

중국 크레딧 시장에서도 시스템 리스크는 제한적이라는 평가

중국 내에서도 크레딧 시장에서의 시스템 리스크는 제한적일 것이라고 보는 시각이 많은데, S&P는 이와 관련해 헝다의 역내/역외 부채가 중국 상업은행 전체 부채의 0.35%, 총 자산의 0.2%밖에 미치지 못하고, 직접적 익스포져 부채는 분산되어 있어 영향력이 제한적이라고 보았다. 헝다가 외화채 이자를 지급하지 못하면서 관련 리스크는 상존할 것으로 보이나 미국 회사채 시장에 미치는 영향력은 제한적일 가능성이 높다.

미국채 금리가 최근 빠르게 상승하였으나 코로나19 이전과 비교해서는 여전히 50bp 정도 낮은 상황이다. 저금리기조를 바탕으로 미국 하이리스크 하이리턴 채권의 수요가 지속되며 미국 저신용 기업들의 양호한 자금조달 환경은 유지될 것으로 전망한다.

그림5 직접적 익스포져 없다는 뉴스에 관련 기업 주가 반등



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림6 금융 부문 하이일드 스프레드 확대폭 제한



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

원문: *Search for Yield Leads Bond Buyers to Unrated Debt (WSJ)*