Strategy Idea

▲ 해외채권/크레딧
Analyst 임제혁
02. 6454-4898
jeyhyuk.im@meritz.co.kr

누적된 긴축의 시차 – 미국 회사채 시장

- ✓ 미국 역사적 긴축에도 기업 전체의 이자비용 부담은 오히려 감소. 이자 비용에 미치는 긴축의 영향이 이연되는 가운데, 수익 및 이자수익 빠르게 증가되었기 때문
- ✓ 다만 약한고리에서는 긴축 부담 확인. 저신용등급 회사채 전반적으로 펀더멘탈 양호하나 CCC등급 중심으로 하위등급 회사채 부도율 점차 상승할 리스크
- ✓ 변동금리부 대출인 레버리지론의 부도율 또한 올해 빠르게 상승하며 장기평균 수준에 도달. 추가적인 긴축의 신중함 높이는 재료로 작용할 것

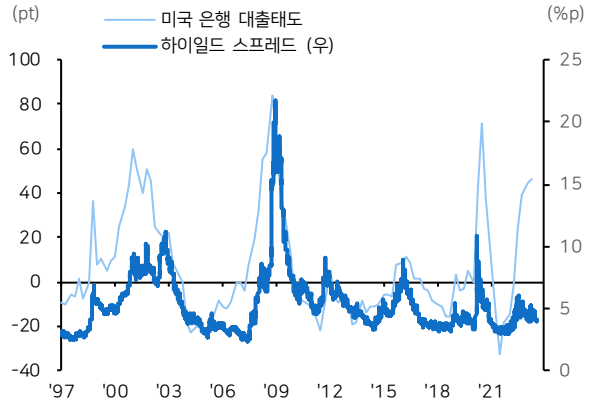
역사적 긴축에도 신용 스프레드는 하락 중

누적된 긴축에도 신용 스프레드는 축소 중

연준의 급격한 연방기금금리 인상, SVB 사태 이후 은행들의 대출태도 악화에도 불구하고 신용 스프레드는 최근 하락세를 보이고 있다<그림 1>. 올해 들어서는 감소하던 회사채 발행량도 회복하고 있는 추이고<그림 2>, 하이일드 부도율도 2% 대에서 상승이 제한되고 있다.

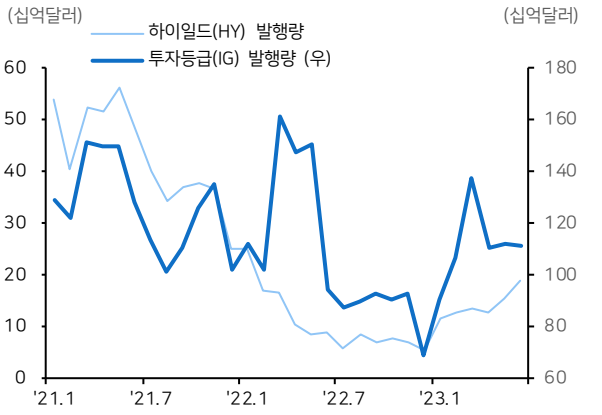
과도한 위험심리의 반영이라기보다 코로나 이후로 개선된 기업들의 펀더멘탈 요인이 작용하는 가운데, 급격히 줄어든 발행물량으로 인한 수급적인 요인들이 작용하고 있는 것으로 판단한다. 다만, 저신용등급 회사채의 경우 연말까지 완만한 부도율 상승에 따른 스프레드 확대 가능성에 무게를 둔다.

그림1 대출태도 긴축과 하이일드 스프레드



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 투자등급/하이일드 발행 연초 이후 반등



자료: SIFMA, 메리츠증권 리서치센터

미국 전반적인 기업들, 긴축에도 금리부담은 오히려 낮아져

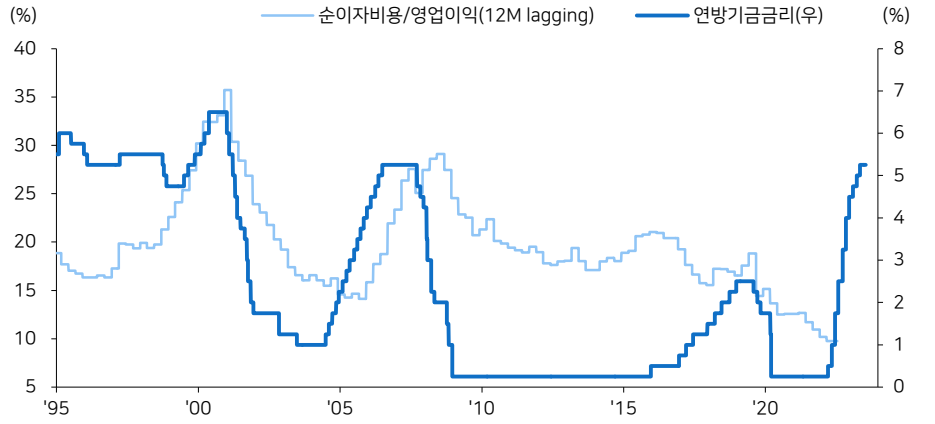
긴축 국면에서 이자부담은 오히려 줄어들어

기존의 금리 인상 사이클에서는 영업이익 대비 순이자비용은 12개월 정도의 시차를 두고 상승했다. 이번 국면에서는 금리 인상과 함께 시중금리도 같이 큰 폭으로 상승하였으나, 영업이익 대비 순이자비용 부담은 오히려 줄어들고 있다<그림 3>. 특히 순이자비용만 따로 보더라도 코로나 국면 이후로 감소세가 지속되고 있다.

기업의 자산/부채에 통화정책이 가지는 시차 달라

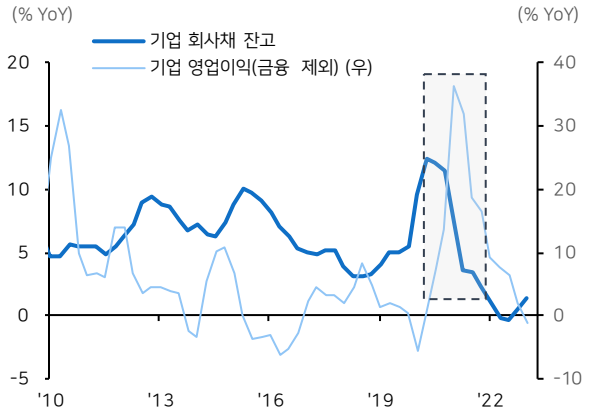
이자비용 부담의 축소는 기업의 부채와 자산에 긴축의 영향력이 차별적으로 작용하고 있기 때문이다. 코로나 국면에서의 저금리 기조를 활용하며 기업의 부채는 낮은 조달금리의 회사채로 교체되었고, 이로 인해 단기내에 만기도래하는 회사채 물량이 큰 폭으로 감소했다. 금리가 오르는 국면에서는 회사채 발행을 통한 자금조달을 줄였다. 동시에 재정효과로 소비가 빠르게 회복하면서 영업이익은 빠르게 늘어났다<그림 4>.

그림3 연방기금금리와 순이자비용/영업이익(12개월 후행) 추이



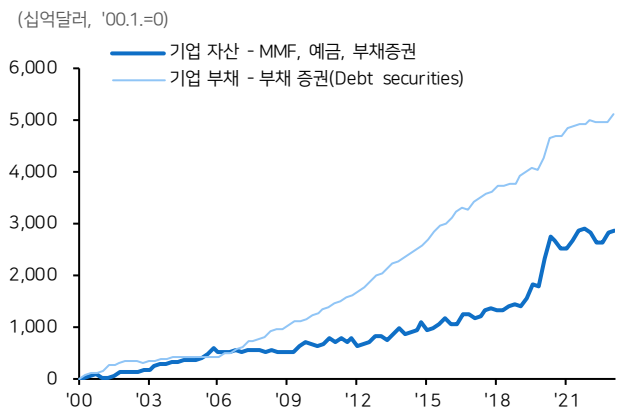
주: 순이자비용, 영업이익은 금융 섹터 제외, GVA 기준
자료: BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림4 회사채 잔고와 기업 영업이익 상승률



자료: BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림5 기업 자산 및 부채 추이



주: 순이자비용, 영업이익은 금융 섹터 제외, GVA 기준
자료: BEA, 메리츠증권 리서치센터

한편 기업은 잉여자금을 활용해 전례없이 이자상품에 대한 투자를 큰 폭으로 늘렸다. 그 중에서도 기업의 MMF 투자 잔고가 빠르게 증가했는데, MMF는 단기금리형 상품으로 시중금리의 상승이 시차가 거의 없이 반영되었다<그림 5>. 이자비용은 낮은 금리 수준에서 고정되었으나, 이자수익은 가파른 긴축 기조에 상응해서 증가한 것이다.

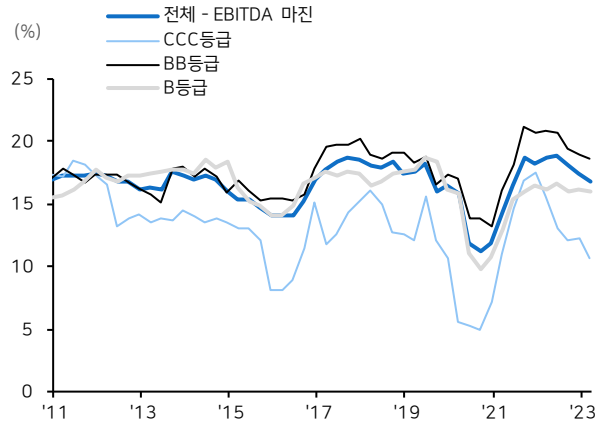
하이일드, 하위등급 중심으로 부담 확대

하위등급 중심으로 부담은 늘어나는 부분 확인

큰 흐름에서는 기업의 이자비용 부담이 줄어들며 긴축의 효과가 지연되고 있는 부분을 확인했다. 하지만 약한 고리인 하이일드 회사채의 조달환경은 저신용 회사를 중심으로 점차 악화되고 있는 것으로 보인다.

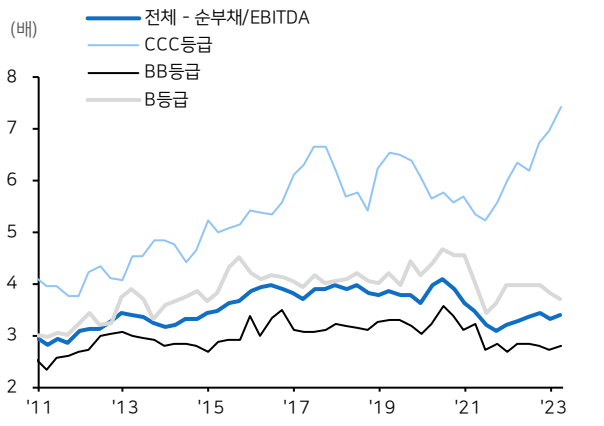
기업들은 이자비용은 낮게 유지하고 있지만, 저신용등급 회사를 중심으로 소비 둔화에 따른 마진 악화가 부각되고 있다. 하이일드도 전반적인 관점에서는 코로나 국면에서 마진률이 큰 폭으로 상승했고, 올해 1분기 까지도 B~BB등급은 평년 수준을 유지했다.

그림6 하이일드 등급별 EBITA 마진



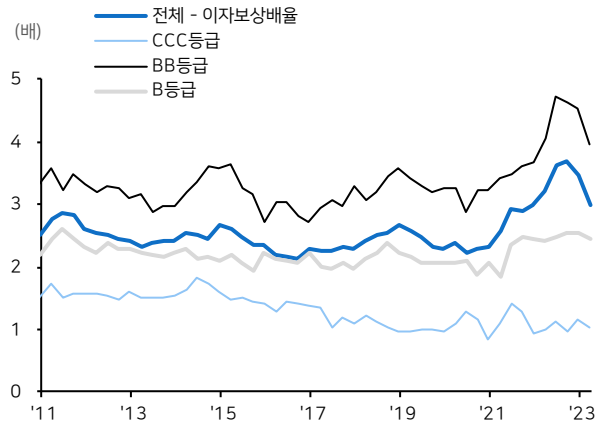
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 하이일드 등급별 순부채/EBITDA 비중



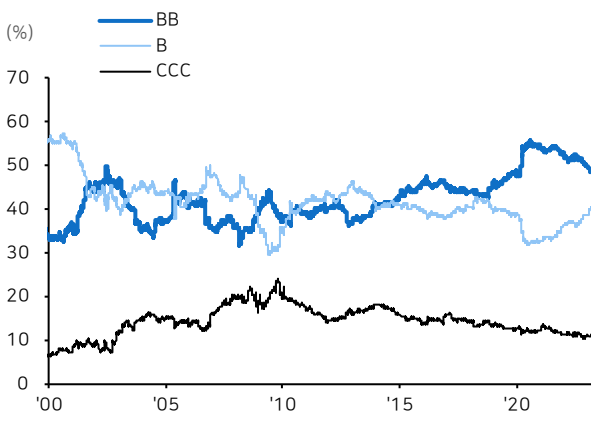
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 하이일드 등급별 이자보상배율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 하이일드 등급별 잔고 비중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

EBITDA 대비 순이자 부담을 보더라도 CCC등급은 마진률이 악화된 영향으로 비율이 가파르게 올랐다. 향후 높아진 조달금리를 반영, CCC등급 발행사의 이자보상배율이 상승하면서, 부도율 또한 같이 오를 가능성이 높은 상황이다.

이러한 상황을 반영하면서, 주요 신용등급 회사채들은 연말 부도율 전망을 높이고 있다. Moody's는 부도율 전망을 4.6%, 장기평균에 0.5%p를 웃도는 수준으로 상향 조정했다. 매크로 환경은 실업률이 연말 4.8%까지 오르면서 경기 둔화 압력이 더 강화될 것으로 내다봤다. 경기를 상대적으로 낙관적으로 전망하는 S&P는 4%까지 부도율이 오를 것으로 전망했다.

향후 만기도래 예정 구조 고려, 부도율 급격한 상승 가능성 제한

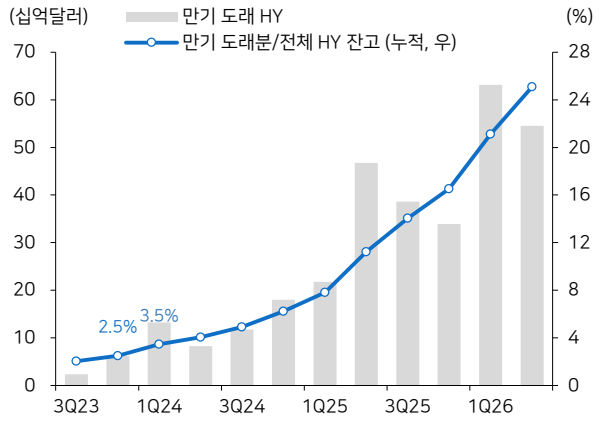
저신용등급을 중심으로 부도율은 점차 상승하겠으나, 부도율이 급격하게 상승하지는 않을 것으로 예상한다. 장기 평균을 큰 폭으로 웃돌 가능성도 크지 않은 것으로 판단한다. 이유는, 코로나 국면에서 대규모 회사채 차환이 진행된 영향으로, 올해 만기도래하는 회사채는 전체 2.5% 수준밖에 되지 않기 때문이다<그림 10>. 본격적인 만기 도래는 내년 상반기 이후, 2025년에 발생한다.

그 외에도 코로나 이후로 회사채 시장의 전반적인 자산건전성이 개선되면서 CCC등급의 비중은 하락, BB등급은 상승했다<그림 9>. 이에 더해, 만기 도래분을 등급별로 나눠서 보면, 올해 만기 도래는 BB등급이 상대적으로 많고, CCC등급은 내년부터 만기가 돌아오게 된다<그림 11>. 본격적인 만기도래가 도래하는 시기까지는 낮은 이자부담만을 감당할 수 있는 시간을 번 것이다.

긴축 내년 상반기까지 길어질 경우 신용리스크 확대될 것

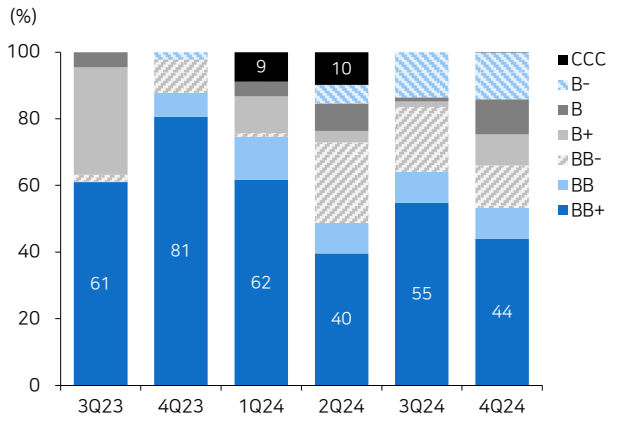
다만, 내년 상반기까지 연준이 긴축적인 수준의 금리를 유지한다면, B등급 이하의 회사채 만기도래 비중이 상승하기 때문에, 부도율은 빠르게 상승할 가능성이 높다. 현재 하이일드채 가중평균 조달금리는 2% 수준인데, 좁혀진 스프레드에도 불구하고 미국채 금리의 상승으로 현재 조달금리는 8%까지 올라와 있다. 연준이 우려하는 급격한 긴축의 파급효과가 현실화될 수 있는 것이다.

그림10 하이일드 분기별 만기도래분



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 하이일드 만기도래분 등급별 비중



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

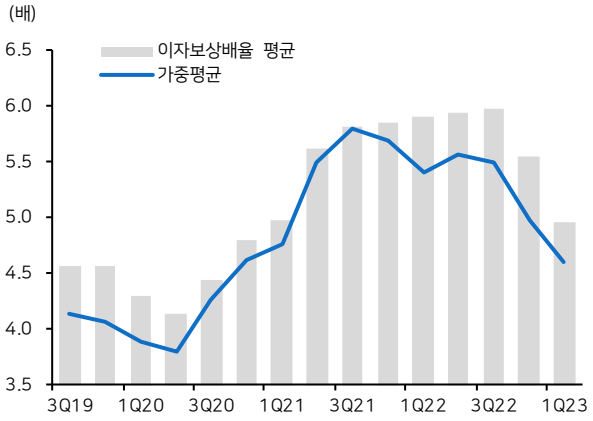
긴축의 시차가 없는 레버리지론

저신용등급 기업들의 주요 주달 수단으로는 고정금리인 회사채 발행, 그리고 변동금리부인 레버리지 대출이 있다. 레버리지론은 SOFR 금리와 같은 단기금리에 연동되기 때문에 통화정책의 영향력이 시차없이 반영된다. 규모로 보면 레버리지 론 시장은 1.3조달러 수준(액면가기준)으로 하이일드와 비슷하다.

레버리지론은 여러 투자자들의 자금을 모아서 기업에 대출하는 형태인 신디케이션 방식의 상품이다. 하이일드와의 가장 큰 차이점은 변동금리부이고, 담보대출의 선순위 성격이라는 점이다. 하이일드는 자본에 가까운 후순위 성격이 강하다. 또한 원리금이 분할상환되기 때문에 위험도는 상대적으로 낮은 것으로 평가되어 부도율도 더 낮게 형성된다.

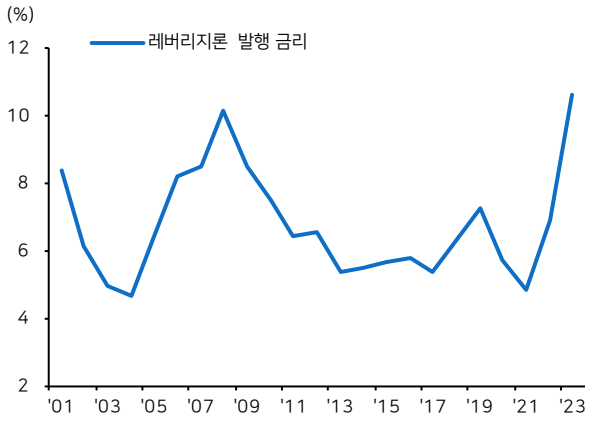
레버리지론 발행 기업들도 코로나 이후 상대적으로 펀더멘탈은 개선되었다. 지난해 1분기 기준 둔화는 되고 있으나, 전반적으로 우려스러운 상황은 아니다.

그림12 레버리지 론 발행사 이자보상배율



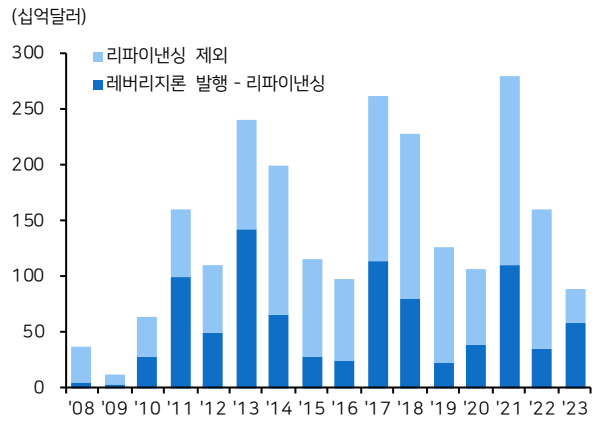
자료: Pitchbook LCD, 메리츠증권 리서치센터

그림13 레버리지론 발행 금리 추이



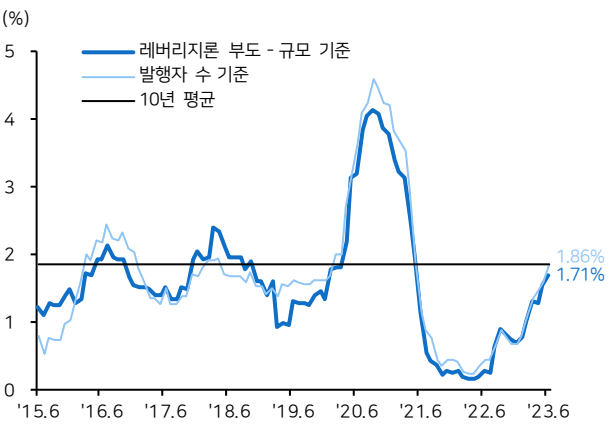
자료: Pitchbook LCD, 메리츠증권 리서치센터

그림14 레버리지 론 목적별 발행 규모



자료: Pitchbook LCD, 메리츠증권 리서치센터

그림15 레버리지론 부도율 추이



자료: Pitchbook LCD, 메리츠증권 리서치센터

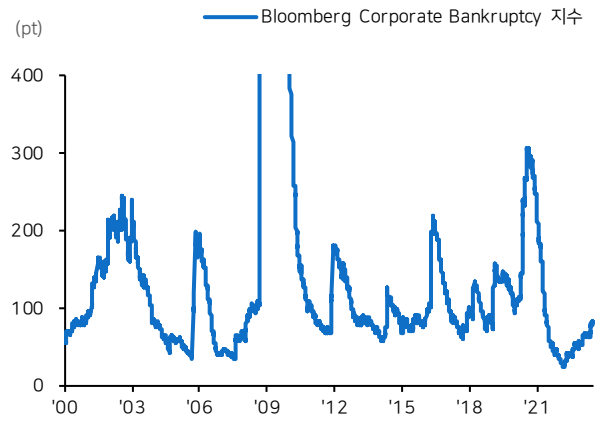
변동금리부 레버리지론, 긴축 효과 반영하며 부도율 장기평균 도달

그러나 하이일드와 달리 레버리지론 발행 금리는 2021년 4% 수준에서 10%를 넘어섰고, 발행도 상대적으로 많았다<그림 13,14>. 향후 경기가 둔화되는 국면에서 발행사들의 펀더멘탈 악화가 더 심화될 가능성이 높은 것으로 보인다. 이로 인해 6월 기준 레버리지론은 장기 평균 수준에 도달했다<그림 15>.

SVB 사태 이후 은행들의 긴축적인 대출 태도, 그리고 레버리지론에서의 부도율 상승을 반영하면서 올해 6월까지 파산 신청 기업수는 지난 2010년 이래로 가장 빠르게 늘어났다. 다만 대출 규모까지 함께 고려하면 평년대비 부도규모는 장기평균을 밑돌고 있다. <그림 16>의 Bloomberg 파산 지수는 5천만 달러 이상의 기업을 기준으로 파산수와 규모를 함께 집계하고, 2000-2012년 중위값을 100으로 설정 산출한 지수다.

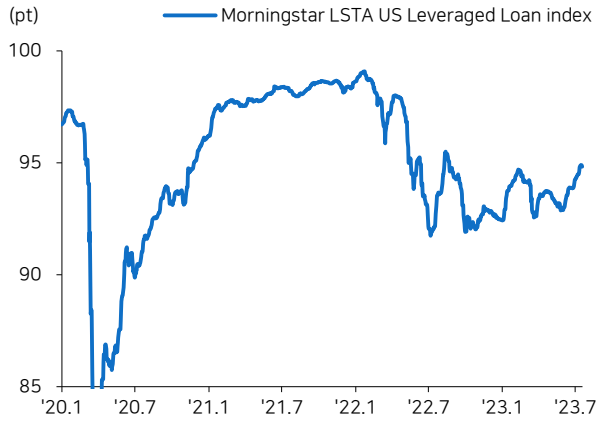
아직까지 투자자에게 위험심리가 확대되지는 않고 있는 것으로 보인다. 양호한 경기 지표를 확인하면서 6월 이후 순가격 기준 레버리지론 지수는 상승 반전하고 있다. 이자까지 고려한 총수익 지수 기준으로도 5월 부진한 이후 반등하는 모습이다 <그림 17>.

그림16 Bloomberg 기업 파산 지수 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 Morningstar LSTA 레버리지론 지수 – 순가격



자료: Morningstar LSTA, 메리츠증권 리서치센터

누적된 긴축의 시차

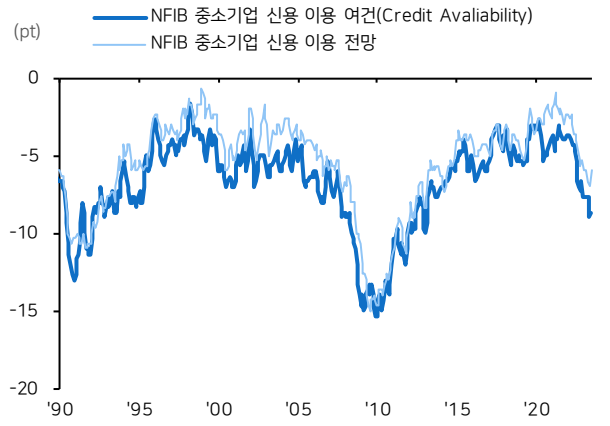
긴축의 신중함을 높이며, 지연된 통화정책의 시차 고려할 때

코로나 이후로 이어진 견조한 소비를 중심으로 기업들의 자금조달 시장은 전반적으로는 양호한 흐름을 보이고 있는 것을 확인했다. 그러나, 일부 저신용등급 기업, 그리고 금리인상의 영향이 바로 반영되는 레버리지론과 같은 기업 자금 조달의 약한 고리는 긴축의 영향권에 들어온 것으로 보인다. 중소기업을 중심으로 SVB 사태 이후 신용 이용의 어려움도 가중되고 있는 상황이다<그림 18>.

소비는 코로나 국면에서 쌓아놓은 잉여자금, 견조한 노동시장을 기반으로 견조한 추이를 보이고 있으나, 모멘텀은 둔화되고 있다<그림 19>. 가계 또한 리볼빙 대출이 소폭 감소하는 등 높아진 금리의 영향력은 반영하고 있는 상황에서, 기존의 높았던 마진율이 둔화되는 방향성은 유지될 가능성이 높다.

뉴욕 연준은 최근 Working paper "Distressed Firms and the Large Effects of Monetary Policy Tightenings"에서 최근 부실기업이 역사적인 수준으로 늘어났으며, 이런 환경에서는 긴축의 효과가 더 크게 전달된다고 언급한 바 있다. 누적된 긴축의 영향력이 확인되고 있으며, 연준이 자주 언급하는 통화정책의 시차를 고려할 시점인 것으로 판단된다.

그림18 NFIB 중소기업 신용 관련 서베이



자료: NFIB, 메리츠증권 리서치센터

그림19 미국 개인소비지출 및 영업이익률

자료: BEA, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Compliance Notice

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 추천 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.