

BARINGS

채권

선순위 담보대출: 왜 지금 투자해야 할까요?

INSIGHTS

금리 상승 및 금융 시장 변동성 확대 국면에서 대출(론; Loan)은 신용 및 금리 위험으로부터 자산을 방어하는데 잠재적으로 도움이 될 것으로 보입니다.



나탈리 호우드, CFA

유럽 하이일드 투자팀 디렉터



케이스 맥키니

미국 하이일드 투자팀 매니징 디렉터

최근 시장의 최대 화두는 단연 러시아의 우크라이나 침공입니다. 이에 따라 최근 몇 주간 수익률 곡선(일드 커브) 평탄화(플래트닝) 및 주식, 채권 시장의 변동성 확대 등 시장이 반응하고 있습니다. 이와 같은 불확실성 속에서 석유 및 기타 원자재 가격 변동으로 향후 소비자 소득 및 기업 수익이 부정적인 영향을 받을 것이라 우려 또한 높아지고 있습니다. 한편, 인플레이션 상승 및 추가 금리 인상 가능성은 여전히 시장 관심사 중 하나입니다. 이러한 환경에서 선순위 담보대출은 고려해볼 만한 투자 옵션이 될 수 있습니다. 신용 및 금리 위험에 대한 일정 수준의 자산 방어력과 함께, 잠재적으로 매력적인 수준의 일드까지 기대할 수 있기 때문입니다.

“선순위 담보대출 자산의 상당 부분이 이미 실질적인 변동금리부 자산이 됐거나, 과거 금리 상승기보다 훨씬 단기간에 변동금리부 자산으로 전환될 것임을 의미합니다.”

변곡점을 통과한 대출

선순위 담보대출은 투자등급 미만 기업이 발행하며, 인수자금 조달, 기존 채무 리파이낸싱, 비즈니스 확대 계획 지원 등 다양한 용도에 활용됩니다. 해당 대출은 주간사 은행(lead bank) 주도로 다른 은행, 기관 투자자가 함께 신디케이트(공동 용자) 형식으로 발행기업에게 자금을 대출합니다. 해당 대출채권을 발행한 투자등급 미만 기업은 신용 위험을 보상하기 위해 변동 금리(기준 금리 + 추가적인 쿠폰 금리)로 이자를 지급해야 합니다.

예시:

**선순위 담보대출 발행기업이 지불해야 하는 금리 =
기준금리(Libor, SOFR*, Euribor 등) + 고정 쿠폰 금리/스프레드**

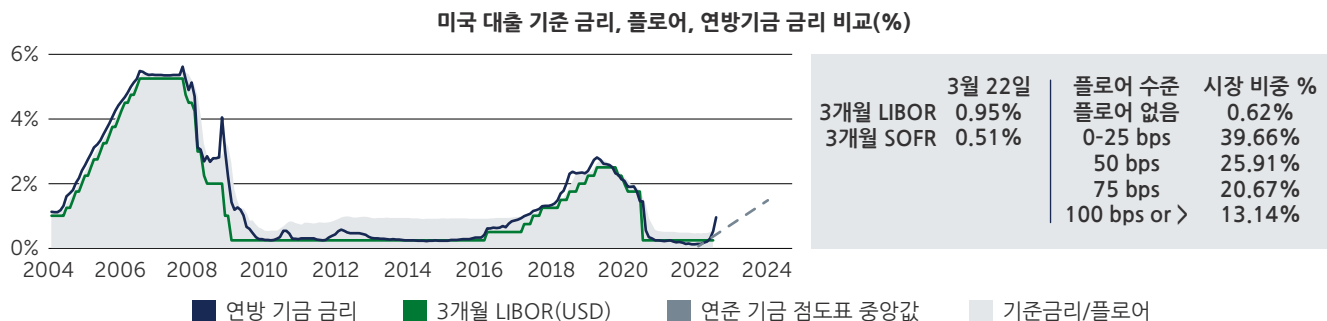
*SOFR(Secured Overnight Financing Rate): 미 국채를 담보로 하는 환매조건부채권(레포·repo)의 1일물 금리

글로벌 금융위기 이후 역사적 저금리 환경이 지속되면서, 대출 자산의 기준금리는 더 이상 투자자에게 매력적인 투자 포인트가 되지 못했습니다. 이에 따라 대부분의 신규 발행 대출에 기준금리 플로어(floor; 하한선)가 적용됐습니다. 플로어는 선순위 담보대출과 같은 변동금리부 금융상품이 지불해야 하는 기준금리의 최저 수준이며, 대출 자산은 기준금리 플로어에 더해 고정 쿠폰금리를 추가적으로 지불합니다.

기준금리 플로어 도입은 금리 상승 환경에서 대출 쿠폰금리도 빠르게 변화시켰습니다. 일례로, 2015년 미국 연방준비제도 이사회(FRB)의 금리 인상 시, 대출 시장 대부분의 플로어는 100 - 125 bps 수준이었습니다(이때 시작된 단기 금리 인상 사이클은 2020년 초 팬데믹 발발과 함께 종료). 이는 실제 대출자산의 금리가 “변동”되기 위해서는 시장금리가 1.00% - 1.25% 이상으로 상승되어야 함을 의미합니다.

한편, 이와는 대조적으로, 오늘날의 금리 상승 환경에서 선순위 담보대출 시장 상당 부분의 플로어는 유럽 0 bps, 미국 0-50 bps로 과거보다 낮습니다(도표 1). 이는 선순위 담보대출 자산의 상당 부분이 이미 실질적인 변동금리부 자산이 됐거나, 과거 금리 상승기보다 훨씬 단기간에 변동금리부 자산으로 전환될 것임을 의미합니다. 일례로, 3월 18일 기준 3개월 만기 미국 리보(Libor) 금리는 95 bps를 기록, 리보 플로어 90 bps 이하 대출의 기본 변곡점을 넘어섰습니다. 이에 따라, 향후 대출 자산은 고정 쿠폰금리/스프레드에 추가 증분이 매력적으로 늘어나는 상황이 됐습니다. 참고로, 오늘날 리보 플로어 90 bps 이하의 대출이 미국 시장에서 차지하는 비중은 85%가 넘습니다.

도표 1: 대출 자산의 상당 부분은 상당히 짧은 기간 내에 “변동” 금리부 상품으로 전환



출처: Barings; Credit Suisse; Bloomberg.

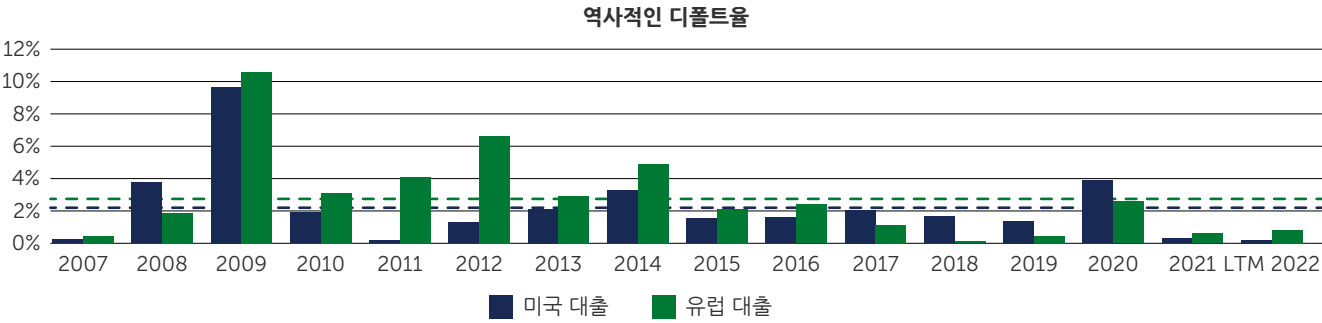
여전히 견고한 기업 펀더멘털

오늘날 변동금리가 적용되는 선순위 담보대출을 유망하게 보는 배경에는 견고한 기업 펀더멘털이 자리잡고 있습니다. 러시아의 우크라이나 침공으로 지난 몇 주간 시장 변동성 및 인플레이션 우려가 확대됐지만, 오늘날 선진 시장 기업들은 낮은 레버리지 수준 및 풍부한 유동성을 유지하고 있습니다. 지난 2년간 채권 발행이 증가한 덕분입니다. 대부분 기업의 수익, 현금 흐름, 상각전영업이익(EBITDA)은 2019년 수준을 회복했거나, 이를 넘어섰습니다. 동시에 대출 시장 전반의 여러 하이일드 기업이 유리한 조건에 부채를 리파이낸싱해 대출 만기 연장에 성공하면서, 만기가 짧은 대출은 결과적으로 감소했습니다. 이러한 요인들로 인해, 오늘날 대출 시장의 상당수 발행기업은 당면한 인플레이션 압력을 극복할 여력을 충분히 보유하고 있습니다. 레버리지 대출 시장 발행기업의 평균 규모가 금융위기 혹은 유럽 국채위기 당시보다 실질적으로 더 크다는 점 또한 주목해야 할 부분입니다. 대기업 대차대조표는 규모도 크고 회복력 또한 일반적으로 높은 편이며, 선순위 담보 대출의 일반적인 담보인정비율(LTV)은 50% 정도입니다.¹

이러한 시장 변화 및 견고한 기업 펀더멘털에 힘입어, 시장 디폴트율은 관리 가능한 수준에 머물러 있으며, 당분간 장기 평균치를 밑돌 것으로 예상됩니다(도표 2). 이러한 전망을 뒷받침하듯, 80센트 미만 부실 수준 거래 기업은 시장의 극히 일부(미국 1.2%, 유럽 0.7%)에 불과합니다.² 참고로 과거 디폴트율이 높았던 2014년 같은 경우에는 미국 대출의 2.2%, 유럽 대출의 4.5%가 80 미만으로 거래됐습니다.³ 한편, 디폴트로 원금 손실이 초래될 수 있으나, 구조조정 절차를 통해 통상적으로 일부 원금의 회수를 기대할 수 있습니다. 과거 평균 대출 회수율은 72.6%로 비교적 높았습니다.⁴

1. 베어링 시장 관측
 2. 출처: Credit Suisse. 2022년 2월 28일 기준.
 3. 출처: Credit Suisse. 수치는 미국 및 유럽의 12개월 평균
 4. 출처: Moody's Annual Default Study. 2021년 1월 기준. 최종 회수 기준 글로벌 평균 회사채 회수율.

도표 2: 장기 평균치를 하회할 것으로 예상되는 디폴트율



출처: S&P/LSTA Leveraged Loan Index; S&P European Leveraged Loan Index. 2022년 2월 28일 기준.

향후에도 긍정적인 기업 펀더멘털 및 낮은 디폴트율이 지속될 것으로 볼 때, 일부 시장은 부담하는 펀더멘털 리스크 이상의 보상을 제공할 것으로 보입니다. 대출의 장기 평균 회수율에 기반해 디폴트율에 따른 스프레드 변화를 시뮬레이션 해볼 수 있습니다. 예를 들어 미국 및 유럽 대출은 기준금리 대비 각각 평균 450 bps 및 467 bps의 스프레드를 제공하고 있습니다.⁵ 회수율이 역사적 평균 수준인 60%~80%라고 가정하면, 디폴트율이 (현재 시장 기대를 훨씬 웃도는 수준인) 10% 이상이 되어야 450 bps 스프레드 만큼의 무위험 투자 기회에 필요한 초과 스프레드가 상쇄될 수 있습니다 (도표 3).

즉, 디폴트율이 전례없이 10% 이상 대폭 상승하지 않고, 회수율 역시 과거 수준과 같이 높게 유지된다면, 향후 일부 디폴트율이 상승한다고 하더라도, 대출 자산은 지속적으로 긍정적인 수익을 창출할 것으로 기대됩니다. 참고로, 대출 시장은 장기적으로 양호한 성과를 시현해왔습니다. 일례로, 미국에서 대출 자산의 연간 수익률이 마이너스를 기록한 것은 1992년 이후 단 두 번 뿐이었습니다.⁶ 또한, 대출 자산 보유로 매월 발생하는 캐리 수익(carry return; 이자 수익)은 가격 변동성을 상쇄해 안정적인 시장 성과 시현에 기여했습니다.

도표 3: (디폴트 시나리오별 손실 기반) 현 대출 스프레드는 디폴트 상황에서 상당한 보상을 투자자에게 제공할 것으로 기대 (Default Scenarios)

		회수율 시나리오					
		80%	70%	60%	50%	40%	30%
디폴트율 시나리오	1%	20 bps	30 bps	40 bps	50 bps	60 bps	70 bps
	2%	40 bps	60 bps	80 bps	100 bps	120 bps	140 bps
	3%	60 bps	90 bps	120 bps	150 bps	180 bps	210 bps
	4%	80 bps	120 bps	160 bps	200 bps	240 bps	280 bps
	5%	100 bps	150 bps	200 bps	250 bps	300 bps	350 bps
	6%	120 bps	180 bps	240 bps	300 bps	360 bps	420 bps
	7%	140 bps	210 bps	280 bps	350 bps	420 bps	490 bps
	8%	160 bps	240 bps	320 bps	400 bps	480 bps	560 bps
	9%	180 bps	270 bps	360 bps	450 bps	540 bps	630 bps
	10%	200 bps	300 bps	400 bps	500 bps	600 bps	700 bps

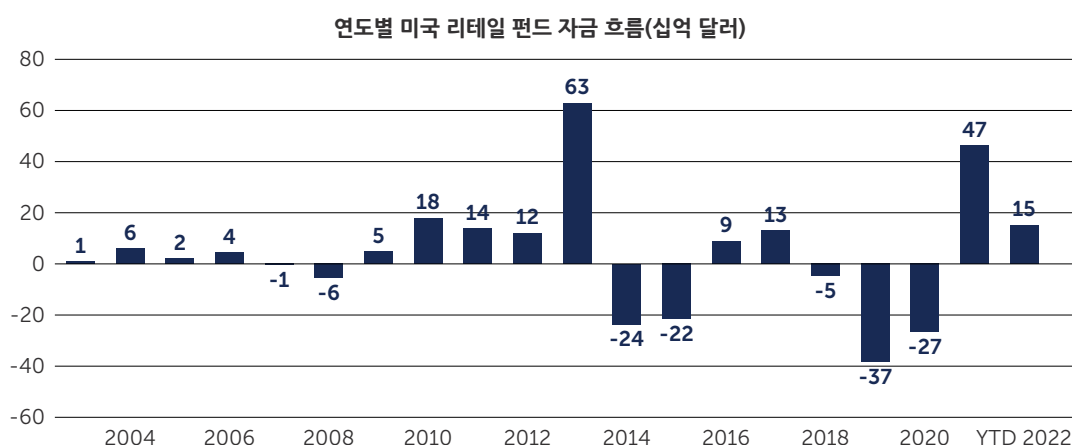
출처: Barings. 손실은 디폴트율에 1을 곱한 후 회수율을 차감해 계산. 예시적 용도로 제한. 과거의 운용실적이 미래의 수익률을 보장하는 것은 아닙니다.

5. 출처: Credit Suisse. 2022년 2월 28일 기준. 대출 스프레드는 3년 할인 마진 기준.
 6. 출처: Credit Suisse. 2022년 12월 31일 기준

기술적 환경 개선

금리 상승 환경하에 투자자 관심이 고정금리 자산에서 대출로 빠르게 옮겨가고 있습니다. 이러한 트렌드는 미국 및 유럽 시장의 수요 증가로도 확인됩니다. 대출 자산의 핵심 수요 동인인 미국 리테일 펀드 자금은 2년여 유출세 이후 지난해 유입세(약 450억 달러)로 돌아섰습니다(도표 4). 이와 함께, 지난해 미국 및 유럽에서는 대출 수요의 또 다른 동인 중 하나인 CLO(대출채권담보부증권) 발행이 급증해 여전히 신규 거래가 활발히 일어나고 있습니다. 이러한 수요 여건은 글로벌 대출을 뒷받침하는 기술적 요인이 되고 있으며, 광범위한 신디케이트 대출 및 CLO의 변동금리 특성, 단기 금리 상승 전망 등과 어우러져, 대출 자산의 향후 성과에도 긍정적인 영향을 끼칠 것으로 전망됩니다.

도표 4: 유입세로 전환된 미국 리테일 펀드 자금



출처: J.P. Morgan. 2022년 2월 28일 기준.

“디폴트율이 전례없이 10% 이상 대폭 상승하지 않고, 회수율 역시 과거 수준과 같이 높게 유지된다면, 향후 일부 디폴트율이 상승한다고 하더라도, 대출 자산은 지속적으로 긍정적인 수익을 창출할 것으로 기대됩니다.”

핵심 요약

최근과 같은 시장 상황에서 대출 투자를 주목해야 할 이유는 다양합니다:

- 선순위 담보대출 시장 전반의 기준금리 플로어가 낮아 대부분의 선순위 담보대출 자산은 비교적 짧은 기간 내에 더 높은 쿠폰금리를 제공할 것으로 기대됩니다. 다시 말해, **선순위 담보대출 자산의 대부분이 진정한 의미의 변동금리 상품으로 이미 전환됐거나 곧 전환될 예정**에 있어 투자 매력이 높습니다.
- 기업 펀더멘털은 전반적으로 견고세를 유지하고 있으며, 디폴트 상황에서 오늘날의 대출 스프레드는 투자자에게 상당한 보상을 제공할 것으로 보입니다.
- 금리 상승 환경에 적합한 투자 자산을 찾는 투자자가 늘면서, **대출 자산 수요 증가라는 기술적 요인**이 대출 투자 전망을 밝게 하고 있습니다.

물론 지속적으로 모니터링해야 할 리스크 요인이 적지 않습니다. 현 단계에서 러시아-우크라이나 분쟁의 장기 영향을 경량화하긴 어려우며, 관련 불확실성은 이미 상당 수준까지 시장에 확대된 상황입니다. 지금 상황이 최악이라고 단정하긴 어려우며, 당분간은 시장 변동성이 지속될 것으로 예상됩니다. 그러나, 상황식 분석에 기반해 투자하는 액티브 운용사가 변동성 국면을 활용해 알파를 창출하는 것이 드문 일은 아닙니다. 이러한 사실은 유럽 국채위기, 원자재 위기, 코로나19 초기 매도세 등을 포함한 여러 시장 이벤트에서도 이미 확인된 바 있습니다. 중요한 것은 이와 같은 시장 등락 속에서 경계심을 늦추지 않는 것입니다. 과거 투자 경험에서 명심해야 할 것은, 펀더멘털 및 상황식 크레딧 분석에 지속적으로 집중하는 것이 당면한 시장 이벤트 너머 성장 잠재력이 높은 발행기업 발굴에 도움이 된다는 점입니다.

단계적 신용위험 방어

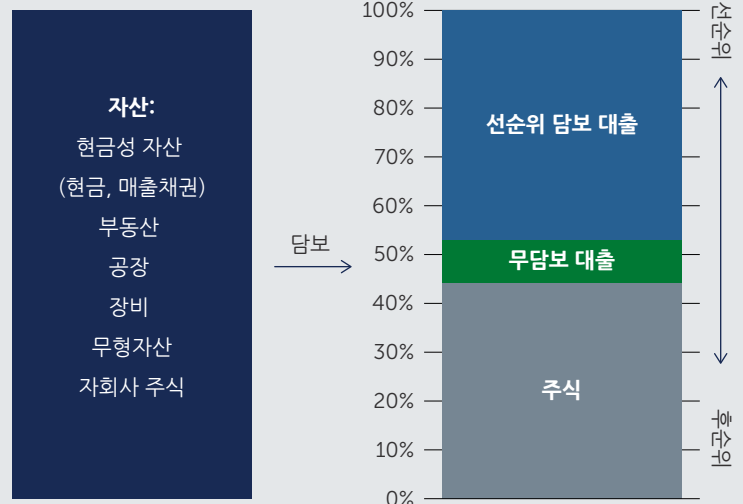
자본구조 선순위:

발행기업 자본구조에서 선순위 담보대출은 일반적으로 하이일드 채권 및 다른 채권보다 우선순위가 높습니다. 이에 따라, 다른 채권자보다 먼저 해당 대출의 이자 및 원금을 지급받을 권리를 지닙니다. 디폴트 상황에서 선순위 대출 투자자는 일반적으로 무담보 및 후순위 채권 투자자, 주식 투자자 및 기타 투자자보다 먼저 관련 채무를 상환 받습니다. 자본구조 하위에 위치한 무담보/후순위 채권, 주식이 디폴트 상황에서 선순위 대출이 입을 수 있는 투자 손실을 완화시켜주는 역할을 하는 것입니다.

담보:

선순위 담보대출에는 발행기업 자산의 일부 또는 전부가 담보로 제공됩니다. 디폴트 상황에서 담보대출은 통상적으로 1순위로 발행기업 자산을 청구할 수 있으므로, 투자자 입장에서는 추가적인 신용위험을 방어하는 효과를 기대할 수 있습니다.

선순위 담보대출 자본구조 (예시용)



출처: S&P LCD Global and European Leveraged Lending Reviews.

3,910억 달러 이상의 수탁고를 보유한 글로벌 운용사 베어링자산운용은 차별화된 투자기회를 제공하며, 공·사모 채권 및 부동산, 주식 시장에 장기 투자합니다. 세계적인 생명보험사 매스뮤추얼(Massmutual)의 자회사인 베어링자산운용은 북미, 유럽, 아시아 지역 현지에 전문 인력을 보유하고 있습니다. 지속가능 경영 및 책임 투자를 바탕으로 베어링자산운용은 고객 및 지역 사회, 임직원을 위해 오늘도 최선을 다하고 있습니다.

중요정보

본 자료에서 언급된 투자 결과, 포트폴리오 구성 및 사례는 단순 참고용이며, 결코 미래 투자 성과 혹은 미래 포트폴리오 구성을 보장하지 않습니다. 투자에는 위험이 수반됩니다. 투자와 투자에서 발생하는 향후 소득 가치는 하락 또는 상승할 수 있으며, 투자 수익은 보장되지 않습니다. 또한 본 자료에서 언급된 투자 결과, 포트폴리오 구성 및 사례는 단순 참고용이며, 결코 미래 투자 성과 혹은 미래 포트폴리오 구성을 보장하지 않습니다. 실제 투자의 구성, 규모 및 위험은 본 자료에서 제시된 사례와 현저히 다를 수 있으며, 투자의 향후 수익 혹은 손실 여부에 대해 보증 및 보장하지 않습니다.

• 이 금융투자상품은 예금자보호법에 따라 예금보험공사가 보호하지 않습니다. • 집합투자증권은 자산가격 및 환율 변동 등에 따라 투자원금의 손실(0~100%)이 발생할 수 있으며, 그 손실은 투자자에게 귀속됩니다. • 과거의 운용실적이 미래의 수익을 보장하지 않습니다. • 투자자는 이 금융투자상품 <집합투자증권>에 대하여 설명을 들을 권리가 있으며, 투자 전 상품설명서 및 집합투자규약을 반드시 읽어보시기 바랍니다. • 외화자산의 경우 환율변동 위험을 헤지할 계획이나(UH형 제외) 환율변동에 따라 손실이 발생할 수 있습니다. • 하이일드채권 투자시 신용위험 및 유동성위험이 상대적으로 높아 원리금 지급이 원활하게 이루어지지 않을 위험이 크며, 이로 인하여 투자원금 손실이 발생할 수 있습니다. • 투자대상국가의 시장, 정치 및 경제 상황 등에 따른 위험으로 자산가치의 손실이 발생할 수 있습니다. • 재간접형펀드는 피투자펀드 보수 및 증권거래비용 등 기타비용이 추가로 발생할 수 있습니다. 본 자료의 용도는 판매사 사내한 또는 가입고객 열람용으로 제한함.

전문 투자자 및 판매사 배포용. 본 자료는 개인투자자에게 배포될 수 없습니다. 본 자료는 베어링자산운용(BARING ASSET MANAGEMENT KOREA LIMITED)이 발행하였습니다. 본 자료는 정보제공의 목적으로 작성된 것으로 베어링자산운용이 제공하는 특정 상품이나 서비스의 판매나 투자권유를 위하여 작성된 것이 아닙니다. 본 자료의 어떤 내용도 투자 및 세금, 법적 자문이나 권유 행위로 인식될 수 없습니다.

본 자료에는 현재 의견 및 예상, 예측에 근거한 예측 정보가 포함될 수 있습니다. 당사는 예측 정보를 갱신하거나 수정할 의무가 없으며, 실제 결과는 예측 자료와 현저히 달라질 수 있음을 유념하시기 바랍니다. 당사는 여기에 인용된 제 3자로부터 얻은 정보가 발행일을 기준으로 정확하다고 판단합니다. 어떠한 투자 결정도 본 자료의 정보에 의존하여 이루어져서는 안 됩니다.

베어링은 전 세계 베어링 계열사의 자산운용 및 관련 사업의 상표명입니다. BARINGS LLC, BARINGS SECURITIES LLC, BARINGS (U.K.) LIMITED, BARINGS GLOBAL ADVISERS LIMITED, BARINGS AUSTRALIA PTY LTD, BARINGS JAPAN LIMITED, BARINGS REAL ESTATE ADVISERS EUROPE FINANCE LLP, BARING ASSET MANAGEMENT LIMITED, BARING INTERNATIONAL INVESTMENT LIMITED, BARING FUND MANAGERS LIMITED, BARING INTERNATIONAL FUND MANAGERS (IRELAND) LIMITED, BARING ASSET MANAGEMENT (ASIA) LIMITED, BARING SICE (TAIWAN) LIMITED, BARING ASSET MANAGEMENT SWITZERLAND SARL, BARING ASSET MANAGEMENT KOREA LIMITED 등은 BARINGS LLC의 금융서비스 계열사로(단독으로는 "계열사") "베어링" 으로 통칭합니다.

본 자료의 내용은 독자의 투자목적, 재무상태 또는 구체적인 니즈를 고려하지 않고 작성되었습니다. 따라서, 본 자료는 투자자문, 권유, 리서치 또는 특정 증권, 상품, 투자, 투자전략 등의 적합성 또는 적절성에 대한 권고나 의견이 아니며 그러한 행위로 인식되어도 안 됩니다. 본 자료는 투자 전망 또는 예측으로 해석되어서는 안 됩니다. 본 자료에 수록된 정보의 정확성을 확보하기 위해 최선의 노력을 기울였으나, 베어링은 정보의 정확성, 완전성 및 적절성을 명시적 또는 묵시적으로 보증하거나 보장하지 않습니다. 본 자료에 언급된 서비스, 증권, 투자 또는 상품은 잠재투자자에게 적합하지 않을 수 있으며 해당 관할권에서 제공되지 않을 수 있습니다.

베어링글로벌선순위담보채권증권투자자산신탁[H][UH](채권-재간접형) / 베어링글로벌선순위담보채권증권투자자산신탁[USD](채권-재간접형) 위험등급 2등급 | 종류A 총 보수 연 0.84% (운용보수 : 연 0.15%, 신탁,사무보수 : 연 0.04%, 판매보수 : 연 0.65%) | 피투자펀드 보수 연 0.6% | 선취판매수수료 납입액의 0.7% 이내 | 환매수수료 없음 | 환매방법 17시 이전 : 환매청구일로부터 제4영업일 기준가격으로 제8영업일에 지급, 17시 경과 후 : 환매청구일로부터 제5영업일 기준가격으로 제9영업일에 지급 | 자산가격 변동, 환율 변동, 신용등급 하락 등에 따른 원금손실(0-100%) 발생 가능 및 투자자 귀속 | 투자 전 설명 청취 및 (간이)투자설명서·집합투자규약 필독 | 예금자보호법상 보호상품 아님 | 하이일드 채권은 원금 손실 크게 발생 가능 | 기타 증권거래비용 등 추가발생 가능 | 월지급식상품은 운용결과에 따라 월지급액 변동 가능. 이익금 초과 분배 시 투자원금 감소 가능 | 과거의 운용실적이 미래의 수익률을 보장하지 않음

저작권 및 상표

COPYRIGHT © 2022 BARINGS. 본 자료의 저작권은 베어링에 있습니다. 본 자료에 제시된 정보는 개인용도로 사용될 수 있으나 베어링의 동의 없이 변형, 복제 또는 배포할 수 없습니다.

BARINGS (또는 베어링)과 로고 디자인은 BARINGS의상표이며 미국 및 전 세계의 특허청에 등록되어 있습니다. 모든 저작권은 BARINGS 에게 있습니다.

베어링자산운용 준법감시인 심사필 제2022-2102303호(2022.03.30~2023.03.29)

[BARINGS.COM](https://www.barings.com)

에서 보다 자세한 사항을 확인하세요

*2021년 12월 31일 기준