

BARINGS

PUBLIC FIXED INCOME

하이일드 채권: 다가올 시장에 대비하기 위한 4가지 고려 요소

INSIGHTS

하이일드 채권은 올해 여러 어려움에 직면했지만 베어링자산운용은 비전통적인 자산을 포함한 하이일드 채권과 론(loan) 시장에서 투자 기회를 찾을 수 있다고 생각합니다.



스콧 로스
미국 하이일드 공동대표



아드리엔 버틀러
미국 하이일드 공동대표

올해 하이일드 채권을 포함한 글로벌 시장은 올해 여러 어려움을 마주했습니다. 하지만 하이일드 채권 자산군의 전망이 부정적인 것만은 아닙니다. 실제로 여러 위기와 불확실성이 지속되더라도 하이일드 채권과 론 시장에 걸쳐 투자기회가 있다고 생각하며 앞으로 몇 달간 새로운 투자 기회들이 나타날 것으로 예상됩니다.

이러한 시장 상황에서 하이일드 채권 투자자들이 앞으로 주목해야할 네 가지 요소들은 다음과 같습니다.

1. 견고한 하이일드 발행사

높은 인플레이션과 매파적인 중앙은행부터 경기침체와 지정학적 분쟁에 대한 우려까지 시장에 여러 리스크가 도사리고 있으며 빠른 시일 내 해결되기도 어려워보입니다. 금리 인상이 경제 전반에 영향을 미치고 수요가 줄어들면서 하이일드 발행사들이 어떻게 비즈니스를 유지하고 이익률에 얼마나 타격이 있을지에 대한 질문이 생기고 있습니다.

긍정적인 점은 많은 기업들이 코로나 시기를 지나며 그 전보다 더 나은 재무 상황을 구축했다는 것입니다. 팬데믹 발생에 따라 많은 하이일드 채권 발행사들이 기존 견실한 자본시장을 활용해 부채 리파이낸싱을 진행해 이자 비용을 줄이고 만기를 늘렸습니다. 대부분은 2019년의 현금흐름 수준으로 회복하거나 이를 뛰어넘어 최고 수준의 이익률을 기록했고 많은 기업들이 여전히 인플레이션 압력을 소비자에 전가할 수 있습니다. 강한 펀더멘탈이 유지되면서 특히 시장의 부침이 심했던 기간에 비해 채권이 지나치게 낮은 가격(스프레드>1000bps)에 거래되는 비율은 약 7% 정도로 상대적으로 낮게 유지되고 있습니다. 이는 단기간 내 디폴트를 증가 가능성이 적다는 것을 보여줍니다.

또 다른 긍정적인 점은 부정적인 시장 분위기 속에서도 올해 남은 기간과 2023년까지 이익 추정치가 몇몇 시장 참여자들이 예상한 것에 비해 더 견고하다는 점입니다. 매출액과 EBITDA가 명목 달러에 의해 견인되며 여전히 강한 명목경제성장률이 뒷받침하고 있기 때문입니다. **이에 따라 어려운 경제 상황에 접어들더라도 직전 다운사이클에 비해 기업의 실적이 잘 유지될 수 있을 것입니다.**

또한 주식과 달리 하이일드 채권은 강한 경제 성장이 뒷받침되어야하는 것은 아닙니다. 오히려 발행사의 남은 채무에 대한 이자 지급 능력이 가장 중요하며, 견고한 재무 상태, 낮게 유지되는 부도율 전망과 견고한 실적 전망을 바탕으로 하이일드 발행사가 채무를 적기에 상환할 수 있다고 생각합니다.

1. 출처: Bank of America, 2022년 8월 31일 기준.

2. 대출 시장에서 기회를 만들어내는 기술적 요인들

금리 인상기에 불확실성이 지속되며 금융시장을 시험하는 가운데 론(loan) 투자의 여러 장점이 돋보입니다. 먼저 론 자산은 **대출자의 자산을 담보로하며** 디폴트 상황에서 담보물 청구에 대한 우선순위를 지녀 디폴트율이 높아지는 국면에서 상당한 방어력을 제공할 수 있습니다. 론은 **자본 구조에서 변제 우선순위에 있어** 다른 채권자들이 원금과 이자비용을 지급받기 전에 먼저 상환받을 수 있습니다. 마지막으로 론은 **변동 금리로 이자를 지급하기 때문에** 금리 인상기에 금리 움직임에 따라 꾸준히 인상된 수익을 제공합니다. 다시말해 론은 금리 인상과 인플레이션 환경에서 헷지의 방안이될 수 있습니다.

하지만 이러한 장점에도 불구하고 지난 몇 달간 투자금이 시장에 유의미하게 유입되지 않았습니다. 이는 흔히 시장이 어려운 시기에 현금과 안정적이고 우량한 자산에 투자하려는 움직임이 있기 때문입니다. 그러나 작년에 비해 론 수요의 약 60%를 차지하는 CLO의 발행이 줄어들었기 때문이기도 합니다.² 구체적으로는 대규모 AAA CLO 투자자들이 올해 시장에서 빠져나가면서 CLO의 신규 발행이 감소했습니다.

이에 따라 하이일드 자산군의 펀더멘털 리스크에 비해 크레딧 스프레드가 상대적으로 확대됐습니다. 실제로 역사적으로 봤을 때 현재 미국과 유럽에서 보이는 550-650 bps 스프레드는 디폴트율 10% 이상을 전제로 하고 있으나 현재 디폴트율은 그보다 현저히 낮은 수준입니다.³ 전년 대비 약 400bps 높은 수준으로 미국과 유럽에서 약 9%대로 제공하는 일드도 매력적으로 유지되고 있습니다(**도표 1**). 기록적인 디폴트율의 증가가 없다는 가정하에 금리인상에 따른 순풍에 힘입어 과거 스프레드가 유사한 수준으로 벌어졌을 때와 같이 하이일드 자산은 **앞으로 12개월 동안 견고한 성과를 낼 수 있는 상황이라고 생각합니다.**

도표 1: 글로벌 레버리지 론의 세컨더리 마켓 평균 크레딧 스프레드와 만기수익률이 높은 수준 유지



출처: Credit Suisse, 스프레드는 인덱스의 평균 3년 할인 마진 기준.
2022년 9월 16일 기준.

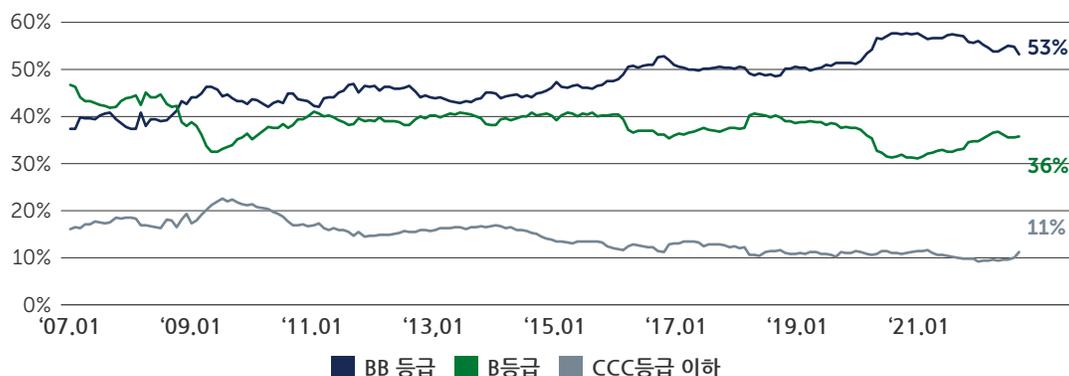
2. 출처: J.P. Morgan, 2022년 8월 17일 기준.
3. 출처: Credit Suisse, 2022년 8월 31일 기준.

3.마켓 타이밍의 어려움

올해 금리 변동성과 크레딧 스프레드가 크게 확대되며 하이일드 채권 성과에 영향을 줬지만 이 자산군에 전략적으로 자산을 배분해야하는 분명한 이유가 있다고 생각합니다. 역사적 관점에서 스프레드가 타이트한 시기에서 벗어나 현재 스프레드가 500bps에 이르면서 투자자들은 지금이 하이일드 채권에 투자하기 좋은 시점인지 고민하기 시작했습니다. 하지만 과거에 비해 현재 스프레드가 투자하기 적절한 시점인지 판단하는 것이 쉬운 일은 아닙니다.

먼저 지난 15년동안 하이일드 채권의 퀄리티가 크게 개선됐습니다. BB 등급 채권은 2007년 하이일드 채권 시장의 38%를 차지하던 BB등급 채권이 현재는 시장의 53%를 차지하며, 동기간 B 등급 채권의 비율은 36%로 떨어졌습니다 (도표 2). 이와 같은 채권의 질적 향상은 여러 요소에 기인합니다. 일례로 2016년 원자재 위기때 펀더멘탈이 약한 기업이 다수 구조조정에 들어가며 인덱스에서 배제되었습니다. 지난 몇 년 동안은 새로운 채권 발행과 코로나 발생 후 투자 등급 채권들이 하이일드로 강등되며 생긴 추락 천사(fallen angel)의 영향으로 하이일드 채권의 질이 개선됐습니다.

도표 2:글로벌 하이일드 채권: 크레딧 퀄리티의 변화



출처: Bank of America, 2022년 9월 16일 기준.

또 다른 고려 요소는 스프레드 확대가 장기적으로 더 큰 토탈 리턴을 기대할 수 있지만 **6월에 경험한 것과 같은 큰 폭의 스프레드 확대 구간이 자주 발생하는 것은 아니라는 점입니다.** 실제로 2010년부터 글로벌 하이일드 채권 스프레드가 600 bps를 넘은 것은 여덟번밖에 없었고 800bps 이상으로 확대된 것은 두 번밖에 없었습니다.⁴ 변곡점이 매우 빨리 오기 때문에 이와 같은 스프레드 확대 구간의 마켓 타이밍을 잡는 것도 매우 어렵습니다. 그렇기 때문에 해당 자산군에 투자할때는 전술적인 접근방식은 효율성이 떨어진다고 생각합니다. 한편 변동성이 계속되는 시장에서 **전략적인 자산배분은 투자자들이 시장이 회복할 때 빠르고 효과적으로 수익을 낼 수 있는 가능성을 높여줍니다.**

4. 출처: Bank of America, 2022년 7월 31일

과거 국채 위기와 2020년 코로나로 인한 대량 매도와 같이 시장이 비효율적으로 과도하게 움직이는 기간은 상향식 액티브 매니저들이 알파를 창출할 수 있는 기회를 제공했습니다.

4. 새로운 투자 기회의 등장

현재 시장에서 눈에 띄는 트렌드를 보면 새로운 투자 기회를 찾을 수 있습니다. **섹터 관점에서는 내구 소비재보다 서비스 섹터에서 좋은 투자 기회들이 보입니다.** 코로나 발생 후 대규모 재정정책이 이루어짐에 따라 가구와 가전제품에 대한 수요가 증가했습니다. 반대로 서비스에 대한 수요는 거리두기 조치가 시행되면서 사실상 급락했습니다. 최근에는 이러한 트렌드가 뒤집히면서 새로운 투자기회를 창출하고 있습니다.

또 다른 투자 기회는 채권 시장의 가격 하락에서 찾을 수 있습니다. 금융위기 후 발행된 2.0 CLO가 대부분인 CLO 시장은 최대 약 5% 까지 채권에 투자하고 있습니다. 과거에는 주로 스프레드 확대를 위해 채권을 CLO 상품에 담았습니다. 그러나 저렴한 가격에 채권을 살 수 있는 기회가 나타나면서 2분기 말 미국 BB 등급 채권 시장에서 본 것과 같이 **원금회복현상(pull-to-par)을 활용할 수 있는 기회를 찾을 수 있습니다.** 최근에는 BB와 BBB등급 간 스프레드 차이가 줄어들면서 양질의 BBB 채권도 매력적인 투자기회가 될 수 있다고 생각합니다.

시장 상황에 따라 **미국과 유럽 사이 상대적 가치가 변하면서도** 투자 기회를 창출합니다. 유럽 시장이 더 우수한 퀄리티의 채권 시장인데도 불구하고 유럽의 채권과 론 시장의 스프레드는 미국 시장의 스프레드보다 확대되어 일반적이지 않는 상황이 펼쳐졌습니다. 하지만 역사적으로 보더라도 시장은 기술적인 요인들에 의해 크게 움직이고 에너지 위기때 경험했던 것과 같이 변동성이 심한 구간에서 매우 비효율적으로 움직일 수도 있습니다. 과거 국채 위기와 2020년 코로나로 인한 대량 매도와 같이 시장이 비효율적으로 과도하게 움직이는 기간은 **상향식 액티브 매니저들이 알파를 창출할 수 있는 기회를 마련해줍니다.**

핵심 요약

시장에는 앞으로도 주의해야할 여러 리스크가 도사리고 있습니다. 인플레이션과 금리, 경제 성장과 지정학적 분쟁, 양적 긴축의 영향과 유럽의 부분적 오일 금수조치는 앞으로 지속적으로 지켜봐야할 요소들입니다. 이러한 불확실한 환경에서 하이일드채권을 생각할 때는 글로벌 관점에서 크레딧에 집중하는 접근방식이 중요하다고 생각합니다. 베어링은 대규모 하이일드팀의 전문성을 기반으로 크레딧 사이클을 지나는 동안 위기를 극복해낼 수 있는 투자처를 선정하고 있습니다. 베어링은 또한 액티브 방식으로 투자해 펀더멘탈이 약한 기업을 피하고 펀더멘탈이 강한 발행사를 찾아내며 현지 전문성을 통해 지역 간 상대적인 가치를 찾아 투자 기회를 창출합니다.

3,497억 달러*의 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. • 집집합투자증권은 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, 투자권 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. • 재간접펀드는 피투자펀드 보수 및 증권거래비용 등 기타비용이 추가 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 안됩니다.

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 그러한 행위로 인식되어서도 안됩니다. 본 자료는 투자 전망 또는 예측으로 해석되어서는 안됩니다. 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.

저작권 및 상표

COPYRIGHT © 2022 BARINGS. 본 자료의 저작권은 베어링에 있습니다. 본 자료에 제시된 정보는 개인용으로 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 제2022-2459256호(2022.10.05)

BARINGS.COM

에서 보다 자세한 사항을 확인하세요

*2022년 6월 30일 기준