



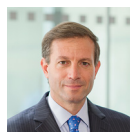
BARINGS

공모 채권

만기절벽과 하이일드 채권 투자 기회

INSIGHTS

만기를 앞둔 하이일드 채권 차환(리파이낸싱) 리스크가 시장의 주목을 받고 있습니다. 그러나 하이일드 채권의 짧은 듀레이션, 낮은 가격, 역사적으로 높은 크레딧 퀄리티 등을 고려하면, 발행사 사정이 그리 어려워 보이진 않습니다.



크레이그 아부차르(Craig Abouchar)

유럽 하이일드 채권 매니징 디렉터



크리스 엘리스(Chris Ellis)

유럽 하이일드 채권 매니징 디렉터

전체 시장에서 만기 예정인 채권의 비중을 뜻하는 만기절벽(maturity wall)이 미디어 및 투자자의 관심을 끌고 있습니다. 특히 하이일드 채권 시장에는 금리 상승 속에 발행사가 기존 낮은 쿠폰 금리의 채권을 리파이낸싱할 수 있을지에 대한 우려가 있습니다. 이러한 우려는 일면 타당한 부분이 있지만 다소 과장된 측면이 있으며, 넓게 볼 때 토탈 리턴 측면에서 잠재적으로 여전히 매력적인 수익 기회가 되고 있습니다.

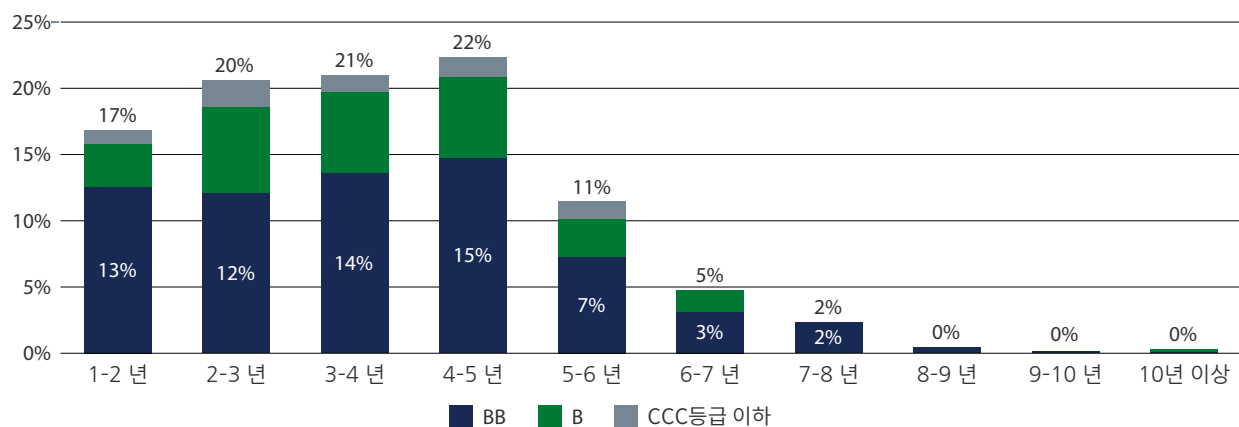
오늘날 하이일드 채권 시장의 주요 특징

하이일드 채권 시장에서 고금리의 지속이 시장 우려를 불러일으키는 데에는 그럴 만한 이유가 있습니다. 즉, 자금 조달 비용이 커지면, 특히 발행사 재무 상황 또는 펀더멘털 악화시, 만기 채권 차환에 어려움이 발생할 수 있기 때문입니다. 경우에 따라 발행사는 대차대조표의 부채 수준을 동일하게 유지하기 위해 이자 비용을 두 배 또는 세 배 더 부담하게 될 수 있으며, 이는 발행사 현금 흐름에 중대한 영향을 미칠 수 있습니다. 이러한 부실 증가는 극단적인 경우 디폴트(채무 불이행)로 이어질 수도 있습니다. 그러나 최근 몇 년간 하이일드 채권 시장의 모습은 크게 달라졌으며, 이러한 변화는 최악의 결과를 최소화하는 데 도움이 될 것입니다.

개선된 하이일드 기업 퀄리티

우선, 리파이낸싱 우려 및 디폴트 리스크 관련 가장 문제가 되는 기업은 신용등급이 CCC등급 이하인 발행사일 것입니다. 이들 발행사는 일반적으로 이자보상배율이 신용등급이 높은 기업보다 낮고 대차대조표 레버리지는 높은 편이어서 채무 상환 능력에 대한 우려가 높습니다. 그러나 주목할 점은 하이일드 채권 시장내 CCC등급 발행사 비중은 미미하며, 특히 유럽내 CCC등급 발행사의 비중은 7% 미만으로 15년 전보다 40% 감소했다는 사실입니다.¹ 또한 유럽 CCC등급 발행사 채권의 평균 가격은 액면가 100 기준 67로 거래되어, 부실 위험의 상당 부분이 이미 시장에 반영된 상황입니다.² 동시에 만기 예정인 CCC등급 발행사 비중은 극히 일부에 불과합니다 (도표 1). 특히, 최근 몇 년간 발행사들이 리파이낸싱을 연기하면서 만기 도래 채권 비중이 증가했지만, 오늘날 향후 36개월 내 만기 도래 발행사 37% 중 약 3%만이 현재 CCC등급을 기록하고 있습니다.

도표 1: 만기 도래 유럽 하이일드 채권 중 CCC등급 발행사 비중은 미미



자료: BofA ICE, Bloomberg. 2024년 6월 30일 기준.

1. 자료: BofA ICE; Bloomberg. 2024년 6월 30일 기준.

2. 자료: BofA ICE. 2024년 6월 30일 기준.

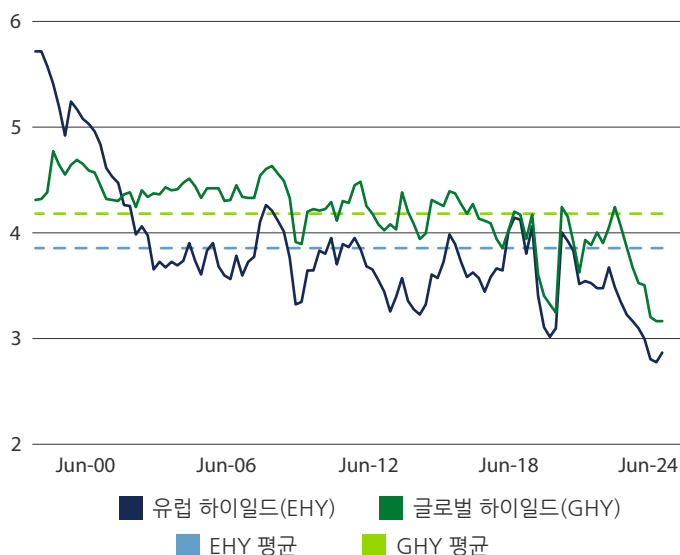
한편, 글로벌 하이일드 시장의 전반적인 크레딧 퀄리티는 그 어느 때보다 개선됐습니다. CCC등급 채권의 비중이 줄어들고 있는 반면, 신용도가 가장 높은 BB등급 채권의 비중은 증가하고 있는 것입니다. 이러한 추세는 글로벌 시장에서 뚜렷해, 현재 미국 발행사의 52%가 BB등급이며, 특히 유럽의 경우 발행사의 3분의 2가 BB 등급을 기록, 크레딧 퀄리티의 개선 추세가 더욱 뚜렷해지는 모습입니다.³ 동시에 채권 조달 명목 비용의 증가는 기업 리파이낸싱 행태에도 영향을 미쳐 하이일드 기업들이 조기 상환을 되도록 늦추고 재무 상태를 강화하도록 유도하고 있습니다. 특히, 부채 비용 상승으로 이자보상배율은 최근 최고 수준 대비 하락했으나, 대부분 발행사의 레버리지는 관리 가능한 수준에 있습니다.

더불어 올해 하이일드 채권 발행 트렌드에서도 시장에서 리파이낸싱이 활발히 이루어지고 있음을 확인할 수 있습니다. 특히 2024년 상반기 유럽 하이일드 채권 발행 총액은 이미 2023년 총액을 넘어섰으며, 그 중 약 3분의 2에 해당하는 물량이 기존 부채 상환에 사용됐습니다.⁴ 이처럼 채권 신규 발행의 상당 부분을 리파이낸싱이 차지하면서 (총 발행액에서 상환액을 뺀) 전체 순 신규 공급은 연중 거의 변동 없이 유지되는 모습입니다. 이와 같이 크레딧 공급은 큰 변화가 없는 가운데, 총 수요는 지속적으로 증가하고 있어, 시장을 강력히 지지하는 기술적 요인이 되고 있습니다.⁵

짧은 듀레이션

오늘날 글로벌 하이일드 채권의 또 다른 특징 중 하나는 낮은 듀레이션(3년을 소폭 상회하며 잔존만기 약 4.6년)입니다 (도표 2).⁶ 비교 대상인 유럽 하이일드 채권 듀레이션은 2.8년에 불과하며 잔존만기 평균은 4년을 약간 밑도는 등 투자자에게 훨씬 더 유리한 모습입니다.

도표 2: 역사적으로 낮은 수준에 있는 하이일드 채권의 유효 듀레이션



자료: BofA ICE, Bloomberg. 2024년 6월 30일 기준.

하이일드 채권 듀레이션이 이렇게 짧아진 이유는 최근 몇 년간 채권 발행이 감소했기 때문입니다. 투자등급 회사채와 달리 하이일드 채권은 만기 수년 전에 상환할 수 있으며, 발행사 부채 포트폴리오에서 하나의 채권이 차지하는 비중이 큰 경우가 많습니다. 하이일드 채권 발행사 입장에서는 저금리 혜택을 노려 채권 조기 상환을 행사할 인센티브가 크게 줄어든 셈입니다. 2022년 이전 유럽 하이일드 채권 시장은 역사적인 저금리 환경에서 발행사들이 조기 콜옵션을 행사하며 선제적으로 만기를 연장해 발행 시장 규모가 기록적으로 증가했습니다. 오늘날 이들 발행사의 상당수는 현재 중앙은행 콜금리(overnight rate) 또는 그 이하 금리로 채권을 발행하고 있습니다. 이는 채권 조기 상환의 합리성이 경제적으로 크지 않음을 시사합니다. 채권 리파이낸싱 비용이 현재 쿠폰 금리보다 더 높은 경우, 발행사 입장에서는 최대한 기다렸다가 리파이낸싱을 진행하려는 유인이 더 큰 것입니다.

3. 자료: BofA ICE, Bloomberg. 2024년 6월 30일 기준.

4. 자료: S&P LCD. 2024년 6월 30일 기준.

5. 자료: Barclays. 2024년 6월 30일 기준.

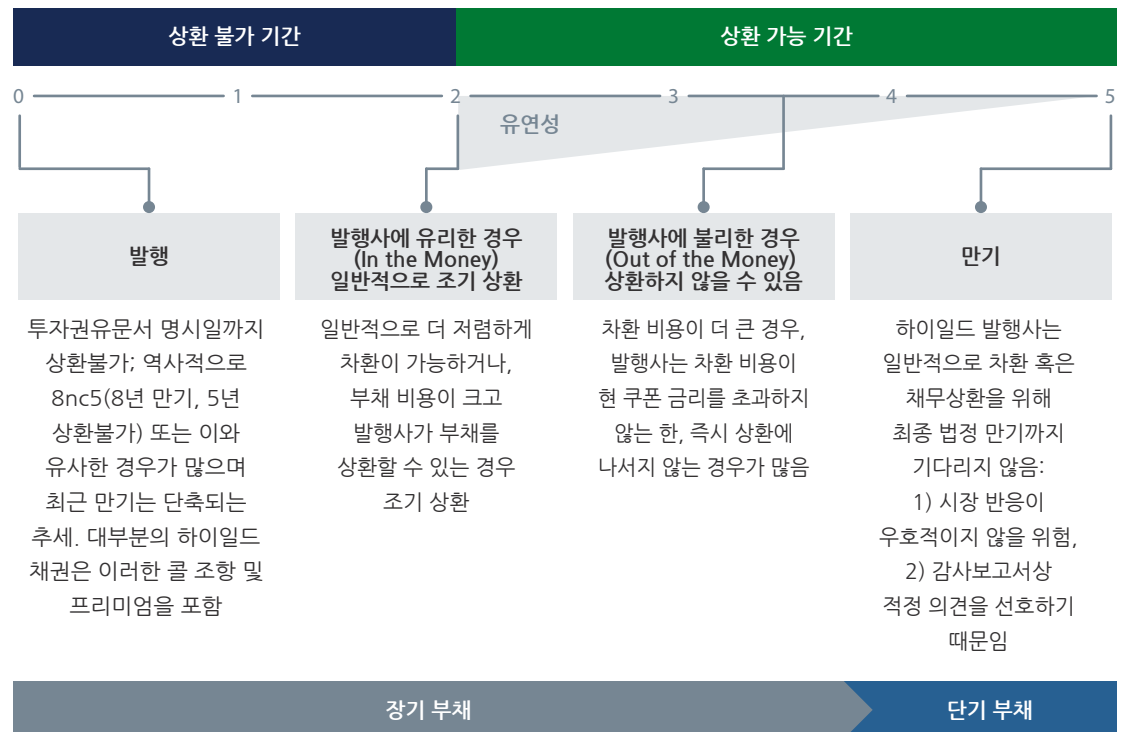
6. 자료: BofA ICE. 2024년 6월 30일 기준. 최종만기연수에서 하이브리드 회사채 제외.

7. 자료: Barings; ICE BofA. 2024년 6월 30일 기준.

이러한 시장 특성은 향후 시장을 바라볼 때 염두해둬야 할 중요한 사항입니다. 앞서 언급했듯이 글로벌 하이일드 채권 평균 듀레이션은 3년을 소폭 상회하고, 만기가 점점 짧아지고 있음에 따라 많은 발행사들은 이제 부채 리파이낸싱을 고려하기 시작했습니다. 하이일드 발행사는 부채 만기의 축소가 대차대조표 유동성에 미치는 영향에 민감하기 때문에 보통 최종 만기 12~24개월 전에 부채를 리파이낸싱하려고 합니다. 대부분의 하이일드 발행사는 (장기 부채에서 상환액을 일시에 일괄 상환하는) 불릿형(bullet) 만기 구조를 지니고 있어 기존 채무가 단기 부채로 재분류될 경우에는 CCC로 신용등급이 강등되어 거래 가능성 유지에 어려움을 겪을 수 있습니다.

실제로 이러한 상황에 놓인 발행사는 디폴트를 겪을 수도 있습니다. 하지만 경영진은 채무의 법적 최종 만기일 최소 12개월 전 조기 차환 옵션 행사로 이 문제를 관리할 수 있습니다. 이는 일반적으로 현금 흐름이 원활하고 레버리지가 낮으며 채무 만기가 1일에서 30년 이상인 투자등급 발행사와는 차이가 있습니다. 투자등급 채권에서 장·단기 부채 간 분류 변경은 유동성에 미치는 영향이 미미하며, 채무는 법정 최종 만기일에만 상환되는 것이 일반적이기 때문입니다.

도표 3: 가상의 5nc2(만기 5년, 2년간 상환 불가) 하이일드 채권 라이프사이클



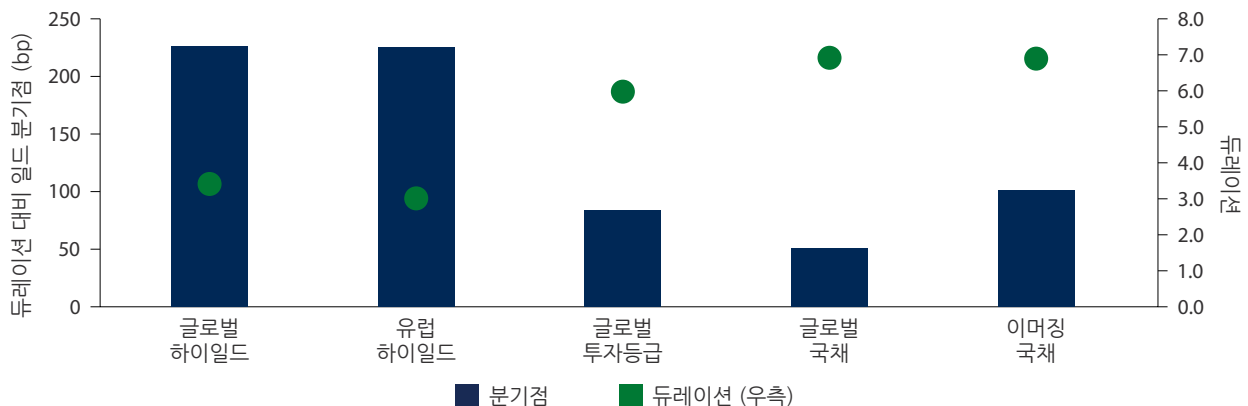
자료: Barings. 일러스트레이션용.

이러한 효과는 잠재적으로 토털 리턴에 상당한 영향을 미칠 수 있습니다. 특히 리파이낸싱 이전 6~12개월간 잠재 수익률은 국채 수익률 변화 또는 스프레드 확대 등과 같은 요인보다는, 리파이낸싱 이벤트 자체 효과에 의해 수익률이 결정되는 경우가 더 많습니다. 발행사가 2025, 2026, 심지어 2027년 만기 채권의 리파이낸싱을 위해 시장에 나오면 할인되어 거래되던 채권의 가격이 액면가로 수렴하는 ‘풀투파 (pull-to-par)’ 효과로 표준화된 일드 계산 대비 단기간 할인 가격의 액면가 회복에 따른 수익화가 가능합니다. 이는 토털 리턴 잠재력이 일드 예상치를 초과할 수 있음을 시사합니다. 일례로, 현재 유럽 하이일드 채권의 평균 가격은 92.87로 최근 10년 채권 평균 가격의 하위 25프로 미만을 기록하고 있습니다.⁷ 향후 24개월내 만기 도래 채권의 경우, 리파이낸싱 효과로 전통적인 최저수익률(YTW) 보다 수익률이 50 ~ 150 bps 높아질 수 있습니다.⁸ 나아가 하이일드 발행사는 근본적인 재무상 이유로 리파이낸싱을 진행하므로 광범위한 금리 변동의 영향에서 벗어나 있으며, 투자자는 하이일드 채권 투자를 통해 광범위한 채권 포트폴리오에서 분산 투자 효과를 제고할 수 있습니다.

잠재적인 하방 방어력

하이일드 채권은 듀레이션이 짧아 다른 채권에 비해 잠재적으로 높은 하방 방어력이 기대됩니다. 특히, 오늘날 높은 인컴 수준 및 역사적으로 낮은 듀레이션을 고려할 때, 하이일드 채권의 듀레이션을 감안한 일드 수준은 글로벌 채권 중 가장 매력적입니다 (도표 4). 듀레이션을 감안한 일드 표준 계산에 따르면, 글로벌 하이일드 채권이 마이너스 수익률을 기록하려면 국채 수익률이 226 bps 상승해야 합니다 (12개월 보유 가정). 하이일드 채권의 역사적으로 낮은 듀레이션, 최근 10년래 정점에 달한 일드 수준 등을 고려할 때, 해당 수치가 사상 최고 수준이라는 점이 그리 놀랍진 않습니다. 비교 차원에서, 하이일드 채권의 듀레이션 대비 일드 분기점(breakeven)은 투자등급 채권 (84bps), 글로벌 국채 (51bps), 이머징시장 국채 (101bps) 등 금리 민감도가 큰 채권의 듀레이션 대비 일드 분기점을 크게 상회합니다.

도표 4: 오늘날 하이일드 채권의 매력적인 인컴 수준 및 낮은 듀레이션을 보여주는 듀레이션 대비 일드 분기점



자료: ICE BoA; Barings 분석. 2024년 6월 30일 기준. 최저수익률을 수정최저듀레이션으로 나눈 값으로 계산. 일러스트레이션 용도. 본 자료는 논의중인 특정 요인만을 설명하기 위한 자료임. 본 자료는 잠재적 결과와 관련된 모든 요인 및 변수를 나타내는 것이 아닙니다.

8. Source: Barings' calculations. As of June 30, 2024.

따라서 스프레드 확대에 따른 손실 발생을 감내할 수 있는 투자자 또는 금리 변동 리스크를 분산시키기 원하는 투자자라면, 현재 시장 구조상 국채 금리의 변동이 하이일드 채권의 토탈 리턴에는 그리 큰 영향을 미치지 않는다는 점을 이해하고 좀 더 편안히 투자할 수 있을 것입니다.

“오늘날 높은 인컴 수준 및 역사적으로 낮은 듀레이션을 고려할 때, 하이일드 채권의 듀레이션을 감안한 일드 수준은 글로벌 채권 중 가장 매력적입니다.”

핵심 요약

만기절벽(maturity wall)은 더 높은 수준의 인컴 외에도 오늘날 하이일드 채권에서 잠재적으로 매력적인 투자 기회를 제공하고 있습니다. 즉, 단순한 일드 측정을 통한 기대 수준보다 높은 수익 잠재력, 짧은 듀레이션에 따른 하방 방어력, 금리 및 인플레이션 변동과 다소 무관한 분산 투자 이점 등이 그것입니다.

하지만 고려해야 할 리스크 요인 또한 있습니다. 전체적으로 볼 때 하이일드 채권 스프레드는 다소 낮은 수준에 있으나 자산군의 동일성이 낮고 개별 기업별 리파이낸싱 리스크는 매우 다양합니다. 일례로, 최근 유럽에서 채권 관리 행사 (Liability Management Exercises·LME; 부채 최적화 과정에서 만기 도래 부채를 더 작은 규모의 장기채로 전환 유도)의 잠재적 등장은 탄탄한 펀더멘털 크레딧 리서치에 기반해 종목을 선택하는 것이 얼마나 중요한지 일깨워줍니다. 또한, 이러한 시장 환경에서 액티브 투자 접근법과 풍부한 운용경험 및 인적자원을 갖춘 운용사는 닥쳐올 수 있는 시장 역풍 속에서도 잠재 기회를 포착하는데 더 유리할 수 있을 것입니다.

베어링자산운용은 기관 투자자 및 보험사, 판매사 등과의 파트너십을 통해 다양한 맞춤형 투자 서비스를 제공하는 글로벌 자산운용사로 4,093억 달러* 이상의 수탁고를 보유하고 있습니다. 세계적인 보험사 매스뮤추얼(MassMutual)의 자회사인 베어링자산운용은 채권, 실물 자산, 캐피탈 솔루션 등에서 글로벌 네트워크 및 투자 역량을 적극 활용, 공·사모 시장에서 초과 수익을 추구합니다.

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.

베어링글로벌하이일드증권투자신탁[H](채권-재간접형) 위험등급 5등급 | 종류A 합성총보수 연 1.442% (운용:0.15%, 판매:0.65%, 수탁/사무:0.04%, 피투자펀드:0.60%, 기타비용:0.002%) | *직전 회계연도 기준 증권거래비용: 0.098% 발생 | 선취판매수수료 납입액의 0.7% 이내 | 환매수수료 없음 | 환매방법 17시 이전(경과후):환매청구일로부터 제4(5)영업일 기준가격으로 제8(9)영업일에 지급

• 이 금융투자상품은 예금자보호법에 따라 보호되지 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, 투자전 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 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 권고가 아니며 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 © 2024 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 제 2024-3833109호(2024.09.04~2027.09.03)

BARINGS.COM

에서 보다 자세한 사항을 확인하세요

*2024년 6월 30일 기준