

Strategy Idea



▲ **채권전략**
Analyst **윤여삼**
02. 6098-6685
yeosam.yoon@meritz.co.kr

이보다 더 좋을 수 없다

- ✓ 미국 하이일드 스프레드, 2008년 금융위기 이후 최저 수준까지 축소
- ✓ 양호한 경기여건을 감안한 기업 수익성 개선이 주도하면서 주가상승과 연동, 위험선호 현상이 정점을 향해가고 있다는 중요한 근거(greed >>>> fear)
- ✓ 하이일드 스프레드 바닥에서 확대로 돌아서는 촉매는 달러와 유가에 달려 있어

금융시장의 속성 'Greed & Fear', 지금은 탐욕의 구간

여전히 뜨거운 위험자산시장에 하이일드 스프레드는 최저 수준

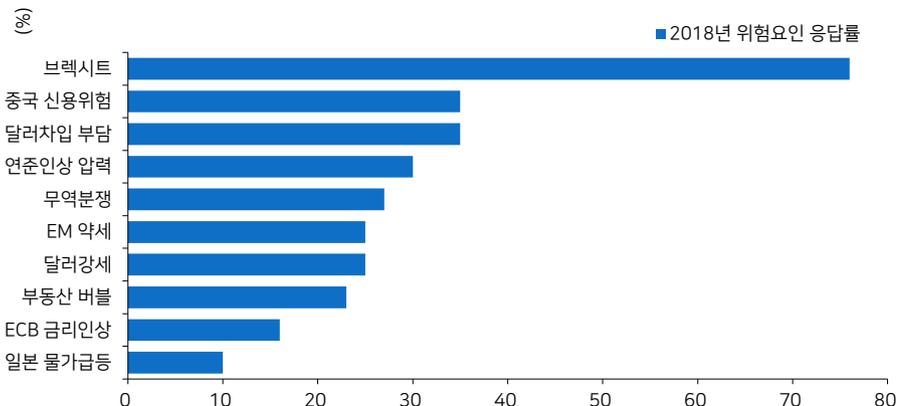
2018년 벌써 1월이 마무리 되어가는 현재 시점에도 위험자산은 여전히 뜨겁다. 글로벌 증시는 연일 사상 최고치를 경신 중이고, 유가를 중심으로 원자재 가격 반등도 강하다. 여기에 하이일드 스프레드마저 사상 최저 수준까지 하락했다.

올해 금융시장 위험에 대한 인식은 많이 낮은 수준

올해 1월 3일 발표된 HSBC의 올해 발생할 '금융시장 위험요인'으로 브렉시트 정도가 거론되었을 뿐 나머지는 30%에도 미치지 못할 정도로 위험에 대한 인식이 낮다<그림 1>. 필자 2월 월간보고서에 있는 다른 서베이 결과도 유사하다.

글로벌 통화정책 정상화에도 유동성은 풍부하고 금리는 여전히 낮다. 교역량을 수반한 실물경기 개선은 기업활동 확산으로 이어지고 있다. 그렇지만 훌륭한 투자자는 '위험이 없다고 하는 순간이 가장 위험하다'는 격언의 뜻을 잘 아는 사람이다.

그림1 2018년 금융시장 위험은 하반기에 있는 브렉시트 정도 실현 가능성 있다고 판단



자료: HSBC Survey(18.1.3), 메리츠증권 리서치센터

위험선호 확산을 보여주는 미국 하이일드 스프레드 바닥

위험선호 확산은 채권시장에
긍정적이지 않은 환경

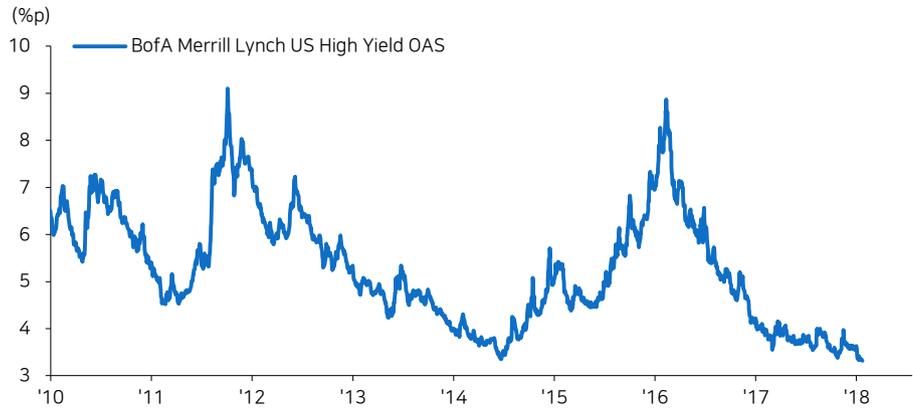
채권 분석가 입장에서 현재 위험선호 확산은 채권시장에 긍정적이지 않은 환경이라는 점을 잘 알고 있다. 지난해부터 이어진 글로벌 금리상승은 이와 무관하지 않다. 그렇지만 채권이라고 모두 무위험 자산은 아니다. 하이일드와 같은 낮은 신용도의 고위험 채권은 주식보다는 덜 하지만 위험성이 높다.

그 하이일드 채권이 무위험 국채대비 스프레드가 금융위기 이후 최저 수준까지 떨어지면서 채권까지도 위험선호가 극대화되고 있는 것이 확인되고 있다<그림 2>. 이를 좀 더 확장시켜 비교해보면 대공황 이후 이례적으로 조달비용이 낮았던 시기를 제외하고는 1980년대 이후 위험등급 채권 스프레드가 최소이다<그림 2>.

펀더멘탈 개선, 캐리 목적 수요
증가에 하이일드 스프레드 축소

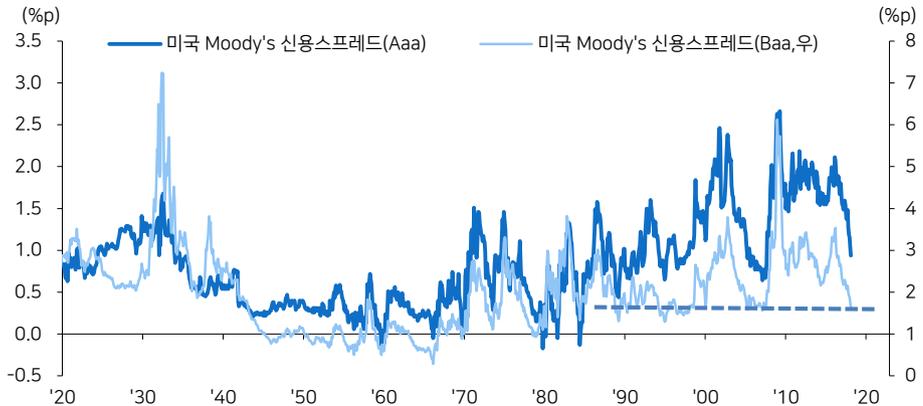
하이일드 스프레드가 축소 원인은 크게 2가지이다. 1) 양호한 경기여건이 우량기업을 넘어 비우량 기업까지 확산되어 실제 펀더멘탈이 좋아진 부분, 2) 금리상승기에 가격하락에 따른 자본차손이 발생하여 트레이딩보다는 보유수익 관점에서 고이자 상품을 찾는 수요가 몰린 것을 들 수 있다.

그림2 2008년 금융위기 이후 등락을 이어온 하이일드 스프레드 바닥까지 축소



자료: Merrill Lynch, 메리츠증권리서치센터

그림3 투자등급 채권은 이전 바닥까지 여유 있으나 고위험 채권은 의미 있는 수준까지 하락



자료: Moody's, 메리츠증권리서치센터

편더멘탈을 놓고 봤을 때 미국 기업활동이 양호한 점은 분명

편더멘탈만 놓고 보면 미국 기업이익은 2015년 일시적으로 위축된 이후 꾸준히 회복하여 다시 사상 최대 이익을 기록 중이다<그림 4>. 물론 그 사이 늘어난 소득과 비교할 때 아직 소득대비 이익이 사상 최고 수준은 아니지만 기업활동이 양호한 점은 분명하다. 기존 주가상승을 주도한 IT와 바이오, FANG 업체뿐만 아니라 최근에서 순환매가 일어나며 소외되었던 주가도 오르는 모습이다.

풍부한 유동성 여건은 금융시장에 유리하다는 점에서 고위험 신용채권으로도 자금 유입이 지속되고 있다. Chicago Fed에서 추정하는 금융환경지수는 주가, 금리, 환율, 원자재 가격, 펀드플로우 등 금융시장 제반 가격과 환경이 집합된 지수인데 1997년 이후 가장 낮은 수준을 기록 중이다<그림 5>.

약 달러는 미국 경제와 기업에 긍정적인 환경을 조성

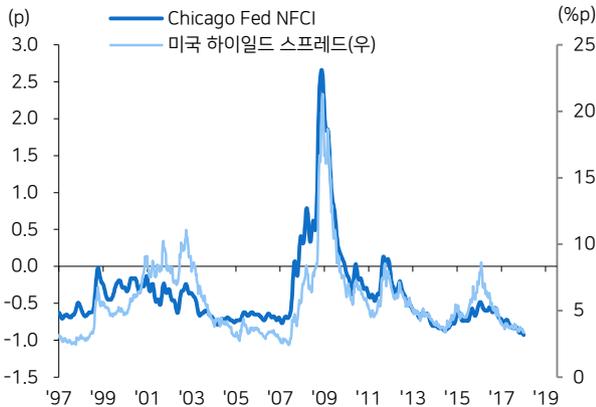
연준이 연방금리를 인상하고 자산을 축소하고 있지만 금융환경은 반대로 완화적인 흐름을 이어가고 있는데 가장 큰 요인은 '달러트레이드'를 꼽고 있다. 약해진 달러는 미국 경제와 기업에 긍정적인 환경이 된 것이다. 트럼프 대통령과 므누신 재무장관이 노력한(?) 결과가 하이일드 스프레드 하락에도 영향을 주었다.

그림4 미국 기업이익 사상 최고치 경신, 소득대비는 아직 고점과 버퍼 있어



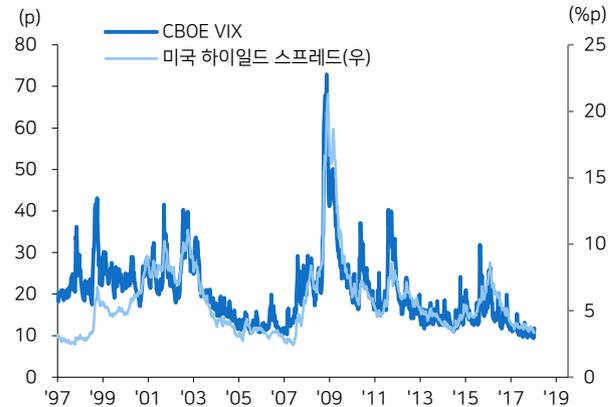
자료: US BEA, 메리츠증권리서치센터

그림5 완화적인 금융시장 환경은 신용스프레드 축소 견인



자료: Chicago Fed, Merrill Lynch, 메리츠증권리서치센터

그림6 역사적으로 낮은 증시변동성과도 높은 상관관계



자료: Bloomberg, Merrill Lynch, 메리츠증권리서치센터

뒤집어 보면 위험 선호의 정점 신호일 수 있는 하이일드 스프레드

최저수준의 하이일드 스프레드는 기업 상황이 그만큼 좋다는 증거

하이일드 스프레드가 의미 있는 바닥까지 하락한 것은 현상적으로는 기업이 그만큼 좋은 상황이라는 증거이다. 실제로 미국 기업들은 2008년 금융위기 이후 부채도 늘었겠지만 꾸준히 기업가치가 더 큰 폭으로 상승하면서 debt/equity ratio는 역사적으로 바닥 수준까지 내려왔다<그림 7, 8>.

현 상황은 좀더라도 과도한 위험선호에 따른 리스크 점검 필요

이를 두고 유명 리서치 기업인 BCA의 보고서는 '지금까지 하이일드에 투자해온 투자자 입장에서는 차익실현을 고민해야 할 시점'이라는 내용을 제시했다. 일반적으로 현 수준에서 기업활동은 최고 수준에 이르렀으며 여기에 투자해서 추가수익을 얻어야 할 투자자들은 수익을 대부분은 거둔 상황이라는 점이다.

지금은 보유수익 관점에서 하이일드 채권을 매수하려는 수요자가 있지만 신용여건이 악화되면서 분위기가 반전될 경우 대응이 어려워질 수 있다는 과거 경험을 참조한 것이다. 당장 양호한 경기여건과 풍부한 자금잉여 상황이 사라지지 않더라도 과도한 위험선호가 가져올 리스크를 점검할 필요가 있다는 것이다.

그림7 기업가치대비 기업부채 역시 역사상 바닥, 기업이 가장 좋은 상황이라는 것을 반증



자료: St.Louis Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림8 기업가치가 추가로 늘지 못하는 상황이 올 경우 하이일드 스프레드 영향



자료: Merrill Lynch, St.louis Fed, 메리츠증권 리서치센터

하이일드 스프레드 하락과 연동해 주목할 가격 변수는 달러와 유가

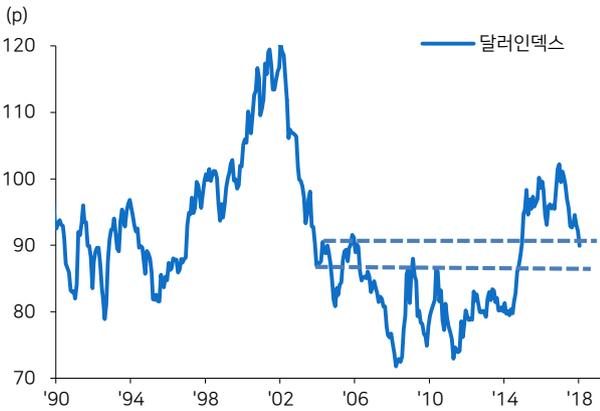
하이일드 스프레드 하락과 연동해서 주목할 가격 변수는 달러와 유가이다. 이 둘은 동전의 양면처럼 연결되어 있는데 양호한 미국경기에도 불구하고 달러약세가 진행되면서 유가는 오르고 위험선호는 더욱 확산되고 있다. 그렇지만 달러 인덱스 기준 2006년 글로벌 금융위기가 발생하기 전 수준까지 내려왔다<그림 9>.

달러 약세 지속과 유가가 현재 수준에서 안정될지 여부 점검 필요

덕분에 미국 기업이익은 큰 폭으로 늘었지만 증가율로 달러약세는 10% 정도까지 진행되면 속도가 조절되었다<그림 10>. 추가로 달러약세가 더 진행될 것이라는 기대가 있지만 반대쪽에 있는 지역에서 통화절상 부담이 커지는 것은 아닌지 점검이 필요하다.

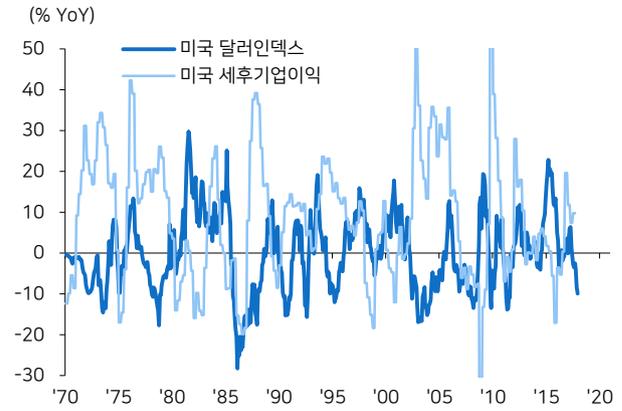
유가도 기술적으로 2014년 급락 이후 절반의 되돌림이 진행된 주요레벨에 와 있는데<그림 11> 유가가 안정됨에 따라 셰일관련 하이일드 업체들의 안정성이 확보된 상황이다<그림 12>. 2016년 하이일드 스프레드 상승을 주도한 부분이 원유 시추관련 업체들이었다는 점에서 유가가 현 수준에서 안정될지 여부도 중요하다.

그림9 달러약세 심화되면서 달러트레이드 확산



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림10 달러 약세는 미국기업이익에 플러스(+) 요인



자료: Bloomberg, US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림11 유가 역시 중요한 라인에서 상단 테스트 진행



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 유가 안정성이 신용스프레드와도 연관성이 높음



자료: Bloomberg, Merrill Lynch, 메리츠증권 리서치센터

채권시장이 위험선호 방향성에 줄 수 있는 시사점, '하이일드 스프레드'

당장 위험자산 투자를 접기보다
변동성이 생길 경우를 대비할 필요

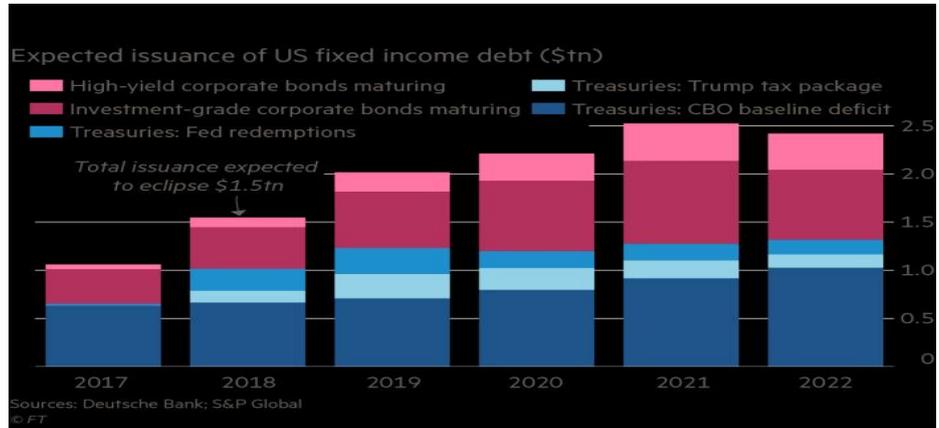
우리가 바닥수준까지 떨어진 하이일드 스프레드를 통해 전하고 싶은 내용은 '현재 위험자산 선호가 극대화되고 있지만 그만큼 위험에 대해 너무 간과하고 있는 상황은 아닌가?'라고 하는 정도의 내용이다.

그렇다고 '위험이 가장 낮은 상황에서 지금부터 대비하자'는 이야기는 '여름부터 월동준비를 하자'고 하는 이야기와 비슷할 수 있다. 때문에 당장 위험투자를 접자는 뜻에서 경고보다는 이미 위험자산 시장에 버블에 대한 우려의 목소리가 높아지는 만큼 변동성이 생길 경우 대비할 경계의 목소리인 것이다.

올해 대규모로 만기되는 미국
회사채들의 차환이 잘 될지 확인

도이치뱅크는 올해 금리상승 위험요인으로 세계개편에 따른 국채 공급물량 증대와 연준의 자산축소 부담, 회사채 대규모 만기도래를 지적했다<그림 13>. 늘어난 자산가치 대비 부채 규모가 역사상 최저 수준이지 미국 기업들은 2015년부터 저금리 하에 자사주 매입과 같은 용도로 회사채를 대규모로 발행했다.

그림13 올해 미국 신용(credit) 채권 만기가 많아 차환이 잘 될 지부터 확인 필요



자료: Deutsche Bank, S&P Global, FT 재인용, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 하이일드 스프레드가 확대되면 주식시장 위험선호라는 점은 분명



자료: Bloomberg, Merrill Lynch, 메리츠증권증권 리서치센터

주가상승률과 신용스프레드의 상관관계는 유사성이 높아

때문에 금리가 오르고 주가가 하락할 경우 양호한 기업여건에 급변할 위험이 있는 것이다. 때문에 지난해 2018년 전망 자료를 통해 블랙락의 리스 코에스테리치 전략가는 '올해 미국 증시는 하이일드 스프레드 확산' 여부에 달려있다'고 강조했다. 실제 주가상승률과 신용스프레드의 상관관계는 유사성이 높다<그림 14>.

현재 신용스프레드 수준에서 주가상승률이 설명되고 있지만 신용스프레드 확대에 따른 기업활동 위축은 주가에 부정적인 영향을 줄 것이다. 절대 스프레드 기준으로 보면 '이보다 더 좋을 수 없다'는 정도에서 주가 상승률을 더 높이는 것도 쉽지 않다. 올해 금리변동성은 더 안정적으로 유지하면서 대규모 회사채 발행도 소화해야 하는 과정을 거쳐야 하는 것이다.

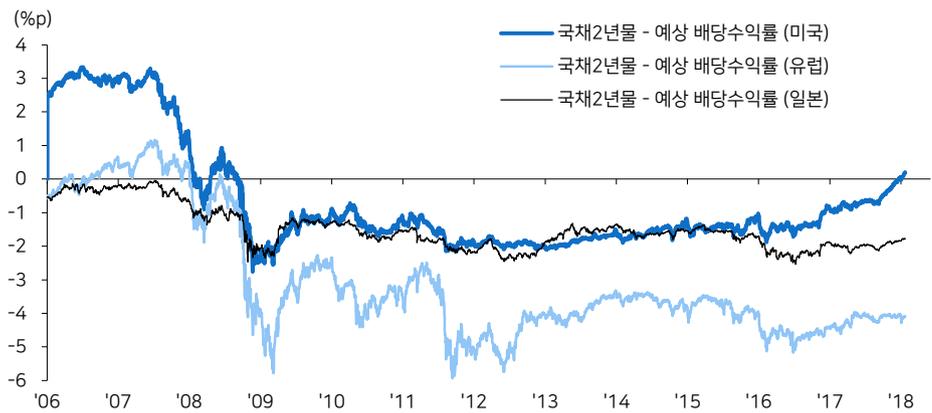
올해 장단기 금리차 축소와 신용스프레드 확대 여부 주목

올해 채권시장이 주식시장에 줄 수 있는 시그널은 장단기 금리차가 축소되어서 얼마나 줄일 수 있을지 여부와 하이일드를 중심으로 신용스프레드가 확대될지 여부다. 장단기 금리차가 역전되고 신용 스프레드가 확대될지 여부도 당장 위험자산에 충격이 발생하진 않는다.

미국 단기금리가 배당수익률보다 높아졌다는 점은 의미가 있어

그럼에도 최근 미국 단기금리 급등으로 금융위기 이후 처음으로 배당수익률대비 높은 수준으로 올라왔다는 점은 의미가 있다<그림 15>. 양호한 기업활동으로 기업들이 배당을 높이지 않는 이상 채권시장에도 절대 투자매력은 살아났다는 점은 의미가 있다. 아직은 한참 남은 이야기일 수 있겠으나 모두가 걱정하지 않고 있는 올해에는 어떤 변수가 위험요인일까 정도는 생각해볼 필요가 있을 것이다.

그림15 높아진 단기금리가 배당수익률 초과 미국 기업 배당성향 높일 수 있을지 주목



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 1월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 1월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 1월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 윤여삼)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.