

Strategy Idea



▲ 채권/자산배분

Analyst 윤여삼

02. 6454-4894

yeosam.yoon@meritz.co.kr

High Yield는 하이일드를 줄까?

- ✓ 통화긴축 국면에서 인플레이션 수혜로 상대적 양호한 수익을 기록한 하이일드 채권
- ✓ 일부 기관(IB) 2024년에도 경기침체가 아니라면, 고금리 메리트 투자조건 제시. 그렇지만 스프레드 기준 고평가 부담, 2025년부터 재투자(roll-over) 위험 고려할 필요
- ✓ 2024년 상반기 추가 시장금리 하락 구간까지 트레이딩 관점 접근. 캐리목적 신규 투자보다는 기존 투자포지션 이익관리가 중요할 것으로 판단

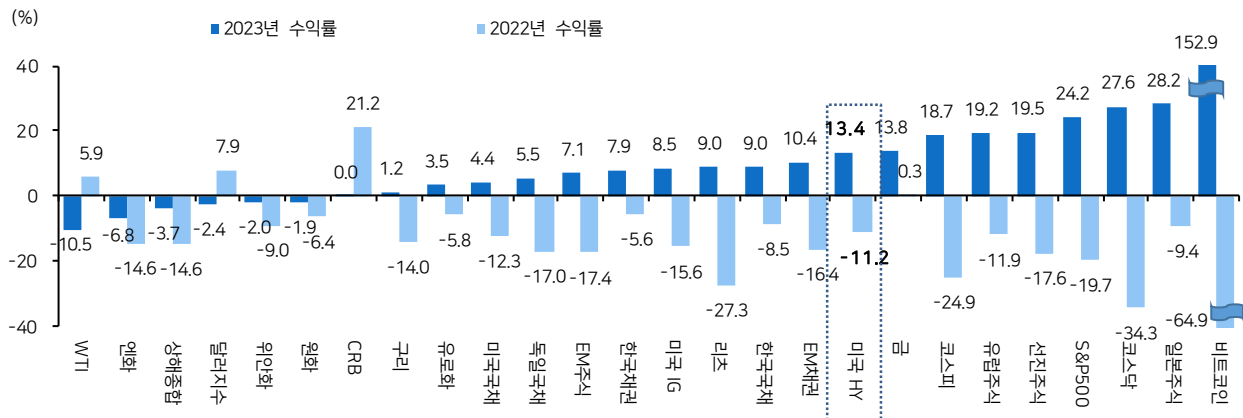
금리상승 구간 선행한 하이일드 채권, 현 투자매력에 대한 고민

2023년 하반기 미국채10년 금리가 3.8% → 5.0% → 3.8% 왕복달리기를 하는 과정에서 전반적인 금융시장 참가자들은 힘들었다. 10월 마지막 영업일까지 미국채 투자자는 -2.6% 수익을 기록했었으나, 다시 금리가 연초수준으로 돌아오면서 연말 성과는 4.4%로 이자수익 정도는 건졌다.

하이일드 채권, 2023년
상대적으로 양호한 수익을 기록

2023년 금융시장에서 성과가 좋았던 채권은 단연 하이일드 채권이다. 고금리 이자수익을 기반으로 10월말까지 국채가 마이너스 수익을 기록할 때 하이일드는 4%가 넘는 수익을 기록했다. 그리고 국채금리가 안정되면서 연 수익은 13%대로 급증했다. 2022년 미국채금리가 300bp 넘게 급등하는 과정에서 수익률이 -12%대를 기록한 반면, 하이일드 채권은 -11%대로 상대적 선방했다<그림 1>.

그림1 2023년 양호한 수익을 기록한 미국 하이일드 채권, 2022년에도 상대적 선방



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2023년 하이일드 채권 수익률은
양호한 경기와 위험선호의 결과

2022년이야 금리급등 과정에서 하이일드 투자도 부진할 수 밖에 없었으나, 2023
년에도 이어진 통화긴축기에 하이일드 채권 수익률이 양호했던 것은 재정지원에
따른 양호한 경기와 위험선호가 이어진 결과이다. 그렇다면 2024년 침체위험이
높지않다면, 7%가 넘는 이자수익을 감안한 하이일드 투자는 괜찮지 않을까?

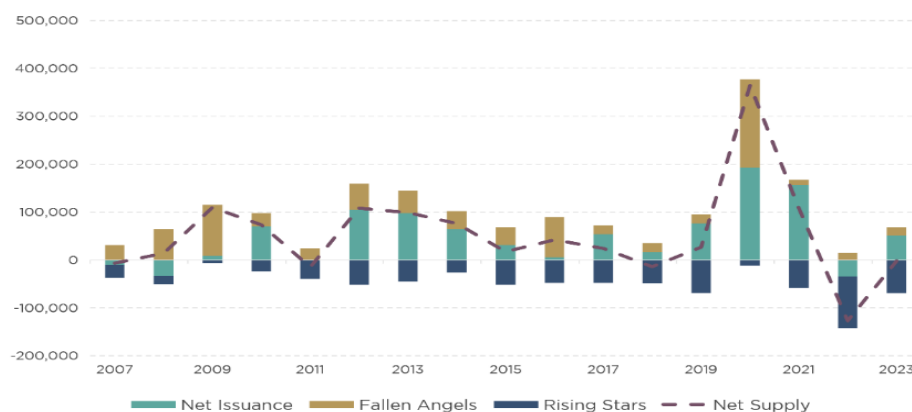
지난 2년 간 고금리에 기업들은
채권 순상환 기조를 유지

일단 2022년부터 금리가 높아지자 기업들은 개선되는 경기여건과 정책지원을 기
반으로 채권을 발행하기보다 순상환에 나섰다<그림 2>. 업황 개선(rising star) 기
업을 중심으로 2년 연속 채권은 순상환을 기록하면서 공급부담까지 줄이는 등 하
이일드 채권투자 여건은 양호한 편이었다.

기업이익의 증대로 연결되는
인플레이션 환경도 수익에 기여

Lord Abbett 분석에 따르면, 지난 2년간 하이일드 채권의 성과가 좋았던 배경으
로 인플레이션 환경을 이유로 꼽기도 했다. 인플레이션은 일반적으로 경기개선의
후행적 결과로 또 다른 후행지표인 기업이익과 동행하는 경향이 강해 안전자산인
국채보다 위험성이 높은 하이일드에 유리했다고 평가한다<그림 3, 4>.

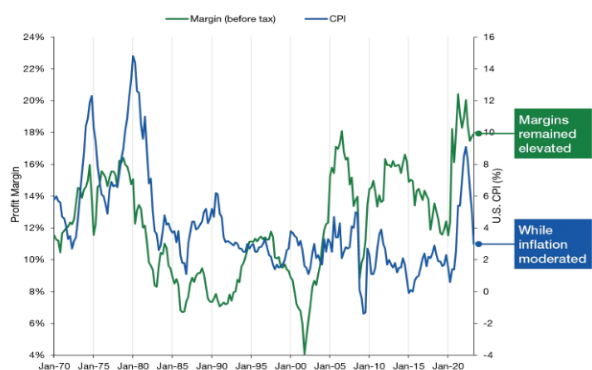
그림2 미국 하이일드 채권 순발행, 지난 2년간 큰 폭으로 줄어



자료: BofA Global Research

그림3 양호한 경기 → 물가상승 → 기업이익 증대 연결

Non-financial corporate business margins and U.S. CPI, June 30, 1970-June 30, 2023

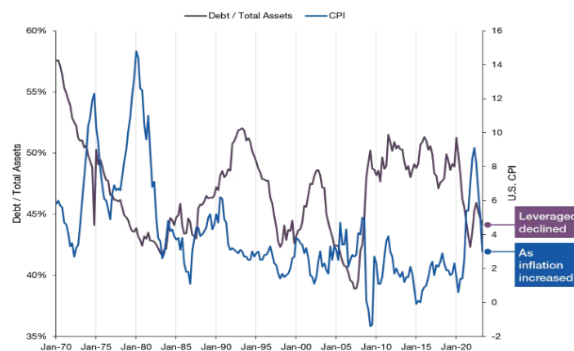


Source: Federal Reserve Flow of Funds Accounts and Bloomberg. Quarterly data as of June 30, 2023. Margin

자료: Lord Abbett

그림4 물가상승 → 고금리부담, 레버리지 부담 낮추는 방향

Non-financial corporate business debt to asset ratios and U.S. CPI, June 30, 1970-June 30, 2023



Source: Federal Reserve Flow of Funds Accounts and Bloomberg. Quarterly data as of June 30, 2023. Debt to

자료: Lord Abbett

그러나 긴축 누적에 따른 고금리 부담 아직 남아있다는 점

발행여건과 인플레이션 상황이 기업이익 개선과 위험선호를 지지할 수 있었다고 하나, 그 대가로 누적된 고금리 부담은 아직 남아있다. 최근 연준의 통화정책 기대가 완화적으로 돌아서면서 장기시장금리가 빠르게 안정되었지만, 위축된 대출태도와 기업들의 조달여건은 쉽게 회복될 상황이 아니다.

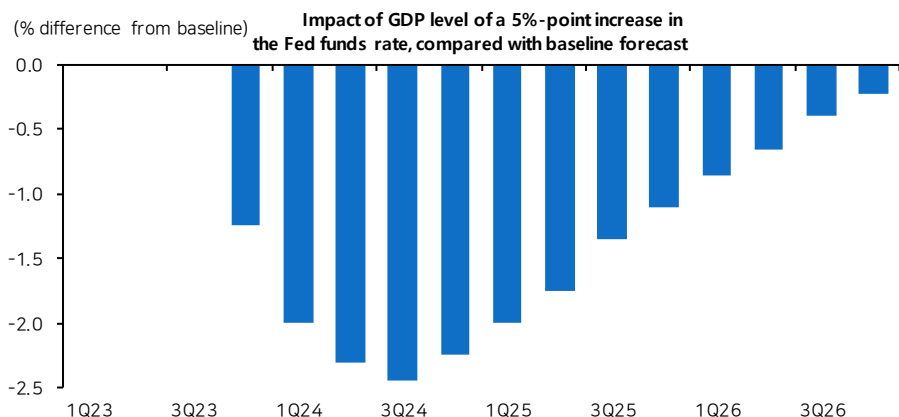
대출태도 긴축으로 기업들의 조달환경 당분간 어려울 전망

작년 10월 뉴욕연준의 윌리엄스 총재가 선제적으로 인정했지만, 연준이 1년 반 동안 500bp가 넘는 연방금리 인상으로 유입될 경제충격은 2024년에 본격화될 전망이다<그림 5>. 이를 감안하여 2024년 1월에 확인되는 미국지표가 비교적 양호함에도 불구하고 연준인사들의 발언이 완화적으로 전환된 것이다.

2024년 저신용기업들 중심 고용여건 위축 및 이자부담 증가 우려

12월 미국 고용지표가 기업조사 기준 일자리가 20만개 이상 늘었다고 하나 가계조사 기준으로 70만개가 감소한 내용은 깊게 볼 필요가 있다. 향후 저신용기업들을 중심으로 고용여건이 위축되고, 기업들의 이자부담이 더 늘어날 수 있는 근거가 될 수 있다<그림 6>. 게다가 지난해 하반기 높았던 거시경제비용에 따른 기업 활동은 실제 12월 ISM 지표 부진으로 벌써 확인되고 있다<그림 7>.

그림5 연준의 긴축 충격은 2024년 3분기 집중, 연준 주요인사들의 염려



주: FRB/US model 기반 역사적 금리충격 반응 산출 추정

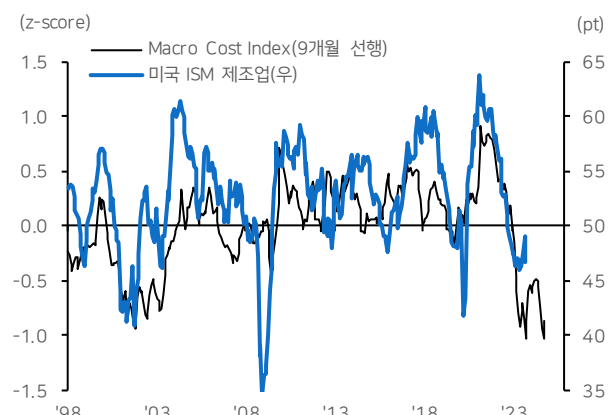
자료: Torsten Slok, Apollo, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 기업 이자부담, 고용여건 위축 수반할 것



자료: US BLS, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 기업들의 원가부담, 올해 상반기까지 불확실성 높아



자료: Bloomberg, ISM, 메리츠증권 리서치센터

최근 하이일드 채권투자 점검 필요하다는 인식 부각

최근 일부 언론과 투자기관에서도 지난해 성과가 좋았던 하이일드 투자에 대해 신중할 필요성을 언급하기 시작했다<그림 8>. 우리는 올해 경기침체 가능성을 높게 보지 않고 있다는 점에서 하이일드 채권을 기피할 정도로 보고 있지 않지만, 좀 더 호흡을 가지고 접근할 때 상대적 메리트를 따지는 정도이다.

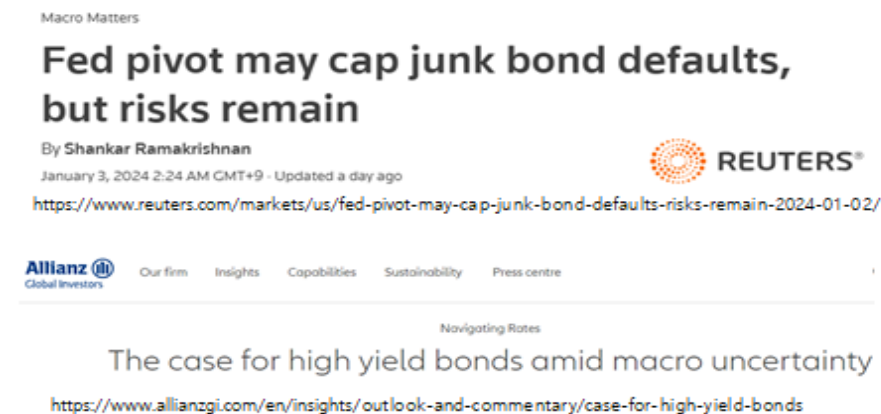
대출태도 위축으로 기업들의 조달 환경 당분간 어려울 전망

2022년 기업들은 직접조달이 어려워지는 과정에서 은행 대출을 일부 활용했지만, 현재 위축된 대출태도는 2024년부터 기업들의 만기도래분 채권을 다시 직접 조달해야만 하는 상황으로 몰고 있다<그림 9>. 연준이 금리를 낮추면 위축된 대출태도 또한 다시 개선되었으나 2025년까지 지켜볼 부분이다.

2023년 이미 미국 저신용 기업들 신용등급 강등 대규모 발생

그리고 지난해 강화된 위험신호 속에 가려져 있었지만, S&P 같은 신평사는 이미 저신용 채권들에 대해 신용등급 하향조정을 선제적으로 진행해 왔다<그림 10>. 저신용기업 내에서도 떠오르는 별(rising star)을 중심으로 강세를 이끌었지만, 추락 천사(fallen angel)의 위험은 해소되지 않았다.

그림8 하이일드 채권투자 관련 불확실성이 높아졌다는 일부 지적



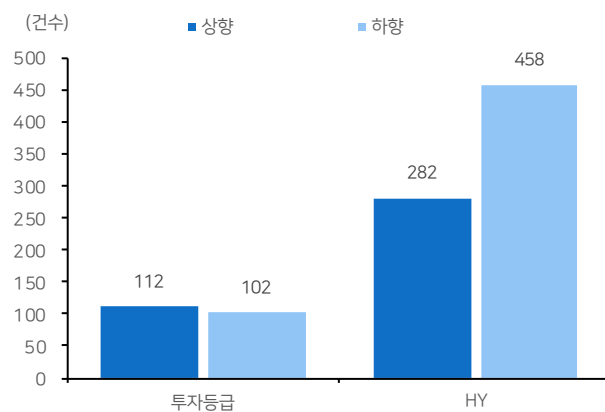
자료: Reuters, Allianz

그림9 대출태도 긴축적 상황, 직접조달 부담 늘어난 기업



자료: Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림10 S&P기준 2023년 미국 HY등급 하향조정 크게 늘어



자료: S&P Rating, 메리츠증권 리서치센터

미국 하이일드, 스프레드 고평가와 롤오버 부담 덜어내야

하이일드의 절대금리 자체는
높으나 스프레드 상 고평가 판단

하이일드 채권금리(YTW)가 7%대로 고이자수익 메리트가 높은 편임에도 우리가 염려하는 부분은 스프레드(OAS)의 고평가이다. 미국채10년 금리가 5%에 달했을 때 하이일드 채권금리는 9%를 넘었다가 국채금리 안정과 동시에 금융시장이 완화되면서 현재는 7%대로 300bp 정도 거리를 두고 있다.

하이일드 스프레드의 역사적 평균
500bp대, 현재는 300bp 정도

<그림 11>에서도 확인하듯 하이일드 스프레드는 역사적 평균이 500bp대이며, 1 표준편차 하단이자 실제 주요한 하단이 300bp 내외 수준이다. 신용위험이 높은 고위험자산인 하이일드 스프레드가 좁혀져 있다는 것은 그만큼 위험선호가 높았다는 의미이고, 경기여건과 인플레이션 환경이 기업에 긍정적이라는 의미이다.

경기 불확실성 확산될 경우
스프레드 확대될 위험성 존재

그렇지만 2024년은 미국경제와 물가전망이 연착륙이라고 하나 둔화될 공산이 크다. 하이일드 채권은 경기가 위축되면, 기업실적 우려가 더해지면서 통화정책이 완화로 전환되어도 하이일드 채권금리가 동조화가 아닌 오히려 오르면서 스프레드가 확대되는 위험이 존재한다<그림 11, 12>.

그림11 미국 하이일드 스프레드, 역사적 바닥 수준으로 레벨부담 높은 편



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 경기위험 구간에서 하이일드 금리는 높아지는 위험



자료: NBER, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 통화정책과 하이일드 스프레드 일반적 높은 역상관



자료: NBER, Bloomberg, Fed, 메리츠증권 리서치센터

예방적 금리인하의 경우 양호한 경기기반에 하이일드 스프레드가 방어될 것으로 기대할 수 있으나, 1999년 닷컴버블 당시 LTCM 파산 이후 위축된 신용여건은 금리인하에도 결국 스프레드 확대로 연결된 경험이 있어 주의가 필요하다. 게다가 미국 성장률에 반년 정도 선행하는 은행대출태도 또한 과거 경기위축이 심화될 국면 정도로 위축이 되어 있어 하이일드 채권에 부담일 수 있다<그림 14>.

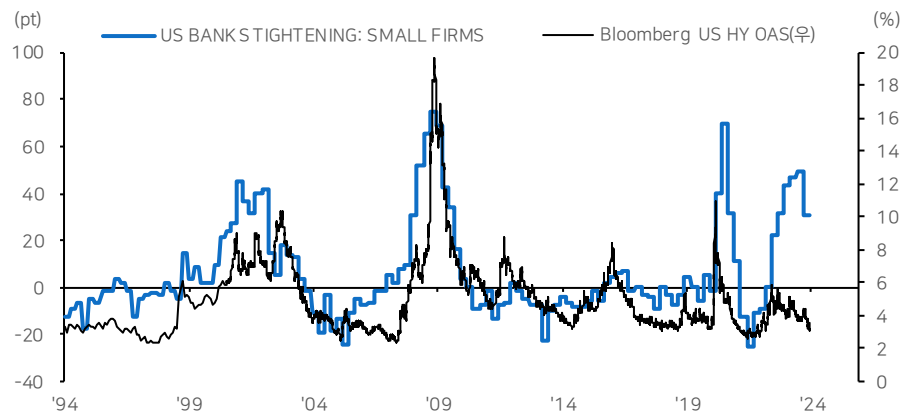
미국 기업파산 건수 대비해서도 현재 스프레드는 고평가 인식

2023년은 연준의 통화긴축 부담으로 대출태도는 위축되었지만, 재정정책 지원이 성장을 견인하면서 하이일드 스프레드는 안정적이었다. 그럼에도 한계영역에 있는 기업들의 파산 및 채무조정 건수는 과거 침체기에 못지 않을 수준으로 급등했다는 점에서 현재 하이일드 스프레드 안정은 인위적인 면이 크다<그림 15>.

국채금리 방향성과 HY스프레드 역상관성 고려한 투자 고민 필요

미국 연방금리 인하는 전반적인 시장금리 안정재료라는 점은 분명하나 그만큼 경기둔화 및 금융환경 위축에 대한 부담의 결과이다. 때문에 국채금리가 안정되더라도 스프레드는 확대되는 경향이 높다는 점에서 상대가치를 고민해야 한다고 보는 것이다<그림 16>.

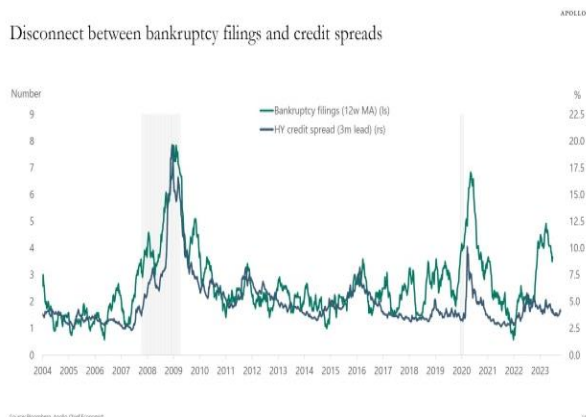
그림14 미국 기업대출태도(통화긴축) 대비 재정지원 효과 스프레드 낮게 유지



자료: Fed, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

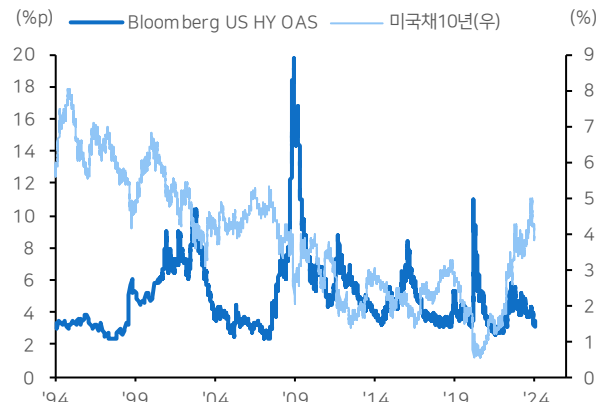
그림15 기업부실 우려 감안 저신용 채권 비중 확대 신중해야

Disconnect between bankruptcy filings and credit spreads



자료: Bloomberg Economics

그림16 국채금리 추가하락 vs 하이일드 스프레드 확대 고민



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 기업들의 이자부담 당장은 아니나 2024년부터 서서히 유입

IMF 금융안정보고서(GFSR)에 따르면, 미국 기업들의 순이자지급액은 저금리 때 조달하고 현재 운용금리가 상승한 영향으로 당장은 안정적인 편이다<그림 17>. 2024년부터 주요국 기업부채(Loan+IG+HY) 만기가 대규모로 도래한다는 점에서 저금리 수혜 효과가 역으로 몰오며 리스크로 전환될 수 있다<그림 18>.

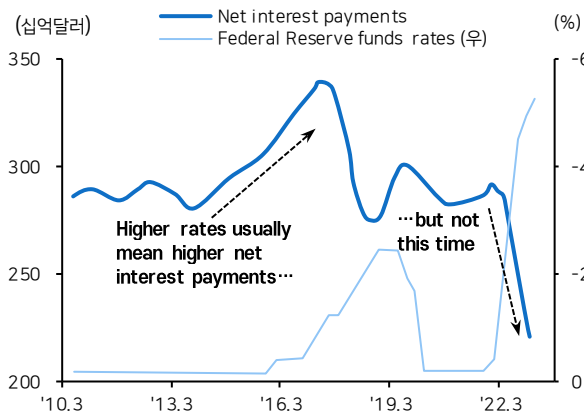
2024년 HY채권 만기도래분 대비 롤오버 리스크 높을 것

실제로 미국 하이일드 채권발행 기업들의 만기만 추려도 2023년 1,150억달러 만기대비 2024년 2,040억달러, 2025년에는 3,830억 달러로 규모가 급증한다<그림 19>. 수요측면에서는 고금리 채투자가 유리할 수 있겠으나, 하이일드로 조달해야 하는 기업들의 ROE가 8% 이상 넘어서지 않을 경우 높아진 고금리 조달은 기업들에게 큰 부담이 될 수 밖에 없다.

현재 7%의 금리 대비 발행 당시 4%대 중후반 감안 부담 높아

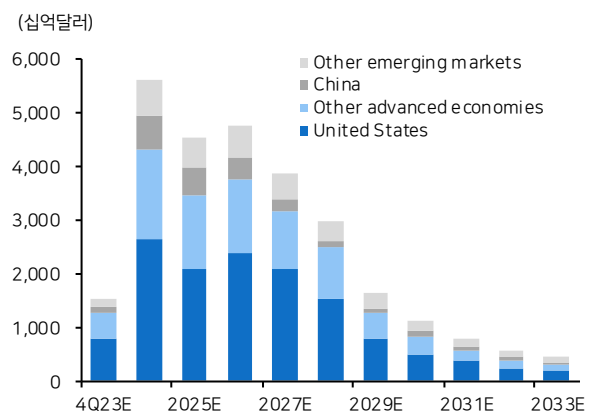
실제 하이일드 채권이 발행한 당시의 평균 금리를 추정해보면, 2025년 1분기까지 4%대 중후반 정도였다는 점에서 현재 금리는 부담이 크다<그림 20>. 대출태도 위축으로 실제 미국 기업대출 증가율이 전년대비 마이너스 증가율을 기록하고 있어 직접조달 압력이 커질 수 밖에 없을 것이다.

그림17 당장 저금리 조달로 이자부담 높지 않다고 하나



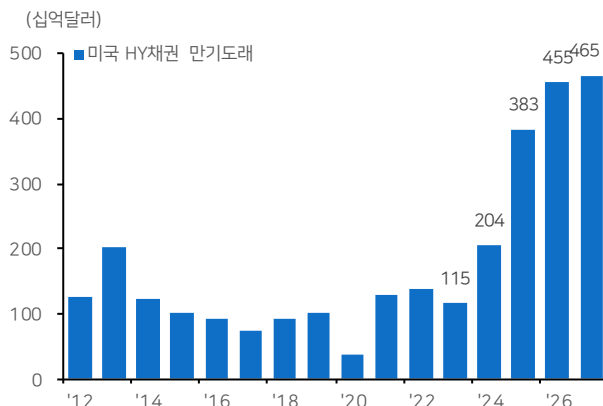
자료: IMF GFSR(23.10), 메리츠증권 리서치센터

그림18 주요국 기업부채 만기도래는 2024년부터 본격화



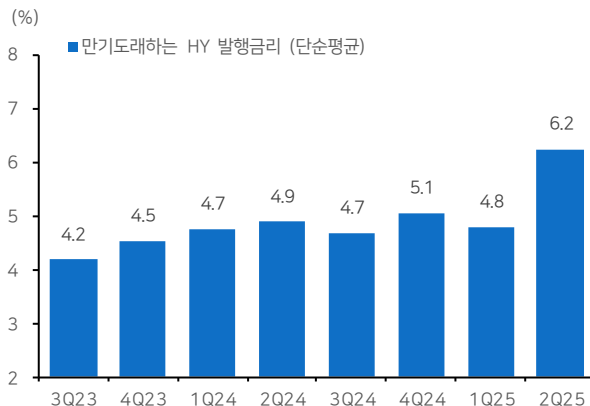
자료: IMF GFSR(23.10), 메리츠증권 리서치센터

그림19 미국 하이일드 2024년 만기만해도 지난해 2배



자료: S&P, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림20 문제는 갈아타는 금리가 4%대에서 7%까지 급등



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국 하이일드, 기대수익률 예상보다 부진할 위험

2024년 하이일드 채권 투자 수익
예상보다 부진할 가능성

결국 미국채10년 금리가 우리 전망대로 3% 초반까지 하락하는 과정에서 경기둔화가 좀 더 본격화되면, 결국 하이일드 스프레드는 400bp 이상 확대될 공산이 크다. 물론 높은 이자수익으로 일부 자본차손을 감안해도 플러스 수익은 기록할 것이나, 미국채대비 양호한 수익일지 비교할 정도로 본다.

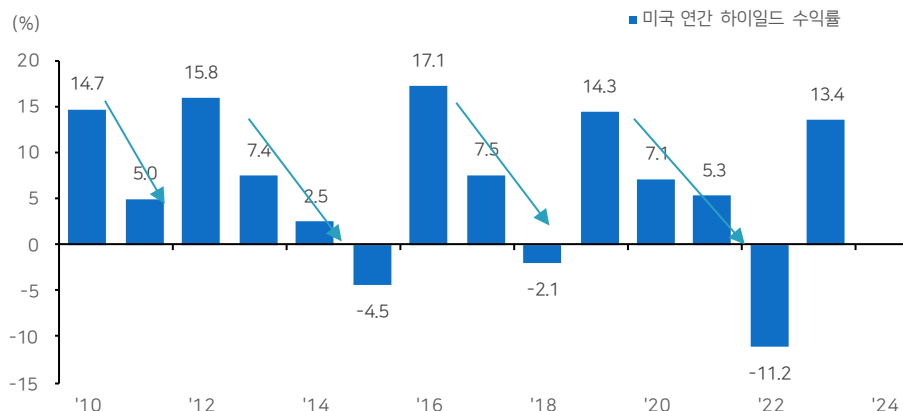
HY채권 고수익 기록 후 2년 연속
성과가 좋지 않은 경향

그보다는 2025년까지 미국주도 글로벌 경제는 팬데믹 위기 이후 무탈하게 넘어갈 수 있을지도 긴 호흡으로 봐야 한다. 그런 측면에서 하이일드 채권수익률이 한 해 좋은 다음 2년 연속 좋지 어렵고 3년 정도 주기로 부진한 점도 참고할 부분이다<그림 21>. 현재 7% 내외 이자수익을 고려하면 대략 스프레드 확대에도 5% 정도 수익은 가능하나, 중기간 침체위험을 반영하여 길게 투자는 주의해야 한다.

이를 감안 HY채권 신규 포지션
확대는 신중할 필요

찰스스왑의 분석은 현재처럼 장단기금리역전으로 경기위험이 높아졌을 당시 하이일드 채권투자성과가 부진한 경우가 다수였다고 한다<그림 22>. 상반기까지 트레이딩 관점의 투자는 인정하되 이후 주의가 필요할 전망이다.

그림21 하이일드 채권 투자릿수 수익 거둔 이후 2년 연속 좋은 성과 기대 어려워

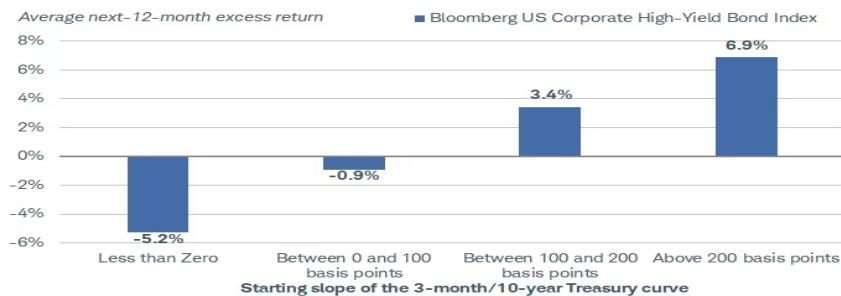


주: Bloomberg HY Index 기준 이자+자본차익 수익

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림22 미국채 금리역전 국면에서 하이일드 채권투자 성과 부진

Average excess returns have been negative when the yield curve is inverted



Source: Bloomberg, using monthly data from August 1988 through July 2023.

자료: Charles Schwab