2026.01.12

iM Credit Spot

일본 농림중앙금고의 해외투자전략과 CLO시장

Credit Spot

[크레딧] 이승재 2122-9143 lsj7845@imfnsec.com

Check Point

1. 미 국채와 더불어 글로벌 CLO 대형 투자자 일본 농림중앙금고. 20년대~현재의 해외투자전략 변화: 기준금리 인상 시기에서 배운 교훈과 CLO 투자 증가

2. 글로벌 CLO 시장의 회복기 속 농림중앙금고의 CLO투자 영향은 AAA급 트랜치 수요와 공급 측면에서 긍정적. 한편으로는 CLO 시장 옥석 가리기도 눈여겨볼 포인트

미 국채와 더불어 글로벌 CLO 대형 투자자 일본 농림중앙금고. 20년대~현재의 해외투자전략 변화: 기준금리 인상 시기에서 배운 교훈과 CLO 투자 증가

일본농림중앙금고(農林中央金庫, Norinchukin Bank, 이하 농림중앙금고)는 일본 농업, 임업, 어업 협동조합(JA그룹)의 중앙 금융기관으로, 농민 지원 및 자금 운용을 담당한다. 일본 최대의 기관투자조직으로 일컬어지며 그만큼 안정적인 수익창출 메커니즘이 핵심인 조직이다. 현재 운용잔액 중 채권액은 25년 9월말 기준 20.6조엔으로, 이 중 해외채권은 약 14.8조엔이다. 달러 기준으로 937.4억달러 수준인데, 운용자산의 달러 비중이 57%로 적지 않은 부분을 미국 채권으로 보유하고 있어 글로벌 미 국채 대형 투자자 중 하나이다. 반면 특징적인 부분은 농림중앙금고가 크레딧(신용) 부분에도 많은 부분을 투자하고 있다는 점이다. 20년 들어서는 21년 9월을 제외하고 20조엔이 넘는 수준의 크레딧 분야 투자잔고를 보유해왔으며, 25년 9월말 기준으로 21.1조엔의 운용자산을 보유하고 있다(20년 일본중앙은행 보고서에 따르면 글로벌 CLO투자액 중 20%가 일본계 금융기관, 그 중 절반이 농림중앙금고).

한편 농림중앙금고가 08년 리먼 사태 이후 처음으로 회계연도 적자를 기록하여 파장을 불러일으킨 적도 있다. 24회계연도 농림중앙금고는 1.8조엔의 순손실을 기록했다. 농림중앙금고는 "90년대 후반부터 국제적으로 분산된 투자를 장려하고 위험을 헤지하면서 안정적인 수익을 창출하는 자산 관리 모델을 구축해 왔으나 이러한 노력에도 불구하고, 장기간의 저금리 환경으로 인해 채권 투자 비중이 다소 높아지고 특정 지역에 대한 투자 비중이 커졌으며, 이는 24회계연도 손실의 원인이 되었다"고 밝혔다.

그 원인을 정확히 따지면 22년부터 시작된 글로벌 금리인상의 여파를 지적할 수 있다. 글로벌 저금리 환경에서 농림중앙금고는 막대한 엔화 예금을 외화로 스왑하여 미국 및 유럽의 국채와 CLO에 투자하는 '글로벌 캐리 트레이드(Carry Trade)' 전략을 통해 안정적인 수익을 창출해왔다. 운용 시스템을 요약하면 이러하다. 1)일본 내에서 제로(0)에 가까운 금리로 엔화 예금을 수취, 2)통화 스왑이나 레포(Repo) 시장을 통해 엔화를 달러나 유로로 교환, 3)확보한 외화로 해외 국채, AAA 트랜치의 CLO 등 고신용 등급의 장기 채권에 투자, 4)해외 자산의 쿠폰 수익에서 외화 조달 비용(헤지 비용)을 차감한 스프레드를 수취했다.

하지만 22년부터 시작된 금리인상으로 인해 조달비용은 급등하는 반면, 보유하고 있는 해외채권의 시가평가액은 급격히 감소하면서 Negative Carry 상태가 장기간 지속되었으며, 시간이 지날수록 손실이 누적되는 구조가 형성되었다. 이로 인해 농림중앙금고가 24년부터 25년 사이 대규모 미국 국채와 유럽 국채를 매각한다고 시장에 보도되었다. 금리인상의 여파는 아직까지 잔존하고 있다. 농림중앙금고의 채권 미실현손익은 -1.13조엔으로 23년 9월 -2.93조엔대비 축소되었으나 아직까지 큰 규모를 유지하고 있다. 채권 미실현손익을 주식과 크레딧 자산이 일정 부분 메꾸고 있는 실정이다.

농림중앙금고의 막대한 채권투자 손실기 중 크레딧 부문도 미실현손실이 발생했으나(22년 9월에는 일시적으로 신규 CLO 매입 중단 조치도 취함) 24년 9월부터는 순이익으로 전환하여 기여하고 있다. 농림중앙금고의 25년 9월 기준 크레딧 등 투자액은 21.1조엔, 그 중 CLO투자액은 8.7조엔이다. CLO는 99%가 넘는 자산이 미국, 유럽 등 해외로 투자되고 있다. 기본적으로 변동금리를 기준으로 삼고 있어 금리 상승 등 변동기에서도 헤지를 할 수 있고, 트랜치별 가산금리를 수취(농림중앙금고는 99% 이상 AAA급 트랜치)할

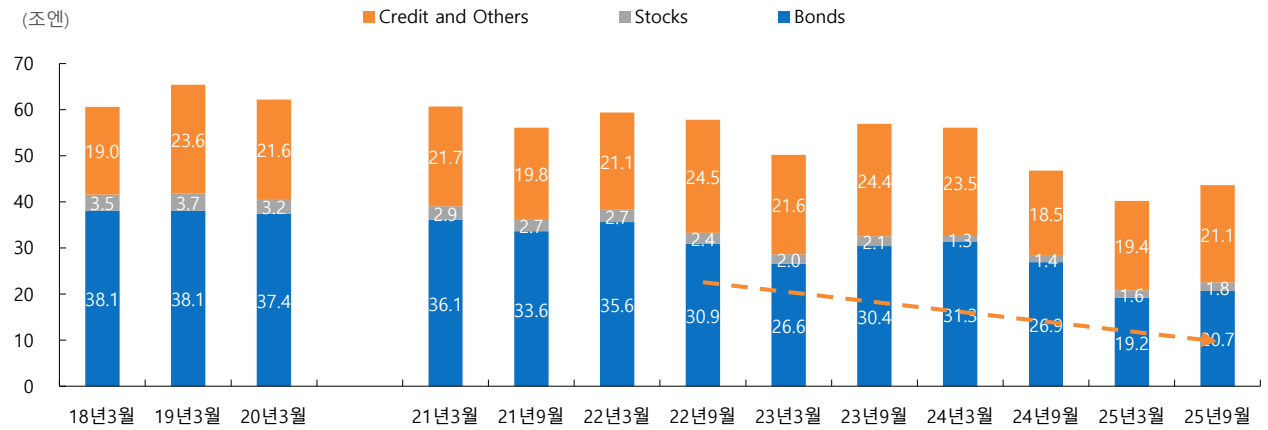
수 있어 효율적 투자처가 될 수 있었다. AAA CLO는 역사적으로 부도율이 극히 낮으면서도, 동일등급 회사채나 국채 대비 월등히 높은 스프레드를 제공했다. 국채 매각으로 실현된 손실을 만회하기 위해서는 고수익 자산이 필요하지만, 동시에 협동조합 금융기관으로서 과도한 신용 리스크를 부담할 수 없는 농림중앙금고에게 AAA CLO는 유일한 대안이었을 공산이 높다. 농림중앙금고의 CLO투자 비중은 21년 8%대에서 지속적으로 상승해 25년에는 20%가 넘는 비중을 차지하고 있다.

글로벌 CLO 시장의 회복기 속 농림중앙금고의 CLO투자 영향은 AAA급 트랜치 수요와 공급 측면에서 긍정적. 한편으로는 CLO 시장 옥석 가리기도 눈여겨볼 포인트

농림중앙금고의 자산 교체 수요는 24년 하반기부터 CLO 시장의 강력한 호재로 작용했다. 파인브릿지(PineBridge) 등 글로벌 자산운용사에서는 농림중앙금고의 해외 국채 매각 자금 중 일부가 CLO로 유입될 경우 수백억 달러 규모의 신규 수요가 창출될 것으로 예측했다. 실제 미국 중심으로 24년 CLO 물량(New Issuance & Refinancing 등)이 23년대비 기록적으로 증가했음에도 불구하고, AAA급 트랜치 스프레드는 확대되기보다 21년 수준으로 축소되는 모습을 보였다. 이는 농림중앙금고와 같은 대형 기관투자자의 대기 수요가 공급 물량을 소화하며 가격 하락을 방어했기 때문이다. 현재도 AAA급 트랜치 스프레드는 축소를 지속해 4분기 기준 123.6bp 수준을 기록했다.

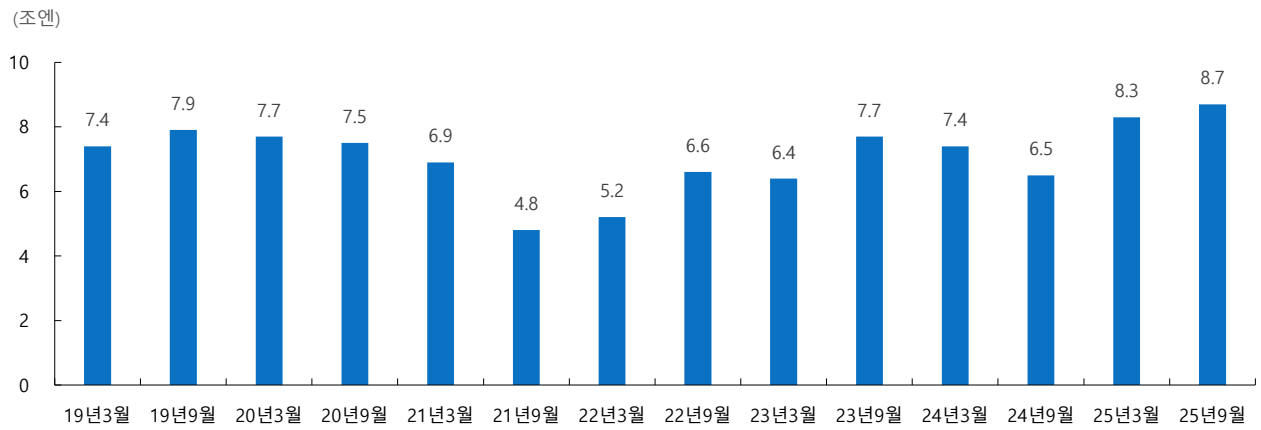
한편으로 26년 CLO 시장에서 옥석 가리기 현상이 치열해질 것으로 전망된다. 우선 농림중앙금고 CIO는 미국에서 발생한 사모신용 관련 부실 리스크에도 CLO 등 크레딧 투자를 지속할 것임을 밝혔다. 우시쿠보 카츠히코 CIO는 CLO 투자에서 전문가로 평가되며, "Mr. CLO"로 불리고 있는 인물이다. 한편 미국 신용 시장에서의 불안정성이 확대되고 있음에는 유의하고 있으며, 투자대상에 신중한 접근이 필요하다고도 밝혔다. AAA급 트랜치에서는 농림중앙금고 등 안전성 추구 기관투자자의 수요가 뒷받침되는 한편, 지속적 스프레드 축소는 초과수익 창출이 어려워짐에 따라 하위 트랜치로의 수요를 증가시킬 수 있는 요인이다. 증가하는 공급과 수요 속에서 사모신용 성장과 기초자산의 질적 변화 등 신용 리스크를 고려하는 가운데 옥석 가리기가 25년대비 심화될 것이라고 전망한다.

그림1. 일본 농림중앙금고 투자배분 현황: 미국 및 유럽채권에서의 손실로 채권투자액은 25년 9월 기준 20.7조엔으로 감소했으며 크레딧 등 자산에 대해서는 21.1조엔 투자하며 채권투자 추월



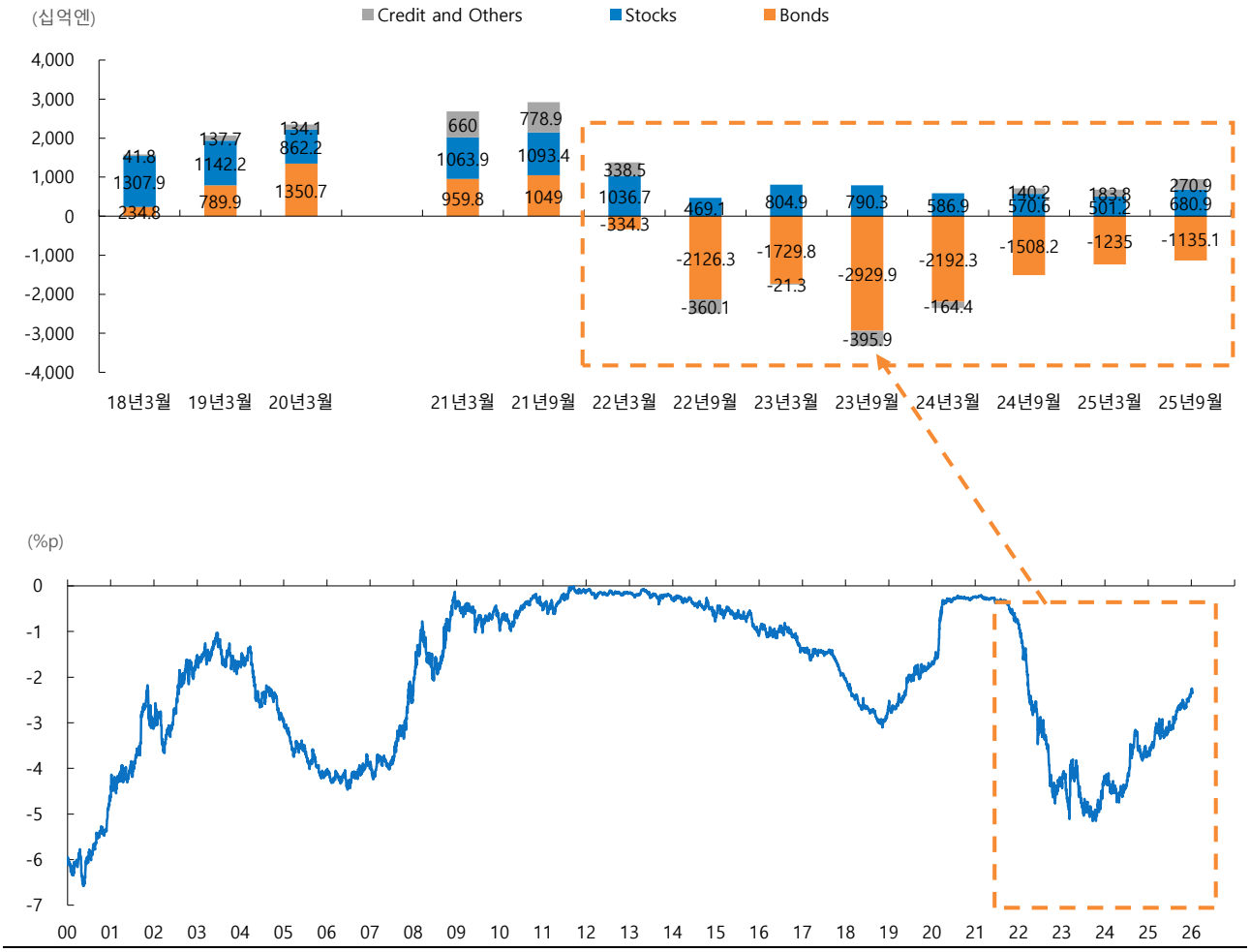
자료: 일본 농림중앙금고, iM증권 리서치본부

그림2. 일본 농림중앙금고는 글로벌 최대 CLO투자자 중 하나. 따라서 실적공시에 CLO 투자현황도 따로 공시. 24년 9월 6.5조엔 투자에서 25년 9월 8.7조엔으로 투자액 증가



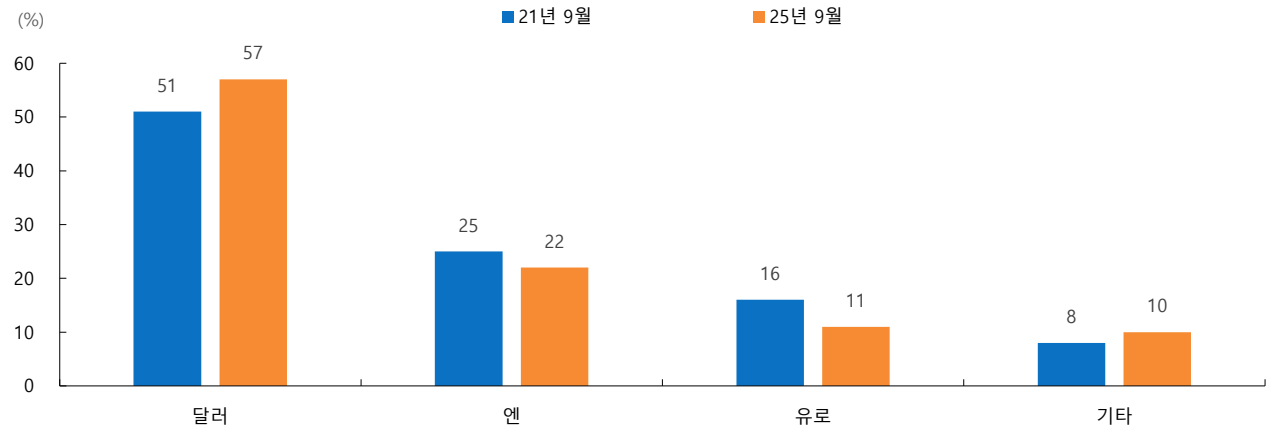
자료: 일본 농림중앙금고, iM증권 리서치본부

그림3. (상)농림중앙금고 투자 미실현손익&(하)미-일 2년 국채금리 차: 22년부터 시작된 미국의 금리인상으로 미-일 금리차 확대. 20년 초저금리시기 공격적으로 미 국채 투자했던 농림중앙금고는 금리 상승으로 급격히 투자손실이 확대



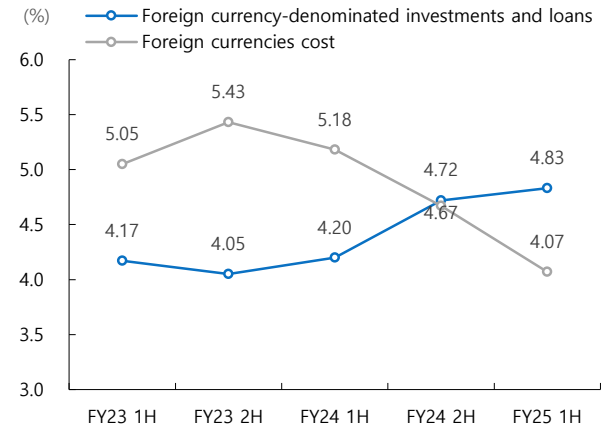
자료: 일본 농림중앙금고, Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림4. 그럼에도 불구하고 달러&유로에 노출된 비중은 60%를 상회. 엔의 경우 22%로 21년보다 감소



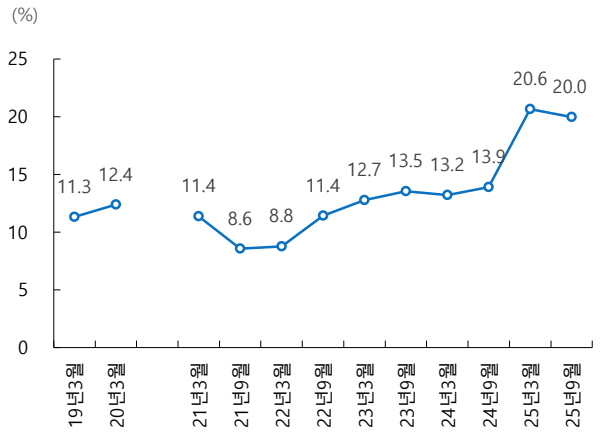
자료: 일본 농림중앙금고, iM증권 리서치본부

그림5. 해외투자&대출 수익률 및 해외조달비용(Yield): 조달비용이 글로벌 금리인하 기조 등으로 감소하면서 조달여건 개선



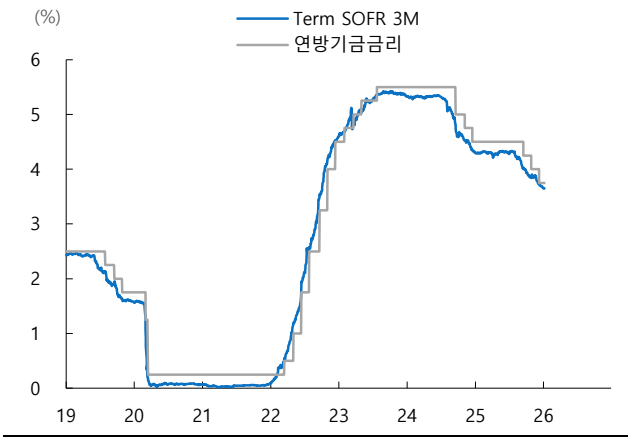
자료: 일본 농림중앙금고, iM증권 리서치본부

그림6. 전체 투자액 중 CLO 투자비중: 21년 8%대에서 25년 20%까지 성장



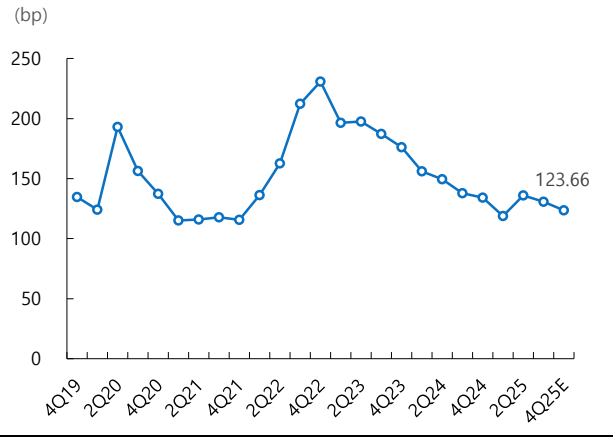
자료: 일본 농림중앙금고, iM증권 리서치본부

그림7. CLO 투자의 기준이 되는 SOFR(단기)금리 하락



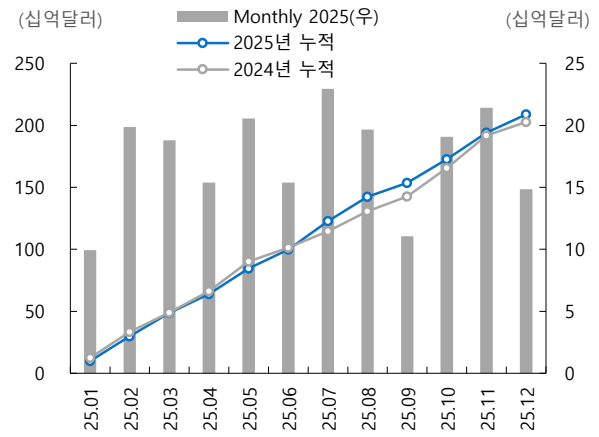
자료: Bloomberg, iM증권 리서치본부

그림8. CLO Tranche AAA Spread: 강세를 보이는 배경에는 일본농림중앙금고의 역할도 있을 것



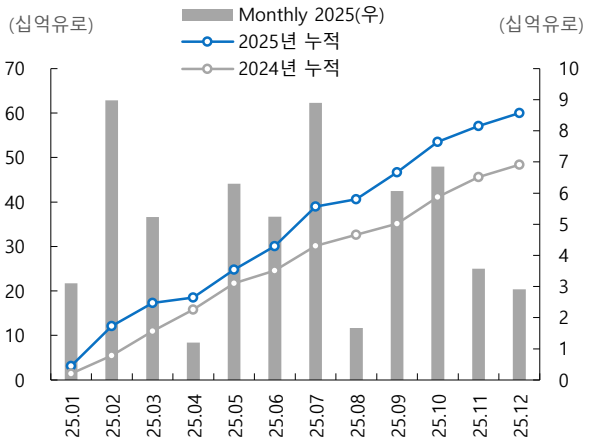
자료: Pitchbook, iM증권 리서치본부

그림9. 미국 CLO 신규발행 월간 추이: 24년과 거의 비슷한 수준



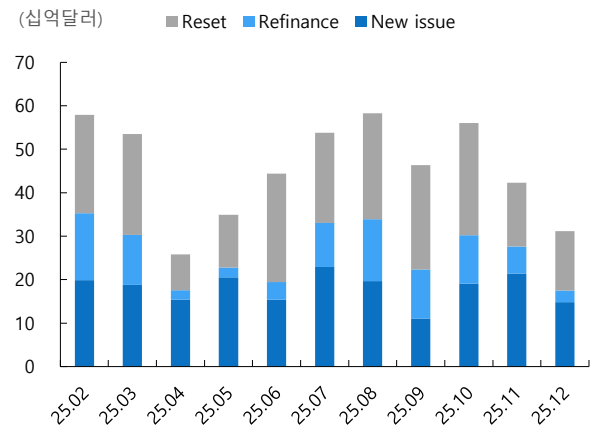
자료: Pitchbook, iM증권 리서치본부

그림10. 유럽 CLO 신규발행 월간 추이: 24년보다 월등히 발행 증가



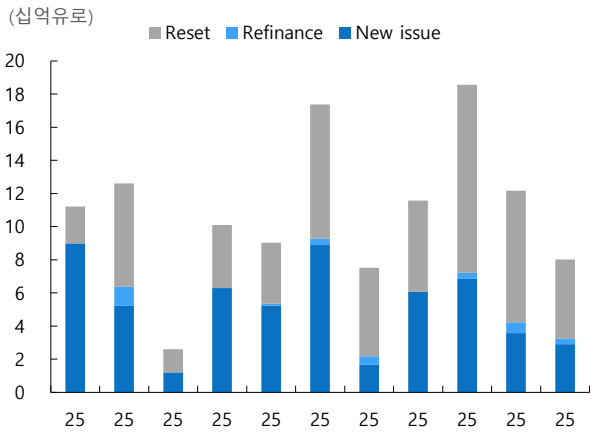
자료: Pitchbook, iM증권 리서치본부

그림11. 미국 CLO 월별 행사 구성: Refi&Reset이 기본. 신규발행이 다음



자료: Pitchbook, iM증권 리서치본부

그림12. 유럽 CLO 월별 행사 구성: 미국보다 Refi&Reset 비중이 확연이 큼



자료: Pitchbook, iM증권 리서치본부

Compliance notice

· 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
· 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이승재)
본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.