문홍철의 Concise

채권/FX

26. 03. 16

대출 부실은 기준금리가 높다는 징후

- 고유가와 부실 대출의 누적+고유가, 현재 상황은 걸프전 당시와 유사
- 중앙은행의 잘못된 데이터 디펜던트, 그러나 정책변경은 뒤늦게
- 당장 금리 상승 리스크에는 대비해야 하지만 장기적 시각을 잃지 말자

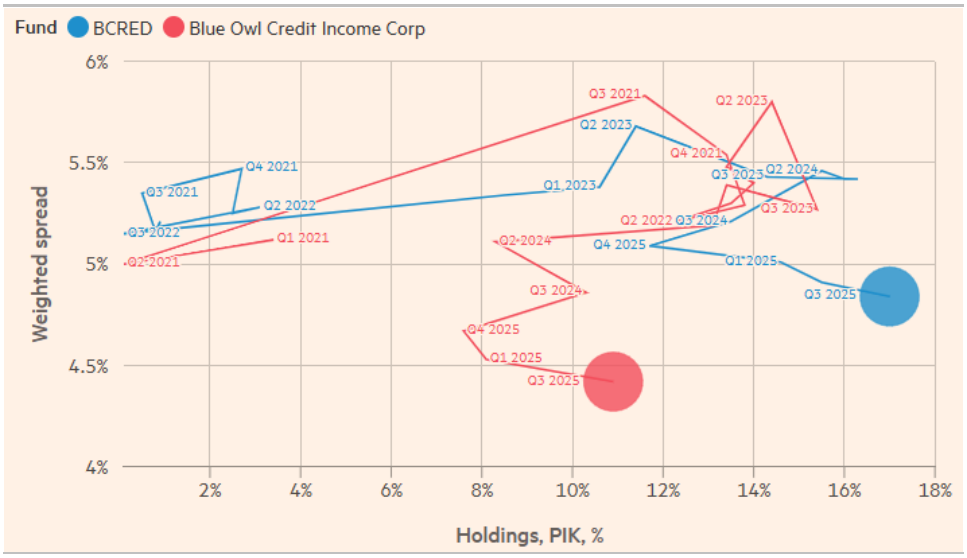
고유가와 부실 대출의 누적+고유가, 현재 상황은 걸프전 당시와 유사: 1990~91년에는 걸프전, 2007~08년에는 신흥국 수요로 유가가 급등했다. 그 직후 두 사례에서 모두 경제가 크게 후퇴하면서 누적된 펀더멘털 부진이 본격적인 위기 상황으로 전환되었다. 고유가는 각각의 시기에서 방아쇠 역할을 했다. 1990년의 전쟁이 야기한 고유가는 수요와 무관한 이벤트였다. 당시 미국에서는 10년간 누적된 저축대부조합의 부실대출이 감당할 수 없는 수준이 되면서 금융불안이 발생했다. 2007~08년의 고유가는 신흥국의 수요라는 실체가 있었음에도 불구하고 모기지 부실화가 금융위기로 번지는 한가지 원인이 되었다. 돌이켜보면 당시 신흥국 수요는 허상이었던 것일까? 펀더멘털 둔화와 사모 자산의 부실 우려가 커지는 지금은 걸프전 당시와 좀 더 유사하다.

사모 대출은 대문자 K 경제의 축소판이라는 데 더 큰 의미가 있다. 금융위기의 대역죄인이었던 은행을 대신해 사모 시장은 금융의 사각지대에서 중소기업 대출을 맡아오며 고용과 성장을 이끌어왔다. 현시점에서 이들의 대출 금리는 SOFR + 300~500bp, 절대금리로 7~9%이며 이나마도 기준금리 인하와 크레딧 스프레드 축소로 낮아진 것이다. 이 정도 금리를 부담하려면 고성장 경제, 혹은 高인플레가 필요하다. 연준과 대부분의 이코노미스트는 중립금리가 높아졌다며 충분히 감내 가능하다고 여기고 있다. 판데믹 이전에는 (-)실질금리에서도 쉽게 살아나지 못했던 경제와 기업들이 코로나 부양책도 끝난 지금, (+)의 실질금리를 견딜 수 있다는 주장은 우리로서는 쉽게 납득되지 않는다. 사모시장에서 들려오는 불협화음은 높아진 중립금리라는 것이 허상이었고 당장의 금리인하가 필요함을 웅변하는 외침이다. NPL 전문가들은 블루아울 펀드에 대해서 30%이상의 할인율로 매입을 제안했다. 동 펀드가 중소기업 대출의 대표성을 가진다고 가정하면 기업들의 대출금리는 현재보다 30%이상 낮아야 감내 가능하다고 해석해볼 수도 있겠다. 그렇다는 가정하에 현 크레딧 스프레드가 고정이라면 적정 SOFR수준은 2% 중반 이하다. 더불어, 사모대출의 PIK와 가산금리 스프레드간의 이해하기 어려운 움직임을 생각할 때[도표1] 신용 스프레드를 믿을 수 있는지도 의문이다. 만약 그렇다면 적정 SOFR는 훨씬 낮아질 것인데….

중앙은행의 잘못된 데이터 디펜던트, 그러나 정책변경은 뒤늦게: 미국의 4Q25 GDP가 속보치의 절반으로 하향수정되었다. 고용 지표와 더불어 데이터 디펜던트의 터무니없음을 또 보여주는 사례다. 이러한 대규모 하향 수정은 결코 특이한 사례가 아니며 과거 경기 사이클이 변화할 때 자주 발생했던 역사의 반복이다. 과거에 거짓된 지표로 통화정책을 했음에도 불구하고 중앙은행은 요지부동이다. 그로 인해서 씽크대 뒤 바퀴벌레의 colony가 더욱 커지고 있음에 대비해야 한다. 당장은 금리 상방 리스크가 있지만 고유가가 침체를 몰고올 위험에도 대응하자.

Analyst 문홍철 02 369 3436 m304050@dbsec.co.kr

도표 1. 대형 사모 론 펀드, 블랙스톤의 BCRED와 블루 아울의 PIK(가로축) 대비 가중 스프레드(세로축)의 변화. PIK(payment-in-kind)는 이자를 지급하지 않는 대신 다양한 방식의 실물납입을 의미하는데 부실화를 측정하는 한가지 징후로 보고 있다. 사모 시장에서는 PIK(=부실화)가 증가하는데도 크레딧 스프레드가 축소되는 마법 같은 일도 일어날 수 있다.



자료: Pitch, FT
주: PIK를 부실의 징후가 아닌 재무 전략의 수단으로 봐야 한다는 반론도 있으므로 독자들이 적절히 조정해서 받아들일 필요는 있다

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.