

Strategy Idea

문제가 없어서 문제, 하이일드 고평가



채권/자산배분
Analyst **윤여삼**
yeosam.yoon@meritz.co.kr

- ✓ 풍부한 유동성과 양호한 미국경제 기반 미국 하이일드 스프레드 역사적 바닥 수준
- ✓ 그렇지만 고금리 장기화에 따른 부담과 시발 과잉투자의 부담 무시할 수 없어. 일부 연체율 데이터 한계영역 취약성 입증하고 있는 상황
- ✓ 급격한 위축 가능성은 낮다고 해도 연준의 금리인하 시점 지연에 따른 부담으로 하반기 하이일드 스프레드 고평가 인식 심화될 전망

High Return is High Risk, 하이일드 스프레드 바닥에 대한 생각

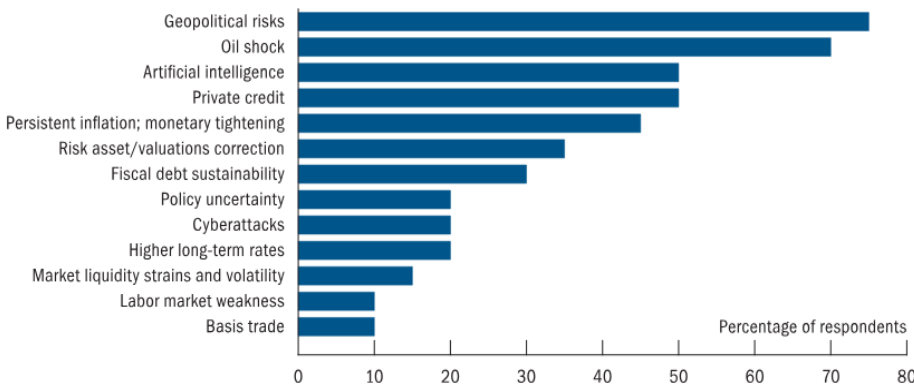
상반기 최대 불안 이슈였던 미국과 이란간 전쟁은 아직 불씨가 남았다고 해도 수그러든 형국이다. 100달러를 넘었던 유가는 WTI 기준 70달러를 하회하면서 안정되었다. 동시에 6월 중 확인한 5월까지 미국 주요 지표들은 대부분 양호했다.

미국 일자리는 3개월 평균 18만개 가까이 늘었으며, 5월 소매판매 또한 세금환급과 월드컵 특수를 맞아 예상을 큰 폭 상회했다. 전쟁으로 하향 조정되던 미국 성장률은 견고한 모습을 보이면서, 올해도 2%대 달성할 공산이 크다.

지정학적 불안이 완화되고 양호한 경기여건 속 금융시장 여건은 위험선호가 우세하다. 미국증시 상승탄력이 강하지 않다고 해도 AI 중심 긍정적 흐름은 이어지고 있다. 덕분에 고위험 자산인 하이일드 채권도 성과가 양호하다.

그림1 2026년 상반기 지정학적 리스크와 유가 다음으로 시와 사모대출을 우려

Figure A. Spring 2026: Most cited potential shocks over the next 12 to 18 months



자료: NY Fed Financial Stability Report(26.5)

〈그림 2〉에서 보듯 역사적 하이일드 스프레드 바닥은 200bp 내외 수준으로 현재 270bp대 하이일드 스프레드는 매우 양호한 영역임을 나타내고 있다. 크레딧 시장에서 위험신호가 가장 약한 동시에 하이일드 채권이 고평가 되어있다는 의미이기도 하다. 분명 여건은 다르지만 2008년 금융위기 이전이 하이일드 스프레드 가장 저점이었다는 것이 새삼 떠오르는 시점이다.

뉴욕연준이 발간하는 금융안정보고서에서 지정학적 위험과 AI를 제외하고 가장 큰 위험은 사모대출(private credit)로 꼽히고 있다. 하이일드보다 더 위험성이 높은 영역인 것은 분명하지만, 같은 크레딧 조달 여건상 체감이 다르다. 분명 현재도 유동성 여건은 완화적이고, 위험신호에 긍정적인 것이 맞다(그림 3).

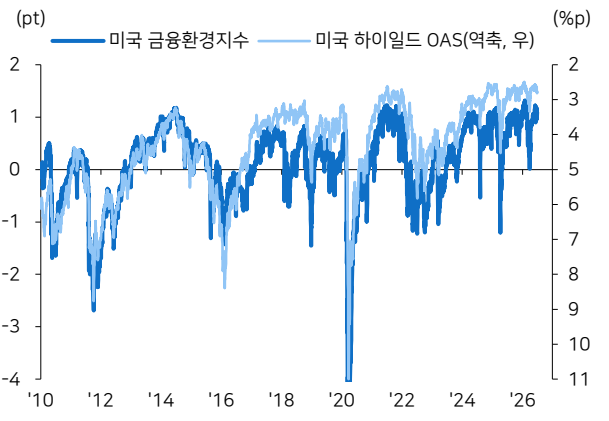
그렇지만 유가상승이 유발한 공급물가 충격은 주요국 통화정책을 긴축기조로 전환시켰고, 심지어 미국마저 올해 자칫 금리를 올리는 것이 아닌지 의심이 늘고 있다. 글로벌 M2 증가 속도가 주춤해지면서, 현 시점부터는 위험자산이 하반기 계속 긍정적일지 점검이 필요하다(그림 4).

그림2 높은 금융시장 변동성에도 불구하고 고위험 자산인 하이일드 스프레드 역사적 저점



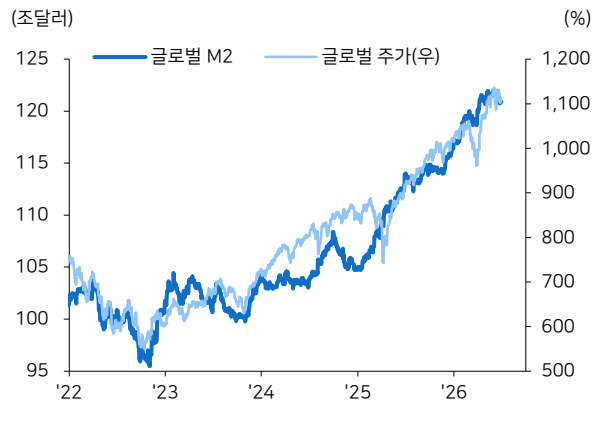
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 완화적 평가되는 금융환경이 하이일드에 우호적



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 그렇지만 최근 글로벌 M2 증가세 주춤 주목할 필요



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

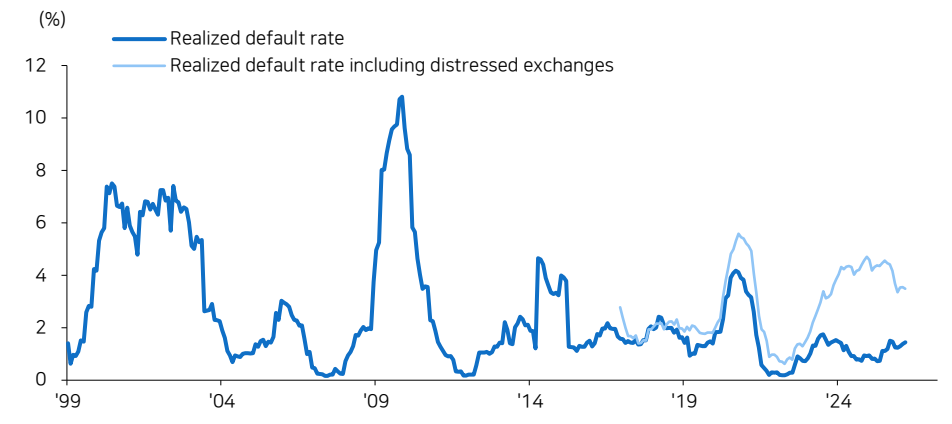
Higher for Longer, 고금리 장기화 부담 분명 존재

우리는 올해 연준이 3분기를 지나 연말 정도에는 금리인상이 아닌 오히려 인하를 할 것이라는 전망을 유지하고 있다. 물론 최근 미국 지표의 흐름을 고려할 때 소수의견, 엣지(edge)뷰라는 것을 인정한다.

그럼에도 지난해와 재작년 마켓 컨센서스가 1차례 혹은 동결까지 연준 통화정책 뷰가 위축될 때 3차례 인하 전망을 유지했던 경험을 떠올려 본다. 올해도 3분기 중 미국 지표의 변화 가능성을 주목하고 있는데, 고용보다 소비를 주목하고 있다. 고물가와 고금리가 장기화되고 있고, 가계 실질적 소득 여건이 위축되고 있는 것이 하반기 미국경제의 당면한 과제라는 생각이다.

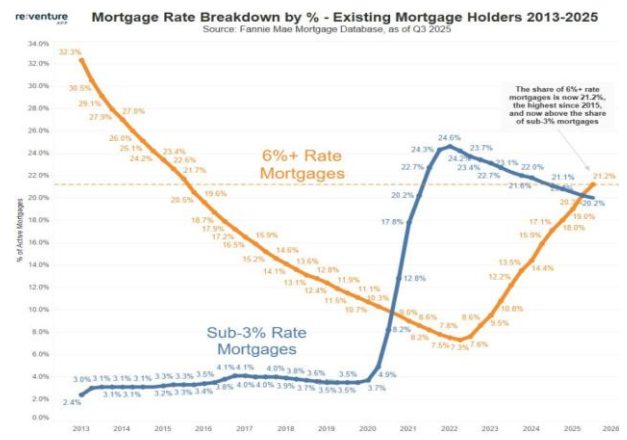
그 이면에 연준의 금리인하가 지연, 아니 인상까지 고려되는 형국에 고금리 장기화에 따른 스트레스가 작년이나 재작년보다 올해 더 신경 쓰이는 부분이다. 미국의 실제 부도율대비 채무탕감이나 현물보전 등(distressed exchanges)을 인정한 부도율의 경우 긴축 실시 이후 높은 수준을 유지하고 있다(그림 5).

그림5 실제 부도율보다 현실적 부도율 높게 유지 중, 고금리 장기화에 따른 스트레스



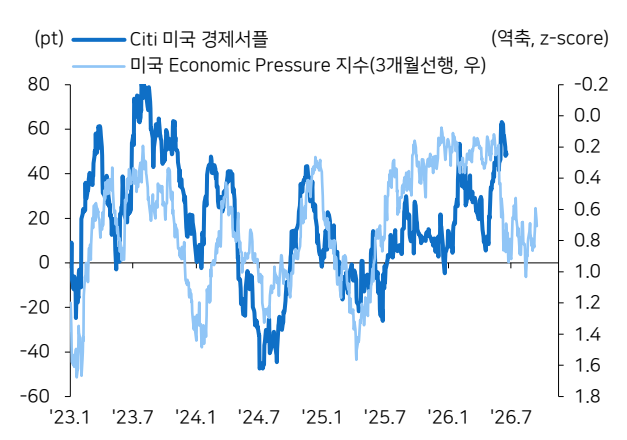
자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 주담대 작년 연말 저금리(고금리 역전된 상황)



자료: Fannie Mae

그림7 유가충격 완화에도 고금리&강달러 부담 유입될 것



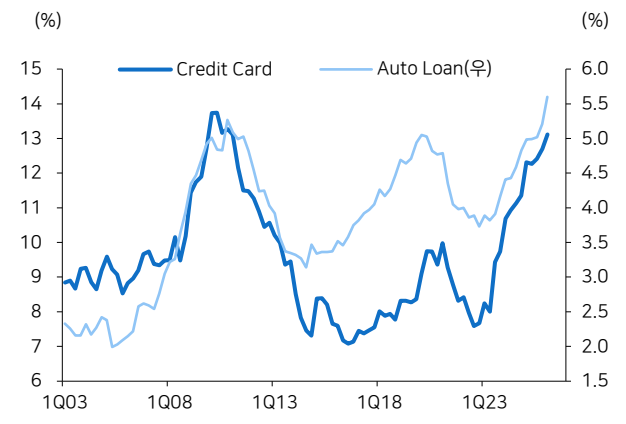
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

우리가 계속 강조해온 ‘모기지대출 3% 이하 저금리 < 6%이상고금리’ 역전되지 반년이 넘었고<그림 6), 올해도 유가충격 이후 금리상승 및 달러강세 부담이 경기모멘텀을 위축시킬 가능성이 높아져 있다<그림 7). 전쟁 속에서도 비교적 양호한 성장 흐름을 이어온 미국경제가 연준 통화정책 전환 부담을 확인해야 하는 것이다.

미국 가계신용 중 카드와 자동차 대출 90일 연체율은 금융위기 수준을 넘어서고 있다<그림 8). 연체율이 이렇게 높는데 금융시장이 평화로운 이유는 1)금융위기 이후 GDP대비 100% → 70%대 가계부채가 관리되었고, 2)장기인 90일 연체율이 단기인 30일 연체율보다 높다는 것<그림 9)에 있다. 단기보다 장기 연체자가 많다는 의미는 취약 계층의 문제이지 몸통 전이는 제한적이라는 것이다.

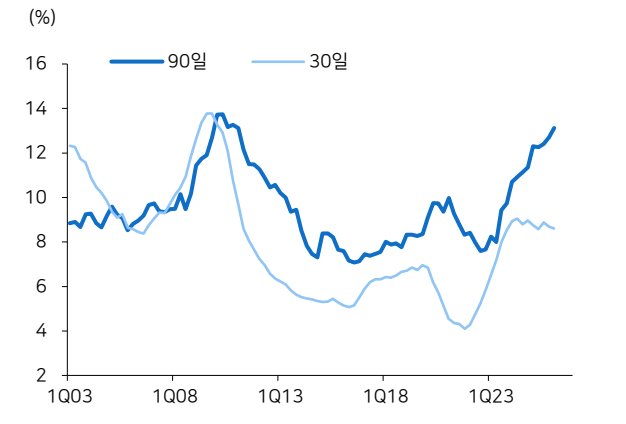
연준이 2022년 금리인상을 단행한 이후 긴축기간이 장기화되면서, 고금리에 대한 부담이 있지만 현재는 전반에 걸친 부담이 아닌 취약영역의 이슈인 것이다. 그렇지만 우리는 아니라고 해도 현재 연준이 금리를 인상하는 것은 아닌지 장단기금리차에 반영되고 있다<그림 10).

그림8 미국 가계신용 90일 연체율, 일부 금융위기 수준



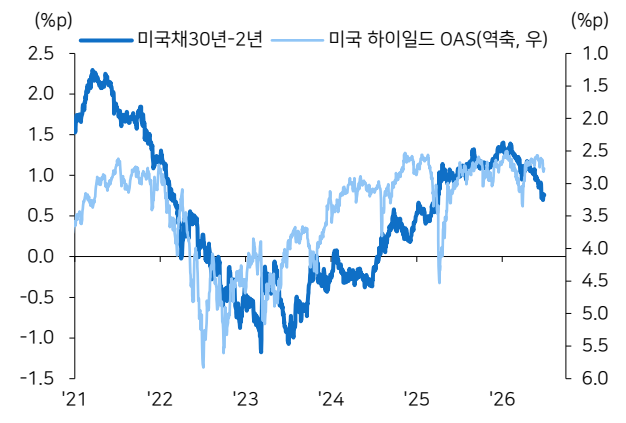
자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림9 카드연체율 30일보다 90일 높아 취약계층 악화 입증



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림10 미국 긴축우려 장단기금리차 축소, 신용스프레드 부담



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 레버리지론 성과 부진, 절대금리 다시 8% 부근



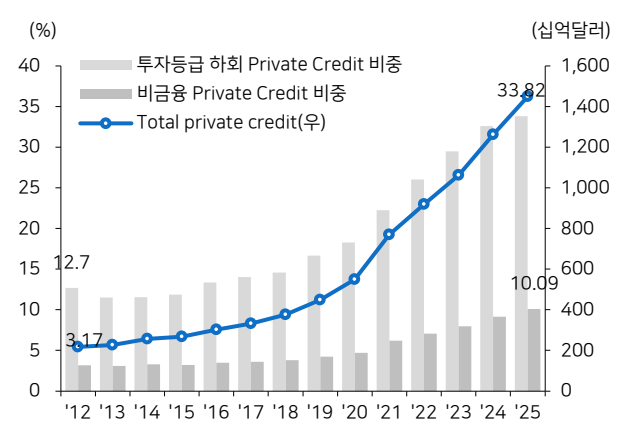
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

이를 반영하여 미국채 2년 금리는 4.1%대, 10년 금리는 4% 중반 부근에 붙잡혀 있다. 하이일드 스프레드는 타이트하게 유지하고 있지만, 절대금리 부담으로 유사한 고위험 채권으로 변동금리인 레버리지론 금리가 8%에 육박한다(그림 11). 전반적인 조달여건이 타이트해지고 있는 것은 현실이다.

지난해부터 말이 많은 사모대출의 경우 표면적으로 크게 이슈가 되지 않지만, 꾸준히 채무불이행 및 펀드청산 뉴스가 전해진다. 팬데믹 이후 급증, 꾸준하게 증가세를 이어나온 사모대출은 1.5조 달러 잔액에 투자등급(IG) 하회 비중이 33.8%, AI 투자로 비금융권 비중 10%대로 증가 중이다(그림 12).

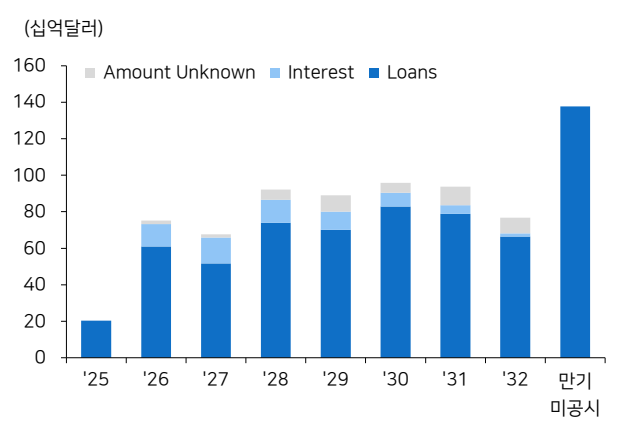
가계신용 연체율이 취약계층에 드러나듯 기업조달은 사모대출이 여전히 약한 고리이다. 평균 만기가 5년 내외 정도인데 팬데믹 이후 급증한 영향으로 올해부터 만기도래가 증가, 롤오버 부담이 커지고 있다(그림 13). 때문에 지난해부터 사모대출 유입 못지 않게 자본이탈이 진행되다가 올해 1분기는 순유출을 기록했다(그림 14). 사모대출 기초자산은 20~30% 정도 손실이 추정된다(그림 15).

그림12 사모대출 증가세 지속, 비우량 & 비금융 증대



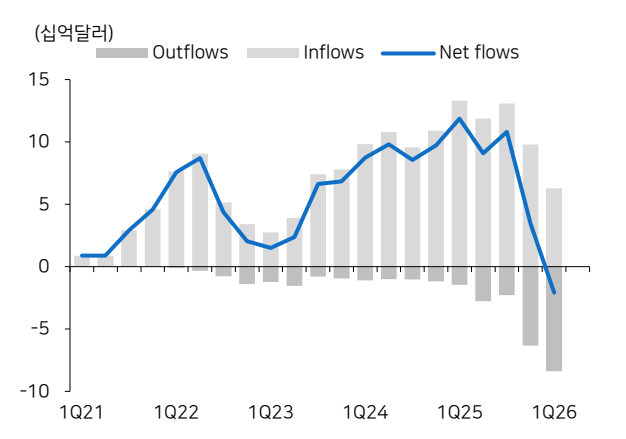
자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림13 올해부터 사모대출 만기 큰 폭으로 도래하고 있어



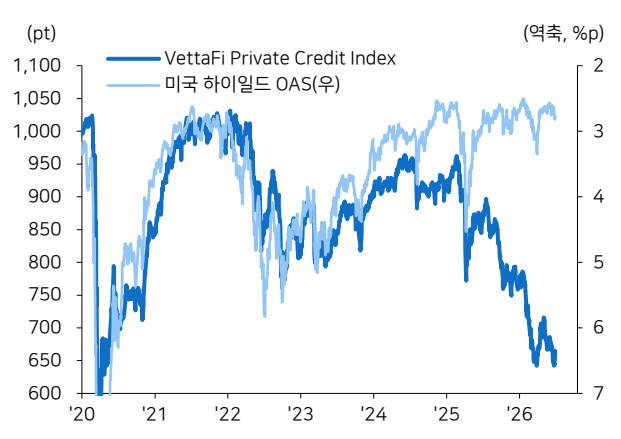
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림14 올해 1분기 사모대출시장 자금 순유출로 전환



자료: NY Fed, 메리츠증권 리서치센터

그림15 사모대출 자산가치 급락, 하이일드 전이는 제한적



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

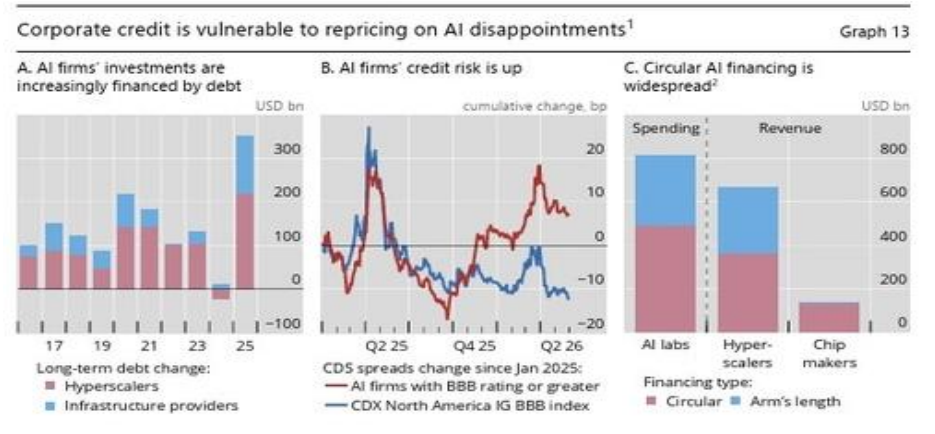
High Yield 고평가 해소는 다시 연준 통화정책 전환 이유될 것

카드와 자동차, 사모 대출 등 취약한 고리가 드러났음에도 고위험 채권인 하이일드까지 전이가 더딘 이유는 흔히 이야기하는 제도권, 전체 산업의 하위 20% 이상 영역이기 때문이다. 한마디로 하이일드 채권을 발행하는 B등급 회사만 해도 기업 중 50% 내외의 준수한 기업이라는 의미이다.

고금리 장기화가 부담이라고 하지만, 아직 유동성이 뒷받침되는 외형적 양호한 경기여건 하에 신용위험 역시나 외형적으로 잘 통제되고 있다. 그럼에도 최근 AI 반도체 투자는 ‘멋진 신세계’를 약속하고 있지만, 경쟁에 따른 과잉투자 이슈로 높은 차입비용에 노출되고 있다.

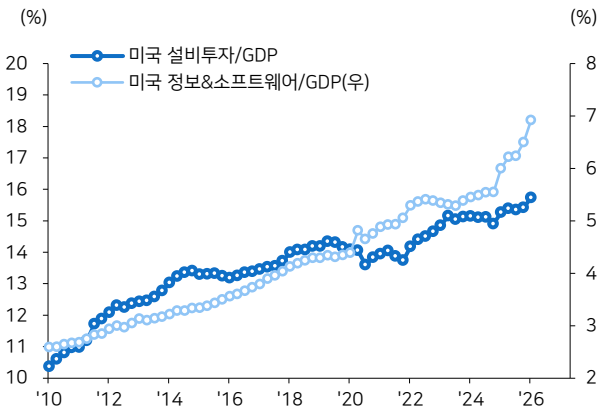
BIS는 보고서를 통해 하이퍼스케일러들의 조달 차입 비용이 크게 급증하고 있는 점을 지적했다(그림 16). CDS가 동일 신용등급대비 2025년 이후로 더 확대되고 있다는 것이다. 꿈을 강조하는 쪽과 달리 채권시장 종사자들은 하이퍼스케일러들의 잉여현금이 급격하게 줄어드는 것을 경계하고 있다(그림 18).

그림16 AI 관련 하이퍼스케일러들의 조달에 대해서 우려하기 시작한 BIS



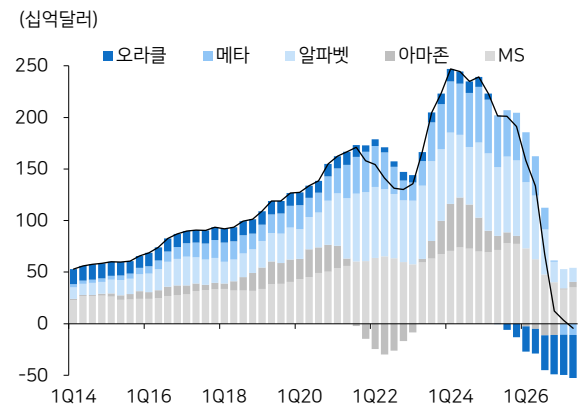
자료: BIS

그림17 AI 투자 미국경제 긍정적인 부분 크지만 매우 가팔라



자료: US BEA, 메리츠증권 리서치센터

그림18 하이퍼스케일러들의 잉여현금 올해 급격히 축소



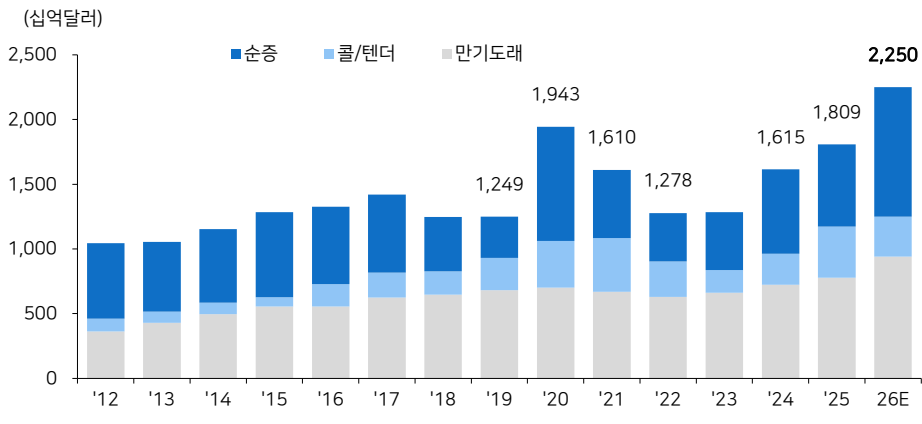
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2023년까지 연준 긴축으로 1.2조달러까지 줄었던 투자등급(IG) 회사채 발행이 AI 투자와 함께 급격히 증가하기 시작하여, 올해 2.25조달러를 기록할 전망이다(그림 19). 지난해 1.8조달러에서 4천억달러 이상 23% 급증으로 미국채 투자를 구축할 정도라는 평가다.

게다가 취약성이 높아진 사모대출시장에서 팬데믹 이후 자금을 가장 많이 조달하는 업종 또한 소프트웨어, 테크 관련 기업들이다(그림 20). 대표적으로 메타가 하이퍼리온 데이터센터 증설을 위해 블루아울을 통해 300억달러 규모의 조달을 한 것을 부채가 아닌 임대료 형태로 처리했다고 논란이 일었던 경험이 있다.

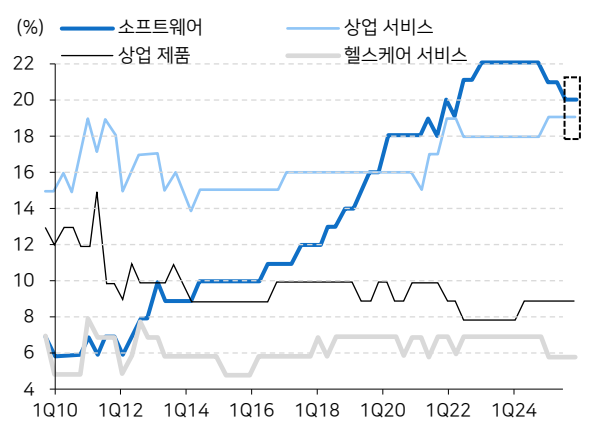
투자등급과 하이일드, 사모대출 가릴 것 없이 최근 회사채 시장에서 조달이 가장 큰 부분은 테크 분야이다. 그만큼 미래 먹거리이자 4차 산업혁명의 수혜를 받기 위해 노력하는 것은 당연한 듯 보이나 최근 하이퍼스케일러들이 반도체 업체대비 투자비용 부담으로 상대주가가 낮아지는 만큼 전반적인 차입부담이 시장금리 상승으로 연결된다고 설명할 정도이다(그림 21).

그림19 2026년 미국 투자등급 회사채 발행 전년대비 23% 급증



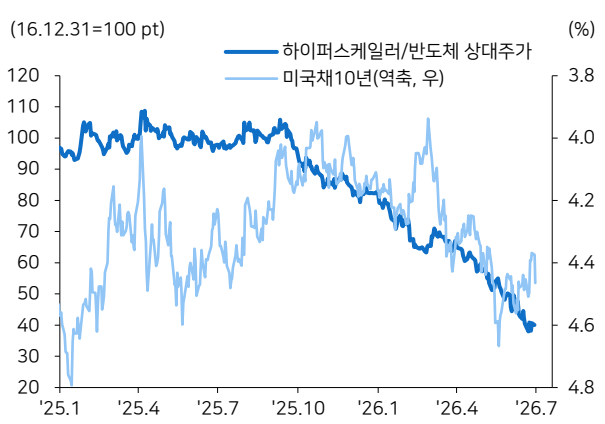
자료: Bloomberg, Dealogic, PitchBook 메리츠증권 리서치센터

그림20 사모대출시장에서 AI 관련 기업 대출비중 가장 높아



자료: Pitchbook, 메리츠증권 리서치센터

그림21 AI 과잉투자 = 상대주가 약세 → 금리에도 부담



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

하이일드 스프레드 평균이 역사적 저점에 머물고 있는 것에 비해 미국 테크 & IT 기업들의 스프레드는 상대적으로 높은 수준을 유지하고 있다. 국채와 비교해서 투자등급과 하이일드 공히 전쟁 중 일부 확대되었던 스프레드가 5월 이후 진정되었다가 최근 다시 고개를 들고 있다(그림 22).

하이일드 평균과 비교해서 IT 부분의 하이일드 스프레드는 2025년 하반기대비 높은 수준을 유지하고 있다(그림 23). 블룸버그 스프레드보다 구성종목이 많은 Markit CDX 기준 하이일드 업종별 스프레드를 분해하면, 통신과 IT 부분 스프레드가 스왑기준 스프레드 320bp보다 높은 470bp를 기록하면서, 상대적 차입부담이 높은 것을 확인시켜 준다(그림 24).

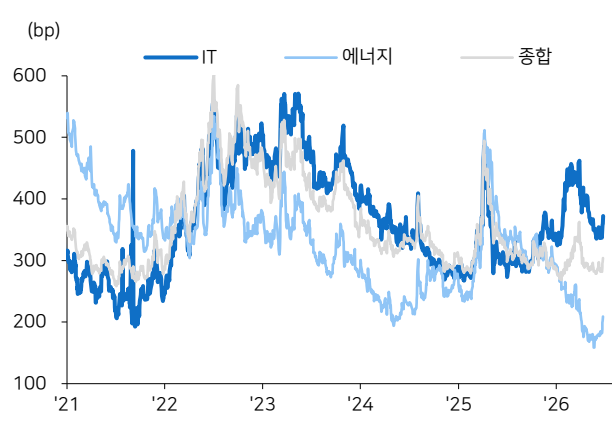
하이일드 부채잔액에서 IT 비중이 상대적으로 낮아 기여도는 낮다(그림 25). 때문에 하이일드 스프레드 전반에 미치는 영향은 제한적이나 최근 자금 조달 대부분이 IT 테크 관련 기업비중이 늘고 있다는 점에서 향후 미칠 영향도는 높아질 것으로 추정된다.

그림22 테크 업체들의 신용스프레드 상대적으로 확대



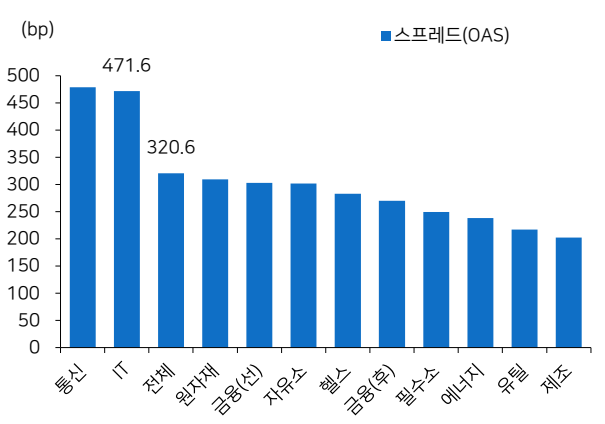
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림23 하이일드 업종 평균대비 IT 스프레드 확대



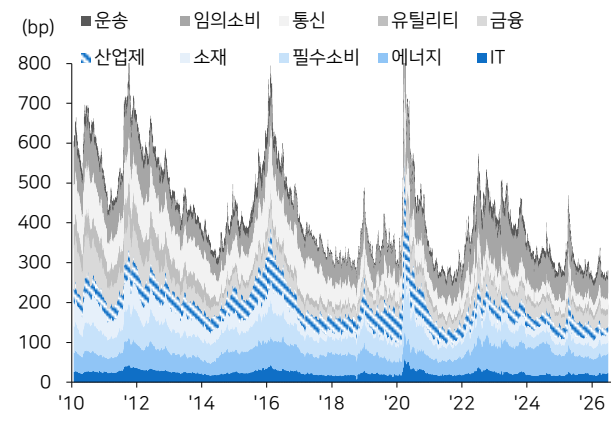
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림24 미국 업종별 하이일드 스프레드 테크 쪽 부담 큰 편



자료: Bloomberg(6월30일), 메리츠증권 리서치센터

그림25 하이일드 전체 IT 기여도 낮다고 해도 주목할 시점



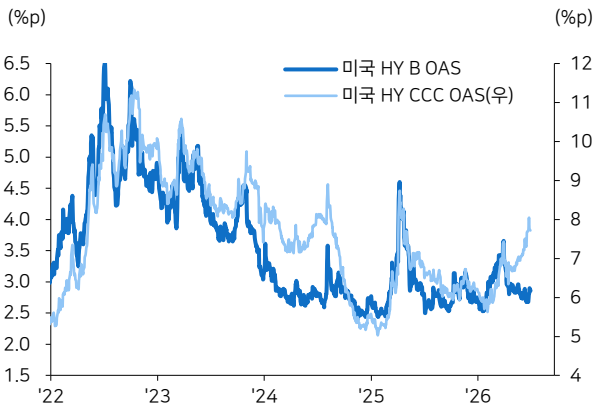
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

고금리 장기화가 취약계층에 부담이 되고 있다는 것을 강조했고, 그리고 AI 관련 경쟁적 투자가 반도체 가격만이 아니라 금리상승까지 유발하고 있는 상황이다. 하이일드 채권 안에서도 취약계층인 CCC 등급은 B등급대비 올해 전쟁 이전 수준을 넘어서고 있는 상황이다(그림 26).

신용평가사들이 매기고 있는 하이일드 내에 등급대비 실질적 평가는 BB와 CCC로 양극화가 더욱 심화되었다는 인식이 높아지고 있다(그림 27). 양호하고 우량한 영역만 보면, 지금은 전혀 문제가 없는 상황이다. 그렇지만 문제가 없는 것은 아니라는 것이 이 자료 작성의 취지이다.

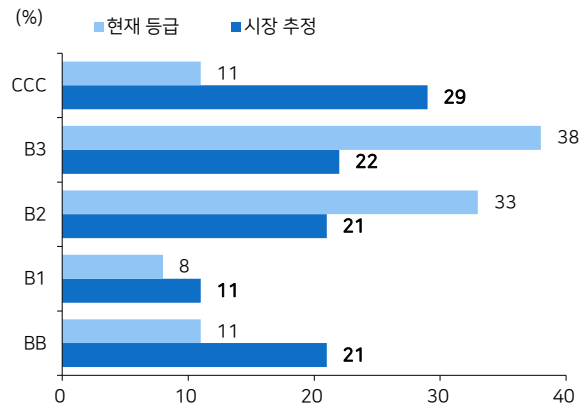
하이일드 스프레드가 상대적으로 고평가 되어 있다는 인식은 기업들의 밸류에이션과 부도율을 비교해도 과도하다는 인식이 높다(그림 28, 29). 올해 하반기 금융 위기가 올 것이라고 주장하는 것이 아니다. 연준의 정책기대가 후퇴한 만큼 조달 시장의 민감도가 높아지면, 이는 다시 연준의 정책에 반대로 영향을 미칠 것이다. 3분기 미국 소비와 함께 하이일드 스프레드 확대 가능성을 주목한다.

그림26 하이일드 내에서 신용도 차별화 심화



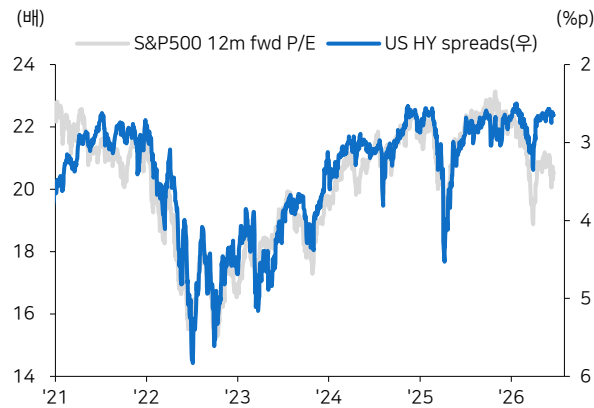
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 외형보다 실질적 양극화 더 심화되고 있다고 추정



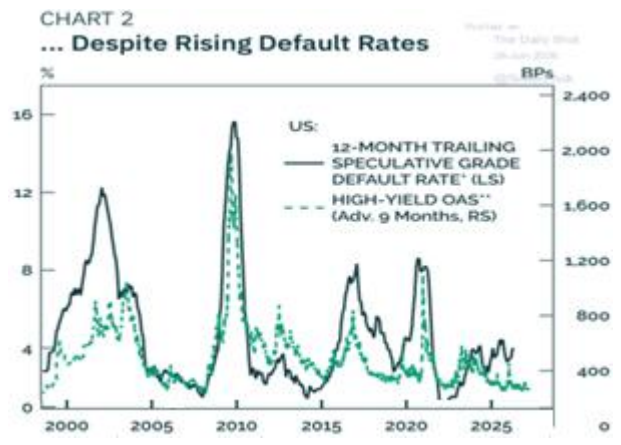
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 주식시장 밸류에이션대비 하이일드 고평가 인식



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림29 부도율 소폭이나마 높아진 것 대비 괴리율 높아



자료: Bloomberg, BCA

Compliance Notice

- 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.
