

문홍철의 Concise

채권/FX

26. 08. 18

금융은 '문명의 율법(Xenia)'을 시험하고 있다

- 금융시장에서의 상호 신뢰는 점점 찾아보기 힘든 덕목
- 사모대출 불투명성, 장기투자기관 규제, 투자 문화는 하이퍼스케일러 조달을 돕는 촉매제
- 초장기 회사채 투자자들의 수많은 가정이 동시 달성된다면 초장기 국채의 어려움도 지속

금융시장에서의 상호 신뢰는 점점 찾아보기 힘든 덕목: 금융은 가장 고상한 형태의 '환대(Hospitality)'다. 'Host'와 'Guest'간의 상호 신뢰는 문명의 척도였으나 BC1,200년경 접대의 신뢰를 무너트린 '바다민족'이 지중해를 덮쳤을 때, 문명은 종말을 고했다. 경제 지표는 현실을 잘 반영해야 하고, 투자자는 소문이 아닌 모델로 평가해야 하며, 정책 담당자의 신뢰는 말이 아닌 행동으로 인정받아야 한다. 과연 지금, 믿을 만한 경제지표, 뉴스가 아닌 자신의 분석으로 가격을 결정하는 투자자, 불편부당한 경제언론, 불확실성 속에서 겸손한 정책담당자가 몇이나 될까?

월가 최고의 헤지펀드로 소문이 자자한 '제인 스트리트'는 부채를 차환할 때 공모시장이 아닌 사모로 조달하면서 연 150bp의 추가 비용을 부담했다. 공/사모 발행에서 회사의 정보공개 의무에 차이가 큼을 감안한다면 150bp의 비용을 감당할 정도로 그들은 원가를 숨겨야 했을까? 그런데 빅테크의 자금 조달에 비하면 제인 스트리트는 선녀다. 하이퍼스케일러의 Capex 조달에서 공모:사모의 비율이 6:4 부근으로 알려져 있으며 사모 비중은 증가세다. 공모채 대비 사모대출은 구조화 종류에 따라 100~400bp의 추가 비용을 부담한다. 우리의 편협한 시각으로는 발행사가 off-balance-sheet의 이점을 누리기 위해 이 정도의 비용을 감수하는 것으로 보인다.

이러한 상품에 돈을 지불하는 투자자 입장에서라도 생각해보자. 하이퍼스케일러 부채공급이 과거 IG 조달과 구분되는 큰 특징은 10~30년의 긴 만기로 빚을 진다는 점이다. 만약 당신이라면 1) AI 치킨게임 생존을 위해 투자가 강제되는 발행사, 2) FCF (-)전환 중, 3) 담보(chip)의 잔존 가치에 내재된 고도의 불확실성, 4) 30년간의 기술업황 위험 부담, 5) 사모자산 시장의 정보 불신이 제기된 작금에, 30년간 투자하겠는가? 물론 월가는 이미 열렬히 'YES'라고 답했다. 이 정도로 AI에 긍정적인데 AI레버리지에 투자하지 않고 왜 한낱 이자율 상품에 만족하는지 이해할 수 없다.

종종 이자율 시장을 잘 모르는 분이 채권/크레딧 시장이 합리적이고 스마트하다고 언급하거나 물어볼 때마다 마음 속에 휘몰아치는 당혹스러움에 표정관리가 어렵다. 이 자리를 빌어 주장하건데, 이자율 시장 집단지성의 상단은 주식시장의 하단을 넘지 않는다. 가장 큰 이유는 다른 자산과 달리 채권 투자의 동기는 '규제충족'과 '고정된 임의적 성과인식'에 달려 있기 때문이다. 앞서 다양한 리스크가 내재된 채권이나 사모대출에 투자하기 위해 줄을 선 투자자를 생각해보자 (뒷 페이지에 계속).

이들에게 동 상품은 꿀이다. 1) 사모자산은 시가가 없다. 내부에서 문제가 심각해져도 대처 불가능할 정도로 꼬아터지기 전에는 부실 여부를 알 수가 없고 GP가 보내주는 Mark-to-Model이 뱉어내는 NAV로 평가받는다. 2) 시가변화없이 안정적(?)인 이자 수익이 장부에 기록된다. 3) 시장에서 평가받는 초장기채권이라고 해도 회사채의 보다 높은 수익이 시가평가 위험을 상쇄하며 동시에 ALM 매칭도 노릴 수 있다. 4) GBP, CHF 등으로 발행하면 발행사는 조달 비용을 줄일 수 있고 영국과 유럽의 장기투자기관은 강한 규제(만기, 수익률)를 충족할 수 있다. 5) 사모펀드가 보유한 보험사는 모회사가 구조화한 상품에 투자할 유인이 있으며 구조화 상품을 통해 역외로 투자 리스크를 이전하여 규제 레버리지를 만들어낼 수 있다. 6) 수년 후 투자자산이 부실화 되더라도 그동안 고성과를 달성한 담당자는 이미 다른 곳에 스카웃되었다. 7) 너도 나도 동일 상품에 투자할 때는 회사내 투자 위원회나 리스크 협의체를 설득하기 쉽다.

AI인프라 투자금 조달 상품의 투자자와 발행자의 이해관계가 일치하는 sweet-spot이 현재의 초장기 국채의 텀프리미엄 확대로 나타나는 중이다. 북미 IG시장 전체 발행 잔고가 2025년 대비 2026년에 늘어나는 것은 사실이며 역사적으로 봤을 때 올해에만 예년 대비 0.3조달러의 추가 순공급이 있는 것으로 추정된다. 이는 올해 기술섹터가 IG시장에서 조달할 것으로 예상되는 규모가 0.5~0.6조달러임을 고려할 때 절반정도의 구축효과가 작용하고 있음을 의미한다. 더불어 IG시장에 집계되지 않는 사모대출 및 초장기물을 통한 조달이 늘어나는 것은 [연준 커뮤니케이션의 불확실성 평가](#)와 함께 수익률 곡선을 가파른 방향으로 영향을 미치고 있다.

이러한 투자가 결실을 맺기 위해서 투자자들은 기원한다. AI 투자가 최소 향후 30년 정도는 지속되어 투자 대비 현금흐름을 충분히 회수하기를, 장기투자기관의 투자가 담당자 교체 후에도 수익을 달성하여 연금과 보험 가입자의 노후를 대비해주기를, 빅테크의 풍부한 현금흐름 창출 비즈니스 모델이 오랫동안 변하지 않기를, 하이퍼스케일러의 회계 마법이 투자자들에게 수익과 재무 건전성의 레버리지 효과를 어필할 수 있기를, 초장기 회사채가 갑자기 부실화되어 장기투자기관 건전성과 ALM에 이중의 대응 압력을 만들지 않기를, 만약 이러한 가정들이 달성된다면 초장기 채권 시장의 어려움은 내년까지도 이어질 수 있다.

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 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.