FICC리서치부
2022. 1. 17

NH Global Credit Weekly

금리 상승도 반가운 뱅크론

최성종 (국내/외 금융)
02)768-7217
seongjong.choi@nhqv.com

홍성욱 (통신/유틸/소비재/테크/ETF)
02)768-7657
songukhong@nhqv.com

김준용 (산업재/에너지/KP/중국)
02)2229-6671
junyong.kim@nhqv.com

NH투자증권

발행 증가에 투자등급 스프레드 확대, 뱅크론은 높은 수요로 견고한 모습
금리 인상과 낮은 부도율로 2022년 뱅크론은 양호한 성과 이어갈 전망
[금융] 미국 대형은행의 견고함 확인, 2022년 순이자이익 개선이 본격화될 것

[통신] 하이일드 채권 시장에 데뷔한 CIENA, 금리 매력 양호
[유틸] 원자력에 대한 인식 변화는 Exelon Generation에 긍정적
[소비재] Biogen, 알츠하이머 치료제에 대한 기대 조정 필요
[테크] Softbank 영구채의 콜옵션 점검

[산업재] 브라질 남동부 폭우로 철광 기업 생산 차질
[에너지] Enterprise Products의 Navitas Midstream 인수 발표, 신용도 영향은 제한적

미국 하이일드, 뱅크론 제외하고 스프레드 확대

- 지난주 신용 스프레드 변화: 미국 하이일드와 미국 뱅크론을 제외하고 스프레드 소폭 확대, 신흥국 달러채 확대 폭은 컸음
- 지난주 수익률(YTW) 변화: 국채금리 상승에 대부분 상승, 스프레드가 축소된 미국 하이일드채권과 뱅크론은 하락
- 지난주 투자성과: ①미국 뱅크론 > ②유럽은행 코코본드> ③미국 하이일드 > ④유럽 하이일드
- 연초 이후 투자성과: ①미국 뱅크론 > ②유럽 하이일드 > ③유럽은행 코코본드 > ④유럽 투자등급

글로벌 크레딧 주요 지표

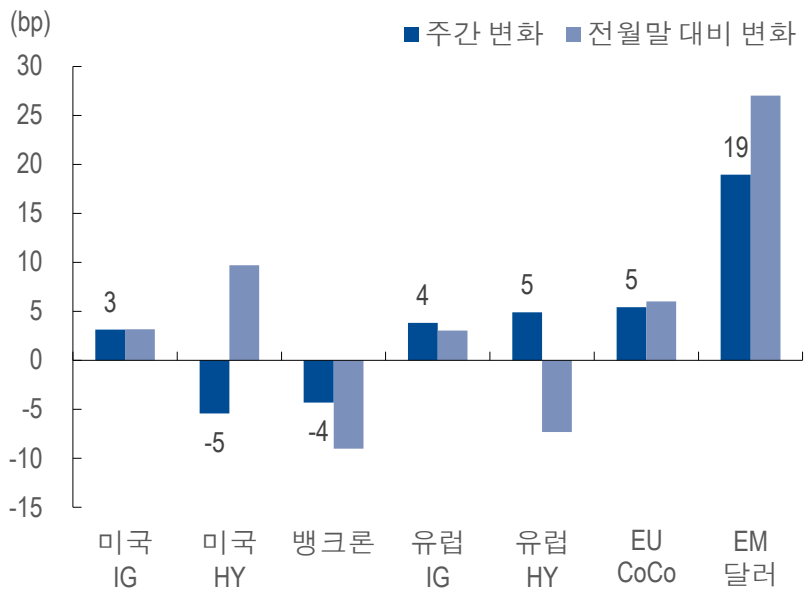
구분	신용 스프레드	1W(bp)	MTD(bp)	YTD(bp)	금리(%)	1W(bp)	MTD(bp)	YTD(bp)	투자성과(%)
미국 국채(10y)					1.76	2.2	27.4	27.4	
미국 투자등급 채권	96	3	3	3	2.62	6.9	29.8	29.8	-2.37
미국 하이일드 채권	293	-5	10	10	4.58	-2.3	36.3	36.3	-0.87
미국 뱅크론	**345**	**-4**	**-9**	**-9**	**3.69**	**-4.0**	**-6.0**	**-6.0**	**0.52**
독일 국채(10y)					-0.05	-0.3	13.1	13.1	
유럽 투자등급 채권	98	4	3	3	0.63	3.7	11.0	11.0	-0.57
유럽 하이일드 채권	311	5	-7	-7	3.53	3.8	-1.9	-1.9	0.05
유럽은행 코코본드	324	5	6	6	3.98	8.9	25.3	25.3	-0.50
신흥국 달러채	**360**	**19**	**27**	**27**	**5.06**	**24.6**	**55.0**	**55.0**	**-2.37**

주: 볼드는 당사 비중확대 추천, MTD(bp)는 12월말 이후 변화, 성과는 연초 이후 현재로 Bloomberg Barclays Index 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

발행 부담에 투자등급 스프레드 확대, 뱅크론은 높은 수요로 견고한 흐름 지속

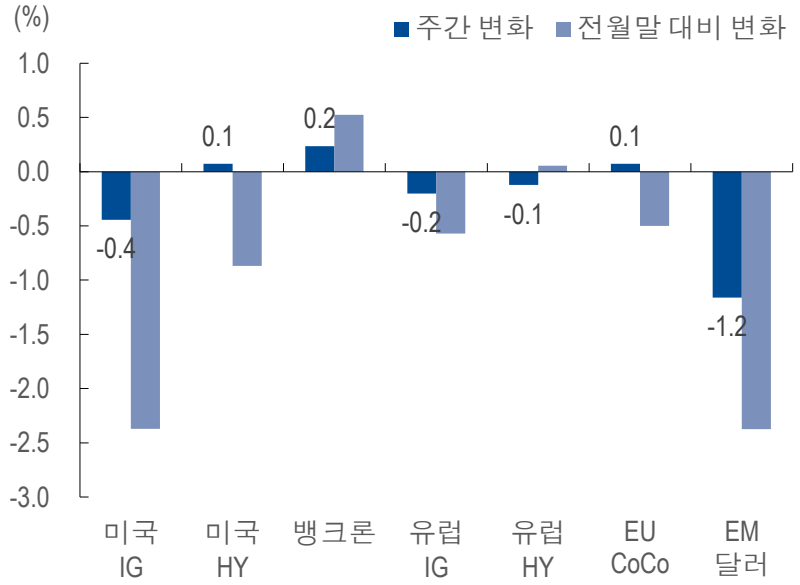
- 금리 인상 전 선제적 발행, M&A 등 목적의 크레딧물 발행이 늘어나면서 선진국 투자등급 스프레드는 확대된 반면, 뱅크론은 연준의 금리 인상에 따른 높은 투자 수요가 이어지며 2022년에도 강세를 이어가는 모습
- 국채 금리 상승과 스프레드 확대에 선진국 투자등급 성과는 저조. 신흥국 달러채의 경우 중국 경계감과 함께 동유럽 지정학적 우려까지 더해지며 스프레드 크게 확대, 가장 부진한 주간 성과를 기록

글로벌 크레딧 스프레드 변화



주: 전월말 대비 변화는 2021년 12월말 대비 변화를 의미
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

글로벌 크레딧 투자 성과

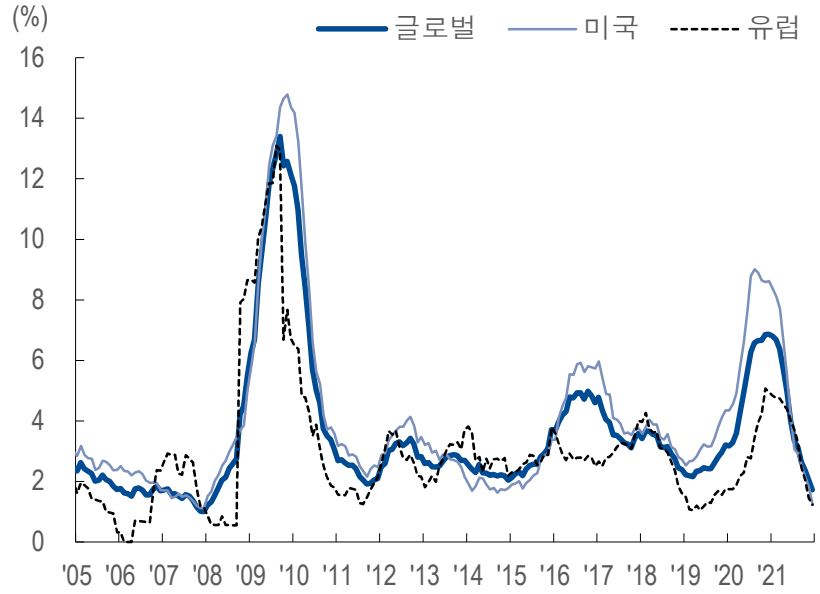


주: 전월말 대비 변화는 2021년 12월말 대비 변화를 의미
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

금리 인상, 낮은 부도율로 2022년 뱅크론은 양호한 성과 이어갈 전망

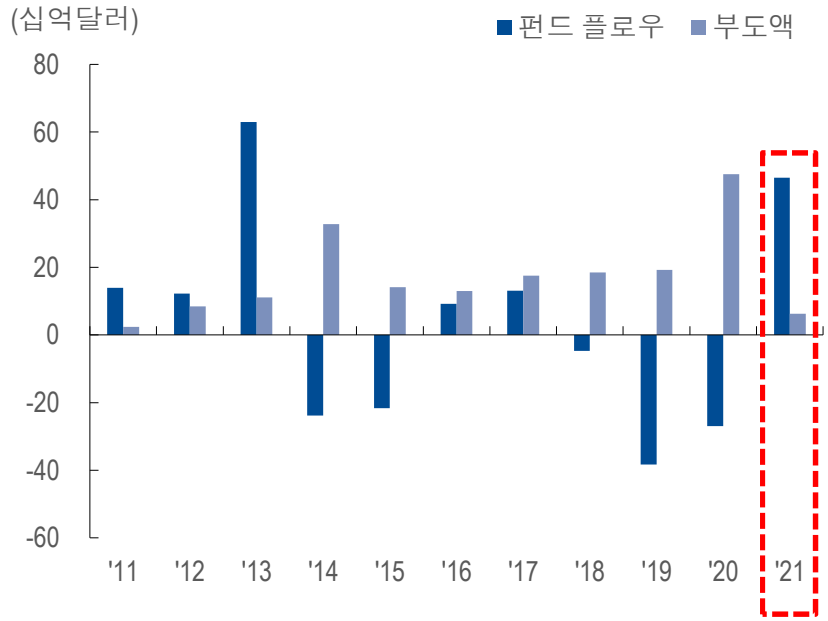
- 본격적인 기업들의 4분기 실적 발표가 예정된 가운데, 양호한 실적이 예상됨. 12월말 기준 글로벌 하이일드 기업들의 부도율은 1.7%로 2020년말 고점 이후 하향 안정화 추세 지속. 기업들의 양호한 실적과 부도율 하향 안정화, 발행 부담 완화에 선진국 크레딧 신용 스프레드는 강보합세 예상
- 뱅크론은 낮은 부도율, 금리 인상에 따른 상품 이자 상승, 높은 수요로 2021년에 이어 2022년에도 양호한 성과를 기록할 전망

글로벌 하이일드 기업 부도율 하향 안정화 추세 이어가는 중



자료: 무디스, NH투자증권 리서치본부

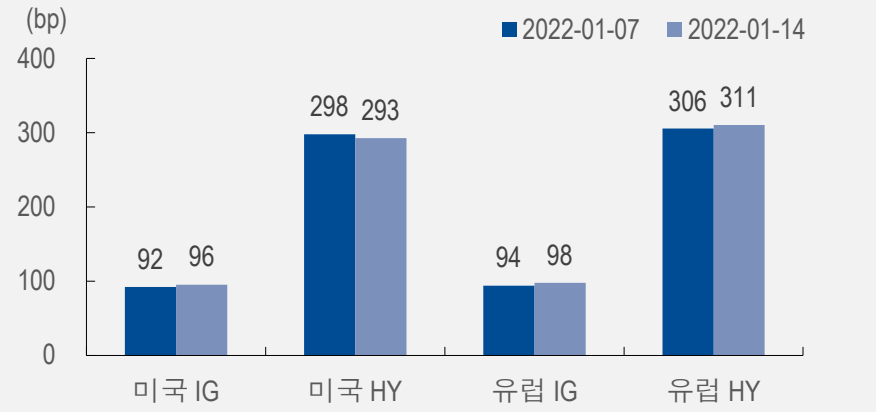
뱅크론은 낮은 부도율과 펀드로의 자금 유입 이어갈 전망



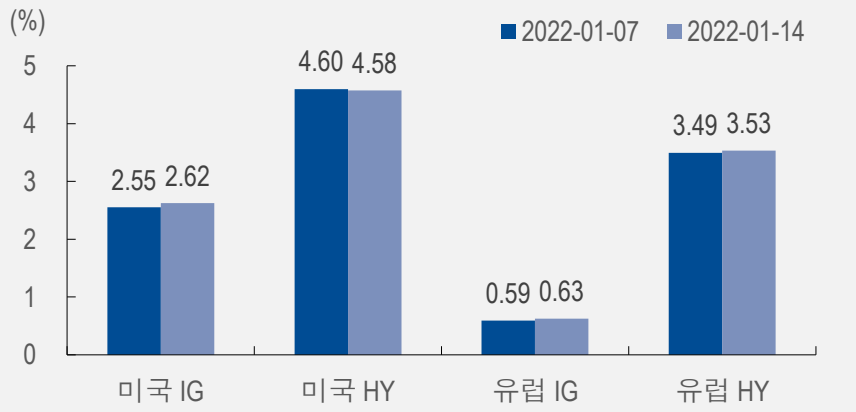
자료: JPM, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

선진국 크레딧 신용 스프레드 및 수익률(YTW) 주간 변동

▪ 선진국 크레딧 신용 스프레드 주간 변동



▪ 선진국 채권 수익률(YTW) 주간 변동



▪ 미국 크레딧 신용 스프레드 추이

▪ 유럽 크레딧 신용 스프레드 추이

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

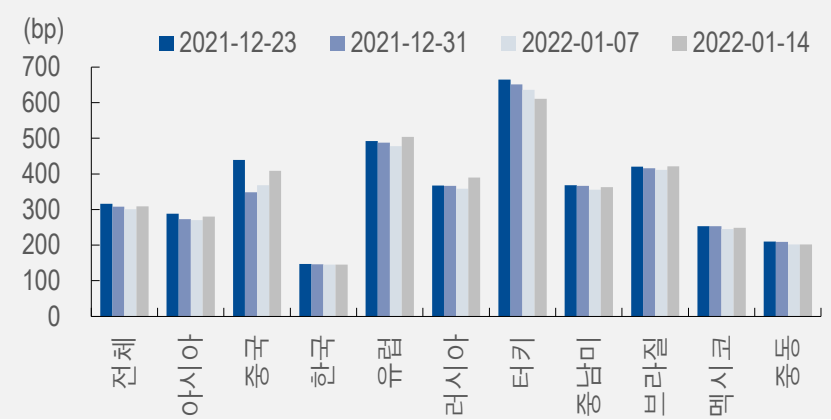
신흥국 크레딧 신용 스프레드 및 수익률(YTW) 주간 변동

▪ 신흥국 달러채 신용 스프레드 추이

▪ 신흥국 달러채 수익률(YTW) 추이

▪ 신흥국 달러채 vs 미국 하이일드 채권 신용 스프레드 비교

▪ 신흥국 달러채 지역별 스프레드 변화(JPM CEMBI Broad diversified 기준)

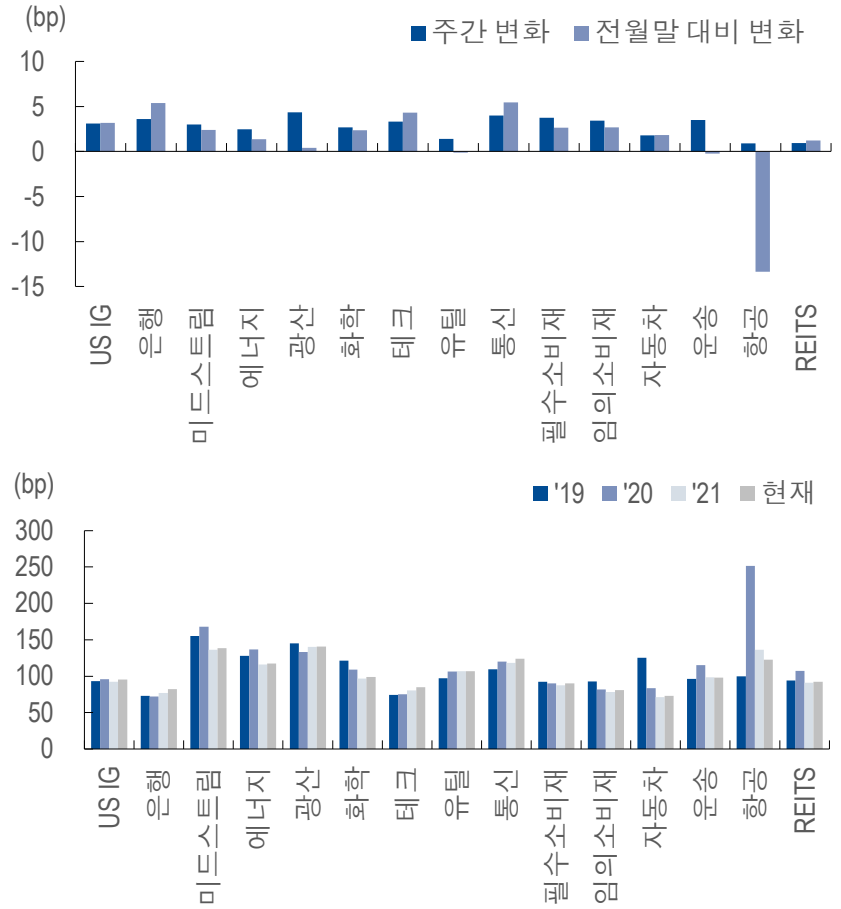


자료: Bloomberg, 인포맥스, NH투자증권 리서치본부

섹터별 신용 스프레드 변화

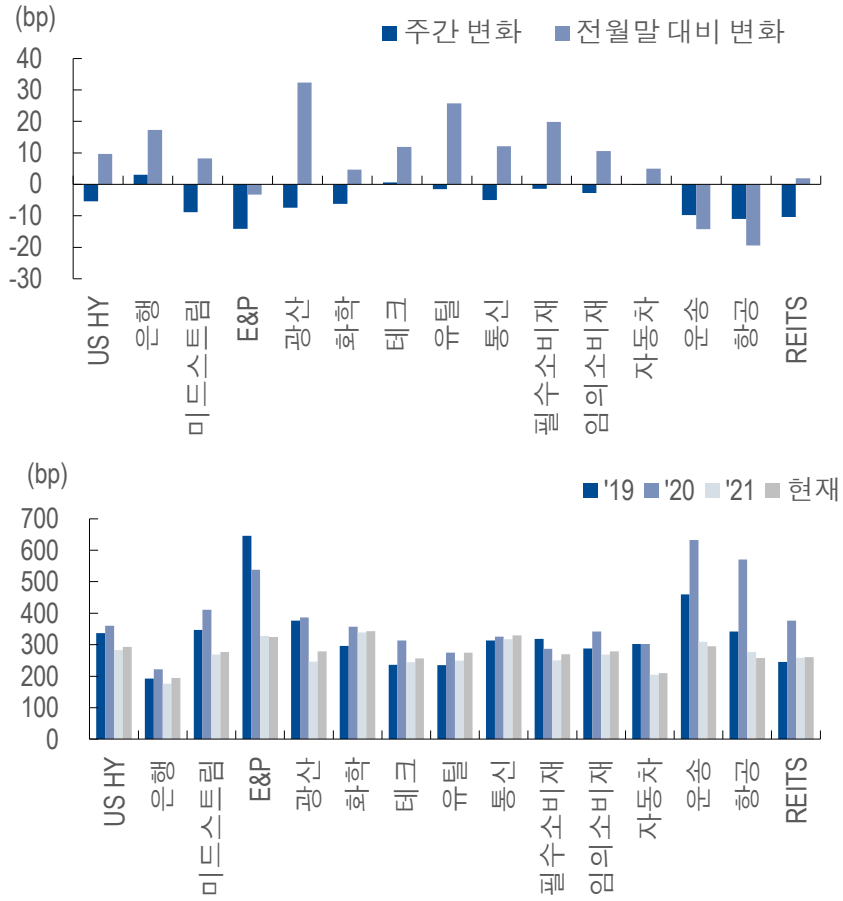
투자등급은 대부분 섹터가 약세, 하이일드는 유가 상승에 에너지 섹터 강세

미국 투자등급(IG) 신용 스프레드 주간 변화 및 현재 수준



주: 전월말 대비 변화는 2021년 12월말 대비 변화를 의미
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

미국 하이일드(HY) 신용 스프레드 주간 변화 및 현재 수준

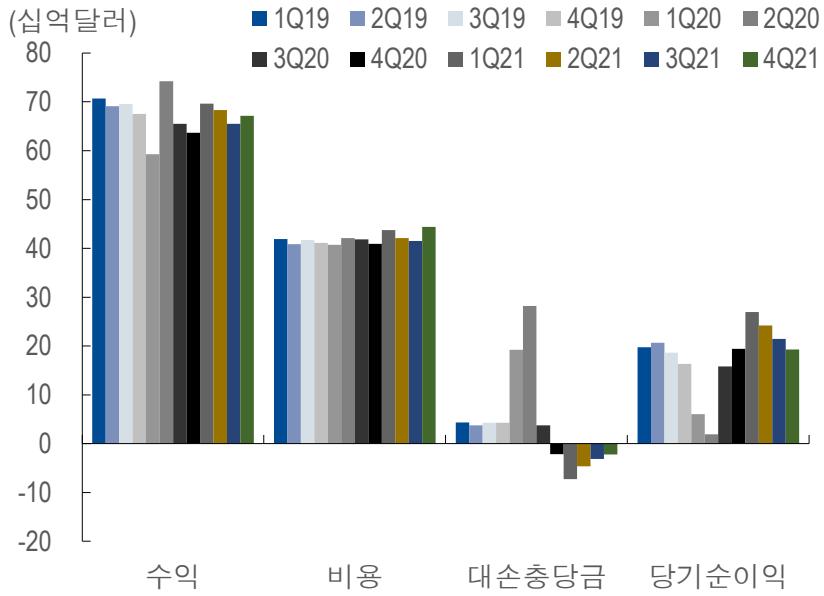


주: 전월말 대비 변화는 2021년 12월말 대비 변화를 의미
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

1.금융: 미국 대형은행 견고함 확인, 2022년 순이자이익 개선이 본격화될 것

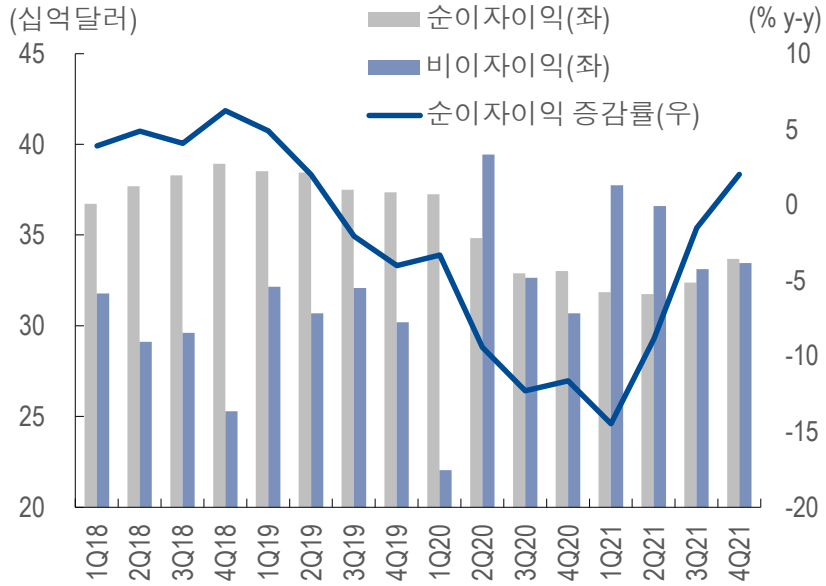
- JP모건, 씨티, 웰스파고가 2021년 4분기 실적을 발표. 순이자이익과 비이자이익 모두 증가하면서 수익은 전년동기대비 5.4% 증가했지만, 비용 증가(+8.6%)와 대손충당금 환입 규모 감소(1Q 73억달러, 2Q 46억달러, 3Q 31억달러, 4Q 22억달러)에 당기순이익은 같은 기간 0.6% 감소
- 2019년 2분기 이후 처음으로 순이자이익의 전년동기대비 증감률이 플러스(+)로 전환. 금리 상승과 대출 증가로 2022년 순이자이익 개선세 이어갈 전망이며, 안정적인 수수료수익과 함께 미국 대형은행들의 견고함을 지지할 것으로 판단됨

수익 증가 vs 비용 증가, 대손충당금 환입 규모 감소



주: JP모건, 씨티그룹, 웰스파고 합산 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

안정적인 비이자이익 흐름 속 순이자이익 증감률이 플러스로 전환

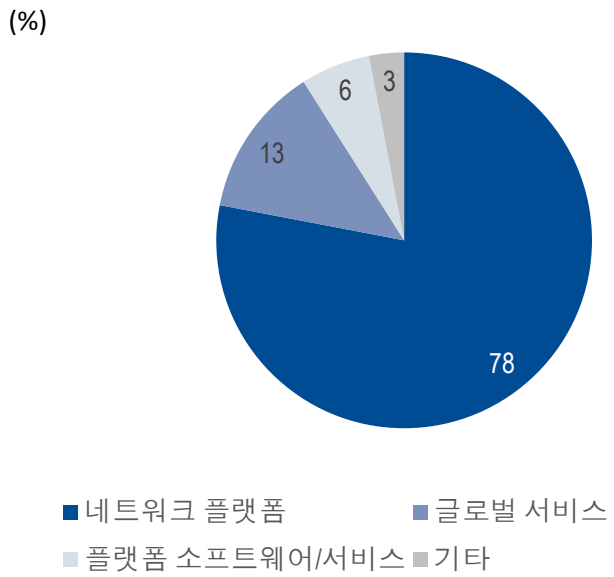


주: JP모건, 씨티그룹, 웰스파고 합산 기준
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

2.통신: 하이일드 시장에 데뷔한 CIENA, 금리 매력 양호

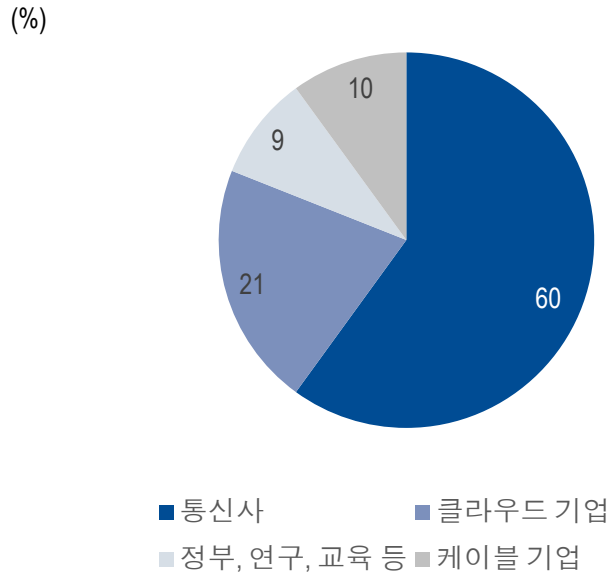
- CIENA Corporation(Ba1/S, BB+/S)는 통신 네트워크 장비 기업이며 주요 고객사는 통신사, 클라우드 기업 등. 동사는 최근 분기말 기준으로 8.5억 달러 수준의 순현금 상태였으며, 금번에 회사채를 4억 달러 발행했음에도 총차입금/EBITDA 지표가 2.0배 이하에 머무를 만큼 재무안정성 우수
- 신규 발행된 무담보 선순위채인 CIENA 4.0% 2030-01-31 채권(Ba1, BB)은 4%에 발행된 후 현재 3.7~3.8%에서 거래되는 중. 펀더멘털 대비 양호한 금리 매력을 보이고 있으며 꾸준한 강세 예상

사업부문별 매출 비중



자료: Ciena, NH투자증권 리서치본부

고객사별 매출 비중

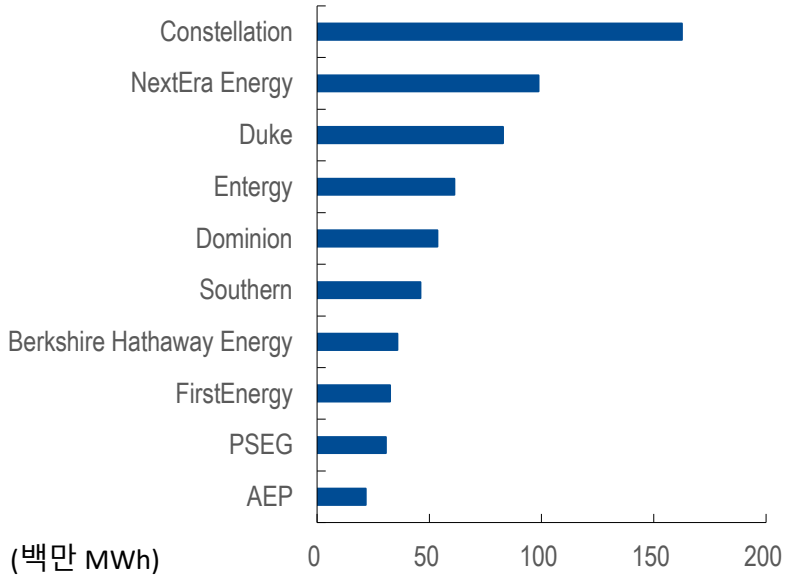


자료: Ciena, NH투자증권 리서치본부

3.유틸: 원자력에 대한 인식 변화는 Exelon Generation에 긍정적

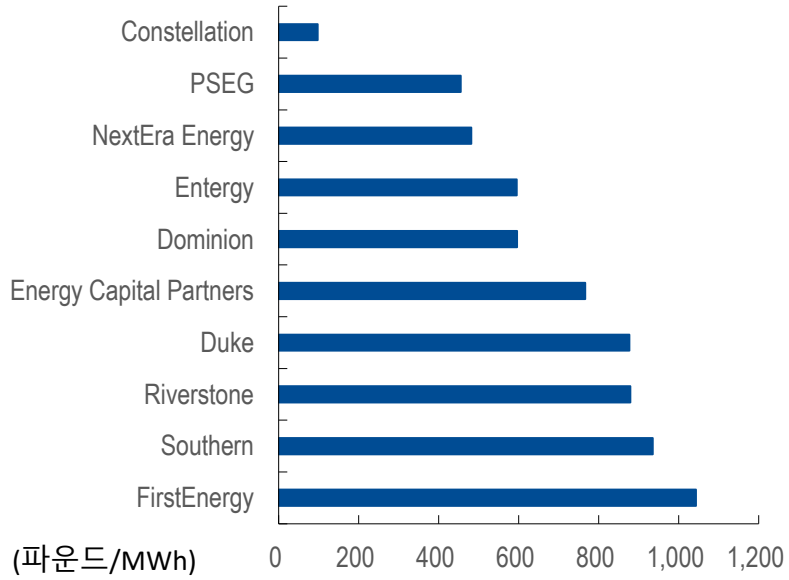
- Exelon Generation Company LLC(Baa2/N, BBB-/P)는 미국 대표 원자력 발전사로, 모회사에서 분할되어 사명이 Constellation으로 변경될 예정. 분할 이후 2022년까지 만기도래 회사채를 상환하겠다고 밝히며 신용도가 BBB급으로 개선될 전망
- 탄소중립 달성에 원자력도 필요하다는 의견을 관련 당국도 인지하기 시작했으며 이는 동사에 긍정적. 쿠폰 6.25%의 2039-10-01 만기물은 현재 금리가 4.34%를 기록중이며, 원자력 관련 ESG 노이즈가 완화되며 스프레드의 점진적인 축소가 예상됨

탄소배출이 발생하지 않는 발전량 순위



주: 미국 기준
자료: Constellation, NH투자증권 리서치본부

발전량 대비 탄소배출량 순위

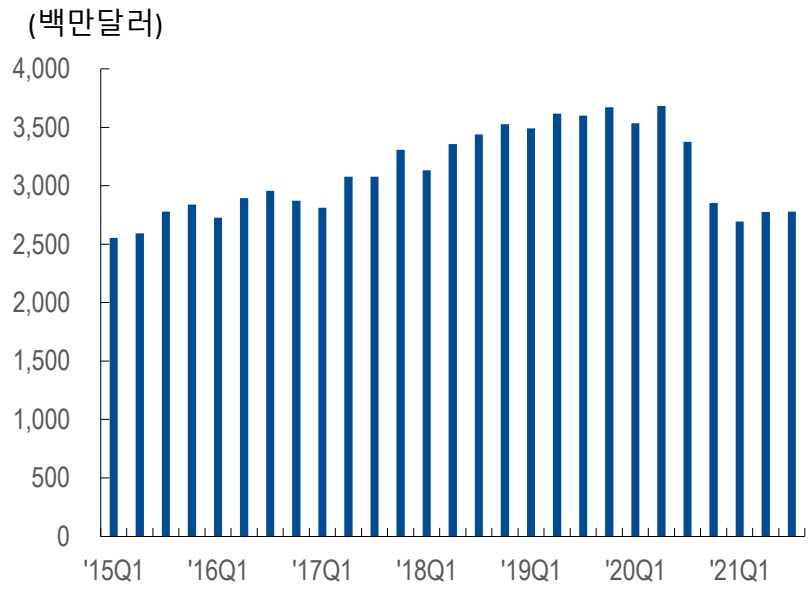


주: 미국 기준
자료: Constellation, NH투자증권 리서치본부

4.소비재: Biogen, 알츠하이머 치료제에 대한 기대 조정 필요

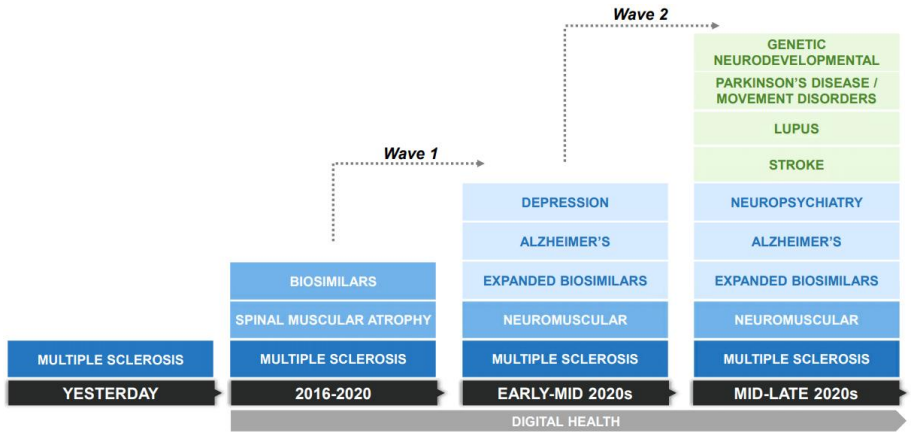
- Biogen(Baa1/N, BBB+/S)의 신규 알츠하이머 치료제인 아두헬름(Aduhelm)에 대해서 미국 당국이 메디케어 적용 범위를 임상대상자로 한정한 것은 동사에 부정적. 또한 대표 제품인 Tecfidera(다발성 경화증)의 특허가 만료되는 등 현금흐름 저하와 레버리지 상승이 이어지며 S&P에서 먼저 신용등급 하락
- 다만, 매출 하락과 레버리지 약화 추세가 안정화되며 S&P에서 추가 하락은 없을 것. 다만, Moody's에서 아두헬름의 상업적 잠재력이 저하될 경우 등급을 하락시킬 수 있다고 명시해놓은 만큼 Moody's에서 등급 하락 가능성 상존

분기별 매출 추이



자료: Capital IQ, NH투자증권 리서치본부

동사는 기업 인수보다 신약 파이프라인을 통한 성장 선호



자료: Biogen, NH투자증권 리서치본부

5.테크: Softbank 영구채의 콜옵션 점검

- 동사 영구채의 신용등급은 선순위채(Ba3/S, BB+/S)보다 낮은 B2/S, B+/S. 콜옵션 행사가능 일자가 다가오는 Softbank 6% Perp의 콜옵션이 행사될 경우, 금리는 6.7% 수준으로 환산되며 매우 매력적. 다만, 콜옵션 행사 여부는 동사의 회사채 가격 회복이나 5년 스왑 금리 향방에 달려있음
- 보수적으로 판단해서 콜옵션을 행사하지 않는다고 가정해도, 스텝업 조항상 쿠폰이 크게 저하될 가능성은 낮음. 콜옵션 미행사시에도 여전히 높은 쿠폰 매력을 유지할 것이라는 판단

각 영구채의 첫 콜옵션 행사가능 일자

종목	첫 콜옵션 일자	콜 가격
6% Perp	2023-07-19	100.00
6.875% Perp	2027-07-19	100.00

자료: 투자설명서, NH투자증권 리서치본부

콜옵션 행사를 안할 경우 스텝업 조항 존재

종목	일자	스텝업 조항
6% Perp	2023-07-19 (1차 스텝업)	5년 스왑 금리에 422.6bp 가산
6% Perp	2038-07-19 (2차 스텝업)	5년 스왑 금리에 497.6bp 가산
6.875% Perp	2027-07-19 (1차 스텝업)	5년 스왑 금리에 485.4bp 가산
6.875% Perp	2042-07-19 (2차 스텝업)	5년 스왑 금리에 560.4bp 가산

자료: 투자설명서, NH투자증권 리서치본부

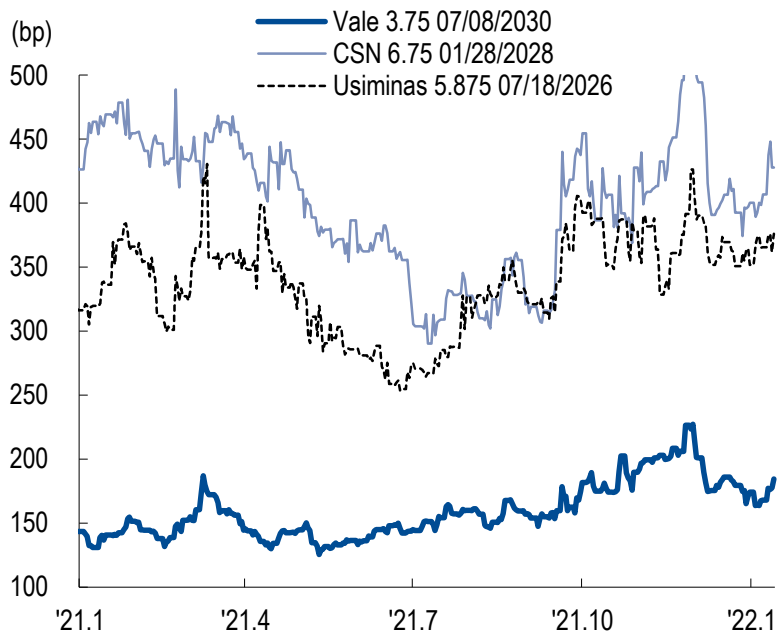
6.산업재: 브라질 남동부 폭우로 철광 기업 생산 차질

- 브라질 남동부 미나스 제라이스주를 중심으로 폭우가 지속되면서 해당 지역에 소재한 철광 기업 Vale S.A.(BBB-), CSN(BB0) 등의 생산 차질 발생
- 폭우의 여파로 철광석 공급이 감소하면서 글로벌 철광석 가격이 전반적으로 상승하고 있음
- 폭우가 지속되고 있으며 댐 붕괴 위험까지 제기되면서 해당 기업들의 생산 차질이 지속될 수 있음. 지속 시 생산량 추가 감소 불가피

브라질 폭우 여파에 철광석 가격 상승

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

브라질 주요 철광석 기업 채권 신용 스프레드 추이: 최근 확대

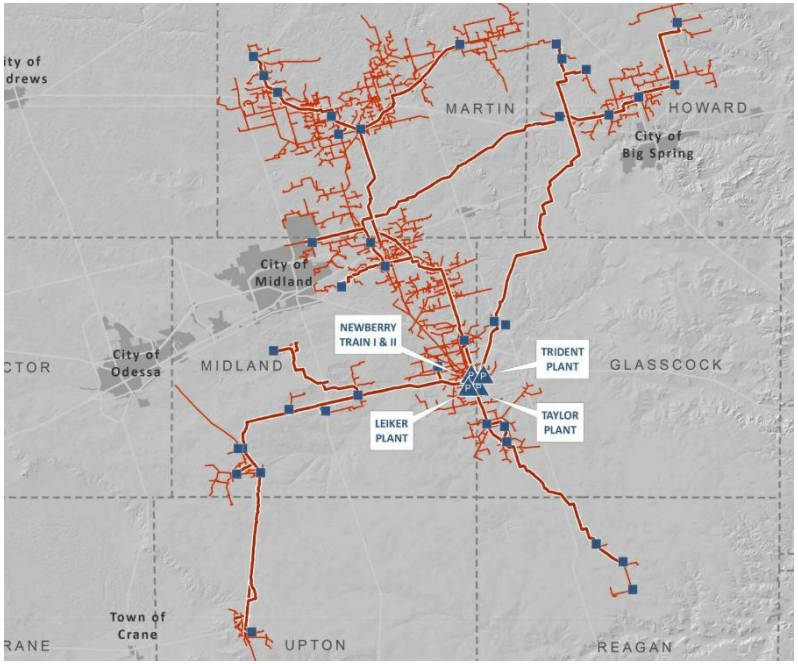


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

7.에너지: Enterprise Products의 Navitas Midstream 인수 발표, 신용도 영향은 제한적

- 1/10일 북미 미드스트림 기업인 Enterprise Products Partners(BBB+)는 Navitas Midstream(B0)를 총 32.5억달러에 인수할 것이라고 발표
- 회사가 보유한 현금과 영업현금흐름창출력 및 크레딧 라인을 감안할 때 자금 소요에 따른 신용도 영향은 제한적이라는 판단. 회사는 2021년 9월말 기준 22억달러의 현금과 45억달러의 크레딧 라인을 보유하고 있으며 연간 EBITDA는 85억달러 가량
- 인수 발표 후 S&P와 무디스는 일제히 이번 인수합병이 Enterprise Products의 재무안정성 및 신용등급에 영향이 없을 것이라고 언급

Navitas Midstream의 파이프라인: 텍사스 서부에 소재



자료: Navitas Midstream, NH투자증권 리서치본부

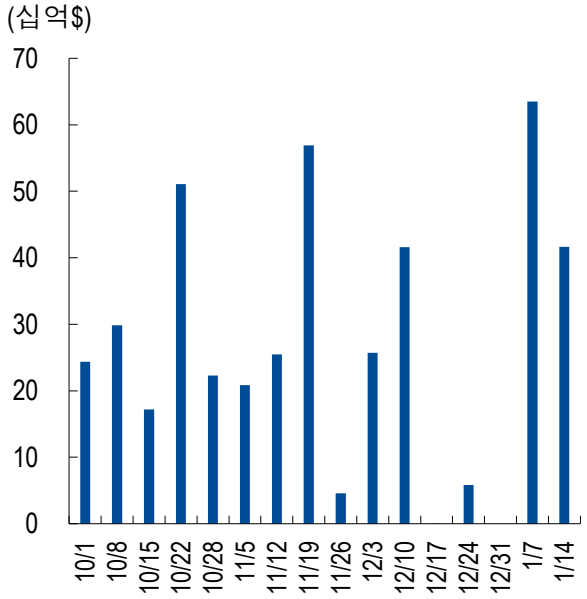
Enterprise Products의 채권 신용 스프레드 추이: 안정적 흐름

자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

활발한 미국 투자등급 발행 시장

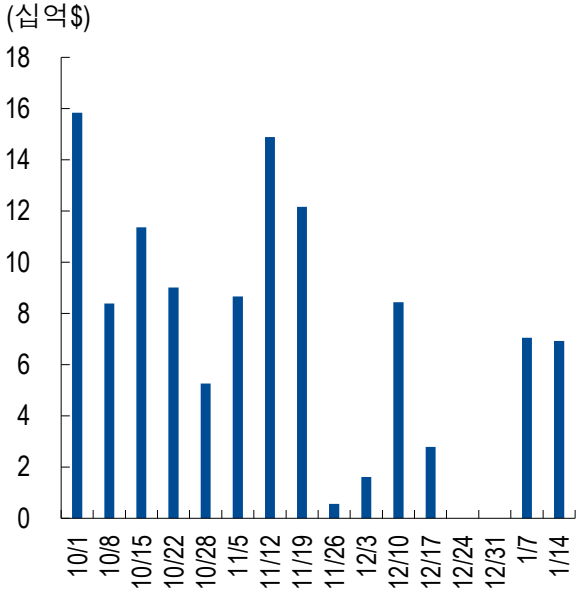
- 미국 투자등급 채권: 416.3억달러 발행 (연간 1051.3억달러 발행(+26.1%, y-y))
- 미국 하이일드 채권: 69.3억달러 발행 (연간 139.8억달러 발행(-52.2%, y-y))
- 미국 뱅크론: 2.3억달러 발행 (연간 16.7억달러 발행(-91.1%, y-y))

미국 투자등급 발행



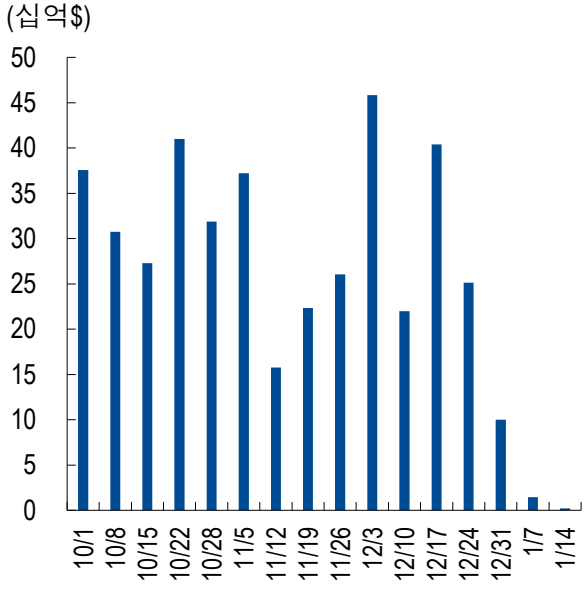
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

미국 하이일드 채권 발행



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

미국 뱅크론 발행

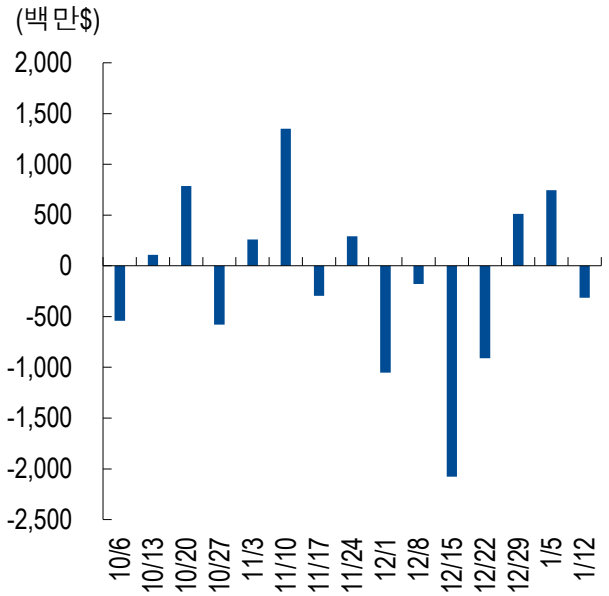


자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

1.미국: 뱅크론 펀드로의 높은 자금 유입

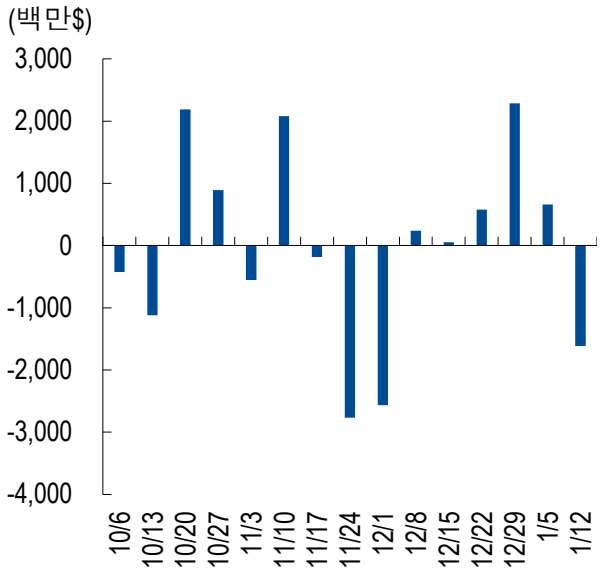
- 미국 투자등급 채권 펀드: 3.1억달러 유출(직전 4주간 3042만달러 유입, 연간 4.3억달러 유입)
- 미국 하이일드 채권 펀드: 16.1억달러 유출(직전 4주간 19.1억달러 유입, 연간 9.5억달러 유출)
- 미국 뱅크론 펀드: 19.2억달러 유입(직전 4주간 41.3억달러 유입, 연간 28.0억달러 유입)

미국 투자등급 채권 펀드 자금 유출입 추이



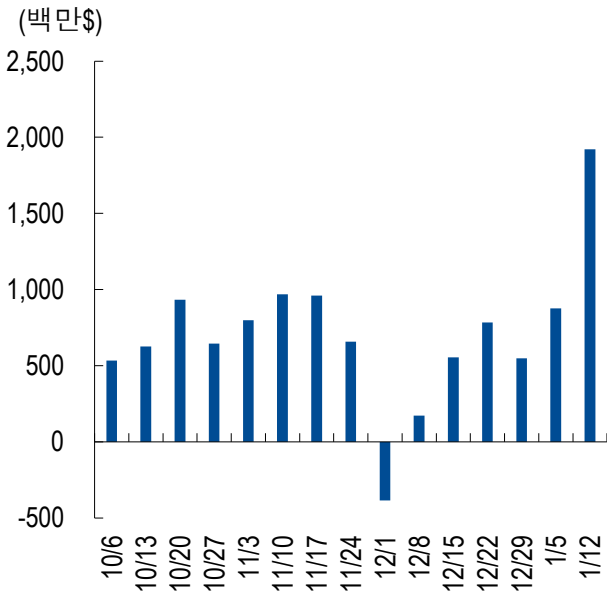
자료: EPFR, NH투자증권 리서치본부

미국 하이일드 채권 펀드 자금 유출입 추이



자료: EPFR, NH투자증권 리서치본부

미국 뱅크론 자금 유출입 추이

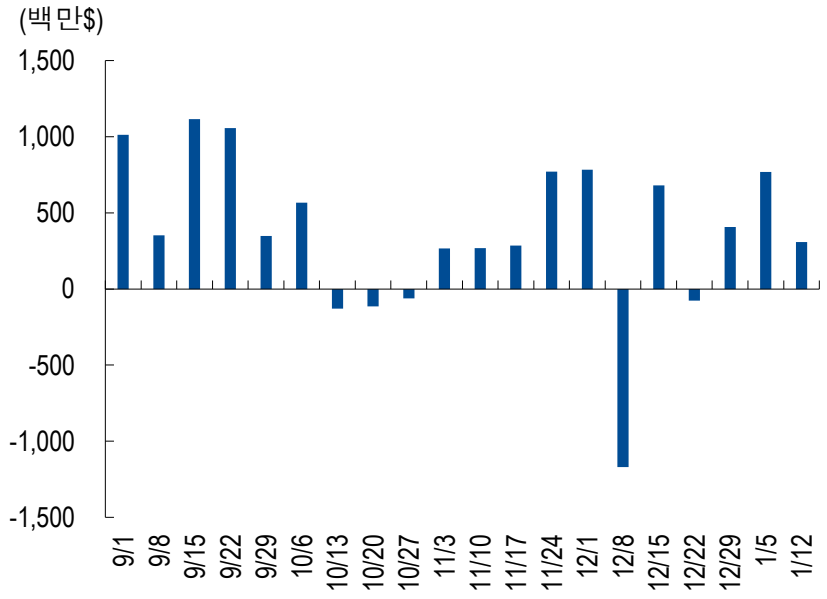


자료: EPFR, NH투자증권 리서치본부

2.유럽: 투자등급과 하이일드 모두 자금 유입 지속

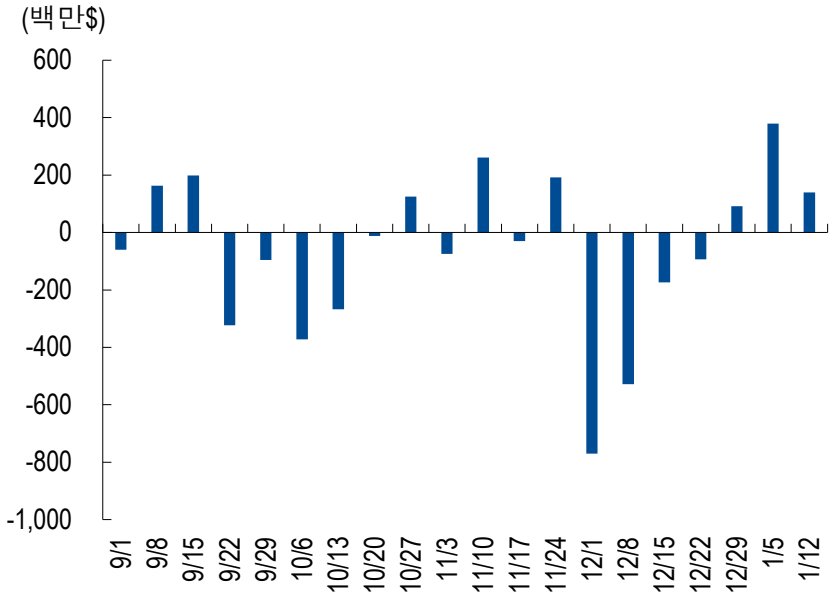
- 유럽 투자등급 채권 펀드: 3.1억달러 유입(직전 4주간 14.1억달러 유입, 연간 10.8억달러 유입)
- 유럽 하이일드 채권 펀드: 1.4억달러 유입(직전 4주간 5.2억달러 유입, 연간 5.2억달러 유입)

유럽 투자등급 채권 펀드 자금 유출입 추이



자료: EPFR, NH투자증권 리서치본부

유럽 하이일드 채권 펀드 자금 유출입 추이

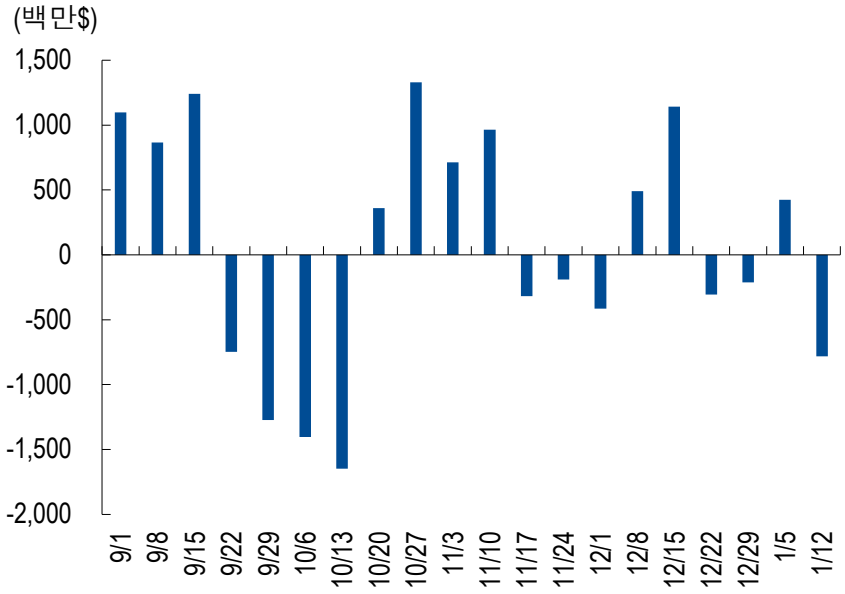


자료: EPFR, NH투자증권 리서치본부

3.신흥국: 달러채는 유출된 반면, 로컬통화 채권은 3주 연속 유입세

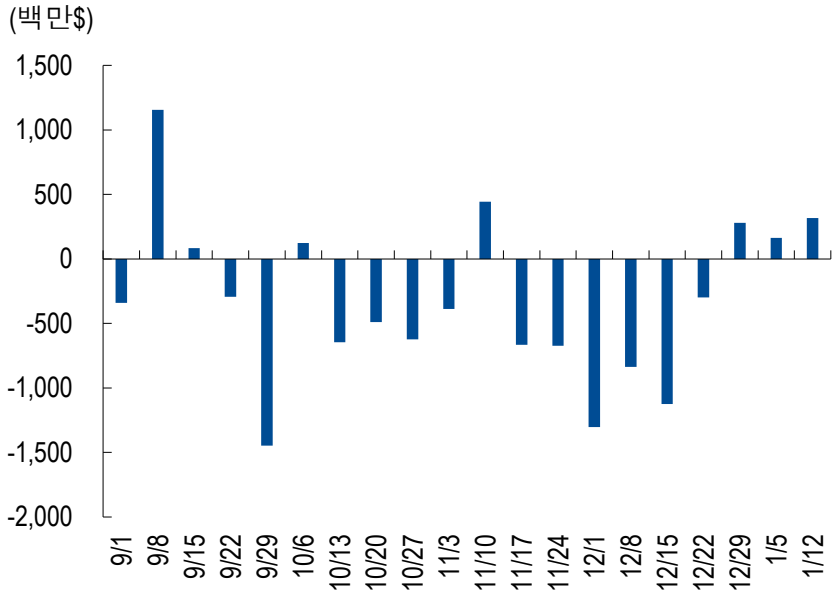
- 신흥국 달러채 펀드: 7.8억달러 유출(직전 4주간 8.8억달러 유출, 연간 3.6억달러 유출)
- 신흥국 로컬통화 채권 펀드: 3.2억달러 유입(직전 4주간 4.6억달러 유입, 연간 4.8억달러 유입)

신흥국 달러화채권 펀드 자금 유출입 추이



자료: EPFR, NH투자증권 리서치본부

신흥국 로컬통화 채권 펀드 자금 유출입 추이



자료: EPFR, NH투자증권 리서치본부

글로벌 주요 기업 신용등급 변동

신용등급 상향

기업	일자	직전등급 및 전망	현재등급 및 전망	신용평가사	주요 사유
Microchip Technology Inc.	1.13	Baa3/긍정적	Baa2/긍정적	Moody's	우수한 시장지위, 높은 제품 수요 및 디레버리징 기조 반영
Range Resources Corporation	1.13	B+/안정적	BB-/안정적	S&P	3억달러 수준의 순차입금 감축 및 2023년까지 7.5억달러 상환 발표

자료: S&P, Moody's, NH투자증권 리서치본부

신용등급 전망 상향

기업	일자	신용등급	직전 전망	현재 전망	신용평가사	주요 사유
Exelon Generation Co.	1.10	BBB-	안정적	긍정적	S&P	모회사로부터 분할 이후, 2022년 만기도래 회사채 상환 발표
Duke Realty Corporation	1.11	BBB+	안정적	긍정적	S&P	우호적인 상업용 부동산 산업 환경에 영업실적 개선
Enterprise Holdings, Inc.	1.12	A-	안정적	긍정적	S&P	자동차 여행 수요 증가, 렌탈료 상승 등으로 우수한 영업실적 창출
Navitas Midstream Midland Basin	1.12	B	안정적	상향검토	S&P	Enterprise Product Partners(BBB+/안정적)의 동사 인수 발표
NIKE, Inc.	1.14	A1	부정적	안정적	Moody's	우수한 유동성 하에 매출 및 수익성 개선으로 레버리지 개선

자료: S&P, Moody's, NH투자증권 리서치본부

글로벌 주요 기업 신용등급 변동

신용등급 하향

기업	일자	직전등급 및 전망	현재등급 및 전망	신용평가사	주요 사유
Shimao Group Holdings	1.10	Ba3/하향검토	B2/하향검토	Moody's	'22년 높은 만기도래액 대비 악화된 유동성 및 자금조달력 반영
Shimao Group Holdings	1.10	B+/부정적	B-/하향검토	S&P	'22년 높은 만기도래액 대비 악화된 유동성 및 자금조달력 반영
Biogen Inc.	1.13	A-/부정적	BBB+/안정적	S&P	Tecfidera의 특허가 만료되는 등 현금흐름 저하 및 레버리지 상승

자료: S&P, Moody's, NH투자증권 리서치본부

신용등급 전망 하향

기업	일자	신용등급	직전 전망	현재 전망	신용평가사	주요 사유
Owens & Minor Inc.	1.11	BB-	긍정적	안정적	S&P	14.5억달러에 Apria Health 인수를 발표, 레버리지 증가 전망
West China Cement	1.12	Ba2	긍정적	안정적	Moody's	아프리카 시장내 사업 확장으로 향후 레버리지 및 불확실성 증가
Biogen Inc.	1.14	Baa1	부정적	하향검토	Moody's	Tecfidera의 특허가 만료되는 등 현금흐름 저하 및 레버리지 상승

자료: S&P, Moody's, NH투자증권 리서치본부

NH투자증권

Compliance Notice

- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.