CREDIT BOND STRATEGY

2022. 8. 8

삼성증권

글로벌채권팀

김은기
수석 연구위원
(크레딧/해외채권/대체투자 Analyst)
creditbond.kim@samsung.com

Credit Letter

2년 이하 여전채의 투자 매력

- 단기 금리의 상승으로 수익률 곡선이 평탄화되면서 2년 이하 채권 투자 매력도 상승
- 특히 여전채 스프레드 확대로 인해 동일 등급 회사채 대비 여전채 보유 수익률 우수
- 여전채 1년 스프레드 축소와 2년 스프레드 횡보로 여전채 수요는 2년물로 확장 전망

최근 여전채-회사채 스프레드 급등으로 여전채 발행 감소와 발행 만기의 단기화

6월 금리 급등과 여전채 보유 비중이 높은 레버리지 펀드 환매에 따른 여전채 투매 등으로 인해 여전채 투자 심리가 위축됐음. 이로 인해 여전채-회사채 스프레드는 과거 밴드권 상단의 2배 이상으로 급등했음. 여전채 자금 조달 여건이 크게 악화되면서 4월 이후 캐피탈채 위주로 발행 규모가 크게 감소하고, 발행 만기도 2년 이하가 절반 이상으로 단기화됐음

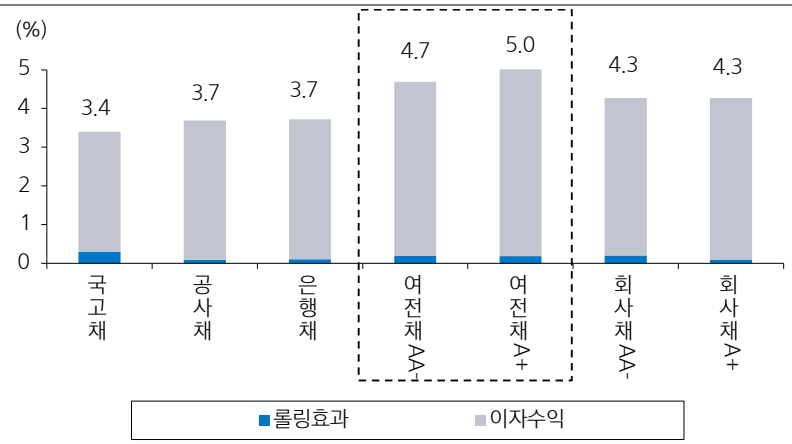
여전사 펀더멘털 우려는 크지만, AA등급 내에서 신용등급 하락 우려는 크지 않음

최근 발표된 1분기 여전사 재무지표의 둔화는 시장의 예상보다 크지 않아 양호했으나, 향후 추가적인 지표 둔화에 대한 우려가 큼. 그러나 A등급 대비 AA등급 여전사의 재무지표는 비교적 안정적인 모습을 보이고 있으며, 특히 은행 지주의 유상증자를 통해 자본 적정성이 크게 개선된 은행 계열 여전사의 경우 신용등급 하락 우려는 크지 않음

여전채 투자 수요는 1년물에서 2년물로 확장될 전망

최근 1년 이하 금리가 큰 폭으로 상승하면서 수익률 곡선이 평탄화됐으며, 1년과 2년 만기의 보유 수익률이 3년물에 비해서도 높음. 섹터별로는 스프레드가 급등한 여전채가 동일 등급 회사채 대비 높은 보유 수익률로 인해 투자 매력이 크게 상승함. 최근 여전채 1년물 스프레드 축소와 2년물 스프레드 횡보세로 여전채 투자 수요가 2년물로 확장될 전망

섹터별 비교: 동일 동급 회사채 대비 2년물 여전채의 높은 보유 수익률로 투자 매력



참고: 섹터별 2년물 6개월 보유 수익률(연율화), 커브 변화 없음, 8.4일 기준
자료: Infomax

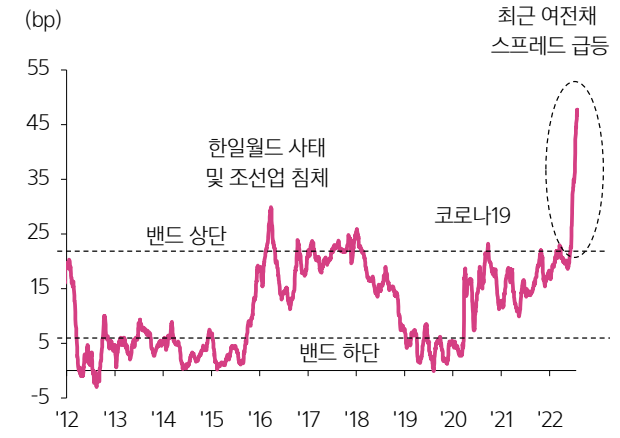
Compliance Note
본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

최근 여전채-회사채 스프레드 급등으로 여전채 발행 감소와 발행 만기의 단기화

최근 회사채 스프레드 확대뿐만 아니라 특히 여전채 스프레드 확대에 대한 우려가 크다. 여전채-회사채 스프레드(AA-등급, 3년 기준)는 8월 들어 과거 밴드권 상단(20bp)의 2배 이상으로 47bp까지 확대됐다. 6월 들어 금리 급등으로 여전채 보유 비중이 높은 레버리지 펀드의 환매로 인해 여전채 투매 현상이 나타나면서 여전채 투자 심리가 급격히 위축됐다. 이로 인해 최근 국고채 금리 하락이 여전채 투자에 긍정적인 영향을 주었음에도 불구하고 여전채-회사채 스프레드 확대가 지속되고 있다.

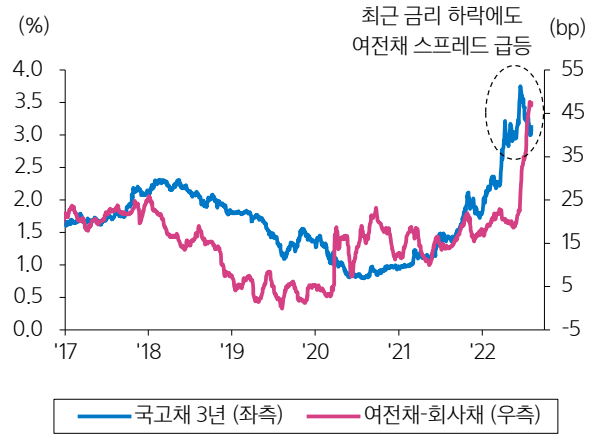
금리 상승과 여전채 스프레드 급등으로 여전사의 자금조달 여건이 크게 악화되면서 여전채 발행 규모가 4월 이후 감소세가 지속되고 있다. 카드채보다는 상대적으로 재무지표나 신용등급이 열위한 캐피탈채 위주로 감소세가 뚜렷하다. 또한 발행 여건 악화로 인해 여전채 발행 만기도 단기화되고 있다. 과거 3년 만기 위주의 발행이 올해 2년 이하 만기 위주로 발행되면서 2년 이하 발행 비중이 절반 이상으로 크게 증가했다. 여전채 발행 여건 악화는 여전사 자산 성장에 제약 요인으로 최근 여전사 총자산 성장률이 크게 하락하면서 수익성과 자산 건전성에 대한 우려가 커지고 있다.

여전사-회사채 스프레드 급등으로 여전사 자금 조달의 어려움



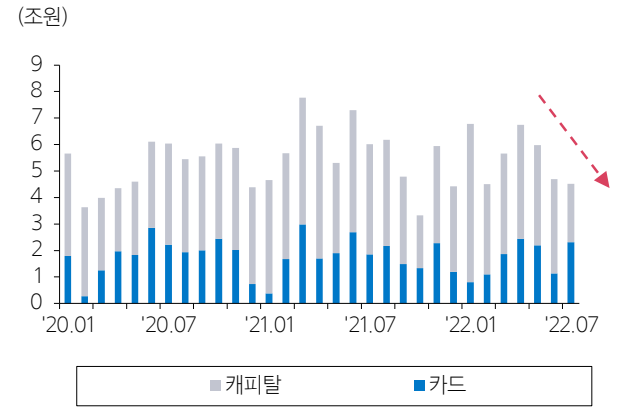
참고: 여전사-회사채 스프레드(AA-등급, 3년)
자료: Infomax

최근 금리 하락에도 여전사-회사채 스프레드 확대 지속



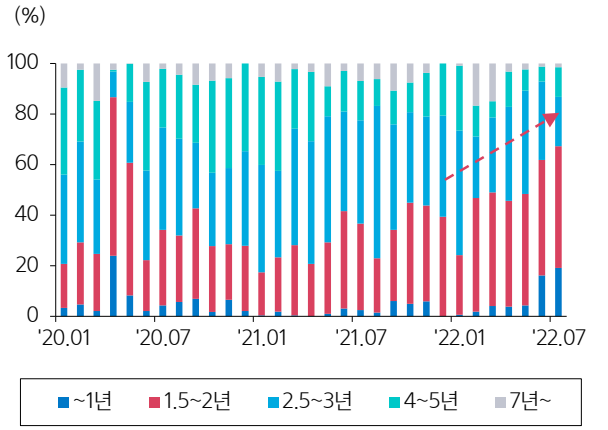
참고: 국고채 3년 금리, 여전사-회사채 스프레드(AA-등급, 3년)
자료: Infomax

여전사 월별 발행량: 캐피탈채 위주로 발행이 지속적으로 감소



참고: 카드 및 캐피탈채 월별 발행
자료: Infomax

올해 여전사 자금 조달의 어려움으로 2년 이하 단기 비중 상승



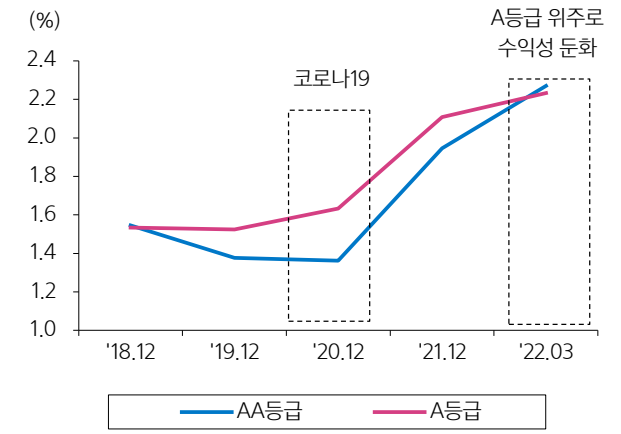
참고: 카드+캐피탈채 월별 만기별 발행 비중
자료: Infomax

여전사 펀더멘털 우려는 크지만, AA등급 내에서 신용등급 하락 우려는 크지 않음

금리 상승에 따른 여전사 발행 여건 악화로 여전사의 총자산 성장률이 둔화되면서 여전사의 수익성 및 자산 건전성 둔화에 우려가 커지고 있다. 그러나 올해 1분기 재무지표에 반영된 지표 둔화는 크지 않다. 물론 올해 1분기 재무지표보다는 향후 추가적인 지표 둔화에 대한 우려가 크나, 예상보다 지표의 둔화 속도가 빠르지 않다는 점에서 안도감이 나타날 것으로 예상된다. 특히 A등급보다는 AA등급 여전사의 재무지표는 비교적 안정적인 모습을 보이면서 적어도 AA등급 내에서 신용등급 하락에 대한 우려는 크지 않다.

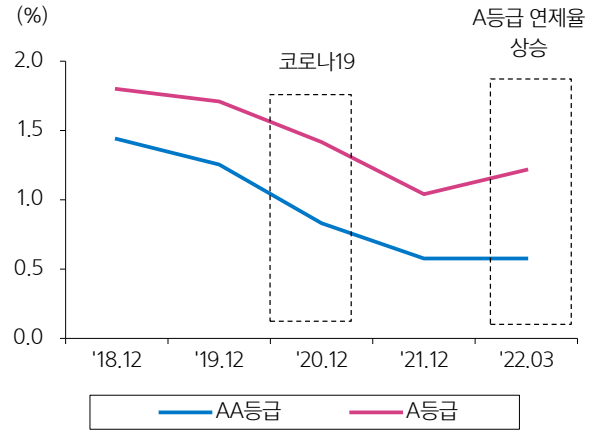
특히 여전사의 자금 조달에 대한 우려가 커지면서 상대적으로 은행지주 계열의 여전사가 지원 가능성을 통해 비은행 계열사에 비해서 상대적인 우위를 보이고 있다. 코로나19 이후 캐피탈사에 대한 레버리지 규제 강화로 은행지주 계열 여전사의 경우 은행 지주사의 유상 증자를 통해 자본 적정성이 크게 개선됐다. 이러한 자본 적정성 개선은 여전사의 수익성과 자산 건전성 지표 둔화에도 불구하고 신용등급 하락을 방어하는 요인으로 투자 심리 회복에 기여할 것으로 전망된다.

수익성은 개선세를 보이고 있으나, 최근 A등급 위주로 둔화



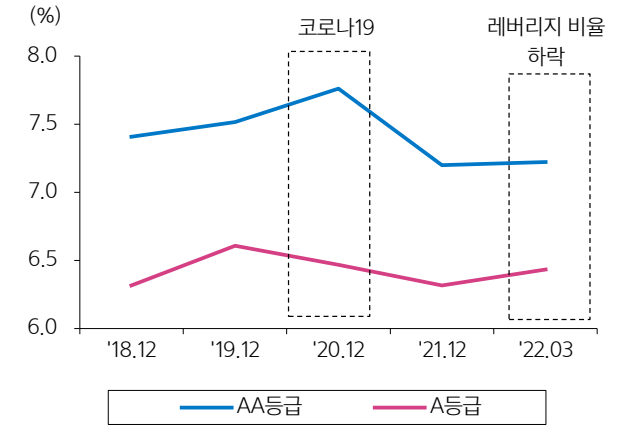
참고: 캐피탈사 기준, 수익성(총자산수익률: ROA)
자료: 금융감독원 금융통계정보시스템

코로나19 지원 정책으로 연체율 하락, 최근 A등급 위주로 상승



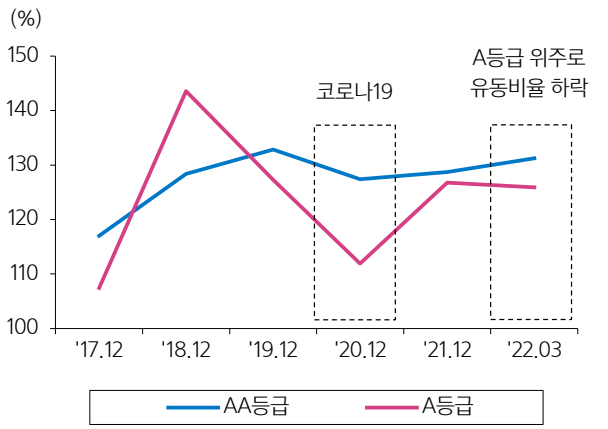
참고: 캐피탈사 기준, 연체율(1개월 이상 연체율)
자료: 금융감독원 금융통계정보시스템

코로나19 이후 규제로 인해 레버리지 비율이 낮아지고 있음



참고: 캐피탈사 기준, 레버리지 비율(총자산/자기자본)
자료: 금융감독원 금융통계정보시스템

코로나19 이후 유동비율 개선, 최근 A등급 위주 하락



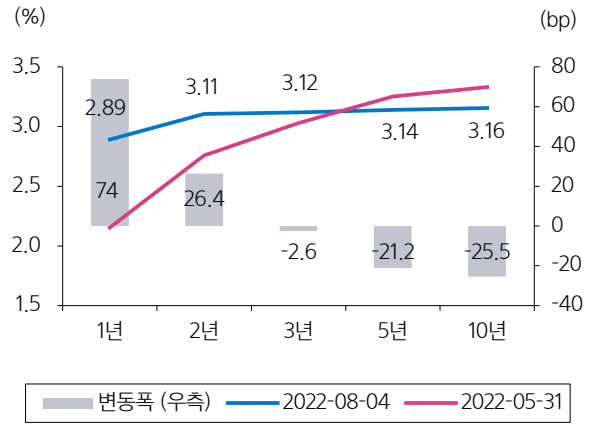
참고: 캐피탈사 기준, 유동비율(1년 이하 유동자산/유동부채)
자료: 금융감독원 금융통계정보시스템

여전채 투자 수요는 1년물에서 2년물로 확장될 전망

7월 기준금리 50bp 인상 이후 1년물 단기 금리가 큰 폭으로 상승하면서 단기 구간에서 수익률 곡선이 평탄화됐다. 만기별 보유 수익률을 비교해 보면, 1년 이상 만기의 보유 수익률이 비슷한 수준이다. 오히려 2년 이하 만기의 보유 수익률이 3년물 이상 장기물에 비해서 더 높아 최근 2년 이하 만기 구간의 투자 매력도가 크게 증가했다. 과거와 달리 수익률 곡선이 평탄화되면서 롤링효과(만기가 짧아지면서 채권가격이 상승하는 효과)는 크지 않으나, 금리가 상승하면서 만기 수익률이 높아졌다.

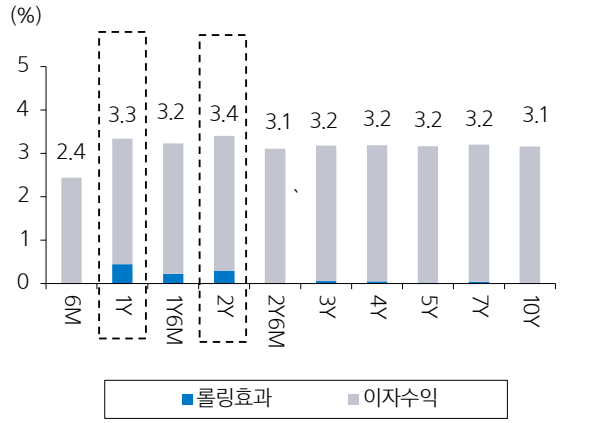
섹터별 비교에서 최근 가파르게 스프레드가 상승한 여전채의 보유 수익률이 두각을 보였다. 2년 만기 동일 등급 회사채 대비 여전채의 보유 수익률이 높아 회사채 대비 여전채 투자가 매력적이다. 이와 같이 여전채 단기물의 투자 매력으로 최근 1년물 여전채 스프레드가 급격히 축소됐다. 여전채 1년물 스프레드의 급격한 축소 흐름은 여전채 2년물 스프레드 축소로 이어질 가능성이 높다. 최근 들어 여전채 2년물 스프레드 확대가 멈추고 횡보세를 보이고 있어 여전채의 대한 수요가 2년물로 확대될 것으로 전망한다.

7월 기준금리 인상(50bp) 이후 단기 구간에서 커브 평탄화



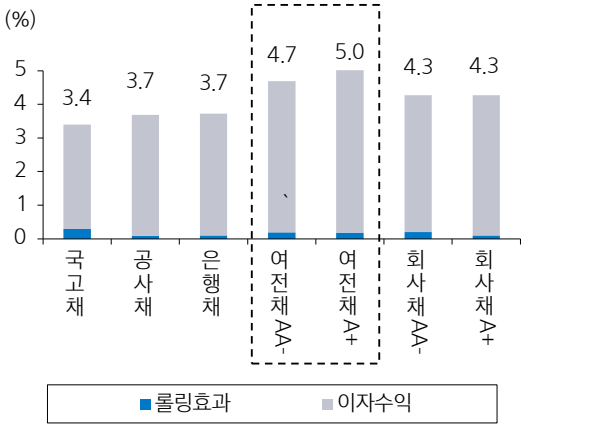
참고: 만기별 국고채 금리
자료: Infomax

단기 금리 상승으로 1년 및 2년물 구간의 높은 보유 수익률



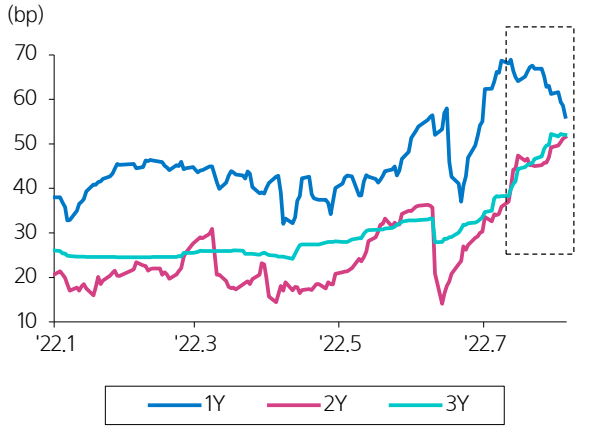
참고: 국고채 만기별 6개월 보유 수익률(연율화), 커브 변화 없음, 8.4일 기준
자료: Infomax

특히 여전채 보유 수익률이 높아 단기 여전채의 높은 투자 매력



참고: 섹터별 2년물 6개월 보유 수익률(연율화), 커브 변화 없음, 8.4일 기준
자료: Infomax

여전채 1년 스프레드 축소/2년 스프레드 횡보→2년물 수요 확장



참고: 여전채 AA-등급 1, 2년 및 3년물 크레딧 스프레드
자료: Infomax

삼성증권

삼성증권주식회사
서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900

Member of
Dow Jones
Sustainability Indices
Powered by the S&P Global CSA