true friend 한국투자 증권

크레딧
Note

2024. 4. 25

크레딧, 방향성과 적정 레벨

국채금리와 크레딧 스프레드는 시차를 두고 같은 방향으로 움직이는 경향
Yield Ratio로 본 현재 크레딧 스프레드는 적정레벨을 벗어난 오버슈팅 상태
조정국면 진입 후 레벨부담 해소되면 재차 강세 재개 예상

크레딧의 방향성은 강세쪽

신용등급이 대부분 AAA인 공사채와 은행채를 제외하고도 회사채와 여전채 등 국내 크레딧채권 신용등급의 중간 수준은 AA등급이다. 미국의 경우 회사채 신용등급 중간 수준이 BBB인 것과 대조를 이루고 있다. 등급 정의상 AA등급은 AAA등급에 비해 다소 열등한 요소가 있기는 해도 원리금 지급 확실성이 매우 높다. 1년 초과의 관점에서도 적기상환능력이 인정되며 급격한 환경변화시(현실적으로 발생확률이 낮지만 미치는 영향이 큰 위험)에 A등급은 적기상환능력이 약화될 가능성이 있지만 AA등급은 그렇지도 않다. 반면에 BBB등급은 현재의 환경이 지속되면 채무상환능력이 충분하나 불리한 환경변화가 발생할 경우 채무불이행위험을 내포하고 있다.

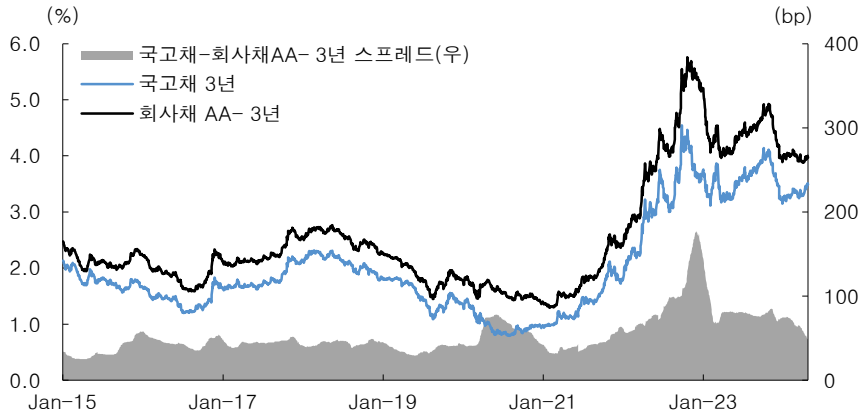
국내 크레딧채권(신용등급 중간수준인 AA등급 채권)은 현실적으로 부도위험이 없는 무위험채권으로 평가할 수 있어 우량 크레딧채권은 지표물인 국채의 뒤를 잇는 준지표물 대접을 받고 있다. 그 결과 크레딧 스프레드와 국채 금리는 시차를 두고 같은 방향으로 움직이는 경향을 보이고 있다. 국채가 강세를 보이는 환경하에서는 크레딧채권도 시차를 두고 강세를 보여 크레딧 스프레드의 방향성은 축소쪽에 있다.

미국 금리인하기대가 후퇴하면서 국내도 금리인하기대가 일부 후퇴하고는 있으나 연내 금리인하사이클 진입 전망은 유효한 상황이다. 이스라엘-이란 지정학적 리스크는 이란의 전쟁 의지가 크지 않은 상태로 진정국면을 보이고 있고 유가는 안정세로 복귀한 상태다. 이창용 총재는 글로벌 통화정책의 탈동조화를 언급한 가운데 ECB가 선제적으로 6월 금리인하를 단행할 가능성이 있어, 미국채 영향을 받아 상승한 국채금리는 향후 평균 레벨이 완만하게 낮아지는 흐름을 보일 것으로 예상한다. 따라서 여전히 크레딧 채권의 방향성은 크레딧 스프레드 축소쪽에 있는 것으로 판단한다.

김기명
kmkim@koreainvestment.com

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

[그림 1] 시차를 두고 같은 방향으로 움직이는 국채금리와 크레딧 스프레드



자료: 연합인포맥스, 한국투자증권

단 현재 크레딧 스프레드는 적정레벨을 벗어난 오버슈팅 상태

단 추세적인 방향성은 강세쪽이어도 크레딧 스프레드 축소세가 계속될 수는 없다. 크레딧 스프레드 축소세가 끊임없이 계속돼 '0'으로 수렴하면서 크레딧채권 금리가 국채금리와 같아질 수는 없기에, 특정 시점에는 스프레드 축소세가 멈추고 확대기조로 전환되는 과정이 반복된다. 크레딧 강세가 누적된 현재는 크레딧채권의 방향성에 매몰된 상태에서 벗어나 레벨의 적정성도 점검해 볼 필요가 있다.

크레딧채권은 작년 11월 중순 이후 강세가 계속 이어지고 있다. 그 결과 크레딧 섹터 최상단에 있는 공사채 스프레드는 이제 10bp 초중반대까지 좁혀져 있다. 강세 누적으로 국채금리에 상당수준 밀착해 있는 크레딧 금리 레벨이 적정한 수준인지를 판단해 볼 필요가 있다. 국채 대비 크레딧채권 금리 수준을 나타내는 Yield Ratio(크레딧채권금리/국채금리)를 가지고 크레딧채권 금리레벨의 상대적 적정성을 판단하는데 활용해 볼 수 있다.

AAA 공사채 만기 3년 기준 Yield Ratio의 역사적 평균은 1.10이다. 그리고 과거 공사채 Yield Ratio는 1.05~1.15 범위의 밴드내에서 등락해왔다. 추세적인 금리 방향성이 하락쪽에 있는 시장환경하에서는 Yield Ratio가 밴드 하단을 향해 역사적인 평균보다 낮아지는 경향을 보였고, 추세적인 금리 방향성이 상승쪽에 있는 시장환경하에서는 그 반대였다. 현재 공사채 Yield Ratio는 1.04로 역사적 밴드를 이탈한 수준이다. 크레딧의 방향성이 강세쪽에 있어 Yield Ratio가 밴드 하단을 향해 갈 수 있는 환경임을 감안해도, 역사적 밴드를 이탈한 것은 적정레벨을 벗어난 오버슈팅 상태로 판단할 수 있다. 적정레벨로의 복귀를 위한 크레딧 조정국면 진입이 불가피한 상태로 판단한다.

한편 AA- 회사채 만기 3년 기준 Yield Ratio의 역사적 평균은 1.23이고, 과거 Yield Ratio가 등락한 밴드 범위는 1.1~1.3이다. 현재 Yield Ratio는 1.13 수준으로 밴드내에 위치해 있다. 회사채 등 공사채 아래에 있는 하위 크레딧은 Yield

Ratio 관점에서 추가 강세 여지가 남아있는 것으로 볼 수 있다. 하지만 공사채가 조정국면에 진입하면 하위 크레딧도 순차적으로 조정국면에 진입할 것으로 예상한다.

<표 1> Yield Ratio 장기시계열밴드 수준을 적용해 본 크레딧 스프레드 레벨

국고 3 년 금리(%)	회사채 AA- 3 년 YR 밴드(1.1~1.3) 적용 스프레드(bp)	공사채 AAA 3년 YR 밴드(1.05~1.15) 적용 스프레드(bp)
3.1	31~93	15.5~46.5
3.2	32~96	16~48
3.3	33~99	16.5~49.5
3.4	34~102	17~51
3.5	35~105	17.5~52.5

자료: 연합인포맥스, 한국투자증권

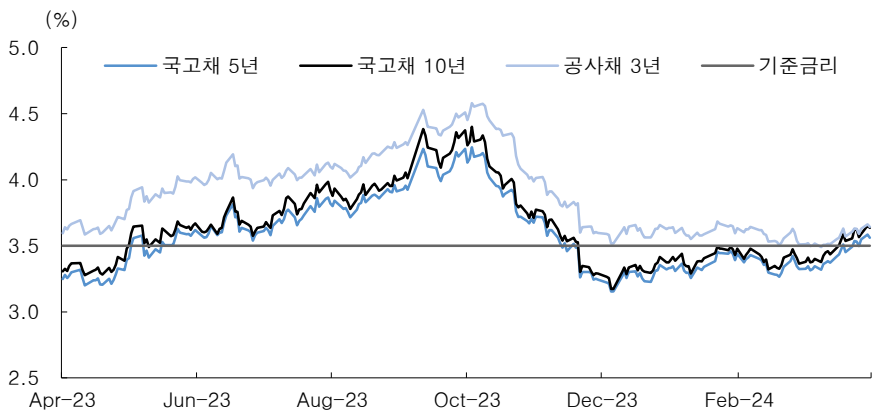
크레딧 조정국면 진입 후 레벨부담 해소되면 재차 강세 재개 예상

가격부담을 느끼면서도 관성적으로 강세가 이어져 온 측면이 있는 크레딧의 조정국면 진입에는 투자심리를 돌릴 수 있는 계기가 필요한데, 기준금리를 하회해 역전상태에 있었던 국채금리가 상승하면서 역전이 해소된 상황이 크레딧 조정국면 진입의 트리거로 작동할 것으로 판단한다. 국채투자로도 캐리수익 확보가 가능해지면서 크레딧에 대한 수요가 약화될 수 있기 때문이다. 특히 3.3%대로 떨어졌던 RP금리가 3.5%대로 상승한 것도 크레딧에 대한 수요를 약화시킬 것으로 판단한다.

2분기 중에는 크레딧 스프레드의 확대 전환을 예상한다.

단 금리인하 사이클 진입 전망이 유효해 크레딧의 방향성이 여전히 강세쪽에 있는 상황임을 감안하면, 2분기중 크레딧 스프레드 확대로 레벨부담이 해소되고 난 뒤에는 재차 크레딧 강세가 재개될 것으로 예상한다.

[그림 2] 국채금리 역전 해소는 크레딧 조정의 트리거로 작용할 것



자료: 연합인포맥스, 한국투자증권

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.
■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.