

[채권]

정민진  
 02-3774-3976  
 em.jung@miraesasset.com

김민형  
 02-3774-1830  
 minhyung.kim@miraesasset.com

# Bond Market Trends

## 미국 채권 중기 투자 전략(3): 시니어론

### 중기 투자 포인트 1) FRB 통화정책 리스크 헷징 수단

미국 시니어론(Senior Loan)이 효과적인 FRB 통화정책 리스크 헷징 수단이 될 수 있는 이유는 1) Libor에 연동되는 변동금리(기준금리 인상시 캐리 매력도↑), 2) 낮은 듀레이션 리스크(미국채와의 낮은 상관성) 등에 근거함. 실제로 과거 FRB 금리 인상 사이클에서 미국 시니어론 퍼포먼스는 상당히 좋은 모습을 보였음. 심지어, 투기등급 자산임에도 불구하고, FRB 긴축 이후 안전자산 선호현상이 확대되었던 1999~2000년 금리 인상기 당시 성과도 나쁘지 않았음. 선순위 담보물 채권이라는 상대적 안정성, 높은 캐리 매력도가 자본손실을 상쇄했기 때문.

### 중기 투자 포인트 2) 양호한 펀더멘털

시니어론의 부도율(Default rate)은 미국 경기의 함수로, 실질 GDP 성장률과 대체로 부(-)의 관계를 보이는 것이 특징. 따라서 미국 경기가 완만하게 개선될 것으로 예상되는 상황에서 시니어론의 부도율이 크게 올라갈 리스크는 제한적. 당분간 **미국 시니어론 부도율이 과거 역사적 평균 수준(약 3%)을 하회하는 상황이 지속될 가능성 높음.**

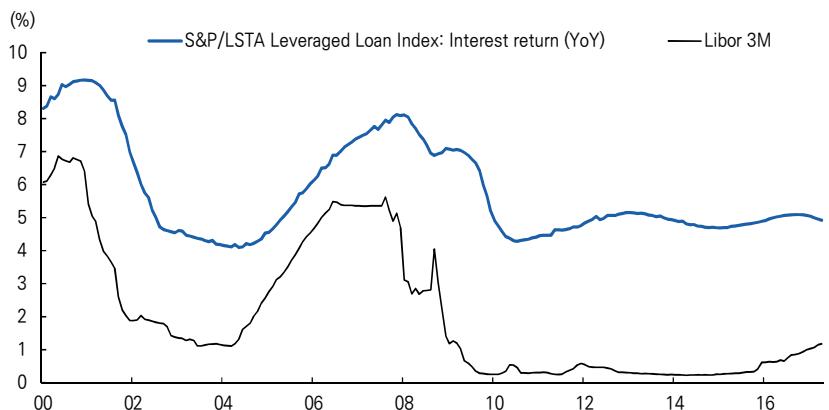
### 중기 투자 포인트 3) 견고한 수요 구도 지속

미국 시니어론 수요 추정시 가장 중요한 팩터는 1) CLO 발행량, 2) 시니어론 뮤추얼 펀드 및 ETF 규모임. 작년 12월부터 발효된 Retention Risk Rule 부담으로 인해 CLO 발행량 위축에 대한 우려가 존재. 그러나 미국 경기가 회복세를 보이는 가운데, 트럼프 행정부의 금융규제 완화 기조에 대한 기대감도 있는 상황에서 **CLO 발행 강도가 크게 줄지는 않을 듯.** 또한, 선진국 경기 회복세가 지속되고(상대적 위험자산에 우호적), FRB 금리 인상 수혜 자산이라는 인식으로 인해 **시니어론 뮤추얼 펀드 및 ETF 규모가 강하게 늘어나면서 시니어론 수요 확대에 중요한 역할을 하게 될 것.**

### 결론: FRB 금리 인상 사이클에서 안정적인 자산

따라서 우리는 미국 시니어론을 투자자들이 FRB 금리 인상 사이클 구간에서 안정적으로 보유할 만한 자산으로 판단함. 투기등급에 속하는만큼 개별 시니어론 투자를 위해서는 철저한 크레딧 리스크 분석이 필수적이나, 국내 투자자들의 경우 정보 수집에 한계가 있을 수 있기 때문에, **ETF를 통한 시니어론 투자(가령, BKLN US)도 효과적인 전략일 수 있음.**

### FRB 금리 인상 구간에서 지속적인 캐리 수익 개선을 기대



## 미국 시니어론(Senior Loan) 특성

시니어론(Senior Loan 혹은 Leveraged Loan)은 일반적인 회사채처럼 기업들의 Debt Financing 수단으로 사용되고 있는데, 하이일드 회사채와 비슷하게 대체로 투기등급에 해당되는 채권들이 많다. 그러나 시니어론은 두 가지 측면에서 일반 회사채와 구별되는 특성을 가지고 있다.

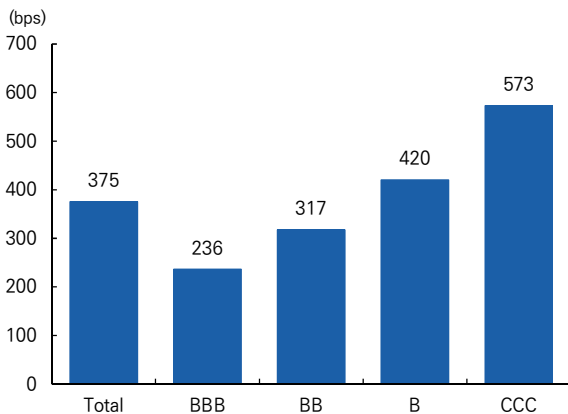
### 1) 변동금리 채권(Floating-rate loan)

쿠폰금리가 고정되어 있는 일반적인 회사채와는 달리, 시니어론 쿠폰금리는 변동금리이며, 'Libor 3M 금리 + 가산금리'로 결정된다. 변동금리 채권의 특성상, 시니어론의 금리 민감도는 고정금리 채권 대비 매우 낮은 편인데, 이로 인해 금리 상승 구간에서도 시니어론의 이자율 리스크는 꽤 제한적인 모습을 보이게 된다.

### 2) 선순위 담보물 채권(Senior-Secured Loan)

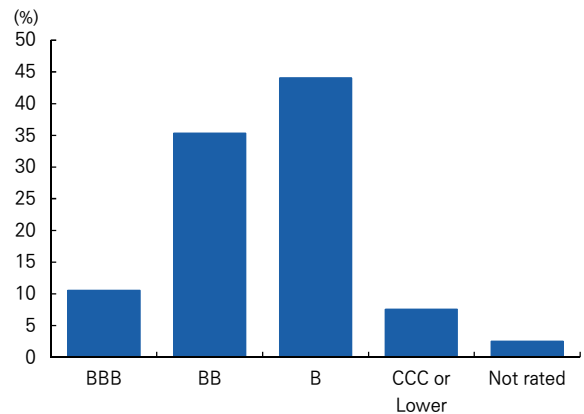
또한, 시니어론은 기업 자본구조(Capital Structure) 상에서 선순위 담보물 채권(Senior-Secured Loan)이라는 지위를 가지고 있다. 즉, 기업의 디폴트 상황에서 하이일드 회사채와 같은 후순위 무담보 채권(Subordinated-Unsecured Loan)보다 회수율(Recovery Rate)이 훨씬 높다. 미국 시니어론의 회수율은 대략 60~80% 수준에서 형성되어 있는데, 이는 하이일드 회사채 대비 거의 1.5~2배 가까이 되는 것이다.

그림 1. 미국 시니어론 신용등급별 Libor 대비 가산금리



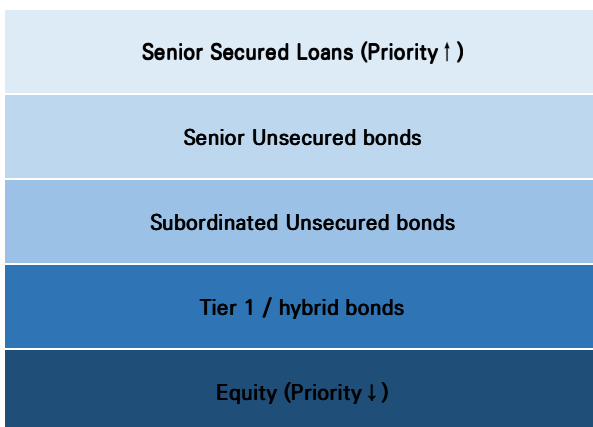
자료: S&P LSTA, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 미국 시니어론 지수 신용등급별 비중



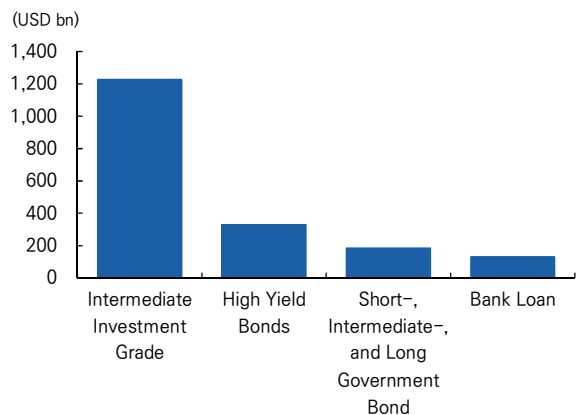
자료: S&P LSTA, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 기업 자본구조(Capital Structure): 시니어론은 최상위 구간



자료: 미래에셋대우 리서치센터

그림 4. 미국 주요 크레딧 채권 펀드 규모(AUM)



주: 2016년 말 기준

자료: SimFund and Morningstar, Oppenheimer, 미래에셋대우 리서치센터

## 중기 투자 포인트 1) FRB 통화정책 리스크 헷징 수단

현재 국면에서 미국 시니어론 투자를 통해 투자자들이 우선적으로 기대할 수 있는 점은 FRB 통화정책 리스크 헷징 수단으로 사용할 수 있다는 것에 있다.

### 1) FRB 금리 인상 부담 → 캐리 매력 개선 기대감으로 전환

시니어론의 쿠폰금리는 ‘Libor 3M 금리 + 가산금리’로 구성되는데, Libor 금리는 단기금리이므로 FRB 통화정책 변화에 밀접한 영향을 받는다. 즉, 중기적으로 FRB의 기준금리 인상 사이클이 지속되는 상황에서 Libor 금리도 동반 상승할 가능성이 높고, 동시에 시니어론 쿠폰금리도 상향 조정될 것이다. 따라서 채권시장 내 FRB 금리 인상 경계 심리가 높아지는 구간에서도 시니어론은 캐리 매력 개선 가능성이 높아지므로, 시니어론 투자자들은 FRB 금리 인상 부담을 줄일 수 있다.

시니어론은 최저보장이율(Floor)이라는 장치를 가지고 있는데, 이를 통해 Libor 금리가 최저보장이율 밑으로 내려가도 시니어론의 투자자는 적어도 ‘최저보장이율 + 가산금리’ 만큼의 쿠폰금리를 보장받을 수 있다. 그러나 Libor 금리 수준이 최저보장이율을 하회할 때는 Libor 금리가 상승하더라도 쿠폰금리에 반영이 안되므로, Libor 금리가 일단 최저보장이율보다는 높아야 향후 Libor 금리 상승에 따른 쿠폰금리 개선을 기대할 수 있다. 현재 시니어론의 최저보장이율은 대체로 0.75~1.0% 수준에서 형성되어 있고, Libor 금리는 이미 1%를 상회하고 있으므로, 이는 향후 크게 걱정할 사항은 아니다.

그림 5. 미국 주요 채권 자산 절대금리(YTW) 비교

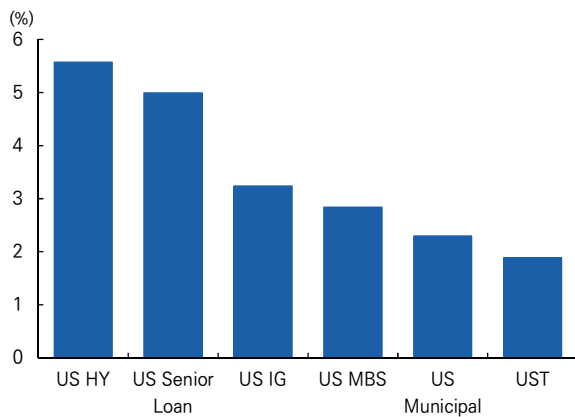
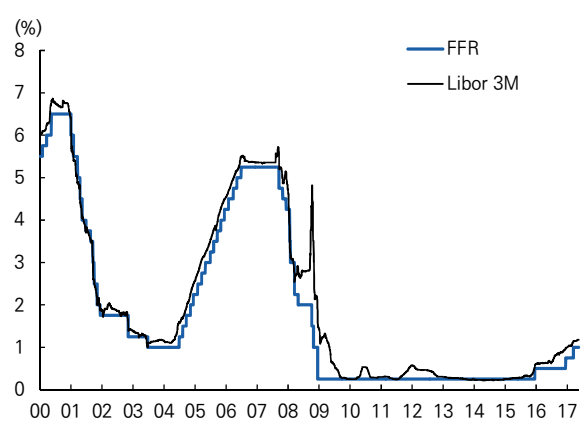


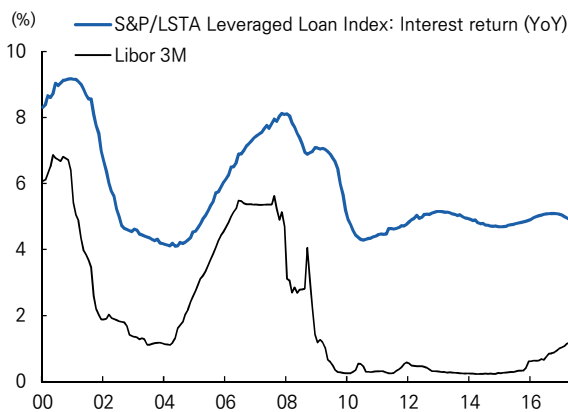
그림 6. Libor 금리와 미국 연방기금금리



주: 시니어론은 S&P/LSTA 지수 기준, 나머지 자산은 Bloomberg Barclays 지수 기준  
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

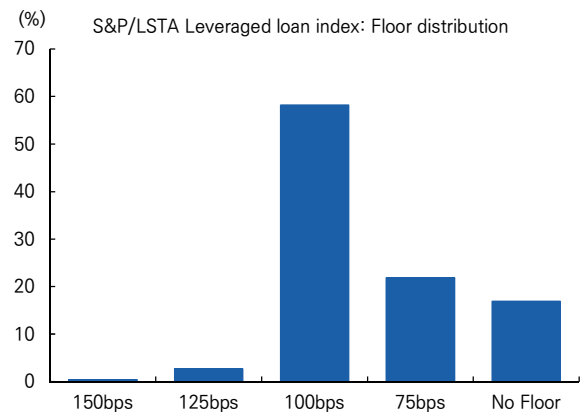
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 7. Libor 금리와 시니어론 이자 수익 지수



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

그림 8. 미국 시니어론 최저보장이율(Floor) 분포



자료: S&P LSTA, 미래에셋대우 리서치센터

2) 글로벌 금리 변동성 구간 → 낮은 듀레이션 리스크로 상쇄 가능

작년 하반기 이후 글로벌 금리가 이미 변곡점을 지난 것으로 추정되는 가운데, 올해부터 FRB의 긴축 기조 역시 본격적으로 재개될 것으로 보이는 구간이기 때문에, 향후 투자자들은 금리 상방 리스크에 더욱 주의해야 한다. 그러나 시니어론은 여기에 ‘비교적’ 자유로울 수 있다는 장점이 있다.

이는 시니어론이 변동금리 채권이라는 특성 때문이다. 시니어론은 일반 고정금리 채권보다 듀레이션이 훨씬 낮고, 이로 인해 금리 민감도는 제한적이다. 실제로 여타 다른 채권자산들과 비교해 봤을 때, 듀레이션 대비 절대금리가 독보적으로 낮다<그림 9 참조>. 또한, 하이일드 회사채와 함께 미국채 금리와의 경험적인 상관관계수가 마이너스를 기록하고 있다는 점도 참고할 필요가 있다<그림 10 참조>.

그림 9. 주요 채권 자산 듀레이션 vs. 절대금리 비교

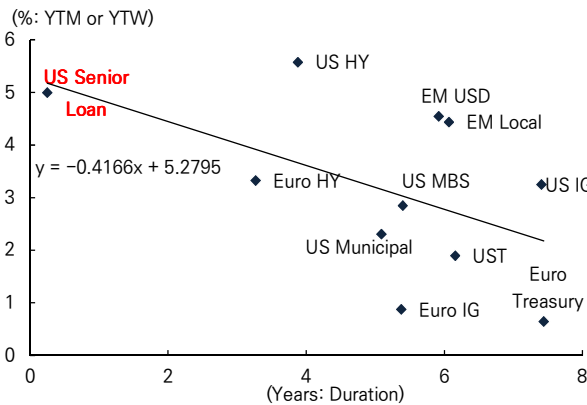
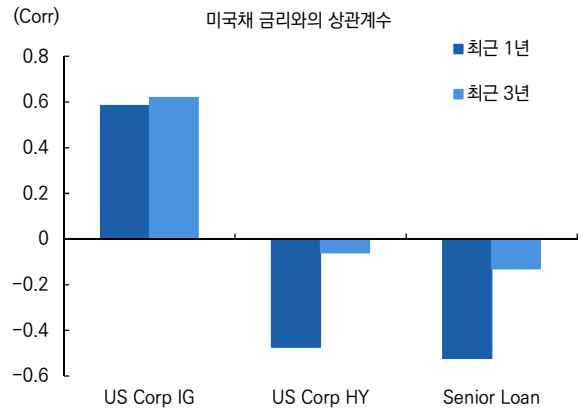


그림 10. 미국채와의 상관관계수: 역(-)의 관계



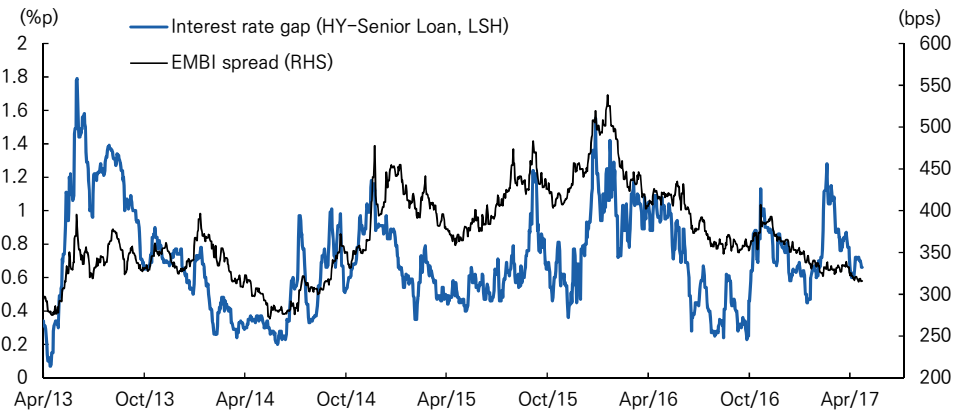
자료: Bloomberg, S&P LSTA, 미래에셋대우 리서치센터

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

3) 선순위 담보물 채권 → HY 대비 상대적 안정성 확보

선순위 담보물 채권이라는 특성은 시니어론과 하이일드 회사채 사이에 차별성을 부여하는 요인이다. 시니어론과 하이일드 회사채는 대체로 투기등급 채권으로 구성되어 있는데, 이로 인해 두 자산 간의 가격 방향성이 꽤 유사하게 나타나고 있다(즉, 상대적 위험자산). 위험자산 선호 심리가 급격히 무너지는 구간은 두 자산 모두에게 부정적이긴 하지만, 이러한 구간에서는 회수율(Recovery Rate)가 높은 시니어론의 성과가 하이일드 회사채를 압도하는 모습을 보인다<그림 11 참조>.

그림 11. 안전자산 선호심리 확대 구간에서 하이일드 회사채 대비 시니어론 성과 개선



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

#### 4) 과거 FRB 금리 인상기 시니어론 성과 분석

실제로 과거 FRB 금리 인상 구간에서의 시니어론 성과를 살펴보면, 전술한 여러가지 요인들로 인해 일반적인 인식대로 주요 미국 채권 자산 중에서도 상당히 강한 퍼포먼스를 보여왔다. 특히, 최근 두 차례 FRB 금리 인상기, 즉, 2004~2006년과 2015년 이후 현재까지의 FRB 금리 인상기에서 미국 하이일드 회사채(HY)와 더불어 양호한 성과를 기록했다.

또 한가지 특기할 만한 시점은 1999~2000년 FRB 금리 인상기이다. 당시 미국 시니어론 성과는 미국채 다음으로 좋은 성과를 기록했지만, 2004~2006년과 2015년 금리 인상기에 가장 좋은 퍼포먼스를 기록했던 미국 하이일드 회사채는 가장 부진한 성과를 보였다. 2000년 3월 전후로 NASDAQ이 피크아웃했고, 이후 안전자산 선호심리가 급격히 확대됨에 따라 상대적 위험자산에 속하는 미국 하이일드 회사채는 큰 타격을 입었기 때문이다. 그러나 같은 투기등급에 속하는 자산인 시니어론 총 수익(Total Return)은 미국채 다음으로 좋았다.

당시 꽤 안정적이었던 미국 시니어론 성과는 1) 선순위 담보 대출이라는 상대적인 안정성, 2) 높은 캐리 매력 등에 기인한 듯 하다. 회수율(Recovery Rate)가 높다는 점 때문에 안전자산 선호 구간에서 시니어론 성과가 하이일드 회사채를 압도한다는 것은 이미 앞에서 확인된 바 있으며, 시니어론의 높은 이자수익으로 인해 자본손실이 상쇄되었다는 점도 주목할 필요가 있다<그림 12 참조>.

정리하자면, 1) 캐리 매력 개선, 2) 낮은 듀레이션 리스크로 인해 미국 시니어론의 성과는 FRB 금리 인상 구간에서 중기적으로 양호한 모습을 보일 가능성이 크다. 다만, FRB 긴축 사이클 과정에서 향후 발생할 수 있는 안전자산 선호 심리 확대 구간(e.g. FRB 자산축소 이슈 등)에서도 상대적 위험자산 중 시니어론의 안정성이 돋보일 수 있다는 점도 간과되어서는 안될 듯 하다.

그림 12. 과거 FRB 금리 인상기 주요 미국 채권 자산 성과 비교

구분	Performance (Total return 기준, %)		
	1999~2000년	2004~2006년	2015년~현재
US Treasury	3.21	5.37	2.19
US Corp IG	0.10	5.67	8.97
US Corp HY	-1.80	15.65	22.93
US MBS	2.27	6.80	3.04
<b>US Senior Loan</b>	3.09	10.73	12.35
<b>Price return</b>	-2.61	0.91	7.82
<b>Interest return</b>	5.70	9.83	4.54

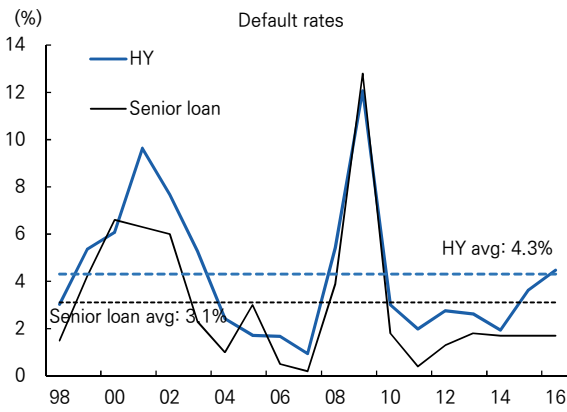
자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

### 중기 투자 포인트 2) 양호한 펀더멘털

시니어론의 부도율(Default rate)은 하이일드 회사채 부도율과 거의 유사한 방향성을 보이고 있는데<그림 13 참조>, 이는 시니어론 부도율이 미국 경기의 함수라는 것을 의미한다. 즉, 시니어론 부도율은 미국 실질 GDP 성장률과 대체로 부(-)의 관계를 보이는 것이 특징이고<그림 14 참조>, 따라서 미국 경기가 완만하게 개선될 것으로 예상되는 상황에서 시니어론의 부도율이 크게 올라갈 리스크는 제한적일 듯 하다. 4월 말 기준 미국 시니어론 부도율은 1.4% 정도이며, 과거 경험적인 평균 3%를 하회하는 수준에서 안정된 모습을 보이고 있다.

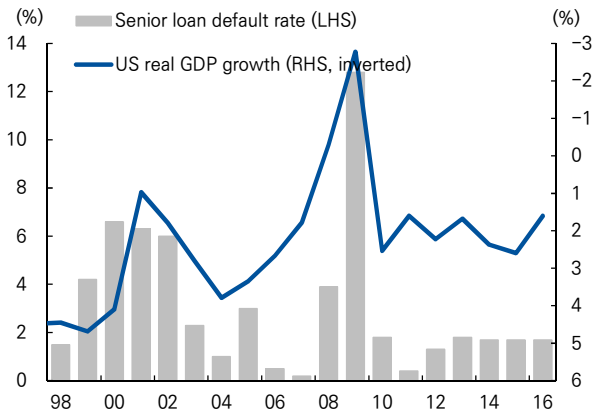
또한, 시니어론 발행 기업들의 펀더멘털 지표도 양호한 편으로, 1사분기 말 기준 평균 이자보상배율(Average Interest Coverage)은 4.5배 수준을 기록하면서 2015년 상반기 이후의 반락세가 제한되고 있는 모습이며, EBITDA 전년비 증가율도 작년 하반기를 기점으로 반등 징후가 보이고 있다.

그림 13. 하이일드 회사채와 시니어론 연간 부도율 비교



자료: S&P LSTA, Moody's, 미래에셋대우 리서치센터

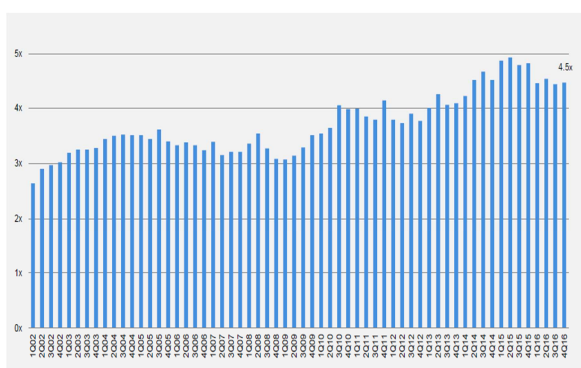
그림 14. 미국 실질 GDP 성장률과 시니어론 부도율



자료: S&P LSTA, CEIC, 미래에셋대우 리서치센터

그림 15. 미국 시니어론 평균 이자보상배율 추이

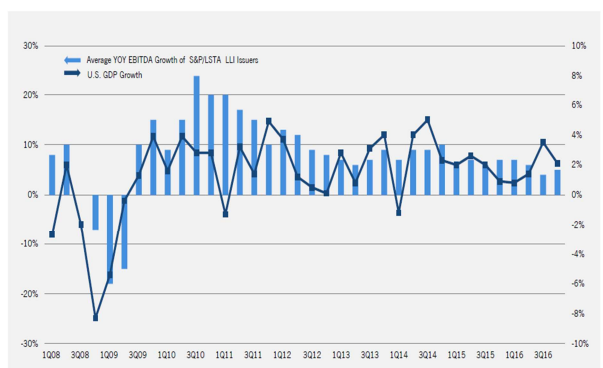
Average Interest Coverage



자료: Eaton Vance, 미래에셋대우 리서치센터

그림 16. 미국 시니어론 EBITDA 전년비 증가율 추이

EBITDA Growth



자료: Eaton Vance, 미래에셋대우 리서치센터

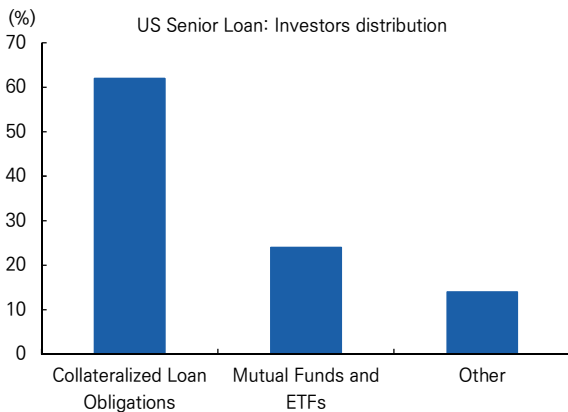
### 중기 투자 포인트 3) 견고한 수요 지속 예상

미국 시니어론 수요(Demand)를 추정하는 데 있어서 가장 중요한 팩터는 CLO(Collateralized Loan Obligation) 발행량이다. CLO는 선순위 담보부 채권(즉, 시니어론)을 기초자산으로 발행되는 유동화 증권이기 때문에, CLO의 발행량이 늘어날 수록 시니어론에 대한 수요도 증가하게 된다. 주요 투자자별 시니어론 보유 현황을 점검해보면, 작년 말 기준 CLO는 62%의 비중을 차지하고 있다.

그런데 CLO의 연간 발행량을 살펴보면, 2014년을 정점으로 최근 2년 연속 줄어드는 모습을 보였다. 작년 말에 조사한 S&P LSTA 서베이에 따르면, 올해 CLO 발행량은 2016년과 비슷(Flat)하거나 약간 증가할 것으로 보는 의견이 60% 정도에 달하지만, 2016년보다도 줄어들 것으로 보는 의견도 37% 정도로 적지 않았다<그림 20 참조>.

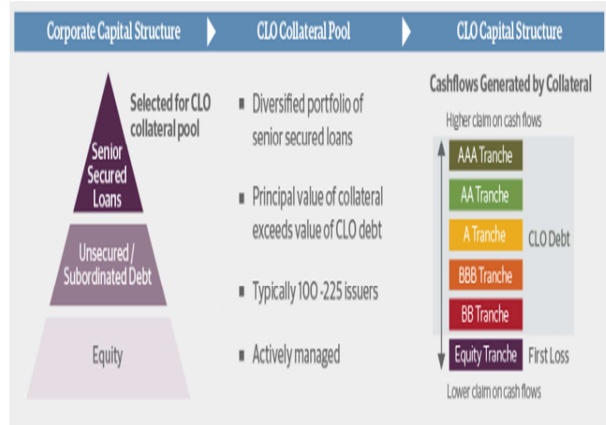
올해 CLO 발행량이 그리 강하지 못할 것으로 보는 전망의 기저에는 금융규제에 대한 부담이 자리잡고 있는 듯하다. 특히, 도드-프랭크 법안 중 작년 12월부터 적용되기 시작한 Risk Retention Rule 영향이 큰 것으로 추정된다. Risk Retention Rule에 따르면, 자산 유동화 증권 발행자는 유동화 자산의 신용위험 중 일정 부분(5%) 보유를 의무화해야 하기 때문에, 이 법안은 CLO 발행에 직접적인 타격을 입힐 수 밖에 없다. 다만, 올해 미국 경기가 나쁘지 않을 것으로 예상되고, 트럼프의 행정부의 금융규제 완화 기조 등과 함께 Risk Retention Rule 수정 혹은 폐지에 대한 기대감도 잔존하고 있기 때문에, 올해 CLO 발행이 급격히 줄어들 리스크는 그리 크지 않을 듯하다.

그림 17. 미국 시니어론 투자자별 보유 비중



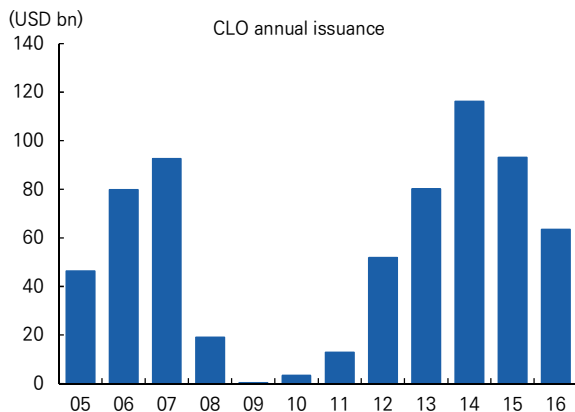
주: 2016년 말 기준  
자료: S&P LSTA, 미래에셋대우 리서치센터

그림 18. CLO의 기본 구성



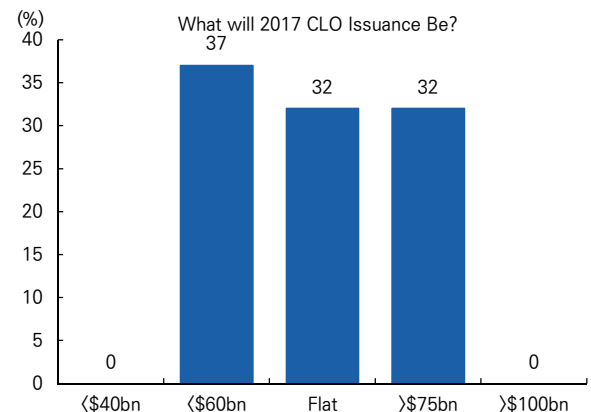
자료: Guggenheim Investments, 미래에셋대우 리서치센터

그림 19. CLO 연간 발행량은 2014년을 정점으로 줄어들었음



자료: S&P LSTA, 미래에셋대우 리서치센터

그림 20. S&P LSTA 서베이: CLO 발행량 전망

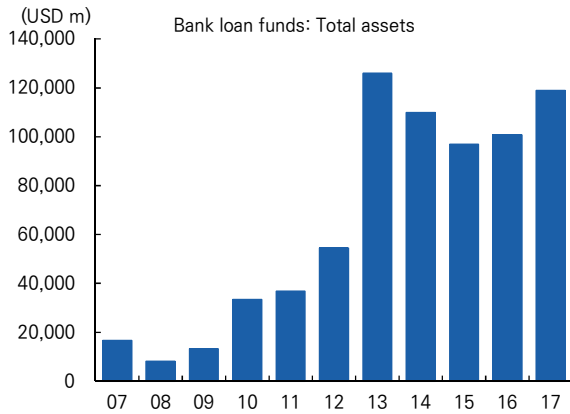


자료: LSTA Board Survey, 미래에셋대우 리서치센터

한편, CLO 대비 비중은 비교적 적은 편이지만(약 20%), 시니어론 뮤추얼 펀드 및 ETF 등을 통해서 시니어론 수요 흐름을 추적하는 것도 상당히 중요하다. 특히, 시니어론 뮤추얼 펀드 및 ETF 규모가 2008년 금융위기 이후 빠르게 확대되기 시작하면서 시니어론 수요에 미치는 영향력이 커진 편인 데다가, 2016년 상반기 이후 위험자산 선호심리 회복과 함께 이들 펀드로의 자금 유입이 강하게 지속되고 있다는 점을 고려할 필요가 있다<그림 22 참조>.

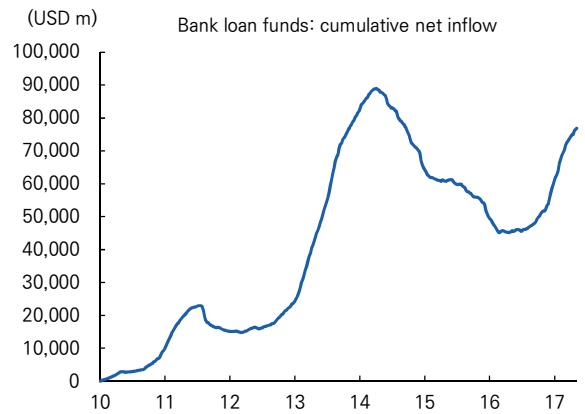
이는 CLO 발행 부진으로 인한 수요 둔화 리스크를 상쇄할 수 있는 요인으로 판단된다. 실제로, S&P LSTA 서베이에서는 올해 시니어론 뮤추얼 펀드 및 ETF AUM 규모가 작년보다 크게 늘어날 것이라고 보는 의견이 대다수다<그림 23 참조>. 양호한 선진국 경기 여건으로 인해 글로벌 위험자산 선호심리가 크게 훼손될 가능성은 낮은 편이고, FRB 금리 인상 사이클 하에서 시니어론 투자의 장점도 매우 뚜렷하기 때문에, 뮤추얼 펀드 및 ETF발 시니어론 투자 수요는 지속적으로 견고한 모습을 보일 것으로 예상된다.

그림 21. 글로벌 Bank Loan 펀드 규모(Total Asset 기준)



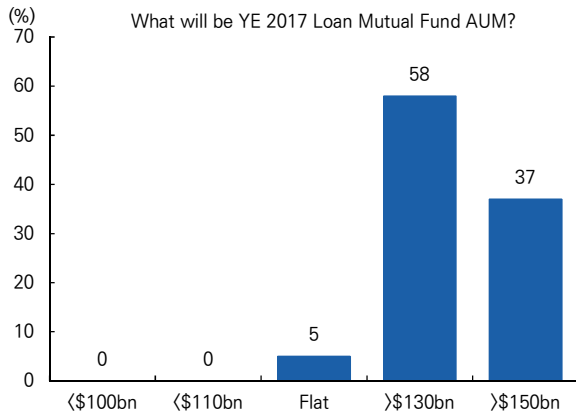
자료: EPFR, 미래에셋대우 리서치센터

그림 22. 글로벌 Bank Loan 펀드 누적 순매수 흐름



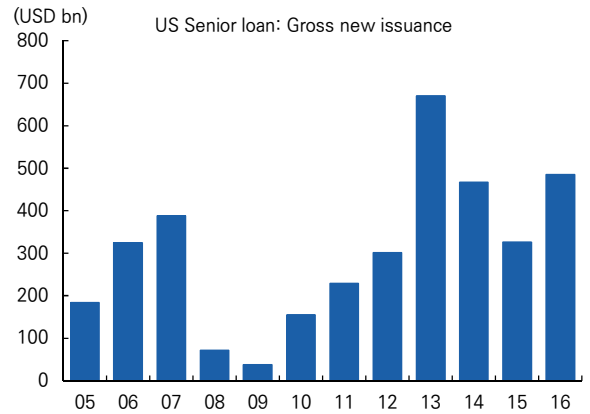
자료: EPFR, 미래에셋대우 리서치센터

그림 23. S&P LSTA 서베이: 시니어론 뮤추얼 펀드 규모 확대 전망



자료: LSTA Board Survey, 미래에셋대우 리서치센터

그림 24. 미국 시니어론 연간 발행량 추이



자료: S&P LSTA, 미래에셋대우 리서치센터

#### Compliance Notice

- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.