



데이빗 네이글(DAVID NAGLE), CFA
베어링 멀티 스트래티지 채권 부문 대표

변화하는 투자등급 회사채 시장

본 자료는 데이빗 네이글 대표와의 인터뷰에서 발췌한 것입니다. 팟캐스트 전문은 [링크](#)를 참고하시기 바랍니다.*

데이빗 네이글 베어링 멀티 스트래티지 채권 그룹 대표는 최근 인터뷰에서 투자등급 회사채 시장의 변화 트렌드 및 최근 이슈에 대해 진단했습니다.

최근 수익률 곡선이 경제에 의미하는 바에 대한 논란이 많은데, 이에 대해 어떻게 생각하시나요?

채권의 시장수익률과 잔존기간(만기)의 관계를 나타낸 수익률 곡선(yield curve)이 경제에 의미하는 바는 다양하게 해석될 수 있습니다. 개인적으로는 수익률 곡선에 지나치게 의미를 부여하는 것을 경계할 필요가 있다고 생각합니다.

저와 같은 업계 전문가 중 많은 이들이 수익률 곡선을 경기 둔화나 경기 침체 가능성을 나타내는 주요 선행지표로 활용합니다. 둘 사이에 역사적 상관관계가 존재하긴 하나, 문제는 수익률 곡선 역전의 시그널과 타이밍이 반드시 일치하지 않을 수도 있으며, 경기 둔화나 침체의 선행지표라기 보다 동행지표일 수도 있다는 점에 주목할 필요가 있습니다. 이는 학계 연구를 통해서도 입증된 바 있습니다.

또한 수익률 곡선을 논할 때 구체적으로 어느 만기에 대해 말하는가를 분명히 할 필요가 있습니다. 3개월물과 10년물 금리차는 미 연준이 예의주시하는 수익률 곡선 중 하나로서 가장 유의미한 것으로 판단됩니다. 오늘날 많은 이들이 초단기물 수익률 곡선에 지나치게 집중하는 경향이 있습니다. 정말 오랜만에 초단기물 수익률이 역전되었기 때문입니다. 다른 수익률 곡선들도 제로에 가까워지고 있지만 아직 제로에 도달하진 않았으며, 과거에도 경험했듯이 이들 수익률 곡선은 장기간 제로에 근접하는 수준에 머무를 수 있습니다. 그렇다면 수익률 곡선이 실제로 역전되지 않았을 때 의미하는 바는 무엇일까요?

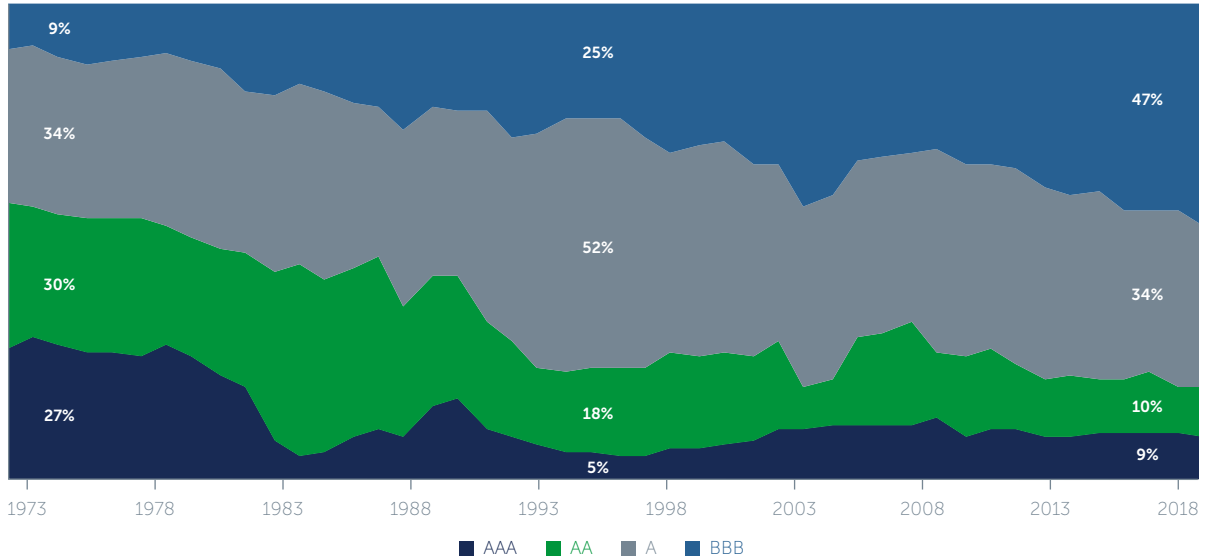
제가 볼 때 현재 수익률 곡선의 모습은 “미열”에 비유될 수 있습니다. 즉, 주의를 기울일 필요는 있지만, 당장 내일 건강이 (즉, 경제가) 치명적으로 나빠질 가능성은 낮아 보입니다.

“현재 수익률
곡선의 모습은
미열에 비유될
수 있습니다. 즉,
주의를 기울일
필요는 있지만,
당장 내일 건강이
(즉, 경제가)
치명적으로 나빠질
가능성은 낮아
보입니다.”

최근 주목받는 또 다른 이슈 중 하나는 투자등급 회사채 시장에서 BBB 등급의 성장인데요, 이에 대해서는 어떻게 보시나요?

우선 BBB등급의 정의를 잠깐 살펴볼 필요가 있습니다. 투자등급 중 가장 등급이 낮은 BBB물은 투자등급 유니버스와 하이일드 (투기등급) 유니버스의 경계선에 있다고 할 수 있습니다. 역사적으로 BBB물은 전체 투자등급 시장에서 매우 작은 비중을 불과했으나, 지난 10-15년 간 그 비중이 크게 늘어났으며 현재는 전체 투자등급 회사채시장의 약 50%를 차지하고 있습니다(그림 1).

그림 1: BBB 등급의 급격한 성장



출처: BARCLAYS. 2018년 12월 31일 기준.

과거 주로 AAA, AA 및 A 등급으로 구성되었던 투자등급 시장은 이제 BBB등급이 압도적 비중을 차지하게 됐으며, 이로 인해 BBB등급은 지난 몇 년 간 많은 우려와 언론의 주목을 받기도 했습니다. 그러나 실제로 BBB 발행사들이 “비우량” 기업인 것은 아닙니다. 오히려 이 중 상당수는 인지도 높은 포춘 500대 기업들로 견조한 실적과 현금흐름을 자랑하며, 많은 투자자들이 잘 알고 투자를 고려할 만한 기업들입니다.

BBB등급이 논란이 되는 또 다른 이유 중 하나는 A 등급에서 BBB등급으로의 하향 조정 건수가 2015년 직후보다도 지난 몇 달 간 더 많았기 때문입니다. 이로 인해 투자자 우려가 높아졌음에도 불구하고 잊지 말아야 할 점은, 이들 BBB 발행사 중 많은 기업들이 큰 규모의 안정적인 기업이라는 점입니다. 이들 기업은 투자등급을 유지할 강력한 유인이 있으며, 상당수는 그러한 능력을 갖추고 있습니다. 따라서 향후에도 등급 하향 증가세가 지속될 것으로 예상되지는 않습니다.

결론적으로 BBB등급에 대한 투자자 우려는 과도한 측면이 있어 보입니다.

BBB등급의 성장은 지난 10여년 간 진행된 투자등급시장 진화의 한 단면이라 할 수 있을 텐데요, 그렇다면 전체 투자등급시장은 어떻게 진화했고 구체적으로 어떤 변화들이 있었나요?

투자등급 회사채 시장은 수년에 걸쳐 크게 달라졌으며 지금도 변화가 진행 중입니다. 지난 1980년대와 90년대에 채권지수와 채권 유형은 손에 꼽을 만큼 적었지만, 이후 시장이 크게 성장하고 확대되었습니다.

“벤치마크 제약으로부터 자유롭기 때문에 매니저는 자산군, 섹터, 지역을 막론하고 최고의 상대가치에 투자할 수 있는 재량권을 갖고 있습니다”

지난 10년을 돌아볼 때, 2008년 이후 나타난 최대 변화 중 하나는 바로 유동화 증권에 있습니다. 유동화 증권 시장은 상업용 부동산저당증권(CMBS)과 주택저당증권(RMBS)을 포함하지만, 여기서 제가 논하는 것은 주로 개인 및 상업 자산유동화증권(ABS)입니다. 개인 ABS는 개인대출(담보 또는 무담보)이나 학자금 대출을 말하며, 상업 ABS는 항공기부터 의료 매출채권 또는 전체 사업 프랜차이즈의 매출채권에 이르기까지 다양한 자산을 담보로 하는 거래를 의미합니다(그림 2). 꾸준한 현금흐름만 창출할 수 있다면 이제 어떤 것이든 유동화가 가능합니다.

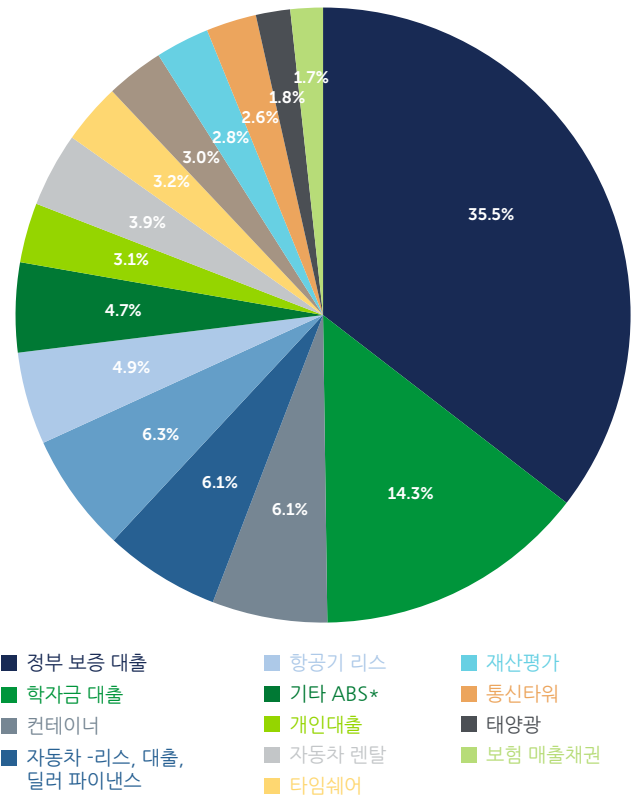
베어링운용은 금융위기 이후 ABS에 매력적인 투자 기회가 있다고 보고 관련 팀 및 역량 강화에 주력해왔습니다. 실제로 관련 시장에 매력적인 투자기회들이 나타나기 시작했으며 이제 ABS는 몇 년 전에 비해 매우 보편화됐습니다. ABS 시장에 참여하는 투자자도 급격히 늘어났을 뿐만 아니라 딜러와 발행사 기반 또한 확대됐습니다. 그 결과, 투자등급 회사채 유니버스가 크게 넓어지면서 보다 다각화된 고객 포트폴리오를 구성할 수 있게 되었습니다. 이에 따라, 운용사는 바텀업 크레딧 분석 역량을 보유하는 것이 매우 중요합니다.

투자등급 채권시장이 확대되면서 이른바 ‘오퍼튜니스틱’ 또는 ‘멀티 크레딧’ 전략들이 떠오르고 있는데, 이에 대해서는 어떻게 보시나요?

오퍼튜니스틱 또는 멀티 크레딧 전략은 많은 투자자들에게 합리적인 선택이 될 수 있습니다. 전통적인 채권 투자전략과 달리 이들 전략의 대부분은 벤치마크를 무시합니다. 즉, 포트폴리오 매니저가 포트폴리오를 구성하는데 있어 벤치마크를 추종해야 할 의무가 없습니다. 벤치마크 제약으로부터 자유롭기 때문에 매니저는 자산군, 섹터, 지역을 막론하고 최고의 상대가치에 투자할 수 있는 재량권을 갖고 있습니다. 이에 따라, 결과적으로 회사채에 대한 보다 다각화된 접근법을 통해 전통적인 벤치마크 추종 전략이나 단일 섹터 전략 대비 더 매력적인 위험조정수익률을 실현할 수 있습니다.

멀티 크레딧 또는 오퍼튜니스틱 전략은 적절히 운용될 경우 투자자에게 상승장과 하락장을 막론하고 금리 변동성이 높은 국면에 대응할 수 있는 유연성을 제공할 수 있습니다. 특히, 베어링운용은 지난 1990년대 초부터 단기물의 수익률 곡선 기울기를 바탕으로 체계적으로 듀레이션 관리를 해왔습니다. 이러한 전략을 통해 매니저는 포트폴리오의 목표

그림 2: 베어링운용은 다양한 ABS 섹터에 투자



출처: BARINGS. 2018년 12월 31일 기준.

듀레이션을 조정하거나 상대적으로 금리 민감도가 낮은 섹터에 투자함으로써 금리 리스크를 완화할 수 있습니다.

결론적으로 그동안 급격한 성장을 보여온 투자등급 채권 시장에는 매우 다양한 투자기회들이 존재하며, 베어링운용은 해당 시장에서 매력적인 투자기회를 포착할 수 있는 운용역량을 보유하고 있습니다.

물론, 다른 투자와 마찬가지로 멀티 크레딧 또는 오퍼튜니스틱 전략 또한 투자에 앞서 관련 리스크를 신중하게 고려해야 할 필요가 있습니다.

3,030억 달러 (323조 원)*의 자산을 운용하는 베어링자산운용은 글로벌 자산운용사로서 끊임없이 변화하는 고객의 투자 니즈 충족을 위해 노력하고 있습니다. 베어링자산운용은 액티브 투자 및 직접 출자를 통해, 공모 및 사모 시장에서 차별화된 투자기회 및 혁신적인 투자 솔루션을 제공합니다. 베어링운용은 세계적인 생명보험회사 매스뮤추얼의 자회사로, 북미 및 유럽, 아태 지역에서 선도적 투자 서비스를 제공합니다.

중요 정보

해당 자료에 제시된 전망은 작성 시 시장에 대한 베어링자산운용의 견해에 기초하며 다양한 요인에 따라 사전통지 없이 변경될 수 있습니다. 또한 본 자료에서 언급된 투자 결과, 포트폴리오 구성 및 사례는 단순 참고용이며, 결코 미래 투자 성과 혹은 미래 포트폴리오 구성을 보장하지 않습니다. 투자에는 위험이 수반됩니다. 투자와 투자에서 발생하는 소득 가치는 하락 또는 상승할 수 있으며 보장되지 않습니다. 과거성과는 현재 또는 미래성과를 보장하지 않습니다. 실제 투자의 구성, 규모 및 위험은 본 자료에서 제시된 사례와 현저히 다를 수 있으며, 투자의 향후 수익 혹은 손실 여부에 대해 보증하지 않습니다. 투자의 향후 수익 혹은 손실 여부에 대해 보증하지 않습니다. 환율 변동은 투자가치에 영향을 미칠 수 있습니다. 잠재 투자자들은 본 자료에 언급된 펀드의 자세한 내용과 구체적인 위험요인에 관하여 투자설명서를 반드시 읽어 보시기 바랍니다.

베어링은 전 세계 베어링 계열사의 자산운용 및 관련 사업의 상표명입니다. BARINGS LLC, BARINGS SECURITIES LLC, BARINGS (U.K.) LIMITED, BARINGS GLOBAL ADVISERS LIMITED, BARINGS AUSTRALIA PTY LTD, BARINGS JAPAN LIMITED, BARINGS REAL ESTATE ADVISERS EUROPE FINANCE LLP, BREAE AIFM LLP, BARING ASSET MANAGEMENT LIMITED, BARING INTERNATIONAL INVESTMENT LIMITED, BARING FUND MANAGERS LIMITED, BARING INTERNATIONAL FUND MANAGERS (IRELAND) LIMITED, BARING ASSET MANAGEMENT (ASIA) LIMITED, BARING SICE (TAIWAN) LIMITED, BARING ASSET MANAGEMENT SWITZERLAND SARL, BARING ASSET MANAGEMENT KOREA LIMITED 등은 BARINGS LLC의 금융서비스 계열사로(단독으로는 “계열사”) “베어링”으로 통칭합니다.

본 자료는 정보 제공의 목적으로 작성된 것이며, 특정 상품이나 서비스의 매매를 제안 또는 권유하기 위한 것이 아닙니다. 본 자료의 내용은 독자의 투자목적, 재무상태 또는 구체적인 니즈를 고려하여 작성되지 않았습니다. 본 자료는 투자자문, 권유, 리서치 또는 특정 증권, 상품, 투자, 투자전략 등의 적합성 또는 적절성에 관한 권고나 아니며 그러한 행위로 인식되어서는 안 됩니다. 본 자료는 전망 또는 예측으로 해석되어서는 안 됩니다.

달리 명시되지 않는 한, 본 자료에 제시된 견해는 베어링의 것입니다. 작성 당시 알려진 사실을 바탕으로 신의 성실하게 작성 되었으며 사전통지 없이 변경될 수 있습니다. 개별 포트폴리오 운용팀은 본 자료에 제시된 것과 다른 견해를 가질 수 있으며 고객별로 다른 투자 결정을 내릴 수 있습니다. 본 자료의 일부 내용은 베어링이 신뢰할 만 하다고 판단하는 출처에서 획득한 정보를 근거로 작성되었습니다. 본 자료에 수록된 정보의 정확성을 확보하기 위해 최선의 노력을 기울였으나, 베어링은 정보의 정확성, 완전성 및 적절성을 명시적 또는 묵시적으로 보증하거나 보장하지 않습니다.

본 자료에 언급된 서비스, 증권, 투자 또는 상품은 잠재투자자에게 적합하지 않을 수 있으며 해당 관할권에서 제공되지 않을 수 있습니다.

본 자료의 저작권은 베어링에 있습니다. 본 자료에 제시된 정보는 개인용으로 사용될 수 있으나 베어링의 동의 없이 변형, 복제 또는 배포할 수 없습니다.

베어링자산운용 준법감시인 심사필 제 2019-0202호 (2019.02.12~ 2020.02.11)

[BARINGS.COM](https://www.barings.com)

보다 자세한 사항을 확인하세요.

*2018년 12월 31일 기준