

회사채 시장 동향 분석

김광호 수석연구위원 (kwangho@bnkfg.com)
강대일 책임연구원 (di0618@bnkfg.com)

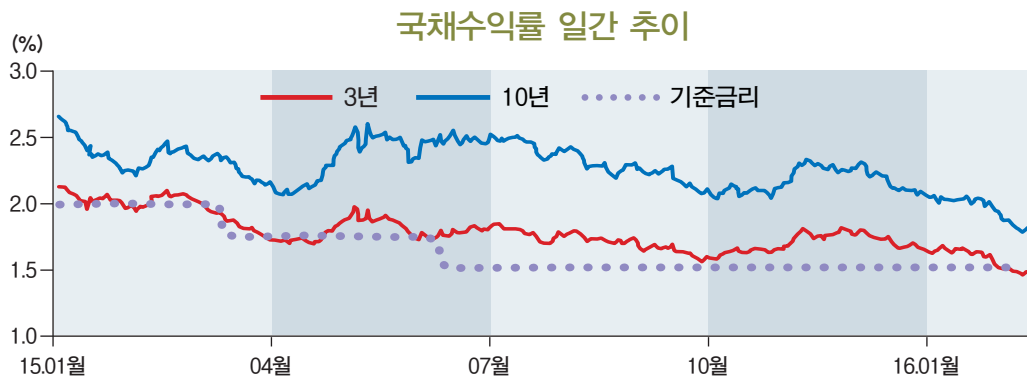
2015년 채권시장에서는 미국 금리인상 및 국내 기업구조조정 예상으로 9월 이후 회사채 신용스프레드가 상승하고 수요가 급감하였다. 금년 들어서는 국제금융시장의 불안가중으로 위험회피성향이 더욱 심화되어 국채와 우량회사채 수요는 확대되고 비우량등급 회사채 신용스프레드는 상승하고 있다.

지난해 대기업그룹을 제외한 동남권의 회사채 발행액은 전년대비 26.1% 감소한 5,900억원이며 지역별로는 부산지역 1,940억원, 울산지역 480억원, 경남지역에서 3,470억원 발행되었다. 이중 사모방식의 발행이 4,700억원으로 대부분을 차지하고 있다.

2016년 회사채시장은 중국경제와 관련한 금융시장 불안 증대 및 국내 기업구조조정 본격화로 위험회피성향이 심화되면서 우량·비우량 등급간 양극화 현상이 지속될 것으로 보인다. 정부의 구조조정 추진계획에 따라 기업의 재무구조평가가 이루어지는 5~10월까지의 회사채시장의 경색현상이 완화되기 어려울 것으로 전망된다.

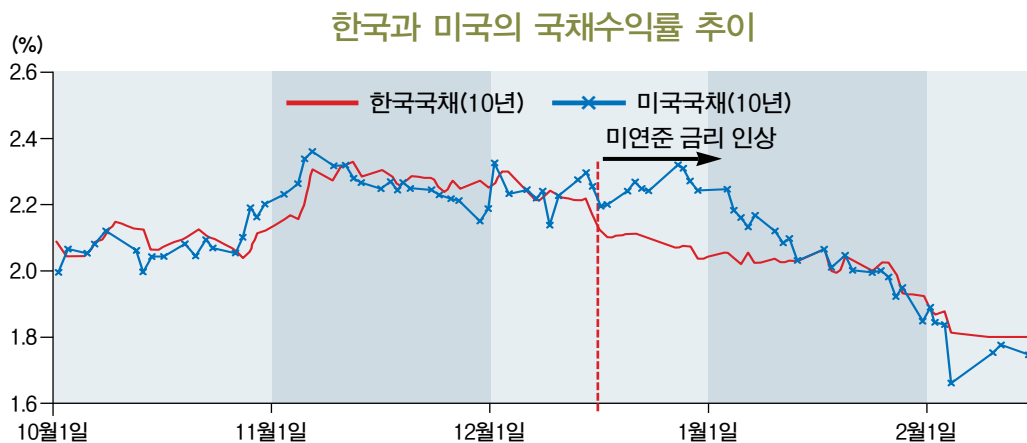
2015년 국채수익률 지속적 하락

2015년 상반기중 한국은행은 3월(2.0% → 1.75%)과 6월(1.75% → 1.50%) 두차례 기준금리를 인하하였다. 채권시장에서도 국채수익률이 기준금리와 더불어 동반 하락세를 보여 3년물 유통수익률은 2015년 초 2.14%에서 9월 30일 1.57%까지 낮아졌다.



자료 : 금융투자협회, 한국은행

하락세를 보이던 국채수익률은 미국의 기준금리 인상 예상으로 10월 이후 상승세로 반전되어 3년물의 경우 12월 10일 1.79%까지 상승한 바 있다. 그러나 2015년 12월 17일에 발표된 미국의 금리인상 이후 미국의 국채수익률이 낮아지면서 국내 국채수익률도 동반 하락하는 추세를 보인다. 이는 중국 경기둔화 우려와 유가폭락 등 금융시장이 불안정해지면서 투자자들의 국채와 같은 안전자산 선호가 증대한 것에 기인한 것으로 추정된다.

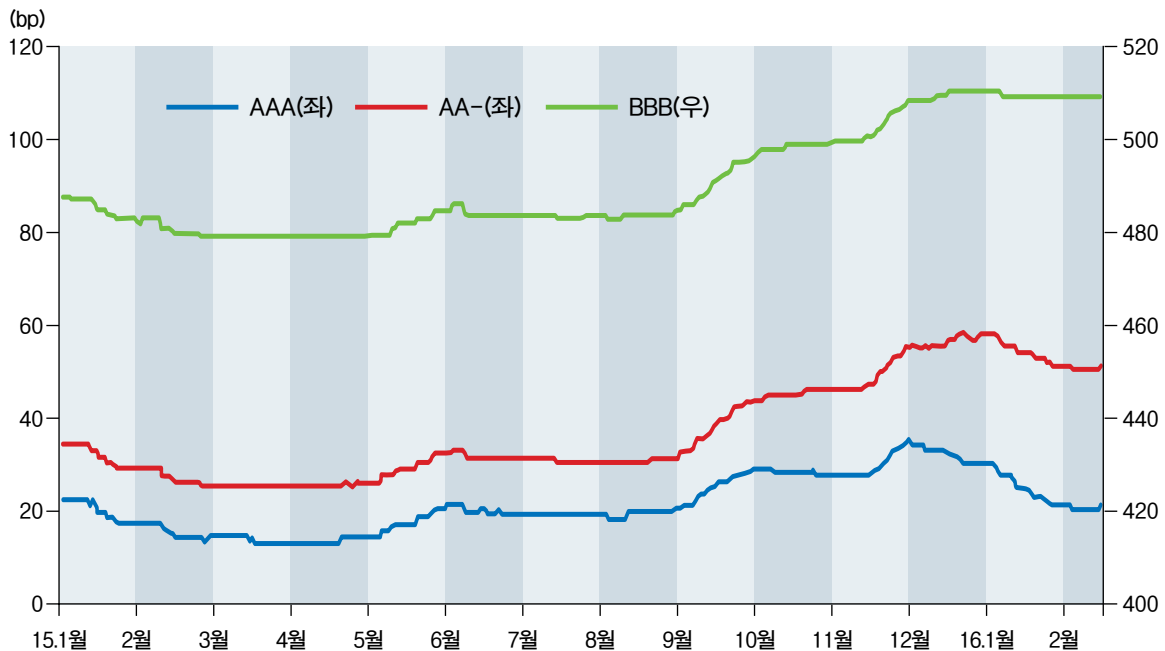


자료 : 금융투자협회, Bloomberg

신용등급간 스프레드 격차 심화

2015년 상반기중 안정적인 수준을 유지해오던 회사채 신용스프레드는 9월부터 연말까지 지속적으로 확대되었으나 2016년 1월 이후 신용등급별로 다른 모습을 보이고 있다. 신용스프레드를 보면 우량등급 회사채(3년물, AA-)는 작년 8월 평균 30bp에서 12월말 58bp로 확대되었으나 금년 2월에는 50bp로 축소되었다. 초우량등급(3년물, AAA)의 신용스프레드는 2015년 8월 19bp에서 12월에 35bp까지 확대됐으나 금년 2월에는 전년 8월 수준으로 축소되었다. 반면 비우량등급(3년물, BBB)의 신용스프레드는 작년 8월 484bp에서 12월말 511bp로 확대된 이후 올해 2월까지 비슷한 수준에서 유지되고 있다.

신용등급별 스프레드 추이

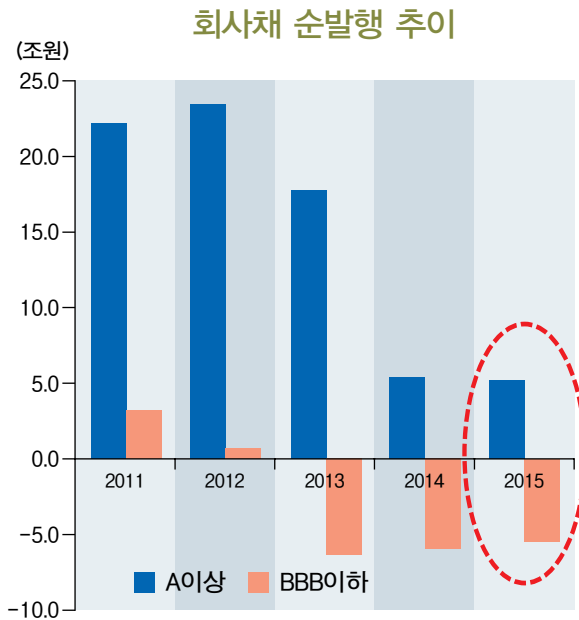


주 : 국채(3년물) 대비 스프레드
자료 : 금융투자협회

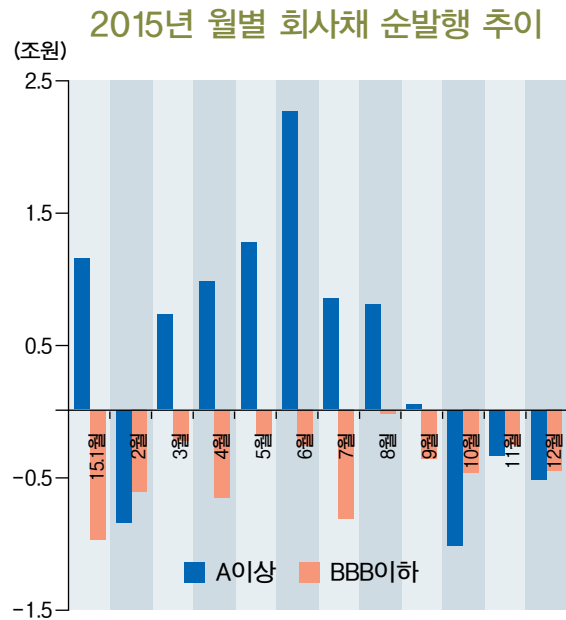
회사채 발행시장 수요 위축으로 순상환 추세

2011~2013년 회사채 발행시장은 연간 18~32조원 규모의 순발행을 유지해왔으나 2014년 이후부터 순발행이 급감하였다. 특히 2014년에는 1.0조원 순상환되었다. 2015년에도 2.5조원 순발행으로 과거 물량에 비해 크게 감소하였다.

2015년 상반기에는 시장금리 하락 등의 영향으로 순발행기조를 유지해 왔으나 9월 이후 발행시장이 급격히 위축되어 순상환으로 전환되었다. 신용등급별 실적을 보면 BBB등급 이하는 연초부터 매월 순상환을 기록하였고 9월까지 안정적으로 순발행을 유지해오던 A등급이상 회사채도 10월 이후 순상환으로 전환되었다.

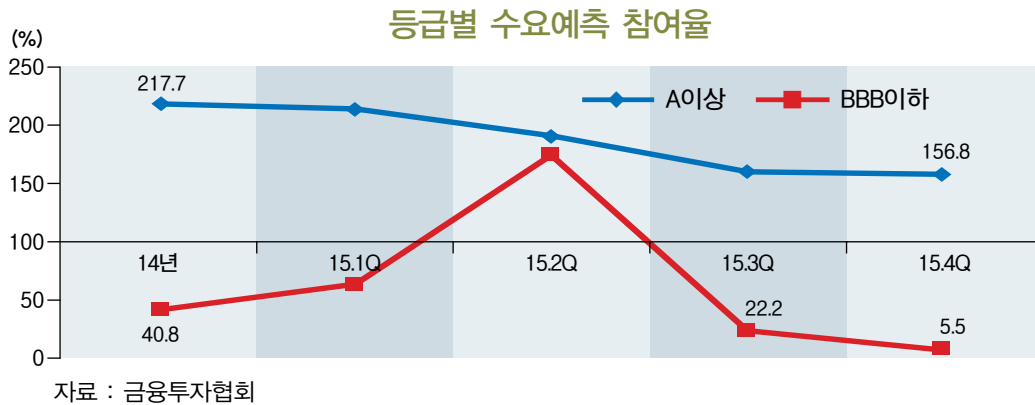


주 : 무등급 회사채 제외
자료 : 금융투자협회



주 : 무등급 회사채 제외
자료 : 금융투자협회

공모채 청약전 시장의 수요상황을 파악하는 수요예측 참여율을 보면 하반기부터 하락한 것으로 나타났다. 신용등급별로는 2015년 2/4분기까지 200% 내외를 유지해 오던 A등급이상 회사채가 하반기중 157%로 하락했으며, BBB이하 등급은 동기간 17.4%로 발행물량에 크게 미치지 못하였다.



그러나 2016년 1~2월중 수요예측을 실시한 16개 기업의 참여율은 평균 255%로서 지난해보다 높은 것으로 나타났다. 국채수익률 하락으로 인해 상대적으로 수익률이 높은 우량회사채에 대한 수요가 증대한 것으로 판단된다.

2016년¹⁾ 수요예측 실시 기업

(단위 : 십억원, %)

실시 기간	기업명	신용등급	모집액	수요액	참여율
2016.1	KT	AAA	300	1,040	347
	신세계	AA+	200	280	140
	LG유플러스	AA	200	970	485
	현대제철	AA	300	660	220
	한온시스템	AA	200	920	460
	롯데하이마트	AA-	150	320	213
	NC소프트	AA-	100	520	520
	대상	A+	100	310	310
	LS전선	A+	150	160 ²⁾	107
	세아창원특수강	A+	50	90	180
	AJ렌터카	A-	20	22	110
	AJ네트웍스	BBB+	30	80	267
2016.2	SK하이닉스	AA-	250	580	232
	CJ프레시웨이	A	50	95	190
	한화	A	100	100	100
	대한항공	BBB+	150	12	8

주 : 1) 2월 19일까지의 공시자료

2) 수요예측시 1,400억원으로 발행액에 미달했으나, 추가청약으로 200억원 확보

자료 : 금융감독원 전자공시시스템

동남권 회사채 발행시장도 동반 위축

2015년 동남권에서 현대자동차, 현대중공업, 두산, SK그룹 등 대기업그룹(주채무 계열)을 제외한 회사채 발행기업(이하 일반기업)은 175개, 발행액은 5,900억원 수준으로 전년대비 26.1% 감소한 것으로 나타났다. 지역별로는 부산지역이 전년대비 32% 증가한 1,940억원, 울산지역이 17.1% 증가한 480억원, 경남지역에서 43.1% 감소한 3,470억원이 발행되었다.

동남권 지역별 일반기업 발행 현황

(단위 : 개,십억원,%)

구 분	2014년		2015년		증감율 (B/A-1)
	기업수	금액(A)	기업수	금액(B)	
동남권	185	798	175	590	△26.1
부산	74	147	82	194	32.0
울산	18	41	20	48	17.1
경남	93	610	73	347	△43.1

자료 : 금융투자협회

신용등급별로는 BBB등급 이하 및 무등급 회사채는 전부 사모방식으로 3,510억원 발행되어 지난해 동남권에서 발행된 회사채의 59.5%를 차지한다. A등급이상 회사채는 공모발행분 1,200억원을 포함하여 총 2,390억원이 발행되었다.

동남권 등급별 일반기업 발행 현황

(단위 : 개,십억원,%)

구 분	2014년		2015년		증감율 (B/A-1)
	기업수	금액(A)	기업수	금액(B)	
동남권	185	798(347)	175	590(470)	△26.1
A등급 이상	6	445	4	239(119)	△46.3
BBB등급이하/무등급	179	353	171	351(351)	△0.6

주 : ()내는 사모사채 발행 규모

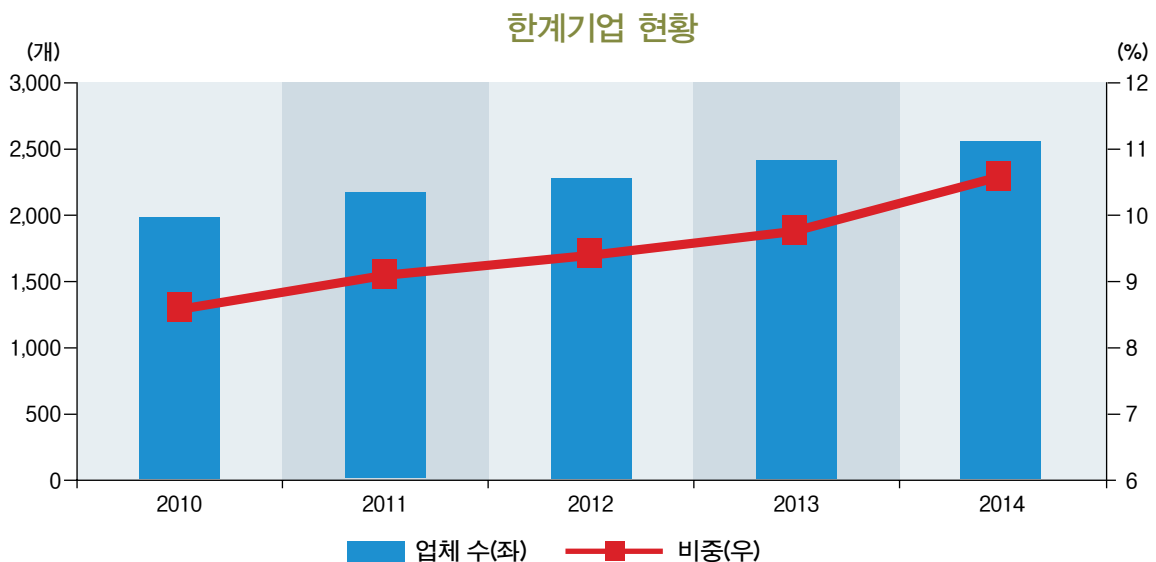
자료 : 금융투자협회

회사채시장 위축 요인

지난해 9월이후 회사채 신용스프레드가 확대되고 발행시장에서의 수요가 줄어드는 등 회사채시장이 급격히 경색되었다. 미국 금리인상에 따른 국제금융시장 불안과 국내 기업구조조정이 겹치면서 국내 기업의 채무불이행 가능성에 대한 불안심리가 작용한 것으로 보인다.

먼저 비금융기업 회사채에 대한 외국인 투자를 보면 2015년 1~8월중 5.3억달러 순유입에서 미국 금리인상이 본격 제기된 9~12월중 42.0억달러 순유출로 전환되었다. 같은 기간중 국채 및 지방채에 대한 투자도 17.8억달러 순유입에서 3.5억달러 순유출로 전환되었으나 유출규모가 회사채보다 작은 것으로 나타나 외국인의 위험자산에 대한 선호도가 매우 악화되었음을 알 수 있다.

또한 한국은행의 금융안정보고서(2015.12)에 따르면 2014년중 한계기업으로 분류되는 3년연속 이자보상비율(영업이익/이자비용) 100%미만 기업이 2,561개로 외부감사 대상기업 전체의 10%를 상회하는 수준으로 증가하였다.



주 : 비중(한계기업수/전체 외부감사대상 기업수)

자료 : 한국은행

그리고 2015년말 금융감독원이 신용공여 500억원이상 대기업을 대상으로 수시 신용위험평가를 실시하여 경영정상화 가능성이 있는 C등급 11개사와 경영정상화 가능성이 희박한 D등급 8개사를 포함하는 구조조정 대상기업 19개를 추가 발표하였다. 이와같이 국내 경기부진에 따른 저성장 지속으로 기업의 경영실적이 악화되고 기업 구조조정 이슈가 본격적으로 제기되면서 회사채의 수요가 급감한 것으로 판단된다.

구조조정대상 업체 현황

(단위 : 개)

구 분	2013	2014 (A)	2015			증감 (B-A)
			정기(a)	수시(b)	소계(B=a+b)	
구조조정대상 업체	40	34	35	19	54	20
C등급	27	11	16	11	27	16
D등급	13	23	19	8	27	4

자료 : 금융감독원

더욱이 2015년 들어 기업의 신용위험에 대한 신용평가사의 평가가 강화되면서 다수의 기업신용등급이 강등되었다. 2015년중 등급이 하향조정된 기업수는 1998년 외환 위기 이후 최대치를 기록한 것으로 추정된다.

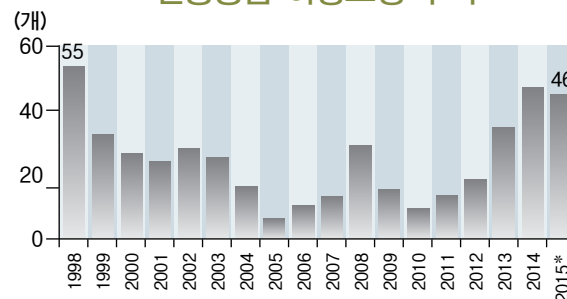
신용평가사 신용등급 하향조정

구 분	기업수
한국신용평가	45개
나이스 신용평가	46개
한국기업평가	40개

주 : 2015년 1~9월 기준

자료 : 신용평가3사

신용등급 하향조정 추이



주 : 2015년 1~9월 기준

자료 : NICE신용평가

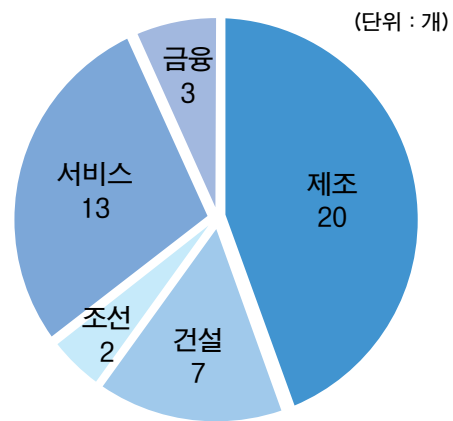
뿐만 아니라 신용평가사의 신용등급 하향조정이 기존 취약업종(조선, 건설, 철강, 정유)에서 여타 업종 및 우량기업으로 확산되는 등 등급하락 업종이 크게 증가하였다.

주요기업 신용등급 하향조정 현황

기업명	업종	직전	현재
포스코	철강	AAA	AA+
GS칼텍스	정유	AA+	AA
두산중공업	제조	A+	A
하이트진로	제조	A+	A
GS건설	건설	A+	A
대우조선해양	조선	A+	A
두산캐피탈	금융	BBB+	BBB-

자료 : 신용평가3사(2015년 3/4분기)

업종별 신용등급 하향조정 현황



자료 : NICE신용평가(2015년 3/4분기)

2016년 저신용등급 회사채 수요 부진 예상

2015년 하반기 이후 회사채시장에서 수요위축으로 신용스프레드가 상승하고 발행 물량이 급감하였다. BBB등급 이하의 비우량회사채는 2013년 이후 신규발행이 상환액을 하회하는 순상환 현상이 지속되어 왔고 지난해 10월 이후에는 기업부실에 대한 우려 확대로 A등급 회사채 발행도 매우 어려운 실정이었다.

금년에도 중국 경제와 관련한 금융시장 불안 증대 및 국내 기업구조조정 본격화로 위험회피성향이 심화되어 저신용등급 회사채 수요부진이 계속될 것으로 전망된다. 정부의 구조조정 추진계획에 따라 재무구조평가가 이루어지는 5~10월까지의 회사채 시장 전반의 경색현상이 완화되기 어려울 것으로 예상된다. 한편 저금리 기조로 국채 수익률이 현재 수준에서 크게 상승하기 어려울 것으로 보이므로 국채에 비해 상대적으로 수익률이 높은 우량등급 회사채에 대한 수요는 늘어날 것으로 전망된다.

무위험 이자율과 신용스프레드

회사채와 같은 신용채권에 대한 이론적인 가치평가모형은 크게 두가지로 발행 기업의 부채비율, 자산가치 등 내부요인을 이용하는 ‘구조형 모형’과 확률적 계산으로 평가하는 ‘축약형 모형’이 있다. 구조형 모형에서는 무위험 이자율(국채 금리)이 상승하면 기업의 자산가치가 상승하여 신용스프레드가 감소한다고 주장한다(Longstaff-Schwartz, 1995). 반면 축약형 모형에서는 무위험 이자율이 상승하면 부도위험에 대한 보상(프리미엄)이 증가하므로 신용스프레드가 확대된다고 주장한다(Jonkhart, 1979). 한편 비교적 근래에 나온 축약형 모형에서는 무위험 이자율은 신용스프레드에 영향을 미치지 않는다고도 한다(Jarrow-Turnbull, 1995).

두 변수의 관계에 대해 실증적으로 분석한 국내 연구에서도 결과가 상이하게 나타나고 있다. 조하현 및 이승국(2005)의 연구에서는 두 변수가 단기간에는 음(-)의 상관관계를 보이지만 장기적으로는 양(+)의 상관관계를 보인다는 결과를 도출하였다. 이에 비해 무위험 이자율이 상승하면 신용스프레드는 단기적으로 증가한 후 시간경과에 따라 조정된다는 분석도 있다(진익, 2005). 한편 2010년 이후 국채 수익률과 신용스프레드를 보면 일부 기간(음영 표시)에는 신용스프레드가 국채 수익률과 반대방향으로 움직이는 경향을 보이거나 장기적으로는 같은방향으로 움직이고 있음을 알 수 있다.



자료 : 금융투자협회

[참고문헌]

- 금융감독원, '15년도 대기업 수시 신용위험평가 결과 및 대응방안, 2015.12.30.
 _____, 금융통계정보시스템(fsis.fss.or.kr)
 _____, 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)
 금융투자협회, 채권정보센터(www.kofiabond.co.kr)
 조하현, 이승국, "신용스프레드의 결정요인에 관한 실증연구", 한국금융연구원, 2005.4.
 진익, "다변량 공적분포형에 의한 신용스프레드 결정요인 분석", 한국금융학회, 2005.2.
 한국기업데이터, 크레탑(www.cretop.com)
 한국기업평가, 2015년 3분기 신용등급 변동현황 분석, 2015.11.
 한국신용평가, 2015년 3분기 회사채 신용등급 변동현황, 2015.11.
 한국은행, 금융안정보고서, 2015.12.
 _____, 경제통계시스템(ecos.bok.or.kr)
 NICE신용평가, 2015년 3분기 장기신용등급 변동현황 분석, 2015.11.
 Jarrow, Turnbull, "Pricing Options on Financial Securities Subjective to Default Risk",
 Journal of Finance, 1995
 Jonkhart, "On the Term Structure of Interest Rates and the Risk of Default",
 Journal of Banking & Finance, 1979
 Longstaff, "Schwartz, A Simple Approach to Valuing Risky Fixed and Floating Rate debt",
 Journal of Finance, 1995

BNK경제인사이드 발간목록

2014

05	글로벌 금융위기 이후 동남권 수출의 변화와 시사점
06	부산지역 아파트 시장 동향과 전망
07	글로벌 해운시장 전망과 동남권 조선업의 과제
08	동남권지역의 고용구조 변화와 시사점
09	글로벌 금융위기 이후 엔화환율 동향과 전망
10	동남권 지방은행의 그룹화가 지역경제에 미치는 영향
11	2015년 동남권 경제전망
12	월드클래스 300기업의 특징과 지역기업에 대한 시사점

2015

01	G2경제 항방과 동남권 경제에 대한 시사점
02	최근 국제금융시장 진단과 시사점
03	동남권의 중남미 교류 현황과 과제
04	지역경제 혁신의 동력 - 사물인터넷
05	동남권 자동차산업 현황과 과제
06	동남권지역 서비스업 현황
07	최근 기업금융 현황
08	중국경제 전망과 동남권 경제에 대한 시사점
09	동남권지역 주택시장 현황
10	동남권 창업생태계와 발전과제
11	2016년 동남권 경제전망
12	경쟁력 우위 조선해양기자재업체의 특징

2016

01	중국경제에 대한 최근의 시각
02	회사채 시장 동향 분석



BNK 금융그룹 프로골프단

BNK금융그룹은 지역 프로골퍼 인재 육성과
지역 스포츠 발전에 지속적으로 기여하고 있습니다.

BNK프로골프단은 지역 출신의 잠재력이 우수한 선수들로 구성된
최초의 지역기반 프로골프단으로 소속 선수들 모두가 뜨거운 열정과 함성으로
팬 여러분들께 감동을 선사 할 것입니다.



BNK 금융그룹

BNK 부산은행 BNK 경남은행 BNK 투자증권 BNK 캐피탈
BNK 저축은행 BNK 자산운용 BNK 신용정보 BNK 시스템

BNK BNK금융지주

발행인 : 성세환

편집인 : 조성제

발행처 : BNK금융지주 (www.bnkfg.com)

주 소 : 부산광역시 남구 문현금융로 30(문현동)

연락처 : BNK금융경영연구소

Tel : 051-620-3180 Fax : 051-620-3199

이메일 : research@bnkfg.com

BNK금융지주 홈페이지에서 BNK경제인사이트 뿐만 아니라
경제 및 금융분야의 다양한 연구보고서를 확인하실 수 있습니다.