

저자



Jamie Weinstein
포트폴리오 매니저, 기업
부실채권 (Special Situations)



John Murray
포트폴리오 매니저, 글로벌 사모
부동산



Jason Steiner
포트폴리오 매니저, Private
Lending and Opportunistic
Strategies



Kris Kraus
포트폴리오 매니저,
Specialty Finance

사모 크레딧의 기회: 은행의 이탈에 따른 진입

은행들이 다양한 유형의 대출을 중단함에 따라 자본에 대한 수요가 공급을 앞지르게 되어, GFC 이후 사모 크레딧 부문에서 최고의 잠재적 기회를 제공하고 있습니다.

요점

- 은행들은 유동성 제약, 철저한 규제 조사, 높은 비용 구조로 인해 축소되고 있습니다.
- 은행의 후퇴로 인해 자본에 대한 수요가 공급을 초과하면서 많은 시장에서 경쟁이 줄어들고, 사모 크레딧 투자자에게는 새로운 기회와 잠재적으로 더욱 강력한 입지가 창출되었습니다.
- 특수 금융, 선순위 기업 대출, 상업용 부동산 부문의 사모 크레딧 분야에서 기회가 늘어날 것으로 예상됩니다.
- 우리가 볼 때 향후 몇 년은 다양한 목표를 가진 투자자들에게 사모 오퍼튜니티 세트 전반에 걸쳐 GFC 이후 최고의 빈티지가 될 수 있습니다.

40년 만에 가장 급격한 금리 인상의 여파는 글로벌 금융위기(GFC) 이후 사모 크레딧 투자자들에게 최고의 환경을 조성했을 수 있습니다.

은행들은 유동성 제약, 철저한 규제 조사, 높은 비용 구조로 인해 후퇴하고 있습니다. 급격한 금리 상승으로 인해 차입 비용이 증가하며 경제 전반에 걸친 과도한 유동성이 제거되었고, 더 많은 예금자들이 예금을 고금리 계좌로 옮기게 되었습니다. 또한, 10여년 만에 처음으로 진행되는 대대적인 은행 규제 개혁이 통과된다면 이는 내년에 발효될 것이며, 은행 자본이 이미 프리미엄 수준인 상황에서 자본 요건을 증가시킬 것입니다.

은행 축소로 인해 대출 시장이 공백이 생기자 사모 자본이 개입하여 은행에 안정적이고 장기적인 자금 조달원을 제공하는 동시에 은행의 전반적인 대차대조표 규모를 줄이는 데 도움을 줄 수 있었습니다.

이러한 변화하는 역학 속에서 사모 시장 오퍼튜니티 세트를 평가할 때에는 두 가지 중요한 차이점을 구별하는 것이 중요합니다.

먼저 우리는 현재의 크레딧 재고와 미래의 크레딧 인수(origination)를 구별해야 합니다. 우리는 현재 금리 환경이 기존 크레딧 재고의 상당 부분, 특히 풍부한 공급과 저금리 환경에서 인수된 기업 및 상업용 부동산 관련 크레딧에 압력을 가할 것으로 예상합니다. 그러나 은행 축소로 인해 많은 시장에서 경쟁이 감소하여, 새로운 인수 기회가 창출되고 남은 대출 기관의 입지는 더욱 강화되었습니다.

둘째, 유동성 문제에 직면한 은행에 대한 기술적 압력과 자산 자체에 영향을 미치는 펀더멘털의 압력을 구별해야 합니다. 소비자 대차대조표는 역사적으로 낮은 고정 모기지 금리를 확보하면서 놀라운 정도로 회복력이 있는 것으로 입증되었으며, 많은 기업이 낮은 쿠폰의 장기 고정 금리 채권을 발행하여 고금리 채권을 리파이낸싱했습니다. 따라서 은행은 소비자 및 비소비자 담보를 기반으로 하는 다양한 자산 기반 금융 분야에서 유동성 압박에 직면하고 있지만 실제로 자산 자체의 펀더멘털은 상당히 견고합니다. 이와 대조적으로, 차입금이 높은 차입자가 변동 금리 이자 지불이나 임박한 부채 만기를 충족하기 위해 애쓰고 있는 기업 크레딧 분야에서는 펀더멘털의 취약성이 명백해지고 있습니다. 우리는 재정 정책이 긴축적으로 돌아서고 경기가 둔화되면서 스트레스가 악화되고 확산될 것이며, 이는 사모 크레딧 투자자들에게 기회를 창출할 수 있다고 믿습니다.

부동산 시장 또한 고유의 어려움에 직면해 있습니다. 미국과 유럽에서는 3조 6천억 달러 규모의 상업용 부동산(CRE) 대출이 2025년까지 만기되며, 그 중 다수는 연장 자격을 충족하지 못할 수 있습니다.¹ 은행 축소 문제를 더욱 악화시키는 것은 상장된 모기지 REIT 및 CMBS 발행자와 같이 일반적으로 자금 조달에 의존하는 다른 대출 기관의 유사한 감소이며, 이들 역시 각자 몫의 어려움을 겪고 있습니다. 결과적으로, 우리는 부동산 관련 크레딧의 오퍼튜니티 세트가 투자 주기 동안 부동산 주식에 비해 더 큰 규모로 유지될 것으로 예상합니다.

투자 시사점

자본에 대한 수요가 공급을 앞지르면서 투자자들은 사모 크레딧 내 유동성 주도 기회와 기업 및 부동산 차입자의 자본 구조 문제를 해결하는 보다 복잡한 거래의 조합으로부터 이익을 얻을 수 있습니다. 여기서 중요한 것은 특수 금융, 부동산 및 기업 크레딧 전반을 아우르는 사모 크레딧의 오퍼튜니티 세트에 대한 광범위한 정의입니다. 인내심도 중요합니다. 자산 소유자가 불확실한 통화 정책, 성장 둔화 가능성, 지정학적 긴장 고조에 직면하면서 이러한 기회들 중 다수가 앞으로 몇 달, 몇 년에 걸쳐 발생할 것이기 때문입니다. 스트레스 주기의 초기 단계에서 우리는 밸류에이션 오버슈트 및 혼란을 활용할 준비를 하면서, 유동성을 높이는 것을 선호합니다.

특수 금융소비자와 중소기업을 대상으로 한 담보 기반 대출인 특수 금융은 글로벌 금융위기 이후 유의미한 수준으로 규모가 성장했으며, 은행이 특히 주택 모기지 분야 등 여러 부문에 걸쳐 축소하면서 남겨진 유동성 격차를 메웠습니다. 그러나 많은 전문 대출 기관은 단기 저비용 은행 신용 한도(이른바 웨어하우스)에 의존하여 인수하는 대출 자금을 조달하고, 잘 작동하는 증권화 시장에 의존하여 판매합니다. 최근 유동성 압박 속에서 지역 은행들은 웨어하우스 신용 한도를 삭감한 한편, 증권화 시장은 악화되었습니다. 이는 전문 대출 기관들의 안정적인 자본 원천 다변화에 대한 필요성을 강조하고 있습니다.

우리는 사모 크레딧 투자자가 세 가지 방법을 통해 자본을 제공할 수 있는 기회가 있다고 봅니다. 규모는 훨씬 작지만 여전히 대출을 제공하는 은행; 비은행 대출 기관; 차입자에게 직접 제공입니다. 가장 크게 확신을 갖고 있는 부문은 주거용 모기지 크레딧, 태양열 및 주택 개보수 대출, 장비 금융 및 항공기 임대입니다. 가용 은행 자본이 위축되고 특수 대출에 대한 수요가 증가함에 따라 가격은 더욱 매력적이 되었습니다. 이는 우리가 믿는 중장기적인 추세의 시작입니다.

1 미국 CRE 만기 데이터: Morgan Stanley; 영국 및 유럽 CRE 만기: JLL.

우리가 보기에 이 부문은 사모 기업 대출 및 주식과 같은 다른 사모 자산군보다 잠재적으로 더 높은 위험 조정 수익률을 제공하는 흥미로운 기회를 나타냅니다. 오늘날의 불확실한 인플레이션과 금리 궤적 속에서 자산의 듀레이션이 짧아지면 원금이 만기 시 일괄 지급되기보다는 시간이 지남에 따라 상환되므로 변동성이 줄어들 수 있습니다. 또한 다양한 대출 및 차입자 유형은 잠재적으로 심층적인 다변화를 제공하여, 역사적으로 시장, 경제 및 서로에 대해 낮은 투자 수익률과의 상관관계를 생성했습니다.²

선순위 기업 대출기업 레버리지는 급등했으며, 특히 선순위 변동 금리 대출 시장에서 그 규모가 GFC 이후 거의 3조 달러로 3배로 증가했습니다.³ 특히 대출 시장의 사모 부문에서 스트레스가 증가할 것으로 예상합니다. 이러한 차입자 중 다수는 자본 시장에 대한 접근성이 낮고, 경기 침체에 더욱 취약한 소규모의 차입금이 높은 기업입니다. 급격한 이자율 상승으로 인해 투자 등급 이하의 차입자 중 다수가 더 높은 부채 상환 비용을 감당하기 위해 고군분투하게 될 수 있습니다.

차입자의 이러한 펀더멘털 스트레스는 더 광범위한 유동성 부족을 야기할 수 있으며, 우리의 견해로는 선순위 대출에 투자하는 사모 부채 펀드 매니저(직접 대출 기관으로 알려짐)가 은행이 빌려주는 담보 풀에서 부실 대출을 제거해야 함에 따라 더욱 심화될 가능성이 높습니다. 결과적으로, 신용 품질을 향상시키고, 투자자에 대한 목표 수익률 분배를 유지하며, 길고 오랜 시간이 소요되는 구조 조정 프로세스를 피하기 위해 점점 더 많은 매니저가 실적이 저조한 채권을 상당한 할인가에 판매해야 할 것으로 예상됩니다.

유동성 계약의 전통적인 원천인 오퍼튜니스틱 크레딧 매니저가 개입하여 큰 유동성 격차를 메우고 더 높은 스프레드와 더 엄격한 커버넌트를 요구할 수 있습니다. 우리는 투자자들이 이러한 대출을 할 인된 가격으로 매입하거나 보다 유연한 대출 및 자본 구조를 통해 기업에 직접 리파이낸싱할 수 있는 기회가 커질 것으로 기대합니다.

상업용 부동산 CRE 시장은 GFC 이후 가장 심각한 혼란을 겪고 있지만, 오피스 부문 이외의 펀더멘털은 지금까지 대체로 유지되고 있습니다. 확실히 하자면 현재의 혼란은 자본 시장에서 비롯됩니다. 금리 상승은 벨류에이션을 압박했고, 지속적인 금융 시장 변동성을 유발하였으며, 공모 및 사모 부채와 주식의 유동성을 축소시켰습니다.

공모 및 사모 부채 모두에서 정상과 부실 크레딧을 아우르는 사모 크레딧 기회가 부상하고 있습니다. 중요한 점은 현재의 역학 관계가 대출 기관에 더 엄격한 대출 커버넌트, 더 낮은 LTV 및 더 높은 총수익 잠재력을 보유한 더 높은 품질의 담보로 보증된 대출을 인수하고 취득할 수 있는 기회를 제공하고 있다는 것입니다.

정상 크레딧 내에서는 전환기 대출, 또는 임대, 재개발, 건설 프로젝트에 대한 대출이 즉각적으로 급증하고 있습니다. 현재 전환기 대출은 보통 수준의 레버리지에서 어떤 경우에는 레버리지 없이 높은 한자릿수에서 10%대 초반의 수익을 창출합니다. 또한 은행들은 유동성과 자본 비율을 관리하고 미래의 잠재적 문제를 미리 해소하기 위해 매력적인 할인가에 정상 대출을 매각하고, 성과가 저조하거나 만기 시 상황에 어려움을 겪을 가능성이 큰 대출을 매각하고 있습니다.

우리는 또한 자산 및 지주 회사 단 모두에서 구제 금융에 대한 필요성이 증가하고 있음을 관찰했습니다. 이는 우선주와 메자닌 부채의 형태로 브릿지 자본을 제공할 매력적인 기회를 창출하고 있습니다.

결론

사모 크레딧 투자자로서 이는 우리가 기다려온 환경입니다. 전례 없는 속도의 금리 인상과 그에 따른 변동성은 유동적인 공모 시장에 풍부한 잠재적 기회를 제공하고 있으며, 언더라이팅이 느슨해진 시장 영역에서는 사모 기회가 구체화되기 시작했습니다. 향후 몇 년은 광범위한 투자자 목표를 달성하기에 사모 오퍼튜니티 세트 전반에 걸쳐 훌륭한 빈티지가 될 것이라고 우리는 믿습니다. 자본에 대한 수요가 공급을 앞지르는 상황에서 투자자들은 강력한 수익을 창출하기 위해 큰 위험을 감수할 필요가 없을 것입니다.

2 Preqin, 2023년 6월 30일 기준

3 S&P LCD(2022년 12월 31일)

모든 투자는 리스크를 수반하며 가치가 하락할 수 있습니다. 사모 크레딧은 유동성 리스크를 가진 비상장 유가증권에 대한 투자를 수반합니다. 사모 크레딧에 투자하는 포트폴리오는 레버리지를 활용할 수 있으며, 투자 손실 리스크를 확대하는 투기성 투자 관행을 사용할 수 있습니다. 또한, 사모 크레딧은 부동산 관련 리스크에 노출될 수 있습니다. 이러한 리스크에는 새로운 규제 도입이나 입법, 부동산의 매력 수준과 위치, 임차인 재정 상태, 환경 및 기타 법에 따른 책임, 그리고 운용사의 통제권 밖에 있는 자연재해 및 기타 요인을 포함합니다. **모기지 및 자산유동화증권은 금리변동에 민감할 수 있고 조기상환 리스크가 따르며, 그 가치는 발행사의 신용도에 대한 시장의 인식에 따라 변동할 수 있습니다.** 일반적으로 어떤 형태로든 정부기관이나 민간 보증기관에 의해 보증되지만, 민간 보증기관이 의무를 충족할 것이라는 보장은 없습니다. 주식은 일반 시장, 경제 및 업계 여건의 실제 상황과 그에 대한 인식 모두로 인해 그 가치가 하락할 수 있습니다. 부실기업에 대한 (주식 및 채권) 투자는 투기적인 성격을 가지며, 더 높은 수준의 크레딧, 발행사 및 유동성 위험을 가질 수 있고, 부도채권의 상황에는 상당한 불확실성이 내재되어 있습니다. 이런 기업들은 구조조정 또는 파산 절차에 돌입할 수 있습니다. 분산 투자는 손실방지를 보장하지 않습니다.

금융시장 동향이나 포트폴리오 전략에 대한 설명은 현재 시장 상황을 기반으로 작성되었으며, 이는 변동될 수 있습니다. 이런 투자 전략이 모든 시장 환경에서 효과가 있거나 모든 투자자에게 적합하다는 보장은 없으므로, 각 투자자는 본인의 장기투자 역량, 그 중에서도 특히 시장 하락기에 투자 가능한 지를 평가해야 합니다. 전망과 전략은 고지 없이 변경될 수 있습니다. 본 자료에 포함된 예측, 추정 및 특정 정보는 자체 리서치에 기초한 것이며 일체 금융상품의 매매에 관한 투자 조언, 제안 또는 권유로 해석되어서는 안 됩니다. 전망과 예측치에는 내재된 한계가 있으며, 실제 성과 기록과는 달리 실제 거래, 유동성 제약 조건, 수수료 및/또는 기타 비용이 반영되지 않았습니. 또한, 미래의 결과에 대한 언급은 특정 고객 포트폴리오가 달성할 추정 수익이나 결과물을 약속하는 것으로 해석하여서는 안 됩니다.

본 자료에는 당 운용사의 현재 견해가 포함되어 있으며, 그러한 견해는 통지 없이 변경될 수 있습니다. 본 자료는 오로지 정보 제공 목적으로만 배포되는 것이며, 특정 증권, 전략 또는 투자상품에 대한 투자자문이나 권유로 간주하여서는 안 됩니다. 본 자료에 포함된 정보는, 신뢰할 만하다고 간주되지만 신뢰성이 보장되지 않는 정보원에서 입수한 것입니다.

PIMCO는 자격을 갖춘 기관, 금융 중개인 및 기관 투자자에게 서비스를 제공합니다. 개인 투자자는 재정 상황에 가장 적합한 투자 옵션을 결정하기 위해 자신의 재무 전문가에게 문의해야 합니다. 이 자료는 관리자의 의견이 포함되어 있으며 이러한 의견은 예고 없이 변경될 수 있습니다. 이 자료는 정보 제공의 목적으로만 배포되었으며 특정 보안, 전략 또는 투자 상품에 대한 투자조언이나 추천으로 간주되어서는 안 됩니다. 여기에 포함된 정보는 신뢰할 수 있다고 여겨지지만 보장되지 않는 출처에서 얻은 것입니다. **PIMCO Asia Limited**(Suite 2201, 22nd Floor, Two International Finance Centre, No. 8 Finance Street, Central, Hong Kong)는 증권선물법에 따라 유형 1, 4 및 9 규제 활동에 대해 증권선물위원회로부터 허가를 받았습니다. PIMCO Asia Limited는 한국금융감독위원회에 국경간 일임관리업으로 등록되어 있습니다 (등록번호 08-02-307). 자산 관리 서비스 및 투자 상품은 그러한 서비스 및 상품의 제공이 승인되지 않은 사람에게 제공되지 않습니다. | 이 자료의 어떠한 부분도 명시적인 서면 허가 없이는 어떤 형태로든 복제하거나 다른 간행물에서 언급할 수 없습니다. PIMCO는 미국 및 세계 각국에 등록된 Allianz Asset Management of America LLC의 상표입니다. ©2023, PIMCO