

CreditWatch

코코본드 사태, 어디까지 더 갈 수 있을까? ②

AT1의 미래: 장기적으로 존재 가치에 대한 탐닉

이번 CS AT1 사태는 의미있는 선례로 남을 것이다. 유럽 AT1 \$2,750억 중 10% 이상의 물량이 올해 콜 상황을 기다리고 있다. 그 동안 유럽은 바젤3에서 규정하는 기본 자기자본 비율 충족 (Tier 1)을 위해 CET1 (보통주 자본)과 AT1 (신종자본증권)을 동시에 활용해왔다. AT1은 채권의 형태이나 자본으로 인정되었기에 CET1을 통한 자본조달을 일정 부분 대신할 수 있다. (비용 부담 축소 가능) 그런데 이번 사태로 AT1의 후순위 리스크가 부각되면서 조달 비용이 상승해, 해당 기업은 높은 비용의 신규 발행을 하거나 다른 자본조달 루트를 찾아야 한다. 만약 AT1 발행 비용이 CET1 비용을 초과한다면 AT1의 발행은 무색해진다. 이미 AT1 자본의 CET1 자본으로의 대체 가능성이 논의되고 있는 만큼 장기적 존재가치에 대해 의구심이 든다.

다행히, EU와 영국은 AT1 손실 흡수 (Loss Absorption) 메커니즘이 스위스와 상당히 차별화되어 있음을 주장하면서 이번 사태의 유럽 내 전염 가능성을 일축했다. 사실 이번에 문제가 되었던 CS AT1의 손실 흡수 방법은 "Permanent WriteDown"인 반면 유럽 타 지역과 영국은 "Temporary WriteDown" 또는 "Equity Conversion"을 50대50으로 사용하고 있다. 게다가 이들은 CS 발행 계약서 상의 "은행 파산으로 인한 손실 부과 시, 금융 당국은 어떤 우선 원칙도 따르지 않을 수 있다"는 조항이 포함되어 있지 않음을 강조하며 다시 한번 시장의 안정성을 강조했다.

또 하나의 AT1 시장 변화는 기계적 콜 상황에 대한 인식 변화일 것이다. 이번 사태를 겪으면서 유럽 당국은 다시 한번 자본 완충력 보안을 위한 규제를 강화할 가능성이 높은 만큼 일부 콜 상황의 딜레이 가능성도 존재한다. 지난해 11월, 높아진 발행 금리에 APRA (호주 금융감독국)는 호주 내 AT1의 비 효율적 콜 옵션 행사를 자제 시킨 사례도 존재한다. 맹목적 관행으로 Call 행사를 기대하기 어려워진 만큼 투자자들도 향후 AT1에 대해 신중한 접근이 필요해 보인다.

전통의 통화 긴축은 금융 타이트닝으로 전환돼 시장 둔화를 유도해 나갈 것

이번 신용 사태로 불거진 금융시장 불안은 단기간 내 해결되긴 어렵다. 과격했던 긴축의 누적 효과가 미국 중소 은행들과 유럽 AT1 시장을 흔들면서 모습을 드러냈다. 중앙은행과 정부는 문제점 보안을 위해 해결책 강구는 물론 은행 자본 건전성 레벨을 강화할 것이다. AT1 자본조달 비용 상승과 은행들의 전반적 리스크 축소는 결국 은행 대출태도의 긴축으로 이어져 산업 전반으로의 비용 전가가 불가피해졌다. 전형적인 통화 긴축은 이제 금융 타이트닝이란 형태로 시장 둔화를 유도할 것이며, 이는 몇 차례의 금리 인상 효과에 상응할 수 있다. 이미 유동성에 가장 취약한 하이일드 스프레드가 급등했고 우량 회사채 시장도 불확실성에 움직이고 있는 만큼 긴장의 고삐를 쉽게 놓기 어려운 상황이다.

Investment Strategy

Global Credit



Global Credit 이영주
02-3771-7788
leeyoungju@hanafn.com

RA 하영민
02-3771-7720
hyeongmin.ha@hanafn.com

Compliance Notice

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포될 수 없습니다. 또한, 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙 자료로 사용될 수 없습니다.

KEY CHART FIRST.

표 1. 글로벌 은행 AT1 콜 상환 예정 리스트 (22년 미상환 사례 포함)

Issuer	통화	만기 유형	First Call Date	잔존금액 (억달러)	쿠폰	콜 행사 여부
BANK OF NOVA SCOTIA	USD	PERP/CALL	10/12/2022	12.50	7.454	No
JPMORGAN CHASE & CO	USD	PERP/CALL	11/01/2022	12.60	7.394	No
GOLDMAN SACHS GROUP INC	USD	PERP/CALL	11/10/2022	15.00	7.733	No
SHAWBROOK GROUP	GBP	PERP/CALL	12/08/2022	0.01	10.298	No
RAIFFEISEN BANK INTL	EUR	PERP/CALL	12/15/2022	7.37	8.659	No
CREDIT EUROPE GROUP NV	USD	PERP/CALL	12/18/2022	0.50	10.250	No
FUBON BANK HONG KONG	USD	PERP/CALL	12/29/2022	0.00	4.85	No
CITIGROUP INC	USD	PERP/CALL	01/30/2023	15.00	8.87	No
CITIGROUP INC	USD	PERP/CALL	02/15/2023	7.50	9.094	No
E*TRADE FINANCIAL CORP	USD	PERP/CALL	03/15/2023	0.00	5.3	No
TOTALBANKEN A/S	DKK	PERP/CALL	03/22/2023	0.02	7.074	No
STANDARD CHARTERED PLC	USD	PERP/CALL	04/02/2023	10.00	7.75	No
SVEA BANK AB	SEK	PERP/CALL	04/03/2023	0.36	8.351	No
IBERCAJA BANCO SA	EUR	PERP/CALL	04/06/2023	4.30	7	No
HUNTINGTON BANCSHARES	USD	PERP/CALL	04/15/2023	5.00	5.7	No
DEUT PFANDBRIEFBANK AG	EUR	PERP/CALL	04/28/2023	3.70	5.75	No
JPMORGAN CHASE & CO	USD	PERP/CALL	05/01/2023	15.00	5.15	No
RAIFFEISEN SCHWEIZ	CHF	PERP/CALL	05/02/2023	4.01	2	No
CITIGROUP INC	USD	PERP/CALL	05/15/2023	12.50	5.35	No
BANK OF AMERICA CORP	USD	PERP/CALL	06/01/2023	10.00	5.2	No
PNC FINANCIAL SERVICES	USD	PERP/CALL	06/01/2023	5.00	4.85	No
UNICREDIT SPA	EUR	PERP/CALL	06/03/2023	14.00	6.625	No
TF BANK	SEK	PERP/CALL	06/07/2023	0.12	9.943	No
ZIONS BANCORP NA	USD	PERP/CALL	06/15/2023	0.99	5.8	No
BANK OF NEW YORK MELLON	USD	PERP/CALL	06/20/2023	5.00	4.5	No
SPAREKASSEN SJAELLAND	DKK	PERP/CALL	06/26/2023	0.44	6.5	No
PUBLIC BANK BERHAD	MYR	PERP/CALL	06/26/2023	0.25	5.08	No
VESTJYSK BANK A/S	DKK	PERP/CALL	06/26/2023	0.08	7.5	No
LLOYDS BANKING GROUP PLC	GBP	PERP/CALL	06/27/2023	2.25	7.625	No
SPAREKASSEN DANM AF 1871	DKK	PERP/CALL	06/29/2023	0.31	7.555	No
FIFTH THIRD BANCORP	USD	PERP/CALL	06/30/2023	6.00	5.1	No
CITIZENS FINANCIAL GROUP	USD	PERP/CALL	07/06/2023	3.00	6	No
CREDIT SUISSE GROUP AG	USD	PERP/CALL	07/17/2023	0.00	7.5	No
WUESTENROT BAUSPARKASSE	EUR	PERP/CALL	07/31/2023	0.40	5.96	No
AFFIN BANK BHD	MYR	PERP/CALL	07/31/2023	1.24	5.8	No
JPMORGAN CHASE & CO	USD	PERP/CALL	08/01/2023	15.00	6	No
BANK OF CHINA HONG KONG	USD	PERP/CALL	09/14/2023	30.00	5.9	No
BARCLAYS PLC	USD	PERP/CALL	09/15/2023	25.00	7.75	No
CAIXABANK SA	EUR	PERP/CALL	09/19/2023	5.84	6.375	No
ADIB CAPITAL INVEST TWO	USD	PERP/CALL	09/20/2023	7.50	7.125	No
CREDIT SUISSE GROUP AG	CHF	PERP/CALL	09/22/2023	0.00	3.875	No
HSBC HOLDINGS PLC	SGD	PERP/CALL	09/24/2023	5.49	5	No
BANCO BILBAO VIZCAYA ARG	EUR	PERP/CALL	09/24/2023	11.80	5.875	No
AL AHLI BANK OF KUWAIT	USD	PERP/CALL	09/26/2023	3.00	7.25	No
SPAREKASSE KRONJY	DKK	PERP/CALL	09/28/2023	0.23	8.177	No
BANCO SANTANDER SA	EUR	PERP/CALL	09/29/2023	11.80	5.25	No
HSBC HOLDINGS PLC	EUR	PERP/CALL	09/29/2023	11.30	6	No
ABANCA CORP BANCARIA SA	EUR	PERP/CALL	10/02/2023	2.89	7.5	No
SOCIETE GENERALE	USD	PERP/CALL	10/04/2023	12.50	7.375	No
AFFIN ISLAMIC BANK BHD	MYR	PERP/CALL	10/18/2023	0.72	5.65	No
CIMB BANK BHD	MYR	PERP/CALL	10/23/2023	2.40	5.4	No
CIMB GROUP HOLDINGS BHD	MYR	PERP/CALL	10/23/2023	2.40	5.4	No
ZUERCHER KANTONALBANK	CHF	PERP/CALL	10/30/2023	7.82	2.125	No
VONTOBEL HOLDING AG	CHF	PERP/CALL	10/31/2023	4.54	2.625	No
CHINA CITIC BANK INTL	USD	PERP/CALL	11/06/2023	5.00	7.1	No
SPAREKASSEN SJAELLAND	DKK	PERP/CALL	11/13/2023	0.06	6.25	No

UBS GROUP AG	SGD	PERP/CALL	11/28/2023	5.10	5.875	No
CREDIT SUISSE GROUP AG	USD	PERP/CALL	12/11/2023	0.00	7.5	No

자료: Bloomberg, 하나증권

표 2. 글로벌 은행 AT1 손실 흡수 메커니즘 (Loss Absorption Principle)

Issuer	Loss Absorption	Trigger %	기준
SPAREBANK 1 SOROST-NORGE	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
BRABANK ASA	Temporary Write Down	5	Tier 1 Ratio
AASEN SPAREBANK	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
OSLOFJORD SPAREBANK	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
TINN SPAREBANK	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
SPAREBANK 1 NORDMOERE	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
SKUE SPAREBANK	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
LEA BANK ASA	Permanent Write Down	5	Core Tier 1 Ratio
BIEN SPAREBANK ASA	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
SPAREBANK 1 BOLIGKREDITT	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
SHAWBROOK GROUP	Permanent Write Down	7	Common Equity Tier 1 Ratio
RAIFFEISEN BANK INTL	Temporary Write Down	5	Core Tier 1 Ratio
SKAGERRAK SPAREBANK	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
SPAREBANK 1 SMIN	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
VOSS VEKSEL-LANDMANDSBK	Temporary Write Down	5	Core Tier 1 Ratio
STOREBRAND BANK ASA	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
SKUE SPAREBANK	Temporary Write Down	5	Core Tier 1 Ratio
ROMSDAL SPAREBANK	Temporary Write Down	5	Core Tier 1 Ratio
SPAREBANKEN VEST	Temporary Write Down	5	Core Tier 1 Ratio
TOTALBANKEN A/S	Temporary Write Down	7	Common Equity Tier 1 Ratio
STANDARD CHARTERED PLC	Equity Conversion	7	Common Equity Tier 1 Ratio
IBERCAJA BANCO SA	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
LANDKREDITT BANK	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
DEUT PFANDBRIEFBANK AG	Temporary Write Down	7	Common Equity Tier 1 Ratio
RAIFFEISEN SCHWEIZ	Temporary Write Down	7	Common Equity Tier 1 Ratio
JAREN SPAREBANK	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
JERNBANEPERSONALETS SBK	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
UNICREDIT SPA	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
SOGN SPAREBANK	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
SELBU SPAREBANK	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
ANDEBU SPAREBANK	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
ORKLA SPAREBANK	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
VESTJYSK BANK A/S	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
LLOYDS BANKING GROUP PLC	Equity Conversion	7	Common Equity Tier 1 Ratio
SPAREKASSEN DANM AF 1871	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
SPAREBANKEN SOR	Temporary Write Down	5	Core Tier 1 Ratio
CREDIT SUISSE GROUP AG	Permanent Write Down	7	Common Equity Tier 1 Ratio
SPAREBANK 1 NORD NORGE	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
SPAREBANK 1 SMIN	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
SPAREBANK 1 OSTFOLD AKER	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
SPAREBANKEN VEST	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
BARCLAYS PLC	Equity Conversion	7	Common Equity Tier 1 Ratio
CAIXABANK SA	Equity Conversion	5	Common Equity Tier 1 Ratio
SANDNES SPAREBANK	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
CREDIT SUISSE GROUP AG	Permanent Write Down	7	Common Equity Tier 1 Ratio
BANCO BILBAO VIZCAYA ARG	Equity Conversion	5	Common Equity Tier 1 Ratio
SPAREKASSE KRONJY	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
BANCO SANTANDER SA	Equity Conversion	5	Common Equity Tier 1 Ratio
HSBC HOLDINGS PLC	Equity Conversion	7	Common Equity Tier 1 Ratio
ABANCA CORP BANCARIA SA	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
SOCIETE GENERALE	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
NIDAROS SPAREBANK	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
BN BANK ASA	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
ZUERCHER KANTONALBANK	Partial Permanent Write Down	7	Common Equity Tier 1 Ratio
VONTOBEL HOLDING AG	Non Specified	7	Common Equity Tier 1 Ratio
SPAREKASSEN SJAELLAND	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
ZHONGYUAN BANK CO LTD	Equity Conversion	5	Core Tier 1 Ratio
CULTURA SPAREBANK	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
EIKA GRUPPEN AS	Temporary Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio
CREDIT SUISSE GROUP AG	Permanent Write Down	5	Common Equity Tier 1 Ratio

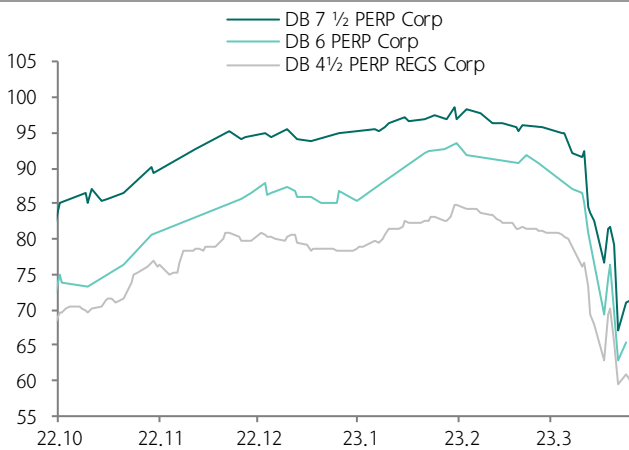
자료: Bloomberg, 하나증권

표 3. 유럽 주요 은행 Tier1 대비 AT1 비중, CET1 비율, CDS 프리미엄 수준, (콜 상환 도래 예정) AT1 금리

Issuer	Tier1 대비 AT1 비중 (%)	CET1 비율 (%)	CDS 프리미엄 (bp)	AT1 YTM (% 3/28 기준)	AT1 YTM (% 3/1 기준)
UBS Group	22.1	14.2	132.45	7.108	6.812
Barclays	22.0	13.9	141.75	9.670	8.573
Societe Generale	17.2	13.5	99.39	9.140	8.082
Standard Chartered	16.0	14.0	94.99	41.425	6.201
Deutsche Bank	15.0	13.4	186.72	11.853	8.885
HSBC	14.2	14.2	90.20	8.601	8.254
NatWest Group	13.4	14.2	97.09	9.964	9.149
Nordea	12.1	16.4	47.84	7.741	7.245
ING Group	11.7	14.5	86.29	8.651	7.845
Lloyds	11.6	15.1	84.68	9.381	8.978
BNP Paribas	11.2	12.3	75.63	8.753	7.979
BBVA	10.8	12.7	78.09	9.233	8.708
Santander	10.6	12.2	76.02	8.855	8.032
UniCredit	10.6	16.7	124.66	9.661	9.370

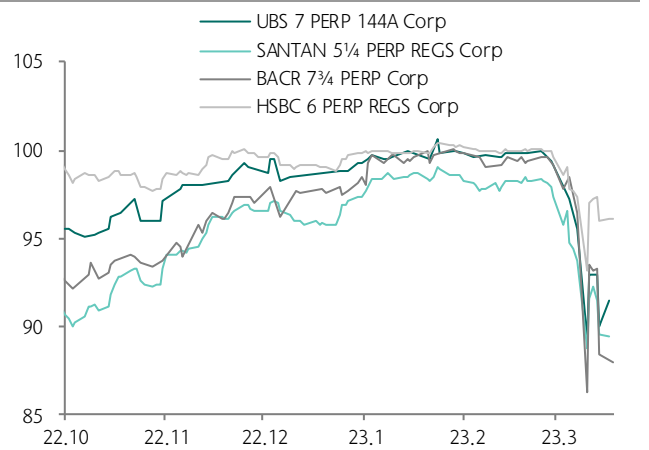
자료: Bloomberg, 하나증권

그림 1. 도이치뱅크 AT1 가격 추이



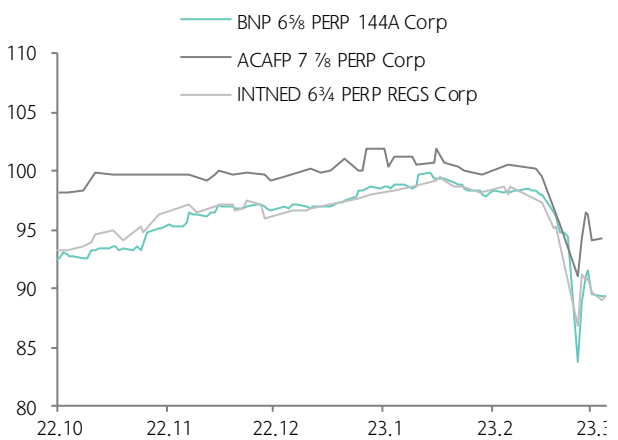
자료: Bloomberg, 하나증권

그림 2. 유럽 주요 은행별 AT1 가격 추이 1



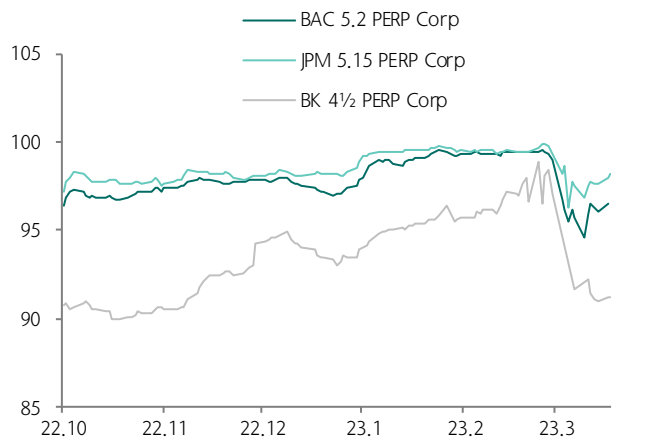
자료: Bloomberg, 하나증권

그림 3. 유럽 주요 은행별 AT1 가격 추이 2



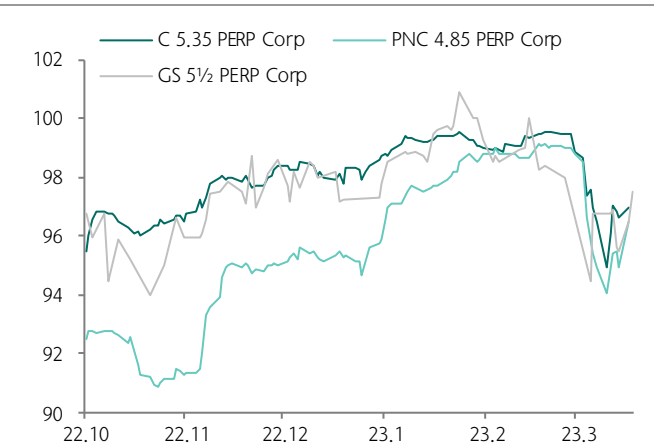
자료: Bloomberg, 하나증권

그림 4. 미국 주요 은행별 AT1 가격 추이 1



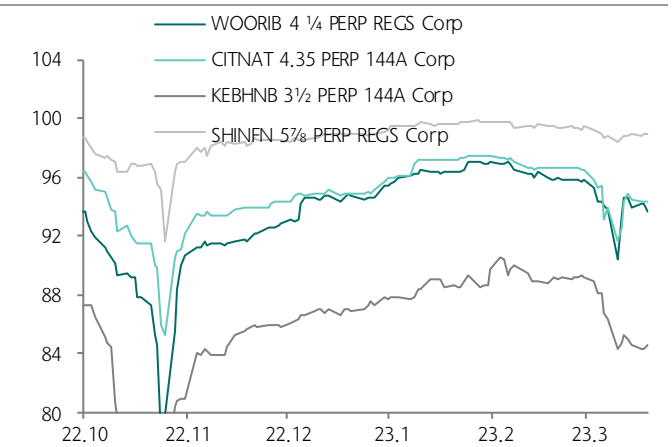
자료: Bloomberg, 하나증권

그림 5. 미국 주요 은행별 AT1 가격 추이 2



자료: Bloomberg, 하나증권

그림 6. 한국 주요 은행별 AT1 가격 추이



자료: Bloomberg, 하나증권