

미국 신용등급 하향 조정에 대한 시장참가자 평가

1. Moody's社 미국 신용등급 하향 조정

- 지난 금요일(5.16일) 글로벌 신용평가사 Moody's社は ① 재정적자 증가, ② 정부의 부채부담 증가 전망 및 ③ 재정 건전성 개선 어려움 등을 제시하며 미국의 장기신용등급을 Aaa에서 Aa1으로 하향 조정*

* 전망은 '부정적(negative)'에서 '안정적(stable)'으로 변경

- 10년 동안 연방지출*은 지속적으로 증가한 반면, 감세 등으로 재정수입은 감소함에 따라 세금·지출을 유의미하게 조정하지 않는다면 재정적자**는 2035년 GDP 대비 9% 수준(2024년 6.4%)에 근접할 것으로 추정

* 이자비용을 포함한 의무지출은 2024년 총지출의 73%에서 2035년 78%로 증가 전망

** 2017년 감세법(Tax Cuts and Jobs Act) 연장시 향후 10년동안 기본재정(이자지급 제외) 적자가 약 4조달러 증가할 것으로 예상

⇒ 동 발표(16:40분경)가 주식시장 마감 이후 채권시장 마감 직전 발표됨에 따라 금융시장 가격변수에 미친 영향을 평가하기는 어려웠던 가운데 금일 시장 반응에 시장관심이 집중

2. 시장참가자 평가

- 시장참가자들은 美 신용등급 하향조정이 ① 미 재정적자 문제는 새로운 이슈가 아니라는 점, ② 이전 강등시와 매크로 환경이 상이한 점, ③ 관세 충격으로 미국채 리스크프리미엄이 既 상승한 점 등을 근거로 과거에 비해 금융시장에 미치는 영향은 제한적인 것으로 평가

- (예측 가능성) 글로벌 3대 신용평가사중 여타 2곳은 이미 신용등급을 既하향*한 가운데 Moody's社도 23.11월에 미국 신용등급 전망을 안정적에서 부정적으로 하향조정**한 바 있어 금번 강등은 어느정도 예상되었음

* S&P社は 2011.8.5일, Fitch社は 2023.8.1일 미국의 신용등급을 AAA에서 AA+로 강등한 바 있음

** 과거에도 전망을 먼저 하향('stable' → 'negative')하고 실제 신용등급을 12~18개월 후에 하향하는 사례가 많았음

— 금번 신용등급 강등의 주요 근거로 제시한 재정적자 이슈는 작년 대선 때부터 부각됨에 따라 시장참가자들은 금융시장에 일정부분 반영되었다고 평가*

* 금번 Moody's社の 신용등급 강등은 S&P社 및 Fitch社の 후행조치로서 금융시장의 'game changer'가 되지는 못할 것(Citi, Goldman Sach 등)

- (매크로 환경 상이) 11.8월 S&P社의 미국 신용등급 강등시*에는 현재보다 거시경제 환경이 취약한 가운데 처음 발생한 강등으로 금융시장에 대한 영향이 상대적으로 컸음

* 23.8월 강등시에는 첫 번째 강등때와 비교했을 때 시장변동성이 큰 폭으로 확대되지 않았으며 금융시장에 미친 영향도 제한적이었던 것으로 평가("＜참고＞ 과거 미국 신용등급 강등시 금융시장 반응" 참조)

- 남유럽 재정 이슈 등으로 유로존 부채 위기가 고조되었던 가운데 美 공화당·민주당간 극심한 정치적 대립으로 default 위기*가 상당히 고조된 가운데 예상치 못한 S&P社의 신용등급 강등이 발생

* Obama 대통령 집권시로 하원은 공화당이 다수인 상황에서 공화당내 강경파가 지출 삭감 없이 부채한도 합의는 불가하다는 입장을 견지하면서 디폴트 시한인 2011.8.2일 몇시간 전까지도 양당간 협상이 타결되지 않아 글로벌 금융시장에 혼란을 야기

- (미국채 프리미엄 既 상승) 상호관세 발표(Liberation Day) 이후 미달러화 자산에 대한 신뢰 약화 우려가 증대됨에 따라 미국채는 여타 선진국 국채에 비해 높은 리스크프리미엄을 보이고 있어 국채금리의 추가 상승여력은 제한적

- 각국의 재정건전성, 정치리스크, 글로벌 투자수요 등을 전반적으로 반영하는 국채 리스크프리미엄은 독일, 일본 등에 비해 높은 수준*

* 과거 글로벌 3대 신용평가사 신용등급 하향시 국채/OIS 스프레드 변화 등으로 추정시 미국은 일본, 독일, 네덜란드, 스페인 등에 비해 높은 리스크프리미엄을 보유(JP Morgan) 한편 지난 Fitch社의 신용등급 강등으로 미국채의 AAA등급 지위가 박탈#됨에 따라 AAA등급만을 투자하는 투자자의 강제적인 매각도 부재할 것으로 예상

일반적으로 3개의 신용평가사로부터 신용등급을 받는 경우 3개중 2개가 AAA이면 AAA 등급 채권으로 간주

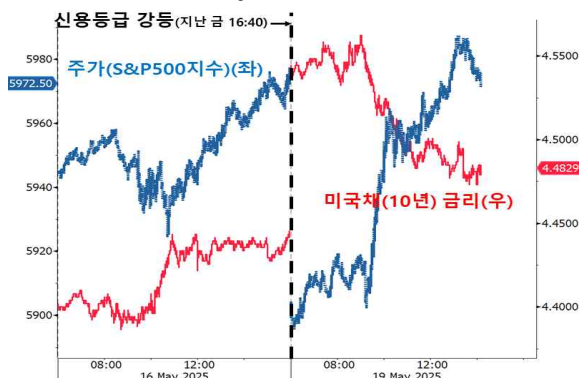
- 이에 따라 장초반 국채금리(10년물)는 상승하고 주가는 하락하였으며, 미달러화는 약세를 보였으나, 이후 신용등급 강등 소식이 'Big surprsie'은 아니었다는 평가*가 확산되면서 금리는 하락, 주가는 상승 반전하고 미달러화는 약세폭을 축소

* 시장참가자들은 미국 신용등급 강등을 어느 정도 예상한 가운데 정부 관계자들도 금번 강등의 의미를 축소하는 발언#을 지속

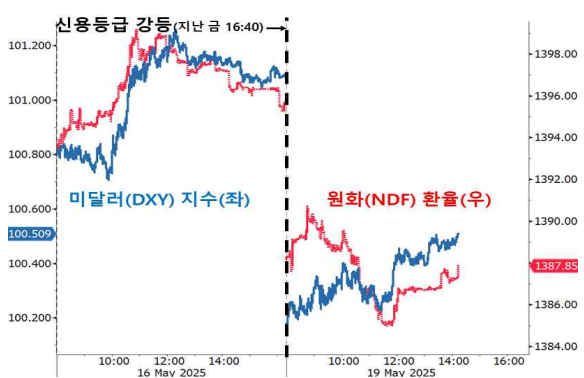
백악관 공보국장은 금번 하향조정이 정치적인 판단이라고 비판한 가운데 베센트 재무장관도 신용등급은 후행지표라고 언급하면서 의미를 축소

뉴욕 금융시장 주요 가격지표

<美 국채 금리(10y) 및 주가(S&P 500 지수)>



<미달러화(DXY) 및 원화(NDF)>



자료 : Bloomberg

- 한편 무역갈등으로 인한 금융시장 불확실성이 지속되는 가운데 향후 의회에서 진행중인 감세안*에서 유의미한 재정건전성 개선 노력 부재시 미달러화 자산 전반의 투자심리에 부정적 영향을 미치면서 미국채 금리상승 압력으로 작용**할 우려

* 현재 공화당 주도의 감세안이 하원 예산위원회를 통과#한 가운데 남은 의회 진행과정에서 추가적인 지출 감소안## 등의 포함 여부에 주목

공화당 내부의 지출 삭감 이견으로 수일간 지연됐지만, 강경파 의원들의 '기권' 형식 협조로 17대 16으로 가결(민주당 의원들은 전원 반대)

공화당내 재정건전성을 중시하는 보수파가 이번 신용등급 강등을 명분삼아 향후 의회 진행 과정에서 반대 입장을 강화할 수 있어 경기부양책의 집행시점이 단기적으로 지연될 수 있음(Bank of America)

** 4월 관세發 국채시장 충격에서 보듯이 취약한 채권시장하에서 신용평가사의 경고를 무시하고 현재의 감세안을 강행할 경우 미국채 10년물 금리가 5% 수준까지 상승할 가능성을 배제할 수 없음(Citi)

- 다만 시장참가자들은 現 행정부가 장기국채금리에 민감하게 반응하고 있다는 점을 감안할 때, 향후 장기금리 급등시 재무부의 국채 바이백 확대 또는 SLR(보완적 레버리지 비율) 규제 완화 등의 정책으로 대응할 것으로 예상

<주요 시장참가자 코멘트>

- (JP Morgan) 이번 신용등급 강등은 이미 시장에서 어느 정도 예상되어 있었고, 현재 시장포지션도 비교적 중립적인 점을 감안할 때, 과거 신용등급 강등 당시보다 시장변동성은 제한될 것으로 전망. 또한, 현재 미국 국채의 리스크프리미엄이 이미 유사 등급의 다른 선진국 대비 높은 수준에 형성되어 있어 등급 조정이 금리나 스프레드에 미치는 직접적 영향도 제한적일 것. 다만 연준의 정책금리 인하가 빨라야 금년 12월에나 이루어질 것으로 예상되는 가운데, 무역·재정 등 정책 불확실성도 여전히 해소되지 않고 있어 장기물 금리에는 일정 수준의 상승압력이 가해질 가능성이 있음
- (Goldman Sachs) 이번 무디스의 신용등급 하향조정은 여타 신용평가사들과의 등급 일치에 불과함에 따라 투자자들이 이번 강등을 계기로 미국채를 매도할 것으로 생각하지는 않음. 다만 현재 진행중인 감세안, 미 재정적자 확대 우려 지속 등과 맞물려 미달러화 자산 투자심리에는 부담을 줄 수 있으며, 과거 미국 신용등급 강등 이후 미달러화가 위험회피심리 확대로 제한적 강세를 보였던 것과 달리 이번에는 미달러화는 약세를 보일 것으로 전망
- (Jefferies) 금번 조정의 단기 영향은 제한적일 것으로 판단함. 이번 강등은 여타 평가사와의 등급 일치에 불과한 데다 시장에서는 이미 신용등급 하향 가능성을 상당 부분 선반영한 상태였으며, 과거 신용등급 조정은 중장기적으로 시장에 미치는 영향이 크지 않았던 점도 참고할 필요. 다만 현재 거시경제 여건은 과거와는 다소 상이함. 미 정책 신뢰도 저하로 미국 이외 자산으로의 투자다변화 관심이 확대됨에 따라 신용등급 강등 사실보다는 재정건전성에 대한 중장기적 우려가 미 자산시장에서의 자금 유출 압력으로 작용할 수 있음을 시사함. 이에 따라 미국채(특히 장기물)에 대한 리스크 프리미엄 확대와 금리 상방 압력이 지속될 것으로 예상하며, 이는 동시에 달러화 약세 흐름 강화 요인으로 작용할 전망. 한편 공화당 주도의 감세 법안(2017년 TCJA 연장 포함)은 최종적으로 의회를 통과할 것으로 예상되며, 현 행정부가 채권시장 금리 흐름에 민감하게 반응하고 있다는 점을 감안시 향후 장기금리 급등시 재무부의 국채 바이백 조정 또는 SLR(보완적 레버리지 비율) 규제 완화 등 정책 대응 가능성도 열어둘 필요

■ **(Bank of America)** 과거 미국 신용등급 강등에 대한 시장반응은 일관되지 않았으며, 미 금리 향방은 신용등급 강등 사실보다는 거시경제 여건에 보다 큰 영향을 받음 (2011년 S&P 강등은 미국 경제지표가 둔화된 가운데 금리가 급락하는 촉매제가 되었으나, 2023년 Fitch 강등은 미 경제지표가 호조를 보이는 가운데 금리가 급등하는 계기가 되었음). 현재 하원에서 진행중인 감세안 영향으로 향후 10년간 미국의 GDP 대비 재정적자 비율은 향후 10년내 7~8%에 도달할 것으로 예상되는데, 상원에서 법안이 완화된 방향으로 수정되면 적자폭은 더 심화될 것으로 보임. 주요 국제지수가 투자등급 이상을 포괄하고 있으며, 보험사 및 연기금 등 주요 투자자들은 AAA와 AA 등급을 실질적으로 구분하여 취급하지 않기 때문에, 본 등급 강등이 강제적인 미 국채 매도세로 이어질 가능성은 제한적. 다만, 미 국채시장 투자심리에는 부정적 영향을 줄 수 있으며, 특히 단기물보다는 장기물 금리가 보다 큰 폭 상승할 수 있음. 한편, 의회에서는 재정건전성을 중시하는 보수파가 이번 신용등급 강등을 명분삼아 초기 재정지출 확대(감세 등)에 반대 입장을 강화할 수 있어 경기부양책의 집행시점이 다소 지연될 수는 있음

■ **(DB)** 지난 두 달간 글로벌 자산시장의 미국 쌍둥이 적자(재정적자 + 경상수지적자) 감내 의지가 재평가되고 있는 점이 핵심 이슈임. 베센트 재무장관이 언급했듯 신용등급은 재정건전성에 대한 후행적 지표일 뿐이지만, 보다 근본적인 문제는 채권 및 외환 시장이 그간 미국의 재정 리스크를 충분히 반영하지 못해왔다는 데 있음. 당사는 미국의 순대외자산(NIIP)가 재정여력을 판단하는 가장 유효한 척도라고 생각하며 동 지표는 현재 빠르게 악화되고 있음. 공화당 주도의 의회가 향후 몇 주 내에 결정할 재정정책이 사실상 이번 10년간의 방향성을 결정짓게 될 가능성이 높음에 따라 미국 재정정책의 경직성이 최근 두달간 나타난 미국 자산에 대한 투자 수요 둔화와 결합되면서 미국 재정리스크에 대한 시장 불안감은 증대되고 있음. 현재는 과도한 확장적 재정정책이 미국채 가격과 달러의 하락을 유발하는 국면*에 놓여있다고 판단

* 재정정책의 양극단에서 미달러화는 약세(Dollar Fiscal Frown). 재정정책이 지나치게 확장적일 경우 미국채 가격과 달러가 동시에 하락. 반대로 재정정책이 과도하게 긴축적일 경우 경기침체로 완화된 통화정책이 불가피해 미국채 가격은 상승하고 달러는 하락

■ **(Wells Fargo)** 공화당의 감세안이 진행중인 가운데 신용등급 강등이 발생하면서 재정적자 이슈가 계속해서 미국채시장의 주요 변수로 부각되고 있음. 이번 강등은 2011년 S&P 사례와 본질적 차이가 존재하는데, (i) 공공부문 부채 증가(11년 7.6조달러 → 현재 24.3조 달러, 연준 보유분 제외), (ii) 전반적인 금리 수준 상승, (iii) 연준은 QE가 아닌 QT를 시행 중이라는 점에서 시장반응은 2011년 S&P 강등 사태와는 상이할 것으로 예상. 금리 인상기인 2023년이 보다 근접한 사례이나, 당시에는 미 재무부의 분기 리펀딩 규모 확대가 금리 상승을 주도한 측면이 크기 때문에 직접적 비교에는 한계가 있음. 당사는 현재 진행중인 하원의 감세안이 금주말 또는 다음주초 하원을 통과해 상원으로 넘어가 결국 법제화될 가능성이 높다고 생각하며, 이번 신용등급 강등은 미 장기물 국채금리에 약 5~10bp 가량 상승압력으로 작용하고 단기금리에는 영향이 미미할 것으로 전망

■ **(Citi)** 신용등급 강등 발표 자체가 Game Changer는 아님. 그러나 지난 4월에 경험했듯 미 국채시장이 현재 취약하다는 사실은 분명함. 미국이 신용평가사의 경고를 무시하고 현재 예산조정법안을 통과시킬 경우, 10년물 금리는 5%에 근접한 수준으로 상승할 가능성이 있음

<참고>

과거 미국 국가 신용등급 강등시 금융시장 반응

□ 과거 미국 신용등급 강등은 공통적으로 미국의 부채협상 관련 불확실성 및 재정건전성에 대한 우려로 촉발되었으며, 금융시장에 미친 영향 및 시장변동성은 거시 경제여건에 따라 상이했음

○ 금리(10년물)는 2011년 미국 신용등급 최초 강등시에는 안전자산 선호로 하락하였으나 2023년에는 연준의 긴축기조, 미국 부채증가 우려 등으로 상승한 한편, 두 차례 강등시 모두 위험회피심리가 강화되면서 주가는 하락하고 미달러화는 강세

① 2011년 미국 신용등급 최초 강등(S&P, 8.5일 장마감후) 직후: 안전자산 선호로 금리와 주가가 동반 급락하고 미달러화는 강세를 시현

○ 이후에는 연준의 포워드 가이드라인 강화*(8.9일), 오퍼레이션 트위스트 발표**(Operation Twist, 9.22일) 등으로 금리는 하락세를 지속하고, 미달러화는 약세로 반전했으며, 주가는 유럽 재정위기 관련 불확실성*** 등이 가세하면서 하락폭을 확대

* 연준은 미 경기회복 지연 등에 대응하기 위해 2011.8월 FOMC 회의에서 정책금리를 최소 2013년 중반까지 제로수준으로 유지하겠다고 정책결정문에 명시하는 calendar-based forward guidance를 도입

** 2011.9.22일 연준은 FOMC에서 2011.10월부터 약 4,000억달러 규모의 단기국채를 매도하고 장기국채를 매입하는 Operation Twist(연준의 보유채권만기 장기화) 실시 계획을 발표

*** ECB가 이탈리아 국가부채 문제 해결을 위한 개혁을 촉구하는 한편, 스페인·이탈리아 국채 매입을 시작
— 주가(S&P지수)는 신용등급 강등 이후 4영업일간 일일변동폭이 평균 5%를 웃도는 등 변동성이 크게 확대

② 2023년 두번째 강등(Fitch, 8.1일 장마감후) 직후: 재무부의 국채공급 확대 발표*(8.2일)가 가세하며 미국 부채증가 우려가 보다 부각됨에 따라 금리는 상승, 주가는 하락, 미달러화는 강세를 시현

* 이표채 발행을 5~7월중 7,430억달러 → 8~10월중 8,210억달러로 예상보다 크게 확대(+780억달러)

○ 이후에는 연준의 긴축기조 장기화* 및 미 국채공급 우려, BOJ의 YCC 조정**(7.28일) 영향에 따른 글로벌 채권 매도세 지속 등으로 수주간 금리는 상승세를 이어갔으며, 위험회피심리 확산 등으로 주가는 하락세, 미달러화는 강세를 시현

* 23.7월 FOMC를 마지막으로 연준의 정책금리 인상 사이클이 마무리에 접어들었으나, 연준 인사들의 hawkish한 발언 등으로 연준이 제약적 정책기조를 상당기간 유지할 수 있다는 기대가 점증

** BOJ는 10년물 금리 변동폭을 50bp에서 100bp로 확대(목표수준은 0%로 유지)

— 다만 첫 번째 강등시와는 달리 변동성 확대는 크지 않았으며 금융시장에 미친 영향도 제한적이었음

미국 신용등급 강등 이후 금융시장 변동

