



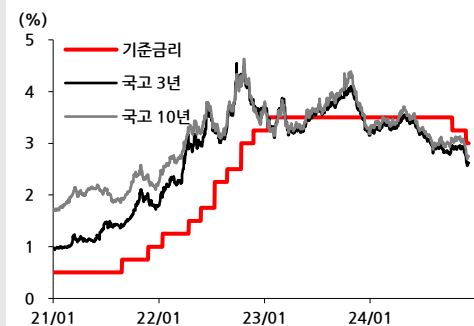
# 한화 FI Comment

## 한국 신용등급 조정 가능성은 제한적

▶ 채권전략 김성수 sungsoo.kim@hanwha.com / 3772-7616

[주요 데이터 및 차트]

국내 주요금리 추이



자료: 연합인포맥스, 한화투자증권 리서치센터

### 정치만으로는 선진국의 신용등급을 바꾸기 힘들다

신용등급과 채권시장에서 선진국과 신흥국을 나누는 요인 중 하나는 정치 이벤트의 시장 전이 정도. 신흥국은 대체로 정치적 리스크가 바로 시장 위험으로 옮겨가기 때문에 신용등급 조정이 빈번한 편. 정치적 난국 때마다 시장이 출렁이는 브라질이 대표적인 예

선진국의 신용등급은 정치상황 변화가 재정 또는 경제에 영향을 줄 때(오바마 정부 시절 미국, 최근 이스라엘) 조정되는 편. 정치라는 단일 이슈로 선진국의 신용등급과 채권시장이 충격에 빠지는 일은 흔치 않음

### 한국 신용등급: 재정·경제 우수, 북한 관련 정성적 요인 (-)

현재 한국 신용등급은 AA-(S&P: AA(안정적), Moody's: Aa2(안정적), Fitch: AA-(안정적)). 우리나라의 강점은 동일 Peer 국가 대비 높은 경제 성장률 추세와 경쟁력 있는 산업, 그리고 정권 성향을 막론하고 이어지는 엄격한 재정정책 관련 기초

대표적인 약점은 북한으로 인한 지정학적 리스크. 실제 한국 신용등급의 상하향 Trigger는 대부분 북한 관련 내용들. 즉, 한국은 태생적인 취약점을 경제와 재정으로 상쇄하며 현재 신용등급을 유지 중

### 금번 사태가 등급 조정 Trigger는 되지 않을 것

정치적 리스크는 사회 구조(institutional 또는 governance) 평가 요인 중 하나. 금번 계엄이 정치적 불확실성을 키운 것은 사실이나, 법에 명시된 대통령의 '권한'을 행사한 것이고, 계엄 해제도 법적 '절차'에 따라 시행. 사회적 시스템 테두리 안에서 발생한 사건. 또한, 금융당국은 예상하지 못했던 상황에서도 시장 안정 능력을 입증

신용평가사들 입장에서 계엄 사태는 '예상치 못한 안 좋은 일'이지 '일어나서는 안 될 일'은 아님. 따라서, 계엄으로 인한 한국의 신용등급 조정과 함께 채권시장 환경 악화 가능성은 제한적으로 판단

#### [ Compliance Notice ]

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[표1] 한국의 계엄 관련 S&amp;P 코멘트 주요 내용

**Effects of Korea's Brush with Martial Law May Linger**

- 금번 한국의 계엄령 사태는 AA 등급 국가들에서는 매우 이례적인 사건(very unexpected for sovereign at the 'AA' rating level)
- 시장에 부정적 여파가 있을 것. 정치적 안정성에 대한 인식을 악화시킬 가능성도 존재
- 그럼에도 동 사태가 향후 1~2년 간 한국 신용등급 조정의 trigger로 작용하거나 영향을 미칠 가능성은 제한적으로 판단(unlikely to trigger a rating change in the next year or two)
- 계엄령이 질서있게 해제되었고, 심각한 폭력사태가 없었던 점은 한국의 정치적 시스템이 적절하게 작동하고 있다는 방증
- 사태가 마무리되면서 보여준 일련의 과정들도 투자자들의 우려를 감소시킬 것
- 빠른 정국의 정상화는 왜 한국이 AA 등급을 부여받고 있는지 증명한 것으로 볼 수 있으며, 신인도에 부정적인 사건들을 수습할 수 있는 능력도 입증
- 한국 정부와 한국은행의 시장 관련 대응은 변동성 제어에 성공(limited immediate volatility)했지만 투자자들의 안정까지는 시간 소요 전망
- 계엄 관련 경제와 금융, 신인도 여파를 확인하는데 까지도 많은 시간이 걸릴 것
- 영향의 최소화 여부는 한국의 정치 시스템이 얼마나 빠르게 투자자들을 안심시키는지에 상당 부분 달려있음

자료: S&amp;P Global Ratings, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한국의 계엄 관련 Fitch 코멘트 주요 내용

**Korea's Credit Fundamentals Still Intact Amid Political Volatility**

- 계엄 사태로 한국의 높아진 정치적 리스크와 긴장 국면은 몇 달 동안 이어질 것으로 예상
- 그러나 당사의 기본 시나리오는(base case) 일련의 사태들이 한국 사회 구조의 근간을 훼손하거나 지속적으로 악영향을 미치지 않을 것이고, 신용등급(AA-) 부여 근거인 경제와 대외 금융 환경에 위협이 되지 않을 것으로 판단(will not materially and durably undermine institutional quality or threaten the economic and external finance)
- 다만, 정치적 위기와 분열이 지속되거나 이로 인한 정책 결정 효율성 및 재정 운영 능력이 약화되고, 경제에 악영향을 미칠 경우 신용등급의 하방 압력으로 작용할 것
- 계엄령과 관련 문제들은 헌법적 수단을 통해 해결될 것. 한국의 구조적(사법체계 등) 시스템은 대체로 견조한 편(generally held firm)
- 한국은행과 기획재정부의 선제적 대응으로 환율과 금융환경이 안정을 찾는 등 당국은 금융 리스크 관리 능력을 보유. 6.2개월치 대외 지급금(external payment) 분량의 외환보유고도 상당한 정책 여력을 제공
- 한국의 사회적 구조(governance)는 그간의 정치적 분열에도 불구하고 강력하며 지난 10여년 간 개선. 실제로 한국은 2016~17년 박근혜 대통령 탄핵 등 여러 난국을 경험했으나 국가 신용도에 미치는 영향은 제한적이었음
- 그럼에도 (일시적이었지만)계엄령이 선포되었다는 사실 자체만으로 투자자들의 한국 정치 환경에 대한 인식을 악화시킬 가능성. 또한, 금번 사태는 한국 내 누적된 정치적 스트레스를 방증. 여기에는 대통령과 야당의 마찰 지속으로 국정운영 동력 약화, 정치적으로 민감한 사건들에 연계되어 있는 검찰 등이 포함
- 당사는 대통령의 거취와 관련해 단기적인 정치적 불확실성이 증가할 것으로 예상. 이미 야당은 국회에서 탄핵 절차를 밟기 시작했고, 이들은 탄핵안 가결 정족수에 불과 8석 모자란 192석을 보유. 탄핵안이 가결될 경우, 헌법재판소의 판결까지는 추가적으로 몇 달이 소요될 것
- 대통령이 탄핵될 경우, 정부정책에 중대한 변화(significant changes)를 가져올 수 있음. 제1야당인 민주당은 현 정부 대비 방만한 재정 정책을 운영할(looser fiscal policy) 가능성이 높음
- 현재 한국의 공공 재정 부문은 국가 신용등급에 중립적인 요소. GDP 대비 부채(자체 추정치: 47%) 비율은 AA 등급 국가들의 중간값 수준. 그러나 지속적인 재정적자와 이로 인한 정부부채 증가 추세가 이어질 경우, 재정은 한국 신용등급에 중기적으로 하방 압력으로 작용할 가능성
- 한국 경제는 이미 미국의 보호무역주의, 국내 부동산 경기 약화 등 여러 리스크에 직면. 정치적 리스크는 이미 크게 하향 조정된 경제 전망치(자체 전망치: 2025년 경제 성장률 2.7%→2.0%)에 또 다른 하방 리스크가 될 수 있음
- 이미 많은 노조가 대통령 하야 요구를 구실삼아 파업을 계획하고 있고, 이는 경제활동에 타격을 줄 것
- 정치적 난국이 빠르게 해소되고, 선제적으로 정책 대응에 나설 경우 성장 관련 리스크는 크게 감소 가능(dissipate). 그러나 지금의 정국이 장기화될 경우 가계와 기업활동 심리가 위축되고 공공 재정에도 또 다른 부담으로 작용할 가능성

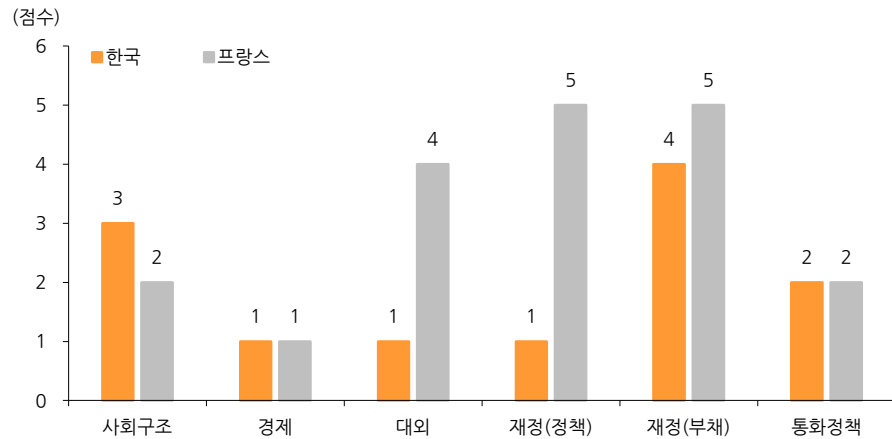
자료: Fitch Ratings, 한화투자증권 리서치센터

[표3] S&P 주요국 신용등급(24.10 기준)

신용등급	국가
AAA	캐나다, 네덜란드, 독일, 오스트리아, 룩셈부르크, 스웨덴, 노르웨이, 덴마크, 오스트레일리아, 싱가포르
AA+	미국, 오스트리아, 핀란드, 뉴질랜드, 대만
AA	영국, 아일랜드, 벨기에, 카타르, 아부다비, 한국
AA-	프랑스, 체코, 슬로베니아
A+	버뮤다, 슬로바키아, 에스토니아, 중국, 일본
A	스페인, 리투아니아, 라트비아, 칠레, 이스라엘, 사우디 아라비아
A-	안도라, 포르투갈, 크로아티아, 폴란드, 말레이시아

자료: S&P Global, 한화투자증권 리서치센터  
P

[그림1] 한국과 프랑스 신용등급 결정 세부 요인



주: 1점이 만점, 6점이 최하점

자료: S&P Global Ratings, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 한국과 프랑스 신용등급 결정 요인 비교

한국	프랑스
<b>사회구조(Institutional Assessment)</b>	
<b>점수: 3</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 균형잡힌 공공, 경제정책 운영이 지속 가능함을 뚜렷하게 입증(strong track record)</li> <li>- 정부는 경제와 금융시장 충격과 관련한 충분한 경험과 대응능력을 보유</li> </ul>	<b>점수: 2</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 전반적으로 효율적인 정책 결정 가능. 이로 인해 균형잡힌 경제성장과 지속가능한 공공지출 능력 보유</li> <li>- 보장된 법치주의 시스템과 실재하는 권력분립 제도</li> <li>- 사회 내 정보 교환이 자유로우며, 정책 결정에 있어 개방적인 논의 가능</li> <li>- 신뢰할 수 있는 통계 정보가 누적되어 있음</li> <li>- 다만, 적시적인 경제와 통화정책 결정을 저해할 수 있는 요인 존재</li> </ul>
<b>경제(Economic Assessment)</b>	
<b>점수: 1</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 1인당 GDP는 동일 Peer 평균 상회(selected indicators table above)</li> <li>- 장기 추세 성장률도 비슷한 소득수준 국가들보다 높음</li> </ul>	<b>점수: 1</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 1인당 GDP는 동일 Peer 평균 수준</li> </ul>
<b>대외(External Assessment)</b>	
<b>점수: 1</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 순대외부채(경상수지 대비) 수준은 비교대상 국가들을 상회</li> <li>- 원화(KRW)는 활발하게 통용되는 통화(actively traded currency)</li> <li>- 1998년 이후 경상수지는 흑자를 지속 중</li> </ul>	<b>점수: 4</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 순대외부채는 안전하지 않은 수준(narrow net external debt)</li> <li>- 유로화는 활발하게 통용되는 통화(actively traded currency)</li> <li>- 단기 대외부채는 경상수지의 100%를 상회</li> <li>- 그러나 기업부문은 순채권자 지위를 영위하고 있으며 충분한(significant) 대외 유동 자산 보유. 이는 안전하다고 볼 수 없는 대외부채 규모를 상회</li> </ul>
<b>재정(능력) (Fiscal: Flexibility and Performance)</b>	
<b>점수: 1</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- GDP 대비 정부부채 추이 및 GDP 대비 유동자산 비율 고려</li> </ul>	<b>점수: 5</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- GDP 대비 정부부채 추이를 고려</li> </ul>
<b>재정(부채)(Fiscal: Debt Burden)</b>	
<b>점수: 4</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- GDP 대비 정부 순부채, 정부수입 대비 이자비용은 동일 Peer 평균 상회</li> <li>- 비금융기업(NFPEs: Non-Financial Public Enterprises) 부채는 문제가 될 수 있지만 여러 지원 방안들을 보유하고 있기에 신용등급 유지 가능(evident in the multiple notches of support from the sovereign to the NFPE ratings)</li> <li>* 그룹사들의 계열사 지원 및 정부의 공공기업 지원 가능성을 의미</li> </ul>	<b>점수: 5</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- GDP 대비 정부 순부채 및 정부수입 대비 이자비용은 동일 Peer 평균</li> </ul>
<b>통화관련(Monetary Assessment)</b>	
<b>점수: 2</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 원화(KRW)는 활발히 통용되는 통화</li> <li>- 한국은행은 능력을 입증(the Bank of Korea has a reputation)</li> <li>- 물가는 상대적으로 안정적이며 주요 교역국 상황과 비교했을 때 크게 상이한 수준이 아님(not out of line with major trading partners)</li> </ul>	<b>점수: 2</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 유로화는 기축통화이며, 널리 통용되는 통화</li> <li>- ECB는 통화정책 독립성 및 여러 정책(우발적 사태 포함) 운영에 있어 능력을 입증</li> <li>- 물가는 교역국 상황과 비슷(in line with that of its trading partners)</li> </ul>
<b>정성적 요인(Notches of Supplemental Adjustment and Flexibility)</b>	
<b>1 Notch 부정적 요인 적용</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- 북한 관련 직접적인 안보 위협</li> <li>- 직접적인 위협뿐만 아니라 이들이 협상 입지 개선을 위해 조성하는 산발적인 긴장 국면들도 포함</li> </ul>	-

자료: S&amp;P Global Ratings, 한화투자증권 리서치센터

---

**[ Compliance Notice ]**

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

---

**◎ MSCI**

The MSCI sourced information is the exclusive property of MSCI Inc. (MSCI). Without prior written permission of MSCI, this information and any other MSCI intellectual property may not be reproduced, disseminated or used to create any financial products, including any indices. This information is provided on an "as is" basis. The user assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, its affiliates and any third party involved in, or related to, computing or compiling the information hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in, or related to, computing or compiling the information have any liability for any damages of any kind. MSCI and the MSCI indexes are services marks of MSCI and its affiliates.

---

**◎ GICS**

The Global Industry Classification Standard (GICS) was developed by and is the exclusive property of MSCI Inc. and Standard & Poor's. GICS is a service mark of MSCI and S&P and has been licensed for use by [Licensee].

---