

# KERI Brief

## 최근 지정학적 리스크로 인한 국가신용등급 변동 가능성 점검

박병준

한국경제연구원 선임연구원  
(bjpark@keri.org)

**북**한의 핵무장과 ICBM 완성이 가까워지면서 미국 등 국제사회와 북한의 갈등이 커지고 있다. 이러한 북핵 리스크는 한국의 국가신용등급에 부정적 영향을 미칠 수 있으며, 실제 등급이 떨어질 경우 정부는 물론 국내 모든 경제주체의 해외 차입 비용이 높아지고 국내 금융시장에서 외국인투자가 감소하는 등 여러 부작용이 일어날 수 있다. 이러한 문제의식 하에 본 보고서는 현재의 한반도 지정학적 리스크가 실제로 한국의 국가신용등급을 낮출 가능성이 있는지를 점검해보았다.

3대 신용평가기관인 무디스, S&P, 피치는 한국의 신용등급을 낮출 의사를 강하게 갖고 있지 않았다. 3개 기관 모두 지정학적 리스크를 현재 혹은 미래의 신용등급에 영향을 미치는 주요 요인으로 비중 있게 다루고 있으나, 다른 한편으로는 한국 경제의 강한 회복세, 견고한 펀더멘털을 높게 평가하고 있었다. 또한 이들은 지정학적 리스크가 신용등급 강등으로 이어지려면 여타의 긍정적 평가요소들을 상쇄하고 남을 정도의 중대한 사건·사고가 수반되어야 한다고 지적하면서, 현재로서는 군사적 충돌, 북

한 정권붕괴 등의 사건·사고가 일어날 가능성은 낮다고 밝혔다. 최근 주식채권시장 및 외환시장 역시 리스크 고조에도 불구하고 안정적인 모습을 보였다.

최근의 지정학적 리스크는 이미 현재의 신용등급에 반영되어 있는 것으로 보인다. 그러나 이러한 리스크가 한국의 신용등급 '저평가 요인'으로 작용하고 있는 것만은 분명하다. 분석 결과, 한국은 국가신용등급 상위 11개국 중 객관적 경제지표 측면에서 3위를 기록했으나 실제 신용등급은 9~11위권에 머물렀다. 경제지표 외 주관적·비경제적 변수가 한국의 신용등급을 과소평가하고 있으며, 그 대표적인 변수는 다름 아닌 '지정학적 리스크'임을 알 수 있다. 실제로 피치는 자체 등급평가 모델에서 한국의 신용등급이 AA로 산출되었으나, 위원회 논의 단계에서 지정학적 리스크가 최종 등급을 AA-로 낮추었다고 밝혔다. 정부 차원에서 북핵 문제를 슬기롭게 해결하여 국가신용등급에서의 '코리아 디스카운트'를 극복할 필요가 있다.

**I. 문제 제기**

**▣북한의 핵개발을 둘러싼 미국과 북한의 갈등이 고조되고 있음**

- 북한은 지금까지 총 6회의 핵실험을 강행했으며, 특히 2016년 이후에만 3차례 실시<sup>1)</sup>
- 현재 북한의 핵무기 개발 프로그램은 완성단계에 접어든 것으로 보임
  - 북한은 제4차 핵실험 후 첫 수소탄 시험을 성공적으로 진행했다고 주장했으며, 제6차 핵실험 직후에는 대륙간탄도미사일(ICBM) 장착용 수소탄 시험에 성공했음을 정치적으로 선언
  - 한국과 미국 정부는 북한이 2017년 11월 발사한 '화성-15형' 미사일을 ICBM(급)으로 평가<sup>2)3)</sup>
  - 북핵 관련 당국과 전문가들은 북한이 2018년 초 소량의 핵탄두를 생산하여 화성-15형 미사일과 노동 미사일에 탑재, 실전 배치하면 북한의 비핵화는 사실상 끝날 것으로 전망<sup>4)</sup>

**○ 북한 핵무장과 ICBM 완성이 가까워지면서 미국 등 국제사회-북한의 갈등이 심화되는 양상**

- 2017년 11월 미-중 정상회담에서도 확인되었듯이 미국은 북한을 핵보유국으로 인정할 수 없다는 입장이며, 특히 미국 정부는 자국 본토를 겨냥한 ICBM을 직접적인 안보위협으로 인식<sup>5)</sup>
- 2017년 8월 이후 미국과 북한의 설전이 이어지면서 동북아의 긴장은 한층 고조되었으며 대화, 군사 옵션 등 여러 해법이 동시에 거론되면서 북핵 시나리오를 둘러싼 불확실성도 더욱 커짐

**▣북핵 리스크가 한국의 국가신용등급에 부정적 영향을 미칠 가능성이 커지고 있음**

- 한반도 지정학적 리스크는 3대 신용평가 기관(무디스, S&P, 피치)이 한국의 국가신용등급을 결정

할 때 '등급 상승요인'과 '등급 하향요인'으로 동시에 꼽는 중요한 변수

- 실제 무디스는 북핵 리스크를 반영해 2017년 8월 '리스크 민감성 측면' 평가를 2등급 하향<sup>6)</sup>

- 1) 핵실험 일자: 1차 2006.10.9, 2차 2009.5.25, 3차 2013.2.12, 4차 2016.1.6, 5차 2016.9.9, 6차 2017.9.3
- 2) 韓 국방부 국방정책실장, "북한은 ... ICBM급으로 추정되는 탄도미사일 1발을 발사했습니다"(국방위원회, "제354회국회(정기회) 국방위원회회의록 제6호", 2017.12.1)
- 3) 美 매티스 국방장관, "북한이 ICBM을 발사했다. 이전에 쏜 미사일들보다 더 높게 올라갔다"(연합뉴스, 美 국방 "北 ICBM 역대 가장 높게 발사...세계 모든 곳 위협", 2017.11.29)
- 4) 英 일간지 가디언에 따르면, 존 볼턴 前 유엔 주재 미국대사는 영국 하원을 방문해 '美 중앙정보국(CIA)이 트럼프 대통령에게 북한의 ICBM 프로그램을 저지할 수 있는 기회의 창은 3개월이라고 전했다'는 사실을 통보(중앙일보, 볼턴, 영국 하원 찾아 "CIA가 본 북 ICBM 데드라인 내년 3월", 2017.12.6)
- 5) 화성-15형 미사일은 정상각도로 발사할 경우 13,000km 이상 비행 가능(평양~워싱턴 11,000km)
- 6) In early August 2017 we changed our assessment of Korea's susceptibility to event risk to "Moderate (+)" from "Moderate (-)," reflecting the increase in regional geopolitical event risk related to a potential military confrontation with North Korea.(Moody's, "Government of Korea - Aa2 Stable, Regular update", 2017.10.18)

□ 국가신용등급이 떨어질 경우 해당 국가는 물론 소속 기업과 금융기관의 해외차입 비용도 높아지게 되며, 외국인의 국내 증권투자 또한 줄어들 수 있음

○ 국가신용등급은 일반적으로 국내 모든 채권 발행 기관 등급의 상한선(Ceiling) 역할을 하므로, 국가 신용등급 강등시 공기업, 사기업, 금융기관 등의 신용등급도 함께 떨어질 수 있음<sup>7)</sup>

○ 국가신용등급은 해외에서 채권발행 가능성을 측정하거나 채권금리를 결정하는 척도로 활용되므로, 등급 하락시 국내 경제주체들의 해외 자금조달 비용이 늘어날 수 있음

- 한국 정부는 높은 국가신용등급을 바탕으로 2017년 1월 외국환평형기금용 사상 최저금리로 발행<sup>8)</sup>

- 우리 정부는 국가신용등급 상승으로 국내 경제주체가 발급한 외화채권의 가산금리가 10~20bp 감소할 경우 연간 약 4~8천만불의 직접적인 해외차입비용 감소 효과가 나타난다고 추정<sup>9)</sup>

○ 국가신용등급은 투자자가 투자대상에 대한 모든 정보를 확인하기 어려운 상황에서 의사결정시 우선 참고자료가 되며, 이의 하락은 자본시장에서 외국인 자금 이탈을 초래할 수 있음

- 김동순(2006)<sup>10)</sup>은 국가신용등급의 변경이 미국 주식시장에 상장된 원주와 ADR<sup>11)</sup>에 미치는 영향을 분석한 결과, 등급상향조정보다는 하향조정이 둘의 수익률에 더 큰 영향을 준다고 밝힘

□ 본 보고서는 한반도 지정학적 리스크가 한국의 국가신용등급에 미치는 영향을 검토

### 〈국가신용등급 개관〉

□ [정의] 국가신용등급은 특정 국가의 채무불이행 여부를 측정하는 지표

○ 국가신용등급은 해당 국가의 정부가 채무를 적시에 상환할 수 있는 능력(경제적 요소)과 의지(정치적 요소)가 있는지를 나타내는 지표

○ 한 국가의 경제적·정치적 위험도가 반영된 지표로, 국가브랜드와 직결되며 투자자의 의사결정에 영향을 미치므로 각국은 그 추이에 민감하게 반응<sup>12)</sup>

□ [현황] 전 세계적으로 국가신용등급이 하향하는 가운데, 한국은 현재 사상 최고수준(AA) 기록

○ 2016년 3대 신용평가사의 국가신용등급 하향조정 건수는 94건으로 2015년(60건) 대비 56.7% 급증했으며 2010년 이후 7년래 최다, 반면 같은 해 상향조정은 30건에 불과<sup>13)</sup>

7) 2017년말 기준 삼성전자 신용등급은 한국의 신용등급과 같거나 한국보다 1~2단계 낮음(무디스: A1(2단계 낮음), S&P: AA-(1단계 낮음), 피치: AA-(동급))

8) 기획재정부, “한국정부, 10억불 규모 외화표시 외평채 발행 성공”, 2017.1.12

9) 기획재정부, “국제신용평가기관 S&P, 우리나라 국가신용등급을 AA-(안정적)으로 상향조정하기로 결정”, 2015.9.15

10) 김동순, “국가신용등급 변경 및 국가위험 변화가 선진국 및 개도국 기업의 주가에 미치는 영향”, 『국제경영연구』, 제17권 제1호, 2006

11) 주식을 외국에서 직접 발행·거래할 때 발생하는 번거로운 절차를 피하기 위해 원래 주식은 본국에 보관한 채 이를 대신하는 증서를 만들어 외국에서 유통시키는데 이를 DR(Depository Receipts)이라고 하며, DR이 미국시장에서 발행된 경우 ADR(American Depository Receipts)이라고 부름

12) 한국은 2003년 북핵위기시 권태신 당시 재정경제부 국제금융국장, 반기문 대통령 외교보좌관, 차영구 국방부 정책실장이 비밀리에 무디스를 방문, 국가신용등급 하향을 저지한 바 있음

13) 연합뉴스, “불확실성의 시대…작년 국가신용등급 강등 7년래 최다”, 2017.1.22

- 이러한 결과는 미국유럽의 정치리스크, 세계 경기 부진, 미국 금리인상으로 인한 신흥국의 취약성 확대 등으로 국제금융시장의 불안정성이 커진 데 따른 것

○ 2017년에는 중국은 부채위험 증가로, 홍콩은 중국과의 밀접한 정치경제적 관계로 인해 신용등급이 강등되었으며, 영국은 브렉시트 협상 영향으로 등급 하락

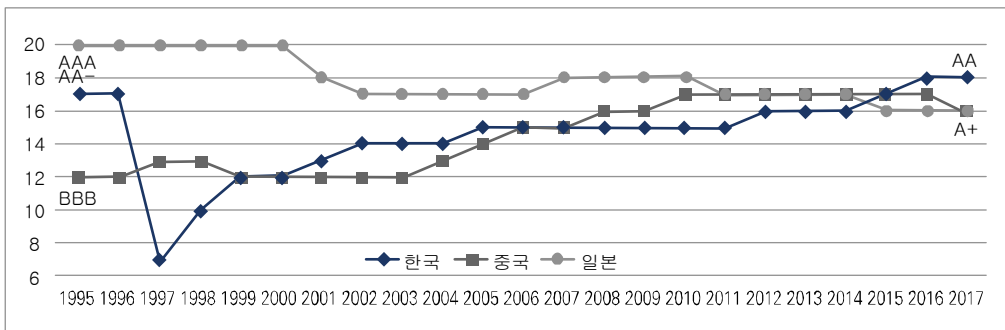
○ 한국 신용등급은 1997년 12월(외환위기) 3대 기관 모두에서 투기등급(B~BB+)으로 떨어졌으나 이후 꾸준히 상승해 2017년말 현재 상위 2번째 등급인 AA(AA~AA) 기록, 외환위기 이전 수준 상회<sup>14)</sup>

○ 한국은 1997년말 이후 신용등급이 한 차례도 강등되지 않았으며, 2016년 세계적 등급하락 추세에도 불구하고 오히려 등급이 상향됨(그림 1) 참조<sup>15)</sup>

14) AAA, AA, A, BBB는 투자등급, BB, B, CCC, CC, SD(선택적 디폴트), D는 투기등급. AAA와 CC 이하를 제외한 나머지 등급은 +, 0, -로 세분화됨

15) S&P는 2016년 8월 한국의 신용등급을 AA-에서 AA로 1등급 상향

〈그림 1〉 한국·중국·일본 국가신용등급 추이



주: S&P 기준. 최고등급 AAA를 20점으로 상정

## II. 지정학적 리스크로 인한 국가신용등급 변동 가능성 점검

### 1. 3대 신용평가사의 견해

#### ▣ 3대 신용평가사는 지정학적 리스크를 한국의 신용 등급에 이미 반영한 것으로 보임

- 무디스 등 신용평가사들이 최근 한반도 긴장이 고조되고 있음에도 한국의 국가신용등급을 계속해서 높은 수준으로 유지하고 있는 것이 그러한 사실을 방증
  - 2017년 들어 북핵 위험이 고조되었음에도 8월 S&P(AA, 안정적), 10월 무디스(Aa2, 안정적) 및 피치(AA-, 안정적) 등 국제 신용평가사는 한국의 신용등급과 등급전망<sup>16)</sup>을 유지
  - 특히 무디스의 경우 2003년 2월 한국의 신용등급 전망을 '긍정적(positive)'에서 '부정적(negative)'으로 두 단계 낮춘 바 있으나, 지금은 신용등급과 등급전망 모두 낮추지 않고 있음
  - 이를 통해 무디스가 현 상황을 2003년 북한의 국제원자력기구(IAEA) 사찰 거부, 핵확산방지조약 포기, 영변 핵시설 재가동 등 일련의 사태<sup>17)</sup>보다 심각한 것으로 보고 있지 않다고 추측 가능
- 신평사들은 북핵 리스크에도 불구하고 한국경제의 빠른 회복세와 양호한 재정여건을 높이 평가
  - 피치는 한국의 2017년과 2018년 성장률을 각각 2.7%, 2.8%로 전망하고 이를 강한 거시경제적 성과<sup>18)</sup>의 근거로 들었으며, 2017년 실제 성장률은 이보다 높은 3.1%를 기록한 것으로 보임<sup>19)</sup>
  - 무디스는 2018년 예산안이 지난 9년 간 가장 큰 폭으로 증가(7.1%)했지만, 지출 증가가 주로 세수 증가로 충당되기 때문에 순 재정 충동(net fiscal impulse)은 크지 않을 것으로 전망<sup>20)</sup>

▣ 이하에서는 3대 신평사의 최근 한국 신용평가 내용을 분석해 신용등급 변동 가능성 점검

#### (1) 무디스(2017.10.18 발표자료)<sup>21)</sup>

##### ① 지정학적 리스크의 비중

▣ 무디스는 지정학적 리스크를 전체 등급을 좌우하는 '4대 세부지표' 중 하나로 다룸

- 무디스는 총평을 위한 세부지표로 경제적 강점(economic strength), 제도적 강점(institutional strength), 재정적 강점(fiscal strength), 이벤트 리스크에 대한 민감성(susceptibility to event risk), 정부 유동성 리스크(government liquidity risk), 은행부문 리스크(banking sector risk) 등을 제시

16) 신용평가사는 '신용등급'과 함께 '등급전망'도 발표하는데, 등급이 유지되더라도 전망은 변할 수 있으며 통상 전망이 '긍정적' 또는 '부정적'으로 바뀌면 6개월~1년 내 실제 등급이 조정됨

17) Moody's said North Korea's eviction of inspectors from the United Nations' International Atomic Energy Agency, renunciation of its Nuclear Nonproliferation Treaty obligations, and reactivation of the Yongbyon nuclear plant are, taken together, actions more provocative than past moves or threats.(MOODY'S, "MOODY'S CHANGES SOUTH KOREA'S RATING OUTLOOK TO NEGATIVE", 2003.2.10)

18) Korea's macro performance continues to be strong compared with many of its peers. Fitch expects GDP growth to be close to potential at 2.7% for 2017, 2.8% for 2018 and 2.6% for 2019.(Fitch, "Fitch Affirms Korea at 'AA-'; Outlook Stable", 2017.10.11)

19) 한국은행 경제전망보고서, 2018.1

20) Moody's, "Government of Korea - Aa2 Stable, Regular update", 2017.10.18

21) Moody's, 전개서

- 상기 6가지 세부지표 중 경제적·제도적·재정적 강점 및 이벤트 리스크에 대한 민감성(4개 지표)을 ‘Detailed credit considerations’ 주제의 첫 문단에 요약으로서 제시하고 있으며, 나머지 두 지표는 별도 요약 없이 본문에 ‘other potential event risks’로 다룸

- 한반도 지정학적 리스크는 위 4개 지표 중 ‘이벤트 리스크에 대한 민감성’에 해당

**□ 무디스는 지정학적 리스크를 현재 신용등급 평가 시 첫 번째 약점으로 명시**

- 무디스는 한국 신용의 강점(strengths) 및 약점(challenges)을 각각 3가지씩 언급

- 약점 3가지 중 첫째로 ‘북한 관련 높은 지정학적 리스크(Elevated geopolitical risks in relation to the North)’가 언급되었으며, 그 뒤를 ‘고령화에도 불구하고 경쟁력을 유지하기 위한 구조개혁 추진(미흡)’, ‘높은/높아지는 가계부채’가 이음

**□ 지정학적 리스크는 향후 신용등급의 상승 또는 하락을 좌우하는 첫 번째 요인**

- 무디스가 언급한 한국의 신용등급 상승요인은 지정학적 리스크 해소(a material reduction of geopolitical risks), 구조개혁 신속 이행 및 지속 성장 기반 구축, 가계부채 감소

- 등급 하락요인은 군사적 충돌 또는 북한 정권붕괴와 같은 지정학적 리스크의 고조,<sup>22)</sup> 구조개혁 퇴행으로 인한 장기 성장세 악화, 공기업 부채 또는 기타 우발채무 등 정부재정 악화

- 지정학적 리스크는 구조개혁과 함께 신용등급 상승, 하락 요인으로 동시에 언급되고 있음

**② 지정학적 리스크의 심각성 판단**

**□ 지정학적 리스크가 커졌으나, 지금까지 경제금융에 미친 가시적 영향은 없다고 밝힘**

- 워싱턴-평양의 말쑥탄(strident and inconsistent rhetoric)으로 군사적 충돌 가능성이 커지고 있으나, 미국의 공격으로 한국이 치러야 할 대단히 높은 비용(the extraordinarily high cost)이 군사적 충돌을 강하게 억제하는 기제(a very strong deterrent)로 작용한다고 밝힘

- 2017년 초부터 커진 긴장이 경제와 금융시장에 실질적인 영향을 미치지 않는 것으로 판단하면서, 그 근거로 높은 투자증가율이 뒷받침하는 2%대 후반의 경제성장률(1분기 2.9%, 2분기 2.7%), 성장과 외환보유고 축적에 기여하는 높은 수출증가율을 들고 있음

- 최근 북한 미사일 시험에도 원화 환율은 비교적 작은 범위에서 움직였고 급격한 자본유출입 변동이 없었으며, 10년물 국고채 수익률 등 주요 지표가 부정적 신호를 주지 않았다고 밝힘

**□ 신용등급에 영향을 미칠 변수로 ‘군사적 충돌’과 ‘북한 정권붕괴’를 언급**

- 무디스는 신용등급 전망 부분에서 군사적 충돌(military conflict)로 인해 정부와 정부재정의 기능, 결제 시스템이 손상될 것을 우려하고 있으며, 신용도에 미칠 영향은 이러한 충돌이 얼마나 지속되고 강렬한지에 따라 달라질 수 있다고 밝힘

22) a material heightening of geopolitical risks associated with North Korea, such as from an outbreak of military conflict on the Korean peninsula and/or the collapse of the communist state

- 세부 고려사항 파트에서도 무디스는 군사대결(a military confrontation)이 신용도에 중대한 악영향을 미칠 수 있다고 밝히면서, 대결의 성격과 기간에 따라 경제(정부 기능과 국가 결제 시스템 등)가 심각한 영향을 받을 수 있다고 우려
- 한편 무디스는 세부 고려사항에서 또 다른 이벤트 리스크로 북한 정권붕괴(a regime collapse in North Korea)를 언급했으며, 정권붕괴로 인한 한국 정부의 재정적 긴장은 장기간 급격하게 일어나는 데 반해 그로 인해 잠재적 이익이 실현되기까지는 다소 시간이 걸릴 것으로 봄

**(2) S&P(2017.8.18 발표자료)<sup>23)</sup>**

**① 지정학적 리스크의 비중**

**□ S&P는 지정학적 리스크를 향후 신용등급 하락 요인으로 지적**

- S&P는 신용등급 전망 부분에서, 한국경제가 자신들의 기대보다 상당히 빠르게 성장할 경우 경제적 번영과 회복이 더욱 향상될 수 있으므로 국가 신용등급도 높아질 수 있다고 밝힘
- 반면 북한 관련 지정학적 긴장이 '한국의 경제, 재정, 대외 성과에 영향을 미치는 수준으로까지 확대될 경우' 신용등급을 낮출 수 있다고 경고

**② 지정학적 리스크의 심각성 판단**

**□ 지정학적 리스크가 군사적 충돌로 이어지지는 않을 것이라 예상**

- S&P는 신용평가 개요 부분에서, 한반도의 지정학적 긴장이 높아지고 있으나 '직접적인 군사 충돌은 일어나지 않을 것으로(unlikely) 믿는다'고 밝힘

- 무력 충돌은 북한의 정세를 불안정하게 만들고 그들에게 전혀 이익이 되지 않기 때문에 북한 정권이 한반도에서 큰 무력 충돌을 일으킬 가능성은 낮다고 평가
- 북한의 통치 엘리트가 합리적이며 강한 자기보존(self-preservation) 인식을 갖고 있으나, 다른 한편으로 북한의 도발위험 과소평가와 미국의 인내심 한계가 군사충돌을 촉발할 수 있다고 진단

- 또한 한반도의 지정학적 리스크는 향후 2년 간 북한 리더십 교체(2011년) 이후 관찰된 수준 이상으로 높아지지 않을 것이라고 전망

- 다만 높은 지정학적 리스크와 우발 채무가 한국의 안정된 경제성장을 완화시킨다고 언급함으로써 북핵 리스크가 신용등급 판단시 감점 요인으로 작용하고 있음을 암시

**□ 한국이 강력한 제도를 통해 지정학적 리스크를 관리할 수 있을 것으로 기대**

- 북한의 주기적인 도발은 한국에 대한 제도적 평가를 제한하는 안보 위협이라고 명시
- 한반도 갈등이 때때로 경제와 금융시스템에 영향을 미쳐 왔으나 한국은 강력한 제도로 파급효과를 관리해왔으며 지난 10년 간 지속가능한 재정과 균형 있는 경제성장을 이룩했다고 밝힘

**□ 통일비용으로 인한 우발적 채무를 우려**

- 한국의 주요 약점은 지정학적 리스크로 인한 부채라고 밝히며, 구체적으로 통일비용을 언급
- 북한 체제가 실패할 경우 한국은 불확실하고 대단히 큰 통일비용을 부담할 것이라고 전망

23) S&P 한국 국가신용등급 발표자료, 2017.8.18

**(3) 피치(2017.10.11 발표자료)<sup>24)</sup>**

**① 지정학적 리스크의 비중**

**▣ 피치는 지정학적 리스크를 'Key Rating Drivers' 중 부정적 요인의 하나로 선정**

- 피치는 강력한 대외 재정 및 거시경제 성과를 긍정적 요인으로, 북한과의 긴장관계로 인한 지정학적 리스크(geopolitical risk related to the tense relationship with North Korea), 급속한 인구 고령화와 저생산성을 부정적 요인으로 평가
- 피치는 한반도의 오랜 교착 상태로 인한 지정학적 리스크에 대해 '등급 산정시 계속해서 비중을 두고 있다(continues to weigh on the rating)'고 명시
  - 북한의 핵무기 프로그램과 관련된 긴장감과 미국-북한 간의 과장된 수사는 예기치 않은 사건이나 오판으로 대결이 촉발될 수 있는 위험을 증가시킨다고 밝힘
  - 명백한 갈등이 없더라도 이러한 긴장감은 기업 및 소비자 심리의 악화, 미국-중국의 무역관계 악화로 인한 수출 부진 등 한국경제에 부정적인 영향을 줄 수 있다고 언급

**▣ 지정학적 리스크를 신용등급 상향요인이자 하향요인으로 동시에 언급**

- 경제지표와 안보를 심각하게 악화시킬 정도의 한반도 긴장 강화,<sup>25)</sup> 예상치 못한 공공부문 부채 급증, 한국경제 모델이 도전을 받을 정도의 중기 GDP 성장 부진을 하향요인으로 선정
- 상향요인은 지정학적 리스크의 구조적 완화,<sup>26)</sup> 정부-국영기업 부채를 개선하기 위한 설득력 있는 전략 실행, 가계 대차대조표의 악화가 없는 상대적으로 높은 경제성장

**② 지정학적 리스크의 심각성 판단**

**▣ 피치는 한반도가 명백한 전쟁을 '피할 것이다(will be averted)'라고 판단**

- 현재의 긴장 상태가 높기는 하지만 한반도의 긴장감은 '새로운 것이 아니며(not new)', 과거의 '상승-하강'이라는 친숙한 패턴을 따라왔다고 밝힘
- 최근의 잦은 미사일 발사와 공격적 수사를 '전쟁 가능성'과 구별하는 것이 중요하다고 주장

**▣ 통일 시나리오에 따른 한국의 재정 부담을 언급**

- 한국의 대차대조표에 대한 지정학적 리스크는 잠재적 (군사)충돌 가능성뿐만 아니라 '통일에 대한 장기 시나리오'와도 관련되어 있다고 밝힘
- 한편 통일은 한국에게 비용이기도 하지만, 정치적 안정을 누리는 동시에 상대적으로 값싼 노동력을 활용할 수 있는 기회라고 언급

**2. 금융-외환시장 반응**

**▣ 신용등급에 영향을 미치는 금융-외환시장은 북핵 리스크에도 불구하고 안정적인 모습**

- 주식-채권시장에서 외국인은 한반도 리스크에도 불구하고 특이 동향을 보이지 않음

24) Fitch, "Fitch Affirms Korea at 'AA-'; Outlook Stable", 2017.10.11

25) Significant escalation of tensions on the Korean peninsula that would severely worsen Korea's economic metrics or the level of security

26) A structural easing of geopolitical risk to levels more in line with rating peers



최근 지정학적 리스크로 인한 국가신용등급 변동 가능성 점검

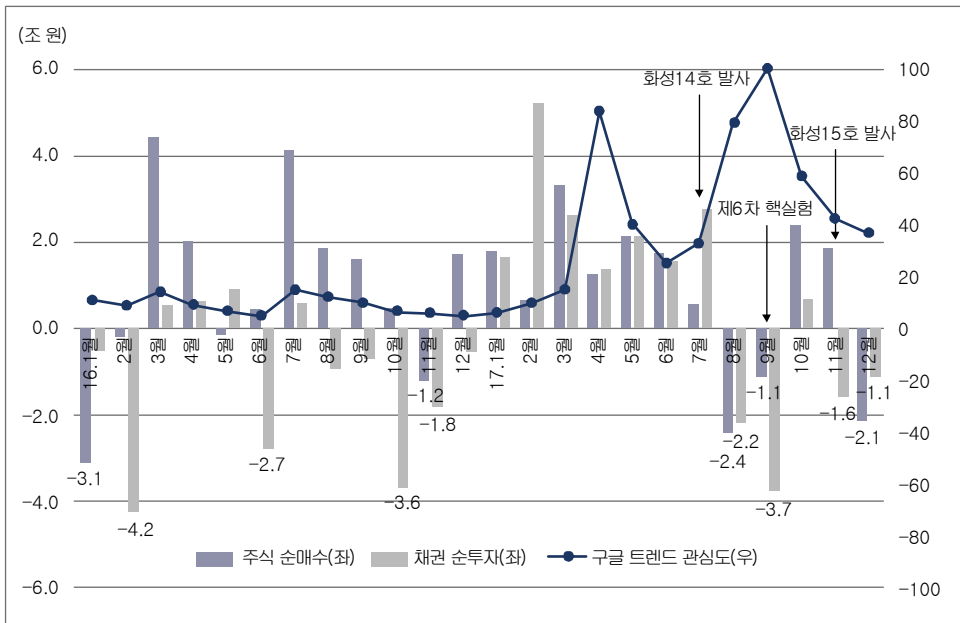
- 미국-북한의 신경전이 가시화된 2017년 8-9월 외국인인 한국에서 상장주식과 상장채권을 순매도하였으나, 10월에는 다시 순매수로 돌아섬(〈그림 2〉 참조)
- 2017년 8-9월 상장주식(2.4조 원, 1.1조 원) 및 상장채권(2.2조 원, 3.7조 원)의 순매도 현상은 2016년 이후의 추이를 봤을 때 규모면에서 특이한 상황으로 볼 수 없음

- 한국정부의 외화채권에 대한 5년 만기 CDS 프리미엄은 2017년 들어 11월 초까지 증가하는 추세였으나 이후 안정, 2017년 중 최고치도 금융위기 때에 비하면 매우 낮은 수준<sup>27)</sup>(〈그림 3〉 참조)
- 2017년 원-달러 환율은 리스크 고조에도 경상수지 흑자 등으로 오히려 하락 추세(〈그림 4〉 참조)

○ 한국정부 채권에 대한 CDS 프리미엄은 하락세로 돌아섰으며, 원화는 달러 대비 강세 기조

27) 2017년 중 최고치인 76(2017.9.27)은 금융위기 당시인 699(2008.10.27)의 10% 수준이며, 2018년 들어서는 40대 수준으로 떨어짐(2018.1.10 현재 43)

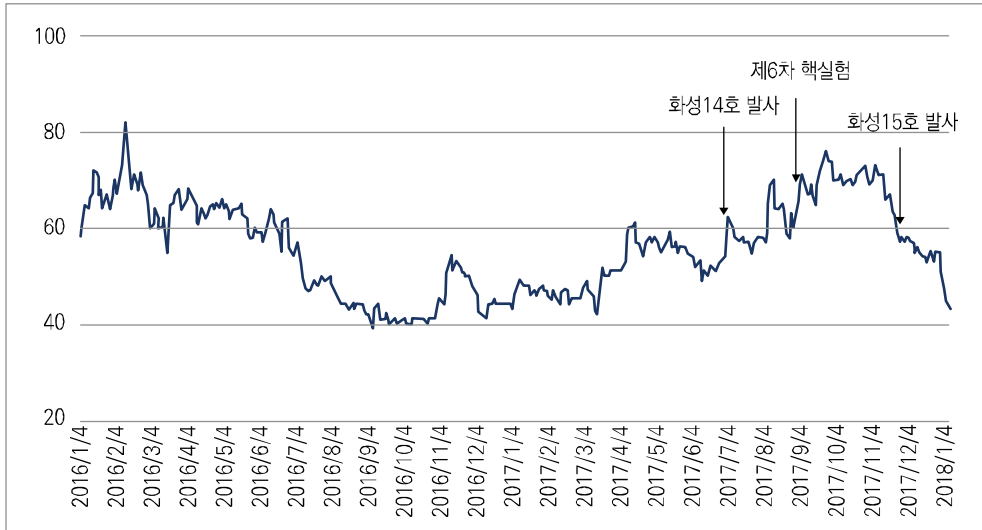
〈그림 2〉 외국인의 상장주식 및 상장채권 투자 동향



자료: 금융감독원, 구글 트렌드(검색어: North Korea, 검색일: 2018.1.19)

〈그림 3〉 한국정부 외화채권에 대한 CDS 프리미엄(5년 만기)

(단위: bp)



자료: 국제금융센터

〈그림 4〉 원-달러 환율 추이

(단위: 원)



자료: 한국은행

### III. 지정학적 리스크로 인한 국가신용등급 저평가 여부 분석

#### □ 피치 등 신용평가사들은 지정학적 리스크를 한국 신용등급 저평가 요인으로 지목

- 전술하였듯이 3대 신용평가사 모두 한반도의 지정학적 리스크를 현재 또는 향후 신용등급 결정에 있어 부정적 요인으로 제시하고 있음
- 피치의 경우, 명시적으로 현재의 북한 리스크가 급변 한국 신용등급 산정 과정에서 등급을 한 단계 낮추는 요인으로 작용(AA→AA-)했다고 밝힘<sup>28)</sup>
  - 피치는 자체 등급평가 모델(SOVEREIGN RATING MODEL)이 한국의 등급을 AA로 도출했으나, 이후 위원회(Fitch's sovereign rating committee)에서 모델의 결과를 한 등급 낮추었다고 발표
  - 위원회가 등급을 낮춘 이유는 '북한과의 긴장 관계로 인한 현재의 지정학적 리스크 반영'

#### □ 분석 결과, 한국의 신용등급은 객관적 경제여건에 비해 과소평가되고 있음

- 2017년 10월 현재 국가신용등급 AA등급 이상(AAA~AA-) 12개국 중 한국보다 등급이 낮은 칠레를 제외한 11개국을 분석대상<sup>29)</sup>으로 선정(〈표 1〉 참조)
- 국가신용등급에 영향을 미치는 거시경제 여건, 재정건전성, 대외건전성 관련 7대 지표를 기준으로 상기 11개국의 객관적 경제여건에 대한 순위를 도출
  - 신용등급과 관련하여 한 국가의 거시경제 여건(1인당 GDP 등), 재정건전성(GDP 대비 재정수지 등), 대외건전성(GDP 대비 경상수지 등)을 대표하는 주요 경제지표 7개를 선정(〈표 2〉 참조)

28) Fitch's proprietary SRM assigns Korea a score equivalent to a rating of 'AA' on the Long-Term Foreign-Currency (LT FC) IDR scale. Fitch's sovereign rating committee adjusted the output from the SRM to arrive at the final LT FC IDR by applying its QO, relative to rated peers, as follows:  
 - Structural Features: -1 notch, to reflect ongoing geopolitical risk related to the tense relationship with North Korea.(Fitch, "Fitch Affirms Korea at 'AA-'; Outlook Stable", 2017.10.11)

29) 미국, 독일, 캐나다, 호주, 싱가포르, 홍콩, 프랑스, 영국, 벨기에, 대만, 한국

〈표 1〉 국가신용등급 AA 이상인 국가 현황

(2017.10.18 기준)

등급	무디스	S&P	피치
AAA(Aaa)	미국, 독일, 캐나다, 호주, 싱가포르	독일, 캐나다, 호주(-), 싱가포르	미국, 독일, 캐나다, 호주, 싱가포르
AA+(Aa1)	-	미국, 홍콩	홍콩
AA (Aa2)	한국, 프랑스, 영국, 홍콩	한국, 영국(-), 벨기에, 프랑스	영국(-), 프랑스
AA-(Aa3)	대만, 칠레(-), 벨기에	대만	한국, 대만, 벨기에

자료: 괄호는 무디스, 괄호 밖은 S&P와 피치 기준. 국가 뒤 (-)는 부정적 등급전망을 의미

<p>- 자료 출처는 IMF의 「World Economic Outlook」 및 「International Financial Statistics」이며, 한 해의 자료가 그 지표의 상태를 대표할 수 있는 경우<sup>30)</sup> 2016년을 기준으로, 변동성이 있어 여러 해의 평균값을 사용해야 하는 경우<sup>31)</sup> 2014~2016년 평균을 기준으로 분석</p> <p>○ 분석 결과 한국은 경제지표 종합순위에서 11개국 중 3위를 차지해 객관적 경제여건(3위)과 신용등급 수준(9~11위) 사이에 다소 괴리가 있는 것으로 나타남(표 3) 참조)</p>	<p>○ 상기 분석을 통해 객관적 경제여건과 별개로 주관적·비경제적 변수가 국가신용등급에 영향을 미친다는 사실을 알 수 있으며, 그 대표적인 변수로는 3대 신용평가 기관에서 모두 지목하고 있는 지정학적 리스크를 들 수 있음</p>
	<p>30) 1인당 GDP, GDP 대비 국가채무, 외환보유고</p> <p>31) 실질경제성장률, 소비자물가상승률, GDP 대비 재정수지, GDP 대비 경상수지</p>

〈표 2〉 분석 지표와 국가신용등급과의 관계

경제지표	국가신용등급과의 관계
1인당 GDP	국가의 발전수준과 세수기반, 부채상환 능력을 반영
실질경제성장률	국가의 부채상환 능력을 높이고 실업률 감소(과잉 노동공급 흡수)에 기여
소비자물가상승률	경제 내 초과수요를 반영, 과도한 물가상승률은 실질소득을 떨어뜨리는 요인
GDP 대비 재정수지	대규모 재정수지 적자는 국내 저축을 감소시킴
GDP 대비 국가채무	국가채무가 많을수록 국가부도 가능성도 커짐
GDP 대비 경상수지	경상수지 적자는 공공·민간 부문의 해외자금 의존도가 커짐을 의미
외환보유고	외환보유고가 많을수록 유동성 위기에 대처할 수 있는 능력이 커짐

〈표 3〉 국가신용등급 AA 이상 11개국의 경제지표 평가

등급	국가	거시경제 여건			재정건전성		대외건전성		종합 순위
		1인당GDP (\$)	경제성장률 (%)	물가상승률 (%)	재정수지/GDP(%)	국가채무/GDP(%)	경상수지/GDP(%)	외환보유고 (억\$)	
AAA	미국	57,608 (1)	2.31 (6)	1.00 (8)	-3.99(10)	107.11(10)	-2.32 (8)	1,063 (6)	7
	독일	42,177 (6)	1.76 (8)	0.43 (3)	0.59 (4)	68.08 (5)	8.11 (3)	596 (8)	5
	캐나다	42,225 (5)	1.66 (9)	1.49 (9)	-1.01 (5)	92.40 (7)	-3.05 (9)	827 (7)	9
	호주	51,737 (3)	2.58 (2)	1.76(10)	-2.75 (8)	40.98 (4)	-3.42(10)	521(10)	6
	싱가폴	52,961 (2)	2.50 (3)	-0.01 (1)	4.14 (1)	111.55(11)	18.96 (1)	2,464 (4)	1
AA+	홍콩	43,561 (4)	2.40 (4)	3.35(11)	2.86 (2)	0.06 (1)	3.12 (5)	3,862 (2)	2
AA	영국	40,050 (8)	2.36 (5)	0.72 (4)	-4.29(11)	89.26 (6)	-4.44(11)	1,235 (5)	8
	프랑스	38,178 (9)	1.07(11)	0.34 (2)	-3.64 (9)	96.34 (8)	-0.90 (7)	561 (9)	10
AA-	한국	27,535(10)	2.99 (1)	0.98 (7)	0.91 (3)	38.32 (3)	6.88 (4)	3,663 (3)	3
	대만	22,497(11)	2.07 (7)	0.76 (5)	-2.24 (6)	36.16 (2)	13.52 (2)	4,342 (1)	4
	벨기에	41,248 (7)	1.44(10)	0.96 (6)	-2.73 (7)	105.98 (9)	-0.21 (6)	151(11)	11

주: 국가신용등급은 피치 기준. 괄호는 항목별 순위이며, 종합순위는 항목별 순위의 단순평균이 낮은 순서대로 매김  
 자료: IMF 자료를 바탕으로 저자 분석

#### IV. 요약 및 시사점

□ 지정학적 리스크는 국가신용을 좌우하는 ‘중요한’ 요인이나 ‘절대적’ 요인은 아니므로, 이것만으로 신용등급이 떨어질 가능성은 낮음

○ 국가신용등급의 결정요인에는 거시경제 여건, 재정건전성 지표, 대외건전성 지표 등 여러 가지가 있기 때문에, 지정학적 리스크를 포함한 정치 리스크가 절대적인 요인은 아님

○ 기존 연구들은 국가신용등급을 결정하는 주요 요인으로 정치적 요인보다는 1인당 GDP, 재정수지, 수출 대비 외채, 부도 경험 등 경제적 요인을 꼽고 있음<sup>32)</sup>

- 최호상(2012)<sup>33)</sup>은 1인당 GDP, 재정수지, 수출 대비 외채, 부도 경험이 1% 수준에서 유의하다고 밝힘

○ 실제로 신용평가사들은 지정학적 리스크에도 불구하고 강한 경제 회복세, 재정건전성 등을 이유로 현재 한국의 신용등급을 22개 단계 중 3~4번째 수준에서 유지<sup>34)</sup>하고 있음

□ 지정학적 리스크가 실제 국가신용등급을 낮추기 위해서는 다른 평가요소들을 상쇄하고도 남을 정도의 ‘중대한 사건·사고’가 수반되어야 함

○ 국가신용등급은 해당 국가의 정부가 ‘채무를 상환할 능력과 의지가 있는지’를 나타내는 지표이므로, 어떠한 잠재적 리스크가 신용평가에 직접 반영되기 위해서는 그 리스크가 실제 빚을 갚지 못할 (수 있는) 상황으로 연결되어야 함

○ 3대 신용평가사가 신용등급에 영향을 미칠 변수로 들고 있는 것은 미사일 시험에 따른 급격한 환율변동 및 자본유출입 등 경제·금융 부문에 대한 가시적 영향, 군사적 충돌로 인한 정부기능 및 국가 결제 시스템 손상, 북한 정권붕괴 또는 통일로 인한 재정수요 급증 등임

○ 신용평가사들은 현재 지정학적 리스크가 경제·금융 부문으로 전이되고 있다고 보지 않으며, 오히려 지정학적 리스크에도 불구하고 경제의 펀더멘털이 견고하다고 보는 입장

□ 현재 신평가사들은 지정학적 리스크가 군사적 대결로 이어질 가능성을 낮게 봄

○ 북한 정권의 붕괴 혹은 통일은 그 파급효과가 장기간에 걸쳐 일어나며 예측이 어려우므로, 현 시점에서 신용등급을 좌우하는 가장 큰 요인은 ‘군사적 충돌 여부’라고 볼 수 있음

○ 신용평가사들은 최근 미국-북한의 공격적 언행에도 불구하고 북한 정권에 이득이 되지 않는다는 이유 등을 들어 군사적 충돌 가능성을 낮게 보고 있으며, 다만 공격적 언행과 계속되는 도발로 오판 혹은 우발적 사건에 의한 대결이 촉발될 것을 경계

□ 한편 지정학적 리스크는 지속적으로 신용등급 저평가 요인으로 작용하고 있는 바, 이를 해소하여 ‘코리아 디스카운트’를 극복해야 함

32) 그러나 이러한 결과가 정치적 요인을 연구모형에 포함시키지 못한 ‘기존 연구의 한계’인지에 대해서는 추가적인 논의가 필요함

33) 최호상, “국가신용등급의 결정요인 분석”, 『국제금융센터 Issue Analysis』, 2012

34) Aa2, 안정적(무디스), AA, 안정적(S&P), AA-, 안정적(피치)

- 단기적으로는 한국정부가 현재의 리스크를 효과적으로 관리함으로써 관련국들의 오관, 인내심 부족으로 인한 우발적인 군사 충돌을 막아야 함
- 장기적으로는 북한 핵무기 완성 이후의 상황에 대처하고 통일에 대비하는 등 코리아 디스카운트를 완전히 제거하기 위한 노력을 경주할 필요



**keri** 한국경제연구원

발행일 2018년 1월 20일 | 발행인 권태신 | 발행처 한국경제연구원 | 주소 서울시 영등포구 여의대로 24 FKI타워 46층