Global Credit

Compliance Notice
본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 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 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Analyst 하형민 hyeongmin.ha@hanafn.com

2025년 11월 20일 | Global Asset Research

해외크레딧

KP: 고환율 속 KP 시장 점검

스트레스 레벨의 USDKRW, 신용 위험은?

11월 들어 달러-원 환율이 다시 1,450~1,480원대의 고점 레벨에 진입했다. 13일 장중 1,475원을 상회하며 작년 계엄 사태와 4월 상호관세 발표 당시 고점에 근접했고, 14일에도 장 초반 1,470원 중반까지 상승하는 등 시장 불안이 고조됐다. 이후 당국의 구두 개입과 시장점검회의 개최 소식 이후 1,450대 중반으로 빠르게 하락했으나, 현재로서는 1,460원대의 레인지를 유지 중이다. 이렇듯 현재 원화 환율은 하루 만에 20원 이상 하락하는 등 스트레스 레벨인 점이 분명하나, 1,480원이라는 심리적 마지노선의 목전에서 아직은 제어 가능한 수준일 것이라는 기대를 남겼다.

한편, 이번 원화 약세 국면은 환율 레벨만 놓고 보면 위기 국면과 유사한 레벨이지만, 크레딧 지표는 상당히 다른 그림을 보이고 있다. 한국 CDS 프리미엄(5Y)은 20bp 초반 수준으로, 2022년 강도 높은 통화긴축 때(74bp) 대비 크게 낮은 수준이고, 국내 정치 불확실성이 고조됐던 작년 말(40bp), 상호관세 발표(47bp) 때와 비교해도 현저히 낮은 레벨을 이어가고 있다. KP 달러채 스프레드 역시 CDS 프리미엄과 궤를 같이 하며 안정적으로 연중 저점 수준을 유지하고 있다. 또한 한국은 2014년 이후 꾸준히 순대외자산 규모가 증가해, 과거 외환위기나 글로벌 금융위기 때 외화채무 상환으로 인한 급격한 외환 유출처럼 국가 신용 이벤트로 번질 가능성도 높지 않은 것으로 판단한다.

그럼에도 최근과 같은 고환율, 고변동성 구간은 환율 자체가 KP 시장의 방향성을 결정하지는 않더라도, 가격·발행·투자 행태에 여러 간접적 마찰을 남길 수 있다. 이러한 관점에서 KP 시장 참여자들이 현재 환율 변동에 관심을 가져야 할 이유는 ① 크레딧 스프레드(가격), ② 발행기업 펀더멘털의 두 가지 측면에서 정리할 수 있다.

① 크레딧 스프레드: 환율이 가격 변동의 주 요인은 아님

먼저, KP 크레딧 스프레드의 경우 원화 약세가 스프레드(가격)에 직접적으로 영향을 미치는 요소는 아니다.

KP 스프레드는 기본적으로 글로벌 크레딧 시장 환경과 한국 국가 및 금융 부문의 리스크 변화에 영향을 크게 받는다. 지난 계엄 사태와 올해 상호관세 발표 때를 복기해 보면, 대내 정치 불확실성 고조로 인해 원화 가치 하락과 CDS 프리미엄 상승, 크레딧 스프레드 확대가 동반되었고, 올해 상호관세 발표로 인한 무역 불안 확대로 같은 일이 벌어진 바 있다.

그러나 지금의 원화 가치 하락에도 한국 CDS 프리미엄과 KP 스프레드의 변동성은 크

지 않다. 오히려 현 상황에서는 연준 금리 인하 불확실성 또는 달러 유동성 스트레스에 따른 미국 IG 크레딧 시장 변동성 확대가 KP 스프레드의 확대를 야기할 가능성이 높다.

즉, 원화 약세와 환 변동성을 주의 깊게 볼 필요성이 높아진 것은 맞으나, 최근의 환율 움직임은 지난 연말과 올해 4월처럼 한국 고유의 금융불안이나 대외 신인도 훼손 가능성으로 인한 KP 약세와는 다른 국면으로 보는 것이 타당하다.

② 발행기업: 외화표시 채무 부담 vs. 달러자산 및 수출의 수익성

대부분의 KP 발행주체는 국책은행·공사공단·은행·수출 중심 일반기업 등으로, 상당수가 외화 자산과 외화 부채를 함께 운용하는 재무 구조를 보유하고 있다. 또한 달러-원 환율 상승 시 원화 환산 자본비율(부채비율)에는 일정 부분 부담이 발생하더라도, 각 발행주체 입장에서 환율 상승이 펀더멘털 훼손으로 이어지는 연결고리는 약화되었다. 등급 변화의 주요 트리거가 환율은 아닌 만큼 단기간 내에 신용도 재평가나 발행물의 스프레드 급등을 촉발할 리스크 요인으로 보기는 어렵다. 다만 환율과 금리 변동성이 확대된 만큼 외화유동성 커버리지, 통화 및 만기 구조, 자본비율 민감도 등에 대한 모니터링 빈도를 높일 필요는 있다.

국내은행은 BIS 자본 요건이라는 회계상 영향이 있을 것이나 대부분 스트레스 테스트에 반영되어 있고 글로벌 신용등급 하향 리스크로 직결될 가능성은 높지 않은 것으로 평가된다. 실제로 환율이 상승하기 시작한 10월에 평균 중장기 대외차입 가산금리는 40bp로 9월 48bp 대비 하락한 것으로 확인되었다. 당시 미중 갈등을 비롯한 대외 여건 변화 속 한국 CDS 프리미엄 상승 압력이 있었음에도 불구하고, 원활히 신규 발행을 마치는 등 KP 스프레드가 안정적인 모습을 이어간 것에 일조했다고 볼 수 있다.

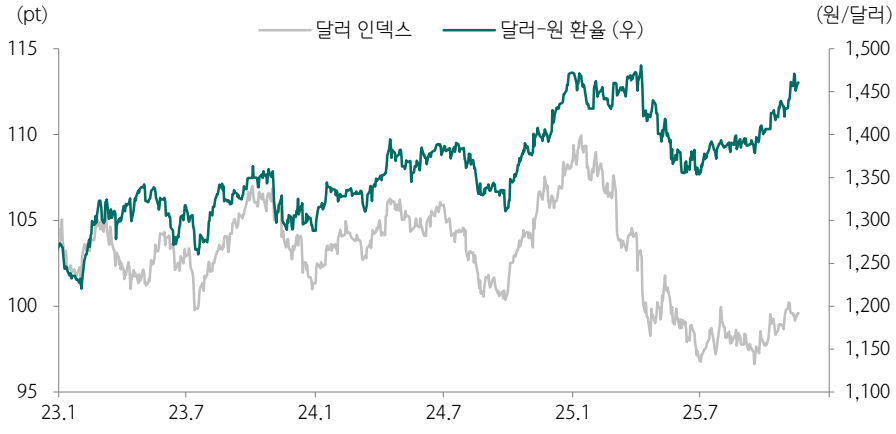
뿐만 아니라, 반도체와 자동차 등 수출 비중이 높은 일부 제조기업의 경우, 원화 약세가 오히려 영업이익률과 현금흐름에 완충 역할을 하면서 크레딧 측면에서 다소 긍정적인 요인으로 작용할 소지도 존재한다.

환율 급등 ≠ 한국물 펀더멘털 훼손

결론적으로 현재 KP 시장을 둘러싼 고환율 환경은 가격 변수의 등락일 뿐, 신용 위험의 전조로 보기에는 무리가 있다. 과거 환율 스트레스 국면과 달리 현재 한국의 대외 건전성과 발행사들의 외화 유동성 대응 능력은 견고하며, 이는 안정적인 CDS 프리미엄과 KP 스프레드 추이가 방증하고 있다. '환율 급등 = 한국물 펀더멘털 훼손'이라는 공식은 현재 시장에서 유효하지 않다는 말이다.

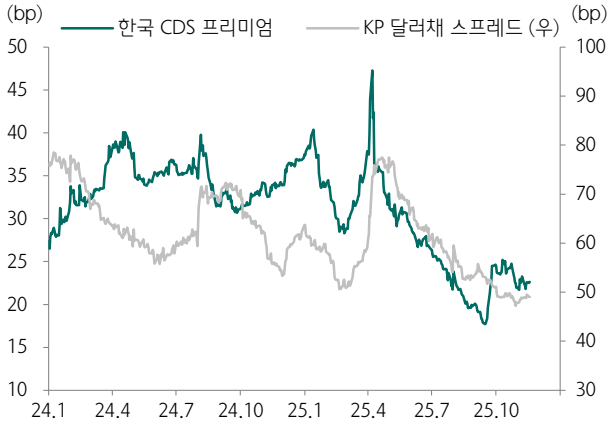
따라서 KP 투자자들은 1,480원이라는 심리적 저항선에 과도하기 반응하기보다는, 중단기적으로 KP 시장의 본질적 가치에 집중하는 전략이 유효하다. 환율 변동성 확대에 따른 일시적인 호가 공백이나 유동성 저하 가능성은 염두에 두되, 현재의 견조한 펀더멘털을 감안 시 KP물은 여전히 글로벌 크레딧 대비 안정적 투자처로서의 지위를 유지할 전망이다. 향후 KP 시장 방향성에 대해서는 원화 환율 그 자체보다는, 다가올 공급 증가와 연준 정책 경로에 주목하는 것이 바람직하다.

도표 1. 최근 들어 달러 대비 가파르게 낮아진 원화 가치



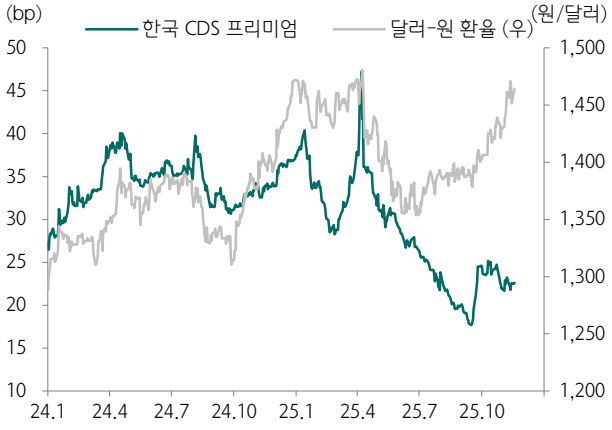
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 2. 상호관세 발표 이후 지속 안정된 CDS와 크레딧 스프레드



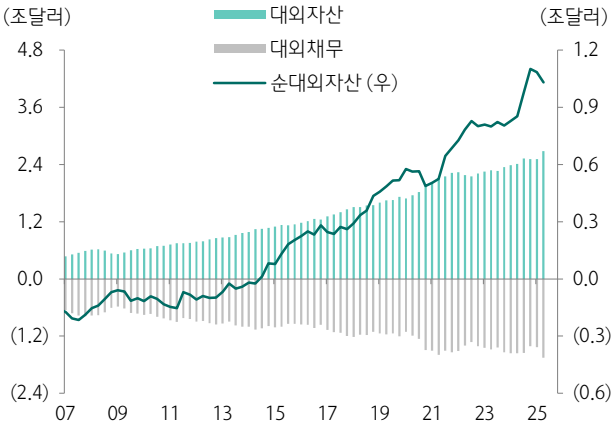
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 3. 관세 협상 이후 더욱 가팔라진 달러-원 환율 상승세



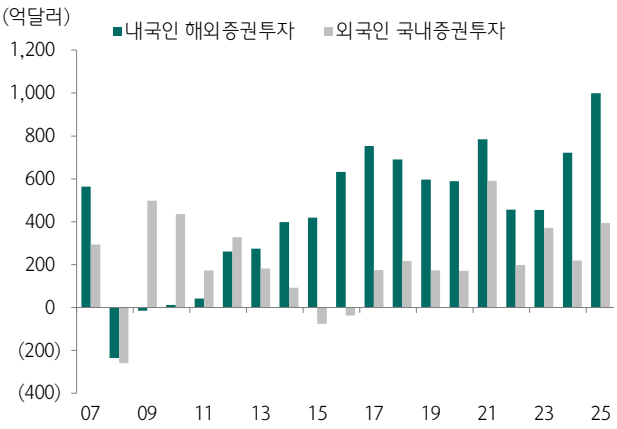
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 꾸준히 증가한 한국 순대외자산 규모



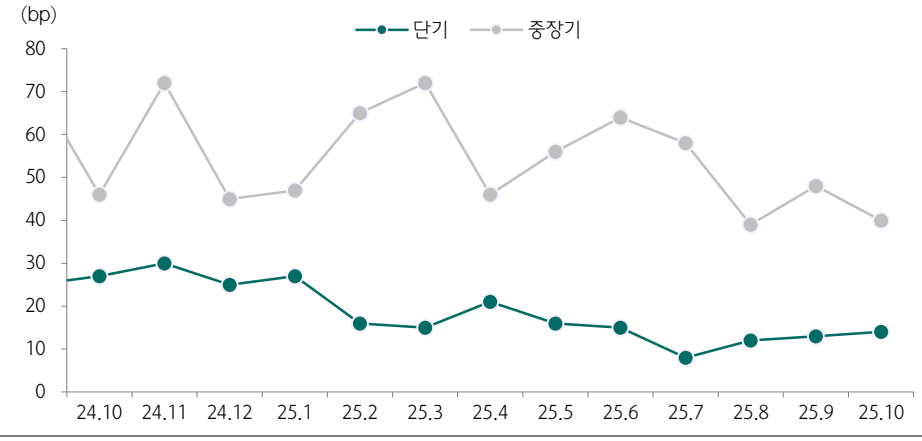
자료: 한국은행, 하나증권

도표 5. 팬데믹 이후 급격한 증가세의 내국인 해외증권투자



주: 2025년은 1~9월 합산
자료: 한국은행, 하나증권

도표 6. 국내은행 대외차입 가산금리 추이



자료: 한국은행, 하나증권