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

2026년 4월 23일 | Global Asset Research

해외크레딧

KP: 국가부채 우려와 KP 시장이 점검해야 할 신호

중기적 상승 경로의 국가부채 비율

KP 스프레드는 '외평채 스프레드'라는 국가신용위험(Sovereign Risk)과 '개별 기업 스프레드'로 분해해 접근할 수 있다. 이 중 외평채 스프레드는 모든 KP 신용 스프레드의 앵커 역할을 하며, 글로벌 회사채 시장에서 한국 대외 신용도의 가격으로 볼 수 있다.

한국의 국가신용등급은 여전히 높은 수준을 유지 중이다(Aa2/AA/AA-). 이 가운데 정부의 2025회계연도 결산과 IMF 보고서상 국가 부채 관련 내용이 주목을 받았다. 한국 국가채무(D1) 비율과 IMF의 일반정부 부채(D2) 비율 전망 모두 중기적으로 재정 부담이 누적되는 방향성을 보였기 때문이다. D1 비율은 2024년 46.0%에서 2025년 49.0%, 2026년 50.6%, 2029년 58.0%로 높아지는 경로가 제시되었다. IMF 역시 4월 Fiscal Monitor에서 한국의 일반정부 부채 비율이 2026년 54.4%에서 2029년 60.1%, 2031년 63.1%로 상승할 것으로 전망했다. 작년 10월 전망 대비 일부 하향 조정되었고 성장률 제고 등 정부 관리 하에 수정될 수 있지만, 중기적으로 60% 상회 경로가 유지된 점에 관심을 둘 필요는 있다.

시장에 반영 중인 Sovereign Risk의 현 위치

다만 재정 경로가 단기적으로 KP물 가격을 직접 결정하는 변수는 아니다. 최근 중동 지정학 리스크 부각으로 외평채 금리가 미국 금리 상승의 영향을 크게 받았고, 스프레드 역시 단기 변동은 있었지만 역사적 저점 부근을 유지 중이다. 한국 5년 CDS 프리미엄도 지정학 리스크에 반응해 상승했으나, 시장이 한국의 재정 부담을 구조적 국가신용 약화 국면으로 반영하고 있다고 보기는 어렵다.

한국 CDS 프리미엄 상승과 외평채 스프레드 확대가 함께 나타난다면

국가신용위험의 시장 전이는 한국 CDS 프리미엄 상승과 외평채 스프레드 확대가 함께 나타나는 국면에서 뚜렷하게 확인된다. 최근 10년 기준 두 지표가 동시에 상승 및 확대된 국면에서 국책은행/공기업물 스프레드는 평균 4.7bp, 민간기업물은 10.6bp 확대됐다. 두 지표 중 하나만 움직인 국면에서는 스프레드 확대가 일관되게 나타나지 않았다. 상관계수 측면에서, 외평채 스프레드 기준으로는 국책은행/공기업 0.81, 민간기업 0.74로 모두 높았지만, 한국 CDS 프리미엄 기준으로는 각각 0.67, 0.28로 차이가 더 크게 나타났다. 따라서 외평채 스프레드 확대가 CDS 프리미엄 상승과 함께 진행될 경우, 국책은행/공기업 그룹의 신규 발행 가산금리와 유통 스프레드에 먼저 부담으로 작용할 가능성이 높다. 반대로, 외평채 스프레드의 안정적 흐름 가운데 한국 CDS 프리미엄 확대가 제한된다면, 국책은행/공기업물에 대한 선별적 접근이 가능할 것으로 판단한다.

국가부채 우려와 KP 시장이 점검해야 할 신호

중기적 상승 경로의 국가부채 비율

KP 스프레드는 '외평채 스프레드'라는 국가신용위험(Sovereign Risk)과 '개별 기업 스프레드'로 분해해 접근할 수 있다. 이 중 외평채 스프레드는 모든 KP 신용 스프레드의 앵커 역할을 하며, 글로벌 회사채 시장에서 한국 대외 신용도의 가격으로 볼 수 있다.

한국의 국가신용등급은 여전히 높은 수준을 유지 중이다. 현재 글로벌 신용등급은 Moody's Aa2, S&P AA, Fitch AA-이며, 등급 전망 역시 3사 모두 '안정적(stable)'으로 제시하고 있다. 즉, 글로벌 신용도 측면에서 아직 한국은 국가신용 이벤트를 가격에 반영하는 국면으로 보기는 어렵다.

이 가운데 정부의 2025회계연도 결산과 IMF 보고서상 국가 부채 관련 내용이 주목을 받았다. 한국 국가채무(D1) 비율과 IMF의 일반정부 부채(D2) 비율 전망 모두 중기적으로 재정 부담이 누적되는 방향성을 보였기 때문이다. D1 비율은 2024년 46.0%에서 2025년 49.0%, 2026년 50.6%, 2029년 58.0%로 높아지는 경로가 제시되었다. IMF의 4월 Fiscal Monitor 보고서에서도 한국의 일반정부 부채 비율을 2026년 54.4%에서 2029년 60.1%, 2031년 63.1%로 높아지는 경로를 제시했다. 다만 중기적으로 60%를 상회하는 경로가 유지되기는 했지만, 작년 10월보다는 일부 낮아진 수치이다.

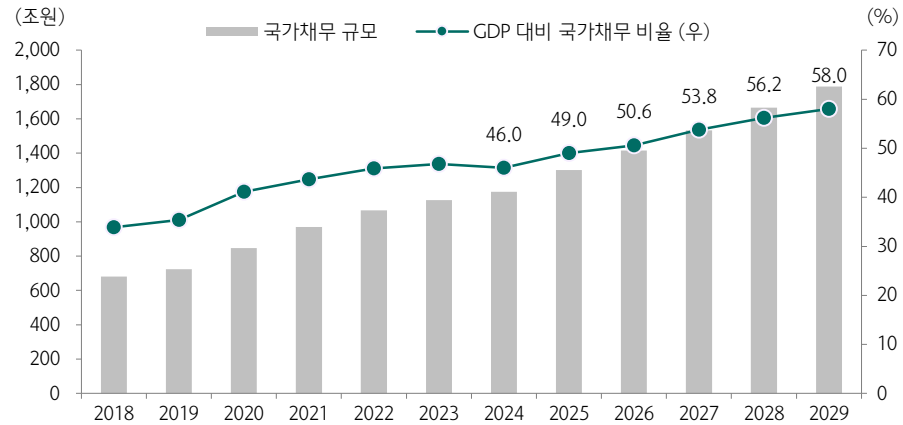
올해 초 글로벌 신평사들의 평가를 돌이켜 보면, Moody's는 고령화, 정부부채 증가, 지정학적 위험을 구조적 제약 요인으로 제시했고, Fitch 역시 정부부채 증가세 가운데 재정 투입이 잠재성장률 개선으로 이어지지 않으면 국가신용에 부담이 될 수 있다고 언급한 바 있다. IMF 역시 한국 재정 경로를 연간 예산과 추경, 중기 재정 계획까지 포함해 점검하고 있으며, 고령화에 따른 재정 지출 압력을 핵심적 재정 제약 요소로 보고 있다. 이 점을 감안하면, 한국 국가부채 이슈의 핵심은 GDP 대비 부담이 누적되는 경로에 있으며, 국가신용위험에 대한 시장 평가도 결국 부채 증가 속도, 저성장 여부 등에 따라 가격에 나타날 수 있다.

도표 1. 한국 국가채무(D1) 추이와 향후 전망 경로

① 2025년 본예산 기준 48.1%
→ 2회 추경 49.1%
→ 결산(잠정) 49.0%

② 2026년 본예산 기준 51.6%
→ 추경 50.6%

성장률 제고 등 정부 관리 하에
'26~'29 경로 수정 가능성

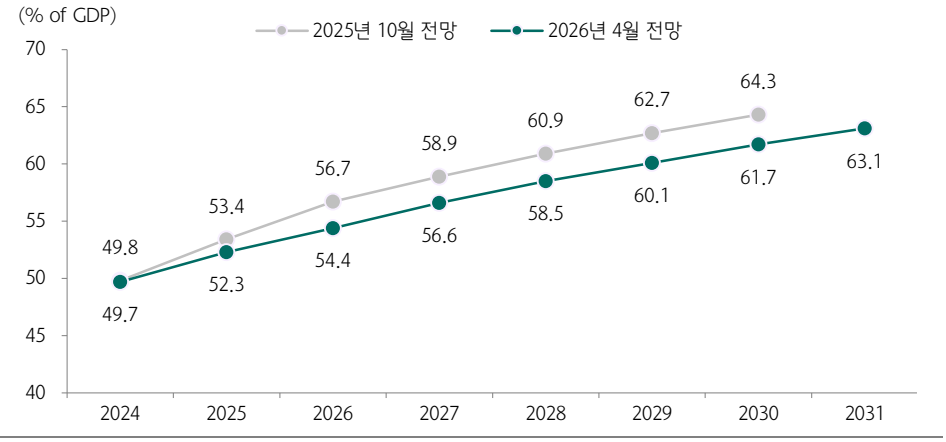


주: (1) '25년은 2025회계연도 결산(잠정). (2) '26년은 4/10 국회 확정 추경예산, (3) '27~'29년은 '25~'29 국가재정운용계획 기준
자료: 기획예산처, 하나증권

도표 2. IMF의 한국 일반정부 부채(D2) 비율 전망 변화

'26년 4월 IMF 역시 일반정부 부채 비율 전망 하향

증기적 상승 경로에 대한 관심은 유지할 필요



자료: IMF, 하나증권

시장에 반영 중인 Sovereign Risk의 현 위치

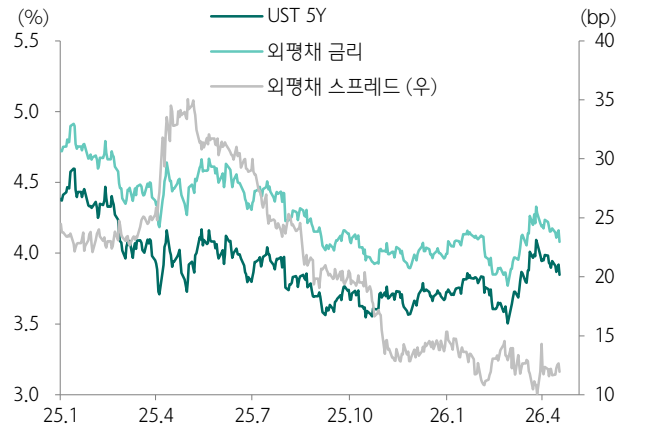
KP 시장 참여자 관점에서, 상기 부채비율 전망 경로가 단기적으로 KP물 가격을 직접 결정하는 변수는 아니다. 최근 중동 지정학 리스크 부각으로 미국 국채 금리가 상승하면서 외평채 금리 역시 상승했고, 스프레드 역시 단기 변동은 있었지만 역사적 저점 부근을 유지 중이다.

외평채 스프레드와 더불어, 국가신용위험에 대한 시장 평가는 국가 CDS 프리미엄을 통해서도 접근해 볼 수 있다. 현재 한국 5년 CDS 프리미엄의 흐름을 보면 시장은 아직 한국의 재정 부담을 구조적인 국가신용 약화 국면으로 반영하고 있지는 않다.

한편, 두 지표는 장기적으로 유사한 방향성을 보이지만, 위기 국면에서의 변동성은 차이가 있다. 한국 CDS 프리미엄은 과거 글로벌 위험회피 심리 확대 국면에서 빠르게 상승하는 모습을 보였고, 최근 몇 년간은 역사적 스트레스 구간과는 거리가 있는 수준에 머물러 있었다. 이번 중동 전쟁 국면에서 유가 및 공급망 충격을 반영하며 빠르게 확대되었으며, 이후에는 갈등 완화 가능성을 반영하는 흐름이 진행 중이다. 반면, 앞서 언급했듯이 외평채 스프레드의 흐름은 전쟁 충격 이외의 국가신용위험의 재평가로 볼 수준까지 확대됐다고 보기는 어렵다.

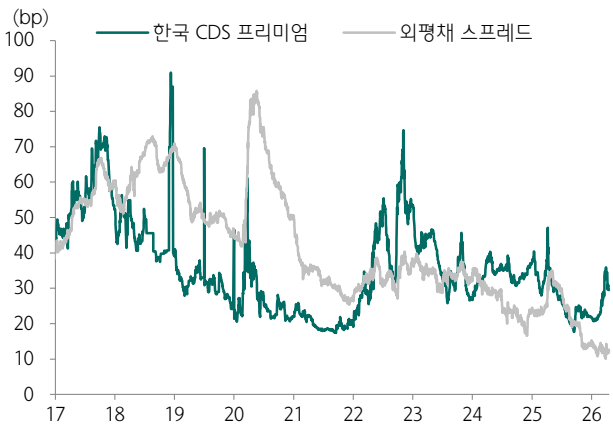
한국 CDS 프리미엄은 시장 특성상 위험 인식을 즉각적으로 반영하고, 외평채 스프레드는 이러한 위험 인식이 채권시장 수급 등과 결합되어 가격에 반영된 결과로 볼 수 있다. 따라서 국가신용위험의 시장 전이는 어느 한 지표의 단독적인 움직임보다, 두 지표가 함께 확대 및 상승 국면에서 더 뚜렷하게 확인된다. 실제로 최근 10년간 외평채 스프레드 확대와 한국 CDS 프리미엄 상승이 동시에 나타난 국면에서 국책/공기업물 스프레드가 평균 4.7bp, 민간기업물이 10.6bp 확대됐다. 반면, 외평채 스프레드만 확대되거나 CDS 프리미엄만 상승한 국면에는 KP물 스프레드 확대가 일관되게 나타나지는 않았다.

도표 3. 미국 국채 금리와 외평채 금리 추이



주: 외평채는 달러 표시 채권 지수 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

도표 4. 한국 CDS 프리미엄(5Y)과 외평채 스프레드 추이



주: 외평채는 달러 표시 채권 지수 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

최근 10년간
CDS 프리미엄 상승과
외평채 스프레드 확대 국면에서

시기별로
반응 강도 차이는 있으나
대체로 KP 스프레드 전반 확대

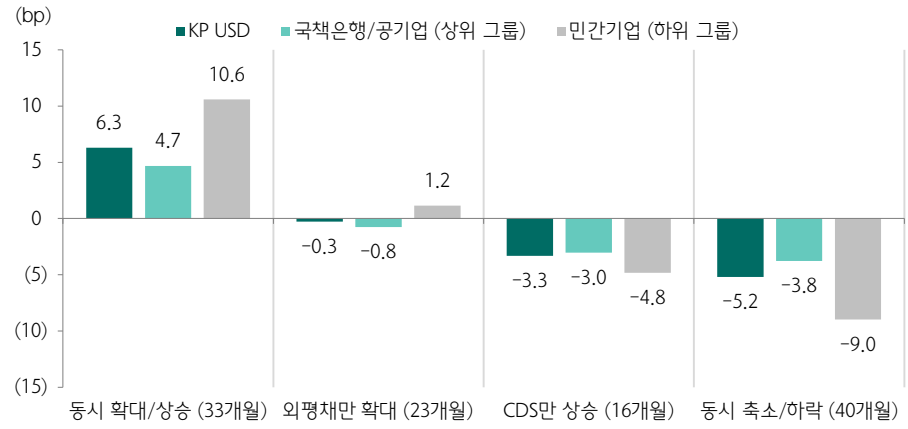
도표 5. 한국 CDS 프리미엄(5Y)와 외평채 및 KP 스프레드 추이

주: KP는 달러 표시 채권 지수 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

CDS 프리미엄만 상승을
위험 인식에 대한 즉각 반응으로
해석한다면,

채권 가격화는
별개 흐름
보이는 경우 존재

도표 6. 외평채 스프레드 확대/축소와 한국 CDS 프리미엄 상승/하락 국면의 KP 스프레드 반응



주: (1) KP는 달러 표시 채권 지수 기준. (2) 국면 구분은 2017년부터 월말 외평채 스프레드와 한국 CDS 프리미엄 방향 기준
자료: Bloomberg, 하나증권

한국 CDS 프리미엄 상승과 외평채 스프레드 확대가 함께 나타난다면

외평채 스프레드 확대와 한국 CDS 프리미엄 상승이 함께 나타나기 시작한다면, 이는 한국 국가신용위험의 재평가가 KP 시장으로 확대될 가능성을 더 직접적으로 시사하게 될 것이다.

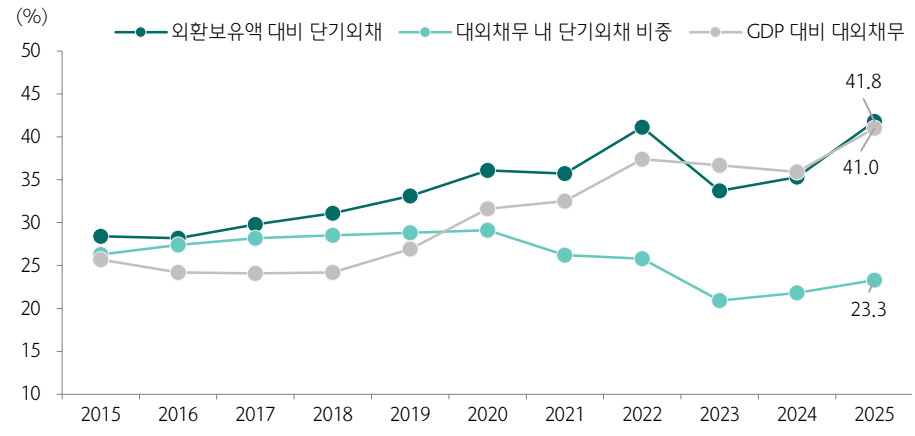
특히 준정부기관 중심의 KP 상위 그룹에 우선 반영될 가능성이 높다. 수출입은행과 산업은행 등 KP 시장의 핵심 발행주체를 비롯한 다수 공기업은 명시적 또는 묵시적 정부 지원 가능성을 바탕으로, 국가신용등급에 준하는 대외 신용등급이 부여되어 있다. 이는 해당 그룹이 구조적으로 한국 국가신용과의 연계성이 높고, 외화조달 여건 역시 한국의 대외 신인도를 바탕으로 형성됨을 의미한다. 전술한 국면의 상관계수 측면에서도 외평채 스프레드 기준 국책은행/공기업물 스프레드가 0.81, 민간기업물이 0.74로 모두 높은 수준이었으나, 한국 CDS 프리미엄 기준으로는 각각 0.67, 0.28로 차이가 더 크게 나타났다. 따라서 외평채 스프레드 확대가 CDS 프리미엄 상승과 함께 진행될 경우, KP 상위 그룹의 신규 발행 가산금리와 유통 스프레드에 먼저 부담으로 작용할 가능성이 높다.

종합하면, 중기 재정 경로에 대한 경계를 유지하면서, 한국 CDS 프리미엄과 외평채 스프레드를 한국 대외 신용위험의 핵심 점검 지표로 삼는 것이 합리적이다. 또한 외평채 스프레드가 안정적 수준을 유지하고 한국 CDS 프리미엄의 추가 확대가 제한된다면, 국책은행 및 공기업 KP물에 대한 선별적 접근이 가능할 것으로 판단한다.

도표 7. 참고: 한국 대외 건전성 지표

2025년 말 대외채무 비율은 상승했지만, 단기외채 비중은 총 대외채무의 23%로 장기 평균 하회 범위

한국은행은 한국의 대외 건전성을 양호한 수준으로 평가



자료: 한국은행, 하나증권