



Global Credit

Compliance Notice

본 조사는 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 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

2026년 6월 22일 | Global Asset Research

해외크레딧

ASIA: Danantara 달러채 데뷔, 등급 평가로 본 한국 공적 외화채에의 시사점

독자신용도 대신 소버린에서 출발한 신용등급

인도네시아 국부펀드 BPI Danantara 산하 Danantara Investment Management(DIM)가 첫 달러 표시 채권 발행을 통해 15억 달러를 조달했다. 이번 채권은 명시적 지급 보증이 없는 선순위채였지만, 글로벌 신용평가 3사는 DIM에 인도네시아 정부와 동일한 등급을 부여했다(Baa2/BBB/BBB). Moody's의 경우 DIM의 독자신용도(BCA)를 부여하지 않은 대신, 정부연계기관 평가 틀에서 소버린 등급을 출발점으로 삼는 하향식 접근을 적용했다. S&P 역시 독자신용도프로파일을 평가 불가로 둔 가운데, 정부 지원 가능성을 '거의 확실(almost certain)'로 평가했다. 이는 DIM이 2025년 10월 설립되어 아직 투자 실적이나 재무 이력이 충분하지 않은 가운데 정부와의 제도적 연결성이 독자적 신용도를 뒷받침했다는 의미이다.

등급을 뒷받침한 것은 법적·재무적 연결성

DIM의 등급을 뒷받침한 핵심은 인도네시아 정부와의 법적·재무적 연결성이다. DIM은 국영기업 자산과 투자 전략을 관리하는 BPI Danantara의 완전자회사로, 소유 구조 변경에는 법률 개정이 필요하다. 또한 DIM이 BPI Danantara의 투자 집행을 담당하고 있으며, 국영기업 배당이 BPI Danantara로 모이면 그 일부가 DIM의 투자 재원으로 출자되는 재무적 연결성을 갖추고 있다. 이러한 법적 소유 관계와 정책적 역할, 정부 통제력, 자원 조달 및 이전 구조 등이 적시 지원 가능성을 뒷받침했다.

명시적 보증이 없는 등급이 주는 시사점

DIM 사례는 기관 자체의 실적이나 재무 펀더멘털, 명시적 지급 보증이 없더라도 소버린에 준하는 신용등급 부여가 가능하다는 점을 보여준다. 이는 향후 국내 신규 공적 기관의 외화채 발행에도 참고 사례가 될 수 있다. 한미전략투자공사는 법률상 기금 부담의 채권 발행과 국회 동의 시 정부 보증 가능성이 규정되어 있다. 따라서 향후 공사의 외화 조달에서 핵심 쟁점은 이러한 법적·재무적 연결성이 실행사와 투자자에게 얼마나 강한 정부 지원 구조로 인정되는지에 있을 것이다.

DIM 사례는 신설 공적 기관이 재무 이력 없이도 외화채 시장 접근성이 높다는 것을 의미하지는 않는다. 오히려 재무 이력이 부족한 기관일수록 정부와의 연계 구조를 법률과 제도를 통해 명확히 입증해야 한다는 점을 보여준다. DIM 등급이 인도네시아 소버린 등급과 정부 연계 유지 여부에 크게 좌우되는 것처럼, 국내 신설 공적 기관의 초기 신용도 역시 자체 실적보다 제도적인 정부 지원 구조에 더 크게 좌우될 것으로 판단한다.



Analyst 하영민 hyeonmin.ha@hanafn.com

독자신용도 대신 소버린에서 출발한 신용등급

인도네시아 국부펀드(SWF, Sovereign Wealth Fund) BPI Danantara 산하의 Danantara Investment Management(이하, DIM)가 첫 달러 표시 채권 발행을 통해 15억 달러를 조달했다. 이번 조달은 명시적 지급 보증이 없는 선순위채로, 5년물과 10년물 각각 7.5억 달러 규모로 구성되었다. 주문배수는 1.8~1.9배로 크지 않았으나, 두 채권 모두 최종 금리가 최초제시금리 대비 35bp 축소되었고, 증액발행에 성공했다(기존 목표 10억 달러). 단, 주문배수가 크지 않았던 것은 발행 당시 인도네시아 자산 전반이 매도 압력을 받던 국면을 반영한 것으로 판단되며, 보증 부재라는 구조적 요인과는 구분할 필요가 있다.

인도네시아 자산에 대한 투자심리가 약화된 국면에서의 첫 외화채 성사라는 점에 주목할 수 있지만, 이번 거래의 초점은 DIM이 확보한 대외 신용등급이다. Moody's Baa2 negative, S&P BBB stable, Fitch BBB negative로 세 기관 모두 인도네시아 정부와 동일한 등급을 부여했다. Moody's는 DIM을 정부연계기관(GRI)로 분류해 하향식 접근을 통해 독자신용도를 부여하지 않았고, S&P 역시 정부연계기업(GRE) 틀에서 독자신용도프로파일을 평가 불가로 두면서도 DIM에 대한 정부 지원 가능성을 '거의 확실(almost certain)'로 평가했다. DIM은 2025년 10월 설립되어 아직 투자 실적이나 재무이력이 충분하지 않은 가운데, 두 기관 모두 독자 신용도를 배제하고 소버린 대외 신용도를 DIM 채권에 반영했다. 자체 펀더멘털의 검증력이 부족한 상황에서 정부와의 제도적 연결성이 독자적 신용도를 뒷받침한 것이다.

도표 1. DIM의 첫 번째 달러 표시 채권 발행

트랜치	규모	최종 금리	주문배수	배정 지역	배정 기관
5년 FXD	\$7.5억	5.350% (IPT 5.700%)	1.93 배	US 38%, EMEA 41%, ASIA 21%	AM/FM 82%, Ins/PF 10%, Bank 7%, PB/기타 1%
10년 FXD	\$7.5억	5.950% (IPT 6.300%)	1.80 배	US 52%, EMEA 31%, ASIA 17%	AM/FM 72%, Ins/PF 25%, Bank 2%, PB/기타 1%

자료: Bloomberg 하나증권

도표 2. 글로벌 신용평가 3사, 모두 DIM에 소버린과 동일한 등급 및 전망을 부여

기관	인도네시아 국가 신용등급	DIM	전망
Moody's	Baa2	Baa2	부정적 / 부정적
S&P	BBB	BBB	안정적 / 안정적
Fitch	BBB	BBB	부정적 / 부정적

자료: Moody's, S&P, Fitch 하나증권

등급을 뒷받침한 것은 법적·재무적 연결성

이번 DIM 달러채가 명시적 정부 보증 없이 소버린과 동일한 등급을 받은 근거는, ① 법적 소유 및 매각 제한, ② 지배 구조 통합, ③ 예산의 모회사 편입 및 의회 협의, ④ 모회사 보증 권한, ⑤ 적기 정부 지원 기대, ⑥ 재원 조달 및 이전 구조 등으로 추려 볼 수 있다.

DIM은 법률에 근거해 설립된 BPI Danantara의 완전자회사로, 소유 구조 변경에는 법률 개정이 필요하다. BPI Danantara는 국영기업 자산과 투자 전략을 관리하는 기관이고, DIM은 그 안에서 투자 집행을 담당한다. 예산과 주요 투자 결정도 모회사의 통제 아래에 놓여 있다.

재원 구조도 등급 판단에 반영되었다. 국영기업 배당은 BPI Danantara로 모이고, 일부는 DIM의 투자 재원으로 출자된다. DIM은 2025년 BPI Danantara로부터 70조 루피아를 출자받았다. 또한 BPI Danantara는 일정한 승인 절차를 거쳐 DIM에 보증을 제공할 권한을 갖고 있다. 이번 채권에 실제 지급 보증이 부여되지는 않았다. 단, 모회사의 보증 권한과 자금 지원 구조, 정부 통제 체계 등이 결합되면서 DIM에 대한 적시 지원 가능성이 높게 평가된 점이 등급 확보의 핵심 근거이다.

도표 3. 명시적 정부 보증 없이, 소버린과 동일한 신용등급을 뒷받침한 요소 6가지

요소	내용	등급 기여
법적 소유·매각 제한	BPI Danantara 100% 소유, 매각은 입법 개정 필요	소유 관계 영속성
지배 구조 통합	모회사 CIO가 DIM CEO 겸임	투자 전략과 집행 통제력
모회사 예산 편입 및 의회 협의 필요	DIM 예산이 모회사 예산에 편입, 11인 감독위(의장 외 현직 장관 9인) 승인 및 의회 협의 필요	정부 감독 입증 및 역할 강화
모회사 보증 권한	감독위 승인 하에 BPI Danantara가 보증 가능	재무 연계 강도 보강
적기 정부 지원 기대	Moody's, "very high" / S&P, "almost certain"	소버린 등급 확정의 직접적 근거
재원 조달 및 이전 구조	국영기업 배당이 모회사로 집결 → DIM에 자본 투입 (2025년 70조 루피아 출자, 2026년 50조 루피아 예정)	유동성 등 재무적 의존도

자료: Moody's, S&P, Fitch 하나증권

명시적 보증이 없는 등급이 주는 시사점

DIM과 인도네시아 정부의 등급이 같더라도 두 채무가 법적으로 같은 것은 아니다. DIM의 채권자가 인도네시아 정부에 직접 상환을 청구할 수 있다는 의미도 아니다. 이번 사례에서 확인할 수 있는 것은, 신규 공적 기관이 실적 및 재무 이력이 부족한 상황에서 명시적 보증이 없어도 법적 소유 관계, 정책적 역할, 정부 통제, 재원 구조 등이 결합될 경우 소버린 연계 등급을 인정 받을 수 있다는 점이다.

이 시사점은 국내 신규 공적 기관의 외화 조달 준비에도 적용할 수 있다. 특히, 법률상 채권 발행과 정부 보증 가능성이 함께 규정된 한미전략투자공사가 직접적인 비교 대상이다. 한미전략투자공사는 법률상 공사가 기금의 부담으로 한미전략투자채권을 발행할 수 있고, 정부도 국회 동의를 거쳐 원리금 상환을 보증할 수 있는 구조를 갖추고 있다. 또한 공사의 자본금은 정부가 전액 출자하고, 투자 의사결정은 사업관리위원회와 운영위원회를 거치는 구조로 설계되어 있다.

따라서 향후 공사의 외화 조달에서 핵심 쟁점은 이러한 법적·재무적 연결성이 실행사와 투자자에게 얼마나 강한 정부 지원 구조로 인정되는지에 있을 것이다. 정부 보증이 실제 발행채권에 부여되고 그 범위가 원리금 상환을 명확히 포괄한다면, 실행사 관점에서 한국 국가신용등급에 준하는 등급 논의가 가능할 전망이다. 반대로, 명시적 보증이 없거나 범위가 제한될 경우에는 공사-정부 간 채무 부담 구조, 공사의 상환 재원 확보 여부 또는 정부의 자본 확충 및 유동성 지원 절차 여부 등이 등급 판단의 핵심 근거가 될 것으로 예상된다.

DIM 사례는 신설 공적 기관이 재무 이력 없이도 외화채 시장 접근성이 높다는 것을 의미하지는 않는다. 오히려 재무 이력이 부족한 기관일수록 정부와의 연계 구조를 법률과 제도를 통해 명확히 입증해야 한다는 점을 보여준다. DIM의 등급이 인도네시아 소비린 등급과 정부 연계 유지 여부에 크게 좌우되는 것처럼, 신설 공적 기관의 초기 신용도 역시 자체 실적보다 제도적으로 확인 가능한 정부 지원 구조에 더 크게 좌우될 것으로 판단한다.

도표 4. 향후 예상되는 한국계 공적 KP 발행기관인 한미전략투자공사와의 비교

DIM 등급 평가 요소	한미전략투자공사
법적 소유·매각 제한	해당
지배 구조 통합	해당
모회사 예산 편입 및 의회 협의 필요	해당
모회사 (정부) 보증 권한	정부 직접 보증 가능 (국회 동의 시)
적기 정부 지원 기대	정부 보증
재원 조달 및 이전 구조	정부 출자 및 기금 재원

자료: 국가법령정보센터, 보도 자료, 하나증권