

Sovereign Rating 평가방법론 (2022)

2022.11.29

금융-구조화평가본부 윤소정 선임애널리스트 ☎ 02-787-2204 sojung.yoon@kisrating.com
 노재웅 실장 ☎ 02-787-2265 jaewoong.noh@kisrating.com

Executive Summary

본 평가방법론은 당사가 2019년 10월 공시한 『Sovereign Rating 평가방법론』을 대체한 것으로, 당사의 Sovereign Rating에 대한 접근방식을 소개하고, 평가 과정에서 주요하게 고려하는 정량 및 정성적 요소를 설명하는데 그 목적이 있다. 본 평가방법론을 통해 투자자 및 기타 시장 참여자들은 당사가 Sovereign Rating을 도출하는 과정 및 핵심적으로 고려하는 양적·질적 위험요인이 신용등급 결정에 어떤 영향을 미치게 되는지를 보다 쉽게 이해할 수 있을 것이다.

평가방법론의 한계

본 평가방법론은 신용등급 도출을 위한 기초적인 정보를 제공하지만 당사의 실제 신용등급에 적용할 경우 다음과 같은 분명한 한계가 존재한다.

- 본 평가방법론은 개별 평가과정에서 일반적으로 고려하는 요소들을 포함하고 있으나, 실제 평가과정에서 고려하는 모든 요소들을 포함하고 있지는 않다. 실제 평가에서는 평가대상 정부 또는 국가의 Sovereign Risk에 영향을 미치는 다양한 평가요소를 함께 고려하게 된다. 또한 본 평가방법론에서 기술된 내용이 모든 Sovereign Rating에 대해 동일하게 적용되지는 아니하며, 개별 평가 대상의 특성 및 환경 등을 고려하여 상이하게 적용될 수 있다. 이러한 검토과정에는 당사의 미래에 대한 전망 및 정성적 판단이 중요한 요소로 반영된다.
- 실제 신용등급 도출과정에는 여기에 제시된 평가요소 외에 Sovereign Rating의 특성에 적합한 추가적인 평가요소가 사용될 수 있으며, 기타 정성적인 요인에 따른 판단이 최종 등급 도출에 결정적인 영향을 미칠 수 있다. 또한 상이한 회계처리, 자료 이용 제한 등으로 인한 예외적인 경우에는 비슷한 속성을 지닌 변수를 대체하여 사용하거나, 자료 확보가 가능한 평가요소를 중심으로 비중을 조정하여 평가하는 등 본 평가방법론에서 소개한 분석방법이 일률적으로 적용되지 않을 수 있다.
- 이에 따라 본 방법론에서 언급된 평가요소만으로 도출되는 결과와 최종 신용등급과는 차이가 있을 수 있고, 당사는 이러한 차이에 대하여 일체의 민형사상 책임을 부담하지 않는다. 또한 일부 평가요소가 변동하더라도 최종 신용등급이 항상 즉각적이고 자동적으로 변경되는 것은 아니다.

적용대상

Sovereign Rating 평가방법론이 적용되는 대상은 각국의 중앙정부이다. 특정 정부가 발행한 채무증권을 적기에 상환할 수 있는 능력과 의지에 대해 평가한 것으로서, 특정 정부의 범위에는 중앙정부 외에도 연방국가, 연합체를 구성하는 개별 정부, 특별행정구역 등에도 적용된다.

주요 변경내용

본 평가방법론은 당사가 2019년 10월 발표한 『Sovereign Rating 평가방법론』을 대체한다. 본 평가방법론은 공시 시점부터 유효하며, 새로운 평가방법론의 적용으로 인한 당사 보유 신용등급 변화는 없다.

[방법론 적용대상 범위 구체화]

- Sovereign Rating 평가방법론이 적용되는 대상의 범위를 구체화하였다. 기존 방법론 상에서는 적용 범위를 각국의 중앙정부로 기재하였으나, 정부에 대한 판단 기준을 해당 정부가 실질적으로 재정을 운영할 수 있는 과세권(Taxation Authority) 또는 자치권(Autonomy)을 가지고 있는 지로 명확히 하였다. 실질적인 과세권과 자치권이 있다면 독립적인 상환주체로 간주하고 상환능력과 상환의지를 판단할 수 있기 때문에 방법론의 적용대상 범위를 중앙정부, 연방국가, 연합체를 구성하는 개별 정부, 특별 행정구역 등으로 구체화하였다.

[Grid 1, Grid 2의 기타 고려요소 추가]

- 기타 고려요소는 각 Grid 별 결과값을 도출하는 과정에서 추가적으로 고려되는 정성적인 요소들이다. Grid 1 - 국가의 경제안정성과 Grid 2 - 정부의 재정안정성 각 측면에서 특정 평가요소가 Mapping Grid에서 설정한 기준보다 더 크거나 작은 영향을 미칠 경우나 Grid에 반영되지 않은 경우 이를 보완하는 요인이 된다. 각 국가의 신용도에 보다 다양한 요소를 반영하기 위해 기존 방법론 상 기술된 기타 고려요소에 다음과 같은 요소들을 추가하였다.
- Grid 1 - 국가의 경제안정성에서 반영되는 기타 고려요소로 국제 사회 내 위상 및 평판, 거시경제정책 운용의 안정성, 환율정책의 일관성, 물가와 실업률, 부동산 가격 등을 추가한다.
- Grid 2 - 정부의 재정안정성에서 반영되는 기타 고려요소로 글로벌 교역통화로서의 지위, 해외자금조달능력의 안정성 등을 추가한다.
- Grid 1과 Grid 2의 기타 고려요소에는 공통적으로 기초자료의 공시 시점, 정의(Definition) 변경, 신뢰도 등 기초자료 참고 시 발생할 수 있는 한계점을 추가로 고려하였다. 평가 년도에 해당하는 지표가 공시되지 않은 경우 지표가 확정된 시점 기준으로 과거 3개년 또는 과거 10개년 평균치를 사용할 수 있다. 이때 과거 시계열 기간 동안 일부 Outlier로 인해 해당 지표가 왜곡되어 해석될 수 있다면 이를 감안하여 기타 고려요소에 반영할 수 있다. 또한, 평가 년도에 해당 지표와 비슷한 속성을 지닌 지표가 발표되었다면 이를 활용하여 판단할 수 있다. 그리고 기초자료의 신뢰도가 저하되거나 기초자료의 대상이 되는 지표가 더 이상 발표되지 않는 등 자료를 활용하는데 어려움이 생긴다면 이를 반영할 수 있는 대체지표를 산정하여 지표 적용이 가능하도록 하였다.

[최종 신용위험 산출 방법 보완]

- 각 Grid 결과값이 정해지면 두 요소를 결합하는 방식으로 Grid - Outcome Matrix를 산출하게 되며, 일반적으로 정부의 최종 신용등급은 산출된 Matrix 내에서 결정한다. 다만, 국가의 경제안정성 분석에서 Event Risk 반영이 충분하지 않은 경우나 대한민국의 특수성(원화표시 발권력 등)과 같이 Grid 분석에서 충분히 고려되지 않은 중요한 기타 정성요인을 고려하여 최종적인 자국통화 표시기준 Sovereign Rating을 결정할 수 있다. 최근 전쟁 발발로 인해 글로벌 지정학적 위험이 높아지고 질병, 자연재해 등 예측하기 어려운 Event Risk 발생이 잦아진 점 등을 감안하여 기존 문구를 구체화하였다.

[Grid 2- 대외지급능력 Factor 분석방법 보완]

- Grid 2 - 정부의 재정안정성의 하위 Factor인 대외지급능력 평가 시 고려하는 4가지 세부 평가지표에 대한 적용방식을 변경하였다. 실질적으로 당사 Sovereign Rating을 반영한 평가가 대부분 선진국에 대해 이루어지고 있는 점을 감안하여 특정 국가의 대외지급능력 평가 시 국제수지 분석을 생략하고 경상수지/GDP 평가지표에 대한 평가를 통해 정부의 재정안정성을 분석할 수 있도록 변경하였다. 다만, 개도국에 대한 평가가 필요한 경우 기존 방식대로 경상수지/GDP 평가지표 외에도 국제수지 분석을 수행한다.

[기타 사항]

- 평가방법론 전반에 걸쳐 기존에 설명하고 있는 내용을 구체화하거나 진부한 표현을 삭제하고 보다 적절한 설명이 가능한 문구로 교체하였다.

Contents

I. Sovereign Rating 의 개념 및 정의.....	4
II. Sovereign Rating 평가 구조(Rating Approach).....	6
III. Mapping Grid Framework.....	8
IV. 기타 고려요소(Other Rating Consideration).....	21
V. 한계.....	23

I. Sovereign Rating의 개념 및 정의

1) Sovereign Rating의 개념

Sovereign (Bond) Rating은 특정 정부의 Credit Risk에 대한 의견을 기호로 표시한 것으로서, 정부가 발행한 채무증권을 적기에 상환할 수 있는 능력과 의지에 대한 평가이다.

Sovereign Rating은 '정부'의 전반적인 채무상환능력과 관계된 것으로서 개별 채권(Issue)에 특정되어 있는 등급이 아니다. 한편 Country Risk는 Sovereign Risk보다 넓은 의미의 개념으로서, 정부의 Credit Risk 뿐만 아니라 국가 전체의 정치·경제적 위험, Transfer & Convertibility Risk(송금 및 환전에 따른 위험) 등을 포괄한다. 물론 Sovereign Rating을 도출하는 과정에서 정부 신용도에 영향을 미칠 수 있는 수많은 정치·경제·사회적 변수들을 모두 고려하지만 결국 최종 등급은 정부의 Credit Risk에 대한 것이다.

Sovereign Default의 주체는 일반적으로 중앙정부이다. 중앙정부 외에도 실질적으로 재정을 운영할 수 있는 과세권(Taxation Authority) 또는 자치권(Autonomy)을 가지고 있다면 독립적인 상환주체로 간주하고 상환능력과 상환의지를 판단할 수 있다고 볼 수 있기 때문에 Sovereign Default의 주체로 판단할 수 있다. 연방국가, 연합체를 구성하는 개별 정부, 특별행정구역 등이 이에 해당할 수 있다. 중앙정부 또는 연방정부가 명시적으로 보증을 제공한 채무의 미상환은 Sovereign Default가 될 수 있다. 또한 기존 채무에 대해 투자자에게 손실을 주는 비자발적 채무재조정(Distressed Debt Exchanges)도 넓은 의미에서 Default에 포함된다.

2) Sovereign Rating의 특성

채무를 상환할 재원이 없기 때문에 불가피하게 Default에 이르는 여타 非정부 경제주체와는 달리, 정부는 '주권(Sovereignty)'이라는 것의 특성상 채무를 상환할 수 있음에도 불구하고 의도적으로 채무를 상환하지 않을 수도 있으며, 이 경우 정부가 채무를 상환하도록 강제할 방법은 존재하지 않는다. 채무상환에 따른 경제·사회·정치적 비용이 채무를 상환하지 않을 때보다 크다고 정부가 자의적으로 판단할 경우가 있는데, 이런 맥락에서 정부가 Default에 이르는 요인들을 명확하게 설명하는 것에는 한계가 있다.

이와 같이 정량적 Factor 분석에만 기초한 기계적 접근법으로는 Sovereign Risk에 영향을 미치는 여러 정치·경제·재정·사회적 요인들의 복잡한 상호작용을 모두 포괄할 수 없으므로 불가피하게 정성지표들을 적절히 조합하게 된다.

따라서 본 평가방법론은 정량적 지표의 가중평균만으로 등급을 도출하기보다는 단계별 평가과정을 거치면서 기타 정성적인 고려요소를 반영하여 최종적인 등급의 범위를 확정해 나가는 방식을 채택하고 있다.

3) 자국통화 Sovereign Rating과 외화표시 Sovereign Rating

국가별 Sovereign Rating을 보면 자국통화 등급과 외화표시 등급이 다른 경우가 있으며, 일반적으로 자국통화표시 등급이 높다. 이것은 자국통화 자원 확보의 상대적 용이성, 외화 유동성의 제약, 자본이동의 제한(자본이동에 대한 법적·심리적 장벽으로 자국통화자산으로부터 외화자산으로의 이동가능성이 낮음), 정치적 이유로 정부가 채권자간 차별대우를 선택할 가능성 등에 기인한 것으로서, 자국통화 채무의 Default 가능성이 외화채무의 Default 가능성보다 낮은 경우가 많기 때문이다.

다만 근래에는 자국통화 등급과 외화표시 등급 간에 Gap이 거의 없는 편인데, 이는 규제의 완화, 국제화의 진전 등으로 많은 국가들의 외환시장이 자유화되고 자본시장이 글로벌화됨에 따라, 점차 외화유동성 및 자본이동성의 제약이 완화되고 외화표시 국채에 대한 선택적 부도(Selective Default)유인이 약해지고 있으며 대규모 외환보유고를 축적한 국가도 늘어나고 있기 때문이다.

한편, 자국통화 등급 대비 외화표시 등급 결정시 추가로 고려하여야 할 사항이 있다. 자국통화 기준 신용도는 전적으로 채무상환을 위해 자국통화로 재원을 마련할 정부의 능력과 의지에 달려 있지만, 외화채권 등급은 민간부문의 대외부채 부담과 상환능력에 의해서도 영향을 받으므로 국제수지나 민간 외채부담 등에 대한 추가적인 검토가 필요하다.

즉, 민간부문의 외채부담이 과다한 가운데 경상수지 적자가 계속되는 국가는 신뢰성 하락으로 자본유출을 촉발하면서 외환위기를 초래할 수 있다. 외환위기가 발생하면 급격한 통화절하 등을 통해 자연스럽게 정부의 외채부담이 가중되고 동원 가능한 외환보유고도 고갈됨으로써 정부의 채무상환능력이 저하된다.

II. Sovereign Rating 평가 구조(Rating Approach)

본 평가방법론을 적용하는 평가대상에 대한 신용등급을 결정하는 기본구조는 i) Mapping Grid, ii) 모델에서 반영하지 못하고 있는 기타 고려요소로 구성되어 있다.

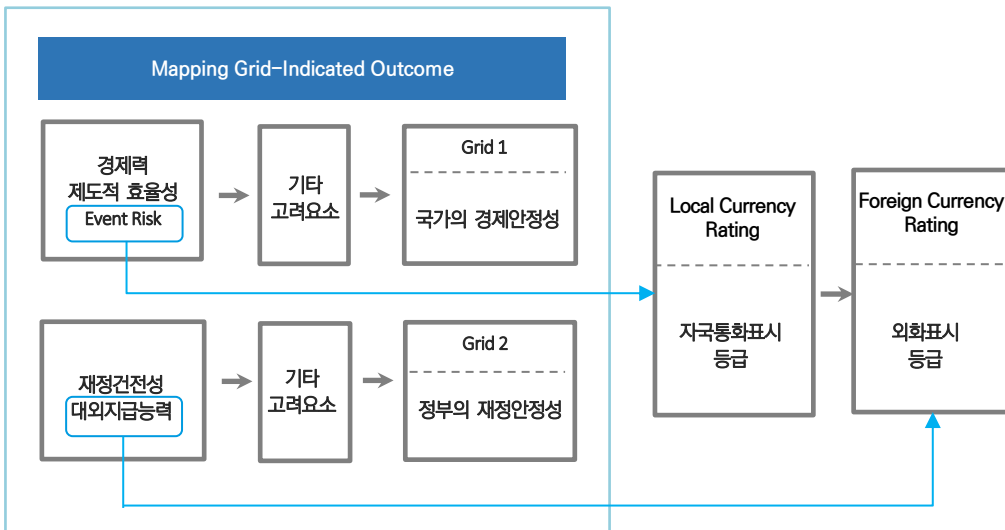
Mapping Grid는 상대적으로 간단한 모델로서 신용등급 결정 구조의 기본이며 출발점이다. 신용도에 영향을 미치는 핵심 평가요소에 해당하는 정량적/정성적 지표를 포함하고 있다. Mapping Grid는 미리 정해진 평가항목들에 대한 범주형 척도결과와 가중치에 의하여 결과가 산출되고, Mapping Grid 적용 결과는 +/-를 포함한 신용등급 기호로 표시한다.

당사는 Sovereign 등급을 결정하기 위해 크게 'Grid 1 - 국가의 경제안정성'과 'Grid 2 - 정부의 재정안정성'을 평가한다. 경제안정성 평가를 위해 '경제력', '제도적 효율성', 'Event Risk'의 세 가지 세부 Factor를 사용하고, 재정안정성 평가를 위해 '재정건전성', '대외지급능력'의 두 가지 세부 Factor를 사용한다. 그리고 각 Grid별로 주어진 세부 평가지표 외에 추가적으로 정성적 기타 고려요소를 통하여 각 Grid별 결과값을 결정한다.

Grid 1과 Grid 2의 각 결과값을 조합하여 Grid - Outcome의 범위를 정하게 되며, 여러가지 정성적 요인을 추가 검토하여 Mapping Grid Outcome를 산출한다. Actual Rating을 결정할 때에는 Grid 1 - 국가의 경제안정성 분석에서 Event Risk 반영이 충분하지 않은 경우나 Grid 분석에서 충분히 고려하지 않은 중요한 기타 정성요인 (예를 들어, 원화표시 발권력 등 대한민국의 특수성과 같은 요인) 반영이 필요한 경우에는 이를 재차 고려할 수 있다. 또한, 경우에 따라서는 기타 정성요인으로 인한 영향이 현재나 미래에 즉각적으로 또는 장기적으로 해당 정부의 경제 지표에 광범위한 영향을 미칠 것으로 예상된다면 Grid - Outcome Matrix를 벗어나서 최종 Sovereign 등급(자국통화)을 결정할 수 있다

한편, Grid 2의 '대외지급능력' Factor는 전체 Mapping Grid에서 차지하는 상대적 비중(가중치)이 작지만, 개도국의 외화표시등급(Foreign Currency Rating) 평가시에 자국통화등급으로부터 Notching Down 여부를 결정하는 주요 고려사항이 된다.

Sovereign Rating Approach



한편, Sovereign Rating의 결정은 여러 단계를 거쳐 이루어지며 정부의 신용도를 특정 등급 Category와 직접적으로 연결시켜 주는 Risk 지표를 찾기 어렵다. 예를 들면 정부부채/GDP 같은 전형적인 지표와 정부등급과의 상관관계 역시 높지 않다. 이런 의미에서 정량적 Risk Factor들, 특히 부채상환능력 지표들은 신용등급 판단에 결정적인 영향을 미치지 못하며, 우선적으로 중요한 것은 국가의 위기대응능력(Shock Absorption Capacity), 다시 말해 정치·경제적인 탄력성(Resiliency)을 나타내는 지표들이다. 경제기반이 약한 국가는 현재의 부채수준이 매우 낮다고 해도 예상하기 어려운 국가적 위기에 대응하는 과정에서 상당한 재정긴축과 심각한 경제혼란이 불가피할 것이다. 따라서 Sovereign Risk를 분석함에 있어 가장 핵심적인 것은 특정국가가 국민들에게 감내하기 힘든 경제적 희생을 주지 않고도 정치·경제적 역경에 대응해 나갈 수 있는 '내재적 능력'이라 할 수 있다. 이에 따라, 정부재정 관련 정량적 지표들은 국가 전체의 경제안정성이 보통수준인 개도국들의 등급 차별화에서 더 큰 유용성을 갖게 된다.

III. Mapping Grid Framework

Sovereign Rating Mapping Grid

Grid1- 국가의 경제안정성		AAA	AA	A	BBB	BB	B
Factor 1. 경제력							
1인당 GDP(PPP 기준)	USD	>=25,000	>=17,000	>=12,000	>=8,000	>=5,000	<5,000
명목 GDP	USD bil	>=400	>=200	>=120	>=70	>=30	<30
GDP Volatility(실질%, SD)	%	<=1.8	<=2.2	<=2.6	<=3.2	<=3.8	>3.8
장기 경제성장 기반		매우 우수	우수	양호	보통	열위	매우 열위
Factor 2. 제도적 효율성							
Government Effectiveness Index	점수	>=0.8	>=0.3	>=0.0	>=-0.3	>=-0.6	<-0.6
Rule of Law Index	점수	>=0.7	>=0.1	>=-0.2	>=-0.4	>=-0.7	<-0.7
Control of Corruption Index	점수	>=0.7	>=0.0	>=-0.3	>=-0.5	>=-0.7	<-0.7
Inflation Volatility(SD)	%	<=1.5	<=2.5	<=3.0	<=3.5	<=4.5	>4.5
Factor 3. Event Risk							
정치·사회·지정학적 리스크		매우 우수	우수	양호	보통	열위	매우 열위
은행 및 금융시장 리스크		매우 우수	우수	양호	보통	열위	매우 열위
정부 유동성 리스크		매우 우수	우수	양호	보통	열위	매우 열위
기타 고려요소		+10 ~ -10					
Grid2- 정부의 재정안정성		AAA	AA	A	BBB	BB	B
Factor 1. 재정건전성							
재정수지/GDP	%	>=-3.0	>=-5.0	>=-7.0	>=-9.0	>=-11.0	<-11.0
총정부부채/GDP	%	<=50.0	<=70.0	<=90.0	<=110.0	<=130.0	>130.0
총정부부채/정부수입	%	<=150.0	<=200.0	<=250.0	<=300.0	<=350.0	>350.0
정부지급이자/정부수입	%	<=7.0	<=10.0	<=13.0	<=16.0	<=20.0	>20
Factor 2. 대외지급능력							
경상수지/GDP	%	>=-2.0	>=-4.0	>=-6.0	>=-8.0	>=-10.0	<-10.0
외채/경상수입	%	>=80.0	>=100.0	>=120.0	>=140.0	>=160.0	<160.0
정부외화표시부채/총정부부채	%	>=25.0	>=35.0	>=50.0	>=65.0	>=80.0	>=80.0
단기총외채부담/외환보유고	%	<=80.0	<=90.0	<=100.0	<=115.0	<=130.0	>130.0
기타 고려요소		+10 ~ -10					

Mapping Grid 적용 결과 (Mapping Grid-Indicated Outcome)

주) 기타 고려요소로 Grid 1과 Grid 2 최종점수 판단 시 최고 10점, 최저 -10점을 반영할 수 있다.

개별 평가요소 및 가중치

핵심 평가요소	비중	세부 평가지표	비중	비고
Grid1- 국가의 경제안정성				
경제력	45%	1인당 GDP(PPP기준) (USD)	16%	최근 3년 평균
		명목GDP (USD bil)	14%	최근 3년 평균
		GDP Volatility(실질%, SD)	5%	최근 10년
		장기 경제성장 기반	10%	-
제도적 효율성	35%	Government Effectiveness Index	8.75%	최근 회계연도 기준
		Rule of Law Index	8.75%	최근 회계연도 기준
		Control of Corruption Index	8.75%	최근 회계연도 기준
		Inflation Volatility(SD)	8.75%	최근 10년
Event Risk	20%	정치·사회·지정학적 리스크	6.67%	-
		은행 및 금융시장 리스크	6.67%	-
		정부 유동성 리스크	6.67%	-
기타 고려요소		[+10, -10]		
핵심 평가요소	비중	세부 평가지표	비중	비고
Grid2- 정부의 재정안정성				
재정건전성	85%	재정수지/GDP	15%	최근 3년 평균
		총정부부채/GDP	20%	최근 회계연도/최근 3년 평균
		총정부부채/정부수입	20%	최근 회계연도/최근 3년 평균
		정부지급이자/정부수입	30%	최근 3년 평균
대외지급능력	15%	경상수지/GDP	5%	최근 3년 평균
		외채/경상수입	3%	최근 회계연도/최근 3년 평균
		정부외화표시부채/총정부부채	4%	최근 회계연도 기준
		단기총외채부담/외환보유고	3%	최근 회계연도 기준
기타 고려요소		[+10, -10]		

주1) 기초자료 입수 관련 한계점을 감안하여 1인당 GDP(PPP 기준) 평가지표는 1인당 GDP(명목 기준)으로 대체하여 사용할 수 있다.
 주2) 최근 회계연도 또는 최근 시점 기준으로 과거 3개년 또는 과거 10개년 평균치를 사용하는 경우 지표가 확정된 시점 기준으로 산정할 수 있다.
 주3) 기타 고려요소로 Grid 1과 Grid 2 최종점수 판단 시 최고 10점, 최저 -10점을 반영할 수 있다.
 주4) 대외지급능력 판단 시 선진국의 경우 경상수지/GDP 평가지표만 고려하여 판단할 수 있으며, 개도국의 경우 4가지 평가지표를 모두 활용하여 판단한다.

평가요소의 정의

Sovereign Rating 평가방법론의 Mapping Grid에서는 다음의 2개 Grid와 5개의 Factor를 핵심 평가요소(Key Rating Factors)로 정의하였다.

Grid 1 – 국가의 경제안정성

Grid 1에서는 궁극적으로 한 국가가 가진 경제적인 탄력성 또는 제반 위기극복능력을 평가하고자 한다. 즉, 국가 차원에서 경제적, 재정적, 또는 정치적 Shock이 발생했을 때 국민들의 자산과 소득에 가해지는 부담을 최소화하면서 정부의 채무상환을 이행할 수 있는 가능성의 정도를 중장기적 관점에서 판단하고자 한다.

국가 경제안정성 수준이 높다면 경기 하강시에도 인위적 경기부양의 필요성이 최소화되므로 장기적인 정부 재정안정성으로 이어진다. 또한 정부가 채무상환을 위한 자원조달 목적으로 증세, 재정지출 감축, 자산 매각 등을 선택한다고 해도 민간 경제에 미칠 부정적 영향이 작아 정부 재량이 커지게 된다.

국가의 경제안정성 평가와 관련하여 Mapping Grid에 적용될 핵심 평가요소(Key Rating Factors)는 다음의 3가지가 있다.

- Factor 1: 경제력
- Factor 2: 제도적 효율성
- Factor 3: Event Risk

이상의 세 지표를 조합함으로써 국가 전반의 경제안정성을 평가하게 되며, 국가 경쟁력 관련 지표, 경기 동향 및 전망, 역사적 경기변동성, 국가 보유 자원 규모, 경기과열위험(민간여신, 물가상승률 등), 국가신뢰도, 정부 Default 이력, 국제사회 내 위상 및 평판, 거시경제정책 운용의 안정성, 환율정책의 일관성, 물가와 실업률, 부동산 가격 등 정성적인 기타 요소를 고려하여 Grid 1의 일차적인 결과값이 도출된다.

Grid 2 – 정부의 재정안정성

Grid 2는 주로 정부의 부채부문에 관련되는데, 정부의 재정적 건전성에 대한 평가와 대외지급능력에 대한 평가로 이루어진다.

- Factor 1: 재정건전성
- Factor 2: 대외지급능력

재정적 건전성을 판단하기 위해 정부 부채의 크기와 구성, 부채상환 재원을 창출할 수 있는 능력 등을 검토하게 된다. 정부 재정 건전성 평가의 핵심은 상환해야 할 채무와 조달가능한 재원의 정도를 비교 평가하는 것이다. 정부의 대외지급능력 평가를 위해서는 국가차원의 국제수지 위험, 외채부담, 외화유동성 수준 등을 검토하게 된다.

이상의 두 가지 지표를 조합함으로써 정부의 재정안정성을 평가하게 되며, 정부부채 구조, Debt 트렌드, 기타 공공부채 및 우발채무, 준비통화 국가 여부, 글로벌 교역통화로서의 지위, 정부 및 국부펀드 보유자산, 재정융통성, 해외자금조달능력의 안정성 등 정성적인 기타 고려사항을 참고하여 Grid 2의 결과값을 도출한다.

Grid 1과 Grid 2의 기타 고려요소에는 공통적으로 기초자료의 공시 시점, 정의(Definition) 변경, 신뢰도 등 기초자료 참고 시 발생할 수 있는 한계점을 추가로 고려하였다. 평가 년도에 해당하는 지표가 공시되지 않은 경우 지표가 확정된 시점 기준으로 과거 3개년 또는 과거 10개년 평균치를 사용할 수 있다. 이때 과거 시계열 기간 동안 일부 Outlier로 인해 해당 지표가 왜곡되어 해석될 수 있다면 이를 감안하여 기타 고려요소에 반영할 수 있다. 또한, 평가 년도에 해당 지표와 비슷한 속성을 지닌 지표가 발표되었다면 이를 활용하여 판단할 수 있다. 그리고 기초자료의 신뢰도가 저하되거나 기초자료의 대상이 되는 지표가 더 이상 발표되지 않는 등 자료를 활용하는데 어려움이 생긴다면 이를 반영할 수 있는 대체지표를 산정하여 지표 적용이 가능하도록 하였다.

Grid Outcome 및 등급 결정

Grid 1 – 국가의 경제안정성과 Grid 2 – 정부의 재정안정성에서 도출된 결과값을 종합하여 아래와 같이 최종적인 신용등급의 범위인 'Grid Outcome'를 도출한다. 일반적으로 재정안정성보다 경제안정성에 더 큰 가중치가 부여되나, 두 가지 요소를 종합하는 방식은 일률적이지 않으며, 평가대상 국가의 경제안정성 수준에 따라 적용 가중치가 달라지게 된다.

아래 Matrix를 보면, 경제안정성 수준이 중간 수준에 있는 국가들에서 정부 재정안정성의 상대적 가중치가 가장 높다. 이유는 경제안정성이 우수한 국가들의 신용도는 재정상태 변화에 덜 민감하거나 재정상태의 작은 차이에 따라 신용도가 차별화되기 어려운 데 반해, 경제안정성 수준이 중간 수준인 국가들은 재정상태의 차이에 따라 신용도가 영향을 받거나 차별화되기 쉽기 때문이다. 또한 경제안정성이 낮은 국가들은 재정상태와 무관하게 전반적으로 신용도가 취약하다고 판단하고 있다.

[Grid-Outcome Matrix]

		재정안정성						가중치 (경제안정성/ 재정안정성)
		AAA	AA	A	BBB	BB	B	
경제안정성	AAA	AAA	AAA-AA+	AAA-AA+	AAA-AA	AA+-AA-	AA+-A+	75/25
	AA	AAA-AA	AA+-AA-	AA-A+	AA--A	A+-A-	A-BBB+	70/30
	A	AA+-A+	AA--A	A+-A-	A-BBB+	A--BBB	BBB-BB+	60/40
	BBB	AA--A	A-BBB+	A--BBB	BBB+-BBB-	BBB-BB+	BBB--BB-	60/40
	BB	BBB+-BBB-	BBB-BB+	BBB-BB+	BBB--BB	BB+-BB-	BB-B+	75/25
	B	BB-B	BB--B	BB--B	BB--B-	B+-B-이하	B+-B-이하	90/10

주) 가중치는 Grid-Outcome Matrix 상의 구간 범위 관련 참고치 산출용

궁극적으로 위와 같은 과정을 통해 도출된 Grid 1 및 Grid 2 결과값을 토대로 각각의 Grid Outcome이 결정되고, Event Risk 등 여러가지 정성요인들을 재차 고려하여 최종적인 자국통화표시 기준 Sovereign 등급이 결정된다. 경우에 따라서는 Event Risk 등 여러가지 정성요인들로 인한 영향이 현재나 미래에 즉각적으로 또는 장기적으로 해당 정부의 경제 지표에 광범위한 영향을 미칠 것으로 예상된다면 Grid-Outcome Matrix의 등급 범위를 벗어나서 최종 Sovereign 등급(자국통화)을 결정할 수 있다.

최근 러시아-우크라이나 전쟁과 같은 특수한 Event 발생으로 인해 글로벌 지정학적 위험이 높아지고 질병, 자연재해 등 예측하기 어려운 Event Risk 발생이 잦아졌다. 2020년 코로나19 발생 이후 각 국의 재정지출 확대로 재정안정성 지표가 저하되었으며, 이로 인해 재정안정성이 회복되기까지 소요되는 기간, 지정학적 위험에 노출된 정도 등 향후 경제 전망도 각 국가별로 차별화되고 있으며 재정안정성 및 경제안정성 지표의 변동성도 높아졌다.

이러한 점을 반영하기 위하여 Mapping Grid 상에서 충분히 반영되지 못한 요소들을 기타 고려요소로 반영하되, Grid-Outcome Matrix의 등급범위에 한정시키지 않고 이를 벗어나서 최종 Sovereign 등급을 결정할 수 있도록 변경하였다. 여기에는 대한민국의 특수성(원화표시 발권력 등)과 같이 Grid 분석에서 충분히 고려되지 않은 중요한 기타 정성요인도 고려될 수 있다. 한편, 개도국의 경우 Grid 2의 대외지급능력 수준에 따라 외화표시등급이 자국통화 등급보다 낮게 부여될 수 있다.

당사 Sovereign rating의 등급별 정의는 기본적으로 회사채 등 장기채무 상환능력의 정의를 준용할 것이나, Sovereign rating의 특성을 감안하면 각 등급의 정의를 다음과 같은 의미로 이해할 수 있을 것이다.

- AAA – 국가의 경제안정성, 제도효율성과 정부의 재정안정성이 모두 최상의 수준을 나타냄으로써 필요하면 언제든지 상환자금을 조달할 수 있고 어떠한 Shock에도 상환능력이 영향을 받지 않는 수준.
- AA – 매우 높은 수준의 국가 경제안정성, 제도효율성 및 정부 재정안정성을 보유함으로써 장기 상환능력에 별다른 의

- 심이 없는 수준.
- A - 높은 수준의 국가 경제안정성, 제도효율성 및 정부 재정안정성을 보유함으로써 장기 상환능력에 별다른 의심이 없는 수준.
- BBB - Shock가 발생한 경우에도 정부가 일관된 경제정책을 유지하고 단기적으로는 별 문제없이 채무를 상환할 수 있는 수준.
- BB - 채무불이행 우려가 잠재해 있으나 현존하거나 명백하지는 않고, Shock가 발생한 경우에도 정부가 실제적인 조정 능력을 어느정도 유지할 수 있는 수준.
- B - 단 한 번의 Shock로도 Default에 이를 수 있고, 상환의지에도 상당한 우려가 있는 수준.

평가요소의 측정

상기 각 Grid별 핵심 평가요소를 측정하기 위해 평가요소별로 세부 평가지표를 사용하였다. 평가대상 국가에서 직접적으로 발표하는 지표들과 IMF, World Bank 등 공신력 있는 기관이 발표하는 공식자료를 기초로 측정·산출되었으며, 당사의 정성적인 판단이 포함된 질적 요인도 함께 고려되었다.

평가요소의 등급기호로의 치환

각 세부 측정지표에 대하여 우열에 따라 범위를 지정하고 이 종합결과를 당사의 등급기호로 치환하였다. 이때, 각각의 세부 평가 지표는 ‘매우 우수’, ‘우수’, ‘양호’, ‘보통’, ‘열위’, ‘매우 열위’ 여섯 단계로 평가하며, 이를 종합한 경제안정성과 재정안정성도 각각 여섯 단계로 평가한다.

각 평가요소별로 신용등급 형태로 표시되나, 종합적인 신용등급과 개별 평가요소들의 등급은 다를 수 있다. 예를 들어 최종 신용등급은 AA등급일지라도 정부의 재정건전성 수준은 AAA로 판단될 수 있다.

[Mapping Grid Numeric]

	매우 우수	우수	양호	보통	열위	매우 열위
Factor 등급	very high	high	moderate-high	moderate-low	low	very low
	AAA	AA	A	BBB	BB	B
Point 값	89	71	57	43	29	11.5
Score Range	100~78	78~64	64~50	50~36	36~22	22~1

유의사항

당사는 본 평가방법론에 기반하여 과거 실적을 감안한 모델값(Model Score)을 산출하지만, 이 값을 등급기호로 치환하고 기타 고려요소를 감안하여 최종적으로 신용등급을 부여하는 전체 과정에서는 정성적인 판단이 중요하게 작용할 수 있다. 그리고 Sovereign Risk의 특성상 국가 전반의 위기대응 능력 또는 내재적 탄력성을 나타내는 ‘경제안정성’이 정부의 재정상태 분석보다 우선시되며, 일부 개도국에 따라서는 Event Risk나 대외지급능력이 최종 등급 도출에 결정적인 영향을 미칠 수 있다.

[Grid 1 : 국가의 경제 안정성]

Factor 1 경제력

추출이유

한 국가의 경제력은 해당 국가의 채무 상환능력을 판단하는 데 있어 근간이 된다. 해당 국가가 상당한 경제 규모를 기반으로 우수한 경제력을 보유하고 있다면 우수한 경제 안정성을 보유하고 있다고 판단할 수 있다.

당사는 국가의 경제력을 파악하기 위해 다음과 같은 지표들을 사용한다.

1. 1인당 GDP(PPP 기준)
2. 명목 GDP
3. GDP Volatility(실질%, SD)
4. 장기 경제성장 기반

측정 지표에 대한 설명

1. 1인당 GDP(PPP 기준)

1인당 GDP는 한 국가의 내재적 경제력을 나타내는 가장 대표적인 지표이다. 한 국가의 총생산활동을 인구 수로 나눈 것은 직관적으로 그 국가의 상대적 부의 수준과 생산성을 보여주고, 산업의 경쟁력 및 다각화 여부와도 높은 연관성을 보이며, 통계적으로도 정부 Default 리스크와 높은 상관관계를 나타낸다. 단, 1인당 GDP가 높은 수준이라 하더라도 과잉투자 등으로 단기 급성장한 경우나 원자재 수출 등 특정산업에 대한 집중도가 높다면 유의해야 한다. 실무적으로는 경기변동 영향을 제한하기 위해 최근 3년 평균치를 사용하고, 국민들의 상대적인 생활수준을 반영하도록 구매력 기준 GDP를 적용한다. 다만, 최근 년도 1인당 GDP(PPP 기준) 수치를 확보하지 못한 경우 평가위원회에서 과거 1인당 GDP(PPP 기준)와의 차이, 1인당 GDP(명목 기준)의 과거 추세 등을 감안하여 1인당 GDP(명목 기준)를 적용할 수 있다. 1인당 GDP(명목 기준)를 적용하는 경우 이에 따른 영향을 기타 고려요소에 반영할 수 있다.

2. 명목 GDP

국가의 경제력을 판단하는 지표로 명목 GDP(최근 3개년 평균)도 고려한다. 소득수준은 높지만 국가 규모가 매우 작은 경우 각종 위기상황에 취약할 수 있으므로 경제 규모(GDP)라는 것은 신뢰도 차원에서 상당한 의미를 가진다. 예를 들어 1인당 GDP지표만으로는 중국의 경제규모와 다양성, 그리고 우수한 성장 모멘텀이 저평가될 수밖에 없다.

3. GDP Volatility(실질%, SD)

일반적으로 GDP 변동성이 축소되면 경제의 성숙화, 경제 전반의 불확실성 완화 등 긍정적인 의미로 판단한다. 반면, 한 국가의 GDP 변동성이 매우 높다면 일관적이고 예측가능한 정책 집행을 어렵게 만들 수 있다. GDP Volatility는 최근 10개년 평균치를 사용한다.

4. 장기 경제성장 기반

한 국가가 장기적 관점의 안정적인 경제성장 기반을 갖추고 있는지, 이를 통해 경기 하강 시에도 연착륙이 가능한 지를 정성적으로 판단한다. 세부적으로 국가 경제의 성장 전망, 산업구조의 다변화 정도, 경제의 개방성 정도와 더불어 인적자본에 대한 투자(교육수준 등), 기술혁신 투자, 국가의 인구 통계 변화, 권역 내 경제블록 참여 여부 등의 구조적 기반요인들을 참고한다.

국가의 장기 경제성장 기반에 대한 정성적 판단을 위한 참고지표로서, IMF가 발표하는 향후 5년 예상 평균 실질GDP 성장률, World Bank가 매년 발표하는 BEE(Business Enabling Environment) Index 상 순위, WIPO(World Intellectual Property Organization)가 매년 발표하는 Innovation Index 상 순위 등이 활용될 수 있다.

Factor 1. 경제력

항목	단위	AAA	AA	A	BBB	BB	B
1인당 GDP(PPP 기준)	USD	>=25,000	>=17,000	>=12,000	>=8,000	>=5,000	<5,000
명목 GDP	USD bil	>=400	>=200	>=120	>=70	>=30	<30
GDP Volatility(실질\$,SD)	%	<=1.8	<=2.2	<=2.6	<=3.2	<=3.8	>3.8
장기 경제성장 기반	국가 경제의 성장 전망, 산업구조의 다변화, 경제의 개방성, 인적자본 및 기술혁신, 국가의 인구 통계 변화, 무역·경제블록 참여 등의 측면에서 안정적인 장기 경제성장 기반을 갖추고 있는가?						
	매우 우수	우수	양호	보통	열위	매우 열위	

Factor 2 제도적 효율성

추출이유

한 국가의 제도적 틀과 통치구조는 경제력과 함께 중요한 고려사항이다. 장기적 관점에서 경제발전에 제도가 미치는 영향이 매우 크며, Sovereign Risk와 높은 상관관계를 가지게 된다. 실제로, 불안정하고 성숙하지 못한 정치·경제·사회적 제도들은 국가가 위기에 처했을 때 예측 불가의 돌발위험을 증가시켜 신용도를 크게 떨어뜨릴 수 있다.

제도적 기반이 강건할수록 제반 불안요인들에 대한 억제력을 높여 직·간접적으로 국가 채무상환 능력과 의지를 제고시키게 된다. 한 국가의 정치적, 사회적, 법적 제도와 정책들이 얼마나 안정적이고 일관되며 예측 가능한지를 평가한다.

또한 Sovereign Credit Risk의 관점에서 제도적 효율성은 한 국가의 제도, 문화, 관습 등이 ‘계약의 존중과 이행’이라는 측면에서 얼마나 긍정적인 성향을 나타내고 있는 지 판단하고자 한다. 여기에는 사유재산권의 보장, 시장 친화도, 정부행정의 일관성, 정치·사회적 투명성, 주요 정치적 목표에 대한 사회적 합의 등이 모두 포함된다. 예를 들어 정치적 합의 수준이 높은 국가일수록 유사 시 사회구성원간 희생 분담을 통해 정부의 채무상환 재원마련을 위한 증세나 재정지출 축소가 용이하게 이루어지고, 국가 신뢰도를 높여 외국인 투자유치도 원활할 것으로 예상할 수 있다. 또한 중앙은행의 독립, 금융감독시스템의 개선 등도 국가 신용도를 높이는 요인이 된다.

당사는 국가의 제도적 효율성을 파악하기 위해 다음과 같은 지표들을 사용한다.

1. Government Effectiveness Index
2. Rule of Law Index
3. Control of Corruption Index
4. Inflation Volatility(SD)

제도적 효율성을 평가하기 위해 다양한 지표들이 활용될 수 있는데, 매년 World Bank에서 각종 투표, Survey 등을 통해 작성하여 발표하는 정부효율성지수 중 Rule of Law, Government Effectiveness Index, Control of Corruption Index를 대표적으로 참고한다. 이것은 한 국가 정부기관들의 성숙성 및 책임성의 정도를 지수화하여 나타낸 것으로서, 공공서비스 및 관료제도의 질, 정부집행의 신뢰도, 공무원의 능력 및 정치 중립성 등 다수의 세부평가를 포괄하고 있다.

아울러 Inflation 변동성 지표도 활용된다. 일반적으로 정책당국이 통화정책의 일관성을 유지하지 못하거나, 경기부양 위주의 확장정책을 사용할 경우 Inflation의 변동성이 확대되는 경향이 있다. 정책당국은 통화정책을 통해 Inflation 변동수준을 정책적인 목표에 맞추어 일관성 있게 유지하는 것이 중요한데, 이는 급격한 Inflation 변동은 경제적인 불확실성 뿐만 아니라 정치적으로도 불안을 초래하는 요인이 될 수 있기 때문이다. 이와 같은 측면에서 국가의 Inflation 변동성은 정부 또는 중앙은행의 통화정책에 대한 능력과 의지와 높은 상관관계를 가지며, 제도적 효율성을 판단할 수 있는 주요 요인으로 볼 수 있다.

Factor 2. 제도적 효율성

항목	단위	AAA	AA	A	BBB	BB	B
Government Effectiveness Index	점수	>=0.80	>=0.30	>=0.00	>=-0.30	>=-0.60	<-0.60
Rule of Law Index	점수	>=0.70	>=0.10	>=-0.20	>=-0.40	>=-0.70	<-0.70
Control of Corruption Index	점수	>=0.70	>=0.00	>=-0.30	>=-0.50	>=-0.70	<-0.70
Inflation Volatility(SD)	%	<=1.5	<=2.5	<=3.0	<=3.5	<=4.5	>4.5

Factor 3 Event Risk

추출이유

외부 Event 발생에 따라 상황이 급변할 위험, 즉, 정부의 채무상환과 관련하여 주어질 수 있는 잠재적 위험 수준을 판단한다.

Factor 1 및 Factor 2가 Shock을 견뎌낼 수 있는 '국가(정부)의 중장기적인 능력'을 평가하는 것이라면, Factor 3은 외부 Event 가 공공과 민간 모두의 파이낸싱 자체를 어렵게 만들 '위험의 강도'를 나타낸다.

Event는 정부의 채무불이행 위험과 연관성만 있다면 그것이 정치적인 것이든, 경제·재정적인 것이든 불문한다. 즉, 전쟁, 정치적 혼란, 자연재해, 외환위기, 채권자를 해하려는 의도적 결정 등 모든 것을 포괄한다.

Factor 3를 평가하기 위해 좀더 구체적으로는, 정치·사회·지정학적 리스크, 은행 및 금융시장 리스크 및 정부 유동성 리스크의 3 가지 측면을 평가한다. 그리고 각 리스크 별로 '실제적인 정부 Default 발생이나 여러 단계의 등급 하향조정이 일시에 이루어질 정도로 직접적이고 임박한 위험이 어느 정도나 있는지'를 정성적으로 종합 판단하여 6단계의 평점을 부여한다.

이러한 Event Risk를 평가에 감안함으로써 자칫 간과할 수 있는 잠재 위험요인을 발견할 수 있고, 중장기적인 관점에서 Shock에 취약한 국가들을 선별해낼 수 있는 장점이 있다.

당사는 국가의 Event Risk를 파악하기 위해 다음과 같은 지표들을 사용한다.

1. 정치·사회·지정학적 리스크
2. 은행 및 금융시장 리스크
3. 정부 유동성 리스크

측정 지표에 대한 설명

1. 정치·사회·지정학적 리스크

정치·사회·지정학적 리스크는 한 국가의 국내 정치 및 사회제도 또는 지정학적 요인으로부터 발생한다. 정치적 불안, 종교, 인종, 사회적 계층 차이 등으로부터 촉발되는 사회제도의 불안정성 등으로 인해 정책집행의 안정성과 예측가능성이 떨어질 수 있다. 전쟁을 포함한 지정학적 리스크는 한 국가의 경제적 안정성 및 제도적 안정성 등 광범위한 경제지표에 영향을 끼칠 수 있으며, 최악의 경우 주권의 상실 가능성도 존재한다. 이 경우 정부의 채무상환능력이 심각하게 훼손될 수 있다.

2. 은행 및 금융시장 리스크

은행 및 금융시장의 시스템적 리스크는 대개 상당한 규모로 누적된 정부부채를 동반한다. 정부부채 규모 증가에는 다양한 이유가 존재할 수 있지만 통상적으로 해당 국가가 경기침체를 오랜 기간 겪거나 은행 배일아웃(Bail Out) 또는 산업 구조조정에 막대한 비용이 소요되는 등의 이유가 존재한다. 이로 인해 정부 수입이 감소하고 정부부채가 누적되면 정부의 채무상환능력이 현저히 감소할 수 있다.

3. 정부 유동성 리스크

정부의 유동성 리스크는 채무상환능력을 평가하는데 있어 중요한 요소이다. 정부의 유동성 대응능력을 평가하기 위해서는 1) 자금조달의 용이성과 2) 자금조달 수단의 다양성 등을 살펴본다. 대부분의 국가는 재정적자인 경우가 많으며, 재정적자가 아니더라도 매년 상당한 규모의 채무상환의무가 존재하는 반면 상대적으로 적은 규모의 고유동성 자산을 보유하고 있다. 따라서 필요시 안정적이고 지속가능한 자금조달이 가능한지 여부가 정부 유동성 리스크를 판단하는 핵심 요소이다. 또한, 자금조달 수단이 다양한지도 살펴본다. 대부분의 국가는 채권 발행을 통해 국내 또는 해외 투자자로부터 자금을 조달하며, 필요시 은행 등 금융기관으로부터 차입하기도 한다. 예외적으로 특정 정부가 국부펀드와 같이 상당히 큰 규모의 금융자산을 보유하고 있을 경우 이로부터 자금을 조달할 수도 있다.

Factor 3. Event Risk

항목	AAA	AA	A	BBB	BB	B
정치·사회·지정학적 리스크	정치 및 지정학적 측면에서 정부의 채무상환능력을 직접적이고 즉각적으로 훼손함으로써 여러 단계의 등급 하향 조정을 정당화할 수 있는 국가차원의 Risk가 현존하는가?					
	매우 우수	우수	양호	보통	열위	매우 열위
은행 및 금융시장 리스크	은행시스템 및 금융시장 측면에서 정부의 채무상환능력을 직접적이고 즉각적으로 훼손함으로써 여러 단계의 등급 하향 조정을 정당화할 수 있는 국가차원의 Risk가 현존하는가?					
	매우 우수	우수	양호	보통	열위	매우 열위
정부 유동성 리스크	정부부채 및 재정 측면에서 정부의 채무상환능력을 직접적이고 즉각적으로 훼손함으로써 여러 단계의 등급 하향 조정을 정당화할 수 있는 유동성 Risk가 현존하는가?					
	매우 우수	우수	양호	보통	열위	매우 열위

[Grid 2 : 정부의 재정안정성]

Factor 1 재정건전성

추출이유

정부의 재정건전성을 평가하기 위해서 일차적으로 지표 상의 부채수준을 분석하고, 나아가 실질적으로 정부의 부채수준이 감당할 만한 지, 채무상환부담으로 인해 정책결정에 어느 정도 제약을 받을 수 있는 지, 정부가 상환자금을 조달하는 것이 어느 정도나 용이하며, 그 의지는 어느 정도인지 등을 판단하게 된다.

종합적으로는 정부가 상환해야 할 채무와 조달가능한 재원의 정도를 비교 평가하여 정부의 재정건전성을 평가하게 된다. 즉, 부채 부담이 작으면서 조달가능 재원이 풍부한 정부는 재정건전성이 우수한 것으로, 부채부담이 크면서 조달여력은 제한되어 있는 정부는 재정건전성이 열위한 것으로 평가하게 된다

당사는 정부의 재정건전성을 파악하기 위해 다음과 같은 지표들을 사용한다.

1. 재정수지/GDP
2. 총정부부채/GDP
3. 총정부부채/정부수입
4. 정부지급이자/정부수입

측정 지표에 대한 설명

1. 재정수지/GDP

GDP 대비 재정수지(재정수지/GDP)는 정부의 재정안정성을 판단할 수 있는 중요한 지표이며, 정부의 세입 및 세출에 따른 재정 상태를 알 수 있다. 정부의 세입이 세출보다 많으면 재정수지는 흑자가 되고, 정부의 세출이 세입보다 많으면 재정수지 적자가 된다. 정부는 경기침체가 우려될 때에는 경기부양을 위해 적자재정을 편성하기도 하며, 재정적자 규모가 과도하다 생각되면 흑자재정 기조로 선화하기도 한다. 일반적으로 균형재정이 바람직한 상태로 여겨지나, 금융위기, 코로나19 바이러스 발생 등과 같이 예상치 못한 Event가 발생할 경우 이를 극복하는 과정에서 확장적 재정운용으로 재정적자 규모가 커지기도 한다.

2. 총정부부채/GDP

GDP 대비 정부부채수준(총정부부채/GDP)을 통해 정부부채의 부담수준을 판단한다. 경기순환 주기상 하강 주기일 경우 세입이 줄어들고 적자재정을 편성하게 돼 총정부부채 규모가 늘어나게 된다. 부채 규모가 과도하게 커지기 전에 안정적인 재정정책의 운용을 통해 장기에 걸쳐 부채 규모를 감축시키거나 일정 수준을 유지하는 것이 신용도상 긍정적인 요인이라 할 수 있다.

3. 총정부부채/정부수입

총정부부채/정부수입 비율은 정부가 가진 재정상의 조정 여지가 어느 정도인지, 정부의 상환자금 조달능력 등에 대해 가늠할 수 있는 지표이다. 이 비율이 낮으면 연간 세수로 부채의 많은 부분을 감당할 수 있으므로 상환능력이 양호하다고 판단할 수 있다. 다만, 경우에 따라 추가적인 판단이 필요할 수도 있다. 예를 들어, 정부수입이 GDP 대비 낮은 수준인 경우 향후 증세 여력이 크다고 보아 신용도상 긍정적으로 받아들일 수 있지만, 동 비율이 높은 원인이 비효율적인 조세 징수구조 또는 높은 조세저항이라면 신용도상 부정적인 요인일 수도 있기 때문이다.

4. 정부지급이자/정부수입

정부수입 대비 정부지급이자 수준(정부지급이자/정부수입)을 고려한다. 같은 수준의 부채라 하더라도 지급이자가 연간 재정수입에 차지하는 비중이 어느 정도 되는지에 따라서 실질적인 부담이 다를 수 있기 때문이다. 예를 들어 일본의 경우 막대한 부채규모에도 불구하고 낮은 조달금리와 이자비용으로 인해 사실상의 채무부담이 경감된 상황을 고려할 수 있다.

Factor 1. 재정건전성

항목	단위	AAA	AA	A	BBB	BB	B
재정수지/GDP	%	≥ -3.0	≥ -5.0	≥ -7.0	≥ -9.0	≥ -11.0	< -11.0
총정부부채/GDP	%	≤ 50.0	≤ 70.0	≤ 90.0	≤ 110.0	≤ 130.0	> 130.0
총정부부채/정부수입	%	≤ 150.0	≤ 200.0	≤ 250.0	≤ 300.0	≤ 350.0	> 350.0
정부지급이자/정부수입	%	≤ 7.0	≤ 10.0	≤ 13.0	≤ 16.0	≤ 20.0	> 20.0

Factor 2 대외지급능력

추출이유

재정안정성을 평가하는 데에 있어 간과할 수 없는 부문이 국가차원의 국제수지 관련 위험 또는 외채상환부담에 대한 분석이다.

일부 정부는 해외 투자자들이 환율변동이나 환전에 따른 리스크를 부담하려 하지 않기 때문에 부채의 상당한 비중을 외화로 조달하여야 하며, 이 경우 채무상환을 위해 마련한 자국통화 재원을 교환하여 외화를 취득해야 하는 추가 절차가 필요하게 된다. 외환시장이 발달하지 못한 가운데 외환보유고마저 부족한 국가의 경우에는 직접적인 신용도 제약요인이 될 수밖에 없다.

경상수지 적자나 자본 순유출이 이어짐으로써 자체적으로 외화를 창출하지 못하는 국가는 장기적으로 통화가 절하되고 외환보유고도 감소하게 된다. 이러한 국제수지상의 압박은 재정능력(자국통화 자금조달능력) 여부를 떠나서 정부의 상환능력에 부가적인 부담요인이 될 뿐만 아니라, 그 원인 또한 정부활동에만 국한되지 않는 특성이 있다. 즉, 외화부족은 재정정책과는 크게 관계없는 만성 경상수지 적자로부터 비롯되는 경우가 많은데 결과적으로는 정부의 외채상환능력을 제한하게 된다.

한편, 국제수지 분석은 전통적인 Sovereign Rating에서 중요시되던 것으로서 주로 글로벌 자본시장에 대한 접근성이 낮은 개도국들의 Risk 분석 시에 의미를 가지게 된다. 다시 말하면, 예외적으로 대외 유동성 분석이 중요시되는 경우를 제외하고는 Factor 1에서 다른 재정상태 분석이 정부 재정안정성 평가의 기본 및 핵심이 된다. 이때 해당 국가가 선진국인지 개도국인지 판단하는 기준은 글로벌 신용평가사 3개사(Moody's, S&P, Fitch) 중 1개 이상의 기관에서 투자등급 이상을 받은 경우 선진국으로 판단하며, 글로벌 신용평가사로부터 등급이 부여되지 않았거나 투자등급 미만인 경우 개도국으로 판단한다. 이에 따라 본 방법론을 적용하는 국가가 선진국인 경우 '경상수지/GDP' 평가지표만으로 전체 '대외지급능력'을 분석하게 되며, 개도국인 경우 하기 기술된 4가지 평가지표를 통해 '대외지급능력'을 분석한다. 다만, 선진국으로 분류된 경우에도 필요한 경우 하기 기술된 4가지 평가지표를 통해 '대외지급능력'을 분석할 수 있다.

당사는 정부의 대외지급능력을 파악하기 위해 다음과 같은 지표들을 사용한다.

1. 경상수지/GDP
2. 외채/경상수입
3. 정부외화표시부채/총정부부채
4. 단기총외채부담/외환보유고

측정 지표에 대한 설명

1. 경상수지/GDP

경상수지는 일반적으로 한 국가가 다른 국가와의 교역을 통해 벌어들인 소득으로, 대외 지급능력을 판단하는 데 있어 출발점이 된다. 경상수지가 적자인 경우 대외지급능력이 약하다고 해석할 수 있으며, 자본 순유출이 발생할 가능성이 높다.

2. 외채/경상수입

한 국가가 경상적으로 벌어들이는 수입으로 외채를 얼마나 상환할 수 있는지 상환능력을 살펴볼 수 있는 지표이다.

3. 정부외화표시부채/총정부부채

총정부부채 중 정부외화표시부채 비중이 높다면 외채를 갚기 위해 자국통화 재원을 마련하여 외화를 취득해야 하는 과정이 필요하게 된다. 충분한 외화유동성을 갖추고 있지 않다면 추가 외화를 확보하는 과정에서 환율 상승, 자본 순유출 등을 겪을 수 있다.

4. 단기총외채부담/외환보유고

정부의 대외지급능력을 평가하기 위한 한 가지 지표인 단기총외채부담/외환보유고는 외환보유고로 판단한 외화유동성으로 단기 대외채무를 얼마나 상환할 수 있는지를 알 수 있는 지표이다. 여기에서 단기대외채무는 한 국가가 해외에 지고 있는 대외채무 중에서 1년 이내 만기가 도래하는 대외채무를 의미한다. 단기대외채무가 일시에 증가할 경우 보유 외화유동성 대비 채무상환 압력이 높아져 대외지급능력에 위기가 발생할 가능성이 높다.

Factor 2. 대외지급능력

항목	단위	AAA	AA	A	BBB	BB	B
경상수지/GDP	%	>=-2.0	>=-4.0	>=-6.0	>=-8.0	>=-10.0	<-10.0
외채/경상수입	%	<=80.0	<=100.0	<=120.0	<=140.0	<=160.0	>160.0
정부외화표시부채/총정부부채	%	<=25.0	<=35.0	<=50.0	<=65.0	<=80.0	>80.0
단기총외채부담/외환보유고	%	<=80.0	<=90.0	<=100.0	<=115.0	<=130.0	>130.0

IV. 기타 고려요소(Other Rating Consideration)

기타 고려요소는 각 Grid별 결과값을 도출하는 과정에서 고려되는 정성적인 요인들이며, 국가의 경제안정성 및 정부의 재정안정성 각 측면에서 각각 고려된다. 이와 같은 기타 고려요소 분석을 통해 Mapping Grid 핵심 평가요소만으로 파악할 수 없는, 각 평가대상이 갖는 고유한 특성을 반영할 수 있다. 또한 특정 평가요소가 Mapping Grid에서 설정한 Scale 기준보다 더욱 크거나 작은 영향을 미칠 경우 이를 정성적으로 보완하는 요인이 될 수 있다. 다만, 국가의 경제안정성 분석에서 Event Risk 반영이 충분하지 않은 경우나 대한민국의 특수성(원화표시 발권력 등)과 같이 Grid 분석에서 충분히 고려되지 않은 중요한 기타 정성요인을 고려하여 Grid-Outcome Matrix 범위 외에도 최종적인 자국통화 표시기준 Sovereign Rating을 결정할 수 있다. 최근 전쟁 발발로 인해 글로벌 지정학적 위험이 높아지고 질병, 자연재해 등 예측하기 어려운 Event Risk 발생이 잦아진 점 등을 감안하였다.

Grid 1 - 국가의 경제안정성 하위 '기타 고려요소'

국가의 경제안정성과 관련하여서는, 국제기구 등에서 발표한 국가 경쟁력 관련 지표, 특정 국가의 경제 동향과 전망, 역사적 경기 변동성, 국가 보유 자원 규모, 경기과열위험(민간여신, 물가상승률 등), 국가의 신뢰도, 정부의 과거 Default 이력, 국제사회 내 위상 및 평판, 거시경제정책 운용의 안정성, 환율정책의 일관성, 물가와 실업률, 부동산 가격 등이 기타 고려요소로 적용될 수 있다.

한 국가의 장기적 경제안정성을 평가하기 위해 기존 정량지표 또는 정성지표에 반영되기 어려운 요소들을 반영한다. G2 국가 또는 여타 경제블록 내 참여국 등 국제사회 내에서 위상 및 평판을 보유한 경우 또는 천연자원 등 국가 보유자원 규모가 상당한 경우 등이 이에 해당한다.

한 국가의 장기적 경제안정성 또는 위기 시의 대응능력을 평가하기 위해서는 경제력 수준과 제도적 효율성을 조합하여 판단하여야 한다. 제도적 효율성 차이가 국가 전방위의 생산성에 영향을 미치게 되므로 국가간 소득격차가 제도적 수준과 질의 차이에서 비롯되는 경우가 많으며, 따라서 이 두 가지 Factor는 상호 연관성을 가진다고 볼 수 있다. 단, 제도적 기반이 취약한 부자국가보다는 소득수준이 낮지만 제도적 수준이 높은 국가가 계약의 존중 또는 채무의 이행이라는 차원에서 신뢰도가 더 높다고 보아야 한다. 이에 당사는 국가의 경쟁력에 영향을 미치는 제도 및 인프라 수준과 더불어 제도적 효율성 등을 종합적으로 고려하기 위하여, 국제기구 등에서 발표한 국가경쟁력 관련 지표 등을 참고할 수 있다.

또한, 거시경제정책 운용의 안정성, 환율정책의 일관성 등 정책적인 측면도 고려한다. 거시경제정책 운용 방향이 일관되지 않다면 해당 국가의 장기 경제성장기반이 약화될 수 있고 신뢰도도 저하될 수 있다. 또한, 환율의 경우 글로벌 유동성과 위험선호성향 변화 등에 따라 변동성을 보일 것이나, 기본적으로 환율정책이 일관적이지 않다면 경제 전체의 불확실성이 증가할 수 있다. 이외 경제 정책의 방향성을 판단할 수 있는 가늠자 역할을 하는 물가와 실업률 추이, 부동산 가격 등도 참고할 수 있다.

한편, 기타 고려요소로 평가 대상 정부 또는 국가의 경제가 구조적인 변화(긍정적 또는 부정적)를 겪고 있거나 경기과열위험이 가중되어 있는 경우 이를 정성적으로 반영할 수 있다.

기타 고려요소

기타 고려요소 (Grid1)	국가 경쟁력 관련 지표, 경기 동향 및 전망, 역사적 경기변동성, 국가 보유 자원 규모, 경기과열위험(민간여신, 물가상승률 등), 국가신뢰도, 정부Default 이력, 국제사회 내 위상 및 평판, 거시경제정책 운용의 안정성, 환율정책의 일관성, 물가와 실업률, 부동산 가격 등
-----------------	--

Grid 2 – 정부의 재정안정성 하위 ‘기타 고려요소’

정부의 재정안정성 측면에서는 정부부채 구조, Debt 트렌드, 기타 공공부채 및 우발부채의 수준, 준비통화 국가 여부, 정부 또는 국부펀드가 보유한 자산의 양과 질, 재정융통성 등을 기타 고려요소로서 활용한다.

정부부채 구조가 만기구조상 초기 상환부담이 크거나 상환 스케줄이 매우 불균등한 경우, 이자율 및 환율 결정방식이 일정하지 않은 경우는 채무구조가 불안정한 것으로 판단하여야 하며, 상황에 따라 유동성 리스크로 연결될 수도 있음을 유의해야 한다. 또한 부채규모가 장기적으로 안정적인 패턴인 지, 증가 또는 감소하는 패턴인 지를 살펴야 하며, 이것은 신용등급의 향후 방향성 측면에서 유용할 수 있다.

최근 GDP 대비 정부부채의 증가율이 두드러지거나, 정부부채에서 공공부채가 차지하는 비중이 커지고 우발부채가 현실화될 가능성이 높을 경우 재정안정성에 부정적으로 반영될 수 있다. 금융위기에 따른 Cost를 정부의 재정으로 부담해야 하는 경우처럼 향후 정부부채가 크게 증가할 가능성이 있는 지도 검토하여야 한다. 다만, 금융권에 대한 긴급 자금지원 부담이나 공적연금 적자에 따른 미래의 연금지급채무 등 잠재적이고 우발적이며 장기적인 채무에 대해서는 실제의 상환부담으로 현실화되는 정도까지만 반영하여야 한다.

정부의 파이낸싱 수단의 다양성 및 Refinancing 능력 또한 고려될 수 있는데, 동일한 수준의 부채부담이라면 다양한 파이낸싱 수단이 있는 국가가 민간저축이 작고 금융시스템이 활성화되지 못한 국가들에 비해 우월하게 평가된다. 그리고 정부가 발행한 채권을 외부환경 변화에 민감하고 이탈 가능성이 높은 외국인 투자자들보다는 내국인 투자자들, 특히 중앙은행이나 공적 연기금이 보유하고 있는 비중이 높은 경우, 이는 재정안정성 측면에서 긍정적 요인이 될 수 있다.

한편, 준비통화 (Reserve Currency) 국가의 경우에는 정부부채의 양적인 수준 외에 실질적인 지급능력에 대한 고려가 필요하다. 예를 들어, 대표적인 준비통화 국가인 미국의 경우 달러화 발행국으로서 지위를 활용하여 대외지급능력과 부채상환능력을 제고할 수 있기 때문에 무역 및 재정 불균형에도 불구하고 실질적인 정부 재정건전성을 외견상 나타나는 수준보다 높게 평가할 수 있다.

또한, 글로벌 교역통화로서의 지위를 확보한 국가의 경우에도 고려가 필요하다. 예를 들어 중국 위안화의 경우 과거 대비 글로벌 교역통화로서 교역시장에서 차지하는 시장점유율이 상승한 점 등을 감안하여 준비통화(Reserve Currency)의 지위를 보유하고 있지 않더라도 위안화의 실질 통화 지위를 보다 높게 판단할 수 있다.

이외에도 정부 또는 국부펀드가 대규모 자산을 축적하고 있거나, 내수경기의 호황으로 재정융통성이 높다면 이는 정부의 재정안정성에 긍정적인 요인으로 고려할 수 있으며, 정부의 세입 및 세출 구조, 집행능력, 조세저항 수준 등에 대한 평가와 함께 정치적 분열, 리더십의 부재, 개혁 피로감 등 국가위기 시 구조조정을 어렵게 만들 잠재요소가 있는 지 등에 대한 정성적인 판단이 수반될 수 있다. 또한, 정부의 재정안정성에는 해당 국가의 해외로부터의 자금조달능력도 추가적으로 반영할 수 있다.

기타 고려요소

기타 고려요소 (Grid2)	정부부채 구조, Debt 트렌드, 기타 공공부채 및 우발채무, 준비통화 국가 여부, 정부 및 국부펀드 보유자산, 재정융통성, 글로벌 교역통화로서의 지위, 해외자금조달능력의 안정성 등
-----------------	---

Grid 1과 Grid 2의 기타 고려요소에는 공통적으로 기초자료의 공시 시점, 정의(Definition) 변경, 신뢰도 등 기초자료 참고 시 발생할 수 있는 한계점을 추가로 고려하였다. 평가 년도에 해당하는 지표가 공시되지 않은 경우 지표가 확정된 시점 기준으로 과거 3개년 또는 과거 10개년 평균치를 사용할 수 있다. 이때 과거 시계열 기간 동안 일부 Outlier로 인해 해당 지표가 왜곡되어 해석될 수 있다면 이를 감안하여 기타 고려요소에 반영할 수 있다. 또한, 평가 년도에 해당 지표와 비슷한 속성을 지닌 지표가 발표되었다면 이를 활용하여 판단할 수 있다. 그리고 기초자료의 신뢰도가 저하되거나 기초자료의 대상이 되는 지표가 더 이상 발표되지 않는 등 자료를 활용하는데 어려움이 생긴다면 이를 반영할 수 있는 대체지표를 산정하여 지표 적용이 가능하도록 하였다.

V. 한계

Mapping Grid의 한계

본 평가방법론은 모델값 도출을 위한 Mapping Grid를 중심으로 설명하고 있다. Mapping Grid는 외부 이해관계자가 신용등급을 직관적으로 이해하기에는 유용할 수 있겠으나, 아래와 같은 명백한 한계가 있어 이로부터 도출되는 모델값 및 이를 등급기호로 치환한 모델결과를 해석할 때 유의할 필요가 있다.

우선 Mapping Grid는 Sovereign에 신용등급을 부여할 때 고려하는 여러 평가요인 중 일반적으로 가장 중요하다고 판단되는 평가요인들에 대한 요약 설명이라고 할 수 있다. 따라서 Mapping Grid는 최종적인 등급결정에서 고려되는 모든 평가요소를 포함하고 있지 않다. 또한 Mapping Grid로부터 도출되는 결과값은 일반적으로 과거 실적을 중심으로 산출되기 때문에 미래에 대한 전망을 반영하여 도출한 결과인 최종 신용등급을 설명하는데 한계가 있다. 즉, Mapping Grid는 본질적으로 제한적인 평가요소만을 사용하기 때문에 피평가대상의 고유의 위험특성을 완전하게 반영하지 못할 뿐 아니라, 평가위원회에서 종합적으로 이루어지는 분석의 깊이와 폭을 다 담지 못한다. 이에 따라 평가위원회에서 최종적인 신용등급을 결정할 때는 Mapping Grid 결과뿐만 아니라, 여타 미래 전망, 각 발행자와 당해 채무의 특수성 등 Mapping Grid에 포함되지 않았거나 충분히 반영되지 않은 다양한 요인을 고려하여 결정하게 된다. 또한 이 과정에서 신용평가 일반론 등 평가에 필요한 다양한 관련 방법론을 참조하게 된다.

Mapping Grid는 본질적으로 (i) 가능한 많은 요소를 포함시킴으로써 되도록 Mapping Grid 결과를 통해 예측되는 등급이 최종 등급에 될 수 있으면 가까울 수 있도록 설계하는 방식과 (ii) 경기변동 등에 관계없이 어느 시점에서나 평가에 가장 중요하다고 생각되는 일반적인 요소만을 포함시킴으로써 투명하고 이해하기 쉬운 방식으로 설계하는 방식 간의 장단점을 고려한 결과물이다. 결국 실제 평가에서는 Mapping Grid상의 평가요소를 중요하게 고려하지만, 본질적으로 Mapping Grid에서 반영하기 힘들거나 설명하기 어려운 정성적인 요인도 다양하게 고려하여야 한다. 따라서 Mapping Grid는 최종 등급 산출을 위한 평가위원회의 판단을 대체할 수 없을 뿐만 아니라, 최종 등급을 자동적으로 부여하거나 변경하기 위한 용도로 사용되어서는 안 된다. 본 평가방법론을 활용하고자 하는 시장 참여자들은 이러한 Mapping Grid의 한계를 명확히 인식하고, 최종등급은 Mapping Grid로부터 도출되는 모델결과와 명백히 차이가 날 수 있음을 숙지하여야 한다.

Appendix

Mapping Grid Numeric

구분	AAA	AA	A	BBB	BB	B
Point값	1	3	6	9	12	15

주) 해당 등급의 Point 값으로서 Notch 변화에 따라 Point 값은 가감됨

유의사항

한국신용평가 주식회사 (“당사”)가 공시하는 신용등급은 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권(“간행물”)의 장래의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 뜻하며, 당사가 발표하는 신용등급 및 평가의견 등 리서치 자료(“간행물”)는 발행사/기관, 신용공여, 채무 및 이에 준하는 증권(“간행물”)의 장래의 상대적인 신용위험에 대한 당사의 현재 견해를 포함할 수 있습니다. 당사는 신용위험이란 만기 도래하는 계약상의 채무(financial obligations)를 발행사/기관이 불이행할 수 있는 위험 및 부도시 예상되는 금융손실이라고 정의하고 있습니다. 신용등급은 유동성 위험, 시장가치 위험 또는 가격변동성 등 기타 다른 위험을 다루고 있지 않습니다. 신용등급과 당사 간행물에 포함된 당사의 견해는 현재 또는 과거 사실에 대한 서술이 아닙니다. 또한 간행물에는 계량모델에 근거한 신용위험의 추정치와 관련 의견 또는 키스자산평가 주식회사에서 발행한 견해를 포함할 수 있습니다.

신용등급 및 간행물은 투자자문이나 금융자문에 해당하지 아니하고 그러한 조언을 제공하지도 않으며, 특정 증권을 매수, 매도 또는 보유하라고 권유하는 것도 아닙니다. 또한 당사가 제공하는 신용등급이나 간행물은 해당 정보의 사용자나 그 관계자들에 의해서 행해지는 투자결정에 있어서 어떤 증권을 매매하거나 보유하라는 권고 또는 권유나 사실의 서술이 아니라 당사 고유의 평가기준에 입각한 당사의 의견으로서만 해석되고 또 해석되어야 하며, 특정 투자자를 위하여 투자의 적격성에 대해 의견을 주는 것이 아닙니다. 당사는 각 투자자가 매수, 매도 또는 보유를 고려중인 증권 각각에 대해 적절한 주의를 기울여 자체적으로 연구, 평가할 것이라고 기대하고, 그러한 이해를 전제로 하여 신용등급을 공시하고 간행물을 발표합니다.

당사의 신용등급과 간행물은 개인 투자자들이 이용하는 것을 전제로 하고 있지 않습니다. 그렇기 때문에 개인투자자들이 당사의 신용등급과 간행물을 이용하여 투자사결정을 하는 것은 적절하지 않을 수 있습니다. 만약 의문이 있는 경우에는 반드시 재무 전문가 혹은 다른 전문가에게 자문을 구하시기 바랍니다.

당사는 발행사/기관으로부터 제출자료에 거짓이 없고 중요사항이 누락되어 있지 않으며, 중대한 오해를 불러일으키는 내용이 들어 있지 않다는 확인을 수령하고 있으며, 본 보고서는 발행사/기관이 제출한 자료와 함께 당사가 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 자료원에 근거하고 있습니다. 당사는 발행사/기관 및 이들 대리인이 정확하고 완전한 정보를 적시에 제공한다든 전제하에 신용평가업무를 수행하고 있습니다. 그러나 감사기관이 아니므로 신용평가와 간행물을 준비하는 과정에서 이용하는 정보에 대해 별도의 실사나 감사를 실시하고 있지 않으며, 발행사/기관으로부터 제공받은 정보 또는 신용평가 과정에서 생성되는 정보에 있어서 인간 또는 기계에 의한, 기타 그 외의 다른 요인에 의한 실수의 가능성 때문에 해당 정보를 특정한 목적을 위해 사용하는데 대하여 명시적으로 혹은 묵시적으로도 어떠한 증명이나 서명, 보증 또는 단언을 할 수 없으며, “있는 그대로” 제공됩니다. 또한 본 보고서의 정보들은 신용등급 부여에 필요한 주요한 판단 근거로서 제시된 것이고 발행사/대상 유가증권에 대한 모든 정보가 나열된 것은 아님을 밝힙니다. 따라서 당해 신용등급이나 기타 의견 또는 정보에 관하여 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성 또는 특정목적에 적합하지 여부를 당사는 명시적 혹은 묵시적으로 보증하거나 약속하지는 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선서 및 공급자는 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용이나 사용불가능으로 인하여, 또는 그와 관련하여 발생한 어떠한 간접, 특별, 결과적 또는 부수적 손해(현재 혹은 장래의 손실 당사가 부여한 특정 신용등급의 대상이 아닌 관련 금융상품에서 발생하는 손실 또는 손해를 포함하되 이에 한정되지 아니함)에 대하여, 사전에 그 같은 손실 또는 손해 가능성에 대해 고지 받았다고 하더라도, 어느 개인 또는 단체에게도 책임을 지지 않습니다.

법률상 허용된 범위 내에서, 당사 및 그의 이사, 임직원, 대리인, 대표자, 라이선서 및 공급자는 자신들의 과실(단, 고의 또는 기타 법률상 배제될 수 없는 종류의 책임은 제외함) 또는 자신들의 통제 범위 내에 또는 밖에 있는 사유 등에 의하여, 여기 포함된 정보, 동 정보의 사용 또는 사용불가능으로 인하여 또는 그와 관련하여, 어느 개인 또는 단체에게 발생한 어떠한 직접 손실이나 손해 또는 보상으로 인한 손실이나 손해에 대해서도 책임을 지지 않습니다.

여기 있는 모든 정보는 저작권법 등 법의 보호를 받으며, 당사의 사전 서면 동의 없이는 누구도, 이 정보를 전체 또는 부분적으로, 어떤 형태나 방식 또는 수단으로든, 복제 또는 재생산, 배포, 전송, 전달, 유포, 재배포 또는 재판매, 또는 그러한 목적으로 사용하기 위해 저장할 수 없습니다.