

국가채무가 국가 신용도에 미치는 영향 분석

허 인 · 안지연 · 양다영



국가채무가 국가 신용도에 미치는 영향 분석

허 인 · 안지연 · 양다영

Ⅱ 서 언 Ⅱ

2008년 리먼브러더스의 파산으로 발발된 글로벌 금융위기로 인해서 각국 정부들은 재정확대 정책 및 통화확대 정책을 시행했습니다. 미국의 중앙은행은 기준금리를 0~0.25%까지 내렸으며, 비전통적인 통화정책 수단까지 동원하여 양적 완화를 2012년 말 현재 제3차까지 단행하고 있습니다. 이와 더불어 정부부문의 지출을 늘렸으며, 감세정책도 시행하여 GDP 대비 정부부채 비율이 위기 이전의 60%대에 급등하여 2012년 말 현재 100%를 넘을 것으로 보입니다. 일본은 글로벌 금융위기 당시 큰 충격을 받지는 않았으나, 위기 이후 지속되는 세계경제의 불황 속에 동일본 대지진 사태로 인한 부흥지출의 증대 등으로 정부부채가 GDP 대비로 200%를 초과하고 있습니다. 특히 유럽 국가들 중 일부는 금융위기 이후 정부지출을 확대하면서 정부부채가 커졌음에도 상환하지 못하는 상황에 처해 구제금융을 받았습니다.

따라서 글로벌 금융위기의 충격은 각국의 재정상황을 취약하게 하여 유럽의 재정위기로까지 번지면서 세계경제에 위협요인으로 작용하고 있습니다. 금융위기가 세계로 확대되면서 실시된 재정확대 정책은 국가채무의 증대를 가져왔습니다. 금융위기 이전부터 국가채무 수준이 높았던 국가나 금융위기의 충격을 크게 받은 국가들의 경우에는 재정확대로 더해진 채무가 크게 부담이 된 것입니다. 사실 금융위기의 충격이 큰 것도 문제가 되었지만, 이후 경제가 회복되는 속도가 미미했습니다. 민간부문의 위축된 상황에서 재정확대 정책을 포기하기도 어려웠습니다. 불황이 장기화되면서 재정을 환수할 수 없는 상황이 되었던 것입니다. 아일랜드, 그리스, 포르투갈 등은 구제금융을 신청했으며, 유로존 국가들 중 그 규모면에서 중요한 국가들은 스페인과 이

탈리아의 국가채무까지 문제가 되는 것으로 지적되고 있습니다. 세계경제에서 약 1/5을 차지하는 유로존 국가들의 재정문제는 유로존의 경제를 재침시켜 더블딥을 가져와 2012년 세계경제에 가장 큰 영향을 미친 요인들 중 하나였습니다.

각국의 이러한 재정적인 부담은 국가신용등급의 강등으로 이어지고 있습니다. 미국의 경우는 국가채무가 2011년 상한선을 넘어서면서 의회가 채무상한선을 높였습니다. 이러한 과정에서 공화당과 민주당 간의 갈등이 있었고, 이는 심화되어 부채한도에 도달한 5월 이후 8월까지 지속되었습니다. 실제로 국가채무에 대한 이자지급이 불가능해지는 9월 이전에 협의가 이뤄져 이자지급 불이행 사태는 피했지만, 3대 신용평가사 중 하나인 S&P사는 미국의 장기국채에 대한 신용등급을 한 단계 강등했습니다. 일본의 경우에도 지속적인 국가채무의 증가로 신용등급이 점차 강등되고 있습니다. 유로존 국가들 중 구제금융을 신청한 국가들뿐 아니라, 스페인, 이탈리아, 프랑스 등 재정이 취약할 것으로 우려되는 국가들의 신용등급이 강등되고 있습니다.

한편 우리나라의 신용등급은 글로벌 금융위기 이후 오히려 상승했습니다. 2008년 금융위기 당시 우리나라의 금융시장은 무척이나 혼란스러웠습니다. 주가는 급락하고 환율은 급등하면서 금리마저 상승했습니다. 해외자본이 우리나라의 자본시장에 이탈하면서 1997~98년의 외환위기와 같은 상황이 반복되는 것으로 보일 정도로 큰 혼란을 겪었습니다. 그러나 2009년 2/4분기 이후 안정을 되찾았으며, 2009년 전체로서는 ‘+’의 성장률을 기록했습니다. 우리나라 정부도 재정확대 정책을 취했지만, GDP 대비 국가채무 비율을 40%를 넘지 않는 선에서 유지했습니다. 우리나라는 금융위기의 충격에서 빠르게 벗어났는데, 이는 행정부가 국가채무에 대해서 신중하고 건전하게 관리했기

때문입니다. 따라서 신용평가사들은 우리나라의 신용등급을 상향 조정해, ‘A 등급’ 이상의 국가로서는 글로벌 금융위기 이후 유일하게 신용등급이 올라간 국가가 되었습니다.

국가의 신용등급은 국가채무 조달비용을 결정하는 중요한 변수입니다. 특히 최근 세계경제가 침체된 상황에서 각국의 재정문제가 부각되고, 재정확대 정책의 시행과 국가채무의 관리가 동시에 중요한 이슈가 되고 있습니다. 따라서 본 연구는 국가신용등급의 동향 및 거시경제와의 상관관계를 알아보고, 결정요인 중 국가채무의 영향을 분석했습니다. 또한 2000년대 신용등급이 상향 혹은 하향 조정된 국가들의 사례들을 분석했습니다. 분석과 사례를 통해 국가채무의 관리에 있어서 중요한 시사점들을 제시하고자 합니다.

본 연구는 본원의 허 인 박사가 연구책임을 맡고, 본원의 안지연 박사, 양다영 연구원이 공동으로 집필하였습니다. 집필 초기 단계에서부터 좋은 의견을 주신 기획재정부 김진명 과장, 국민대학교 남광희 교수, 본원의 윤덕룡 박사과 강유덕 박사께 심심한 감사를 드립니다. 아울러 편집 과정에서 도움을 주신 본원의 이강희 주임연구조원께도 감사드립니다.

2012년 12월

원장 채 욱

국문요약

본 연구는 1995년 이후 2010년까지 OECD 국가들을 기준으로 국가신용등급과 국가채무와의 관계에 대해서 연구하였다.

제2장에서는 신용등급의 정의와 OECD 국가들의 신용등급 변화를 살펴보고 신용등급과 거시경제 변수들간의 관계를 서술한다. 신용등급은 상승할 때는 장기간에 걸쳐서 서서히 움직였으나, 하락할 때는 단기간에 큰 폭으로 하락하였다. 국제통화를 소유하고 있는 국가들의 신용등급은 대체적으로 높았으나, 이들 국가들도 국가채무 증가에 따라서 신용등급이 하락하는 경우도 있었다. IMF로부터 구제금융을 받은 경우는 신용등급이 급락했으며, 이로부터 회복하는 데는 상당한 기간이 걸렸다. 안정적인 거시경제 환경을 유지하는 국가들은 신용등급이 높았으며, 신용등급이 높은 국가들은 국채에 대한 이자율 및 CDS 프리미엄이 낮았고, 위기 중에도 변동성이 적었다.

제3장에서는 OECD 국가들의 신용등급 결정요인을 선형패널(Linear Panel) 및 로짓모형(Ordered Logit)으로 분석하며, 이중 국가채무의 영향과 외채, 단기채무, 외화부채, 국제통화 보유 여부 및 신용등급 상승기와 하락기의 차이 여부 등을 분석한다. 국가채무가 증가하면 신용등급은 하락했다. 특히 외국인 투자자에 의해서 부채가 조달되는 경우 그 효과가 더 컸으며, 외화로 채무가 조달되는 경우도 신용등급을 더 빠르게 하락시켰다. 국제통화를 보유한 국가들은 국가채무뿐만 아니라 다른 신용등급 결정요인에 대하여 그렇지 않은 국가들과 비교해 신용등급이 민감하게 변동하지 않았다.

제4장에서는 OECD 국가들 중 신용등급의 변동이 심했던 국가들의 신용등급 변동 당시의 상황을 살펴보고, 제2장과 제3장에서 살펴본 분석 결과를

활용하여 설명변수의 변화가 신용등급의 변화를 어떻게 가져왔는지 서술한다. 각 국가들 사례에서 신용등급이 하락한 국가들, 그리스와 아이슬란드 경우 총부채가 신용등급을 강등시키는 원인으로 작용했으며, 상승한 경우 슬로바키아, 폴란드는 국가채무가 크게 늘지 않아 거의 영향이 없었다. 상승 혹은 하락한 경우 모두 1인당 국민소득, 금융위기 발생빈도 등이 국가신용등급에 영향을 주었다.

제5장에서는 우리나라 신용등급의 변동을 살펴보고, 결정요인들의 변동이 우리나라의 신용등급을 어떻게 바꾸었는지를 분석하며, 앞의 장에서 분석한 결과에 따라서 향후 신용등급을 안정적으로 유지하기 위한 국가채무의 관리 방안을 제시한다. 우리나라의 신용등급 상승은 아시아 외환위기 이후 낙인효과라고 할 수 있는 코리아디스카운트의 효과가 글로벌 금융위기 중 재평가 받은 것이며, 국민소득의 증대, 경상수지의 개선 등에 기인했다. 따라서 앞으로 국가신용등급을 유지·향상시키기 위해서 국가채무량의 관리, 외채관리, 외화부채 관리, 발행규모 관리 등과 더불어 통화국제화 추진을 제안한다.

Ⅰ 서언	3
Ⅰ 국문요약	7
Ⅰ 제1장 서론	17
1. 연구의 필요성 및 목적	18
2. 선행연구와의 차별성	22
3. 연구의 구성	23
Ⅰ 제2장 신용등급의 변화와 거시경제	25
1. 국가신용등급	26
가. 정의	26
나. 결정과정	28
2. OECD 국가들의 국가신용등급 변화	30
가. 글로벌 금융위기(2008년) 전후 신용등급 변화	34
나. 동아시아 외환위기(1997년) 전후 신용등급 변화	36
다. 국제통화 보유국의 신용등급 변화	38
라. IMF 구제금융 수혜국의 신용등급	40
3. 신용등급 변동과 거시경제 및 이자율	43
가. 신용등급과 거시경제	43
나. 국가신용등급 상승기/하락기의 거시경제 변동	46
다. 신용등급 변동과 금리	55
4. 소결	61

Ⅰ 제3장 국가채무가 신용등급에 미치는 영향 63

- 1. 분석방법 및 자료 64
 - 가. 자료 64
 - 나. 분석방법 73
- 2. 실증분석 결과 76
 - 가. 기본 모형 76
 - 나. 국가채무의 영향 84
 - 다. 국가부채와 자국통화 국제화 여부 92
 - 라. 신용등급 상승기와 하락기의 국가채무 수준 96
- 3. 소결 97
- 부록. 신용등급 분석 결과 99

Ⅰ 제4장 신용등급 변동 국가들의 사례연구 113

- 1. 그리스 114
 - 가. 신용등급 동향 114
 - 나. 신용등급 결정요인 116
- 2. 아이슬란드 120
 - 가. 신용등급 동향 120
 - 나. 신용등급 결정요인 122
- 3. 슬로바키아 125
 - 가. 신용등급 동향 125
 - 나. 신용등급 결정요인 127
- 4. 폴란드 130
 - 가. 신용등급 동향 130
 - 나. 신용등급 결정요인 131

5. 요약	134
Ⅰ 제5장 우리나라 신용등급과 부채관리에의 시사점	135
1. 우리나라 사례분석	136
가. 신용등급 동향	136
나. 신용등급 결정요인	138
2. 우리나라 국가채무 관리에의 시사점	142
가. 부채 총량 관리	142
나. 외채 관리	143
다. 외화부채 관리	144
라. 부채 증가속도 관리	144
마. 원화 국제화 추진	145
Ⅰ 참고문헌	147
Ⅰ Executive Summary	149

표 차례

표 2-1. OECD 국가들의 국가신용등급 변화	32
표 2-2. 금융위기 이후 OECD 국가들의 신용등급 변화	35
표 2-3. 외환위기 이후 OECD 국가들의 신용등급 변화	37
표 2-4. 국제통화 사용 국가들의 신용등급 평균 점수	39
표 3-1. 신용등급 수치화	66
표 3-2. 신용등급 점수별 관측치 빈도수	67
표 3-3. 국가간 신용등급 추이와 변화폭(S&P사)	68
표 3-4. 국가간 GDP 대비 부채 수준	70
표 3-5. 부채별 상관계수	72
표 3-6. 국가신용에 영향을 미치는 국가채무 이외의 주요 변수들	72
표 3-7. 주요 설명변수의 국가간 평균	77
표 3-8. 주요 설명변수간의 상관계수	78
표 3-9. 신용평가사별 신용등급의 선형패널 분석 결과	79
표 3-10. 신용평가사별 신용등급의 로짓모형 분석 결과	81
표 3-11. 총부채와 외채(선형패널)	85
표 3-12. 총부채와 외채(로짓모형)	86
표 3-13. 총부채와 외화부채(선형패널)	87
표 3-14. 총부채와 외화부채(로짓모형)	88
표 3-15. 총부채와 단기부채(선형패널)	88
표 3-16. 총부채와 단기부채(로짓모형)	89
표 3-17. 총부채와 순총부채(선형패널)	90
표 3-18. 총부채와 순총부채(로짓모형)	90
표 3-19. 모델별 추정오차율	91

표 3-20. 신용등급 상승과 하락의 추정오차	91
표 3-21. 국가채무와 자국통화 국제화 여부(선형패널)	92
표 3-22. 국가채무와 자국통화 국제화 여부(로짓모형)	94
표 3-23. 신용등급 상승기와 하락기의 국가채무 수준 평균의 차이 T-test	96
표 3-24. 신용등급 상승기와 하락기의 국가채무 조정치 평균의 차이 T-test ...	97
표 3-11(A). 총부채와 외채(선형패널)	99
표 3-12(A). 총부채와 외채(로짓모형)	100
표 3-13(A). 총부채와 외화부채(선형패널)	102
표 3-14(A). 총부채와 외화부채(로짓모형)	104
표 3-15(A). 총부채와 단기부채(선형패널)	106
표 3-16(A). 총부채와 단기부채(로짓모형)	107
표 3-17(A). 총부채와 순총부채(선형패널)	109
표 3-18(A). 총부채와 순총부채(로짓모형)	111

그림 차례

그림 2-1. 연도별 국가신용등급 변동국가 수	33
그림 2-2. IMF 구제금융 전후 신용등급 평균 점수 변화	41
그림 2-3. GDP 성장률과 신용등급	44
그림 2-4. 1인당 GDP와 신용등급	45
그림 2-5. 물가상승률과 신용등급	45
그림 2-6. 경상수지와 신용등급	46
그림 2-7. 신용등급 상승기의 GDP 성장률 변화	48
그림 2-8. 신용등급 상승기의 1인당 GDP 변화	49
그림 2-9. 신용등급 상승기의 물가상승률 변화	50
그림 2-10. 신용등급 상승기의 경상수지 변화	51
그림 2-11. 신용등급 하락기의 GDP 성장률 변화	52
그림 2-12. 신용등급 하락기의 1인당 GDP 변화	53
그림 2-13. 신용등급 하락기의 물가상승률 변화	54
그림 2-14. 신용등급 하락기의 경상수지 변화	55
그림 2-15. 2000년대 국가신용등급과 금리 간 관계	56
그림 2-16. 금융위기 기간 중 신용등급 구간별 평균 금리	57
그림 2-17. 최상위 등급 국가의 평균 국채 이자율	57
그림 2-18. 최상위 등급 진입 이후 금리 변화	59
그림 2-19. 유럽 재정위기 국가의 국가신용등급 조정	60
그림 2-20. 유럽 재정위기 국가의 국채 10년물 이자율 변동	60
그림 4-1. 1990년대 이후 그리스의 신용등급 추이	115
그림 4-2. 그리스 신용등급 결정요인 추이	119
그림 4-3. 1990년대 이후 아이슬란드의 신용등급 추이	121

그림 4-4. 아이슬란드 신용등급 결정요인 추이	124
그림 4-5. 1990년대 이후 슬로바키아의 신용등급 추이	126
그림 4-6. 슬로바키아 신용등급 결정요인 추이	128
그림 4-7. 1990년대 이후 폴란드의 신용등급 추이	130
그림 4-8. 폴란드 신용등급 결정요인 추이	133
그림 5-1. 1990년대 이후 우리나라 국가신용등급 추이	137
그림 5-2. 우리나라 신용등급 결정요인 추이	141

제1장 서론

1. 연구의 필요성 및 목적
2. 선행연구와의 차별성
3. 연구의 구성



1. 연구의 필요성 및 목적

세계경제는 2008년 글로벌 금융위기로 인한 경기침체에서 벗어나 2009년 이후 성장률이 회복하는 모습을 보였으나, 2009년 그리스 재정위기가 유로지역 17개 국가들 중 재정이 취약한 국가들에 번지면서 또 다시 위기를 맞았다. 2008년 리먼 브라더스 사의 파산은 국제금융시장에 극도의 신용경색을 가져왔다. 국제금융시장에서는 달러 유동성이 부족하였고, 금융기관들의 대출태도가 경직되면서 유동성 긴축을 발생시켜 실물경기의 둔화를 가져왔다. 신용경색으로 인한 시장금리 상승은 시중의 유동성을 감소시켜 선진국의 수요둔화를 가져왔으며, 국제금융시장에서 위험자산 회피현상을 초래하였다. 이에 따라 신흥국의 자산가격 폭락을 가져왔다. 특히 국제금융시장에서의 달러 유동성 고갈은 전 세계의 무역금융 위축을 가져왔으며, 무역금융의 위축과 선진국이 수요둔화가 세계 무역량을 줄어들게 하였다. 따라서 위기의 진원지였던 선진국들뿐 아니라 개도국들의 경제도 크게 위축되었으며, OECD 국가들 대부분은 2009년에 마이너스 성장을 기록했다. 심각한 경기침체에 직면한 세계 각국들은 통화완화와 더불어 재정확대 정책을 실시하였다. 미국의 경우 연준(FRB: Federal Reserve Bank)은 기준금리를 0~0.25%까지 인하하였고, 비전통적인 통화정책으로서 지금까지 세 번의 양적 완화와 오퍼레이션 트위스트(Operation Twist)를 통해 추가적인 통화완화를 도모하였다. 정책금리가 0%인 상황에서 미 연준의 두 가지 정책목표인 고용안정과 물가안정을 추구하기 위해 금리인하 이외의 추가적으로 비전통적 통화정책을 동원했던 것이다. 일본중앙은행도 기준금리를 0%로 내렸으며 자산매입을

단행하였다. 유럽중앙은행(ECB: European Central Bank)도 금리인하를 단행하였으나, 다른 선진국 중앙은행들처럼 기준금리를 0%까지 낮추지는 않았다. 다만 재정위기가 발발한 이후 채권시장의 안정을 위해서 2011년 말에 두 차례의 채권매입 프로그램을 단행하여 이탈리아, 스페인 등의 국채를 매입하였다. 한편 유럽중앙은행은 2012년에 무제한 국채매입 프로그램(OMT: Outright Monetary Transaction)을 실시하기로 결의했다. 그러나 아직까지 무제한 국채매입 프로그램을 실시하여 매입한 채권은 없는 상황이다. 통화완화뿐 아니라 전 세계 정부들은 경기침체에서 벗어나기 위하여 재정확대 정책도 실시했다. 결국 경기회복이 미미한 수준에 그치면서 재정확대 정책은 정부부채의 증가를 가져왔다. 글로벌 금융위기 이전까지 재정상황이 양호한 국가들과 위기 이후 경기회복의 속도가 상대적으로 빠른 국가들의 경우, 글로벌 금융위기 당시 조달한 정부부채는 큰 문제가 되지 않았다. 그러나 경기침체가 다른 국가들보다 심하게 전개되어 정부의 세수 기반이 취약해지거나, 위기 이전에 이미 국가채무가 많았던 국가들 중 일부는 심각한 재정문제에 직면하였다. 특히 유로를 사용하고 있는 국가들 중에서 재정수지가 취약하고, 금융위기로 인한 자산가격 하락의 영향을 많이 받은 아일랜드, 그리스, 포르투갈 등은 국제금융을 받아야 했다. 2011년부터 유로존의 중심 국가인 스페인과 이탈리아의 채무상황이 좋지 않은 것으로 평가되면서 국제금융시장의 혼란과 더불어 유로존의 경기위축을 심화시키고 있다.

유럽 재정문제의 확산은 선진국들의 신용등급 강등을 불러오고 있다. 글로벌 금융위기 중 정부부채의 증가로 인해서 각국의 GDP 대비 국가채무 규모가 크게 증가했다. 미국의 경우 GDP 대비 국가채무 비율이

100% 이상이며, 일본은 이 비율이 200%를 초과하고 있다. 유로존 국가들 중 재정이 건전한 것으로 인정받는 독일의 경우에도 80%를 초과하고 있다. 재정위기에 봉착해 있는 스페인의 경우는 이 비율이 70% 수준이나, 실업률이 높아서 재정건전화 가능성은 적은 것으로 평가된다. 이탈리아는 120% 이상을 기록하고 있다. 미국의 경우 행정부가 조달할 수 있는 부채의 한도를 국회에서 정하고 있으며, 미국의 국가채무는 2011년 5월 의회가 정한 한도에 도달했다. 그러나 부채한도에 도달한 이후에도 오바마 행정부와 민주당이 다수 당인 상원, 공화당이 다수 당인 하원에서 부채한도 증액에 대한 협의가 원활히 진행되지 않고 정치적인 대립상황이 지속되었다. 미국정부는 미국 국채에 대한 이자지급이 9월에 몰려 있어, 8월 말까지 합의되지 못한다면 행정부가 이자지급을 하지 못하거나 공무원들의 임금을 지급하지 못하는 초유의 사태에 직면했다. 마침내 8월에 양당의 합의로 부채한도의 증액이 통과되어 큰 혼란은 피할 수 있었다. 그러나 협의과정에서 보여준 정치적 갈등으로 인해 글로벌 기축통화를 보유하고 있는 미국도 국가채무에 대한 이자지급이 어려울 수 있다는 인식이 생겨났다. 결국 3대 신용평가사 중 S&P사가 미국에 대한 신용평가가 이뤄진 후 처음으로 미국의 장기국채 신용등급을 한 단계 강등시켜 AAA등급을 박탈하는 사태가 발생하였다. 한편 S&P사도 미국의 신용등급 강등에 따른 국제 단기자금시장의 혼란을 우려하여 미국의 단기채권에 대한 신용등급은 AAA등급을 유지시켰다. 일본의 경우 정치불안정이 지속되고 고령화 문제 및 2011년 발생한 동일본 대지진 사태와 태국의 대홍수로 인한 수직적 생산라인의 붕괴 등으로 성장세가 낮아지면서 재정문제가 지속되고 있다. 일본의 국채 중 약 95% 이상을 내국인이 보유

하고 있어 재정문제가 외환위기로까지는 확대되고 있지 않지만, GDP 대비 200% 이상 되는 국가채무 수준은 우려를 자아내고 있으며, 대지진으로 발생한 원전사태로 인해 석유의 수입이 증가하면서 무역수지가 큰 폭의 적자를 기록하여 국가신뢰도가 하락하고 있다. 유로존 국가들은 통화정책의 통합이 이루어져 있으나, 유로존 차원의 재정통합은 이뤄지지 않았다. 따라서 심각한 경기침체로 인해 재정문제가 발생한 국가들에 대한 중앙은행의 지원 혹은 유로존 차원에서의 지원에 회원국간 합의가 필요한 상황이다. 그러나 각국의 입장의 차이가 있으며, 재정건전국의 경우 본국의 재정으로 다른 나라를 지원하는 것이 정치적으로 인기가 없는 정책이므로 국가 내에서 합의를 도출하기가 쉽지 않다. 최근 구제금융을 받은 국가들뿐 아니라 스페인, 이탈리아의 국채 신용등급도 강등되었으며, 유로존에 속해 있어 회원국의 재정문제를 해소하려면 추가적으로 재정적 부담을 져야 할 것으로 보이는 재정건전국들의 신용등급 전망에도 부정적인 영향을 주고 있다.

신용등급의 강등은 국가채무의 이자비용을 상승시켜 재정운영을 힘들게 한다. 일반적으로 국가의 신용등급이 강등되면 해당 국채에 대한 수요가 감소하거나, 국채에 대한 위험 프리미엄이 커지게 된다. 따라서 국채 조달비용을 상승시키게 되며, 안정적인 국가재정 운영이 어려워진다. 신용등급의 강등은 정부부채 운용목표 중 하나인 안정적인 중장기 정부부채 조달을 어렵게 한다(BIS 2011). 결국 재정위기로 인해서 신용등급까지 하락하게 된다면 재정문제를 해결하는 데 더 많은 비용이 들게 된다.

따라서 본 보고서에서는 국가 신용도에 따라서 국가부채의 관리가 어려워지고 국가채무의 수준에 따라서 국가 신용도가 영향을 받는 상황이

므로 국가채무와 국가 신용등급과의 관계를 연구하고자 한다.

2. 선행연구와의 차별성

국가 신용등급의 결정요인에 대해 선행문헌들(Afonso, Gomes, and Pother 2011; Mellios and Paget-Blanc 2006; Bissoondoyal-Bheenick 2005; Cantor 1996; Depken, LaFountain, and Betters 2007 등)에서 많은 연구들이 이미 되어 있다. 이들 연구에서는 자료분석의 기법에서 차이를 보이고는 있으나, 신용등급의 변동이 심한 개도국들을 포함한 분석을 행하였다. 전체적으로 신용등급 변동의 결정요인들을 찾는 것에 초점을 맞추고 있다. 본 보고서에서는 신용등급의 결정요인을 연구하는 데 있어 분석 대상국을 선행연구들과는 달리 OECD 국가들로 한정하였다. 한국의 신용등급이 이미 A등급 이상으로 상향 조정된 상황이므로, 신용등급이 낮은 국가들의 결정요인을 분석한 결과로 우리나라의 신용등급이 갖는 시사점은 찾기 힘들 것이다. 따라서 우리나라와 상황이 비슷할 것으로 보이는 국가군을 설정하고 그 분석 결과로 우리나라 신용등급에 대한 시사점을 도출하기 위해 OECD 국가들로 분석 대상국을 한정하기로 하였다. 더욱이 기존 분석들을 살펴본 결과, 많은 경우 신용등급의 변동이 투기등급 이하의 신용등급을 갖는 개도국에서 일어나 이들 분석에서 나타난 신용등급 변동요인들을 투자적격등급 이상 국가들의 신용등급 변동요인이라고 해석하는 데는 한계가 있다. 따라서 본 보고서에서 연구대상 국가들을 우리나라의 신용등급을 결정하는 데 참고가 될 수 있는 국가군인 OECD

국가들로 한정한다.

본 보고서에서는 기존의 연구들과는 달리 국가채무의 운영과 신용등급과의 관계에 초점을 맞추고자 한다. 국가채무의 관리에 있어서 관심을 가져야 하는 변수들은 GDP 대비 총부채 수준과 더불어, 세부적으로 내국인인 아닌 외국인으로부터의 국가채무 조달 여부, 부채 만기구조, 다른 나라의 화폐로 국채조달 여부 등이다. 따라서 OECD 국가들의 GDP 대비 국가채무 비중, 외채 비중, 단기채무 비중, 외화채무 비중 등 다양한 설명변수들과 국가신용등급와의 관계를 살펴보고자 한다. 한편 자국의 통화가 국제화되어 있는 경우에는 통화불일치 위험에 상대적으로 적게 노출될 가능성이 있으며, 신용등급의 상승기와 하락기에 따라 국가채무가 움직이는 방향이 달라질 수 있다. 따라서 국제통화의 소유 여부, 신용등급 상승기와 하락기의 차이 등도 고려하고자 한다.

3. 연구의 구성

본 보고서는 서론 이외에 4개의 장으로 이뤄지며, 각 장은 다음과 같은 내용을 담고 있다.

제2장에서는 신용등급의 정의와 OECD 국가들의 신용등급 변화를 살펴보고, 신용등급과 거시경제 변수들 간의 관계를 서술한다. 본 장의 분석 결과 신용등급이 높은 국가일수록 안정적인 거시경제 환경을 유지하고 있었으며, 신용등급이 높을수록 국채 이자율이 낮아져 자금조달 비용이 하락하는 것으로 나타났다.

제3장에서는 OECD 국가들의 신용등급의 결정요인을 선형패널 (Linear Panel) 및 로짓모형(Ordered Logit)으로 분석하며, 이중 국가채무의 영향과 외채, 단기채무, 외화부채, 국제통화 보유 여부 및 신용등급 상승기와 하락기의 차이 여부 등을 분석한다. 총부채의 수준이 국가신용등급에 큰 영향을 주었으며, 외채, 외화부채, 국제통화 보유 여부도 영향을 준 것으로 나타났다. 국가채무는 신용등급 상승기보다는 하락기에 더 빨리 증가했다.

제4장에서는 OECD 국가들 중 신용등급의 변동이 심했던 국가들의 신용등급 변동 당시의 상황을 살펴보고, 제2장과 제3장에서 살펴본 분석 결과를 활용하여 설명변수의 변화가 신용등급의 변화를 어떻게 가져왔는지 서술한다. 각 국가들 사례에서 신용등급이 하락한 국가들의 경우 총부채가 신용등급을 강등시키는 원인으로 작용했으며, 상승한 경우는 국가채무가 크게 늘지 않아 거의 영향이 없었다. 상승 혹은 하락한 경우 모두 1인당 국민소득, 금융위기 발생빈도 등이 국가신용등급에 영향을 주었다.

제5장에서는 우리나라의 신용등급의 변동을 살펴보고 결정요인들의 변동이 우리나라의 신용등급을 어떻게 바꾸었는지를 분석하며, 앞의 장에서 분석한 결과에 따라서 향후 신용등급을 안정적으로 유지하기 위한 국가채무의 관리방안을 제시한다. 우리나라의 신용등급 상승은 아시아 외환위기 이후 낙인효과라고 할 수 있는 코리아디스카운트 효과가 글로벌 금융위기 중 재평가받은 것이며, 국민소득의 증대, 경상수지의 개선 등에 기인했다. 따라서 앞으로 국가신용등급을 유지·향상시키기 위해서 국가채무량의 관리, 외채관리, 외화부채 관리, 발행규모 관리 등과 더불어 통화국제화 추진을 제안한다.

제2장 신용등급의 변화와 거시경제

1. 국가신용등급
2. OECD 국가들의 국가신용등급 변화
3. 신용등급 변동과 거시경제 및 이자율
4. 소결



1. 국가신용등급

가. 정의

국가신용등급이란 해당 국가의 정부가 채무를 정해진 기간 내에 완전히 상환할 능력(capacity, 경제적 요인)과 의지(willingness, 정치적 요인)를 평가하여 나타낸 것이다.¹⁾ 이에 따라 국가신용등급은 한 국가의 채무 불이행 가능성을 측정하는 지표로 불리기도 한다.

또한 국가신용등급은 해당 국가 내 모든 채권 발행기관이 받을 수 있는 신용등급의 상한선(ceiling)이 되기도 한다.²⁾ 즉 일부 예외가 있긴 하지만, 해당 국가의 경제주체가 발행하는 채권이 받을 수 있는 최상위 등급이 국가신용등급이다. 피치(Fitch) 사의 경우에는 외화표시 채권과 자국통화표시 채권 등급 외에도 해당 국가에서 발행하는 채권의 신용등급 상한선(country ceiling)을 따로 발표하는데, 일반적으로 국제등급과 같거나 한 단계 높게 책정되어 있다. 우리나라의 경우에는 이러한 상한선 등급을 원화표시 국제등급보다 한 단계 높은 AA+ 등급을 부여받고 있다.

국제 신용평가기관들은 자국통화표시 채무등급과 외국통화표시 채무등급을 따로 부과하고 있는데, 신용위험과 부채 상환비용 등의 차이로 인해 일반적으로 자국통화표시 채권의 신용등급이 높은 편이다.³⁾ 예를 들어, 무디스(Moody's) 사는 우리나라의 원화표시 국제와 외화표시 국제에 Aa3의 동일한 등급을 부과하고 있으나, S&P사와 피치 사는 우리나라의

1) Ashok Vir Bhatia(2002), p. 4.

2) 김병기, 최호상(2007), p. 16.

3) 위의 책, p. 15.

외화표시 국채를 원화표시 국채에 비해 각각 한 단계씩 낮게 평가하고 있다.⁴⁾ 그러나 자국통화가 국제통화로 사용되어 상환비용의 차이가 거의 없는 미국 혹은 유로존 국가들과 같은 경우나 국가신용등급이 매우 낮은 경우, 다른 평가항목에 비해 지정학적 위험이 압도적으로 큰 경우 등은 둘 간의 차이가 없을 수 있다.

신용등급에 대한 평가는 채권 발행기관, 행정기관, 금융 중개기관, 투자자 등 채권시장 참여자들에게 신용위험에 대한 지침(guideline)을 제공함으로써 정보의 비대칭성을 축소하는 역할을 하게 된다.⁵⁾ 그러나 이렇게 정보의 비대칭성을 축소함으로써 채권시장의 투명성·효율성을 제고하려는 신용등급 평가의 취지와는 반대로, 그 신뢰성 문제는 계속해서 지적되고 있다. 신용평가기관의 수익은 채권을 거래하는 신용등급 이용자가 아닌 해당 채권 발행기관으로부터 발생하기 때문에, 신용등급이 편향적으로 책정될 가능성이 있다.⁶⁾ 특히 국가신용등급에 대한 평가의 경우에는 지정학적 위험, 정치적 요인이나 정책변수 등 객관적 수치로 나타내기 어려운 부분들이 많이 고려되기 때문에, 평가에 주관적 판단이 개입될 여지가 많다.

그럼에도 불구하고 국가신용등급을 높은 수준으로 유지하는 것은 지금과 같이 국제금융시장이 통합(integration)되어 있고 자본시장이 개방된 환경에서 매우 중요하다. 이러한 환경하에서는 정부재정을 적은 비용으로 안정적으로 차입할 수 있는 능력이 필요한데, 높은 신용등급은 국채금

4) S&P: 외화표시 국채는 A+, 원화표시 국채는 -AA-, 피치: 외화표시 국채는 AA-, 원화표시 국채는 AA.

5) 위의 책, p. 19.

6) 위의 책, p. 22.

리 및 가산금리, CDS 프리미엄 등을 하락시켜 차입비용을 절감할 수 있게 해준다. 또한 대외신인도 제고를 통해 장기적인 투자를 유도함으로써, 경기변동이나 경제위기가 발생했을 때 급격한 자본유출을 완화할 수 있게 한다.

나. 결정과정

앞서 서술했듯 국가신용등급은 경제적인 요소뿐만 아니라 정치적인 요소를 고려하여 부여되며, 이에 따라 정량적 판단과 함께 정성적 판단이 함께 개입된다. S&P사의 경우 국가신용등급 평가항목을 정치적 요소, 경제적 요소, 대외부문, 재정정책 분야, 통화정책 분야의 다섯 가지로 나누고 있다.⁷⁾ 먼저 정치적·경제적 요소를 평가한 정치·경제 프로파일과 나머지 부분을 평가한 유연성·성과 프로파일을 고려하여 잠정 신용등급을 부과한다.⁸⁾ 그 후 예외적인 조정항목에 대한 평가를 거쳐 외화표시 채권의 등급을 최종 결정하게 된다.⁹⁾ 이중 경제적 요소에는 소득수준과 성장률 전망, 경제구조의 다양성 및 변동성이 주요 고려사항으로 작용한다.¹⁰⁾ 소득수준은 잠재적인 세금수입을 추정할 수 있는 1인당 GDP가 주요 변수가 되며, 10년간 GDP 평균이 동일 등급의 다른 국가보다 지속적으로 낮은 수준이거나 경기변동성이 높은 경우에는 평가 절하할 가능성이 있다. 이러한 일련의 과정을 거쳐 S&P사는 최고 등급인 AAA부터 최

7) Standard and Poor's(2011), p. 4.

8) *Ibid.*, p. 4.

9) *Ibid.*, p. 4.

10) *Ibid.*, p. 15.

저 등급인 C까지 부여하고 있다.

무디스 사의 경우에는 ① 경제의 탄력성(resiliency) 평가 → ② 정부재정의 건전성(robustness) 평가 → ③ 등급 결정의 3단계를 거쳐 국가신용등급을 부여한다.¹¹⁾ 먼저, 경제의 탄력성 평가에는 보통 1인당 GDP 규모로 대표되는 한 국가의 경제적 역량과 재산권 보호, 정부의 투명성, 효율성 등 제도적 역량이 포함된다.¹²⁾ 둘째, 정부재정의 건전성 평가에는 재원조달 능력을 의미하는 정부의 금융 역량과 위험에의 민감성(susceptibility)등이 주요 평가요소로 고려된다.¹³⁾ 이후 신용등급 부여 단계에서 동일 등급별 상대평가와 함께, 이전에 미처 고려하지 못한 부분을 평가하여 최종적으로 평가하게 된다.¹⁴⁾ 무디스 사는 S&P사, 피치 사와는 다른 신용등급 기호를 사용하며 Aaa부터 최저등급인 C까지 부여한다.

피치 사의 경우 주요 평가요소로 거시경제적 성과와 전망, 충격에 덜 민감한 경제구조, 건전한 정부재정, 대외금융(경상수지, 자본유출입, 대외부채 등 포함) 등을 지목하였다.¹⁵⁾ 특히 정부재정과 대외금융 부분을 평가할 때, 일시적인 현상인 경기 순환적(cyclical) 변화에 대한 평가를 지양하고 영구적으로 영향을 미칠 수 있는 구조적인(structural) 변화에 초점을 맞춘다고 밝히고 있다.¹⁶⁾ 피치 사는 국가신용등급 결정모형도 별도로 공개하고 있는데, 실제 신용등급은 전적으로 이에 의존하는 것이 아니

11) Moody's(2008), p. 2.

12) *Ibid.*, p. 2.

13) *Ibid.*, p. 2.

14) Moody's(2008), p. 2.

15) *Ibid.*, p. 1.

16) *Ibid.*, p. 1.

라 정성적인 요소와 종합적인 판단에 의해 결정된다. 국가신용등급 결정 모형의 주요 변수로는 거시경제 변수(소비자물가상승률, 실질GDP성장률, 실질GDP성장률의 변동성), 정부재정 변수(재정수지, 총부채, 이자부담금, 외화표시 정부부채), 대외금융 변수 의존도, 경상수지, FDI, 대외이자서비스, 외환보유고), 구조적 요소(금융시장 성숙도, 1인당 GDP, 국제통화 정도, 국가부도 이후 경과연도) 등이다.¹⁷⁾

본 장에서는 S&P사, 무디스 사, 피치 사 3대 국제 신용평가기관이 이러한 과정을 거쳐 각 국가에 부여한 국가신용등급의 평균치를 사용하여 서술하도록 한다. 이는 특정한 한 기관의 평가가 아닌 3대 국제 신용평가기관의 평가가 모두 각 국가의 경제 및 금융 환경에 고루 영향을 미치고 있기 때문이다. 이에 따라 각각의 신용등급에 대해 임의의 숫자를 부여한 후 이를 평균한 수치를 사용하였다. 3대 국제 신용평가기관이 공시한 외화표시 장기국채 신용등급에 대해 낮은 순서대로 1부터 19 사이의 점수를 부과한 후 평균하였으며, 1년 또는 1개월 단위의 최종 등급을 평균하였다.

2. OECD 국가들의 국가신용등급 변화

본 절에서는 OECD 34개국을 대상으로 국가신용등급의 변동 현황을 살펴보았다. [표 2-1]에 1995년 이후 OECD 국가들의 국가신용등급 변화를 나타내었는데, 독일, 룩셈부르크, 네덜란드, 스위스, 영국 등은 1995년

17) Fitch Ratings(2011a), p. 8.

이후 3대 신용평가기관 모두에서 계속해서 최상위 등급인 AAA(Aaa) 등급을 부여받고 있다.

1995년과 2000년을 비교해보면, 1997년 아시아 외환위기 발발로 인해 일본과 한국의 국가신용등급이 한 구간 아래로 하락했음을 알 수 있다. 그 외에도 체코, 그리스, 벨기에 등이 한 구간 또는 두 구간씩 하향 조정된 반면, 노르웨이, 포르투갈, 폴란드는 한 구간씩 상향 조정되었다.

2000년과 2005년 사이에는 많은 국가들이 한 구간 또는 두 구간씩 상향 조정되었다. 캐나다, 덴마크, 핀란드, 아일랜드, 스페인, 스웨덴 등이 한 구간씩 상향 조정되어 새롭게 최상위 등급으로 편입되었으며, 그 외 아이슬란드, 슬로베니아, 체코, 에스토니아, 멕시코가 한 구간씩, 그리스, 슬로바키아가 두 구간씩 상향 조정되었다. 한국의 경우에도 아시아 외환위기 이후 급락했던 신용등급을 이 시기에 어느 정도 회복했다.

그러나 2008년 글로벌 금융위기와 2010년 유럽 재정위기로 인해 2005년 이후 유럽 국가들의 신용등급 하락이 두드러졌다. 국가신용등급 부여 이후 계속해서 최상위 등급을 유지해 왔던 오스트리아, 프랑스, 미국 등은 금융위기와 재정위기의 영향으로 한 구간 아래로 하향 조정되었다. 반면 금융위기 이후 상대적으로 안정적인 경제성장을 나타내었던 호주는 새롭게 최상위 등급으로 편입되었으며, 한국도 신용등급이 상향 조정되었다. 특히 유럽 재정위기국의 신용등급 하락이 두드러졌는데, 최상위 등급이었던 아일랜드와 스페인은 BBB-(Baa3)~BBB+(Baa1) 등급 구간으로 하락하였고, 그리스와 포르투갈은 투자 부적격 등급 아래로 급락하였다.

표 2-1. OECD 국가들의 국가신용등급 변화

등급	1995년	2000년	2005년	2012년 9월 현재
AAA (Aaa)	오스트리아, 프랑스, 독일, 일본, 룩셈부르크, 네덜란드, 스위스, 영국, 미국	오스트리아, 프랑스, 독일, 룩셈부르크, 네덜란드, 노르웨이, 스위스, 영국, 미국	오스트리아, 캐나다, 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 아일랜드, 룩셈부르크, 네덜란드, 노르웨이, 스페인, 스웨덴, 스위스, 영국, 미국	호주, 캐나다, 덴마크, 핀란드, 독일, 룩셈부르크, 네덜란드, 노르웨이, 스위스, 영국
AA~AA+ (Aa3~Aa1)	호주, 벨기에, 캐나다, 덴마크, 핀란드, 아일랜드, 이탈리아, 뉴질랜드, 노르웨이, 스페인, 스웨덴	호주, 캐나다, 덴마크, 핀란드, 아일랜드, 이탈리아, 일본, 뉴질랜드, 포르투갈, 스페인, 스웨덴	호주, 아이슬란드, 이탈리아, 일본, 뉴질랜드, 포르투갈, 슬로베니아	오스트리아, 벨기에, 프랑스, 뉴질랜드, 미국
A~A+ (A3~A1)	체코, 아이슬란드, 이스라엘, 한국, 포르투갈	헝가리, 아이슬란드, 이스라엘, 슬로베니아	체코, 에스토니아, 그리스, 헝가리, 이스라엘, 한국, 슬로바키아	체코, 에스토니아, 이스라엘, 일본, 한국, 폴란드, 슬로바키아, 슬로베니아
BBB~BBB+ (Baa3~Baa1)	칠레, 그리스	벨기에, 칠레, 에스토니아, 한국, 폴란드	벨기에, 멕시코, 폴란드	아이슬란드, 아일랜드, 이탈리아, 멕시코, 스페인
BB+ 이하 (Ba1 이하)	헝가리, 멕시코, 폴란드, 슬로바키아, 터키	그리스, 멕시코, 슬로바키아, 터키	터키	그리스, 헝가리, 포르투갈, 터키

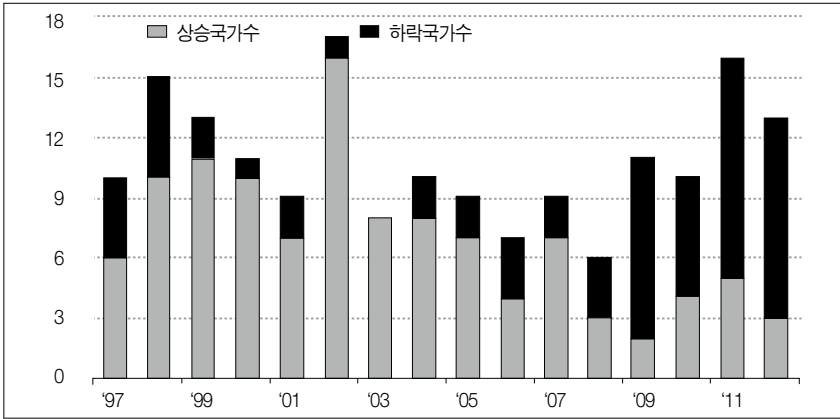
주: 1) S&P, 무디스, 피치 3대 국제 신용평가기관의 외화표시 장기국채 신용등급에 대해 낮은 순서대로 1부터 19 사이의 점수를 부과한 후, 평균한 것으로, AAA는 평균 19점, AA+~AA- 구간은 평균 16점 이상 19점 미만, A+~A- 구간은 13점 이상 16점 미만, BBB+~BBB- 구간은 10점 이상 13점 미만, BB+ 이하 구간은 10점 미만을 의미하며, 일반적으로 BB+ 이하 등급은 투자 부적격(투자) 등급으로 평가.

2) 괄호 안은 무디스 기준의 국가신용등급.

자료: 국제금융센터(KOIF); 각 신용평가기관 홈페이지.

그림 2-1. 연도별 국가신용등급 변동국가 수

(단위: 개)



자료: 과학기술통계서비스(<http://sts.ntis.go.kr>).

OECD 국가들에 대한 국가신용등급의 조정은 1995년부터 연평균 11개국 정도를 대상으로 이루어졌으며, 특히 경제위기 직후에 하향 조정이 많이 이루어졌다(그림 2-1 참고). 신용등급의 상향 조정은 1995년부터 연평균 7.2개국을 대상으로 이루어진 반면, 하향 조정은 3.8개국을 대상으로 이루어졌다. 아시아 외환위기 직후인 1998년에 15개 국가들의 신용등급이 변했는데, 그중 5개국이 하향 조정되었다. 한편 전 세계적으로 경제에 부정적인 영향을 미쳤던 글로벌 금융위기 이후에는 하향 조정이 더욱 빈번하게 나타났다.

글로벌 금융위기 이후인 2009년에는 11개국에서 신용등급의 변화가 있었는데, 총 조정 국가 수는 그 이전과 비슷하였으나 그중 9개국이 하향 조정된 것으로 나타나 하향 조정이 급격히 증가했음을 알 수 있다. 금융위기에 이어서 유럽 재정위기가 발생한 2010년에는 16개국에서 신용등급의 변화가 있었으며, 그중 11개국이 하향 조정되었다.

이하에서는 국가신용등급의 변화가 있었던 주요 시점별로 각국의 신용등급 변화를 자세하게 서술하도록 한다.

가. 글로벌 금융위기(2008년) 전후 신용등급 변화

2000년대 들어 글로벌 금융위기 이전까지 OECD 국가들의 국가신용등급 변동은 주로 상향 조정이 이루어졌다. 호주, 벨기에, 캐나다, 칠레, 체코, 덴마크, 에스토니아, 핀란드, 아일랜드, 이스라엘, 한국, 멕시코, 폴란드, 슬로바키아, 슬로베니아, 스페인, 스웨덴 17개국의 국가신용등급이 2000년대 들어 글로벌 금융위기 이전까지 상승하였다. 다만 한국과 멕시코, 슬로바키아, 슬로베니아를 제외하고 대부분 1~2회의 1단계 상향 조정에 그쳤다. 또한 낮은 등급일수록 상향 조정의 폭이 크고 조정횟수가 많았다.

반면 그리스, 헝가리, 아이슬란드, 이탈리아, 일본, 터키 등은 하락 후 상승 또는 상승 후 하락을 반복하였다. 그리스, 헝가리, 아이슬란드, 이탈리아의 국가신용등급은 2000년대 중반까지 상승하다가 이후 동유럽 외환위기 등으로 하락하였다. 일본은 비슷한 시기(2001~02년)에 각 신용평가기관별 평가가 엇갈리면서 평균 신용등급 점수가 하락하였다가 상승하였다. 이는 S&P사와 피치 사가 한 단계 하향 조정한 이후 무디스 사가 최상위 등급으로 상향 조정한 것으로, 평균적으로는 상승한 것으로 나타났다. 터키는 2001~03년 IMF 구제금융을 받으면서 신용등급이 하락하였다가 이후 점차 회복하였지만, 여전히 투자 부적격 등급인 BB(Ba2)~BB+(Ba1) 등급 구간에 머물러 있다.

표 2-2. 금융위기 이후 OECD 국가들의 신용등급 변화

연도	상승	하락
2008년	체코, 이스라엘, 슬로바키아	에스토니아, 헝가리, 아이슬란드
2009년	칠레, 터키	에스토니아, 그리스, 헝가리, 아이슬란드, 아일랜드, 일본, 멕시코, 포르투갈, 스페인
2010년	칠레, 에스토니아, 한국, 터키	그리스, 헝가리, 아이슬란드, 아일랜드, 포르투갈, 스페인
2011년	호주, 칠레, 체코, 에스토니아, 이스라엘	벨기에, 그리스, 헝가리, 아일랜드, 이탈리아, 일본, 뉴질랜드, 포르투갈, 슬로베니아, 스페인, 미국
2012년	아이슬란드, 한국, 터키	오스트리아, 벨기에, 프랑스, 헝가리, 이탈리아, 일본, 포르투갈, 슬로바키아, 슬로베니아, 스페인

글로벌 금융위기 이후에 3대 신용평가기관은 주로 각 국가신용등급의 하향 조정을 단행하였다. 에스토니아, 그리스, 헝가리, 아이슬란드, 아일랜드, 일본, 멕시코, 포르투갈, 스페인 등은 금융위기의 영향으로 2008~09년부터 신용등급이 하락하기 시작하였다. 이후 위기가 유럽 재정위기로까지 번지자 재정위기 국가를 중심으로 본격적인 신용등급 하향 조정이 이루어졌다. 그리스(14.3→2.3), 아이슬란드(16.3→10), 아일랜드(19→11), 이탈리아(16→12), 포르투갈(16.8→5), 스페인(19→11) 등 재정위기를 겪고 있는 국가들의 신용등급은 이전에 비해 짧은 기간 내에 큰 폭으로 자주 조정되었다.¹⁸⁾ 그 외에도 벨기에, 헝가리, 슬로바키아, 슬로베니아 등 다른 유럽 국가들의 신용등급도 하향 조정되었으며, 여기에는 최초 신용등급이 부여된 이후 줄곧 최상위 등급을 유지했던 오스트리아, 프랑스도 포함되었다.

또한 유럽 재정위기로 재정건전성의 중요성이 강조되면서 재정적자 규모와 국가채무 규모가 월등하게 큰 일본과 미국의 신용등급도 하향 조

18) 괄호 안은 S&P, 무디스, 피치 3대 국제 신용평가기관의 외화표시 장기국채 신용등급에 대해 낮은 순서대로 1부터 19 사이의 점수를 부과한 후 평균한 것의 변화이다.

정되었다. S&P는 GDP의 10%에 육박하는 미국의 재정적자 규모와 감축 계획 부재를 지적하면서 2011년 8월 미국의 신용등급을 AAA 등급에서 AA+ 등급으로 한 단계 강등하였다. 한편 GDP의 200%를 넘는 국가채무를 안고 있는 일본은 2011~12년 사이 3대 신용평가기관 모두에 의해 신용등급이 한 단계 또는 두 단계 하향 조정되었다.¹⁹⁾

반면 호주, 칠레, 체코, 에스토니아, 이스라엘, 한국, 터키 등은 최근까지 유럽 재정위기가 진행 중임에도 불구하고 신용등급이 상승하였다. 호주는 2011년 11월 피치 사가 신용등급을 한 단계 상향 조정함으로써 3개 기관 모두에서 최상위 등급을 부여받게 되었다. 금융위기로 인해 신용등급이 하락했던 에스토니아는 유로통화지역에 편입한 이후 신용등급이 상향 조정되었으며, 한국의 경우 상대적으로 건전한 재정상황에 대한 긍정적인 평가와 지정학적 리스크 감소로 신용등급이 상향 조정되어 외환위기 이전 수준을 회복하였다. 또한 캐나다, 덴마크, 핀란드, 독일, 룩셈부르크, 네덜란드, 노르웨이, 폴란드, 스위스, 영국 등은 금융위기와 재정위기를 거치면서도 안정적인 신용등급을 유지하고 있다.

나. 동아시아 외환위기(1997년) 전후 신용등급 변화

글로벌 금융위기 사례에서 나타나듯이 금융위기와 같은 대규모 이벤트를 전후에서 국가신용등급이 대폭 조정되었다. 금융위기 이전에 발생한 대규모 이벤트 중 하나가 1997~98년의 동아시아 외환위기일 것이다. 1996년 태국의 외환위기를 계기로 아시아 지역으로부터 급격한 외국인

19) S&P: AA→AA-(2011년 1월), 무디스: Aa2→Aa3(2011년 8월), 피치: AA→A+(2012년 5월).

투자자금 회수가 가속화되면서 인도네시아, 필리핀, 말레이시아 등 동남아 국가들과 한국으로 외환위기가 확산되었다. 이후 아시아 경제가 급격히 침체되면서 국제 원자재 가격이 급락하여 원자재 수출국인 러시아와 중남미 경제에도 악영향을 미치게 되어 위기는 전 세계로 확산되었다.

OECD에는 동아시아 외환위기의 직접적인 타격을 받은 동남아시아 국가들이 포함되어 있지 않아 신용등급의 대폭적인 하향 조정이 이루어진 국가는 많지 않았다. 먼저, 아시아 국가 중 외환위기로 직접적인 타격을 받아 IMF 구제금융까지 받았던 한국의 경우 국가신용등급이 급격히 하락하여 등급 평균 점수가 1996년 평균 15.7점(A+(A1)~AA-(Aa3) 등급 구간에 해당)에서 1997년 6.7점(B+(B1)~BB-(Ba3) 등급 구간에 해당)으로 떨어졌다. 한국의 신용등급은 1998년에는 소폭 상향 조정되었다.

일본의 경우 외환위기를 겪지는 않았지만 자국 금융기관들이 아시아 지역에 대한 대규모 투자손실을 입었으며, 1990년대 시작된 장기불황이 심화되어 1998년에 신용등급이 하향 조정된다.

그러나 외환위기는 금융위기에 비해서는 전 세계적인 파급력이 약했으며, OECD 국가 중 대폭적으로 신용등급이 하향 조정된 국가는 한국이 유일했다. 또한 상대적으로 외환위기에 대한 피해가 적었던 유럽 국가들의 경우에는 유로화 도입을 앞두고 외환위기 기간에 오히려 신용등급이 상승한 국가들이 많았다.

표 2-3. 외환위기 이후 OECD 국가들의 신용등급 변화

연도	상승	하락
1997년	에스토니아, 핀란드, 헝가리, 아이슬란드, 노르웨이, 포르투갈,	체코, 아일랜드, 한국, 터키
1998년	핀란드, 그리스, 헝가리, 아일랜드, 이탈리아, 한국, 폴란드, 포르투갈, 스페인, 스웨덴	벨기에, 체코, 일본, 뉴질랜드, 슬로바키아

다. 국제통화 보유국의 신용등급 변화

국제통화 보유국의 경우 국제금융시장에서 자국통화로 직접 자금조달이 용이할 뿐만 아니라, 외국통화로 조달한 경우에도 자유로운 태환이 가능(convertible)하여 다른 국가에 비해 환 리스크가 적어 조달비용이 적다. 이에 따라 국제통화 보유국의 신용등급이 높게 평가될 가능성이 있으며, 피치 사의 경우 자사의 신용등급 결정모형에 국제통화 지위(reserve currency status) 여부를 큰 비중(12.5%)을 차지하는 변수로 포함시키고, 그 변수는 국제통화 지위를 ‘강함=3, 중간=2, 낮음=1, 없음=0’의 점수를 부과하여 만든다고 밝히고 있다.²⁰⁾

자국통화가 국제화된 국가는 미국, 유로존, 일본, 영국, 호주 등이 있다. 2010년 기준으로 전 세계 외환시장에서 미국 달러화의 거래비중은 84.9%(총합 200% 중)로 가장 높으며, 그 뒤로 유로화가 39.1%, 일본 엔화 19.0%, 영국 파운드 12.9%, 호주 달러화 7.6% 순이다.²¹⁾

이중 호주, 영국과 유로지역 가입국 중 핀란드, 독일, 룩셈부르크, 네덜란드 등은 2012년 9월 현재 3대 국제 신용평가기관 모두에게 AAA 또는 Aaa의 최상위 등급을 부여받았다. 특히 영국과 유로지역에서 독일, 룩셈부르크, 네덜란드 등은 1970~80년대에 처음으로 국가신용등급을 부여받았을 때부터 변동 없이 최상위 등급을 유지하고 있다.

최근까지 최상위 등급을 유지해 오던 오스트리아와 프랑스는 유럽 재정위기 이후 S&P에 의해 한 단계 하향 조정되었으며, 스페인도 최상위 등급에서 BBB-(Baa3)~BBB+(Baa1) 등급 구간까지 하향 조정되었다.

20) Fitch Ratings(2011a), p. 8.

21) BIS(2010), p. 12.

표 2-4. 국제통화 사용 국가들의 신용등급 평균 점수

(2012년 10월 말 기준)

국제통화	국가	신용등급 평균 점수	(유로통화지역 편입시기)
미국 달러화	미국	18.7	
	오스트리아	19	1999년
유로화	핀란드	19	1999년
	독일	19	1999년
	룩셈부르크	19	1999년
	네덜란드	19	1999년
	프랑스	18.7	1999년
	벨기에	16.7	1999년
	에스토니아	15.3	2011년
	슬로바키아	14.3	2009년
	슬로베니아	14.3	2007년
	이탈리아	12	1999년
	아일랜드	11	1999년
	스페인	11	1999년
일본 엔화	일본	15.7	
	포르투갈	5	1999년
영국 파운드화	영국	19	
호주 달러화	호주	19	
	그리스	2.3	2001년

주: 신용등급 평균 점수는 S&P, 무디스, 피치 3대 국제 신용평가기관의 외화표시 장기국채 신용등급에 대해 낮은 순서대로 1부터 19 사이의 점수를 부과한 후 평균한 것.

자료: 국제금융센터(KCIF); 각 신용평가기관 홈페이지.

그리스는 2001년 3월 유로통화지역 가입 이후 A-~A+(A3~A1) 등급 구간으로 상향 조정되기도 하였으나, 심각한 재정위기로 인해 현재는 최하위 등급을 기록하고 있다. 반면 에스토니아는 2011년 1월 유로통화지역에 새롭게 편입되면서 S&P사와 피치 사에 의해 신용등급이 한 단계 상승하였다.

그 외에 유로화를 사용하는 OECD 국가 중에서 아일랜드, 이탈리아, 포르투갈 등 재정위기 국가와 재정위기 국가에 대한 투자 노출도가 높은 벨기에, 그리고 슬로바키아, 슬로베니아 등 동유럽 국가들의 신용등급은 낮은 수준을 나타내고 있다.

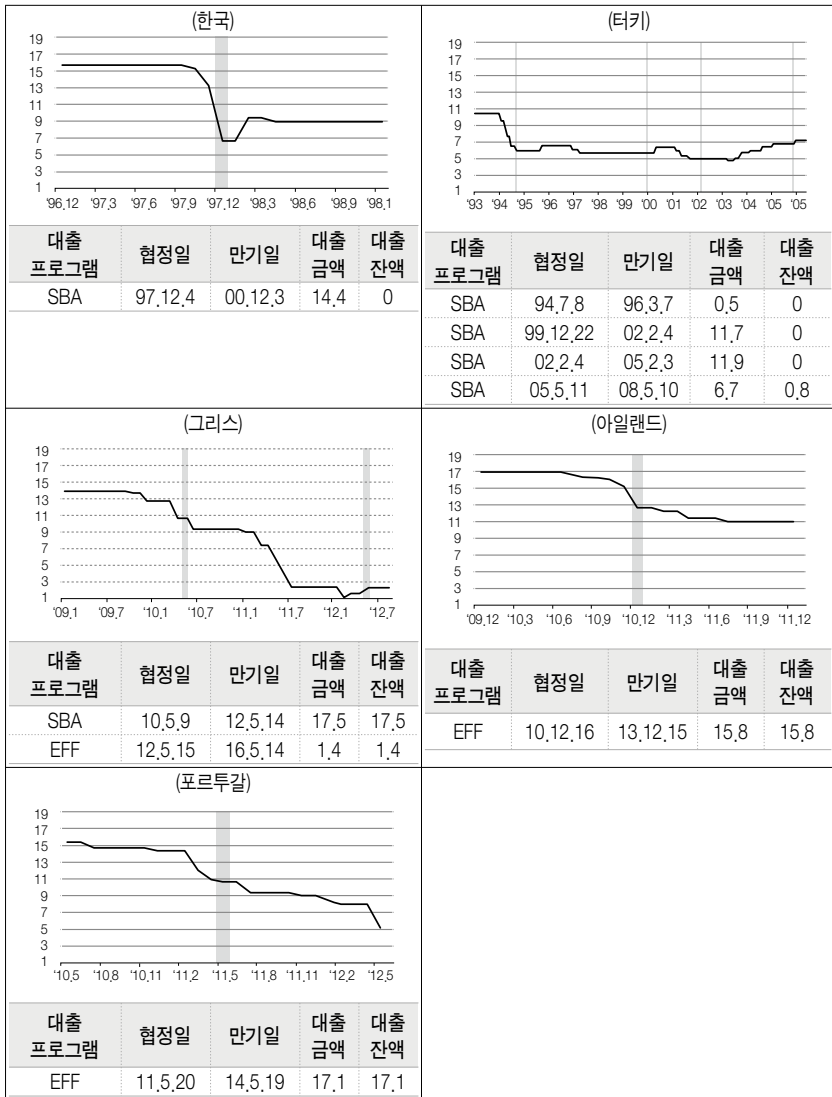
가장 국제화된 통화를 사용하고 있는 미국은 최근까지 변동 없이 최상위 등급을 유지했었지만, 최근 재정건전성 문제가 부각되면서 2011년 8월 S&P에 의해 신용등급이 한 단계 강등되었다.

또한 미국 달러화와 유로화 다음으로 가장 국제화된 통화를 사용하고 있는 일본은 처음에는 최상위 등급을 부여받았었지만, 1990년대 후반 아시아 외환위기를 계기로 하향 조정되었다. 최근에는 높은 부채비율로 인해 추가적으로 하향 조정되어 국제통화 보유국 가운데 유로지역의 일부 국가를 제외하고 가장 낮은 수준의 신용등급을 부여받았다.

라. IMF 구제금융 수혜국의 신용등급

다음으로 외환위기 등 경제위기에 직면하여 국가채무 불이행 가능성으로 인해 IMF 구제금융을 받은 국가의 신용등급을 살펴보도록 한다. IMF 구제금융 수혜국이라는 점은 국제금융시장 참가자들에게 해당 국가에 대한 부정적인 평판을 갖게 하여 향후 그들의 투자 의사결정에 부정적인 영향을 줄 수 있다. 이러한 낙인효과(stigma effect)는 이후의 경기 변동이나 경제위기 상황에서 투자자들이 해당 국가의 위험도를 기초경제 여건에 비해 지나치게 크게 평가하게 하여 투자를 회피하게 함으로써 급격한 자본유출이 재현되게 한다. 따라서 국가신용등급에 대한 평가도 이러한 점에 영향을 받을 수 있다.

그림 2-2. IMF 구제금융 전후 신용등급 평균 점수 변화



주: 1) 음영은 IMF 구제금융 승인 시기를 의미.

2) 신용등급 평균 점수는 S&P, 무디스, 피치 3대 국제 신용평가기관의 외화표시 장기국채 신용등급에 대해 낮은 순서대로 1부터 19 사이의 점수를 부과한 후 평균한 것.

3) 대출금액 및 잔액 단위는 십억 SDR.

자료: 1) 외화표시 장기국채 신용등급: 국제금융센터(KCIF); 각 신용평가기관 홈페이지.

2) IMF 구제금융 수혜 내역 IMF, IMF Lending Arrangements, <http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr1.aspx>

OECD 국가 중 1990년대 이후 IMF 구제금융을 지원받은 국가는 한국, 터키, 그리스, 아일랜드, 포르투갈 등이다. 한국의 경우 1997년 외환 위기를 직접적으로 경험한 국가로, 당시 IMF로부터 구제금융을 받고 그에 따라 경제구조 개혁을 단행하게 되었다. [그림 2-2]에 한국이 IMF 구제금융을 받은 전후 1년의 국가신용등급의 변화를 나타내었다. 한국의 신용등급은 구제금융을 받기 직전까지 3대 신용평가기관으로부터 A+(A1)~AA-(Aa3) 등급 구간의 높은 등급을 부여받고 있었다. 그러나 그 이후 불과 1~2 개월 만에 급격하게 조정되어 B+(B1)~BB-(Ba3) 등급 구간까지 급격하게 하락한다. 각 평가기관들이 위기 직전까지는 신용등급을 조정하지 않다가 위기 중 급격하게 조정한 이유는 외환위기 발발로 인해 각 평가기관들이 이전에 비해 환율변동성과 단기외채 비중 등 관련 경제지표에 대한 가중치를 늘렸기 때문으로 보인다. 한국은 IMF 구제금융 이후 경제구조 개혁에 성공하고 양호한 경제성장 성과를 나타내었지만, 오랫동안 외환위기 이전 수준의 신용등급을 회복하지 못했다.

터키의 경우에는 1990년대 이후 여러 차례 경제위기를 경험하면서 IMF로부터 구제 금융을 네 차례나 받았다. 1994년 7월 처음 구제금융을 받은 시기 전후로는 한국의 경우와 마찬가지로 신용등급이 큰 폭으로 하향 조정되어 BBB-(Baa3)~BBB(Baa2) 등급 구간에서 B+(B1) 등급으로 하락했다. 그러나 그 이후 구제금융 지원 시점에서는 큰 폭의 조정은 나타나지 않고 낮은 수준을 유지했다. 터키의 신용등급은 2000년대 중반 이후 점차 상승하였지만, 구제금융을 지원받은 이전의 수준은 회복하지 못하고 있다.

그리스, 아일랜드, 포르투갈의 경우 최근의 유럽 재정위기로 IMF로부

터 구제금융을 지원받은 국가들로, 현재까지 위기가 진행 중이므로 지원 후에도 국가신용등급이 회복되지 못하고 지속적으로 하락하고 있다. 그 리스는 현재 위기 이전에 비해 신용등급이 10단계 이상 하향 조정되어 C~CCC 등급 수준을 나타내고 있으며, 아일랜드는 BBB(Baa2) 등급 수준에서 더 이상 하향 조정되지 않고 있다. 포르투갈의 경우에도 2차 구제 금융 신청이 예상되는 등 재정위기와 경기침체가 지속되고 있어 IMF 구제금융 이후에도 신용등급의 하향 조정이 지속되고 있다.

3. 신용등급 변동과 거시경제 및 이자율

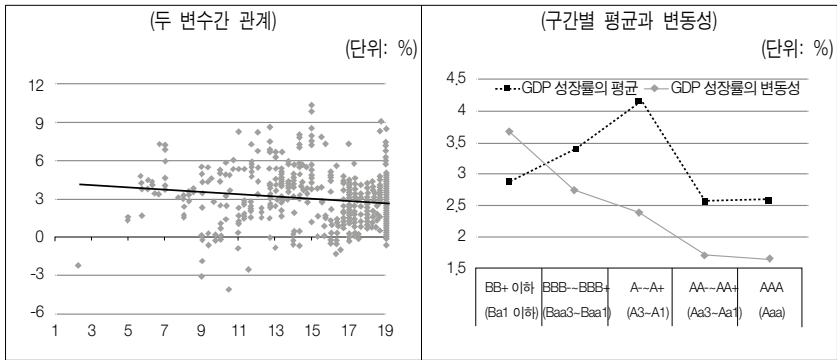
본 절에서는 국가신용등급 변화가 있었을 때의 각국의 거시경제 상황과 신용등급 변동으로 인한 이자율 변화를 알아보았다.

가. 신용등급과 거시경제

앞서 서술했듯이 국가신용등급은 한 국가의 부채를 상환할 능력과 의지를 평가하는 것으로, 일반적인 경기변동과는 무관하지만, 안정적인 거시경제 환경을 유지하는 것은 높은 신용등급을 부여받는 데 유리하다. 이에 따라 국가신용등급과 거시경제 변수들 간의 관계를 살펴보고자 한다.

[그림 2-3]의 5년 평균 GDP 성장률과 신용등급 간의 관계를 보면, GDP 성장률과 신용등급은 음의 관계를 갖는다. 즉 GDP 성장률이 높을수록 국가신용등급이 낮을 가능성이 있다는 것인데, 신용등급을 구간별로 보면 GDP 성장률이 가장 높은 등급은 최상위 등급이 아닌 A~A+(A3~A1)

그림 2-3. GDP 성장률과 신용등급



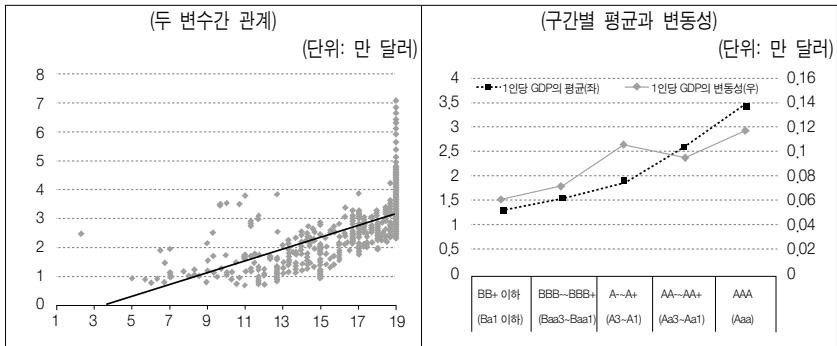
주: 1) GDP 성장률은 직전 5년간 성장률의 평균, 변동성은 직전 5년간 성장률의 표준편차.
 2) 구간별 비교에서는 GDP 성장률의 5년 평균과 표준편차를 구간별로 다시 평균하였음.
 3) 신용등급은 S&P, 무디스, 피치 3대 국제 신용평가기관의 외화표시 장기국채 신용등급에 대해 낮은 순서대로 1부터 19 사이의 점수를 부과한 후 평균한 것.
 4) 샘플기간은 1990~2011년.
 자료: 1) 외화표시 장기 국채 신용등급: 국제금융센터(KCIF); 각 신용평가기관 홈페이지.
 2) GDP 성장률: OECD(<http://stats.oecd.org>).

등급이다. AA-(Aa3) 등급 이상의 높은 등급에서는 상대적으로 낮은 경제성장률을 나타내지만, 그 변동성이 매우 낮음을 알 수 있다. 이와 관련하여 각 신용평가기관들도 신용등급의 결정과정에서 경제성장률의 절대적인 수준이 아닌 안정성을 중요시한다고 밝히고 있다.

또한 [그림 2-4]에서 나타나듯 국민의 1인당 소득수준이 높을수록 국가신용등급도 높은 경향이 있다. GDP 성장률과는 반대로 1인당 GDP의 경우에는 최상위 등급 구간과 A~A+(A3~A1) 등급 구간에서 가장 변동성이 높게 나타났다.

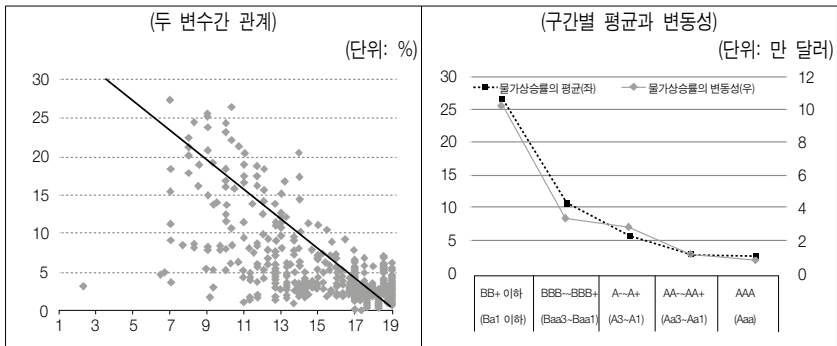
한편 국가신용등급은 물가상승률과 뚜렷한 음의 관계를 보인다(그림 2-5 참고). 물가를 안정적으로 관리하는 것은 경제성장률을 유지하는 데 필수적이다. 또한 물가상승률은 국채가격 선정에 있어 실질 이자율을 변동시킴으로써 국가신용등급에 영향을 주므로 국채에 대한 평가에 있어

그림 2-4. 1인당 GDP와 신용등급



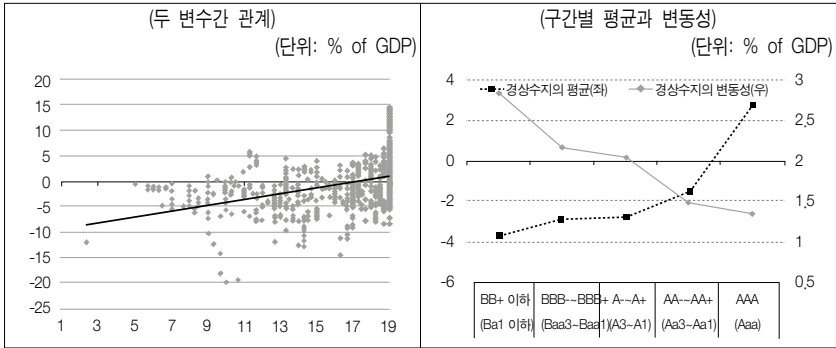
- 주: 1) 1인당 GDP는 직전 5년간 평균을 사용하였으며, 변동성은 직전 5년간의 표준편차.
 2) 구간별 비교에서는 1인당 GDP의 5년 평균과 표준편차를 구간별로 다시 평균하였음.
 3) 신용등급은 S&P, 무디스, 피치 3대 국제 신용평가기관의 외화표시 장기국채 신용등급에 대해 낮은 순서대로 1부터 19 사이의 점수를 부과한 후 평균한 것.
 4) 샘플기간은 1990~2011년.
 자료: 1) 외화표시 장기 국채 신용등급: 국제금융센터(KCIF); 각 신용평가기관 홈페이지.
 2) 1인당 GDP: OECD(<http://stats.oecd.org>).

그림 2-5. 물가상승률과 신용등급



- 주: 1) 물가상승률은 소비자물가지수(CPI)의 전년 대비 상승률로 직전 5년간 상승률의 평균을 사용하였으며, 변동성은 직전 5년간의 표준편차.
 2) 구간별 비교에서는 물가상승률의 5년 평균과 표준편차를 구간별로 다시 평균하였음.
 3) 신용등급은 S&P, 무디스, 피치 3대 국제 신용평가기관의 외화표시 장기국채 신용등급에 대해 낮은 순서대로 1부터 19 사이의 점수를 부과한 후 평균한 것.
 4) 샘플기간은 1990~2011년으로, 이상치(outlier)인 터키의 초인플레이션(hyperinflation) 기간은 제외(2006년 이후만 포함).
 자료: 1) 외화표시 장기국채 신용등급: 국제금융센터(KCIF); 각 신용평가기관 홈페이지.
 2) 물가상승률: IMF(2012, 4), *World Economic Outlook*.

그림 2-6. 경상수지와 신용등급



주: 1) 경상수지는 GDP 대비 비율로 직전 5년간의 평균을 사용하였으며, 변동성은 직전 5년간의 표준편차.
 2) 구간별 비교에서는 GDP 대비 경상수지의 5년 평균과 표준편차를 구간별로 다시 평균하였음.
 3) 신용등급은 S&P, 무디스, 피치 3대 국제 신용평가기관의 외화표시 장기국채 신용등급에 대해 낮은 순서대로 1부터 19 사이의 점수를 부과한 후 평균한 것.
 4) 샘플기간은 1990~2011년.
 자료: 1) 외화표시 장기 국채 신용등급: 국제금융센터(KCIF); 각 신용평가기관 홈페이지.
 2) 경상수지: OECD(<http://stats.oecd.org>).

중요한 요소가 된다. [그림 2-5]의 오른쪽 그림에 물가상승률의 각 등급 구간별 평균과 변동성을 나타내었는데, 국가신용등급이 낮을수록 물가상승률이 높고 물가상승률의 변동성도 높음을 알 수 있다.

이 외에도 경상수지는 부채상환 능력을 나타내는 주요 거시경제 변수 중 하나이다. [그림 2-6]을 보면 국가신용등급이 높을수록 경상수지 흑자 규모가 크거나 적자규모가 작게 나타났다. 또한 GDP 대비 경상수지의 5년간 변동성이 국가신용등급이 낮을수록 높은 것으로 나타나, 높은 신용등급을 부여받은 국가일수록 경상수지가 안정적으로 유지되고 있음을 의미한다.

나. 국가신용등급 상승기/하락기의 거시경제 변동

먼저 OECD 국가 중 1990년대 이후 국가신용등급이 상승한 경우의

거시경제지표 변화를 살펴보도록 한다. 상승한 그룹의 샘플 개수는 140개이며 26개국에 해당된다. 이 중 56건이 1990년대에, 84건이 2000년대 이후에 나타났다. 신용등급 점수²²⁾는 5.7~19점 사이에 분포하며 평균 14.1점, 즉 A-(A3)~A(A2) 등급 구간에 해당하는 것으로 나타났다. 국가 신용등급 점수는 한 번에 평균 0.82점씩 상승한 것으로 나타났다.

GDP 성장률의 경우에는 대체로 신용등급이 상승하는 시기에 증가하는 것으로 보인다. [그림 2-7]의 GDP 성장률 변화와 신용등급 변화를 보면, 국가신용등급이 상승했을 때 해당연도의 GDP 성장률이 전년에 비해 증가한 샘플 개수가 절반 이상이며, 평균적으로는 0.6%포인트 상승한 것으로 나타났다.

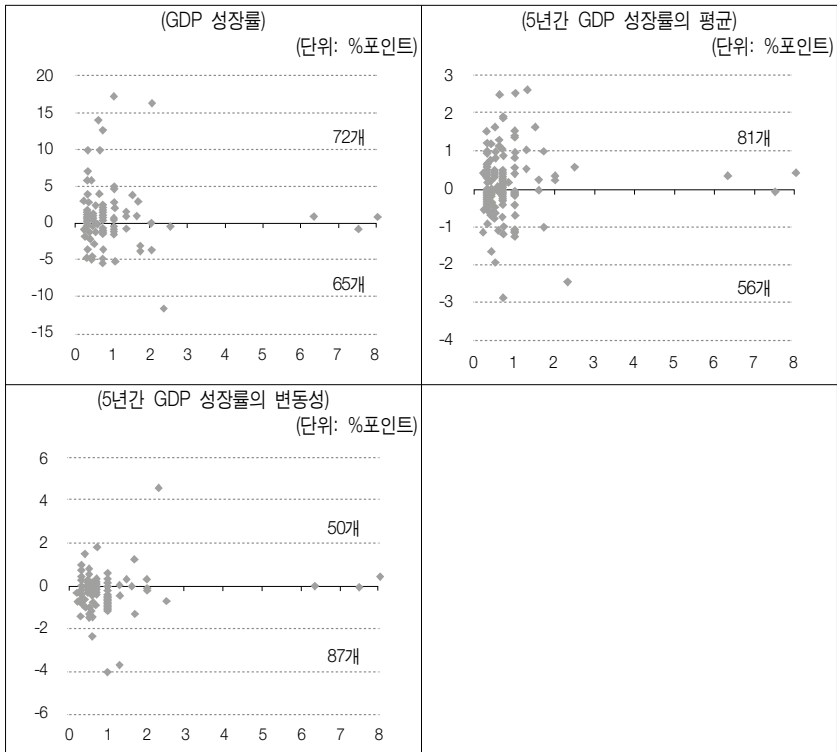
신용등급이 상승한 연도의 GDP 성장률이 전년에 비해 상승한 경우보다 상승하기 직전 5년간의 평균 성장률이 상승한 경우가 81건으로 더 많았으며, 평균적으로는 0.2%포인트 상승했다. 변동성의 경우에는 줄어든 경우가 전체 중 87건으로 늘어난 경우보다 많았다.

1인당 GDP로 보면, 국가신용등급이 상승한 연도에 1인당 GDP가 전년에 비해 늘어난 경우가 127건으로 월등히 많았으며, 5년간 평균으로 비교해도 마찬가지로 결과가 나왔다(그림 2-8 참고). 평균적으로는 1인당 GDP가 전년에 비해 709달러 상승한 것으로 나타났으며, 이에 따라 변동성이 확대된 경우가 더 많은 것으로 나타났다.

물가상승률의 경우에는 신용등급이 상승한 연도에 물가상승률이 전년에 비해 하락한 경우가 더 많았다(그림 2-9 참고). 평균적으로는 -1.2%포

22) S&P, 무디스, 피치 3대 국제 신용평가기관의 외화표시 장기국채 신용등급에 대해 낮은 순서대로 1부터 19 사이의 점수를 부과한 후 평균한 것이다.

그림 2-7. 신용등급 상승기의 GDP 성장률 변화



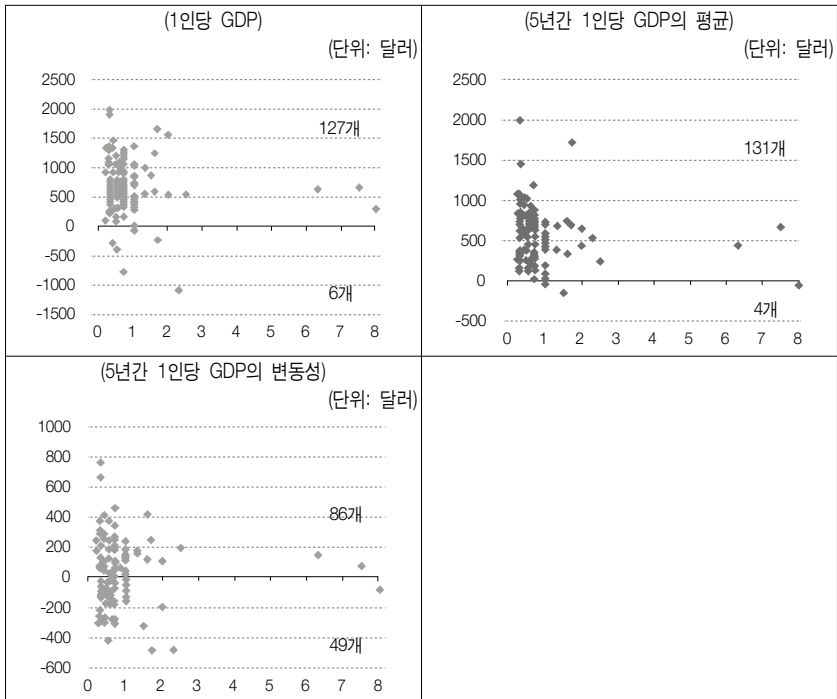
주: 1) 신용등급 변화(가로축)는 상승한 연도의 신용등급 평균 점수에서 전년의 신용등급 평균 점수를 차감한 것.
 2) GDP 성장률, 직전 5년간 평균 GDP 성장률, 직전 5년간 GDP 성장률의 변동성(표준편차)의 변화(세로축)는 전년 대비 변화를 의미.

자료: 1) 외화표시 장기국채 신용등급: 국제금융센터(KCIF); 각 신용평가기관 홈페이지.
 2) GDP 성장률: OECD(<http://stats.oecd.org>).

인트 하락한 것으로 나타났으며, 5년 평균 물가상승률의 경우 전년에 비해 하락한 경우가 98건으로 더욱 많아졌다. 변동성은 신용등급이 상승함에 따라 줄어드는 경우가 80건으로 더 많았다.

마지막으로 경상수지의 경우 GDP 대비 비중이 줄어든 경우가 더 많았으나, 5년간의 평균이나 변동성은 늘어나거나 줄어든 비중이 거의 비슷한 것으로 나타났다(그림 2-10 참고). 평균적으로 보면, 상승한 연도의

그림 2-8. 신용등급 상승기의 1인당 GDP 변화



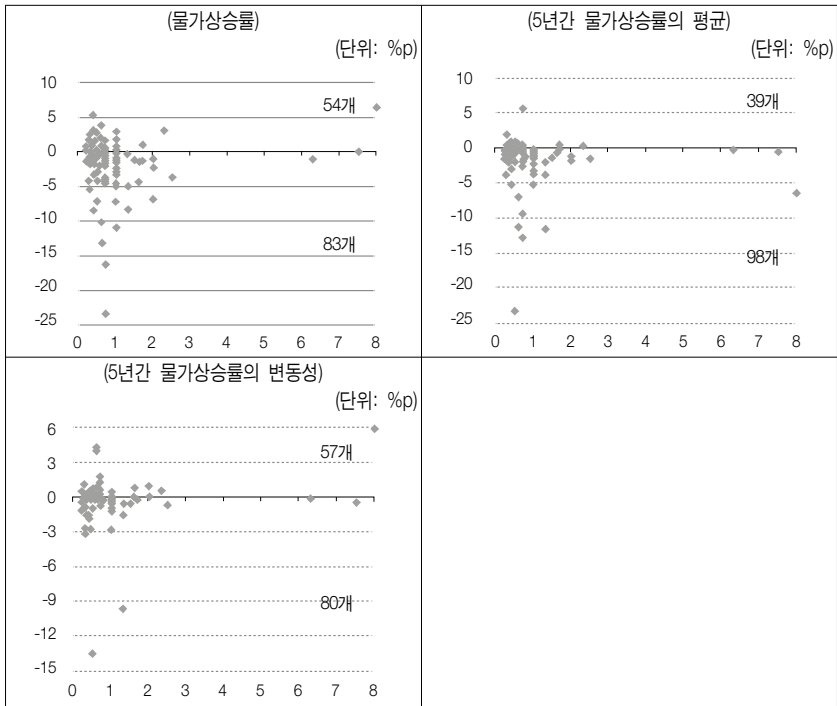
주: 1) 신용등급 변화(가로축)는 상승한 연도의 신용등급 평균 점수에서 전년의 신용등급 평균 점수를 차감한 것.
 2) 이 외에도 1인당 GDP, 직전 5년간 평균 1인당 GDP, 직전 5년간 1인당 GDP의 변동성(표준편차)의 변화(세로축)는 전년 대비 변화를 의미.

자료: 1) 외화표시 장기국채 신용등급: 국제금융센터(KCIF); 각 신용평가기관 홈페이지.
 2) 1인당 GDP: OECD(<http://stats.oecd.org>).

경상수지는 GDP 대비 -0.6%포인트 줄어들었으나, 5년 평균이나 5년간 변동성은 거의 변화가 없었다.

다음으로 1990년대 이후 국가신용등급이 하락한 경우의 거시경제지표의 변화를 살펴보았다. 하락한 그룹의 샘플 개수는 85개로 OECD 33개국 중 24개국이 해당되었다. 1990년대에 하락한 경우가 33건인 반면, 2000년대 이후에는 52건으로 신용등급이 더 빈번하게 조정되었다. 신용등급 점수는 2.3~18.7점 사이에 분포하여 신용등급이 상승한 경우에 비

그림 2-9. 신용등급 상승기의 물가상승률 변화



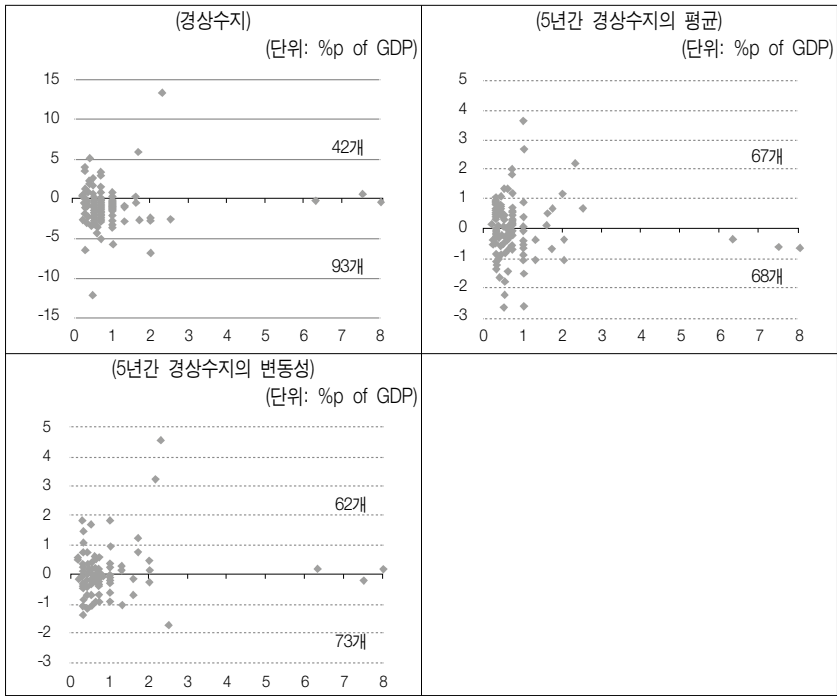
주: 1) 신용등급 변화(가로축)는 상승한 연도의 신용등급 평균 점수에서 전년의 신용등급 평균 점수를 차감한 것.
 2) 이 외에도 물가상승률(CPI), 직전 5년간 평균 물가상승률, 직전 5년간 물가상승률의 변동성(표준편차)의 변화(세로축)는 전년 대비 변화를 의미.

자료: 1) 외화표시 장기국채 신용등급: 국제금융센터(KCIF); 각 신용평가기관 홈페이지.
 2) 물가상승률: IMF(2012, 4), *World Economic Outlook*.

해 더 넓게 분포되어 있었으며, 평균적으로는 13.8점으로 신용등급이 상승한 경우에 비해 다소 낮았다. 하향 조정 폭은 한 번에 평균 1.37점 하락한 것으로 나타나, 신용등급이 하락할 경우에는 한 평가기관이 한 번에 큰 폭으로 조정하거나 3대 평가기관이 동시에 하향 조정하는 경우가 많은 것으로 나타났다.

먼저 GDP 성장률의 경우에는 대체로 신용등급이 하락하는 연도에 성장률이 전년에 비해 하락하는 것으로 보인다(그림 2-11 참고). 평균적으로

그림 2-10. 신용등급 상승기의 경상수지 변화



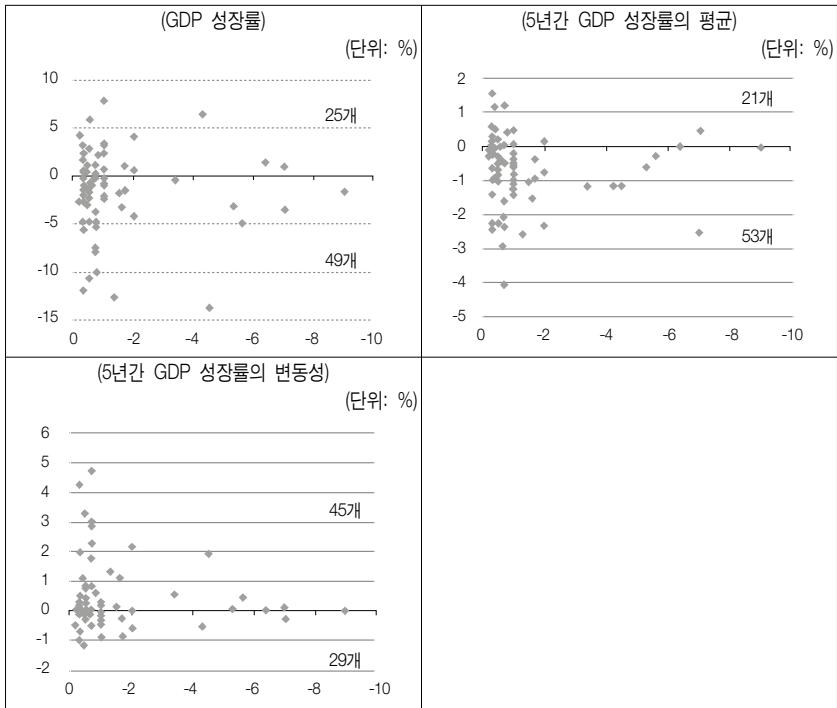
주: 1) 신용등급 변화(가로축)는 상승한 연도의 신용등급 평균 점수에서 전년도의 신용등급 평균 점수를 차감한 것.
 2) 이 외에도 경상수지, 직전 5년간 평균 경상수지, 직전 5년간 경상수지의 변동성(표준편차)의 변화(세로축)는 전년 대비 변화를 의미.

자료: 1) 외화표시 장기국채 신용등급: 국제금융센터(KCIF); 각 신용평가기관 홈페이지.
 2) 경상수지: OECD(<http://stats.oecd.org>).

로는 -1.3%포인트 상승한 것으로 나타나, 신용등급 상승기의 성장률이 증가하는 폭보다 하락기의 성장률이 떨어지는 폭이 더 크게 나타났다. 직전 5년간의 평균 성장률의 변화를 보면, 하락한 경우의 수가 53건으로 더 늘어나며, 변동성의 경우 신용등급 상승기와는 반대로 변동성이 늘어난 경우가 전체 중 45건으로 줄어든 경우보다 많았다.

1인당 GDP로 보면, 국가신용등급이 상승한 연도에 1인당 GDP가 전년 대비 증가하거나 줄어든 경우의 수가 비슷하게 나타났으며, 평균적

그림 2-11. 신용등급 하락기의 GDP 성장률 변화



주: 1) 신용등급 변화(가로축)는 상승한 연도의 신용등급 평균 점수에서 전년의 신용등급 평균 점수를 차감한 것.
 2) 이 외에도 GDP 성장률, 직전 5년간 평균 GDP 성장률, 직전 5년간 GDP 성장률의 변동성(표준편차)의 변화(세로 축)는 전년 대비 변화를 의미.

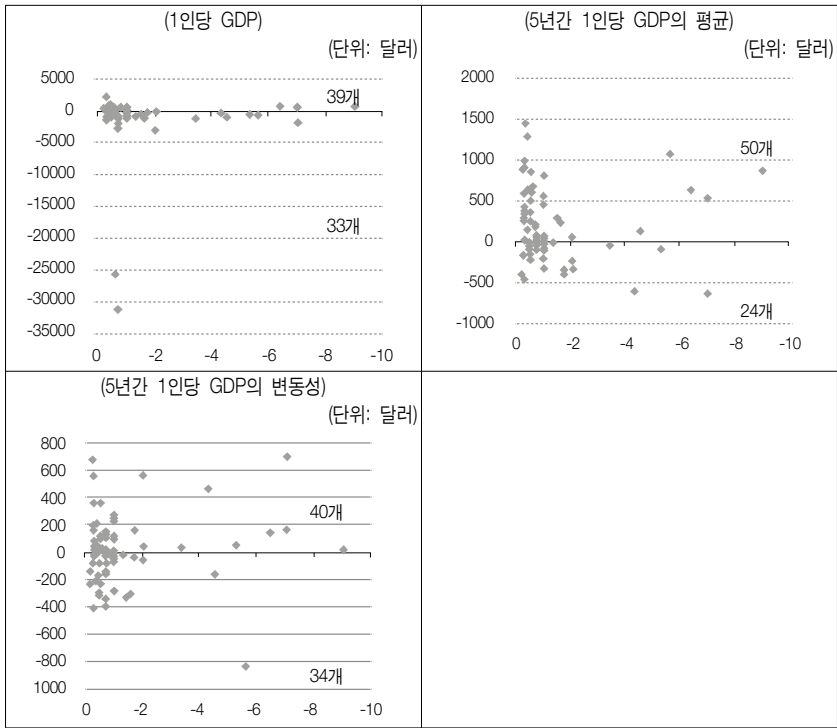
자료: 1) 외화표시 장기국채 신용등급: 국제금융센터(KCIF); 각 신용평가기관 홈페이지.

2) GDP 성장률: OECD(<http://stats.oecd.org>).

으로는 870달러 줄어든 것으로 나타났다(그림 2-12 참고). 5년간의 평균은 늘어난 경우가 더 많았고, 변동성도 늘어난 경우가 더 많았다.

물가상승률의 경우에는 신용등급이 하락한 연도의 물가상승률이 전년에 비해 하락한 경우가 더 많았고, 평균적으로는 0.6%포인트 상승한 것으로 나타났다(그림 2-13 참고). 그러나 이상치(outlier)인 1994년의 터키와 1995년의 멕시코 사례를 제외하면 전년에 비해 평균적으로 -0.3%포인트 하락한 것으로 나타난다. 5년 평균 물가상승률의 경우 전년에 비

그림 2-12. 신용등급 하락기의 1인당 GDP 변화



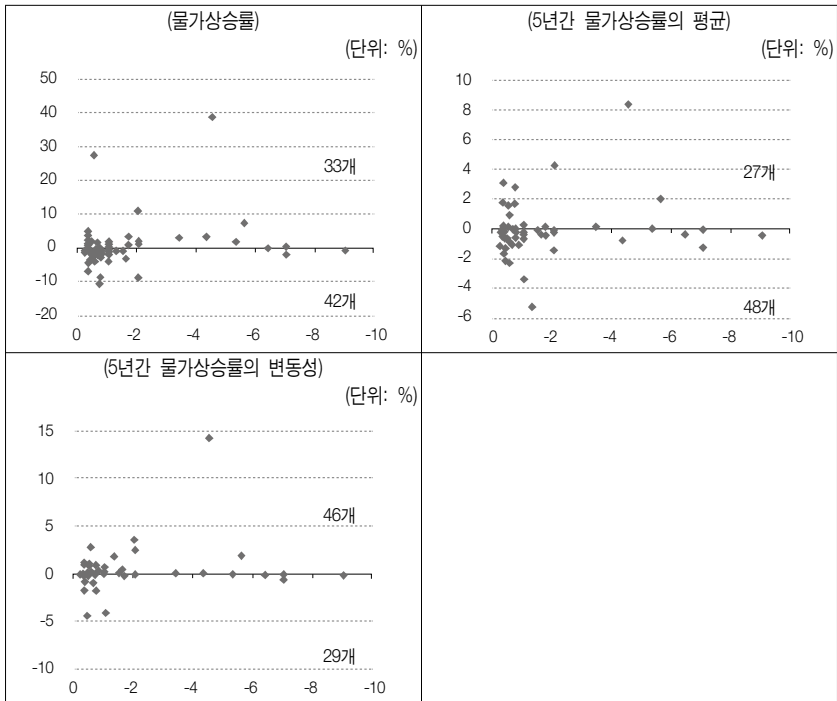
주: 1) 신용등급 변화(가로축)는 상승한 연도의 신용등급 평균 점수에서 전년의 신용등급 평균 점수를 차감한 것.
 2) 이 외에도 1인당 GDP, 직전 5년간 평균 1인당 GDP, 직전 5년간 1인당 GDP의 변동성(표준편차)의 변화(세로축)는 전년 대비 변화를 의미.

자료: 1) 외화표시 장기국채 신용등급: 국제금융센터(KCIF); 각 신용평가기관 홈페이지.

2) 1인당 GDP: OECD(<http://stats.oecd.org>).

해 하락한 경우가 48건으로 더욱 많아졌다. GDP 성장률과 비교해보면, 이는 일반적으로 신용등급이 하락하는 경우 해당 국가가 경기침체 상황일 가능성이 높기 때문에 물가상승률은 하락하는 것으로 보인다. 그러나 물가상승률의 직전 5년간 변동성은 신용등급이 상승함에 따라 늘어나는 경우가 46건으로 더 많아, 안정적인 물가관리에 실패한 경우 신용등급이 하락할 가능성이 높음을 알 수 있다.

그림 2-13. 신용등급 하락기의 물가상승률 변화



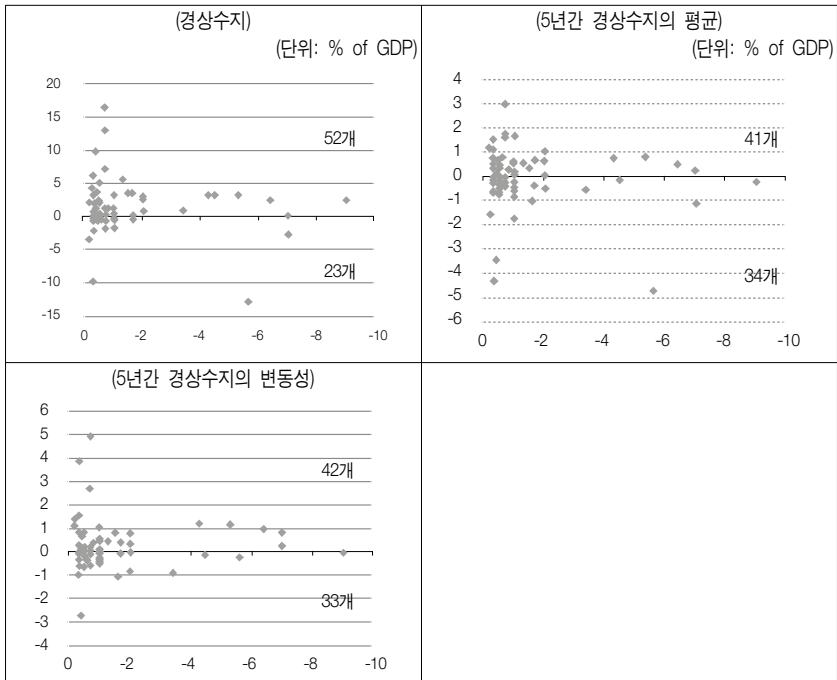
주: 1) 신용등급 변화(가로축)는 상승한 연도의 신용등급 평균점 수에서 전년의 신용등급 평균 점수를 차감한 것.
 2) 이 외에도 물가상승률(CPI), 직전 5년간 평균 물가상승률, 직전 5년간 물가상승률의 변동성(표준편차)의 변화(세로축)는 전년 대비 변화를 의미.

자료: 1) 외화표시 장기국채 신용등급: 국제금융센터(KCIF); 각 신용평가기관 홈페이지.
 2) 물가상승률: IMF(2012, 4), *World Economic Outlook*.

경상수지의 경우 GDP 대비 비중이 늘어난 경우가 더 많았고 평균적으로는 GDP 대비 1.4%포인트 늘어난 것으로 나타났다(그림 2-14 참고). 5년간의 평균이나 변동성은 늘어나거나 줄어든 비중이 거의 비슷했으며, 평균적으로도 거의 변화가 없었다.

종합하면, 신용등급이 상승하는 시기에는 GDP 성장률이 늘어나고 1인당 GDP가 늘어나는 반면, 물가는 안정적으로 유지되었다. 신용등급이 하락하는 시기에는 GDP 성장률이 줄어들고 그 변동성은 커졌으며 1인

그림 2-14. 신용등급 하락기의 경상수지 변화



주: 1) 신용등급 변화(가로축)는 상승한 연도의 신용등급 평균 점수에서 전년의 신용등급 평균 점수를 차감한 것.
 2) 이 외에도 경상수지, 직전 5년간 평균 경상수지, 직전 5년간 경상수지의 변동성(표준편차)의 변화(세로축)는 전년 대비 변화를 의미.

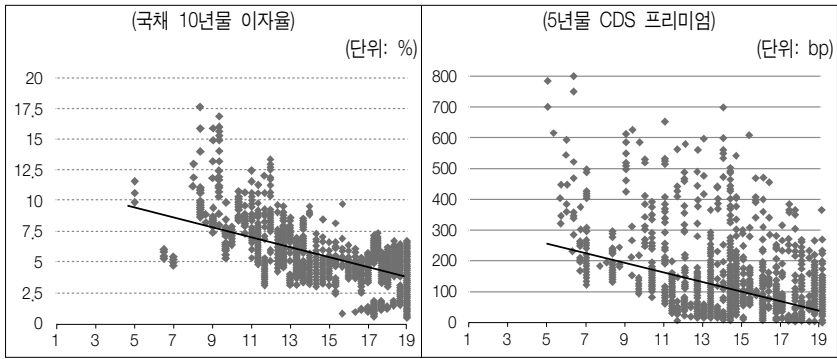
자료: 1) 외화표시 장기국채 신용등급: 국제금융센터(KCIF); 각 신용평가기관 홈페이지.
 2) 경상수지: OECD(<http://stats.oecd.org>).

당 GDP도 줄어들었다. 하락기에는 대체로 경기침체로 인해 물가상승률이 하락하지만 변동성은 확대된 것으로 나타났다. 경상수지는 상승기와 하락기 모두 뚜렷한 변화는 나타나지 않았다.

다. 신용등급 변동과 금리

국가신용등급은 국채 이자율뿐만 아니라 CDS 프리미엄 등 가산 금리 와도 밀접한 관계를 갖고 있다. 높은 국가신용등급을 유지하는 것은 국채

그림 2-15. 2000년대 국가신용등급과 금리 간 관계



주: 1) S&P, 무디스, 피치 3대 국제 신용평가기관의 외화표시 장기국채 신용등급에 대해 낮은 순서대로 1부터 19 사이의 점수를 부과한 후 월별 평균한 것.
 2) 국채 이자율과 CDS 프리미엄은 월별 평균.
 3) 추세치는 로그 선형 회귀식으로 구함.
 4) 이상치(outlier)는 제외: 터키(2001년 2월~2003년 6월), 그리스(2010년 3월~), 아일랜드(2010년 12월~), 포르투갈(2011년 5월~) 등 IMF 구제금융 지원 기간 제외.
 자료: 1) 외화표시 장기국채 신용등급: 국제금융센터(KCIF); 각 신용평가기관 홈페이지.
 2) 국채 이자율, CDS 프리미엄: Bloomberg Terminal.

이자율을 낮은 수준으로 형성하게 하여 국가가 국채를 발행하여 자본을 조달함에 있어 낮은 비용으로 조달이 가능하도록 해준다.

[그림 2-15]에 OECD 국가들의 2000년대 국가신용등급과 금리와의 관계를 나타내었는데, 신용등급이 높은 국가일수록 국채 이자율과 CDS 프리미엄이 낮은 것을 알 수 있다.

특히 최상위 등급인 AAA(S&P, 피치) 또는 Aaa(무디스) 등급의 경우 국채 10년물 이자율이 평균 3.9%, CDS 프리미엄이 평균 40.5bp였다. 국채 10년물 이자율의 경우 0.5%(스위스, 2012년 7월)에서 6.8%(노르웨이, 2002년 6월) 사이에 위치하며, CDS 프리미엄은 1.0bp(오스트리아, 2004년 6월)에서 365.6bp(아일랜드, 2009년 2월) 사이에 위치했다.

또한 국채 10년물 이자율과 CDS 프리미엄은 최상위 등급 이하로 내

그림 2-16. 금융위기 기간¹⁾ 중
신용등급²⁾ 구간별 평균 금리

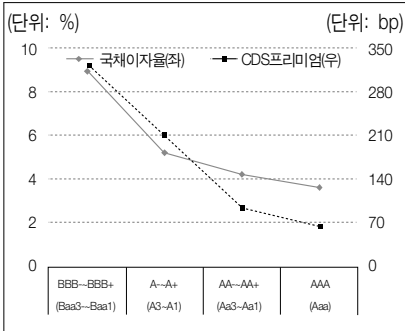
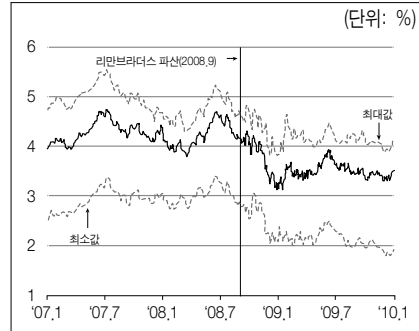


그림 2-17. 최상위 등급 국가³⁾의 평균
국채 이자율



- 주: 1) 2008년 9월~2009년 8월.
 2) S&P, 무디스, 피치 3대 국제 신용평가기관의 외화표시 장기국채 신용등급에 대해 낮은 순서대로 1부터 19 사이의 점수를 부과한 후 월별 평균한 것.
 3) 2008년 9월~2009년 8월 기간 동안 3대 신용평가기관 모두에서 AAA 또는 Aaa의 최상위 등급을 부여받은 국가 대상.
 자료: 1) 외화표시 장기국채 신용등급: 국제금융센터(KCIF); 각 신용평가기관 홈페이지.
 2) 국제 이자율, CDS 프리미엄: Bloomberg Terminal.

려갈수록 평균이 하락했다. AA-(Aa3)~AA+(Aa1) 등급 구간의 경우 국채 이자율과 CDS 프리미엄이 각각 4.4%, 72.5bp였으며, A-(A3)~A+(A1) 등급 구간은 각각 5.1%와 101.0bp, BBB-(Baa3)~BBB+(Baa1) 등급 구간은 각각 7.1%, 122.4bp였고, BB+(Ba1) 등급 구간 이하에서는 각각 평균이 8.6%, 277.3bp로 나타났다.

2008년 글로벌 금융위기 당시 최상위 등급 국가들은 다른 국가들에 비해 부도위험을 낮게 평가받았으며, 국채가 안전자산으로 평가받으면서 위기 심화에 따라 이자율이 오히려 하락하기도 했다. 오스트리아, 캐나다, 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 룩셈부르크, 네덜란드, 노르웨이, 스웨덴, 스위스, 영국, 미국 등은 금융위기 중에도 최상위 등급을 유지한 국가들이다.

이 국가들의 CDS 프리미엄은 금융위기가 가장 심화되었던 2008년 9월~2009년 8월 기간 동안 평균 64.8bp였으며, 그 중 캐나다, 룩셈부르크, 미국 국채의 경우 CDS 프리미엄이 형성되어 있지도 않았다. 반면 AA-(Aa3)~AA+(Aa1) 등급 구간의 경우 같은 기간 동안 평균 93.5bp, 우리나라가 포함되어 있는 A-(A3)~A+(A1) 등급 구간의 경우 평균 213.1bp, BBB-(Baa3)~BBB+(Baa1) 등급 구간의 경우 평균 324.7bp를 기록하였다. 그 이하의 등급 구간에는 BB-(Ba3) 등급 구간의 터키만 포함되어 있는데, 같은 기간의 CDS 프리미엄 평균이 349.8bp였다.

국채 10년물 이자율의 경우 같은 기간 등급 구간별 평균이 3.6% → 4.2% → 5.3% → 9.0%로 신용등급이 낮아질수록 높아졌으며, 최상위 등급 국가들의 국채 이자율은 안전자산 선호 현상으로 인해 위기가 심화될수록 오히려 하락하는 것으로 나타났다.

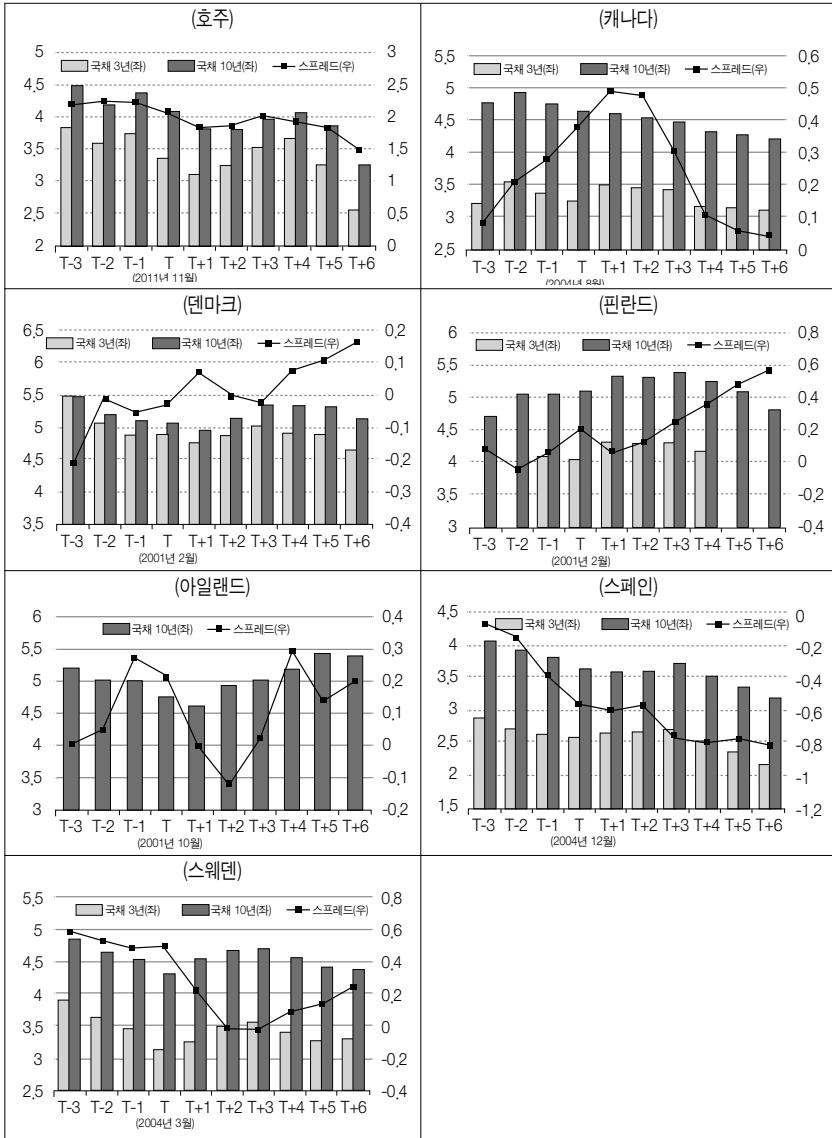
2000년대 들어 한국과 같이 국가신용등급이 평균 15점²³⁾으로 상향 조정된 국가는 칠레, 그리스, 아이슬란드, 슬로바키아, 슬로베니아 등이다. 이들 국가의 신용등급 상향 조정 이후의 금리변화를 살펴보면, 그리스(2003년 6월 조정)를 제외하고는 국채 금리의 하락 현상이 나타나지 않았다.

칠레(2010년 6월 조정), 그리스, 슬로바키아(2008년 11월 조정)의 경우 CDS 프리미엄 데이터가 존재하는데, 신용등급 상향 조정 이후 칠레는 104.5bp에서 4개월 후 67.9bp까지 하락하였고, 그리스는 12.3bp에서 11.3bp로 소폭 하락했다. 반면 슬로바키아는 글로벌 금융위기 당시에 상향 조정이 이루어짐으로써 신용등급 상승 이후 상승하였다가 다시 하락

23) S&P, 무디스, 피치 3대 국제 신용평가기관의 외화표시 장기국채 신용등급에 대해 낮은 순서대로 1부터 19 사이의 점수를 부과한 후 월별 평균한 것.

그림 2-18. 최상위 등급 진입 이후 금리 변화

(단위: %)



주: 1) T는 상황 조정이 있었던 달을 의미함.

2) 스프레드는 국채 10년물 이자율과 미국 국채 10년물 이자율과의 스프레드.

자료: Bloomberg Terminal.

그림 2-19. 유럽 재정위기 국가의 국가신용등급 조정

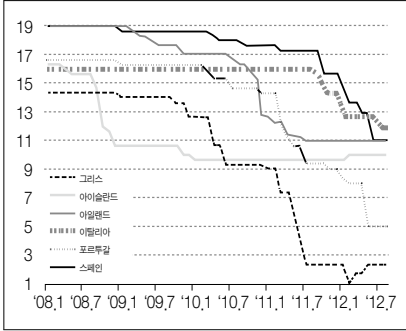
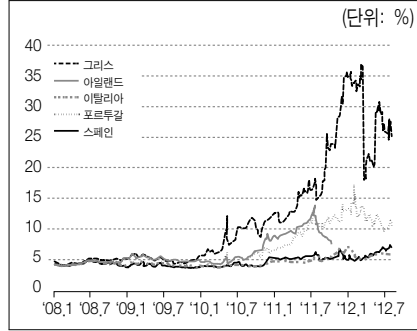


그림 2-20. 유럽 재정위기 국가의 국채 10년물 이자율 변동



주: 1) S&P, 무디스, 피치 3대 국제 신용평가기관의 외화표시 장기국채 신용등급에 대해 낮은 순서대로 1부터 19 사이의 점수를 부과한 후 월별 평균한 것.
 자료: 1) 외화표시 장기국채 신용등급: 국제금융센터(KCIF); 각 신용평가기관 홈페이지.
 2) 국채 이자율: Bloomberg Terminal.

한 것으로 나타났다. 구체적으로는 약 3개월 간격으로 136.6bp → 211.7bp → 92.2bp로 변화했다.

[그림 2-18]은 2000년대 들어 상향 조정되어 최상위 등급에 진입한 국가들의 금리 변화를 나타낸 것이다. 이를 통해 시간이 지남에 따라 국채 금리가 다시 상승하고 미국 국채와의 금리 스프레드가 다시 확대되는 경우도 있었지만, 대부분 상향 조정 후 1~2개월 후까지 금리가 하락함을 알 수 있다. 평균적으로 한 달 후 국채 10년물 이자율이 -0.02%포인트 하락하였으며, 2개월 후 미국과의 국채 금리 스프레드가 -0.01%포인트 축소되었다.

CDS 프리미엄의 경우 호주, 스페인, 스웨덴만 데이터가 존재하는데, 호주의 경우 85.6bp에서 3개월 후 65.3bp까지 하락하였고, 스페인과 스웨덴도 소폭 하락하였다. 스페인의 경우 4개월 후 3.67bp에서 3.3bp로, 스웨덴의 경우 5개월 후 2.5bp에서 2bp로 거의 변동이 없었다.

2000년대 들어 신용등급이 주로 하락했던 국가들은 유럽 재정위기 국가인데, 이들 국가의 신용등급 하향 조정에 따라 국채 이자율 상승이 두드러졌다. 그리스의 경우 금융위기 이후 신용등급이 하락이 있었던 달부터 1개월 후 국채 3년물 이자율은 평균 4.9%포인트, 10년물 이자율은 1.1%포인트씩 상승했다. 나머지 재정위기 국가들은 국채 3년물 이자율의 경우 평균 0.4~0.5%포인트, 10년물 이자율의 경우 0.3~0.4%포인트씩 상승했다.

4. 소결

국가신용등급은 한 국가의 외채상환 능력과 의지를 평가하는 지표로, 개방된 금융환경하에서 적은 비용으로 자금을 조달하는 데 중요한 역할을 한다. 각 신용평가기관은 고유의 다양한 평가체계를 가지고 경제적·정치적·정책적 요소를 종합적으로 판단하여 신용등급을 평가하는데, 경제지표를 바탕으로 한 객관적 평가뿐만 아니라 어느 정도 주관적 판단이 불가피하여 논란을 빚고 있다.

본 장에서는 OECD 국가들의 신용등급 변화 동향을 살펴보고 관련 거시경제지표의 변동과 이자율 변동을 살펴보았다. 신용등급 조정은 일반적으로 글로벌 금융위기나 유럽 재정위기, 동아시아 외환위기와 같은 대형 이벤트가 있을 때 대폭 조정되며, 평상시 빈번하게 변하는 지표는 아니다. 특히 상향 조정되는 경우는 오랜 기간을 거쳐 서서히 등급이 상승하는 반면, 하향 조정되는 경우 단 기간에 큰 폭으로 하락했다.

미국 달러나 유로화, 일본 엔화와 같은 국제통화 보유국의 경우 국제 금융시장에서 자금조달 여건이 양호하여 대체로 높은 신용등급을 부여받았으나, 최근에는 이러한 국가들의 재정건전성 문제가 부각되면서 신용등급이 하향 조정되는 경우도 빈번히 발생하고 있다.

경제위기에 직면하여 채무 불이행 가능성으로 인해 IMF 구제금융을 받은 경우, 신용등급이 안정적으로 유지되다가 IMF 구제금융 직전에 갑작스럽게 대폭 하향 조정되는 것으로 나타났다. 이는 평상시에는 각 평가기관들이 특정 지표에 가중치를 많이 두지 않다가, 위기 발발 이후 관련 지표에 대한 가중치를 조정하기 때문인 것으로 추정된다. 유럽 재정위기 이후 재정건전성에 따라 신용등급이 조정된 경우가 많은 것도 이러한 이유 때문이다. 또한 IMF 구제금융을 받은 국가의 경우 낙인효과로 인해 오랫동안 위기 이전의 신용등급 수준을 회복하지 못하는 것으로 나타났다.

안정적인 거시경제 환경을 유지하면 높은 신용등급을 부여받을 가능성이 높다. 국가신용등급과 거시경제 변수들 간의 관계를 살펴본 결과, GDP 성장률이 높진 않아도 안정적으로 일정한 수준을 유지할수록 신용등급이 높았고, 국민의 소득수준을 대표하는 1인당 GDP가 높을수록 신용등급이 높았다. 또한 물가의 변동성이 높지 않고 안정적인수록 신용등급이 높았으며, 경상수지 흑자의 규모보다는 변동성이 낮을수록 높은 신용등급을 부여받았다.

국가신용등급이 높으면 국채 이자율뿐만 아니라 CDS 프리미엄 등 가산 금리도 낮아지며, 위기 중 관련 변동성도 낮아지는 것으로 나타나 자금조달에 있어 유리한 환경이 주어진다. 따라서 정부 당국은 안정적인 거시경제 환경을 조성해 국가신용등급을 잘 관리할 필요가 있다.

제3장 국가채무가 신용등급에 미치는 영향

1. 분석방법 및 자료
 2. 실증분석 결과
 3. 소결
- 부록. 신용등급 분석 결과



국가신용등급 결정요인을 분석하는 데 있어서 국가채무 이외의 변수들이 많이 있으나, 본 장에서는 국가채무의 영향을 주로 분석하고자 한다.

국가신용에 영향을 미치는 설명변수는 국가의 거시경제 상황, 정부의 재정 상황, 금융 안정도 및 정부 운영의 투명도 등이 있다. 경기 변동적인 요인, 즉 거시경제 상황, 금융의 안정도 등으로 인해서 국가신용등급이 변동하는 경우를 제외하면, 정부의 재정 상황과 정부 운영의 투명도 등과 더불어 국가채무 등 정부의 재정 운영이 주요변수이다. 국가채무 증감은 정책 선택적인 변수이므로 외부의 충격에 의한 경기변동 혹은 위기상황에 잘 대처하기 위해 국가신용을 유지하는 방향으로 국가채무를 운용하는 것이 중요하다.

따라서 본 장에서는 국가신용의 결정요인들이 OECD 국가들의 신용등급에 미치는 영향을 실증적으로 분석한다. 분석기간은 1995년 이후 2010년까지의 자료이며, 각 신용평가사들이 평가한 국가간 신용등급을 설명변수로 사용했다. 본 실증분석을 통해서 국가채무의 변수가 국가신용등급에 어떻게 영향을 주고 있는지 살펴보고, 이에 따라서 국가채무 운용 전략을 수립하는 데 도움이 될 것으로 기대한다.

1. 분석방법 및 자료

가. 자료

실증분석에 이용된 자료는 OECD 34개국²⁴⁾의 신용등급과 거시경제 및 국가채무 자료다. 자료의 이용가능성을 고려하여 1995년에서 2010년

으로 분석기간을 설정하고, 연도별 자료를 활용하였다. 1995년 이전의 자료는 분석대상 국가들의 신용등급 혹은 거시경제 등 변수들의 일관성을 확보한 자료를 구하기 어려웠다. 국제자본시장이 발전되지 않아 신용등급에 대한 수요가 크지 않았기 때문에 이전의 자료가 없는 경우가 있는 것으로 보인다. 본 분석에서 주된 변수로 고려하고 있는 국가채무의 경우 자료의 빈도가 연간 자료이므로 일부 다른 변수들이 더 자주 보고 되지만, 연도별 자료를 사용했다.

피설명변수로서 각국의 신용등급을 분석하였다. 3대 신용평가사인 무디스(Moody's), S&P(Standard and Poors), 피치(Fitch)사에서 부여하는 국가의 장기외화채권의 신용등급으로 국가의 신용을 측정하였다. 정부부채는 비교적 만기가 긴 채권으로 조달되며, 각국의 신용등급이 비교될 때 일반적으로 장기채권의 신용등급이 언급되기 때문에 장기채권에 대한 신용등급으로서 국가신용등급을 측정했다. 신용등급은 각 신용평가사에서 문자로 부여하는데, 통계분석을 위해 각 사에서 부여하는 신용등급을 낮은 등급부터 높은 등급까지 점수를 부여하여 수치화 하였다. OECD 국가들은 일정 수준의 발전 정도를 보이고 있으며, 다수 국가들의 채권이 국제자본시장에서 일정 수준 이상의 위상을 가지고 있다. 그러므로 OECD 국가들이 분석기간 동안 무디스사의 경우에는 Caa 등급, S&P사와 피치사의 경우는 CCC 등급 이하의 신용등급을 부여받은 경우는 없었다. 따

24) Australia, Austria, Belgium, Canada, Chile, Czech Republic, Denmark, Estonia, Finland, France, Germany, Greece, Hungary, Iceland, Ireland, Israel, Italy, Japan, Korea, Luxembourg, Mexico, Netherlands, New Zealand, Norway, Poland, Portugal, Slovak Republic, Slovenia, Spain, Sweden, Switzerland, Turkey, United Kingdom, United States.

라서 무디스 사의 경우 B3, S&P사와 피치 사의 경우는 B-를 1점을 부여하고, 가장 높은 등급(무디스 사는 Aaa, S&P사와 피치 사는 AAA)은 16점으로 부과했다. 수치화된 신용등급이 높아질수록 국가의 장기신용채권의 신인도는 상승한다. 다만, 분석기간 이후에는 1점 이하의 신용등급을 받은 경우는 있었다. 대상국가 중 유럽 재정위기가 심화되면서 구제금융을 받은 그리스의 경우 2011년 이후 Caa1(무디스, 2011년 6월 1일), CCC(S&P, 2011년 6월 13일), CCC(피치, 2011년 7월 13일) 등급 이하로 평가되었으며, 포르투갈은 2012년 5월에 피치 사의 등급 대상국에서

표 3-1. 신용등급 수치화

구분	신용등급			신용등급 수치화
	무디스	S&P	피치	
투자등급	Aaa	AAA	AAA	16
	Aa1	AA+	AA+	15
	Aa2	AA	AA	14
	Aa3	AA-	AA-	13
	A1	A+	A+	12
	A2	A	A	11
	A3	A-	A-	10
	Baa1	BBB+	BBB+	9
	Baa2	BBB	BBB	8
	Baa3	BBB-	BBB-	7
비투자등급	Ba1	BB+	BB+	6
	Ba2	BB	BB	5
	Ba3	BB-	BB-	4
	B1	B+	B+	3
	B2	B	B	2
	B3	B-	B-	1
해당사례 없음	Caa	CCC	CCC	0
	Ca	CC	CC	0
	C	C	C	0

표 3-2. 신용등급 점수별 관측치 빈도수

구분	신용등급 점수	신용등급		
		무디스	S&P	피치
투자등급	16	254	206	200
	15	28	69	41
	14	46	43	57
	13	19	20	35
	12	46	26	15
	11	35	45	29
	10	20	50	44
	9	39	18	27
	8	7	13	15
	7	17	19	11
비투자등급	6	7	8	11
	5	5	7	5
	4	7	6	6
	3	8	4	5
	2	-	4	3
	1	-	2	1
합계	-	538	540	505

제외(WD, 2012년 5월 11일)되었다.

한편 각 연도의 연말 기준 신용등급 점수를 연도별 자료로 선정하였다. 또한 연말 관측치가 해당연도의 평균적 국가신용을 반영하지 못할 가능성이 있으므로 각 연도 신용등급 점수 평균값을 이용하여 분석을 하였는데, 그 결과가 큰 차이가 없는 관계로 여기에 보고하지는 않았다. 신용등급의 변동이 크지 않으며, 해당연도의 거시변수 변동이 충분히 반영되어 연말의 신용등급이 결정될 것으로 보이기 때문에 각 연도 평균 신용등급으로 이용한 평가가 큰 차이를 보이지 않은 것으로 보인다.

[표 3-1]에 따라 수치화된 신용등급 점수별 관측치의 빈도수를 각 신

표 3-3. 국가간 신용등급 추이와 변화폭(S&P)

국가	S&P				변화폭 최고값- 최저값
	연도				
	1995	2000	2005	2010	
Australia	14	15	16	16	2
Austria	16	16	16	16	0
Belgium	15	15	15	15	0
Canada	15	15	16	16	1
Chile	10	10	11	12	2
Czech Republic	11	10	10	11	1
Denmark	15	15	16	16	1
Estonia	-	9	11	11	2
Finland	13	15	16	16	3
France	16	16	16	16	0
Germany	16	16	16	16	0
Greece	7	10	11	6	6
Hungary	-	10	10	7	3
Iceland	11	12	13	7	6
Ireland	14	15	16	11	5
Israel	10	10	10	11	1
Italy	14	14	13	12	2
Japan	16	16	13	14	3
Korea	13	8	11	11	10
Luxembourg	16	16	16	16	0
Mexico	5	6	8	8	4
Netherlands	16	16	16	16	0
New Zealand	14	15	15	15	1
Norway	16	16	16	16	0
Poland	5	9	9	10	5
Portugal	13	14	13	10	4
Slovak Republic	6	6	11	12	6
Slovenia	-	11	13	14	3
Spain	14	15	16	14	2
Sweden	15	15	16	16	1
Switzerland	16	16	16	16	0
Turkey	3	3	4	5	4
United Kingdom	16	16	16	16	0
United States	16	16	16	16	0

주: Moody's, Fitch 기준의 신용등급은 부록 참고.

용등급 부여회사별로 [표 3-2]에 정리하였다. [표 3-2]에 따르면, 무디스사의 전체 관찰치 숫자 중 47%, S&P사의 전체 관찰치 숫자 중 38%, 피치사의 전체 관찰치 숫자 중 40%가 가장 높은 신용점수를 보여주고 있다. 이는 분석대상 국가들이 선진국 위주의 OECD 국가이기 때문이다.

[표 3-3]에서는 표본기간 중 신용평가 3사 중에서 가장 등급의 변동이 심한 S&P사의 국가간 신용등급 추이를 나타내고 있다. 국가간 신용등급 추이를 살펴보면, 거의 모든 나라에서 신용등급 변동폭이 크지 않다. 표본기간 중 변화폭, 즉 각 연도 말 기준으로 신용등급의 최고값과 최저값을 뺀 값을 기준으로 볼 때, 9개 국가를 제외하고 모든 나라에서 변동폭이 3 이하였다. 특히 변화폭이 5 이상 되는 국가는 그리스, 아이슬란드, 아일랜드, 한국, 슬로바키아, 폴란드 6개 국가뿐이다. 이 중 그리스, 아이슬란드, 슬로바키아, 폴란드에 대한 신용등급 변동의 사례는 제4장에서 자세히 살펴볼 것이다.

국가채무는 OECD 통계 웹사이트에서 보고된 국가채무를 활용했다. 경제규모에 따라서 국가채무량도 커지는 경향이 있으므로, 국가채무량을 그대로 사용하지 않고 GDP 대비 중앙정부의 부채규모를 활용했다. 국가채무의 성격에 따라서 그 영향이 다를 것으로 가정하여, 국가채무를 총부채량, 외국인이 소유한 부채(외채), 외국통화로 표시된 부채(외화부채), 자본시장에서 발행된 만기가 1년 미만인 부채와 만기가 1년 미만 채권을 합한 단기부채, 그해에 발행된 국채의 총량을 나타내는 순부채량도 설명 변수로 활용하였다. 단, 외채 자료는 보고된 국가가 상대적으로 적어 실제로 분석에 사용된 국가들이 적은 점은 분석 결과를 해석하는 데 있어 유의해야 한다. 국가간 부채 수준을 살펴보면, 분석기간 중 총부채의 평

표 3-4. 국가간 GDP 대비 부채 수준

(단위: %)

국가	Stocks: Outstanding amounts				Flows: Gross
	총부채	외채	외화부채	단기부채	순총부채
Australia	10,7	-	0,1	1,7	5,3
Austria	60,6	33,3	6,5	-	10,3
Belgium	98,5	-	2,3	19,3	148,8
Canada	39,6	7,4	1,4	20,0	-
Chile	10,3	-	1,6	0,0	1,2
Czech Republic	19,0	3,1	1,6	5,8	18,2
Denmark	50,4	21,3	7,1	9,2	14,2
Estonia	2,8	0,5	0,6	0,0	0,6
Finland	46,4	30,7	7,8	8,3	14,0
France	50,9	21,6	0,8	5,2	19,4
Germany	35,5	-	0,1	1,4	8,8
Greece	111,1	-	0,5	7,6	-
Hungary	62,3	15,5	8,1	10,8	28,8
Iceland	42,2	23,1	19,7	6,6	29,4
Ireland	39,4	20,0	6,5	5,3	-
Israel	86,1	11,9	12,1	2,8	10,3
Italy	103,5	38,0	3,1	11,0	34,8
Japan	127,7	-	0,0	30,4	92,3
Korea	20,9	0,4	0,6	0,3	6,6
Luxembourg	3,9	-	0,0	0,2	1,0
Mexico	24,1	7,9	6,9	2,8	15,4
Netherlands	47,3	14,3	0,2	8,5	30,5
New Zealand	30,2	15,1	5,3	8,5	-
Norway	20,6	4,2	0,9	-	9,8
Poland	43,2	10,0	6,7	4,5	13,6
Portugal	62,5	-	1,2	5,3	33,1
Slovak Republic	28,8	6,6	4,3	2,6	18,1
Slovenia	27,6	12,0	4,4	2,5	13,2
Spain	45,0	16,0	1,1	7,8	14,6
Sweden	52,7	20,5	10,1	10,2	16,8
Switzerland	24,9	-	0,0	2,9	11,1
Turkey	44,7	2,9	11,5	4,4	30,8
United Kingdom	46,5	8,5	-	3,2	13,1
United States	41,1	15,2	0,0	13,7	34,7

균이 GDP 대비 100%를 상회하는 국가는 그리스, 이탈리아, 일본이다. 이탈리아의 경우 외화부채 평균이 GDP 대비 3% 수준으로 낮은 편이나, 외채 평균이 GDP 대비 38%로 높은 수준이다. 그리스는 외채의 통계가 없으나, 유로존의 일원으로서 유로존 회원 국가들의 금융기관들이 그리스 국채를 보유하는 일이 많았으므로 이탈리아와 비슷할 것으로 추정된다. 일본의 경우는 외화부채 수준이 GDP 대비 0%가깝다. 더욱이 총부채는 내국인이 대부분 소유한 것으로 알려져 있다. 따라서 외채 수준도 매우 낮은 것으로 추정되나, OECD 통계 웹사이트에는 외채가 보고되지 않았다. 동일 화폐를 쓰는 유로존 국가들인 오스트리아, 덴마크, 이탈리아의 외채는 GDP 대비 평균 30%를 넘는 높은 수준이다. 이는 이 지역의 금융기관들이 유로로 발행된 채권에 대한 수요가 발생할 때 그 채권의 국적에 대해서 크게 개의치 않았다는 점을 보여준다. 벨기에, 캐나다, 일본은 단기부채의 평균이 약 20% 이상을 넘어 다른 국가들보다 국가채무가 단기에 의존하는 비율이 높았다.

부채 구분별 관련성을 나타내는 상관계수를 계산하면, 총부채 수준은 외채, 단기부채, 순총부채, 외화부채 순서로 관련도가 높았다. 외채와 단기부채의 상관계수 값은 0.51, 단기부채와 순총부채의 상관계수 값이 0.57로 서로 관련성이 높게 나타났다. 외국인의 채권수요는 비교적 만기가 짧은 채권에 집중되는 경향이 있으며, 단기부채의 비율이 높을수록 그 해에 추가로 발행해야 할 채권이 많아지므로 단기부채와 외채, 단기부채와 순총부채의 상관관계가 높게 나타난 것으로 볼 수 있다.

Hilscher and Nosbusch(2010)와 Afonso, Gomes and Rother(2011) 등 선행연구에서 경제, 정부재정, 무역, 금융, 소득수준, 사회 관련 지표들이

표 3-5. 부채별 상관계수

부채구분	Stocks: Outstanding amounts				Flows
	총부채	외채	외화부채	단기부채	순총부채
총부채	1.00				
외채	0.69	1.00			
외화부채	0.249	0.19	1.00		
단기부채	0.58	0.51	0.08	1.00	
순총부채	0.48	0.25	0.29	0.57	1.00

표 3-6. 국가신용에 영향을 미치는 국가채무 이외의 주요 변수들

변수	설명	자료
〈경제〉		
경제성장률	Gross domestic product 증가율, (%)	OECD
총 저축률	Gross national savings/GDP, (%)	IMF_WEO
물가상승률	평균 CPI 변화율, (%)	IMF_WEO
〈정부재정〉		
정부수입	정부수입/GDP, (%)	IMF_WEO
정부재정수지	(정부수입 - 정부지출)/GDP, (%)	IMF_WEO
〈무역〉		
무역의존도	(수출+수입)/GDP, (%)	World Bank
경상수지	경상수지/GDP, (%)	OECD
〈금융〉		
외환보유고	외환보유고/M2, (%)	World Bank
금융위기	Reinhart and Rogoff(2009)에서 정의한 외환위기, 외채위기, 은행위기 등을 포괄한 위기 기간이면 1의 값, 그 외는 0의 값 부여	Reinhart and Rogoff(2009)
〈소득수준〉		
1인당 GNI	GNI/인구(명목 2000 PPP, US\$)	World Bank
1인당 GDP	GDP/인구(명목 PPPs, OECD 기준연도, US\$)	OECD
〈사회지표〉		
반부패지수	반부패지수, 1(부패 정도 높음)~10(낮음)	Transparency International

국가신용 등급을 설명한다고 분석하였다. 따라서 본 연구에서도 국가채무 관련 변수 이외에 선행연구에서 고려되었던 변수들의 영향도 살펴보

있다. 그러므로 본 분석에서 나타나는 국가채무가 국가신용에 미치는 영향은 이외의 변수들이 변동해서 나타나는 변동을 모두 감안한 결론이라고 할 수 있다.

나. 분석방법

통계분석 방법론은 Afonso, Gomes, and Rother(2011)의 분석방법을 차용한다. 시계열 자료로서 취급하기에는 자료의 시계열이 짧은 관계로 신용등급의 결정요인 분석에 있어서 패널자료의 분석방법을 사용할 것이다. 패널자료 분석의 장점은 시계열이 충분하지 않을 때, 비슷한 상황에 처한 다른 표본을 구할 수 있으면 설명변수와 피설명변수의 관계가 다른 표본에서도 같을 것이라는 가정하에서 자료분석 결과의 통계적인 신빙성을 높일 수 있다는 것이다.

패널자료의 성격상 국가간 고유의 효과를 감안하는 방법에 따라서 랜덤효과(Random Effect) 모형과 고정효과(Fixed Effect) 모형이 있다.

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + \epsilon_{it} \quad [\text{식 3-1}]$$

고정효과는 [식 3-1]에서 α_i 를 각 국가간 다른 상수라고 가정하고 추정하는 방법이다. 반면에 랜덤효과는 α_i 를 정규분포를 따르는 확률변수로 인식하고 잔차항 시계열의 연관관계를 가져오는 부분을 감안하여 추정된 계수의 분산행렬에 영향을 주는 것으로 파악하는 방법이다. 랜덤효과로 고려하는 패널분석의 장점은 국가의 고유효과(α_i)가 정규분포를 따

르는 확률변수라는 가정이 맞다면 고정효과로 추정하는 것보다는 효율적인(efficient) 추정치인 데 있다. 그러나 만일 국가의 고유효과가 랜덤효과와의 가정을 따르지 않을 경우에는 랜덤효과와의 분석은 효율성뿐만 아니라 일관성(consistency)까지 잃게 되는 단점이 있다. 따라서 본 분석에도 패널자료로서 국가간 고정효과를 넣고 분석하는 것이 계수의 일관성을 유지하는 방법이다.

결국 고정효과로 패널모형을 분석하면, 본 자료의 경우 Afonso, Gomes, and Rother(2011)에서 언급하였듯이 국가간 특성의 차이가 고정효과로 편입되게 된다. 다시 말하면 국가간의 경제발전, 물가상승률, 1인당 소득 수준 등의 차이에 따라서 평가되는 신용등급의 차이는 모두 고정효과가 흡수되어 계수를 추정하는 데 도움을 줄 수 없다. 따라서 고정효과로 패널 분석을 한다면, 각 국가 내에서 시간이 지나면서 설명변수인 신용등급이 변동할 때 그 원인이 되는 변수들의 계수를 추정하게 된다. 그런데 각 국가들에서 신용등급을 살펴보면 [표 3-3]에서 볼 수 있듯이 변동이 크지 않다. 따라서 자료에서 신용등급을 결정하는 대부분의 과정에서 국가간의 비교가 이뤄질 것으로 사료되며, 신용평가기관이 세계 국가들의 신용 평가를 동시에 하고 있음을 감안하면 이와 같은 추정이 타당할 것으로 보인다. 따라서 고정효과를 더미변수로 넣어 분석하는 것보다는 고정효과가 어떤 설명변수들로 설명되고 있는지 분석하는 것이 더 바람직할 것으로 보인다. 그러므로 고정효과가 국가의 설명변수들의 평균값에 의해서 결정된다는 가정을 세우고, 이를 고정효과로 대입하여 분석하는 방법을 취할 것이다.

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta \bar{x}_i + \gamma(x_{it} - \bar{x}_i) + \epsilon_{it} \quad [\text{식 3-2}]$$

[식 3-2]와 같이 분석할 때, 고정효과 부분은 $\alpha_i + \beta \bar{x}_i$ 부분으로 \bar{x}_i 로 설명되는 부분($\beta \bar{x}_i$)과 이외 부분(α_i)으로 나뉜다. 여기서 국가별 설명변수들의 차이로 설명되는 고정효과에 의해서 설명된 이외의 부분을 나타내는 α_i 는 랜덤효과를 따른다는 가정을 세우고, 평균변수(\bar{x}_i)를 포함하여 분석하면서 패널자료를 랜덤효과로 분석하는 방법을 취한다. 따라서 β 는 국가간 차이에 의해 추정된 국가신용등급에 미치는 영향을 나타낸다. 평균을 제외한 변수에서 추정된 부분인 $\gamma(x_{it} - \bar{x}_i)$ 은 한 국가 내에서 변수의 변동으로 추정된 부분이다. 국가간 변동으로 추정되는 신용등급의 차이 부분은 지금 분석한 데이터로는 한 국가가 이 변수의 변동을 통해서 신용등급을 상승 혹은 하락시킨 예를 찾을 수 없는 경우라고 생각하면 될 것이다. 만약에 시계열 자료가 충분해 한 국가 내의 변동이 충분히 관찰될 경우 β 와 γ 가 같아질 것으로 추정된다. 한편 국가 내의 변동에 의해서 추정되는 부분은 한 국가 안에서 이 변수들의 변동을 통해 신용등급이 변동한 예를 찾을 수 있는 경우이다. 그러므로 국가의 신용등급에 실질적으로 영향을 주는 변수로는 평균을 제외한 변수의 시간변동에 따라서 추정된 부분을 기준으로 해석하는 것이 좋을 것으로 판단된다.

신용등급의 분석에 있어서 선형회귀 분석은 분명한 한계가 있으므로 신용등급은 이산선택(discrete choice) 모형을 도입해야 할 것이다. 위의 패널분석 방법은 엄밀히 말해서 설명변수가 연속변수인 경우 활용할 수 있는 분석방법이다. 설명변수인 신용등급은 [표 3-2]에 정리되어 있듯이 1부터 16까지의 숫자를 가지는 이산확률 변수(discrete random variable)이

다. 따라서 이산확률 변수에 알맞은 프로빗(Probit) 혹은 로짓(Logit) 모형을 이용하여 추정해야 한다.

$$\begin{aligned}
 P(y_{it} = j) &= P(c_{j-1} < \alpha_i + \beta\bar{x}_i + \gamma(x_{it} - \bar{x}_i) + \epsilon_{it} < c_j) \\
 &= \Phi(c_j - \alpha_i - \beta\bar{x}_i - \gamma(x_{it} - \bar{x}_i)) - \Phi(c_{j-1} - \alpha_i - \beta\bar{x}_i - \gamma(x_{it} - \bar{x}_i))
 \end{aligned}$$

[식 3-3]

[식 3-3]에서 Φ 는 ϵ_{it} 의 누적확률분포를 나타낸다. 따라서 이산분포확률 변수를 감안한 분석에서는 패널분석에서의 계수들과 더불어 각 등급에 해당하는 절사점(cutoff points: c_j)이 동시에 추정된다. 잔차항 확률분포의 가정을 정규(Normal)분포로 하느냐 혹은 로지스틱(Logistic) 분포로 하느냐에 따라서 본 모형은 프로빗(Probit) 혹은 로짓(Logit)이라고 불린다. 한편 Ruud(1983)에 따르면, 추정모형에서 확률분포의 가정의 차이가 추정치의 일관성(consistency)을 많은 경우 훼손하지 않음을 보였다. 따라서 본 분석에서도 ϵ_{it} 가 정규분포 혹은 로지스틱 분포를 따른다는 가정의 차이가 추정 계수에 큰 영향을 줄 것이라고 보기 힘들다. 따라서 계산의 편의를 위해 본 분석에서는 로짓모형으로 분석을 한다.

2. 실증분석 결과

가. 기본 모형

앞에서 설명한 분석방법 및 자료를 활용하여 분석한다. 분석의 관심변

표 3-7. 주요 설명변수의 국가간 평균

변수	1인당 GNI	경제 성장률	물가 상승률	정부 재정수지	반부패 지수	경상 수지	금융 위기
단위	USD	%	%	GDP대비%	1~10	GDP 대비%	발생 빈도
Australia	21794.7	3.4	2.7	0.1	8.7	-4.4	3
Austria	24087.6	2.1	1.6	-2.5	7.9	0.8	4
Belgium	23248.2	1.9	1.9	-1.9	6.7	3.0	4
Canada	23245.2	2.7	1.9	-0.5	8.8	0.4	1
Chile	4964.7	4.6	4.0	1.4	7.1	5.7	1
Czech Republic	6216.5	3.1	3.8	-4.5	4.6	-3.7	0
Denmark	29996.4	1.5	2.1	0.6	9.5	2.3	3
Estonia	4735.0	4.8	7.0	0.2	6.1	-7.8	0
Finland	24330.1	2.9	1.6	1.4	9.5	4.8	0
France	22101.5	1.7	1.7	-3.6	6.9	0.6	5
Germany	23321.0	1.3	1.4	-2.8	7.9	2.4	6
Greece	12351.5	2.6	4.0	-6.7	4.5	-9.3	8
Hungary	4718.6	2.3	9.4	-5.1	5.0	-5.8	7
Iceland	30317.6	3.0	4.7	-0.4	9.2	-10.3	4
Ireland	24494.3	5.0	2.4	-2.3	7.7	-0.8	6
Israel	18835.9	4.0	3.9	-4.9	6.7	0.0	0
Italy	19058.0	1.0	2.5	-3.6	4.6	-0.4	2
Japan	38970.0	0.9	-0.1	-5.9	7.0	3.0	7
Korea	12627.8	4.8	3.4	1.9	4.7	2.3	7
Luxembourg	39012.7	3.7	2.0	2.1	8.6	9.8	0
Mexico	5597.6	2.5	10.2	-3.3	3.4	-1.4	7
Netherlands	24505.0	2.3	2.0	-1.8	8.9	5.3	4
New Zealand	13186.5	2.7	2.3	1.2	9.4	-5.4	2
Norway	38125.6	2.4	2.1	10.8	8.7	11.2	1
Poland	4809.7	4.6	7.0	-4.6	4.3	-4.3	5
Portugal	11011.7	2.0	2.5	-4.5	6.4	-8.9	4
Slovak Republic	6160.4	4.5	5.5	-5.5	4.1	-5.9	0
Slovenia	10842.9	3.3	5.8	-1.3	6.1	7.8	0
Spain	14429.1	2.8	2.8	-2.6	6.3	-4.4	4
Sweden	28956.9	2.7	1.7	0.1	9.2	5.7	2
Switzerland	36803.5	1.8	0.9	-0.2	8.8	10.0	3
Turkey	4428.2	4.3	31.3	-4.5	3.7	-2.6	8
United Kingdom	26184.2	2.6	2.0	-3.2	8.4	-1.7	4
United States	35691.5	2.5	2.4	-5.2	7.5	-3.8	6

수는 GDP 대비 국가채무의 영향이며, 다른 변수들을 통제하면서 신용등급과의 관계를 분석한다. 선형패널 분석의 결과에 따라서 설명변수의 변화가 신용등급에 어떠한 영향을 주는지 앞에서 설명한 대로 한 변수에 대해 국가간 평균변수와 한 국가 내에서 평균을 차분한 변수로 나누어 분석하였다. 평균변수의 계수는 국가간 차이에 의해 설명된 부분을 나타내며, 평균을 차분한 변수의 계수는 시계열의 변화에 따라 설명된 부분을 나타낸다.

국가신용에 영향을 미치는 주요한 변수는 [표 3-6]에서 고려된 변수와 국가의 총부채 수준을 이용하였다. [표 3-7]은 기본모형에서 최종적으로 고려된 주요 설명변수들과 이들의 국가간 평균값이다.

[표 3-8]에서는 국가채무를 제외한 주요 설명변수들간의 상관계수를 나타낸다. 반부패지수, 경상수지, 물가상승률, 1인당 GNI 등의 변수간 상관관계가 비교적 높은 것으로 나타났다. 통화정책이 안정되어 물가가 안정될수록 환율이 안정되어 경상수지도 건전해지는 것으로 판단되며, 1인당 소득과 정부의 투명도도 상관관계가 높은 것을 알 수 있다. 정부의 투명도가 높은 국가는 통화정책의 독립성이 높을 것으로 보이며, 이로 인해서 물가관리 및 금융안정이 이뤄질 것으로 판단된다. 한편 일반적으로 소

표 3-8. 주요 설명변수간의 상관계수

설명변수	1인당 GNI	경제 성장률	물가 상승률	정부재정 수지	반부패 지수	경상수지
1인당 GNI	1,0000					
경제성장률	-0,1585	1,0000				
물가상승률	-0,4263	0,0820	1,0000			
정부재정수지	0,2970	0,2978	-0,1101	1,0000		
반부패지수	0,6946	-0,0795	-0,4249	0,4067	1,0000	
경상수지	0,4892	-0,0827	-0,2513	0,3622	0,3242	1,0000

표 3-9. 신용평가사별 신용등급의 선행패널 분석 결과

	변수	무디스	S&P	피치
		(1)	(3)	(5)
국가간 특성	물가상승률	-0.285*** (0.032)	-0.249*** (0.035)	-0.244*** (0.036)
	경제성장률	-0.437*** (0.138)	-0.402** (0.169)	-0.462*** (0.167)
	정부재정수지	-0.06 (0.071)	-0.109 (0.087)	-0.088 (0.086)
	경상수지	0.003 (0.030)	0.067* (0.036)	0.045 (0.036)
	1인당 GNI	1.041*** (0.378)	1.151** (0.457)	1.532*** (0.453)
	반부패지수	0.497*** (0.129)	0.548*** (0.158)	0.414*** (0.156)
	총부채	-0.007 (0.007)	-0.016* (0.008)	-0.019** (0.008)
	금융위기	-0.621*** (0.116)	-0.358*** (0.093)	-0.335*** (0.103)
조정치	물가상승률	-0.089*** (0.023)	-0.067*** (0.018)	-0.080*** (0.020)
	경제성장률	0.085*** (0.030)	0.072*** (0.024)	0.061** (0.026)
	정부재정수지	-0.040* (0.023)	-0.029 (0.018)	-0.022 (0.020)
	경상수지	0.065*** (0.020)	0.064*** (0.016)	0.058*** (0.017)
	1인당 GNI	5.204*** (0.606)	3.497*** (0.486)	4.407*** (0.548)
	반부패지수	0.230* (0.124)	0.183* (0.099)	0.373*** (0.109)
	총부채	-0.029*** (0.005)	-0.034*** (0.004)	-0.032*** (0.004)
상수	2.824 (3.300)	1.12 (3.984)	-1.384 (3.949)	
관측치	423	423	406	
분석국기수	34	34	34	
전체 R ²	0.833	0.833	0.833	

주: 괄호 안은 추정계수의 표준편차임. *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1 .

득수준이 높을수록 정부의 투명도가 높아지는 것은 역사적으로나 국제비교를 통해서도 알 수 있다.

[표 3-9]는 신용평가사별 신용등급을 분석한 결과를 나타낸다. 동일한 변수가 두 번 나타나게 되는데, 윗줄(국가간 특성)에서 나타나는 변수는 국가간 평균을 나타내며, 아랫줄(조정치)은 이 변수에서 국가간 평균을 차감한 변수를 나타낸다.

1인당 GNI가 높을 국가일수록 통계적으로 신용등급이 높았으며, 국가의 1인당 GNI가 높아질수록 신용등급도 높아졌다. 일인당 소득이 높은 국가일수록 선진국이며, 선진국 정부의 부채상환 능력이 높게 평가받는 것이다. GDP 성장률이 높은 국가일수록 신용등급이 낮았는데, 이는 비교적 발전단계가 낮은 국가들은 경제성장률이 높으나 신용등급이 낮은 현상을 반영한다고 볼 수 있다. 한편 한 국가의 경제성장률이 높아질수록 신용등급은 높아졌다. 따라서 같은 신용등급을 갖은 국가의 경우 경제성장률이 높을수록 신용등급이 좋아질 가능성이 높다고 할 수 있다. 물가상승률이 낮은 국가일수록 신용등급이 높았으며, 한 국가의 물가상승률이 낮아질수록 신용등급도 상승했다. 물가가 안정된 국가들은 금융시스템이 안정되고 통화정책의 독립성이 확보된 경우가 많기 때문이다. 물가상승률이 낮은 국가의 화폐도 구매력 기준으로 안정되기 때문이기도 하다. 이러한 회귀분석 결과는 제2장에서의 분석 결과와 일치한다.

국가들이 재정수지 상황과 신용등급과는 큰 상관관계를 보이지 않았으며, 한 국가의 재정수지의 변화도 신용등급에 큰 영향을 주었다고 보기 힘들었다. 한편 국가들의 부패 수준이 낮아지면 신용등급이 높았으며, 한 국가의 부패 수준이 낮아지는 것도 신용등급을 올리는 데 도움을 주었다.

표 3-10. 신용평가사별 신용등급의 로짓모형 분석 결과

변수	무디스	S&P	피치		
	(1)	(2)	(3)		
국가간 특성	물가상승률	-0.398*** (0,076)	-0.595*** (0,131)	-0.476*** (0,108)	
	경제성장률	-0.781*** (0,162)	-0.597*** (0,153)	-0.687*** (0,195)	
	정부재정수지	-0.128** (0,063)	-0.253*** (0,062)	-0.175*** (0,054)	
	경상수지	-0.002 (0,040)	0.120*** (0,037)	0.096*** (0,035)	
	1인당 GNI	1,703*** (0,597)	1,726*** (0,652)	1,885*** (0,516)	
	반부패지수	0.896*** (0,130)	0.746*** (0,137)	0.575*** (0,110)	
	총부채	-0.018*** (0,006)	-0.037*** (0,006)	-0.037*** (0,006)	
	금융위기	-1,046*** (0,275)	-0.242 (0,286)	-0.145 (0,291)	
	조정치	물가상승률	-0.078 (0,048)	-0.149** (0,074)	-0.236*** (0,078)
		경제성장률	0.011 (0,074)	0.012 (0,082)	-0.008 (0,093)
정부재정수지		-0.001 (0,087)	0.001 (0,091)	0.014 (0,091)	
경상수지		0.086 (0,095)	0.024 (0,087)	0.019 (0,082)	
1인당 GNI		10,243*** (1,544)	7,464*** (1,857)	5,682*** (1,988)	
반부패지수		0.074 (0,362)	0.104 (0,336)	0.725** (0,318)	
총부채		-0.069*** (0,019)	-0.094*** (0,016)	-0.064*** (0,014)	

표 3-10. 계속

변수	무디스	S&P	피치	
	(1)	(2)	(3)	
절사점	C1	3,94 (6,843)	-1,701 (9,259)	4,799 (5,869)
	C2	8,072 (6,023)	6,441 (7,073)	7,123 (5,404)
	C3	9,404 (5,951)	7,716 (7,045)	9,087* (5,297)
	C4	10,394* (5,844)	8,774 (6,967)	10,045* (5,253)
	C5	11,131* (5,866)	9,637 (6,993)	10,871** (5,276)
	C6	12,385** (5,881)	10,576 (7,007)	12,159** (5,297)
	C7	13,094** (5,901)	12,649* (7,032)	13,399** (5,284)
	C8	14,477** (5,920)	14,219** (7,026)	14,670*** (5,320)
	C9	16,348*** (6,007)	15,179** (7,014)	15,378*** (5,336)
	C10	16,985*** (6,061)	15,693** (7,048)	16,578*** (5,350)
	C11	18,480*** (6,172)	16,844** (7,137)	18,124*** (5,417)
	C12	19,075*** (6,205)	18,645** (7,264)	18,985*** (5,438)
관측치	423	423	406	
가상 R ²	0,385	0,385	0,385	
로그 가상 우도함수 값	-491,1	-491,1	-491,1	

주: () 안은 추정계수의 표준편차임. *** p<0,01, ** p<0,05, * p<0,1.

국가채무의 성격상 그 신뢰도는 정부의 부채상환 의지가 중요하다. 결국 정부시스템의 투명도가 높을수록 부패되지 않았을 것이며, 이러한 경우

그 정부의 부채상환 의지도 높아진다.

국가의 경상수지의 차이가 신용등급의 차이를 설명하지는 못했으나, 한 국가의 경상수지 개선은 신용등급의 상승을 가져왔다. 기존 문헌의 분석 결과에서도 개도국의 경우 경상수지와 신용등급의 관계가 높았다. 최근 경상수지 적자를 기록하고 있는 선진국이 많은 점이 국가간 차이에 있어서 신용등급을 설명하지 못하는 분석 결과를 초래한 것으로 보인다.

금융위기를 겪었던 국가들은 낙인효과로 인해서 신용등급이 낮았다. 금융위기는 금융시스템을 불안이 확대된 상황이므로 시스템을 유지하기 위해 금융기관 등의 부채를 국가가 부담해야 되는 경우가 종종 발생한다. 따라서 금융불안의 발생은 다른 변수들이 안정적이라도 국가신용등급에 부정적인 영향을 주게 되며, 이 효과는 상당기간 유지되는 것으로 알려져 있다.

관심변수인 국가채무의 경우 국가들간 국가채무의 수준 차이가 신용등급에 영향을 주지는 못했으나, 한 국가 안에서의 국가채무의 상승은 신용등급의 하락을 가져왔다. 약 30% 국가채무 상승은 신용등급을 한 단계를 낮추는 것으로 나타났다.

로짓모형의 분석 결과 국가간 차이로 발생하는 신용등급의 차이는 선형패널 분석에서 나타난 결과와 방향성과 의미가 대체로 일치하였다. 다만, 신용등급과 재정수지와 역의 상관관계를 강하게 보였다. 이는 재정수지가 악화되면 신용등급이 상승했다고 해석되기보다는, 신용등급이 높은 국가들이 국제금융시장에서 채무조달이 용이해 재정수지를 흑자로 유지하지 않아도 되는 경우가 많기 때문으로 해석하는 것이 타당하다. 또한 국가채무도 국가간 비교에서 부채 증가가 신용등급을 낮추는 것으로 분

석되었다.

그러나 국가 내의 설명변수의 변동에 대해서는 선형패널 분석의 결과와는 다른 경우가 많았다. 물가상승률, 1인당 GNI, 국가채무 이외의 변수들은 국가 내의 변동이 신용등급 변동을 불러왔다고 보기 어려웠다. 따라서 신용등급을 변동시킨 경험이 있는 국가들의 경우 1인당 소득수준, 물가관리와 국가채무 관리가 중요하다는 점을 시사한다.

나. 국가채무의 영향

국가채무가 국가신용등급에 미치는 영향을 보다 자세히 살펴보기 위해 기본 분석에서 포함된 국가채무의 성격에 따라 외채, 외화부채, 단기부채까지 추가하여 분석한다. 추가되는 변수들의 영향뿐 아니라 이 변수들과 총부채와의 교차항을 추가한다.

$$y_t = \alpha + \beta_1 x_t + \beta_2 z_t + \beta_3 x_t z_t + \epsilon_t \quad [\text{식 3-4}]$$

[식 3-4]와 같이 교차항을 추가하면 z_t 라는 변수가 추가되는 경우 $\frac{dy_t}{dx_t} = \beta_1 + \beta_3 z_t$ 가 된다. 교차항을 추가하기 이전에는 $\frac{dy_t}{dx_t} = \beta_1$ 이었으므로 추가된 변수 z_t 가 피설명변수에 미치는 민감도를 변화시킬 수 있다는 가능성을 반영할 수 있다. 만약에 교차항 변수의 계수 β_3 가 유의미할 경우 외채, 외화부채, 순총부채 등 추가되는 변수들이 신용등급에 미치는 효과는 그 차체의 효과뿐 아니라 총부채가 신용등급에 미치는 효과까지도 영향을 준다는 결론을 도출할 수 있다.

표 3-11. 총부채와 외채(선형패널)

변수		무디스			
		(1)	(2)	(3)	(4)
국가간 특성	총부채	-0,007 (0,010)		-0,024 (0,020)	-0,024* (0,010)
	외채		0,036 (0,040)	0,058* (0,030)	0,058** (0,030)
조정치	총부채	-0,029*** (0, 000)		-0,024** (0,010)	-0,021** (0,010)
	외채		-0,051*** (0,010)	-0,030** (0,010)	-0,028** (0,010)
	총부채*외채				-0,001 (0, 000)

국가채무의 특성을 이해하기 위해 추가된 변수로서 외채, 외화부채, 단기부채뿐 아니라 국제통화의 보유 여부와 신용등급 변동에 따라서 국가채무 변동이 어떻게 다른지도 분석한다. 국제통화를 보유하고 있으면 국가채무가 신용등급에 미치는 영향도 적어질 수 있다. 통화불일치 문제가 국제통화를 갖지 않은 국가에 비해서 적을 수 있으며, 다른 나라들이 그 나라 통화로 된 자산을 보유하고 있기 때문에 국제협력에 용이할 수 있기 때문이다.

신용등급이 상승할 때와 하락할 때 국가채무가 다르게 움직일 가능성도 높다. 신용등급이 상승할 때 부채 조달비용이 하락하고 국제금융시장에서 그 나라의 국제 수요도 견실할 것이다. 따라서 부채가 증가할 수 있다. 신용등급이 하락할 때는 거시경제의 불안이 존재하거나 소득이 감소하고 있어 정부가 지출을 증대시켜 경기부양을 하려고 하기 때문에 국가채무가 상승할 수 있다. 반대로 신용등급이 상승할 때는 조달비용은 하락하나, 경기가 좋을 가능성이 높으므로 정부지출을 확대할 이유는 없을 수

있다. 지금까지 설명한 이유가 실제로 자료로 확인되는지, 부채의 성격에 따라서 다를지를 검토할 것이다.²⁵⁾

[표 3-11]은 총부채 이외에 외채가 추가되었을 때의 선형패널 모형의 분석 결과이다. 총부채 이외에도 외채가 증가하면 신용등급이 하락했다. 그 민감도도 총부채만큼 증가했다. 그러나 로짓분석의 결과는 개별 국가의 외채 변동이 신용등급에 영향을 주지 않는 것으로 나타났다(표 3-12 참고). 그러나 외채를 추가했을 때, 추가하지 않았을 때보다는 총부채에 대한 민감도가 증가했다. 더욱이 부록에 있는 [표 3-12(A)]에서 보듯이 절사점들간의 거리는 외채가 추가되어도 큰 변화가 없었으므로 추정 계수의 절대 값이 커진 결과는 총부채가 신용등급에 미치는 영향이 커졌다고 해석할 수 있다. 두 분석 모두 교차항의 계수는 의미가 없었다. 종합

표 3-12. 총부채와 외채(로짓모형)

변수		무디스			
		(1)	(2)	(3)	(4)
국가간 특성	총부채	-0.018*** (0.010)		-0.052** (0.020)	-0.053** (0.020)
	외채		0.066*** (0.020)	0.130*** (0.040)	0.131*** (0.040)
조정치	총부채	-0.069*** (0.020)		-0.124*** (0.040)	-0.121** (0.050)
	외채		-0.097*** (0.030)	0 (0.040)	0.002 (0.050)
	총부채*외채				-0.001 (0.010)

25) 추가변수가 더해진 결과를 표로 나열하였으나, 자세한 회귀분석 결과는 본 장 뒤의 부록에 각 표의 번호에 (A)를 붙인 번호의 표를 추가하여 정보를 제공한다.

표 3-13. 총부채와 외화부채(선형패널)

변수		무디스			
		(1)	(2)	(3)	(4)
국가간 특성	총부채	-0.007 (0,007)		0 (0,008)	0 (0,008)
	외화부채		-0.130** (0,051)	-0.133*** (0,043)	-0.138*** (0,044)
조정치	총부채	-0.029*** (0,005)		-0.028*** (0,005)	-0.027*** (0,005)
	외화부채		-0.047*** (0,016)	-0.024 (0,016)	-0.032* (0,017)
	총부채*외화부채				0,001 (0,001)

적으로 볼 때, 국가채무 중 외채의 존재는 부채가 없을 때보다는 국가채무의 신용등급에 미치는 영향이 크다.

외화부채가 높은 국가는 신용등급이 낮았으며, 한 국가의 외화부채의 변동도 유의수준 10% 수준에서 신용등급에 영향을 미쳤다. 로짓모형의 분석 결과도 선형패널의 분석 결과와 비슷하였다. 결과적으로 국가채무가 증가하면 신용등급이 낮아지는데, 그 증가분이 모두 외화부채라면 그 영향이 약 2배가 되는 결과이다.

교차항의 계수는 로짓모형에서 유의하게 나타났다. 그 효과는 외화부채의 증가는 총부채가 신용등급에 미치는 영향을 줄인다. 외화부채의 수준이 10% 이상 올라가면 산술적으로 총부채가 신용등급에 미치는 영향은 없어지나, 외화부채가 신용등급에 미치는 영향이 총부채가 미치는 영향보다 크기 때문에 외화부채의 증가는 신용등급의 하락을 의미한다.

표 3-14. 총부채와 외화부채(로짓모형)

변수		무디스			
		(1)	(2)	(3)	(4)
국가간 특성	총부채	-0.018*** (0.006)		-0.011 (0.007)	-0.013* (0.007)
	외화부채		-0.218*** (0.053)	-0.228*** (0.048)	-0.251*** (0.048)
조정치	총부채	-0.069*** (0.019)		-0.074*** (0.020)	-0.072*** (0.020)
	외화부채		-0.091* (0.049)	-0.031 (0.045)	-0.097* (0.057)
	총부채*외화부채				0.007*** (0.003)

표 3-15. 총부채와 단기부채(선형패널)

변수		무디스			
		(1)	(2)	(3)	(4)
국가간 특성	총부채	-0.007 (0.007)		-0.013* (0.008)	-0.013 (0.008)
	단기부채		0.013 (0.032)	0.038 (0.029)	0.047 (0.030)
조정치	총부채	-0.029*** (0.005)		-0.032*** (0.007)	-0.031*** (0.007)
	단기부채		-0.049*** (0.014)	0.017 (0.020)	0.018 (0.020)
	총부채*단기부채				-0.001 (0.001)

선형패널 분석 결과, 단기부채는 신용등급에 영향을 주지 못했다. 로짓모형 분석 결과에서도 단기부채의 영향은 미미했다. 다만, 단기부채가 증가하면 오히려 신용등급이 상승하는 것으로 나타났다. 금융위기 중에서 신용등급이 하락한 국가들의 경우 신용등급이 급락하면서 단기부채를

표 3-16. 총부채와 단기부채(로짓모형)

변수		무디스			
		(1)	(2)	(3)	(4)
국가간 특성	총부채	-0.018*** (0,006)		-0.016* (0,009)	-0.017* (0,009)
	단기부채		-0.037* (0,022)	-0.009 (0,042)	0.013 (0,042)
조정치	총부채	-0.069*** (0,019)		-0.090*** (0,025)	-0.084*** (0,024)
	단기부채		-0.039 (0,047)	0.097 (0,061)	0.113* (0,058)
	총부채*단기부채				-0.003* (0,001)

조달할 수 없어지고 단기채권을 회수당하는 경우가 많아졌다. 따라서 분석 결과 단기부채의 증가가 신용등급의 상승과 관련이 있는 것으로 나타났다. 단기부채를 감안했을 경우 총부채의 민감도는 소폭 상승하는 것으로 나타났다. 대부분의 국가에서 단기부채가 10% 미만이므로, 단기부채 증가로 인해 총부채가 신용등급에 미치는 영향이 증가하는 것은 기존 영향의 1/3 이하일 것으로 추정된다.

순총부채 증가, 즉 순국채 발행량을 설명변수로 추가하면, 선형패널 모형과 로짓모형 모두에서 총부채가 국가신용등급에 미치는 영향을 줄였다. 그러나 교차항을 계수는 ‘-’를 보였다. 분석 국가들의 국채발행량의 평균이 24%이므로 평균적으로는 총부채가 신용등급에 미치는 평균적인 영향력은 증가했다. 국채발행을 늘리지 않고는 총부채량이 증가할 수 없기 때문에, 이 분석 결과는 채권발행량이 증가하여 총부채가 증가할 때는 신용등급에 부정적인 영향이 커진다는 점을 보여준다.

표 3-17. 총부채와 순총부채(선형패널)

변수		무디스			
		(1)	(2)	(3)	(4)
국가간 특성	총부채	-0.007 (0.007)		-0.012 (0.009)	-0.014 (0.009)
	순총부채		0 (0.007)	0.006 (0.007)	0.009 (0.007)
조정치	총부채	-0.029*** (0.005)		-0.021*** (0.005)	-0.019*** (0.005)
	순총부채		-0.008*** (0.003)	-0.003 (0.003)	-0.003 (0.004)
	총부채*순총부채				-0.001* (0.001)

표 3-18. 총부채와 순총부채(로짓모형)

변수		무디스			
		(1)	(2)	(3)	(4)
국가간 특성	총부채	-0.018*** (0.006)		-0.014 (0.010)	-0.011 (0.011)
	순총부채		-0.006 (0.004)	-0.002 (0.006)	0 (0.006)
조정치	총부채	-0.069*** (0.019)		-0.044 (0.028)	-0.033* (0.019)
	순총부채		-0.01 (0.011)	-0.004 (0.009)	-0.002 (0.009)
	총부채*순총부채				-0.003*** (0.001)

[표 3-19]는 로짓모형의 추정 모델 결과를 가지고 국가신용등급을 추정
 한 정확도를 나타낸 것이다. 설명변수의 추가 혹은 신용평가사에 따라
 서 소폭 차이가 발생하지만, 2등급 이내의 등급 차이를 보이는 추정 결과
 는 90% 이상이다. [표 3-20]은 신용등급의 상승과 하락이 추정치와 일치

표 3-19. 모델별 추정오차율

추정 모델	관측치	추정오차(등급차)							예측력			
		>3	2	1	0	-1	-2	<-3	정확함 (%)	1 등급차 (%)	2 등급차 (%)	
무디스	모델1:총부채	423	6	25	35	269	47	28	13	63.6	83.0	95.5
	모델2:모델1+외채	288	20	21	50	142	31	17	7	49.3	77.4	90.6
	모델3:모델1+외화부채	400	5	26	37	246	45	35	6	61.5	82.0	97.3
	모델4:모델1+단기부채	391	5	27	37	241	47	20	14	61.6	83.1	95.1
	모델5:모델1+순총부채	331	4	21	28	205	50	10	13	61.9	85.5	94.9
S&P	모델1:총부채	423	7	14	63	230	68	21	20	54.4	85.3	93.6
	모델2:모델1+외채	288	8	10	47	135	57	12	19	46.9	83.0	90.6
	모델3:모델1+외화부채	400	3	15	67	220	70	20	5	55.0	89.3	98.0
	모델4:모델1+단기부채	391	7	15	57	214	58	20	20	54.7	84.1	93.1
	모델5:모델1+순총부채	331	8	18	40	181	48	18	18	54.7	81.3	92.1
피치	모델1:총부채	406	9	24	50	206	65	39	13	50.7	79.1	94.6
	모델2:모델1+외채	276	5	22	31	139	44	22	13	50.4	77.5	93.5
	모델3:모델1+외화부채	386	6	27	51	194	70	34	4	50.3	81.6	97.4
	모델4:모델1+단기부채	374	7	26	45	192	60	27	17	51.3	79.4	93.6
	모델5:모델1+순총부채	325	7	18	41	171	51	29	8	52.6	80.9	95.4

표 3-20. 신용등급 상승과 하락의 추정오차

추정 모델	신용등급 상승			신용등급 하락			
	실측치	추정치	실측치-추정치	실측치	추정치	실측치-추정치	
무디스	모델1:총부채	55	55	13	23	31	9
	모델2:모델1+외채	55	53	12	23	24	4
	모델3:모델1+외화부채	55	62	13	23	29	5
	모델4:모델1+단기부채	55	54	12	23	30	9
	모델5:모델1+순총부채	55	55	8	23	27	5
S&P	모델1:총부채	56	57	14	26	34	12
	모델2:모델1+외채	56	53	17	26	24	6
	모델3:모델1+외화부채	56	55	17	26	34	11
	모델4:모델1+단기부채	56	57	15	26	37	11
	모델5:모델1+순총부채	56	52	14	26	26	4
피치	모델1:총부채	54	67	16	24	35	9
	모델2:모델1+외채	54	53	14	24	21	3
	모델3:모델1+외화부채	54	64	13	24	36	4
	모델4:모델1+단기부채	54	57	19	24	31	9
	모델5:모델1+순총부채	54	55	17	24	28	5

하는지 여부를 나타낸다. 신용등급 상승과 하락의 횟수는 대부분 추정치의 변동과 일치하지만, 그 시기가 정확하게 일치하는 경우는 약 1/3 수준이다.

다. 국가부채와 자국통화 국제화 여부

선형패널 모형과 로짓모형 분석 모두에서 국제화된 통화를 갖은 국가들은 그렇지 않은 국가들에 비해 부채가 신용등급에 미치는 영향이 적어졌다. 다른 설명변수들 중에서 금융위기 여부가 국제통화를 갖은 국가에는 큰 영향을 주지 않았으나, 국제통화를 가지지 않은 국가들은 신용등급을 하락시키는 것으로 나타났다. 종합적으로 볼 때, 국제통화를 갖은 국가와 그렇지 않은 국가들의 경우 신용등급에 금융안정과 국가채무가 미치는 영향의 크기가 다르다고 판단할 수 있다.

표 3-21. 국가채무와 자국통화 국제화 여부(선형패널)

변수	무디스				
	국제통화 보유국		국제통화 미보유국		
	(1)	(2)	(1)	(2)	
국가간 특성	물가상승률	-0.195*** (0.052)	-0.256*** (0.053)	-0.228*** (0.057)	-0.134*** (0.044)
	경제성장률	-0.071 (0.164)	0.057 (0.174)	-0.537* (0.325)	-0.484*** (0.127)
	정부재정수지	-0.063 (0.077)	-0.064 (0.078)	0 (0.160)	-0.143** (0.058)
	경상수지	-0.021 (0.040)	-0.023 (0.042)	0.067 (0.061)	-0.037 (0.025)
	1인당 GNI	1.411*** (0.492)	1.618*** (0.579)	0.261 (0.778)	0.900*** (0.297)

표 3-21. 계속

변수		무디스			
		국제통화 보유국		국제통화 미보유국	
		(1)	(2)	(1)	(2)
국가간 특성	반부패지수	0.427*** (0.154)	0.407** (0.177)	0.635** (0.253)	1.022*** (0.096)
	총부채	-0.003 (0.007)	-0.003 (0.008)	0.004 (0.021)	0 (0.008)
	외화부채		0.043 (0.063)		-0.227*** (0.036)
	금융위기	-0.327*** (0.105)	-0.320*** (0.101)	-0.877*** (0.271)	-1.152*** (0.305)
	물가상승률	0.025 (0.054)	-0.036 (0.053)	-0.067** (0.031)	-0.062 (0.038)
	경제성장률	0.124*** (0.035)	0.044 (0.038)	-0.036 (0.050)	0.005 (0.057)
조정치	정부재정수지	0.061** (0.029)	0.028 (0.030)	-0.081* (0.043)	-0.123** (0.052)
	경상수지	0.047* (0.024)	0.037 (0.024)	0.028 (0.037)	0.009 (0.040)
	1인당 GNI	3.873*** (0.727)	4.574*** (0.781)	4.216*** (1.023)	4.385*** (1.141)
	반부패지수	-0.118 (0.113)	-0.037 (0.111)	1.008*** (0.322)	0.646** (0.328)
	총부채	-0.011*** (0.004)	-0.013*** (0.004)	-0.075*** (0.012)	-0.068*** (0.014)
	외화부채		0.027 (0.027)		0.006 (0.034)
	총부채*외화부채		-0.007*** (0.003)		0.001 (0.002)
	상수	-1.522 (4.209)	-3.653 (4.792)	8.838 (6.901)	0.546 (2.855)
	관측치	285	262	127	127
	분석 국가수	28	27	19	19
전체 R ²	0.944	0.944	0.944	0.944	

표 3-22. 국가채무와 자국통화 국제화 여부(로짓모형)

변수	무디스					
	국제통화 보유국		국제통화 미보유국			
	(1)	(2)	(3)	(4)		
국가간 특성	물가상승률	-0.303 (0.234)	-0.570** (0.246)	-0.579*** (0.166)	-0.319** (0.152)	
	경제성장률	-0.465* (0.249)	-0.267 (0.277)	-1.085*** (0.386)	-1.989*** (0.339)	
	정부재정수지	0.034 (0.224)	-0.266 (0.251)	-0.155 (0.101)	-0.725*** (0.225)	
	경상수지	-0.036 (0.071)	-0.081 (0.069)	0.022 (0.074)	-0.155** (0.065)	
	1인당 GNI	4.469*** (1.086)	5.886*** (1.123)	-0.171 (0.843)	3.227*** (0.989)	
	반부패지수	0.603* (0.360)	0.46 (0.328)	1.430*** (0.306)	2.739*** (0.376)	
	총부채	-0.025** (0.010)	-0.040*** (0.011)	-0.042** (0.019)	-0.037 (0.023)	
	외화부채		0.501*** (0.186)		-0.813*** (0.164)	
	금융위기	-0.737* (0.379)	-0.593 (0.414)	-2.275*** (0.608)	-2.031*** (0.597)	
	조정치	물가상승률	-0.007 (0.231)	0.062 (0.232)	-0.098 (0.064)	-0.056 (0.082)
		경제성장률	-0.077 (0.168)	-0.198 (0.145)	-0.072 (0.074)	-0.167 (0.131)
		정부재정수지	0.295** (0.136)	0.225 (0.146)	-0.299*** (0.081)	-0.291** (0.147)
		경상수지	0.194* (0.112)	0.254* (0.143)	0.036 (0.101)	0.021 (0.107)
		1인당 GNI	11,209*** (2,978)	12,989*** (3,332)	10,317*** (2,551)	16,780*** (3,270)
반부패지수		-0.412 (0.473)	-0.143 (0.496)	0.482 (1.042)	0.485 (0.744)	

표 3-22. 계속

변수		무디스			
		국제통화 보유국		국제통화 미보유국	
		(1)	(2)	(3)	(4)
조정치	총부채	-0.038 (0.031)	-0.047 (0.034)	-0.160*** (0.031)	-0.183*** (0.031)
	외화부채		0.111 (0.079)		-0.13 (0.160)
	총부채*외화부채		-0.019** (0.009)		0.007 (0.005)
절사점	C1	28,006*** (9,731)	33,841*** (12,588)	-17,609* (9,983)	13,149 (10,263)
	C2	31,026*** (8,799)	40,524*** (10,864)	-10,627 (8,501)	20,135** (9,635)
	C3	33,773*** (8,133)	46,783*** (9,625)	-9,457 (8,530)	21,652** (9,432)
	C4	36,196*** (8,132)	49,207*** (9,666)	-7,829 (8,528)	24,012*** (9,258)
	C5	37,574*** (8,050)	50,725*** (9,525)	-6,442 (8,521)	25,916*** (9,202)
	C6	40,605*** (8,136)	53,607*** (9,537)	-5,109 (8,490)	27,795*** (9,175)
	C7	41,523*** (8,199)	54,738*** (9,617)	-3,846 (8,521)	29,452*** (9,231)
	C8	43,891*** (8,243)	57,345*** (9,656)	-1,773 (8,636)	32,306*** (9,211)
	C9	44,578*** (8,281)	58,030*** (9,656)	0.41 (8,676)	35,425*** (9,253)
	C10			1,421 (8,828)	36,841*** (9,498)
	C11			2,209 (8,966)	38,089*** (9,749)
	C12			3,117 (9,118)	39,482*** (9,920)
관측치	285	262	127	127	
가상 R ²	0.58	0.58	0.58	0.58	
로그 가상 우도함수 값	-113.5	-113.5	-113.5	-113.5	

라. 신용등급 상승기와 하락기의 국가채무 수준

신용등급 상승기와 하락기를 나누어서 국가채무 증감을 살펴보면, 상승기보다는 하락기에 부채의 증가가 두드러졌다. 신용등급이 올라갈 경우 부채 조달비용이 하락하여 더 많은 부채를 조달하는 결과를 가져오는 것으로 보인다. 다만 신용등급 상승기에는 일반적으로 거시경제상황이 양호할 것으로 판단되므로 재정지출 확대는 제한적일 것이다. 그러나 신용등급 하락기에는 이자율이 상승하게 되므로 기존 부채에 대한 이자비용이 증가하고 거시경제 상황이 좋지 않아 재정책대 정책이 시행될 가능성도 높기 때문에, 신용등급 상승기에 비해서 더 빠르게 국가채무가 증가하게 된다.

표 3-23. 신용등급 상승기와 하락기의 국가채무 수준 평균의 차이 T-test

국가채무	신용등급		하락기-상승기	t-값
	하락기	상승기		
총부채	69,51% (23)	49,31% (53)	20,20%	2,32**
외채	20,19% (15)	12,04% (39)	8,15%	2,57***
외화부채	8,12% (21)	6,49% (48)	1,62%	0,89
단기부채	10,50% (22)	7,26% (52)	3,24%	1,61
순총부채	46,77% (17)	23,50% (41)	23,26%	2,14

주: 신용등급이 전년도에 비하여 하락한 기간과 상승한 기간을 분류한 후 t-test를 수행함. 괄호 안의 값은 관측치 개수임.

표 3-24. 신용등급 상승기와 하락기의 국가채무 조정치 평균의 차이 T-test

국가채무	신용등급		하락-상승	t-값
	하락	상승		
총부채	7.48% (23)	1.38% (53)	6.10	1.90*
외채	4.80% (15)	-0.86% (39)	5.66	3.51***
외화부채	1.97% (21)	0.70% (48)	1.28	1.24
단기부채	0.99% (22)	0.47% (52)	0.52	0.45
순총부채	6.67% (17)	1.54% (41)	5.14	1.17

주: 신용등급이 전년도에 비하여 하락한 기간과 상승한 기간을 분류한 후 t-test를 수행함. 괄호 안의 값은 관측치 개수. 조정치는 국가간 평균을 제거한 값임.

3. 소결

국가채무가 증가하면 신용등급에 부정적인 영향을 주었다. 국가간 특성을 비교할 때는 신용등급이 높은 국가의 경우 선진국이 많았으며, 이들은 자본시장에서 부채 조달이 용이한 경우가 많기 때문에 국가채무의 수준으로 신용등급의 차이를 보이지는 않았다. 다만 한 국가 내에서 국가채무가 증가하면 신용등급이 낮아졌다. 한편 신용등급이 낮아진 국가들의 경우 국가채무가 증가하는 속도가 높아지는 경우보다 높았다.

국가채무의 총량과 더불어 국가채무의 공급자, 기준통화 및 증가속도에 따라서 부정적인 영향이 달라졌다. 외국 투자자가 국가부채를 조달하는 경우, 국내 투자자가 투자하는 경우보다 신용등급에 더 큰 부정적인 영향을 주었다. 외화로 채무를 조달하는 경우에도 국내통화로 조달하는 경우보다 더 큰 부정적인 영향이 있었다. 국가채무의 증가속도가 빠른 경

우에도 국가채무가 신용등급에 더 크게 부정적인 영향이 있었다. 한편 국제통화를 갖지 못한 국가들은 그렇지 않은 국가들에 비해 국가채무 및 다른 결정요인에 따라서 국가신용등급이 더 크게 변동했다.

부록. 신용등급 분석 결과

표 3-11.(A) 총부채와 외채(선형패널)

변수	무디스					
	(1)	(2)	(3)	(4)		
국가간 특성	물가상승률	-0.285*** (0.030)	-0.285*** (0.050)	-0.282*** (0.040)	-0.282*** (0.040)	
	경제성장률	-0.437*** (0.140)	-0.307 (0.270)	-0.354* (0.200)	-0.354** (0.170)	
	정부재정수지	-0.06 (0.070)	-0.022 (0.120)	-0.098 (0.100)	-0.096 (0.090)	
	경상수지	0.003 (0.030)	0.01 (0.070)	0.02 (0.050)	0.017 (0.040)	
	1인당 GNI	1.041*** (0.380)	0.757 (0.760)	1.004* (0.580)	1.032** (0.520)	
	반부패지수	0.497*** (0.130)	0.505** (0.240)	0.465*** (0.170)	0.468*** (0.150)	
	총부채	-0.007 (0.010)		-0.024 (0.020)	-0.024* (0.010)	
	외채		0.036 (0.040)	0.058* (0.030)	0.058** (0.030)	
	금융위기	-0.621*** (0.120)	-0.402** (0.170)	-0.384** (0.170)	-0.373** (0.170)	
	조정치	물가상승률	-0.089*** (0.020)	-0.099*** (0.020)	-0.110*** (0.020)	-0.110*** (0.020)
		경제성장률	0.085*** (0.030)	0.082** (0.030)	0.078** (0.030)	0.074** (0.040)
		정부재정수지	-0.040* (0.020)	-0.068*** (0.020)	-0.087*** (0.030)	-0.083*** (0.030)
경상수지		0.065*** (0.020)	0.105*** (0.020)	0.093*** (0.020)	0.089*** (0.020)	
1인당 GNI		5.204*** (0.610)	6.480*** (0.700)	5.674*** (0.780)	5.768*** (0.800)	

표 3-11(A). 계속

변수		무디스			
		(1)	(2)	(3)	(4)
조정치	반부패지수	0,230* (0,120)	0,165 (0,170)	0,202 (0,180)	0,195 (0,180)
	총부채	-0,029*** (0, 000)		-0,024** (0,010)	-0,021** (0,010)
	외채		-0,051*** (0,010)	-0,030** (0,010)	-0,028** (0,010)
	총부채*외채				-0,001 (0, 000)
	상수	2,824 (3,300)	4,293 (6,580)	2,917 (4,900)	2,644 (4,370)
	관측치	423	288	288	288
	분석국가수	34	25	25	25
	전체 R ²	0,825	0,825	0,825	0,825

표 3-12(A). 총부채와 외채(로짓모형)

변수		무디스			
		(1)	(2)	(3)	(4)
국가간 특성	물가상승률	-0,398*** (0,080)	-0,527*** (0,100)	-0,531*** (0,120)	-0,526*** (0,140)
	경제성장률	-0,781*** (0,160)	-0,493*** (0,160)	-0,631*** (0,160)	-0,631*** (0,160)
	정부재정수지	-0,128** (0,060)	0,081 (0,070)	-0,076 (0,070)	-0,078 (0,070)
	경상수지	-0,002 (0,040)	-0,027 (0,070)	-0,037 (0,090)	-0,039 (0,090)
	1인당 GNI	1,703*** (0,600)	0,419 (0,960)	1,266 (1,270)	1,306 (1,410)
	반부패지수	0,896*** (0,130)	0,797*** (0,140)	0,832*** (0,160)	0,835*** (0,160)

표 3-12(A). 계속

변수		무디스			
		(1)	(2)	(3)	(4)
국가간 특성	총부채	-0.018*** (0,010)		-0.052** (0,020)	-0.053** (0,020)
	외채		0.066*** (0,020)	0.130*** (0,040)	0.131*** (0,040)
	금융위기	-1.046*** (0,270)	-0.574 (0,390)	-0.720* (0,430)	-0.720* (0,430)
조정치	물가상승률	-0.078 (0,050)	-0.093* (0,050)	-0.129** (0,060)	-0.127** (0,060)
	경제성장률	0.011 (0,070)	0.03 (0,080)	-0.01 (0,080)	-0.01 (0,080)
	정부재정수지	-0.001 (0,090)	-0.029 (0,090)	-0.171* (0,090)	-0.165 (0,110)
	경상수지	0.086 (0,090)	0.15 (0,130)	0.192* (0,110)	0.188 (0,120)
	1인당 GNI	10,243*** (1,540)	12,856*** (1,870)	11,392*** (2,090)	11,391*** (2,090)
	반부패지수	0.074 (0,360)	0.14 (0,540)	0.432 (0,500)	0.416 (0,530)
	총부채	-0.069*** (0,020)		-0.124*** (0,040)	-0.121** (0,050)
절사점	외채		-0.097*** (0,030)	0 (0,040)	0.002 (0,050)
	총부채*외채				-0.001 (0,010)
	C1	3.94 (6,840)	-10,285 (11,180)	-4,004 (13,540)	-3,507 (15,300)
	C2	8.072 (6,020)	-3,375 (9,280)	3,079 (11,510)	3,499 (13,050)
	C3	9.404 (5,950)	-2,014 (9,250)	4,451 (11,560)	4,854 (13,020)
	C4	10.394* (5,840)	-0.711 (9,170)	5,675 (11,510)	6,073 (12,950)

표 3-12(A). 계속

변수	무디스				
	(1)	(2)	(3)	(4)	
절사점	C5	11,131*	0,152	6,519	6,918
		(5,870)	(9,190)	(11,500)	(12,940)
	C6	12,385**	1,517	7,811	8,213
		(5,880)	(9,210)	(11,460)	(12,920)
	C7	13,094**	2,176	8,415	8,818
		(5,900)	(9,240)	(11,450)	(12,920)
	C8	14,477**	3,563	9,834	10,239
		(5,920)	(9,190)	(11,400)	(12,890)
	C9	16,348***	5,568	12,081	12,484
		(6,010)	(9,360)	(11,610)	(13,090)
	C10	16,985***	6,281	12,935	13,341
		(6,060)	(9,460)	(11,740)	(13,230)
C11	18,480***	7,327	14,146	14,558	
	(6,170)	(9,610)	(11,910)	(13,430)	
C12	19,075***	7,781	14,674	15,087	
	(6,200)	(9,660)	(11,970)	(13,480)	
관측치	423	288	288	288	
가상 R ²	0,451	0,451	0,451	0,451	
로그 가상 우도함수 값	-286.6	-286.6	-286.6	-286.6	

표 3-13(A). 총부채와 외화부채(선형패널)

변수	무디스				
	(1)	(2)	(3)	(4)	
국가간 특성	물가상승률	-0,285***	-0,231***	-0,236***	-0,235***
		(0,032)	(0,048)	(0,040)	(0,040)
	경제성장률	-0,437***	-0,298	-0,294*	-0,304*
		(0,138)	(0,198)	(0,167)	(0,173)
	정부재정수지	-0,06	-0,063	-0,068	-0,069
		(0,071)	(0,097)	(0,084)	(0,086)
	경상수지	0,003	-0,014	-0,018	-0,019
		(0,030)	(0,045)	(0,035)	(0,036)

표 3-13(A). 계속

변수		무디스			
		(1)	(2)	(3)	(4)
국가간 특성	1인당 GNI	1,041*** (0,378)	0,917* (0,507)	0,966** (0,438)	0,967** (0,451)
	반부패지수	0,497*** (0,129)	0,713*** (0,194)	0,688*** (0,163)	0,681*** (0,168)
	총부채	-0,007 (0,007)		0 (0,008)	0 (0,008)
	외화부채		-0,130** (0,051)	-0,133*** (0,043)	-0,138*** (0,044)
	금융위기	-0,621*** (0,116)	-0,617*** (0,116)	-0,620*** (0,113)	-0,623*** (0,113)
	물가상승률	-0,089*** (0,023)	-0,087*** (0,022)	-0,093*** (0,022)	-0,093*** (0,022)
조정치	경제성장률	0,085*** (0,030)	0,082*** (0,030)	0,057** (0,029)	0,059** (0,029)
	정부재정수지	-0,040* (0,023)	-0,049** (0,024)	-0,066*** (0,023)	-0,062*** (0,023)
	경상수지	0,065*** (0,020)	0,073*** (0,019)	0,065*** (0,019)	0,065*** (0,019)
	1인당 GNI	5,204*** (0,606)	5,392*** (0,623)	4,996*** (0,608)	4,957*** (0,607)
	반부패지수	0,230* (0,124)	0,157 (0,122)	0,300** (0,121)	0,290** (0,121)
	총부채	-0,029*** (0,005)		-0,028*** (0,005)	-0,027*** (0,005)
	조정치	외화부채		-0,047*** (0,016)	-0,024 (0,017)
	총부채*외화부채				0,001 (0,001)
	상수	2,824 (3,300)	1,999 (4,756)	1,739 (3,873)	1,814 (3,989)
	관측치	423	400	400	400
분석 국가수	34	33	33	33	
전체 R ²	0,862	0,862	0,862	0,862	

표 3-14(A). 총부채와 외화부채(로짓모형)

변수	무디스					
	(1)	(2)	(3)	(4)		
국가간 특성	물가상승률	-0.398*** (0,076)	-0.244*** (0,054)	-0.276*** (0,053)	-0.270*** (0,057)	
	경제성장률	-0.781*** (0,162)	-0.749*** (0,157)	-0.838*** (0,175)	-0.897*** (0,157)	
	정부재정수지	-0.128** (0,063)	-0.117* (0,069)	-0.195*** (0,068)	-0.193*** (0,069)	
	경상수지	-0.002 (0,040)	0.011 (0,038)	0.008 (0,034)	0.002 (0,035)	
	1인당 GNI	1.703*** (0,597)	1.289*** (0,497)	1.623*** (0,510)	1.666*** (0,519)	
	반부패지수	0.896*** (0,130)	1.202*** (0,120)	1.212*** (0,135)	1.208*** (0,139)	
	총부채	-0.018*** (0,006)		-0.011 (0,007)	-0.013* (0,007)	
	외화부채		-0.218*** (0,053)	-0.228*** (0,048)	-0.251*** (0,048)	
	금융위기	-1.046*** (0,275)	-1.429*** (0,282)	-1.380*** (0,298)	-1.407*** (0,295)	
	조정치	물가상승률	-0.078 (0,048)	-0.023 (0,040)	-0.052 (0,038)	-0.047 (0,040)
		경제성장률	0.011 (0,074)	0.07 (0,068)	0.016 (0,067)	0.017 (0,065)
		정부재정수지	-0.001 (0,087)	0.005 (0,084)	-0.056 (0,066)	-0.057 (0,073)
		경상수지	0.086 (0,095)	0.119 (0,087)	0.105 (0,064)	0.111* (0,067)
1인당 GNI		10.243*** (1,544)	10.252*** (1,475)	10.236*** (1,541)	10.905*** (1,550)	
반부패지수		0.074 (0,362)	0.017 (0,331)	0.134 (0,333)	0.055 (0,338)	
총부채		-0.069*** (0,019)		-0.074*** (0,020)	-0.072*** (0,020)	

표 3-14(A). 계속

변수		무디스			
		(1)	(2)	(3)	(4)
조정치	외화부채		-0.091*	-0.031	-0.097*
			(0.049)	(0.045)	(0.057)
	총부채*외화부채				0.007***
					(0.003)
절사점	C1	3.94	3,648	5,427	5,501
		(6,843)	(4,960)	(4,875)	(4,947)
	C2	8,072	6,303	8,439*	8,392*
		(6,023)	(4,793)	(4,698)	(4,782)
	C3	9,404	7,666	9,844**	9,826**
		(5,951)	(4,692)	(4,671)	(4,744)
	C4	10,394*	8,724*	10,894**	10,935**
		(5,844)	(4,603)	(4,612)	(4,667)
	C5	11,131*	9,521**	11,700**	11,778**
		(5,866)	(4,610)	(4,587)	(4,640)
	C6	12,385**	10,807**	12,988***	13,071***
		(5,881)	(4,648)	(4,582)	(4,637)
절사점	C7	13,094**	11,609**	13,781***	13,851***
		(5,901)	(4,663)	(4,584)	(4,637)
	C8	14,477**	13,207***	15,395***	15,493***
		(5,920)	(4,670)	(4,573)	(4,621)
	C9	16,348***	15,169***	17,435***	17,615***
		(6,007)	(4,700)	(4,598)	(4,638)
	C10	16,985***	15,858***	18,184***	18,385***
		(6,061)	(4,747)	(4,645)	(4,686)
	C11	18,480***	17,384***	19,851***	20,044***
		(6,172)	(4,817)	(4,708)	(4,746)
	C12	19,075***	17,943***	20,453***	20,643***
		(6,205)	(4,827)	(4,716)	(4,754)
관측치		423	400	400	400
가상 R ²		0.45	0.45	0.45	0.45
로그 가상 우도함수 값		-382.4	-382.4	-382.4	-382.4

표 3-15(A). 총부채와 단기부채(선형패널)

변수	무디스				
	(1)	(2)	(3)	(4)	
국가간 특성	물가상승률	-0.285*** (0.032)	-0.273*** (0.038)	-0.284*** (0.032)	-0.281*** (0.032)
	경제성장률	-0.437*** (0.138)	-0.353* (0.184)	-0.368*** (0.142)	-0.364** (0.146)
	정부재정수지	-0.06 (0.071)	-0.033 (0.118)	-0.11 (0.098)	-0.108 (0.101)
	경상수지	0.003 (0.030)	0.01 (0.038)	0.005 (0.029)	0.005 (0.030)
	1인당 GNI	1.041*** (0.378)	0.828* (0.449)	1.046*** (0.368)	1.074*** (0.378)
	반부패지수	0.497*** (0.129)	0.573*** (0.175)	0.493*** (0.138)	0.488*** (0.142)
	총부채	-0.007 (0.007)		-0.013* (0.008)	-0.013 (0.008)
	단기부채		0.013 (0.032)	0.038 (0.029)	0.047 (0.030)
	금융위기	-0.621*** (0.116)	-0.621*** (0.124)	-0.599*** (0.125)	-0.593*** (0.124)
	조정치	물가상승률	-0.089*** (0.023)	-0.076*** (0.023)	-0.090*** (0.023)
경제성장률		0.085*** (0.030)	0.087*** (0.032)	0.075** (0.032)	0.076** (0.032)
정부재정수지		-0.040* (0.023)	0.001 (0.026)	-0.031 (0.028)	-0.028 (0.028)
경상수지		0.065*** (0.020)	0.099*** (0.022)	0.081*** (0.023)	0.080*** (0.022)
1인당 GNI		5.204*** (0.606)	5.612*** (0.634)	5.323*** (0.639)	5.368*** (0.635)
반부패지수		0.230* (0.124)	0.15 (0.130)	0.277** (0.133)	0.260** (0.133)
총부채		-0.029*** (0.005)		-0.032*** (0.007)	-0.031*** (0.007)

표 3-15(A). 계속

변수		무디스			
		(1)	(2)	(3)	(4)
조정치	단기부채		-0.049*** (0.014)	0.017 (0.020)	0.018 (0.020)
	총부채*단기부채				-0.001 (0.001)
	상수	2.824 (3,300)	3.628 (3,969)	2.465 (3,165)	2.179 (3,258)
	관측치	423	391	391	391
	분석국기수	34	32	32	32
	전체 R ²	0.816	0.816	0.816	0.816

표 3-16(A). 총부채와 단기부채 (로짓모형)

변수		무디스			
		(1)	(2)	(3)	(4)
국가간 특성	물가상승률	-0.398*** (0,076)	-0.364*** (0,065)	-0.440*** (0,082)	-0.439*** (0,080)
	경제성장률	-0.781*** (0,162)	-0.590*** (0,176)	-0.624*** (0,180)	-0.607*** (0,180)
	정부재정수지	-0.128** (0,063)	-0.142 (0,116)	-0.262** (0,113)	-0.265** (0,113)
	경상수지	-0.002 (0,040)	0.018 (0,040)	0.007 (0,043)	0.005 (0,042)
	1인당 GNI	1.703*** (0,597)	1.161* (0,600)	1.495** (0,612)	1.594*** (0,615)
	반부패지수	0.896*** (0,130)	1.020*** (0,138)	0.963*** (0,165)	0.958*** (0,167)
	총부채	-0.018*** (0,006)		-0.016* (0,009)	-0.017* (0,009)
	단기부채		-0.037* (0,022)	-0.009 (0,042)	0.013 (0,042)
	금융위기	-1.046*** (0,275)	-0.967*** (0,266)	-0.962*** (0,290)	-0.984*** (0,283)

표 3-16(A). 계속

변수	무디스				
	(1)	(2)	(3)	(4)	
조정치	물가상승률	-0.078 (0,048)	-0.047 (0,040)	-0.094** (0,045)	-0.091** (0,044)
	경제성장률	0.011 (0,074)	0.032 (0,077)	-0.007 (0,073)	-0.002 (0,074)
	정부재정수지	-0.001 (0,087)	0.122 (0,084)	0.01 (0,087)	0.031 (0,084)
	경상수지	0.086 (0,095)	0.104 (0,101)	0.123 (0,105)	0.129 (0,103)
	1인당 GNI	10,243*** (1,544)	9,458*** (1,463)	9,969*** (1,526)	10,137*** (1,517)
	반부패지수	0.074 (0,362)	0.056 (0,346)	0.301 (0,373)	0.267 (0,346)
	총부채	-0.069*** (0,019)		-0.090*** (0,025)	-0.084*** (0,024)
	조정치	단기부채		-0.039 (0,047)	0.097 (0,061)
총부채*단기부채					-0.003* (0,001)
절사점	C1	3.94 (6.843)	1.596 (6.744)	2.145 (7.097)	3.038 (7.146)
	C2	8.072 (6.023)	5.389 (6.042)	6.859 (6.048)	7.839 (6.064)
	C3	9.404 (5.951)	6.586 (5.990)	8.352 (5.993)	9.343 (6.025)
	C4	10,394* (5,844)	7,549 (5,905)	9,421 (5,884)	10,414* (5,933)
	C5	11,131* (5,866)	8,296 (5,933)	10,196* (5,903)	11,196* (5,953)
	C6	12,385** (5,881)	9,608 (5,968)	11,506* (5,914)	12,522** (5,963)
	C7	13,094** (5,901)	10,369* (5,999)	12,230** (5,927)	13,252** (5,977)

표 3-16(A). 계속

변수		무디스			
		(1)	(2)	(3)	(4)
절사점	C8	14,477** (5,920)	11,765* (6,028)	13,629** (5,942)	14,658** (5,991)
	C9	16,348*** (6,007)	13,559** (6,127)	15,480** (6,026)	16,517*** (6,078)
	C10	16,985*** (6,061)	14,137** (6,179)	16,111*** (6,079)	17,151*** (6,131)
	C11	18,480*** (6,172)	15,546** (6,281)	17,641*** (6,187)	18,703*** (6,241)
	C12	19,075*** (6,205)	16,081** (6,313)	18,211*** (6,213)	19,279*** (6,268)
	관측치	423	391	391	391
가상 R ²	0.419	0.419	0.419	0.419	
로그 가상 우도함수 값	-404.6	-404.6	-404.6	-404.6	

표 3-17(A). 총부채와 순총부채(선형패널)

변수		무디스			
		(1)	(2)	(3)	(4)
국가간 특성	물가상승률	-0.285*** (0,032)	-0.295*** (0,038)	-0.298*** (0,033)	-0.298*** (0,032)
	경제성장률	-0.437*** (0,138)	-0.605*** (0,204)	-0.655*** (0,177)	-0.590*** (0,175)
	정부재정수지	-0,06 (0,071)	-0,016 (0,086)	-0,06 (0,079)	-0,135 (0,110)
	경상수지	0,003 (0,030)	0,002 (0,040)	0,002 (0,033)	0,008 (0,032)
	1인당 GNI	1,041*** (0,378)	0,572 (0,504)	0,744* (0,436)	0,741* (0,409)
	반부패지수	0,497*** (0,129)	0,568*** (0,178)	0,523*** (0,150)	0,568*** (0,149)

표 3-17(A). 계속

변수		무디스			
		(1)	(2)	(3)	(4)
국가간 특성	총부채	-0.007 (0.007)		-0.012 (0.009)	-0.014 (0.009)
	순총부채		0 (0.007)	0.006 (0.007)	0.009 (0.007)
	금융위기	-0.621*** (0.116)	-0.574*** (0.119)	-0.600*** (0.118)	-0.573*** (0.129)
조정치	물가상승률	-0.089*** (0.023)	-0.102*** (0.022)	-0.108*** (0.022)	-0.105*** (0.023)
	경제성장률	0.085*** (0.030)	0.048 (0.031)	0.037 (0.031)	0.034 (0.033)
	정부재정수지	-0.040* (0.023)	-0.063*** (0.023)	-0.079*** (0.023)	-0.077*** (0.029)
	경상수지	0.065*** (0.020)	0.068*** (0.019)	0.063*** (0.019)	0.070*** (0.023)
	1인당 GNI	5,204*** (0.606)	5,414*** (0.629)	5,286*** (0.624)	5,507*** (0.661)
	반부패지수	0.230* (0.124)	0.179 (0.125)	0.250** (0.125)	0.289** (0.136)
	총부채	-0.029*** (0.005)		-0.021*** (0.005)	-0.019*** (0.005)
	순총부채		-0.008*** (0.003)	-0.003 (0.003)	-0.003 (0.004)
	총부채*순총부채				-0.001* (0.001)
	상수	2,824 (3,300)	7,135 (4,571)	6,306 (3,875)	5,643 (3,633)
관측치	423	363	363	331	
분석 국가수	34	30	30	28	
전체 R ²	0.852	0.852	0.852	0.852	

표 3-18(A). 총부채와 순총부채(로짓모형)

변수	무디스					
	(1)	(2)	(3)	(4)		
국가간 특성	물가상승률	-0.398*** (0.076)	-0.443*** (0.064)	-0.469*** (0.078)	-0.491*** (0.077)	
	경제성장률	-0.781*** (0.162)	-0.920*** (0.140)	-1.023*** (0.182)	-0.818*** (0.246)	
	정부재정수지	-0.128** (0.063)	-0.1 (0.067)	-0.145** (0.064)	-0.306** (0.134)	
	경상수지	-0.002 (0.040)	0.011 (0.044)	0.008 (0.046)	0.025 (0.046)	
	1인당 GNI	1.703*** (0.597)	0.881 (0.656)	1.091* (0.650)	1.167* (0.641)	
	반부패지수	0.896*** (0.130)	1.182*** (0.149)	1.116*** (0.159)	1.173*** (0.177)	
	총부채	-0.018*** (0.006)		-0.014 (0.010)	-0.011 (0.011)	
	순총부채		-0.006 (0.004)	-0.002 (0.006)	0 (0.006)	
	금융위기	-1.046*** (0.275)	-1.287*** (0.343)	-1.334*** (0.343)	-1.224*** (0.339)	
	조정치	물가상승률	-0.078 (0.048)	-0.113*** (0.041)	-0.132*** (0.047)	-0.139*** (0.043)
		경제성장률	0.011 (0.074)	-0.038 (0.070)	-0.07 (0.071)	-0.058 (0.073)
		정부재정수지	-0.001 (0.087)	-0.017 (0.078)	-0.082 (0.098)	-0.067 (0.093)
		경상수지	0.086 (0.095)	0.093 (0.099)	0.108 (0.108)	0.126 (0.121)
		1인당 GNI	10.243*** (1.544)	10.080*** (1.488)	10.360*** (1.544)	10.085*** (1.497)
반부패지수		0.074 (0.362)	0.334 (0.334)	0.367 (0.352)	0.43 (0.346)	
총부채		-0.069*** (0.019)		-0.044 (0.028)	-0.033* (0.019)	

표 3-18(A). 계속

변수		무디스			
		(1)	(2)	(3)	(4)
조정치	순총부채		-0.01 (0.011)	-0.004 (0.009)	-0.002 (0.009)
	총부채*순총부채				-0.003*** (0.001)
절사점	C1	3.94 (6.843)	-2,749 (7,161)	-2,483 (7,510)	-0.784 (7,654)
	C2	8,072 (6,023)	1,095 (6,588)	1,725 (6,725)	3,582 (6,802)
	C3	9,404 (5,951)	2,324 (6,530)	3,053 (6,638)	4,967 (6,753)
	C4	10,394* (5,844)	3,629 (6,422)	4,377 (6,522)	6,331 (6,682)
	C5	11,131* (5,866)	4,513 (6,456)	5,254 (6,551)	7,234 (6,724)
	C6	12,385** (5,881)	5,949 (6,508)	6,641 (6,594)	8,71 (6,789)
	C7	13,094** (5,901)	6,821 (6,540)	7,468 (6,622)	9,585 (6,831)
	C8	14,477** (5,920)	8,211 (6,582)	8,842 (6,656)	10,978 (6,859)
	C9	16,348*** (6,007)	10,346 (6,723)	10,979 (6,781)	13,143* (6,980)
	C10	16,985*** (6,061)	11,082 (6,825)	11,723* (6,878)	13,899** (7,087)
	C11	18,480*** (6,172)	12,560* (6,998)	13,249* (7,049)	15,505** (7,274)
	C12	19,075*** (6,205)	13,152* (7,040)	13,855* (7,089)	16,090** (7,315)
관측치		423	363	363	331
가상 R ²		0.455	0.455	0.455	0.455
로그 가상 우도함수 값		-323.6	-323.6	-323.6	-323.6

제4장 신용등급 변동 국가들의 사례연구

1. 그리스
2. 아이슬란드
3. 슬로바키아
4. 폴란드
5. 요약



이 장에서는 국가신용등급의 변동이 심했던 4개 국가들의 신용등급 변동 사례를 분석한다. 그리스와 아이슬란드는 분석기간 중에 신용등급이 급락한 경우이며, 슬로바키아와 폴란드는 신용등급이 상승한 경우이다. 일반적으로 신용등급의 변동폭은 크지 않았기 때문에, 앞서 제3장에서 분석된 변동요인들이 실제 사례에서 어떻게 영향을 주었는지 살펴보는 것이 의미를 가질 것이다.

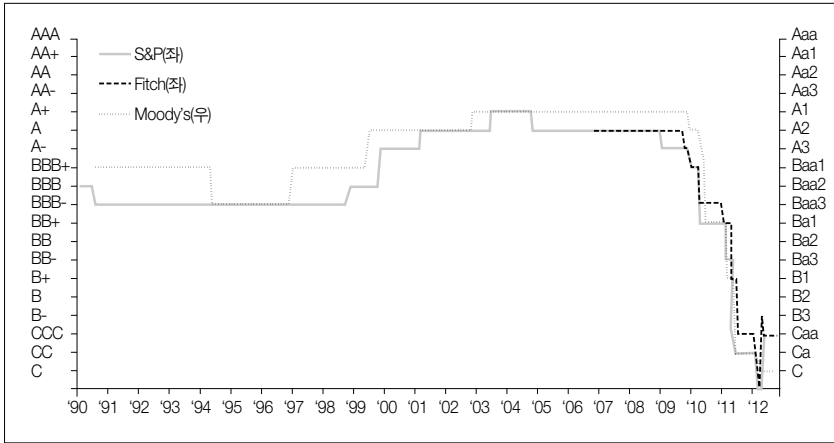
1. 그리스

가. 신용등급 동향

그리스 국채에 대한 신용등급은 1988년 9월 S&P사가 처음 부여했는데, 장기 외화표시 채권에 대해 BBB 등급을 부여하였다. 뒤이어 무디스(Moody's) 사는 1990년 7월에 한 단계 높은 Baa1 등급을 부여하며 그리스의 신용등급을 평가하기 시작했다.

그리스의 국가신용등급은 1990년대에는 큰 변화가 없다가 2001년 유로존 가입을 전후로 상승하기 시작한다. 무디스 사는 1996년 12월부터, S&P사는 1999년 11월부터 그리스의 등급을 1~2단계씩 상향 조정하여 2004년 아테네 올림픽 직전에는 각각 A1 등급과 A+ 등급을 부여하기도 했다. 이에 따라 국채금리도 점차 낮아졌는데, 10년 만기 국채금리는 무디스 사의 상향 조정 시작 전인 1999년 6월 6.10%에서 2005년 9월 3.23%까지 하락했다. 당시의 그리스의 장기 국채금리는 독일 국채금리와 21bp 차이에 불과했으며, 미국 국채금리에 비해서는 오히려 94bp 정

그림 4-1. 1990년대 이후 그리스의 신용등급 추이



주: 외화표시 장기국채 등급 기준.
 자료: 국제금융센터(KCIF); 각 신용평가기관 홈페이지.

도 낮은 수준이었다.

올림픽 개최로 인한 재정 부담이 늘어남에 따라 2004년 그리스의 재정적자 규모가 GDP의 7.4% 수준으로 급격히 증가하고 국가채무 규모도 GDP의 98.9% 수준을 기록하자, S&P는 2004년 11월에 재정적자 감축 의지의 부재를 이유로 그리스의 국가신용등급을 한 단계 강등한다. 이후 그리스의 재정적자와 국가채무 규모가 꾸준히 증가하였음에도 불구하고 금융위기 전까지 그리스의 신용등급은 조정되지 않고 A 또는 A1 등급에서 유지되었다. 2007년 3월부터 그리스의 신용등급을 평가하기 시작한 피치(Fitch) 사도 S&P와 동일한 A 등급을 부여한다.

그러나 2008년 글로벌 금융위기를 계기로 그리스의 재정문제가 더욱 악화되면서 국가신용등급은 급격하게 하향 조정되기 시작한다. EU와 IMF의 그리스 지원 의사에도 불구하고 2010년 4월 3대 국제신용평가기관은 그리스 국채 신용등급을 1~3단계씩 강등했다. 특히 S&P는 BBB+

에서 BB+로 3단계나 강등하는데, 이로써 그리스는 1999년 유로화 도입 이후 유로존 국가 중 최초로 투자 부적격 등급을 부여받게 되었다. 이후 그리스를 비롯한 유럽 재정위기가 심화되면서 그리스 국가신용등급은 더욱 빠르게 하향 조정된다. 1990년대 말 이후 그리스의 신용등급이 BBB-(Baa3)에서 A+(A1)까지 5단계 상향 조정되는 데 약 6년의 시간이 걸리고 조정폭도 한 번에 1~2단계에 불과했던 반면, 재정위기 이후 가장 낮은 단계인 C 등급으로 11단계 이상 하향 조정되는 데는 2년이 채 소요되지 않았으며, 그 폭도 한 번에 3~4단계씩 크게 조정되었다. 그리스는 결국 2012년 2월과 3월에 S&P와 피치 사로부터 선택적 디폴트(SD: Selective Default) 또는 제한적 디폴트(RD: Restricted Default) 등급을 부여받기에 이른다. 이후 민간 채권단이 그리스 국채교환 프로그램에 합의하면서 소폭 상승하지만, 긴축재정 시행에 따른 극심한 경기침체가 계속되는 가운데 추가 구제자금 지원 여부에 대한 불확실성이 지속되어 2012년 11월 현재 C~CCC 등급 수준이며, 각 평가기관은 향후 등급에 대한 전망도 ‘부정적’으로 유지하고 있다.

나. 신용등급 결정요인

그리스의 평균 경제성장률은 제3장에서 분석한 기간(1995~2010년) 동안 2.6%였다. 1995년 이후 유로존 가입이 결정될 때까지 그리스의 경제성장률²⁶⁾은 비교적 큰 폭으로 상승했다. 1995년에는 그리스 경제성장률이 평균보다 2.6% 낮았으나, 1999년에 들어와서는 평균 수준을 상회하

26) 제3장 분석에서 사용한 3년 이동평균으로 변환한 자료를 기준으로 설명한다.

였다. 신용등급이 상승한 시기와 경제성장률이 지속적으로 상승한 시기와 일치하였다. 경제성장률뿐 아니라 1인당 국민소득도 2007년까지는 상승세를 보였다. 미국의 서브프라임 모기지 문제를 시작으로 글로벌 금융위기가 발발한 2008년에 경제성장률과 국민소득이 급락했으며, 재정위기가 발발한 이후 하락폭이 더 커지고 있다. 따라서 2010년에는 3년 평균 경제성장률이 ‘-’를 기록하였으며, 1인당 국민소득의 감소도 지속되고 있다. 경제성장률의 하락하기 시작한 것은 2006년부터이다. 무디스 사의 신용등급 기준으로 그리스의 신용등급이 하락한 것은 2009년 이후이다. 따라서 경제성장률 및 국민소득의 하락세가 지속되고 일정 시차를 두고 신용등급에도 영향을 준 것으로 보인다.

그리스의 물가수준은 유로존 가입 이후 급격히 낮아졌다. 분석기간 동안 그리스 물가의 평균은 4%를 기록했으나, 2000년대 이후 그리스의 평균 물가상승률은 2.2%에 머물렀다. 1990년대 말에 유로존 가입이 논의되면서 그리스의 이자율이 하락했으며, 유럽중앙은행에 통화정책이 흡수되면서 물가상승률이 떨어졌다. 유로존 가입으로 인해 금융상황이 안정되면서 물가상승률이 하락했다. 글로벌 금융위기 이후 경기침체가 심각하게 진행되었으나, 독립적인 통화정책이 불가능했으므로 그리스 내의 유동성 확대는 없었다. 따라서 재정위기의 진행으로 나타난 자본이탈은 유동성 위축을 가져왔으며, 경기침체로 인해 수요까지 부진해 물가상승률은 더욱 낮아졌다. 제3장의 분석 결과에 따르면, 물가상승률의 하락은 신용등급을 올리는 요인이나, 2008년 이후 그리스의 물가상승률의 하락은 신용등급을 올리지 못하였다.

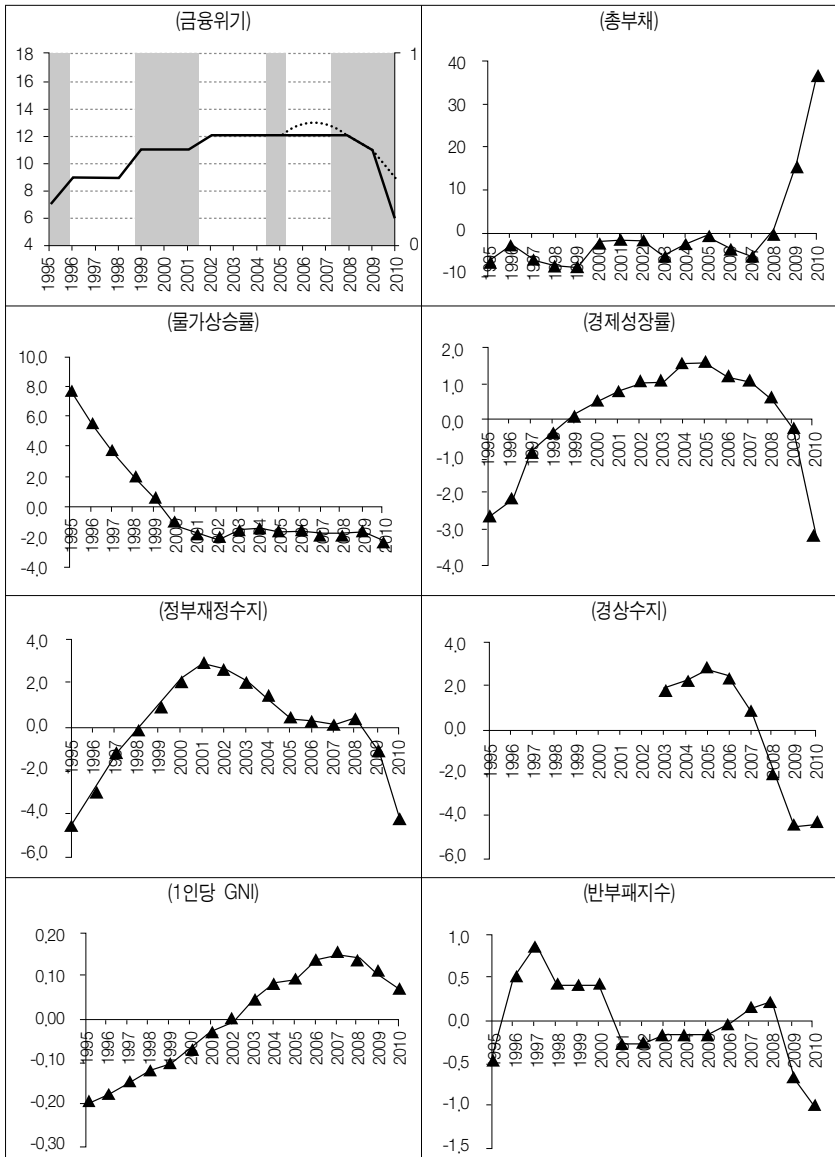
그리스의 재정수지와 경상수지는 분석기간 중 각각 GDP 대비 6.7%

와 9.3%의 적자를 기록했다. 재정수지는 유로존 가입이 결정된 2001년에 가장 양호한 수준을 보여 GDP 대비 3.78%의 적자를 기록했다. 그러나 EU의 성장 및 안정협약(SGP: Stability and Growth Pact)의 기준인 GDP 대비 3% 수준을 지속적으로 상회하는 수준의 적자를 보였다. 올림픽을 유치하면서 재정수지가 더욱 악화되었으며, 2010년에는 GDP 대비 10% 이상의 재정적자를 기록하고 있다. 경상수지는 OECD 통계 웹사이트에 2003년부터 집계되어 있다. 경상수지는 2006년까지는 개선되는 모습을 보였으나, 2007년부터 큰 폭으로 악화되었다. 글로벌 금융위기 이후 그리스의 경상수지는 GDP 대비 10% 이상의 적자가 지속되고 있다. 재정수지 및 경상수지 악화가 확대 지속되면서 그리스의 신용등급에도 부정적인 영향을 주었다고 할 수 있다. 다만, 제3장 분석 중 로짓모형에 따르면, 두 수지들이 직접적으로 신용등급에 영향을 주는 정도는 낮은 것으로 보인다.

그리스의 반부패지수는 유로존 가입 이후 큰 변화를 보이지 않았으나, 최근에 급락했다. 2008년까지는 소폭의 상승세를 지속했으나, 2009년에 그리스의 재정상황에 대한 리포트에 심각한 오류가 있다는 것이 발견되는 등 그리스 정부의 재정관리에 허점이 지적되었다. 따라서 정부의 부패지수 등 투명도를 나타내는 지수가 큰 폭으로 하락했다. 행정부의 대한 불신은 국가신용등급을 하락시키는 원인이 되었다.

본 보고서의 관심변수인 그리스의 국가채무 수준은 분석기간 중 평균이 GDP 대비 111%였다. 국가채무 규모는 유로존 가입 이후 이자비용의 하락으로 2004년 올림픽 유치 이전까지는 하락했다. 그러나 2004년 이후 2005년까지 다시 상승했다. 2007년까지 다시 줄어들었으나, 글로벌 금융

그림 4-2. 그리스 신용등급 결정요인 추이



주: (금융위기)의 신용등급 실측치(무디스 기준)는 실선, 예측치(무디스 기준, 총부채 모델)는 점선으로 표기하였으며, 금융위기 관련 연도는 회색막대 표시임. (금융위기) 이외의 관련 변수 수치는 모두 평균치를 제외한 조정치임. 평균치는 [표 3-17] 참고.

위기 이후 큰 폭으로 상승했으며, 2010년에는 GDP 대비 150%에 육박하고 있다.

로짓모형의 계수를 고려하면 신용등급의 변동에 가장 영향을 준 변수는 2008년 이후 국가채무의 상승이다. 1인당 국민소득의 하락이 그 다음으로 영향을 많이 주었고, 이 외에도 경제성장률의 하락 및 반부패지수의 하락이 그리스의 신용등급의 하락에 영향을 준 것으로 분석된다. 2008년 이후 그리스는 지속적인 금융위기 상황에 처한 것으로 평가되어 신용등급에 부정적인 영향을 주고 있다. 결론적으로 그리스의 국가채무 관리의 실패가 금융위기를 불러와 신용등급의 강등을 가져왔다고 할 수 있다.

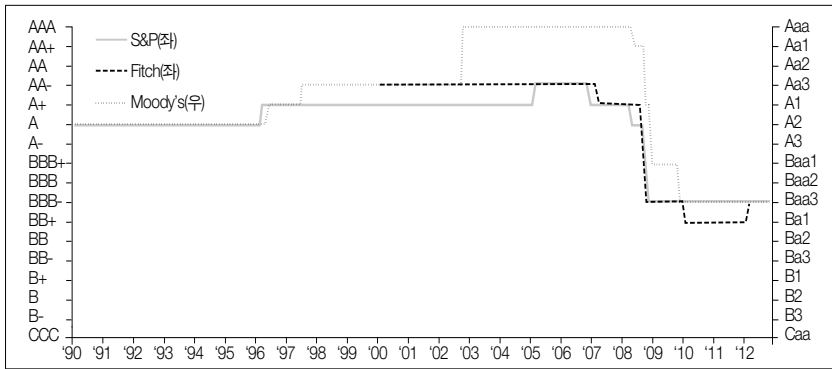
2. 아이슬란드

가. 신용등급 동향

아이슬란드 국채에 대한 신용등급은 1989년부터 평가가 시작되었는데, S&P사는 처음 A 등급으로, 무디스 사는 한 단계 낮은 A2 등급으로 평가하였다. 이후 신용등급에 큰 변화가 없다가 1990년대 후반부터 점차 상향 조정되기 시작한다. S&P사는 두 차례 상향 조정을 거쳐 2005년 2월에 AA- 등급을 부여하였으며, 무디스 사는 2002년 10월에 대폭 상향 조정하여 최고 등급인 Aaa 등급을 부여하였다.²⁷⁾ 그러나 2006년 동유럽

27) 무디스는 이와 같은 대폭적인 상향 조정에 대한 이유로 국가신용등급 평가체계 개선, 정부에 대한 신뢰, 1990년대 이후 안정적인 민간 및 공공외채 규모, 변동환율제 유지 등을 제시하였다. Moody's Rating Action(2002. 10. 20).

그림 4-3. 1990년대 이후 아이슬란드의 신용등급 추이



주: 외화표시 장기국채 등급 기준.
 자료: 국제금융센터(KCIF); 각 신용평가기관 홈페이지.

외환위기를 계기로 아이슬란드 신용등급은 하향 조정되기 시작한다. 2000년대 들어 견조한 경제성장에 힘입어 유로화 및 엔화 트레이드 자금이 아이슬란드로 대규모 유입되었는데, 이로 인해 통화 가치가 급격히 절상되었고 경상수지 적자규모는 늘어났다. 이러한 상황에서 2006년 유럽과 일본의 통화긴축으로 해외자본이 급격히 이탈하면서 아이슬란드는 외환위기에 봉착하게 된다. 이에 따라 S&P와 피치가 아이슬란드의 국가신용등급을 한 단계씩 하향 조정한다. 이러한 상황은 글로벌 금융위기 전후 더욱 악화되어 2008년 10월, 아이슬란드는 IMF에 구제금융을 신청하기에 이른다. 2007년 말을 기준으로 아이슬란드의 대외부채는 GDP에 564.7%에 달했으며, 단기외채/외환보유액 비율은 1,563% 수준이었다. 이에 따라 3대 국제 신용평가기관들은 일제히 아이슬란드의 국가신용등급을 하향 조정하게 된다. 2006년에는 아이슬란드 국가신용등급에 대한 조정을 하지 않고 Aaa의 최고 등급을 유지하고 있던 무디스는 2008~09년 사이에 7단계를 강등시켜 Baa3 등급을 부여하였으며, S&P와 피치 사

도 BBB- 등급까지 조정한다. 피치 사는 2010년 1월에 영국과 네덜란드 정부와 아이스세이브(Icesave) 은행과 관련된 분쟁²⁸⁾을 해소하지 못할 경우 국제통화기금(IMF)의 지원이 지연될 것이라고 지적하면서 아이슬란드의 국가신용등급을 투자 부적격 등급인 BB+까지 한 차례 더 하향 조정했다가 2012년 2월에 다시 BBB- 등급으로 상향 조정한다. 2012년 11월 아이슬란드의 국가신용등급은 3대 국제 신용평가기관 모두에 BBB-(Baa3) 등급을 부여받았다.

나. 신용등급 결정요인

아이슬란드의 경제성장률은 분석기간 중 평균적으로 3.0%를 기록했다. 2008년 글로벌 금융위기 이전까지 평균보다 약 2% 이상의 높은 성장세를 유지하였다. 그러나 금융위기 이후 성장률이 큰 폭으로 하락했다. 한편 1인당 국민소득은 2006년 동유럽 금융위기 전까지 지속적으로 상승했다. 그러나 1인당 국민소득도 2007년 이후 급속히 하락했다. 금융위기 이후 경제성장률과 1인당 국민소득의 하락은 신용등급을 하락시키는 요인으로 작용했다.

아이슬란드의 물가상승률은 분석기간 중 평균 4.7%를 기록했다. 2000년대 이전까지는 비교적 안정적인 물가상승률을 유지했으나, 높은 성장률을 기록한 2000년대 초반에 물가상승률이 상승하기 시작했다. 2006년

28) 아이슬란드의 은행 아이스세이브(Icesave)의 파산이 영국 및 네덜란드 예금주들에게 손실을 가져오자 영국과 네덜란드 정부는 이를 대신 변제해 주었으나, 이후 아이슬란드 정부에 피해규모인 53억 달러를 갚으라고 압력을 넣기 시작했다. 그러나 이러한 외국인 예금 상황 법안은 아이슬란드 국민투표에서 부결되면서 IMF 2차 구제금융 지원이 지연될 가능성이 있다고 지적받았다.

동유럽 금융위기의 이후 금융불안이 야기되어 물가상승률이 높아졌다. 글로벌 금융위기 이후 통화완화로 인한 물가상승이 나타났고, 결국 금융 불안으로 인한 물가상승은 신용등급을 낮추는 역할을 하였다.

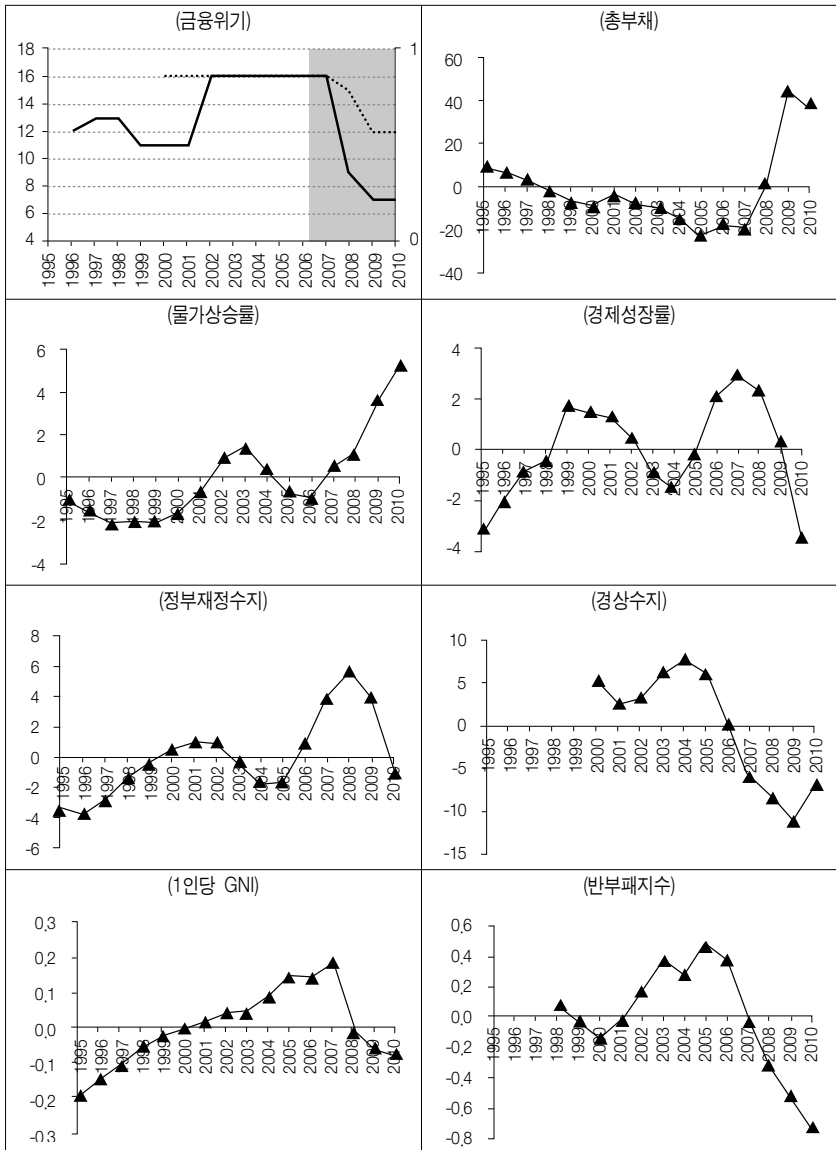
아이슬란드의 재정수지는 평균적으로 0.7%의 적자를 기록했다. 분석 기간 중 정부의 재정수지는 거의 균형수준을 유지하였다. 한편 아이슬란드의 경상수지는 GDP 대비 평균적으로 10% 수준의 적자를 기록했다. 2006년 동유럽 금융위기 이전까지는 GDP 대비 4~6% 수준의 재정적자를 기록해 안정적인 수준이었으나, 2006년 이후 급속히 악화되었으며, 2008년 글로벌 금융위기 이후 그 규모가 GDP 대비 20% 이상 되기도 하였다. 따라서 빠른 속도로 경상수지가 악화된 것이 신용등급을 낮추는 요인으로 작용했다.

아이슬란드의 반부패지수는 평균 9.2점으로 세계 최고 수준의 투명성을 보이고 있다. 2006년 이후 반복된 금융위기로 인해 반부패지수가 하락했다. 그러나 그 하락폭이 크지 않아 반부패지수의 변동폭은 매우 적었으며, 신용등급에 영향을 주기에는 높았다.

아이슬란드의 국가채무는 2006년 동유럽 금융위기 이전까지는 지속적으로 하락했다. 분석기간 중 아이슬란드의 GDP 대비 국가채무 비율은 평균적으로 42%였는데, 2005년에는 이보다 23%가량 낮은 수준으로 20%수준이었다. 그러나 금융위기를 지나면서 국가채무 규모가 큰 폭 상승했다. 특히 2009년은 한 해 동안 추가로 발행된 국채량이 GDP 대비 약 42% 규모로 2008년 대비해서 GDP 대비 국가채무 규모가 2배가량 늘어났다. 결국 빠른 국가채무 규모의 확대가 신용등급의 추락을 야기했다.

로짓모형의 계수를 고려할 때, 2006년 이후 아이슬란드 신용등급의 하

그림 4-4. 아이슬란드 신용등급 결정요인 추이



주: (금융위기)의 신용등급 실치치(무디스 기준)는 실선, 예측치(무디스 기준, 총부채 모델)는 점선으로 표기하였으며, 금융위기 관련 연도는 회색막대 표시임. (금융위기) 이외의 관련 변수 수치는 모두 평균치를 제외한 조정치임. 평균치는 [표 3-17] 참고.

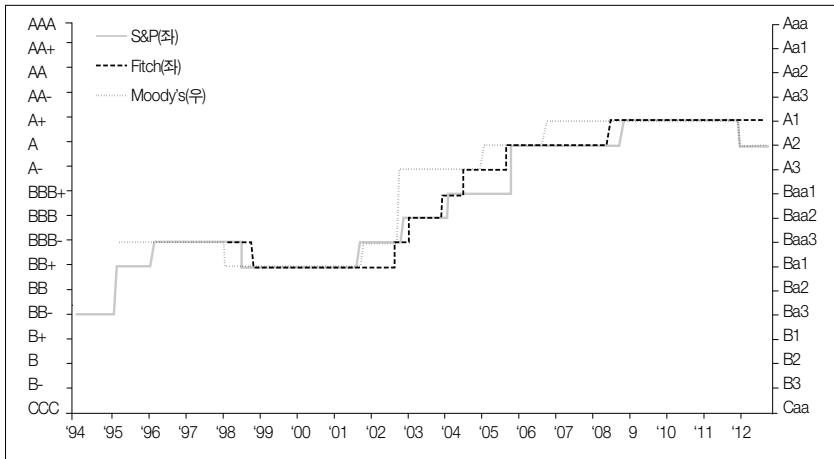
락에 가장 영향을 크게 미친 것이 국가채무 증가이다. 2009년에 급증한 국가채무는 신용등급의 추락을 가져왔다. 무디스 사 이외 신용평가사들은 2009년 이전에 신용등급을 조정하였는데, 이에 크게 영향을 준 변수들은 1인당 국민소득의 하락, 금융위기의 영향과 경상수지 악화 등이며, 나열한 순서는 영향의 정도가 큰 변수부터 작은 변수이다. 정리하면, 아이슬란드는 금융위기 이전에는 국가채무 수준을 적절히 운영하고 있었으나, 큰 폭의 적자를 기록하면서 신용등급이 급락했다.

3. 슬로바키아

가. 신용등급 동향

슬로바키아의 국가신용등급은 S&P가 1994년 2월 가장 먼저 부여하기 시작한다. 당시 S&P사는 투자 부적격 등급인 BB- 등급을 부여했다. 그러나 점차 상향 조정하여 BBB- 등급을 부여하였으며, 이후 신용등급을 부여하기 시작한 무디스사와 피치사도 이에 따라 BBB-(Baa3) 등급으로 신용등급 평가를 시작하였다. 1990년대 후반 쌍둥이 적자와 높은 단기외채 비율을 이유로 3사는 슬로바키아의 국가신용등급을 한 단계 낮추었으나, 이후에는 BB+(Ba1) 등급 수준에서 2002년까지 유지했다. 2000년대 들어 슬로바키아의 국가신용등급은 점차 상향 조정되기 시작했다. 슬로바키아의 국가신용등급은 2001년부터 2009년까지 지속적으로 상향 조정되어 A+(A1) 등급 수준까지 상승한다. 슬로바키아의 신용도가 빠르게 개선된 데에는 EU 및 유로통화지역 가입을 앞두고 경제구조 개선이

그림 4-5. 1990년대 이후 슬로바키아의 신용등급 추이



주: 외화표시 장기국채 등급 기준.

자료: 국제금융센터(KCIF); 각 신용평가기관 홈페이지.

빠르게 이루어진 데에 대한 긍정적인 평가가 배경으로 작용했다. 특히 무디스는 2002년 11월, 슬로바키아가 EU에 편입되면 외국인 직접투자 자금이 대규모 유입될 것이라고 평가하면서 슬로바키아의 신용등급을 한번에 3단계 상향 조정하기도 했다. 또한 슬로바키아의 재정적자 규모는 2002년 GDP의 8.2%에서 2003년 2.8%로 빠르게 줄어들었고, 정부부채도 2000년 GDP의 50.3%를 기록한 이후 줄어들었다. 이러한 경제구조 개선에 따라 3대 국제 신용평가기관은 슬로바키아의 국가신용등급을 지속적으로 상향 조정했으나, 최근 유럽 재정위기를 계기로 S&P와 무디스가 한 단계씩 하향 조정하였다. 2012년 11월 현재 슬로바키아의 국가신용등급은 A(A2)~A+ 등급 수준이다.

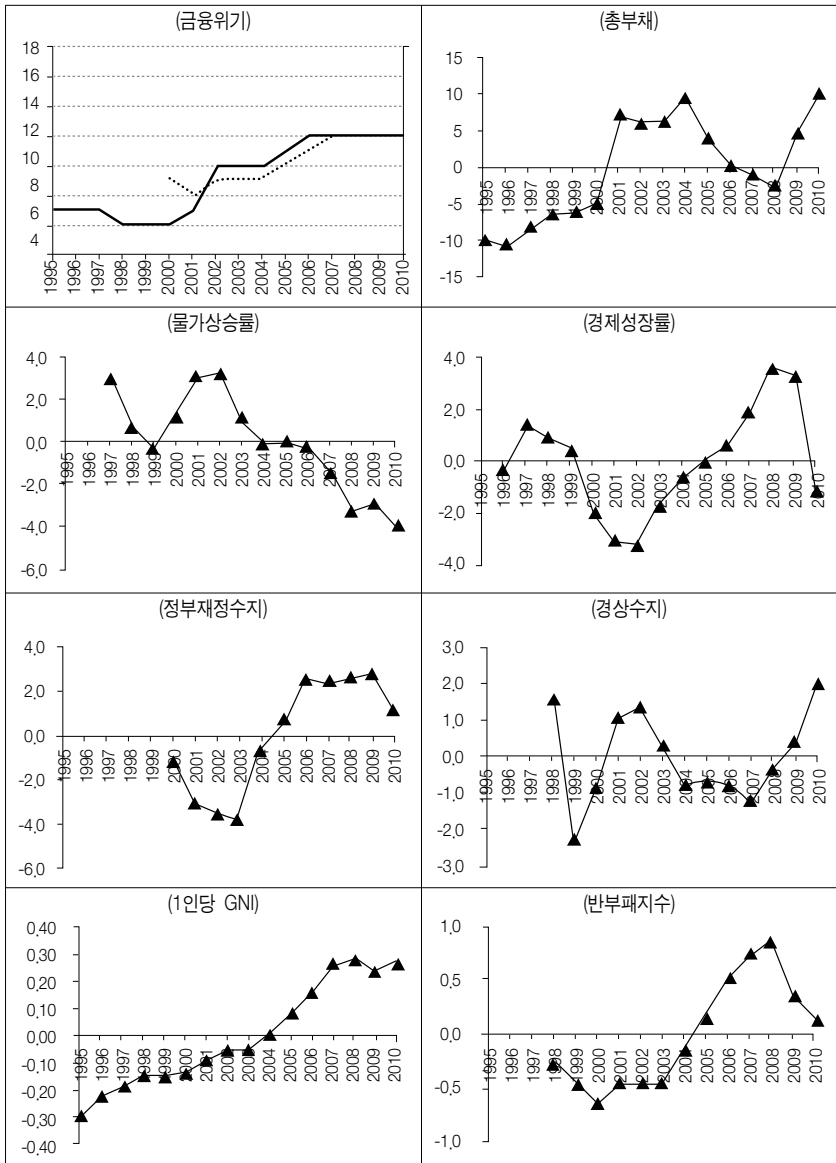
나. 신용등급 결정요인

슬로바키아의 경제성장률은 2002년 이후 지속적으로 상승했으며, 1인당 국민소득도 지속적으로 상승하고 있다. 분석기간 중 슬로바키아의 경제성장률의 평균은 4.5%였으며, 글로벌 금융위기 2000년대 초반 IT 버블 붕괴로 인한 세계경기 침체로 성장률이 1%대에 머물렀으나, 이후 지속적으로 회복하여 금융위기 직전에 8%대의 높은 성장률을 보였다. 글로벌 금융위기 이후에도 높은 성장률을 유지했으나, 유럽 재정위기의 여파로 최근 급락했다. 1인당 국민소득은 안정적인 증가 추세를 유지하고 있으며, 금융위기로 2009년에 소폭 하락하기도 했으나, 낮은 GDP 성장률에도 불구하고 2010년에도 증가했다. 지속적인 성장률 증가와 국민소득 증대가 신용등급 상황 조정에 도움을 주었다.

분석기간 중 슬로바키아의 평균 물가상승률은 5.5%였으나, 2000년대 이후 지속적으로 감소하고 있다. 경제성장률 상승에도 불구하고 유로존 가입 논의가 지속되면서 금융안정을 이루었고, 물가가 안정되면서 점차 물가상승률 수준이 유로지역의 다른 나라들 수준과 비슷하게 내려가고 있다. 2008년 글로벌 금융위기로 인해서 세계경기 위축과 신용경색 지속으로 물가상승률은 더 내려갔다. 물가안정은 신용평가에 긍정적인 요인으로 작용했다.

슬로바키아의 재정수지와 경상수지는 분석기간 중 평균적으로 각각 GDP 대비 5.5%와 5.9%의 적자를 기록했다. 그러나 재정적자 수준은 2000년대 들어와서 지속적으로 개선되었으며, 2006년 이후 2009년까지는 유럽에서 적정한 수준(SGP 권고 수준)으로 말하는 GDP 대비 3%이내에 머물렀다. 그러나 유럽 재정위기로 인해 경기하락 압력이 강해지면

그림 4-6. 슬로바키아 신용등급 결정요인 추이



주: (금융위기)의 신용등급 실측치(무디스 기준)는 실선, 예측치(무디스 기준, 총부채 모델)는 점선으로 표기하였으며, 금융위기 관련 연도는 회색막대 표시임. (금융위기) 이외의 관련 변수 수치는 모두 평균치를 제외한 조정치임. 평균치는 [표 3-17] 참고.

서 2010년에는 3%를 초과했다. 경상적자는 GDP 대비 5~6%대를 유지하다가 2010년 들어와서는 4% 미만으로 하락했다. 재정적자는 지속적으로 개선되었다고 볼 수 있으나, 경상적자는 변동폭은 적으나 지속적인 적자를 기록했다. 따라서 재정수지와 경상수지가 신용등급 개선에 큰 역할을 하지는 않은 것으로 보인다.

슬로바키아의 반부패지수의 평균은 4.1로 다른 유로존 국가들에 비해서 낮은 편이다. 반부패지수가 2008년까지 지속적으로 개선되었으나, 그 개선폭은 8년 동안 1.5점으로 미미했다. 가장 높았던 2008년에도 5점을 넘지 못하였다. 따라서 정부의 투명도 제고 노력이 신용등급을 향상시키는 데 큰 역할을 했다고 보기 힘들다.

슬로바키아의 국가채무는 분석기간 중 평균 28.8%로 안정적인 수준이었다. 2000년대 초반 재정적자가 심화되면서 40% 근방까지 상승하기도 했으나, 이후 개선되었다. 2009년 이후 국가채무가 다시 증가하였는데, 2010년에는 GDP 대비 국가채무 비율이 39%대로 상승했다. 그러나 분석기간 중 국가채무의 변동이 크지 않아서 신용등급에는 큰 영향을 주지 못했다.

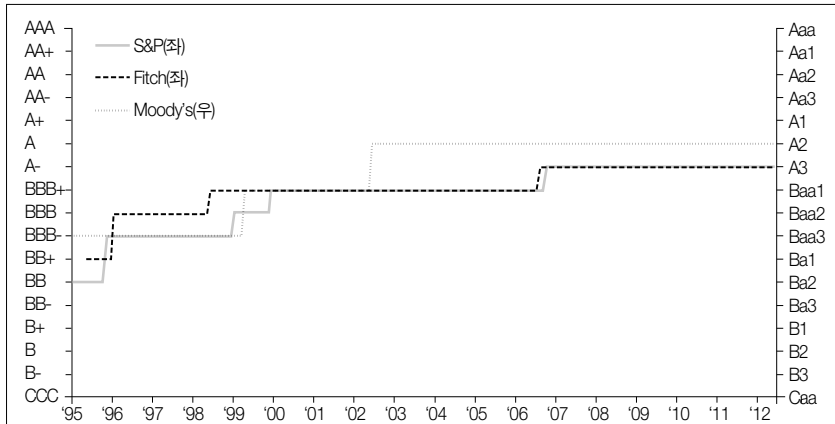
로짓모형의 계수를 고려하면 신용등급의 변동에 가장 영향을 준 변수는 1인당 국민소득의 지속적인 상승이다. 2000년대 초반에는 국가채무 변수가 영향을 거의 주지 못했으나, 2004년 이후 국가채무 개선이 신용등급을 향상시킨 원인 중 두 번째로 영향이 컸다. 이외의 변수로는 물가 상승률의 하락이 소폭이지만 신용등급 개선에 영향을 주었다. 한편 분석기간 중에 슬로바키아에는 금융위기가 한 번도 기록되지 않고 있어, 신용등급의 상승에 영향을 준 것으로 보인다.

4. 폴란드

가. 신용등급 동향

폴란드의 국가신용등급은 S&P사와 무디스 사가 1995년 6월 가장 먼저 부여하였는데, 당시 S&P사는 투자 부적격 등급인 BB 등급을, 무디스사는 Baa3 등급을 부여한다. 이어서 1995년 10월부터 폴란드에 대한 신용등급 평가를 시작한 피치 사는 그 중간인 BB+ 등급을 부여한다. 이후 폴란드의 국가신용등급은 점차 상향 조정된다. 각 신용평가기관은 폴란드가 성장세를 지속하면서 물가를 안정적으로 유지하는 등 중·동유럽(CEE: Central and Eastern Europe) 국가 중에서 가장 양호한 경제 펀더멘털을 가졌다고 평가하였다. 특히 무디스 사는 슬로바키아와 마찬가지로 EU 가입을 앞둔 2002년 11월 폴란드의 국가신용등급을 2단계 상향 조정하여 A2 등급을 부여하였다. S&P사와 피치 사는 2007년에 폴란드의 신

그림 4-7. 1990년대 이후 폴란드의 신용등급 추이



주: 외화표시 장기국채 등급 기준.

자료: 국제금융센터(KCIF); 각 신용평가기관 홈페이지.

용등급을 한 단계씩 상향 조정하는데, 그 이유로 양호한 경제 상황과 대외부채의 감소, 재정적자 감축 등을 들고 있다. 또한 안정적인 외국인 직접투자(FDI) 자금의 유입도 긍정적 평가의 요인으로 지적했다. 폴란드의 경상수지 적자규모는 GDP의 2% 이하로 2003년 이후 외국인 직접투자 자금의 유입규모가 이를 상회하는 것으로 나타났다. 3대 신용평가기관은 폴란드에 대한 국가신용등급 평가를 2007년 이후 하고 있지 않으며, 2012년 11월 현재 폴란드의 신용등급은 A~A2 등급 수준이다.

나. 신용등급 결정요인

폴란드는 분석기간 동안 평균적으로 4.6%의 경제성장률을 보였다. 1인당 국민소득도 지속적으로 증가하였다. 2000년대 초반에 경제성장률이 2%대 초반으로 하락하기도 하였으나, 2004년 이후 지속적으로 증가하여 금융위기 이후에도 높은 성장률을 보였다. 2010년 들어와서 성장률이 감소하였으나, 여전히 4%대의 높은 성장세를 유지하고 있다. 따라서 1인당 국민소득이 지속적으로 증가하였다. 폴란드는 유럽지역 국가 중에서도 보기 드물게 높은 성장세를 유지하고 있으며, 1인당 국민소득이 꾸준히 개선되고 있어 신용등급도 지속적으로 상승했다.

폴란드는 1995년부터 1997년까지 그리고 1999년에 금융위기가 기록되는 등 금융불안이 심했다. 따라서 분석기간 평균 물가상승률이 7.0%로 매우 높았으며, 1990년대 말에는 이보다도 높은 최고 연간 30%대의 물가상승률을 기록했다. 1999년까지 연간 물가상승률이 10%대에 머물렀다. 그러나 2000년대 들어와서 2008년 글로벌 금융위기 당시를 제외하면 금융위기가 재발하지 않았다. 그러므로 금융상황도 안정적이어서 물가상

승률이 빠르게 하락했다. 금융위기의 영향에서 벗어나면서 금융안정을 이뤄 물가가 안정되어서 신용등급이 향상되었다.

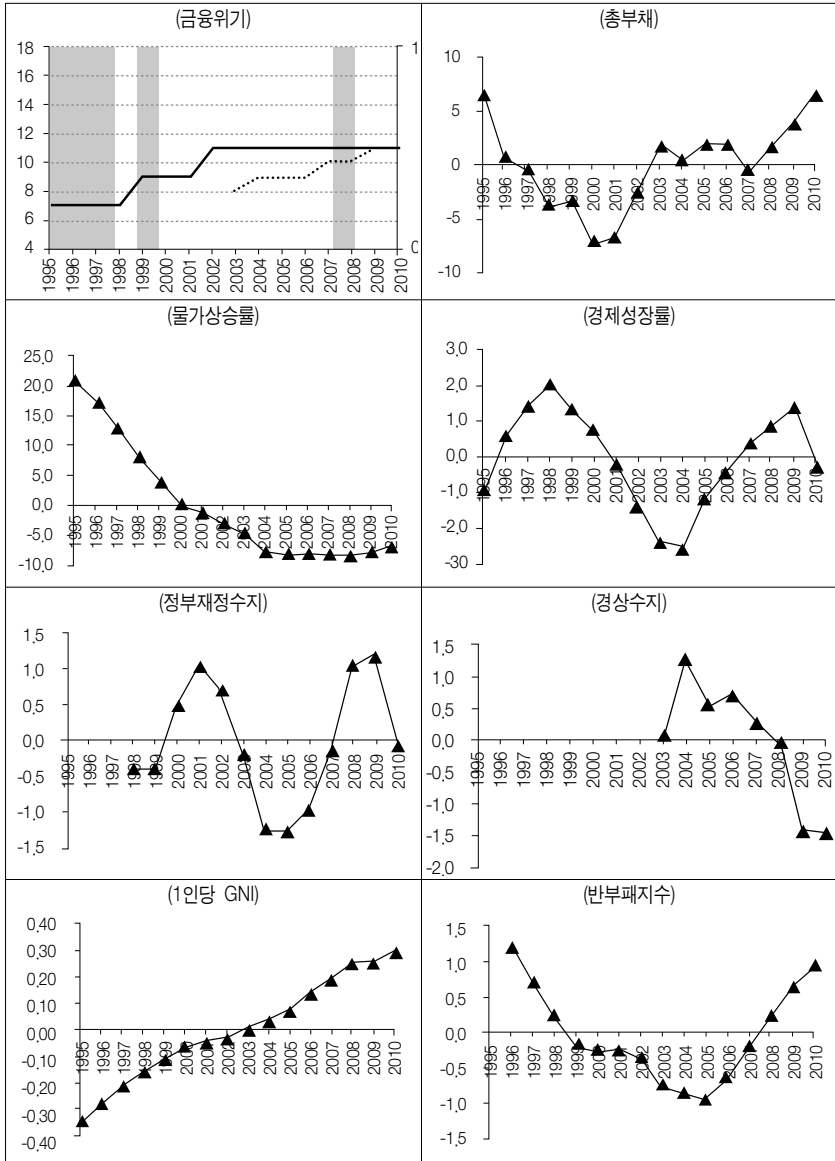
폴란드의 재정수지와 경상수지는 분석기간 동안 평균 GDP 대비 각각 4.6%와 4.3%의 적자를 기록했다. 분석기간 동안 지속적으로 재정적자를 기록했으나, 그 변동폭은 3% 미만으로 크지 않았다. 특히 2000년대 초반에는 4% 미만의 적자를 기록했다. 경상적자의 변동폭도 크지 않았으나, 2008년 이후에 적자폭이 소폭 상승했다. 재정수지와 경상수지의 변동폭이 크지 않아서 신용등급의 변동에 큰 영향을 미치지지는 않았다.

폴란드의 반부패지수의 평균은 4.3점으로 유럽의 국가들과 비교할 때 낮은 수준이다. 반부패지수는 2000년대 중반까지 꾸준히 하락하였으나, 2006년 이후 상승 전환했다. 금융위기 이후에도 이 지수가 지속적으로 상승했다. 한편 지수의 변동폭은 크지 않아 신용등급 변동에 영향을 주지 않았다.

폴란드의 GDP 대비 국가채무 비율은 분석기간 동안 평균 43%였다. 1995년 이후 금융위기를 겪으면서도 국가채무는 꾸준히 하락했으나, 2000년대 확장적인 재정정책을 시행하면서 다시 증가하였다. 2008년 글로벌 금융위기 이전까지 국가채무 수준은 안정적으로 운영되었으나, 2008년 이후 규모가 증대되었다. 한편 국가채무의 변동폭이 크지 않아 신용등급의 변동에는 큰 영향을 주지 않았다.

로짓모형의 추정계수를 감안할 때, 폴란드의 신용등급 향상에 영향을 준 요인 중 가장 큰 것은 1999년 이후 금융위기가 재발하지 않은 것이었다. 누적효과로는 1인당 국민소득이 꾸준히 개선되어 그 효과가 신용등급 상승으로 이어졌다. 위의 두 변수보다는 영향을 적게 주었으나, 물가

그림 4-8. 폴란드 신용등급 결정요인 추이



주: (금융위기)의 신용등급 실측치(무디스 기준)는 실선, 예측치(무디스 기준, 총부채 모델)는 점선으로 표기하였으며, 금융위기 관련 연도는 회색막대 표시임. (금융위기) 이외의 관련 변수 수치는 모두 평균치를 제외한 조정치임. 평균치는 [표 3-17] 참고.

가 안정된 효과도 신용등급을 상승시키는 데 일조했다. 정부의 재정적자나 국가채무 등 이외의 변수들은 그 변동폭이 크지 않아 큰 영향을 주지 못했다.

5. 요약

신용등급이 하락한 두 국가들의 경우 국가채무의 증가가 신용등급에 크게 부정적인 영향을 주었으나, 신용등급이 상승한 두 국가들의 경우는 국가채무가 영향력이 크지 않았다. 신용등급이 상승하는 경우는 국가채무 조달비용도 하락하기 때문에 점진적으로 채무가 증가하는 경우가 있었으나, 신용등급의 변동을 야기할 정도로 빠른 변동은 아니었다. 반면에 신용등급이 하락하는 경우에는 금융위기로 인해 경기하강 압력이 커서 재정적자가 급속히 증가하면서 국가채무도 급격히 증가해 추가적으로 신용등급이 강등되는 결과를 야기했다. 제3장에서의 분석 결과 신용등급이 올라갈 때와 내려갈 때 국가채무의 증가속도가 다른 것을 사례에서도 확인할 수 있었다. 슬로바키아, 폴란드, 그리스 등은 유로존에 가입하면서 국제통화를 갖은 국가의 지위를 얻으면서 신용등급에 긍정적인 영향이 있었다.

제5장 우리나라 신용등급과 부채관리에의 시사점

1. 우리나라 사례분석
2. 우리나라 국가채무 관리에의 시사점



이 장에서는 OECD 국가들의 신용등급 변동요인 분석과 사례분석을 통해서 얻을 수 있는 시사점을 제시하도록 한다. 한편 우리나라도 신용등급 변동이 큰 국가들 중 하나이므로 우리나라의 신용등급 변동사례를 먼저 분석한다. 사례분석과 앞선 장의 분석내용을 통해서 우리나라에 대한 신용평가의 역사 및 현황을 파악하고, 이를 유지·향상시킬 수 있는 방안을 제시한다.

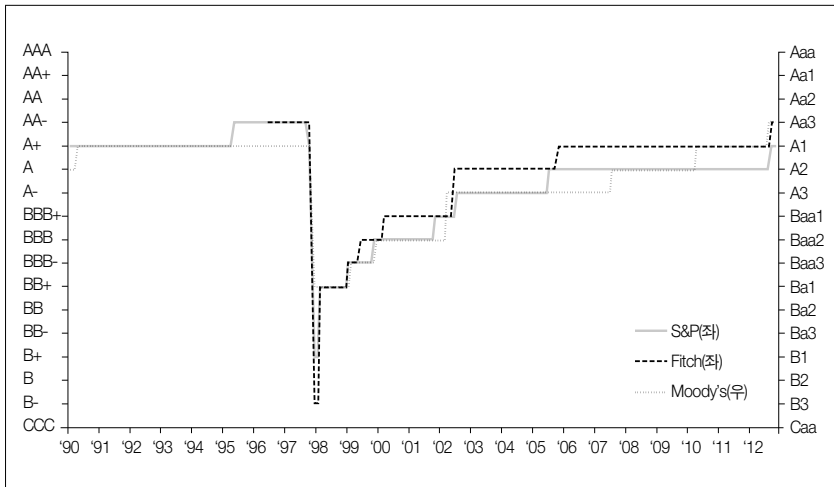
1. 우리나라 사례분석

가. 신용등급 동향

우리나라 국채에 대한 신용등급은 1986년 11월 무디스 사가 맨 처음 부여했는데, 장기 외국통화표시 국채에 대해 A2 등급을 부여하였다. 뒤 이어 S&P는 1988년 10월에 한 단계 높은 A+ 등급을 부여하며 우리나라의 신용등급을 평가하기 시작했다. 1990년대 들어 무디스 사는 우리나라 신용등급을 한 단계 상향 조정한 후 1990년대 말까지 동일한 등급을 유지하였으며, S&P사는 1995년 5월에 한 단계 상향 조정한다. 1996년 6월부터 우리나라 신용등급에 대한 평가를 시작한 피치 사는 우리나라 신용등급을 당시 S&P사가 부여하던 등급과 같은 AA- 등급으로 부여했다.

그러나 1997년 동아시아 외환위기를 계기로 우리나라의 신용등급은 급격히 하향 조정된다. 태국 등 동남아 국가의 금융기관 부도와 환율급등으로 시작된 위기가 확산되면서 해외투자자들은 대규모 자본회수에 나섰고, 우리나라는 심각한 외화유동성 부족에 직면하게 되었다. 1997년 10

그림 5-1. 1990년대 이후 우리나라 국가신용등급 추이



주: 외화표시 장기국채 등급 기준.

자료: 국제금융센터(KCIF); 각 신용평가기관 홈페이지.

월 S&P사가 가장 먼저 우리나라 국가신용등급을 하향 조정하기 시작했다. 결국 우리나라는 1997년 11월에 IMF 구제금융을 신청하게 되었고, 11~12월 사이 3대 국제신용평가기관들은 일제히 우리나라 신용등급을 급격히 하향 조정한다. 우리나라의 신용등급은 불과 두 달 만에 A1~AA-등급에서 B-(Ba1)~B+ 등급까지 8~9단계씩 하락한다. 1997년 12월 IMF 구제금융 지원을 받은 후 우리나라는 그에 따른 경제구조개혁을 단행하게 된다. 이러한 개혁에 대한 긍정적인 평가로 각 신용평가기관들은 우리나라의 신용등급을 다시 상향 조정하기 시작하여 우리나라 국가신용등급은 2002년까지 A-(A3)~A 등급 수준까지 회복된다. 그러나 이는 외환위기 이전보다는 낮은 수준이었고, 이후 상당기간 유지된다.

2000년대 중반 이후 3대 국제신용평가기관은 우리나라의 신용등급을 서서히 상향 조정한다. 그 이유로 우수한 경제성장 전망과 낮은 실업률,

물가안정성 등 건실한 경제 펀더멘털을 들었다. 2008년 글로벌 금융위기 이후 미국, 프랑스 등 선진국의 신용등급 하향 조정이 이루어지는 가운데에도 우리나라 신용등급은 상향 조정된다. 유럽 재정위기로 재정건전성이 신용등급 평가의 주요 요인으로 부각되면서 상대적으로 건전한 재정 상황이 긍정적인 평가를 받게 된 것이다. 또한 이전에 비해 북한 관련 지정학적 위험은 낮은 것으로 평가받으면서 S&P사와 피치 사는 2012년 9월 우리나라 신용등급을 외환위기 이전 수준인 A+와 AA-까지 상향 조정한다. 무디스 사의 경우에는 2012년 8월 Aa3 등급을 부여했는데, 이는 외환위기 이전보다도 높은 사상 최고 수준이다.

나. 신용등급 결정요인

우리나라의 경제성장률은 1995년부터 2010년까지 평균 4.8%를 기록하였다. 한편 1인당 국민소득은 지속적으로 상승해 현재 2만 달러를 넘어섰다. 분석기간 동안 우리나라에는 크게 두 번의 위기가 도래했다고 할 수 있다. 한 번은 1997년 말에 닥친 외환위기이며, 두 번째는 2008년 글로벌 금융위기라고 할 수 있다. 두 번의 큰 충격으로 우리나라의 경제성장률이 하락했다. 또한 2003년에 카드 사태로 인해서 내수가 침체되어 두 번의 충격만큼은 아니지만 성장률이 하락하였다. 한편 1인당 국민소득은 해당기간 중 연간으로 봤을 때 1998년과 2009년을 제외하고는 지속적으로 상승했다. 경제성장률은 부침을 보였으나 두 번의 위기간을 제외하면 원화강세 지속과 ‘+’성장의 지속으로 1인당 국민소득이 지속적으로 상승했다. 기간 중 전반적인 경제성장률의 부침현상으로 인해 경제성장률이 국가신용등급에 영향을 미쳤다고 판단하기는 어려우나, 1인당

국민소득의 지속적인 상승은 국가신용등급의 향상에 큰 도움이 되었다.

우리나라의 물가상승률은 해당기간 연간 평균 3.4%를 기록했다. 1997년 외환위기 당시 원화약세의 영향으로 수입물가가 폭등하여 물가상승세가 가속되었으며, 2008년 리먼 브라더스 사 파산 이전까지는 확대된 유동성으로 인해서 국제상품가격이 큰 폭으로 상승하여 수입물가 불안이 물가상승률을 높였다. 두 번의 물가상승 기간을 제외하면 우리나라의 물가상승률은 3% 내외로 안정적이었다. 한국은행은 외환위기 이후 물가관리를 정책목표로 설정하였다. 한국은행은 때때로 목표 물가지수를 소비자물가에서 근원소비자물가로, 다시 소비자물가로 교체하기도 하였으며, 통화정책의 기준금리를 콜금리에서 RP7일물금리로 교체하였다. 외환위기 이후 물가관리 목표제도의 시행은 대체로 물가를 정책목표 안에서 움직이도록 했다. 결국 소비자물가는 이미 안정되어 있었으므로 물가안정이 신용등급에 미치는 영향은 2000년 이후 미미했다.

우리나라의 재정수지와 경상수지는 해당기간 동안 GDP 대비 각각 1.9%와 2.3%의 흑자를 유지했다. 재정수지는 2005년 이후 평균 흑자폭을 하회하였으나, 3년 이동평균 값으로 판단할 때는 재정수지가 큰 폭으로 악화되어 적자를 기록한 기간은 없었다. 3년 이동평균의 최저값과 최고값을 비교해 보면 2.8%에 불과하여 재정수지 변동폭도 적었다. 경상수지 또한 3년 이동평균 기준으로 볼 때 외환위기 이후 흑자를 지속했다. 외환위기 이후 환율의 장기적인 강세 추세로 인해 2008년 금융위기까지 경상 흑자폭은 전반적으로 하락했다. 다만 글로벌 금융위기 이후 흑자폭이 다시 확대되었다. 재정흑자와 경상흑자의 지속은 국가 재정상황의 위험요인이 없다는 것을 의미하지만, 그 변동폭이 크지 않아 신용등급을 상승시킨 주된 요인이

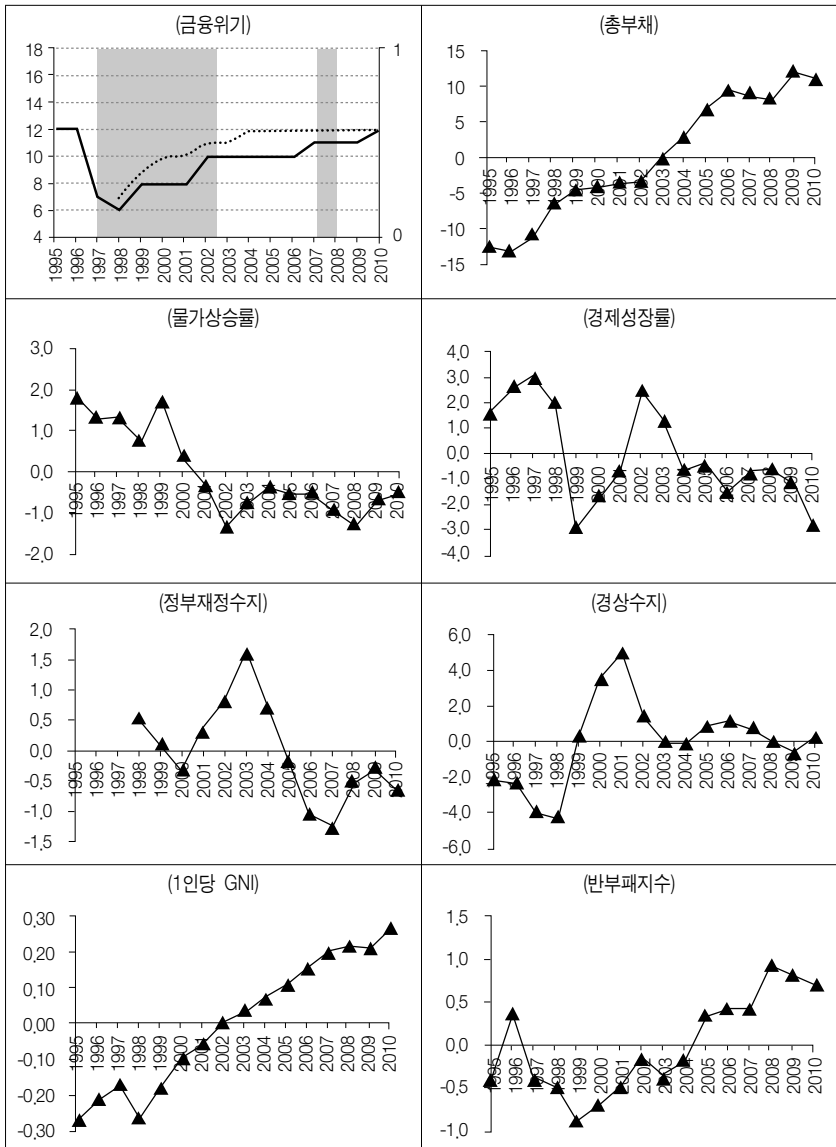
라고 말하긴 어렵다. 다만 외환위기 이후 경상수지가 흑자로 전환한 것은 2000년대 초반의 우리나라 신용등급 향상에 도움을 주었다.

우리나라의 반부패지수는 평균적으로 4.5점을 기록했다. 외환위기 중 우리나라의 금융시스템 부실 등이 제도의 미미 혹은 정부의 부패 수준이 높은 것으로 받아들여져 평균보다 약 0.9점 아래까지 하락했다. 경제가 점차 회복하고 강력한 구조조정이 단행되면서 반부패지수 또한 상승해 현재 우리나라 반부패지수는 5.22점을 기록하고 있다. 반부패지수의 상승이 우리나라의 신용등급을 향상시키는 데 도움을 주었으나, 그 영향의 크기는 미미했다.

우리나라의 GDP 대비 국가채무 비율은 평균 20.9%였다. 외환위기를 맞아 구제금융을 받고 세수가 약화되어 국가채무가 증가했다. 그 이후 우리나라에 대한 신인도가 지속적으로 회복되면서 국가채무가 점진적으로 상승했다. 현시 우리나라의 GDP 대비 국가채무 비율은 30%대를 유지하고 있다. 국가채무가 충격에 의해서 증가한 것이 아니고 점진적으로 증가했기 때문에 국가신용등급에 부정적인 영향은 크지 않았다.

제3장의 로짓모형 분석 결과의 계수를 고려하면, 우리나라의 신용등급 상승의 주요한 원인은 1인당 국민소득의 상승에 있다. 또한 외환위기 및 금융위기의 영향이 적어지면서 신용등급도 상승했다. 2000년대 초반의 신용등급 향상에는 경상수지의 개선이 1인당 국민소득에 이어 두 번째로 큰 영향을 미쳤다. 2000년대 후반기에서도 1인당 국민소득의 향상이 큰 영향을 주고 있다. 그러나 다른 변수들이 큰 영향을 미쳤다고 판단하기 힘들다.

그림 5-2. 우리나라 신용등급 결정요인 추이



주: (금융위기)의 신용등급 실측치(무디스 기준)는 실선, 예측치(무디스 기준, 총부채 모델)는 점선으로 표기하였으며, 금융위기 관련 연도는 회색막대 표시임. (금융위기) 이외의 관련 변수 수치는 모두 평균치를 제외한 조정치임. 평균치는 [표 3-17] 참고.

2. 우리나라 국가채무 관리에의 시사점

앞의 분석과 사례연구들을 바탕으로 하여 국가신용등급을 유지·향상시키기 위한 방안을 언급한다. 국가채무관리의 목표는 중·장기적으로 국가채무의 공급을 용이하게 하여 재정정책을 원활히 하는 것이다. 그러나 국가신용등급을 강등시킨다면 향후 조달비용을 상승시켜 재정정책 시행에도 큰 부담이 될 것이다. 따라서 본 보고서에서 행한 분석을 기초로 하여 국가신용등급을 유지·향상시키는 데 유의해야 할 부채관리 방안을 살펴보겠다.

가. 부채 총량 관리

신용등급의 결정요인으로 국가채무의 총량은 매우 중요했다. 우리나라의 경우 외환위기 이후 신용등급이 지속적으로 상승했다. 제3장에서 신용등급 상승 시보다 하락 시 국가채무가 빨리 증가했으며, 제4장의 사례 분석을 통해서 신용등급이 상승한 국가(폴란드, 슬로바키아)는 국가채무의 증가에 큰 영향을 받지 않는 것으로 보았다. 우리나라도 분석기간 중 신용등급이 상승했고 부채증가 속도가 크지 않기 때문에 아직까지 신용등급에 큰 영향을 주지 않고 있다. 그러나 신용등급이 강등된 국가들(그리스, 아이슬란드)의 경우를 살펴보면, 경기침체 문제가 국가채무의 증가를 가져온다면 신용등급을 낮추는 가장 중요한 요인이 되었다. 제3장 분석의 결과에서도 선형패널 분석과 로짓모형 분석 결과 모두 총 국가채무의 관리가 신용등급 관리에 있어서 가장 중요한 변수 중 하나임을 나타냈다.

외환위기 이후 신용등급 상승의 원동력은 국가채무의 관리가 잘 되었기 때문일 것이다. 아이슬란드의 경우를 보면, 동유럽 금융위기의 파급 영향으로 경상수지가 악화된 것인 국가신용등급이 강등되는 첫 원인이 되었지만, 이후 국가채무가 빠르게 증가하면서 국가신용등급이 추가적으로 강등되어 위기 극복이 어려워졌다. 우리나라가 외환위기를 겪으면서도 국가신용등급을 향상시킬 수 있었던 것은, 아이슬란드와는 달리 국가채무 증가속도를 빠르지 않게 잘 관리해 경기회복과 더불어 위기를 탈출할 수 있었던 것이다.

따라서 거시경제에 부정적인 충격이 발생하여 재정지출을 늘려야 할 때는 대외수지 등 여건을 살펴보고 신용도를 유지하면서 조달 가능한 수준의 국가부채에 대해서 고려해야 할 것이다.

나. 외채 관리

국가채무를 조달하는 데 있어 외국인의 국채를 사는 것에 대해서는 주의해야 한다. 제3장의 분석 결과에 따르면, 추가되는 국가채무가 모두 외채로 조달된다면 국가채무가 국가 신용도에 미치는 영향이 더 커지게 된다. 일본의 경우를 살펴보면, 국가채무 수준은 GDP 대비 200% 수준이나 외채가 5% 수준에 불과하여 국가신용등급의 강등 효과가 적었다. 만약에 일본의 국가채무 중 외채 수준이 높았다면, 분석 결과에 따르면 국가채무가 국가신용등급에 미치는 영향이 더 커져서 신용등급의 강등폭이 더 커졌을 것이다.

따라서 국가부채를 늘려야 할 필요성이 있을 때, 국내 금융기관이나 투자자들에게 우선순위를 부여하여 국채를 발행함으로써 국가부채가 늘어나는

데 따르는 국가신용등급의 하락 효과를 최소화해야 할 것이다. 발행 시점에서의 자본시장의 상황을 면밀히 파악하여 국내 수요자의 존재 여부와 매수 희망가격 등을 조사한 후 발행을 결정하는 것도 좋은 방법으로 사료된다.

다. 외화부채 관리

다른 나라의 화폐로 국가채무를 발행한다면 통화불일치 문제가 발생하여 국가신인도에 더 크게 영향을 준다. 제3장 분석 결과에 따르면, 외화부채는 국가신용등급을 국가채무 총량의 증가보다 더 빨리 하락하게 한다. 금융위기와 같은 외부 충격이 발생한다면 외환시장에 유동성 문제가 발생하여 자국 화폐의 가치가 큰 폭으로 절하될 수 있다. 정부의 세금은 자국 화폐 단위로 매겨지기 때문에, 외화부채를 발행한 경우 부채에 비해서 수입이 큰 폭으로 평가절하된다. 대차대조표의 통화불일치 문제가 발생할 가능성까지 고려되어 외화부채가 국가신용등급에 미치는 영향이 자국통화 발행 부채에 비해서 높다.

따라서 국가채무를 조달하는 데 있어서 다른 나라의 통화로 채권을 발행할 경우 통화불일치 문제를 최소화하기 위해 발행 화폐로 된 자산을 보유하는 것이 바람직하다. 만약 다른 나라의 자산을 보유할 유인이 없다면, 그 나라 통화 단위로 부채를 발행하는 것은 통화불일치 문제를 발생시킨다는 점을 충분히 감안해야 한다.

라. 부채 증가속도 관리

부채의 증가속도가 지나치게 빠르게 되면 국가신용등급에도 부정적인

영향을 주게 된다. 아이슬란드의 경우 2009년에 부채 증가속도가 GDP 대비 42%에 달하면서 기존의 부채규모를 2배 가까이 늘렸고, 신용등급이 하락했다. 국가채무의 증가속도는 필요한 총 국가채무량을 적절히 예측하고 관리하면 충분히 조절할 수 있다.

따라서 조달계획을 세우는 데 있어서 보다 보수적인 전망을 기준으로 세수와 세출을 계획해야 할 것이다. 예측의 오차가 있기 때문에 경기예상의 리스크 요인이 커지면 세수를 확보되지 못하게 되고, 정부지출을 집행하기 위해서는 더 많은 규모의 국채를 발행할 수밖에 없다. 리스크 시나리오를 감안한 보수적인 세수전망을 바탕으로 국채발행량을 추정하여 국가채무를 큰 폭 늘려야 하는 위험을 제거해야 한다.

마. 원화 국제화 추진

소위 ‘원죄(Original Sin)’라고 불리는 국제통화 미보유는 국가신용등급을 결정하는 거의 모든 변수의 영향력을 크게 만들었다. 원화가 국제통화로서 성공적으로 거래될 수 있다고 가정한다면, 우리나라의 부채조달에서의 통화불일치 문제를 해소할 것이다. 다른 국가들이 원화를 소유하고 있다면, 원화 가치의 변동을 줄일 유인이 국내뿐 아니라 원화자산을 소유한 다른 국가 투자자들에게도 발생한다. 따라서 원화가치의 변동이 줄어들 수 있을 것이며, 경기변동에 우리나라의 신용등급이 급변하는 위험을 줄일 수 있을 것이다. 물론 통화를 국제화한다는 과제는 국제금융시장에서 여러 가지 제반 여건들이 충족되어 원화표시 자산이 거래되어야 한다는 점에서 장기적인 과제로 사료된다.

따라서 장기적으로 우리나라의 신용등급을 유지·향상시키기 위해서

는 원화 국제화를 추진해야 할 것이다. 우리나라는 신용등급이 이미 S&P사를 제외하고는 AA 등급 이상으로 평가받고 있다. 추가적으로 신용등급을 향상시키기 위해서 단순히 부채를 관리하는 수준에서 벗어나, 국제금융시장에서 우리나라의 위상을 높여야 한다. 또한 현재 우리나라 국채에 대한 해외수요가 존재하기 때문에 통화 국제화 전략을 추진할 만한 여건이 된다고 사료된다.

이상과 같이 본 보고서의 분석에 따라서 신용등급에 영향을 주는 것으로 판단된 총 국가채무의 양, 외채, 외화부채, 순총부채 등의 변수와 통화 국제화 여부에 대한 정책적 시사점을 제시하였다. 국가신용등급을 결정하는 주요 변수로는 금융위기의 여부, 1인당 국민소득, 경상수지, 재정수지 등이 있었다. 본 보고서의 관심 변수인 국가채무는 신용등급에 부정적인 영향을 주었다. 세부적으로 외채, 외화부채, 부채 증가속도 등도 신용등급에 영향을 주었다. 신용등급이 하락한 경우 국가채무의 증가속도가 빨랐으며, 그로 인해서 국가신용등급이 더 악화되는 사례를 보았다. 국제 통화를 보유한 국가는 국가신용등급을 결정하는 위에 열거한 요인들로부터 그렇지 않은 국가에 비해서 더 자유로웠다. 따라서 국가신용등급을 유지·향상시키기 위해서는 부채 총량 관리, 외국인 보유, 외화부채 발행, 발행규모 등에 유의해야 하며, 장기적으로 통화 국제화를 추진해야 할 것이다.

Ⅱ 참고문헌 Ⅱ

- 김병기 · 최호상. 2007. 『왜 우리는 AAA를 원하는가』. 삼성경제연구소.
- Afonso, Antonio, Pedro Gomes and Philipp Pother. 2011. “Short- and Long-run Determinants of Sovereign Debt Credit Ratings.” *International Journal of Finance and Economics*, 16, pp. 1-15.
- Ashok Vir Bhatia. 2002. “Sovereign Credit Ratings Methodology: An Evaluation.” IMF Working Paper, WP/02/170.
- BIS(Bank for International Settlements). 2010. “Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2010.”
- _____. 2011. “Interactions of Sovereign Debt Management with Monetary Conditions and Financial Stability: Lessons and Implications for Central Banks.” Committee on the Global Financial System Papers, 42.
- Bissoondoyal-Bheenick, E. 2005. “An Analysis of the Determinants of Sovereign Ratings.” *Global Finance Journal*, 15(3), pp. 251-280.
- Cantor R. Packer F. 1996. “Determinant and Impact of Sovereign Credit Ratings.” *Economic Policy Review*, 2, pp. 37-53.
- Depken C., C. LaFountain and R. Betters. 2007. “Corruption and Creditworthiness: Evidence from Sovereign Credit Ratings.” Working Papers, 0601. Department of Economics, University of Texas at Arlington.
- Fitch Ratings. 2011a. “New Sovereign Rating Model.”
- _____. 2011b. “Sovereign Rating Methodology.”
- Hilscher, J. and Yves Nosbusch. 2010. “Determinants of Sovereign Risk: Macroeconomic Fundamentals and the Pricing of Sovereign Debt.” *Review of Finance, European Finance Association*, 14(2), pp. 235-262.
- Mellios, Constantin and Eric Paget-Blanc. 2012. “Which Factors Determine Sovereign Credit Ratings?” *The European Journal of Finance*, 12(4),

pp. 361-377.

Moody's. 2008. "Sovereign Bond Ratings."

Reinhart, Camen M. and Kenneth S. Rogoff. 2009. "This Time It's Different: Eight Centuries of Financial Folly." Princeton: Princeton University Press.

Ruud, P. 1983. "Sufficient Conditions for Consistency of Maximum Likelihood Estimation Despite Misspecification of Distribution." *Econometrica*, 51, pp. 225-228

Standard and Poor's. 2011. "Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions."

[통계자료]

국제금융센터(KCIF). <http://www.kcif.or.kr>

Bloomberg Terminal.

Fitch Ratings. <http://www.fitchratings.com>

IMF(International Monetary Fund). *IFS(International Financial Statistics)*.

IMF(International Monetary Fund). *WEO(World Economic Outlook)*.

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/weodata/index.aspx>

IMF(International Monetary Fund). *IMF Lending Arrangements*.

<http://www.imf.org/external/np/fin/tad/extarr1.aspx>

Moody's. <http://www.moodys.com>

OECD(Organization for Economic Co-operation and Development).

<http://stats.oecd.org>

Standard and Poors. <http://www.standardandpoors.com>

Transparency International Corruption Perceptions Index 1980-2011.

World Bank. *WDI(World Development Indicators)*.

<http://data.worldbank.org/data-catalog/world-development-indicators>

Executive Summary

Effects of Government Debts on Sovereign Credit Rate

In Huh, Jiyoun An and Dayoung Yang

We analyze the relationship between the government debts and credit rates of OECD countries between 1995 to 2010.

In the chapter 2, we first summarize the OECD countries' credit rates history and the definition of sovereign credit rates. We also report the relation between the credit rates and macroeconomic variables. The credit rates drop quickly in case of downgrading, but they rise steadily otherwise. The countries with international currencies get the better credit rates but the credit rates are affected by the debts. The countries' credit rates drop when they get the bailout from IMF, they recover very slowly due to stigma effects. The countries which has the stable macroeconomic conditions have the better credit rates and the lower interest rates and CDS premiums.

In chapter 3, we analyze the how the OECD countries' credit rates are determined by using linear panel model and ordered logit model. We focus on the total debts, foreign debts, short-term debts, foreign currency debts, international currency status and difference between upgrading and downgrading. When the debts increase, the credit rates get down. The effect has magnified, if the debts are supplied by foreigners or foreign currencies. If the countries have the international currency, their credit rates are not sensitive to governments's debts and other determinants.

In Chapter 4, we look into the four countries' cases with the most volatile credit rates changes. In Greece and Iceland cases, their credit rates are down-

graded due to the sudden increase of debts. In Slovakia and Poland cases, the debts do not play as a key determinant in upgrading their credit rates. In every cases, the per capita income and the frequencies of financial crises are the main determinant of credit rates' changes.

In Chapter 5, we look into the credit rates history of Korea and how the determinants work in Korean credit rates' changes. We also suggest how to manage the government debts in terms of maintaining the desirable credit rates. The Korea's credit rates are upgraded during the global financial crisis due to diminishing the stigma effects from Asian currency crisis. The increase of per capita income and current account surpluses contribute the upgrading. We suggest to maintain governments debts, foreign debts, foreign currency debts and amounts of issuance in order to keep or improve the credit rates. And we also suggest to internationalize won.

KIEP 연구보고서 발간자료목록

- 2012년
 - 12-01 무역이 고용 및 부가가치에 미치는 영향 분석과 정책 시사점 / 최낙균 · 한진희
 - 12-02 DDA 협상 지연의 요인 분석과 국제적 대응방안 / 김준동 · 서진교 · 송백훈 · 안덕근
 - 12-03 한국 기발효 FTA의 경제적 효과 분석 / 배찬권 · 김정곤 · 금혜윤 · 장용준
 - 12-04 무역자유화 효과의 실증분석과 정책 대응: 소비자후생을 중심으로 / 서진교 · 정 철 · 이준원 · 정윤선
 - 12-05 경제개방과 R&D 정책의 상호작용에 대한 평가와 시사점 / 김영귀 · 김종덕 · 강준구 · 김혁황
 - 12-06 저탄소 녹색성장정책과 다자무역규범 간의 조화: 주요 쟁점과 정책 시사점 / Sherzod Shadikhodjaev · 서정민 · 김민성 · 이재형
 - 12-07 신기후변화체제하에서 한국의 대응전략: 새로운 감축-지원 통합 메커니즘의 모색 / 서정민 · 정지원 · 박혜리 · 조명환
 - 12-08 국가채무가 국가 신용도에 미치는 영향 분석 / 허 인 · 안지연 · 양다영
 - 12-09 글로벌 금융위기 이후 주요국 거시금융 정책의 평가와 시사점 / 이동은 · 편주현 · 양다영
 - 12-10 금융시장을 통한 효율적 환헤지 방안과 정책적 시사점 / 윤덕룡 · 박은선 · 강삼모
 - 12-11 대규모 외부충격(disasters)이 거시경제 및 금융시장에 미치는 영향 / 안지연 · 이동은 · 박영준 · 강은정
 - 12-12 유럽 재정위기의 원인과 유로존의 개혁과제 / 강유덕 · 김균태 · 오태현 · 이철원 · 이현진
 - 12-13 한·중·일 경제협약체 구상 / 이창재 · 방호경 · 나승권 · 이보람

- 12-14 최빈개도국 개발과제와 한국의 ODA 정책방향 /
권 울 · 정지원 · 정지선 · 이주영
- 12-15 G2 시대 일본의 대중(對中) 경제협력 현황과 시사점 /
김규판 · 이형근 · 김은지
- 12-16 중국 도시화의 시장 창출 효과와 리스크 분석 /
최필수 · 이상훈 · 문익준 · 나수엽
- 12-17 중국기업 연구개발 투자의 특징과 시사점 /
문익준 · 박민숙 · 나수엽 · 여지나 · 은종학
- 12-18 중국 · 대만 · 홍콩의 경제통합과 정책적 시사점 /
이승신 · 양평섭 · 문익준 · 노수연 · 정지현 · 여지나
- 12-19 러시아의 해외직접투자 패턴과 한국의 투자 유치 확대방안 /
이재영 · 이성봉 · Alexey Kuznetsov · 민지영
- 12-20 한국의 메콩 지역개발 중장기 협력방안: 농업, 인프라 및
인적자원개발을 중심으로 /
김태윤 · 정재완 · 이재호 · 신민금 · 박나리
- 12-21 동남아 주요 국가들의 인력송출 현황과 한국의 대응방안 /
오윤아 · 허재준 · 강대창 · 김유미 · 신민금
- 12-22 아시아 주요국의 대인도 경제협력 현황과 시사점 /
조충제 · 송영철 · 최윤정 · 이 용 · 정혜원
- 12-23 안데스 자원부국과의 경제협력 확대 방안:
베네수엘라, 에콰도르, 볼리비아를 중심으로 /
권기수 · 김진오 · 박미숙 · 이시은
- 12-24 중동지역 정세변화에 따른 대중동 新경제협력 방안 모색 /
한바란 · 최필수 · 윤서영 · 손성현 · 박재은 · 전해린 · 이시욱
- 12-25 아프리카 건설 · 플랜트 시장특성 분석 및 한국의 진출방안 /
박영호 · 광성일 · 전해린 · 장종문
- 12-26 북한의 시장화 현황과 경제체제의 변화 전망 /
정형근 · 김병연 · 이 석
- 12-27 글로벌 금융위기 이후 미국경제의 진로모색과 시사점 /
박복영 · 김종혁 · 고희재 · 박경로
- 12-28 글로벌 금융위기 이후 일본경제의 진로모색과 시사점 /
정성춘 · 김규판 · 이형근 · 김은지 · 이우광

■ 2011년

- 12-29 글로벌 금융위기 이후 EU 금융감독 및 규제변화 / 강유덕 · 김근태 · 오태현 · 이철원 · 이현진 · 채희을
- 11-01 미국 · 캐나다의 녹색성장 전략과 시사점 / 고희채 · 이준규 · 오민아 · 이보람
- 11-02 동북아 경제협력에서 동아시아 경제통합까지: 동아시아 시대를 향하여 / 이창재 · 방호경
- 11-03 신국제통화체제: 필요성 및 대안 분석 / 윤덕룡 · 오승환 · 백승관
- 11-04 국제금융에서 중국의 위상 변화와 시사점 / 박복영 · 오승환 · 정용승 · 박영준
- 11-05 대외 위협요인 진단과 거시경제효과 분석 / 이동은 · 강은정 · 박영준
- 11-06 국제 단기자본 규제 효과 분석 및 시사점 / 허 인 · 안지연 · 양다영
- 11-07 글로벌 금융위기 이후 국제경제환경의 변화와 한국의 대외경제정책 방향(1, 2권) / 박복영 편
- 11-08 동아시아 발전모델의 평가와 향후 과제: 영 · 미 모델과의 비교를 중심으로 / 조종화 · 박영준 · 이형근 · 양다영
- 11-09 국제곡물가격의 변동성 요인분석과 한국의 정책적 대응 / 서진교 · 이준원 · 김한호
- 11-10 한 · EU FTA 이후 대EU 통상정책의 방향과 전략 / 강유덕 · 이철원 · 이현진 · 오현정
- 11-11 한국의 일반특혜관세제도(GSP) 도입 추진 방향 / 조미진 · 김영귀 · 박지현 · 강준하
- 11-12 개방화 효과 극대화를 위한 경쟁구조에 대한 연구 / 김영귀 · 박혜리 · 금혜윤
- 11-13 한국의 중간재 교역 결정요인과 생산성 파급효과에 관한 연구 / 김영귀 · 강준구 · 김혁황 · 현혜정
- 11-14 무역상 기술장벽(TBT)이 무역에 미치는 영향과 정책적 대응방안 / 장용준 · 서정민 · 김민성 · 양주영

- 11-15 글로벌시대의 보호무역에 대한 경제적 비용분석과 정책 시사점 / 최낙균 · 김정근 · 박순찬
- 11-16 APEC 경제통합과 원산지규정: 경제적 효과와 APEC의 협력 과제 / 김상겸 · 박인원 · 박순찬 · 임경수
- 11-17 국제사회의 남남협력 현황과 우리의 추진방안 / 권 율 · 정지선 · 박수경 · 이주영
- 11-18 일본 제조업의 경쟁력 실태분석과 시사점 / 김규판 · 이형근 · 김은지
- 11-19 한·중·일 서비스산업 직접투자 현황과 역내협력 활성화 방안 / 정형근 · 방호경 · 나승권 · 윤미경
- 11-20 중국의 보조금 현황과 주요국의 대응사례 연구 / 박윌라 · Sherzod Shadikhodjaev · 나수엽 · 여지나 · 마 광
- 11-21 북한의 투자유치정책 변화와 남북 경험 방향 / 정형근 · 김지연 · 이종원 · 홍익표
- 11-22 베트남 및 인도네시아 진출 한국기업의 경영실태와 생산성 분석 / 김태윤 · 이재호 · 정재완 · 백유진 · 강대창
- 11-23 세계 주요국의 아프리카 진출 전략 및 시사점 / 박영호 · 전해린 · 김성남 · 김민희
- 11-24 브라질 경제의 부상과 한·브라질 산업협력 확대 방안 / 권기수 · 김진오 · 박미숙 · 고희채
- 11-25 인도 주별 성장패턴 전망과 정책 시사점 / 조충제 · 최윤정 · 송영철
- 11-26 CIS의 경제통합 추진현황과 정책 시사점: 관세동맹을 중심으로 / 이재영 · Sherzod Shadikhodjaev · 박순찬 · 황지영
- 11-27 대중국 경제협력 및 무역투자 활성화 방안: 내수시장 진출과 투자 활성화를 중심으로 / 이승신 · 최필수 · 김부용 · 여지나 · 박민숙 · 임민경
- 11-28 인도진출 한국기업 경영실태 및 성과분석 / 조충제 · 최윤정 · 송영철 · 손승호
- 11-29 한국·인도네시아 중장기 경제협력 방안 연구: 지역개발과 인적자원을 중심으로 / 강대창 · 김규판 · 오윤아 · 이재호 · 신민금 · Siwage Dharma Negara · Latif Adam

■ 2010년

- 11-30 남미공동시장(MERCOSUR) 20년 평가와 시사점 /
김진오 · 권기수 · 고희채 · 박미숙 · 김형주
- 11-31 중동 노동시장 현황 및 우리의 대응: 사우디아라비아와
UAE를 중심으로 / 한바란 · 윤서영 · 박광순
- 10-01 국제무역의 비교우위 패턴 분석과 정책 시사점 /
최낙균 · 이홍식
- 10-02 한국 해외투자의 경제적 효과 분석: 생산성, 무역, 고용을
중심으로 / 현혜정 · 장용준 · 강준구 · 김혁황 · 박철형
- 10-03 포스트교토체제하에서 한국의 대응전략: 탄소배출권
시장의 국제적 연계를 중심으로 /
서정민 · 김영귀 · 박지현 · 김정곤 · 금혜윤
- 10-04 동아시아 FTA를 대비한 한국 원산지규정 추진방안 /
조미진 · 김한성 · 김민성 · 양주영
- 10-05 보고르 목표 이행평가와 APEC의 경제통합과제 /
김상겸 · 박인원 · 박순찬 · 임경수
- 10-06 우리나라의 환율변동 요인분석과 인정을 위한 정책방향 /
윤덕룡 · 오승환 · 김소영
- 10-07 글로벌 금융위기 이후 아시아 채권시장의 변화와
우리나라의 대응전략 / 허 인 · 이동은 · 이윤수 · 양다영
- 10-08 새로운 국제금융질서하에서 동아시아 금융협력 방안 /
박영준 · 이동은 · 오용협 · 안지연
- 10-09 중국의 외환정책과 국제통화질서: 위안화의 절상과
국제화를 중심으로 / 조종화 · 박복영 · 박영준 · 양다영
- 10-10 중국의 경기순환 및 거시경제정책: 구조적 특징과 시사점 /
지만수 · 박월라 · 이승신
- 10-11 글로벌 경제위기에 대한 중국의 대응과 미·중 경제관계 /
이장규 · 나수엽 · 여지나 · 박민숙
- 10-12 중국의 미래 내수시장 형성전략과 시사점: 중부지역의 4대
도시군 형성전략을 중심으로 / 중국권역별 · 성별연구단
- 10-13 한·중·일 역내 투자동향과 활성화 방안 /
정형곤 · 이홍식 · 방호경 · 나승권

- 10-14 일본과 EU의 환경협력 추진전략과 시사점 /
정성춘 · 김규관 · 이형근 · 김근태 · 오태현
- 10-15 유로존 10년의 평가와 향후 과제 /
김홍중 · 강유덕 · 이철원 · 오태현 · 이현진
- 10-16 한·러 극동지역 경제협력 20년: 새로운 비전과 실현방안 /
이재영 · 이철원 · 황지영 · 파벨 미나키르
- 10-17 중남미 건설·플랜트시장 특성과 한국의 진출방안 /
권기수 · 김진오 · 고희채 · 박미숙 · 허경신
- 10-18 한·중미 경제협력 확대방안 /
김진오 · 권기수 · 고희채 · 박미숙
- 10-19 한·인도 CEPA 이후 대남아시아 통상정책 /
조충제 · 성한경 · 최윤정 · 송영철
- 10-20 ASEAN 주요국의 비관세 장벽 현황과 대응방안 /
김태윤 · 손기태 · 정재완 · 이재호 · 백유진
- 10-21 한국의 대아프리카 환경개발협력 추진방안 /
박영호 · 한바란 · 정지선 · 주진홍 · 김민희 · 전해린
- 10-22 동남아 산업구조 변화와 시사점: 전략산업을 중심으로 /
김태윤 · 손기태 · 정재완 · 이재호 · 백유진
- 10-23 인도의 권역별 특성과 활용 전략 /
조충제 · 최윤정 · 송영철 · 이순철
- 10-24 핵 포기 국가에 대한 국제사회의 경제개발 지원경험이
북한에 주는 시사점 / 조명철 · 김지연 · 홍익표
- 10-25 주요국의 저출산·고령화 대비 성장전략 연구와 정책
시사점 / 김양희 · 강유덕 · 손기태 · 김은지 · 이현진
- 10-26 우리나라 다자원조 추진전략과 정책과제 /
정지원 · 권 율 · 한바란 · 정지선 · 박수경 · 이계우
- 10-27 전략적 동반자 시대의 한·러 경제협력 구상 /
정여천 · 이종화 · 성원용 · 황지영

허 인(許 寅)

미국 University of Rochester 경제학 박사
삼성금융연구소 수석연구원
하나은행 자본시장본부 이코노미스트
대외경제정책연구원 국제경제실 국제금융팀 연구위원
(現, E-mail: ihuh@kiep.go.kr)

저서 및 논문

『글로벌 금융위기 이후 아시아 채권시장의 변화와 우리나라의 대응 전략』(공저, 2010)
『국제 단기자본 규제 효과 분석 및 시사점』(공저, 2011) 외

안지연(安芝蓮)

연세대학교 도시공학과 졸업
미국 코넬대학교 경제학 박사
대외경제정책연구원 국제경제실 국제금융팀 부연구위원
(現, E-mail: jyan@kiep.go.kr)

저서 및 논문

“Warranted Multiples and Future Returns”(공저, *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 2010)
『새로운 국제금융질서하에서 동아시아 금융협력 방안』(공저, 2010)
『국제 단기자본 규제 효과 분석 및 시사점』(공저, 2011) 외

양다영(楊多玲)

성균관대학교 경제학과 졸업
성균관대학교 일반대학원 경제학 석사
대외경제정책연구원 국제경제실 국제금융팀 연구위원
(現, E-mail: dyyang@kiep.go.kr)

저서 및 논문

『글로벌 금융위기 이후 아시아 채권시장의 변화와 우리나라의 대응 전략』(공저, 2010)
『국제 단기자본 규제 효과 분석 및 시사점』(공저, 2011) 외

연구보고서 12-08

국가채무가 국가 신용도에 미치는 영향 분석

2012년 12월 26일 인쇄

2012년 12월 31일 발행

발행인 채욱

발행처 대외경제정책연구원

137-747 서울특별시 서초구 양재대로 246

전화: 3460-1142 FAX: 3460-1144

인쇄 오롬시스템(주) 전화 2273-7011

등록 1990년 11월 7일 제16-375호

ISBN 978-89-322-1391-0 94320
978-89-322-1072-8 (세트)

정가 7,000원

KIEP 발간자료회원제 안내

- 본 연구원에서는 본원의 연구성과에 관심있는 專門家, 企業 및 一般에 보다 개방적이고 효율적으로 연구 내용을 전달하기 위하여 「발간자료회원제」를 실시하고 있습니다.
- 발간자료회원으로 가입하시면 본 연구원에서 발간하는 모든 보고서 및 세미나자료 등을 대폭 할인된 가격으로 신속하게 구입하실 수 있습니다.

■ 회원 종류 및 연회비

회원종류	배포자료	연간회비		
		기관회원	개인회원	연구자회원*
S	외부배포 발간물 일체	30만원	20만원	10만원
A	(계간) Journal of East Asian Economic Integration	8만원		4만원

* 연구자 회원: 교수, 연구원, 학생, 전문가풀 회원

■ 가입방법

우편 또는 FAX 이용하여 가입신청서 송부 (수시접수)
 137-747 서초구 양재대로 246 대외경제정책연구원 지식정보실 출판팀
 연회비 납부 문의전화: 02) 3460-1179 FAX: 02) 3460-1144
 E-mail: sklee@kiep.go.kr

■ 회원특전 및 유효기간

- S기관회원의 특전: 본 연구원 해외사무소(美 KIEI) 발간자료 등 제공
- 자료가 출판되는 즉시 우편으로 회원에게 보급됩니다.
- 모든 회원은 회원가입기간 동안 가격인상에 관계없이 신청하신 종류의 자료를 받아보실 수 있습니다.
- 본 연구원이 주최하는 국제세미나 및 정책토론회에 무료로 참여하실 수 있습니다.
- 연회원기간은 加入月로부터 다음해 加入月까지입니다.

KIEP 발간자료회원제 가입신청서

기관명 (성명)	(한글) _____ (한문) _____ (영문: 약호 포함)
대표자	
발간물 수령주소	우편번호 _____
담당자 연락처	전화 _____ E-mail : _____ FAX _____
회원소개 (간략히)	
사업자 등록번호	종목 _____

회원분류 (해당난에 표시를 하여 주십시오)

기관회원 <input type="checkbox"/>	S 발간물일체	A 계간지
개인회원 <input type="checkbox"/>		
연구자회원 <input type="checkbox"/>		

* 회원번호

* 갱신통보사항

(* 는 기재하지 마십시오)

특기사항

Effects of Government Debts on Sovereign Credit Rate

In Huh, Jiyoung An, Da Young Yang

금융위기로 시작된 세계경제의 침체가 유럽의 재정위기로 지속되고 있다. 금융위기로 인한 경기침체로 각국의 재정확대 정책이 시행되었으나, 경기회복이 부진하면서 국가채무가 증가하여 세계경제가 다시 어려움을 겪고 있다. 한편 선진국들의 신용등급이 전체적으로 하향 조정되는 와중에도 우리나라의 신용등급은 상승했다. 이에 본 연구는 국가채무와 국가 신용도와의 관계에 대해 OECD 국가를 대상으로 분석하고 있다. 국가채무의 증가는 국가 신용등급을 낮추는 요인으로 작용했으며, 국가채무가 외국인으로부터 조달되거나 다른 나라 화폐로 조달되는 경우 그 부정적인 효과가 더 커졌다. 다만 국제통화를 보유한 국가들의 경우, 이외의 국가들에 비해서 국가채무가 신용등급에 미치는 영향이 크지 않았다. 따라서 신용등급을 유지, 향상시키기 위해서는 국가채무의 규모, 조달 경로 및 화폐에 주의해야 하며, 원화국제화를 추진하는 것이 도움이 될 것이다.

KIEP 대외경제정책연구원
Korea Institute for International Economic Policy

137-747 서울특별시 서초구 양재대로 246
137-602 서울 서초우체국 사서함 235호
T.02-3460-1001, 1114 F.02-3460-1122, 1199
<http://www.kiep.go.kr>



9 788932 213910

ISBN 978-89-322-1391-0

978-89-322-1072-8(세트)

정가 7,000원