

국가 채무가 국가 신용도에 미치는 영향 분석

허 인 대외경제정책연구원 국제경제실
국제금융팀 연구위원
ihuh@kiep.go.kr

안지연 대외경제정책연구원 국제경제실
국제금융팀 부연구위원
jyan@kiep.go.kr

양다영 대외경제정책연구원 국제경제실
국제금융팀 연구원
dyyang@kiep.go.kr



1. 연구의 배경 및 목적

- 글로벌 금융위기 이후 일시적으로 회복되었던 세계경제는 유럽 재정위기로 다시 위기를 맞고 있음.
 - 금융위기의 충격으로 세계 각국들은 금리 인하와 더불어 비전통적인 통화정책을 동원함.
 - 이와 더불어 재정확대정책을 사용하였으며, 이는 정부부채의 증가로 이어져 금융위기 이전에 재정 상황이 좋지 않았던 국가와 경기침체가 심했던 국가들은 채무불이행 위험이 높은 것으로 평가됨.
- 유럽 재정위기 확산은 선진국들의 신용등급 강등으로 이어짐.
 - 재정확대정책의 결과 선진국들의 GDP대비 부채비율이 큰 폭으로 상승함.
 - 미국의 2011년 채무한도 증액 과정의 마찰로 인해 S&P사가 미국 장기국채에 대한 신용등급을 강등함.
 - 유럽에서는 재정위기 상황에 처한 것으로 알려진 스페인, 이탈리아 등의 신용등급뿐 아니라 통화 정책이 묶여 있는 재정건전국들의 신용등급까지 강등되고 있음.
- 이에 본 보고서는 국가의 신용도에서 채무관리가 중요함을 반영하여 국가 채무가 국가의 신용등급에 미치는 영향을 분석하고자 함.
 - 신용등급의 강등은 국가 채무의 이자비용 혹은 리스크 프리미엄을 상승시키게 됨.
 - 따라서 정부 부채운용 목표 중의 하나인 안정적인 중장기 채무운영을 어렵게 할 수 있음.

2. 조사 및 분석 결과

1) 신용등급 변화와 거시경제

- 국가 신용등급은 정부의 채무상환 의미와 능력을 나타내는 것으로서 해당국가 내 채권 발행기관의 상한선 역할을 함.
 - 즉 일부 예외가 있긴 하지만 해당 국가의 경제주체가 발행하는 채권이 받을 수 있는 최상위 등급이 국가 신용등급임.

- 한편 국제 신용평가기관들은 자국통화표시 채무등급과 외국통화표시 채무등급을 따로 부과하고 있는데, 신용위험과 부채 상환비용 등의 차이로 인해 일반적으로 자국통화표시 채권의 신용등급이 높은 편임.
- 국가 신용등급은 경제적인 요소뿐만 아니라 정치적인 요소를 고려하여 부여되며, 이에 따라 정량적 판단과 함께 정성적 판단이 함께 개입됨.
 - S&P사의 경우, 국가 신용등급 평가 항목을 정치적 요소, 경제적 요소, 대외부문, 재정정책분야, 통화정책분야의 5가지로 나누고 있음.
 - 무디스사의 경우에는 ① 경제 탄력성(resiliency) 평가 → ② 정부 재정의 건전성(robustness) 평가 → ③ 등급 결정의 3단계를 거쳐 국가 신용등급을 부여함.
 - 피치사의 경우 주요 평가 요소로 거시경제적 성과와 전망, 충격에 덜 민감한 경제구조, 건전한 정부재정, 대외금융(경상수지, 자본유출입, 대외부채 등 포함) 등을 지목하고 있음.
- 2000년대 들어 글로벌 금융위기 이전까지 OECD 국가들의 국가 신용등급 변동은 주로 상향 조정이 이루어졌음.
 - 분석대상 국가들(OECD 34개국) 중 호주, 벨기에, 캐나다, 칠레, 체코, 덴마크, 에스토니아, 핀란드, 아일랜드, 이스라엘, 한국, 멕시코, 폴란드, 슬로바키아, 슬로베니아, 스페인, 스웨덴 등 17개국의 국가신용등급이 2000년대 들어 글로벌 금융위기 이전까지 상승함.
- 글로벌 금융위기 이후 3대 신용평가기관은 주로 각 국가 신용등급의 하향 조정을 단행
 - 에스토니아, 그리스, 헝가리, 아이슬란드, 아일랜드, 일본, 멕시코, 포르투갈, 스페인 등은 금융위기의 영향으로 2008~09년부터 신용등급이 하락하기 시작함.
 - 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 조정됨(표 1 참고).
 - 유럽 재정위기로 재정건전성의 중요성이 강조되면서 재정적자 규모와 국가 채무 규모가 월등하게 큰 일본과 미국의 신용등급도 하향 조정됨.
 - 반면 호주, 칠레, 체코, 에스토니아, 이스라엘, 한국, 터키 등은 최근까지 유럽 재정위기가 진행 중임에도 불구하고 신용등급이 상승함.

[표 1] 금융위기 이후 OECD 국가들의 신용등급 변화

	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

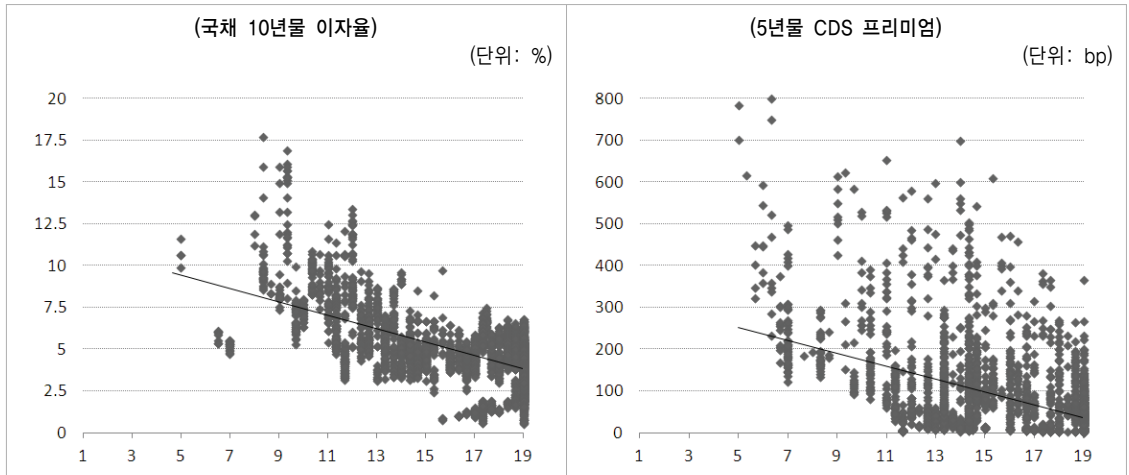
- 국제통화 보유국의 경우 국제금융시장에서 자국통화로 직접 자금조달이 용이할 뿐만 아니라 외국통화로 조달한 경우에도 자유로운 태환이 가능(convertible)함에 따라 신용등급이 높게 평가됨.
 - 자국의 통화가 국제화된 국가는 미국, 유로존, 일본, 영국, 호주 등이라고 할 수 있음.
 - 이 중 호주, 영국과 유로지역 가입국 중 핀란드, 독일, 룩셈부르크, 네덜란드 등은 2012년 9월 현재 3대 국제 신용평가기관 모두에서 AAA 또는 Aaa의 최상위 등급을 부여받고 있음.

- IMF 구제금융 수혜국이라는 점은 국제금융시장 참가자들에게 해당 국가에 대한 부정적인 평판을 갖게 하여 향후 그들의 투자 의사결정에 부정적인 영향을 주고 있음.
 - OECD 국가 중 1990년대 이후 IMF 구제 금융을 지원받은 국가는 한국과 터키, 그리스, 아일랜드, 포르투갈 등임.
 - 이들 국가들은 IMF의 구제금융을 받을 즈음 신용등급이 급격히 하락했으며 회복하지 못하고 있는 경우가 많음.

- 국가 신용등급은 일반적인 경기변동과는 무관하나, 안정적인 거시경제 환경을 유지하는 것은 높은 신용등급을 부여받는 데 유리함.
 - 5년 평균 GDP 성장률과 신용등급 간의 관계를 보면, GDP 성장률과 신용등급은 음의 관계로 나타나지만, 그 변동성이 낮을수록 높은 신용등급을 부여받음.
 - 국민 1인당 소득수준이 높을수록 국가 신용등급도 높음.
 - 국가 신용등급은 물가상승률과 그 변동성 간의 뚜렷한 음의 관계를 보임.
 - 국가 신용등급이 높을수록 경상수지 흑자규모가 크거나 적자규모가 작게 나타남.

- 높은 국가 신용등급을 유지하는 것은 국채 이자율을 낮은 수준으로 형성하게 하여 국가가 국채 발행으로 자본을 조달함에 있어 낮은 비용으로 조달이 가능하도록 해줌.
 - 신용등급이 높은 국가일수록 국채 이자율과 CDS 프리미엄이 낮음(그림 1 참고),

[그림 1] 2000년대 국가 신용등급¹⁾과 금리 간 관계



주: 1) S&P, 무디스, 피치 등 3대 국제 신용평가기관의 외화표시 장기국채 신용등급에 대해 낮은 순서대로 1부터 19사이의 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 기간을 제외.
 자료: 1) 외화표시 장기국채 신용등급: 국제금융센터(KCIF); 각 신용평가기관 홈페이지.
 2) 국채 이자율, CDS 프리미엄: Bloomberg Terminal.

2) 국가 채무가 신용등급에 미치는 영향 분석 결과

- 국가 채무에 따른 신용등급의 변동 분석결과 총부채 수준 이외에도 외채, 외화부채 및 총부채증가량 등이 신용등급에 영향을 줌.
 - 국가 채무의 경우 국가 간 국가 채무의 수준 차이가 신용등급에 영향을 주지는 못했으나, 한 국가 안에서의 국가 채무의 상승은 신용등급의 하락을 가져왔음.
 - 외채를 추가했을 때, 추가하지 않았을 때보다는 신용등급의 총부채에 대한 민감도가 증가했음.
 - 외화부채가 높은 국가는 신용등급이 낮았으며, 한 국가의 외화부채의 변동도 유의수준 10% 수준에서 신용등급에 영향을 미쳤음.
 - 순총부채 증가, 즉 그 해 채권발행량이 증가하여 총부채가 증가할 때는 신용등급에 부정적인 영향이 커짐.
 - 한편, 신용등급 상승기와 하락기를 나누어서 국가 채무 증감을 살펴보면, 상승기보다는 하락기에

부채의 증가가 두드러졌음.

- 한편 국제화된 통화를 보유한 국가들은 그렇지 않은 국가들에 비해 부채가 신용등급에 미치는 영향이 적어졌음.

3) 신용등급 변동국가들의 사례연구

- 분석결과를 적용하면, 그리스의 신용등급 하락에는 국가 채무의 증대가 가장 큰 영향을 줌.
 - 이외에도 1인당 국민소득의 하락, 경제성장률의 하락 및 반부패지수의 하락 등이 그리스 신용등급의 하락에 영향을 준 것으로 분석됨.
- 2006년 이후 아이슬란드 신용등급의 하락에 가장 영향을 크게 미친 것도 국가 채무 증가임.
 - 1인당 국민소득의 하락, 금융위기의 영향과 경상수지 악화 등도 나열한 순서대로 아이슬란드의 신용등급 하락에 영향을 줌.
- 슬로바키아의 신용등급 상승에 가장 영향을 준 변수는 1인당 국민소득의 지속적인 상승임.
 - 2000년대 초반에는 국가 채무 변수가 영향을 거의 주지 못했으나, 2004년 이후 국가 채무 개선이 신용등급을 향상시킨 원인 중의 두 번째로 영향이 컸음.
 - 이외의 변수로는 물가상승률 하락이 소폭이지만 신용등급 개선에 영향을 주었으며, 금융위기가 발발하지 않은 것도 영향을 준 것으로 보임.
- 폴란드의 신용등급 향상에 영향을 준 가장 큰 요인은 1999년 이후 금융위기가 재발하지 않은 것임.
 - 1인당 국민소득의 개선, 물가 안정 등도 신용등급 개선에 일조함.
 - 정부 재정적자나 국가 채무 등 이외 변수의 변동폭은 크지 않았음.
- 우리나라 신용등급 상승의 주요한 원인은 1인당 국민소득의 상승에 있음.
 - 외환위기 및 금융위기의 영향이 적어지면서 신용등급도 상승에 영향을 줌.
 - 2000년대 초반의 신용등급 향상에는 경상수지 개선이 1인당 국민소득에 이어 두 번째로 큰 영향을 미쳤음.

3. 정책적 시사점

- 1) [부채 총량 관리] 국가 채무의 총량 관리는 국가 신용등급의 유지 및 상향 조정에 중요한 변수임.
 - 특히 신용등급이 상승 시보다는 하락 시에 큰 영향을 미침.
 - 외환위기 이후 우리나라 신용등급의 상승의 원동력은 국가 채무 관리가 잘 되었기 때문임.
 - 따라서 거시경제에 부정적인 충격이 발생하여 재정지출을 늘려야 할 때는 대외수지 등 여건을 살펴보고 신용도를 유지하면서 조달 가능한 수준의 국가 부채에 대해서 고려해야 할 것임.

- 2) [외채 관리] 국가 채무를 조달하는 데 외국인의 국채를 사는 것에 대해서는 주의해야 함.
 - 국가 채무가 외채로 조달된다면 국가 채무가 국가 신용도에 미치는 영향이 더 커지게 됨.
 - 따라서 국가 부채를 늘려야 할 필요성이 있을 때, 국내 금융기관이나 투자자들에게 우선순위를 부여하여 국채를 발행함으로써 국가 부채가 늘어나는 데 따르는 국가 신용등급의 하락효과를 최소화해야 할 것임.

- 3) [외화부채 관리] 다른 나라의 화폐로 국가 채무를 발행한다면 통화불일치 문제가 발생하여 국가신인도에 더 크게 영향을 줌.
 - 국가 채무를 조달함에 있어서 다른 나라의 통화로 채권을 발행할 경우 통화불일치 문제를 최소화하기 위해서 발행화폐로 된 자산을 보유하는 것이 바람직함.

- 4) [부채 증가속도 관리] 부채의 증가속도가 지나치게 빠르게 되면 국가 신용등급에도 부정적인 영향을 주게 됨.
 - 재정 조달계획 수립 시 보다 보수적인 전망을 기준으로 세수와 세출을 계획해야 할 것임.
 - 이에 따라 리스크 시나리오를 감안한 보수적인 세수 전망을 바탕으로 국채발행량을 추정하여 국가 채무를 큰 폭을 늘려야 하는 위험을 제거해야 함.

- 5) [원화 국제화 추진] 원화가 국제통화로서 성공적으로 거래될 수 있다면, 우리나라의 부채조달에서 통화불일치 문제를 해소할 것임.
 - 따라서 장기적으로 우리나라의 신용등급을 유지, 향상시키기 위해서는 원화국제화를 추진해야 할 것임.

