

국채부도위험 국가들의 특징과 시사점

연구위원 조성원*

OECD 국가들을 대상으로 국채부도위험과 관련 경제변수들 간의 상관관계를 분석한 결과, 시장금리가 높고 통화 가치가 저평가된 국가일수록 국채부도위험이 높은 것으로 나타났다. 또한 GDP 대비 경상수지 및 재정수지 적자 비중이 큰 국가일수록 국채부도위험이 높은 특징을 보였다. 한편, 국가채무와 국채부도위험 간에는 유의한 상관관계가 존재하지 않아 국가채무의 절대 수준보다는 재정수지의 악화 정도가 국채부도위험과 연관성이 큰 것으로 보인다. 특히 재정건전성에 문제가 있더라도 경상수지 흑자 기초를 유지하거나 적자규모가 크지 않은 국가들은 국채부도위험 프리미엄이 높지 않은 것으로 나타났다.

I. 서론

최근 국제신용평가기관인 S&P와 Fitch는 재정수지의 악화와 부채상환능력에 대한 우려를 반영하여 그리스의 국가신용등급을 하향 조정했으며, 스페인의 신용등급 전망을 '안정적'에서 '부정적'으로 낮춘 바 있다. 이들 국가들의 국채 신용부도스왑(Credit Default Swap: CDS) 프리미엄이 큰 폭으로 상승했을 것이라는 것은 쉽게 짐작할 수 있다. 그리스와 스페인은 재정상황이 취약한 것으로 지적되고 있는 이른바 PIGS 국가들이다. PIGS 국가에는 그리스와 스페인 외에 포르투갈, 아일랜드, 이태리 등이 포함되어 있다. 글로벌 금융위기 이후 이러한 재정건전성의 악화는 일부 유럽 국가들에 국한된 것이 아니라 선진국과 개발도상국을 망라한 전 세계 거의 모든 국가들이 직면해 있는 문제다.

금융위기 이후 각국 정부는 경기부양을 위해 대규모 재정확대정책을 시행하였다. 경기불황으로 세수가 충분히 걷히지 않는 상황에서 재정소요자금을 조달하기 위해 국채발행 물량을 확대함에 따라 세계 주요 국가들의 국가채무는 빠른 속도로 증가하고 있다. 주요 선진국들을 중심으로 국가채무가 급증¹⁾하면서 채무상환능력에 대한 시장의 우려가 커지고 있으며, 이를 반

* 본 고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

Tel: 02-3771-0681, E-mail: chos@kcmi.re.kr

1) IMF(2009)에 따르면 2008~2009년 동안 G20 국가들의 GDP대비 국가채무는 13.1%p 증가하여 2009년 중 국가채무비율

영하여 일부 국가들의 국채 CDS 프리미엄²⁾은 큰 폭의 상승세를 나타내고 있다. 국채 CDS의 거래규모도 확대되어 지난해 미국을 비롯한 선진국의 국채 CDS 거래량은 전년 대비 두 배 이상 증가한 것으로 보고되고 있다. 전 세계적으로 국채에 대한 신뢰도가 하락하고 국제부도위험(sov​er​eign default risk)에 대한 우려도 높아진 것이다.

주요 선진국들을 중심으로 국가채무가 급증하면서 채무상환능력에 대한 시장의 우려가 커지고 있으며 이를 반영하여 국채 CDS 프리미엄은 큰 폭의 상승세를 나타내고 있다.

그렇다면 국제부도위험에 영향을 주는 요인들은 어떤 것들이 있을까? 우선 재정이 부실하고 국가채무가 많은 국가들이 국제부도위험에 취약할 것으로 예상할 수 있다. 그러나 국가채무가 많은 국가라고 해서 모든 국가들이 국제부도위험에 처해 있는 것은 아니다. 일본의 경우 GDP 대비 국가채무비율이 200%에 육박하지만 국채 CDS 프리미엄은 상대적으로 높지 않다. 이는 국가채무 외에 다른 요인들이 부도위험을 결정하는 변수로 작용하고 있음을 시사한다. 이에 본고에서는 국제부도위험과 관련된 거시경제여건 변수들을 선정하여 국제부도위험과 이들 변수들 간의 상관관계를 살펴보았다. OECD 국가들의 최근 자료를 활용하여 국제부도위험과 국제부도위험 관련변수 간의 상관관계를 분석하고, 이를 바탕으로 국제부도위험에 취약한 국가들의 특징에 대하여 논의하고 정책적 시사점을 제시하였다.

II. 국제부도위험과 관련변수 간의 상관관계

1. 분석개요

국제부도위험의 관련 변수로는 금융시장 변수와 실물경제 변수들을 상정할 수 있다.³⁾ 본고에서는 OECD 회원국⁴⁾의 금리, 환율, 경상수지, 재정수지, 국가채무 자료를 활용하여 OECD 국가들을 대상으로 국제부도위험과 이들 변수들 간의 상관관계를 분석하였다. 우선 시장금리가 높은 국가일수록 국제부도위험 프리미엄도 높을 것으로 예상할 수 있다. 또한 자국의 통화 가치

이 75.1%에 이를 전망이다. 특히, G20 선진국의 GDP대비 국가채무는 동기간 중 20.7%p 증가하여 2009년 중 국가채무비율이 98.9에 달할 것으로 전망되고 있다.

- 2) 국채 CDS 프리미엄은 특정 국가의 신용위험 수준을 나타내는 지표로 널리 활용되고 있다. 우리나라의 경우 국채 CDS 프리미엄이 외평채 가산금리보다 신용위험의 변화를 신속히 반영하는 것으로 분석되었다.(성광진, 2009)
- 3) 국가신용위험 결정요인에 관한 기존의 실증분석 연구들은 금리, 환율 등 금융변수들과 물가상승률, 경상수지, 재정수지 등 거시경제여건 관련 변수들을 주로 활용하였다. (Ferrucci(2003), Min(1998), Remolona et al.(2008) 참조)
- 4) 분석대상 OECD 회원국: 미국, 영국, 프랑스, 독일, 스페인, 이태리, 스웨덴, 오스트리아, 덴마크, 핀란드, 노르웨이, 네덜란드, 포르투갈, 그리스, 아일랜드, 아이슬랜드, 체코, 헝가리, 폴란드, 호주, 뉴질랜드, 일본, 한국 등 23개국

가 저평가된 국가일수록 국제부도위험이 높을 것으로 예상된다. 실물경제 측면에서는 경상수지 적자규모가 클수록 국가부도위험이 높을 것으로 가정할 수 있다. 끝으로 재정수지 적자규모가 크고 국가채무비율이 높은 국가일수록 국제부도위험 또한 높을 것으로 예상된다.

본고에서는 OECD 국가들의 최근 자료를 활용하여 국제부도위험과 금리, 환율, 경상수지, 재정수지, 국가채무 등 관련 경제변수들 간의 상관관계를 분석하고 국제부도위험에 취약한 국가들의 특징에 대하여 살펴보았다.

국제부도위험 지표로는 5년 만기 국채 CDS 프리미엄을 활용하였다. 금융위기 기간 동안 국제부도위험의 변동 상황을 반영하기 위하여 금융위기 전후의 국채 CDS 프리미엄의 변동⁵⁾을 국제부도위험 변수로 사용하였다. 금리, 환율, 경상수지는 각각 OECD에서 제공하는 각국의 2008년도 기준 장

기금리(long-term interest rate), 실효환율(effective exchange rate),⁶⁾ 경상수지(current account balance) 자료를 활용하였다. 재정수지와 국가채무는 OECD에서 제공되는 2008년도 GDP 대비 일반정부 재정수지 및 국가채무 자료를 사용하였다.

2. 분석결과

가. 국제부도위험과 금리

OECD 회원국의 국채 CDS 프리미엄⁷⁾과 시장금리 간의 상관관계를 분석한 결과, 국채 CDS 프리미엄과 시장금리 간의 상관계수는 +0.81⁸⁾로 금리가 높은 국가일수록 국제부도위험도 높은 것으로 나타났다. 시장금리가 낮은 일본, 미국, 스웨덴 등은 국채 CDS 프리미엄의 변동 폭이 크지 않은 반면, 금리가 상대적으로 높은 아이슬란드, 헝가리, 한국 등은 금융위기 전후 기간 동안 국채 CDS 프리미엄이 큰 폭으로 상승한 것으로 나타났다.

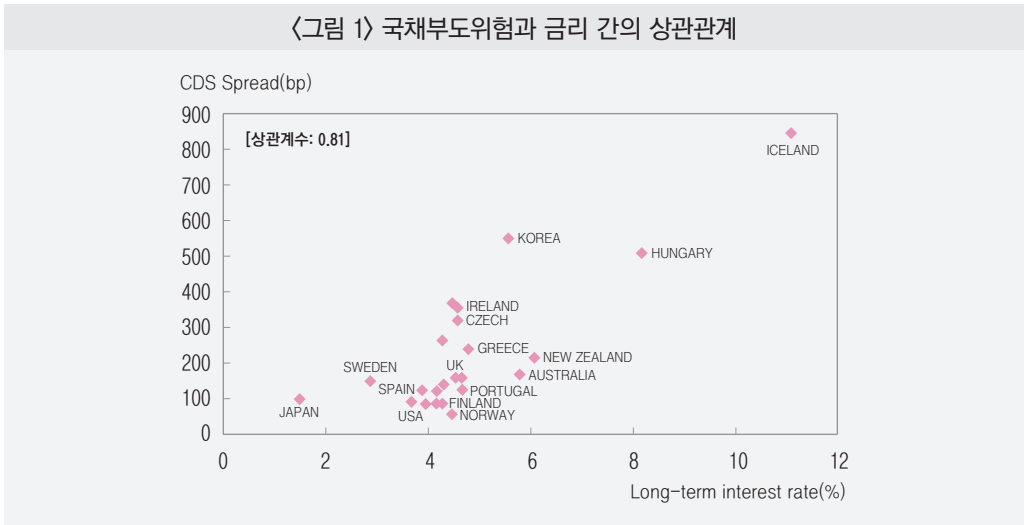
5) 국채 CDS 프리미엄의 변동 = 2008년 7월부터 2009년 6월까지의 국채 CDS 프리미엄 최고값 - 2008년 7월 1일의 국채 CDS 프리미엄

6) 실효환율(effective exchange rate)은 통상 각국의 통화를 자국무역에서 차지하는 상대국의 점유율로 가중한 평균 환율로 산출되며 특정시점을 기준으로 한 지수로 표시된다.

7) 금융위기 전후 기간 동안의 국채 CDS 프리미엄의 변동 분을 의미한다.

8) 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타남

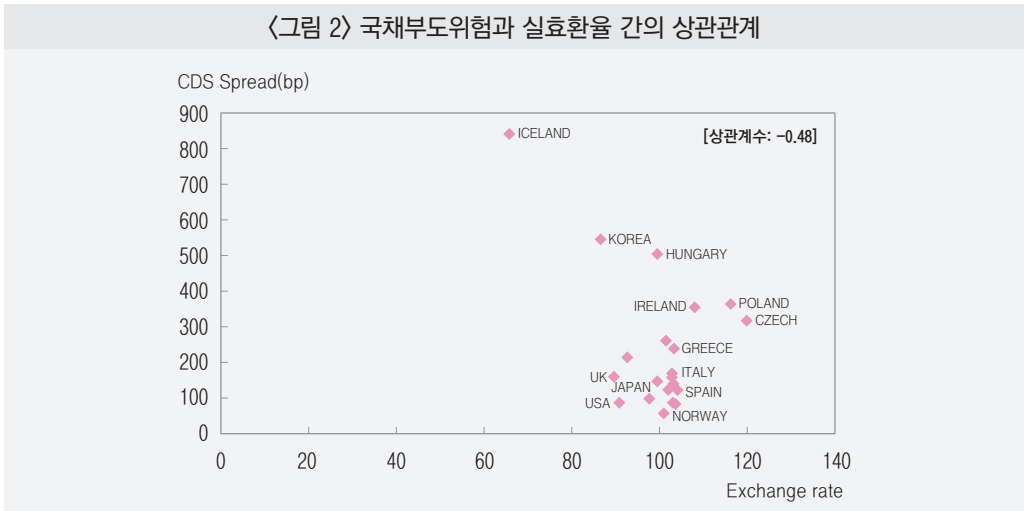
〈그림 1〉 국채부도위험과 금리 간의 상관관계



나. 국채부도위험과 환율

OECD 국가들을 대상으로 국채 CDS 프리미엄과 환율 간의 상관관계를 분석하였다. 분석 결과, 국채 CDS 프리미엄과 실효환율 간의 상관계수는 -0.48^9 로 추정되어 실효환율이 낮은 국가일수록 국채부도위험이 높은 것으로 나타났다. 이는 통화 가치가 상대적으로 저평가된 국가일수록 국채부도위험이 높다는 것을 의미한다.

〈그림 2〉 국채부도위험과 실효환율 간의 상관관계



9) 5% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타남

다. 국채부도위험과 경상수지

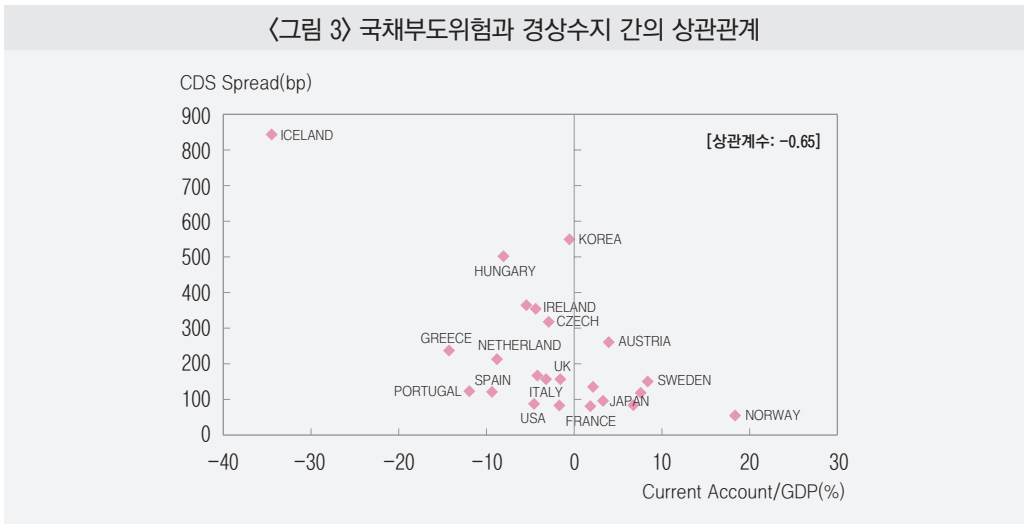
경상수지 적자규모가 큰 국가일수록 국채부도위험도 높을 것이라는 가설을 검증하기 위하

여 OECD 국가들을 대상으로 국채 CDS 프리미엄과 경상수지 간의 상관관계를 분석하였다. 분석결과, 국채 CDS 프리미엄과 경상수지 간에는 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계가 존재(상관계수: -0.65¹⁰⁾하는 것으로 나타나 경상수지 적자규모가 큰 국가일수록 국채부도위험이 높은 것으로 분석되었다.

지 간의 상관관계를 분석하였다. 분석결과, 국채 CDS 프리미엄과 경상수지 간에는 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계가 존재(상관계수: -0.65¹⁰⁾하는 것으로 나타나 경상수지 적자규모가 큰 국가일수록 국채부도위험이 높은 것으로 분석되었다. 경상수지 적자는 외부로부터의 자본유입, 즉, 대외부채에 의해 보전되는데, 이러한 공공부문의 외채 증가는 외채

상환부담을 증가시켜 국가부도 위험을 높이는 것으로 추정된다. 경상수지가 흑자인 일본, 노르웨이 등은 국채 CDS 프리미엄의 상승 폭이 작은 반면, 경상수지 적자규모가 큰 아이슬란드, 그리스, 헝가리 등은 국채 CDS 프리미엄의 상승 폭이 상대적으로 큰 것을 볼 수 있다.

〈그림 3〉 국채부도위험과 경상수지 간의 상관관계



라. 국채부도위험과 재정수지

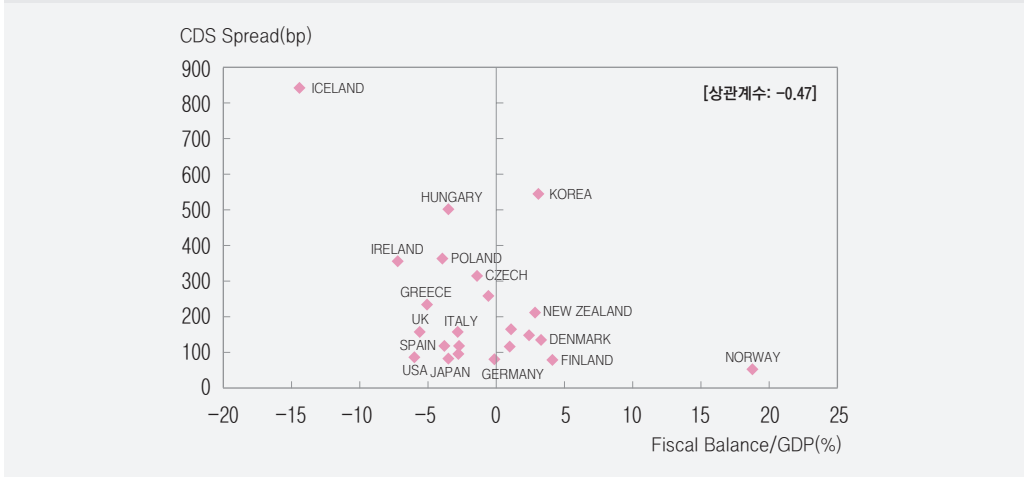
OECD 국가들을 대상으로 국채 CDS 프리미엄과 재정수지 간의 상관관계를 분석한 결과, 국채 CDS 프리미엄과 재정수지 간의 상관계수는 -0.47¹¹⁾로 재정적자 규모가 큰 국가일수록 국

10) 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타남

11) 5% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타남

채부도위험이 높은 것으로 나타났다. 재정수지가 흑자인 핀란드, 노르웨이 등은 금융위기 전후 기간 동안 국채 CDS 프리미엄의 상승 폭이 크지 않은 반면, 재정수지 적자규모가 큰 아이슬랜드, 그리스, 아일랜드 등은 국채 CDS 프리미엄이 큰 폭으로 상승한 것으로 나타났다.

〈그림 4〉 국채부도위험과 재정수지 간의 상관관계



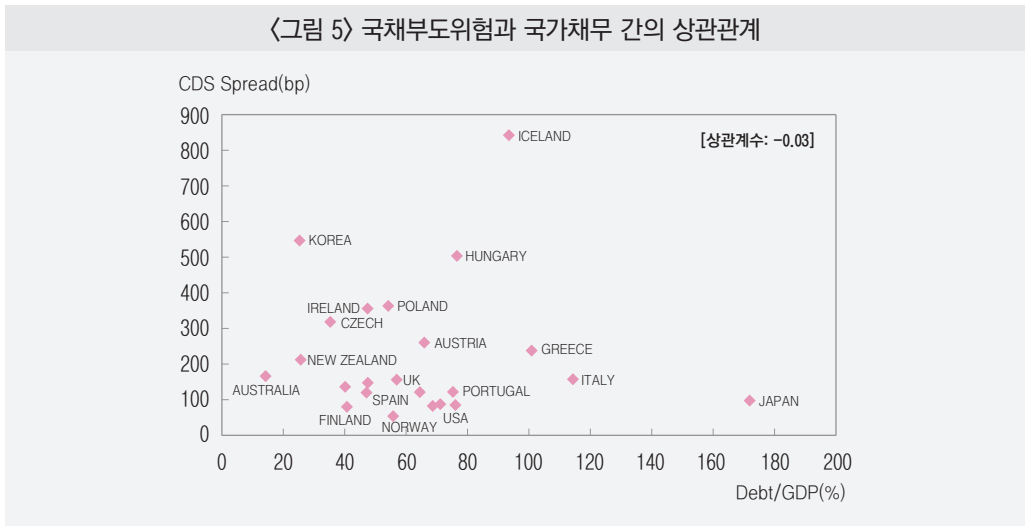
마. 국채부도위험과 국가채무

OECD 국가들을 대상으로 국채 CDS 프리미엄과 국가채무 간의 상관관계를 분석하였다. 분석 결과, 국채 CDS 프리미엄과 국가채무비율 간의 상관관계수가 0에 가깝고(상관계수: -0.03¹²⁾ 통계적 유의성이 없는 것으로 나타나 국가채무와 국채부도위험 간에는 유의한 상관관계가 존재하지 않는 것으로 추정된다. 국가채무비율이 높은 일본, 이태리 등의 국채 CDS 프리미엄은 상승 폭이 작은 반면, 국가채무비율이 상대적으로 낮은 한국, 아일랜드 등의 국채 CDS 프리미엄은 큰 폭으로 상승한 것으로 나타나 국가채무비율의 절대수준이 국채부도위험을 좌우하지는 않는 것으로 보인다.

재정수지와 국채부도위험 간에는 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하는 반면, 국가채무와 국채부도위험 간에는 상관관계가 유의하지 않은 것으로 나타나, 국가채무의 절대수준보다는 재정수지의 악화 정도가 국채부도위험과 연관성이 큰 것으로 보인다

12) 10% 유의수준에서 통계적으로 유의하지 않음

〈그림 5〉 국채부도위험과 국가채무 간의 상관관계



III. 결론 및 시사점

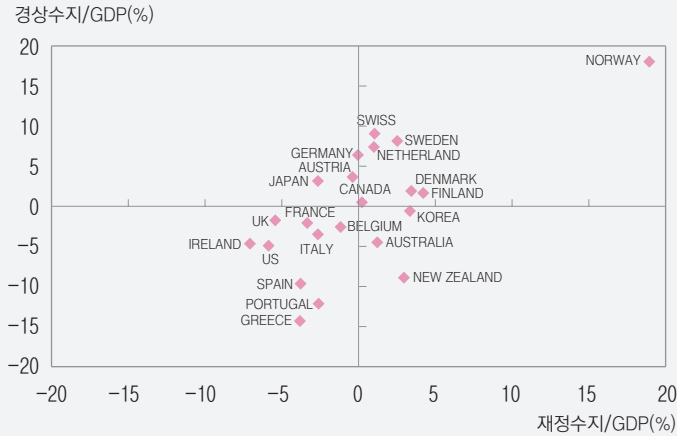
국채부도위험과 관련변수들 간의 상관관계를 분석한 결과, 경상수지 및 재정수지 적자규모가 큰 국가일수록 국채부도위험이 높은 것으로 나타났다. 그리스, 스페인, 아일랜드 등 금융위기 이후 국가신용등급이 하락했거나 하락할 위험이 있는 소위 PIGS 국가들은 공통적으로 재정수지가 악화된 가운데 경상수지 적자규모가 큰 특징이 있다. 반면, 노르웨이, 핀란드, 덴마크 등 재정수지와 경상수지가 동시에 흑자인 국가들은 국채부도위험이 낮은 것으로 분석되었다.

재정건전성에 문제가 있더라도 경상수지 흑자를 유지하거나 적자규모가 크지 않은 국가들은 국채부도위험 프리미엄이 높지 않은 특징을 보였다.

또한 재정건전성에 문제가 있더라도 경상수지 흑자 기조를 유지하거나 적자규모가 크지 않은 국가들은 국채부도위험 프리미엄이 높지 않은 것으로 나타났다. 예를 들어 일본, 이태리 등은 국가채무비율이 100%를 상회하지만 국채부도위험 프리미엄이 상대적으로 높지 않는데 이들 국가들은 경상수지 흑자 기조를 유지하거나 적자폭이 크지 않은 특징이 있다.

한편 재정수지와 국채부도위험 간에는 통계적으로 유의한 상관관계가 존재하는 반면, 국가채무와 국채부도위험 간에는 상관관계가 유의하지 않은 것으로 나타나, 국가채무의 절대 수준보다는 재정수지의 악화 정도가 국채부도위험과 연관성이 큰 것으로 보인다. 이는 현재의 국가채무 수준보다는 국가채무의 변동에 영향을 주는 재정수지가 국채부도위험을 결정하는 보다 중요한 요인임을 시사한다.

〈그림 6〉 OECD 국가들의 재정수지와 경상수지 (2008년)



이상의 분석결과를 토대로 다음과 같은 정책적 시사점을 제시할 수 있다. 우선 국가채무의 절대 수준보다 재정수지의 악화 정도가 국제부도위험과 연관성이 크다는 분석결과를 감안할 때, 국가채무를 일정수준으로 관리하는 것도 중요하지만 재정수지가 악화되지 않도록 세입기반을 확충하고 재정운용의 효율성을 제고할 필요가 있다. 특히 한국과 같이 대외충격에 취약한 소규모 개방경제 국가들은 재정건전성을 보다 엄격하게 관리할 필요가 있다.

국제부도위험을 낮추기 위해서는 재정수지를 관리하는 동시에 경상수지 흑자 기조가 유지될 수 있도록 경제정책을 수립하고 운영하는 것이 중요하다.

재정수지와 경상수지가 동시에 적자인 국가들이 국제부도위험에 취약한 점을 고려할 때, 국제부도위험을 낮추기 위해서는 재정수지를 관리하는 동시에 경상수지 흑자 기조가 유지될 수 있도록 경제정책을 수립하고 추진하는 것이 중요하다. 경상수지 흑자 기조를 유지하려면 경상수지 항목 중에서 서비스수지와 무역수지를 좌우하는 해외소비와 석유류 수입을 줄이는데 초점을 맞출 필요가 있다. 해외소비를 국내소비로 돌리는 방안으로 금융, 교육, 보건, 문화 등 부가가치가 높은 국내 서비스산업을 육성하고 내수시장을 활성화할 필요가 있으며, 내수 활성화를 통하여 국내경제의 대외의존도를 줄여 나가야 할 것이다.

〈표 1〉 주요국의 무역의존도 비교

(단위: %)			
	GDP 대비 수출비중	GDP 대비 수입비중	무역의존도
한국	45.4	46.9	92.3
호주	18.9	20.2	39.1
미국	9.1	15.2	24.3
영국	17.3	23.9	41.2
일본	16.0	15.5	31.5

주 : 무역의존도는 2008년 기준이며 GDP 대비 수출입 비중을 나타냄
 자료: 통계청

무역수지가 악화되는 것은 기본적으로 수출액보다 수입액이 더 많기 때문이다. 무역수지를 개선하기 위해서는 수출시장의 다변화를 통해 수출 물량을 확대하는 것도 중요하지만 국내 수입에서 높은 비중을 차지하고 있는 석유류에 대한 수입을 줄일 필요가 있다. 석유류 수입을 줄이기 위해서는 대체에너지 개발 사업에 대한 정책 지원을 확대하고, 탄소배출 감축목표 달성을 위한 구체적인 실행체계를 수립하는 등 석유류 수입에 대한 의존도를 점차 낮추는 방향으로 경제구조를 개선할 필요가 있다.

〈참고문헌〉

- 박진호, 2009, 그리스 국가부도 위기의 원인과 전망, 한국은행 『해외경제정보』 제 2009-74호.
- 성광진, 2009, 우리나라의 국가신용위험지표에 관한 분석, 한국은행 『조사통계월보』 2009년 11월호, 23-45.
- Ferrucci, G., 2003, Empirical Determinants of Emerging Market Economies' Sovereign Bond Spreads, Bank of England Working Paper 205.
- IMF, 2009, *The State of Public Finance: A Cross-country Fiscal Monitor*, SPN/09/25.
- Min, H., 1998, Determinants of Emerging Market Bond Spreads: Do Economic Fundamentals Matter? World Bank Policy Research Working Paper 1899.
- Remolona, E., Scatigna, M., Wu, E., 2008, The Dynamic Pricing of Sovereign Risk in Emerging Markets: Fundamentals and Risk Aversion, *Journal of Fixed Income* 17, 57-71.

〈웹사이트〉

- | | |
|-----------------|--|
| 국제금융센터 | www.kcif.or.kr |
| 통계청 | www.kostat.go.kr |
| Financial Times | www.ft.com |
| OECD | www.oecd.org |