
I. 테마진단

◆ 우리나라 국가신용등급 상향조정의 의미와 시사점

임준환 선임연구위원

1. 검토배경

- 최근 국제 3대 신용평가회사인 무디스, S&P, 그리고 피치는 우리나라 국가 신용등급 (sovereign credit rating)을 각각 한 단계씩 상향조정하였음.
 - 지난 8월 27일 무디스는 우리나라 국가신용등급을 “A1”에서 “Aa3”로 상향조정 이후 S&P 및 피치도 싱글 “A+”에서 더블 “AA-”로 각각 상향조정하였음.

- 금번 등급 상향조정은 글로벌 금융위기 이후 주요국의 신용등급이 강등되는 추세 속에서 상향된 것은 이례적이라 할 수 있음(〈표 1〉 신용평가사별 · 국별 신용등급 분포 참조).
 - 신용평가등급체계는 신용평가사별로 상이한 등급기호를 갖고 있으나 크게 투자적격 등급(investment grade)과 투기등급(speculative grade)으로 분류됨.
 - 투자 적격 등급(investment grade)은 “BBB-”(무디스 사는 “Baa3”) 이상을 갖는 등급을, 투기등급은 “BB+”(“Ba1”) 이하에 해당되는 등급을 각각 의미함.

〈표 1〉 신용평가사별 · 국별 신용등급 분포

구분	등급	Moody's	S&P	Fitch
투자등급	AAA(Aaa)*	미국(-)**, 독일(-), 영국(-), 프랑스(-), 캐나다, 호주, 싱가포르	독일, 영국, 캐나다, 호주, 싱가포르, 홍콩	미국(-), 독일, 영국(-), 프랑스(-), 캐나다, 호주, 싱가포르
	AA+(Aa1)	홍콩(+)	미국(-), 프랑스(-)	홍콩
	AA(Aa2)		벨기에(-)	벨기에(-)
	AA-(Aa3)	한국, 사우디, 중국(+), 대만, 벨기에(-), 칠레, 일본	한국, 사우디, 중국(+), 대만, 일본	한국, 사우디
	A+(A1)		칠레(+)	
	A(A2)			
	A-(A3)	남아공(-), 말레이시아	말레이시아	이태리(-), 말레이시아
	BBB+(Baa1)	러시아, 멕시코, 태국	이태리(-), 남아공(-), 아일랜드(-), 태국, 스페인(-)	남아공(-), 아일랜드(-)
	BBB(Baa2)	브라질(+), 이태리(-)	브라질, 러시아, 멕시코	스페인(-), 브라질, 러시아, 멕시코, 태국
	BBB-(Baa3)	인도, 인도네시아, 스페인(-)	인도(-)	인도(-), 인도네시아
투기등급	BB+(Ba1)	터키(+), 아일랜드(-)	인도네시아(+), 필리핀	터키, 필리핀
	BB(Ba2)	필리핀(+)	터키, 포르투갈(-)	
	BB-(Ba3)	포르투갈(-)	베트남	
	B+(B1)	베트남(-)		베트남, 이집트(-)
	B(B2)	이집트(-)	이집트(-), 아르헨티나(-)	아르헨티나
	B_(B3)	아르헨티나		
	CCC+(Caa1)			
	CCC(Caa2)		그리스(-)	그리스
	CCC-(Caa3)			
	CC(Ca)			
SD*** (C)	그리스			

주: * 괄호 안 등급은 무디스 기준, ** 국가 뒤 (-) 부정적 등급전망, (+) 긍정적 등급전망, *** SD: 선택적 디폴트(Selective, Default)

자료: 기획재정부(2012. 8)

■ 본고에서는 국가신용등급의 의미와 특징을 논의하고 이를 바탕으로 우리나라 국가신용등급의 상향조정이 시사하는 바를 도출하고자 함.

- 먼저 국제 신용 평가회사들이 국가 신용평가등급을 결정하는 방식에 관해 살펴보고 신용등급의 일반적 특징을 기술하고자 함.

- 다음으로 이러한 신용평가 분석체계를 토대로 우리나라 국가신용등급 상향조정이 의미하는 바와 우리경제에 주는 시사점을 도출하고자 함.

2. 국가신용등급의 평가방법론 및 특징

가. 국가신용등급(sovereign credit rating)의 의미

■ 국가 신용등급이란 신용평가회사가 한 국가가 발행한 채권(bond)의 채무불이행 위험(default risk)을 측정하고 평가하여 국가별로 순위를 매겨 신용등급을 부여하는 과정을 말함.¹⁾

- 국채신용등급은 정부가 발행한 채무증서를 보유한 투자자들에게 직면한 신용위험(credit risk)을 반영함.
- 국가신용등급은 채권발행국의 경제, 금융, 사회 및 정치적 요인들을 고려하여 동 국가의 신용상태에 대한 신용평가사의 의견을 반영함.
- 국가신용등급은 자국통화 또는 외화통화표시로 정부발행채권의 신용상태를 국별로 비교하여 점수화함.
 - 자국통화 표시 국채에 대한 신용평가는 적기에 채권보유자에게 채무상환의무를 이행하기 위해 정부수입을 창출할 수 있는 능력 및 의지를 반영함.
 - 외화표시 국채의 신용평가는 외채상환의무를 이행하기 위해 외환보유액(foreign exchange)을 가용할 수 있는 정부의 능력 및 의지를 반영함.
- 최근 정부가 국채발행을 통해 자금을 조달하면서 국가신용등급이 보다 중요해지고 있음.²⁾

■ 민간 경제주체자와 달리 정부의 채무불이행은 채무상환능력(Ability to repay)보다는 채무상환의지(Willingness to repay)에 의해 결정됨.

1) 이하에서는 단기채권 보다는 장기채권의 신용평가과정에 살펴보고자 함.

2) Cantor Richard and Packer Frank(1995)참조.

- 일반적으로 민간 경제주체자는 채무를 상환하기 위한 재원이 부족하여 채무불이행을 어쩔 수 없이 선언함.
- 이와는 달리 정부는 채무상환을 위해 조세징수권 및 통화발행권이라는 주권(sovcreignty)을 보유하고 있을 뿐 아니라 국제채무상환을 거부할 수 있는 권한을 갖고 있음.
 - 예컨대, 해외통화표시 국가채무가 채무불이행에 직면했을 때 이를 해결하기 위한 국제법은 제한된 권한(limited authority)을 갖고 있어 이를 해결할 수 없음.
- 정부는 채무상환능력이 있다 하더라도 정치적 재량에 의해 채무상환을 의도적으로 거부할 수 있음.
- 정부는 채무상환에 따른 제반 비용(경제적, 사회적, 정치적 비용)이 상환거부에 따른 제반비용보다 큰 경우에 채무상환을 거부함.

■ 따라서 국가신용등급 결정 시 정부의 상환의지가 중요한 변수로 작용하므로 정부의 대응 조치에 따라 신용평가기관은 상이한 신용등급사건으로 인식함.

- 자국통화의 대외가치가 대규모 평가절하되는 경우(대외충격) 정부는 다음과 같은 상황에 직면함.
 - (1) 채무불이행을 선언하는 경우 또는
 - (2) 채무불이행을 선언하지 않지만 충격을 흡수할 수 있는 능력(shock-absorbing capacity)이 떨어지는 경우(예컨대 외환보유고가 감소하는 경우 또는 대외부채의 대내 상환부담이 증가되는 경우) 또는
 - (3) 정부의 신용상태에 전혀 변함이 없는 경우(환율평가절하로 경상수지가 개선되어 자본유출이 발생하지 않는 경우)
- 첫 번째 사건은 신용등급변화의 사유가 되고 두 번째 사건은 신용등급변화는 아니지만 신용등급 하향압력사유가 되고 세 번째 사건은 신용등급의 조정사유가 되지 않음.

■ 특히 외화표시 국채의 신용위험을 평가할 때 그 국가의 대외채무포지션(external position)이 중요한 역할을 함.

- 외화차입비중이 높은 신흥국들에서 발생하는 국제수지 위기는 과거에는 외화표시 대외 채무불이행(외채위기)에 의해 유발되었으나 최근에는 금융자유화와 통화의 태환성 증대로 이러한 관계는 약화되는 경향임.
- 대신 신흥국들의 최근 위기는 신뢰위기(confidence crisis)가 발생하여 급작스러운 자본 유출을 초래하여 외환위기로 연결되는 경향임.
 - 외환위기는 외채상환부담가중과 외환보유액의 고갈로 정부의 대외 신용상태를 악화 시킴.
- 따라서 한 국가의 대외 포지션상태가 대외 신용위험을 평가하는데 있어서 중요한 역할임.

나. 국가신용등급의 평가 방법론: S&P사의 접근방법³⁾

- 국가 신용등급방법론은 크게 등급산출체계, 외화통화표시 국가 신용등급 결정요인 분석, 국내 통화표시 국가 신용등급 결정방식으로 구성됨.
 - 신용등급의 전반적 산출체계는 정부채권의 채무불이행의 과거사례와 2007년 글로벌 금융위기 여파분석을 기초로 마련됨.
 - 과거 사례에 비추어 볼 때 예상치 못한 사건(전쟁, 정치적 불안정, 교역조건 악화 등) 발생에 대한 정책대응이 제대로 이루어지 못한 경우에 국가채무 불이행이 발생함.
 - 대내외적 충격 발생 시 대응할만한 재정 및 통화정책의 여력이 없거나 또는 지속가능한 경제성장정책실행이 불가능한 경우 투자자들의 신뢰도가 급속 악화됨.
 - 이는 채무상환부담증가로 이어지게 되고 결국 정부는 정책수단의 하나로 채무 불이행을 선언함.
 - 글로벌 금융위기 이후 경기침체여파로 상당 수 국가들, 특히 유로화지역 회원국들의 국가신용등급이 하향 조정됨.
 - 유로 주변부 회원국들은 외부차입의존도가 높은 상태에서 성장둔화 및 자금조달여건 악화에 직면하면서 국채자금조달비용이 급등하였음.

3) 국가신용등급 평가방법과 구성요인에 관한 논의는 Standard & Poor's사 보고서(2008 & 2011)를 주로 참조하였는데 이는 Moody's 사의 국가 신용등급 평가방법론(2006 & 2012)과 유사하기 때문임.

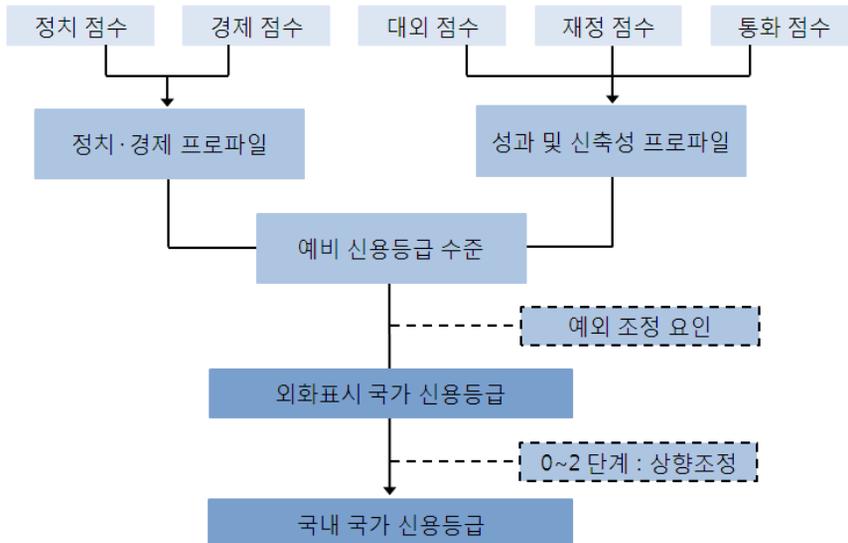
■ 국가 신용등급은 신용등급의 결정요인, 점수화, 신용등급부여의 단계로 산출함(〈그림 1〉 참조).

- 국가 신용등급을 결정하는 주요 요소는 정치부문, 경제부문, 대외부문, 재정부문, 통화 부문 요인으로 분류됨.
- 각 부문에 각각 일정한 점수를 부과하되 각 요인별 점수체계는 최우수에는 “1”, 최불량에는 “6” 점수로 구성함.
- 마지막 단계로 예비적 신용등급표(indicative sovereign rating levels)를 산출되며 이를 토대로 예외조정요인을 감안하여 외국 통화표시 신용등급이 결정되며 여기에 국내통화의 특수성을 인정하여 국내통화표시 신용등급이 최종적으로 산출됨(〈그림 1〉 하단부분 참조).

- 국내 통화표시 국가신용등급 = 해외 통화표시 국가신용등급 + 상향조정(1~2단계)요인

- 국내통화표시 국가채무발행의 특수성은 국가는 한 국가 내에서 조세징수권과 통화 발행권을 갖고 있어 언제든지 동 수단을 통해 대내 국가채무를 상환할 수 있는 특권을 갖고 있음을 의미함.

〈그림 1〉 국가 신용등급 결정체계



다. 국가신용등급의 특징

■ 지금까지 국가신용등급 평가방법론에 관해 살펴보았는데 이하에서는 국가들의 경제구조와 신용등급과의 관계에 대한 정형화된 사실(stylized facts)을 기술하고자 함.

- 거시경제와 국가 신용등급과의 관계
- 재정부문의 성과와 국가 신용등급과의 관계
- 통화정책성과와 국가 신용등급과의 관계
- 대외 국가채무와 국가 신용등급과의 관계

1) 거시경제와 국가 신용등급과의 관계

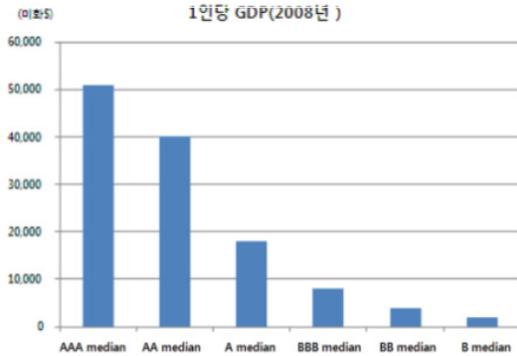
■ 첫째, 국가 신용등급은 국민소득수준과 정(+)의 상관관계를 보이고 있음(<그림 2> 참조).

- 1인당 국민소득이 높은 국가의 신용등급은 “AAA”으로 수렴하는 경향임.
 - 50,000불(2008년 중앙값기준)인 국가의 신용등급은 “AAA”에 속하고 20,000불 이상 40,000불 이하인 국가의 신용등급은 “AA”에 해당함.
- 국가 신용등급이 낮은 국가의 경제구조의 특징을 살펴보면 국민소득수준이 낮거나, 금융시장의 발달이 미미하거나, 소득불균형이 왜곡된 패턴을 보여주고 있음.

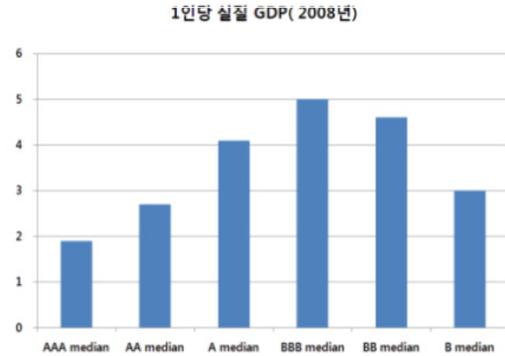
■ 한편 중간수준의 신용등급(“BBB”)을 갖는 국가들은 비교적 높은 경제성장률을 보이는 패턴임(<그림 3> 참조).

- 고도의 경제성장을 보인 중국이 이에 해당함.
- “AA” 이상의 신용등급을 보유한 선진국들은 높은 경제성장률을 시현하지 않음.
- 신용등급이 낮은 저개발 국가들의 경우 경제성장의 변동성이 높은 편이라 할 수 있음.

〈그림 2〉 국민소득과 신용등급



〈그림 3〉 경제성장률과 신용등급



자료: standard & poor's 2008

2) 재정부문의 성과와 국가 신용등급과의 관계

■ 신용등급이 투기등급(speculative grade)에 속하는 국가일수록 재정건전성이 낮은 수준임 (〈그림 4~6〉 참조).

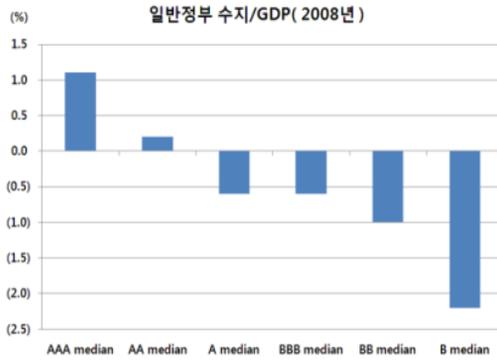
○ GDP대비 재정적자비율이 높거나 또는 국가채무변화가 높은 국가일수록 낮은 신용등급임(〈그림 4&5〉 참조).

- 설령 정부재정적자비율이 높지 않더라도 준재정(quasi-fiscal)활동, 재정투명성의 결여, 정부수익창출능력의 한계, 차입능력 제한 등으로 재정적 신축성(fiscal flexibility)이 낮은 국가일수록 투기등급에 속함.

○ 특이한 점은 “AA” 신용등급을 갖는 국가가 가장 낮은(GDP 대비) 순 채무비율을 보이고 있음(〈그림 6〉참조).

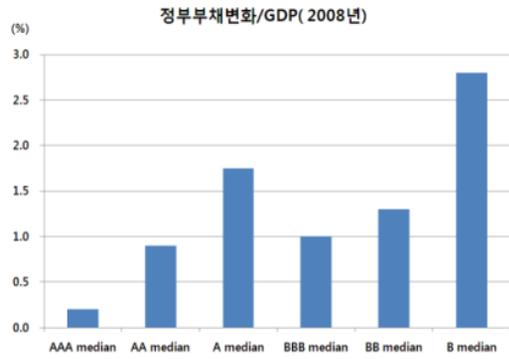
- 이는 “AA”에 속한 아랍권의 석유수출국들의 재정건전성개선에서 비롯됨(최근 원유가 상승지속으로 재정흑자지속).

〈그림 4〉 재정수지와 신용등급



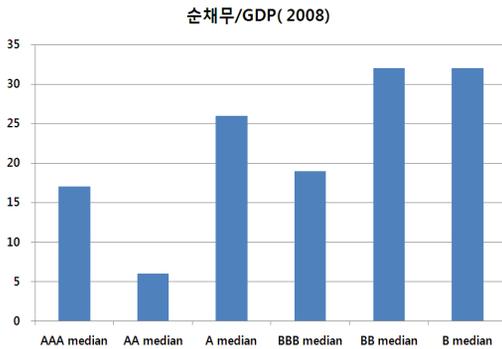
자료: standard & poor's 2008

〈그림 5〉 정부채무변화와 신용등급



자료: standard & poor's 2008

〈그림 6〉 순 채무와 신용등급



3) 통화정책성과와 국가 신용등급과의 관계

- 통화적 요인 중의 하나인 물가수준이 높을수록 국가신용등급은 낮음(〈그림 7〉 참조).
 - “AAA” 신용등급을 갖는 국가의 평균 인플레이션은 2% 내외, “AA” 신용등급을 갖는 국가는 3% 내외의 물가수준을 보여주고 있음.
 - 인플레이션은 농산물 및 원유 등 상품가격 급등과 재정압력에 기인함.
 - 최근 들어 대내적 요인보다는 대외적 요인과 글로벌 유동성이 인플레이션 발생요인으로 작용하고 통화관리의 신축성이 보다 중요해짐.

4) 대외 국가채무와 국가 신용등급과의 관계

■ 대외부문의 주요 결정요인인 CAR 대비 경상수지비율은 국가신용등급과 정(+)의 상관관계 임(〈그림 8〉 참조).

○ 대외 유동성 주요 측정지표인 CAR 대비 경상수지비율은 대외 유동성의 주요 측정지표로 사용됨.

- CAR는 경수계정의 수입(CAR: Current Account Receipts)을 의미함.

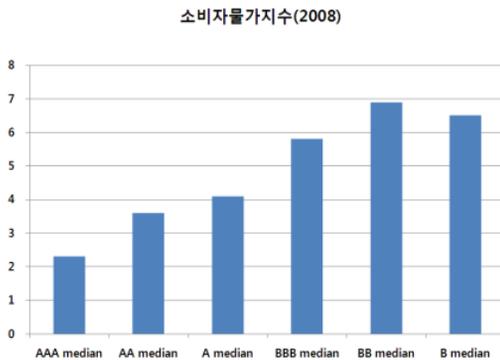
○ “AA” 신용등급을 갖는 국가의 경상수지비율이 가장 양호한 현상을 보이고 있는데 이는 아랍권의 석유수출국의 경상흑자기조에 기인함.

○ 이를 제외하고는 선진국들은 경상계정의 수입대비 2% 내외를 보이고 있음.

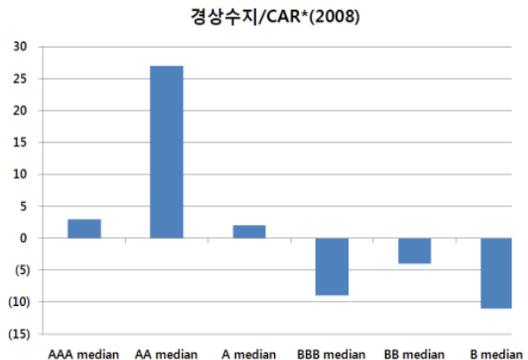
○ 대외유동성의 다른 지표를 사용할 수 있으나 CAR 대비 경상수지 비율지표와 동일한 예측력을 보유함.

- 대외 유동성 지표 = (경상계정지출 + 단기 외채) / (CAR + 외환보유액)

〈그림 7〉 물가와 신용등급



〈그림 8〉 경상수지와 신용등급



■ 순 대외채무비율이 낮을수록 국가신용등급은 높은 경향임(〈그림 9〉 참조).

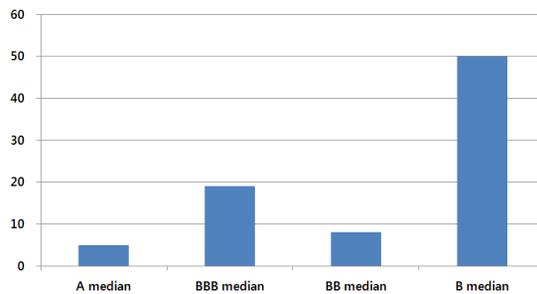
○ 순 대외채무비율은 다음과 같이 정의함.

- 순 대외채무비율 = 순 대외부채 / CAR

순 대외채무 = 거주자의 대외부채 - (외환보유액 + 거주자의 대외자산)

- 선진국의 경우 대부분의 대외채무가 자국통화로 표시되어 있어 대외부채 상환부담은 낮은 편임.
- 그러나 기축통화를 보유한 국가를 제외하고는 대부분 국가들의 대외채무는 해외통화로 표시되어 있어 대외채무비율이 높을수록 신용등급은 낮은 편임.

〈그림 9〉 대외채무와 신용등급
순대외채무 (외환보유액 및 금융기관 해외보유자산 차감)/CAR(2008)



라. 국가신용등급의 한계점

- 그러나 신용평가기관에 의한 국가신용등급은 국가채무위기의 예측력과 국가신용등급과 국채 스프레드와의 연관성이 낮다는 측면에서 한계점을 갖고 있음.
 - 국가신용등급이 채무위기의 예측력이 표준화된 거시경제변수를 갖는 단순 모델에 비해 상대적으로 우월하지 못하다는 실증적 분석이 있음.
 - 최근 연구결과에 따르면 1977년 이후 신흥국 및 개발도상국의 53개국들의 패널자료를 활용하여 국가신용 등급에 의한 위기에측력을 실증적으로 분석하였음.⁴⁾
 - 현재 국가채무부담은 미래채무를 예측하는데 좋은 지표가 아닌 예로 EU 주변국의 국가채무비율은 최근 들어 갑자기 급등함.
 - 따라서 현재 높은 국가채무비율은 채무불이행을 예측하는데 필요조건과 충분조건이 아니라는 사실임.

4) Matthieu, B etc.(2012) 참조.

- 먼저 국가신용등급은 국가신인도등급(country rating)개념과 구분할 필요가 있음.
 - 국가신용등급은 국가채권발행에 신용등급과 관련하여 채무불이행위험을 평가함.
 - 한편 국가신인도등급은 한 국가에 투자할 때 발생하는 제반 위험(정치적 위험, 환위험, 경제적 위험, 국가채무불이행 등)을 포함하고 있어 국가신용등급보다 포괄적임.

3. 우리나라 국가신용등급의 상향조정 의미와 특징

- 위에서 논한 국가신용등급방법론의 관점에서 우리나라 국가신용등급 상향조정("AA-")은 다음과 같은 의미를 갖고 있음.
 - 우리나라 국가 신용등급 "AA"에서 "정치 및 경제 프로파일"의 점수는 최대 '3'(준 우수에 해당) 이하이거나 "신축성 및 성과 프로파일"의 측면에서 최대 '3.8~4.2'(우수에 해당) 점수에 속함.
 - 정치적 점수: 적어도 현재까지는 지속가능한 재정건전성을 유지하면서 균형된 경제 성장정책을 유지하여왔으나 향후 저출산 및 노령화 추세 등 인구구조의 변화와 중장기적 재정과제 등으로 현 재정정책기조가 변화될 가능성(〈부록 표 1〉 참조)이 있음.
 - 경제적 점수: 동 그룹에 속하는 국가들의 1인당 국민소득은 \$15,000~\$250,000('3'에 해당하는 국가들의 중간 값)에 해당되므로 당분간 이 수준에 상당기간 동안 머무를 것으로 예상됨(〈부록 표 2〉 참조).
 - 대외부문 점수: 우리나라는 국제통화국으로 분류된 국가로 대외채무를 순 대외채무 비율로 측정될 때 최소 점수 '2'에 해당(순 대외채무비율이 50~100%)되나 개선될 여지가 있음(〈부록 표 3〉 참조).
 - 재정 점수: 재정건전성 지속으로 인한 재정성과나 재정신축성측면에서 '1' 또는 '2' 점수에 해당되어 상향조정의 주요 요인이라 판단함(〈부록 표 1~3〉 참조).
 - 통화점수: 우리나라는 변동환율제도의 시행, 통화정책의 독립성, 국제시장과 금융시장의 발달로 '2' 또는 '3'의 점수에 해당함(〈부록 표 6〉 참조).

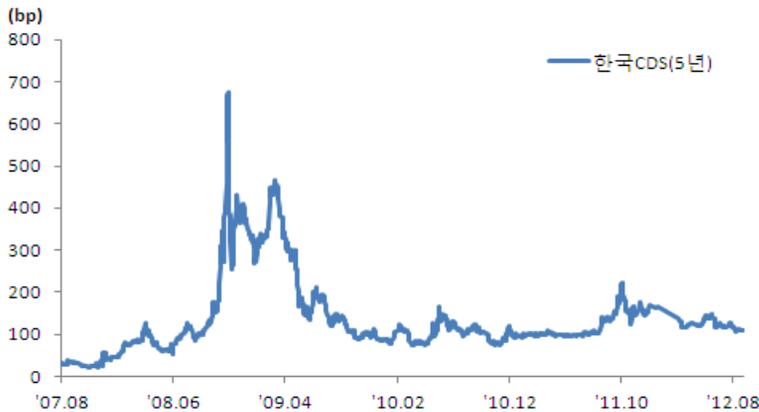
■ 우리나라 국가 신용등급이 상향조정된 근거로 건전한 재정기초여건, 경제복원력 및 경쟁력 강화 뿐만 아니라 대외충격으로부터 대외채무의 취약 개선과 지정학적 위험 불변에 기인함.

- 건전한 기초재정여건에 힘입어 우발적으로 발생하는 대내외 충격에 효과적으로 대응할 수 있는 재정여력을 확보함.
 - 더블 A 신용등급을 보유한 국가들 가운데 정부재정지표는 상대적으로 양호한 편으로 경제복원력을 강화함.
 - 글로벌 금융위기 이후 경기침체 회피와 빠른 회복세(2010년)를 시현함.

■ 그러나 국가신용등급은 다음과 같은 한계점을 갖고 있음.

- 첫째, 발행자에 대한 신용(issuer credit)에 관한 평가과정을 의미하는 것이지 국가 신용도(country rating)의 개선을 의미하는 것이 아님(〈2. 다. 국가신용등급의 한계점〉 참조).
 - 국가신용등급은 국가가 채권발행에 따른 채무불이행위험을 측정하는 반면 국가신용도는 외국투자자가 국내투자 시 직면하게 되는 제반위험을 포함하고 있어 훨씬 포괄적임.
- 둘째, 국가신용등급은 시장참여자의 정부신용에 대한 시장참여자의 미래지향적(forwarding looking) 정보를 반영하지 않는다는 점에서 다분히 후행적임(〈그림 2〉 참조).
 - 우리나라 5년물 국채 신용부도스왑이 시장참여자의 기대를 반영함.
- 셋째, 우리나라 국가 신용등급은 기존 우량 신용등급국가 달리 변동성이 크다는 사실을 유의해야할 필요가 있음.
 - 97년 외환위기 이전에도 “AA” 유지하였으나 97년 외환위기 당시 투기등급인 “B+”로 급락한 적이 있는데 이는 최근 그리스가 “AA”의 신용등급에서 선택적 채무불이행등급인 “C” 등을 경험한 유로주변국 사례를 제외하고는 찾아보기 힘든 사례임.

〈그림 10〉 우리나라 정부 신용부도스왑(CDS) 가격추이



자료: Bloomberg

4. 요약 및 시사점

■ 지금까지 국가신용등급의 의미와 특징을 논의하고 이를 바탕으로 우리나라 국가신용등급의 상향조정이 시사하는 바를 살펴보았는데 이를 요약하면 아래와 같음.

- 첫째, 국가신용등급은 분명 호재이지만 이를 지나치게 확대해석하는 경향이 있어 국가신용등급이 결정되는 방식과 그 의미를 올바르게 이해할 필요가 있음.
- 둘째, 국가신용등급은 발행자에 대한 신용(issuer credit)에 관한 평가과정을 의미하는 것이지 이보다 포괄적인 발행국에 대한 투자등급(country rating)을 의미하는 것이 아니라는 사실임.
- 셋째, 자국통화표시 국가신용등급은 외화표시 신용등급에 비해 한두 단계 높은 경향이 있는데 이는 정부가 한 국가 내에서 조세징수권 및 통화발행권을 갖고 있기 때문임.
- 넷째, 국가신용등급은 시장참여자의 정부신용에 대한 시장참여자의 미래지향적(forwarding looking) 정보를 반영하지 않는다는 점에서 다분히 후행적임.

■ 지금까지 우리나라 국가신용등급 상향조정은 다음과 같은 의미를 갖게 됨.

- 첫째, 우리나라 국가신용등급의 상향조정은 정부의 신용평가개선이 아니라 국가등급의 개선을 의미하는 것은 아님.

- 둘째, 우리나라 신용등급 상향조정은 글로벌 금융위기 이후에도 정부재정건전성유지와 외환보유액의 확대에 기인함.
- 우리나라 국가 신용등급은 기존 우량 신용등급국가 달리 변동성이 크다는 사실임.

■ 한편 국가신용등급 상향조정으로 정부를 비롯해 민간회사(금융회사 및 일반기업)의 해외 자금조달금가 인하될 것으로 예상됨.

- 국가신용등급 격상은 우리나라 금융회사의 신용등급도 상향조정됨을 의미로 해외 채권 발행 시 조달금리가 하락하여 이에 따라 추가적인 이익이 발생함.
- 또한 국가신용등급이 높아지면 CDS프리미엄이 낮아져 민간 금융기관의 해외자금 조달 비용도 떨어질 것으로 예상됨.
- 더불어 외국인들의 국내 채권 수요가 증가할 전망이다.

■ 따라서 국가신용등급의 유지와 상향조정을 위해서는 지속적인 경제성장, 거시안정정책, 구조개혁 노력이 병행될 필요가 있음.

- 방만한 예산집행과 공기업 및 가계부채급증으로 정부 우발채무가 증가될 가능성이 있어 정부 재정건전성이 악화되지 않도록 해야 함.
 - 가계부채 1000조 원, 공기업 부채가 390조 원에 이르고 향후 공적자금이 투입되면 정부의 재정건전성이 악화될 가능성이 있음.
 - 또한 고령화와 생산가능 인구 감소로 인해 정부의 지출증가확대와 성장잠재력이 약화될 가능성이 있어 중장기적 측면에서 재정개혁이 단행될 필요가 있음.
- 추가적인 국가신용등급상승을 위해서는 자유변동환율제도와 원화의 완전태환성 도입도 고려해볼 필요⁵⁾가 있음.
 - 우리나라는 IMF 환율제도분류에 의하면 자유 변동환율제(free-floating exchange rate regime)가 아닌 변동환율제(floating)를 채택하고 있음.
 - 자유변동환율제도란 외환시장개입이 예외적이고 일정기간 동안한 개입횟수가 외부적으로 식별가능하고 제한적인 환율제도를 말하는데 우리나라는 동 조건에 만족하지 않아 변동환율제로 분류함.

5) 환율제도에 대해서는 <부록 표 5-1> 통화부문 점수에서 1) 환율제도 참조 바람.

- 원화의 완전태환성이란 비거주자가 원화를 자유롭게 차입할 수 있는 상태를 말하는데 현재 원화된 비거주자의 원화차입이 일정한 한도로 제한되어 있음.

〈참 고 문 헌〉

기획재정부(2012. 8. 27), 『Moody's의 국가신용등급 사상 최고등급 "Aa3"부여』, 보도자료.

Bulow, Jeremy, and Rogoff, Kenneth.(1989), A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt, Journal of Political Economy, Vol.97, No.1.

Bussiere, Matthieu, and Ristiniemi Annukka.(2012), Credit Ratings and Debt.

Cantor Richard and Packer Frank(1995. 6), Sovereign Credit Ratings, Current Issues in Federal Reserve Bank of New York.

Moody's Investors Service(2006), A Guide to Moody's Sovereign Ratings.

Moody's Investors Service(2012), Moody's Sovereign Rating Methodology, Presented at the Moody's-NYU Credit Conference.

Standard & Poor's(2008), Criteria: Sovereign Credit Ratings: A Primer, RatingsDirect.

Standard & Poor's(2011), Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions, Global Credit Portal.

부 록

S&P's사의 각 부문별 점수 평가

〈부록 표 1〉 정치부문 점수 평가

점수	주요 요인: 정책입안 및 정치제도의 실효성, 안정성, 예측가능성	부수적 요인: 정치제도의 투명성 및 책임성
1	<ul style="list-style-type: none"> 전향적 정책입안: 위기관리 및 경제성장 실적 제도 및 정책의 안정성: 미래 위기 발생에 대한 대응의 예측가능성 제고 	<ul style="list-style-type: none"> 광범위한 상호견제기능 계약집행의 공정성 및 법 준수 자유로운 토론을 통한 정치적 의사결정 과정
2	<ul style="list-style-type: none"> 지속가능한 재정 및 균형성장 정책의 단기 개혁실행능력 미비 정치환경변화의 불확실성 	<ul style="list-style-type: none"> 실효적 상호견제기능 재정자료 및 통계의 시기적절성
3	<ul style="list-style-type: none"> 중장기 재정개혁의 불확실성 	<ul style="list-style-type: none"> 상호견제기능의 형성과정 정책결정의 부분적 공개 통계정보공개의 지연

점수	주요 요인	부수적 요인
4	<ul style="list-style-type: none"> 지속가능 재정 및 균형 경제성장에 저해 정책 선택 향후 정책대응 예측가능성 감소 	<ul style="list-style-type: none"> 상호견제기능의 불확실성 투명성 취약: 정치간섭에 의한 정보공개 미비
5	<ul style="list-style-type: none"> 지속가능 재정상태 유지 및 채무상환 능력 및 의지를 약화시키는 정책 선택 정치제도의 불안정성 정책대응의 예측불허 	<ul style="list-style-type: none"> 계약집행의 불확실성 투명성 결여: 부패, 자료 갭, 정보제한
6	<ul style="list-style-type: none"> 정치제도의 취약성 정치제도의 붕괴가능성 	<ul style="list-style-type: none"> 계약실행의 불확실성 및 법준수 미비 투명성 결여: 자료 갭, 자료수정의 빈번성, 국가채무통계 통제

〈부록 표 2〉 경제부문 점수 평가

1인당 GDP(\$)	35,000 이상	25,000~35,000	15,000~25,000	5,000~15,000	1,000~5,000	1,000불 이하
초기 점수	1	2	3	4	5	6
긍정적 조정요인			부정적 조정요인			
<ul style="list-style-type: none"> • 통화의 대외가치가 저평가 된 경우 • 동일 그룹 내에서 평균 이상의 경제성장 (1인당 실질 GDP) 예) '2'점수그룹에서 1.5% 이상 성장 '3'과 '4' 그룹에서 4% 이상 성장 '5'와 '6' 그룹에서 6% 이상 성장 			<ul style="list-style-type: none"> • 통화 대외가치가 평가절상 • 동일그룹에서 평균 이하 성장 • 경제성장동인이 대내신용팽창과 자산인플레이션인 경우 • 경제력이 집중되거나 변동성이 큰 산업에 노출된 경우(특정 산업의 부가가치 > GDP의 20%) 			
경제 부문 점수 = 초기점수 + 조정가능 점수(최대 2단계 조정가능)						

〈부록 표 3〉 대외부문(external sector) 점수 평가

		글로벌 기축통화 발행국가	국제 통화거래 국가	기타: 대외 유동성 측정			
				총 대외 필요 자금 / (경상계정 수입 + 가용외환보유액)			
				50% 이하	50 ~100% 이하	100 ~150%	150% 이상
대외 채무: (협의의 순외채) /CAR	-50% 이하	1	1	1	1	1	2
	-50~0%	1	1	1	1	2	3
	0~50%	1	1	1	2	3	4
	50~100%	2	2	2	3	4	5
	100~150%	2	3	3	4	5	5
	150~200%	3	4	4	5	5	6
	200% 이상	3	4	5	6	6	6
긍정적 조정 요인			부정적 조정 요인				
<ul style="list-style-type: none"> • 보수적 대외포지션: 순 국제투자포지션 > 순 대외채무 + CAR • 경상흑자가 지속되는 가운데 국제적으로 활발하게 거래되는 통화를 가진 국가 			<ul style="list-style-type: none"> • 대외 자금조달 여건 악화위험에 처한 국가 • 교역조건변동성이 높은 국가: 10% 이상의 표준편차 • 대외채무가 낮지만 채무제약조건에 처한 국가 • 국제통화를 갖고 있으나 지속적 경상적자 (CAR의 10%) 또는 고 단기외채(CAR의 100% 이상)에 처한 국가 				
대외부문 점수 = 초기점수 + 조정가능 점수(최대 2단계 조정가능)							

〈부록 표 4-1〉 재정부문 점수: 재정성과 및 신축성

정부채무변화 /GDP(%)	0 이하	0~3%	2~4%	3~5%	4~7%	6%
초기점수	1	2	3	4	5	6
긍정적 조정요인			부정적 조정요인			
<ul style="list-style-type: none"> • 유동성 자산보유비중(>GDP대비 25%)인 정부 • 단기적으로 정부수입 또는 정부지출삭감 능력(> GDP 대비 3%) 정성적 평가: <ul style="list-style-type: none"> - 정부정책 및 과거실적 - 헌법, 정치, 행정상 장애요인 - 정치/경제적 합의 			<ul style="list-style-type: none"> • 단기적으로 정부수입창출능력 제한 <ul style="list-style-type: none"> - 지하경제의 발달, 조세징수 취약 • 인프라제공 및 기본서비스 부족 <ul style="list-style-type: none"> - 교육, 의료, 생계수준 등 - 연령관련 지출(노인 복지) 압력 • 총 채무 40% 이상이 외화 및 잔여만기 3년 이내로 표시된 경우 • 비거주자가 정부채무의 60% 이상 보유한 경우 • 채무상환프로파일의 변화가 큰 경우 • 은행대차대조의 상당부분이 국채로 구성된 경우 (20% 이상) • 지속불가능하거나 변동성이 큰 정부수입(GDP 대비 25% 이상이 부동산 또는 재화에 노출된 경우) 			
재정 성과 및 신축성 점수 = 초기점수 + 조정 가능 점수(최대 2단계 조정가능)						

〈부록 표 4-2〉 재정부문 점수: 채무상환부담

		채무수준				
		GDP대비 순국가채무 비율(%)				
채무상환비용	정부수익대비 이자비용	30% 이하	30~ 60%	60 ~80%	80 ~100%	100% 이상
	5% 이하	1	2	3	4	5
	5~10%	2	3	4	5	6
	10~15%	3	4	5	6	6
	15% 이상	4	3	4	5	6
긍정적 조정요인		부정적 조정요인				
<ul style="list-style-type: none"> 향후 2~3년 이내 정부의 자금상환계획이 공적 조달로 이루어질 경우, 순 채무국의 채무점수는 초기점수 보다 1단계 상향조정 		다음조건에 해당되는 경우 채무점수는 초기점수에 비해 1단계 하향조정 <ul style="list-style-type: none"> 총채무의 40% 이상이 외화표시 또는 3년 미만의 만기 비거주자가 국가채무의 60% 이상을 보유한 경우 부채상환조건이 빈번히 조정되는 경우 은행 자산 중 20% 이상 국채로 구성된 경우 				
우발채무(contingent liabilities)에 대한 부정적 조정요인						
<ul style="list-style-type: none"> 정부 우발채무는 하향조정 단계 대상 우발채무규모가 소, 중, 대(moderate, high, very high)에 따라 1단계, 2단계, 3단계 이상 하향조정 가능 						
채무상환부담 점수 = 초기 점수 + 조정가능점수* 조정가능점수: 긍정적인 조정요인의 경우 최대 1단계 상향조정, 부정적인 조정요인의 경우 최대 3단계 하향조정						

〈부록 표 4-3〉 재정부문 점수: 우발채무

우발채무 범위	평가방식: 다음 요인의 합계 1. 금융부문: 스트레스 시나리오 시 금융위기의 예상 비용 2. 비금융공기업: 잠재적 손실에 대한 정부지원 추정 3. 보증, 준예산(off-budget) 및 우발채무 목시적 보증, 추가 경정예산 등
미미(limited)	GDP 대비 30% 미만
소(Moderate)	GDP 대비 30~60%
중(High)	GDP 대비 60~80%
대(Very High)	GDP 대비 80% 이상

〈부록 표 5-1〉 통화부문 점수

초기점수	1	2	3	4	5
1) 환율제도					
환율제도 구분	자유변동 환율제	변동환율제	관리변동 환율제: 외환시장개입, 자본유출입 우려	고정환율제	currency board
2) 통화정책의 신뢰성					
중앙은행의 운영상 독립 및 통화정책의 목적	<ul style="list-style-type: none"> 장기적(10년 이상) 독립성 유지 통화정책목표의 명료성 통화정책수단의 다양화 	<ul style="list-style-type: none"> 독립성유지 시장 기반형 정책 수단 	<ul style="list-style-type: none"> 독립성 제한 지급준비율 중심의 통화 정책 	<ul style="list-style-type: none"> 독립성 불확실 통화정책의 실효성 의문 (위기 시) 	<ul style="list-style-type: none"> 독립성 훼손 정치적 간섭 통화파급경로 실효성 의문
3) 금융시스템을 통한 통화파급경로의 실효성					
대내 고정금리 발행 국채시장구조	<ul style="list-style-type: none"> 만기: 20년 이상 금리결정방식: 시장결정 유통시장: 높은 유동성 	<ul style="list-style-type: none"> 만기: 10년 이상 금리결정방식: 시장결정 유통시장: 높은 유동성 	<ul style="list-style-type: none"> 만기: 5~10년 이상 국채 절반 이상 은행 및 공공기간 보유 위기 시 만기 단기화현상 	<ul style="list-style-type: none"> 만기: 5년 이하 국채 절반 이상 은행 및 공공기간 보유 위기 시 만기 단기화 	<ul style="list-style-type: none"> 만기: 5년 이하 국채 대부분 은행 및 중앙은행 보유 고정금리 채권규모 제한적
자국통화표시 자산	GDP대비 100% 이상	80~100%	60~80%	40~60%	40% 미만
시장가치	GDP대비 75% 이상	50~75%	25~50%	10~25%	10% 미만

〈부록 표 5-2〉 통화부문 점수: 초기 점수 조정

통화부문 초기 점수에 대한 부정적 조정요인: '1'~'5'

- 1단계(one category) 하락조정요인
 - 5년 간 인플레이션이 마이너스(디플레이션): 과거, 현재, 향후 3년
 - 외화표시 예금 및 대출 비중이 높은 경우: dollarization
 - 국가가 통화통합 회원인 경우: 유로화 회원국
 - 자국통화의 완전태환성이 보장되어 있지 않는 경우
- 2단계(two categories) 하락조정요인
 - 통화통합회원국으로 물가수준 및 임금수준이 회원국 평균대비 괴리도가 큰 경우
 - 평균 물가 10~15%인 경우 통화점수 '4'
 - 평균 물가 15~20%인 경우 통화점수 '5'

통화적 조정요인: '6'

- 일방적 고정환율제
- dollarization비율 통화대비 75% 이상인 경우
- 평균 인플레이션 20%초과

〈부록 표 6〉 대내 통화표시 국가신용등급 조정: 해외통화표시 국가신용등급

상향조정단계	요인
2단계 상향조정	<ul style="list-style-type: none"> • 자율변동환율제 및 통화국제화 그리고 독립적 통화정책 유지 • 국내통화표시 고정수익증권 및 단기금융 시장의 발달 시가(market capitalization) > GDP 대비 25% • 정치점수 또는 재정점수가 다른 점수평균보다 1점 이상 높지 않아야 함
1단계 상향조정	<ul style="list-style-type: none"> • 관리변동환율제라 하더라도 자율변동환율제를 지향하는 환율제 • 국내통화표시 고정수익증권 및 단기금융 시장의 발달 시가(market capitalization) > GDP 대비 10% • 재정점수가 다른 점수평균 보다 1점 이상 높지 않아야 함