

우리나라의 국가신용위험지표에 관한 분석*

우리나라의 국가신용위험지표인 국가 CDS 프리미엄과 외평채 가산금리는 2007년 중반까지 매우 낮은 수준을 지속하였으나, 2007년 7월 미국 서브프라임 모기지 사태 이후 큰 폭으로 상승하였다. 금융위기 이후 아시아 주요 신흥시장국의 신용위험 변동 양상을 국가 CDS 프리미엄을 기준으로 비교해 보면, 국가 CDS 프리미엄의 상승폭과 변동성 면에서 우리나라가 상대적으로 크게 나타났다.

본고는 이러한 점에서 출발하여 서로 유사한 성격을 갖고 있는 국가 CDS 프리미엄과 외평채 가산금리간의 관계를 살펴보고, 우리나라를 포함한 신흥시장국의 CDS 프리미엄이 글로벌 금융위기 이후 큰 폭의 변동성을 보인 이유를 실증분석해 보았다.

분석 결과, 국가 CDS 프리미엄과 외평채 가산금리간에 장기 균형관계가 존재하는 가운데 우리나라의 신용위험에 대한 새로운 정보는 외평채 시장보다 상대적으로 유동성이 풍부한 국가 CDS 시장에 먼저 영향을 주는 것으로 나타났다. 또한 글로벌 금융위기 이후 신흥시장국 CDS 프리미엄의 변동성이 확대된 것은 국제투자자의 위험회피성향 강화 등 글로벌 요인에 주로 기인한 것으로 분석되었다. 이와 함께 물가 상승률, GDP 대비 총외채 비율 등 개별 국가의 고유한 특성들이 국가별 CDS 프리미엄 변동 양상의 차별화를 가져온 것으로 나타났다.

이상의 분석 결과는 국가 CDS 프리미엄이 외평채 가산금리보다 우리나라의 신용위험 변화를 보다 신속히 반영하고 있음을 의미한다. 아울러 우리나라의 국가 CDS 프리미엄이 여타 아시아 신흥시장국에 비해 큰 폭의 변동성을 보인 이유가 상대적으로 높은 우리나라의 대외익스포저 수준과 관련이 있음을 시사한다.

따라서 정책당국은 향후 글로벌 금융위기 재발 가능성에 대비하여 대외부문의 익스포저 수준을 적절히 관리해야 할 것이다. 또한 외환보유액의 안정적 관리를 통해 대외신인도를 제고해야 하겠다. 아울러 CDS 시장에 대한 모니터링을 보다 강화하고, 동 시장에 대한 국제사회의 감독 강화 움직임에 대해서도 관심을 기울여야 할 것으로 생각된다.

* 본고는 국제국 외환시장팀 성광진 과장이 집필하였음. 본고의 내용은 집필자의 개인 의견으로서 한국은행의 공식견해를 나타내는 것은 아님

I. 머리말

II. 국가신용위험지표 동향

1. 국가 CDS 프리미엄 동향
2. 외평채 가산금리 동향

III. CDS 프리미엄과 외평채 가산금리간 관계 분석

1. CDS 프리미엄과 외평채 가산금리간 이론적 관계
2. 실증분석

IV. CDS 프리미엄의 변동성 확대요인 분석

V. 맺음말

I. 머리말

외평채 가산금리와 국가 신용부도스왑(credit default swap; 이하 CDS라 한다) 프리미엄은 국제금융시장에서 우리나라의 신용위험 수준을 나타내는 지표로 널리 사용된다¹⁾. 따라서 국가신용위험지표의 급속한 상승은 직접적으로 외자조달코스트 상승을 가져올 뿐만 아니라 시장참가자들 사이에 우리 경제에 대한 불안심리를 고조시킬 가능성이 있다. 또한 국가신용위험지표의 상승으로 시장의 불안심리가 확산될 경우 환율변동성 확대 등으로 환율정책 운용상의 어려움도 가중될 수 있다.

글로벌 금융위기 이전 매우 낮은 수준을 지속하던 우리나라의 국가 CDS 프리미엄과 외평채 가산금리는 미국 서브프라임(subprime) 사태에 따른 국제금융시장 불안의 여파로 2007년 하반기 들어 상승세로 돌아선 후 2008년 9월 15일 리먼브러더스(Lehman Brothers) 파산 사태 이후에는 급등세를 나타냈다. 이러한 가운데 글로벌 금융위기 이후 아시아 주요 신흥시장국의 국가신용위험지표 상승폭 및 변동성을 국가 CDS 프리미엄을 기준²⁾으로 비교해 보면, 우리나라가 상대적으로 크게 나타났다.

1) 외평채 가산금리, 국가 CDS 프리미엄과 더불어 국가신용위험지표로 흔히 언급되는 국가신용등급(sovereign credit rating)은 국제신용평가회사들이 통상 특정국가의 신용위험도 변화가 영구적(permanent)인 것으로 판단될 경우 신용등급을 조정(Altman and Rijken(2004))하기 때문에 단기적인 국가신용위험 변화를 반영하는 데 한계가 있다.

2) 여타 아시아 신흥시장국도 우리나라의 외평채에 해당하는 외화표시국채를 발행하였다. 그러나, 이러한 외화표시국채의 발행시기 및 만기 등이 국가별로 크게 달라 동일 기준으로 가산금리 수준 등을 비교하기 어려운 점이 있다. 이에 반해 국가 CDS 프리미엄은 동일한 기준(예 : 5년만기 계약)을 적용하여 국가간 비교를 쉽게 할 수 있다.

이에 따라 본고에서는 서로 유사한 성격을 갖고 있는 국가 CDS 프리미엄과 외평채 가산금리가 어떤 관계에 있는지를 먼저 분석해보고, 글로벌 금융위기 기간중 우리나라를 포함한 신흥시장국의 경제펀더멘털 및 대외익스포저³⁾ 변수와 국가 CDS 프리미엄 변동 양상을 비교분석함으로써 우리나라의 국가 CDS 프리미엄이 글로벌 금융위기 이후 상대적으로 큰 폭의 변동성을 보인 이유를 규명해 보고자 하였다.

본고의 나머지 장은 다음과 같이 구성하였다. 먼저 II장에서 국가 CDS 프리미엄과 외평채 가산금리의 동향을 살펴본 다음, III장에서는 국가 CDS 프리미엄과 외평채 가산금리간의 관계를 분석하였다. IV장에서는 신흥시장국의 국가 CDS 프리미엄이 글로벌 금융위기 이후 큰 폭의 변동성을 보인 이유를 각국의 경제금융지표를 중심으로 비교분석하였다. 마지막으로 V장에서는 분석결과를 토대로 시사점을 도출하였다.

II. 국가신용위험지표 동향

1. 국가 CDS 프리미엄 동향

가. 국가 CDS 프리미엄의 개념

CDS는 기업, 금융기관 및 국가 등의 부도위험에 대한 보장(protection)을 거래하는 신용파생상품(credit derivatives)⁴⁾이며, CDS 프리미엄(CDS premium)은 이러한 위험 보장의 대가를 의미한다. CDS는 신용파생상품 가운데 거래가 가장 활발히 이루어지는 상품⁵⁾으로서, 주로 대형은행의 중개를 통한 장외거래(over the counter)로 계약이

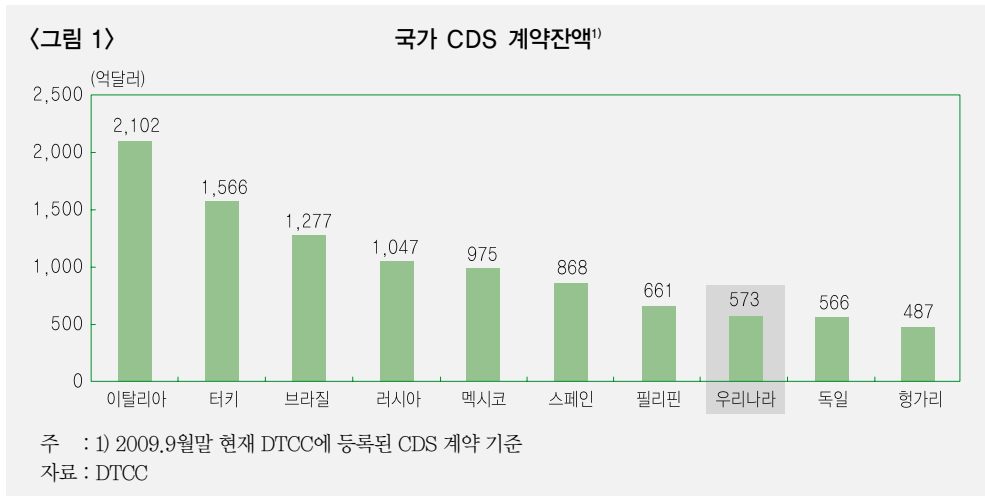
3) 익스포저(exposure)의 사전적 의미는 위험에 잠재적으로 노출된 투자 금액을 뜻한다. 본고에서 대외익스포저라고 할 때 이는 특정 국가 전체적으로 해외 채권자에게 갚아야 하는 채무금액을 의미한다.

4) 신용파생상품은 채권이나 대출 등 신용위험이 내재되어 있는 기초자산에서 보유자가 부담하게 되는 신용위험만을 분리, 파생상품 형태로 구성하여 시장에서 거래할 수 있게 만든 금융상품이다. 신용파생상품에는 CDS 이외에도 TRS(total return swap), CLN(credit linked note), Synthetic CDO(collateralized debt obligations) 등이 있다. CDS를 포함한 신용파생상품의 동향이나 거래 메커니즘에 대해서는 Criado and Rixtel(2008)을 참고하기 바란다.

5) 26개 주요 글로벌 금융기관을 대상으로 한 Fitch(2009)의 서베이 결과에 따르면, 2008년말 현재 CDS는 명목금액(notional amount) 기준으로 전체 신용파생상품시장의 약 46%를 차지하고 있다. CDS 시장은 1990년대말 아시아 외환위기를 계기로 국가, 금융기관 및 기업의 채무불이행 위험 부각, 금융기관의 고위험·고수익 추구 등으로 신용위험의 헤지 수요가 크게 늘어나면서 급성장하였다. 국제스왑파생금융상품협회(ISDA: International Swaps and Derivatives Association)에 따르면 2003년말 3.8조달러이던 CDS 계약잔액이 2007년말에는 62.2조달러로 급증하였다. 그러나 2008년 이후 글로벌 금융위기의 여파 등으로 CDS 거래가 위축되고 기존 계약의 청산도 늘어남에 따라 2009년 6월말에는 CDS 계약잔액이 2007년말의 절반 수준인 31.2조달러로 축소되었다.

체결된다. CDS 거래에서는 보장매입자가 보장매도자에게 보험료와 유사한 성격의 CDS 프리미엄을 지불하고, 보장매도자는 계약기간중 준거자산 발행자(reference entity)의 도산 등 신용사건(credit event)⁶⁾이 발생할 경우 준거자산의 손실을 보전하게 된다.

개별 국가의 신용위험을 거래하는 국가 CDS는 외화표시국채 발행 물량이 많은 일부 신흥시장국 및 선진국을 중심으로 비교적 활발히 거래되는 것으로 파악되고 있다. 미국의 증권예탁결제기관인 DTCC(Depository Trust & Clearing Corporation)⁷⁾의 자료에 따르면 2009년 9월말 현재 우리나라의 국가 CDS 계약잔액은 573억달러로 세계에서 여덟 번째로 많은 것으로 나타났다.



우리나라의 국가 CDS 프리미엄은 우리나라에 신용사건이 발생할 경우 외평채에 대한 투자 손실을 보전⁸⁾받기 위해 지불하는 대가를 의미한다. 우리나라의 국가 CDS 거래 구조를 예로 들어 설명하면 <그림 2>와 같다.

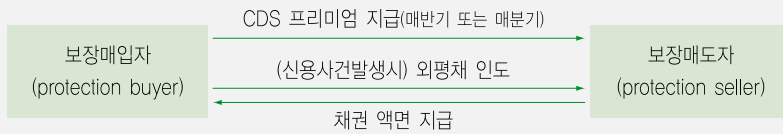
6) 장외신용파생상품인 CDS는 국가, 금융기관, 기업 등 준거주체의 신용위험을 거래하므로, 신용사건에 대해 거래당사자간의 합의가 있어야 한다. 국제스왑파생금융상품협회(ISDA)의 표준약관(master agreement)에서는 신용사건을 도산(bankruptcy), 지급불능(failure to pay), 계약상 의무 불이행(obligation default), 채무상환기간 단축(obligation acceleration), 지급거절/유예(repudiation/moratorium), 채무재조정(restructuring) 등으로 규정하고 있다.

7) DTCC는 CDS 시장의 투명성 제고를 위해 2008년 11월부터 동 사에 등록된 CDS 계약에 대한 각종 통계자료를 매주 공개하고 있다. 이에 따르면 2009년 9월말 현재 국가 CDS 계약잔액은 약 2조달러에 달하고 있다.

8) 우리나라의 국가 CDS 거래는 통상 미달러화를 기준통화로 하여 이루어지기 때문에 신용사건 발생시 보장매입자는 미달러화 표시 외평채를 인도하고 채권 액면금액을 지급받게 된다.

〈그림 2〉

우리나라의 국가 CDS 거래 예시



- ① 미달러화 표시 외평채를 기초자산으로 하는 5년물 CDS 매입/매도 호가가 2009.8.31일 현재 120bp*/130bp로 제시
*bp = basis points
- ② 외평채를 보유한 투자자⁹⁾는 ‘CDS 계약(명목)금액 1천만달러, 계약기간 5년, CDS 프리미엄 130bp(연간)’ 조건으로 보장매입 계약을 체결
→ 매년 13만달러(=1천만달러×1.30%)를 보험료 성격의 비용으로 지불하는 대신 향후 5년간 신용사건이 발생하는 경우 외평채 원금을 보장받음으로써 손실을 거래상대방에게 전가

우리나라의 국가 CDS 프리미엄은 시장에서 평가하는 우리나라의 신용위험 수준을 나타낸다. 따라서 국가 CDS 프리미엄은 기본적으로 우리나라의 경제펀더멘털이나 대외지급능력을 반영하게 된다. 또한 국내주식 및 채권 투자 등으로 우리나라에 대한 익스포저를 보유한 투자자의 신용위험 헤지 수요 정도도 국가 CDS 프리미엄에 영향을 미칠 수 있다. 이외에도 국제금융시장의 여건이나 글로벌 위험회피도(global risk aversion) 등 투자심리적 요인에 의해서도 국가 CDS 프리미엄이 변동한다. 특히, 리먼브러더스 파산 사태 이후에는 전반적인 CDS 시장 상황이 투자심리적 요인에 매우 민감하게 반응하는 모습을 나타내었다¹⁰⁾.

9) 외평채를 보유하고 있지 않은 헤지펀드 등이 향후 우리나라의 신용위험이 높아지고 이에 따라 CDS 프리미엄이 상승할 것이라 예상하여 투기(speculation) 목적의 보장매입 거래를 할 수도 있으며, 예상대로 CDS 프리미엄이 상승할 경우 기존 거래를 청산함으로써 CDS 프리미엄 변동분만큼 이익을 실현할 수 있다.

10) UBS(2009)는 리먼브러더스 파산 사태 이후 유로지역 국가 CDS 프리미엄 변동의 2/3가 투자자들의 위험회피도 변화로 설명된다고 분석하였다.

나. 국가 CDS¹¹⁾ 프리미엄 동향

우리나라의 CDS 프리미엄(5년물 기준¹²⁾)은 2000년대 중반 들어 양호한 경제펀더멘털과 글로벌 저금리 등 우호적인 국제금융환경을 배경으로 매우 낮은 수준을 이어가 2007년 4월말에는 사상최저치인 14bp를 기록하였다.

그러나 CDS 프리미엄은 서브프라임 사태로 국제금융시장의 불안이 커지면서 2007년 7월 들어 상승세로 전환하였다. CDS 프리미엄은 JP모건(JPMorgan Chase)의 베어스틴스(Bear Sterns) 인수(2008년 3월 17일) 직전 127bp까지 상승한 이후 등락을 거듭하다가 리먼브러더스 파산 사태를 계기로 급등세로 전환하여 2008년 10월 27일에는 사상최고치인 675bp를 기록하였다.

2008년 11월중 큰 폭의 등락을 보였던 CDS 프리미엄은 이후 점차 하락하여 2009년 1월초에는 270bp대까지 낮아졌다. 그러나, 2월 중순 들어 글로벌 경기침체 우려, 동유럽 금융위기 확산 우려 등으로 국제금융시장의 불안감이 다시 높아지면서 CDS 프리미엄이 재차 급등하여 3월초까지 400bp를 상회하는 불안정한 모습을 보였다.

그러나 CDS 프리미엄은 3월 중순 이후 최근까지 가파른 하락세를 나타내었다. 이는 주요국의 금융시장 안정대책 등으로 국제금융시장의 불안이 급속도로 완화되는 가운데 우리나라의 경상수지가 큰 폭의 흑자를 지속하고 외국인의 국내증권투자자금이 빠른 속도로 유입됨에 따라 국내 외화자금사정이 대폭 호전된 데 주로 기인한 것으로 보인다.



11) 이하에서는 국가 CDS를 CDS로 줄여 부르기로 한다.

12) CDS 거래의 만기는 거래당사자간 계약에 의해 다양하게 정할 수 있으나, 5년물이 주종인 것으로 알려져 있다.

우리나라의 CDS 프리미엄 추이를 주요 아시아 신흥시장국과 비교해 보면 2007년 7월 이후 이들 국가의 CDS 프리미엄도 동반 상승하였으나, 우리나라의 CDS 프리미엄 상승세가 두드러진 것으로 나타났다.

2009년 8월말 현재 우리나라의 CDS 프리미엄은 137bp로 2007년 6월말에 비해 120bp나 상승하여 상대적으로 그 폭이 컸으며, 2007년 7월 이후 CDS 프리미엄의 변동성도 가장 컸던 것으로 나타났다. 또한 2008년 9월말부터 2009년 8월말 현재까지 우리나라의 CDS 프리미엄이 우리나라보다 낮은 신용등급을 보유¹³⁾하고 있는 말레이시아나 태국에 비해 높은 수준에서 형성되었다.

〈표 1〉 아시아 주요 신흥시장국의 CDS 프리미엄¹⁾ 비교

	(bp)										
	2007		2008		2009		상승폭 (B-A)	2007.7월~2009.8월중			
	6월말 (A)	9월말	12월말	2월말	6월말	8월말 (B)		평균	최대	최소	표준 편차
우리나라	17	175	333	432	184	137	120	160	675	16	132
말레이시아	16	168	230	296	108	97	81	124	492	16	87
태국	38	170	255	298	111	94	56	135	490	38	85
필리핀	111	286	386	447	216	189	78	259	825	109	106

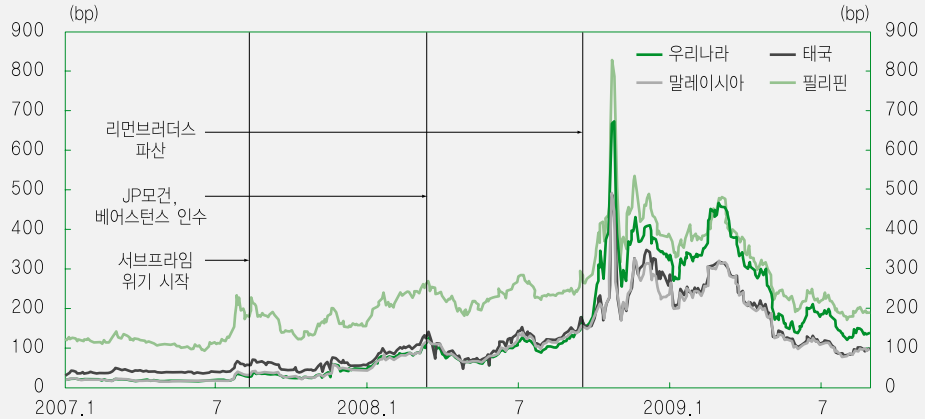
주 : 1) 5년물 기준
자료 : Bloomberg

13) 2009년 9월 현재 국가별 신용등급(장기외화표시국채 기준)은 다음과 같다.

	Moody's		S&P		Fitch	
	Rating	Outlook	Rating	Outlook	Rating	Outlook
우리나라	A2 (2007.7.25)	Stable (2007.7.25)	A (2005.7.27)	Stable (2004.3.12)	A+ (2005.10.24)	Stable (2009.9.2)
말레이시아	A3 (2004.12.16)	Stable (2004.12.16)	A- (2003.10.8)	Stable (2003.10.8)	A- (2004.11.25)	Stable (2008.11.10)
태국	Baa1 (2003.11.26)	Negative (2008.12.4)	BBB+ (2006.10.31)	Negative (2009.4.14)	BBB (2009.4.16)	Stable (2009.4.16)
필리핀	Ba3 (2009.7.23)	Stable (2009.7.23)	BB- (2006.2.9)	Stable (2006.2.9)	BB (2003.6.12)	Stable (2006.2.13)

주 : ()내는 등급변경 일자
자료 : 국제금융센터

〈그림 4〉 아시아 주요 신흥시장국의 CDS 프리미엄¹⁾ 추이



주 : 1) 5년물 기준
자료 : Bloomberg

2. 외평채 가산금리 동향

가. 외평채 가산금리의 개념

외평채 가산금리란 국제금융시장에서 형성된 외평채수익률의 미국 국채수익률 대비 가산금리(spread)를 말한다. 여기서 가산금리의 산정은 유통중인 외평채¹⁴⁾의 잔여만기와 가까운 만기의 미국 국채를 기준으로 하며, 통상 2014년 만기 외평채수익률과 5년물 미국 국채수익률간의 차이로 계산한다.

14) 우리 정부는 외화유동성을 확보하는 동시에 기업, 금융기관 등 민간부문의 해외차입시 기준금리(benchmark) 역할을 수행하게 할 목적으로 국제금융시장에서 미달러화 및 유로화 표시 외평채(외국환평형기금채권)를 발행하였다. 2009년 8월말 현재 외평채 발행잔액은 약 72억달러에 이르고 있다.

외평채 현황(2009.8월말 현재)

발행시기	만기	규모	발행시기	만기	규모	발행시기	만기	규모
2003.6월	2013.6월	10억달러	2005.11월	2015.11월	5억유로	2009.4월	2014.4월	15억달러
2004.9월	2014.9월	10억달러	2006.12월	2016.12월	5억달러	2009.4월	2019.4월	15억달러
2005.11월	2025.11월	4억달러	2006.12월	2021.12월	3.75억유로	합계		약 72억달러

외평채 가산금리는 외평채수익률과 무위험자산(risk-free asset)으로 인식되는 미국 국채수익률간의 차이이므로 결국 채권 발행주체인 우리나라의 신용위험 수준을 나타내는 것으로 볼 수 있다. 따라서 외평채 가산금리도 CDS 프리미엄과 같이 기본적으로 우리나라의 경제펀더멘털이나 대외지급능력을 반영하게 된다. 다만, 최근 들어서는 외평채 가산금리가 우리나라 경제여건의 변화와 상관없이 글로벌 위험회피도의 변화, 미국 국채수익률의 변동¹⁵⁾, 외평채 및 여타 신흥시장국 외화표시채권의 수급상황¹⁶⁾ 등에 크게 영향을 받는 것으로 보인다.

나. 외평채 가산금리¹⁷⁾ 동향

외평채 가산금리 추이를 보면 대체로 CDS 프리미엄과 유사한 변동 흐름을 보여왔다. 2007년 7월까지 70bp 내외에서 등락하던 외평채 가산금리는 같은해 8월 이후 상승세로 돌아서 JP모건의 베어스턴스 인수 직전 일시적으로 180bp까지 상승하였다. 이후 150bp 내외 수준에서 등락하던 외평채 가산금리는 리먼브러더스 파산 사태를 계기로 급등세로 전환하여 2008년 10월 23일에는 사상최고치인 714bp를 기록하였다.

외평채 가산금리는 같은해 11월 중순 이후 점차 하락하여 2009년 1월말에는 270bp대까지 낮아졌으며, 3월말경 일시적으로 360bp에 육박하는 수준까지 상승한 이후 최근까지 하락세를 나타내고 있다.

15) 일례로 2009년 3월 18일 미국 연준의 장기국채 매입계획 발표 등으로 미국 국채수익률이 급락(5년물 기준 전일대비 45bp 하락)함에 따라 외평채 가산금리는 전일대비 34bp나 급등한 바 있다.

16) 채권투자자는 일반적으로 매입한 채권을 장기 보유한다. 따라서 2009년 8월말 현재 외평채의 발행잔액은 약 72억달러이나 실제 유통물량은 이보다 훨씬 적기 때문에 외평채 가산금리가 수급상황에 크게 영향을 받을 개연성이 상존하고 있다.

17) 일반적으로 시장이나 언론에서 외평채 가산금리를 이야기할 때 이는 유통중인 외평채의 잔여만기와 가까운 만기의 미국 국채를 기준으로 산정된 값이다. 그러나 이렇게 산정한 외평채 가산금리는 비교대상이 되는 두 채권의 만기가 일치하지 않는 문제점이 있다. 즉, 시간이 경과함에 따라 외평채의 잔여만기가 줄어들어도 불구하고 가산금리 산정시 기준물은 고정(예: 5년물 미국 국채)되어 있는 것이다. 따라서 본고에서는 이러한 만기불일치 문제를 해소하는 동시에 5년물 CDS 프리미엄과의 관계에 대한 실증분석에 사용하기 위해 5년 만기 외평채 가산금리를 자체적으로 계산하였다. 구체적으로는 Deutsche Bundesbank(2004), Blanco et al.(2005), ECB(2004, 2007), Wit(2006) 등과 같이 잔여만기가 5년 미만인 외평채와 5년 초과인 외평채의 유통수익률 자료를 이용하여 선형보간법(linear interpolation)으로 5년 만기 외평채수익률을 추정한 후 동 수익률에서 5년물 미국 국채수익률을 차감하여 외평채 가산금리를 계산하였다.

〈그림 5〉

외평채 가산금리¹⁾ 추이



주 : 1) 5년만기 기준
자료 : Bloomberg, 자체 계산

Ⅲ. CDS 프리미엄과 외평채 가산금리간 관계 분석

여기서는 CDS 프리미엄과 외평채 가산금리간의 이론적 관계를 살펴본 다음, 두 지표간의 관계를 실증분석해 보았다.

1. CDS 프리미엄과 외평채 가산금리간 이론적 관계

앞서 살펴본 바와 같이 CDS 프리미엄과 외평채 가산금리는 공히 우리나라의 국가신용위험 정도를 나타내고 서로 밀접하게 연계된 지표이나, 산정방법이나 결정요인 등의 면에서 일부 차이점이 있다. 우선 외평채 가산금리가 미국 국채수익률을 기준금리로 하여 산정되는 데 비해 CDS 프리미엄은 일반적으로 리보(LIBOR: London Interbank Offered Rate)에 대한 가산금리로 간주¹⁸⁾되고 있다.

또한 결정요인 면에서 외평채 가산금리는 우리나라의 경제펀더멘털이나 대외지급능력 외에 미국 국채수익률의 변동, 신흥시장국 외화표시채권 수급 등의 요인에 의해서도 영향을 받는다. 이에 비해 CDS 프리미엄은 우리나라에 대한 익스포저를 보유한 투자자의 헤지 수요 정도에 따라 크게 등락할 수 있다.

18) 이는 CDS 등 파생금융상품 거래가 위험채권 투자와 연계하여 이루어질 경우 조달코스트 내지 기회비용으로서 리보를 고려하는 것이 합리적이기 때문이다(Hull(2006), Wit(2006)). 이처럼 CDS 프리미엄이 가산금리의 성격을 갖고 있기 때문에 CDS 프리미엄이라는 용어 대신에 CDS 스프레드(CDS spread)라는 표현도 널리 사용된다.

〈표 2〉 외평채 가산금리와 CDS 프리미엄의 공통점과 차이점

		외평채 가산금리	CDS 프리미엄
공 통 점	성 격	• 시장에서 평가하는 국가신용위험 수준을 나타냄	
	결정요인(공통)	• 우리나라의 경제편더멘털 및 대외지급능력 • 글로벌 투자자의 위험회피도	
차 이 점	기준금리	• 미국 국채수익률	• 리보(LIBOR)
	종 류	• 유통중인 외평채별로 존재 (예: 2014년물 가산금리 등)	• 당사자간 계약에 의해 다양 (예: 1년물, 2년물, 5년물 등)
	결정요인(고유)	• 미국 국채수익률 변동, 외평채 수급요인 등	• 우리나라에 대한 익스포저를 보유한 투자자의 헤지 수요 정도 등

한편 CDS 프리미엄과 외평채 가산금리간의 등가관계 내지 균형관계를 실증분석하기 위해서는 외평채 가산금리를 CDS 프리미엄과 같이 리보 대비 가산금리로 전환할 필요가 있다. 이를 위해 본고에서는 미국 국채수익률 대비 외평채 가산금리에서 5년물 미달 리화 스왑스프레드를 차감¹⁹⁾하여 리보 대비 외평채 가산금리를 계산하였다.

이렇게 계산된 리보 대비 외평채 가산금리와 CDS 프리미엄은 이론적으로는 비슷한 수준을 나타내야 한다. 이는 외평채를 매입하는 거래와 CDS를 보장매도하는 거래가 우리나라에 대한 신용위험을 부담한다는 면에서 같은 성격의 거래이기 때문이다. 〈표 3〉과 같이 CDS 보장매도의 경우 별도의 자금조달이 필요없는(unfunded position) 반면, 외평채를 매입하기 위해서는 자금조달이 필요하다(funded position)는 점 이외에는 두 거래의 성격이 동일하다. 따라서 두 거래의 투자수익률이나 신용사건 발생시 손실 위험이 서로 같아야 하며, 만일 그렇지 않을 경우에는 차익거래(arbitrage transaction)를 통해 결국 차이가 소멸되어야 한다. 두 가격지표간 괴리가 발생할 경우 이를 겨냥한 이론적인 차익거래 메커니즘은 〈그림 6〉과 같다.

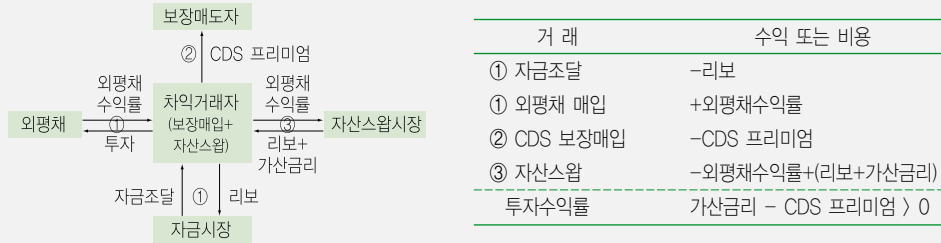
〈표 3〉 외평채 매입 거래와 CDS 보장매도 거래의 투자수익률 및 위험 비교

	외평채 매입		CDS 보장매도
투자수익(A)	외평채수익률		CDS 프리미엄
자금조달 비용(B)	리보		-
투자수익률(A-B)	외평채수익률 - 리보	=	CDS 프리미엄
신용사건 발생시 손실 위험	외평채 원금 - 회수금액	=	외평채 원금 - 회수금액

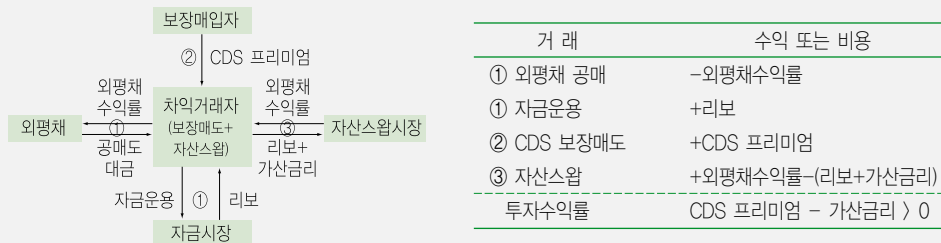
19) 스왑스프레드(swap spread)는 금리스왑거래에서 리보와 교환되는 5년물 고정금리와 5년물 미국 국채수익률간의 격차로서, 5년물 리보가 실제로 존재하지 않기 때문에 동 방식에 의해 리보 대비 가산금리를 계산하였다.

〈그림 6〉 CDS 프리미엄과 외평채 가산금리간 괴리 발생시 차익거래 메커니즘²⁰⁾

- '외평채 가산금리(리보 대비) > CDS 프리미엄' 일 경우
 - 리보로 자금조달 후 외평채를 매입 + CDS 보장매입 + 자산스왑(외평채 수익률 지급, 리보+가산금리 수취)



- '외평채 가산금리(리보 대비) < CDS 프리미엄' 일 경우
 - 외평채를 공매하고 리보로 운용 + CDS 보장매도 + 자산스왑(외평채 수익률 수취, 리보+가산금리 지급)



그러나, 실제로는 거래비용, 최저가인도옵션(cheapest-to-deliver option)²¹⁾, 시장의 수급요인, 거래상대방위험(counterparty risk)²²⁾ 등에 따라 CDS 프리미엄과 외평채 가산금리간에 일정 수준의 괴리가 발생하는 것이 보통이다.

20) Wit(2006)을 참고하였다.

21) 최저가인도옵션은 우리나라에 신용사건이 발생할 경우 CDS 보장매입자가 우리 정부가 발행한 여러 외평채 가운데 유통가격이 가장 낮은 채권을 인도할 수 있는 권리를 말한다.

22) 외평채를 매입한 투자자는 우리나라의 신용위험에 노출되기는 하지만 거래상대방위험을 부담하지 않는다. 이에 비해 외평채를 매입하고 우리나라의 신용위험을 헤지하기 위해 CDS 보장매입을 한 투자자는 우리나라에 신용사건이 발생할 경우 보장매도자가 손실을 보전해주지 못할 위험, 즉 거래상대방위험을 부담하게 된다. 글로벌 금융위기 이후 대형금융기관의 부실 및 파산이 이어지면서 장외파생상품 거래와 관련한 거래상대방위험이 큰 이슈가 되었다. 이와 관련하여, ECB(2009)는 소수의 전문화된 대형금융기관들이 CDS 등 장외파생상품 포지션을 대거 보유하고 있고 장외파생상품 포지션이 금융기관간에 밀접히 연계되어 있는 점이 금융안정에 커다란 위협요소라고 평가하였다. 또한 AIG(American International Group)에 대한 미국 금융당국의 구제금융(2008.9.16일)이 이처럼 밀접히 연계된 장외파생상품 포지션 때문이라고 지적하였다(AIG: Too interconnected to fail, 28쪽).

2007년 이후 CDS 프리미엄과 리보 대비 외평채 가산금리간 차이(이하 CDS-bond basis라 한다)를 살펴보면 대체로 10~40bp 수준으로, CDS 프리미엄이 외평채 가산금리보다 높게 형성되는 모습을 보였다²³⁾.

다만, 리먼브러더스 파산 사태 이후에는 CDS 프리미엄과 외평채 가산금리의 변동성이 크게 확대되면서 CDS-bond basis 역시 큰 폭의 등락을 보였다. 특히 동유럽 금융위기 확산 우려 등으로 국제금융시장의 불안감이 재차 고조되었던 2009년 2월 중순 이후 3월초까지는 CDS 프리미엄과 외평채 가산금리가 상이한 움직임을 보이면서 CDS-bond basis가 크게 확대된 상황이 비교적 오랜 기간 지속되는 이례적 현상이 나타나기도 하였다²⁴⁾.

〈그림 7〉 CDS 프리미엄, 외평채 가산금리 및 CDS-bond basis 추이¹⁾



주 : 1) 5년만기 기준으로, 외평채 가산금리는 리보 대비임
자료 : Bloomberg, 자체 계산

23) 신흥시장국을 대상으로 CDS-bond basis를 분석한 Ammer and Cai(2007), Wit(2006) 등의 연구에서도 CDS-bond basis가 대체로 양(+)의 값으로 나타났다.

24) 2009년 2월 3일부터 3월 23일까지 35영업일 동안 CDS 프리미엄이 외평채 가산금리보다 100bp 이상 높게 형성되었다. 이는 동 기간중 글로벌 위험회피성향이 급속도로 강화되면서 투자심리적 요인에 특히 민감하게 반응하는 특성을 보이는 CDS 프리미엄이 단기간에 큰 폭 상승한 반면, 외평채 가산금리는 신흥시장국 외화표시국채에 대한 견조한 투자수요 등으로 대체로 안정세를 지속하였기 때문이다. 또한 리먼브러더스 파산 사태 이후 글로벌 신용경색, 디레버리징(deleveraging) 등으로 CDS 시장과 채권 시장간 가격차이를 겨냥한 차익거래가 전반적으로 크게 위축(BIS(2009)된 점도 우리나라 CDS-bond basis의 이상 확대 현상이 오랜 기간 지속될 수 있었던 원인의 하나로 생각된다.

〈표 4〉 CDS 프리미엄, 외평채 가산금리 및 CDS-bond basis의 통계치¹⁾

(bp)

	2007.1월~2009.8월				리먼사태 이전 (2007.1월~2008.9.12일)				리먼사태 이후 (2008.9.15일~2009.8월)			
	평균	최대	최소	표준 편차	평균	최대	최소	표준 편차	평균	최대	최소	표준 편차
CDS 프리미엄	133	675	14	132	51	139	14	35	280	675	119	112
외평채 가산금리	108	614	1	111	33	102	1	26	241	614	74	73
CDS-bond basis	25	232	-84	47	17	70	-12	15	39	232	-84	73

주 : 1) 5년만기 기준으로, 외평채 가산금리는 리보 대비임
자료 : Bloomberg, 자체 계산

2. 실증분석

여기서는 2007년 1월부터 2009년 8월말까지의 일별자료를 사용하여 CDS 프리미엄과 외평채 가산금리간의 장기 균형관계 존재 여부를 Johansen의 공적분 검정(cointegration test)을 통해 살펴본 후, 벡터오차수정모형(VECM: vector error correction model)을 이용하여 두 변수간 장기 균형관계를 도출하였다. 또한 이를 통해 단기적인 가격발견(price discovery)기능 면에서 CDS 시장과 외평채 시장의 상대적 우위를 판단해 보았다.

우선 단위근 검정(unit root test)을 실시한 결과 두 변수 모두 1차 차분된 시계열이 안정적(I(1))으로 나타났다. Johansen의 공적분 검정에서는 5% 유의수준하에서 CDS 프리미엄과 외평채 가산금리간에 공적분 관계가 한 개 있는 것으로 나타났다.

〈표 5〉 Johansen의 공적분 검정 결과

(Trace통계량)

귀무가설: 공적분 벡터수	통계량
None	21.24(0.04)
At most 1	3.67(0.46)

주 : 1) 시차는 AIC 기준에 의해 5시차까지 포함
2) ()내는 p값

이상의 결과를 토대로 CDS 프리미엄과 외평채 가산금리간의 장기 균형관계를 Ammer and Cai(2007), ECB(2004, 2007), Blanco et al.(2005), Deutsche Bundesbank(2004) 등 기존 연구에서와 같이 다음의 벡터오차수정모형을 이용하여 추정해 보았다.

$$\begin{aligned} \Delta p_{CDS,t} &= \lambda_1 (p_{CDS,t-1} - \alpha - \beta p_{BS,t-1}) + \sum_{j=1}^k \gamma_{1j} \Delta p_{CDS,t-j} + \sum_{j=1}^k \delta_{1j} \Delta p_{BS,t-j} + \varepsilon_{1t} \\ \Delta p_{BS,t} &= \lambda_2 (p_{CDS,t-1} - \alpha - \beta p_{BS,t-1}) + \sum_{j=1}^k \gamma_{2j} \Delta p_{CDS,t-j} + \sum_{j=1}^k \delta_{2j} \Delta p_{BS,t-j} + \varepsilon_{2t} \\ p_{CDS,t} &: \text{CDS 프리미엄} & p_{BS,t} &: \text{외평채 가산금리} \end{aligned}$$

여기서 β 는 두 변수간 장기 균형계수(cointegration coefficient)이고, λ_1 과 λ_2 는 각각 CDS 프리미엄과 외평채 가산금리가 장기 균형으로 조정되는 속도를 나타내는 조정계수 (adjustment coefficient)이다²⁵⁾.

추정 결과 CDS 프리미엄과 외평채 가산금리간 장기 균형계수(β)는 1.127로 나타났는데, 이는 장기적으로 볼 때 외평채 가산금리보다 CDS 프리미엄의 변동성이 더 크음을 의미한다.

조정계수 λ_1 과 λ_2 는 각각 -0.015와 0.047로 추정되었고 λ_2 만 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 또한, GG값($\lambda_2 / (\lambda_2 - \lambda_1)$)은 76%로 계산되었다. 이를 종합해 보면 단기적인 가격발견기능 면에서 CDS 시장이 외평채 시장보다 우위에 있는 것으로 판단된다²⁶⁾. 즉, 우리나라의 신용위험에 대한 새로운 정보는 외평채 시장보다 상대적으로 유동성이 풍부한 CDS 시장에 먼저 영향을 주는 것으로 보인다.

25) 이러한 조정계수 추정치를 활용하여 단기적인 가격발견기능 면에서 CDS 시장과 외평채 시장의 상대적 우위를 다음과 같이 판단할 수 있다. 만일 λ_1 이 통계적으로 유의한 음(-)의 값으로 나타날 경우, 이는 CDS 프리미엄이 두 지표간 장기 균형관계로 조정된다는 뜻으로 외평채 시장이 가격발견기능을 갖고 있다고 해석할 수 있다. 반면, λ_2 가 통계적으로 유의한 양(+)의 값으로 나타날 경우, 이는 외평채 가산금리가 장기 균형관계로 조정됨을 의미하며 CDS 시장이 가격발견기능을 갖고 있다고 해석할 수 있다. 아울러 λ_1 과 λ_2 가 각각 유의한 음(-)과 양(+))의 값으로 나타날 경우에는 두 시장 모두에서 가격발견기능이 있는 것으로 해석할 수 있다.

한편, $\lambda_2 / (\lambda_2 - \lambda_1)$ 으로 계산되는 GG값(Gonzalo and Granger(1995) measure)으로도 양 시장의 상대적 우위를 평가할 수 있다. GG값이 50%를 초과할 경우에는 CDS 시장이, 50% 미만일 경우에는 외평채 시장이 우위에 있다고 해석할 수 있다.

26) 두 시장간 상대적 우위를 신용시장국을 대상으로 분석한 Ammer and Cai(2007), 유로지역의 기업 및 금융기관을 대상으로 분석한 ECB(2004, 2007), 북미 및 유로지역의 기업 및 금융기관을 대상으로 분석한 Blanco et al.(2005)에서도 대체로 CDS 시장이 가격발견기능 면에서 채권 시장보다 우위에 있는 것으로 나타났다.

〈표 6〉

벡터오차수정모형에 의한 균형관계 추정 결과

	Nobs	α	β	λ_1	λ_2	GG값 [$\lambda_2/(\lambda_2 - \lambda_1)$]
추정계수 (t-통계량)	696	7.510	1.127*** (12.50)	-0.015 (-1.36)	0.047*** (3.35)	76%

주 : 1) 시차는 AIC 기준에 의해 5시차까지 포함

2) ***는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미

IV. CDS 프리미엄의 변동성 확대요인 분석

여기서는 글로벌 금융위기 이후 우리나라를 포함한 주요 신흥시장국의 CDS 프리미엄 변동 양상을 각국의 경제펀더멘털 및 대외익스포저를 나타내는 변수와 비교하여 분석함으로써 우리나라의 CDS 프리미엄이 상대적으로 큰 변동성을 보인 이유를 살펴보았다. 분석대상 국가신용위험지표로 CDS 프리미엄을 택한 것은 앞 장의 실증분석 결과 CDS 프리미엄이 외평채 가산금리에 비해 국가신용위험 변화를 보다 신속히 반영하는 것으로 나타났을 뿐만 아니라 동일 기준에 의한 국가간 비교도 CDS 프리미엄이 보다 용이하기 때문이다.

금번 글로벌 금융위기로 신흥시장국들은 공통적으로 자국의 CDS 프리미엄이 큰 폭으로 등락하고 주가 및 환율의 변동성이 확대되는 등 커다란 충격을 받았다. 글로벌 금융위기 기간중 신흥시장국 대부분의 국가신용등급에 큰 변화가 없었던 점을 감안하면 이러한 CDS 프리미엄의 변동성 확대는 다분히 서브프라임 사태로 야기된 대외충격과 이에 따른 국제투자자들의 위험자산 투자심리 위축에 기인한 것으로 생각된다. 실제로 신흥시장국의 CDS 프리미엄이나 외화표시국채 가산금리의 변동요인에 대한 최근의 연구 결과들은 신흥시장국 고유의 요인보다는 VIX²⁷⁾, 미국 회사채신용스프레드, 글로벌 유동성 상황 등 대외요인의 영향력에 주목하고 있다²⁸⁾.

27) VIX(volatility index)는 시카고옵션거래소(CBOE: Chicago Board Options Exchange)가 작성하여 발표하는 변동성지수로서, S&P 500 지수의 향후 30일간의 변동성에 대한 시장의 기대를 나타낸다. VIX는 글로벌 투자자의 위험회피도를 나타내는 대표적 지표로 알려져 있다. 일반적으로 VIX가 높을수록 투자심리가 취약함을 의미한다.

28) 관련 연구로는 Ciarlone et al.(2009), BOE(2009), Felices et al.(2008), MAS(2008), Hartelius et al.(2008) 등이 있다.

따라서 본고에서는 금번 글로벌 금융위기 이후 국제금융시장의 불안이 특히 고조되었던 세 기간을 설정하고, 동 기간중 우리나라를 포함한 21개 신흥시장국²⁹⁾의 CDS 프리미엄 상승폭과 각국의 경제펀더멘털 및 대외익스포저를 나타내는 변수와의 관계를 분석하였다.

먼저 Felices et al.(2008), BOE(2009), MAS(2008) 등 기존 연구에서 국제투자자들의 위험회피도나 투자심리를 나타내는 중요한 변수로 분석되었던 VIX의 단기 저점과 고점을 기준으로 국제금융시장 불안기를 다음과 같이 설정하였다. 1기(2007년 7월 16일~8월 15일)는 서브프라임 위기가 시작된 기간을, 2기(2008년 8월 22일~11월 20일)는 리먼브러더스 파산 사태를 전후하여 금융위기 국면이 한층 심화되었던 기간을, 3기(2009년 1월 28일~3월 2일)는 차츰 안정세를 보이던 국제금융시장이 글로벌 경기침체 우려, 동유럽 금융위기 확산 우려 등으로 재차 불안³⁰⁾해졌던 기간을 각각 나타낸다.



실증분석에 앞서 리먼브러더스 파산 사태를 전후하여 국제금융시장의 불안감이 크게 고조되었던 2기(2008년 8월 22일~11월 20일)중 신흥시장국의 금융시장 지표와 경제

29) 해당국 CDS 프리미엄 자료를 이용할 수 있는 아시아지역 6개, 남미지역 6개, 그리고 기타지역 9개 신흥시장국을 대상으로 하였다.

30) 이에 따라 2009년 3월초 S&P 500(미국), DJ Eurostoxx(유로지역), TOPIX(일본) 등 주요 선진국의 주가가 글로벌 금융위기 발발 이후 가장 낮은 수준을 기록하였다. 또한 우리 외환시장의 원/달러 환율은 1,600원에 근접하는 수준까지 올라 1990년대말 외환위기 이후 가장 높은 수준을 나타내기도 하였다.

펀더멘털 및 대외익스포저 지표를 비교해보면 <표 7>과 같다.

		금융시장 충격 정도 ¹⁾			경제펀더멘털 변수			대외익스포저 변수		
		CDS 프리미엄 변동폭 (bp)	주가 등락률 ²⁾ (%)	환율 절상·절하율 ³⁾ (%)	경상수지 /GDP ⁴⁾ (%)	소비자 물가 상승률 ⁵⁾ (%)	경제 성장률 ⁶⁾ (%)	총외채 /GDP ⁷⁾ (%)	외환 보유액 /단기외채 ⁸⁾ (배)	순대외 포지션 /GDP ⁹⁾ (%)
아 시 아 (6)	우리나라	306	-36.5	-29.1	0.6	2.5	5.1	39.6	1.4	-14.2
	중 국	144	-41.3	-0.0	11.0	4.8	13.0	11.6	8.0	2.7
	말레이시아	196	-19.7	-7.7	15.4	2.0	6.2	40.5	3.7	-1.1
	태 국	201	-43.1	-2.9	5.7	2.2	4.9	27.2	4.0	5.0
	필리핀	286	-29.5	-8.6	4.9	2.8	7.1	37.9	5.5	1.0
	인도네시아	716	-48.7	-26.7	2.4	6.0	6.3	34.6	2.9	-7.9
남 미 (6)	브라질	331	-40.0	-32.0	0.1	3.6	5.7	19.0	5.3	-6.8
	멕시코	327	-33.6	-27.0	-0.8	4.0	3.3	19.6	2.9	-1.7
	아르헨티나	3,490	-56.3	-9.2	1.6	8.8	8.7	49.4	1.0	2.4
	칠 레	208	-16.2	-21.4	4.4	4.4	4.7	35.7	1.8	-3.3
	콜롬비아	282	-23.8	-20.2	-2.8	5.5	7.5	21.7	4.8	0.5
	페 루	329	-49.4	-6.0	1.1	1.8	8.9	33.6	3.5	2.8
기 타 (9)	터 키	304	-46.9	-31.3	-5.8	8.8	4.7	40.9	1.7	-11.7
	러시아	831	-66.8	-11.8	6.0	9.0	8.1	37.4	5.9	3.7
	남아공	344	-27.6	-28.7	-7.3	7.1	5.1	26.1	1.2	8.0
	헝가리	359	-53.9	-27.4	-6.5	7.9	1.2	134.9	0.9	-47.4
	폴란드	202	-40.0	-27.6	-4.7	2.5	6.8	63.7	1.3	-14.8
	이스라엘	109	-23.7	-13.7	2.8	0.2	5.2	53.8	0.9	22.6
	불가리아	409	-68.9	-15.2	-25.2	7.6	6.2	121.1	1.4	-21.6
	카자흐스탄	567	-57.8	-0.4	-7.8	10.8	8.9	94.5	1.8	-8.4
크로아티아	384	-52.1	-15.4	-7.6	2.9	5.5	94.4	2.3	-47.2	

주 : 1) 2008.8.22일~11.20일중
 2) MSCI(Morgan Stanley Capital International) 자국통화표시지수(local currency index) 기준. 단, 불가리아는 SOFIX 지수, 카자흐스탄은 KASE 지수, 크로아티아는 CROBEX 지수 기준
 3) 미달러화에 대한 해당국 통화 가치의 절상(+)·절하(-)율
 4) 2007년 경상수지/2007년 명목 GDP
 5) 2007년 소비자물가 상승률(연평균)
 6) 2007년 경제성장률
 7) 2008년 3월말 총외채/2007년 명목 GDP
 8) 2008년 8월말 외환보유액/2008년 3월말 단기외채
 9) 2007년말 해외소재은행에 대한 순대외자산/2007년 명목 GDP
 자료 : Bloomberg, IMF World Economic Outlook Database, Joint External Debt Hub, 필리핀중앙은행, BIS International Banking Statistics, 자체 계산

해당기간중 우리나라의 CDS 프리미엄 상승폭은 306bp로 21개 신흥시장국중 중간 수준이었다. 다만 아시아 6개 신흥시장국중에서는 인도네시아 다음으로 상승폭이 컸다. 같은 기간중 우리나라의 주가는 36.5% 하락하여 상대적으로 하락률이 낮았다. 그러나, 미 달러화에 대한 원화의 가치는 29.1%나 떨어져 브라질, 터키 다음으로 하락률이 높았다.

또한 우리나라의 경제펀더멘털 및 대외익스포저 변수를 다른 나라와 비교해보면 전자는 상대적으로 양호하였으나, 후자중 GDP 대비 총외채 비율은 상대적으로 높고 단기외채 대비 외환보유액과 GDP 대비 순대외포지션 비율은 낮게 나타나 대외부문의 취약성(vulnerability)이 비교적 높았던 것으로 평가된다.

다음으로 세 차례의 국제금융시장 불안기중 우리나라를 포함한 21개 신흥시장국의 CDS 프리미엄, 경제펀더멘털 및 대외익스포저 변수 자료를 이용하여 패널회귀분석(panel regression)을 실시하였다. 국제금융시장 불안기 더미변수를 추가하여 모든 분석대상국에 미치는 공통요인을 통제함으로써 개별 국가의 경제펀더멘털 및 대외익스포저 변수들이 CDS 프리미엄 변동에 미친 영향을 식별하였다. 아울러 각 신흥시장국이 속한 지역별 더미변수도 추가하였다.

분석 결과, 모든 모형에서 국제금융시장 불안기 더미변수가 유의한 것으로 나타났다. 이는 신흥시장국의 CDS 프리미엄 변동이 글로벌 요인의 영향을 강하게 받았음을 시사한다.

또한 이러한 글로벌 요인 이외에도 개별 국가의 경제펀더멘털 변수나 대외익스포저 변수도 CDS 프리미엄 변동에 일정부분 영향을 미친 것으로 나타났다. 경제펀더멘털 변수 중에서는 물가상승률이 유의한 양(+)의 값으로 추정되었다. 이는 물가상승률로 대변되는 경제의 안정성 정도에 따라 신흥시장국의 CDS 프리미엄 변동 양상이 차별화되었음을 의미한다. 그러나, GDP 대비 경상수지 비율 및 경제성장률의 경우 통계적으로 유의하지 않았다.

아울러 대외익스포저를 나타내는 변수중에서는 GDP 대비 총외채 비율이 통계적으로 유의한 양(+)의 값으로 추정되어, 경제규모에 비해 외채가 많은 국가들의 CDS 프리미엄 변동이 상대적으로 컸던 것으로 나타났다. 그러나, 단기외채 대비 외환보유액과 GDP 대비 순대외포지션 비율은 통계적으로 유의하지 않았다.

〈표 8〉

패널회귀분석 결과

설명변수	추정모형	종속변수 : $\text{Log}(CDS \text{ 프리미엄 변동})$			
		모형 I	모형 II	모형 III	모형 IV
경상수지/GDP			-0.01 (-0.04)		
소비자물가상승률			0.06*** (4.56)		
경제성장률			0.01 (0.14)		
총외채/GDP				0.30** (2.18)	
외환보유액/단기외채				0.01 (0.12)	-0.01 (-0.16)
순대외포지션/GDP					-0.28 (-1.13)
더미변수 : 아시아		-0.15 (-1.48)	-0.01 (-0.04)	-0.05 (-0.39)	-0.12 (-0.97)
더미변수 : 남미		0.12 (0.73)	0.25* (1.84)	0.23 (1.06)	0.15 (0.76)
더미변수 : 2기		1.03*** (14.35)	1.08*** (14.60)	1.01*** (13.62)	1.01*** (14.08)
더미변수 : 3기		0.61*** (6.10)	0.50*** (4.71)	0.61*** (5.44)	0.58*** (5.68)
Constant		1.51*** (14.54)	1.07*** (5.89)	1.30*** (8.04)	1.51*** (9.54)
조정 R ²		0.61	0.70	0.61	0.60
D-W 통계량		1.85	2.05	1.76	1.84
Nobs		60			

주 : ()내는 t값이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 의미

이상의 분석 결과를 종합할 때, 글로벌 금융위기 이후 우리나라 CDS 프리미엄의 변동성이 커진 것은 국제투자자의 위험회피성향이 급속도로 강화된 데 근본 원인이 있다고 하겠다. 다만, 우리나라의 CDS 프리미엄이 여타 아시아 신흥시장국에 비해 큰 폭의 변동성을 보인 점은 상대적으로 높은 우리나라의 대외익스포저 수준과 무관하지 않다고 생각된다. 이는 글로벌 금융위기 이후 위험에 대한 민감도가 크게 높아진 국제투자자들이 이전에는 크게 고려하지 않았던 신흥시장국의 경제펀더멘털이나 대외익스포저 수준을 감안하여 각국의 신용위험 정도를 재평가하고 있었기 때문으로 판단된다³¹⁾.

31) Ciarlone et al.(2009)는 글로벌 금융위기 발발 이전에는 투자자들이 신흥시장국의 신용위험을 간과하고 지나치게 수익추구(search for yield)에 몰두함에 따라 신흥시장국의 신용위험지표가 국제금융시장 여건 호조, 경제펀더멘털 개선 등으로 정당화되지 않을 정도로 낮은 상황이 이어졌다고 평가하였다.

V. 맺음말

본고에서는 대표적인 국가신용위험지표인 CDS 프리미엄과 외평채 가산금리간의 관계를 알아보고, 단기적인 가격발견기능 면에서 CDS 시장과 외평채 시장의 상대적 우위를 가늠해 보았다. 아울러 우리나라를 포함한 신흥시장국의 CDS 프리미엄이 금번 글로벌 금융위기 이후 큰 폭의 변동성을 보인 이유를 분석하였다.

분석 결과, 단기적인 가격발견기능 면에서 CDS 시장이 외평채 시장보다 우위에 있는 것으로 나타났다. 이는 CDS 프리미엄이 외평채 가산금리보다 우리나라의 신용위험 수준 변화를 신속히 반영하고 있음을 시사한다.

글로벌 금융위기 이후 신흥시장국 CDS 프리미엄의 변동성 확대요인에 대한 분석에서는 국제투자자의 위험회피성향 강화가 주된 요인으로 분석된 가운데 물가상승률이나 GDP 대비 총외채 비율과 같은 개별 국가의 고유한 특성들이 국가별 CDS 프리미엄 변동 양상의 차별화를 가져온 것으로 나타났다.

금번 글로벌 금융위기 이후 우리나라의 CDS 프리미엄이 여타 아시아 신흥시장국에 비해 큰 폭의 변동성을 보였는데, 이는 상대적으로 높은 우리나라의 대외익스포저 수준과 관련이 있다고 판단된다. 따라서 정책당국은 향후 글로벌 금융위기 재발 가능성에 대비하여 대외부문의 익스포저 수준을 적절히 관리해야 할 것이다. 또한 외환보유액의 안정적 관리를 통해 대외신인도를 제고해야 하겠다.

한편, CDS 시장은 장외거래의 특성상 거래의 투명성이 낮고 소수의 시장참가자들에 의해 가격이 왜곡될 수 있는 등의 문제점이 지적되고 있다³²⁾. 그럼에도 불구하고 CDS 프리미엄이 국제금융시장에서 한 나라의 신용위험 척도로 널리 인식·활용되고 있는 것이 현실인 만큼, 동 시장에 대한 모니터링을 보다 강화할 필요가 있겠다. 아울러 글로벌 금융위기를 거치면서 CDS 시장이 금융불안을 보다 증폭시킨 한 원인으로 지목되면서 최근 동 시장에 대한 감독 강화를 위해 국제사회가 활발히 움직이고 있으므로, 이러한 동향을 예의주시하고 필요할 경우 관련 논의에도 적극 참여해야 할 것으로 생각된다.

32) Soros(2009)는 CDS가 본래의 목적인 신용위험 헤지가 아닌 투기적 목적으로 널리 활용됨에 따라 심각한 폐해가 나타나고 있다면서, CDS 거래에 대해 엄정한 규제조치를 도입할 필요가 있다고 주장하였다.

참고문헌

- Altman, Edward I., and Herbert A. Rijken, "How Rating Agencies Achieve Rating Stability," *Journal of Banking & Finance* 28, 2679–2714, 2004.
- Ammer, John, and Fang Cai, "Sovereign CDS and Bond Pricing Dynamics in Emerging Markets: Does the Cheapest-to-Deliver Option Matter?," *International Finance Discussion Papers No.912*, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2007.
- BIS, "Overview: Investors Ponder Depth and Duration of Global Downturn," *BIS Quarterly Review*(March), Bank for International Settlements, 2009.
- Blanco, Roberto, Simon Brennan, and Ian W. Marsh, "An Empirical Analysis of the Dynamic Relation Between Investment-Grade Bonds and Credit Default Swaps," *Journal of Finance* 60, 2255–2281, 2005.
- BOE, "Recent Economic and Financial Developments: Markets and Operations," *Quarterly Bulletin*(Q3), Bank of England, 2009.
- Ciarlone, Alessio, Paolo Piselli, and Giorgio Trebeschi, "Emerging Markets' Spreads and Global Financial Conditions," *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money* 19, 222–239, 2009.
- Criado, Sarai, and Adrian van Rixtel, "Structured Finance and the Financial Turmoil of 2007–2008: An Introductory Overview," *Occasional Paper No.0808*, Bank of Spain, 2008.
- Deutsche Bundesbank, "Credit Default Swaps – Functions, Importance and Information Content," *Monthly Report*(December), Deutsche Bundesbank, 2004.
- ECB, "Empirical Evidence of Price Discovery in the CDS and Bond Markets," *The Euro Bond Market Study*, European Central Bank, 2004.
- ECB, "Recent Developments in the CDS Market and the CDS-Bond Basis," *The Euro Bonds and Derivatives Markets*, European Central Bank, 2007.

- ECB, “Credit Default Swaps and Counterparty Risk,” European Central Bank, 2009.
- Felices, Guillermo, Glenn Hoggarth, and Vasileios Madouros, “Capital Inflows into EMEs Since the Millennium: Risks and Potential Impact of a Reversal,” Quarterly Bulletin(Q1), Bank of England, 2008.
- Fitch, “Global Credit Derivatives Survey: Surprises, Challenges and the Future,” Fitch Ratings Special Report, Fitch Ratings, 2009.
- Gonzalo, Jesus, and Clive W. J. Granger, “Estimation of Common Long-Memory Components in Cointegrated Systems,” Journal of Business and Economic Statistics 13, 27–35, 1995.
- Hartelius, Kristian, Kenichiro Kashiwase, and Laura E. Kodres, “Emerging Market Spread Compression: Is It Real or Is It Liquidity?,” IMF Working Paper WP/08/10, International Monetary Fund, 2008.
- Hull, John C., “Options, Futures, and Other Derivatives,” Sixth Ed., Prentice Hall, 2006.
- MAS, “Decomposing Movements in Asian Sovereign CDS Spreads,” Financial Stability Review(November), Monetary Authority of Singapore, 2008.
- Soros, George, “The Game Changer,” Financial Times, January 29, 2009.
- UBS, “How Serious Is Europe’s Sovereign Issue?,” UBS Investment Research, UBS, 2009.
- Wit, Jan D., “Exploring the CDS-Bond Basis,” Working Paper Research No.104, National Bank of Belgium, 2006.