

재정정책의 변화가 채권시장 및 주식시장 가격에 미치는 영향 : 아시아 개도국에 대한 패널분석*

박완규** · 김인배***

2010. 6.

* 본 연구는 한국금융연구원의 지원에 의해 수행되었으며, 연구내용은 집필자 개인의견으로서 한국 금융연구원의 공식견해와는 아무런 관련이 없음.

** 중앙대학교 경제학부 교수

*** 이화여자대학교 경제학과 부교수

목 차

〈요 약〉	1
I. 서 론	2
II. 한국의 재정현황 및 최근 금융위기 시의 재정정책 대응	4
1. 우리나라의 재정현황	4
2. 금융시장 안정화를 위한 재정지출 방식 및 효과분석	15
III. 재정이 금융시장에 미치는 영향 : 실증분석	27
1. 데이터	28
2. 분석 방법론	29
3. Pooled 회귀분석	30
IV. 요약 및 정책시사점	37
자료부록	44
참고문헌	45

〈요 약〉

본 연구에서는 우선 우리나라의 재정상황 및 그 추이에 대해 재정지출, 재정수지 및 국가채무 면에서 국제비교를 통해 살펴보았다. 또한 최근 세계적 금융위기를 맞아 우리나라가 이에 대응하기 위해 취한 재정정책 혹은 조치들을 정리해 보았다. 이러한 대규모의 재정변화는 불가피하게 금융시장의 변화를 수반하게 된다. 실증분석에서는 우리나라를 포함한 아시아 19개국 자료를 통해 재정이 이자율 및 주식시장에 미치는 영향을 분석하였다. 전반적으로 대규모의 재정긴축 시에는 이자율은 하락하는 추세를 보이고, 주식시장은 상승하는 추세를 보였다. 반대로 대규모의 재정책대 시에는 이자율은 상승하는 추세를, 주식시장은 하락하는 추세를 확인하였다. 여기에는 재정상황이나 금융시장의 초기조건, 여러 거시변수 및 금융시장의 제도적 변수(금융시장 자유화 정도, 환율제도의 유연성 등) 등이 고려되었다. 재정긴축의 효과에 있어서 재정긴축이 재정지출의 감소로 인해 발생하였을 때에만 이자율이 더 하락하는 추세였고, 재정수입의 증가로 인한 재정긴축의 효과는 발견할 수 없었다는 점은 재정긴축의 방식에 대한 시사점이라고 할 수 있다.

핵심주제어 : 재정건전성, 증가, 이자율, 금융시장, 재정정책
JEL 번호 : H5, G1

I. 서론

“비록 이전에 경기하락과 금융안정성에 대한 심각한 위협에 대처하기 위해 여러 중요한 조치들이 취해졌지만, 대중 및 금융시장의 신뢰를 유지하기 위해서는 정책당국자들이 재정균형 회복을 위한 계획을 지금 세우기 시작해야 한다.”(“[E]ven as important steps have been taken to address the recession and the intense threats to financial stability, maintaining the confidence of the public and financial markets requires that policy makers begin planning now for the restoration of fiscal balance.”(by Ben S. Bernanke, Chairman of Federal Reserve Board, in The Economic Report to Congress, July 2009))

1930년대 대공황 이래 경기침체 면이나 금융시장에 대한 충격 면에서 가장 골이 깊었다고 여겨지는 미국 말 세계경제 위기가 서서히 회복국면에 접어들고 있다. 그동안 우리나라를 포함하여 세계 각국은 막대한 재정지출을 통해 경제위기에 대처하였고, 이는 긴박한 수요부족을 직접적으로 창출하고 또 금융시장 안정을 회복하는 데 상당부분 기여하였다고 판단된다. 그러나 재정지출의 이러한 긍정적인 효과는 향후 각국이 재정을 어떻게 회복하고 운영하는가에 따라, 다시 금융시장의 불안요인 및 경기침체로 반전될 수도 있다. 『OECD Economic Outlook 2009』의 자료에 따르면, 2009년 말 현재 이미 일본은 국가채무가 GDP대비 190%에 이르고, 이탈리아, 아이슬란드, 그리스가 약 120%에 가깝다. 그리고 이러한 추세라면 2014년에는 캐나다를 제외한 G7 국가들의 국가채무 비율은 약 90%에 이르거나 초과할 것이라는 예상이다.¹⁾

이러한 상황에서 위 인용문은 재정건전성의 회복이 세계경제 위기 이후 금융시장의 안정을 위해서는 필수적이고 또 시기적으로도 건전성 회복을 위한 계획수립이 매우 중요함을 역설하고 있다. 왜냐하면 국가의 재정상황이 악화되어 회복에 대한 의심이 금융시장에 퍼지게 되면 이는 국가 리스크 프리미엄의 증가로 나타나고, 최악의 경우가 아니더라도, 결국 국제금융시장에서 금융비용이 증가하고, 경제에 심각한 타격을 줄 수 있기 때

1) OECD Public Governance Committee의 2010년 보고서 “Restoring fiscal sustainability: lessons for the public sector,” p.3

문이다. 또한 이런 점에서 단지 계획만의 수립이라 할지라도 신뢰성이 따른다면, 시장의 기대에 영향을 주어 긍정적인 효과가 있을 것이라는 것을 염두에 둔 주장이라고 판단된다.

이러한 맥락에서 본 연구에서는 재정정책과 금융시장의 반응에 대해 살펴보기로 한다. 한국은 전통적으로 재정균형을 대체로 유지해 왔으나 1990년대 외환위기에 대처하기 위해, 그리고 이후 정부정책의 변화와 최근 세계경제 위기로 인해 재정상황에 많은 변화가 있어 왔다. 제Ⅱ장에서는 우선 우리나라의 재정규모, 재정수지, 그리고 국가채무 등 우리나라의 재정상황과 건전성에 대해 그 정도와 추이를 국제비교를 통해 살펴본다. 이어 최근 발생한 세계적 금융위기에 대응하여 우리나라 정부가 취한 재정정책을 정리하고, 그 이후 금융시장의 변화를 간단히 살펴보기로 한다. 본 연구의 핵심이 되는 제Ⅲ장에서는 최근의 경제위기 상황에서와 같이 대규모의 재정정책 변화가 이자율 및 주식 시장에 어떤 영향을 주는지 우리나라를 포함한 아시아 19개국의 자료를 이용하여 실증분석한다. 여기에는 재정의 초기조건 및 재정상황, 그리고 재정수지의 구성요소의 차이, 거시경제변수 및 금융시장의 제도적 변수도 고려된다. 대규모의 재정긴축 혹은 재정확대가 초래하는 금융시장 반응의 실증결과는 재정건전성에 대한 정책당국의 자세를 촉구하는 데 시사하는 바가 있을 것으로 사료된다. 마지막으로 제Ⅳ장에서 본 연구의 결과를 간단히 요약하고 정책적 시사점을 정리하도록 한다.

II. 한국의 재정현황 및 최근 금융위기 시의 재정정책 대응

본 장에서는 우선 우리나라의 재정현황을 재정규모, 재정수지 및 국가채무 등 다각적으로 그 추이를 살펴보기로 한다. 또한 통계치가 허용하는 범위 내에서, 이들을 OECD 국가들의 경우와 비교하면서 재정건전성에 대해 분석하기로 한다. 그리고 최근 발생한 금융위기에 대응하여 우리나라 정부가 취한 재정정책 방안을 정리하고, 이후 금융시장의 변화를 간단히 살펴보기로 한다.

1. 우리나라의 재정현황

가. 재정규모

재정규모에 대해서는 크게 세 가지 측정기준, 즉 총지출기준²⁾, 통합재정기준(IMF 기준)³⁾ 및 일반정부 총지출기준(OECD기준)⁴⁾으로 살펴보기로 한다.

(1) 총지출 기준

우리나라의 총 재정지출 규모는 <표 1>에서 보이는 바와 같이, 2009년에 301.8조원(GDP 대비 29.3%)으로 2008년 추경예산 대비 14.8% 증가하였다. 이 가운데 예산은 210.3조원으로 2008년 대비 12.3% 증가하였고, 기

2) 2005년부터 중앙정부가 활용하고 있는 재정통계로 중앙정부가 국민에 대해 재정적 측면에서 미치는 영향을 모두 지출로 보는 재정지표이다. 총지출규모는 예산과 기금 총계에서 회계·기금·계정간 내부거래 및 보전지출을 제외하여 산출한다.

3) 한 나라의 정부부문에서 1년 동안 지출(순융자 포함)하는 총체적인 재정규모를 의미한다. 현재 정부가 발표하는 통합재정규모에는 중앙정부와 지방정부의 일반회계·특별회계·기금, 지방교육재정의 교육비특별회계 등이 모두 포함된다. 통합재정규모는 정부가 IMF 기준에 따라 작성하여 발표한다. 통합재정의 포괄범위는 비금융 공공부문으로 정의되는데 일반정부와 비금융 공기업으로 구성된다.

4) OECD 기준으로서, 국민계정 산정 시 UN의 '국민계정체계(System of National Account; SNA)'에 따라 일반정부로 분류되는 부문의 지출총계를 의미한다. 일반정부 총지출은 한국은행이 OECD 기준에 따라 작성하여 발표한다. 일반정부는 정부부서(중앙정부+지방정부)·사회보장기금·공공비영리단체로 구성된다.

금은 91.5조원으로 2008년 대비 21.2% 증가하였다.

〈표 1〉 2009년도 총지출

(단위 : 조원, %)

구 분	2008	2009	증감액	증감률
총지출 (GDP 대비)	262.8 (25.7)	301.8 (29.3)	39.0	14.8
- 예산	187.2	210.3	23.1	12.3
- 기금	75.5	91.5	16.0	21.2

주 : 1) GDP 대비 비율은 2005년 기준

2) 추경예산 기준

자료 : 국회예산정책처, 「2009 대한민국 재정」

(2) 통합재정 기준 (IMF 기준)

2009년 통합재정 규모는 <표 2>에서 보듯이, 274.7조원(GDP 대비 26.7%)으로 2008년 대비 15.0% 증가하였다. 이 가운데 지출은 257.2조원으로 전년 대비 10.2%의 높은 증가세를 보였으며, 순융자는 17.5조원으로 2008년 대비 218.2% 증가하여 큰 폭의 증가율을 보였다.

〈표 2〉 통합재정규모

(단위 : 조원, %)

구 분	2006년 결산	2007년 결산	2008년 결산	2009년 예산 ¹⁾
지출 및 순융자 (증가율) (GDP 대비)	205.9 (9.6) (22.7)	209.8 (1.9) (21.5)	238.8 (13.8) (23.3)	274.7 (15.0) (26.7)
지출 (증가율) (GDP 대비)	200.2 (8.3) (22.0)	202.1 (1.0) (20.7)	233.3 (15.5) (22.8)	257.2 (10.2) (25.0)
순융자 (증가율)	5.7 (90.0)	7.7 (35.1)	5.5 (-28.6)	17.5 (218.2)

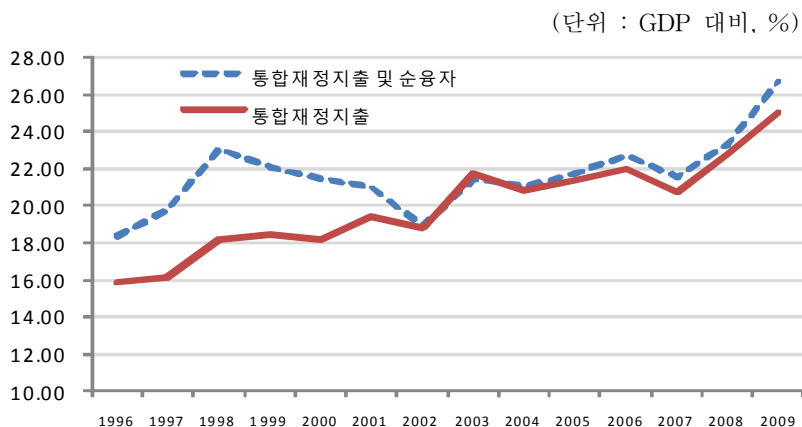
주 : 1) 추경예산 기준

자료 : 기획재정부, 국회예산정책처 재구성, 「2009 대한민국 재정」

우리나라 GDP 대비 통합재정 규모 비율의 추이를 살펴보면 <그림 1>

에서 보이는 바와 같이, 외환위기 직후 큰 폭으로 상승하여 1998년에 23.3%를 기록하였다. 그 이후 GDP 대비 20% 수준에서 등락하다가 최근 다시 상승하여 2009년에는 GDP 대비 26.7%까지 상승할 전망이다.

〈그림 1〉 우리나라 통합재정규모 추이



주 : 1) 2009년은 추정예산 기준이며 나머지 연도는 결산기준

2) GDP 대비 비율은 2005년 기준

자료 : 국가통계포털(<http://www.kosis.kr>), 통합재정수지

(3) 일반정부 총지출 기준 (OECD 기준)

우리나라 일반정부 총지출은 <표 3> 및 <그림 2>에서 보듯이, 2007년에 279.4조원(GDP 대비 28.7)이며, 그 중 중앙정부 지출은 114.0조원(GDP

〈표 3〉 일반정부 총지출 규모

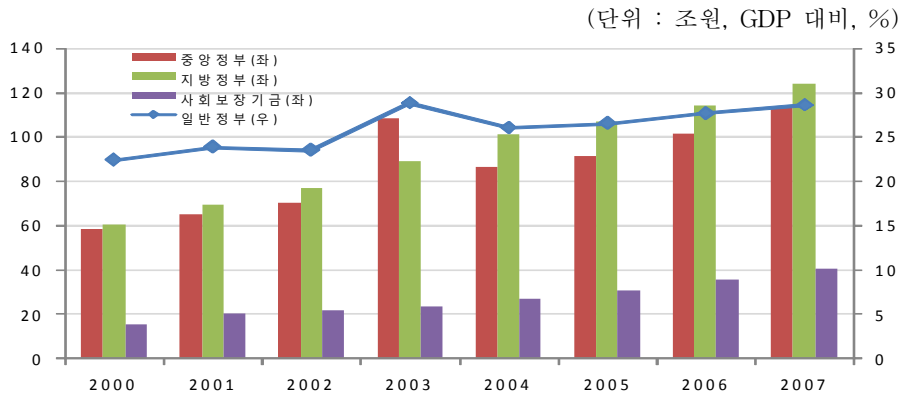
(단위 : 조원, %)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
일반정부	135.3	155.8	169.9	221.7	215.7	230.1	252.0	279.4
(GDP 대비)	(22.4)	(23.9)	(23.6)	(28.9)	(26.1)	(26.6)	(27.7)	(28.7)
- 중앙정부	58.8	65.4	70.7	108.8	86.7	91.8	101.8	114.0
(GDP 대비)	(9.7)	(10.0)	(9.8)	(14.2)	(10.5)	(10.6)	(11.2)	(11.7)
- 지방정부	60.8	69.9	77.3	89.4	101.7	107.5	114.4	124.4
(GDP 대비)	(10.1)	(10.7)	(10.7)	(11.7)	(12.3)	(12.4)	(12.6)	(12.8)
- 사회보장기금	15.8	20.5	21.9	23.5	27.1	30.7	35.8	40.9
(GDP 대비)	(2.6)	(3.1)	(3.0)	(3.1)	(3.3)	(3.5)	(3.9)	(4.2)

자료 : 한국은행 경제통계시스템(<http://ecos.bok.or.kr>)

대비 11.7%), 지방정부 지출은 124.4조원(GDP 대비 12.8%), 사회보장기금은 40.9조원(GDP 대비 4.2%)이다. 2003년 중앙정부 총지출이 급격히 증가한 탓에 일반정부 총지출이 GDP 대비 28.9%로 급격히 증가했다가 이듬해 다시 26.1%로 감소하였고, 이후 꾸준히 증가하는 추세이다.

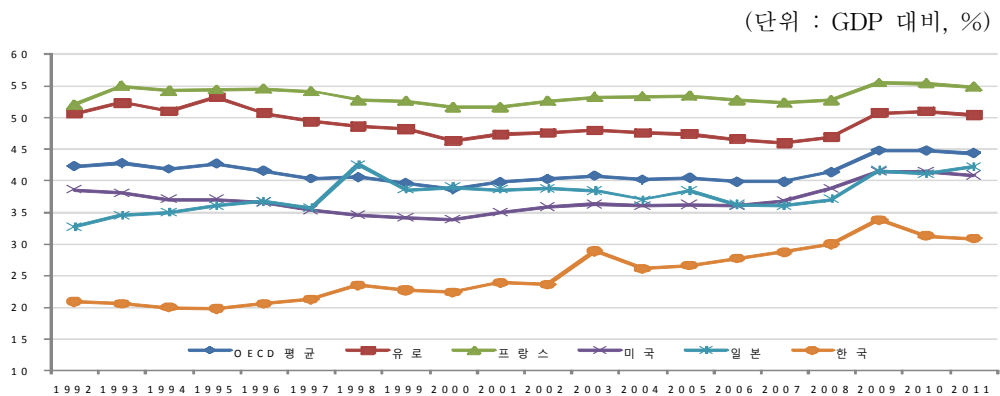
<그림 2> 일반정부 총지출 연도별 추이



자료 : 한국은행 경제통계시스템(<http://ecos.bok.or.kr>)

<그림 3>은 OECD 주요 국가들의 GDP 대비 일반정부 총지출 추이를 보이고 있다. 우선 모든 국가들이 최근의 금융위기를 타개하기 위해 2009 년도에 총지출규모를 급격히 늘리고 있음을 알 수 있다.

<그림 3> OECD 국가들의 일반정부 재정지출 비교



자료 : OECD Economic Outlook, No. 86 (2009.12) - 표 자료에서 주요국가를 발췌하여 그래프화함.

다음으로 전반적인 수준을 살펴보면, 2009년을 기준으로 볼 때 프랑스가 55.5%로 가장 높고, 유로존 국가들의 평균이 50.7%이며, OECD 국가 평균도 44.8%에 이른다. 그보다는 조금 낮지만 미국과 일본이 41.6%에 달하고 있다. 이에 비해 우리나라는 33.8%로 비교적 낮은 편에 속한다고 볼 수 있다. 그러나 총지출의 증가속도는 여타 OECD 회원국보다 훨씬 빠른 속도로 증가하고 있다는 점에서 우려하지 않을 수 없다.

나. 재정수지 및 세입·세출

재정수지⁵⁾는 당해 연도 재정활동의 건전성을 파악할 수 있는 지표로서, <표 4> 및 <그림 4>에서 보듯이 우리나라 중앙정부 재정수지는 1998년 외환위기 직후 대규모의 재정적자(GDP 대비 -3.7%)가 발생한 경험이 있다. 당시 정부의 지출억제노력과 재정수입 증가로 인해 2000년에 흑자를 회복하여 2008년까지 흑자를 유지해왔다. 그러나 최근의 금융위기로 인한 2009년 대규모 재정지출 확대로 재정수지는 외환위기 이후 최대 규모의 적자를 기록할 전망이다. 규모로는 -22조원, GDP 대비로는 -2.1%에 달한다.

<표 4> 통합재정수지 추이

(단위 : 조원)

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
통합 재정수지	1.1	-6.9	-18.7	-13.1	6.5	7.2	22.6	7.6	5.2	3.5	3.6	33.8	11.9	-22.0
GDP 대비	0.2	-1.4	-3.7	-2.4	1.1	1.1	3.1	1.0	0.6	0.4	0.4	3.5	1.2	-2.1

자료 : 국가통계포털(<http://www.kosis.kr>), 통합재정수지

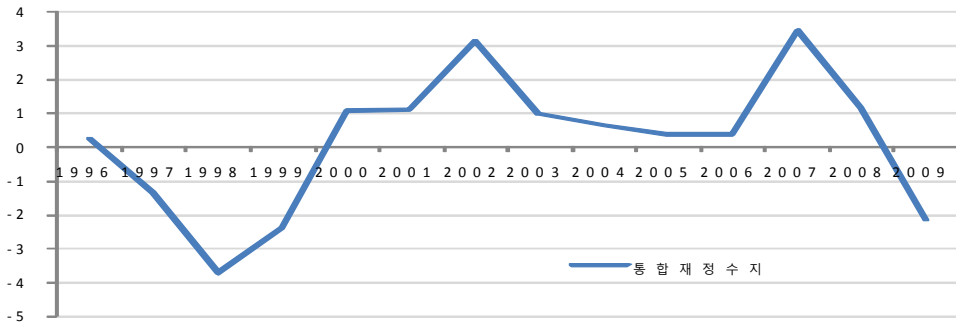
한편, <그림 5>에서 보인 것처럼 OECD 회원국의 GDP 대비 일반정부 재정수지 평균은 2003년에 -4.1%로 악화되었다가 이후 개선되는 상황이었으나, 최근 금융위기 등의 요인으로 다시 2009년 전망치로 -8.2%까지 악화되는 모습을 보이고 있다.

5) 당해 연도 재정수입에서 재정지출을 차감한 수치

〈그림 4〉

통합재정수지 추이

(단위 : GDP 대비, %)

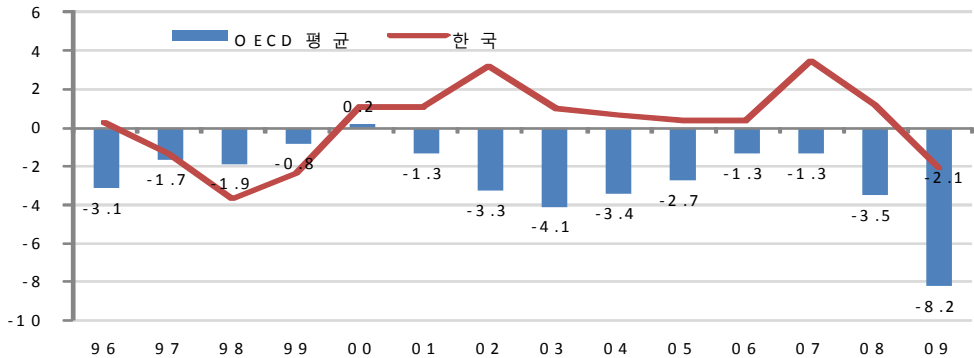


자료 : 국가통계포털(<http://www.kosis.kr>), 통합재정수지

〈그림 5〉

OECD 국가의 일반정부 재정수지와 비교

(단위 : GDP 대비, %)



자료 : OECD Economic Outlook, No. 86(2009.12) - 표 자료에서 발췌하여 그래프화함.

〈표 5〉

회계별 세입추이

(단위 : 조원)

	2003년	2004년	2005년	2006년	2007년	2008년	2009년
총계	195.3	188.1	197.8	206.2	216.0	232.2	261.3
일반회계	119.7	119.6	136.5	147.9	171.2	181.6	204.9
특별회계	75.6	68.5	61.3	58.3	44.8	50.6	56.4

자료 : 기획재정부, 디지털 예산회계

<표 6>

회계별 세출추이

(단위 : 조원)

	2003년	2004년	2005년	2006년	2007년	2008년	2009년
총계	188.0	183.2	192.4	200.8	196.9	222.9	252.2
일반회계	117.2	118.2	134.2	144.8	154.3	175.5	199.9
특별회계	70.8	64.0	58.2	56.0	42.6	47.4	52.3

자료 : 기획재정부, 디지털 예산회계.

<표 5>와 <표 6>은 각각 회계별 세입추이 및 세출추이를 보이고 있다. 금융위기를 맞은 2008년과 2009년에 세입, 세출 모두 이전보다 크게 증가한 것을 볼 수 있다. 우선 2008년 세입·세출의 내용을 설명하자면, 일반회계 부분의 세입이 2조원 초과 징수되었는데, 그 중 국세 수입 초과분은 감세 추진에 따라 2007년(13.8조원)에 비해 대폭 감소(1.3조원)한 것으로 나타났다. 당시 정부는 법인세·소득세를 인하, R&D 지원 확대 등의 조치로 소비·투자 등 내수기반을 확충해 경제 성장능력을 끌어올린다는 계획을 세웠는데 법인세가 9조 8000억원으로 감세효과가 가장 컸고, 소득세가 5조 8000억원으로 그 뒤를 이었다. 세출 부분에서는 고유가 등에 따른 민생안정 지원, 저출산·고령화 대비 사회투자 확대, 미래 성장동력 확충에 역점을 두고 지출하였는데 이에 따라 2008년 6월에 4.3조원의 추경을 편성하였다. 유가가 급등하면서 경제 여건이 급격히 악화됨에 따라 「고유가 극복 민생 종합대책」을 마련하였는데 이 중 재정지출에 의한 지원은 3.5조원 수준이었고, 대중교통 활성화와 서민생활 안정을 위하여 추가 지원(1.2조원)을 실시하였다.

다음으로 2009년 세입·세출의 내용으로는, 일반회계 부분의 세입이 1.4조원 초과 징수되었으며, 세출은 일자리 창출과 미래 성장동력 및 사회간접자본 확충, 교육 및 맞춤형 복지예산, 녹색성장 등에 역점을 두고 지출되었다. 2009년 예산안은 2008년 10월에 제출되었으나 당시 경제여건의 변화를 반영하지 못했기 때문에 11월에 수정예산안이 제출되었다. 당시 국제금융시장 불안으로 경기침체가 전세계적으로 확산되면서 국내경제의 내수부진이 심화되고 수출증가세도 크게 둔화될 전망이었기 때문에, 재정을 확장적으로 운용하기로 하고 10조원 수준으로 지출규모를 확대하였다. 그 주요 내용으로는 지방경제 활성화(4.6조원), 중소기업지원(3.4조원), 저소득

층 복지지원(1.0조원), 실업대책(0.3조원), 지방재정확대(1.1조원) 등을 들 수 있다.

수정예산안 확정 이후에 경기침체가 예상보다 빠르게 진행되자 이에 대한 정책 대응으로 28조 4천억원 규모의 추경이 편성되었다. 성장률전망 하향조정에 따라 대규모의 세입결손을 보완(11조 2천억원)하고, 일자리 창출과 민생안정을 포함한 5대 중점분야에 집중적으로 지원하기로 하였다. 주요 내용으로는 고용유지 및 취업기회 확대(3.5조원), 저소득층 생활안정(4조원), 중소기업 지원(4.2조원), 지역경제 활성화(3.0조원), 미래대비 투자(2.5조원) 등이 있다.

다. 국가채무

2009년 국가채무⁶⁾는 <표 7> 및 <그림 6>에서 보듯이, 2002년 이후부터 지속적으로 큰 폭으로 증가해 오다가 2007년과 2008년에 GDP 대비 비중면에서 감소세를 보였다. 그러나 금융위기로 인해 2009년에는 2008년 308.3조원(GDP 대비 30.1%)보다 57.7조원 증가한 366조원(GDP 대비 35.6%)으로 예상된다. 이 중 금융성 채무⁷⁾는 166조 8000억원, 적자성 채무⁸⁾는 199.2조원에 달할 전망이다.

<표 7> 국가채무 추이

(단위 : 조원)

구 분	'01	'02	'03	'04	'05	'06	'07	'08	'09 전망
국가채무 (GDP 대비, %)	122.1 (18.7)	133.6 (18.5)	165.7 (21.6)	203.1 (24.6)	248.0 (28.7)	282.8 (31.1)	298.9 (30.7)	308.3 (30.1)	366.0 (35.6)
적자성 채무 (비중, %)	43.3 (35.5)	42.5 (31.8)	59.7 (36.0)	77.6 (38.2)	100.9 (40.7)	119.9 (42.4)	127.1 (42.5)	131.8 (42.8)	166.8 (45.6)
금융성 채무 (비중, %)	78.8 (64.5)	91.1 (68.2)	106.0 (64.0)	125.5 (61.8)	147.1 (59.3)	162.9 (57.6)	171.9 (57.5)	176.4 (57.2)	199.2 (54.4)

자료 : 기획재정부, 「2008 회계연도 정부결산」

6) 우리나라의 국가채무 통계는 정부의 모든 회계와 기금을 대상으로 하는 것이 아니라 중앙관서의 장이 관리하는 회계 및 기금만을 대상으로 삼고 있다.

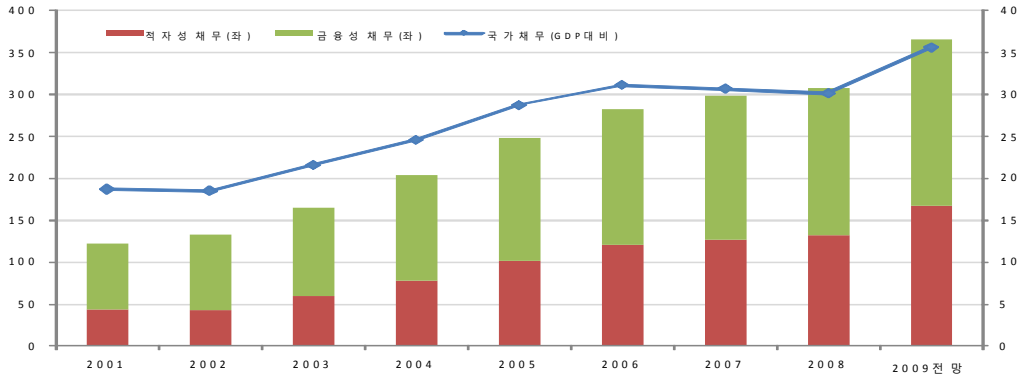
7) 자산 또는 융자금 등 대응자산이 있는 채무

8) 조세 등 국민부담으로 상환해야 하는 채무

<그림 6>

국가채무 추이

(단위 : 조원, GDP 대비 %)

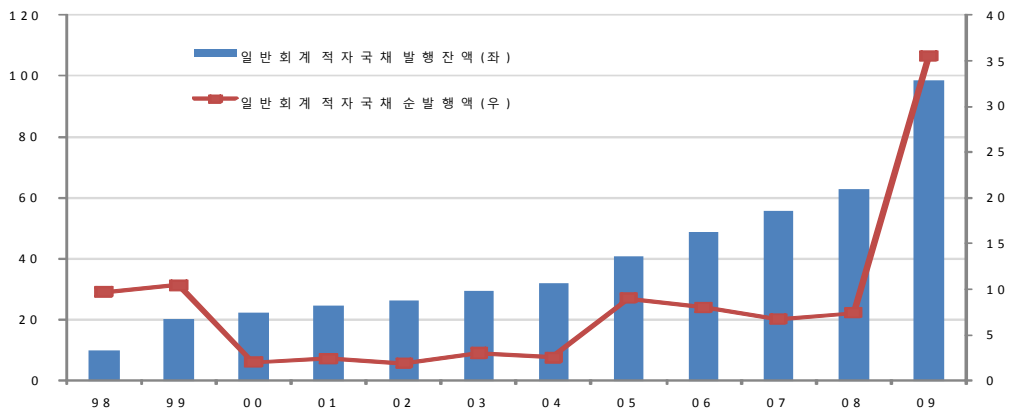


자료 : 기획재정부, 「2008 회계연도 정부결산」

국가채무의 증가는 주로 일반회계 적자보전용 국채 발행 증가에 기인하는데, <그림 7>에서 보듯이 2009년 일반회계 적자보전용 국채 순발행액은 35.5조원으로 역대 최대 규모이다. 이로써 2009년 말까지 누적 적자국채는 98.5조원에 달할 전망이다.

<그림 7>

일반회계 적자국채 발행추이



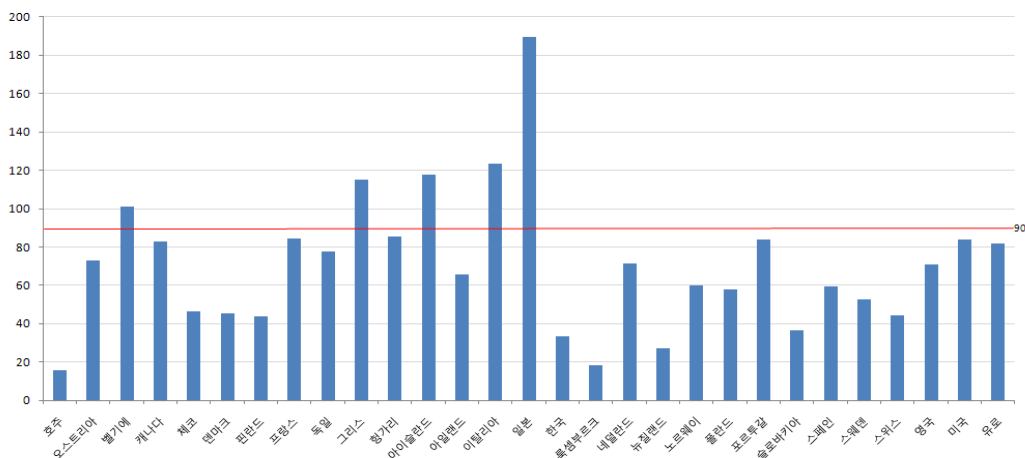
자료 : 국회예산정책처, 「2009 대한민국 재정」

<그림 8>은 OECD 국가들의 GDP 대비 일반정부 국가부채 수준을 보이고 있다. 일본이 약 190%에 달하고, 이어서 이탈리아, 아이슬란드, 그리

스가 약 120%에 가깝다. OECD 국가들 전체 평균은 90%임에 비해, 우리나라는 같은 OECD 기준⁹⁾으로 보았을 때, 33.2%가 된다. 이렇듯 우리나라의 국가채무 규모는 OECD 국가들과 비교할 때 아직까지는 그리 높지 않은 수준이다.

〈그림 8〉 OECD 국가의 일반정부 국가채무 (2009년 말)

(단위 : GDP 대비 %)



자료 : OECD Economic Outlook, No. 86 (2009.12) - 표 자료에서 발췌하여 그래프화함.

그러나 GDP 대비 국가채무 비율이 상대적으로 낮다고 해서 우리나라의 재정건전성이 OECD 국가들보다 높은 수준이라고 할 수는 없다. 국가채무의 적정성에 대한 판단은 국가채무비율의 절대적 수준뿐만 아니라 국가채무 비율 증가추세가 어떠한가, 그리고 그러한 추세가 그 경제가 감당할 수 있는 수준인가의 여부도 매우 중요하기 때문이다. <그림 9>에서 보듯이, 우리나라의 국가채무는 1997년 외환위기 이후 빠른 증가세를 보이고 있으며, 특히 2003년 이후에는 공적자금의 국채전환 및 외환시장안정용

9) UN의 국민계정체계에 따라 추정된 일반정부의 금융부채 순부담의 누적액을 의미한다. UN 기준은 국민소득계정 내에서 정부부문의 실물경제 활동을 파악하는 데 주안점을 두고 있으며, 실적치가 아닌 산식에 의한 추정치를 통계로 제공하고 있다.

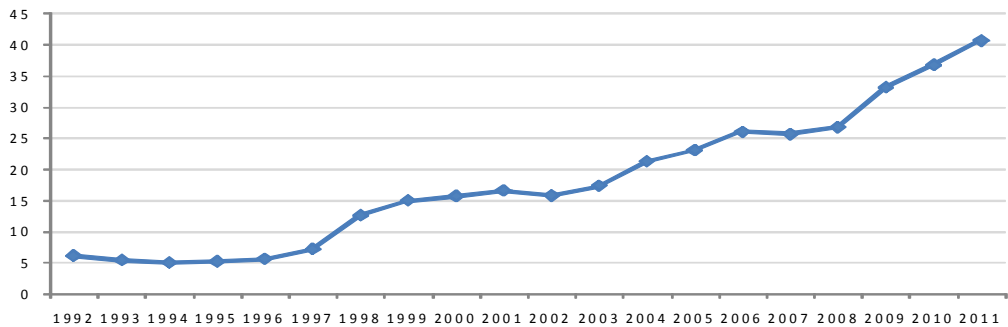
※ IMF 정부재정통계와 OECD 통계의 차이점

OECD 기준에 의할 경우 기업특별회계와 여러 공공기금이 일반정부 범위에서 제외된다. 특히 외국환평형기금, 국민주택기금 등은 대규모의 채무를 부담하고 있음에도 불구하고 일반정부에 포함되지 않는다. 반면 건강보험과 비영리공공기관(공단·국책연구원)은 OECD 통계기준에서는 일반정부 범위에 포함되고 있는 반면 IMF 기준에서는 제외된다.

국채발행 증가 등으로 그 증가추세가 가속화되었다. 이러한 추세는 최근의 금융위기 등의 이유로 앞으로도 지속될 것으로 보인다. 우리나라의 GDP 대비 국가채무 비율은 2000~2009년 중 17.5% 상승(OECD 기준)하였으며, 이러한 증가속도는 <그림 10>에서 보듯이 OECD 국가들 중 열 번째로 높은 수준이다.

<그림 9> 우리나라 국가채무 추이 (OECD 기준)

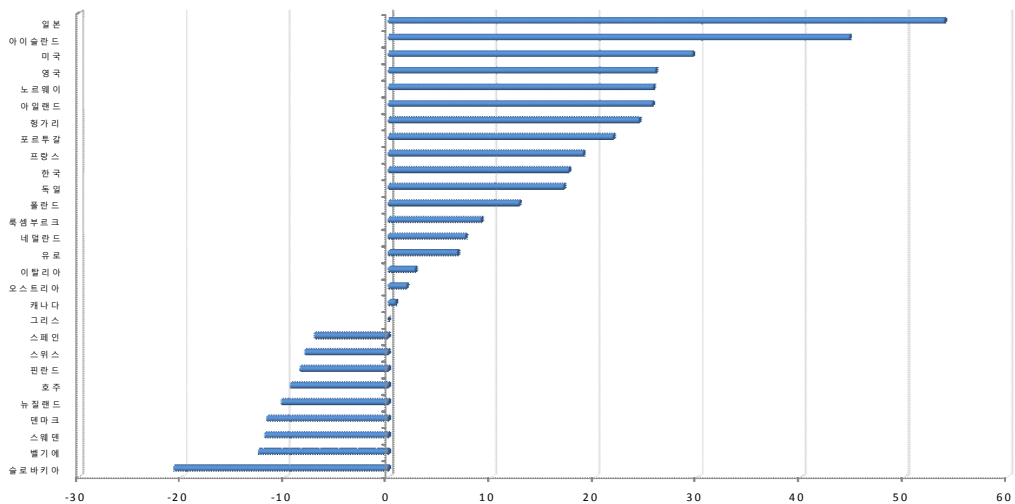
(단위 : GDP 대비 %)



자료 : OECD Economic Outlook, No. 86 (2009.12) - 표 자료에서 발췌하여 그래프화함.

<그림 10> 2000~2009년 중 OECD 국가의 GDP 대비 국가채무 증감

(단위 : %p)



자료 : OECD Economic Outlook, No. 86 (2009.12) - 표 자료에서 발췌하여 그래프화함.

2. 금융시장 안정화를 위한 재정지출 방식 및 효과분석

이 소절에서는 최근 전세계적으로 맞게 된 금융위기 하에서, 우리나라 정부가 금융시장 안정화를 위해 수립한 재정지출 정책을 시기별로 정리하고, 이에 따른 경제효과를 분석하기로 한다.

가. 금융시장 안정화를 위한 재정지출 방식

(1) 『국제금융시장 불안 극복방안』 (2008년 10월 13일)

주로 외환시장 안정을 위해 외화유동성을 확보하고, 주식시장 안정을 위해 세제지원을 하는 것에 초점을 맞추었다.

(i) 지급 보증

정부는 2008년 10월 20일부터 2009년 6월 30일까지 도입하는 18개 국내은행(해외지점 포함)의 신규 외환채무에 대해서 채무 발생일로부터 3년간 지급을 보증하기로 했다. 총 보증규모는 미화 1,000억 달러 상당 이내로 2008년 10월 30일 “국가보증 동의안”을 발효하였다. 2009년 4월 7일에는 국내은행의 외화차입에 대한 정부보증을 연장·확대하는 “국내은행이 차입하는 외화표시 채무에 대한 국가보증동의안”을 의결하여 보증시한을 글로벌 금융위기에 계속 대응할 수 있도록 영·미 등 주요국들과 유사하게 2009년 말까지 연장하였다. 또한 국내은행이 해외채권 발행을 원활히 할 수 있도록, 정부보증 채무를 국내은행이 차입하는 모든 외화표시 채무로 확대하고, 장기 차입금을 통해 기존 중단기 차입금 상환의 유도가 가능하도록 보증기간을 3년에서 5년으로 확대하였다.

(ii) 추가지원

은행권과 수출 중소기업에 200억 달러를 추가 지원하고, 외환 스와프시장에도 100억 달러를 공급하기로 하였다.

(iii) 주식시장 안정

정부는 또한 장기보유 주식 및 채권 펀드에 대한 세제지원을 하기 시작했는데 지원 대상은 장기주식형펀드(적립식)와 장기회사채형펀드(거치식)로서, 3년 이상 가입한 경우 비과세 혜택을 주기로 하였다.

(2) 『금융시장 안정화 대책』 (2008년 10월 24일)

(i) 중소기업 지원 Fast-track 프로그램 도입

세부 시행사항으로 첫째, 국책은행의 중소기업 자금공급액을 3.8조원 확대(산업은행(8조 → 8.8조) · 기업은행(24조 → 26조) · 수출입은행(6.5조 → 7.5조))하고, 둘째, 보증기관의 보증규모를 4조원 확대 운용(신용보증기금(28조 → 29.5조), 기술보증기금(11조 → 12.5조), 지역신용보증재단(5.3조 → 6.3조) 등)하며, 셋째, 신보 여유재원을 활용하여 P-CBO를 1조원 발행하여 지원하기로 하였다.

(3) 『경제난국 극복 종합대책』 (2008년 11월 3일)

(i) 외국환평형기금 발행한도 확대

외환시장 안정대책으로 대외충격 완화를 위한 외국환평형기금 역할을 강화하기 위하여 외평기금 채권발행한도를 15조원에서 20.6조원으로 확대하였다.

(ii) 중소기업 대출 및 수출기업 지원 확대

중소기업 대출 및 수출기업 지원 확대여력을 확보하기 위해 산업은행(0.5조원) · 기업은행(0.5조원) · 수출입은행(0.3조원) 등 국책은행들이 신규출자를 하였다. 또한 중소기업 및 건설사 등에 대한 보증공급 확대를 위해 신 · 기보에 추가 출연(5,000억원)하여 총보증공급 규모를 확대하고 주택금융공사 추가 출자(1,000억원)를 통해 주택담보대출 금리 인하를 유도

하였다.

(4) 『금융위기 극복방안』 (2008년 12월 18일)

(i) 증시안정펀드 운용

자본시장을 통해 자금지원을 확대하는 방법으로 증시안정펀드 운용(총 5,150억원)을 통해 증시 수요기반 확충 및 투자심리 안정 도모하고자 하였다.

(ii) 정책금융기관의 역할 강화

산업은행·기업은행 등 국책은행이 설비투자 유도, 기업구조조정 및 중소기업 지원 등을 위해 자금공급을 대폭 확대하였다. 산업은행의 자금공급 계획은 2008년 27조원에서 2009년 32조원으로 확대되었고, 기업은행 자금공급 계획은 2008년 27조원에서 2009년 36조원으로 확대되었다. 신용보증기금·기술보증기금과 같은 보증기관은 중소기업의 자금조달을 원활히 지원하기 위하여 보증공급 규모를 42조원에서 48조원으로 6조원 이상 확대하였다. 또한 신보 P-CBO 보증은 별도로 2조원을 확대하였다. 자산관리공사의 경우 금융기관 부실채권이 크게 증가할 가능성에 대비하여 PF 부실채권 등의 적극적 인수를 위해 2조원에서 4~5조원 이상으로 증가하였다. 주택금융공사는 보금자리론의 공급을 확대하고, 건설사 회사채 유동화 지원 등을 수행하도록 했다.

(5) 『기업구조조정 추진방향과 전략』 (2009년 2월 19일)

(i) 구조조정 기금 운영

정부는 금융부실의 확산을 방지하고 구조조정을 지원하고자 자산관리공사에 정부보증채 발행으로 「구조조정기금」을 신설하여 운영하는 방안을 제시하였다. 이는 2009년 3월 13일에 발표된 ‘금융기관 건전성 제고를 위한 선제적 대응방안’에서 구체화 되었는데 주로 금융기관이 보유한 부실

채권 매입이나 구조조정기업의 자산을 매입하는 역할을 하게 되며, 기금 운용 후 최종수익은 전액 정부에 귀속되는 것으로 하였다. 이는 2009년 4월에 설치되었는데, <표 9>에서 보듯이 2009~2010년에 걸쳐 총 40조원의 재원을 조성하여 61.5조원 규모의 부실채권과 구조조정기업 자산을 매입하도록 하였다.

<표 8> 2010년 구조조정기금 운용계획안

(단위 : 억원, %)

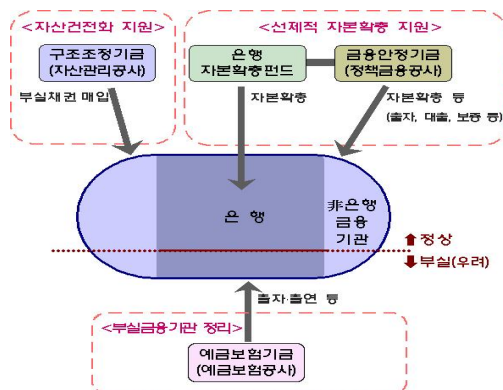
구 분	2009년 계획	2010년 계획안	전년대비	
			증감액	증감률
구조조정지원	200,000	200,000	-	-
- 금융구조조정지원	150,000	175,000	25,000	16.7
- 기업구조조정지원	50,000	25,000	-25,000	-50.0

자료 : 금융위원회

(ii) 금융안정기금 설치

금융기관의 재무건전성을 높이고 실물지원기능을 활성화하기 위해서는 안정적인 자본확충이 필요하기 때문에 은행자본확충펀드를 보강하여 정상 금융기관에도 선제적인 자본확충이 가능하도록 한국정책금융공사에 「금융안정기금」을 설치하도록 했다. 기금의 재원은 정부보증 기금채권 발행 등

<그림 11> 제도정비 후 금융기관에 대한 자금지원 체계



자료 : 기획재정부

을 통해 조성하고, 기금의 지원대상은 은행 등 예금보험대상 금융기관뿐만 아니라 여신전문금융회사와 금융지주회사 등을 포함하여 금융기관 전반으로 확대되었다. 기금의 용도는 금융기관에 대한 출자, 대출 및 채무보증 등으로 하고 기금의 지원은 금융기관의 신청을 받아 결정하도록 했다. 즉 금융기관이 보유한 부실자산은 구조조정기금을 통해 매입하면서, 동시에 은행자본확충펀드 및 금융안정기금을 통해 자본을 확충하도록 하는 것이다.

(iii) 외평채 발행

정부는 2009년 4월 9일에는 30억 달러 규모의 달러표시 외평채를 발행하였다. 2009년 4월 9일 현재 외평채 발행 잔액은 70억 달러이며, <표 9>에서 보이듯, 만기별로는 2013년 10억 달러, 2014년 25억 달러, 2015년 5억 유로, 2016년 5억 달러, 2019년 15억 달러, 2021년 3.75억 유로, 2025년 4억 달러이다.

<표 9> 외화표시 외평채 발행 및 만기일정

구분	'03	'04	'05		'06		'09	
발행규모	10억 달러	10억 달러	4억 달러	5억 유로	5억 달러	3.75억 유로	15억 달러	15억 달러
만기(년)	2013	2014	2025	2015	2016	2021	2014	2019

자료 : 기획재정부

(6) 금융위기 극복을 위한 추가경정예산안 가결 (2009년 4월 29일)

2009년 4월 29일에는 2009년 3월 30일에 국회에 제출된 「2009년도 제1회 추가경정예산안」이 수정 가결되었는데 그 중 중소기업지원, 부실채권인수 등을 위한 출자·출연 예산은 2조 3,000억원이다(<표 10>). 중소기업대출 원활화 시책(중기대출 전액 만기연장, 신용보증 대폭 확대 등)의 결과를 반영하여 중소기업은행출자는 3,000억원(BIS비율 : 11.64% → 11.92%), 신용보증기금은 1조 800억원(보증규모 33.5조원 → 46.6조원 확대)출연하였으며, 기술보증기금은 5,200억원(보증규모 14.5조원 → 17.1조원 확대)출연하였다. 자산관리공사는 은행, 상호저축은행의 추가적인 부실채권인수 가속화를 위

해 2천억원을 출자하였고, 주택금융공사는 유동화증권 발행 확대(7조원 → 11조원)를 통한 원활한 서민담보대출 공급을 위해 2천억원을 출자하였다.

〈표 10〉 금융위기 극복 관련 추경 편성

(단위 : 억원)

기관명	'09년 예산	추경	계
· 금융위(A)	20,000 ¹⁾	7,000	27,000
(자산관리공사)	4,000	2,000	6,000
(주택금융공사)	2,000	2,000	4,000
(중소기업은행)	5,000	3,000	8,000
(산업은행)	9,000	-	9,000
· 중기청(B)	11,000	16,000	27,000
(신용보증기금)	9,000	10,800	19,800
(기술보증기금)	2,000	5,200	7,200
합 계(A+B)	31,000	23,000	54,000

주 : 1) '09년도 예산총액은 2조 1,868억원임(인건비, 기본경비, 사업비 등 1,868억원 포함).
자료 : 금융위원회

추경예산안에서 금융기관을 직접 또는 간접적으로 지원하는 성격의 예산들을 2008년과 비교하여 나타내면 <표 11>과 같다. 신용보증기금, 기술신용보증기금, 농림수산업자신용보증기금, 지역신용보증재단에 대한 출연은 금융기관의 중소기업, 농림수산업자, 소상공인 대출에 대한 신용보증을 확대하려는 것으로, 금융기관의 신용위험을 감소시키는 효과를 가진다.

수출보험기금에 대한 출연은 금융기관의 중소기업 수출이행자금 대출에 대한 신용보증(수출신용보증)이 포함되어 있는데 이 또한 금융기관의 신용위험을 감소시키는 효과를 가진다. 수출신용보증은 수출계약과 관련하여 중소기업이 금융기관으로부터 수출이행자금을 대출받거나 환어음을 매입받을 경우, 동 자금을 상환하지 못하게 됨으로써 중소기업이 금융기관에 부담하는 금전채무에 대한 연대보증을 의미한다.

한국주택금융공사에 대한 출자는 금융기관의 주택저당채권을 양수하여 이를 기초자산으로 주택저당증권(MBS)을 발행하려는 것으로, 한국주택금융공사가 금융기관의 주택저당채권 신용위험을 양수함으로써 금융기관의

재무비율(BIS자기자본비율, 유동성비율 등)을 개선하는 효과를 가진다. 한국자산관리공사에 대한 출자는 금융기관 보유 부실채권을 인수·정리하려는 것으로 금융기관의 건전성을 제고하는 효과를 가진다.

〈표 11〉 금융기관 지원효과를 가지는 예산

(단위 : 억원)

소 관	사 업 명	2008년	2009년
중소기업청	신용보증기금 출연	1,000	19,800
	기술신용보증기금 출연	1,700	7,200
	지역신용보증재단재보증	180	2,600
	지역신용보증지원	-	3,700
지식경제부	수출보험기금 출연	250	5,100
기획재정부	산업기반신용보증기금 출연	180	800
농림수산식품부 (농어촌구조개선특별회계)	농림수산업자신용보증기금 출연	6,952	9,095
금융위원회	주택금융신용보증기금 출연	70	30
	한국주택금융공사 출자	-	4,000
	한국자산관리공사 출자	-	6,000
합 계		10,332	58,325

주 : 추정기준

자료 : 국회예산정책처, 「2009 대한민국 재정」

나. 정부의 대응정책 이후의 금융시장 변화

정부는 2008년 9월 16일~2009년 8월 17일의 약 1년 동안 <표 12>에서 보는 것과 같이 중소기업 금융지원정책을 시행하였다. 중소기업대출 Fast track으로 약 19조원, 신용보증기금과 기술신용보증기금을 확대하여 각각 약 34조 4천억원 및 15조 7천억원을 지원하였다. 또한 지역신보의 보증지원도 약 6조 3천억원으로 확대공급 하였다. 산업은행과 기업은행도 중기자금을 확대하여 각각 약 11조 2천억원 및 30조 9천억원 공급하였다. 이들 중소기업에 대한 금융지원 총합은 약 117조 6천억원에 달하여 2008년 GDP 대비 약 11.5%에 해당하는 금액이다.

<표 12> 중소기업금융지원 (2008.9.16~2009.8.17)

(단위 : 억원)

	공급금액	회수금액	잔액(누적)
중소기업대출 Fast track	190,201	-	-
신용보증기금 확대	344,311	240,895	386,489
기술신용보증기금 확대	157,632	30,071	166,764
지역신보 보증지원 확대	62,605	24,091	98,187
중소기업 보증지원 확대	6,667		
소상공인 보증지원 확대	29,671		
영세자영업자 보증지원 확대	26,267		
산업은행 중기자금 확대	112,481	69,816	251,325
가업은행 중기자금 확대	308,795	210,919	854,591

주 : 1) 전체 신용보증의 경우 회수금액은 보증서 발급금액 중 기간내 상환된 금액임.

2) 지역신보는 회수금액과 누적잔액을 구분해서 관리하고 있지 않음.

자료 : 국회예산정책처, 「금융안정화대책의 정책효과와 출구전략의 방향」에서 인용. (2010년 1월 20일 현재 가장 최근 자료)

또한 정부가 2008년 9월 16일~2009년 8월 17일의 약 1년 동안 은행자본확충펀드, 구조조정기금, 채권시장안정펀드 등을 통해 금융시장 안정을 위해 유동성을 공급한 결과는 <표 13>와 같다. 총 약 19조 3천억원에 달하며 이는 2008년 GDP 대비 약 2%에 이른다.

<표 13> 금융시장안정 정책대응 (2008.9.16~2009.8.17)

(단위 : 억원)

	공급금액	회수금액	잔액(누적)
은행자본확충펀드	39,560	-	-
구조조정기금	6,534	-	-
채권시장안정펀드	37,777	-	-
부실저축은행정상화펀드	1,000억원 이상	미사용	미사용
자산관리공사를 통한 부실자산매입	31,516	4,107	27,319
주택금융공사를 통한 주택담보대출	38,330	937	140,604
주택금융공사를 통한 보금자리론 확대	27,798	18,327	128,851
주택금융공사를 통한 건설사회사채유동화지원	10,264	181	10,083

주 : 주택금융공사를 통한 주택담보대출과 보금자리론 확대 잔액은 누적금액임.

자료 : 국회예산정책처, 「금융안정화대책의 정책효과와 출구전략의 방향」에서 인용(2010년 1월 20일 현재 가장 최근 자료)

이러한 금융시장안정 정책에 의해 국내 금융기관의 자산 건전성이 많이 향상되었다. <표 14>를 보면 금융기관의 자산건전성 지표인 BIS 비율은 2009년 9월 14.21%(Tier1 10.80%)로 전분기말(13.74%, Tier1 10.30%) 대비 0.47%p(Tier1 0.50%p) 상승한 것으로 나타났다.

<표 14> 국내은행의 BIS 비율 및 기본자본(Tier1)비율 추이

(단위 : %, %p)

	2007년 말	2008년 말	2009년			증감(B-A)
			3월 말	6월 말(A)	9월 말(B)	
BIS 비율	12.31	12.31	12.94	13.74	14.21	0.47
기본자본비율	8.97	8.84	9.51	10.30	10.80	0.50

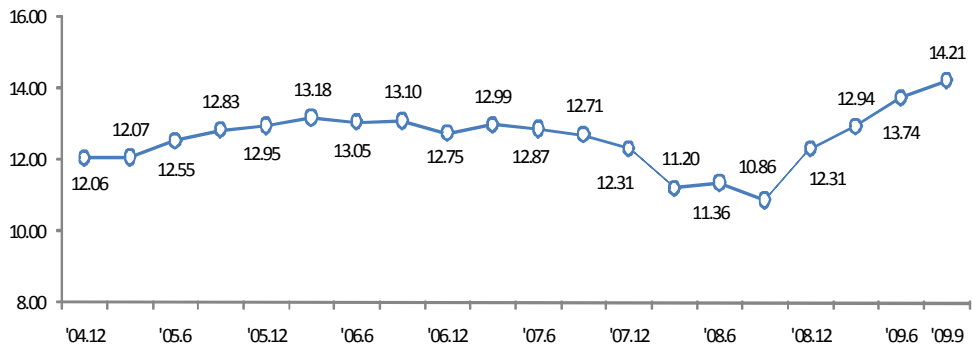
주 : '07년은 바젤 I, '08년 및 '09년은 바젤 II 기준

자료 : 금융감독원, 「'09년 9월말 국내은행의 BIS비율 현황」

<그림 12>는 2004년 말부터 국내은행의 BIS비율 추이를 보이고 있다. BIS비율이 경영실태평가 1등급 기준(BIS비율 10%, Tier1비율 7%)을 상회하고 있고,¹⁰⁾ 자본의 질적 측면에서도 자기자본 대비 기본자본의 비중이 2008년 말 71.8%에서 2009년 3월 말 73.5%, 2009년 6월 말 75.0%, 2009년 말 76.0%로 지속적으로 상승하는 등의 개선 추세이다.

<그림 12> 국내은행의 BIS비율 추이

(단위 : %)



자료 : 금융감독원, 「'09년 9월말 국내은행의 BIS비율 현황」

10) 그림에서 보이고 있지는 않지만, Tier1 비율 역시 모두 1등급 기준을 상회한다.

<표 15>은 2006년부터 국내은행의 부실채권 상황 추이를 보이고 있다. 2009년 상반기까지 부실채권이 지속적으로 증가하였다. 이후 2009년 9월 말 현재 국내은행의 부실채권비율은 1.48% 수준으로, 전분기말(1.51%) 대비 소폭(0.03%p) 하락하였고, 부실채권규모(잔액)는 전분기말(19.6조원) 대비 0.4조원 감소한 19.2조원 수준으로 나타났다. 이는 2009년 3/4분기 중 신규발생 부실 규모(5.8조원)가 전분기(7.6조원) 대비 큰 폭(△1.8조원, 23.7%) 감소한 데다 은행의 자체 매각·상각이 ('09년 3/4분기 중 3.1조원)이 지속된 데 주로 기인한다.

<표 15> 국내은행의 부실채권비율 추이

(단위 : %, 조원)

구 분	06말	07말	08.3말	08.6말	08.9말	08.12말	09.3말	09.6말	09.9말p
부실채권잔액	7.8	7.7	8.9	8.3	10.4	14.7	19.3	19.6	19.2
부실채권비율	0.84	0.72	0.79	0.70	0.82	1.14	1.47	1.51	1.48

자료 : 금융감독원(2009년 9월말 국내은행의 부실채권 현황은 잠정치).

<표 16>은 최근 중소기업 여신 부실채권비율 상승폭을 보이고 있다. 2008년 하반기 이후 크게 상승하였던 중소기업여신 부실채권비율이 2009년 2/4분기 들어 상승폭이 현저히 둔화되었고 2009년 3/4분기에는 하락세로 반전되었다.

<표 16> 중소기업 여신 부실채권비율 상승폭

	'08년 3/4분기	'08년 4/4분기	'09년 1/4분기	'09년 2/4분기	'09년 3/4분기
부실채권 상승폭	+0.28%p	+0.59%p	+0.53%p	+0.03%p	△0.11%p

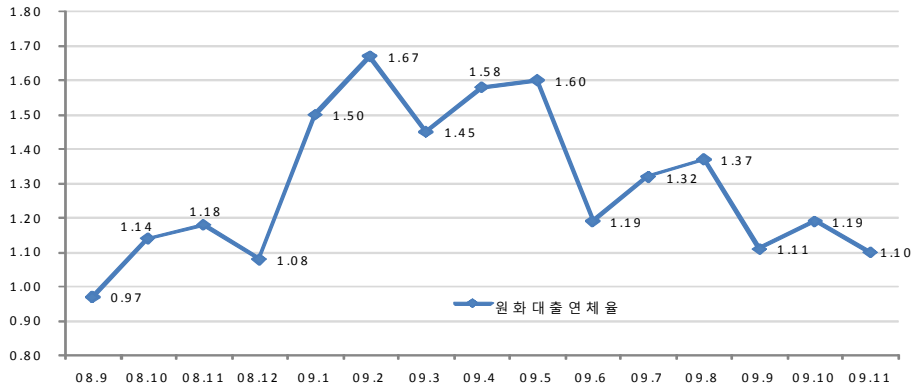
자료 : 금융감독원, 「'09년 9월말 국내은행의 부실채권 현황(잠정)」

<그림 13>은 2008년 4/4분기부터 국내은행의 원화대출 연체율 추이를 보이고 있다. 2009년 초 1.67%까지 높아졌다가 최근까지 하락하는 추세이다. 2009년 11월말 현재 국내은행의 원화대출 연체율은 1.10%로서 전월말(1.19%) 대비 0.09%p 하락하여 분기말월인 2009년 9월말(1.11%) 수준을 하회하는 수준이다. 이는 2009년 11월중 신규연체 발생이 전월대비 큰 폭

으로 감소하고 연체 정리실적이 확대된 데 기인한다. 전년 동월(1.18%) 대비로는 0.08%p 하락하여 2008년 4월말 이후 처음으로 전년 동월 대비 하락세를 나타냈다.

<그림 13> '08년 9월 이후 원화대출 연체율 추이

(단위 : %)



자료 : 금융감독원(2009년 11월말 국내은행의 대출채권 연체율 현황은 잠정치).

<표 17>은 국내은행의 기업 원화대출 연체율을 보이고 있다. 2009년 11월말 현재 기업대출 연체율은 1.55%로서 전월말(1.67%) 대비 0.12%p 하락하였다. 대기업대출 연체율(0.72%)은 10월말(0.83%) 대비 0.11%p 하락하였고, 중소기업대출 연체율은 9월말부터 크게 감소하는 추세이다.

<표 17> 국내은행 원화대출 연체율

(단위 : %)

	'07말	'08말	'09년						
			'08.11말	6말	7말	8말	9말	10말	11말p
기업대출	0.92 (△0.08)	1.47 (0.55)	1.60 (0.45)	1.68 (0.67)	1.87 (0.63)	1.94 (0.62)	1.56 (0.26)	1.67 (0.15)	1.55 (△0.05)
대기업	0.37 (△0.12)	0.34 (△0.03)	0.34 (△0.05)	0.82 (0.52)	0.80 (0.51)	0.78 (0.50)	0.81 (0.51)	0.83 (0.57)	0.72 (0.38)
중소기업	1.00 (△0.07)	1.70 (0.70)	1.87 (0.61)	1.86 (0.72)	2.09 (0.67)	2.18 (0.66)	1.72 (0.22)	1.85 (0.06)	1.72 (△0.15)

주 : 1) 은행계정 원화대출금 및 신탁대출금 기준

2) ()내는 전년 동월말 대비 증감(%p)

3) 1일 이상 원금 연체 기준

자료 : 금융감독원(2009년 11월말 국내은행의 대출채권 연체율 현황은 잠정치).

정부가 2008년 9월 16일~2009년 8월 17일의 약 1년 동안 국책은행을 통해 설비투자유도와 기업구조조정 및 중소기업 지원 등을 위해 산업은행과 기업은행을 통해 자금공급을 대폭 확대한 결과는 <표 18>과 같다. 산업은행, 기업은행 및 신용보증기금 보증확대 등으로 공급된 자금은 75조 5천억원에 이른다.

<표 18> 정책금융기관 역할 강화 (2008.9.16~2009.8.17)

(단위 : 억원)

	공급금액	회수금액	잔액(누적)
산업은행 자금공급 확대	315,723	264,338	1,166,227
기업은행 자금공급 확대	415,473	276,209	1,069,776
신용보증기금 P-CBO 보증확대	23,831	2,546	27,743

자료 : 국회예산정책처, 「금융안정화대책의 정책효과와 출구전략의 방향」에서 인용(2010년 1월 20일 현재 가장 최근 자료)

III. 재정이 금융시장에 미치는 영향 : 실증분석

제II장에서는 최근 발생한 세계적 금융위기에 대처하기 위해, 우리나라 정부당국이 금융시장 안정을 위해 취한 정책들과 이들의 효과에 대해 단편적인 수치 또는 단순 개연성에 근거하여 살펴보았다. 사실 각 개별 정책에 대한 효과분석은 자료의 제한 뿐 아니라, 그 직접적인 인과관계도 규명하기 어려운 한계가 있다. 그럼에도 불구하고 정부재정의 변화가 금융시장에 미치는 영향에 대한 논의는 매우 중요하면서도, 그에 관한 연구가 많지 않고 또 쉽게 합의에 이르지 못하였던 주제이다.¹¹⁾ 90년대 외환위기, 그리고 최근의 세계 경제위기를 계기로 재정정책의 중요성이 더욱 부각되는 시점에서 그 의미의 중차대함에 비해 특히 대규모의 재정변화가 채권시장 및 주식시장에 미치는 영향에 대해서는 연구가 매우 미진한 상황이다.¹²⁾

본 장에서는 대규모의 재정수지 변화, 즉 대규모의 재정책대 및 대규모의 재정긴축이 발생하였을 때, 그 이전과 이후에 채권시장 및 주식시장에서 어떤 변화가 발생하는지 실증분석을 통해 살펴보기로 한다. 연구 초기에는 한국의 경우에 국한하여 고유의 특수성과 함께 분석하려 하였다. 그러나 한국은 역사적 경험상 대규모의 재정긴축 혹은 확장이 자주 발생하지 않았으므로 한국자료만으로는 모수추정하기에 어려움이 있다. 뿐만 아니라 한국 금융시장의 경우, 외환위기 때도 그러했고 최근 세계 경제위기 때에도 선진국보다는 인접 아시아 국가들의 금융시장과 더 밀접한 동조현상을 보인 바 있다. 이런 점에서 본 연구에서는 한국을 포함한 아시아 개도국의 금융시장에 대해 패널분석을 통해 그 영향을 실증 분석하고자 한다.

이러한 분석에서는 추가적으로 다음과 같은 이슈에 대해서도 살펴보게 될 것이다. 첫째, 대규모 재정수지 변화에 대한 금융시장의 반응이 해당국의 초기 금융시장 상황 및 재정상황에 따라 차이가 있는지, 또한 재정수지 변화 당시의 재정상황에 따라서도 차이가 있는지 살펴본다. 둘째, 대규모 재정수지 변화에 있어서 그 구성의 차이가 금융시장의 반응에도 차이

11) 재정정책이 이자율에 미치는 영향에 대한 연구는 대표적으로 Canzoneri et al.(2002), Engen and Hubbard(2004), Laubach(2003), Paesani et al. (2006), Ardagna(2009) 등을 들 수 있다.

12) Ardagna(2009)가 대규모 정부 재정의 변화가 금융시장에 미치는 영향에 대해 OECD와 같은 선진국 금융시장을 대상으로 분석한 것은 주목할 만하다.

를 초래하는지 분석한다. 즉 예를 들어, 긴축정책이 재정수입의 증가로 인한 경우와 재정지출의 감소로 발생한 경우를 구분하여 살펴보기로 한다. 마지막으로 대규모 재정수지의 변화가 초래하는 금융시장의 반응에 거시경제변수 및 여타 경제정책 혹은 금융시장의 제도적 변수들이 어떤 역할을 하는지 분석하기로 한다.

1. 데이터

본 연구에서는 금융시장으로서 채권시장과 주식시장의 가격 움직임이 대규모 재정수지변화에 의해 어떻게 변하는지 살펴본다. 채권시장의 가격변수로서 장기 및 단기 정부채권 이자율, 단기 화폐시장 이자율, 예금은행의 대출이자율, 그리고 중앙은행의 재할인율을 이용하고, 주식시장 가격변수로는 각국의 주가지수 및 이를 이용한 주식수익률을 이용하기로 한다.

IMF World Economic Outlook(2009)에서는 아시아의 신흥공업국으로 한국, 홍콩, 싱가포르, 대만 등 4개국을, 개도국으로는 아프가니스탄, 방글라데시, 부탄, 브루나이, 캄보디아, 중국, 피지, 인도, 인도네시아, 키리바티, 라오, 말레이시아, 몰디브, 미얀마, 네팔, 파키스탄, 파푸아뉴기니, 필리핀, 사모아, 솔로몬제도, 스리랑카, 타일랜드, 티모르, 통가, 바누아투, 베트남 등 26개국을 포함한다. 연구 초기에는 이들 총 30개국을 대상으로 앞서 언급한 이자율들과 주가지수에 대해 1970년부터 가장 최근자료까지 IMF의 International Financial Statistics(IFS)의 연간자료를 이용하려 하였다. 그러나 자료의 부족으로 아프가니스탄, 부탄, 브루나이, 키리바티, 라오, 사모아, 솔로몬제도, 티모르, 바누아투, 베트남, 홍콩 등 11개국을 제외한 총 19개국에 대해 1970년부터 2007년까지의 연간자료를 이용하기로 하였다. 기본적으로 IFS의 자료를 이용하였으나, 충분치 못한 자료에 대해서는 World Bank의 World Development Indicators, 각국 중앙은행의 annual report 및 각국 통계국 자료 등을 찾아 보완하였다. 또한 추정에서 설명변수로 이용되는 각국의 금융시장 발전정도를 나타내는 변수는 World Bank Database on Financial Development and Structure로부터, 그리고 각국의 de facto 환율제도는 Carmen M. Reinhart의 홈페이지에서 구할 수 있는 fine annual classification 자료를 이용하였다. 자료에 대한 상세한 설명과

출처는 <자료 부록>에 정리하였다.

2. 분석 방법론

“대규모”의 재정수지 변화에 대한 정의는 Alesina and Perotti(1997) 및 Ardagna(2004)의 기준에 따라, 경기주기가 조정된(cyclically adjusted) 재정수지가 GDP 대비 적어도 1.5%이상 개선되었을(악화되었을) 경우, 혹은 2년 이상 연속으로 1% 이상 개선되었을(악화되었을) 경우, 재정긴축(재정 확대)으로 정하기로 한다(이후 ‘대규모’라는 수식어는 생략하기로 함).¹³⁾ 재정수지는 경기변동 또는 통화정책에 따라 자동적으로 반응하게 된다. 그러나 본 연구에서 보고자 하는 것은 정부당국의 재량적 재정정책의 효과를 살펴보는 것이므로, 이를 위해 경기변동의 영향을 제거한 ‘조정된 재정수지’를 이용하기로 한다.

재정변수에 대한 경기변동 조정은 Blanchard(1993)의 방법을 이용하되 약간의 수정을 가하였다. Blanchard의 경기변동 조정을 간단히 설명하자면, 우선 식 (1)과 같은 회귀식을 통해 계수추정치, $\hat{\alpha}_0$, $\hat{\alpha}_1$ 및 $\hat{\alpha}_2$ 와 오차항 추정치 $\hat{\epsilon}_t$ 을 구한 다음, 식 (2)를 통해 경기변동이 조절된 재정변수를 얻는다.

$$g_t = \alpha_0 + \alpha_1 \cdot Trend + \alpha_2 \cdot u_t + \epsilon_t \quad (1)$$

$$g_t(u_{t-1}) = \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 \cdot Trend + \hat{\alpha}_2 \cdot u_{t-1} + \hat{\epsilon}_t \quad (2)$$

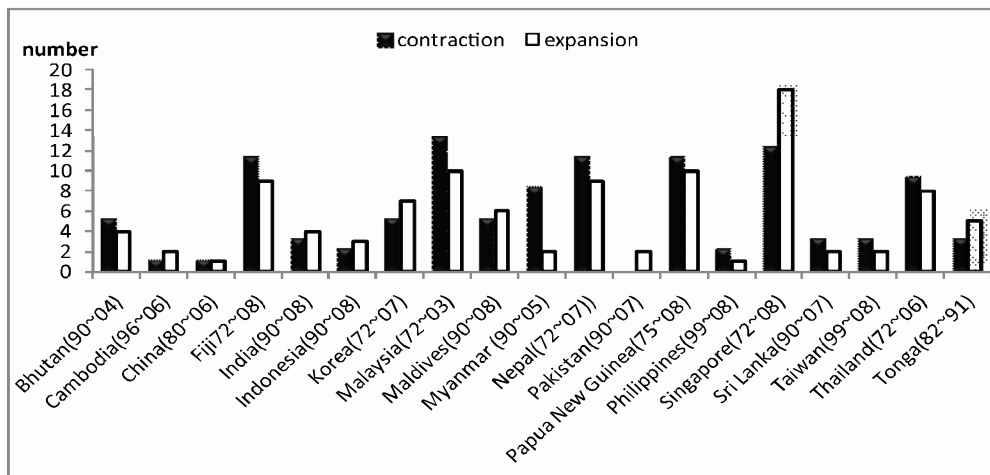
g_t 는 재정변수로서 GDP 대비 재정수입 혹은 재정지출이고, $Trend$ 는 시간추세, 그리고 u_t 는 실업률을 나타낸다. 그런데 본 연구에서 대상으로 하는 국가들의 경우 실업률에 대한 자료가 재정변수 만큼 충분하지 않아서 실업률과 상관관계가 높은 GDP 성장률로 대신하여 경기변동의 영향을 조정하였다. 이렇게 구한 GDP 대비 재정수입비율에서 재정지출비율을 차감한 변수를 경기변동이 조정된 GDP 대비 재정수지로 사용하기로 한다.

<그림 14>는 앞서 언급한 아시아 19개국에서 1970년부터 2007년까지의

13) 정부의 재량적 재정정책을 좀 더 정확히 측정하기 위해서는 원래 정부채권에 대한 이자지급을 차감한 순재정수지(primary balance)를 이용해야 하지만, 많은 아시아 국가들의 경우, 이자지급액에 대한 자료가 불충분하여 총재정수지(total balance)를 재정수지로 사용하기로 하였다.

기간 중, 각국의 재정자료 확보가 가능한 기간 동안 발생한 재정긴축 및 재정확대의 분포를 나타낸다. 각 국가명 옆의 괄호안 수치는 재정자료 확보가 가능했던 기간을 의미한다. 19개국 전체에서 재정긴축으로는 총 108회, 재정확대로는 총 105회가 본 연구의 실증분석에 사용되었다.

〈그림 14〉 아시아 19개국 재정긴축 및 재정확대 분포



3. Pooled 회귀분석

우선 금융시장에서 이자율 및 주식가격이 재정긴축 및 확대를 기점으로 어떻게 변화하였는지 보기 위해 식 (1)을 고정효과모형(Fixed Effects Model)을 통해 추정하였다.¹⁴⁾

$$\begin{aligned}
 Y_{ijt} = & \beta_0 + \beta_1 TIME_{ijT-2} + \beta_2 TIME_{ijT-1} + \beta_3 TIME_{ijT} \\
 & + \beta_4 TIME_{ijT+1} + \beta_5 TIME_{ijT+2} + \epsilon_{ijt}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

Y_{ijt} 는 각 이자율 및 주식가격, 즉 장기 정부채권이자율($BOND$), 단기 정부채권이자율($TBIL$), 중앙은행 재할인율($DISC$), 단기 화폐시장이자율

14) Hausman 검정을 실시한 결과, 랜덤효과모형보다 고정효과모형이 더 적절한 것으로 판단되었다. 그리고 고정효과모형에서 cross-sectional correlation 및 cross-sectional 이분산성을 고려한 White cross-section 추정방법을 이용하였다.

(*MMKT*), 예금은행 대출이자율(*LEND*), 주가지수(*STI*) 및 이 주가지수를 이용한 주식수익률(*STR*)을 나타낸다. i 는 각 국가, j 는 재정긴축 혹은 확대, t 는 년도를 표시한다. 설명변수로서 $TIME_{T-k}$ ($k=-2, -1, 0, 1, 2$)는 재정긴축 혹은 확대가 발생한 연도(연도들)의 2년 전부터 2년 후까지 각 해에 1의 값을 갖는 더미변수이다. 따라서 β_1 부터 β_5 까지 각 계수는 좌측의 종속변수 Y_{ijt} 가 재정긴축 혹은 확대가 발생하였을 때에, 그렇지 않은 시점에 비해 평균적으로 얼마만큼의 차이를 초래하는가를 나타낸다.¹⁵⁾

<표 19>의 Part I에서 그 추정결과를 보이고 있다. 첫 번째 행의 각 변수들은 식 (1)의 종속변수 Y 에 해당하는 각 이자율과 주가지수 혹은 주식수익률을 나타낸다. 그리고 각 Y 열에서 *Contr.*은 재정긴축이 발생했을 때, 그리고 *Expan.*은 재정책확대가 발생했을 때의 추정결과를 의미한다. 우선 설명변수로서 $TIME_{t-k}$ 에 대한 각 이자율들의 변화를 살펴보면, 적어도 통계적으로 유의한 값을 보이는 계수들에 있어서는 재정긴축의 경우에는 그렇지 않은 해에 비해 평균적으로 이자율이 낮고((-)의 계수추정치), 재정책확대의 경우에는 그렇지 않은 해에 비해 반대로 이자율이 높다(+의 계수추정치)는 것을 알 수 있다. 주식시장에서는 대체로 재정긴축의 경우에는 그렇지 않은 해에 비해 평균적으로 주식시장이 활황이고, 재정책확대의 경우에는 위축되는 것을 볼 수 있다.

또한 재정변화의 시점을 기준으로 2년 전부터 2년 후까지의 추세를 보면, 대체로 재정긴축에서는 이자율이 하락하는 추세이고, 재정책확대에서는 이자율이 상승하는 추세임을 알 수 있다. 주식시장의 경우, 재정긴축 시에는 주가지수 및 주식수익률 모두 상승하는 추세이고, 재정책확대 시에는 주가지수에서 하락하는 추세를 발견할 수 있다. 뿐만 아니라, 이자율은 대체로 재정정책변화 이전부터 길게는 재정정책 변화 1년 후 정도까지 반응하는 반면, 주식시장은 이자율보다는 더 오래, 즉 적어도 재정정책의 변화 2년 후까지도 효과가 지속되는 것으로 나타난다.

이제 재정정책의 변화에 대한 금융시장의 반응을 좀 더 다각적으로 분석해 보고자 한다. 우선 앞서 Part I의 결과에서 보듯이, 재정정책의 변화

15) 참고로 여기서 재정긴축 혹은 확대 2년 전부터 살펴보는 이유는 일반적으로 큰 폭의 재정정책 변화는 실제 실행되기 이전부터 경제주체들이 여러 경제변수들의 움직임을 고려하여 그러한 정부의 정책변화를 기대할 수 있고, 그러한 기대가 금융시장에 영향을 줄 수 있으므로 이를 포착하기 위함이다. 혹은 정부정책의 공고효과(announcement effect)를 고려하기 위함으로 해석할 수도 있다.

에 대한 금융시장의 변화는 지속적으로 상승 또는 하락의 추세를 보이고 있으므로, 이를 고려하여 기본적으로 식 (2)를 추정하고, 이를 확장하여 추가적인 분석을 하기로 한다.

$$Y_{ijt} = \alpha_0 + \alpha_1 FISC_{ijt} + \varepsilon_{ijt} \quad (2)$$

*FISC*는 재정긴축 혹은 재정확대 발생 1년 전은 1, 발생한 해에는 2, 발생 1년 후는 3의 값을 갖고, 여타 해에는 0의 값을 갖는 더미 변수이다. 마찬가지로 *i*는 국가, *j*는 재정긴축 혹은 재정확대를 의미한다.¹⁶⁾ <표 16>의 Part II에서 보듯, 이자율은 재정긴축 시에는 하락하고 재정확대 시에는 상승한다. 그리고 재정확대 시에 주가지수는 하락하는 것이 통계적으로 검증되었다. 참고로 비록 유의하지는 않지만 부호에 있어서만큼은 주식시장도 Part I의 결과와 마찬가지로 재정긴축 시에는 상승하고, 재정확대 시에는 하락하는 모습을 볼 수 있다.

재정정책의 변화에 대해 Part I과 Part II에서와 같은 금융시장의 반응이 혹시 재정정책 변화 시에 금융시장의 초기조건이 영향을 주었을 수도 있다. 이를 살펴보기 위해 식 (2)에 재정정책 변화 2년 전(즉, T-2)의 금융시장 변수, 즉 (T-2) 시점의 종속변수(*DEP_INI*)를 설명변수로 추가하여 추정한 결과가 Part III이다. 대체로 *DEP_INI*도 유의하면서, 여전히 Part II의 결과를 확인할 수 있다. 주식시장의 경우, 이 제어변수를 추가함으로써 *FISC*의 유의도도 높아졌음을 알 수 있다.

여기서 한 가지 언급할 사항은 *DEP_INI*를 고려하는 것은 단순히 종속변수의 절편값을 조정한다는 것 이상의 의미가 있다는 것이다. 일반적으로 금융시장의 가격에는 경제주체들의 미래 경기전망 또는 미래 인플레이션 기대 및 경기국면 등이 매우 중요하게 작용한다. 그런 점에서 예를 들어 이자율을 종속변수로 사용한 분석의 경우, *DEP_INI*에는 피셔효과에 의해 기대인플레이션율이 포함되어 있다는 점에서 그러한 요인들을 간접적이지만 고려하였다고 볼 수 있다. 또한 장기 정부채권(*BOND*)에 대한 분석에서, 이자율 기간구조가 기대가설에 의해 설명된다고 가정한다면, 설

16) 이렇게 *FISC*를 이용하는 것에는 장단점이 있다. 장점은 재정정책의 변화에 대해 교차항을 이용하여 추가적인 분석이 가능하다는 것이고, 단점은 재정정책 변화의 영향이 변화시점을 기준으로 매해 동일한 크기의 영향이 있음을 가정하고 있다는 것이다.

명변수로서 DEP_INI 를 고려한 것은 당시의 미래 선도이자율(forward interest rate), 즉 향후 경기전망을 감안한 것으로 해석할 수 있다는 것이다.¹⁷⁾

<표 19>와 같은 재정정책 변화에 대한 금융시장의 반응에는 혹시 재정의 초기조건이 영향을 주었을 수도 있다. 이를 제어하기 위해 <표 20>의 Part I에서는 식 (2)에 재정정책 변화 2년 전의 GDP 대비 재정수지(BUD_INI)를 설명변수로 추가하였다. BUD_INI 의 계수 추정치를 보면 유의한 추정치에 있어서는 대체로 초기조건으로서 재정수지가 좋을수록 이자율은 낮고, 주가지수는 높은 것으로 나타난다. 재정의 초기조건을 제어해도 역시 대체로 재정긴축은 이자율을 하락추세로, 재정확대는 이자율을 상승추세로 움직이도록 함을 확인하였다. 그러나 주식시장은 역시 주가지수에서만 재정확대가 주식시장을 하락시킴을 확인할 수 있었다.

<표 20>의 Part II에서는 이상의 재정정책 변화 영향이 재정수지의 개선도와 관련이 있는지 살펴보았다. 변수 BUD 은 GDP 대비 재정수지로서 식 (2)에 교차항 $FISC * BUD$ 을 설명변수로서 추가하였다. 그 결과 $FISC$ 의 영향은 이전과 유사하면서, 이에 더하여 재정긴축이든 재정확대이든 이자율은 재정수지가 개선될수록 더 하락하는 경향을 보이고, 주식시장은 더 상승하는 경향을 보임을 발견하였다.

<표 21>의 Part I에서는 재정정책 변화 시 재정수지의 영향뿐 아니라, (GDP 대비) 재정지출의 변화(ΔEXP) 및 (GDP대비) 재정수입의 변화(ΔREV) 그 자체의 영향을 제어변수로 사용하였다. 즉 식 (2)에 $FISC * BUD$ 뿐 아니라 $FISC * \Delta EXP$ 와 $FISC * \Delta REV$ 를 설명변수로 추가하였다. 그 결과 재정긴축 시 재정지출 증가가 클수록 장기 정부채권이자율 및 예금은행 대출이자율이 높아지고, 재정수입의 증가가 클수록 장기 정부채권이자율은 낮아지는 것으로 나타났다. 그러나 재정확대 시에는 재정지출 변화 혹은 재정수입 변화의 영향을 검증할 수 없었다. 주식시장에서는 재정긴축이든 확대이든 재정지출의 변화나 재정수입의 변화의 영향을 검증할 수 없었다. 그러나 여전히 $FISC$ 의 이자율 및 주식시장에 대한 영향은 크게 다르지 않았다.

17) 익명의 심사자의 지적을 통해 이러한 점을 좀 더 명확히 하게 된 것에 대해 심심한 감사의 뜻을 표한다.

Alesina and Perotti(1997), Ardagna(2004), McDermott and Wescott (1996) 등은 재정긴축이 어떠한 구성으로 발생했는지, 즉 재정지출의 감소에 기인하는지 아니면 재정수입 확대에 기인하는지가 재정긴축의 신뢰도에 큰 영향을 미치며, 전자의 경우에 재정긴축의 효과가 더 지속적이라고 하였다. <표 21>의 Part II에서는 그러한 주장을 검증하려 한다. $EXPLOW$ ($EXPHIGH$)는 GDP 대비 재정지출 비율이 이전 연도보다 낮으면(높으면) 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수이다. 따라서 설명변수로서 $FISC * BUD * EXPLOW$ 은 재정긴축 시 재정수지가 개선되면서 재정지출 비율이 이전 연도보다 낮아진 경우, 즉 재정지출의 감소로 재정수지가 개선되었을 때의 재정긴축의 효과를 보일 수 있다. 같은 맥락에서 $FISC * BUD * EXPLOW$ 은 재정긴축 시 재정수지가 개선되면서 재정지출 비율이 이전 연도보다 높아진 경우, 즉 재정수지의 개선이 재정수입의 증가로 이루어진 경우에 재정긴축의 효과를 포착하게 된다. 추정 결과, 기존 문헌들의 주장처럼 재정긴축의 효과로서 재정수지 개선이 재정지출의 감소로 인해 발생했을 때 이자율이 더 하락하는 추세를 장기 정부채권시장에서 볼 수 있었다. 그러나 동시에 재정수입의 증가로 인해 재정수지가 개선된 경우에는 재정긴축의 효과로서 추가적인 이자율 하락은 검증되지 않았다는 점도 기존연구 결과와 일관된다. 역시 Part I과 마찬가지로 주식시장에서는 재정긴축 시 그 구성요소가 영향을 주지는 않았다. 뿐만 아니라 $FISC$ 의 영향은 앞서 얻은 결과들과 크게 다르지 않았다.

재정긴축이나 재정확대 시에 정책조합으로서 통화정책도 함께 수행될 수 있다. <표 22>에서는 금융시장에 대한 재정긴축 및 재정확대의 영향을 통화정책 변수를 제어하고 살펴보았다. 한편 통화정책에는 통화당국의 향후 경기전망이 고려된다는 점을 감안하면, 이는 금융시장에 중요하게 영향을 미치는 경기전망이 여기서도 간접적이지만 제어되고 있다는 점을 언급할 수 있다.

통화정책의 대리변수로서 중앙은행 재할인율 및 단기 정부채권이자율의 초기조건 및 변화를 고려하였다. $DISC_INI$ 및 $TBIL_INI$ 는 각각 중앙은행 재할인율 및 단기 정부채권이자율의 재정정책 변화 2년 전의 값을 나타낸다. 그리고 $\Delta DISC$ 및 $\Delta TBIL$ 은 각각 중앙은행 재할인율의 변화 및 단기 정부채권이자율의 변화를 나타낸다. Part I과 Part II의 $FISC$ 계수 추정치를 보면, 통화정책을 감안하더라도 지금까지의 결과와 마찬가지로

대체로 재정긴축 시에는 이자율이 하락하고 주식시장은 상승하는 반면, 재정확대 시에는 이자율이 상승하고 주식시장은 하락하는 결과를 재확인할 수 있다.

여기서 한 가지 언급할 사항은 지금까지 주장해 온 재정기조 변화에 의한 이자율 및 주가의 변화에 대해서 예를 들어, 재정확장에 따른 국제발행 증가로 금리가 상승하고, 이에 따라 주가가 하락한 것이지, 재정확장이 직접적으로 주가를 하락시킨 것은 아닐 수 있다는 지적이 가능할 수도 있다. 그러나 <표 22>의 Part II에서 단기 정부채권 이자율을 감안하고서도 주식시장의 움직임이 여전히 동일한 결과를 보이고 있다는 것은 그러한 우려를 어느 정도 해소할 수 있다고 판단된다.

마지막으로 <표 23>은 여러 가지 거시경제 변수들 및 금융시장의 제도적인 측면을 반영하는 변수들을 제어변수로서 사용한 결과이다. 우선 설명변수로서 거시변수의 초기조건, 즉 재정정책 변화 2년 전의 실질GDP 성장률($RGDP_INI$) 및 인플레이션율(INF_INI)을 포함한다. 여기에 내생성을 감안하여 1기간 lagged된 실질GDP 성장률($RGDP(-1)$) 및 인플레이션율($INF(-1)$)을 포함시켰다. 초기조건인 전자의 두 변수들은 회귀식의 상수항에 영향을 미치고, 후자인 두 변수들은 기울기에 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있을 것이다. 유의한 계수들에 한해서 살펴보면, $RGDP_INI$ 의 계수는 (-)로서, 초기조건으로서 높은 실질GDP 성장률($RGDP_INI$)은 재정긴축이든 확대이든 평균적으로 이자율을 낮추고, 주식수익률을 높이는 경향을 갖는다. 그리고 초기조건으로서 높은 인플레이션율(INF_INI)은 역시 재정정책 변화의 방향과 관계없이 주가지수를 하락시킨다.

다음으로 (lagged) 실질GDP 성장률($RGDP(-1)$)은 재정긴축 또는 재정확대 어느 경우이든 이자율은 높이고, 주식수익률은 하락시키고, (lagged) 인플레이션율($INF(-1)$) 역시 재정정책 변화 방향과 상관없이 이자율을 높이는 것으로 나타났다. 제도변수로서 금융시장의 자유화 정도를 나타내는 LIB 는 재정정책 방향과 상관없이 이자율은 낮추고, 주가지수는 높이는 것으로 나타났다. 그리고 환율의 유연성을 나타내는 환율제도지수($EXREG$)은 역시 재정긴축이든 확대이든 이자율을 낮추는 것으로 추정되었다. 즉 환율변동이 유연할수록 재정정책 변화방향과 상관없이 이자율을 낮춘다. 이는 결국 금융시장의 발전이 진전될수록 금융시장의 비용조건이 개선되는 것을 보이는 것으로 해석할 수 있다.

결론적으로 여러 거시변수들 및 제도적인 변수들을 제어변수로 사용한 추정식에서도 이자율은 전반적으로 재정긴축 시에는 낮아지고, 재정확대 시에는 높아지는 추세를 보였다. 그리고 주식시장은 재정확대 시에만 낮아지는 추세를 보였다. 이러한 결과는 전반적으로 앞서 보인 추정결과들과 크게 다르지 않다고 결론지을 수 있다.

IV. 요약 및 정책시사점

우선 본 연구에서는 우리나라의 재정상황에 대해 국제비교를 통해 살펴 보았다. 우리나라의 경우 OECD 국가들과 비교하면 2009년말 현재, GDP대 비 재정지출 규모(33.8%, OECD 평균 : 44.8%), 재정수지 규모(-2.1%, OECD 평균 : -8.2%) 그리고 국가채무 규모(33.2%, OECD 평균 : 90%) 등은 OECD 평균을 기준으로 볼 때, 그리 높은 편은 아니다. 그러나 재정건전성에 대한 판단은 단순히 절대적 수준뿐 아니라, 그 추세가 어떠한지 그리고 그 추세를 감당할 수 있는지 여부가 매우 중요하다. 이런 점에서 우리나라는 그 추세가 매우 빠른 속도로 악화되는 모습을 보인다는 점에서 우려할 만하다. 뿐만 아니라 우리나라는 소규모 개방경제로서 글로벌 금융시장의 영향을 매우 민감하게 받을 수밖에 없는 상황을 감안하면 더더욱 그러하다.

최근의 세계경제 위기를 맞아 우리나라 정책당국은 금융시장 안정화를 위해 다양한 재정수단을 사용하였다. 금융기관 외화채무에 대한 정부 지급보증 확대·연장, 주식 및 채권펀드에 대한 세제혜택, 중소기업지원 fast-track 프로그램, 증시안정펀드, 금융기관안정기금, 구조조정기금 등등 재정확대를 통한 여러 정책수단들을 제시하였다. 그로 인해 단편적이지만, 국내은행의 BIS비율이 경영실태평가 1등급 기준인 BIS비율 10%, Tier 1 비율 7%를 훨씬 초과하여, 2009년 9월말 현재 BIS비율은 14.21%, Tier 1 비율은 10.80%에 이르고 있다. 또한 중소기업 여신 부실채권비율 상승폭도 2009년 들어 점점 감소하는 추세이다.

실증분석에서는 우리나라를 포함한 아시아 19개국 자료를 통해 재정이 이자율 및 주식시장에 미치는 영향을 분석하였다. 주요결과에 대해서만 간단히 요약하면 다음과 같다. 우선 전반적으로 대규모의 재정긴축 시에는 이자율은 하락하는 추세를 보이고, 주식시장은 상승하는 추세를 보인다. 반대로 대규모의 재정확대 시에는 이자율은 상승하는 추세를, 주식시장은 하락하는 추세를 확인하였다. 여기에는 재정상황이나 금융시장의 초기조건, 여러 거시변수 및 금융시장의 제도적 변수(금융시장 자유화 정도, 환율제도의 유연성 등) 등이 고려되어도 마찬가지 결과이었다. 그리고 이자율은 대체로 재정정책변화 이전부터 길게는 재정정책 변화 이후 1년 후 정도까지 반응하지만, 주식시장은 이자율보다는 더 오래 그 효과가 지속

되는 것을 발견하였다.

재정긴축의 효과는 그 구성에 따라 그 효과가 다를 수 있다. 즉 재정수입의 증가보다는 지출의 감소가 시장에서 더 신뢰를 받으며, 더 지속적으로 경제에 긍정적인 효과를 초래한다. Lilico et al.(2009)은 “성공적인 재정긴축은 대체로 지출감소에 80%, 조세수입 증가에 20%의 부담으로 이루어진다”고 하였다. 본 연구의 분석에서도 그러한 기존문헌의 결과와 같이, 재정긴축이 재정지출의 감소로 인해 발생하였을 때에만 이자율이 더 하락하는 추세였고, 재정수입의 증가로 인한 재정긴축의 추가적인 효과는 발견할 수 없었다.

OECD 보고서에 따르면,¹⁸⁾ “국제금융시장에서 자금공여자 즉 투자자들은 한 국가의 재정지출이 어떻게 운용되고 또 그로 인한 재정상황에 대해 매우 민감하게 반응한다. 만일 재정건전성에 대한 신뢰가 추락하면 이를 다시 회복하기 위해서는 매우 혹독한 긴축정책을 실행해야 하고, 그렇지 않으면 금융시장에서 그에 대한 대가를 치러야 한다”고 하였다. 이러한 주장을 받아들인다면, 본 연구에서 얻은 대규모의 재정긴축 혹은 재정확대가 초래하는 금융시장 반응의 실증결과는 재정건전성에 대한 정책당국의 자세를 촉구하는 데 시사하는 바가 있을 것으로 사료된다.

18) Public Governance Committee의 2010년 보고서, “Restoring fiscal sustainability: lessons for the public sector,” p.5.

〈표 19〉

재정정책 변화에 대한 금융시장의 반응 : 금융시장의 초기조건 고려

	<i>BOND</i>		<i>TBIL</i>		<i>DISC</i>		<i>MMKT</i>		<i>LEND</i>		<i>STI</i>		<i>STR</i>		
	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	
Part I	<i>TIME_{T-2}</i>	0.694 (0.679)	1.085* (0.623)	-0.368 (0.453)	0.116 (0.493)	-0.305 (0.516)	1.242*** (0.515)	-0.717 (0.711)	1.348* (0.777)	0.035 (0.370)	0.587** (0.306)	-27.273** (13.096)	-15.393 (13.432)	-0.027 (0.044)	-0.027 (0.062)
	<i>TIME_{T-1}</i>	0.023 (0.614)	1.515** (0.710)	-0.467 (0.492)	-0.266 (0.469)	-0.309 (0.498)	1.516** (0.745)	-1.452** (0.727)	1.791 (1.337)	-0.530† (0.360)	1.053** (0.451)	-13.414 (11.062)	-13.644 (10.377)	0.142*** (0.043)	-0.122† (0.079)
	<i>TIME_T</i>	-0.161 (0.589)	1.125† (0.729)	-0.697† (0.473)	-0.131 (0.519)	-0.208 (0.440)	0.613 (0.497)	-0.985* (0.611)	0.204 (0.548)	-0.753** (0.363)	0.930*** (0.301)	-4.694 (11.918)	-15.314† (10.065)	0.074* (0.046)	-0.086 (0.071)
	<i>TIME_{T-1}</i>	-0.224 (0.559)	0.379 (0.635)	-1.004** (0.462)	0.196 (0.474)	0.134 (0.376)	0.740 (0.681)	-0.882 (0.589)	0.851 (1.169)	-0.554* (0.326)	0.581* (0.345)	6.838 (11.038)	-18.365** (9.297)	0.064 (0.061)	-0.036 (0.062)
	<i>TIME_{T-2}</i>	-0.047 (0.551)	0.014 (0.658)	-0.413 (0.508)	-0.027 (0.373)	0.000 (0.412)	0.366 (0.531)	-0.795 (0.725)	0.314 (1.099)	-0.412 (0.338)	0.234 (0.330)	33.970** (16.666)	-18.676** (8.252)	0.131*** (0.050)	-0.077† (0.052)
	# of obs.	187	187	224	224	310	310	253	253	355	355	217	217	206	206
Adj. R ²	0.37	0.40	0.57	0.55	0.48	0.51	0.40	0.41	0.61	0.62	0.19	0.16	0.02	0.00	
Part II	<i>FISC</i>	-0.177 (0.277)	0.402* (0.246)	-0.410*** (0.166)	0.152 (0.175)	-0.064 (0.156)	0.126 (0.179)	-0.379 (0.273)	0.088 (0.298)	-0.211* (0.131)	0.390*** (0.124)	1.924 (5.808)	-11.208*** (4.521)	0.007 (0.026)	-0.036 (0.026)
	# of obs.	187	187	224	224	310	310	253	253	355	355	217	217	206	206
	Adj. R ²	0.38	0.39	0.57	0.56	0.48	0.48	0.41	0.40	0.61	0.61	0.15	0.17	-0.02	-0.01
Part III	<i>FISC</i>	-0.081 (0.269)	0.498** (0.237)	-0.404*** (0.167)	0.200 (0.171)	-0.046 (0.154)	0.174 (0.169)	-0.327 (0.271)	0.157 (0.257)	-0.178† (0.125)	0.410*** (0.116)	1.711 (5.753)	-11.266*** (4.530)	0.018 (0.027)	-0.043* (0.024)
	<i>DEP_INI</i>	0.238*** (0.072)	0.206*** (0.069)	0.090 (0.065)	0.165** (0.083)	0.083* (0.051)	0.194*** (0.046)	0.177** (0.093)	0.287*** (0.092)	0.077*** (0.030)	0.071*** (0.025)	-0.130 (0.173)	0.085 (0.166)	0.955*** (0.110)	0.980*** (0.106)
	# of obs.	187	187	224	224	310	310	253	253	355	355	217	217	206	206
	Adj. R ²	0.43	0.42	0.57	0.57	0.48	0.51	0.41	0.43	0.61	0.62	0.14	0.17	0.11	0.12

주) 고정효과모형의 White cross-sectional 추정방법을 이용하였음. 공통상수항과 각국의 고정효과 추정치는 보이지 않았음. *, ** 및 ***는 각각 10%, 5% 및 1% 하에서 유의함을 나타내고, †는 매우 근소한 차이(유의수준 15% 미만)로 통상의 10% 유의수준에 미치지 못함을 의미함. 괄호 안은 표준오차임.

〈표 20〉

재정정책 변화에 대한 금융시장의 반응 : 재정의 초기조건 및 재정상황 고려

	<i>BOND</i>		<i>TBIL</i>		<i>DISC</i>		<i>MMKT</i>		<i>LEND</i>		<i>STI</i>		<i>STR</i>		
	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	
Part I	<i>FISC</i>	-0.119 (0.277)	0.418* (0.251)	-0.413*** (0.168)	0.155 (0.176)	-0.061 (0.160)	0.137 (0.184)	-0.388 (0.276)	0.082 (0.304)	-0.221* (0.129)	0.376*** (0.124)	1.235 (5.814)	-11.157*** (4.555)	0.004 (0.025)	-0.036 (0.026)
	<i>BUD_INI</i>	-26.398** (12.484)	-28.765† (18.558)	1.234 (3.959)	0.098 (7.875)	4.780 (6.580)	4.671 (6.712)	-0.134 (6.387)	-3.442 (7.230)	-4.825 (4.815)	-5.006* (2.748)	270.647*** (99.748)	62.538 (91.471)	0.785 (0.750)	0.001 (0.493)
	# of obs.	186	186	223	223	308	308	251	251	353	353	215	215	204	204
	Adj. R ²	0.38	0.39	0.57	0.56	0.48	0.48	0.40	0.40	0.61	0.61	0.15	0.17	-0.02	-0.01
Part II	<i>FISC</i>	-0.241 (0.277)	0.108 (0.325)	-0.418*** (0.171)	-0.050 (0.159)	-0.028 (0.173)	0.185 (0.238)	-0.388 (0.277)	-0.146 (0.294)	-0.238** (0.123)	0.248** (0.110)	1.718 (5.794)	-8.624* (4.571)	0.004 (0.025)	-0.027 (0.025)
	<i>FISC *BUD</i>	-9.073** (4.536)	-9.273** (4.479)	-1.111 (2.952)	-5.895*** (2.392)	1.213 (2.664)	1.273 (4.050)	0.280 (2.647)	-9.148*** (3.499)	-1.491 (1.227)	-4.907*** (1.749)	35.455 (27.383)	114.622*** (27.133)	0.230 (0.197)	0.421† (0.270)
	# of obs.	186	186	223	223	308	308	251	251	353	353	215	215	204	204
	Adj. R ²	0.38	0.39	0.57	0.57	0.48	0.48	0.40	0.41	0.61	0.62	0.14	0.18	-0.02	-0.00

주) 고정효과모형의 White cross-sectional 추정방법을 이용하였음. 공통상수항과 각국의 고정효과 추정치는 보이지 않았음. *, ** 및 ***는 각각 10%, 5% 및 1% 하에서 유의함을 나타내고, †는 매우 근소한 차이(유의수준 15% 미만)로 통상의 10% 유의수준에 미치지 못함을 의미함. 괄호 안은 표준오차임.

〈표 21〉

재정정책 변화에 대한 금융시장의 반응 : 재정수지 변화의 구성요소를 고려

	<i>BOND</i>		<i>TBIL</i>		<i>DISC</i>		<i>MMKT</i>		<i>LEND</i>		<i>STI</i>		<i>STR</i>		
	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	
Part I	<i>FISC</i>	-0.181 (0.267)	0.159 (0.305)	-0.420*** (0.168)	-0.041 (0.161)	-0.017 (0.172)	0.203 (0.231)	-0.389 (0.278)	-0.167 (0.296)	-0.238** (0.123)	0.241** (0.115)	1.615 (5.631)	-8.599* (4.665)	0.003 (0.025)	-0.028 (0.024)
	<i>FISC* BUD</i>	-8.733** (3.808)	-7.640* (4.474)	-1.779 (2.324)	-6.095*** (2.343)	1.791 (2.474)	1.813 (3.892)	0.422 (2.532)	-9.419*** (3.633)	-1.105 (1.328)	-4.979*** (1.816)	41.367* (23.408)	120.555** (27.958)	0.190 (0.197)	0.405† (0.271)
	<i>FISC* ΔEXP</i>	12.647** (6.075)	7.315† (4.879)	-3.650 (4.168)	-5.508 (3.476)	2.713 (5.077)	3.261 (4.567)	0.858 (3.672)	1.330 (5.006)	3.420* (2.076)	0.651 (2.047)	46.841 (65.552)	50.490 (60.168)	-0.495 (0.444)	-0.422 (0.544)
	<i>FISC* ΔREV</i>	-17.889** (8.048)	-8.899 (6.269)	4.332 (4.775)	4.973 (5.655)	-2.153 (7.175)	-6.453 (8.354)	-0.413 (5.562)	7.362 (6.306)	-1.041 (2.736)	0.5563 (3.299)	3.418 (132.310)	-61.975 (103.843)	0.048 (0.798)	-0.079 (0.806)
	# of obs.	186	186	223	223	308	308	251	251	353	353	215	215	204	204
	Adj. R ²	0.39	0.39	0.57	0.57	0.48	0.48	0.40	0.40	0.61	0.61	0.14	0.17	-0.03	-0.00
Part II	<i>FISC</i>	-0.284 (0.281)		-0.435*** (0.172)		-0.033 (0.173)		-0.403† (0.281)		-0.238** (0.124)		1.626 (5.675)		0.005 (0.025)	
	<i>FISC*BUD *EXPLOW</i>	-17.266*** (6.778)		1.475 (3.812)		2.479 (3.370)		1.960 (4.099)		-1.447 (1.773)		47.292 (44.321)		0.052 (0.253)	
	<i>FISC*BUD *EXPHIGH</i>	-5.937 (4.220)		-3.733 (2.937)		0.237 (3.354)		-0.987 (2.615)		-1.540 (1.485)		25.166 (35.803)		0.386 (0.285)	
	# of obs.	186		223		308		251		353		215		204	
	Adj. R ²	0.39		0.57		0.48		0.40		0.60		0.14		-0.03	

주) 고정효과모형의 White cross-sectional 추정방법을 이용하였음. 공통상수항과 각국의 고정효과 추정치는 보이지 않았음. *, ** 및 ***는 각각 10%, 5% 및 1% 하에서 유의함을 나타내고, †는 매우 근소한 차이(유의수준 15% 미만)로 통상의 10% 유의수준에 미치지 못함을 의미함. 괄호 안은 표준오차임.

〈표 22〉

재정정책 변화에 대한 금융시장의 반응 : 통화정책 고려

		BOND		TBIL		DISC		MMKT		LEND		STI		STR	
		Contr.	Expan.	Contr.	Expan.	Contr.	Expan.	Contr.	Expan.	Contr.	Expan.	Contr.	Expan.	Contr.	Expan.
Part I	FISC	-0.179 (0.281)	0.510** (0.250)	-0.552*** (0.221)	0.327* (0.197)			-0.631 [†] (0.432)	0.456 (0.398)	-0.283 [†] (0.186)	0.614*** (0.174)	0.762 (6.983)	-12.238*** (5.047)	0.016 (0.028)	-0.046 [†] (0.032)
	DISC _INI	0.249*** (0.087)	0.216*** (0.070)	-0.018 (0.065)	0.120** (0.056)			0.116 (0.140)	0.194 (0.163)	0.085* (0.048)	0.088** (0.039)	-2.858*** (1.171)	-2.612** (1.293)	-0.002 (0.006)	-0.005 (0.006)
	ΔDISC	0.057 (0.158)	0.022 (0.149)	0.360*** (0.126)	0.355*** (0.150)			0.525 (0.466)	0.451 (0.525)	0.026 (0.145)	0.024 (0.158)	0.560 (1.608)	1.042 (1.564)	-0.006 (0.006)	-0.006 (0.006)
	# of obs.	177	177	171	171			198	198	256	256	183	183	174	174
	Adj. R2	0.39	0.39	0.55	0.54			0.42	0.43	0.52	0.54	0.15	0.18	-0.04	-0.01
Part II	FISC	-0.443*** (0.159)	0.685*** (0.176)			-0.147 (0.171)	0.305 (0.280)	-0.622** (0.272)	0.414 (0.335)	-0.331* (0.184)	0.581*** (0.171)	8.468 (7.265)	-9.049 (7.023)	0.024 (0.035)	-0.046* (0.026)
	TBIL _INI	0.340*** (0.078)	0.205*** (0.073)			0.049 (0.054)	0.195*** (0.067)	0.086 (0.091)	0.247*** (0.099)	0.079 [†] (0.055)	0.129*** (0.047)	-4.761*** (1.941)	-2.810 (2.012)	-0.013* (0.008)	-0.006 (0.010)
	ΔTBIL	0.074 (0.143)	0.022 (0.118)			0.266** (0.119)	0.248** (0.112)	0.575*** (0.208)	0.514*** (0.195)	0.001 (0.119)	-0.003 (0.112)	2.184 (2.644)	2.541 [†] (1.688)	-0.013 (0.012)	-0.016 [†] (0.010)
	# of obs.	117	117			164	164	156	156	177	177	113	113	106	106
	Adj. R2	0.50	0.49			0.58	0.60	0.63	0.63	0.51	0.53	0.12	0.08	0.08	0.08

주) 고정효과모형의 White cross-sectional 추정방법을 이용하였음. 공통상수항과 각국의 고정효과 추정치는 보이지 않았음. *, ** 및 ***는 각각 10%, 5% 및 1% 하에서 유의함을 나타내고, [†]는 매우 근소한 차이(유의수준 15% 미만)로 통상의 10% 유의수준에 미치지 못함을 의미함. 괄호 안은 표준오차임.

〈표 23〉

재정정책 변화에 대한 금융시장의 반응 : 거시변수 및 제도적 요인 고려

	<i>BOND</i>		<i>TBIL</i>		<i>DISC</i>		<i>MMKT</i>		<i>LEND</i>		<i>STI</i>		<i>STR</i>	
	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>	<i>Contr.</i>	<i>Expan.</i>
<i>FISC</i>	-0.316 [†] (0.216)	0.538 ^{**} (0.220)	-0.548 ^{***} (0.223)	0.152 (0.187)	-0.087 (0.172)	0.188 (0.163)	-0.616 [*] (0.376)	0.243 (0.390)	-0.242 [*] (0.145)	0.452 ^{***} (0.108)	5.646 (6.186)	-9.277 ^{**} (4.745)	0.022 (0.028)	-0.050 ^{**} (0.025)
<i>RGDP_INI</i>	-4.959 (12.379)	-8.245 (11.994)	-13.739 ^{**} (6.317)	-14.484 ^{**} (6.461)	-7.811 (6.383)	-8.741 (6.415)	-30.643 ^{***} (12.116)	-31.613 ^{***} (11.921)	-14.204 ^{***} (5.971)	-15.157 ^{***} (5.709)	-19.122 (114.214)	-52.105 (124.532)	2.520 ^{***} (0.905)	2.335 ^{***} (0.860)
<i>INF_INI</i>	4.153 (10.735)	3.275 (10.216)	-0.840 (8.174)	-0.292 (8.059)	-0.573 (6.626)	-0.823 (6.422)	5.604 (9.847)	6.603 (10.034)	9.078 (6.328)	8.504 (5.533)	-139.966 [*] (68.498)	-101.990 [†] (65.234)	-0.671 (0.519)	-0.392 (0.522)
<i>RGDP(-1)</i>	23.211 ^{***} (5.357)	24.912 ^{***} (4.859)	3.922 (3.761)	3.532 (4.013)	10.734 ^{***} (4.405)	11.297 ^{***} (4.155)	26.319 ^{***} (9.966)	25.773 ^{***} (9.458)	8.533 ^{**} (3.876)	10.121 ^{***} (3.817)	46.325 (77.890)	1.385 (70.685)	-0.742 (0.662)	-1.053 [*] (0.618)
<i>INF(-1)</i>	31.489 ^{***} (7.426)	31.718 ^{***} (6.550)	28.429 ^{***} (9.565)	27.914 ^{***} (9.804)	14.010 ^{***} (3.950)	14.046 ^{***} (3.896)	34.845 ^{***} (9.374)	32.802 ^{***} (8.678)	15.711 ^{***} (4.122)	16.114 ^{***} (3.690)	-62.045 (67.088)	-52.099 (76.397)	0.170 (0.609)	0.181 (0.613)
<i>LIB</i>	-10.614 ^{***} (3.318)	-9.028 ^{***} (3.609)	-11.868 ^{***} (4.621)	-11.775 ^{**} (4.863)	-10.877 ^{***} (2.808)	-10.753 ^{***} (2.807)	-1.450 (7.612)	-1.541 (7.795)	-7.390 ^{***} (1.941)	-7.314 ^{***} (1.919)	161.475 ^{***} (45.779)	166.030 ^{***} (45.822)	0.240 (0.434)	0.196 (0.428)
<i>EXREG</i>	-0.300 ^{**} (0.154)	-0.328 ^{**} (0.136)	-0.049 (0.128)	-0.084 (0.119)	-0.312 ^{**} (0.150)	-0.319 ^{**} (0.145)	-0.223 (0.364)	-0.265 (0.345)	-0.161 (0.136)	-0.168 (0.124)	0.950 (1.892)	1.063 (1.781)	0.008 (0.015)	0.009 (0.015)
# of obs.	149	149	144	144	254	254	191	191	248	248	181	181	171	171
Adj. R ²	0.63	0.64	0.63	0.62	0.56	0.57	0.44	0.43	0.66	0.67	0.12	0.14	0.02	0.04

주) 고정효과모형의 White cross-sectional 추정방법을 이용하였음. 공통상수항과 각국의 고정효과 추정치는 보이지 않았음. *, ** 및 ***는 각각 10%, 5% 및 1% 하에서 유의함을 나타내고, †는 매우 근소한 차이(유의수준 15% 미만)로 통상의 10% 유의수준에 미치지 못함을 의미함. 괄호 안은 표준오차임.

자료부록

본 연구에서 이용된 자료의 원자료는 기본적으로 IFS로부터 얻었고, IFS에서 구할 수 없는 자료는 아래 표의 비고에 그 출처를 상세히 정리하였다. 아래에서 WDI는 World Bank의 World Development Index를, SEACEN(South East Asian Central Banks Research and Training Centre)의 annual report 2009를, 그리고 CB는 각국 중앙은행의 해당 연도 annual report를 의미한다.

변 수	IFS 코드	비 고
이자율 :		
장기 정부채권(<i>BOND</i>)	61	
단기 정부채권(<i>TBIL</i>)	60c	
중앙은행 재할인율(<i>DISC</i>)	60	
단기 화폐시장(<i>MMKT</i>)	60b	
은행대출이자율(<i>LEND</i>)	60p	WDI: 파키스탄(04-07).
추가지수(<i>STI</i>)	62	SEACEN: Fiji(03-07), Nepal(03-07) CB: Maldives(02-07)
재정수지	cCSD	Fiji(98-03)는 자료부재로 아래 (c1-c2)로 대체. WDI: Indonesia(90-99), Korea(00), Myanmar(02-04), Thailand(04-06), Vanuatu(95-99) CB: Papua New Guinea(06-07), Philippines(99-07)
재정수입	c1	CB: Fiji((98-03, 07), Philippines(99-07), Papua New Guinea(06-07),
재정지출	c2	CB: Fiji((98-03, 07), Philippines(99-07), Papua New Guinea(06-07),
GDP	99b	WDI: Vanuatu(89-08) CB: Fiji(06-07), Myanmar(05), Papua New Guinea(05-07)
소비자물가지수 (<i>CPI</i>)	64	중국과 몰디브는 <i>CPI</i> 자료 수가 매우 작아서 대신 GDP deflator (IFS 99bip)를 사용.
금융시장 자유화지수(<i>LIB</i>)		World Bank database on Financial Development and Structure의 변수, "dbacba". dbacba=예금은행 자산/(예금은행자산+중앙은행자산)
환율제도 지수(<i>EXREG</i>)		Carmen M. Reinhart 홈페이지의 데이터베이스의 annual fine classification

참고문헌

- Alesina, A. and R. Perotti, “Fiscal Adjustments in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects,” *IMF Staff Papers*, June, 1997, pp. 210–248.
- Ardagna, S., “Fiscal Stabilizations : When Do They Work and Why,” *European Economic Review*, Vol.48, 2004, pp.1047–1074.
- _____, “Financial Markets’ Behavior around Episodes of Large Changes in the Fiscal Stance,” *European Economic Review*, Vol.53, 2009, pp.37–55.
- Blanchard, O., “Suggestion for a New Set of Fiscal Indicators,” OECD Working Paper, 1993.
- Canzoneri, M., R. Cumby, and B. Diba, “Should the European Central Bank and the Federal Reserve be Concerned about Fiscal Policy,” in *Rethinking Stabilization Policy: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*, 2002, pp. 333–389.
- Engen, E. and G. Hubbard, “Federal Government Debt and Interest Rate,” *NBER Macroeconomics Annual*, MIT Press, Cambridge, MA., 2004.
- Laubach, T., “New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt,” *Finance and Economics Discussion Series*, The Federal Reserve Board, 2003–12.
- Lilico, A. and E. Holmes and H. Sameen, “Controlling Spending and Government Deficits: Lessons from History and International Experience,” *Policy Exchange*, London, 2009.
- McDermott, J. and R. Wescott, “An Empirical Analysis of Fiscal Adjustments,” *IMF Staff Papers* 43 (4), 1996, pp. 723–753.
- OECD, “Restoring Fiscal Sustainability : Lessons for the Public Sector,” Public Governance Committee Report, 2010.
- Paesani, P., R. Strauch, and M. Kremer, “Public Debt and Long-term Interest Rates: The Case of Germany, Italy, and the US,” *European Central Bank Working Paper No. 656*, 2006.

