

The background of the title page is a grayscale photograph of the Statue of Liberty. The statue is centered, with its torch held high in its right hand. The text is overlaid on the image.

미국의 지방재정제도 사례소개 (1): 미국 주 정부 중심의 지방채 (Municipal Bond) 제도

김 수 진

행정학 박사과정, Rutgers University-Newark

I. 서론

매년 미국 주 정부는 시민들에게 더 나은 공공서비스의 생산 및 공급을 위해 다양한 공공시설의 건설과 관련 인프라 개발사업을 위해 노력하고 있다. 비록 이를 위해 주 정부들이 은행으로부터 자금을 빌리기도 하지만, 공공사업을 위한 일시적 펀드 (자금확보)를 위해 흔히 지방채 (Municipal bond)를 발행한다. 이 지방채는 연방정부의 세금으로부터 면제대상이 (exemption from federal tax) 되므로 잠재적으로 경제적 효과는 물론 형평성 측면에서 논란이 되고 있다 (Mikesell, 2007; Lee Jr., Johnson, & Joyce, 2007).

또한, 최근 새로운 미국 경제위기의 원인으로 주 정부의 지방채 (Municipal bond) 가격급락이 문제시 되고 있는데, 이는 세제혜택의 종료와 연방정부 보조금 축소 등과 함께 주 정부 혹은 지방정부의 예산 결손 현상의 주요 원인으로 전문가들에 의해 지적되고 있다. 특히, 과도한 지방채의 발행으로 파산위기에 이른 뉴욕주 (1970년대 New York) 와 캘리포니아주 (1994년 Orange County)의 채무불이행 (디폴

트) 사례까지 회자되고 있고, 올해 초에는 일리노이 (Illinois) 주 의회는 누적된 재정적자와 지방채 등급 (Ratings)의 지속적인 하락으로 생긴 재정난의 타개를 위해서 개인소득세율 (현 3%인 소득세율을 향후 4년간 5%로 인상)과 법인세율 (현 4.8%에서 향후 4년간 7%로 인상)을 인상하는 증세안을 통과시켰다. 지방채 이슈가 미래 미국 금융시장의 위기로 까지 떠오르고 있는 상황에서 과연 미국 주정부가 발행하고 있는 지방채란 무엇이고, 지방채에 대한 신용 분석 (Credit analysis)과 등급 (Rating), 현행 지방채의 수익 (Yield) 특히 이자율 (Interest rate) 변화, 그리고 더 나아가 등급 (Rating) 변화를 검토해보고자 한다.

II. 지방채란 무엇인가?

1. 지방채의 정의

지방채 (Municipal bond or Municipal security)란 유가증권의 하나로써 주 정부 (state) 혹은 그 산하의 지방 정부 (local governmental units), 그 소속 단체 (agencies or public bodies)가 발행하는 공채이다. 따라서 잠재적으로 주 정부 하에 있는 시 (cities), 카운티 (counties), 지방 자치단체 (municipalities), 타운 (ships) (towns and townships), 특별목적의 지역구 (special-purpose districts), 학군 (school districts), 정부 운영의 공항과 항만 (publicly owned airports and seaports) 등이 주 발행인 (issuer)이 될 수 있다. <표 1>은 2001년을 기준으로 가장 큰 금액의 지방채를 발행한 주 정부들 (state governments)의 순위를 보여준다.

<표 1> 가장 큰 지방채 발행한 주 정부들 (2001년 달러 기준)¹⁾

California - about 11% of U.S. total (in dollar terms)
Texas - about 9%
New York - about 8%
Florida - about 5%
Illinois - about 5%

1) 출처: Public Bonds 웹사이트 (http://www.publicbonds.org/bond_basics/municipal_bonds.htm)

반면, 지방채를 구입하는, 소위 투자자들 또는 채권보유자들은 (investors 또는 bondholders) 개인 (individuals), 가정 (households), 채권펀드 (bond funds), 신용회사 (property and casualty insurance companies), 상업은행 (commercial banks) 등이 있다. 다음의 <표 2>는 미 연방준비위원회 (The Federal Reserve)가 조사한 1999년도 주요 지방채 보유자들의 점유율 (the main largest categories of holders of municipals in 1999) 이다.

<표 2> 투자자들의 지방채 점유율 (1999년도 기준)²⁾

Households.....	35.0%
Mutual funds.....	33.7%
Insurance companies.....	13.7%
Commercial banks.....	7.2%
Bank personal trusts.....	5.8%

이들은 1차 시장 (primary market) 내에서 지방채 딜러들 (Municipal Bond Dealer)을 통해서 채권을 거래하는데, 딜러는 증권회사 또는 은행 내에 있는 채권 담당부서이다. 뿐만 아니라, 2차 시장 (secondary market)에서는 지방채 브로커들이 (Municipal Bond Brokers or Brokers' Brokers) 지방채 딜러들 혹은 딜러 은행과 거래를 한다. 이 시장에서는 만약 딜러가 투자자 (고객)를 위해서 특정 채권을 찾고 있고 브로커에게 그 투자자 (고객)가 원하는 채권 수익률 (bond yield)과 금액 (price)을 제시하면, 그 브로커는 다른 딜러를 통해 그 조건에 맞는 지방채를 찾아준다. 2차 시장에서는 상대적으로 1차 시장에 비해 신규 채권 발행이후, 채권의 사고 팔기 즉 거래가 자유롭게 이루어진다고 보면 된다 (The Bond Market Association, 2001).

2. 지방채의 특징

일반적으로 지방채는 고정된 일정에 따라서 원금 (principal)에 이자 (interest)가 붙으며 그 이자는 주 정부가 정하는 최대 법적 제한 (the maximum legal limit)에 따라 결정된다. 지방채를 통해 발생하는 이자 수입 (interest income)은 연방정부 소득세 (federal income tax)와 그 지방채를 발행한 주 정부

2) 출처: Public Bonds 웹사이트 (http://www.publicbonds.org/bond_basics/municipal_bonds.htm)

의 소득세 (state income tax)에서 면제 대상이 된다. 그러나, <표 3> 에서 볼 수 있듯이 지방채에 대한 주 정부의 개인소득세 (Personal income tax)와 법인세 (Corporate income tax)의 과세 (taxation)와 면제 (exemption) 여부는 주마다 다르다.

<표 3> 개인과 법인에 대한 지방채의 주 과세 (State taxation) 여부³⁾

주 정부 (State)	주 정부내의 시(지방)정부 또는 주 정부 자체 (In-State Municipal or State)	다른 주 채권 (Other State Bonds)	지방채 이자 (U.S. Bond Interest)
Alabama	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Alaska	면세 (Exempt)	면세 (Exempt)	면세 (Exempt)
Arizona	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Arkansas	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
California	FI: 과세 (Taxable)	과세 (Taxable)	과세 (Taxable)
	CI: 면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
	PI: 면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Colorado	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Connecticut	CI: 과세 (Taxable)	과세 (Taxable)	과세 (Taxable)
	PI: 면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Delaware	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
District of Columbia	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Florida	과세 (Taxable)	과세 (Taxable)	과세 (Taxable)
	개인소득세와 법인세 없음 (No personal or corporate income tax)		
Georgia	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Hawaii	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Idaho	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Illinois	예외가 있는 과세 (Taxable with exceptions)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Indiana	면세 (Exempt)	면세 (Exempt)	면세 (Exempt)
Iowa	과세 (Taxable)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Kansas	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Kentucky	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Louisiana	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Maine	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)

3) <표 3>에서 FI (Franchise tax)는 면허세 또는 영업세, CI (Corporate income tax)는 법인세, PI (Personal income tax)는 개인소득세를 뜻한다.

주 정부 (State)	주 정부내의 시(지방)정부 또는 주 정부 자체 (In-State Municipal or State)	다른 주 채권 (Other State Bonds)	지방채 이자 (U.S. Bond Interest)
Maryland	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Massachusetts	CI: 과세 (Taxable)	과세 (Taxable)	과세 (Taxable)
	PI: 면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Michigan	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Minnesota	CI: 과세 (Taxable)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
	PI: 면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	과세 (Taxable)
Mississippi	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Missouri	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Montana	CI: 과세 (Taxable)	과세 (Taxable)	과세 (Taxable)
	PI: 면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Nebraska	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Nevada	개인소득세와 법인세 없음 (No personal or corporate income tax)		
New Hampshire	면세 (Exempt)	면세 (Exempt)	면세 (Exempt)
New Jersey	CI: 과세 (Taxable)	과세 (Taxable)	과세 (Taxable)
	PI: 면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
New Mexico	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
New York	CI: 과세 (Taxable)	과세 (Taxable)	과세 (Taxable)
	PI: 면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
North Carolina	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
North Dakota	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Ohio	면세 (Exempt)	면세 (Exempt)	면세 (Exempt)
Oklahoma	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Oregon	CI: 과세 (Taxable)	과세 (Taxable)	과세 (Taxable)
	PI: 면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Pennsylvania	CI: 면세 (Exempt)	면세 (Exempt)	면세 (Exempt)
	PI: 면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Rhode Island	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
South Carolina	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
South Dakota	과세 (Taxable)	과세 (Taxable)	과세 (Taxable)
	개인소득세 없음 (No personal income tax)		
Tennessee	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	과세 (Taxable)
Texas	면세 (Exempt)	면세 (Exempt)	면세 (Exempt)
Utah	과세 (Taxable)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Vermont	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Virginia	면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)

주 정부 (State)	주 정부내의 시(지방)정부 또는 주 정부 자체 (In-State Municipal or State)	다른 주 채권 (Other State Bonds)	지방채 이자 (U.S. Bond Interest)
Washington	개인소득세와 법인세 없음 (No personal or corporate income tax)		
West Virginia	CI: 과세 (Taxable)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
	PI: 면세 (Exempt)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Wisconsin	CI: 과세 (Taxable)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
	FI: 과세 (Taxable)	과세 (Taxable)	과세 (Taxable)
	PI: 과세 (Taxable)	과세 (Taxable)	면세 (Exempt)
Wyoming	개인소득세와 법인세 없음 (No personal or corporate income tax)		

출처 : The Bond Market Association (2001), The Fundamentals of Municipal Bonds, 5th ed, Published by John Wiley & Sons, Inc.

또한, 한 번 발행된 지방채는 일주일 내에 몇 차례씩 정규적으로 거래 (trade)되고 재거래 (retrade)도 가능하다. 만기 (maturity)는 발행된 날짜로부터 단기로는 몇 개월, 1년부터 장기로는 30년 혹은 40년 까지 다양하다. 장기 만기인 경우는 위험부담 (risk 혹은 security)이 커지는데 발행인과 채권소유자 (투자자) 사이의 암묵적인 계약에 의해서 얼마나 발행인 (issuer)이 전체 지급 (all payment)을 할 수 있는냐에 달려있다.

3. 지방채의 용도

역사적으로 미국에서 지방채는 1812년도 이후부터 지방정부에 의해 발행되었다. 최초의 지방채는 일반보증채(권) (General Obligation Bond, 소위 GO Bond)로 뉴욕시 (New York City)에서 발행되었다. 지방채의 용도도 다양하게 변화되었는데, 주로 주 정부 혹은 지방정부의 대형 사업들(인프라 사업 또는 프로젝트)의 자금 조달을 목적으로 사용되었다. 예를 들어, <표 4>에서 볼 수 있듯이 초등학교/중학교 학교 건물 신축, 도로 확장, 정부기관 신축, 주택기관 건설 (고등교육기관, 연구 실험실, 기숙사), 교통시설 (교량, 고속도로, 공항, 항만) 신축, 전력시설, 수도 시설, 병원과 간호시설, 그리고 저소득층과 중산층을 위한 주택사업 등을 위해 발행되었다 (The Bond Market Association, 2001).

〈표 4〉 지방채의 주요 사용처 (The Main Uses of Municipal Debt)⁴⁾

일반목적 (General purpose).....	26%
교육분야 (Education).....	21%
의료분야 (Healthcare).....	10%
공공전력 (Public power).....	2%
상하수도, 가스 (Water, sewer & gas).....	7%
오염방지 (통제) (Pollution Control).....	4%
그 외 기타 (Other).....	29%

4. 지방채의 종류

지방채의 종류는 기본적으로 크게 2가지가 있다⁵⁾. 첫째, 일반보증채(권) (General Obligation Bond, 소위 GO Bond)는 원금과 이자가 발행인의 모든 재무자원과 세금부과력 (unlimited or limited taxing power)에 의해 상환이 약속되는 지방채이다. 즉, 주정부의 전체신용과 신의에 근거하여 발행된 채권을 뜻한다. 둘째, 세입담보채(권) 혹은 수익채(권) (Revenue Bond)이 있는데 원금과 이자지급이 채권 발행인에 의해 자금이 조달된, 예를 들어 도로확장, 교량건설, 주택사업, 공항 신설, 상하수도 시설 등의 특정사업 (자산) 으로부터의 수익에 의존하는 지방채를 말한다. 즉, 미래의 현금흐름을 기초로 발행하고 만약 이 사업 (자산)에서 충분한 이익이 생기지 못할 경우에는 이자는 물론이고 원금도 반드시 갚아야 하는 의무가 없다. 이론적으로 채권부도의 책임이 주 정부에 있는 것이 아니므로 투자자 (채권 소유자)에게는 수익측면에서 위험부담이 아닐 수 없다.

III. 신용 분석 (Credit Analysis)과 지방채의 등급 (Rating)

1. 신용 분석 (Credit Analysis)

5) 지방채의 종류를 다음과 같이 3가지로 나누는 경우도 있다 (출처: <http://www.publicbonds.org>). (1) 과세가능한 지방채(Taxable municipal Bond) : 면세에 대한 연방정부의 요구조건을 만족시키는 않는 채권으로 예를 들어, 스포츠 시설 (sports facilities) 또는 특정 주택 건설 사업 (certain kinds of housing projects)의 자금 조달을 위해 발행된다. (2) 501(c)(3) Bond: 학교, 병원, 사기업 또는 비정부기관(NGO)을 대신하여 정부기관이 발행하는 채권이다. 이자와 원금 지급에 있어서 정부 발행인보다 비정부기관에게 면세의 책임이 주어진다. (3) 산업 수익(입) 채권 (Industrial Revenue Bond)은 사기업을 위해 경제적 발전 유인의 형태로 발행되며 소위, 산업 발전 채권 (Industrial Development Bond)으로 불린다. 경제 발전이라는 명목하에 면세 (tax exemption)대상이 되며 정부기관 (public agencies)이 발행한다.

지방채는 시장 위험 (market risk), 신용 위험 (credit risk), 이자율 (interest rate), 만기 날짜 (maturity date), 만기 내에 비용 회수할 수 있는가 여부 (call risk) 등의 여러가지 위험요인들이 영향을 미치기 때문에 (not risk-free), 실제 투자자들이 지방채를 사기 위해서는 일종의 투자 전략 (investment strategy)가 필요하다. 주 정부의 지방채 투자 결정과정에 많은 요소들이 영향을 미치지만, 신용 위험 평가 즉, 신용 분석 (credit analysis)을 통한 채권 등급 (bond rating)이 가장 중요한 요인이 되지 않을 수 없다. 과거 1970년대 중반까지 지방채 시장의 투자자들과 딜러들은 상대적으로 원금 (principal)와 이자 (interest)의 안전한 지급에 익숙했었다. 그러나 그 이후 주 정부의 재정환경이 많이 바뀌었다. 1970년대의 New York City, Cleveland, 그리고 the New York State Urban Development Corporation의 채무불이행 (디폴트)을 기점으로해서 지방채에 대한 신용 분석 (평가)이 투자자들과 딜러들에게 관심을 받기 시작했다 (The Bond Market Association, 2001).

2. 관련 요소들 (Related factors)

지방채의 신용 분석(평가)에 대해서는 여러 요소들이 (various factors for rating criteria) 영향을 미치는데, 대표적으로 일반보증채(권) (GO Bond)의 경우에는 경제 (economy), 부채구조 (debt structure), 재정상태 (financial condition), 인구적 요소 (demographic factors), 그리고 정부기관 (행정)의 관리실태 (management practices of the governing body and administration) 등이 영향을 미친다. 신용평가사들은 지방채 발행인 (issuer)과 다른 발행인을 비교하여 분석을 할 때, 수학적인 비율들 (mathematical ratios)을 사용하는데, 이를 바탕으로 한 신용 등급 (rating)이 과학적인 평가가 될 수 없으며 뿐만 아니라 주 정부 지방채 최종 등급에 영향을 미치는 일종의, 주관적인 평가라고 할 수도 없다⁶⁾.

3. 신용평가사 (Credit Rating Agencies)

미국의 지방채(권)에 관한 등급은 Moody' s Investors Service (Moody' s Corporation), Standard & Poor' s Ratings Services, 그리고 Fitch (Fitch Ratings, Ltd.) 라는 3개의 국제적인 신용평가사 (신용등급회사)가 지배하고 있다. 각 회사들은 새로운 채권과 특별히 기대되는 채권에 대한 신용평가와 관련 재정상태 (예를 들어, 일반적인 추세, 관련 정책, 새로운 신용구조, 주 정부의 채무상태 등)에 대한 보고서를 정기적으로

6) 출처는 다음과 같다. <http://www.munibondadvisor.com/rating.htm>

발간한다. 과거 19세기 후반에는 신용평가사들의 수입은 투자자들의 구독료 (subscription fee)에 의해 충당되었으나, 오늘날 이들은 관련 요금을 지방채 발행인 (issuer)에게 부담시킨다.

다음의 <표 5>는 3개 신용평가사 자체의 장기와 단기 채권 (Long-term and Short-term Issue)에 대한 신용(부채)등급 (Credit/Debt Ratings) 범위를 보여준다. 관심 있는 사람은 언제든지 각 신용평가사의 웹사이트⁷⁾를 통해서 쉽게 지방채의 등급(Rating)을 평가, 비교해 볼 수 있다.

<표 5> 채권에 대한 신용평가사들의 등급방식⁸⁾

(장기 채권) Long-Term Issue Credit Ratings		
Moody' s US Municipal Rating Definitions	Standard and Poor' s Ratings Definitions	Fitch Ratings Definitions
Aaa	AAA	AAA
Aa	AA	AA
A	A	A
Baa	BBB	BBB
Ba	BB	BB
B	B	B
Caa	CCC	CCC,CC,C
Ca	CC	DDD,DD,D
C	C	
	D	
	NR	
(단기 채권) Short-Term Issue Credit Ratings		
Moody' s US Municipal Rating Definitions	Standard and Poor' s Ratings Definitions	Fitch Ratings Definitions
MIG 1/VMIG1	SP-1	F1
MIG 2/VMIG2	SP-2	F2
MIG 3/VMIG3	SP-3	F3
MIG 4/VMIG4		B
SG		C
		D

7) 대표적인 신용평가사들의 웹사이트는 다음과 같다. (1) Moody' s Investors Service (<http://www.moodys.com/>), (2) Standard & Poor' s Ratings Services (<http://www.standardandpoors.com/>), 그리고 (3) Fitch (Fitch Ratings, Ltd.) (<http://www.fitchratings.com/>).

8) 출처는 책 The Bond Market Association (2001)의 Table 7.2, Table 7.3, 그리고 Table 7.4를 인용하였다. 장기 채권 (Long-term Issue)의 경우 Moody' s는 숫자 1,2,3으로, Standard & Poor' s와 Fitch사는 +/-로 각 등급 내 강도 (strength of the issue within category)를 조정한다.

신용평가사들은 비슷한 신용등급 방식을 가지고 있는데, 일반적으로 장기 채권 (Long-term Issue)의 경우에는 알파벳 순서대로 Aaa/AAA가 가장 높은 등급 (highest quality)이고 C는 낮은 등급 (lower quality)를 뜻한다. D는 채무불이행 (디폴트) 상태 (payment default)⁹⁾를 뜻하며, NR은 등급을 매기지 않는 경우(not rated)를 말한다. 반면 단기 채권 (Short-term Issue)의 경우는 숫자와 알파벳 순서대로 등급이 달라진다. 예를 들어, Moody's Investors Service (Moody's Corporation)가 정한 단기 채권의 등급을 보면 MIG 1/MIG 1가 가장 높은 등급 (best quality)을 가지고 있고 SG (speculative quality)는 Debt의 위험이 있는 경우 (lack of protection)이다.

신용평가사 Moody's Investors Service (Moody's Corporation)에서 조사한 바에 따르면 1970년도부터 2009년까지 채무불이행 (디폴트) 상태인 D등급을 받은 지방채 목적은 대부분이 주택 (housing)과 의료 사업 (health care)이었다 (〈표 6〉참고).

〈표 6〉 채무불이행 상태인 지방채의 목적과 해당 횟수 (Default counts by purpose)¹⁰⁾

Housing (21), Health Care (21) City, Town, County (non-General Obligation) (4) Electric, Water or Sewer Enterprise (3), General Obligation (3), Higher Education (1), Recreation (1)

4. 등급화 과정 (Rating Process)

주 정부가 새 지방채를 발행하는 경우에는 그 발행인 (issuer)은 신용평가사들 (rating agencies)에게 모든 재정관련 서류들 (재무제표, 회계장부, 예비 재정분석 문서 등)을 보낸다. 2명 혹은 다수의 분석가들이 (analysts) 관련 문서들을 검토하고 발행인에게 보낼 질문들을 준비한다. 보통 공식적인 회의 (만

9) Fitch 사의 (장기 채권) DDD, DD, D 등급은 모두 디폴트 (Default) 상태를 뜻하나 약간의 차이가 있다. (1) DDD는 회복 (원금과 이자 지급 가능성)의 잠재적인 가능성이 약 90-100% 있는 경우, (2) DD는 잠재적 회복 가능성이 약 50-90% 있는 경우, 그리고 (3) D는 매우 낮은 회복 가능성으로 예를 들어 50% 이하의 경우이다.

10) 출처: Moody's Investors Service (February, 2010). U.S. Municipal Bond Defaults and Recoveries, 1970-2009. Exhibit 9. Default Counts by Purpose. 관련 웹사이트는 다음과 같다. http://v2.moody.com/cust/content/Content.ashx?source=StaticContent/Free%20Pages/Regulatory%20Affairs/Documents/us_municipal_bond_defaults_and_recoveries_02_10.pdf

남), 발행인에게 직접 찾아가기, 전화질의 (telephone call), 또한 전화를 통한 컨퍼런스 (teleconference) 등을 통해 발행인 측의 재정 전문가, 은행가, 또는 전문 상담가와 회의를 가진다. 관련 자료가 모아지게 되면 신용평가사 측의 대표분석가 (lead analyst)가 발행인에게 등급 위원회 (a rating committee)를 지정해주고, 이 위원회에서 최종적으로 관련 지방채에 대한 등급을 매기게 된다. 공표가 되기 전에 발행인에서 최종 등급이 공지되고 이에 불만을 가지는 발행인은 새로운 정보나 향후 등급 상승에 유리한 자료들을 계속해서 신용평가사들에 제공한다 (The Bond Market Association, 2001).

IV. 지방채의 수익추세 (Yield Trend)

1. 이자율 변화 (Interest Rate Changes)

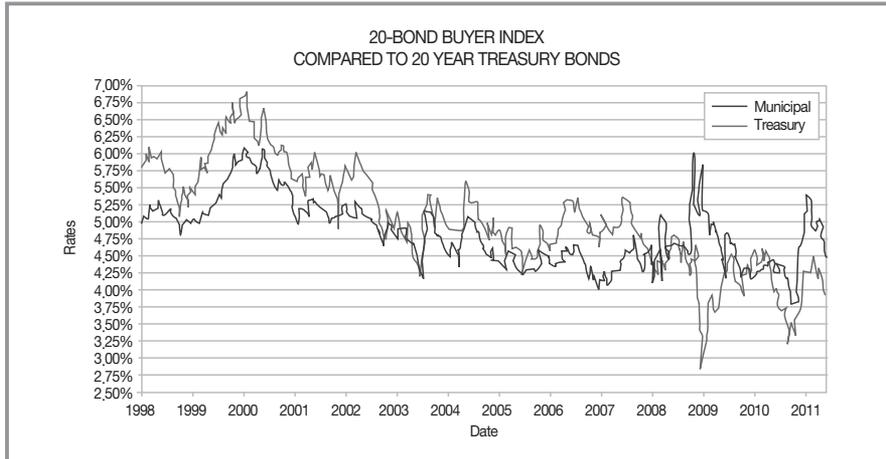
실제 지방채의 거래에 있어서 투자자들에게 유리한 것은 수익이 좋은 채권, 즉 이자율이 높은 채권이다. 지방채의 이자율 (interest rates)이 어떻게 변화했는지 관련 추세를 살펴보면 다음과 같다. 다음의 두 그래프는 지방채 수익률 (municipal bond yields)을 대표하는 이자율에 대한 추세들 (interest rate trends)을 나타내고 있다¹¹⁾.

〈그림 1〉은 최근 20년동안 (1998-2011)의 일반보증채(권) (General Obligation Bond, 소위 GO Bond)의 이자율 변화를 나타내고 있다. 이는 20년 이내의 만기를 가진 Moody's Aa2와 Standard & Poor's AA 등급의 지방채 (General obligation municipal bonds)와 재무성 증권 (Treasury Bonds)¹²⁾의 평균 이자율 변화를 비교한 것이다. 2009년도에는 지방채의 이자율이 급격하게 증가했으나 2011년 이후 경기 불황 등의 영향으로 다시 급감하고 있음을 보여준다. 이와 같은 변화는 〈그림 2〉에서도 알 수 있다. 2008년 9월 이후 상위 등급인 AA, A, BAA에 해당되는 20년 만기 (maturity)의 지방채 이자율이 경기순환에 따라 변화하는 것을 보여준다. 특히, 2011년 상반기 이후 이 세가지 등급의 이자율이 점차 하락하고 있다는 점이다.

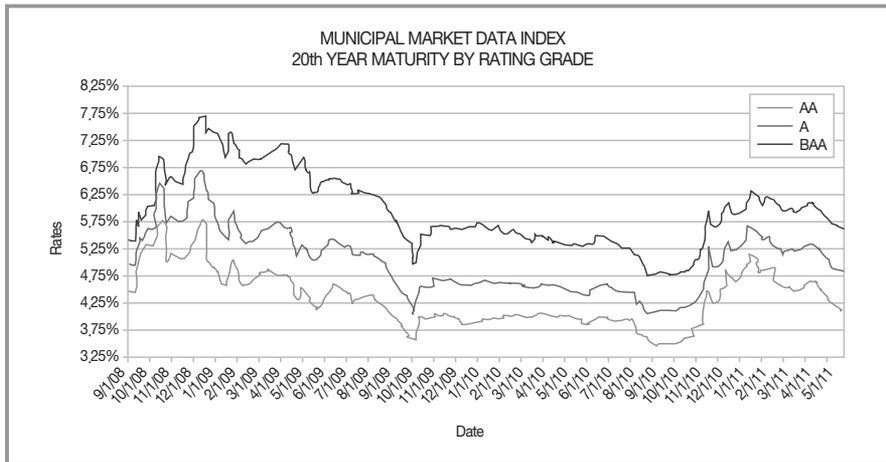
11) 〈그림 1〉과 〈그림 2〉의 출처는 다음과 같다. <http://www.munibondadvisor.com/Disclosure.htm>

12) 미 재무성이 발행하고 있는 장기채권으로 만기 10년 이상의 국채를 뜻한다.

〈그림 1〉 일반보증채의 이자율 변화 (1998-2011)



〈그림 2〉 20년 만기의 지방채의 이자율 변화 (2008/09-2011/05)

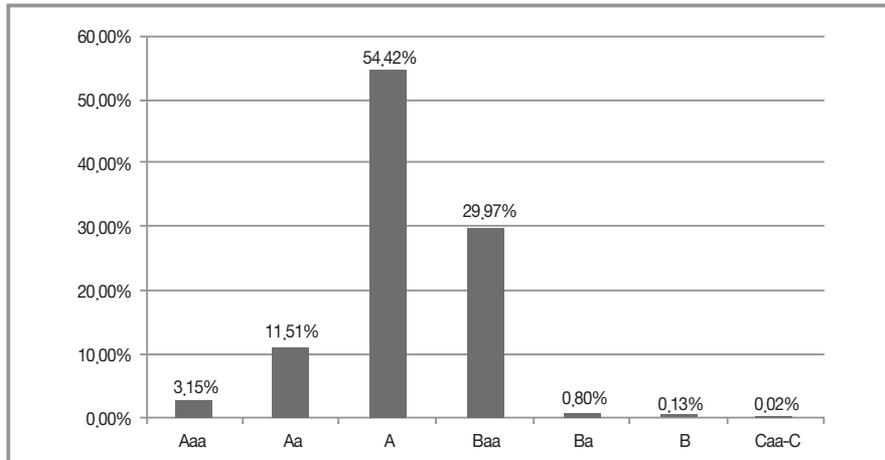


2. 등급 변화 (Rating Changes)

〈그림 3〉에서 볼 수 있듯이 신용평가사 Moody's Investors Service (Moody's Corporation)에서 분석한 1970년부터 2000년도까지의 지방채에 대한 등급분포 (Municipal Rating Distribution)는 A와 Baa 등급에 약 80%이상 몰려있었다. 그러나 2001년 이후 경기불황에 의해 전체 규모(Municipal Scale) 면에서

지방채의 등급이 하향 조정 (rating downgrades)되었다.

〈그림 3〉 지방채 등급 분포 (Municipal Rating Category Distribution) 추세¹³⁾



다음의 〈표 7〉는 2001년도부터 2003년도까지 10개 주 정부에서 14개의 지방채가 하향 조정되었고, 2007년도부터 2010년까지는 5개 주 정부에서 7개의 지방채가 하향 조정되었음을 보여준다.

〈표 7〉 불황에 의한 하향조정된 지방채 등급¹⁴⁾

등급 조정 (Rating Actions)	2001	2002	2003	부분 전체 (Subtotal)	2007	2008	2009	2010	부분 전체 (Subtotal)
하향조정 (Down-grades)	4	2	8	14*	1	0	6	0	7**

13) 1970년도부터 2000년도까지 지방채가 투자 적정 단계 (Investment grade)로 빠르게 변화하였다. 약 70% 정도의 지방채가 Single-A 또는 그 상위등급을 갖고 있었다. 출처는 다음과 같다. http://v2.moodys.com/cust/content/Content.ashx?source=StaticContent/Free%20Pages/Regulatory%20Affairs/Documents/us_municipal_bond_defaults_and_recoveries_02_10.pdf

14) 2001-2003년도는 급격한 등급 하락이 있었고 (Sudden sharp decline and rapid rebound), 2007-2009년도는 속도는 느리나 깊은 등급 하락이 있었다 (Slower, but deeper decline; slow rebound expected). *는 10개의 주 정부를 나타내고, **는 5개의 주 정부를 나타낸다. 출처는 Moody's Investors Service (May, 2010), US Municipal Credit: Impact of "Great Recession" Lingers 이며 웹사이트는 <http://www.nast.org/2010TreasuryMgmt/Debt/1-Samuels.pdf> 이다.

V. 결어

앞에서 보여진 그래프와 표에서 알 수 있듯이, 지방채 (Municipal bond)는 투자자들에게 완전 자산도 아니고 경기흐름에 관계 없이 항상 고수익을 보장하지도 못한다. 그러나 시민들 (citizens)에게 공공시설과 서비스의 제공을 한다는 점에서 주 정부의 입장에서는 중요한 자원 중의 하나이며 따라서 지방채 발행 (issue)이 소모성이 아닌 일종의 투자라고 할 수 있다. 뿐만 아니라, 신용평가사들은 여전히 주 정부의 채권 (지방채)에 상대적으로 긍정적이며, 세 신용평가사들에게서 가장 낮은 등급을 받은 일리주의 (Illinois) 주도 A등급을 유지하고 있다.

그러나, 현재 금융위기와 부채 증가로 인해 지방채 단기 자금 조달에도 어려움을 겪고 있는 미국 주 정부가 이 위기를 어떻게 넘길지가 큰 과제로 남아있다. 따라서 향후 지방채의 미래는 투자자들의 조심스럽고 현명한 전략 (strategy)과 발행인 (issuer)의 끊임없는 노력 여하에 달려있다. 🙏

< 참고 문헌 >

- John Mikesell. (2007). Fiscal Administration: Analysis and Applications for the Public Sector, 7th edition, Published by Wadsworth Publishing.
- Robert D. Lee Jr., Ronald W. Johnson, and Philip G. Joyce. (2007). Public Budgeting Systems, 8th edition, Published by Jones and Bartlett.
- The Bond Market Association. (2001). The Fundamentals of Municipal Bonds, 5th ed. Published by John Wiley & Sons, Inc.

< 관련 웹사이트 >

Bond Buyer Online	www.bondbuyer.com
Bond Market Association	www.investinginbonds.com
Fitch, Inc.	http://www.fitchratings.com/
Municipal Securities Rulemaking Board	www.msrb.org
Moneymorning	http://moneymorning.com/
Moody' s	www.moody.com
Munibondadvisor	http://www.munibondadvisor.com/rating.htm
Munistatements	www.munistatements.com
Standard & Poor' s	www.standardandpoors.com
Publicbonds	http://www.publicbonds.org/