연구보고서 09-16

서브프라임 위기 이후 국제금융질서 재편과 시사점

오용협 · 최창규 · 박영준 · 김연실



KIEP 대외경제정책연구원



서브프라임 위기 이후 국제금융질서 재편과 시사점

연구보고서 09-16

서브프라임 위기 이후 국제금융질서 재편과 시사점

오용협 · 최창규 · 박영준 · 김연실

KIEP 대외경제정책연구원

서 언

1997~98년 외환위기 이후 10년에 대한 평가가 끝나기도 전에 한국은 또 다시 글로벌 금융위기에 휩싸이게 되었습니다. 최근 미국 서브프라임 사태에서 촉발된 글로벌 금융위기는 전 세계로 급속히 확산되어 세계 경기가 동반침체되는 위기상황을 몰고 왔습니다. 이번 금융위기는 미시적으로는 증권화 구조의 취약성, 과잉 레버리지, 신용평가기관의 부적절한 평가 등 금융시스템에 대한 규제와 감독이 취약한 데서 비롯된 것이며, 거시적으로는 미 연준의 통화정책 실패와 글로벌 불균형이 위기촉발의 주요 원인으로 지적되고 있습니다.

전대미문의 금융위기를 겪으면서 세계 경제는 지각변동을 경험하고 있습니다. 최근 위기가 다른 위기들과 차별되는 큰 특징은 위기대응과정에서 국제금융질서가 새롭게 변모하고 있다는 것입니다. 위기극복을 위해 기존의 틀에서 벗어나, 새로운 국제금융체제를 구축할 필요성이 제기되었고, 이러한 인식 아래 G-20 체제와 같은 선진국과 신흥국이 함께하는 새로운 국제공조체제가 부상하였습니다. 2008년 11월 워싱턴 G-20 정상회의를 시작으로, 2009년에는 런던 G-20 정상회의와 피츠버그 G-20 정상회의가 5개월 단위로 개최되었습니다. 2010년 정상회의는 6월에 캐나다에서, 11월에는 한국에서 개최될 예정입니다. 금융위기 발발 이후 지금까지 총 세 차례에 걸친 회의를 통해 각국 정상들은 금융위기 극복을 위한 재정·통화정책의 공조, 국제금융기구 개혁, 금융규제 개혁 면에서 가시적인 성과를 거두었으며, 나아가 최근에는 에너지·기후변화에 대응하기 위한 국제공조체제 구축도 포함시키도록 하는 움직임이 일고 있습니다. 한국은 2010년 G-20 정상회의의 의장국을 맡아 국제무대에서 리더십을 발휘할 수 있는 기회를 얻었을 뿐만 아니라, 신장된 경제력

을 바탕으로 국제금융기구 지배구조 개혁에 있어 발언권을 확대할 수 있는 여지도 갖게 되었습니다. 한국은 더 이상 '피동적 수용자' 입장이 아닌 '주도적 참여자' 입장에 설 수 있게 되었습니다.

그동안 미국 서브프라임 사태의 원인과 금융위기 확산 및 영향에 대한 크고 작은 연구가 많이 진행되었지만, 그 영향이 어떻게 국제금융질서의 재편으로 이어지게 되었는지, 또는 어떻게 G-20와 같은 새로운 국제금융체제의 부상으로 연결되었는지에 대한 연구는 찾아보기 어려웠습니다. 따라서 본 연구는 이 점에 중점을 두고 진행하였습니다. 최근 금융위기의 근본 원인과 배경을 짚어보았고, 위기의 확산과 파급 영향을 실증분석을 통해 검증하였습니다. 또한 금융위기 대응 과정에서 나타난 국제공조와 국제금융기구들의 개혁에 대해서도 살펴보았습니다. 그 안에서 우리나라의 이해를 추구하기 위해 취해야 할 정책방향과 금융·외환위기의 재발 방지를 위한 정책적 제안도 제시하였습니다.

본 연구는 본원의 오용협 박사가 연구책임을 맡고, 명지대학교 최창규 교수와 본원의 박영준 박사, 김연실 연구원이 공동으로 집필하였습니다. 집필 초기 단계에서부터 좋은 의견을 주신 기획재정부 김윤경 과장, 홍익대학교 백승관 교수, 한국은행 금융경제연구원 최형규 연구위원, 숭실대학교 이인구 교수, 본원의 허 인 박사께 심심한 감사를 드립니다. 아울러 편집과정에서 도움을 주신 본원의 이강희 주임연구조원께도 감사드립니다.

2009년 12월

원장 **채 욱**

국문요약

본 연구는 미국의 서브프라임 주택 모기지 시장의 균열에서 출발하여 전 세계로 파급된 글로벌 금융위기의 원인과 결과를 정리하고 이를 극복하기 위한 정책방향을 모색하는 작업이다. 먼저 제2장에서는 미국 금융위기의 발발원인을 정리하고, 금융위기가 실물경기 침체에 미친 영향을 서술하였다. 제3장에서는 미국발 금융위기의 국제적인 전파과정을 심층적으로 조사하였는데, 국가별 대응전략을 주요 선진국 시장과 아시아 시장을 중심으로 서술하였다. 그리고 실증분석을 통해 금융위기의 전파과정을 검증하였다. 제4장에서는 금융위기의 극복을 위해 어떠한 노력을 기울여야 하는지, 우리나라의 입장과 국제적인 공조노력이라는 두 가지 관점에서 살펴보고 국가적, 초국가적으로 고려할 수 있는 정책방향을 제시하였다. 결론에서는 새로운 국제경제지배구조로 부상하고 있는 G-20 정상회의 체제가 갖는 의의와 앞으로 풀어나가야 할 과제를 제안하였다.

우리나라와 같은 신흥시장의 경우 금융시장에 대한 영향보다는 외환시장을 통한 실물경제의 교란이 더 크게 나타났다는 점에서 선진국시장과 구분되며, 이에 따른 대응정책 설정도 어느 정도의 차이는 불가피하다. 주요 정책방향으로서 먼저 국제적으로는 국제금융감독 강화와 국제통화제도 개편이 가장 중요한 과제인 것으로 보인다. 국내적으로는 우리나라 금융기관의 건전성을 제고하고 중앙은행의 거시 금융감독기능을 강화하며 미시적인 금융감독기능도 보다 집중시키는 안을 제안하고 있다. 또한 아시아 지역 차원에서는 역내 통화협력을 강화해야 한다는 점을 강조하였다. 특히 역내 양자간 통화스와프인 치앙마이 이니셔티브(CMI)에서 다자간의 CMIM(CMI Multilateralization)으로 발전한 것은 역내 통화협력의 큰 진전이라고

보여진다. 이와 관련하여 향후 동아시아 지역에서 역내 금융감독(surveillance)체제 구축과 역내 통화협력 관련 논의에서 우리나라가 더욱 적극적으로 나설 것을 강조하였다.

차 례

서 언 ····· 5

국문요약 ····· 7

제1장 서 론 ····· 15

제2장 미국 금융위기의 발생 ····· 19
1. 미국 금융위기의 원인 ····· 20
가. 미국 주택시장 버블 ····· 20
나. 증권화 ····· 26
다. 글로벌 불균형 ····· 30
2. 미국 금융위기의 전개과정 ····· 34
가. 금융위기의 발단 ····· 34
나. 금융위기의 전개 ····· 36
다. 금융위기의 실물경제 파급효과 ····· 40

제3장 금융위기의 국제적 전파 및 대응 ····· 43
1. 금융위기의 측면 ····· 44
가. 금융위기의 국제적 전파과정 ····· 44
나. 글로벌 금융위기의 전개 양상 ····· 46
2. 외환위기의 측면 ····· 54
가. 금융위기에서 외환위기로의 전환 ····· 54
나. 통화스와프 협정 현황 ····· 56

3. 주요국의 금융위기 대응 ····· 59
가. 미국의 금융위기 대응책 ····· 60
나. 유럽 주요국의 금융위기 대응책 ····· 63
다. 아시아 주요국의 금융위기 대응책 ····· 68
라. 향후 전망 및 시사점 ····· 70
4. 금융위기가 한국에 미친 영향 ····· 72
가. 금융시장 ····· 72
나. 외환시장 ····· 74
다. 주식시장 ····· 75
라. 금융위기 전이의 실증분석 ····· 75

제4장 새로운 국제 금융감독 및 통화제도의 모색 ····· 83
1. 주요 20개국(G-20) 회의와 주요국 입장 ····· 85
가. G-20 ····· 85
나. 주요국 입장 ····· 91
2. 국제금융기구들의 입장 ····· 95
가. IMF ····· 95
나. 금융안정위원회(FSB, 이전의 금융안정포럼(FSF)) ····· 97
다. 바젤은행감독위원회(BCBS) ····· 98
라. 기타 ····· 99
3. 우리나라의 정책 방향 ····· 101
가. 금융위기 예방 관련 ····· 101
나. 외환위기 예방 관련 ····· 106
다. 국제통화협력과 국제통화제도 개혁 ····· 108
라. 동아시아 지역 통화협력 강화 및 관련 기구 유치 노력 ····· 112
4. 요약 및 정책적 시사점 ····· 115

제5장 결 론 ····· 119

참고문헌 ····· 123

Executive Summary ····· 127

표 차례

표 2-1. 주요국의 경상수지 현황 ····· 31
표 2-2. 미국 경제지표 ····· 41
표 3-1. 헝가리 금융시장에서 외국계 금융기관의 비중 ····· 49
표 3-2. 아시아 주요국의 서브프라임 관련 보유자산 현황 ····· 54
표 3-3. 신흥국 경제권역별 자본유출 규모 ····· 55
표 3-4. FRB와 14개국 중앙은행간 통화스와프 협정 현황 ····· 57
표 3-5. CMI 양자간 통화스와프 계약 현황 ····· 58
표 3-6. 유럽지역 금융기관에 대한 구제금융조치 ····· 64
표 3-7. 외평채 가산금리와 CDS 프리미엄 ····· 73
표 4-1. G-7・G-8・G-20의 세계 GDP 비중 ····· 85
표 4-2. 주요 국제 거버넌스 구성안 ····· 86
표 4-3. 1・2・3차 G-20 정상회의의 주요 성과 ····· 90

그림 차례

그림 2-1. 미국 주택가격지수 ····· 21
그림 2-2. 미국 주택판매 추이 ····· 23
그림 2-3. 미국 6개월 LIBOR 금리 ····· 25
그림 2-4. 모기지 대출의 증권화 과정 ····· 28
그림 2-5. 미국의 경상수지 추이 ····· 30
그림 2-6. 미국의 정책금리 추이 ····· 34
그림 2-7. 미국 모기지 연체율 ····· 35
그림 2-8. 미국 S&P 500 추이 ····· 40
그림 2-9. 미국 실질 GDP 성장률 ····· 41
그림 3-1. 동유럽 주요국의 대외부채 현황 ····· 49
그림 3-2. 한국의 CDS 프리미엄 추이 ····· 73
그림 3-3. 원/달러 환율 추이 ····· 74
그림 3-4. 주가지수(KOSPI) 추이 ····· 76
그림 3-5. 시변 조건부 상관관계: LIBOR-OIS spread와 KOSPI ····· 80
그림 3-6. 시변 조건부 상관관계: EMBI spread와 달러/원 환율 ····· 80
그림 4-1. 바젤은행감독위원회의 대형은행 자기자본 규제강화방안 ····· 99
그림 4-2. 금융감독기구 개편방안 ····· 105

제1장
서 론

1997년 하반기에서 2009년 말까지 세계경제는 큰 변화를 겪었다. 제2차 세계대전 이후 최대 규모로 평가되는 금융위기가 최고 선진금융시장인 미국시장에서 발발하여 전 세계로 퍼져 나갔으며, 역시 세계대전 종전 이후 최대의 경제불황이 전 세계를 휩쓸고 있다. 이러한 글로벌 금융위기와 경기침체는 아직까지도 현재진행형이라 할 수 있으며 국제금융시장과 글로벌 실물경기가 안정적인 성장궤도로 다시 진입하는 데 좀 더 많은 시간이 필요할 것으로 보인다.

이번 글로벌 금융위기의 특징은 선진국 시장의 경우 투자은행을 비롯하여 금융기관의 위기가 크게 나타난 반면, 신흥국 시장의 경우 금융시장에서의 직접적인 충격은 상대적으로 작았으나 외환시장에서의 충격이 상대적으로 크게 나타났다는 점을 들 수 있다. 신흥국 시장에서의 쌍둥이 위기 – 은행위기(banking crisis)와 외환위기(currency crisis) – 라고 불리우는 이러한 현상은 금융위기를 벗어나기 위한 정책의 우선순위에서 선진국과 신흥국을 구분하는 요인으로 작용하였다.

이 과정에서 국제금융질서를 지배하여왔던 브레턴우즈체제와 G-7으로 대표되는 최고의 세계경제 지배구조에도 획기적인 변화가 일어나고 있다. 국제통화기금(IMF)과 세계은행 등 세계대전 종전과 함께 새로운 국제금융질서를 이끌었던 국제금융기구의 지배구조가 신흥경제권(이머징 마켓: emerging market)의 발언권이 강화되는 방향으로 변화하고 있다. 국제경제의 문제와 해결방안을 논의하는 가장 중요한 장으로서 기능하였던 선진국 모임인 G-7이 각 대륙의 신흥국을 포함하는 G-20 국가로 변화하고 있다. 이미 G-20 정상회의가 미국 워싱턴, 영국 런던, 미국 피츠버그에서 세 차례에 걸쳐 개최되었다. 2010년에는 캐나다와 한국에서 두 차례에 걸친 G-20 정상회의가 계획되어 있으며 2011년에는 프랑스에서 G-20 정상회의가 열리게 되어 G-20 정상회의 체제는 국제경제 문제를 논의하는 최고의 장(premier forum)으로서 정례화되어가고 있다.

세계대전 이후 최악이라고 평가되며 선진국 시장을 중심으로 개도국과 저개발국

가로 번져 나간 글로벌 금융위기는 선진국과 개도국을 포함하는 G-20 국가를 중심으로 하여 새로운 국제금융질서와 세계경제의 큰 틀을 다시 짜는 계기를 마련하였다. 회원국의 국가수반이 참여하는 G-20 체제의 부상은 2차 세계대전의 종전과 함께 미국과 유럽의 선진국 경제권이 세계경제를 운영하는 지배구조인 브레턴우즈체제에 필적하는 새로운 글로벌 지배구조의 서막을 알리는 신호로 보여진다. 그러나 G-20 체제는 브레턴우즈체제가 만들어낸 세계은행이나 국제통화기금(IMF)과 같은 기구를 보유하지 못함으로써 실체가 없는 지배구조의 형태를 보이고 있다. 이 때문에 실질적인 지배구조의 역할을 수행하기 위해서는 이러한 국제금융기구, 금융안정위원회(Financial Stability Board)와 같은 국제금융감독기구에서 G-20의 대표성이 충분히 주어지고 발휘되어야 한다.

G-20 체제는 풀어야 할 많은 숙제를 안고 있다. 먼저 금융위기 이후에 어떠한 역할을 수행해야 하는지, 비회원국의 참여채널을 어떻게 확대해나가야 할지 답안을 찾아야 한다. 중장기적으로 G-20 체제의 지속을 위해 기후협약과 같은 환경문제, 복지문제 등 국제사회에서의 결속을 위한 의제를 공식적으로 토론할 수 있는 장으로서 발전해나갈 필요도 있다.

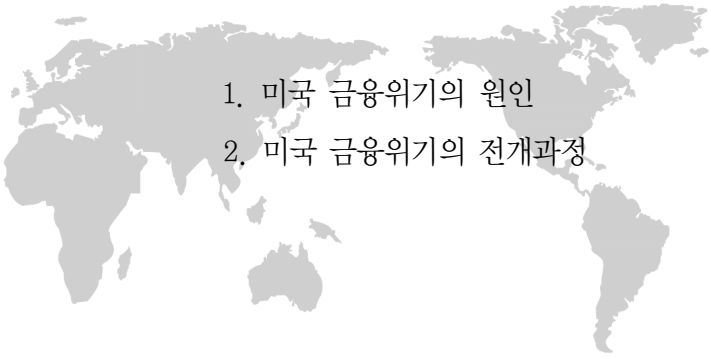
1998년 이전에 새로운 국제경제질서의 도래 가능성을 예상한 사람은 거의 없었다. 그리고 2008년 제1차 G-20 정상회의가 워싱턴에서 열리기 이전까지 G-20 체제가 국제경제의 지배구조를 결정하는 구조로 등장할 것이라고 전망한 경우도 거의 없었을 것이다. 그러나 더욱 놀랄 만한 사실은 글로벌 금융위기로부터의 회복을 위한 국제공조를 목적으로 마련된 G-20 정상회의의 역할이 시작단계부터 순식간에 국제사회에서 받아들여졌고, 이것이 정례화되는 데 걸린 기간이 1년도 채 되지 않았다는 점이다.

3차에 걸친 정상회의는 10개월이라는 짧은 기간 동안에 개최되었으며 이 기간 동안 글로벌 금융위기는 많이 진정되었다. 글로벌 경기침체는 아직도 진행형이기는

하나 출구전략의 공조 논의가 활발하게 일어나고 있고 2010년 중 경기회복의 구체적인 신호가 나타날 것으로 기대되고 있다. 즉 G-20 체제가 풀려고 시도했던 글로벌 경제의 단기적인 목표는 개선의 모습을 보이고 있다. 그러나 지난 2007년 하반기에 감지되기 시작한 글로벌 금융위기는 아직도 현재진행형이다. 전 세계 주식시장은 2009년 들어 회복세를 보이고 있으나 뉴욕과 런던과 같은 기존의 최대 국제금융센터에 소재한 금융기관에서는 아직도 구조조정의 충격이 다 가시지 않았으며, 새로운 비즈니스 기회를 발굴하기 위한 노력을 기울이고 있다. 1930년대 대공황을 초래한 금융위기에 버금가는 수준의 금융위기로 평가받을 정도로 이번 금융위기는 그 깊이나 폭에서 큰 사건이었으며 2009년 말 현재 시점에서도 지속되고 있다.

본 연구는 미국의 서브프라임 주택 모기지 시장의 균열에서 출발하여 전 세계로 파급된 글로벌 금융위기의 원인과 결과를 정리하고 이를 극복하기 위한 정책방향을 모색하는 작업이다. 먼저 제2장에서는 미국 금융위기의 발발원인을 정리하고, 금융위기가 실물경기 침체에 미친 영향을 서술하였다. 제3장에서는 미국발 금융위기의 국제적인 전파과정을 심층적으로 조사하였는데, 국가별 대응전략을 주요 선진국 시장과 아시아 시장을 중심으로 서술하였다. 그리고 실증분석을 통해 금융위기의 전파과정을 검증하였다. 제4장에서는 금융위기의 극복을 위해 어떠한 노력을 기울여야 하는지 우리나라의 입장과 국제적인 공조노력이라는 두 가지 관점에서 살펴보고 국가적, 초국가적으로 고려할 수 있는 정책방향을 제시하고자 하였다. 결론에서는 새로운 국제경제지배구조로 부상하고 있는 G-20 정상회의 체제가 갖는 의의와 앞으로 풀어나가야 할 과제를 제시하는 것으로 마무리하였다.

제2장
미국 금융위기의 발생



1. 미국 금융위기의 원인
2. 미국 금융위기의 전개과정

본 장에서는 서브프라임 사태로부터 촉발된 미국 금융위기의 원인과 전개과정을 살펴본다. 그리고 그 충격이 어떠한 경로를 통해 미국의 금융부문과 실물경제에까지 확산되었는지 구체적으로 살펴보도록 한다.

1. 미국 금융위기의 원인

우선 서브프라임 사태에서 시작된 미국 금융위기의 원인을 미국의 주택시장을 통해 조명해본다. 2000년대 미국의 주택시장 버블과 금융기관들의 증권화 과정을 짚어봄으로써 2004~07년 미국경제가 어떻게 저물가·고성장의 호황기를 누릴 수 있었는지 살펴본다. 그리고 경기호황이 금융위기로 반전하게 된 배경과 원인을 고찰해본다.

한편 미국 주택시장 버블이 발생한 배경은 비단 국내자본뿐만 아니라 대규모 해외자본이 미국경제로 유입되어 야기된 것이라 지적된다. 이러한 국제자본의 이동이 이루어진 데에는 이른바 글로벌 불균형이라 불리는 세계경제의 구조적인 문제가 자리하고 있다는 주장이다. 따라서 본 장에서는 글로벌 불균형이 최근 금융위기를 야기하였다는 주장을 펼치고 있는 선행연구를 살펴봄으로써, 미국 금융위기를 둘러싼 요인을 면밀히 검토해보고자 한다.

가. 미국 주택시장 버블

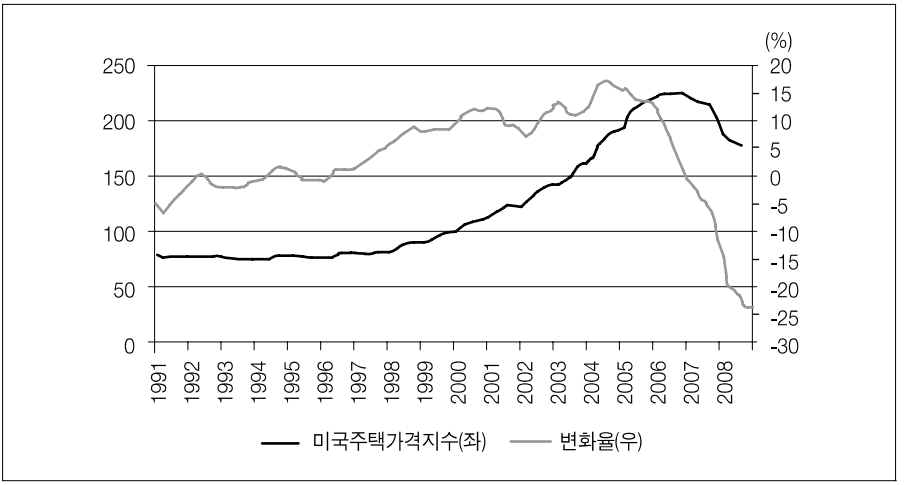
세계경제에 대혼란을 야기한 서브프라임 사태는 미국 주택시장에 그 원인이 있다. 2000년대 미국의 주택시장은 사상 최대의 호황을 구가했다. 전국 주요 10개 도시의 주택가격을 지수로 나타낸 S&P Case-Shiller Home Price Index에 따르면 미

국 주택가격은 1990년대 후반부터 오름세를 보이기 시작하더니 2000년 이후에는 급속히 상승하였다.

이에 2000년대 초 미국 내에서는 주택가격의 급등을 둘러싸고 주택버블에 대한 경고의 목소리가 점증하기 시작했다. Wheaton and Nechayev(2006)는 단일변수 모형(univeriate model)을 이용하여 1998~2005년 기간 동안 미국 60개 도시통계권역(MSA: Metropolitan Statistical Area)의 주택가격을 추정하였는데, 모형에 의하면 주택가격은 서서히 증가하는 모습을 보이다가 증가율이 둔화되거나 조정을 받는 것으로 나타났다. 같은 기간 실제 미국 주택가격이 급속한 상승세를 보인 것과는 대조적이다. 그러나 Wheaton and Nechayev는 분석기간의 고용률, 소득증가율, 이자율과 같은 경제의 펀더멘털 요소를 고려할 때, 추정치가 오히려 더욱 설득력을 갖는다고 주장하면서, 추정치와 실제치 간의 괴리를 두 가지 측면에서 분석하였다. 서브프라임 모기지 증가로 인한 주택소유 급증, 그리고 주택의 투기적 매매 증가로

그림 2-1. 미국 주택가격지수

(2000년 1월=100, 단위: %)



자료: Bloomberg S&P Case-Shiller Home Price Index.

추정치를 훨씬 상회하는 주택가격의 버블을 초래했다고 주장했다. Case and Shiller (2003)는 2000년 이후 미 주택가격의 가파른 상승은 미래 주택가격의 상승기대로부터 야기된 것이며, 그러한 기대감이 주택시장에 버블을 형성한 주요인이라고 설명했다.

2007년 들어 서브프라임 사태가 촉발되면서 주택버블에 대한 우려는 현실화되었으며 미국 주택시장에 가려져 있던 주택담보대출의 문제점, 파생금융상품이 내포하고 있던 구조적 문제점 등이 수면 위로 떠오르게 되었다.

그럼 주택가격에 거품을 유발시킨 원인은 무엇이었을까?

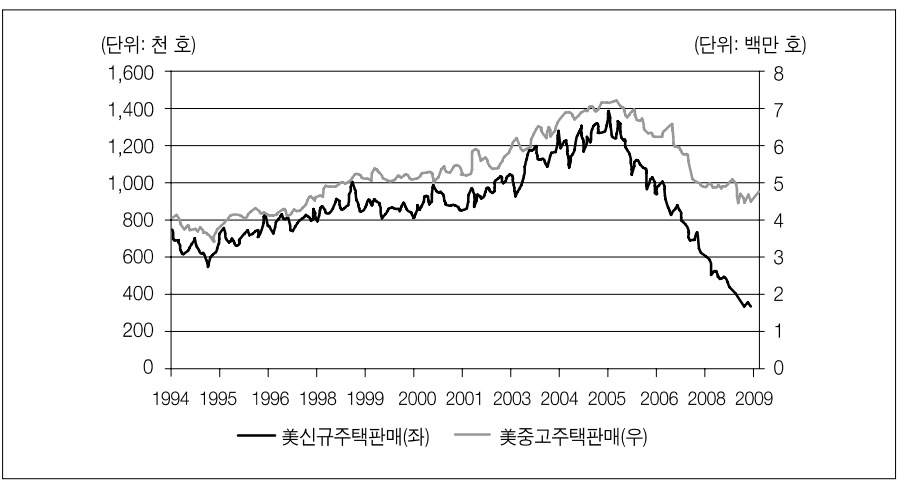
미국의 초저금리 통화정책에서 그 원인을 찾아볼 수 있다. 2000년대 초 미국은 IT 버블붕괴로 경제불황을 맞게 되자, 민간소비를 확대하여 불황을 타개할 목적으로 2000년 말 6.5%이던 정책금리를 2003년 6월 1%까지 인하하였다. 당시 미국은 IT 버블붕괴(2001년), 9・11테러(2001년), 기업회계분식 파문 확대(2002년)로 기업의 신뢰도가 저하되는 등 미국경제를 위협하는 사건들이 잇따라 발생하였다. 미국경제는 침체기를 맞이했다. IT 버블붕괴와 테러 발생으로 경제에 대한 불확실성이 높아지고 경기회복에 대한 확신이 낮아지자 투자심리가 위축되어 기업의 설비투자가 크게 줄었다. 산업생산 침체가 계속되자 고용시장도 침체를 겪었다. 미국 FRB는 높아진 불확실성으로 인한 금융시장의 불안을 해소하고, 경제불황을 타개하기 위해 지속적인 금리인하를 단행하여 유동성을 확보하고자 하였다. 저금리는 주택대출 금리도 떨어뜨렸으며 미국 소비자들은 대출이자의 부담이 적어지자 주택담보대출을 늘렸다. 그 결과 주택판매가 증가했다.

미국의 초저금리정책이 자산시장 중 특히 주택시장의 활황으로 이어진 데에는 IT 버블붕괴로 주식시장이 폭락하고 높은 변동성을 보이자 대체 투자처로 주택시장을 선택한 투자자들의 선호와 맞물렸기 때문으로 해석된다. 미국경제는 1990년대 중반 이후부터 2000년대까지 IT 산업을 성장엔진으로 연평균 4%가 넘는 GDP

성장률을 기록하면서 장기호황을 누렸으며 주식시장도 따라서 활황을 구가하였다. 그러나 IT 버블이 붕괴되면서 주가의 대폭락과 경기침체가 이어졌다. 2000년 1월 14일 11722.98pt까지 치솟았던 미국주가(다우존스산업평균 기준)는 2002년 10월 9일 7286.30pt를 기록하면서 무려 37.8% 가량 폭락하였다. IT 버블이 제거되면서 기업의 실적이 악화되고 설비투자가 축소되어 심각한 경기하강국면을 겪게 되었다. 반면 미국의 주택시장은 주식시장의 심각한 상황에도 불구하고 안정적으로 성장했다. 이와 관련하여 Case and Shiller(2004)는 2003년 주택시장에 대한 투자 붐과 주식시장과의 연관성을 조사방법을 통해 연구하였다. 연구결과 2000년 이후 주식시장이 보인 수익의 불확실성과 변동성에 대한 불안이 투자자를 주식시장보다는 주택시장으로 유인하였다고 분석하였다. 즉 미국의 초저금리정책으로 시중에 늘어난 유동성은 주식시장보다는 주택시장을 선호하게 됨으로써 주택시장에 붐이 형성된 것이다.

은행 또한 주택대출의 확대를 부추겨 주택시장에 거품을 만들었다. IT 버블붕괴

그림 2-2. 미국 주택판매 추이



자료: 국제금융센터.

이후 기업의 설비투자는 당분간 기대할 수 없었기 때문에 은행들은 기업신용보다는 가계신용 확대에 주력했다. 당시 주택가격이 지속적인 증가세에 있었기 때문에 모기지대출(Mortgage Loan)과 홈에퀴티론(주택을 담보로 하는 대출, Home Equity Loan)을 경쟁적으로 늘려 실적을 올리는 데 급급했다. 모기지론은 주택을 구입할 때 주택가격의 일부는 지급하고, 나머지 금액에 대해서는 구입하는 주택을 담보로 대출받아 장기적으로 상환하는 제도이다. 홈에퀴티론은 주택 구입가격에서 은행으로부터 빌린 융자잔금을 제외한 나머지 주택가격을 또 다시 담보로 대출받는 소위 2차 대출을 일컫는다. 두 대출제도를 통해 은행은 개인대출자들에게 주택대출을 부추길 수 있었던 것이다. 1990년대 말부터 서서히 오르기 시작한 주택가격은 IT 버블이 붕괴하고 기업들이 도산되어나가도, 9・11테러가 발생해 경제안보가 심각하게 위협을 받는 상황에서도, 기업회계분식 파문으로 미국기업에 대한 신뢰가 바닥으로 떨어지는 상황에서도 상승세를 지속할 수 있었다. 따라서 주택시장에 형성된 가격상승에 대한 기대감은 더욱 커져갔으며, 그러한 기대감으로 주택담보대출은 더욱 확대되었다.

문제는 주택담보대출이 확대되면서 부실대출도 함께 확대되었다는 데 있다. 또한 주택을 담보로 한 대출제도는 주택가격이 오르는 상황에서는 잘 작동하나, 주택가격이 하락하는 상황에서는 부작용이 발생하게 되어 있다.

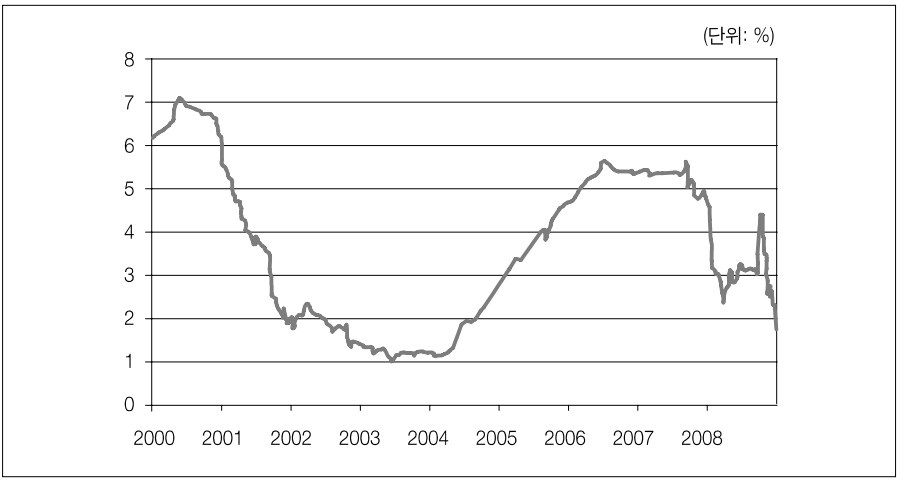
부실대출이 발생하게 된 이유는 서브프라임 대출에서 찾을 수 있다. 서브프라임 모기지는 신용도가 낮은 저소득층을 대상으로 디자인된 주택담보대출 상품으로, 주로 흑인, 히스패닉과 같은 미국사회의 마이너리티를 위해 고안되었다. 서브프라임 모기지는 신용도가 낮거나 지급능력이 낮은 개인을 대상으로 하기 때문에 프라임 모기지에 비해 2~4%포인트 가량 대출금리가 높게 설정되어 있다.

좀 더 자세히 들여다보면 서브프라임 모기지는 대출자보다는 대출을 해주는 금융기관에 더 유리한 구조로 디자인되어 있다. 서브프라임 모기지의 대부분은 변동

금리 모기지로 발행되는데 그 비중은 2006년 기준 약 90%를 상회한다. 서브프라임 모기지의 만기는 대부분 30년으로 첫 2~3년은 고정이자율이 적용되기 때문에 초기 부담이 매우 낮게 설정되어 있다. 그러나 나머지 대출상환기간 동안에는 6개월 LIBOR 금리와 연동된 금리를 적용받기 때문에 매월 상환액이 거의 두 배 수준으로 증가한다. 바로 여기서 부실대출이 대거 발생하게 되는 것이다.

서브프라임 발행은 주로 2004년부터 급격하게 증가하기 시작했는데, 그로부터 2~3년이 지난 2006년부터 서브프라임 모기지의 연체율이 급증하게 되었다. 즉 초기 2~3년 대출상환기간이 지난 후 변동금리로 접어들 때에, 기존에는 새로운 대출로 전환하는 편법으로 부담을 줄여나갈 수 있었으나 2006~07년 들어서는 이러한 방법이 어려워지게 되자 모기지 연체율이 갑자기 늘어나기 시작한 것이다. 대출금리가 갑자기 높아지는 대출 상환구조 자체가 이미 부실대출을 양산하도록 설계되었다고 한다면, 서브프라임 모기지 대출이 확대된 2004년을 기준으로 금융위기는 이미 예견되어 있었던 것이다. 단지 그 규모가 어느 정도 될 것인지가 문제였던 것이다.

그림 2-3. 미국 6개월 LIBOR 금리



자료: Bloomberg.

정부 산하 주택금융기관도 미국 주택시장의 부실대출을 키우는 데 일조했다. 미국 양대 모기지업체인 패니메이(Fennie Mae)와 프레디맥(Freddie Mac)이 모기지 채권을 증권화하여 주택저당채권(MBS: Mortgage Backed Securities)을 발행하고, 그 MBS를 담보로 또 다시 부채담보부증권(CDO: Collateral Debt Obligations)을 발행하는 과정에서 여러 문제점이 내포되었다. 모기지 채권의 증권화 과정이 어떻게 서브프라임 위기를 촉발시켰는지에 대한 인과관계는 다음 절에서 구체적으로 설명하기로 한다. 지금까지 살펴본 바와 같이 이번 위기는 미국 주택시장에 여러 가지 문제가 수년간 축적되고, 그렇게 쌓인 문제점들이 서서히 수면 위로 떠올라 결국 복병의 실체가 드러난 결과이다. 주택가격 상승에 대한 기대감, 주택매매의 증가, FRB의 초저금리 통화정책, 금융기관의 주택대출 확대 등이 미국 주택시장, 나아가 전 세계 금융시장에 전대미문의 경제침체로 이어지리라고 예상할 수 있는 이는 결코 많지 않았다.

나. 증권화

최근 글로벌 금융위기를 촉발한 가장 큰 원인이자 그동안 발생한 금융위기와 차별된 가장 큰 원인은 바로 증권화(Securitization)이다. 앞서 언급한 바와 같이 서브프라임 모기지는 주로 MBS로 증권화되었고, 이 증권은 다시 다른 모기지 채권들과 묶여 CDO의 형태로 재증권화되는 과정을 거치게 된다. 증권화를 위해 여러 이질적인 채권을 묶는 단계에서 불량채권들이 우량채권과 함께 섞이게 되었고, 게다가 증권화를 거친 자산들이 MBIA나 암박(Ambac)과 같은 채권보증업체에 의해 보증됨으로써 실제 신용도에 맞지 않는 높은 신용등급을 부여받았다. Dowd(2008)는 미국정부가 내 집 마련의 기회를 신용등급이 낮은 저소득계층에까지 확대하기 위해 패니메이와 프레디맥과 같은 정부후원기업(GSEs: Govenment-Sponsored Enterprises)

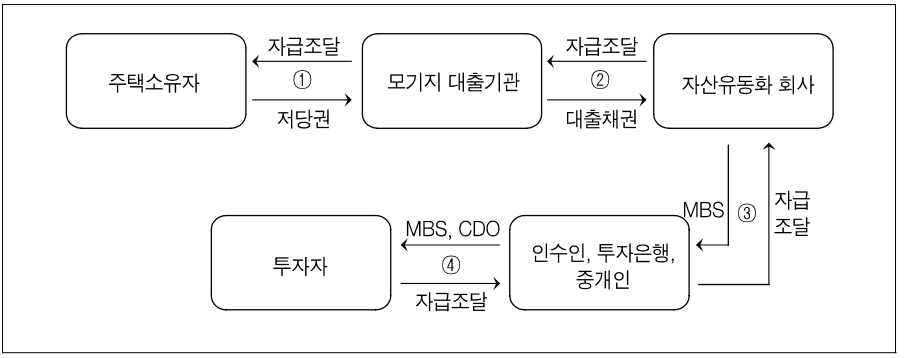
을 설립하여 정부보증을 서주고 자금조달에 상당한 이점을 부여함으로써 모럴해저드가 팽배하게 되었음을 지적하였다. 주택시장에 대한 그릇된(misguided) 정부의 개입이 주택시장에 버블을 만들어 서브프라임 사태를 촉발했다고 주장한다.

Keys *et al.*(2008)은 증권화 과정에서 금융기관들이 차입자들의 신용을 꼼꼼히 점검할 유인이 줄어들어 서브프라임 부실채권이 증권화를 통해 확산될 수 있었다고 지적한다. 패니메이와 프레디맥이 차입자의 신용을 평가하기 위한 기준으로서, 이른바 FICO라 하는 'rule of thumb(주먹구구식 평가방법)'을 마련하여, FICO 620 이상의 점수를 얻은 차입자의 대출은 증권화에 용이하나 그 이하의 점수를 받은 차입자의 대출은 증권화에 적합하지 않으므로, 증권화를 하기 위해서는 더 세밀하게 검토(screening)해야 한다는 가이드라인을 제시하였다. 그러나 결과적으로 부도율은 FICO 620 이상의 점수를 얻은 자의 대출을 이용한 증권이 평균(5%)에 비해 10~15% 더 높게 나타났다. FICO 득점이 620 이상이라면 아무 거리낌 없이 대출자와 신용평가사에 의해 높은 신용등급을 부여받고, 다시 높은 신용등급을 바탕으로 재증권화 과정을 거치게 됨으로써 신용평가과정을 쉽게 통과하기 때문에, 오히려 부실위험이 제거될 기회를 박탈당한다고 주장한다.

서브프라임 모기지가 MBS, CDO, CDS의 형태로 증권화되는 과정을 살펴보면 부실위험이 어떻게 배가되어 미국경제와 세계경제를 흔들어 놓았는지 이해할 수 있다. [그림 2-4]는 서브프라임 모기지의 증권화 과정을 간단하게 설명하고 있다.

주택 소유자가 모기지 대출기관으로부터 대출을 받으면(①), 모기지 대출기관은 대출채권을 당사에서 보유 및 관리하지 않고 이를 자산유동화 회사에 판매하게 된다(②). 금번 서브프라임 사태와 직접적으로 관련되었던 주요 자산유동화 회사에는 지니메이(Ginnie Mae)와 같은 정부기관, 패니메이(Fannie Mae)와 프레디맥(Freddie Mac)과 같은 정부지원기관 및 컨트리와이드 파이낸셜(Countrywide Financial), 리먼 브라더스(Lehman Brothers), 웰스파고(Wells Fargo)와 같은 일반 금융기관이

그림 2-4. 모기지 대출의 증권화 과정



주: MBS: 부동산담보부채권(Mortgage-Backed Securitization), CDO: 저당담보부증권(Collateralized Mortgage Obligations).
자료: Rosen(2007)에서 재인용.

존재하였다. 이 기관들에서 이른바 모기지에 대한 증권화가 시작된다.

증권화란 부동산과 같은 자산이나 채권들을 모으고 분류해 쉽게 거래할 수 있도록 양도 가능한 증권으로 바꾸는 금융절차를 말한다. 모기지의 경우에는 증권화 과정을 통해 부동산담보부채권(MBS)으로 전환된다(③).

2006년을 기준으로 전체 MBS의 40%를 발행한 국책모기지회사인 패니메이와 프레디맥은 모지기 대출기관으로부터 컨포밍모기지(Conforming Mortgage) – 일정한 융자기준과 주택담보인정비율(LTV: Loan-to-Value)을 충족시키면서 대출한도를 초과하지 않는 즉 요건에 부합한(conform) 모기지 – 를 구매하여 MBS를 발행한다. 그러나 실제 운용과정에서는 앞서 설명된 주먹구구식 신용평가 기준을 적용함으로써 부실화의 원인을 제공하게 된다.

그 외 56%의 MBS는 민간 금융기관에 의해 발행된 것으로 이는 프라임론(Prime loan), 서브프라임론(Subprime loan) 혹은 Alt-A론을 담보로 한다. 모기지 관련 부실화의 원인은 바로 이 서브프라임과 Alt-A 부문에서 비롯되었다. 모기지 상품 판매과정에서 무서류 대출이 이루어지거나, 주택가격의 100%에 해당하는 액수까지

대출을 제공하고 심지어 대출 관련 수수료까지 빌려주는 등 방만한 영업이 상당 기간 지속되었다. 이러한 서브프라임 혹은 Alt-A 모기지 대출에 의해 담보된 MBS 비율은 급격히 증가하여 1996년에는 민간 금융기관에서 발행된 전체 MBS 가운데 47%를 차지하다가 2006년에는 71%에 달한다(Rosen 2007).

MBS는 다시 타 금융상품들과 함께 결합되어 저당담보부증권(CDO: Collateralized Debt Obligation) 등의 형태로 재증권화 투자자들에게 판매된다(④). 이를 구매한 투자자들은 그들이 발행한 또 다른 증권에 대한 담보로 이를 활용한다. 이러한 일련의 과정이 반복되면서 최종 투자자와 최초 대출채권 발행자 사이에는 복잡하게 얽힌 수많은 관계자 및 관련 기관이 존재하게 되는 것이다.

이와 같이 증권화로 인하여 최종 투자자와 최초 대출채권 발행자 사이에 간극이 커지게 되므로, 결과적으로 모기지 대출기관은 낮은 신용등급의 저소득층에 대한 신용위험을 투자자에게 전가시킬 수 있었다. 또한 파생금융상품 설계의 구조적 한계로 인하여 계약 체결 이후 자유롭게 제3자에게 판매가 가능하므로 채권·채무 관계가 불투명해지고, 거래당사자 중에는 부도 발생시 중앙은행의 보호를 받을 수 없는 주체가 존재할 가능성도 높아지게 된 것이다.

이렇게 구조화된 채권에 내재된 위험 외에 신용평가기관의 평가시스템 및 방법상의 문제로 인하여 금융위기가 더욱 심화된 측면도 있다. 신용평가기관은 기본적으로 투자자들이 아닌 금융상품 발행자들로부터 재정적 원천을 제공받게 되어 있으므로 의견 개진에 있어 이해관계의 충돌을 겪게 된다(Axhcraft and Schuermann 2008). 또한 신용평가기관이 객관성을 유지하고자 노력한다고 해도 금융상품의 복잡성이 심화됨에 따라 신용평가 결과에 오류가 발생하지 않을 수 없는 것이 현실이다. 반면 투자자 입장에서도 신용평가기관이 공표한 신용평가모델의 적합성에 대해서 면밀하게 검토하기에는 개별적 한계를 가지게 되므로 이 모든 정황적 요인이 서브프라임 모기지에서 촉발된 금융위기를 사전방지하는 데에는 역부족이었다고 분석된다.

다. 글로벌 불균형

미국 주택시장에 버블이 발생한 것에 대해 이른바 글로벌 불균형이 근본적인 문제로 지적되곤 한다. 국가간 저축과 투자의 불균형에서 비롯된 글로벌 불균형이 최근 금융위기를 초래한 주요한 원인이라는 것이다.

[그림 2-5]에서 알 수 있듯이 미국은 1990년대 말부터 경상수지 악화가 급속하게 진행되었다. 경상수지 적자가 확대된 것은 1990년대 미국경기가 확장 국면으로 들어서면서 미국경제에 대한 낙관적인 기대가 형성되자 주식가격이 크게 오르고 소비와 투자가 크게 늘어나 가계의 저축률이 하락하고 수입이 늘어났기 때문이다.

미국의 소비 위주 경제성장은 2000년대 일본과 유럽의 대미 수출을 촉진시켜 이 국가들의 국민저축과 무역수지를 큰 폭으로 개선시켰다. 동아시아 지역에서도 저축률과 무역수지 흑자가 증가했다. 동아시아 국가들은 1990년대 후반 외환위기를 겪은 후 외환시장의 안정을 위해서는 외환보유액을 충분히 확보해둘 필요성이

그림 2-5. 미국의 경상수지 추이

(단위: 억 달러)



자료: Bloomberg.

있음을 깨닫고, 수출확대를 통해 경상수지 흑자를 유지하도록 노력했다. 2002년 이후에는 에너지안보 우려가 증대되고 석유수요 증대로 유가가 크게 상승하면서, 중동 지역의 산유국들이 막대한 무역수지 흑자를 달성하였다.

축적된 동아시아 및 중동 국가들의 잉여저축과 유럽과 일본의 투자자본이 안전자산을 찾아 미국의 자산시장으로 대거 유입되었다. 이에 대해 조종화 외(2008)는 저축과다국가의 무역수지 흑자가 미국의 자본수지에 미치는 영향을 VAR 충격반응분석과 분산분해분석을 이용하여, 2003년 이후 저축과다국가의 무역수지가 커질 경우 미국의 자본수지가 늘어나는 경향이 있음을 검증하였다. 미국이 막대한 무역수지 적자를 기록하면서도 유지될 수 있었던 이유이다.

서브프라임 사태 이전 글로벌 불균형에 대한 논의는 주로 미국의 과다한 경상수지 적자 상태가 계속될 수 있느냐 하는 우려에서 시작하여, 이러한 상태가 지속될

표 2-1. 주요국의 경상수지 현황

(단위: %, GDP 대비 비율)

		1990~94	1995~99	2000~04	2005	2006	2007	2008
미국		-1.0	-2.0	-4.5	-5.9	-6.0	-5.3	-4.7
유럽	독일	-0.4	-0.8	1.4	5.1	6.1	7.5	6.4
	러시아	0.9	3.5	11.2	11.0	9.5	5.9	6.1
	영국	-2.1	-1.0	-2.0	-2.6	-3.4	-2.9	-1.7
	프랑스	0.0	2.0	1.3	-0.6	-0.6	-1.0	-1.6
동아시아	말레이시아	-5.2	1.8	9.8	15.0	16.7	15.4	17.4
	일본	2.4	2.3	2.9	3.6	3.9	4.8	3.2
	중국	1.4	1.9	2.4	7.2	9.5	11.0	10.0
	한국	-1.0	1.2	2.1	1.8	0.6	0.6	-0.7
	필리핀	-4.0	-2.8	-0.7	2.0	4.5	4.9	2.5
중동	사우디아라비아	-11.7	-2.4	10.6	28.7	27.9	25.1	28.9
	아랍에미리트	8.3	4.6	9.9	18.0	22.6	16.1	15.8

주: (-)는 적자를 나타낸다.

자료: IMF, World Economic Outlook Database.

경우 급격한 환율변동 및 금리 급등과 같은 부작용이 발생해 미국경제와 세계경제가 타격을 입게 될 것이라는 비관론으로 확대되었다(Edwards 2004; Feldstein 2008; Obstfeld and Rogoff 2005).

반면 Dooley *et al.*(2009)는 글로벌 저축과잉상황과 미국 내로의 자본유입이 현재의 금융위기를 초래했다는 의견을 정면으로 반박하고 있다. 경제위기가 발생한 것은 사실이나, 최근 금융위기는 수익률을 높이기 위하여 부정직하고 무분별한 노력을 기울였던 금융시스템에서 비롯되었다고 설명한다. 감독과 규제의 부족으로 인하여 금융시스템 내의 부정직한 집단들이 전통적인 뱅킹시스템에서 레버리지를 높였으며 자산가치를 급락시켜 시스템 전반의 부실화를 가져왔다는 것이다.

글로벌 불균형으로 인해 위기가 발생했다고 주장하는 편에서는 금융위기가 글로벌 저축을 미국이 아닌 다른 곳으로 이전시키는 동인이 될 것이라 말하면서, 이는 미국의 실질이자율을 상승시키는 동시에 자산가격을 떨어뜨리며 미국 달러화의 실제 가치를 떨어뜨리게 될 것이라고 전망한 바 있지만, 이는 모두 실현되지 않았다고 설명하고 있다.

Dooley *et al.*은 금번 위기사태가 리스크 관리의 실패에서 비롯되었음에도 불구하고, 대부분은 외국자본의 유입이 경제위기와 긴밀하게 관계가 있다는 인식을 바탕으로 여전히 글로벌 불균형에 대해서만 비판하고 있다고 말한다. Dooley *et al.*은 이에 대해 반대의견을 나타내는데, 금융기관에서 훨씬 더 큰 규모의 국내예금을 관리하는 데에는 아무런 문제가 없었음에도 불구하고, GDP 5%에 불과한 외국예금의 유입이 무분별한 대출과 부정을 야기했다는 주장은 부조리한 것이라고 말한다. 이러한 방식으로 Dooley *et al.*은 글로벌 불균형이 항상 위기를 초래한다는 의견에 반대하고, 글로벌 불균형과 금융위기 간의 상관관계는 불확실하다고 본다.

한편 Caballero and Krishnamurthy(2009)는 최근 발생한 글로벌 금융위기는 글로벌 불균형 자체 때문에 초래된 문제가 아닌 안전자산의 부족이 위기를 양산하였

다는 시각으로 문제에 접근하였다. Caballero and Krishnamurthy(2009)는 글로벌 불균형상태에서 미국으로 유입되는 외국투자자들의 수요행태와 레버리지가 결합하여 이번 금융위기를 초래하였다고 주장한다. 미국과 이머징마켓 국가로 유입되는 자본의 성격이 서로 다름을 들어, 미국으로 유입되는 외국자본들은 투기적 성향을 지니지 않은 안전자산 중심의 투자를 선호하는 반면, 이머징마켓으로 유입되는 자본들은 높은 수익률을 선호하는 위험선호 투자성향을 지닌다고 설명한다. 외국투자자들에게 안전자산을 판매하는 과정에서 미국 금융기관들은 높은 해외수요를 충족시키기 위해 더 많은 레버리지를 이용하게 된다. 더 많은 차입과 증권화를 거치면서 '위험자산'이 '안전자산'으로 둔갑되어 해외수요를 충족시키게 된다. 미국 안전자산에 대한 수요가 증가할수록 더 많은 위험자산이 안전자산으로 포장되어 전 세계로 퍼져나가게 되며 결국 글로벌 금융위기를 일으키는 원인이 되었다고 주장한다.

한편 Shin(2009)은 이와는 다소 다른 관점을 제시하였다. Caballero and Krishnamurthy와 같이 '수요견인(demand-pull)' 측면에서 분석하기보다는 '공급견인(supply-pull)' 측면에서 분석하였다. Shin은 안전자산을 원하는 외국인투자자들이 왜 사기업에서 발행한 증권 – 사기업 증권은 서브프라임 모기지로부터 조성됨 – 에 많은 돈을 투자하는지 이해하기 힘들다고 말하면서, 경상수지 적자를 이해하기 위해서는 Caballero and Krishnamurthy가 주장한 수요견인이론에 덧붙여, 공급견인 측면에 대해서도 반드시 살펴볼 필요가 있다고 주장한다.

공급견인 관점에서 모기지는 미국 경상수지 적자를 심화시키는 데 기여하였다. 모기지 부문에서의 악화된 재무실적은 새로운 차입자를 찾고자 하는 필요성을 인식시켰고, 은행들은 대출기준을 완화하여 서브프라임을 대상으로도 대출을 허용하기에 이르렀다. Shin은 공기가 가득찬 풍선에 비유하여 상황을 설명한다. 풍선은 새로운 자산으로 가득 채워지게 되지만, 풍선이 점점 팽창될수록 그것을 채울 더 많은 자산을 요구하게 되는 것이다. 이러한 공급견인 관점은 금융기관들로 하여금

서브프라임을 포함한 대출고객을 더 많이 확보하도록 하고, 외국인투자자들은 서브프라임 모기지에 기반한 자산을 점점 더 많이 보유하게 되었다는 논리다. Shin의 주장은 Caballero and Krishnamurthy의 주장을 반박하기보다는 수요견인 관점을 공급견인 관점을 통해 보다 완결성 있게 보완하는 데 초점을 두었다.

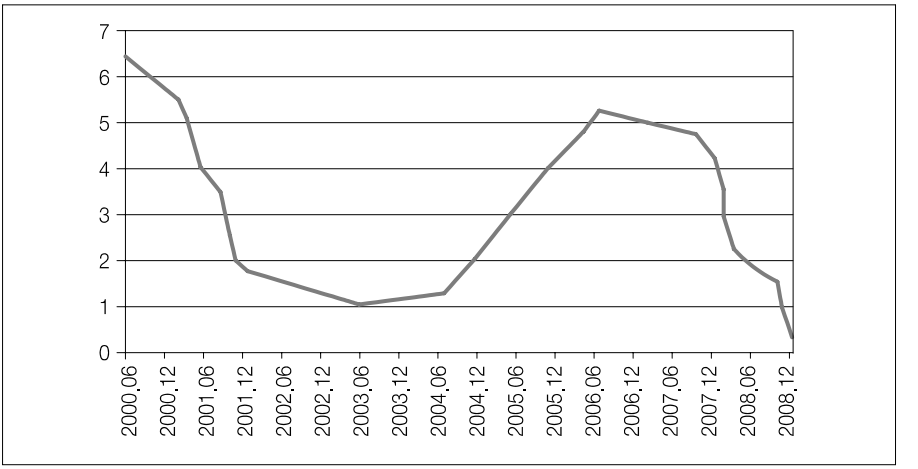
2. 미국 금융위기의 전개과정

가. 금융위기의 발단

미국 금융위기는 주택시장의 버블이 붕괴되면서 촉발되었다. 1990년대 말부터 급속하게 상승하던 주택가격이 2006년 6월 고점에 도달한 이후 빠르게 하락세로 반전했다. 주택가격이 하락한 데에는 미국 통화정책의 영향이 컸다.

그림 2-6. 미국의 정책금리 추이

(단위: %)



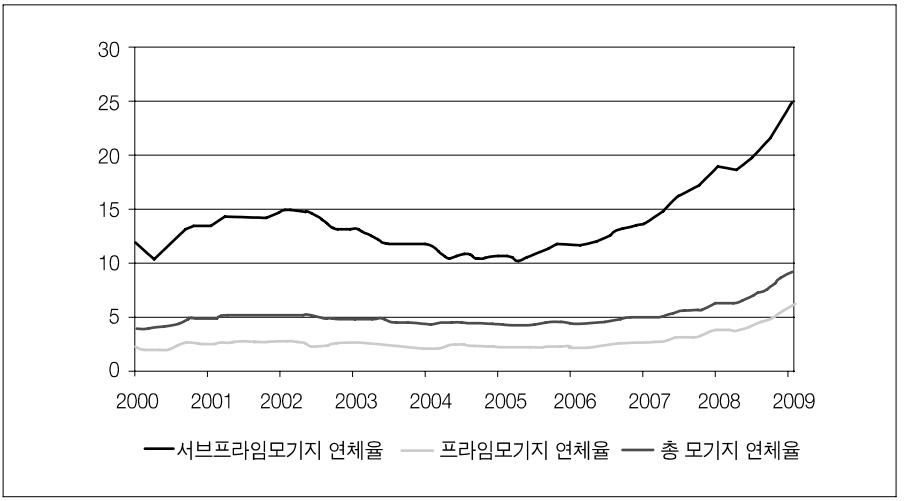
자료: Bloomberg.

IT 버블붕괴로 인한 경기침체를 극복하기 위해 초저금리정책을 단행하였던 미국 FRB는 2004년 경제가 회복세로 전환되자 유동성 과잉문제를 해소하고 인플레이션 우려를 불식시키기 위해 2004년부터 정책금리를 단계적으로 인상하였다. 2003년 6월 1%까지 내려갔던 미국의 정책금리는 2004년 중반부터 본격적으로 인상되기 시작하여 2006년 6월 5.25%까지 크게 상승했다.

문제는 이러한 금리인상이 모기지대출금리의 상승으로 이어지면서 발생했다. 모기지대출금리의 인상으로 주택대출금 상환부담이 증가해 연체율이 급증하고, 대출금을 갚지 못해 집을 압류처분 당하는 대출자들이 급증했다. 특히 정책금리가 높았던 2006년도에 서브프라임 모기지 연체율이 급증하기 시작했으며, 같은 해 6월을 기점으로 주택가격이 하락세로 반전했다. 그러나 미국 신규주택판매와 중고주택판매에 따르면 2005년 중순부터 이미 판매건수가 줄어들고 있었음을 확인할 수 있다. 또한 2005년 8월, 미국 주식시장에서 건설업 지수가 큰 폭으로 떨어지기 시작했다.

그림 2-7. 미국 모기지 연체율

(단위: %)



자료: Bloomberg.

높은 금리로 주택수요가 줄자 주택가격 상승세가 멈추었고, 높은 금리를 감당하지 못하는 대출자들이 급매물을 내놓으면서 주택가격이 하락세로 반전하였으며 미래 주택가격에 대한 낙관적인 전망이 불안으로 바뀌면서 주택가격은 더욱 크게 하락했다. 결국 서브프라임 모기지 연체율이 급증함에 따라, MBS, CDO 등의 파생금융상품의 시장가치가 하락했고, 이에 투자했던 대형 금융기관들의 손실이 급증하여 신용경색이 심화되자 미국의 금융위기가 급속도로 세계 금융시장으로 확산되었다.

나. 금융위기의 전개

2006년 서브프라임 모기지 연체율의 증가로 주택버블 붕괴의 조짐을 보이는 일련의 사건들이 발생했다. 연체율의 증가가 금융기관의 부실로 이어져 회사를 매각하거나 영업중단, 또는 파산신청을 하는 모기지 업체가 크게 늘어났다. 이에 미국 최대 고급주택 건설업체인 톨 브라더스가 2006년 8월 주택가격이 최고치를 구가하고 있던 시점에서 이례적으로 미국 주택판매에 대한 전망을 낮춰 발표했다. 주택의 과잉공급과 심리악화로 주택시장의 거품이 곧 가라앉을 것이라는 부정적인 전망을 내놓았다. 2007년 2월 톨 브라더스는 2007년 실적에 대해서도 또 다시 하향 조정 발표를 함으로써 주택버블 붕괴에 경종을 울리고 나섰다.

한편 2007년 2월 8일 전 세계 시가총액 3위를 자랑하는 우량은행인 HSBC가 서브프라임 모기지 관련 부실채권에서 105억 6,000만 달러에 달하는 손실을 입었다고 발표하자, 서브프라임 사태가 본격적으로 촉발되었다. HSBC는 2006년 4분기 주택가격이 하락하고, 2005~06년 초까지 10~11%대를 기록하던 서브프라임 모기지 연체율이 2006년 말 13%대로 오름에 따라 부실채권이 증가했다고 밝혔다.

이어서 미국 주택대출 전문 은행인 오닛 모기지 솔루션(Ownit Mortgage Solution Inc.)이 파산보고 신청을 제기했고, 2007년 3월에는 미국 2위 서브프라임 모기지

대출회사인 뉴센추리 파이낸셜(New Century Financial) 또한 파산을 선언했다. 집값이 오를 것으로 예상하고 주택대출을 받았으나 주택가격은 이미 하락세로 돌아선 후였으며, 고금리를 감당하지 못하는 개인대출자들이 주택대출을 받은 지 단 몇 개월 만에 모기지를 제대로 상환하지 못하는 사태가 급증한 데 따른 결과였다.

2007년 7월에는 미국 5대 투자은행 중 하나인 베어스턴스(Bear Stearns)가 헤지펀드 두 개에 대해 파산보호를 신청하면서 서브프라임 사태가 가시화되기 시작했다. 베어스턴스가 직접 운영하는 두 개의 헤지펀드는 서브프라임 모기지의 증권화 상품에 주로 투자하고 있었는데 대규모 투자손실로 파산위기에 몰린 것이다. 같은 해 7월 미국 최대 모기지 업체인 컨트리와이드 파이낸셜(Countrywide Financial)도 파산위기에 직면하고, 8월에는 미국 10위 모기지업체인 아메리칸 홈 모기지 인베스트먼트(AHMI)가 파산보호를 신청했다. 이어 유럽 6대 투자은행인 BNP 파리바가 서브프라임 모기지 관련 자산유동화증권(ABS)에 주로 투자한 세 개 펀드에 대한 환매와 가치산정을 일시 중단한다고 발표하였고, 영국 5위 모기지 은행인 노던록(Northern Rock)이 파산위기에 처했다는 소식이 전해지면서, 서브프라임 사태가 미국에서 유럽으로 확산되었음이 드러났다.

이내 서브프라임 모기지 대출채권을 유동화한 MBS, CDO 등의 가격이 폭락했다. CDO는 유동성이 거의 없어 거래규모가 크게 축소되었고, 그 가치는 폭락했다. 2007년 10월부터는 주요 투자은행들의 실적부진 결과로 주가가 폭락했다. CDO를 보유한 메릴린치, 씨티그룹, UBS과 같은 글로벌 투자은행의 대규모 자산상각이 불가피했기 때문이다.[1)]

투자은행들의 손실은 이들의 자회사인 구조화투자기관(SIV: Structured Inves-

1) *Wall Street Journal*(2008년 1월 18일자)에 따르면 서브프라임 위기로 발생한 자산상각이 메릴린치는 224억 달러, 씨티그룹은 199억 달러, UBS는 144억 달러, 모건스탠리는 94억 달러, HSBC는 75억 달러에 달하는 것으로 나타났다.

tment Vehicle)을 통해 연쇄적으로 파급되었다. 구조화투자기관은 장단기 금리차를 이용해 고수익을 올리는 것을 목적으로 투자은행들이 출자하여 설립한 회사이다. 자산담보부기업어음(ABCP)을 발행해 단기자금을 조달하여 CDO 등 모기지 증권과 같은 고수익 장기채권에 투자한다. 이때 매입한 CDO를 담보로 또 ABCP를 발행하고 이를 다시 CDO에 투자하기를 반복하여 레버리지를 높여간다. 문제는 집값이 하락하고 모기지 연체율이 급증하자 구조화투자기관이 투자한 CDO에 손실이 발생했으며, 이로 인해 CDO를 담보로 한 ABCP의 발행이 어려워지자 ABCP 금리가 급등하고 만기연장에도 문제가 발생했다. 자금조달에 문제가 생기면서 은행들이 유동성 문제에 봉착하게 된 것이다.

구조화투자기관의 보유자산 부실화 문제 외에도 손실규모가 정확히 파악되지 않는 불확실성이 증대되었다. 신용평가회사인 무디스(Moody's)는 2007년 9월 SIV 6개사의 채권에 대해 신용등급을 하향 경고하고, 이어 12월에도 SIV 발행채권 1,190억 달러에 대해서도 신용등급을 하향 경고하였다.

2008년 들어서도 서브프라임 모기지의 부실 여파는 계속되었다. 이제는 미 채권보증업체(모노라인)의 신용등급이 강등되어 신용경색이 확대되었다. 미국의 채권보증업체는 자신들의 높은 신용등급을 바탕으로 MBS, CDO 등 구조화 채권에 대한 신용보증을 제공한다. 그러나 서브프라임 모기지의 여파로 구조화 채권에 대한 손실이 급증하면서 이 채권보증업체들의 신용등급이 하향 조정된 것이다. 2008년 1월 18일 영국의 신용평가기관인 피치(Fitch)는 암박(Ambac)의 신용등급을 'AAA'에서 'AA'로 하향 조정하였으며, 무디스(Moody's)도 미 채권보증업체인 FGIC에 대한 신용등급을 기존 'AAA'에서 'Aaa'로 6단계 강등시켰다. 이후로도 세계 3대 신용평가기관인 무디스, 피치, S&P는 모두 미국 채권보증업체의 신용등급을 더욱 하향 조정했다. 채권보증업체의 신용등급 하향 조정은 보증상품의 가치하락, 신용시장 전반의 신용경색 심화, 그리고 경기침체로 이어지는 파급과정을 증폭시킨 도

화선이 되었다.

채권보증업체의 부실은 CDS(Credit Default Swap) 시장으로 전이되었다. 채권보증업체는 채권보증업무 외에 CDS 시장에도 참여하여 왔는데 자금사정이 악화되자 CDS 손실이 확대될 것을 우려해 이 채권보증업체들의 CDS 프리미엄이 크게 상승했다.

그 이후 서브프라임 모기지 사태는 잠시 소강상태로 접어든 듯하였으나, 이후 미국 모기지 보증업체 페니메이(Fannie Mae)와 프레디맥(Freddie Mac)의 유동성 위기가 불거지면서 다시 금융시장의 불안이 증폭되었다. 패니메이와 프레디맥은 일종의 정부보증기업(GSE)으로 모기지 대출업체들에 대한 자금융자를 담당한다. 두 회사가 직접 매입하거나 보증한 채권규모는 5조 3,000억 달러에 달해 미국 모기지 시장 12조 달러의 절반 가량을 차지한다. 미국 모기지시장의 원활한 운영을 위해 대출업체들에 자금을 융통해주는 역할을 해오면서 주택시장을 지탱해왔으나, 서브프라임 사태로 인한 부채 급증으로 파산위기에 처해진 것이다. 미국 주가지수는 폭락했으며, 채권시장에서도 불안이 가중됐다. 그러나 2008년 9월 7일 미국정부는 패니메이와 프레디맥에 각각 1,000억 달러씩의 공적자금을 투입하고 국유화시키기로 결정함에 따라 두 회사가 직접 조달하거나 보증한 채무는 명시적으로 보증될 수 있는 길이 열리게 되었다.

그러나 그 후 일주일이 지난 2008년 9월 15일 미국 4위 투자은행인 리먼 브라더스(Lehman Brothers)가 파산보호 신청을 하고, 곧 이어 미국 2위 투자은행인 메릴린치(Merril Lynch)가 BOA(Bank of America)에 매각되었으며, 미국 최대 보험사인 AIG(American International Group)도 유동성 위기에 직면하게 되었다. 대형 금융기관들의 부실과 파산으로 미국 증시와 글로벌 증시가 다시 폭락하였다. 리만 브라더스 사태로 추가적인 파산 우려가 증폭되면서 국제금융시장의 불안이 크게 증가하였다. 이로써 미국 부동산시장에서 발생한 서브프라임 사태는 국제금융시장에 신용경색을 심화시켰다.

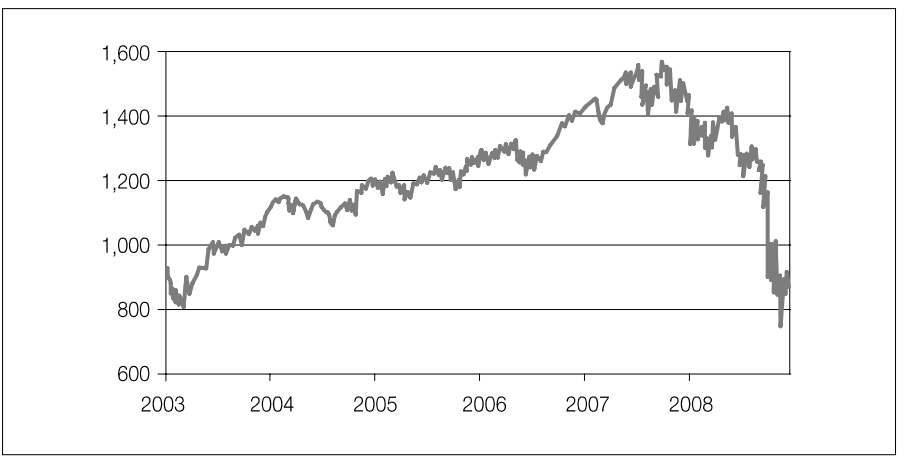
다. 금융위기의 실물경제 파급효과

미국 금융시장의 혼란은 실물경제에도 전이되었다. 2003년 이후 꾸준한 상승세를 이어오던 미국 주식시장이 2007년 10월 고점을 찍고 급속도로 하락하였다. 큰 폭의 주가하락은 소비와 투자의 급감을 가져와 2008년 3분기에는 미국 실물경제가 본격적인 침체기에 진입하였다. 미국 실질 GDP 성장률은 2008년 1분기에 -0.7%를 보인 이후 2분기에는 다시 플러스로 전환하였으나, 3분기 -2.7%를 기록한 데 이어, 4분기에는 -5.4%, 2009년 1분기에는 -6.4%를 기록하면서 하락폭이 심화되었다.

큰 폭의 주가하락은 미국 개인소비 지출과 산업생산을 위축시켜, 미국 소비자신뢰지수는 2008년 7월 38.8로 크게 악화되었다. ISM 제조업지수는 2008년 1월 이후 50 이하를 기록하기 시작하여, 그 수치도 계속해서 하락하는 모습을 보였다. 이와 같은 소비 및 생산의 위축은 고용감소로 이어져 실업률이 크게 증가했다.

미국 대형 금융기관들의 부실과 파산은 제조업과 내수산업의 침체로 확산되었

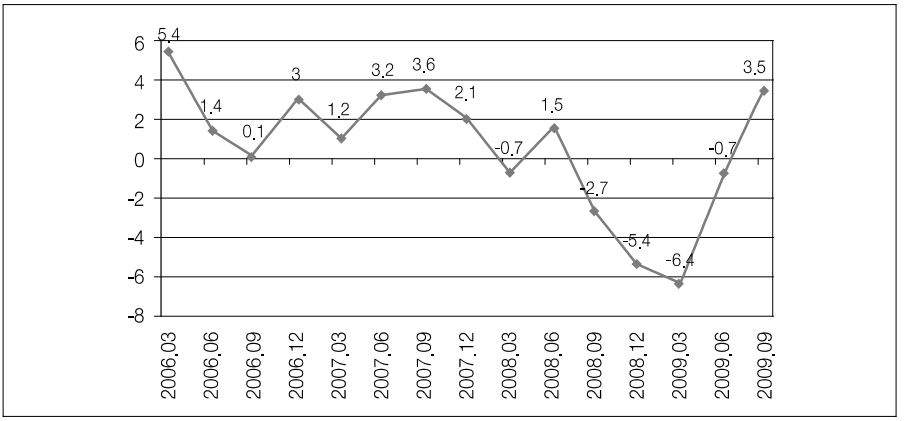
그림 2-8. 미국 S&P 500 추이



자료: Bloomberg.

그림 2-9. 미국 실질 GDP 성장률

(단위: %, 전분기대비)



자료: 국제금융센터.

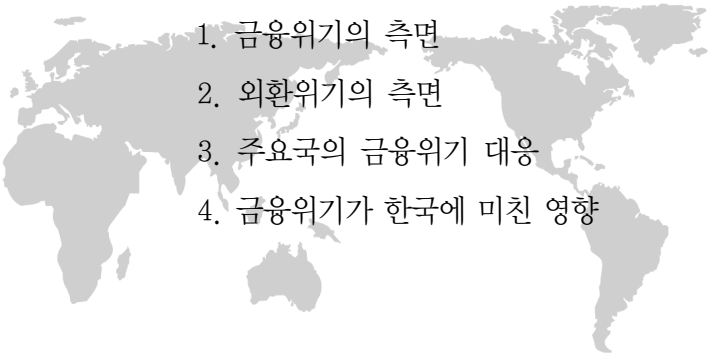
표 2-2. 미국 경제지표

		ISM 제조업 지수	실업률(%)	산업생산 (M/M, %)	개인소비 지출 (M/M, %)	소비자 신뢰지수	경기동행 지수	경기선행 지수
2008년	1월	50.7	4.9	0.2	0.3	62.8	106.9	102.1
	2월	48.8	4.8	-0.3	0.7	58.1	106.8	102.0
	3월	49.0	5.1	-0.2	0.5	51.0	106.4	102.1
	4월	48.6	5.0	-0.6	-0.1	51.9	106.2	101.4
	5월	49.3	5.5	-0.3	-0.2	58.5	105.8	100.6
	6월	49.5	5.6	-0.2	-0.4	61.4	104.6	100.6
	7월	49.5	5.8	-0.1	-1.2	38.8	104.8	99.6
	8월	49.3	6.2	-1.1	-1.0	44.7	104.1	99.0
	9월	43.4	6.2	-4.0	-1.2	38.6	103.4	98.9
	10월	38.7	6.6	1.3	0.8	37.4	102.5	98.6
	11월	36.6	6.8	-1.3	0.4	25.3	101.8	98.2
	12월	32.9	7.2	-2.3	-0.3	26.9	101.0	97.9
2009년	1월	35.6	7.6	-2.2	-0.1	40.8	100.5	98.9
	2월	35.8	8.1	-0.8	0.1	54.8	100.1	100.2
	3월	36.3	8.5	-1.6	0.7	49.3	99.7	101.1
	4월	40.1	8.9	-0.6	0.2	47.4	99.8	102.1
	5월	42.8	9.4	-1.1	1.4	54.5	99.9	102.5
	6월	44.8	9.5	-0.4	-0.5	53.4	99.9	103.5

자료: 국제금융센터.

다. 미국을 대표하는 3대 자동차회사 가운데 크라이슬러(2009년 4월)와 GM(2009년 6월)이 차례로 파산보호 신청을 하였으며, 이는 관련 부품업체들에까지 충격을 주어 미국 대형 자동차부품 공급업체인 비스테온과 메탈다인도 파산보호 신청(2009년 5월)을 하였다. 이로써 미국 제조업부문에서 연쇄적인 실업사태가 발생하게 되었다. 미국의 고용시장은 계속 악화되어 2008년 말 미국 실업률은 7.2%에 달했으며 2009년 10월 결국 10%대를 기록하였다. 미국 실물경제의 위축은 빠르게 전 세계 경제로 확산되었다.

제3장
금융위기의 국제적 전파 및 대응



1. 금융위기의 측면
2. 외환위기의 측면
3. 주요국의 금융위기 대응
4. 금융위기가 한국에 미친 영향

본 장에서는 글로벌 금융위기의 국제적 전파과정을 금융위기와 외환위기의 측면에서 살펴보고, 위기대응 측면에서 주요국의 금융안정방안과 경기부양책을 간략히 정리한다. 그리고 미국발 금융위기가 한국 금융시장에 미친 영향과 금융위기 기간 동안 한·미 간 금융시장에서의 위험전이현상에 대해 실증분석을 통하여 살펴보고자 한다.

1. 금융위기의 측면

가. 금융위기의 국제적 전파과정

앞장에서 살펴본 바와 같이 미국의 서브프라임 모기지 부실 문제는 세계경제의 경상수지 불균형 또는 글로벌 불균형이 심화되면서 금융위기를 촉발하였다. 이후 금융위기는 점차 실물경제로 전이될 뿐 아니라, 신흥·개도국에서는 외환위기의 양상을 보이면서 글로벌 금융위기와 그에 대한 부작용도 더욱 심화되었다.

이러한 미국발 서브프라임 부실위기가 전 세계 금융위기로 확산되는 양상을 보이면서 EU, 영국, 캐나다, 호주, 동유럽 및 아시아 금융시장으로 그 충격이 확산되었다. 예를 들면 자회사를 통해 서브프라임 모기지 시장에 진출한 HSBC, 웰스파고(Wells Fargo) 등과 독일의 IKB 은행, 호주의 맥쿼리(MacQuarie) 은행, 프랑스의 비앤피 파리바(BNP Paribas) 은행 등의 외국은행들도 직접적인 영향을 받게 되었다.[2)]

2) 비어 스턴스(Bear Stearns), 리먼 브라더스(Lehman Brothers), 메릴 린치(Merrill Lynch), 골드만 삭스(Goldman Sachs) 등 투자은행들도 자체 혹은 자회사 형태의 헤지펀드를 통한 서브프라임 부실 확대와 헤지펀드 관련 매출 하락 전망 등으로 주가가 크게 하락했고, 자금조달비용이 급상승하면서 이들의 채권수익률 신용등급이 투자비적격 채권과 비슷한 수준까지 하락했다.

좀 더 구체적으로, 독일에서는 산업은행인 IKB와 일부 주정부은행(Sachsen, West LB)들이 자회사의 투자 부실로 유동성 위기를 맞았으며, 도이체 방크(Deutsche Bank)도 4,470억 달러 규모의 M&A 관련 대출 제공에 어려움을 겪게 되었다.

네덜란드에서는 투자은행인 NIBC의 투자손실로 인해 상반기 순이익(300만 유로)이 전년대비 98% 정도 감소하기도 했다. 호주에서는 버시스 캐피털(Bersis Capital)의 환매 중단 및 맥쿼리 포트레스(MacQuarie Fortress)도 3억 달러의 손실을 입었으며, 프랑스 최대 은행인 비앤피 파리바(BNP Paribas) 은행도 27.6억 유로에 해당하는 3개의 투자펀드에 대해 환매 중단을 선언했다.

영국에서는 자산순위 3위인 바클레이즈(Barclays)가 2008년 8월 중 두 번에 걸쳐 영란은행으로부터 대기성 여신을 지원받기도 하였으며, 7개의 헤지펀드가 파산하거나 환매 중단하였고, HSBC의 순익 감소 전망 발표와 함께 솔렌트 캐피털(Solent Capital)이 자금경색을 겪으면서 자산유동화에 직면하였다. 또한 노던 록(Northern Rock)의 파산위기로 영국 내 모기지 관련 금융부실문제가 가시화되었다.

한편 한국 등 아시아 국가에서는 해외투자자들이 유동성 확보를 위해 자금을 이탈하고 글로벌 투자기관과 미국 자산운용사들의 위험회피성향이 강화되면서 각국의 주가 및 국채 수익률이 급락하고 채권 발행 취소 및 연기 등으로 인해 금융시장이 약세를 나타냈다.

이러한 금융위기의 국제적 전파 경로를 Krugman(2008)은 국제금융승수(international financial multiplier)를 이용하여 설명하기도 한다. 즉 국제금융승수를 통해 금융충격이 세계적으로 퍼져나간다는 것이다. 한 국가에서의 자산가치 하락은 과다한 레버리지를 사용하는 기업의 대차대조표를 약화시키고, 또한 금융자산에 대한 수요 감소 및 자산가격 하락은 결국 여타 다른 나라에서의 자산 수요와 지출의 감소를 가져오게 되어 전 세계에 금융위기가 만연하게 된다는 것이다.

나. 글로벌 금융위기의 전개 양상

미국발 금융위기의 여파는 Fortis, Wachovia, Glitnir, Dexia 등 미국과 유럽 금융기관들의 파산 및 구제금융 신청 등으로 이어지면서 동아시아를 비롯한 전 세계로 확산되었다. 이는 신용위기의 단계를 지나 은행위기가 전개되는 양상으로 발전하였다. 이러한 은행부문의 위기는 신흥·개도국의 대외경제 및 금융환경을 크게 변화시켰다. 신용경색의 장기화에 따른 위험자산 회피성향 및 유동성 확보를 위한 디레버리징(deleveraging)으로 인해 선진국 금융기관들이 투자자금을 회수하는 과정에서 신흥·개도국들은 유동성 위기에 직면하게 된 것이다.

한편으로는 동유럽 국가들의 경상수지 적자와 채무불이행 위험이 높아지면서 유럽은행 전반의 부실화가 심각한 위험으로 부각되었다. 당시 동유럽 위기설이 어느 정도 진정된 후에도 발트 3국을 비롯해 거시경제가 취약한 상당수 동유럽 국가의 채무불이행 위험은 계속 유지되고 있었다. 1997~98년 동아시아 위기의 경우처럼, 어느 한 국가가 금융위기를 겪게 되고 이어서 위기가 동유럽 전체로 번지고 결국에는 서유럽에도 심각한 영향을 미칠 가능성이 높았다. 특히 해외 자금조달에 대한 의존도가 높고 통화불일치 문제가 심각한 국가들을 중심으로 대외여건이 악화되면서 금융시장이 위기에 처하게 된 것이다.

동아시아의 경우에는 동유럽 국가들에 비해 외국자본에 대한 의존도가 낮았고 상당한 양의 외환보유액을 축적했기 때문에 미국발 금융위기 직후에는 큰 영향을 받지 않는 것처럼 보였다. 그러나 금융위기가 글로벌한 양상을 띠면서 동아시아 신흥국의 위기 가능성도 점차 제기되었다.

1) 유럽으로의 전개 양상

유럽지역에서는 해외자본에 크게 의존했던 대부분의 유럽 신흥국가와 자국통화가 취약하고 위기시 유럽중앙은행(ECB)의 지원을 받기 어려운 비EU 국가들을 중심으로 위기가 전개되었다. 당시 세계 3대 신용평가사는 위기에 처한 유럽 신흥국가들의 신용등급을 일제히 하향 조정했으며, 루마니아의 경우 국가신용등급이 투자부적격 등급으로 떨어지기도 했다.

동유럽 국가들은 지난 수년간 유동성이 풍부한 국제금융시장에서 재원을 조달하는 방식의 성장전략을 구사했다. 실제로 당시 동유럽 국가 대부분의 대외채무가 GDP 대비 40%를 상회했다. 그러나 금융위기로 인해 해외 자금유입이 중단되고 자금유출이 심화되면서 동유럽 국가들은 심각한 위기에 직면하게 된 것이다. 국제결제은행(BIS)에 의하면 유럽 신흥국가들의 대외 채권·채무 포지션은 러시아를 제외하고는 모두 마이너스를 기록하고 있었으며, 특히 은행부문의 부실이 심각하여 국가부도위기에 몰렸던 아이슬란드의 대외채무는 GDP의 268%에 달하는 것으로 나타났다. 반면 2007년 기준으로 단기 대외부채대비 외환보유액의 비율은 러시아, 불가리아, 우크라이나가 100% 이상인 것을 제외하면, 대부분 국가의 외환보유액이 단기 대외부채 상환에도 미치지 못할 정도로 부족한 상태였다. 한편 이러한 신흥국들의 중앙은행은 지난 수년 동안 외환보유액 축적을 위해 노력한 반면, 기업 및 가계 등 민간부문에서는 외화대출을 크게 증가시켰다. 당시 Fitch는 헝가리 기업 및 가계 대출의 60% 이상을 유로나 스위스프랑 외화대출이 차지하고 있으며, 루마니아의 가계부문도 외화대출이 55% 이상을 차지하는 것으로 추정했다.

2009년 3월 중 동유럽 국가 중에서 에스토니아, 라트비아, 리투아니아 등 발틱 3국과 루마니아, 불가리아, 헝가리는 위기가 심화되면서 채무불이행 가능성이 제기되었다. 체코와 폴란드도 금융시장 불안이 지속되면서 주의를 요하는 국가군에 속하였다.

국제결제은행(BIS)에 따르면 2008년 1/4분기에 서유럽 각국 은행들의 동유럽 국가 내 채권규모는 오스트리아 2,700억 달러, 이탈리아와 독일 각각 2,000억 달러, 프랑스와 벨기에 각각 1,600억 달러에 이른다. 유럽연합(EU) 재무장관회의에서는 EU 은행들의 동유럽 손실위험 노출 정도가 1조 6,000억 달러 수준이라고 추정했다. 서유럽의 경우 금융부문에서는 동유럽에 대한 대출비중이 높고 경제규모가 작은 오스트리아, 스웨덴, 벨기에 등이 가장 큰 충격을 받을 가능성이 높았다. 더욱이 이 국가들은 채무불이행 위험이 높은 국가에 대한 대출비중이 높은 편이었다.

또한 동유럽 국가들의 외채에 대한 우려가 가장 심각하게 제기되었는데, 동유럽 국가들이 차입한 해외 은행차입금은 약 1조 8,000억 달러에 달했고 이 중 90% 이상이 서유럽 은행들로부터 차입한 것이었다. 대외부채상태가 가장 심각한 국가는 라트비아로 GDP 대비 134%에 달했으며, 헝가리와 에스토니아 등도 100%를 초과하고 있었다. 특히 외환보유액대비 단기외채 비율은 라트비아가 343%에 달했으며 에스토니아가 330%, 헝가리가 158%, 리투아니아가 135% 등으로 더욱 심각한 상태였다.

한편 동유럽 금융시장에 대한 불안감이 전 세계로 확산되면서 신흥국들을 중심으로 국제금융시장의 또 다른 위험요인으로 지적되었다. 헝가리, 라트비아 등은 2008년 10월 말 이후 유동성 부족으로 유럽중앙은행(ECB), 국제통화기금(IMF) 및 세계은행(World Bank)으로부터 구제금융을 지원받았으며, 에스토니아, 리투아니아 등 발틱 국가들과 루마니아, 불가리아 등 발칸 국가들도 구제금융 지원 요청을 하였다. 이로 인해 일각에서는 동유럽의 금융위기 심화가 서유럽으로 확산되어 또 다른 글로벌 금융위기의 불씨가 될 수도 있다는 우려를 제기하기도 했다. 이러한 상황에서 동유럽 금융시장은 급격한 불안정성을 보였는데, 이로 인한 자국화폐의 평가절하가 급격히 이루어졌으며 증시도 폭락을 거듭하였다.

동유럽 국가들은 체제전환과 EU 가입을 추진하는 과정에서 자국 내 금융시장을

표 3-1. 헝가리 금융시장에서 외국계 금융기관의 비중

은행 수(외국계 은행 수)	40(28)
외국계 은행의 자산비중	82.9%
GDP 대비 주식시장 시가총액 비율	34.1%

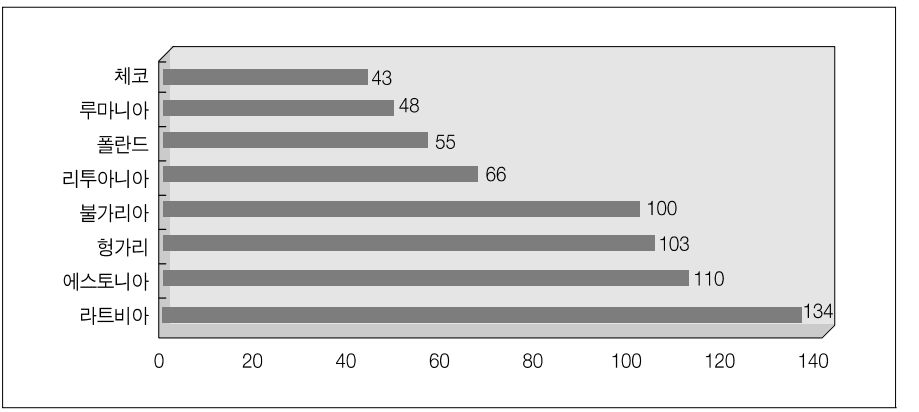
자료: EBRD(2007).

과도하게 개방했는데, 당시 동유럽에서 서유럽 은행들의 시장점유율이 평균적으로 80%에 달했다. 금융위기의 여파로 동유럽 국가들은 자국통화의 급격한 평가절하로 인해 해외차입금에 대한 부담이 더욱 가중되었다. 이와 함께 글로벌 신용경색과 동유럽 금융위기 심화로 금융시장의 위험이 커짐에 따라 만기연장이 어려워지고, 외환보유액을 초과하는 단기외채의 상환 압력 등 많은 어려움을 겪었다.

금융위기가 유럽지역으로 전이되면서 EU의 신규 회원국 중 헝가리와 발트 3국(에스토니아, 리투아니아, 라트비아)의 금융상황이 특히 불안한 모습을 보였다. 2008년 10월 28일 헝가리는 IMF, EU, 세계은행과 총 251억 달러의 구제금융안에 합의했다. [표 3-1]에 의하면 헝가리 금융산업에서 외국계 금융기관의 비중이 상대

그림 3-1. 동유럽 주요국의 대외부채 현황

(단위: GDP 대비 %)



자료: Fitch, 2007년 말 기준.

적으로 높게 나타나는데, 문제는 이렇게 헝가리에 진출한 외국계 은행들이 본국으로의 자금이탈을 시작한 것이었다. 그리고 수출의존도가 높은 발트 3국은 당시 경상수지 적자의 확대 및 주택가격 하락에 의한 역자산효과로 인해 내수도 위축되었다. 동시에 신용경색으로 인한 가계의 주택담보대출 상환부담도 크게 증가하였다.

아이슬란드는 2008년 10월 24일 미국발 금융위기 이후 가장 먼저 국가부도위기에 몰리면서 IMF와 21억 달러의 구제금융에 합의했다. 아이슬란드의 금융위기는 경제 기초체력이 약한 상태에서 금융부문이 과도하게 커진 것에서 비롯되었다. 또한 최근 몇 년간 아이슬란드의 경상수지는 GDP 대비 -15%를 넘는 등 경제에 큰 부담으로 작용하였고, 더욱이 경상수지 적자를 보전하기 위해 외화차입에 의존하는 등 구조적인 문제점도 안고 있었다. 이는 1990년대 적극적인 금융시장 개방정책을 추진하면서 유럽 금융의 중심지를 표방하였으나, 건전한 실물경제의 뒷받침 없이 경제규모에 비해 금융산업이 과도하게 비대해졌고 이 과정에서 정부와 금융당국의 적절한 감독이 이루어지지 못했기 때문으로 분석된다. 이에 따라 2007년 8월에 50bp 수준으로 안정적이던 아이슬란드의 신용부도스와프(CDS) 프리미엄은 2008년에 1,000bp 이상 증가하기도 했다. 이러한 경제적 불안정성 때문에 아이슬란드의 신용등급이 하락했는데, Fitch에서는 5단계, S&P에서는 2단계, Moody's에서는 4단계 하락하였다.

2) 아시아로의 전개 양상

미국발 금융위기가 아시아 지역으로 전파되면서 개도국의 외화차입 여건이 악화되고 안전자산 선호에 따른 개도국 채권의 스프레드 확대 및 엔·캐리 트레이드 청산 등의 문제가 나타나기 시작했다.

이러한 위기의 전이는 미국 주택경기 위축에 따른 역자산효과에 의한 소비부진 및 경기위축이 심화되면서 수입수요가 축소되고, 특히 대미 수출에 크게 의존하는

아시아 국가들의 경우에 대미 수출 감소에 따른 성장세 둔화 및 경기침체로 이어진 것이다.

다른 한편으로 Vines(2009)는 동아시아 지역의 금융위기와 관련하여 중요한 점은 통화불일치와 만기불일치의 문제라고 지적한다. 외화표시 부채가 작고 무역부문이 경제규모에 비해 클 때에는 위기 발생시 자국통화의 절하는 순수출을 늘리므로 큰 문제가 되지 않는다. 그러나 외화표시 부채가 상당 규모를 차지하고 수출개방도가 낮다면 문제는 달라진다는 것이다.

가) 동남아시아

동남아시아 지역에서도 리먼 브라더스 파산 직후 주요국의 증시가 일제히 폭락했다. 태국은 동남아에서 리먼 브라더스 관련 자산을 가장 많이 보유했던 국가로 그 규모가 총 1억 2,400만 달러에 달했다. 대외의존도가 높은 말레이시아는 글로벌 경제위기의 여파로 2008년 4분기 이후 성장률이 하락했고, 환율은 2008년 4월대비 2009년 3월에 약 16% 평가절하되었고, 주가[3]는 2008년 4월대비 2009년 3월에 약 32% 정도 하락했다.

다만 말레이시아는 경상수지 흑자 유지 및 낮은 단기채무 비율 등으로 인해 여타 다른 나라에 비해 글로벌 금융위기의 영향이 상대적으로 작았던 것으로 평가된다. 당시 *Economist*(2009. 2. 26)에 의하면, 말레이시아는 총 17개 신흥국 중에서 중국 다음으로 외환위기 가능성이 낮은 국가로 평가되었으며, Credit Swiss의 국가위험도 스코어카드에서도 조사대상 42개국 중 37위로 국가위험도가 낮게 나타났다.

3) Bursa Malaysia KLCI 기준.

나) 일본

미국발 금융위기는 일본 금융기관들의 손실 발생, 주가하락, 엔고로 인한 수출 감소 등을 통해 일본경제에 부정적인 영향을 주었다. 당시 일본의 주요 은행 및 지방은행, 생명보험사 등 일본 금융기관의 리먼 브라더스에 대한 총여신금액은 약 4,400억 엔, 손실규모는 약 2,000억 엔을 상회할 것으로 추정되었다. 리먼 브라더스 파산 당시 일본의 Nikkei 225지수도 2008년 9월 18일에 3년 3개월 만에 최저치를 기록하는 등 금융위기의 영향을 크게 받았다. 이러한 주가급락은 역자산효과를 통하여 가계부문의 소비심리에도 부정적인 영향을 미치게 되었다.

다) 중국

중국은 금융기관이 보유하고 있는 리먼 브라더스 관련 자산규모가 해당 은행의 자산에서 차지하는 비중이 크지 않아, 미국발 금융위기에 따른 직접적인 영향은 제한적이었다. 당시 중국 금융기관이 보유하고 있는 리먼 브라더스 관련 자산규모는 약 10억 달러 규모로 추정되었다. 그러나 미국 및 세계 경제가 위축되면서 중국의 수출 및 내수경기에도 부정적인 영향을 미치게 된 것이다.

또한 2007년 말 외국인투자자가 보유한 중국 주식규모는 약 340억 위안으로 전체 주식의 0.77%에 불과해, 중국 주식시장에 미국계 자금의 유입량이 크지 않았음을 보여주고, 또한 외국인 자금의 유출현상도 그리 크지는 않았다.

라) 인도

인도에서도 리먼 브라더스 사태 이후 주식시장에서 2008년 1월대비 64%의 사상 최대 폭락장세를 보이면서 인도 금융시장의 건전성 문제가 제기되었다. 그리고 경상적자 및 재정적자 확대 등 인도가 안고 있는 자체적 불안요인 때문에 미국발 금융위기의 전이가 더욱 우려되기도 했다. 인도경제의 고성장과 함께 강세를 보이

던 루피화도 2008년 8월 17일 달러당 42.69루피에서 두 달 만인 10월 24일 49.98루피로 17% 이상 환율이 상승하면서 경제에 대한 불안감이 커졌으나, 당시 인도경제에서 가장 큰 비중을 차지하는 은행업의 성과도 양호했고 대외부채 상환 능력도 좋아 전반적으로 건전성을 유지하는 것으로 평가되었다. 2008년 11월 당시 2,739억 달러에 달하는 인도의 외환보유액은 대외부채에 비해 높은 수준으로 유지되면서 안정적인 것으로 평가되었다.

그러나 인도 주식시장의 폭락에는 미국발 금융위기로 촉발된 해외투자자의 급격한 자본 회수 및 투자심리 위축이 영향을 미쳤다. 또한 글로벌 신용경색의 여파로 인도 금융기관들은 대출을 기피하였고, 소비자나 기업들도 높은 금리 하에서 신규 대출을 기피하여 시중에 유동성 부족 현상이 심화되고 있었으나, 이러한 요인들이 인도 금융권에 미치는 직접적인 영향은 크지 않았던 것으로 보인다. 당시 인도 금융기관의 리먼 브라더스 관련 자산은 약 8,100만 달러 규모로 일본, 중국 등 여타 동아시아 국가들에 비해 상대적으로 작은 수준이었다.

3) 중남미 지역으로의 전개 양상

중남미의 경제상황은 세계경제의 호조와 원자재가격 상승으로 2008년 중반까지는 양호했으나, 2008년 하반기부터 원자재가격 하락과 세계경제 둔화로 악화되기 시작하였다. 중남미 국가 중 아르헨티나가 가장 어려움을 많이 겪었는데, 금융시장 불안이 확산되면서 페소화 가치가 급격히 하락하고 CDS 프리미엄은 2008년 11월에 4,400bp를 넘기도 했다. 이 당시 S&P는 아르헨티나의 국가신용등급을 B에서 B-로 하향 조정하기에 이르렀다.

한편 에콰도르에서는 정부가 정치적 목적으로 대외채무 중 일부를 부적격으로 판정하고, 2008년 11월 17일에 도래한 이자지급을 잠정 중단함에 따라 CDS 프리미엄이 폭등하고 국가신용등급도 강등되었다.

2. 외환위기의 측면

가. 금융위기에서 외환위기로의 전환

2006년 말 서브프라임 모기지 위기가 시작되면서 선진국에서는 경기침체가 나타난 반면, 신흥국들의 경제는 한동안 성장세를 유지했다. 이러한 이유로 미국·EU 등 선진국이 경기침체를 겪더라도 신흥국들의 경제성장에 힘입어 세계경제는 큰 영향을 받지 않을 것이라는 디커플링(decoupling)이 대두되기도 했으나, 이는 금융위기 초기의 환상에 불과했다. [표 3-2]에 의하면, 아시아 금융기관들은 서브프라임 모기지에서 파생된 금융자산을 많이 보유하고 있지 않아 이의 부실로 인한 직접적 피해는 상대적으로 작은 수준이었다.[4)]

그러나 2007년 6월 베어 스턴스가 서브프라임 모기지 관련 투자손실로 파산위기에 몰리면서 표면화되었고, 2008년 9월 리먼 브라더스가 파산하면서 해외투자자

표 3-2. 아시아 주요국의 서브프라임 관련 보유자산 현황

한국	7개 은행 최초 투자액 6억 8,250만 달러
중국	약 102억 달러
일본	약 134억 달러
싱가포르	싱가포르 개발은행, OCBC, UOB의 투자액 합: 15.4억 달러
태국	Bank Thai: 5,100만 달러
홍콩	Bank of East Asia: CDO 6억 달러
대만	국태금융: 1억 달러, 신광금융: 1,070만 달러
필리핀	전체 은행 투자규모: 1.8억 달러

자료: 『해외경제정보』, 제2009-45호, 2007년 말 기준.

4) 2008년 3월 미국 재무부 차관보의 발표에 따르면, 글로벌 금융위기로 인한 전체 손실 중 50%는 미국에서 발생하고, 40%는 유럽에서, 그리고 나머지 10%는 아시아와 캐나다에서 발생한 것으로 추정되기도 했다.

표 3-3. 신흥국 경제권역별 자본유출 규모

(단위: 백만 달러)

자산형태	아시아	중동 산유국	러시아	중남미
주식	13,270	990	965	-4,546
채권	2,367	1,347	294	4,909
합계	15,637	2,337	1,259	363

주: 중남미의 경우 2008년 4~6월 동안 약 13.8억 달러의 자본이 이미 유출되었다.
자료: 정호성(2009)에서 재인용.

들의 위험자산 회수 움직임이 순식간에 확산되었다. 또한 유동성 문제에 직면한 미국 금융기관들이 해외에서 투자자금을 급격히 회수하는 디레버리징이 본격화되면서 세계적으로 경제의 불확실성이 확대되었고, 그로 인해 신흥국 경제상황도 어려움을 겪게 되었다. 결과적으로는 아시아, 중남미 및 동유럽의 많은 신흥 경제권의 주식・채권시장에서는 급격한 자본유출이 발생하였다. [표 3-3]에서 볼 수 있듯이, 2008년 7월에서 9월 사이에 아시아에서는 156억 달러 정도가 유출되었다. 이는 다른 경제권역보다 훨씬 큰 규모로서, 당시 급격한 자본유출로 인한 아시아 신흥국들의 충격을 간접적으로 보여주고 있다.

이에 따라 2008년 IMF가 지정한 10개의 신흥국[5]에서 주가와 통화가치가 20~40% 정도 하락하면서 신흥국 금융시장도 위기에 직면하게 되었다. 이렇듯 국가간 자본이동의 변동성 확대는 환율 및 자산가격 그리고 상품가격의 변동에 영향을 미치게 된 것이다.

신흥국으로의 자본유입은 1980년 이후 급격히 증가했으며, 시간이 지남에 따라 그 변동성도 커지는 양상을 보이고 있다. 아시아 외환위기 이후 1997~2002년 동안에는 연평균 860억 달러 정도였으나, 2003년부터 지속된 낮은 이자율정책은 2003~07년 동안 자본이동 규모를 연평균 2,850억 달러로 증가시켰다. 2007년에는 6,170

5) 아르헨티나, 브라질, 불가리아, 헝가리, 인도네시아, 한국, 멕시코, 폴란드, 태국, 파키스탄.

억 달러로 최고치를 기록하기도 했다. 이에 따른 자본유출 규모도 커졌는데, IMF의 World Economic Outlook에 의하면 신흥 국가들은 2009년에 1,900억 달러의 자본유출을 경험하였다.

이렇게 불안한 국내외 금융시장 여건에서 유동성의 해외차입이 어려워지고, 외환보유액 대비 단기차입 비중이 높거나 높은 인플레이션 압력과 함께 큰 폭의 경상적자를 겪고 있던 국가들의 대외경제 건전성이 취약해진 것이다. 이러한 시기에 아이슬란드의 비상사태 선포는 급격한 자본유출을 통한 통화가치의 하락을 초래하면서, 2008년 11월 20일 헝가리, 아이슬란드, 우크라이나 등 7개국이 IMF에 긴급 구제금융을 요청하게 된 것이다.

당시 신흥국들의 환율변동성 추이를 보면, 2008년 7월 1일부터 4개월 동안 파키스탄과 인도네시아의 통화가치 하락은 각각 19.18%, 17.13%에 달했다. 또한 중남미 지역도 예외는 아니었으나 2008년 12월 브라질은 안정을 되찾은 반면, 멕시코와 아르헨티나 경제는 자원가격 하락 및 미국의 경기침체에 따른 수출 감소로 인해 여전히 위험요소가 존재하고 있었다.

나. 통화스와프 협정 현황

미국발 금융위기가 국제적인 외환위기의 양상을 띠면서 세계적으로 전파되자 이에 대한 대응방안으로서 미국 FRB는 통화스와프 협정을 통한 달러 유동성 공급에 나서기로 했다. [표 3-4]에 의하면 미국 중앙은행인 FRB는 기존에 통화스와프 협정을 체결한 11개국 중앙은행 이외에 추가적으로 2008년 말에 한국, 브라질, 멕시코, 싱가포르 중앙은행과 각각 300억 달러 한도의 통화스와프 협정을 체결하였다.

한편 IMF도 경제의 기초체력은 양호하나 일시적으로 미국 달러화 유동성 부족 현상을 겪고 있는 신흥국들을 지원하기 위해 단기유동성 지원창구인 달러 통화스

표 3-4. FRB와 14개국 중앙은행간 통화스와프 협정 현황

일 자	주요 내용
2007년 12월 12일	유럽 중앙은행(ECB) 및 스위스 중앙은행과 처음으로 총 240억 달러 규모의 협정 체결
2008년 9월 18일	영국, 캐나다, 일본 중앙은행과 총 2,470억 달러 규모의 협정 체결
2008년 9월 24일	호주, 덴마크, 노르웨이, 스웨덴 중앙은행과 총 2,770억 달러 규모의 협정 체결
2008년 9월 29일	기존의 9개국 중앙은행과 스와프 한도를 총 6,200억 달러로 확대
2008년 10월 13일	ECB, 스위스, 영국 중앙은행과 미국 달러화의 무제한 스와프 협정 체결
2008년 10월 14일	일본 중앙은행과 미국 달러화의 무제한 스와프 협정 체결
2008년 10월 28일	뉴질랜드 중앙은행과 150억 달러 규모의 협정 체결
2008년 10월 29일	한국, 브라질, 멕시코, 싱가포르 중앙은행과 협정 체결

주: 일자는 미국시간 기준이다.

와프 개설을 승인했다. 2008년 10월 현재 IMF는 2,000억 달러 가량의 자금으로 통화스와프 창구를 운영하기로 했는데, 이는 장기적으로 진행되는 IMF의 구제금융과는 달리 단기적인 유동성 문제를 해결하기 위한 조치로서 까다로운 IMF의 요구조건이 붙지 않는다. 그리고 단기유동성 지원창구를 통해 12개월 동안 분담금의 500% 내에서 3개월 상환조건으로 최대 3번까지 자금인출을 허용할 것으로 알려졌다.

한국은행도 2008년 10월 미국 FRB와 300억 달러의 통화스와프 협정을 체결하였는데, 이는 국내 외화유동성 불안감을 해소하는 데 큰 도움이 되었다. 당시 글로벌 자금시장 경색 등으로 외화차입에 큰 어려움을 겪으면서 우리나라의 외화유동성 위기에 대한 우려가 심각했으나, 한·미 통화스와프 체결을 통해 외화유동성 위험을 크게 줄이면서 한국의 외환시장 안정에도 크게 기여한 것으로 평가된다.

최근에는 동아시아 지역에서 외환위기 재발을 방지하기 위한 금융협력이 진행되는 가운데, ASEAN+3 13개국은 치앙마이 이니셔티브(CMI: Chiang Mai Initiative)를 통하여 동아시아 역내 이해를 반영하고 세계경제 질서에서 그 영향력을 확대해

나가고 있다. 초기에는 금융위기 시 유동성 지원을 위한 통화스와프 규모가 395억 달러에 불과했던 것이 2009년 5월에 1,200억 달러로 대폭 증가하면서, 회원국들의 아시아 공동기금 분담비율에 합의하는 등 큰 진전을 보이고 있다. [표 3-5]는 2009

표 3-5. CMI 양자간 통화스와프 계약 현황

	한국	일본	중국
한국	-	100억 달러(2012. 2. 23)[1] 30억 달러(2010. 7. 3)[2] 상호지원방식	40억 달러 (2010. 6. 23) 상호지원방식
일본	100억 달러(2012. 2. 23)[1] 30억 달러(2010. 7. 3)[2] 상호지원방식	-	30억 달러(2010. 9. 20) 상호지원방식
중국	40억 달러(2010. 6. 23) 상호지원방식	30억 달러(2010. 9. 20) 상호지원방식	-
태국	10억 달러(2007. 12. 11) 상호지원방식	60억 달러(2010. 11. 8)[4] 상호지원방식	20억 달러(2004. 12. 5) 중국지원방식
말레이시아	15억 달러(2012. 1. 6) 상호지원방식	10억 달러(2007. 10. 4)[3] 일본지원방식	15억 달러(2005. 10. 8) 중국지원방식
필리핀	20억 달러(2010. 10. 16) 상호지원방식	60억 달러(2009. 5. 3)[4] 상호지원방식	20억 달러(2010. 4. 9) 중국지원방식
인도네시아	20억 달러(2009. 12. 26) 상호지원방식	120억 달러(2011. 8. 30) 일본지원방식	40억 달러(2009. 10. 16) 중국지원방식
싱가포르	-	30억 달러(2008. 11. 7)[5] 상호지원방식	-
합계	185억 달러 지원 235억 달러 수취 6개국과 협정	440억 달러 지원 155억 달러 수취 7개국과 협정	165억 달러 지원 70억 달러 수취 6개국과 협정

주: 계약기간이 만료되었으나 계약갱신이 지연되고 있는 경우도 포함하였다. ASEAN 국가간에는 20억 달러 규모의 ASEAN 통화스와프(ASA)가 발효 중이며, 별도의 양자간 통화스와프 계약은 체결하지 않았다. ( ) 안은 계약 만료일을 나타낸다.

1) 한국→일본은 50억 달러

2) 원/엔 통화스와프, 2009년 10월 30일까지는 일시적으로 200억 달러로 확대

3) 미야자와플랜에 의한 기존의 통화스와프 25억 달러는 포함되지 않는다.

4) 필리핀→일본은 5억 달러, 태국→일본은 30억 달러

5) 싱가포르→일본은 10억 달러

년 4월 15일 현재 한국, 일본, 중국의 동아시아 역내 CMI 양자간 통화스와프 계약 현황을 나타낸다.

또한 IMF의 지원 여부와 관계없이 지원할 수 있는 통화스와프 계약 비중을 종전의 10%에서 20%로 상향 조정했다. 그리고 유동성 지원 결정 여부도 통화스와프 협정 체결국이 개별적으로 판단하는 기존의 양자간 방식에서 회원국들이 자금지원 여부를 공동으로 결정하고 운영하는 다자간 협력방식으로 전환하여 외환위기를 미연에 방지할 수 있는 신속한 대응이 가능하도록 하였다.

3. 주요국의 금융위기 대응

2007년 중반 서브프라임 모기지 부실로 시작된 금융위기가 2008년에는 단기 자금시장 경색 및 대형 금융기관 파산으로 실물경제의 위기가 현실화됨에 따라 주요국들은 G-20 체제를 중심으로 한 국제공조를 통해 적극적으로 위기에 대응하였다. 또한 금융위기 극복을 위해 주요국 중앙은행의 유동성 공급 및 기준금리 인하 공조, G-20 정상회의 등 금융시장 안정을 위한 국제적인 공조도 강화되었다.

미국에서는 개별 금융기관에 대한 구제금융 지원, FRB의 유동성 공급 프로그램 확대 등의 조치를 시행하였고, 7,000억 달러의 포괄적인 구제금융조치를 발표하기도 했다.

미국보다 은행부문 및 실물경제의 위기가 더욱 심각했던 유럽에서는 금융기관의 국유화를 비롯한 구제금융 지원 등 적극적인 조치를 실시하였고, 금리인하에 소극적이던 유럽중앙은행(ECB)도 정책금리를 50bp 내리는 등 위기극복을 위한 국제공조에도 적극 참여하였다.

아시아를 비롯한 신흥국 경제에서는 외환 및 신용 위기가 심화됨에 따라 증시

및 외환시장 안정화를 위한 정책 실시, 그리고 경기침체에 따른 각종 경기부양 비상조치들을 실시하였다.

다음에서는 글로벌 금융위기에 대한 주요국의 대응방안으로 실시된 주요 금융안정대책과 경기부양책을 정리하고자 한다.

가. 미국의 금융위기 대응책

미국정부는 금융위기 직후 ①자산가치 하락과 금융부실 간의 문제 해결, ②금융시장에 긴급 유동성 공급을 통한 추가 부실의 방지, ③정부의 신뢰를 바탕으로 한 금융시장의 조속한 정상화를 목적으로 하여 여러 가지 광범위하고 신속한 대응조치를 실시하였다.

미국 FRB가 취한 조치들은 기준금리 결정 및 공개시장 조작 등 중앙은행의 일반적인 역할 외에도 보다 적극적인 조치들을 시행했다. 미국경제가 심각한 신용공급 위기에 직면하자 FRB는 신규 대출제도를 도입하여 은행을 비롯한 금융기관에 대해 유동성을 공급했고, 나아가 기업과 소비자에 대해서도 대규모 유동성 공급을 시행했다. 즉 FRB가 최종 대부자 및 기업과 소비자에 대한 최초 대부자의 기능도 수행했던 것이다.

대표적인 조치 중 하나로서 신속히 진행된 FRB의 금리인하를 들 수 있다. FRB는 2008년 10월에만 연방기금금리(FFR)를 두 차례에 걸쳐 1.0%포인트 내렸고, 12월에는 미국 통화정책 사상 최저인 0~0.25%까지 인하했다. 불과 두 달 사이에 연방기금금리가 2%에서 제로수준으로 하락한 것이다.

또한 FRB는 금융기관에 대한 단기 유동성 대출제도를 시행했다. 여기에는 예금기관에게 3개월 만기 신용대출을 제공하는 '기간입찰제도(TAF, 2007. 12)', 국채딜러가 유동성이 부족한 담보물로 국채를 대출받을 수 있게 하는 '국채임대방식

(TSLF, 2008. 3)', 이 기관들에 유동성을 공급하기 위한 '국채딜러신용공여(PDCF, 2008. 3)'가 포함된다.

나아가 FRB는 기업어음(CP) 시장이나 자산담보부증권(ABS) 시장과 같이 미국 신용 확대에서 매우 중요한 역할을 하는 비은행시장의 붕괴를 막기 위해 새로운 대출제도를 추가로 시행했다. Lehman Brothers 사태 이후인 2008년 9월에 도입된 '자산담보부 기업어음 머니마켓 펀드 유동성 지원 창구(AMLF, 2008. 9)'는 예금기관과 은행지주회사가 투자회사의 머니마켓펀드(MMF)에서 매입한 자산담보부 기업어음(ABCP)을 담보로 FRB로부터 대출을 받는 제도이다. 그것은 형식상으로는 금융기관에 대한 대출이지만 실제로는 ABCP 시장에 대한 유동성을 공급하기 위한 것이었다. 그 후 FRB는 더욱 직접적으로 단기 금융시장에 유동성을 공급하기 위한 제도를 도입했다. '기업어음매입융기금(CPFF, 2008. 10)'은 형식상으로는 FRB가 특수목적회사(SPV)를 세우고 이 회사에 돈을 빌려줘 그 돈으로 기업어음과 자산담보부 기업어음을 사도록 하는 것이다.

그리고 '머니마켓투자펀드기금(MMIFF, 2008. 11)'은 단기 금융시장의 안정을 위해 5개의 민간 특수 목적회사가 FRB에서 자금을 공급받아 양도성예금증서(CD), 기업어음(CP), 은행수표를 해당 금융상품 투자자로부터 매입하기 위해 도입되었다. 단기자금 운용에 주로 활용되는 MMF에 대해서도 1년간 원금을 보장하기로 하여 대규모 환매요구로부터 단기 자금시장을 보호하고 금융회사에 대한 공매도를 금지하여 지나친 주가하락을 방지하는 조치를 취하였다.

또한 2009년 2월 10일 발표한 금융안정계획에도 포함되어 있는 '기간자산담보부증권 대출창구(TALF)'가 도입되었다. TALF는 학자금 대출, 자동차 대출, 신용카드 대출, 중소기업청 대출을 기초로 발행된 자산담보부증권(ABS)을 담보로 받아서 FRB가 3년 만기 대출을 제공하는 것이다. 금융위기 발생 전에 미국에서 개인대출 관련 자산담보부증권(ABS) 발행규모는 연간 1조 달러에 달했지만 2008년 4/4

분기 중 개인대출 관련 ABS 발행규모는 80억 달러로 급격히 축소되었다. 2009년 2월 10일 Geithner 장관은 연준의 TALF 지원규모를 애초 계획된 2,000억 달러에서 1조 달러로 확대한다고 밝혔다.

그리고 FRB는 세계 14개국 중앙은행에 대한 유동성 공급에도 적극적으로 나섰다. FRB는 유럽중앙은행(ECB)과 영국, 스위스, 일본 등 주요 선진국 중앙은행과는 통화스와프 상한을 일시적으로 없애기로 하고 한국, 브라질, 멕시코, 싱가포르 등 신흥국과는 새롭게 통화스와프 협정을 맺었다.

또한 FRB는 패니 메이와 프레디 맥과 같은 정부보증 모기지회사와 연방주택대출은행이 발행한 채권을 사들이고, 정부보증 모기지회사가 발행한 주택담보부증권(MBS)을 매입했다. 2009년 3월 18일 연준 연방공개시장위원회(FOMC)는 정부보증기업의 채권 매입규모를 1,000억 달러 확대하고, 정부보증기업이 발행한 증권 매입규모를 7,500억 달러 확대한다는 계획도 밝혔다. 또한 향후 6개월간 장기국채를 3,000억 달러 매입한다는 새로운 계획도 밝혔다.

2008년 9월 7일 대형 금융기관의 부실화와 파산사태 이후에는 정부가 직접 양대 국책 모지기업체인 패니 메이와 프레디 맥의 유동성 위기 해소를 위해 2,000억 달러를 시장에 제공하기로 하였다. 그러나 누적된 부동산 매물이 정리되지 않은 상태여서 가격하락이 지속되었고 대형 투자은행의 부실화로 인한 유동성 확보 경쟁이 심화되었다.

또한 미국정부는 부동산 가격하락에 이은 금융자산 가치하락의 악순환을 해결하기 위해 부실채권을 정리하기로 했다. 미국 금융당국은 2008년 9월 19일 뉴욕 월가의 금융위기를 수습하기 위해 7,000억 달러의 공적자금을 투입하여 금융기관의 부실을 떠안을 공적기구를 설립하기로 결정하였고, 금융시장에 대한 유동성 공급 확대를 결정하였다 미 정부가 설립하기로 한 공적기구는 지난 1989년 저축대부조합 부실사태를 해결하기 위해 임시로 설립한 정리신탁공사(RTC: Resolution Trust

Corporation)를 모델로 한 것으로 우리나라의 자산관리공사와 비슷한 것이다.

결론적으로 FRB는 금융기관에 대한 대출 및 직접적인 유동성 제공, 장기증권 매입 등의 획기적인 대책을 실시했다. 이는 FRB가 제로금리 하에서 연방기금금리를 더 이상 낮출 수 없는 상황에서 양적완화정책을 실행하였음을 나타낸다.[6] 그러나 Bernanke는 일본의 양적완화정책과 FRB의 정책이 유사점이 있지만 정책부문에 차이가 있다는 점을 강조하여 신용완화정책라고 표현했다. 즉 일본 중앙은행의 수량완화정책이 은행 보유 장기국채 매입을 통해 은행의 지급준비금 확대에 초점을 맞춘다면, 미국 FRB의 정책은 대출과 증권매입에서 특화된 프로그램을 입안한다는 것이다. 즉 일본의 양적완화정책이 중앙은행의 부채 측면에 초점을 맞춘다면, 미국의 신용완화정책은 중앙은행의 자산 구성에 초점을 맞춘다는 것이다. 결국 미국 중앙은행의 정책은 금융기관뿐만 아니라 기업과 소비자에 대한 대출 및 정부보증기업의 장기채권 매입 같은 새로운 방식으로 신용위기를 대처했다.

나. 유럽 주요국의 금융위기 대응책

미국의 금융위기가 유럽지역으로 확대됨에 따라 유럽국가들도 공적자금 투입에 의한 금융회사의 부분국유화, 예금보장한도 확대, 국가에 의한 금융회사의 채무보증, 정책금리 인하 등 금융시장 안정을 위한 다양한 정책을 시행하였다. 리먼 브라더스의 파산보호 신청과 BOA의 메릴 린치 인수가 발표된 2008년 9월 15일과 16일 이틀간 유럽중앙은행(ECB)은 약 1,000억 유로의 단기자금을 역내 금융시장에

6) 양적완화정책은 1990년대 후반 일본 중앙은행의 통화공급확대정책으로 실시되었다. 일본 중앙은행은 1999년 4월 이후 영에 가까운 정책금리를 유지했으나 디플레이션이 지속되어 2001년 3월부터 5년간 은행 보유 장기국채를 매입했다. 이에 따라 상업은행들은 대규모 초과 지급준비금을 보유하게 되고 유동성 부족 위험이 완화되면서 대출이 촉진되기도 했다.

표 3-6. 유럽지역 금융기관에 대한 구제금융조치

국가	금융기관	조치 내용
영국	Northern Rock	550억 파운드의 구제금융 및 국유화 결정
	B&B	정부가 500억 파운드 규모의 모기지 자산 인수
	Abbey 등[1)]	500억 파운드의 공적자금 및 부분 국유화 결정
독일	HRE	500억 유로의 구제금융
아이슬란드	Glitnir	6억 유로의 구제금융 및 75% 지분 인수
	Landsbanki[2)]	국유화 결정
	Kaupthing	국내예금의 보장 및 국유화 결정
벨기에, 네덜란드, 룩셈부르크	Fortis	각국의 Fortis 은행에 112억 유로 투자
벨기에, 프랑스, 룩셈부르크	Dexia	총 65억 유로 지원

주: 1) Abbey, Barclays, HBOS, HSBC, Lloyds TSB, Nationwide Building Society, RBS, Standard Chartered.
2) 아이슬란드 2위 은행.

공급하기도 했다.

유럽의 각국 정부도 금융위기가 심화됨에 따라 여러 가지 구제금융조치를 발표했다. 영국은 500억 파운드의 공적자금을 투입하여 8개 주요 은행을 부분국유화하는 금융시장 안정대책을 발표했다.

위기가 심각해지자 유럽연합은 「유럽공동체 설립 조약(EU 조약)」의 중기금융지원제도를 통해 헝가리(65억 유로), 라트비아(31억 유로)를 지원하였고, 루마니아에 대해서도 50억 유로 지원을 결정했다. 유럽중앙은행(ECB)도 EU 조약에 근거하여 비유로지역 국가인 폴란드 및 헝가리 중앙은행과의 환매조건부채권 거래를 통해 각각 100억 유로와 50억 유로를 지원했다. 이밖에 IMF와 세계은행은 헝가리(133억 유로), 라트비아(21억 유로)를 지원하였고, 유럽부흥개발은행(EBRD), 스웨덴, 덴마크 등도 라트비아에 자금(23억 유로)을 제공했다. 그러나 현행 EU의 회원국 지원제도는 엄격한 지원조건과 재원부족 등의 한계가 있다. 일례로 비유로지역 국가들의 금융외환시장 안정을 위해 필요한 자금규모는 약 4,000억 유로로 추정되지

만, 중기금융지원제도의 재원규모는 500억 유로로 약 13% 수준에 불과하다.

대부분의 유럽국가가 금융기관에 직접 자본을 투입하는 구제금융안을 실시한 반면, 스위스는 특별기금을 만들거나 금융기관이 자체적인 구제방안을 모색하도록 했다. UBS는 스위스 중앙은행과 함께 600억 달러 규모의 특수목적법인을 설립하여 UBS가 보유하고 있는 부실 모기지 관련 자산을 매입해 청산하기로 했으며, 이 중 540억 달러는 스위스 중앙은행이 UBS에 대출해주는 방식으로 지원되었다.

또한 예금자 보호조치도 이루어졌는데, 2008년 9월 30일에는 아일랜드가 6개 자국 금융기관에 대한 예금자 보호조치를 마련했고, 이어 그리스, 독일, 덴마크, 스웨덴 등도 뱅크런(bank-run) 예방을 위한 조치를 취했다.

1) 영국

영국은 금융시장 안정대책으로 2008년 2월과 9월에 부실화된 금융기관을 신속하게 국유화한 데 이어, 10월에는 구제금융방안 마련 및 2009년 1월에는 금융시장 종합대책을 내놓았다.

세부적으로는 2008년 2월 Northern Rock에 550억 파운드의 공적자금을 영란은행을 통해 투입하였고, 9월에는 Bradford & Bingley의 모기지 금융과 대출자산을 정부가 인수했다. 또한 2008년 10월 마련된 구제금융안에 따라 RBS, HBOS, Lloyd 등 3대 은행의 자본확충을 위해 370억 파운드를 투입했다. 2009년 1월에는 금융시장 종합대책에 의거 정부의 은행자산보호제도(Asset protection scheme) 및 ABS에 대한 지급보증제도를 신설했다. 이와 함께 주택금융시장 활성화를 위해 이미 국유화된 Bradford & Bingley와 Northern Rock을 통해 각각 500억 파운드와 990억 파운드의 대출을 실시했다.

한편 경기부양대책으로 2008년 9월 등록·인지세 면제범위 확대 및 생애 최초 주택구입자 및 주택압류대상자에 대한 10억 파운드의 주택금융을 지원하는 주택경

기 활성화 부양책을 발표했다. 그러나 이후 경기침체가 지속되자 10월과 11월에 에너지사업 등 사회기반시설 확충에 40억 파운드 투입 및 부가가치세율 인하 등이 포함된 2차 경기부양책을 발표하기도 했다.

한편 영국 금융청(FSA: Financial Services Authority)은 금융시장 안정을 위해 공매도를 금지했는데, 이는 주식시장 교란과 증시불안을 막기 위한 조치로서 리먼 사태 이후 영국을 비롯하여 미국, 독일, 프랑스, 스위스, 네덜란드 등에서도 일시적으로 조치를 취하였다.

2) 독일

독일은 2008년 2월 중소기업 대출 전문은행인 IKB[7]에 대한 공적자금 투입 이후 10월에는 5,000억 유로 규모의 금융시장 안정대책을 발표했다. 이에 금융기관 간 대출보증에 4,000억 유로를 책정하고 1,000억 유로 규모로 부실자산 매입 등을 위한 금융시장 안정기금을 마련했다.

이와는 별도로 바이에른 주립은행 자본 확충에 100억 유로를 투입하고, Hypo Real Estate 및 West LB에 대해 150억 유로, 230억 유로 상당의 부채보증도 병행했다.

독일은 미국이나 영국보다는 다소 늦은 2008년 12월 중소기업 지원, 사회간접자본 투자, 친환경산업 육성 등을 위한 310억 유로 규모의 1차 경기부양책을 발표했다. 여기에는 중소기업 자금난 해소를 위한 대출과 교통기반시설 개선 및 친환경산업 육성을 위한 에너지 효율화, 그리고 자동차세 면제 등의 감세정책도 포함되어 있다.

이후 2009년 1월 500억 유로 규모의 2차 경기부양책을 마련했는데, 중소기업

7) 2008년 8월 미국의 사모펀드인 론스타에 매각되었다.

R&D 투자와 초고속 인터넷 기반사업 등 사회기반시설에 대한 투자 등이 포함되어 있다. 또한 소비진작을 위해 개인소득세 면세에서도 당초 7,664유로이던 것을 2009년에 7,834유로 그리고 2010년에는 8,004유로로 인상하기로 했으며, 15%이던 최저 소득구간 적용 세율을 14%로 인하하는 등 소득세 감면도 실시했다.

3) 동유럽

동유럽 금융시장의 불안정성이 심화되면서 동유럽의 EU 신규회원국 가운데 자유변동환율제도를 채택하고 있는 폴란드, 체코, 헝가리, 루마니아의 4개국 중앙은행은 자국의 환율안정을 위해 가능한 모든 수단을 동원하여 공동대응하기로 합의했다. 그리고 세계은행, 유럽부흥개발은행(EBRD), 유럽투자은행(EIB)은 동유럽은행에 2년에 걸쳐 총 245억 유로의 지원방안을 발표하기도 했다.

한편 IMF는 미국발 금융위기로 가장 먼저 국가부도위기에 몰린 아이슬란드에 21억 달러의 구제금융을 제공하기로 했다. 구제금융 외에도 아이슬란드는 덴마크 및 노르웨이 중앙은행과의 통화스와프를 통해 2억 유로의 지원을 요청하고, 러시아에는 40억 달러의 유동성 공급을 요청하였다. 그리고 아이슬란드 최대 은행인 Kaupthing에 대해 5억 유로의 긴급 구제금융을 공급한 데 이어, 2위 은행인 Landsbanki 및 3위 은행인 Glitnir 은행을 국유화하였고 이 과정에서 예금인출을 동결하였다.

라트비아는 2009년 1월 26일 EU 차원에서 31억 유로의 지원을 확정하여 이 중 10억 유로가 분할지급되었고, 2011년 1/4분기까지 세계은행, EBRD 및 주변국들로부터 75억 유로의 금융지원이 이루어질 예정이다.

헝가리에는 IMF가 125억 유로, 세계은행이 10억 유로, EU가 65억 유로로 총 200억 유로가 지원되었으며, 이 중 EU 집행위원회로부터 20억 유로가 지급되었다.

루마니아에 대해서는 2009년 3월 25일 IMF 130억 유로, 세계은행 10억 유로,

EBRD 10억 유로, EU 50억 유로 등을 합해 2011년 1/4분기까지 약 200억 유로의 금융지원이 결정되었다.

또한 EU 집행위원회는 동유럽 금융위기를 계기로 부실자산 처리에 대한 가이드라인을 제시했으며, 금융위기 예방을 위한 조기 개입 등 차후 규제 강화 차원의 대책을 마련하고 있다.

다. 아시아 주요국의 금융위기 대응책

1) 일본

일본정부는 금융기관 자본 확충, 보유자산 매입, 국책금융기관 대출한도 및 중소기업 보증규모 확대 등을 위한 금융시장 안정대책을 2008년 2월 「생활대책」, 12월에 「생활보호를 위한 긴급대책」, 2009년 4월에는 「경제위기 대책」을 통해 마련했다. 이에 따라 금융기관 자본투입한도를 2조 엔에서 12조 엔으로 확대하고, 신용보증협회의 중소기업 보증한도도 6조 엔에서 20조 엔으로 늘렸으며, 국책 금융기관 대출한도도 3조 엔에서 10조 엔으로 확대하였다. 2009년 4월에는 중소기업 보증한도를 30조 엔으로 증액하고 국책 금융기관을 통한 대출한도도 25.3조 엔으로 추가 확대하였다. 또한 2009년 3월에는 수출 및 해외영업 기업 지원을 위해 외환보유액을 사용하여 일본국제협력은행(JBIC)에 52억 달러의 외화대출도 실시하였다.

실물경기 침체에 따라 세 번의 경기부양책도 마련되었는데, 2008년 10월의 「생활대책」에서는 국민생활 안정 및 지방정부 지원을 주로 하였고, 12월에는 고용지원, 경제긴급대비 예비비 신설 등에 총 4조 엔을 투입하는 경기부양책(「생활보호를 위한 긴급대책」)을 마련하면서, 고용보험료 인하 및 중소기업 지원과 인프라 정비 등에 지원하기로 했다. 2009년 4월의 「경제위기대책」에서는 실직자의 직업훈련기간 중 생활비 지원, 고용조정 지원금 확충, 에너지 효율화를 위한 에코포인트 제도

도입 및 차세대 성장동력 관련 R&D 투자 등에 33.4조 엔을 투입하기로 했다. 또한 주거용 주택의 증여세 비과세 한도를 110만 엔에서 최대 610만 엔으로 늘리고, 기업 연구개발비의 법인세 차감한도도 20%에서 30%로 조정하는 조세감면대책도 마련하였다.

2) 중국

중국은 글로벌 금융위기로 인한 여파가 상대적으로 작은 편이어서 주요 선진국과는 달리 대규모의 금융시장 안정대책을 마련하지는 않았지만, 주식시장 안정을 위해 주식매수 인지세와 증권계좌의 이자소득세를 면제했다. 또한 농업은행 민영화를 위한 자본확충에 1,300억 위안을 투입하기로 했다.

중국 인민은행은 리먼 브라더스 파산보호 신청 직후, 2002년 2월 이후 6년 만에 처음으로 대출금리를 27bp 인하하였으며, 1999년 12월 이래 처음으로 4대 국유상업은행(공상은행, 농업은행, 중국은행, 건설은행)과 교통은행, 우정저축은행을 제외한 금융기관의 지급준비율을 17.5%에서 16.5%로 인하하고, 쓰촨 대지진지역 금융기관의 지급준비율을 16.5%에서 14.5%로 인하하였다. 그러나 이러한 조치는 리먼 브라더스 사태 발생에 대한 대응조치라기보다는 급격한 경기침체를 예방하기 위한 사전적인 조치로 평가된다.

한편 경기부진으로 연 8%의 경제성장 목표달성이 어려워질 것으로 예상되자 경기부양책의 일환으로 2008년 11월 사회간접자본에 대한 투자와 의료, 교육, 주택공급 확대 등을 통한 사회보장제도 확충에 1,500억 위안을 배정했다. 그리고 에너지 절약 및 환경보호 등에 2,100억 위안, 산업구조 고도화를 위한 기술개발 및 인수·합병에 3,700억 위안을 지원하기로 했으며, 저소득층을 위한 주택환경 개선에 4,000억 위안을 투자하기로 했다. 12월에는 「7대 수출촉진조치」를 통한 수출촉진 및 내수확대 조치와 고용안정대책을 마련했으며, 2009년 1월에는 자동차, 철강, 방직 등

기간산업 진흥계획도 발표했다. 이와 병행하여 각종 조세감면조치도 병행하였는데, 부동산 시장 침체에 대응하여 최초 주택 구입시 계약세와 주택 양도시 인지세 등을 면제하였으며, 개인주택 양도세 비과세 요건 완화 및 과세기준도 거래가액에서 시세차익으로 변경하였다. 기업의 조세감면조치에는 강재·화공품 등의 수출관세 폐지, 기업비용 절감을 위한 연료유 수입관세를 3%에서 1%로 인하 등이 포함되었다.

3) 말레이시아

말레이시아 중앙은행은 2008년 11월 24일 금리를 25bp 인하한 데 이어, 2009년 1월과 2월에 각각 75bp와 50bp를 추가로 인하하였다. 또한 금리인하 외에 지급준비율을 2008년 12월부터 기존의 4%에서 3.5%로, 2009년 2월부터는 2.0%로, 3월부터는 1.0%로 적용하여 금융위기가 실물경제위기로 확대되는 것을 막으려고 노력하였다. 또한 말레이시아 중앙은행은 2009년 2월 중국 중앙은행과 3년간 800억 위안(약 117억 달러)의 통화스와프협정을 체결하였다.

한편 말레이시아 정부는 2008년 11월 주로 건설 프로젝트처럼 경기부양효과가 뚜렷한 분야에 집중하여 1차 경기부양책을 발표하였다. 이어 2009년 3월 고용촉진, 취약계층 지원, 민간사업 지원 및 미래 발전을 위한 투자 등 크게 4대 분야에 대한 지원을 골자로 하는 2차 경기부양책도 발표하였다.

라. 향후 전망 및 시사점

미국 금융당국의 포괄적이고 신속한 대응은 미국을 비롯한 전 세계 금융시장의 안정화에 기여할 것으로 판단된다. 서브프라임 모기지 부실로 촉발된 금융위기는 부실채권 해소가 진전됨에 따라 점차 안정을 찾게 될 것이다. 이러한 신속하고 과감한 대책으로 금융시장에 만연한 위기의식을 반전시키기는 했지만, 시장에 대한

정부의 직접적 개입으로 인한 부작용도 적지 않을 것으로 예상된다.

국제금융시장이 점차 안정을 찾아가는 과정에서 심각했던 신용경색은 어느 정도 완화되겠지만, 국내기업들의 단기자금 경색과 외화조달의 어려움은 우리 금융당국이 해소해야 할 문제이므로 이에 대한 국내적인 대책 마련이 필요하다. 금융시스템의 위험요인에 대해서도 전반적인 점검을 통해 국내 금융시장의 불안을 가중시키는 요인을 파악하고 또 해외 불안요인의 영향을 최소화하는 방안 등에 대한 적극적인 대책을 마련해 금융시장 개방에 따른 피해를 최소화할 수 있는 방안의 제시가 요구된다.

리먼 브라더스(Lehman Brothers) 사태 이후 급격히 심화된 글로벌 금융위기는 각국 정부의 적극적인 금융시장 안정대책 및 경기부양책에 힘입어 안정을 되찾고 최근 경기회복의 기미도 보이고 있다. 자산가치 하락과 부채 디플레이션(debt deflation)[8]의 상황에서 유동성 공급이나 금리인하를 통한 경기회복을 꾀하고 있다. 금리가 제로수준에 근접한 미국과 일본은 추가 금리인하를 통한 소비자 투자의 진작은 힘들 것으로 보인다.

그러나 각국 정부의 재정건전성 악화에 대한 우려가 제기되고 있으며, 이로 인해 대규모의 국채 발행이 불가피하다는 인식 하에서 국채금리 상승이 예상되기도 한다. 이러한 금리 상승은 향후 경기회복의 제약조건으로 작용할 가능성도 있기 때문에 각국 정부는 이자율 정책을 포함한 출구전략과 관련하여 신중을 기하고 있는 실정이다.

금융위기의 원인 중 하나로 지목된 금융시장에 대한 관리·감독에 대하여 향후 금융시장에 대한 규제와 감독 수위가 크게 높아질 것으로 예상된다. 현재 금융안정

8) 부채 디플레이션은 자산가치나 물가의 하락 등에 따른 부채상환 부담의 증가가 소비 및 투자의 부진으로 이어지고 결국에는 실물경제가 침체에 빠지는 과정을 의미한다.

위원회(FSB)와 IMF를 중심으로 국제금융시스템 개혁과 금융위기 재발을 방지하기 위한 여러 가지 정책개발이 진행되고 있는데, 향후 이러한 정책의 이행에 대한 국제적인 합의도출이 마무리되는 것이 중요하다. 또한 이러한 국제적인 금융규제 개혁과 감독 강화를 위해서는 국제적 공조노력이 절대적으로 필요하므로 G-20 체제를 중심으로 강력한 지지와 실천의지를 보여줘야 한다.

4. 금융위기가 한국에 미친 영향

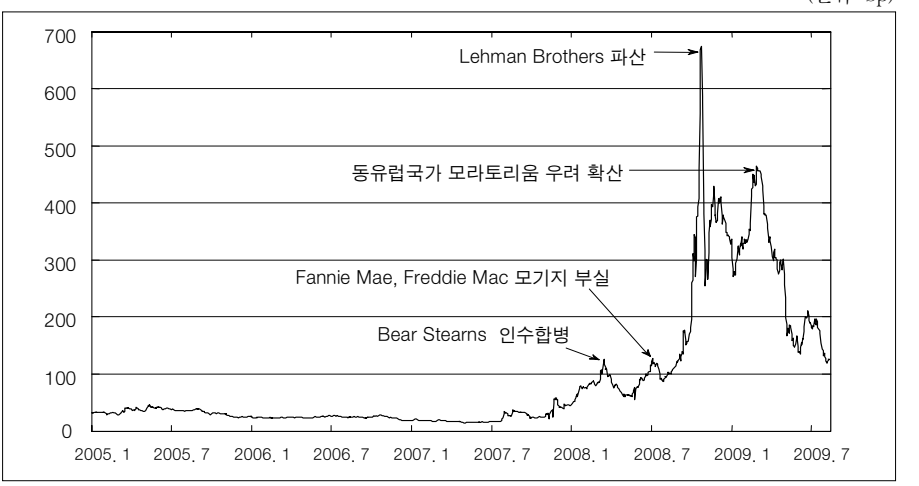
가. 금융시장

신용부도스와프(CDS: Credit Default Swap) 프리미엄은 특정 채권의 신용위험에 대한 보장의 대가로서, 특히 국채 CDS 프리미엄은 국가 신용위험의 정도를 나타낸다. 아시아 외환위기 직후 급등했던 신흥국의 국채 프리미엄은 2000년 이후 하향 안정세를 유지하다가 2008년 9월 리먼 브라더스 파산 이후 다시 상승하였다. 그런데 글로벌 경제위기기간 중 아시아 주요국의 CDS 프리미엄 상승폭을 비교해 보면, 2007년 7월 이후 중국이나 태국 등 여타 아시아 국가에 비해 우리나라의 상승폭이 더욱 컸던 것으로 나타났다. 이는 당시 국제투자자들이 우리나라의 국가위험도를 그만큼 높게 평가하고 있었음을 나타내는 것으로 이해할 수 있다.

우리나라의 CDS 프리미엄은 2007년 4월 말에 사상 최저치인 14bp를 기록하였으나, 미국발 서브프라임 사건의 영향이 파급되기 시작한 2007년 7월 이후 상승세로 전환하여 리먼 브라더스 파산 이후 급등세를 나타내었다. 2008년 10월 27일에는 사상 최고치인 675bp를 기록했다가 10월 말 미국과의 통화스와프 체결을 계기로 급락하였다. 이후 국내외 금융시장의 사정에 따라 변동성이 큰 모습을 보이다가

그림 3-2. 한국의 CDS 프리미엄 추이

(단위: bp)



자료: Bloomberg.

최근 안정을 찾고 있다.

2008년 9월 이후에는 신용위기가 심화되면서 가산금리도 사상 최고치로 상승하는 등 국제금융시장에서 한국의 신용위험도가 더욱 커지는 모습을 보였다. 그 결과 2008년 7월 말 각각 162bp, 86bp였던 외평채 가산금리가 10월 27일 사상 최고치인 751bp를 기록하였다. 이후 글로벌 신용경색이 완화되면서 가산금리가 감소하는 등 외화 자금조달비용이 하락하고 있는 추세이나, 글로벌 금융위기 이전과 비교해 보면 높은 수준을 유지하고 있었다.

표 3-7. 외평채 가산금리와 CDS 프리미엄

(단위: bp)

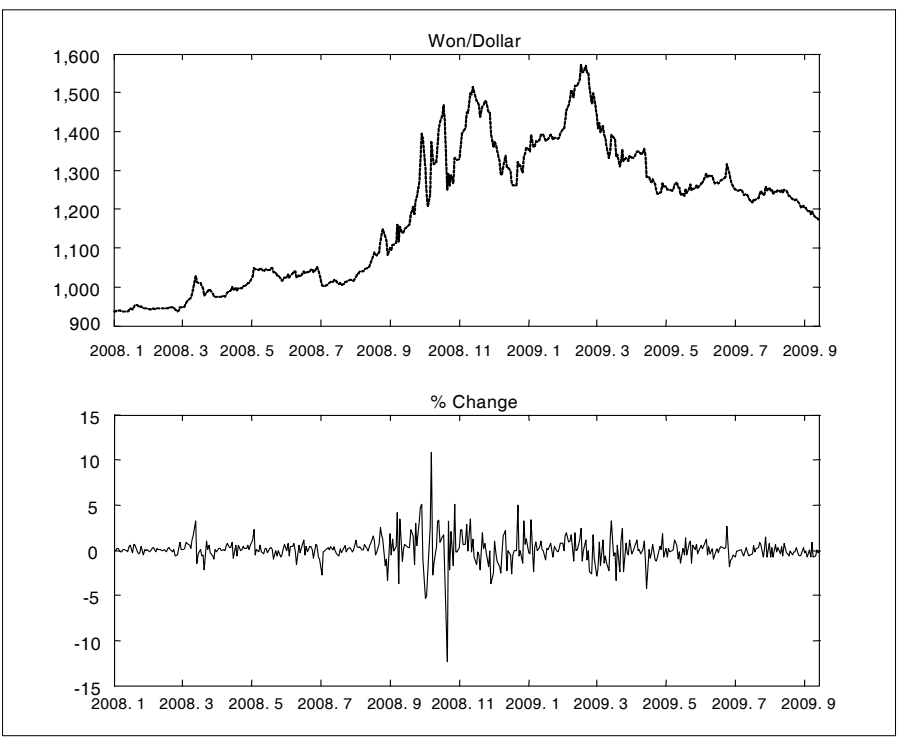
	2008. 7. 31	2008. 10. 27	2009. 1. 2	2009. 3. 31
외평채 가산금리	162	751	404	363
CDS 프리미엄	86	675	313	333

자료: Bloomberg.

나. 외환시장

글로벌 금융위기 이후 국내 금융시장은 환율과 주가를 비롯한 제반 금융변수들의 변동폭이 사상 최고치를 기록하는 등 매우 불안한 모습을 보였다. 2008년 1~7월 동안 8%에 불과하였던 원/달러 환율의 평가절하비율은 8월 7.3%, 9월 8.2%, 10월 8.8%, 11월 16.4%를 기록하는 등 변동성이 급격히 확대되는 모습을 보였다. 특히 10월 16일에는 원/달러 환율이 전일대비 133.5원 폭등함으로써 일일 상승폭으로는 사상 최고치를 기록하였다. 또한 외국인자금 이탈 가능성, 외채상환 부담, 동유럽 국가의 부도 가능성으로 인한 신흥국에 대한 위험증가로 2009년 3월에는

그림 3-3. 원/달러 환율 추이



자료: Bloomberg.

원/달러 환율이 1,570원대까지 상승하기도 하였다.

또한 2008년 1월 이후 일본과 중국을 제외한 대부분의 경쟁국 통화가 달러대비 10% 이하의 평가절하비율을 보인 데 반해, 원화의 경우 30% 이상 절하됨으로써 원화의 상대적 저평가에 대한 우려가 지속되기도 했다. 그러나 FRB의 국채매입 발표, 미국정부의 부실자산 처리계획, G-20의 위기극복 노력 및 금융시장 안정을 위한 공조 강화 등 대외적 요인과 경상수지 흑자 반전, 외국인 주식 순매수, 정부 및 민간의 외화자금 조달 등 대내적 요인에 힘입어 2009년 3월 이후 국내 외환시장은 안정세를 보였다.

다. 주식시장

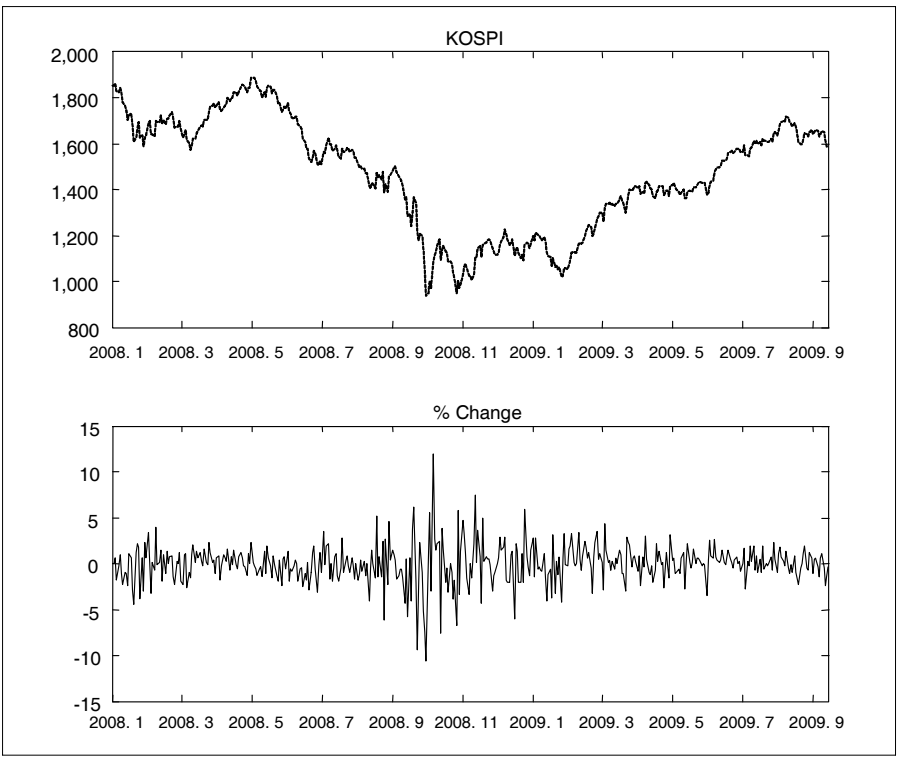
글로벌 금융위기 이후 세계적으로 신용경색이 심화됨에 따라 한국의 주식시장에서도 외국인투자자금의 유출로 인해 불안한 증시를 보였다. 2008년 6월 1,800대를 기록하였던 한국의 KOSPI는 이후 급격한 하락세를 보이며 10월에는 900대까지 하락하였으며, 특히 2008년 10월 16일에는 전일대비 126.5p 급락하여 사상 최대의 하락폭을 기록하였다.

해외 금융기관의 디레버리징 행태와 안전자산 선호 현상에 따라 대표적인 위험자산시장인 주식시장은 폭락했고, 외국인들의 투자 회수도 지속되었다. 그러나 당시의 주가하락으로 인해 시가총액대비 외국인 비중의 하락이 컸다고 판단하기는 어려우나, 글로벌 위험회피현상은 결과적으로 원화가치의 절하를 가져왔다.

라. 금융위기 전이의 실증분석

서브프라임 모기지 위기로 인해 촉발된 2007년 여름 미국발 금융위기 당시 신

그림 3-4. 주가지수(KOSPI) 추이



자료: Bloomberg.

홍시장은 선진국 금융위기로부터 제한적인 영향을 받았지만 여전히 건실한 성장세를 유지하였다. 미국을 비롯한 선진국 중앙은행들이 은행간 거래 시장과 주요 금융기관에 유동성을 공급하면서 위기가 진행되고 있을 때, 신흥시장들의 주식시장은 2007년 11월에 최고점을 달성하기도 했다.

그러나 2008년 9월 15일 리먼 브라더스의 파산은 선진국과 신흥시장 모두에 큰 충격을 준 하나의 사건이었다. 이로 인해 글로벌 위험회피현상이 급격하게 퍼지면서 자산시장은 폭락하고, 캐리 트레이드(carry trade)[9] 청산의 조짐이 나타나면서 해당 국가의 주가 및 통화가치가 급락했다. 이 당시 우리나라의 경우도 거시경제

안정성 측면에서는 심각한 위험요소가 나타나지 않았음에도 불구하고, 선진국 금융위기가 2008년 말에 실물부문으로 전이되면서 수출과 GDP 성장률이 하락하는 경제위기 전염효과를 경험했다.

따라서 이번 절에서는 금융위기가 최초로 발생한 미국의 금융시장과 우리나라 금융시장 간의 연관성 및 위험의 전이가 어떻게 이루어졌는지 살펴보고자 한다. 구체적으로 은행간 시장의 스트레스에 대한 대용변수, 채권 투자의 위험성에 대한 측도와 주식시장 및 외환시장 간의 동태적 상관관계 분석을 통해 이들의 행태를 분석한다.

Forbes and Rigobon(2002)에 의하면 일반적인 상관관계는 시장간 전이효과를 설명하는 데 편의(bias)에 따른 단점을 갖고 있다. 금융시장 분석에서 이러한 단점을 극복하기 위해 Engle(2002)은 동태적 조건부 상관관계(DCC-GARCH: Dynamic Conditional Correlation GARCH) 모형을 제시했다. DCC-GARCH 모형은 금융변수들 간의 시변(time-varying) 상관관계를 살펴봄으로써 금융시장 간의 동태적 관계를 이해할 수 있다

1) 시계열 자료

실증분석에 사용된 자료는 ①금융기관의 단기자금 조달 여건 및 은행간 시장(inter-bank market)에서 스트레스의 측도로 사용되는 LIBOR-OIS(Overnight Index Swap) spread, ②채권투자에 대한 위험도를 측정하는 지수인 EMBI spread, ③한국 주식시장의 KOSPI 수익률, 그리고 ④외환시장에서 달러/원 환율의 변동률을 사용하였다. 실증분석에서는 2007년 8월 1일부터 2009년 10월 30일까지의 일별 자료를 사용하였다.

---

9) 캐리 트레이드는 금리가 상대적으로 낮은 나라의 통화를 빌려, 이보다 높은 수익을 기대할 수 있는 다른 나라의 주식, 채권 등 고수익 자산에 투자하는 것을 말한다. 당시 전 세계 시장에 풀린 엔캐리 트레이드 규모를 최소 2,000억 달러에서, 많게는 1조 달러 규모로 추정하고 있다.

2) 실증분석 방법론

실증분석에서 사용할 기본적인 모형은 다변수 GARCH 모형인데, 이는 시계열 자료에서 나타나는 이분산 특성과 조건부 분산의 시변 상관관계를 고려한다는 장점을 가지고 있다. 이를 위해 Engle(2002)에 의해 제시된 DCC-GARCH 모형은 기존의 고정 조건부 상관관계(Constant Conditional Correlation) 모형을 일반화한 것이다. 우리는 DCC-GARCH 모형을 이용하여 금융변수의 변동에 대한 상관관계를 추정함으로써 금융시장 간의 연관성을 분석하고자 한다.

DCC-GARCH 모형은 2단계 추정을 거쳐 실행된다. 먼저 r_t를 $n \times 1$ 평균이 0이고 시변 공분산을 갖는 자산수익률 벡터라 하자.

$$r_t | \Omega_{t-1} \sim N(0, D_t R_t D_t), D_t = diag\left\{\sqrt{h}\right\}$$

여기에서 R_t는 시간에 따라 변하는 상관관계 행렬이고, D_t는 단일변수 GARCH 모형으로부터 구한 표준편차로 이루어진 대각행렬이다. 모형 추정의 첫 번째 단계에서는 각각의 변수에 대해 일변수 GARCH 모형을 추정하고, 두 번째 단계에서는 변환된 자산수익률로부터 상수항을 구한 후 조건부 상관관계 변동에 대한 계수들을 추정한다. 이때 모수를 추정하기 위한 log-likelihood 함수는

$$L = -\frac{1}{2}\sum_{t=1}^{T}\left(nlog(2\pi) + 2\log|D_t| + r_t^{'} D_t^{-1} D_t^{-1} r_t - \epsilon_t^{'}\epsilon_t + \log|R_t| + \epsilon_t^{'} R_t^{'} \epsilon_t\right)$$

이고, 전체적인 DCC-GARCH 모형은 다음의 방정식들로 구성된다.

$$D_t^2 = diag\{\omega_i\} + diag\{\kappa_i\} \circ r_{t-1} r_{t-1}^{'} + diag\{\lambda_i\} \circ D_{t-1}^2$$
$$\epsilon_t = D_t^{-1} r_t$$
$$Q_t = S \circ (\iota\iota^{'} - A - B) + A \circ \epsilon_{t-1} \epsilon^{'}_{t-1} + B \circ Q_{t-1}$$
$$R_t = diag\{Q_t\}^{-1} Q_t diag\{Q_t\}^{-1}$$
$$S = E[\epsilon_t \epsilon_t^{'}]$$

여기에서 S는 자산수익률 r_t의 잔차의 비조건부 상관관계 행렬이다. 공분산 행렬 Q에서 ι는 1로 이루어진 벡터이고, A와 B는 대칭인 정방행렬이고, $\circ$는 Hadamard 곱을 의미하고, λ는 시간흐름에 따른 D_{t-1}^2 감소에 기여하는 비중을 나타내고, κ는 시차 자산수익률 제곱과 연관된 모수이다.[10)]

3) 실증분석 결과

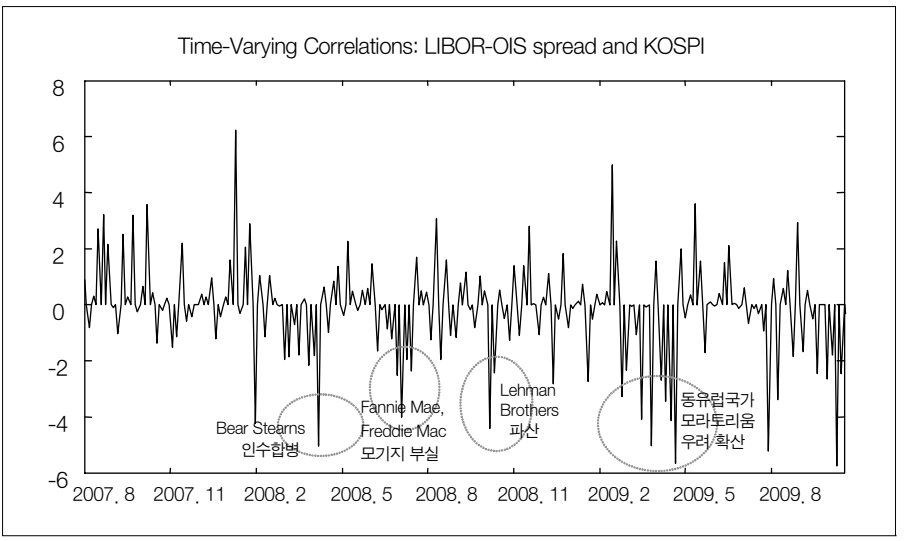
[그림 3-5]와 [그림 3-6]은 DCC-GARCH 모형 추정에 의한 시변 상관관계를 보여주고 있다. 먼저 [그림 3-6]에서 금융기관의 단기자금 조달 여건을 나타내는 LIBOR-OIS(Overnight Index Swap) spread와 KOSPI 수익률의 상관관계의 크기와 부호가 시간의 흐름에 따라 변하고 있음을 볼 수 있다.

[그림 3-2]에서 표시한 국제금융시장의 유의한 네 가지 사건, 즉 베어 스턴스 인수 합병, 패니 메이·프레디 맥의 모기지 부실, 리먼 브라더스 파산, 그리고 동유럽 국가의 모라토리움 우려가 확산되는 시기에서 볼 때 큰 폭의 음(-)의 상관관계를 보여주고 있다.

그리고 [그림 3-6]에서 채권투자의 위험도를 측정하는 지수인 EMBI spread와 달러/원 환율 간의 상관관계는, 특히 리먼 브라더스가 파산한 직후 상당히 큰 음(-)

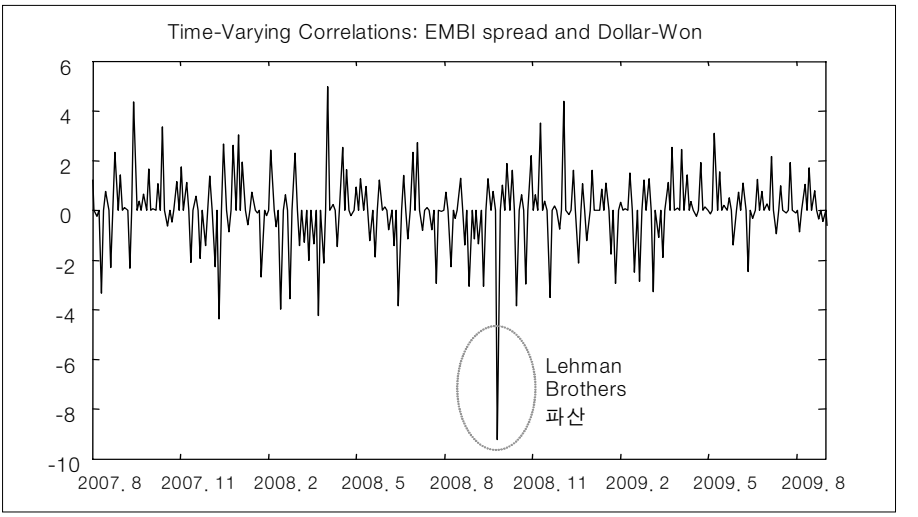
10) 이변수 모형에서 시변 공분산 행렬은 $Q_t = S(1-\alpha-\beta) + \alpha\epsilon_{t-1}\epsilon^{'}_{t-1} + \beta Q_{t-1}$ 인데, 이때 α와 β는 모형의 안정성 조건 $\alpha+\beta<1$을 만족하는 모수이다.

그림 3-5. 시변 조건부 상관관계: LIBOR-OIS spread와 KOSPI



자료: 저자 작성.

그림 3-6. 시변 조건부 상관관계: EMBI spread와 달러/원 환율

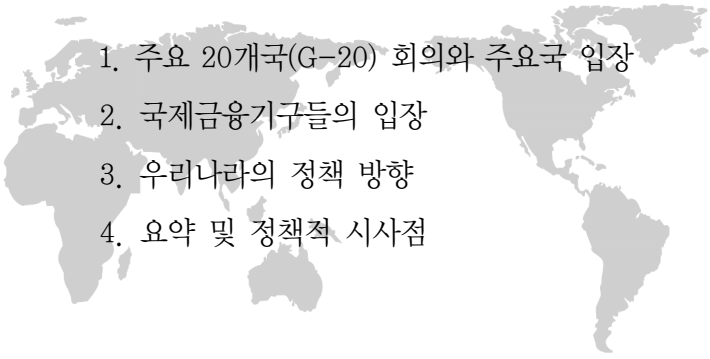


자료: 저자 작성.

의 상관관계를 보여주고 있다. 이는 글로벌 금융위기 중 리먼 브라더스 파산으로 인한 채권시장의 위험도 증가가 우리나라 외환시장에 미친 여파가 얼마나 컸는지를 보여주고 있다.

이러한 현상과 관련하여 허인・박영준(2009)은 금융위기기간 중 우리나라 외환시장 변동요인을 외국인 채권투자와 해외펀드의 환헤지 행태를 중심으로 분석하였다. 분석결과에 의하면 외국인의 금리재정거래에 의한 채권투자행태가 우리나라 환율변동에 중요한 영향을 미치는 것으로 나타났는데, 본 실증분석의 결과도 이러한 결과와 유사한 맥락으로 이해할 수 있을 것이다.

제4장
새로운 국제 금융감독 및 통화제도의 모색



1. 주요 20개국(G-20) 회의와 주요국 입장
2. 국제금융기구들의 입장
3. 우리나라의 정책 방향
4. 요약 및 정책적 시사점

앞에서 살펴본 것 같이 글로벌 금융위기의 배경으로는 무엇보다도 미국의 저금리정책으로 인한 부동산 거품 형성을 들 수 있다. 그리고 미국 내에서의 금융기관에 대한 규제, 특히 체계적으로 시장을 위험하게 만들 수 있는 금융기관들에 대한 각종 규제가 합리적이지 못하였다는 점을 들 수 있다. 이 과정에서 국제적인 신용평가기관들의 각종 부동산 대출 관련 파생상품에 대한 위험의 과소평가도 거품을 키우는 데 한 몫을 했다. 또한 국제적으로는 중국의 무역흑자로 인한 자본이 지속적으로 미국의 금융상품 등에 투자되면서 미국 내 부동산거품을 키우는 데 일조를 하기도 했다.

이를 고려해서 향후 금융위기를 예방하기 위해서는 다양한 정책대응이 필요한 것으로 보인다. 대부분의 경우 금융회사의 건전성을 제고하기 위해 먼저 시스템위험을 고려한 사전적인 건전성 감독 강화와 함께 위기가 발생하였을 때 위험을 사후적으로 최소화하는 여러 가지 방안이 논의되고 있다.[11] 특히 기축통화국인 선진국과는 달리 우리나라와 같은 신흥국가들의 경우에는 금융위기의 위협과 함께 외환위기의 위협이 추가적으로 있다. 그러므로 우리나라의 경우에는 이러한 외화유동성의 확보나 외환시장의 안정성 확보라는 차원에서 추가적으로 논의해야 할 부분이 있다. 다음에서는 먼저 국제금융기구나 국제적 관점에서의 정책대응 현황과 우리나라에서의 정책대응이라는 측면으로 구분하여 살펴보고자 한다.

11) 김병덕(2009) 참고.

1. 주요 20개국(G-20) 회의와 주요국 입장

가. G-20[12)]

과거에는 전 세계 금융위기가 발생하면 G-7(미국, 일본, 영국, 프랑스, 독일, 이탈리아, 캐나다) 체제에 의해 해결책이 모색되었다. 그러나 이번에는 G-7만에 의해 해법을 찾지 못하고 선진국과 신흥국들을 포함한 G-20로 범위를 넓혀서 국제협의체를 구성하였다. 이러한 G-20 체제 부상은 개도국의 경제적 중요도가 높아져 이 국가들의 참여 없이 국제경제·금융시장의 글로벌 지배구조 재편을 논하기는 어려워진 데 따른 것이다. 특히 지난 10년 동안 G-7/G-8의 세계 GDP 비중은 64.0%에서 55.7%로 대폭 줄어들었으며 세계인구에서 차지하는 비중도 11%선에서 큰 변화 없이 머무른 데 반해 G-20는 2007년 기준 세계 GDP 비중이 88.6%에 달해, 이 국가들의 공조만으로도 세계경제에 절대적인 영향력을 행사할 수 있게 된 데 기인한다고도 볼 수 있다.

이에 G-20를 정상급회의로 격상하여 2008년 11월 15일 워싱턴에서 제1차 G-20 정상회의를 개최하였다. 그 후 2009년 4월 2일에는 영국 런던에서 제2차 G-20 정

표 4-1. G-7·G-8·G-20의 세계 GDP 비중

(단위: %)

구분	세계 GDP 비중			세계 인구 비중		
	1990년	1997년	2007년	1990년	1997년	2007년
G-7	67.9	64.0	55.7	13.4	11.9	11.1
G-8	-	65.4	58.1	16.4	14.5	13.3
G-20	-	89.9	88.6	70.3	65.2	63.1

자료: IMF(2008. 10), World Economic Outlook Database.

12) 정무섭외(2009) 참고.

표 4-2. 주요 국제 거버넌스 구성안

구분	회원국	창설 배경
G-7	미국・일본・영국・프랑스・독일・이탈리아・캐나다	- 국제적인 통화시스템의 위기, 석유위기, 경기침체 위기에 직면하여 1970년대에 창설됨. - 1976년 캐나다가 마지막으로 포함된 이후 G-7 정상회담이 정례화됨.
G-8	G-7・러시아	- 1997년부터 G-7에 러시아 참석
G-13	G-7・러시아・중국・인도・브라질・멕시코・남아프리카공화국	- G-8(G-7+러시아)에 신흥개도국을 포함하여 확대하자는 안(案)이 제기되고 있으나, 아직 공식 출범한 것은 아님.
G-14	G-7・러시아・중국・인도・브라질・멕시코・남아프리카공화국・사우디아라비아	
G-16	G-7・러시아・중국・인도・브라질・멕시코・남아프리카공화국・인도네시아・터키・이집트(또는 나이지리아)	
G-20	G-7・러시아・중국・인도・브라질・멕시코・남아프리카공화국・사우디아라비아・한국・인도네시아・호주・터키・아르헨티나 ・EU 의장국	- 1990년대 말 금융위기에 대처하고, 신흥개도국의 경제규모를 고려하여, 1999년 9월 창설된 선진국과 주요 신흥개도국 간 재무장관 회의체임. - 2008년 첫 G-20 정상회의 개최(G-20 회원국 외에 ECB, IMF, WB 대표도 참석함.) - 2009년 4월 영국 런던에서 제2차 회의 개최 - 2009년 9월 미국 피츠버그에서 제3차 회의 개최

자료: 오용협・김연실(2009).

상회의가 개최되었다. 그리고 2009년 9월에는 미국 피츠버그에서 제3차 G-20 정상회의가 개최되었다. 2010년 6월 캐나다, 2010년 11월 우리나라, 2011년에는 프랑스에서 각각 G-20 정상회의를 개최하기로 확정하였다. 또한 2009년부터 3년간 우리나라가 의장국단의 일원으로서 활동하기로 하였다. 즉 우리나라가 G-20의 2009년, 2010년, 2011년에는 각각 차기의장국, 현의장국, 그리고 전임의장국으로서 활동하기로 하였다. 그리고 3차에 걸친 회의에서 위기대응과 관련하여 제기된 이슈들에 대해 구체적으로 다음과 같은 사항들에 대해 합의하였다.

1) 경기부양을 위한 재정 확장과 보호무역주의 배격

세계 경제위기 타개를 위하여 각국들은 확장 재정정책을 통해 일자리를 창출하고 또 통화가치의 경쟁적 절하를 배격하기로 하였다. 이를 위하여 각국이 재정지출을 GDP의 2%까지 확대하도록 제안되었으나 결국 구체적인 사항은 각국 정부에 일임하기로 하였다. 2차 회의에서는 2009~10년간 계획된 재정 확대규모(5조 달러) 및 경기부양효과(GDP 4%포인트)를 명시하였다. 한편 위기시 보호무역주의가 확대되면 회복이 어려워지게 되기 때문에 각국들이 보호무역조치를 취하지 않을 것을 합의하였다. 제1차 정상회담에서 보호무역조치 동결(stand-still)을 선언하였으나 잘 지켜지지 않아, 제2차 회의에서는 1차 회의에서 합의한 무역·투자 장벽 동결(standstill)원칙을 재확인(reaffirm)하고, 적용시한을 2010년 말까지 연장하기로 하였다. 그리고 우리나라가 1차 회의 이후 취한 보호무역조치를 폐기하자는 원상복귀안을 제안하였으나 일부만 반영되었다. 그렇지만 명단공개(name and shame)정책을 WTO 주관 하에 실시하기로 하였다.

2) 국제금융기구 개혁

위기국들에 대한 충분한 자금확보가 되지 못하여 실제로 타격을 받은 국가들을 위해 IMF가 할 수 있는 역할이 제한되었다. 이 문제를 해결하기 위해 전체 1조 1,000억 달러를 공급하기로 했다. IMF는 ① IMF 회원들에 의한 자금조성을 통해 2,500억 달러 ② 신규차입협정(NAB)를 통해 2,500억 달러의 추가자금을 확보하고 ③ 국제유동성 공급을 위해 2,500억 달러의 특별인출권(SDR)을 일반배분하기로 하는 등 전체 7,500억 달러를 증액하였다. 또 다자개발은행(MDB)은 대출한도를 최소 1,000억 달러 확대하기로 하였다. 이외에도 수출신용기관이나 혹은 투자기관 등과 협력하여 향후 2년간 무역금융을 최소 2,500억 달러 정도 확보하기로 하였다. 그 외에도 IMF는 새로운 융자제도인 탄력적 대출제도(Flexible Credit Line)를 도

입하여 신흥국들의 위기대출을 좀 더 많이 이용하도록 하였다.

중국 등 신흥경제국들의 세계경제에서 차지하는 비중이 커짐에 따라 이 국가들의 IMF 내 지분 확대가 예상된다. IMF 쿼터 공식을 사용하여 과다대표국에서 과소대표국으로 최소 5%의 쿼터가 역동적인 신흥시장과 개도국으로 이동해야 한다고 했다. 중국은 이를 강력히 요구하였으며 이는 향후 점진적으로 시행될 것으로 보인다. 중국은 현재 전 세계 GDP에서 차지하는 비중이 6.8%임에도 불구하고 IMF 내 지분율은 3.7%에 불과하다. 그렇지만 중국이 지분을 확대하기 위해서는 자본시장개방 등을 비롯한 각종 필요한 의무를 충족할 것이 요구되고 있다. 세계은행의 경우에도 1단계 개혁에서 1.46% 증가한 것에 더해 과소대표된 신흥개도국 및 전환국의 상당한(최소 3% 이상의) 투표권 증가를 가져올 것이다. 그 외에도 IMF와 세계은행의 의결권을 각각 2011년, 2010년까지 조정하기로 합의하였다. 그렇게 되면 중국과 신흥국들의 비중은 증가할 것이며 선진국의 지분은 감소할 것으로 예상된다. 총재 선출방식도 IMF 총재는 유럽, 세계은행 총재는 미국이 지명하는 방식으로 이루어졌으나 앞으로는 공개적 절차를 통해 선출하기로 합의하였다.

3) 금융안정위원회(FSB) 출범

한편 2008년 11월 1차 G-20[13] 회의에서 각국 중앙은행 총재와 재무장관들은 금융위기와 관련해 IMF와 금융안정화포럼(FSF: Financial Stability Forum)의 역할을 분명히 해두었다. 즉 IMF에 감독·감시 기능을 맡기고 FSF는 새로운 금융표준을 만드는 임무를 맡기기로 하였다. 그리고 이전의 FSF를 FSB(Financial Stability Board)로 확대 개편함으로써 금융감독을 강화하기로 하였다. 즉 금융기관, 헤지펀

13) G-20는 주요 7개국(G7)외에, 12개 신흥개도국(러시아, 한국, 중국, 인도, 인도네시아, 호주, 브라질, 멕시코, 아르헨티나, 남아프리카공화국, 사우디아라비아, 터키), 유럽연합(EU) 의장국(체코)을 포함한다. 그리고 ECB, IMF, World Bank의 대표도 참가한다.

드를 포함한 금융상품, 금융안정화를 위한 국제회계기준, 가치평가기준, 보수 및 보상체계 원칙 등에서 국제기준을 확립하게 될 것이다. 그리고 회원국 확대를 위하여 우리나라를 포함한 모든 G-20 국가가 2009년 4월에 FSF에 가입하였다. 또한 우리나라는 2009년 3월 바젤은행감독위원회(BCBS: Basel Committee on Banking Supervision)에도 가입하였는데 이는 BIS 자기자본비율 등 은행감독과 관련한 국제표준을 만드는 기구이다.

4) 국제금융규제체계 강화

미국을 비롯한 전 세계 금융위기의 원인이 많이 있지만 가장 직접적인 것은 무엇보다도 금융 규제와 감독의 실패로 인해 금융기관들의 무분별하고 과도한 리스크 추구가 허용되면서 발생하게 되었던 것이다. 그리하여 3차 회의에서는 이것이 금융위기를 초래했다는 반성에서 국제적인 금융규제체계를 강화하려는 노력을 다음의 항목에 대해 지속하기로 했다.

① 양질의 자본 확충 및 경기순응성 완화:
금융규제와 관련하여 BCBS가 2010년 말까지 자본규제 등 건전성 국제기준을 마련하고 각국은 2012년 이행을 목표로 단계적으로 추진하기로 한다.

② 금융안정을 지원하기 위한 보상체계 개선

③ 늦어도 2012년까지 표준화된 장외파생상품을 중앙청산소를 통해 청산

④ 2010년 말까지 국경간 금융기관 정리 및 시스템적으로 중요한 기관 관련 문제 해결

지난 3차에 걸친 G-20 정상회의의 주요 성과를 요약하면 [표 4-3]과 같다.

표 4-3. 1·2·3차 G-20 정상회의의 주요 성과

1차: 미국(워싱턴), 2008. 11

- 16개항 및 Action Plan(47개 실천과제)으로 구성된 정상선언문 채택
  - 국제금융위기 원인과 그간의 조치에 대한 평가
  - 금융위기 해소를 위한 정책공조방안
  - 국제금융체제 개편방향
  - 자유무역, 시장경제 기본원칙 재확인

2차: 영국(런던), 2009. 4

- 29개항의 정상선언문 및 2개 부속서 채택
  - 확장적 재정·통화정책 등 거시경제정책 공조방안
  - 보호주의 저지
  - 금융규제 및 국제협력 강화
  - 국제금융기구 개혁

3차: 미국(피츠버그), 2009. 9

- 출구전략: 세계경제는 회복되고 있으나 아직 위험요인이 상존함. 지속적인 경기부양정책이 필요하며, 출구전략은 경제회복 확인 후 시행
  - 지속가능한 성장체계
  - 지속가능한 국제공조를 위한 협력체계 합의
  - IMF가 상호 평가를 위한 정책감시를 강화하고 G-20 및 IMFC 회의에 보고함.
- 금융규제 개혁
  - 2010년까지 국제적으로 합의된 은행 자본규제기준을 마련하고 2012년까지 이행
  - 상여금 지급에 대한 규제를 대폭 강화
  - 다국적 금융기관 정리방안 및 감독강화방안을 2010년까지 마련
- 국제금융기구 개혁
  - IMF 쿼터를 과다보유국에서 과소보유국으로 최소 5% 이전
  - 세계은행의 투표권 개혁은 선진국에서 개도국으로 최소한 3% 이상 이전 추진
- 에너지, 기후변화에 대응
  - 국제 에너지시장의 투명성 제고 합의
  - 청정 및 신재생에너지 및 에너지 효율에 대한 투자 장려
- 개발, 고용, 무역
  - 식량안보, 빈곤층에 대한 금융접근성 제고방안 추진
  - 2010년 초에 미국 주도로 노동관계 장관회의 개최
  - 2010년까지 DDA 협상 타결 추진
- 향후 일정
  - G-20를 세계 경제협력을 위한 최상위의 포럼(premier forum)으로 지정
- 2011년부터는 연 1회 정례적으로 개최: 2010년 6월 캐나다, 2010년 11월 한국, 2011년 프랑스에서 개최

나. 주요국 입장

1) 미국의 금융감독 강화

2009년 7월 미국의 재무부는 금융감독체계를 개편하는 안을 내놓았으며 의회는 2009년 말까지 법안을 처리할 계획이다.[14] 이 안에 의하면 첫째, 미국은 금융기관에 대한 감독을 강화하기 위하여 금융서비스감시위원회(FSOC: Financial Services Oversight Council)를 신설하고 재무부장관, 연준을 포함한 8개 기관의 장으로 구성한다. 다만 의결기능은 없고 정보교환 및 정책조율을 위주로 한다. 특히 '시스템 안정을 저해할 가능성이 있는 중요한 금융기관'을 'Tier 1 FHCs(Financial Holding Companies)'로 지정하는 데 있어 연준에 조언하는 역할을 한다. 그리고 연준은 금융안정을 저해할 우려가 있는 주요 금융회사를 업종에 관계없이 감독대상기관(Tier 1 FHCs)으로 지정하고 연준이 이를 모두 감독하도록 한다. 또한 사모투자펀드, 투자은행, 그리고 MMF에 대한 규제를 강화한다.[15] 둘째, 금융시장에 대한 감독강화 방안으로는 연준의 지급결제제도에 대한 감시를 강화하고 또 일시결제자금 부족 시 연준이 시스템리스크 방지를 위해 긴급 유동성을 제공한다. 또한 증권화를 통한 시스템리스크 발생을 억제하기 위해 자산 유동화 시 기초자산의 5%를 발행자가 보유하도록 한다든지 금융파생상품거래의 표준화와 거래투명화를 위해 중앙거래청산소(CCP: Central Counterparties)를 설치한다. 셋째, 산재해 있던 금융소비자 보호기능을 강화하기 위해 소비자금융보호청(CFPA: Consumer Financial Protection

14) The Department of the Treasury(2009) 참고.

15) 이러한 연준의 종합 규제·감독기능 강화 분위기가 확산되고 있다고 한다(안민진 2009). 그렇지만 최근 미국 하원 금융위원회는 FRB의 통화정책을 의회 소속 회계감사원(GAO)이 감사하는 법안을 통과시켰다. 또 크리스토퍼 도드 상원 금융위원장은 FRB의 은행감독권을 떼어내 별도의 통합감독기구를 신설하는 법안을 제출했다. 이에 대해 버냉키 의장은 2009년 11월 27일 워싱턴 포스트의 기고를 통해 FRB의 독립성 훼손은 미국의 경제안정을 심각하게 저해할 것이라고 반박하였다(『한국경제신문』 2009. 11. 29).

Agency)으로 소비자 보호기능을 통폐합한다.[16] 마지막으로 부실화된 대형 금융기관을 합리적이고도 신속하게 처리하기 위해 Tier 1 FHCs에 적용되는 신속정리절차를 도입한다.

한편 미국 금융위기의 배경에는 무엇보다도 신용평가회사가 채권 발행과 관련하여 신용평가를 느슨하게 한 것이 중요한 원인 중 하나라는 지적이 있었다. 즉 신용평가회사가 평가 관련 수수료를 지급하는 채권 발행자의 이해관계를 고려하여 해당 증권의 신용을 과장되게 평가하였다는 것이다.[17] 그리하여 금융시장 감독강화 방안의 일환으로 미국 증권거래소(SEC: US Securities and Exchange Commission)는 2009년 9월 17일 신용평가회사의 이해상충 방지와 공시 강화 등을 위한 일련의 개선방안을 마련하였다.[18] 그 내용으로는 공시확대, 경쟁촉진, 이해상충의 예방, 등급쇼핑의 개선 및 신용평가회사의 책임성 증대 등을 통해 신용등급의 질을 개선하는 데 있다.

2) 유럽연합(EU)

금융시장의 위기상황이 단순히 개별 국가차원이나 세계적으로 발생할 수 있을 뿐 아니라 지역적으로 발생할 수 있기 때문에 금융감독도 지역적이어야 한다는 관점에서 EU 집행위원회(Commission of the European Communities, 2009)는 EU 역내 차원에서의 거시금융감독 혹은 미시감독기능을 강화하도록 하는 방안을 처음으로 제안하였다. 먼저 EU 전체의 거시건전성 감독을 위해 유럽금융체계위기관리

16) CFPA의 신설에 대해서는 기업친화적인 일부 민주당 의원과 대부분의 공화당 의원들이 반대할 것이며 미국 은행연합회를 포함한 관련 업계의 저항도 클 것으로 보인다(안민진 2009).

17) 이 때문에 투자자가 평가수수료를 부담하게 하자는 의견도 있으나 이 역시 평가업무에 투자자의 이해관계가 반영될 수 있다는 점 때문에 한계가 있는 것으로 지적되고 있다.

18) 금융감독원(2009a) 참고. 이와 유사한 내용의 입법이 EU와 일본에서도 이루어졌다.

위원회(ESRB: European Systemic Risk Board)를 설립하도록 권고하였다. 이는 유럽중앙은행 외부에 세워진 독립된 기구로서 유럽중앙은행 총재가 의장역할을 하고 EU 회원국 중앙은행, 유럽감독위원회, 회원국 감독기구의 장으로 구성되어 있다. 그 임무는 거시건전성 위험을 탐지하고 이러한 위험을 감소시키기 위한 조치를 찾아내는 것이다. 그리고 경고를 통해 능력 있는 기관에 의한 구제조치를 발동하는 것이다. 한편 유럽중앙은행과 회원국 중앙은행의 거시건전성 규제권한을 강화하고 중앙은행의 시스템리스크 평가와 건전성 규제 사이의 연결고리를 구축하였다. 또한 미시적 금융감독을 위해 유럽 금융감독시스템(ESFS: European System of Financial Supervisors)을 설치하여 각국 감독기구와 은행(EBA: European Banking Authority), 보험(EIOPA: a European Insurance and Occupational Pensions Authorities), 증권(ESMAS: European Securities and Market Authority)의 3개 미시적 감독기관을 총괄하는 방안을 제안했다.[19] 또한 유럽에서 활동하는 헤지펀드들은 반드시 EU 당국에 등록해야 하고 자본차입규모와 투자처에 대한 상세 정보를 공개하도록 되어 있다. 이러한 규제안은 유럽의회에 제출되어 법제화 과정을 밟을 전망이라고 한다.

3) 영국

영국은 2007년 9월 노던록(Northern Rock) 은행 사태를 겪으면서 금융안정에 대한 법적 책무를 영란은행에 부여하고 은행에 대한 특별정리제도 적용시 주도적 역할을 할 수 있도록 영란은행의 금융안정기능을 강화하고자 했다. 그러다가 2009년 은행법 개정을 통해 영란은행에 대하여 금융기관 정리기능을 공식화하고 또 중요 지급결제시스템에 대한 감시기능을 부여하였다.[20]

---

19) 이 개편안은 이사회와 유럽의회로 보내져 입법절차를 밟게 된다.

영국의 입장은 2009년 3월 영국의 금융감독청(FSA, 2009)에서 발표한 터너보고서에 그 내용이 잘 요약되어 있는 것으로 보인다. 위기원인으로 유동성 과잉으로 인해 금융시장 전체에 시스템적 위험(Systemic risk)이 증대하였기 때문이라고 하면서 거시적 차원에서의 대응이 필요하다고 하였다. 또한 이를 위해 바젤 II보다 강화된 형태의 자본금 규제가 이루어져야 한다고 했다. 즉 보통주와 이익잉여금으로 구성된 핵심 기본자본(core Tier 1) 비율을 현행 2%에서 4%로 강화하고, 우선주를 포함한 기본자본(Tier 1)비율 규제를 현행 4%에서 8%로 강화하며, 또한 경기완충적인 완충자본 적립과 대손충당금 적립제도를 도입한다. 한편 '그림자금융산업(Shadow Banking)'[21]에 대한 투명성을 강조하고 있다. 그리하여 투자은행, 헤지펀드, 사모펀드 등 비은행 금융기관에 대한 공시 강화 등 직접규제를 실시하고 있다. 그 외에도 감독대상을 국내은행뿐 아니라 국내에서 영업 중인 외국계 금융기관으로까지 확대하고 금융감독의 국제적인 차원에서의 협력방안을 강구하고 있다.

4) 중국

중국은 금융시장과 자본시장이 상대적으로 폐쇄적이었기 때문에 미국에서 비롯된 금융위기의 영향을 가장 덜 받는 국가가 되었다. 또한 전 세계에서 가장 많은 외환보유액을 가졌기 때문에 외환시장도 상대적으로 가장 안정되어 있었다. 그러므로 이번 글로벌 금융위기 국면에서 가장 타격을 작게 받은 것으로 보인다. 다만 중국은 이러한 금융위기를 중국 위안화의 위상을 강화하고 또 국제금융시장에서의 영향력을 높이는 계기로 삼고자 하는 것 같다. 중국으로서도 국력에 걸맞도록 위안

20) Bank of England *et al.*(2008) 참고.

21) 전통적인 은행기능과 달리, 규제와 감독의 틀을 벗어나 새로운 방식으로 자금을 조달하고 투자하는 금융회사들이 생겨났다. 이들을 그림자금융이라 하는데 투자은행, 헤지펀드, 사모펀드, 구조화투자회사(SIV), 자산유동화 전문 특수목적법인(Conduit) 등이 대표적인 예다.

화 국제화를 통해 국제적인 시뇨리지(화폐주조차익)를 얻고자 한다. 먼저 중국은 2009년 3월 3일 전국인민대표대회(전인대)와 전국인민정치협상회의(정협)에서 위안화를 결제통화·지역통화·기축통화의 순으로 단계적으로 국제화 할 것을 제시하였다.[22] 즉 중국 또는 중국기업과 거래하는 나라들과의 거래에서 달러화 대신 중국 위안화 사용을 점차 늘려가고자 한다. 그 좋은 예로 중국과 아시아의 다른 국가들과의 사이에 새롭게 체결되는 중앙은행 스와프거래에서 위안화 표시를 기준으로 하고 있다.

이와 함께 중국 중앙은행 총재인 저우 샤오촨은 런던 G-20 정상회담을 즈음하여 전 세계의 기축통화로서 달러화 대신 IMF가 발행하는 SDR(Special Drawing Rights)과 같은 초국가적 준비통화를 사용할 것을 언급하였다.[23] 그리고 이러한 통화는 특정국가와 분리되어 있어야 하며 그 가치가 안정적이어야 한다고 하였다. 이 같은 제안을 하면서도 실제로 이 구상이 구체화되는 데에는 상당한 시간이 걸릴 것이라고 전망하였다. 또한 최근 공표한 금융안정보고서에서도 새로운 국제준비통화 구축이 필요하다고 하였다.

2. 국제금융기구들의 입장

가. IMF

IMF 집행이사회는 2009년 7월 20일 현재 2,500억 달러(1,611억SDR)을 추가로

22) 위안화가 지역의 단일통화로 되기에는 일본과의 관계로 어려울 것이고 현실적으로는 ACU와 같은 복합통화의 창출이 대안이 될 것이라고 생각된다(윤덕룡·오승환 2009 참고).

23) 이러한 안에 대하여 러시아도 동조하는 입장이다.

발행하여 186개 회원국의 외환유동성을 보강하기로 했다. 이는 금융경제위기를 타개하기 위해 IMF 재원 총 1조 1,000억 달러를 마련하기로 한 2009년 4월 초 런던 주요 20개국 정상회담에서의 합의에 따른 것이다. 그런데 현재로서는 SDR의 역할이 작지만 지속적으로 SDR의 규모가 커지게 된다면 중국과 러시아 등 국가들이 달러가치 하락을 이유로 SDR을 기축통화로 전환하자는 주장과 같이 SDR이 전 세계의 기축통화 역할을 할 수 있을 것이다. 한편 7월에는 IMF가 186개 회원국을 대상으로 SDR 표시의 채권을 발행하여 재원 확충에 나서게 되었다. SDR 표시 채권 발행은 1945년 제2차 세계대전 이후 60년 만에 처음으로 최근 중국이 주장하는 SDR의 기축통화로서의 역할 강화와 관련하여 볼 때 주목되는 일이다.[24)]

서브프라임 사태로 인한 글로벌 금융위기를 겪는 과정에서 무엇보다도 글로벌 최종 대부자[25)] 기능이 작동하지 않음을 여실히 보여주었다. 즉 위기가 진전되는 동안 미국의 금융위기 예방과 진정을 위해 IMF가 매우 무능했으며 신흥국의 경우에도 IMF가 제공하는 단기유동성 지원창구(Short Term Liquidity Facility)제도를 신청한 국가가 없었다는 점이다. 그리하여 IMF는 글로벌 최종 대부자 기능을 보강하기 위하여 신흥위기국들을 위한 신용공여제도를 보완하여 신축적 신용공여제도(FCL: Flexible Criedit Line)를 마련하였다. 이는 기존의 단기신용제도가 까다로운 정책준수사항(Conditionality)으로 인해 신흥국들의 외면을 받게 되자 사전에 조건이 충족된 국가들에 한해 정책준수사항(Conditionality) 없이 대출이 된다는 점에서 신흥국들의 이용이 늘고 있다.[26)] 다만 연간 대출한도는 해당국 IMF 쿼터의 200%,

24) 한국금융연구원(2009a) 참고.

25) Bagehot(1873) 참고.

26) 그렇지만 구제금융에서 정책준수사항이 전혀 없다고 한다면 유동성 확보 면에서 위기국의 도덕적 해이가 커지기 때문에 적정수준의 정책준수사항으로 인한 벌칙은 어느 정도 있어야 할 것이라고 생각된다.

누적적으로는 600%까지의 한도를 적용하고 있다.[27] 그리하여 IMF는 멕시코(2009년 4월 17일, 470억 달러), 폴란드(2009년 5월, 136.9억SDR), 그리고 콜롬비아(2009년 5월, 69.7억SDR)의 FCL을 승인하였다.

한편 기도 만테가 브라질 재무장관은 터키 이스탄불의 IMF 연차총회에서 IMF가 유동성과 통화스와프를 제공하는 세계 중앙은행의 역할을 해야 한다고 하였다. 이에 대해 도미니크 스트로스-칸 IMF 총재도 IMF는 원래 최종 대부자의 역할을 하도록 만들어졌다는 데 공감했다. 그러나 액스 웨버 독일 중앙은행 총재는 잘못하면 위기국가들의 도덕적 해이를 부추길 수 있을 것이라고 경계하면서 세계경제가 회복되면 IMF도 출구전략을 준비해야 한다고 하였다(『한국경제신문』 2009).

나. 금융안정위원회(FSB, 이전의 금융안정포럼(FSF))

금융안정포럼(FSF: Financial Stability Forum)은 외환위기 이후 1999년 2월 독일 본에서 열린 'G-7 재무장관 및 중앙은행 총재회의'에서 승인된 국제회의 기구이다. 국제적인 금융 관련 규제·감독협의체로서 BCBS, 국제증권감독기구(IOSCO: The International Organi- zation of Securities Commissions), 국제회계기준위원회(IASB: The International Accounting Standards Board) 등의 기관간 협력을 조정하는 실질적 주체가 될 것으로 예상한다. 한편 IMF는 국제금융시스템에 대한 총체적인 관리·감독 기능을 유지하게 될 것이다.[28] FSF는 일련의 보고서(FSF 2008, 2009a)를 통해 ① 자본건전성, 유동성, 리스크 관리에 대한 감독 강화, ② 투명성 제고와 가치평가기준 개선 ③ 신용평가의 역할과 사용의 변화, ④ 감독당국의 리스

27) IMF(2009) 참고.

28) 이시연(2009) 참고.

크 대응능력 강화, ⑤금융시스템 스트레스 대응을 위한 강건한 장치 등에 관한 권고안을 내놓았다. 그 중에서도 자본요구량을 핵심자본 기준으로 하고 최저 규제자본의 수준을 상향 조정하며 금융위기의 경기순응성(procyclicality) 행태를 완화하기 위해서 최저자본 요구량을 초과하는 완충자본(capital buffer)의 적립이 필요하다고 하였다. 즉 경기가 좋을 때 최저자본을 초과하여 많이 적립하도록 하여 경기순응성을 완화하는 방안을 제시했다.[29] 그 외에도 대손충당금, 가치평가, 레버리지와 관련하여서도 경기순응성을 완화할 수 있는 방안을 모색해보도록 권고하였다.

한편 금융안정위원회(FSB: Financial Stability Board)가 공개적으로 공표하지는 않았지만 향후 금융위기 발생 때 전 세계에 영향을 미치며 시스템 리스크를 일으킬 위험이 있는 국경간 금융기업(systemically important cross-border finanacial institutions) 명단에 6대 보험사 및 유럽, 미국 및 일본 등에 있는 24개 은행을 포함하였다고 『파이낸셜타임즈』가 2009년 11월 29일 보도하였다.[30] 그리하여 이 기관들과 관련한 국경간 금융감독을 위해 각국의 규제기관들이 주시해야 할 것이라고 하였다.

다. 바젤은행감독위원회(BCBS)

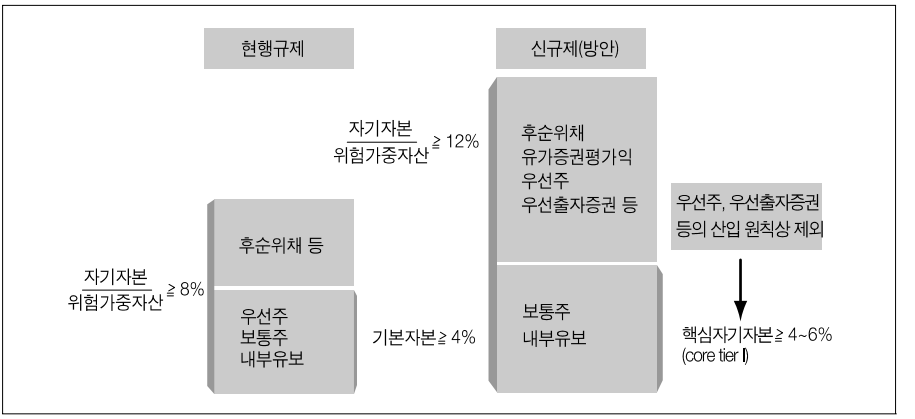
최근 BCBS는 은행자본의 질과 양을 개선하기 위해 새로운 규제기준을 구체적으로 검토하는 것으로 알려졌다. 중요한 내용은 [그림 4-1]에서 보는 바와 같이 보통주와 내부유보가 위험가중자산에 차지하는 비율인 핵심자기자본(Core tire 1)을 4~6%로 높이고 후순위채 등을 포함하는 종전 자기자본의 최저수준을 현행 8%에

29) FSF(2009b) 참고. 2차 G-20 정상회담에서 경기침체기에 BIS 자기자본비율을 완화하는 방안이 거론되었으나 현재 비율을 유지하기로 하였다(정무섭 외 2009).

30) *Financial Times*(2009).

서 12% 이상으로 인상하는 방안이 검토되고 있다.[31]

그림 4-1. 바젤은행감독위원회의 대형은행 자기자본 규제강화방안



자료: 한국금융연구원(2009b).

라. 기타

ICMB와 CEPR은 1999년 이래로 세계경제에 관한 제네바리포트 시리즈를 발간하였는데 주로 국제금융경제체제의 개혁에 관한 주제를 다룬다. 2009년에 발간된 제네바리포트는[32] 금융규제의 기본원칙이라는 주제로 작성되었다. 보고서의 기본 취지는 더 많은 규제라기보다는 더 좋은 규제를 지향하고 있다. 특히 바젤Ⅱ에 의한 미시규제(micro-regulation)는 내생적 위험현상을 인지하는 거시규제(macro-regulation)에 의해 보완되어야 한다고 한다.

---

31) 한국금융연구원(2009b). 참고로 우리나라의 경우 금융감독원(2009b)에 의하면 2009년 9월 말 BIS 기준 자기자본비율이 평균 14.07%, 자기자본에서 후순위채 등 보완자본을 제외한 기본자본비율이 평균 10.67%로 매우 양호한 수준으로 나타났다(2009b).

32) Brunnermeier *et al.*(2009).

미국에서 시작된 이번 금융위기가 특히 전통적인 은행이 아니라 투자은행이나 보험회사와 같은 비은행 금융회사에서 위기가 발생했다는 점에서 금융기관 간의 위험파급효과를 고려하게 되었다. 그리하여 위험파급효과에 따라 금융기관을 다음과 같이 분류한 후 ①과 ②에 속하는 시스템적인 금융기관에 대해 경기완충적인 건전성 감독의 필요성을 강조하고 있다.

① 개별적으로 시스템적인 금융기관(Individually systemic,예: AIG): 크면서도 위기 전염성이 강한 경우이어서 거시감독과 미시감독이 모두 필요하다.

② 집합적으로 시스템적인 금융기관(Systemic as part of a herd, 예: 고레버리지 헷지펀드): 제한된 범위의 미시감독과 함께 상당한 거시감독이 필요하다.

③ 크지만 시스템적이 아닌 금융기관(Non-systemic large): 보험이나 연금처럼 레버리지가 낮은 경우 미시감독이 필요하나 거시감독은 필요 없다.

④ 작은 금융기관(Tinies): 레버리지가 낮다면 최소한의 감독만 필요하다.

그러므로 규제 여부를 결정하기 위해서는 단순히 금융회사의 법적 형태보다는 금융기관의 행태나 자산・부채의 구조 등 경제적 실체에 의해 규제대항 여부를 결정하는 일이 중요하다고 하였다.

영국 노던록의 경우 후순위채에 지나치게 의존하여 금융경색으로 인해 위기를 당했다고 하면서 핵심기본자본 중심의 자본구조 구축을 강조하고 있다. 그 외에도 기존의 BIS 기준 자기자본비율(CAR: Capital adequacy ratio)이 거시감독위험과 시스템위험요인(systemic risk factor)을 충분히 고려하지 못하고 있다고 하였다. 그리하여 레버리지가 커지거나 만기불일치가 심할 때, 신용팽창 및 자산가격 급등과 같은 위험요인이 있을 경우에는 기존의 BIS 자기자본비율에 1보다 큰 값을 곱하고 그 반대의 경우에는 1보다 작은 값을 곱하여 BIS 자기자본비율을 산정함으로써 경기완충적이며 탄력적인 BIS 자기자본비율을 제안하고 있다. 또한 금융기관 임직원들의 보수체계가 리스크를 선호하게 만드는 측면이 있어 이것이 경기순응성을 키

우기 때문에 보상체계를 단기성과보다는 주주의 이익 및 장기적인 회사 수익성과 연결함으로써 경기완충적으로 하도록 권고하고 있다. 이외에도 주택담보인정비율(LTV: Loan to value)이나 총부채상환비율(DTI: Debt to Income)이 경기순응적인 측면이 있기 때문에 이를 경기완충적으로 운용할 것을 제안하였다.

3. 우리나라의 정책 방향

가. 금융위기 예방 관련

1) 국제

가) 향후 국제금융질서 개선에 적극적으로 나서야

최근 우리나라는 G-20의 의장국으로서 국제적인 위상이 매우 높아졌다. 그렇기 때문에 과거 수동적으로 국제금융질서에 따라가던 모습에서 벗어나 우리나라의 입장을 적극적으로 반영하는 방향으로 나아가야 할 것이다. 따라서 국제금융감독이나 국제통화제도 혹은 지역적인 이슈에 대해서도 과연 무엇이 우리나라에 도움이 되는가를 전문가들의 자문을 받아 전략적으로 대응해야 할 것으로 보인다. 물론 대체적으로는 우리나라는 미국과의 특수관계를 고려하여 미국과 공조하는 것이 유리하겠으나 항상 국익 관점에서 냉정히 살펴보아야 할 것이다.

구체적으로는 향후 국제금융체제가 개편되는 과정에서 우리나라의 국제금융계에서의 위상을 제고하고, 또한 향후 우리나라가 실질적으로 금융위기와 외환위기의 가능성을 낮추는 방향으로 개선되도록 노력해야 한다. 한편 동아시아에서는 중국의 위안화와 일본의 엔화 사이에서 슬기롭게 조화로운 역할을 하는 일이 될 것이다.

즉 현실적으로 경제력이 커지고 역내에서의 무역비중이 높아지는 중국과 이미 선진국으로서 위상을 차지하고 있는 일본과의 사이에서 우리 국익의 관점에서 적절한 역할을 찾아가는 일이 매우 중요하다.

나) 감독당국 간의 정보공유 확대 및 협력 강화

주요 선진국 및 동아시아 지역 내 국가들과의 교류가 활발해지면서 금융기관의 위험이 국가간으로 전파되는 경향이 높아지고 있다. 따라서 그 어느 때보다도 감독당국 간 정보공유의 확대가 절실히 요구되고 있다. 그리고 현안이 발생할 때에도 감독당국 간의 긴밀한 협력 아래 공동대응이 필요하다. 또한 우리나라는 FSF와 BCBS에 가입함으로써 국제적인 차원에서의 금융규제·감독 내용의 변화가 국내 감독내용과의 상충되는 문제 등을 면밀히 검토하여 합리적으로 대응해야 할 것이다.

다) 다국적 금융기관에 대한 감독 강화

투자국에서의 금융기관 파산 등 위기가 발생했을 때 투자유치국의 입장에서 의도하지 않았던 위기가 발생하게 된다. 예를 들면 양국간 금융감독에 관한 차이가 있을 때 어떻게 이를 조정해야 할 것인가라는 문제가 생긴다. 만약 국가간에 금융회사에 관한 규정의 차이가 전혀 없다면 큰 문제가 없을 수도 있을 것이다. 그러나 대부분의 나라가 금융업에 대한 규정이 다르기 때문에 실제로 이러한 경우 어려운 문제에 부딪치게 된다. 기본적으로 우리의 경우 투자유치국의 감독규정이 우선적으로 적용된다든지 강화될 필요가 있다. 그렇지 않을 경우 외국의 금융위기가 바로 우리나라에 영향을 주게 될 뿐더러 심하면 다국적 금융회사의 부실을 우리나라 재정으로 부담한다든지 혹은 국부유출도 발생할 수 있기 때문이다.

2) 국내

가) 거시건전성 감독 강화방안

금융위기를 예방하기 위해서는 무엇보다도 중앙은행의 거시금융감독기능 강화가 필요하다는 것이 대부분 학계나 국제금융기구의 일관된 결론이라고 볼 수 있다. 여러 가지 이유를 들 수 있지만 거시건전성 감독과 관련된 제 수단, 즉 이자율, 환율 등을 가지고 있지 못한 금융감독기구가 거시금융감독을 하는 것이 바람직하지 않으며, 이런 관점에서 중앙은행이 담당하는 것이 바람직하다는 것이다. 또한 실제로 금융경색이나 위기상황이 도래하였을 경우에는 무엇보다도 중앙은행의 최종 대부자 기능에 의존할 수밖에 없기 때문에 중앙은행이 거시금융감독에 중요한 역할을 해야 할 것이다. 그리하여 미시금융감독기능은 금융감독기구에 맡기되 거시건전성 감독기능은 중앙은행에 맡기는 것이 바람직하다.[33] Nier(2009)에 의하면 실제 위기 과정에서 중앙은행이 은행감독업무를 수행하는 복수감독기관 모델국가(이탈리아, 네덜란드 및 프랑스)가 통합감독기구 모델국가(벨기에, 스위스, 영국)에 비해 금번 위기과정에서 서브프라임 모기지 손실 발생에 더 잘 대처해왔다고 하였다.

이를 위해 향후 실제로 우리나라에서도 '시스템상 중요한 금융회사'를 지정하여 별도의 건전성 규제를 적용하고 감독을 강화할 필요가 있다. 이는 향후 이러한 금융회사가 부실해질 경우 우리나라의 금융시스템 전반을 위기로 몰고갈 가능성이 있어 그에 상응하는 감독강화방안이 이루어져야 하기 때문이다.

나) 경기순응성(Procyclicality) 완화방안

최근 세계적인 금융위기 상황을 맞으면서 금융규제를 위한 제(諸) 제도가 경기

33) 한국은행(2009) 참고.

순응성이 있어서 경기가 좋을 때에는 거품을 증폭시키고 또 거품이 꺼지게 될 때에는 역으로 경기를 급속히 악화시키는 방향으로, 즉 경기순응적으로 이루어져 왔다는 지적이 있었다. 그리하여 경기가 좋을 때에는 경기를 완화하고 경기가 나쁠 때에는 경기를 진작시키는 방식으로, 즉 경기에 역행하여 경기순환을 완만하게 하는 제도를 시행할 필요가 있다는 것이다. 이를 위한 정책수단으로는 여러 가지가 있겠지만 예를 들면 LTV나 DTI 같은 경우 경기가 좋을 때에는 기준을 낮추어 보수적으로 운영하고 경기가 나쁠 때에는 기준을 완화하여 경기를 진작하는 방향으로 운영하는 것이 필요하다고 할 것이다. 따라서 최근 팽창정책 하에서 나타난 부동산 거품 발생에 대해 미시적인 방법인 LTV를 낮추는 등의 정책은 그 나름대로 긍정적인 평가를 받을 만한 정책이라고 할 수 있다.

그 외에도 우리가 취할 수 있는 정책으로는 금융기관이 내부등급방식을 채택할 경우 필요자기자본 규모의 변동성을 축소하기 위하여 리스크요소(예: 등급별 부도율)의 값을 특정시점의 측정치(Point In Time 방식, 이하 'PIT 방식')보다는 경기주기를 감안한 평균치(Through The Cycle 방식, 이하 'TTC 방식')를 이용할 수 있다. 또한 경기가 좋을 때 대손충당금을 많이 쌓고 경기침체기에는 적게 쌓을 수 있는 동태적 대손충당금제도를 사용할 수 있을 것이다. 그리고 현재 감독당국에서 검토되고 있는 역전환채권,[34] 자본금보험,[35] 주주마진콜제도[36] 등도 위기시 자본금 확충을 함으로써 경기순응성을 완화할 수 있는 좋은 방법으로 보인다. 그 외에도 현재 금융회사 임원의 보수를 결정할 때 거품형성기의 성과에 대해서는 과다하게 보상하는 반면 거품 붕괴시 손실에 대해서는 거의 면책하게 해준다. 그러므로 금융회사의 임원들이 지나치게 리스크를 추구하게 되는 경향이 있다. 그리하여 임원들

34) 은행의 BIS 비율이 떨어질 때 자본금으로 전환할 수 있는 채권이다.

35) 금융사의 부실에 대해 보험을 들고 부실 발생시 보험금으로 자본확충을 할 수 있는 제도이다.

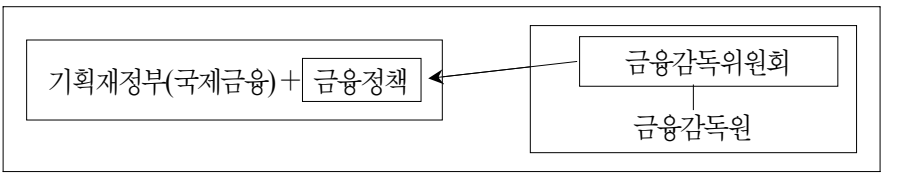
36) 금융회사 부실징후가 있을 때 주주가 자본확충을 요구할 수 있는 제도이다.

의 보상을 장기간에 나누어 지급하는 것이 금융기관 임원들의 과다한 리스크 추구 행위를 완화하고 따라서 경기순응성을 완화하는 데에도 많은 도움이 될 것이다. 즉 추가자본적립제도 등을 경기완충적으로 시행하는 것도 경기순응성을 완화할 수 있는 좋은 방법이다.

다) 금융감독기능의 집중

그리고 금융감독기능의 집중도 필요하다고 생각된다. 특히 금융정책기능과 금융감독기능을 함께 보유하고 있는 것이 바람직하지 않다. 특히 금융위기를 겪는 과정에서 두 기관이 공존함으로써 득이 되기보다는 시행착오가 더 많을 것으로 판단된다. 그리고 현실적으로 작은 정부를 지향하는 현 정부의 정책방향에 비추어보아 공적 민간조직인 금융감독원을 (준)공무원조직화한다는 것은 우리 현실에 맞지 않다. 그리하여 현재 금융위원회의 금융정책기능은 기획재정부로 통합하는 것이 바람직하다. 그리고 금융위원회는 금융감독위원회로 명칭을 변경, 금융감독위원회를 금융감독원 내부 정책결정기구로 전환하여 공적 민간기구화하되 금융감독원장이 금융감독위원회의 의장을 겸직하도록 하는 것이 바람직하다.

그림 4-2. 금융감독기구 개편방안



라) 금융소비자 보호 관련 기구 신설

세계 경제위기가 심화된 것은 여러 가지 원인이 있겠지만 금융서비스의 소비자

혹은 투자자의 보호가 미흡한 점도 지적될 수 있다. 미국은 소비자금융보호기구(Consumer Financial Protection Agency)를 신설하여 금융시장에 만연된 불공평하고, 기만적이며, 부적절한 관행으로부터 소비자들을 불허하려고 한다. 정보의 비대칭성 때문에 항상 소비자 혹은 투자자의 보호가 문제가 된다. 우리나라의 경우 특히 자본시장의 통합이 진행됨에 따라 이러한 문제는 더욱 심각해질 것으로 보인다. 그리하여 금융서비스 소비자 혹은 투자자의 보호를 목적으로 하는 독립적 기관이 필요할 것으로 보인다. 물론 이 기관을 신설하는 경우 각종 금융회사의 입장에서 자유로운 영업활동에 제한받을 것을 우려할 수도 있다. 그러나 통화정책을 관장하는 중앙은행이나 혹은 은행 건전성 감독을 주된 목적으로 하는 금융감독원과는 다른 차원에서 소비자 혹은 투자자를 보호할 수 있도록 접근하는 것도 궁극적으로는 금융시장의 안정에 기여할 수 있다는 점에서 고려해볼 수 있을 것이다.

나. 외환위기 예방 관련

가) 통화불일치 관련 감독정책 강화[37)]

금융위기와 관련하여 최근 많은 제도적 보완장치가 논의되고 있지만 신흥국인 우리나라 입장에서 충분히 다루어지지 않은 중요한 이슈 중 하나가 바로 통화불일치(Currency mismatches) 문제이다. 만약 외환포지션관리가 정부, 기업, 금융기관 차원에서 잘 이루어지고 있다면 환율이 아무리 변해도 문제가 발생하지도 않을 것이다. 그렇지만 현실적으로 환율이 급등락할 때 항상 그러한 문제가 드러났으며 결과적으로 감당하기가 어려운 지경에 처하게 되었다. 국가 전체적으로 외화표시 자산과 부채가 불일치할 때 국가적인 외환위기 문제가 대두된다. 그러나 비록 국가 전

37) Eichengreen *et al.*(2003), Goldstein and Turner(2004), and Park(2009) 참고.

체적으로는 그러한 외환위기 문제가 없다고 하더라도 개별 은행이나 기업의 경우 외환포지션 관리에 문제가 있을 때에는 심각한 위기에 직면하게 된다. 우리나라의 경우 2006년 이후 외국은행 국내지점에서 대외단기채무/대외단기채권 비율이 6배 이상으로 상승하여 2008년에는 11배에 이르는 등 심각한 통화불일치를 보이고 있다.[38] 그뿐 아니라 최근의 KIKO 계약과 같이 외환파생상품 형태로 그 외환위험이 숨어 있을 때에는 감독당국으로서도 감독하기가 매우 어려워진다. 따라서 금융감독 차원에서 우리나라에 특유한 외환파생상품을 포함한 외환포지션 감독정책을 수립할 필요가 있을 것으로 보인다. 구체적으로는 은행과 기업들의 통화불일치에 대한 감독과 모니터링이 강화되어야 한다. 그 중에서도 정부와 금융감독당국에서 국내은행과 외국은행 지점을 포함한 금융기관의 외환부문 건전성 감독을 강화해야만 외환시장의 안정성과 금융시장의 안정성을 제고할 수 있을 것이다. 특히 우리나라의 경험에서 보듯이 외국계 은행의 국내지점이라 하더라도 결국 언제든지 우리나라의 시스템적 위험을 높일 수 있다는 차원에서 본다면 당연히 감독이 강화되어야만 할 사항이다.

나) 외환보유액 운용방식의 개선

기축통화국과는 달리 우리나라의 경우에는 금융기관의 안정성을 확보하기 위해서 무엇보다도 환율안정이 중요하다는 것을 보았다. 특히 KIKO라든가 혹은 국내 금융기관의 경우 외화표시 부채가 클 때 급격한 환율상승은 금융기관의 건전성을 심각하게 훼손할 가능성이 높아지게 된다. 따라서 외환보유액을 안정적으로 관리할 필요성이 높아지게 된다. 환율안정을 위해서는 무엇보다도 위기시 필요한 외환보유액을 넉넉하게 보유하는 것이 가장 중요하다. 그런데 적정수준을 초과하는 외환보

38) 서영경 · 김근영(2009) 참고.

유액을 보유하는 것은 추가비용을 부담하는 것이 되기 때문에 적정수준을 보유하는 것이 필요하다. 2008년 위기 이전의 외환보유액 수준으로는 외환시장을 안정시키기 위해 충분하지가 않았다. 또한 국제유동성 확보문제가 논의는 무성하지만 아직 해결되지 않고 있고, 가까운 시일 내에 국제 금융시장에서 위기상황이 또 다시 올 수 있는 가능성을 배제할 수 없기 때문에 다소 넉넉하게 보유하는 것이 바람직하다고 할 수 있다. 그리고 외환보유액을 운용하는 구조와 관련하여 지금과 같이 한국투자공사가 중앙은행의 외환보유액을 위탁받아 보유외환을 운용하는 경우 운용부실로 인한 보유외환의 손실에 대한 책임주체를 명확하게 – 기획재정부, 중앙은행, 한국투자공사 중 – 해놓음으로써 책임감을 높일 수 있다. 위탁 외화자산의 손실에 대한 책임주체가 명확하지 못할 경우 외환시장 안정에 도움이 되지 못할 것이기 때문이다. 그렇기 때문에 외환정책에 관한 권한은 기획재정부에 두더라도 외환보유액 운용에 관한 사항은 중앙은행의 의사를 존중하는 것이 좋을 것이라고 생각된다. 한편 미국의 팽창적인 통화정책 및 재정정책의 결과 중장기적으로 달러화에 대한 신뢰도가 크게 하락하고 또 중장기적으로 달러화의 약세가 예상되는 만큼 현행 달러화 위주의 외환보유액 운용의 틀을 중장기적 관점에서 전략적으로 변화시킬 필요가 있다. 그리하여 보유외환 통화 구성의 다변화를 기할 필요가 있다. 그 외에도 보유외환의 운용과 관련하여 현재의 지속적인 글로벌 경기부양정책으로 인해 앞으로 오게 될 글로벌 인플레이션에 대비하여 가능하다면 간접적인 방법으로라도 실물자산에 대한 투자를 높이는 것도 한 방안이라고 본다.

다. 국제통화협력과 국제통화제도 개혁

달러화를 중심으로 하는 IMF 체제가 기본적으로 도전을 받고 있고 또 앞으로도 지속적으로 그 기능에 대해 도전을 받게 될 것이다. 이는 달러화 중심의 국제통화

제도가 태생적으로 가지고 있는 트리핀(Triffin)의 딜레마 때문에 한계가 있다. 즉 기축통화가 전 세계 유동성을 공급하기 위해서는 기축통화국의 국제수지 적자가 전제되어야 한다. 그러나 국제수지 적자가 장기화되면 기축통화의 가치가 필연적으로 하락하게 되고 어느 시점에서는 투매현상까지 벌어지면서 전 세계 경제를 흔들게 된다는 것이다. 다만 현재로서는 단기일 내에 달러화를 대신할 만한 뚜렷한 제3의 기축통화가 나타나지 않을 것으로 보인다.[39] 그리하여 앞으로는 글로벌 인플레이션으로 인해 전 세계적으로 금,[40] 원자재, 곡물 등의 실물투기가 더욱 본격화될 가능성이 높아질 것으로 예상된다. 그 과정에서 유로, 엔, 위안화의 달러화대비 상대적 가치 또한 상승하게 될 것이다. 그 외에도 많은 국가들이 국가간 거래에서 달러화 대신 지역통화 혹은 자국통화로의 결제를 증대시키는 등의 방안을 모색하고 있다.

이번 금융위기 과정에서 새로운 형태의 대응수단이 바로 우리로서는 미국을 비롯한 동아시아 국가의 중앙은행과의 통화스와프를 통한 외환 확보였다. 과거 IMF와 얽혔던 아픈 기억 때문에 이번에는 IMF의 자금을 활용하지는 못했다. 비록 IMF가 긴급대출자금의 한도를 늘렸다고는 하지만 여전히 위기국의 입장에서는 활용하는 데 주저하게 될 것이다. 따라서 향후 중국이 주장하는 대로 SDR의 역할이 증대된다고 한다면 우리나라 원화와 IMF의 SDR 간에 통화스와프와 유사한 형태의 거래확대를 통해 외환을 확보하는 방안도 고려할 필요가 있을 것이다.

현실적으로 미래의 통화위기에 대응하기 위한 국제금융시스템이 완전히 갖추어지는 데는 상당한 시간이 흘러야 하거나 아니면 당분간 불가능할 수도 있을 것이다. 그렇지만 글로벌 금융위기과정에서 신흥국들의 외면을 받아왔던 IMF 신용을

39) 미국의 기초경제여건이 악화되면서 달러화의 역할이 위축된다고 하더라도 단기간 내에 이를 대체할 수 있는 화폐의 등장이 쉽지는 않다.

40) 다만 금가격의 향후 방향에 대해서는 전 세계가 금본위제도로 회귀하기에는 금 생산량의 한계로 인해 실물경제에 대응하는 유동성을 뒷받침하기가 어렵다는 이유 등으로 인해 쉽지 않은 상황이므로 조만간 한계에 달할 것이라고 전망하는 견해도 있다.

국민감정 차원에서 무조건 배척하기보다는 슬기롭게 이용할 필요도 있을 것이다. 최근 신설된 FCL을 이용하는 신흥국이 많음을 주목할 필요도 있다. 현실적으로는 최근 우리가 해왔던 것처럼 미국 연준과의 통화스와프협정, 그리고 중국, 일본과의 통화스와프협정이 매우 중요한 유동성 확보방안이 될 수 있다.

미국을 중심으로 전 세계 금융위기가 한창 진행될 때 IMF는 위기를 감지하지 못했으며 또 정작 위기가 발발했을 때에는 그 수습과정에서 제대로 역할을 하지 못했다. 특히 1998년 동아시아 외환위기가 발발했을 때에는 위기국에 대해 지나치게 가혹할 정도의 정책준수사항(Conditionality)을 부과하면서 긴축정책을 강요했다. 그러나 정작 기축통화국인 미국에서 위기가 발생하자 동아시아 국가들과는 정반대의 팽창 통화 및 재정정책을 시행하면서 위기에 대응하였다. 그리하여 IMF가 그동안에 해왔던 다른 위기국가들에 대한 위기수습대책의 정당성을 상실하게 되었다. 그 외에도 주로 구제금융자금에 대한 이자수입으로 유지되는 IMF가 신흥시장에서 금융위기가 급감하면서 자체적으로 재정건전성이 많이 악화된 상황이다.[41] 그리고 이번 위기는 정작 기축통화국에서 발생하여 위기수습과정에서 IMF의 역할이 별로 없으며 또한 그 규모가 IMF가 감당할 수 없는 정도였다. 정작 자금이 필요한 신흥국에서는 IMF의 지원자금을 사용하기를 꺼리는 상황이 되었다. 기본적으로 전 세계 경제가 미국의 달러화에 지나치게 의존해서 운영되어 왔으며 그 과정에서 미국 경제의 자율적인 조정이 불가능하게 되었고 IMF로서도 이를 사전에 탐지하거나 혹은 탐지했다 하더라도 미국 내부 정책에 영향을 미칠 수 없었다. 다만 IMF의 재원을 대폭 확충하여 향후 위기에 대응하는 정도의 개선을 하였다. 그렇지만 현재의 모습으로는 향후 다가올 위기를 감지하고 예방하는 데에는 여전히 미흡하다고 할 것이다.

41) 강민우(2008) 참고.

최근 중국과 러시아를 중심으로 미국 달러화의 한계를 언급하면서 세계통화로서 IMF의 SDR을 부쩍 강조하고 나서면서 미국의 입장을 압박하고 있다. 그렇지만 현재 미국으로서는 만약 달러가 기축통화 지위를 잃게 되면 미국의 장기국채에 투자한 중국, 한국 등 외환보유국들의 투자자금이 빠져나가면서 국내 장기금리가 치솟게 되어 엄청난 혼란을 가져오게 될 것이다. 특히 미국의 장기국채 금리에 연동되어 있는 미국의 부동산 담보대출금리가 급등하게 되면 미국의 부동산 시장에 큰 타격을 주게 된다. 이와 함께 중국으로서는 보유외환의 가치가 급락하게 되는 어려움이 예상되면서 주춤하고 있다. 그렇지만 누구나 예상하는 것은 언제가 될지는 모르지만 위기수습과정에서 미국의 기초경제여건이 크게 악화됨에 따라 미국 달러화의 지위가 흔들리게 될 것이라는 점이다.

현재 중국이나 러시아가 주장하는 슈퍼통화 주장안은 국제준비통화로서 달러화 대신에 IMF의 SDR을 사용하자는 것이다.[42] SDR은 IMF에서 인위적으로 창출된 국제준비통화로서 그 구성은 현재 미국의 달러화(44%), 유로(34%), 엔(11%), 파운드(11%) 등 4개 기축통화의 바스켓 형태로 되어 있다. SDR은 국제준비통화로서 제대로 통용되지 못하고 있는 상황이다. 그러므로 중국이 당장 슈퍼통화를 원하기보다는 먼저 기존의 SDR 통화바스켓에서 중국의 비중을 약 20% 정도로까지 크게 확대하고 점진적으로 SDR을 슈퍼통화로 발전해나가려는 것으로 보인다. 또한 중국으로서는 IMF 내에서의 쿼터를 확대하는 데 노력할 것으로 보이며 우리나라도 당연히 쿼터를 증대시키는 데 노력해야 한다.[43] 우리나라의 경우 GDP 비중은

42) Eichengreen(2009)은 SDR의 기축통화안에 대해 IMF가 최종 대부자로서 전 세계 중앙은행이 되지 않으면 현실적으로 쉽지 않은 일이라면서 전 세계 중앙은행이 되는 것도 상당한 시간을 필요로 할 것이라고 하였다.

43) IMF 쿼터는 회원국의 IMF 출자금에 대한 최대한도를 결정하고, 투표권 산출기준이 되며, IMF로부터의 신용한도 및 SDR 배분규모를 결정하는 기준이 된다(IMF 홈페이지 http://www.imf.org/external/np/exr/facts/quotas.htm 참고).

1.5%이지만 IMF 내 지분율은 1.35%에 불과한 상황이어서 추후 확대가 필요하다. 왜냐하면 쿼터 확대는 IMF 내에서 지배력의 증가를 의미하기 때문이다.

라. 동아시아 지역 통화협력 강화 및 관련 기구 유치 노력

가장 성숙된 형태의 지역 통화협력은 현재 유럽에서 유로화가 사용되는 것과 같이 동아시아 지역에서도 단일통화를 사용하는 것이 될 것이다. 그러나 단일통화로 가기에는 아직 거쳐야 할 단계가 많이 남아 있는 것 같다. 동아시아 지역의 경우에도 유럽의 1979년 유럽통화제도(EMS)와 비슷한 경로를 밟아서 단일통화로 갈 것이다. EMS는 유럽통화단위(ECU: European Currency Unit), 환율조정메커니즘(ERM: Exchange Rate Mechanism), 그리고 EMS 회원국 중앙은행간 신용지원제도의 세 가지로 구성되었다. 최근 일본의 씽크탱크인 국제정책연구소(IIPS 2009)에서는 제1단계로 2010년대에는 동아시아 지역경제협력체계를 구축하고 제2단계에서는 아시아통화단위(ACU: Asian currency unit)를 도입하고, 마지막으로 2030년대에는 아시아공동통화(Asian common currency)를 도입하자고 하였다. 그리고 마침내 미국의 달러화, 유럽의 유로화와 함께 3개의 기축통화로 이루어진 국제금융시스템을 제안하였다. 세계의 기축통화가 병존되는 형태를 언급하였다.

미국을 중심으로 하는 현행 국제통화제도가 금융위기의 예방과 치유에 있어 한계를 드러냄에 따라 동아시아 역내 국가들 간의 통화협력에 대한 관심이 높아지고 있다. 동아시아 외환위기 이후 동아시아 지역에서의 통화협력이 절실해짐에 따라 2000년 5월 태국 치앙마이에서 한·중·일 3개국과 ASEAN 5개국(인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 태국, 싱가포르)을 합한 8개국이 양자통화스와프협정(BSA: Bilateral Swap Arrangement)을 주요 내용으로 하는 치앙마이 이니셔티브(CMI)에 합의하였다. 최근에는 동아시아 국가들 간에 금융위기시 외환보유액을 양국간에 스

와프하여 사용하던 것을 다국간에 사용할 수 있게 하는 CMIM(Chiang Mai Initiative Multilateralization)을 2009년 5월 인도네시아 발리에서 열린 ASEAN 10개국(인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 태국, 싱가포르, 브루나이, 베트남, 미얀마, 캄보디아, 라오스)과 한국, 중국, 일본 3국간 재무장관회의에서 구축하였다. 이는 이전의 양자간 통화스와프를 다자화한 것으로 분담금 총액은 1,200억 달러이다. 그 중 한국, 중국 그리고 일본의 분담금 비율은 각각 전체의 16%, 32%, 32%이고, ASEAN 국가들이 20%로 GDP, 외환보유액, 그리고 수출입액을 고려해서 결정되었다.[44] 즉 이는 일본과 중국의 대등한 영향력을 고려하되 한국이 양국 사이에서 중요한 역할을 할 수 있는 매우 적절한 구성비로 보인다. 또한 위기시 해당국들이 사용할 수 있도록 분담금대비 인출배수는 중국과 일본 각각 0.5, 한국은 1, 그리고 ASEAN 중 상대적으로 큰 5개 국가는 2.5, 작은 5개 국가는 5로 하여 작은 국가일수록 더 많은 금액을 인출할 수 있도록 설계되어 있다. 현재로서는 IMF의 동의 없이 가능한 스와프거래 규모가 전체 펀드액의 20%로 제한되어 있지만 추후 이 규모를 점차 늘려 가야 할 것으로 보인다.

그리하여 먼저 역내에서 지역적 통화협력을 위한 인프라 구축이 필요하다고 생각된다. 그것이 바로 역내 신용평가기관, 역내 채권시장의 육성, ACU 도입,[45] 역내 환율협력 등을 들 수 있다. 아시아채권시장 이니셔티브(ABMI: Asian Bond Market Initiative)의 경우 동아시아 국가들 간에 채권시장을 형성함으로써 자본이 동아시아 역내에서 움직여 성장을 촉진할 수 있도록 하려는 계획이 진행 중이다. 그러나 역내통화로 채권이 발행되고 이것이 역내에서 소화되고 유통되기에는 아직 넘어야 할 단계가 많이 남아 있는 것 같다. 그 중에서도 역내채권에 대한 신용보강

44) 이 비율은 미국, 일본과 우리나라의 경제력 규모를 비교해볼 때 우리나라에 매우 유리한 비율로 조정된 것으로 생각된다.

45) 신성우 · 김기정(2006) 참고.

을 위해 역내 신용보증투자펀드(CGIF: Credit Guarantee Investment Fund)에 대한 설립방안이 논의되고 있다.[46] 먼저 미국과 비교해볼 때 동아시아 해당국 금융시장의 깊이와 수단이 성숙되지 못한 것이 가장 큰 문제로 남아 있다. 그리고 중기적으로는 역내에서 통용될 채권의 표시화폐로서 회원국 통화를 사용하기보다 유럽의 ECU와 같은 ACU를 사용하여 발행하는 것이 좋을 것 같다. Rajat Nag ADB 총무이사도 2009년 인도네시아 발리에서 열린 ADB 총회에서 장기적으로 ACU를 도입해야 한다고 하였다. 먼저 일반에 통용되기 전에 동아시아 채권시장에서 ACU 표시채권을 발행한다든가 동아시아 국가 간에 먼저 사용을 시작하는 것이 바람직하다고 생각된다. 그리고 ACU 통화바스켓 구성비는 그 시작단계에서 일단 CMIM에서 정한 회원국 국가별 분담금 구성비를 적용하는 것도 매우 적절한 것으로 판단된다.

그 다음 단계로는 동아시아 국가들 간에 환율을 안정적으로 운영하는 단계가 될 것으로 보인다. 역내 환율안정을 위해서는 유럽의 환율조정메커니즘(ERM)처럼 각국의 대 ACU 환율을 재정하여 각 통화 간의 기준환율을 산출하고 상하 일정한 범위 내에서 움직이게 하는 형태의 아시아통화제도(AMS)를 고려해볼 수 있을 것이다. 지역 간에 환율을 안정시키기 위해서는 무엇보다도 역내 국가들의 거시경제정책 수행에서 상당한 정도의 협력관계가 전제되어야 한다. 또한 지역적인 환율안정을 위해서 EMS 하에서는 지역 내 위기금융제도가 있었다. 현재 이런 역할을 할 수 있는 것이 바로 CMIM이라고 할 수 있다. 다시 말하면 지역적 차원에서의 최종 대부자 기능을 할 수 있는 기관이 있어야 할 것이다. 그런 역할을 할 수 있는 기구는 아시아통화기금(AMF)이 될 것이다. 향후 지역적인 차원에서 CMIM은 아시아통화기금과 같은 형태로 발전할 가능성이 높다. 이 안은 과거 1997년 동아시아 외환위기 직후 미국이 동아시아에 IMF와 경쟁적인 기관이 생기는 것을 거부하던 때와는

46) 초기자본금은 5억 달러 규모로 ADB 내 독립적 펀드형식으로 설립하기로 합의하였다.

상황이 달라졌기 때문이다. 그리고 동아시아 국가들 사이에서도 AMF에 대한 상당한 공감대가 형성되고 있는 것 같다.

향후 동아시아 국가들 간에 통화협력이 진행될수록 각종 지역적 국제협력기구가 많이 생겨날 것으로 전망된다. 이 과정에서 우리나라의 경제발달단계, 혹은 지정학적으로 볼 때에도 중국, 일본, 그리고 ASEAN 국가들의 중간적인 입장에서 좋은 입지적 여건을 가지고 있다고 판단되며 각종 지역적 국제협력기구의 사무국을 유치하는 데 최대한 노력을 기울여야 할 것이다. 이를 우리나라로 유치하기 위해서는 정부차원에서 움직일 필요도 있겠지만 기업, 언론, 재계 등 민간차원에서 보다 적극적으로 움직일 필요가 있을 것이다.

4. 요약 및 정책적 시사점

미국의 2000년대 초반 저금리정책은 미국 내 부동산 거품을 키우는 계기가 되었다. 그 후 이러한 거품을 제거하기 위하여 고금리정책으로 선회하는 과정에서 부동산 가격의 급격한 하락을 가져오게 되었다. 그 과정에 부동산을 기초자산으로 하는 각종 부동산 관련 금융파생상품이 부실하게 되었다. 여기에 투자하였던 투자은행들이 큰 손실을 입게 되면서 금융시장이 경색되었다. 이 과정에 관련된 금융기관들의 파산이나 매각이 진행되었다. 이러한 금융경색현상을 막기 위해 미국을 비롯한 전 세계 국가들이 팽창적인 통화·재정정책을 펼치게 되었다. 그리고 기축통화국인 미국에서의 신용경색현상은 전 세계 금융시장에 엄청난 혼란을 야기하게 되었다. 즉 미국 내 금융경색현상은 달러화를 기축통화로 의존하고 있던 전 세계 금융시장과 외환시장을 혼란에 빠지게 하였다. 미국의 파생금융상품에 투자하였던 많은 선진국과 후진국 금융기관에 직접적인 피해를 입힌 것은 물론 간접적으로 달러

화의 급격한 회수에 따른 심각한 국제유동성 부족의 문제를 가져왔다. 그리하여 많은 신흥국의 외환시장과 금융시장이 동시에 혼란에 빠지게 되었다. 이 과정에서 글로벌 최종 대부자 역할을 해야 하는 IMF의 기능이 한계를 보이게 되었다. 즉 먼저 IMF는 미국의 거시경제정책에 대한 감시기능을 제대로 하지 못하여 위기예방을 하지 못하였고 정작 기축통화국인 미국에 위기가 발생하자 전혀 손을 쓸 수 없는 상황이 되었을 뿐 아니라 신흥국들에는 구제금융을 제대로 공급하지도 못하고 또한 그럴 만한 규모를 확보할 수도 없었다. 이로 인해 IMF는 많은 비판을 받았으나 G-20 정상회담을 계기로 IMF를 중심으로 한 국제금융체제 개편론이 나오고 또 신용규모를 확대함으로써 역설적으로 IMF의 기능이 더욱 강화되는 계기가 되었다.

우리나라는 글로벌 금융위기에 대응하는 여러 가지 과제를 안게 되었다. 그 중에서도 국제금융감독 강화, 국제통화제도 개편과 이에 따른 우리나라의 정책과제가 주어지게 되었다. 가장 기본적으로는 무엇보다도 국내 및 국제 충격이 있다 하더라도 우리나라의 금융기관이 매우 건실하다면 견뎌낼 수 있을 것이다. 그렇기 때문에 가능한 수단을 동원해서라도 우리 금융기관의 건전성을 제고해야 할 것이다.

무엇보다도 이번 글로벌 금융위기는 미시적인 차원에서의 금융시장의 규제감독이 불완전했다는 점에서 국제금융기구나 각국의 정책은 대체로 금융시장에 대한 규제감독을 강화하는 방향으로 나아갔다. 먼저 거시금융감독기능에 대한 감독 강화가 그것이다. 즉 시스템적으로 금융시장에 위험을 가져올 수 있는 제 요인을 검정하고 경기순응성을 완화하기 위한 각종 규제방안을 설치하였다. 즉 자본금 적립, BIS 자기자본비율, 대손충당금제도 등에서 경기완충적인 방안을 강구함으로써 호경기에 금융기관의 리스크 확대요인을 자동적으로 제어할 수 있도록 하였다. 그리고 거시금융감독을 담당할 수 있는 적절한 기관으로 중앙은행의 금융안정기능을 강화하기로 하였다. G-20 정상회담을 계기로 국제적인 위기대응방안의 방향을 정리하고 협의함으로써 위기가 수습되는 데 결정적인 역할을 하게 되었다.

먼저 미국의 서브프라임 위기와 같은 금융위기를 예방하기 위해서는 중앙은행의 거시금융감독기능 강화와 같은 금융안정기능의 강화가 필요하다. 한 나라 경제의 거시건전성을 가장 잘 분석할 수 있고 기업이나 금융기관이 유동성 위기에 몰렸을 때 최종적인 대부자 기능을 할 수 있는 중앙은행의 거시금융감독기능이 강화되는 것이 필요한 것으로 보인다. 그리고 각종 분석을 통해서 나온 중요한 결론 중 하나가 바로 금융회사에 본질적으로 존재하는 경기순응성인데 이를 완화하기 위한 여러 가지 제도변화가 있을 것이지만 우리나라 차원에서 적합한 제도들을 미리 확보할 필요가 있을 것이다. 그 중에서 눈여겨볼 수 있는 것은 가장 손쉬운 방법으로 LTV, DTI, 대손충당금제도, 추가자본적립제도, 금융기관 임원보수의 합리적 개선 등을 생각할 수 있다. 다음으로는 우리나라의 분산되어 있는 금융감독기능을 보다 집중시키는 것이 필요한 것으로 보인다.

그 외에도 외환위기를 예방하기 위해서는 먼저 국가, 기업, 금융기관별로 통화불일치를 없애도록 하여 기본적으로 환율의 급격한 변화에 따른 위험을 줄여나가야 할 것이다. 또한 외환위기 재발을 막기 위해 외환보유액을 충분히 확보하여야 하며 외환보유액 운용에 관한 최종 책임을 중앙은행에 맡겨야 한다. 그리고 향후 글로벌 인플레이션과 달러화 약세에 대비하여 보유외환의 구성을 다양화할 필요가 있다.

이번 글로벌 금융위기에서 보았듯이 기축통화국인 미국에서의 금융위기로 인해 전혀 예측하지 못했던 갑작스런 국제유동성 부족으로 우리 금융시장과 외환시장에 갑자기 큰 충격이 올 수도 있다. 특히 외환시장에 미치는 충격은 우리가 감당할 수준을 넘을 수 있는 것이다. 이런 경우에 대비해서 글로벌, 동아시아 지역, 그리고 국내에서의 최종 대부자 역할이 잘 작동할 수 있도록 제도적으로 대비해야 할 것이다. 그러므로 향후 위기 시 외환 확보를 위해 IMF의 FCL, 그리고 기축통화국 혹은 IMF와의 이국 간 중앙은행스와프제도 등을 고려해야 한다. IMF가 글로벌 금융위기 시 예방과 대책에서 큰 역할을 하지 못했다. 그리하여 위기를 겪으면서 IMF의

대출재원을 확대하고 신용조건을 많이 완화하였다. 그리고 IMF 내에서 중국의 위상이 여러모로 강화되는 가운데 우리나라도 IMF 쿼터를 늘리는 등 국제금융계에서의 위상을 점차 높일 필요가 있다. IMF에서 우리나라의 쿼터를 높인다는 것은 위기 시 대출받을 수 있는 규모가 확대된다는 의미가 있다. 그 외에도 IMF가 FCL을 증가하였다고는 하지만 과연 우리나라에 국제유동성 부족으로 인한 외환위기가 닥쳤을 때 글로벌 최종 대부자의 역할을 충분히 수행할 수 있을지에 대해서는 여전히 의구심이 남는다.

그러므로 지역적 차원에서 통화협력을 강화할 필요가 점차로 높아가고 있다. 이국간 CMI에서 다자간 CMIM으로 발전한 것은 역내 통화협력의 큰 진전이라고 보여진다. 그리고 앞으로도 역내 채권시장 육성, 역내 신용보증기구, ACU 도입, 역내 환율안정, AMF 성립 등이 이루어져야 한다. 특히 이번 CMIM에서 정해진 중국, 한국, 일본 및 ASEAN의 분담금 구성비가 32%, 16%, 32%, 그리고 20%로 된 것은 매우 합리적인 것으로 보인다. 특히 이 구성비는 한・중・일 간의 배분이 매우 합리적이며, 특히 우리나라로서는 매우 적절한 비율을 확보한 것으로 향후 ACU 통화바스켓 결정 혹은 AMF 분담금 배분 등에서도 참조할 만한 비율인 것으로 보인다. 실무적으로 동아시아 지역에서의 역내 금융감독, 역내 통화협력과 관련한 사무국 유치에 있어 우리나라가 적극적으로 나서는 것은 동아시아 지역의 통화협력을 위해 매우 좋은 방안이라고 생각된다.

제5장
결 론

본 연구에서는 세계대전 이후 최대 규모로 평가되는 국제금융위기의 원인과 전파과정을 살펴보고, 이를 극복하기 위해 우리나라 차원의 정책방안과 국제적인 공조방안을 모색하였다. 미국 거대금융시장의 일부에 불과한 부동산 서브프라임 시장에서 시작되어 전 세계의 금융시장과 실물경제에 큰 영향을 미친 서브프라임 위기는 그 규모나 영향력에서 전후 최대로 평가될 만큼 세계경제에 큰 영향을 미쳤다. 특히 세계 최강대국인 미국의 금융시장과 실물경제가 가장 큰 피해를 시현하였고, 국제금융질서와 국제경제질서의 재편에 직접적인 실마리를 제공하였다는 점에서 세계대전 이후의 다른 금융위기와는 확연히 구분된다. 그리고 우리나라와 같이 신흥시장의 경우 금융시장에 대한 영향보다는 외환시장을 통한 실물경제의 교란이 더 크게 나타났다는 점에서 선진국시장과 구분되며, 이에 따른 대응정책의 설정도 어느 정도의 차이는 불가피하다는 점을 강조하였다.

주요 정책방향으로서 먼저 국제적으로는 국제금융감독 강화와 국제통화제도의 개편이 가장 중요한 과제인 것으로 제시하였다. 국내적으로는 우리나라 금융기관의 건전성을 제고하고 중앙은행의 거시금융감독기능을 강화하며 미시적인 금융감독기능도 보다 집중시키는 안을 제안하고 있다. 또한 아시아 지역 차원에서는 역내 통화협력을 강화해야 한다는 점을 강조하였다. 특히 역내 양자간 통화스와프인 치앙마이 이니셔티브(CMI)에서 다자간의 CMIM(CMI Multilateralization)으로 발전한 것은 역내 통화협력의 큰 진전이라고 보여진다. 이와 관련하여 향후 동아시아 지역의 역내 금융감독(surveillance)체제 구축과 역내 통화협력 관련 논의에서 우리나라가 더욱 적극적으로 나서야 할 것이다.

세계경제는 국제금융시장이 회복현상을 보이고 일부 국가에서 경기회복이 가시화되는 모습을 보이고 있기는 하나 아직 몇 년 이내에 금융위기 이전의 모습과 유사한 상태로 되돌아갈 수 있을지는 분명하지 않다. 다만 분명한 것은 세계대전 이후 최악이라고 평가되며 선진국시장을 중심으로 개도국과 저개발국가로 번져 나간

글로벌 금융위기는 선진국과 개도국을 포함하는 G-20 국가를 중심으로 하여 새로운 국제금융질서와 세계경제의 큰 틀을 다시 짜는 계기를 마련하였다는 점일 것이다.

G-20 체제는 풀어야 할 많은 숙제를 안고 있다. 포스트 금융위기 시기에 어떠한 역할을 수행해야 하는지, 비회원국의 참여채널을 어떻게 확대해나가야 할지 답안을 찾아야 한다. 중장기적으로 G-20 체제의 지속을 위해 기후협약과 같은 환경문제, 복지문제 등 국제사회에서의 결속을 위한 의제를 공식적으로 토론할 수 있는 장으로서 발전해나갈 가능성도 모색하여야 한다.

G-20 체제는 금융위기 발생 이후 축소된 자국의 국제적 영향력을 재기하려는 미국의 의도와도 맞물려 있는 것으로 보인다. 미국은 글로벌 금융위기 이후 영향력이 약화되었고 미국의 영향권 아래에 있는 개도국을 세계 지배그룹체제에 포함하도록 하여 이 국가들과 강한 유대감을 유지하면서 자국의 영향력을 점차 확대하려는 움직임을 보인 바 있다. 이러한 움직임의 배경에는 G-7/G-8 또는 G-13/G-14와 같이 유럽(EU) 및 선진국의 입김이 강하게 작용하는 세계 지배그룹체제 내에서는 미국의 영향력을 계속 지켜나가는 데 어려움이 있기 때문인 것으로 보인다.

G-20 체제는 이에 대한 오바마 신정부의 입장이 아주 분명하게 드러나지는 않고 있고, 프랑스를 중심으로 브레턴우즈체제를 개혁해야 한다는 의견을 개진한 바 있는 유럽연합이 향후 G-20 체제에 대한 입장을 뚜렷이 보여주지 않고 있으며, 개도국의 경우 아직 구심점이 약하다는 취약성을 가지고 있다는 점도 간과해서는 안 될 것이다. 따라서 앞으로 정상회담 수준의 G-20 체제를 어떻게 지속시켜나갈 것인가에 대한 우려도 상존하고 있는 상황이다. 물론 2011년까지 개최지가 정해졌고 이 체제의 지속에 대해 긍정적인 견해가 지배적이나 G-20 체제가 새로운 국제경제질서의 지배구조로 정착하기 위해서는 아직 넘어야 할 산이 많다.

먼저 상설 지배기구로서의 제도화가 전혀 안 되어 있고 G-20에서 다루어야 할 주제의 범위와 이에 대한 책임권한이 불명확하다는 점을 들 수 있다. 금융위기 극

복 이후 출구전략의 공조가 성공적으로 이루어질 것이라는 점을 가정하더라도 경제위기 이후의 시대에 G-20가 어떠한 역할을 수행해나가야 하는지에 대한 합의가 완전히 이루어지지 않고 있다. 기후변화나, 개발협력을 정책에 포함시켜야 한다는 의견이 대두되고 있으나 UN이나 세계은행과의 영역 중복이 있다는 한계가 있다.

둘째로 G-20 체제는 글로벌 다자간 지배구조로서 지역 내(regional) 지배구조와의 갈등을 조화롭게 해결해야 한다는 과제가 있다.

셋째, G-7의 역할이 약해지면서 신흥경제권 국가로 대표되는 신규회원국이 세계무대에서 충분히 제 역할을 수행하여야 한다. G-20의 공식적인 의사결정채널뿐 아니라 이 체제가 정착될 때까지 그 안에서 서브그룹이 형성되어 전체 의사결정에 직·간접으로 영향을 미칠 것으로 예상되기 때문에 이러한 프로세스에 자연스럽게 적응하여 의사결정과정에 적극 참여하는 것이 중요하다.

참고문헌

[국문자료]

강민우. 2008.「IMF의 재정 건전성 악화와 지역금융협력체제 강화」.『SERI 경제포커스』. 삼성경제연구소.

금융감독원. 2009a.「신용평가공정성 제고를 위한 표준내부통제평가기준 마련」. 보도자료.

_____. 2009b.「2009. 9월 말 국내은행의 BIS 비율 현황[잠정]」. 정례브리핑자료.

김병덕. 2009.「위기 이후 금융회사 건전성 규제의 전망 및 시사점, 금융포커스」.『주간금융브리프』, 제18권 23호.

서영경・김근영. 2009.「은행부문의 통화불일치 평가와 발생요인 분석」.『금융경제연구』. 한국은행 금융경제연구원.

신성우・김기정. 2006.「아시아 통화단위(ACU) 도입 논의와 시사점」.『외환국제금융리뷰』, pp. 118~142. 한국은행 국제국.

안민진. 2009.「미금융감독체제 개혁안에 대한 현지시각 점검 II」. 세계경제정책 09/07/03. 국제금융센터.

오용협・김연실. 2009.「G-20 체제의 주요과제와 대응방향」. KIEP 오늘의 세계경제, Vol. 9, No. 2. 대외경제정책연구원.

윤덕룡・오승환. 2009.「중국위안화의 국제화 추진과 시사점」. KIEP 오늘의 세계경제, Vol. 9, No. 7. 대외경제정책연구원.

이시연. 2009.「국제 금융 규제・감독 체제 개편에서 강화될 금융안정포럼의 역할과 우리의 대응방안」.『주간금융브리프』, 18권, 8호, pp. 14~15.

전선애. 2009.「금융감독 개선 및 금융시스템 안정」. 민간금융위원회 발제자료, 2009. 7. 10.

정무섭・곽수종・엄정명・박현수. 2009.「2차 G20 정상회의의 타결내용과 시사점」. *Issue Paper 2009. 4. 3.* 삼성경제연구소.

정호성. 2009.「최근 신흥국 금융위기의 평가 및 전망: 종합금융안정지수」.『경제포커스』. 제226호. 삼성경제연구소.

조종화 외. 2008.『국제자본이동 패턴의 변화와 미국의 경상수지 적자 보전』. 연구보고서 08-11. 대외경제정책연구원.

한국금융연구원. 2009a.「IMF의 첫 채권발행 결정 및 의의」.『주간 금융브리프』, 제18권, 28호, pp. 18~19.

한국금융연구원. 2009b.「바젤은행감독위원회의 대형은행 자기자본 규제강화 방향」.『주간금융

브리프』, 제18권, 45호.
한국은행. 2009.「글로벌 금융위기 이후 금융규제 및 감독 강화 논의내용 및 향후 과제」. 금융안정국 은행연구팀.
_____. 2009a.「글로벌 금융위기 이후 아시아 금융의 현황과 예상되는 변화」.『해외경제포커스』, 제2009-25호.
허인・박영준. 2009.『금융위기 중 외환시장 변동요인 분석과 시사점: 외국인 채권투자와 해외펀드의 환헤지 행태를 중심으로』. 대외경제정책연구원.

[영문자료]

Ashcraft, Adam B. and Til Schuermann. 2008. “Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit.” The Federal Reserve Bank of New York. Staff Report No. 318. (March)
Bagehot, W. 1873. Lombard Street.
Bank of England, HM Treasury, and FSA. 2008. Financial Stability and Depositor Protection: Special Resolution Regime, Cm 7459.
Brunnermeier, M., Crockett, A., Goodhart, C., Persaud, A.D., and Shin, H. 2009. “The Fundamental Principles of Financial Regulation.” Geneva Reports on the World Economy 11, Preliminary Conference Draft. International Center for Monetary and Banking Studies & Center for Economic Policy Research.
Caballero, Ricardo J. and Arvind Krishnamurth. 2009. “Global Imbalances and Financial Fragility.” NBER Working Paper No. 14688.
Case, Karl E. and Robert J. Shiller. 2003. “Is There a Bubble in the Housing Market? An Analysis.” *Brookings Papers on Economic Activity*.
_____. 2004. “Is There a Bubble in the Housing Market?” Cowles Foundation Paper No. 1089.
Commission of the European Communities. 2009. “Commission Staff Working Document: Accompanying Document to the Communication from the Commission ‘European Financial Supervision’ Impact Assessment.”
Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau, and Peter M. Garber. 2009. “Bretton Woods II Still Defines the International Montary System.” NBER Working Paper No. 14731.
Dowd, Kevin. 2008. “Moral Hazard and the Financial Crisis.” CRIS Discussion Paper Series.

2008.VI.

EBRD. 2007. *Transition Report 2007*.

Edwards, Sebastian. 2004. "Thirty Years of Current Account Imbalances, Currenct Account Reversals and Sudden Stops." NBER Working Paper No. 10276.

Eichengreen, Barry, and Young C. Park. 2006. "Global Imbalances: Implications for Emerging Aia and Latin America." In Jan Joost Teunissen and Age Akerman eds. *Global Imbalances and the U.S. Debt Problem*, pp. 14-44. The Hague: Fondad.

Eichengreen, Barry, Ricardo Hausmann, and Ugo Panizza. 2003. "Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They are not the Same and Why It Matters." NBER Working Paper No. 10036.

Engle, R. 2002. "Dynamic Conditional Correlation: A Simple Class of Multivariate Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity Models." *Journal of Business and Statistics*, 20, pp. 339-50.

Feldstein, Martin S. 2008. "Resolving the Global Imbalance: the Dollar and the U.S. Saving Rate." NBER Working Paper No. 13952.

Financial Services Authority. 2009. *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*.

Financial Stability Forum. 2008. *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*. FSF. (April)

_____. 2009a. *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience: Update on Implementation*. FSF. (April)

_____. 2009b. *Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System*.

_____. 2009c. *FSF Principles for Sound Compensation Practices*.

_____. 2009d. *Report of the FSF Working Group on Provisioning*.

Financial Times. 2009. "Thirty Financial Groups on Systemic Risk List." (November 29)

Forbes, K., and R. Rigobon. 2002. "No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Co-movement." *Journal of Finance*, 57, pp. 2223-61.

Goldstein, Morrris and Philip Turner. 2004. "Currency Mismatches at Center of Financial Crises in Emerging Economies." Peterson Institute for International Economics, Washington D.C.

IMF Homepage. http://www.imf.org/external/np/exr/facts/ quotas.htm

Institute for International Policy Studies. 2009. *Prospects for the Global Economic and Financial System in the 2030s.*

International Monetary Fund. 2009. *Financial Statements.* (April)

Keys, Benjamin J., Tanmoy Mukherjee, Amit Seru and Vikrant Vig. 2008 "Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans." *EFA 2008 Athens Meetings Paper.*

Krugman, P. 2008. "The International Finance Multiplier." Mimeo.

Nier, Erland Walter. 2009. "Financial Stability Frameworks and the Role of Central Banks: Lessons from the Crisis." IMF Working Paper WP/09/70.

Obstfeld, Maurice and Kenneth S. Rogoff. 2005. "Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments." *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, pp. 67-123.

Park, Yung Chul. 2009. *Reform of the Global Regulatory System: Perspectives of East Asia's Emerging Economies.* Annual Bank Conference on Development Economics.

Paul, Krugman. 2008. "The International Finance Multiplier." Mimeo.

Shin, Hyun Song. 2009. "Leverage, Securitization and Global Imbalances." Hong Kong Institute for Monetary Research. (June)

Vines, David. 2009. "The Financial Crisis, Global Imbalances, and The International Monetary System." Paper presented at the ICRIER-CEPII-BRUEGEL Conference.

Executive Summary

Global Financial Crisis and Post-Crisis International Financial Architecture

Yonghyup Oh, Chang-Gyu Choi, Young-Joon Park, and Yeon Sil Kim

This study examines the causes and results of global financial crisis, which was triggered by the subprime mortgage crisis in the U.S. It further suggests policy implications to overcome the crisis. Chapter 2 summarizes the causes of the U.S. financial crisis and explains its effects on the economic recession. Chapter 3 focuses on the international transmission of the financial crisis in two aspects of both financial and foreign exchange crisis. In addition, it summarizes major countries' policy responses to get over the crisis countries being USA, EU, China, Japan and other Asian countries. The empirical analysis accounts for the international transmission of the financial crisis between the U.S. and Korean financial markets. Chapter 4 provides policy suggestions for national authorities and international cooperations, including the G-20 process at a global level and the CMIM (Chiang Mai Initiative Multilateralization) at a regional level. The last chapter is a conclusion that also looks at the G-20 process as a new feature of

the post-crisis international economic order.

The crisis in emerging economies like Korea is distinguished from that in the advanced economies in the sense that financial crisis has manifested as a severe recession through foreign exchange markets, rather than the impact on financial market itself. Accordingly countries react differently to overcome their economic difficulties. The report suggests that post-crisis international financial policies should direct our attention to strengthening international financial regulation and supervision, and reforming international financial monetary institutions. For Korea, government policies should work towards creating transparent and healthy financial markets by strengthening the central bank's function as macro-supervisor. And at the same time, the present decentralized micro-supervisory authorities need to be merged to better monitor domestic financial markets. Lastly, East Asian countries are making progresses towards regional financial cooperation via the CMIM which was developed from the bilateral currency swap agreements under the CMI. The ASEAN+3 countries are currently involved in establishing regional surveillance unit with the CMIM, and Korea should make a significant contribution for regional monetary and financial cooperations.

KIEP 연구보고서 발간자료목록 | 2007~09. 12

■ 2009년

09-01 기후변화협상의 국제적 동향과 시사점 / 정성춘 · 이형근 · 권기수 · 이철원 · 오태현 · 김진오 · 이순철

09-02 해외자원개발의 전략적 추진방안: 4대 신흥지역 중심으로 / 박영호 · 이철원 · 권기수 · 정재완 · 황지영

09-03 FTA 효과 극대화를 위한 국내대책 및 구조조정정책 방향 / 최낙균 · 이경희 · 김정곤

09-04 국내 외국인직접투자의 경제적 효과 및 투자환경 개선 방안 / 김준동 · 강준구 · 김혁황 · 김민성 · 이성봉

09-05 FDI 결정요인 분석에 따른 한·중·일 비즈니스서비스 산업 경쟁력 비교 / 정형곤 · 이성봉 · 나승권

09-06 한·ASEAN FTA 효율적 이행을 위한 연구: 상품 무역을 중심으로 / 김한성 · 조미진 · 정재완 · 김민성

09-07 FTAAP의 경제적 효과 및 한국에의 파급영향 / 김상겸 · 박인원 · 박순찬

09-08 글로벌 환경에서의 한국 사업 서비스 발전방안: IT 서비스를 중심으로 / 송영관 · 강준구 · 금혜윤

09-09 주요국의 서비스 교역장벽 측정과 정책 시사점 / 성한경 · 박혜리 · 남호선 · 양주영

09-10 DDA 타결의 경제적 효과 분석과 정책과제 / 서진교 · 최낙균 · 박지현 · 이창수 · 박순찬

09-11 OECD/DAC 주요규범과 ODA 정책 개선방안 / 권 율 외

09-12 동아시아 FTA 실현을 위한 당면과제와 해결방안 / 이창재 · 김한성 · 방호경 · 노유연

09-13 안정적 성장을 위한 거시경제구조: 해외의존도의 합리적조정 / 윤덕룡 · 문우식 · 송치영 · 유재원 · 이영섭 · 채희율

KIEP 설립 이후 현재까지의 모든 발간자료 원문은 홈페이지(http://www.kiep.go.kr)에 수록되어 있습니다.

09-14 해외충격에 따른 거시경제 안정화 정책에 대한 연구 / 이동은 · 송원호 · 오승환

09-15 해외자본이 한국채권 및 파생시장에 미친 영향과 정책 시사점 / 윤덕룡 · 허 인 · 오승환 · 이호진

09-16 서브프라임 위기 이후 국제금융질서 재편과 시사점 / 오용협 · 최창규 · 박영준 · 김연실

09-17 해외자본이 외환과 주식시장에 미치는 영향: 금융시장 및 경상수지 안정화를 위한 정책적 시사점의 모색 / 윤덕룡 · 오승환 · 이호진

09-18 중국의 유통서비스업 현황 및 활용방안: 소매유통을 중심으로 / 이승신 · 윤창인 · 박월라 · 여지나 · 배승빈 · 박민숙 · 조현준

09-19 일본의 저탄소사회전략에 관한 연구 / 정성춘 · 김양희 · 김규판 · 이형근 · 김은지

09-20 한국기업의 대중남미 투자진출 성과와 과제 / 권기수 · 김진오 · 고희채

09-21 북한의 대외경제 제약요인 분석과 정책적 시사점 / 조명철 · 김지연 · 홍익표 · 이종운

09-22 한국의 대아프리카 농촌개발협력 방향 / 박영호 · 정지선 · 허윤선

09-23 중국의 부상에 따른 한국의 국가전략 연구 / 이장규 외

■ 2008년

08-01 서비스자유화 협상의 Mode 4 관련 대응방안 연구: 독립전문가를 중심으로 / 김준동 외

08-02 APEC 경제협력 주요과제와 우리의 활용방안 / 김상겸 · 유재원 · 한홍렬 · 김수이 · 이상현

08-03 한·중 FTA 대비 중국의 FTA 서비스협정 분석과 정책제언 / 이장규 · 이준규 · 이승신 · 여지나 · 배승빈

08-04 한·중·일 3국의 FTA 비교분석과 동북아 역내국간 FTA 추진방안 / 최낙균 · 정형곤 · 김한성

08-05 WTO체제의 개혁방향과 한국의 대응 /
서진교 · Sherzod Shadikhodjaev · 이경희 · 박지현 · 윤창인

08-06 지식기반서비스의 개방과 외국인투자를 통한 발전방안: 대학교육서비스를 중심으로 / 송영관 · 송백훈 · 강준구

08-07 한국의 교역구조와 경상수지 변동요인 분석 /
정철 · 김정렬 · 김혁황 · 성한경

08-08 사회안전망 측면에서의 무역조정지원제도 발전방안 /
임혜준 · 김정곤 · 박혜리 · 이홍식

08-09 한국 FTA 원산지규정의 특성 및 활용전략 /
김한성 · 조미진 · 정재완 · 김민성

08-10 국경간 M&A를 통한 한국기업의 해외진출전략 연구 /
현혜정 · 김혁황 · 박철형 · 성한경

08-11 국제자본이동 패턴의 변화와 미국의 경상수지 적자 보전 /
조종화 · 강삼모 · 이인구

08-12 원화국제화에 대한 연구 II /
오용협 · 백승관 · 김연실

08-13 중국 소비시장의 특징과 진출전략 /
지만수 · 박월라 · 이승신 · 박현정 · 최의현

08-14 일본의 기체결 EPA의 분석과 한·일 FTA에의 정책 시사점 /
김양희 · 정성춘 · 이형근 · 김은지

08-15 한국기업의 대러시아 현지경영 현황과 과제 /
이재영 · 이순철 · 황지영 · 이종문

08-16 미국 서비스산업의 성장요인 분석과 한국에 주는 시사점 /
이준규 · 김종혁 · 고희채

08-17 미주개발은행(IDB)을 활용한 대중남미 경제협력 확대방안 /
권기수 · 김원호 · 권 율 · 김진오 · 박수완

08-18 우리나라 대외원조 역량의 현황과 과제 /
박복영 · 이계우 · 이순철 · 정지선 · 박수경

08-19 아프리카 개발협력의 체계적 추진방안 /
박영호 · 박복영 · 권 율 · 허윤선

08-20 **체제전환국의 시장경제교육 경험이 북한에 주는 시사점** / 조명철 · 홍익표 · 김지연

■ 2007년

07-01 **한국의 주요국별 · 지역별 중장기 통상전략: 총괄보고서** / 김흥종 · 권 율 · 박복영 · 정성춘 · 이성봉 외

07-02 **한 · 미 FTA 협상의 분야별 평가와 정책과제** / 최낙균 · 이홍식 외

07-03 **DDA 협상의 전개과정과 다자통상체계에 대한 시사점** / 서진교 외

07-04 **글로벌 아웃소싱 확대에 따른 한국의 과제와 대응** / 현혜정 · 김혁황 · 김민성 · 박철형

07-05 **원화국제화 추진에 따른 장단점 비교와 정책적 시사점** / 송원호 외

07-06 **한 · 미 FTA 이후 한국의 대미 통상정책 방향과 과제** / 채 욱 외

07-07 **동북아지역통합에 대한 정치경제학적 접근: 통합모델의 모색과 한국의 전략** / 안형도 · 박제훈

07-08 **한 · 중 교역 특성과 한 · 중 FTA에 대한 시사점** / 양평섭 · 이장규 · 박현정 · 여지나 · 배승빈 · 조현준

07-09 **한 · 중 금융 · 물류 허브 경쟁과 한국의 선택: 빈하이 신구 확대 개발에 따른 인천경제자유구역에 대한 시사점을 중심으로** / 정형곤 · 오용협 · 원동욱 · 나승권

07-10 **한 · 일 기업의 동아시아 생산네트워크 비교 연구: 자동차산업을 중심으로** / 정성춘 · 이형근

07-11 **인도 산업발전 전망과 한 · 인도 산업협력 확대방안** / 이순철 · 최윤정 · 정재완 · Prabir De

07-12 **러시아의 WTO 가입과 한국의 무역투자 증진방안** / 이재영 · 채 욱 · 한홍렬 · 신현준

07-13 **한국 경제발전경험의 대(對)개도국 적용 가능성** / 박복영 · 채 욱 · 이제민 · 이 근 · 이상철

오용협(吳龍協)
서울대학교 경제학과 졸업
프랑스 고등사회과학원 경제학 박사
대외경제정책연구원 국제거시금융실장(現, E-mail: yho@kiep.go.kr)

저서 및 논문

"Monetary Integration with or without Capital Market Integration" (*Asian Economic Papers*, Vol. 8(2), 2009)
"International Capital Market Imperfections: Evidence from Geographical Features of International Consumption Risk Sharing" (*Applied Economics*, Vol. 41(8), 2009) 외

최창규(崔昌奎)
서울대학교 경제학과 졸업
미국 텍사스 대학교 경제학 박사
명지대학교 경제학과 교수(現, E-mail: ckchoi@mju.ac.kr)

저서 및 논문

"Does Foreign Direct Investment Affect Domestic Income Inequality?" (*Applied Economics Letters*, 13(12), pp. 811-814, 2006)
"The Effect of the Internet on Economic Growth: Evidence from cross-country panel data" (공저, *Economics Letters*, 105, pp. 39-41, 2009) 외

박영준(朴永俊)
서강대학교 경제학과 졸업
미국 버지니아 대학교 경제학 박사
대외경제정책연구원 국제거시금융실 국제거시팀 부연구위원(現, E-mail: yjpark@kiep.go.kr)

저서 및 논문

"Ambiguity, Signals, and Portfolio Selection under Imperfect Information" (2009)
"Housing Cycles by Timescale and the Source of Nonlinear Linkage with the Federal Funds Rate" (2009) 외

김연실(金燕實)
서울대학교 국제대학원 국제학 석사
대외경제정책연구원 국제거시금융실 연구원(現, E-mail: ykim@kiep.go.kr)

저서 및 논문

『원화국제화에 대한 연구 II』(공저, 2008)
「G-20 체제의 주요 과제와 대응방향」(공저, 2008) 외

연구보고서 09-16

서브프라임 위기 이후 국제금융질서 재편과 시사점

2009년 12월 24일 인쇄
2009년 12월 30일 발행

발 행 인	蔡 旭
발 행 처	對外經濟政策硏究院 137-747 서울특별시 서초구 양재대로 108 전화: 3460-1142 FAX: 3460-1144
인 쇄	오름시스템(주) 전화 2273-7011 대표 이호열
등 록	1990년 11월 7일 제16-375호

ISBN 978-89-322-1315-6 94320 정가 7,000원
978-89-322-1072-8(세트)

절취선

KIEP 발간자료회원제 안내

■ 본 연구원에서는 본원의 연구성과에 관심있는 專門家, 企業 및 一般에 보다 개방적이고 효율적으로 연구 내용을 전달하기 위하여 「발간자료회원제」를 실시하고 있습니다.

■ 발간자료회원으로 가입하시면 본 연구원에서 발간하는 모든 보고서 및 세미나자료 등을 대폭 할인된 가격으로 신속하게 구입하실 수 있습니다.

■ 회원 종류 및 연회비

회원종류	배포자료	연간회비		
		기관회원	개인회원	연구자회원*
S	외부배포 발간물 일체	30만원	20만원	10만원
A	(반년간) 대외경제연구	1만 5천원		1만 2천원

* 연구자 회원: 교수, 연구원, 학생, 전문가풀 회원

■ 가입방법

우편 또는 FAX 이용하여 가입신청서 송부 (수시접수)
137-747 서초구 양재대로 108 대외경제정책연구원 지식정보실 출판팀
연회비 납부 문의전화: 02) 3460-1179 FAX: 02) 3460-1144
E-mail: sklee@kiep.go.kr

■ 회원특전 및 유효기간

- S기관회원의 특전: 본 연구원 해외사무소(美 KEI) 발간자료 등 제공
- 자료가 출판되는 즉시 우편으로 회원에게 보급됩니다.
- 모든 회원은 회원가입기간 동안 가격인상에 관계없이 신청하신 종류의 자료를 받아보실 수 있습니다.
- 본 연구원이 주최하는 국제세미나 및 정책토론회에 무료로 참여하실 수 있습니다.
- 연회원기간은 加入月로부터 다음해 加入月까지입니다.

KIEP 발간자료회원제 가입신청서

기관명 (성명)	(한글)	(한문)
	(영문: 약호 포함)	
대표자		
발간물 수령주소	우편번호	
담당자 연락처	전화 FAX	E-mail :
회원소개 (간략히)		
사업자 등록번호		종목

회원분류 (해당난에 ✓ 표시를 하여 주십시오)

	S 발간물일체	A 반년간지
기 관 회 원 □		
개 인 회 원 □		
연 구 자 회 원 □		

* 회원번호

* 갱신통보사항

(* 는 기재하지 마십시오)

특기사항

Policy Analysis 09-16

Global Financial Crisis and Post-Crisis International Financial Architecture

Yonghyup Oh, Chang-Gyu Choi, Young-Joon Park, and Yeon Sil Kim

미국발 서브프라임 사태로 촉발된 글로벌 금융위기가 실물경기 침체로 심화되면서 우리나라 경제도 큰 영향을 받았다. 이와 관련하여 본 연구는 글로벌 금융위기의 원인과 결과 및 이를 극복하기 위한 정책방향을 모색하고 있다. 미국에서 금융위기의 발발원인 및 국제적 전파과정을 금융위기와 외환위기의 두 가지 측면에서 관찰해 보고 국가별 대응전략을 주요 선진국과 아시아 시장을 중심으로 살펴보았다. 또한 금융위기 극복을 위한 국제적인 공조노력의 관점에서 정책방향을 제시함과 동시에, 새로운 국제경제질서의 지배구조로 부상하고 있는 G-20 정상회의 체제의 의의와 앞으로의 과제를 제안하고 있다. 이러한 연구결과를 바탕으로 본 보고서는 국제금융 감독의 강화와 국제통화제도의 개편 및 아시아에서의 역내통화협력을 강화해야 한다는 정책적 시사점을 제시하고 있다.

KIEP 대외경제정책연구원
137-747 서울특별시 서초구 양재대로 108
137-602 서울 서초우체국 사서함 235호
대표전화 02-3460-1001, 1114
Fax 02-3460-1122, 1199
http://www.kiep.go.kr

94320
9 788932 213156
ISBN 978-89-322-1315-6
978-89-322-1072-8(세트)

정가 7,000원