



대외경제정책연구원 www.kiep.go.kr 137-747 서울시 서초구 염곡동 300-4 2007년 8월 13일

제07-36호

글로벌 유동성 축소되는가? - 서브프라임 모기지 부실 사태를 보는 시각에서

양두용 KIEP 국제거시금융실 실장 (yangdy@kiep.go.kr, Tel: 3460-1227)

신종협 KIEP 국제거시금융실 국제금융팀 부연구위원 (jhshin@kiep.go.kr, Tel: 3460-1209)

이인구 KIEP 국제거시금융실 국제거시팀 부연구위원 (iklee@kiep.go.kr, Tel: 3460-1153)

주요 내용

- ▣ 최근 국제적으로 과잉 유동성 문제가 제기되고 있는 가운데 미국 서브프라임 모기지 부실로 유발된 신용위기가 글로벌 유동성 축소를 가져올 것인지에 대해 관심이 고조되고 있음.
- ▣ 서브프라임 사태의 향후 전개방향에 대해서는 비관론과 낙관론이 엇갈리고 있으나, 서브프라임 사태가 유동성 축소의 시발점이 되어 향후 글로벌 유동성을 안정적으로 감소시키는 요인으로 작용할 수도 있음.

 - 전세계적으로 자산 버블 형성 등 과도한 유동성 증가에 따른 부작용이 나타나고 있는 점을 감안할 때, 서브프라임 사태가 경제에 큰 충격을 주지 않고 자산가격을 안정시키는 한편 글로벌 유동성을 단계적으로 감소시키는 역할을 한다면 오히려 전화위복이 될 수도 있을 것임.
- ▣ 한편 서브프라임 사태가 국내 경제에 미치는 직접적인 영향은 제한적일 것이라는 전망이 우세한 가운데 국내 기업들의 해외 채권발행을 통한 자금조달에는 다소 어려움이 있을 것으로 예상됨.

 - 서브프라임 사태로 안전자산 선호 현상이 나타날 경우 국내 증시에서 외국자금이 빠져나갈 가능성이 있으나 이러한 유동성 축소는 증시 과열을 방지하는 등의 순작용도 있기 때문에 반드시 나쁘다고 볼 수는 없음.
- ▣ 또한 국내 주택시장의 경우 주택담보대출 연체율이 낮아데다 상품구조와 자금조달 방식 등에서 미국 주택시장과 상당한 차이를 보이고 있기 때문에 미국의 서브프라임 부실 사태가 한국에서 재발할 가능성은 그리 높지 않은 것으로 판단됨.

 - 다만 서브프라임 사태의 여파로 국내 대출금리 상승세 및 주택가격 하락세가 지속될 경우 국내 금융기관의 모기지 대출 역시 부실화될 가능성을 배제할 수 없음.

1. 서브프라임 사태 확산 우려

- 2007년 6월 서브프라임 모기지 부실로 투자은행 베어스텐스가 운영 중이던 헤지펀드 두 곳이 파산한 데 이어, 8월에는 세 번째 헤지펀드마저 파산위기에 몰리자 미국 서브프라임 모기지 부실로 유발된 신용위기가 전세계적으로 확산될 수 있다는 우려가 대두되고 있음.
- 금년 3월 미국 2위의 모기지 업체인 뉴센추리파이낸셜이 파산한 데 이어 6월에는 베어스텐스가 운영 중이던 헤지펀드 두 곳이 파산하자, 신용평가기관인 무디스와 S&P는 7월 들어 서브프라임 모기지 연계 채권에 대해 대폭적인 신용등급 조정에 착수하였음.
- 또한 전통적으로 보수적인 자금운용을 하고 있는 미국의 주요 대학들도 최근 서브프라임 사태로 인해 피해를 입은 것으로 알려지고 있음. 그 예로 290억 달러의 기금을 운용하고 있는 하버드대학교는 소우드캐피털매니지먼트에 투자했다가 서브프라임 모기지 부실의 영향으로 3억 5,000만 달러의 손해를 입었음.
- 미국에서 시작된 서브프라임 모기지 사태는 국경을 넘어 유럽, 호주 등으로 확산될 조짐을 보이고 있음.
- 독일 2위의 은행인 코메르츠뱅크는 미국 서브프라임 모기지 부실로 타격을 입을 가능성이 높은 것으로 전해지고 있으며, 독일 중소기업 대출업체인 IKB는 서브프라임과 관련된 부실 투자의 책임을 지고 최고경영자가 사임하기까지 하였음.
- 호주의 맥쿼리 은행도 자사가 운영 중인 펀드의 하나인 포트리스인베스트먼트가 투자 자금의 최대 25%까지 손실을 입을 수 있다고 밝혔음.
- 미국 서브프라임 모기지에 투자한 국내 은행들은 아직까지 그 피해 규모가 그리 크지 않은 것으로 파악되고 있으나 서브프라임 사태가 확산될 경우 추가 손실이 불가피할 것으로 전망됨.
- 국내 은행권이 미국 주택저당증권(MBS) 및 이에 기반한 자산담보부증권(CDO)에 투자한 금액은 약 7억 달러 정도여서 그 액수가 그리 크지 않으며 현실화된 손실 규모도 현재로는 작은 편임.
- 그러나 금년 10월 1,000억 달러 상당의 변동금리부 서브프라임 모기지의 금리 재조정이 예

정돼 있어 현재 5% 정도인 미국 서브프라임 모기지 부도율이 향후 상승할 가능성이 높으므로 아직은 안심할 때가 아니라는 의견도 있음.

2. 서브프라임 사태 개요

- 서브프라임 모기지란 신용도가 낮은 저소득층을 대상으로 한 비우량 주택담보대출 상품을 일컫는데 통상적으로 대출금리가 일반적인 주택담보대출보다 2~4% 정도 높음.
 - 2006년 한 해 미국의 비우량 주택담보대출 시장의 부실 규모가 급격히 증가하였음.
 - 이는 모기지 업체들을 포함한 금융기관들이 2001년부터 시작된 저금리 및 부동산 투자이익에 대한 면세 혜택에 영향받아 매년 20% 이상(2003년과 2004년은 55% 이상) 서브프라임 모기지 대출을 증가시켜 왔는데, 최근 부동산 경기가 뒷걸음치면서 주택가격이 떨어지고 금리마저 오르자 원리금 상환에 부담을 느낀 개인대출자들이 대금 상환을 연체하는 경우가 크게 늘어났기 때문임.
- 서브프라임 대출업체들의 경쟁적 대출이 연체율 급증으로 이어지고 있는 가운데 서브프라임 채권을 매입한 2차 금융기관들이 이들 대출업체에 동 채권을 액면가로 환매해 줄 것을 요구하기 시작하면서 서브프라임 사태가 표면화되기 시작하였음.
 - 모기지는은행협회(MBA)에 따르면 2006년 4분기 서브프라임 모기지 연체율은 13.33%로 4년 만에 최고치를 기록하였으며, 이에 영향받아 전체 모기지 연체율도 4.95%로 전 분기 4.67%보다 소폭 상승한 것으로 나타남.
 - 주택경기 하락과 금리 인상, 모기지 업체들의 도덕적 해이가 맞물리면서 서브프라임 시장의 부실 규모가 급격하게 상승한 것에 대해 서브프라임 업체들은 뒤늦게 대출기준 강화에 나섰지만 부실 사태를 막기에는 때늦은 감이 있었음.
- 미국 서브프라임 모기지는 직접적으로 대출을 실시한 서브프라임 업체뿐만 아니라 대형 모기지 업체, 투자은행을 비롯하여 해외 투자자들에게까지 연쇄적으로 위험요소를 주는 유통 구조를 가지고 있음.

- 모기지 업체들은 주택을 담보로 모기지 대출을 해 준 뒤에 원리금을 받을 수 있는 권리를 2차 모기지 시장에서 매매하고 이를 통해 다시 자금을 마련하여 신규 고객들을 상대로 대출업무를 수행함.

그림 1. 미국의 모기지론 구조

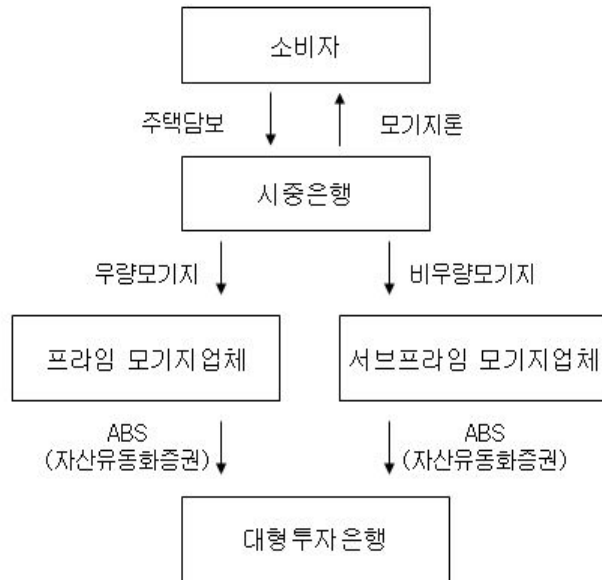
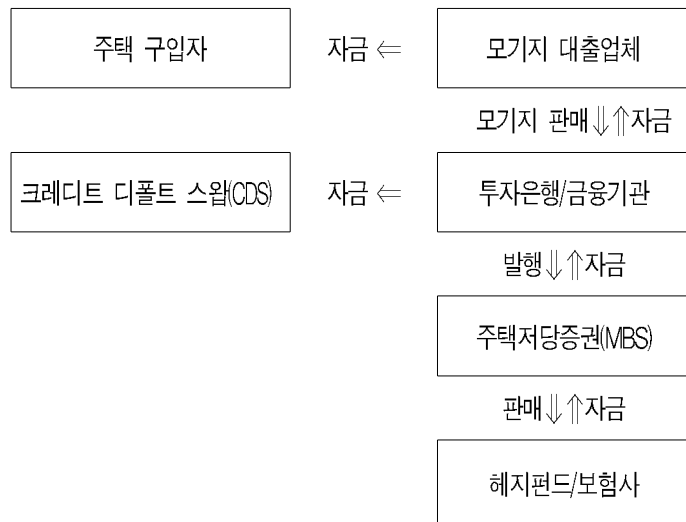


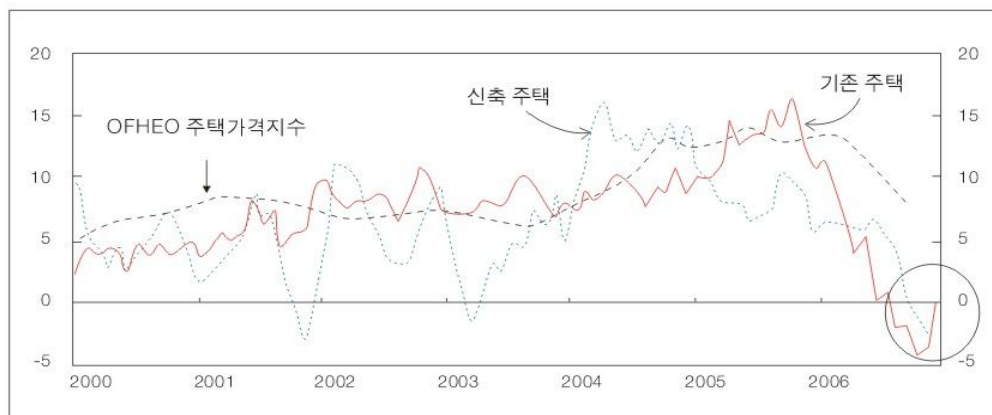
그림 2. 서브프라임 유통 구조



- 모기지 업체들로부터 채권을 매입한 투자은행이나 금융기관은 여러 개의 모기지를 묶어 주택저당증권(MBS)이나 자산담보부증권(CDO)을 발행함으로써 대출 채권을 유동화시켜 새로운 자금조달 수단으로 활용함.

- 미국 서브프라임 모기지 업체들은 대출 판매분을 채권담보부증권(CBO) 등의 발행을 통해 투자회사에 대거 유동화시켰는데, 이 때 이를 매입한 투자회사들이 부실화에 대비해 매입채권을 되팔 수 있는 조건(buy-back)을 걸었고 이들 채권이 최근 갑자기 환매되는 바람에 서브프라임 업체가 유동성 위기를 겪게 되었음.
- 따라서 미국 제2위 서브프라임 모기지 회사인 뉴센추리파이낸셜의 파산과 투자은행 베어스텝스가 운영 중이던 헤지펀드의 파산은 국제금융시장에 충격을 던져줌과 동시에 미국 내 대출업체 및 금융시장의 불안요인으로 작용하고 있음.
- 서브프라임 모기지 부실에는 대형 투자사와 은행까지 개입되어 있으므로 서브프라임 사태가 미국 주택시장 버블 붕괴로 이어질 경우 미국경제의 경착륙 가능성도 배제할 수 없음.
- 실제로 미국 연방주택감독청(OFHEO)이 발표하는 주택가격지수는 2006년 이후 상승세가 크게 꺾인 것으로 나타났고, 신축주택 및 기존주택 가격 역시 최근 하락세를 경험하고 있음.

그림 3. 미국주택가격(HPI) 추이

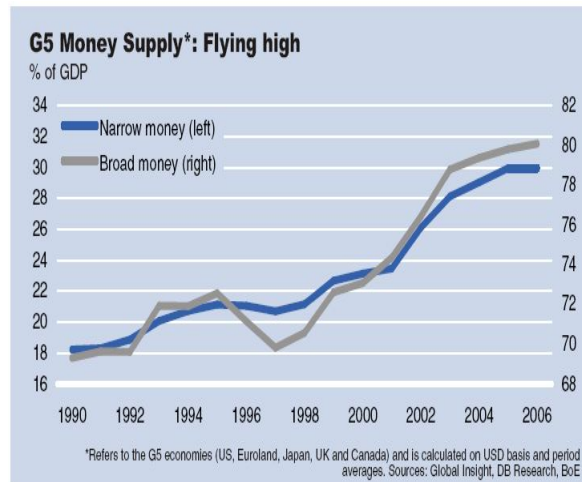


3. 서브프라임 사태에 따른 유동성 축소 우려

- 글로벌 유동성은 최근 대부분 국가에서 증가하고 있는 것으로 나타나고 있음.
- 주요 선진국의 통화량은 최근 수년간 증가 추세를 보이고 있으며, 특히 1996년 이후 주요 선진국의 통화 증가율은 GDP 성장률보다 빠른 증가세를 보여 왔음.

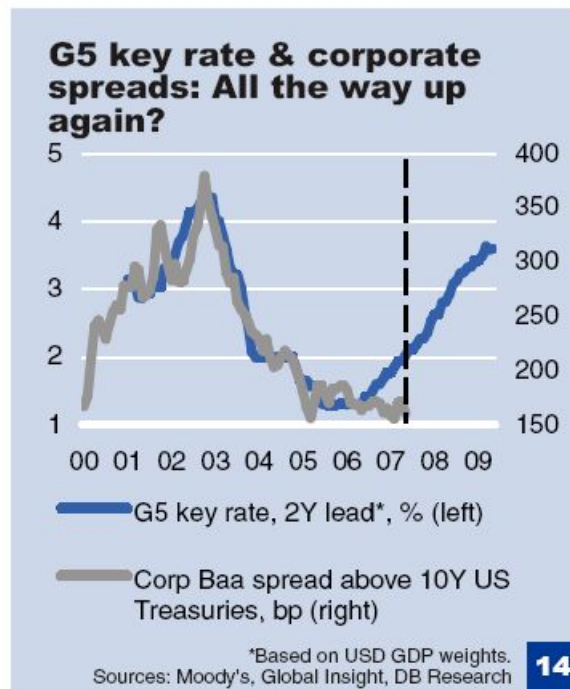
- 한편, 통화량 증가와 동시에 시장유동성도 증가하고 있는데, 이는 최근 위험자산에 대한 투자가 증가하고 위험자산의 스프레드(spread)가 감소하는 것을 통해 알 수 있음.
- o 유동성 증가는 투자자들의 자신감 증대와 밀접한 관련이 있으며 투자자들의 자신감 증대는 금융자산의 리스크 프리미엄을 낮추는 역할을 하기 때문에, 일반적으로 리스크 프리미엄이 낮다는 것은 유동성이 풍부하다는 것을 의미함.

그림 4. G5의 통화증가 추이



자료: Global Insight; DB Research; BoE.

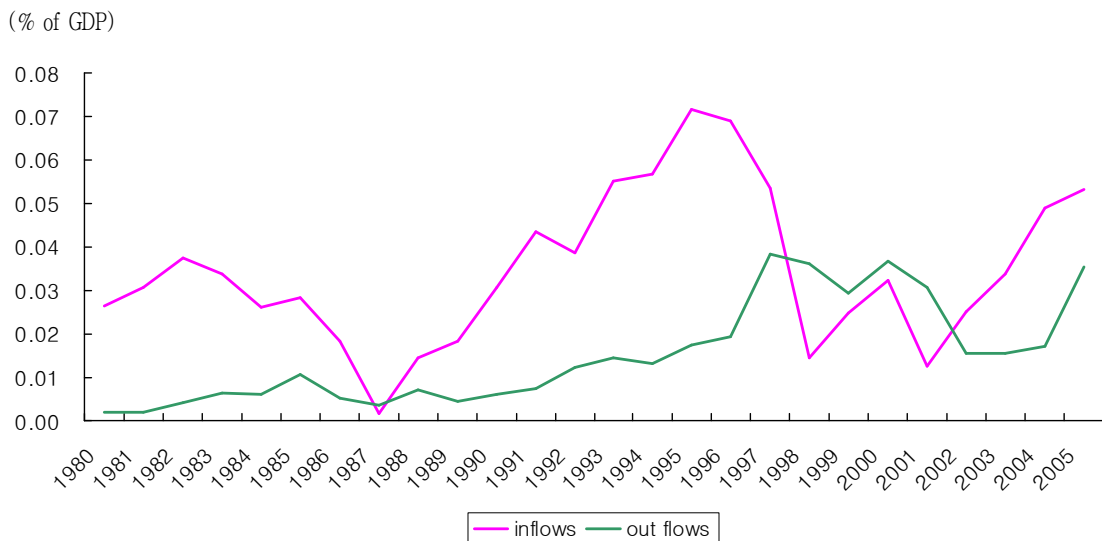
그림 5. G5의 주요 금리 및 스프레드



자료: Moody's; Global Insight; DB Research.

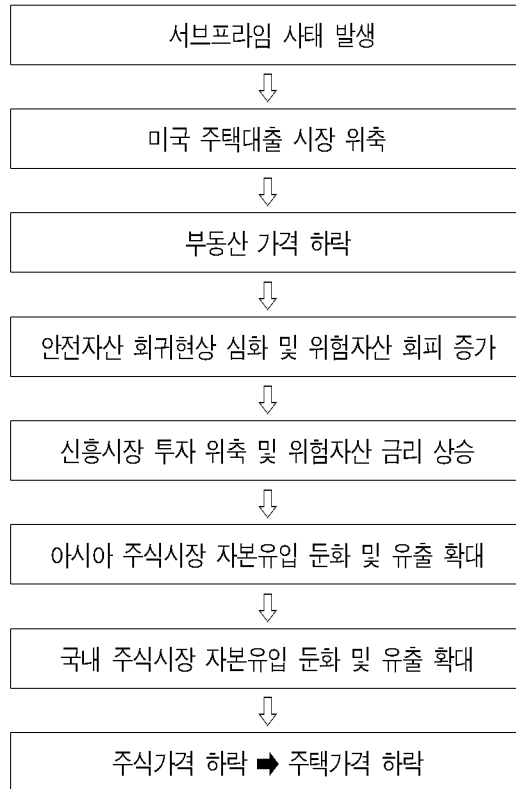
- 이와 같은 과잉 유동성이 고수익의 금융자산에 투자됨에 따라 전세계적으로 (1) 주식시장의 가격 상승, (2) 장기 무위험 이자율 축소 및 신흥시장의 리스크 프리미엄과 위험자산의 스프레드 축소, (3) 일부 부동산시장의 가격 상승 등을 초래함.
- 특히 아시아 신흥시장은 자본유입이 증가하면서 국내 통화량이 증가되고 이로 인한 자산가격 상승이 두드러지게 나타나고 있음.
 - 자본유입에 따른 통화량 증가의 원인은 아시아 신흥시장국들이 자본유입으로 인한 물가 상승 압력을 억제하기 위해서 불태화 정책을 시행하고 있음에도 불구하고 완전한 불태화 (sterilization)가 이루어지기 어렵기 때문임.
 - 더욱이 아시아 시장으로의 자본유입은 과거와 달리 자본시장(특히 주식시장)에 직접 유입되는 경향이 높기 때문에 아시아 금융자산 가격을 높이는 직접적인 원인이 되고 있음.

그림 6. 아시아 주요국 자본유입



- 하지만 서브프라임 모기지 사태가 미국 내 대출기준의 강화로 연결되어, 미국의 소비 둔화와 신용경색을 초래하여 궁극적으로 글로벌 유동성을 축소시키는 계기가 될 것이라는 견해가 제기되고 있음.
 - 경쟁적 부동산 대출로 미국의 서브프라임 모기지 부실 규모가 급격하게 확대되고, 부동산 경기 경착륙으로 프라임 모기지에도 부실이 옮겨질 가능성이 야기되면서 미국뿐만 아니라 전세계적으로 유동성이 축소될 수도 있다는 우려가 제기되고 있음.

그림 7. 서브프라임 사태의 파급 경로



- 지난 2월 8일 HSBC가 부실 모기지 대출로 인한 손실 문제를 본격적으로 부각시키면서 촉발된 미국 모기지 대출 시장의 서브프라임 사태는 미국 주택경기 하락 및 가계소비 부진 등 미국경제의 위축뿐만 아니라 국제금융시장의 불안을 증폭시킴으로써 글로벌 유동성 축소를 초래할 가능성이 있는 것으로 알려지고 있음.

4. 서브프라임 사태에 대한 비관론과 낙관론

- 서브프라임 사태가 신용경색을 초래하여 국제적인 유동성 축소를 유발할 것인지에 대해서는 비관론과 낙관론이 엇갈리고 있는 상태임.
 - 1987년 미국의 블랙 먼데이와 1997년 아시아 외환위기를 예견해 닥터 둠이라 불리고 있는 마크 파버는 6월 20일 “자산가치를 끌어올리는 원동력에 주목하라”는 제목의 파이낸셜타임즈 기고에서 “위험지대에 진입한 신흥시장 주식과 통화를 매각해 리스크를 줄일 것”을 권고하는 한편 “전세계 자산 버블이 마지막 단계에 와 있으며 지금은 자산을 팔 때”라고 주장하며 글로벌 유동성은 축소될 것이라고 전망함.

- 이에 반해 케네스 로고프 하버드대학교 교수는 서브프라임 모기지로 유발된 신용경색 우려로 전세계 주가가 급락세를 보인 것과 관련해 “시장이 너무 과도하게 반응했다”고 밝히면서 향후 몇년간 주택시장에서 건전한 가격 재조정이 이루어질 것이라고 전망함.
- 현재로서는 어느 쪽 견해가 옳다고 판단할 단계는 아니지만 서브프라임 사태가 유동성 축소 의 시발점이 되어 향후 글로벌 유동성을 감소시키는 역할을 하는 것도 나쁘지 않을 것으로 보임.
- 현재 전세계적으로 자산 버블 형성 등 과도한 유동성 증가에 따른 부작용이 서서히 나타나기 시작하고 있으므로 상황이 더 악화되기 전에 이를 진정시킬 필요가 있음.
- 서브프라임 사태가 경제에 큰 충격을 주지 않으면서 부동산 가격을 안정시키고 글로벌 유동성을 단계적으로 감소시키는 역할을 한다면 오히려 전화위복이 될 수도 있을 것임.

5. 국내 경제에 미치는 시사점

- 서브프라임 사태가 국내 주식시장이나 채권시장에 미치는 직접적인 영향은 제한적일 것이라는 전망이 우세하지만, 국내 기업들이 해외 채권발행을 통해 자금을 조달하는 데는 다소 어려움이 있을 것으로 예상됨.
- 서브프라임 부실로 인한 신용경색의 영향을 받아 전세계적으로 위험자산을 회피하려는 성향이 나타나고 있으므로 국내 기업들의 해외 채권발행이 당분간 쉽지 않을 것으로 전망됨.
- 앞서 언급한 바와 같이 서브프라임 사태는 현재 과다한 상태로 평가되고 있는 글로벌 유동성을 축소시키는 계기가 될 것으로 보여, 주식시장 등에서 과열증상을 보이고 있는 동아시아 국가들은 이러한 유동성 감소가 오히려 도움이 될 수도 있음.
- 서브프라임 사태가 한국에 미치는 부정적 영향은 그리 크지 않을 것이라는 전망이 지배적인 상황에서 한국 역시 유동성 증대에 따른 부작용을 해소할 필요가 있음을 고려할 때 이번 사태는 전화위복이 될 수도 있음.

가. 국내 유동성 축소 가능성

- 서브프라임 사태로 안전자산 선호현상(flight to quality)이 나타날 경우 신흥시장에 투자된 자금 중 상당 부분이 선진국의 국채나 신용등급이 좋은 회사채 등으로 이동함으로써 결국 국내 증시에 부정적인 영향을 미칠 수 있을 것으로 판단됨.
- 모기지를 담보로 발행된 자산유동화증권(ABS)을 인수했던 투자은행 및 헤지펀드들의 자금 압박이 높아져 자금 회수를 할 경우 국내 증시에서 외국자금이 빠져나갈 가능성이 있음.
- 하지만 이러한 유동성 축소는 증시 과열을 방지하는 등의 순작용도 있기 때문에 반드시 나쁘다고만 볼 수는 없음.

나. 주택 버블 붕괴 가능성

- 미국 주택시장의 버블이 붕괴한다면 그 영향으로 국내 주택경기에 부정적 영향이 있을 수도 있으나, 한국의 주택담보대출은 연체율이 낮은데다 상품구조와 자금조달 방식 등에서 미국 주택시장과 상당한 차이를 보이고 있기 때문에 미국의 서브프라임 부실 사태가 한국에서 재발할 가능성은 그리 높지 않은 것으로 판단됨.
- 미국 서브프라임 모기지론의 경우 저신용 개인을 대상으로 판매한 결과 연체율이 최근 19% (산업은행 추산)에 이르는 반면, 국내 저축은행의 주택담보대출 연체율은 평균 9% 내외로 절반 수준에 불과함. 또한 국내 저축은행들은 주택대출을 집중적으로 취급하는 서브프라임 모기지 업체와 달리 주택담보대출 취급 비중이 10% 전후임.
- 국내 저축은행의 주택담보대출은 금융감독원의 감독과 지도에 따라 유동화가 전혀 이루어지지 않고 있으며 대손충당금도 감독규정에 따라 충분히 축적된 상태임.
- 서브프라임 사태의 여파로 국내 대출금리 상승세 및 주택가격 하락세가 지속될 경우 국내 금융기관의 모기지 대출 역시 부실화될 가능성을 배제할 수 없음.
- 정부는 국내 부동산시장에서 주택가격이 단기간에 급락하지 않도록 주의를 기울여야 할 것이며, 미국 주택가격 하락에 따른 소비 위축 및 경기 둔화 가능성 등도 고려하여야 할 것임.