

# 금융빅뱅 인사이트

## ■ 자본 시장 분석

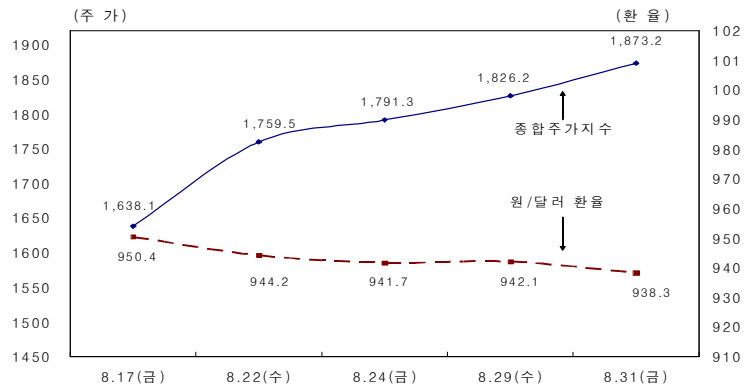
- 증시 Focus : 밸류에이션 메리트 재부각 국면 예상

## ■ 금융 빅뱅 이슈

- 신 골드락스의 마감과 한국 경제에 미치는 영향

Better than  
the Best!

### 月間 主要 經濟 指標 (8.17 ~ 8.31)



## 차 례

### 자본 시장 분석

□ 증시 Focus: 밸류에이션 메리트 재부각 국면 예상 ... 1

### 금융 빅뱅 이슈

□ 신 골디락스의 마감과 한국 경제에 미치는 영향 ..... 6

<참고> 서브 프라임 이후 미국 금융시장에 대한 일본 시각 ..... 25

□ 본 자료는 주요 투자자들을 위해 작성한 국내 금융 빅뱅 현안에 대한 설명 자료입니다.  
□ 본 보고서에 있는 내용을 인용 또는 전재하시기 위해서는 본 증권과 연구원의 허락을 얻어야 하며, 보고서 내용에 대한 문의는 아래와 같이 하여 주시기 바랍니다.

□ 현대증권 : 한 동 옥 연구위원 (2014-1708, tuksan.han@hrcviews.com)

□ 현대경제연구원 : 경제연구본부 주 원 연구위원외 (3669-4030, juwon@hri.co.kr )  
산업전략본부 현석원 연구위원 (3669-4024, kyotyohyun@hri.co.kr)

## Executive Summary

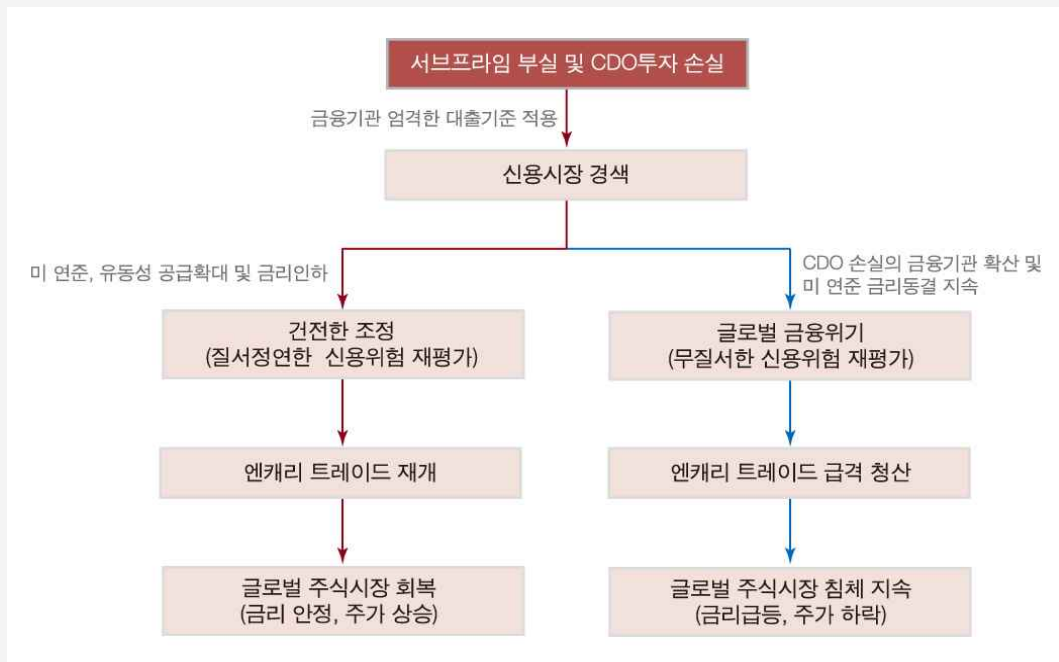
### □ 증시 Focus: 밸류에이션 메리트 재부각 국면 예상

미 서브프라임발 신용경색에 의해 초래된 글로벌 주식시장의 급락세는 진정되는 양상이다. 미 연방준비은행을 비롯한 주요국 중앙은행이 금번 유동성 위기사태에 적극적으로 대응하고 있는 점을 감안하면, 금번 신용경색이 글로벌 경기침체로 확산될 가능성은 적은 것으로 판단된다.

기업이익 회복에 대한 기대가 손상 받지 않은 가운데, 금번 글로벌 주식시장 급락을 계기로 주식투자의 밸류에이션 메리트가 개선되었다는 점에서 변동성은 높은 상태가 유지되겠지만 저점을 높여가는 움직임이 예상된다.

서브프라임 관련 파생채권(CDO 등) 투자 손실과 이의 손실보전 발표가 함께 진행되면서, 신용위험에 대한 평가기준의 재정립과정이 질서정연하게 진행될 것으로 예상된다. 또한, 글로벌 금융시장의 신용위험이 진정되며 엔캐리 트레이드는 재개될 것이고 글로벌 주식시장은 회복될 것이라는 긍정적 시나리오가 예상된다.

#### 미국 서브프라임 사태이후의 글로벌경제



## □ 신 골디락스의 마감과 한국 경제에 미치는 영향

### 1. 최근 세계 경제의 특성에 대한 판단

#### (골디락스 경제와 신 골디락스 경제의 정의)

골디락스 경제의 정확한 의미는 1990년대 후반 미국의 신경제 시대에 나타났던 고성장-저물가 현상을 말한다. 따라서 골디락스 경제는 잘못 알려진 바와 같이 유동성에 의한 자산 시장 호황이 아니다. 특히 일부에서 2003년 이후 미국 및 세계 경제의 고성장을 두고 골디락스 경제라고 말하기도 하지만, 두 경제에 본질적인 차이가 존재하기 때문에 용어 선택에 문제가 있다고 판단된다. 따라서 본 보고서에서는 서술의 편의상 골디락스 경제와의 구분을 위해 2003년 이후 미국을 포함한 세계 경제 상황을 ‘신(新)골디락스’라고 정의를 하고 있다.

#### (골디락스 경제와 비교한 신 골디락스 경제의 특징)

90년대 후반의 골디락스 경제와 비교하여 신 골디락스 경제만이 가지는 주요한 특징을 살펴보면, 첫째 **주력 성장 견인 부문이 없다**. 골디락스 경제 시기에는 실물 부문에서 IT 산업의 생산과 투자가 성장을 견인하고 이에 파급되어 자산 효과에 의한 소비 호조가 이어졌다. 그러나 신 골디락스 경제는 자산 효과에만 의존하는 불안정한 경제 구조를 가지고 있다. 둘째 **고유가 시대 진입으로 물가 상승 압력이 높다**. 90년대 후반 국제유가 투바이유 가격 기준)는 배럴 당 18.5달러에 불과하였으나, 신 골디락스 경제는 고유가의 영향으로 올해 7월 현재 약 70달러 내외를 기록하고 있다. 이러한 차이점으로 골디락스 시기의 미국 소비자 물가 상승률은 전 기간에 걸쳐 대체로 안정된 모습을 나타내고 있는 반면, 신 골디락스 경제에서는 소비자 물가 상승률이 2003년에 2.3%, 2004년에 2.7%, 2005년과 2006년에 각각 3.4% 및 3.2%로 높아지는 추세에 있다. 셋째 **저금리 기조에 의한 유동성 확대를 들 수 있다**. 골디락스 경제의 경우 초기부터 직관과는 달리 연방 기금금리 기준으로 5%대의 고금리를 유지되었다. 그러나 신 골디락스 경제의 경우 2003년 이후부터 2004년까지 상당 기간 저금리 기조가 상당기간 유지된 이후 금리 상승세가 이어졌으며, 2006년 하반기에 들어서야 금리 수준이 골디락스 경제의 금리 정도에 이르게 되었다.

#### (신 골디락스 경제에 대한 평가)

신 골디락스 경제도 고성장의 특징을 보이고 있으나, 이러한 차이점들을 비교해 볼 때 골디락스 시대와 같은 실물 펀더멘털이 성장을 견인하는 구조가 아니라, 단순히 풍부한 유동성에 의해 경제 성장이 자극될 수밖에 없는 한계를 가지는 것으로 평가된다. 자산 시장의 경우에도 두 경제가 모두 자산 가치가 상승하는 모습을 보이고 있으나, 골디락스 경제의 자산 시장은 펀더멘털이 뒷받침되는 실적 장세적 성격이 높은 것으로 보인다. 반면 신 골디락스 경제의 자산 시장은 과잉 유동성과 가수요에 의해 상승하는 유동성 장세의 성격이 높은 것으로 평가된다.

## 2. 신 골드락스 경제의 마감 가능성 진단

### (서브 프라임 모기지 대출 부실 현황과 전망)

최근에 나타난 서브 프라임 모기지 대출 부실 문제는 이러한 신 골드락스 경제의 한계를 나타내는 대표적 예로 판단된다. 서브 프라임 모기지 부실 문제는 2006년부터 시작된 미국 주택 경기 하강이 2007년에 들어 본격화되는 가운데, 연방기금금리 인상의 영향으로 시중 금리마저 상승하면서 본격화되었다. 2006년말 현재 미국의 서브 프라임 모기지 규모가 전체 모기지 대출 시장에서 차지하는 비중은 약 12%에 불과한 상황이다. 그러나 서브 프라임 모기지에 투자하고 있는 유럽과 미국의 상당수 금융 기관에서 운용하는 펀드들이 부실화되면서 막대한 투자 손실이 발생하였고, 이에 따라 일시에 펀드의 대량 환매 요구 사태, 일부 펀드의 환매 중단, 모기지 기관 파산 등으로 국제 금융 시장에 신용 경색 조짐이 나타났다. 이에 따라 아직도 각국 중앙은행들은 신용 경색 문제를 해소하고자, 금융 시장에 막대한 유동성을 공급중이다. 이러한 노력에 힘입어 서브 프라임 모기지 부실 문제는 표면적으로는 점차 안정세를 찾아갈 것으로 보인다. 그러나 국제 금융 시장에서 서브프라임 모기지 채권에 투자하는 펀드의 규모는 비록 작으나, 서브프라임 모기지를 담보로 발행된 다양한 금융 파생 상품들이 존재하기 때문에 이후 금융 기관의 부실 문제가 점차 확대될 것이라는 불안감이 상존하고 있다.

### (신골드락스 경제의 마감 가능성 진단)

골드락스 경제가 실물 부문이 성장을 주도했기 때문에, 그 구조조정 과정도 닷컴 기업 몰락으로 대변되는 IT 부문의 과잉 투자 해소와 같은 실물 부문에서 출발했다. 반면 신 골드락스 경제의 경우 풍부한 유동성에 바탕을 두고 있기 때문에, 구조조정의 시작은 금융 부문으로부터 시작될 것으로 판단된다. 첫째 글로벌 자산 가격이 하락할 가능성이 높아 보인다. 글로벌 증시가 서브 프라임 모기지 부실 문제가 시장에 이슈화될 때마다 동반 폭락하는 움직임을 나타내고 있다. 또한 아직은 미국 부동산 가격만이 2006년 하반기 이후 하락세를 보이고 있지만, 유로 지역, 중국 등 세계 부동산 가격에 버블이 형성되어 있어, 작은 충격에도 부동산 가격이 급락할 것이 예견되고 있다. 둘째 엔 캐리 자금 청산으로 국제 금융 시장의 혼란이 우려되고 있다. 현재 국제 금융 시장의 가장 큰 불안 요인으로 지목 받고 있는 엔캐리 트레이드 유동성이, 서브 프라임 모기지 부실 문제가 심화될 경우 단기간 내 청산되어 국제 금융 시장의 큰 혼란을 유발할 것으로 판단된다. 셋째 이러한 자산 시장과 금융 시장의 혼란이 발생할 경우 결국 유동성 경제의 종식으로 이어질 것이다. 최근 주택 경기가 침체를 지속하고 있는 미국 경제에 신용 경색의 위기까지 발생하면, 미국의 주력 성장 견인 부문인 소비가 급격히 위축되어 미국 경제의 장기 침체로 이어질 가능성이 높다. 이 경우 미국을 대신하여 세계 경제 성장을 견인할 성장 주도국이 없는 현실에서, 필연적으로 세계 경제의 동반 불황은 불가피하다고 판단된다.



### 3. 신 골드락스 마감 및 서브프라임 문제가 한국 경제에 미치는 파급 효과

#### (글로벌 신용 경색이 없을 경우 : 일시적 성장 둔화)

각국 중앙은행들의 긴밀한 공동보조로 글로벌 과잉 유동성이 신용 경색 문제를 유발함 없이 연착륙할 경우를 전제로 한다면, 우선 국내 소비는 자산 시장으로부터의 역 자산 효과에 의해 다소 위축되는 정도가 예상된다. 국내 부동산 시장 및 주식 시장도 글로벌 시장의 경우처럼, 상대적으로 풍부해진 유동성에 의해 가격이 상승하였기 때문에 작은 충격에도 자산 가격이 하락할 것이다. 이 경우 미래 불확실성 증대로 소비 회복이 지연되는 역자산 효과가 나타날 수도 있다. 둘째 국내 외환 유동성의 유출로 금융 시장 변동성이 확대될 것으로 보인다. 엔캐리 트레이드 자금이 청산으로 외환 유동성의 이탈이 촉발될 경우, 국내 유동성이 축소되어 중소기업을 중심으로 국내 기업들의 자금 사정이 악화될 것으로 전망된다. 셋째 세계 경제 성장 둔화에 따른 수출 경기 하강을 들 수 있다. 미국 경제가 최악의 시나리오를 벗어나 성장률이 다소 둔화되는 데에 그칠 경우에도, 세계 전체의 교역량 위축으로 국내 수출 경기의 하강 국면 진입은 불가피할 것으로 예상된다.

#### (글로벌 신용 경색이 나타날 경우 : 국내 경제의 타격)

국제 금융 시장에서 신용 경색이 심화되어, 자산 가격 급락, 글로벌 유동성의 급격한 이동 현상 등이 발생하고, 미국 경제가 침체 국면으로 진입하는 유동성 경제 붕괴를 전제로 할 경우 한국 경제가 상당한 어려움을 겪을 것으로 전망된다. 우선 자산 시장 급락에 의한 가계 파산 증대가 예상된다. 국내 부동산 시장 및 주식 시장에 심리적 공황 상태가 장기간 지속되어, 부동산 가격과 주가의 폭락이 이어질 것이며, 가계 부채 문제가 현실화되어 상당 수 가계들이 외환위기 때와 같은 어려움에 빠질 것으로 보인다. 둘째 국내외 신용 경색으로 기업 부도가 증가할 것이다. 국내외 금융 시장에 신용 경색이 발생하여, 일부 금융 기관의 지급 불이행, 영업 정지가 이어질 것으로 예상된다. 이에 따라 비록 1997년과 같은 국가 전체의 외환위기 가능성은 희박하다고 할지라도, 중소 중견 기업을 중심으로 유동성 위기에 직면할 것으로 보인다. 셋째 세계 경제 불황에 따른 수출 경기 급랭을 들 수 있다. 미국발 세계 경제 불황이 시작되어 세계 교역이 감소하고, 이에 따라 우리 수출 경기가 급격하게 하락하면서 성장률을 더욱 떨어뜨리게 될 것이다.

### 4. 정책적 시사점

이러한 글로벌 경제의 불확실성이 국내 경제로 파급되는 것을 막기 위하여, 첫째 정부는 위기 대응 능력을 확충해야 할 것이다. 이를 위해서는 기존에 수립된 비상 계획 (Contingency Plan) 전반과, 시나리오별 대응 매뉴얼 점검 등이 요구된다. 둘째 글로벌 유동성에 대한 모니터링과 금융기관에 대한 건전성 감독을 강화해야 한다. 주요 중앙은행들과의 적극적인 정보 공유를 통해 투기자본의 유출입에 대한 모니터링을 강화시켜야 할 것이다. 셋째 부동산 경기 연착륙 유도과 가계 부채 문제 완화가 필요하다. 이를 위해서 탄력적 정책 운용을 통해 민간 부동산경기의 급랭을 막아야 할 것이며, 금융기관의 가계 대출에 대한 모니터링을 보다 강화해야 한다. 넷째 소비 회복력을 복원시켜야 한다. 최근 미약한 회복세를 보이고 있는 소비 회복력을 강화시키기 위하여, 한시적인 부가가치세, 유류세 감면 등을 적극 검토해야 한다.

증시 Focus : 밸류에이션 메리트 재부각 국면 예상

- 주식시장 급락 고비 넘긴 가운데 중장기적으로 KOSPI 저점 확인
  - 금번 미 서브프라임발 신용경색 확산국면에서 한국 주식시장 역시 글로벌 주식시장 중 가장 큰 폭으로 등락하는 격변을 겪었음
  - 그러나 당사는 8월 중순 미 연준의 재할인율 인하를 계기로 한국 주식시장이 급락세 고비를 통과했으며 중장기 측면에서 오히려 주가 저점을 확인한 것으로 판단함
    - 미 연방준비은행이 금번 사태에 대해 감시와 적극적 대처 방침을 밝힘으로써 향후 신용경색이 재차 확산될 경우 정책금리 인하가 단행될 것이라는 기대가 형성되었다는 점임
    - 금번 미 신용경색 사태가 1998년 LTCM 사태처럼 실물경기 침체로 확산되지 않고 2-3개월간의 단기적 금융충격으로 마무리될 가능성이 높아졌다는 점
    - 밸류에이션상 저평가 메리트가 부각되면서 연기금을 비롯한 중장기 투자자의 주식투자 비중이 확대될 가능성이 높아졌기 때문임
- 적극적 금융완화 가능성 제시한 미 연준에 맞서서는 안 될 필요
  - 8월 중반 전개된 10여일 동안 18% 가까운 주가 급락현상은 미 신용경색 확산에 의한 글로벌 경기침체를 우려했던 외국인투자자의 일방적 순매도 확대에 의해 주도됨
  - 그러나 미 연준이 8월 17일 임시 FOMC 성명에서 ‘금융시장에 대한 감시 (monitoring) 및 적극적인 대응을 할 준비(prepared)가 되었다’ 는 입장을 천명한 점은, 외국인투자자로 하여금 대규모 순매도 공세를 초래했던 글로벌 경기침체 우려를 해소시키는 요인이 될 것임
  - 이에 따라 한국 주식시장에서 외국인투자자의 일방적 순매도 공세는 조만간 진정 될 것임

미국 주식시장 변동성 확대국면별 특성 비교

	서브프라임 부실	LTCM	9·11 테러	02년 이라크 전쟁
발생시기	'07년7월-?(42일?)	'98년7-8월 (55일)	'01년7-9월 (81일)	02년 5-8월 (81일)
발생요인	- 미 서브프라임모기지 부실 발생 - 모기지대출업체 및 투자회사 손실 - 신용시장 경색 조짐	- 러시아 모라토리움 선언 - 미 LTCM파산신청 - 신용시장 경색	- 미·이슬람 긴장 고조 - 이라크 전후 미 기업의 급격히 악화 - 00년 IT버블 붕괴 후유증 여파 기증	- 미 IT버블 붕괴이후 유효수요 급감 - 디플레 가능성 확산되며 미 기업의 격감
손실규모	- 미 Fed 1,000억\$ 추정(07년 미 GDP의 0.8%) - 미 AEI 2,500억\$ 추정(07년 미 GDP의 1.9%)	- 약 2,500억\$ (98년 미 GDP의 2.9%)	- 미미	- 미미
경기여건	- 06년 2분기 이래 완만한 둔화추세 지속	- 아시아 외환위기 이후 수축말기국면	- IT 버블붕괴 이후 장기침체국면	- 디플레 심화에 의한 공황우려 확산
미 연준 대응	- 미 FED 및 ECB, 4,375억\$ 단기유동성 공급 - 미 연준, 재할인율 인하(6.25%→5.75%)	- 미 연준, 정책금리 3차례 인하 (5.5%→4.75%) - 36억달러 LTCM구 제금융 투입	- 미 연준, 정책금리 100bp 인하(3.5%→2.5%) - 900억달러 유동성 공급	- 미 연준, 정책금리 사상최저로 인하(1.75%→1%) - 대규모 감세 등 재정지출확대 병행
연준 대응 효과	?	- 신용경색 단기 마무리 이후 빠른 경기 회복	- 단기 회복 성공 그러나 장기침체 재개	- 고유가 가세하며 경기침체 심화
S&P500지수	- 5.5% 하락?	- 17% 하락	- 22% 하락	- 25% 하락
변동성(VIX)	-15.2→22(49.9%확대) ?	-16.2→45.3(179%확대)	-18.8→43.7(133%확대)	-17.7→45.1(155%확대)

2007년 8월 17일 미 임시 FOMC위원회 성명 전문

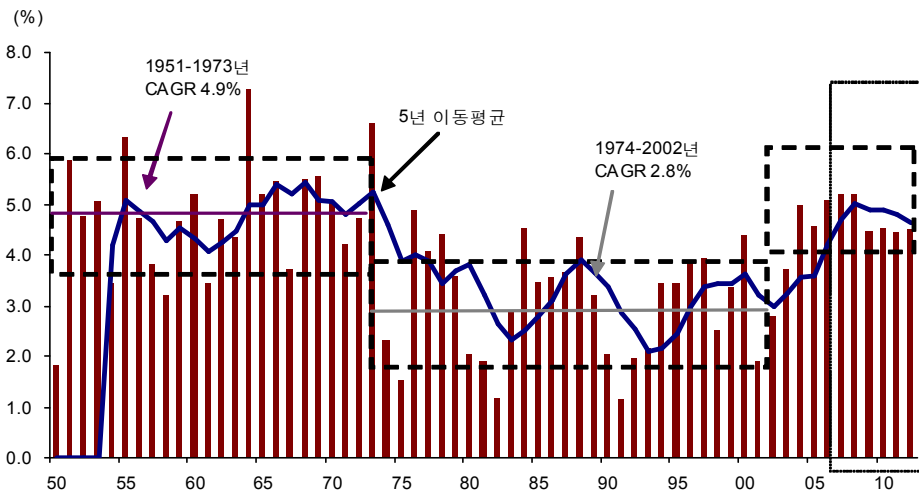
Financial market conditions have deteriorated, and tighter credit conditions and increased uncertainty have the potential to restrain economic growth going forward. In these circumstances, although recent data suggest that the economy has continued to expand at a moderate pace, the Federal Open Market Committee judges that the downside risks to growth have increased appreciably. The Committee is monitoring the situation and is prepared to act as needed to mitigate the adverse effects on the economy arising from the disruptions in financial markets. (위원회는 상황을 예의주시하고 있으며 금융시장 혼란이 경제에 미칠 부정적 효과를 누그러뜨리기 위한 조치를 취할 준비가 되어있다.)



○ 미국 및 중국 주도의 견조한 글로벌 경기 확장추세 유효

- 8월 중순 불거진 미 서브프라임발 신용경색 확산에 의한 실물경기 침체 가능성은 여전히 상존하고 있는 우려 요인임
- 동 요인이 반영될 8-9월 미 경제지표에서 고용이 축소되거나 소비가 위축되면 미국경제 침체발 글로벌 경기침체 반전 우려가 높아질 수 있기 때문임
- 그러나 당사는 금번 미 신용경색 사태가 2000년 하반기 IT버블 붕괴국면과 달리, 미 연준의 적극적인 금융완화정책을 바탕으로 2-3개월간의 금융충격 현상으로 마무리될 것으로 판단함
- 이 경우 글로벌 경제는 미국의 완만한 성장둔화와 중국의 고성장이라는 양 날개를 바탕으로 견조한 경기확장추세가 지속할 수 있을 것임

글로벌경제 GDP성장률 전망 추이



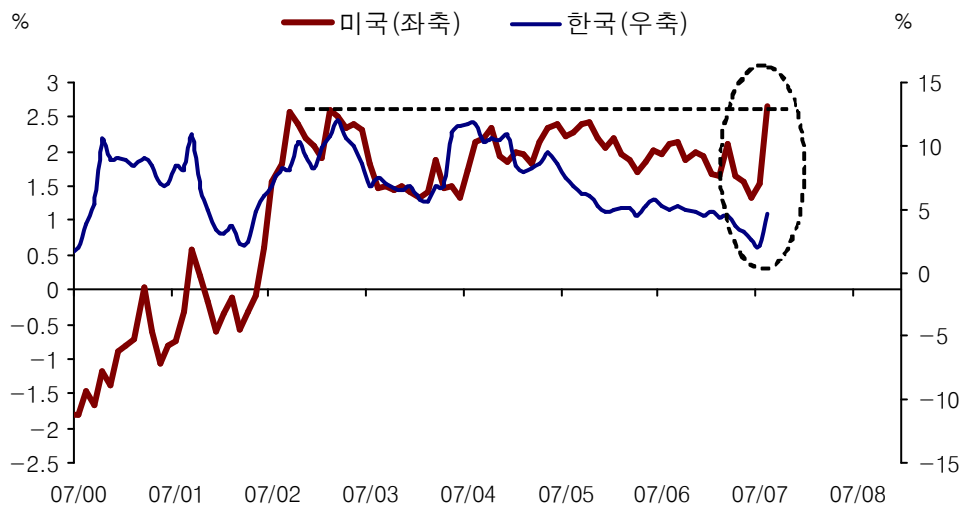
자료 : Angus Maddison의 A Millennial Perspective, IMF.

참고 : 2002년 이후 자료는 IMF 집계치, 2007년~2012년은 IMF 전망치.

○ 장기투자자 입장에서는 절호의 주식비중확대 기회

- 8월 중순 전개된 미 신용경색발 글로벌 주가 폭락사태는, 2007년 들어 지속된 주가상승으로 인해 상대적으로 밸류에이션 부담이 있었던 글로벌 주식시장에서 주식투자 메리트가 재차 형성되는 계기가 된 것으로 판단됨
- 뉴욕 주식시장을 대상으로 Fed모형으로 명명되는 수익률 갭 모형을 적용해 보면, 금년 6월 1일 1.34%p 이던 주식과 채권투자간의 기대수익률 격차가 8월 17일에 2.64%p로 확대된 것임
- 이는 연기금 및 보험 등 중장기 투자자 측면에서 저가에 주식투자 비중을 확대할 수 있는 절호의 기회가 형성되었음을 의미함
- 채권투자보다 우월한 주식투자의 기대수익이 계속되고 있다는 점에서 주식형 금융상품으로의 글로벌 자금흐름이 지속될 것임

미국 및 한국의 주식과 채권의 수익률갭



자료 : Datastream.

참고 : MSCI 지수의 Earnings Yield(PER의 역수) 와 국채 10년물의 Bond Yield를 비교.

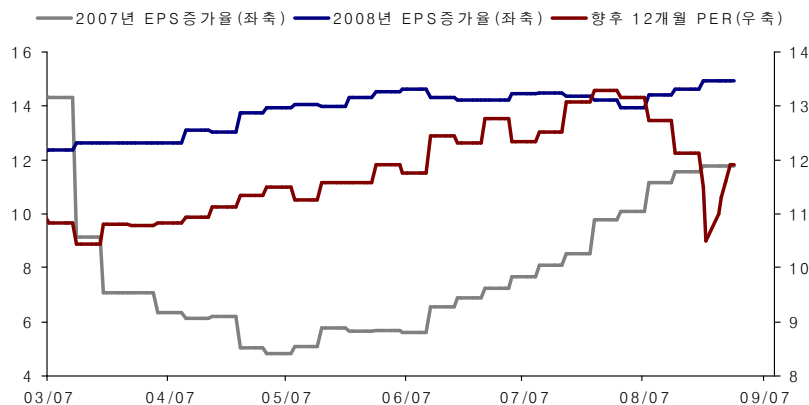
○ 한국 주식시장, 상대적 투자매력 양호추세 지속

- 금번 미 신용경색발 글로벌 금융시장 교란이 단기 충격으로 마무리될 가능성이 높은 상황에서 한국 주식시장의 투자 매력은 여전히 매우 높은 것으로 판단됨
- 첫째, IBES(이익전망치에 대한 시장컨센서스를 제공하는 서비스)가 발표한 향후 12개월 이익전망 측면에서 한국 기업의 순이익 전망치가 3개월 연속 개선되고 있기 때문임. 지난 5월 17일 전년동기비 5.8% 증가가 예상되었던 12개월 선행 EPS는 8월 17일 현재 전년동기비 11.6% 증가로 확대되었음
- 둘째, 이익대비 주가수준을 나타내는 PER 역시 8월 중순 주가 하락을 계기로 크게 낮아졌음. 7월 24일 13.3배를 기록했던 한국 주식시장의 시장 PER은 8월 17일 10.5배까지 하락한 바 있으며, 주가가 회복된 8월 22일에는 11.7배를 기록하였음
- 셋째, 한국 주식시장의 중국경제 고성장의 수혜를 계속 받고 있는 구도를 감안하면 시장PER의 하락은 한국 주식시장에 대한 투자 매력을 높이는 요인이 될 것임

○ 높은 변동성 지속되나 저점을 높여가는 흐름 전망

- 당사는 미 서브프라임발 신용경색으로 인해 불거진 글로벌 주식시장 혼란이 단기간의 충격으로 마무리될 것으로 판단하나, 연준의 금리인하 및 양호한 실물경제 지표가 확인될 때까지는 높은 주가 변동성은 불가피할 것으로 판단함
- 그러나 글로벌경제 전반이 견조한 성장세를 지속하고 있다는 점과 그 한가운데 중국이 있고 한국 주식시장은 이에 대한 혜택이 적지 않다는 측면에서 추후 보다 안정적인 흐름이 전개될 것으로 예상됨

이익증가세 지속되고 밸류에이션 매력 재차 형성



자료 : Thoms IBES.

한동욱 연구위원 (2014-1708, tuksan.han@hrcviews.com)

## 신 골디락스의 마감과 한국 경제에 미치는 영향

### 1. 최근 세계 경제의 특성에 대한 판단

#### 1) 골디락스 경제와 신(新) 골디락스 경제의 정의

##### ○ 골디락스(Goldilocks)<sup>1)</sup> 경제의 정의

- 골디락스 경제의 의미 : 일반적으로 1990년대 후반 미국의 신경제(New Economy) 시대에 나타났던 고성장-저물가 현상을 의미함
- 골디락스 경제는 빠른 성장, 낮은 인플레이, 낮은 실업률이 장기간 유지되면서, 경기 변동성마저 축소되어 거시 경제 정책이 필요하지 않은 상황임
- 일반적으로 경제 이론에서는 경기가 상승(고성장) 추세에 있으면 총수요가 증가하게 되어 물가도 상승하기 때문에, 성장과 물가 간의 정(正)의 상관 관계를 가지는 데 골디락스 경제에서는 이러한 관계가 붕괴됨
- 시기적으로는 통상 90년대 후반의 미국의 신경제 시대를 의미함 (OECD 수석 이코노미스트 Jean-Philippe Cotis)
- Gordon(1998)도 골디락스 경제는 물가의 자극 없이 고성장이 가능한 경제라고 정의함<sup>2)</sup>
- 미국의 90년대 전반기(1991 ~ 95년)와 후반기(1996 ~ 00년)를 비교할 경우, 경제성장률은 연평균 2.5%에서 4.1%로 급증한 반면, 소비자물가 상승률은 3.1%에서 2.5%로 오히려 하락하는 고성장-저물가 현상이 나타남

##### ○ 최근 골디락스 경제 논의의 대두

- 일부에서 2003년 이후 미국 경제 상황이 90년대 후반의 고성장-저물가로 대변되어지는 골디락스 경제와 같은 장기 호황 국면에 위치하고 있다는 주장을 제기함

1) 골디락스라는 말은 영국의 동화 'Goldilocks and the Three Bears'에 등장한 여자아이의 이름에서 유래.

2) Gordon, R.J., (1998), "Foundations of the Goldilocks Economy: Supply Shocks and the Time-Varying NAIRU", Brookings Papers on Economic Activity, II pp. 297-346.

- 2003년 이후 2006년까지 미국 경제는 비록 신경제 시대의 실적에는 미치지 못하지만, 성장률 3.0%, 물가 상승률 2.9%로 유사한 실적을 나타냄
- 특히 세계 경제의 경우 같은 기간 물가는 IT 버블 붕괴 시기에 비해 안정되지는 않았으나, 성장률은 연평균 4.9%의 높은 수준을 기록함
- 특히 금융 시장에서는 시장 내 유동성이 확대됨에 따른 수요 여건 개선으로, 자산 가격의 상승세가 장기간 지속되는 현상으로 간주하는 경향이 있음
- 그러나 자산 시장 랠리는 어디까지나 골디락스 경제의 파급 효과 (부산물) 일 뿐이며, 이 자체가 골디락스 경제의 정의가 될 수 없음

세계와 미국의 경제성장률 및 물가상승률 추이

(전년대비, %)

		1980~90	1991~95	1996~00 골디락스	2001~02 IT 버블붕괴	2003~06 신 골디락스
세계	경제성장률	3.3	2.8	3.9	2.8	4.9
	소비자물가 상승률	16.5	26.9	5.8	3.7	3.7
미국	경제성장률	3.0	2.5	4.1	1.2	3.0
	소비자물가 상승률	5.5	3.1	2.5	2.2	2.9

자료 : IMF.

주 : 기간중 연평균.

○ 신(新) 골디락스(Goldilocks) 경제의 개념 정의

- 따라서 본 연구에서는 90년대 후반 미국의 골디락스 경제와 구분하기 위하여, 2002년 이후 미국(세계) 경제의 성장세가 높아지고 자산 시장 랠리가 지속되는 국면을 ‘신(新) 골디락스 경제’라고 정의함
- 신 골디락스 경제라는 말에는 90년대 후반 미국의 골디락스 경제와 유사한 상황이 재현될 가능성이 존재한다는 것과, 이전의 골디락스 경제와는 본질적으로 다른 요인이 있다는 것의 두 가지 의미를 동시에 가지고 있음

2) 골디락스 경제와 비교한 신 골디락스 경제의 특징

○ 주력 성장 견인 부문의 부재

- 골디락스 경제 시기에는 실물 부문에서 IT 산업과 투자가 성장을 견인하고 이의 파급 효과로 자산 시장 호황과 소비 호조가 유발되었으나, 신 골디락스 경제는 풍부한 글로벌 유동성에 바탕을 둔 자산 효과 (소비 진작)에 상당 부분을 의존하는 구조를 가짐
- 소비(개인소비지출) 부문의 경제 성장 기여율은 골디락스 시기에 72.2%에서 신골디락스 시기에는 73.8%로 증가함
- 반면 투자(총민간투자) 부문의 기여율은 35.0%에서 26.9%로, 설비투자(비주거 투자)<sup>3)</sup>의 경우 28.0%에서 16.4%로 감소함

미국의 1990년대 이후 주요 부문별 성장 기여율 추이 (%)

		1991~95	1996~00 골디락스	2003~06 신 골디락스
경제성장률		2.5	4.1	3.0
성장 기여율	개인소비지출	45.8	72.2	73.8
	총민간투자	148.9	35.0	26.9
	비주거투자	78.3	28.0	16.4

자료 : 미 경제분석국(BEA).

주 : 기간중 연평균.

○ 고유가 시대 진입으로 물가 상승 압력 가중

- 골디락스 경제 시기에는 미국 소비자 물가 상승률이 추세적으로 안정된 모습을 보이고 있으나, 신 골디락스 경제 시기에는 시간이 갈수록 물가 상승률이 높아지는 모습을 나타냄

3) 美 경제분석국 NIPA(국민계정) 상의 비주거투자(nonresidential investment)와 우리나라의 설비 투자의 대상에 다소 차이가 있으나, 여기서는 비주거투자를 설비투자로 간주함.



- 콜디락스 시기의 경우 미국의 소비자 물가 상승률은 1996년에 2.9%, 1997년에 2.3%, 1998년 1.5%, 1999년 2.2%, 2000년 3.4%를 기록함
  - 신 콜디락스 시기의 경우 미국의 소비자 물가 상승률은 2003년에 2.3%, 2004년에 2.7%, 2005년과 2006년에 각각 3.4% 및 3.2%로 높아지는 추세에 있음
- 신 콜디락스 경제 시기에 상대적으로 물가가 불안한 모습을 보이는 것은 고유가 시대 진입으로 인한 비용측 물가상승 압력에 높아졌기 때문으로 판단됨
- 90년대 후반 국제유가(두바이유 가격 기준)가 배럴 당 18.5달러에 불과하였으나, 2000년대 들어 지속적으로 상승하여 2007년 7월 현재 약 70달러 내외 수준에 달하고 있음

미국 물가 관련 지표 추이

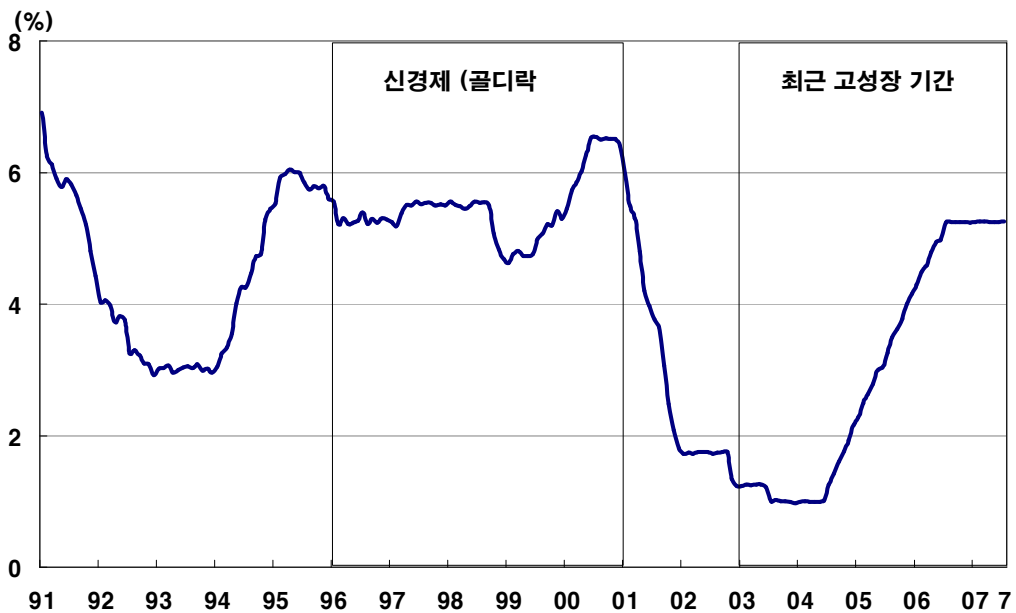
	2002	2003	2004	2005	2006	2007
국제유가 (배럴/달러, 두바이유 기준)	23.9	26.8	33.6	49.4	61.6	69.7 (7월)
소비자물가 상승률 (%, 연간)	1.6	2.3	2.7	3.4	3.2	2.7 (6월)

자료 : 한국무역협회, 한국석유공사, 한국은행, 美 FRB.

○ 저금리 기조에 의한 유동성 확대

- 콜디락스 경제 시기의 정책금리는 5%대에서 크게 변동하지 않았으나, 신 콜디락스 경제 초반의 경우 2003 ~ 2004년의 기간에 1% 내외의 역사적인 초저금리 기조가 지속됨
- 콜디락스 경제 시기의 미 연방기금 금리는 월평균 5.5%의 비교적 고금리 시대이었으며, 추세적으로도 1995년말 5.6%에서 2000년말 6.4%로 변동성이 미약한 시기이었음
- 반면 2003년 이후 올해 7월까지의 연방기금금리 평균은 3.0%에 불과하고, 2003년말 0.98%에서 2007년 7월에 5.26%로 상승하는 추세를 나타냄

< 미 연방기금 금리 추이 >



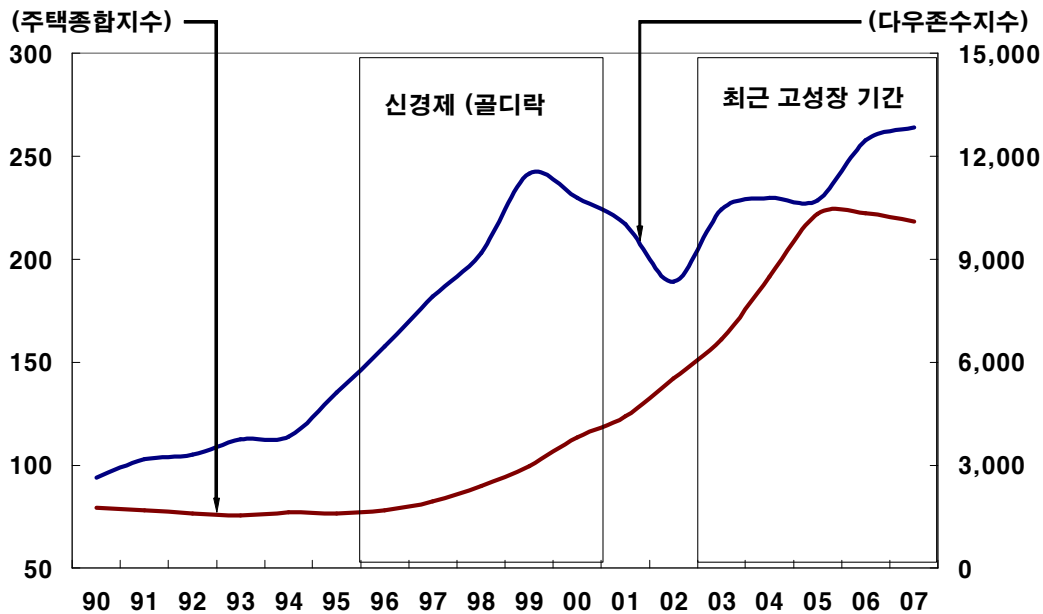
자료 : 미 FRB.  
 주 : 월평균 자료 기준.

3) 신 골디락스 경제에 대한 평가

○ 유동성이 성장을 견인하는 금융 자본주의 경제

- 신 골디락스 경제도 비록 고성장을 나타내고 있으나, 이는 골디락스 시대와 같은 실물 펀더멘틀이 성장을 견인하는 구조가 아니라 저금리 기조에 의한 풍부한 유동성으로부터 성장이 유발되는 구조로 평가
- 이러한 풍부한 유동성은 동시에 주식 시장이나 부동산 시장으로 유입되어 자산 가치를 급등시키게 하는 요인으로 작용함
- 자산 가치의 상승에 따른 미국 가계의 구매력 확대가 소비 부문의 호조를 가져왔고, 이는 미국의 성장률을 높였을 뿐만 아니라 세계 상품 수요 확대를 통해 세계 경제의 성장을 견인하는 역할을 담당함

미 주택가격 및 주가지수 추이



자료 : S&P Case-Shiller HPI 중 종합지수, YAHOO.

주 : 1) 주택종합지수는 매년 말월 기준이고, 2007년은 5월 수치임

2) 다우존스지수는 매년 말일 기준이고, 2007년은 8월 16일 수치임.

2. 신 골디락스 경제의 마감 가능성 진단

1) 서브 프라임 모기지 대출 부실 현황과 전망

○ 서브 프라임 모기지 대출 부실 본격화

- 2006년부터 시작된 미국 주택 경기 하강이 2007년에 들어 본격화되는 가운데, 연방기금금리 인상의 영향으로 시중 금리마저 상승하면서, 서브 프라임 부문 부실 문제가 부각
- 2006년말 현재 미국의 서브 프라임 모기지 규모는 1조 1,900억 달러로 전체 모기지 대출 약 10~11조 달러 중 약 12%의 비중을 차지함
- 美 모기지은행협회(Mortgage Bankers Association)에 따르면 2006년 4/4분기 서브프라임 대출 부문의 연체율은 13.3%로 2002년 3/4분기 이후 가장 높은 수준을 기록

< 참고 > 서브프라임(subprime) 모기지의 의미

- 미국의 모기지회사(주택구입자금 대출 기관)와 차입자(가계)간의 모기지 시장은 차입자의 신용도가 높은 순서로 ‘프라임(prime)’, ‘알트에이(Alt-A)’, ‘서브프라임(subprime)’ 부문으로 구분됨
- 이중 서브 프라임 부문은 신용도가 가장 낮은 차입자를 대상으로 하는 시장이며, 일반적으로 신용평가회사인 FICO(Fair Issac and Company)에서 부여한 점수가 620점 미만인 경우임
- 최근 서브 프라임 모기지 대출 금리는 프라임 부문이나 알트에이 부문보다 최대 4%p 높은 수준에서 형성되고 있음

○ 서브 프라임 모기지 부실 문제의 진행 과정

- 서브 프라임 모기지에 투자하고 있는 유럽과 미국의 상당수 금융 기관에서 운용하는 펀드들이 부실화되면서 막대한 투자 손실을 유발
  - 또한 이후 일시에 펀드의 대량 환매 요구 사태, 일부 펀드의 환매 중단, 모기지 기관 파산 등으로 국제 금융 시장에 신용 경색이 발생
- 이에 따라 각국 중앙은행들은 신용 경색 문제를 해소하고자, 금융 시장에 막대한 유동성을 공급중
  - 미 연준(FRB)은 8월 9일 약 240억 달러의 긴급 유동성 지원을 시작으로 16일까지 약 880억 달러를 투입하였으며, 특히 17일에는 재할인율을 기존 6.25%에서 5.75%로 0.5%p 인하하여 유동성 공급을 확대함
  - 유럽중앙은행(ECB)은 서브프라임 부실 문제로 프랑스 BNP파리바은행이 펀드 환매를 중단한 이후, 17일까지 약 2,100억 유로의 긴급 자금을 방출

○ 서브 프라임 모기지 부실 문제의 전망

- 중앙은행들의 노력으로 서브 프라임 모기지 부실 문제는 표면적으로는 점차 안정세를 찾아갈 것으로 보임

- 미 FRB가 지난 8월 17일 재할인율을 인하하는 간접적인 유동성 확대 정책을 단행하자, 미국 다우지수는 6일 연속 하락 후 1.8%의 반등세를 나타내며 1만 3,000포인트 대를 회복
- 국제 금융 시장에서 서브프라임 모기지 채권에 투자하는 펀드의 규모는 비록 작으나, 서브프라임 모기지를 담보로 발행된 다양한 금융 파생 상품들이 존재하기 때문에 이후 금융 기관의 부실 문제가 점차 확대될 우려가 상존함
  - 특히 서브프라임 모기지 부실 확대로 손해를 입은 투자자들이 펀드 환매 요구를 지속할 경우, 해당 금융 기관들은 다른 유가 증권까지 매각해야 하기 때문에 시장에도 악영향을 끼칠 것으로 우려됨
  - 그 여파로 신용도가 높은 프라임 모기지대출 시장, 기업어음 시장, 국채 시장 등에까지 영향을 주게 되고, 나아가 미국과의 글로벌 연관성이 높은 유럽, 일본 등 다른 국가의 금융 시장으로까지 신용경색이 확산될 수 있음

## 2) 신 골디락스 경제의 마감 가능성 진단

### ○ 신 골디락스 경제의 마감 경로

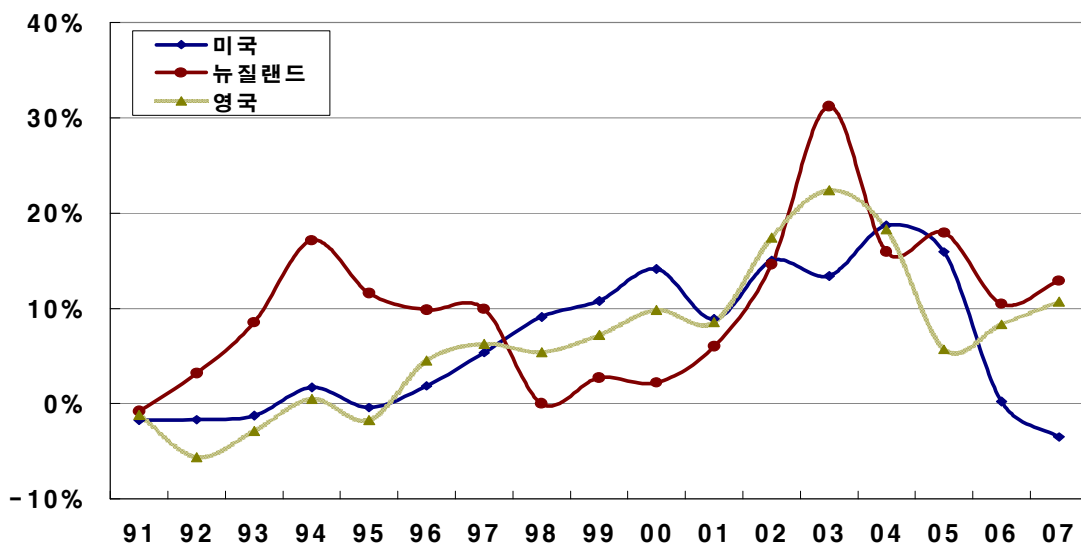
- 골디락스 경제의 경우 실물 부문이 성장을 주도했었기 때문에, 그 구조조정 과정도 IT 부문의 과잉투자 조정, 닷컴 기업 붕괴와 같은 실물 부문에서 출발하여 주식 시장과 같은 금융 부문으로 파급되는 행태를 가짐
- 반면 신 골디락스는 풍부한 유동성에 의해 견인되었기 때문에, 구조조정의 시작은 금융 부문에서 큰 충격이 실물 부문으로 파급되는 경로를 가질 것으로 예상됨

### ○ 글로벌 자산 가격 급락 가능성 대두

- 미국 금융 시장의 신용 경색 우려로, 주요 선진국들 간의 글로벌 증시의 동반 폭락 현상이 나타나고 있음
  - 미국 다우존스지수는 비록 FRB의 재할인율 인하 소식에 힘입어 8월 17일 13,000포인트 대를 다시 회복하였으나, 16일에는 12,800포인트까지 하락함
  - 일본 니케이 지수와 독일 DAX도 8월 17일 현재 7월말 대비 각각 11.5% 및 2.7% 하락

- 또한 미국, 유로 지역, 중국 등 세계 부동산 가격에 버블이 형성되어 있어, 작은 충격에도 부동산 가격이 급락할 가능성이 높음
- 이미 미국 주택 가격은 상승률을 기준으로 2004년 고점을 형성한 이후, 증가세가 둔화되고 2006년 하반기부터는 감소세를 지속하고 있음
- 미국 이외 주요국 주택 시장의 경우에도 풍부한 글로벌 유동성의 힘으로 상승세를 지속해 왔기 때문에, 주택 가격에 버블이 형성되었을 개연성이 높아 작은 충격에도 급락할 우려가 높다고 판단됨

주요국의 최근 주택가격 증감률 추이



자료 : 미국 S&P/Case-Shiller® Home Price Indices,  
 뉴질랜드 Quotable Value Limited, RBNZ estimates 중 Aggregate private sector residential dwelling values,  
 영국 Halifax House Price Index 중 All Houses (allbuyers).  
 주 : 1) 미국 및 영국은 가격 지수 기준이며, 뉴질랜드는 명목 가치 기준임  
 2) 2007년 증감률은 미국 5월, 영국 2/4분기, 뉴질랜드의 1/4분기의 전년동기 대비 수치임.

○ 엔캐리 자금 청산 우려

- 현재 국제 금융 시장의 가장 큰 불안 요인으로 지목 받고 있는 엔캐리 자금이, 서브 프라임 모기지 부실 문제가 심화될 경우 단기간 내 청산되어 국제 금융 시장의 큰 혼란을 유발할 것으로 판단됨
- 엔캐리 트레이드의 급격한 청산 사례는 1998년 러시아의 모라토리움 선언과 미국 헤지펀드인 롱텀캐피탈매니지먼트의 파산 이후 엔캐리 자금이 회수되면서 10일 동안 엔화는 약 17% 이상 절상된 경험이 있음



- 다만 최근 IMF의 보고서<sup>4)</sup>에 따르면 현재의 상황은 1998년 롱텀캐피탈 매지니먼트사가 파산했던 시기와 비교할 때, 금융 시장 여건들이 긍정적이기 때문에 당시와 같은 금융 시장 혼란이 발생할 가능성은 높지 않음을 주장함
- IMF는 그 근거로써 향후 선진국간 점진적인 금리 조정 예상, 캐리 트레이드의 목표 통화의 탈 달러화, 금융 기법의 발전, 금융 시장의 안정화 기능 향상 등을 들고 있음

< 참고 > 엔캐리 트레이드의 의미와 규모

- 엔캐리 트레이드 (Yen-Carry Trade)의 의미 : 엔캐리 트레이드란 일반적으로 저금리의 엔화를 매도하여 고금리 통화를 매수하는 투자 전략을 의미함
- (1) · 광의의 개념으로는 저금리 통화인 엔화를 차입하여 이를 고금리 통화 또는 자산에 투자하여 금리 차와 환차익 및 자본이득을 목적으로 하는 부채성 거래를 의미함
- 엔캐리 트레이드의 유래 : 엔캐리 트레이드는 최근에 등장한 투자 전략이 아니라, 이미 80년대부터 존재했던 전략임
- 80년대 후반 일본 생보사들을 중심으로 미국과 일본간의 '명목 금리 차이'만을 얻기 위해, 고금리의 달러화 표시 채권을 대량 매입
- 엔캐리 트레이드는 90년대 후반에는 미국과 일본의 금리 격차와, 엔화의 약세에 따른 '환차익'을 동시에 얻기 위한 투자 전략이 보편화 됨
- 엔캐리 트레이드 자금의 규모 : 미카 피네다(Mikka Pineda)에 따르면 2007년 1월말 현재 최저 1,590억 달러에서 최대 1.8조 달러라고 주장<sup>5)</sup>
- 특히 최대 1.8조 달러를 기준으로 할 때, 2006년 1월말부터 2007년 1월말까지 1년 동안 엔캐리 트레이드는 약 5,100억 달러가 증가함
- 그러나 캐리 트레이드는 통상 장외부 거래를 통해서 이루어지고, 엔캐리에 정의도 존재하지 않아 추정 기관에 따라 규모는 큰 차이를 보임
- 바로 이러한 엔캐리 트레이드 규모에 대한 합의된 추정치가 없기 때문에, 각국 중앙은행들이나 금융 기관들이 큰 불확실성에 직면하고 시장의 공포감을 더욱 확대시키는 역할을 하고 있음

4) IMF, Global Financial Stability Report, 2007.4.

5) Mikka Pineda, Size up the leveraged yen carry trade: estimates and methods, 2007.7

○ 신 골디락스 경제의 마감 가능성 증대

- 2005년까지 호조세를 나타냈던 미국의 주택경기는 2006년 하반기 이후 판매량 감소, 재고 증가, 가격 하락 등의 전형적인 침체 국면이 지속됨
- 미국의 기존 주택 판매량은 2005년 약 707.6만 호에서 6월(연간 환산치)에는 575만 호로 급감한 반면, 재고량은 같은 기간 284.6만 호에서 419.6만 호로 급증함
- 신축주택의 경우에도 판매량 감소, 재고 증가의 모습을 보이고 있으며, 특히 신축주택 가격의 경우 2/4분기 들어 감소세로 전환되는 모습을 나타냄

미국의 주택 경기 관련 지표

(단위 : 만호, %)

	2005	2006			2007		
	연간	3/4	4/4	연간	1/4	2/4	6월
기존주택 판매량 <sup>1)</sup>	707.6 (4.4)	628.7 (-5.1)	626.3 (-0.4)	647.8 (-8.5)	642.3 (2.6)	591.3 (-7.9)	575.0 (-3.8)
재고 <sup>2)</sup>	284.6	378.3	345.0	345.0	380.6	419.6	419.6
가격 <sup>3)</sup>	12.9	-1.1	-2.7	1.7	-1.4	-1.1	0.3
신축주택 판매량 <sup>1)</sup>	128.3 (6.7)	99.4 (-8.4)	98.6 (-0.8)	105.1 (-18.1)	85.3 (-13.5)	88.0 (3.1)	83.4 (-6.6)
재고 <sup>2)</sup>	51.1	56.0	53.5	53.5	54.8	53.7	53.7
가격 <sup>3)</sup>	7.5	-0.1	2.1	3.8	4.5	-2.6	-2.2

자료 : 한국은행, 「해외경제 포커스」 제 2007-32호.

주 : 1) 기존주택 및 신축주택의 판매량은 연간 환산치, ( )내는 전기대비 증감률

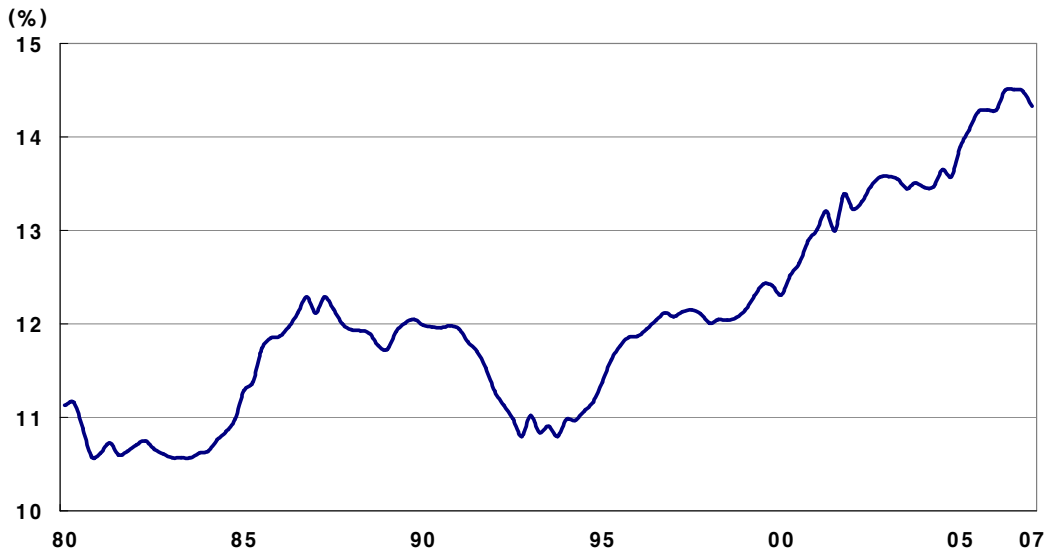
2) 기존주택 및 신축주택의 재고는 기말기준

3) 기존주택 및 신축주택 가격은 중위 값에 대한 전년동기대비 등락률.

- 이와 같이 주택 경기가 침체되는 가운데 서브 프라임 모기지 시장 불안에 대한 조기 진화가 늦어지면, 미국의 주력 성장 견인 부문인 소비가 급격히 위축되어, 美 경제의 장기 침체로 이어질 가능성이 존재함
- 미국 가정의 가처분 소득 대비 부채 원리금 상환 부담률은 94년 약 11% 내에서 지속적으로 늘어나, 2007년 1/4분기 현재 14.3%를 기록하고 있음
- 미국 가계의 부채에 대한 원리금 상환 부담이 증가한다는 것은 추가 신용공여가 없다는 전제 하에서, 직접적으로 가계 소비의 구매력이 그 만큼 상실된다는 것으로 의미함

- 미국 경제에서 차지하는 소비의 비중을 고려해 볼 때, 가계 소비가 위축될 경우 미 경기의 급격한 하강이 불가피할 것으로 예상됨 (2003 ~ 06년의 미국 개인소비지출의 성장 기여율은 평균 약 4분의 3에 달하고 있음)

미국 가계의 부채상환부담률(DSR) 추이



자료 : 미 FRB.

주 : 1) DSR(debt service ratio)은 미국 가계의 부채 원리금 상환액의 가처분소득에 대한 비중을 의미함

2) 위수치는 계절조정 분기 자료임.

- 이 경우 미국을 대신하여 세계 경제 성장을 견인할 성장 주도국이 없는 현실에서, 세계 경제의 동반 불황이 이어질 가능성이 존재함
- 주요 기축 통화국인 EU가 아직 미약한 경기 회복세를 보이고 있고 일본 경제도 장기 침체에서 벗어난 지 얼마 되지 않아, 미국 경제 침체의 부정적 영향을 상쇄시킬 정도의 영향력은 발휘하기 어려운 것으로 판단됨
- 이에 따라 미국 소비자들의 구매력 급감으로 다른 국가들로부터의 상품 수입 수요가 위축되어, 세계 경제의 동반 침체가 불가피한 상황을 초래할 것으로 전망됨

< 참고 > 2/4분기 미국 실물 경제의 현황

- 미국의 2/4분기 경제성장률은 전기대비 연율 3.4%의 높은 수준을 기록하였으나, 부문별로는 설비투자와 정부 지출이 성장을 견인한 반면, 주택 건설 투자가 감소세를 지속하고 소비 증가세가 크게 둔화되는 모습을 나타냄
- 개인 소비 지출 증가율은 지난 1/4분기 전기대비 연율 3.7%에서 2/4분기에 1.3%로 증가세가 크게 둔화됨
- 설비투자 증가율은 1/4분기의 0.3%에서 2/4분기에 2.3%로 높아졌으며, 1/4분기에 0.5% 감소했던 정부지출 부문은 2/4분기에 4.2% 증가세로 반전됨
- 주택건설투자는 지난 1/4분기에 16.3% 감소한 데 이어, 2/4분기에도 9.3% 감소하면서 침체 세를 지속함
- 순수출은 수출(6.4%)증가세가 확대되고 수입(-2.6%)이 감소함에 따라 1/4분기 6,121억 달러 적자에서 2/4분기에 5,779억 달러(연간 환산) 적자에 그침

미국의 국민계정 주요 지표 증감률 추이

(전기대비 연율, %)

	2005	2006				2007	
		2/4	3/4	4/4	연간	1/4	2/4
실질GDP	3.1	2.4	1.1	2.1	2.9	0.6	3.4
개인소비지출	3.2	2.4	2.8	3.9	3.1	3.7	1.3
민간투자	5.6	0.6	-4.1	-14.1	2.7	-8.2	3.1
설비투자	9.6	-0.1	2.9	-4.9	5.9	0.3	2.3
주택건설투자	6.6	-11.7	-20.4	-17.2	-4.6	-16.3	-9.3
정부지출	0.7	1.0	0.8	3.5	1.8	-0.5	4.2
순수출(10억 달러)	-618.0	-626.6	-633.8	-597.3	-624.5	-612.1	-577.9

자료 : 미 상무부 경제분석국.

주 : 순수출은 연간 환산치임.

### 3. 한국 경제에 미치는 파급 효과

#### 1) 글로벌 신용 경색이 없을 경우 : 일시적 성장 둔화

##### ○ 전제

- 각국 중앙은행들 간의 긴밀한 공동보조를 통해 국제 금융 시장에서 자산 가격 하락, 글로벌 유동성의 이동이 나타나지만, 시장에 위기를 유발할 정도의 신용 경색 문제가 발생하지 않는 경우를 전제로 함

##### ○ 자산 시장으로부터의 역 자산 효과 발생

- 국내 부동산 시장 및 주식 시장도 글로벌 시장의 경우처럼, 경제 펀더멘틀보다는 상대적으로 풍부해진 유동성에 의해 가격이 상승하였기 때문에 작은 충격에도 자산 가격이 하락할 것으로 판단됨
- 만약 글로벌 자산 시장이 약세로 돌아설 경우, 국내 자산 시장에서도 단기적으로는 모방 행위와 같은 심리적 요인으로 하락세가 시작될 것임
  - 또한 중장기적으로도 엔캐리 트레이드 등을 포함한 외환 유동성의 국내 시장 이탈로 수급 여건이 악화되어 약세 압력이 지속될 것으로 판단됨
- 이 경우 미래에 대한 불확실성 증대로 소비 회복이 지연되는 역자산 효과가 나타날 수도 있음

##### ○ 국내 외환 유동성의 유출로 금융 시장 변동성 확대

- 국제 금융 시장에서 엔캐리 트레이드 자금과 같은 글로벌 유동성 이동의 방향성 전환이 예상되고 있어, 국내 금융 시장에 환율, 주가, 금리의 변동성이 확대될 것으로 예상됨

- 재경부는 국내 엔캐리 자금 규모가 미약하여 자금이 일시에 유출될 경우에도 국내 시장에 큰 영향이 없을 것으로 예상하고 있으나, 현실적으로 정확한 캐리 트레이드의 규모를 파악하기 어렵기 때문에 안심할 수 있는 상황은 아님
  - 재정경제부는 국내에 유입된 엔캐리 자금의 현재 규모는 약 50~60억불 수준으로 추정되는 가운데 외환보유액의 2% 수준이며 일일 외환거래량(1/4분기 기준 일평균 약 371억 달러)의 약 16%에 불과하다고 추정<sup>6)</sup>
  - 금융 시장에서는 엔화가 달러화로 변환되어 유입되는 경우가 많아 엔캐리 트레이드 자금 규모는 재경부의 발표액을 훨씬 상회할 것으로 판단됨
  - 특히 엔캐리 트레이드 자금이 유출되는 상황에까지 이른다는 것은, 전체 글로벌 유동성이 신흥 시장이나 중진국으로부터 이탈 압력이 강하다는 것을 의미하기 때문에 다른 외환 유동성까지 동반 유출될 가능성이 높음
  
- 이러한 예상이 실현되어 외환 유동성이 빠져 나갈 경우, 중소기업을 중심으로 국내 기업들의 자금 여건이 악화될 것으로 전망
  - 2006년 9월말 현재 외화 대출 잔액의 대부분은 기업 부문에 집중되어 있고, 특히 대기업보다 중소기업에 대한 외화 대출이 더 많은 것으로 조사됨

금융 기관의 부문별 외화 대출 잔액 추이

(단위 : 억 달러, %)

		2004년말	2005년말	2006년 9월말
차 주 별	가계	7.0	1.8	1.4
	중소기업	113.5	133.1	212.5
	대기업	76.6	111.5	186.0
외화대출잔액		197.1	246.4	399.9

자료 : 한국은행, 『외환국제금융 리뷰』, 2006. 12.

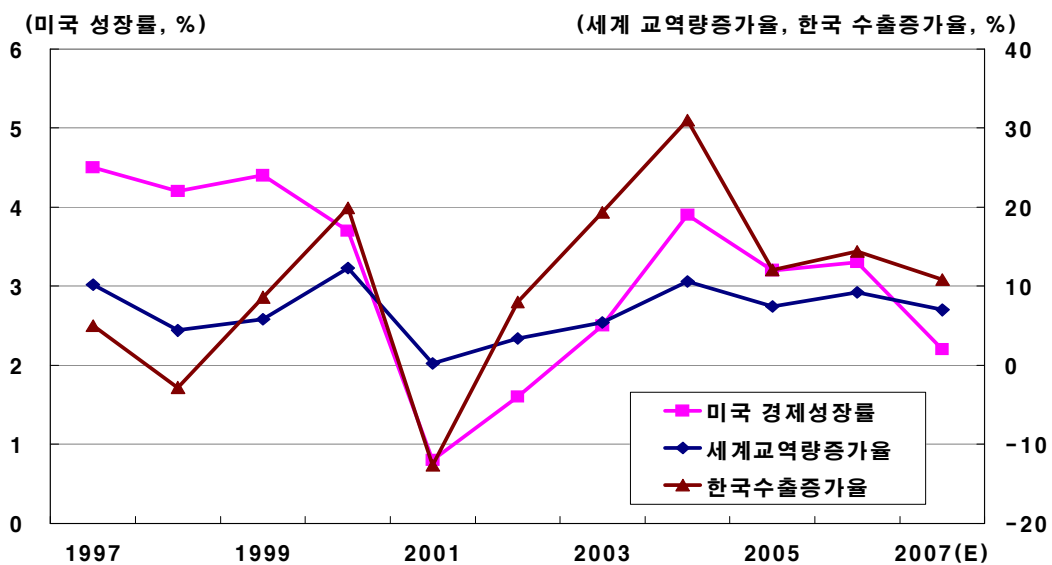
6) 재정경제부 보도자료, 2007년 8월 15일.



○ 세계 경제 성장 둔화에 따른 수출 경기 하강

- 일부에서는 미국 경제가 악화되더라도 최근 EU 및 일본 경제의 호조가 이를 상쇄시킬 수 있어, 미국발 세계 경제의 동반 성장 둔화 가능성은 높지 않다고 평가하고 있음
- 그러나 미국 경제에 위기가 발생하였을 경우 EU 및 일본 경제의 여건들을 고려해 볼 때, 이들 국가가 세계 성장을 대체하여 견인할 능력은 미흡한 것으로 판단됨
- EU 경제의 GDP가 세계 GDP에서 차지하는 비중은 22.1%로 미국의 26.7%에 근접하고 있으나, 대부분 국가들의 재정정책과 통화정책이 회원국간 협정으로 제약을 받고 있어 빠른 성장세를 나타내기는 어려울 것으로 전망됨
- 특히 미국을 대신할 성장축으로 부상하고 있는 일본과 중국의 경제 규모는 각각 세계 GDP의 8.4% 및 5.9%에 불과(2006년 세계 상품 수입 비중은 중국 8.5%, 일본 6.2%)하여 세계 성장을 견인하기는 어려울 것으로 판단됨
- 따라서 미국발 세계 경제의 동반 성장 둔화가 현실화될 경우, 세계 전체의 교역량 위축으로 국내 수출 경기의 하강 국면 진입이 불가피할 것으로 예상됨

미국 경제성장률 및 세계 교역량 증가율과 한국 수출 증가율 추이



자료 : IMF.

2) 글로벌 신용 경색이 나타날 경우 : 국내 경제의 타격 예상

○ 전제

- 국제 금융 시장에서 신용 경색이 심화되어, 자산 가격 급락, 글로벌 유동성의 급격한 이동 현상이 발생하고, 미국 경제가 침체 국면으로 진입하는 유동성 경제 붕괴를 전제로 함

○ 자산 시장 급락에 의한 가계 파산 증대

- 국내 부동산 시장 및 주식 시장에 심리적 공황 상태가 장기간 지속되어, 부동산 가격과 주가의 폭락이 이어질 것으로 예상됨
- 이러한 자산 가격 급락이 현실화된다면, 자산 구입을 위한 차입(신용융자, 주택담보대출) 비중이 높은 상황을 고려할 경우 가계 파산이 증대되고 소비 부문이 장기 침체 국면에 빠질 것으로 우려됨
  - 주식 시장의 경우 신용융자잔고가 올해 1/4분기말의 약 1.3조 원에서 2/4분기에 6조 원을 상회한 이후 최근에도 5조 원 내외를 유지하고 있음
  - 예금은행의 주택관련 대출 잔액도 작년 말 이후 증가세는 약화되었으나, 여전히 240조 원대를 유지하고 있음

종합주가지수 및 신용융자잔고 추이 (기말기준)

(단위 : 지수, 조 원)

	2005년	2006년	2007년			
			1/4	2/4	7월	8. 20.
종합주가지수	1,379.37	1,434.46	1,452.55	1,743.60	1,933.27	1,731.27
신용융자잔고	0.5	0.5	1.3	6.6	5.6	4.9 (8.17.)
주택매매가격지수	101.7	113.5	115.1	115.4	115.7	-
예금은행주택관련대출잔액	208.4	241.0	243.6	242.4(5월)	-	-

자료 : 한국증권선물거래소, 한국증권업협회, 국민은행, 한국은행.

주 : 주택관련 가계 대출이란 통상적인 주택담보대출과 재건축 및 신규분양과 관련된 이주비·중도금잔금 용도의 대출까지를 포함하는 광의의 개념임.

○ 국내외 신용 경색으로 기업 유동성 위기 직면

- 국내외 금융 시장에 신용 경색이 발생하여, 일부 금융 기관의 지급 불이행, 영업 정지가 이어질 것으로 예상됨
- 이에 따라 비록 1997년과 같은 국가 전체의 외환위기 가능성은 희박하다고 할지라도, 중소 중견 기업을 중심으로 유동성 위기에 직면할 것으로 보임

○ 세계 경제 불황에 따른 수출 경기 급랭

- 미국발 세계 경제 불황이 시작되어 세계 교역이 감소하면서, 우리 수출 경기가 급격하게 하락할 것으로 예상됨

4. 정책적 시사점

○ '시장 안정' 및 '과잉유동성 해소'를 동시에 추구하는 금융정책 기조 유지

- 신 골디락스 종식으로 전세계적으로 과잉 유동성이 축소되는 과정을 밟을 것으로 판단됨
- 따라서 향후 정부의 전반적인 금융 정책 기조는 자산 시장이나 금융 시장에 큰 충격을 줄 수 있는 급격하고 인위적인 정책을 지양하고, 국내 과잉 유동성의 완만한 흡수를 통해 시장이 안정될 수 있는 방향을 추구해야 할 것임

○ 정부의 위기 대응 능력의 점검

- 국제 금융 시장에 신용 경색, 국내외 주요 금융 기관 파산 등과 같은 위기 상황에 대비하여, 기존에 수립된 비상 계획(Contingency Plan) 전반과, 시나리오별 대응 매뉴얼을 다시 점검해 보아야 할 것임

○ 글로벌 유동성에 대한 모니터링과 금융기관에 대한 건전성 감독 강화

- 투기 자본의 국내 금융 시장 교란을 방지하기 위하여, 주요 중앙은행들과의 적극적인 정보 공유를 통해 유출입 자본에 대한 성격 파악과 모니터링을 강화시켜야 할 것임
- 국제 금융 시장의 신용 경색이 국내 금융 시장으로 파급되는 것을 사전에 차단하기 위하여, 부실 금융 기관에 대한 사전 점검 및 외화 차입 비중이나 유출입 비중이 높은 금융 기관에 대한 철저한 관리 감독이 요구됨

○ 부동산 경기 연착륙 유도과 가계 부채 문제 완화

- 현재와 같은 중과세와 재건축 규제 강화 중심의 경직된 부동산 시장 안정 대책보다는, 시장 여건에 맞는 탄력적 정책 운용을 통해 민간 부동산 경기의 급랭을 막아야 할 것임
- 금융 기관의 가계 대출에 대한 모니터링을 보다 강화하고, 특히 감독이 어려운 사금융 대부업 시장에 대해서도 감독 기능을 제고시켜야 할 것임
  - 특히 주택금융공사의 기능 확대를 통해 가계 부채 만기 장기화를 유도할 필요가 있음

○ 소비 회복력 강화

- 전반적인 경기 상승 추세와 괴리를 나타내고 있는 미약한 소비 부문의 회복력을 강화시키기 위하여, 한시적으로라도 생필품에 대한 부가가치세, 유류세 감면 등을 통해 가계 구매력을 확충시켜 주어야 할 것임

경제연구본부 주 원 연구위원 (3669-4030, juwon@hri.co.kr )

< 참고 > 서브 프라임 이후 미국 금융 시장에 대한 일본 시각<sup>7)</sup>

○ 서브 프라임 사태로 안전 자산으로 이동하는 미국 금융시장

- 다우평균지수 하락 : 서브 프라임 사태로 7월 18일 14,000포인트에서 최대 8.2% 하락함
  - 1998년 미국 헤지펀드(LTCM)의 파산후 14.2%, 2001년의 엔론기업 파산후 7.2%, 2002년의 월드컴의 파산후 22.5% 주가 하락에 필적함
- 안전자산 이동 가속화 : 3개월채무성증권, 2년물국채 가격이 급등하는 등 안전한 국채 수요로 이동이 가속화되고 있음
- 재할인을 인하로 정책 중심 이동 : 미국 연방준비제도이사회 (FRB)는 8월 1일 재할인율을 6.25%에서 5.75%로 인하하는 성명문을 발표함으로써 정책의 주요 관심은 인플레이 리스크가 아닌 성장 침체 리스크에 있음을 밝힘
  - 8월 7일 연방공개시장위원회 (FOMC)에서는 성장 침체 리스크보다 인플레이 리스크가 억제되지 않는다고 표명하면서 5.25% 금리 유지

○ 현재 미국 경제는 가계 부문과 기업 부문이 서브 프라임 충격에 대응할 수 있는 내구력을 가지고 있음

- 가계 부문은 고용과 소득 및 저축이 양호한 상황이므로 소비 침체로 이어지지 않을 것임
  - 소비지출이 높은 증가세에서 다소 감소하고 있으나 고용과 소득 환경은 견조한 상황으로 소비 침체까지 이어지지 않을 전망이다
  - 신규실업보험급부신청건수가 다소 증가하고 있으나 고용 증가 속도를 낮추는 정도는 아님
  - 저축의 경우 양의 부호를 유지하고 있어 충격에 대해 소비가 급속도로 떨어지지 않을 것임
  - 주택가격은 금리저하와 고용환경의 견조세가 유지될 것으로 예상되어 주택 실수요에 대한 증가에 의해 주택가격 하락세는 멈출 것으로 기대됨

- 기업 부문은 경기 순환이 회복 국면에 있으며 부채 비율이 건전함으로써 고용의 악화를 초래하지 않을 것임
  - 기업 상황이 개선을 보이고 재무 환경의 건전함으로 서브프라임 충격에 견딜 수 있을 정도로 양호한 상태임
  - 제조업의 경기 순환이 회복되고 있는 상황이므로 확대 국면으로 발전할 가능성이 높음
  - 기업의 부채비율 또한 낮은 수준에 놓여 있는 상황임
  - 주요 은행의 상공업대출 증가율은 건조세를 나타내고 있음

○ 향후 미국 경제 금융 환경 전망

- 과거 금융위기와의 차이
  - 1998년 9월의 LTCM위기와 2001~02년의 동시 다발 테러, 기업 파탄을 계기로 주가가 하락한 것과 비교해 미국기업의 재무환경은 건전하고 가계 소비를 지지하는 고용 감소도 두드러지지 않음
- 미국 연방준비제도 이사회에 의한 FF 금리 인하 가능성
  - 9월 이후 0.5%의 금리 인하가 실시되어질 것으로 분석
  - 미국 연방 준비제도 이사회는 8월 17일 재할인을 인하에 대한 성명에서 경기 하방 압력에 대해 언급하며 인플레이 리스크보다 성장 침체에 대한 리스크에 대한 대비로 전환
- 금융 시장의 조정 시기
  - 주식, 금리가 수렴하는 기간은 2~3개월이며 실물경제의 내구력까지 고려하면 10~12월에는 주가와 금리가 원래 수준으로 돌아갈 것으로 예상
- 향후 반년 또는 1년 이후의 금융시장 전망
  - 금융시장의 조정 완료와 주택시장의 경기가 저점을 연내에 기록하면 2008년부터 경기 확대가 가속화될 것으로 분석
  - 2008년부터 미국 경기 확대가 진행된다면 금리 인하에서 금리 인상 국면으로 전환됨으로 장기금리는 5%로 상승할 가능성이 높음
- 미국 경제가 가장 주의해야 할 리스크는 고용 감소임
  - 연내 조정이 마감되는 배경의 전제는 고용 감소로 이어지지 않아야 함
  - 만약 고용 감소가 진행될 경우, 주택시장의 조정은 2008년 중반까지 지속되고 금융시장과 실물경제 간 조정의 악순환을 끊지 못하여 금리 인하 국면이 계속되어야 할 것임

7) 스미토모신탁은행(조사월보, 2007년 9월호)을 요약 및 정리한 것임.

## 메모

 **현대증권**  **現代經濟研究院**

금융빅뱅 인사이트 | 07-2(통권2호)