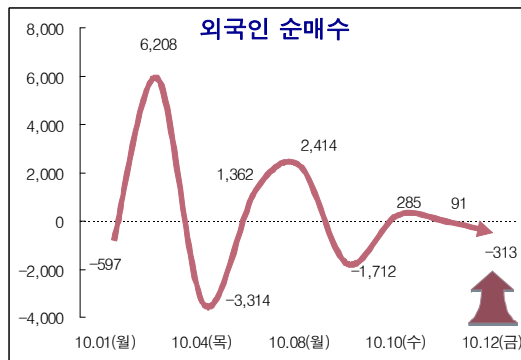
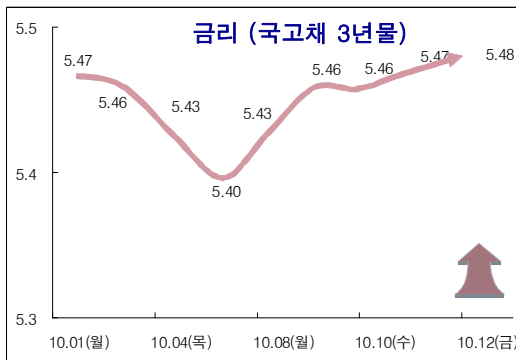
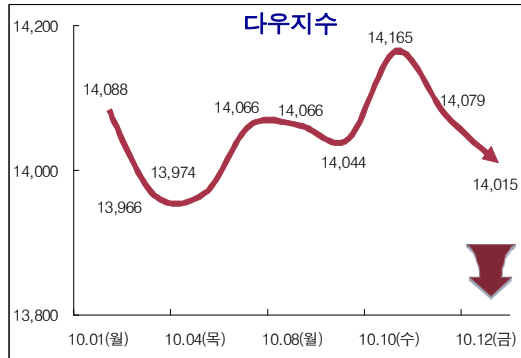
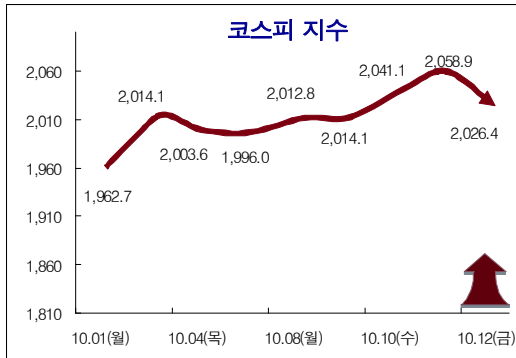


금융빅뱅 인사이트



- 자본 시장 분석
 - 채권 Focus: 발행 및 투자측면에서 채권시장 구조변화 진행
- 금융 빅뱅 이슈
 - 미국의 주택경기 현황과 전망

月間 主要 經濟 指標 (10.01 ~ 10.12)



Better than the Best!

목차

자본 시장 분석

- 채권 Focus: 발행 및 투자측면에서 채권시장 구조변화 진행 1

금융 빅뱅 이슈

- 미국의 주택경기 현황과 전망 6

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

□ 현 대 증 권 : 김 형 권 연구위원 (2014-1768, hk.kim@hrcviews.com)
 □ 현대경제연구원 : 박 덕 배 연구위원 (3669-4009, dbpark@hri.co.kr)

□ 채권 Focus: 발행 및 투자측면에서 채권시장 구조변화 진행

2005년 8월 중 35.3%이던 채권발행잔액상 민간부문(금융채, 회사채 외) 비중은 2007년 9월 42.6%로 상승하였다. 이처럼 시장내 민간부문의 발행채권비중이 확대된 것은 위축되었던 소비, 투자심리가 되살아나는 과정에서 가계나 기업의 자금수요 확대에 의한 것으로서, 시장금리의 상승흐름과 궤를 같이 한 것으로 평가된다.

한편 국내 기업들의 투자확대 움직임과 함께 정부의 장기적 재정건전성 유지 의지, 각종 정부사업에 민간부문의 참여를 확대시키고 있는 점 등을 고려할 경우 민간부문과 공공부문의 발행채권 비중은 50:50의 균형수준에 도달한 후 안정될 것으로 보인다. 따라서 민간부문 채권발행비중이 확대되는 기간 동안에는 시장금리의 상승압력 증대가 불가피할 전망이다.

전체 채권발행액중 보유 비중면에서 외국인 및 외국법인의 경우 2005년초 5.9%에서 2007년 9월중 11.1%로 급격히 높아졌다. 외국계 금융기관의 국내 금융기관 인수가 늘어난 것과, 외국계 금융기관 국내 지점들이 대내외 금리차를 이용한 차익거래과정에서 보유 채권규모를 크게 늘인 것이 주요 원인이다.

향후 외국인 및 외국법인들의 국내 채권투자는 더욱 늘어날 것으로 예상된다. 외국법인의 경우 금리선물이나 금리, 통화스왑시장등을 통해 금리나 환율변동위험을 상당부분 헷지하며 순수한 대내외 금리차익을 확보할 수 있는 여건이 조성된 가운데 크레딧관련 파생상품시장 활성화 가능성이나 이자소득세 원천징수 면제 검토 등 외국인들이 국내 채권투자를 확대할 수 있는 인프라 구축작업이 꾸준히 진행되고 있기 때문이다.

□ 미국의 주택경기 현황과 전망

1. 세계가 주목하는 미국 주택경기

현재 전 세계 금융시장은 미국의 주택경기의 향방에 잔뜩 긴장하고 있다. 미국의 주택 경기는 향후 미국경기의 향방을 좌우할 뿐만 아니라 세계 경기와 금융시장에도 커다란 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 과거 닷컴버블을 정확히 예측해 명성이 높은 미국의 R. Shiller 예일대 교수는 최근 만일 주택가격이 폭락하면 대공황 이후 가장 심각한 결과가 될 수 있다고 경고한 바 있다. 그리고 Greenspan 전 FRB 의장도 주택가격이 두 자릿수로 하락할 가능성이 높으며, 그렇게 될 경우 지금의 서브프라임 모기지 부실보다 몇 배는 더 큰 경제적 대가를 치르게 될 수 있음을 언급하였다.

2. 급락하는 미국 주택경기

美 FRB의 지속적인 금리인상으로 2005년 하반기부터 하락하기 시작한 미국의 주택 경기는 최근 서브프라임 문제 이후 급랭 조짐을 보이고 있다. 최근 미국의 주택판매가 10여 년 만에 최저치를 기록하고 있으며, 이에 따라 주택재고도 갈수록 쌓이고 있는 실정이다.

한편 미국의 주택가격은 주택경기와 비교하여 그동안 상대적으로 안정세를 유지하였으나 금년 서브프라임 문제 이후 하락세가 뚜렷해지고 있다. 금년 들어 전국 20대 메트로폴리탄 지역의 주택을 중심으로 집계하는 S&P/Case-Shiller (SPCS) 주택가격 지수는 전년동월대비 마이너스 증가율을 기록하고 있으며, 그 폭은 점차 확대되고 있는 실정이다. 이러한 하락세는 이제 전국적으로 확산되어 가고 있는 실정이다.

3. 미국 주택경기 침체, 장기화될 듯

그러면 앞으로 미국 주택경기 전망은 어떠한가? 현재 미국 주택경기 전망을 예고하는 선행지표들은 갈수록 악화되고 있다. 주택건축 허가는 12년 만에 최저 수준을, 주택건설업신뢰지수는 조사가 시작된 1991년 이후 최저 수준을 기록하고 있다. 향후 6개월 후의 주택시장 경기를 예고하는 주택시장지수(HMI)는 2006년 봄부터 비관적임을 의미하는 50이하에서 추락하고 있다. 모기지은행협회(MBA)는 서브프라임 문제 이후 주택판매량과 주택가격에 대한 전망치를 급격히 하향 조정하고 있다. 뿐만 아니라 비교적 보수적인 전국부동산중개협회(NAR)도 주택경기 전망치를 매월 하향 조정하고 있는 실정이다.

이에 따라 미국 정부는 주택경기 급락을 방지하기 위하여 다양한 정책을 펼치고 있지만 그 효과는 제한적일 것으로 보인다. 먼저 연방주택청(FHA)의 보증확대 지시 등 다양한 조치를 취하고 있다. 또한 신용경색에 대비하여 유동성 확대, 재할인율과 연방준비기금금리 할인 등 금융완화 정책을 펼치고 있다. 뿐만 아니라 연방주택산업감독청은 Fannie Mae와 Freddie Mac 등 주택저당공사들에 대한 서브프라임모기지 관련 채권의 매입 확대를 허용하고 있다. 이러한 정책들에 의하여 서브프라임 모기지 차입자들의 상환부담이 감소되고, 모기지시장의 신용경색이 해소될 것으로 기대되나 그 효과는 현실적인 제약으로 인하여 제한적일 것이라는 것이 대부분 투자은행의 판단이다.

Executive Summary

그리고 2007년 하반기 이후 금리조정(reset)이 시작되는 상당한 규모의 서브프라임 모기지가 대기하고 있다. 만일 주택가격의 하락이 예상보다 커지거나 대출조건 및 감독 기능 강화로 향후 서브프라임 모기지의 금리조정(reset)이 순조롭지 않을 경우 서브프라임관련 디폴트가 다시 확산될 가능성이 높아지고 있다. 실제로 최근 미 모기지 연체가 서브프라임(저신용) 모기지에서 프라임(우량)모기지로 확산되고 있는 양상이다.

4. 세계 경제에 부정적 영향을 배제하지 못함

미국 주택 경기 부진이 소비에 부정적인 영향을 미치면서 성장세 급락도 가능하다. 9월말 현재 대형투자은행들은 2007년 미국 경제성장률 전망을 1.9~2.2%수준으로 하향 조정하고 있다. 만일 미 행정부와 FRB의 적극적이고 적시적인 정책 대응이 이루어지지 못할 경우 2008년에는 2% 이하의 성장이 가능하다고 분석하고 있다. 따라서 금리인하의 부정적 효과에도 불구하고 미 연준의 추가 금리인하 가능성이 높다. 미 연준은 금년 중에도 현재의 4.75%에서 최대 4.25%까지 추가로 금리를 인하할 것으로 예상되고 있다.

미국 주택경기 침체는 미국경제뿐 아니라 세계경제에 큰 파장을 일으킬 가능성이 높다. 금리인하에도 불구하고 주택경기가 회복되지 않을 경우 미국경제의 침체, 신용경색과 미 금리인하에 따른 부작용 등이 세계 경제 및 금융시장에 예상보다 큰 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 첫째, 미국의 실물경기 침체 자체가 대미 수출의존도가 높은 국가들에게 적지 않은 충격을 주면서 세계 경제를 위축시킬 수 있다. 둘째, 금리인하에도 불구하고 서브프라임 문제가 재발할 경우 엔-캐리 트레이드 청산 등이 나타나면서 세계 금융시장을 요동시킬 수 있다. 셋째, 미 금리인하가 지속될 경우 미국 금융시장에서의 자금 이탈 등으로 달러화약세 현상을 심화시킬 수 있다. 넷째, 금리인하가 소비수요를 자극하고, 달러약세와 국제원자재 가격 상승을 유발하여 향후 글로벌인플레이션 압력을 고조시킬 수 있다.

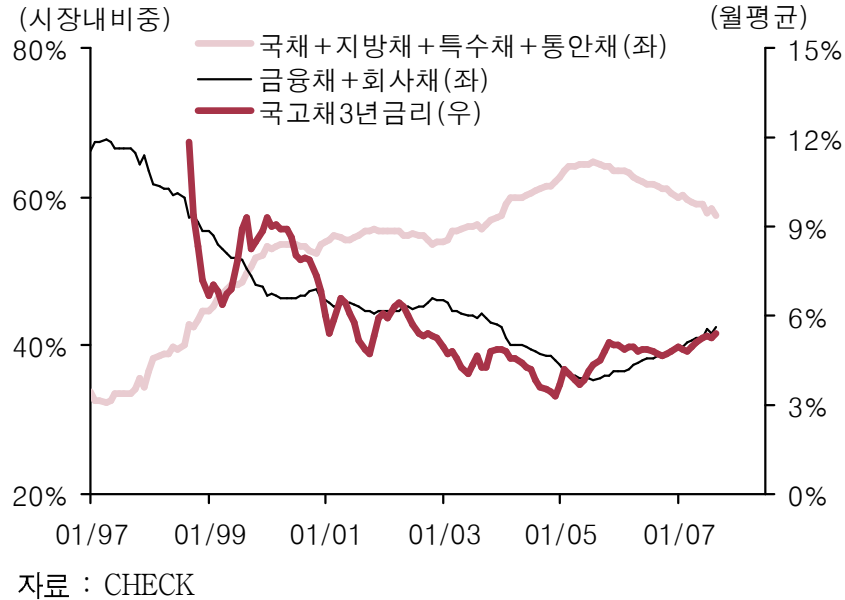
한편 우리경제와 금융시장도 그 여파를 피할 수 없다. 금리인하와 유동성 증가 등으로 글로벌 주식시장의 불안한 활황세도 예상할 수 있지만 기본적으로 부정적인 효과가 더 클 것이라고 판단된다. 이제 국내 정책방향에 있어서도 미국의 주택경기과 경제 동향에 신속히 대처함으로써 위험을 최소화할 필요가 있다. 즉, 정부와 금융기관 등은 미국의 실물경제 및 미국정부의 대응 등에 예의 주시하면서 그 영향을 면밀히 분석하여 적절한 대응책을 마련해야 할 것이다. 첫째, 정부 당국은 원화강세에 따르는 수출둔화를 막기 위해서 안정적인 환율 관리와 함께 신축적인 유동성 조절에 나서야 하는 한편 수출경쟁력 유지를 위한 유연한 금리정책과 아시아지역 수출 확대를 위한 방안도 강구해야 한다. 둘째, 금융기관과 기업들은 만일의 금융시장 불안에 대비하여 리스크관리 시스템을 구축해야 할 것이다. 셋째, 개인 투자자들도 무리한 미국 부동산 매입 등을 자제하고, 주식투자에 있어서도 무리하게 레버리지에 의지한 대내외 투자는 삼가야 할 것이다.

채권Focus : 발행 및 투자자측면에서 채권시장 구조변화 진화

○ 금융기관 및 기업 발행채권의 시장내 비중 확대양상

- 2005년 8월을 기점으로 채권발행잔액상 금융채 및 회사채 비중이 높아지고 있음
 - 즉 1997년 12월 65.7%를 기록한 이후 급격히 낮아져 2005년 8월에는 35.3% 까지 떨어졌으나, 2007년들어 40%수준으로 올라왔고, 2007년 9월에는 42.6%를 보임
- 국내에서는 1997년말 외환위기 이후 3~4년에 걸친 금융권 및 기업의 구조조정
에 따른 불안감, 해외에서는 2001년 미 9.11테러사태이후 지정학적 긴장감
고조에 따른 장기간 국내 민간부문의 소비, 투자심리를 위축이 채권발행을
통한 자금조달수요 축소의 주요인이었음
- 반면 2003~2004년중 대내외적인 초저금리를 기반으로 2005년이후 소비, 투자
심리가 개선되기 시작했으며, 은행권을 중심으로 채권발행이 크게 늘어나는
등 민간부문의 자금조달욕구가 확대됨
 - 특히 2005년이후 통화당국의 정책금리인상기조에도 불구하고, 금융채, 회사
채의 발행증가폭은 2006~2007년중 더욱 확대되었음.

2005년이후 발행잔액상 금융채,회사채 비중 증가세



○ 민간부문 발행채권의 시장내 비중 확대, 시장금리 상승과 상통

- 채권시장내 금융채나 회사채의 비중이 높아졌다는 것은 민간부문의 경제활동이 그만큼 활발해졌음을 의미함
 - 2003년~2006년중 연간 경제성장율을 보면 3.1%에서 5.0%까지 높아졌으며, 민간소비는 -1.2%에서 4.5%로, 설비투자도 -1.2%에서 7.6%로 늘어남
- 따라서 민간부문의 채권발행증가로 시장내 금융채, 회사채 비중이 높아졌다는 점과 거시경제여건상 시장금리의 상승은 상통한다고 볼 수 있음
 - 2007년에 들어서도 상반기에 비해 하반기의 경기개선폭이 커지면서 국채발행증가가 둔화됨에도 불구하고, 금융채나 회사채 발행의 큰 폭 확대가 시장금리의 상승을 견인하는 양상임

- 아울러 국채에 비해 금리가 높은 금융채나 회사채의 비중이 확대되는 것은 전체시장금리 수준을 높이는 효과가 있음
 - 대체적으로 국채나 지방채, 특수채, 통안채등 공공부문의 채권비중이 높아지는 시기엔 시장지표금리가 하향안정세를 보이고, 민간부문의 채권비중이 높아지는 시기엔 상승세를 나타냄

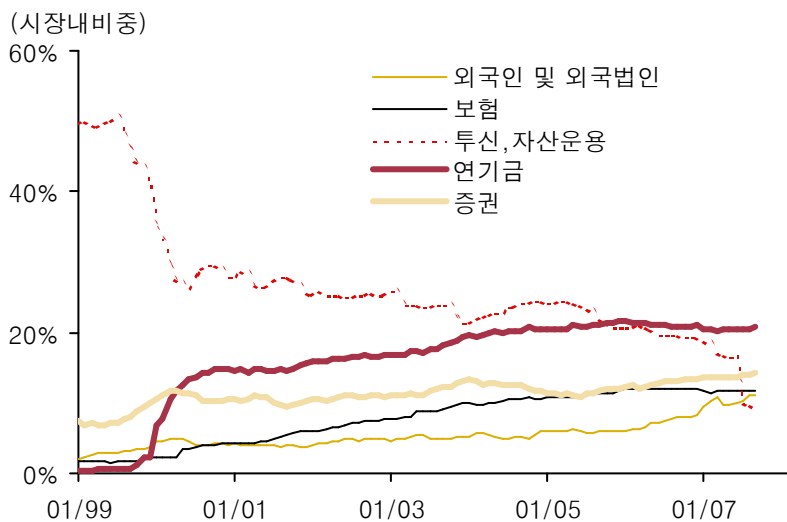
○ 민간부문 발행채권비중 추가 확대 예상

- 이처럼 시장내 민간부문의 발행채권비중 확대는 위축되었던 민간의 경제심리가 되살아나는 과정에서 발생하는 것으로, 경제성장율이 장기평균수준으로 올라오고, 3%대에 있던 정책금리가 5%대로 인상되는 것처럼 정상화되는 과정으로 볼 수 있음.
- 아울러 시장내 공공부문과 민간부문 발행채권간 적어도 50:50의 비중까지는 정상화가 진행되는 과정으로 본다면, 현재 42%수준인 민간부문의 비중이 향후 국내 기업들의 투자확대 움직임과 함께 더 높아질 수 있음.
- 특히 2000년 초반 공적자금조성용으로 발행된 예금보험공사나 자산관리공사 발행채권이 만기도래해 대부분 국채로 기 전환된 상태로 이는 향후 공공부문 채권발행비중의 감소요인으로 작용할 것임
 - 또한 정부의 장기적 재정건전성 유지 의지와 함께 각종 정부사업에 민간부문의 참여를 확대시키고 있어 민간부문과 공공부문의 발행채권비중은 균형수준을 꾸준히 유지할 수 있을 것으로 보임

○ 기관투자자로서 증권, 외국인 및 외국법인의 채권시장내 역할 확대

- 2000년 이후 보유채권규모를 기준으로 기관투자자의 비중 변화를 살펴보면 연기금, 보험, 증권, 외국인 및 외국법인의 비중이 뚜렷하게 늘어나는 것을 알 수 있고, 특히 2005년 이후에는 증권사, 외국인 및 외국법인이 기관투자자로서 역할을 확대하는 양상임

전체 채권발행액중 증권사, 외국법인 보유비중 높아지는 양상



자료 : 증권예탁원

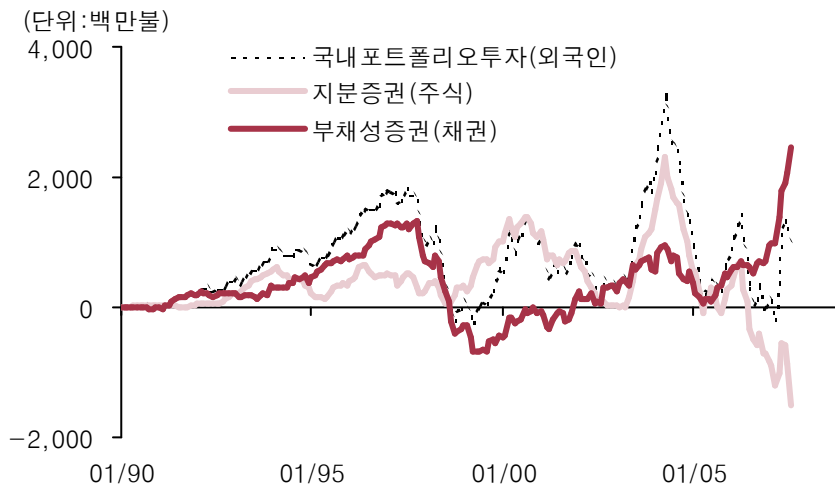
- 전체 채권발행액중 보유비중에서 증권사의 경우 2005년초 11.5%에서 2007년 9월중 14.1%까지 높아졌으며, 동일기간중 외국인 및 외국법인의 경우도 5.9%에서 11.1%로 높아짐
 - 이에 따라 11~12%대에 머물고 있는 보험사나, 9.4%까지 시장내 보유비중이 떨어진 투신, 자산운용사에 비해 시장내 영향력은 증권사나 외국인 및 외국법인이 상대적으로 확대되는 양상임
- 이처럼 증권사의 채권시장내 역할 확대는 가계나 기업의 상대적 고수익 추구 수요를 기반으로 증권사 CMA, RP등 채권관련상품 및 ELS로 의 시중 자금 유입 증가가 주요인임

- 또한 외국법인의 경우 외국계 금융기관의 국내 금융기관 인수가 늘어난데다 외국계 금융기관 국내 지점들이 대내외간 금리차를 이용한 차익거래과정에서 보유 채권규모를 크게 늘임

○ 향후 외국인들의 국내 채권보유비중 더욱 확대 예상

- 그동안 국내 채권시장에서도 다양한 인프라구축으로 인해 외국인들이 투자할 수 있는 여건은 충분히 조성되고 있음. 특히 금리선물이나 금리,통화스왑시장과 같은 하부시장이 활성화되고 있어 외국인들이 금리나 환변동위험을 상당부분 헷지하며 순수한 대내외 금리차익을 확보할 수 있게 됨
- 아울러 크레딧위험과 관련된 파생상품시장도 2008년 이후 활성화될 것으로 보여 해외투자자들이 국내 크레딧시장에 관심을 높이는 상황이며, 향후 외국인들의 국내 채권투자시 이자소득세 원천징수 면제도 검토될 수 있어 국내 채권시장에서 외국인들의 보유비중은 더욱 확대될 것으로 예상됨

포트폴리오투자수지내 외국인 주식,채권투자 추이



(1)

자료 : 한국은행
참고 : 12MA 기준

김형권 연구위원 (2014-1768, hk.kim@hrcviews.com)

미국의 주택경기 현황과 전망

1. 세계가 주목하는 미국 주택경기

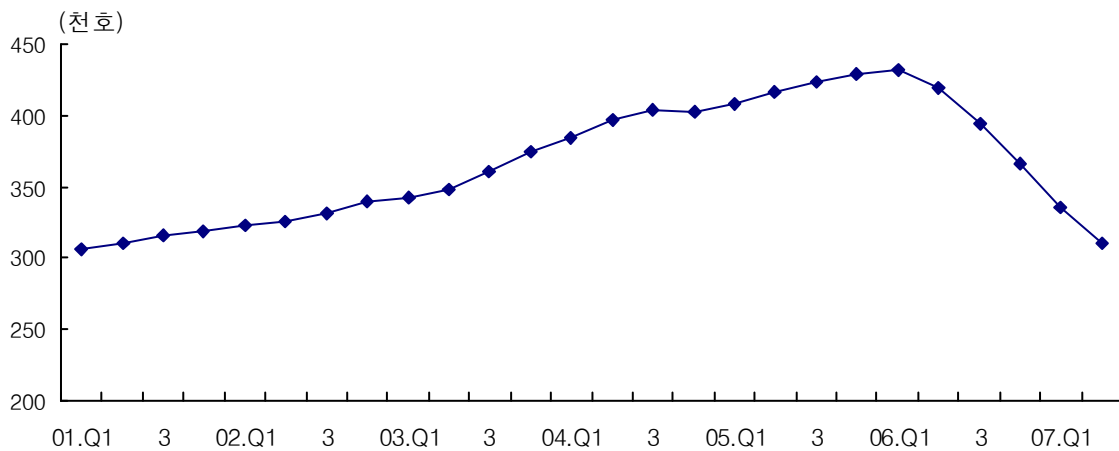
- 현재 전 세계 금융시장이 서브프라임 모기지 문제가 물고 올 파장에 잔뜩 긴장하면서 미국의 주택경기의 향방에 관심이 집중되고 있음
 - 미국의 주택경기는 향후 미국경기의 향방을 좌우할 뿐만 아니라 세계 경제에도 커다란 영향을 미치고 있음
 - 미국의 주택경기 침체는 실물경제뿐만 아니라 서브프라임 모기지 문제를 다시 일으켜 전 세계 금융시장을 대상으로 신용경색 현상을 유발시키고, 엔-캐리 트레이드의 청산을 가속시킬 수 있음
 - 이에 따라 미국은 현재 긴급 유동성을 수혈하고, 재할인율과 연방준비기금 금리를 인하하는 등 미 주택경기 안정을 위해서 적극적으로 대비하고 있음
- 과거 닷컴버블을 정확히 예측해 명성을 얻은 미국의 R. Shiller 예일대 교수는 지난 9월 19일 미 상원 합동경제위원회에서 만일 주택가격이 폭락하면 대공황 이후 가장 심각한 결과가 될 수 있다고 경고
 - 주택가격 약세가 어느 정도 언제까지 계속될 지, 그 결과가 어떨지 예측하기 어렵다며 일부 버블지역의 경우 주택가격이 50% 이상 폭락할 경우도 발생할 수 있을 것이라고 경고
 - Greenspan 전 FRB 의장도 최근 FT와의 인터뷰에서 주택가격이 두 자릿수로 하락할 가능성이 높으며, 그렇게 될 경우 지금의 서브프라임 모기지의 부실보다 몇 배는 더 큰 경제적 대가를 치르게 될 것임을 언급 (미 상원 합동경제위원회 참석한 경제전문가들은 미국 주택가격이 15% 하락할 경우 약 3조 달러의 자산손실이 발생할 것으로 추산)
- 여기서는 현재 초미의 관심사가 되고 있는 미국의 주택시장의 현황을 먼저 진단한 후 미국 주택시장을 전망해보고, 그 파급 영향 등을 살펴보기로 함

2. 미국 주택경기 현황

○ 급랭하는 미국 주택건설 경기

- 미국 연준(FRB)은 주택가격이 본격 상승하기 시작할 시점인 2004년부터 연방준비 기금 금리를 인상하면서 주택경기를 진정시키는 정책을 수행
 - 미국도 유럽국가들과 같이 과잉유동성과 저금리 지속, 주택대출 활성화, 경제성장 지속 등에 힘입어 2000년대 들어 주택가격이 급등함
 - 2004년 6월부터 2006년 6월까지 17차례에 걸쳐 4.25%p 인상 : 1.00% → 5.25%
- 미국의 주택경기는 2005년 하반기부터 하락
 - 신규주택 착공수의 경우 2005년 하반기 이후 급격히 하락

미국 신규주택 착공 수



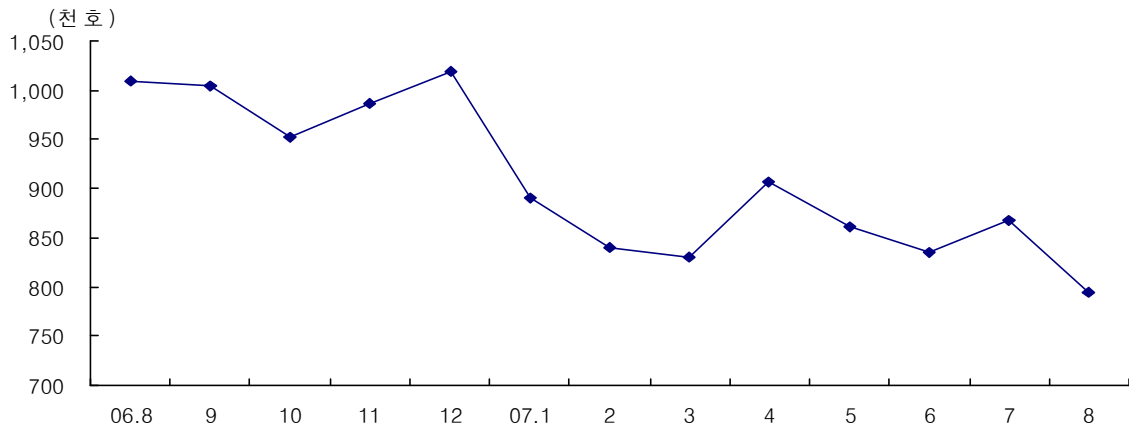
자료 : US Census Bureau

주 : 1) 단독가구(one-family) 기준

2) 계절조정을 제거하기 위하여 당 분기를 포함한 4분기의 평균치를 사용함

- 특히 미 주택경기는 최근 서브프라임 문제 여파 이후 급랭 조짐이 나타나고 있음
 - 2007년 8월 미국 신규주택판매는 연 79만 5,000 채로 전월대비 8.3% 감소하며 12년 만에 최저치를 기록
 - 기존주택 판매도 전월 대비 4.3% 감소하며 5년 만에 최저치를 기록
 - 기존주택의 재고는 10개월 판매 분에 해당하는 458만 채로 기록이 시작된 1999년 이후 최고 수준

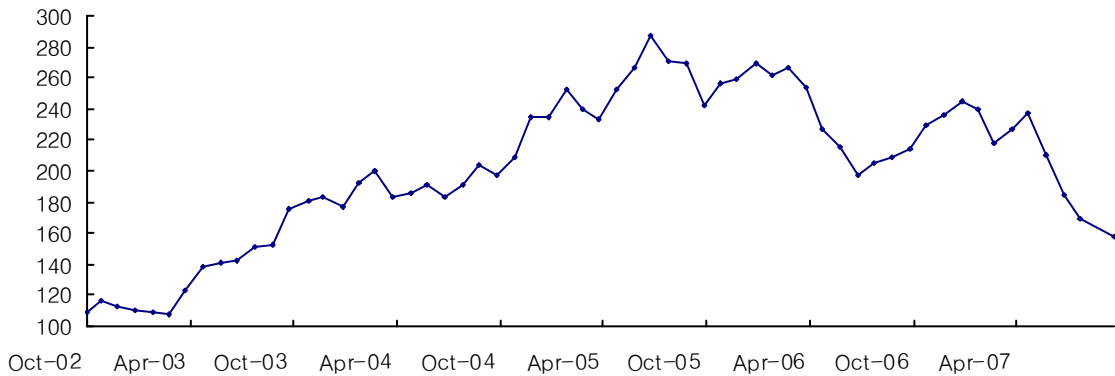
최근의 미국 신규주택판매 추이



자료 : US Census Bureau

- 실물경기보다 더욱 민감하게 반응하는 필라델피아 증권거래소의 주택부문지수(HCX)도 급락하고 있음
 - 2005년 7월 고점을 보인 이후 급락세를 나타내다가 2006년 하반기부터 반등하는 듯하다가 2007년부터 다시 빠르게 하락하고 있음

미국주택부문지수(HCX) 추이



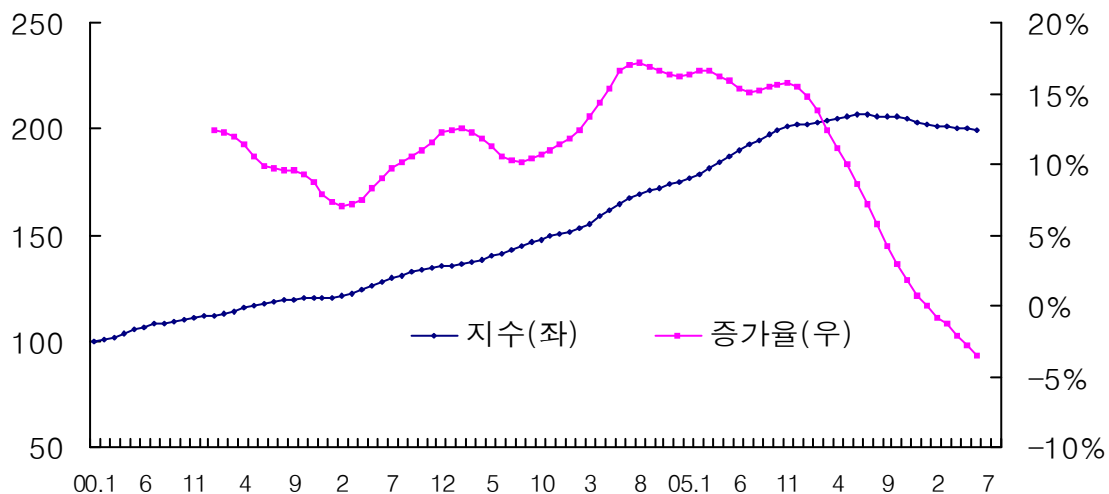
자료 : 필라델피아 증권거래소
주 : HGX (Housing Sector Index)

○ 뒤늦게 하락 시작한 미국의 주택가격

- 미국의 주택가격은 주택경기가 일찍이 침체 상태에 빠진 것과 비교하면 상대적으로 안정세를 유지한 것으로 판단됨

- 미국의 주택경기는 대체적으로 2005년 이후 급락한 반면 주택가격은 최근에 와서 증가세가 둔화되거나 소폭 하락세로 반전
- 2006년 하반기 이후 미국의 주택가격 상승률이 둔화되다가 금년 서브프라임 모기지 문제 이후 하락세가 뚜렷해지고 있음
 - 전국20대 메트로폴리탄 지역의 주택을 중심으로 집계하는 S&P/Case-Shiller (SPCS) 주택가격 지수는 작년 7월 사상 최고치에 도달한 이후 하락세로 반전
 - 2007년 들어 전년동월대비 SPCS 지수 증가율은 마이너스를 기록하고 있으며, 그 속도는 서브프라임 사태 이후 더욱 빠르게 진행되고 있음 (1월 -0.1% → 2월 -0.8% → 3월 -1.3% → 4월 -2.1% → 5월 -2.8% → 6월 -3.5%)
 - 2007년 8월 중 기존주택과 신규주택의 중간(median) 판매가격은 각각 전월 대비 1.8%, 8.3% 하락함

미국 S&P/Case-Shiller 주택가격 지수 추이

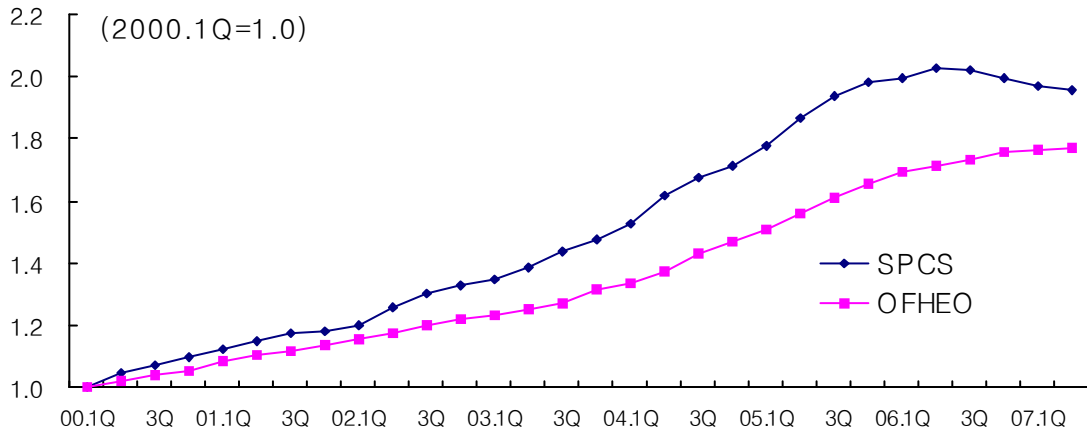


자료 : www.standardandpoors.com

- 그동안 대도시와 그 주변의 가격만 하락하였으며, 최근에는 전국적으로 하락 추세가 확대되고 있음
 - 20대 메트로폴리탄 지역 중심의 SPCS 주택지수는 2006년 고점에서 2007년 2/4분기 3.5% 하락하였으나, 전국을 포괄하는 주택사업감독청(OFHEO) 가격 지수는 그 증가율만 둔화되었을 뿐 본격 하락하지 않았음¹⁾

- 최근 미국 기업연구소는 “1년 전까지만 해도 집값이 떨어져도 지역별로 떨어지되 전국적으로 떨어지진 않는다고 말하는 게 일반적이었지만, 이젠 집값은 전국적으로 떨어지고 있음” 을 언급

미국 대도시 vs 전국 주택지수 추이



자료 : www.ofheo.gov, www.standardandpoors.com

3. 미국 주택경기 전망

○ 주택경기 급락을 방지하기 위한 美 정부의 조치와 한계

- 서브프라임모기지 위기 해소를 위해 미국 정부의 구두 정책
 - 신용기록이 양호한 모기지차입자들에 대한 연방주택청(FHA)의 보증확대 지시
 - 모기지채권 증권화 관련 금융기관들에게 대출조건 완화를 통한 연체 및 유질처분에 따르는 손실을 줄이도록 권고
- 신용경색에 대비한 미 연준의 금융완화 정책
 - 8월 17일 재할인율(discount rate)을 전격적으로 0.5%p 인하 (6.25%→5.75%)
 - 9월 18일 FOMC 회의에서 금리를 0.5%p 인하하는 (5.25%→4.75%) 동시에 재할인율도 0.5%p 추가 인하 (5.75%→4.25%)

1) OFHEO지수는 Fannie Mae, Freddie Mac 등 주택저당공사들이 모기지대출을 인수한 전국의 주택을 대상으로 가격지수를 산정하기 때문에 포괄범위가 가장 넓으나, 이에는 고가주택이 포함되지 않으며 신규주택도 제외되는 등 한계가 있음(국제금융센터 재인용)

- 연방주택산업감독청(OFHEO), 주택저당공사들에 대한 자산보유한도 규제를 완화
 - 모기지채권 시장의 극심한 신용경색을 해소할 수 있도록 Fannie Mae와 Freddie Mac들의 서브프라임모기지관련 채권의 매입 확대를 허용
- 서브프라임 모기지 차입자들의 상환부담이 감소되고, 모기지시장의 신용경색이 해소 될 것으로 기대되나 그 효과는 제한적일 것으로 판단²⁾
 - Lehman Brothers의 최근 보고서에 따르면 연방주택청의 보증혜택은 까다로운 조건 때문에 심각한 저신용모기지의 10% 정도로 제한될 것으로 전망
 - 대부분 저신용모기지 채권이 증권화를 통해 투자자들에게 매각된 상황에서 대출 조건완화 등 계약변경에 복잡한 법률문제와 주택저당공사들이 정한 규격 사양에 미달하기 때문에 매입할 수 없다는 현실에 직면
 - 금리 조정 이후에도 대부분 저신용모기지 차입자가 부담해야할 금리가 연 11%를 초과하기 때문에 큰 도움이 되지 않음³⁾

○ 악화되고 있는 미 주택경기 전망 지표

- 향후 미국 주택경기 전망을 예고하는 선행지표들은 갈수록 악화되고 있음
 - 2007년 8월 중 향후 주택건설을 예시하는 주택건축 허가는 연 132만 2,000 채로 12년 만에 최저 수준
 - 향후 주택건설 경기의 향방을 예시하는 주택건설업신뢰지수⁴⁾는 9월 중 20으로 하락, 조사가 시작된 1991년 이후 최저 수준을 기록
 - 중간소득 가계의 주택구입능력지수는 금년 1월 중 116에서 하락세를 지속하여 7월 중 103.9에 도달하여 향후 주택구매수요 감소를 예상
- 2007년 하반기 이후 금리조정(reset)이 시작되는 서브프라임 모기지의 규모가 상당한 것으로 평가⁵⁾

2) 국제금융센터 인용

3) 대부분 변동금리부 저신용 모기지는 대출 초기 2~3년 동안 미끼금리를 적용 받은 후 높은 금리로 조정(reset)하는 시점에 적용하는 금리는 6개월 만기 달러표시 Libor 금리에 600bp를 가산한 금리가 기준인 것으로 파악(국제금융센터 재인용)

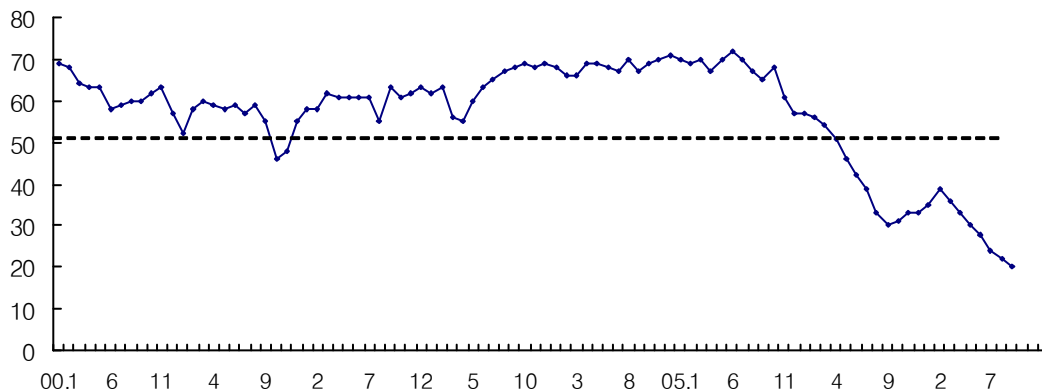
4) 50이하의 침체국면을 의미

5) 서브프라임 모기지 중에서도 서브프라임 하이브리드 ARM(adjustable rate mortgage)은 초기 2년간의 고정금리는 낮게, 3년 이후의 변동금리는 높게 책정한 모기지로서 전체 서

- 서브프라임 모기지의 금리조정 규모는 2007년 3,527억달러, 2008년 3,729억 달러로 2007년 하반기에서 2008년까지 집중
- 서브프라임 모기지의 연체율과 금리와의 관계가 2년 정도의 시차를 두고 나타난다는 점을 감안하면 나중에 앞으로도 상당 기간 부실화될 가능성이 높음(즉, 최근의 금리인하 효과는 2년 후에 효력을 발휘)
- 2007년 상반기의 서브프라임 모기지 부실은 대부분 2005년 전후해서 나간 대출이며, 2006년 대출된 서브프라임 모기지의 경우 2008년에 부실화될 가능성이 높음

- 미국 주택건설업자협회(NAHB)와 Wells Fargo 은행이 발표하는 주택시장지수는 2005년 상반기 이후 급락세를 보이고 있음
 - 2006년 봄부터 비관적임을 의미하는 50이하에서 급격히 떨어지고 있음⁶⁾

NAHB/Wells Fargo 주택시장지수(HMI)



자료 : National Association of Home Builders

- 전국부동산중개협회(NAR), 9월 주택경기 전망을 하향 조정함
 - 9월 전망에서 금년과 내년 중 기존주택 판매는 각각 전월의 전망에 비해 각각 1.9%, 1.7% 하향 조정
 - 기존주택 판매의 감소세는 금년 3/4분기까지 지속될 것으로 예상되며, 신규주택 건설의 감소세는 내년 1/4분기까지 지속 예상
 - 2007년 중 신규주택 건설은 8월 전망 대비 4.1% 하향 조정하였으며, 내년 중 신규주택 건설은 9.9% 하향 조정

브프라임 모기지 중 60~80%를 차지하고 있음.

6) 지수가 50이라면 주택시장의 현재와 6개월 후의 전망이 낙관적인 견해와 비관적인 견해가 동등하다는 것을, 50 보다 높으면 낙관적임을, 50보다 낮으면 비관적임을 의미함

NAR의 주택경기 전망

(1,000호)

	2006	2007			2008			
		2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
기존주택판매	6,478	5,917	5,614	5,887	6,083	6,201	6,322	6,452
신규단독주택판매	1,051	878	757	726	718	734	747	764
신규주택건설	1,801	1,465	1,310	1,256	1,237	1,261	1,277	1,279

주 : 분기 데이터는 연율로 조정

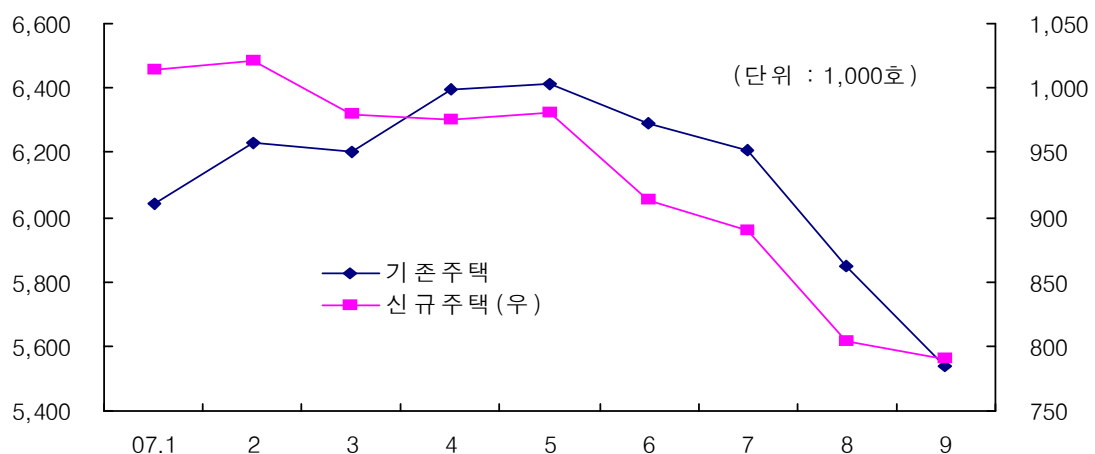
자료 : National Association of Realtors, 국제금융센터 재인용

○ 한편 모기지은행협회(Mortgage Bankers Association)의 주택경기 전망치는 최근 시간이 지날수록 급락하고 있음

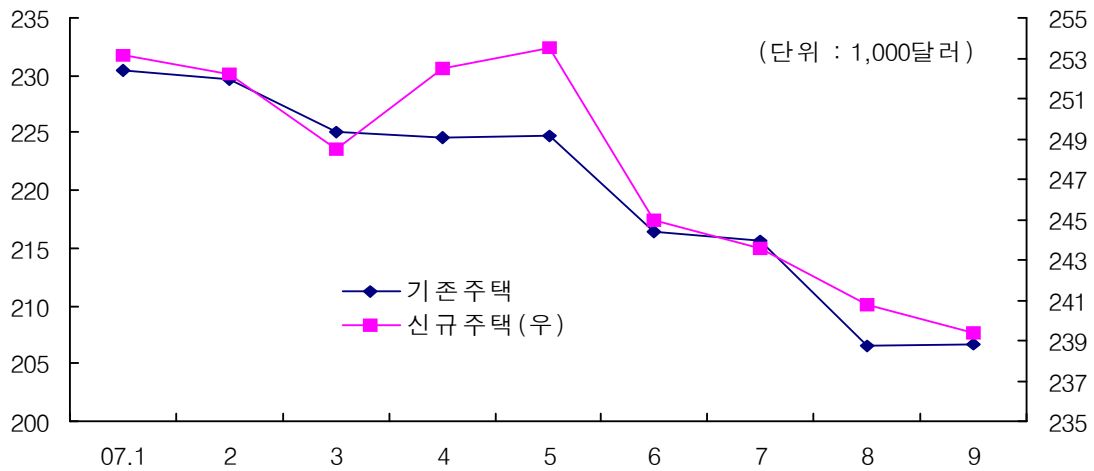
- 모기지은행협회는 서브프라임 문제 이후 주택판매량과 주택가격에 대한 전망치를 급격히 하향 조정하고 있음

NAR의 2008년 4분기 전망치 추세

(1) 주택판매량



(2) 주택 중간가격



자료 : Mortgage Bankers Association

4. 영향과 과제

○ 아직 비교적 양호한 미국 경제지표

- 최근의 미국경제는 주택경기 침체에도 불구하고 민간투자 및 수출 호조 등으로 안정세를 보임
 - 2/4분기 실질GDP 성장률(잠정치)은 투자 증가 및 순수출 적자규모 축소 등으로 속보치 발표보다 0.6%p 높은 4.0%로 상향 조정
 - 7월중 산업생산이 2개월 연속 증가하고 소매판매 및 비방위자본재수주도 증가로 반전
 - 개인소비는 2007년 2/4분기 크게 떨어졌지만 7월 들어 다시 소폭 상승세 시현
 - 7월중 소비자물가는 오름세가 둔화되고, 실업률도 안정세

미국의 주요 경제지표 추이

(전기대비, %)

	2005	2006	2007		
			1/4	2/4	7월
실질 GDP(전기비)	3.1	2.9	0.6	4.0	
산업생산	3.2	3.9	1.1	2.9	0.3
개인소비지출(실질)	3.2	3.1	3.7	1.4	0.3
개인가처분소득(실질)	1.7	3.1	5.4	0.1	0.5
실업률	5.1	4.6	4.5	4.5	4.6
소비자물가	3.4	3.2	2.4	2.7	2.4
소비자신뢰지수(1985=100)	100.3	105.9	109.9	106.7	111.9

주 : 년은 전기동기대비, 분기는 전기비 연율 환산, 월은 전기비
 자료 : 미 상무부, 노동부, 연준, Conference Board

- 미국의 경기지표에는 아직 주택가격 하락에 따른 소비감소 효과는 나타나지 않은 것으로 평가됨
 - 최근까지 주택가격이 일부 대도시 지역을 중심으로 하락하였지만 전국적으로 확산되지는 않았기 때문에 역자산효과(reverse wealth effect)는 매우 제한적이었을 것으로 평가

○ 서브프라임 문제 재발을 막기 위한 추가 금리인하 가능성

- 금년 중 주택가격의 하락이 예상보다 커지거나 대출조건 및 감독기능 강화로 향후 서브프라임 모기지의 이자조정(reset)이 순조롭지 않을 경우 서브프라임관련 디폴트가 다시 확산될 수 있음
 - 통상 주택가격지표가 주택시장을 뒤늦게 반영하는 점을 고려해 볼 때 2006년 이후의 시장상황 악화가 지속적으로 나타날 것임
 - 최근 미 모기지연체가 서브프라임(저신용) 모기지에서 프라임(우량)모기지로 확산되고 있는 양상
 - 비록 CDO (Collateralized Debt Obligations) 등 모기지담보증권의 경우 다양한 자산을 묶어서 위험을 분산시키는 등 복잡한 시장구조를 지니고 있어 투자자의 입장에서는 리스크 및 리스크헤지 정도를 정확히 파악하기 곤란하지만 투자비중이 높은 헤지펀드, 은행, 외국인투자자들의 손실이 드러날 가능성을 배제할 수 없음

- 하지만 각국 중앙은행의 정책공조를 통해 신속하게 대응할 수 있기 때문에 세계 금융시스템이 붕괴되거나 이와 비견되는 정도의 충격은 없을 것으로 판단

- 주택 경기 부진이 소비에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높아 보이며, 미국의 거시 정책이 적절히 대응하지 못할 경우 성장세 급락도 가능
 - 향후 주택가격이 본격적인 하락국면에 접어들어 역자산효과가 나타날 경우 소비 위축 등 부정적 영향으로 미국의 경기침체를 가속시키고, 이는 다시 소비자의 주택수요를 떨어뜨려 악순환 시킬 가능성이 높음
 - 9월말 현재 대형투자은행들은 2007년 미국 경제성장률 전망을 1.9~2.2% 수준으로 하향 조정
 - 미국의 주택경기가 2008년 하반기에 회복될 것이 반영되어 2008년 2.5% 이상의 성장을 전망하고 있지만, 만일 미 행정부와 FRB의 적극적이고 적시적인 정책 대응이 이루어지지 못할 경우 2% 이하의 성장률도 가능한 상황

- 주택경기가 더욱 악화될 경우 금리인하의 부정적 효과에도 불구하고 미 연준의 추가 금리인하 가능성이 높음
 - 상당수 전문가들은 금리인하의 부작용을 지적하고 현 상황에서 투자자의 신뢰를 확보하고 전반적인 신용경색을 방지하는 것이 주요한 것으로 보는 등 연준의 금리인하에 대해서 부정적 입장
- (2) · 금리 인하가 도덕적 해이를 유발할 수 있고, 미 달러화의 약세가 심화되어 외국인 의 미 국채투자가 감소할 경우 장기채 금리 상승으로 신용경색이 더욱 악화될 가능성도 존재⁷⁾
 - 그럼에도 불구하고 미 연준은 금융시장 안정을 위하여 금년 중 현재의 4.75%에서 최대 4.25%까지 금리를 인하할 것으로 예상되고 있음

7) 금리 인하는 그동안 투기적인 행태를 보여 온 모기지 공여자 및 차입자, 월가의 투자자를 구제(bail out)하는 것으로서 경제주체의 도덕적 해이(moral hazard)를 심화시켜 향후 미국 경제를 더 큰 위협에 빠뜨리게 될 것이라고 비난하고 있음

○ 미국 주택경기 침체, 세계경제에 큰 파장 일으킬 가능성

- 금리인하에도 불구하고 주택경기가 회복되지 않을 경우 미국경제의 침체, 신용경색과 미 금리인하에 따른 부작용 등이 세계 경제 및 금융시장에 예상보다 큰 부정적인 영향을 미칠 수 있음
 - 첫째, 미 실물경기 침체 자체가 대미 수출의존도가 높은 국가들에게는 적지 않은 부정적인 영향을 미칠 수 있음
 - 둘째, 금리인하에도 불구하고 서브프라임 문제가 재발할 경우 엔-케리트레이드 청산 등 세계 금융시장을 요동시킬 수 있음
 - 셋째, 미 금리인하가 지속될 경우 달러화약세 심화, 미국 금융시장에서의 자금 이탈 등 부작용 발생 가능성
 - 넷째, 금리인하가 소비수요를 자극하고, 달러약세와 국제원자재 가격 상승을 유발하여 향후 글로벌인플레이션 압력이 고조될 가능성이 있으며 금리인하와 유동성 증가 등으로 글로벌 주식시장의 불안한 활황세가 지속될 것임
- 따라서 국내 정책방향에 있어 미국의 주택경기와 경제 동향에 신속히 대처함으로써 위험을 최소화할 필요가 있음
 - 즉, 정부와 금융기관 등은 미국의 실물경제뿐만 아니라 미국정부의 대응 등에 예의 주시하면서 그 영향을 면밀히 분석하여 적절한 대응책을 마련
 - 첫째, 정부 당국은 원화강세에 따르는 수출둔화를 막기 위해서 안정적인 환율 관리와 함께 신축적인 유동성 조절에 나서야 하는 한편 수출경쟁력 유지를 위한 유연한 금리정책과 아시아지역 수출 확대를 위한 방안을 강구해야 할 것임
 - 둘째, 금융기관들은 만일의 금융시장 불안에 대비하여 리스크관리 시스템을 구축
 - 셋째, 개인투자자들은 무리한 미국 부동산 매입 등을 자제하고, 주식투자에 있어서도 무리하게 레버리지에 의지한 투자는 삼갈 필요가 있음

박덕배 연구위원 (dbpark@hri.co.kr, 3669-4009)

 **현대증권**  **現代經濟研究院**

금융빅뱅 인사이트 | 07-5(통권5호)