

VIP 고객용

07-09(통권 009호)

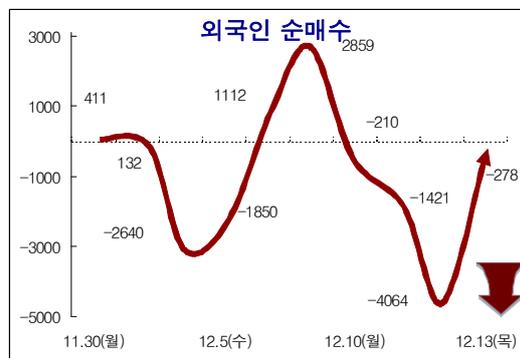
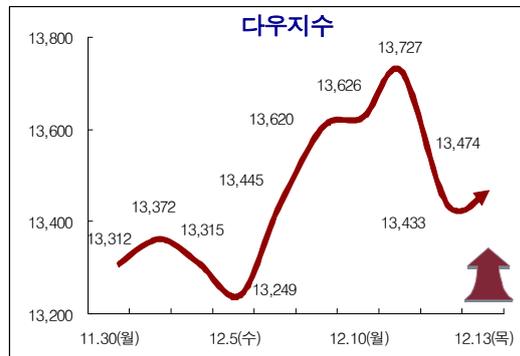
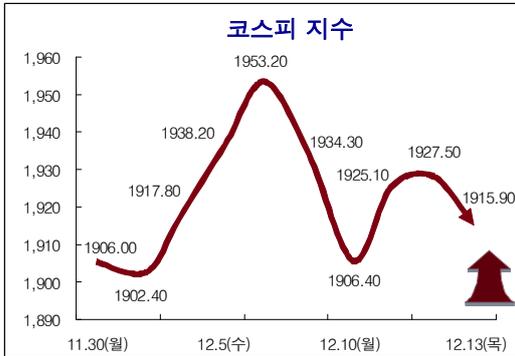
2007.12.17.

금융빅뱅 인사이트



- 자본 시장 분석
- 채권 Focus: 채권섹터별 금리차 확대, 경계 시점
- 금융 빅뱅 이슈
- 2008년 서브프라임發 금융불안 지속될 듯

月間 主要 經濟 指標 (11.30 ~ 12.13)



Better than the Best!

목차

자본 시장 분석

- 채권 Focus: 채권섹터별 금리차 확대, 경계 시점 1

금융 빅뱅 이슈

- 2008년 서브프라임發 금융불안 지속될 듯 5

□ 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.

□ 현대 증권 : 김형권 연구위원 (2014-1768, hk.kim@hrcviews.com)
 □ 현대경제연구원 : 박덕배 연구위원 (3669-4009, dbpark@hri.co.kr)

Executive Summary

□ 채권 Focus: 채권섹터별 금리차 확대. 경계 시점

1. 장단기 영역 내 채권섹터별 금리차 확대 양상

2007년 하반기, 특히 11월 들어 국내 채권시장에서는 장단기영역 전반에서 국채와 비국채간 금리차가 과거 고점수준내지 그 이상으로 확대되고 있다. 이는 신용위험이 적용되는 회사채나 금융채에 비해 무위험채권인 국고채나 통안채가 선호되고 있는데 따른 결과로도 볼 수 있는데, 특히 시장금리의 진행방향마저 일부 차별화되는 양상을 보이고 있다는 점에서 부분적인 안전자산 선호심리도 작용하는 상태로 판단된다.

2. 그칠 줄 모르는 국내 민간신용 증가세, 채권섹터별 금리차 확대의 주요 원인

글로벌 마켓 내 신용경색상황에 따라 국내 금융기관이나 기업들이 과거에 비해 해외에서의 자금조달이 쉽지 않고, 국내적으로도 시중 자금이 부동산이나 주식시장으로 몰리는 가운데 은행권을 통한 대출 증가세는 그칠 줄 모르고 있다. 따라서 은행권은 CD나 은행채 발행을 통한 자금조달로 대출수요에 응하고 있으며, 채권시장 수요 기반이 약해진 가운데 연기금, 보험, 외국인등 제한적인 투자자들은 중소기업대출 수요 증가 → 은행권 CD, 은행채 발행증가 → CD, 은행채 발행금리 상승에 대한 기대감으로 적극적인 은행채 매수의사를 보이지 않고 있어 시장 기준채권인 국채와의 금리차 확대를 초래하고 있다.

3. 채권시장 내 섹터별 금리차 확대 양상, 경계해야할 시점

금융기관이나 기업 펀더멘탈에 특별한 이상 징후는 없지만, 시중 자금의 투자나 조달에 있어서의 쏠림현상처럼 채권시장 내 발행물량이 특정한 섹터로 점차 집중되면서 투자자들의 해당 섹터에 대한 편입부담이 가중돼 채권을 통한 자금조달에 차질이 생길 수 있게 되었다. 민간부문의 자금조달수단이 국내 차입으로 집중되는 기존 양상이 이어진다면 채권섹터별 금리차의 추가 확대는 불가피해 보여 경계해야할 시점이며, 안정적인 금리움직임을 보이는 국채를 중심으로 한 시장투자패턴은 강화될 가능성이 있어 보인다.

□ 2008년 서브프라임發 금융불안 지속될 듯

1. 확산 일로의 서브프라임 사태

서브프라임 모기지란 신용등급이 낮거나 금융기록 거래가 없는 사람에게 높은 금리를 받고 주택자금을 대출해주는 모기지론이다. 서브프라임 모기지는 대출자에게 불리한 변동금리가 적용될 수 있음에도 불구하고 2000년 이후 미국 주택경기 호황과 함께 급 성장하였으나 2005년 말부터 금리인상과 주택경기 침체로 대거 부실로 전락하였다. 2003년 7%대에 그쳤던 연체율이 2006년 말에는 14%를 넘어서면서 모기지 은행이 파산하고, 서브프라임 모기지 관련 증권은 무더기 신용등급 하락에 직면하였다. 연체율은 갈수록 높아지고 서민들이 급매물로 내놓는 집이 갈수록 늘어나면서 다시 집값 하락을 부채질하였다.

모기지 금융회사의 수익 악화가 우려되면서 이내 금융시장 내 전반적인 신용경색 현상이 나타났다. 모기지 회사들은 부채회수를 강화하고, 무분별한 서브프라임 모기지 대출을 억제하였다. 여타 금융기관들도 신용위험 관리를 강화하면서 차입자에 대한 원리금 부담을 가중시켰다. 이러한 미국내 신용경색 현상은 서브프라임 모기지 대출을 기초로 한 MBS 및 CDO 등의 발행업체와 이에 투자한 글로벌 투자은행, 헤지펀드, 보험회사 등의 부실로 연결되면서 글로벌 현상으로 발전되었다.

이에 따라 서브프라임 관련 부실문제가 터질 때마다 글로벌 금융시장이 요동치고 있다. 예컨대 지난 7월 급락을 경험한 글로벌 증시가 회복세를 보이던 지난 9월 중순 프랑스 최대은행인 BNP파리바의 자산유동화(ABS)펀드에 대한 환매 중단 선언과 미국 대표적 투자은행인 골드만삭스의 대규모 지원자금 투입 발표 직후 글로벌 금융시장은 다시 요동치기 시작하였다. 국내 KOSPI도 8월 14~15일 이틀 동안 6%에 해당하는 121p나 급락하였다.

2. 2008년 서브프라임 망령이 사라지지 않을 이유

이러한 서브프라임發 금융시장 불안은 다음과 같은 이유로 2008년에도 지속될 것으로 보인다. 첫째, 미국 등 주요국들이 내놓고 있는 서브모기지 관련 다양한 대책들이 **본질적으로 한계가 있다.** 미국 연방주택청(FHA)의 보증확대, FRB의 금융완화 정책, 주택저당공사들에 대한 서브프라임 관련 채권의 매입 확대 허용 등에도 불구하고 그 효과는 제한적일 것이라는 것이 대부분 투자은행의 판단이다. 한편 지난 1월 9일 부시 정부는 일부 1순위 서브프라임 모기지 대출 금리를 고정하겠다는 강력한 대책 계획을 발표했지만 이 역시 미국의 1순위 서브프라임 모기지에 속하지 않은 모기지 담보부 증권에는 부정적인 영향을 줄 가능성이 높다.

Executive Summary

둘째, 서브프라임 모기지의 연체율이 꾸준히 상승하고 있다. 2007년 3분기 모기지 연체율은 지난 1986년 이래 가장 높은 것으로 발표되었다. 서브프라임 모기지의 연체율 상승은 과거 금리인상의 효과가 2년 정도의 시차를 두고 나타난다는 점을 감안하면 내년에도 지속될 가능성 높다. 뿐만 아니라 이러한 추세는 서브프라임에서 점차 상위 신용등급의 모기지로 파급되고 있다. 2006년 중 실행된 Alt-A 모기지 서브프라임보다 신용도가 높으나 소득증명이 불완전한 고객에게 제공된 연체율이 급등하고 있으며, 프라임 모기지 연체율마저 증가하고 있다.

셋째, 추정되는 부실규모가 갈수록 커지고 있는 것이 불확실성을 증폭시키고 있다. 예컨대 지난 7월 미 FRB 의장 버냉키는 서브프라임관련 총 손실 규모가 미국 금융시장이 충분히 감내할 수 있는 약 500~1,000억달러라는 추정치를 제시했다. 그러나 1월 OECD는 내년 모기지 업체들의 손실로 귀착될 것으로 예상되는 규모를 Alt-A 모기지까지 포함할 경우 2,000~3,000억달러에 이를 것으로 추정하였다. 이 정도 수준이라면 서브프라임 관련 손실은 주요 금융기관들에게 상당한 타격을 줄 것은 분명하다. 만일 앞으로 추정 손실 규모가 미국 상업은행들이 손실을 흡수할 수 있는 최대 수준인 약 4,500억 달러를 넘어선다는 발표가 있게 되면 글로벌 금융시장은 엄청난 충격을 받을 것이다.

넷째, 악화되고 있는 미국 주택경기 또한 서브프라임 부실을 확대시킬 것으로 보인다. 2005년 중반 이후 상승세가 둔화되기 시작한 미국의 주택가격은 금년 초부터는 대도시 지역의 주택가격이 하락세를 보이고 있으며, 이러한 추세는 시간이 갈수록 심화되고 있다. 주택건축허가, 주택건설업신뢰지수 등 향후 미국 주택경기 전망을 예고하는 선행지표들도 점점 악화되고 있다. 따라서 이러한 추세는 모기지 부실이 증가하고, 이에 따라 서브프라임 사태가 진정되기 보다는 오히려 확대될 가능성이 커다는 것을 시사한다.

3. 국내 금융시장에 미칠 영향과 대응 방안

1) 영향

현재 전 세계 금융시장이 서브프라임 모기지 문제가 물고 올 파장에 잔뜩 긴장하면서 미국 주택경기의 향방에 관심이 집중되고 있다. **서브프라임 연체율이 지속적으로 상승할 경우 전체 모기지 연체율도 상승압력을 받게 되고 이는 주택경기의 경착륙으로 연결되어 다시 서브프라임 문제로 이어지는 악순환 구조가 우려되고 있다.** 이러한 상황에서 전 세계적인 금융 불안이 확대되고 신용경색의 정도가 심해질 경우 금융기관이나 투자자들의 투자심리가 크게 위축될 것이다. **만일 국제적인 정책공조가 실패하여 불확실성이 증폭될 경우 투기적 성격의 엔캐리 트레이드가 급속히 청산될 수도 있다.** 뿐만 아니라 미국 경기침체가 예상보다 심각하게 되면서 중국 등 미국에 의존도가 높은 국가의 실물경제 까지도 영향을 미칠 수 있다.

Executive Summary

우리나라에의 영향도 작지 않다. 국내 금융기관들이 직접 안고 있는 미국 서브프라임 모기지 관련 익스포저와 투자 손실규모가 크지 않아 국내 금융회사 건전성에 미치는 직접적인 영향은 크지 않다. **하지만 이러한 직접 피해보다 금융시장의 불안에 따른 간접 피해가 더욱 클 것으로 예상된다.** 글로벌 금융시장 불안과 이에 따른 신용경색 현상이 외국인의 주식투자자금의 유출을 유발시키고 국내 금융기관이나 개인들의 투자심리를 크게 위축시켜 **탄탄한 상승세를 이어가는 국내 주식시장의 흐름을 바꿀 수도 있다.** 국제금융센터의 자료에 따르면 한국도 저신용자에 대한 금융권의 주택담보대출 규모가 34조원으로 추정되며 이는 미국의 서브프라임 모기지 비중과 비슷한바, **자칫 한국판 서브프라임 모기지 사태도 가능하다.** 비록 미국보다 연체율은 낮지만 연체채권 중 90일 이상 장기 연체채권이 차지하는 비중은 미국에 비해 월등히 높다. **또한 글로벌 엔캐리 트레이드 청산 과정에서 그동안 저리의 엔화 차입으로 부동산 등에 투자한 국내 중소기업 등에게 적지 않은 피해가 예상된다.** 국내 유입된 엔화자금 규모는 2006년말 잔액기준으로 국내 외환보유액 대비 8% 정도에 해당되는 205~214억 달러이며, 이 중 35% 정도가 차익거래 목적의 순수한 엔캐리자금으로 추정되고 있다.

2) 대응방안

따라서 서브프라임 사태에 따른 피해를 최소화하기 위해서 국내 각 경제주체의 최선의 대응이 요구되는 있다. 먼저 국내 정책당국은 국내 서브프라임 모기지 관련 미국의 금융시장과 실물경제뿐만 아니라 미국정부의 대응 등에 예의 주시하면서 그 영향을 면밀히 분석하여 적절한 사전 대응책을 마련할 수 있어야 한다. 특히 **금융정책과 금융감독 당국은 금융기관, 각종 기금 등이 보유하고 있는 서브프라임 관련 MBS, CDO, CDS 등의 파생금융상품의 부실 가능 금액이 얼마인지를 파악한 후 줄이는 방향으로 유도해야 한다.**

그리고 민간의 리스크관리 강화도 요구된다. 첫째, 글로벌 신용경색 장기화에 대비하는 차원에서 국내 기업들은 그동안 유치한 외채의 만기구조를 파악하여 이에 따라 **차입 및 상환 계획을 재정비할 필요가 있다.** 둘째, 무역업자들은 **환율변화에 따른 리스크를 적극적으로 인지하고 환헤지 및 환보험 등의 활용을 제고해야 한다.** 셋째, 엔캐리 트레이드 청산 현상이 나타날 경우 타격이 클 수 있는 **중소기업 및 자영업자들은 엔화강세 및 자산가치 하락에 대비하여 점진적으로 엔화부채를 해소해 나가야 한다.** 넷째, 금융기관들은 만일의 금융시장 불안에 대비하여 **시장리스크 관리 시스템을 구축하여 실행해야 하며, 개인투자자들도 무리한 미국 부동산 매입 등을 자제하고, 주식투자에 있어서도 무리하게 레버리지에 의지한 투자는 삼갈 필요가 있다.**

채권 Focus: 채권섹터별 금리차 확대, 경계 시점

○ 장단기 영역 내 채권섹터별 금리차¹⁾ 급등 양상

- 2007년 11월초 5.35%였던 CD 3개월 금리가 12월 들어 5.70%까지 상승함. 반면 한국은행이 통화조절용으로 발행하는 통안채 3개월물 금리는 같은 기간 중 5.15%에서 5.22%로 완만한 상승세 보임. 6조원이나 발행된 통안채 3개월 물에 비해 CD 발행은 1조원에도 미치지 못하지만 통안채가 선호되며 금리차는 크게 확대되는 양상임
- 또한 은행채 중 벤치마크인 산금채(산업은행채권) 1년물과 국고채 1년물 간 금리차이 역시 전 고점을 갱신하며 급등세를 이어감. 11월초 산금채 1년물 금리는 5.62% 수준이었으나 12월 들어 6.02%까지 상승했으며(여타 시중 은행채 1년물 금리 6.3%내외까지 상승), 같은 기간 중 국고채 1년물 금리는 5.30%에서 5.61%로 상승하는데 그쳐 시간이 흐르면서 금리차가 확대되는 모습임

단기영역내 채권섹터별 금리차가 2007년 11월 이후 급등하는 양상



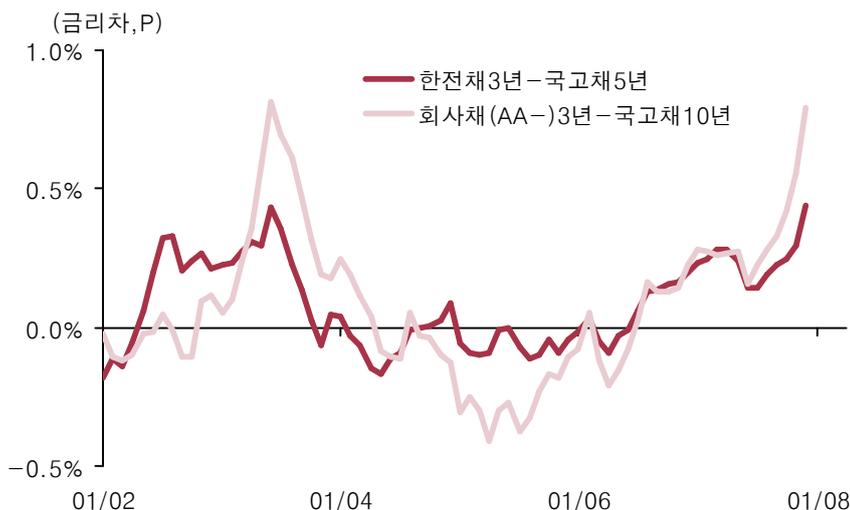
참고 : 일별금리기준.

자료 : 증권업협회, 현대증권.

1) 채권발행주체별 분류에 따라 국채, 지방채, 특수채, 금융채, 통안채, 회사채 섹터로 나누며, 이하에서는 국채와 비국채간 금리차이로 정의

- 아울러 월평균금리기준으로, 과거 평균적으로 0%p에 가까웠던 이종채권 간 (만기와 신용도가 다른 채권) 금리차 역시 2007년 하반기 들어 크게 확대되는 양상임. 즉 회사채(AA-) 3년물 금리와 국고채 10년물 금리는 만기와 신용도가 달라 시장여건의 변화에 따라 차이가 나지만, 장기간 평균적으로 같은 수준에서 형성되어 왔음
- 하지만 2007년 12월 들어 회사채(AA-) 3년물 금리는 6.7%, 국고채 10년물 금리는 5.9%로 양 채권 간 금리 차는 0.8%p까지 확대되고 있으며, 이같은 점은 만기가 장기인데도 불구하고 무위험채권인 국고채 10년물이 상대적으로 선호되고 있음을 나타내는 것임

중장기영역에서 이종 채권 간 금리차 확대추세 지속



참고 : 월평균금리기준.

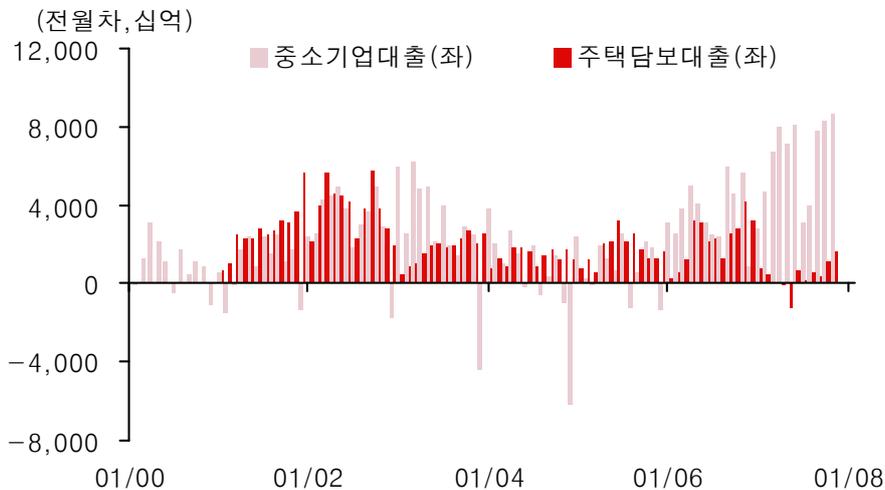
자료 : 증권업협회, 현대증권.

- 종합해보면 2007년 하반기, 특히 11월 이후 국내 채권시장에서는 장단기영역 전반에서 신용위험이 적용되는 채권과 무위험채권 간에 금리차가 과거 고점 수준내지 그 이상으로 확대되고 있으며, 이는 신용위험이 적용되는 회사채나 금융채에 비해 무위험채권인 국고채나 통안채가 선호되고 있는데 따른 결과임
 - 특히 시장금리의 진행방향마저 일부 차별화되는 양상을 보이고 있다는 점에서 안전자산 선호심리가 부분적으로 작용하는 상태로 판단됨

○ 그칠 줄 모르는 국내 민간신용 증가세, 채권섹터별 금리차 확대의 주요 원인

- 글로벌 마켓 내 신용경색상황에 따라 국내 금융기관이나 기업들이 과거에 비해 해외에서의 자금조달이 쉽지 않고, 국내적으로도 시중 자금이 부동산이나 주식시장으로 몰리는 가운데 은행권을 통한 대출 증가세는 그칠 줄 모르고 있음
- 즉, 은행권 예금유입은 정체되는 반면 큰 폭으로 늘어나고 있는 기업이나 가계의 대출수요로 인해 은행권은 CD나 은행채 발행을 통한 자금조달로 대출수요에 응하고 있음
 - 특히 중소기업대출은 과거 평균수준을 장기간 상회하며 급증세를 이어가고 있어 경제 내 민간신용 증가를 주도하고 있음

중소기업 대출 등 경제 내 민간신용증가세 지속



자료 : 한국은행.

- 특히 채권시장 수요기반이 약해진 상태로 연기금, 보험, 외국인등 제한적인 투자자들만 매수에 나서고 있는데, 이들 기관투자자들은 중소기업대출수요 증가 → 은행권 CD, 은행채 발행증가 → CD, 은행채 발행금리 상승에 대한 기대감으로 적극적인 채권매수의사를 보이지 않고 있음

- 같은 맥락에서 2008년 1월중 은행채 만기도래규모는 10.6조원으로 2008년 월별로는 최대치이며, 채권 시장 내 섹터별로는 통안채와 함께 최대임. 기존 자금사정을 고려할 경우 대부분 차환발행 될 것으로 보이는데, 기관투자자들은 연초부터 은행채에 편중된 포트폴리오운영에 부담을 느낄 수 있어 수급불균형을 초래할 가능성이 높음

○ 채권시장 내 섹터별 금리 차 급등 양상, 경계해야할 시점

- 비록 대출연체율은 낮은 수준을 유지하고 있으나 채권시장 내 섹터별 금리 차의 급등 양상을 경계해야할 시점임. 시간이 갈수록 약해지는 채권시장 투자수요에 비해 민간부문을 중심으로 공급되는 채권물량은 늘어나고 있으며, 이로 인해 시장금리가 전반적으로 상승하고 있으나 투자자들은 조금씩 국고채 등 무위험채권을 선호하는 양상을 보이고 있음
- 결국 금융기관이나 기업 펀더멘탈에 특별한 이상 징후는 없지만, 시중 자금의 투자나 조달에 있어서의 쏠림현상처럼 채권시장 내 발행물량이 특정한 섹터로 점차 집중되면서 투자자들의 해당 섹터에 대한 편입부담이 가중돼 채권을 통한 자금조달에 차질이 생길 수 있음
 - 민간부문의 자금조달 수단이 국내 차입으로 집중되는 기존 양상이 이어진다면 채권섹터별 금리 차의 추가 확대는 불가피해 보이며, 안정적인 금리 움직임을 보이는 국채를 중심으로 한 시장투자패턴은 강화될 가능성이 있어 보임

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

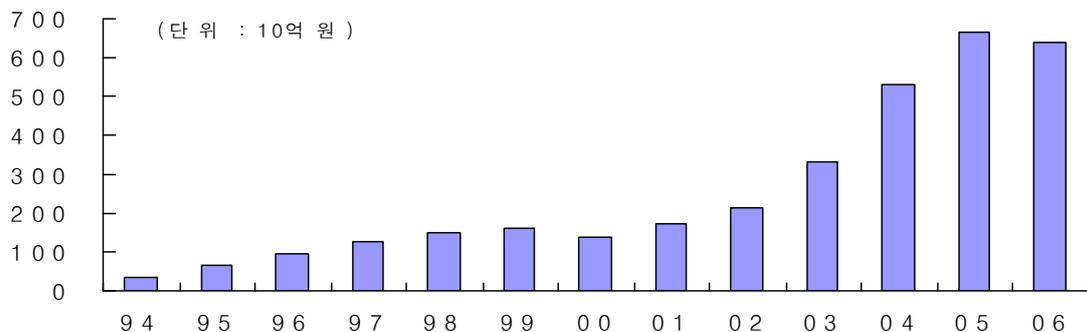
2008년 서브프라임發 금융불안 지속 될 듯

1. 확산 일로의 서브프라임 사태

○ 서브프라임 모기지 시장의 성장

- 서브프라임 모기지란 신용등급이 낮거나 금융기록 거래가 없는 사람에게 높은 금리를 받고 주택자금을 대출해주는 모기지론임
 - 미국의 일반(프라임)모기지는 ‘30년 만기 및 고정금리 조건’으로 신용도가 일정 수준 이상인 차입자를 대상으로 하고 있으며, 이보다 신용도가 약간 낮은 서민 차입자에 대해서는 정부기관이 차입자의 신용을 보증하고 있음
 - 대개 프라임 모기지에 비해 2~4% 높고 금리조건은 변동금리가 대부분이며, 이 중 특히 서브프라임 하이브리드 ARM(adjustable rate mortgage)은 초기 2년간의 고정금리는 낮게, 3년 이후의 변동금리는 높게 책정한 모기지로서 전체 서브프라임 모기지 중 60~80%를 차지하고 있음
- 서브프라임 모기지는 대출자에게 불리한 변동금리가 적용될 수 있음에도 불구하고 2000년 이후 미국의 주택경기 호황과 함께 급성장
 - 2000년 이후의 주택가격 상승세와 저금리 기조, 모기지 신상품 개발 등에 힘입어 미국의 서브프라임 모기지 대출은 빠르게 증가
 - 2006년 말 현재 서브프라임 모기지는 미국 전체 주택모기지 가운데 13.7%(1.37조달러)를 차지하고 있는 것으로 추산

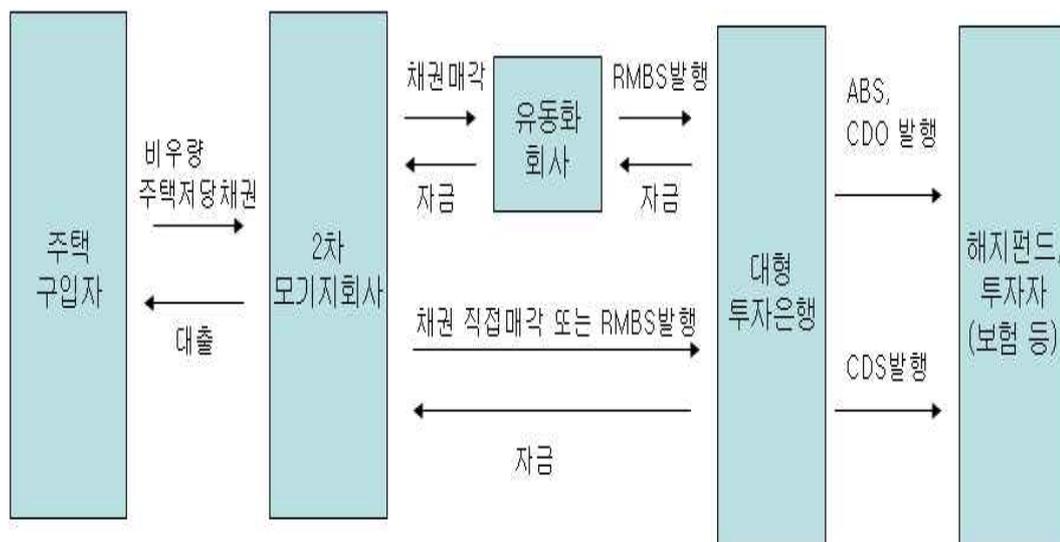
미국 서브프라임 모기지 신규 취급액 추이



자료 : BOA, Inside Mortgage Finance Statistics Annual, 2007, 한국금융연구원 재인용.

- 한편 모기지업체들은 고객 대출자금 조달을 위하여 상당 부분의 비우량 주택 저당채권 등 부동산관련 채권을 대형 투자은행에 팔거나 자체적으로 또는 유동화회사를 통하여 RMBS(주택담보대출유동화증권)을 발행하여 매각
 - 대형 투자은행들은 모기지업체로부터 사들인 모기지채권을 기초로 ABS, CDO(부채담보부증권: collateralized debt obligation) 등 다양한 파생금융 상품을 만들어 다시 고수익을 노리는 헤지펀드나 보험사와 같은 투자자들에게 판매
 - ABS, CDO 등의 파생상품 중 높은 등급의 상품일수록 은행 보험사들의 투자가 많은 반면, 낮은 등급으로 내려갈수록 높은 위험을 감수하고 고수익을 추구하는 헤지펀드의 투자비중이 높음
 - 미국 서브프라임 모기지대출의 약 54% 정도가 모기지증권(MBS)화 (2006년 말 기준 미국 내 MBS 5.8조달러 규모에서 서브프라임 모기지 관련 MBS는 약 20% 정도인 8,200억달러이며, MBS를 기초로 다시 유동화한 ABS, CDO 등의 규모는 약 3,000억달러 정도로 추산)
 - 한편 서브프라임 모기지의 위험을 헤지 하고자 CDS(Credit Default Swap)를 발행하여 은행, 보험사, 헤지펀드 등의 투자자에게 판매

서브프라임 모기지관련 유동화증권의 구조



○ 금리인상과 주택경기 침체로 부실화

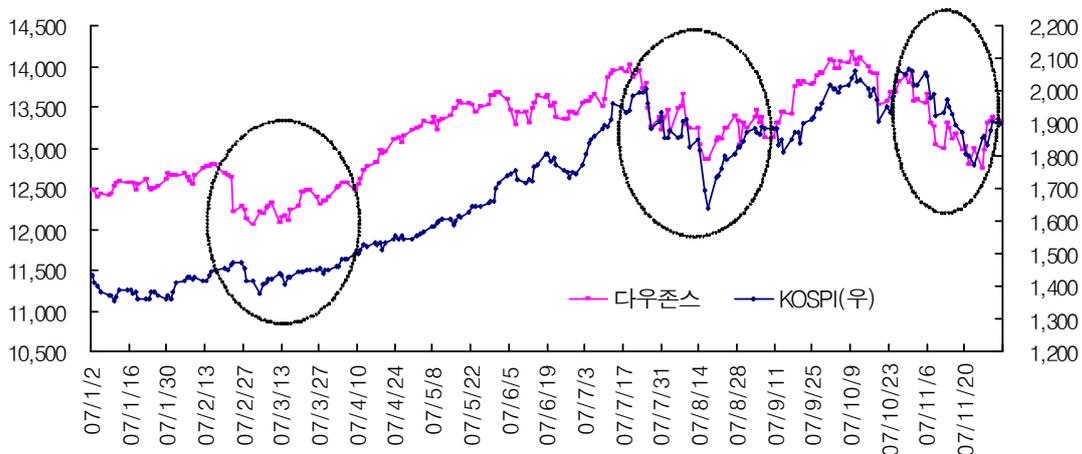
- 급성장하던 서브프라임 모기지가 금리인상의 영향으로 2005년 말부터 대거 부실화
 - 미국 연준(FRB)이 2005년부터 17차례에 걸쳐 금리를 인상하면서 급등하던 주택가격이 하락하기 시작
 - 2006년에는 2004년에 기 대출된 하이브리드 서브프라임 모기지의 금리가 고정금리에서 변동금리로 변경되자 모기지 금리가 급등
 - 서브프라임 모기지를 대출한 저소득층들의 원리금 부담이 급격히 커졌고, 주택 값도 떨어지면서 주택을 담보로 하는 추가 대출에도 어려움을 겪음
 - 서브프라임 모기지의 경우 조기 상환을 하려고 해도 페널티(조기상환벌과금)가 높아서 쉽게 처분할 수도 없는 점도 사정을 어렵게 만들
- 서브프라임 모기지 대출의 연체율이 빠르게 증가하면서 모기지 은행의 파산과 서브프라임 주택담보대출증권(MBS)의 금리 급등을 유발하는 등의 악순환 구조를 형성
 - 2003년 7%대에 그쳤던 연체율이 2006년 말에는 14%를 넘어서면서 미국 모기지 증권은 무더기 신용등급 하락에 직면함
 - 연체율은 갈수록 높아지고 서민들이 급매물로 내놓는 집은 갈수록 늘어나면서 다시 집값 하락을 부채질

○ 신용경색 우려에 따라 요동치는 글로벌 금융시장

- 금융회사 수익의 연쇄적인 악화가 우려되면서 글로벌 금융시장 내 전반적인 신용시장 경색으로 이어짐
 - 모기지 회사들은 차입자의 소득을 기준으로 한 부채상환능력의 강화, LTV 100% 대출 금지 등 무분별한 서브프라임 모기지 대출을 억제하는 한편, 대출자에 대하여 거세게 상환을 요구하면서 신용경색 현상을 유발
 - 금융기관마다 신용위험 관리를 강화하면서 차입자에 대한 원리금 부담을 가중시키면서 신용경색 현상이 금융시장 전반으로 확산됨
 - 모기지대출 및 모기지업체의 부실이 모기지대출을 기초로 유동화에 나선 MBS 및 CDO 발행업체와 여기에 투자한 헤지펀드, 투자은행 및 보험회사의 부실로 연결

- 2007년 2월 미국의 제 2위 모기지 대출업체 뉴센추리 파이낸셜의 부도위기로 국제 금융시장이 요동쳤음(1차 서브프라임 사태)
- 2007년 7월 25일 국내 KOSPI가 2,000을 넘은 전인미답의 신기원을 달성하였던 그날 밤 미국에서는 서브프라임 부실 문제가 다시 불거져 나옴
 - 미국의 대형 투자은행 베어스틴스社 헤지펀드 두 곳이 서브프라임 모기지 담보의 부채담보부증권(CDO)에 대규모 투자손실로 파산위기에 직면하자 미국 다우지수가 이틀 사이에 500p 이상 급락하면서 글로벌 증시도 큰 폭으로 떨어짐(2차 서브프라임 사태)
 - 유동화증권(MBS, CDO 등)에 대한 신용등급이 하향 조정되고 대규모 헤지펀드의 투자손실이 확대되면서 신용위험 불안이 전 세계로 확대
 - 당시 국내 KOSPI도 이틀 동안 무려 6%에 해당하는 121p 하락

최근의 주가 추이



자료 : www.yahoo.com.

- 곧 바로 회복세를 보이던 글로벌 증시가 다시 서브프라임 모기지 문제가 부각되면서 글로벌 증시를 흔들며 놓고 있음
 - 지난 8월 중순 프랑스 최대은행인 BNP파리바가 16억유로(22억달러) 규모의 3개의 자산유동화(ABS)펀드에 대한 환매 중단을 선언하고, 대표적 투자은행인 골드만삭스의 대규모 지원자금 투입 발표 직후 아시아 금융시장은 금번 사태의 진원지인 미국과 유로 금융시장보다 더욱 민감하게 반응
 - 예컨대 국내 KOSPI는 8월 14~15일 이틀 동안 미국 증시가 1.4% 급락하자 같은 기간 10% 가까이 폭락하는 등 외부 충격에 극히 취약한 모습

- 10월 말부터 다시 불거진 미국 금융시장의 신용경색 우려로 다우존스 주가는 한 달여 만에 1,000p 이상 급락하였다가 소폭의 회복세를 시현하고 있으며, 글로벌 주가도 이에 맞춰 급등락을 거듭
- 주가 뿐만 아니라 안전자산 선호현상이 나타나면서 글로벌 투자기관들의 미국 채권 매입이 잇따르면서 미국 채권의 수익률 급락 현상이 나타남
- 한편 미국발 서브프라임 모기지 문제에도 불구하고 조금도 동요하지 않았고, 오히려 큰 폭으로 상승한 중국 상하이 증시는 지난 10월말 이후 무려 20%에 가까운 급락세를 시현

2. 2008년 서브프라임 망령이 사라지지 않을 이유

○ 첫째, 사태 진화를 위한 대응책이 한계를 드러냄

- 초기 위기 해소를 위해 미국 정부의 초기 구두 정책
 - 서브프라임 모기지에 대한 대출 지침을 마련하고, 이에 대한 모니터링
 - 신용기록 양호한 모기지차입자들에 대한 연방주택청(FHA)의 보증확대 지시
 - 모기지채권 증권화 관련 금융기관들에게 대출조건 완화를 통한 연체 및 유질처분에 따르는 손실을 줄이도록 권고
- 문제가 헤지펀드 등으로 변지자 신용경색에 대비한 미 연준의 금융완화 정책
 - 미 FRB 8월 9일부터 15일까지 총 880억달러의 자금을 RP 매입 등으로 시장에 공급
 - 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%)
- 연방주택산업감독청(OFHEO), 주택저당공사 등에 자산보유한도 규제를 완화
 - 모기지채권 시장의 극심한 신용경색을 해소할 수 있도록 Fannie Mae와 Freddie Mac 등의 서브프라임모기지관련 채권의 매입 확대를 허용

- 주요국들도 사태 진정을 위하여 유동성 투입 등 신속하게 대응
 - BNP파리바의 환매 중단 이후 ECB는 즉시 유로권 은행에 긴급 대출하는 등 연속 4일 동안 총 2800억달러 이상을 공급
 - 노무라증권 등 대형금융기관들이 잇따른 서브프라임 채권투자에 따른 손실 발표에 일본은행도 약 84억달러의 자금을 긴급 투입하고, 스위스 호주 등의 중앙은행들도 시장 신뢰도 회복을 위해 자금을 긴급 지원

- 그러나 서브프라임 모기지 차입자들의 상환부담이 감소되고, 모기지시장의 신용경색이 해소될 것으로 기대되나 그 효과는 제한적일 것으로 판단
 - 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 않음

- 지난 12월 6일 부시 정부는 일부 1순위 서브프라임 모기지 대출 금리를 고정하겠다는 대책 계획을 발표
 - 단지 일부 미국의 1순위 서브프라임 모기지 대출 금리를 고정하는 것은 신용도가 높은 대출자들로부터 투자자들에게 지급되는 자금이 줄어드는 것을 의미하기 때문에 그렇지 않은 모기지 담보부 증권에 부정적인 영향을 줄 가능성이 높음

○ 둘째, 서브프라임 모기지 연체율은 상승세를 지속하면서 이외 부문으로 확대 추세

- 서브프라임 모기지의 연체율 상승은 과거 금리인상의 효과가 2년 정도의 시차를 두고 나타난다는 점을 감안하면 내년에도 지속될 가능성 점증
 - 미국 모기지는은행협회(MBA)에 따르면 2007년 3분기 모기지 이자 및 대금을 30일 이상 연체한 비율이 5.59%(계절 조정)로 지난 1986년 이래 가장 높음
 - 서브프라임 모기지(비우량 주택담보대출)의 연체비율은 전분기의 14.8%에서 16.3%로 증가

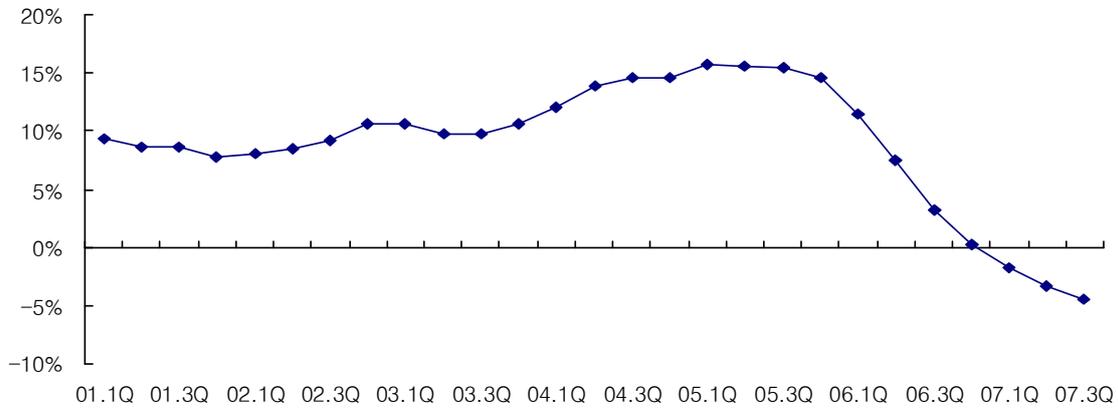
- 미 연준의 금리인상은 지난 2004년 6월부터 2006년 6월까지 17차례에 걸쳐 4.25%p 인상(1.00% → 5.25%)하였음을 고려하면 최소한 2008년 상반기까지는 지속될 수 있음
 - 연체율 상승 문제, 서브프라임에서 상위 신용등급의 모기지로 파급 조짐이 나타나면서 서브프라임 이외 부문으로의 부실화 우려가 확산
 - 최근 2006년중 실행된 Alt-A 모기지(서브프라임보다 신용도가 높으나 소득 증명이 불완전한 고객에게 제공) 연체율이 급등 (2006년중 변동금리부 (ARM) Alt-A의 90일 이상 연체율은 2005년에 비해 2배 이상 급등)
 - 프라임 모기지(우량 주택담보대출)의 경우도 2.73%에서 3.12%로 증가
 - 2005년부터 급증한 서브프라임 모기지의 금리조정이 2007년부터 본격화되면서 2008년 금리조정 규모는 2007년을 넘어설 전망
 - 대부분의 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 6%p를 가산한 금리가 기준인 것으로 파악
 - 2007년 상반기의 서브프라임 모기지 부실은 대부분 2005년 전후해서 나간 대출이며, 2006년 대출된 서브프라임 모기지의 경우 2008년에 부실화될 가능성이 높음(금리조정 규모는 2007년 3,527억달러, 2008년 3,729억달러로 분기별로는 2007년 하반기에서 내년 3, 4분기 중에 집중)
- 셋째, 서브프라임 모기지 부실규모 추정치가 갈수록 커지면서 불안을 증폭
- 부실규모 자체를 파악하기 어렵고, 갈수록 추정 규모가 커지고 있다는 점 자체가 불확실성을 증폭시키고 시장의 혼란을 야기하는 원인으로 작용
 - 미 FRB 의장 버냉키는 지난 7월 서브프라임관련 총손실 규모가 약 500~1,000억달러라는 추정치를 제시 (이 당시 1,000억달러의 손실은 미국의 주요 상업은행과 투자은행의 2006년 손익규모 1,700억달러 보다 충분히 작고, 2006년 미국 GDP 13조 1,947억달러 대비 0.76%에 해당된다는 점을 감안하면 충분히 감내할 수 있는 수준인 것으로 평가)

- 이후 미국기업연구소(AED)는 Alt-A 모기지 부실을 포함해서 총 손실규모를 약 2,500억 달러로 추정(이 때 까지도 미국 GDP 대비 1.89% 수준이나 이 역시 1988년 LTCM 사태 당시의 GDP대비 약 2.9%에 비해서는 작은 수준으로 평가)
 - 한편 투자은행 Lehman Brothers는 서브프라임 대출의 채무불이행 규모는 2007년 820억달러, 2008년 1,300억달러로 예상
- 그러나 최근 발표에 의하면 부실의 규모가 커지고 있으며, 머잖아 부실 규모가 금융시스템이 감내할 수 있는 규모 이상으로 돌파하지 않을까 하는 우려감 대두
- 11월 OECD는 2008년 모기지 업체들의 손실로 귀착될 것으로 예상되는 서브프라임 모기지 규모를 1,250억달러(금리조정 대상 모기지 규모 8,900억 달러 기준 손실율 14%)로 예상하고 있으며, Alt-A 모기지까지 포함할 경우 손실 규모는 2,000~3,000억달러에 이를 것으로 추정함

○ 넷째, 악화되고 있는 미국 주택경기가 서브프라임 부실을 확대시킬 가능성 점증

- 2005년 중반 이후 상승세가 둔화된 미국의 주택가격은 2007년 초부터는 대도시 지역의 주택가격이 하락세를 보이고 있으며, 이러한 추세는 갈수록 강화되고 있음
- 주택건축허가, 주택건설업신뢰지수 등 향후 미국 주택경기 전망을 예고하는 선행지표들은 갈수록 악화되고 있음
 - 전국의 주택가격 지수(SPCSUSA) 지수는 2007년 3분기 전년동기대비 4.5% 하락하고, 이러한 하락 추세는 대도시일수록 더욱 분명하게 나타나고 있음
 - 주택가격 하락은 특히 저신용모기지의 경우 잔여주택가치(home equity value) 감소로 이어져 차입자의 원리금 상환 동기를 감소시켜 주택소유를 포기하는 유질처분 비율이 급증하고 있음
 - 특히 미국의 주택경기 침체는 실물경제뿐만 아니라 서브프라임 모기지 문제를 다시 일으켜 전 세계 금융시장을 대상으로 신용경색 현상을 유발시키고, 엔-캐리 트레이드의 청산을 가속시킬 수 있음

미국 S&P/Case-Shiller 주택가격(SPCS USA) 지수 추이



자료 : www.standardandpoors.com.

3. 국내 금융시장에 미칠 영향과 대응방안

1) 영향

○ 미국발 서브프라임 사태로 인한 글로벌 금융시장의 불안 확대 가능성

- 현재 전 세계 금융시장이 서브프라임 모기지 문제가 몰고 올 파장에 잔뜩 긴장하면서 미국의 주택경기의 향방에 관심이 집중되고 있음
 - 미국은 현재 주택경기 안정을 위해서 확대 금융정책을 펴면서 적극 대비하고 있으나 시장의 불확실성은 축소되지 않고 있음
 - 서브프라임 연체율이 지속적으로 상승할 경우 전체 모기지 연체율도 상승 압력을 받게 되어 주택경기의 경착륙으로 연결될 수 있고 이는 다시 서브프라임 문제로 이어지는 악순환 구조가 우려
- 전 세계적인 신용경색의 정도가 심해질 경우 글로벌 금융시장이 크게 동요할 가능성
 - 미국 주식시장 급락에 따른 글로벌 신용경색 우려와 글로벌 주식시장 하락 등으로 금융기관이나 투자자들의 투자심리를 크게 위축시킬 것으로 전망
 - 이는 또한 글로벌 주식시장의 변동성을 확대시키면서 불확실성에 대한 대처과정에서 글로벌투자자들의 안전자산 중심 포트폴리오 조정이 예상

- 만일 국제적인 정책공조가 실패할 경우 불확실성이 증폭될 경우 투기적 성격의 엔캐리 트레이드가 급속히 청산시켜 국제금융시장에서 커다란 불안요인으로 작용할 가능성도 큼
- 이에 따른 미국의 경기 침체가 중국 등 미국에 의존도가 높은 국가의 실물 경제에 영향을 줄 수 있음

○ 우리나라의 경우 직접적 피해보다는 금융시장 불안에 따른 간접적 피해가 우려

- 국내 금융기관들의 서브프라임 모기지 관련 익스포져와 투자 손실규모가 크지 않아 국내 금융회사 건전성에 미치는 직접적인 영향은 크지 않을 전망
 - 2007년 6월말 현재 서브프라임 관련 국내 금융회사들의 익스포져(위험노출 규모) 규모는 약 8.4억 달러 수준에 그치고, 이들 익스포져의 약 80%가 'A-'등급(S&P 기준) 이상이고 나머지도 'BBB' 수준으로 신용등급이 비교적 양호한 상황(금융연구원 '서브프라임 모기지 사태의 분석과 전망' 2007. 8)
- 하지만 외국의 투자은행이 발행한 신용파생상품을 국내 진출한 외국계은행 등으로부터 국내 보험사 및 은행 등이 보장매도자의 입장에서 매입하였기 때문에 서브프라임 관련 부실을 매입한 국내 투자자들이 안을 수 있음
 - 2006년말 국내 금융기관의 신용파생상품 거래잔액은 4.3조원 (금융감독원)이며, 연기금 등의 신용파생상품 투자도 적지 않을 가능성

국내 신용파생상품 잔액

<보장 매입자>	<보장 매도자>
외국계은행 (3.9조원)	국내보험사 (2.9조원)
국내은행 (0.4조원)	국내은행 (1.1조원)
	외국계은행 (0.3조원)

자료 : 금융감독원.

- 직접적 피해보다도 글로벌 신용경색과 금융시장 불안이 국내 금융시장의 변동성을 확대시킬 것으로 보임
 - 외국인 투자자들의 안전자산 선호현상과 엔캐리 트레이드 청산에 대한 우려 등이 금융시장의 변동성을 확대시킬 것임
 - 주가는 글로벌 신용경색 우려, 주가 하락 등은 국내 금융기관이나 개인들의 투자심리를 크게 위축시켜 외국인의 주식투자자금의 유출을 유발시키고 투자심리를 위축시키는 등으로 인하여 하락압력을 받을 것임

- 한국도 저신용자에 대한 주택담보대출 규모가 34조원으로 추정되며, 이는 미국의 서브프라임 모기지 비중과 비슷한 바, 자칫 한국판 서브프라임 모기지 사태도 가능
 - 국내 신용정보회사의 주택담보대출 차주별 신용등급 분포 자료를 토대로 추정한 결과에 근거(국제금융센터)
 - 은행권의 신용주택담보대출 규모는 은행권 전체의 주택담보대출의 9% 수준인 19조원이며, 보험사 저축은행 등 비은행금융회사의 경우 전체 주택담보대출의 25.1%인 15조원 (특히 저축은행은 저신용 주택담보대출이 전체 주택담보대출의 48% 수준)
 - 미국보다 연체율은 낮지만 연체채권 중 90일 이상 장기 연체채권이 차지하는 비중은 한국이 50-70%로서 미국의 19.4%에 비해 월등히 높음

- 만일 글로벌 신용경색이 심화될 경우 나타날 엔캐리 트레이드 청산 현상이 국내 시장에서도 나타나면서 중소기업 등에 적지 않은 충격을 줄 수 있음
 - 국내 유입된 외환자금 규모는 2006년말 잔액기준으로 국내 외환보유액 대비 8% 정도에 해당되는 205~214억달러인 것으로 추정되며, 이중 60억달러 정도만이 차익거래 목적의 엔캐리자금으로 추정
 - 이는 외환보유고 규모를 고려한다면 대외지급 결제에는 큰 문제가 없지만 엔캐리자금의 상당 부분이 중소기업과 자영업자에게 대출되어 부동산 및 주식에 투자된 것으로 추정
 - 엔캐리 트레이드의 청산은 원/엔환율 상승으로 이어지며, 이는 결국 원화상환액 증가와 자산가격 하락과 함께 중소기업에게 큰 충격을 줄 수 있음

2) 대응방안

○ 금융시장 불안 충격을 최소화하기 위해 각 경제주체들의 최선의 대응이 요구

- 따라서 국내 정책방향에 있어 미국의 주택경기과 경제 동향에 신속히 대처함으로써 위험을 최소화할 필요가 있음
 - 먼저 금융정책과 금융감독 당국은 금융기관, 각종 기금 등이 보유하고 있는 서브프라임 관련 MBS, CDO, CDS 등 파생금융상품의 부실 가능 금액이 얼마인지를 파악한 후 줄이는 방향으로 유도
 - 국내 서브프라임 모기지 관련 미국의 금융시장과 실물경제뿐만 아니라 미국정부의 대응 등에 예의 주시하면서 그 영향을 면밀히 분석하여 적절한 사전 대응책을 마련할 수 있는 시스템을 구축

- 금융시장 불안에 대비하여 리스크관리를 강화하여야 할 것임
 - 첫째, 글로벌 신용경색 장기화에 대비하는 차원에서 국내 기업이 유치한 외채의 만기구조를 파악하여 이에 따라 차입과 상환 계획을 재정비할 필요
 - 둘째, 엔캐리 트레이드 청산 현상이 나타날 경우 타격이 클 수 있는 중소기업 및 자영업자들은 엔화강세 및 자산가치 하락에 대비하여 점진적으로 엔화부채를 해소해 나가야 함
 - 셋째, 무역업자들은 환율변화에 따른 리스크를 적극적으로 인지하고 환헤지 및 환보험 등의 활용을 제고
 - 넷째, 금융기관들은 만일의 금융시장 불안에 대비하여 시장리스크 관리 시스템을 구축하여 실행하고, 개인투자자들도 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 | 07-9(통권9호)