

第 2 章 서브프라임 모기지 不實 擴散과 影響

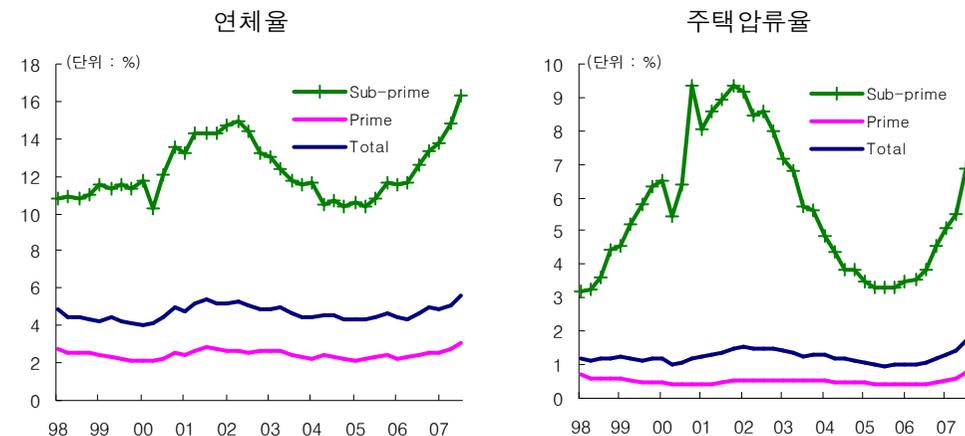
宋 在 殷

작년부터 부각되기 시작한 미국 서브프라임 모기지 부실 문제는 수차례에 걸쳐 국제금융시장의 동요를 야기하였으며, 신용경색과 주택 경기침체가 미국의 경기침체로 이어질 가능성에 대한 우려의 목소리 역시 높아지고 있다. 이에 따라 본고에서는 미국 서브프라임 모기지 사태의 최근 진행상황에 대하여 살펴보고 향후 전망을 통하여 이것이 우리 금융시장에 미칠 영향에 대하여 분석해 보고자 한다.

1. 서브프라임 모기지 부실 문제 확산

미국 정부의 정책적인 대응에도 불구하고 서브프라임 모기지의 연체율과 주택압류율의 상승세는 지속되어 작년 3/4분기에 각각 사상 최고 수준인 16.3%와 6.9%를 기록하는 등 서브프라임 모기지 부실화는 계속 진행되는 양상을 보였다. 또한 프라이

〈그림 III-4〉 미국 모기지 연체율 및 주택압류율 추이



자료 : Bloomberg

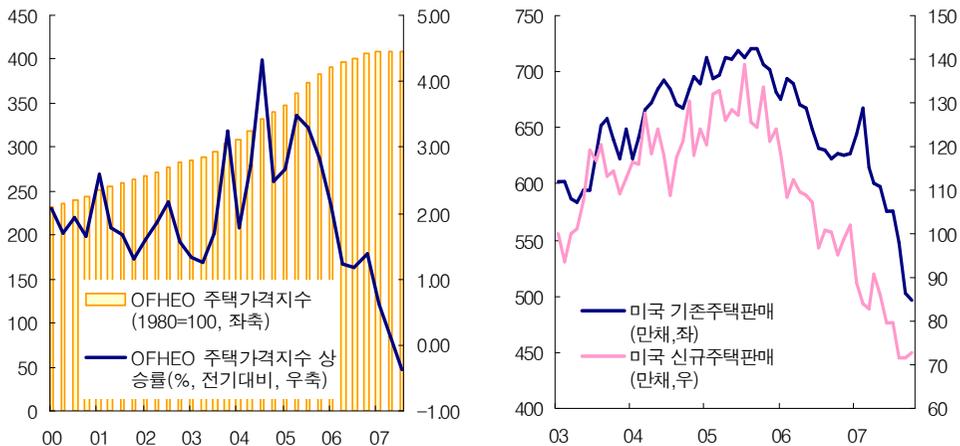
모기지 연체율 및 주택압류율 역시 작년 3/4분기 각각 사상 최고 수준인 3.1%와 0.8%로 상승하면서 부실이 모기지 대출 전체로 확산되는 모습이 나타났다.

모기지 대출 부실화가 계속 진행됨에 따라 중소모기지업체들의 파산 위험성 증가뿐만 아니라 미국 최대 모기지업체인 Countrywide Financial과 정부지원기관인 Fannie Mae와 Freddie Mac 등 대형 모기지업체들의 경영이 악화되었다. 미국 6개 주요 모기지업체는 작년 2/4분기 중 7억 6천만 달러의 순이익을 보였으나 3/4분기중에는 80억 1천만 달러의 순손실을 기록했다.

1) 미국 주택경기 침체와 실물경제로의 확산

서브프라임 모기지 부실화의 근본적 원인이라 할 수 있는 2005년 하반기 이후 미국 주택경기의 둔화는 최근 들어 부실 우려에 따른 모기지 대출 경색 등의 영향으로 침체가 가속화되면서 악순환의 모습을 보여주고 있다. 주택구매 수요의 감소가 지속됨에 따라 작년 3/4분기 이후 OFHEO 기준 전국 주택가격지수가 하락하기 시작했으며, 작

〈그림 III-5〉 미국의 주택가격지수 및 주택판매 추이



자료 : Bloomberg

년 12월 중 신규 주택판매는 95년 4월 이래, 기존 주택판매는 집계가 시작된 99년 1월 이래 최저 수준을 기록하였다. 이러한 판매부진에 따라 작년 12월 중 주택재고가 9개월 판매분에 달해 정상수준의 2배를 초과하는 가운데 주택착공호수와 허가건수는 16년내 최저수준을 보였으며, 주택건설투자 역시 작년 3/4분기 중 20.1%, 4/4분기 중 23.9% 급감하였다.

이러한 주택경기의 지속적인 하강과 금융시장의 불안정은 경기둔화로 이어져 작년 12월 중 ISM 제조업지수와 비농업부문 신규고용자수가 4년래 최저치를 기록하고 실업률도 작년 12월에 5%로 2년래 최고치를 기록하였다. 한편 올해 1월 중 ISM 서비스업 지수는 대폭 하락한 반면 제조업지수는 반등하고 소비심리지수는 급락했으나 소매 판매는 증가하는 등 경제지표들 사이에 혼조세가 나타나고 있다. 최근 들어 일부 지표의 개선으로 경기침체의 우려가 다소 완화되고 있으나, 당초 기대했던 연중 2%대의 성장은 어려울 것으로 보인다. 올해 미국 경제성장률에 대한 12개 주요 투자은행들의 1월말 전망치 평균은 IMF와 같은 1.5% 수준이며, 연준이사회는 1월말 FOMC회의에서 1.3~2.0%의 성장과 5.2~5.3%의 실업률을 전망하였다.

2) 금융불안 확대와 신용경색

서브프라임 모기지 부실 문제는 금융불안으로 인하여 간헐적인 금융시장의 동요와 신용경색을 야기함으로써 미국의 주택경기 침체와 더불어 미국 경기회복의 제약요인이 되고 있다.

특히 최근에는 모기지 부실 문제가 주거용 MBS, CDO 등 모기지 관련 채권의 보증 업무를 수행하는 채권전문보험업체(monoline bond insurer)에까지 확산되고 있다. 작년 12월 Moody's는 MBIA와 Ambac 등 4개 회사의 신용등급 하향조정을 경고하고, S&P는 MBIA와 Ambac의 신용등급 전망 및 ACA의 신용등급을 하향 조정하였으며, 올해 들어서도 1월 중 Fitch는 Ambac의 신용등급을 2단계 하향 조정하였다.

이러한 채권전문보험업체들의 신용등급 하락은 이들이 보증한 각종 채권의 신용

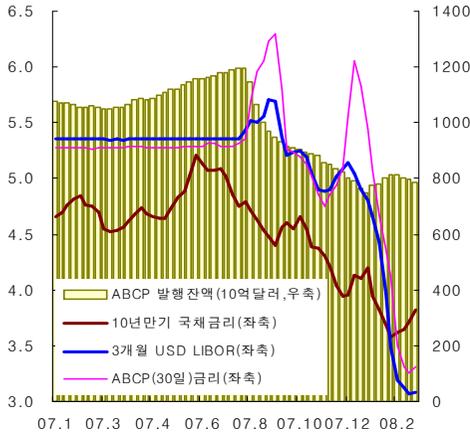
등급 하락으로 이어지기 때문에 향후 채권을 보유한 투자자들의 손실 및 채권시장 경색에 대한 우려가 발생하게 된다. Bloomberg 통신은 미국의 7대 채권보험업체들이 보증을 선 채권이 2조 4천억 달러에 달하며, 이들의 신용등급 하락에 따라 투자자들은 향후 2천억 달러의 손실을 볼 것으로 추산하였다.

또한 서브프라임 모기지 관련 MBS, CDO의 가격하락으로 이에 투자한 대형 금융기관들의 손실 규모가 막대한 것으로 나타나면서 금융시장에 대한 불안이 증가하고 있다. 주요 투자은행들은 3/4분기 서브프라임 모기지 관련 투자에 따른 대규모 손실과 4/4분기 중 손실 확대 전망을 발표하는데, JP Morgan은 2008년 하반기 중 14개 주요 투자은행들의 자산상각규모가 1,100억 달러 내외에 달하여 4/4분기의 경우 전분기 대비 70% 가량 증가할 것으로 추정하였다. OECD, Deutsche Bank 등 주요 기관들은 서브프라임 모기지 관련 전세계 금융기관들의 총 손실규모를 약 2,000억~4,000억 달러로 추정하고 있다.

이러한 금융불안 요인들로 인해 자금시장 경색의 조짐이 나타나고 있다. 작년 하반기 사태가 본격화된 이후로 은행간 자금공여 기피로 투자펀드의 자산담보부 기업어음(ABCP) 발행이 위축되어 그 잔액이 2007년 7월말에서 12월말까지 34.3% 급감하였다. 또한 연준이 1월 하순 두 차례에 걸쳐 총 1.25%p 정책금리를 인하하였음에도 불구하고 채권전문보험업체 부실에 대한 우려 등으로 10년 만기 국채나 A등급 회사채 등 장기금리가 일시 소폭 하락 후 상승세를 지속하고 있다.

세계 증시의 동반 하락을 주도하고 있는 미국 주가의 하락세도 상당부분 투자자들의 불안심리 확대에 기인하는 것으로 판단된다. 1개월 후 증시 변동성에 대한 투자자들의 전망을 통하여 불안 정도를 가늠해 볼 수 있는 VIX는 작년말 주가급락 당시 30% 이상으로 급등하였다가 최근 다소 하락하였으나 여전히 25% 정도의 높은 수준을 유지하고 있다. 한편 단기차입 비용 면에서 단기금리나 리스크 프리미엄이 전반적으로 하락세를 보였으나 과거 주가급락 때마다 일시적으로 급등하는 모습을 보여 이 역시 불안정성이 크게 증가하였다.

〈그림 III-6〉 장단기금리 및 ABCP 추이



자료 : Bloomberg, 미연준

〈그림 III-7〉 주가지수 및 VIX 추이



자료 : Bloomberg

2. 향후 전망

모기지 부실이 채권전문보험업체로 확산되고 금융회사들의 부실 규모 등이 밝혀지면서 사태의 심각성이 더욱 커지긴 했지만, 단기금리 동향 등에 비추어 최근 주가급락 등 금융시장 동요에는 심리적 요인이 크게 작용한 것으로 판단되며 향후 관련 정보의 불확실성이 감소하면서 시장의 불확실성 역시 줄어들 것으로 예상된다. 하지만 미국의 경기둔화 전망에 따른 전반적인 금융시장 불안 속에서 주택경기 부진과 부실 확산 등에 따라 금융기관의 손실 규모가 상향 조정될 경우 시장에 간헐적인 충격이 발생할 가능성은 적지 않다.

먼저 주택경기 하강과 대출금리 조정 대상 ARM(변동금리부 서브프라임 모기지)의 추정 규모 등으로 미루어 서브프라임 모기지 부실이라는 근본적인 문제는 적어도 올해 하반기까지 지속될 것으로 예상된다. 작년 12월 미국 정부가 발표한 서브프라임 모기지 금리의 동결 등 종합대책 추진은 사태 진정에 긍정적인 효과가 있을 것이나 실효성 면에서 본질적인 해결에는 역부족일 것이란 전망이 우세했다.

이와 관련하여 미국 모기지은행협회(MBA)는 작년에 이어 올해에도 기존 및 신규주택판매 가격이 각각 2% 하락한 후 2009년에 2% 내외의 상승으로 돌아설 것이며, 신규주택 착공 건수 역시 작년 25% 감소에 이어 올해도 21.5% 감소한 후 2009년에나 16% 증가할 것으로 예측하였다. 또한 JP Morgan은 금년 중 대출금리 조정 대상 ARM의 규모가 작년보다 50% 이상 증가한 3,000억 달러 수준에 이른 다음 2009년에 1천억 달러 규모로 축소될 것으로 예측하였다.

하지만 이러한 서브프라임 모기지 부실이 금융시스템 전체의 위기로 확산될 가능성은 낮은 것으로 판단된다. 세계 금융기관들의 손실이 최대 4천억 달러 정도까지 확대되는 데 비해 지금까지의 손실상각 추정 규모는 1,100억 달러 정도에 그치고 있는 점, 그리고 채권보험업체들이 보증을 선 채권 등급 하락에 따른 최대 2천억 달러 손실 중 상당부분이 금융기관들에게 귀속될 것이라는 점으로 미루어 당분간 금융기관들의 경영은 악화될 가능성이 높다. 하지만 미국 상업은행들의 과거 실적이 우수하고 총자산과 자기자본 규모도 크기 때문에 이러한 손실을 흡수할 여력이 있는 것으로 보인다. 2006년을 기준으로 미국 상업은행들의 총자산은 10조 900억 달러, 자기자본은 1조 300억 달러였으며 연간 1,300억 달러에 가까운 당기순이익을 보였다.

또한 연준의 정책금리인하를 필두로 한 정부 및 통화당국의 적극적 정책대응이 지속되고 있어 사태의 악화를 어느 정도 진정시킬 수 있을 것으로 보인다. 현재 3% 수준의 정책금리는 모기지금리 하락을 통해 모기지 부실 확대와 주택경기 침체를 완화하며 장기적인 자금경색 가능성을 낮춰 경기에 도움이 될 것으로 판단된다. 이외에도 정부지원 모기지업체들의 모기지매입상한 확대, 연방주택공사(FHA)의 주택자금보증상한 확대, 약 1천억 달러 규모로 추정되는 세금환급, 기업들에 대한 임시 투자세액공제 등이 주택경기나 내수 등을 통하여 경기부양효과를 발휘할 것으로 기대된다. 이러한 적극적인 정책대응에 따라 올해 미국이 연간 1% 이하 성장하는 심각한 경기침체는 피할 수 있을 것이라는 전망이 우세하다.

하지만 이러한 정책들의 효과가 나타나기까지는 시차가 필요할 것으로 예상되며 올해 중에는 주택경기의 하강, 금융기관들의 경영 악화, 불확실한 경기 전망 등이 불안요인으로 작용하여 앞서 언급한 대로 시장에 간헐적인 충격이 발생할 가능성이 높다.

3. 국내 금융시장에 대한 영향

서브프라임 모기지 부실 사태에 따른 미국 및 세계경제의 위축은 해외수요 감소에 따른 수출여건 악화를 통하여 우리 실물경제에 직접적으로 악영향을 미칠 수 있다. 하지만 국제 금융불안 시 발생하는 원화 약세 등을 고려하면 이러한 직접적인 영향은 미국 및 세계경제가 심각한 침체에 빠지지 않는 한 제한적일 것으로 판단된다.

또한 최근 국내 7개 금융회사들의 서브프라임 모기지 관련 익스포저가 작년 12월말 기준 6억 8천만 달러 규모이고 여기서 5억 6천만 달러의 평가손실이 발생하였다고 알려졌는데, 이 역시 국내 금융회사들의 수익성 등을 고려할 때 금융 혼란 등을 통해 실물 경기에 직접 영향을 미칠 가능성은 없다고 판단된다. 4억 5천만 달러의 평가손실이 발생한 우리은행의 경우 작년 3/4분기까지 누적당기순이익이 1조 6천억원이며 4/4분기에는 이러한 평가손실에도 불구하고 1천억원의 당기순이익을 올린 것으로 추정되고 있다.

따라서 여기서는 서브프라임 사태가 외국인 투자자금의 이동과 국내 투자자들의 심리적인 경로를 통해 국내 금융시장에 미치는 영향을 살펴보기로 한다. 앞서 언급한 국내 금융회사들의 서브프라임 모기지 손실도 이러한 경로를 통해 금융시장에 영향을 미칠 가능성이 있는데, 이러한 금융시장에 대한 영향은 주가, 금리, 환율 등에 대한 효과를 통하여 실물경제에 대한 영향으로 이어질 수 있다.

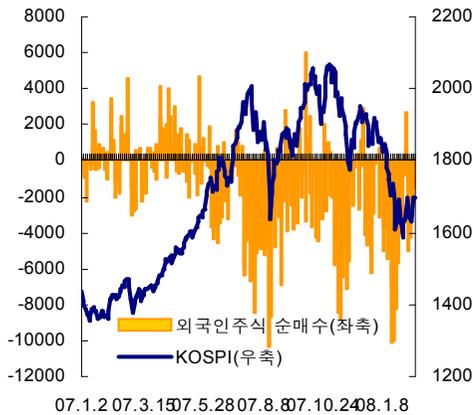
먼저 미국증시 부진은 위험자산 기피와 차익실현 등에 의한 외국인들의 국내 주식 투자자금 유출을 초래하여 주가 하락 압력으로 작용하는데, 실제 최근 주가지수 동향을 보면 주가 하락에 선행하여 대규모 외국인 주식 순매도가 발생하는 것을 확인할 수 있다.

또한 미국 주가 급락 시 국내 기관과 개인의 투자심리도 크게 위축되어 국내 주가가 동반 하락하는 현상이 나타나고 있다. 과거 국내 주가상승은 외국인보다 국내 기관과 개인의 매수세가 견인하여 왔으나, 작년 하반기 이후 미국 다우존스지수(DJIA)가

10% 하락할 때 KOSPI는 2% 가량 하락하는 추세적 관계가 나타나고 있으며, 다우존스 주식수익률이 10%p 하락하면 KOSPI 주식수익률은 0.3%p 정도 하락하는 관계가 나타나고 있다.

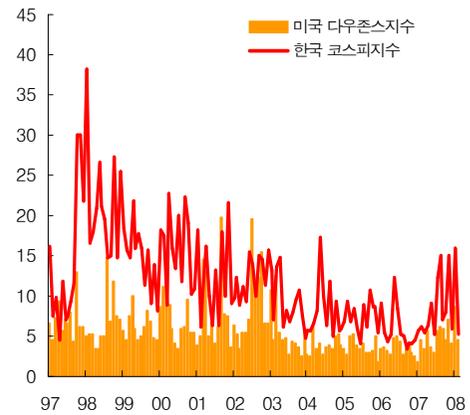
따라서 미국의 경기부진 전망 등에 따른 증시 부진이 국내 주가 하락 압력으로 작용하는 가운데, 향후에도 간헐적인 미국주가 급락에 따라 국내주가 역시 동반 급락할 가능성이 높다. 이러한 해외요인에 의한 주가의 변동성 확대는 국내 투자자들의 불안 심리를 자극하여 주식투자 수요가 감소하면서 주가에 추가적인 하락압력으로 작용할 수 있다.

〈그림 III-8〉 외국인순매수와 KOSPI 추이



자료 : 증권선물거래소, 한국은행

〈그림 III-9〉 주가지수 변동성 추이

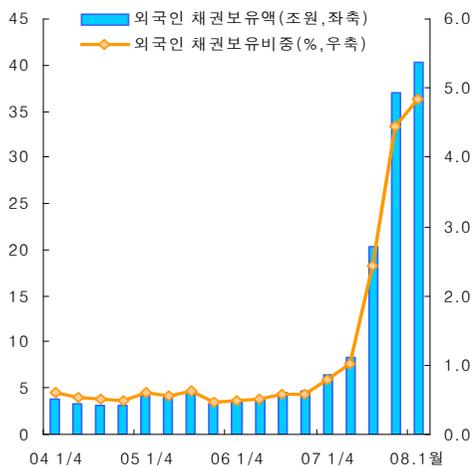


주 : 변동성 = $100 \times (\text{최고치} - \text{최저치}) / \text{평균}$

한편 증시에서 이탈한 외국 자금이 국채시장을 중심으로 국내 채권시장에 대거 유입되어 환율 등에 대한 영향이 완화되었던 것으로 판단되는데, 이 자금이 급격히 유출될 경우 외화 유동성 부족과 환율급등 등 시장불안이 나타날 수도 있다. 외국인 투자자들의 국내 상장채권 보유액은 최근 급증하여 2007년 2월 20일 현재 42조원 정도이며, 작년 한 해에만 30조원 이상 순유입된 것으로 미루어볼 때 이 자금은 국내외 상황 변화에 매우 민감하게 움직일 가능성이 있다.

또한 장단기금리가 상승세를 보이며 스프레드가 축소된 국내 채권시장에서 외국 자금 이탈 등에 의하여 단기자금시장의 경색과 금리 급등이 발생할 경우 이는 장기자금 공급을 축소시켜 실물경제에 악영향을 미칠 우려가 있다.

〈그림 III-10〉 외국인 국내채권보유액 추이



자료 : 금융감독원

〈그림 III-11〉 국내장단기금리 추이



자료 : 한국은행

4. 결 론

작년부터 수차례에 걸쳐 국제금융시장의 동요를 야기한 미국 서브프라임 모기지 부실 문제는 당국의 적극적인 대응에도 불구하고 주택경기의 침체 등에 따라 금년 중 근본적인 해결이 어려울 것으로 보인다. 따라서 국제금융시장에 불안요소가 지속되어 향후에도 간헐적인 동요가 발생할 가능성이 있으며, 이러한 국제금융시장의 동요는 최근 미국 증시와 동조화를 보이는 국내 증시 등을 통해 우리 경제에 악영향을 미칠 수 있다.

이러한 상황에서 정책당국은 세계 금융시장에 대한 정보 수집과 분석을 강화하고

이를 시장에 전달함으로써 국내 증시나 채권시장에 자기실현적 위축이 발생하지 않도록 주의해야 하며, 장기적으로 각 시장에 안정적 수요기반을 확충할 필요가 있다. 또한 통화당국은 환율의 급격한 변동이 국내 금융시장에 대한 외국인 투자자들의 불안감을 증폭시키지 않도록 정책금리 운용에 신중한 가운데에서도 단기자금시장에서 신용 경색과 금리 급등이 발생하지 않도록 보다 신축적으로 자금공급이 이루어질 수 있도록 노력할 필요가 있다. 즉 결정된 정책금리 수준하에서 유동성이 부족한 부문에 충분한 자금이 공급되도록 단기금융시장을 모니터링하고 효율적으로 운용되도록 유도해야 할 것으로 판단된다.