제421호 (2008-47) 2008. 11. 19

e-KIET 산업경제정보

세계 금융위기의 실체와 영향

[요 약]

ㅇ 미국 5대 투자은행 중의 하나인 리먼브러더스의 파산보호 신청(2008. 9. 14) 이후 극도의 혼란에 빠졌던 세계 금융시장은 다소 안정을 찾아가고 있으나 여전히 불안한 상황

ㅇ 미국 주택시장의 거품 붕괴에서 시작된 금융위기는 국제금융기관들의 경쟁적 디레버리지와 국제금융 승수효과를 통하여 전 세계적으로 파급

- 2007년 하반기부터 일부 금융기관들의 부실이 표면화되면서 이들 기관의 자산가격 하락과 추가 부실 우려에 따른 도미노적인 금융시장 경색 현상 발생

ㅇ 현재의 금융위기에 따른 경기침체는 금융변수가 실물경기를 증폭시키는 가속도 효과(financial accelerator)가 크게 작용하여 1930년대의 대공황 이후 가장 험난할 것이라는 견해가 다수

- IMF는 최근 이례적으로 10월에 발표한 정기 세계경제성장률 전망을 일률적으로 하향 조정하여 세계적인 경기침체의 시작을 공식적으로 인정
- 세계 금융위기의 진앙지인 미국경제에 관한 전망에서도 적어도 1년 이상의 오랜 경기침체가 불가피하다는 비관적인 견해가 다수

ㅇ 전 세계적으로 자산가치 하락과 부채 디플레이션이 진행되고 있는 상황에서 금리 인하 등을 통한 경기 회복의 효과는 상당히 제한적일 가능성

- 각국은 대규모의 재정정책 패키지를 속속 발표·집행하고 있어 정책의 효과와 경기회복에 미치는 영향을 예의주시할 필요

ㅇ 우리 경제도 국내 금융기관의 재무구조에 대한 면밀한 모니터링을 통하여 금융위기의 전이를 조기에 차단하고 실물경제의 급격한 냉각을 완화하기 위한 적극적 경기대응 정책의 시행이 필요

KIET 산업연구원

▫ 세계 금융시장, 최악의 상황은 벗어났으나 여전히 불안

ㅇ 미국 5대 투자은행 중의 하나인 리먼브러더스의 파산보호 신청(9.14) 이후 극도의 혼란에 빠졌던 세계 금융시장은 다소 안정을 찾아가고 있으나 여전히 불안한 상황

- 미국의 금융위기는 10월 들어 유럽 금융시장으로 파급된 데 이어, 최근에는 개도권으로까지 확대되어 전 세계가 금융혼란의 영향권 아래 진입

ㅇ 전 세계적인 금융위기는 경제주체들의 리스크 최소화를 위한 안전자산 및 안전통화 선호와 신용 축소로 이어져 금리와 환율의 움직임이 정상적인 궤도를 크게 이탈하는 불안한 모습 지속

- 금융시장이 극도의 혼란에 빠짐에 따라 각국의 주가지수는 역대 유례 없는 단기간의 최대 하락폭을 시현

ㅇ 금융시장의 신용경색 정도를 나타내는 테드 스프레드[1](TED Spread, 3월물 기준)는 10월 한때 4% 중반까지 확대되었으나, 주요국들의 구제금융 계획 발표에 힘입어 11월 초 현재 2%에 근접하는 수준까지 축소

- 금융시장이 안정을 되찾기 위해서는 스프레드가 1% 수준 이하로 떨어져야 할 필요

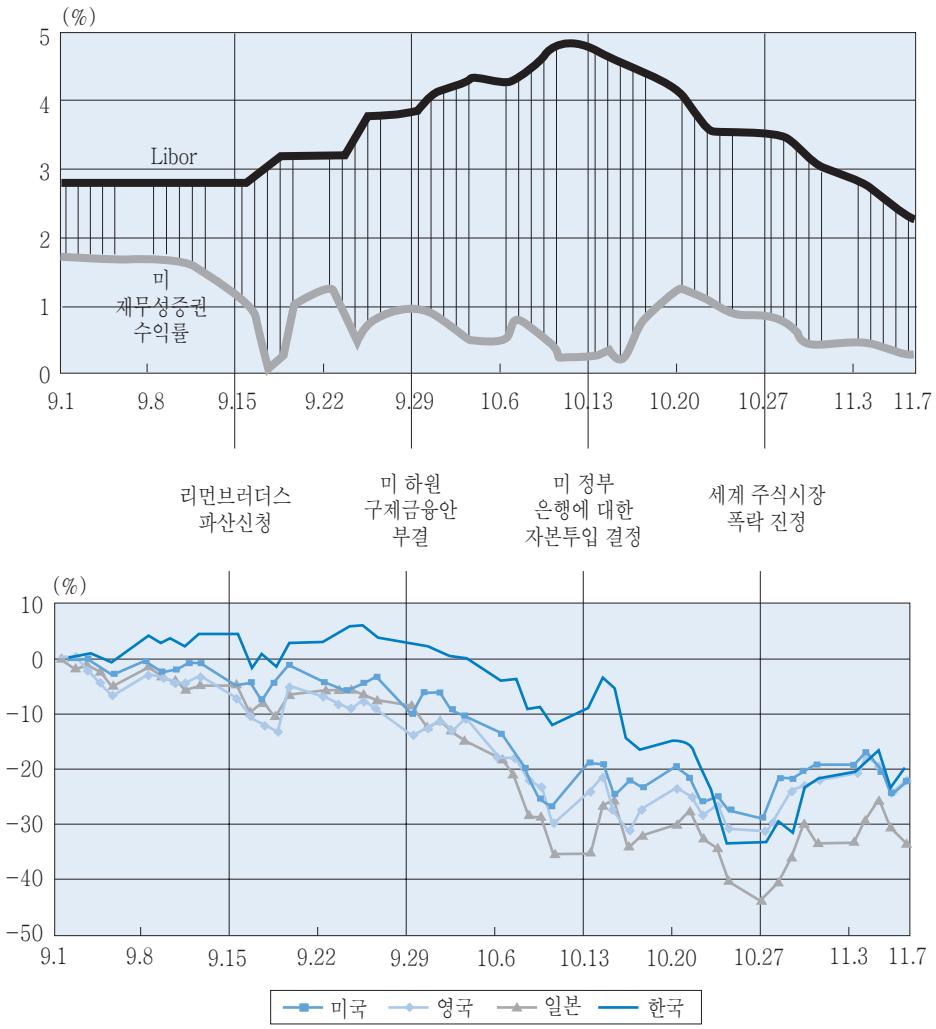
ㅇ 세계 주식시장은 금융시장의 혼란에 더하여 실물경제의 침체에 대한 우려로 인하여 9월 초 대비 30~40%까지 폭락하는 장세 연출

- 금융위기의 확산으로 안전한 통화로 인식되는 달러화와 엔화에 대한 수요가 급증함에 따라 자국통화 가치가 급락한 개도권 국가의 주식시장은 더욱 불안한 하락세 지속(일본의 경우는 엔화의 초강세에 따른 수출부진 우려가 주가 하락을 부채질)

---

1) 테드 스프레드 : 미 재무성증권 수익률과 런던 은행 간 금리(Libor)의 격차를 나타내는 지표로 격차가 클수록 금융시장의 신용 경색이 심각함을 의미(금융시장이 정상적인 기간이었던 2002 2006년 동안에는 0.25% 수준 유지)

〈그림 1〉 테드 스프레드(위)와 주요국 주가지수 하락률[1](아래) 추이



자료 : Yahoo Finance, Federal Reserve Board, Wall Street Journal 외(11월 7일 현재).
주 : 1) 9월 1일 대비 하락률(미국 Dow, 영국 FTSE 100, 일본 Nikkei 225, 한국 코스피).

– 주요국의 주가는 다소 회복되고 있으나 실물경기의 침체가 본격적으로 가시화됨에 따라 일시적인 반등에 그칠 가능성

○ 금융시장의 불안은 실물경제의 침체와 연계되어 악순환 고리를 형성하고 있어 상당기간 안심할 수 없는 상황

– 국내 : 국내금융 경색 → 유동성 공급 축소 → 투자 및 소비 위축 → 기업 매출 부진 및 수익성 악화 → 기업 리스크 상승 → 국내 금융경색 심화

- 국제 : 국제 금융경색 → 자본이동 축소 및 환율 변동성 확대 → 국제무역 위축 → 세계 경제성장 둔화 → 국제유동성 부족 → 국제 금융경색 심화

▫ 현 금융위기의 실체는 미 주택시장 거품 붕괴+디레버리지+국제금융 승수

ㅇ 국제 금융위기의 진앙지는 2000년 이후 저금리와 세계적인 유동성 과잉에 뒷받침된 미국 주택시장의 거품 형성과 붕괴라는 것이 일반적 견해

- 미국의 주택수요 증대와 주택가격 상승에 따라 주택시장에서 거대한 거품 형성
- 미 은행과 금융기관들은 주택시장 활황에 기반을 둔 고위험 담보대출을 기초자산으로 고수익을 보장하는 파생상품을 개발하여 전 세계에 판매
- 그 결과, 개도국경제에 버금가는 리스크를 가진 미국 내 서브프라임 모기지(비우량 담보대출) 시장에 1조 달러가 넘는 세계 유동성이 유입[2)]
- 주택시장의 성장세를 바탕으로 주요 금융기관들은 공격적인 레버리지 투자전략을 통해 자산가치 확대에 몰두(주택담보대출 파생상품에 깊이 관련된 미국 투자은행들의 레버리지 비율은 20~25 수준으로 확대)

ㅇ 2007년 들어 금리인상 기조와 주택가격 하락세 전환에 따른 대출금 지급불능 및 연체 증가 등 주택담보의 부실화로 인하여 파생상품과 연계된 전 세계 금융기관의 손실 급증

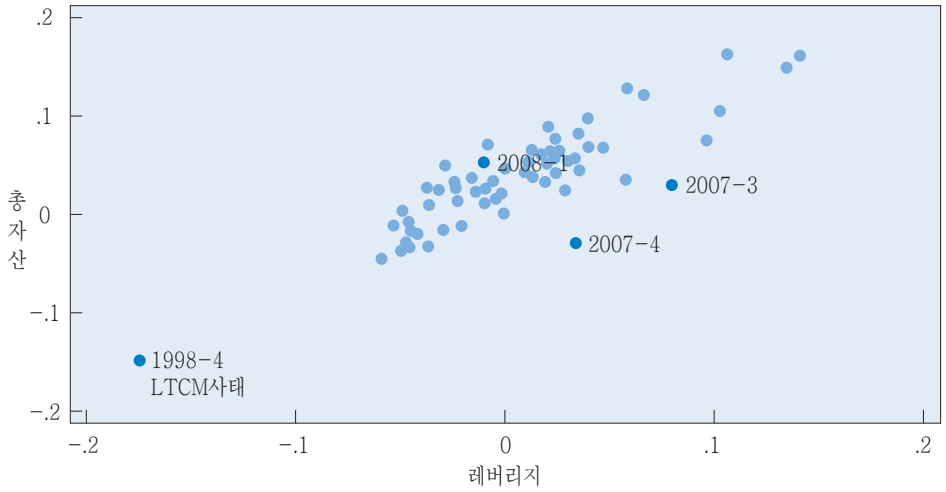
- 2007년 하반기부터 일부 금융기관들의 부실이 표면화되면서 이들 기관의 자산가격 하락과 추가 부실 우려에 따른 도미노적인 금융시장 경색 현상 발생(레버리지가 높은 투자은행들을 중심으로 디레버리지[3)]를 통한

---

2) Carmen Reinhart and Kenneth Rogoff,“ Is the 2007 U.S. Sub - Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison, ” Mimeo, 2008. 2 참조(미국 금융위기는 과거 선진국 금융위기와 마찬가지로 리스크가 높은 시장에서 과잉유동성으로 형성된 자산 거품이 붕괴되는 과정이라고 주장).

3) 디레버리지(deleverage): 금융기관이 레버리지(자산/자기자본) 비율을 줄이기 위하여 소유자산을 매각하여 대차대조표상의 자산 및 부채를 축소하는 과정을 의미.

〈그림 2〉 미 투자은행의 레버리지 및 총자산 변화
(1992. 3분기~2008. 1분기)



자료 : Hyun Song Shin, "Crisis on Wall Street," Powerpoint Presentation, 2008. 9.
주 : 로그변환값의 전분기 대비 변화(자산가치로 가중평균), 레버리지=자산/자기자본.

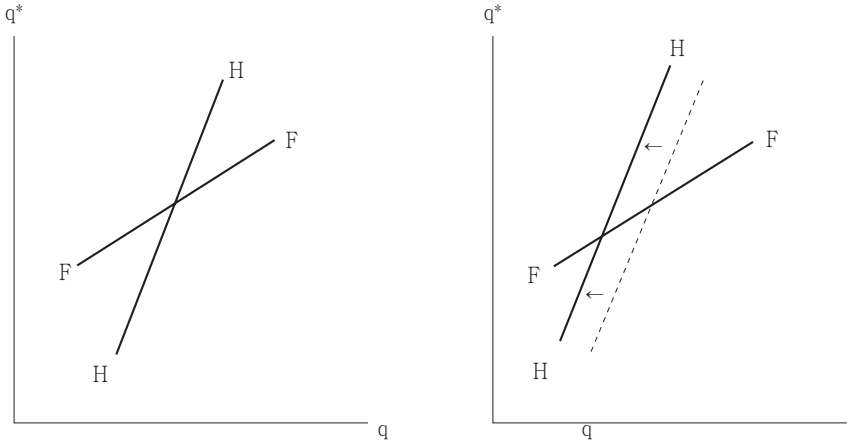
부채 및 자산 축소 가속화)

- 자산가격 하락은 디레버리지 효과를 통해 자산가치 감소를 증폭시키고, 자산시장에서 경쟁적인 자산매각을 초래하여 자산가격 하락을 가속화하는 악순환 발생

○ 미국의 금융위기가 전 세계적으로 확산되는 메커니즘은 국제 금융승수(international finance multiplier)의 작용으로 설명

- 세계 금융시장은 자기자본을 지렛대(레버리지)로 이용하여 고수익을 올리는 레버리지 투자기관의 시장지배력 강화
- 레버리지 투자기관의 위험자산 수요는 레버리지에 기인한 대차대조표 효과로 인하여 위험자산의 가격과 정의 관계(즉, 위험자산 가격이 올라가면 대차대조표상으로 자산가치가 증가하므로 위험자산 수요도 증가)
- 이 같은 논리를 국제거래로 확대하면 국내 및 해외 위험자산 수요는 둘 다 국내 및 해외 위험자산 가격과 정의 관계(레버리지 투자기관의 대차대조표 효과가 파급경로로 작용)

〈그림 3〉 국제 금융승수 효과의 예시



주 : H : 국내 위험자산에 대한 수요, F : 해외 위험자산에 대한 수요,
q : 국내 위험자산 가격, q* : 해외 위험자산 가격

○ 〈그림 3〉은 상기 논의에 의거 국내 위험자산 및 해외 위험자산의 수요와 가격의 관계를 도식화

- 왼쪽 그림에서 국내 위험자산과 해외 위험자산은 상호 간의 수요 증가(또는 수요 감소)를 강화시키는 보완재적 관계
- 오른쪽 그림에서 국내 위험자산 수요 감소 → 국내 위험자산 가격 하락 → 해외 위험자산 수요 감소 → 해외 위험자산 가격 하락 → 국내 위험자산 수요 감소로 이어지는 승수효과를 통해 금융위기가 전염[4)]
- 금융의 글로벌화로 인하여 주요 금융기관 간에 자산의 상호 보유량이 빠른 속도로 증가되어 국제 금융승수 효과는 과거에 비하여 크게 강화(세계 금융기관 간의 네트워크 확대에 기인한 금융시장의 외부성 증대)
- 거래가 즉각적으로 이루어지는 금융의 승수효과에 비하여 소비, 투자 및 무역의 승수효과는 느리게 파급되기 때문에 금융시장의 경색에 대응한 실물경제의 조정 지연(예 : 주택시장이나 노동시장의 조정 지연)

4) 보다 자세한 논의는 Paul Krugman, “The International Finance Multiplier,” Mimeo, 2008. 10 참조.

〈그림 4〉 미국 AIG 보험회사의 금융 네트워크 구조

자료 : Hyun Song Shin, "Crisis on Wall Street," Powerpoint Presentation, 2008. 9.

□ 금융위기로 인한 세계 경기침체는 깊고 오래 지속될 가능성 높아

○ 현재의 금융위기에 따른 경기침체는 1930년대의 대공황 이후 가장 심각할 것이라는 견해가 다수

– 심각한 금융경색으로 인하여 금융변수가 실물경기를 증폭시키는 가속도 효과(financial accelerator)[5]가 크게 작용할 것이라는 인식 확산

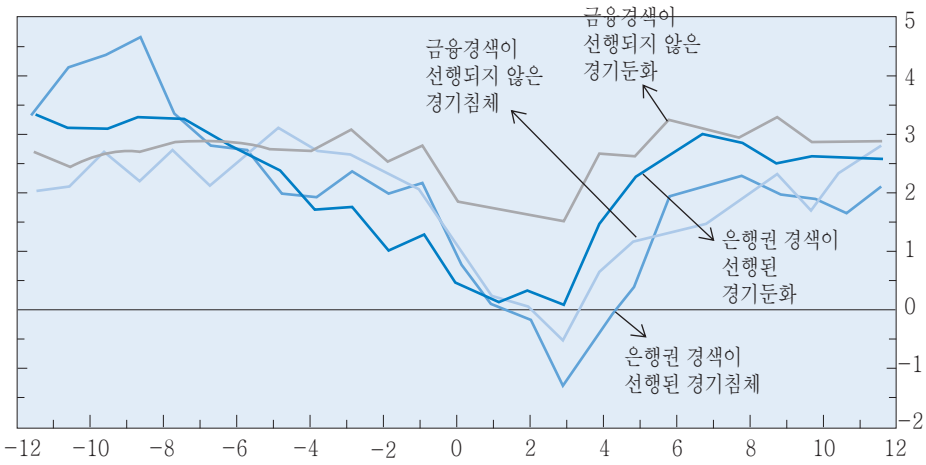
– 금융위기에 따른 전 세계적인 경기둔화가 금융과 무역의 국제승수 효과를 통하여 연쇄적인 악순환을 초래할 가능성

○ IMF의 분석에 따르면 역사적으로 금융경색에 뒤따르는 경기둔화나 경기침체는 깊고 오래 지속되는 것이 일반적인 현상(〈그림 5〉 참조)

– 특히, 금융경색이 현재의 금융위기와 같이 은행권의 금융 부실이 관련된 경우에는 이어지는 실물경기의 침체가 더욱 심각한 것으로 분석

5) financial accelerator의 작동 과정 : 금융시장 경색 → 외부차입 프리미엄 급등 → 기업과 가계의 순자산 가치 및 현금흐름 감소 → 생산, 매출, 소비, 투자 등 실물경제 위축(보다 자세한 논의는 Ben S. Bernanke and Mark Gertler, "Inside the Black Box : The Credit Channel of Monetary Policy Transmission," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9 No. 4, 1995 참조).

〈그림 5〉 금융경색과 경기하강 사례분석 결과

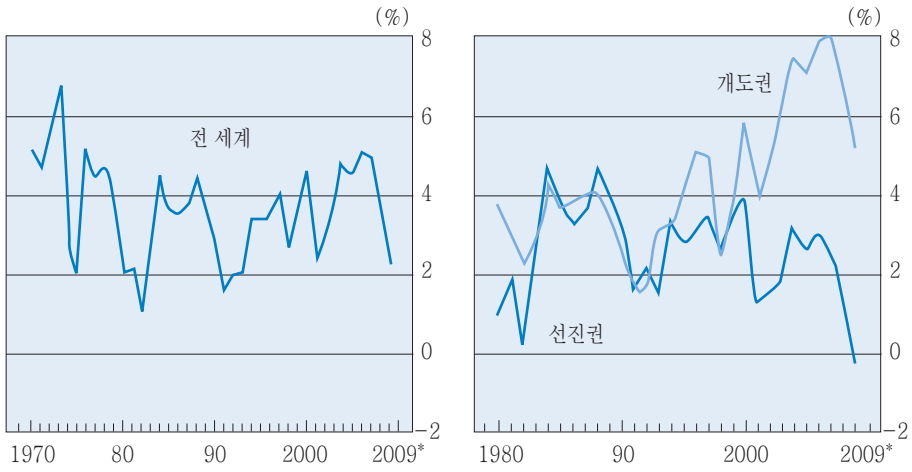


자료 : IMF, *World Economic Outlook*, 2008. 10.
주 : 1) 분석대상 사례의 중앙값(median)을 기준으로 도식화(17개국의 113개 사례).
2) 횡축은 경기하강을 전후한 분기 표시, 종축은 전년동기 대비 실질GDP 증가율(%).

○ 최근 IMF는 이례적으로 10월에 발표한 정기 세계경제전망을 긴급 수정하여 전망 수치를 일률적으로 하향 조정(〈그림 6〉 참조)

– 수정 전망에서는 2009년 경제성장률을 세계 전체 3.0%에서 2.2%로, 선진권 0.5%에서 −0.3%, 개도권 6.1%에서 5.1%로 각각 하향 조정

〈그림 6〉 세계경제 성장률 추이 및 2009년 전망(IMF)



자료 : "The Global Slumpometer," *The Economist*, 2008. 11. 6.
주 : * 2009년은 전망치.

– 2009년 중 선진국이 마이너스 성장을 하게 되면 2차 대전 이후 최초의 사례가 되며, 세계경제는 석유파동으로 인한 경기침체기인 1975~82년에 이어 최악의 경기부진을 겪을 전망

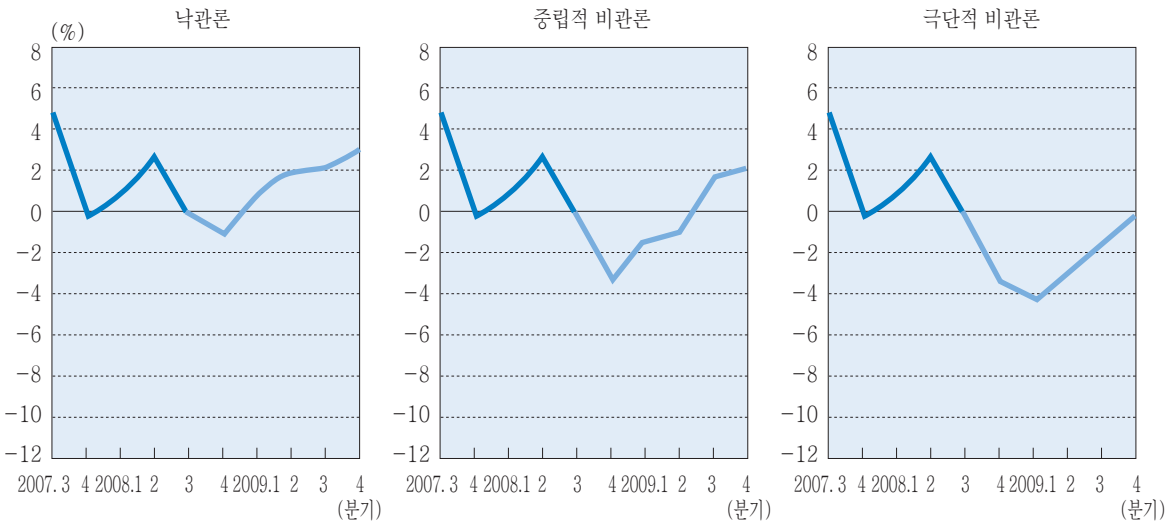
○ 세계 금융위기의 진앙지인 미국경제에 관한 전망에서도 적어도 1년 이상의 오랜 경기침체가 불가피하다는 비관적인 견해가 다수

– 낙관론 : 미국경제가 실물부문의 건실한 기초여건에 힘입어 연착륙(soft landing)한 후 빠르게 회복될 것으로 전망(시카고대학의 Casey Mulligan은 미국의 높은 자본의 한계생산성을 근거로 실물경제가 빠른 회복세를 보일 것으로 예측)

– 중립적 비관론 : 미 금융기관의 막대한 자산 손실과 가계부문의 재무적 취약성으로 인하여 기업부문의 건전성에도 불구하고 소비 위축에 주도된 경기침체가 1년 이상 지속될 것으로 예상

– 극단적 비관론 : 미국경제가 심각한 경착륙(hard landing)을 한 후에 과거와는 달리 장기간의 경기침체 과정을 거쳐 서서히 회복될 것으로 전망(뉴욕대학의 Nouriel Roubini는 미국경제가 18~24개월 정도의 경기침

〈그림 7〉 2009년 미국경제의 성장률 시나리오



자료 : Justin Fox, “The Shape of the Recession,” *Time*(curiouscapitalist.blogs.time.com), 2008. 11. 3.

체를 겪은 후 완만한 회복국면을 보일 것으로 예측)

□ 각국 정부의 협조적 정책대응의 성공 여부가 위기 해결의 열쇠

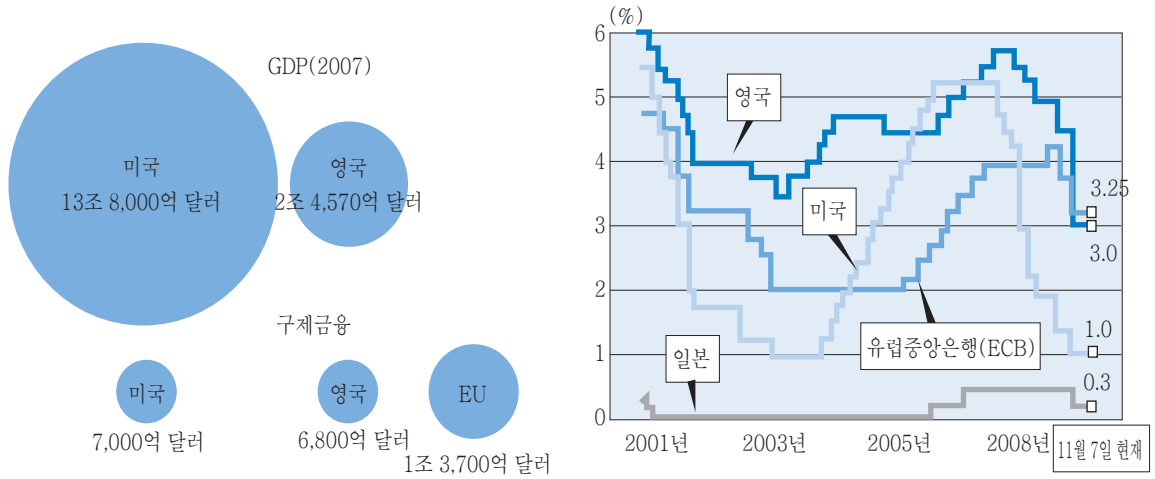
○ 전 세계적인 금융위기와 경기침체에 대응하여 각국은 전방위적인 금융 안정화 정책 및 경기부양 정책을 시행 또는 계획 중

– 금융위기가 승수효과를 통하여 국제적으로 확산됨에 따라 세계 각국은 공조체제를 구축하고 정부의 직접 개입에 의한 전후 최대의 구제금융 및 중앙은행의 정책금리 인하를 단행(〈그림 8〉 참조)

○ 자산가치 하락과 부채 디플레이션[6]이 진행되고 있는 상황에서 유동성 공급이나 금리 인하를 통한 경기 회복의 효과는 상당히 제한적일 가능성

– 금리가 제로 수준에 근접한 미국과 일본은 유동성 함정[7]에 빠져들어 추가 금리인하를 통한 소비나 투자의 진작은 어려울 가능성

〈그림 8〉 주요국의 구제금융 및 정책금리 인하



자료 : BBC News(news.bbc.co.uk), 2008. 11. 3 및 매일경제(news.mk.co.kr), 2008. 11. 10.

6) 부채 디플레이션(debt deflation) : 자산가치의 하락(또는 물가 하락)으로 부채상환 부담이 크게 늘어나면서 소비 및 투자의 부진으로 실물경제가 침체에 빠지는 과정.

7) 유동성 함정(liquidity trap) : 금리가 일정수준 이하로 떨어지면 경제주체들이 장래에 금리가 상승할 것으로 기대하여 현금 보유를 늘리거나 투자를 미루는 상황.

- 전 세계적으로 소비감축 과정에서 저축 증대가 오히려 사회전체의 총수요를 감소시키는 절약의 역설[8] 현상이 발생하여 경기회복이 지연될 우려

○ 금융위기 이후의 실물경제 침체는 정도의 차이는 있으나 물가가 하락하면서 동시에 경기가 급랭하는 디플레이션의 진행이 일반적인 현상이므로 민간수요를 견인할 케인즈(Keynes)식 정책처방이 필수적(미국의 1930년대 대공황이나 일본의 1990년대 장기불황의 예)

- 세계 각국은 민간부문의 수요 부족을 보완하기 위한 대규모의 재정정책 패키지를 속속 발표·집행하고 있어 정책의 효과와 경기회복에 미치는 영향을 예의주시할 필요

▫ 우리 경제도 금융위기의 선제적 차단과 적극적 경기 부양 필요

○ 금융위기의 세계적 확산은 외국자본의 이탈과 환율 불안을 초래하여 대외의존도가 높은 우리 경제에도 적지 않은 타격을 주고 있어 신속하고 효과적 대응이 시급

- 금융위기의 전이가 매우 빠르게 이루어지므로 관계부처와 감독기관은 국내 금융기관의 부실자산 및 채권에 관한 면밀한 모니터링 필요(한계 부실자산 및 부채의 조속한 정리 유도)
- 국내 유동성 공급과 금융의 건전성 유지는 상호 상충되는 관계에 있으므로 우선순위와 기업신용도에 따라 차별화하는 전략이 필요(효율성과 형평성의 조화)
- 중장기적으로 금융기관의 자산 및 부채관리에 관한 질적 규제의 강화 필요(과다 차입을 방지하는 레버리지 규제, 자산/부채의 만기구조 및 통화구조 불일치로 초래되는 리스크관리 규제)

8) 절약의 역설(paradox of thrift) : 미래 경제전망이 불안한 경우 개인의 입장에서는 소비 절약을 통해 저축을 늘리는 것이 합리적이지만 사회 전체적으로는 수요가 줄어 소득 감소를 초래하는 역설적인 상황.

ㅇ 국내외적으로 지난 3분기부터 실물경기의 급격한 하락이 진행됨에 따라 금융·재정정책의 기조를 보다 경기대응적(counter - cyclical)으로 운용할 필요

- 저소득층의 소득 보전과 기업투자 위축 방지를 최우선으로 하고 금융 및 조세지원 강화
- 수송, 에너지, 통신 등 생산적 인프라 확충을 위한 재정지출의 우선순위 설정 및 조기 집행
- 경기침체의 장기화에 수반되는 성장잠재력의 훼손을 방지하기 위하여 R&D, 인적자본 투자 및 기업 구조조정에 대한 지원 강화

윤 우 진
(선임연구위원· 산업경쟁력실)
younwooj@kiet.re.kr
(02-3299-3101)

본 자료는 산업연구원 홈페이지 www.kiet.re.kr을 통하여 항상 보실 수 있습니다.
이미 발간된 산업경제정보 및 더욱 상세한 관련 보고서도 보실 수 있습니다.

KIET 산업연구원 Korea Institute for Industrial Economics & Trade
발행인 오상봉 / 편집인 유진근 / 편집·교정 조계환
130-742 서울특별시동대문구회기로 66
Tel : 3299-3114 / Fax : 963-8540 / www.kiet.re.kr