

미국 금융위기의 원인: 유동성 추구하고 금융취약성 강화

조 복 현*

논문초록

미국 금융위기는 주택저당 대출의 붐과 자산시장의 거품, 붕괴라는 전형적인 금융위기의 형태를 보여주기도 하지만, 보다 중요하게는 자산유동화증권 발행과 이의 펀드편입과 같은 자본시장 발전을 통한 금융거래의 과잉팽창이라는 특수한 형태를 띠고 있기도 하다. 따라서 미국 금융위기의 원인에 대한 분석은 기존의 설명과 같이 금융자유화 이후 심화된 금융기관의 도덕적 해이나 면허가치 저하로 인한 위험행동 감행의 결과로 분석하는 것으로는 불충분하다.

우리는 이 논문에서 미국의 현 금융위기는 금융기관의 도덕적 해이의 결과가 아니라, 금융활동의 유동성과 수익성 추구라는 금융본성의 행동전략이 강화된 결과이며, 이 본성을 강화시킨 여러 제도적 정치적 요소들의 결합으로부터 발생했다고 주장한다.

80년대 이후 전개된 금융자유화와 최근 더욱 발전한 금융혁신은 이러한 금융의 본성 추구를 가능하게 만든 주요한 하나의 제도적 조건을 형성했다. 그리고 1990년대 후반 이후 강화된 금융지배 질서 속에서의 금융친화적 통화정책은 금융의 본성을 충분히 발휘하도록 하는 정치적 조건을 형성했다. 따라서 미국 금융위기는 한편으로는 금융자유화와 금융혁신, 그리고 다른 한편으로는 금융친화적 통화정책에 의해 강화된 금융 본성의 행동전략 결과라고 할 수 있다.

핵심 주제어: 금융위기, 서브프라임모기지, 유동성추구, 금융자유화

경제학문헌목록 주제분류: G0

투고 일자: 2008. 11. 4. 심사 및 수정 일자: 2009. 1. 19. 게재 확정 일자: 2009. 2. 23.

* 한밭대학교 교수, e-mail: bhcho@hanbat.ac.kr

I. 머리말

지난 2006년 중반부터 전개되기 시작한 미국의 서브프라임 모기지 부실 증가는 서브프라임 모기지를 발행한 금융기관이나, 이것을 기초자산으로 하여 증권화한 MBS(mortgage backed securities) 및 CDO(collateralized debt obligation)에 투자한 금융기관들에게 커다란 충격과 손실을 가져다주었다. 일부 금융기관들은 파산하기도 하고, 또 다른 많은 금융기관들은 손실을 겪기도 했는데, 이에 따라 중앙은행은 직접 긴급 구제금융을 제공하거나 기준금리를 대폭 인하하여 금융시장 안정을 도모하지 않을 수 없게 되었다.

이와 같은 금융위기는 미국은 물론 전 세계의 금융시장에, 그리고 다시 실물경제에 커다란 충격을 미치고 있으며 이 충격은 상당기간 지속될 것으로 예측되고 있다. 미국에서 시작한 금융위기가 전세계적으로 확산되고 있는 것은 금융세계화의 진전으로 미국에서 발행된 MBS나 CDO가 전세계 금융회사들의 투자대상으로 되었고 그 결과 미국 서브프라임 모기지 부실 충격이 전 세계로 동시에 퍼져나갔기 때문이다. 또한 금융위기는 대부분의 경우 실물투자와 소비에도 부정적인 영향을 미쳐 경제전체의 경기침체를 수반하게 되는데, 이번의 금융위기는 특히 실물경제에 큰 타격을 입혀 전 세계적 경제위기를 겪게 하고 있다. 2007년 마지막 분기부터 미국경제가 크게 침체되고 있는 것을 비롯해, 전 세계 각국의 경제성장 속도가 하강을 겪고 있는 것은 바로 이러한 금융위기 진행의 결과이다.

서브프라임 모기지 부실로부터 전개된 현재 금융위기의 근본적인 원인은 무엇일까? 금융위기의 발생에 대한 기존의 논의 결과를 보면, 금융위기가 금융자유화 이후에 나타나는 금융기관의 도덕적 해이나, 금융기관의 면허가치 저하에 따르는 위험행동 강화의 결과로서 나타난다는 주장이 큰 설득력을 얻고 있다. 그러나 이 논문은 이들의 주장들과는 달리 이번 미국의 금융위기는 금융기관의 도덕적 해이나 위험 행동의 결과가 아니라, 금융활동에 내재하는 유동성과 수익성 추구라는 금융본성 강화 전략의 결과이며, 또 이러한 금융본성의 강화를 가능하게 했던 법적 제도적 요소들이 결합된 결과라는 주장을 전개하고자 한다.

금융활동은 금융거래에 존재하는 불확실성과 실물에 대한 의존성을 극복하기 위해 금융자산 또는 금융활동의 유동성을 추구하는 것을 내재적 본성으로 갖는다. 1980년대 이후 전개된 금융자유화와 그 이후 현재까지도 진행되고 있는 다양한 금

융혁신은 이러한 금융의 본성을 강화시킬 수 있게 한 중요한 법적 제도적 발전이었다. 특히 미국에서 그동안 전개된 자본시장 규제완화와 금융혁신은 대출채권을 증권화하여 자본시장 상품으로 편입시키는 기법의 발전을 통해 대출채권의 유동성도 크게 증대시켰다. 이러한 채권의 유동성 증대는 다시 대출의 무분별한 증대를 가능하게 했다.

그러나 현재의 미국 금융위기에는 금융자유화와 금융혁신만으로는 충분히 설명하기 어려운 측면이 있다. 왜냐하면, 금융자유화와 금융혁신이 유동화를 강화시켜 대출 붐과 주택시장의 거품을 초래하기에 필요한 조건을 형성하기는 하지만, 이 대출 증가와 주택시장 거품을 가능하게 하는 충분한 힘은 중앙은행의 통화정책에 의해서도 강하게 영향을 받지 않을 수 없기 때문이다. 따라서 중앙은행의 통화 완화정책은 대출 증가와 주택시장 붐을 촉진시키는 충분조건을 형성하게 만든 또 다른 주요한 요인이라고 할 수 있다.

이 논문은 미국의 금융위기가 이러한 두 가지 원인 즉, 금융자유화와 금융혁신에 따른 유동성 추구라는 금융 본성의 강화, 그리고 중앙은행의 통화 완화정책으로부터 발생했다는 주장을 전개하고자 한다. 이 논문의 구성은 이하 제2절에서는 현재 전개되고 있는 미국 금융위기의 내용을 정리하고, 제3절에서는 금융위기의 필요조건을 형성하는 금융의 본성과 그것에 영향을 미치는 금융규제와 감독의 변화를 살펴보면서 금융위기 발생의 한 원인이 금융의 유동화 추구 행위에 있음을 주장한다. 제4절에서는 이러한 유동화 추구행위와 동시에 전개되는 대출 증가가 중앙은행의 통화정책과 어떻게 관련되는 지, 그리고 이를 가능하게 하는 중앙은행의 통화 완화정책이 왜 이루어지게 되었는지를 검토하여 금융위기의 두 번째 원인인 정책결정의 정치적 측면을 주장할 것이다. 마지막 절에서는 이들의 논의와 주장을 요약한다.

II. 미국 금융위기의 전개

1. 서브프라임 모기지의 부실화

최근 미국의 금융위기 전개는 2006년 하반기 이래 가속화된 서브프라임 모기지의 부실 증대로부터 시작되었다. 서브프라임 모기지는 불량한 신용기록이나 낮은 신용등급, 그리고 높은 부채부담률을 가지고 있는 사람들에게 제공된 주택담보대출을

가리킨다(Cole, 2007). 이 서브프라임 모기지는 2001년 이후 발행액이 급속히 증가하기 시작했는데 2001년에는 1900억 달러로 전체 모기지 발행액의 8.6%에 불과하던 것이 2006년에는 6,000억 달러에 이르러 전체 모기지 발행액의 20.1%로 크게 증가했다.

더욱이 이 서브프라임 모기지는 다시 유통화를 거쳐 MBS나 CDO로 증권이 되고, 직접 또는 펀드 편입을 통해 투자자들에게 팔려나갔다. 아래 <표 1>에서 보듯이 서브프라임 모기지를 기초자산으로 하는 MBS는 2001년의 950억 달러에서 2006년에는 4,830억 달러로 서브프라임 모기지 발행액의 80.5%가 증권화되었다.

<표 1> 모기지 발행액과 모기지의 증권화

(단위 : 10억 달러, %)

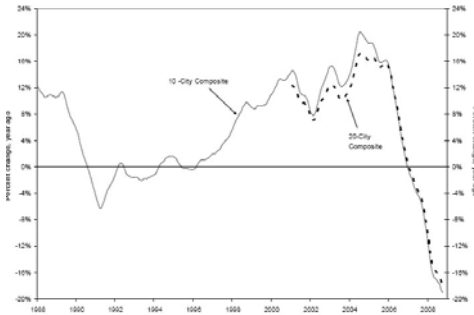
	총모기지발행	서브프라임 발행액	서브프라임 발행액 비중	서브프라임 MBS 발행액	서브프라임 모기지증권화율
2001	2,215	190	8.6	95	50.4
2002	2,885	231	8.0	121	52.7
2003	3,945	335	8.5	202	60.5
2004	2,920	540	18.5	401	74.3
2005	3,120	625	20.0	507	81.2
2006	2,980	600	20.1	483	80.5

자료: Inside Mortgage Finance, Mortgage Market Statistical Annual (Joint Economic Committee, October 2007에서 인용).

이와 같은 서브프라임 모기지 발행 증가는 모기지 시장을 취약하게 만들었다. 담보로 설정된 주택가격이 하락하거나 상환해야 하는 모기지 대출의 이자율이 상승하게 되면, 당연히 차입자의 상환부담이 커져 서브프라임 모기지의 연체(delinquency)는 증가하게 되고, 담보 주택의 압류처분(foreclosure)도 증가하지 않을 수 없게 된다.

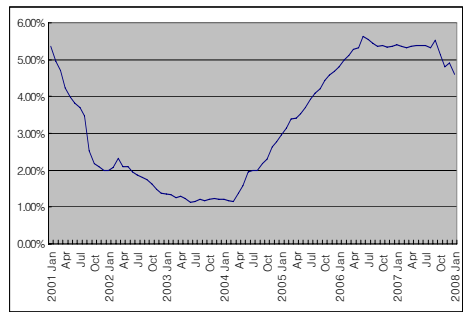
실제로 미국의 주택가격은 2006년 이후 급격하게 떨어졌다. 1996년 이후 2006년까지 매년 평균 14.6%의 급상승을 보이던 거주용 주택가격은 2006년 6월을 정점으로 급속하게 하락하기 시작했다. 아래 <그림 1>에서 보는 바와 같이 2008년 10월에는 10개 도시종합 주택가격지수가 연평균 19.1%, 20개 도시종합 주택가격지수가 18.0%까지 하락하는 급락현상을 보이고 있다.¹⁾

〈그림 1〉 미국 주택가격 지수 변화



자료: S&P Press Release, 2008. 12. 30.

〈그림 2〉 리보금리의 변화 (%)



자료: Fannie Mae

주택가격의 하락에 더해 모기지 대출 이자율도 2006년에 매우 높은 수준에 달했다. 대부분의 서브프라임 모기지는 변동금리 모기지(ARM: adjustable rate mortgage)로 발행되었는데, 변동금리 모기지 발행의 비율은 2001년의 73.8%에서 계속 증가해 2006년에는 91.3%에 이르렀다(Joint Economic Committee, 2007). 변동금리 모기지는 대개 처음 발행이후 2년간은 낮은 고정금리를 적용받으나 그 다음의 해부터는 해마다 재조정을 해야 하며(이를 2/28서브프라임이라 함), 이때 적용되는 금리는 6개월 리보금리(LIBO rate)에 일정정도의 마진을 더한 금리를 적용받게 된다. 그런데 이 서브프라임 모기지 이자율의 기준이 되는 리보금리는, 위 〈그림 2〉에서 보는 바와 같이, 2004년 3월의 1.16%를 저점으로 2006년 6월까지 지속적으로 상승해 그 율이 무려 4.48%포인트나 상승한 5.64%에 도달했으며, 2007년 말에도 4.90%를 유지하고 있다. 이와 같은 리보금리의 상승은 변동금리 모기지 차입자로 하여금 이자부담을 크게 가중시켰다.

서브프라임 모기지 발행이 크게 증가한 상황에서, 주택가격 하락과 이자부담 증가는 당연히 이자나 원금 상환의 연체와 담보주택의 압류처분을 크게 늘어나게 만들 것이다. 서브프라임 모기지의 90일 이상 연체비율을 보면, 2005년 2/4분기까지는 낮은 수준을 유지하다가 2006년 3/4분기 이후 급증하고 있다. 2006년 2/4분기에 11.7%이던 연체율은 같은 해 4/4분기에는 13.3%로 증가했다. 2007년에 들어서 연체율은 더욱 빠른 속도로 증가했는데 2007년 중에만 약 4.0% 포인트나 증

1) S&P Case-Shiller Home Price Indices 중 10개도시 종합주택가격지수(Composite CSCP 10R)은 전국 주요 10개 도시의 주택가격 변화를 나타내는 지수이며, 20개도시 종합주택가격지수(Composite CSCP 20R)은 전국 주요 20개 도시의 주택가격 변화를 나타내는 지수이다.

가해, 2007년 4/4분기에는 17.3%의 연체율을 나타냈다. 2008년에도 연체율은 계속해서 증가했는데, 3/4분기에 20.0%로 되었다. 이와 같은 연체율 수치는 1985년 이래 가장 높은 수치이다.²⁾ 더욱이 변동금리 모기지의 연체율은 이보다 훨씬 더 높아 2008년 1월에 이미 약 21%에 달하는 것으로 알려졌다.³⁾

연체율의 증가와 함께 담보로 설정되었던 담보주택의 압류도 최근 크게 증가했다. 서브프라임 모기지의 압류율(채고기준)은 2006년 2/4분기 3.3%를 저점으로 증가하기 시작해 2006년 말에는 4.5%로 증가하였다. 그러나 이율은 2007년에 급속하게 증가하여 2007년 4/4분기 말에는 무려 4.1% 포인트나 증가한 8.6%를 나타냈으며, 2008년 3/4분기 말에는 다시 12.5%를 기록했다. 이 수치 역시 모기지 은행연합회의 조사 이래 가장 높은 수준의 수치이다.⁴⁾

2. 금융위기의 전개

주택가격 하락과 이자율 상승에 따른 서브프라임 모기지 연체율의 급증은 모기지 대출 금융기관과 MBS 및 CDO에 투자했던 투자은행 등 금융기관들의 직접적인 손실은 물론, 주가하락, 이자율 상승, 신용경색 현상과 같은 간접적인 충격을 통해 금융시장 전체에 커다란 혼란을 야기시켰다.

우선 서브프라임 모기지 대출 관련 금융기관들이 2006년 말부터 파산하기 시작했는데, 미국에서 두 번째 큰 규모의 서브프라임 대출업체인 뉴센트리 파이낸셜(New Century Financial)이 2007년 4월에 파산을 신청했으며, 2008년 1월에는 미국에서 가장 큰 모기지 대출업체인 컨트리와이드(Countrywide)가 파산을 신청했다. 이렇게 파산을 신청한 업체는 2006년 12월 이후 최근까지 10여개에 이른다.⁵⁾

2) 이들 수치는 Mortgage Banker Association, "National Delinquency Survey First Quarter 2007" 및 분기별 Press Release에서 얻은 것이다.

3) Mortgage Bankers Association은 최근 Press Release를 통해서서 서브프라임 변동금리 연체율을 발표하고 있다. 이 수치는 연방준비은행 총재인 버냉키의 연설문에서 발표된 것이다 (Bernanke, 2008a).

4) Mortgage Bankers Association, "Delinquencies Increase in Latest MBA Delinquency Survey", Press Release December 5, 2008.

5) 2006년 12월 Ownit Mortgage의 파산을 시작으로 ResMae, People's Choice, New Century Financial, America Home Mortgage, Aegis Mortgage, Countrywide, Bear Stearns, Ameriquist, American Freedom mortgage 등이 파산했다. 이들의 파산에 대한 자

서브프라임 모기지대출을 기초자산으로 만든 MBS나 CDO에 투자하여 손실을 입은 금융기관들은 더 많다. 미국에서 투자은행업계 3, 4, 5위인 메릴린치, 리먼브라더스, 베어스턴스가 파산하거나 매각되었으며, 보험업계 1위의 AIG도 매각되는 사태를 겪게 되었다. 상업은행들도 파산되거나 매각되는 사태를 겪진 않았으나, 시티그룹은 407억 달러, 뱅크오브아메리카는 149억 달러의 손실을 입었다. 또한 영국의 노던록(Northern Rock)도 손실을 견디지 못하고 잉글랜드은행으로부터 260억 파운드의 긴급자금지원을 받았으나, 결국 국유화되고 말았다.⁶⁾

이와 같은 금융기관의 파산 또는 손실은 금융시장에 커다란 혼란을 가져다 주었다.⁷⁾ 주가는 급락했고, 신용시장은 경색을 보여 자금의 흐름이 순조롭게 이루어지지 못했다. 미국 다우존스 지수는 2007년 5월부터 큰 변동을 보이기 시작해 2007년 10월 11일 14,198까지 올라갔다가 2008년 10월 10일에는 7,882로 거의 절반 가까이 떨어졌다. 더욱이 이러한 주가하락은 주가 변동성의 심화와 함께 이루어졌는데, 아래 <그림 3>에서 보듯이 서브프라임 모기지 부실과 그로 인한 금융시장의 혼란은 주식시장의 변동성을 아주 크게 만들었다.

<그림 3> 미국 주식시장의 주가변화 추이 : 2007. 10. 1- 2009. 1. 1



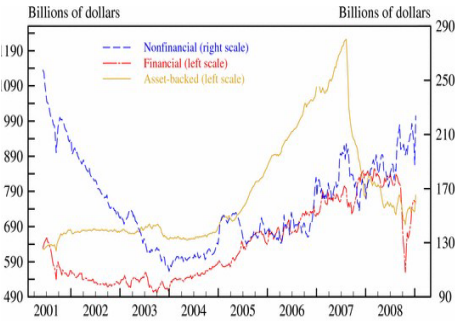
자료: MSN Money (2009. 1. 15)

료는 The Joint Economic Committee, "Subprime Mortgage Market Crisis Timeline"과 BBC News, "Timeline: Subprime Losses"를 참조하라.

- 6) 이들 금융기관의 손실액이나 파산에 대해서는 BBC News, Timeline: Subprime Losses를 참조하라.
- 7) 지난 2008년 4월 8일에 발표된 IMF의 Global Financial Stability Report에 의하면 미국의 주택대출과 증권화로 인한 손실은 5,650억 달러에 이를 것으로 추정했다. 또한 상업적 부동산 증권의 손실은 2,400억 달러, 법인과 소비자 대출이 1,400억 달러로 추정했다. 이들을 모두 합하면, 최근 금융시장에서의 손실 총액은 무려 9,450억 달러로 추정된다.

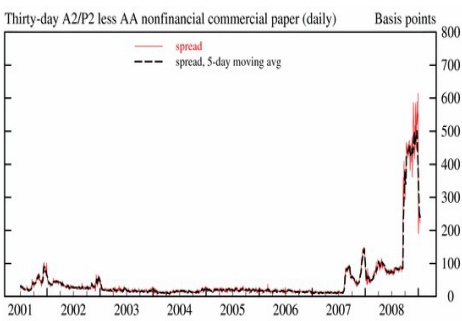
한편, 신용시장에서 신용도 위축되기 시작했는데 단기금융시장의 경우 기업어음 발행잔액이 2007년 중반부터 크게 감소하기 시작했다. 아래 <그림 4>에서 보듯이 비금융법인의 기업어음 잔액은 2007년 하반기 이후 크게 감소하기 시작했는데, 특히 기업어음담보부 증권(ABCP)의 잔액이 현저히 감소하고 있음을 알 수 있다. 기업어음담보부 증권의 경우 잔액이 2007년 7월의 1조 2,116억 달러를 정점으로 2008년 12월에는 7,244억 달러까지 떨어져 1년 반 사이에 40%나 감소했다. 금융 부문의 기업어음 잔액도 크게 감소해 2008년 한 해 동안에만 14%정도 감소했다. 신용위축은 특히 낮은 신용등급의 경우에 더욱 크게 나타났는데, 이는 <그림 5>에 나타는 바와 같이, AA와 A2/P2간의 수익률 스프레드가 2008년 3/4분기 이후 현격하게 커지고 있다.

<그림 4> 기업어음 잔액 추이



자료: FRB, Statistics: Release and Historical Data, January 14, 2009

<그림 5> CP 수익률 스프레드

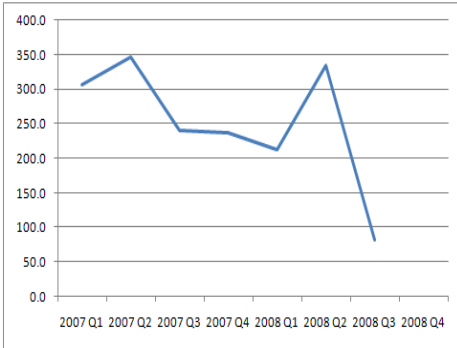


자료: <그림 4>와 동일

이러한 신용위축은 단기 금융시장에서만 나타난 것이 아니다. 아래 <그림 6>과 <그림 7>에서 보듯이, 장기 금융시장에서도 법인의 회사채 발행이 2008년 이후 급격히 감소하고 있으며, 재무성 증권과 법인 발행 채권 사이에 수익률 차이도 급격히 증가하고 있다. 특히 투기등급의 회사채 수익률과 10년 만기 재무성 증권의 수익률 차이는 2008년 말에 무려 2,039 베이스포인트를 기록했는데, 이는 2007년 6월 이후 746%나 증가한 수치이다.⁸⁾ 이러한 채권시장 혼란은 금융시장에서 법인의 자금이 원활하게 조달되기 어려워지고 있다는 것을 의미한다.

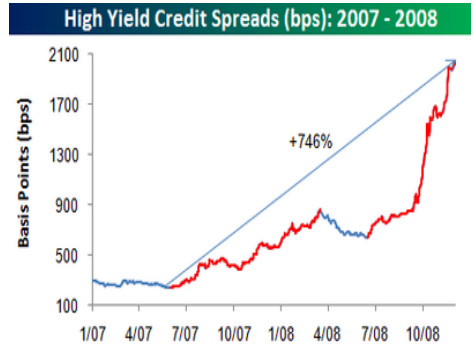
8) Seeking Alpha, “High Yield Credit Spreads out of Control,” 2008. 12. 04.

〈그림 6〉 법인채권 발행액 추이(십억\$)



자료 : SIFMA Statistical Tables.

〈그림 7〉 하이일드채권 스프레드 (bps)



자료 : Bespoke Investment Group

3. 중앙은행의 긴급자금 지원과 이자율 인하

금융시장의 혼란은 당연히 실물부문의 경기에도 크게 영향을 미쳤다. 아래 〈표 2〉에서 보듯이 2006년 2/4분기부터 낮아지기 시작하던 미국의 실질 GDP 성장률은 2007년 2/4, 3/4분기에 개선되는 듯 하다가, 2007년 4/4분기 이후 하강추세를 겪고 있다. 이러한 추세는 민간소비나 민간투자에서도 동일하게 나타나고 있는데 2007년 4/4분기 이후 크게 감소하는 추세를 보이고 있다. GDP 성장의 지체와 소비 및 투자부진은 서브프라임 모기지 사태에 따른 금융위기의 결과 자산가치 하락과 신용경색 때문이다. 이와 같은 GDP 성장의 지체는 오랜 기간 지속될 것으로 예측되고 있어서 미국의 경기침체가 매우 심각하게 전개될 것으로 전망되고 있다.⁹⁾

〈표 2〉 미국의 실질GDP, 소비, 투자 증가율 (%)

	2007				2008		
	I	II	III	IV	I	II	III
실질GDP	0.1	4.8	4.8	-0.2	0.9	2.8	-0.3
민간소비	3.9	2.0	2.0	1.0	0.9	1.2	-3.1
민간투자	-9.6	6.2	3.5	-11.9	-5.8	-11.5	-1.9

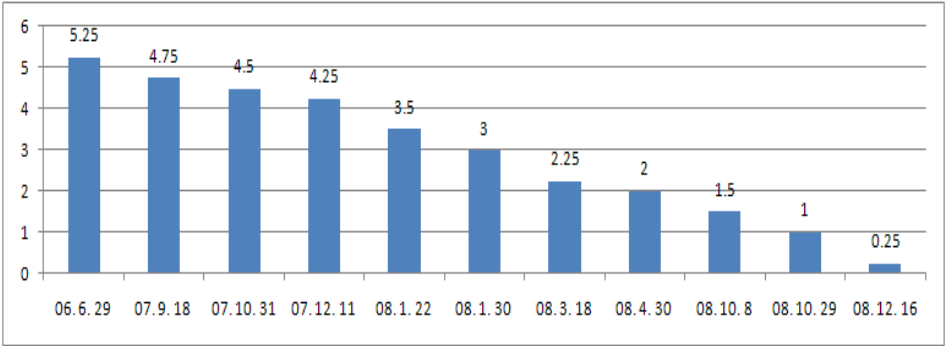
자료 : BEA, National Economic Accounts.

9) Roubini (2008) 는 미국의 경기침체가 2007년 12월부터 시작되었으며, 이 침체상태는 앞으로 4-6분기간 지속될 것으로 예측했으며, Bernanke (2008b) 도 2008년 전반기까지는 경기침체를 벗어나지 못할 것이라고 예측했다.

이와 같은 금융위기와 경기침체의 위험 속에서 중앙은행은 긴급자금 지원은 물론, 연방기금 금리를 인하하지 않을 수 없다. 미국 정부는 2007년 12월 신용위기에 대처하기 위해 상업은행에 200억 달러를 지원하였고, 또 2008년 3월 17일에는 베어스턴스의 인수를 위해 JP모건체이스에 290억 달러를 지원하였다. 이러한 정부지원은 2008년 후반기에 들어서면서 더욱 확대되었는데, 9월 16일 AIG보험사 지원을 위해 850억 달러, GSEs 지원을 위해 2,000억 달러, 은행권의 부실모기지 인수를 위해 7,000억 달러를 지원하는 등 1조 달러가 넘는 구제금융을 지원했다.¹⁰⁾

이러한 직접적 자금 지원에 더해 미국의 연방은행은 연방기금금리를 크게 낮추어 위기에 처한 금융기관을 도왔다. 연방기금금리는 2006년 6월의 5.25%에서 2008년 12월에는 0-0.25%로까지 내놔야졌다. 특히 2008년 1월 22일과 3월 18일, 그리고 2008년 12월 16일에는 기준금리를 한번에 0.75%-1.0%포인트나 인하해 1990년 이래 최대의 인하폭을 기록하기도 하였다.

〈그림 8〉 미국 연방기금 금리 변화 (2006. 6. 29-2008. 10. 29) (%)



자료: FRB of New York, Historical Changes of the Target Federal Fund and Discount Rates. 2009. 1.

Ⅲ. 금융위기의 원인 I: 금융자유화와 유동성 추구의 강화

1. 미국 금융위기의 일반성: 전형적인 대출 붐-붕괴의 금융위기

미국의 금융위기는 서브프라임 모기지 부실, 서브프라임 모기지를 증권화한

10) 이들 지원 금액은 BBC News, New York Times의 2008년 말까지의 기사들로부터 얻은 것이다.

MBS와 CDO, 그리고 이들 증권을 편입해서 만든 펀드의 부실, 위기의 급속한 전 세계로의 확산이라는 점에서 이전의 금융위기들과는 다른 특징을 보여주고 있다. 그러나 이 금융위기도 어떤 면에서는 전통적인 금융위기와 같은 행태를 보이면서 전개되었다. 즉, 대출 붐과 그에 뒤따르는 자산가격 폭등과 거품의 형성, 그리고 그에 뒤이은 거품의 붕괴와 금융취약성의 증대라는 전형적인 금융위기의 행태를 보이고 있는 것이다.

서브프라임 금융위기를 이전의 선진국 금융위기와 비교 분석하고 있는 Reinhart and Rogoff(2008)에 의하면, 보다 큰 금융위기를 겪었던 선진 주요 5개국¹¹⁾은 물론 크고 작은 다른 금융위기를 겪었던 여러 나라들¹²⁾의 경우와 같이, 미국의 서브프라임 금융위기도 주택가격, 주가, 경상수지에서 비슷한 변화패턴을 발견할 수 있다는 것이다. 주택가격은 모든 경우 금융위기 전에 높게 상승했다가 하락했는데 미국의 경우도 금융위기 몇 년 전부터 주택가격이 크게 상승하다가 갑자기 하락하기 시작했다. 그리고 주가도 같은 패턴을 보이고 있는데, 미국의 주가도 다른 나라들의 경우와 같이 금융위기 전 크게 상승했다. 경상수지 적자도 미국은 다른 나라들 처럼 금융위기 전 크게 악화를 보여 왔다. 다만, 미국의 경우는 주택가격 상승속도나 주가상승 속도가 다른 나라의 경우보다 훨씬 빠르게 진행되어 왔고, 경상수지 적자도 훨씬 더 큰 폭으로 증가했다.

이처럼 각국에서 금융위기 이전에 주택가격과 주가가 높이 상승했던 것은 금융기관 대출증가와 관련이 있다. Berger and Udell(2004)은 대출과 관련해 대부분의 경기순환에서 전형적으로 나타나는 사실은 경기팽창기에는 대출이 매우 크게 증가했다가 경기수축기에 대출이 크게 감소하면서 신용경색이 나타난다는 것이라고 지적하고 있다. 대부분의 경우 경기팽창기에 나타나는 대출증가는 기업대출보다는 가계신용을 증가시켜 산업활동을 활발하게 하는 것이 아니라 자산가격의 거품을 초래하며, 또 신용도가 낮은 차입자에 대한 대출을 크게 증가시켜 대출의 위험을 크게 만든다.¹³⁾

11) 선진 주요 5개국의 금융위기는 스페인(1977), 노르웨이(1987), 핀란드(1991), 스웨덴(1991), 일본(1992)의 금융위기를 가리킨다.

12) 선진국의 다른 금융위기는 오스트레일리아(1989), 캐나다(1983), 덴마크(1987), 프랑스(1994), 독일(1977), 그리스(1991), 아이슬랜드(1985), 이탈리아(1990), 뉴질랜드(1987), 영국(1995), 미국(1984) 등을 말한다.

13) 1990년대 초의 스칸디나비아 3국이나 1990년대 말의 동남아시아 국가들의 금융위기에서도 대

금융기관의 대출증가와 위험감행에 대해 기존의 이론적 설명은 대부분 금융자유화를 그 원인으로 지적하고 있다. 즉, 금융기관의 대출 붐과 위험감행이 거의 모든 나라에서 금융자유화 이후에 공통적으로 나타났다고 주장한다(Kaminsky and Reinhart, 1999; Mishkin, 1999; Demetriades, 1999; Demircug-Kunt and Detragiache, 2001; Radelet and Sachs, 1998). 그러나 왜 금융자유화가 이러한 대출 붐을 일으키는가에 대해서는 서로 다른 주장들을 전개하고 있다.

첫 번째 주장은 금융시장에 존재하는 비대칭적 정보 특성이 금융자유화 이후 금융기관으로 하여금 도덕적 해이를 갖게 만들었다는 것이다(Mckinnon, 1993; Mishkin, 1996, 1997, 1999). 이들은 대부분의 국가에서 적절한 규제와 감독이 금융자유화 이전에 마련되지 못했을 뿐만 아니라, 규제가 마련되어 있다 할지라도 감독 당국이 감독을 엄격하게 해야 할 유인이 적어 금융기관의 도덕적 해이를 적절히 통제하지 못했다고 주장한다. 금융기관의 도덕적 해이는 위험이 높은 대출을 증가시키고, 결국 대출채권의 부실화를 증가시켜 금융기관의 수지를 악화시킴으로써 금융위기를 초래하게 되는 것이다.

두 번째 주장은 금융자유화에 수반하는 이자율 자유화가 금융기관의 면허가치를 줄이고, 이것이 다시 금융기관으로 하여금 더 큰 위험을 감수하도록 만든다는 것이다(Caprio and Summers, 1993; Helman, Murdock and Stiglitz, 2000, 2002; Demircug-Kunt and Detragiache, 2001). 이 주장에 따르면, 금융자유화로 인한 이자율 자유화와 금융기관 사이의 경쟁심화가 금융기관들의 미래 기대수입의 현재가치를 낮추어, 금융기관의 면허가치를 낮게 만든다. 그렇게 되면 금융기관들은 위험을 억제해 자신을 안전하게 유지하기 보다는 보다 높은 위험을 감수해 이윤을 늘리려는 도박을 하게 된다. 이것이 위험이 높은 차입자에 대한 대출을 증가시켜 결국 금융기관의 취약성을 증가시키게 되는 것이다.¹⁴⁾

실제로 미국의 경우도 금융기관의 도덕적 해이의 결과이든 도박의 결과이든 2000

출증가가 대부분 자산시장의 가격상승을 초래했다. 이에 대한 자세한 내용은 조복현(2003)을 참조하라. 또 은행의 민간신용 급증이 은행위기를 발생시켰다는 분석은 배영목(2006)을 참조하라.

14) 그러나 우리는 이러한 설명들은 금융기관의 대출 붐, 특히 재산권 투자를 목적으로 하는 소비자 대출의 증가를 왜 그렇게 크게 만들었는지를 설명하기에는 충분하지 못하며, 보다 설득력을 갖는 설명은 금융활동에 내재하는 금융의 본성에서 찾아야 한다는 주장을 전개한 바 있다(조복현 2003).

년대 초부터 가계에 대한 신용이 크게 늘어났으며, 특히 신용도가 낮은 서브프라임 모기지의 증가가 매우 빠른 속도로 진행되었다. 2001년부터 2006년까지 미국 가계의 부채는 연평균 10.75% 증가했는데 이는 1990년대 10년의 연평균 6.88%보다 매우 큰 수치이다. 이 중에서도 주택저당대출인 모기지의 증가는 더욱 두드러졌는데, 2001년부터 2006년간 연평균 12.65%의 증가율을 보이고 있어, 1990년대의 10년간의 연평균 증가율 6.76%의 거의 두 배에 달하는 증가를 나타내고 있다.¹⁵⁾ 더욱이, 앞의 〈표 1〉에서 본 바와 같이, 서브프라임 모기지의 증가 속도는 이들 모두보다 훨씬 빠르게 증가했다. 서브프라임 모기지의 발행액은 2001년-2006년간 무려 연평균 35.95%의 율로 증가해 왔다.

가계 대출액의 증가, 특히 모기지 발행액의 증가는 당연히 주택가격의 상승을 초래했다. 미국 20개 도시의 종합주택가격지수를 보면, 2001년 이후 2005년까지 매년 15.9%씩 주택가격이 상승해 왔으며 2006년에도 8월 주택가격의 하락 시작 전까지 2.2%나 상승했다.

이와 같은 가계 대출의 증가와 그에 뒤따르는 주택가격의 상승은 금융위기를 겪었던 대부분의 나라에서 전형적으로 경험했던 것과 같이 다시 주택가격의 폭락과 금융시장의 혼란을 초래했다. 그 결과 서브프라임 모기지의 부실을 시작으로 전 금융시장이 커다란 혼란에 빠져들면서 금융위기가 전개된 것이라고 볼 수 있다.

2. 미국 금융위기의 특성: 금융자유화와 금융본성의 강화, 금융위기

그러나 미국의 금융위기가 이처럼 대출증가와 자산가격 붐, 그리고 거품의 붕괴, 이어지는 금융시장 혼란과 같은 전형적인 형태의 금융위기를 보이고 있다고는 할지라도, 이전의 금융위기들과는 다른 독특한 특성을 또한 가지고 있다. 미국 금융위기는 이전의 금융위기들과는 달리 금융시장이 가장 잘 발달되고 금융규제와 감독시스템도 가장 높은 수준에 도달한 미국에서 금융위기가 발생했다는 점, 그리고 금융위기의 핵심이 은행의 부실채권 누적에서 비롯된 것이 아니라 자본시장의 증권팽창과 이의 부실화에서 비롯되었다는 점에서 다른 특성을 가지고 있다.

이러한 특성은 이번 금융위기의 원인을 이전의 금융위기들처럼 전형적인 대출 붐

15) 이들 수치는 가계부채와 가계 모기지부채 증가율은 FRB, Consumer Credit Statistics에서, 서브프라임 모기지 증가율은 JEC (2007)에서 각각 계산한 것이다.

과 그에 따른 자산가격의 거품과 붕괴만으로는 설명할 수 없게 만든다. 더욱이 금융시장에 존재하는 정보비대칭성에 따른 도덕적 해이나 면허가치 저하에 따른 도박 행위의 결과로 대출 붐을 설명하는 것만으로는 이러한 특성을 설명하기 어렵게 한다. 오히려 자본시장에서의 금융기법 발전과 그에 따른 증권화가 자본시장의 팽창과 대출을 가속화시키고, 그것이 스스로 금융팽창과 금융취약성을 증대시켜 결국 금융위기를 초래했다고 할 수 있을 것이다.¹⁶⁾ 따라서 금융위기에 대한 기존의 전통적인 설명과는 다른 새로운 금융위기 발생메커니즘의 설명을 필요로 한다. 여기서 우리는 기존의 설명 대신, 금융활동의 유동성 추구하고 수익성 추구라는 금융본성의 강화를 금융위기의 원인으로 설명하고자 한다

1) 금융거래의 불확실성과 금융본성으로서의 유동성 추구

금융의 유동성 추구는 일반 재화의 거래에서와는 달리 금융거래에서 나타나는 금융의 본성이라고 할 수 있다. 금융거래는 일반 재화거래와는 다른 두 가지 특성을 갖는데 하나는 이미 잘 알려진 차입자와 대출자 사이의 정보비대칭성이다. 다른 하나는 잘 논의되고 있지는 않지만 정보비대칭성보다 더 중요한 불확실성이다. 이 불확실성 문제는 케인스에 의해 투자결정을 논의하는 과정에서 매우 중요하게 다루어졌다. 불확실성은 현재와 미래에 걸쳐 시간을 경과하면서 이루어지는 경제활동 모두에서 직면하게 되는 문제이다. 이러한 경제활동을 수행할 때 우리는 항상 미래에 대한 정보를 필요로 하는데, 케인스에 따르면 미래기대 문제는 불확실성 하에 놓여 있다. 케인스에게 있어서 불확실성은 “어떤 계산 가능한 확률을 약간이라도 형성할 수 있는 과학적 기초조차도 없는”, “우리가 전혀 모르는”(Keynes, 1937) 상태를 의미한다.

이러한 불확실성은 사실 일반 재화거래에서보다는 금융거래에서 매우 일반적으로 직면하는 문제라고 할 수 있다. 일반적으로 지적되듯이 금융거래는 일반재화의 거래와는 달리 본질적으로 이시기적(intertemporal) 거래이다(Baltensperger, 1989). 즉, 현재 채권·채무 관계가 형성되고 미래에 상환을 통해 이 관계가 소멸되면서 거래가 종료된다. 이 점에 대해 마르크스는 보다 분명하게 금융거래의 이러한 성격을 분석

16) 금융팽창의 취약성은 금융이 팽창하면 할수록 금융자산의 가치실현위험(상환위험)과 가치손상위험(시장위험)이 커지는데 이러한 위험의 증대를 금융 취약성 또는 금융자본 취약성이라 한다. 이에 대해서는 조복현(1997)을 참조하라.

하고 있다. 그는 화폐가 자본으로 대부될 때, 그것은 재화의 거래와는 달리 가치가 이전되는 것이 아니라, 단지 대부될 뿐이라고 주장하고 있다. “그 가치는 지불된 것도 아니고 판매되는 것도 아니며 다만 대부될 뿐이다. 즉, 그 가치는 일정기간 뒤에 출발점으로 복귀한다는 전제 하에서, 또 잉여가치를 생산하는 자신의 사용가치를 수행하고 실현된 자본으로서 복귀한다는 조건 하에서 양도되는 것이다”(Marx, 1990, p. 415). 금융거래는 이와 같이 이시기적 거래이며 동시에 이자와 함께 상환될 것을 전제로 해서 이루어지는 거래이다. 그렇지만 케인스가 말하듯이 미래의 상환가능성에 대해 “우리는 전혀 모른다”. 이와 같이 금융거래는 본질적으로 불확실성을 갖고 있는 것이다.

이러한 불확실성에 직면해 금융활동의 채권자가 취하는 대응책은 상환기간을 단축하거나 다른 제삼자에게 채권을 판매하는 것이다. 이러한 행동이 바로 유동성 추구 행동이다. 케인스도 이러한 사람들의 유동성 추구 행태를 여러 차례 언급했는데, 불확실성이 커질 때 사람들이 유동성에 대한 선호를 강화한다고 말하거나 (Keynes, 1937), 현대의 투자시장(주식시장을 의미)은 유동성에 주요 목표를 두고 조직되었다고 말한다(Keynes, 1936, p. 155). 전자의 경우는 화폐수요를 의미하고, 후자의 경우는 보다 분명하게 유가증권의 매매나 상환기간 단축을 의미한다. 유동성이란 얼마나 ‘빠르게’ 그리고 자신의 ‘가치손실 없이’ 화폐로 전환할 수 있는가를 나타내는 개념이기 때문에, 사실 위의 두 가지는 결국 같은 개념이 된다. 케인스가 말하는 이러한 의미에서의 유동성은 불확실한 금융거래에서 가장 중요하게 추구되어야 하는 금융의 본성이라고 할 수 있을 것이다.¹⁷⁾

2) 금융자유화와 유동성 추구의 강화, 그리고 금융위기

그러나 이와 같은 금융거래의 유동성 추구가 언제나 금융거래 당사자들의 의지대로 충족되었던 것은 아니다. 정부의 금융활동에 대한 규제나 금융기법의 낮은 발전 수준은 이들 본성의 추구를 억제한다. 1980년대 이전의 각종 금융활동에 대한 규제는 자유로운 경쟁과 새로운 금융상품의 개발을 억제했고, 증권의 이차시장의 발전을 억제했었다. 그러나 금융자유화 이후 이러한 제약은 크게 제거되었다. 그리고 또한 금융자유화 이후 정보통신기술의 발전과 함께 유동성과 자율성을 증대시키는

17) 이에 대한 보다 자세한 설명은 조복현(2003)을 참조하라.

새로운 금융상품의 개발은 물론, 금융기법의 개발이 활발하게 이루어질 수 있게 되었다.¹⁸⁾

금융자유화와 금융혁신이 가져다 준 유동성의 증대는 금융기관들로 하여금 보다 적극적이고 다양한 자산운용을 가능하게 했다. 위험이 큰 대출자에 대한 대출도 대출채권의 유동화 또는 증권화를 통해 위험을 분산 또는 전가할 수 있게 됨으로써 보다 적극적으로 대출을 늘려나갈 수 있게 되었다. 또한 기업어음, 양도성예금증서, MMF, 각종 펀드 등 다양한 단기 또는 수시 매매 가능한 금융상품의 개발도 금융활동의 유동성을 증대시켜 금융활동의 활발한 발달을 가능하게 했다.¹⁹⁾

이번 미국 금융위기는 이러한 금융활동의 유동성 추구라는 금융 본성의 강화가 초래한 결과라고 설명할 수 있다. 사실 서브프라임 모기지의 증가는 모기지 업체들의 도덕적 해이에도 그 원인이 있지만, 보다 근본적으로는 이 모기지를 유동화하는 기법의 발달에 따른 자금조달의 용이성과 유동화증권을 발행하는 월가 투자은행들의 모기지 과잉발행 유도에 더 큰 원인이 있었다. 앞의 <표 1>에서 본 바와 같이, 2006년에는 서브프라임모기지 발행액의 80%가 MBS로 증권화 되었는데, 이러한 증권화는 보다 다양한 투자자들로 하여금 모기지 발행 자금을 공급하게 하는 역할을 하게 하였다(Rosen, 2007). 더욱이 투자은행들은 모기지업체를 인수해 서브프라임 모기지를 직접 발행하기조차 했는데 이는 유동화증권 발행의 기초자산인 모기지에 직접 접근할 수 있고, 또 더 큰 모기지를 지배해 증권화시장의 점유를 확대하기 위해서였다(Mcgarity, 2006).²⁰⁾

미국의 모기지 발행시장은 1980년의 예금 및 대출이자율 자유화(Regulation Q의 점차적 해제)와 1982년의 변동금리모기지 허용, 그리고 1986년 소비자 신용 중 거주용 모기지 이자에 대해서만 세금공제 혜택을 주도록 한 조세법 개정과 함께 발달

18) 금융의 유동성과 자율성을 증대시킨 금융자유화와 금융혁신의 주요내용은 이자율 자유화, 자본시장 규제완화, 업무영역의 구분 해제, 부채의 증권화, 단기금융상품의 개발 등이다. 이들은 대부분의 국가에서 1970년대와 1980년대를 통해서 이루어졌다.

19) 금융자유화 이후 나타난 유동성 추구행위 증대에 대한 구체적 사실은 조복현(2004)을 참조하라.

20) 월가 투자은행들의 모기지업체 진출은 모건스탠리, 메릴린치, 베어스틴스, 리먼브라더스 등에 의해 광범위하게 이루어졌다(McGarity 2006). 리먼브라더스의 경우 캘리포니아의 서브프라임대출업체 2개(BNC Mortgage, Finance America)를 인수했으며, 뉴저지(SIB Mortgage)와 플로리다(CNL Financial Group)에도 한 개씩 모기지대출업체를 가지고 있었다(Levine, 2007).

하기 시작했다(Angell and Rowley, 2006; Green and Wachter, 2007; Kiff and Mills, 2008). 이러한 모기지 시장은 몇 차례의 불안을 겪으면서 발전해 왔는데, 최근까지 모기지 발행은 주로 프라임 모기지였으며, 이들 프라임 모기지도 주로 정부가 지원하는 주택금융업체(GSEs; Fannie Mae and Freddie Mac)들에 의해 구매되고 유동화 되었다(Kiff and Mills, 2008).

그러나 2000년대 들어와 자본시장에서 유동화 증권 발행과 이를 편입한 펀드 시장이 확대되면서 모기지 발행은 크게 증가하고 특히, 서브프라임 모기지 발행이 급속하게 증가했다. 또한 서브프라임 모기지를 기초자산으로 한 서브프라임 MBS의 발행도 빠르게 증가했다. 더욱이 이들 서브프라임 모기지나 이들을 기초자산으로 한 MBS의 발행이 적절한 규제나 감독도 받지 않는 비감독대상 업체들에 의해 주도되면서 자본시장은 더욱 더 유동성과 수익성 추구를 강화할 수 있게 되었다.

실제로 서브프라임 모기지 발행을 보면, 전체발행액의 50% 이상이 주정부에 등록은 했으나 연방정부의 감독을 받지 않는 독립적인 모기지 회사에 의해 발행되었으며, 다른 30%도 감독 대상이 아닌 은행이나 은행지주회사의 계열사에 의해 발행되었다. 단지 20%정도만이 엄격한 감독 하에 있는 은행이나 저축기관에 의해 발행되었을 뿐이다(Gramlich, 2007). 또한 MBS 발행업체도 정부지원업체들(GSEs)에 의한 발행은 2000년대 들어 점차 감소한 반면, 이들 업체 외의 다른 기관들에 의한 발행은 크게 증가했다. 정부지원업체에 의해 발행된 MBS는 2001년 1조 876억 달러에서 2006년에는 9,046억달러로 감소한데 반해, 비정부지원업체에 의한 MBS 발행액은 2001년 2,400억달러에서 2006년에는 1조 330억달러로 증가했다.²¹⁾ 2001년에 비정부지원업체의 발행액은 정부지원업체 발행액의 절반에 불과했지만, 2006년에는 오히려 비정부지원업체의 발행액이 900억달러 이상 더 커졌다(Ashcraft and Schurmann, 2008).

이렇게 금융자유화와 금융혁신 이후 나타난 금융활동의 유동성과 수익성 추구행위 강화는 자본시장에서의 새로운 금융상품과 금융기법의 급속한 발달을 가져왔고, 이를 통해 서브프라임과 같은 위험이 큰 대출까지도 과도하게 증가시킬 수 있게 된 것이다. 이러한 자본시장과 대출의 과도한 팽창은 모든 금융거래의 상환위험과 시장위험을 증가시키는 금융취약성을 증대시켰다. 이번 금융위기에서 나타나듯이 이

21) 비정부지원업체에서 발행한 MBS는 서브프라임모기지 뿐만 아니라, Alt-A, Jumbo도 포함한다.

리한 행동이 부동산 시장의 거품과 붕괴를 형성하고 결국은 대출채권, MBS, CDO, 펀드 등 자본시장 상품들의 연쇄적인 부실을 낳게 한 것이다. 따라서 미국의 금융위기는 단순히 금융기관의 도덕적 해이가 아니라, 금융활동의 유동성 추구 행위의 결과로 나타나는 자본시장의 과잉팽창이 스스로 초래한 금융취약성 강화의 결과라고 할 수 있을 것이다.

IV. 금융위기의 원인 II: 금융친화적 통화정책

1. 통화완화정책

앞에서 본 바와 같이, 금융자유화와 금융혁신이 금융본성의 강화를 통해 서브프라임 모기지과 자본시장을 팽창시키고, 또 그것이 주택시장에서의 주택가격 거품과 붕괴를 초래하도록 만들었다. 그러나 이러한 금융시장 팽창과 주택시장에서의 거품 형성은 자본시장의 금융기법 발전만으로는 충분하지 못하다. 자본시장의 지속적인 팽창은 시중의 풍부한 유동성을 전제로 하지 않을 수 없다.

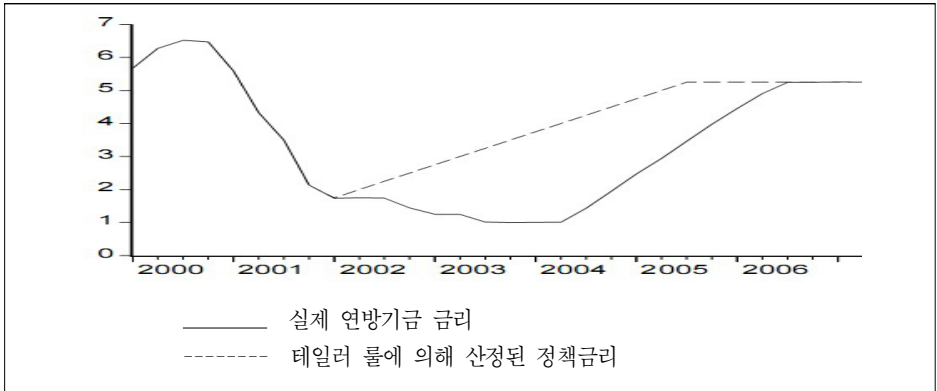
실제로 2000년대 미국의 대출 붐은 잘 알려져 있는 것과 같이 통화완화 정책(easy monetary policy)과 관련이 있다. 최근의 주택 붐과 관련한 여러 연구들은 2000년대 초에 낮게 유지되었던 연방기금금리가 모기지 대출의 증가와 주택수요의 증가를 가져왔다고 분석하고 있다(Ahearne et al., 2005; Tayler, 2007; Leamer, 2007; Jarocinski and Smets, 2007; Cardarelli et al., 2008).

Ahearne et al. (2005)의 연구에 따르면, 1970년 이후 주요 선진국에서의 주택가격 상승은 항상 중앙은행의 정책금리 인하에 뒤따라 일어났다. 미국 등 18개국을 조사한 이들의 분석결과는 주택가격 상승이 매우 빠른 정책금리 인하와 함께 했으며, 주택가격이 상승하기 시작한 이후에도 금리는 계속 낮아지다가, 주택가격 상승 시작 후 12분기 이후에야 정책금리의 인상이 있었다.

Jarocinski and Smets (2007)는 1980년대 후반이후의 미국 주택수요와 주택가격 변화를 분석하고 있는데, 이들은 2004-2005년간의 주택시장 붐은 2002년부터 2004년까지 진행되었던 통화완화정책에 기인하는 부분이 크다고 결론을 내리고 있다. 실제로 Taylor (2007)는 지난 2002년부터 2006년까지의 연방기금금리가 테일러 룰(Taylor Rule)²²⁾에 기초해서 볼 때 매우 낮게 유지되었다고 주장한다. 테일러가 제

산한 바에 따르면, 아래 그림에서 보듯이, 2002년 2/4분기부터 2006년 3/4분기까지 미국의 정책금리는 테일러 룰의 금리보다 최대 3%포인트까지 낮게 유지되었었다.

〈그림 9〉 실제 연방기금 금리와 테일러 룰에 의해 계산된 정책금리



자료 : Taylor (2007).

최근들어 미국 연방준비은행의 정책금리 결정은 신통화정책 컨센서스에 따르고 있다. 신통화정책 컨센서스는 정책금리의 수준을 GDP갭이 0이 되도록 만드는 중립이자율에서 결정하도록 만든다.²³⁾ 중립이자율은 테일러 룰의 이자율과 그 결정 방식이 거의 동일하다. 그런 점에서 본다면 미국 중앙은행의 2000년대 전반기의 통화정책은 당국이 목표로 하고 있는 인플레이션과 실물경제의 상황에 비추어보더라도 비정상적인 통화완화 정책을 운용해 왔다고 할 수 있을 것이다.

2. 중앙은행의 자산가격 변화에 대한 방조적 자세

이처럼 주택시장의 붐과 주택가격의 상승, 또는 더 나아가 주택가격의 거품이 예

22) 테일러는 적절한 정책금리의 결정 룰을 아래의 식과 같이 계산할 수 있다고 제시한 바 있다 (Taylor, 1993).

$$r = p + 0.5y + 0.5(p-2) + 2 \quad (y \text{는 GDP갭, } p \text{는 과거 4분기의 인플레이션율, } r \text{은 정책금리})$$

23) 신통화정책 컨센서스는 LM 방정식을 통해 통화량을 통제하는 구 통화정책모형과는 달리 필립스 곡선식을 추가하고 LM 방정식 대신 정책률을 사용하는 통화정책 방식을 가리킨다. 이에 대해서는 Meyer(2001)를 참조하라.

상되는데도 불구하고 통화당국이 통화완화 정책을 지속한 이유는 무엇일까? 이와 같이 주택시장을 포함하는 자산시장의 가격상승에 대해 중앙은행이 동조적 또는 방관적 자세를 유지하는 것에 대해 여러 나라의 중앙은행가들 사이에 많은 논란이 제시되어 왔다. 그러나 대부분의 중앙은행가들은 중앙은행이 통화정책 결정시 물가와 실물경제 활동의 안정성에 대해서만 배타적으로 초점을 맞추어야 한다는 접근을 보이고 있다. 물론, 이러한 접근이 주택이나 주식 등의 자산가격 변동을 완전히 무시한다는 것을 의미하는 것은 아니다. 그러나 이들에게 자산가격의 변동은 오직 미래 산출물과 인플레이션에 어떤 영향을 미칠 것이라고 예상될 때만 관심의 대상이 된다. 자산가격에 투기적 요소가 나타나더라도 이 접근은 어떤 정책적 대응도 하지 않아야 한다고 주장한다(Kohn, 2006).²⁴⁾

이와 같이 중앙은행가들이 자산시장의 수요증가나 가격상승에 반응하지 않으려는 이유는 전 연방준비은행 의장이었던 그린스펀의 주장에서 잘 드러난다. 그린스펀은 2004년 초의 한 연설에서 주가상승에 대해 왜 중앙은행이 금리를 올려서 대응하지 않느냐는 질문에 대해 다음과 같이 답변했다. 첫째, 우리는 거품이 언제 형성되었는지 또는 실제로 그것이 형성되거나 한 것인지 잘 알지 못한다. 둘째, 거품을 터뜨리기 위해 충분한 만큼의 이자율을 인상하게 되면 경제가 깊은 침체에 빠져들게 된다. 따라서 거품이 터질 때까지 기다렸다가 그 다음에 경제가 연착륙할 수 있도록 이자율을 내리는 것이 더 안전하다.²⁵⁾

중앙은행가들의 자산가격에 대한 정책대응의 회피는 현재 연방준비은행 이사인 Mishkin(2007)의 주장에서도 잘 드러난다. Mishkin은 중앙은행이 주택가격의 변화에 대해 크게 주의를 기울여야 할 필요가 없다고 주장하는데, 그는 그 이유를 다음과 같이 들고 있다. 첫째, 중앙은행이 주택가격에 대응하기 위해서는 주택가격에 거품이 형성되어 있다는 것을 알아야 하나, 중앙은행은 민간보다 정보를 더 많이 가지고 있는 것이 아니다. 민간이 거품을 안다면 거품은 자연스럽게 꺼지게 될 것이다. 둘째, 중앙은행이 거품에 대해서 선제적 공격을 해야 한다고 하지만, 실제로 거품의 붕괴가 금융불안정을 야기한 경우는 많지 않다. 셋째, 중앙은행이 거품을 줄이기 위한 적절한 통화정책을 안다고 하지만, 이자율의 자산가격 거품에 대한 효

24) Kohn(2006)은 이러한 접근을 관행적 전략(conventional strategy)이라고 부르고 있다.

Rudebusch(2005)는 이 접근을 표준정책(standard policy)이라고 부른 바 있다.

25) Economist, "The trouble with bubble"(2004. 1. 8.)을 참조하라.

과는 지극히 불확실하다. 따라서 Mishkin에 따르면, 중앙은행은 인플레이션과 고용안정에 통화정책의 역할을 한정해야 하며, 자산가격에 대해 선제적 효과를 얻기 위한 정책을 펼쳐서는 안된다는 것이다.

중앙은행가들의 자산가격 변동에 대한 관심의 회피는 미국뿐만 아니라 전세계적으로 공통된 현상이다. 영국 잉글랜드 은행의 통화정책위원회 위원인 Barker는 자신은 주택에 대한 얘기를 꺼려한다고 하면서, 그 이유를 다음과 같이 말하고 있다. “나는 주택가격에 대한 전망이 우리의 의사결정을 지배한다는 견해에 신뢰를 더 보태는 것을 원치 않는다”(Barker, 2005). 이와 같은 입장은 스웨덴, 노르웨이, 캐나다, 뉴질랜드 등에서도 견고하게 유지되고 있다.²⁶⁾

이러한 관행적 또는 표준적 전략과는 달리 주택구입을 위한 대출수요를 낮추고 주택가격 상승을 억제하기 위해 이자율을 인상하는 정책이 필요하다는 주장을 전개하는 사람들도 있다.²⁷⁾ 그러나 이들의 주장은 소수에 머무르고 있고(Ahearn et al., 2005), 더욱이 자산가격 거품의 문제는 중앙은행의 금리정책이 다루어야 할 문제가 아니라 금융감독 당국이 다루어야 할 문제라는 주장이 제기되고 있기도 하다(Issing, 2003).

3. 금융친화적 통화정책

우리는 이러한 중앙은행가들의 자산가격 거품에 대한 수용적 태도와 중앙은행의 통화완화정책이 1980년대 이후 전개되고 있는 금융지배 질서 하에서의 금융친화적 자세와 관련이 있다고 생각한다.²⁸⁾ 인플레이션 억제 정책을 통화정책의 목표로 하면서도 자산가격 인플레이션에 대해서만 방관자적 입장을 견지하는 것은 금융자산가 또는 금융기관들의 이해를 반영하는 것이다. 왜냐하면, 금융자산가나 금융기관들은 주식이나 부동산의 가격이 상승하지 않거나 하락함으로써 자신이 투자한 투자의 가치가 떨어지거나 자신의 대출 채권 또는 유동화 증권의 가치가 손상되는 것

26) 이들 여러 나라에서의 자산가격에 대한 정책당국의 입장에 대해서는 Ahearnes et al. (2005)를 참조하라.

27) 이들의 입장을 Kohn(2006)은 특별행동 전략(extra action strategy)이라고 부르고 있으며, Rudebusch(2005)는 이 접근을 거품정책(bubble policy)이라고 부르고 있다. 이들의 명명에서도 볼 수 있듯이 이러한 입장은 비판행적이거나 비표준적으로 이해되고 있는 것이다.

28) 금융지배질서의 형성과 그 내용에 대한 자세한 논의는 조복현(2004)을 참조하라.

을 원하지 않는다.

각국의 중앙은행은 이러한 금융가들의 이익을 반영하여 자산가치의 하락을 막는 정책을 추진하거나 자산가치가 급격히 상승하더라도 방관하는 태도를 취하는데, 이는 중앙은행가들의 평판이 금융가에 의해서 주로 좌우되기 때문이다. 1980년대 이후 금융자산가 또는 금융기관의 세력이 크게 확대되고 시장근본주의가 확대되면서, 경제정책이나 경제운용의 평가가 주식시장이나 부동산 시장과 같은 자산시장의 가격변동에 의해서 주로 이루어져 왔다. 또한 중앙은행의 통화정책에 대한 평가가 매일 매일의 시장가격 변화에 의해서 이루어지기조차 한다.

물론, 각국의 중앙은행이 인플레이션을 감수하면서까지 느슨한 통화정책을 취할 것이라고는 믿기 어렵다. 그러나 인플레이션에 대한 부담이 없는 한 중앙은행은 느슨한 통화정책을 통해 자산시장의 활황세를 유지시키고자 할 것이다. 그리고 자산시장의 거품붕괴로 자산가격이 하락하게 되면, 중앙은행은 정책금리를 낮추는 것은 물론, 금융안정을 내세워 적극적인 긴급자금지원 정책을 펼치게 된다. 이번의 서브프라임 금융위기 시에 보여주었던 연방준비은행의 정책도 바로 이러한 과정의 하나였다.

우리는 이러한 중앙은행의 통화정책 자세를 금융친화적 통화정책이라 명명할 수 있을 것이다. 이와 같은 금융친화적 통화완화 정책은 낮은 연방기금금리를 기초로 금융기관의 대출증대와 대출 붐을 가능하게 만든다. 2000년대 초의 낮은 정책금리와 통화완화정책 기조는 이 시기의 대출 붐과 주택시장에서의 수요 증대, 가격 상승을 이끈 한 요소가 된다. 즉, 금융친화적 통화정책이 대출 붐과 주택시장 거품형성의 충분조건을 형성한 것이다.

V. 맺음말

2006년 중반 이후 서브프라임 모기지 부실과 함께 전개된 미국 금융위기는 대출 붐과 주택시장의 거품, 붕괴라는 전형적인 금융위기의 형태를 보여주고 있기도 하다. 그러나 서브프라임 모기지를 증권화한 MBS, CDO의 발행 증가와 이들을 편입한 펀드 시장의 확대를 통한 자본시장의 과잉팽창, 금융축적의 취약성 증대라는 독특한 특성을 나타내고 있기도 하다.

이러한 미국 금융위기의 특성은 금융위기 발생 원인에 대한 기존 주장들의 설득

력을 약화시키고 있다. 따라서 이 논문은 기존의 주장들과는 달리 이번 금융위기의 원인이 금융활동에 내재하는 유동성 추구라는 금융본성과 이 본성을 가능하게 해 준 금융자유화 및 금융혁신, 그리고 금융친화적 통화정책에 있다는 주장을 전개한다. 기존의 이론들은 금융위기의 발생원인을 금융자유화 이후 심화된 금융기관의 도덕적 해이나 면허가치 저하로 인한 위험행동 감행의 결과로 설명해왔다. 그러나 현재 미국 금융위기는 금융기관의 도덕적 행위의 결과가 아니라, 금융활동의 불확실성이라는 특성으로 나오는 유동성 추구 행위의 결과이며, 또 이 유동성 추구를 가능하게 만든 여러 제도적 정치적 요소들의 결합으로부터 발생했다고 할 수 있다.

금융활동은 금융거래에 존재하는 불확실성을 극복하기 위해 금융자산의 유동성을 추구하는 것을 내재적 본성으로 갖는다. 그러나 이러한 금융의 본성이 발휘되기 위해서는 법적, 제도적 또는 정치적 용인과 지원이 필요하다. 1980년대 이후 전개된 금융자유화와 최근 더욱 발전한 금융혁신은 이러한 금융의 본성 추구를 가능하게 만든 주요한 하나의 조건을 형성했다. 금융자유화와 금융혁신에 따라 강화된 유동성과 수익성 추구행위는 자본시장에서의 과잉팽창을 낳고, 그 결과 금융취약성을 심화시키는 결과를 초래했다.

또한, 1990년대 후반 이후 전개된 금융친화적 통화정책은 유동성과 수익성 추구라는 금융의 본성을 충분하게 발휘하도록 하는 또 하나의 조건을 형성했다. 인플레이션을 안정적으로 유지하는데 필요한 이자율보다 더 낮은 저이자율 정책을 통해 자본시장의 팽창을 부추긴 통화완화 정책은 결국 자본시장의 금융취약성을 강화하는 또 다른 역할을 맡았던 것이다.

금융자유화와 금융혁신에 따른 유동성과 수익성 추구 행위의 강화, 그리고 이것을 더욱 커지게 만든 금융친화적 통화완화 정책은 자본시장에서의 과잉거래와 서브프라임 모기지의 과다발행을 낳아 결국 금융취약성과 금융위기를 낳게 한 것이다.

■ 참 고 문 헌

1. 배영목, “금융부문의 성장과 은행위기,” 『경제발전연구』, 제12권 제2호, 2006, pp. 1-36.
(Translated in English) Bae, Young-Mok, “The Growth of Financial Sector and Banking Crises,” *Journal of Economic Development*, Vol. 12, No. 2, 2006, pp. 1-36.
2. 조복현, 『현대자본주의경제의 불안정성』, 도서출판 새날, 1997.
(Translated in English) Cho, Bokhyun, *The Instability of Contemporary Capitalism*, Seoul: Saenal, 1997.
3. 조복현, “금융자유화와 금융위기,” 『사회경제평론』, 제21호, 2003, pp. 399-461.
(Translated in English) Cho, Bokhyun, “Financial Liberalization and Financial Crisis,” *The Review of Social & Economic Studies*, Vol. 21, 2003, pp. 399-461.
4. 조복현, “금융주도 축적체제의 형성과 금융자본의 지배,” 『사회경제평론』, 제23호, 2004, pp. 265-318.
(Translated in English) Cho, Bokhyun, “The Development of Finance-led Accumulation Regime and the Dominance of Financial Capital”, *The Review of Social & Economic Studies*, Vol. 23, 2004, pp. 265-318.
5. Ahearne, A. G., J. Ammer, B. Doyle, L. Kole, and R. Martin, “House Price and Monetary Policy: A Cross-Country Study,” Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper, No. 841, 2005.
6. Angell, C. and C.D. Rowley, “Breaking New Ground in U. S. Mortgage Lending,” *FDIC Outlook*, Summer, 2006, pp. 21-28.
7. Ashcraft, A. B. and T. Schuermann, “Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit,” Federal Reserve Bank of New York Staff Paper, No. 318, 2008.
8. Baltensperger, E., “Credit,” in Eatwell, J., M. Milgate, P. Newman (eds.), *The New Palgrave Money*, Macmillan, 1989.
9. Barker, K., “The Housing Market and the wider Economy,” Speech to the Institute of Economic Affairs, January 24, 2005.
10. Berger, A. and G. Udell, “The Institutional Memory Hypothesis and the Procyclicality of Bank Lending Behavior,” *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 13, 2004, pp. 458-495.
11. Bernanke, B.S., “Financial Markets, the Economic Outlook, and Monetary Policy,” Speech at the Woman in Housing and Finance and Exchequer Club Joint Luncheon, Washington D.C., 2008a
12. Bernanke, B.S., “The Economic Outlook,” Testimony before the Joint Economic Committee, US Congress, 2008b.
13. Caprio, G. Jr. and L. Summers, “Finance and It’s Reform: Beyond Laissez-Faire,” Policy Research Working Paper, 1171, World Bank, 1993.
14. Cardarelli, R., D. Igan, A. Rebucci, “The Changing Housing Cycle and Its Implications for Monetary Policy,” *World Economic Outlook*, April, International Monetary Fund, 2008.
15. Demetriades, P., “Financial Liberalization and Credit-Asset Booms and Busts in East

- Asia,” Presented at World Bank Conference, *The Credit Crunch in East Asia: What Do We Need to Know*, World Bank, 1999.
16. Demirguc-Kunt, A. and E. Detragiache, “Financial Liberalization and Financial Fragility,” Caprio, Gerard and Honohan, Patrick and Stiglitz, Joshep (eds.) *Financial Liberalization*, Cambridge University Press, 2001.
17. Demyanyk, Y. and O. Van Hemert, “Understanding the Subprime Mortgage Crisis,” FRB St. Louis, Working Paper 2007-05, 2007
18. Dynan, K.E., D. Kohn, “The Rise in the U.S. Household Indebtness: Causes and Consequences,” FRB Washington Finance and Economic Discussion Series 2007-37, 2007.
19. Gramlich, E., “Booms and Busts: The Case of Subprime Mortgage,” *Economic Review*, Fourth Quarter, FRB Kansas City, 2007, pp.105-113.
20. Green, R. and S. Wachter, “The Housing Finance Revolution,” Symposium on Housing, Housing Finance, and Monetary Policy Sponsored by FRB of Kansas City in Jackson Hole, 2007.
21. Hellmann, T., K. Murdock, and J. Stiglitz, “Liberalization, Moral Hazard in Banking, and Prudential Regulation: Are Capital Requirements Enough?,” *American Economic Review*, Vol. 90, No. 1, 2000, pp.149-165.
22. Hellmann, T., K. Murdock, and J. Stiglitz, “Franchise Value and the Dynamics of Financial Liberalization: The Use of Capital Requirements and Deposit Rate Controls for Prudential Regulation,” in Meyendorff, A. and Thakor, A. (eds.), *Financial systems in Transition: The Design of Financial Systems in Central Europe*, MIT Press, 2002.
23. Issing, O., “Monetary and Financial Stability: Is There a Trade-off,” Comments at the Bank for International Settlements, March, 2003.
24. Jarocinski, M. and F. Smets, “House Price and the Stance of Monetary Policy,” Presented Paper at 32th Annual Economic Policy Conference of the FRB St. Louis, 2007.
25. Joint Economic Committee, *The Subprime Lending Crisis*, Joint Economic Committee, 2007.
26. Kaminsky, G.L. and C.M. Reinhart, “The Twin Crises: The Cause of Banking and Balance-of-Payment Problems,” *American Economic Review*, Vol. 89, No. 3, 1999, pp.473-500.
27. Keynes, J.M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan, 1936.
28. Keynes, J.M., “The General Theory of Employment,” *The Quarterly Journal of Economics*, 1937 Feb.
29. Kiff, J. and P. Mills, “Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in the U.S. Subprime Mortgage Markets,” IMF Working Paper WP/07/188, 2007.
30. Kohn, D.L., “Monetary Policy and Asset Prices,” At a European Central Bank Colloquium held in honor of Otmar Issing, Frankfurt, Germany, March 16, 2006.
31. Levine, J.M., “The Vertical Integration Strategy,” *Mortgage Banking*, 2007.
32. Marx, K., *Capitalism*, Vol. III (김수행 역, 『자본론』, III, 비봉출판사), 1990.

- (Translated in English) Translation in Korean by S. Kim, Bibong, 1990.
33. McGarity, M., "Under Wall Street Ownership," *Mortgage Banking*, 2006.
 34. McKinnon, R., *The Order of Economic Liberalization* (Second Edition), The Johns Hopkins University Press, 1993.
 35. Meyer, L. H., "Does Money Matter?," *Review*, FRB St. Louis, September/October, 2001, pp. 1-16.
 36. Mishkin, F. S., "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective," NBER Working Paper 5600, 1996.
 37. Mishkin, F. S., "The Causes and Propagation of Financial Instability: Lessons for Policy Makers," Presented at a Symposium *Maintaining Financial Stability in a Global Economy*, Sponsored by FRB of Kansas City, 1997.
 38. Mishkin, F. S., "Lessons from the Tequila Crisis," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 23, No. 10, 1999, pp. 1521-1533.
 39. Mishkin, F. S., "Enterprise Risk Management and Mortgage Lending," At the Forecaster's Club of New York, January, 17, 2007.
 40. Radelet, S. and J. Sachs, "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects," *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, 1998, pp. 1-90.
 41. Reinhart, C. and K. Rogohoff, "Is the 2007 U. S. Subprime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison," Mimeo, 2008.
 42. Rosen, R. J., "The Role of Securitization in Mortgage Lending," *Chicago Fed Letter*, No. 244, 2007.
 43. Roubini, N., "The Current U. S. Recession and the Risks of a Systemic Financial Crisis," Testimony for the House of Representatives' Financial Services Committee Hearing, February 26, 2008.
 44. Rudebusch, G. D., "Monetary Policy and Asset Price Bubble," *FRB Economic Letter*, No. 2005-18, 2005.
 45. Taylor, J., "Discretion versus Policy Rule in Practise," *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 1993, pp. 195-214.
 46. Taylor, J., "Housing and Monetary Policy," Symposium on Housing, Housing Finance, and Monetary Policy Sponsored by FRB of Kansas City in Jackson Hole, 2007.

Financial Crisis in the U.S.: Pursuit of Liquidity and Increasing Financial Fragility

Bokhyun Cho*

Abstract

The financial crisis in the U.S. differs from the other financial crises which have developed in many countries. The U.S. financial crisis occurred in the country that have the most developed financial market and the most effective supervision authorities, and rooted in the increasing risk in capital market rather than in the increasing in bank lending. The U.S. financial crisis, therefore, may be explained differently from the existing financial crisis theories.

This paper argues that the U.S. financial crisis arises from the strengthening of the nature of finance, that is the pursuit of financial liquidity and profitability, and the institutional development, which can support the pursuit of financial nature, not from the moral hazard of financial institutions. The pursuit of liquidity in financial sector has developed the securitization in the capital market and it has boosted the lending boom. These resulted in the excess expansion in the trading of capital market and the lending boom in the subprime mortgage market.

Key Words: financial crisis, subprime mortgage, financial liquidity, financial liberalization

* Professor, Department of Economics, Hanbat National University, 16-1 Dukmyung-dong Yuseong-gu, Daejeon 305-719, Korea, Phone: +82-10-5789-1302, e-mail: bhcho@hanbat.ac.kr