

한은조사연구 2009-8

ISSN: 2092-4836

# 大恐慌 이후 주요 金融危機 比較

- 위기의 原因 및 影響을 중심으로 -

丁厚植

2009. 7

한국은행 조사국

이 자료의 내용은 집필자의 개인 의견  
으로서 한국은행의 공식 견해를 나타  
내는 것은 아닙니다.

# 大恐慌 이후 주요 金融危機 比較

- 위기의 原因 및 影響을 중심으로 -

2009.7

丁 厚 植\*

조사국 해외조사실

---

\* 조사국 해외조사실 부국장(Tel : 759-5298, e-mail : bokjws@bok.or.kr)

본 조사연구를 진행하는 과정에서 유익한 조언을 많이 해 주신 해외조사실 이흥모  
실장님께 깊이 감사드립니다.

# 차 례

## <要約>

I. 檢討背景 .....	1
II. 大恐慌 이후 주요 金融危機 比較 .....	4
1. 주요 금융위기의 概觀 .....	4
가. 대공황 .....	4
나. S&L(저축대부조합) 위기 .....	14
다. 북유럽 3국 금융위기 .....	18
라. 일본 금융위기 .....	24
마. 서브프라임 위기 .....	33
2. 주요 금융위기의 共通點 .....	43
III. 評價 및 敎訓 .....	54
1. 評價 .....	54
2. 敎訓 .....	56
<參考文獻> .....	61

## <要約>

### I. 檢討 背景

- 역사적으로 볼 때 금융위기가 발생할 때마다 금융시스템 개혁과 규제가 이루어지고 있지만 금융위기는 반복적으로 발생
    - 금융위기는 대체로 새로운 혁신이나 시장의 출현과 같은 변위요인(displacement)의 출현 → 호황국면의 시작 → 투자기회 증대와 신용확대 → 버블의 형성과 붕괴 → 경제 전반의 충격 → 최종대부자(the lender of last resort)의 개입이라는 전개상 특징을 가지고 반복(자료 : Charles P. Kindleberger, Robert Aliber, Robert Solow, 2005)
    - 이러한 금융위기는 1618년 이후 현재까지 총 48건이 발생하였으며 20세기 들어서만도 1929년 대공황을 비롯하여 총 12차례 발생
    - 1970년 이후 심각한 금융위기 중 주택 등 부동산 버블과 관련된 불황은 9건으로 통상 경기후퇴(1년 지속) 보다 3배나 긴 침체\*가 지속(「일본경제신문」, 2009.6.21)
      - \* IMF도 과거 30년간의 금융위기 중 주택 등 부동산 버블과 관련된 위기는 통상의 경기후퇴보다 2~4배 긴 불황이 지속되었다고 분석
  - 대공황 이후 주요 금융위기를 비교해 보면 대체로 금융자유화 및 금융완화, 감독 미비에 따른 버블형성 → 금융긴축 등에 기인한 버블붕괴 → 금융시스템 불안 → 실물경제 위축으로 이어지는 공통점\*이 존재
    - \* 제2차 세계대전 후 선진국에서 발생한 금융위기도 위기발생에 앞서 주택과 주식의 실질가격이 상승하고 위기발생 후에는 주택 및 주식의 실질가격과 실질 GDP 성장률이 하락(자료 : Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, 2008)
- 이하에서는 대공황 이후 주요 금융위기를 비교하여 본 후 위기의 발생원인과 영향 등의 면에서 공통적 요인을 살펴봄으로써 우리 경제에 대한 교훈을 도출하고자 함

## II. 大恐慌 이후 주요 金融危機의 比較

### 1. 주요 금융위기의 概觀

#### 가. 대공황(The Great Depression)

□ 대공황은 1929.10.29일 뉴욕 주식시장의 주가폭락을 계기로 발생한 1929~1933년\*까지의 혹독한 경기후퇴를 지칭

\* 1929년 여름부터 고용과 생산이 저하되기 시작하여 10월의 주식시장 붕괴를 계기로 미국경제는 급속히 경기불황에 빠져들었다가 1933. 3월 뉴딜정책의 실시로 회복되어 갔으나

고용과 산출이 다시 완전고용 수준에 도달한 것은 1941년이었기 때문에 대공황은 1929~1941년까지 약 12년간 지속되었다고 보는 견해도 있음

○ 1929~1933년중 총 9,755개의 은행이 도산한 데 이어 1933년 실질 GNP는 1929년 대비 26.5% 감소되고 주가는 정점대비 89.2% 하락하였으며 실업률은 공황 이전 8.7%(1929년)에서 24.9%(1933년)로 상승

#### 나. S&L(저축대부조합) 위기

□ 금융자유화 등으로 금리가 상승하자 S&L\*은 수지악화를 만회하기 위해 부동산 및 고위험 채권투자에 집중하였으나 부동산가격 하락 및 경쟁격화 등으로 1980년대 중반에서 1990년대 초반에 걸쳐 금융기관의 도산이 대폭 증가

\* S&L(Savings and Loan Association)은 상업은행으로부터 용자를 받기가 곤란한 저·중소득층을 대상으로 주택용자를 하는 비영리 조합조직이었으나 1980년대 초반 금융자유화로 은행과 같은 업무를 수행

○ 1984~1992년 기간 중 총 1,137개 금융기관이 도산하였으며 1991년에는 마이너스 성장률을 기록하는 등 경기침체를 경험

## 다. 북유럽 3국 금융위기

□ 스웨덴, 핀란드, 노르웨이 등 북유럽 3국\*에서 금리자유화, 규제완화 등을 배경으로 1980년대 후반에 형성된 자산버블이 붕괴

\* 위기기간 : 스웨덴(1991~1993년), 핀란드(1991~1993년), 노르웨이(1988~1993년)

- 부실채권 증가에 따른 금융기관 손실 급증으로 1991~1993년중 대형 금융기관이 잇따라 도산하였으며 스웨덴 및 핀란드는 위기 기간 중 마이너스 성장률을 기록

## 라. 일본 금융위기

□ 1985. 9월 플라자 합의 이후 장기간의 금융완화정책에 기인한 자산가격 상승을 억제하기 위해 급격한 긴축정책으로 선회한 결과 버블이 붕괴되면서 발생한 위기(1991.2~2002.1)로 “장기불황” 또는 “잃어버린 10년”으로 불림

- 금융기관 부실채권이 증가하면서 1990~2001년중 총 142개 금융기관이 도산하였으며 실질GDP 성장률은 버블붕괴 이전 연평균 3.9%에서 버블붕괴 이후 1.0%로 하락

## 마. 서브프라임 위기

□ IT 버블붕괴 이후 금융완화정책에 따라 부동산가격이 급등하자 긴축 정책으로 선회하면서 다시 경기가 침체

- 2008. 9월 리먼 브라더스사의 파산으로 금융위기가 본격화되면서 미국의 경기침체는 물론 전 세계로 위기가 확산되는 등 대공황 이래 최악의 상황으로 발전
- 이에 따라 2009년 세계경제 성장률은 전후 처음으로 마이너스 성장률을 기록할 것으로 예상하고 있으며 금융기관 손실액도 약 1조 4,547억달러(2009. 5월)에 이르는 것으로 추산

## 2. 주요 금융위기의 共通點

- 대공황 이후 주요 금융위기를 비교해 보면 금융완화 등에 기인한 자산버블 형성 → 불충분한 금융감독 및 대출경쟁 격화 등으로 버블형성 촉진 → 금융긴축 및 규제강화 등에 따른 버블붕괴 → 금융시스템 위기 및 실물경제 침체라는 일련의 사태전개(chain-reaction)로 진행

### ● 금융자유화, 금융완화 등에 기인한 자산버블 형성

#### (S&L 위기)

- 1980년대 들어 금리자유화와 업무범위 자유화 등에 따른 금리상승으로 인해 역마진이 발생하자 이를 만회하기 위해 상업용 부동산 등에 대한 투자를 경쟁적으로 확대함에 따라 부동산 가격이 크게 상승
  - 1986~1989년 기간 중 미국 상업용 부동산 가격은 38.3% 상승

#### (북유럽 3국 금융위기)

- 1980년대 들어 금리자유화, 대출한도폐지 등 적극적인 규제완화로 부동산 등 자산가격이 급등하고 은행대출이 크게 증가
  - 1980년 대비 부동산 가격은 약 4배(스웨덴은 약 9배), 주가는 약 2~5배(스웨덴은 약 10배) 각각 상승하였으며 은행대출 증가율은 20%대로 급등
- 또한 외환시장의 규제 철폐 등 무리한 대외개방으로 해외차입이 급격히 증가하면서 버블을 증폭

## (일본 금융위기)

- 1985년 플라자 합의 이후 장기간에 걸친 금융완화정책\* 및 금융자유화\*\* 등으로 주가와 지가가 큰 폭으로 상승

\* 일본은행은 기준할인율을 1985. 1월 5.0%에서 1987. 2월까지 5차례에 걸쳐 2.5%로 인하한 후 1989. 5월까지 동 수준 지속

\*\* 여신금리 규제가 철폐(1975년) 되던 이어, 대외거래 규제 완화(1980년), 수신금리 자유화(1985년) 등 은행과 관련한 대부분의 규제가 단계적으로 폐지

- 닛케이평균주가는 1985년말 13,113엔에서 1989년말에는 38,915엔으로 급등(약 3배로 상승)하였으며, 지가도 1980년대 중반부터 1991년까지 3배 이상으로 상승

## (서브프라임 위기)

- IT 버블붕괴 이후 장기간에 걸친 금융완화정책\*과 금융기관의 과도한 대출확대로 주택가격과 주가가 크게 상승

\* 페더럴펀드 금리를 2000. 5월 6.5%에서 2003. 6월까지 1%로 인하하여 2004. 6월까지 동 수준 유지

- 주택가격은 1997년부터 상승하기 시작하여 2006년 중반까지 190.2% 상승하였으며 주가도 2003. 2월을 저점으로 상승하기 시작하여 2007. 10월까지 82.8% 상승

## (대공황\*)

\* 대공황은 정부의 적극적인 금융완화가 위기의 출발점은 아니었다는 점에서 다른 금융위기와 차별화

- 제 1차 세계대전 후 미국의 1920년대는 호경기 지속으로 인한 사회적 풍요와 해외로부터 유입된 과잉자본이 주식과 부동산에 대한 투기적 대출로 이어져 1920년대 중반에는 주택시장, 1920년대 말에는 주식시



장에서 버블이 발생

- 1923~1929년중 부동산 관련대출이 48.8% 증가한 데 힘입어 주택 및 아파트 지수가 1920년 100 → 1929년 206으로 상승하였으며 주가도 1928년 이후 급등세를 보이면서 투기장세화

- 한편 정부의 시장개입 등 적극적인 경제활동에 반대하는 자유방임주의 경제사상의 팽배도 버블형성을 촉진

**● 불충분한 금융감독, 대출경쟁 격화 등으로 버블형성 촉진**

(대공황)

- 19세기 이후 수시로 발생해 온 금융위기\*에 대처하고자 1913년 FRS (연방준비제도)를 설립하여 감독기능을 부여하였으나 대공황 시기에는 금리를 올리고 통화량을 줄이는 방식으로 동 위기에 대응함으로써 위기를 더욱 악화

\* 1929년 대공황 이전에도 1873년, 1884년, 1893년 및 1907년에 금융위기가 발생

\*\* 당시 세계경제는 금본위제에 의해 지배되고 있었는데, 외국 투자자들이 달러를 금으로 바꾸어 인출해 가면 연준은 달러가치를 유지하고 금본위제를 고수하기 위해 금리를 올리고 국내 통화를 환수하는 방식으로 대응

- 은행권 남발과 은행 도산사태가 빈발했던 남북전쟁 이후 통화감독청(OCC)이 설립(1863년)되어 있었으나 대공황 시기에는 유명무실

(S&L 위기)

- FHLBB(연방주택자금대출은행위원회)는 부실 S&L의 회생을 기대하여 처리를 지연하였을 뿐만 아니라 오히려 S&L의 신규 허가를 대폭 확대(1981년 25건 → 1982년 26건 → 1983년 47건 → 1984년 133건)

- 이와 함께 FHLBB는 가맹기관인 S&L로부터 독립성\*이 불충분한 데다 검사역의 숫자와 경험부족 등 감독능력도 부재

\* FHLBB의 이사 과반수는 제도상 S&L의 오퍼로 구성

- 보유자산의 위험도에 관계없이 일률적으로 동일한 예금보험료를 적용함에 따라 모럴 헤저드를 조장
- 또한 S&L은 부동산 가격이 크게 상승하자 경쟁적으로 대출을 확대하였을 뿐만 아니라 부동산 투기업자에게 이자에 해당하는 자금을 다시 대출해 주는 등 위험한 대출도 실시

### (북유럽 3국 금융위기)

- 금융자유화가 추진되는 가운데 금융기관 대출금 절반가량이 건설과 부동산에 집중되는 등 수익확대를 위해 은행간 대출경쟁이 과열되었음에도 감독당국의 대처는 미흡
- 노르웨이의 경우 총대출중 부동산대출 비중이 1985년 48%, 1990년 50%, 1992년 46%로 거의 절반을 차지

### (일본 금융위기)

- 1980년대 금융자유화에 따른 규제완화 및 기업의 은행이탈 현상 가속 등을 배경으로 금융기관간의 대출경쟁이 격화
- 은행들은 과거와 같은 초과이익 획득이 어렵게 되면서 중소기업 및 개인, 부동산 관련업 등에 대한 대출을 경쟁적으로 증가시키는 한편 부동산 및 건설업 등에 대한 자금지원을 담당하는 주택금융전문회사(住專)와 같은 비은행 금융회사 등에 대한 대출도 크게 확대하였으나 감독당국의 대응은 미흡

## (서브프라임 위기)

□ 증권거래위원회(SEC)는 투자은행들의 총부채가 순자본의 15배 이내여야 한다는 레버리지 규제를 철폐(2004년)함으로써 투자은행들은 단기 금융시장에서 순자본의 20~30배까지 자금을 차입

○ 또한 자산유동화의 위험성과 규모를 제대로 파악하지 못하고 있었을 뿐만 아니라 여러 기관\*에서 감독업무를 분담함으로써 감독 사각지대\*\*가 발생

\* 연방차원에서만 총 17개 감독기관이 존재

\*\* 투자은행, 헤지펀드 및 사모펀드 등 은행과 실질적으로 동일한 기능을 수행하는 “그림자 금융 시스템(shadow banking system)” 등

□ 이와 더불어 금융기관들이 저금리 기조하에서의 수익확보를 위해 신용도가 낮은 저소득층에게도 無서류(low-doc, no-doc) 대출이나 NINJA\* 대출은 물론 통상적인 대출한도를 초과하는 점보(jumbo) 대출도 적극적으로 실시

\* No Income, No Job & No Assets의 약자로 소득도 직업도 재산도 없는 개인에게까지 모기지 자금을 대출

## ● 금융긴축, 규제강화 등에 따른 버블붕괴

### (대공황)

□ 경기과열을 우려한 FRB가 긴축통화정책 추진으로 이자율을 급격히 인상\*하자 주가 폭락 등 버블이 붕괴

\* FRB는 1929. 8월에 재할인율을 5%에서 5.74%로 인상하고 9월에 다시 6%로 추가 인상하는 등 금융긴축을 단행

- 버블증세를 보이던 주가가 1929.9.3일을 정점(주가지수 381.2)으로 하락하기 시작하여 1929.10.29일에는 대폭락(주가지수 230.1)

### (북유럽 3국 금융위기)

- 1990년대 들어 경기과열을 억제하기 위한 금융긴축 및 세제 개편, 세계경제의 둔화 등을 배경으로 부동산, 주가 등 자산가격이 큰 폭 하락
  - 부동산가격은 정점 대비 30%~50%, 주가는 29.3%~58.9% 하락

### (일본 금융위기)

- 자산가격 상승과 통화량 증가에 대응하여 1989년 이후 급격한 금융긴축과 부동산 관련 대출에 대한 강력한 규제를 시행\*하면서 주가와 부동산가격 등 자산가격이 대폭 하락
  - \* 일본은행은 1989. 5~1990. 8월까지 기준할인율을 5차례에 걸쳐 3.5%p(2.5%→6.0%) 인상하고 1990. 3월에는 부동산 관련대출의 총량규제를 실시
- 닛케이평균주가는 1989.12.29일 최고치인 38,915엔에서 1990.10.1일에는 20,000엔으로 거의 절반 수준으로 폭락하고 지가도 1991~2006년까지 15년간 하락세를 지속하여 거의 1/4 수준으로 하락

### (서브프라임 위기)

- 주택가격 상승과 통화량 증가에 대응하여 급격히 금융긴축\*으로 전환하면서 주택가격 및 주가의 대폭하락과 서브프라임 모기지 대출의 연체가 급증
  - \* 페더럴펀드 금리를 2004. 6월 1.0%에서 2006. 6월까지 5.25%로 인상(총 17회)한 후 2007. 9월까지 동 수준 유지

- 이에 따라 과열 양상을 보이던 주택경기가 냉각되면서 2006. 6월말(정점) 대비 2009. 3월말 주택가격은 1/3수준으로 하락하였으며 2003. 2월 이후 상승세를 이어오던 주가도 2007.10.9일을 정점으로 하락하기 시작하여 2009.3.5일에는 정점 대비 절반수준으로 하락
- 또한 서브프라임 모기지 대출 이자율 상승 및 주택가격 하락으로 서브프라임 모기지 대출 연체율이 2005년 1%대(90일 이상 연체)에서 2008. 10월에는 15.2%로 급증

### (S&L 위기)

- S&L 위기 당시의 부동산가격 하락은 금융긴축이 원인이었다기보다는 텍사스주를 비롯한 남서부 지방의 개발 붐 등으로 부동산에 대한 과잉 투자에 주로 기인

## ● 금융시스템 위기 및 실물경제 침체

### (대공황)

- 1929 ~ 1933년 기간 중 대규모 은행도산사태(bank failure)가 3차례 발생하여 총 9,755개의 은행이 도산하였으며 경기침체로 인한 자금수요 저조 등으로 주식시장은 장기간 저조
- 이와 더불어 경기침체가 장기화되고 심각해지면서 소득감소, 실업률 급상승, 물가 폭락 등 실물경제가 크게 위축
- 1933년 실질GNP는 1929년 대비 26.5%(명목GNP는 45.6%) 감소하였으며 실업률은 1929년 8.7%에서 1933년에는 24.9%로 상승하고 소비자 물가는 24.0%(1929년 대비 1933년의 하락률) 하락

## (S&L 위기)

- 1984 ~ 1992년중 1,137개의 S&L이 도산하였으며 부실 S&L 처리과정에서 미국경제는 1991년에 마이너스 성장률을 기록하는 등 경기부진을 경험
  - 또한 부실 S&L의 처리비용은 미국 GDP(1989년 기준)의 약 7.0%에 이르러 재정적자를 심화시키는 요인으로 작용

## (북유럽 3국 금융위기)

- 부동산가격 하락에 따른 담보가치 하락으로 총대출 대비 부실채권 비중(1992년말 기준)은 스웨덴 13.4%, 핀란드 12.9%, 노르웨이 11.5%로 당시 미국 및 일본의 3.1%를 크게 상회하였으며 3국 모두 대형은행이 부실화됨으로써 전체 금융위기상황으로 발전
  - 특히 가계대출의 부실비중이 3국 모두 4 ~ 5%p 급증
- 스웨덴은 1991 ~ 1993년중 3년 연속 마이너스 성장을 보였으며 핀란드도 급속하게 경기가 침체되어 1991년에는 마이너스 성장을 기록
  - 노르웨이는 1987년 위기 시작 이후 4년이 지나서 실질GDP 성장률이 위기 전 수준으로 회복

## (일본 금융위기)

- 자산 버블붕괴 이후 장기간에 걸쳐 지속된 경기불황과 신용경색으로 금융부실 규모가 확대되고 기업도산도 크게 증가
  - 금융기관 부실채권 처분손이 1992년 1.6조엔에서 1998년에는 13.6조 엔으로 급증하였으며 1994년말 신용조합의 도산을 시작으로 2001. 3

월말까지 총 142개\* 금융기관이 도산

\* 은행 14개, 증권 27개, 보험 7개, 신용금고 15개, 신용조합 79개

- 실물경제는 1991. 2월을 정점으로 급격한 하강국면에 진입하여 2002. 1월까지 경기침체가 지속되었으며 실질GDP 성장률은 자산 버블붕괴 이전(1981~1991년) 연평균 3.9%에서 버블붕괴 이후(1992~2002년) 1.0%로 하락

### (서브프라임 위기)

- 2008. 2월 하순 이후 금융기관의 대외지급능력이 저하되어 자금조달이 어려워지는 상황이 발생하는 등 유동성 위기와 영업정지 금융기관 출현
  - 서브프라임 모기지 관련 금융기관의 손실규모 확대 전망, 투자은행 등에 대한 신용등급 하향조정과 유동성 위기 발생, 은행의 영업정지 등으로 인해 금융시장에 불안심리가 증폭
- 서브프라임 모기지 사태로 발단이 된 금융위기가 전 세계로 확산되면서 세계 경제성장률이 2007년 5.2%에서 2008년에는 3.2%로 크게 하락하였으며 2009년에는 전후 처음으로 마이너스 성장률을 기록하고 세계 교역량도 대폭 감소할 것으로 예상

### Ⅲ. 評價 및 敎訓

- 역사적으로 볼 때 금융당국이 금융위기를 방지하기 위하여 유동성 확대를 억제하고 감독을 강화해 왔으나 금융위기는 동일한 메커니즘을 가지고 반복적으로 발생
  - 경제주체들에게는 단기간에 많은 부를 축적하려는 비합리적 속성(greed)이 팽배해 있기 때문에 향후에도 동일한 금융위기가 발생할 가능성을 배제할 수 없으므로 금융위기의 근본원인을 이해하여 피해를 최소화할 수 있도록 선제 대응할 필요
- 대공황 이후 주요 금융위기의 비교로부터 얻을 수 있는 시사점으로는 ① 늘어난 유동성이 투기자금으로 흘러가지 않도록 자금흐름의 사전적 통제 ② 규제완화 및 금융혁신에 적절히 대응하기 위한 감독체계 개편 ③ 기업, 가계 및 국가의 과도한 부채증가 경계 등을 들 수 있음

#### 1. 評價

- 역사적으로 볼 때 금융당국이 금융위기를 방지하기 위하여 유동성 확대를 억제하고 감독을 강화하여 왔으나 금융위기는 동일한 메커니즘을 가지고 반복적으로 발생
  - 1636년 네덜란드의 튜립 투기에서부터 최근의 서브프라임 모기지 사태에 이르기까지 금융위기의 원인에는 근본적으로 공통적인 요소가 존재
    - 기본적으로 개인, 기업 등 경제주체들에게는 단기간에 적은 자본을 가지고 많은 부를 축적하려는 비합리적 속성(greed)이 팽배\*하여 과잉투기\*\*가 발생하고 이는 버블로 연계



\* 영국의 철학자 데이비드 흄(David Hume)은 “탐욕과 부에 대한 욕망은 보편적인 인간의 성향이며 이는 시간과 공간을 초월하여 모든 사람들 마음속에 자리 잡고 있다”고 갈파

\*\* 튜립투기의 경우 화훼산업의 무궁한 발전가능성에 대한 기대, 일본 장기 불황은 부동산 불패신화에 대한 신념, IT버블은 신기술에 대한 맹목적인 기대, 서브프라임 모기지 사태의 경우 주택가격의 지속적 상승 기대 등 낙관적인 환상만으로 가득

· 투자은행을 비롯한 금융기관들은 전문적 지식을 이용하여 새로운 금융상품\*을 만들어 일반 투자자들에게 투기적 환상을 자극하고 일반 투자자들은 정보와 지식의 불충분으로 맹목적인 투자를 실행

\* 지금까지 금융위기가 발생할 때마다 개혁과 규제가 이루어지고 있지만 시장은 금융혁신 등을 통해 정책과 제도를 우회하여 유동성을 팽창시키는 새로운 금융상품을 만들어내는 등 버블형성의 원천을 제공

- 금융시스템의 복잡성과 금융기관의 취약한 재무구조\*, 주주 자본주의의 팽배\*\*, 투기열풍에 따른 경기호조와 세수증대 등을 배경으로 한 정책당국의 묵인 등도 공통적 요인으로 작용

\* 은행을 중심으로 한 금융기관은 기본적으로 유동적인 단기부채를 조달하여 비유동적인 장기자산으로 전환하는 자산변환기능을 수행하고 있으며 예금인출은 선착순(first-come-first-served) 방식의 계약에 기초하고 있으므로 경제상황이 악화될 경우에는 상당히 취약한 재무구조로 변화

\*\* 경영자에게는 단기적으로 주주의 ROE(자본이익률) 증대압력은 큰 반면 재무 건전성을 유지함에 따른 인센티브는 없으므로 高 레버리지 경영추구로 재무 건전성을 훼손할 가능성 큼. 왜냐하면 경영자 자신은 차입이 과다하여 경영위기가 발생하여 회사를 그만 두더라도 거액의 할증 퇴직금(골든 패러슈트) 등이 존재하기 때문

○ 여기에다 정부 및 정책당국이 경기활성화 등을 이유로 실시한 장기간의 금융완화정책과 불충분한 감독 등이 상기의 기본적 요인과 가세하여 버블형성을 가속화

- 이처럼 자본주의 체제는 향후에도 금융위기가 발생할 가능성을 항상 내포하고 있기 때문에 금융위기의 근본원인을 이해하여 피해를 최소화할 수 있도록 선제 대응할 필요

## 2. 敎訓

- 버블의 형성을 원천적으로는 봉쇄할 수 없다 하더라도 자산가격 상승이 버블붕괴로 이어져 금융위기로 발전하지 않도록 장기적 관점에서 사전적\*으로 대응책을 준비할 필요

\* 자산가격의 상승은 천천히, 자산가격의 하락은 급속하게 진행되는 등 비대칭성이 존재하고 있으며 일단 정책당국이 신뢰를 잃어버리면 그 회복에는 장기간이 소요되기 때문

- 첫째, 대공황 이후 금융위기는 장기간의 금융완화로 인한 유동성 팽창이 투기로 이어져 발생한 것이므로 늘어난 유동성이 투기자금으로 흘러가지 않도록 자금흐름을 통제할 필요

- 이를 위해서는 금융기관의 자산건전성 및 자산가격\* 변화추이를 파악할 수 있는 체제구축이 필요

\* 자산가격이 통화정책의 운용목표가 될 수는 없으나 통화정책운용에 필요한 정보를 담고 있다는 점에서도 이의 동향을 항상 유의하여 관찰·분석할 필요

- 이와 아울러 정책이 신속하게 수행될 있도록 버블붕괴에 따른 해악이 막대하다는 인식을 유관 정책당국은 물론 국민들도 공유할 필요\*

\* 일본은행의 경우 버블경제 초기 창구지도, 시장금리의 상승 유도, 인플레이션 압력에 대한 우려 표명 등의 시그널을 보냈으나 그 정도가 미흡하여 일반의 기대를 변화시키지 못함으로써 정책효과가 미약

- 둘째, 자산가격 상승에 대한 통화정책적 한계를 보완하고 규제완화 및 금융혁신에 적절히 대응하기 위해서는 감독체계\* 개편이 필요

\* 중앙은행은 물가안정과 금융시스템 안정이라는 2개의 목표를 달성하기 위해서는 2개의 정책수단이 필요한 것이 아니라 장기적으로 1개의 목표를 달성하기 위해 1개의 커다란 정책도구 세트가 필요하다는 사실을 인식할 필요

○ 특히 리스크 관리의 사각지대 방지\*와 고도의 파생금융상품 내용을 파악할 수 있는 체제와 전문인 양성이 필요

\* 은행과 실질적으로 동일한 기능을 수행하는 “그림자 금융 시스템(shadow banking system)” 등에도 엄격한 감독기준 적용 등

■ 셋째, 기업, 가계 및 국가의 과도한 부채 증가는 경제전반의 리스크를 증폭시키는 요인으로 작용하므로 이를 적절한 수준으로 조절할 필요

○ 미국은 가계부채, 일본은 기업부채의 급증\*을 사전에 방지하는데 실패함으로써 자산가격의 버블 및 이의 붕괴에 따른 금융위기와 실물 경제 침체를 경험

\* 우리나라 기업부채는 2005년 이후 연평균 13.2%로 급증하고 있으며 2008년 말 기업의 부채비율(총부채/자기자본)은 130.6%로 미국(123.2%)보다 높은 수준이며 명목 GDP대비 기업부채비율도 153.5%로 미국(90.3%)을 크게 상회

또한 가계부채도 2004년 이후 빠른 속도로 증가하여 금융부채상환능력을 나타내는 금융자산 대비 가계부채비율은 2008년말 50.9%로 미국(34.9%)보다 매우 높은 수준

○ 특히 빠른 속도\*로 증가하고 있는 국가채무비율을 방치할 경우 만성적인 재정적자 늪에 빠져 경제성장의 걸림돌\*\*로 작용할 뿐만 아니라 부채상환능력에 대한 시장의 우려로 국가경제 전체의 위기로 발전할 가능성에 유의할 필요

\* 우리나라의 GDP대비 재정적자 비율은 2009년 -3.2%에서 2010년에는 -4.7%로 1.5%p 증가하면서 재정악화 속도가 G20 중 가장 빠를 것으로 예상(IMF)

\*\* 향후 인구감소에 따른 세수 감소와 고령화에 기인한 연금 및 의료보험지출의 증가는 재정적자 확대의 최대요인으로 작용

## <本 文>

### I. 檢討 背景

- 역사적으로 볼 때 금융위기가 발생할 때마다 금융시스템 개혁과 규제가 이루어지고 있지만 금융위기는 반복적으로 발생
    - 금융위기는 대체로 새로운 혁신이나 시장의 출현과 같은 변위요인(displacement)의 출현 → 호황국면의 시작 → 투자기회 증대와 신용확대 → 버블의 형성과 붕괴 → 경제 전반의 충격 → 최종대부자(the lender of last resort)의 개입이라는 전개상 특징을 가지고 반복(자료 : Charles P. Kindleberger, Robert Aliber, Robert Solow, 2005)
  - 이러한 금융위기는 1618년 이후 현재까지 총 48건이 발생하였으며 20세기 들어서만도 1929년 대공황을 비롯하여 총 12차례 발생
  - 1970년 이후 심각한 금융위기 중 주택 등 부동산 버블과 관련된 불황은 9건으로 통상 경기후퇴(1년 지속) 보다 3배나 긴 침체\*가 지속(「일본경제신문」, 2009.6.21)
- \* IMF도 과거 30년간의 금융위기 중 주택 등 부동산 버블과 관련된 위기는 통상의 경기후퇴보다 2~4배 긴 불황이 지속되었다고 분석

#### 세계 10대 금융 버블

네덜란드 튜립 알뿌리 버블	1636년
영국 남해회사(South Sea Company) 버블	1720년
프랑스 미시시피회사(Mississippi Company) 버블	1720년
대공황시 주식 버블	1927 ~ 1929년
멕시코 등 개발도상국에 대한 은행여신 급증	1970년대
일본 부동산 및 주식 버블	1985 ~ 1989년
북구 3개국의 부동산 및 주식 버블	1985 ~ 1989년
동남아 부동산 및 주식 버블	1992 ~ 1997년
멕시코에 대한 외국인투자의 급증	1990 ~ 1993년
미국 나스닥 주식 버블	1995 ~ 2000년

자료 : 「Manias Panics and Crashes : A History of Financial Crisis」, Charles P. Kindleberger 외, 2005. 8

□ 대공황 이후 주요 금융위기를 비교해 보면 대체로 금융자유화 및 금융완화에 따른 버블형성 → 감독 불충분 등에 따른 버블형성 촉진 → 금융긴축 등에 기인한 버블붕괴 → 금융시스템 불안 → 실물경제 침체로 이어지는 공통점\*이 존재

\* 제2차 세계대전 후 선진국에서 발생한 금융위기도 위기발생에 앞서 주택과 주식의 실질가격이 상승하고 경상수지가 악화되었으며 위기발생 후에는 주택 및 주식의 실질가격과 실질GDP 성장률이 하락. 평균 성장률 하락은 약 2%였으며 위기 전 상황으로 회복하는 데에는 2년이 소요(자료 : Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, 2008)

→ 이하에서는 대공황 이후 주요 금융위기를 비교하여 본 후 위기의 발생원인과 영향 등의 면에서 공통적 요인을 살펴봄으로써 우리 경제에 대한 교훈을 도출하고자 함

<參考>

금융위기의 일반적 정의

- 금융위기에 대한 명확한 정의는 아직 정립되어 있지 않으나 금융위기에 관한 견해를 종합하면 다음과 같이 정의할 수 있음
- 금융위기는 “금융기관의 채무불이행 가능성 등에 기인한 금융불안 지속으로 금융시장의 자금중개기능이 약화되고 금융시스템의 붕괴 가능성이 크게 높아짐에 따라 실물경제에도 커다란 부정적 효과가 파급되는 상황”으로 정의

금융위기 정의에 관한 견해

<거시적 관점>

- Keynes 학파 : 경기변동과 연관지어 이해하려는 시각으로 “경기상승기에 형성된 자산가격 버블이 경기수축기에 급격히 붕괴되는 과정”이라고 정의
- Monetarist : 순수한 화폐적 현상으로 이해하려는 시각으로 “결제수단으로서의 화폐(High-Powered Money)에 대한 수요가 급증하여 은행대출이 감소하고 통화가 급격하게 수축하는 현상”으로 정의

<미시적 관점>

- 다수 은행에서 예금인출 요구가 갑자기 쇄도(Bank-Run)하여 은행의 자금지급능력이 부족해짐에 따라 중앙은행 등이 자금을 공급할 필요가 있는 상황으로 정의

## II. 大恐慌 이후 주요 金融危機의 比較

### 1. 주요 금융위기의 概觀

#### 가. 대공황(The Great Depression)

□ 대공황은 1929.10.29일 뉴욕 주식시장의 주가폭락을 계기로 발생한 1929~1933년\*까지의 혹독한 경기후퇴를 지칭

○ 1929~1933년중 총 9,755개의 은행이 도산한 데 이어 1933년 실질GNP는 1929년 대비 26.5% 감소되고 주가는 정점대비 89.2% 하락하였으며 실업률은 공황 이전 8.7%(1929년)에서 24.9%(1933년)로 상승

\* 1929년 여름부터 고용과 생산이 저하되기 시작하여 10월의 주식시장 붕괴를 계기로 미국경제는 급속히 경기불황에 빠져들었다가 1933. 3월 뉴딜정책의 실시로 회복되어 갔으나

고용과 산출이 다시 완전고용 수준에 도달한 것은 1941년이었기 때문에 대공황은 1929~1941년까지 약 12년간 지속되었다고 보는 견해도 있음

#### 1) 위기의 원인

##### ① 호경기 지속과 과잉 유동성 등에 따른 버블형성

□ 제 1차 세계대전 후 미국의 1920년대는 호경기 지속으로 인한 사회적 풍요\*와 해외로부터 유입\*\*된 과잉자본이 주식과 부동산에 대한 투기적 대출로 이어져 1920년대 중반에는 주택시장, 1920년대 말에는 주식시장에서 버블이 발생

\* 1920년대 미국은 전쟁으로 생산설비가 파괴된 유럽과는 달리 상대적으로 호황을 누리면서 라디오, 자동차 등이 대량생산되어 보급되는 한편 헐리우드 영화 산업도 급성장되는 등 사회적으로 들뜬 분위기가 형성

특히 자동차는 국민 5명당 1대를 소유하였으며 자동차 산업과 관련된 철강, 비철금속, 유리, 가죽, 섬유, 건설 등 연관산업도 크게 발달

\*\* 영국의 금본위제로의 복귀(1925년)는 평가절하를 동반하였기 때문에 영국에서 미국으로 자금이 유입되어 미국에서는 과잉유동성과 버블이 발생

○ 1923 ~ 1929년중 부동산 관련대출\*이 48.8% 증가한 데 힘입어 주택 및 아파트 지수가 1920년 100 → 1929년 206으로 상승하였으며 주가도 1928년 이후 급등세\*\*를 보이면서 투기장세화

\* 동기간 중 은행의 총대출은 31.8% 증가

\*\* 다우존스 공업평균주가 기준 : 1921.6.20일 64.9(저점) → 1928.1.3일 203.4 → 1929.9.3일 381.2(정점)로 87.4% 상승

□ 한편 정부의 시장개입 등 적극적인 경제활동에 반대하는 자유방임주의 경제사상\*의 팽배도 버블형성을 촉진

\* 자원의 배분은 가격기구가 해결하며 공급이 수요를 창조한다는 세이의 법칙을 신봉함에 따라 정부가 민간의 경제활동에 간섭하는 것은 시장기능을 저해한다는 자유방임주의 사상이 팽배

## ② 경기과열 방지를 위한 긴축정책

□ 이에 따라 경기과열을 우려한 FRB가 이자율을 급격하게 인상하자 주가 폭락 등 버블붕괴와 은행의 도산을 초래

○ FRB는 1929. 8월에 재할인율을 5.0%에서 5.74%로 인상하고 9월에 다시 6.0%로 추가 인상하는 등 급격한 금융긴축을 단행

- 이후 버블증세를 보이던 주가가 1929.9.3일을 정점으로 하락하기 시작하다가 1929.10.29일에는 대폭락

\* 다우존스 공업평균주가 기준 : 1929.9.3일 381.2(정점) → 1929.10.29일 230.1(저점)로 39.4% 하락



### ③ 금융감독 미비

- 미국에서의 금융위기는 19세기 이래 수시로 발생\*해 왔으며 이에 대처하고자 1913년 FRS(연방준비제도)가 설립되었으나 대공황 시기에는 금리를 올리고 통화량을 줄이는 방식으로 동 위기에 대응\*\*함으로써 위기를 더욱 악화

\* 1929년 대공황 이전에 1873년, 1884년, 1893년 및 1907년에 금융위기가 발생

\*\* 당시 세계경제는 금본위제에 의해 지배되고 있었는데, 외국인들이 달러를 금으로 바꾸어 인출해 가면 연준은 달러가치를 유지하고 금본위제를 고수하기 위해 금리를 올리고 국내 통화를 환수하는 방식으로 대응

- 은행권 남발과 은행 도산사태가 빈발했던 남북전쟁 이후 통화감독청(OCC)이 설립(1863년)되어 있었으나 대공황 시기에는 유명무실

### ④ 금본위제

\* 금본위제란 화폐를 금과 결부시켜 물가수준을 조절하고자 하는 제도

- 금본위제는 불황하에서는 해외자본이 투자자금을 금으로 바꾸어 해외로 가지고 나가기 때문에 불황을 증폭시킬 가능성이 큼

- 따라서 금유출을 방지하고 금본위제를 유지하기 위해서는 이자율 인상이 필요하며 그 결과 불황이 더욱 심화되는 악순환 초래

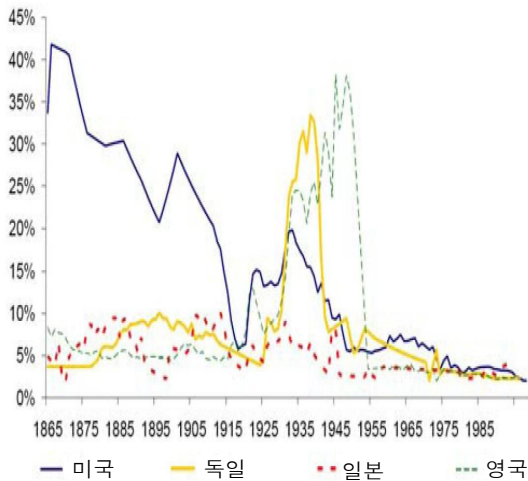
### ⑤ 관세율 인상 및 환율 절하경쟁에 따른 세계무역의 축소

- 1930년 스무트 호리법(Smoot-Hawley)에 의해 미국의 관세율 인상은 각국의 관세율 인상\*으로 이어졌으며 이는 세계무역의 축소를 초래하여 세계경제의 정체를 심화

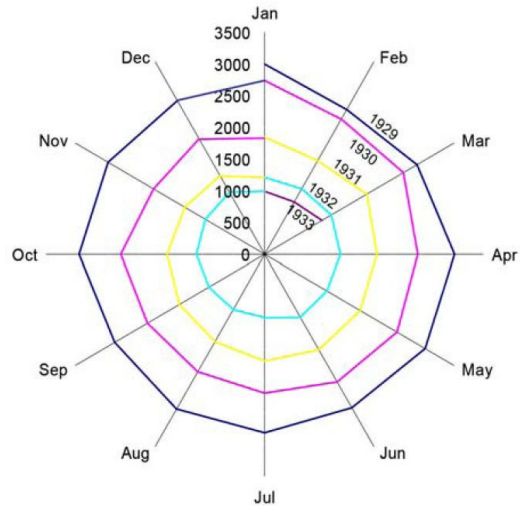
\* 미국은 자국산업 보호를 위해 40%의 고율관세를 부과하는 등 보호무역을 강화함에 따라 1931. 10~1932. 3월 기간 중 덴마크, 영국, 스웨덴, 네덜란드, 프랑스, 벨기에, 스위스 등도 관세율을 인상

- 1930년 25억달러였던 세계 무역액(수입액 기준)이 1933년에는 10억달러로 축소
- 이와 더불어 각국은 금본위제 유지를 위해 환율을 경쟁적으로 절하

주요국의 수입관세 평균(1865년 이후)



세계무역수축<sup>주)</sup>의 악화(1929~1933년)



주 : 75개국의 수입총액 기준(단위 : 백만달러)  
 자료 : Morgan Stanley(2009. 2. 20)

### ⑥ 소득분배의 불평등 확대

□ 1929년에 1%의 부유층에게 국부의 40%가 집중되었으며 0.3%에 해당하는 사람들이 전체 주식배당금의 78%를 차지하는 등 부의 편중\*이 극심

\* 또한 1920~1929년중 1인당 가처분소득은 9% 증가하였으나 최상위 1% 계층의 1인당 가처분소득은 75%나 증가

○ 소득불평등 확대는 소비성향 저하와 유효수요의 부족을 초래하였으며 부유층을 중심으로 형성된 저축은 투자를 통해 소득순환과정으로 재투자되지 않고 투기성의 주식투자로 이어지는 등 경제불안을 초래

⑦ 이외에도 “영국을 대신할 패권국으로서의 능력 부족”, “미국 금융정책의 오류” 등 정책의 실패를 지적하는 견해와 “수요부족”이 경기후퇴 장기화의 근본원인이라는 견해 등이 있음

## 2) 위기의 영향

### ① 은행도산 등 금융시스템 붕괴

□ 1929. 10월의 주가 폭락이 경기후퇴를 더욱 격화시키고 경기후퇴는 다시 주가하락으로 이어지는 등 악순환이 발생하였으며 이러한 가운데 은행의 경영악화가 진행

○ 1929 ~ 1933년 기간 중 대규모 은행도산사태(bank failure)\*가 3차례 발생하여 동 기간 중 총 9,755개의 은행이 도산

\* 소규모 단일점포 위주인 미국 은행제도의 특성으로 인하여 은행도산사태가 더욱 크게 확산

은행 도산 추이

	도산 점포수	예금액(백만달러)
1921 ~ 1928년 평균	632	174
1929	659(2.6)	231
1930	1,350(5.7)	837
1931	2,293(10.6)	1,690
1932	1,453(7.8)	706
1933	4,000(28.3)	3,597
1929 ~ 1933년 평균	1,951(11.0)	1,412
1929 ~ 1933년 누계	9,755	7,061
1934	57	37
1935	34	10
1936	44	11

주 : ( )내는 도산율

자료 : Federal Reserve Bulletin(1937)

○ 은행 도산이 종료된 후에도 경기침체로 인한 자금수요 저조 등으로 은행대출은 장기간 저조

- 1933년 상업은행의 예금 및 대출금은 1929년에 비해 각각 29.6%, 47.3% 감소

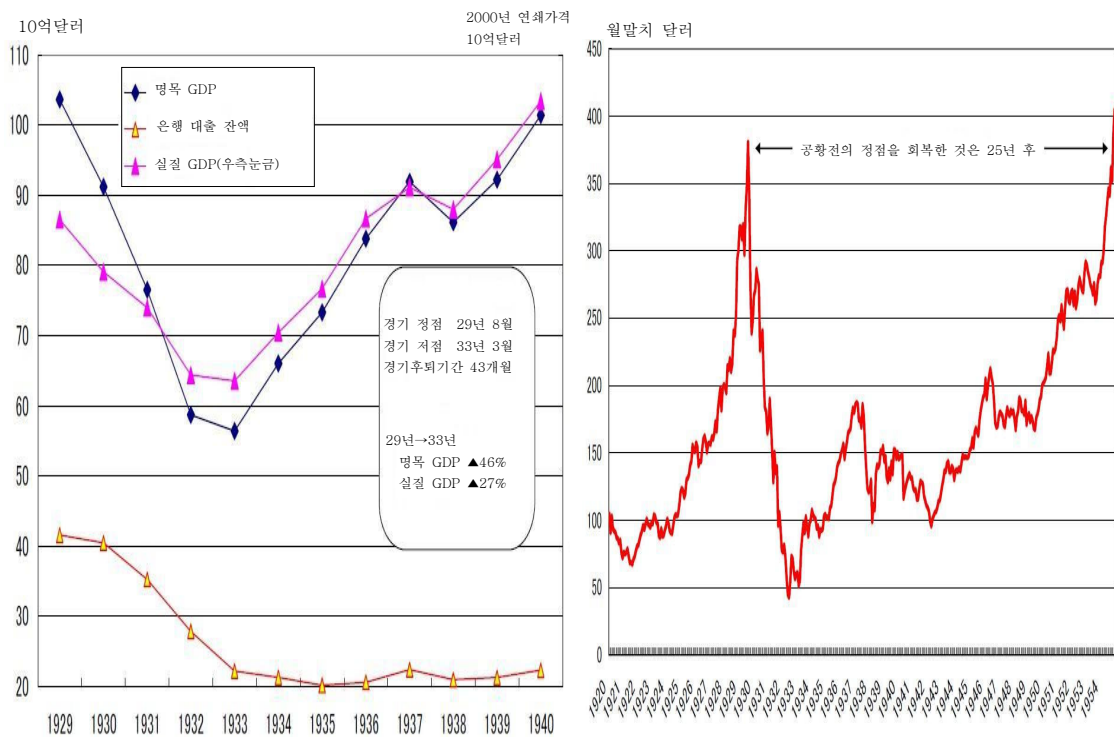
\* 반면 은행의 초과지급준비금은 무려 16.5배 증가

- 주가(다우존스 공업평균주가 기준)도 1929.9.3일 381.2(정점)에서 1932.7.8 일에는 41.2로 1/10 수준으로 하락하는 등 주식시장도 장기간 저조\*

\* 주식시가 총액은 1929. 9월의 896억달러에서 1932. 7월에는 156억달러로 1/6 수준으로 감소

- 주가가 1929년의 정점수준을 회복한 것은 1954년으로 회복속도는 크게 완만

### 대공황시대의 미국 GDP와 은행대출      대공황 전후의 NY다우 평균주가의 추이



자료 : 미국 상무성, Bloomberg 등

<參考>

1929 ~ 1933년 기간 중 3차례의 은행도산

① 제1차 은행위기(1930년 가을 ~ 1931년초)

- 부동산대출 부실, 주가 하락 등에 따른 경영악화로 농촌지역(미조리주, 인디애나주, 일리노이주 등)을 중심으로 은행도산이 급증하고 예금인출 사태가 쇄도하였으나 아직 위기는 지역적으로 국한된 상태
- 1930년 1,350개 은행(예금액 837백만달러), 1931년 2,293개 은행(예금액 1,690백만달러)이 각각 도산

② 제2차 은행위기(1931년 후반 ~ 1932년초)

- 1931. 9월 영국이 금본위제도를 포기하자 미국의 금본위제도 이탈에 대한 우려로 금이 급격히 해외로 유출
- 이를 억제하기 위해 FRB가 금융긴축정책을 실시하자 은행들은 대출회수, 투자증권의 매각 등을 경쟁적으로 실시함으로써 농업과 중소기업 부문에서 도산이 급증하였으며 이는 다시 은행도산, 예금인출 사태 등의 악순환으로 이어지는 결과를 초래
- 1931. 8 ~ 1932. 1월의 6개월간 1,860개 은행(예금규모 14억 4,900만달러)이 도산
- 한편 1931. 5월 오스트리아 최대은행인 Creditanstalt의 도산을 시작으로 독일 등 유럽 전역으로 금융위기가 확산

③ 제3차 은행위기(1933. 2 ~ 1933. 3월)

- 1933. 1월 RFC\*로부터 자금을 차입한 은행명단 공표가 의무화됨으로써 있자 예금자의 불안고조 등으로 예금인출이 급증하는 등 은행위기는 미국 전역으로 확산

\* 부흥금융공사(Reconstruction Finance Corporation) : 1932. 1월 설립된 정부기구로 유동성부족 상태에 있는 금융기관, 철도회사 등에 대한 금융지원을 담당

- 또한 1933. 3. 6일에는 루즈벨트 행정권에 의해 은행 휴업령이 내려져 금융기능이 사실상 정지되었으며 동년 6월에는 금본위제의 일시 정지가 선언

② 실물경제 위축

□ 경기침체가 장기화\*되고 심각해지면서 소득감소, 실업률 급상승, 물가 폭락 등 실물경제가 크게 위축

\* 미국의 경기는 1929. 8월 정점에 달하였으며 1933. 3월까지 경기후퇴가 지속되어 후퇴기간은 43개월에 이름

○ 1933년 실질GNP는 1929년 대비 26.5%, 명목GNP는 46.4% 각각 감소

- 실업률은 공황 이전 8.7%(1929년)에서 24.9%(1933년)로 급상승\*하였으며 소비자물가는 24.0%(1929년 대비 1933년의 하락률) 하락

\* 취업자수는 1929년 463만명에서 1933년에는 388만명으로 감소

**1930년대 전후 미국의 경제지표**

(단위 : %)

	호황기(1926 ~ 1929)	대공황(1929 ~ 1933)
명목GDP	7.0	-45.6
실질GDP	10.6	-26.5
광공업생산	15.3	-35.5
주택착공	-40.0	-81.7
소비자물가	-3.4	-24.0
기업수익	68.9	-80.0
수출	8.9	-68.0
경상수지(GDP對比)	0.8	0.3
실업률	8.7	24.9

주 : 실업률 및 경상수지는 각 기간말 수치  
 자료 : U.S. Census Bureau Statistical Abstracts 등

□ 한편 경기침체 여파로 총수출액은 1929년 52.4억달러에서 1933년 16.8억달러로, 총수입은 43.9억달러에서 13.2억달러로 각각 감소

○ 그 결과 미국의 GNP 유실액(잠재적 GNP - 실현된 GNP)이 1930년 130억달러에서 1933년에 440억달러로 확대

○ 세계 75개국의 총수입도 1929년의 월평균 28.6억달러에서 1932년에는 월평균 11.2억달러로 감소

□ 1933. 3월 뉴딜정책\*의 실시로 경기는 완만한 회복과정에 진입하였으나 1937년에 재차 경기후퇴에 진입

\* 제1차 뉴딜정책(1933~1935년)은 민간 기업과의 긴밀한 협력을 통해 경기를 회복시키고 실업자를 직접 구제하는데 중점을 두었으며 제2차 뉴딜정책(1935~1941년)은 재정지출 확대를 통한 고용창출 및 사회·경제제도 개혁에 중점을 두었음

○ 이후 명목GNP가 위기 전 상황을 회복한 것은 1941년이었음

### ③ 사회적 불만 고조

□ 수 백 톤의 식량이 창고에 쌓인 채 썩어가지만 사람들은 굶주리는 상황이 발생하고 소비가 극도로 위축되면서 식량배급을 받기 위해 늘어난 줄은 더욱 길어지는 상황이 발생하는 등 미국 국민들은 “풍요속의 빈곤”이라는 고통을 경험

○ 그 결과 대기업과 자본가, 은행가 등에 대한 불신이 고조되는 등 사회적 불만이 크게 확산

<參考>

1920년대의 세계경제 상황

- 1920년대의 세계경제는 1920~21년의 침체기를 거쳐 1923년부터는 전후복구 정책 등에 힘입어 상승기로 접어들기 시작하는 가운데 신흥산업의 발전, 금본위제도로의 복귀, 국가간 경제주도권의 이동 등으로 세계경제구도가 크게 변화하고 불안정성이 증대되는 시기
- 국별로는 미국이 호황을 누린 반면 나머지 국가 특히 유럽제국에서는 1차 대전의 여파로 불황이 지속
- 산업별로 보면 농업이 미국의 과잉생산과 유럽의 생산재개에 따른 가격폭락과 수요감퇴를 겪은 반면 전쟁중 크게 발달한 자동차, 라디오 관련산업과 전후복구, 도시화 등으로 성장한 건설관련 산업이 새로운 민간수요를 창출
- 국제금융제도면에서는 1차 대전중 일시적으로 시행되었던 자유변동환율제도에서 금본위제도로 복귀
- 이러한 금본위제도는 각국 중앙은행의 통화정책의 제약요인으로 작용

국제금융제도 약사

시 기	주 요 내 용
▪ 1880 ~ 1913년	고전적 금본위제도
▪ 1913 ~ 1920년대초	자유변동환율제도(1차 대전으로 금본위제도 중단)
▪ 1920년대초 ~ 1930년대초	금본위제도로 복귀(영국 1925.5월, 오스트리아 1925.4월, 프랑스 1928.6월)

- 또한 세계경제의 주도권이 영국에서 미국으로 옮겨가는 과정에 있었으나 미국이 아직 지도력을 행사할 준비를 충분히 갖추지는 못함
- 영국의 경우 1925. 5월 금본위제도로 복귀한 직후부터 고평가된 환율로 인하여 자본유입이 감소하고 실업률이 높은 수준을 지속
  - \* 당시 영국은 금 보유량이 적은 반면 대외 단기부채는 많아 여타 국가 특히 미국의 완화적 통화정책을 기대
- 1928년 이후 미국의 긴축정책은 대외 대출을 감소시켜 미국의 자본공급에 주고 의존하고 있던 유럽제국 등 다른 나라들의 신용공급을 위축시키는 요인으로 작용



## 나. S&L(저축대부조합) 위기

□ 금융자유화로 금리가 상승하자 S&L\*은 수지악화를 만회하기 위해 부동산 및 고위험 채권투자에 집중하였으나 부동산가격 하락 및 경쟁격화 등으로 1980년대 중반에서 1990년대 초반에 걸쳐 금융기관의 도산이 대폭 증가

\* S&L(Savings and Loan Association)은 상업은행으로부터 용자를 받기가 곤란한 저·중소득층을 대상으로 주택용자를 하는 비영리 조합조직이었으나 1980년대 초반 금융자유화로 은행과 같은 업무를 수행

○ 1984~1992년 기간 중 총 1,137개 기관이 도산하였으며 1991년에는 마이너스 성장률을 기록하는 등 경기침체를 경험

### 1) 위기의 원인

#### ① 금융자유화에 따른 금리상승 및 경쟁격화

□ 예금금리 상한규제\*(Regulation Q) 철폐(1980년) 등 금리자유화와 업무범위 자유화(1982년)\*\* 등으로 경쟁이 격화되고 금리가 상승

\* 예금금리 상한규제는 대공황 이후 예금확보 경쟁에 따른 예금금리의 상승을 방지함으로써 은행 경영의 건전성을 확보하기 위해 제정된 글래스-스티걸법(Glass-Steagall Act, 1932. 2월)에 근거. 또한 동 법에서는 요구불예금에 대한 부리를 금지하고 FRB에 금리상한을 규제(Regulation Q)할 수 있는 권한을 부여

\*\* S&L이 수익성 높은 사업을 용이하게 추진할 수 있도록 총자산의 40%까지 주택 이외의 상업용 모기지 대출, 30%까지 소비자 금융 및 사채, 10%까지 상공업 대출 등에 투자할 수 있도록 인정하였으며 이외에도 최저 자본금 기준 완화와 S&L의 예금보호금액도 상향 조정

○ 금융자유화에 따른 금리상승으로 인해 저리의 단기자금을 조달하여 장기고정금리 주택담보대출로 운용하는 등 안이한 영업\*을 하고 있던 S&L에게 역마진이 발생

- 1978 ~ 1981년중 S&L을 비롯한 예금금융기관의 예금이자율은 4.75 ~ 5.50%, 규제대상이 아닌 MMMF(Money Market Mutual Fund) 등의 시장이자율은 10 ~ 20% 수준이었기 때문에 S&L 및 은행으로부터 자금이 이탈

\* 당시 S&L은 안정적인 수입이 보장되는 3-6-3(3%로 예금을 모아 6%로 주택론으로 대출하고 경영자는 3시에 퇴근하여 골프)의 비즈니스였다는 평가

- 그 결과 S&L은 1981년 및 1982년에 각각 46억달러, 41억달러의 손실을 기록

## ② 부동산 관련 고위험 투자 확대 및 무리한 대출 실시

- 역마진 발생 등에 따른 수지 악화를 만회하기 위해 S&L은 상업용 부동산, 정크 본드 등 위험자산에 투자를 확대\*하였으나 부동산가격 하락\*을 계기로 부실화 초래

\* 그 결과 S&L의 본래 업무였던 주택론에 대한 대출잔액 비율은 1981년 78%에서 1986년에는 56%로 급락

- 유전이 있는 텍사스주를 비롯한 남서부 지방의 개발 붐\*의 영향으로 부동산 가격이 크게 상승\*\*하자 S&L은 경쟁적으로 부동산 대출을 크게 확대하였으나 1980년대 후반 들어 투자 과잉으로 부동산 가격은 점차 하락

\* 제2차 석유위기 발생에 따른 에너지 가격 상승에 기인

\*\* 1986 ~ 1989년 기간 중 부동산 가격은 38.3%(로스앤젤레스 주거용 부동산가격 기준) 상승

- 또한 S&L은 부동산 투기업자에게 이자에 해당하는 자금을 다시 대출해 주는 등 위험한 대출도 실시

### ③ 불충분한 감독

- 감독당국인 FHLBB(연방주택자금대출은행위원회)는 1980년대 초반 저금리, 경기회복 등에 힘입어 부실 S&L의 회생을 기대하여 처리를 지연하는 관용정책(forbearance policy)\*을 실시

\* 오히려 S&L의 신규 허가를 1981년 25건 → 1982년 26건 → 1983년 47건 → 1984년 133건으로 대폭 확대

- 이와 함께 연방주택자금대출은행위원회(FHLBB)는 가맹기관인 S&L로부터 독립성\*이 불충분한 데다 검사역의 숫자와 경험부족 등 감독능력도 부재

\* FHLBB의 이사 과반수는 제도상 S&L의 오퍼로 구성

- 또한 보유자산의 위험도에 관계없이 일률적으로 동일한 예금보험료를 적용함으로써 모럴 헤저드를 조장

## 2) 위기의 영향

□ S&L의 부동산 관련 대출 및 투자 등에서 대규모 부실이 초래됨에 따라 1980년대 후반 들어 다수의 S&L이 지급불능(insolvency) 사태에 직면

○ 1989년에는 S&L의 부실 급증으로 인해 S&L의 예금보험기구인 연방저축대부보험공사(FSLIC)가 파산\*하고 1984 ~ 1992년 기간 중 총 1,137개의 S&L이 도산하는 등 위기상황이 확산

\* S&L의 경영악화로 연방저축대부보험공사(FSLIC)의 예금보험기금 잔액이 1986년 적자로 반전된 후 적자폭이 지속적으로 확대(적자폭은 1986년 63억달러 → 1987년 137억달러 → 1988년 274억달러)

□ 총 747개의 부실 S&L의 처리비용\*은 미국 GDP(1989년 기준)의 약 7.0%에 이르러 미국의 재정적자\*\*를 심화시키는 요인으로 작용

\* 1989 ~ 1995년 기간 중 자금조달비용 등 간접적 비용까지 합산할 경우 총 비용은 약 4,899억달러, 직접비용은 공적자금 손실 1,321억달러를 포함하여 약 1,601억달러로 추산(미국회계검사처(General Accounting Office : GAO), 1996. 7월)

\*\* 재정적자는 1989년 1,530억달러 → 1990년 2,210억달러 → 1991년 2,690억달러 → 1992년 2,900억달러로 확대

**부실 S&L 정리 내역(1989~1995)**

연도별 정리 건수		정리형태별(1989~1995) 정리 건수(비율)	
1989 ~ 1991	675	자산·부채 인수(P&G)	497(66.5%)
1992 ~ 1993	68	부보예금 이전(IDT)	158(21.2%)
1994 ~ 1995	4	보험금 지급(PO)	92(12.3%)
계	747	-	747(100%)

□ 또한 부실 S&L 처리과정에서 미국경제는 1991년 마이너스 성장률\*을 기록하는 등 경기부진을 경험

\* 경제성장률은 1989년 3.5% → 1990년 1.9% → 1991년 -0.2% → 1992년 3.3%

○ 경기는 1991. 3월을 저점으로 회복기에 접어들었지만 경기확대 속도는 완만하여 “고용없는 회복(jobless recovery)”이 지속

## 다. 북유럽 3국 금융위기

□ 스웨덴, 핀란드, 노르웨이 등 북유럽 3국\*에서 금리자유화, 규제완화 등을 배경으로 1980년대 후반에 형성된 자산버블이 붕괴

\* 위기기간 : 스웨덴(1991~1993년), 핀란드(1991~1993년), 노르웨이(1988~1993년)

○ 부실채권 증가에 따른 금융기관 손실 급증으로 1991~1993년중 대형 금융기관이 잇따라 도산하였으며 스웨덴 및 핀란드는 위기 기간 중 마이너스 성장률을 기록

### 1) 위기의 원인

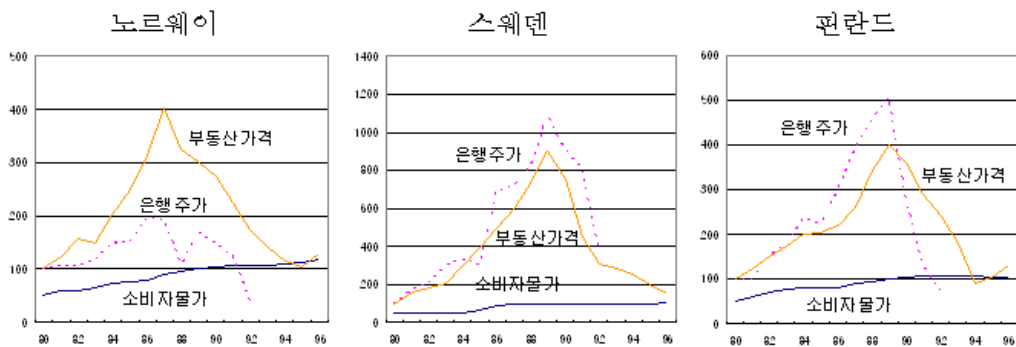
#### ① 규제완화에 따른 자산버블 발생

□ 북유럽 3국은 1980년대 들어 금리자유화, 대출한도폐지 등 적극적인 규제완화로 부동산 등 자산가격이 급등하고 은행대출이 크게 증가

○ 1980년 대비 부동산 가격은 약 4배(스웨덴은 약 9배), 주가는 약 2~5배(스웨덴은 약 10배) 각각 상승하였으며 은행대출은 20%대\*로 급증

\* 은행대출 증가율은 스웨덴 27.1%(1988), 핀란드 27.7%(1988), 노르웨이 22.4%(1987)로 크게 증가

북유럽 3국의 자산가격 추이



주 : 1980=100

자료 : IMF, "The Nordic Banking Crises", Occasional Paper 161, April 1998

- 또한 자산가격이 상승하고 있는 가운데 외환시장의 규제 철폐 등 무리한 대외개방으로 해외차입이 급격히 증가하면서 버블을 증폭

북유럽 3국의 주요 금융자유화 조치

스웨덴	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 대출금리 및 대출한도 규제 철폐(1985년)</li> <li>○ 외환시장 관련 규제 철폐(1987년)</li> <li>○ 해외차입 자유화(1989년)</li> </ul>
핀란드	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 은행의 콜금리 상한 규제 철폐(1984년)</li> <li>○ 대출금리 규제 철폐(1986년)</li> <li>○ 개인의 해외투자 및 기업의 해외차입 자유화(1990년)</li> </ul>
노르웨이	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ 은행대출 한도제 철폐(1984년)</li> <li>○ 금리자유화(1985년)</li> <li>○ 외국인 주식소유 허용 등 자본시장 개방(1985년)</li> </ul>

② 금융긴축에 의한 버블 붕괴

- 1990년대 들어 경기과열을 억제하기 위한 금융긴축\* 및 세제 개편\*\*이 단행되었으며 대외적으로는 세계경제 둔화로 인한 수출 감소 및 경상수지 적자 확대 등으로 경기가 하강국면\*\*\*에 접어들면서 부동산 등 자산가격이 하락세로 반전

\* 정책금리의 경우 핀란드 7.5%(1989. 10) → 8.5%(1989.11) → 9.5%(1992.5), 노르웨이 8.0%(1991.5) → 10.0%(1992.1) → 11.0%(1992.9)로 각각 인상

\*\* 부동산 경기과열 억제를 위한 이자비용의 세금감면 폐지로 금융기관 차입 비용이 대폭 상승하여 원리금상환 연체가 급증

\*\*\* 특히 핀란드는 1990년 구 소련의 해체로 구 소련 및 동구권에 대한 수출이 급감하여 경기가 침체

- 3국 모두 부동산가격은 정점 대비 30% ~ 50%, 주가는 29.3% ~ 58.9% 하락

### 북유럽 3국의 자산가격 하락률

	부동산가격	하락기간 <sup>1)</sup>	주가 <sup>2)</sup>	하락기간
스웨덴	-50.0% <sup>3)</sup>	1990 ~ 1992	-40.9%	1990.2/4 ~ 1992년말
핀란드	-25.0% <sup>4)</sup>	1989 ~ 1992.1/4	-58.9%	1989 ~ 1992.1/4
노르웨이	-30.0% <sup>4)</sup>	1987 ~ 1992.1/4	-29.3%	1989 ~ 1992.1/4

주 : 1) 비교기간 중 최저치의 최고치 대비 하락률    2) 1985= 100  
 3) Stockholm 소재 상업용 부동산 가격    4) 주택가격  
 자료 : OECD, Economic Outlook(1992.12) 및 IFS 각호

- 부동산가격 하락에 따른 담보가치 하락으로 금융기관의 부실채권이 급증하여 총대출 대비 부실채권 비중(1992년말 기준)은 스웨덴 13.4%, 핀란드 12.9%, 노르웨이 11.5%로 당시 미국 및 일본의 3.1%를 크게 상회

· 특히 가계대출의 부실비중\*이 4 ~ 5%p 급증

\* 금융기관 가계대출의 부실비중 : 스웨덴(1992년 7%→1993년 11%), 핀란드 (1988년 21%→1993년 26%), 노르웨이(1988년 15%→1992년 20%)

### ③ 불충분한 금융감독

□ 금융자유화가 추진되는 가운데 금융기관 대출금 절반가량이 건설과 부동산에 집중\*되는 등 수익확대를 위해 은행 간 대출경쟁이 과열되고 있었음에도 감독당국의 대처는 미흡

\* 개인은 물론 은행들의 부동산 투자도 과열

○ 노르웨이의 경우 총대출중 부동산대출 비중이 1985년 48%, 1990년 50%, 1992년 46%로 거의 절반을 차지

## 2) 위기의 영향

### ① 부실채권 증가 및 금융기관 부실화

- 북유럽 3국의 부실 금융기관에 대한 GDP대비 공적자금 투입비중은 상대적으로 위기가 작았던 노르웨이의 경우 2.6%에 불과했으나 스웨덴 및 핀란드는 각각 6.1% 및 17.2%로 높은 수준

(스웨덴)

- 1990년 단기금융회사의 경영이 악화됨에 따라 1991. 9월 은행들이 단기금융회사에 대한 자금공여 규모를 축소하자 1991년말부터 대출채권의 부실화가 일부 은행으로 확산
  - 1991. 10월 저축은행인 Forsta Spar은행과 스웨덴 최대은행인 Nord은행이 부실화되었으며 1992년 들어서도 제2위 은행인 Gota은행이 부실화되어 거액의 손실이 발생하는 등 금융기관 부실화가 광범위하게 확산되어 전체 금융위기상황으로 발전

(핀란드)

- 버블경제 기간 중 적극적으로 대출을 확장한 대형은행인 Skop은행\*을 비롯한 많은 저축은행이 부실화

\* Skop은행은 독자적인 은행업무 외에도 소형 저축은행에 대한 유동성공급, 외환업무 대행 등의 지원업무를 병행

- Skop은행은 이미 1989년 하반기부터 부실징후가 있어 중앙은행 및 은행감독청의 감시하에 정상화 계획을 추진중이었으나 1991. 9월 신인도 저하로 금융시장에서 CP 차환발행이 불가능할 정도로 부실화되자 중앙은행은 동행을 인수



- 1992년 들어 저축은행의 부실화가 심각한 상황에 이르자 41개 저축은행을 합병하여 핀란드저축은행(Savings Bank of Finland)을 설립한 데 이어 상업은행인 STS은행이 부실화되자 동행을 최대 상업은행인 KOP은행과 합병

□ 이후 저축은행의 부실화는 상업은행으로 확산되어 전체 금융시스템의 위기상황으로 발전

(노르웨이)

□ 실물경기 둔화, 부동산가격 하락 등에 따라 1987년부터 금융기관의 부실채권이 증가하기 시작하였으며 1988년 하반기부터 저축은행의 부실화가 현저

\* 정부는 이들 은행에 대해 지급보증, 출자 등을 통해 지원하는 한편 대형은행과의 합병을 추진

- 1990년 들어 저축은행에 이어 상업은행의 부실화로 위기가 확산

- 1990. 12월 국내 4위인 Fokus은행이 거액 손실 발생한 데 이어 1991년에는 국내 1위 및 2위인 Den norske은행과 Christiania은행도 부실채권이 증가하여 정부지원을 요청

□ 주요 대형은행들이 부실화됨에 따라 시장에서는 은행예금 기피현상과 함께 자금흐름이 경색되는 등 전반적인 금융위기 상황으로 발전

- 특히 외환자유화 이후 크게 유입되었던 외자가 국내 금융기관의 대외신인도 저하에 따라 유출된 것이 신용경색을 부추기는 주된 요인으로 가세

## ② 실물경제 위축

- 스웨덴은 1990년대 중반부터 후퇴국면으로 진입하여 1991 ~ 1993년중 3년 연속 마이너스 성장을 시현하였으며 주가는 1992년 저점에서 정점 수준을 회복한 것은 1994년이었음
  
- 핀란드는 동구 공산권 체제 붕괴에 따른 구 소련 특수외 투자로 수출이 둔화되자 1990년 들어 경기는 급속히 침체되기 시작하여 실질 GDP 성장률이 1989년 5.7% → 1990년 제로성장 → 1991년 -7.1%를 기록
  - 주가는 1991년 저점에서 정점수준을 회복한 것은 1994년이었음
  
- 노르웨이는 1987년 위기 시작 이후 실질 성장률이 위기 전 상황으로 회복된 것은 4년 후인 1991년이었으며 소비자물가 상승률과 금리가 안정을 회복하는 데는 거의 10년이 걸림

## 라. 일본 금융위기

□ 1985. 9월 플라자 합의 이후 장기간의 금융완화정책에 기인한 자산 가격 상승을 억제하기 위해 급격한 긴축정책으로 선회한 결과 버블이 붕괴\*되면서 발생한 위기(1991.2~2002.1)로 “장기불황” 또는 “잃어버린 10년”으로 불림

\* 주가는 정점대비 절반 수준으로 폭락하고 지가도 1991년 이후 15년간 하락세를 지속하여 1/4수준으로 하락

○ 금융기관 부실채권이 증가하면서 1990~2001년중 총 142개 금융기관이 도산하였으며 실질GDP 성장률은 버블붕괴 이전 연평균 3.9%에서 버블붕괴 이후 1.0%로 하락

### 1) 위기의 원인

#### ① 장기간의 금융완화정책

□ 일본의 금융산업은 정부의 엄격한 규제를 받아왔으나 1980년대 들어 금융자유화가 빠르게 확산

○ 여신금리 규제가 철폐(1975년) 되는데 이어, 대외거래 규제 완화(1980년), 수신금리 자유화(1985년) 등 은행과 관련한 대부분의 규제가 단계적으로 폐지

□ 이와 더불어 1985. 9월 플라자 합의 이후의 급속한 엔화 강세에 따른 경기악화(円高不況)에 대응하여 금융완화정책으로 전환한 후 이를 장기간 지속하는 한편 적극적인 내수확대\* 정책을 추진

\* 1985년~1987년간 3회에 걸쳐 총 13.5조엔 규모의 경제대책을 시행하였으며, 금리인하 및 통화공급 확대를 실시

- 기준할인율을 1985. 1월 5.0%에서 1987. 2월까지 5차례에 걸쳐 2.5%로(-2.5%p) 인하한 후 1989. 5월까지 동 수준 지속\*

\* 일본은행의 금융긴축 기조로의 전환이 지연된 것은 ① 자산가격 상승 경시 ② 물가수준의 안정 지속 ③ 통화량 증가 경시 ④ 정부 및 일반 국민에 대한 설득 실패로 적극적·선제적 금융정책 수행 불가 ⑤ 정책 패러다임의 변화 등에 기인

일본의 금리인하 추이

						(단위 : %)
1985.1	1986.1	1986.3	1986.4	1986.11	1987.2	
5.0	4.5	4.0	3.5	3.0	2.5	

- 이에 따라 저금리가 지속된 1980년대 후반 통화량(M2+CD) 증가율이 10%를 초과하여 명목 GDP 성장률(연평균 6.3%)을 크게 상회

## ② 금융기관간의 무리한 대출경쟁

- 1980년대 금융자유화에 따른 규제완화 및 기업의 은행이탈 현상\* 가속 등을 배경으로 금융기관간 대출경쟁이 격화

\* 금융자유화에 따라 기업들의 자본시장을 통한 자금조달 확대는 기업의 은행이탈 현상을 가속화시키는 요인으로 작용

- 은행들은 과거와 같은 초과이익 획득이 어렵게 되자 중소기업 및 개인\*, 부동산 관련업\*\* 등에 대한 대출을 경쟁적으로 확대하였는데 이는 1990년대 자산 버블붕괴에 따라 부실채권의 증대로 연결

\* 총대출 중 중소기업 및 개인에 대한 대출 비중이 1985년 52.9%에서 1990년에는 72.1%로 상승

\*\* 은행 대출 중 부동산 관련 대출(건설 및 부동산업에 대한 대출과 주택대출) 비율이 1985년 20%에서 1986년 이후 상승하기 시작하여 1990년에는 27%로 증가

- 또한 주택금융전문회사(住專)와 같은 비은행 금융회사가 급증하여 부동산 및 건설업 등에 대한 자금지원을 대폭 확대\*하는 등 은행의 이

## 들에 대한 대출경쟁도 격화

\* 은행의 비은행 금융회사에 대한 대출 비중은 1980년 3.0%에서 1987년 이후에는 9% 대로 상승

### ③ 자산가격 급등과 급격한 건축정책으로의 전환

□ 장기간에 걸친 금융완화정책 및 규제완화, 금융기관의 과도한 대출 확대 등으로 주가와 지가가 큰 폭으로 상승\*

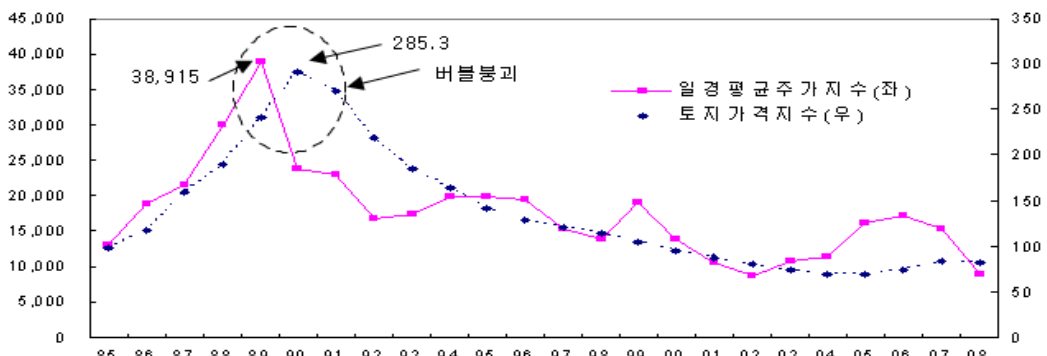
\* 1980년대 후반 일본경제의 버블은 자산가격의 급격한 상승, 경제활동의 과열, 통화량 공급·신용의 팽창이라는 세 가지의 형태로 나타났으며 버블기간은 대체로 1986. 12 ~ 1991. 2월(51개월)까지를 지칭

○ 닛케이평균주가는 1985년말 13,113엔에서 1989년말에는 38,915엔으로 급등(약 3배로 상승)하였으며, 지가도 1980년대 중반부터 1991년까지 3배 이상으로 상승

\* 6대 도시(도쿄, 요코하마, 나고야, 교토, 오사카, 고베) 지가지수는 1985년 92.9에서 1991년에는 285.3으로 3.1배로 상승. 이는 장기간의 금융완화정책과 은행들의 공격적인 대출 확대에 기인한 바가 크나, 정부의 수도권 개조 등 국토 개발 추진, 외국기업의 일본 진출 증가에 따른 토지 수요 확대 등에도 기인

○ 통화량의 경우에도 1980년대 후반 통화량(M2+CD) 증가율이 명목 GDP 성장률(연평균 6.3%)을 크게 상회

일본의 주가 및 부동산 가격 추이



주 : 토지가격지수는 6대 도시 평균. 2000년=100

□ 이러한 자산가격 상승과 통화량 증가에 대응하여 1989년 이후 급격한 금융긴축과 부동산 관련 대출에 대한 강력한 규제를 시행하면서 주가(1990년 초)와 부동산가격(1991년 초) 등 자산가격이 대폭 하락

○ 일본은행은 1989. 5 ~ 1990. 8월까지 기준할인율을 5차례에 걸쳐 3.5%p(2.5%→6.0%) 인상하고 1990. 3월에는 부동산 관련대출의 총량 규제\*를 실시

\* 부동산업에 대한 금융기관 대출규모를 직접 규제하는 것으로 은행, 신용조합, 생명보험회사 및 손해보험회사 등이 대상

**일본의 금리인상 추이**

(단위 : %)

1987.2	1989.5	1989.10	1989.12	1990.3	1990.8
2.5	3.25	3.75	4.25	5.25	6.0

○ 이에 따라 닛케이평균주가는 1989.12.29일 최고치인 38,915엔에서 1990.10.1일에는 20,000엔으로 거의 절반 수준으로 폭락하고 지가도 1991 ~ 2006년까지 15년간 하락세를 지속하여 거의 1/4 수준\*으로 하락

\* 6대 도시(도쿄, 요코하마, 나고야, 교토, 오사카, 고베)의 지가지수는 1991년 285.3에서 2006년에는 71.2로 75%나 하락

④ 기업 부채의 과다

□ 버블붕괴 후 기업의 과잉채무가 장기불황의 요인으로 작용

○ 기업부채는 1989년 명목 GDP의 2.4배까지 증가하였는데 이는 버블 붕괴 이후 기업들이 채무상환에 주력하게 하여 설비투자 저조로 이어지는 결과를 초래

· 자산가격 하락으로 보유자산 가치가 저하되고 경기위축에 따라 수익성이 악화되는 상황에서 기업들은 경영의 최우선 목표를 이윤극대화에서 부채최소화(Debt minimization)로 전환함에 따라 부채상환이 완료될 때까지 이익이 발생하더라도 투자를 기피

## 2) 위기의 영향

### ① 금융기관 부실채권 및 손실 급증

□ 자산 버블붕괴\* 이후 장기간에 걸쳐 지속된 경기불황과 신용경색으로 기업도산이 크게 증가함에 따라 금융부실 규모는 더욱 확대

\* 1990년~1994년중 버블 붕괴에 따른 자본손실액(capital loss)은 주식 490조엔, 부동산 528조엔 등 약 1천조엔으로 당시 GDP 2년분에 달하는 것으로 추정

부실채권 추이

(단위 : 조엔)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
부실채권 처분손	1.6	3.9	5.2	13.4	7.8	13.3	13.6	6.9	6.1	9.7	1.9
부실채권 규모	12.8	13.6	12.6	28.5	21.8	29.8	29.6	30.4	32.5	42.0	39.2

주) 전국은행 기준, 부실채권 규모는 리스크 관리채권 기준  
자료 : 일본 금융청

○ 이러한 금융기관의 부실채권 증가는 디플레이션 악순환(Deflationary Spiral)을 통해 경기침체 및 자산가격 하락을 심화\*

\* 기업 및 금융기관의 재무상황 악화 → 자산처분 확대 → 자산가격 추가 하락 → 담보가치 저하 → 부실채권 증가 → 신용경색에 따른 경기 위축

### ② 금융기관 도산 증가

□ 1990년대 들어 경영규모가 영세한 신용협동조합, 신용금고 등 중소 금융기관을 중심으로 시작된 금융기관 파산이 1990년대 중반 이후에는 은행, 증권, 보험 등 전 업종으로 확산되는 등 금융시스템 위기가 발생

○ 1994년말 도쿄쿄와(東京協和)신용조합 등 2개 신용조합의 도산을 시작으로 금융위기가 급격하게 확산

- 1996년말 항와(坂和)은행의 도산으로 대형은행 불도산 원칙(too big to

fail)이 깨졌으며 1997년에는 대형 증권사 및 은행\*의 연이은 도산으로 금융위기가 심화되었고 2001. 3월말까지 총 142개\*\* 금융기관이 도산

\* 일본 10대 은행인 홋카이도 다쿠쇼쿠(北海道拓植)은행 및 4대 증권사인 야마이치(山一)증권, 산요(三洋)증권 등

\*\* 은행 14개, 증권 27개, 보험 7개, 신용금고 15개, 신용조합 79개

### 금융기관 도산 추이<sup>1)</sup>

	(단위 : 개)					
	1990~1996	1997	1998	1999	2000	계
은행	3	4	2	5		14
증권 <sup>2)</sup>		10	13	3	1	27
보험		1		1	5	7
신용금고 <sup>3)</sup>	2			6	7	15
신용조합 <sup>3)</sup>	11	6	25	34	3	79
계	16	21	40	49	16	142

주 : 1) 회계연도(당해년도 4월~익년도 3월) 기준  
 2) 영업정지 처분 및 자진 휴폐업 포함 3) 예금보험기구를 통한 정리 실적  
 자료 : 「일본의 금융구조조정 현황 및 시사점」, 한국은행, 2001. 7

□ 일본정부는 이를 수습하는 과정(1992~2002년중) 총 180개 은행 및 신용조합 등에 24조 9,894억엔의 공적자금을 투입

### ③ 실물경제 위축

□ 자산 버블붕괴에 따른 소비위축 및 투자부진 등으로 실물경제는 1991. 2월을 정점으로 급격한 하강국면에 진입

○ 경기후퇴는 2002. 1월까지 지속되었으며 실질GDP 성장률은 자산 버블붕괴 이전(1981~1991년) 연평균 3.9%에서 버블붕괴 이후(1992~2002년) 1.0%\*로 하락

\* 1992년 이후 적극적인 경기부양정책에 힘입어 1993. 11~1997. 3월까지 회복국면이 지속되었으나 재정건전화를 목적으로 1996. 11월 공공투자 축소, 1997. 5월 소비세 인상 및 기업 특별감세 중단 등 긴축재정으로 경기는 다시 위축되었으며 1998년에는 마이너스 성장을 기록

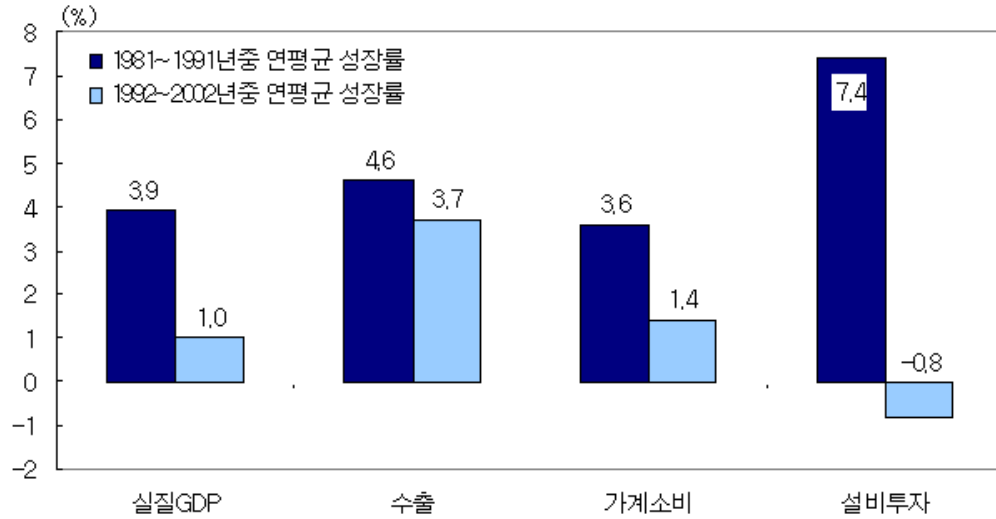
- 수출은 비교적 양호한 상태를 유지하였으나 가계소비와 설비투자가



각각 3.6% → 1.4% 및 7.4% → -0.8%로 크게 부진

- 물가상승률이 지속적으로 하락세를 지속하여 디플레이션 상태로 진입하였으며 실업률도 1990년대 초반 2.5%에서 2001년에는 5%대로 상승

버블붕괴 전후 실질GDP 성장률 비교



<參考>

일본은행의 금융긴축 전환 지연 배경

- 일본은행이 장기에 걸친 금융완화정책을 지속하면서 금융긴축으로의 전환이 지연된 이유는 주로 다음 5가지 요인에 기인

① 자산가격 상승을 경시

- 일본은행은 버블경제의 전형적인 특징인 자산가격(특히 지가) 상승을 금융정책 운용상 경계신호로 활용하는데 실패

- 버블경제 기간 중 발생한 자산가격 급등의 가장 큰 해악은 금융시스템의 불안을 초래하여 경제의 장기침체를 초래하는 것인바

당시에는 이 같은 관점이 소홀히 취급되고 지출면에서의 부의 효과, 소득 분배의 공정성 및 향후 인플레이션 위험 등에 대한 논의에 초점을 맞춘 결과 통화정책 운용시 자산가격 급등을 충분히 반영하지 못하였음

② 물가수준의 안정 지속

- 일본은행의 입장에서 긴축기조로의 전환을 정당화할 수 있는 가장 중요한 논거가 물가상승 압력의 존재이나 현실의 물가수준이 안정세를 지속함에 따라 긴축 전환의 명분이 미흡

- 소비자물가 상승률이 1985~1989년중 연평균 0.9% 상승에 그침

③ 통화량 증가를 경시

- 일본은행은 버블경제 기간 중 외형상의 물가안정 지속으로 인해 통화량 급증이 장래에 초래할 부작용을 간과

- 버블경제기 당시 통화량(M2+CD) 급증에 따른 인플레이션 우려가 일부 제기 되었으나 통화량 급증에도 불구하고 물가가 장기간에 걸쳐 안정세를 유지하자 양자 간의 관계에 대한 불안정성을 강조하는 견해가 유력해지는 등 통화증가에 대한 경계심이 약화

④ 정부 및 일반 국민에 대한 설득 실패로 적극적 금융정책 수행 불가

- 일본은행은 1986년부터 금융완화의 부작용에 대한 경계감을 표시하는 한편 1989~1990년에 들어서는 수급압박(특히 노동시장), 과잉설비 등을 논거로 경기 확대에 대한 경계적인 견해를 표명하였으나 금융긴축의 필요성을 정부 및 일반국민에게 설득하는 데에는 실패

- 또한 기술력을 바탕으로 한 일본 제조업의 대외 경쟁력이 강화되어 엔화 강세에도 불구하고 흑자폭이 다소 줄어들기는 하였으나 여전히 큰 폭의 흑자 기조를 유지하는 등 경기둔화 효과가 크지 않았음에도 경기침체에 대한 지나친 우려 등으로 경제상황에 대한 판단 오류도 가세

### ⑤ 정책 패러다임의 변화

- 플라자 합의 이후 세계 최대 채권국으로서 일본이 감당해야 할 책임이 국내외적으로 강조되는 등 정책 패러다임이 크게 변화하여 일본은행의 금융 정책 운용에 상당한 제약요인으로 작용
- 국제적인 정책협조, 내수확대에 의한 경상수지 흑자 축소 등이 주요 정책 과제로 등장함에 따라 미국·독일 등의 금리인상에도 불구하고 일본은행은 국내외의 저금리 유지 요구를 무시하기 어려운 상황이었음

### <參考>

### 일본의 자산가격 상승요인

□ 자산가격 상승 요인은 금융완화정책 이외에도

- ① 은행들의 공격적인 경영행태
- ② 1985년 일본 국토청의 수도권 개조 계획 발표
- ③ 국제화에 따른 외국기업 및 금융기관의 일본 진출 증가
- ④ 1987년 국민의 여가에 대한 욕구를 충족하기 위한 리조트 개발법 제정
- ⑤ 1987년 블랙 먼데이를 슬기롭게 벗어난 데 기인한 주가 상승과 일본의 급속한 경제발전에 따른 국제적 지위 상승 등으로 경제 주체들의 과도한 자신감 팽배
- ⑥ 기존 주거대출은행 제도를 통한 은행의 기업에 대한 규율 메커니즘 약화 등을 들 수 있음

## 마. 서브프라임 위기

- IT 버블붕괴 이후 금융완화정책에 따라 부동산가격이 급등하자 긴축정책으로 선회하면서 다시 경기가 침체
  - 2008. 9월 리먼 브라더스사의 파산으로 본격화되면서 미국의 경기 침체는 물론 전 세계로 위기가 확산되는 등 대공황 이래 최악의 상황으로 발전
  - 2009년 세계경제 성장률은 전후 처음으로 마이너스 성장률을 기록할 것으로 예상하고 있으며 금융기관 손실액도 약 1조 4,547억 달러(2009. 5월)에 이르는 것으로 추산

### 1) 위기의 원인

#### ① 장기에 걸친 금융완화정책

- 2000년대 초 IT버블 붕괴로 경기가 침체되자 2001년부터 금융완화정책을 실시
  - 페더럴펀드 금리를 2000. 5월 6.5%에서 2003. 6월까지 1%(-5.5%p)로 인하하여 2004. 6월까지 이 수준으로 유지

#### 미국의 금리인하 추이

				(단위 : %)
2000.5	2001(11회)	2002.11	2003.6	
6.50	6.00→1.75	1.25	1.0	

- 이에 따라 2001~2002년중 통화량(M2) 증가율이 5%를 초과하는 수준이 지속되어 명목GDP 성장률을 3%p 이상 상회

## ② 금융기관간의 무리한 대출경쟁

- 금융기관들이 저금리 기조하에서의 수익확보를 위해 신용도가 낮은 저소득층에게도 無서류(low-doc, no-doc) 대출이나 NINJA\* 대출은 물론 LTV를 100%까지 인정하는 piggyback\*\* 대출, 통상적인 대출한도\*\*\*를 초과하는 점보(jumbo) 대출도 적극적으로 실시

\* No Income, No Job & No Assets의 약자로 소득도 직업도 재산도 없는 개인에게까지 모기지 자금을 대출

\*\* 초기 자금부담(down payment) 없이 주택가격 100%에 수수료까지 대출을 해 주는 LTV 103% 대출 상품도 등장

\*\*\* 2006년 당시 대출한도 : 1인 가구 417,000달러, 2인 가구 533,850달러, 3인 가구 645,300달러, 4인 가구 809,950달러

## ③ 자산가격 급등과 급격한 긴축정책으로의 전환

- 장기간에 걸친 금융완화정책과 금융기관의 과도한 대출 확대로 부동산시장이 호황을 보이자 신용등급이 낮은 사람들을 위한 주택담보대출인 서브프라임 모기지 대출이 급증함에 따라 주택가격 버블이 형성
  - 주택가격은 1997년부터 상승하기 시작하여 2006년 중반까지 190.2%\* 상승하였으며 주가도 2003. 2월을 저점으로 상승하기 시작하여 2007. 10월까지 82.8% 상승

\* S&P/Case-Shiller 지수(10개 도시) 기준 : 1997. 2월말 77.98(저점) → 2006. 6월말 226.29(정점)

\*\* 다우존스 공업평균주가 기준 : 2003.2.13일 7749.87(저점) → 2007.10.9일 14,164.53(정점)

- 주택가격 상승과 통화량 증가에 대응하여 급격히 금융긴축\*으로 전환하면서 주택가격 및 주가의 대폭 하락과 서브프라임 모기지 대출의

## 연체가 급증

\* 금융긴축으로 선회하게 된 것은 1990년 이후 미국은 대규모 경상수지 적자가 지속되고 동 적자는 아시아와 산유국으로부터의 자본유입으로 메워지는 이른바 “세계적 불균형(global imbalance)”에 따른 달러화 하락과 인플레이 압력에 대응하기 위해 2004년 하반기부터 불가피하게 이자율을 인상하게 된 배경도 존재

○ 2004. 6월 긴축정책으로 전환하여 페더럴펀드 금리를 2006. 6월까지 5.25%로 인상한 후 2007. 9월까지 동 수준 유지\*

\* 경기침체에 대응하여 2007. 9월 이후 총 10회에 걸쳐 5%p(2007.9.18일 5.25% → 2008.12.16일 0.25%)로 인하한 후 현재까지 동 수준 유지

### 미국의 금리인상 추이

(단위 : %)

2003.6	2004(5회)	2005(8회)	2006.1.31	2006.3.28	2006.5.10	2006.6.29
1.0	1.25→2.25	2.50→4.25	4.5	4.75	5.0	5.25

- 이에 따라 과열 양상을 보이던 주택경기가 냉각되면서 2006. 6월말(정점) 대비 2009. 3월말 주택가격은 1/3수준(-33.1%)\*으로 하락하였으며

2003. 2월 이후 상승세를 이어오던 주가도 2007.10.9일을 정점으로 하락하기 시작하여 2009.3.5일에는 정점 대비 절반수준(-53.4%)\*\*으로 하락

\* S&P/Case-Shiller 지수(10개 도시) 기준 : 2006. 6월말 226.29(정점) → 2009. 3월말 현재 151.41(저점)

\*\* 다우존스 공업평균주가 기준 : 2007.10.9일 14,164.53(정점) → 2009.3.5일 6,594.44(저점)

○ 또한 서브프라임 모기지 대출 이자율 상승 및 주택가격 하락으로 서브프라임 모기지 대출 연체율이 2005년 1%대(90일 이상 연체)에서 2008. 10월에는 15.2%로 급증

#### ④ 금융규제 완화와 미흡한 감독체계

□ 증권거래위원회(SEC)는 투자은행들의 총부채가 순자본의 15배 이내여야 한다는 레버리지 규제를 철폐(2004년)함으로써 투자은행들은 단기 금융시장에서 순자본의 20~30배까지 자금을 차입

○ 그러나 자산유동화\*의 위험성과 규모를 제대로 파악하지 못하고 있었을 뿐만 아니라 통합감독기구\*\* 없이 여러 기관에서 감독업무를 분담함으로써 감독 사각지대가 발생하는 등 리스크 관리를 위한 감독 체계는 미흡

\* 자산유동화는 불특정 다수의 투자자에게 위험을 분산하므로 금융당국의 감독 강화 유인을 약화시키는 요인으로 작용

\*\* 연방차원에서만 총 17개 감독기관이 존재 : 상업은행에 대한 감독은 연방준비제도(FRS), 통화감독청(OCC), 연방예금보험공사(FDIC)와 각 주의 은행국, 증권업은 증권거래위원회(SEC)와 상품선물거래위원회(CFTC), 보험업은 연방감독기관이 없이 각 주의 보험감독국에서 감독업무를 관장

이밖에 저축기관(Thriffs), 패니매 등 정부보증기관(GSEs), 연기금 등에 대한 감독도 기관별로 다양한 감독기관이 존재

#### ⑤ 가계부채 급증

□ 가계부채 증가는 금리상승에 따라 연체율 상승과 금융기관 부실로 이어져 금융시스템 위기를 초래하는 요인으로 작용

○ 가계는 서브프라임 모기지 대출 차환시 주택가격의 상승에 따른 담보가치 증가분만큼 다시 차입을 확대하고 금융기관도 대출확대에 주력함으로써 가계부채가 2000년 이후 급속하게 증가

- 미국의 가계부채는 2007년말 13.8조달러(명목GDP의 99.9%)로 2000년(명목GDP의 71.4%) 대비 2배로 빠르게 증가되었으며 가계부채 증가율(연평균)은 1990년대 6.8%에서 2000~2006년중에는 10.6%로 급상승

⑥ 글로벌 불균형(Global Imbalance)\*

\* 신흥국 및 산유국들이 잉여저축으로 미국의 달러 자산을 구입하여 미국의 적자를 메워주고 이를 다시 미국이 신흥국 등에 투자함으로써 미국의 막대한 경상수지 적자와 신흥국 등의 경상수지 흑자가 장기간 유지되어 온 불균형 현상

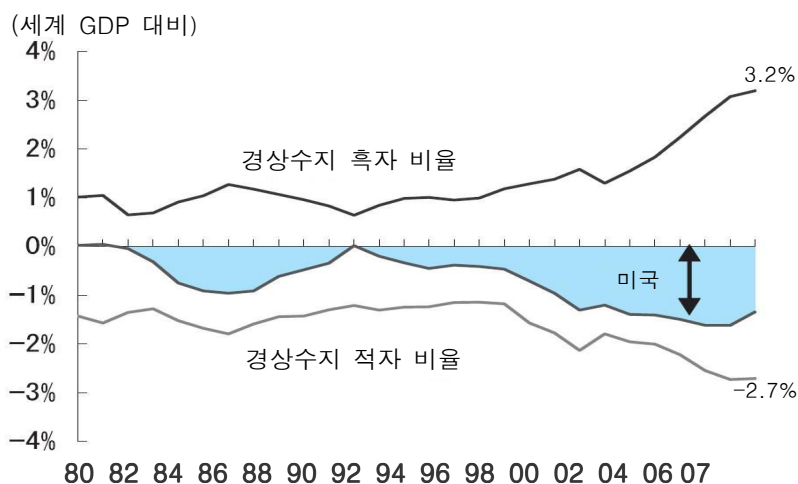
□ 1990년대 말 이후 신흥국과 산유국에서 미국으로 유입된 자금이 저금리와 신용완화 등과 융합되면서 미국 주택시장의 버블을 형성

○ 1980~1999년까지는 경상수지 흑자국의 GDP대비 경상수지 흑자비율이나 경상수지 적자국의 GDP대비 경상수지 적자비율이 약 1%대로 안정적이었으나

2000년대 들어서는 경상수지 흑자비율 및 경상수지 적자비율이 크게 확대되기 시작하여 2007년에는 경상수지 흑자비율 3.2%, 경상수지 적자비율은 -2.7%로 크게 확대

- 세계의 경상수지 적자의 약 절반을 미국이 차지하고 있으므로 세계 자본의 약 절반이 미국으로 유입된 것으로 추정

세계의 경상수지 흑자비율 및 경상수지 적자비율



주 : 경상수지 흑자국, 경상수지 적자국으로 나누어 각각의 경상수지를 합산  
 자료 : みずほ総合研究所



## 2) 위기의 영향

### ① 금융기관 부실화 및 유동성 위기 발생

#### ㉠ 증권화 상품의 디레버리지(de-leverage)\* 발생으로 가격하락 급속화

\* 금융기관이 레버리지(자산/자기자본) 비율을 줄이기 위해 소유자산을 매각하여 대차대조표상의 자산 및 부채를 축소하는 과정

□ 2007. 8월 BNP Paribas 사태\* 이후 신용경색 우려가 확산되고 있는 가운데 대형 금융기관이 서브프라임 모기지 관련 증권화 상품의 거액손실을 계상\*\*함에 따라 동 상품의 신용도가 크게 저하되었으며 2007. 8~12월에 걸쳐 “증권화 상품\*\*\*의 디레버리지”가 발생

\* 서브프라임 모기지 관련 채권투자로 손실을 입은 BNP Paribas 소속 3개 펀드의 환매 중단 발표(2007.8.9일)

\*\* Citigroup 등 14개 투자은행들의 2007. 3/4분기중 서브프라임 모기지 관련 자산상각 규모가 303억달러에 달하였으며 OECD, Deutsche Bank 등 주요 기관들은 당시 서브프라임 모기지 부실관련 금융기관들의 총 손실규모를 약 2,000~4,000억달러로 추정(2007.11월)

\*\*\* RMBS(Residential Mortgage-Backed Securities, 주택론 담보증권 : 다수의 주택론 채권을 담보로 발행하는 증권), CDO(Collateralized Debt Obligation, 채무담보증권 : RMBS와 사채 등 복수의 채권을 조합하여 발행한 증권) 등

○ 또한 ABCP(Asset-Backed Commercial Paper)\*를 발행하여 자금을 조달하고 동 자금을 증권화 상품에 투자하고 있던 SIV(Structured Investment Vehicle)\*\*가

서브프라임 관련 증권화 상품의 가격이 급락하여 유동성 위기를 맞이하게 되자 운용자산을 대량 매각함으로써 증권화 상품의 가격하락이 급속화

\* 모기지 대출채권을 기초자산으로 하는 자산담보부 기업어음

\*\* 금융기관 등이 투자목적으로 설립한 특별목적회사로 자산을 담보로 단기자금을 조달하고 RMBS, CDO 등 증권화 상품에 투자하여 수익을 창출

□ 이어 2008. 1~2월 하순에 걸쳐 “모노라인(Monoline)\* 위기”의 발발로 증권화 상품 전체로 위기가 파급

\* 대형 보증회사

○ 신용평가회사인 Moody's사와 S&P사가 모노라인에 대한 신용등급을 격하\*시킴으로써 크레딧 시장으로부터 자금 이탈은 물론 미국 채권의 신용평가 시스템에 대한 신뢰가 저하

\* 최대 채권보증회사인 MBIA를 비롯, Ambac 등 6개 회사의 신용등급 전망이 'stable'에서 'negative'로 조정('07.12.14일, Moody's)되었으며 ACA의 신용등급은 A에서 CCC로 급락('07.12.19일, S&P)

○ 그 결과 CDO(채무담보증권) 등 패키지 상품뿐만 아니라 LBO\* 론과 CMBS(상업부동산담보증권) 등 보다 일반적인 대출 성격의 증권화 상품도 급락했으며

패니메이(Fannie Mae)와 프레디 맥(Freddie Mac) 등 정부지원기관이 발행하는 주택대출의 증권화 상품가격도 하락하기 시작

\* Leverage By Out : 매수 대상 기업의 자산을 담보로 자금을 빌려서 매수하는 행위

② 유동성 위기 및 금융기관 영업정지 발생

□ 2008. 2월 하순 이후 금융기관의 대외지급능력이 저하되어 자금조달이 어려워지는 상황이 발생하는 등 유동성 위기와 영업정지 금융기관 출현

○ 서브프라임 모기지 관련 금융기관의 손실규모 확대\* 전망, 투자은행 등에 대한 신용등급 하향조정\*\*과 유동성 위기\*\*\* 발생, 은행의 영업정지\*\*\*\* 등으로 금융시장에서 불안심리가 증폭

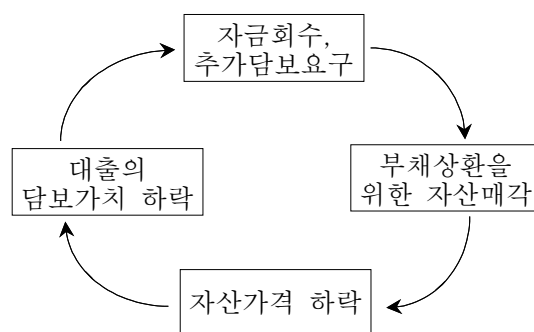
- \* 2008.5.19일 현재 전세계의 서브프라임 관련 손실은 3,209억달러로 조사(일본 내각부). 한편 2008.4.8일 IMF는 서브프라임 사태 관련 잠재적 총 손실이 약 9,450억달러에 이르는 것으로 추산
- \*\* S&P : Lehman Brothers(A+ →A), Morgan Stanley(AA-→A+), Merrill Lynch(A+ →A)(2008.6.2), MBIA 및 Ambac(각각 AAA→AA)(2008.6.5)  
Moody's : MBIA(Aaa→A2), Ambac(Aaa→Aa3)(2008.6.5)
- \*\*\* Bear Stearns社(2008.3.10), Lehman Brothers社(2008.6.3)
- \*\*\*\* IndyMac(주택대부조합)의 영업정지(2008.7.4), IndyMac Bank의 영업정지(2008.7.11), 정부지원 모기지 금융기관인 Fannie Mae 및 Freddie Mac에 대한 구제금융 제공(2008.9.7), 리먼 브라더스의 파산 및 메릴린치의 BOA 인수(2008.9.15) 등

<參考>

디레버리지(de-leverage)의 악순환

- 은행의 대출자금 회수, 담보가치 하락에 따른 추가담보 요구(margin calls)가 확산되면서 투자은행, 헤지펀드 등 레버리지 비율이 높은 금융기관의 유동성 압박이 가중
- 다수의 금융기관이 유동성 확보를 위해 보유자산을 매각하면서 자산가격 하락폭이 확대되고 이것이 다시 담보가치를 하락시키는 악순환 발생으로 신용경색이 지속

de-leverage의 악순환



자료 : Morgan Stanley

### ㉔ 금융기관 손실액 증가

□ 서브프라임 모기지 사태 이후 금융기관 손실액은 2009. 5월 현재 약 1조 4,547억달러로 2008. 9월의 9,400억달러를 크게 상회하고 있으며 주요 금융기관의 자본 증강액(정부의 자본투입 포함)도 약 9,100억달러(2008. 9월)에서 약 1조 1,100억달러(2009. 5월)로 증가(블룸버그)

○ 그러나 향후 발생할 손실을 포함한 잠재적 손실액은 이를 크게 상회하는 약 4.1조달러\*(2007~2010년중)로 시산(「Global Financial Stability Report」, IMF, 2009.4)

\* 종류별로는 대출채권 2.1조달러, 증권이 2조달러이며 국별로는 미국 2.7조달러, 유럽 1.2조달러, 일본 0.2조달러의 순

### ㉕ 실물경제 및 세계경제로 파급

□ 서브프라임 모기지 사태로 발단이 된 금융위기가 전 세계로 확산되면서 세계경제는 1929년 세계 대공황 이래 최악의 상황으로 발전

○ 세계 경제성장률이 2007년 5.2%에서 2008년에는 3.2%로 크게 하락하였으며 2009년에는 전후 처음으로 마이너스 성장률\*을 기록하고 세계 교역량\*\*도 대폭 감소할 것으로 예상

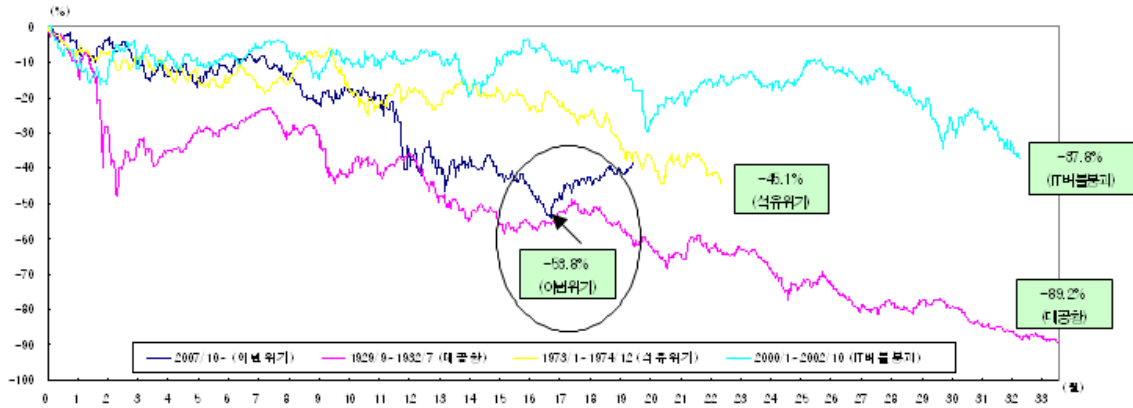
\* 주요 예측기관들은 2009년 세계 경제성장률을 IMF -2.5%, World Bank -2.9%, OECD -4.3%로 각각 전망

\*\* 2009년 세계 교역량은 전년대비 IMF -11.0%, World Bank -9.7%, OECD -13.2% 각각 감소할 것으로 전망

○ 주가 하락률도 정점 대비 53.8% 하락하여 대공황 당시 수준\*(약 50%대)에 근접

\* 이번 금융위기의 정점에서 저점까지의 기간(16개월)과 대공황 발생 이후 16개월 시점의 주가하락률은 양자 모두 정점대비 절반수준으로 하락

### 주간으로 본 과거 경기침체기와의 비교



주 : 다우공업주 평균 30종의 정점 대비 하락률      자료 : 블룸버그 등

- 이와 더불어 금융기관의 대출심사 강화 등에 따른 자금조달 곤란으로 2009년 세계의 기업 도산율이 2년 연속 두 자리수 증가(2008년 27% → 2009년 35%)를 기록할 것으로 전망

#### 세계의 기업도산 증가율

	2008년	2009년
미국	54%	45%
유럽 17개국	17%	32%
일본	11%	15%
세계 전체	27%	35%

자료 : 일본경제신문, 2009.6.16

### ③ 미 달러화 위상 저하 및 기축통화 변경 논의

- 서브프라임 모기지 사태에서 비롯된 금융위기가 세계적으로 확산되면서 기축통화로서의 미국 달러화에 대한 국제적 위상이 크게 저하
  - 제 2차 세계대전 이후 미국 달러화는 기축통화로서 독보적 지위를 누려왔으나 최근 미국경제의 대외불균형이 심화되면서 기축통화 변경에 대한 논의가 제기
  - 가까운 시일 내에 기축통화가 변경될 가능성은 낮으나 세계경제는 점차 미 달러화에 대한 의존도를 줄여나갈 것이며 기축통화로서 달러화의 지위도 장기간에 걸쳐 서서히 낮아질 것으로 예상

## 2. 주요 금융위기의 共通點

- 대공황 이후 주요 금융위기를 비교해 보면 금융완화 등에 기인한 자산버블 형성 → 불충분한 금융감독 및 대출경쟁 격화 등으로 버블형성 촉진 → 금융긴축 및 규제강화 등에 따른 버블붕괴 → 금융시스템 위기 및 실물경제 침체라는 일련의 사태전개(chain-reaction)로 진행

### ● 금융완화 등에 기인한 자산버블 형성

#### (S&L 위기)

- 1980년대 들어 금융자유화\*에 따른 금리상승으로 인해 역마진이 발생하자 이를 만회하기 위해 상업용 부동산 등에 대한 투자를 경쟁적으로 확대함에 따라 부동산 가격이 크게 상승

\* 예금금리 상한규제(Regulation Q) 철폐(1980년) 등 금리자유화와 업무범위 자유화(1982년) 등

- 1986 ~ 1989년 기간 중 미국 상업용 부동산 가격은 38.3% 상승

#### (북유럽 3국 금융위기)

- 1980년대 들어 금리자유화, 대출한도폐지 등 적극적인 규제완화로 부동산 등 자산가격이 급등하고 은행대출이 크게 증가

- 1980년 대비 부동산 가격은 약 4배(스웨덴은 약 9배), 주가는 약 2~5배(스웨덴은 약 10배) 각각 상승하였으며 은행대출 증가율은 20%대로 급등

- 또한 자산가격이 상승하고 있는 가운데 외환시장의 규제 철폐 등 무리한 대외개방으로 해외차입이 급격히 증가하면서 버블을 증폭

## (일본 금융위기)

- 1985년 플라자 합의 이후 장기간에 걸친 금융완화정책 및 규제완화, 금융기관의 과도한 대출 확대 등으로 주가와 지가가 큰 폭으로 상승
  - 닛케이평균주가는 1985년말 13,113엔에서 1989년말에는 38,915엔으로 급등(약 3배로 상승)하였으며, 지가도 1980년대 중반부터 1991년까지 3배 이상으로 상승

## (서브프라임 위기)

- IT 버블붕괴 이후 장기간에 걸친 금융완화정책과 금융기관의 과도한 대출확대로 주택가격과 주가에서 버블이 형성
  - 주택가격은 1997년부터 상승하기 시작하여 2006년 중반까지 190.2% 상승하였으며 주가도 2003. 2월을 저점으로 상승하기 시작하여 2007. 10월까지 82.8% 상승

## (대공황\*)

- \* 대공황은 정부의 적극적인 금융완화가 위기의 출발점은 아니었다는 점에서 다른 금융위기와 차별화
- 제 1차 세계대전 후 미국의 1920년대는 “번영의 10년”으로 불리는 호경기 지속으로 인한 사회적 풍요와 해외로부터 유입된 과잉자본이 주식과 부동산에 대한 투기적 대출로 이어져 1920년대 중반에는 주택시장, 1920년대 말에는 주식시장에서 버블이 발생
  - 정부의 시장개입 등 적극적인 경제활동에 반대하는 자유방임주의 경제사상 팽배도 버블형성을 촉진
- 주택 및 아파트 지수가 1920년 100 → 1929년 206으로 상승하였으며

주가\*도 1928년 이후 급등세\*를 보이면서 투기장세화

\* 다우존스 공업평균주가 기준 : 1928.1.3일 203.4 → 1929.9.3일 381.2(정점)로 87.4% 상승

● 불충분한 금융감독, 대출경쟁 격화 등으로 버블형성 촉진

(대공황)

□ 19세기 이후 수시로 발생해 온 금융위기\*에 대처하고자 1913년 FRS (연방준비제도)를 설립하여 감독기능을 부여하였으나 대공황 시기에는 금리를 올리고 통화량을 줄이는 방식으로 동 위기에 대응함으로써 위기를 더욱 악화

\* 1929년 대공황 이전에도 1873년, 1884년, 1893년 및 1907년에 금융위기가 발생

\*\* 당시 세계경제는 금본위제에 의해 지배되고 있었는데, 외국 투자자들이 달러를 금으로 바꾸어 인출해 가면 연준은 달러가치를 유지하고 금본위제를 고수하기 위해 금리를 올리고 국내 통화를 환수하는 방식으로 대응

○ 은행권 남발과 은행 도산사태가 빈발했던 남북전쟁 이후 통화감독청(OCC)이 설립(1863년)되어 있었으나 대공황 시기에는 유명무실

(S&L 위기)

□ FHLBB(연방주택자금대출은행위원회)는 부실 S&L의 회생을 기대하여 처리를 지연하였을 뿐만 아니라 오히려 S&L의 신규 허가를 대폭 확대(1981년 25건 → 1982년 26건 → 1983년 47건 → 1984년 133건)

○ 이와 함께 FHLBB는 가맹기관으로부터 독립성\*이 불충분한 데다 검사역의 숫자와 경험부족 등 감독능력도 부재

\* FHLBB의 이사 과반수는 제도상 S&L의 오너로 구성



- 보유자산의 위험도에 관계없이 일률적으로 동일한 예금보험료율을 적용함에 따라 모럴 헤저드를 조장하여 과도한 리스크 테이크로 이어짐

- 또한 S&L은 부동산가격이 크게 상승하자 경쟁적으로 대출을 확대하였을 뿐만 아니라 부동산 투기업자에게 이자에 해당하는 자금을 다시 대출해 주는 등 위험한 대출도 실시

### (북유럽 3국 금융위기)

- 금융자유화가 추진되는 가운데 금융기관 대출금 절반가량이 건설과 부동산에 집중되는 등 수익확대를 위해 은행간 대출경쟁이 과열되었음에도 감독당국의 대처는 미흡

- 노르웨이의 경우 총대출중 부동산대출 비중이 1985년 48%, 1990년 50%, 1992년 46%로 거의 절반을 차지

### (일본 금융위기)

- 1980년대 금융자유화에 따른 규제완화 및 기업의 은행이탈 현상 가속 등을 배경으로 금융기관간의 대출경쟁이 격화

- 은행들은 과거와 같은 초과이익 획득이 어렵게 되면서 중소기업 및 개인, 부동산 관련업, 주택금융전문회사(住專)와 같은 비은행 금융회사 등에 대한 대출을 크게 확대하였으나 감독당국의 대응은 미흡

### (서브프라임 위기)

- 증권거래위원회(SEC)는 투자은행들의 총부채가 순자본의 15배 이내여야 한다는 레버리지 규제를 철폐(2004년)함으로써 투자은행들은 단기 금융시장에서 순자본의 20~30배까지 자금을 차입

- 또한 자산유동화의 위험성과 규모를 제대로 파악하지 못하고 있었을 뿐만 아니라 여러 기관\*에서 감독업무를 분담함으로써 감독 사각지대\*\*가 발생

\* 연방차원에서만 총 17개 감독기관이 존재

\*\* 투자은행, 헤지펀드, 사모펀드 등 은행과 실질적으로 동일한 기능을 수행하는 “그림자 금융 시스템(shadow banking system)” 등

- 이와 더불어 금융기관들이 저금리 기조하에서의 수익확보를 위해 신용도가 낮은 저소득층에게도 無서류(low-doc, no-doc) 대출이나 NINJA\* 대출은 물론 통상적인 대출한도를 초과하는 점보(jumbo) 대출도 적극적으로 실시

\* No Income, No Job & No Assets의 약자로 소득도 직업도 재산도 없는 개인에게까지 모기지 자금을 대출

## ● 금융긴축, 규제강화 등에 따른 버블붕괴

### (대공황)

- 경기과열을 우려한 FRB가 긴축통화정책 추진으로 이자율을 급격히 인상\*하자 주가 폭락 등 버블이 붕괴

\* FRB는 1929. 8월에 재할인율을 5%에서 5.74%로 인상하고 9월에 다시 6%로 추가 인상하는 등 금융긴축을 단행

- 버블증세를 보이던 주가가 1929.9.3일을 정점(주가지수 381.2)으로 하락하기 시작하여 1929.10.29일에는 대폭락(주가지수 230.1)

### (북유럽 3국 금융위기)

- 1990년대 들어 경기과열을 억제하기 위한 금융긴축 및 세계 개편, 세

계경제의 둔화 등을 배경으로 부동산, 주가 등 자산가격이 큰 폭 하락

- 부동산가격은 정점 대비 30%~50%, 주가는 29.3%~58.9% 하락

### (일본 금융위기)

- 자산가격 상승과 통화량 증가에 대응하여 1989년 이후 급격한 금융긴축과 부동산 관련 대출에 대한 강력한 규제를 시행하면서 주가(1990년 초)와 부동산가격(1991년 초) 등 자산가격이 대폭 하락

\* 일본은행은 1989. 5~1990. 8월까지 기준할인율을 5차례에 걸쳐 3.5%p(2.5%→6.0%) 인상하고 1990. 3월에는 부동산 관련대출의 총량규제를 실시

- 닛케이평균주가는 1989.12.29일 최고치인 38,915엔에서 1990.10.1일에는 20,000엔으로 거의 절반 수준으로 폭락하고 지가도 1991~2006년까지 15년간 하락세를 지속하여 거의 1/4 수준으로 하락

### (서브프라임 위기)

- 주택가격 상승과 통화량 증가에 대응하여 급격히 금융긴축\*으로 전환하면서 주택가격 및 주가의 대폭하락과 서브프라임 모기지 대출의 연체가 급증

\* 페더럴펀드 금리를 2004. 6월 1.0%에서 2006. 6월까지 5.25%로 인상(총 17회)한 후 2007. 9월까지 동 수준 유지

- 이에 따라 과열 양상을 보이던 주택경기가 냉각되면서 2006. 6월말(정점) 대비 2009. 3월말 주택가격은 1/3수준(-33.1%)으로 하락하였으며 2003. 2월 이후 상승세를 이어오던 주가도 2007.10.9일을 정점으로 하락하기 시작하여 2009.3.5일에는 정점 대비 절반수준(-53.4%)으로 하락

- 또한 서브프라임 모기지 대출 이자율 상승 및 주택가격 하락으로 서브프라임 모기지 대출 연체율이 2005년 1%대(90일 이상 연체)에서 2008. 10월에는 15.2%로 급증

### (S&L 위기)

- S&L 위기 당시의 부동산가격 하락은 금융긴축이 원인이었다기보다는 텍사스주를 비롯한 남서부 지방의 개발 붐 등으로 부동산에 대한 과잉 투자에 주로 기인

## ● 금융시스템 위기 및 실물경제 침체

### (대공황)

- 1929 ~ 1933년 기간 중 대규모 은행도산사태(bank failure)가 3차례 발생하여 총 9,755개의 은행이 도산하였으며 경기침체로 인한 자금수요 저조 등으로 주식시장은 장기간 저조
- 이와 더불어 경기침체가 장기화되고 심각해지면서 소득감소, 실업률 급상승, 물가 폭락 등 실물경제가 크게 위축
  - 1933년 실질GNP는 1929년 대비 26.5%(명목GNP는 45.6%) 감소하였으며 실업률은 1929년 8.7%에서 1933년에는 24.9%로 상승하고 소비자 물가는 24.6%(1929년 대비 1933년의 하락률) 하락

### (S&L 위기)

- 1984 ~ 1992년 기간 중 1,137개의 S&L이 도산하였으며 부실 S&L 처리 과정에서 미국경제는 1991년 마이너스 성장률을 기록하는 등 경기부진을 경험

- 또한 부실 S&L 처리비용은 미국 GDP(1989년 기준)의 약 7.0%에 이르러 미국의 재정적자를 심화시키는 요인으로 작용

### (북유럽 3국 금융위기)

□ 총대출 대비 부실채권 비중(1992년말 기준)은 스웨덴 13.4%, 핀란드 12.9%, 노르웨이 11.5%로 당시 미국 및 일본의 3.1%를 크게 상회하였으며 특히 가계대출의 부실비중이 3국 모두 4~5%p 급증

- 3국 모두 대형은행이 부실화됨으로써 전체 금융위기 상황으로 발전

- 스웨덴 : 1991. 10월 저축은행인 Forsta Spar은행과 스웨덴 최대은행인 Nord은행이 부실화된 데 이어 1992년 들어서는 제 2위인 Gota은행이 부실화되는 등 금융기관 부실화가 광범위하게 확산되어 전체 금융위기상황으로 발전

- 핀란드 : 버블경제 기간 중 적극적으로 대출을 확장한 대형은행인 Skop은행을 비롯한 많은 저축은행이 부실화되었으며 1992년에는 41개 저축은행을 합병하여 핀란드저축은행을 설립

- 노르웨이 : 1988년 하반기 이후 저축은행의 부실화가 상업은행의 부실화로 확산되었으며 1990년 이후 동국의 제1위, 제2위 및 제4위 등 대형은행의 부실화로 인한 금융시장의 자금흐름 경색은 금융위기 상황으로 발전

□ 스웨덴은 1991~ 1993년중 3년 연속 마이너스 성장을 보였으며 핀란드도 급속하게 경기가 침체되어 1991년에는 마이너스 성장을 기록

- 노르웨이는 1987년 위기 시작 이후 4년이 지나서 실질GDP 성장률이 위기 전 수준으로 회복

## (일본 금융위기)

□ 1996년말 항와(坂和)은행의 도산으로 대형은행 불도산 원칙이 깨진 이후 2001. 3월말까지 총 142개\* 금융기관이 도산

\* 은행 14개, 증권 27개, 보험 7개, 신용금고 15개, 신용조합 79개

○ 이를 수습하는 과정(1992~2002년중)에서 총 180개 은행 및 신용조합 등에 24조 9,894억엔의 공적자금을 투입

□ 경기는 1991. 2월을 정점으로 급격한 하강국면에 진입하여 2002. 1월 까지 불황이 지속되었으며 실질GDP 성장률은 자산 버블붕괴 이전(1981~1991년) 연평균 3.9%에서 버블붕괴 이후(1992~2002년) 1.0%로 하락

## (서브프라임 위기)

□ 2008. 2월 하순 이후 금융기관의 대외지급능력이 저하되어 자금조달이 어려워지는 상황이 발생하는 등 유동성 위기와 영업정지 금융기관 출현

○ 서브프라임 모기지 관련 금융기관의 손실규모 확대 전망, 투자은행 등에 대한 신용등급 하향조정과 유동성 위기 발생, 은행의 영업정지 등으로 인해 금융시장에 불안심리가 증폭

□ 서브프라임 모기지 사태로 발단이 된 금융위기가 전 세계로 확산되면서 세계 경제성장률이 2007년 5.2%에서 2008년에는 3.2%로 크게 하락하였으며 2009년에는 전후 처음으로 마이너스 성장률을 기록하고 세계 교역량도 대폭 감소할 것으로 예상

## ● 경제주체의 높은 부채비율

### (일본 금융위기)

□ 버블붕괴 후 기업의 과잉채무\*가 장기불황의 요인으로 작용

\* 기업부채는 1989년 명목GDP의 2.4배까지 증가

- 자산가격 하락으로 보유자산 가치가 저하되고 경기위축에 따라 수익성이 악화되는 상황에서 기업들은 경영의 최우선 목표를 이윤극대화에서 부채최소화(Debt minimization)로 전환함에 따라 부채상황이 완료될 때까지 이익이 발생하더라도 투자를 기피

### (서브프라임 위기)

□ 금융기관의 경쟁적 가계대출 확대로 가계부채가 2000년 이후 급속하게 증가하였으며 이는 금리인상에 따라 부실대출로 이어져 금융시스템 위기로 발전

\* 미국의 가계부채는 2007년말 13.8조 달러(명목 GDP의 99.9%)로 2000년(명목 GDP의 71.4%) 대비 2배로 빠르게 증가되었으며 가계부채 증가율(연평균)은 1990년대 6.8%에서 2000~2006년중에는 10.6%로 급상승

## ● 해외로부터 유입된 풍부한 유동성

### (대공황)

□ 제 1차 세계대전 후의 호경기 지속으로 인한 사회적 풍요와 해외로부터 유입된 과잉자본이 주식과 부동산에 대한 투기적 대출로 이어져 버블을 형성

## (서브프라임 위기)

- 1990년대 말 이후 신흥국과 산유국에서 미국으로 유입된 자금이 저금리와 신용완화 등과 융합하여 미국 주택시장의 버블을 형성
- 세계의 경상수지 적자의 약 절반을 미국이 차지하고 있으므로 세계 자본의 약 절반이 미국으로 유입된 것으로 추정



### Ⅲ. 評價 및 敎訓

- 역사적으로 볼 때 금융당국이 금융위기를 방지하기 위하여 유동성 확대를 억제하고 감독을 강화해 왔으나 금융위기는 동일한 메커니즘을 가지고 반복적으로 발생
  - 경제주체들에게는 단기간에 많은 부를 축적하려는 비합리적 속성(greed)이 팽배해 있기 때문에 향후에도 동일한 금융위기가 발생할 가능성을 배제할 수 없으므로 금융위기의 근본원인을 이해하여 피해를 최소화할 수 있도록 선제 대응할 필요
- 대공황 이후 주요 금융위기의 비교로부터 얻을 수 있는 교훈으로는 ① 늘어난 유동성이 투기자금으로 흘러가지 않도록 자금흐름의 사전적 통제 ② 규제완화 및 금융혁신에 적절히 대응하기 위한 감독체계 개편 ③ 기업, 가계 및 국가의 과도한 부채증가 경계 등을 들 수 있음

#### 1. 評價

- 역사적으로 볼 때 금융당국이 금융위기를 방지하기 위하여 유동성 확대를 억제하고 감독을 강화하여 왔으나 금융위기는 동일한 메커니즘을 가지고 반복적으로 발생
  - 1636년 네덜란드의 튜립 투기에서부터 최근의 서브프라임 모기지 사태에 이르기까지 금융위기의 원인에는 근본적으로 공통적인 요소가 존재
    - 기본적으로 개인, 기업 등 경제주체들에게는 단기간에 적은 자본을 가지고 많은 부를 축적하려는 비합리적 속성(greed)이 팽배\*하여 과잉투기\*\*가 발생하고 이는 버블로 연계

\* 영국의 철학자 데이비드 흄(David Hume)은 “탐욕과 부에 대한 욕망은 보편적인 인간의 성향이며 이는 시간과 공간을 초월하여 모든 사람들 마음속에 자리 잡고 있다”고 갈파

\*\* 튜립투기의 경우 화훼산업의 무궁한 발전가능성에 대한 기대, 일본 장기 불황은 부동산 불패신화에 대한 신념, IT버블은 신기술에 대한 맹목적인 기대, 서브프라임 모기지 사태의 경우 주택가격의 지속적 상승 기대 등 낙관적인 환상만으로 가득

· 투자은행을 비롯한 금융기관들은 전문적 지식을 이용하여 새로운 금융상품\*을 만들어 일반 투자자들에게 투기적 환상을 자극하고 일반 투자자들은 정보와 지식의 불충분으로 맹목적인 투자를 실행

\* 지금까지 금융위기가 발생할 때마다 개혁과 규제가 이루어지고 있지만 시장은 금융혁신 등을 통해 정책과 제도를 우회하여 유동성을 팽창시키는 새로운 금융상품을 만들어내는 등 버블형성의 원천을 제공

- 금융시스템의 복잡성과 금융기관의 취약한 재무구조\*, 주주 자본주의의 팽배\*\*, 투기열풍에 따른 경기호조와 세수증대 등을 배경으로 한 정책당국의 묵인 등도 공통적 요인으로 작용

\* 은행을 중심으로 한 금융기관은 기본적으로 유동적인 단기부채를 조달하여 비유동적인 장기자산으로 전환하는 자산변환기능을 수행하고 있으며 예금인출은 선착순(first-come-first-served) 방식의 계약에 기초하고 있으므로 경제상황이 악화될 경우에는 상당히 취약한 재무구조로 변화

\*\* 경영자에게는 단기적으로 주주의 ROE(자본이익률) 증대압력은 큰 반면 재무 건전성을 유지함에 따른 인센티브는 없으므로 高 레버리지 경영추구로 재무 건전성을 훼손할 가능성 큼. 왜냐하면 경영자 자신은 차입이 과다하여 경영위기가 발생하여 회사를 그만 두더라도 거액의 할증 퇴직금(골든 패러슈트) 등이 존재하기 때문

○ 여기에다 정부 및 정책당국이 경기활성화 등을 이유로 실시한 장기간의 금융완화정책과 불충분한 감독 등이 상기의 기본적 요인과 가세하여 버블형성을 가속화

- 이처럼 자본주의 체제는 향후에도 금융위기가 발생할 가능성을 항상 내포하고 있기 때문에 금융위기의 근본원인을 이해하여 피해를 최소화할 수 있도록 선제 대응할 필요

## 2. 敎訓

- 버블의 형성을 원천적으로는 봉쇄할 수 없다 하더라도 자산가격 상승이 버블붕괴로 이어져 금융위기로 발전하지 않도록 장기적 관점에서 사전적\*으로 대응책을 준비할 필요

\* 자산가격의 상승은 천천히, 자산가격의 하락은 급속하게 진행되는 등 비대칭성이 존재하고 있으며 일단 정책당국이 신뢰를 잃어버리면 그 회복에는 장기간이 소요되기 때문

- 첫째, 대공황 이후 금융위기는 장기간의 금융완화로 인한 유동성 팽창이 투기로 이어져 발생한 것이므로 늘어난 유동성이 투기자금으로 흘러가지 않도록 자금흐름을 통제할 필요

- 이를 위해서는 금융기관의 자산건전성 및 자산가격\* 변화추이를 파악할 수 있는 체제구축이 필요

\* 자산가격이 통화정책의 운용목표가 될 수는 없으나 통화정책운용에 필요한 정보를 담고 있다는 점에서도 이의 동향을 항상 유의하여 관찰·분석할 필요

- 이와 아울러 정책이 신속하게 수행될 있도록 버블붕괴에 따른 해악이 막대하다는 인식을 유관 정책당국은 물론 국민들도 공유할 필요\*

\* 일본은행의 경우 버블경제 초기 창구지도, 시장금리의 상승 유도, 인플레이션 압력에 대한 우려 표명 등의 시그널을 보냈으나 그 정도가 미흡하여 일반의 기대를 변화시키지 못함으로써 정책효과가 미약

- 둘째, 자산가격 상승에 대한 통화정책적 한계를 보완하고 규제완화 및 금융혁신에 적절히 대응하기 위해서는 감독체계\* 개편이 필요

\* 중앙은행은 물가안정과 금융시스템 안정이라는 2개의 목표를 달성하기 위해서는 2개의 정책수단이 필요한 것이 아니라 장기적으로 1개의 목표를 달성하기 위해 1개의 커다란 정책도구 세트가 필요하다는 사실을 인식할 필요

○ 특히 리스크 관리의 사각지대 방지\*와 고도의 파생금융상품 내용을 파악할 수 있는 체제와 전문인 양성이 필요

\* 은행과 실질적으로 동일한 기능을 수행하는 “그림자 금융 시스템(shadow banking system)” 등에도 엄격한 감독기준 적용 등

■ 셋째, 기업, 가계 및 국가의 과도한 부채 증가는 경제전반의 리스크를 증폭시키는 요인으로 작용하므로 이를 적절한 수준으로 조절할 필요

○ 미국은 가계부채, 일본은 기업부채의 급증\*을 사전에 방지하는데 실패함으로써 자산가격의 버블 및 이의 붕괴에 따른 금융위기와 실물 경제 침체를 경험

\* 우리나라 기업부채는 2005년 이후 연평균 13.2%로 급증하고 있으며 2008년 말 기업의 부채비율(총부채/자기자본)은 130.6%로 미국(123.2%)보다 높은 수준이며 명목 GDP대비 기업부채비율도 153.5%로 미국(90.3%)을 크게 상회

또한 가계부채도 2004년 이후 빠른 속도로 증가하여 금융부채상환능력을 나타내는 금융자산 대비 가계부채비율은 2008년말 50.9%로 미국(34.9%)보다 매우 높은 수준

○ 특히 빠른 속도\*로 증가하고 있는 국가채무비율을 방치할 경우 만성적인 재정적자 늪에 빠져 경제성장의 걸림돌\*\*로 작용할 뿐만 아니라 부채상환능력에 대한 시장의 우려로 국가경제 전체의 위기로 발전할 가능성에 유의할 필요

\* 우리나라의 GDP대비 재정적자 비율은 2009년 -3.2%에서 2010년에는 -4.7%로 1.5%p 증가하면서 재정악화 속도가 G20 중 가장 빠를 것으로 예상(IMF)

\*\* 향후 인구감소에 따른 세수 감소와 고령화에 기인한 연금 및 의료보험지출의 증가는 재정적자 확대의 최대요인으로 작용

<參考>

그림자 금융 시스템(shadow banking system)

투자은행, 헤지펀드 및 사모펀드 등 비은행 금융기관이 고위험 고수익 관련 증권화 상품 등에 활발하게 투자하면서 새로운 유동성을 창출하게 되는 시스템으로 2000년대 초반 이후 주로 미국 및 유럽을 중심으로 활발

<參考>

버블경제의 폐해

□ 버블경제는 다음과 같은 메카니즘으로 인해 붕괴시의 폐해가 형성시의 일시적인 이익에 비해 비대칭적으로 크게 발생하고 경제의 장기침체를 초래할 가능성이 큼

**(투자설비의 가치 감소)**

- 버블 형성기에는 자산가격 상승 및 이에 따른 경제활동 호조를 전제로 하여 투자지출이 크게 증가하여 과잉설비가 발생
- 그러나 버블이 붕괴되면서 과잉설비의 가치가 크게 하락하는데 특히 최근 기술의 발달속도가 빨라 과거 설비의 이용가치가 단기간내에 격감
- 이는 버블경제 기간 중의 잘못된 가격정보(misguided prices)가 경제의 자원 배분을 왜곡시킨 결과라고 볼 수 있음

**(금융기관 및 기업의 대차대조표 악화)**

- 버블붕괴시 자산가격 하락에 따라 금융기관 및 기업의 자산이 부실화되고 이는 자기자본을 감소시켜 금융기관 및 기업의 대차대조표가 함께 악화
- 이에 따라 여신공급이 위축되는 한편 신용위험에 대한 우려로 자금운용이 보수화되면서 전반적인 신용경색현상으로 이어지고 나아가 금융기관, 기업 및 개인 등의 도산 증가
- 「기업 도산 → 금융기관 부실 → 여신공급 위축 → 기업 도산」의 악순환이 발생하면서 금융위기와 경제의 장기침체를 초래

**(전반적인 수요 위축)**

- 버블경제 기간 중의 경기호조 지속 기대가 급격히 퇴조하면서 소비, 투자 등 경제활동이 위축되고 자산가격 하락에 따른 역자산 효과가 가세하여 총수요가 크게 감소

<參考>

버블의 정의와 발생이론

<버블의 정의>

□ 외환, 주식, 부동산 등의 자산가격이 미래의 경기전망, 수익성, 금리수준 등과 같은 기초경제여건(fundamentals)보다는 주관적 심리변동, 충동 등과 같은 심리적 요인에 의하여 내재적 가치와 크게 괴리된 수준에서 형성될 때 이를 버블(bubble) 또는 투기열풍(mania)이라고 정의

\* 경제이론에 의하면 자산가격의 이론치(내재가치)는 그 자산을 보유함으로써 기대되는 장래의 금융적 수익(주식의 경우는 배당, 토지의 경우는 지대)을 장기금리와 리스크 프리미엄의 합으로 할인하여 계산한 현가를 말함

따라서 버블이란 자산가격의 붕괴시 경제운영에 큰 혼란을 초래할 정도로 자산가격의 현실치와 이론치의 괴리가 큰 상태를 지칭

<버블발생에 관한 이론>

□ 자산시장에서의 투기현상을 설명하는 이론으로는 투자자의 합리적 투기심리로 설명하는 이론과 비합리적 군중심리(gate-shut-panic)로 설명하는 이론으로 양분

가. 합리적 투기설(rational speculative attacks)

○ Stephan W. Salant와 Dale W. Henderson에 의해 소개된 이론으로서 Krugman에 의해 외환시장 및 여타 시장에까지 확대·응용

- 투자자들이 정책당국의 정책방향을 사전에 예측하여 합리적으로 대응하기 때문에 자산시장에서의 투매 또는 매집 현상이 나타난다는 이론

- 이 이론에 의하면 외생적인 대사건(big events)이 발생하지 않아도 자산가격은 내생적으로 항상 상·하 양방향으로 변동하게 되며 특히 기관투자자들의 신킴용기법을 이용한 자금운용이 자산가격의 등락폭을 더욱 확대시키게 됨

나. 비합리적 투기설

○ 투자자들의 비합리적 군중심리에 의한 매집 또는 투매행위로 자산가격의 급등락이 발생한다는 이론으로서 Kindleberger 교수는 이를 "gate-shut-panic"이라고도 표현

- 불안정 투기설(destabilizing speculation) : 일단 자산가격이 상승추세(하락추세)에 있으면 투자자들은 가격상승(하락)이 지속될 것으로 예상하여 자산구입(매각)을 확대하게 되는데 이러한 움직임은 군중심리효과(bandwagon effect)에 의해 더욱 가속화되어 급격한 가격등귀(하락) 현상을 동반하게 된다는 이론
  - \* Aftalion(1927)이 처음으로 외환시장의 급등락 현상을 외환시장 투자자들의 심리적 효과(psychological effect)에 의해 설명한 것이 그 효시임
- 제동점설(trigger points) : 자산가격이 명시적 또는 암묵적인 특정수준 이하(이상)로 하락(상승)할 경우 기관투자자들을 중심으로 한 일단의 투자자들이 자동적으로 대량 매각(매입)함으로써 자산시장에서 큰 가격변화가 초래된다는 이론
  - \* 투자자의 수익이 없는 수준이거나 투기적 투자자가 손실방지(stop-loss) 전략의 일환으로 정한 수준임
- 유지가능설(sustainability) : 정보의 불완전성으로 내재가치 이상의 고(저)수준을 유지하던 특정자산 가격이 더 이상 유지될 수 없다는 회의가 투자자들 사이에 팽배해지면서 투매(매집)현상이 나타나 자산가격의 급등락이 초래된다는 이론

## <參考文獻>

- 김형철 역, 『21세기 경제괴물 서브프라임의 복수』, 선암사, 2008. 4.
- 이지언, “우리나라 가계와 기업의 레버리지 추이와 시사점”, 「주간금융 브리프 18-23」, 한국금융연수원
- 정연수·김기진, “미국 서브프라임 모기지 사태의 단계별 진행상황과 정책대응”, 「업무참고자료 2008-3」, 한국은행, 2008. 7.
- 김종만, “미국 주택가격 급락으로 모기지 연체 급증”, 「Issue Briefing」, 국제금융센터, 2008. 7. 9.
- 박현수·정형민·김화년, “미국 가계부채의 급증과 조정전망”, 「CEO Information」, 삼성경제연구소, 2008. 7.
- 최호, “미국 서브프라임 모기지 부실의 확산과 파급효과”, 「산은조사월보 제628호」, 한국산업은행, 2008. 3.
- 현대경제연구원, “금융위기 확산방지 대책: 금융기관 건전성 실상과 시사점”, 「한국경제주보 08-45」, 2008c.
- \_\_\_\_\_, “경제불안 해소를 위한 긴급정책제언: 경제위기 시 재정의 역할 제고”, 「글로벌 금융위기 극복을 위한 정책 리포트 08-01」, 2008d.
- 김용백·이인우, “美 채권보증사(Monoline) 부실 심화 및 금융시장 영향”, 국제금융센터, 2008.
- 구본관, “일본 금융기관의 부실처리 전망”, 「Issue Paper」, 삼성경제연구소, 2003. 3.
- 이종규, “경제위기: 원인과 발생과정”, 「금융경제총서 제2호」, 한국은행, 2000. 11.
- 고성수, “국가별 금융구조조정 사례 연구”, 「금융조사자료 98-04」, 한국금융연구원, 1998. 9.
- 김홍달·임철재, “스웨덴의 은행위기 극복 경험과 시사점”, 「조사연구자료 98-3」, 한국은행, 1998. 2.
- 문종진·안병권, “주요국의 자산인플레이 및 디플레이 현상과 그 영향”, 「조사연구자료 93-10」, 한국은행, 1993. 10.
- 池尾和人·池田信夫, 『なぜ世界は不況に陥ったのか 集中講義・金融危機と経済学』, 日本BP社, 2009. 2.
- 岩崎日出俊, 『金融資産崩壊-なぜ「大恐慌」は繰り返されるのか』, 「祥伝社新書」, 祥伝社, 2009. 1.
- 中島厚志·塚崎公義·吉崎達彦, 『世界経済連鎖する危機-「金融危機」「世界同時不況」の行方を読む』, 東洋経済新報社, 2009. 1.
- 中空麻奈, 『早わかりサブプライム不況「100年に一度」の金融危機の構造と実相』, 「朝日新書」, 朝日新聞出版, 2009. 1.
- 滝田洋一, 『世界金融危機 開いたパンドラ』, 「日経プレミアシリーズ」, 日本経済新聞出版社, 2008. 12.
- 水野和夫, 『金融大崩壊-「アメリカ金融帝国」の終焉』, 「生活人新書」, 日本放送出版協會, 2008. 12.
- 村上玄一, 『【図解】金融危機が60分でわかる本』, 青春出版社, 2008. 12.
- 小林正宏·大類雄司, 『世界金融危機はなぜ起こったか-サブプライム問題から金融資本主義の崩壊へ』, 東洋経済新報社, 2008. 11.



- 藤原直哉, 『アメリカ発2009年世界大恐慌』, あうん, 2008. 11.
- 金子勝・デウィット, アンドリュー, 『世界金融危機』, 岩波書店, 2008. 10.
- 倉橋透・小林正宏, 『サブプライム問題の正しい考え方』, 中央公論新社, 2008. 4.
- 春山昇華, 『サブプライム後に何が起きているのか』, 宝島社, 2008. 4.
- 松藤民輔, 『脱・金融大恐慌 1993-2008』, 講談社, 2008. 4.
- 倉橋透・小林正宏, 『サブプライム問題の正しい考え方』, 中公新書, 2008.
- 春山昇華, 『サブプライム後に何がおきているのか』, 宝島社新書, 2008.
- \_\_\_\_\_, 『サブプライム問題とは何か』, 宝島社新書, 2007.
- 松藤民輔, 『脱・金融大恐慌 1993-2008』, 講談社, 2008.
- 江川由紀雄, 『サブプライム問題の教訓 - 証券化と格付けの精神』, 商事法務, 2007. 12.
- 春山昇華, 『サブプライム問題とは何か - アメリカ帝国の終焉』, 宝島社, 2007. 11.
- 竹森俊平, 『1997年-世界を変えた金融危機』, 「朝日新書74」, 朝日新聞社, 2007. 10.
- 江川由紀雄, 『サブプライム問題の教訓』, 商事法務, 2007.
- 橋本優子, 『アジア通貨危機を超えて-危機の背景と影響, 協力体制への模索』, 三菱経済研究所, 2006. 11.
- 永井敏彦, 「アメリカ住宅金融証券化の概要」, 農林中金総合研究所, 2006. 11.
- 仁部祐二, 「アメリカの住宅バブルと過剰流動性の行方」, 建設経済研究所, 2006. 3.
- 柳川範之, 「証券化の役割と課題」, R I E T I Discussion Paper Series 05-J-029, 2005. 9.
- みずほ総合研究所, 「アメリカ住宅ブームの帰結をどう読むか」, みずほ総研論集 2005. 1.
- 飯田彬, 「バブルの形成と崩壊」, 財務省財務総合政策研究所, PRI Discussion Paper Series(N0. 01A-02), 2001. 4.
- 内閣府, 『世界経済の潮流 2009-1 春』, 国立印刷局, 2009.
- \_\_\_\_\_, 『世界経済の潮流2008-2 秋』, 国立印刷局, 2008.
- エコノミスト, 「恐慌大研究」, 2008. 5.
- \_\_\_\_\_, 「戦後世界最大級の金融危機に発展する可能性も」, 2008. 2.
- \_\_\_\_\_, 「底が見えない米住宅市場の調整」, 2008. 2.
- \_\_\_\_\_, 「甘い処理が招く負の連鎖」, 2007. 12.
- Reinhart, Carmen M. and Kenneth S. Rogoff(2008), "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison", *NBER Working Paper* No. 13761, January, JEL No. E44, F30, N20.
- Ghosh, A.(2008), "Counterparty risk in credit markets", *Quantitative Credit Strategy*, Barclays Capital.
- Robert F. Bruner, Sean D. Carr, 『Panic of 1907 : lessons learned from the market's perfect storm』, 2008
- Charles P. Kindleberger, Robert Aliber, Robert Solow, 『Manias Panics and Crashes : A History of Financial Crisis』, 2005. 10.
- IMF, 2008 Global Financial Stability Report, 2009. 4.

- \_\_\_\_\_, World Economic Outlook: Financial Stress, Downturns, and Recoveries, October 2008.
- \_\_\_\_\_, "The Nordic Banking Crises", Occasional Paper 161, April 1998
- World Bank([www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)), Doing Business 2008, 2008.
- NBER(2003), "The NBER's Business-Cycle Dating Procedure", October 2003.
- Temin, Peter, Lessons from the Great Depression, Cambridge, The MIT Press, 1989.
- Hamilton, James D., "Monetary Factors in the Great Depression," Journal of Monetary Economics 19, 1987.
- Bernanke, Ben S., "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression," The American Economic Review, June 1983.
- Kindleberger, Charles P., The World in Depression 1929–1939, Berkeley, University of California Press, 1973.

- ▷ 2008-1 우리경제의 성장동력 강화를 위한 정책과제<조사국, 2008.1>
- ▷ 2008-2 최근의 미국 경기상황과 평가<권성태·윤창준, 2008.2>
- ▷ 2008-3 일본기업의 아시아 진출확대 영향 및 시사점<고용수·이주연, 2008.2>
- ▷ 2008-4 고유가시대의 장기화 : 가능성과 영향<신원섭·안상준, 2008.2>
- ▷ 2008-5 사회복지서비스업의 현황과 정책방향<이병희·강기우, 2008.2>
- ▷ 2008-6 철강산업의 주요 특징과 향후 과제<정종인·김영민, 2008.2>
- ▷ 2008-7 세계경제 불균형의 재확대 가능성과 리스크<신원섭·박용진, 2008.2>
- ▷ 2008-8 신용평가제도의 현황과 활성화 방향<권효성, 2008.3>
- ▷ 2008-9 주택가격의 추이와 지역간 파급여부 분석<최영준·손창남·조강철, 2008.4>
- ▷ 2008-10 유가상승충격의 요인분해와 향후 전망<황상필·김민수, 2008.4>
- ▷ 2008-11 미국 금융시장 불안요인과 향후 전망<신원섭·박용진, 2008.4>
- ▷ 2008-12 금융증권화의 리스크와 대응방향<김훈·신현열·유종민·김보성, 2008.4>
- ▷ 2008-13 일본기업의 장수요인 및 시사점<정후식, 2008.5>
- ▷ 2008-14 자동차산업의 현황과 과제<이병희·강기우, 2008.5>
- ▷ 2008-15 우리 경제의 투자여력에 대한 평가<이홍직·이상호, 2008.6>
- ▷ 2008-16 의료서비스산업에 대한 평가와 정책적 시사점<이병희·강기우, 2008.6>
- ▷ 2008-17 주요국 법인세 인하사례 분석 및 정책적 시사점<이정욱·임근형·문지희, 2008.7>
- ▷ 2008-18 주요국의 광역경제권 구축 사례와 시사점<손창남·조강철, 2008.7>
- ▷ 2008-19 최근 고용부진의 배경과 정책과제<최요철·배성중, 2008.7>
- ▷ 2008-20 최근 일본의 유가 상승 충격 완화 원인<고용수·김진홍, 2008.8>
- ▷ 2008-21 서비스수지 적자 지속 원인과 대책<김민우·노원중, 2008.8>
- ▷ 2008-22 신·재생에너지산업 현황 및 발전방향<황문성·박종현, 2008.8>
- ▷ 2008-23 미국 서브프라임 모기지 사태와 일본 장기불황과의 비교<정후식, 2008.8>
- ▷ 2008-24 미국의 최근 경제상황과 과거 침체기 비교<권성태, 2008.8>
- ▷ 2008-25 자원부국과의 교역추이와 과제<안상준·안동준, 2008.8>
- ▷ 2008-26 경제여건 변화를 고려한 경제전망의 불확실성 평가<최영일·오금화, 2008.9>
- ▷ 2008-27 대일 무역역조 고착화의 원인과 향후 정책과제<김진용·노원중, 2008.9>
- ▷ 2008-28 생계형 서비스산업의 현황과 과제<이병희·강기우, 2008.10>
- ▷ 2008-29 한중 교역구조의 변화와 대응 방안<전광명·노원중, 2008.11>
- ▷ 2008-30 인플레이션 변동성 확대가 통화수요에 미치는 영향과 시사점  
<이재량, 2008.11>
- ▷ 2008-31 은행산업의 구조변화가 효율성에 미친 영향<최준환, 2008.12>
- ▷ 2008-32 신용과생상품시장의 현황과 과제<김인규·오종민, 2008.12>

- ▷ 2009-1 문화콘텐츠산업의 현황과 과제<이병희·문제철, 2009.1>
- ▷ 2009-2 일본 제조업 경쟁력의 원천과 시사점<정후식, 2009.1>
- ▷ 2009-3 G-20 정상회의 실천과제 관련 금융규제 및 국제금융질서 개선방안<임호열 외, 2009.2>
- ▷ 2009-4 산업집적이 지역경제에 미치는 영향 분석<손창남, 2009.2>
- ▷ 2009-5 우리나라의 M&A 현황과 정책적 시사점<황문성·강기우, 2009.2>
- ▷ 2009-6 최근 영국의 금융시스템 및 통화정책 운영방식 개편과 시사점<박진호, 2009.3>
- ▷ 2009-7 양안(兩岸)관계 변화과정과 전망<한재현, 2009.7>

# 한 은 조 사 연 구

---

2009년 7월 10일 인쇄 · 7월 11일 발행

발 행 인 이 성 태  
편 집 인 이 상 우  
발 행 처 한 국 은 행 조 사 국  
서울특별시 중구 남대문로 3가 110번지  
인 쇄 인 이 승 회  
인 쇄 처 서 원 기 업 주 식 회 사

---

- ▣ 이 책자에 게재된 내용을 인용할 때에는 반드시 ‘집필자명’을 명시하여 주시기 바랍니다.
- ▣ 책자의 내용은 한국은행 인터넷 홈페이지(<http://bok.or.kr>)의 「조사·연구자료/간행물/수시/한은조사연구」란에 수록되어 있습니다.