

금융위기 유형 변화와 대응 방식의 진화

이 종 규 (한국은행 금융연구실장)*

< 목 차 >

<요 약>	3
I. 머리말	5
II. 미국의 금융위기 진행 과정	8
III. 금융위기 대응 정책	13
1. 위기대책의 주요 내용	
2. 주요 특징	
3. 평가	
IV. 금융위기 대응정책에 대한 해석	
- 금융부문의 변화와 관련하여	36
1. 개관	
2. 금융부문에 대한 이해 부족	
3. 시장중심형 금융제도로의 변화	
4. 비은행금융부문 내지 금융부문의 과도한 성장	
5. 금융기관의 대형화	
6. 가계부문의 성격의 변화	
7. 금융국제화 및 세계화	
V. 몇 가지 시사점	51

* 한국은행 금융연구실장. E-mail : jonglee@bok.or.kr

- * 이 글의 내용은 필자의 개인의견이며 필자의 소속기관인 한국은행의 공식견해와는 무관합니다.
- * 이 글은 발표용으로 준비된 것으로 앞으로 수정될 수 있습니다.

< 요약 >

- 본고에서는 앞으로 금융안정 등을 도모하기 위해 정책당국의 시각이나 관점을 어떻게 가져가느냐에 대해 논의하고자 함
 - 금번 금융위기에 대응하는 과정에서 정책당국은 많은 시행착오를 겪었고 효과가 크지 않은 정책도 적지 않았는데 그 원인과 배경을 살펴봄으로써 향후 금융안정정책에 관한 시사점을 도출

- 금번 금융위기 대응정책은 크게 나누어 국내 금융부문을 대상으로 한 정책과 국제적 차원의 정책으로 나누어 볼 수 있음
 - 국내 금융부문을 대상으로 한 정책은 다시 중앙은행의 정책과 정부의 재정정책, 그리고 규제정책 등으로 분류 가능
 - 국제적 차원에서는 외환 관련 정책과 국제공조, 그리고 국제금융기구가 시행한 정책 등을 포함

- 금번 위기대응정책은 유효성의 면에서 부정적인 평가가 우세
 - 반면 시행착오를 겪으면서 혁신적 방법 등을 동원하였는데 이로 인해 위기대응정책에 여러 가지 특징이 나타났고 이것이 나름대로 큰 의미를 내포

- 금번 금융위기에 대응하는 과정에서 나타난 특이점으로 여러 가지를 지적 가능
 - 이를 예시하면 시행착오의 반복, 부실금융기관 정리 대신 유동성 공급 위주, 非전(정)통적 방식 적용, 금융기관의 부채와 자산을 동시에 겨냥, 실물부문 및 국제적 대책까지 병행, 대형금융기관 위주, 위기대응비용의 과다 등

- 이러한 특징이 나타난 배경은 그동안 진행된 금융부문의 변화와 연관
 - 시장중심형 금융제도로의 이행, 비은행금융부문 내지는 금융부문의 과도한 성장, 금융기관의 대형화, 가계부문의 성격의 변화, 금융 국제화 및 세계화 등의 변화에 대한 이해 부족 등으로 위기대응정책이 특징지워진 것으로 분석

위기대응정책과 금융부문의 변화

위기대응책의 특징	원인과 배경
시행착오의 반복	▶ 금융위기의 속성 변화에 대한 이해 부족 — 근본적으로는 금융부문에 대한 이해 부족
부실금융기관 정리 대신 유동성 공급 위주	▶ 자금시장 경색 — 시장중심형 금융제도로의 변화 — 주요 credit event가 발생하지 않음 ▶ 대형 금융기관의 부실과도 연관
비전(정)통적 방식	▶ 비은행금융기관의 비대화 ▶ 금융 부문의 과도한 성장
금융기관의 부채와 자산을 동시에 겨냥	▶ 도매금융시장의 이용도 증가 ▶ 금융기관간 연계관계 심화
실물부문 및 국제적 대책까지 병행	▶ 가계부문의 성격 변화 ▶ 금융의 국제화 ▶ 세계 각국의 대형 금융기관의 동질화
대형금융기관 위주의 금융대책	▶ 금융기관의 대형화 — 대마불사의 상황에 직면
위기대응 비용의 과다 지출	▶ 금융위기의 크기 ▶ 대형 금융기관들의 문제

- 이러한 분석은 금융안정 담당 정책당국에게는 몇 가지 시사점을 제공
 - 앞으로 “정책당국의 입장에서” 금융부문에 대한 이해를 제고하고 종합적인 시각(a bird’s eye view)을 가져야 하겠음
 - 규제와 감독 강화 이외에도 금융시장의 흐름이나 변화를 수시로 점검하여 위험성 여부를 다양한 시각에서 검토

I. 머리말

- 2007년 미국에서 시작된 글로벌 금융위기로 인해 앞으로 많은 부문에서 큰 변화가 예상
 - 변화가 예상되는 분야에는 민간 경제주체들의 행태와 금융산업, 경제 및 금융이론, 그리고 금융관련 제도적 틀 등뿐만 아니라 정책도 포함될 것임
- 이중에서 이미 금융관련 제도적 틀을 변경하는 데 대한 논의는 빠르게 진행되고 있음
 - 국제적으로는 G20와 관련 국제기구 및 회의체 등에서 금융규제에 관한 논의(G20 2009)가 진행중이고 나라별로도 각기 다른 차원에서 금융안정망을 확충하기 위한 노력을 경주하고 있음(FSA 2009, EU 2009, Department of Treasury 2009 등)
- 그러나 금융위기의 재발을 방지하는 데에는 금융규제 등 제도적 틀을 고치는 것으로는 부족할지도 모름
 - 역사적으로 수많은 금융위기가 발생하였음에도 불구하고 금융위기의 원인이나 발생과정에 대해서 완벽하게 이해하고 있지는 못함
 - “인류는 현재 한 사람의 인체에 관한 모든 정보를 가지고 있으나 불치병을 고치지 못하고 있음. 경제위기는 65억 인구의 심리에서 비롯되는 만큼 불치병을 고치는 것보다 경제위기를 예방하기가 더 어려움”(The Spiegel 2009)

Humanity has yet to find cures for diseases like AIDS, Alzheimer's and Parkinson's, even though all the relevant data for these illnesses can be found inside a single body. But the economic crisis is taking place in 6.5 billion minds at the same time, making it the biggest psychodrama in world history (The Spiegel 2009).

- 따라서 금융위기를 예방하기 위해서는 규제 이외에도 여러 방안이 동시에 강구되어야 하는데 그중의 하나가 정책과 관련한 이슈라 하겠음
 - 다시 말해서 앞으로 경제 및 금융정책을 어떻게 수행하여야 하는가가 앞으로 중요한 과제가 될 것임
- 하지만 앞으로의 금융안정 등을 위한 정책 방향을 간단히 요약 정리하기는 사실상 불가능
 - 향후 금융시장의 변화, 이론적 발전, 금융규제의 구체적인 모습 등에 따라서 정책 방향이 달라질 여지가 많음
- 이러한 점을 감안하여 본고에서는 보다 근본적인 시각에서 앞으로 금융안정 등을 도모하기 위한 정책당국의 시각이나 관점을 어떻게 가져가느냐에 대해 논의하고자 함
 - 앞으로의 정책 방향을 논함에 있어서는 금번 금융위기의 원인을 규명하고 그에 상응하여 해결책을 모색하는 것이 합당할 것임
 - 그러나 금융위기의 원인을 밝히는 것 자체가 쉽지 않기 때문에 이 접근법을 택하기가 여의치 않음
 - 그 대신 본고에서는 금번 금융위기에 대응하는 과정에서 집행된 정책들로부터 향후 금융안정정책의 방향에 관한 시사점을 찾아보하고자 함
- 금번 금융위기에 대응하는 과정에서 정책당국은 많은 시행착오를 겪었고 효과가 크지 않은 정책도 많았음

- 위기에 대응하는 과정에서 나타난 정책당국의 실수 등이 앞으로 정책적 측면에서 고쳐져야 할 것 중의 하나라 하겠음
- 이러한 견지에서 본고는 미국이 금융위기에 대처해온 과정을 분석할 계획
- 먼저 미국이 금융위기에 대응하는 과정에서 나타난 큰 특징을 정리함으로써 금융위기 대응방식에 관한 이해를 높이고자 함
 - 다음으로 미국이 위기대응 과정에서 겪은 시행착오의 원인, 일부 정책이 효과가 없었던 이유, 그리고 위기대응책의 특징적 모습이 나타나게 된 배경 등을 근래 일어난 금융부문의 변화와 연관하여 찾아보고자 함
 - 위기대응책과 금융부문의 변화를 연관시켜 살펴보고자 하는 이유는 앞으로 금융안정과 관련한 정책에서는 금융부문의 속성 변화를 포괄하는 것이 필수적이라고 생각하기 때문
- 사실 금융제도 및 규제뿐만 아니라 정책도 금융부문이 진화함에 따라 바뀌어야 함
- 역사적으로 보면 금융시장의 변화에 상응하여 금융제도나 정책이 변증법적으로 진화 발전해왔음(Kane 1988)
 - 금번 금융위기는 금융안정과 관련한 정책에 대하여 이러한 변화를 촉진하는 계기를 제공해주고 있음
- 이러한 시각에서 본고는 미국 금융위기 대응정책의 특징을 금융부문의 변화와 연관지어 해석해보고 그로부터 앞으로 금융안정정책에 관한 일반론적 시사점을 도출하고자 함

II. 미국의 금융위기 진행 과정

□ 글로벌 금융위기의 단초가 된 미국의 금융위기는 2007년초 인식되기 시작한 이후 최근까지 그 진행 상황을 약 9단계로 나눌 수 있음 (다음 표 참조)

- 2007년 2월 일부 금융기관들이 서브프라임 모기지 대출 관련으로 손실을 계상하기 시작하면서 문제가 불거지기 시작
 - 그러나 당시에는 서브프라임 모기지대출 규모가 작아 금융위기로는 이어지지 않을 것으로 판단하여 특별한 대책을 동원하지 않음 (잠복기)
- 서브프라임 모기지대출 부실이 금융위기 형태로 가시화된 것은 BNP Paribas가 소유 펀드의 환매를 중단한 2008년 8월초
 - 이를 계기로 단기자금시장에서의 경색이 완연해지면서 중앙은행이 재할인 창구를 개방하는 등의 대책을 마련(발현기)
- 그러나 이러한 중앙은행의 유동성 공급이 서브프라임 모기지대출과 관련한 금융기관들의 신용위험을 경감하는 데에는 효과가 없었기 때문에 문제 해결에는 큰 도움이 되지 못함
 - 중앙은행의 유동성 공급 이후에도 서브프라임 모기지대출 관련 금융상품의 가치 하락 등으로 금융기관의 손실이 확대되고 실물 경제 위축 징후까지 나타남(심화기)
 - 이 시기에 중앙은행은 유동성 공급 방식을 개선함과 동시에 정책 금리를 대폭 인하하였고 정부도 경기부양책을 동원하였으나 서브프라임 관련 금융기관의 손실을 다루지 못하여 문제는 여전히 남게 되었음

미국의 금융위기 진행 과정

	시기	위기 진행 상황과 정책 대응
제1단계	2007년 상반기 (잠복기)	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 서브프라임 모기지 대출의 부실 가시화 — 서브프라임 시장의 규모가 크지 않다는 점에서 그 파급효과가 제한적일 것으로 전망
제2단계	2007년 8월~11월 (발현기)	<ul style="list-style-type: none"> ▶ BNP Paribas의 편드 환매 중단 이후 자금시장이 경색되는 등 금융위기 본격화 — FRB 등은 정통적 방법을 동원하여 유동성을 공급
제3단계	2007년 12월 ~ 2008년 1월 (심화기)	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 금융기관들이 서브프라임 관련 손실을 잇달아 발표하면서 자금시장 경색이 심화 ▶ 실물 경제지표들이 악화되는 모습을 보이는 가운데 경제전망도 하향 조정 — FRB는 금융기관들에 대한 유동성 공급의 유효성을 높이기 위해 비전통적 방법(TAF 등)을 도입
제4단계	2008년 2월 ~ 3월 (제1차 절정기)	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 일부 금융기관의 부도 가능성 등과 관련한 소문 유포로 Bear Stearns가 유동성 부족 문제에 직면 — 문제의 심각성을 감지한 연준은 Bear Stearns의 인수합병에 직접 개입하는 한편 은행 이외의 금융기관에 대한 유동성 공급장치를 마련
제5단계	2008년 4월 ~ 8월 (혼돈기)	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 3월 중순과 같은 극심한 위기 상황에서는 벗어났으나 자금시장 경색은 지속 — 금융불안이 투자은행에서 은행 등 여타 금융기관으로 전파되는 양상
제6단계	2008년 9월 이후 (재발·확산기)	<ul style="list-style-type: none"> ▶ Lehman Brothers 파산 등 위기 심화 ▶ 전세계 금융시장으로 파급됨과 동시에 실물 부문의 급격한 위축으로 이어짐 — 미국 정부가 직접적으로 개입하기 시작하였으나 정책적 혼선을 초래
제7단계	2008년 10월~12월 (제2차 절정기)	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 실물부문에서의 부실 확산이 금융부문 부실로 이어지는 악순환적 고리가 형성 — 경제시스템 붕괴를 면하기 위해 재정자금 투입, 무한정의 중앙은행 자금 공급 등 특단의 조치를 시행
제8단계	2009년 1월~2월 (소강기)	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 신정부의 경제정책에 대한 기대 등으로 소강 국면 — 금융기관 부실자산 정리 방안 등을 발표
제9단계	2009년 3월 이후 (혼돈기2)	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 대형 금융기관의 경영 안정 회복 등의 성과 ▶ 그러나 중소규모 금융기관들의 어려움 가중 ▶ 위기대응책에 따른 부작용이 가시화됨으로써 새로운 불안 요소로 등장

- 결국 2008년 3월 서브프라임 모기대출에 가장 많이 노출된 것으로 알려진 Bear Stearns가 유동성 부족 사태에 직면하고 파경에 접함
 - 정책 당국은 Bear Stearns를 JPMorgan Chase에 인수시키는 한편 Bear Stearns와 유사한 업종의 비은행금융기관에 대한 유동성 공급 방안을 마련(제1차 절정기)
- 비은행금융기관에 대한 중앙은행의 유동성 공급이 어느 정도의 효과를 거둔 것은 사실이나 여전히 근본적인 문제는 해결되지 않은 상태가 지속(혼돈기)
 - 이 당시 정책당국은 Bear Stearns 파경을 통해 서브프라임 관련 실태를 상당부분 파악한 것으로 추측되지만 문제를 근본적으로 해결하기 위한 노력은 기울이지 않음(혼돈기)
 - 이 사이에 서브프라임 모기지대출에 노출이 큰 금융기관, 직간접적으로 영향을 받은 금융기관 등에 대하여 신용평가기관들이 신용등급을 하향 조정하면서 여러 금융상품들의 가격 하락이 촉발되고 그에 따라 margin call 등을 통해 유동성 수요가 재차 증가
- 마침내 2008년 9월 거대 금융기관들의 유동성 부족이 심각한 상황에도달
 - 주택금융공사(Government Sponsored Enterprises, GSEs, Fannie Mae 등)에 대해 자본금을 투입
 - 한편, Lehman Brothers(LEH)에 대해서는 Bear Stearns와 달리 파산을 용인
 - 이어 보험회사인 AIG(American International Group)에 대해서는 연준이 유동성을 공급

- 당국의 예상과는 달리 LEH 파산은 미국뿐만 아니라 전세계적으로 금융위기가 확산되는 계기가 됨
 - 미국 및 주요국 대형 금융기관들이 유동성 부족에 직면하여 세계 각지로부터 유동성을 흡수하는 단계로 진입하면서 미국뿐만 아니라 전세계 금융시장이 동요(재발·확산기)
- 상황이 악화되자 금융위기 수습에 직접 간여하지 않던 미국 정부가 직접 개입하기 시작
 - 다시 말하면 금융위기 수습을 위해 재정자금을 투입하는 단계에 돌입
 - 그러나 정부의 위기 수습책이 방향을 잡지 못하여 금융시장의 혼란이 가중되었고 유동성 부족 사태가 유통업체, 일부 제조기업 등으로 까지 확산되고 실물 경제가 급격히 위축(제2차 절정기)
- 이에 주요국들은 정책 공조에 나서는 한편 국별로 금융위기 대책을 수립 실시하고 미국에서도 금융기관에 대한 자본금 투입 등의 조치를 단행
 - 이러한 일련의 조치가 효과를 나타내고 새로운 대통령이 선출되면서 새로운 경제정책에 대한 기대감 등을 배경으로 금융상황이 추가적으로 악화되지는 않음
 - 그러나 금융시장에서는 신정부의 정책 방향에 대하여 예의주시하고 있었기 때문에 상황은 유동적이었던 것으로 보임(소강기)
- 2009년 2월 금융기관의 부실자산을 정리하는 대체적인 방안이 발표되고 이어 3월 구체적인 방안이 제시되면서 금융시장은 안정세를 회복

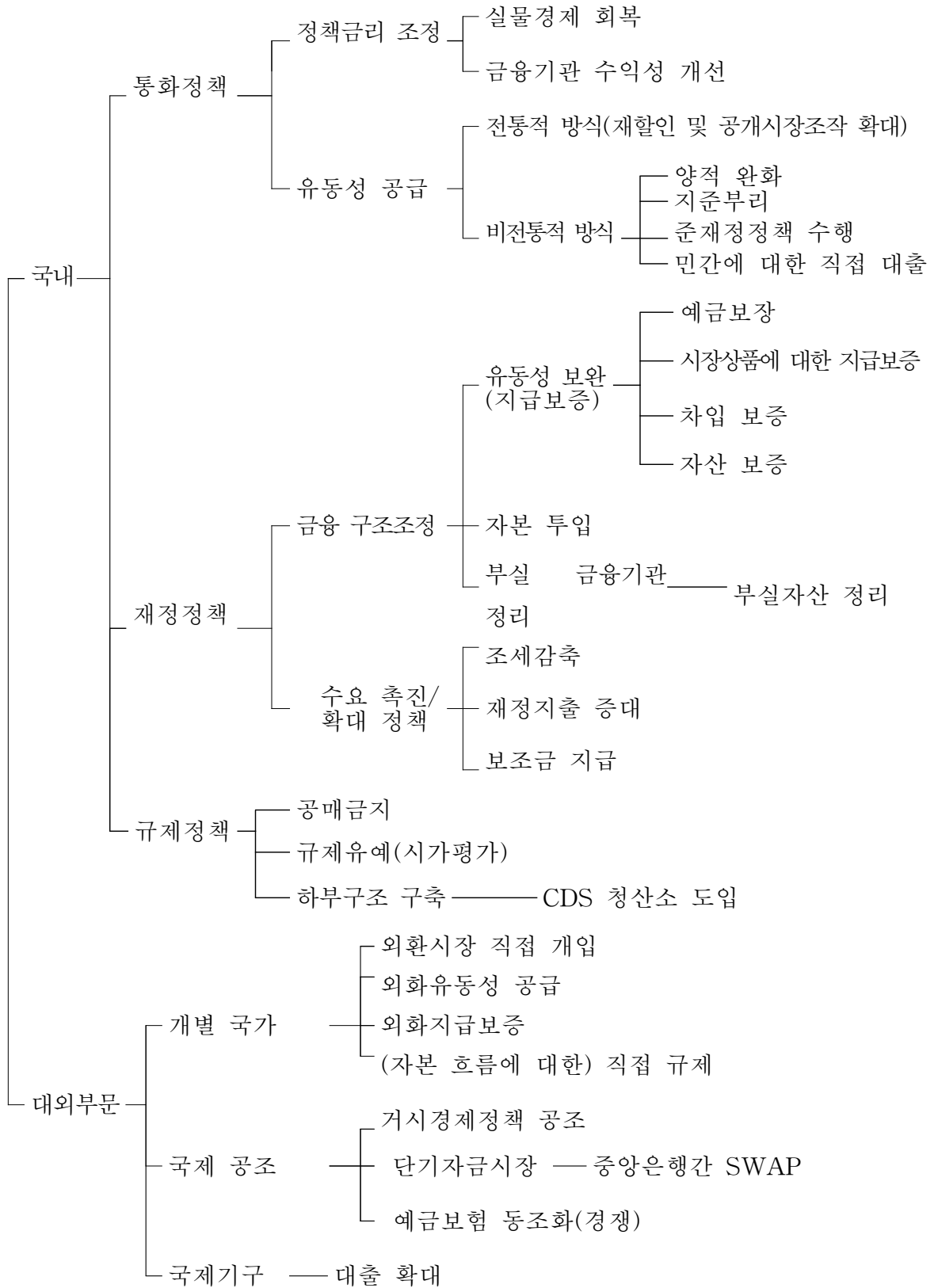
- 이 방안에 따르면 금융기관 보유 자산의 가격 하락을 어느 정도 막을 수 있었고 금융기관 기존 주주의 이익도 보장되면서 금융기관 주식 가격이 상승세로 반전
- 그리고 위기 상황에서 역할에서 혼선을 빚었던 중앙은행과 정부가 전통적 역할로 복귀(Treasury and Federal Reserve 2009)
- 이와 함께 그동안 손실을 충분히 상각한 금융기관들이 금년 2/4 분기부터 이익을 내기 시작하면서 금융시장이 상당폭 안정
 - 금융상황의 호전을 반영하여 3월중 확정된 부실자산 정리 계획의 일부가 취소되고 몇몇 금융기관들은 정부가 투입한 자본금을 상환 하기도 하였음
- 그러나 금융기관들의 건전성이 크게 개선되지 않은 가운데 실물 경제 위축이 지속되고 있는 데다 금융위기 대응 비용의 과다 지출, 중소형 금융기관들의 파산 증가 등 새로운 위험 요소도 등장 (제2차 혼돈기)

Ⅲ. 금융위기 대응정책

1. 위기대책의 주요 내용

- 2007년 8월 미국 서브프라임대출 부실이 가시화되고 금융불안이 가속화된 이후 정책 당국은 다양한 대응책을 시행
 - 위기 초기에는 위기대응정책이 주로 중앙은행의 유동성공급 중심이었고 정부의 역할은 부동산시장의 안정에 주력하는 선에 그침
 - 금융위기가 본격화된 2008년 9월 이후에는 정부가 금융안정대책을 직접적으로, 그리고 주도적으로 수립하고 집행
 - 이 과정에서 몇 가지 시행착오를 겪기는 하였으나 다양한 정책 수단을 강구하여 시행
- 위기대응정책은 크게 나누어 국내 금융부문을 대상으로 한 정책과 국제적 차원의 정책으로 나누어 볼 수 있음
 - 국내 금융부문을 대상으로 한 정책은 다시 중앙은행의 정책과 정부의 재정정책, 그리고 규제정책 등으로 분류 가능
 - 국제적 차원의 정책에는 외환시장 및 거래와 관련하여 취한 개별 국가차원의 정책과 국가간 정책적으로 보조를 맞춘 국제공조, 그리고 국제금융기구가 시행한 정책 등으로 나누어 볼 수 있음
- 금번 금융위기 과정에서 동원된 여러 대응정책을 포괄하여 정리하면 다음 그림과 같음

위기대응 정책수단



2. 주요 특징

가. 시행착오의 반복

- 서브프라임 모기지 대출 부실 징후가 나타난 이후 정책당국은 대응하는 과정에서 시행착오를 거듭
 - 2007년초 서브프라임 모기지대출 부실이 사실상 가시화되었으나 부실 규모가 작다고 판단하여 정책적으로 대응하지 않음
 - 2007년 8월 금융기관 손실 누적 등으로 자금시장이 경색되는 단계에서 연준은 통상적인 유동성 공급 정책을 택함
 - 자금시장에서의 유동성 부족 현상이 개별 금융기관의 파산 가능성 등에 기초한 신용위험(credit risk)에 따른 현상인데도 표면적인 현상인 유동성 부족 해결에 초점
 - 이 상황에서 금융기관이 중앙은행의 전통적 자금공급창구를 통해 자금을 차입하게 되면 신용상태가 나쁘다는 징후로 인식되는 낙인 효과(stigma effect)를 가져오는 문제 발생(Chailloux et al. 2008)
 - * 실제 당시 금융기관들은 중앙은행 자금 대신 FHLB(Federal Home Loan Bank)로부터 상당량의 자금을 융통(FHLB는 금융기관들이 공동 출자한 형태의 조합 성격의 기관)
 - 또한 초기 문제 금융기관들은 주로 비은행금융기관들이었는데 전통적 방식으로는 중앙은행이 이들 기관에 유동성을 공급해주는 데 한계가 발생
 - 중앙은행 거래 대상 Primary Dealer들이 신규 공급 유동성을 이들 기관에 전달해줄 것으로 예상되었으나 자금시장경색 상황에서 유동성을 미리 확보하려는 경향이 나타남에 따라 비은행금융기관으로의 자금 흐름이 단절

- Bear Stearns 파경으로 서브프라임 모기지대출 관련 거래 내역이 어느 정도 밝혀졌는데도 마땅한 대책을 마련하지 못함
 - 미국 정책당국은 당시까지도 시장에 의한 자율적인 조정이 가능하다고 믿거나(Fisher 2008*) 정부가 금융부문에 개입할 필요가 없는 것으로 판단(Swagel 2009)
 - * Dallas 연준 총재인 Fisher는 2008년 4월 미국 금융부문의 크기 및 복잡성 등 특수한 현실로 당국이 금융부문에 직접 개입하여 문제를 해결하기는 어렵기 때문에 자유방임적 접근이 불가피하다는 견해를 피력
 - 하지만 이러한 정책 당국의 자유방임적 태도가 2008년 9월 LEH, AIG, GSEs 등의 부실이 현실화되는 것을 억제하지 못하였거나 대비책을 미리 마련하지 못하는 원인으로 작용
- LEH 파산 이후 금융시장의 혼란이 극도에 달하면서 정부가 직접적으로 개입하는 단계에서도 관련법률 제정 등에서 혼란 발생
 - 미국 정부는 9월 20일 7,000억 달러 규모의 금융구제법안 (Troubled Assets Resolution Program, TARP)을 의회에 제출*하고 1차 부결된 이후 수정을 거쳐 10월 3일 최종 확정(긴급경제안정화법안, Emergency Economic Stabilization Act)
 - * 당초 정부는 이 안을 제출할 의도가 없었으나 의회의 요청으로 급히 제안한 것으로 알려짐(Wall Street Journal 2009)
 - * 감사위원회 설치, 금융기관 경영진에 대한 제재, 단계별 부실자산 매입 등의 내용을 담고 있었으나 내용이 모호한 데다 의회 등으로부터 감사도 받지 않는다는 내용이 포함됨으로써 부결
- 금융구제법안 집행과정에서도 초기에는 부실자산정리에 초점을 맞추었다가 시행하지 못하였고 그 대안으로 금융기관에 대한 자본투입으로 전환
 - 신정부 들어 다시 부실자산정리로 재선회하였으나 과거에 시행한 Bad bank 방식이 아닌 민간의 참여를 유도하는 한편 자산보증 등을 통해 금융기관 손실을 일정 수준으로 유지하는 방법을 적용

- 미국의 위기대응정책이 시행착오를 거듭하기는 하였으나 그 내용이 조금씩 진화하면서 발전하는 측면도 있었음
- 금융 현실을 좀 더 이해하면서 보다 적합한 대책을 마련한 것으로 보여짐
- * 그러나 최선의 방법이었는지, 효과가 있었는지 등에 대한 평가를 하기에는 아직 시기가 이르다 하겠음

나. 부실금융기관 정리 대신 유동성 공급 위주

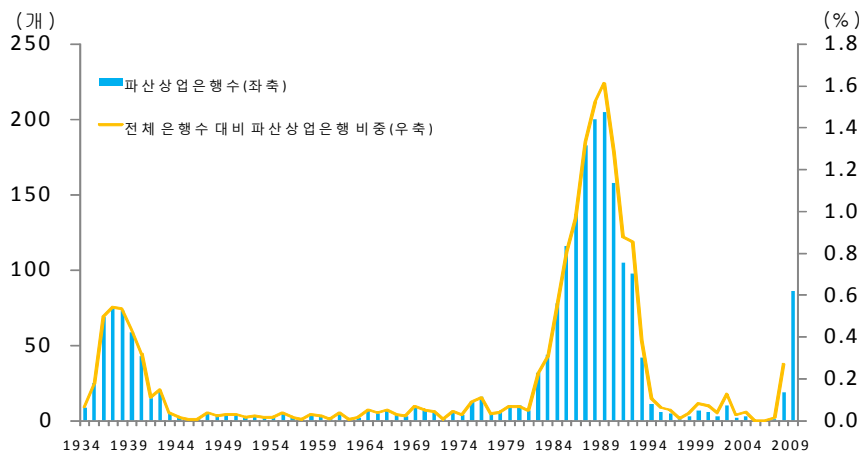
- 이제까지 일반적으로 금융위기는 금융기관의 부도 형태로 진행됨으로써 부실금융기관정리가 위기대응정책의 핵심적 과업이었음
- 대공황 당시의 RFC(Reconstruction Finance Corporation, 금융부흥공사), 1980년대 S&L 붕괴시 RTC(Resolution Trust Corporation, 부실자산정리기구) 등이 그 예라 하겠음
- * Brady 전재무장관, Volcker 전연준의장, 그리고 Ludwig 전 OCC 총재 등은 2008년 9월 17일자 Wall Street Journal에 공동 기고를 통하여 RTC와 유사한 방안을 채택할 것을 권고(Brady et al. 2008)
- 그러나 금번 금융위기 과정에서는 부실금융기관의 정리보다는 유동성 공급이 더 큰 비중을 차지
- 파산 금융기관의 수가 금번 금융위기 과정에서는 과거에 비해 상대적으로 적음
- 금융위기가 최고조에 달한 2008년중 상업은행 기준으로 파산 금융기관이 19개에 불과(FDIC 통계)
- * 파산한 금융기관의 수가 적은 것은 구제금융 제공과 아울러 초기 문제가 된 것은 주로 대형금융기관이었다는 점 등에 기인

- 다만 2009년 들어 파산 금융기관의 수가 늘어나고 있는 추세인데 이는 금융위기의 성격이 바뀌고 있는 데 기인한 것으로 판단

* 2009년 10월 2일까지 파산 금융기관의 수는 86개

- 적어도 금융위기가 발발하고 상당기간동안은 부실금융기관정리 또는 부실금융자산의 정리보다는 유동성공급에 치중하여 위기에 대응해오고 있는 것으로 평가 가능

미국 상업은행 파산 추이



주 : 2009.10.2일까지

자료: FDIC

- 따라서 금융위기 대책이 금융기관의 경영안정 및 회복보다는 금융시장안정에 초점을 맞추었던 것으로 보임
- 정책 당국의 개입 목표가 금융시장안정(calming financial market) 이었고 그 수단으로서 유동성 공급과 그에 준하는 정책이 주류를 이루었음(IMF 2009b)
- 다시 말하면 금융기관의 부실자산 정리 및 자본 투입 등이 부실 금융기관의 정리에 초점을 맞추기보다는 금융기관 영업의 정상화를 통해 금융시장의 안정을 도모하기 위함이었음

- 유동성공급 위주의 위기 대응정책은 개별 금융기관의 특성을 반영하지 못하는 문제를 야기
 - 실제로 개별 금융기관의 특성, 보유 자산의 속성, 거래관계 등에 따라 위험은 각기 달랐음
 - 이러한 개별 금융기관의 차별성을 감안하지 못함에 따라 유동성공급 정책의 효과가 기대만큼 크지 않았음
 - 이에 비해 2008년 11월 이후 금융기관에 대한 자본투여, 지급보증 및 자산보증, 부실자산 정리 등 개별 금융기관의 특성을 반영할 수 있는 방안들이 시행된 이후에는 위기대응정책의 효과가 상당히 가시화된 것과는 대조적
- 표면적인 현상은 시장경색, 즉 시장유동성(market liquidity) 부족이었으나 문제의 본질은 개별금융기관의 자금 조달 능력을 의미하는 자금조달유동성(funding liquidity) 부족이었음(Borio 2007)
 - 자금조달유동성은 금융기관이 보유 금융자산을 매각하거나 외부로부터 자금을 조달하는 등의 방법을 통해 얼마나 적절히 유동성을 확보할 수 있느냐를 나타내는 개념

다. 非전(정)통적 방식의 동원

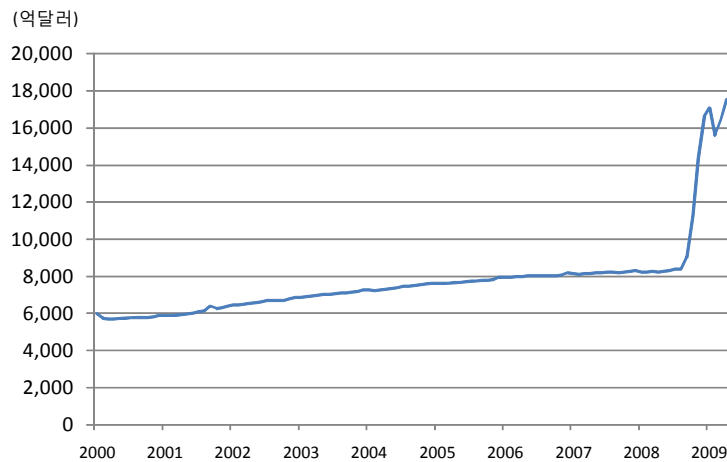
- 금변 금융위기 대응방식에서 일반적인 통념이나 이제까지 적용된 방법과는 다른 방식이 적용된 것도 주요 특징 중의 하나
 - 특히 유동성 공급과 관련하여 이러한 특징이 두드러짐
 - 위기 대응과정에서 혁신적인 방안들이 적용된 경우는 중앙은행의 유동성 공급과 정부(광의)의 유동성 공급 보완정책 등 두 가지 측면에서 살펴볼 수 있음

<중앙은행의 유동성 공급>

- 중앙은행이 지준부리, 양적 완화(quantitative ease), 준재정정책 등을 시행한 것은 이례적인 것은 사실이나 위기 상황에서 특수하게 집행될 수 있다는 측면에서 어느 정도 예측 가능
 - 금번 금융위기 과정에서 중앙은행의 유동성 공급 과정에서 특이한 점은 최종대부자 기능의 수행과 관련하여 나타남
- 전통적으로 중앙은행의 최종대부자 기능은 “유동성 위기에 직면한 건전한 은행(금융기관)에 대하여 적격 담보를 바탕으로 무한정 자금을 공급하되 별척성 금리를 부과”하는 것이었음(Freixas et al. 2000)
 - 금번 금융위기 과정에서는 중앙은행의 전통적 유동성 공급 방식과 사뭇 다른 방식으로 추진
 - 첫째, 은행 이외의 금융기관도 주요 대상에 포함되었고 금융시장을 목표로 최종대부자 기능이 수행되기도 하였음
 - 금융위기가 심화된 상황에서는 MBS(mortgage-backed securities) 이외에도 ABS(asset-backed securities)나 CP(commercial paper) 시장을 직접적인 대상으로 하여 유동성을 공급
 - * MMF 시장에 대하여 AMLF(Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility), CP시장과 관련하여서는 CPFF(Commercial Paper Funding Facility), 그리고 일반 소비자 금융시장에 대하여는 TALF(Term Asset-Backed Securities Loan Facility) 등의 특별 대출제도를 도입하여 유동성을 공급(보다 자세한 내용은 FRB(2009)를 참조)
 - 둘째, 적격 담보 요건을 완화하고 그 대상을 확대하였다는 측면에서 적격담보의 원칙도 지켜지지 않았다고 할 수 있음

- 보다 엄밀하게는 담보의 적격성 요건은 금융기관의 건전성 여부를 판단하기 위함인데 담보의 적격성 완화는 금융기관의 건전성 판정 기준을 완화한 것을 의미
- 셋째, 별칙성 금리를 적용하지 못하였음
- 금융기관 보유 금융자산에 대하여 소위 담보비율을 인정 (haircut)하는 단계에서 액면가 이하의 가격을 적용하기는 하였으나 시장가격 이하로는 책정하지 않았음
 - 금융상품이나 금융시장을 대상으로 유동성을 공급하면서 별칙성 금리를 적용하는 경우 민간부문의 손실을 확대시키는 부작용이 예상되었기 때문
- 한편 중앙은행이 공급한 유동성은 본원화폐가 아닌 중앙은행 보유 채권과 시중의 채권을 교환(swap)하는 방식을 적용
- 이 방식은 이제까지 중앙은행의 정책이 중앙은행의 부채를 조정하는 방식으로 운용된 것과는 대조적으로 중앙은행의 자산을 활용하였다는 특징이 있음(Chailloux 2008)
- 이 방법은 중앙은행의 발권력에 의한 유동성 공급으로 인한 폐해를 최소화함으로써 이례적인 유동성 공급에 따른 폐해를 줄이는 효과를 발휘
- 다만 중앙은행 보유 국채가 소진된 2008년 9월부터는 불가피하게 본원통화가 증가
- * 이 상황에서도 중앙은행이 통화를 신규로 발행하기보다는 정부의 국채 발행, 지분부리 등을 통하여 유동성을 확보

미국의 본원통화 잔액 추이



- 그리고 대부분의 유동성 공급은 연준법 제13(3)조 연준의 임시조치권(incidental powers)에 의거하여 집행
 - 법에 규정되었다는 측면에서 보면 연준의 유동성 관련 조치들이 사전적으로 예상되었다고도 볼 수 있고 그에 따라 연준의 이례적인 유동성 공급이 특별하지 않다고 볼 수도 있음
 - 그러나 이 조항의 적용 자체가 이례적인 데다 법률에서 구체적 방식 등을 언급하지 않았기 때문에 금번 금융위기 과정에서 연준의 유동성 공급 방식은 매우 특이한 것으로 평가 가능

<정부의 유동성 보완>

- 금번 금융위기 대응 과정에서 정부가 중앙은행의 유동성 공급을 보완하는 조치가 취해졌다는 점도 이례적
 - 이제까지 금융위기에 정부가 개입하는 경우의 대부분은 부실금융기관 정리 등과 연관된 것이었음

□ 정부가 유동성 공급을 보완하는 조치를 취한 것은 기본적으로 중앙은행의 유동성 공급 여력이 한계에 달하였기 때문

○ 예를 들면 2008년 9월 미국 정부가 연준에 대하여 특별유동성보완제도*(Supplementary Financing Program)를 통해 직접적으로 유동성을 공급한 것은 연준 보유 국채가 소진되었기 때문

* 정부가 재무성 증권을 발행하여 연준에 교부하고 연준은 이를 활용하여 자산 맞교환 방식으로 시중에 유동성을 공급

□ 미국 정부는 중앙은행에 대한 국채의 발행 교부 이외에도 유동성 공급 기능을 보완하는 데 혁신적인 방법을 동원

○ 전통적 유형의 예금보험을 확대한 것 이외에 금융기관의 부채 및 자산에 대하여 지급보증을 실시한 것이 매우 특이

— 금융기관의 부채 보증은 예금 이외의 부채, 즉 채권발행 등과 관련하여 정부가 지급을 보증한 것을 지칭

· 거래상대방 위험(counterparty risk) 증대로 금융기관간 자금 거래가 중단된 데 대응하여 금융기관의 원활한 자금 조달을 지원할 목적으로 실시

— 금융기관 자산 보증은 금융기관 보유 자산에서 발생할 수 있는 손실을 정부가 인수하거나 가격 지지 정책을 취한 것을 의미

· 금융기관이 직면하고 있는 일명 "tail risk"를 최소화하여 금융기관의 자금 수요를 경감하고자 하는 의도

· TARP 및 PPIP 등에 의한 금융기관 부실 자산을 직접 인수하는 방법도 시행되었으며 Citigroup 및 BoA에 대해서는 자산 가치를 보증하는 방법*을 적용

* 미국 이외 다른 나라에서도 비슷한 사례가 있었는데 네덜란드가 ING에 대해 적용

- 예금 보험과 더불어 금융기관의 부채 및 자산에 대한 보증이 시행됨으로써 금융기관들의 유동성 수요를 줄일 수 있었음
 - 이는 결국 중앙은행이 공급하여야 할 유동성의 규모를 줄이는 데 기여
- 이와 같이 특별한 방법을 통해 유동성 공급 기능을 보완한 데에는 현실적인 이유가 작용(BIS 2009)
 - 문제 금융기관들이 초대형이었고 금융시장의 규모가 워낙 컸기 때문에 전통적 방법의 유동성 공급(화폐발행)은 시행하기 어려웠던 것으로 보임
 - 또한 재정자금이 직접 투입되는 경우에도 비슷한 한계가 있는 데다 금융자본에 대한 지원이라는 정치적 비난도 예상되었음
 - 그리고 현실적으로 민간기관의 인수 합병 등 민간부문을 통한 금융기관 구조조정 등이 불가능하였던 점도 크게 작용

라. 금융기관의 부채와 자산을 동시에 겨냥

- 금번 위기 수습 과정에서는 정부가 금융기관의 부채와 자산에 대하여 각각의 대책을 동시에 추진하였다는 점도 큰 특징
 - 통상적인 금융위기 수습 방법이 금융기관의 부실자산을 정부가 인수하는 것이라 하면 이는 금융기관의 자산에 대해서만 정책적 관심을 가지는 것으로 볼 수 있음
- 한편 예금보험기관은 금융기관의 부채에 대하여 주로 관리한다는 측면에서 보면 이 역시 금융기관의 한 단면만 보는 것이라 하겠음

- 그러나 금변 위기 대응 과정에서는 예금보험제도의 변경 이외에 비예금부채에 대한 보증과 함께 자산에 대한 지급 보증 또는 인수 등이 동시에 적용

마. 대형금융기관 위주의 금융대책

- 현재까지의 대책들은 주로 특정 유형의 금융시장이나 대형 금융기관들을 대상으로 하고 있다는 점도 특이(BIS 2009)
 - 소형 금융기관들의 경우 파산하더라도 경제 전체에 미치는 피해가 크지 않은 데다 부실금융기관의 정리가 기존의 틀에서 진행될 수 있기 때문에 정책적으로 관심의 대상이 되지 않은 측면이 있음
 - 실제로 소형 금융기관들의 파산이 진행되고는 있으나 그 수가 많지 않아 아직까지 정책적 관심이 되지 않는 상황
 - 따라서 그동안 추진한 금융대책은 금융기관의 크기 면에서 보면 주로 대형금융기관을 대상으로 추진되었다 할 수 있음
- 이는 금변 금융위기에서 대형금융기관들의 문제가 더 심각했다는 점을 시사
- 한편 금년 들어 미국의 중소형 금융기관들의 파산이 점증하고 있는 점은 금융위기의 속성이 변해가고 있다는 점을 시사
 - 경기 위축의 지속, 고용사정 악화 등으로 가계대출 및 상업용 대출 등에서 부실이 점차 확산된 데 따른 결과로 해석
- 이러한 유형의 금융부실 증대는 전통적인 금융위기*의 모습으로 2007년 이후 이제까지 진행된 위기와는 속성이 다르다 하겠음

- * 대출이나 투자 소실 등으로 금융기관이 파산하는 경우. 금번 금융위기에 이러한 요소가 있었으나 그보다는 파생금융상품 등을 매개로 한 금융기관간 자금거래가 부실로 인한 파급효과를 증폭시켰다는 특징이 있음

바. 실물부문 및 국제적 대책까지 병행

- 금번 금융위기 대응책 중에는 금융부문에 대한 대책 이외에도 실물 경제활동을 진작하는 내용과 아울러 국제 공조까지 포함하고 있다는 점도 큰 특징 중의 하나
 - 이는 금번 금융위기 대응책이 과거 몇몇 금융불안 사태에 대한 대책에 비해 상당히 종합적인 내용을 포괄하고 있다는 점을 시사
- 실물 부문 대책으로는 중앙은행의 정책금리 인하, 재정을 통한 수요진작 등이 강구되었음
 - 중앙은행의 정책금리 인하가 빨랐고 대폭적이었다는 점에서 특징적인 면이 있다 하겠음
 - * 정책금리인하는 실물 부문의 경제활동을 진작시키기 위한 목적 이외에도 금융기관의 유동성 사정 및 수지 개선에도 도움을 주는 효과가 있는 것으로 보임
 - 정부의 재정정책을 통한 수요 진작은 금융위기로 크게 영향을 받은 부문을 대상으로 하였다는 특징이 있으나 기법이나 방법 등에서는 정통적 방법을 크게 벗어나지 않은 것으로 보임
- 위기 대응정책의 일환으로서 국제적 공조가 이루어진 것도 금번 위기대응책의 특징으로 꼽을 수 있음

- 국제적 공조는 향후 금융규제의 방향을 정하는 것과 같은 큰 틀에 대해서뿐만 아니라 일반적인 거시경제정책 및 위기수습을 위한 정책 수단의 강구 등 여러 분야에서 이루어졌음
 - 위기 수습책의 일환으로써 2008년 10월 7일 G7회의 직후 정책금리를 일제히 인하
 - 이와 함께 주요 선진국 중앙은행간에는 달러SWAP 거래를 통해 미국이 이 나라들에 대해 외화유동성을 공급
 - 금융관련 대책중 미국이 부실자산정리를 포기하고 자본투입으로 전환한 것은 유럽국가들이 자본투입을 위주로 위기대책을 추진함에 따라 불가피하게 수정한 측면이 있음
 - 국제적으로 비슷한 영업 기반을 가진 대형 금융기관들 사이에 자본구조 등에서 차이가 나는 경우 경쟁상황을 크게 왜곡할 수 있었기 때문인 것으로 분석
 - * 이는 의도된 공조라기보다는 불가피하게 같은 위기대응방식을 택할 수밖에 없는 상황이 따른 것으로 보임
- 다만 일부 분야에서는 나라별로 이해관계가 달라 국제적 공조가 이루어지지 않음
 - 경제성장 구조(수출주도형 국가들의 내수형 경제로의 전환 등)의 전환, 환율의 조정 등에 관해서는 이견 노출

사. 막대한 위기대응 비용

- 미국이 금융위기 대응 과정에서 지출한 비용은 대략 7조 달러 이상 (commitment 기준)에 달하는 것으로 추산

○ 그 내역을 크게 나누어보면 연준의 유동성 공급이 약 3조 1천억 달러, FDIC 중심의 지급보증이 1조 8,000억 달러, 그리고 여러 유형의 정부지출 등이 2조 4,000억 달러 등임

— 이 비용은 14조 달러를 약간 웃도는 미국 경상GDP의 절반을 훨씬 초과

* 금융위기 관련 비용에 관한 국제비교는 Wehinger(2009), BNP Paribas(2009) 등의 자료에서 볼 수 있음

미국의 금융위기 대응 비용

기관	주요 내역	금액	
		금액	합계
FRB ¹⁾	▶ 위기 이전 재무성증권 보유액	7,900	
	▶ 위기 이후 본원통화 증가액	13,360	
	▶ TALF(지급보증의 일종)	10,000	31,260
FDIC ²⁾	▶ TLGP	14,000	
	▶ Citi 및 BoA에 대한 지급보증	4,240	18,240
Treasury	▶ TARP	7,000	
	▶ 경기부양(2008년 2월)	1,680	
	▶ 경기부양(2009년 2월)	7,872	
	▶ FHA 대출	3,000	
	▶ GSEs에 대한 자본 투입(두 차례)	4,000	
	▶ MMF 지급보증	500	
	▶ FRB 신용위험 보증	200	24,252
총계			73,752

주: 1) FRB 대차대조표에 표시되지 않은 부외거래가 추가될 수 있음

2) 예금보험지급금이 포함되지 않았음

□ 위의 비용은 최대 한도를 의미하고 실제 집행은 이보다 작음

○ 그리고 실제 집행 기준으로 위기대응비용의 GDP 대비 비율을 계산하면 과히 크지 않은 것으로 평가할 여지도 있음(BNP Paribas 2009)

- 그러나 현재 미국의 상황에 비추어 지금까지 부담한 금융위기 대응비용은 감내하기 어려운 측면이 있다는 점에 막대한 부담 요인으로 작용

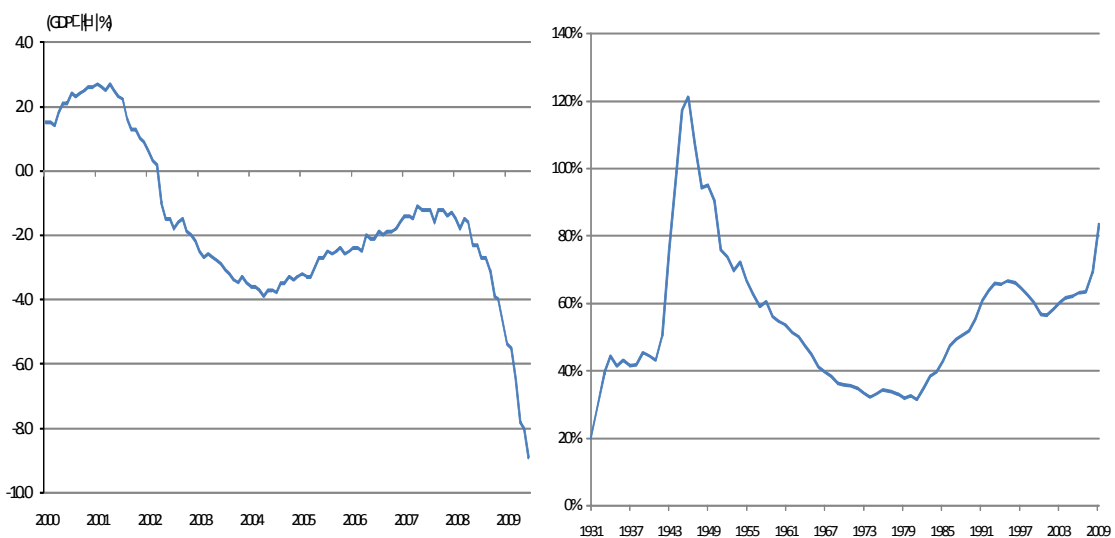
- 미국 정부의 비용부담분 약 2조 4,000억달러 자체가 정부 채무 한도를 상회

- 2008년말 현재 미국 정부의 채무한도는 11조 3,000억달러이고 채무 잔액은 10조 달러 정도로서 추가 채무부담 능력이 1조 3,000억 달러에 불과

- 이에 더하여 앞으로 미국의 재정수지 적자가 더욱 확대될 것으로 예상되기 때문에 금번 금융위기가 재정 압박 요인으로 작용할 전망

— 국채발행잔액이 GDP에 육박하는 데다 향후 수년간 재정이 큰 폭의 적자를 보일 전망(CBO 2009)

미국 재정수지 및 국채발행 잔액 추이



자료 : 미 재무부, BEA(Bureau of Economic Analysis)

□ 다른 한편으로는 미국 정부의 부담분이 과소 계상된 측면이 있음

○ 재정적 제약으로 인해 재정부담을 연준이나 FDIC로 전가한 경우도 있기 때문

— 예를 들면 지난 3월에 발표된 부실금융자산 정리 방안은 연준이나 FDIC가 자금을 부담하도록 설계

□ 또한 연준이나 FDIC 역시 재정적으로 한계에 봉착

○ 연준의 자금공급 여력은 발권력에 기초하고 있다는 측면에서 무한정하다 하겠으나 현실적으로는 환율 절하, 미국으로부터의 자본 유출 등을 촉발할 수 있기 때문에 제약받을 수밖에 없음

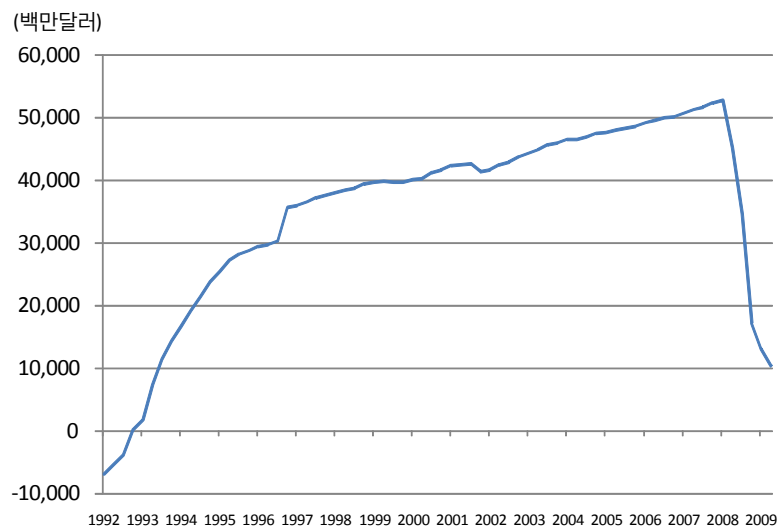
— 실제로 LEH 파산 이후 본원통화가 증가하기 시작함에 따라 미국 달러화는 유로화나 엔화 등 주요 통화에 대하여 현저한 약세를 시현

주요국 통화의 대미달러 환율



- FDIC 역시 예금보험기금이 소진되어 가고 있는 상황
 - 예금 보험기금(Deposit Insurance Fund) 규모가 2007년말 500억 달러에서 2008년말 100억 달러 수준으로 격감
 - FDIC는 예금보험기금의 고갈에 대비하여 지난 9월 24일 2012년 까지의 예금보험료를 선납하는 방안을 추진

예금보험 기금 추이



자료 : FDIC

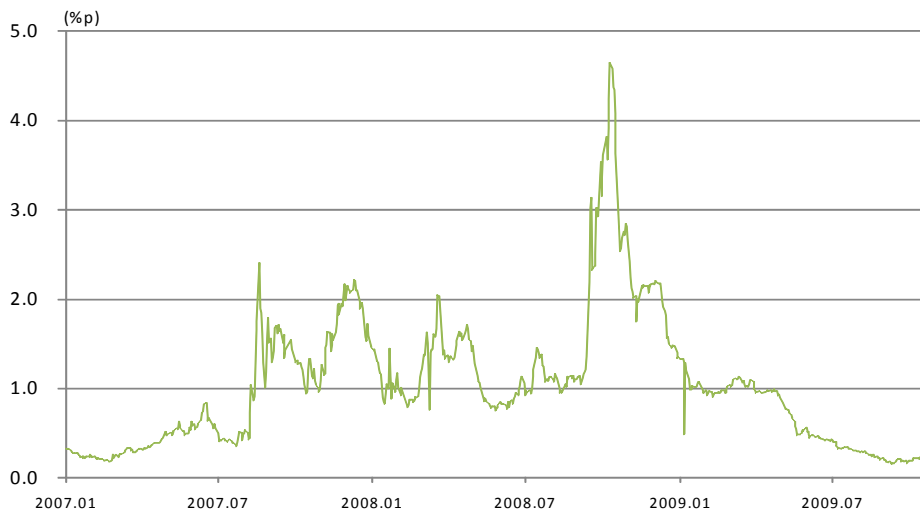
3. 평가

가. 유효성

- 대부분의 정책 평가는 그 정책이 효과가 있었느냐 하는 관점에서 이루어짐
- 금번 금융위기와 관련하여서도 이러한 관점에서 미국 등의 위기대응정책을 평가하고자 하는 시도가 있음(IMF 2009b, Stark 2009, BIS 2009 등)

- 지금까지의 분석결과에 기초할 때 그동안의 위기대응책들이 금융기관의 신용도 개선에는 어느 정도 성공한 것으로 평가
- 특히 IMF(2009b) 또는 BIS(2009) 등은 자본확충 및 채무보증의 효과가 금융기관의 CDS 프리미엄을 낮추는 데 효과가 있었던 것으로 분석
- 실제로 주요 금융기관들의 신용도를 나타내는 TED스프레드가 금년 3월 이후 2007년 위기 발생 이전 수준으로 낮아짐

TED 스프레드 추이



주: 3개월 LIBOR 금리 - 3개월물 Treasury Bill 금리

- 그러나 엄밀한 의미에서는 개별적인 금융위기 대응정책이 효과를 거두었다고 보기는 어려움
- 위기 발발 이후 금년 2월까지 여러 정책이 시행되었으나 금융기관들의 CDS 프리미엄이나 TED 스프레드가 높은 수준을 유지하고 위기 이전수준으로 회복되지 않았음

- IMF(2009b) 및 BIS(2009)가 분석한 효과는 신용도를 나타내는 지표들이 진폭을 보이는 가운데 시행된 정책들이 일부 제한적인 효과를 거두었다는 정도의 의미
- 금년 3월 이후 금융기관들의 신용도가 개선되고 금융시장이 안정세를 회복하는 듯한 모습을 보인 것은 여러 복합적인 요인에 기인
- 그리고 금융기관의 신용도 회복 이외에 금융시장의 정상화, 경기 침체의 방지 등도 위기 대응정책의 목표였는데 이에 대해서는 대체적으로 부정적으로 평가(Stark 2009)
- 실물경제 회복이 지연되는 가운데 신용경색 현상이 지속되고 있기 때문
- 결론적으로 다양한 대응정책들이 시행되었음에도 불구하고 경제를 정상화시키는 데에는 미흡
- 더욱이 위기 대응정책을 평가함에 있어서 재정적자 확대, 환율 변동 가능성 등 새로운 위험 요소를 잉태하게 되었다는 점도 감안하여야 하겠음(IMF 2009a)

나. 위기대응정책의 성격과 방법

- 금융위기 대응정책의 효과 못지않게 그 성격이나 방법 자체가 평가 요소가 될 수 있음
- 금융위기의 원인이나 발생과정을 사실상 잘 알지 못하는 데다 막상 위기가 발생하고 나서는 천편일률적인 방법을 동원하여 효과를 보지 못한다면 위기가 심화될 수 있음

— 위기 대응책이 잘못되어 위기가 심화된 경우가 1929년의 대공황이라 하겠음

- 대공황 시기* 주요국의 정책 당국들은 종전의 사고방식이나 대응정책을 반복적으로 적용 동원하면서 위기가 심화되었음 (Ahamed 2009)

* 1929년 10월 주가 폭락에서 1933년 3월 은행영업정지 발표까지 약 3년 6개월 동안

- 따라서 위기 대응과정에서라도 금융위기의 속성 등을 사후적으로 파악하고 그에 맞춰 위기를 수습함에 있어서 새로운 방안을 강구하는 것이 중요

— 이러한 견지에서 금번 위기 수습 과정에서 위기대응정책이 위기 상황에 맞게 진화하고 변화하였는지가 중요한 평가 요소가 되어야 함

□ 앞에서 살펴 본 바와 같이 금번 금융위기에 적용된 여러 정책들은 종전과는 다른 면모를 가지고 있음

- 비록 시행착오를 겪었으나 종전의 틀을 벗어나 새로운 방식을 적용한 것은 큰 의미를 지니는 것으로 평가

□ 2009년 3월 이후 금융시장이 안정된 것은 어느 한 정책의 효과라기 보다는 여러 가지 대응정책의 효과가 종합적으로 작용한 것으로 볼 수 있음

- 따라서 이상적으로는 위기발생을 차단하거나 위기 초기에 이러한 여러 조치들을 동시에 종합적으로 취하여 위기의 확산을 방지하여야 했음

- 그러나 금융위기가 인식하지 못하는 사이에 발생하고 전파된다는 점에서 위기 초기에 완벽한 정책을 시행하기는 쉽지 않을 것으로 예상됨
 - 이러한 현실적 이유를 배경으로 좀 더 신속히 효과적인 위기대응책을 마련하지 못한 이유 등을 밝힘으로써 앞으로의 교훈을 삼는 것이 더욱 합당할 것임
- 금융위기의 발생, 위기대응 과정에서의 시행착오, 그리고 효과적인 대책의 조기 마련 실패 등의 근본 원인은 그동안 금융부문에서 어떠한 변화가 있었는지를 잘 알지 못하였기 때문
- 따라서 위기 대응정책이 달라진 이유 즉, 종전의 방식이 효과가 없었던 이유 등을 밝힘으로써 앞으로 여러 정책적 시사점을 얻을 수 있을 것으로 예상
 - 금융부문의 성격이 어떻게 변했는지, 그리고 그 의미가 무엇인지 등을 점검하여 향후 금융안정체계를 개선하는 데 기초가 될 수 있을 것임
- 이러한 차원에서 이하에서는 금융위기 대응정책의 특징적 측면이 나타난 배경이나 이유를 근래 금융부문의 변화와 연관지어 재해석하고자 함

IV. 금융위기 대응정책에 대한 해석

— 금융부문의 변화와 연관하여

1. 개관

□ 앞에서 살펴본 금융위기 대응정책의 특징은 그동안 일어난 금융부문의 변화를 반영하고 있는 것으로 해석

○ 그러한 특징이 나타난 원인과 배경*을 개략적으로 정리하여 아래 표로 요약

* 이에 관해서는 여러 시각이 있을 수 있는데 앞으로 좀 더 세밀한 분석이 뒤따라야 할 것으로 예상

위기대응정책과 금융부문의 변화

위기대응책의 특징	원인과 배경
시행착오의 반복	▶ 금융위기의 속성 변화에 대한 이해 부족 — 근본적으로는 금융부문에 대한 이해 부족
부실금융기관 정리 대신 유동성 공급 위주	▶ 자금시장 경색 — 시장중심형 금융제도로의 변화 — 주요 credit event가 발생하지 않음 ▶ 대형 금융기관의 부실과도 연관
비전(정)통적 방식	▶ 비은행금융기관의 비대화 ▶ 금융 부문의 과도한 성장
금융기관의 부채와 자산을 동시에 겨냥	▶ 도매금융시장의 이용도 증가 ▶ 금융기관간 연계관계 심화
실물부문 및 국제적 대책까지 병행	▶ 가계부문의 성격 변화 ▶ 금융의 국제화 ▶ 세계 각국의 대형 금융기관의 동질화
대형금융기관 위주의 금융대책	▶ 금융기관의 대형화 — 대마불사의 상황에 직면
위기대응 비용의 과다 지출	▶ 금융위기의 크기 ▶ 대형 금융기관들의 문제

□ 각각의 특징이 나타나게 된 원인들은 서로 연관되어 있을 수 있으나 대략적으로 다음과 같은 요인으로 정리할 수 있음

- 금융부문에 대한 이해 부족
- 시장중심형 금융제도로의 이행 및 발전
- 비은행금융부문 내지는 금융부문의 과도한 성장
- 금융기관의 대형화
- 가계부문의 성격의 변화
- 금융 국제화 및 세계화

□ 이하에서는 이러한 금융부문의 변화가 금융안정과 위기대응정책에 미치는 영향을 논의하고자 함

2. 금융부문에 대한 이해 부족

□ 위기 대응과정에서 시행착오를 반복한 것은 금융위기의 속성이 변한 것을 충분히 인식하지 못하였기 때문

- 보다 근본적으로는 그동안 일어난 금융부문의 변화에 대하여 정책당국이 제대로 알지 못한 것을 반영(Gerlach et al. 2009)

— 금융위기의 속성이 변하게 된 데에는 금융부문의 성격과 구조가 바뀐 것이 크게 기여

□ 이에 비해 금융제도의 성격 변화 등으로 금융시장 경색, 거래상대방 위험의 증가 등의 형태로 금융위기가 나타날 것이라는 예상은 민간 부문에서는 이미 제기되었음(Persaud 2003, The Counterparty Risk Management Policy Group(CRMPG) II 2005 등)

* 서브프라임 모기지대출 시장의 문제점에 관해서는 이보다 훨씬 빨리 인식되었음(1998년 당시 공정거래위원회 소비자보호국장인 Bernstein은 상원 청문회에서 서브프라임 시장의 문제점에 대해서 소상히 증언)

○ Persaud(2003)는 금융시장에서 기대나 전망이 변화하면서 금융상품의 지속적 매도 현상이 나타남에 따라 금융시장이 복원력을 회복하지 못할 수 있다는 점을 주장

— 그리고 이 과정을 Liquidity Blackhole이라고 명명하였는데 그러한 현상이 금번 금융위기 와중에서 현저히 부각

○ CRMPG II(2005)는 예상치 못한 충격으로 금융혼란(financial disturbances)이 발생하면 금융자산의 가격 하락 속도가 지나치게 빨라 주요 거래상대방이나 금융기관의 신용도를 의심하는 사태로 이어질 가능성

— 이 상황에서는 시장위험과 신용위험이 명확히 구별되지 않고 양자가 서로 악순환적으로 영향을 주는 단계로 돌입하면서 금융위기(금융시스템을 위협하는 충격, systemic financial shocks)로 발전할 것이라고 예견

* CRMPG II(2005) 작성은 Goldman Sachs가 주도하였고 그 내용은 당시 이 회사의 회장이었던 Paulson 전재무장관에게 제출되었으나 이 내용이 실제 위기 수습과정에는 전혀 반영되지 않았음

□ 결국 정책당국은 위기의 본질이나 속성을 잘 알지 못하였던 것으로 평가

○ 미국 정부의 부실자산 매입 계획을 비판한 Whalen(2008)은 그 계획이 위기의 본질에 맞지 않다고 보고 효과가 없을 것으로 예측

— Whalen(2008)은 금번 금융위기의 본질은 금융기관들의 신용도가 악화된 데 따른 신용위기(credit crisis)인 데 반해 부실채권의 매입은 유동성 공급과 같은 차원이기 때문에 금융기관들의 신뢰회복에 도움이 안된다는 견해를 피력

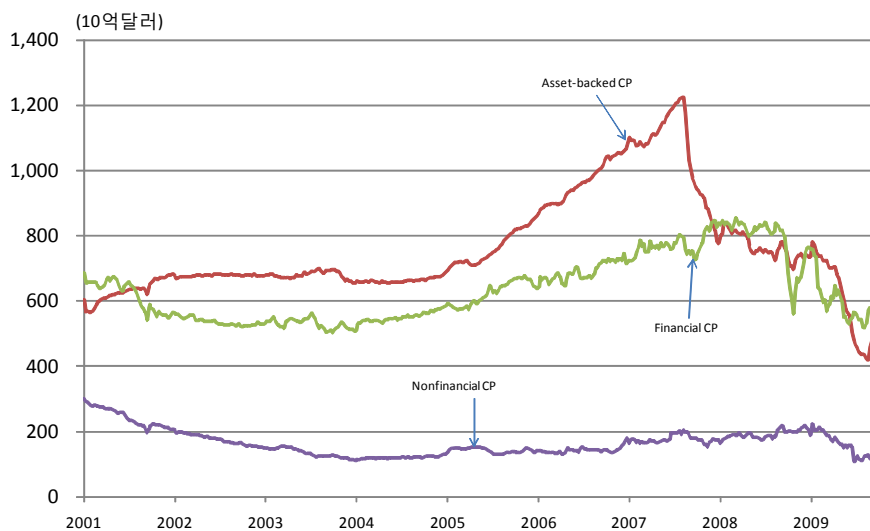
- 연준이 엄청난 양의 유동성을 공급하였지만 상황이 개선되지 않은 것도 이와 같은 이유 때문
- 비슷한 맥락에서 Cecchetti(2008)는 위기 초기 연준의 유동성 공급을 1960년대에 행한 “Operation Twist”^{*}에 비유하고 종국적으로 효과가 없을 것으로 예상
- 단기자금시장을 대상으로 한 유동성 공급으로는 개별 금융기관의 신용도를 개선시키지 못하기 때문
 - * 1960년대 인플레이션이 높아짐에 따라 장기금리가 상승하고 경기가 위축되자 공개시장조작을 통해 장기금리를 인하하여 경기 확대를 도모한 정책으로 핵심적인 본질을 겨냥하지 않고 표면적인 현상을 고치고자 한다는 측면에서 비판을 받음
- 한편 정부 쪽에서는 금융부문과 관련한 정부의 역할을 의도적으로 좁게 설정하고 가급적 개입하지 않으려는 의도를 가지고 있었던 것으로 보임(Swagel 2009)
- 따라서 당연히 금융부문에서의 변화 등에 대해서는 잘 알지 못하였던 것으로 평가

3. 시장중심형 금융제도로의 변화

- 근래 금융기관들이 시장형 금융상품에 대한 의존도가 크게 높아짐으로써 금융제도의 성격이 전반적으로 시장중심형 금융제도로 변화
- 금융수요 측면에서는 일반 예금자들의 선호가 “예금에서 투자”로 이행하는 경향
- 금융상품 공급 측면에서는 금융의 증권화(securitization) 등을 통해 수익성과 유동성이 예금보다 유리한 시장형 금융상품을 공급

- 또한 시장형 금융상품은 금융기관간 단기자금거래를 가능하게 하여 도매금융시장(wholesale markets)의 발달을 촉진
 - 시장형 금융상품이 늘어나면서 금융기관의 레버리지 확대를 통해 금융부문 성장이 촉진될 여지가 있는 반면 경기 수축기 등에는 유동성이 고갈되는 등의 반대 현상이 나타나기 쉬움(Adrian and Shin 2007)
- 금번 금융위기 과정에서 이러한 시장중심형 금융제도의 단점이 극명하게 드러남
- 서브프라임 모기지 대출의 부실이 가시화된 2007년 8월 당시부터 모기지대출을 기초자산으로 한 ABCP(Asset-backed Commercial Paper) 시장에서 심각한 자금경색 현상이 발생
- 이에 따라 ABCP를 통해 단기자금을 조달하고 있던 금융기관들이 자금부족 사태에 직면하게 되었고 이것이 단기자금시장의 경색을 초래하는 요인으로 작용(Brunnermeier 2008, Covitz et al. 2009)

기업어음(CP) 시장 동향 (발행잔액, SA)



- 단기자금시장이 경색되면서 중앙은행은 즉각적으로 유동성을 공급할 수밖에 없는 상황이 전개
- 시장중심형 금융제도는 관계중심형 금융제도에 비해 거래중단 등의 가능성이 훨씬 높을 수 있음(Huang and Ratnovski 2008)
 - 자금차입자가 일반 기업인 경우(관계중심형 금융거래)에는 자금공급자가 대출을 중단하게 되는 경우 손해를 입게 되므로 소위 청산비용(liquidation cost)을 부담하기 때문에 대출중단(자금상환)이 쉽게 일어나지 않음
 - 반면 시장중심형 금융거래에서는 자금차입자가 금융기관이고 유동성을 항상 보유하고 있어야 하기 때문에 자금공급자가 자금상환을 요구하더라도 청산비용을 부담하지 않아도 되는 것으로 생각함
 - 따라서 시장중심형 금융제도는 상황에 따라 금융거래 중단이 일어나기 쉬운 속성을 가지게 되는 것으로 분석
 - 최근의 ABCP 시장 등 단기자금시장 경색은 신상품 개발 등에 힘입어 크게 신장한 도매금융시장이 외생적 충격 등에 의해 급격히 축소 또는 거래가 중단되는 경우에 해당
- 단기자금시장을 비롯한 도매금융시장이 극심한 경색을 보임에 따라 중앙은행이 이들 시장을 대상으로 유동성을 공급하는 것이 불가피
 - 중앙은행이 금융시장을 대상으로 최종대부자 기능을 수행한 것은 전통적 최종대부자 기능에서 변형된 것으로서 Buiter and Sibert(2008)는 이를 the Market Maker of Last Resort 기능으로 표현

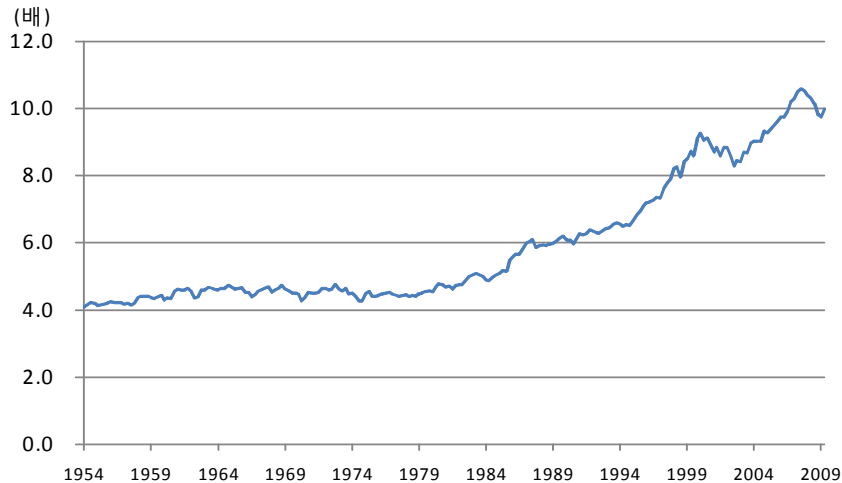
4. 비은행금융부문 내지 금융부문의 과도한 성장

- 연준이 프라이머리 딜러가 아닌 비은행금융기관(특히 투자은행)에 대하여 대출하게 된 것은 이 유형의 금융기관들이 규모가 커지고 파산시 경제적 피해를 초래할 수 있게 되었기 때문
- 통상적으로 증권회사(broker 또는 dealer)는 금융위기를 초래하지 않는 것으로 인식(Allen and Herring 2001)
 - 고객예탁금에 대한 환매 요구가 있으면 편입된 금융상품을 시장가격에 팔아 상환하기 때문에 은행에 대한 예금인출사태가 발생하지 않는다고 보았음
 - Allen and Herring(2001)은 그 예로써 투자은행인 Drexel Burnham Lambert(1989년)의 파산, LTCM(1999), Amaranth(2006) 등의 헷지펀드의 파산이 금융위기를 초래하지는 않았다는 사실을 지목
 - 이러한 논거에 기초하여 투자은행 등 비은행금융기관들은 지금까지 중앙은행 거래 당사자가 아니었고 지준 예치 등의 부담도 지지 않은 데다 감독 및 규제도 은행에 비해 덜 엄격하였음
- 그러나 금번 금융위기를 통해 이러한 인식은 크게 바뀌었음
 - 비은행금융기관을 통한 자금 흐름에 큰 변화가 일어나는 경우 금융시장 교란 요인이 될 수 있다는 사실이 증명되었음
 - 그리고 증권회사 등도 부도에 직면하고 그에 따라 심각한 부정적 외부효과를 초래할 수 있다는 점도 확인

- 투자은행이 금융안정에 미치는 영향이 크게 바뀐 것은 업무 방식 등에 변화가 있었기 때문
 - 증권사의 성격이 단순 broker에서 자기매매(prop trading) 비중을 증가시킴으로써 은행의 성격이 가미
 - 수수료에 의존해야 하는 것이 전형적인 투자은행 모델인데 수익 극대화를 위해 자산을 보유하기 시작
 - 이와 더불어 CDO와 같은 파생상품 등 주요 금융상품의 시장조성자(market maker) 역할을 수행하기 시작
- 투자은행의 이러한 사업구조에서 은행의 예금인출사태와 비슷하게 펀드런(fund run) 현상이 나타날 수 있고 그에 따라 금융불안 요인으로 작용할 수 있음
 - 또한 LEH 파산시 CDS(Credit Default Swap) 시장의 경색으로 전 세계 금융시장이 동요를 보인 것과 마찬가지로 이들의 부도는 일부 유형의 금융시장의 기능이 정지되고 그에 따른 부정적 효과가 발생할 가능성
- 한편 중앙은행의 유동성 공급 능력이 소진되고 정부가 유동성을 보완하는 단계에 이른 것은 금융부문의 크기가 과도한 것을 의미
 - 미국의 금융부문은 1990년대 중반 이후 급격히 확대되었는데 이는 그 이전의 시기 비교적 안정적 수준에 머문 것과 대조적
 - 재정이나 중앙은행의 자산 규모가 GDP 등 실물경제와 일정한 관계를 유지하고 있다고 보면 금융부문의 이러한 급신장은 정책당국의 위기대응능력이 약화되었음을 의미

- 금융위기시 중앙은행의 유동성공급 필요량이나 정부의 부실 금융기관 정리에 투입해야 할 자금의 크기가 종전에 비해 대폭 증가시키는 요인으로 작용

미국GDP 대비 금융자산 총액



주 : 금융자산 총액/GDP

자료 : FRB, BEA(Bureau of Economic Analysis)

5. 금융기관의 대형화

- 금번 금융위기 대응과정에서 대형 금융기관들 중심으로 대책이 추진된 것은 기본적으로는 대마블사(too-big-to-fail)의 논리가 적용된 것으로 보여짐
- 물론 대형 금융기관들이 도매금융시장에서의 주요 거래 당사자이고 파생금융상품을 개발 유통시키는 등 금융위기의 원인을 제공함으로써 피해를 크게 입었다는 측면도 있음
- 그러나 대형금융기관 파산시 경제에 미치는 영향 등이 고려된 현실적 이유가 크게 작용한 것으로 추측
 - 특히 LEH 파산으로 그 부정적 효과가 가시화되면서 이러한 경향이 심화된 것으로 평가(BIS 2009)

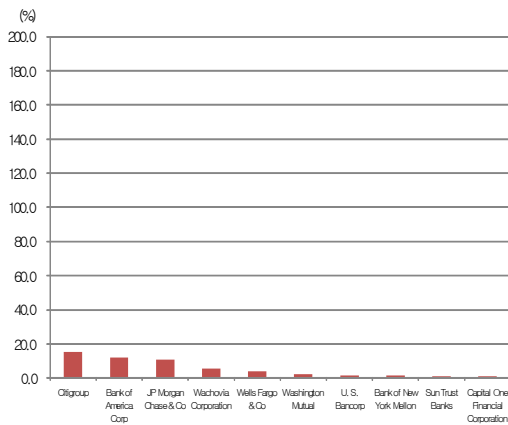
□ 특히 유럽에서 이러한 경향이 더욱 두드러졌음

○ 유럽국가들의 경우 경제규모 등에 비해 금융기관의 상대적 크기가 매우 큰 실정

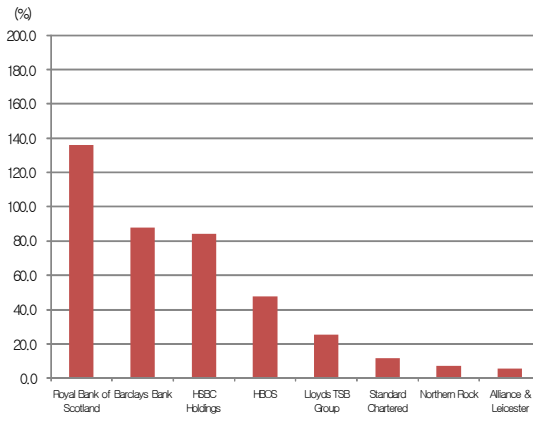
— 영국의 경우 RBS(Royal Bank of Scotland)의 자산 규모가 GDP의 1.4배에 달하고 프랑스나 독일의 경우에도 영국보다는 작으나 최대 은행의 자산규모가 GDP에 육박

주요국 은행의 크기 (GDP 대비 자산규모)

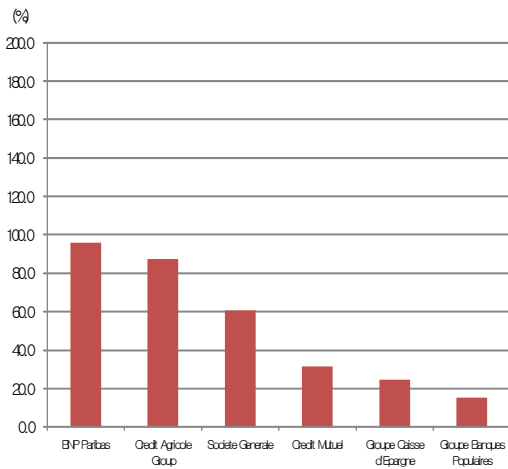
미국



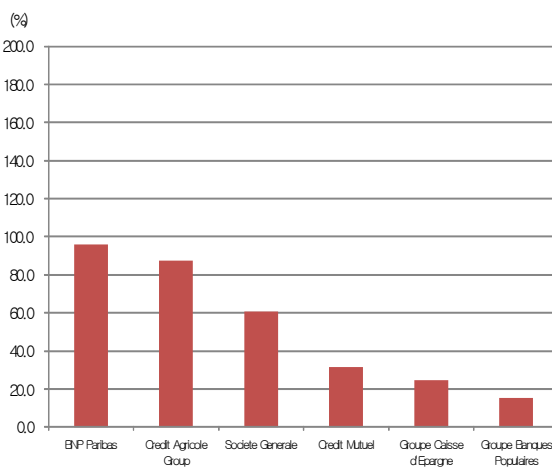
영국



프랑스



독일



* 더 극단적으로는 UBS(스위스)의 경우 스위스 GDP의 4배를 상회하고 아일랜드, 룩셈부르크, 벨기에, 네덜란드 등의 경우에도 대형은행들의 자산 규모가 자국 GDP의 두 배를 초과(Wehinger 2009)

** 아이슬란드의 Kaupthing Bank는 자산 규모가 자국 GDP의 4배가 넘는 데 지나치게 크기 때문에 구제할 수 없었다는 점에서 Buiter(2009)는 "too-big-to-save"였다고 평가

□ 이러한 배경으로 LEH 파산 직후 유럽국가들은 신속히 금융기관에 대해 자본투입 결정을 내리고 대형 금융기관의 파산을 저지

○ 금융기관의 자산 규모 등에 비추어 부실자산정리 등을 시행하기가 사실상 불가능

○ 대형금융기관들의 상대적 크기가 작았던 미국은 당초 부실 금융자산 정리를 위주로 한 위기대책을 마련하였으나 유럽국가들의 자본 투입 조치를 추수

— 국제금융시장에서의 경쟁 여건 등을 감안할 때 유럽국가들의 결정을 따르지 않을 수 없는 상황이었다는 것으로 추측

□ 따라서 금융기관의 대형화는 앞에서 살펴본 금융위기 대응정책의 특징중 다른 특징에 대해서도 큰 영향을 준 것으로 분석

○ 대형금융기관들의 업무 복잡성 등이 위기시 금융시장에서 불확실성을 높이는 요인으로 작용하였을 가능성이 큼

— 이에 따라 단기자금시장에서 경색현상이 나타나더라도 정책당국에서 실상을 파악하는 데 어려움이 따르고 그에 따라 시행착오를 겪게 된 것으로 보임

○ 다양한 업무를 수행하는 대형 금융기관들이 명성(reputation)을 중시하게 되면서 중앙은행의 재할인 정책이 무력화된 측면도 있음

- 당좌대월 등을 통해 중앙은행으로부터 자금을 차입하였다는 사실은 금융시장에서는 그 은행의 건전성을 의심할 여지
- 한편 대형 금융기관의 도덕 해이가 과도한 위험 부담을 촉진함으로써 금융위기의 원인을 잉태하였을 가능성
 - 대형 금융기관의 부실이나 부도는 그 영향은 매우 심대하여 대형 금융기관들의 부실이 가시화되는 경우 구제금융이 불가피할 전망이고 이러한 예상을 전제로 위험을 추구하였을 가능성
 - * 대형 금융기관들이 금융위기의 원인을 제공하고 위기 대응도 어렵게 함에 따라 향후 금융기관의 크기 등을 규제하여야 한다는 주장이 제기. 특히 이러한 주장은 영국에서 강하게 제기되고 있는데 이에 관한 논의는 Bailey et al.(2009), Buiter (2009) 등을 참조

6. 가계부문의 성격의 변화

- 금변 금융위기의 파급 효과가 넓어 실물 부문의 위축과 동시에 진행되었는데 그 연결 통로가 된 것이 가계부문
 - 이제까지 대부분의 위기가 주요 자금수요자였던 기업 부문이나 국가가 부도에 직면하여 금융기관이 손실을 입어 나타나는 경우가 대부분
 - 그러나 금변 금융위기는 가계에 대한 주택대출이 문제가 되었고 신용경색 상황에서 소비자 금융이 축소되면서 실물 부문의 위축이 가속화
- 금융에서 가계 부문의 역할 변화는 크게 두 가지 측면에서 살펴볼 수 있음

- 첫째, 원초적 자금공급자의 행태 측면에서 “저축”에서 “투자”로 바뀌었다는 사실
 - 사회보장제도의 개선(확정급여형에서 확정기여형으로 전환) 등을 배경으로 노후생활자금 확보 필요성이 높아지면서 개인부문의 자금운용 패턴에서 단순 예치 형태에서 시장형 금융상품에 대한 투자로 전환(D'Aista 2006)

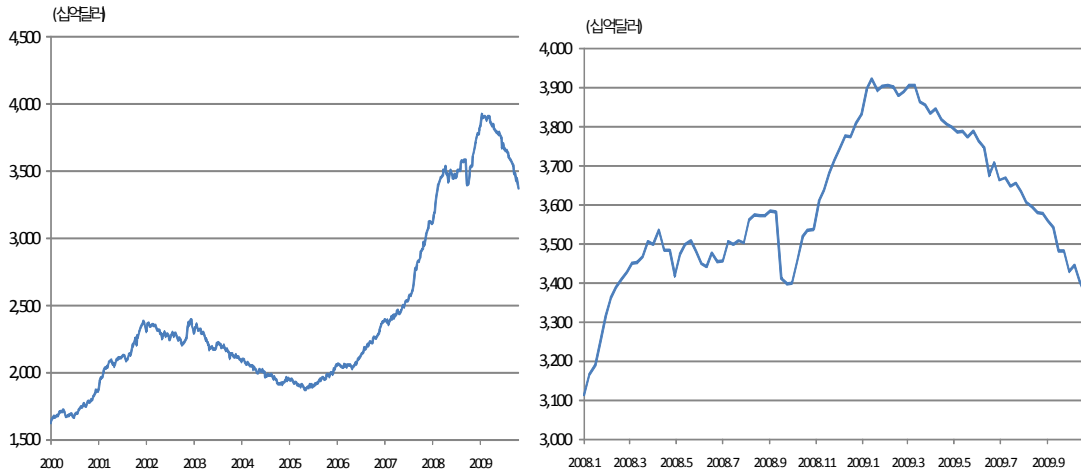
- 둘째, 자금수요자로서 가계가 기업들의 자금수요가 줄어들면서 금융자금의 사용자가 되었다는 사실
 - 주택 관련 대출 이외에도 여러 형태의 소비자금융을 통해 가계 및 개인의 금융자금 이용이 크게 증대

- 가계 부문의 금융시장 참여 확대는 금융위기의 수습과 관련하여 중요한 의미를 내포
 - 가계부문은 위험을 인식하거나 그에 대응하는 능력이 상대적으로 취약하여 가계 부문이 금융위험을 최종적으로 부담할 확률이 높아진 것을 의미(Ferguson et al 2007)
 - 그리고 금융위기를 수습하는 과정에서 정책당국자들은 정치적 압력에 노출되기 쉬워 합리적인 정책수단을 동원하는 데에도 제약이 따를 수 있음
 - 이와 함께 가계 및 개인들의 경우 추종적 행태를 보이기 쉬워 금융혼란이 발생하면 금융불안을 증폭시킬 여지

- 금번 위기 과정에서도 그동안 원금을 보장하지 않던 MMF(Money Market Mutual Fund)에 대해 지급보증이 이루어지고 소비자 금융을 유지하기 위한 방안들을 동원

- LEH 파산 직후 일부 MMF의 가치가 원금 이하로 하락(break the buck)하지 MMF에서 자금이 이탈하기 시작

미국 MMF 규모¹⁾ 추이



자료 : 미국자산운용협회

- 이러한 점을 배경으로 앞으로 금융소비자 보호의 중요성이 대두된 것으로 분석
- 미국의 경우 지난 6월 의회에 제출한 소위 Obama Plan에서 소비자보호청을 신설하는 방안을 제시(Department of Treasury 2009)

7. 금융국제화 및 세계화

- 금융위기 수습 과정에서 국제 공조가 불가피했던 것은 금융 국제화 및 세계화로 인한 당연한 결과로 보여짐
- 예컨대 한 나라의 자금시장이 경색을 겪게 되면 다른 나라 자금시장에서 자금을 조달할 수 있고 또한 그렇게 하려 하기 때문에 자금시장이 서로 연관되어 움직일 수 있음

- 특히 최근에는 각국의 외환시장구조가 주요 핵심 금융기관에 의한 외화차입 이후 이를 국내 통화와의 SWAP을 하는 형태로 공급됨으로써 각국의 외환시장간 연계성이 크게 높아짐(Chailloux et al. 2008)
- 따라서 자금시장 경색에 대응하여 각국 중앙은행들이 유동성을 동시에 공급할 수밖에 없고 같은 이유로 중앙은행간 달러 SWAP이 이루어지게 된 것으로 해석
- 또한 금융시장이 직간접적으로 연계되어 금융부문에 대한 대책을 수립하는 데에도 서로 보조를 맞출 필요가 점점
- 위기 수습책이 다르거나 차이가 나는 경우 국제적 영업 기반을 가진 금융기관들 사이에 국별 규제차익이 발생할 수 있기 때문에 유동성 흐름이 더욱 증폭될 우려가 발생
- 한편 금융 국제화는 금융기관의 대형화를 초래하였고 이 금융기관들의 업무 성격에도 변화를 초래
- 규모 및 범위의 경제를 실현하고자 금융기관들, 특히 은행들의 규모와 조직을 키워왔음
- 업무의 범위 면에서는 전통적인 예대업무에서 벗어나 투자은행으로 성격이 바뀐 데다 거의 모든 영역의 업무를 영위
- 이 결과 세계 각국의 주요 금융기관들간에 유사성이 높아진 것으로 보임
- 이러한 요인들이 금번 금융위기의 세계적 확산을 초래하였고 이것이 국제적 공조를 가져오는 데 기여한 측면이 있음

V. 몇 가지 시사점

- 본고에서는 미국의 금융위기 대응정책에서 나타난 특징을 정리하고 그 원인과 배경을 근래에 발생한 금융제도의 변화와 결부하여 찾아보았음
 - 이를 바탕으로 통해 앞으로 금융안정 체계를 구축하는 데 필요한 몇 가지 시사점을 일반적인 관점에서 도출하고자 함
 - 일반적인 시사점을 도출하게 된 것은 본고에서 서술한 내용이 위기대응정책과 금융제도변화를 상당히 포괄적으로 다루었다는 점에서 불가피한 결과로 보임
 - 앞으로 금융위기 대응정책이나 금융제도 변화의 각 내용을 세밀히 검토 분석하여 정책적 시사점을 유도하고자 하는 노력이 지속되어야 할 필요가 있다고 봄
- 가장 먼저 얻을 수 있는 시사점은 “정책당국의 입장에서” 금융부문에 대한 이해를 새롭게 하여야 한다는 점임
 - 앞에서 살펴본 바와 같이 근래 금융부문은 여러 측면에서 크나 큰 변화를 경험하였고 다양한 변화가 직간접적으로 금번 금융위기의 원인 요소로 작용하고 위기대응정책에도 영향을 미쳤음
 - 그러나 아쉽게도 그동안 정책당국에서는 이러한 변화에 대하여 그 의미나 위험성 등에 대해서는 큰 관심을 가지지 않았음
- 그동안의 금융부문 변화는 나름대로 합리적 근거를 두고 진행되었다 하겠음

- 금융제도의 변화는 금융기관 등 개별 경제주체의 사적 이익을 극대화하고 경제 효율을 높일 수 있는 기초를 제공
- 그러나 금융부문의 여러 속성으로 인해 위험성도 내포하고 있다는 점에 대해서는 간과하였다 하겠음
- 금융부문이 금융위기로 이어지게 하는 속성은 여러 가지일 수 있으나 그중에서도 대표적으로 개인의 손실을 타인이나 사회에 전가 (socialization of risks)시키는 메커니즘이 형성되어 있음
- 이러한 손실을 부담하고 대응해야 하는 정책당국의 입장에서는 민간 경제주체들의 이해나 시각에서 벗어나 금융제도의 변화가 초래할 수 있는 위험성을 점검하여야 하겠음
- 이것이 금번 금융위기 대응책으로부터 얻을 수 있는 첫 번째 시사점이라 하겠음
- 다음으로 금융부문을 분석 점검하는 데에는 종합적인 시각(a bird's eye view)을 가져야 한다는 사실임
- 일부 부문이나 한 두 가지 사안에 대해서만 관심을 가지게 되면 상호 연관성이 높은 금융부문의 속성에 비추어 볼 때 관심대상을 충분히 이해하지 못할 수도 있음
- 앞에서 살펴본 금융위기 대응정책의 여러 특징이나 그 배경요인들은 서로 복합적으로 얽혀있는 것도 이러한 사실을 반영
- 한편 종합적 시각을 가져야 한다는 점은 정책 당국이 금융부문을 점검함에 있어서 시각이나 관점을 신축적으로 가져야 한다는 점도 시사함

— 예를 들면 금번 금융위기 초기 서브프라임 모기지대출 부실의 규모가 크지 않기 때문에 관심을 기울이지 않은 것은 금융부문에 대한 시각이 경직적이어서 나타난 결과로 볼 수 있음

□ 금융부문에 대한 종합적인 시각은 금융부문 그 자체뿐만 아니라 외부 요인까지도 포함하는 개념임

○ 아래 표에서 예시한 바와 같이 다양한 분야에서 위험 요소를 점검하고 그 연계관계를 파악하는 것이 앞으로 금융안정체계를 확립하는데 필수(Houben et al. 2004)

— CRMPG II(2005)에서는 이러한 접근법을 "Broad Menu" Approach 라고 명명

금융불안 요소(예시)

내생적 리스크 요인	외생적 리스크 요인
금융기관관련: <ul style="list-style-type: none"> ○ 재무리스크(신용, 시장, 유동성, 금리, 환율 위험 등) ○ 운영리스크 ○ 정보기술 취약 ○ 법률/청렴리스크 ○ 평판리스크 ○ 사업전략리스크 ○ 집중리스크 ○ 자본적정성리스크 	거시경제 교란요인: <ul style="list-style-type: none"> ○ 경제여건리스크 ○ 정책부조화
금융시장관련: <ul style="list-style-type: none"> ○ 거래상대방리스크 ○ 자산가격 부조화 ○ 마켓런(신용위험, 유동성위험) ○ 전염 또는 도미노 효과 ○ 신뢰 붕괴 	사건(event)리스크: <ul style="list-style-type: none"> ○ 자연재해 ○ 정치적 사건 ○ 대기업 도산
금융하부구조관련: <ul style="list-style-type: none"> ○ 청산 및 지급결제리스크 ○ 금융하부구조 부실(법률, 규제, 회계, 감독 등) 	

자료: Houben et al. (2004)

□ 금융부문에 대한 종합적 신축적 시각은 앞으로 새로운 금융안정체계를 구축과 관련하여서도 중요한 시사점을 제공

○ 새로운 금융안정체계의 구축을 위해 현재 전세계적으로 금융규제와 감독을 강화하는 방향으로 논의가 진행중

— 그러나 규제와 감독은 근본적으로 시장의 변화를 쫓아가지 못하는 한계가 있음(Kane 1988)

— 이에 따라 규제와 감독만으로 금융안정을 이룩하는 데에는 한계가 있을 수밖에 없음

* 금융부문이 불안 요소를 내재하고 있듯이 금융규제나 감독 역시 불완전한데 그 불완전성이 금융안정을 해치는 요인중의 하나이기도 함

○ 따라서 이상적으로는 허점이 들어난 부문에서 규제와 감독을 강화하되 이것만으로 금융안정체계가 완성된다고 생각하여서는 안될 것임

— 규제와 감독 이외에도 금융시장의 흐름이나 변화를 수시로 점검하여 위험성 여부를 다양한 시각에서 검토하는 것이 금융안정에 절실하다 하겠음

□ 마지막으로 우리나라와 관련하여 시사점을 생각해보고자 함

○ 지난 해 우리나라도 글로벌 금융위기 여파로 큰 어려움을 겪었으나 그 속성은 미국과 같은 금융위기는 아니었음

— 미국 금융위기가 심화되는 과정에서 주요 금융기관들이 유동성 확보를 위해 우리나라에서 유동성을 인출하면서 외환시장이 경색되는 데 그쳤고 국내 금융부문의 문제는 과히 심각하지 않았음

- 그러나 우리나라에서도 앞에서 살펴본 것과 유사하게 금융부문에
서 변화가 일어나고 있음
 - 가계부문이 주요 금융거래자로 등장하였고 금융기관들은 시장형
금융자산에 대한 의존도를 높여왔고 또한 금융기관들의 덩치도
커졌음
 - 자본시장통합법 시행 이후 금융시장에서 혁신이 진전된다면 새로
운 금융상품 등의 등장도 예상되는 단계
- 이러한 변화와 관련하여 위험 요소들을 다양한 시각에서 점검하는
노력이 필요하다고 봄
 - 이러한 노력이 앞으로 우리나라 금융부문의 자체적인 문제로 인
해 금번 미국의 금융위기와 같은 유형의 위기가 발생하는 것을
예방하는 방안이 될 수 있을 것임

<참고문헌>

- Adrian, Tobias, and Hyun Song Shin, "Liquidity and Financial Cycles," Paper presented at the 6th BIS Annual Conference, "Financial System and Macroeconomic Resilience," Brunnen, Switzerland, June 18-19, 2007.
- Ahamed, Liaquat, *Lords of Finance: The Bankers Who Broke the World*, New York: The Penguin Press, 2009.
- Allen, Franklin, and Richard Herring, "Banking Regulation versus Securities Market Regulation," The Wharton Financial Institutions Center, Working Paper 01-29, July 11, 2001.
- Bailey, Martin Neil, and Robert E. Litan, "Regulating and Resolving Institutions Considered "Too Big to Fail," Testimony at the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, May 6, 2009, Initiative on Business and Public Policy at Brooking, May 2009.
- Bernstein, Jodie, "Statement of the Federal Trade Commission," Presented before Senate Special Committee on Aging, on Home Equity Lending Abuses in the Subprime Mortgage Industry, March 16, 1998.
- BIS, An Assessment of Financial Sector Rescue Programs, BIS Papers, No. 48, July 2009.
- BNP Paribas, "To the Rescue," www.GlobalMarkets.bnpparibas.com, October 19, 2009.
- Borio, Claudio E. V., "Change and Constancy in the Financial System: Implications for Financial Distress and Policy," BIS Working Paper, No. 237, October 2007.
- Brady, Nicholas F., Eugene A. Ludwig and Paul A. Volker, "Resurrect the Resolution Trust Corp.." Wall Street Journal, September 17, 2008.
- Brunnermeier, Markus K., "Deciphering the 2007~08 Liquidity and Credit Crunch"(M. Brunnermeier, *Journal of Economic Perspectives*, forthcoming, 2008 (Draft May 19, 2008).

Buiter, Willem H., "Too Big to Fail is too Big," *Financial Times* Maverecon, June 24, 2009.

_____, and Anne Sibert, "The Central Bank as the Market Maker of Last Resort: from Lender of Last Resort to Market Maker of Last Resort," *VoxEU.org*, August 13, 2007.

CBO(Congressional Budget Office) "The Budget and Economic Outlook: An Update," August 2009.

Cecchetti, Stephen G., "Monetary Policy and Financial Crisis of 2007—2008," *CEPR Policy Insight* No. 21, April 2008.

Fisher, Richard W., "Financial Market Tremors: Causes and Responses," *Economic Letter*, FRB Dallas, Vol. 3, No. 4, April 2008.

Chailloux, Alexandre, Simon Gray, Ulrich Klüh, Seiich Shimizu, and Peter Stella, "Central Bank Response to the 2007-2008 Financial Market Turbulence: Experiences and Lessons Drwan," *IMF Working Paper*, WP/08/210, September 2008.

CRMPG II(The Counterparty Risk Management Policy Group II), "Toward Greater Financial Stability: A Private Sector Perspective," July 27, 2005.

Covitz, Daniel, Nellie Liang, and Gustavo Suarez, "The Evolution of a Financial Crisis: Panic in the Asset-Backed Commercial Paper Market," *Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series*, August 18, 2009.

D'Aista, Jane, "The Implications of aging for the structure and stability of financial markets," *Background paper prepared for the World Economic and Social Survey 2007*, December 7, 2006.

The Department of Treasury, *Financial Regulatory Reform: A New Foundation*, Washington D.C., June 18, 2009.

The Department of the Treasury and the Federal Reserve, "The Role of the Federal Reserve in Preserving Financial and Monetary Stability," *Joint Statement*, March 23, 2009.

EU(Commission of the European Communities), "European Financial

Supervision," COM(2009) 252, Brussels, May 27, 2009.

Ferguson, R., P. Hartmann, F. Panetta, and R. Portes, "International Financial Stability," Geneva Report on the World Economy, No. 9, Geneva, May 2007.

Freixas, Xavier, Curzio Giannini, Glenn Hoggarth, and Farouk Soussa, "Lender of Last Resort: What Have We Learned Since Bagehot?" *Journal of Financial Services Research*, Vol. 18, No. 1, pp.63-84, 2000.

FRB (Board of Governors of the Federal Reserve System), Federal Reserve System Monthly Report on Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet, September 2009.

FSA(Financial Services Authority), *The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis*, London, March 2009.

G20, "Declaration: Summit on Financial Markets and World Economy," November, 2008.

Gerlach, Stefan, Alberto Giovannini, Cédric Tille, and José Viñals, "Are the Golden Years of Central Banking Over?: The Crisis and the Challenges," Geneva Report on the World Economy 10, 2009.

Houben, Aerdt, Jan Kakes, and Garry Schinasi, "Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability," IMF Working Paper, WP/04/101, June 2004.

Huang, Rocco, and Lev Ratnovski, The Dark Side of Bank Wholesale Funding, European Banking Center, Discussion Paper, No. 2009 - 18S November 2008.

IMF, "Crisis-Related Measures in the Financial System and Sovereign Balance Sheet Risks," July 31, 2009a.

IMF, *Global Financial Stability Report*, October 2009b.

Kane, Edward J., "Interaction of Financial and Regulatory Innovation," *American Economic Review*, Vol. 78, No. 2, 1988..

Persaud, Avinash D., "Liquidity Black Holes," in *Liquidity Black Holes: Understanding, quantifying and Managing Financial Liquidity Risk*, ed. by Avinash D. Persaud, London: Risk Books, 2003, pp.85-104.

The Spiegel, "Is 2009 the New 1929?: Current Crisis Shows Uncanny Parallels to Great Depression," April 29, 2009.

Stark, Jürgen. "The Economic Crisis and the Response of Fiscal and Monetary Policy," Speech delivered at the Austrian Industrial Organization, Linz, Austria, June 8, 2009.

Swagel, Phillip, "The Financial Crisis: An Inside View," Brookings Paper on Economic Activity, Spring 2009 Conference Draft, March 30, 2009.

Wehinger, Gert, "The Turmoil and the Financial Industry: Developments and Policy Responses," OECD, Financial Market Trends, Pre-publication version for Vol. 2009/1, 2009.

Whalen Chris, "Bailout: It's about Capital, Not Liquidity; Seeking Beta," Interview with Robert Arvanitis, RGEMonitor, September 28, 2008.

The Wall Street Journal, "How U.S. Treasury and Fed Chiefs Strained for consensus in Bailout," News in Depth, November 11, 2008.