

Economic Issues

# DERI Insights

www.deri.co.kr | www.daishin.co.kr



## 서브프라임 모기지 부실 파장 재점검

- ▶ 주택시장의 매매패턴이 이미 지난 05년 4/4분기를 기점으로 공급자에서 수요자 위주로 전환되면서 가격주도권이 소비자 측으로 넘어온 가운데 서브프라임 부실 문제가 지속적으로 부각되면서 시장의 기대와 달리 부동산경기의 바닥권 확인은 아직 불분명한 상태로 주택시장의 조정이 장기화 될 조짐을 보이고 있다.
- ▶ 지난 2월 서브프라임 모기지 부실 문제가 처음으로 시장의 관심을 받은 이후 또 다시 자산담보부증권(CDO; Collateralized Debt Obligation)에 투자한 헤지펀드 청산위기로 서브프라임 모기지 관련 채권 신용등급 하향 조정되는 등 서브프라임 발 글로벌 신용경색 우려로 국내외 증시가 요동치는 모습이다.
- ▶ 미국 내 하이일드 채권 인덱스로 사용되는 BSIX(Bear Stearns High Yield Composite Index)가 지난 2월말 서브프라임 모기지 부실 파장 이후에도 꾸준한 상승세를 보이다 최근 들어 급락세를 면치 못하고 있는 점, 그리고 저신용 금융채(BBB) 스프레드가 확대되고 있는 점 등을 감안한다면 시장 전반의 신용경색으로 발전할 소지가 높음을 보여주고 있다.
- ▶ 조정이 장기화되면서 경제 전반의 성장을 위협하고 있는 부동산 시장에 대한 본질적인 해결 없이는 미국 경제의 장기 균형성장 역시 기대하기 어렵다는 측면에서 당사는 예상 밖 국제 원자재시장의 변수로 인해 그 시기가 올 4/4분기 또는 내년 상반기 중으로 연기될 수 있다는 점은 인정하지만 주택경기 조절 차원의 금리 인하가 선행되어야 한다는 기존의 시각을 유지한다.

## I. 서브프라임 모기지 시장 리뷰

### 서브프라임 부실 여파 확대

지난 06년 FRB의 금리동결을 계기로 최악의 위기를 넘긴 것으로 간주됐던 주택시장의 변동성이 서브프라임 모기지 부실 문제가 불거지면서 다시 확대되는 양상이다. 지난 3월 미국 내 2위의 서브프라임 모기지업체인 뉴센츄리 파이낸셜이 상장폐지된 채 당국의 조사를 받게 되면서 서브프라임 모기지 과장이 주택시장 전반으로 확산될 지 여부가 논의된 바 있다.

문제는 지난 4월 이후 경기회복에 대한 기대감이 확대되면서 다소 시장의 관심대상에서 벗어났던 주택시장 이슈가 6월 들어 또 다시 미국 내 중견 투자은행인 베어스틴스 소유의 헤지펀드가 모기지 채권 투자 손실로 파산위기를 맞고 있음이 알려지면서 모기지 관련 채권 부실 우려가 여전히 현재 진행형임을 시사하고 있다는 점이다.

또한 지난 7월 18일 신용평가기관인 무디스에서는 서브프라임과 프라임의 중간지대로 여겨지는 33개의 알트-에이(alt-A) 주거용모기지담보증권(RMBS)의 신용등급을 하향조정하기 위한 검토에 들어갔다고 밝혀 우려된다. 무디스에 따르면 06년 알트-에이 모기지 중 약 4천억달러 정도가 증권 형태로 발행됐으며 당시 MBS 발행 규정이 느슨해 이 중 약 10% 정도가 서브프라임의 성격을 띠고 있는 것으로 파악되고 있다.

윌리엄 폴 세인트루이스 연방준비은행 총재는 지난 7월 중 비 프라임 모기지시장의 규모가 1조달러에 달하고 있으며 이는 전체 건설활동과 소비 지출에 영향을 주기에 충분한 수준이라고 우려한 바 있다.

주택시장의 매매패턴이 이미 지난 05년 4/4분기를 기점으로 공급자에서 수요자 위주로 전환되면서 가격 주도권이 소비자 측으로 넘어온 가운데 서브프라임 부실 문제가 지속적으로 부각되면서 시장의 기대와 달리 부동산경기의 바닥권 확인은 아직 불분명한 상태로 주택시장의 조정이 장기화 될 조짐을 보이고 있다.

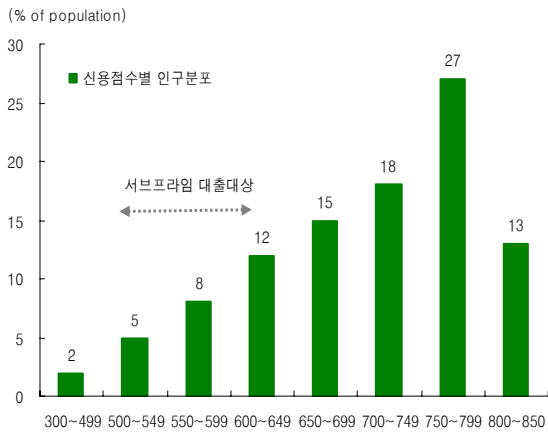
### 서브프라임 모기지에 대한 이해

일반적으로 서브프라임 모기지만 신용점수가 통상 620점 이하인 가계에 대한 대출을 말한다. 미국 내에서는 FICO라는 신용평가기관이 제공하는 신용점수가 가장 널리 쓰이고 있으며 대체로 서브프라임 모기지 대상에 해당하는 가계(500~620점)는 전체 인구의 약 20% 미만인 것으로 파악된다.

신용도가 낮은 고객을 대상으로 하고 있는 만큼 대출금리는 통상 프라임에 비해 약 3% 가까이 높은 수준을 유지하고 있으며 프라임 모기지 대출과 달리 변동금리 비중이 대부분을 차지하고 있어 고금리, 주택가격 하락 등에 민감하게 반응하는 취약한 구조를 지니고 있어 대출업체나 대출자 모두 상시 default 위험에 노출된다.

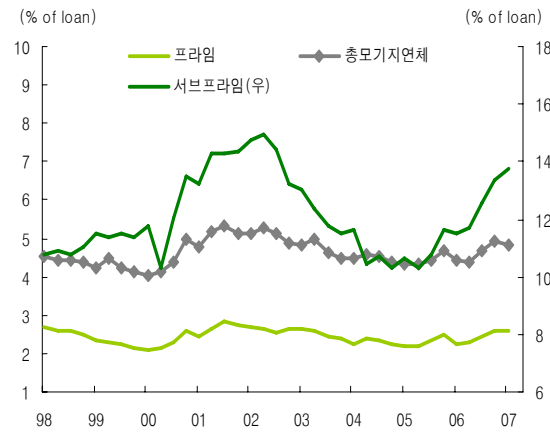
특히, 최근 경기회복 및 인플레이에 대한 우려감으로 모기지 관련 채권금리가 급등세를 나타내고 있는 반면 주택경기는 추가적 위축이 진행되고 있는 것으로 나타나 서브프라임 모기지 관련 채권이 빠르게 부실화될 위험에 노출되어 있는 상황이다.

FICO Score에 따른 인구 분포 추이



자료: Bloomberg, FICO, DERI

신용도에 따른 모기지 연체비율 추이



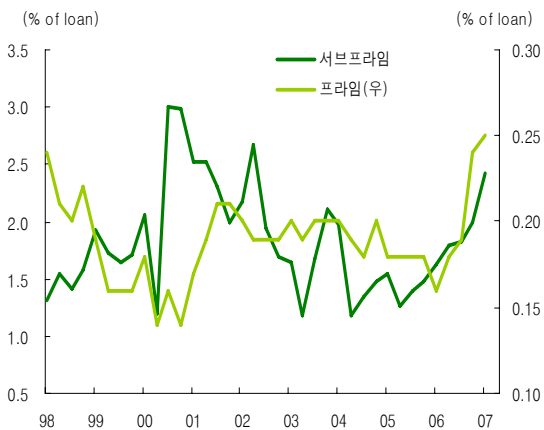
자료: Bloomberg, MBA, DERI

07년 1/4분기 기준으로 서브프라임 및 Alt-a급 모기지 대출규모는 전체 모기지 시장의 약 20%에 해당하는 2.6조 달러로 추정되는데 이는 동기간 GDP 대비 약 23.5%에 이르는 방대한 규모이다. 07년 1/4분기 현재, 모기지연체율은 4년여 만에 다시 5%대에 육박하고 있으며 이 중 서브프라임 연체율은 05년 2분기(10.3%) 이후 꾸준히 증가하여 4년 반 만에 가장 높은 수준인 13.77%(프라임 연체율 2.58%의 5.3배)까지 상승했다.

또한 06년 들어 가계 내 저당물(주택) 압류 비율 역시 가파른 상승세를 이어가고 있는 것으로 나타났다. 07년 1/4분기 기준으로 채고비율은 3년래 가장 높은 1.28%까지 높아졌으며 신규비율은 79년 지수 산정 이후 가장 높은 0.58%까지 가파르게 상승 중이다.

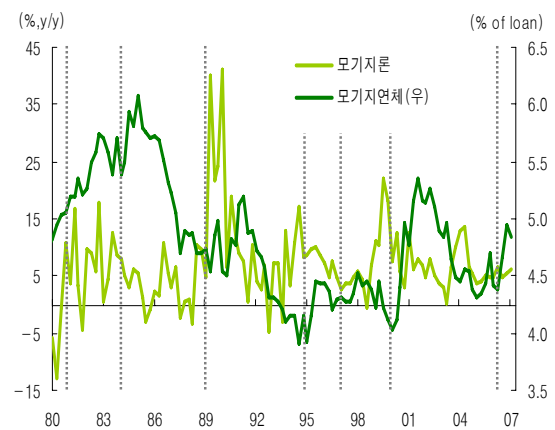
프라임 시장의 신규 주택압류 비율(0.25%)이 98년 지수 산정 이후 가장 높은 수준을 기록하고 있고 서브프라임 시장 역시 압류비율(2.43%)이 최근 5년래 가장 높은 수준을 나타내고 있어 고금리 및 부동산경기 추가 위축에 따른 모기지시장의 부실 확대가 우려된다.

가계 내 주택 압류 비율 추이



자료: Bloomberg, MBA, DERI

가계 모기지 대출 및 연체율 추이



자료: Bloomberg, FHFB, MBA, DERI

## II. 최근 변화

### 신용경색 문제로 확대

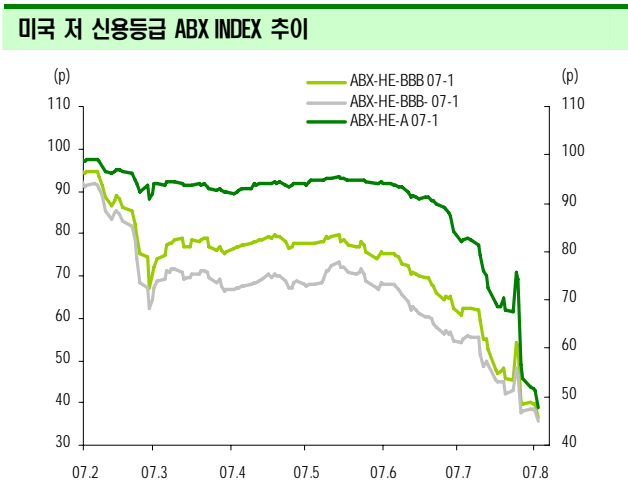
지난 2월 서브프라임 모기지 부실 문제가 처음으로 시장의 관심을 받은 이후 또 다시 자산담보부증권(CDO; Collateralized Debt Obligation)에 투자한 헤지펀드가 청산위기에 몰리고 서브프라임 모기지 관련 채권 신용등급 하향 조정되는 등 서브프라임 발 글로벌 신용경색 우려로 국내외 증시가 요동치는 모습을 나타냈다.

앞서 언급했듯이 구조적으로 고금리 및 주택가격 하락에 극도로 민감한 서브프라임 모기지 특성상, 4월 이후 각종 제감경기지표의 예상 밖 호조로 하반기 경기 회복에 대한 기대감이 높아진 가운데 고금리 및 고유가 추세가 예상 밖으로 강하게 형성되는 등 최근 일련의 흐름은 어찌 보면 충분히 예상 가능했던 부분이었음에도 불구하고 FRB 관계자들을 비롯해 국내외 공신력 있는 기관들이 이를 경외시 하곤 했던 점이 오히려 이번 사태를 더욱 크게 만든 요인 중 하나로 작용했던 것으로 판단된다.

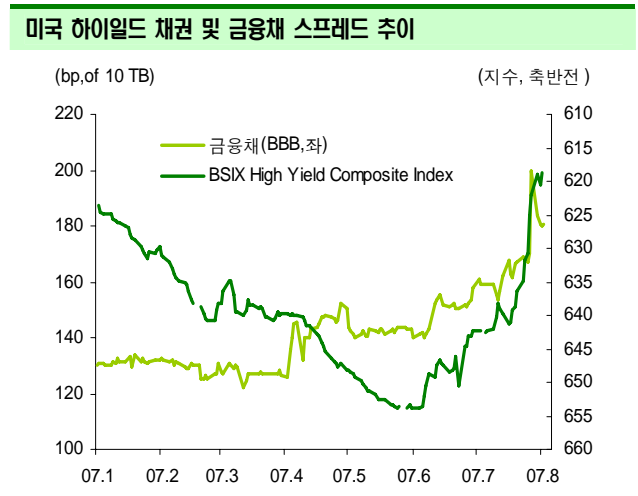
미국 ABS의 Credit default swap 벤치마크로 가장 폭 넓게 사용되는 ABX지수 중 07년 1월을 기점으로 Home Equity 관련하여 산정된 ABX-HE 07-1 지수를 살펴보면 5개 등급 중 서브프라임 모기지에 대한 신용위험을 나타내는 하위 등급에 해당하는 BBB 및 BBB- 등급이 지난 2월 이후로 꾸준히 하락세를 보이며 서브프라임 모기지 관련 default 위험이 증대되고 있음을 말해준다.

한편, 지난 6월 이후로 관심의 대상으로 떠오른 중간단계에 해당하는 ABX-HE-A 07-1 지수 역시 지난 7월 이후 급락세를 보이며 모기지 부실 파장이 시장 전반의 기대와 달리 서브프라임 내에서 제한되지 않고 ALT-a 급으로 점차 확대되고 있음을 시사하고 있다.

또한 미국 내 하이일드 채권 인덱스로 사용되는 BSIX(Bear Stearns High Yield Composite Index)가 지난 2월말 서브프라임 모기지 부실 파장 이후에도 꾸준한 상승세를 보이다 최근 들어 급락세를 면치 못하고 있는 점, 그리고 저신용 금융채(BBB) 스프레드가 확대되고 있는 점 등을 감안한다면 시장 전반의 신용경색으로 발전할 소지가 낮지 않음을 보여주고 있다.



자료: Markit, DERI



자료: Bloomberg, Bear stearns, DERI

### III. 향후 전망

#### 주변환경 악화로 주택시장의 추가 조정 불가피

지난 3월 서브프라임 파장 이후 공급자측의 체감경기를 대변하는 전미 주택건설업체(NAHB)의 주택 시장지수(기준선=50)가 지난 7월 중 16년 만에 최저수준(24)으로 떨어졌으며 전미 부동산중개인협회(NAR)의 수요자측의 6월 주택구입역력지수(104.4)는 기준선을 상회하며 상대적으로 선전하고 있으나 지난 1월 이후 5개월 연속 하락세를 보이고 있어 우려된다.

특히, 주택수요 및 모기지구입자들의 이자부담과 밀접한 상관관계를 가지고 있는 30년 모기지 고정금리(프레디 맥 기준으로 8월 2일 현재 6.68%) 역시 지난 해 주택경기가 최악의 상황에 이르렀던 7월 수준까지 급등세를 보이고 있어 주택수요에 대한 기대감을 낮추며 주택경기의 바닥권 확인 여부가 아직 불투명한 상황임을 말해준다.

미국 내 주택소유 비율은 약 69%에 육박하고 이중 LTV ratio(주택담보대출 비율)가 77%에 달한다는 점을 감안할 때 주택담보대출의 85%가량을 차지하는 장기고정금리의 급등세는 현 미국경제를 지탱하고 있는 민간소비에 적지 않은 타격을 줄 수 있어 주택경기 위축이 장기간 지속된다면 경제 전반에 미치는 파급효과가 심각한 수준에 이를 수 있음을 시사한다.



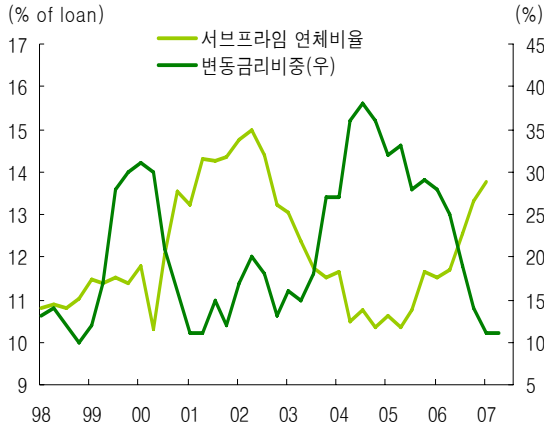
자료: Bloomberg, NAHB, NAR, DERI



자료: Bloomberg, MBA, Freddie Mac, DERI

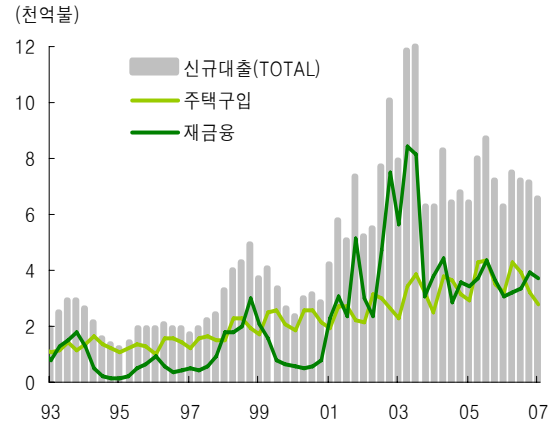
더욱이 고금리가 지속되는 가운데 변동 금리 모기지(서브프라임 비중이 월등히 높음)의 월간 재조정 금액이 07년 하반기까지 꾸준히 증가하고 08년 3/4분기까지도 일정 규모가 유지되는 것으로 나타나 올 하반기 내내 서브프라임 발 신용경색 우려감이 지속적으로 제기될 가능성이 적지 않은 것으로 판단된다. 최근 들어 총 모기지 대출 내 변동 금리 비중이 10% 내외로 큰 폭으로 줄어들긴 했지만 과거 연간 신규 모기지 대출규모가 3조 달러를 넘나들곤 했던 2004년부터 2006년 중반까지 변동 금리 비중이 최소 25%에서 최대 38%에 이르렀던 점을 간과해서는 안되겠다.

서브프라임 모기지 연체비율 및 변동 금리 비중 추이



자료: Bloomberg, FHFB, MBA, DERI

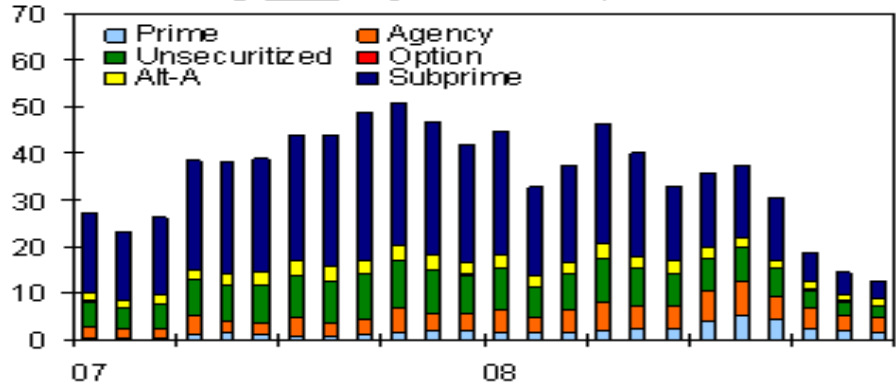
모기지 Total Origination 추이



자료: Bloomberg, MBA, FRB, DERI

변동금리 모기지 재조정 일정

... As Will ARM Resets; Mortgage Debt Outstanding Facing First Payment Reset, \$ billion



자료: Credit Suisse, Economy.com

빠르면 연말 또는 내년 상반기 중 1~2차례 금리인하 가능성 높아

올 들어 글로벌 경제 성장 및 풍부한 유동성을 바탕으로 국제 원자재가격의 고공행진이 지속되고 있는 가운데 장기간 재고조정 과정을 거친 미국 경제가 체감경기 회복을 시작으로 경기 선순환 흐름이 점차 강해지는 모습을 보이자 지난 6월 초 FRB 관계자들은 하반기 경기회복에 대한 자신감을 피력하며 인플레이 관련 발언 수위를 한층 높였다.

지난 6월 중순에는 10년 국고채 수익률이 급등세를 보이며 잠시나마 현 기준금리(5.25%) 수준을 상회하기도 하고 지난 05년 12월 이후로 역전을 거듭했던 장단기 수익률 역시 2개월 연속 상승세를 보이는 등 채권시장 역시 이에 부응하는 듯 보였다. 결국 FRB 통화정책에 대한 컨센서스는 연중 금리동결로 급선회했고 사실상 시장 관계자들의 관심은 이제 하반기 금리인상이 과연 가능한가 여부에 초점이 맞춰져 있는 상황이었다.

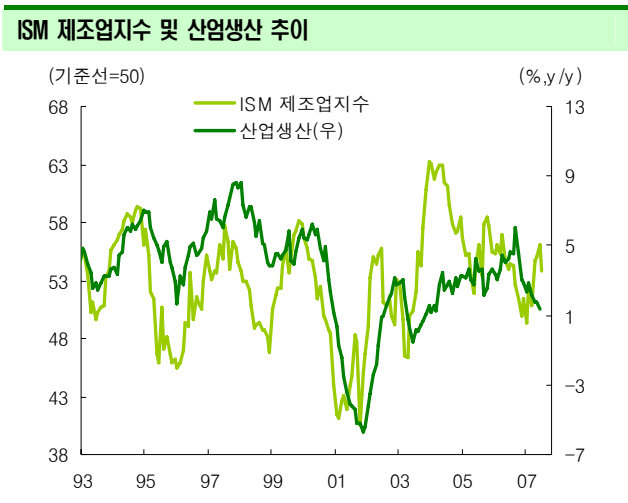
그러나 당사가 지속적으로 우려해왔던 바대로 고금리, 고유가, 그리고 주택시장의 장기조정이라는 변수는 서브프라임 모기지 부실이라는 예고된 악재를 양산했고 이는 다시 ALT-a까지 번지며 결국 신용경색 우려를 초래하는 수준까지 이르렀다.

이로써 현 부동산 경기가 지난 89년 부동산 시장 버블 붕괴 이후 가장 우려할 만한 수준에 이르고 있음이 증명됐고 향후 미국 경제는 당시의 전망대로 주택경기 조절 차원의 1~2차례 금리인하 없이는 장기 안정성장을 담보할 수 없는 상황에 직면할 것으로 예상된다.

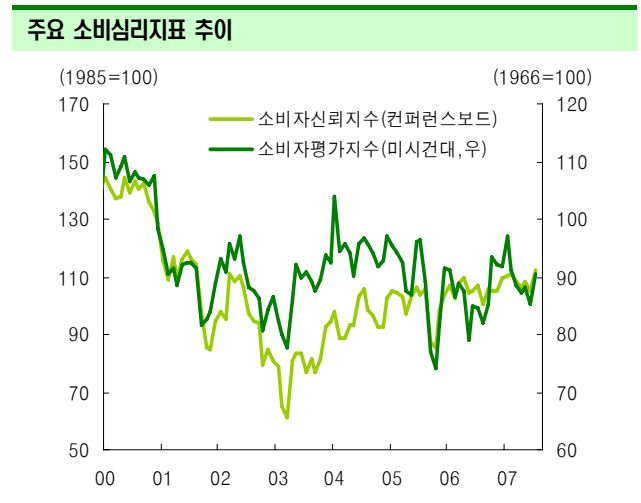
그 근거로는 당사가 지난 “07년 하반기 경제전망”에서 주장했던 바대로 우선 1)체감경기 호조가 실물 경기지표로 이어지고 있지 않다는 점이다. 지난 5월 산업생산 부진이 말해죽듯이 제조업 부진을 주도하고 있는 내구재지표의 혼조 양상이 지속되고 있어 체감경기에 나타나는 눈에 띄는 경기회복 기대감이 더 이상 지속 가능한 상황인지 의심스럽기 때문이다. 미시적으로는 일단 6월 ISM 체감지표의 실망스러운 결과에서 이에 대한 해답을 찾을 수 있으며 거시적인 측면에서 볼 때 경기 선순환 흐름이 지속되기 위해서는 소비 및 투자확대가 필수적인데 아직까지 소비 및 투자지표에서 명확한 추세적 반등이 포착되고 있지 않다.

둘째, 2)민간소비 확대를 위해서는 고용 및 주택경기 회복을 기반으로 소비심리가 개선되어야 하는데 현재 양대 소비심리지표인 미시간대 및 컨퍼런스보드 소비심리지수는 오히려 연초 이후로 다시 위축되는 흐름을 이어가고 있다는 점이다. 물론 지난 7월 양대 소비심리지표가 최근 일련의 체감지표 호조 및 금융지표 호조를 바탕으로 일시적 호조를 보이긴 했지만 이는 이후 발생한 2차 서브프라임 모기지 부실 파장이 반영되기 전에 상황으로 소비심리가 나아지고 있다고 보기 어렵다.

셋째, 3)민간소비에 지대한 영향을 미치는 것으로 간주되는 주택경기는 말할 것도 없이 위에서 언급했던 것처럼 서브프라임 모기지 부실 파장이 확대되면서 연중 민간소비 위축 요인으로 작용할 것으로 예상되고 있으며, 넷째, 4)고유가 지속적으로 여타소비활동을 제약하는 가솔린가격의 높은 상승세가 지속되고 있어 고용시장의 개선이 가시화되기까지는 민간소비 흐름이 추세적 반등 양상을 나타내고 있다고 보기 어려운 상황이다.



자료: Bloomberg, DERI

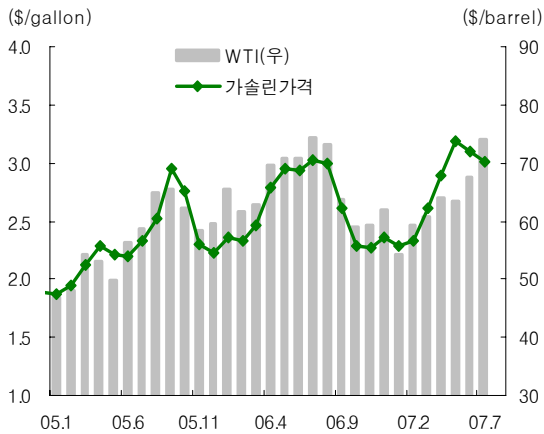


자료: Bloomberg, DERI



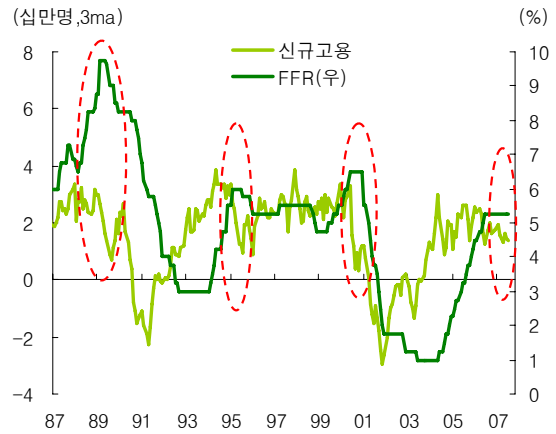
마지막으로 5)방금 언급한 고용시장의 경우, 물론 잠재성장률을 하회하는 성장세 둔화가 4분기 연속 지속되고 있음에도 불구하고 상대적으로 견고한 흐름을 이어가고 있는 것은 사실이나 추세적으로 부진을 겪고 있는 것이 명확한 만큼 보수적인 관점을 유지한다. 최근 장기간 재고조정 이후 기계적 반등에 따른 체감경기 회복으로 고용회복에 대한 기대감이 증대되고 있는 것은 사실이나 대표적인 후행지표인 고용지표가 연내 눈에 띄는 개선될 여지는 극히 낮은 것으로 판단된다. 지난 7월 신규고용이 기대치에 크게 못 미치며 올 들어 두 번째로 10만명을 하회한 점에 주목할 필요가 있다.

**국제유가(WTI) 및 가솔린가격 추이**



자료: Bloomberg, DERI

**신규고용 및 연방기금금리 추이**



자료: Bloomberg, DERI

**주택경기 조절 차원의 금리인하가 선행되어야 한다는 기존의 시각 유지**

미국 경기 회복 속도가 예상보다 다소 빠르고 유럽 및 아시아 신흥 주요 경제국들의 경기 호황이 예상 수준을 상회하면서 연준의 안정수준 상단을 상회하는 인플레이 압력이 하반기 중에도 이어질 가능성이 높아져 금리인하에 대한 기대감이 상당부분 낮아진 것은 사실이다.

그러나 지난 6월 중 소비자로의 가격이전 여부를 기늬할 수 있는 핵심 중간재 PPI 및 핵심 최종재 PPI 모두 아직까지 안정된 모습을 보이고 있고 동월 핵심 소비자물가 역시 예상수준에 부합하는 모습을 보여 아직까지는 소비자로의 가격이전이 우려할 만한 수준이 아님을 시사하고 있다.

2007년 1/4분기 현재, 당사가 테일러 준칙에 근거해 추정한 적정 연방기금금리 수준은 4.5~5.0% 사이로 현 경제성장세 둔화 및 연방기금금리(5.25%) 수준을 감안한다면 적정수준에 도달한 것으로 평가할 수 있고 인플레이 변수가 다소 안정된다면 빠르면 연말 또는 내년 상반기 중에는 주택경기 조절 차원의 1~2차례 금리인하가 단행될 가능성이 높은 것으로 판단된다.

조정이 장기화되면서 경제 전반의 성장을 위협하고 있는 부동산시장에 대한 본질적인 해결 없이는 미국 경제의 장기 균형성장 역시 기대하기 어렵다는 측면에서 당사는 예상 밖 국제 원자재시장의 변수로 인해 그 시기가 올 4/4분기 또는 내년 상반기 중으로 연기될 수 있다는 점은 인정하지만 주택경기 조절 차원의 금리인하가 선행되어야 한다는 기존의 시각을 유지한다.



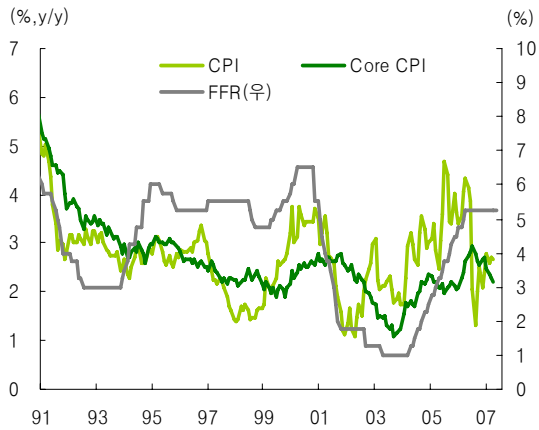
**테일러 룰에 의한 적정 연방기금금리 추정**

$$\text{적정금리} = \text{실질균형금리 (real FFR)} + \text{물가상승률 (Core CPI)} + 0.5 \times (\text{물가상승률} - \text{목표물가}) + 0.5 \times \text{GDP갭}$$

적정금리	실질균형금리	물가상승률	목표 물가	GDP갭
4.5~5.0%	1.56%	2.62%	1~2%	-0.04%

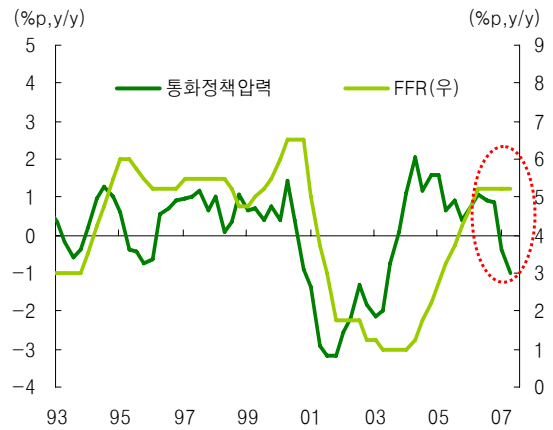
주: 물가상승률은 07년11/4분기 평균치를 적용했으며 GDP갭과 실질균형금리는 90년 이후 평균치임.  
 자료: 대신경제연구소(DERI)

**소비자물가 및 연방기금금리 추이**



자료: Bloomberg, DERI

**통화정책압력지수 및 연방기금금리 추이**



자료: Bloomberg, CBO, DERI