

## 빅 쇼트 혹은 롱 워크

### 2008년 미국 서브프라임 모기지 시장 붕괴에 대한 역사적, 제도적 고찰\*

I. 서론

II. Long Walk 혹은 Wrong Walk : 20세기 금융의 역사

III. 제도가 문제인가? : 역사적, 제도적 관점

IV. 카드로 지은 집 : 부채가 초래하는 위험성

V. 결론

정재웅 / 아주대학교 금융공학과 박사 수료



영화 ‘빅 쇼트’의 흥행은 우리에게 ‘금융위기의 원인은 무엇이었는가?’라는 질문을 던진다. 위기가 이미 한참이나 지난 이 시점에서 이를 되새기는 것은 뒤늦은 회고에 불과하다고 생각될 수 있다. 그렇지만 문제를 제대로 해결하기 위해서는 그 문제가 일어나게 된 원인이 무엇인지를 먼저 명확하게 파악해야 제대로 된 해결책을 수립하고 앞으로 유사한 사건의 재발을 막을 수 있다.

따라서 이 논고에서 우리는 2008년 금융위기의 원인을 살펴볼 것이다. 이를 통해 확인한 금융위기의 원인은 첫째, 제2차 세계대전 이후 수립된 브레튼우즈 체제와 그 붕괴 이후 이어진 국제금융체제의 내생적 문제, 둘째, 20세기에 형성된 제도와 사회적 규범의 문제, 셋째, 1997년 아시아 외환위기 이후 지속된 미국으로의 과도한 유동성 공급과 그로 인한 과도한 부채로 인한 거품의 붕괴를 들 수 있다. 이 세 원인은 금융위기 시 개별적인 힘으로 작용한 것이 아니라, 역사적, 제도적 맥락을 갖고 모두 연결되어 작용했다. 따라서 금융위기를 예방하고 건전한 금융과 경제 운용을 위해서는 부채의 엄격한 관리, 특히 주택담보대출에 있어 채권자와 채무자 모두 건전성을 유지하는 것이 필요하다.

\* 본고의 내용은 필자의 개인 의견으로 한국주택금융공사의 공식적인 견해와 다를 수 있습니다.

## I. 서론

얼마 전, 미국 서브프라임 위기를 소재로 한 영화 ‘빅 쇼트’가 개봉해 화제가 되었다. 서브프라임 모기지 대출의 부실에서 야기된 금융시장 붕괴 직전 공매도를 통해 큰 수익을 올린 월스트리트 금융가들을 다룬 이 영화는 금융위기를 예측하고 그에 반응한 그들의 선지자적 안목보다도 시장 붕괴 직전에 천문학적인 수익을 달성한, 혹은 붕괴 이후 막대한 퇴직금을 받은 월스트리트 금융가들에 대한 비판으로 연결되었다. 그렇지만 이러한 비판 이전에 먼저 생각해볼 것이 있다. ‘과연 금융위기의 원인은 무엇이었는가?’라는 질문에 답을 하는 것이다. 위기가 이미 한참이나 지난 이 시점에서 이를 되새기는 것은 쓸데없는 회고에 불과하다고 생각될 수 있다. 그렇지만 문제를 제대로 해결하기 위해서는 그 문제가 일어나게 된 원인이 무엇인지를 먼저 명확하게 파악해야 한다. 그래야 제대로 된 해결책을 수립하고 앞으로 유사한 사건의 재발을 막을 수 있기 때문이다. 그리고 무엇보다 위기는 아직 완전히 끝난 것이 아니다.

2008년 미국 서브프라임 모기지 시장의 붕괴에서 시작된 금융위기는 곧이어 유럽의 국가부채위기로 확장되었고, 중국 경제의 경착륙과 위안화 위기 가능성이 끊임없이 부각되면서 현재까지 진행 중이다. 비록 미국은 한때 10%까지 치솟았던 실업률이 현재 6% 이하<sup>1)</sup>로 내려가는 등 완전한 회복의 기미를 보여주고 있지만, 유럽에서는 독일을 제외하고는 아직 뚜렷한 회복세를 보여주는 국가가 없으며,<sup>2)</sup> 한국을 비롯한 다른 지역들도 지속적인 불황을 겪고 있다.

대공황(Great Depression) 이후 초유의 대침체(Great Recession)를 겪으며 그 원인을 밝히는데 많은 연구가 진행되었는데, 주택관련대출의 증가와 여기서 파생된 부채의 급증 그리고 그 이후 주택시장 거품 붕괴가 직접적인 원인이라는 데 공통된 의견을 보인다.<sup>3)</sup> 고튼과 메트릭(Gorton and Metrick)<sup>4)</sup>은 투자은행과 뮤추얼 펀드 등이 주축이 된 그림자 금융 체제(shadow banking system)에서 환매채(repo) 거래의 담보(collateral)로 사용되는 부채담보부증권이 그 가치를 상실한 것이 금융위기의 시작이었다고 다이아몬드와 디빅(Diamond and Dybvig)<sup>5)</sup>의 बैं크 런(bank run) 논리를 이용해서 밝힌 바 있다. 애히언 외(Ahearne et al.)<sup>6)</sup>, 테일러(Taylor)<sup>7)</sup>, 보도(Bordo)<sup>8)</sup> 등은 낮은 이자율로 인한 대출의 증가를 금융위기의 원인으로 지

1) 2014년 9월 미국 노동부(Bureau of Labor Statistics) 발표.

2) 유럽통계청(Eurostat) 참고.

3) Reinhart and Rogoff(2008)는 미국 서브프라임 사태와 이전의 경제위기를 겪은 나라들의 데이터를 이용하여 주택 가격이 금융위기 이전에 높게 상승했다가 하락하면서 금융위기가 시작하였다고 주장한다.

4) Gorton, Gary and Andrew Metrick, "Securitized banking and the run on repo," Journal of Financial Economics, 104, 2012.

5) Diamond, Douglas W. and Philip H. Dybvig, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," Journal of Political Economy, 91, 1983.

6) Alan, Ahearne, John Ammer, Brian Doyle, Linda Kole, and Robert Martin, "House Prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study," International Finance Discussion Papers, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2005.

7) Taylor, John, "Housing and Monetary Policy," Working Paper, 2007.

8) Bordo, Michael, "An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008," Working Paper, 2008.

목했다. 크로티(Crotty)<sup>9)</sup>, 그램리치(Gramlich)<sup>10)</sup>, 애쉬크래프트와 슈어만(Ashcraft and Schurmann)<sup>11)</sup> 등은 그들의 연구에서 금융 시장의 지나친 규제 완화와 도덕적 해이가 금융위기의 원인이 된다고 주장하였다. 구린차스(Gourinchas)<sup>12)</sup>는 안전하고 유동성 있는 대출상품에 대한 수요는 전 세계적으로 증가한 반면 그러한 상품에 대한 공급은 한정됨으로써 생긴 불균형이 문제라고 지적하였고, 솔라릭과 테일러(Schularick and Taylor)<sup>13)</sup>는 신용의 팽창이 금융위기의 원인이라고 주장한다. 금융위기 발생 이후 그 원인을 찾고자 한 이러한 연구들과 대조적으로 라잔(Rajan)<sup>14)</sup>은 위기를 사전에 경고한 거의 유일한 연구다. 그는 은행 시스템의 세계적 네트워크 형성과 각종 금융상품—특히 파생금융상품—의 발달은 위험을 분산시키는 등 긍정적인 역할도 하지만, 경기가 침체될 때에는 오히려 이를 통해 전체적인 위기가 닥칠 수 있기 때문에 금융 정책과 감독이 중요하다고 주장하였다.

이러한 경제학적, 금융학적 설명에 더해 정치적인 이유에서 탐구한 연구도 있다. 라잔(Rajan)<sup>15)</sup>은 금융위기의 근본 원인에 정치적 이유가 큰 역할을 했다는 주장을 한다. 금융위기를 촉발시킨 원인은 미국 내 전 제도에 걸쳐있는데, 그중에서도 금융이나 경제 분야보다는 정치 부문의 원인이 중요하다는 것이다. 즉, 미국 연방 행정부의 주택 공급 정책은 사회적, 정치적, 그리고 경제적 측면에서 근본적인 구조적 문제를 회피하는 수단으로 쓰였고, 독일, 일본, 그리고 중국 등은 내수시장 확충보다는 미국에 대한 수출 산업에 치중하여 미국의 부동산 시장에서 이상 과열 현상을 초래했다고 설명한다. 금융위기의 주범이 된 금융회사들과 정치 사이의 관계를 분석한 정치학 연구들도 있다(재섭(Jessop)<sup>16)</sup>, 슈워츠(Schwartz)<sup>17)</sup> 등 참조). 케슬러와 빌헬름(Kessler and Wilhelm)<sup>18)</sup>은 현재 유럽연합의 변화를 살펴보면 사회 이론적 접근을 통해 경제, 정치, 사회적 기업 간의 상호작용에서 유럽 경제위기의 원인을 분석한다.

2008년 미국 서브프라임 위기에서 시작되어 지금까지 지속되고 있는 글로벌 금융위기는 단순히 금융 분야에 국한된 사건이 아닐 뿐만 아니라 앞으로도 다양한 형태로 다시 발생할 가능성이 큰 사건이기 때문에 여러 시각에서 그 원인을 분석해 볼 필요성이 있다. 그런데 20세기의 역사적 사건들로부터 글로벌 금융위기를 분석하는 연구는 아직 많지 않다.

9) Crotty, James, "Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture'", Working Paper, 2008.

10) Gramlich, Edward, "Booms and Busts: The Case of Subprime Mortgage", Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2007.

11) Ashcraft, Adam and Til Schurmann, "Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit", Federal Reserve Bank of New York Reports, 2008.

12) Gourinchas, Pierre-Olivier, "U.S. Monetary Policy, 'Imbalances' and the Financial Crisis", Working paper, 2010.

13) Schularick, Moritz and Alan Taylor, "Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008," American Economic Review, 102(2), 2012.

14) Rajan, Raghuram, "Has Financial Development Made the World Riskier?", European Financial Management, 12, 2006.

15) Rajan, Raghuram, Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy, Princeton University Press, 2010 (한국어판, 김민주 · 송희령 옮김, 『폴트라인』, 예코리브르, 2011).

16) Jessop, Bob, "Financial Capital and the Decline of Democracy", Working paper, 2013.

17) Schwartz, Herman, "Is Finance a Mafia and if so, what can be done about it?", Working paper, 2013.

18) Kessler, Oliver and Benjamin Wilhelm, "Translating the Euro-Crisis", Working Paper, 2013.

이 논고에서 우리는 20세기 말 금융과 경제의 역사를 되돌아봄으로써 2008년 미국 서브프라임 모기지 금융위기가 어떻게 발생했는지 분석하고, 어떠한 제도적 요소가 이 금융위기에 특별하게 기여했는지를 알아보려 한다. 이를 위해 먼저 아제몰루 외(Acemoglu et al)가 현재 경제 상황에 역사적 사건이 영향을 미치는데 있어서 중요성을 강조한 제도(Institutions)와 사회적 규범과 문화(Social Norms or Culture)를 고려하는 신제도학과(New Institutional School)<sup>19)</sup> 방법론을 이용하여 분석을 진행하고자 한다. 이러한 분석이 중요한 이유는 금융, 경제, 그리고 정치가 서로 밀접하게 연관되어 있으며 서로 영향을 주고받기 때문이다.<sup>20)</sup> 즉, 정치 부문은 경제정책이나 규제 및 감독을 통해 경제와 금융에 영향을 행사한다. 경제 부문은 경제성장이나 조세를 통해 정치를 지원하고 투자수익이나 금융혁신의 유인을 금융 부문에 제공한다. 그리고 금융 부문은 국고출납이나 지급결제를 통해 정치 부문에, 자금투자를 통해 경제 부문에 영향을 끼친다. 이에 더해 금융은 자원 배분에 있어서 능동적 중개기능을 감당하기 때문에 일반균형(general equilibrium)에서의 시장청산(market clearing)은 금융회사의 간과할 수 없는 중요한 역할이다.<sup>21)</sup> 즉, 시장청산을 담당하는 금융회사는 단순히 수동적인 가격수용자(passive price taker)가 될 수 없으며, 가격을 결정하는 과정에서 여러 요인에 의해 능동적으로 참여할 것이다. 금융과 경제, 그리고 정치의 이러한 밀접한 상호작용을 연구하는 것은 이 논고의 중요한 주제이며, 20세기 금융위기를 살펴보면 더욱 구체적으로 파악해볼 것이다.

논고의 순서는 다음과 같다. 먼저 2장에서 2008년 시작된 글로벌 금융위기의 기원이 무엇인지 국제 금융시장의 형성에 중점을 두고 살펴볼 것이고, 3장에서 금융적·비(非)금융적 제도와 사회적 규범 및 문화가 금융위기에 어떻게 영향을 끼쳤는지를 구체적으로 알아본 후 4장에서 2008년 금융위기의 근본 원인을 역사적, 제도 및 사회적 규범과 관련하여 탐구한 다음 결론에서 이것이 한국의 주택금융시장에 갖는 정책적 함의와 제안을 하는 순서로 진행할 것이다.

## II. Long Walk 혹은 Wrong Walk : 20세기 금융의 역사

2008년 금융위기의 원인을 근본적으로 이해하기 위해서는 먼저 20세기 후반 금융의 역사를 포괄적으로 이해할 수 있어야 한다. 2008년 금융위기는 주택금융시장에서의 저신용자 대출 증대에서 야기된 단발성 이벤트에서 촉발된 금융위기가 아니라 20세기 후반 확립된 금융시장 전반의 구조적 문제와 연관된 것이고, 이러한 금융시장의 구조는 1970년대 이후 금융시장이 글로벌화되면서 형성된 것이기 때문이다. 1970년대 이후 금융시장의 글로벌화는 제2차 세계대전 이후 수립된 세계 경제 질서가 붕괴하면서 시작된다.

19) 국가나 지역의 장기적 발전에 있어서 제도, 규범, 문화 그리고 조직이 경제성장에 어떻게 영향을 미쳐왔는가를 연구하는 학파로 Douglas C. North를 창시자로 한다. 현재 주된 연구자는 MIT의 Daron Acemoglu, Harvard의 Nathan Nunn 그리고 Stanford의 Avner Grief 등이 있다.

20) 이와 관련된 이하의 논의는 구형건, 독고윤, 심규철, 원동철, 정재웅, 전광일, "A Millennial History of Financial and Political Economy : A Research Proposal," Working Paper, 2012에서 참조하였다.

21) Arrow-Debreu의 완비시장에서 금융회사는 존재할 필요가 없다는 유명한 정리(定理)가 있다. Freixas, X. and J. Rochet, Microeconomics of Banking, MIT Press, 2008, pp. 7~8.

제2차 세계대전 종결을 앞둔 1944년 미국 뉴햄프셔 주의 휴양지인 브레튼우즈에서 44개국 연합국 대표가 모여 전후 경제 질서를 결정짓는 협정을 체결한다. 브레튼우즈 협정으로 불리는 이 협정의 목표는 통화 가치 안정, 무역 진흥, 개발도상국 지원이며 이를 위해 국제통화기금(International Monetary Fund, IMF)과 국제부흥개발은행(International Bank for Reconstruction and Development, IBRD)이 설립되었다. 또한, 금 1온스 당 35달러를 태환하는 것으로 고정하고, 다른 국가들의 화폐 가치는 다시 달러화에 상하 1% 범위 내에서 조정할 수 있도록 고정함으로써<sup>22)</sup> 달러화를 기축통화로 금환본위제를 수립하여 국제 통화 질서 유지를 도모하였다. 1947년부터 4년 동안 미국은 이러한 제도가 원활하게 작동할 수 있는 경제적 기반을 마련하고 공산주의의 확장을 막기 위해 전쟁으로 황폐해진 서유럽의 개발을 지원하는 유럽 부흥 계획(European Recovery Program, ERP, 또는 마셜 플랜(Marshall Plan))을 집행하면서 총 130억 달러, 현재 가치로 1,300억 달러에 달하는 경제 및 기술지원을 제공했다. 이를 통해 서유럽은 전쟁 전 경제수준을 회복할 수 있었고, 미국 경제 역시 빠르게 성장할 수 있었다. 문제는 바로 여기에서 시작된다. 경제가 어느 정도 성장할 시기까지는 문제가 없었으나, 이후 서유럽과 일본의 고도성장은 지속된 반면 미국의 경제성장은 정체되면서 국제수지 적자가 지속되고, 베트남 전쟁에서 전비조달을 위해 미국이 화폐발행량을 증가시키면서 달러화 가치는 급락하게 되었다. 이에 일부 국가들은 금 태환을 요구하게 되었고, 결국 1971년 8월 15일 미국 대통령 리처드 닉슨은 달러화 금 태환 정지선언을 하게 된다.

이러한 흐름 속에서 1973년에 발생한 제1차 석유파동과 1979년에 발생한 제2차 석유파동, 일본 엔화 가치 절상 문제를 놓고 G5(미국, 영국, 프랑스, 독일, 일본) 재무장관과 중앙은행 총재가 체결한 1985년 플라자 합의와 그 이후 부동산 버블, 그리고 미국과 일본을 비롯한 선진국 베이비붐 세대의 은퇴 자금 마련을 위한 저축으로 이어진 일련의 사건들은 국제금융시장에 과도한 유동성을 공급하였고, 이는 이자율 하락으로 이어졌다. 이를 다시 살펴보면 다음과 같다. 석유파동 이후 글로벌 대형은행들로 산유국의 자금이 유입되었고 이로 인해 풍부한 유동성을 보유하게 된 이 은행들은 경기 부양을 위해 부채를 활발하게 도입하던 남아메리카 등 개발도상국에 자금을 대출하였다. 이 개발도상국들은 국내 저축이 충분히 축적되지 않은 상태에서 지속적으로 외부에서 자금을 차입하여 대외 채무가 누적되었고,<sup>23)</sup> 채무국들은 금리 위험에 직면하게 된다. 특히 이 과정에서 남아메리카 국가들의 금리 스왑 등 파생상품에 대한 수요가 증가하면서 고위험 파생상품들의 발행이 증가되었다. 이러한 과정을 통해 발달한 파생상품시장은 미국 서브프라임 모기지 시장에서 야기된 문제로 붕괴되기 시작했다. 이에 비추어 보았을 때, 2008년 글로벌 금융위기는 단순히 금융시장의 위기일 뿐만 아니라, 제2차 세계대전 이후 형성된 글로벌 경제체제와 정치체제에 내재된 문제를 여실히 보여준과 동시에 이 체제에 심각한 영향을 준 사건이라고 할 수 있을 것이다. 우리는 이 장에서 금융위기의 원인이 20세기에 수립된 경제체제에 내생적으로 형성되어 있었으며, 국제금융시장의 형성은 이러한 내생적인 원인의 영향력을 증대시켰음을 확인할 것이다.

22) 단, 국제수지의 근본적 불균형이 있을 경우에는 예외적으로 이 이상 변동을 허용했다.

23) 1970년대 멕시코, 브라질, 아르헨티나 등 중남미 국가들에 대한 대출이 전체 개발도상국에 대한 대출의 절반 이상을 차지하였다. (국제금융센터, "외환위기사례분석," 2008년, <https://www.kcif.or.kr/front/customer/criticalCase.do> )

1970년대부터 시작된 국제금융시장의 형성은 오일쇼크에서 시작된다. 1973년과 1979년, 두 차례 오일쇼크 이후 산유국들이 축적한 금융자본은 서구의 은행들에 예치되었는데, 이 금융자본의 유통으로 국제적인 금융시장의 팽창이 나타났다. 즉, 오일쇼크 이후 국제유가 인상으로 중동 산유국들의 오일 달러가 급속하게 축적되었으나, 이를 운용할 자체적인 금융회사는 미비하였다. 이에 오일 달러를 프랑스, 영국 등 서구 금융시장에 예치하게 되었는데, 이를 통해 유로달러 시장이 발달하게 되었다. 유로달러가 주로 예치된 런던 금융시장의 경우, 유로달러에는 내국인 예금에 수반되는 예금보호 등 안전장치가 존재하지 않았다. 얼핏 단점으로 보이는 이러한 요소는 안전장치에 투입되는 금융회사의 비용을 절감할 수 있는 요소가 되었다. 이로 인해 대출 금리는 인하하고 예금 금리는 인상하는 조치를 통해 영국 금융시장은 미국 금융시장이 따라잡을 수 없는 경쟁력을 갖출 수 있었다.

영국 금융회사들이 유로달러 시장을 이용함으로써 인해 미국 금융회사와 대비하여 가졌던 장점들은 다음과 같다. 첫째, 낮은 예대마진이다. 은과 레스닉(Eun and Resnick)에 따르면 “미국 금융회사, 특히 은행들은 Federal Reserve Regulation D의 대상이 되었는데, 이는 은행들이 받는 정기예금에 대해 지급준비금(Reserve Requirement)을 비축하게 하는 제도다. 이에 더해 미국 은행들은 미국연방예금보험공사(Federal Deposit Insurance Corporation)에 예금보험에 대한 프리미엄도 지불해야 했다.”<sup>24)</sup> 반면 유로달러 시장은 이러한 규제의 대상이 아니기 때문에 이에 수반되는 비용을 절감할 수 있었다, 이는 유로크레딧(Eurocredit)<sup>25)</sup>에서의 예대마진으로 나타나는데, “유로크레딧이 개별 은행이 감당하기에는 금액이 크기 때문에 위험 분담을 위해 신디케이트를 형성”<sup>26)</sup>함에도 불구하고 아래 [그림 1]<sup>27)</sup>과 같이 미국 금융회사의 Negotiable CD Rate와 U. S. Prime Rate 간 차이보다 작음을 알 수 있다. 둘째, 유로달러 시장은 낮은 금리로 인해 채권 발행시장으로 선호되었고 이로 인해 유로본드 시장이 형성되었다. 유로본드 시장은 무기명채권(Bearer Bond)으로 발행되었기에 구매자의 신분과 익명성이 보장되었고, 미국 내에서 주식이나 채권 등을 발행할 때 발행기업이 증권 발행과 관련된 모든 관련 정보를 공시하도록 강제하는 1933년 증권법(The U. S. Security Act of 1933)의 대상이 될 수 없었다. 마지막으로 원천징수세(Withholding Tax)가 없다. 미국은 자국 내에서 발행되고 거래되는 채권을 보유한 비거주인(Nonresidents)에게 지급되는 이자의 30%를 원천징수세로 부과했으며, 심지어 미국에서 발행된 유로본드에 대해서도 마찬가지로 세금을 부과했다. 반면 유로달러 시장에서 발행되고 거래되는 유로본드는 이러한 세금의 대상이 되지 않았다. 이러한 유로달러 시장이 가진 이점으로 인해 런던 금융시장은 뉴욕 금융시장을 제치고 국제 금융시장의 중심지로 기능할 수 있었다.

24) Eun, Cheol S. and Bruce G. Resnick, International Financial Management 5TH Edition, McGraw-Hill/Irwin, 2008, pp. 270.

25) 유로크레딧은 유로뱅크가 기업, 개별 국가의 정부, 유로뱅크가 아닌 은행들 또는 국제기구에 대출하는 단기 또는 중기 대출을 의미한다.

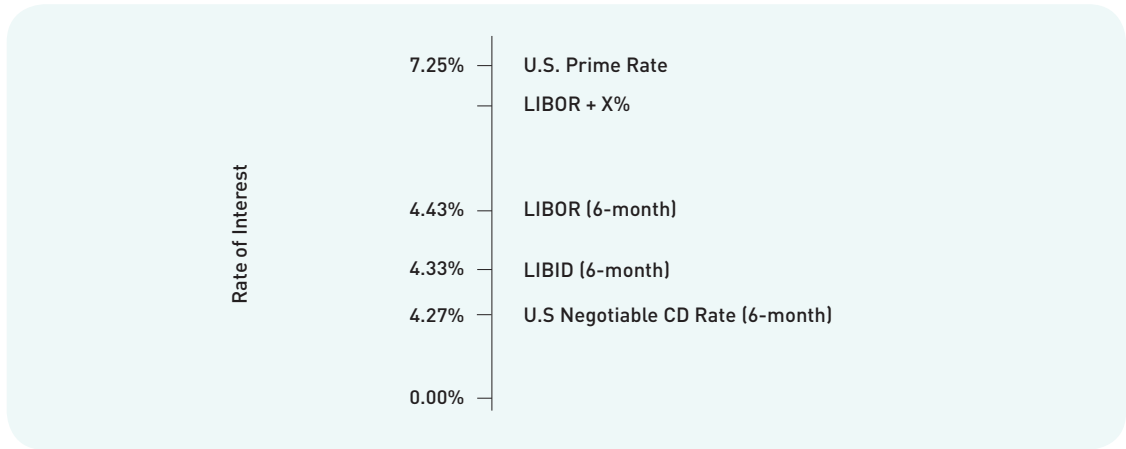
Eun, Cheol S. and Bruce G. Resnick, ibid, pp. 271.

26) Eun, Cheol S. and Bruce G. Resnick, ibid, pp. 271.

27) Eun, Cheol S. and Bruce G. Resnick, ibid, pp. 272.



[그림 1] 2008년 1월 4일 미국 예금 및 대출 금리와 유로달러 금리 비교



이러한 유로달러 시장의 성장에 대응하기 위해 미국 역시 금융시장에 대한 규제를 완화하였는데, 이는 다음과 같다. 첫째, Regulation Q의 부분 폐지다. Regulation Q는, 1933년부터 2011년까지 유지된 글래스-스티걸 법(Glass-Steagall Act)으로 더 잘 알려진, 1933년 은행법 11항과 관련된 요구불 예금에 대한 이자 지급을 금지하는 법과 1933년부터 1986년까지 유지된 은행예금금리의 최고한도를 규제한 법의 두 부분으로 나누어진다. 이 중에서 후자가 폐지되는데, 미국연방의회는 유로달러 시장의 성장에 대응하고 Regulation Q에 규제를 받지 않는 Money Market Account<sup>29)</sup>가 등장함에 따라 1980년 요구불 예금을 제외한 다른 모든 은행 예금에 대한 최고 이자율 규제를 1981년부터 1986년까지 점진적으로 폐지하는 Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act를 통과시켜 1986년 3월 31일자로 이를 모두 폐지하게 되었다.<sup>30)</sup> 둘째, Interstate Banking Restriction 폐지다. 미국은 주(State) 경계를 넘어서 은행의 지점을 확장하는 것은 물론이거니와 동일한 주 내부에서도 지점의 확장을 금지하는 규제가 있었다. 스트라한(Strahan)<sup>31)</sup>에 따르면 “1970년대에는 오직 12개 주가 주 내부에서 지점 확장을 금지하는 법을 폐지했는데, 1970년대부터 1994년 사이에는 38개 주가 이 규제를 폐지했다.” 이러한 주 내부 은행업 규제에 이어, 1980년대에는 주 경계를 넘어서는 은행업에 대한 규제도 폐지되었다.<sup>32)</sup> 1956년에 제정된 Bank Holding Company Act의 Douglas Amendment는 한 주의 금융지주회사(또는 금융회사)가 다른 주에 있는 은행을 그 은행이 속한 주의 허가 없이 인수하는 것을 금지하는 법이다. 이 조항으로 인해 주 정부는 이러한 거래들을 규제할 수 있었고, 주(State) 간 은행업도 막을 수 있었다.<sup>33)</sup>

29) Regulation Q의 규제를 받지 않는 Money Market Fund 등이 등장함에 따라 미국연방의회는 1982년 12월 14일 Money Market Account를 포함하는 보다 유연한 금리가 적용되는 은행 계좌를 허가한다.

30) Gilbert, Alton, Requiem for Regulation Q: What It Did and Why It Passed Away, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 1986.

31) Strahan, Philip, E, The Real Effects of U. S. Banking Deregulation, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 2003.

32) Strahan, Philip, E, op. cit, pp. 111

33) Strahan, Philip, E, op. cit, pp. 111~112

이 규제에 대한 도전이 1978년부터 시작되었는데, 메인 주에서 주 외부 금융지주회사 및 은행의 진출을 허가하고, 메인 주에서 영업을 하는 금융지주회사나 은행의 해당 주 진출을 허가하는 법을 의회에서 통과시켰기 때문이다. 이 법에 대해 호응하는 주는 1982년에서야 비로소 나타나는데, 알래스카 주와 뉴욕 주가 이와 유사한 법을 제정했다. Douglas Amendment는 하와이 주를 제외한 모든 주가 유사한 법을 제정함으로써 1992년에 완전히 철폐된다.<sup>34)</sup> 이러한 규제 완화로 미국의 은행들은 생존을 위한 경쟁을 하게 되었고, 그 과정에서 금융소비자들에게 더 나은 서비스를 제공하기 위해 노력하고, 은행 간 인수합병을 통해 규모의 경제를 달성함으로써 금리를 인하할 수 있는 기반을 형성하게 되었다. 셋째, 채권 시장에서의 규제 완화다. 채권 시장에서의 규제 완화는 크게 두 부분으로 이루어졌다. 첫째로 미국 증권거래위원회(Security and Exchange Commission, SEC)가 1982년 도입한 Rule 415다. 이 조항은 일괄등록(Shelf Registration)을 허용하는 내용인데, 은과 레스닉에 따르면 다음과 같다. “일괄등록이란 발행인이 증권 발행을 미리 등록한 다음, 발행은 실제로 자금 조달이 필요할 때까지 연기하는 것이다.”<sup>35)</sup> 이를 통해 채권 발행에 소요되는 시간을 절감할 수 있었다. 둘째로 Rule 144A 도입이다. 은과 레스닉은 이 규정을 “미국 내 자격을 갖춘 기관 투자자들이 공모(Public Offering) 시에 요구되는 엄격한 정보공개 요건을 충족하지 않아도 사모(Private Placement)를 진행할 수 있도록 허가하는 것”<sup>36)</sup>이라고 설명한다. 이 조항들의 도입으로 미국은 채권 발행과 관련된 절차를 간소화하여 유로본드 시장에 대한 자국 채권 시장의 경쟁력 향상을 도모할 수 있었다. 마지막으로 원천징수세(Withholding Tax) 폐지다. 1984년 미국연방의회는 원천징수세를 폐지하였고, 이에 더해 그 전까지는 금지되었던 미국 내 비거주인(Nonresidents)에 대한 무기명채권 발행을 허가하였다.<sup>37)</sup>

이와 같은 70년대 이후 국제금융시장의 성장은 상술한 것처럼 영국과 미국의 금융시장 자유화를 촉진시켰고, 이러한 금융시장 자유화는 오일쇼크로 인한 스태그플레이션과 함께 그때까지 주류였던 케인스 경제학과 큰 정부가 쇠퇴하고 자유로운 경쟁과 규제 완화를 주장하는 신자유주의 경제학<sup>38)</sup>과 작은 정부가 등장하는 배경이 되었다. 이 흐름에서 1981년 미국 제40대 대통령으로 취임한 로널드 레이건은 소련과의 군비경쟁 측면에서 “위대한 미국”을 표방하며 국방비를 증가시켰고, 이와 동시에 공급 측면 경제학(Supply-Side Economics)을 받아들여 소득세율을 감면하였다. 이러한 정부지출 증가와 정부수입 감소는 바로 재정적자로 이어졌고, 재정적자는 다시 무역적자로 이어졌다. 재정적자와 무역적자는 미국 내에서 국채의 증발과 국제적 유통이라는 결과를 가져왔다.

34) Strahan, Philip. E, op. cit, pp. 112

35) Eun, Cheol S. and Bruce G. Resnick, op. cit, pp. 291.

36) Eun, Cheol S. and Bruce G. Resnick, op. cit, pp. 292

37) Eun, Cheol S. and Bruce G. Resnick, op. cit, pp. 291.

38) 신자유주의(neoliberalism)라는 용어는 1938년 파리에서 열린 월터 리프먼 토론회(Colloque Walter Lippman)에서 처음 언급되었다. 프랑스 철학자인 루지예(Louis Rougier)가 조직한 이 모임에는 아론(Raymond Aron), 뢰프케(Wilhelm Röpke), 하이에크(Friedrich August von Hayek), 미세스(Ludwig von Mises), 폴라니(Michael Polanyi), 뢰스토브(Alexander Rüstow) 등이 참여했다. 논의 주제는 집단주의(집산주의: Collectivism)의 위험성과 자유주의의 몰락, 자유주의의 새로운 설계였고 이에 대하여 신자본주의(néo-capitalisme) 또는 사회적 자유주의(libéralisme social) 등과 같은 제안이 나왔다. 토론회 참여자들은 이러한 제안들을 포괄하는 용어로 신자유주의를 택했고 이것의 개념을 다음과 같이 정의했다: 자유 진입과 무한경쟁, 경쟁을 보장하는 강하고 공정한 국가. Mirowski, Philip and Dieter Plehwe(Ed), The Road From Mont Pèlerin, Harvard University Press, 2009 pp. 13-14 참고



현재 유럽이 겪고 있는 재정위기 역시 금융시장의 국제화 혹은 국제금융시장의 형성으로부터 왔다고 할 수 있다. 1991년 12월 11일 네덜란드 마스트리히트에서 개최된 유럽공동체(EC) 12개국 정상회담에서 마스트리히트 조약이 체결되었다. 정식 명칭이 '유럽연합조약(Treaty of European Union)'인 이 조약을 통해 유럽은 단일통화를 도입하는 기초를 만들게 되었다. 이 조약의 체결에 이어 1995년 스페인 마드리드에서 개최된 유럽 연합 정상회의에서 회원국들은 1999년 1월 경제통화동맹(European Monetary Union, EMU)을 출범시키고 단일 통화의 이름을 '유로(Euro)'로 하는 데 합의함으로써 유로화를 도입했다. 이후 2001년까지 과도기를 거쳐 2002년부터 본격적으로 유로화가 유럽연합 국가들의 법정화폐로 사용되기 시작, 유럽 국가들의 평화체제 구축과 경제적 발전의 긍정적 기대 하에 유로존이 형성되었다. 그러나 유럽을 경제적으로 통합하고 미국을 능가하는 경제권을 형성할 것으로 보였던 유로존은 2008년 그리스, 스페인, 아일랜드 등 몇몇 국가들의 재정 위기에서 시작된 역내 전체의 경제위기를 가져왔다. 유로존에 가입한 국가들의 신용도가 높게 평가된 덕분에 상대적으로 경제 기반이 안정되지 못한 그리스, 스페인, 아일랜드 같은 국가들의 국채가 높은 신용등급을 받아 전 세계적으로 판매되었고, 이렇게 유입된 자금으로 부동산에 투자하며 버블이 생기기 시작하였다. 2007년 미국에서 발발한 주택 시장의 거품 붕괴로 인해 유럽에 유입된 국제 금융자본이 빠져나가고 유럽 내 은행들의 자본 부실화가 발생하자 은행 부문에 공적자금을 투입하였다. 이로 인해 그리스, 스페인, 아일랜드 등 일부 유럽 국가들의 재정 적자가 발생하였고, 현재까지도 유럽은 이 금융위기에서 헤어 나오지 못하고 있는 실정이다.

1990년부터 시작한 일본의 거품 붕괴는 일본으로부터 거액의 자본유출을 초래하였다. 거품이 붕괴하면서 일본 Nikkei 지수는 1989년의 마지막 거래일에 증가 38,915.87에서 1997년 12월, 14,775.22로 60% 넘게 하락했고, 같은 기간 동안 경제성장률은 5.1%에서 0.8%로 하락했다.<sup>39)</sup> 이러한 자산가격의 붕괴는 일본 국내 은행들의 국제결제은행(BIS) 자본비율을 하락시키는 원인이 되었다. 일본 국내 은행들은 국제결제은행으로부터 그들이 가진 주식의 시장가격의 45%까지 자기자본으로 인정받을 수 있었다. 일본 경제의 호황기에 이 조항은 자기자본비율을 증가시킬 수 있는 수단이 되었지만, 주식시장이 붕괴하면서 자기자본비율을 악화시키는 결과를 초래했다. 이에 더해 호황기에 은행을 포함한 일본 국내 금융회사들은 토지나 건물을 담보로 부동산 시장에 자금을 공급하였는데, 부동산 거품이 붕괴하면서 이 역시 일본 국내 금융회사들의 재무 상태를 악화시키는 결과를 초래했다. 일본 재무성에 따르면 이러한 악성 채무는 약 76조 엔에 달한다고 한다.<sup>40)</sup> 국제결제은행(BIS) 자본비율이 하락한 은행들은 이 비율을 높이기 위해 일본 내 기업대출과 민간대출을 회수하면서, 초저금리로 인해 국내 투자처를 찾지 못하였기 때문에 대신 해외 투자를 증가시켰다.<sup>41)</sup> 이 때문에 엔화 자금의 유출이 늘어나게 되었다. 일본으로부터의 자본 유출은 국제금융시장에서 유동성의 공급을 증가시켰고, 이러한 유동성의 과잉공급은 태국, 인도네시아, 한국 등에서 자산가격의 거품을 초래하였다. 이 거품이 붕괴한

39) Kim, Youn-Suk and Hyeng Keun Koo, Asia's contagious financial crisis and its impact on Korea, Journal of Asian Economics, 10(1), 1999, pp. 111-121.

40) 이러한 일본 내 자산시장 붕괴에 따른 문제는 Kim, Youn-Suk and Hyeng Keun Koo, op. cit, p. 133에서 인용.

41) 주로 사용된 국제시장에서의 투자 행태가 엔 캐리 트레이드(Yen Carry Trade)다. 이와 관련하여 더 자세한 내용은 최두열, 『아시아 외환위기의 발생과정과 원인』, 한국경제연구원, 1998, pp. 139 참고.

것이 아시아 외환위기다.<sup>42)</sup> 아시아 외환위기를 겪은 나라들이 외채를 갚고, 외환보유고를 증가시키기 위해서 대외 무역 수지를 흑자로 조정하면서, 국제금융시장에서의 유동성 공급은 더욱 증가하였다.

은퇴를 위한 저축의 증가 또한 유동성 공급에 기여하였다. 미국에서는 베이비 붐 세대가 은퇴를 대비하여 저축을 하였고, 이 중 상당 부분을 주식에 투자하였다. 1990년대 미국 주식시장이 평균 300% 증가한 것은 은퇴저축의 주식시장으로의 이동에 상당히 기여하였다. 일본에서는 단카이 세대(團塊世代)<sup>43)</sup>라고 불리는 세대가 1990년대 초부터 은퇴하기 시작하면서, 노인들의 연금저축이 전체 저축에서 상당 부분을 차지하게 되었다.

국제 금융 시장이 통합되고, 유동성 공급이 증가한 반면, 투자의 대상은 크게 증가하지 않았다. 소련을 비롯한 동구권은 자본을 지속적으로 유치하기에는 위험이 너무 컸다. 에너지, 생명공학 등 새로운 산업은 아직 거대 자본을 끌어들이는 정도로 도약하지 못한 상태였고, 정보기술은 더 이상 자본을 그렇게 필요로 하지 않았다. 90년대 이후 실질적인 투자의 출구가 독일의 통일, 소비에트 연방의 붕괴로 인한 동유럽 국가들의 시장개방 그리고 중국의 성장 과정에서 새롭게 나타났지만, 세계에 유통되는 거대 유동성을 다 흡수할 만한 정도는 아니었다.<sup>44)</sup> 남미부채위기, 유럽통화위기, 멕시코 폐소화 위기, 아시아 외환위기 등 금융위기가 거듭되면서 자본은 가장 안전하다고 여겨지는 미국으로 대량 유입되었다.

미국으로의 지속적인 대규모 유동성 공급은 이자율의 지속적인 하락을 가져왔다. 1980년 미국의 단기 이자율은 15% 이상으로 치솟았으나 1990년 초 3%대로 하락하였고, 그 이후에도 지속적인 하락추세를 보여 왔다. 일본의 이자율은 거품붕괴 이후 0%대에서 벗어나지 않았고, 유럽 역시 저금리의 추세는 마찬가지였다. 이자율의 지속적인 하락은 부채의 만기가 자산보다 훨씬 긴 연기금과 생명보험사의 재정악화를 가져왔고, 이에 따라 이 기관들의 고수익 금융상품에 대한 수요가 증가하였다. 월가(Wall Street)에서 다양한 부채담보증권(CDO: Collateralized Debt Obligations)을 만들어 내어 공급한 것은 이러한 수요에 부응하기 위해서였다.

부채담보증권들의 기초가 되는 주택담보부채(Mortgage Loans)는 개인이 주로 집을 구매하기 위하여 구입하는 집을 담보로 얻은 부채다. 모든 시민이 집을 갖도록 한다는 미국 정부의 정책에 따라, 은행들은 신용도가 낮은 사람들에게 주택담보부채를 공급하였다. 이것이 비우량 주택담보부채(Sub-Prime Mortgage Loans)다. 주택저당부채를 담보로 하여 만들어 낸 부채담보증권은 금융회사들의 중개로 세계 전역에서 팔았다. 예를 들면 독일의 치과의사가 미국의 저소득층이 집을 사는 데 자금을 공급하게 된 것이다.<sup>45)</sup>

42) Kim, Youn-Suk and Hyeng Keun Koo, op. cit.

43) 제2차 세계대전 후에 태어난 일본의 베이비 붐 세대로 1970~1980년대 일본의 고도성장을 이끌어냈다.

44) 90년대 초 동독 및 동유럽 사회주의 국가들이 체제를 전환하는 시기에 러시아 또한 가격 자유화, 대외무역 등의 시장화, 국가기업의 사유화 등을 급격히 추진하였다. 체제전환 당시 많은 자본을 필요로 했으나 제도적 취약함으로 인해 국내 자본조차 국제금융시장으로 유출되는 현상이 나타났다.

45) Rajan, Raghuram, 2010, op. cit.

위기는 비우량 주택담보부채의 부도가 증가하면서 왔다. 이자율의 상승으로 인해 비우량 주택담보대출의 채무불이행률이 상승했고, 이로 인해 비우량 주택담보대출을 기초로 한 부채담보증권의 신용도와 가격이 하락하였다. 이 신용도와 가격 하락은 전염 효과를 통하여 모든 부채담보증권의 가격하락으로 이어졌다. 미국의 금융회사들은 채권을 담보로 현금을 융통하는 환매채(Repurchase Agreements)를 통하여 단기자금의 수요를 채웠는데, 부채담보증권들은 위기의 발생과 더불어 담보의 역할을 상실하였다. 서론에서 언급한 바 있는 고튼과 메트릭에 따르면 “환매채의 담보로 사용되는 부채담보증권의 담보인정축소(Haircut) 지수는 2007년 초의 0%에서 2008년 말 금융위기가 절정일 때 50%까지 상승했다. 이 기간에 몇몇 클래스의 자산은 담보로서의 사용이 완전히 중지되었고, 이 전례 없는 사건은 담보인정축소(Haircut)가 100%와 동일하다는 것이다.”<sup>46)</sup> 즉 부채담보증권들의 상당수가 담보로서의 가치를 완전히 상실한 것이다. 이로 인해 매일 2~3조 달러의 거래규모를 가지던 환매채 시장이 급속히 축소되었고, 이는 유동성의 급격한 축소로 이어졌다. J. P. Morgan에 매각된 Bear Stearns나 파산한 Lehman Brothers 모두 부채담보증권과 환매채의 유통을 통해 자금을 조달한 금융회사다.<sup>47)</sup>

이 파국의 보다 더 근본적인 원인은 금융회사의 비우량 주택담보대출이 신용도와 소득이 낮은 경제적 취약 계층의 “부채”라는 데 있다. 부채는 보험과 반대의 기능을 수행하기 때문이다. 자동차 사고나 질병 같은 예측 불가능한 위험에 대비하여 자산 가치를 유지시켜주는 보험과는 달리 부채는 예측 불가능한 위험이 발생할 경우 채무자의 자산 가치를 하락시킨다. 이는 금융회사의 대출—특히 비우량 주택담보대출의 경우—이 본질적으로 자산에 여유가 있는 계층의 저축을 자산이 없는 계층으로 이전하는 것인데, 이는 자산가격의 폭락을 가져오는 위기가 발생할 때 문제가 된다. 이에 대해서는 IV장에서 더 상세히 논하도록 하겠다.

지금까지 우리는 90년대 이후 현재까지 금융위기의 동태를 살펴보았다. 금융위기의 기원은 가깝게는 1970년대 오일달러의 증가, 더 멀리는 브레튼우즈 체제의 성립에서부터 시작할 수 있으며, 이로 인해 촉진된 금융시장의 국제화는 결국 국가 간 자금의 불균등한 배분으로 이어졌다. 금융시장의 국제화로 인한 국가 간 자금 배분의 불균형(Global Imbalance)은 자금이 이탈하는 곳에서는 불경기와 저성장을 야기하였고 자금이 공급되는 지역에서는 거품을 불러일으켜 지역적 금융위기의 지속적인 확대·재생산을 초래하였을 뿐만 아니라, 마침내 글로벌 금융위기라는 거대한 위기로 초래하는 원인이 되었다.

46) Gorton, Gary and Andrew Metrick, op. cit. pp. 428.

47) Gorton, Gary and Andrew Metrick, op. cit. pp. 425.

### III. 제도가 문제인가? : 역사적, 제도적 관점

앞 장에서 우리는 70년대 브레튼우즈 체제의 붕괴와 역설적으로 그 연장 선상에서 시작된 금융시장의 국제화, 그리고 이로 인해 반복되는 금융위기의 형태에 대해 살펴보았다. 이 장에서 우리는 신제도화학적 관점에서 제도(Institutions) 및 사회적 규범과 문화(Social Norms and Culture)가 어떻게 금융위기를 초래하는 원인이 되었는지를 살펴볼 것이다. 이를 통해 우리는 금융위기가 단순한 금융시장이나 금융정책만의 문제가 아니라 개별 국가의 전체적 시스템, 더 나아가 세계적으로 통용되는 제도와 규범과 연결되는 문제임을 알 수 있다.

#### 1. 자유무역과 글로벌 불균형

앞 장에서 언급한 것처럼 제2차 세계대전 이후 세계는 두 측면에서 경제부흥을 위해 노력하였다. 첫째는 미국이 자국의 시장을 개방하여 참전국들과 개발도상국들의 경제를 부흥시키도록 한 것이다. 이 과정에서 신흥국들에 경제개발을 위한 자금을 지원한 것이 국제부흥개발은행(International Bank for Reconstruction and Development, IBRD)이고 국제적인 통화협력과 환율안정을 추구한 것이 국제통화기금(International Monetary Fund, IMF)이다. 둘째로 관세와 무역에 관한 일반 협정(General Agreement on Tariffs and Trade, GATT)을 통해 다자간 자유무역체제를 형성하고자 하였다. 즉, 국제부흥개발은행으로 신흥국들의 경제개발을 지원하고, 그 과정에서 통화협력과 환율안정을 국제통화기금이 지원하며, 이를 통해 경제성장을 이루어 자유무역을 달성하려 한 것이다. 이는 19세기 유럽의 무역체제와 유사한데, 차이점이 있다면 19세기가 유럽 내 열강들 간 동등한 관계의 자유무역체제였다면,<sup>48)</sup> 20세기는 미국이 자국 시장을 개방한 데 크게 의존한 체제였고, 어느 정도 불공정한 체제였다는 점이다.<sup>49)</sup> 이러한 20세기 무역체제는 독일과 다른 유럽국가들, 일본, 한국 그리고 타이완 등 아시아 국가들이 수출을 통하여 경제가 성장하는 데 큰 기여를 하였다.

이러한 무역체제가 금융위기의 원인이 된 대표적 예로 일본이 이 체제 하에서 대규모 외화자산을 축적하게 된 것을 들 수 있다. 제2차 세계대전 이후 고도성장 과정에서 일본으로의 외화자산 유입은 다음과 같은 불안정의 요인이 되었다. 첫째, 외화자산 유입과 이를 통한 통화의 공급은 일본에서 부동산 시장에 거품이 형성되는 데 기여하였다. 둘째, 일본의 금융회사들은 미국 달러화 자산을 다량 보유하였는데, 1985년의 플라자 합의 이후 달러화 가치가 하락하면서, 이들 자산의 가치는 엔화로 표시된 부채에 비하여 상대적으로 축소되었고, 이는 일본 금융회사들의 자본을 축소시키고, 재무구조를 악화시켰다.

48) 1860년 영국과 프랑스 간 체결된 코브던-슈발리에 조약 이후 유럽 열강들 간 최혜국 대우 조건을 포함하는 자유무역 조약이 체결된 바 있다. Berend, Ivan, 2006, *An Economic History of Twentieth-century Europe: Economic Regimes from Laissez-faire to Globalization*, Cambridge University Press, 2006(한국어판, 이한대·김홍중 옮김, 『20세기 유럽 경제사』, 대외경제정책연구원, 2008) 참조.

49) 미국은 신흥국들의 수출시장이 되면서 무역수지 적자를 기록하였지만, 신흥국들은 무역수지 흑자를 기록한 대신 국내로 유입된 달러화를 활용할 수 있는 방법이 없었고, 차관 또는 채무를 상환해야 했다. 이로 인해 신흥국들로 유입된 달러는 다시 미국으로 유입되었는데, 이것이 미국이 중심에 위치한 글로벌 불균형(global imbalance)이다. 이와 관련해서는 Berger, Daniel, William Easterly, Nathan Nunn, and Shanker Satyanath, *Commercial Imperialism? Political Influence and Trade During the Cold War*, *American Economic Review*, 103(2), 2013, 863-896 참조.

거품 붕괴 이후 이들의 재무구조가 더욱 악화되면서 국제결제은행(BIS) 자본비율이 하락하자 국내 대출을 축소시키고 해외로 자금을 유출하는 사태가 발생하여 신흥국에 대량의 유동성을 공급한 것은 일본으로의 외화자산 다량 유입으로부터 시발점을 찾을 수 있다. 무역의 불균형이 금융시장의 불균형과 거품으로 이어진 것이다. 이러한 금융시장의 불균형과 거품은 일본에만 영향을 끼친 것이 아니라, 1997년 아시아 외환 위기에서 알 수 있듯이 태국, 인도네시아, 대한민국 등에도 심각한 영향을 끼쳤다.

## 2. 민주 정부, 민주적 가치

### 1) 민주 정부

민주정부, 즉 주권을 가진 시민들의 투표를 통해 수립된 정부는 20세기의 일반적인 정부 형태다. 이런 민주정부의 대표인 미국은 정치자금의 기부와 이익단체의 행정부 및 의회에 대한 로비를 합법적으로 인정하고 있다. 이로 인한 긍정적인 효과도 물론 존재하지만 그보다 더 큰 부정적 효과가 발생했는데, 이는 정부가 민간 기업에 포획되는(Capture) 현상이다. 미국 의회와 행정부에 대한 방위산업체, 제약회사, 석유회사 등의 정치적 영향력은 이미 잘 알려진 사실이지만,<sup>50)</sup> 금융기업의 영향력은 이를 능가한다. 닐 퍼거슨(Niall Ferguson)이 『금융의 지배(The Ascent of Money)』<sup>51)</sup>에서 서술한 ‘금융의 권력화’는 이를 잘 표현한 말이다. 실제로 20세기 중반 이후 미국의 재무장관은 금융기업 최고경영자 출신이 주로 기용되었다. 클린턴 행정부의 로버트 루빈(Robert Rubin) 재무장관은 골드만 삭스(Goldman Sachs)의 회장 출신이었고, 조지 W. 부시 행정부의 헨리 폴슨(Henry Paulson) 재무장관은 골드만 삭스 최고경영자 출신이다. 뿐만 아니라 조슈아 볼튼(Joshua Bolten) 전 대통령 비서실장, 스티브 프리드먼(Steven Friedman) 전 국가경제자문위원회 의장 역시 골드만 삭스에 적을 둔 적이 있다. 연방준비은행이 사기업으로 조직되어 있다는 것을 생각하면 뉴욕연방준비은행의 총재이자 오바마 행정부 1기 재무장관인 티모시 가이트너(Timothy Geithner) 역시 금융기업 출신이라고 할 수 있다. 제프리 삭스(Jeffrey Sachs)가 공화당은 방위산업의 이익을 대변하고, 민주당은 월가의 이익을 대변한다고 한 것은 이러한 포획 현상을 단적으로 표현한 것이다.<sup>52)</sup>

위기 이후 발생한 “월가를 점령하라(Occupy Wall Street)”운동은 이러한 금융기업에 의한 정부의 포획에 대한 항의라고 볼 수도 있다. 금융기업 경영자들의 천문학적인 보너스, 기업이 망하거나 실적이 나빠도 주는 은퇴 상여금 등은 이러한 운동에서 나타나는 분노의 대상이 되었다. 민주 정부는 이처럼 산업, 그중에서도 특히 금융 산업의 포로가 되는 데서 자유롭지 않았다. 이것은 금융 산업에서의 도덕적 해이에 대한 공정성 감독이 어렵고 또한 이러한 행동에 대한 징벌이 약하며, 의회 및 정부의 정책이 주권자인 시민의 이익보다 소수 금융기업의 이익에 치

50) Sachs, Jeffrey D., The Price of Civilization: Reawakening American Virtue and Prosperity, Random House, 2011(한국어판, 김현구 옮김, 『문명의 대가』, 21세기북스, 2012).

51) Ferguson, Niall, The Ascent of Money: A Financial History of the World, Penguin Books, 2009(한국어판, 김선영 옮김, 『금융의 지배』, 민음사, 2010).

52) Sachs, Jeffrey D, op. cit.



우칠 수 있음을 의미한다. 이러한 상황에서 위기의 씨앗은 자라나고 있었다.

## 2) 민주적 가치

1980년대 이후 자유주의가 정부들의 경제 운용에 주도적인 이념이 되었다. 자유주의적인 정부정책은 이어서 자유주의적인 사고를 확산시켰다. 1980년부터 글로벌 금융위기 이전까지 분배와 평등에 대한 관심보다는 개인과 기업의 자유를 우선하는 가치로 생각하는 경향이 팽배하였는데, 이러한 가치체계를 신자유주의라고 부른다는 것은 앞에서 이미 언급하였다. 이 기간에 유로통화시장에서의 불법적인 자금의 활발한 거래, 인수와 합병을 통한 금융회사의 대형화와 이에 따른 중소기업금융의 축소, 선진국과 개발도상국의 소득격차의 심화, 그리고 한 국가 내에서 빈부 격차의 심화 등이 빠른 속도로 진행되었다. 9·11 테러가 표현하는 이슬람 민족주의/극단주의는 아마도 이러한 경향과 무관하지 않을 것이다.

이러한 신자유주의는 경영자들의 거액 연봉을 정당화하는 데 큰 역할을 하였다. 연 수천만 달러에서 수억 달러 이상에 이르는 미국 대기업 최고경영자들의 급여는 그 지급에 대한 도덕적, 경제학적 정당성이 약하며, 경제적 측면에서 일종의 귀족계급을 탄생시켜 정치사회적 왜곡을 가져올 가능성이 있었음에도 불구하고 문제가 되지 않았다. 대리인(Agent)에 불과한 경영자들이 주주나 기타 이해관계자의 제약 없이 거대한 부를 추구하고 형성할 수 있게 된 배경에는 자유주의적 사고에서 비롯된 암묵적인 사회의 인준이 중요한 역할을 하였다.

## 3. 연구중심대학, 합리적 과학적 사고

### 1) 연구중심대학

20세기 후반 연구 중심 대학들이 경제정책과 금융시장을 통해 실제 사회에 영향을 미친 것에는 경제학과 경영학 연구의 발전이 큰 비중을 차지한다. 가장 근본이 되는 것은 수리경제학(Mathematical Economics)의 대두다. 존 폰 노이만(John von Neumann)과 오스카 모르겐스테른(Oscar Morgenstern), 폴 사무엘슨(Paul Samuelson), 케네스 애로(Kenneth Arrow) 그리고 제라르 드브뢰(Gérard Debreu) 같은 경제학자들은 미적분학, 선형 계획법, 수리 논리학, 위상수학 등을 수학적 방법론을 적용하여 경제학을 논리적이고 과학적인 학문으로 변화하는 데 기초적인 연구를 수행하였다.<sup>53)</sup> 특히 폰 노이만과 모르겐스테른이 개발한 게임이론은 경제학뿐 아니라, 정치학, 사회학, 군사학 등 다른 학문에도 광범위하게 응용되어 현대 사회과학의 수학적 기초를 형성하였다. 통계적 방법을 이용하여 경제자료를 분석하는 계량경제학의 발달은 경제학의 이론적 모형을 구체적 자료를 이용해 실증적으로 검증하는 데 중요한 기여를 했을 뿐만 아니라 국가와 기업이 구체적인 자료를 바탕으로 하여 합리적인 의사결정을 하는 데도 공헌했다.

53) 이러한 변형 이전에도 수학적 방법론이 사용되었지만, 그것은 경제학의 유일한 방법론이 아니라 여러 방법론 중 하나였다. 케임브리지 대학 교수이자 신고전학파의 창시자로 여겨지는 알프레드 마셜(Alfred Marshall)이 경제학원리(Principles of Economics)를 집필하면서 미적분학을 사용하긴 했지만, 그 외에도 독일 역사학파, 오스트리아학파 등 다양한 학파들이 수학 외에 다른 방법을 사용하여 경제학 연구를 진행하고 있었다.



수학적·계량적 경제학의 발전은 경제학과 연관된 응용학문인 경영학에서 제 분과의 발전 또한 조래하였다. 경제학 발전의 혜택을 가장 크게 받은 재무학은 물론이거니와 회계학, 마케팅, 인사조직, 생산관리 등 경영학 세부 분야의 발전은 기업의 경영이 합리화하는 데 크게 기여하였다. 더 나아가서 경영학은 기업의 혁신까지 기획하고 관리하는 방향으로 발전하였다.<sup>54)</sup> 미국에서 발전한 수리적 경제학과 수리·합리적 경영학은 세계화가 진행됨에 따라 하나의 기본적인 규범이 되었다.

특히, 재무학의 발전은 우리가 이 논고에서 다룬 금융 산업에 큰 영향을 미쳤다. 대학에서 진행된 연구가 산업에 미친 영향으로 순위를 책정한다면 재무학은 20세기 후반에 있어 단연 첫 번째로 언급될 것이다. 수익과 위험을 통계적 수치로 추정하여 최적 투자 포트폴리오 구성에 활용하는 해리 마코위츠(Harry Markowitz)의 포트폴리오 투자이론은 현재까지도 전 세계 펀드 운용의 기초가 되고 있다. 마코위츠 이론에서 유도된 자본자산가격결정모형(Capital Asset Pricing Model, CAPM)은 위험을 고려한 자기자본비용을 계산하는데 전 세계의 대기업이 사용하고 있다.

피셔 블랙(Fisher Black), 마이런 솔즈(Myron Scholes) 그리고 로버트 머튼(Robert Merton)이 개발한 옵션가격결정모형(Option Pricing Model)은 금융파생상품을 만들고 그 위험을 헷지할 수 있는 방법을 제공함으로써 금융기업들이 다양한 금융상품을 만들어 낼 수 있는 기초가 되었다. 금융공학(Financial Engineering)이라고 불리는 이 기술을 응용해서 뉴욕의 월 스트리트(Wall Street)와 런던 시티(the City)의 수학적 소양을 갖춘 퀀트(Quant)들은 다양한 금융상품을 만들었다. 금융위기를 초래한 부채담보부증권은 이들의 창조물 중 하나다.

## 2) 합리적·과학적 사고

20세기는 19세기 과학/기술 측면에서의 혁신<sup>55)</sup>을 통해 사회 일반에 보편화된 합리적·과학적 사고가 경제학이나 정치학과 같은 사회과학으로 확산된 시대였다. 특히 금융 산업에서는 이러한 사고가 금융시장을 자연과 같은 객관적인 대상처럼 인식하게 하였고, 이러한 객관적인 대상으로서의 시장에서 공학기술을 이용하여 상품을 제조하고, 거래를 통해 이윤을 얻고, 그 과정에서 위험을 헷지하려는 시도로 표출되었다. 그러나 이러한 합리적·과학적 사고는 금융시장에서 적용되기 힘들었는데, 여기에서는 군중심리(Herding)나 야성적 충동(Animal Spirit)<sup>56)</sup>에 의해 사람들이 행동하는 경우가 많기 때문이다.

54) 대표적인 학자가 Harvard Business School 교수인 Michael Porter다.

55) 19세기 과학/기술 측면에서 대표적인 혁신은 화학의 발달, 전기·전자공학의 발달, 물리학의 발달 등을 꼽을 수 있고, 이러한 발달에는 독일에서 진행된 국가적 차원의 과학기술 진흥정책이 기여했다. 이러한 발전은 사회 일반에도 합리적·과학적 사고를 보편화시켰는데, 19세기 중반까지 인문학적 교양을 중시했던 독일 사회가 19세기 중반 이후에는 과학 교양을 중시한 것을 들 수 있다. 이와 관련하여 더 자세한 것은 임경순, 『20세기 과학의 쟁점』, 민음사, 1995 참조.

56) Akerlof, George A. and Robert J. Shiller, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, 2009(한국어판, 김태훈 옮김, 『야성적 충동』, 랜덤하우스코리아, 2009).

즉, 과학적·합리적 사고가 이성적이고 논리적인 행동을 이끌어내어 사회 또는 시장을 단기적 관점에서는 분석 가능하고 예측할 수 있도록 만들 수도 있지만, 19세기에 군사작전의 합리화를 극한까지 추진한 것<sup>57)</sup>이 제1차 세계대전 발발의 계기가 된 것처럼, 20세기 금융시장에 대한 극단적인 과학적·합리적 사고는 글로벌 금융위기를 야기하는 금융시장의 내재적 원인들을 양산하고 있었다. 윌리엄 맥닐(William McNeill)<sup>58)</sup>은 이러한 부분적 합리화에 대해 “가장 큰 역설은 모든 일을 합리적으로 경영하려고 하는 인간의 노력이 모든 개별적인 측면에서는 위대하고 인상 깊은 성과를 거두었음에도 불구하고, 사회 시스템 전체는 제어 불가능한 방향으로 나아갔다는 점이다. 각 부분이 점차 합리적이고 경영하기 쉽고 예측할 수 있게 되어갈수록 인간의 전반적인 정황은 더욱 무질서하고 경영하기 어렵게 되어갔던 것이다.”<sup>59)</sup> 라 언급한 바 있다. 이처럼 부분의 합리화가 전체의 파국을 가져온 구성의 모순(Fallacy of Composition)이 20세기 중반 이후 지속되는 금융위기의 원인 중 하나라고 할 수 있을 것이다.

## IV. 카드로 지은 집 : 부채가 초래하는 위험성

지금까지 우리는 2008년 금융위기의 원인을 1970년대 이후 금융시장 세계화의 역사 및 제도와 사회적 규범 측면에서 거시적으로 살펴보았다. 이제 이 장에서는 지금까지의 맥락 아래에서 미시적으로, 즉 당시의 경제적 상황이 어떻게 작용하여 금융위기를 초래했는지를 살펴볼 것이다. 서론과 II장에서 금융위기의 역사를 고찰하며 마지막에 언급한 것처럼, 비록 금융위기의 원인에 대해 많은 논의가 이루어졌지만 이 금융위기가 주택담보대출, 즉 가계대출에서 비롯되었음을 상기해볼 때, 금융위기의 원인은 결국 가계부채로서 주택담보대출 문제이며, 더 근본적으로 부채와 그것이 가져오는 금융 시스템 전반의 구조적 문제라고 할 수 있다.

### 1. 부채 : 위험의 불균등한 분배를 초래하는 유혹

부채로 야기되는 금융 시스템의 문제는, 우리가 II장 마지막 부분에서 이미 간략하게 살펴본 바 있듯이, 그것이 자산 가격의 하락, 즉 경기 침체나 금융위기가 발생했을 때 “채무자에게만 위험을 지우기 때문이다.”<sup>60)</sup> 이를 아티프 미안(Atif Mian)과 아미르 수피(Amir Sufi)는 다음과 같이 말하고 있다. “부채의 가장 큰 특징은 자산 가격의 하락으로 인한 손실을 채무자가 가장 먼저 져야 한다는 것이다. 예를 들어 어떤 사람이 저축해서 모은 돈 2만 달러와 8만 달러의 모기지 대출을 이용해서 10만 달러짜리 집 한 채를 샀다고 하자. 이 경우 주택 소유자의 자산 순가치는 2만 달러다. 만약에 집값이 20% 하락한다면 어떻게 될까? 그때 주택 소유자는 2만 달러의 손실을 입는다. 이 상황에서 8만 달러에 집을 팔게 되면 주택소유자는 그 돈을 모두 채권자에게 지불해야 한다. 즉 채권자는 원금

57) 군사작전의 합리화를 극단까지 추구한 대표적 예가 제1차 세계대전 당시 양면전쟁을 회피하기 위한 솔리펜 계획이다. 이 계획은 개전 후 6주(42일) 안에 프랑스 전역(戰役)에서 승리한 후 7주차에 러시아와 개전하는 것을 전제로 했는데, 이로 인해 이 계획은 극단적으로 세분화되었고, ‘한번 시작하면 중단하거나 변경하는 것이 불가능하다는 평가를 받았다.

58) McNeill, William Hardy, The Pursuit of Power, University of Chicago Press, 1982(한국어판, 신미원 옮김, 『전쟁의 세계사』, 이산, 2005).

59) McNeill, William Hardy, ibid, pp. 398-399.

60) Mian, Atif. and Amir Sufi, House of Debt, The University of Chicago Press, 2014(한국어판, 박기영 옮김, 『빚으로 지은 집』, 열린책들 2014).

8만 달러를 온전히 회수함으로써 아무런 피해도 입지 않는 반면 주택 소유자는 전 재산을 날리는 셈이다.”<sup>61)</sup>

이 문제를 더 자세히 알아보자. 아티프 미안과 아미르 수피에 따르면, “미국인들에게 홈 에퀴티(home equity, 소유하고 있는 주택 가격에서 부채를 뺀 금액)는 유일한 재산인 경우가 많다.”<sup>62)</sup> 따라서 주택 가격의 하락은 그들에게 있어 유일한 자산 가격의 하락인데, 이는 저신용계층이나 저소득계층일수록 더 심하게 나타난다. 위에서 언급한 저축 2만 달러와 8만 달러의 모기지 대출을 이용한 주택 구매자의 예를 바탕으로 더 자세히 알아보자. 만약 주택가격이 20% 하락해서 8만 달러가 될 경우, 이 사람의 홈 에퀴티는 0이 된다. 반면 모기지 대출을 해준 금융회사와 이 금융회사에 자금을 공급한 부유한 사람은 이 경우에도 8만 달러의 대출금액을 그대로 받을 수 있으며, 만약 주택가격이 더 하락할 경우 채무자인 가난한 사람의 홈 에퀴티는 마이너스가 되는 반면, 채권자인 금융회사는 대출 원금의 일부분이라도 회수할 수 있다. 자산가격의 급격한 하락이 발생할 경우 모기지 대출을 비롯한 부채는 가난한 채무자에게 모든 위험을 전가하며, 부유한 사람은 위험을 거의 부담하지 않는다. 즉 “빛은 보험과 정반대로 위험을 증폭시키는 역할을 한다. 빛은 주택 소유와 관련된 위험을 분산시키기는커녕 그 위험을 감당할 능력이 가장 적은 사람들에게 위험을 전가시킨다.”<sup>63)</sup> 아티프 미안과 아미르 수피는 2007년부터 2010년까지 주택 소유자의 부를 바탕으로 상위 20%, 중위 20%, 하위 20%의 순자산 변화를 조사함으로써 이 내용을 증명했는데, 상위 20%의 평균 자산은 320만 달러에서 290만 달러로 소폭 감소한데 반해 하위 20%의 평균 자산은 3만 달러에서 사실상 0이 되었다.<sup>64)</sup> 가난한 사람이 더 큰 위험을 부담한 것이다. 문제는 여기에서 그치지 않는다. 자산 가치 하락은 그것으로 그치는 것이 아니라 사람들이 직장을 잃고 소비를 줄이는 또 다른 재앙으로 이어진다.

아티프 미안과 아미르 수피는 부채와 실업 및 소비 감소와의 관계에 대해서도 연구를 진행했는데, 그들이 세운 가설은 다음과 같다. 첫째, “부채에 허덕이는 가계의 순자산 감소가 불황의 원인이라면 순자산이 가장 크게 감소한 지역에서 가계 지출이 상대적으로 더 크게 감소해야 한다. 그리고 이 지출의 감소는 불황 초기에 일어나야 한다.”<sup>65)</sup> 둘째, 실업을 지역적 수요만 만족시키는 비교역제 일자리에서의 실업과 전국적 수요를 만족시키는 교역제 일자리에서의 실업으로 구분할 경우, 후자는 미국 전체에 걸쳐 일정하게 나타나지만 후자는 자산 가격이 많이 하락한 지역에서 더 심하게 나타날 것이다.<sup>66)</sup> 첫째 가설부터 살펴보자. 아티프 미안과 아미르 수피의 연구에 따르면 “순자산 대폭 감소 지역의 경우 평균 26%의 순자산 감소가 있었던 반면, 순자산 소폭 감소 지역의 경우 사실상 순자산 변동이 0%였다.”<sup>67)</sup> 또한, 집값이 폭락한 지역 중에서도 대출이 많은 지역의 순자산 감소폭이 더 크게 나타났는데, 이는 부채가 많은 지역에서 레버리지 승수 효과가 더 높게 나타났기 때문이다. “레버리지 승수란 집값이 하락할 때 레버리지에 비례해서 순자산의 손실이 커지는 것을 의미한다.”<sup>68)</sup> 상술한 예의 경우, 집값이 20% 떨어지게

61) Mian, Atif, and Amir Sufi, *ibid.*, pp. 34–35.

62) Mian, Atif, and Amir Sufi, *op. cit.*, pp. 34.

63) Mian, Atif, and Amir Sufi, *op. cit.*, pp. 51.

64) 이 연구에 대해서는 Mian, Atif, and Amir Sufi, *op. cit.*, pp. 40–44 참조.

65) Mian, Atif, and Amir Sufi, *op. cit.*, pp. 58.

66) 이 내용은 Mian, Atif, and Amir Sufi, *op. cit.*, pp. 94.

67) Mian, Atif, and Amir Sufi, *op. cit.*, pp. 58.

68) Mian, Atif, and Amir Sufi, *op. cit.*, pp. 40.

되면 주택보유자는 순자산이 0이 되는데, 이는 곧 20%의 집값 하락이 100%의 자산 감소를 야기한 것으로 이 경우 레버리지 승수는 5가 되고, 이는 집값 하락폭의 5배로 순자산이 변화하는 것을 의미한다. 그렇다면 과연 자산 가격이 더 많이 하락한 지역에서 소비지출이 더 많이 감소할 것인가? 2006년부터 2009년까지 집값과 소비지출을 이용한 실증분석 결과에 따르면 자산 가격이 더 많이 하락한 지역에서 소비지출이 20% 가까이 감소했는데 이는 전체평균의 4배에 이른다. 이를 통해 우리는 아티프 미안과 아미르 수피의 가설처럼 자산의 급격한 감소와 그로 인한 레버리지 승수 효과로 인해 집값이 더 많이 하락한 지역에서 소비지출이 더 급격하게 감소했으며, 이는 위기의 초반에 나타났음을 알 수 있다. 그럼 이제 둘째 가설을 살펴보자. 이러한 실업의 문제는 임금의 경직성과 노동자 직종 전환의 어려움으로 인해 나타나는데, 예컨대 자동차 산업의 수요가 감소했다고 해서 그 산업에서 근무하는 노동자들의 임금을 탄력적으로 조절할 수 없어 실업이 발생하는 것이 임금의 경직성이고, 자동차를 만들던 노동자가 전국적인 자동차 수요의 감소로 실직했을 경우 지역의 수요를 만족시키는 제빵사나 미용사로 전직하기 어려운 것은 직종 전환의 어려움이다. 실업은 교역재와 비교역재에서 상이한 모습으로 나타나는데, 자동차 같은 교역재 시장에서 실업은 순자산 손실이 큰 지역과 작은 지역을 구별하지 않고 비교적 동등하게 나타나는 반면 개별 지역에 국한된 서비스 시장으로 대표되는 비교역재 시장에서의 실업은 순자산 손실이 큰 지역이 작은 지역보다 높게 나타날 것이다. 이를 경제 전체의 교역재와 비교역재 실업률 데이터와 지역별 집값 하락 데이터를 이용하여 살펴보면, 교역재 산업에서의 실업률은 집값 하락과 관계없이 전국적으로 일정하게 나타난 반면 비교역재 산업에서의 실업률은 순자산 감소가 큰 지역이 작은 지역보다 더 많이 감소했음을 알 수 있다.<sup>69)</sup> 이를 통해 우리는 주택담보대출로 대표되는 부채가 대침체 상황에서 우리가 예상하는 것보다 훨씬 더 부정적인 결과를 유발하는 데 기여했음을 알 수 있다. 우리가 다음으로 살펴봐야 할 것은, 대침체 이전에 이렇게 부정적인 효과를 유발하는 부채가 저소득, 저신용 계층을 중심으로 폭넓게 확산된 이유에 대해서다. 이것이 금융위기의 근본 원인이 되기 때문이다.

## 2. 과도한 부채의 원인

이러한 현상에 문제의식을 느끼고 주의를 기울인 학자는 찰스 킨들버거(Charles P. Kindleberger)다. 거품 현상에 대해 경제학사 분야에서 가장 영향력이 큰 책인 『광기, 패닉, 붕괴 : 금융위기의 역사(Manias, Panics and Crashes : A History of Financial Crisis)』를 저술한 그는 자산 가격의 거품은 대부분의 경우 신용의 과도한 공급으로 인해 초래된다는 사실을 밝혀냈다. 즉 킨들버거에 따르면 2008년 금융위기는 과도한 신용의 공급으로 인해 만들어진 주택 가격의 거품이 붕괴하면서 나타난 현상이다. 그렇다면 이렇게 과도하게 신용이 공급된 이유는 무엇일까?

먼저 우리가 앞에서 살펴본 역사적, 제도 및 사회적 규범과 문화 관점에서 살펴본다면 미국으로 과도하게 신용이 공급된 가장 큰 원인은 글로벌 불균형(Global Imbalance)일 것이다. 미국 달러화는 기축통화고, 미국 재무부 채권(Treasury Bond)은 안전자산으로 널리 인정받는다. 게다가 미국은 상당히 오랜 기간 쌍둥이 적자-무역수지

69) 이와 관련한 내용은 Mian, Atif, and Amir Sufi, op. cit, pp. 91-107 참조.

적자와 재정수지 적자—를 유지해왔다. 이러한 상황에도 불구하고 미국이 갖는 독특한 지위로 인해 미국 경제는 지속적으로 유지되었다. 즉 무역수지 적자는 필연적으로 자본수지 흑자를 야기하는데, 미국의 경우에는 이것이 미국과의 무역에서 흑자를 기록해 달러화를 보유하게 된 국가들(주로 개발도상국)이 그것을 세계에서 가장 안전한 투자처인 미국에 투자하는 현상으로 나타났고, 그 주된 투자 자산은 미국이 재정수지 적자를 보전하기 위해 지속적으로 발행한, 금융시장에서 안전자산으로 널리 인정받는 재무부 채권이었다. 이러한 일련의 과정으로 인해 결국 미국에 유동성 혹은 신용이 과도하게 공급되는 결과가 초래된 것이다.<sup>70)</sup>

유동성이 과도하게 공급되고 채무가 증가한 원인을, 이 장의 앞부분에서 살펴본 주택담보대출과 그로 인한 금융위기와 관련해서 다시 살펴보면, 역시 마찬가지로 글로벌 불균형과 관련이 있다. 1997년 아시아 외환위기 이후 개발도상국은 외환보유고를 안정적으로 유지하기 위해 달러화 표시 자산을 적극적으로 보유하기 시작했다. 아티프 미안과 아미르 수피에 따르면 “실제로 신흥국의 중앙은행들은 안전 자산인 미국 달러화 표시 자산을 대규모로 사들여 외환 보유고를 늘려 왔다. 1990년부터 2001년 사이 중앙은행들은 매년 1천억 달러 상당의 자산을 사들였으며 2002년부터 2006년 사이에는 외환보유고 증가 속도가 일곱 배에 이르렀다.”<sup>71)</sup> 미국 재무부 채권에 대한 신흥국의 이러한 투자로 인해 미국으로 엄청난 자금이 유입되었다. 이론적으로만 놓고 본다면 이렇게 유입된 자금은 단순히 미국 국제 수익률을 낮추는 역할만 할 뿐 재앙과 직접적으로 연결되지는 않는다. 그런데 문제는 이렇게 유입된 자금으로 증가한 통화량을 감소시키는 조치가 적절하게 취해지지 않았고, 이것이 위기의 시작이 된다.

신흥국에서 공급되는 달러화로 인해 미국 내 시장에 유동성이 풍부하게 공급되자 금융회사들은 대출을 큰 폭으로 증가시켰는데, 문제는 이 대출이 유동성 공급 전이라면 대출을 받을 수 없을 만큼 신용도가 낮은 한계 대출자에게까지 이루어진 것이라는 데 있다. 아티프 미안과 아미르 수피는 당시 상황을 “한계 대출자들도 모기지 대출을 쉽게 받을 수 있게 되면서 2000년부터 2007년까지 7년 동안 미국의 가계 부채는 두 배로 늘어 14조 달러에 이르렀다.”고 서술하고 있다.<sup>72)</sup> 이러한 부채 증가는 신규 대출뿐만 아니라 기존에 주택담보대출로 집을 보유한 사람의 리파이낸싱에서도 폭넓게 나타났다. 이는 주택 공급이 탄력적인 지역과 비탄력적인 지역에서의 기존 주택 소유자의 대출을 조사해서 파악할 수 있는데, 아티프 미안과 아미르 수피의 실증분석에 따르면 주택 공급이 탄력적인 지역에 거주하는 주택 소유자의 대출은 25% 증가한데 반해 주택 공급이 비탄력적인 지역에 거주하는 주택 소유자의 대출은 55%나 증가한 것으로 나타났다. 즉 유동성이 풍부하게 공급되고 대출이 증가하자 자산 거품으로 주택 가격이 상승했고, 이는 기존 주택 소유자의 대출에도 영향을 미쳤다.

이렇게 대출이 무차별적으로 증가한 원인은 다시 글로벌 불균형으로 돌아간다. 1997년 아시아 금융위기 이후

70) 이와 관련된 더 상세한 연구는 Eichengreen, Barry., *Global Imbalances And the Lessons of Bretton Woods*, MIT Press, 2006 참조.

71) Mian, Atif, and Amir Sufi, *op. cit.*, pp. 138.

72) Mian, Atif, and Amir Sufi, *op. cit.*, pp. 113.



안전한 미국 채권에 대한 수요는 전 세계적으로 증가했고, 이는 주택담보대출과 연관되는 주택저당증권에도 영향을 미쳤다. 그 이전까지는 신용을 비롯해 각종 조건을 충족시키는 적격 주택저당증권만 발행되었는데, 폭발적으로 증가한 채권에 대한 수요를 적격 주택저당증권만으로 충족시킬 수 없게 되자 이로 인해 조건을 충족시키지 못하는 부적격 주택담보대출을 바탕으로 채권을 만들 필요성이 나타났고, 그것을 충족시킬 수 있었던 금융공학기법이 트랜치(Tranche)를 이용하는 것이었다. 선순위 트랜치는 낮은 이자율을 받는 대신 채무불이행 위험으로부터 안전한 반면 후순위 트랜치는 높은 이자율을 받는 대신 채무불이행 위험으로부터 보호받을 수 없었다. 문제는 후순위 트랜치를 다시 풀링(pooling)해서 다시 트랜치를 나누고, 그것을 다시 풀링해서 트랜치를 나누는 과정이 반복된 데 있다. 그런데 금융공학기법을 통해 위험을 완벽하게 컨트롤할 수 있다고 생각해서 만들어진, 이 파생금융상품은 이자율 변화에 너무나 취약했고, 금리가 상승하자 물거품처럼 붕괴되었다. 결국 글로벌 금융위기의 원인이 되었다.

이상의 논의를 간단하게 요약하면 2008년 이후 현재까지 지속되는 글로벌 경제위기는 단순히 미국 서브프라임 모기지 위기에서 시작된 것이 아니라, 제2차 세계대전 후 수립된 미국 달러화를 기축통화로 하는 글로벌 경제체제가 갖는 문제점과 20세기에 수립된 제도가 갖는 문제점, 1997년 외환위기 이후 글로벌 불균형과 연관된 미국 내부채의 폭발적 증가의 중첩이 그 원인이라는 사실이다.

## V. 결론

지금까지 우리는 2008년 금융위기의 원인을 크게 세 측면을 통해 살펴보았다. 이를 통해 확인한 금융위기의 원인은 첫째, 제2차 세계대전 이후 수립된 브레튼우즈 체제와 그 붕괴 이후 이어진 국제금융체제의 내생적 문제, 둘째, 20세기에 형성된 제도와 사회적 규범의 문제, 셋째, 1997년 아시아 외환위기 이후 지속된 미국으로의 과도한 유동성 공급과 그로 인한 과도한 부채로 인한 거품의 붕괴를 들 수 있다. 이 세 원인은 금융위기에 개별적인 힘으로 작용한 것이 아니라, 역사적, 제도적 맥락을 갖고 모두 연결되어 작용했다. 이미 위에서 한 번 언급한 바 있지만, 제2차 세계대전 이후 수립된 브레튼우즈 체제는 미국 달러화가 기축통화로서 기능하는 체제인데, 미국의 경기침체 및 과도한 달러화 발행으로 달러화 가치가 하락하면서 브레튼우즈 체제는 그 근간인 달러화 금태환 정지 선언이 1971년 8월 15일 미국 대통령 리처드 닉슨에 의해 이루어지면서 붕괴되었다. 이후 두 차례 석유파동을 거치며 오일머니가 국제금융시장에 유입되면서 유로달러와 유로본드 시장의 성장을 초래했고, 이는 금융시장의 국제화를 이끌어냈다. 이처럼 국제화된 금융시장은 신흥공업국이 자금을 조달하는 창구가 되기도 한 반면, 그들이 금융위기를 겪는 원인이 되기도 하였다. 이러한 금융위기의 대표적 사례인 1997년 아시아 외환위기 이후 신흥공업국은 외환보유고를 비축하게 되었고, 이렇게 비축된 달러는 가장 안전한 시장인 미국, 특히 채권에 투자되었다. 이 과정에서 미국에 풍부한 유동성이 공급되었고, 이 풍부한 유동성은 채무의 증가와 금융공학을 이용한 파생금융



상품의 활발한 개발 및 유통에 활용되었는데, 이 채무의 증가로 인한 주택 거품의 붕괴가 결국 2008년 금융위기의 원인이 되었다. 즉 금융회사의 도덕적 해이 혹은 금융당국의 부실한 규제 등이 금융위기의 원인이 아니라, 20세기 이후 형성된 제도와 사회적 규범, 그리고 그 환경 아래에서 과도하게 증가한 부채가 초래한 거품의 붕괴가 금융위기의 원인이 된 것이다.

금융위기의 원인에 대한 이러한 고찰이 우리에게 주는 의의는 다음과 같다. 첫째, 과도한 부채를 경계해야 한다. 금융위기 이전에 항상 부채의 증가와 그로 인한 자산 가격의 거품이 있었기 때문이다. 국제금융협회 발표에 따르면 2015년 기준 한국은 1인당 평균 가계부채 총액 2만 9천 달러(약 3천371만 원)로 싱가포르, 홍콩 다음으로 높은 수준이며 부채 증가 속도는 2015년 한 해 동안 GDP 대비 3.45% 상승해 3.59% 상승한 중국에 이어 2위를 기록했다.<sup>73)</sup> 비록 정부에서 가계부채가 위험한 수준이 아니라고 할지라도, 이 정도의 가계부채 규모와 증가속도는 경계해야만 한다. 무엇보다 한국은 1997년 외환위기로 인한 경기침체를 해결하기 위해 무분별한 신용카드 발급을 장려한 결과 지난 2002년 신용카드 대란을 겪은 경험이 있기 때문에 더욱 가계부채 증가를 경계해야만 한다. 둘째, 주택담보대출에 있어 엄격한 기준을 유지해야 한다. 미국은 과도한 유동성 공급과 미국 채권에 대한 높은 수요를 만족시키기 위해 주택담보대출 기준을 완화하였고, 이렇게 완화된 주택담보대출을 기초자산으로 한 금융파생상품을 만들었고, 그 결과 자산가격의 거품이 꺼졌을 때 금융위기를 겪었다. 이를 반면교사 삼아야 한다. 다행히 한국은 아직까지 유동성이 과도하게 공급되지도 않았고, 주택담보대출을 기초자산으로 한 금융파생상품이 지나치게 발행되지도 않았다. 경기침체가 지속되고 있는 현실을 고려해보면 한국이 미국과 유사한 상황을 겪을 확률은 낮다고 할 수 있다. 그렇지만 경기침체를 벗어날 마땅한 통화정책 및 재정정책 수단이 없는 상황에서 가계부채의 증가와 그로 인한 소비 증대를 통한 경기부양은 정책담당자들에게 큰 유혹이다. 그렇기 때문에 더더욱 가계부채 규모 증가와 증가속도를 경계하고 조절해야 하며, 주택담보대출에 있어 엄격한 자격요건을 유지해야 한다. 총부채상환비율(Debt to Income, DTI)의 엄격한 적용도 한 예라고 할 수 있을 것이다.

금융의 역사와 금융 관련된 제도 및 사회적 규범을 연구하다보면 결국 금융위기 혹은 경제위기는 피할 수 없는 불가피한 과정으로 보인다. 브레튼우즈 체제 이후 미국의 쌍둥이 적자 같은 구조적 문제가 연관되거나 반복되는 주식시장의 폭락처럼 예측할 수 없는 사건이 발생하는 것이 연관되기 때문이다. 그렇지만 그렇다고 해서 방관하고 있을 수만은 없다. 우리가 금융위기의 경험을 통해 배운 것이 있다면, 적어도 금융위기가 나타나기 직전에 보이는 특정한 현상들이 있으며, 끊임없이 시장과 시장참여자들에게 주의를 기울인다면 이를 찾아서 예방할 수 있다는 것이다. 다행히 한국은 1997년 외환위기와 2008년 시작된 글로벌 금융위기를 겪으며 국제금융시장의 참여자로서 벗어날 수 없는 금융위기와 그 대처방법을 경험했고, 2002년 신용카드대란을 겪으면서 무분별한 부채의 장려를 통한 경기부양 정책이 초래하는 문제를 경험했다. 이는 한국 경제에 있어 하나의 소중한 자산이다. 이를 바탕으로 하여 금융시장, 특히 가계부채와 그 핵심이 되는 요인 중 하나인 주택담보대출 문제를 잘 관리한다면 적어도 한국

73) “1인당 평균 가계부채 3천만 원 이상” 한국 가계부채 증가 중국 다음으로 빨라, 중앙일보 온라인판, 2016년 3월 21일(<http://news.joins.com/article/19755914>)

내부 요인에서 발생될 수 있는 금융위기는 예방할 수 있을 것이다. 상술한 것처럼 금융위기는 일단 발생하면 부채를 보유한 경제적 약자에게 더 큰 위험을 부과하고, 이는 국가 경제의 건전성을 해치는 결과를 초래한다. 이를 막고 건전한 경제 운용을 위해서라도 부채의 적절한 관리가 선행되어야 한다. 금융위기를 완전히 막을 수는 없지만, 그 피해가 경제적 약자에 부과되는 것은 최소화할 수 있기 때문이다.

## 〈참고문헌〉

- Akerlof, George A. and Robert J. Shiller, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, 2009[한국어판, 김태훈 옮김, 『야성적 충동』, 랜덤하우스코리아, 2009].
- Alan, Ahearne, John Ammer, Brian Doyle, Linda Kole, and Robert Martin, *House Prices and Monetary Policy: A Cross-Country Study*, International Finance Discussion Papers, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2005.
- Ashcraft, Adam and Til Schuermann, *Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit*, Federal Reserve Bank of New York Reports, 2008.
- Berend, Ivan, *An Economic History of Twentieth-century Europe: Economic Regimes from Laissez-faire to Globalization*, Cambridge University Press, 2006[한국어판, 이현대·김홍중 옮김, 『20세기 유럽 경제사』, 대외경제정책연구원, 2008].
- Berger, Daniel, William Easterly, Nathan Nunn, and Shanker Satyanath, *Commercial Imperialism? Political Influence and Trade During the Cold War*, *American Economic Review*, 103(2), 863-896, 2013
- Bordo, Michael, *An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008*, NBER Working Paper, 2008.
- Crotty, James, *Structural Causes of the Global Financial Crisis: A Critical Assessment of the 'New Financial Architecture'*, *Cambridge Journal of Economics*, 33(4), 563-580, 2009
- Diamond, Douglas W. and Philip H. Dybvig, *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, *Journal of Political Economy*, 91(3), 401-419, 1983
- Eichengreen, Barry., *Global Imbalances And the Lessons of Bretton Woods*, MIT Press, 2006
- Eun, Cheol S. and Bruce G. Resnick, *International Financial Management 5TH Edition*, McGraw-Hill/Irwin, 2008.
- Ferguson, Niall, *The Ascent of Money: A Financial History of the World*, Penguin Books, 2009[한국어판, 김선영 옮김, 『금융의 지배』, 민음사, 2010].
- Freixas, X. and J. Rochet, *Microeconomics of Banking*, MIT Press, 2008.
- Galbraith, John K, *The New Industrial State*, 1st Princeton ed, Princeton University Press, 2007.
- Gilbert, Alton, *Requiem for Regulation Q: What It Did and Why It Passed Away*, Federal Reserve Bank of St. Louis, 1986
- Gorton, Gary and Andrew Metrick, *Securitized banking and the run on repo*, *Journal of Financial Economics*, 104(3), 425-451, 2012
- Gourinchas, Pierre-Olivier, U. S. Monetary Policy, 'Imbalances' and the Financial Crisis, Working Paper, 2010.
- Gramlich, Edward, *Booms and Busts: The Case of Subprime Mortgage*, Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2007.
- Hobsbawm, Eric, *The Age Of Empire 1875-1914*, Weidenfeld & Nicolson, 1987[한국어판, 김동택 옮김, 『제국의 시대』, 한길사, 1998].
- Jessop, Bob, *Financial Capital and the Decline of Democracy*, Working Paper, 2013
- Kessler, Oliver and Benjamin Wilhelm, *Translating the Euro-Crisis*, Working Paper, 2013
- Kim, Youn-Suk and Hyeng Keun Koo, *Asia's contagious financial crisis and its impact on Korea*, *Journal of Asian Economics*, 10(1), 111-121, 1999.

- Mian, Atif. and Amir Sufi, House of Debt, The University of Chicago Press, 2014[한국어판, 박기영 옮김, 『빚으로 지은 집』, 열린책들 2014].
- Mirowski, Philip and Dieter Plehwe[Ed], The Road From Mont P'elerin, Harvard University Press, 2009.
- McNeill., William Hardy, The Pursuit of Power, University of Chicago Press, 1982[한국어판, 신미원 옮김, 『전쟁의 세계사』, 이산, 2005].
- Rajan, Raghuram and Luigi Zingales, The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the 20th Century, Journal of Financial Economics, 69(1), 5-50, 2003.
- Rajan, Raghuram, Has Financial Development Made the World Riskier?, European Financial Management, 12(4) 499-533, 2006.
- Rajan, Raghuram, Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy, Princeton University Press, 2010 : 김민주 · 송희경 옮김, 『폴트라인』, 예코리브르, 2011.
- Sachs, Jeffrey D, The Price of Civilization: Reawakening American Virtue and Prosperity, Random House, 2011 : 김현구 옮김, 『문명의 대가』, 21세기북스, 2012.
- Schularick, Moritz and Alan Taylor, Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008, American Economic Review, 102(2), 1029-1061, 2012.
- Schwartz, Herman, Is Finance a Mafia and if so, what can be done about it?, Working Paper, 2013.
- Strahan, Philip. E, The Real Effects of U. S. Banking Deregulation, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 2003.
- Taylor, John, Housing and Monetary Policy, Working Paper, 2007.
- 구형건, 독고윤, 심규철, 원동철, 정재웅, 전광일, A Millennial History of Financial and Political Economy : A Research Proposal, Working Paper, 2012.
- 임경순, 『20세기 과학의 쟁점』, 민음사, 1995.
- 최두열, 『아시아 외환위기의 발생과정과 원인』, 한국경제연구원, 1998.
- "1인당 평균 가계부채 3천만 원 이상" 한국 가계부채 증가 중국 다음으로 빨라, 중앙일보 온라인판, 2016년 3월 21일(<http://news.joins.com/article/19755914>)

수록 월	제목	필자
2004년 8월	공사 설립 취지 및 배경	종합기획부/ 한국주택금융공사
	유동화제도	유동화기획부/ 한국주택금융공사
	주택금융신용보증제도	신용보증부/ 한국주택금융공사
2004년 9월	모기지 시장의 원활한 정착을 위한 제언	고성수/ 건국대학교 부동산학과 교수
	중도금연계 모기지론 제도의 개요	유동화기획부, 신용보증부/ 한국주택금융공사
	최근 우리나라 주택시장의 변화와 주택금융제도의 발전	조사부/ 한국주택금융공사
	해외 주요 주택금융 전담기관의 업무현황 비교	장근익, 서승남/ 한국주택금융공사 종합기획부 중장기 경영전략 TF팀
2004년 10월	최근의 주택시장 상황에 대한 평가	손 욱/ 한국은행 정책기획국 차장
	우리나라 단기자금시장(Money Market)의 현황과 가격결정기능 제고방안	류창범/뱅크오브아메리카 서울지점 자금운영담당 상무
	호주의 주택금융시장	권경원/ 한국주택금융공사 리스크관리부장
2004년 11월	부동산시장의 선진화를 위한 정책방향 모색	손경환/ 국토연구원 토지주택연구실장
	2005년 부동산 시장 전망과 정책 과제	김현아/ 한국건설산업연구원 부연구위원
	모기지론 이용실태 조사결과	안홍찬/ 한국주택금융공사 유동화영업부 과장
2004년 12월	수도권 아파트 가격의 지역간 상관관계 분석	왕세종/ 한국건설산업연구원 연구위원
	한국경제 : 2004년 회고와 2005년 전망	장재철/ 삼성경제연구소 수석연구원
	미국 채권시장의 최근 동향	유석희/ 한국주택금융공사 조사부장대행
2005년 1월	2005년 이후 한국부동산 시장의 두 가지 문제	권혁부/ 대신경제연구소 책임연구원
	MBS발행확대를 위한 모기지론의 활성화 방안	김진수, 이 선/ 연세대학교 도시공학과 3년
	학자금대출 지원제도의 개선방향과 정책과제	이중희/ 한국주택금융공사 유동화개발부장
2005년 2월	최근 주택시장의 변화와 향후 전망	김영진/ 내집마련정보사 대표이사
	[주택법] 개정으로 달라지는 제도	박성재/ 한국주택금융공사 경영관리부 과장
	유럽의 주택 자가소유율 차이에 관한 비교분석	유석희/ 한국주택금융공사 조사부 조사연구1팀장
2005년 3월	MBS시장의 활성화 방안	신일용/ 한국주택금융공사 조사부 전문역
	영국 주택금융시장의 현황과 시사점	유승동/ 한국주택금융공사 혁신기획실 대리
2005년 4월	주요국의 모기지보험제도 운용현황과 시사점	홍지영/ 한국주택금융공사 조사부 전문역
	「민사집행법」 주요 개정내용	백상우/ 한국주택금융공사 경영관리부 변호사
2005년 5월	프로젝트금융보증제도의 개요	차경만/ 한국주택금융공사 신용보증부 1팀장
	미국 주택금융의 개요와 특징	홍지영/ 한국주택금융공사 조사부 전문역
2005년 6월	주택저당채권가격 평가와 위험측정	이준희/ 숭실대학교 경영학부 교수
	미국 정부지원 주택금융기관의 최근현황과 시사점	유석희/ 한국주택금융공사 조사부 조사연구1팀장
2005년 7월	주택금융신용보증기금과 은행의 경영성과	이기영/ 경기대학교 경제학부 교수
	국채시장 활성화방안과 장기채시장에 대한 전망	신일용/ 한국주택금융공사 조사부 전문역
2005년 8월	주택경매에서의 말소되지 않는 권리에 대한 고찰	윤 경/ 사법연수원 교수 · 부장판사
	새로운 학자금대출제도의 소개	정정일/ 한국주택금융공사 학자금유동화부 학자금발행팀장
2005년 9월	명의대여여신에 있어서의 법률관계	박영복/ 한국외국어대학교 법과대학 교수
	바젤 II 도입에 따른 모기지 보험의 역할	유승동/ 한국주택금융공사 혁신기획실 과장
2005년 10월	우리나라의 역모기지론 취급현황 및 활성화 방안	조태식/ 한국은행 금융안정분석국 차장
	통합도산법의 주요내용	이무홍/ 한국주택금융공사 업무지원부 법무팀장
2005년 11월	2006년 금리 전망	서철수/ 대우증권 선임연구원
	일본의 공적 역모기지제도 현황	윤정환/ 한국주택금융공사 주택신용보증부 신사업추진 T/F 팀장
2005년 12월	우리 經濟의 最近 動向 및 2006年 展望	서원석/ 한국은행 조사국 차장
	주요국의 최근 주택시장 동향	조점호/ 한국주택금융공사 조사부 과장
2006년 1월	가계의 금융자산 · 부채, 부채부담능력 및 부채조정	홍경식/ 한국은행 정책기획국 과장
	미국 모기지시장에 현존하는 위험과 시사점	유석희/ 한국주택금융공사 조사부 조사연구1팀장

수록 월	제목	필자
2006년 2월	보증기관에 의한 신용보증	박영복/ 한국외국어대학교 법과대학 교수
	정부의 부동산대책을 전후한 시장동향의 변화	홍지영/ 한국주택금융공사 조사부 전문역
2006년 3월	한국주택금융공사의 모기지보험시장 참여방안	고성수/ 건국대학교 부동산학과 교수
	선진국 부동산개발 및 자금조달 사례와 시사점	박민규 · 임효연/ 교보증권 프로젝트금융팀 과장
2006년 4월	미등기건물에 대한 대위등기신청 및 집행방법	윤 경/ 사법연수원 교수 · 부장판사
	우리나라 대출모집인 제도와 미국의 Mortgage Broker 제도 운영현황	신일용/ 한국주택금융공사 조사부 전문역
2006년 5월	미국의 주택가격 버블 붕괴 가능성과 거시경제변수	김영익/ 대신증권 리서치센터장
	공적보증 역모기지 정착을 위한 상품개발 방향	김갑태/ 한국주택금융공사 신사업추진T/F팀장
2006년 6월	후분양제도 시행과 프로젝트 금융의 활성화 방안	조성진/ 대우건설 프로젝트금융팀 부장
	공적보증 역모기지 거리모형의 이해	김갑태/ 한국주택금융공사 신사업추진T/F팀장
2006년 7월	장기 주택가격 전망에 관한 소고	손재영/ 건국대학교 부동산학과 교수
	미국 주택금융기관의 e-모기지 운영 현황	홍지영/ 한국주택금융공사 조사부 전문역
2006년 8월	한 · 미 FTA 서비스협상과 소비자 이익	신용상/ 한국금융연구원 연구위원
2006년 9월	MBS 해외발행과 국내발행 비교	김중민/ 한국주택금융공사 유통화영업부 대리
2006년 10월	보증채무의 성립 및 그 범위에 관한 판례의 태도	박영복/ 한국외국어대학교 법과대학 교수
	주택금융 및 보증자리의론의 주요형태	조사부/ 한국주택금융공사
2006년 11월	아파트 특성요인이 아파트가격에 미치는 영향	이철순/ (주)외이즈에프엔 대표이사
	미국 모기지컴퍼니의 성장발전과 운영현황	유석희/ 한국주택금융공사 조사부 조사연구팀장
2006년 12월	최근의 경제상황 및 2007년 전망	김상기/ 한국은행 조사국 차장
	유럽의 주택금융 개요	홍지영/ 한국주택금융공사 조사부 대리
2007년 1월	2007년 주택 · 부동산 경기전망	강미석/ 한국건설산업연구원 연구위원
	학자금 대출금리와 유통화에 대한 이해	임남윤/ 한국주택금융공사 유통화영업부 대리
2007년 2월	저소득층에 대한 소액주택금융 : 기회와 한계	손 욱/ KDI 국제정책대학원 조교수
	역모기지의 대출종료확률에 관한 연구	미승렬/ 한국주택금융공사 주택연금보증부 연구위원
2007년 3월	미국 서브프라임 모기지 시장의 성장과 위기, 그리고 한국의 주택담보대출시장 상황	이중희/ 한국주택금융공사 조사부장
	Excess Spread의 측정 및 활용에 관한 연구	장철영/ 한국신용정보 평가사업본부 S/F평가실 책임연구원
2007년 4월	주택담보대출 여신심사체계의 선진화	장순택/ 금융감독원 은행감독국 수석조사역
	신BIS협약 도입에 따른 주택담보대출 금융환경의 변화	김기성/ 한국주택금융공사 리스크관리부 대리
2007년 5월	부동산선물옵션의 이론과 사례	오성미/ 한국김정원 연구원
	「주택금융신용보증기금」 보증료 체계 개선에 관한 소고	권병운/ 한국주택금융공사 주택신용보증부장
2007년 6월	주택관련 세금의 이해	이삼남/ 한결세무법인 대표이사
	주택연금제도의 정착을 위한 향후 연구방향	김갑태/ 한국주택금융공사 주택연금보증부장
2007년 7월	고령화시대와 주택연금의 활용	이중희/ 한국주택금융공사 조사부장 배다희/ 한국주택금융공사 조사부 대리
	미국 학자금대출제도의 고찰을 통한 정부보증 학자금대출 발전방안	류기윤/ 한국주택금융공사 학자금신용보증부 팀장 윤준철/ 한국주택금융공사 학자금신용보증부 주임
2007년 8월	프로젝트금융보증을 활용한 주택공급자금유에 관한 연구	김용경/ 한양대학교 도시공학과 BK연구팀 박사후연구과정
	Fannie Mae와 Freddie Mac의 역할과 성과	홍지영/ 한국주택금융공사 조사부 대리
2007년 9월	초과유동성 및 자산가격간 선후행성에 대한 분석과 시사점	신용상/ 한국금융연구원 거시경제연구실장
	주택금융 및 보증자리의론 주요형태	조사부/ 한국주택금융공사
2007년 10월	보증과 소멸시효	박영복/ 한국외국어대학교 법과대학 교수
	일본의 주택저당채권 유통화 소개	김대근 CFA/ 한국주택금융공사 유통화영업부 과장
2007년 11월	은행채 발행 급증의 원인 및 전망	신동준/ 삼성투신금융 선임 Strategist
	개인신용평가시스템(CSS) 선진화 방안	김용철/ 한국주택금융공사 주택신용보증부 대리



수록 월	제목	필자
2007년 12월	2008년 채권시장 전망	최석원/ 한화증권 채권전략팀장
	KHFC 조기상환 모형에 대한 실증분석	류수복/ 한국주택금융공사 리스크관리부 차장 김동길/ 한국주택금융공사 리스크관리부 주임
2008년 1월	주택 및 주택금융시장의 동향과 전망	신일용/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 과장 홍지영/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 대리 배다희/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 대리
	부동산 개발사업 관련 PF 유통화의 현황 및 시사점	최은영/ 메리츠증권 부동산금융연구소 전임연구원
2008년 2월	금리 급등과 스왑시장간 관계 및 시사점	한재준/ 한국금융연구원 연구위원
	미국 공적보증 역모기지(HECM) 모형의 이해	김정주/ 한국주택금융공사 주택연구부 대리
2008년 3월	Covered Bond 시장 및 도입효과에 관한 연구	장철영/ 크레디트 스위스(Credit Suisse) 이사
	보증인 보호를 위한 입법 동향	김대영/ 한국주택금융공사 유동화기획부 주임
2008년 4월	CR FETs의 제도운용 및 향후 전망	전광섭/ 부천대학 부동산정보학과 교수
	채권자취소권에 관한 법적 제문제	류제성/ 한국주택금융공사 경영기획부(변호사)
2008년 5월	서브프라임 사태와 미국의 가계부채	박현수/ 삼성경제연구원 수석연구원
	2007년도 보증자리론 공급실적 및 향후 운용방향	박승창/ 한국주택금융공사 유동화업무부 모기지론 마케팅파트장
2008년 6월	스태그플레이션 아래 통화정책 및 자산가격 변화	서철수/ 대우증권 연구위원
	유동화자산관리 프로세스 선진화 방안 연구	신승용/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 대리
2008년 7월	주택구입능력의 측정과 분석	이종희/ 한국주택금융공사 연구지원본부 본부장(경제학 박사), 오택균/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 통계분석파트장
	해외 모기지관리용역권 회계기준의 발전과정 및 시사점	최선아/ 한국주택금융공사 유동화기획부 주임
2008년 8월	모기지보험의 시장현황과 역할	유제만/ 전원스모기지보험 이사
	변제자대위에 관한 소고	정영석/ 한국주택금융공사 영업부 대리
2008년 9월	미국 정부후원 유동화기관의 최근 동향과 평가	유석희/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 부장 최은희/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 주임
	주택연금 수요실태	평생금융연구부/ 한국주택금융공사
2008년 10월	외국인의 국내채권투자현황과 향후 전망	이대기/ 한국금융연구원 연구위원
	민간임대사업자 활성화를 통한 임대주택 공급확대에 관한 연구	강승모/ 한국주택금융공사 청주시사 과장
2008년 11월	소액주택금융의 자금조달과 대출기법	손 옥/ KDI 국제정책대학원 부교수
	주택금융 및 보증자리론 수요행태	평생금융연구부/ 한국주택금융공사
2008년 12월	2009년 채권시장 전망	최석원/ 삼성증권 채권분석파트장
	프로젝트 파이낸싱 위험관리방안 연구	정주화/ 한국주택금융공사 유동화관리부 대리
2009년 1월	2009년 부동산 전망	김현아/ 한국건설산업연구원 연구위원
	자본시장통합법 시행에 따른 주택금융시장 환경변화와 시사점	배성환/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 대리
2009년 2월	새로운 금융위기의 발현과 금융회사의 자동적 자본금확충제도	김병덕/ 한국금융연구원 선임연구원
	개인회생제도와 채권자의 지위에 관한 소고	강범석/ 한국주택금융공사 서울채권관리센터 주임
2009년 3월	해외기관의 모기지 가격결정 모형 개발사례 및 시사점	황세운/ 자본시장연구원 연구위원
	주택분양가 규제정책 효과에 관한 연구	전광섭/ 영국 버밍엄대학교 주택지역연구소 연구위원
2009년 4월	금전채권에 대한 강제집행	정영석/ 한국주택금융공사 영업부 대리
	신용위험관리측면에서 본 서브프라임모기지의 문제점	조 만/ KDI 국제정책대학원 교수
2009년 5월	모기지 스왑의 발행구조 및 효과	서승기/ 한신정평가 선임연구원 신승용/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 대리
	인구구조와 가계자산구성 변화가 주택시장에 미치는 영향	이수옥/ 국토연구원 연구위원
2009년 6월	한국주택금융공사의 금리위험 및 헤지거래	이용제/ 한국주택금융공사 평생금융연구부 조사연구파트장
	2009년 하반기 경제 및 금융시장 전망	김영익/ 하나금융경영연구소 소장
2009년 6월	모기지 Pricing과 MBS 발행 활성화	원종현/ 한국신용평가(주) ABS1실 수석애널리스트 한종우/ 한국주택금융공사 유동화기획부 대리

수록 월	제목	필자
2009년 7월	시례분석을 통한 해외 부동산투자의 기회와 위험분석	김형욱/ 자본시장연구원 연구위원
	미분양 대책과 건설사 P-CBO구조에 대한 고찰	정종태/ 한국주택금융공사 주택보증부 차장
2009년 8월	유치권에 관한 소고	유병일/ 법무법인 한암 변호사
	국제회계기준 도입관련 영향분석 및 대응방안	윤정환/ 한국주택금융공사 재무관리부 대리
2009년 9월	녹색금융 활성화 방안	김필규/ 자본시장연구원 연구조정실장(경영학 박사)
	미국의 공적역모기지제도의 리스크관리와 시사점	서주희/ 한국주택금융공사 주택연금부 주임
	한국의 주택 및 주택금융 시장	유승동/ 한국주택금융공사 차장
2009년 10월	미국 민간 RMBS 시장의 신뢰회복을 위한 노력	서승기/ 한신정평가 선임연구원
	주택연금 이용자 특성 분석과 향후 리스크 관리방향에 관한 제언	김정주/ 한국주택금융공사 리스크관리부 대리
	미국 주택금융위기와 패니메 · 프레디맥의 구제 방안	강승호/ 한국주택금융공사 유동화기획부 대리
2009년 11월	2009년 주택금융 및 보증자리론 수요실태	조사연구부/ 한국주택금융공사
	외환관리 정책의 재조명과 바람직한 외환정책	이대기 · 이규복/ 한국금융연구원 연구위원
2009년 12월	2010년 채권시장 전망	박종연/ 우리투자증권 연구위원
	미국 MSR(Mortgage Servicing Right) 제도에 대한 고찰 및 정책적 시사점 도출	정주화/ 한국주택금융공사 유동화자산부 대리
2010년 1월	2010년 부동산 정책 및 시장 전망	박재룡/ 삼성경제연구소 수석연구원
	국가계약법의 제문제	문은경/ 한국주택금융공사 경영기획부 변호사
2010년 2월	장기 주택담보대출의 조기상환율과 부도율의 Competing Risk에 관한 연구	조성훈/ 한국기업평가 RSM2실 팀장(경제학 박사)
	근저당권에 관한 소고	정영석/ 한국주택금융공사 서울북부지사 대리
2010년 3월	사해행위취소소송에 대한 검토	이재민/ 법률사무소 해명 변호사
	아시아 주요국 주택금융기관 개요	최은희/ 한국주택금융공사 조사연구부 대리
2010년 4월	주택과 양도소득세	김현준/ 국제청 법무과장
	누가 주택을 구입하였는가?	김형욱/ 자본시장연구원 연구위원
	보증자리론 수요의 결정요인에 관한 연구	김정주/ 한국주택금융공사 리스크관리부 대리
2010년 5월	세계 주요국의 금융시장안정 정책과 주요 이슈	박연우/ 중앙대학교 경영대학 교수 정철영/ 한국정책금융공사 구조조정국 과장
	부동산시장 환경변화에 따른 지방 주택 및 토지시장의 동향과 정책 과제	강정규/ 동의대학교 재무부동산학과 교수
	파산, 면책제도가 공사에 미치는 영향 및 시사점	강범석/ 한국주택금융공사 채권관리실 대리
2010년 6월	출구전략에 관한 논의와 금융시장에의 영향	황세운/ 자본시장연구원 연구위원
	Synthetic CDO 구조의 소개	최고운/ 한국주택금융공사 유동화증권부 대리
2010년 7월	2010년 하반기 주택, 부동산 경기 전망	허윤경/ 한국건설산업연구원 연구위원 김현아/ 한국건설산업연구원 연구위원
	한국주택금융공사의 해외 커버드본드 발행과 시사점	신일용/ 한국주택금융공사 조사연구부 차장
2010년 8월	해외 Covered Bond 발행구조와 시사점	전광섭/ 경희대학교 부동산학과 외래교수 정진옥/ 우리은행 이문동지점 부지점장
	거래빈도가 낮은 지역의 반복매매지수 적용가능성에 관한 연구	방두완/ 창원대학교 경영경제연구소 전임연구원
	2010년도 주택연금 수요실태조사	박재경/ 한국주택금융공사 조사연구부 과장
2010년 9월	추심소송과 소멸시효	문영기/ 법무법인 길상 변호사
	국내부동산 프로젝트파이낸싱과 공적보증기관의 역할	김병국/ 한국주택금융공사 주택보증부 대리
	임차보증금반환채권의 양수와 우선변제권	문은경/ 한국주택금융공사 경영기획부 변호사
2010년 10월	주택담보대출의 안정성 제고를 위한 한국주택금융공사의 역할	박창교/ 중앙대학교 경영대학 교수
	글로벌 금융위기 이후 주택금융시장의 안정성 강화 방안	차경만/ 한국주택금융공사 인재개발부 수석부부장
	국내 역모기지 연구에 대한 계량서지학적 분석	홍성현/ 한국주택금융공사 주택연금부 대리
2010년 11월	미분양 주택의 도시별 분포 특성과 결정요인 분석	김주영/ 상지대학교 법학부 부동산전공 교수
	일본 모기지대출 및 유동화 시장에 대한 이해와 시사점	정주화/ 한국주택금융공사 유동화기획부 과장

수록 월	제목	필자
2010년 12월	2011년 채권시장 전망	박종연/ 우리투자증권 연구위원
	2011년 주택시장 전망	권주안/ 주택산업연구원 선임연구위원
	주택금융 및 보증자리론 수요실태	신승용/ 한국주택금융공사 조사연구부 과장
	주택특성 실거래지수, 반복매매 실거래지수, 호가지수의 비교분석	박연우/ 중앙대학교 경영대학 교수 방두원/ 한국주택금융공사 조사연구부 연구위원
	매매가, 전세가의 그랜저인과관계 검토 및 시사점	배성환/ 한국주택금융공사 조사연구부 대리
2011년 1월	2011년 경제전망	공 철/ 한국은행 조사국 과장
	주택구입능력지수(Housing Affordability Index)의 해외 사례 분석	김다스라/ 한국주택금융공사 조사연구부 대리
2011년 2월	주택개발사업 자금조달시장의 현황과 변화 방향	강민석/ 메리츠증권증권 부동산금융연구소 수석연구위원
	KHFC MBS 발행구조 최적설계 모델 연구	김기성/ 한국주택금융공사 미래전략부 대리
2011년 3월	주택금융시장의 안정적 발전을 위한 주택담보대출구조의 발전방향	고성수/ 건국대학교 부동산학과 교수
	판례평석 "약관에 동의하십니까"	이은주/ 한국주택금융공사 기획조정부 변호사
2011년 4월	주택임대차시장의 구조적 변화와 전망	심종원/ 건국대학교 부동산, 도시연구원 연구실장
	지명채권의 양도에 관한 소고	정영석/ 한국주택금융공사 주택보증부 대리
2011년 5월	스트레스 테스트를 통한 주택금융공사 장기고정 금리 주택담보대출의 손실위험분석	박연우/ 중앙대학교 경영대학 교수 방두원/ 한국주택금융공사 조사연구부 연구위원
	모기지론 잠재수요자들의 선호 상품구조에 관한 연구	김정주/ 한국주택금융공사 리스크관리부 대리
	고령화시대의 도래에 따른 국가적 정책과제	김병덕/ 한국금융연구원 선임연구위원
2011년 6월	2011년 하반기 금리전망	신동준/ 동부증권 리서치센터 투자전략본부장
	판례평석 "소멸시효의 중단사유로서 응소행위"	이은주/ 한국주택금융공사 기획조정부 변호사
2011년 7월	주택가격과 거품 그리고 주택경기 변동에 대한 이해	김주영/ 상지대학교 법학부 부동산전공 교수
	주택담보대출 유통화 시장 현황 점검	신승용/ 한국주택금융공사 유통화증권부 과장
2011년 8월	2011년 하반기 경제전망	가 국/ 한국은행 조사국 과장
	전자증권제도 관련 법적 논점 검토	이동환/ 한국주택금융공사 조사연구부 과장
2011년 9월	공유관계에 관한 소고	김도영/ 법무법인 세종 변호사
	고령화사회 진입에 따른 주택연금 활성화 방안	황재훈/ 한국주택금융공사 인천지사 차장
	판례평석 "계약 해지 시 계약보증금의 몰취 규정"	이은주/ 한국주택금융공사 기획조정부 변호사
2011년 10월	은퇴빈곤층(Retire Poor)의 추정과 5대 특성	정 민/ 현대경제연구원 경제연구본부 연구위원
	다계층 MBS(CMO)에서 풀금지기간과 풀한도가유레이션에 미치는 영향분석	박연우/ 중앙대학교 경영대학 교수 방두원/ 한국주택금융공사 조사연구부 연구위원
2011년 11월	2012년 채권금리 전망	이정준/ HMC 투자증권 연구위원
	덴마크 주택금융시스템에 대한 고찰	조범준/ 한국주택금융공사 재무관리부 대리
2011년 12월	2012년 세계 및 한국경제 전망	신창목/ 삼성경제연구소 거시경제실 수석연구위원
	판례평석 "파산면책과 관련된 헌법재판소 판례"	이은주/ 한국주택금융공사 기획조정실 변호사
2012년 1월	2012년 부동산 시장의 주요 이슈와 중장기 전망	김현아/ 한국건설산업연구원 연구위원
	2011년도 주택금융 및 보증자리론 수요실태	이동환/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 과장
2012년 2월	안정적인 노후생활을 위한 주택연금 활성화 방안	최형석/ 홍익대학교 경영학과 교수
	주택금융시장의 안정적 발전을 위한 유통화자산관리 선진화방안연구	송인화/ 한국주택금융공사 유통화증권부 대리
2012년 3월	국내 주택시장의 바이플레이션 현상과 정책적 과제 : 수도권 가계부채발 복합불황 가능성	김동열/ 현대경제연구원 수석연구위원
2012년 4월	2011년 주택공급 55만 호의 구조적 의미	김덕례/ 주택산업연구원 연구위원
	캐나다 주택금융제도가 한국 주택금융제도 개선방향에 주는 시사점	박연우/ 중앙대학교 경영학부 교수 방두원/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
	한국주택금융공사의 3대 사업부문 성과분석 및 향후 발전전략	성영진/ 한국주택금융공사 영업1본부장
	가계부채 위험 완화를 위한 모기지 유통화 시장 환경 점검	김원중/ 하나금융경영연구소 연구위원
2012년 5월	금융위기 이후 주택 임대차시장의 구조적 변화와 정책적 시사점	함종영/ 한국감정원 부동산연구원 부동산통계센터 연구위원
	진정양도에 관한 법률의견서(True Sale Opinion) 수취에 관한 재조명	윤성훈/ 한국주택금융공사 대리
2012년 6월	2012년 하반기 금리전망 및 채권투자전략	신동준/ 동부증권 리서치센터 투자전략본부장
	공사 적격대출 출시배경과 시장유통화 발전을 위한 제언	조범준/ 한국주택금융공사 시장유통화기획단 대리
2012년 7월	커버드본드의 신용등급에 대한 이해 및 시장전망	서승기/ NICE신용평가 책임연구위원

수록 월	제목	필자
2012년 8월	미국의 주택 압류 위기로 인한 주택시장 여건 변화와 정책 현안	진미윤/ 한국토지주택공사 토지주택연구원 수석연구원
	장기고정금리 주택담보대출 유통화 관련 금리위험 헤지에 관한 소고	박연우/ 중앙대학교 경영학부 교수 방두완/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
2012년 9월	주택저당채권 유통화 관련 리스크관리의 이해	배성환/ 한국주택금융공사 리스크관리부 과장
	2012년도 주택연금 수요실태 조사	김성수/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 차장
2012년 10월	주택시장 변동과 정부의 역할	박상우/ 국토해양부 주택토지실장
	손해배상액의 예정에 관한 소고	정영석/ 한국주택금융공사 주택보증부 대리
2012년 11월	주택시장의 현황과 정책방향	최상목/ 기획재정부 경제정책국장
	전월세가구 자산구조를 고려한 [전세-자기] 전환 가능 잠재수요분석	김덕례/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
	홍공 공적보증 역모기지 제도의 이해	강현구/ 한국주택금융공사 주택연금부 주임
2012년 12월	고령화 시대의 도래와 주택연금의 역할	정은보/ 금융위원회 사무처장
	2013년 금리전망 : 순환(cyclical)기류, 저공비행 일시 이탈	윤여삼/ KDB대우증권 연구위원
	저소득층 주거안정 대안으로서의 공동체토지신탁(OLT) 소개 및 금융 관련 이슈 검토	김동길/ 한국주택금융공사 주택보증부 대리
2013년 1월	민간 주택임대업의 패러다임 변화와 발전 방안	이상영/ 명지대학교 부동산학과 교수
	새 정부의 부동산정책과 향후 시장 전망	김덕례/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
2013년 2월	2012년도 주택금융 및 보증자리론 수요실태	한국주택금융공사 주택금융연구소 금융분석팀
	주거복지 수요의 확대와 정책방향	지규현/ 한양사이버대학교 부동산학과 교수
2013년 3월	가계부채의 미시적 위험 분석 및 스트레스 테스트	변동준/ KCB연구소 책임연구원
	"민법" 주요 개정 내용	정지화/ 기획조정실 변호사
2013년 4월	부동산 PF 참여자의 리스크 분담방안	이국형/ 하나금융투자 전무
	주택금융시장에서 소비자보호 : 잠재적 소비자보호를 중심으로	문영기/ 강원대학교 부동산학과 교수 유승동/ 상명대학교 금융경제학과 조교수
2013년 5월	우리나라 부동산정책 변화에 대한 검토 및 시사점	김대용/ 한국개발연구원(KDI)
	41 부동산대책 이후 주택시장의 동태적 변화	협력사업1팀장(실물자산연구팀 겸임) 김덕례/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
2013년 6월	보증채무에 관한 소고	정영석/ 한국주택금융공사 주택보증부 과장
	신탁부동산의 처분에 따른 부가가치세 납부에 관한 소고	최우영/ 한국주택금융공사 주택보증부 주임
2013년 7월	하반기 이후 수도권 주택시장 전망	김현아/ 한국건설산업연구원 건설경제연구실장
	글로벌 금융의 불확실성 시대	신상기/ 가천대학교 경성대학 국제통상학과 교수
2013년 8월	2013년도 하반기 채권 금리 전망	오현석/ 삼성증권 리서치 센터 FICC 분석팀 팀장
	전세시장 불안 요인 분석과 해소 방안 연구	박원갑/ 국민은행 부동산전문위원
2013년 9월	주택저당채권의 양도에 관한 소고	최승순 · 박영우/ 법무법인(유) 화우 변호사
	미국 공적 보증 역모기지의 리스크관리 기법 및 정책적 시사점	강현구/ 한국주택금융공사 주택연금부 주임
	2013년도 주택연금 수요실태 조사	황재훈/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 팀장
2013년 10월	주택가격과 모기지론 조기상환율에 관한 소고	한영하/ NICE P&I 평가사업본부 본부장
	하우스푸어(House Poor) 분석을 통한 주택시장 안정화방향 모색	윤성훈/ 한국주택금융공사 서울북부지사 대리
2013년 11월	조기상환율 요인분해 및 PSK(Prepayment Standard Korea)	김계홍/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
	한국CDS(Credit Default Swap) 프리미엄 결정요인에 관한 소고	이조은/ 한국주택금융공사 유통화자산부 과장
2013년 12월	2014년 금리전망 : 회복의 갈림길, 과속금지	윤여삼/ KDB대우증권 투자분석부 채권팀장
	주택구입기회지수(Korea Housing Opportunity Index)의 소개	황재훈/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 금융분석팀 팀장 남현석/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 금융분석팀 차장
2014년 1월	주택 미분양에 대한 해석과 대책	권주안/ 주택산업연구원 금융경제연구실장
	2013년도 주택금융 및 보증자리론 수요실태	황재훈/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 금융분석팀 팀장 남현석/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 금융분석팀 차장
2014년 2월	한국 채권 발행시장의 특징과 전망	염상훈/ SK증권 애널리스트
	캐나다 주택담보대출채권 유통화제도의 이해	서민철/ 한국주택금융공사 유통화증권부 주임
2014년 3월	비소구 주택담보대출에 대한 사례연구	이철우/ 한국주택금융공사 신탁자산부 팀장
	정비사업의 현황과 보증상품 도입방안	정영석/ 한국주택금융공사 부산지사
2014년 4월	싱가포르 주택정책의 전개와 중앙연금기금의 역할	박미선/ 국토연구원 책임연구원
	최근 정부정책 변화와 주택경기 순환변동	김덕례/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원

수록 월	제목	필자
2014년 5월	비전통적 통화정책에 대한 고찰	박성욱, 박종상 / 금융연구원 거시·국제금융연구실 연구위원
	덴마크 커버드본드 시장 및 특징	김봉민/ NICE신용평가 SF1그룹 선임연구원
2014년 6월	2014년 하반기 금리전망 및 채권투자전략	신동준/ 하나대투증권 리서치센터 자산분석 실장
	금융위기 이후 GSE 개혁방안과 시사점	황재훈/ 한국주택금융공사 채권관리센터 팀장
2014년 7월	2014년 하반기 주택·부동산 경기 전망	허윤경/ 한국건설산업연구원 연구위원
	국내 고정금리 주택담보대출 확대를 위한 정책적 제언	김종민/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 조사연구팀 차장
2014년 8월	주택담보인정비율(LTV) 규제가 거시경제에 미치는 영향	송인호/ 한국개발연구원(KDI) 거시경제연구부 연구위원
	금리기간구조와 거시경제변수 간 상관관계 분석	김계홍/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
2014년 9월	주택 임대차시장의 현황과 변화 가능성 전망	심종원/ 한국감정원 부연구위원
	2014년도 주택연금 수요실태조사	한국주택금융공사 주택금융연구소 금융분석팀
2014년 10월	미국 SFR채권의 발행현황 및 시사점	이휘정/ 하나금융경영연구소 수석연구원
	주택담보대출 표준부도모형 실증연구	방두원/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
2014년 11월	주택시장관련 지수의 현황 및 활용방안	남영우/ 나사렛대학교 부동산학과 교수
	해외 역모기지 현황과 제도 개선에 대한 비교	류수정/ 한국주택금융공사 리스크관리부 대리
2014년 12월	주요 유럽 국가들의 실질주택가격지수의 최근 추이와 시사점	빈재익/ 한국건설산업연구원 연구위원
	2014년 주택시장 결산과 전망	방송희/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
2015년 1월	해외 제로에너지주택 사업모형의 검토와 시사점	이상영/ 명지대학교 부동산학과 교수
	2014년도 주택금융 및 보증지리론 수요실태	한국주택금융공사 주택금융연구소 통계분석팀
2015년 2월	에너지효율주택의 비용과 편익, 그리고 수요	김준형/ 명지대학교 부동산학과 교수
	표준지공시지가의 과세평가 균일성에 관한 연구	유선중/ 건국대학교 부동산학과 교수 양지원/ 대화감정평가법인 감정평가사
2015년 3월	북한 금융의 현황과 주택금융의 과제	송현욱/ 연세대학교 법학연구원 연구위원
	주택연금 사전가입자 특성 분석	홍성현/ 한국주택금융공사 부산지사 과장
2015년 4월	안심전환대출의 경제학	박연우/ 중앙대학교 경영경제대학 교수
	우리는 왜 독일 주택금융시장에 주목하는가?	고재현/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
2015년 5월	고령자의 전문후견인 이용 활성화를 위한 주택금융공사의 역할	노영임/ 한국주택금융공사 주택연금부 과장
	역위기사황분석을 통한 사전적 위대응체계 수립방안에 대한 소고	김정기/ 한국리스크관리 전문·한양대학교 경영대학 겸임교수
2015년 6월	2014년 개정 '부동산 3법에 대한 검토'	윤진성/ 한국주택금융공사 기획조정실 변호사
	2015년 하반기 금리전망과 채권투자전략	신동준/ 하나대투증권 리서치센터 자산분석실장
2015년 7월	우리나라 가계부채의 현황과 안심전환대출의 역할	한재원/ 한국주택금융공사 정책모기지부 주임
	거시경제 변화와 차주 특성을 분리한 주택담보대출 스트레스테스트	최성호, 임상빈/ KCB연구소 연구원
2015년 8월	역모기지의 장수리스크 발생요인 분석과 관리 방안	강현구/ 한국주택금융공사 주택연금부 주임
	2015년 상반기 크레딧 시장 동향과 하반기 전망	최종원/ 삼성증권 애널리스트
2015년 9월	전세자금보증 공금과 주택 전세가격 간의 관계 분석	방송희/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
	한국 주택금융시장의 고유한 지표들	고재현, 방송희/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
2015년 10월	주택협동조합 성장과 주택금융신용보증기금의 역할에 관한 소고	김형주/ 한국주택금융공사 주택보증부 대리
	중국의 과제 : 경제 불균형 해소와 신 성장동력 확보	한정숙/ 현대증권 리서치센터 선임연구원
2015년 11월	고령자 보유 주택의 가격 형성 요인 및 변화에 대한 미시적 연구	김동후/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 대리
	2016년 채권시장 전망 및 주요 이슈 분석	신 일/ 현대증권 리서치센터 채권전략 애널리스트
2015년 12월	인터넷 검색과 주택금융시장 및 부동산시장	안세룡/ 한국주택금융공사 주택금융연구소 연구위원
	주택임대차시장 구조변화에 따른 임대차법제의 개정방향에 관한 소고	오연수/ 한국주택금융공사 주택보증부 대리
2016년 1월	2015년도 주택연금 수요실태조사	한국주택금융공사 주택금융연구소 통계분석팀
	금융시장의 발전사와 주택금융시장의 형성	정재용/ 아주대학교 금융공학과 박사수료
2016년 2월	주택연금 가입자 증가 요인 분석 -부산지역을 중심으로-	변준석/ 한국주택금융공사 주택금융연구원 연구위원
	2015년 주택시장의 특징과 2016년 주택시장 전망	방송희/ 한국주택금융공사 주택금융연구원 연구위원
2016년 3월	지방 주택시장 현황 진단	김성진/ 우리은행 부동산금융사업본부 부동산연구실 차장 윤수민/ 우리은행 부동산금융사업본부 부동산연구실 대리
	2015년도 주택금융 및 보증지리론 수요실태	한국주택금융공사 주택금융연구원 통계분석팀

수록 월	제목	필자
2016년 3월	해외 발행구조 분석을 통한 커버드본드 활성화 방안 고찰	정하원/ 한국주택금융공사 정책모기지부 부장
	미국 임대주택유동화증권 사례의 국내 시사점	김형준/ 한국주택금융공사 주택금융연구원 연구위원

## 〈본사〉

구분	우편번호	주소	전화번호	관할구역
본사	(48400)	부산광역시 남구 문현금융로 40 (문현동 1229-1) 부산국제금융센터	1688-8114	-

## 〈영업점 및 센터〉

구분	우편번호	주소	전화번호	관할구역
수도권본부	서울중부지사	(04512) 서울시 중구 세종대로 17(남대문로5가) 3층	1688-8114	서울시 서대문구, 종로구, 은평구, 중구, 마포구, 용산구, 경기도 고양시, 파주시
	서울남부지사	(06142) 서울시 강남구 테헤란로 223 (역삼동) 큰길타워빌딩 18층	02) 3290-6500	서울시 서초구, 강남구, 송파구, 관악구, 경기도 하남시, 성남시, 광주시, 이천시, 여주군
	서울북부지사	(01762) 서울시 노원구 노해로 464 (노원구 상계동 731) 한화생명빌딩 1, 2층	02) 3499-3300	서울시 도봉구, 노원구, 강북구, 성북구, 경기도 의정부시, 동두천시, 양주시, 연천군, 포천시
	서울서부지사	(08209) 서울시 구로구 경인로 662 (신도림동, 디큐브시티) 18층	02) 2638-1900	서울시 양천구, 구로구, 영등포구, 금천구, 동작구, 강서구, 경기도 부천시, 김포시
	서울동부지사	(04992) 서울시 광진구 천호대로 670(구의동, 썬-타워빌딩) 2층	02) 2049-1300	서울시 동대문구, 강동구, 성동구, 광진구, 중랑구, 경기도 구리시, 남양주시, 가평군, 양평군
	인천지사	(21390) 인천시 부평구 부평대로 60 현대해상부평사옥 9층	032) 420-2155	인천시 전 지역
	경기남부지사	(16571) 경기도 수원시 권선구 권광로 141(권선동) 서울보증보험빌딩 9층	031) 8014-1100	경기도 수원시, 용인시, 평택시, 안성시, 오산시, 화성시
	경기중부지사	(14066) 경기도 안양시 동안구 시민대로 278 (관양동) 신한은행 평촌역금융센터 16층	031) 478-7000	경기도 광명시, 시흥시, 안양시, 과천시, 안산시, 군포시, 의왕시
	강원지사	(11149) 강원도 춘천시 중앙로 45 (중앙로1가) 스탠다드차타드은행 춘천지점 2층	033) 259-3600	강원도 전 지역
	서울채권 관리센터	(06142) 서울시 강남구 테헤란로 223 (역삼동) 큰길타워빌딩 18층	02) 3290-6600	서울시, 인천시, 경기도, 학자금 미수채권(전국)