# 문홍철의 Concise

채권/FX

26. 04. 06

## 공급발 고유가 대응의 과거 교훈(1990,2008)

- 미국의 현재와 가장 유사한 과거 사례는 1990년
- 역사가 반복되지 않을 수도 있어, 이야기의 끝은 희망적
- 실수는 반복되지만 마찬가지로 회복도 반복된다

*"역사가 되풀이되는 이유는 인간이 역사로부터 배우지 못하기 때문이다."*

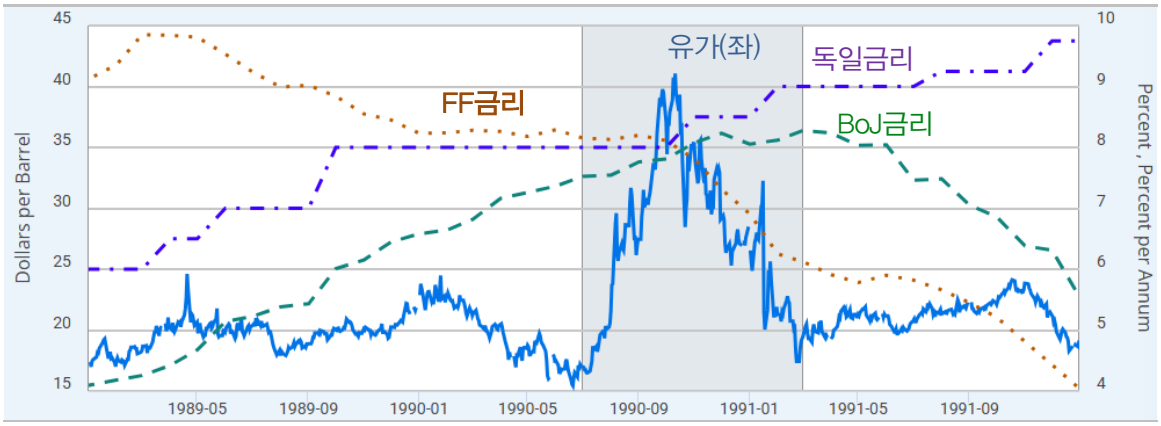
– 조지 버나드 쇼

**미국의 현재와 가장 유사한 과거 사례는 1990년:** 사모신용을 비롯한 누적된 부실 대출의 증가, 전쟁으로 인한 외생 충격이 만드는 고유가, 그리고 경기 둔화 흐름 등, 현재의 국제 상황과 가장 유사한 사례는 1990~1991년이다. 당시에는 저축대부조합(S&L) 부실 증대, 이라크의 쿠웨이트 침공(1990년 8월), 미국의 경기 둔화 등이 있었다. 2007~2008년도 유사성을 공유한다. 서브프라임 모기지 부실과 그에 따른 펀드환매중단, 중국 고정자산 투자 폭증으로 150달러에 육박했던 고유가, 미국 경기 둔화 등이다. 특히 국가간 통화정책이 괴리되면 긴장할 필요가 있다. 즉, 미국이 상대적으로 완화적인 반면, 유럽, 일본이 긴축적인 경우다. 1990년과 2008년 모두 미국과 미국외 지역간 통화정책은 차별화되었다[도표1,2]. 미국은 90년대 초 침체된 경제를 살리기 위해 기존 8%이상의 기준금리를 3%까지 낮췄다. 금융위기 때도 역사는 반복되었다. 우리는 지금, 동일한 기시감을 가진다. 바로 지금, 유럽과 일본은 '과거 사례와 마찬가지로' 고유가 대응의 통화긴축 기조를 가져가려 하고 있으며 미국은 그나마 상대적으로 덜 긴축적이다. 수요 확대가 아닌 공급충격으로 인한 유가급등은 경제에 긴축 압력을 가하는데 엎친데 덮친 격으로 중앙은행이 통화긴축으로 대응하기 때문에 이중 긴축이 달성되어 금융안정이 훼손된다[도표3]. 한국은 여기에 환율이 가세하여 내수 위축에 확인사살을 가한다. 고환율에 통화긴축으로 대응해야 한다는 고정관점+내수위축이 동시에 발생하기 때문이다. 고환율은 경제 자원배분을 내수에서 수출기업으로 전환시킨다. 이 경우 경제는 1) 수출기업이 얻어낸 파이를 국내에 재투자할지 여부, 2) 수혜를 입은 수출기업의 낙수효과가 내수에 미치는 정도에 따라 달라진다. 산업경쟁력을 볼 때, 고환율은 과거와 달리 고른 성장보다는 분배악화로 귀결되어 내수부진을 심화시킬 우려가 있다.

**역사가 반복되지 않을 수도 있어, 이야기의 끝은 희망적:** 무서운 이야기의 반대로 희망도 있다. 1990년, 2008년과 다른 점은 이렇다[도표4]. 1) 1990년 당시 S&L 대출은 GDP의 20%이상이었지만 현재의 사모신용은 6~7%, 레버리지드론을 합치더라도 13~14%다. 2) 서브프라임 모기지의 총 규모는 당시 GDP의 10%로 현재와 비슷하지만 당시 위기의 핵심인 파생금융상품과 엮인 2차 파급우려는 적은 것으로 보인다. 무엇보다 과거의 모든 어려움에도 불구하고 중앙은행의 강력한 완화와 정부의 정책으로 금융시장은 결국 회복했다는 점이다. 이번에도 실수를 반복한다고 하더라도 동시에 어려움을 극복해 나갈 것이다.

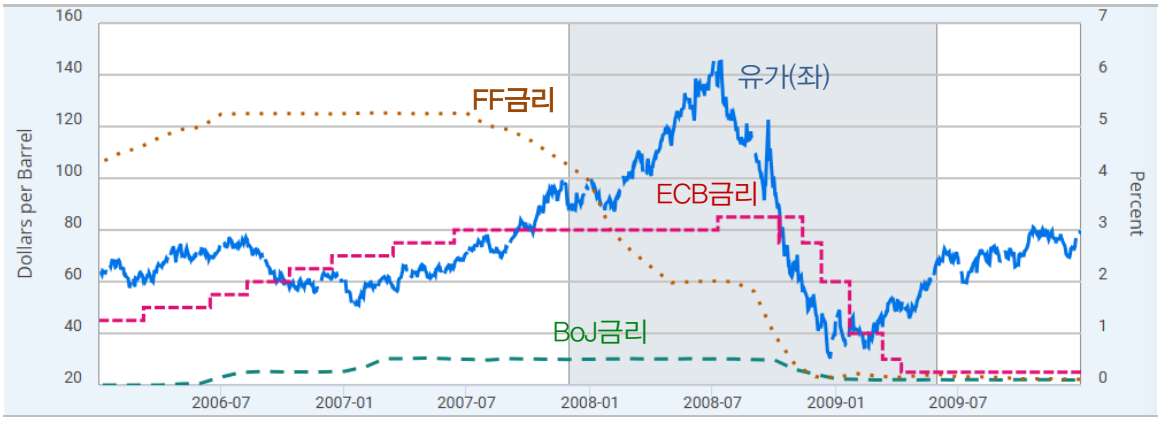
Analyst 문홍철 02 369 3436 m304050@dbsec.co.kr

도표 1. 과거 1990년~1991년 걸프전, 미국 저축대부조합 위기 당시의 고유가와 각국 통화정책, 독일과 일본은 강력한 긴축 정책을 견지했다. 미국조차도 유가가 고점을 친 이후에야 대폭적인 금리 인하를 시작. 일본은 긴축을 이어간 이후 뒤늦게 대폭 금리인하에 동참, 독일은 예외적으로 통일 비용문제, 분데스 방크의 과도한 물가안정 집착 전통이 맞물려 금리인상을 지속



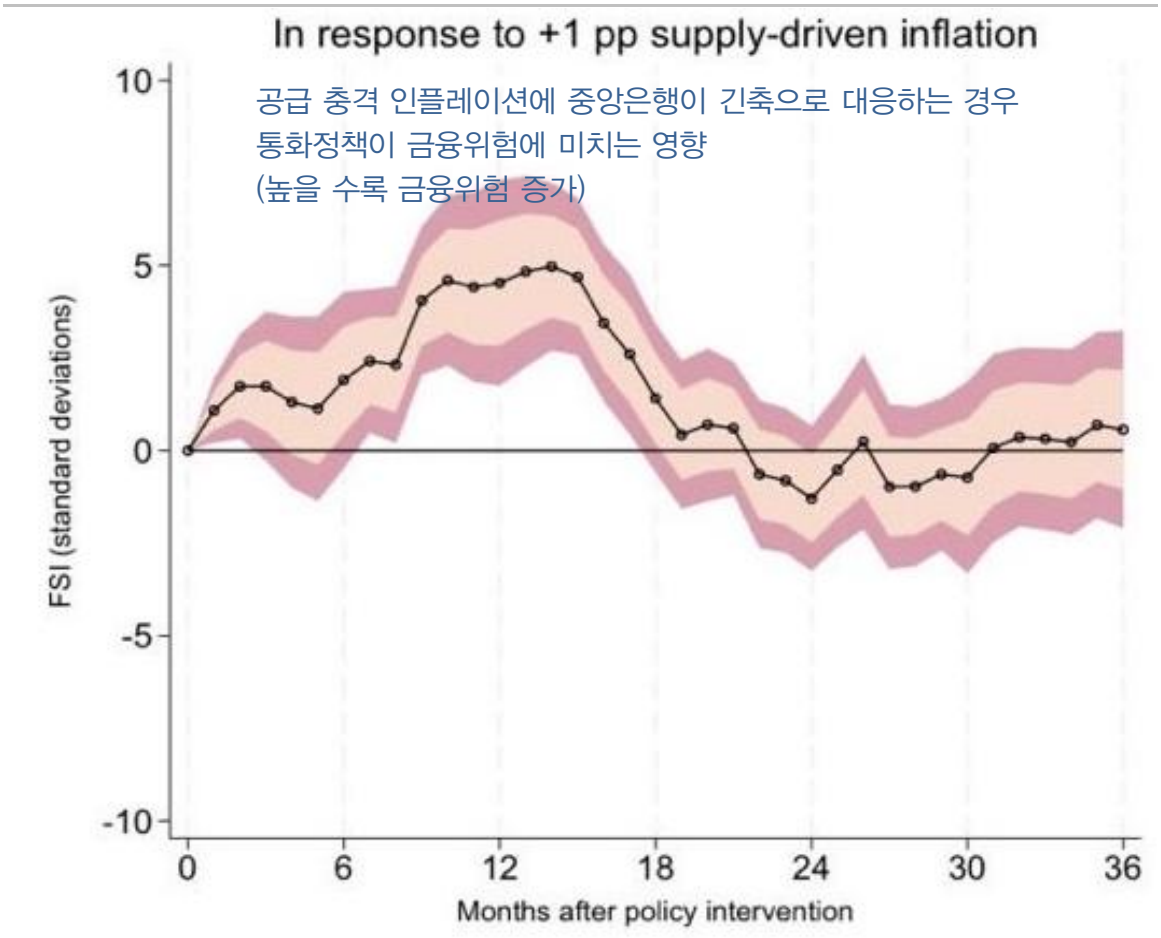

자료: FRED, DB증권
주: 독일은 당시 통일 이후 대규모 재정지출이 겹치면서 분데스 방크는 초월적인 긴축 정책을 이어나감. 이는 90년대 내내 유럽의 병자로서 독일 경제에 심각한 위기를 발생시킴. 러한 장기 침체 상황은 2000년 전후 유로화를 도입하면서 마르크화가 평가절하되는 효과가 나타날 때까지 지속, 분데스 방크는 1차 대전 후 벌어진 초인플레를 경험한 이후 물가에 과하게 집착하는 전통적 정책을 견지

도표 2. 금융위기 당시에도 고유가가 지속되면서 경기 부진에도 불구하고 유럽과 일본은 초반에 긴축적 정책을 유지. 특히 당시 유럽은 금융위기를 2달 앞둔 상황에서도 물가우려를 앞세우며 금리를 연속 인상하겠다는 의견을 천명하다가 이후 태도를 180도 전환. 미국은 이미 2007년부터 경기 둔화로 금리인하를 이어나가는 중이었으나 경기 부진과 서브프라임 위험 증가에도 불구하고 오히려 리먼 파산 이전까지 금리를 한동안 동결. 당시 고유가는 중앙은행 정책 실패의 트리거로 작용




자료: DB증권

**도표 3. 공급 충격 인플레 우려에 역사적으로 중앙은행은 통화를 긴축하며 대응한다. 이러한 긴축은 아래 그림처럼 금융위험 가능성을 높여왔다. 현재도 과거의 흐름이 유사하게 진행되고 있다.**




자료: 샌프란시스코 연준

**도표 4. 저축대부조합 사태(1990년 전후)와 금융위기, 그리고 현재의 비교. GDP 대비 부실 자산 규모의 차이와 주요 시사점에 주목. 사모 자산의 GDP대비 규모는 서브프라임 모기지와 비슷하고 거시경제영향의 양상은 저축대부조합 당시와 유사하다. 다만 부실 비율은 S&L보다 사모 대출이 더 높을 것으로 추정되므로 GDP대비 부실자산의 비율은 당시와 유사할 수도 있다.**

| 항목 | 저축대부조합(S&L) 위기 (1986~1995) | 서브프라임·글로벌 금융위기 (2007~2010) | 사모신용 위기 (2022~현재, 진행 중) |
|---|---|---|---|
| 해당 대출 규모 | 약 $1.0~1.1조 (전체 S&L 산업 자산) | 전체 모기지 시장 $10.5조 (서브프라임·Alt-A만 약 $1.3~1.5조) | 미국 private credit AUM 약 $1.7조 |
| GDP 대비 비중(%) | S&L 전체 자산 기준 약 20% | 서브프라임만 약 9~10% | $1.7조 기준 GDP의 약 6~7% |
| 부실 비율(%) | NPL 비율 4.1%, FDIC 데이터 기준 2.5% | 2009년 9월 기준 전체 모기지 연체·압류율 14.4% / 서브프라임 ARM 기준 약 25% | Fitch 추정 9.2% (2024년 8.1%에서 상승) |
| 부실 절대액의 GDP 대비(%) | GDP 대비 약 2.6~3% | 약 9.5% / 일부 추산 "GDP의 최소 40%"에 달하는 기회비용 손실 추정 | $1.7조 × Fitch 기준 9.2% = 약 $1,560억 / GDP 대비 약 0.5% |
| 기준금리 변화 | FF금리 9.75%(1989년 초) → 3%(1992년 말) | 위기 대응: 4.5%(2007년 말) → 0~0.25%(2008년 말), QE시행 | 5.25~5.5%(2023년 7월), 현재 3.5%, 진행중 |
| 성장률 충격 | 1990년 7월~1991년 3월 경기침체 / GDP 최대 수축 약 -1.3% / S&L 위기가 신용 공급 축소로 경기침체 가속화 | 2007년 12월~2009년 6월 / GDP 저점 대비 -4.3% | 현재까지 직접적 실물 충격 제한적 |
| 물가 충격 | 1990년 CPI +6.0% (유가급등) / 1991년 이후 +3% 이하로 급속 안정 | 2008년 상반기 CPI 급등(7월 +5.6%), 유가 $147/배럴 동반 / 2008년 말~2009년 디플레이션 압력 전환 (-0.4%, 2008년 12월) | 2024~2026년 CPI +2.5~3.5% 수준 지속 |
| 고유가 여부 | 이라크의 쿠웨이트 침공(1990년 8월)으로 WTI $16 → $36 | 2007~2008년 수요 급증, WTI 사상 최고 $147 (2008년 7월) / 금융위기이후 $30대 | WTI기준 90~130$ |
| 고유가의 영향 | 이미 취약했던 경기를 침체로 전환시킨 결정적 외부 충격 | 2008년 상반기 유가급등이 Fed의 금리인하 지연을 초래 (인플레 우려) / 이후 디플레 압력 심화 | N/A |
| 주요 시사점 | ① 금리·만기 미스매치(고정금리 장기대출 vs. 변동금리 단기예금) ② 규제 완화(Garn-St. Germain 1982) + 감독 실패 | ① 파생증권화로 급격한 위험 전이 ② 대규모 공적 구제(TARP) ③ 은행 규제 대폭 강화로 귀결 | ① 비은행 그림자금융 ② 변동금리 구조로 고금리에 취약 ③ 부실 잠복 ④ 부채 규모 증가로 이자 부담 가중 |

자료: DB증권, wikipedia, LinkedIn, Laeven & Valencia, Fitch, UBS, JPM


## Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.