

영국, 2010년 금융태풍의 새로운 핵?

Sovereign Risk 부상: 연쇄적인 금융불안의 핵심고리로서 영국의 향방에 주목

- 두바이 쇼크와 그리스의 신용등급 강등을 계기로 유럽 등 고부채 국가들을 중심으로 이른바 Sovereign Risk(국가신인도 위험)가 부상하면서 새로운 형태로 금융불안의 재현 가능성 부각
- 새로운 연쇄적 금융위기의 핵심고리는 각종 구제금융 및 유동성 지원을 선도해 온 글로벌 금융의 중심지 미국과 영국이나, 특히 대외 노출에 대한 의존성이 큰 영국이 가장 취약한 것으로 평가

영국 경제 현황: 회복 모멘텀은 아직 유약하며, 경제 불균형 등 구조적 취약성 상존

- 금융패닉의 진정과 더불어 영국에서도 최근 회복세가 가시화 되고 있으나, 아직은 회복 모멘텀이 유약한 데다 초기 국면에 불과한 상황에서 경기 회복세의 지속력이나 강도에 대해 의구심 상존
- 게다가 이번 위기의 배경이라고 할 수 있는 영국 경제의 각종 불균형, 특히 공공과 민간, 그리고 가계와 기업 간의 수지 불균형 문제는 오히려 위기를 거치면서 더욱 심화되고 있는 상황

영국 경제의 취약고리: 은행부실 심화 가능성, 공공 재정 악화, 파운드화의 취약성 등

- 정부 지원 및 금융시장 회복에 힘입어 은행권의 재무 건전성이 점차 개선되어 왔으나, 채권행사 유예, 정부 지원 축소, 해외 손실 확대 소지 등에 따라 자금조달 여건의 재악화와 손실 확대 가능
- 그동안 민간부문의 리스크를 정부가 떠안는 방식으로 위기에 대응해 온 결과 정부 재정이 급속히 악화되고 있고, 향후에도 은행 부실이 늘고 경기회복이 부진할 경우 추가적인 재정 악화 가능
- 2007년 말~2009년 초 급락했던 파운드화가 최근 회복세를 보이고 있으나, 높은 대외 노출이나 공공채무 급증 등 영국 내 전반적인 대차대조표 상의 취약성 탓에 추가 하락 위험 상존

영국 금융위기의 전염경로: 높은 대외 노출로 인해 영국을 매개로 한 전염효과 강력

- 영국은 글로벌 자금흐름의 중개지로서 국제 은행간 대출의 18%, 외환거래의 35%, 장외파생상품 거래의 43%를 담당하고 있고, 금융권의 대외 자산과 부채는 모두 GDP의 500%에 육박
- 해외 시장 불안시 대외자산 손실과 대외부채의 상환 압력으로 인해 영국도 큰 충격이 불가피하며, 역으로 영국 금융불안도 대외자산 처분 및 회수, 외국 투자자의 손실로 인해 대외로 신속히 전염

2010년 글로벌 금융태풍의 잠재적인 핵으로 떠오르고 있는 영국의 Sovereign Risk

- 위기 이후 회복조짐에도 불구하고 대내 불균형과 대외 불안이 상호 작용하면서 영국의 취약성이 재부각되는 가운데, Sovereign 리스크를 핵심 경로로 삼은 새로운 금융위기 가능성 부상
- 단, Sovereign Risk의 속성상 각종 불균형 정도나 대외 여건에 대한 취약성, 나아가 글로벌 시스템 안정을 위한 정책공조 등에 따라 일부 취약국 위주의 선별적 충격에 그칠 가능성도 상존
- 한국의 경우 대외부채 및 단기외채 축소와 펀더멘털 회복, 투자자인식 개선 등에 힘입어 Sovereign Risk에 광범위하게 노출될 가능성은 미미하나(CDS 프리미엄 안정), 위험관리 차원의 일시조정 가능

I. 문제제기

두바이 쇼크에 이어 그리스 위기가 고조되면서 글로벌 금융불안 재현 우려 확산

- 지난 11월 말 두바이의 대형 국영기업인 두바이 월드가 사실상 모라토리엄을 선언하면서, 가뜰이나 조정 심리가 부각되던 국제 금융시장에 부담 가중
- 다행히 UAE 정부와 채권단의 지원 가능성이 부각되면서 두바이 쇼크의 직접적 파장은 다소 진정되고 있지만, 여전히 협상 향방을 두고 불확실성이 큰 실정
- 이런 가운데 재정적자 확대 및 경제상황 불안은 이유로 피치와 S&P가 그리스의 신용등급을 연달아 10년 만에 B 등급대로 하향조정하면서 불안감 증폭
- 특히 스페인의 신용전망도 하향조정되는 등 아일랜드, 아이슬란드, 포르투갈, 이탈리아와 같은 유럽 고부채 국가들의 디폴트 가능성에 대해 우려 고조
- 이에 따라 지난 3월 신흥시장 위기와 미국의 상업은행 위기 이후 안도렐리를 구가하던 국제금융시장에 적신호가 켜지면서 새로운 금융불안이 재현될 가능성이 대두

이제는 공공 부문의 적극적인 리스크 수용에 따른 Sovereign Risk가 쟁점으로 부각

- 초대형 금융위기에 직면해 그동안 세계 각국 정부가 대규모 유동성 공급(“최종 대부자”)은 물론 구제금융 지원이나 신용 보증 등 다각적인 대응에 나섬
- 글로벌 차원에서 금융 부문의 자율적인 중개 기능이 붕괴된 상황에서 이처럼 정부가 일종의 “최종 시장조성자” 혹은 “최종 리스크관리자”로서 직접 카운트파트 역할을 맡으면서 금융 중개기능이 부분적으로나마 복원되고 유동성 패닉도 해소된 게 사실
- 하지만 이 과정에서 각국 중앙은행의 대차대조표 확대 및 정부 재정적자 확대 등을 통해 민간부문의 리스크가 상당 부분 공공부문으로 이전됨에 따라, 이른바 ‘Sovereign Risk(국가신인도 위험)’가 전면화 되면서 새로운 불안요소로 부상

그림1 | CDR Counterparty 리스크 지수



자료 : Credit derivatives Research(14개 대형 달러 기준)

그림2 | CDR 정부 리스크 지수



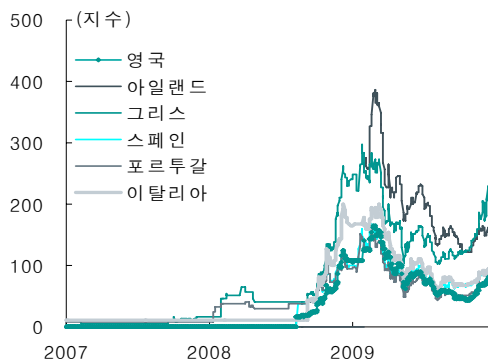
자료 : Credit derivatives Research(7개국 기준)

-실제로 그리스 등 유럽 디폴트 위기는 물론 두바이 사태 역시 정부의 암묵적인 보증에 의존한 대형 국영기업의 파산이라는 점에서 이러한 Sovereign Risk가 쟁점화

새로운 금융태풍의 잠재적인 핵(核)으로서 영국발 금융불안 향배에 관심

- 월스트리트 저널은 최근 “두바이에서 시작된 위기가 그리스를 거쳐 부채비율이 높은 다른 나라로 번져 나갈 수 있다는 우려가 커지고 있다”며 금융불안의 재현을 경계
 - 이러한 새로운 연쇄적 금융위기의 ‘결정적인 고리’는 무엇보다 미국이나 영국과 같은 글로벌 금융의 중심지라고 할 수 있는데, 특히 최근 무디스는 공공재정 악화를 이유로 미국과 영국마저 최우량 신용등급(AAA)을 잃을 수 있다고 경고
 - 최근 달러 위기설과 맞물려 미국의 취약성이 주목을 끌고 있지만 글로벌 차원의 막중한 위상을 감안할 때 미국 위기가 당장에 표면화 될 가능성은 제한적인 반면, 미국과 유사한 취약성을 안고 있는 영국이 대리 표적으로 부각될 가능성 존재
 - 영국은 미국 이상으로 금융산업에 대한 의존도가 큰 데다 가계 부채비중이 높고, 금융허브로서 높은 수준의 대외 연계성을 지니고 있어 위기에 더욱 취약한 것으로 평가
- 실제로 미국에서 금융 및 관련 산업이 GDP에서 차지하는 비중이 8%인 반면 영국은 15%에 이르며, 가처분 소득 대비 가계부채 비율도 영국 170%로 미국 130%를 크게 상회

그림3 | 위기국의 CDS 프리미엄 추이



자료 : Bloomberg

그림4 | 위기국의 신용등급 추이

발행자	Moody's		S&P		Fitch	
	등급	전망	등급	전망	등급	전망
그리스	A1	stable	BBB+	Stable	BBB+	Negative
스페인	Aaa	stable	AA+	stable	AAA	Stable
아이슬란드	Baa3	stable	AA	stable	BBB-	Negative
아일랜드	Aa1	Negative	AA	Negative	AA-	Stable
영국	Aaa	stable	AAA	Negative	AAA	Stable
이탈리아	Aa2	stable	A+	stable	AA-	Stable
포르투갈	Aa2	Negative	A+	Negative	AA	Negative

자료 : 국제금융센터

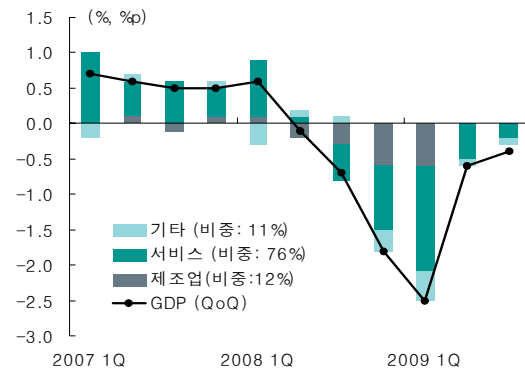
II. 영국 경제의 구조적 취약성

1. 위기 이후 회복 조짐 가시화

2008~2009년 중 서브프라임 금융위기의 충격으로 영국도 심각한 침체에 직면

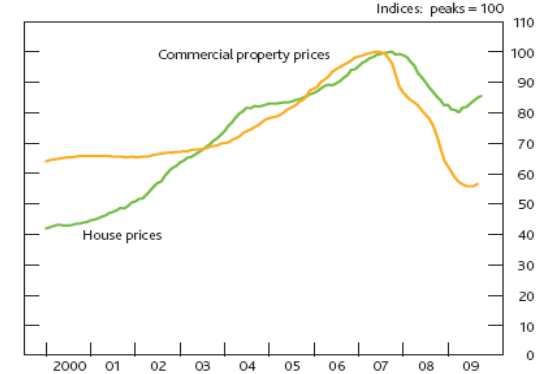
- 영국 경제는 금융서비스 산업의 급속한 성장과 주택경기 호황을 배경으로 지난 1993~2007년 중 연평균 3%의 성장률을 기록하며 장기 호황을 구가
- 하지만 미국발 서브프라임 금융위기가 확산되면서 영국 경제도 2007년 4/4분기 이후 경기둔화에 빠졌고, 2008년 3/4분기부터는 급격한 경기침체를 시현(전기비 기준)
- 이후 5분기 연속 마이너스 성장률을 기록하는 가운데, 2008년 중 0.8% 성장에 그친 영국 경제가 2009년에는 -4.4%로 전후 최악의 경기침체를 나타낼 것으로 전망
- 특히 영국은 부동산 버블의 붕괴로 인한 국내 부실자산의 증가와 미국 서브프라임 모기지 관련 자산의 부실에 따른 해외 투자 손실로 인한 '이중고(二重苦)'에 직면

그림5 | 영국의 경제성장률 및 부분별 성장기여도



자료 : Bank of England

그림6 | 주택 버블의 붕괴 이후



자료 : Bank of England

금융패닉 진정 및 정부의 능동적인 정책 대응에 힘입어 경기회복 조짐 가시화

- 2009년 1/4분기 중 전기비 -2.5%의 급락세를 보였던 영국 경제는 2/4분기 이후 성장 감소폭이 대폭 둔화되면서(2Q -0.6%, 3Q -0.4%), 점진적인 회복 조짐 시현
- 특히 이번 위기의 진원지라고 할 수 있는 부동산 시장의 경우 부동산 가격은 지난 2007년 10월 고점 이후 2009년 4월까지 20% 떨어진 이후 소폭이나마 회복 반전
- 이러한 경기회복 조짐은 무엇보다 리만 사태 이후의 글로벌 금융패닉이 수습 국면에 접어들면서 세계 경제가 회복세를 보이고 전반적인 심리가 개선되고 있는 데 따른 것
- 또 영국 정부가 대규모 경기부양책을 시행한 것은 물론 영란은행 주도로 적극적인 유동성 공급에 나서고 각종 구제금융을 통해 금융시스템 안정에 주력한 점도 일조

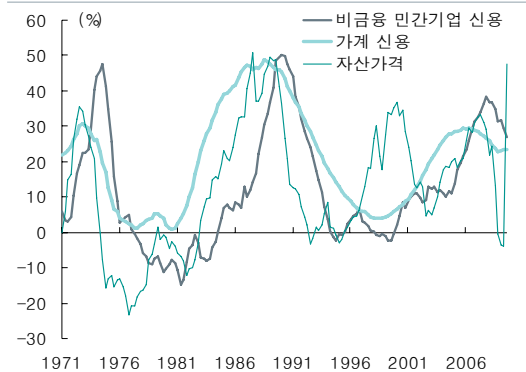
금융시스템 안정에 따른 신용공급 재개와 파운드화 반등에 힘입은 통화위기 진정

- 지난 3월 이후 각국 정부의 능동적인 대응에 따른 글로벌 자금시장 안정과 영란은행의 양적완화 시행에 힘입어 유동성 패닉이 진정됨에 따라 신용공급도 재개 조짐
- 물론 아직도 금융 부문이나 가계의 디레버리징이 한창인 가운데 광범위한 신용 회복

을 기대하기는 힘들지만, 지난 3월 -6.1%(YoY)까지 하락했던 은행의 對가계 대출이 8월에는 5.4%로 회복되는 등 전통적인 금융중개기능이 일부 복원되는 모습

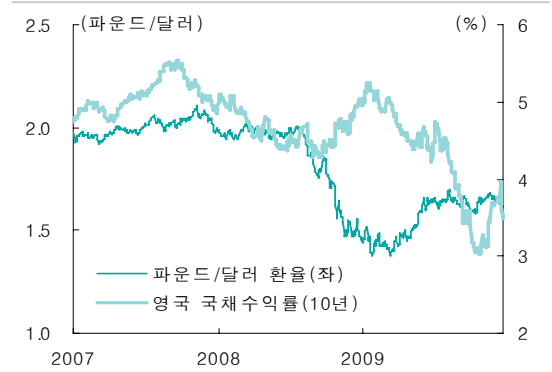
- 한편 위기 중 대규모 외자 이탈 압력에서 촉발된 파운드화 약세가 영란은행의 공세적인 대응(금리인하+양적완화)에 따른 부담 및 정부의 대규모 구제금융 및 재정지출에 따른 재정 악화 우려와 맞물리면서 올해 초 파운드화 위기 가능성 부각
- 하지만 3월 이후 안도심리 확산에 힘입어 달러화가 약세를 보이고 위기 중 대폭 축소된 글로벌 자산 포트폴리오 재조정 움직임이 확산되면서 파운드화 반등

그림7 | 민간 신용공급 추이



주 : GDP 대비 비중(10년 이동평균 대비) 기준
자산가격은 실질주가, 실질상업용부동산가격, 실질주택가격 가중평균
자료 : Bank of England

그림8 | 파운드/달러 환율과 영국 국채 수익률



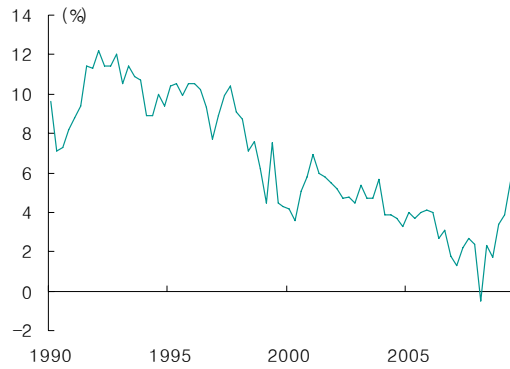
자료 : Datastream

2. 패닉 해소 불구 취약성 잔존

영국 경제의 회복 모멘텀은 아직 유약하고 초기 국면에 불과

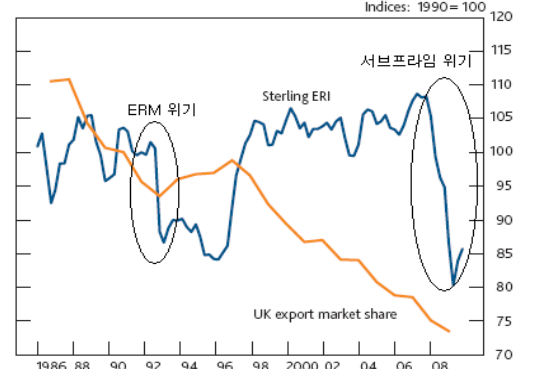
- 2009년 4/4분기 이후 영국 경제가 플러스 성장을 회복할 것으로 기대되지만, 향후 회복 강도나 지속력을 두고 여전히 신중론이 우세(2010년에도 1% 내외 성장 기대)
- 무엇보다 그동안 영국의 경제성장을 견인해 온 금융산업이나 건설업 등이 당분간 위축될 가능성이 큰 데다 가계 채무 과잉에 따른 디레버리징 압력도 크고 고용 회복도 여의치 못할 것으로 전망되는 등 구조적으로 소비여력 상의 상당한 제약 불가피
- 최근 들어 파운드화 약세와 세계 수요 회복 등에 힘입어 수출이나 제조업 등이 회복세를 보이고 있으나, 영국의 수출시장 점유율의 하락 추세와 제조업 비중의 격감(70년대 GDP 대비 32%→2008년 12%)을 감안할 때 경기 회복을 견인하기는 힘들
- 이런 가운데 향후 양적완화정책 축소, 종료, 기준금리 인상, 재정긴축 전환 등 출구전략이 가시화 되면서 2010년 중 영국 경제의 회복세가 다시 꺾일 가능성도 상존

그림9 | 영국의 가계저축률



자료 : Bank of England

그림10 | 영국 실질실효환율과 수출시장 점유율



자료 : Bank of England

특히 영국 경제의 구조적 취약성은 아직 제대로 해결되지 못한 실정

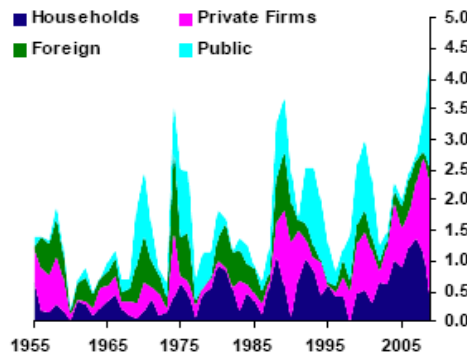
- 영국 경제는 이미 위기 이전부터 심각한 경제적 불균형을 보여 왔는데, 미국발 서브프라임 위기에 영국 경제가 심각한 충격을 받은 것도 이러한 자체 불균형 때문
- 우선, 대외 불균형의 경우 미국과 마찬가지로 자체 저축이 부족한 가운데 소비나 투자 재원을 해외 자금 유입에 의존할 수밖에 없었고, 그 결과는 경상수지 적자로 반영 - 다만 영국의 경우에는 경상수지 적자가 상대적으로 낮으며, 게다가 최근 파운드화 약세로 이러한 대외 불균형이 점진적으로나마 축소되고 있는 모습
- 한편, 영국의 불균형은 무엇보다 공공과 민간, 그리고 가계와 기업 간의 대내 불균형에 기반. 사실 위기 이전부터 공공 재정은 큰 폭의 적자 기초를 보여 온 반면, 민간의 경우 기업(금융 포함)은 비교적 양호한 흑자를 보였으나 가계는 큰 폭의 적자로 반전 - 그리고 위기를 거치면서 공공 재정은 더욱 적자가 커지고 있는 반면, 민간 부문은 광범위한 디레버리징에 따른 영향으로 가계는 적자가 축소되고 기업은 흑자가 급증
- 결국 위기 이후에도 영국 경제의 전반적인 불균형은 오히려 더욱 심화되고 있는 모습인데, 따라서 이러한 불균형 시정을 위해 국내 수요의 재조정, 특히 정부지출 억제와 가계 저축 확대, 그리고 민간 금융기관의 신용공급 재개 등의 필요성이 큰 실정

위기에 따른 중장기적 성장 경로의 둔화, 즉 잠재 GDP 성장의 하향조정 주목

- 일반적으로 금융위기는 신용 중개기능의 약화에 따른 신용 가용성의 축소와 경기침체에 따른 구조적 실업 증가 등을 통해 중장기적인 잠재 GDP에 상당한 악영향을 미침
- 이런 가운데 OECD(2009)는 역내 경제국의 잠재성장률이 2006~2008년 중 2.1%에서 2009~2010년 중 1.4%로 둔화된 것으로 추정(특히 영국은 2.2%→1.3%)
- 한편 IMF(2009)는 영국의 잠재성장률이 위기 이전 2.75% 내외에서 단기적으로 0.25%~1.25%로 떨어지고, 중기적으로도 1.75%~2.25% 정도에 그칠 것으로 추정

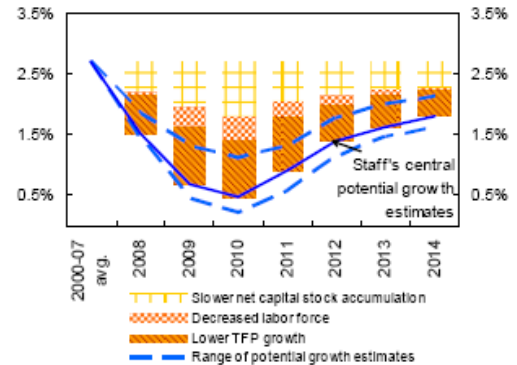
- 사실 여기서 IMF는 위기 이후 금융 부문의 쇠퇴에 따른 '성장 잔차(growth residual: 자본이나 노동 등의 투입 요소로 설명되지 않는 성장의 기여분)'의 축소에 주목. 특히 금융 부문의 성장 둔화만이 아니라 그에 따른 타 부문의 성장 위축 효과를 고려
- 이처럼 잠재 GDP 성장률의 하향조정은 경기회복 모멘텀을 억제하는 것은 물론 인플레이션 없는 성장의 상한을 떨어뜨림으로써 인플레이션 관리에 부담을 가중시키게 됨

그림11 | 영국의 수지 불균형



주 : 각 부문별 절대값의 합
자료 : Bank of England

그림12 | 위기 이후 잠재 GDP의 하향



자료 : IMF

III. 영국 경제의 핵심 취약고리

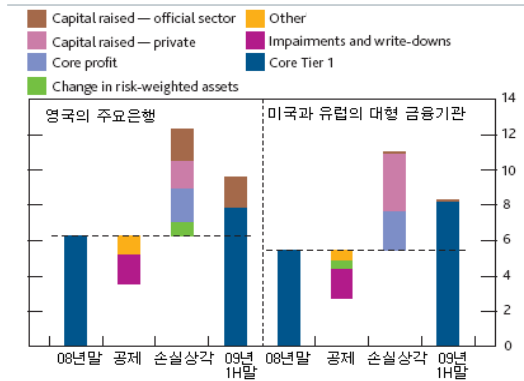
1. 은행 부실의 심화 가능성

은행 재무 건전성은 다소 개선되고 있으나, 추가적인 부실 소지 상존

- 서브프라임 위기와 부동산 버블 붕괴, 그리고 경기침체 등을 거치면서 자산 가격이 폭락하고 관련 부실이 급증함에 따라 은행 부문의 재무 건전성이 극도로 악화
 - 특히 리만 사태 직후인 2008년 10월~2009년 1월 중 영국 주요 은행들의 여신 포트폴리오 상의 내재 손실(시가평가 기준)은 배 이상 급증(1,600억파운드→3,600억파운드). 반면 동기간 자본 확충(누적)은 1/4 수준에 그침(500억파운드→1,000억파운드)
- 3월 이후 금융 패닉이 진정되고 자산 가격이 조금씩 회복세를 보임에 따라 담보 여신에 대한 손실이 억제되고, 시장 안정에 따른 자금조달 여건 회복에 힘입어 은행권이 자본 확충에 적극적인 태도를 보이면서 자본 여건도 강화되고 있는 모습
 - 실제로 영국 대형은행들의 핵심자본 비율은 2008년 말 6%를 소폭 상회하는 수준에서 최근 10%에 육박할 정도로 급등하며(9.6%), 위기 이전 수준을 추월
- 하지만 금융권의 적극적인 채권행사 유예 관행을 감안할 때 향후 손실이 추가로 늘어

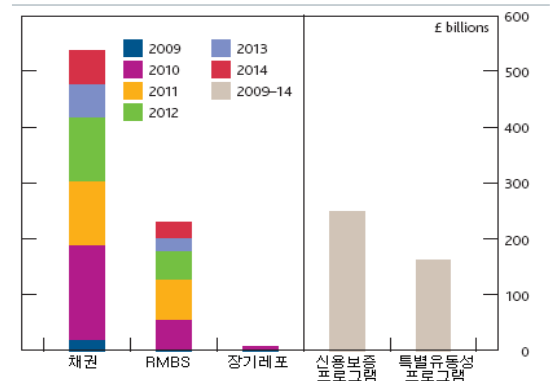
날 가능성이 크며, 만기 상환수요나 공공 부문의 지원 축소 가능성, 또 규제 자본의 상향조정 움직임 등을 감안할 때 자금조달 여건도 재악화될 소지 상존

그림13 | 금융권 기본핵심자본 비율



자료 : Bank of England

그림14 | 영국 은행권의 만기상환 수요



자료 : Bank of England

IMF에 따르면, 영국 은행권 부실은 아직 절반도 정리되지 못한 상황

- 지난 10월 IMF가 추산한 바에 따르면, 2007~10년 중 영국 은행권의 총자산은 8조 3,690억달러에 이르며, 이 중 부실은 6,040억달러(손실률 7.2%)로 추정되는 반면 기상각 규모는 2,500억달러(43%)에 그쳐 향후 3,400억달러 이상 추가 상각이 필요
- 반면 미국 경우에는 전체 1조250억달러 부실 중 60%를 기상각. 물론 영국의 손실률은 미국(8.2%)보다 낮으나, 유로존(3.6%), 기타 선진유럽(5.0%)보다는 상당히 높은 실정

그림12 | 2007~2010년 중 영국 은행권의 부실 추정(단위: 10억달러)

	구분	총자산	부실 규모	손실률(%)	총부실 대비 부실 비중(%)
여신	주택 모기지	1,636	47	2.9	7.8
	소비자	423	66	15.7	11.0
	상업용 모기지	344	39	11.2	6.4
	기업	1,828	83	4.5	13.7
	해외	2,514	261	10.4	43.3
	계	6,744	497	7.4	82.3
유가 증권	주택 모기지	225	27	12.0	4.5
	소비자	58	4	7.4	0.7
	상업용 모기지	51	12	23.5	2.0
	기업	258	25	9.5	4.1
	정부	360	0	0	0
	해외	672	39	5.8	6.5
	계	1,625	107	6.6	17.7
	총계	8,369	604	7.2	100

자료 : IMF

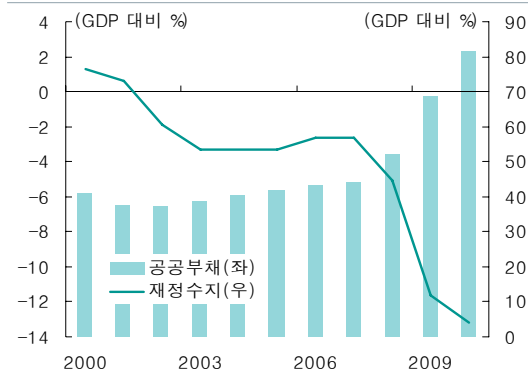
- 한편 손실 내역을 보면, 자산의 압도적인 비중(82.3%)을 차지하는 여신 손실이 큰데, 특히 총 자산의 43.3%에 이르는 해외 여신의 손실률이 10.4%에 이르며, 상업용 모기지 여신의 손실률도 11.2%에 이릅니다(한편 상업용 모기지 유가증권의 손실률도 23.5%)
-사실 미국의 경우에는 해외 여신 비중이 5.5%에 그치고 손실률 역시 3.3% 수준에 불과하며, 유로존의 해외 여신 비중 역시 영국보다는 낮고(34.6%) 손실률도 제한적(6.3%)
- 결국 경기회복 지체와 부실 인식 지연 등에 따라 상업용 모기지 부문 등에서 추가적인 손실 여지가 있는 것은 물론, 최근 두바이 사태나 그리스 위기 등의 해외 시장 불안에 따라 해외 여신에서도 손실이 향후 더욱 늘어날 소지가 큰 것으로 판단됨

2. 공공 재정 악화에 따른 리스크

민간 부문 리스크의 공공 부문 이전을 따른 정부 재정 악화

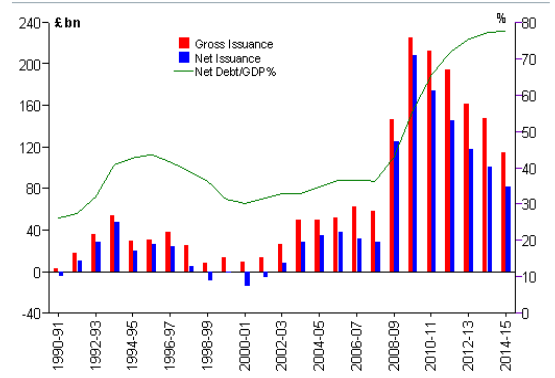
- 2008년 하반기 이후 금융위기가 본격화 되면서 정부의 구제금융 지원, 재정지출 확대, 그리고 조세 수입 감소 등에 따른 영향으로 영국 정부의 공공재정은 급속히 악화
-영국의 조세 수입은 경기 변동은 물론 자산 가격 추이와 금융 서비스 경기와 밀접한 연관을 맺고 있는 것으로 알려지는데, 지난 해 하반기 이후 세 부문 모두 급속히 하강하면서 세수(소득세, 법인세, 부가가치세, 자산가격 관련 수입 등)가 대폭 축소
- 특히 영국의 재정적자는 2008년 GDP 대비 5.1%에서 2009년 11.6%(G7 중 미국 이어 2위)에 이어 2010년에는 13.2%(G20 중 1위)까지 확대되고, 그 결과 정부부채는 2008년 GDP 대비 52.2%에서 2009년 68.7%, 2010년 81.7%까지 급증 전망(IMF)
- 사실 정부 재정 악화는 민간 부문의 리스크를 정부가 떠안는데 따른 결과며, 향후에도 은행권의 부실이 늘고 경기 회복이 여의치 않을 경우 재정 여건의 추가적인 악화가 불가피한 것으로 평가되는 가운데, 영국의 국가신인도에 대한 우려가 거듭 확산

그림4 | 영국의 재정수지와 정부부채 추이 및 전망



자료 : IMF

그림5 | 영국의 국채 발행 추이 및 전망



자료 : UK Debt Management Office

-특히 최근 영국 정부는 RBS에 225억파운드, Lloyds에 58억파운드의 구제금융을 추가 집행한다고 밝혀, 은행권의 부실 증대에 따른 추가적인 재정 투입 가능성 고조

재정건전화 방안의 신뢰성 부재, 정쟁 불안과 국채 수급 불균형 등이 부담 가중

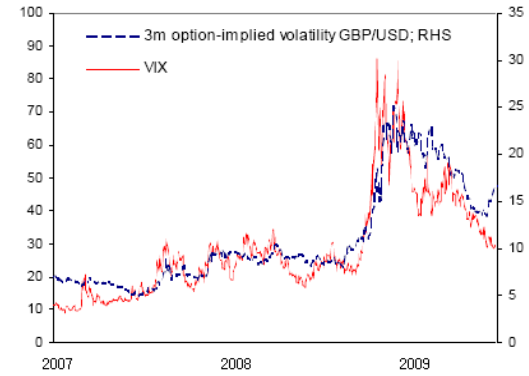
- 영국 재무부는 재정적자 및 부채 축소를 위해 2010년 총선 이후 새정부가 출범한 뒤인 2011년부터 매년 GDP의 0.8% 정도씩 재정긴축을 추진할 계획이나, 아직은 구체적이고 획기적인 방안이 부재하다는 점에서 시장으로부터 불신을 받고 있는 상황
 - 한편 경기침체 및 재정악화 책임론 공방 등으로 인해 집권 노동당과 브라운 총리에 대한 불신감이 확산되는 가운데 조기 총선 요구(당초 10월 예정)와 총선 이후 새정부의 재정건전화 정책 시행 향방을 둘러싼 불확실성도 계속해서 부담으로 작용
 - 이런 가운데 영국의 국채에 대한 매도 압력이 점증하고 있는데, 그동안 외국인 투자자들의 영국 국채보유가 위축된 상황에서 국채의 주요 소화처라고 할 수 있는 영란은행의 양적완화 확대가 최근 기대 이하에 그치면서 국채 수급 불균형 우려 고조
- 한편 재정적자 증가로 공공차입은 FY2007~08년 중 GDP 대비 2.4%에서 FY2008~09년 5.9%, FY2009~10년 12.4%, FY2010~11년 11.9%로 늘어나고, 국채 발행 규모는 각각 590억파운드에서 147억파운드, 2,250억파운드, 2,290억파운드로 급등할 전망

3. 파운드화 위기 가능성 부각

대외 불균형의 조정 압력과 위험 회피 성향의 부각에 따라 파운드화 폭락

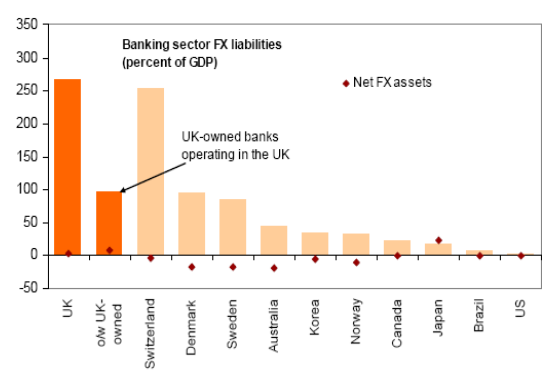
- 영국의 파운드화는 지난 2008년 7월 이후 글로벌 금융위기가 고조되면서 급락, 2009년 1월까지 파운드/달러 환율이 30% 이상 떨어지면서 외환위기 가능성 부각
 - 파운드화 약세는 무엇보다 영국의 대외 불균형 심화를 반영. 영국은 2007년 중반까지만 해도 각국 중앙은행의 파운드화 비축 확대 및 내수 증대에 따른 견실한 자본유입을 바탕으로 GDP 대비 3.5%에 이르는 경상적자 시현(순채무도 30%에 육박)
 - 이후 금융위기가 고조되고 영국의 경제 전망이 악화되면서 대외 불균형에 대한 조정이 강제되었는데, 그 결과 2007년 중반~2009년 초 파운드화 실질실효환율은 27% 하락(이는 1990년대 초 영국의 ERM 체제 이탈시 파운드화 하락폭을 상회)
 - 그 외에도 글로벌 차원의 자금흐름 변화도 파운드화 약세를 가속화. 즉, 위기 이후 시장 변동성이 증가되고 디레버리징 압력이 고조되면서 대외 채무가 크고 은행권의 외채 비중 및 외화 자금조달 수요가 큰 국가들의 취약성이 부각된 데 따른 것
 - 사실 파운드 약세의 주요 원인은 영국의 적극적인 금리인하에 따른 내외 금리차 축소가 아니라 글로벌 금융불안의 영향으로 파운드화의 리스크 프리미엄이 상승한 점
- 실제로 서브프라임 위기를 거치며 파운드/달러 환율의 내재변동성(3개월 옵션)과 글로벌 금융불안의 척도인 VIX(S&P500 지수옵션의 내재변동성 지수)는 긴밀한 동행성 시현

그림4 | 파운드화 환율 변동성과 VIX 추이



자료 : IMF

그림5 | 은행권의 외화 부채 비교



자료 : IMF

영국의 대차대조표 상의 취약성이 계속해서 환리스크를 부각시키고 있는 상황

- 지난 3월 이후 글로벌 금융시장의 회복과 더불어 파운드화도 반등세를 보이고는 있지만 파운드/달러 환율 기준으로 아직도 고점 대비 20% 가량 떨어진 실정인데, 영국의 대차대조표 상의 취약성 문제로 인해 파운드화의 추가 하락에 따른 위험 상존
- 우선, 대외 포지션의 높은 레버리지와 국제 자금흐름 중개에 대한 의존 문제 : 영국의 대외 총자산 및 부채 모두 GDP의 500%에 육박하며 주로 대외 부채로 자금을 조달해 해외 위험 자산에 투자하는 성향이 강해 환율 변동에 극히 취약할 수밖에 없는 구조며, 동시에 은행권 불안과 자금흐름 위축 간에 긴밀한 연관성 야기
- 둘째, 공공 채무 급증에 따르면 신뢰 위기 : 위기를 거치면서 영국의 전체 순채무는 줄어들고 있지만 공공 채무는 계속해서 늘어날 전망이며, 이로 인한 공공 차입 증가와 은행권의 우발 채무 문제, 그리고 미래 재정건전화 향방에 대한 명료성의 부재 등에 따라 공공 부문의 부채 지속성에 대한 신뢰가 계속해서 위협 받고 있음
- 셋째, 과도한 외화부채에 따른 외화유동성 mismatch 문제 : 영국(주로 은행권)은 막대한 외화부채 비중이 높아 외화 유동성 경색에 취약한 속성을 지님. 대부분 단기 외화 부채에 대해 일정한 수준의 단기 외화 자산을 보유하고 있으나, 글로벌 채권(debt securities) 시장 위축으로 자산 처분이 힘들어질 경우 mismatch 문제 부상 가능
-물론 영국은 이에 대한 안전장치로서 미국 연준과 무제한적인 달러 스왑협정을 맺고 있지만, 위기 시 이러한 협정의 효력은 아직 제대로 검증되지 못한 상황

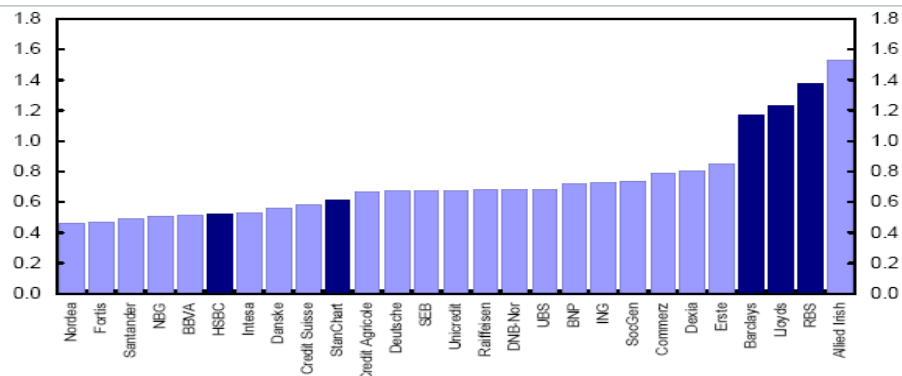
IV. 영국 금융위기의 전염경로

1. 외부 충격의 영국 전염경로

과도한 대외 노출로 인해 대외 충격의 전염효과에 극히 취약한 구조

- 사실 영국은 5대 은행의 대외 자산만도 GDP 대비 200%를 넘어설 정도로 금융권의 국제화가 상당히 높은 수준에 이룸. 전체 금융권의 대외 자산은 400%를 상회
 - BIS 보고은행 기준으로, 2009년 2/4분기 말 영국의 대외채권은 3조6,891억달러로 세계 최고(2위 프랑스 3조5,669억달러, 3위 독일 3조4,621억달러, 4위 미국 2조5,769억달러)
- 따라서 해외 시장의 불안에 따른 대외 자산 손실로 인해 영국 금융권은 막대한 손실을 입을 수 있고, 반대로 영국에 진출한 해외 금융기관의 자회사들이 자국 경제 불안으로 인해 영국 보유 자산을 처분, 회수하게 될 경우에도 상당한 충격 불가피
 - 역시 BIS 보고은행 기준으로, 영국의 대외 부채는 3조8,605억달러로 미국의 5조8,092억달러에 이어 세계 2위(그 외 3위 독일 2조1,735억달러, 4위 프랑스 1조7,427억달러)
- 이처럼 양방향의 연계에 따라 영국 금융시스템의 건전성(및 신용공급)은 해외 경기나 시장 상황에 상당히 의존. 특히 IMF의 분석에 따르면, 영국 대형은행 주가는 미국 S&P 은행지수의 변동에 상당히 민감한 행태를 보임(RBS, Lloyds, Barclays 등)
 - 한편 최근 세계적으로 투자 행태의 모국선호 성향(home bias)이 확산되면서 영국에 부담을 가중. 특히 국제 은행간 자금흐름이 대폭 위축되고 글로벌 자산유동화 시장이 경색되면서 글로벌 자금시장의 허브인 영국 금융산업(및 신용공급)의 위축 불가피

그림12 | 미국 S&P 은행지수의 변동에 대한 유럽 은행 주가의 민감성 비교



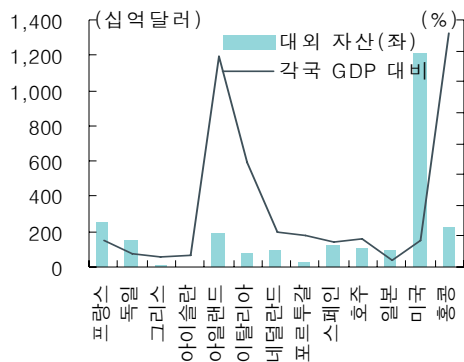
주: 2007년 7월 25일부터 2009년 5월 27일 사이 기준
자료 : IMF

미국과 유럽에 대한 노출이 압도적이며 유럽 위험국에 대한 노출도 상당한 수준

- BIS 기준으로 2009년 6월 말 현재 영국 은행권의 대외 자산 3조6,891억달러 중 미국에 대한 노출이 1조2,095억달러로 가장 많고 선진유럽 전체는 1조827억달러 수준
 - 특히 최근 국가신인도 위기가 부각되고 있는 유럽 선진국에 대한 노출은 총 4,250억달러(총 대외자산의 12%)로서, 아일랜드 1,843억달러, 스페인 1,236억달러, 이탈리아

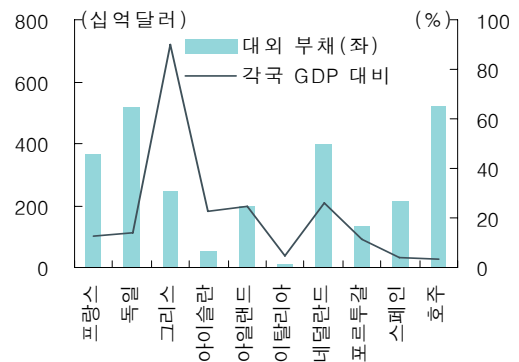
- 769억달러, 포르투갈 241억달러, 그리스 126억달러, 아이슬란드 7억달러 순
- 한편 영국의 대외 부채 3조8,605억달러 중에서도 단일국가로는 미국에 대한 채무가 5,522억달러로 가장 많으나, 선진유럽 전체에 대한 채무가 2조2,824억달러로 압도적 - 특히 유럽 위기국에 대한 채무로는 스페인 3,997억달러, 아일랜드 2,437억달러, 이탈리아 511억달러, 포르투갈 105억달러 등 모두 7,050억달러(총 대외부채의 18%)

그림4 | 영국의 대외자산(BIS 보고은행 기준)



자료 : BIS

그림5 | 영국의 대외부채(BIS 보고은행 기준)



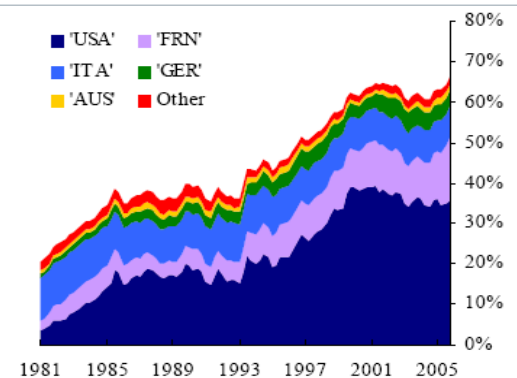
자료 : BIS

GDP 성장률 전망의 변동성 기준으로 미국 및 유럽 대형국의 영향력이 압도적

- Kubelec and Sa(2009)*가 세계 주요 선진시장 및 신흥시장 18개국을 대상으로 삼아 GDP 성장률의 전망치 변동성을 기준으로 분석한 바에 따르면, 외부 충격이 영국 경제에 전염효과를 미치는 정도는 모두 65% 수준에 이룸(2년 기준)

* Chris Kubelec and Filipa Sa, "Financila Globalization and Cross-Country Spillovers," Bank of Egland Working Paper(forthcoming), 2009.

그림4 | 해외 충격의 영국 전염효과



자료 : Kubelec and Sa(2009)

그림5 | 대외 충격의 각국별 전염효과

국가	전염효과		국가	전염효과	
	2년	1년		2년	1년
미국	9	5	캐나다	84	68
프랑스	34	25	브라질	89	85
중국	44	21	아르헨	94	82
독일	53	45	인도	97	90
이탈리아	57	38	포르투갈	97	94
영국	65	35	멕시코	99	97
호주	66	50	한국	99	96
일본	76	47	홍콩	100	99
스페인	81	73	싱가폴	100	100

자료 : Kubelec and Sa(2009)

- 다시 말해, 영국의 경제성장률 전망치 변동성의 65%는 이러한 대외 충격으로 설명될 수 있다는 것인데, 특히 미국이 영국에 가장 큰 영향(35%)을 미치며 이어 프랑스(15% 내외), 이탈리아, 독일, 호주, 기타 등의 순으로 나타남
- 한편 이 분석에 따르면, 대외 충격의 미국에 대한 전염효과는 9%로 가장 저조하고, 한국에 대한 전염효과는 99%로 싱가포르, 홍콩, 멕시코 등에 이어 가장 높은 것으로 나타남

2. 영국발 충격의 대외 전염경로

영국의 막대한 대외 자산이 영국발 충격의 직접적인 대외 전염경로

- BIS 보고은행 기준으로 영국은 3조7천억달러 규모의 대외 자산을 지니고 있는데, 글로벌 자금시장 허브의 위상에 걸맞게 은행간 여신이 그 중 1/4 가량 차지
- 실제로 영국 금융시장은 국제 은행간 대출의 18%, 외환거래의 35%, 장외파생상품 거래의 43%를 담당하면서 세계 제 1위의 국제금융센터 기능을 담당
- 하지만 그 외 자회사나 지점 등을 통해 해외 가계나 기업에 대한 영국계 금융기관들의 소매금융 관련 채권이 훨씬 규모가 큼(전체 대외 자산의 3/4 가량 차지)
- 따라서 영국의 금융위기에 따른 영국계 금융기관들의 해외 자산 처분 및 회수가 본격화 될 경우 은행간 시장을 통한 자금경색으로 인한 해외 현지 금융기관들의 (외화)유동성 경색은 물론 민간 부문에서 광범위한 신용경색 불가피
- 이 때 은행간 시장을 통해 영국계 금융기관으로부터 자금을 조달하기 보다는 직접적인 대출이나 자산 매각을 통해 자금을 조달한 비중이 큰 경우가 더 충격이 큼

표1 | 국제금융시장에서 영국의 위상

	국제 은행간 대출	해외 주식 거래	외환 거래	IPO	장외 파생상품 거래	국제 채권 유통	securitization-issuance
영국 비중 (%)	18	22	35	8	43	70	14
미국 비중 (%)	8	67	16	4	24	-	55
거래액(달러)	5조 6,390억	1조 9,740억	1조 6,800억	730억	1조 810억	-	-

주 : 장외파생상품 거래(2007년 4월)외에는 2008년 기준
자료 : 런던국제금융센터 (IFSL)

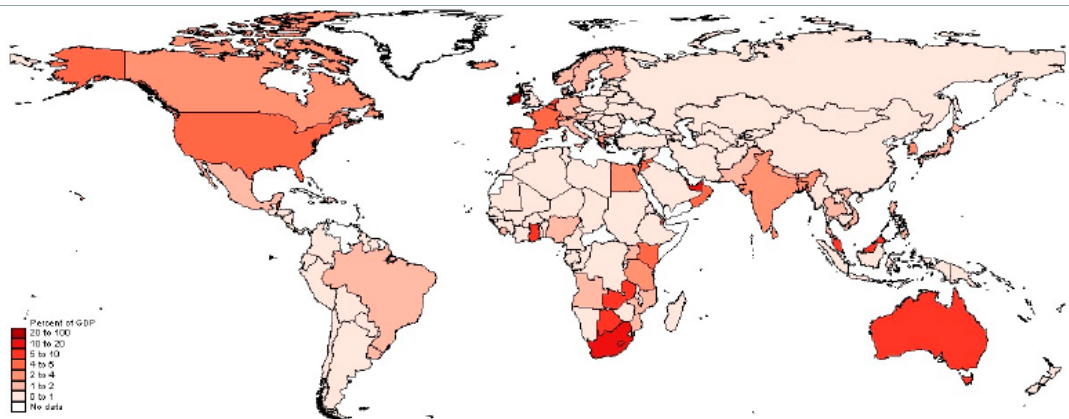
영국에 대한 자금조달 의존도가 큰 국가들이 영국발 충격의 전염효과에 취약

- 영국의 대외자산은 미국과 유럽에 집중되어 있으나, 미국의 경우 GDP 대비 기준으로는 10% 정도에 불과해 영국발 금융불안에 따른 전염효과가 광범위하다고 보기는 힘들며, 그 외 유럽 대형 경제국인 프랑스나 독일, 그리고 일본 등도 마찬가지
- 반면, 홍콩과 아일랜드의 경우 GDP 대비 비중이 80% 내외에 이르러 전염효과가 심각할 것으로 예상되며, 호주와 네델란드 등도 실제 영국의 대외자산에서 차지하는 비

중보다 GDP 대비 비중이 상당히 높은 편(20% 수준)

- 한편 IMF가 영국의 대외 은행 대출이 50% 격감한다는 가정 하에 시뮬레이션 한 결과(2008년 말 BIS 자료 기반)에 따르면, 대외신용 회수액의 GDP 비중을 기준으로 아일랜드의 충격이 가장 크며(20% 이상), 이어 호주와 네덜란드, 남아공(10~20%), 미국(5~10%), 그리고 서유럽, 캐나다, 인도, 한국 등의 순

그림12 | 영국 은행권의 디레버리징에 따른 각국의 대외 여신 회수액(GDP 대비 %)

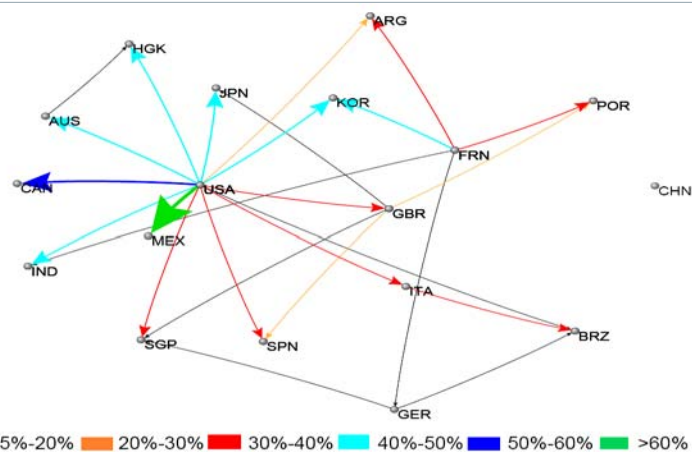


자료 : IMF

GDP 성장률 전망의 변동성 기준으로는 스페인, 포르투갈, 일본, 싱가포르가 취약

- Kubelec and Sa(2009)의 분석에 따르면, 영국발 충격은 2년에 걸쳐 스페인과 포르투갈(20~30%), 일본과 싱가포르(15~20%) 등에 상당한 영향을 미치는 것으로 나타남

그림12 | 전염효과의 네트워크(*)



주 : 각국 GDP 성장률 전망의 변동성에 대한 영향력 기준(영국은 GBR)

자료 : Kubelec and Sa(2009)

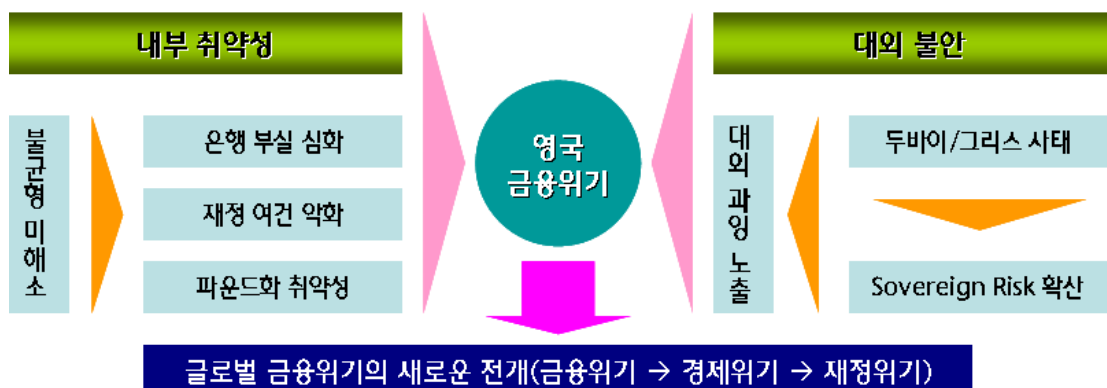
- 한편 영국발 충격이 미국에 미치는 영향은 2%에 불과하나, 대신 對中 영향력은 10% 수준으로 미국의 對中 영향력 8%를 상회하며 주요국 가운데 가장 큰 영향을 미침

V. 결론 및 시사점

대내 불균형과 대외 불안의 상호 작용 속 영국의 취약성 재부상

- 위기 이후 경기회복 조짐이 가시화 되고 있는 것은 사실이나, 여전히 이번 위기의 기저에 자리 잡은 각종 경제적 불균형 문제가 해소되지 못하고 있는 가운데 은행 부실의 추가 심화나 재정 악화, 그리고 파운드화의 취약성 등 각종 불안 요인 상존
- 이런 가운데, 최근 두바이 사태나 그리스 등 유럽 재정위기 우려와 맞물려 영국 금융시스템의 막대한 대외 노출과 정부 재정 부실화에 따른 취약성이 부각되면서 영국이 신용등급 강등이나 파운드화 폭락 등으로 새로운 위기에 직면할 가능성 대두
- 실제로 영국은 글로벌 자금흐름의 중개지 위상을 활용해 해외 자금조달을 통한 고위험 투자에 대한 의존성이 크기 때문에 대외 충격에 극히 취약한 실정(특히 시장 불안 시 외화 자산의 유동성 악화에 따른 외화 자산·부채 간 미스매칭 문제 심각)

그림12 | 영국 위기설의 요체



자료 : 하나금융경영연구소

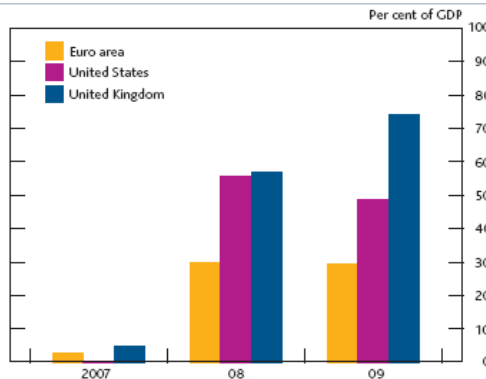
영국 위기는 2010년 글로벌 금융불안 향방의 최대 취약고리

- 글로벌 금융허브로서의 위상을 감안할 때 영국의 위기는 2010년 글로벌 금융불안의 향배에 중요한 위험 요소로 작용할 가능성이 큰 것으로 판단됨
- 여기서 핵심적인 경로는 Sovereign Risk. 사실 그동안 위기 대응 과정에서 민간 부문의 리스크를 정부가 인수하면서 긴박한 패닉을 벗어날 수는 있었지만 시스템 정상화

가 지연되는 가운데 급속히 팽창된 공공 재정의 지속 가능성에 대한 의구심 점증
-특히 영국은 위기 대응을 위해 GDP 대비 60%가 넘는 집중적인 개입을 단행

- 이런 상황에서 미국과 유사한 경제적 문제를 안고 있는 데다 글로벌 자금흐름의 메카인 영국마저 재정위기에 빠질 경우, Sovereign Risk가 이내 글로벌 차원으로 확산되고, 나아가 미국에서도 재정위기 혹은 달러 위기 가능성을 쟁점화 시킬 소지 상존

그림4 | 금융위기 중 공공개입 규모(GDP 대비)



자료 : Bank of England

그림5 | 한국의 외평채 가산금리와 CDS 프리미엄



자료 : 국제금융센터

단, Sovereign Risk가 취약국가 중심의 선별적인 충격에 그칠 가능성도 존재

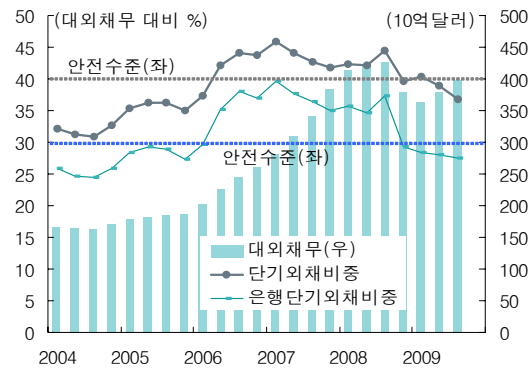
- 최근 Sovereign Risk가 쟁점화 되면서 영국이 위기의 전염에 취약한 것은 사실이지만, 글로벌 금융시스템의 안정성을 의식한 글로벌 차원의 공조 대응 여지도 상존
- 사실 영국 역시 미국과 마찬가지로 그동안 과도한 불균형에 의존해 버블 경제를 누려왔다는 점에서 불균형의 재조정 과정에서 영국의 위기나 침체는 불가피
- 다만 금융 허브로서 영국의 위상을 감안할 때 영국의 위기가 또 다시 글로벌 금융시스템의 위기로 이어질 가능성을 배제할 수 없다는 점에서, 영국 자체 문제와 별도로 국제 정책당국을 중심으로 글로벌 차원에서 위기관리체제가 재가동될 소지 존재
- 한편 Sovereign Risk(국가신인도 위험)가 국가 단위로 평가되기 때문에 내부 불균형 정도나 대외여건 변화에 대한 취약성 수준, 펀더멘털 환경 등에 따라 각 국별로 차별화가 진전되면서 취약 국가 위주의 선별적 충격으로 진행될 가능성도 존재
-실제로 최근 유럽 신인도 위기에도 불구하고 아시아를 비롯해 일부 국가들의 경우 국가신인도 혹은 Sovereign Risk의 대리척도인 CDS 프리미엄은 별 동요를 보이지 않고 있고, 특히 한국의 경우에는 오히려 하향안정세가 더욱 가속화 되고 있는 모습

국내 전염효과는 Sovereign Risk보다 금융시장 조정과 외국인 투자 이탈로 반영될 듯

- 우리나라는 이미 외화유동성 위기를 거치며 대규모로 외화차입 상황 압력에 시달려

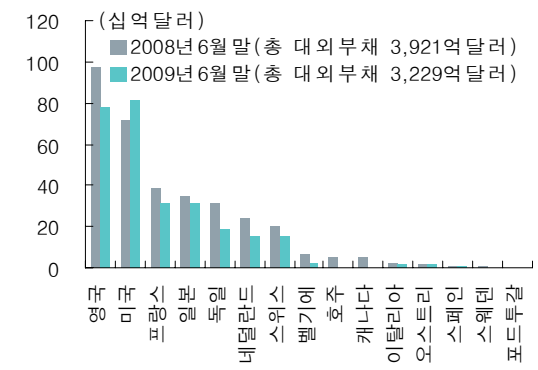
- 왔고, 그 결과 대외채무가 줄어들고 단기외채 비중도 ‘안전 수준’으로 내려선 상황
- 물론 두바이, 그리스에 이어 영국마저 새로운 위기에 직면할 경우 국내 진출한 영국계(및 유럽계) 금융기관들을 중심으로 자금 환수 압력이 다시 강화될 가능성 존재
 - 하지만 BIS 보고은행 기준으로 영국계 은행으로부터 국내 차입 규모는 지난 2008년 6월 말 973억1,600만달러에서 2009년 6월 말 781억3천만달러로 이미 대폭 축소된 상황이어서, 당장에 외화유동성 경색이 재현될 가능성은 크지 않음
 - 게다가 전체 대외 부채도 동기간 3,921억3천만달러에서 3,229억달러로 줄어든 실정
 - 올해 외국인 포트폴리오 투자가 급증하고 있지만, 최근 우리 경제에 대한 rerating(투자등급 상향) 과정에서 지난 해 대거 이탈했던 자금이 복구되는 측면이 강하며, 국내 펀더멘털이 악화되지 않는 이상 급속한 이탈 가능성은 미미(CDS 프리미엄도 안정적)
 - 다만 글로벌 금융불안에 따라 국내 금융시장이 연쇄 조정을 거치면서 외국인 투자자들이 포트폴리오 조정 차원에서 일부 차익실현 및 위험관리에 나설 가능성은 크고, 글로벌 자금시장 경색 여파로 일시적으로 외화 유동성 여건이 악화될 소지도 상존

그림4 | 국내 외채 구조의 개선



자료 : 한국은행, 하나금융경영연구소

그림5 | 한국의 대외 부채(BIS 보고은행 기준)



자료 : BIS

하나 금융정보

Hana Finance Info.

150-705 서울특별시 영등포구 여의도동 27-3

TEL 02-2002-2200

FAX 02-2002-2610

<http://www.hanaif.re.kr>