

변수에 대한 시장판단

Silicon Valley Bank 파산 이슈를 중심으로

2023.3.13

글로벌 투자전략 – 선진국

Analyst 황수욱
02. 6454-4896
soowook.hwang@meritz.co.kr

주식시황

Analyst 이종빈
02. 6454-4893
jongbin.lee@meritz.co.kr

투자전략

Analyst 이진우
02. 6454-4890
jinwoo.lee@meritz.co.kr

경제분석

Analyst 이승훈
02. 6454-4891
seunghoon.lee@meritz.co.kr

Overview

- 원인: SVB 은행은 일반 상업은행과 달리 자산 구성 중 채권 보유 비중이 높으며, 대출 구성 중 80% 이상이 스타트업/VC 관련 사업에 노출된 은행. 이러한 구조 때문에 1) 스타트업 현금 소진에 따른 대규모 예금인출, 2) 예금 지급을 위한 채권 미실현 손실의 실현, 3) 자금 조달 소식에 따른 신뢰도 저하로 뱅크런 유발
- 첫번째 전이경로, 타 은행에서의 뱅크런: 동종 업종과 SVB 간 주요 지표 비교하면 Charles Schwab과 PacWest Bancorp의 예금 신뢰도 낮아질 우려 존재. 당장 확인하기 어려운 이슈로 지속적인 내용 업데이트가 필요한 사안. 다만 이번 이슈로 예금 보전을 위한 섹터 내 NIM 희생 가능성은 높아보임
- 두번째 전이경로, 차주 부실: Venture-backed business를 영위하는 금융기관들의 주 고객인 Venture Capital과 관련한 부실 차주 우려. 금융위기 시 MBS와 은행 총 자산 대비 상대적인 규모 비교 시 크진 않은 수준(78% vs. 4.4%)
- 결론: 리먼 모멘트 가능성 낮으나, 미국 중소형 은행 중심으로 한 겸증 불가피. 다음 정책은 FDIC 개입 이후, 대형은행 중심의 자산 인수도 대안. 도덕적 해이 논란 있어, 당국의 '선별적' 개입 가능성성이 큼
- 주식 시장은 시스템 리스크 반영은 아닐 것. FDIC 등 정책당국은 우발적 뱅크런 위험을 조기 차단하려 하고 있기 때문. 급락 시 매수 대응은 유효. Non-US 로테이션 재개, 단기 급등한 고밸류에이션 기업 보다는 소외된 대표 기업이 유리. 국내 증시에서 현 시점은 반도체, 완성차가 대표적

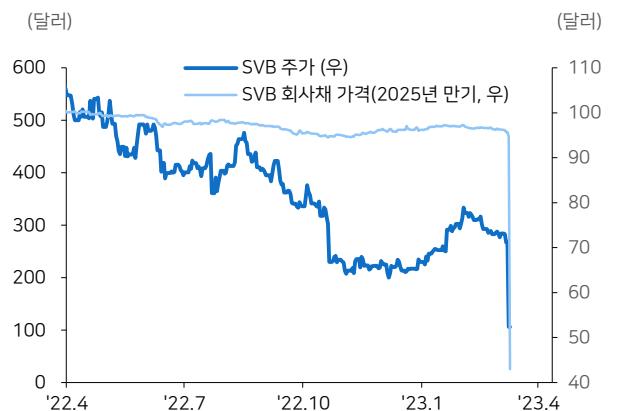
타임라인과 금융시장 반응

3월 8일 실리콘밸리 은행(SVB)이 재무구조 강화를 위한 자본 조달 계획을 발표, 주가는 60% 하락. SVB는 22.5억 달러의 증자와 5억 달러의 벤처캐피털 투자를 받을 계획이었음. 그러나 3월 10일 오전 증자 계획은 무산되고 매각을 타진중이라는 외신 보도. 3월 10일 미 연방 예금보험공사(FDIC), 연준, 통화감독청(OCC)은 상황 논의를 위한 회의 진행. FDIC은 SVB 폐쇄를 결정했고 예금지급 업무 이관을 발표

3월 12일 미 금융당국은 추가 파산에 대비한 펀드 구성과 함께 산타클라라 예금보험국립은행(DINB) 설립을 통해 SVB의 모든 자산과 예금을 이전 발표. 3월 13일 보험 한도 이내 예금 인출과 그 외 예금액에 대한 공채증서 제공 업무 재개할 계획. 다만 12일 엘런 재무 장관은 미국 은행 시스템이 안전하기 때문에 SVB에 대한 연방정부의 구제금융을 고려하지 않고 있다고 발표

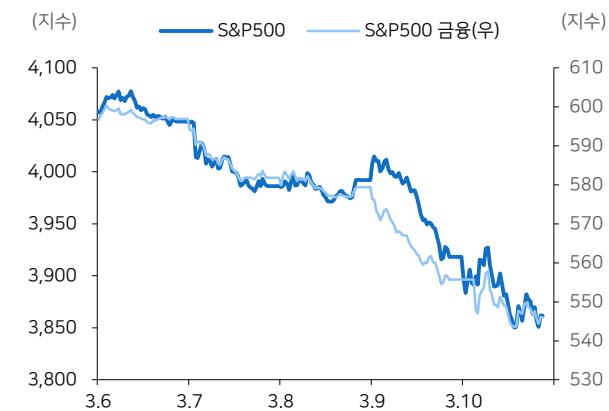
SVB 이벤트는 Washington Mutual(2008년) 파산 이후 두번째로 큰 금융기관의 파산임. 이에 주가(S&P500)는 금융업종 전반의 하락을 이끌었고 채권시장은 긴축의 신용위험 전이 가능성을 점치며 안전자산 선호 발현 및 긴축 기대 하향조정 진행. 다만 금리와 함께 달러 가치도 하락했는데, 이는 아직 시장의 극단적인 안전자산 선호는 일어나지는 않았다는 의미

그림1 SVB 주가 및 회사채 가격 급락



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 주가는 은행주 중심으로 하락



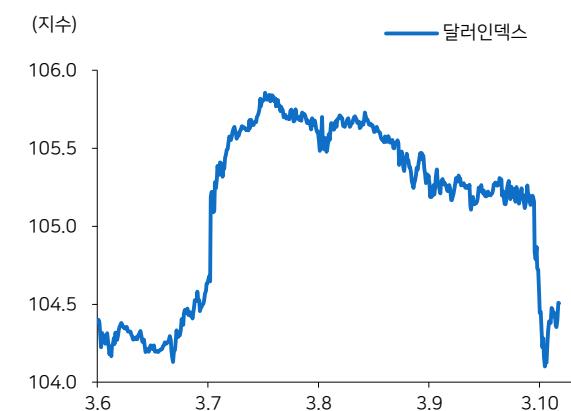
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림3 미국채 금리는 단기물 낙폭이 더 커짐



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 달러 하락, 금요일 장마감 직전 소폭 반등



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Silicon Valley Bank 사업 내용 및 구조

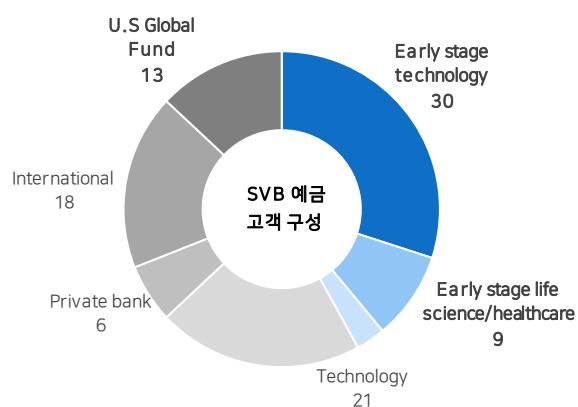
SVB는 1982년 미국 서부 캘리포니아주를 중심으로 기술, 헬스케어/생명과학 스타트업 기업고객을 중심으로 여-수신 사업을 영위하는 은행. 자산규모는 1월 기준 2,120억 달러로 16위권

동사의 특징은 Retail Deposit의 비중이 6%에 불과하다는 것. 이 또한 고소득층을 대상으로 한 Private Bank의 성격. 총 예금(수신)계정 1,730억 달러 중 스타트업 고객 비중은 39%(Tech + Healthcare & Life), VC/PE 등 관련 펀드 고객 비중은 13%, 안정궤도에 올라선 Tech/Health care & Life 기업 비중은 24%

자산구조도 동사는 일반적인 은행들과 다른 특징을 가짐. 일반적 미국 은행은 손익 관련 자산 중 20% 대를 증권 자산으로 보유(산업 중간값). 그러나 SVB는 60.4%, 총 자산 내에선 55%를 채권으로 구성(대출 35%, 현금 7%, 기타 3% 등). 예금 대비 대출 비율은 43%(산업 중간값 75%)로 비은행 영업 비중 높음

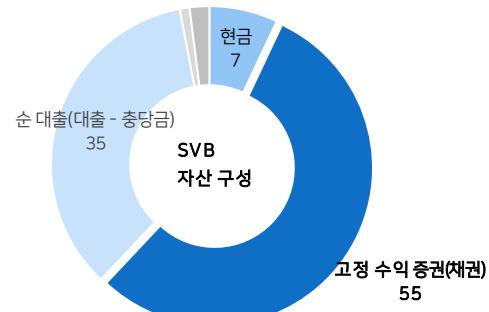
대출 구성은 PE/VC 자금이 56%, 스타트업 대출 등 직접적인 사업 비중이 24%로 대출 자산 내 80%(593억 달러)가 스타트업/VC 관련 사업에 노출되어 있음

그림5 SVB 예금비중: 스타트업&VC 관련 52%



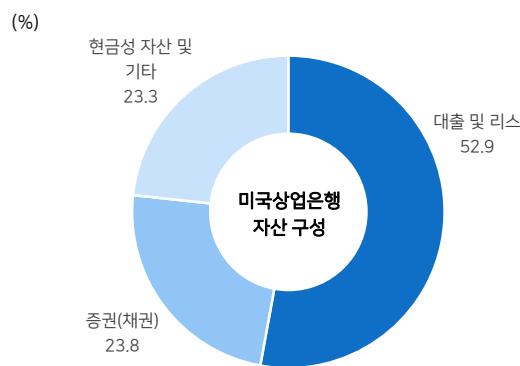
자료: SVB, 메리츠증권 리서치센터

그림6 SVB 자산구성: 상대적으로 공격적인 채권투자



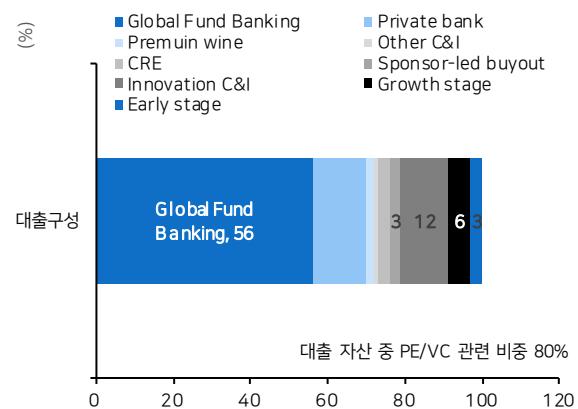
자료: SVB, 메리츠증권 리서치센터

그림7 미국 전체 상업은행 자산 구성: 대출 및 리스 중심



자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림8 SVB 대출 자산구성: VC/스타트업 비중 80%



자료: SVB, 메리츠증권 리서치센터

원인 분석: 스타트업 현금 소진 & 채권가격 하락

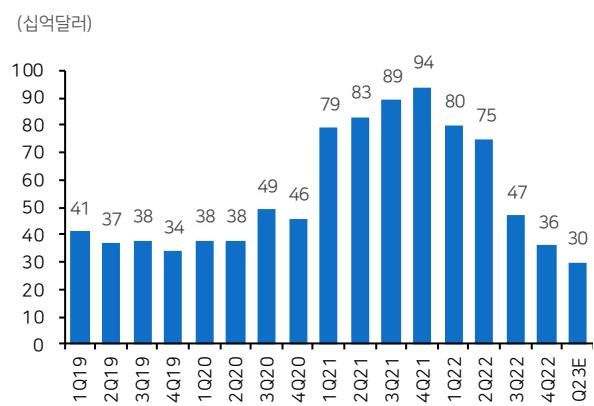
SVB 파산 사태의 핵심 원인은 1) 스타트업 현금 소진에 따른 대규모 예금인출, 2) 예금 지급을 위한 채권 미실현 손실의 실현, 3) 자금 조달 소식에 따른 신뢰도 저하의 연쇄적인 발생. 벤처캐피탈 등 대규모 예금인출에 따른 현금소진임

연준의 지속적인 금리인상으로 스타트업 자금시장은 불황. VC 투자 집행 금액은 2021년 대비 절반 수준으로 급감. 이에 따라 스타트업 등의 초기 고객들은 임대료 및 임금 지급을 위해 예금을 인출하기 시작(160억 달러, -8.5% YoY). 이에 따라 작년 하반기에만 SVB의 예금이 전년비 13% 감소하며 현금부족 현상이 발생

문제는 SVB의 채권비중이 55%에 달하는 비일반적 자산 구조. 채권금리가 오르면, 은행 보유 채권 가격은 하락하기 때문에 평가손실이 발생. 다만 실제로 매도하지 않기 때문에 미실현 손실로 쌓이는데, SVB는 부족한 현금을 채우기 위해 보유 채권을 매각하면서 미실현 손실이 실현할 수밖에 없었음

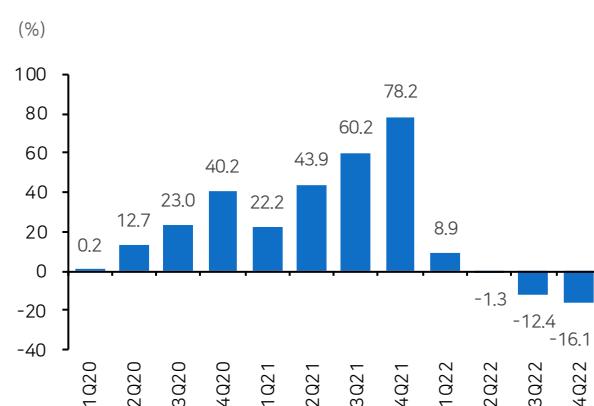
이번 채권 매각 손실 등을 감안시 CET-1 자본 대비 미실현 손실 규모는 113%로 기술적인 지급불능 상황에 놓임. 이 점이 자본 조달 필요성 및 뱅크런을 유발

그림9 Venture Capital Investment Activity



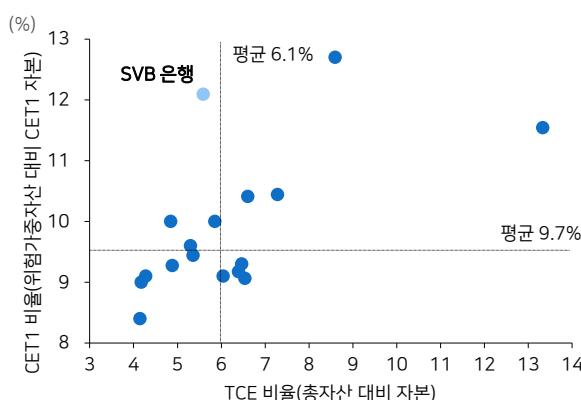
자료: SVB, 메리츠증권 리서치센터

그림10 SVB 예금 Flow: 2022년 유출 심화



자료: SVB, 메리츠증권 리서치센터

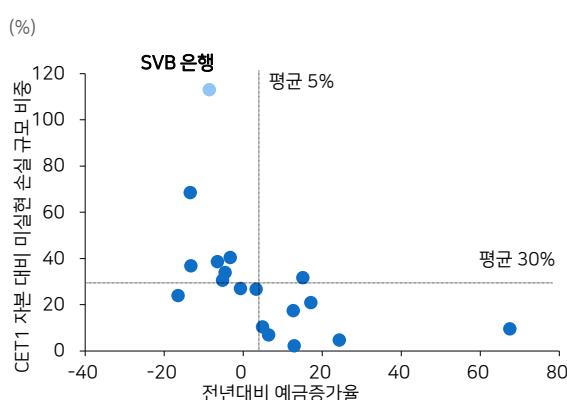
그림11 SVB가 Peer 대비 재무구조가 부실하진 않았으나



주: 다른 점은 유사 규모의 Peer 은행

자료: Bloomberg Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

그림12 18억달러 추가 손해로 SVB 미실현 손실 확대



주: SVB 은행은 최근 채권 매각에 따른 18억 달러 추가 손실 감안

자료: Bloomberg Intelligence, 메리츠증권 리서치센터

시스템리스크 전이 가능성 점검 1: Peer 은행 동향(예금 & 자산구조)

우선 동사와 같은 어려움을 겪을 수 있는 동종 기업의 존재 여부 점검 필요. 주가반응으로 구분해보면 시장은 PacWest Bancorp, Signature Bank, Western Alliance Bancorp, First Republic Bank, Charles Schwab Peer로 구분하고 있다 볼 수 있음

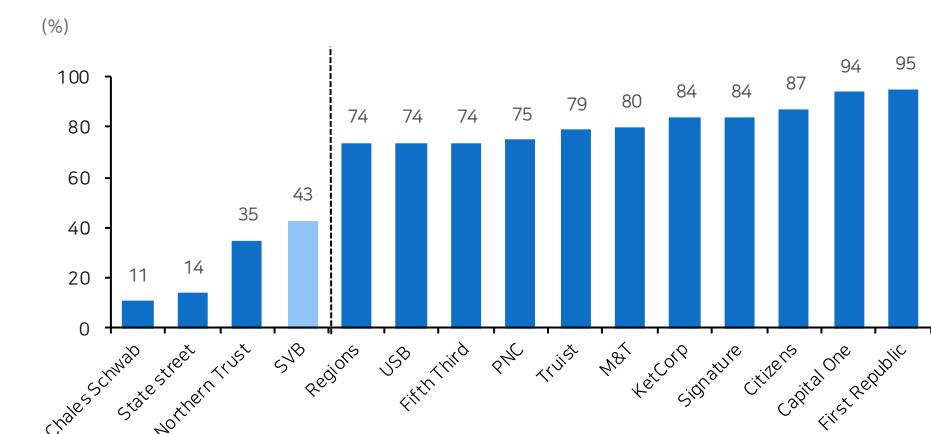
사업영역으로 구분하면 Loan to deposit ratio를 활용. 동 지표가 낮을수록 대출이 아닌 비은행 영업의 비중이 높다는 의미. SVB는 43%로 산업평균 75% 대비 낮음

표1 주가반응 구분: 미국 금융업종 종목들의 1W 성과로 주가 반응 유사한 그룹

기업명	1D	5D	1W
PacWest Bancorp	-37.9	-55.3	-55.3
Signature Bank	-22.9	-38.4	-38.4
Western Alliance Bancorp	-20.9	-34.8	-34.8
First Republic Bank	-14.8	-33.6	-33.6
Charles Schwab Corp	-11.7	-24.2	-24.2
Truist Financial Corp	-6.7	-16.0	-16.0
Comerica Inc	-5.0	-15.3	-15.3
Fifth Third Bancorp	-4.2	-16.2	-16.2
US Bancorp	-4.0	-13.8	-13.8
Citizens Financial Group Inc	-3.7	-16.0	-16.0
State Street Corp	-3.6	-11.7	-11.7
Huntington Bancshares Inc	-2.7	-12.2	-12.2
KeyCorp	-2.6	-14.5	-14.5
Zions Bancorporation NA	-2.4	-18.0	-18.0
Northern Trust Corp	-2.3	-10.6	-9.8
Regions Financial Corp	-1.8	-13.1	-12.3
M&T Bank Corp	-1.4	-13.6	-13.6
Bank of America Corp	-0.9	-11.4	-11.4
Citigroup Inc	-0.5	-7.7	-7.7
PNC Financial Services Group Inc	-0.5	-10.3	-10.3
Wells Fargo & Co	0.6	-11.7	-11.7
JPMorgan Chase & Co	2.5	-7.0	-7.0

자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

그림13 사업영역 구분: Loan to deposit ratio 낮을수록 비은행 영업은행



자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

두 가지 기준으로 Peer를 선별하면 PacWest Bancorp, Signature Bank, Western Alliance Bancorp, First Republic Bank, Charles Schwab, Nothern Trust Corp, State Street Corp 등 7개 금융기관을 들 수 있음

해당 기업들의 사업구조와 CET-1 대비 미실현 수익률, 예금 증가율, 총자산 대비 매도가능증권, 총자산 대비 만기보유증권 비중 점검을 통해 이벤트 재발현 가능성 점검해보면 Charles Schwab이 유사 이벤트에 노출되어 있음

동사는 매도가능증권 1,480억 달러(총 자산 대비 26.8%), 만기보유증권 1,730억 달러(총 자산 대비 31.4%)를 보유(합산 58.2%). 자산가치방어를 위해 매도가능증권을 만기보유증권으로 이전하기도. 자산규모 대비 주가 반응 격렬했던 것이 이것에 기인한 것으로 추정

이외 State Street Corp의 총 자산 대비 증권 비중은 34.9%, 예금증가율은 -7.7%, Nothern Trust Corp는 총 자산 대비 증권 비중은 33.4%, 예금증가율은 -22.5%로 SVB와 유사한 사업구조 및 대차대조표 구성을 가지고 있음

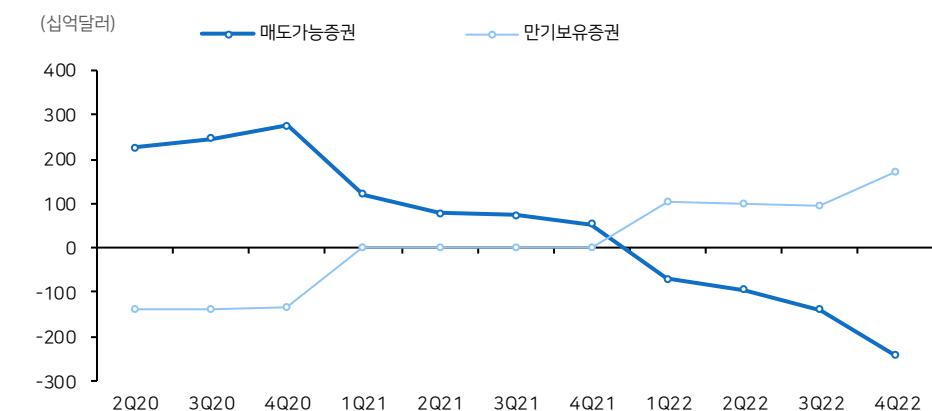
Charles Schwab과 양 사의 차이는 미실현 손실액 규모임. 이는 3사의 저금리 시기 2020년과 2021년에 가져갔던 투자전략의 차이에 기인. Charles Schwab은 2020년과 2021년 각각 2,760억 달러와 520억 달러의 신규매도가능증권을 취득했음.

반면 State Street Corp와 Nothern Trust Corp는 2020년 각각 52억 달러와 31억 달러, 2021년 85억 달러, -40억 달러를 취득한 데 그침. 자산관리로 금리 상승 위험을 회피한 것. 주가 차별화의 요인

표2 Peer Analysis: 주요 동종기업 변수점검 CET-1 대비 미실현 수익률, 예금증가율 불편한 기업 존재

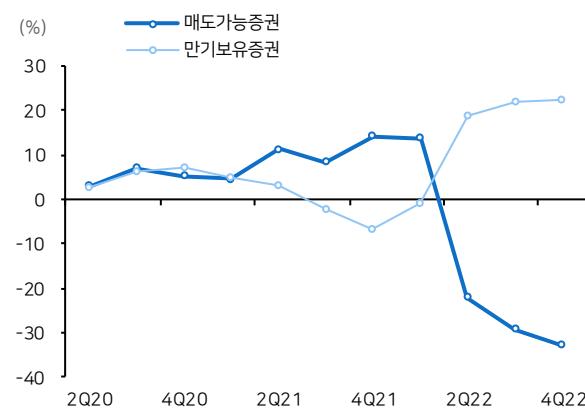
기업명	총 자산(십억달러)	미실현 손익 자본비율(%)	CET-1 대비 미실현 수익률(%)	예금증가율(YoY)	총자산 대비 매도가능증권	총자산 대비 만기보유증권
Charles Schwab	551.8	-29.1	22	95	-18	26.8
State Street Corp	301.5	-1.0	14	7	-8	13.5
First Republic Bank	212.6	-0.3	9	2	13	1.6
Nothern Trust Corp	155.0	-1.5	12	15	-23	17.2
Signature Bank	110.4	-2.2	10	24	-17	16.8
Western Alliance Bancorp	67.7	-0.7	9	17	13	10.7
PacWest Bancorp	41.2	-1.1	9	38	-18	11.7
자료:メリ츠증권 리서치센터						

그림14 Chales Schwab 증권 금액 변화(전년대비 십억달러)



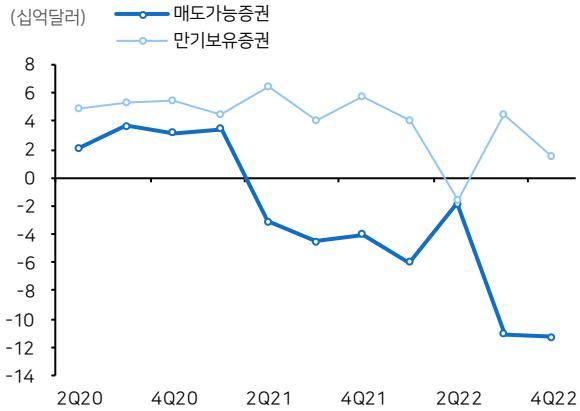
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림15 Street State 증권 금액 변화(전년대비 %)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림16 Nothern Trust 증권 금액 변화(전년대비 %)



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

사업 영역 기준으로 Peer를 재차 나누면 PacWest Bancorp, Signature Bank, First Republic Bank, Western Alliance Bancorp를 들 수 있음. 네 회사 모두 미국 서부 지역(캘리포니아, 애리조나 등) 중심으로 벤처 관련 익스포저를 가지고 있다고 알려져 있음

표3 Peer Analysis: 서부 지역은행 Tech 관련 노출도와 주요변수

	지역	부실대출 비중(%)	예금증가율(YoY)	총자산 대비 매도가능증권(%)	총자산 대비 만기보유증권(%)	사업영역	Tech 예금 노출도(%)	1D Performance
SVB	캘리포니아	0.4	-8.5	13.6	43.1	Venture Financial	52	-60.1
PacWest Bancorp	캘리포니아	0.7	-18.5	11.7	0	Venture Financial	NA	-37.9
Signature Bank	뉴욕, 캘리포니아, 노스캐롤라이나 등	0.5	-16.5	16.8	7.0	Venture Financial	18.5	-22.9
First Republic Bank	캘리포니아	0.1	12.9	1.6	13.3	Venture Financial	4.0	-14.8
Western Alliance Bancorp	애리조나	2.1	12.7	10.7	1.9	Blockchain- based	13.0	-20.9

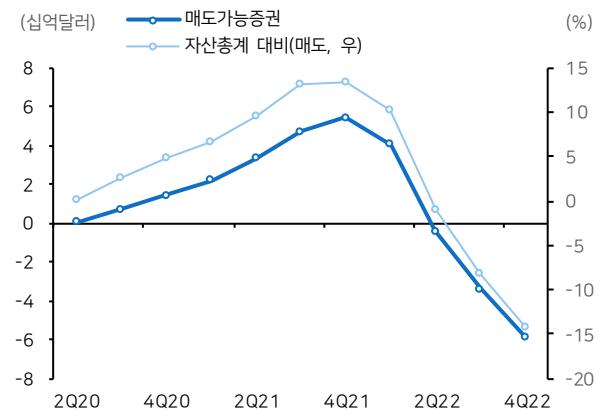
자료: Bloomberg, 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

이들은 자산 내 증권 비중이 높지는 않음. PacWest Bancorp는 11.7%, Signature Bank는 23.8%, First Republic Bank는 14.9%, Western Alliance Bancorp는 12.6%로 산업 중간값 20.4%와 크게 다르지 않음. 예금 지급에 있어 드레이션 캡 위험과 금리상승 위협에서 상대적으로 자유롭다는 의미

2020~2021년 저금리 당시 늘어난 증권 규모도 회사간 차이는 있지만 총 자산 대비 10% 미만. Charles Schwab이 2020년 50%, 2021년 20% 대의 증권 자산이 늘어난 것과 대비됨. 다만 PacWest는 총 자산 대비 10~15%의 증권 자산이 늘어나 절대적 규모는 작지만 금리상승 노출도는 상대적으로 큼

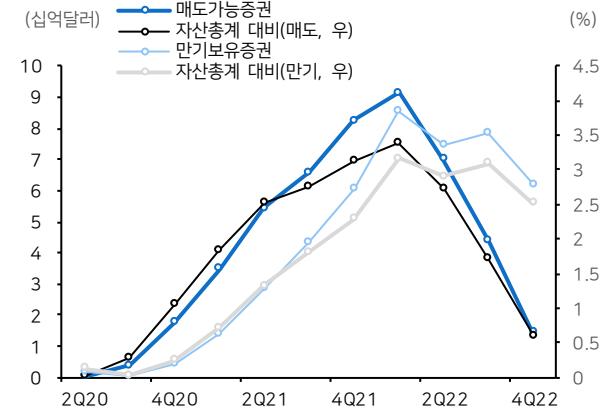
동사들에서 중점적으로 봐야할 부분은 Tech 기업 중심의 뱅크런 우려. 다행히 논란이 불거진 이후 Signature Bank, First Republic Bank, Western Alliance Bancorp는 Tech 관련 예금 비중을 공개. SVB 대비해서는 다변화된 고객층을 보유. 다만 PacWest는 재무상태 공개했지만 다양한 예금 포트폴리오를 보유하고 있다 언급할 뿐 Tech 기업 노출도를 직접적으로 밝히지는 않아 금리상승 노출도 높은 것과 맞물려 불안 요소임. 따라서 두 가지 기준 하에서 유의할 은행은 Charles Schwab과 PacWest Bancorp

그림17 PacWest 증권 금액 변화 및 총자산 대비 비중



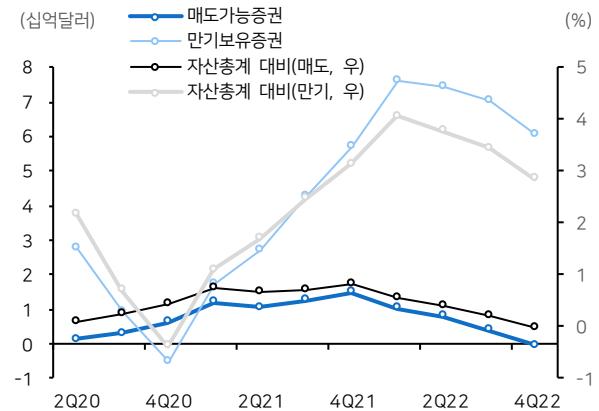
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림18 Signature 증권 금액 변화 및 총자산 대비 비중



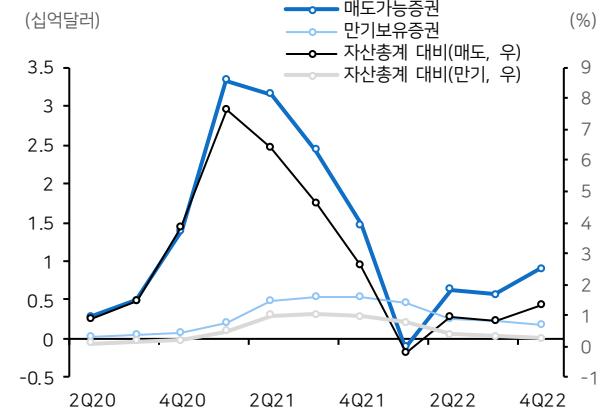
자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림19 FRC 증권 금액 변화 및 총자산 대비 비중



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

그림20 WAL 증권 금액 변화 및 총자산 대비 비중



자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

Charles Schwab과 PacWest Bancorp의 경우가 지표 상 뱅크런의 가능성이 존재하나 당장 확인하기는 어려움. 지속적으로 내용 업데이트가 필요한 사안. 지켜볼 사항은 두 가지

첫번째는 예금 이탈의 지속 여부나 다른 은행들로 전이되는 부분이 있는지 여부. 이는 시스템적 리스크이나 확인이 필요한 부분. 뉴스 플로우 업데이트와 은행 간 조달금리로 판단 가능.

두번째는 미국 은행업종은 기준금리 대비 극도로 낮은 예금금리를 제공하며 NIM의 이득을 가져옴. 그런데 이번에 불거진 이슈로 예금자 보전을 위해 NIM 희생을 감수해야 할 수 있음. 섹터 단일의 부정적 이슈로 두번째 시나리오는 가능성을 배제하기 어려워 보임. 시스템 리스크 아니라면 초기 대형주 쏠림과 이후 의구심에서 벗어난 낙폭 과대 종목 중심의 반등 흐름 예상

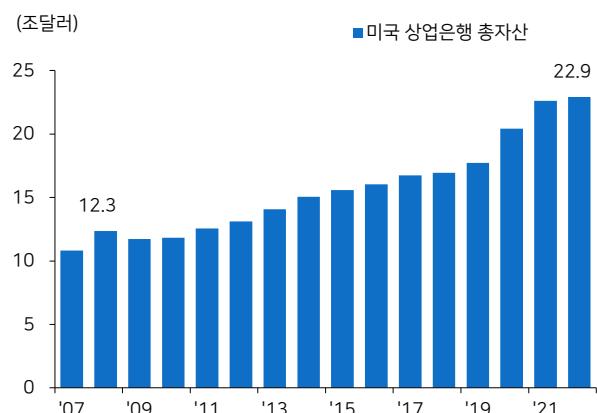
시스템리스크 전이 가능성 점검 2: 금융위기와 비교(차주 부실 가능성)

생각해볼 수 있는 시스템리스크 전이 가능성은 SVB 파산에 따른 스타트업의 부실 및 부도가 이들을 지원하는 VC의 부실로 이어져 여기에 연결된 은행 시스템 충격이 나타날지 여부일 것. SVB의 파산이 당장 문제되는 부분은 SVB에 맡긴 예금을 돌려 받지 못하거나 대출이 안되는 SVB의 주 거래 대상인 스타트업과 VC 펀드의 문제

미국 National Venture Capital Association(NVCA)에 따르면 2021년 미국 VC 회사는 총 2,889개, VC 펀드는 총 5,338개. VC AUM은 9,953억달러. 2021년 미국 전체 상업은행 총자산 규모는 22.6조 달러로 2021년 기준 전체 상업은행 총자산 대비 VC AUM의 크기는 4.4%

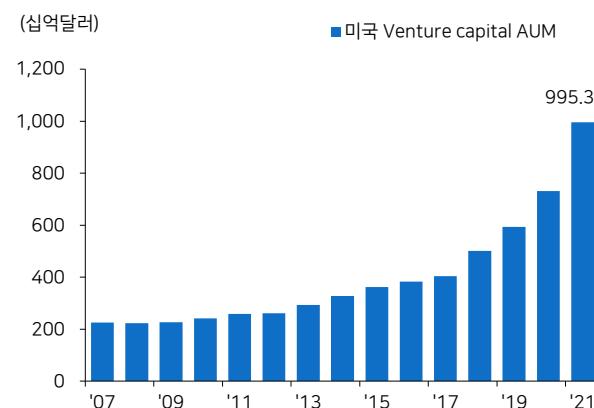
금융위기와 비교하여 연쇄 부도가 날 수 있는 대상의 규모를 비교해보면 힌트가 될 수 있음. 2008년 리스크 과급의 핵심은 주택가격 하락에 따른 주택담보대출의 부실. 2010년 기준 미국 전체 MBS 발행액은 9조2,584억 달러였고, 당시 전체 상업은행 총자산(12.3조 달러) 대비 78%에 해당

그림21 미국 상업은행 총자산 규모



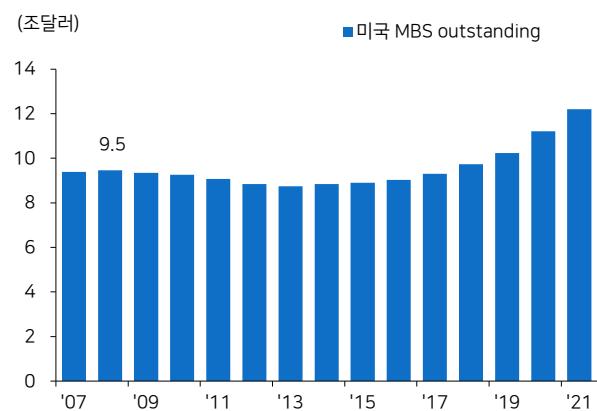
자료: Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림22 미국 Venture Capital AUM 규모



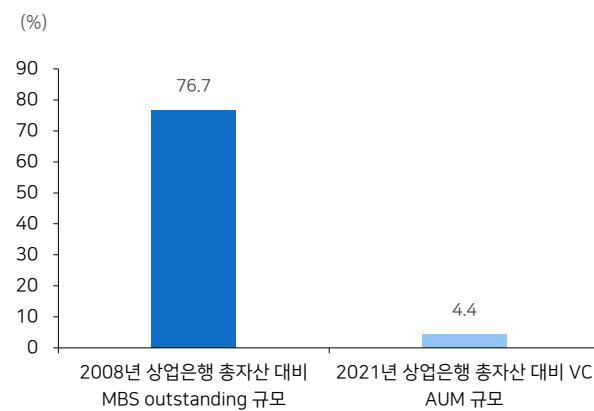
자료: National Venture Capital Association(NVCA), 메리츠증권 리서치센터

그림23 미국 MBS Outstanding 규모



자료: Sifma, 메리츠증권 리서치센터

그림24 은행 자산 규모 대비 MBS vs VC AUM 규모 비교



자료: Federal Reserve, NVCA, 메리츠증권 리서치센터

가격지표 움직임 비교 (1): 2007년 금융위기 초입 국면

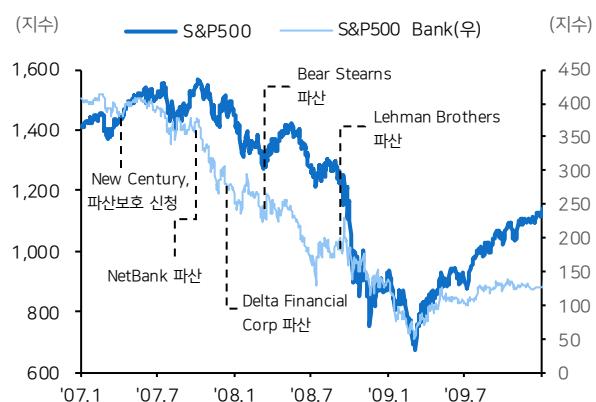
주가의 경우 2007년 금융위기 초입 S&P500의 하락보다 은행 지수의 하락이 먼저 가시화되었음. S&P500 지수가 급격히 하락한 것은 리만 브라더스가 파산한 2008년 9월부터 였음

2007년 금융위기 초입 미 국채 2년물 중심으로 하락. 채권 금리 하락기에 있었음. 특히 미국 장단기 스프레드(10년물-2년물)는 2007년 6월부터 2008년 3월까지 지속적으로 확대되어옴

회사채 10년 스프레드의 경우 2007년 7월 이후 점진적으로 상승하다 2008년 9월을 기점으로 급격히 상승. 2008년 12월 700bp 돌파

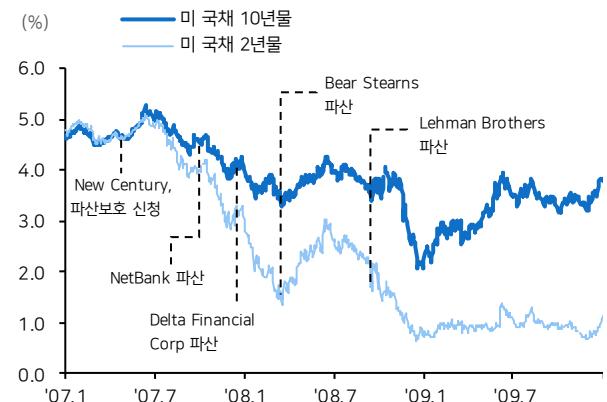
CP-T bill 스프레드의 경우 2007년 3월 7일 37.46bp에 불과하였으나 한달도 채 지나지 않아 8월 20일 233.73bp까지 상승. 이후 80~210bp 등락 반복하다 2008년 10월 460bp 돌파

그림25 주가: S&P500 및 은행 업종 지수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림26 국채 금리 움직임: 미국채 10년, 2년



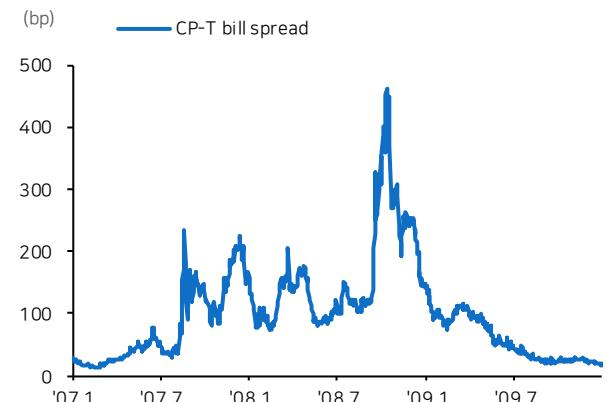
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림27 회사채 BAA- 10년 스프레드



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림28 CP-T bill 스프레드



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

가격지표 움직임 비교 (2): 현재

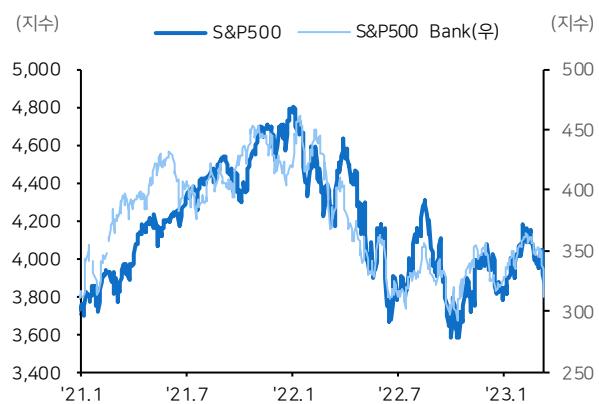
현재 주가 흐름은 은행 업종이 특히 나쁘기 보다는 S&P500의 등락 흐름과 동행되는 모습을 보인다는 점에서 금융위기 초입과는 다른 양상

미 국채 또한 금융위기 때 하락 국면에 있던 것과는 달리 미 연준의 긴축 정책으로 상승 추세. 2022년 7월 이후 10년물 보다 2년물의 금리가 더 높은 장단기 금리차 역전 상태가 지속되고 있음

회사채 스프레드의 경우 2022년 4bp~63bp 사이 등락하며 노이즈가 있었으나 2023년 들어서는 20bp 이내로 진정되는 모습

CP-T bill 스프레드의 경우 2021년 11월 이후로 상승하기 시작하여 현재 200bp 가까이까지 상승하였으나 상승폭이나 강도 면에서는 금융위기 당시에 미치지 못함

그림29 주가: S&P500 및 은행 업종 지수



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림30 국채 금리 움직임: 미국채 10년, 2년



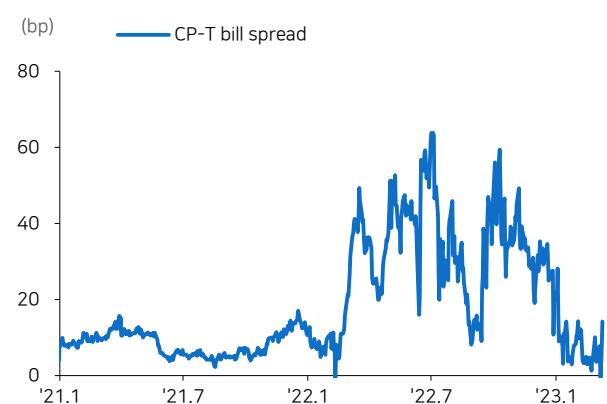
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림31 회사채 BAA- 10년 스프레드



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림32 CP-T bill 스프레드



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

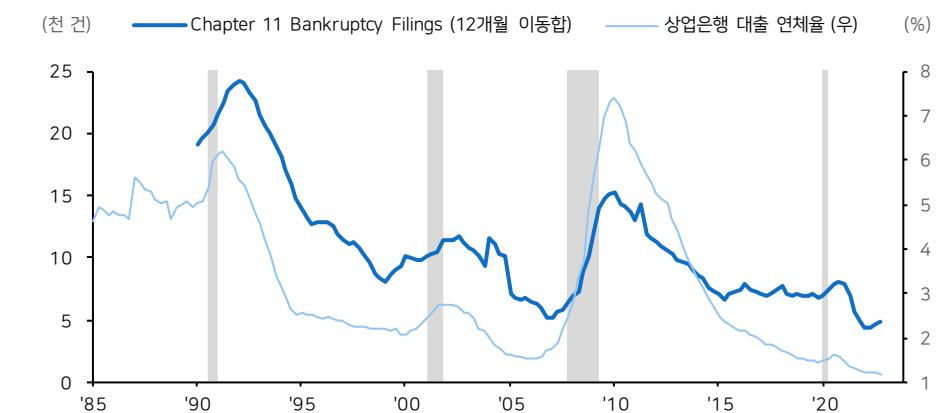
금융시장 시사점 (이진우/이승훈)

1) '리먼 모멘트 가능성 낮으나, 미국 중소형 은행 중심으로 한 검증 불가피'

리먼 모멘트(Lehman Moment)는 은행 시스템에서 거래상대방 위험에 급부상하는 것으로, 금융기관 상호간 신뢰 악화를 의미. 통상 예측 가능하지 않은 손실이 발생하였을 때 이러한 위험이 부상하지만, 이번 SVB 사태의 경우 손실에 대한 규모와 실체가 파악 가능하다는 점에서 시스템 리스크로 해석될 가능성은 적음

이번 사안은 차주(대출자) 리스크 보다는 은행 자체의 리스크에 가까움. 일부 VC업체들의 자금 조달이 어려운 것은 사실이나 전체적인 상업은행 대출 연체율과 부도 리스크는 안정적으로 유지되고 있음

그림33 미국 Chapter 11 파산신청건수와 상업은행 대출 연체율

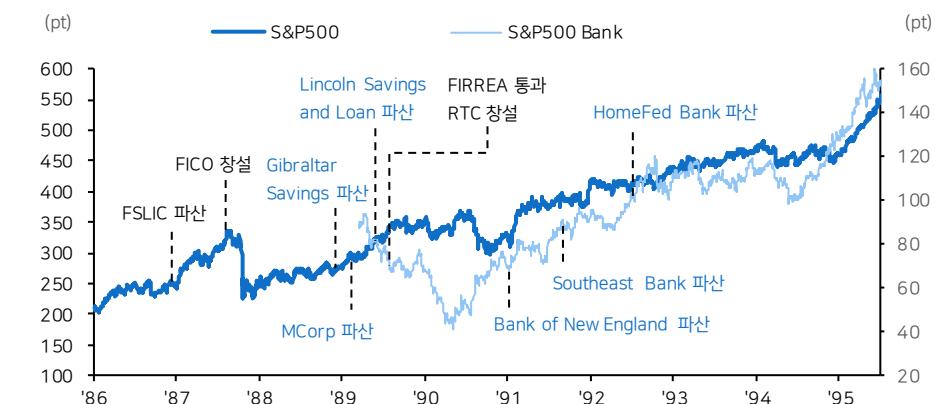


자료: United States Courts, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

문제는 유사한 포트폴리오를 가진 중소형 은행들에 대한 검증 과정은 불가피하다는 것. 관건은 뱅크 런의 확산 가능성임. 연쇄 파산으로 이어질 수 있기 때문

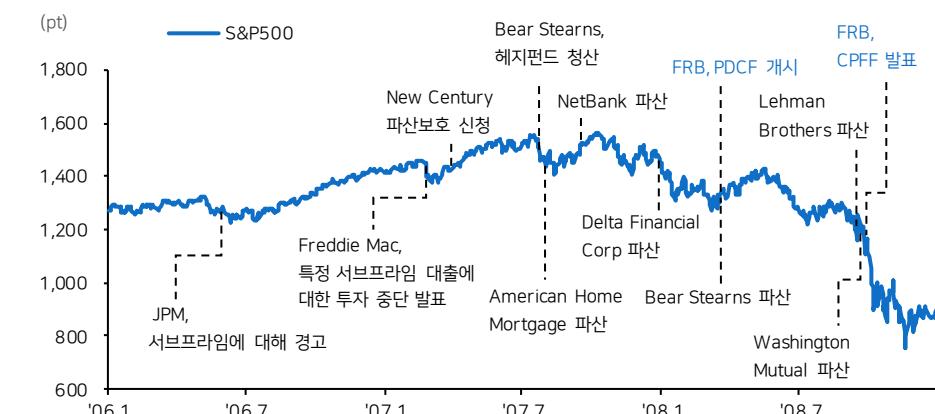
특히 자금 버퍼가 충분치 않은 중소형 은행들에 대한 예금 인출(이탈)이 가속화가 이어진다면 연쇄적인 충격이 불가피. 불안 심리에 대한 정책 개입(차단)이 중요해진 시기임. 저축대부조합 사태, 금융위기에도 금융기관의 파산은 시스템 위기 이전부터 꾸준히 발생. 정책의 충분한 개입 전까지 시장의 혼란은 지속된다는 의미

그림34 1989년 S&L 사태 당시 다수의 은행 파산 및 정책적 대응



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림35 2008년 금융위기 은행 파산 및 정책적 대응



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2) 다음 정책은? FDIC 개입 이후, 대형은행 중심의 자산 인수도 대안

현재까지의 조치는, 1) 캘리포니아 금융보호/혁신국에서 SVB를 폐쇄하고 2) FDIC를 재산관리인(receiver)으로 지정한 것임. FDIC는 보도자료를 통해, 1) 3월 13일 까지 예금보호 대상인 예금의 수령이 가능하며, 2) 예금보호 대상이 아닌 예금에 대해서는 지급증서(receivership certificate)를 발급한 후 금융기관 자산매각과 함께 소정의 배당을 지급할 것이라고 밝히고 있음

역사상 규모가 컸던 은행들의 파산 경과를 살펴 보면, FDIC가 관련 은행들의 자본 확충에 직접 개입하거나(Continental Illinois, First Republic Bank: 1980년대), 이를 중개하기 위해 노력했던 경험(2008년)이 있었고, 파산한 은행은 거의 대부분 다른 금융기관에 인수됨. 2008~2011년까지 파산한 414개의 은행 중 매각이 아닌 FDIC의 예금 직접 지급으로 수순이 마무리된 경우는 20건이며, 파산한 은행 총자산 대비로는 2%에 그치는 수준임

표4 주요 상업은행 파산의 원인과 경과

은행	내용
Washington Mutual(2008)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 사업 영역: 당시 미국 최대 저축은행 ■ 파산 이유: 모기지 업체 인수를 통해 서브프라임 모기지 대출 사업 확대. 리먼브라더스 파산보호신청일(9월 15일)부터 열흘간 예금 167억 달러 인출(전체 예금 9%) ■ FDIC 개입: IndyMac 파산으로 FDIC 자금 부족하여, 유동성 공급 없었음 ■ 결과: JP모건체이스가 19억달러에 인수
IndyMac(2008)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 사업 영역: 모기지 특화 저축대부조합 ■ 파산 이유: 대출자에게 소득 관련 서류를 요구하지 않는 Alt-A 모기지에 특화. 특히 주택 차압비율이 2번째로 높은 캘리포니아에 모기지 집중도가 높았음 ■ FDIC 개입: FDIC가 Fannie Mae, Freddie Mac에 자금수혈 요구했으나 해당 회사 유동성 압박으로 자금조달 실패 ■ 결과: 경매에서 IMB(현 OneWest Bank)에 대량 매각됨
Continental Illinois National Bank and Trust(1984)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 사업 영역: 상업은행 ■ 파산 이유: 실적 증대 목적으로 불건전 대출 감행 ■ FDIC 개입: FDIC 45억달러 공급. 연방정부 55억달러 신규자본 공급, 80억달러 긴급대출 및 신규 경영진 임명 ■ 결과: 연방정부가 회사 인수. 이후 1994년 BoA에 매각됨
First Republic Bank Corporation(1988)	<ul style="list-style-type: none"> ■ 사업 영역: 상업은행 ■ 파산 이유: 저축대부조합 위기(Savings and loan crisis) 당시 부동산 가치 평가절하 1987년에 RepublicBank와 InterFirst Bank의 파산을 막기 위한 합병 과정에서 만들어졌으나 끝내 파산 ■ FDIC 개입: FDIC 10억달러 공급 ■ 결과: FDIC가 North Carolina National Bank(NCNB)에 매각

자료: FDIC, Wikipedia 등 자료 이용하여 메리츠증권 리서치센터 정리

다만, 1980년대 후반 저축대부조합 사태나 2008년 금융위기 초반처럼 재산관리인 역할 위한 개입으로부터 부실은행의 매각까지 가기 전까지 은행 연쇄부도 등으로 FDIC가 일시적 자금난에 봉착할 위험이 있음. 이러한 경우에 대비하여 연준과 FDIC가 별도의 기금 내지는 기구(SPV)을 마련하는 방안을 검토 중인 것으로 알려지고 있음¹. 이러한 별도기구 설립에 대한 선제적 대응에 나서는 이유는, 1986~89년 저축대부조합 부실 심화로 인한 FSLIC(저축대부조합 보험공사) 준비금 고갈과 부실 금융기관 정리를 위한 RTC(정리금융공사) 설립 대응 경험과도 무관치 않음²

현재는 금융기관 일부의 문제일 수 있지만 사태가 겉잡을 수 없이 커질 경우 확산을 사전에 막겠다는 포석으로 이해되며, 이를 통해 금융불안을 조기 안정화하겠다는 취지로 해석

한편, 2008~09년 금융위기를 계기로 Dodd-Frank 법안이 제정되면서 FDIC의 역할은 한층 강화되었음. 자산 1,000억 달러 이상 시스템상 중요한 금융기관(G-SIB)의 구제방안을 미리 제출 받아 OCFI(Office of Complex Financial Institutions)에서 관리 중이며, 금융위기 당시에는 TLGP(한시 유동성 보증 프로그램)를 통해 원래의 역할을 확대, 은행간 대출시장과 요구불 예금시장 안정화에 기여한 바 있음. 만약 현재의 사태가 VC/스타트업 전반의 차주 위험으로 확산될 경우에도 은행권 전반으로 위험 확산을 막을 수 있는 안전장치 혹은 관련 경험이 존재한다는 것은 무질서한 금융위기로 비화될 가능성성이 낮음을 시사하는 것임

¹ Bloomberg (3월 12일), "US Discusses Fund to Backstop Deposits If More Banks Fail"

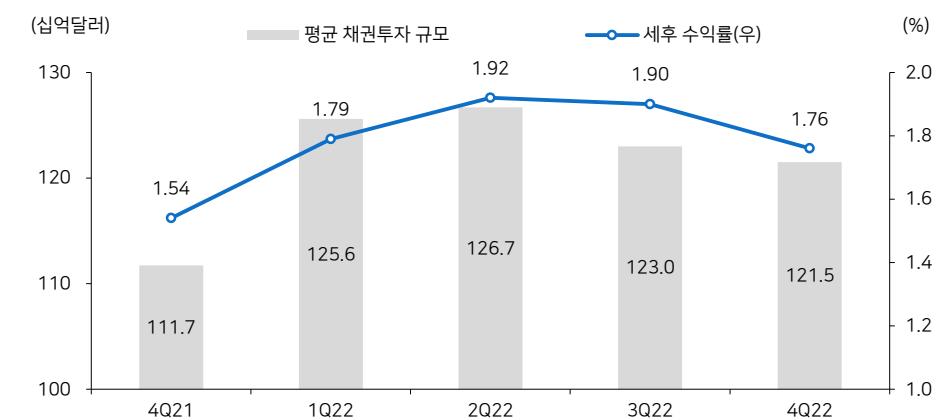
² FDIC, "History of the Eighties: The Savings and Loan Crisis and Its Relationship to Banking" 등 참고

3) SVB 사태, 도덕적 해이 논란 있어, 당국의 '선별적' 개입 가능성이 큼

FDIC의 SVB 인수에 대한 논란이 존재. 도덕적 해이(Moral Hazard) 때문이며, 대표적으로는 SVB의 무모한 자산운용 행태가 지적되고 있음. 채권투자에 대한 헛지(ex. 이자율 스왑 등)를 충분히 진행하지 않았고, 이로 인해 채권금리 급등에 따른 손실을 그대로 떠안았기 때문. 2022년 말 기준, SVB는 5~6년 만기 채권에 1,215 억 달러를 투자. 이는 5년물 금리가 10bp 상승할 때마다 7억 달러 손실을 보게 됨을 의미

따라서, 은행 시스템 안정 측면에서 FDIC 개입은 불가피하나, 취약한 리스크 관리로 문제가 된 은행에 대해 과감한 정책지원이 이뤄질지는 의문. 시스템 안정을 위한 속도전 보다는 선별적 대응에 무게가 실리는 이유일 것임

그림36 SVB 평균 채권투자 규모 및 수익률



자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 SVB 이자율 관련 거래 계정(2023/2/16 기준)

(백만달러)	이자율 관련 거래(Interest Rate Contracts)
선물(Futures)	0
선도(Forward)	0
교환옵션(Exchange-traded option)	0
매도(Written options)	0
매수(Purchased options)	0
OTC 옵션(Over-the-counter option)	0
매도(Written options)	0
매수(Purchased options)	0
스왑(Swaps)	5,273

자료: Silicon Valley Bank, 메리츠증권 리서치센터

4) 주식시장: 시스템 리스크 반영은 아닐 것**1) Non – US 로테이션 재개, 2) 고밸류 기업 < 소외주**

향후 SVB 사태의 추이를 지켜봐야 하지만 금융시스템 리스크로 확산되고 있다고 보기 어려움. FDIC 등 정책당국은 우발적 맹크런 위험을 조기 차단하려 하고 있기 때문. 급락 시 매수 대응은 유효

미국 중소형 은행에 대한 검증과정이 필요하다는 점에서 미국 및 성장주의 상대적 부진 가능성(Non – US 상대 강세 전망). 3월 FOMC에서 연준의 Big Step 우려 완화 보다는 신성장 기업에 대한 현금 소진 우려가 높아졌기 때문

동 이벤트 전후 오히려 약세로 전환되고 있는 달러화도 이러한 현상으로 풀이됨. 업종 전략은 단순화할 필요. 단기 급등한 고밸류에이션 기업 보다는 소외된 대표 기업이 유리. 국내 중시에서 현 시점은 반도체, 완성차가 대표적

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.