

# Are You Ready for the 4<sup>th</sup> Industrial Revolution?

2022. 3. 15 (수)

**meritz** Strategy Daily

## 전략 공감 2.0

### Strategy Idea

After SVB: 핵심은 거래상대방 위험 확산 여부이다

### 칼럼의 재해석

AirAsia가 바라보는 아시아 LCC 시장

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.

## Strategy Idea



## ▲ 경제분석

Analyst 이승훈

02. 6454-4891

seunghoon.lee@meritz.co.kr

## After SVB: 핵심은 거래상대방 위험 확산 여부이다

- ✓ Bank-run 상황에서는 그 누구도 채권매각-미실현 손실 실현 위험에서 자유롭지 않을 것
- ✓ 이러한 측면에서 FDIC와 연준 BTFP 개설행위 위험의 전이차단 측면에서 긍정적으로 평가
- ✓ 그러나 중소형/지방은행 위험 소멸된 것 아님. 규모가 큰 은행의 부실이나, 연쇄파산 등이 거래상대방 위험을 증대시킬 가능성이 아직 남아 있음

은행은 상시 대차대조표 위험에 노출되어 있음

자산의 부실, 부채항목인 예금의 급격한 이탈로부터 발생 가능

### 은행의 대차대조표 위험은 어떻게 발생하는가? 지금은?

우리가 평상시에는 잘 인지하지 못하지만, 은행은 상시적으로 대차대조표 위험에 노출되어 있다. 대차대조표 위험은 자산가치의 훼손이나 예금의 급감이 결국 자본잠식을 가져와 금융기관의 파산/폐쇄로 연결되는 것을 의미한다.

은행이 보유하고 있는 자산의 가치가 급락하고 이에 따라 자본잠식이 이루어지는 경로는 1) 채무자의 채무불이행이 연쇄적으로 발생하거나(대출의 상각), 2) 보유 채권의 부실에서 비롯된다. 반면 부채 항목에서도 문제가 발생할 수 있다. 예금의 급격한 이탈(deposit flight 혹은 bank run)이 해당 은행 혹은 금융업권 전반의 거래상대방 위험(counterparty risk)으로 확산되면서 금융기관 스스로 자금조달(도매금융; wholesale funding)이 어려워 지는 유동성 위험을 수반하는 경우이다.

두 가지 대차대조표 위험은 독립적인 사건일 수도 있지만, 함께 오기도 한다. 이해를 돕기 위해 성격을 구분하자면, 1) 자산의 부실과 그 가치 급락이 대차대조표 위험 현실화 및 금융기관 파산의 단초 역할을 했던 대표적인 사례는 금융위기이며, 2) 이번 Silicon Valley Bank(SVB)의 파산은 예금 이탈의 확산과 지급 약속을 이행하기 위한 과정에서 발생한 자본잠식의 사례이다. 경로는 달라도 종착점은 모두 거래상대방 위험을 유발한다는 것에 있다.

### 예금의 이탈과 유동성 위험: 이론의 검토와 적용

예금의 이탈이 은행의 유동성 위험을 유발할 수 있다는 것은 화폐금융론 교과서에 서도 중요하게 다루는 이슈이다. 평상시 은행의 대차대조표를 그림 1의 형태라고 해 보자. 이 은행은 내어줘야 하는 부채인 예금 100달러와, 자기자본 10달러를 보유하고 있다. 요구지급준비율이 10%라고 하면, 현금 및 준비금으로 예금의 10%인 10달러를 보유하고 있어야 한다. 그 나머지를 각각 채권(10달러)과 대출(90달러)로 나누어 보유하고 있다.

예금인출이 발생하였고, 준비금을 다 내어준 이후라면 방법은? 채권을 매각하거나 차입 하는 것

이 상태에서 10달러의 예금인출 요구가 발생하였고, 이 은행은 보유한 준비금 10달러 전액을 예금지급에 사용하였다(그림 2). 여기에서 끝나지 않는다. 예금잔액의 10%를 준비금으로 채워야 한다. 방법은 두 가지이다. 한 가지는 보유하고 있는 채권을 매각하는 것이다. 채권보유잔액은 10달러에서 1달러로 줄었고, 준비금잔액이 9달러가 되었다(그림 3).

다른 한 가지는 차입을 해 오는 방법이다. 이렇게 되면 추후 이자가 발생하겠지만 당장 자산에 변화는 없다(그림 4). 물론 대출을 줄이는 방법도 있다. 하지만 1) 대출회수가 오히려 차주의 부실을 유발할 수 있고, 2) 고객기반을 감소시킬 뿐 아니라, 3) 시간이 오래 걸릴 수 있다는 점에서 유력한 대안은 되지 못한다.

SVB는 채권매각을 통해 예금인출에 대응하고자 했음

예금인출 요구가 한 번에 발생하면 준비금의 소진과 더불어 앞서 두 가지 옵션을 동시에 고려해야 하는 상황도 온다. SVB는 보유하고 있는 자산인 채권을 매각하면서 대량 예금인출 요구에 대응하였는데, 그 과정에서 미실현 손실로 잡혀 있던 부분이 실현되면서, 그 규모가 3월 8일 기준 은행자본의 113%에 달하였다. 유상증자를 통한 자본확충 시도가 있었으나, 이 역시 무산되면서 자본잠식과 은행폐쇄에 돌입하는 전형적 유동성 위험(liquidity risk)의 모습을 보여 준 것이다.

차입금리가 높아져 대량인출 사태 발생할 경우 그 어떠한 은행도 이러한 위험에서 자유롭기 어려움

대량인출 사태가 발생하는 경우, 다른 은행도 이러한 위험에서 자유롭다고 보기 어렵다. 차입을 하기에는 잇따른 연준의 금리인상으로 은행의 단기조달금리가 매우 높아진 상태이기 때문이다. 연준에 각 은행이 예치한 자금을 빌리는 금리인 유효 연방기금금리(Effective federal funds rate)는 4.57%이며, 은행간 자금시장금리의 대표주자인 SOFR(Secured overnight funding rate)는 3개월물 기준 4.84%에 달한다(이상 3월 13일 종가). 준비금이 부족해질 경우 대출회수가 아니라면 은행들은 필연적으로 채권매각을 '고려'할 수 밖에 없는 환경인 것이다.

그림1 은행 대차대조표 예시: 평상시의 모습

자산	(달러)	부채	(달러)
현금 및 준비금	10	예금	100
채권	10	요구불 예금	
국채, 정부기관채		저축성 예금	
지방채, MBS 등			
대출	90	차입	0
산업/상업용 대출			
부동산 대출			
소비자 대출			
은행간 대출		은행 자본	10
기타 자산	0		

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 은행 대차대조표 예시: 예금인출과 준비금 소진

자산	(달러)	부채	(달러)
현금 및 준비금	0	예금	90
채권	10	요구불 예금	
국채, 정부기관채		저축성 예금	
지방채, MBS 등			
대출	90	차입	0
산업/상업용 대출			
부동산 대출			
소비자 대출			
은행간 대출		은행 자본	10
기타 자산	0		

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림3 은행 대차대조표 예시: 준비금 확보 위해 채권매각

자산	(달러)	부채	(달러)
현금 및 준비금	9	예금	90
채권	1	요구불 예금	
국채, 정부기관채		저축성 예금	
지방채, MBS 등			
대출	90	차입	0
산업/상업용 대출			
부동산 대출			
소비자 대출			
은행간 대출		은행 자본	10
기타 자산	0		

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 은행 대차대조표 예시: 준비금 확보 위해 차입

자산	(달러)	부채	(달러)
현금 및 준비금	9	예금	90
채권	10	요구불 예금	
국채, 정부기관채		저축성 예금	
지방채, MBS 등			
대출	90	차입	9
산업/상업용 대출			
부동산 대출			
소비자 대출			
은행간 대출		은행 자본	10
기타 자산	0		

자료: 메리츠증권 리서치센터

우량은행도 보유채권을 시가로  
평가하면 손실임

은행이 채권을 만기까지 보유한다면 아무런 문제가 없을 것이나, 그간 가파른 금리상승 때문에 보유한 채권을 불가피하게 매각할 경우, 아무리 우량한 은행이라도 손실이 불가피하다. 아래 표는 미국의 주요 은행의 자본비율과 예금증가율, 보통주 자기자본(CET1) 비율 대비 미실현 손실비율을 열거한 것인데, 우량하다고 분류되는 JPMorgan Chase, BoA, Wells Fargo도 손실에서는 자유로울 수 없다. 다만 자기자본 대비 손실비율이 타 은행 대비 낮을 뿐이다.

표1 미국 주요 은행들의 자본비율, 예금증가율, CET1 대비 미실현 손실비율

(%)	기업명	시가총액 (십억달러)	주가수익률 (1W)	단순자본 (TCE) 비율	CET1 비율	예금증가율 (2022년 연간, YoY)	CET1 자본 대비 미실현 손실비율
S&P500	제이피모간체이스	386.3	-5.3	5.8	13.2	-5.0	7.8
상장은행	뱅크오브아메리카	228.1	-13.6	5.7	11.2	-4.6	9.0
	웰스파코 & 컴퍼니	145.7	-13.6	7.1	10.6	-6.6	8.7
	씨티그룹	87.0	-12.4	6.6	12.2	3.7	5.7
	U.S.뱅크프	55.9	-19.9	4.1	8.4	15.1	31.6
	PNC 파이낸셜 서비스	52.0	-10.7	6.0	9.1	-4.6	33.9
	트루이스트 파이낸셜	42.8	-26.9	4.2	9.0	-0.7	27.0
	M&T 은행	21.4	-11.9	7.3	10.4	24.3	4.6
	피프스 서드 뱅코프	17.9	-23.4	4.9	9.3	-3.3	40.4
	리전스 파이낸셜	17.6	-15.0	5.3	9.6	-5.3	30.6
	헌팅턴 뱅크셰어스 오하이오	16.1	-23.0	5.4	9.4	3.2	26.7
	시티즌스 파이낸셜 그룹	14.8	-20.8	5.9	10.0	17.1	20.9
	키코프	10.6	-35.2	4.3	9.1	-6.5	38.6
	SVB 파이낸셜 그룹(3/10)*	6.3	-60.3	5.6	12.1	-8.5	18.8***
	퍼스트 리퍼블릭 은행**	5.8	-73.0	6.4	9.2	12.9	2.2
	코메리카**	5.6	-35.1	4.8	10.0	-13.3	36.8
	자이온스 뱅코프**	4.5	-35.5	3.8	6.6	-13.5	68.5
	시그니처 은행/뉴욕(3/12)*	4.4	-33.3	6.6	10.4	-16.5	23.9
그외 은행	찰스 슈왓	95.6	-30.7	1.1	21.9	-18.5	95.1
	트루이스트 파이낸셜	42.8	-26.9	4.2	9.0	-0.7	27.0
	스테이트 스트리트	25.5	-14.6	4.7	13.6	-7.7	6.5
	노던 트러스트	17.1	-10.5	6.8	11.5	-22.5	15.4
	이스트 웨스트 뱅코프	7.3	-28.8	8.6	12.7	4.9	10.4
	뉴욕 커뮤니티 뱅코프	4.4	-23.4	6.5	9.1	67.5	9.5
	OZK 은행	4.2	-14.8	13.3	11.5	6.4	6.8
	UMB 파이낸셜**	3.2	-23.8	6.2	10.6	-8.3	36.1
	웨스턴 얼라이언스 뱅코프**	2.9	-63.7	6.5	9.3	12.7	17.4
	팩웨스트 뱅코프	1.1	-63.5	4.9	8.7	-3.0	38.4

주: \* 폐쇄된 금융기관, \*\* 무디스 신용등급 강등 예정기관, \*\*\* 3월 8일 추가 손실 고려시 113%

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

잠재 위험에 노출된 은행들의  
면면

나열한 은행 중 잠재적인 위험성을 띠는 은행들은 크게 세 가지 특징을 지닌다: 1) SVB와 같이 CET1 자본 대비 미실현 손실비율이 크고(Charles Schwab, PacWest, UMB Financial 등), 2) 예금이 크게 감소하는 추세(Charles Schwab, Comerica, Northern Trust, Zion), 3) 캘리포니아 혹은 그 인근지역을 기반으로 하여 Tech 섹터 비중이 높아 차주의 cash burn 등의 이유로 인한 잠재적인 대량 인출 위험에 노출된 은행들이다(First Republic, Western Alliance 등)<sup>1</sup>.

Charles Schwab까지 문제가  
확산될 지 여부가 관건일 수 있음

이 중 무디스의 신용등급 강등 검토 대상으로는 First Republic, Western Alliance, Comerica, Zion, UMB Financial 등 6개 은행이 거론 중이나, 비교적 규모가 있는 은행 중에서 상기한 3가지 기준 중 2가지를 충족하는 Charles Schwab의 부실 위험이 현실화되는 지 여부도 면밀히 봐야 할 것이다. 과거 위기 경험을 감안해 보면, 리스크가 한 단계 레벨업되는 계기일 수 있기 때문이다.

## 금융당국 공조 개입과 BTFP 개설의 의미

FDIC의 조치는 Bank run 확산을  
사전에 방어하고자 하는 포석

Silicon Valley Bank와 Signature Bank의 잇따른 폐쇄 이후 예금보험공사(FDIC)는 "Systematic Risk" 예외 적용을 통해 보험의 대상(인당 25만 달러)이 되는 예금뿐만 아니라 그 외 예금에 대해서도 지급이 가능하도록 조치했다. 여타 취약 **예금 취급기관의 bank run을 사전에 방어하고자 하는 포석**으로 이해된다. 대량인출 사태는 고비를 넘긴 것으로 보이지만, 이번 주 들어 JPMorgan Chase 등 우량은행으로의 예금 증가가 나타나고 있음을 고려한다면 중소형 혹은 지방은행을 둘러싼 우려가 완벽히 해소되었다고 보기는 어렵다.

연준의 공조는 FDIC 혼자서 모든  
부담을 떠안기 어렵기에 나온 것

이에, 연준이 외환안정기금(ESF)으로부터 250억 달러를 보증 받아 Bank Term Funding Program(BTFP)을 설립하였다. 이는 1) 은행, 저축조합, 신용협동조합 등 예금취급기관이 2) 담보(국채, MBS 등 공개시장조작에 이용되는 담보물)를 제공하면 이를 시가가 아닌 '액면가(par value)로 평가하여 3) 최대 1년 만기까지 OIS+10bp (현재 5% 내외)의 금리로 제공하는 프로그램이다(그림 5)<sup>2</sup>.

조속한 안전장치 마련에도 또 다른 은행 폐쇄가 가시화될 수 있고, 예금보험기금(DIF)의 잔액(1,282억 달러, 그림 6)을 고려시 FDIC 혼자 모든 것을 다 떠안을 수 없기에 중앙은행이 공조 개입에 나섰다고 볼 수 있다<sup>3</sup>. 이러한 조치는 1980년대 후반 저축대부조합(S&L) 사태 당시, 조합의 예금보험을 취급했던

<sup>1</sup> 자세한 논의는, Issue Comment, "변수에 대한 시장판단: Silicon Valley Bank 파산 이슈를 중심으로" (3월 13일) 참고

<sup>2</sup> 앞서 언급한 은행간 조달시장(Fed Funds, SOFR), 혹은 연준 상설레포기구(SRF)와의 차이점은 만기(1년).

대량인출 수요가 있을 경우, 자금의 단기조달로는 유동성 위기를 해결 못할 수 있음. BTFP는 뱅크런 등 이례적인 상황에 대한 안전판 역할까지 고려한 프로그램임

<sup>3</sup> 예를 들어, 2월 말 SVB의 예금 잔액은 1,650억 달러 (보험대상 아닌 예금까지 커버하기에 이를 고려).

잔액 전량 인출을 가정하지 않더라도 유사한 은행들의 연쇄파산 가능성을 고려한다면 큰 금액이 아닐 수 있음

FSLIC(Federal Savings & Loan Insurance Corporation) 준비금의 소진, 그리고 정리금융공사(RTC) 주도 구조조정(1991~92년) 및 금융위기 대응 과정(2009년 3분기~2011년 1분기)에서 FDIC 준비금이 고갈되었던 경험과도 무관치 않다.

핵심은 2)이다. 전술한 대로 그 어떠한 은행도 채권평가손실에서 자유로울 수 없다. 이를 매각하여 손실을 인식하는 것보다는 연준에 액면가로 이를 예치하여 이자를 지불하는 것이 은행 입장에서는 훨씬 나은 대안이기 때문이다.

방화벽 구축은 긍정적이나, 중소형 은행 위험이 소멸된 것은 아님

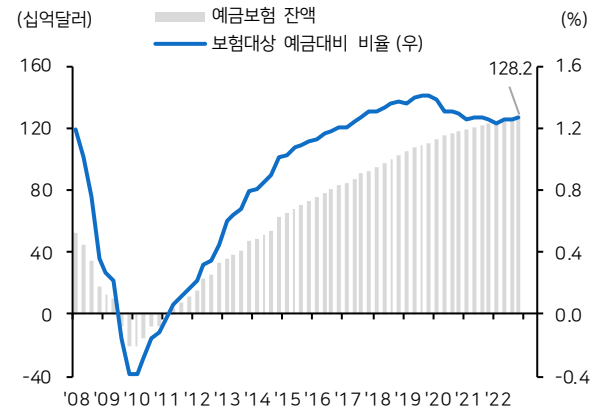
상기한 조치는 작은 불씨가 체계적 위험(systematic risk)으로 급격히 전이되는 것을 차단하기 위한 방화벽이라는 것에 의의를 둔다. 중소형 은행의 경우는 사안에 따라 예금인출이 있을 수 있고, 신용등급 강등이라는 낙인이 찍힐 경우 추가 폐쇄 대상에 오를 수 있다는 점도 유의해야 할 것으로 보인다. 그리고 이것이 거래상대방 위험의 부상으로 귀결될 지를 각별히 모니터링해야 할 것이다.

표2 FDIC, 연준의 공조 개입 내용

기관	내용
FDIC	<b>Systemic risk exception 권한 발동</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Silicon Valley Bank, Signature Bank 관련 비용은 은행 자산 매각보다 Deposit Insurance Fund(DIF)에서 충당</li> <li>■ 강한 조치로 다른 기관의 예금 동반 유출 우려의 경감 의도</li> </ul>
연준	<b>Bank Term Funding Program(BTFP) 도입</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 연방 내 은행, 저축조합, 신용조합 등 Primary credit을 이용할 수 있는 금융기관 대상</li> <li>■ 1년 만기를 가진 자금대여 창구 운영 (국채 혹은 MBS 등 공개시장 조작의 대상이 되는 담보제공부)</li> <li>■ 담보물 가치평가 기준을 '액면가'로 설정해 그간의 금리상승에 따른 영향은 배제</li> <li>■ 250억 달러까지 Treasury's Exchange Stabilization Fund (ESF)에서 보증</li> <li>■ 대출금은 적격 담보의 가치를 넘어서지 않으며 1년 OIS + 10bp의 고정금리 활용</li> </ul>

주: 3/14일 "Market at a glance (이종빈)" 자료 참고하여 작성  
자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

그림5 FDIC 예금보험기금(DIF) 잔액



자료: FDIC Quarterly Banking Profile (Dec 2022), 메리츠증권 리서치센터

표3 부실화된 S&L 기관수 및 자산

(십억달러)	S&L (개)	총자산 (A)	순이익	부실 S&L		부실비율 (B/A, %)	FSLIC reserves
				(개)	자산 (B)		
1980	3,993	604	0.8	43	0.4	0.1	6.5
1981	3,751	640	-4.6	112	28.5	4.5	6.2
1982	3,287	686	-4.1	415	220.0	32.1	6.3
1983	3,146	814	1.9	515	284.6	35.0	6.4
1984	3,136	976	1.0	695	360.2	36.9	5.6
1985	3,246	1,068	3.7	705	358.3	33.5	4.6
1986	3,220	1,162	0.1	672	343.1	29.5	-6.3
1987	3,147	1,249	-7.8	672	353.8	28.3	-13.7
1988	2,949	1,349	-13.4	508	297.3	22.0	-75.0
1989	2,878	1,252	-17.6	516	290.8	23.2	N/A

자료: FDIC, "History of the Eighties", 메리츠증권 리서치센터

표4 FSLIC, RTC로 정리된 부실기관/자산 및 FDIC 준비금

(백만달러)	FSLIC		RTC		FDIC reserves
	부실기관 수	금액	부실기관 수	금액	
1986	54	16,264			18,253
1987	48	11,270			18,302
1988	185	96,760			14,061
1989	9	725	318	134,520	13,210
1990			213	129,662	4,044
1991			144	78,899	-7,028
1992			59	44,197	-100
1993			9	6,148	13,122
1994			2	137	21,847
1995			2	435	25,454
계	296	25,019	747	393,998	-

자료: FDIC, "A Brief History of Deposit Insurance 외", 메리츠증권 리서치센터



## 금융위기 초반(2007년)의 경험이 주는 시사점

앞으로의 상황에 대응하기 위한 과거 매뉴얼을 찾아 본다면 단연 금융위기의 경험일 것이다. 그 당시 금융시장에 있었던 투자자라도, 기억에 남아 있는 사건은 2008년 3월의 Bear Stearns, 9월의 Lehman Brothers 파산 정도일 것이다.

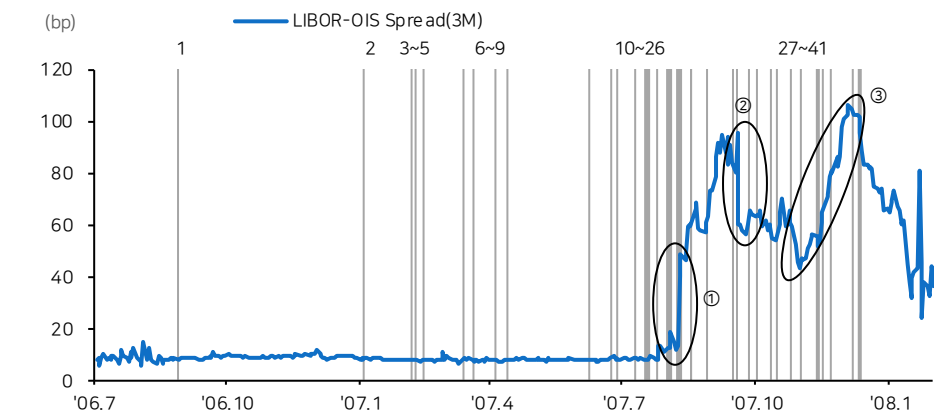
금융위기 초반에 위기를 심화시켰던 단초들에 주목

우리가 주목하는 것은 그 이전에 위기를 심화시켰던 단초들이다. 사료를 조사해보니, 최초의 위기 징후가 2006년 8월에 있었고, 2007년 초에는 서브프라임 모기지론 취급하는 금융기관들이 Chapter 11 파산신청(영업 계속 vs 구조조정조건)을 연쇄적으로 하기에 이른다. 관련 사건들을 다음 페이지에 정리하였다.

LIBOR-OIS 스프레드 확대의 계기는 중앙은행 위험 인지와 전염, 손실의 전면 확대였음

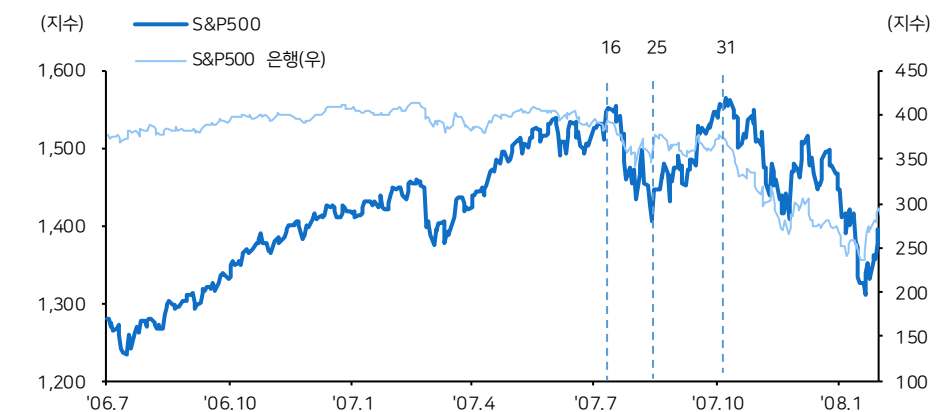
금융시장이 위험을 인지하고 거래상대방 위험을 반영하는 LIBOR-OIS 스프레드의 레벨업이 나타나기 시작한 계기(국면 ①)는 2007년 7월, 1) 중앙은행이 서브프라임 모기지의 위험성을 인지하고 2) 그 전염이 발생했으며, 3) 이를 취급하는 펀드들의 부실이 미국과 그 이외(프랑스) 지역에서까지 나타났을 때였다. 2)는 회사채 스프레드 확대로도 연결되었다. 즉 사태가 "확산" 되는 조짐이 보일 때가 위험관리를 강화해야 하는 국면이라는 시사점이 있다.

그림6 금융위기 초반 LIBOR-OIS spread



주: 표 2~3의 Event list에 해당하는 일련번호임. 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림7 금융위기 초반 S&P 500과 S&P 500 은행지수



주: 표 2~3의 Event list에 해당하는 일련번호임. 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

정책당국이 대응에 나서면 안도하지만, LIBOR-OIS 스프레드는 이전 수준으로 복귀하지 못했음

국면 ②는 거래상대방 위험이 어느 정도 안정화되는 때인데, 연준이 전통적인 통화정책을 통한 초동 대응(Primary credit rate 인하)에 나섰던 시기이다. **주식시장은 전고점을 회복했지만, LIBOR-OIS 스프레드는 이전 수준으로 완벽히 되돌아가지 못했던 상태였음에 주목한다.** 문제는 그러한 대응에도 모기지 부실의 심화 및 금융기관 손실 확대가 재차 수반되면서 거래상대방 위험이 확대되고 주식시장도 본격적으로 하락했는 데에 있다(국면 ③). 민간 기관의 연대라는 무의미한 정책(HOPE NOW)도 투자심리 악화에 일조했다. 그리고 2008년 상황은 더 악화된다.

거래 상대방 위험 지표의 궁극적 안정이 없다면 사태가 악화되고 있을 가능성에 유의

당분간 금융시장 변동성은 매우 클 것이다. 그러나 그 과정에서 본질을 말하는 것이 주가가 아닐 수 있다. 신용위험/거래상대방 위험을 측정하는 지표가 안정화되지 않는다면, 더 큰 정책대응이 요구되거나 위험선호가 악화될 소지가 있음을 염두에 두어야 할 것이다. 우리도 계속 모니터링하면서 시사점을 내도록 하겠다.

표5 금융위기 초반의 여러 위기 징후와 대응 (1)

번호	날짜	내용
1	2006-08-26	FA CoreLogic, 모기지 생성 이후 비교적 초반에 서브프라임 디폴트가 발생한다는 진단
2	2007-01-03	Ownit Mortgage Solutions Inc., Chapter 11 파산 신청. 신청 당시 메릴린치에 9.3억 달러 채무가 있었음
3	2007-02-05	Mortgage Lenders Network USA Inc., Chapter 11 신청. 당시 Subprime lender 중 15위, 3Q06 말 서브프라임 잔액 33억 달러
4	2007-02-07	HSBC가 서브프라임 모기지 사업이 매우 악화될 가능성 경고. 대출상각과 총당금을 기존 대비 20% 더 쌓을 수 있다고 진단
5	2007-02-13	ResMae Mortgage Group, Chapter 11 신청. 2006년 말 현재 77억 달러 서브프라임 대출. 업계 26위
6	2007-03-11	New Century Financial이 대출을 중단하고 Emergency Financing에 들어가겠다고 공시
7	2007-03-20	People's Choice Home Loan이 Chapter 11 신청
8	2007-04-03	New Century Financial이 Chapter 11 신청. 미국에서 가장 큰 Subprime lender(2006년 516억 달러). 대출상환 84억 달러 부도
9	2007-04-12	SouthStar Funding LLC (Subprime lender)가 Chapter 7을 신청
10	2007-06-07	BearStearns, 서브프라임 debt market 의존도가 높은 hedge fund 상환 권리행사를 연기. '07.4월에만 펀드 가치 19% 하락
11	2007-06-22	BearStearns, 유동성 위기를 맞은 hedge fund에 32억 달러 대출하기로 합의
12	2007-06-27	미 증권거래소가 CDO 취급 행태에 대한 감사에 나섰다고 밝힘
13	2007-07-09	Credit Suisse, CDO 손실이 520억 달러에 달할 수 있음을 공시. 시스템 리스크 가능성은 일축
14	2007-07-16	Alliance Bankcorp, Chapter 7 신청. Subprime과 Prime loan을 모두 취급했던 회사였음
15	2007-07-17	BearStearns, 서브프라임 debt를 취급하는 두 개의 hedge fund의 자산가치가 90% 이상 감소했다고 투자자 레터에서 밝힘 BearStearns는 6월 마진콜에 대응하기 위해 320억 달러 유동성 공급 이후 추가 유동성 공급 계획이 없다고 밝힘
16	2007-07-18	버냉키 연준 의장, 연준이 주택시장 문제를 고려하여 경제전망을 하향 조정했다고 밝힘 서브프라임 손실이 1,000억 달러에 달할 수 있다고 진단하며 모기지 대출 취급자의 행태 규제를 검토할 수 있음을 시사
17	2007-07-24	Countrywide Financial은 2Q07 이익이 33% 감소했으며, 서브프라임 문제가 일반적인 주택대출로 전염되고 있다고 밝힘
18	2007-07-31	BearStearns의 헷지펀드 두 곳이 손실을 확정하며 Chapter 15를 신청. 은행은 해당 펀드 포지션을 모두 청산
19	2007-08-01	BearStearns의 헷지펀드 손실에 대한 최초의 민사소송이 제기됨
20	2007-08-03	독일의 IKB Deutsche Industriebank에 대한 국책은행 KfW 구제금융(10억 유로)
21	2007-08-07	American Home Mortgage가 Chapter 11을 신청. 2006년 미국 소매모기지 10위 회사
22	2007-08-09	프랑스의 BNP Paribas가 160억 유로 상당의 3개 투자펀드 자산을 동결. 해당 펀드 자산가치가 3주 만에 20% 급락한 때문 ECB는 Eurozone 은행시스템이 950억 유로를 투입

자료: 1) Cox & Glapa, "Credit Crisis Timeline", University of Iowa, 2) Federal Reserve Bank of St. Louis' Financial Crisis Timeline, 메리츠증권 리서치센터



표6 금융위기 초반의 여러 위기 징후와 대응 (2)

번호	날짜	내용
23	2007-08-10	연준은 필요한 Reserve를 공급하겠다는 별도의 보도자료 발표. Discount window를 활용해줄 것을 주문 전세계 중앙은행이 신용경색을 막기 위해 3,000억 달러를 이틀간 투입
24	2007-08-16	Countrywide Financial이 파산을 막기 위해 115억 달러를 상업은행에서 조달. 신용등급 하향 조정
25	2007-08-17	연준, Primary credit rate을 6.25%에서 5.75%로 인하. 경기하방 위험이 매우 커졌음을 진단
26	2007-08-26	독일 Sachsen Landesbank가 국유화
27	2007-09-14	영국, 모기지 대출 취급하는 Northern Rock에 긴급자금 투입을 연장
28	2007-09-18	연준, 연방기금금리를 5.25%에서 4.75%로, Primary credit rate을 5.75%에서 5.25%로 인하
29	2007-09-26	영란은행이 3개월물 긴급자금을 6.75%에 auction하고, 모기지를 담보로 인정
30	2007-10-01	UBS가 37억 달러 상각을 발표
31	2007-10-11	헨리 폴슨 미 재무장관, HOPENOW 프로그램 개설. 민간 금융기관의 연대 통한 차압 등 방지가 주된 내용
32	2007-10-15	Citi, BoA, JPM 등 은행이 ABCP 시장을 살리기 위한 특별 유동성 기구 마련 계획을 발표
33	2007-10-25	Merrill Lynch, 3분기 22.4억 달러 손실. 이 중 CDO/서브프라임 손실이 79억 달러에 달함
34	2007-10-31	연준, 연방기금금리를 4.75%에서 4.50%로, Primary credit rate을 5.25%에서 5.00%로 인하
35	2007-11-12	Citi, BoA, JPM 등 은행이 750억 달러 규모의 weak debt을 매수하겠다고 발표
36	2007-11-13	BoA(13일), Barclays(15일)가 각각 30억 달러와 16억 달러의 상각을 발표
37	2007-11-16	미 하원은 모기지 유동화하는 회사들에 대한 책임을 규정(허가제)하는 법안을 통과
38	2007-11-21	Freddie Mac, 모기지 디폴트 등으로 20억 달러의 손실 발생하였음을 공시
39	2007-12-06	조지 W. 부시 미 대통령, 5년간 서브프라임 모기지 금리동결을 골자로 하는 정책 발표
40	2007-12-11	연준, 연방기금금리를 4.50%에서 4.25%로, Primary credit rate을 5.00%에서 4.75%로 인하
41	2007-12-12	연준, Term Auction Facility (TAF) 신설. 다양한 담보를 기반으로 고정된 금액을 연준 유동성 창구에서 경매

자료: 1) Cox & Glapa, "Credit Crisis Timeline", University of Iowa, 2) Federal Reserve Bank of St. Louis' Financial Crisis Timeline, 메리츠증권 리서치센터

## 칼럼의 재해석

오정하 연구원

## AirAsia가 바라보는 아시아 LCC 시장 (Reuters)

아시아 최대 LCC 항공사인 AirAsia COO Karen Chan이 최근 항공업 시장에 대한 시각을 제시했다. 팬데믹 기간 하늘길이 막히며 국내선 위주로 사업이 전개되었다. 국내선은 약 85%, 국제선은 약 60~65% 회복했다. 국내선 공급을 100%까지 늘리지 않는 이유는 과거와 달리 수익성 위주의 사업을 전개하기 때문이다. 앞으로는 수익성이 높은 국제선 비중을 다시 확대할 계획이다.

중국 리오프닝에 따른 여객회복 가속화에 대한 기대가 있지만, 1) 여권발급 지연, 2) 단체여행 주 고객인 고령층에 낮은 여행 수요 등으로 시간이 소요될 전망이다. 2023년 여객은 크게 증가하겠으나, 글로벌 공항은 인력부족 문제를 겪고 있다. 입국심사가 지연되고, 항공사들은 야간비행을 운영할 수 없는 불편함이 야기된다.

팬데믹으로 인한 긴 터널 속에서 드디어 끝이 보인다. 중국 등 여전히 불확실성은 상존하지만, 안정적인 서비스 재개로 정상화까지 나아갈 계획이다.

## AirAsia, 항공시장 하반기 정상화 전망

국제선 하반기 85~90%까지  
회복 전망

AirAsia Group은 아시아 최대 LCC 항공사이다. 현재 말레이시아, 인도네시아, 필리핀 및 태국 등지에서 사업을 하고 있다. 아시아 최대 LCC AirAsia CCO인 Karen Chan은 인터뷰를 통해 3월 최근 아시아 LCC 시장에 대해 설명했다.

2022년 연말 기준 전체 공급량 중 67%를 가동하고 있다. 국내선 회복이 먼저 전개되어 국내선은 85%가량 회복했다. 100%까지 운항하지 않는 이유는 수익성 위주로 사업을 전략을 펼치고 있기 때문이다. 예컨대 일부 노선의 운항 횟수는 과거 주당 21회에서 14회로 축소했다.

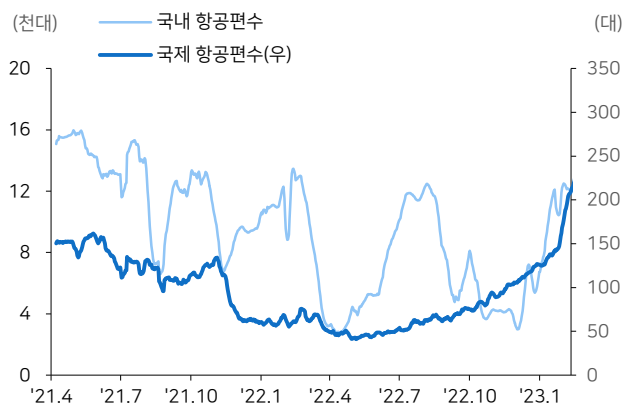
국제선은 60~65% 가량 회복했는데, AirAsia 노선별 매출에서 19%정도 차지하는 중국의 리오프닝으로 회복에 속도가 붙을 전망이다. 기타 항공사들도 중국 항공편 공급을 빠르게 늘리고 있는데, 특히 중국 항공사의 증편이 굉장히 공격적인 상황이다.

그림1 IATA 글로벌 RPK - 19년 1월 대비 84.2% 회복



주: 2023년 1월 기준  
자료: IATA, 메리츠증권 리서치센터

그림2 중국 운항 편수 증가



주: 7일 이동평균. 3월 기준  
자료: Wind, 메리츠증권 리서치센터

팬데믹 기간 국내선, 국제선 비중은 6:4 수준이었지만, 항공길이 열리며 수요가 많고, Yield가 높은 국제선 비중이 다시 늘어날 전망이다. AirAsia는 2023년 50개 신규 노선 판매도 계획하고 있다. 2022년 운영기재 수는 160대였는데, 오는 4분기 공급력은 2019년 수준으로 완전 회복될 예정이다.

중국의 해외여행을 허용했지만,

- 1) 여권 발급 지연
- 2) 단체여행 한정 재개

1월 8일, 중국이 해외입국자 격리를 해제하며 방역조치를 완화했다. AirAsia는 대부분의 중국 노선 판매를 시작했지만, 정상화까지는 시간이 소요될 전망이다. 첫째 지연요소는 여권 발급이 밀려 있다는 점이다. 둘째는 2월 8일부로 단체여행이 재개되었지만, 단체여행 수요는 주로 높은 연령층에 해당되어 여행수요가 많지 않을 수 있다. 또, 중국에서는 해외 입국자에 대한 PCR 검사 조치를 유지하고 있다. 이에 팬데믹 이전 수준의 50% 회복도 오는 2분기~3분기 사이 이뤄질 전망으로 언급했다.

2023년 여객 급증에 앞서 전세계 공항의 인력부족 문제가 대두되고 있다. 일본 노선이 재개되었을 때, 크리스마스 기간 일본공항의 입국심사대는 인파로 마비된 바 있다. 인력부족으로 공항간 연결성(Connectivity)도 제한되고 있다. AirAsia는 다음날 아침에 연결되는 자정 이후의 야간비행편도 많이 운항하고 있는데, 중국에서 약 4개 공항이 야간 여객을 받을 수 없다고 언급했다. 블룸버그 보도에 따르면 12월말 주요 국제 허브공항인 홍콩공항의 인력은 팬데믹 이전의 68%에 불과하다고 언급되었다. AirAsia입장에서는 슬롯 및 공항 연결성을 놓치게 되었다.

## 국내 2월 항공시장 업데이트

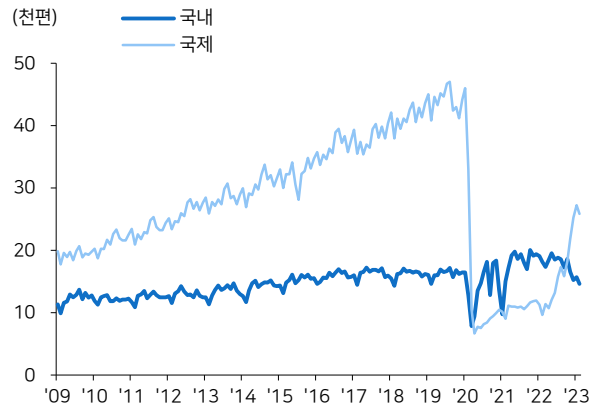
국제선 여객 2월 +167.3% YoY

2월 항공데이터가 발표되었다. 국내 여객은 258.2만명 (-2.5%, MoM), 국제 여객은 455.6만명(-1.3%, MoM)을 달성했다. 지난 1월 국제선 여객, 운항편수 각각 전년비 140.5%, 1188.8% 증가에 이어 2월에도 각각 167.3%, 1320.3% 증가하며 회복세를 보이고 있다. 다만 2월은 통상적인 여객 비수기로 전월비 감소세가 나타났다. 공휴일이 없고, 적은 조업일수 등에 기인한다. 2월 기준 일본 여객 회복률은 19년 동월대비 73.7%, 중국은 7.7% 수준이다.

한국-중국간 방역 및 비자발급 제한 등 조치가 해제되었고, 항공편을 팬데믹 이전 수준으로 정상화하기로 합의했다. 2월말 기준 62회였던 운항편수는 3월말부터 200회 이상으로 확대하기로 결정해 각 항공사는 점진적인 증편 및 주요 도시 외 노선 운항도 재개할 예정이다. 3월 15일부, 한국인을 포함한 외국인의 중국 관광 비자 발급이 재개되었고, 중국인의 40개국에 대한 단체여행 상품 판매가 재개되었다. 국제여객 회복에 긍정적으로 작용할 전망이다.

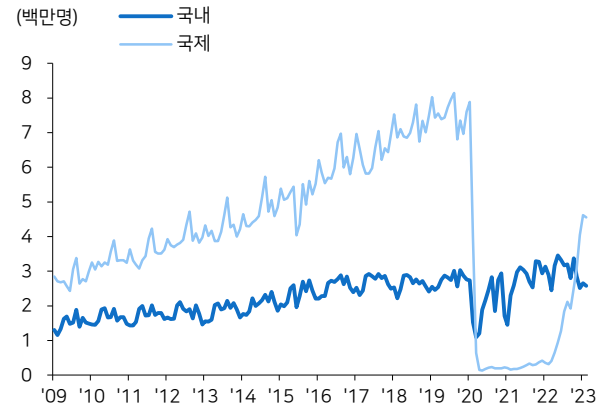
2월 국제화물은 27.7만톤으로 전월비 0.1% 감소했다. 2월 비수기에 따른 전반적인 국제선 공급 축소에도 전년대비 12.4% 증가한 부분은 에어프레미아, 티웨이항공, 제주항공 등 LCC가 장거리 노선 운항을 확대함에 기인한다.

그림3 월별 운항 편 수 추이



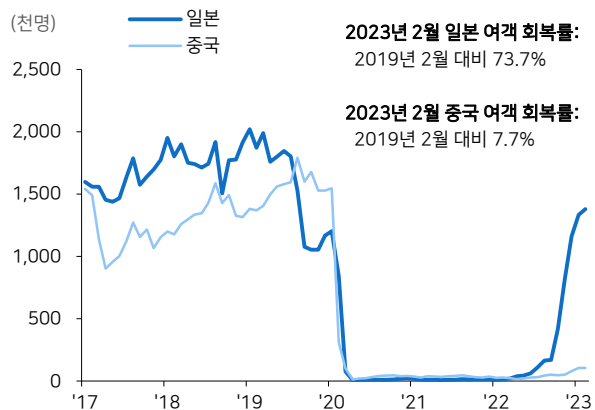
자료: 항공정보포털시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림4 월별 여객 수 추이



자료: 항공정보포털시스템, 메리츠증권 리서치센터

그림5 일본, 중국 여객 추이



자료: 항공정보포털시스템, 메리츠증권 리서치센터

표1 중국 여행 규제 해제 타임라인

시행일	내용
2020-03-28	외국인의 중국 입국 금지
2023-02-28	한국, 중국발 항공편이 인천공항으로만 도착하도록 한 조치 해제
2023-02-06	1차 단체여행 허용 - 20국 대상 중국 여행사의 단체여행 상품 판매 허용
2023-03-01	한국, 중국발 입국자 PCR 검사 의무 해제
2023-03-03	한-중 국제선 증편 재개 합의. 각각 주 608회로 확대
2023-03-15	한국인을 포함한 외국인의 중국 여행용 관광비자 발급 재개
	2차 단체여행 허용 - 40국 대상 중국 여행사의 단체여행 상품 판매 허용 (한국·일본·미국 제외)

주: 음영은 한국의 정부 조치

자료: 언론종합, 메리츠증권 리서치센터

원문: Interview: AirAsia CCO Explains The LCC's Recovery Strategy (Routes)