

레버리지 주기 이론의 지리적 확장: 불황 주택시장의 서브프라임 부동산 투자자를 중심으로

이후빈*

Geographic Expansion of the Leverage Cycle Theory: Focusing on the Subprime Real Estate Investor in the Depressed Housing Market

Hoobin Lee*

요약 : 본 논문은 서브프라임 부동산 투자자를 활용해서 레버리지 주기 이론의 지리적 확장을 시도한다. 레버리지 주기 이론은 낙관적 구매자 중심의 거래구성 재편으로 기초요인 변화와 무관한 자산가격 변동을 입증했지만, 금융위기의 지리적 기원을 설명하기 위해서는 저소득층 주거지역이 몰려 있는 불황 주택시장에서 이 이론이 어떻게 작동하는지를 파악해야 한다. 불황 주택시장에서 서브프라임 부동산 투자자는 저소득층 주거지역에 집중했고, 이에 따라 저소득층 주거지역의 주택거래는 부동산 투자자 중심으로 구성되었다. 새로운 행위주체로서 서브프라임 부동산 투자자의 발굴은 레버리지 주기 이론을 자본투자의 취약지역이었던 불황 주택시장에 적용할 수 있는 토대를 마련한다. 이와 같은 시도는 경제이론의 지리적 재해석으로 경제지리학이 경제현상의 시공간적 맥락을 어떻게 복구할 수 있는지를 예시한다.

주요어 : 레버리지 주기 이론, 서브프라임 모기지, 부동산 투자자, 불황 주택시장, 금융위기

Abstract : This study attempts to expand the leverage cycle theory using the subprime real estate investors. The leverage cycle theory has demonstrated asset price fluctuations irrelevant to changes in fundamentals through the restructuring of transaction composition centered on optimistic buyers. However, it needs to understand how this theory works in the depressed housing market with low-income residential regions to explain the geographic origins of the financial crisis. In the depressed housing market, the subprime real estate investors focused on low-income residential regions. Through this spatial focus, the low-income residential regions solely have real estate investor-oriented composition of new purchase transactions in the depressed housing market. The discovery of the subprime real estate investors as new actors lays the foundation for applying the leverage cycle theory to the depressed housing market which has been a underserved area for capital investment. This attempt illustrates how the geographical reinterpretation of an economic theory reestablishes spatio-temporal context of economic phenomena.

Key Words : leverage cycle theory, subprime mortgage, real estate investor, depressed housing market, financial crisis

이 논문은 필자의 박사학위논문 일부를 수정 및 보완한 것으로 수정 이전의 형태로 부동산분석학회 2017년 하반기 정기학술대회에서 발표되었음.

* 국토연구원 책임연구원 (Associate Research Fellow, Korea Research Institute for Human Settlements, hblee@krish.re.kr)

<http://dx.doi.org/10.23841/egsk.2019.22.4.592>

1. 서론

1) 문제제기

2008년 금융위기 이후 이질적 경제주체(heterogeneous agent)에 기초해서 주택시장의 호황과 불황을 설명하려는 시도들이 있었다(Haughwout *et al.*, 2011; Geanakoplos, 2010). 핵심논리는 부동산 투자자를 통한 레버리지 주기(leverage cycle)의 성립이다. Geanakoplos(2010)는 낙관적 구매자(optimistic buyer)의 존재가 시장의 레버리지¹⁾를 높여 자산가격의 독자적 변동을 초래할 수 있음을 입증했다. 낙관적 구매자는 가격이 상승할 것으로 믿는 만큼 이자 부담을 걱정하기보다는 가능한 많은 대출을 받아 자산을 구매하려고 한다. 경기 상승기에 신용공급 확장은 낙관적 구매자의 시장 진입을 촉진한다. 이자율과 같은 기초요인(fundamentals)에 아무런 변화가 없더라도 구매거래의 구성이 낙관적 구매자 중심으로 재편됨에 따라 자산가격이 상승한다. 반대로 경기 하강기에는 과도한 부채로 낙관적 구매자들이 과산하고, 이에 보유자산의 집중적 매도가 이루어짐으로써 자산가격이 하락한다. Haughwout *et al.*(2011)는 부동산 투자자를 낙관적 구매자로 정의해서 주택시장에서 레버리지 주기의 성립을 실증적으로 분석했다. 분석결과는 주택가격이 급격하게 상승했던 활황 주택시장(hot housing market)에서 주택주기의 정점 시기에 구매 모기지(purchase mortgage)의 절반 정도가 부동산 투자자와 관련되었음을 보여준다.

하지만 레버리지 주기 이론으로 금융위기의 지리적 기원을 설명하기 위해서는 부동산 투자자에 대한 고정관념을 넘어설 필요가 있다. Mian and Sufi(2009; 2010a; 2010b)에 따르면, 저소득층 주거지역에서의 이례적 신용 확장이 거시경제적 주기(macroeconomic cycle)의 핵심동력이었다. 2002

년부터 2005년까지 모기지와 주택가격이 상대적으로 더 많이 증가했던 저소득층 주거지역에서 2005년부터 2007년까지 모기지의 채무불이행(default)이 더 빈번하게 일어났다. 이와 같은 신용 확장과 자산가격 상승은 상대적 소득 감소에도 불구하고 발생했기에 상당히 이례적이었다. 분석결과들은 저소득층 주거지역에서 레버리지 주기의 성립을 시사한다. 소득 감소로 침체하고 있는 저소득층 주거지역의 주택시장 호황을 설명하기 위해서는 기초요인 변화와 분리된 행위자 모형이 효과적이기 때문이다. 문제는 저소득층 주거지역의 부동산 투자자를 상상하기 어렵다는 점이다. 부동산 투자자의 대다수가 상대적으로 소득수준과 신용점수가 높은 프라임 차용자들(prime borrowers)이고, 주택시장에 대한 부동산 투자자의 영향은 활황 주택시장에서 명백하게 드러났다(Gao and Li, 2012). 이들에 따르면, 낮은 소득수준과 신용점수로 서브프라임 모기지(subprime mortgage)²⁾와 같은 위험한 금융상품을 활용하는 부동산 투자자, 즉 서브프라임 부동산 투자자는 전체 부동산 투자자의 15% 미만으로 그 영향력은 크지 않다.

따라서 본 논문은 불황 주택시장(depressed housing market)의 서브프라임 부동산 투자자를 중심으로 레버리지 주기 이론의 지리적 확장을 시도한다. 부동산 투자자 관련 기존 연구들이 대부분 주택가격이 급격하게 상승했던 활황 주택시장의 프라임 부동산 투자자를 분석했다는 점을 고려해서(Bayer *et al.*, 2013; Haughwout *et al.*, 2011; Gao and Li, 2012), 저소득층 주거지역이 상대적으로 몰려 있는 불황 주택시장의 서브프라임 부동산 투자자를 분석대상으로 삼는다. 이번 금융위기의 핵심요인, 즉 새로운 금융상품인 서브프라임 모기지의 등장과 이에 따른 저소득층 주거지역에서 이례적 주택가격 상승을 설명하기 위해서는 불황 주택시장의 서브프라임 부동산 투자자를 중심으로 레버리지 주기 이론을 재구성할 필요가 있다. 불황 주택시장

의 거래량은 일반적으로 활황 주택시장보다 적으므로 부동산 투자자의 수가 조금만 증가하더라도 구매거래의 구성이 금방 부동산 투자자 중심으로 재편될 수 있다. 특히 기존에 자본투자를 받지 못해서 주택재고 수준이 상당히 열악한 저소득층 주거지역은 거래량이 매우 적어서 소수의 부동산 투자자들에 의해서도 주택가격 상승이 유발될 수 있다. 이처럼 불황 주택시장의 저소득층 주거지역이라는 독특한 장소를 고려할 때 서브프라임 부동산 투자자는 전국의 평균적 수준에서 상대적으로 큰 의미를 갖지 못하는 부차적 대상에서 금융위기의 진원지인 저소득층 주거지역의 주택가격 변화를 선도하는 핵심 주제로 재발견될 수 있다.

이와 같은 시도는 경제이론의 지리적 재해석으로 볼 수 있다. 정성기(2016)는 금융위기를 통해 드러난 주류 경제학 패러다임의 문제점을 사회역사성의 부재로 지적하면서 그 원인으로 경제현상의 시공간적 맥락 무시를 제시했다. 주류 경제학은 수요, 공급, 시장이라는 핵심개념을 시공간적 맥락과 유리된 보편적 범주로 재구성함으로써 언제 어디서나 적용할 수 있는 미시적 토대를 획득했다(Fine, 2000). 이에 따라 거시적 형태로서 지리적 결과는 다를 수 있지만, 그것을 설명하는 미시적 요인과 과정은 동일하다. 하지만 추상적 모형을 벗어난 현실에서는 국지적 맥락과 상황에 따라 다양한 지역경제들이 존재한다. 이와 같은 당연한 사실은 2008년 금융위기를 통해 다시 한 번 명확해졌고, 경제지리학의 통찰력에 대한 사회적 요구가 그 어느 때보다 높아졌다(Aalbers, 2009; Christophers, 2015; French *et al.*, 2011; Martin, 2011; Sokol, 2013; Wainwright, 2009; 2010). 그런데 경제지리학의 전통적 강점인 다양성의 포용만으로는 경제지리학이 사회과학의 핵심 논쟁에 개입하는 데 한계가 있을 수 있다(Mullerleile *et al.*, 2014). 다르다고 기술하는 것을 넘어 왜 다른지를 일정한 틀에서 설명할 필요가 있다. 현실에 존재하는 다양한 지역경제들

을 설명하기 위해서는 경제학적 모형이 제시한 일정한 인과경로를 따라가는 동시에 이 모형에 공간적 맥락을 주입하는 지리학의 능동적 재해석이 필요하다(정준호, 2008). 본 논문은 독특한 장소의 새로운 행위자를 활용해서 경제학의 레버리지 주기 이론을 기존의 활황 주택시장을 넘어 불황 주택시장에 적용함으로써 경제모형에 공간적 맥락을 삽입시키고자 했다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 이후 1장 나머지 부분에서는 분석시기와 대상을 조작적으로 정의한다. 2장에서는 금융위기의 공간적 양상과 행위자 유형에 대한 기존 논의들을 검토한 다음 서브프라임 부동산 투자자를 활용해서 레버리지 주기 이론을 불황 주택시장으로 확장하기 위한 분석틀을 도출한다. 3장에서는 신용공급 확장에 따라 부동산 투자자뿐만 아니라 서브프라임 부동산 투자자도 증가했음을 보이고 불황 주택시장과 서브프라임 부동산 투자자의 밀접한 관계를 파악한다. 4장에서는 불황 주택시장 내 하위지역 구분을 활용해서 서브프라임 부동산 투자의 공간적 집중과 이에 따른 거래구성 재편을 분석한다. 마지막으로 5장에서는 분석결과를 요약하고 분석의 의의 및 한계를 제시한다.

2) 분석시기

본 논문은 서브프라임 모기지 확장이 활발했던 2000년부터 2006년까지를 분석시기로 한다. <그림 1>에서 알 수 있듯이, 서브프라임 모기지는 1990년대 중반에 처음 등장했지만 급격한 증가가 이루어진 것은 2000년부터 2006년까지였다. 특히 2003년부터 2006년까지 전체 모기지가 감소하는 상황에서 서브프라임 모기지만 증가했고, 이에 따라 전체 모기지에 대한 서브프라임 모기지의 비율은 2003년 8.3%에서 2006년 23.5%까지 거의 3배만큼 증가했다. 서브프라임 모기지의 발행액은 2005년에 정점을 찍고 2007년부터 급감했다.

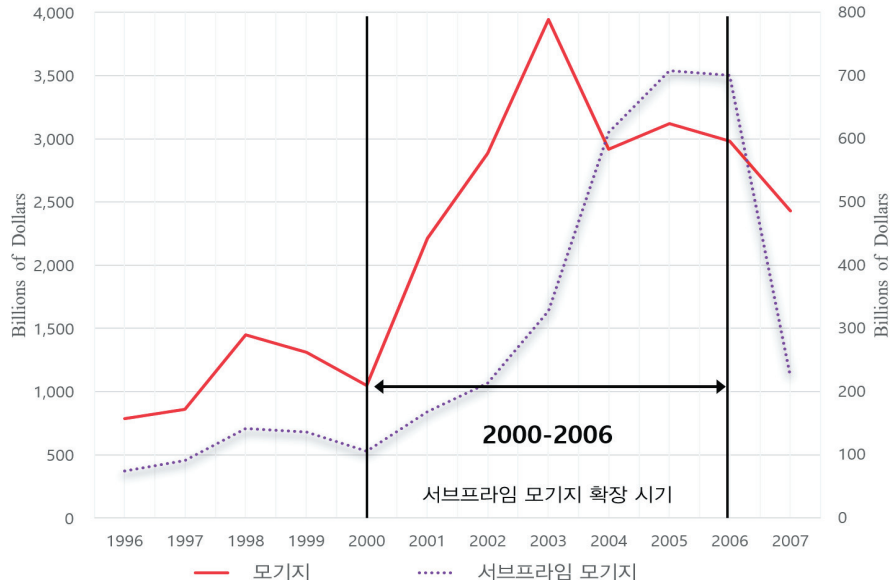


그림 1. 서브프라임 모기지의 확장 시기

자료: Inside Mortgage Finance

3) 분석대상

본 논문의 분석대상은 서브프라임 부동산 투자이다. 부동산 투자와 서브프라임 부동산 투자를 조작적으로 정의하기 위해 주택담보대출공개법(Home Mortgage Disclosure Act, 이하 HMDA)을 활용한다. 매년 발표되는 HMDA는 모기지의 신청, 발행, 판매에 관한 다양한 자료들을 포함한다. <표 1>은 부동산 투자와 서브프라임 부동산 투자의 정의를 보여준다.

부동산 투자는 직접 거주하지 않고 투자 목적으로 주택을 신규로 구매하는 행위로 정의하며 HMDA에서 자가-거주 이외 1순위 구매 모기지(not owner-occupied first lien purchase mortgage)의 발행숫자로 파악한다. HMDA는 점유상태를 자가-거주(owner-occupied)와 자가-거주 이외(not owner-occupied)로 구분한다. 본 논문에서는 자가-거주 이외 모기지를 투자를 위한 신용공급으로 규정한다.³⁾ 그리고 HMDA는 2004년부터 1

순위(first lien)와 후순위 모기지(subordinate lien)를 구분한다. 후순위 모기지는 이미 모기지가 존재하는 주택에 대해서 추가적으로 발행되는 모기지로 신규 구매거래와 관련이 없다. 마지막으로 HMDA는 대출의 목적을 구매(purchase), 수선(improvement), 차환(refinance)으로 분류한다.⁴⁾

서브프라임 부동산 투자는 서브프라임 모기지를 활용하는 부동산 투자, 더 구체적으로 신용점수가 낮은 차용자가 서브프라임 모기지로 자금을 조달받아서 투자 목적으로 주택을 구매하는 행위로 정의한다. 서브프라임 모기지는 비적격 고비용 모기

표 1. 부동산 투자와 서브프라임 부동산 투자의 정의

구분	조작적 정의	
부동산 투자	투자 목적으로 주택을 신규로 구매하는 행위	- 자가-거주 이외 모기지 - 1순위 모기지 - 구매 모기지
서브프라임 부동산 투자	서브프라임 모기지를 활용하는 부동산 투자	- 자가-거주 이외 1순위 구매 모기지 - 서브프라임 모기지

지(non-conforming higher-priced mortgage)로 파악한다. 비적격 모기지는 정부지원기업(government sponsored enterprise)의 지급보증을 받지 못한 모기지를 의미한다. 그리고 고비용 모기지는 1순위 경우 모기지의 연이율이 유사한-만기를 가진 재무성 채권 수익률(comparable-maturity Treasury yield)보다 3% 이상 높은 모기지를, 후순위 경우 5% 이상 높은 모기지를 가리킨다.

2. 선행연구 검토와 분석틀 도출

이번 장에서는 금융위기의 공간적 양상과 행위자 유형을 교차시켜서 분석틀을 구축한다. 금융위기의 형성에서 미국의 주택시장, 특히 새로운 금융상품인 서브프라임 모기지가 중요한 요인이었다는 점을 고려해서 서브프라임 모기지의 공간적 양상과 행위자 유형에 대한 선행연구들을 집중적으로 검토한다. 공간적 양상에서는 서브프라임 모기지 확장에 따라 자본투자의 지리가 변화했는지를, 행위자 유형에서는 레버리지 주기 이론에 기초해서 부동산 투자자가 주택 호황 및 불황에서 어떤 역할을 했는지를 살펴본다. 그리고 본 논문은 금융위기의 지리적 기원을 설명하기 위해 부동산 투자자에 초점을 맞출 필요가 있다고 주장하면서, 이를 위한 구체적인 방법으로 레버리지 주기 이론을 저소득층 주거 지역에 어떻게 적용할지를 제시한다.

1) 서브프라임 모기지의 확장과 자본투자의 지리

서브프라임 모기지 확장에 따라 자본투자의 지리가 바뀌었는지에 대해서는 크게 두 가지 논의들이 존재한다. 먼저 서브프라임 대출실행의 급격한 증가와 뒤이은 압류의 폭발적 확산으로 저소득 가

계와 그들이 밀집해 있는 내부시가지(inner city)가 주목을 받았다(Wyly *et al.*, 2004; Hyra and Rugh, 2016). Wyly *et al.*(2004)는 젠트리피케이션이 진행된 내부시가지를 분석해서 새로운 금융상품인 서브프라임 모기지가 내부시가지의 젠트리피케이션을 촉진했다는 것을 밝혔다. 이런 주장은 금융혁신에 의해 자본투자의 지리가 변화할 수 있다는 중요한 문제의식을 제공하지만 분석대상을 젠트리피케이션이 발생한 내부시가지로 한정했다는 점에서 한계를 가진다. 반면에 미국 전체에서 서브프라임 모기지의 공간적 분포를 실증적으로 분석한 연구들은 훨씬 다양한 지리를 보여준다. 서브프라임 모기지 집중지역들은 대도시 내에서 저소득 가계가 모여 있는 내부시가지뿐만 아니라 신규건설이 두드러지는 교외에도 존재하고(Mayer and Pence, 2008), 심지어 교외에서 더 많이 발견된다(Kingsley and Pettit, 2009). 서브프라임 모기지가 기존 자본투자 지역인 신규건설 교외지역에도 광범위하게 투자되었다면, 서브프라임 모기지 확장으로 자본투자의 지리가 본질적으로 달라졌다고 보기 어렵다. 다만 개별 가구의 입장에서 서브프라임 모기지를 활용해서 본인보다 더 높은 소득수준의 주거지에 침투하는 것이 가능해졌다.⁵⁾

Mian and Sufi(2009)는 서브프라임 모기지의 공간적 분포에서 나타나는 다양성에도 불구하고 금융위기의 측면에서 저소득층 주거지역의 신용 확장에 주목해야 한다고 주장한다. 그들은 모기지의 채무 불이행이 저소득층 주거지역에 집중했다는 점에 착안해서 금융위기 이전 2000년대 초반 소득 성장 - 신용 확장 - 주택가격 상승 사이의 상관관계를 분석했다. 분석결과에 따르면, 신용 확장 및 주택가격 상승은 각각 소득 성장과 부정적으로 상호관련되었다. 신용할당에 대한 일반적 설명과는 다르게, 소득 성장 없이 신용이 확장되고 주택가격이 상승했다. 소득에 기초하지 않은 신용 확장과 주택가격 상승은 저소득 가계의 주택 지분을 상승시켰고, 저

소득 가계는 대출을 통해 이 주택 지분을 현금으로 전환해서 가계 소비를 증가시켰다(Mian and Sufi, 2010a; 2010b). 이와 같은 주택 지분-기반 차입(home equity-based borrowing)을 통한 가속기 효과는 주택가격 하락 시기에 정반대로 작동했다. 저소득층 주거지역에서 서브프라임 차용자(sub-prime borrower)의 과도한 차입은 모기지의 채무 불이행 증가와 가계의 소비 감소로 이어졌다. 경제 침체의 지리적 분포는 그 이전 신용 확장의 지리적 분포와 유사했다. 가계 레버리지(leverage)가 크게 증가했던 지역이 다른 지역보다 먼저 그리고 더 심각한 침체를 경험했다. 금융위기를 설명하려는 시도들은 먼저 이와 같은 독특한 시공간적 형태가 어떻게 가능했는지를 설명해야 한다.

하지만 저소득층 주거지역에서 신용 확장이 어떻게 가능했는지는 충분히 설명되지 않았다. Mian and Sufi(2009)는 서브프라임 모기지의 증권화(securitization)를 통해서 저소득층 주거지역의 신용 확장을 설명하려고 했지만, 본인들이 언급했듯이 이런 설명은 신용 확장의 원인으로 증권화의 발전을 상황적으로 제시할 뿐 증권화가 저소득층 주거지역에 밀집해 있는 저소득 가계의 위험을 어떻게 감소시켰는지를 구체적으로 밝히지 못한다. 설명의 핵심은 금융기관이 이전에 꺼려했던 저소득층 주거지역에 기꺼이 모기지를 투입할 수 있었던 실질적 이유이다. Gorton(2008)은 서브프라임 모기지의 독특한 설계구조, 즉 이자율 재설정과 높은 조기상환 수수료를 통해서 서브프라임 모기지의 토대가 가계소득이 아니라 주택가격 상승이라는 것을 보여줬다. 금융기관은 저소득 가계의 보잘것없는 가계소득이 아니라 저소득층 주거지역의 주택가격 상승 가능성을 담보로 서브프라임 모기지를 발행했다. 주택가격이 상승하고 서브프라임 차용자들이 그 가격 상승만큼 주택에서 지분을 구축한다면, 그들은 낮은 담보대출비율(loan to value)만큼 덜 위험해질 것이다.

서브프라임 모기지의 특성을 고려한다고 하더라도 저소득층 주거지역의 신용 확장을 설명하기 위해서는 다음과 같은 중요한 문제를 해결해야 한다. 그것은 주택가격 상승을 초래할 수 있는 기초요인 향상이 거의 없는 저소득층 주거지역에서 주택가격이 어떻게 상승할 수 있는지를 밝히는 것이다.

2) 부동산 투자자를 통한 레버리지 주기의 형성

Geanakoplos(2010)는 레버리지 확대가 거래구성 변화를 통해 주택가격에 대한 상향 압력으로 작용할 수 있다고 주장했다. 주택가격 상승 기댓값이 상대적으로 높은 낙관적 구매자는 비관적 구매자보다 동일한 주택에 대해 더 높은 가격으로 기꺼이 입찰하려고 할 것이다. 그런데 낙관적 구매자의 입찰 의도는 충분한 자금을 확보했을 때만 주택시장의 유효수요로 전환될 수 있다. 주택가격이 상승할 것이라고 믿는다고 하더라도 최소한의 계약금이 없는 이상 투자할 수 없다. 신용공급 확장은 낙관적 구매자의 자금조달 문제를 해결할 수 있다. 특히 동일한 가치의 담보로 더 많이 빌릴 수 있는 레버리지의 확대는 계약금 부담을 줄여서 낙관적 구매자가 더 공격적으로 구매할 수 있도록 해준다. 이에 따라 신규 구매거래 구성(composition of new purchase transactions)에서 더 높은 가격으로 주택을 구매하려는 낙관적 구매자들이 많아진다. 낙관적 구매자로의 거래구성 재편은 다른 실물적 요인들의 변화와 무관하게 시장 상황을 변화시켜 주택가격을 상승시킬 수 있다. 이처럼 낙관적 구매자의 존재는 주택가격 동학에 대한 증폭 기제(amplification mechanism for house price dynamics)로 작용할 수 있다.

Haugwout *et al.*(2011)은 부동산 투자자를 활용해서 Geanakoplos(2010)의 이론을 주택시장에서 입증했다. 그들은 부동산 투자자를 낙관적 구

매자로 가정한다. 부동산 투자자는 자본이득을 추구하므로 높아진 레버리지를 활용해서 더 많이 빌려 수익률을 올리고자 한다. 보유기간이 짧아서 레버리지 상승으로 높아진 이자율에 덜 민감할 수 있다. 그렇다면 실제로 레버리지가 높아짐에 따라 주택거래가 낙관적 구매자 중심으로 재편되었는가? 주택가격이 급격하게 상승했던 거품주들(bubble states)⁶⁾에 대한 분석에서 부동산 투자자들은 신용공급이 제약된 정상적인 시기에는 주택시장의 변동리에 있다가 신용공급이 급격하게 확대되었을 때 주택시장 거래의 지배적인 집단으로 부상했다. 미국 전역과 비교했을 때 이 주들에서 신용공급이 가장 많이 증가했고, 투자 모기지의 비율이 가장 높았으며, 주택가격 상승률 또한 가장 높았다. 결과적으로 주택가격이 급격하게 상승했던 거품주들에서 부동산 투자자를 통한 레버리지 주기의 형성이 명확하게 드러난다.

이와 같은 분석은 신용상태의 변화가 주택주기의 변동성을 증폭시키는 추가적인 경로를 밝힌다는 점에서 상당한 의미를 가진다. 서브프라임 모기지 증가, 인수기준 완화 등으로 신용공급 측면이 금융위기의 핵심 요인으로 부상했지만, 신용공급 확장이 주택가격 상승을 설명할 수 있을 정도로 충분히 강력하지 않다는 비판(Glaeser *et al.*, 2010)도 존재한다. 이와 같은 비판을 넘어서기 위해서는 신용공급 확장과 주택가격 상승 사이에 추가적인 증폭기제를 발견할 필요가 있다. 추가 기제의 핵심은 경기순행적인 부동산 투자자의 시장 진입과 이탈이다. 부동산 투자자는 더 높은 주택가격 상승 기댓값을 가지고 있으므로 주택가격이 상승할 때 은행으로부터 더 많이 빌려서 주택을 구입한다. 그리고 더 높은 레버리지를 위해 더 높은 이자율을 기꺼이 감수하므로 주택가격이 하락할 때 체납하기 쉽고 또한 실제 거주하지 않으므로 전략적인 판단을 통해 채무불이행하기도 쉽다(Strom and Reader, 2013). 주택가격 상승 시기에 부동산 투자자 중심으로 거

래구성이 재편되는 것은 주택가격에 대한 상향 압박으로, 주택가격 하락 시기에 부동산 투자자의 체납과 채무불이행은 주택가격에 대한 하향 압박으로 작용한다. 경기순행적인 부동산 투자자가 주택가격 주기를 증폭시킨다는 이와 같은 설명은 신용공급 확장과 주택가격 상승 사이의 관계를 이해하려는 기존 연구들을 보완할 수 있다. 특히 소득 감소로 침체하고 있는 저소득층 주거지역에서 신용공급 확장에 따라 주택가격이 어떻게 상승할 수 있는지, 그리고 이에 기초해서 신용공급 확장이 어떻게 연쇄적으로 증폭하는지를 설명할 수 있다.

3) 분석틀: 레버리지 주기 이론의 지리적 확장

레버리지 주기 이론은 2008년 금융위기의 독특한 시공간적 형태, 즉 저소득층 주거지역의 신용 확장과 주택가격 상승이 어떻게 가능했는지를 이해하는데 유용하다. 신용 확장과 주택가격 상승 사이의 복잡한 관계를 경기순행적인 부동산 투자자의 존재로 설명할 수 있고, 이와 같은 설명은 소득 상승과 같은 기초요인과는 무관하기 때문이다. 하지만 지금까지 레버리지 주기 이론은 주택가격 변화가 상대적으로 큰 활황 주택시장에서 소득수준과 신용접수가 높은 일반적인 부동산 투자자의 측면에서 검토되었다. 레버리지 주기 이론을 저소득층 주거지역, 더 나아가서 불황 주택시장에 적용하려는 시도는 거의 없었다. 저소득 가계는 여유자금이 없고 낮은 신용점수로 신용을 공급받는 것이 어려우므로 부동산 투자에 활발하게 참여하지 못할 것이라고 여겨졌다(Gao and Li, 2012).

본 논문은 레버리지 주기 이론을 활황 주택시장을 넘어 불황 주택시장에 적용하기 위해 서브프라임 부동산 투자자라는 새로운 행위자에 분석의 초점을 맞춘다. 신용공급 확장, 특히 저소득 가계를 대상으로 하는 서브프라임 모기지의 확장이 자금조달 문제를 해결해서 저소득 가계에서도 부동산 투

자가 증가할 수 있다. 서브프라임 모기지는 저소득 가계의 자가-거주 구매에서만 아니라 투자 구매에서도 활용될 수 있다. 그리고 이와 같은 부동산 투자는 그들의 거주지인 저소득층 주거지역에 집중할 수 있다. 불황 주택시장 내 저소득층 주거지역은 주택거래량이 많지 않기 때문에 서브프라임 부동산 투자자의 공간적 집중에 따라 거래구성 재편과 주택가격 상승이 더욱 수월하게 일어날 수 있다. 주택가격 상승을 위해 중요한 것은 전체 시장에서 낙관적 구매자의 비중이 아니라 특정 장소 및 시기의 거래량에서 낙관적 구매자의 비중이다.

3. 불황 주택시장의 서브프라임 부동산 투자

이번 장에서는 부동산 투자자에 대한 고정관념에서 벗어나기 위해 불황 주택시장과 서브프라임 부동산 투자의 독특한 조합을 포착한다. 먼저 미국 전체에서 신용공급 확장에 따라 부동산 투자뿐만 아니라 서브프라임 부동산 투자도 증가했다는 것을 확인한다. 그리고 주택가격 상승률을 기준으로 불황 주택시장과 불황 주택시장을 구분해서 시장별로 부동산 투자의 형태가 다르다는 점을 파악한다.

1) 신용공급 확장에 따른 서브프라임 부동산 투자의 증가

2000년대 초중반 신용공급 확장에 따라 부동산 투자와 서브프라임 부동산 투자가 증가했는지를 살펴보기 위해서는 시계열적 변화를 파악해야 한다. 이를 위해 서론의 분석대상에서 언급했던 부동산 투자와 서브프라임 부동산 투자의 정의를 두 가지 측면에서 변경한다. 먼저 HMDA가 1순위와 후순위를 구분하기 시작한 때가 2004년이므로 2004

년 이전 HMDA 자료에 대해서는 1순위 여부를 판단할 수 없다. 그래서 시계열 변화를 살펴보는 이 분석에서만 부동산 투자를 1순위 투자 구매 모기지의 발행숫자가 아니라 후순위까지 포함하는 전체 투자 구매 모기지의 발행숫자로 정의한다. 그리고 HMDA가 고비용 모기지에 대한 정보를 공개하기 시작한 때도 2004년부터이다. 2004년 이전 서브프라임 모기지를 규정하기 위해 주택도시개발부(Department of Housing and Urban Development, 이하 HUD)의 서브프라임 전문 대출기관 목록을 활용한다. HUD는 1993년부터 2005년까지 서브프라임 전문 대출기관의 목록을 공개했다. 시계열 분석에 한해 서브프라임 전문 대출기관이 발행한 비적격 모기지를 서브프라임 모기지로 정의한다.⁷⁾

<그림 2>는 1995년부터 2006년까지 구매 모기지 발행숫자, 부동산 투자 비율, 서브프라임 부동산 투자 비율의 시계열적 변화를 보여준다. 부동산 투자 비율은 구매 모기지에서 투자 구매 모기지 발행숫자가 차지하는 비율을, 서브프라임 부동산 투자 비율은 구매 서브프라임 모기지에서 투자 구매 서브프라임 모기지의 발행숫자의 비율을 가리킨다. 부동산 투자 비율은 전체 신규 구매거래에서 투자 목적의 구매거래가 어느 정도인지를, 서브프라임 부동산 투자 비율은 서브프라임 차용자의 신규 구매 거래에서 투자 목적의 구매거래가 얼마만큼인지를 보여준다. 서브프라임 투자 비율은 정의에 따라 두 개가 존재한다. 1995년부터 2005년까지는 서브프라임 전문 대출기관이 발행한 비적격 모기지를 서브프라임 모기지로, 2004년부터 2006년까지는 고비용 비적격 모기지를 서브프라임 모기지로 본다.

신용공급 확장과 함께 주택시장에서 부동산 투자뿐만 아니라 서브프라임 부동산 투자도 증가했다. 먼저 부동산 투자 비율은 1995년 이후 지속해서 증가했지만 구매 모기지가 큰 폭으로 증가했던 2003년부터 더 크게 증가했다. 구매 모기지 발행숫

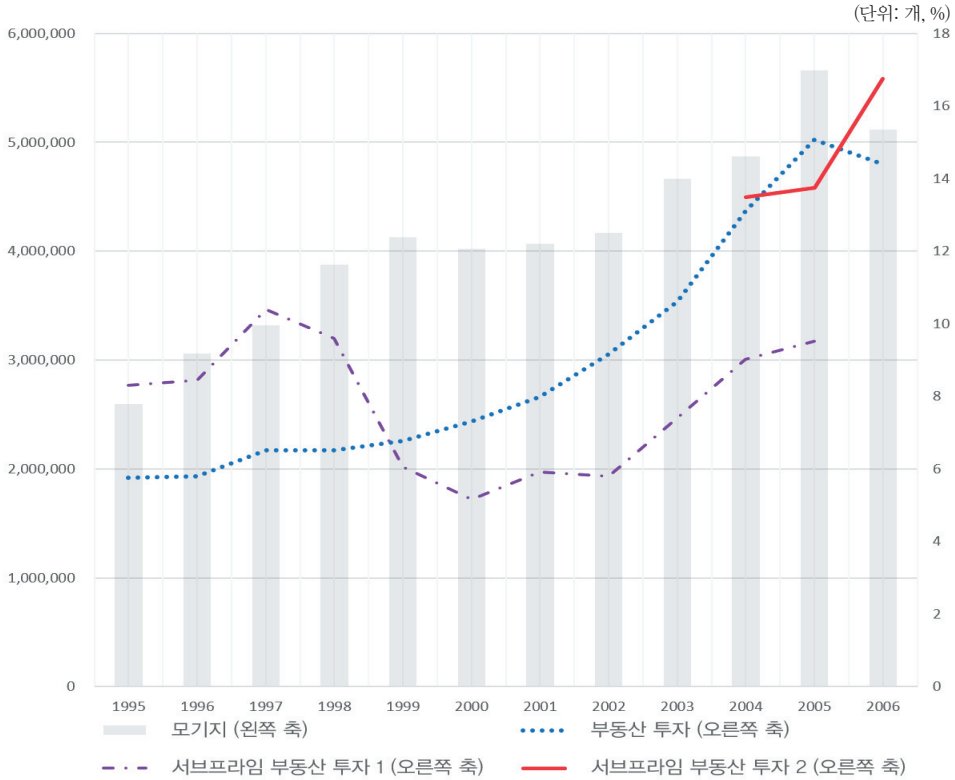


그림 2. 신용공급 확장에 따른 부동산 투자와 서브프라임 부동산 투자의 증가

주: 모기지에는 구매 모기지의 발행숫자(개)를, 부동산 투자는 구매 모기지에서 투자 구매 모기지 발행숫자가 차지하는 비율 (%)을 가리킴. 서브프라임 부동산 투자는 구매 서브프라임 모기지에서 투자 구매 서브프라임 모기지 발행숫자가 차지하는 비율(%)을 나타냄. 서브프라임 부동산 투자 1은 서브프라임 전문 대출기관이 발행한 모기지를 서브프라임 모기지로, 서브프라임 부동산 투자 2는 이자율이 높은 고비용 모기지를 서브프라임 모기지로 정의함.

자료: HMDA

자가 2005년에 5,660,542개로 정점을 찍고 2006년에 소폭 감소했던 것과 동일하게 부동산 투자 비율도 2005년에 15.06%로 최고점에 도달하고 2006년에 약간 감소했다. 서브프라임 부동산 투자 비율에서는 시기에 따라 서로 다른 정의들을 적용했기 때문에 연도별 수치들을 연속 선상에서 해석하는 것은 적절하지 않다. 다만 전체적으로 2000년 이후 서브프라임 부동산 투자 비율이 상승하는 경향을 살펴볼 수 있다. 결과적으로 2000년부터 2005년까지 신용공급이 증가하는 상황에서 부동산 투자 비율과 서브프라임 부동산 투자 비율이 모두 증가했다. 이

것은 부동산 투자와 서브프라임 부동산 투자가 절대적으로 커졌을 뿐만 아니라 주택시장의 신규 구매거래에서 차지하는 비율도 증가했다는 것을 의미한다. 신용공급의 확장으로 주택시장에서 일반적인 부동산 투자자뿐만 아니라 소득수준이 낮은 서브프라임 부동산 투자자도 많아졌다.

2) 불황 주택시장과 서브프라임 부동산 투자의 조합

불황 주택시장의 부동산 투자 특성을 파악하기

위해서 2005년을 기준으로 활황 주택시장과 불황 주택시장의 부동산 투자를 대조한다. 2005년은 서브프라임 모기지가 발행액 기준으로 정점에 도달했던 때이다. 주택시장을 활황 주택시장과 불황 주택시장으로 구분하기 위해서 주택가격 상승률을 활용한다. 주택가격 상승률을 기준으로 상위 10개 대도시통계지역(Metropolitan Statistical Area, 이하 MSA)을 활황 주택시장으로, 하위 10개 MSA를 불황 주택시장으로 규정한다. 주택가격 상승률은 연방주택금융청(Federal Housing Finance Agency)의 주택가격지수를 활용해서 2000년부터 2005년까지 기하평균으로 계산한다.

〈표 2〉는 주택가격 상승률을 기준으로 구분한 활

황 주택시장과 불황 주택시장을 보여준다. 활황 주택시장에 속하는 10개 MSA는 모두 California 또는 Florida에 속한다. 불황 주택시장에서는 Ohio 또는 North Carolina에 속하는 MSA가 눈에 띈다. Ohio와 North Carolina에 속하는 MSA가 각각 3개씩이다.

〈표 3〉은 활황 주택시장과 불황 주택시장에서 부동산 투자의 특성들을 보여준다. 활황 주택시장에서 불황 주택시장보다 절대적으로 그리고 상대적으로 더 많은 부동산 투자가 발생했다. 부동산 투자의 절대적인 크기를 나타내는 1순위 투자 구매 모기지의 발행숫자는 87,044개로 불황 주택시장의 24,598개보다 월등히 크고 이 발행숫자가 1순위 구

표 2. 주택가격 상승률로 구분한 활황 주택시장과 불황 주택시장

(단위: %)

순위	MSA	주택가격 상승률
1	Fort Lauderdale-Pompano Beach-Deerfield Beach, FL	18.65
2	Los Angeles-Long Beach-Glendale, CA	18.51
3	Riverside-San Bernardino-Ontario, CA	18.44
4	Fresno, CA	17.84
5	Cape Coral-Fort Myers, FL	17.68
6	West Palm Beach-Boca Raton-Boynton Beach, FL	17.67
7	Bakersfield, CA	17.41
8	Miami-Miami Beach-Kendall, FL	17.38
9	Sacramento--Arden-Arcade--Roseville, CA	17.23
10	Stockton, CA	16.96
0	USA	8.26
91	Raleigh-Cary, NC	3.26
92	Dayton, OH	3.26
93	Cleveland-Elyria-Mentor, OH	3.19
94	Greenville-Mauldin-Easley, SC	3.05
95	Indianapolis-Carmel, IN	2.99
96	Winston-Salem, NC	2.96
97	Greensboro-High Point, NC	2.94
98	Memphis, TN-MS-AR	2.88
99	Detroit-Livonia-Dearborn, MI	2.63
100	Akron, OH	2.60

자료: Federal Housing Finance Agency House Price Index

표 3. 2005년 기준 활황 주택시장과 불황 주택시장의 부동산 투자

(단위: 개)

구분	구매	투자 구매	구매 서브프라임	투자 구매 서브프라임
활황 주택시장	449,836	87,044 [19.35%]	150,028	15,719 (18.06%) [10.48%]
불황 주택시장	182,717	24,598 [13.46%]	49,237	12,726 (51.74%) [25.85%]
미국 전체	4,638,824	751,855 [16.21%]	1,019,639	151,980 (20.21%) [14.91%]

주: 투자 구매 서브프라임에서 () 안의 숫자는 투자 구매 모기지에서 투자 구매 서브프라임 모기지 발행숫자의 비율을 나타냄. 그리고 투자 구매에서 [] 안의 숫자는 구매 모기지에서 투자 구매 모기지 발행숫자가 차지하는 비율을, 투자 구매 서브프라임에서 [] 안의 숫자는 구매 서브프라임 모기지에서 투자 구매 서브프라임 모기지 발행숫자가 차지하는 비율을 가리킴.

자료: HMDA

매 모기지 발행숫자에서 차지하는 비율인 부동산 투자 비율도 19.35%로 불황 주택시장의 13.46%보다 크다. 하지만 서브프라임 부동산 투자의 경우 활황 주택시장이 절대적인 크기는 더 크지만 상대적 비율에서는 불황 주택시장이 더 높다. 서브프라임 부동산 투자의 절대적인 크기를 나타내는 1순위 투자 구매 서브프라임 모기지의 발행숫자에서 활황 주택시장(15,719개)과 불황 주택시장(12,726개)은 부동산 투자와는 다르게 큰 차이를 보이지 않는다. 그리고 투자 관련 서브프라임 비율, 즉 서브프라임 모기지에서 부동산 투자가 차지하는 비율은 불황 주택시장(25.85%)이 활황 주택시장(10.48%)보다 2배 이상 높다. 불황 주택시장에서 서브프라임 모기지를 활용해서 주택을 구매하는 사람 중에서 25% 정도가 투자 목적으로 주택을 구매했다.

불황 주택시장에서 서브프라임 부동산 투자의 역동성을 가장 잘 보여주는 지표는 부동산 투자에서 서브프라임 부동산 투자가 차지하는 비율인 서브프라임 부동산 투자 비율(51.74%)이다. 불황 주택시장의 부동산 투자(24,598개) 절반 이상이 서브프라임 부동산 투자(12,726개)였다. 이것은 불황 주택시장에서 서브프라임 부동산 투자가 프라임 부동산 투자보다 많았다는 것을 의미한다. 부동산 투자자

중에서 프라임 모기지를 활용해서 부동산에 투자하는 프라임 차용자보다 서브프라임 모기지를 활용해서 부동산에 투자하는 서브프라임 차용자가 더 많았다. 이와 같은 부동산 투자자 내 서브프라임 부동산 투자자의 우세는 불황 주택시장에서만 나타나는 현상이다. 활황 주택시장과 미국 전체에서 부동산 투자는 대부분 프라임 부동산 투자였다. 활황 주택시장에서 서브프라임 부동산 투자 비율은 18.06%이었다. 부동산 투자의 80% 이상이 프라임 차용자에 의해 이루어졌다.

이와 같은 결과들은 불황 주택시장과 서브프라임 부동산 투자의 독특한 조합을 보여준다. 주택가격이 급격하게 상승했던 활황 주택시장에서는 소득수준과 신용점수가 상대적으로 높은 프라임 차용자들이 신용공급 확장에 따라 부동산 투자자로 주로 활동했다. 하지만 불황 주택시장에서는 부동산 투자의 절반 이상이, 자금 확보가 어려워 부동산 투자에 참여하기 어렵다고 여겨졌던 서브프라임 차용자에 의해 이루어졌다. 서브프라임 모기지는 새로운 금융상품이 저소득 가계를 신용공급대상으로 새롭게 포섭함에 따라 서브프라임 부동산 투자가 증가했고, 불황 주택시장에서는 서브프라임 부동산 투자가 전체 부동산 투자의 절반 이상을 차지하

는 주요 형태이었다. 새로운 행위주체로서 불황 주택시장 내 서브프라임 부동산 투자자의 발굴은 부동산 투자자에 대한 일반적인 고정관념을 수정해서 레버리지 주기 이론을 불황 주택시장이라는 독특한 장소에 적용할 수 있는 토대를 마련한다.

4. 서브프라임 부동산 투자자에 기초한 레버리지 주기의 성립

이번 장에서는 불황 주택시장에 대한 사례분석을 통해 저소득층 주거지역에서 레버리지 주기가 어떻게 구축되는지를 밝힌다. 핵심 과정은 서브프라임 부동산 투자자의 공간적 집중이다. 사례지역으로 2005년 기준으로 불황 주택시장 중에서 서브프라임 부동산 투자가 가장 활발했던 Detroit-Warren-Dearborn MSA(이하 Detroit)와 Cleveland-Elyria-Mentor MSA(이하 Cleveland)를 선정했다. <표 4>는 불황 주택시장 10개의 서브프라임 부동산 투자 관련 비율들을 보여준다.

Detroit와 Cleveland는 불황 주택시장 중에서 서브프라임 부동산 투자 비율과 투자-관련 서브프라임 비율이 가장 높은 지역들이다. 특히 부동산 투자 중에서 서브프라임 부동산 투자의 비율(서브프라임 부동산 투자 비율)이 60%를 넘었다는 것은 이 MSA에서는 서브프라임 부동산 투자가 부동산 투자의 지배적인 형태이었다는 것을 의미한다.

1) 소득수준과 건설활동에 따른 하위지역 구분

소득수준과 건설활동을 기준으로 저소득층 주거지역을 정의한다. 본 논문에서 저소득층 주거지역은 단순히 소득이 낮은 가계들이 모여 살뿐만 아니라 서브프라임 모기지 확장 이전에 자본투자가 거의 일어나지 않은, 즉 자본투자의 취약지역(underserved area)을 가리킨다. 자본투자 취약지역이라는 조건은 주택시장의 실물적 요인들이 거의 바뀌지 않았다는 것을 가리킨다. 이와 같은 자본투자의 취약성을 포착하기 위해서 저소득층 주거지역의 정의에 건설활동을 포함시켰다. 이에 따라 저소득층 주거지역은 저소득 가계의 비율이 높으면서 동

표 4. 2005년 불황 주택시장의 서브프라임 부동산 투자

(단위: %)

MSA	서브프라임 부동산 투자 비율	투자-관련 서브프라임 비율
Detroit-Livonia-Dearborn, MI	80.57	30.43
Cleveland-Elyria-Mentor, OH	64.09	31.37
Indianapolis-Carmel, IN	56.54	29.45
Akron, OH	53.79	26.74
Dayton, OH	50.04	25.51
Memphis, TN-MS-AR	47.54	18.03
Greensboro-High Point, NC	24.55	18.02
Winston-Salem, NC	20.98	16.79
Greenville-Mauldin-Easley, SC	15.97	14.49
Raleigh-Cary, NC	13.93	13.01

주: 서브프라임 부동산 투자 비율은 1순위 투자 구매 모기지에서 1순위 투자 구매 서브프라임 모기지가 차지하는 비율을, 투자-관련 서브프라임 비율은 1순위 구매 서브프라임 모기지에서 1순위 투자 구매 서브프라임 모기지가 차지하는 비율을 가리킴.

자료: HMDA

표 5. 저소득 기성시가지와 고소득 신규개발지의 구분

(단위: 개)

구분	미국 전체	저소득 기성시가지	고소득 신규개발지
census tract 숫자	64,347 (100%)	5,340 (8.30%)	6,432 (10.00%)

자료: Census 2000

시에 최근에 건설활동이 거의 일어나지 않은 저소득 기성시가지를 가리킨다. 그리고 저소득층 주거 지역의 특성을 더 명확하게 드러내기 위해서 대조군으로 고소득 신규개발지를 설정한다. 고소득 신규개발지는 저소득 가계 비율이 낮으면서 동시에 최근에 건설활동이 활발했던 지역을 가리킨다.

구체적으로 저소득 가계 비율과 신규주택 비율을 활용해서 census tract 수준에서 저소득 기성시가지와 고소득 신규개발지를 구분한다. 지역 내 저소득 가계 비율을 산출하기 위해서 Census 2000의 'Household income in 1999'와 HUD의 소득 기준을 활용한다.⁸⁾ 가계소득이 중간 가계소득의 80% 미만인 가계를 저소득 가계로 규정하고, 지역의 전체 가계에서 저소득 가계가 차지하는 비율을 계산한다. 그다음 이 비율의 사분위수를 이용해서 1사분위(하위 25%) 내 지역들을 고소득 지역으로, 그리고 4사분위(상위 25%) 내 지역들을 저소득 지역으로 정의한다. 신규주택 비율을 계산하기 위해서 Census 2000의 'Year structure built'를 활용한다. 가장 최근 10년인 1990년부터 2000년까지 건설된 주택들을 신규주택으로 규정하고, 지역의 전체 주택재고에서 신규주택이 차지하는 비율을 구한다. 저소득 가계 비율에서와 마찬가지로 신규주택 비율의 사분위수를 이용해서 기성시가지(1사분위)와 신규개발지(4사분위)를 구분한다. 마지막으로 소득수준과 건설활동 기준들을 교차시켜서 저소득 기성시가지와 고소득 신규개발지를 선정한다. 저소득 기성시가지는 저소득가계 비율이 4사분위수인 56.49% 이상이면서 동시에 신규주택 비율이 1사분위수인 3.20% 이하인 지역이고, 고소득 신규개발지는 저소득가계 비율이 1사분위수인 29.08% 이하이면서

동시에 신규주택 비율이 4사분위수인 21.85% 이상인 지역이다. 각 하위지역별 census tract 숫자는 <표 5>와 같다.

2) 서브프라임 부동산 투자자의 집중과 거래구성의 재편

<표 6>은 2005년 기준 Detroit와 Cleveland에서 서브프라임 부동산 투자의 하위지역별 특징들을 보여준다. 2005년은 서브프라임 모기지의 발행이 정점에 도달했던 때이다. 주요 변수는 부동산 투자, 서브프라임 부동산 투자, 서브프라임 부동산 투자 비율, 하위지역별 서브프라임 부동산 투자 비율이다.

Detroit와 Cleveland의 부동산 투자는 대부분 서브프라임 부동산 투자이었는데, 특히 저소득 기성시가지에서 서브프라임 부동산 투자 비율이 고소득 신규개발지보다 월등히 높았다. Detroit의 경우 서브프라임 부동산 투자 비율은 저소득 기성시가지와 고소득 신규개발지에서 각각 91.60%와 37.35%로 상당히 큰 차이를 보였다. Cleveland에서도 마찬가지로, 저소득 기성시가지의 서브프라임 부동산 투자 비율은 87.50%이었지만, 고소득 신규개발지에서 이 비율은 25.90%에 불과했다. 불황 주택시장 내 저소득 기성시가지에서 높은 서브프라임 부동산 투자 비율은 미국 전체와 비교할 때 상당히 이례적이다. 미국 전체에서 저소득 기성시가지의 서브프라임 부동산 투자 비율은 49.56%이었다. 불황 주택시장인 Detroit와 Cleveland에서는 미국 전체와 다르게 부동산 투자가 주로 서브프라임 모기지를 활용하는 서브프라임 차용자에 의해서 저소득 기성시

표 6. 2005년 하위지역별 서브프라임 부동산 투자

(단위: 개)

구분	부동산 투자	서브프라임 부동산 투자
Detroit	5,157	4,155 (80.57%)
census tract 숫자 611		
저소득 기성시가지	2,047	1,875 (91.60%)
census tract 숫자 183, 29.95%		[45.13%]
고소득 신규개발지	83	31 (37.35%)
census tract 숫자 21, 3.44%		[0.75%]
Cleveland	3,915	2,509 (64.09%)
census tract 숫자 682		
저소득 기성시가지	1,464	1,875 (87.50%)
census tract 숫자 150, 21.99%		[45.13%]
고소득 신규개발지	166	31 (25.90%)
census tract 숫자 57, 8.36%		[0.75%]
US	751,841	151,980 (20.21%)
census tract 숫자 64,347		
저소득 기성시가지	48,429	24,003 (49.56%)
census tract 숫자 5,340, 8.30%		[15.79%]
고소득 신규개발지	135,689	18,082 (13.33%)
census tract 숫자 6,432, 10.00%		[11.90%]

주: () 안의 숫자는 서브프라임 부동산 투자 비율을, [] 안의 숫자는 각각 하위지역들이 서브프라임 부동산 투자에서 차지하는 비율을 나타낸다.

자료: HMDA

가지를 중심으로 이루어졌다.

하위지역별로 살펴보면, Detroit와 Cleveland에서 서브프라임 부동산 투자는 저소득 기성시가지에 공간적으로 집중했다. Detroit에서 전체 서브프라임 부동산 투자 중에서 45.13%가 저소득 기성시가지에서 이루어졌다. census tract 숫자를 기준으로 저소득 기성시가지가 Detroit 전체의 29.95%를 차지한다는 점을 고려할 때 이와 같은 서브프라임 부동산 투자의 공간적 집중을 단순히 규모의 문제로 설명할 수 없다. Cleveland에서도 마찬가지로, 저소득 기성시가지가 census tract 숫자 기준으로 21.99%를 차지하지만, 서브프라임 부동산 투자에서 저소득 기성시가지가 차지하는 비율은 51.06%이다. 저소득 기성시가지가 전체에서 차지하는 비율 이상으로 서브프라임 부동산 투자가 저소득 기

성시가지에 집중했다. 이에 따라 저소득 기성시가지를 제외한 지역들, 특히 고소득 신규개발지에는 그 지역들이 차지하는 비율보다 훨씬 작은 규모의 서브프라임 부동산 투자가 발생했다. 이런 결과들은 저소득 기성시가지에서 서브프라임 부동산 투자가 활발했을 뿐만 아니라 불황 주택시장의 서브프라임 부동산 투자가 저소득 기성시가지에 공간적으로 집중되었다는 것을 보여준다.

서브프라임 부동산 투자자의 공간적 집중은 저소득 기성시가지의 거래구성 재편을 초래했다. <표 7>은 Detroit와 Cleveland에서 하위지역별 신규 구매거래의 구성을 나타낸다.⁹⁾ 두 지역 모두 전체 주택시장에서 부동산 투자자의 비율은 10%대로 크게 높지 않다. 특히 고소득 신규개발지의 부동산 투자자 비율은 3%대로 매우 낮은 수준이다. 하지만

표 7. 2005년 하위지역별 신규 구매의 거래구성

(단위: 개)

구분	구매	투자구매	투자구매 서브프라임
Detroit	27,333	5,157 [18,87%]	4,155 (80,57%)
저소득 기성시가지	5,094	2,047 [40,98%]	1,875 (91,60%)
고소득 신규개발지	2,277	83 [3,65%]	31 (37,35%)
Cleveland	32,274	3,915 [12,13%]	2,509 (64,09%)
저소득 기성시가지	3,487	1,464 [41,98%]	1,281 (87,50%)
고소득 신규개발지	5,539	166 [3,00%]	43 (25,90%)

주: [] 안의 숫자는 구매에서 투자 구매가 차지하는 비율을, () 안의 숫자는 투자 구매에서 투자 구매 서브프라임의 비율을 나타냄.

자료: HMDA

Detroit와 Cleveland의 저소득 기성시가지에서 이 비율은 40,98%와 41,98%로 다른 하위지역들보다 훨씬 높다. 이 수치는 주택가격이 급격하게 상승해서 거품 논란이 있었던 활황 주택시장의 45%¹⁰⁾에 육박한다. 불황 주택시장에서 거의 유일하게 저소득 기성시가지에서만, 주택거래가 주택가격 상승 기댓값이 높은 부동산 투자자 중심으로 구성되었다. 불황 주택시장은 전체적으로 부동산 투자자에게 매력적인 투자처가 아니었지만, 저소득 기성시가지, 즉 저소득 가계가 모여 살고 신규건설이 거의 없었던 자본투자 취약지역은 전체 거래의 40% 이상이 거주 목적이 아닌 부동산 투자로 구성될 정도로 투자 유망지역이었다. 이와 같은 이례적 현상의 기초는 서브프라임 부동산 투자자의 공간적 집중이다. 저소득 기성시가지 부동산 투자의 85% 이상이 서브프라임 모기지를 활용해서 이루어졌다.

5. 결론

본 논문은 서브프라임 모기지의 공간적 양상과 행위자 유형을 교차시켜서 금융위기에 대한 새로운 해석을 시도했다. 구체적으로 불황 주택시장의 서브프라임 부동산 투자자를 중심으로 레버리지 주기 이

론의 적용 범위를 지리적으로 확장했다. 2000년대 초중반 신용공급의 확장으로 부동산 투자뿐만 아니라 서브프라임 부동산 투자도 증가했다. 특히 불황 주택시장의 부동산 투자 절반 이상이 서브프라임 모기지를 활용해서 이루어졌다. 그리고 불황 주택시장에서 서브프라임 부동산 투자는 저소득층 주거지역에 집중했다. 이와 같은 공간적 집중을 통해 저소득층 주거지역은 불황 주택시장 내에서 유일하게 신규 구매의 거래구성이 부동산 투자자 중심으로 구성되었다. 서브프라임 부동산 투자자의 저소득층 주거지역으로의 공간적 집중은 거래구성 재편을 통해 불황 주택시장에서 주택가격 동학의 증폭 기제로 작용한다. 독특한 장소에서 새로운 기체의 발견은 과거에 자본투자 취약지역으로 신용공급에서 제외되었던 저소득층 주거지역이 금융위기의 지리적 기원으로 어떻게 부상했는지를 설명해준다.

이와 같은 시도는 경제이론의 지리적 재해석으로 경제지리학이 경제현상의 시공간적 맥락을 어떻게 복구할 수 있는지를 예시한다. 2008년 금융위기의 발생으로 주류 경제학이 견지한 경제현상의 시공간적 맥락 무시가 얼마나 큰 오류인지가 여실히 드러났지만, 지역경제의 다양성을 강조하는 것만으로는 경제지리학이 사회과학의 핵심 논쟁에서 주도권을 발휘하기 힘들 수 있다. 주류 경제학 모형이 제시한 일정한 인과경로가 상황의존적 경제지식을 추

구하는 경제지리학의 논리 전개에 도움을 줄 수 있다는 점을 고려해서(정준호, 2008: 20), 단수형의 경제지식을 복수형으로 전환하기 위해 주류 경제학 모형을 어떻게 비판적으로 재해석할지를 고민할 필요가 있다(정준호, 2000). 이를 위한 구체적인 방법으로 인간 행위성의 포착이 효과적일 수 있다.¹¹⁾ 인간 행위는 특정한 맥락에서 차별적으로 작동하므로, 서로 다른 행위자들에 대한 이해를 통해 구조(모형)의 속박에서 벗어나서 궁극적으로 장소와 맥락에 더 큰 역할을 부여할 수 있다(Bristow and Healy, 2014). 본 논문에서 새로운 행위주체로서 서브프라임 부동산 투자자의 발굴은 레버리지 주기 이론을 불황 주택시장에 적용할 수 있는 토대를 마련한다.

하지만 본 논문은 저소득층 주거지역에서 서브프라임 부동산 투자자의 행위가 구체적으로 어떻게 일어나는지를 밝히지 못했다는 점에서 한계를 가진다. 서브프라임 부동산 투자자라는 새로운 행위자의 발견으로 더 큰 분석의의를 도출하기 위해서는 기존에 신용공급에서 제외되었던 행위자가 일상생활에서 어떻게 금융화되는지를 살펴볼 필요가 있다.

주

- 1) 레버리지는 금융기관이 일정한 가치의 자산을 구매하는데 어디까지 빌려줄 수 있는지를 나타낸다. 만약 자산가치가 100이고 구매자가 현금으로 20을 지급한다면, 레버리지는 현금에 대한 자산가치의 비율로 5이다. 레버리지가 높아진다는 것은 구매자의 지급 현금 감소와 금융기관의 대출 금액 증가를 의미한다.
- 2) 미국의 모기지 시장은 차용자의 속성들에 따라 프라임(Prime), 점보(Jumbo), 알트-에이(Alt-A), 서브프라임(Subprime)으로 구분된다. 이런 분류에서 가장 중요하게 기준은 차용자의 신용점수이다. 서브프라임 모기지는 낮은 신용점수(660점 이하)로 과거에는 신용공급에서 제외되었던 차용자를 목표로 하는 독특한 금융상품이다. 낮은 신용으로 위험이 큰 만큼 이자율이 다른 모기지보다 높고, 조기

상환수수료(prepayment penalty), 대출수수료, 감정평가수수료 등 기타 비용들이 과도하게 부과되기 때문에 약탈적 대출(predatory lending)이라고도 불린다(Lucas *et al.*, 2006: 115).

- 3) 앞으로는 ‘자기-거주 이외 모기지’를 간단하게 ‘투자 모기지’로 표시한다.
- 4) 1순위 투자 구매 모기지는 신규 구매거래 중에서 신용을 활용한 거래만을 나타낸다. 신용을 활용하지 않은 현금판매(cash-only home sales)는 모기지를 다루는 HMDA 자료로 파악할 수 없다. 신용공급이 활발했던 2000년부터 2005년까지 전체 거래에서 현금판매 비중은 20% 후반과 30% 초반 수준을 유지했다(CoreLogic, 2016). 시장 거래 중에서 약 70%가 모기지를 이용했으므로, 1순위 투자 구매 모기지를 주택시장에서의 투자 행위에 대한 대리변수로 활용해도 큰 문제가 없다고 판단했다.
- 5) 전희정(2015)은 가구 소득수준과 지역 소득수준이 일치하지 않는 교차소득 주거입지를 분석하였다. 1999년 설문자료에 기초한 이 연구에 따르면, 중산층 가구는 자녀의 교육을 위해 상위계층 지역으로 이동한다. 주거입지의 이유는 다를 수 있지만, 새로운 금융상품인 서브프라임 모기지로 인해 저소득 가계도 교차소득 주거입지를 선택할 수 있게 되었다.
- 6) Arizona, California, Florida, Nevada.
- 7) 서브프라임 모기지를 조작적으로 정의하는 여러 가지 방식들이 존재하는데, 이에 대한 자세한 논의는 Mayer and Pence(2008)를 참고할 수 있다.
- 8) 분석시기(2000-2006)를 고려해서 10년 단위의 Census에서 2000년 기준으로 하위지역을 구분한다.
- 9) 서론에서 언급했듯이 약 30% 정도의 현금판매를 제외한 거래구성을 의미한다.
- 10) Haughwout *et al.*(2011)에 따르면, 주택가격이 거품 논란이 있을 정도로 급격하게 상승했던 주들, 즉 Arizona, California, Florida, Nevada에서 투자 모기지 내 투자자의 비율은 2000년 25%에서 2006년 45%로 빠르게 증가했다.
- 11) 경제지리학에서 행위성에 대한 강조는 다양한 측면에서 이루어졌다(구양미, 2008; 정준호·김학수, 2010).

참고문헌

구양미, 2008, “개인 행위주체의 네트워크 형성 과정에 대한 공간적 고찰: 고�령친화산업의 제도축 네트워크

- 크를 사례로,” 한국경제지리학회지 11(3), pp.334-349.
- 전희정, 2015, “교차소득 주거입지결정 요인에 관한 연구: 미국 오하이오주 프랜클린 카운티의 사례,” 한국경제지리학회지 18(4), pp.450-466.
- 정성기, 2016, “‘역사·사회, 시간·공간없는 경제학’의 종말?: 주류 경제학원론 패러다임의 비판적 재검토를 중심으로,” 사회경제평론 50, pp.59-109.
- 정준호, 2000, “폴 크루그만의 ‘신경제지리학(New Economic Geography)’을 비판적으로 읽는다,” 공간과 사회 13, pp.312-328.
- 정준호, 2008, “공간문제에 대한 신경제지리학의 해석: 그 논의와 비판적 이해,” 공간과 사회 30, pp.5-35.
- 정준호·김학수, 2010, “행위주체 중심 클러스터 사고 틀에 기반한 클러스터 지표 개발에 관한 연구,” 한국경제지리학회지 13(3), pp.416-441.
- Aalbers, M., 2009, “The sociology and geography of mortgage markets: reflections on the financial crisis,” *International Journal of Urban and Regional Research* 33(2), pp.281-290.
- Bayer, P., Geissler, C. and Roberts, J., 2013, “Speculators and Middlemen: The Role of Intermediaries in the Housing Market,” Available at http://fakultaetsseminar.uni-mannheim.de/material/paper_flippers_may_2013.pdf.
- Bristow, G. and Healy, A., 2014, “Regional Resilience: An Agency Perspective,” *Regional Studies* 48(5), pp.923-935.
- Christophers, B., 2015, “Geographies of finance II: Crisis, space and political-economic transformation,” *Progress in Human Geography* 30(2), pp.205-213.
- CoreLogic, 2016, “Cash Sales Update: Jun 2016, Cash sales share below 30 percent is first since 2007,” Available at http://www.corelogic.com/blog/authors/molly-boesel/2016/09/cash-sales-update-june-2016.aspx#.WU_yNGjyiUk.
- Fine, B., 2000, “Economics Imperialism and Intellectual Progress: The Present and History of Economic Thought?,” *History of Economics Review* 32(1), pp.10-35.
- French, S., Leyshon, A. and Wainwright, T., 2011, “Financializing space, spacing financialization,” *Progress in Human Geography* 35(6), pp.798-819.
- Gao, Z. and Li, W., 2012, “Real Estate Investors and the Boom and Bust of the US Housing Market,” Available at <http://sites.udel.edu/econseminar/files/2012/11/Li-Paper.pdf>.
- Geanakoplos, J., 2010, “The Leverage Cycle,” *NBER Macroeconomics Annual 2009 24*, pp.1-65.
- Glaeser, E., Gottlieb, J. and Gyourko, J., 2010, “Can Cheap Credit Explain the Housing Boom?,” NBER Working Paper No. 16230.
- Gorton, G., 2008, “The Panic of 2007,” NBER Working Paper No. 14358.
- Haughwout, A., Lee, D., Tracy, J. and Klaauw, W., 2011, “Real Estate Investors, the Leverage Cycle, and the Housing Market Crisis,” Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 514.
- Hyra, D. and Rugh, J., 2016, “The US Great Recession: Exploring its association with black neighborhood rise, decline and recovery,” *Urban Geography* 37(5), pp.700-726.
- Kingsley, G. and Pettit, K., 2009, “High-cost and Investor Mortgages: Neighborhood patterns,” Metropolitan Housing and Communities Center.
- Lucas, D., Goodman, L. and Fabozzi, F., 2006, *Collateralized Debt Obligations: Structures and analysis 2nd edition*, John Wiley & Sons: New Jersey.
- Martin, R., 2011, “The local geographies of the financial crisis: from the housing bubble to economic recession and beyond,” *Journal of Economic Geography* 11, pp. 587-618.
- Mayer, C. and Pence, K., 2008, “Subprime Mortgages: What, where, and to whom?,” NBER Working Paper Series, No. 14823.
- Mian, A. and Sufi, A., 2009, “The Consequences of Mortgage Credit Expansion: Evidence from the U.S. mortgage default crisis,” *The Quarterly Journal of Economics* 124(4), pp.1449-1496.
- Mian, A. and Sufi, A., 2010a, “Household leverage and the

- recession of 2007-09,” *IMF Economic Review* 58(1), pp.74-117.
- Mian, A. and Sufi, A., 2010b, “The Great Recession: Lessons from microeconomic data,” *American Economic Review: Papers & Proceedings* 100, pp.51-56.
- Muellerleile, C., Strauss, K., Spigel, B. and Narins, T., 2014, “Economic Geography and the Financial Crisis: Full Stram Ahead?,” *The Professional Geographer* 66 (1), pp.11-17.
- Sokol, M., 2013, “Towards a ‘newer’ economic geography? Injecting finance and financialisation into economic geographies,” *Cambridge Journal of Regions, Economy and Society* 6, pp.501-515.
- Strom, E. and Reader, S., 2013, “Rethinking Foreclosure Dynamics in a Sunbelt City: What Parcel-Level Mortgage Data Can Teach Us About Subprime Lending and Foreclosures,” *Housing Policy Debate* 23(1), pp.59-79.
- Wainwright, T., 2009, “Laying the Foundations for a Crisis: Mapping the Historico-Geographical Construction of Residential Mortgage Backed Securitization in the UK,” *International Journal of Urban and Regional Research* 33(2), pp.372-388.
- Wainwright, T., 2010, “‘It’s crunch time’: the ‘lost’ geographies of the crisis,” *Environment and Planning A* 42(4), pp.780-784.
- Wyly, E., Atia, M., and Hammel, D., 2004, “Has Mortgage Capital found an Inner City Spatial Fix?,” *Housing Policy Debate* 15(3), pp.623-85.
- 교신: 이후빈, 30147, 세종특별자치시 국책연구원로 5 국토연구원(이메일: hblee@krihs.re.kr, 전화: 044-960-0276)
- Correspondence: Hoobin Lee, Korea Research Institute for Human Settlements, 5 Gukchaegyonguon-ro, 30147, Sejong, Republic of Korea(e-mail: hblee@krihs.re.kr, Phone: +82-44-960-0670)

최초투고일 2019년 10월 21일
수정일 2019년 11월 6일
최종접수일 2019년 11월 15일