



N분의 1

- Part I 전략 같지만 다른 정부
- Part II 건설 부동산 규제의 역사
- Part III 은행 은행은 시클리컬이다





전략

Analyst **이수정**
02. 6098-6660
sj_lee@meritz.co.kr



건설

Analyst **박형렬**
02. 6098-6695
hr.park@meritz.co.kr



은행

Analyst **은경완**
02. 6098-6653
kw.eun@meritz.co.kr

No.1

Contents

Summary	4
Key Chart	5
Part I 전략 같지만 다른 정부	9
Part II 건설 부동산 규제의 역사	29
Part III 은행 은행은 시클리컬이다	59

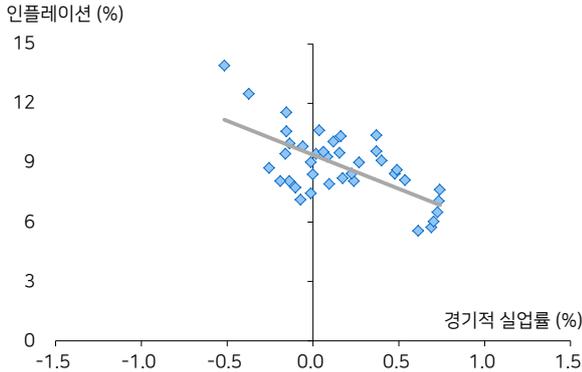
Summary

<p>전략</p>	<p>같지만 다른 정부</p>
<p>뉴노멀 경제의 후유증</p>	<p>브렉시트와 트럼프 미 대통령 당선은 장기 저성장 및 소득 양극화에 따른 중산층 이하의 분노가 이민자 혐오로 표출된 결과다. 근본적으로는 2008년 금융위기 이후 지속되고 있는 뉴노멀(New normal) 경제가 배경이라고 할 수 있다.</p>
<p>선진국의 해법은 자산 가격 인플레이션</p>	<p>선진국은 완만한 금리 인상, 은행 대출 확대, 금융 규제 완화를 통한 시중 유동성 공급으로 유권자를 달래고 있다. 유동성은 실물 경제를 회복시킬 뿐만 아니라 자산 가격 인플레이션을 만들어낸다. 주식시장에서는 특히 은행주 강세 요인이다.</p>
<p>한국은 소득주도성장론으로 양극화 직접 해결 노력</p>	<p>반면 한국 정부는 소득주도성장이라는 경제 민주주의로 양극화를 직접 해결하려 한다. 포스트 케인지언 거시모형에 따르면 신정부의 정책은 부채와 수출 대신 임금주도성장을 추구한다. 가계 부채 및 부동산 가격의 둔화를 겨냥할 수밖에 없다.</p>
<p>건설 Overweight</p>	<p>부동산 규제의 역사</p>
<p>정책의 목적은 변동성 축소</p>	<p>정부의 부동산 정책은 시장의 방향성을 바꾸는 것이 아니라 장기적인 가격 변동성을 줄이는 것을 목적으로 한다. 따라서 미래 상황을 예측하기 보단 현재를 중심으로 결정되며 시장과 그 방향성이 반대로 나타난다. 그리고 변동성 축소를 위해 단기 충격요법 보다는 단계적 변화를 추구한다.</p>
<p>부동산의 방향성은 정책보다는 경기에 더 민감</p>	<p>부동산 가격의 방향성은 정책 강도보다 전체 경기에 영향을 받는다. 정책의 영향을 파악하기는 어렵지만 시장과 정책의 방향성이 반대로 움직일 경우 정책의 발표 주기는 짧아지고 강도는 높아지는 경향을 보인다.</p>
<p>현행 정부 정책의 목적은 과거와 다르며 양극화 축소에 초점</p>	<p>그러나 현행 정부의 부동산 정책은 변동성 감소보다는 양극화 축소, 가계의 부동산 비중 감소, 투기 차단, 월세 전환 유도 등의 목적을 가지고 이루어졌다. 정책의 영향으로 공급과 수요가 동시에 감소하며 주택가격 변동성이 낮은 구간이 장기간 지속될 것으로 판단된다.</p>
<p>은행 Overweight</p>	<p>은행은 시클리컬이다</p>
<p>은행 자산 성장의 축의 이동 도매금융으로의 변화가능성 주목</p>	<p>가계와 기업의 신용 공급을 담당하는 은행의 장기방향성은 정부 정책에 의해 결정된다. 하반기 이후 정책 공조화 측면에서 중소기업에 대한 은행의 완화적인 대출 기조는 확대될 개연성이 크다. 도매(기업)금융으로의 변화 가능성에 주목한다.</p>
<p>규제와 정책 영향의 차이를 혼동 은행주 투자의 Proxy는 금리</p>	<p>시장의 고민은 대부분 심리적인 요인이다. 특히 부동산 규제를 은행에 대한 규제로 단정 짓고 있으며, 규제와 정책 영향의 차이를 혼동하고 있다. 국내 은행의 유일한 체계적 위험은 금리 방향성이라는 점을 상기할 필요가 있다.</p>
<p>은행업 Overweight 유지 변곡점은 YC Flattening 시점</p>	<p>은행업에 대한 Overweight 투자 의견을 유지한다. 은행주 투자의 변곡점은 Yield Curve가 Flattening되는 '18년 상반기다. 현재는 6년 만에 찾아온 금리 상승국면에서의 ROE 개선 Cycle을 향유할 시점이다.</p>

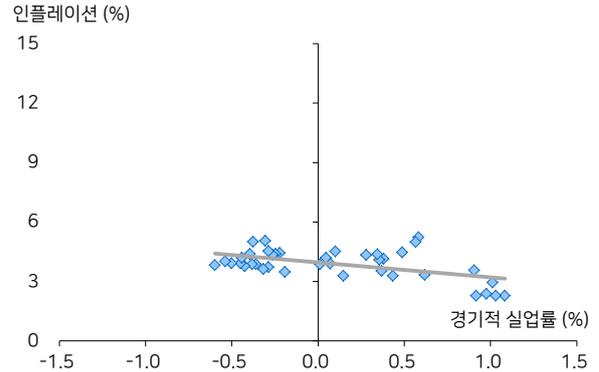
전략 Key Chart

필립스 곡선: 1975~2012년 실업률과 인플레이션 분포도

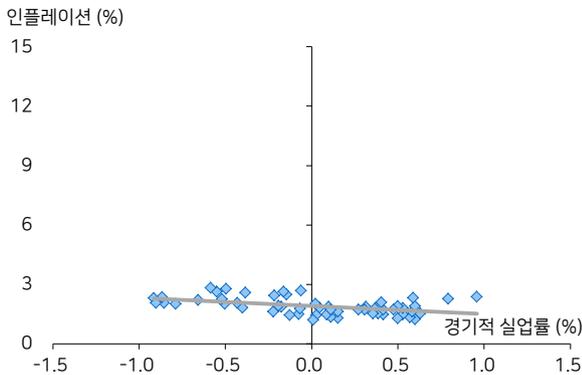
(1) 선진국 1975~1984년



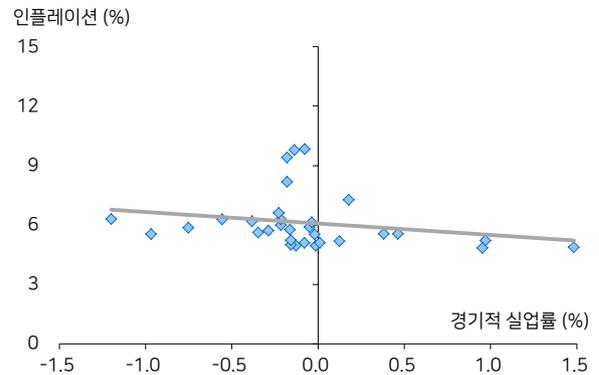
(2) 선진국 1985~1994년



(3) 선진국 1995~2012년

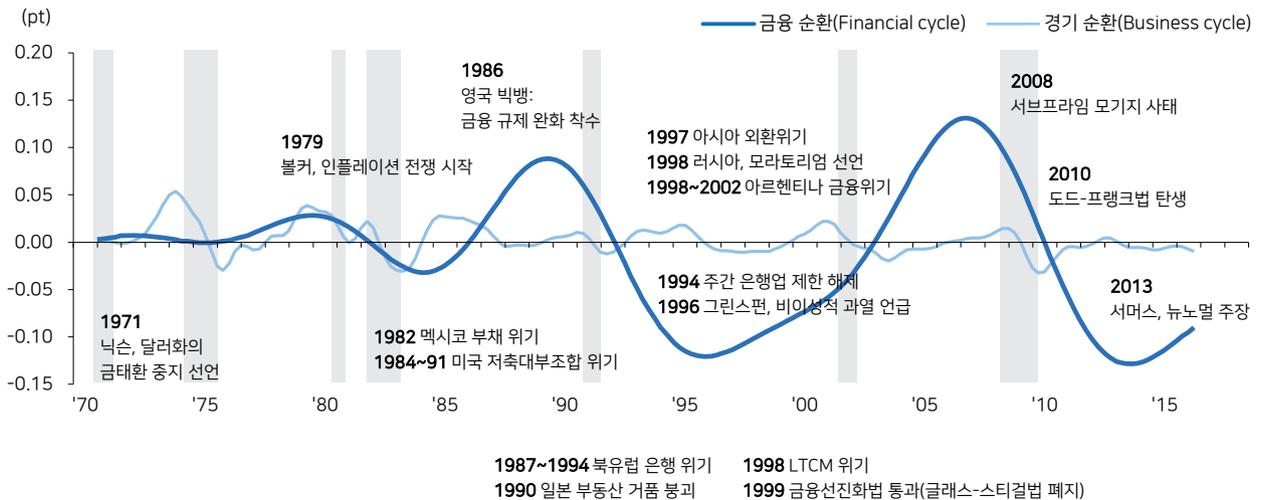


(4) 신흥국 2005~2012년



자료: IMF, "Monetary Policy in the New Normal", 메리츠증권 리서치센터

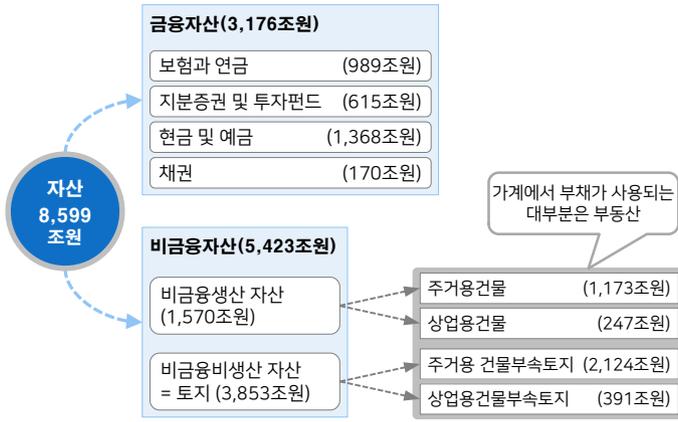
미국 금융 사이클과 주요 사건



자료: BIS, "Secular stagnation or financial cycle drag?", 메리츠증권 리서치센터

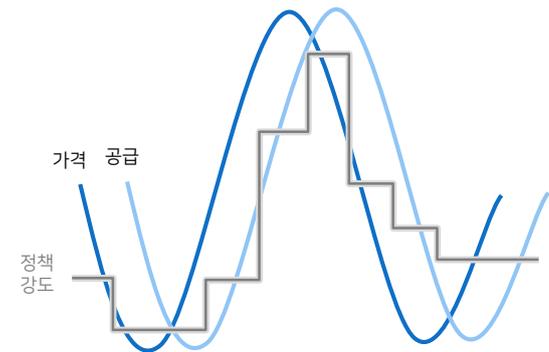
건설 Key Chart

가계 자산 구성



자료: 한국은행, 메리츠증권리서치센터

주택시장의 순환 - 공급(Q)과 가격(P)과 정책



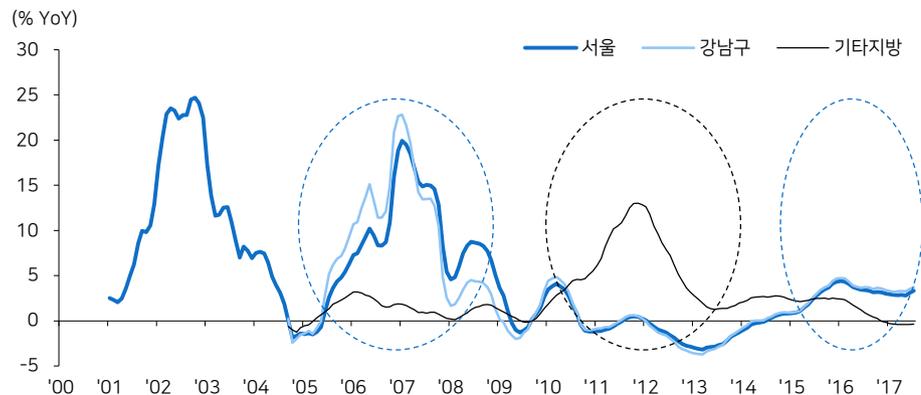
자료: 메리츠증권리서치센터

정부 부동산 정책의 방향성

	15대 정부 (1998~2003)	16대 정부 (2003~2008)	17대 정부 (2008~2013)	18대 정부 (2013~2014)	18대 정부 (2015~2017)	19대 정부 (2017~)
서울 부동산 상승률	59.8%	56.6%	-3.2%	-0.1%	10.4%	1.9%
부동산 정책기조	완화	규제	부양	부양	규제	규제
주요 정책	<ul style="list-style-type: none"> 양도세, 취득세 등 세제 감면 분양가 자율화 재정비 사업 규제 완화 중도금, 금리 완화 등 금융 지원 확대 	<ul style="list-style-type: none"> 양도세, 종부세 등 세제 관련 규제 강화 재건축 초과이익 환수제 시행 DTI/LTV 강화 주택공급물량 확대 	<ul style="list-style-type: none"> 양도세 등 세제 혜택 강화 DTI/LTV 완화 공공부문 지출확대 재정비 사업 규제 완화 	<ul style="list-style-type: none"> 임대주택 등 공공 부문 공급 확대 양도세, 취득세 등 세제 혜택 강화 DTI/LTV 완화 재정비 사업 규제 완화 	<ul style="list-style-type: none"> 여신심사 가이드라인 발표 공공택지 분양 물량 조절 중도금대출보증 요건 강화 집단지출에 여신심사 가이드라인 반영 	<ul style="list-style-type: none"> 조정대상지역, 투기 과열지구 등 규제 적용 지역 확대 DTI/LTV 강화 재건축 초과이익 환수제 부활

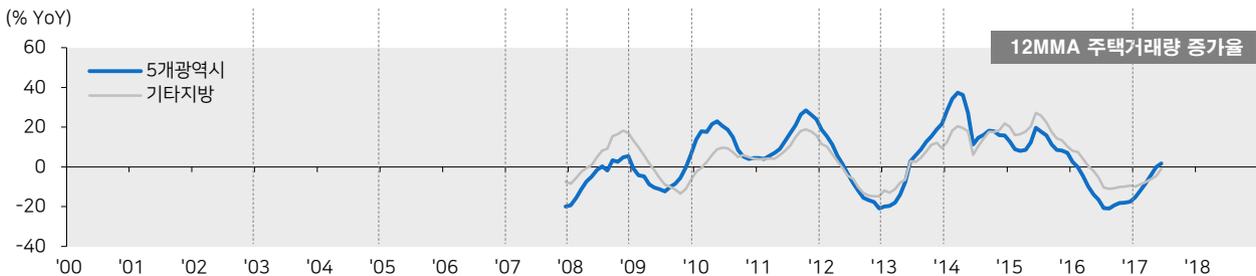
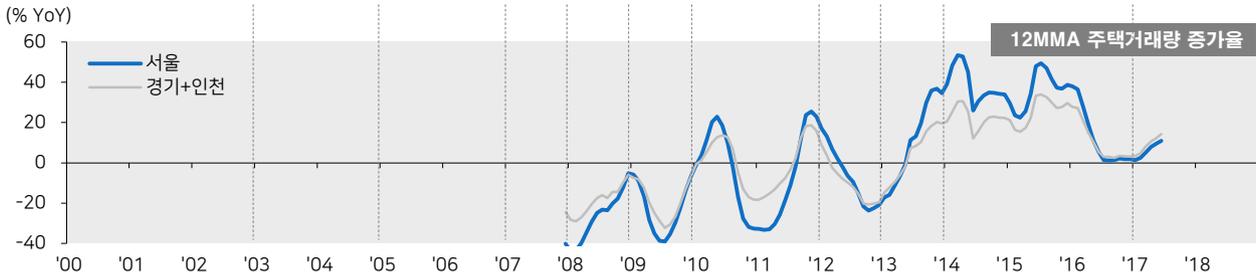
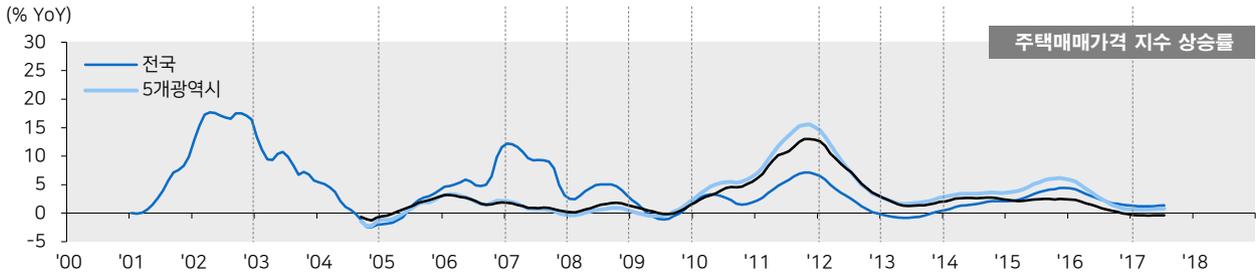
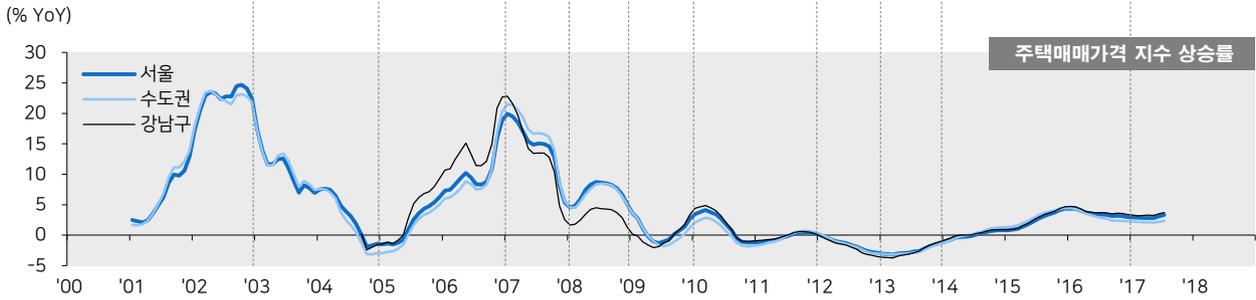
자료: 메리츠증권리서치센터

지역별 주택가격 YoY 상승률 (강남, 서울, 지방)



자료: KB부동산, 메리츠증권리서치센터

부동산 정책과 가격 및 거래량



자료: 메리츠증권 리서치센터

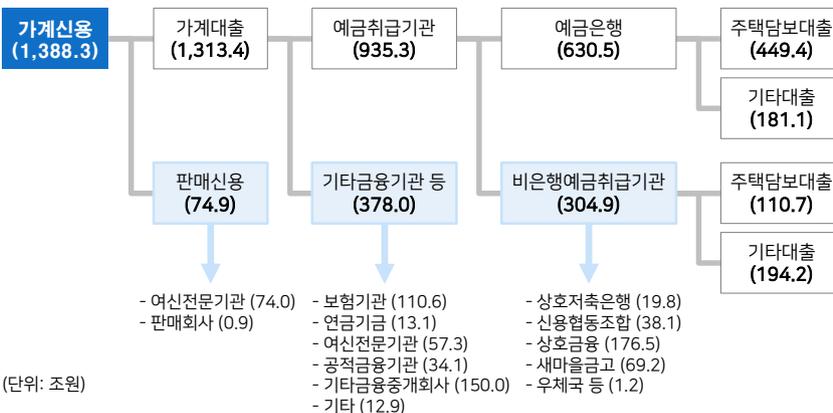
은행 Key Chart

부동산 정책과 은행의 주택담보대출 증가율 추이



자료: 메리츠증권 리서치센터

가계신용 1,388조원 Breakdown



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

가계부채 추이



자료: 한국은행, 메리츠증권 리서치센터

Part I

전략

같지만 다른 정부



▲ 글로벌전략
Analyst 이수정
02. 6098-6660
sj_lee@meritz.co.kr

N분위1

같지만 다른 정부

뉴노멀의 후유증: 글로벌 매크로 환경 summary

뉴노멀에 대한 두 가지 관점

2008년 금융위기 이후 지속되고 있는 저성장, 저물가, 저금리에 대해 두 가지 설명이 있다. 하나는 로런스 서머스(Lawrence Summers)의 구조적 장기침체(secular stagnation) 가설, 다른 하나는 케네스 로고프(Kenneth Rogoff)의 부채 슈퍼사이클(debt supercycle) 가설이다.

1) 장기침체론

장기침체론은 1938년 앨빈 한센(Alvin Hansen)이 최초로 제시한 개념이다. 현실에서는 2차 세계대전 이후 미국 경제가 되살아나면서 기각됐다. 2013년 서머스가 세계 경제 장기침체를 처음 주장했을 때도 학계 반응은 회의적이었다. 하지만 실증적 증거가 오히려 가설을 뒷받침하며 주류 논리로 부상하게 됐다.

2) 경기순환론
로고프의 신용 사이클

장기침체 부정론자들은 경기 순환이 여전히 유효하다고 믿는다. 언제나 그랬듯 경제는 균형을 찾아간다는 것이다. 로고프는 부채 슈퍼사이클 관점에서 현재의 불황을 해석한다. 금융위기 이후 선진국의 부채 사이클 하락 즉 디레버리징이 마무리 되면 성장이 재개된다는 입장이다.

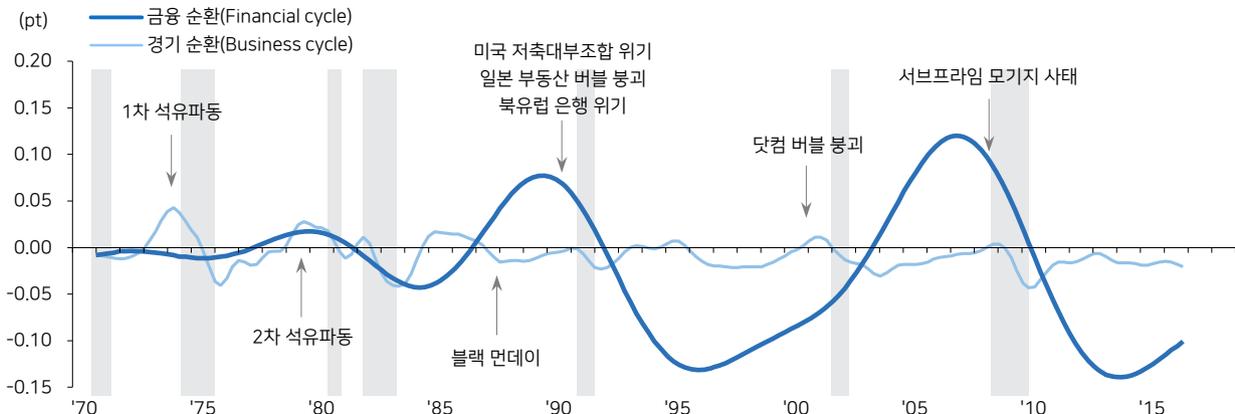
장기침체 가능성에 대한 경제
완만한 정책금리 인상

어느 쪽이 맞는지 현 시점에서 판단하기는 어렵다. 전자가 옳다면 올해 나타나고 있는 세계 경제 동반 성장세는 단기에 그칠 것이다. 후자가 옳다면 성장세는 점차 확산될 수 있다. 연준은 후자보다는 전자의 리스크를 회피하고자 한다. 대공황기 성급한 긴축에 따른 정책 실패의 기억 때문이다.

완만한 금리 인상,
신용 사이클 회복, 규제 완화
→ 글로벌 은행주 강세 환경

디플레이션 파이터가 된 중앙은행에 의해 정책 금리는 완만하고 후행적으로 상승한다. 동시에 금융위기 이후 규제 강화로 위축되었던 은행의 신용 창출은 재개되고 있다. 완만한 금리 인상, 신용 사이클 확대, 금융 규제 완화의 세 가지 조건은 자산 가격 인플레이션을 만들어낸다. 주식시장에서는 특히 은행주 강세 요인이다.

그림1 미국 금융 사이클 vs. 전통적 경기 사이클



자료: BIS, "Secular stagnation or financial cycle drag?", 메리츠증권 리서치센터

물가상승률과 실업률 간 역의 상관관계

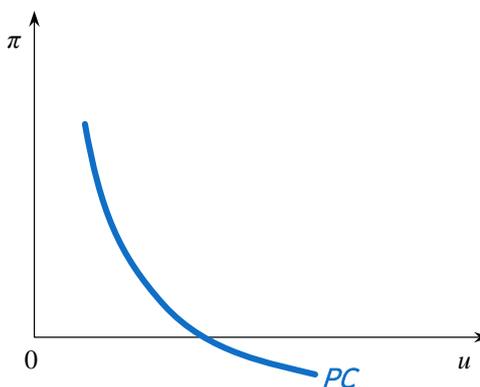
필립스 곡선의 평탄화 → 완만한 금리 인상

일반적으로 실업률이 내려가면 물가상승률이 높아지고 실업률이 올라가면 물가상승률이 낮아진다. 경기가 좋아서 실업률이 내려가고 임금이 오르면 소비가 늘어나 물가가 오르기 때문이다. 반대로 경기가 나빠져서 사람들이 직장을 잃게 되면 소비가 줄어들어 물가가 내려간다. 이처럼 물가상승률과 실업률 간 역의 상관관계를 나타내는 우하향의 곡선을 필립스 곡선(Phillips curve)이라고 한다.

필립스 곡선의 평탄화

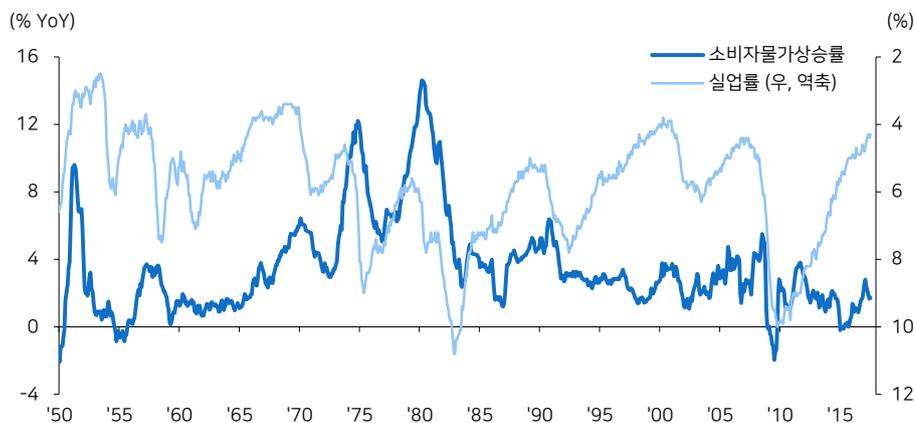
주요국 통화정책은 필립스 곡선 이론에 기반하고 있다. 물가를 낮추기 위해 실업 증가를 감수하며 금리를 올리는 식이다. 문제는 최근 필립스 곡선의 평탄화다. 과거에는 물가와 실업률 변화 간 뚜렷한 상충관계가 나타났다. 하지만 최근에는 실업률 증감에도 물가 변화가 미미해 필립스 곡선의 기울기가 완만해졌다. 미국 실업률은 자연실업률을 밑도는 4.3%까지 떨어졌지만 물가 상승은 1~2%대에 그친다.

그림2 필립스 곡선: 물가상승률(π)과 실업률(u) 사이에 존재하는 역의 상관관계



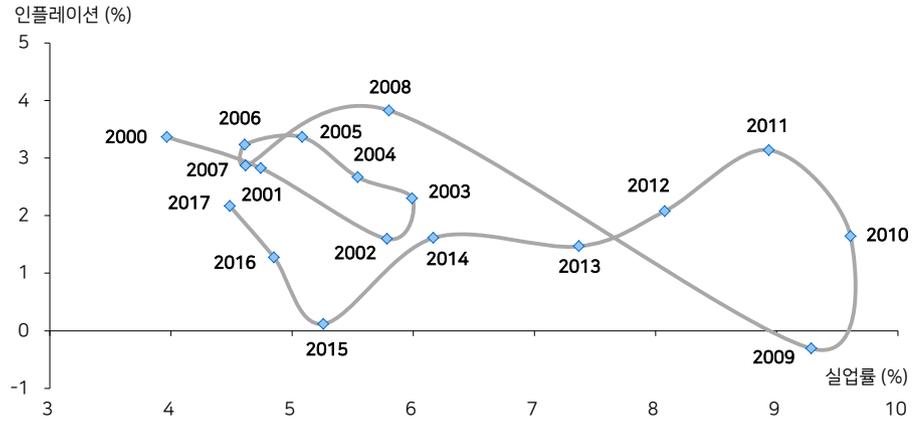
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 미국 소비자물가와 실업률 추이: 실업률 하락에도 인플레이션 상승은 미미



자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 메리츠증권증권 리서치센터

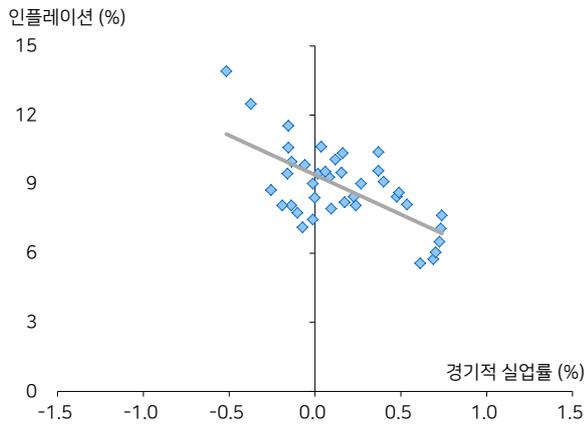
그림4 2000년 이후 미국 실업률과 인플레이션 궤적



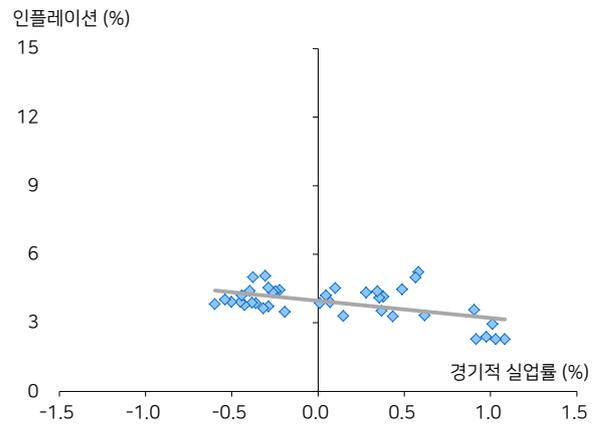
자료: U.S. Bureau of Labor Statistics, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 필립스 곡선: 1975~2012년 실업률과 인플레이션 분포도

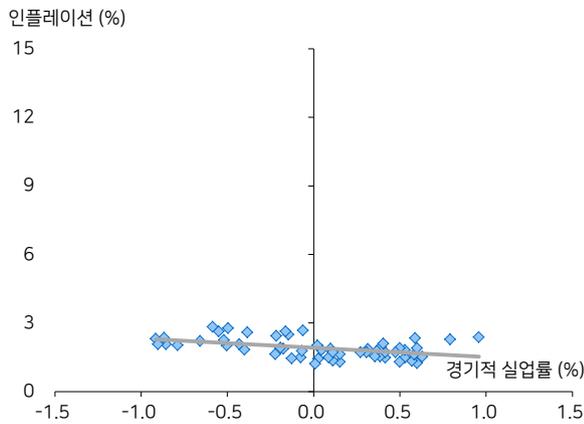
(1) 선진국 1975~1984년



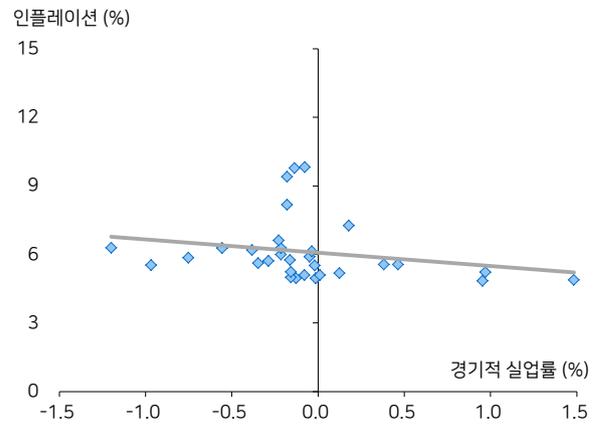
(2) 선진국 1985~1994년



(3) 선진국 1995~2012년



(4) 신흥국 2005~2012년



자료: IMF, "Monetary Policy in the New Normal", 메리츠증권증권 리서치센터

필립스 곡선의 평탄화가
 일시적 → 선제적 기준금리 인상
 영구적 → 통화정책 긴축 지원

필립스 곡선의 평탄화가 일시적 현상인지 아니면 구조적 변화인지에 대한 논쟁이 뜨겁다. 6월 엘런 연준 의장은 미래 물가 상승에 대비하는 선제적 조치로서 기준금리를 인상한다고 밝혔다. 경기 회복 국면에서 필립스 곡선의 기울기가 다시 가팔라질 거라 믿기 때문이다.

엘런의 생각이 맞다면 연준의 긴축은 향후 인플레이션 오버슈팅을 방지할 수 있는 적절한 조치다. 그러나 엘런의 믿음과 달리 필립스 곡선의 모양이 구조적으로 바뀐 것이라면 중앙은행의 선제적 대응은 심각한 경기 침체를 일으킬 수 있다.

중앙은행의 선제적 조치 어려움

결국 연준을 비롯한 주요국 중앙은행은 본격적인 물가 상승이 확인될 때까지 적극적인 긴축에 나서지 못할 것이다. 현재는 통화정책 불확실성이 매우 높은 상황이다. 필립스 곡선에 대한 의견이 통합되지 못하고 있다. 다시 말해 선제적 금리 인상의 결과가 매우 불확실하다. 중앙은행은 더욱 신중할 수밖에 없다.

엘런 연준 의장은 7월 의회 청문회에서 물가목표 달성이 어렵다는 결론은 시기상조라고 강조했다. 다만 불확실성이 커진 점은 인정했다. 또한 물가상승률이 계속 연준 목표치를 밑돌 것으로 판단될 경우 정책조정 가능성을 시사했다.

유로존 역시 최근 유로화 강세가 인플레이션을 둔화시키고 수출 위축을 통해 성장 모멘텀을 제한하고 있다. 드라기 ECB 총재의 통화정책 정상화 의지도 지연될 가능성이 크다.

중앙은행의 후행적 통화정책
 → 위험자산 가격 인플레이션

물론 정책 금리가 영원히 동결된다는 뜻은 아니다. 미국 물가 역시 달러 약세와 원자재 가격 회복의 영향으로 상승 압력을 받을 가능성이 높다. 중요한 것은 주요국 중앙은행의 후행적(behind the curve) 태도다. 이는 지표 물가보다는 자산 가격 인플레이션을 낳을 가능성이 크다.

그림6 주요국 중앙은행 통화정책 전망 (기본 시나리오)

	현행	2H17 (~연말)	2018년
 <p>FRB</p>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ FFR 1.00~1.25% (상반기 중 2차례 인상) 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ FFR +25bp (12월, 연말 1.5%) ✓ 재투자 정책변경(9~10월 개시) 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ FFR 75bp 인상 (연말 2.25%) ✓ 3개월마다 재투자 종료 한도 상향
 <p>ECB</p>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Refinance rate 0.0% ✓ Deposit rate -0.4% ✓ 600억 유로/월 QE (4월~) 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 현행 정책기조 유지 ✓ 이르면 9월 중 QE 테이퍼링 예고 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 연초 QE 테이퍼링 개시 ✓ 1H 중 예치금리 인상/ZIRP로 이행
 <p>BOJ</p>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 단기금리 -0.1% ✓ 10Y JGB 0% 내외 유지 ✓ 연 80조엔 본원통화 증가 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 현행 정책기조 유지 ✓ 암묵적 본원통화 증가 속도조절 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 현행 정책기조 유지 ✓ 본원통화 증가 속도조절 ✓ 경우에 따라 10Y JGB 목표 변경
 <p>PBOC</p>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 1Y 예금 기준금리 1.50% ✓ 1M MLF 3.20% (상반기 중 20bp 인상) 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 예금/대출 기준금리 동결 ✓ 공개시장조작 통한 유동성 회수 ✓ SLF/MLF 금리인상 (1회) 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ SLF/MLF 금리인상 (1~2회) ✓ 유동성 조절 지속 ✓ 단기를 금리 조정으로 이행
 <p>BOK</p>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 기준금리 1.25% 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 기준금리 동결 ✓ 국내 경제전망 상향 조정(7월) 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 상반기 중 기준금리 25bp 인상 (연말 1.50%)

자료: 메리츠증권 리서치센터

필립스 곡선 평탄화의 배경

필립스 곡선 평탄화의 원인으로는 통계적 오류, 세계화, 낮은 수준의 인플레이션, 생산성 저하, 통화정책에 대한 신뢰성, 핀테크 등 기술 발전, 빅 경제(gig economy)와 같은 노동시장의 구조적 변화가 주로 꼽힌다. 이는 장기침체 가설의 주요 논거와도 일맥상통한다.

독과점 기업의 등장과 구조적인 소득분배율 하락

MIT와 미국경제연구소(NBER)의 연구진은 슈퍼스타 기업의 대두와 노동소득분배율 하락("The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms")에 주목하고 있다. 구글, 애플, 아마존과 같은 슈퍼스타 기업의 대두로 전체 국민소득에서 노동에 분배되는 몫의 비중이 줄어들었다는 것이다.

연구 결과에 따르면 지난 40년 동안 점점 더 많은 산업에서 승자가 대부분을 가져가는("winner take most") 독과점 구조가 정착됐다. 그리고 슈퍼스타 기업이 탄생해 상위 기업 집중도가 높아진 산업일수록 노동소득분배율이 크게 하락했다.

이는 슈퍼스타 기업이 낮은 임금을 지급하거나 전체 기업의 평균 임금이 하락했기 때문이 아니다. 승자 기업은 높은 임금을 지급하지만 이 곳에 취업할 수 있는 인원은 소수이기 때문이다. 즉 슈퍼스타 기업이 창출하는 부는 전체 경제에서 높은 비중을 차지한다. 하지만 이들의 고용자 수는 전체 인구 중 낮은 비중을 차지한다. 결국 대다수가 패자 기업 쪽에서 일하게 되고 전체 노동소득분배율은 하락한다. 이는 실업률 개선폭에 비해 임금 상승률이 낮고 인플레이션이 더뎠던 배경이다.

장기 저성장, 소득 양극화 문제에 대한 다른 해법

필립스 곡선은 과거에 비해 평탄화되었으나 장기적으로는 유효하다고 판단한다. 다만 인플레이션 필수 요인인 임금 상승은 구조적으로 지연될 수 있다. 브렉시트와 미국 대선 결과는 장기 저성장 및 소득 양극화에 따른 중산층 이하의 분노가 이민자 혐오로 표출된 결과다. 후술하겠지만 선진국에서는 부채 사이클 회복을 통한 경제 성장으로 이를 해소시키려 한다. 반면 한국은 소득주도성장이라는 재분배 정책을 통해 이 문제를 해결하려 하고 있다.

그림7 미국 제조업 노동분배율 추이

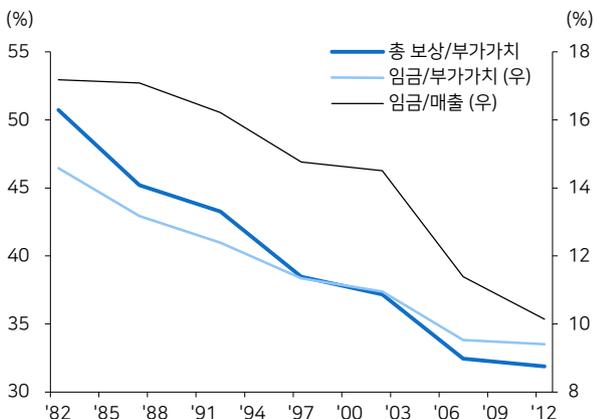
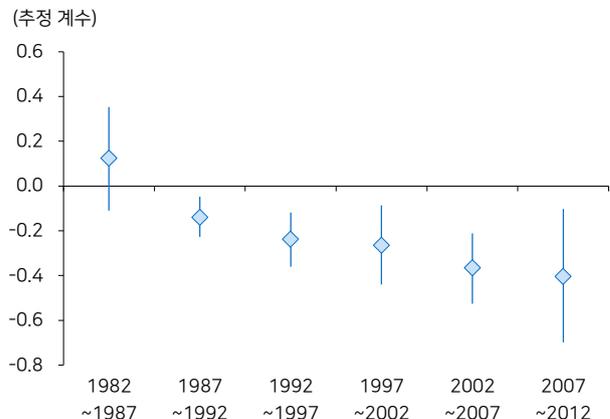


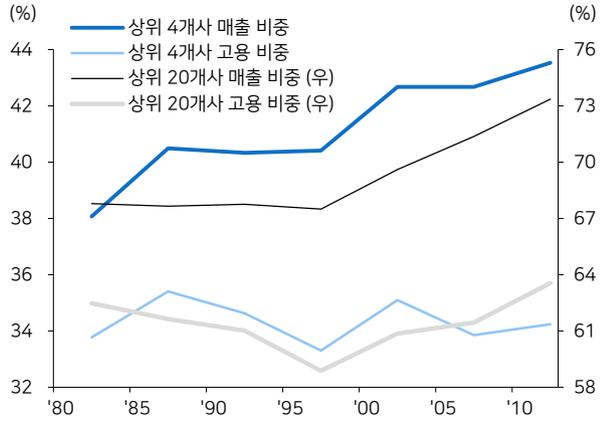
그림8 미국 제조업 내 노동분배율-산업 집중도 간 상관계수



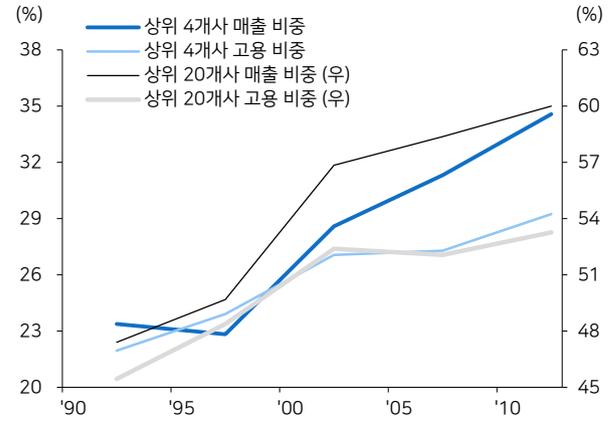
자료: MIT Economics, NBER, "The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms", 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 미국 상위 기업 집중도

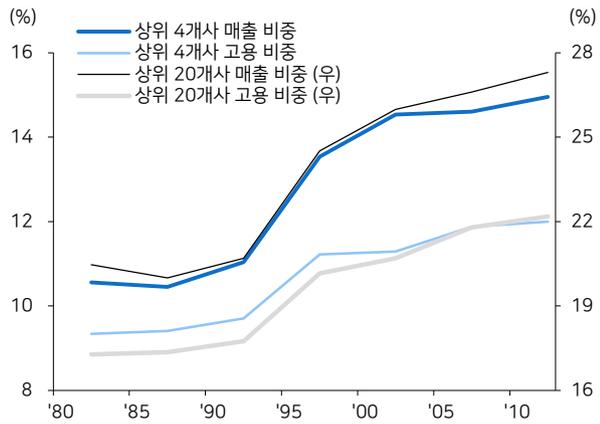
제조업



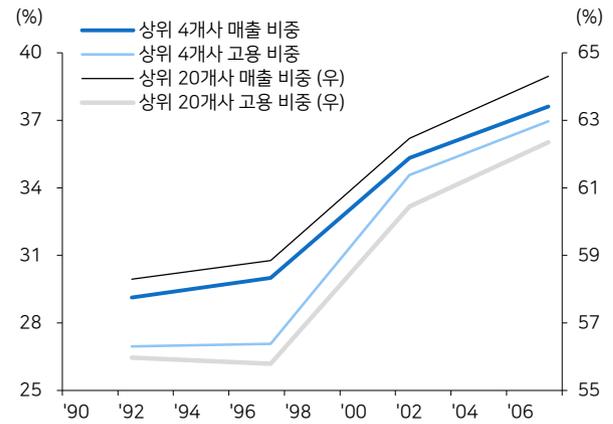
금융



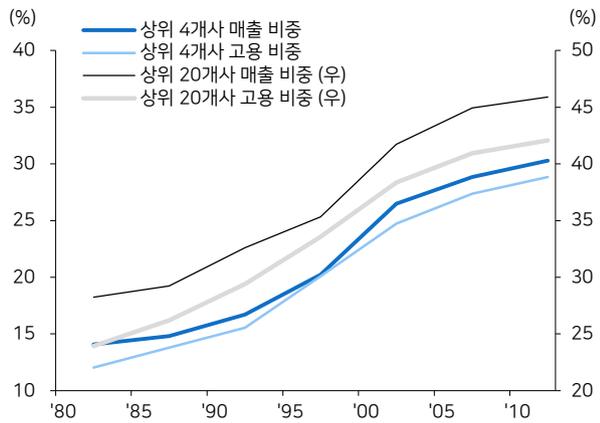
서비스



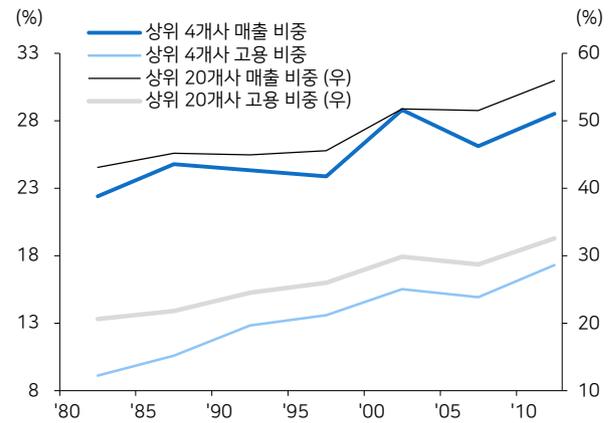
유틸/운송



소매업



도매업



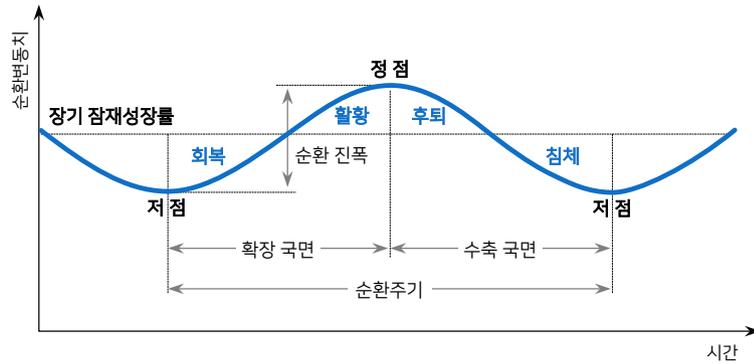
자료: MIT Economics, NBER, "The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms", 메리츠증권증권 리서치센터

선진국 신용 사이클 회복, 리레버리징(Re-leveraging)

신용 사이클과 경제 순환

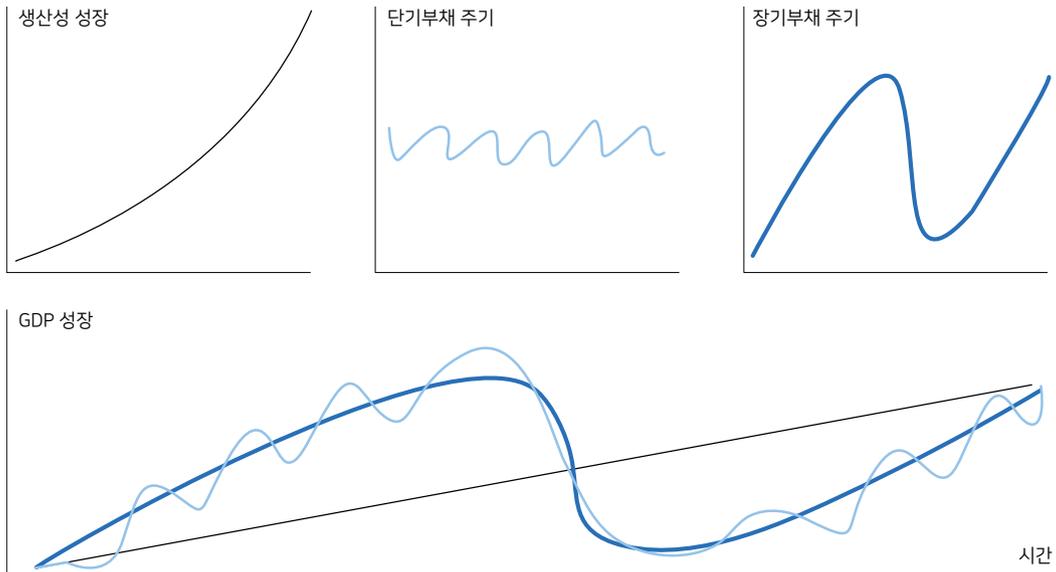
자본주의 경제는 장기 성장 추세를 중심으로 끊임없이 상승과 하강을 반복한다. 레이 달리오(Ray Dalio)는 이를 경제기계(Economic Machine) 모델로 제시했다. 그에 따르면 경제는 1) 생산성 증가율 추세, 2) 단기 부채 순환주기, 3) 장기 부채 순환주기의 세 가지 힘에 의해 움직인다. 여기서 1)은 기술혁신에 의한 장기 경기 파동, 2)와 3)은 로고프 등이 언급한 신용 사이클과 연결된다

그림10 경기순환 도식



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 레이 달리오(Ray Dalio)의 경제기계(Economic Machine): 세 가지 추진력(The Three Big Forces)

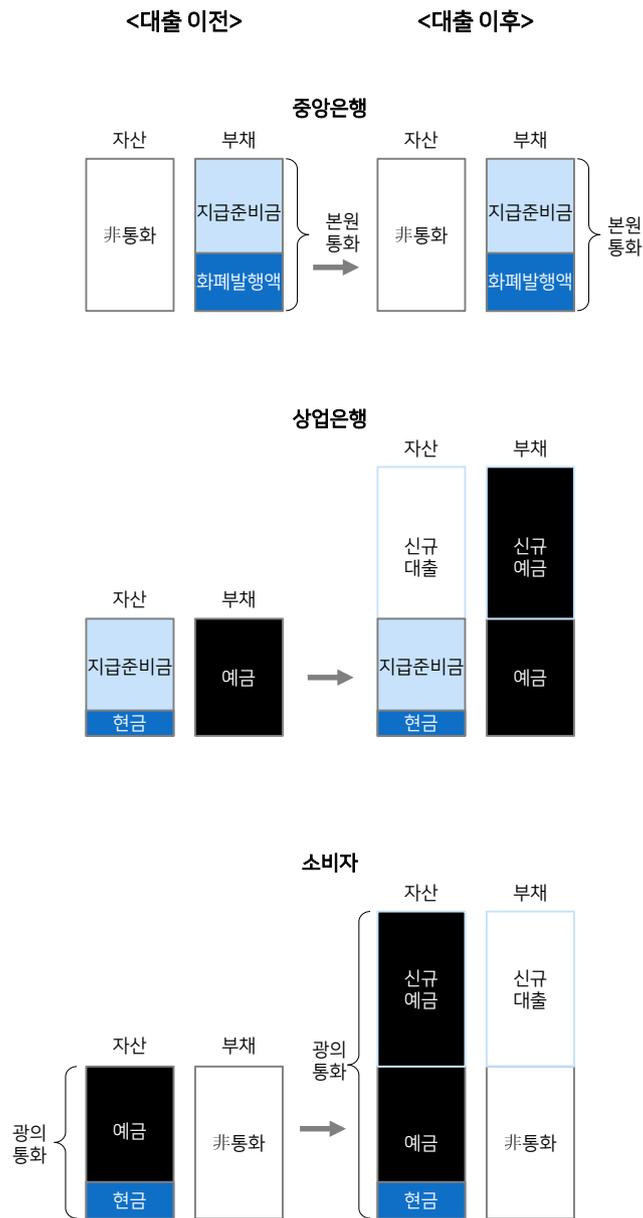


자료: Bridgewater Associates, 메리츠증권증권 리서치센터

시중은행의 통화 창출 역할
 민간 부문의 부채 증감
 → 유동성 → 경기 파동

유동성과 실물경제 사이에는 뚜렷한 상관관계가 관찰된다. 그런데 시장의 오해와 달리 중앙은행은 유동성을 직접 제어하지 못한다. 현대 자본주의 경제에서 유동성을 공급하는 주체는 중앙은행이 아닌 시중은행이다. 민간 부문의 부채 증감이 유동성을 결정하고 유동성이 다시 경기 파동을 좌우한다. 이는 신용 사이클이 레이달리오의 경제기계에서 추진력을 담당하는 이유다.

그림12 시중은행의 신규 대출에 따른 통화 창출 개념도

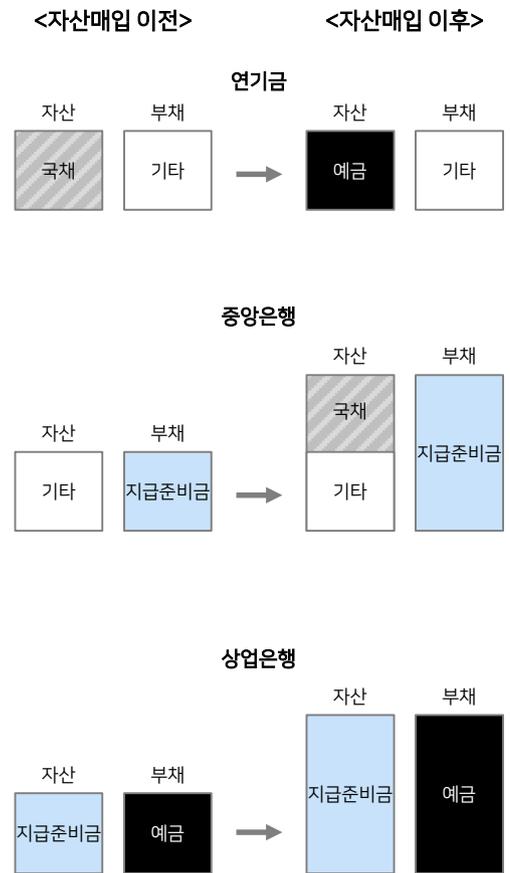


자료: BoE, "Money creation in the modern economy", 메리츠증권증권 리서치센터

양적완화의 메커니즘:
 중앙은행의 자산 매입은 직접
 통화 공급만큼의 효과가 없음

금융위기 이후 연준이 양적완화를 통해 대규모로 자산을 사들였지만 직접적 통화 공급만큼의 효과는 없었다. 시중은행들이 양적완화로 늘어난 지급준비금 자산을 대출채원으로 활용하지 않고 쌓아두기만 했기 때문이다. 초과지준이 늘어나고 화폐유통속도가 낮아지면서 시중 유동성은 오히려 축소됐다.

그림13 중앙은행의 양적완화가 대차대조표에 미치는 영향 개념도



자료: BoE, "Money creation in the modern economy", 메리츠증권증권 리서치센터

선진국 은행의 리레버리징(Re-leveraging)

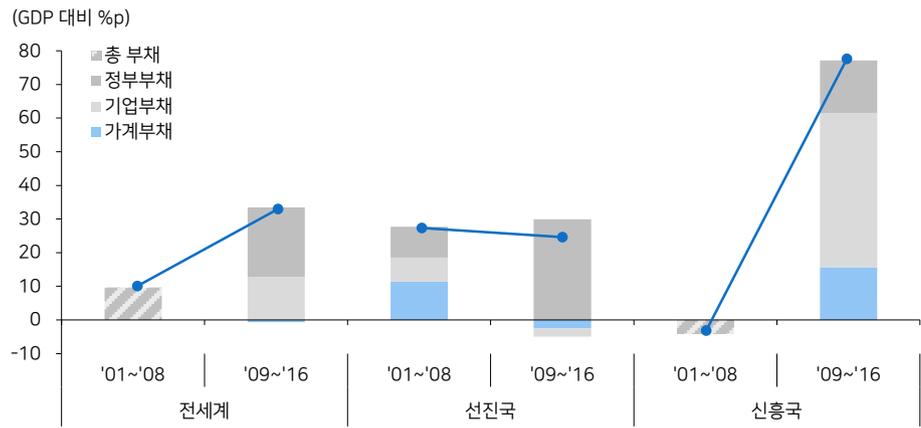
은행 대출은 자금조달비용을 초과하는 수익 존재 여부, 자본규제 여부 등에 따라 결정된다. 미국 및 유로존 재정취약국은 최근까지 가계·기업 부문의 디레버리징을 경험했다. 고무적인 것은 최근 구조조정이 마무리되고 경기가 돌아서면서 선진국 은행의 신용 사이클 확장 국면이 재개됐다는 사실이다. 이는 글로벌 유동성을 늘려 실물 경제 회복을 견인하는 동시에 자산 가격을 상승시키고 있다.

**글로벌 경기 선순환과 골디락스 경제 여건으로
신흥국 은행에도 우호적 환경**

선진국과 달리 신흥국 민간 부문은 금융위기 이후에도 신용 팽창을 지속해왔다. 사상 최대의 신흥국 부채 규모는 분명 잠재적 위험 요인이다. 그러나 선진국의 완만한 통화정책 정상화 및 신용 사이클 개선, 달러 약세와 원자재 가격 반등이라는 골디락스 경제 여건이 신흥국 경제 성장을 지지하고 있다.

7월 Moody's 와 Fitch는 아시아-태평양 지역 은행권의 신용등급 전망을 '부정적'에서 '안정적'으로 상향 조정했다. 글로벌 경기 선순환에 따른 거시경제 회복과 각국의 은행권 재무개선 노력에 따른 부실 리스크 완화를 반영했다는 의견이다. 더불어 중국 정부의 경제 및 금융개혁 노력은 향후 글로벌 은행권의 전망을 '안정적'에서 '긍정적'으로 상향시킬 수 있는 요인이다.

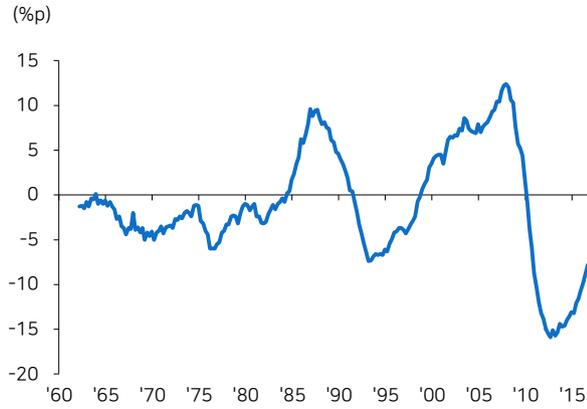
그림14 총부채 증감 경제주체별 기여도



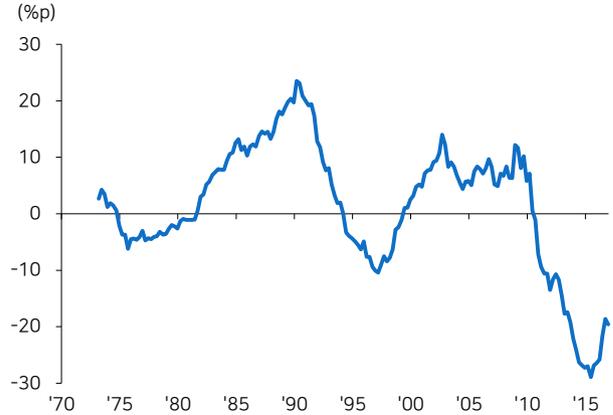
주: 신흥국의 경우 중국, 인도 등 일부 국가의 자료 미공개로 인해 2008년 이전 경제주체별 내역은 파악이 어려움
자료: BIS, 한국은행 재인용, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 주요국 신용 사이클: 실제치와 장기 추세 간 격차

미국 민간 비금융 신용/GDP 갭



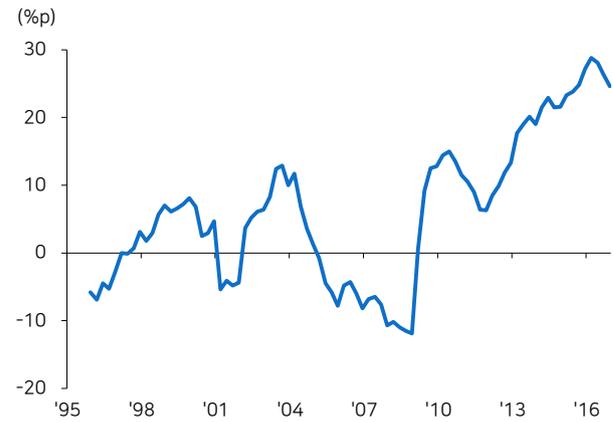
영국 민간 비금융 신용/GDP 갭



일본 민간 비금융 신용/GDP 갭



중국 민간 비금융 신용/GDP 갭



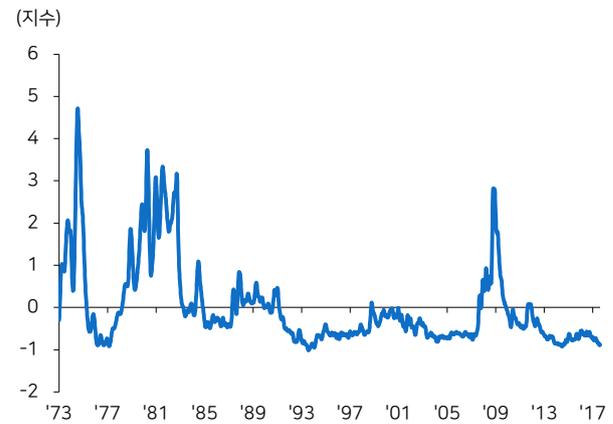
자료: BIS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 세인트루이스 연준 금융 스트레스 지수



자료: Federal Reserve Bank of St. Louis, 메리츠증권증권 리서치센터

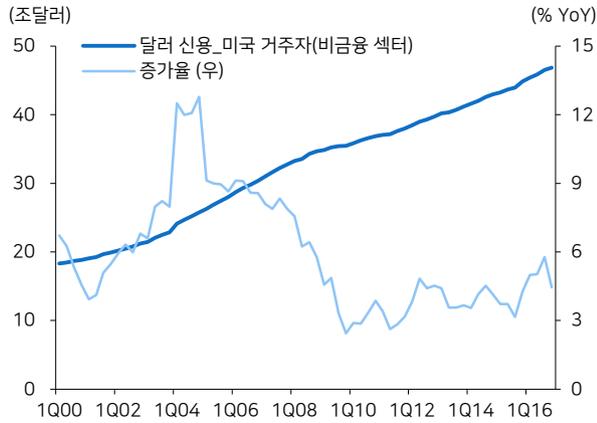
그림17 시카고 연준 NFCI(National Financial Conditions Index)



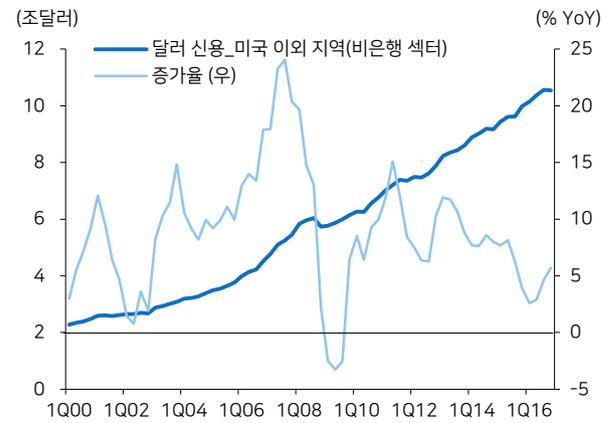
자료: Federal Reserve Bank of Chicago, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 글로벌 유동성: 달러화/유로화/엔화 역내·역외 신용의 합계

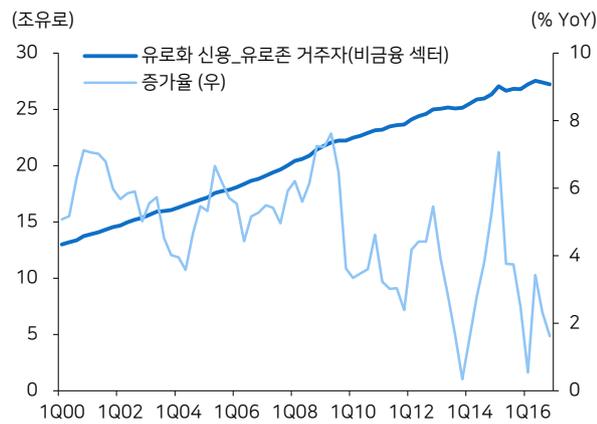
달러화 역내 신용



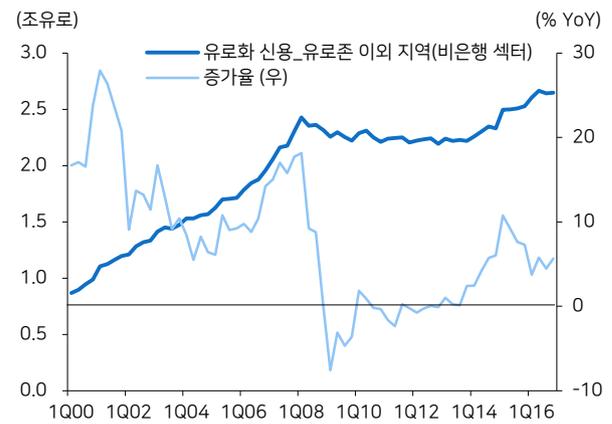
달러화 표시 역외 신용



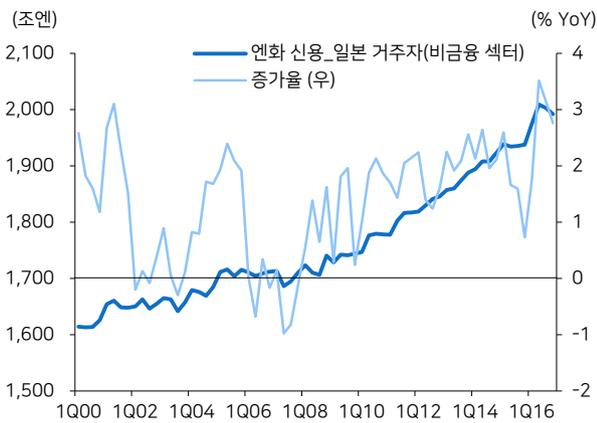
유로화 역내 신용



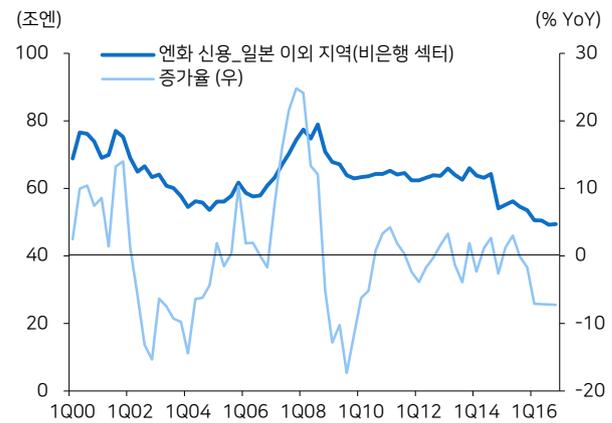
유로화 표시 역외 신용



엔화 역내 신용



엔화 표시 역외 신용



자료: BIS, 메리츠증권증권 리서치센터

**2008년 이후 전개된
금융 규제 추세 완화 가능성**

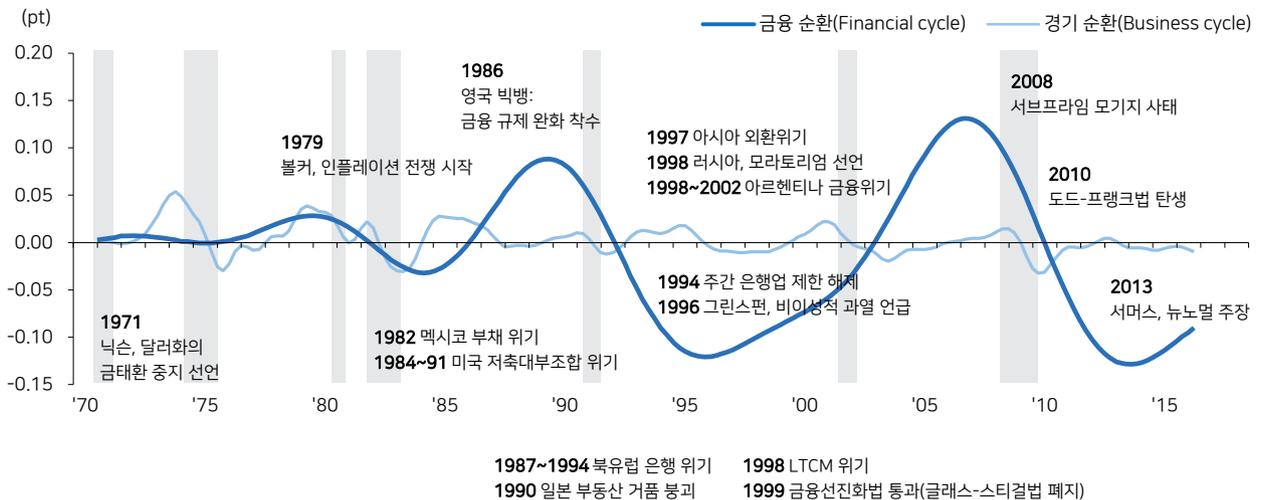
금융은 기본적으로 규제 산업이다. 따라서 금융의 역사는 금융 규제의 역사이기도 하다. 사실 모든 금융위기의 배후에는 규제 완화가 있었다. 1980년대 대처와 레이건은 금융업을 핵심 산업으로 육성하기 위해 대대적인 규제 완화를 추진했다. 금융시장 개방과 금리 자유화는 결과적으로 1987~94년 북유럽 은행위기, 1997년 아시아 외환위기의 토대가 되었다.

마찬가지로 1999년 클래스-스티걸법의 폐지, 2000년 닷컴 버블 이후 지속된 장기 저금리 정책, 파생상품 거래에 대한 감독 부재, 2004년 투자은행들에 대한 레버리지 규제 완화는 2008년 글로벌 금융위기를 야기했다.

이렇듯 규제 완화에도 일정한 주기가 존재한다. 즉 경제가 호조를 보이면 위기에 대한 감독당국의 경각심이 약화되고 규제 완화가 추진된다. 금융 혁신에 열광하며 금융업을 차세대 성장 동력으로 취급하기 시작한다. 하지만 금융위기가 발생하면 이러한 기조는 역전되고 전 분야에서 규제가 강화된다. 시간이 좀 더 흐르면 또다시 경각심은 약화되고 규제 완화를 요구하는 목소리가 커진다. 규제 완화와 강화는 쳇바퀴 돌 듯 반복된다.

2008년 금융위기 이후 국제 사회는 위기의 재발을 막기 위해 새로운 규제 체제인 바젤 III를 도입했다. 국가 단위에서도 미국은 Dodd-Frank 법안, 영국은 금융서비스법안, EU에서는 은행 동맹 구축 등이 이뤄지며 규제가 강화됐다. 하지만 트럼프 미국 대통령 당선 이후 규제 완화 기대가 높아지고 있다. 이는 바젤 III 개혁을 위한 글로벌 정책당국의 논의에도 영향을 미친다. 핀테크 등의 금융 혁신을 위해 서라도 규제 완화가 필요한 시점이 되었다.

그림19 미국 금융 사이클과 주요 사건



자료: BIS, "Secular stagnation or financial cycle drag?", 메리츠증권리서치센터

한국: 소득주도성장론**경제 민주화의 법적 근거**

대한민국 헌법 상 "국가는 균형 있는 국민경제의 성장 및 안정과 적정한 소득의 분배를 유지하고, 시장의 지배와 경제력의 남용을 방지하며, 경제주체 간의 조화를 통한 경제의 민주화를 위하여 경제에 관한 규제와 조정을 할 수 있다"(제119조 제2항). 이 조항은 2012년 제18대 대통령 선거에서 경제 민주화가 핵심 어젠다로 부상하며 유명해졌다.

경제 민주화는 재벌 개혁이 핵심 지배구조 개편 기대감으로 반영

경제 민주화 이슈는 이를 내세운 박근혜 정부가 집권한 이후 오히려 사장됐으나 탄핵정국을 거치며 동력을 얻기 시작했다. 주식시장에서는 이를 지배구조 개편 기대감으로 반영했다. 실제로 제20대 국회 개원 이후 경제민주화 법안이 연이어 발의된 결과 회사분할 결정 공시를 내는 기업 수가 늘어났다. 신정부 출범과 이른바 '김(김상조)&장(장하성)' 인사는 5월 한 달 간 지주사 주가를 끌어올리기도 했다.

문재인 정부의 경제 민주주의는 소득주도성장론이 핵심

문재인 대통령은 6.10 민주항쟁 30주년 기념사에서 '경제 민주주의'를 화두로 꺼냈다. 기존 경제 민주화가 재벌 개혁에 초점을 맞췄다면 문재인 정부의 경제 민주주의는 소득주도성장이 핵심이다. 사실 이전 정권에서 최경환 전 경제부총리의 '초이노믹스' 역시 소득주도성장을 표방했었다. '근로소득 증대세제', '기업소득 환류세제', '배당소득 증대세제'로 이뤄진 '가계소득 증대세제 3대 패키지'가 대표적이다. 장하성 청와대 정책실장은 이를 가리켜 실패한 정책이라고 단언한 바 있다.

한국 경제의 소득 불평등 문제

장하성 저 《한국 자본주의》, 《왜 분노해야 하는가》에서는 한국 경제의 문제를 '소득 불평등'으로 정의한다. 선진국에서는 '재분배'를 논의하지만 한국은 재분배에 앞서 원천적 '분배'의 불평등을 바로잡아야 한다는 것이다. 결국 고용 불평등과 기업 간 불평등을 해소해 궁극적으로 임금 격차를 해소해야 한다는 주장이다. 이는 금융위기 이후 비전통적 정책 대안으로 제시된 소득주도성장 논의와 맞닿아 있다.

신자유주의적 이윤주도성장 모형의 대안인 임금주도성장

포스트 케인지언은 전세계적 저성장의 주요 원인을 불평등, 바꿔 말하면 자본-노동 간 소득 분배로 보고 있다. 현재 한국의 소득주도성장 정책은 포스트 케인지언 거시모형인 임금주도성장(Wage-led growth) 모형의 응용이다. 국제노동기구(International Labour Organization, 이하 ILO)와 유엔무역개발회의(UNCTAD)에서는 신자유주의적 이윤주도성장(Profit-led growth) 모형의 대안으로 고용주도, 임금주도, 소득주도성장 모형을 제시하고 있다.

**자본친화 분배 정책
Vs. 노동친화 분배 정책**

소득주도성장론은 소득 분배를 중요한 경제변수로 고려함으로써 기존의 신자유주의적 모형을 극복하고자 한다. 소득 분배는 기술 변화, 산업 구조 변화, 세계화, 금융화 등 다양한 사회 경제적 요인의 영향을 받는다. 하지만 정부는 조세정책, 사회 정책, 노동정책을 통해 소득 분배에 직접적으로 영향을 미칠 수 있다. 여기서는 국민소득에서 임금이 차지하는 비중을 장기적으로 하락하게 만드는 정책을 '자본친화', 임금의 비중을 장기적으로 상승하게 만드는 정책을 '노동친화' 분배 정책으로 정의한다.

표1 분배 정책: 자본친화 vs. 노동친화		
	자본친화(Pro-capital)	노동친화(Pro-labour)
정책	<ul style="list-style-type: none"> '노동시장 유연성' 표방 최저 임금 폐지 단체교섭 약화 임금억제전략 	<ul style="list-style-type: none"> '복지 국가' 표방 최저 임금 인상 단체교섭 강화
결과	<ul style="list-style-type: none"> 임금 인상 미진 임금 비중 하락 임금 격차 확대 	<ul style="list-style-type: none"> 실질 임금 인상 임금 비중 안정(또는 상승) 임금 격차 축소

자료: ILO, 메리츠증권증권 리서치센터

**노동소득분배율의 변화가
총수요에 미치는 영향**

전통적인 경제 성장 모형에서는 보통 노동소득분배율의 변화가 성장률에 영향을 미치지 않는다. 그러나 이러한 가정은 수정될 필요가 있다. 총수요(Y)를 소비(C), 투자(I), 순수출(수출-수입, NX), 정부지출(G)의 합계로 정의할 때, 정부지출을 제외한 변수들은 모두 노동소득분배율의 영향을 받고 있기 때문이다.

표2 소득 분배가 민간 총수요(Y = C + I + NX)에 미치는 영향	
노동소득분배율(v) 상승시	소비(C) ↑ + 투자(I) ↓ + 순수출(NX) ↓ ⇒ 총수요(Y) ?
	노동소득분배율(v) ↑ ⇒ 총수요(D) ↑
임금주도 체제	$\frac{\partial Y}{\partial v} = \frac{\partial C}{\partial v} + \frac{\partial I}{\partial v} + \frac{\partial NX}{\partial v} > 0$
	노동소득분배율(v) ↑ ⇒ 총수요(D) ↓
이윤주도 체제	$\frac{\partial Y}{\partial v} = \frac{\partial C}{\partial v} + \frac{\partial I}{\partial v} + \frac{\partial NX}{\partial v} < 0$

자료: Bhaduri and Marglin(1990), 메리츠증권증권 리서치센터

임금주도 수요 체제
Vs. 이윤주도 수요 체제

소득주도성장론의 핵심 주장 중 하나는 노동소득분배율이 경제성장률에 영향을 미친다는 것이다. 노동소득분배율의 증가와 함께 경제 성장률이 높아지면 이 경제는 임금주도 경제체제(Wage-led regime)로 정의된다. 노동소득분배율이 감소할 때 경제 성장률이 높아지면 그 경제는 이윤주도 경제체제(Profit-led regime)다. 반대로 소득 분배에서 임금 비중 상승이 부정적 영향을 미치는 경제는 이윤주도 체제, 이윤 비중 상승이 부정적 영향을 미치는 경제는 임금주도 체제다.

표3 경제 체제: 이윤주도 vs. 임금주도

		전체 경제에 미치는 영향	
		확장적	수축적
사회의 소득 분배 변화	이윤 비중 상승	이윤주도 체제	임금주도 체제
	임금 비중 상승	임금주도 체제	이윤주도 체제

자료: ILO, 메리츠증권증권 리서치센터

자본친화 분배 정책 + 이윤주도
수요 체제 = 이윤주도 성장
노동친화 분배 정책 + 임금주도
수요 체제 = 임금주도 성장

<표1>의 분배 정책과 <표3>의 경제 체제를 결합해보자. 이윤주도 체제에서 자본친화 분배 정책을 추구할 경우 이윤주도성장이 나타난다. 역으로 임금주도 체제에서 노동친화 분배 정책을 지향할 경우 임금주도성장이 전개된다. 이들은 경제 구조와 분배 정책이 서로 부합하는 경우다.

분배 정책과 경제 체제가 서로
부합하지 않을 경우 경기 침체
또는 불안정 성장

그러나 이윤주도 체제에서 노동친화 정책을 추진하거나 임금주도 체제에서 자본친화 정책을 지지한다면 경기 침체 또는 불안정한 성장이 나타날 가능성이 크다. 경제 체제와 분배 정책이 서로 부합하지 않기 때문이다.

표4 분배 정책 · 경제 체제 결합에 따른 성장 체제

		분배 정책	
		자본친화	노동친화
경제 체제	이윤주도	이윤주도성장 과정 ▪ '이론적 신자유주의(Neoliberalism in theory)' ▪ 낙수효과	경기 침체 또는 불안정 성장 ▪ 불운한 사회개혁(Doomed social reforms) ▪ 마가렛 대처, "대안은 없다(TINA, There is no alternative)"
	임금주도	경기 침체 또는 불안정 성장 ▪ '실제적 신자유주의(Neoliberalism in practice)' ▪ 외부 성장동력 의존 필요(부채주도성장 또는 수출주도성장)	임금주도성장 과정 ▪ 사회적 케인즈주의 ▪ 전후 황금 시대(Postwar Golden age)와 유사한 특징

자료: ILO, 메리츠증권증권 리서치센터

주요국 대부분은
임금주도 수요 체제

<표5>에는 주요국 수요 체제에 대한 실증적 연구 결과가 나와있다. 이러한 연구들은 사용 방법은 물론이고 대상 국가와 시기가 서로 다르기 때문에 비교가 어렵다. 다만 내수 체제는 임금주도적 경향이 강하다는 것과 국제 무역은 일부 국가의 총수요 체제를 이윤주도로 바꾸기도 한다는 것을 알 수 있다. 일반적으로 실질임금의 증가는 무역수지에 부정적 영향을 미친다.

표5 주요국 수요 체제에 대한 계량경제학적 연구 결과

	내수(투자과 소비만 고려)		총수요(순수출 포함)	
	임금주도	이윤주도	임금주도	이윤주도
유로지역	Stockhammer et al(2009), Onaran and Galanis(2012)		Stockhammer et al(2009), Onaran and Galanis(2012)	
독일	Bowles and Boyer(1995), Naastepad and Storm(2006-7), Hein and Vogel(2008), Stockhammer et al(2011), Stockhammer and Stehrer(2011), Onaran and Galanis(2012)		Naastepad and Storm(2006-7), Hein and Vogel(2008), Stockhammer et al(2011), Onaran and Galanis(2012)	Bowles and Boyer(1995)
프랑스	Bowles and Boyer(1995), Naastepad and Storm(2006-7), Ederer and Stockhammer(2007), Hein and Vogel(2008), Stockhammer and Stehrer(2011), Onaran and Galanis(2012)		[Stockhammer and Onaran(2004)], Naastepad and Storm(2006-7), Hein and Vogel(2008), Onaran and Galanis(2012)	Bowles and Boyer(1995), se07
네덜란드	Naastepad and Storm(2006-7), Stockhammer and Stehrer(2011)	Hein and Vogel(2008)	Naastepad and Storm(2006-7), Hein and Vogel(2008), Stockhammer et al(2011), Onaran and Galanis(2012)	Hein and Vogel(2008)
오스트리아	Stockhammer and Ederer(2008), Hein and Vogel(2008), Stockhammer and Stehrer(2011)			Stockhammer and Ederer (2008), Hein and Vogel(2008)
영국	Bowles and Boyer(1995), Naastepad and Storm(2006-7), Hein and Vogel(2008), Onaran and Galanis(2012)	Stockhammer and Stehrer (2011)	Bowles and Boyer(1995), Naastepad and Storm(2006-7), Hein and Vogel(2008), Onaran and Galanis(2012)	
일본	Bowles and Boyer(1995), Onaran and Galanis(2012)	Naastepad and Storm (2006-7)	Onaran and Galanis(2012)	Bowles and Boyer(1995), Naastepad and Storm(2006-7)
미국	Bowles and Boyer(1995), Hein and Vogel(2008), Onaran et al.(2012), [Stockhammer and Stehrer(2011)], Onaran and Galanis(2012)	Naastepad and Storm (2006-7)	Bowles and Boyer(1995), Hein and Vogel(2008), Onaran et al.(2012), Onaran and Galanis(2012)	[Stockhammer and Onaran (2004)], Naastepad and Storm(2006-7), Barbosa-Filho and Taylor(2006)

주: [] 는 통계적으로 유의한 결과
자료: ILO, 메리츠증권증권 리서치센터

임금주도 수요 체제에서
자본친화 분배 정책을 추진할
경우 부채주도, 수출주도 성장

한국을 포함한 대부분의 선진국에서 노동소득분배율의 하락은 총수요 감소를 가져오는 것으로 추정된다. 이렇듯 임금주도 수요 체제에 속하지만 신자유주의 하에서 친자본 분배 정책을 추진할 경우 총수요 부족이 발생한다. 이를 해결하기 위해서는 가계부채를 늘려 소비를 유지시키거나 순수출을 통해 자국의 유효수요 부족을 타국에 전가해야 한다. 부채주도성장과 수출주도성장이다.

한국은 강한 수출주도 성장 모형
동시에 가계부채도 증가

이러한 관점에서 G20 국가들을 부채주도, 내수주도, 약한 수출주도, 강한 수출주도의 네 가지 성장 모형으로 분류할 수 있다. 독일, 스위스, 네덜란드의 유럽 선진국과 러시아, 일본, 중국은 큰 폭의 경상수지 흑자를 기록한다. 반면 미국, 영국과 그리스, 포르투갈, 스페인 등의 유럽 주변국들은 경상수지 적자 상태다.

오랜 기간 경상수지 적자를 겪는 국가들은 GDP 대비 가계부채 누적액이 증가하는 경향이 있다. 반대로 경상수지 흑자가 지속되는 국가들은 GDP 대비 가계부채가 감소하거나 소폭 늘어난다. 네덜란드와 한국은 예외적으로 경상수지 흑자에도 가계부채가 증가하는 국가다.

임금주도성장으로의 전환 시도

ILO 등의 주장은 이러한 부채주도성장이나 수출주도성장은 지속 가능하지 않으므로 이윤주도성장 대신 임금 인상에 의한 임금주도성장을 추구해야 한다는 것이다. 한국의 경제 민주주의 역시 임금주도성장과 고용주도성장의 혼합에 초점을 맞추고 있다. 결국 가계 부채 및 부동산 가격의 둔화를 겨냥할 수밖에 없다.

표6 국가별 이윤비중 1%p 증가가 총수요에 미치는 효과

	C/Y	I/Y	NX/Y	민간초과수요/Y	총수요에 대한 효과
유로존 12개국	-0.439	0.299	0.057	-0.084	-0.133
독일	-0.501	0.376	0.096	-0.029	-0.031
프랑스	-0.305	0.088	0.198	-0.020	-0.027
이탈리아	-0.356	0.130	0.126	-0.100	-0.173
영국	-0.303	0.120	0.158	-0.025	-0.030
미국	-0.426	0.000	0.037	-0.388	-0.808
일본	-0.353	0.284	0.055	-0.014	-0.034
캐나다	-0.326	0.182	0.266	0.122	0.148
호주	-0.256	0.174	0.272	0.190	0.268
터키	-0.491	0.000	0.283	-0.208	-0.459
멕시코	-0.438	0.153	0.381	0.096	0.106
한국	-0.422	0.000	0.359	-0.063	-0.115
아르헨티나	-0.153	0.015	0.192	0.054	0.075
중국	-0.412	0.000	1.986	1.574	1.932
인도	-0.291	0.000	0.310	0.018	0.040
남아공	-0.145	0.129	0.506	0.490	0.729

자료: Onaran and Galanis(2012), 메리츠증권증권 리서치센터

표7 G20 국가들의 현실적 신자유주의 성장모형 분류

부채주도	내수주도	약한 수출주도	강한 수출주도
호주, 멕시코, 영국, 미국	프랑스, 이탈리아, 인도, 남아프리카공화국, 터키	아르헨티나, 브라질, 캐나다, 러시아, 사우디아라비아	중국, 독일, 인도네시아, 일본, 한국

자료: Hein and Mundt(2012), 메리츠증권증권 리서치센터

Part II

건설

부동산 규제역사

Overweight



▲ 건설
Analyst 박형렬
02. 6098-6695
hr.park@meritz.co.kr

N분위1

규제의 역사

규제의 목적

정부는 정책의 목적을 어디에 두고 있을까?

부동산 정책은 의외로 일관된 논리를 가지고 움직임

정부의 부동산 정책은 시장에 우호적일 때도 있고, 부정적일 때도 있다. 얼핏 보면 정권마다 일관성 없이 추진되는 것처럼 보이지만, 의외로 부동산 정책은 전체를 관통하는 일관된 논리를 가지고 이루어 진다.

모든 부동산 정책은 장기적인 가격 변동성을 줄이는 것을 목적

모든 부동산 정책은 장기적인 가격 변동성을 줄이는 것을 목적으로 한다.

한국은행에 따르면 2015년 국내 주거용 토지 및 건물의 시가총액은 3,519조원, 비주거용 토지 및 건물의 시가총액은 2,773조원에 이른다. 기타 농경지, 임야 등을 포함한 전체 토지 및 건설자산은 1경 741조원이며, 이는 대한민국이 보유하고 있는 전체 비금융자산의 88.6% 로 절대 비중을 차지한다.

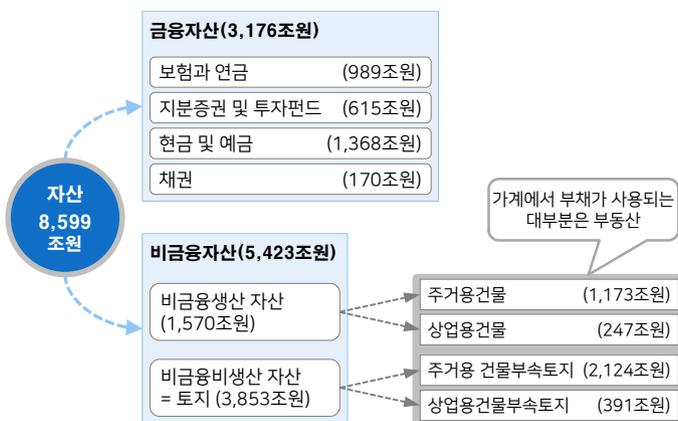
가계만 놓고 볼 경우 전체 가계 자산은 8,599조원이며, 이 중 65%에 해당하는 5,589조원이 보유 부동산 시가총액이다. 대부분은 주거용 부동산으로 구성되어 있으며, 자산 규모에 상관없이 대부분의 가계는 높은 부동산 자산 비중을 보이고 있다.

과도하게 높은 부동산 비중은 정책 방향성에 대한 제약 조건

과도하게 높은 부동산 비중은 부동산이 전체 경기에 미치는 영향을 크게 만든다. 정책에 따른 부동산 시장 변화가 전체 경제에 미치는 영향이 너무 크기 때문에, 정부는 특정한 방향성을 만드는 것을 목표로 하지 않는다. 즉, 정부 정책이 주도해서 가격을 상승 시키는 것도 문제, 가격을 하락하게 만드는 것도 문제가 된다.

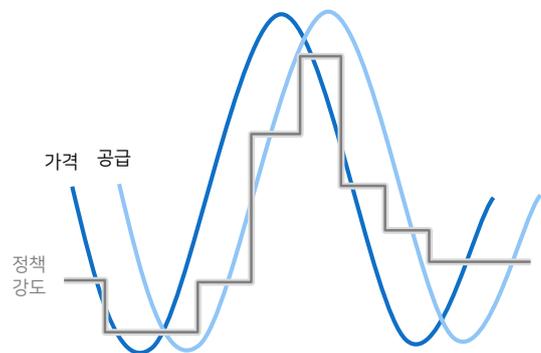
부동산 정책의 목적은 방향성을 바꾸는 것이 아니라, 장기적인 가격 변동성을 줄이는 것에 있다.

그림20 가계 자산 구성



자료: 한국은행, 메리츠총금증권 리서치센터

그림21 주택시장의 순환 - 공급(Q)과 가격(P)과 정책



자료: 메리츠총금증권 리서치센터

정책이 부동산의 방향성을 바꿔 줄 것이라는 시장의 기대는 정책의 목적에 대한 오해 때문

규제의 형태: 변동성을 줄이기 위해서 현재 시장의 반대 방향으로 유도

대부분의 투자자 가지고 있는 부동산 정책에 대한 부정적인 인식은 정부 정책에 대한 과잉 기대 또는 정책의 목적에 대한 오해에서 시작되는 경우가 많다. 부동산 시장이 좋지 않을 때는 좀더 공격적인 부양 정책을 바라고, 좋을 때는 상승 탄력을 약화 시킬 수 있는 규제들에 대해 불만을 가진다.

그러나 정책의 목적이 시장의 변동성을 줄이는 것에 있다면, 정책은 시장에 충격을 줄 정도의 강도로 만들어져서는 안 되며, 약한 수준으로 되도록 자주 발표 되어야 한다. 정책 강도가 약하다는 시장의 불만에도 불구하고, 호황기에는 수많은 대책발표를 통해 점진적으로 규제를 강화하며, 침체기 역시 점진적인 규제 완화 정책이 발표된다. 정책의 방향성과 반대로 부동산 가격 변동성이 커진다면, 규제 발표는 더 많아지고, 발표 시기는 더 짧아질 것이다.

정책은 미래를 예측하지 않고 현재를 기준으로 입안되며, 시장의 반대 방향으로 나타나며, 계단식 형태로 발표

정리하면 부동산 정책의 형태는 1) 현재 부동산 시장을 기준으로 입안되며 2) 시장이 좋으면 규제, 시장이 나쁘면 부양의 흐름을 보이며 3) 변동성 축소를 위해 단기 충격 요법 보다는 단계적 변화를 추구한다.

모호한 부분은 정부 정책과 부동산 가격의 상관관계이다. 부동산 시장에 영향을 주는 기타 변수는 너무 많은데, 정책 효과가 시장의 방향성을 바꾸는 것인지, 아니면 그 시점에서 이미 내부적인 환경이 바뀌면서 나타나는 자연스러운 방향성 전환인지 판단하기 어렵다.

정책이 후행적으로 나타나기 때문에 부동산의 가격 방향성을 바꾸는 것 정책인지, 내부적인 변화인지 판단하기 어려움

따라서 현재의 부동산 상황에 따라 향후 나타날 정책의 방향성을 예상하는 것은 어렵지 않으나, 이를 통해 부동산 시장을 전망하는 것은 별개의 문제이다.

정책이 기타 변수를 압도할 정도로 중요해지는 시점은 정치적인 목적 또는 시장에 대한 잘못된 판단을 기반으로 나타나는 정책 실패 국면 등이다. 시장의 예상을 벗어난 수준의 빠른 정책 변화, 인위적인 부의 재분배 등이 부각 될 경우 정책 변수는 부동산 시장에 매우 큰 영향을 미친다.

그림22 정책의 형태 - 세가지 특징



자료: 메리츠증권리서치센터

정책 방향성의 기준: 전국 주택가격이 아니라 강남 부동산

과거의 부동산은 서울이 오르면, 지방이 오르는 Cycle, 전국 부동산의 방향성이 일치

대부분의 지역 부동산 시장이 동행했던 과거에는 정책의 기준이 되는 지역에 대한 문제의식이 필요가 없었으나, 양극화가 나타나기 시작한 2004년 이후에는 정부 입장에서 규제와 부양의 정책 방향성을 결정할 때 지역적인 기준이 필요해지기 시작하였기 때문이다.

2004년 이후 지역별 양극화 심화 및 다르게 움직이는 가격 방향성

2004~2008년의 경우 서울, 수도권의 부동산 가격 급등에도 불구하고 지방 부동산은 크게 상승하지 못하였으며, 2009~2013년의 경우 지방 부동산의 급등에도 불구하고 서울 부동산 가격은 하락하였기 때문이다.

지난 15년간 부동산의 과열 여부를 판단하는 시장은 강남

따라서 2004년 이후의 부동산 정책은 전국적인 가격 흐름을 기준으로 하기 어려워 졌다. 지난 15년간 부동산 정책 결정에서 호황과 불황 또는 규제와 부양을 판단하는 기준이 되는 부동산 시장은 서울 지역, 특히 강남 부동산 시장이다.

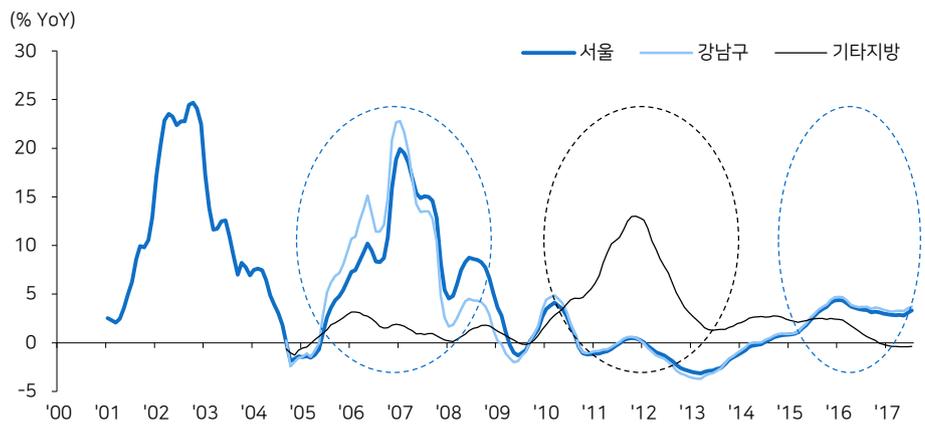
예를 들어 지방 부동산의 급등 시기에 서울 부동산이 하락한다면, 정책은 점진적으로 규제 완화 또는 경기 부양을 추진하기 시작한다. 반대로 서울이 급등하는 과정에서 지방이 하락한다면, 부동산 정책은 규제를 강화하기 시작한다.

부동산 과열에 대한 논란에도 불구하고 지역별 양극화가 확대되고, 방향성 자체가 다른 상황이 이어지면서 전국 부동산 가격은 매우 낮은 수준의 변동성을 보이고 있다. 가격이 상승하는 것은 입지 여건이 좋은 구도심을 중심으로 나타나고 있다. 향후에도 이러한 상황이 지속될 것으로 전망된다.

전체 주택가격의 변동성 보다 서울, 강남 중심의 가격 변동성이 중요

전체 주택가격의 변동성이 낮음에도 불구하고, 구도심을 중심으로 국지적인 변동성이 커진다면 정책의 강도는 강화될 수 밖에 없다. 특히 강남의 부동산 가격 변동성이 커지는 구간에서 정책 Risk는 시간이 지날수록 커질 것이다.

그림23 지역별 주택가격 YoY 상승률 (강남, 서울, 지방)



자료: KB부동산, 메리츠증권리서치센터

부동산 규제의 종류

부동산 정책의 종류는 세금, 대출, 지역, 개발의 네 가지 카테고리

부동산 관련 정책에 대한 카테고리는 크게 보면 다음과 같다. 1) 세금 관련 규제, 2) 대출과 관련된 금융 규제 3) 공급 규제 4) 개발 관련 규제 등이다.

세금 관련 규제는 자본 이득의 규모에 따라 과세하는 양도소득세(국세), 부동산 매수 시점에 부과되는 취득등록세(지방세), 보유 부동산 자산 규모가 일정 수준을 넘어갈 경우 부과되는 종합부동산세, 도시환경 정비법 상 재건축 대상 아파트를 대상으로 하는 초과이익 환수제 등이다.

대출 관련 규제는 구매 시점에 주택 가격 대비 대출 한도를 정하는 LTV, 소득 대비 원리금 상환 규모에 제한을 두는 DTI, 가계의 총 부채를 제한하는 DSR 등이 있다.

지역관련 규제는 투기지역, 투기과열지구, 조정대상 지역 등이 있으며, 기타 공급 및 가격 관련 규제는 용적률 제한, 분양가 상한제, 소형 평형 의무비율, 임대 주택 의무 비율 등이 적용되고 있다.

그림24 부동산 규제의 종류



자료: 메리츠증권리서치센터

규제의 역사

15대 정부는 규제 완화: 진보를 표방하였음에 불구하고, 내수 경기 회복을 위한 부양에 주력 (양도세 면제, 분양가 자율화)

경기 측면에서 가장 큰 어려움을 겪었던 IMF 이후 들어선 15대 정부(김대중 전 대통령)의 경우 정권 초기에 진보 정권을 표방하였음에도 불구하고, 내수 경기 부양을 위해 강력한 부동산 부양책을 발표하였다.

- 아파트 분양가 전면 자율화,
- 분양권 전매제한 완화
- 양도 소득세 한시적 면제
- 취득등록세 감면
- 소형 주택 의무비율 폐지
- 중도금 지원 확대, 대출금리 인하 등 금융지원

그러나 규제 완화와 더불어 IMF 이후 건설업체 부도와 경기 침체에 따라 나타난 신규 분양 감소가 전세가격 상승을 야기하였으며, 재건축 아파트 관련 투자 열풍이 불기 시작하였다.

특히 유동성 확장에 따른 투자 확대 영향이 나타나면서, 부동산에 대한 투자 심리는 과열 국면으로 진입하기 시작하였다. 경기 회복과 함께 부동산 가격 상승 속도가 빨라지자, 2002년부터는 규제 강화로 정책 방향성을 전환 시켰다.

15대 정권 말기에는 과도한 가격 상승에 대한 부담으로 규제 강화

2002년 이후 부동산 투자에 대한 투기 심리 억제와 세제 혜택 축소를 위해 나타난 정책은 다음과 같다.

- 재건축 기준 강화 및 자금출처 조사
- 양도세 감면 축소
- 투기지역 양도세 실거래가 과세

표8 정부 부동산 정책의 방향성

	15대 정부 (1998~2003)	16대 정부 (2003~2008)	17대 정부 (2008~2013)	18대 정부 (2013~2014)	18대 정부 (2015~2017)	19대 정부 (2017~)
서울 부동산 상승률	59.8%	56.6%	-3.2%	-0.1%	10.4%	1.9%
부동산 정책기조	완화	규제	부양	부양	규제	규제
주요 정책	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 양도세, 취득등록세 등 세제 감면 ▪ 분양가 자율화 ▪ 재정비 사업 규제 완화 ▪ 중도금, 금리 완화 등 금융 지원 확대 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 양도세, 종부세 등 세제 관련 규제 강화 ▪ 재건축 초과이익 환수제 시행 ▪ DTI/LTV 강화 ▪ 주택공급물량 확대 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 양도세 등 세제 혜택 강화 ▪ DTI/LTV 완화 ▪ 공공부문 지출확대 ▪ 재정비 사업 규제 완화 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 임대주택 등 공공 부문 공급 확대 ▪ 양도세, 취득세 등 세제 혜택 강화 ▪ DTI/LTV 완화 ▪ 재정비 사업 규제 완화 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 여신심사 가이드라인 발표 ▪ 공공택지 분양 물량 조절 ▪ 중도금대출보증 요건 강화 ▪ 집단대출에 여신심사 가이드라인 반영 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 조정대상지역, 투기과열지구 등 규제 적용 지역 확대 ▪ DTI/LTV 강화 ▪ 재건축 초과이익 환수제 부활

자료: 메리츠증권리서치센터

부동산 정책의 실패 사례로 가장 자주 언급되는 16대 정부	<p>국내에서 부동산 관련 규제가 가장 강하게 부각되었던 시기는 16대 정부(노무현 전 대통령) 시기이다. 특히 이 당시에는 APT 시장 만이 아니라 단독주택 등의 기타 주택 가격 역시 동반 상승하였으며, 전국 부동산이 동시에 상승하였고, 과잉 유동성에 대한 논란이 크게 부각되었다. 16대 정부는 2003년 주택시장 안정화 종합 대책을 발표하게 된다.</p>
양도세 증가, 투기지역 지정 LTV 대출 제한, 초과이익 환수제	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 1가구 3주택자 양도세 증가 ▪ 종합부동산세 신설 ▪ 투기지역 및 투기과열지구 지정 ▪ 투기지역 LTV 강화(50% → 40%) ▪ 전용 면적 60m² 이상 주택 거래 신고제 도입 ▪ 재건축 초과이익 환수제 도입
유동성 확장과 경기 개선에 따라 규제 강화에도 불구하고 부동산 가격 상승속도가 빨라짐	<p>부동산 관련 정책으로는 이례적인 강도의 규제가 시행되었음에도 불구하고, 2007년까지 부동산 가격 상승속도는 더 빨라졌다. 16대 정부의 부동산 정책 실패를 지적하는 사람들은 대부분 이 시기 나타난 유동성 확장에 따른 영향을 간과했다고 언급한다. 실제로 부동산 가격이 조정기로 진입한 것은 2008년 금융위기에 따른 유동성 축소 시점부터이다.</p>
2008년 금융위기를 기점으로 수도권 부동산 급락	<p>2008년 이후에는 수도권을 중심으로 대형 미분양 문제, 할인 판매에 따른 가격 조정, 재건축 착공 지연 또는 대형 개발사업 취소, 기존 미착공 PF를 해소하기 위한 수도권 신규 분양 지속 등에 따라 서울 및 수도권 주택가격은 장기 조정 국면에 진입하였다. 반대로 지방 주택 시장은 빠르게 미분양이 감소한 이후 2010년부터 본격적인 회복기에 진입하였다.</p>
경제 성장을 표방하였던 17대 정부는 건설산업을 중심으로 경기 부양을 추진 (국내 주택, 해외 수주)	<p>이 시기 등장한 17대 정부(이명박 전 대통령, 현대건설의 대표이사 출신)는 보수 정권을 표방하였으며, 규제 완화를 통한 경기 부양을 추진하였다. 다만 이 당시 추진된 부동산 정책의 대부분은 한시적인 유예 또는 감면 형태로 진행되었으며, 2008년 6월 첫 부동산 대책으로 미분양 대응책이 발표되었다.</p>
양도세 완화, 재건축 재개발 규제 완화, 초과이익 환수제 유예	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 지방 부동산의 취득세 50% 감면 ▪ 양도세의 비과세 기준인 일시적 2주택자의 기준을 1년에서 2년으로 변경 ▪ LTV, DTI 완화 ▪ 재건축, 재개발 관련 규제 완화 ▪ 초과이익 환수제 유예 ▪ 투기 지역 및 투기 과열지구 단계적 해제 ▪ 종부세 기준 완화

규제 완화에도 불구하고
이례적으로 지방 부동산 가격의
급등, 서울 수도권 부동산 침체

2008~2013년 나타난 이례적인 현상(지방 부동산 가격의 상승, 서울 수도권의 하락)은 1) 신규 분양 감소가 먼저 시작된 지방에서 신규 APT에 대한 투자 심리 회복이 먼저 나타남 2) 저금리 환경이 장기화되면서 지방 APT의 임대 수익률에 대한 매력이 부각 3) 정책적으로 다주택자에 대한 규제가 완화되었고, 매매가격 대비 전세가격 비율이 높았던 지방에서 Gap 투자 확대 등의 영향으로 판단된다.

이 외에도 절대 주택가격에 격차, 정부 청사의 지방 이전 등 여러 요인들이 복합적으로 작용하였을 것이다. 지방 부동산 가격은 크게 반등하였으나, 규제 완화에도 불구하고 서울 및 수도권의 부동산 시장은 미분양 해소 지연 및 신규 공급 지속, 수도권 임대 주택 공급 확대 등에 따라 침체 국면이 이어진 상태로 18대 정부가 2013년 출범하였다.

서울, 수도권의 부동산 시장
침체가 지속된 상태로 18대 정부
등장 : 수도권 중심의 규제 완화
추진

18대 정부(박근혜 전 대통령)는 규제 완화를 추진하였으며, 2016년 이후에는 부동산 가격 상승에 따라 약화되었다. 2013~2015년 나타난 부동산 관련 부양책은 2013년 4월 발표한 종합 부동산 대책에서 시작되었으며, 2014년 7월 주택시장 정상화 대책, 2015년 도시환경 정비법 개정 및 뉴스테이 특별법 시행 등으로 나타났다.

공공 분양 축소, 대출 한도 완화,
초과이익 환수제 유예

- 수도권 보금자리 주택사업 신규 지정 중단
- 공공 분양 축소
- 85㎡, 6억원 이하 부동산 매입 시 양도소득세 면제
- 수직 증축 리모델링 허용
- LTV, DTI 규제를 각각 70%, 60%로 완화
- 재건축 초과이익 환수제 유예
- 분양가 상한제 탄력 운영

2013~2015년 지방 부동산 시장은 견조한 상승을 유지하였고, 서울 수도권의 부동산 가격 역시 회복 국면에 진입하기 시작하였다. 특히 2015년 이후에는 실제 재건축, 재개발 착공 속도가 빨라지기 시작하면서 입지 조건이 좋은 구도심의 노후 아파트에 대한 투자가 빠르게 확대되기 시작하였다.

금융위기 이후 대부분의 기간 동안 전국 주택 가격 또는 아파트 가격 상승률이 가장 높았던 것은 대구, 부산 등을 포함한 지방 광역시였으나, 2016년 중순 이후 본격적으로 서울, 특히 강남 3구가 가격 상승을 주도하기 시작하였다.

2017년 7월까지 전국 주요 도시 가격 상승률 1~3위는 종로구, 송파구, 강동구 등이며 연초 대비 상승률은 각각 16.1%, 10.2%, 10.0% 수준이다. 동일 기간 전국 평균 아파트 가격 상승률이 2.5%에 불과하였다.

19대 정부 출범 시점은 강남구를 중심으로 하는 구도심 주택가격의 상승과 양극화 논란 확대 시기

19대 정부(문재인 현 대통령)는 진보와 서민 중심의 정부를 표방하면서 2017년 출범 하였다. 환경적으로는 가계 부채가 사상 최대를 갱신하면서 부채 관리에 대한 정책이 필요한 상황이며, 부동산 가격이 상승하면서 무주택 서민 가구의 상대적 박탈감이 문제시 되고 있다. 특히 자산 수준이 높은 구도심의 가격이 시장을 주도하면서, 규제 강화에 대한 명분을 만들어주고 있다.

6월 서울 지역의 LTV를 기존 70%에서 60%로 강화하였으나 강남을 중심으로 주택 가격 상승이 이어지자, 8월 2일 종합 부동산 대책을 발표하였다.

그림25 문재인 대통령의 부동산 관련 기존 공약

	<p>임대주택 공급 및 주거 지원</p> <ul style="list-style-type: none"> 공적 임대주택 매년 17만호 공급 - 공공 직접 운영의 장기 임대 13만호 + 공공 지원을 통한 임대 4만호 신혼부부에게 공공임대주택 30%를 우선 공급하고 용자 지원 강화 청년 임대주택 30만실 공급 영구임대주택 및 매입임대주택은 저소득 노인, 장애인 등 사회취약 계층에 우선 공급 	<p>도시재생 뉴딜</p> <ul style="list-style-type: none"> 도시재생 뉴딜 사업에 매년 공적 재원 10조원 투입 뉴타운, 재개발 사업이 중단된 저층 노후주거지를 재생 원도심, 전통산업 집적지, 재래시장 등을 새로운 산업여건에 맞추어 집약적으로 정비 노후화된 기존 주택을 공공기관이 주도하여 공공으로 정비하거나 매입 혹은 장기 임차하여 수선 후 공공임대주택으로 활용 NH 및 지방공기업이 사업을 주도 하되, 인센티브, 예산 및 자금 지원 도시계획 특례를 확대 	<p>가계부채 총량 규제</p> <ul style="list-style-type: none"> 대출규제: 가처분소득의 150% - 가계부채의 절대액을 줄이는 것이 아닌 가계부채 증가율을 경상소득 이내로 조절할 계획 가계부채 연착륙을 위해 추가경정 예산 등을 통한 확장적 재정정책 과 한국은행의 금리정책을 적절히 조합한 폴리시 믹스 (Policy Mix) 강조 LTV의 경우 부동산 시장에 미치는 영향을 감안해 신중한 태도 유지
--	---	---	--

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

규제의 영향(과거)

경험적으로 부동산 가격의
변곡점은 정책이 아니라
경기 변곡점

정책이 항상 목표를 달성하는 것은 아니다. 시장 환경에 따라 규제 강화에도 불구하고 부동산 가격 상승이 이어질 수도 있고, 규제 완화에도 불구하고 회복 국면이 나타나지 않을 수도 있다. 결론적으로 정책의 영향은 해석하기 나름이다. **다만 일반적으로는 부동산의 가격 방향성이 바뀌는 시점이 정책 강도가 강화될 때가 아니라, 전체 경기가 변화될 때로 판단된다.**

정책이 가격에 후행하기 때문에
영향에 대한 판단이 어려움

정책만으로 부동산에 대한 전망을 하기 어렵다면, 과거 정책에 따른 영향을 되짚어 보는 것에도 한계가 있으며, 상관관계도 명확하게 파악하기 어렵다. 그럼에도 불구하고 과거 부동산 정책에 따른 영향을 살펴 보는 것은 정책의 성공 또는 실패 과정에서 반면교사가 되는 아이디어를 얻기 위한 것이다.

- 정책은 가격에 후행하며, 선행해서 움직이지 않는다.
- 가격이 지속적으로 상승하면 규제는 더욱 강해진다.
- 규제 또는 완화 정책은 점진적으로 진행된다.
- 변동성이 높은 구간에 정책은 더 빠르게, 더 자주 언급된다.

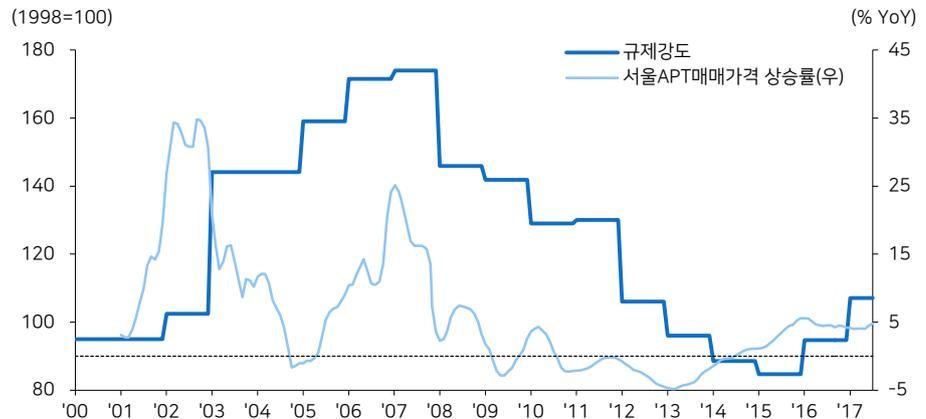
2000년대 초반의 규제 강화는
가격 상승률 둔화로 이어짐,
2004년 이후의 규제 강화에도
불구하고 가격 상승 가속화

고점에서 부동산이 하락하는 요인지 규제 때문인지 알 수 없다. 규제 강도와 부동산 가격을 같은 시계열로 그려보면 변곡점이 일치하는 때도 있고, 아닐 때도 있다. 다만 부동산에 영향을 주는 변수가 정책만이 아니라 경기, 금리, 공급, 수요 등 다양한 측면에서 고려되어야 한다는 점과 정책이 입안되는 과정에 소요되는 시간이 길다는 점을 감안하면 정책은 후행적인 성격을 지닌다.

2009년 이후의 규제 완화와 경기
부양에도 불구하고 서울 부동산
침체는 이어짐, 2013년 이후에는
규제 완화 기조 지속에 따라 상승

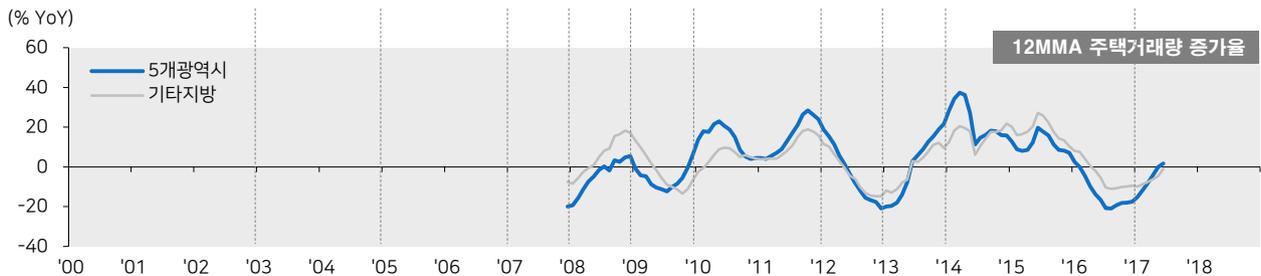
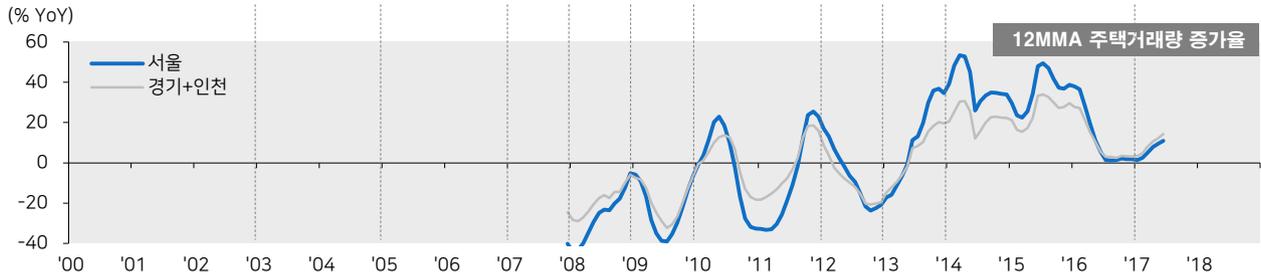
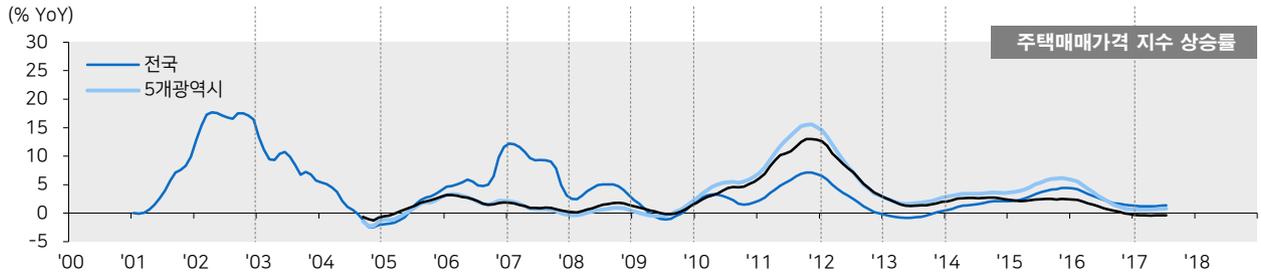
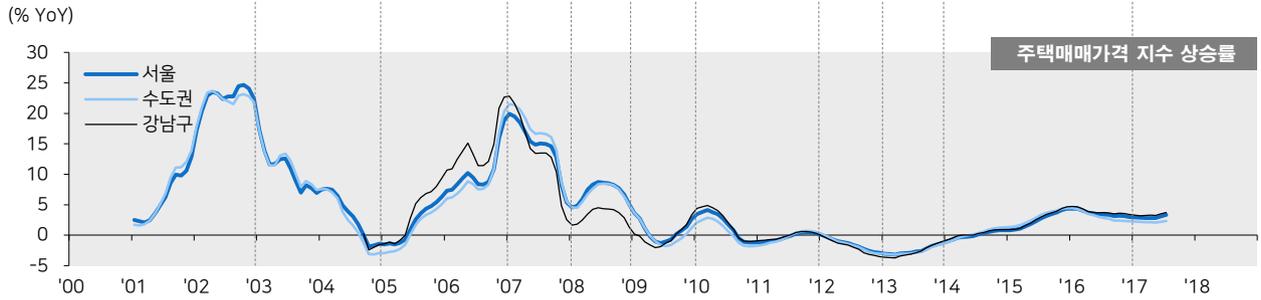
정책이 발표되었음에도 불구하고 부동산 시장에 정책의 방향성과 다르게 움직일 경우 정책의 발표 주기는 짧아지고, 강도는 높아진다. 이는 부동산 시장의 움직임이 기본적으로 투자 심리에 연동한다고 가정하기 때문이다. 적어도 과거의 부동산 정책은 계단식으로 진행된다. 이는 정책 변수 때문에 부동산이 급락 또는 급등 할 경우 경제에 미치는 영향을 정권이 그대로 수용해야 되기 때문이다.

그림26 부동산 규제강도와 서울 APT 매매가격 상승률 추이



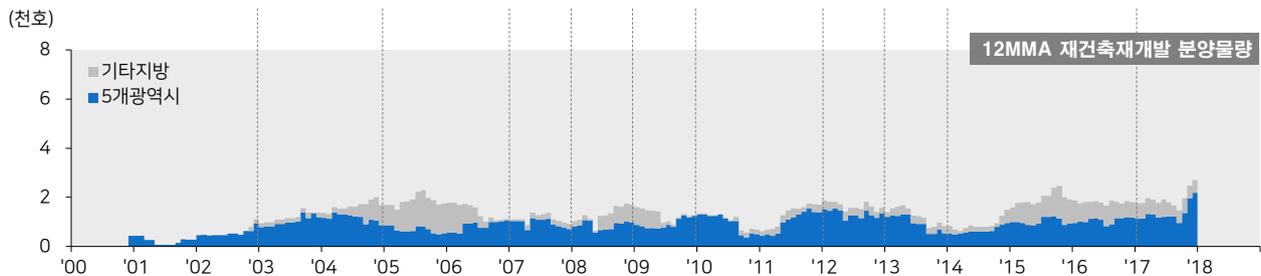
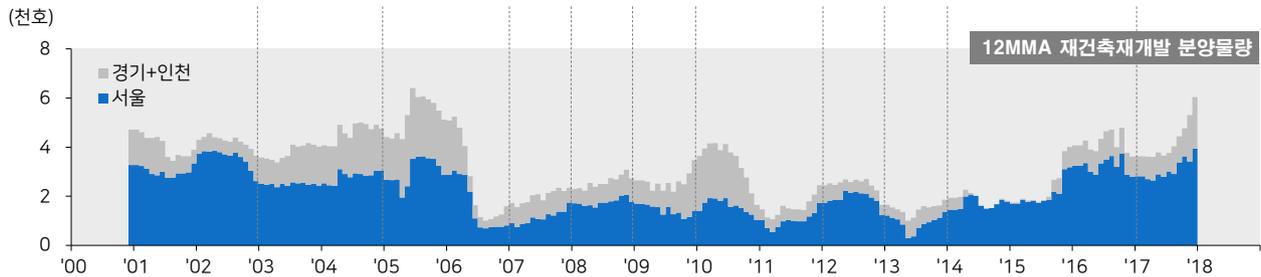
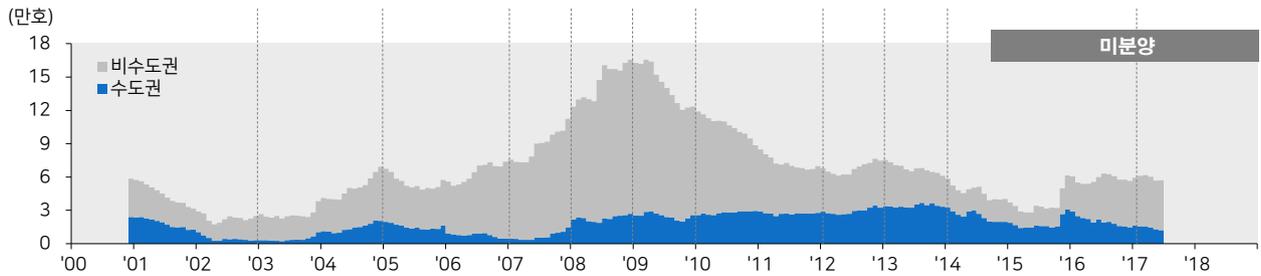
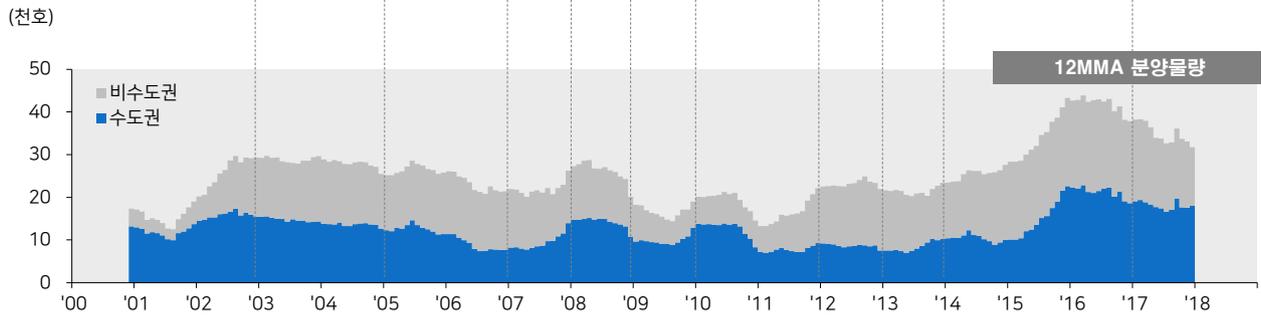
자료: KB부동산, 메리츠증권 리서치센터

그림27 부동산 정책과 가격 및 거래량



자료: KB부동산, REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 부동산 정책과 분양물량 및 미분양



자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

표9 양도소득세 세율 변화

구분	보유기간			1세대 2주택	1세대 3주택	미등기	비고
	1년 미만	2년 미만	2년 이상				
2002.1.1	36%	일반세율		일반세율	일반세율	일반세율	▣ 일반세율 (9~36%)
2004.1.1~2008.12.31	50%	40%	일반세율	일반세율 (2007년부터 50%)	60%	70%	▣ 1세대 1주택 비과세 (실거래가 6억원 이하, 3년 이상 보유)
2009.1.1~2009.3.15				45%	▣ 일반세율 감면 (6~35%) ▣ 1세대 1주택 비과세 기준 실거래가 9억원으로 확대"		
2009.3.16~2013.12.1				일반세율 (투기지역 10%p 가산)	▣ 2012년도 1세대 1주택 거주요건 폐지 ▣ 2012년도 다주택자 장기보유특별공제 적용 ▣ 2013년도 일반세율 (6~38%)		
2014.1.1~2016.12.31				▣ 양도세 종과 폐지			
2017.1.1~				일반세율 (조정지역 10%p 가산)	일반세율 (조정지역 20%p 가산)		▣ 일반세율 (6~40%) ▣ 2018년 4월부터 조정지역 대상 다주택자 양도세 가산 ▣ 1세대 1주택 비과세 거주요건 추가"

자료: 국세청, 메리츠중금증권 리서치센터

표10 취득등록세 세율 변화

취득등록세 (%)	국민 주택			국민 주택			주택 이외 매매	신축	상속	증여	비고	
	6억원 이하	6억초과 9억원 이하	9억원 초과	6억원 이하	6억초과 9억원 이하	9억원 초과						
2004	5.0			5.0								
2005	4.0			4.0								
2006	4.0			4.0								
2007	2.3			2.3				4.6	3.2	3.2	4.0	
2008	2.3			2.3				4.6	3.2	3.2	4.0	▣ 2009년 6월 말까지 취득하는 주택에 한해서 취득등록세를 50 감면
2009	2.2			2.7				4.6	3.2	3.2	4.0	
2010	2.2			2.7				4.6	3.2	3.2	4.0	
2011	2.2			2.7				4.6	3.2	3.2	4.0	▣ 9억원 이하 주택 유상 취득시 1주택자의 경우 취득세 감면 (2011년까지) ▣ 취득세와 등록세 통합
2012	2.2			2.7				4.6	3.2	3.2	4.0	▣ 9억원 이하 주택 유상 취득시 1주택자의 경우 취득세 감면 (2012년까지)
2013		1.1	2.7	3.3	1.8	2.7	3.7	4.6	3.2	3.2	4.0	▣ 2013년도 구간 기준은 9억원 이하, 9~12억원, 12억원 초과 ▣ 세율 한시적 인하
2014		1.1	2.2	3.3	1.3	2.4	3.5	4.6	3.2	3.2	4.0	
2015		1.1	2.2	3.3	1.3	2.4	3.5	4.6	3.2	3.2	4.0	
2016		1.1	2.2	3.3	1.3	2.4	3.5	4.6	3.2	3.2	4.0	
2017		1.1	2.2	3.3	1.3	2.4	3.5	4.6	3.2	3.2	4.0	

자료: 국세청, 메리츠중금증권 리서치센터

표11 종합부동산세 부과 기준가액

	주택	종합합산토지	별도합산토지
2005	공시가 6억원	개별공시지가 3억원	개별공시지가 40억원 (과세특례 적용토지 200억원)
2006	공시가 6억원	개별공시지가 3억원	개별공시지가 40억원 (과세특례 적용토지 200억원)
2007	공시가 6억원	개별공시지가 3억원	개별공시지가 40억원 (과세특례 적용토지 200억원)
2008	공시가 6억원	개별공시지가 3억원	개별공시지가 40억원 (과세특례 적용토지 200억원)
2009	공시가 6억원 (1세대 1주택 9억원)	개별공시지가 5억원	개별공시지가 80억원
2010	공시가 6억원 (1세대 1주택 9억원)	개별공시지가 5억원	개별공시지가 80억원
2011	공시가 6억원 (1세대 1주택 9억원)	개별공시지가 5억원	개별공시지가 80억원
2012	공시가 6억원 (1세대 1주택 9억원)	개별공시지가 5억원	개별공시지가 80억원
2013	공시가 6억원 (1세대 1주택 9억원)	개별공시지가 5억원	개별공시지가 80억원
2014	공시가 6억원 (1세대 1주택 9억원)	개별공시지가 5억원	개별공시지가 80억원
2015	공시가 6억원 (1세대 1주택 9억원)	개별공시지가 5억원	개별공시지가 80억원
2016	공시가 6억원 (1세대 1주택 9억원)	개별공시지가 5억원	개별공시지가 80억원
2017	공시가 6억원 (1세대 1주택 9억원)	개별공시지가 5억원	개별공시지가 80억원

자료: 국세청, 메리츠증권 리서치센터

표12 종합부동산세 세율 변화

(%)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
주택	3억원 이하	1.00	1.00	1.00	1.00									
	3~14억원	1.50	1.50	1.50	1.50									
	14~94억원	2.00	2.00	2.00	2.00									
	94억원 초과	3.00	3.00	3.00	3.00									
	6억원 이하					0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
	6~12억원					0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
	12~50억원					1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
	50~94억원					1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
	94억원 초과					2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
	종합합산토지	17억원 이하	1.00	1.00	1.00	1.00								
17~97억원		2.00	2.00	2.00	2.00									
97억원 초과		4.00	4.00	4.00	4.00									
15억원 이하						0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
15~45억원						1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
45억원 초과						2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
별도합산토지	160억원 이하	0.60	0.60	0.60	0.60									
	160~960억원	1.00	1.00	1.00	1.00									
	960억원 초과	1.60	1.60	1.60	1.60									
	200억원 이하					0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
	200~400억원					0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60	0.60
	400억원 초과					0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70

자료: 국세청, 메리츠증권 리서치센터

표13 투기지역 vs 투기과열지역 vs 조정대상지역			
	투기지역	투기과열지역	조정대상지역
지정 기관	소득세법에 근거 기획재정부의 부동산 가격 안정 심의위원회를 거쳐 지정됨	주택법에 근거 국토교통부 주거정책심의위원회를 거쳐 지정	
지정 효과	▪ 주택담보대출건수 제한 (세대 당 1건)	▪ 청약 1순위 자격제한 (5년내 당첨, 2주택 이상 소유 세대)	
	▪ 주택담보대출 만기연장 제한	▪ 민영주택 재당첨 제한	
	▪ 기업자금대출 제한	▪ 재건축 조합원당 재건축 주택공급수 제한 (1주택)	
	▪ 농어촌주택취득 특례 배제	▪ 청약 1순위 자격요건 강화 (청약통장 가입후 2년 경과 + 납입횟수 24회 이상)	
	▪ 양도세 가산세율 적용 (3주택자 이상 양도세율 + 10%p)	▪ 청약가점제 적용 확대 (국민주택규모 이하일 경우 투기과열지구 100%, 조정대상지역 75%)	
		▪ 오피스텔 전매제한 강화 및 거주자 우선분양 적용	
		▪ 재건축·재개발 등 조합원 분양권 전매제한	▪ 양도세 가산세율 적용 (2주택자 + 10%p, 3주택자 이상 +20%p)
		▪ 정비사업 분양 재당첨 제한 (5년)	▪ 다주택자 장기보유특별공제 적용 배제
		▪ 재건축 조합원 지위 양도제한 예외사유 강화 (2년 → 3년)	▪ 1세대 1주택 양도세 비과세 요건 강화 (2년 이상 거주요건)
		▪ 거래 시 자금조달계획, 입주계획 신고 의무화 (거래가 3억원 이상 주택)	▪ 분양권 전매시 양도세율 50%로 일괄 적용
	▪ LTV·DTI 40% 적용 (주담대 1건이상일 경우 30%, 실수요자 50%)		▪ LTV 60%, DTI 50% 적용
지정 현황	12개 지역 ▪ 서울: 강남·서초·송파·강동·용산·성동·노원·마포·양천·영등포·강서 ▪ 세종	27개 지역 ▪ 서울 전역 (25개구) ▪ 경기 과천 ▪ 세종	40개 지역 ▪ 서울 전역 (25개구) ▪ 경기: 과천·성남·하남·고양·광명·남양주·동탄2 ▪ 부산: 해운대·연제·동래·부산진남·수영구·기장군 ▪ 세종

자료: 국토교통부, 메리츠증권리서치센터

표14 LTV제도 운용 추이			
시기	내용	적용대상	성격
2002. 09	LTV 규제(60%) 도입	은행/보험	도입
2003. 06	투기지역 3년이하 대출 LTV 60% → 50%	은행/보험	강화
10	투기지역 10년이하 대출 LTV 50% → 40%	은행/보험	강화
2004. 03	10이상 대출 LTV 60% → 70%	전 금융기관	완화
2005. 06	투기지역 10년이하, 6억이상 주택 대출 LTV 60% → 40%	은행/보험	강화
2006. 10	투기지역 LTV 규제 비은행 금융기관 확대	비은행 금융기관	강화
2008. 11	강남 3구 이외지역 투기지역 해제	전 금융기관	완화
2009. 07	수도권 6억이상 대출 LTV 60% → 50%	은행	강화
2010. 10	수도권 LTV 규제 비은행 금융기관으로 확대	비은행 금융기관	강화
2013. 05	LTV 70%로 한시적 완화	은행	완화
2014. 07	금융기관 LTV 70%로 통일	전 금융기관	완화
2016. 04	LTV 완화조치 1년 유예	전 금융기관	완화
2017. 06	조정대상지역에 LTV 60% 적용	전 금융기관	강화
08	조건과 상관없이 투기과열지구 및 투기지역에 LTV 40% 적용	전 금융기관	강화

자료: 한국은행, 국토교통부, 메리츠증권리서치센터

표15 투기 및 투기과열지역 지정 추이

일시	규제	지정 지역
2002	투기과열지역	서울 전지역, 경기, 인천 일부 지역
2003	투기지역	서울 12개구 및 지방 29개 지역
	투기과열지역	부산, 대구, 광주, 울산 전지역 및 기타 일부 지역 추가
2004	투기지역	서울 14개구 등 39개 지역(서울 종랑구, 서대문구 등 12개 지역은 해제)
	투기과열지역	충남 공주시/연기군, 계룡시
2005	투기지역	전국 56개 지역
2006	투기지역	전국 91개 지역
2007	투기지역	전국 76개 지역 (18개 지역 해제, 3개 지역 추가)
	투기과열지역	지방 일부지역의 투기과열지구 해제
2008	투기지역/투기과열지역	11.3 대책에 따라 강남3구를 제외한 모든 지역 해제
2011	투기과열지구	강남3구 해제
2012	투기지역	강남3구 해제
2017	투기지역	서울 강남3구 등 12개 지역
	투기과열지구	서울 전역, 과천, 세종 등 27개 지역

자료: 기획재정부, 국토교통부, 메리츠증권증권 리서치센터

표16 재건축 규제 추이

일시	정책	내용
2003. 9. 5	재건축시장 안정대책	<ul style="list-style-type: none"> 수도권 과밀지역의 경우 세대수 60% 이상을 국민주택 규모로 건설 투기과열지구내 재건축 조합원은 조합인가 후 지위양도 금지
2005. 5. 6	도시 및 주거환경정비법 시행령 개정안	<ul style="list-style-type: none"> 50가구 이상 단지는 용적률 1%만 증가하더라도 임대주택 공급 대상으로 지정
2006. 3. 30	8.31 대책 후속	<ul style="list-style-type: none"> 재건축 초과이익 환수제 도입 (부담률은 누진 0~50%)
2008. 8. 21	8.21 대책	<ul style="list-style-type: none"> 중복적인 각종 심의절차 간소화 조합설립 인가 후 시공사 선정 가능 안전진단 2회에서 1회로 간소화 재건축 일반분양 착공시 분양 가능 (기존 공정률 80% 이후 분양) 투기과열지구 조합원 지위양도 조건부 허용
2008. 11. 3	11.3 대책	<ul style="list-style-type: none"> 소형평형 의무비율을 지역설정에 따라 국민주택 이하 60% 이상으로 탄력 적용 국토계획법 상한까지 용적률 상향 허용 임대주택 의무비율은 정비계획상 용적률 초과분에 대해 일정비율(30~50%)을 보금자리 주택으로 환수 투기과열 지구 해제
2011. 12. 7	12.7 대책	<ul style="list-style-type: none"> 재건축 초과이익 부과 2년간 중지
2012. 5. 10	5.10 대책	<ul style="list-style-type: none"> 강남3구 투기과열지구 해제
2014. 9. 1	9.1 대책	<ul style="list-style-type: none"> 재건축 연한 40년에서 30년으로 단축
2017. 6. 19	6.19 대책	<ul style="list-style-type: none"> 재건축 조합원 주택 공급수 제한
2017. 8. 2	8.2 대책	<ul style="list-style-type: none"> 재건축 초과이익 환수제 부활

자료: 국토교통부, 기획재정부, 메리츠증권증권 리서치센터

표17 소형평형 의무 비율 규제 추이

구분	IMF이전			IMF 이후			현행		
	60m ² 이하	60~85m ²	85m ² 초과	60m ² 이하	60~85m ²	85m ² 초과	60m ² 이하	60~85m ²	85m ² 초과
재건축	20%	40%	40%	규제 폐지			폐지	40%이상	40%
민간택지	서울	30%	45%	규제 폐지			폐지	80%	
	경기	20%	40%						
지역·직장·조합	20%	80%		100%			75%이상		일반분양자율
공공택지	30%	40%	30%	30%	20%	50%	30%	30%	40%
재개발	50%	30%	20%	40%	40%	20%	80%		20%
주거환경개선	100%			90%		10%	90%		10%

자료: 국토교통부, 메리츠증권리서치센터

규제의 현재와 미래

8월 2일 부동산 규제 정책 발표

8월 2일 고강도 부동산 규제 정책 발표

8월 2일 정부 부동산 정책이 발표되었으며, 시장의 예상보다 매우 높은 강도의 규제가 적용되기 시작하였다. 전체 대책을 관통하는 핵심은 주택을 투자 자산으로 접근하지 못하도록 하는 것이다.

이는 1) LTV, DTI 강화 등 대출 규제를 통해 레버리지 제한 2) 투기과열 지구 지정을 통해 재건축 조합원 지위 양도 규제, 3) 다주택자 양도세 증가를 통해 투자 수익률 하락 4) 1주택자의 경우에도 양도세 비과세를 위해서는 실거주 요건 추가 적용하면서 갭투자 방지 등이다. 적어도 자산 가격 상승에 대한 기대수익률을 낮춘다는 측면에서 이번 대책의 실효성은 있을 것으로 전망된다.

과거 규제 발표 시기와 비교할 때 시장의 변동성이 크지 않음에도 불구하고 2000년 이후 최대 강도의 규제 발표

규제의 내용을 점검하기에 앞서 먼저 생각해봐야 할 것은 이번 규제의 목적이다. 과거와 비교할 때 부동산 가격의 상승률 또는 투자 심리가 과열 국면이라고 판단하기는 어렵고, 변동성 자체도 아주 크지는 않다. 그럼에도 불구하고 급격한 정책 변화를 가져가는 목적은 어디에 있을까?

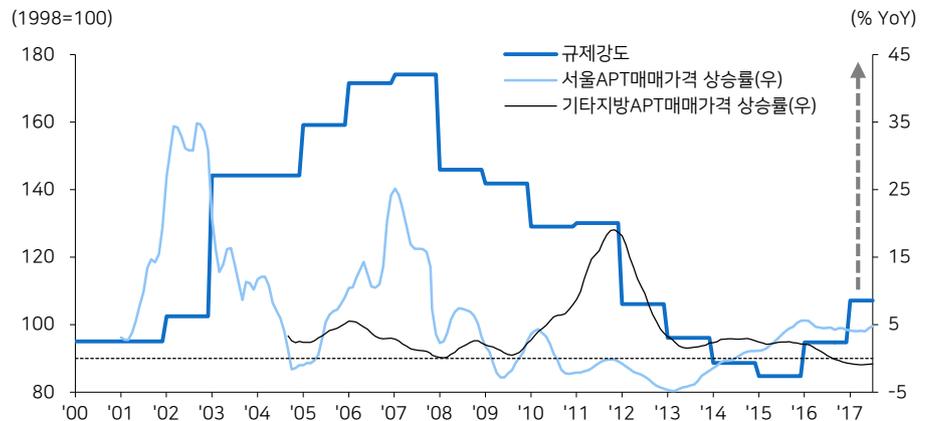
19대 정부의 부동산 정책 역시 변동성을 줄이는 것에 초점을 맞추고 있을까?

19대 정부의 부동산 정책의 목표는 변동성 감소가 아니라, 양극화 축소, 부동산 비중 감소, 투기 차단 등에 있는 것으로 판단

부동산 가격의 변동성을 낮추기 위한 목적의 정책은 일반적으로 단계를 높여가면서 시장의 반응을 보는 형태로 나타난다. 그런데 이번 8월 2일 대책의 경우 2000년대 이후 시행된 대부분의 규제를 한꺼번에 부활 시키는 것이다. 현행 정부의 부동산 정책은 변동성을 줄이는 것에 목적을 두고 있지 않은 것으로 보인다.

이번 정부가 목표하는 것은 1) 양극화 축소 2) 가계 자산에서 부동산 비중의 감소 3) 투기 차단 4) 전세 제도의 월세 전환 유도 등이다.

그림29 부동산 규제강도와 서울 APT 매매가격 상승률 추이



자료: KB부동산, 메리츠증권증권 리서치센터

정책으로 명목 주택가격 하락을 유도할 가능성은 낮음

자본주의에서 주택 보유 가구와 무주택 가구의 자산 격차를 줄이기 위해서는 명목 주택 가격이 하락해야 한다. 그런데 과거 명목 주택가격이 하락한 경우는 대부분 카드사태, 금융위기, 유럽사태 등 경기 측면에서 큰 위기 국면이 나타났을 때 이다. 따라서 아무리 강도 높은 부동산 규제가 시행되더라도, 정책의 목적이 명목 주택가격 하락을 유도한다고 보기는 어렵다.

급격하게 빨라지는 자산 양극화를 해소해야 한다는 문제의식에서 출발한다면 상승률 둔화가 필요

8월 2일 부동산 규제는 대부분 서울과 다주택자를 대상으로 한다. 전체 가구 중 상대적으로 자산 분위가 높은 고액 자산가들에 대한 규제가 강화되었다는 점은, 이번 정책의 목표가 **상위 자산 계층의 자산 증가율을 둔화시켜 양극화를 축소하는데 목적이 있는 것으로 해석된다.**

무주택 가구의 자산 매입은 장기적으로 유도해야 함: 최초 취득 또는 명확한 실수요에 대한 규제 완화는 추진될 것으로 판단

8월 2일 부동산 규제는 다주택자에 대한 양도세 증가, 재건축 조합원 지위 양도 금지, 다중 대출 금지 등을 통해 다주택자의 주택 보유 총량을 줄이려고 한다. 따라서 정책의 목표는 **다주택 보유 가구의 잉여 주택을 무주택 가구가 매입하면서 자산 양극화 축소를 목적으로** 하는 것으로 해석된다.

전체 가계 자산에서 부동산 비중은 낮춰야 한다는 생각: 소득 재분배를 중심으로 정책 지속

8월 2일 대책에서 신규 공급 관련 내용은 크게 없다. 대부분의 공급 관련된 내용은 임대 주택의 확대인데, 이는 실수요 중심으로 주거 공간 확보에 대한 대책이지만 자산 배분에는 영향을 주지 않는다. 민간에서 신규 분양이 감소하고, 공공부문의 공급이 임대주택 중심으로 이루어지게 되면 신규 부동산에서 만들어지는 전체 부동산 자산 규모는 감소할 것이다. 즉, **정책의 목적은 가계 자산에서 부동산 비중을 줄이는데 있다.**

투기 수요의 원천을 대출과 전세제도를 이용한 GAP 투자로 판단: 전세의 월세 전환을 유도

투기 수요 차단과 관련해 가장 자주 언급된 내용은 GAP 투자이다. 금융권의 대출을 이용하지 않고, 전세금을 이용해 주택을 구매하는 형태로 대표적인 투기 수단으로 지적하고 있다. **정책은 전세가격/매매가격 비율 하락을 통해 GAP 투자를 통한 투기 수단을 막고자 하는 것으로 판단된다.**

극단적으로는 전세의 월세 전환을 유도해 GAP 투자 자체를 차단할 수 있다. 이 경우 전세금을 기반으로 하는 사금융 시장의 축소가 나타날 것이다.

정책에 대한 영향

가장 직접적인 영향은 거래량 감소가 될 것

가장 직접적으로 나타날 영향은 주택 매매 거래량의 감소이다. 전매 제한이 강화되면서 분양권 거래 감소가 예상되고, 갭 투자가 줄어드는 과정에서 기존 주택의 매매 거래량도 감소할 것이다. 특히 서울 지역의 경우 전체 지역이 투기과열지구로 지정되고 대출규제와 함께 조합원 지위 양도가 어려워지면서, 투자 수요뿐만 아니라 실수요 역시 크게 감소할 것으로 전망된다.

무주택자의 임대 비용은
다주택자의 수익률:
서울 전세가격은 상승 전망

무주택자 입장에서 주거 유형의 선택은 전세, 매매, 월세의 세가지 형태이다. 서울의 무주택자의 경우 대출규제가 강화되면서 매매를 통한 수요는 크게 감소하고, 전세 또는 월세 수요로 선회 할 것이다. 공급이 충분히 이루어지지 않을 경우 거주 선호도가 높은 지역을 중심으로 임대 비용 상승이 나타날 수 있다.

수도권과 지방 대부분은
이번 규제에서 배제:
큰 영향은 없을 것으로 판단

수도권과 지방의 실수요자의 경우 이번 대책이 미치는 영향은 크지 않다. 매매가격 기준으로 6억원 이하의 주택은 과거 수준의 대출 한도를 적용하기 때문이다. 투기 수요는 감소 할 수 있으나, 신규 분양 시장은 실수요 중심으로도 양호할 것으로 판단된다.

1주택 보유자 중 실거주 가구는
정책의 영향은 크게 없음

1주택을 이미 보유하고 있는 가구의 경우 역시 이번 규제 내용에서 특별히 적용 대상이 없다. 다만 조정대상지역에서 8월 3일 이후 신규로 1주택을 보유하게 되는 경우 양도세 혜택을 받기 위해서는 2년 거주가 필요하다.

재건축 아파트를 보유하고 있는
1주택 가구는 사업 진행단계에
따라 영향이 상이

재건축 아파트를 보유하고 있는 1주택자의 경우 보유 목적과 사업 진행 단계에 따라 선택지가 달라질 것으로 판단된다. 이미 착공하였거나, 연말까지 관리처분 인가 신청이 가능해 사업 진행속도가 빠른 재건축 아파트의 경우 향후 나타날 신규 공급 감소에 따른 희소성 부각으로 가격 상승이 나타날 수 있다. 문제는 사업진행 속도가 느린 재건축 아파트의 경우 가격이 하락할 수 있는데, 이는 투자목적으로 재건축 아파트를 보유하고 있는 1 주택 보유 가구의 경우 향후 처분 과정에서 조합원 지위 양도가 금지되고 초과이익 환수제 적용에 따른 세금 증가 때문이다.

가장 큰 피해는 다주택자, 특히
재건축 아파트를 많이 소유한
다주택자는 향후 자산 가격
상승에 따른 기대 수익이 감소

다주택자의 경우 이번 대책에서 가장 큰 피해가 예상된다.

- 1) 2018년 4월 1일 이후 양도할 경우 양도세 증과 적용
- 2) 재건축 조합원 분양 중복당첨 금지 (5년 이내)

2015년 기준으로 서울시의 총 주택은 249만호이며 이 중 다주택을 보유하고 있는 가구는 49만호이다. 다주택자가 보유하고 있는 서울시의 총 주택은 112만호로 추정된다. 2016년 서울시의 주택 거래량이 21.3만호라는 점을 감안하면 다주택자 보유 주택이 매도로 전환될 경우 시장의 충격이 있을 것이다. 재건축 아파트를 2채 이상 소유하고 있는 다주택자의 경우 재당첨 금지 규정으로 인해 신규 분양을 받지 못하고 현금 청산을 해야 한다. 특히 2018년 4월 이후에는 양도세가 증과 적용되기 때문에 단기적으로 재건축 중심으로 매물 증가는 피할 수 없을 것으로 전망된다.

재건축 대상이 아닌 일반 아파트를 보유한 다주택자의 경우 선택지는 두 가지

재건축 대상이 아닌 일반 주택을 보유하고 있는 다주택자의 경우 선택지는 두 가지이다. 이는 1) 양도세 중과를 피하기 위해 2018년 4월 이전에 잉여 주택을 처분하거나 2) 잉여 주택을 월세로 전환하고 장기 수익형 자산으로 전환하는 경우이다. 서울 지역의 평균적인 아파트 월세 수익률은 3.2% 수준이며, 전세를 통한 주택투자의 자산 가격 상승 기대가 감소하면 월세 전환 속도가 빨라질 것으로 판단된다.

건설업체의 단기 실적에 미치는 영향은 크지 않으나, 장기 성장동력의 둔화가 Valuation 상단을 낮추는 압력으로 작용

건설업체의 단기 실적에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단된다.

대형건설업체는 현재까지 전년 수준의 분양을 유지하고 있고, 2019년까지 주택 매출은 사상 최대 수준이 유지될 것으로 전망된다. 실수요 중심으로 이루어지는 수도권 분양 시장 역시 급격하게 둔화될 가능성은 낮다. 따라서 적어도 단기 실적에 대한 우려는 크지 않다.

다만 대형 건설업체의 경우 가장 크게 영향을 받을 수 있는 부분은 재건축 초과이익 환수제 부활에 따른 재건축 지연 가능성이다. 2017년 말까지 관리처분 인가를 신청할 경우 재건축 초과이익 환수제 적용에서 배제되기 때문에, 연말까지 관리처분 인가는 크게 늘어날 것으로 전망되며, 실제 분양이 이루어지는 2018년까지는 분양 물량이 크게 감소하지 않을 것으로 전망된다.

다만 2019년 이후의 분양 실적은 초과이익 환수제가 적용되는 환경에서 나타날 도시 재생사업의 흐름에 따라 크게 달라질 수 있을 것으로 판단된다.

주택 가격에 대한 영향

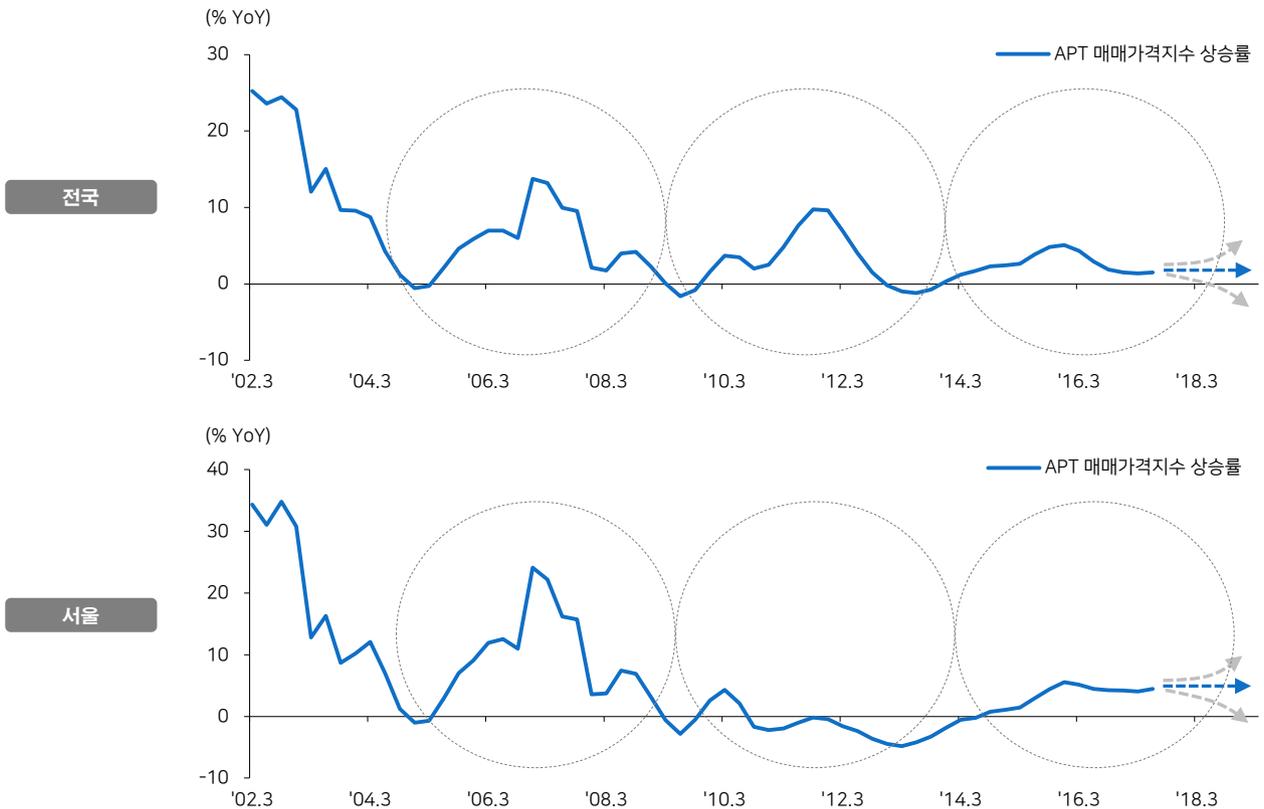
서울은 단기적으로 다주택자 매물 소진에 따른 가격 하락세 전망
장기적으로 공급과 수요가 동시에 감소하며 낮은 변동성 지속 전망

서울지역의 경우 단기적으로는 다주택자를 중심으로 나타날 급매물 소진 과정에서 하락세를 보일 것이다. 2018년 2분기 이후에는 양도세 증과가 적용되는 환경에서 다주택자는 매도 보다는 월세 전환, 전세 가격 상승을 통해서 향후 규제 완화 시점까지 유지할 가능성이 높다. 수요자 중 투자 수요는 대출 없이 주택을 구매할 수 있는 자산계층만 가능할 것이며, 양도세 증과 등을 고려하면 수요가 감소할 것이다. 실수요의 경우에는 대부분 자산 형성이 충분히 되어 있지 않은 경우가 많아, 대출 규제가 적용되는 환경에서는 주택 구매가 어렵다.

결국 공급과 수요가 동시에 감소하는 국면에서 가격의 변동성이 낮은 구간이 장기간 지속될 것으로 전망된다. 신규 아파트의 경우 거주 선호도가 높는데 공급 감소가 나타나면 희소성 부각 때문에 상승 추세가 이어질 것으로 판단된다.

수도권과 지방의 주택가격은 이번 규제의 영향이 크지 않으나, 2018년까지 나타날 입주물량 증가에 대한 부담으로 보합세가 유지될 것으로 전망된다.

그림30 APT 매매가격 지수 상승률



자료: KB부동산, REPS, 메리츠증권증권 리서치센터

8월 2일 대책의 세부 내용

표18 8.2 대책에 따른 투기과열지구 및 투기지역 지정

구분	투기과열지구	투기지역
서울	전 지역 (25개 구)	강남, 서초, 송파, 강동, 용산, 성동, 노원, 마포, 양천, 영등포, 강서 (11개 구)
경기	과천시	-
기타	세종시	세종시

자료: 국토교통부, 메리츠증권리서치센터

표19 8.2 주택시장 안정화 방안 요약

	현행	개선	비고
재건축초과이익 환수제	유예	2018년 1월부터 예정대로 시행	
투기과열지구 내 재건축 조합원 지위 양도제한 예외	1) 조합설립 후 2년 내 사업시행인가가 없고 2년 이상 소유 2) 사업시행인가 후 2년 내 착공하지 못하고, 2년 이상 소유	1) 조합설립 후 3년 내 사업시행인가가 없고 3년 이상 소유 2) 사업시행인가 후 3년 내 착공하지 못하고, 3년 이상 소유	
투기과열지구 내 재개발 등 조합원 분양권 전매제한	제한 없음	관리처분계획인가 후 부터 소유권이전 등기시까지 조합원 분양권 전매 금지	2017년 9월 『도시 및 주거환경 정비법』 개정 이후 사업시행인가를 신청하는 조합부터 적용
투기과열지구 내 정비사업 분양분 재당첨 제한	투기과열지구내 정비사업 일반분양을 받은 경우 5년간 다른 정비사업의 일반분양 당첨 불가	투기과열지구내 정비사업 일반분양 또는 조합원 분양에 당첨된 세대에 속한 자는 5년간 투기과열지구 내의 정비사업 일반분양 또는 조합원 분양 재당첨 제한	
양도소득세	양도차익에 따라 기본세율(6~40%)적용	다주택자 양도소득세 중과, 장기보유특별공제 배제	2주택자의 경우 기본세율에 10%p 가산, 3주택자 이상의 경우 20%p 가산 2018년 4월 1일 이후 양도하는 주택부터 적용
조정대상지역의 1세대 1주택 양도세 비과세 요건 강화	2년이상 보유, 양도가액 9억원 이하 시 비과세	2년 이상 보유, 양도가액 9억원 이하, 2년 이상 거주 시 비과세	8월 3일 이후 취득하는 주택부터 적용
LTV · DTI	1) LTV: 주택유형, 대출만기, 담보가액 등에 따라 40~70% 적용 (투기지역 40~70%, 투기과열지구 50~70%) 2) DTI 6억원 초과 아파트 구입 목적 대출 등에 대해 40% 적용 (배우자 합산 2건 이상 주담대, 30세 미만 미혼 차주 아파트 주담대 등)	주택유형, 대출만기, 대출금액 등과 관계없이 투기과열지구 및 투기지역은 LTV · DTI 40% 적용	주택담보대출을 1건 이상 보유한 세대에 속한자가 추가로 받을 경우 10%p 강화 (단, 세대 기준으로 투기지역 내에서 이미 주택담보대출이 1건 있을 경우 추가 대출 불가)
청약제도	1) 국민주택: 수도권 1년, 지방 6개월 경과 + 납입횟수 수도권 12회, 지방 6회 이상 2) 민영주택: 수도권 1년, 지방 6개월 경과 + 예치기준금액 이상 예치	투기과열지구 및 조정대상지역에는 1순위 자격 요건 강화, 가점제 적용 확대 등을 도입	투기과열지구: 85m ² 이하는 75% → 100% 조정대상지역: 85m ² 이하 40% → 75%, 85m ² 초과 0% → 30%"

자료: 국토교통부, 메리츠증권리서치센터

표20 민영주택 가점제 적용비율

구분	85m ² 이하		85m ² 초과	
	현행	개선	현행	개선
수도권 공공택지	100%	100%	50% 이하에서 지자체장이 결정	
투기과열지구	75%	100%	50%	50%
조정대상지역	40%	75%	0%	30%
기타 지역	40% 이하에서 지자체장이 결정		0%	0%

자료: 국토교통부, 메리츠중금증권 리서치센터

표21 오피스텔 분양 및 관리 개선

	투기과열지구	조정대상지역
현행	전매) 소유권 이전등기시까지 분양) 거주자 우선분양 20% * 수도권 지역에 한정	전매) 전매제한기간 없음, 단 2인 이상에게 전매 불가 분양) 거주자 우선분양의무 없음
개정	전매) 소유권 이전등기시까지 분양) 거주자 우선분양 20% * 전국으로 확대	전매) 소유권 이전등기시까지 분양) 거주자 우선분양 20%

자료: 국토교통부, 메리츠중금증권 리서치센터

표22 정상주택가격 상승분

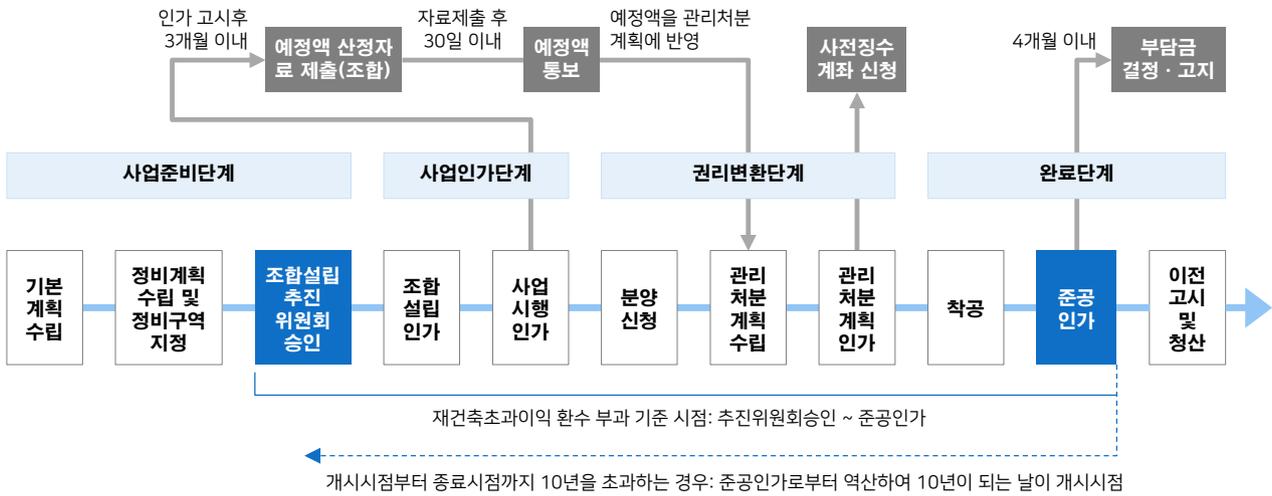
(% YoY)	2012	2013	2014	2015	2016	5년 누적	10년 환산
서초구	-5.31	-1.25	2.03	5.40	4.68	5.27	10.82
강남구	-4.88	-0.85	2.07	6.90	4.61	7.64	15.87
송파구	-3.97	-0.71	1.00	3.08	3.96	3.20	6.51
분당구	-6.24	-1.46	4.21	3.75	2.85	2.72	5.52
용산구	-2.63	-4.74	-1.62	1.89	2.39	-4.82	-9.40
영등포구	-3.91	-1.69	0.33	5.09	4.13	3.72	7.58
서울시	-2.88	-1.27	0.80	4.34	3.01	3.88	7.92
과천시	-8.39	1.04	1.58	5.37	4.56	3.59	7.32
인천시	-3.98	-2.01	1.39	4.88	2.01	2.06	4.15
부산시	0.82	-0.07	1.75	5.02	3.03	10.92	23.04
정기예금이자율 (%)	3.42	2.72	2.46	1.75	1.52	12.43	26.42

주: 1) 정기예금이자율은 6개월~1년 미만 순수저축성예금의 연이율(%)

2) 10년 환산 주택가격 상승분은 2012~2016년의 연평균성장률(CAGR)이 향후 5년간 유지된다고 가정

자료: KB부동산, 한국은행, 메리츠중금증권 리서치센터

그림31 재건축사업 추진 절차와 재건축초과이익 환수제도



*초과이익: 종료시점 주택가격(감정가) - 개시시점 주택가격(공시지가) - 정상주택가격 상승분 - 개발비용

정상주택가격 상승분

- ▶ 개시시점부터 종료시점까지의 정기에금이자율과 해당 시·군·구 평균주택가격 상승률 중 높은 비율을 곱하여 산정
- ▶ 1월 미만인 월에 대하여는 적정비율을 일단위로 안분하여 적용

개발비용

- ▶ 공사비, 감리비, 부대비용 및 그 밖의 경비
- ▶ 제세공과금
- ▶ 공공시설 또는 토지 기부 (용적률 완화를 위한 기부채납 제외)
- ▶ 부과개시시점 이후의 주택 양도에 따른 양도소득세

Point

1. 감정가와 공시지가 기준의 문제
2. 정상주택가격 상승분은 정기에금이자율과 재건축 사업장이 소재하는 시·군·구의 평균 주택가격 중 높은 비율을 곱하여 산정, 아파트 가격이 아닌 주택 평균가격 기준
3. 부과기준은 준공시점의 소유자(관리처분인가 시점에 부담금 예정액 산정)
4. 2017년 12월까지 관리처분인가 신청시 예외

자료: 법제처, 메리츠증권증권 리서치센터

건설업체 Valuation

실적개선 vs 장기 성장동력 부재에 따른 Valuation 상단에 대한 하향

과거의 분양에서 나타나는 사상최대 실적의 주택

2014~2017년 상반기까지 대형 건설업체의 분양 성과는 역대 최대이다. 이는 물량 측면에서 2007년의 2~3배 수준의 분양이 유지되었고, 수익성 측면에서 신규 분양가 상승과 함께 초기 청약에서 대부분 판매되면서 높은 GP margin을 기록하고 있다. 원가 측면에서도 미분양이 최저 수준으로 감소하면서 안정적으로 관리되고 있다.

규제에도 불구하고 2018년 상반기까지는 분양 물량 유지

2017년 대형 6개 업체의 분양물량은 재건축, 재개발분양 증가에 따라 2016년 수준을 소폭 상회할 것으로 전망된다. 대부분의 대형 건설업체는 민간에서 나타나는 택지 부족을 재건축, 재개발 프로젝트 확대를 통해 극복하고 있기 때문이다.

재건축 프로젝트 지연에 따라 2018년 하반기 이후 신규분양은 감소할 것으로 전망

문제는 2018년 하반기 이후의 분양 물량이다. 자체 주택사업과 PF 사업의 신규 수주는 점진적으로 감소하고 있으며, 향후에도 성장이 나타나기는 어려울 것이다. 이는 민간에서 택지 공급 부족과 LH공사를 중심으로 하는 주거용 토지 분양 감소 때문이며, 신규 용지 확보는 갈수록 어려워지고 있다. LH공사가 3기 신도시를 계획하지 않는 이상, 향후에도 토지 감소에 따른 신규 분양 감소는 이어질 것이다.

2018년 이후에도 대형 건설업체의 분양 물량은 감소하지 않을 것인가?

재건축 초과이익 환수제가 가장 큰 걸림돌

특히 8월 2일 부동산 대책과 함께 2018년 시행되는 재건축 초과이익 환수제의 영향이 가장 큰 변수가 될 것이다. 이미 대형 건설업체의 신규 분양이 도시 재생 사업을 중심으로 재편된 상황이기 때문이다.

2017년 하반기 관리처분인가 신청을 통해 재건축 초과이익 환수제의 적용을 피하는 아파트를 중심으로 2018년 상반기까지 분양 물량 감소는 없을 것으로 전망된다. 다만 2018년 하반기 이후에는 대형 건설업체의 분양물량 역시 본격적으로 감소할 수 있다.

2018년 하반기 이후 신규분양이 감소할 경우, 주택 매출은 2020년부터 감소

이 경우 대형 건설업체의 주택 부문 매출은 2017년 사상 최대를 기록, 2018~2019년은 이 수준에 정체, 2020년 이후 점진적인 매출 감소가 예상된다. 2017~2019년 나타날 사상최대 주택 매출과 양호한 수익성이 3년 정도의 기간 동안의 높은 영업이익률과 현금흐름 개선, Valuation 매력을 보장해 줄 것이다.

현재 시점에서 투자 매력은 충분

다만 도시 재생사업의 지속적인 성장 없이는 장기 성장 동력을 이야기하기 어려우며, 해외 수주 역시 성장 보다는 회복에 초점을 맞추고 있다. 따라서 건설업종의 투자 포인트는 성장 보다는 1) 현재 시점에서 나타나고 있는 높은 Valuation 매력 2) 단기 실적 시즌에 대한 기대 3) 영업활동 현금흐름 증가에 따른 재무구조 개선 등이 될 것이다.

성장 없이는 Target multiple 을
시장 이상으로 주기 어려움

현재와 같은 상황이 지속될 경우 Target valuation은 시장 평균을 상회하기는 어려울 것으로 판단된다.

국내는 규제, 해외는 유가 수준이
장기 성장에 대한 기대를 낮춤

규제가 향후에도 지속적으로 부동산 가격의 상승 탄력을 억제할 것이라는 점을 감안하면 국내 부문의 모멘텀은 2~3년 정도 나타날 사상 최대 실적을 제외하면 성장에 대한 기대가 크지 않다. 해외 부문의 경우 4분기 이후 이란, 쿠웨이트 등에서의 발주 시장 개선 정도를 기대하고 있다. 다만 사우디와 UAE 를 중심으로 나타난 과거와 같은 성장을 기대하기는 어려운 시장이다. 따라서 장기 성장에 대한 기대는 국내와 해외를 모두 포함하더라도 크지 않다.

2017~2018년 평균적인
Valuation 은 매력적인 수준

2017년 실적을 기준으로 PER은 5.0~11.0x 사이에서 대부분 위치하고 있으며, 2018년 추정치를 기준으로 대부분 5.0~6.2x에 있다. PBR valuation은 0.6~1.1x 수준이다. 2018년 대부분의 대형건설업체의 ROE가 10%를 상회할 것으로 전망되는 점을 감안하면, Target multiple을 낮춰 보더라도 Valuation 매력은 충분한 것으로 판단된다.

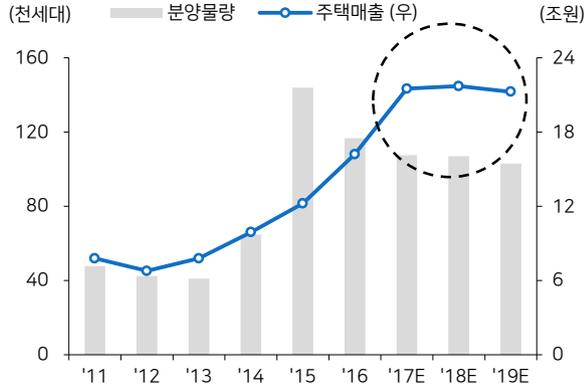
표23 Valutaion Table

(십억원)		대림산업	현대건설	GS건설	현대산업	대우건설	삼성엔지니어링
주가 (원)		85,400	40,750	28,550	38,150	7,430	11,050
시가총액		2,971.9	4,537.8	2,046.3	2,875.9	3,088.1	2,165.8
투자 의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Hold	Hold
적정주가 (원)		120,000	59,000	41,000	53,000	8,000	12,000
매출	2015	9,513.7	19,233.2	10,572.6	4,602.6	9,890.0	6,441.3
	2016	9,853.8	18,744.5	11,035.6	4,749.9	11,105.9	7,009.4
	2017E	11,108.0	18,981.8	12,299.8	5,673.1	11,399.7	6,752.3
	2018E	11,811.2	20,029.5	12,978.9	6,226.3	11,144.4	6,964.4
영업이익	2015	271.8	1,089.3	122.1	389.5	168.9	-1,454.3
	2016	419.4	1,052.7	143.0	517.2	-467.2	70.1
	2017E	595.3	1,144.0	473.0	643.5	821.3	151.9
	2018E	694.3	1,232.8	648.7	664.1	717.1	343.9
지배순이익	2015	206.8	421.0	26.1	216.8	105.9	-1,305.3
	2016	265.3	490.8	-25.8	306.7	-735.8	25.8
	2017E	453.0	570.7	187.0	425.3	608.8	64.9
	2018E	514.9	742.7	404.8	457.8	514.7	225.4
PER (배)	2015	11.3	7.6	53.8	13.5	22.0	
	2016	11.4	9.7		11.0		78.4
	2017E	6.6	8.0	10.9	6.8	5.1	33.4
	2018E	5.8	6.1	5.1	6.3	6.0	9.6
PBR (배)	2015	0.5	0.4	0.4	1.2	0.8	
	2016	0.6	0.6	0.6	1.2	1.0	2.0
	2017E	0.5	0.5	0.6	0.9	1.1	2.0
	2018E	0.5	0.5	0.5	0.8	0.9	1.6

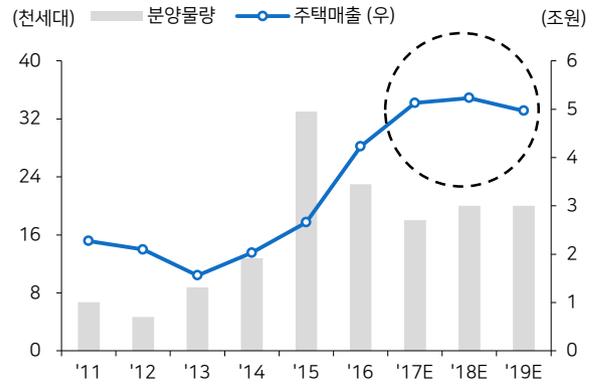
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림32 대형건설업체 주택매출

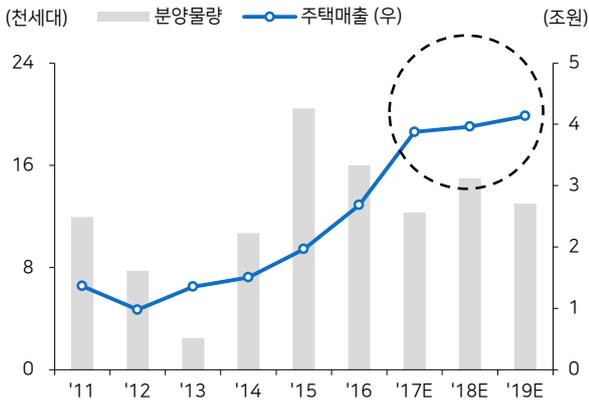
대형사 합산



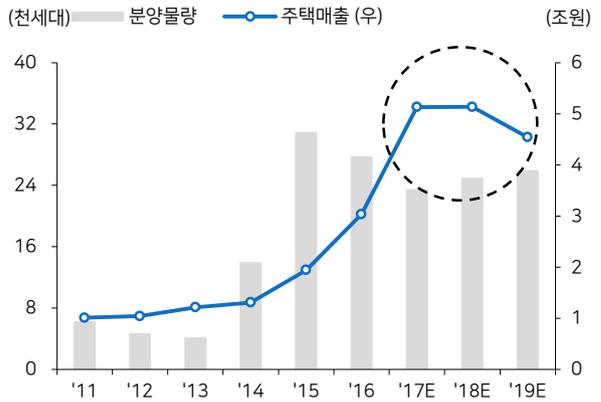
대림산업



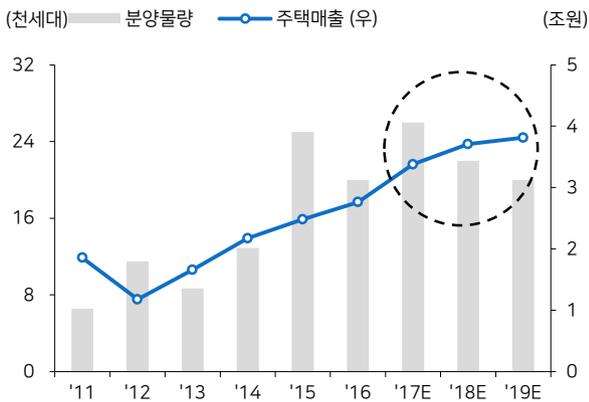
현대건설



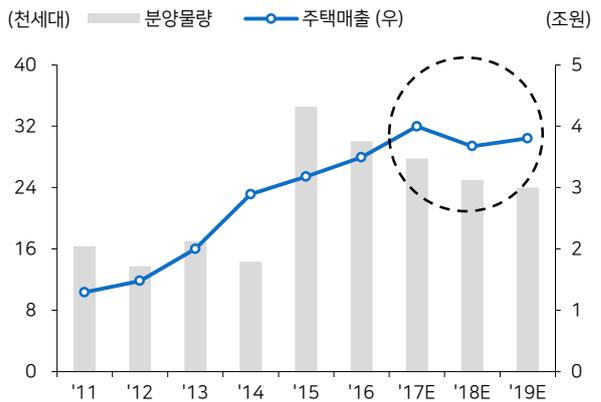
GS 건설



현대산업



대우건설



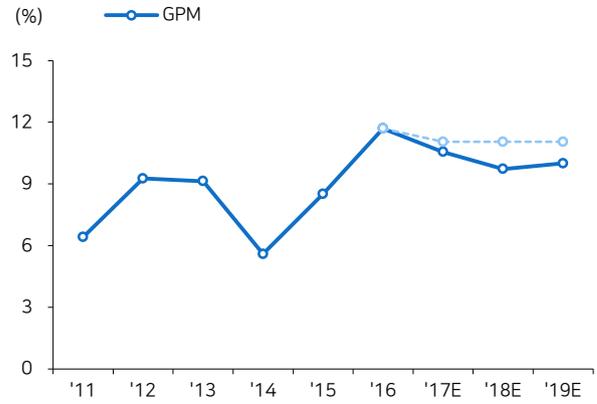
자료: 메리츠증권리서치센터

그림33 대형건설업체 주택 GP마진

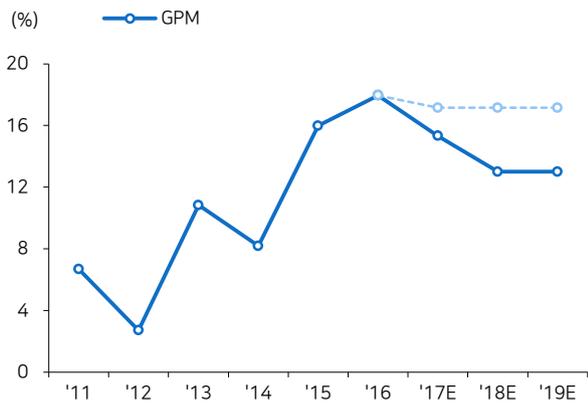
대형사 합산



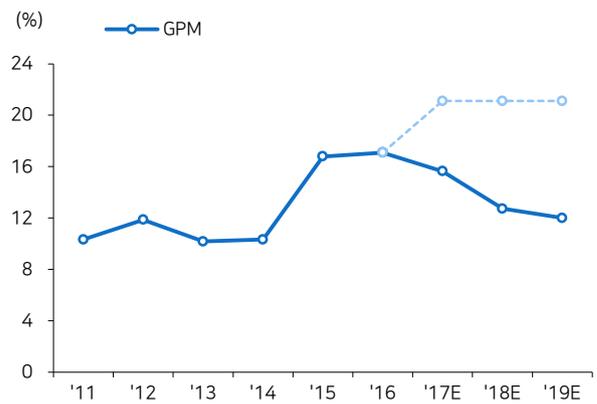
대림산업



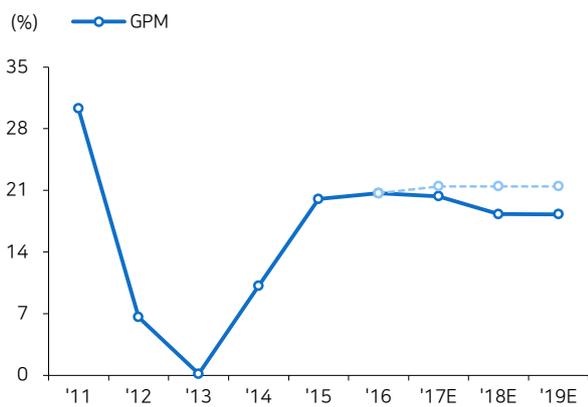
현대건설



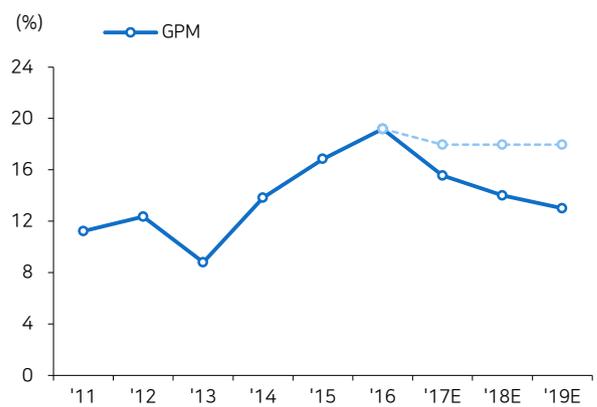
GS 건설



현대산업



대우건설



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Part III

은행

은행은 시클리컬이다

Overweight



▲ 은행/지주
Analyst 은경완
02. 6098-6653
kw.eun@meritz.co.kr

N분위1

은행은 시클리컬이다

글로벌 은행주 강세

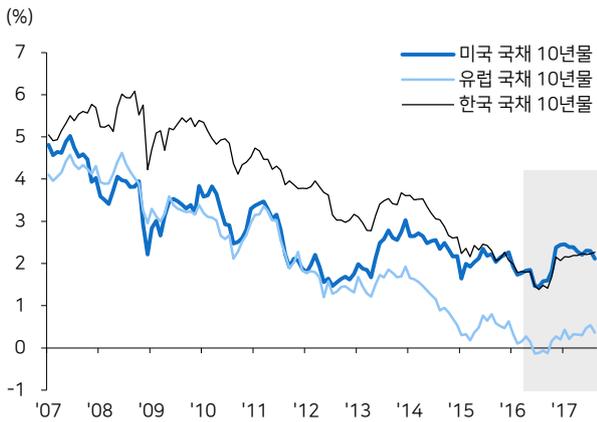
금리 상승 + Re-Leveraging
+ De-Regulation → 은행주 상승

글로벌 은행주 강세가 지속되고 있다. 경기 회복 기대감에 따른 자산 성장 재개, 통화정책 정상화 과정에서의 금리 상승 등의 영향이다. 또한 도드-프랭크법 폐지로 대표되는 금융 규제 완화 움직임도 투자 심리에 긍정적으로 작용하고 있다.

국내 은행 Leverage 효과 ↑

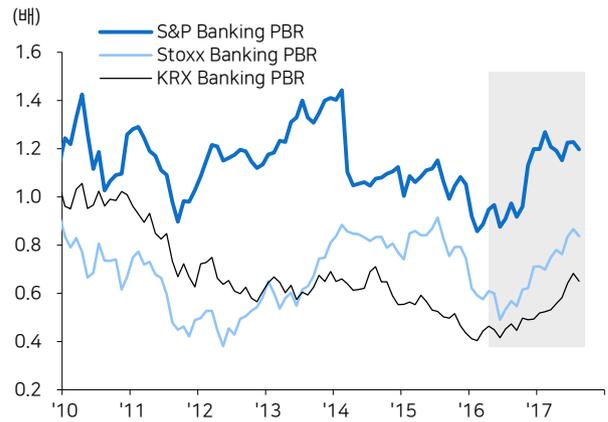
특히 국내 은행주의 주가 상승은 유독 가파르게 진행됐다. 이자이익에 편중된 수익구조상 금리 상승시 이익 레버리지 효과가 가장 크기 때문이다. 연초 이후 외국인 의 지속적인 매수세가 유지되고 있는 배경이다.

그림34 미국, 유럽, 한국 금리 추이



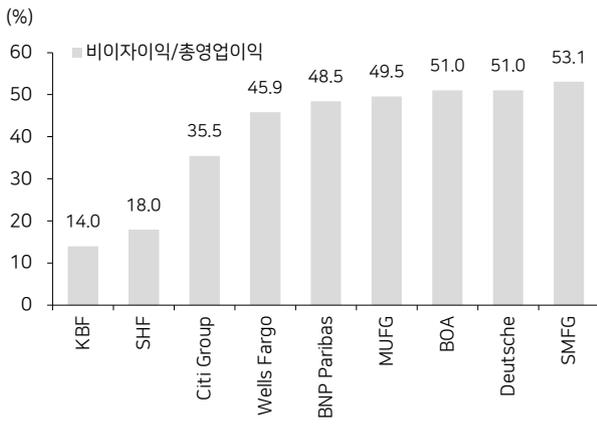
자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

그림35 미국, 유럽, 한국 은행주 PBR 추이



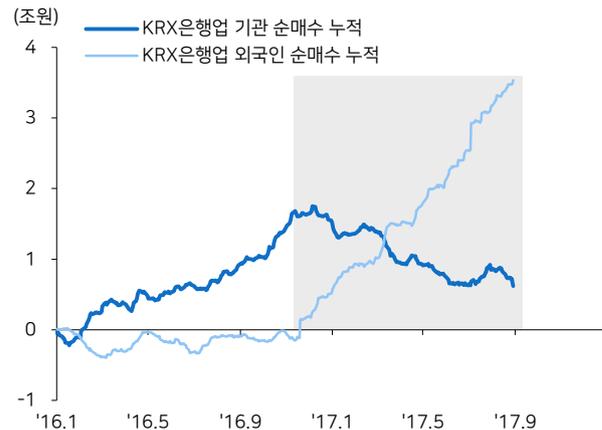
자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

그림36 글로벌 주요은행 비이자이익/총영업이익 비중



주: FY16년 결산 기준
자료: 각사, 메리츠증권리서치센터

그림37 외국인 기관 수급 De-coupling



자료: Quantiwise, 메리츠증권리서치센터

표24 A Financial System That Creates Economic Opportunities(Banks and Credit Unions) Summary

내용	세부사항
규제체제 변경	<ul style="list-style-type: none"> 유사 임무 수행 규제기관 통합 금융감독위원회(FSOC)를 선도 규제기관으로 지정해 규제기관 내 분쟁조정 및 감독 기능 수행 금융연구소(Office of Financial Research)를 재무부 산하에 두어 재무부가 예산의 배정, 통제 기능 수행
자본 및 유동성 규제 완화	<ul style="list-style-type: none"> 스트레스 테스트(DFAST)의 자산기준 100억달러 → 500억달러 초과로 상향 조정 연준 테스트(CCAR)의 실시주기 매년 → 2년에 한 번으로 확대 유동성커버리지비율(LCR)규제 G-SIB에만 적용, 그 외는 LCR규제 완화 은행권 정리의향서(Living will) 제출주기 매년 → 2년에 한 번으로 확대
가계와 기업에 신용 제공	<ul style="list-style-type: none"> 중소형 및 지역은행에 대한 자본규제부담 축소 소비자, 기업의 신용공급 향상과 소형 금융기관의 컴플라이언스 부담 완화 위해 소비자금융보호국(CFPB) 권한 축소 중소형 은행의 주택담보대출, 중소기업대출 규제관련 비용 축소
시장 유동성 개선	<ul style="list-style-type: none"> 보완레버리지비율(SLR) 및 강화된 보완레버리지비율(eSLR) 산정기준 완화 자산규모 100억달러 이하의 소규모은행, 거래자산 및 부채규모 일정수준 내 은행 대상으로 볼커를 폐지
지역은행 및 신용조합 규제 완화	<ul style="list-style-type: none"> 지역은행 자산규모 100억달러 미만시 바젤III 리스크기반 자본규제 완화 신용조합 스트레스 테스트 대상 자산기준 100억달러 → 500억달러 초과로 상향 조정

자료: 미 재무부, 메리츠증권리서치센터

표25 금융선택법 (The Financial CHOICE Act) 주요 내용

내용	세부사항
재무구조가 건전한 금융기관의 규제 완화	<ul style="list-style-type: none"> 자기자본비율이 10%이상으로 재무구조가 건전한 은행들에 대한 스트레스 테스트 면제 스트레스 테스트 매년 → 2년에 한 번 실시
대마불사(Too big to Fail) 및 대형은행 구제금융 중단	<ul style="list-style-type: none"> 시스템적으로 중요한 금융회사(SIFIs) 지정하는 금융안전감시위원회(FSOC) 권한 폐지 질서있는 청산권한 폐지 및 새로운 Bankruptcy code로 대체 FSOC의 FMU(Financial Market Utility)와 같은 조직 임명권 제한 연준의 Bagehot's dictum에 따른 자금지원 제한 금융기관 구제용도의 환시장 안정자금 사용 금지(Bail-in제도 폐지) 부실자산 구제 자금(TARP) 지원받은 은행지회사는 은행지회사를 처분하더라도 SIFI로 간주돼 FRB의 감독을 받아야 한다는 Hotel California 조항 폐지
CFPB 개혁 및 투자자 보호로 금융 독립성 확보	<ul style="list-style-type: none"> 금융소비자보호국(CFPB) → 금융소비자위원회(CFOC)로 변경 CFOC는 소비자 보호와 시장경쟁 촉진이 주요 임무 금융연구소(Office of Economic Analysis)에 의한 비용편익분석 의무 단일 이사 총괄 금융감독 체제 → 5명의 구성원, 양당 위원회 갖춘 조직으로 개편
금융규제기관 책임성 요구 및 권력 이양	<ul style="list-style-type: none"> 모든 금융기관을 양당 이사회 감독체제 하에 둬야 함 모든 금융기관은 모든 제안된 규제에 대한 세부적인 비용편익분석을 수행해야 함 증권거래위원회(SEC)에 자금, 구조, 집행 개혁에 대한 권한 5년동안 재부여
월가의 사기 및 부정행위 제재 강화	<ul style="list-style-type: none"> 금융사기에 대한 제재 강화 및 민사 집행 과정시 투명성, 책임성 강조 금융사기에 대한 벌금 인상 내부거래 혹은 부정거래에 대한 벌금의 최대한도 인상 모든 벌금은 재무부로 수금되어야 함
자본형성 촉진으로 중소기업, 혁신기업, 창업자 지원	<ul style="list-style-type: none"> 자본 형성 제한하는 볼커를 폐지 증권거래위원회(SEC)의 증권중개 제거, 제한 권한 폐지 자본형성 법안 통합
중심 및 지역 금융기관에 대한 규제 완화	<ul style="list-style-type: none"> 지역금융기관에 대한 규제 완화 법안 통합

자료: Financial Services Committee, 메리츠증권리서치센터

정부 정책과 은행주

은행은 명확한 규제산업
→ 정부 정책이 장기 방향성 결정

'15년 8월, 금융당국의 은행 자율성·책임성 제고방안 발표로 과거대비 금리, 수수료, 배당 등 가격변수에 대한 직접적인 규제 가능성은 낮아졌다. 그러나 타 업종 대비 높은 공공성으로 정부 정책에 마냥 자유로울 수 없으며, 가계와 기업의 신용 공급의 주체라는 점에서 정부 정책은 은행의 장기 방향성을 결정짓는 핵심 변수로 작용한다. 국내 은행업이 대표적인 규제 산업으로 분류되는 본질적인 이유이다.

표26 은행 자율성·책임성 제고방안 주요 내용

	구분	내용
자율성 제고방안	1. 금리·수수료·배당 자율화	▪ 금리·수수료 등 가격변수에 대해 자율성을 갖고 금융회사 스스로 결정·운영
	2. 업무범위 확대를 통한 새로운 성장동력 확보	▪ 새로운 업무범위에 대해 탄력적으로 해석 및 제도적 개선
	3. 성과평가·면책 활성화를 통한 여신관행 개선	▪ 은행 내부 제재시효제도 정착을 위해 금감원 검사 대상기간 5년 이내 운영
	4. 해외진출 활성화	▪ 해외직접투자의 경우 사전 → 사후 보고로 규제 완화
	5. 사회공헌활동 등의 자율성 제고	▪ 금융권의 공익적 기능 수행은 자율적 경영 판단원칙을 기반으로 추진
책임성 제고방안	1. 준법감시인 역할 제고 등 내부통제 강화	▪ '금융회사 지배구조에 관한 법률' 제정을 통해 준법감시인 지위 및 권한 강화
	2. 금융회사 자체적인 내부감사 기능 활성화	▪ 모범사례 전파, 인센티브 제공 등 제도의 안정적 정착 및 활성화 도모
	3. 금융소비자 보호를 위한 공시 강화	▪ 상품별 공시 등 소비자가 금융 회사를 견제하는 시장감시 기능 확충

자료: 금융위, 메리츠증권리서치센터

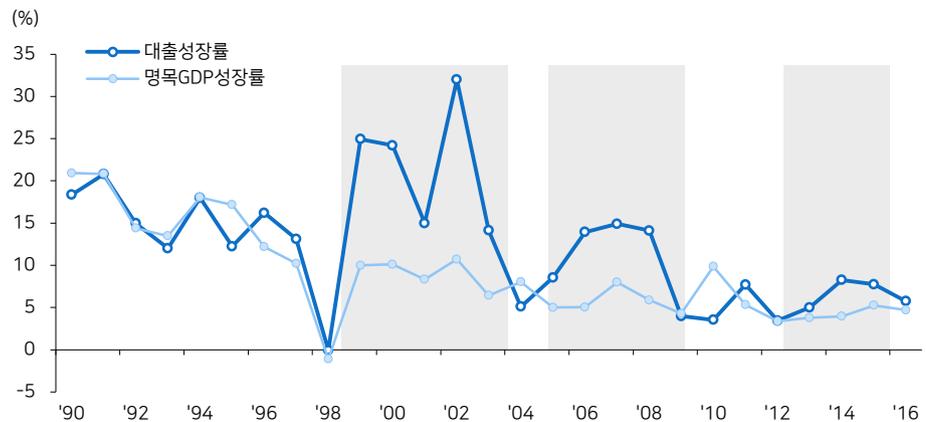
은행 자산 Portfolio
→ 국내 경기 상황 대변

주식이나 채권 같은 직접 금융이 아닌 대출을 통한 간접 금융이 발달한 국내 금융 시장에서 은행의 대출 성장률은 명목 GDP성장률에 수렴한다. 즉, 직간접적으로 은행의 대출 포트폴리오는 국내 경기 상황을 대변하고 있다. 여기에 변수가 있다면 정부 정책 효과이다.

정책 효과 제외시 은행 자산
성장률은 명목 GDP 성장률에 수렴

실제 은행의 대출 증가세가 명목 GDP성장률을 의미 있게 상회한 시기는 1) IMF 이후 내수진작 정책이 시행된 '99~'03년, 2) 은행간 외형 확대 경쟁이 과열된 '05~'08년, 3) 부동산 활성화 정책에 따른 주담대 위주의 성장을 한 '14~'16년 세 국면으로, 2)번의 경우를 제외하곤 정책 효과가 강하게 작용했다.

그림38 은행 대출 성장률과 명목 GDP성장률



자료: 한국은행, 메리츠증권리서치센터

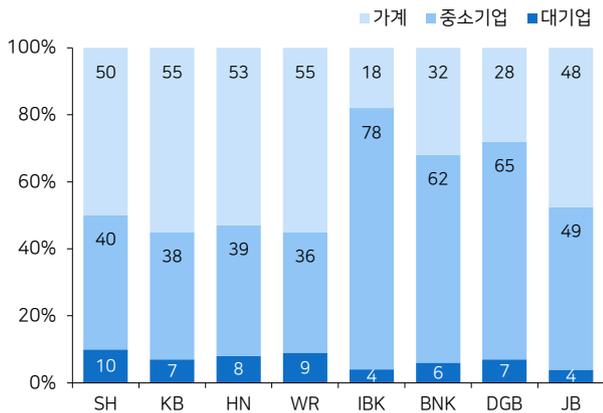
초이노믹스(부동산 살리기)
→ 소매금융 중심 은행으로 변모

국내 은행이 소매금융 중심으로 변모한 것도 같은 맥락이다. 현재 4대 시중은행의 가계대출 비중은 50%를 상회하고 있다. 가계대출 성격이 강함에도 중소기업 여신으로 분류되는 자영업자, SOHO 대출 등을 고려시 70%를 상회하는 것으로 추정된다. 부동산 시장 호황에 따른 가계의 주택담보대출, 전세자금 대출 수요 등이 증가하며 은행의 자산 포트폴리오가 변화한 것이다.

주택담보대출 위주의 성장
→ 은행주 대손비용 하향안정화

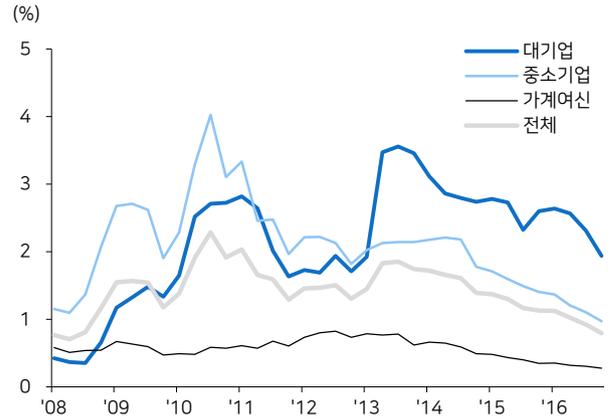
주택담보대출의 특징은 크게 2가지다. 표면 마진은 낮으나, 자산(부동산)가격의 급격한 하락이 전제 되지 않는 한 가장 안정적인 여신이라는 점이다. 실제 대규모 가계 여신이 유입된 시중은행의 대손비용은 빠르게 하향안정화 되며 실적 개선을 견인하고 있다. 시중은행과 지방은행의 수익률 격차도 Loan portfolio 차이에서 오는 건전성 개선 속도에 상당 부분 기인하고 있다.

그림39 상장은행 Loan Portfolio



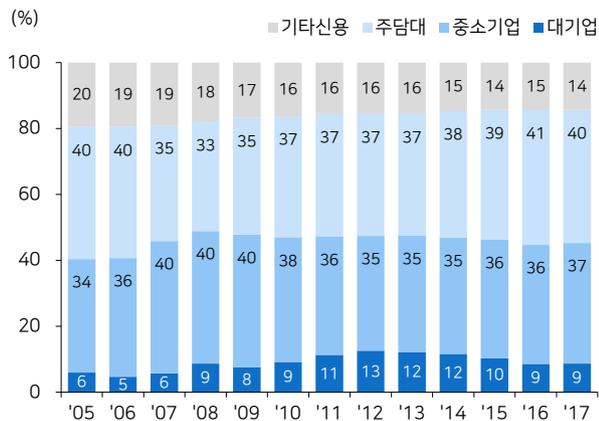
주: 2017년 6월말 기준
자료: 각사, 메리츠증권증권 리서치센터

그림40 시중은행 여신종별 고정이하여신 비율 추이



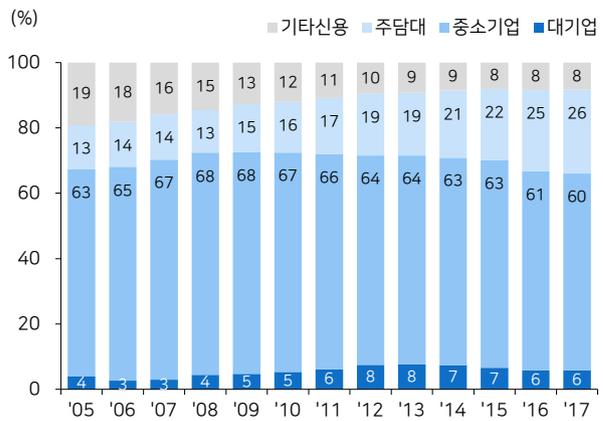
자료: 금감원, 메리츠증권증권 리서치센터

그림41 시중은행 Loan Portfolio 변화 추이



주: 2017년 3월말 기준
자료: 금감원, 메리츠증권증권 리서치센터

그림42 지방은행 Loan Portfolio 변화 추이



주: 2017년 3월말 기준
자료: 금감원, 메리츠증권증권 리서치센터

8.2 부동산 대책의 시사점은
가계 Leverage 확대 제한

지난 8월 2일, 신 정부의 부동산 정책이 발표되었다. 실수요 보호와 단기 투기 수요 억제에 위한 주택시장 안정화를 표방하고 있으며, 은행 입장에서 가장 중요한 시사점은 LTV·DTI 규제 강화로 인한 가계 레버리지 확대 제한이다. 9월 중 발표 예정인 가계부채 종합대책의 영향까지 감안시 '18년 이후 가계 여신 증가 속도 둔화는 불가피하다.

은행권에 드리워진 규제 리스크

정책 효과 소멸에도 입주 물량 증가에 따른 가계 자금 수요가 지속되고 있고, 신규 집단대출 감소에도 기 승인된 집단대출의 기표가 예정되어 있기에 표면 성장률은 당분간 양호한 수준에서 유지될 수 있다. 문제는 신 정부 출범과 함께 드리워진 규제 리스크 확대 가능성이다.

도매금융으로의 변화 시점 도래

전술하였듯이, 은행의 수익성을 직접적으로 훼손시킬 규제 시행 가능성은 낮다. 다만, 가계부채 연착륙과 양극화 해소, 지역 경제 활성화 등을 목표로 하고 있는 정부 정책 공조화 측면에서 은행 신용 공급의 중심은 기존 가계에서 중소기업 쪽으로 이동할 가능성이 높다. 다시 말해, 현재 소매 금융(개인 금융)에서 도매 금융(기업 금융) 중심의 은행으로 변모할 시점이 다가오고 있다.

그림43 부동산 정책과 은행의 주택담보대출 증가율 추이



자료: 한국은행, 메리츠증권리서치센터

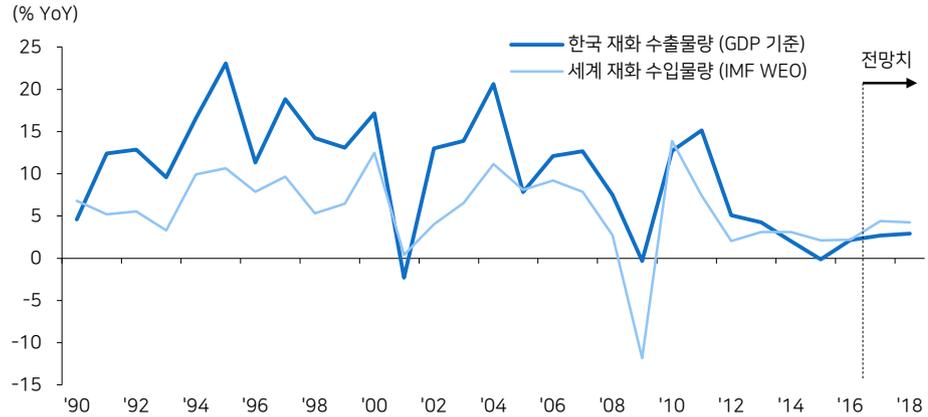
교역량 증가 → 설비투자 증가
→ 중소기업대출에 대한 수요 ↑

중소기업대출 성장률의 대표적인 Proxy는 설비투자이다. 또한 설비투자의 경우 역사적으로 수출 물량과 동행한다. 당사는 글로벌 교역 확대에 따른 한국 수출 물량의 점진적인 확대를 예상하고 있다. 수출 호조에 따른 중소기업대출 수요의 완만한 증가 추세는 지속될 가능성이 높다.

설비투자 조정압력은 낮은 상태
반면, 기계 발주 증가 + 비제조업
예산 증대는 긍정적인 부분

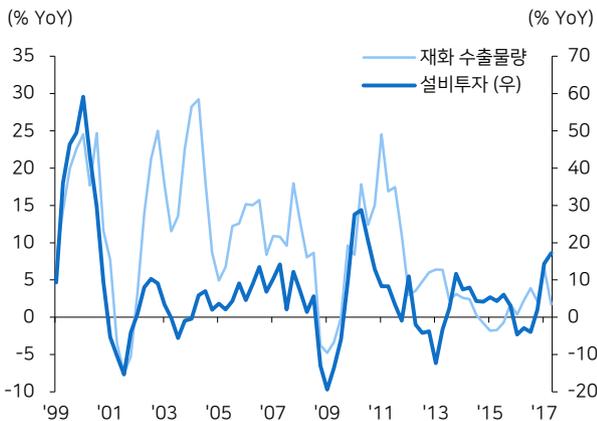
반면 제조업 전반의 설비투자 조정압력은 아직 미미하다. 현재 제조업 설비 투자는 호황기를 누리고 있는 IT 업계에 국한되어 있기 때문이다. 긍정적인 부분은 설비투자의 선행지표 격인 국내 기계 발주가 제조업이 아니라 비제조업 부분에서 확대되고 있다는 점이다. 이는 현재 IT에 국한된 설비투자 범위가 광범위하게 개선될 가능성이 높다는 것을 의미한다. 최근 발표된 '18년 정부 예산에서 보건·복지·노동 등 비제조업에 대한 예산이 증가한 점도 이를 가속화시킬 요인이다.

그림44 세계 재화 수입 물량 및 한국 재화 수출 물량 및 추이



주: 당사 Economist 전망치 준용
자료: 한국은행, IMF, 메리츠증권증권 리서치센터

그림45 재화 수출물량과 설비투자 추이



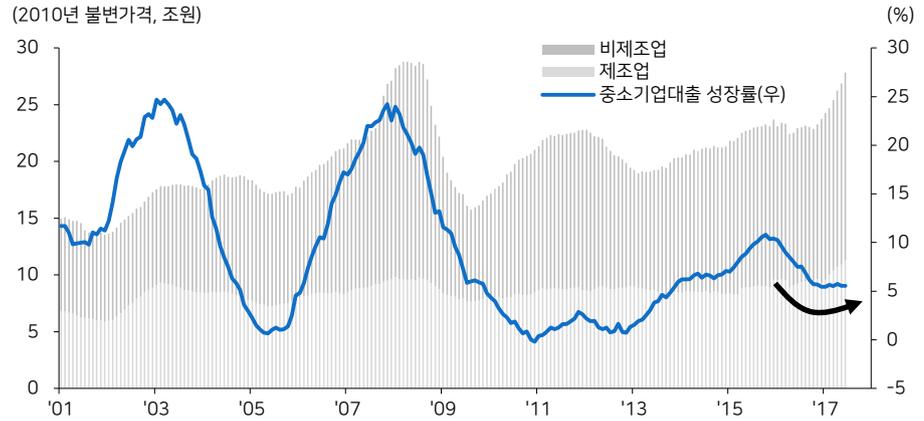
자료: 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

그림46 설비투자 조정압력 추이



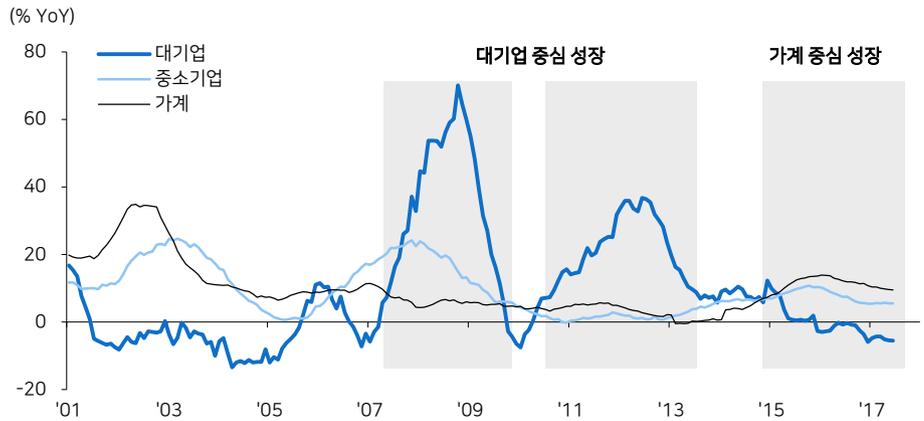
주: 1) 3개월 이동평균 기준
2) 설비투자 조정압력 = 제조업 생산 증가율 - 제조업 생산능력 증가율
자료: 통계청, 메리츠증권증권 리서치센터

그림47 국내 기계 발주와 중소기업대출 성장률 추이



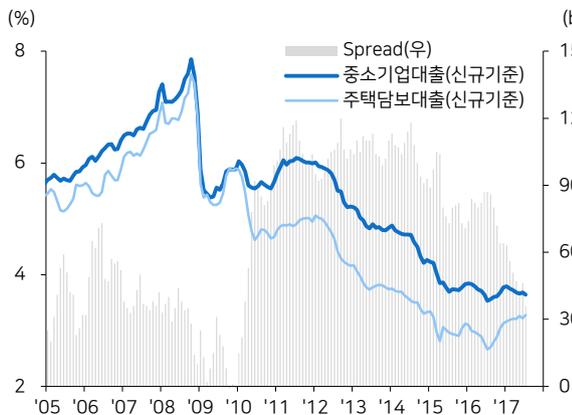
자료: Datastream, 메리츠증권증권 리서치센터

그림48 은행권 성장의 축: 대기업 → 가계 → 중소기업



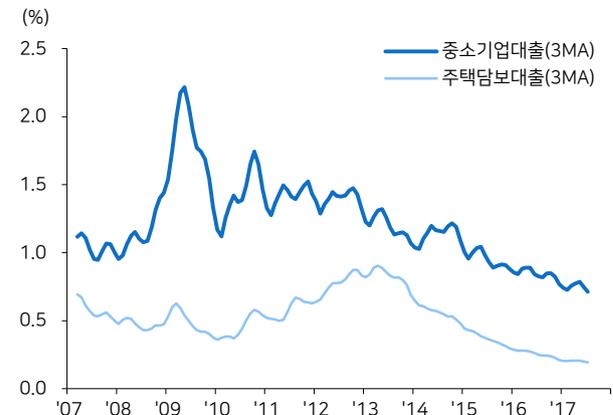
자료: 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

그림49 중소기업대출 금리 > 주택담보대출 금리



자료: 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

그림50 주택담보대출 연체율 < 중소기업대출 연체율



자료: 금감원, 메리츠증권증권 리서치센터

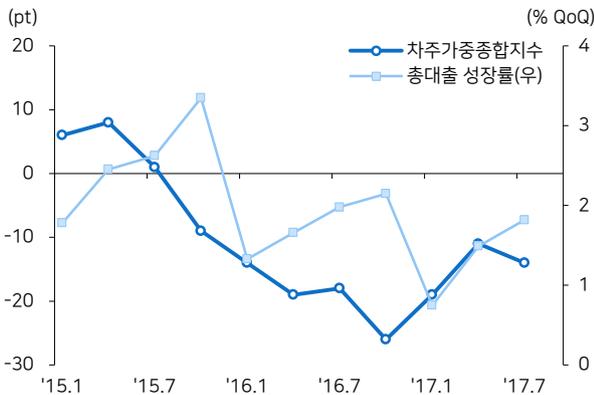
하반기 이후 은행권 대출태도
→ 기업 완화, 가계 강화 기조

은행 역시 기업대출에 대해서는 완화적인 대출태도 기조를 보이고 있다. 2017년 2, 3분기 중소기업 대출태도지수는 각각 -10, -3을 기록하고 있으며, 대기업 대출태도지수 또한 4개 분기 연속 상승하고 있다. 다만, 대기업 대출의 경우 역대 최고 수준의 현금 보유와 시장성 자금 조달 비중 증가로 증가 폭이 크지 않을 것으로 예상되며, 가계 및 주담대 여신에 대한 보수적인 대출 기조는 하반기에 확대될 가능성이 크다.

중소기업대출 M/S 확대를 위한
과당경쟁 발생가능성은 제한적

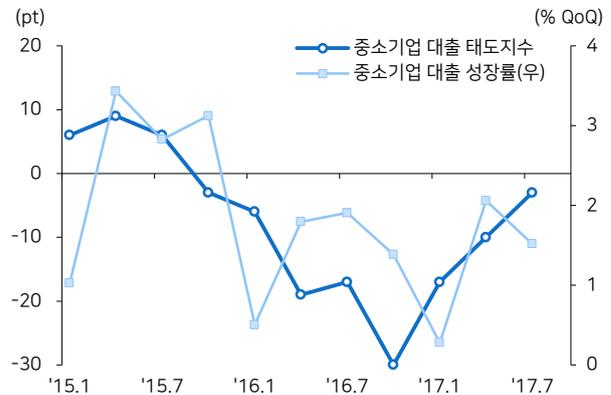
회사별로 차이는 존재하나 최근 은행의 경영전략은 본질적으로는 적정 성장을 통한 수익성 및 건전성 관리에 초점을 맞추고 있다. 과거와 같이 단순 외형성장에 집중하던 모습은 사라졌으며, 중소기업대출 M/S 확대를 위한 은행권 과당경쟁 발생가능성도 낮아 보인다. 즉, 1) 고금리의 특판 예적금 판매로 인한 조달금리 상승, 2) 고객 유치를 위한 가산금리 하락 등 은행 수익성을 훼손할 이벤트의 발생가능성은 제한적이다.

그림51 대출태도와 총 대출 증가율



자료: 한국은행, 메리츠증권리서치센터

그림52 중소기업 대출 태도와 중소기업 대출 증가율



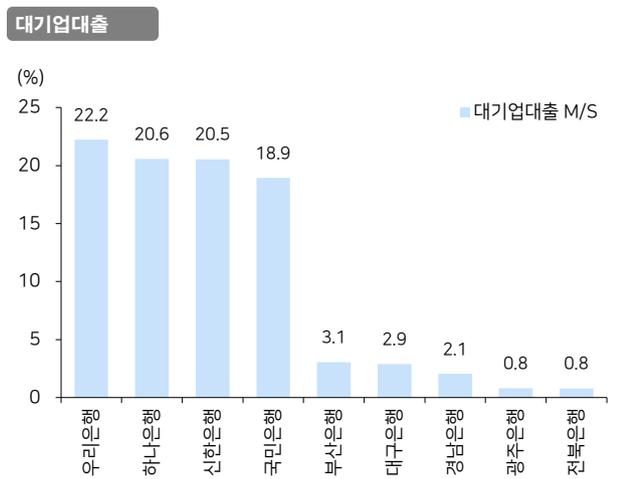
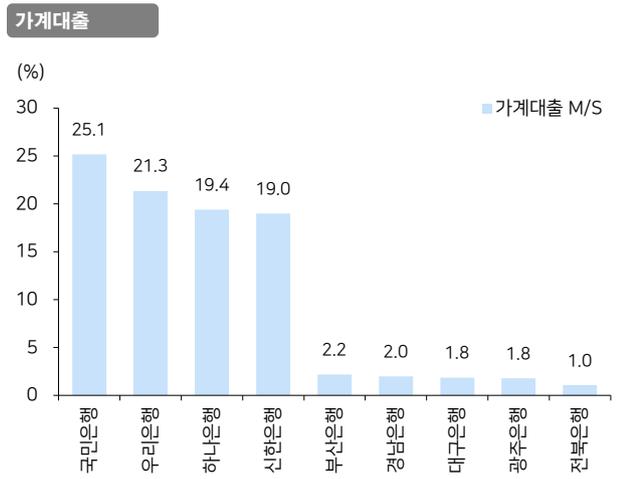
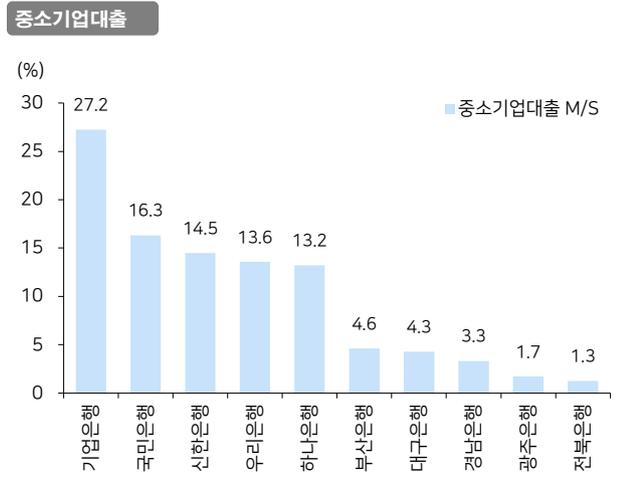
자료: 한국은행, 메리츠증권리서치센터

표27 하반기 은행권 대출태도지수 - 기업대출 완화, 가계대출 강화 기조

연도	분기	국내은행	국내은행	국내은행	국내은행	국내은행
		- 차주가중종합지수	- 대기업	- 중소기업	- 가계(일반)	- 가계(주택)
2015년	1분기	6	-6	6	6	13
	2분기	8	-6	9	3	16
	3분기	1	-6	6	-3	6
	4분기	-9	-13	-3	-6	-13
2016년	1분기	-14	-16	-6	-9	-19
	2분기	-19	-19	-19	-6	-25
	3분기	-18	-20	-17	-7	-27
	4분기	-26	-17	-30	-10	-27
2017년	1분기	-19	-10	-17	-10	-23
	2분기	-11	-7	-10	-7	-10
	3분기(E)	-14	-3	-3	-13	-23

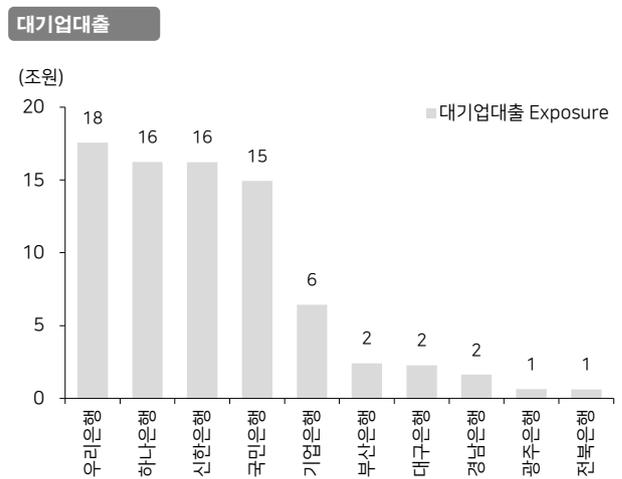
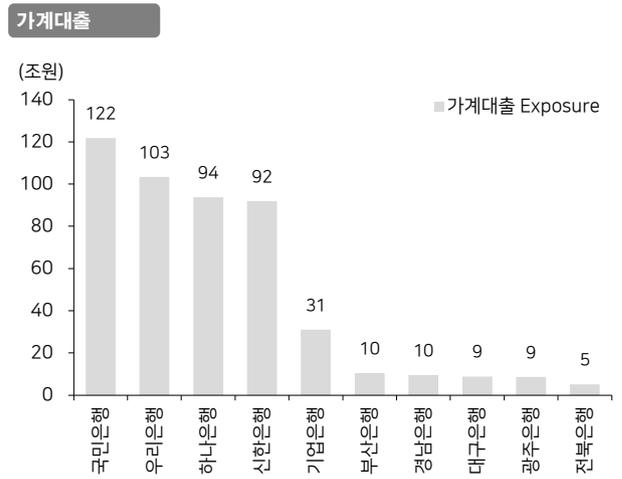
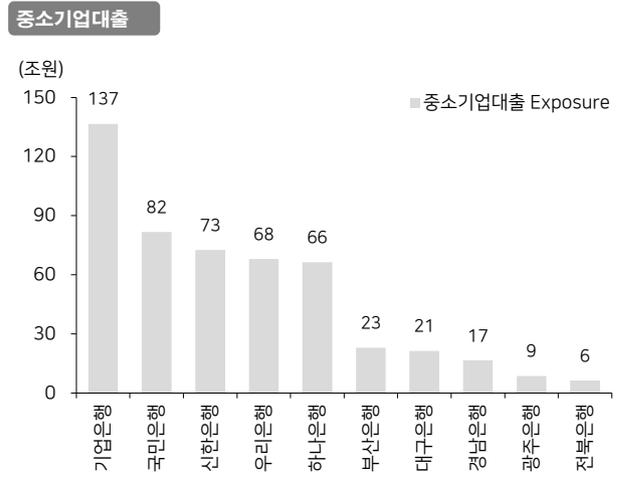
자료: 한국은행, 메리츠증권리서치센터

그림53 은행권 Market Share



주: 2017년 3월말 기준
 자료: 금감원, 메리츠증권리서치센터

그림54 은행권 Exposure



주: 2017년 3월말 기준
 자료: 금감원, 메리츠증권리서치센터

중소기업대출 → 금리민감도 ↑
(:시중금리 연동 비중 ↑)

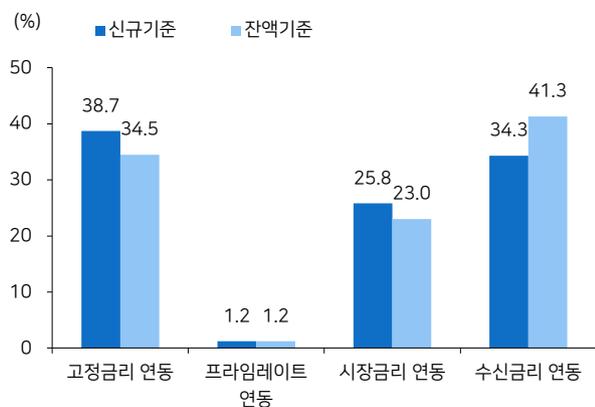
중소기업 대출 취급 증가가 예상됨에 따라 수익성 측면에서는 긍정적인 효과가 기대된다. 대출 구조상 시중금리 상승에 따른 금리 민감도가 가계여신 대비 높기 때문이다. 실제 7월 현재 기업대출의 시중금리 연동 비중은 신규 취급액, 잔액 기준 각각 60.3%, 58.9%를 기록하고 있다.

가계대출 경우 고정금리 비중 ↑

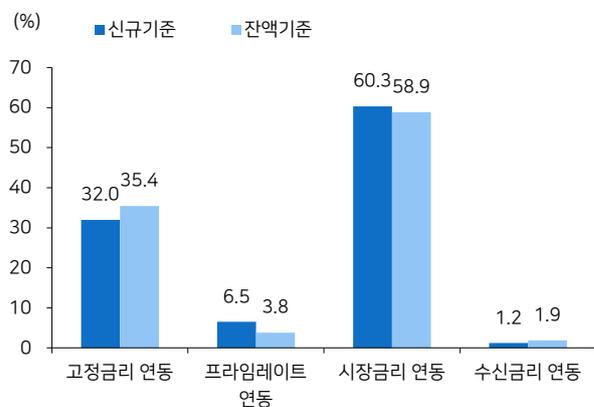
반면 가계의 경우 변동금리 보다 고정금리 연동 대출 비중이 높다. 지난 정부의 가계부채 관리 방안 중 하나인 고정금리·분할상환 대출 비중 확대의 영향이다.

그림55 대출 금리 구조

가계 대출 - 고정금리 연동 비중 ↑



기업 대출 - 시장금리 연동 비중 ↑



주: 2017년 7월 기준
자료: 한국은행, 메리츠증권리서치센터

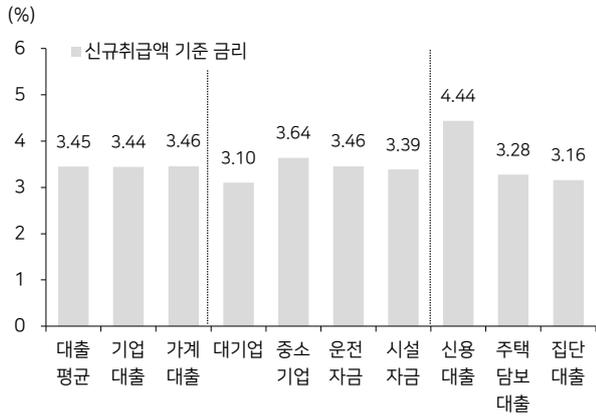
중소기업여신 확대에 따른
대손비용을 악화는 불가피

문제는 건전성이다. 중소기업여신의 특성상 역대 최저 수준에서 관리되고 있는 대손비용을 상승은 불가피해 보인다. 특히 건전성 개선이 낮아진 금리의 반사효과가 일정 부분 작용했다는 점도 부인하기 어려운 사실이다.

은행주 → Cyclical Stock

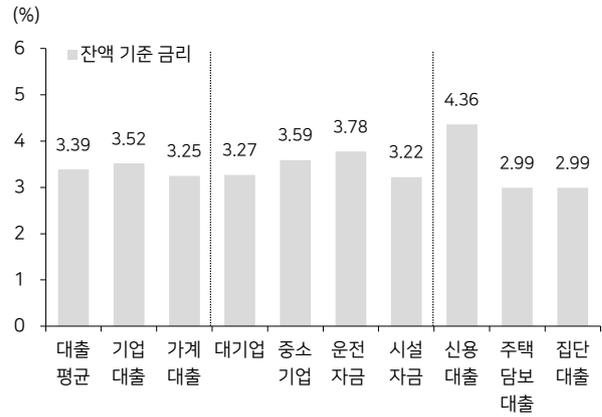
절대적으로 낮은 수준에서의 금리 반등이기에 건전성 악화에 대한 논의는 시기상조이다. 그러나 경기회복이라는 매크로 변수의 영향이 은행주에 미칠 영향은 증대될 수 밖에 없다. 향후 은행주는 Cyclical Stock의 형태를 띠 가능성이 높다.

그림56 여신종별 신규취급액 기준 대출금리



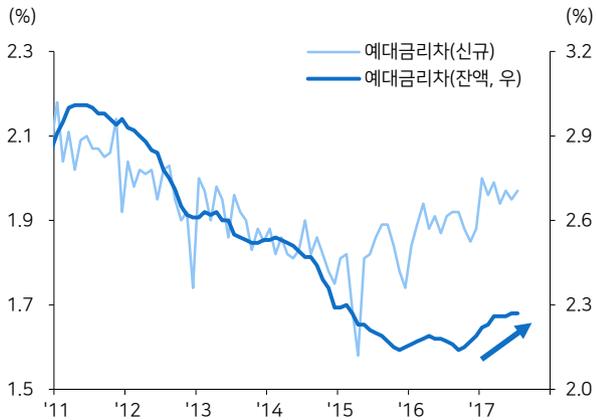
주: 2017년 7월 기준
 자료: 한국은행, 메리츠종금증권 리서치센터

그림57 여신종별 잔액 기준 대출금리



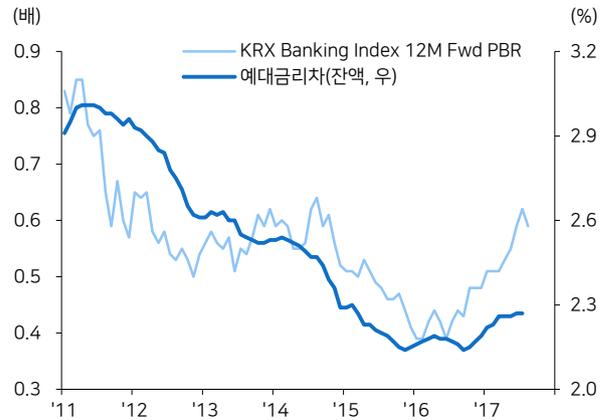
주: 2017년 7월 기준
 자료: 한국은행, 메리츠종금증권 리서치센터

그림58 신규, 잔액 기준 예대금리차 추이



자료: 한국은행, 메리츠종금증권 리서치센터

그림59 은행주와 예대금리차 추이



자료: 한국은행, KRX, 메리츠종금증권 리서치센터

가계부채와 은행주

가계부채 1,388 조원 상회

정부의 적극적인 내수 활성화 노력에도 내수 부진은 장기화되며 금리 하방 압력은 지속되었고, 과잉 유동성 공급의 부산물로 1,388조원의 가계부채 이슈가 끊임없이 한국 경제의 뇌관으로 지목되고 있다.

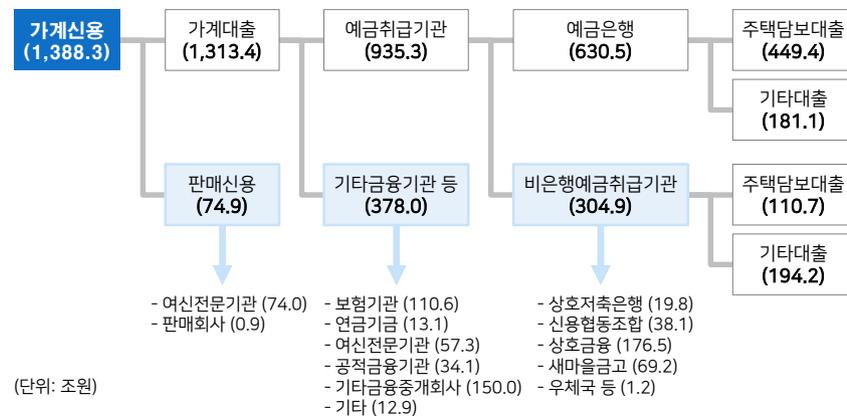
가계부채/가처분소득 비율 170%
가계부채/가계순자산 비율 19.8%

현재 국내 가처분소득 대비 가계부채 비율은 약 170%이다. 몇몇 복지 국가를 제외하고 가장 높은 수준이다. 다른 국가와 달리 부동산을 중심으로 가계 자산이 구축되어 있다는 점에서 순자산 대비 가계부채 비율이 비교 적합할 것이나, 정부는 이를 가계부채 관리 지표로 삼고 있다.

소득 중심 성장 정책 또한
가계부채 문제 해결의 일환

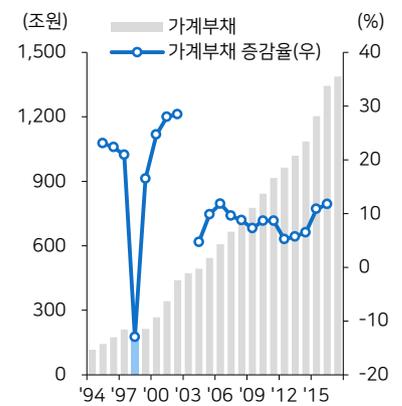
신 정부가 추구하는 소득 중심 성장도 결국 가계부채 해결의 일환으로 해석할 수 있다. LTV · DTI 강화, DSR(Debt Service Ratio: 총부채원리금 상환비율) 도입 등 가계 대출 심사 강화로 가계부채의 증가 속도는 둔화시키고, 일자리 창출을 통한 민간 소득 증대로 가계부채 연착륙을 시도하고 있다.

그림60 가계신용 1,388조원 Breakdown



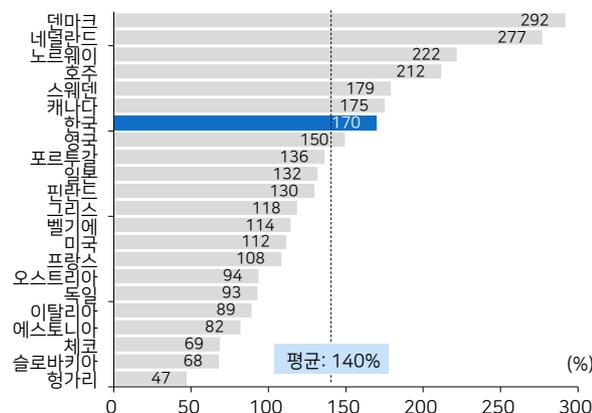
자료: 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

그림61 가계부채 추이



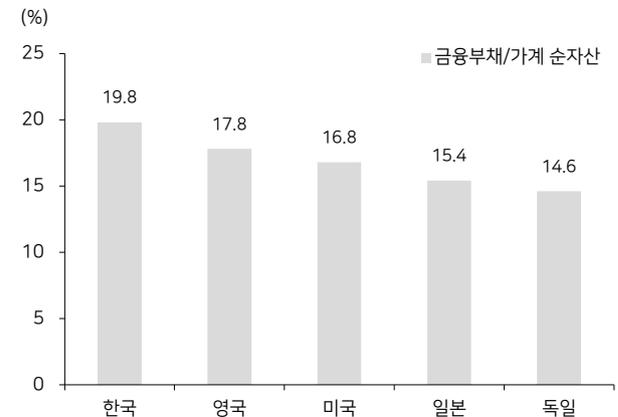
자료: 한국은행, 메리츠증권증권 리서치센터

그림62 주요국 가처분소득 대비 가계부채 비율(2015년 기준)



자료: OECD, 메리츠증권증권 리서치센터

그림63 주요국 순자산 대비 가계부채 비율



자료: 한국은행, FRB, ESRI, 분데스뱅크, ONS, 메리츠증권증권 리서치센터

달라진 가계부채 규제 방향성
'질'적 개선 → '양'적 개선

은행 입장에서 주목해야 할 점은 달라진 규제 방향성이다. 지난 3년간 높은 가계 여신 성장률에도 금융 당국은 1) 고정금리·분할상환 비중 확대, 2) 서민, 실수요층 대상 정책모기지 확대 지원, 3) 한계차주, 자영업자 등에 대한 지원 및 관리 강화 등 주로 '양' 보다는 '질'적 개선에 집중해왔다. '15년 3~4월, 정부 주도로 공급된 안심전환대출이 대표적인 예이다. 그러나 이제는 '질' 보다는 '양' 관리를 우선 목표로 삼고 있다.

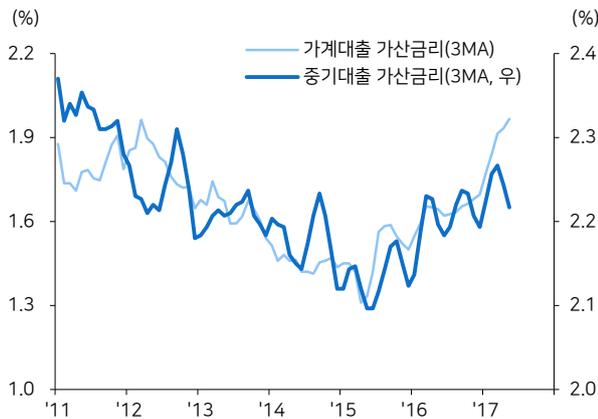
은행의 성장 정책과 금리는 상충
가계 대출 규제 강화 → 금리 ↑

은행의 성장 정책과 금리는 상충되기 마련이다. 가계 여신에 대한 심사 강화로 가산금리가 상승한 것도 같은 이유이다. 실제 풍부한 유동성 환경의 영향으로 조달 압박이 없는 상태에서 가산금리의 상승은 최근 은행 마진 개선의 가장 주요한 요인으로 작용했다.

대출금리는 시중금리와 동행
(∵ 높아진 기대 인플레이션)

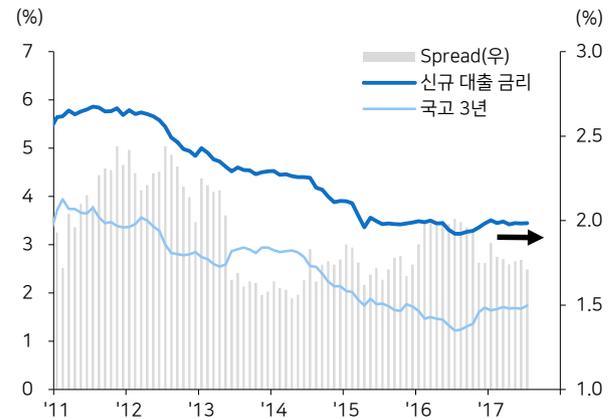
'15년 상반기 이후 상승한 가산금리는 현 수준에서 안정화 될 가능성이 높다. 경제 주체들의 기대 인플레이션이 높아진 상황에서 인위적인 가산금리 조정을 통한 낮은 대출 금리 정책은 대출 수요를 강하게 자극할 수 있으며, 신 정부의 비소비 지출 항목 감축 의지를 고려시 추가적인 상승을 기대하기도 어렵기 때문이다. 가계 신용 대출 부문에서 인터넷전문은행의 성공이 시사하는 바가 크다.

그림64 가계 및 중소기업 대출 가산금리 추이



자료: 한국은행, 은행연합회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림65 대출금리는 시중금리와 동행 예상



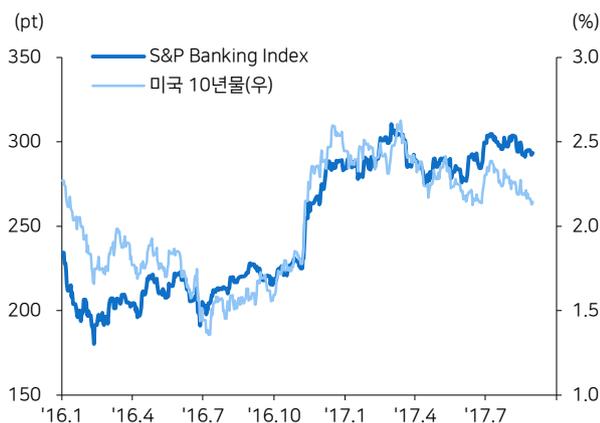
자료: 한국은행, 금투협, 메리츠증권증권 리서치센터

하반기 은행주 투자전략

명확한 금리 방향성
구조조정 통한 추가 ROE 개선

금리 인상 속도에 대한 의견은 분분하나 방향성은 명확하다. 실적 또한 시장의 기대치를 상회하며 주가 상승을 뒷받침하고 있다. 마진은 '16년 하반기를 저점으로 반등에 성공했고, 비용(판관비, 대손비용)도 안정된 수준에서 관리되고 있다. 또한 1) 낮아진 지점 생산성, 2) 상반기 초과이익 부담, 3) 정부의 일자리 창출 의지 등을 감안시 연말 구조조정을 통한 추가적인 ROE 개선도 가능하다.

그림66 S&P Banking 지수와 미국 10년물 국채 금리



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림67 KRX Banking 지수와 장단기금리차



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림68 은행권 구조조정은 현재 진행형

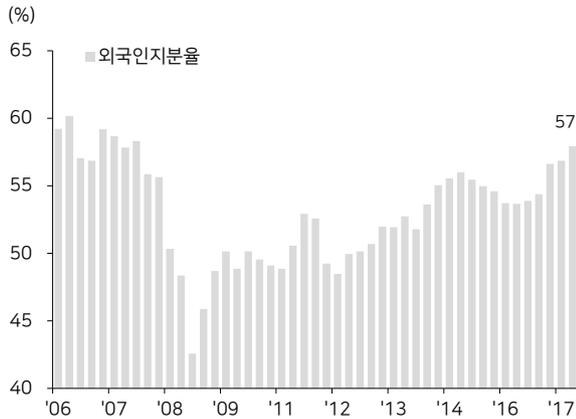


자료: 금감원, 메리츠증권 리서치센터

Fundamental Vs. Sentiment

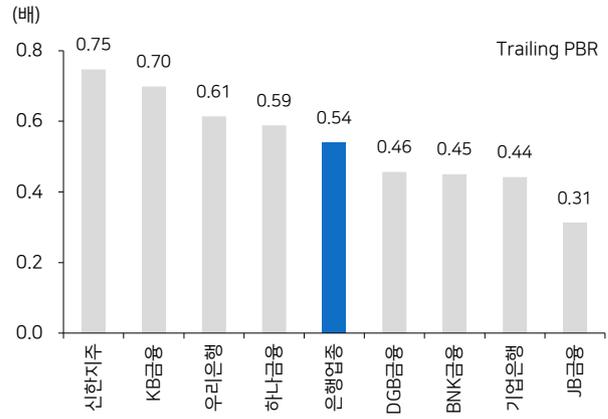
실제 은행주 호실적에 대한 시장의 의심은 없다. 그럼에도 은행주는 2분기 실적 발표 이후 좁은 폭의 등락을 거듭하고 있다. 경험해보지 못한 높은 주가 상승에 대한 심리적 부담과 함께 규제 리스크가 드리워진 탓이다. 역대 최고치 수준의 외국인 보유 지분율과 국내 대표 연기금의 추가 매수 여력 제한 등의 수급적인 이슈도 주가에 부정적으로 작용하고 있다.

그림69 역대 최고 수준의 외국인 지분율



자료: Quantiwise, 메리츠증권리서치센터

그림70 상장은행 Valuation



자료: KRX, 각사, 메리츠증권리서치센터

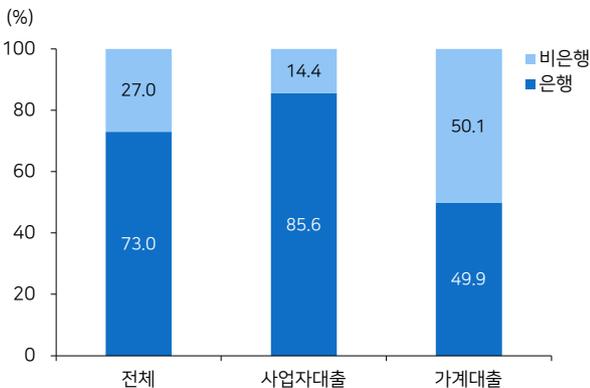
금융 규제 완화 Vs. 부동산 규제 '규제'와 '정책 영향'의 개념 혼동

현재 시장의 우려는 '부동산 또는 부채에 대한 규제'를 '은행에 대한 규제'로 단정 짓고 있으며, '규제'와 '정책 영향'의 개념을 혼동하고 있다는 점에서 출발한다. 은행 자산 구성의 절반 이상이 가계 여신이라는 점에서 표면 성장률 둔화(정책 영향)라는 부정적 요인은 감내해야 하나, 이것이 곧바로 수익성 훼손으로 연결되기 위해서는 가격 변수에 대한 조정(규제)이 수반되어야 한다. '15년 가계를 중심으로 한 자산 고성장 국면에서도 마진 하락이 주가에 더 크게 작용했다는 점을 기억할 필요가 있다.

자영업자 대출 관련 우려는 기우

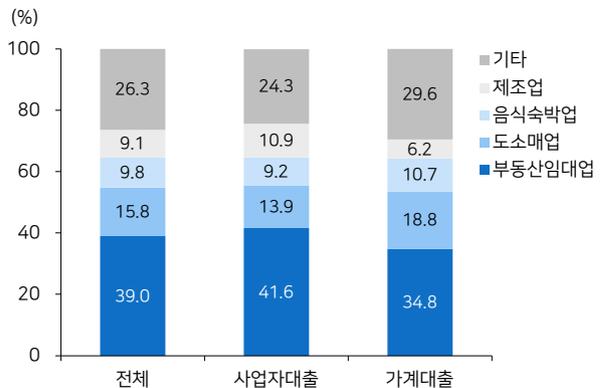
일각에서 제기하는 가계대출 규제 강화에 따른 자영업자 대출에 대한 우려도 기우에 그칠 가능성이 크다. 부동산 임대업 및 내수 산업에 집중된 자영업자 대출의 특성상 급격한 경기 하강 및 부동산 가격 급락 등의 전제 조건이 필요하나, 정부의 정책 목표가 가계 소득 중심 성장을 표방하고 있는 만큼 가계 및 중소기업에 대한 호혜적인 정책은 지속될 수 밖에 없다. 부동산 규제의 방향성 또한 자산 가격 안정을 위한 조치이지 인위적인 가격 하락을 유도하기 위함은 아니다.

그림71 자영업자 대출의 금융기관별 비중



주: 2016년 9월말 기준
자료: 한국은행, 메리츠증권리서치센터

그림72 자영업자 대출의 업종별 비중



주: 2016년 9월말 기준
자료: 한국은행, 메리츠증권리서치센터

국내도 금융규제 완화 흐름 동참

시장의 오해와 달리 국내 금융당국도 글로벌 주요 국가와 같이 금융 규제 완화 움직임에 동참하고 있다. 은행법 시행령, 은행업 감독규정 개정안 등은 불필요한 규제는 폐지하고 효율성을 높일 수 있는 방향으로 전개되고 있으며, 케이뱅크, 카카오뱅크에 이은 3, 4번째 인터넷전문은행 추가 인가 논의도 금융산업 경쟁력을 제고시키기 위한 완화적인 정책 기조의 연속으로 볼 수 있다.

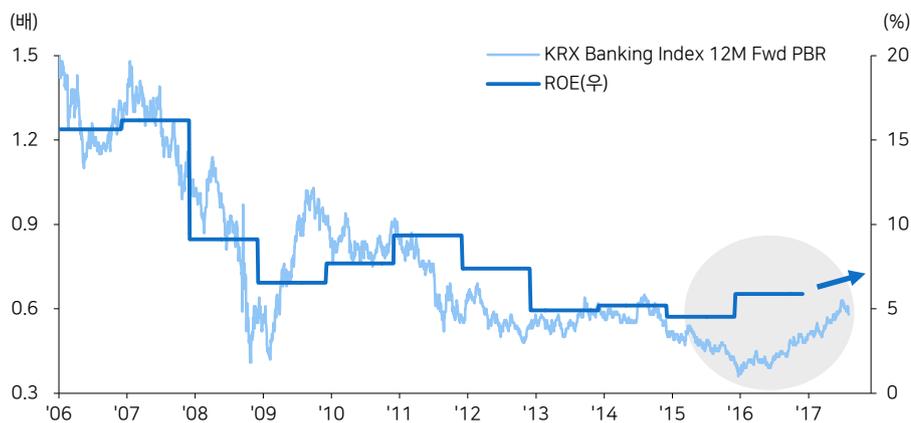
NIM 방향성에 대한 판단이 중요

비정상적인 통화 정책이 지속된 지난 몇 년간 은행은 대출자산 성장을 통한 이자이익 방어에 집중해왔다. 높은 대출 성장이 NIM 하락을 일정 부분 상쇄시켰으나, 추가 하락은 불가피했다. 이는 NIM의 방향성에 대한 판단이 은행주 투자의 핵심 변수임을 시사한다.

**은행업 Overweight 유지
(∵ Yield Curve Steepening)**

은행업에 대한 Overweight 투자 의견을 유지한다. Yield Curve가 Steepening 되고 있는 현 시점에서 은행주의 조정 기간은 길지 않을 것이다. 역설적으로 국내 기준 금리 인상이 예상되는 '18년 상반기(당사는 '18년 3월 국내 기준금리 25bp 인상 예상), Yield Curve가 Flattening되는 시점이 은행주 투자의 변곡점이 될 확률이 높다.

그림73 은행주는 ROE의 함수



자료: KRX, 금감원, 메리츠증권증권 리서치센터

표28 은행 규제 완화 사례

	구분	내용
금융규제 개혁방안 (2014.7.10)	1. 경영업무 규제 완화	▪ 동종 업무 신고없이 수행가능
	2. 신규업무 허용	▪ 주식양도 방식 M&A 중개지원 운영 추가 ▪ 신용기초 장외파생상품 투자매매, 중개업 허용 ▪ 국채, 외환 기초 파생상품 장내 거래 참여
	3. 영업자율성 제고	▪ 자기자본의 3배 이내 금융채 발행한도 폐지 ▪ 만기 1년 미만 금융채 발행 금지 폐지 ▪ 유가증권 투자한도 확대
	4. 건전성 규제 완화	▪ 예대출 개선방안 검토
인터넷 전문은행 도입방안 (2015.6.18)	1. 은산분리 완화	▪ 비금융주력자의 인터넷전문은행 자본 보유한도 상향조정
	2. 업무범위	▪ 일반은행과 같은 고유업무, 경영업무, 부수업무 영위가능
	3. 인가요건 완화	▪ 최저자본금 수준 완화
	4. 건전성 규제 완화	▪ 설립 초기에 주요 건전성 기준 예외 인정 ▪ 자산규모 일정수준 초과 전, 바젤III 대신 바젤I 기준 적용 ▪ 유동성 규제 특수은행 수준으로 완화
은행법 시행령 및 은행업 감독규정 개정안 (2016.6.28)	1. 코코본드 범위 확대	▪ 비상장은행도 상각형, 주식전환형 모두 발행가능
	2. 경영업무 규제 완화	▪ 인허가, 등록을 받은 금융업무 바로 영위 가능
	3. 은행채 규제 완화	▪ 발행한도 상향 조정 ▪ 만기제한 폐지
	4. 자회사 출자	▪ 자회사 출자한도 상향 조정
	5. 영업 자율성 제고	▪ 신규업무, 해외진출 관련 사전신고 의무 완화 ▪ 유가증권 투자한도 예외 인정 증권범위 확대 ▪ 금융투자업 재산상 이익 규제 제외
	6. 건전성 규제 완화	▪ 대손준비금 보통주 자본 인정 ▪ 이익준비금 적립기준 완화

자료: 금융위, 메리츠증권리서치센터

표29 은행업 Coverage Valuation Table

		Top Pick	시중은행				지방은행		
		하나금융지주	신한지주	KB금융	우리은행	기업은행	BNK금융지주	DGB금융지주	JB금융지주
Code No.		086790 KS	055550 KS	105560 KS	000030 KS	024110 KS	138930 KS	139130 KS	175330 KS
투자 의견		Buy	Buy	Buy	Buy	Trading Buy	Trading Buy	Buy	Trading Buy
적정주가(원)		65,000	62,000	70,000	21,500	16,000	11,500	14,000	7,700
현재가(9.1) (원)		48,300	51,500	54,900	18,550	14,950	10,150	11,100	6,230
상승여력(%)		34.6	20.4	27.5	15.9	7.0	13.3	26.1	23.6
지배순이익(십억원)	2015	910	2,367	1,698	1,059	1,143	486	294	115
	2016	1,330	2,775	2,144	1,261	1,158	502	288	143
	2017E	1,900	3,246	3,330	1,782	1,395	556	325	195
	2018E	2,122	3,056	3,296	1,684	1,443	613	355	219
자본총계(십억원)	2015	22,972	31,810	28,903	19,310	17,294	6,191	3,777	2,679
	2016	23,390	31,745	31,261	20,546	18,047	7,087	3,972	2,964
	2017E	24,655	33,237	33,371	20,701	19,035	7,474	4,298	3,140
	2018E	26,295	35,502	35,876	21,992	20,053	7,995	4,587	3,395
ROE(%)	2015	4.2	7.9	6.1	5.7	7.0	9.1	9.2	5.7
	2016	6.0	9.0	7.2	6.4	6.6	7.9	8.0	6.5
	2017E	8.2	10.2	10.4	8.7	7.6	8.0	8.4	8.3
	2018E	8.7	9.1	9.6	8.0	7.4	8.3	8.6	8.7
EPS(원)	2015	3,100	4,992	4,396	1,566	2,054	1,952	1,740	873
	2016	4,495	5,851	5,459	1,866	2,071	1,539	1,702	918
	2017E	6,419	6,846	7,964	2,636	2,491	1,704	1,920	1,253
	2018E	7,170	6,444	7,884	2,492	2,578	1,881	2,099	1,410
BPS(원)	2015	74,829	65,035	74,234	28,500	30,918	23,000	20,624	13,767
	2016	75,971	65,605	77,815	30,279	32,055	20,811	21,773	14,663
	2017E	80,082	68,294	82,443	30,501	33,811	21,981	23,694	15,923
	2018E	85,407	72,948	88,632	32,402	35,620	23,512	25,404	17,219
PER(배)	2015	7.6	7.9	7.5	5.6	6.0	4.3	5.8	6.3
	2016	7.0	7.7	7.8	6.8	6.1	5.6	5.7	6.3
	2017E	7.5	7.5	6.9	7.0	6.1	6.0	5.8	5.0
	2018E	6.7	8.0	7.0	7.4	5.9	5.4	5.3	4.4
PBR(배)	2015	0.3	0.6	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5	0.4
	2016	0.4	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
	2017E	0.6	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
	2018E	0.6	0.7	0.6	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4

자료: 메리츠증권리서치센터

표30 Global Peer Valuation												
기준일 (2017.9.3)	시가총액 (조원)	종가 (각국통화)	1D (%)	1M (%)	3M (%)	YTD (%)	PER (배)		PBR (배)		ROE (%)	
							2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
KOSPI	1,473.4	2,358	-0.2	-1.6	-0.4	16.3	10.0	10.0	1.1	1.1	11.3	11.3
KRX Banks	89.6	938	-0.5	-4.5	8.3	30.4	7.2	7.2	0.6	0.6	8.8	8.8
신한금융지주	24.4	51,500	-1.0	-5.3	3.2	13.8	7.8	8.1	0.8	0.7	10.1	9.1
KB금융지주	23.0	54,900	-0.9	-4.9	1.9	28.3	7.2	7.5	0.7	0.6	9.9	8.9
하나금융지주	14.3	48,300	-1.4	-4.7	13.7	54.6	7.6	7.4	0.6	0.6	8.2	7.8
우리은행	12.5	18,550	-0.3	-1.9	18.0	45.5	7.5	7.9	0.6	0.6	8.7	7.8
기업은행	8.4	14,950	0.0	-3.5	13.7	17.7	6.8	6.7	0.5	0.5	7.5	7.3
BNK금융지주	3.3	10,150	2.9	-9.4	1.0	16.9	6.0	5.6	0.5	0.4	8.0	8.0
DGB금융지주	1.9	11,100	0.9	-4.3	-3.1	13.6	5.8	5.4	0.5	0.4	8.5	8.5
JB금융지주	1.0	6,230	0.2	-8.8	-0.6	7.8	5.4	5.1	0.4	0.4	7.9	7.7
S&P 500	24,733.9	2,476.6	0.2	0.2	2.1	10.6	18.9	18.9	3.0	3.0	16.3	16.3
S&P Banking	1,532.6	294.4	0.7	-2.9	6.7	3.6	13.5	13.5	1.2	1.2	8.9	8.9
JP MORGAN	362.7	91.7	0.9	-2.1	11.6	6.3	13.5	12.1	1.4	1.3	10.6	11.2
Wells Fargo	284.4	51.0	-0.2	-3.5	-0.9	-7.5	12.3	11.5	1.4	1.3	11.5	11.6
BOA	285.7	24.1	0.8	-3.0	7.8	9.0	13.3	11.2	1.0	0.9	7.9	9.0
CITI GROUP	210.0	68.6	0.8	-0.6	12.8	15.4	13.2	11.5	0.9	0.8	6.7	7.2
US BANCORP	97.2	51.7	0.8	-2.7	1.3	0.6	15.0	13.6	1.9	1.8	13.3	13.6
Euro Stoxx 50	3,828.5	3,430.0	0.7	-1.8	-3.8	4.7	14.6	14.6	1.6	1.6	9.3	9.3
ESTX Banks	884.1	132.0	0.5	-4.7	2.0	12.2	12.0	12.0	0.8	0.8	7.8	7.8
Santander	117.1	5.5	0.3	-5.8	-3.3	12.3	11.8	10.8	0.9	0.8	7.3	8.1
BNP Paribas	107.1	64.2	0.7	-5.5	1.5	6.3	10.1	9.8	0.8	0.8	8.4	8.3
Deutsche Bank	37.3	13.6	0.5	-13.5	-13.2	-12.1	13.5	9.2	0.4	0.4	2.6	4.4
ING Group	77.3	14.9	0.2	-4.9	1.5	11.7	11.3	10.9	1.1	1.1	10.0	10.2
NIKKEI 225	3,583.8	19,646.2	0.2	-1.2	-2.2	3.0	16.9	16.9	1.6	1.6	9.9	9.9
TOPIX BANKS	422.8	176.2	0.3	-4.3	-4.0	-6.8	9.3	9.3	0.6	0.6	6.5	6.5
MUFG	96.6	674.1	0.2	-4.7	-6.4	-6.2	9.8	9.2	0.6	0.6	6.3	6.5
SMFG	59.4	4,114.0	0.1	-3.1	-1.1	-7.6	8.0	8.9	0.6	0.6	8.0	6.7
MFG	48.9	189.1	0.0	-2.4	-5.5	-9.9	7.7	8.8	0.6	0.5	7.6	6.5
SMTH	15.2	3,806.0	0.4	-5.6	-0.5	-8.7	11.4	9.4	0.6	0.6	5.2	6.3
CSI 300	4,787.3	3,822.1	0.2	3.5	11.7	15.7	14.7	14.7	1.8	1.8	12.6	12.6
CSI 300 Banks	1,153.6	6,109.5	-0.6	0.5	11.0	13.4	7.2	7.2	1.0	1.0	13.2	13.2
공상은행	339.8	5.9	-1.9	2.1	14.3	31.3	7.4	7.1	1.0	0.9	13.8	13.1
건설은행	246.5	7.0	-2.0	-0.1	12.8	25.9	7.3	6.9	1.0	0.9	14.4	13.7
농업은행	202.6	3.8	-1.9	-1.6	8.7	19.4	6.5	6.2	0.9	0.8	13.8	13.0
중국은행	201.0	4.2	-0.7	4.2	18.1	22.1	7.4	7.1	0.9	0.8	11.6	11.2
교통은행	73.5	6.6	-1.2	0.5	9.3	12.7	7.3	7.1	0.8	0.7	10.7	10.2

자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 9월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 9월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 9월 4일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이수정, 박형렬, 은경원)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 4등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.8
중립	7.2
매도	0.0

2017년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

대림산업 (000210) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.11.10	산업분석	Buy	102,500	김형근	-32.4	-40.5	
2016.01.14	산업브리프	Buy	102,500	김형근	-32.4	-40.5	
2016.01.18	산업브리프	Buy	102,500	김형근	-32.3	-40.5	
2016.01.29	기업브리프	Buy	102,500	김형근	-26.2	-40.5	
				담당자 변경			
2016.06.14	산업분석	Buy	115,000	박형렬	-31.7	-35.5	
2016.07.19	산업브리프	Buy	115,000	박형렬	-31.2	-35.5	
2016.07.29	기업브리프	Buy	115,000	박형렬	-29.6	-35.5	
2016.08.25	산업분석	Buy	115,000	박형렬	-28.9	-35.5	
2016.10.26	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	-31.8	-35.7	
2016.11.28	산업분석	Buy	120,000	박형렬	-30.7	-36.3	
2017.01.25	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	-31.1	-36.3	
2017.04.28	기업브리프	Buy	120,000	박형렬	-31.3	-36.3	
2017.05.23	산업분석	Buy	120,000	박형렬	-29.5	-36.3	
2017.09.04	산업분석	Buy	120,000	박형렬			

현대건설 (000720) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.11.10	산업분석	Hold	39,900	김형근	-17.4	-31.5	
2016.01.14	산업브리프	Hold	39,900	김형근	-17.5	-31.5	
2016.01.18	산업브리프	Hold	39,900	김형근	-17.7	-31.5	
2016.01.28	기업브리프	Hold	39,900	김형근	-12.5	-31.5	
				담당자 변경			
2016.06.14	산업분석	Buy	52,000	박형렬	-36.3	-38.7	
2016.07.19	산업브리프	Buy	52,000	박형렬	-36.0	-38.7	
2016.07.28	기업브리프	Buy	52,000	박형렬	-32.9	-38.7	
2016.08.25	산업분석	Buy	52,000	박형렬	-28.6	-38.7	
2016.10.28	기업브리프	Buy	52,000	박형렬	-26.6	-38.7	
2016.11.28	산업분석	Buy	52,000	박형렬	-19.1	-38.7	
2017.05.23	산업분석	Buy	59,000	박형렬	-23.0	-31.1	
2017.09.04	산업분석	Buy	59,000	박형렬			

GS건설 (006360) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.11.10	산업분석	Buy	34,500	김형근	-37.9	-46.7	
2016.01.14	산업브리프	Buy	34,500	김형근	-39.0	-45.1	
2016.01.18	산업브리프	Buy	34,500	김형근	-38.7	-45.1	
2016.01.28	기업브리프	Buy	34,500	김형근	-37.9	-45.1	
				담당자 변경			
2016.06.14	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-26.5	-45.1	
2016.07.19	산업브리프	Buy	41,000	박형렬	-33.3	-37.1	
2016.08.25	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-31.4	-37.1	
2016.09.26	기업브리프	Buy	41,000	박형렬	-31.2	-37.1	
2016.10.27	기업브리프	Buy	41,000	박형렬	-30.2	-40.2	
2016.11.28	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-31.2	-42.3	
2017.04.27	기업브리프	Buy	41,000	박형렬	-30.7	-42.3	
2017.05.23	산업분석	Buy	41,000	박형렬	-30.4	-42.3	
2017.09.04	산업분석	1년 경과 Buy	41,000	박형렬	-30.1	-30.5	

현대산업 (012630) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.11.10	산업분석	Buy	67,600	김형근	-41.0	-47.7	
2016.01.14	산업브리프	Buy	67,600	김형근	-40.9	-47.7	
2016.01.18	산업브리프	Buy	67,600	김형근	-39.9	-47.7	
2016.02.04	기업브리프	Buy	67,600	김형근	-36.8	-47.7	
				담당자 변경			
2016.06.14	산업분석	Buy	55,000	박형렬	-28.3	-31.3	
2016.07.19	산업브리프	Buy	55,000	박형렬	-27.5	-31.3	
2016.07.27	기업브리프	Buy	60,000	박형렬	-25.2	-27.8	
2016.08.25	산업분석	Buy	60,000	박형렬	-20.3	-27.8	
2016.10.19	기업브리프	Buy	65,000	박형렬	-27.0	-36.8	
2016.11.28	산업분석	Buy	65,000	박형렬	-32.6	-38.7	
2017.04.26	기업브리프	Buy	60,000	박형렬	-24.5	-25.6	
2017.05.23	산업분석	Buy	60,000	박형렬	-25.2	-38.0	
2017.09.04	산업분석	Buy	53,000	박형렬			

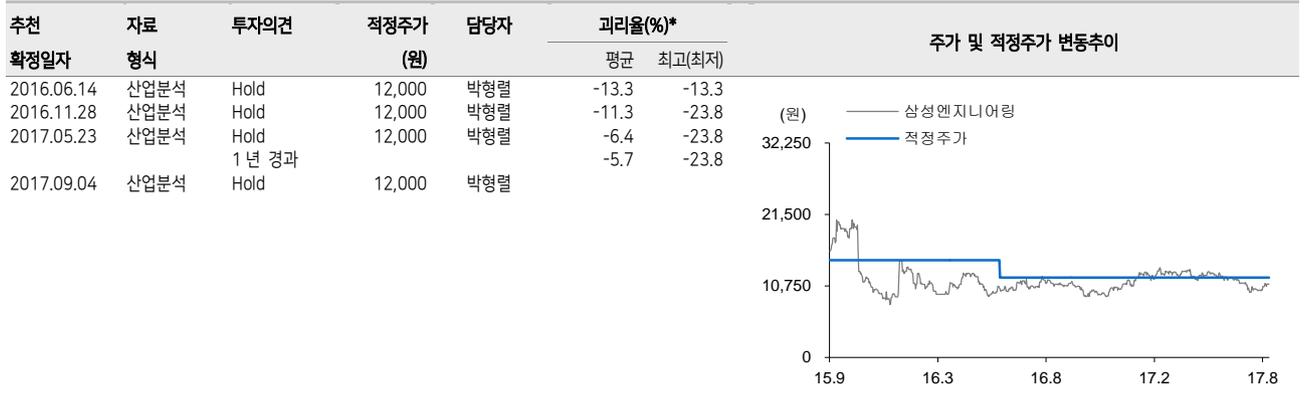
대우건설 (047040) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.11.10	산업분석	Hold	6,900	김형근	-8.6	-25.8	
2016.01.14	산업브리프	Hold	6,900	김형근	-8.9	-25.8	
2016.01.18	산업브리프	Hold	6,900	김형근	-11.2	-25.8	
				담당자 변경			
2016.06.14	산업분석	Hold	6,500	박형렬	-6.7	-19.2	
2016.11.28	산업분석	Hold	6,500	박형렬	-5.8	-21.8	
2017.05.23	산업분석	Hold	8,000	박형렬	-6.6	-15.4	
2017.09.04	산업분석	Hold	8,000	박형렬			

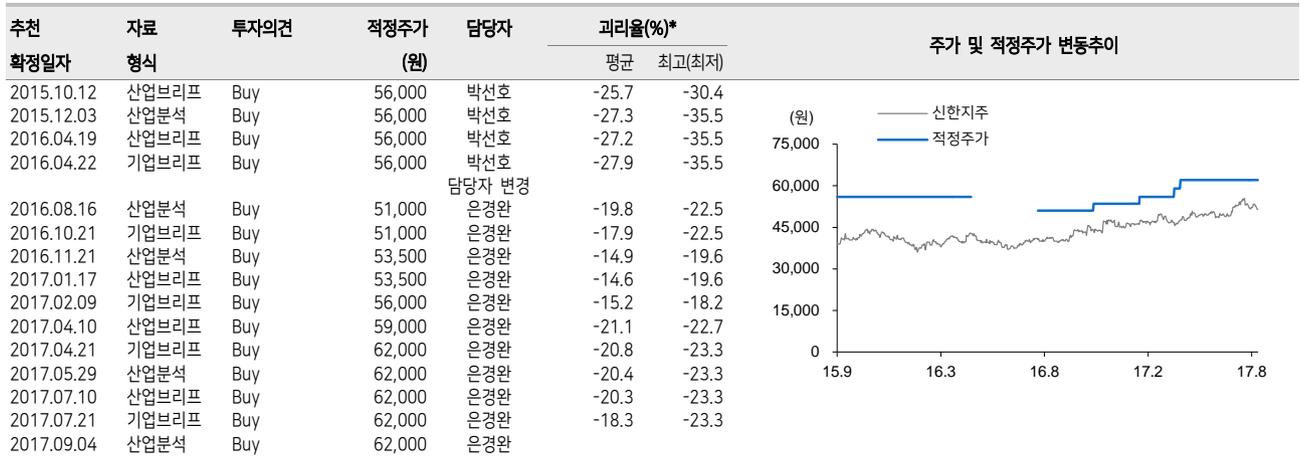
삼성엔지니어링 (028050) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



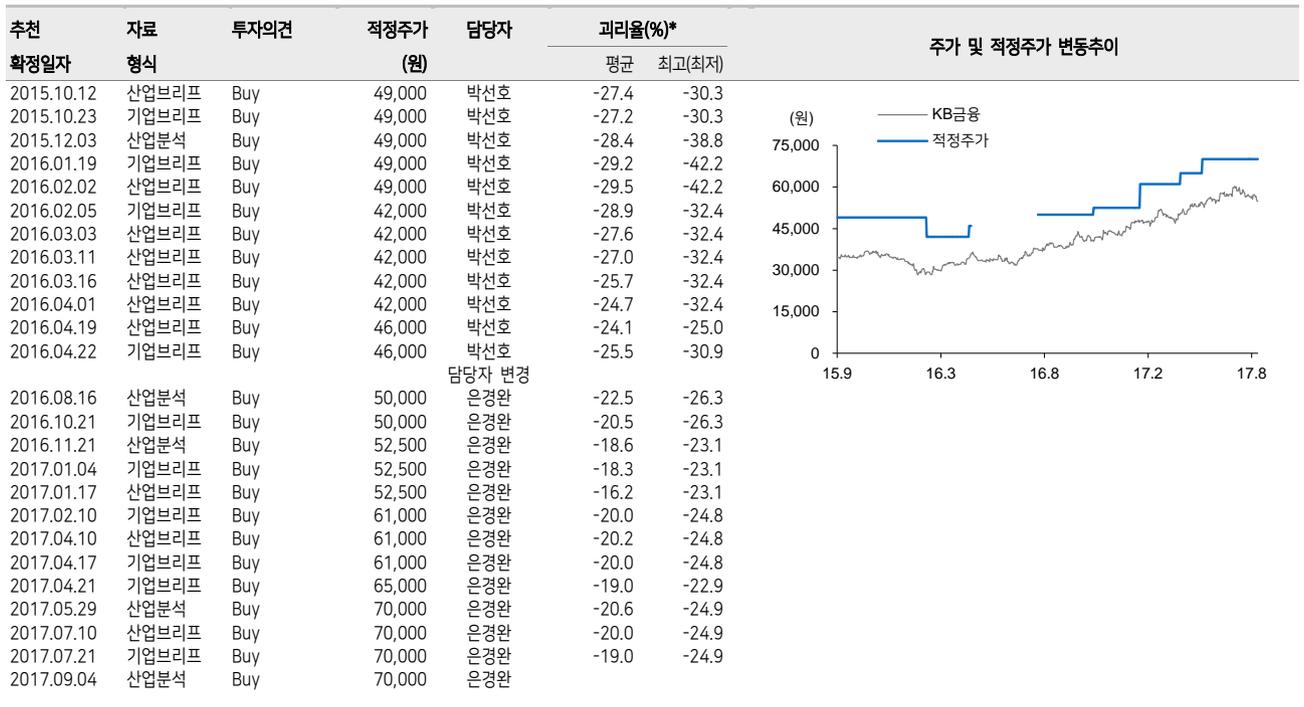
신한지주 (055550) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



KB 금융 (105560) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년



하나금융지주 (086790) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.10.12	산업브리프	Buy	38,000	박선호	-27.4	-31.4	
2015.10.26	기업브리프	Buy	38,000	박선호	-28.1	-33.4	
2015.12.03	산업분석	Buy	35,000	박선호	-36.0	-43.9	
2016.03.16	산업브리프	Buy	35,000	박선호	-35.3	-43.9	
2016.04.01	산업브리프	Buy	35,000	박선호	-34.9	-43.9	
2016.04.19	산업브리프	Buy	33,000	박선호	-22.2	-24.2	
2016.04.25	기업브리프	Buy	33,000	박선호	-23.9	-32.0	
				담당자 변경			
2016.08.16	산업분석	Buy	37,000	은경완	-20.8	-24.7	
2016.10.24	기업브리프	Buy	37,000	은경완	-17.8	-24.7	
2016.11.21	산업분석	Buy	40,000	은경완	-18.2	-22.8	
2017.01.17	산업브리프	Buy	40,000	은경완	-18.0	-22.8	
2017.01.25	기업브리프	Buy	40,000	은경완	-12.6	-22.8	
2017.04.10	산업브리프	Buy	45,000	은경완	-18.6	-21.0	
2017.04.24	기업브리프	Buy	47,000	은경완	-12.2	-16.6	
2017.05.29	산업분석	Buy	53,000	은경완	-18.5	-22.5	
2017.07.10	산업브리프	Buy	58,000	은경완	-17.8	-20.1	
2017.07.24	기업브리프	Buy	65,000	은경완	-22.8	-25.7	
2017.09.04	산업분석	Buy	65,000	은경완			

우리은행 (000030) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.10.12	산업브리프	Buy	12,000	박선호	-21.2	-26.3	
2015.12.03	산업분석	Buy	12,000	박선호	-22.1	-30.0	
2016.01.12	기업브리프	Buy	12,000	박선호	-23.1	-31.4	
2016.04.19	산업브리프	Buy	12,000	박선호	-21.4	-31.4	
				담당자 변경			
2016.08.16	산업분석	Buy	13,000	은경완	-14.1	-21.2	
2016.10.20	기업브리프	Buy	14,500	은경완	-13.9	-16.2	
2016.11.14	기업브리프	Buy	14,500	은경완	-14.5	-16.9	
2016.11.21	산업분석	Buy	15,000	은경완	-15.3	-20.0	
2017.01.17	산업브리프	Buy	15,000	은경완	-14.5	-20.0	
2017.02.09	기업브리프	Buy	17,000	은경완	-20.7	-23.5	
2017.04.10	산업브리프	Buy	17,000	은경완	-20.3	-23.5	
2017.04.20	기업브리프	Buy	18,000	은경완	-15.0	-21.1	
2017.05.29	산업분석	Buy	19,000	은경완	-10.0	-19.5	
2017.07.10	산업브리프	Buy	21,500	은경완	-13.4	-14.7	
2017.07.21	기업브리프	Buy	21,500	은경완	-12.9	-15.3	
2017.09.04	산업분석	Buy	21,500	은경완			

기업은행 (024110) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2015.10.12	산업브리프	Buy	17,500	박선호	-22.3	-27.4	
2015.11.02	기업브리프	Buy	17,500	박선호	-22.1	-27.4	
2015.12.03	산업분석	Buy	17,500	박선호	-25.7	-38.9	
2016.03.16	산업브리프	Buy	17,500	박선호	-26.0	-38.9	
2016.04.01	산업브리프	Buy	17,500	박선호	-26.4	-38.9	
2016.04.19	산업브리프	Buy	16,000	박선호	-27.5	-30.9	
				담당자 변경			
2016.08.16	산업분석	Buy	15,000	은경완	-19.1	-23.7	
2016.10.31	기업브리프	Buy	15,000	은경완	-17.6	-23.7	
2016.11.21	산업분석	Buy	16,000	은경완	-18.0	-23.4	
2017.01.17	산업브리프	Buy	16,000	은경완	-18.4	-23.4	
2017.02.15	기업브리프	Buy	16,000	은경완	-19.9	-24.4	
2017.04.10	산업브리프	Buy	16,000	은경완	-20.3	-25.3	
2017.04.24	기업브리프	Buy	15,000	은경완	-15.7	-17.3	
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	15,000	은경완	-11.7	-17.3	
2017.07.10	산업브리프	Trading Buy	15,000	은경완	-10.1	-17.3	
2017.07.24	기업브리프	Trading Buy	16,000	은경완	-4.2	-6.6	
2017.09.04	산업분석	Trading Buy	16,000	은경완			

BNK 금융지주 (138930) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.08.16	산업분석	Buy	11,500	은경완	-23.0	-25.7	
2016.10.31	기업브리프	Buy	11,500	은경완	-22.2	-25.7	
2016.11.21	산업분석	Buy	11,500	은경완	-22.4	-25.7	
2017.01.17	산업브리프	Buy	11,500	은경완	-22.7	-25.8	
2017.02.10	기업브리프	Buy	11,500	은경완	-22.3	-25.8	
2017.04.10	산업브리프	Buy	11,500	은경완	-22.2	-25.8	
2017.04.27	기업브리프	Buy	11,500	은경완	-21.5	-25.8	
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	11,500	은경완	-19.7	-25.8	
2017.07.10	산업브리프	Trading Buy	11,500	은경완	-18.8	-25.8	
2017.07.31	기업브리프	Trading Buy	11,500	은경완	-18.1	-25.8	
2017.09.04	산업분석	Trading Buy	11,500	은경완	-	-	

DGB 금융지주 (139130) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.08.16	산업분석	Buy	11,000	은경완	-16.2	-20.2	
2016.10.28	기업브리프	Buy	11,000	은경완	-15.6	-20.2	
2016.11.21	산업분석	Buy	12,000	은경완	-18.3	-21.4	
2017.01.17	산업브리프	Buy	12,000	은경완	-17.6	-21.4	
2017.02.09	기업브리프	Buy	12,000	은경완	-13.7	-21.4	
2017.04.10	산업브리프	Buy	13,700	은경완	-17.2	-22.3	
2017.05.12	기업브리프	Buy	13,700	은경완	-15.6	-22.3	
2017.05.29	산업분석	Buy	14,000	은경완	-17.3	-19.3	
2017.07.10	산업브리프	Buy	14,000	은경완	-16.7	-19.3	
2017.08.01	기업브리프	Buy	14,000	은경완	-17.2	-22.1	
2017.09.04	산업분석	Buy	14,000	은경완	-	-	

JB 금융지주 (175330) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.08.16	산업분석	Buy	7,300	은경완	-18.7	-21.1	
2016.11.01	기업브리프	Buy	7,300	은경완	-19.3	-22.9	
2016.11.21	산업분석	Buy	7,300	은경완	-20.0	-23.0	
2017.01.17	산업브리프	Buy	7,300	은경완	-20.4	-24.7	
2017.02.13	기업브리프	Buy	7,300	은경완	-20.4	-24.7	
2017.04.10	산업브리프	Buy	7,000	은경완	-15.8	-18.9	
2017.05.08	기업브리프	Buy	7,000	은경완	-14.0	-18.9	
2017.05.29	산업분석	Trading Buy	7,000	은경완	-12.0	-18.9	
2017.07.10	산업브리프	Trading Buy	7,000	은경완	-10.2	-18.9	
2017.08.01	기업브리프	Trading Buy	7,700	은경완	-14.9	-19.5	
2017.09.04	산업분석	Trading Buy	7,700	은경완	-	-	