

Neutral
(Maintain)

은행

은행 1/4분기 실적 프리뷰: 시장 기대치 부합하는 실적 시현



이자부문 이익은 기대 이상, 유가증권 부문은 기대 이하의 실적을 기록하면서 1/4분기 은행 실적은 시장의 기대치에 부합하는 수준이 될 것으로 전망. 그러나, 부동산 시장 침체가 가속화되면서 은행의 이익 성장은 점차 둔화될 것으로 예상. 은행의 적극적인 위험관리와 비은행의 역량 강화가 필요한 시점임.

>>> 1/4분기 은행실적, 시장의 기대치에 부합하는 수준 전망

시중은행의 1/4분기 실적은 시장의 기대치, 당사 추정치에 부합하는 수준을 기록할 것으로 예상된다. 양호한 수준의 여신 성장과 순이자마진 시현으로 이자부문에서 긍정적인 실적을 기록할 것으로 예상되기 때문이다. 아울러 대손 비용, 판관비 등 경상적 비용도 계절적 요인 등으로 기대 이상의 실적을 기록할 것이다. 다만 증시 여건 악화, 채권 및 외환시장의 변동성 확대 등으로 유가증권이익이 감소, 전체 실적은 시장 기대치에 부합할 것으로 예상된다.

>>> 부동산 시장 침체 여부, 향후 여신 성장의 변수

1/4분기 국내 은행의 여신 성장률은 1.5%~2% 내외로 양호한 성장률을 기록할 것으로 예상된다. 4월 이후 투기지역에 대한 양도세 강화 등의 영향으로 부동산 거래가 급증한 점, DSR, LTI 적용 등 대출 규제가 강화되는 점을 감안하여 선제적으로 대출을 늘린 점이 대출 증가의 주요인으로 해석된다. 그러나, 부동산 시장의 침체, 정부의 대출 규제 강화, 기준 금리 인상으로 인한 대출금리 인상 등의 영향으로 대출 증가율은 빠르게 둔화될 것으로 예상된다.

>>> 순이자마진은 1/4분기 정점으로 점진적 하락할 것 예상

은행의 순이자마진은 시장의 기대와 달리 1/4분기를 정점으로 점진적으로 하락할 것으로 예상된다. 은행간 경쟁이 심화되는 상황에서 부동산 및 관련 대출 규제 강화로 대출 수요가 급격히 둔화될 것으로 예상되기 때문이다. 기준 금리 인상 시 순이자마진이 상승할 것으로 기대하지만 장기적으로 현 시점에서는 대출 수요를 억제해 궁극적으로 순이자 마진에 부정적으로 작용할 가능성이 높다. 과거 사례를 볼 때 기준 금리 인상은 단기적으로는 긍정적일 수 있지만 장기적으로는 대출 수요를 억제함으로써 순이자마진에 부정적인 것으로 분석된다.

Compliance Notice

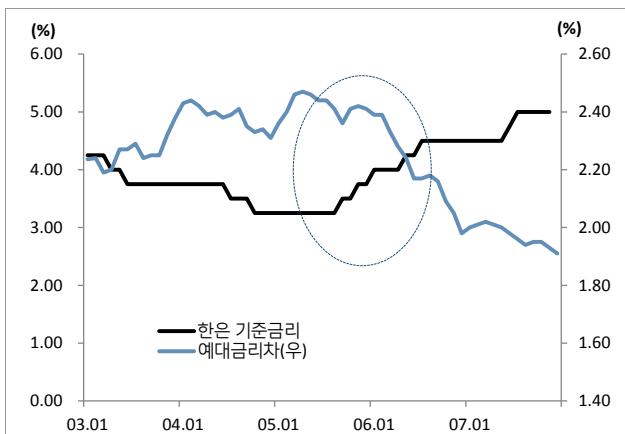
- 당사는 4월 9일 현재 상기에 언급된 종목들 중 '우리은행'의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있으며, 그 밖의 언급한 종목들의 발행주식은 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

1/4분기 순이자 마진은
1~2bp 정도 개선 예상

4/4분기 다소 주춤했던 마진이 다시 개선되면서 마진 개선 기대감에 따른 향후 실적 개선 기대감이 높아지고 있다. 실제 1/4분기 시중은행의 순이자마진은 1~2bp 개선, 당초 예상했던 수준을 기록할 것으로 예상된다. 지난 4/4분기에 상당수 은행의 순이자마진이 전분기 대비 하락한 점, 기준금리 인상 대비 시장금리 상승폭이 컸다는 점, 마진이 높은 개인사업자 대출이 급증한 점 등을 고려해 볼 때 시중은행의 순이자마진 개선 폭은 시장의 기대치보다는 다소 미흡한 것으로 해석된다. 이와 같은 상황에도 향후 은행의 순이자 마진이 기준금리 인상과정에서 개선될 것이라는 업계와 시장의 기대가 커 투자자들의 눈높이 조정이 불가피해 보인다. 그 이유는 다음과 같다.

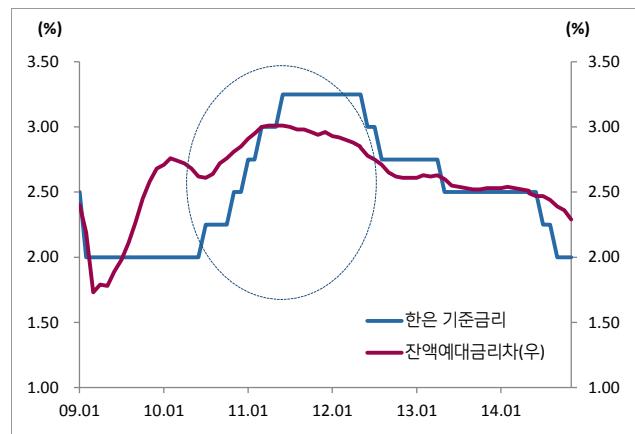
첫째, 과거 사례를 볼 때 기준 금리 인상과 은행 순이자마진 간의 어떤 상관관계를 찾기 어렵다는 점이다. 2005년~2006년 사례를 보면 기준 금리 인상과정에서 예대금리차는 하락하였다. 2010년~2011년 사례에서는 마진이 예대금리차가 상승하였지만 인상이 종료되는 시점에는 다시 하락 반전하였다. 예대금리차가 개선된 이유를 금리 인상에서 찾기보다는 시장의 경쟁환경에서 찾는 것이 타당해 보인다. (기준금리 금리 인상 이전인 2009년 초부터 예대금리차는 상승하기 시작했음) 최근 예대금리차가 개선되는 이유 또한 기준금리 인상보다는 저금리 정책의 영향으로 대출 수요가 증가, 시장환경이 공급자(은행) 위주로 변화된 데에서 찾는 것이 타당해 보인다. 참고로 미국 은행의 경우 기준금리가 하락하는 기간, 상승하는 기간 모두 순이자마진이 상승하였다. 원가 상승을 손쉽게 격차에 전가할 수 있는 구조를 갖고 있는 공급자 우위의 미국은행 산업 특성을 엿볼 수 있는 사례이다.

2006년 기준금리 인상 과정에서 예대금리차 추이



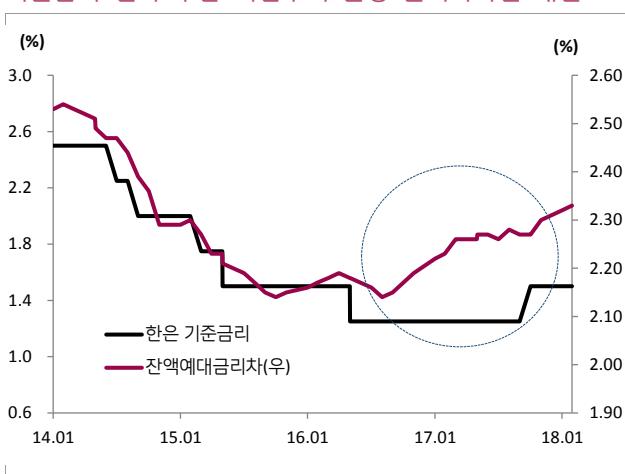
자료: 한국은행

2010년~2011년 기준금리 인상과정에서 예대금리차 추이



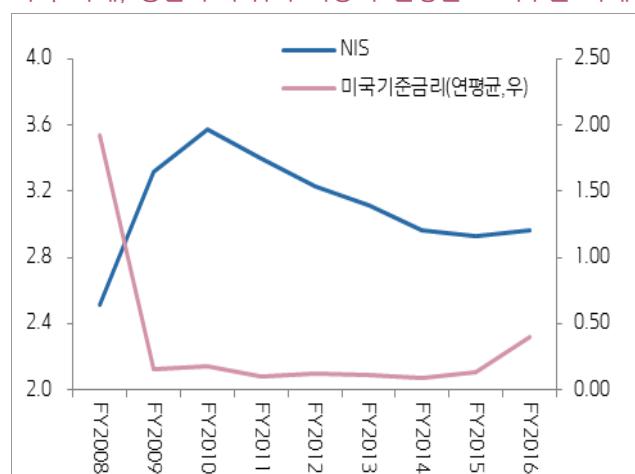
자료: 한국은행

기준금리 인하 후반 시점부터 은행 순이자마진 개선



자료: 한국은행

미국 사례, 공급자 우위의 시장의 전형을 보여주는 사례



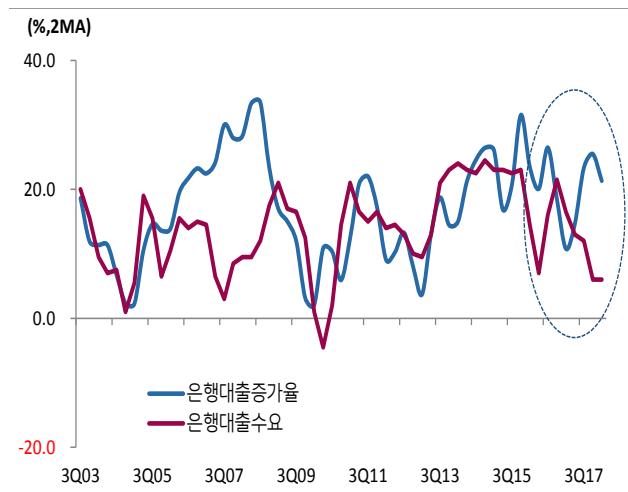
자료: FDIC

기준 금리 상승, 은행 순 이자마진에 부정적일 전망

둘째, 시점에 따라 기준금리 변동이 순이자마진에 영향이 다르게 나타나는데 현재와 같은 여건, 즉 과도한 통화 완화 정책의 부작용을 해소하기 위한 금리 정상화 과정에서는 부정적 영향을 미칠 것으로 예상된다. 기준금리 인상이 대출 수요의 대부분인 가계 및 소호 등 부동산 등 주요 대출의 수요를 위축시킬 수 있는 이유에서다. 만일 여타 제조업 부문의 대출 수요 증가 과정에서 금리 인상이 진행된다면 순이자마진에 긍정적일 수 있지만 부동산 이외 대출이 전체 대출을 견인하지 못하는 여건 하에서는 긍정적이기 어렵다.

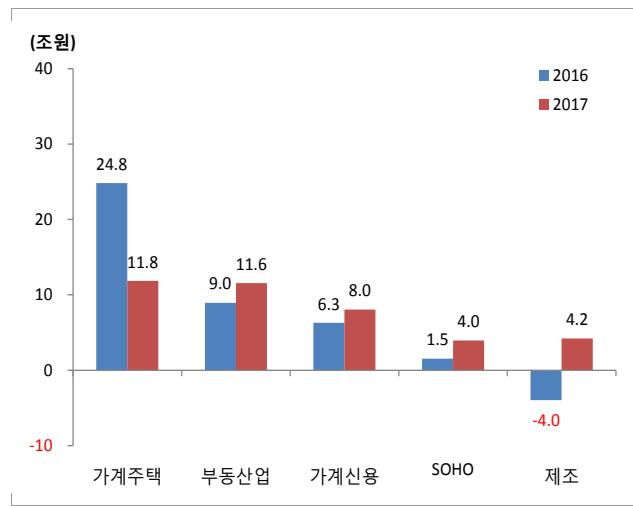
셋째, 은행간 경쟁은 점차 가속화되고 있는 상황으로 원가 상승(조달금리 상승)을 가격(대출금리)에 반영하기 어려운 상황이 심화되기 때문이다. 주택관련 여신 시장이 실수요자 중심으로 전환됨에 따라 대출 한도가 많고 금리가 매력적인 주택금융공사의 점유율이 높아질 것으로 예상되는 데다 카카오뱅크 등 신규 진입자의 진출도 은행간 경쟁을 가속화하고 있다. 인터넷 은행의 신규 진출과 이에 따른 은행의 핀테크 투자 강화는 궁극적으로 은행간 대출 경쟁을 심화시키는 요인이 될 수밖에 없다. 반면 은행은 과잉 자본 문제 해소, 조직 관리 등을 위해 일정 수준의 성장을 유지해야 하기 때문에 경쟁이 가속화될 경우 일정 수준의 마진 축소를 감내할 수밖에 없다.

대출 수요 둔화, 대출 증가율 둔화로 연결될 가능성 높음



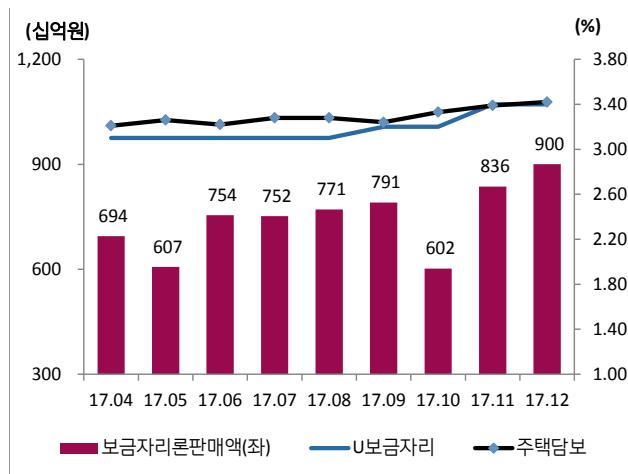
자료: 키움증권

주요 은행, 부동산 관련 대출이 성장의 주요인



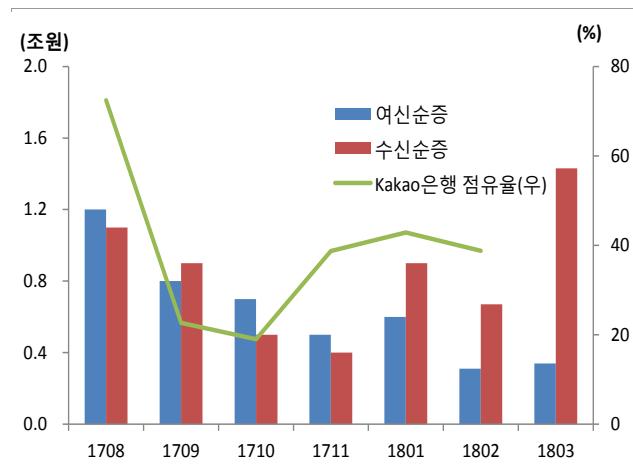
자료: 국민은행, 신한은행, 우리은행, 하나은행, 여신 순증 기준

주택금융공사 보금자리론, 은행 마진 개선 제약요인으로 작용



자료: 주택금융공사, 한국은행

카카오은행, 은행간 금리 경쟁 심화 요인으로 작용



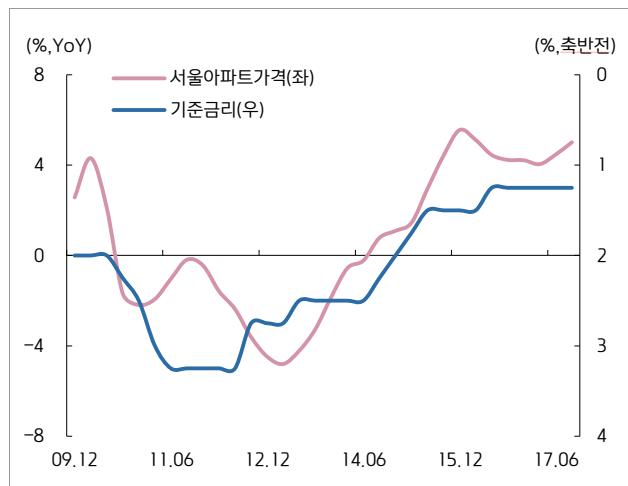
자료: 카카오은행, 점유율은 가계 신용 기준임

저금리 기조 지속에 따른 부작용 심화되는 상황

한편 기준금리 인상에 대해 한국은행 층재뿐만 아니라 대부분 이코노미스트들도 보수적인 시각을 갖고 있다. 내수 침체, 제조업 경기 둔화와 더불어 물가 안정 등이 기준금리를 인상하기 어렵게 이유이다. 그러나, 기준금리를 적정금리 대비해 낮게 가져가면서 나타나는 부작용이 지속되고 있다는 점 또 한 주목할 만하다. 그 내용을 정리하면 다음과 같다.

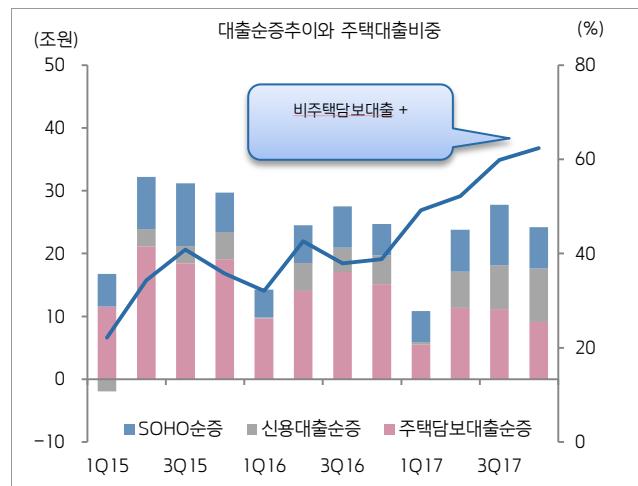
첫째, 정부의 과도한 저금리 정책이 부동산 시장 등 자산 시장의 왜곡현상을 심화시키고 있다는 점이다. 그 동안 정부의 의도대로 기준금리 인하와 부동산 관련 규제 완화가 부동산 가격 급등과 자금 흐름의 왜곡 현상을 유발한 바 있다. 이에 대한 대응으로 정부는 8.2 부동산 규제 대책 등 적극적인 대책을 제시하고 있으나 저금리 기조 하에서의 정부 정책은 풍선 효과 등 예측하지 못한 새로운 문제점을 낳고 있다는 점이다. 예를 들면 주택 담보대출을 규제하자 은행은 LTV 규제가 적고 마진이 높은 상가 및 오피스텔 중심의 개인사업자 대출을 늘린 것으로 나타났다. 정부의 규제 강화 이후 담보물건의 유동성이 높고 시스템적으로 통제가 용이한 주택담보대출과 달리 유동성이 낮고 위험관리가 상대적으로 느슨한 SOHO 및 가계신용 분야로 여신이 확대 됨에 따라 전체 위험이 더 확대 되고 있는 점은 금융 안정의 책임이 있는 한국은행 입장에서 볼 때 매우 부담스러운 사안이다.

부동산 가격, 기준금리와 높은 상관관계 보여



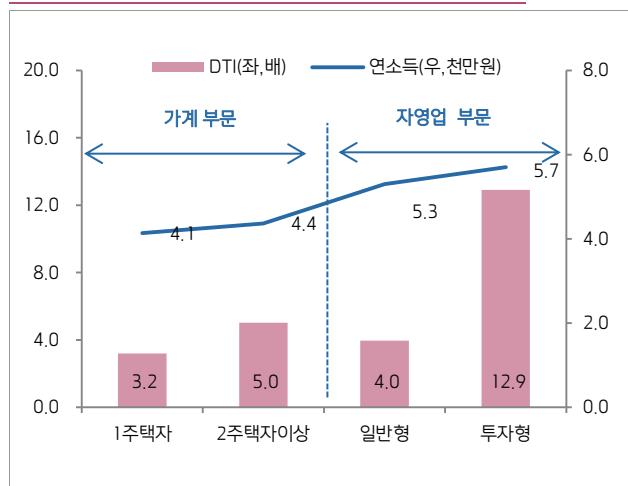
자료: 한국은행, 부동산114

대출 규제 이후 개인사업자, 신용대출 급증



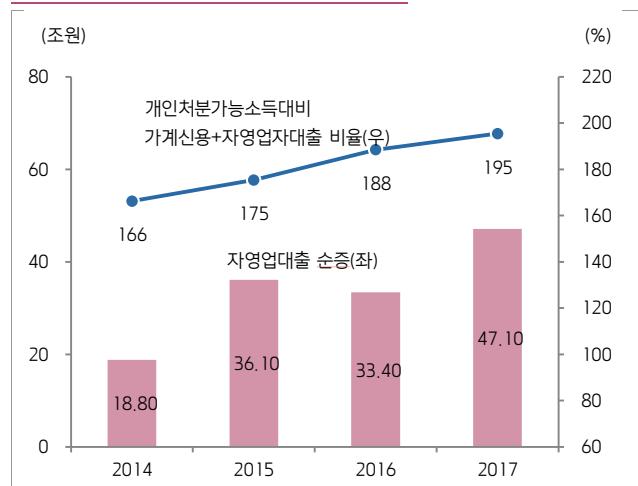
자료: 한국은행

다주택자와 자영업자의 신용 위험도 수준 비교



자료: 한국은행 금융안정보고서

자영업자 부채 순증과 위험도 추이

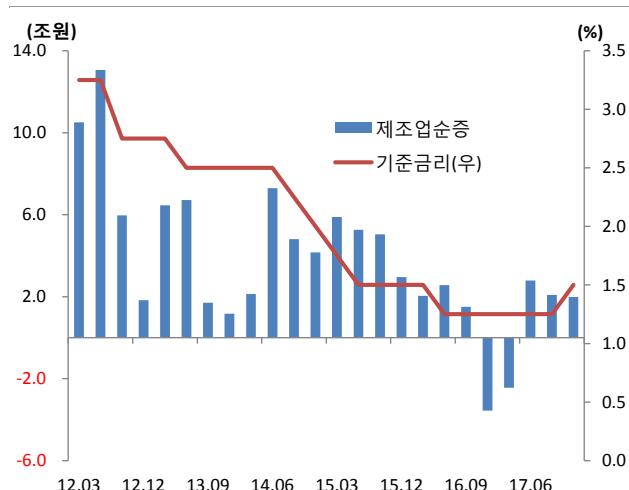


자료: 한국은행

기준금리 변화와 경기, 물가간의 상관관계가 낮아지고 있음

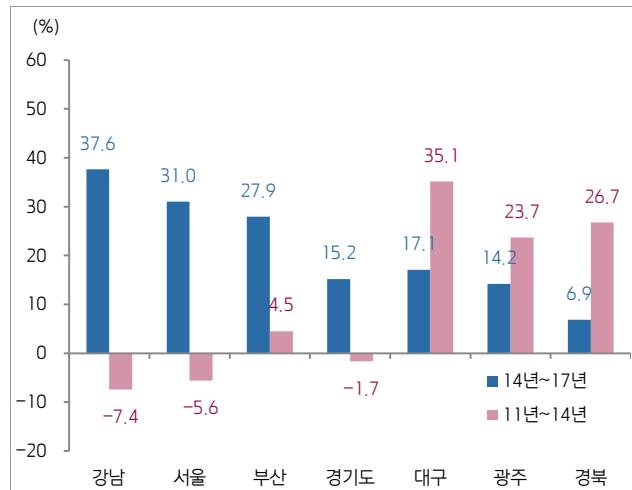
둘째, 기준 금리 변동과 실물 경제간의 상관관계가 지속적으로 낮아지고 있다는 점이다. 은행의 부동산 관련 대출 의존도가 갈수록 높아지는 상황에서 기준 금리 인하 시 신용위험이 높은 제조업에 여신 공급을 늘리기 보다 주택관련 대출을 늘렸다는 점은 금리 인하의 목적과 배치된다는 점에서 주목할 부분이다. 이와 같은 상황에서는 오히려 기준 금리 인상을 통해 부동산 시장으로의 자금 유입을 차단 해야 정부가 기대하는 실물 시장으로의 자금 유입을 기대할 수 있는 아이러니한 상황이 되었다. 실제 2017년 은행 대출 자료에 따르면 기준금리 인하 과정에서 제조업 대출은 감소하였으며 기준금리 인상 전후 대출이 증가하였다. 가계 역시 정부의 저금리 정책을 통한 주택시장 부양책이 주택 구매 등과 같은 주거비에 과도한 소비(투자)를 함으로써 여타 소비를 제약 하는 요인으로 작용하고 있다는 점에서 정책의 모순점이 여실히 드러나고 있다. 즉, 기준 금리 인하를 통해 내수 부양을 하겠다고 하였지만 오히려 기준 금리 인하로 인해 내수 침체가 장기화되는 악순환의 고리에 봉착해 있다는 것이다. 주택가격 상승 시 주거비 상승으로 평균 소비성향이 높은 중산층 이하 가계의 소비 악화에 부정적인 영향을 미치며 이는 내수 부진, 물가 하락으로 연결되고 있다. 미국의 경우 한국과 달리 주택가격을 소비자물가지수에 23%나 반영하고 있는 점은 시사하는 바가 크다.

기준금리 인하 이후 은행의 제조업대출은 감소



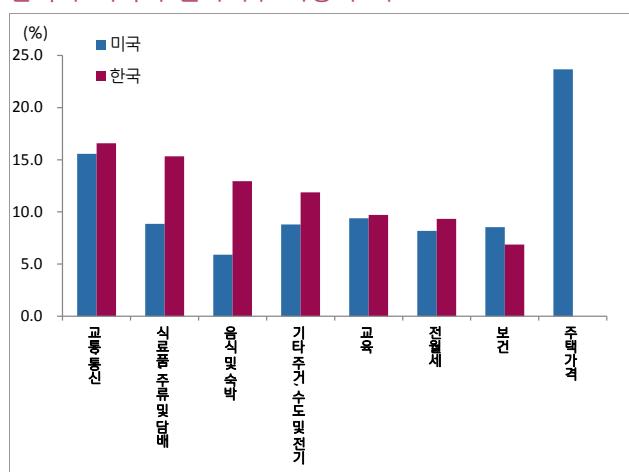
자료: 키움증권

정책 금리 변동 전후 지역별 부동산 시장 현황



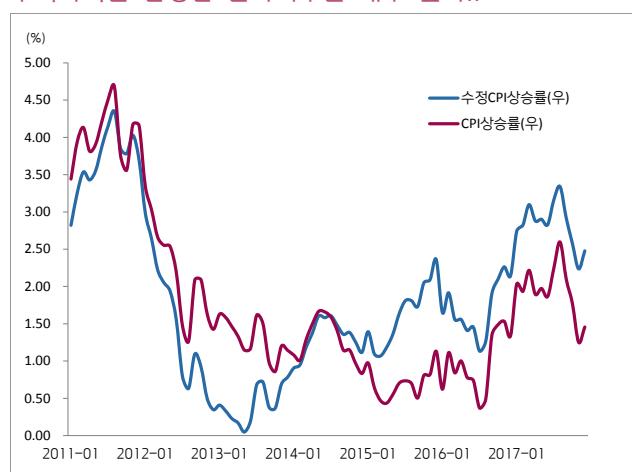
자료: 부동산 114

한국과 미국의 물가지수 가중치 비교



자료: 통계청, 미국 노동통계국

주택가격을 반영한 물가지수는 매우 높아..



자료: 통계청, 부동산 114

주: 주택가격의 가중치를 미국과 동일하게 24% 반영하였을 때 CPI 상승률

은행지주별 분기 손익 비교

	3Q17	4Q17	1Q18E	%QoQ	2Q18E	3Q18E	4Q18E
분기 순이익							
신한지주	997	892	840	-8.4	794	794	517
KB 금융	870	990	807	-9.4	819	852	534
우리은행	280	134	486	3.4	426	228	301
하나금융	492	539	477	-5.4	437	382	231
기업은행	450	256	429	67.6	308	350	329
5 대 그룹	3,089	2,810	3,039	8.1	2,782	2,606	1,913

자료: 각사, 키움증권

은행지주별 자기자본이익률

	3Q17	4Q17	1Q18E	%QoQ	2Q18E	3Q18E	4Q18E
자기자본이익률(%)							
신한지주	12.78	11.30	10.31	-0.99	9.61	9.39	6.00
KB 금융	11.17	12.40	9.48	-2.92	9.50	9.65	5.93
우리은행	5.46	2.60	9.42	6.83	8.13	4.28	5.60
하나금융	8.90	9.56	8.21	-1.36	7.49	6.44	3.85
기업은행	9.39	5.22	8.75	3.52	6.22	6.90	6.38
5 대 그룹	9.54	8.22	9.23	1.02	8.19	7.33	5.55

자료: 각사, 키움증권

은행별 분기 손익 비교

	3Q17	4Q17	1Q18E	%QoQ	2Q18E	3Q18E	4Q18E
분기 순이익							
신한은행	592	15	550	3,544.0	504	504	211
국민은행	611	331	540	63.3	551	585	252
우리은행	280	134	486	263.8	426	228	301
KEB 하나은행	514	524	523	-0.1	473	414	262
기업은행	450	256	429	67.6	308	350	329
5 대 그룹	2,447	1,259	2,528	100.8	2,262	2,081	1,356

자료: 각사, 키움증권

은행 순이자 마진 추이 및 전망

	3Q17	4Q17	1Q18E	%QoQ	2Q18E	3Q18E	4Q18E
순이자마진							
신한은행	1.56	1.58	1.60	0.02	1.58	1.57	1.56
국민은행	1.74	1.71	1.72	0.01	1.71	1.70	1.69
우리은행	1.51	1.47	1.49	0.02	1.48	1.47	1.46
KEB 하나은행	1.52	1.53	1.54	0.01	1.52	1.51	1.50
기업은행	1.96	1.93	1.94	0.01	1.93	1.91	1.90
5 대 그룹	1.66	1.65	1.66	0.01	1.64	1.63	1.62

자료: 각사, 키움증권

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2017/04/01~2018/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	158	95.18%
중립	7	4.22%
매도	1	0.60%