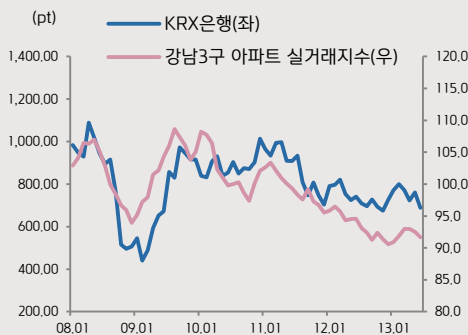


Neutral
(Maintain)은행
Analyst 서영수

02) 3787-0304/ysyoung@kiwoom.com

주택가격 하락기 2008년 ~ 2013년 상반기



자료: 국토교통부, 부동산 114, Dataguide

Compliance Notice

- 당사는 6월 4일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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.

산업동향

은행

전세가격 하락, 은행주 상승 제약 요인



은행업종, 2분기 실적도 크게 나빠질 요인이 많지 않은 데다 급락하면서 단기적 투자매력도가 증가해 단기 대응이 가능해 보인다. 다만 부동산 시장 침체가 가속화되는 상황에서 중장기적으로 하방 압력이 커질 수 있다는 점에서 단기 대응에만 주력할 것을 권고한다.

>>> 버블 해소 과정에서 예상치 못한 부실 발생 가능성 높음

2015년~2017년 주택가격 상승 이후 버블 해소 과정에서 수면 위로 부상할 수 있는 이슈는 첫째, 부동산 임대업, 즉 수익형 부동산에 대한 대출 부실화 가능성, 둘째, 소위 광통 전세라고 지칭하는 갭 투자자의 전세차입금 부실화 가능성으로 요약됨. 부실의 출발은 이전 정부의 과도한 부동산 부양책 이후 은퇴 전후 세대(50~60대)가 정부 정책에 맞추어 노후 대비를 위해 투자 목적의 부동산 투자 비중을 적극적으로 늘린 데서 시작된 것으로 추정

>>> 전세가격 하락 지속 예상, 역전세난 심화 예상

강남 주요 단지에서 조차 재계약 시 임대인이 임차인에게 현금을 지급해야 하는 상황에 직면하는 등 역전세난 문제가 전국적으로 전개되고 있는 것으로 추정. 전세 차입금 부실화 문제가 은행 및 금융시장 전반에 중요한 사안이 될 수 밖에 없는 이유는 1) 전세 차입금 상황에 실패하고 경매 등의 절차에 들어가게 되면 임대인의 소득 및 자산 등에 대한 가압류 절차가 진행됨에 따라 여타 여신으로 부실이 전이 될 수 있으며 2) 전세 가격 하락에 따른 전세 차입금 상환 과정에서 주택 가격 하락 등 자산 및 금융시장에 영향을 미칠 수 있기 때문임

>>> 공실률 상승 지속, 수익형 부동산 문제 부상 전망

수익형 부동산 투자 실패 문제 역시 상당 수준의 부실화 위험을 안고 있으며 과거 부동산 PF 등과 같이 부실화의 전철을 밟을 수 있는 것으로 판단. 동 사안이 은행에 적지 않은 부담이 될 수 있는 이유는 1) 주택담보대출과 달리 LTV 등 대출 규제가 없어 레버리지 수준이 상대적으로 높아 채무 불이행이 발생할 경우 은행의 총당금 부담이 클 수 있으며 2) 수익형 부동산 투자자의 2/3가 은퇴 연령으로 자산 가격 하락 시 채무 상환 능력이 크게 저하 될 수 있고 3) 해당 투자자의 대다수가 주택을 보유하는 경우가 많아 은행에서 대출 상환 요구가 진행 될 경우 거래가 적은 상가 보다는 환금성이 높은 주택을 처분할 가능성이 높아 2차적 피해를 입을 수 있기 때문임

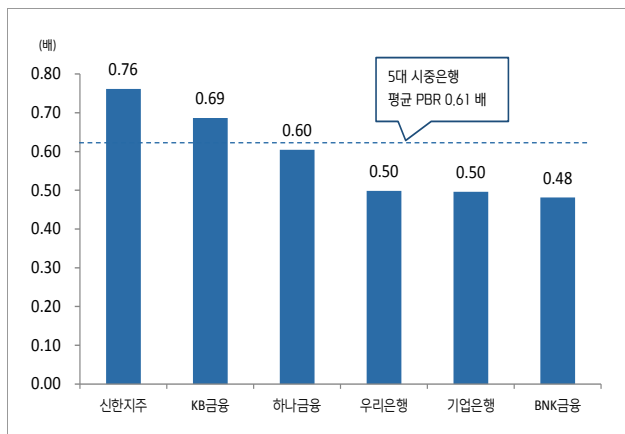
은행업종, 주가 급락으로
단기적 매력도 높아

2008년 은행업종은 2005년~2007년 전개된 부동산 버블의 해소 과정에서 장기간 약세를 지속한 바 있다. 2007년까지 부동산 버블의 영향으로 양호한 실적을 기록하였지만 2008년 예상하지 못한 부동산 PF에서 대량 부실이 발생한데다 은행의 유동성 관리 실패로 은행이 유동성 위기까지 겪었기 때문이다.

2018년 역시 2015년~2017년 사이 발생한 부동산 버블의 해소 과정을 겪고 있다. 이 과정에서 과거와 마찬가지로 일정 수준의 부실 발생을 피하기 어려울 듯하다. 2008년과 비교해 볼 때 은행의 자본력, 유동성, 다각화된 사업 포트폴리오 등 은행의 손실 흡수 능력은 뛰어나지만 과거 대비 금리 정책 등 정책당국의 거시정책의 여지가 많지 않다는 점에서 부정적 측면도 존재해 있다. 즉, 과거와 달리 정부의 도움을 기대할 수 없다는 점에서 은행의 역할이 어느 때 보다 커질 수 밖에 없다.

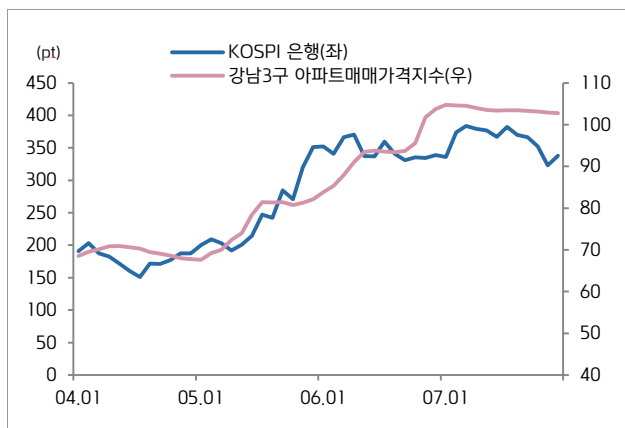
분명 현 시점에서 은행업종은 단기적으로 매력적이다. 주가 급락으로 PBR이 역사적 저점 수준에 근접해 있는 데다 예상치 못한 정부의 규제 등이 발표되지 않는 한 2/4분기 실적도 전분기 수준의 양호한 실적을 기록할 것이기 때문이다. 그러나, 하반기 이후 버블 과정에서 발생한 부실이 현실화 될 것으로 예상, 본격적인 은행업종 비중은 부실이 현실화되어 어느 정도 손익에 반영되고 부동산 시장이 안정화됨에 따라 은행의 향후 손익이 예측가능해지는 시점에 적극적으로 확대할 것을 권고한다. 구체적으로 중·장기적으로는 부동산 가격 추이에 맞추어 투자하는 것도 좋은 대안이 될 것이다.

은행주 FY18E PBR



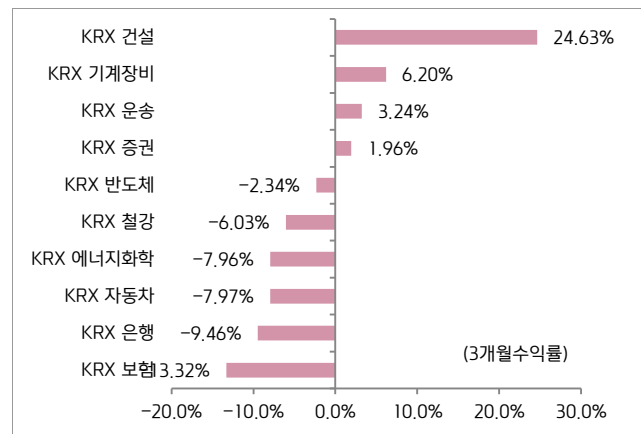
자료: 키움증권

주택가격 상승기 2004년 ~ 2007년



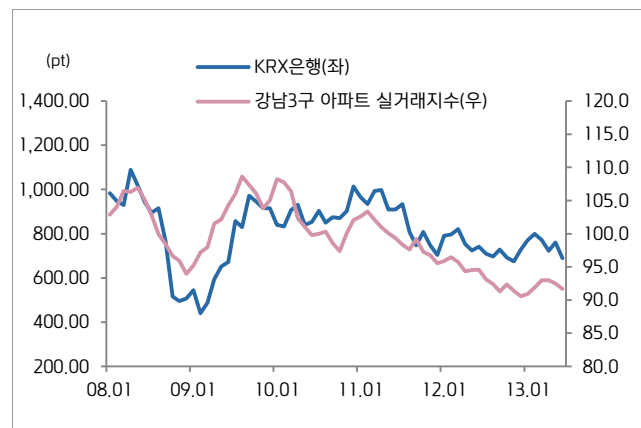
자료 :KB리브온, Dataguide, 매매가격지수는 국민은행 자료임

섹터별 3개월 수익률



자료: Dataguide, 키움증권

주택가격 하락기 2008년 ~ 2013년 상반기



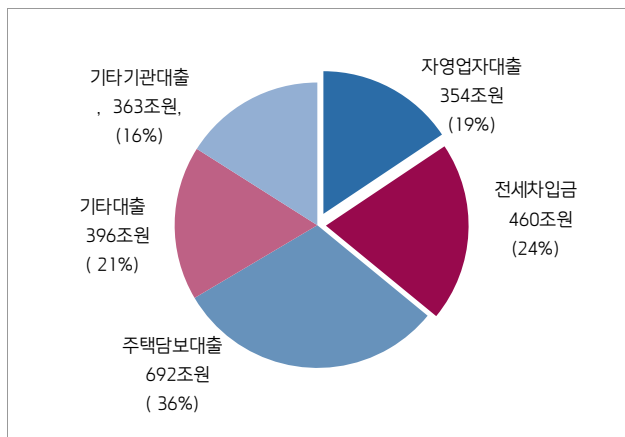
자료: 국토교통부, 부동산 114, Dataguide

자산 부실화 발생 할 수 있는 요건에 충족한 듯

지난 보고서에서 언급하였듯이 자산 버블의 해소, 즉 부동산 가격의 하락 과정에서 수면 위로 부상할 수 있는 이슈는 첫째, 부동산 임대업, 즉 수익형 부동산에 대한 대출 부실화 가능성, 둘째, 소위 갭통 전세라고 지칭하는 갭 투자자의 전세차입금 부실화 가능성으로 요약된다. 일반적으로 부실은 다음과 같은 조건이 부합할 때 발생한다. 1) 부동산 등 Asset Bubble이 발생하면서 자금 공급의 왜곡 현상이 발생하며(GDP대비 높은 여신 성장률 등), 2) 투자자, 금융회사 등 경제 주체의 이익 증대 욕구가 증대 되는 상황에서 감독당국의 관리 소홀로 위험에 대해 통제가 되지 않을 때 3) 대외 여건이 좋지 않아 금리 인하 등 정책적 해결의 여지가 많지 않을 때이다. 더욱이 주목해야 할 것은 상기 두 분야에서 부실이 확대될 경우 부동산 시장에 영향을 미침으로써 금융의 중개 기능이 약화될 수 있다는 점에서 과거 어느 사례 보다 더 예의 주시해야 할 부분으로 판단한다.

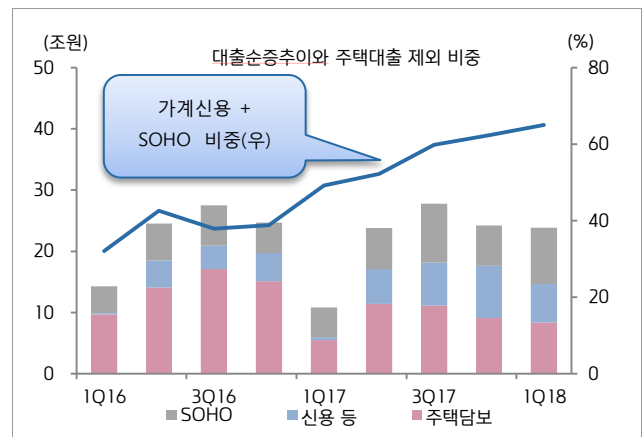
부실의 출발은 이전 정부의 과도한 부동산 부양책 이후 은퇴 전후 세대(50~60대)가 정부 정책에 맞추어 노후 대비를 위해 투자 목적의 부동산 투자 비중을 적극적으로 늘린 데서 시작된다. 여기에 문제는 부동산 불패신화와 맞물려 과도한 차입이 투자의 필수 요소로 인식되면서 적은 자본으로 무리하게 레버리지를 높여 고가의 부동산을 구매했던 것이 문제를 크게 키웠다는 점이다. 원금의 10~20%로 전세 낀 아파트나 분양아파트를 구매하는 소위 갭투자자 임대사업자 대출을 통한 상가 투자가 대표적인 사례일 것이다. 실제 다주택자 가구와 임대사업자는 각각 2014년 250만 가구에서 2016년 290만 명, 130만명에서 150만명으로 증가, 2인 이상 가구의 33%를 차지하고 있다. 대략 2014년~2017년까지 3년간 총 100만 명이 주택 또는 수익형 부동산에 투자한 것으로 추정된다.

총 가계 부채는 2,265조원(2017년 말 기준)



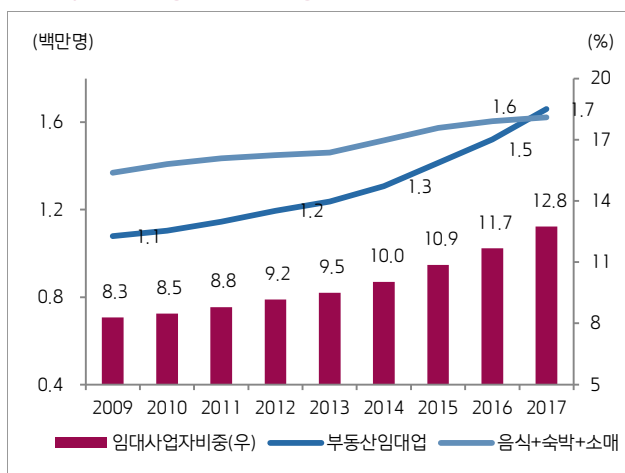
자료: 한국은행 자료를 키움증권이 재 집계함.

국내 은행의 가계대출 순증 추이



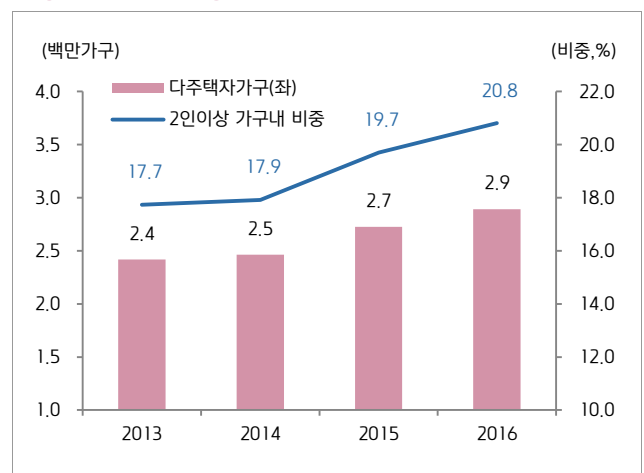
자료: 한국은행, 1Q18은 4월까지 합산 수치임

다주택자와 자영업자의 신용 위험도 수준 비교



자료: 한국은행 금융안정보고서

자영업자 부채 순증과 위험도 추이



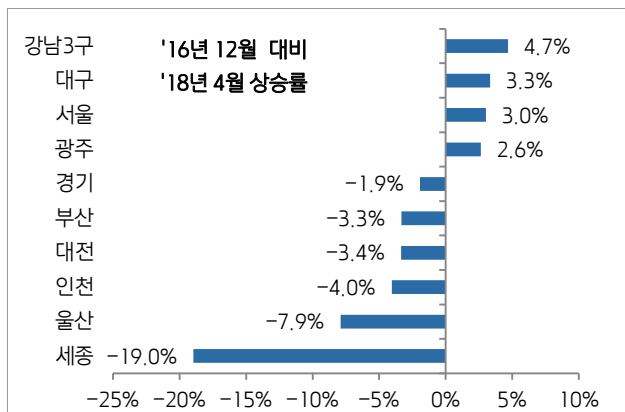
자료: 한국은행

전세 차입금 문제, 향후
부실화의 주 요인

구체적으로 갭투자 과정에서 발생한 다주택자의 전세 차입금 부실화 시나리오는 1) 주택가격이 전세 가격보다 높지만 전세 가격 하락으로 차액을 임차인에 지급해야 하는 상황과 2) 전세가격 보다 주택 가격이 더 많이 하락하여 전세 차입금 상황이 불가능해지는 상황으로 요약이 가능하다. 주택가격 하락 초기에는 전세가격 하락에 따른 차액 지급 문제가 부각될 것이며 장기화되면서 전세 차입금 상황 자체가 불가능해지는 상황으로 확대될 것이다. 한편 현 시점에서 전세 차입금의 부실화 가능성이 높다고 판단하는 이유는

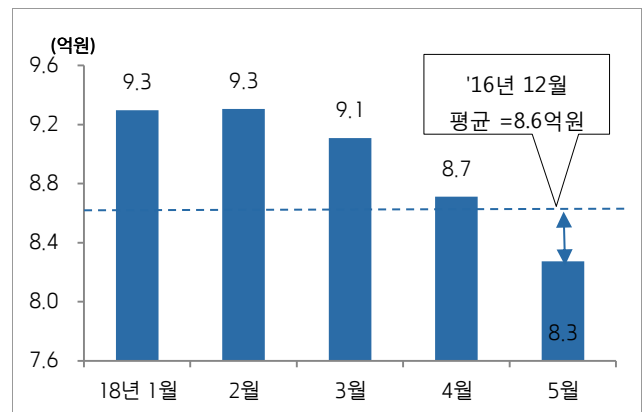
첫째, 전세 가격 하락 추세가 상당 기간 지속될 가능성이 높기 때문이다. 수도권 입주물량 증가에 따른 서울 주거자의 지방 이전, 헬리오시티 등 주요 단지의 대규모 입주, 재건축 규제 강화 등 공급 여건은 갈수록 악화되는 반면 최근 주택가격 상승 과정에서 잠재 주택 수요자(무주택자)들이 상당량을 구매하였기 때문이다. 실제 지난 국토교통부가 발표한 서울, 대구 등 일부를 제외한 대부분 지역의 4월 실거래 전세가 지수는 '16년 말 대비 상당 폭 낮다. 강남 지역 역시 지수기준으로 볼 때 안전하지만 5월 거래된 주요 단지 전세 실거래가격을 분석해 보면 전세 차입금이 전혀 안전하지 못한 것으로 파악된다. 실제 잠실 엘스, 파크리오, 도곡 렉슬 등 강남의 대표적인 단지의 지난 5월 전세 가격은 '16년 12월 평균 가격 이하로 하락한 것으로 나타났다. 둘째, 전세금 반환 보증보험 제도가 활성화됨에 따라 전세 가격 하락 등으로 인한 임대인의 상환 의무가 더 강화되었다는 점이다. 임차인이 보험 사고를 신청하게 되면 1개월 내에 전세금을 상환 받을 수 있지만 임대인은 보험사로부터 상환 압박에 시달려 적극적인 조치를 취할 수 밖에 없기 때문이다.

강동 전세 문제, 조만간 수면위로 부상할 전망



자료: 한국은행, 부동산114

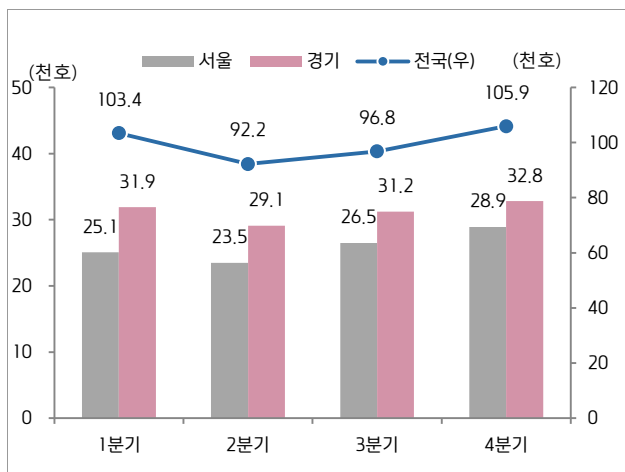
송파 및 강남 주요 지역 전세가격 추이



자료: 국토교통부 실거래가 정보

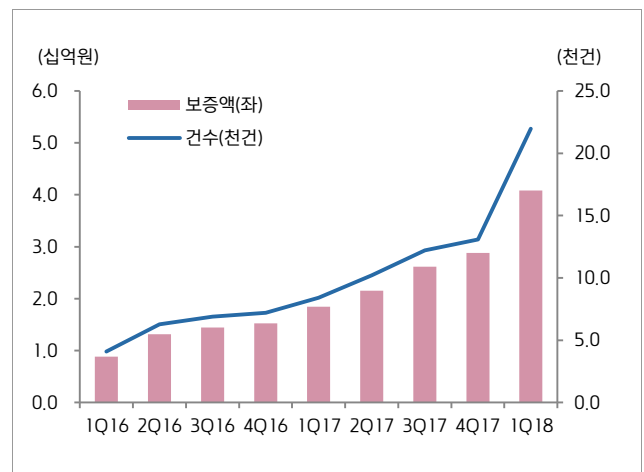
주: 잠실 엘스, 잠실 트리지움, 도곡 렉슬 3개 단지 평균, 전용면적 33평 기준

2018년 분기별 전세 재계약 물량(아파트)



자료: 국토교통부, KB금융지주연구소 자료 인용

전세 보증금 반환 보증 상품의 월별 실적 추이



자료: 서울도시주택보증공사(HUG)

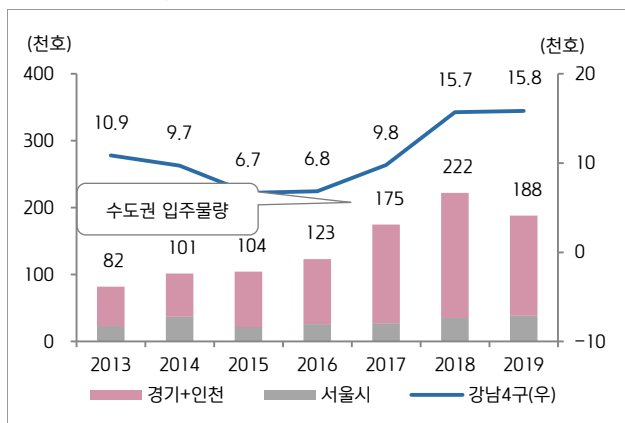
전세 차입금 부실화, 주목해야 할 사안임

한편 전세 차입금 부실화 문제가 은행 및 금융시장 전반에 중요한 사안이 될 수 밖에 없는 이유는 다음과 같다.

첫째, 거주주택 이외에 주택을 투자한 투자자의 경우 기존 담보대출과 신용대출을 보유한 다중채무의 성격이 강해 궁극적으로 전세 차입금을 상환에 실패하고 경매 등의 절차에 들어가게 되면 임대인의 소득 및 자산 등에 대한 가압류 절차가 진행됨에 따라 여타 여신으로 부실이 전이 될 수 있기 때문이다. 일반적으로 전세 차입금 상환 과정에서 전세가격 이하로 주택가격이 하락하거나 부동산 거래 감소로 현금화가 어려워지면서 나타날 수 있는 사례이다.

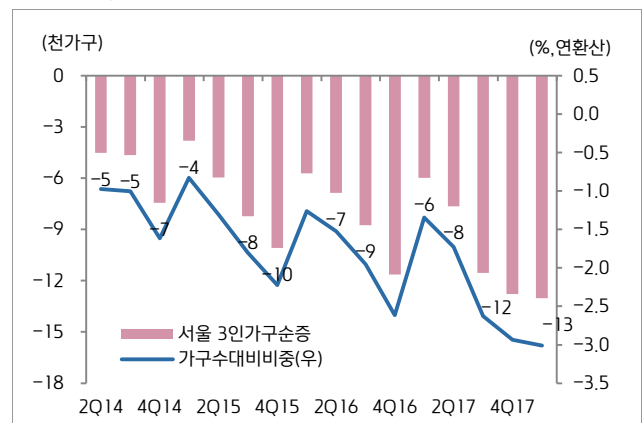
둘째, 전세 가격 하락에 따른 전세 차입금 상환 과정에서 주택 가격 하락 등 자산 및 금융시장에 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 일반적으로 전세 가격 하락은 모든 임대인에게 동질적으로 나타나며 이에 따라 차입금을 상환하기 위해 상당수 임대인이 주택을 일시에 매각하는 행위를 유발할 수 있기 때문이다. 상대적으로 거래 빈도가 적은 부동산 자산시장에서의 급 매물 증가는 주택가격 하락을 유발할 것이며 나아가 금융 중개기능을 약화시킬 수 있다는 점에서 주목해야 할 사안이다.

입주물량 증가, 전세가격 하락의 주요인



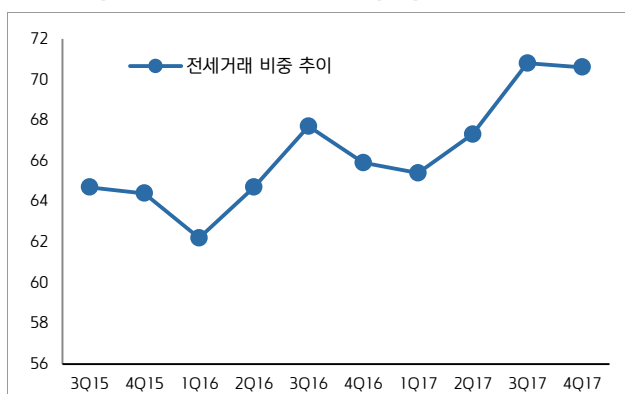
자료: 부동산114

서울지역, 지방 입주 증가하면서 이주 가구 급증



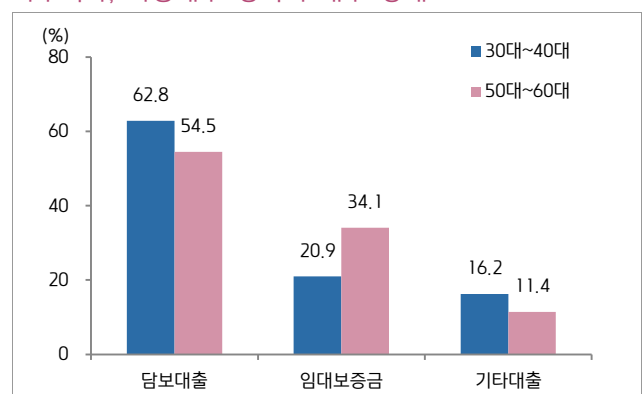
자료: 통계청

갭투자 증가하면서 전세 거래 비중 증가



자료: 서울시부동산정보광장

다주택자, 다중채무 성격이 매우 강해



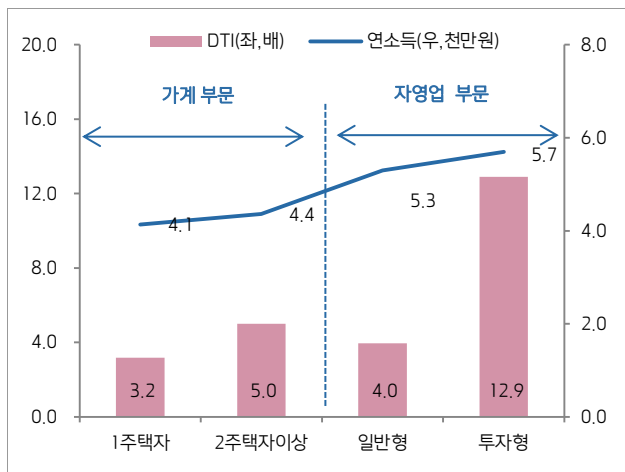
자료: 통계청 인구주택 총조사, 연령 계층별 부채 구조 현황 (2017년 조사 수치 기준)

수익형 부동산 부실화 위험도 상대적으로 높음

또한 수익형 부동산 투자 실패 문제 역시 갭 투자 실패와 마찬가지로 상당 수준의 부실화 위험을 안고 있으며 과거 부동산 PF 등과 같이 부실화의 전철을 밟고 있는 것으로 판단된다. 경쟁 심화, 소비침체 등으로 인한 음식점업의 업황 부진 장기화와 더불어 온라인 비중 증가로 소매업이 갈수록 위축되는 환경 하에서 상가만 늘어난다면 공실을 고공행진은 구조적으로 피하기 어렵기 때문이다. 실제 공실을 상승 등으로 인해 차주의 상환 능력이 떨어지면서 제 2금융권 대출 비중이 가파르게 상승하고 있다. 한편 동 사안이 은행에 적지 않은 부담이 될 수 있는 이유는

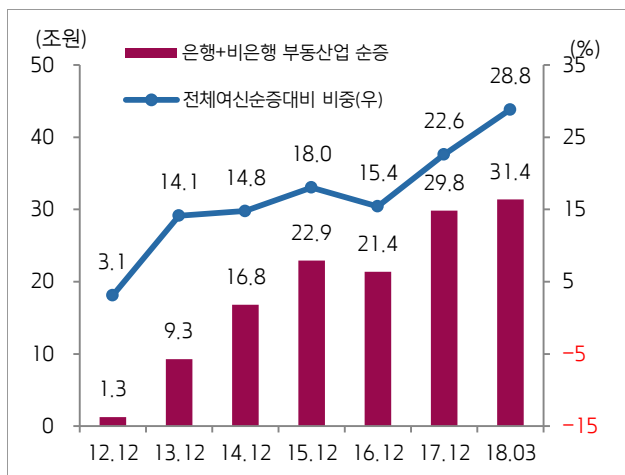
첫째, 주택담보대출과 달리 LTV 등 대출 규제가 없어 레버리지 수준이 상대적으로 높아 채무 불이행이 발생할 경우 은행의 총당금 부담이 클 수 있기 때문이다. 더욱이 상가가 공실인 대출에 대해 정부가 총당금 적립을 요구할 경우 부담은 더 커질 수 있다. 둘째, 수익형 부동산 투자자의 2/3가 은퇴 연령으로 자산 가격 하락 시 채무 상환 능력이 크게 저하 될 수 있다는 점이다. 은퇴 연령의 대부분이 근로 소득 비중은 낮은 대신 자산 소득의 비중이 높기 때문이다. 셋째, 해당 투자자의 대다수가 주택을 보유하는 경우가 많아 은행에서 대출 상환 요구가 진행 될 경우 거래가 적은 상가 보다는 환금성이 높은 주택을 처분할 가능성이 높아 2차적 피해가 예상된다. 4대 은행의 부동산 임대업 대출 규모는 2017년 말 기준 163조원으로 자기자본의 108.6%(4대 은행기준)에 해당된다. 그러나, 주택가격 하락으로 인하여 부실이 다른 여신으로 전이될 수 있다는 점에서 예외 주의해야 할 부분이다.

부동산 임대업자, 레버리지 상대적으로 높아



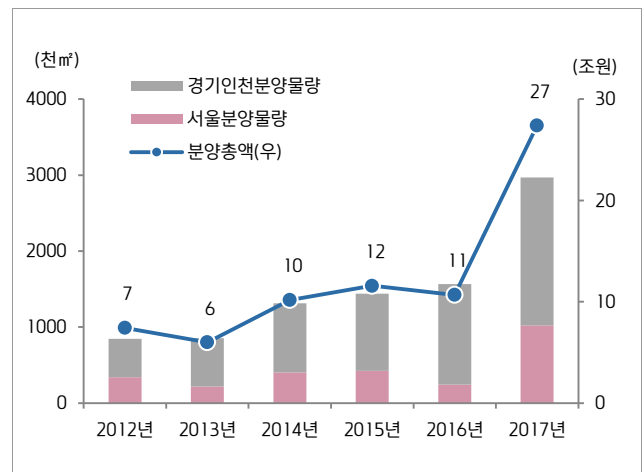
자료: 한국은행 금융안정보고서, 투자형: 부동산임대업자를 지칭함

부동산 임대업 자금 공급 증가추세 지속



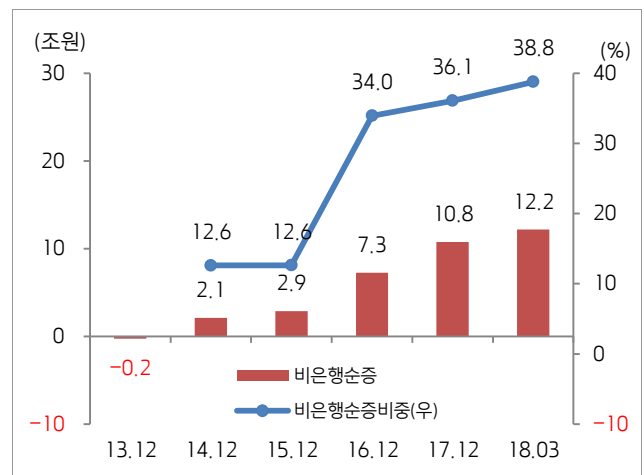
자료: 한국은행 주: 18년 1분기는 4배를 곱해 연환산한 수치임

수익형 부동산 수요 증가로 상가 분양물량 급증



자료: 부동산114,

비은행의 부동산 임대업 대출 증가 지속



자료: 한국은행 주: 18년 1분기는 4배를 곱해 연환산한 수치임

투자의견 및 적용기준

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