

은행산업 Neutral(Maintain)

# 2018년 가계부채 보고서 II

## 주택시장 안정화 대책과 가계부채 구조조정

9.13 주택시장 안정화 대책은 금융시스템의 개편을 통해 과도한 레버리지로 부동산에 투자한 차주가 채무를 상환하도록 하는 한편 은행 대출을 활용해 부동산에 추가 투자하지 못하도록 하는 것이다. 금융시스템의 구조변화가 불가피한 상황에서 업종 주가는 실적보다 정부의 정책 강도와 이에 따른 은행의 부담 정도에 연동 될 가능성이 높다.



## Contents



## I. 가계부채 이해와 위험의 본질 3

- > 부동산에 대한 과도한 투자가  
가계부채 증가의 요인 3
- > 부동산 투자 목적 대출이  
크게 증가한 것으로 추정 4
- > 높은 부동산 수익률과 적은 규제가  
대출 증가의 요인 5
- > 신용평가시스템이 제대로 작동하지  
않은 것도 한 원인 6

## II. 주택시장 안정대책과 가계부채 대책 7

- > 부동산을 자산으로  
명확히 규정한 대책 7
- > 은행의 근본적인 금융체계를  
개편하는 대책을 제시함 8
- > 주택 임대차 통계시스템 도입이  
핵심 사항 9
- > 추가 핵심 정보의 공유,  
신용평가시스템 개편 요인 10

III. 부동산대책은  
가계부채 구조조정 11

- > 부동산 대책은 은행 시스템을  
개편하는 것 11
- > 은행 시스템 개편 시 그 영향은  
적지 않을 것 12

IV. 가계부채 구조조정의  
주요 내용 13

- > 전세가 하락에 따른 임차인 피해 문제,  
향후 핵심 사안 13
- > 주택 거래 활성화 대책이  
매우 중요할 듯 14
- > 부동산 시장의 시장 기능 강화가  
선결 요건 15
- > SLB제도 향후 구조조정의  
핵심 내용 될 듯 16
- > 금융 시스템 변화는 은행업종에게  
단기적으로는 위협 요인 17

## Compliance Notice

- 당사는 9월 17일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제 공한 사실이 없습니다.
- 동자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료 상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## 가계부채 구조조정과 부동산대책

## &gt;&gt;&gt; 가계부채 증가의 요인은 레버리지를 통한 과도한 부동산투자

가계부채 증가의 요인은 부동산 급등 과정에서 대출 규제가 없는 다양한 레버리지 상품이 존재, 레버리지 규모와 상관없이 등급의 변동없이 낮은 금리와 높은 한도로 대출을 안정적으로 사용할 수 있었기 때문. 2채 이상을 임대한 전문 투자자의 부채는 220조원, 전체 투자 목적 부채는 1,400조원 대 추정.

## &gt;&gt;&gt; 부동산시장 안정화대책, 은행의 근본적인 시스템 개편을 요구하는 대책

부동산 임대차 통계시스템의 가동을 통해 가계 위험관리 시스템을 상품 별에서 차주 별로 변경. 이로써 용도와 용을 차단함으로써 레버리지를 통한 부동산 투자를 차단하는 한편 레버리지가 과다한 차주에 대해 신용등급 조정을 통해 부채 구조조정을 유도하는 것이 정책의 핵심 내용임.

## &gt;&gt;&gt; 부채 구조조정의 핵심 내용은 과다채무자의 부동산 매각을 통한 채무조정 유도

과다채무자에 대한 구조조정 진행과정에서 부동산 시장에서 자율적으로 매각이 가능하도록 정책적 지원을 하는 것이 핵심 내용이 될 것임. 아울러 전세 가격 하락으로 전국적으로 상환 불이행 위험이 늘어나고 있어 구조조정 과정에서 발생할 수 있는 임차인의 피해를 최소화하는 것도 주요 대상이 될 듯.

## &gt;&gt;&gt; 금융 시스템 변화는 은행업종에게 단기적으로는 위협 요인

당분간 은행업종 주가는 실적보다는 가계부채 구조조정 과정에서 예상되는 부담의 정도, 이에 따른 부작용과 정부의 정책적 대응에 달려 있음. 전반적인 금융시스템의 변화가 은행입장에서는 장기적으로는 기회이지만 단기적으로는 위협 요인으로 다가올 수 있기 때문임. 수익구조가 다변화 되어있고 위험관리 능력이 뛰어난 은행 중심으로 비중 조절을 권함.

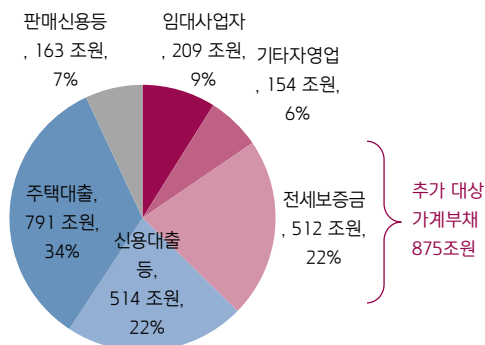
# I. 가계부채 이해와 위험의 본질

## >>> 부동산에 대한 과도한 투자가 가계부채 증가의 요인

가계부채를 양적, 질적 측면에서 모두 위험한 수준으로 평가한다. 개인 사업자를 국제 기준을 적용하여 가계로 분류하고 가계의 사적 부채인 전세보증금을 포함할 경우 '18년 3월말 현재 가계부채 규모는 가처분소득의 253%인 2,343조원에 달한다. 스위스를 제외하면 세계 최고 수준이며 '14년말 대비 '17년 GDP 대비 순증 규모 역시 18.8%p, 세계 1위로 위험도는 경계 수준을 넘어섰다. 질적 측면에서 볼 때 전체 가계부채에서 원리금을 상환하는 장기 대출 비중은 최대 20% 수준에 불과해 유동성 위기에 대한 대처능력이 떨어진다는 점이다.

전반적인 구조 상 부동산 시장이 급격히 침체될 경우 가계부채 문제는 쉽게 시스템 위기로 전이될 가능성이 적지 않다. 즉, 구조조정의 필요성이 높아진 데다 주택가격 상승으로 시장을 통한 자율적 구조조정이 가능해진 점이 가계부채 문제를 거론하는 이유이다.

가계부채 2,343조원 구성(2018년 3월 말 기준)



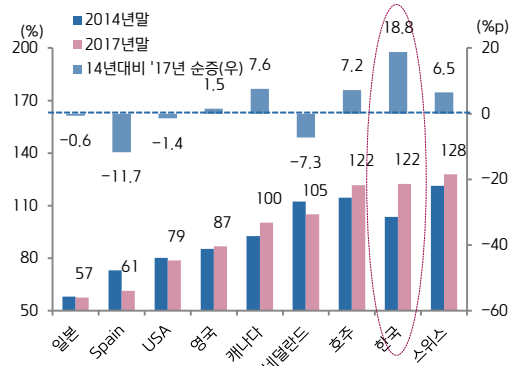
자료: 한국은행 자료를 키움증권이 재 집계함

주1) 주택담보대출에는 비은행, 주택금융공사 모기지, 집단대출을 포함

주2) 신용대출에는 순수신용, 보증대출, 비주택담보, 약관대출, 증권사 신용, 여전사 대출, 대부업 등을 포함한 수치임

주3) 주택담보대출은 은행, 비은행, 보험사, 주택금융공사 대출을 포함한 수치

GDP 대비 가계부채 비교



자료: 한국은행, BIS

주) 가계부채 규모는 자금순환표상 부채 + 전세보증금 합계



## >>> 부동산 투자 목적 대출이 크게 증가한 것으로 추정

가계부채 위험은 수치상으로 나타나는 것보다 더 위험할 수 있다. 왜냐하면 차주의 대부분이 가계대출을 소비나 사업 투자 목적 보다는 부동산, 주식 등 자산의 레버리지 확대를 위해 사용하였기 때문이다. 실제 정부의 부동산 부양책 과정에서 지난 4년 간 약 100만 명 정도의 가계가 투자 목적으로 주택이나 상가를 구매했으며 같은 기간 증가한 가계부채 600조원의 절반 이상을 사용한 것으로 추정한다. 부동산 투자 목적 대출이 상대적으로 위험이 큰 이유는 투자 목적 차주의 경우 대부분 레버리지를 가능한 범위 내에서 극대화하려는 경향이 강한 반면 대상 자산이 부동산 등으로 일원화 되어 있기 때문이다. 즉 리스크가 본격적으로 발생할 경우 향후 발생하는 위험에 대비해 표준 정규 분포 가정하에 적립한 충당금과 자기자본의 의미가 사실상 사라진다는 설명이다.

가계의 부동산 투자 비중이 많다는 것은 국토교통부가 발표한 RHMS(부동산 임대차 통계시스템) 자료에서도 여실히 드러난다. 실제 2018년 7월 기준으로 경제활동 인구의 22%인 6,145천 명이 투자 목적으로 소유 주택의 50%인 7백 7십만호의 주택을 보유하고 있는 것으로 밝혀졌다. 전국 아파트 주택가격 3억 원을 적용할 경우 자산가액은 2,315조원에 달하며 평균 LTV 60% 가정 시 1,389조원의 부채를 보유한 것으로 추정된다. 특히 주목할 점은 2채 이상 임대를 하는 전문 투자자가 보유한 부채 규모는 440조원으로 전체 가계부채의 20%에 근접하는 것으로 추정된다. 서울 지역 아파트 전세 거래 비중이 '16년 이후 가파르게 상승한 점 또한 레버리지 투자가 지속적으로 증가하고 있음을 방증한다. 주택 투자 후 월세 수익을 포기하고 전세를 선택하였다는 것은 안정적인 임대수익보다는 레버리지를 높여 자본이익을 추구하겠다는 의지의 표명이다.

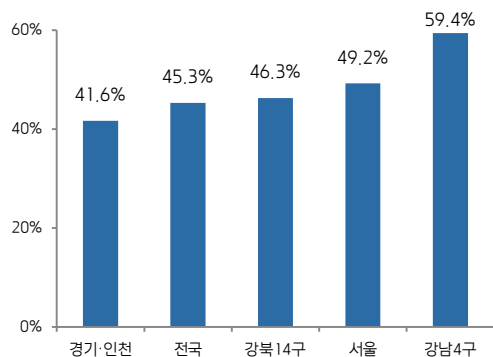
### 임대중인 주택보유자 현황

	소유자수(천명)	주택수	주택수(천호)	자산가격(십억원)	부채금액(십억원)
1채	5,272	1	5,272	1,581,482	948,889
2채	633	2	1,265	379,590	227,754
3채	117	3	352	105,658	63,395
4채	38	4	154	46,194	27,716
5채이상	85	8	677	203,006	121,804
2채이상	873		2,448	734,449	440,669
합계	6,145		7,720	2,315,930	1,389,558

자료: 국토교통부, '18년 RHMS 시범운영결과 자료, '18년 7월 기준

주: 주택가격 3억원, LTV 60% 가정

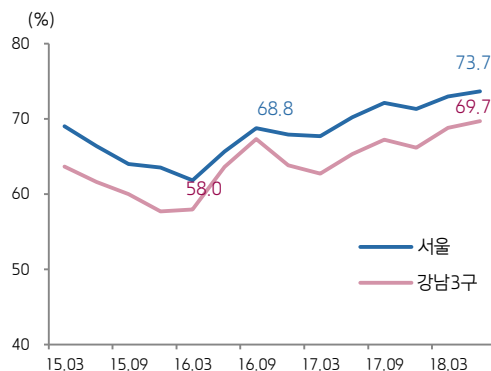
### 투자목적 부동산 투자자 비중 매우 높아..



자료: 국토교통부

주: 소재지 개인별 임대중인 주택 수 비율

### 서울 지역의 임대계약 내 전세 거래비중 추이



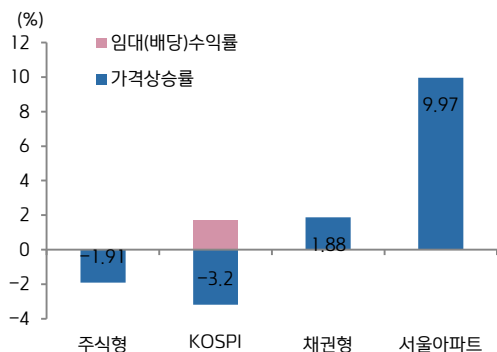
자료: 부동산114, 국토교통부

## >>> 높은 부동산 수익률과 적은 규제가 대출 증가의 요인

한 투자자는 신용대출 1억 원, 임대사업자대출 2억 원에 전세금(전세가율 70%)을 활용하여 공덕 래미안 84.9m<sup>2</sup> 아파트를 2017년 9월 7억 원에 투자 목적으로 구매하였다. 2018년 9월에 10억 원에 매각했다면 자기자금 없이 1년 만에 3억 원의 차익을 실현하였을 것이다. 비슷한 투자상품인 주식형 펀드, 채권형 펀드 등 여타 투자상품의 경우 레버리지 제약이 많은 데다 수익률도 같은 기간 각각 -1.9%, 1.88%로 부진한 점이 부동산 투자를 위한 레버리지 상품에 대한 수요가 급증한 원인이다.

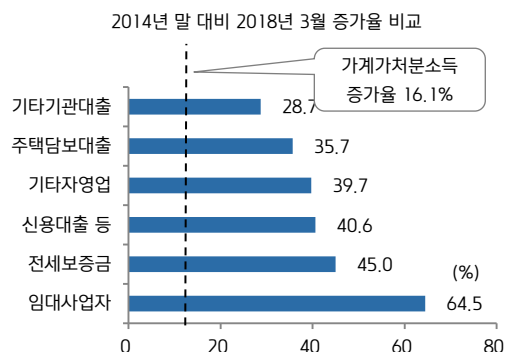
대출 수요 증가를 충분히 충족할 수 있을 정도로 레버리지 수단이 늘어날 수 있었던 것은 대출 규제 없는 레버리지 상품이 상당수 존재하는 데다 대출의 용도를 제한하지 않거나 대출의 용도에 대해서도 엄격히 규제하지 않았기 때문이다. 전세보증금, 임대사업자 대출은 LTV, DTI와 같은 별도의 규제가 없었으며 주택담보대출의 잔여한도를 이용해 아파트를 추가 매입하더라도, 사업자(기업) 대출을 운전자금 명목으로 받아 매입하더라도 별다른 제재가 없었다. 서울 아파트 매매 현황을 확인하여 보도한 조선일보 자료에 따르면 강남 지역의 경우 주택담보대출 비중이 거의 미미한데 이는 전세금과 함께 담보권 설정이 필요하지 않은 다양한 대출상품으로 레버리지를 늘린 데 따른 것으로 추정된다.

### 1년 기준 투자상품별 수익률 비교



자료: 한국감정원, 한국펀드평가, Wisefn

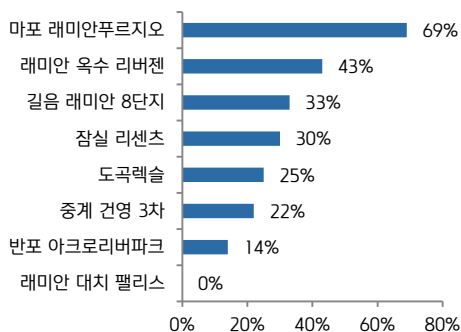
### 부문별 가계부채 증가율 비교



자료: 한국은행, 키움증권 추정

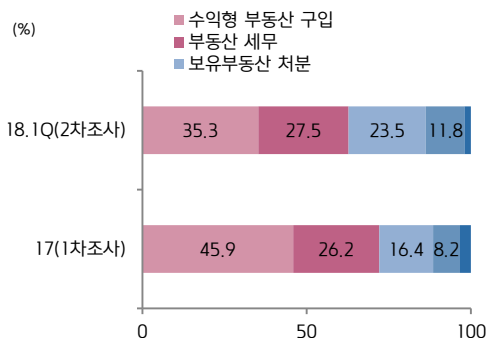
주: 전세보증금 증가율은 전세가격 상승률에 전세 비중 증가율(5%p)을 반영한 수치. 가처분소득은 2014년 대비 2017년 소득 증가율

### 전문 부동산 투자자는 주택담보대출을 비선호



자료: 조선일보 9월 8일자

### 수도권 PB, 가계에 임대사업자대출을 주로 권해..



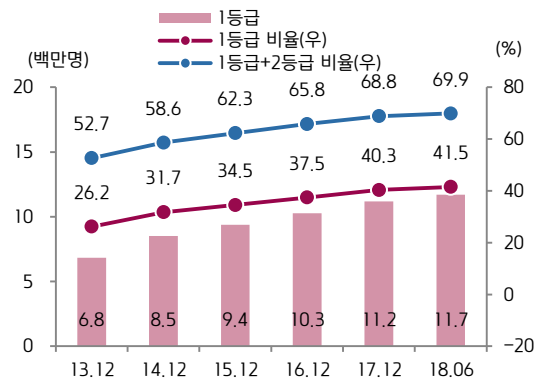
자료: KB경영연구소 자료 인용

## >>> 신용평가시스템이 제대로 작동하지 않은 것도 한 원인

차주가 부동산 매입 등으로 부채가 증가하여 채무 상황 위험이 높아지면 자동적으로 신용평가시스템(CSS)이 작동, 한도 축소나 금리 인상이 요구되는 것이 일반적이다. 그러나, 국내 CB사와 은행 신용평가시스템(CSS)은 적어도 부동산 관련 부채 증가 시 동 기능이 제대로 작동되지 않은 것으로 추정된다. 실제 가계부채가 급증하였음에도 나이스CB의 신용등급은 지속적으로 개선되었다. 이에 따라 레버리지를 활용해 부동산에 투자한 차주가 VIP 고객으로 분류, 최대 한도와 최저금리로 신용대출과 임대사업자 대출을 어려움 없이 이용해 왔던 것으로 추정된다. 이익 극대화에 관심이 집중되었던 은행은 숨겨진 부채를 파악해 등급을 조정하기 보다는 수익 확대의 기회로 삼았으며 정부는 금리 인상 등으로 인한 신용 축소 우려를 완화하기 위해 인터넷전문은행을 허가, 지원하는 등 규제 강화보다는 정책적 지원에 주력하였다.

가계부채 정의를 소극적으로 정의해 전세보증금과 개인사업자 대출이 통계에서 빠진 점이 문제의 근원이다. 이에 따라 가계의 위험관리의 체계가 차주별 통합관리 형태가 아니라 상품별로 이루어질 수 밖에 없었고, 개인 신용평가 시스템 역시 불완전한 정보로 연체 경력 중심으로 등급이 분류할 수 밖에 없었으며 이와 같은 구조적 한계를 정부와 은행이 이해 관계에 맞추어 이용하는 것이 계기가 되었다.

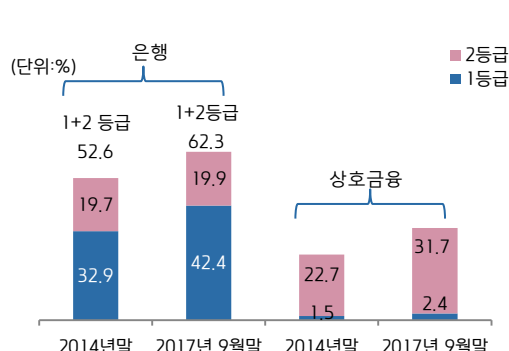
### 나이스CB의 신용등급, 갈수록 개선되어



자료: 나이스평가정보

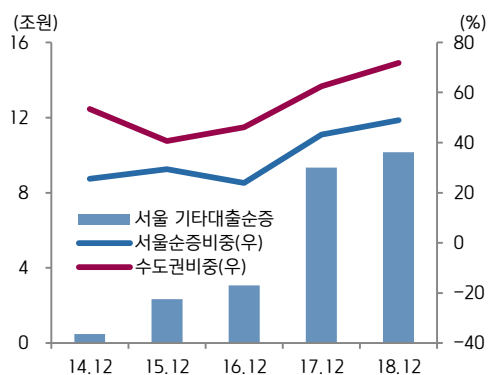
주: 비중은 경제활동인구 대비 비중

### 은행과 상호금융의 신용등급 비중 비교



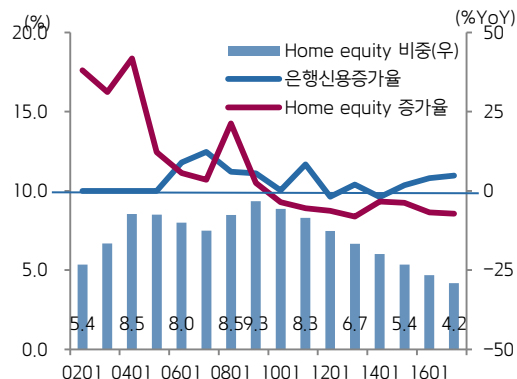
자료: 한국은행 금융안정보고서, 나이스평가정보

### 서울 및 수도권 지역 신용대출 증가 폭 두드러져



자료: 한국은행

### 금융위기의 원인이었던 Home equity loan 비중 축소



자료: FDIC

주: Home equity loan 비중은 전체 미국은행 여신 대비 비중임



## II. 주택시장 안정대책과 가계부채 대책

### >>> 부동산을 자산으로 명확히 규정한 대책

9.13 주택시장 안정화 대책이 지난 정부정책과 다른 점은 1) 서울 및 주요 지역 아파트를 자동차와 같은 내구재보다는 주식과 같은 자산, 즉 자본 이득의 대상으로 인식하고 있는 시장 논리를 정부가 인식 하였으며 2) 내구재와 같이 모든 경제 주체가 소비할 수 있는 대상으로 향후 목표를 설정하였다는 점이다. 정부의 부동산 시장 안정화 대책을 요약하면 다음과 같다.

첫째, KOSDAQ 시장 규제 시 감독당국이 증권사 신용융자를 규제하는 것과 같이 투자자 입장에서 레버리지로 이용될 수 있는 모든 대출의 규제를 강화하였다. 1) 규제 대상의 기준을 주택 보유 수 중심에서 주거의 개념으로 전환, 무주택자이더라도 거주하지 않을 경우 대출을 제한하였고 2) 부동산 투자자에 대해서는 신규 레버리지를 제한하는 한편 기존에 발생한 과도한 레버리지를 축소, 자산 매각을 유도하는 데 주력한 점이 다르다. 둘째, 실거래가 신고기간을 단축하는 한편 자전거래 등 실거래 교란 행위, 호가 담합 행위 등에 제재하기로 하는 등 부동산 시장의 거래 투명성과 공정성 제고에 주력하였다는 점이다. 접근 방식의 근본적 전환으로 해석, 부동산 임대차 통계 시스템을 통한 정보 공개, 시장 구조의 본질적 개편 등 추가 대책이 기대된다. 셋째, 보유세 인상을 추진하였다. 레버리지를 활용한 주택 투자자는 헛지펀드 투자자와 동일하게 금리, 세금 등 투자에 따른 제반 비용에 민감할 수 밖에 없다. 보유 기간 비용이 수익을 초과할 경우 미래 수익을 포기하고 매도로 전환할 수 밖에 없기 때문이다.

### 9.13 주택시장 안정대책의 주 내용

<b>1. 부동산 임대차 통계 시스템</b>	
→ 임대사업자 임대무기간 준수 점검 등 관리강화	
→ 임대등록정보, 건축물대장, 주민등록, 재산세 대장 등 연계해 보유 임대현황 파악	
<b>2. 사업대출규제 강화</b>	
① 용도의 유용 규제 강화	
② LTV 규제 강화 & 투기지역 고가주택 신규구입 목적 주담대 원천 금지	
③ 기주택담보대출자의 투기지역 내 주택취득 목적 신규주담대 금지	
<b>3. 가계주택담보대출 규제</b>	
① 1주택보유자: LTV 0% (예외 대상은 40%)	
② 2주택 이상: LTV 0%	
③ 9억이상 주택: 실거주 목적 아닐 시 LTV 0%	
*비교. 임대사업자에 대한 규제	
① 투기지역·투기과열지구: 주담대 LTV 40%	
② 주담대 기보유 임대사업자: 투기지역 내 주택취득목적 신규 주담대 금지 (LTV 0%)	
③ 9억 이상 주택: 신규구입목적 주담대 원천 금지 (LTV 0%)	
④ 임대업대출 용도 외 유용점검 강화	
<b>4. 기 보유 주택담보대출의 주택 투자 유용 제한</b>	
추가 대출 시 약정 체결, 주택 보유 여부 주기적 확인, 적발 시 즉각 회수, 3년간 제한	
<b>5. 종부세</b>	
① 3주택이상 보유자 및 조정대상지역 2주택 보유자 추가과세	
- 3주택이상 보유자, 조정대상지역 2주택 보유자 동일하게 추가 과세하되 현행대비 +0.1~1.2%p 세율인상	
② 조정대상지역 외 2주택 및 고가 1주택에 대한 세율인상	
- 과표 3~6억원 구간 신설	
③ 세부담 상한 상향조정	
- 조정대상지역 2주택자 및 3주택이상자는 100% → 300%	
- 1주택자 및 기타 2주택자는 현행(150%) 유지	
*1주택자 공시가격 9억원(시가 약 13억원) 이하, 다주택자 공시가격 6억원(시가 약 9억원)은 과세제외	

자료: 국토교통부 및 관계부처

## >>> 은행의 근본적인 금융체계를 개편하는 대책을 제시함

부동산 시장 안정화 대책의 핵심은 “가계 금융 시스템의 정상화”이다. 더 이상 부동산 투자하는데 은행 여신상품을 통해 무한정 레버리지를 확대하는 것을, 해당 차주가 VIP 고객을 분류되어 낮은 금리와 최고 한도의 신용대출과 임대사업자대출을 받는 것을 차단하겠다는 것이다. 구체적인 내용을 요약하면 다음과 같다.

가장 주목해야 할 것은 금융 시스템 개편의 전제 사항인 가계부채에 대한 개념을 사실상 변경하는 것이다. 더 이상 임대사업자대출을 기업대출로 보지 않고 가계대출과 동일한 잣대로 규제를 적용하였다. 향후에는 임대사업자대출과 가계대출이 통합 관리 될 가능성이 높다. 레버리지의 핵심 수단인 전세보증금 역시 9월 가동되는 부동산 임대차 통계시스템을 은행이 접속 가능하도록 함으로써 사실상 통합 관리가 가능하도록 하였다.

둘째, 차주별 위험관리 중심으로 위험관리 체계를 변경하고 있다는 점이다. 가계부채의 개념이 변경되고 부동산 임대차 통계시스템(RHMS)이 도입되면 차주별 위험관리는 실질적으로 매우 중요한 의미를 가질 것이다. 왜냐하면 RHMS 가동 하에서는 DSR(총부채 상환비율)의 적용 만으로도 가계 대출의 위험관리는 상당히 통제되기 때문이다. 장기적으로 주택가격은 선진국과 마찬가지로 DSR 규제 비율에 맞추어 결정될 가능성이 높다.

셋째, 가계부채 부실화의 직접적 원인이 되었던 용도와 유용을 엄격히 규제하였다. 운전자금 기업 대출 자금이 부동산 투자로 유용되는 사례가 적지 않았던 점을 고려해 볼 때 규제 대책의 영향은 상대적으로 클 것으로 판단한다. 실제 그 동안 은행간 과도한 경쟁으로 2억 원 이하까지는 사후 점검이 제외되었지만 9월부터 건당 1억 원 이하로 조정되었으며 주택을 담보로 제공하는 경우 금액과 상관없이 점검 대상에 포함, 적발 시 기한 이익 상실 대상으로 즉시 상환하도록 하였다. 자금의 사용이 자유로웠던 주택담보대출도 용도와 한도를 제한, 부동산 투자 자금으로 이용되는 것을 차단하였다.

### 용도와 유용에 대한 규제에 대한 약관 변경 내용

현행	변경
(신설)	제 18조 자금용도의 유용시 제재조치 ① 본인은 이 약정에 의하여 수령한 대출금을 여신신청시 제시한 자금용도와 다른 용도로 사용하지 않으며, 대출금을 신청용도 이외로 유용한 경우, 은행여신거래기본약관(기업용) 제 7조에서 정한 바에 따라 기한의 이익을 상실하며, 해당여신을 즉시 상환하여야 할 의무를 집니다. ② 용도와 유용 1차 적발 시 해당여신 상환일로부터 1년까지, 2차 적발 시 해당여신 상환일로부터 5년까지 신규여신 취급이 제한됨을 확인합니다. ③ 자금용도 유용 사후점검 대상인 여신은 취급일로부터 3개월 이내에 대출금 사용내역표를 작성하여 제출 하기로 하며, 이를 제출하지 않은 때에도 제 1항과 동일한 제재조치를 받게 됨을 확인합니다.
제 18조 기타 특약사항 (이하 생략)	제 19조 기타 특약사항 (이하 현행과 같음)

자료: 쿠키뉴스 참조



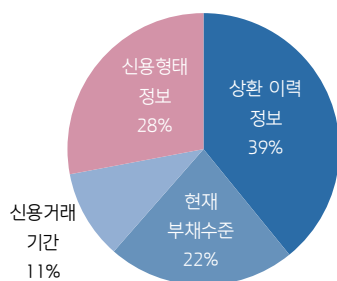
## >>> 주택 임대차 통계시스템 도입이 핵심 사항

가계금융 시스템을 정상화함으로써 은행권 및 부동산 시장에 가장 많은 영향을 미칠 수 있는 것은 주택임대차통계시스템(RHMS)의 가동과 관련 금융회사의 정보 교류가 될 것이다. RHMS란 국토부 건축물 대장, 실거래 매매 및 전월세 소유 현황, 한국토지주택공사의 임대 등록 데이터, 행안부의 재산세 정부, 주민등록 등본, 국세청 월세 정보 등을 집계, 축적한 시스템이다. 동 시스템에 중요한 의미를 부여하는 이유는 다음과 같다.

첫째, RHMS의 임대 여부, 임대 기간 등 자료를 통해 부동산의 보유 목적, 즉 대출 용도를 쉽게 확인할 수 있다는 점이다. 상당수의 부동산 투자자는 부부, 자녀 등의 명의로 주택을 투자함에 따라 실수요와 투자수요를 구분하기 어려웠다. 그러나, 이를 구분하면 대출의 유용 여부, 주택 투자 여부 등을 단기간 내에 찾아내어 적절한 조치를 취할 수 있기 때문이다. 더욱이 지난 5월부터 부동산 거래 전자계약 시스템이 도입, 부동산중개 포털서비스인 한방과 연계서비스가 이루어져 대부분 임대차 계약이 전자계약 방식으로 처리됨에 따라 RHMS의 데이터 정확성도 크게 개선될 것으로 예상된다.

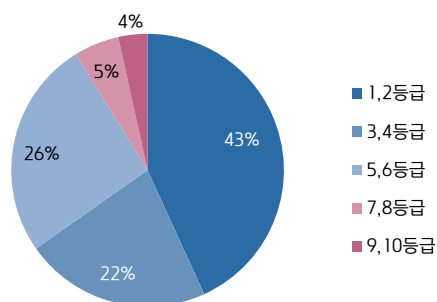
둘째, RHMS가 정착되면서 국내 금융시스템의 구조적 문제점 가운데 하나인 CB사와 은행의 CSS(Credit Scoring System, 신용평가 시스템)의 등급 체계가 대폭 변경될 것으로 예상된다. 개인 신용 평가에 영향을 미칠 수 있는 중요한 정보인 주택 현황(자산), 임대차 계약(부채) 등을 파악하게 되면 개인의 재무상태와 손익을 대부분 추정, 이를 통해 얻는 새로운 시스템으로 등급을 재 분류할 수 있기 때문이다. 참고로 나이스 CB 평가시스템의 경우 부채 수준은 전체 평가 요소에서 22.0%로 연체 정보에 이어 두 번째로 높아 그 동안 산정되지 않았던 전세보증금 정보를 시스템에 입력할 경우 레버리지가 높은 다주택자의 신용등급이 큰 폭으로 조정될 가능성이 높다.

CB의 평가요소 및 활용비중



자료: NICE평가정보

NICE평가정보 기준 등급 분포



자료: NICE평가정보  
주. 2018년 6월 기준

## &gt;&gt;&gt; 추가 핵심 정보의 공유, 신용평가시스템 개편 요인

예를 들어 A씨는 최초에 주택담보대출 3억 원과 현금 2억원으로 5억 원의 주택을 구매하였다. 3.8%, 20년 만기 대출을 원리금 분할 상환한다 가정하면 DSR은 36.7%로 최저 생계비를 지불하더라도 5.7백만원의 적자가 예상, 금융자산으로 생계를 유지할 수 밖에 없다. 그러나, 은행입장에서 볼 때 세전 연 58백만원의 소득이 있는 정규직 개인인데다 LTV 도 높지 않고 별다른 대출도 있지 않아 신용등급을 1등급(최우수등급)을 부여해 신용한도를 1.5억 원을 부여받았다. 1개월 후 A씨는 지인의 조언으로 신용한도 가운데 1억 원과 자기자금 1억 원으로 서울지역의 전세권 7억 원 아파트를 구매하였다. DSR은 110%로 상승하였고 매년 2천 2백 만원의 적자를 기록함에도 잔여 신용한도의 도움으로 연체 기록이 없어 그 동안 A씨의 신용등급은 1등급을 유지할 수 있었다. 그러나, 임대차 통계시스템이 도입 되면 신용등급 조정을 피하기 어려워 한도 축소 요인으로 주택을 매각해야할 처지에 놓을 가능성이 높다.

## T기 임대사업자, 갭투자자의 재무 상태 추정

자산(백만원)		부채와 자본(백만원)	
금융자산	100		
주거용주택	500	주택담보대출	300
자산 총계	440	부채 총계	300
부채비율	100%	순자산	300
신용잔여한도	0		

자료: 키움증권, 금융감독원

## T기 임대사업자, 갭투자자의 손익 추정

주요 항목(백만원)	원리금 상환 시	이자만 상환 시
세전소득 대비 부채비율(%)	514	514
DSR(%)	36.7	19.5
연 세전소득	58.4	58.4
최저생계비	32.5	32.5
세금	10.2	10.2
원리금 상환금액	21.4	11.4
가계 수지	-5.7	4.3

자료: 키움증권, 금융감독원 주: 최저생계비는 2018년 기준으로 4인가구 중위소득의 60%임

## T+1 기 임대사업자, 갭투자자의 재무 상태 추정

자산(백만원)		부채와 자본(백만원)	
금융자산	0	신용대출	100
주거용주택	500	주택담보대출	300
투자부동산	700	투자부동산 용도 대출	500
1) 투자용주택	700	1) 전세보증금	500
or 2) 상가	700	or 2) 상가	500
자산 총계	1200	부채 총계	900
부채비율	300%	순자산	300
신용잔여한도	50		

자료: 키움증권, 금융감독원

## T+1 기 임대사업자, 갭투자자의 손익 추정

주요 항목(백만원)	원리금 상환 시	이자만 상환 시
세전소득 대비 부채비율(%)	1,541	1,541
DSR(%)	110.1	57.6
연 세전소득	58.4	58.4
최저생계비	32.5	32.5
세금	10.2	10.2
원리금 상환금액	64.3	33.7
가계 수지	-22.0	-8.8

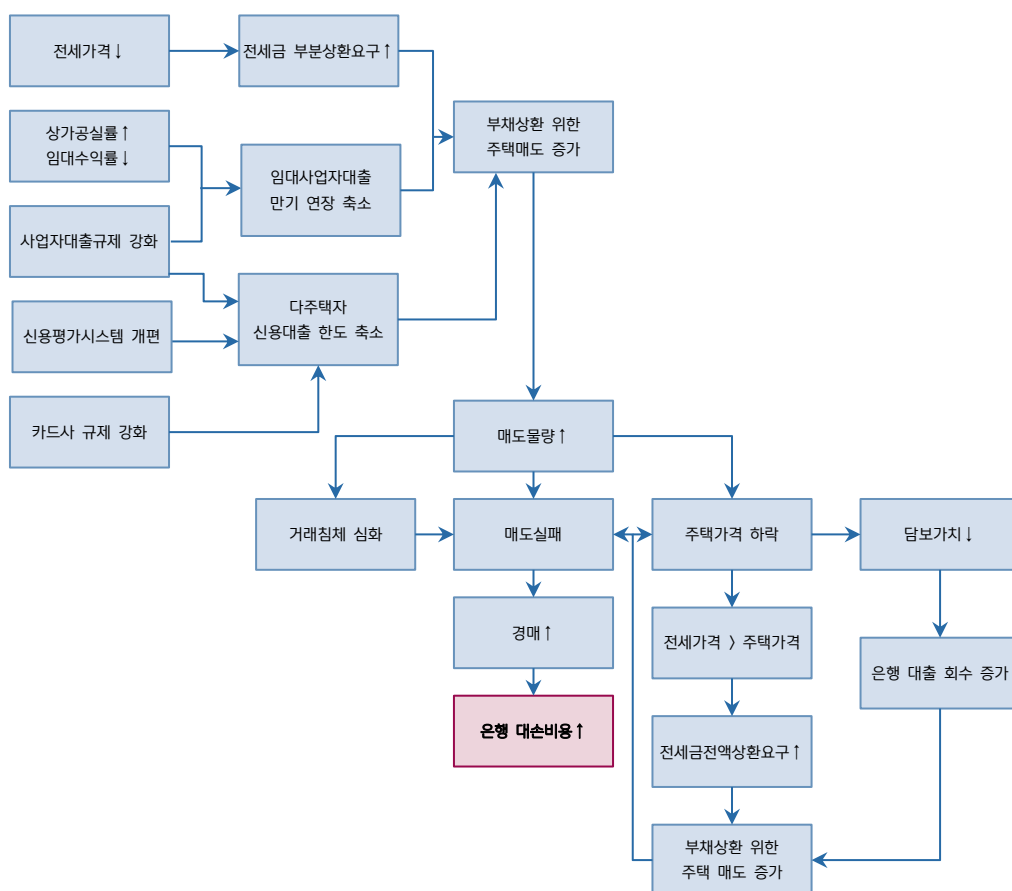
자료: 키움증권, 금융감독원 주: 최저생계비는 2018년 기준으로 4인가구 중위소득의 60%임

### Ⅲ. 부동산대책은 가계부채 구조조정

#### >>> 부동산 대책은 은행 시스템을 개편하는 것

정부의 부동산 시장 안정화 대책의 핵심 내용은 사실상 전면적인 은행 시스템을 개편하는 것이다. 은행 시스템을 통한 주택 구매는 거주 목적에 한정함으로써 가계의 부동산 투자를 제한하는 한편 부동산에 과도하게 투자한 투자자가 주택을 매도해 부채를 상환하도록 하는 정책이기 때문이다. 당초 취지대로 지속적으로 추진된다면 동 정책은 사실상 가계부채 대책이라 말할 수 있다. 왜냐하면 정부 대책은 과다 채무자의 채무 조정에 주안점을 두고 있기 때문이다.

가계부채 부실화 순환 도표



자료: 키움증권

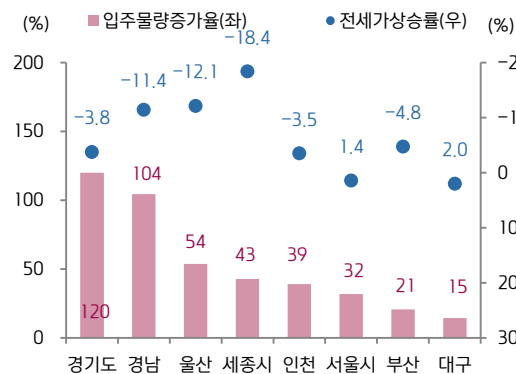


## >>> 은행 시스템 개편 시 그 영향은 적지 않을 것

은행의 전반적인 신용관리 시스템 개선은 전세 시장 및 상가 시장에 적지 않은 영향을 미칠 것으로 예상, 은행의 수익성 및 성장성 부담 요인이 될 것이다. 그 이유는 다음과 같다.

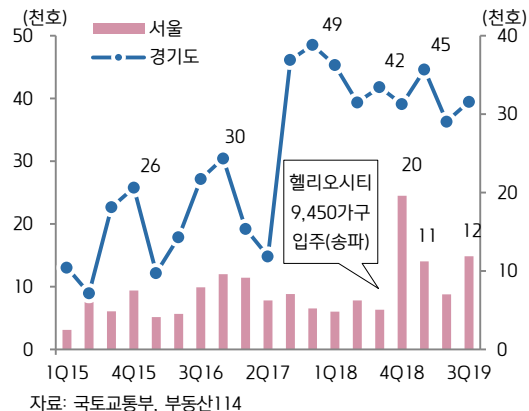
첫째, 전세가격 하락으로 임차인, 즉 다주택자에 대한 전세금 (부분)상환 요구가 급증하고 있다는 점이다. 은행 시스템 개편으로 다주택자에 대한 신용등급이 조정, 신용대출, 임대사업자대출 등을 통해 자금 조달이 어려워질 경우 전세금 상환 불이행 사고가 크게 늘어날 수 있다. 국내 유일하게 존재한 전세 제도는 거주 관점에서 볼 때 사적 임대차 시장으로 임차인이 저렴한 가격으로 주거할 수 있는 수단인 반면 금융 관점에서 볼 때 임대인이 집을 담보로 전세금을 차입하는 사적 금융의 한 영역이다. 사적 금융으로 은행과 직접적으로 연결되지 않지만 차주 관점에서 볼 때 은행과 직·간접적으로 연결되어 있어 은행의 건전성에 부담이 될 수 있다. 둘째, 상가 공실률이 상승하면서 상가에 투자한 개인의 사업자 대출 상환 요구가 증가하고 있다는 점이다. 임대사업자 대출의 사후 점검이 엄격해지면 공실이 장기화 시 은행의 부분 상환요구 또는 금리인상이 불가피하다. 금융시스템 개편으로 대환이 어려워지면 임대사업자의 부실이 늘어남으로써 은행에 부담이 될 가능성이 적지 않다.

입주물량 증가로 전세가격 하락 가속화



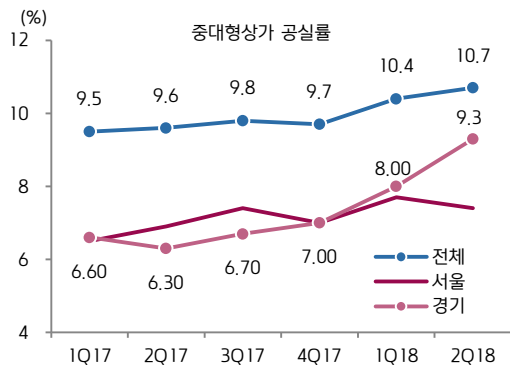
주 1: 입주물량증가율 =  $\frac{('17\sim'19\text{년 평균})}{('12\sim'16\text{년 평균})-1}$   
 주 2: 2016년 말 지수 대비 2018년 7월 전세가격 상승률  
 자료: 부동산114

서울지역, '18년 4분기 이후 입주물량 급증



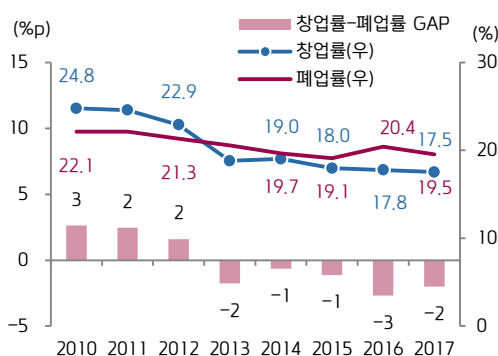
자료: 국토교통부, 부동산114

공급 증가로 상가 공실률 가파르게 상승



자료: 한국감정원

창업률 하락은 폐업률 하락으로도 이어져...



자료: 국세청

## IV. 가계부채 구조조정의 주요 내용

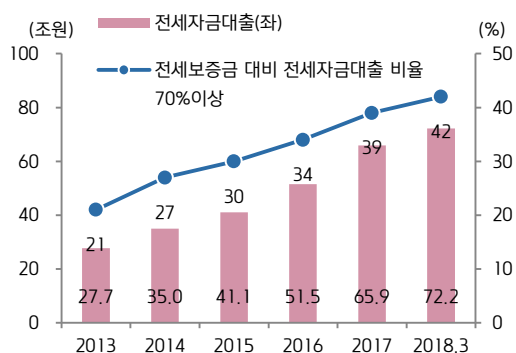
### >>> 전세가 하락에 따른 임차인 피해 문제, 향후 핵심 사안

가계부채 구조조정 정책의 주된 내용은 크게 네가지로 1) 레버리지를 통해 부동산을 과다하게 보유한 투자자가 부동산 매각을 통해 보유 부채를 원활히 상환할 수 있도록 지원하는 것, 2) 매각 진행 시 단기간 내에 주택가격 급락, 그리고 이에 따른 부동산 시장 침체를 완화하는 것이 될 것이며 3) 임대차 시장의 불안으로 인해 전세보증금 사고에 따른 임차인 피해 등 부작용 최소화하는 것이며 4) 구조조정 과정에서 발생할 수 있는 경기 침체 등 여타 부작용 최소화를 위한 정책적 지원책이 될 것이다.

가장 먼저 고려해야 할 사안은 전세 시장의 안정화가 될 것이다. 대부분 지역의 전세가격이 최초 계약 시점보다 하락함에 따라 재계약 시점에 다주택자가 자금 상환 압력을 가장 먼저 받을 것이며 차입, 주택 매각 등 자산 조정을 통해 상환이 어렵게 되면 그 손실이 임차인에게까지 전가되며 궁극적으로 주택가격 하락 위험을 임차인이 떠안을 수 있기 때문이다. 한편 현 정부는 이와 같은 문제를 해결하기 위해 전세금 반환보증보험제도를 도입, 채무 불이행 위험을 정부가 대신 지는 방식을 채택하였다. 아울러 이번에는 지방 특례지역에 한해 보험 신청 가능 기간을 종로 6개월 전으로 단축하였다. 그러나, 보험료를 위험 발생자(임대인)가 아닌 세입자에 부과, 세입자의 보험 가입의 유인을 약화시켰으며 보험사 역시 위험에 대한 측정 절차 없이 일방적으로 다주택자가 보유한 주택의 가격 하락 위험을 부담, 소극적으로 대응함으로써 예상보다 부진한 성장의 결과를 초래하였다.

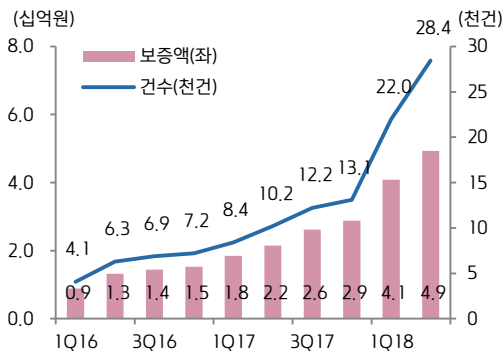
이와 같은 문제점은 부동산 임대차 통계시스템이 도입된 이후 당초 정책당국의 취지대로 전세금 반환 보증 보험제도를 다음과 같이 변경한다면 원하는 목표를 달성할 수 있을 것으로 판단한다. 예상되는 방안은 일정 LTV 또는 등급 이하 고위험 다주택자에 대해 임대인의 전세금 반환 보증 보험 가입을 의무화하는 한편 보험료를 임대인의 신용도에 따라 차등 부과하는 것이다. 동 제도가 도입되면 1) 보험 가입률을 높여 사고 발생에 따른 임차인의 손실을 최소화 할 수 있으며 2) 보험사 역시 임대인의 위험도에 따라 적절히 보험료를 프라이싱함으로써 민간 보험사도 참여가 가능, 가입률 확대뿐만 아니라 보험시장 활성화를 유도할 수 있으며 3) 임대인은 보험료 부담을 인식하여 스스로 레버리지를 관리, 다주택자의 레버리지를 통제하는 효과를 얻을 수 있을 것이다.

전세보증대출, 정책적 지원으로 급증



자료: 한국은행 금융안정보고서

전세 보증금 반환 보증 상품의 월별 실적 추이



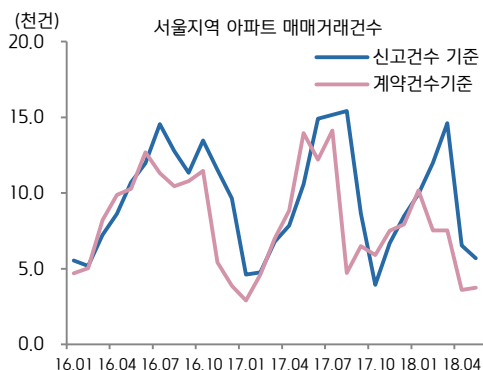
자료: 도시주택보증공사(HUG)

## >>> 주택 거래 활성화 대책이 매우 중요할 듯

현 시점에서 정부 의도대로 자산 관점에서 서울 아파트 시장을 규제함으로써 정책 목표를 달성한다면 급격한 거래 침체를 동반할 가능성이 높다. 내수에서 부동산 거래가 차지하는 비중이 높은 점을 고려해 볼 때 이에 대한 대책을 갖지 않는다면 부동산 거래 부진 장기화에 따른 부작용으로 중도에 정책이 수정되거나 악화될 가능성이 높다. 이와 같은 정부 정책은 정부의 총체적, 구조적 설계하에서 구조조정 계획이 추진될 것으로 예상된다. 구조조정 추진의 핵심 내용은 다음과 같다.

첫째, 부동산 시장 기능을 강화하여 시장 내에서 자발적인 구조조정이 진행될 수 있도록 유도하는 것이다. 미국의 경우 2008년 위기 극복 시 가장 큰 역할을 하였던 것이 부동산 공매(Short Sale) 제도이었던 점을 주지할 필요가 있다. 왜냐하면 과다 채무자가 주택을 시장에서 정부의 개입 없이 매도할 수 있다면 채무자의 손실을 줄일 수 있으며 나아가 은행과 정부의 부담도 크게 줄어들기 때문이다.

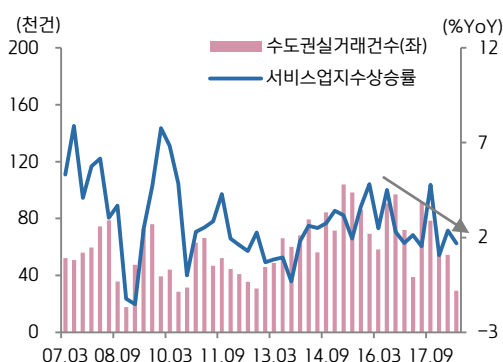
### 부동산 거래 급감하면 시장의 중개능력 약화



자료: 국토교통부, 국토감정원, 부동산114

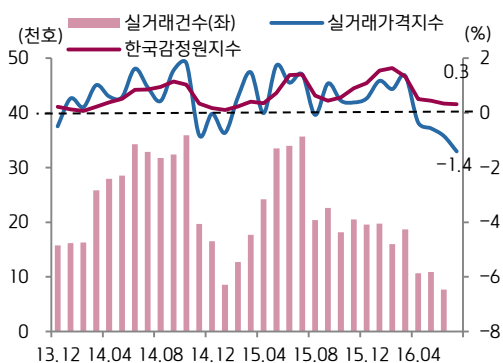
주: 국토교통부자료 계약일 기준, 국토감정원 자료는 신고일 기준

### 부동산 거래 부진, 내수 경기 부진 요인



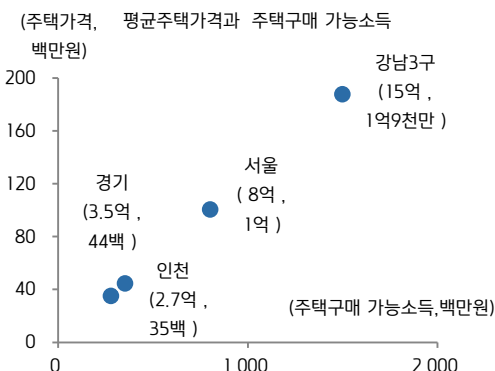
자료: 한국감정원, 국토교통부, 부동산114

### 호가 갭이 확대되면서 거래 감소 가속화



자료: 한국감정원, 국토교통부, 부동산114

### 지역별 평균 아파트 가격과 구매가능 연 소득



자료: 부동산114, 키움증권 추정

주: 대출만기 20년, 대출금리 3.9%, LTV 70%, DSR 40% 가정

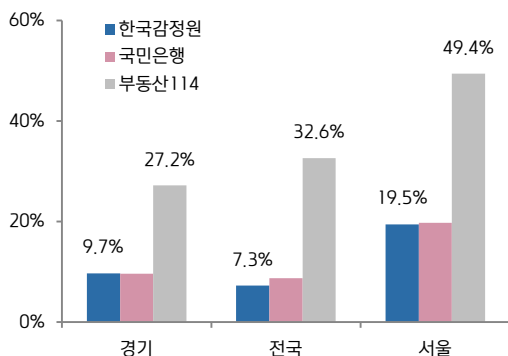


## >>> 부동산 시장의 시장 기능 강화가 선결 요건

이를 위해서는 정부는 시장의 공정성, 투명성 개선을 위해 다양한 정책을 적극적으로 추진할 것으로 예상된다. 무엇보다 정부 또는 협회 주도로 현재 부동산 시장을 재구축, 시장의 구조를 선진화해야 할 것이다. 매수호가와 매도호가 공개되고 주택의 등급을 평가하여 호가의 신뢰성을 높이는 한편 거래 취소 등의 행위를 차단할 수 있는 조치가 선행되어야 할 것이다. 적어도 합법적으로 매수할 수 있는 투자자, 실수요자에게는 가장 저렴한 가격에 살 수 있는 기회를 제공해야만 거래가 늘어날 수 있다.

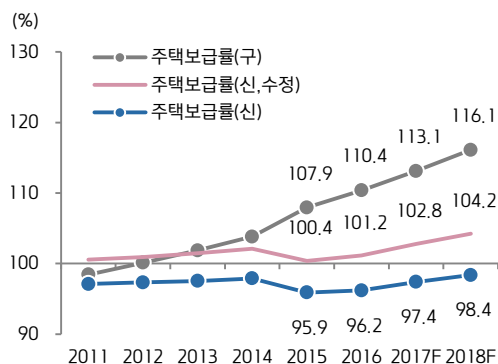
정부가 가장 추진할 제도 개편에 앞서 통계의 정비 역시 매우 중요한 이슈이다. 주택가격 지수 산정에서 재화 가격 산출하는 방식을 적용한다면 시장 가격의 왜곡을 초래할 수 있기 때문이다. 참고로 한국감정원이 발표하는 아파트 가격과 지수는 개별 주택가격의 호가를 단순 평균하여 산출하고 있다. 반면에 부동산 114에서는 체결가(실 거래가격)와 가중 평균 시가총액 방식으로 지수를 산출하는 데 2014년 말부터 2018년 6월까지 서울 아파트 상승률을 비교해 보면 49.4%로 한국감정원 지수 대비 상승률이 2.5배나 차이가 난다. 적어도 상당기간 경제 주체가 부동산을 아파트로 인식하고 있다면 이에 맞게 가격을 산출하는 것이 적절할 것이다.

부동산 가격지수간 가격 차이



자료: 부동산114, 한국감정원, 국민은행  
주: 2014년말 대비 2018년 3월 변동률

기준에 따라 달라지는 주택보급률



자료: 부동산114, 통계청, 키움증권  
주1) 주택보급률은 (구)기준임. (구)기준은 1인 가구 제외한 수치임  
주2) 주택보급률(신, 수정)은 신 주택보급률에 오피스텔을 포함

## >>> SLB제도 향후 구조조정의 핵심 내용 될 듯

가계부채 구조조정 시 부동산을 과다하게 많이 보유한 가계에게 은행이나 임차인이 상환을 요구할 경우 원하는 시기에 맞추어 부동산 매각을 통해 대응하기 어려울 것이다. 따라서 이에 대비한 정부의 적극적인 시장 개입과 조치가 필요한 것으로 판단된다.

실제 정부는 이를 오래 전부터 검토, SLB(Sales & Lease Back)제도를 준비하고 있다. 내용의 핵심은 부동산 관련 채무가 과다해 부채 상황이 어려운 차주에 대해 특정 기관이 부동산을 매입해 채무 상환을 지원하고 차주에게는 일정 기간 후 다시 매입할 수 있는 권리를 부여함으로써 자산가격 상승의 이익을 나눌 수 있도록 하는 제도이다. 구체적으로 주택금융공사나 주택도시보증공사에서 별도의 부동산 투자전문 기관을 설립하여 다주택자의 주택을 매입 후 임대하는 방식으로 자금 조달은 임대수익률을 담보로 채권을 발행하며 정부 또는 금융회사가 보증하거나 후순위채권을 매입하는 방식이 될 가능성이 높다. 만일 동 제도가 활성화될 경우 가계부채의 구조조정에 적지 않은 기여를 할 것이며 나아가 정부가 임대시장에서 높은 점유율을 차지함에 따라 무주택자의 주거안정에도 적지 않은 기여를 할 것으로 예상된다. 예상되는 장애 요인은 주택가격 변동 위험과 수익이 배분 여부가 될 수 있다. 정부가 주택가격 위험을 일방적으로 떠안으면 논란의 여지가 많이 생기며 정책 또한 연속적으로 시행하기 어렵기 때문이다. 현재가격 대비 일정 수준 할인하여 매입하는 대신 투자회사 주식 등을 지급함으로써 가격 상승 이익을 배분하는 것도 좋은 대안이 될 것이다.

### 향후 예상되는 가계부채 구조조정 정책

항목	주요 조치	주요 내용
Step I: 신용축소 완화를 위한 조치	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 금융회사의 과도한 신용한도 대출 축소 제한</li> <li>■ 기존 대출 만기시 연장 유도</li> <li>■ 한계 채무자에 대한 총당금 적립 기준 강화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 신용등급 변동 시 대출한도 축소 비율을 제한</li> <li>■ 신용등급 변동 후 대출 만기 연장 시 중도 상환 제한</li> <li>■ DSR 및 자산부채비율 파악 후 일정비율 이상 가계에 대해서는 일률적 총당금 적립</li> </ul>
Step II: 채무구조조정 지원책 (자산(부채, DSR Low, 30~40대))	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 원리금 분할상환, 만기 장기화 추진</li> <li>■ 원리금 탕감 등을 통해 채무상환 능력 개선</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 개인사업자 대출을 가계대출로 분류해 동일하게 원리금 분할 상환대출 방식 변경</li> <li>■ 채무 재조정 과정에서 DSR 이 높은 차주에 대해 원리금 재조정 및 탕감</li> </ul>
Step III: 자산구조조정 지원책 (자산(부채, DSR High, 50~60대))	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 부동산 가격 투명화 유도, 호가 담합 등 규제 강화</li> <li>■ 부동산 매입 전문 은행 설립, 자산 구조조정 지원</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 부동산 시장의 시장(중개) 기능 강화를 위한 규제 강화 및 정책적 지원</li> <li>■ 시장 침체로 인한 부채 구조조정 지연시 차주의 부동산을 매입 후 임차하는 방식 도입</li> </ul>
Step IV: 시장 구조 재편	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 사적 방식에서 공적 형태로의 전세 제도 개편</li> <li>■ 개인사업자 파산제도 재정비</li> <li>■ 비소구권 대출 의무화 등</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 임대인 및 임차인 신용 정보 체계 구축, 고위험 임대인에 대한 전세금 예치제 도입 등</li> <li>■ 개인과 사업자의 채무 상환 의무를 분리, 개인사업자 파산 확대 유도</li> <li>■ 비소구권 대출을 강제화함으로써 부실의 전이를 차단할 필요</li> </ul>
Step V: 소득 개선 지원책	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 구조조정 추진 가계에 대한 인센티브 도입</li> <li>■ 은퇴 후 소득 지원 확대 정책</li> <li>■ 노후 계층의 생활 수준 향상을 위한 지원</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 자산 매각 통한 구조조정 시 임대료, 고용보험료 지원 등 인센티브 도입</li> <li>■ 정부 주도형 은퇴 프로그램 구축 통해 은퇴 계층의 무리한 부동산 투자 차단</li> </ul>

자료: 키움증권 정리

## >>> 금융 시스템 변화는 은행업종에게 단기적으로는 위협 요인

금융시스템의 구조 변화가 불가피한 상황에서 업종 주가는 실적보다 정부의 정책 강도와 이에 따른 은행의 부담 정도에 연동될 가능성이 높다. 전반적인 금융시스템의 변화가 은행입장에서는 장기적으로는 기회이지만 단기적으로는 위협 요인으로 다가올 수 있기 때문이다. 수익구조가 다변화 있고 위험관리 능력이 뛰어난 은행 중심으로 비중 조절을 권한다.

2018년 3월 기준 은행별 대출 규모 및 성장률 비교 (단위: 십억원, %)

	KEB 하나	우리	KB 국민	기업	신한	BNK	대구
<b>부동산임대업</b>	<b>27,203</b>	<b>28,032</b>	<b>25,779</b>	<b>15,029</b>	<b>20,748</b>	<b>10,116</b>	<b>4,895</b>
3년 순증	11,274	7,407	8,521	7,343	4,100	3,326	1,681
CAGR	19.5%	10.8%	14.3%	25.0%	7.6%	14.2%	15.1%
자기자본 대비 비중	118.4%	136.5%	102.2%	75.5%	92.9%	132.9%	124.0%
원화대출금 대비 비중	14.3%	13.9%	10.8%	18.0%	10.6%	15.3%	14.2%
<b>가계대출</b>	<b>100,231</b>	<b>107,388</b>	<b>130,944</b>	<b>31,099</b>	<b>100,106</b>	<b>21,051</b>	<b>9,791</b>
3년 순증	19,068	25,828	19,678	1,970	19,275	5,173	1,971
CAGR	7.3%	9.6%	5.6%	2.2%	7.4%	9.9%	7.8%
자기자본 대비 비중	436.1%	522.8%	519.1%	156.3%	448.2%	276.5%	248.0%
원화대출금 대비 비중	52.7%	53.4%	54.9%	37.2%	50.9%	31.9%	28.3%
<b>제조업 대출</b>	<b>22,976</b>	<b>26,549</b>	<b>32,698</b>	<b>89,835</b>	<b>32,310</b>	<b>18,407</b>	<b>10,435</b>
3년 순증	-5,501	-1,648	4,523	13,428	5,908	-2,108	786
CAGR	-6.9%	-2.0%	5.1%	5.5%	7.0%	-3.6%	2.6%
자기자본 대비 비중	100.0%	129.3%	129.6%	451.4%	144.7%	241.8%	264.3%
원화대출금 대비 비중	12.1%	13.2%	13.7%	107.4%	16.4%	27.9%	30.2%

자료: 각사



## 투자익건 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)	업종	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비+20%이상주가상승예상	Overweight(비중확대)	시장대비+10%이상초과수익예상
Outperform(시장수익률상회)	시장대비+10~+20%주가상승예상	Neutral(중립)	시장대비+10~-10%변동예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비+10~-10%주가변동예상	Underweight(비중축소)	시장대비-10%이상초과하락예상
Underperform(시장수익률하회)	시장대비-10~-20%주가하락예상		
Sell(매도)	시장대비-20%이하주가하락예상		

## 투자등급 비율 통계 (2017/07/01~2018/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	160	95.24%
중립	6	3.57%
매도	2	1.19%