

은행산업 Neutral(Maintain)

2018년 가계부채 보고서 III

기준금리 인상과 가계부채 구조조정

예상 수준 이상으로 투자 목적 차주의 비중이 높은데다 장기대출 비중 등 질적 위험지표도 열악하다. 은행 부도 위험이 높다는 것으로 구조조정이 불가피하는 설명이다. 요구불예금 이탈, 외국인 채권 순매도 전환 과정에서 11월 기준금리 인상 시 자금흐름 변화는 가속화될 것이며 구조조정의 시작이 될 가능성이 높다.



Contents

I. 가계부채 정의의 오류	3
II. 가계부채에 따른 은행부도 위험 평가	5
III. 정부의 DSR 규제 영향 분석	9
IV. 가계부채 문제가 부상할 수 있는 요인	11
V. 정부주도의 구조조정이 필요한 이유	15
VI. 구조조정에 대비하고 있는 정부	17
VI. 은행주 투자 전략	21
기업분석	25
> 신한지주 (055550) BUY(Maintain)/TP 58,000원 위기는 기회이다!!	25
> 기업은행 (024110) BUY(Maintain)/TP 21,000원(하향) 구조조정 영향이 적은 은행	27

Compliance Notice

- 당사는 10월 23일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 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.

은행별 Valuation 비교

	신한지주	기업은행	우리은행	KB금융	하나금융지주	BNK금융지주	도대시증권은행
투자판단	BUY	BUY	Outperform	Outperform	Outperform	Outperform	Neutral
목표주가	58,000	21,000	19,000	63,000	50,000	13,000	
(변경전)	58,000	22,000	19,000	63,000	51,000	13,000	
FY18F PBR	0.71	0.51	0.51	0.65	0.58	0.38	0.59
FY19F PER(배)	8.2	6.5	7.5	8.3	8.9	5.1	7.9
FY19F 경상ROE(%)	7.7	7.6	7.3	7.4	6.3	7.6	7.3
FY18F 배당수익률 (%)	3.4	4.4	3.7	3.3	3.5	3.8	3.7
2018년 10월 23일	43,800	14,350	16,150	51,000	42,950	7,760	
시가총액(십억원)	20,770	8,036	10,917	21,324	12,895	2,529	73,942

기준금리인상과 가계부채구조조정

>> 가계부채의 은행 부도 위험은 매우 높은 수준으로 평가

은행 부도 위험을 결정짓는 투자 목적 부채의 비중이 50~60% 수준으로 과도하게 많은 데다 위험을 낮출 수 있는 질적 지표인 10년 이상 장기대출, 원리금 분할 상환 대출, 고정금리 대출 비중이 개인사업자대출, 전세보증금 등을 합산한 전체 가계 대비 20% 이내로 낮음

>> 기준 금리 인상, 가계부채 문제 부상할 수 있는 변수

저원가성 예금 이탈 반전, 외국인 투자자의 채권 매도 반전 상황에서 기준금리가 인상될 경우 은행의 유동성은 크게 하락할 가능성이 높음. 이 과정이 장기화 될 경우 은행의 대출태도는 빠르게 악화될 것으로 예상됨

>> 정부 주도 구조조정이 필요한 이유

구조조정은 선택이 아니라 불가피하게 받아들여야 할 사안임. 가계부채 문제가 수면 위로 부상할 경우 은행 및 시장에 의한 자발적 구조조정 보다 신용 경색과 같은 위기 상황으로 몰릴 수 있기 때문

>> 은행주 투자 전략

단기적으로 은행업종 주가는 양호한 실적, 금리 인상 기대감 등으로 긍정적임. 그러나, 정작 금리 인상 이후 은행업종 주가는 구조조정 우려가 대두되면서 조정을 보일 수 있음. 상대적으로 위험관리능력이 뛰어난 신한금융지주, 가계 익스포저가 적은 기업은행 중심으로 포트폴리오를 구축하기를 권고함

I. 가계부채 정의의 오류

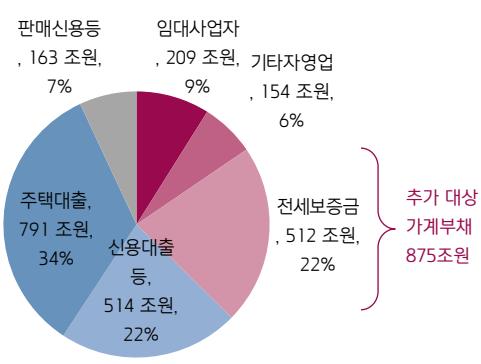
>>> 가계부채 위험 과도해 정부의 구조조정이 필요한 시점

규제 당국인 금융위원회, 한국은행, 그리고 상당수 민간 연구기관은 가계부채에 대해 상승률은 높지만 외부 충격 시 일부 저신용 계층의 부실화가 발생할 수 있으나 은행 부도 위험, 즉 시스템 리스크로 확대될 가능성은 낮은 것으로 평가해 왔다. 실제 2018년 10월 발표한 DSR 관리지표 도입방안 보도자료에 따르면 “가계부채 문제가 단기간 내에 시스템 리스크로 확산될 가능성은 제한적이다”라고 가계부채에 대해 평가하고 있다. 그러나, 당사는 가계부채의 양적, 질적 측면을 분석해 볼 때 자산가격 하락 등 외부 충격이 발생할 경우 은행의 부도 위험이 높아질 것으로 판단, 이에 대비한 정부의 적극적인 구조조정이 필요한 것으로 판단한다. 그 이유는 다음과 같다.

먼저 규제 당국 및 주요 연구기관이 가계부채 문제를 낙관적으로 보는 이유는 가계부채를 가계신용으로 정의함으로써 가계의 보편적 부채인 개인사업자대출과 전세보증금을 제외, 부채의 위험 축소 평가하고 있다는 점이다. 실제 제외된 가계부채 규모는 2018년 3월말 기준 875조원으로 주택담보대출 규모를 상회하며 가계신용 규모의 60%에 달한다. 편입 여부에 따라 위험 평가가 달라질 수 있는 규모이다. 참고로 정부는 가계부채를 가계신용, 개인사업자대출과 비영리단체 부채가 포함된 개인금융부채, 개인금융부채에 전세보증금이 포함한 가계금융·복지조사 상 가계부채, 세가지로 정의하고 있다. 과거에는 개인사업자대출이 포함된 개인금융부채를 공식적인 가계부채로 정의했으나 2000년대 후반부터 가계신용을 사용하고 있다.

전세보증금과 개인사업자대출 규모가 매우 커 가계부채에 편입하느냐, 제외하느냐에 따라 가계부채 규모가 크게 달라지며 위험에 대한 평가도 크게 달라질 수 밖에 없다. 가계신용을 적용한 GDP대비 가계부채비율은 76%에 불과하지만 전세보증금과 개인사업자대출을 포함한 GDP대비 가계부채비율은 122%로 증가율, 절대 비율 모두 세계최고 수준으로 증가하게 된다.

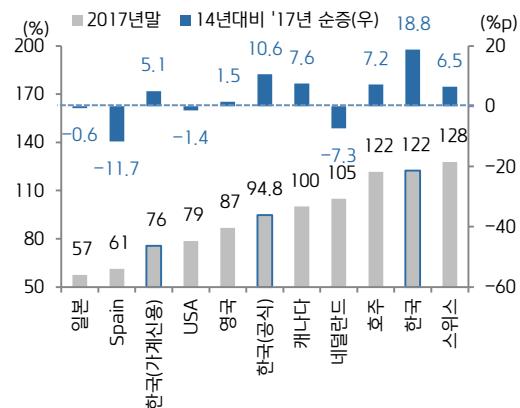
가계부채 2,343조원 구성(2018년 3월 말 기준)



자료: 한국은행 자료를 키움증권이 재 집계함

주1) 주택담보대출에는 주택금융공사 모기지, 집단대출을 포함
주2) 신용대출에는 순수신용, 보증대출, 비주택담보, 약관대출, 증권사 신용, 여전사 대출, 대부업 등을 포함한 수치임

GDP 대비 가계부채 비교



자료: 한국은행, BIS

주1) ‘한국’의 가계부채 규모는 자금순환표상 부채 + 전세보증금 합계

주2) ‘한국공식’의 가계부채 규모는 자금순환표상 부채

주3) ‘한국(가계신용)’의 가계부채 규모는 가계신용 총액

>>> 가계부채 통계 기준의 변경 필요

가계부채는 가계신용이 아니라 개인사업자대출, 전세보증금이 모두 포함된 통계청 기준 가계부채를 공식적인 통계를 기준으로 삼아야 한다. 그 이유는 다음과 같다.

먼저 OECD의 자료에 따르면 가계부채란 가계가 원리금 상환 부담을 떠 안는 모든 부채로 정의하고 있다(Household debt is defined as all liabilities that require payment or payments of interest or principal by household to the creditor at a date or dates in the future). 은행 부도 위험을 측정하는 자료이라는 점을 고려해 볼 때 은행 부도위험과 연관된 위험이 있는 모든 부채를 포함하는 것이 마땅하다. 전세보증금 부채가 없는 여타 선진국가에서는 개인금융부채를 가계부채 통계로 이용하고 있으며 한국도 국제 비교에는 개인금융부채를 가계부채로 정의하고 있다.

둘째, 제외된 개인사업자대출, 전세보증금은 채무불이행 위험, 구체적으로 은행 부도 위험이 높은 채무라는 점이다. 사업자대출은 투자 목적 대출로 개인대출 대비 채무불이행 위험이 높다. 따라서 사업의 실패에 따른 채무불이행 위험이 개인 또는 가족의 상환 책임으로 확산되는 것을 막기 위해 사업주체를 법인으로 하여 상환 책임을 제한하도록 하고 있다. 그러나, 개인사업자대출은 채무불이행 책임을 전부 개인이 부담, 법인 설립의 취지에 맞지 않을 뿐 아니라 이용자의 3/4가 가계대출을 동시에 이용, 현장에서는 사실상 규제 없는 가계대출로 이용되었던 것으로 추정된다. 더욱이 개인사업자대출의 40%를 차지하는 임대사업자대출은 은행부도 위험이 높은 부동산 투자 목적의 대출 상품인 것으로 분석된다. 전세보증금 역시 대표적인 부동산 투자 목적 부채로 은행 부도위험을 높일 수 있는 고위험 대출이라 할 수 있다. LTV라 할 수 있는 전세가율이 시가의 70~80% 수준으로 주택담보대출 대비 높은 데다 임대인의 소득수준, 과다차입 제한 등 규제가 없어 담보가치 하락 시 채무 불이행 위험이 매우 높다. 전세보증금을 더 이상 사채라는 이유로 배제하기 어려운 이유는 1) 일반적으로 임대인이 신용대출, 임대사업자대출 등을 동시에 보유하는 경우가 많아 금융채무로 부실이 전이될 가능성이 높은데다 2) 임대보증금 자체도 전세보증금대출, 전세금반환보증 등 신상품 도입으로 금융채무로 빠르게 전환되고 있기 때문이다.

가계부채 통계 분류와 주요 내용

	가계신용 (총량지표)	자금순환통계의 개인금융부채 (총량지표)	가계금융·복지조사 상 가계부채 (미시지표)
개요	금융기관 및 판매회사가 가계를 대상으로 물품 및 용역 그리고 주택의 구입과 관련한 자금의 일부 또는 전부를 일정기간 동안 웅자해 주거나 분할 지급하는 방식으로 공급하는 신용지표	금융기관, 기업, 정부, 개인, 국외부문 등 각 경제주체의 자금조달과 운용내역의 자금흐름을 한 눈에 보여주는 경제지표	가구특성별 자산과 부채의 규모 등 가계의 재무건전성을 파악하고 가계의 경제적 웰빙수준, 변화, 지속기간 등을 미시적으로 파악하는 지표
판제대상기관	예금취급기관, 보험 및 연기금, 기타금융중개기관, 기업, 정부	자동	전국 2 만개 표본가구 대상
포괄범위	가계	가계(소규모개인사업자 포함) 및 민간비영리단체	가계 및 자영업자
판제방법	금융기관의 가계대출과 재화 및 용역의 판매과정에서 제공된 판매신용(외상구매)을 더하여 산출	각 기관으로부터 입수한 금융거래 조사표 등을 이용하여 경제부문별, 금융상품형태별 자금조달 및 운용파악	자산, 부채의 구성, 가계지출, 경제활동상태 등을 파악
공표시기	분기 종료 후 55 일 전후	분기 종료 후 75 일 전후	매년 12 월 중순
부채규모 (2018년 3 월 말 기준)	1,468 조원	1,710 조원	2,343 조원

자료: 한국은행

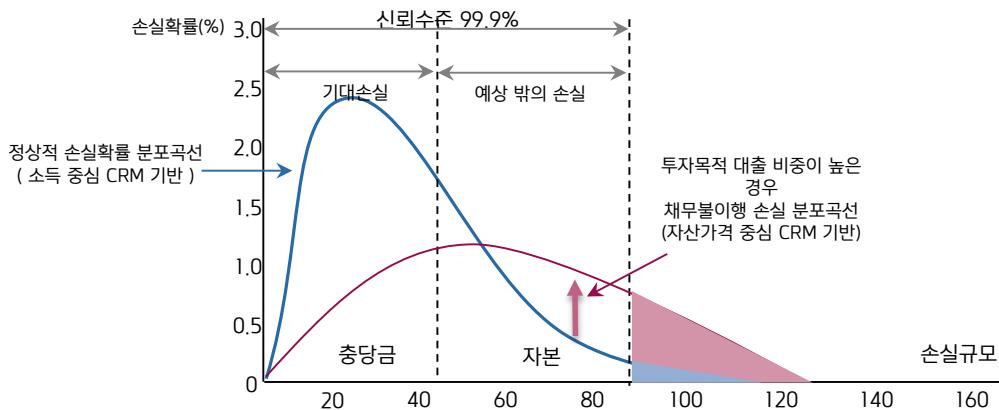
II. 가계부채에 따른 은행부도 위험 평가

>>> 자본부족 사태 발생 위험을 은행부도 위험이라 함

은행 부도위험이란 외부 충격 등에 의해 차주의 채무불이행에 따른 손실이 은행이 예측하여 대비한 충당금과 자본규모를 넘어 자본 부족 사태가 발생할 가능성을 말한다. 따라서 자본 부족 사태는 1) 충당금과 자본을 예상 손실 대비 과소 적립하거나 2) 채무불이행에 따른 손실이 예상보다 증가할 때라는 두가지 조건이 성립하는 시점에 발생한다.

한편 가계의 대출 목적은 크게 주택, 자동차 등 재화의 소비 목적과 자산 투자, 사업투자 등과 같은 투자 목적으로 분류된다. 이 가운데 거주와 같은 부동산, 자동차 구매 등 소비를 위한 대출과 달리 자산 투자 목적의 부동산 구매를 위한 대출은 은행의 부도 위험을 높이는 대표적인 대출이다. 그 이유는 첫째, 차입 동기가 레버리지를 가능한 한 최대로 늘려 차입 규모가 크고 소비 목적 대출 대비 LTV, DTI 등 차입비율이 상대적으로 높다는 점이다. 실제 2017년 발표한 정부의 “가계부채 종합대책” 자료에 따르면 임대사업자의 평균 대출금액과 소득대비 부채비율은 각각 7억 3천 5백만원, 1,290%로 1 주택자 가계의 1억 5천 3백만원, 320%와 현저한 차이를 보이고 있다. 즉 투자 목적 차주는 주택담보대출, 임대사업자 대출, 신용대출 등 다양한 대출을 통해 차입해 실질 LTV는 현저히 높다는 설명이다. 둘째, 소비 목적 차주 대비 투자 목적 차주의 채무 불이행 확률이 상호 의존적으로 나타난다는 점이다. 차주의 채무 불이행 확률이 상호 의존적이라는 것은 차주의 채무 불이행 확률이 경기, 자산가격 등의 영향을 받아 동행하는 경향을 말한다. 특히 투자 목적 대출의 경우 자산가격이 상승하는 시기에는 은행의 대출태도 개선 등의 요인으로 채무 불이행 위험이 감소하지만 자산가격이 하락하는 기간에는 담보 부족 등의 요인으로 차주의 채무 불이행 위험이 동시에 상승할 가능성이 높다. 자산가격 상승기에 하락한 경험손실률에 맞추어 충당금이 과소 적립한 상태에서 자산가격이 하락 반전될 경우 채무불이행률이 급격히 상승, 충당금과 자본을 상회하는 손실이 발생하는 경우가 발생하며 은행 부도 위험을 높이는 요인으로 작용한다. 연체율로 풀이하면 채무 불이행 확률이 상호 의존적인 구조일 경우 정상적 국면에서는 연체율이 0%에 근접하지만 채무불이행 위험 상승기에는 연체율이 급등하는 것을 의미한다.

정상적 상황하에서 손실확률 분포와 투자목적 대출 비중이 높은 상황에서 손실확률 분포



자료: 카운증권 정리

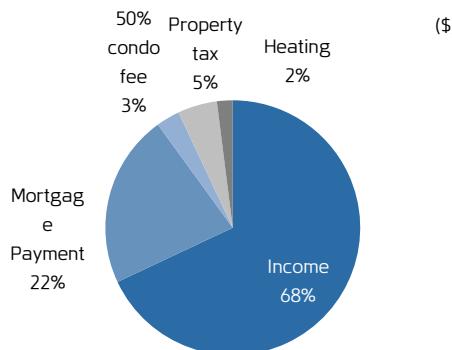
>>> 은행 부도 위험을 평가하는 지표는 투자목적 대출 비중

은행 부도 위험을 평가하는 지표는 투자 목적 대출의 규모와 비중, 그리고 다양한 질적 위험 수준이 될 것이다. 실제 2008년 미국 서브프라임 모기지사태, 1990년 초반 북유럽 국가의 가계부채발 금융위기, 2012년 스페인의 가계부채 발 금융위기 등 대부분 국가의 금융위기는 부동산 등 투자 목적 대출이 급증하고 질적 위험이 높아진 후 자산가격 하락으로 인해 은행 부도위험이 급증하면서 발생하였다. 미국과 같이 은행 파산이 가능한 국가에서는 은행 부도로 그치지만 대형은행이 파산하거나 은행의 과정화가 심한 국가에서 은행 부도는 금융 시스템 위기로 확산되어 왔다.

그럼에도 부채 증가를 통한 부동산 시장 활성화와 이에 따른 경기 부양책은 대부분 선진국이 추진하는 매우 일반적인 대책이었다. 따라서 부채 주도 경기 부양책이 일정 기간 후 은행 부도 위험을 높여 금융위기를 초래할 수 있다는 점을 인지한 감독당국은 부채 증가에 따른 은행 부도위험을 줄이기 위해 가계대출을 여러 방식으로 규제, 관리하고 있다. 그 내용을 정리하면 다음과 같다.

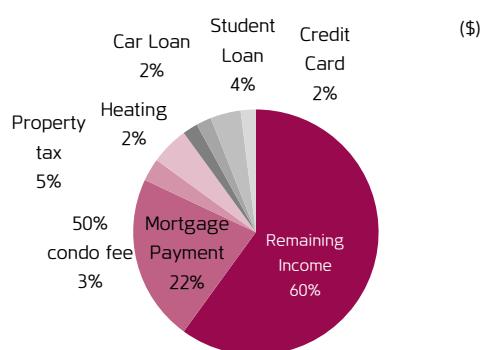
첫째, 고정금리, 원리금 분할 상환 장기대출 중심으로 대출 구조를 전환함으로써 차주의 채무상환 불이행 확률의 상호 의존성을 낮추는 것이다. 상기 방식으로 대출 구조를 변경하면 자산가격 상승기에 채무상환 불이행률이 과도하게 떨어지지 않고, 자산가격 하락 등 외부 변수 변화에도 채무 불이행비율이 크게 증가하지 않는다. 예를 들어 가계가 주택을 구매하기 위해 금리 4%의 대출을 하려 한다면 이자만 내는 경우에는 4%만 부담하지만 20년 분할 상환시 원금의 7.2%를 고정적으로 부담하게 된다. 20년을 고정적으로 7.2%를 부담해야하는 차주 역시 자신의 소득 범위를 벗어나 무리하게 투자 목적으로 대출규모를 늘리려 하지 않는다. 둘째, DSR(총체적 상환비율, Debt Service Ratio)을 30%~40% 이내로 제한, 소득 범위내에서 원리금을 상환할 수 있도록 제한한다는 점이다. DSR은 대부분 선진국가의 대표적인 대출 규제로 개인의 전체 신용 위험 수준을 파악, 적정 채무 규모를 제시함으로써 기준 채무로 인해 민간 소비가 제한되거나 나아가 부채를 소득이 아니라 추가 부채로 상환, 부채구조가 악성화되는 것을 사전에 차단하기 위한 것이다. 한편 미국, 캐나다 등 선진국에서는 한국과 달리 보험, 재산세 등 실 거주비까지 포함하여 DSR을 산출한다.

Gross DSR < 32% 이하 내역



자료: Canadian Mortgage Advisor

Total DSR < 40% 이하 내역



자료: Canadian Mortgage Advisor

>>> 부동산 투자 목적 대출 비중, 전체 가계부채의 절반 이상 차지

상기 언급한 은행 부도 위험 지표를 종합적으로 분석해 볼 때 한국 가계부채의 은행 부도 위험은 매우 높은 것으로 판단된다. 그 이유는 다음과 같다.

첫째, 전체 가계부채에서 투자 목적 대출이 차지하는 비중이 과도하게 높다는 점이다. 임대중인 주택 보유자의 주택 규모, 레버리지 수준 등을 고려해 볼 때 투자목적 대출 비중은 50%에서 최대 60% 수준에 달할 것으로 추정, 정부 추정치와 크게 차이가 난다. 정부는 주택담보대출 중 일부가 투자목적 대출로 이용되었을 것으로 예상, 대출 규제 역시 주택담보대출 중심으로 진행하였다. 그러나 가계 부채 산정에서 제외된 전세보증금, 임대사업자 대출은 전형적인 투자 목적 대출이며 이밖에 일부 신용대출, 일반 기업대출, 전세자금 대출 등도 투자 목적 대출로 이용된 것으로 추정된다.

투자목적 대출 비중이 전체 가계부채에서 50%를 넘을 것으로 추정하는 이유는 최근 부동산 임대차 통계시스템을 통해 파악한 614만 명이 보유한 주택의 시가총액에 레버리지비율 60%를 적용할 경우 전체 가계부채의 60%인 1,400조원에 달하기 때문이다. 동 시스템을 가동하기 전 정부가 파악한 투자목적 부동산 보유자는 가구 기준으로 3년 동안 50만 늘어난 2백 9십만 명(2016년 기준)이다. 두 수치의 차이가 두배 이상 발생하는 이유는 양도세 등 절세를 목적으로 상당수 가계가 타인의 명의로 주택을 구매했다는 설명이다.

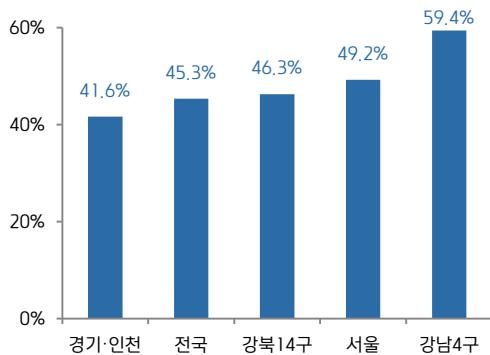
임대중인 주택보유자 현황

	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

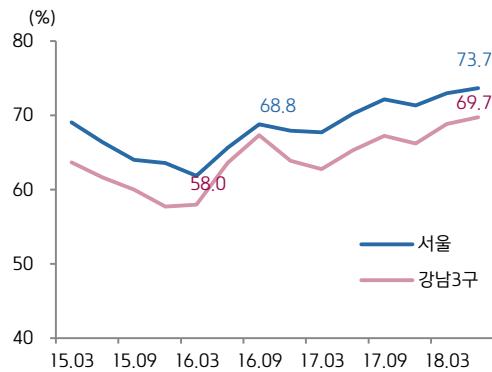
투자목적 부동산 투자자 비중 매우 높아..



자료: 국토교통부

주: 소재지 개인별 임대중인 주택 수 비율

서울 지역의 임대계약 내 전세 거래비중 추이



자료: 부동산114, 국토교통부

>>> 가계부채의 질적 위험 수준, 2008년 대비 오히려 악화되어

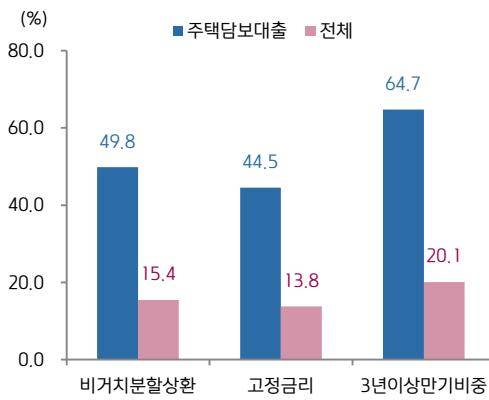
둘째, 사업목적 대출을 포함한 전체 가계부채의 질적 위험 수준은 정부의 분석과 달리 매우 높다는 점이다.

최근 정부는 주택담보대출 내에서 고정금리대출 비중과 비거치식 분할비중이 각각 44.5%, 49.8%에 달하며 10년 이상 만기대출 비중이 52%로 가계대출의 질적 구조 개선으로 시스템 리스크로 확산될 위험은 제한적이라고 평가하고 있다. 다시 말해서 투자 목적 대출 비중이 낮아 주택가격이 하락하더라도 은행 부도 위험이 증가할 가능성이 낮다는 설명이다.

그러나, 문제는 제외된 전세보증금, 임대사업자 대출 등은 전형적인 투자 목적 대출로 주택담보대출뿐만 아니라 이를 포함하여 질적 위험 수준을 평가할 경우 정부의 주장과 달리 매우 높은 것으로 평가된다는 점이다. 실제 이자만 내는 단기대출인 전세보증금과 임대사업자대출과 신용대출, 전세자금대출 등 까지 포함할 경우 전체 가계부채에서 10년 이상 만기대출 비중, 비거치식 분할상환비중, 고정금리 비중은 20% 이내인 것으로 추정된다. 투자 목적으로 주택담보대출만 이용할 것이라는 정부의 낙관적 기대와 이에 맞춘 규제가 오히려 가계부채의 은행 부도 위험을 높인 것으로 판단된다.

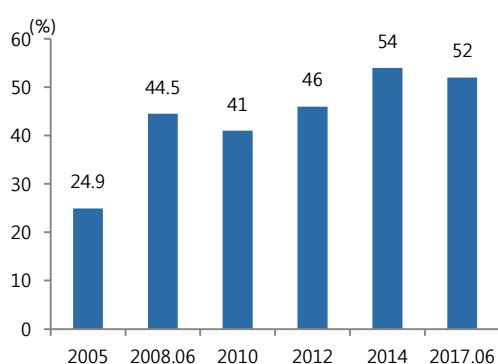
한편 은행의 부도위험을 낮추기 위한 고정금리, 원리금 분할 상환대출과 같은 대출 구조 선진화 작업은 2004년부터 정부가 역점적으로 추진한 작업이다. 실제 '04년말 20%에 불과하였던 10년 이상 만기 대출비중은 잔액 기준으로 '08년 6월 말 44.5%까지 증가하였다. 2005년에서 2007년 부동산 가격 급등 후 2008년 글로벌 유동성 위기 이후 부동산 가격 하락에도 가계부채 위기로 전이되지 않았던 것은 상대적으로 투자목적 대출의 비중이 높지 않았으며 이는 정부의 적극적인 대출 규제 효과 때문이라 할 수 있다. 따라서 전세보증금, 임대사업자대출, 신용대출, 전세보증대출 등을 통한 주택 투자가 활성화되지 않았던 2008년과 활성화된 지금과 비교해 본다면 실질적인 가계부채의 질적 위험은 2008년 대비 크게 증가한 것으로 평가된다.

외부충격에 취약한 가계부채 구조



자료: 한국은행 자료를 키움증권이 재 집계함
주: 주택담보대출을 제외한 대출은 비거치식, 변동금리로 가정함
보험사, 상호금융 부채 중 일부는 비거치식 장기대출이지만 집계가 어려워 제외함

주택담보대출 중 10년 만기 초과 비중



자료: 한국은행, 금융감독원
주: 잔존만기 기준

III. 정부의 DSR 규제 영향 분석

>>> DSR 규제, 실효성보다는 도입하는 데 의의가 큼

금융위원회는 그 동안 은행 자체적으로 맡겼던 DSR(총체적 상환비율) 규제를 10월 3일부터 시행하기로 하였다. 시중은행의 경우 DSR 초과 대출은 15%, DSR 90% 초과대출은 10% 이내로 관리하도록 하였고 지방은행은 각각 30%, 25% 이내로 관리하도록 하였다. 시중은행과 지방은행의 DSR 70% 초과 비중이 19.6%, 40.1%인 점을 감안할 때 각각 향후 은행은 4.1%p, 10.1%p를 줄여야 한다. 아울러 '21년 말까지 평균 DSR을 시중은행과 지방은행 각각 40%(기준 52%), 80%(기준 123%)로 낮추도록 하는 등 장기적 규제 목표도 제시하였다.

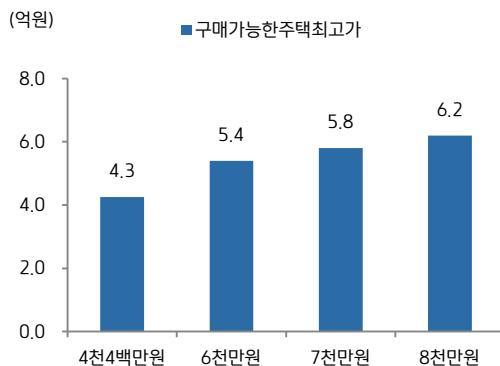
은행별 DSR 분포 현황(2018년 6월 현재, %)

구분	100%초과	90%초과	80%초과	70%초과	60%초과
시중은행	14.3	15.7	17.4	19.6	22.9
지방은행	30.1	32.8	36.6	40.1	45.2
특수은행	27.9	30.3	32.9	35.9	39.9
전체은행	17.6	19.2	21.2	23.7	27.3

자료: 금융위원회, 금융감독원

정부는 당분간 70%를 규제 비율로 정해 규제의 실효성은 당초 기대했던 것보다 높지 않을 것으로 판단된다. 따라서, 정부가 DSR 규제를 도입한 것은 당장의 대출 한도를 낮추는 것보다 가계의 채무상환 위험을 대출 상품 중심에서 차주 중심으로 변경하는 한편 비주택 담보대출의 주택 구매를 차단하겠다는 것으로 의미를 두어야 할 것이다. 그 이유는 DSR 70% 수준은 현재 수준에서 정상적인 가계가 주택 구매를 위해 차입하는 데 큰 제약이 되지 않는 수준이라는 점이다. 예를 들면 DSR 70%의 의미는 연봉 5천 8백 만원의 가계가 가처분소득의 11배인 5억 6천만 원(대출금리 4%, 만기 20년 가정)을 차입할 때 산출되는 수치이다. 다만 신용대출 등 기타대출을 활용하여 주택을 구매할 경우 해당 대출의 만기를 10년 이내로 설정, 실수요자 입장에서 볼 때 주택담보대출 한도를 결정짓기보다는 주택 구매시 부족자금을 확보하기 위해 이용하는 신용대출 등 비주택담보대출의 한도를 제약, 주택 구매 수요를 낮추는 요인으로 작용할 것으로 예상된다.

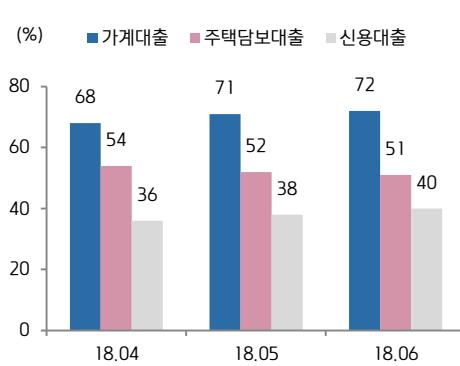
DSR과 LTV규제로 가계 주택구매 여력 감소



자료: 키움증권

- 주1) 보유현금은 연간소득의 두배 가정, LTV 50%, 금리 3.8% 가정
- 2) 신용대출한도 1.5억, DSR 70% 가정
- 3) 주택담보대출 만기 20년, 신용대출 10년 가정

취급종류별 평균 DSR 현황



자료: 금융감독원

>>> DSR 규제, 임대사업자대출과 전세보증금 편입 필요

아울러 DSR 규제 비율에 편입되는 채무 대상에 임대사업자 대출과 전세보증금을 제외하고 있어 DSR 규제가 규제의 효과를 낮추는 한편 왜곡을 나올 수 있다는 점이다. 예를 들면 아래 사례에서처럼 가계가 임대사업자대출이나 전세보증금과 신용대출을 이용하여 주택을 구매했다고 가정해 보자. 이 경우 전세보증금 포함 시 DSR은 165.4%까지 상승, 고위험 채무자로 분류되어야 하나 전세보증금을 제외한 DSR은 규제 비율인 70%를 하회, 정상 채무자로 분류된다는 점이다.

1주택자의 재무 상태 추정

자산(백만원)		부채와 자본(백만원)	
금융자산	100	주택담보대출	425
주거용주택	850		(LTV = 50%)
자산 총계	950	부채 총계	425
부채비율	81%	순자산	525
신용잔여한도	0		

자료: 키움증권, 금융감독원

1주택자의 손익 추정

주요 항목(백만원)	원리금 상환 시	이자만 상환 시
세전소득 대비 부채비율(%)	1,136	1,136
DSR(%)	69	68.9
연 세전소득	44	44
최저생계비	32.5	32.5
세금	6.6	6.6
원리금 상환금액	30.3	30.3
가계 수지	-25.4	-25.4

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

기 주택 보유자의 추가 주택 구매 시 재무 상태 추정

자산(백만원)		부채와 자본(백만원)	
금융자산	0	신용대출	40
주거용주택	950	주택담보대출 등	452
투자부동산	470	전세보증금	(LTV = 48%)
자산 총계	1,420	부채 총계	330
부채비율	137%	순자산	(LTV = 70%)
신용잔여한도	0		822
			598

자료: 키움증권, 금융감독원

기 주택 보유자의 추가 주택 구매 시 DSR 추정

주요 항목(백만원)	전세보증금 포함	전세보증금 미포함
세전소득 대비 부채비율(%)	1,697	1,016
DSR(%)	165.4	69.8
연 세전소득	57	57
최저생계비	32.5	32.5
세금	8.55	8.55
원리금 상환금액	94.3	39.8
가계 수지	-78.3	-23.9

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

주: 전세보증금 만기는 신용대출과 동일하게 10년 만기 적용, 이자는 제외함. 신용대출 금리는 3.8% 적용

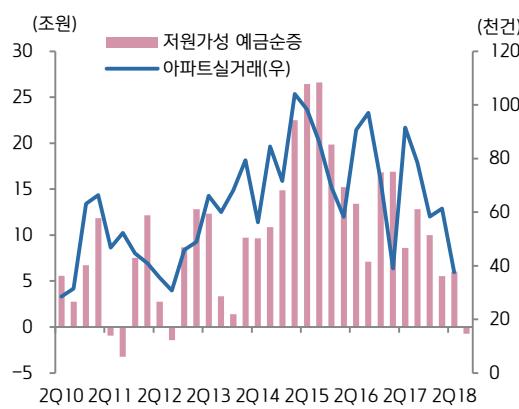
IV. 가계부채 문제가 부상할 수 있는 요인

>>> 기준금리 인상, 은행의 대출태도를 보수화하는 요인

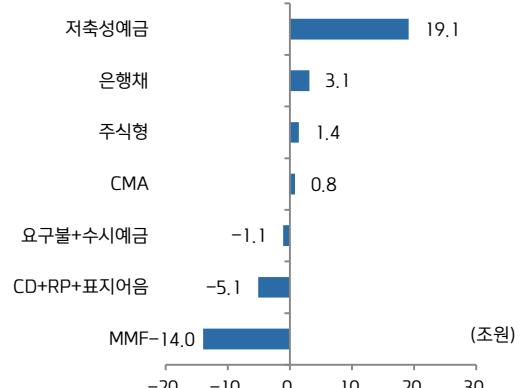
심각한 가계부채 문제가 수면 위로 부상하는 시점을 결정짓는 변수는 정부 정책 변화와 함께 은행의 대출 태도 변화(대출 한도 축소 여부)이며 은행의 대출태도 변화를 결정 짓는 변수는 은행의 자금 사정, 즉 은행의 원화 및 외화 유동성 변화가 될 것이다. 은행의 유동성은 저원가성 예금 이탈로 악화되는 상황에서 향후 예상되는 한국은행의 기준금리 인상을 기점으로 더 악화될 가능성이 높은 것으로 판단된다. 그 이유는 다음과 같다.

먼저 기준금리 인상 시 저원가성 예금에서 상대적으로 금리매력도가 높은 MMF, CMA 등 금융상품으로 이동할 가능성이 높기 때문이다. 정상적인 금리인상은 자산가격 상승 또는 경기 호전 시점에 진행되며 인상 초기에는 높은 대출 수요로 저원가성 예금이 증가하는 경향이 있다. 그러나, 경기 침체기 또는 자산가격 하락기 금리 인상은 저원가성 예금의 매력도를 현저히 낮춤으로써 자금이동을 가속화하는 요인으로 작용할 가능성이 높다. 이미 은행의 저원가성 예금은 2/4분기부터 순증규모가 둔화되기 시작하여 3/4분기에는 감소하기 시작하였다. 저원가성 예금 증가율 둔화의 결정적 요인은 대출 수요의 핵심인 부동산 관련 대출이 점진적으로 둔화되고 있기 때문으로 향후 부동산 거래 부진 심화로 대출 수요가 더욱 줄어드는 상황에서 기준금리가 인상될 경우 저원가성 예금 감소는 더욱 가파르게 진행될 가능성이 높다.

저원가성 예금 이탈, 향후 은행대출태도의 변수 기준금리 인상, 저원가성 예금 이탈의 요인



자료: 한국은행, 부동산114



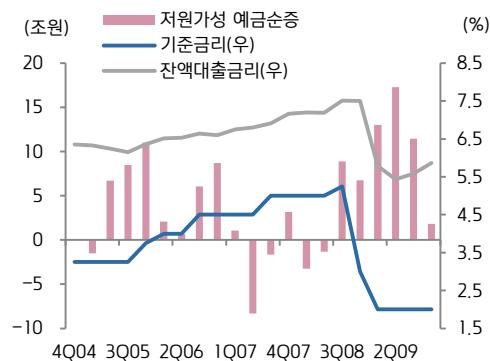
자료: 한국은행, 금융투자협회
주: 3Q18 기간 중

>>> 2008년 금융위기의 출발은 은행의 원화유동성 부족사태

2008년 금융위기 전 한국은행의 기준금리 인상은 향후 기준금리 인상 시 자금 흐름 변화를 예측하는 데 시사하는 바가 매우 크다. 실제 기준금리 인상으로 저원가성 예금이 MMF, CMA, 저축성 예금 등으로 이탈하였으며 이에 따라 은행의 조달금리가 가파르게 상승, 은행의 잔액기준 평균 대출금리가 최고 7.5%까지 상승하였다. 과거와 달리 경기 및 부동산 시장 침체로 차주의 채무불이행 위험이 높아지는 상황에서는 대출금리 인상과 더불어 대출태도를 보수화 할 가능성이 높다.

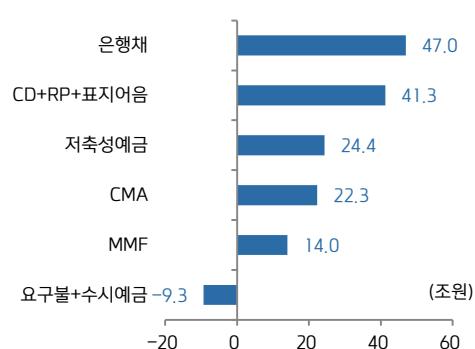
실제 2008년 글로벌 금융위기의 국내 전이되는 과정도 은행의 원화 유동성이 악화된 상태에서 외화 유동성이 악화되면서 취약한 부동산PF, 키코 중심으로 채무 불이행 문제가 수면 위로 부상한 바 있다.

저원가성 예금 이탈, 향후 은행대출태도의 변수



자료: 한국은행

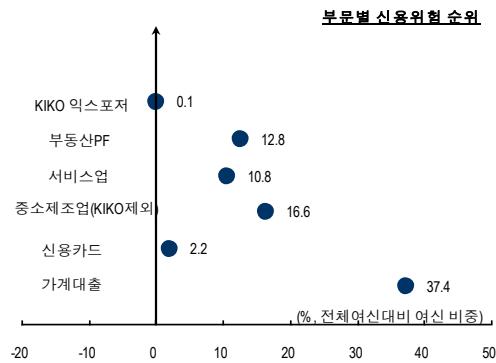
기준금리 인상, 저원가성 예금 이탈의 요인



자료: 한국은행, 금융투자협회

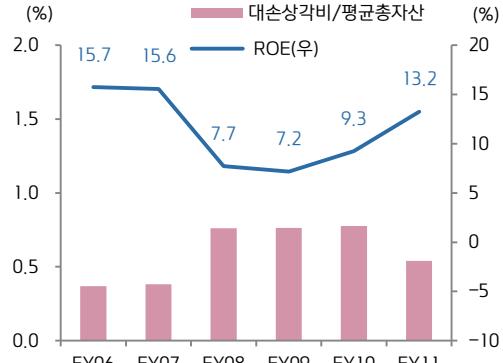
주: 2006년~2008년 상반기까지 자금흐름 동향

2008년 부문별 신용위험 순위와 비중 차트



자료: 키움증권, 금융감독원

2008년 전후 시중은행의 ROE와 대손상각비율



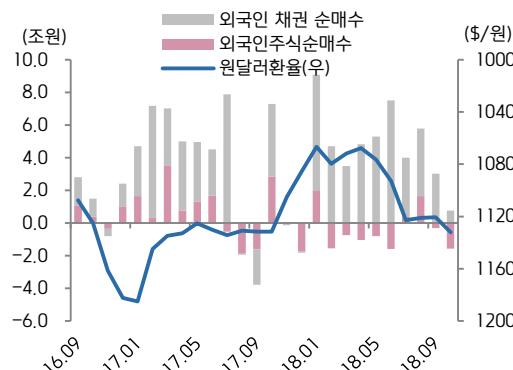
자료: Dataguide, 키움증권

>>> 유동성 사태의 결정적 계기는 외국인 투자자의 채권 순매도

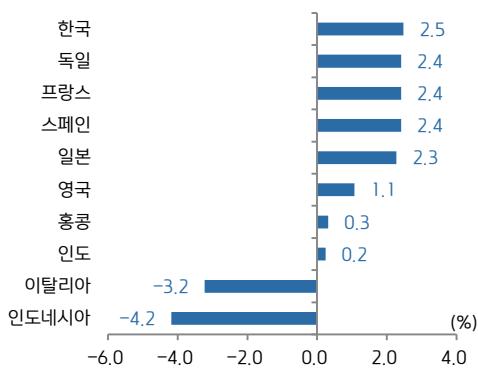
2008년 국내 은행 유동성 위기의 출발은 은행의 원화 유동성이 악화되면서 시작되었다. 국내 은행이 한국은행으로부터 특별융자를 받을 수 밖에 없었던 상황, 즉 유동성 부족 사태에 도달하게 된 상황을 초래한 결정적인 계기는 외국인 투자자의 채권 순매도에서 비롯되었다. 누적된 은행의 유동성 악화는 은행채 급등과 같은 은행의 자금 조달 기능 약화 현상을 초래하였으며 유동성 문제가 부각되자 2008년 7월 Pitch사, 10월 무디스와 S&P는 주요 시중은행의 등급 전망을 하향 조정을 하였다. 신용등급의 조정은 대표적인 채권 가격 하락 요인으로 외국인 투자자의 채권 매도를 촉발하였으며 은행의 외화유동성을 악화시키는 계기가 되었다.

따라서, 현 시점에서 은행 원화 유동성 추이와 함께 주시해야 할 사안은 외국인 채권투자 동향이 될 것이다. 2008년과 달리 국내 은행의 원화 및 외화 유동성 지표는 양호하고 자금시장의 절대 규모도 더 커져 과거와 같은 유동성 위기에 직면할 가능성은 크게 낮아졌다. 그러나, 과거와 달리 한미간 금리차 문제, 가계부채 문제 등으로 채권가격이 하락 추세로 전환될 경우 외국인의 채권 순매도 규모는 과거보다 증가할 가능성이 높다는 점이다. 원화 유동성 문제는 한국은행의 자금 지원을 통해 유동성 문제를 완화될 수 있지만 외국인 자금이탈로 은행의 외화 유동성에 문제가 악화된다면 정부 대응이 쉽지 않다. 따라서 유동성 위기에 직면하지 않더라도 유동성 위기에 대비해 은행은 대출 태도를 적극적으로 보수화 해 유동성을 확보하려 할 가능성이 높다.

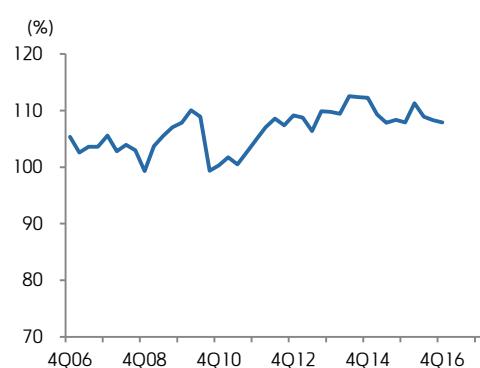
외국인 순매수와 원달러 환율 추이



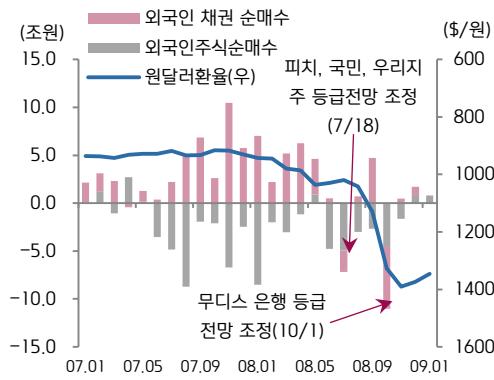
미국국채 대비 상대수익률 비교



은행 외화유동성비율 추이



해외신평사 신용등급 조정과 외국인 투자동향

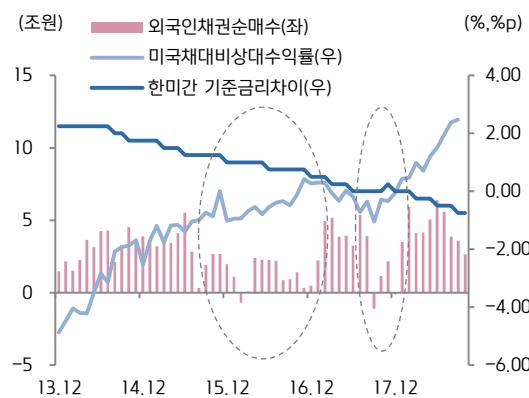


>>> 외국인 채권 순매도, 기준금리 변화 영향 받아

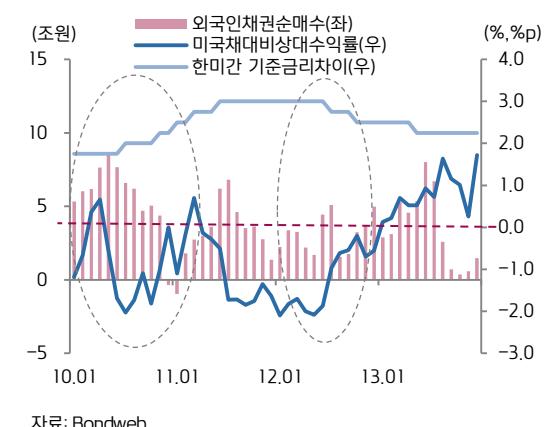
외국인 투자자의 주식 순매도가 지속되는 가운데 최근에는 채권도 순매도로 전환, 향후 매도의 지속 여부에 대해 관심이 집중되고 있다. 한편 2006년부터 최근까지 외국인투자자의 채권 순매수 추이를 분석해 본 결과 외국인투자자 패턴 변화에 영향을 미치는 변수를 찾을 수 있었다. 어느 시점에서 외국인 투자가 채권을 순매도로 전환하는지 요약해 보면 다음과 같다.

첫째, 국내 은행 및 정부출자 기업, 그리고 정부의 펀더멘탈 변화에 따른 외국계 신용평가사의 등급 하향 조정을 들 수 있다. 2008년 외국계 신용평가사가 은행 등급 전망을 하향 조정하면서 외국인 투자자의 채권에 대해 매도가 크게 늘어난 바 있다. 반면 2007년 7월, 2012년 4월 외국계 신용평가사가 국가등급을 상향조정하면서 채권 순매수가 크게 늘어난 바 있다. 둘째, 한미간 기준금리 차이가 확대되는 초반부에 외국인투자자의 채권 순매수 규모가 축소되거나 순매도로 전환된 것으로 분석된다. 대표적으로 2007년 하반기~2008년 상반기, 2010년 하반기 사례를 들 수 있다. 반면 한미간 기준금리 차이의 변화 후반부에는 외국인 투자의 순매수가 늘어났다. 셋째, 한미간 기준금리 갭이 감소해 마이너스로 전환되는 시점(미국 기준금리 > 한국 기준금리)으로 기준금리 갭이 하락하는 초기에는 채권 순매수가 증가하지만 하락이 둔화되거나 정체되는 시기에는 순매수가 축소되었다. 예정대로 한국은행이 기준금리를 인상하면 지금은 한미간 기준금리 갭은 감소세가 둔화(한미간 금리 역전 완화를 의미)될 것이다. 과거 추이를 볼 때 기준금리 변화는 외국인 순매도 확대 요인으로 작용할 수 있다는 점이다.

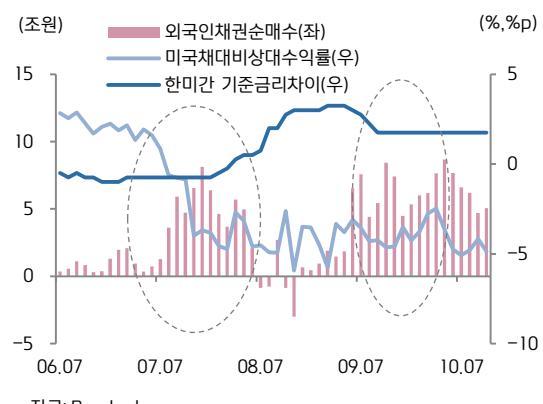
외국인투자의 채권 순매수 추이(2013~2018)



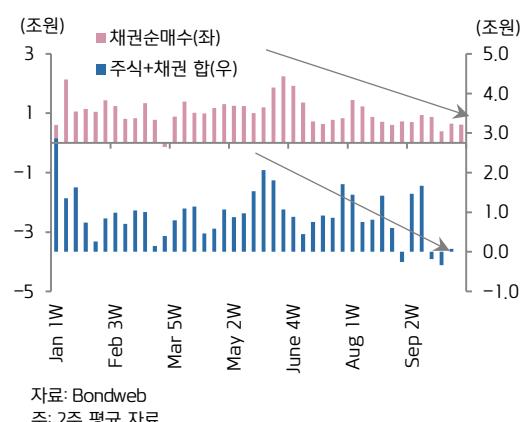
외국인투자의 채권 순매수 추이(2010~2013)



외국인투자의 채권 순매수 추이(2006~2010)



외국인, 채권 매수를 줄이는 것으로 나타나



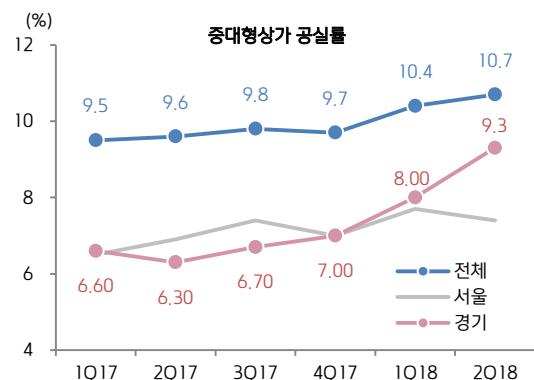
V. 정부주도의 구조조정이 필요한 이유

>> 구조조정은 선택이 아니라 받아들여야 할 사안

가계부채 발 은행부도 위험, 즉 시스템 리스크는 이미 언급하였듯이 매우 높다. 여기서 정부가 선택할 수 있는 방안으로 1) 유동성 공급과 정책적 지원을 통해 계속 가계부채 문제를 계속 미루는 것과 2) 정부 주도로 과다 채무자에 대한 구조조정을 통해 부채를 과감히 줄이는 것이다. 그러나 금리 인하 등 유동성 공급 확대 정책, 부동산 시장 부양정책 등 가계부채 문제를 미루는 정책을 선택하기 어려워짐에 따라 현 단계에서 정부가 선택할 수 있는 방법은 정부 주도의 가계부채 구조조정 밖에 없는 것으로 판단된다. 그 이유는 다음과 같다.

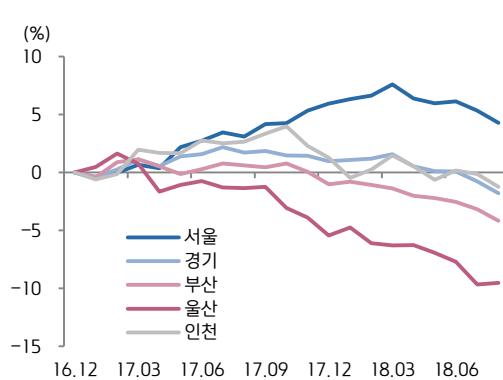
첫째, 부동산 시장이 조정국면에 진입했지만 여전히 투자 심리는 양호한 상황으로 대다수 과다 채무 다주택자의 순자산이 플러스인 현 시점에서 구조조정을 진행한다면 상대적으로 적은 비용으로 구조조정을 추진할 수 있기 때문이다. 둘째, 시장의 구조조정에 대한 압력이 갈수록 확대되고 있다는 점이다. 저원가성 예금 감소, 외국인투자자의 주식, 채권 매도가 확대되고 있음에도 기준 금리 인상이 불가피해 가계부채 구조조정을 피하기 어려운 상황이 되고 있다는 점이다. 셋째, 가계부채 부실화의 핵심 주체는 취약 차주가 아니라 과다 차입을 통해 부동산에 투자한 차주로 구조조정 시기를 놓칠 경우 구조조정 비용 증가뿐만 아니라 자산시장, 나아가 전체 경제에도 적지 않은 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 아울러 과도한 차입을 통한 아파트, 상가 등 부동산에 과잉 투자가 이루어진 데 따라 관련 분야에서 여러 가지 문제점이 노출되고 있다. 문제점의 주된 내용은 먼저 전세가격 하락이 가속화되면서 과다부채를 갖고 있는 임대인에 대한 임차인의 전세보증금의 상환 요구가 증가하고 있다는 점이다. 전세가격이 최초 계약 시점 이하로 하락할 경우 재계약 과정에서 하락 폭 또는 전체금액을 임차인에게 지급하기 때문이다. 실제 2018년 8월말 현재 17개 지자체 가운데 2016년 말 대비 전세가격이 하락한 지역은 총 10 곳에 달하며 주택가격이 하락한 지역은 6 곳에 달한다. 2017년에 이어 2018년에도 적지 않은 입주 물량 증가를 고려해 볼 때 별도의 조치가 없는 한 전국적인 전세가격 하락은 장기화될 가능성이 높다. 여기에 아파트와 함께 부동산 투자자의 대표적인 투자상품이었던 상가 역시 경기 침체와 더불어 공급 과잉으로 인한 공실률 상승으로 부실화 위험이 높아지고 있다는 점이다. 선제적인 구조조정 없이 계속 미룬다면 구조조정 비용은 급격히 늘어날 수 밖에 없다.

경기침체와 공급물량 증가로 공실률 급증



자료: 한국감정원

17개 지자체 중 10개 지역의 전세가 하락



자료: 국토교통부, 부동산114

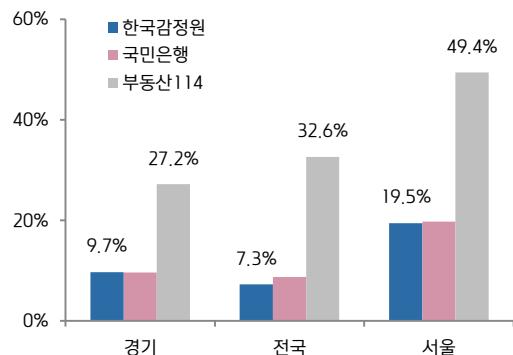
>>> 은행 및 시장 주도 구조조정은 어려운 환경

“과다 채무를 보유한 부동산 투자자의 경우 소득 수준이 높은 데다 보유한 자산이 충분해 자산 매각을 통해 가계부채 문제를 대응할 수 있다.” 이는 국책 및 민간 연구기관이 가계부채 위험을 설명할 때 일관되게 주장하는 내용이다. 그러나 이론에 가까운 주장으로 자산가격이 하락 반전할 경우 차주의 자발적인 구조조정은 차주의 과감한 의사결정이 없는 한 현실적으로 매우 어려운 것으로 판단한다. 그 이유는 다음과 같다.

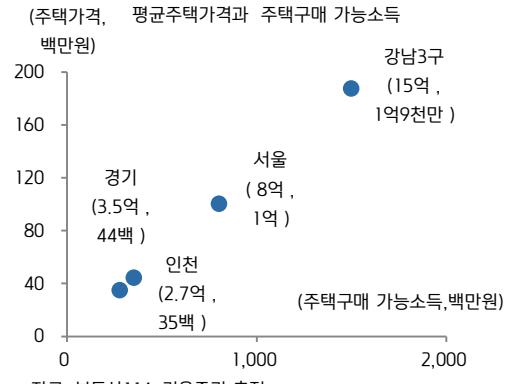
첫째, 한국의 후진적 부동산 시장 구조를 고려해 볼 때 차주가 자산가격 상승기에 선제적으로 하지 않는 한 하락기에는 자발적 구조조정이 어렵다는 점이다. 차주는 가격 하락 시점에 자산 매각을 추진하려하지만 해당 시점에는 매수 수요가 큰 폭으로 감소, 구조조정을 실행하지 못하기 때문이다. 이는 재화 시장 방식의 부동산 시장 구조를 정부가 방치하면서 비체계적 중개 시스템이 고착화된 데 따른 한국 고유의 후진적 부동산 시장 구조 탓이 크다. 국내에서 가장 큰 자산시장이 가장 가격 결정구조가 불투명한 시장 중에 하나라는 점은 시사하는 바가 적지 않다.

둘째, 채무 상환을 위해 보유 부동산 매각을 결정하더라도 소득 수준 대비 높은 주택 가격 하에서 정부의 규제 영향으로 무주택자, 다주택자가 주택 구매를 결정하기 어려운 상황에 놓여 있다는 점이다. 지난 9.13 대책으로 다주택자가 금융채무를 이용하여 주택을 구매하는 것은 사실상 불가능해진데다 현금 구매 역시 세무 조사 문제 등으로 기존 유주택자가 투자 목적으로 주택을 구매하는 것은 사실상 어려워졌다. 무주택자 또한 소득을 고려해 볼 때 현재 규제 기준으로 재고 주택을 구매하는 것 역시 사실상 불가능한 상황이다. 결론적으로 정부의 별도의 조치 없이 채무 구조조정이 진행될 경우 보유 부동산은 경매 시장으로 넘어갈 가능성이 매우 높고 이 과정에서 낙찰가 하락과 기회 손실 등으로 금융회사와 차주 모두 상당규모의 손실을 입을 가능성을 배제할 수 없다.

부동산 가격지수간 가격 차이



지역별 평균 아파트 가격과 구매가능 연 소득



VI. 구조조정에 대비하고 있는 정부

>>> 구조조정 시점은 문제가 수면 위로 부상하는 초기가 적절

과거 사례를 볼 때 정부가 선제적으로 구조조정을 추진한 경우는 매우 드물다. 구조조정에 따른 영향이 자산시장, 나아가 전체 경제에 미침에 따라 이에 따른 반발도 적지 않기 때문이다. 따라서 가계부채 문제를 더 이상 확대되지 않게 관리해 나가는 한편 문제가 수면 위로 부상, 구조조정이 불가피한 상황이 되었을 때 최대한 단 기간 내에 구조조정을 진행함으로써 정책의 실효성을 높이는 데 주안점을 둘 것으로 판단한다. 구조조정을 위한 정부의 정책 방안을 요약해 보면 다음과 같다.

첫째, 부동산 임대차시스템의 도입을 통해 투자 목적 투자자와 실수요자를 분리하는 한편 투자 목적 차주의 자산 및 부채를 파악함으로써 차주의 신용위험을 정확히 파악하고자 하였다는 점이다. 구조조정 대상 차주를 파악하는 것이 구조조정의 선결 요건이라는 점을 고려해 볼 때 당연한 조치이다. 둘째, 투자 목적 주택구매뿐만 아니라 소득범위를 넘어 무리하게 구매하려는 실수요 수요까지 9.13 부동산시장 대책을 통해 차단하였다는 점이다. 가계가 주택을 투자목적으로 구매할 경우 대출을 원천적으로 차단하였으며 임대사업자 역시 기존 대출이 있다면 추가주택 구매를 위한 대출에 대해 원천적으로 차단하였다. 실수요자 역시 LTV를 40%(예외 50%) 수준으로 낮춘데다 DSR 규제로 신용대출 한도가 줄어들어 44백만원 소득을 받는 수도권 평균 가계가 매수할 수 있는 주택가격은 450백 만원으로 서울 아파트 평균가격의 60%에 못미친다(현금 1억원 보유, 대출만기 20년, 대출금리 3.8% 가정). 셋째, 과다채무 다주택자에 대한 구조조정을 위한 근거를 마련하였다는 점이다. 사업자대출에 대한 용도외 유용시 원금상환을 의무화한데다 과다채무 다주택자에 대한 정보 공개를 통해 신용등급 조정 방식의 구조조정 여건을 마련하였다.

9.13 주택시장 안정대책의 주요 내용

1. 부동산 임대차 통계 시스템

- 임대사업자 임대의무기간 준수 점검 등 관리강화
- 임대등록정보, 건축물대장, 주민등록, 제산세 대장 등 연계해 보유·임대현황 파악

2. 사업대출규제 강화

- ① 용도의 유용 규제 강화
- ② LTV 규제 강화 & 투기지역 고가주택 신규구입 목적 주담대 원천 금지
- ③ 기주택담보대출자의 투기지역 내 주택취득 목적 신규주담대 금지

3. 가계주택담보대출 규제

- 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

4. 기 보유 주택담보대출의 주택 투자 유용 제한

추가 대출 시 약정 체결, 주택 보유 여부 주기적 확인, 적발 시 즉각 회수, 3년간 제한

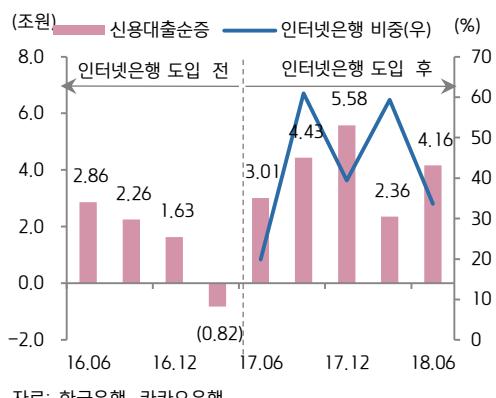
자료: 국토교통부 및 관계부처

>>> 과도한 신용 경색 완화를 위한 정책 마련

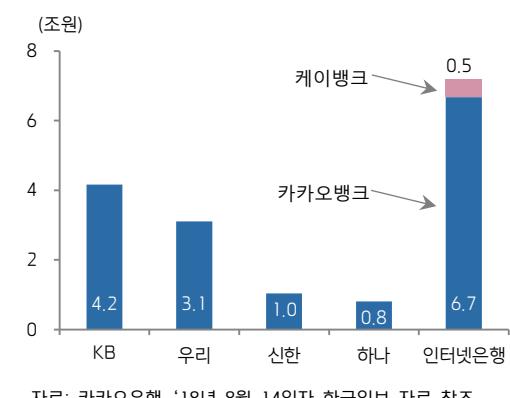
아울러 정부는 과도한 신용 경색 등과 같은 구조조정 과정에서 발생할 수 있는 부작용을 차단하기 위한 조치를 적극 추진하고 있는 것으로 평가된다. 구체적인 내용은 다음과 같다.

첫째, 인터넷전문은행 추가 허가, 은산분리 완화 등 규제 완화를 통해 구조조정 과정에서 발생할 수 있는 신용경색 현상을 완화하려 하고 있다. 은산분리 완화로 케이뱅크가 계획대로 추가 증자를 마칠 것이며 추가 증자를 통해 대출 여력을 확보할 것이다. 아울러 인터넷 전문은행을 2019년 상반기 이전에는 1~2개 추가 인가를 추진할 것으로 예상된다. 카카오뱅크 사례를 볼 때 연간 5조원~10조원의 신용 증가가 기대된다는 점을 고려해 볼 때 인터넷전문은행은 구조조정에서 발생할 수 있는 신용 경색 문제를 상당히 완화할 수 있을 것으로 판단된다. 둘째, “중금리 대출 발전 방안” 발표 등 취약 계층에 대한 적극적인 신용 정책을 추진하고 있다는 점이다. 은행 유동성 축소에 따른 은행의 대출태도 변화 과정에서 취약 계층의 신용 경색을 차단하기 위한 조치로 판단된다. 가계부채 문제의 핵심 주체에서 빗겨나가 있음에도 가계부채 문제가 수면 위로 부상한다면 그 피해는 취약 계층에서 더 클 것이라는 판단이다. 실제 대표적인 서민금융 대출인 사잇돌에 대한 서울보증보험의 보증한도를 3.15조원에서 5.51조원으로 확대하였으며 사잇돌 대출에 대한 소득·재직 기준을 완화하였다. 아울러 인터넷전문은행에게도 사잇돌대출 상품의 판매를 허용, 판매채널을 확장하였다.

인터넷전문은행 영업 이후 신용대출 순증 추이



최근 1년간 신용대출 순증 비교

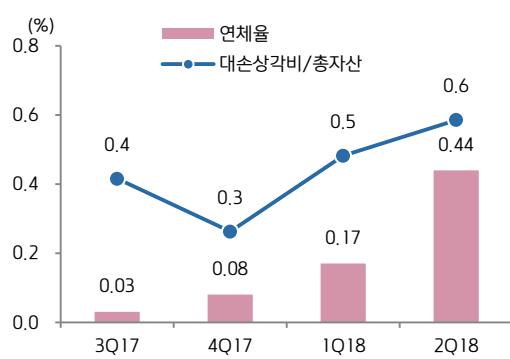


카카오은행의 여신 구성



자료: 카카오은행. '18년 7월 26일자 한국금융신문 자료 참조

케이뱅크, 대출만기 도래하면서 연체율 가파르게 상승



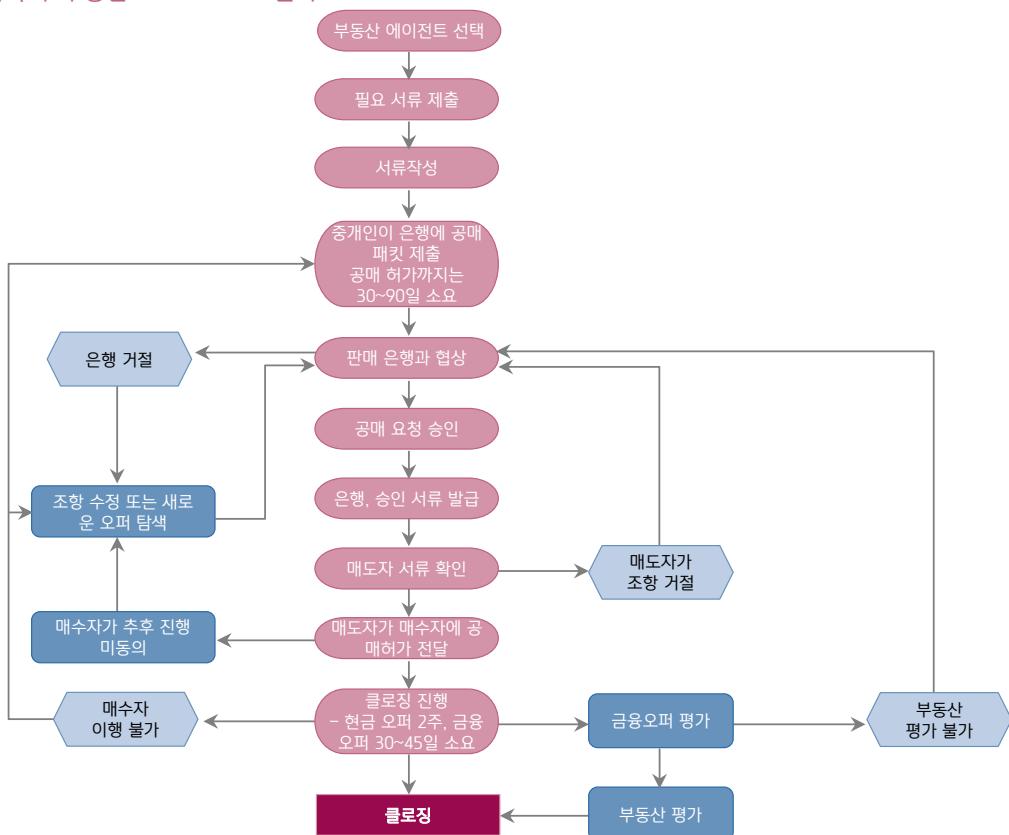
>>> 가계부채 구조조정의 주요 내용

2003년 카드사태에서는 가계부채 구조조정 시 이자를 탕감하는 한편 채무자의 채무기간을 연장함으로써 소득 범위 내에서 상환할 수 있도록 유도하였다. 그러나, 이번 구조조정은 구조조정의 주체가 부동산 보유 과다채무자로 대출 규모가 소득 대비 과도해 채무 연장 방안은 현실적이지 못하다. 따라서 향후 부채 구조조정은 차주의 자산 매각을 통한 부채 축소 중심이 될 것이다. 요약하면 다음과 같다.

첫째, 부동산 시장의 구조를 재편, 가격의 투명성을 제고함으로써 차주의 자발적인 구조조정을 유도하는 것이다. 자산가격 하락 시 거래가 급감하는 현상을 최소화하기 위해서는 가격이 실제 상황에 맞게 재조정하므로써 매수 수요를 늘리는 것도 한 방법이기 때문이다.

둘째, 은행 자체적으로 과다 차주의 자산 구조조정 요구 및 이에 따른 채무 재조정 지원을 할 수 있도록 정책적 지원을 하는 것이다. 미국 등 선진국의 사례를 볼 때 차주의 채무 불이행으로 담보 자산이 경매절차를 밟기 전 미국 은행은 “Short sale” 제도를 적극 활용하여 차주가 부채문제를 해결할 수 있도록 지원하고 있다. Short sale이란 차주가 원리금을 상환하기 어려운 경우 차주가 은행 승인하에 주택을 매각해 부채를 상환하고 잔여 부채를 탕감받는 절차를 말한다. 경매 전에 Short sale 절차를 밟음으로써 은행, 차주 모두 손실을 최소화하기 위한 조치이다. 부동산 중개업소 등 기존 부동산 시장을 거치지 않고 별도의 채널과 방식으로 부동산 매물을 소화하는 방식으로 기존 방법 대비 거래 기간을 단축 시킬 수 있다는 장점이 있다.

미국의 부동산 Short Sale 절차



자료: Las Vegas Real Estate Buzz, 키움증권 정리

>>> 부동산 매입 후 임대 정책 활성화가 중요

셋째, “Sales & lease back” 등과 같은 방법으로 정부가 직접 부동산 시장에 개입해 과다 채무자의 주택을 구매, 채무자의 채무 상환을 지원하는 것이다. 기존 중개업소 중심의 부동산시장 등에서 자산 매각이 어려울 경우 정부가 직접 개입, 구매해 동 주택을 임대 형태로 재편하는 것이다. 사실상 가계부채를 정부부채로 전환하는 것이 임대시장의 공적 영역 확대라는 정부 목표와도 부합된다는 점에서 기존 1주택자에서 다주택자 중심으로 향후 확대될 가능성이 높은 것으로 판단된다. 다만 동 제도의 활성화를 위해서는 임대차 계약제도가 선진국과 유사한 Lease 방식의 임대차제도로의 개편이 필수적이다. ABS 발행을 통해 자금시장에서 이를 담보로 자금을 조달한다면 이는 적지 않은 규모의 다주택자 과다 채무의 구조조정을 최소한의 정부 자금으로 추진하는 한편 가계 중심의 임대차 시장을 기업 및 공공기관 중심으로 전환해 나갈 수 있을 것으로 판단된다.

향후 예상되는 가계부채 구조조정 정책

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

자료: 키움증권 정리

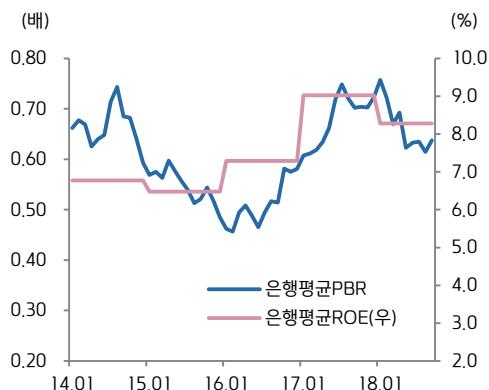
VI. 은행주 투자 전략

>> 실적 발표 시점에는 긍정적인 주가 양상 보여

9.13 대책 등 많은 정부 규제에도 불구하고 상대적으로 양호한 실적, 금리 인상 기대감으로 은행업종 주가는 최근 1개월 동안 비교적 양호한 실적을 시현하였다. 실적 발표가 마무리되기까지 당분간 은행업종 주가가 비교적 긍정적인 추세를 보일 것으로 예상된다. 그 이유는 다음과 같다.

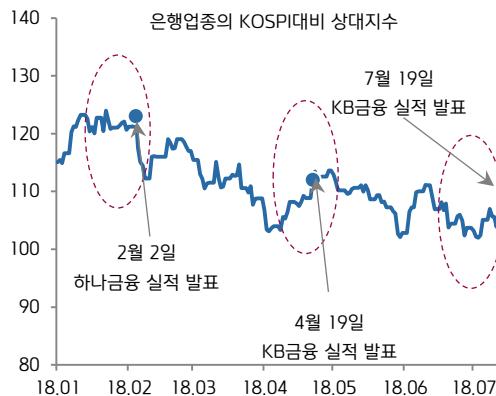
첫째, 무엇보다 과거 추이를 볼 때 은행업종의 Valuation 매력도가 부각되기 때문이다. 실제 은행업종의 평균 Valuation 수준은 이제 2008년 금융위기 수준에 근접해 있다. 둘째, 2분기보다는 부진하지만 전년동기 수준과 비교해 볼 때 3분기에도 양호한 실적을 기록할 것으로 예상되기 때문이다.

과거 PBR 기준으로는 매력도 높음



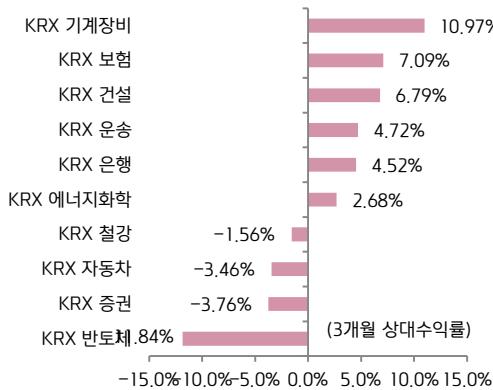
자료: Dataguide, 기움증권

어닝시즌에 양호한 실적을 기록한 은행주



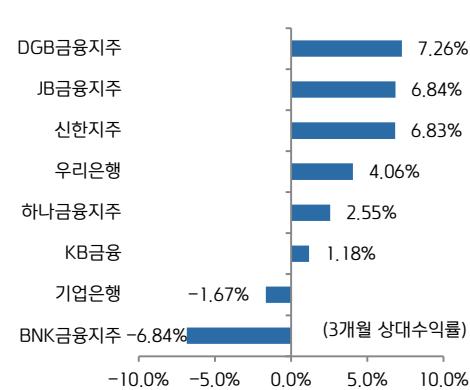
자료: Dataguide,

업종별 상대수익률 비교



자료: Dataguide

은행주 상대수익률 비교

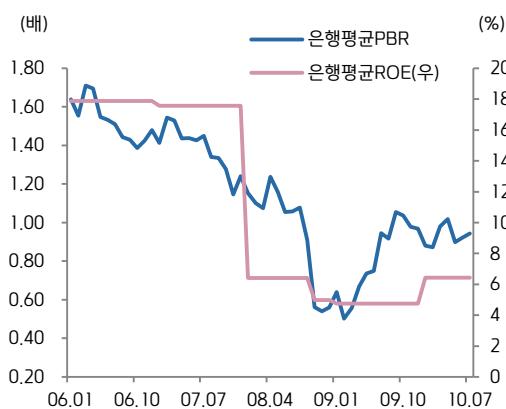


자료: Dataguide

>>> 구조조정 진행 시 은행주 급반등할 것

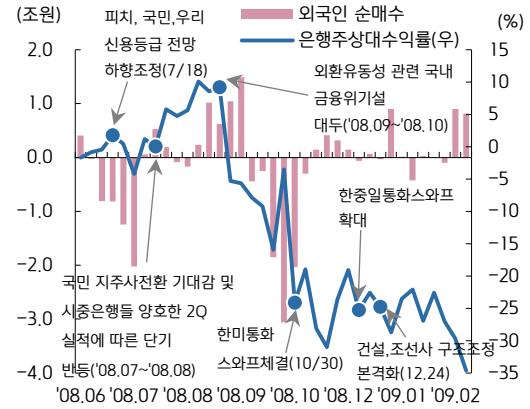
한편 기준금리 인상이 예상되는 11월 말 이후 은행업종 주가는 시장 예상과 달리 약세를 보일 수 있다. 기준 금리 인상으로 은행의 원화 및 외화 유동성이 축소되는 과정에서 가계부채 구조조정 이슈가 수면 위로 부상할 가능성이 높은 것으로 판단한다. 이 과정에서 주가는 경우에 따라 단기간 동안 2008년 저점에 근접할 것으로 예상된다. 그러나, 가계부채 구조조정이 본격화되는 시점에는 불확실성 해소, 은행의 자금 중개 기능 회복 등의 요인으로 반등, 본격적인 상승세로 전환될 것으로 예상된다. 따라서 은행업종에 대한 비중 확대는 구조조정 이후로 미루고 당분간 우량 종목 중심으로 포트폴리오를 편성하기를 권고한다.

2008년 위기 전후 은행업종 ROE와 PBR 추이



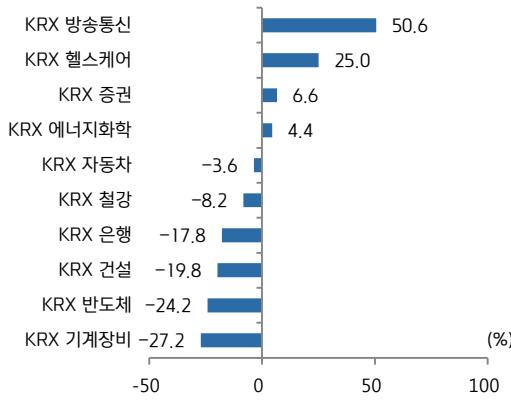
자료: 키움증권, 시중은행

2008년 외국인의 순매수 동향과 은행주 수익률



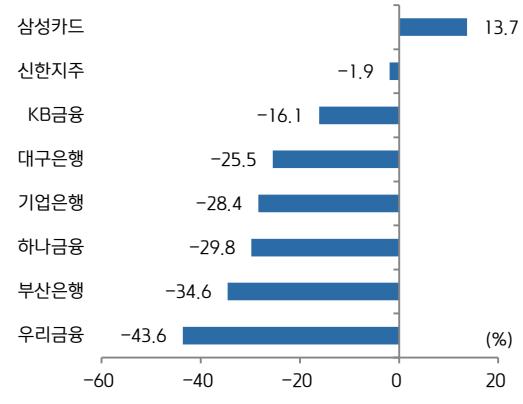
자료: Bondweb, Dataguide

2008년 하반기 업종별 수익률 비교



자료: Dataguide

2008년 하반기 종목별 수익률 비교



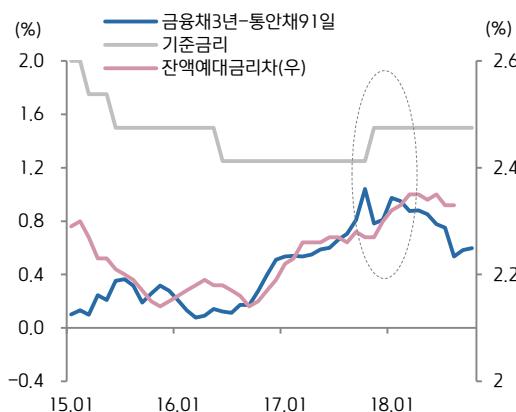
자료: Dataguide

>>> 기준금리 인상, 은행 순이자마진 상승 기대 어려워

오는 11월 기준금리 인상 가능성이 높아지면서 향후 기준금리 인상으로 은행의 순이자마진이 개선될 것이라는 기대가 상당수 투자분석가와 투자자 사이에 적지 않다. 그러나, 기대와 달리 현 시점에서 금리 인상으로 은행 순이자마진이 개선되기 어려울 것으로 판단된다. 그 이유는 다음과 같다.

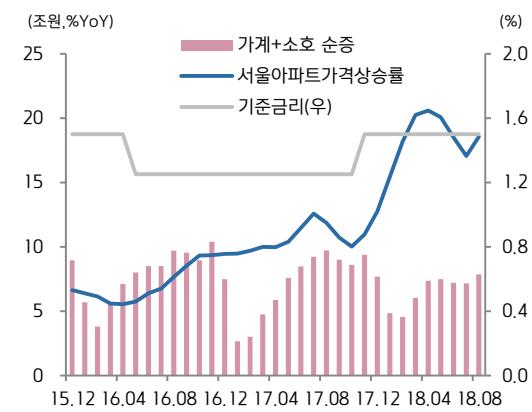
첫째, 정부 규제로 대출 수요가 취약한 상황에서는 저원가성 예금 이탈로 조달금리는 상승하지만 대출금리 상승은 제한적일 수밖에 없기 때문이다. 저원가성 예금이 이탈하면 기준금리 인상으로 인한 대출금리 인상 폭보다 조달금리 인상 폭이 더 높아지기 때문이다. 대출금리는 신규 취급액보다는 잔액 기준 대출금리 변화에 더 영향을 많이 받는데 잔액기준은 주로 코픽스 등 시장금리에 연동된다. 둘째, 과거와 달리 듀레이션 캡이 크지 않아 기준금리 상승에 따른 마진 개선 폭이 크지 않다는 점이다. 듀레이션 캡 이슈로 1분기 정도 개선될 수 있지만 이후 다시 하락한다는 설명이다. 한편 시장의 기준금리 인상에 대한 기대는 정상적인 상황에서의 기준금리 인상에 익숙한 투자자들이 금리를 인하해야 할 환경하에서 금리 인상이라는 이례적인 상황에 적응하지 못한 결과 잘못된 해석을 하고 있는데 따른다. 2006년~2008년 정부의 기준금리 인상으로 저원가성예금이 급격히 이탈된 시점, 은행 순이자마진이 하락한 시기의 대표적 사례일 것이다.

‘17년 11월, 기준금리 인상 후 순이자마진 상승



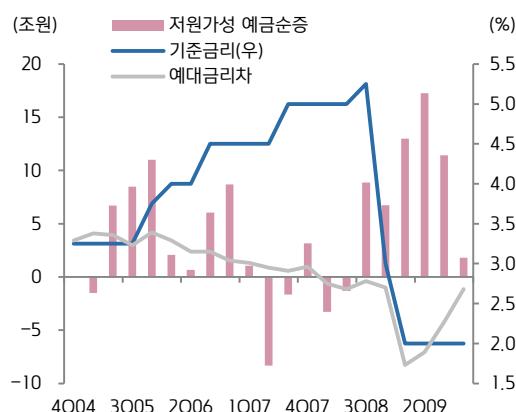
자료: 키움증권, 시중은행

대출 수요 증가, 순이자마진 상승의 주요인



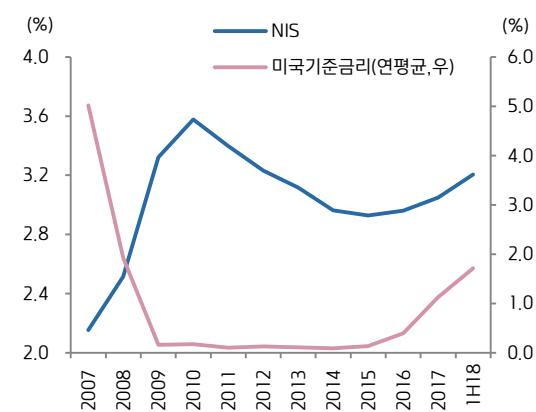
자료: 부동산114, 한국은행

기준금리 인상, 순이자마진에 부정적



자료: 한국은행

대출수요가 줄지 않는 미국은 마진 상승 지속



자료: FDIC

>>> 은행지주 및 은행별 분기실적 추이

은행지주별 분기 손익 비교

	1Q18	%QoQ	2Q18	%QoQ	3Q18E	%QoQ	4Q18E	%QoQ	2018E	%YoY
분기 순이익										
신한지주	858	-8.4	938	-74.1	776	305.8	327	9.4	2,899	-0.7
KB금융	968	-9.4	947	-38.3	809	74.7	406	-2.2	3,083	-5.5
우리은행	596	345.7	711	19.4	505	-29.0	351	-30.6	2,162	43.0
하나금융	669	-5.4	635	0.0	471	34.9	156	-5.0	1,931	-5.2
기업은행	513	100.5	373	-27.3	425	14.1	358	-15.7	1,669	11.2
5대그룹	3,603	118.3	3,604	0.0	2,987	-17.1	1,598	-46.5	11,744	4.1
자기자본이익률										
신한지주	10.51		11.36		9.15		3.79		8.41	
KB금융	11.45		11.13		9.29		4.58		8.85	
우리은행	11.59		13.70		9.51		6.48		11.60	
하나금융	11.29		10.46		7.68		2.54		7.91	
기업은행	10.39		7.44		8.24		6.82		9.28	
5대그룹	11.05		10.82		8.78		4.84		9.21	

자료: 키움증권

은행별 분기 손익 비교

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	%QoQ	4Q18E	2018E	%YoY
분기 순이익									
신한은행	592	15	601	671	586	-12.6	262	2,120	23.9
KB국민은행	632	333	690	642	532	-17.1	120	2,190	-8.8
우리은행	280	134	596	711	505	-29.0	351	2,162	43.0
KEB하나은행	514	590	632	560	456	-18.6	221	1,870	-11.1
기업은행	450	256	513	373	425	14.1	358	1,669	11.2
5대그룹	2,468	1,328	3,031	2,957	2,505	-15.3	1,313	10,012	11.2
순이자마진									
신한은행	1.56	1.58	1.62	1.63	1.64	0.01	1.64	1.63	0.07
KB국민은행	1.74	1.71	1.71	1.71	1.71	0.00	1.70	1.71	0.00
우리은행	1.51	1.47	1.50	1.53	1.52	-0.01	1.50	1.51	0.04
KEB하나은행	1.52	1.53	1.57	1.57	1.54	-0.03	1.53	1.55	0.06
기업은행	1.96	1.93	1.94	1.96	1.94	-0.02	1.93	-0.10	0.00
5대그룹	1.66	1.64	1.67	1.68	1.67	-0.01	1.66	1.26	0.03

자료: 키움증권

신한지주 (055550)



BUY(Maintain)

주가(10/23) 43,800원

목표주가 58,000원

가계부채 구조조정이 진행될 경우 시중 은행 중 상대적으로 영향이 적은 금융지 주가 될 것이다. 오렌지라이프 인수를 통해 은행 중심의 사업구조를 비은행 중심으로 다각화한 것은 향후 이익 성장뿐만 아니라 Valuation 제고 요인일 것이다.

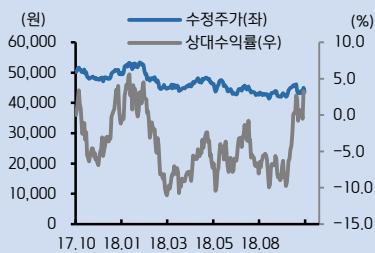
Stock Data

KOSPI (10/23)	2,106.10pt
시가총액	207,699억원
52주 주가동향	최고가 53,400원 최저가 41,450원
최고/최저가 대비 등락	-17.98% 5.67%
주가수익률	절대 상대
1M	-0.9% 10.1%
6M	-5.0% 11.6%
1Y	-12.7% 3.2%

Company Data

발행주식수	474,200천주
일평균 거래량(3M)	1,090천주
외국인 지분율	69.02%
배당수익률(18E)	3.4%
BPS(18E)	61,483원
주요 주주	국민연금 BlackRock Fund Advisors 외 13인
	9.55% 6.13%

Price Trend



위기는 기회이다 !!

>>> 위기는 기회이다.

가계부채 구조조정은 위험관리를 선제적으로 한 은행에는 위기이자 기회가 될 것이다. 위험관리보다 영업에 치중했던 경쟁 은행이 어려움을 겪을 때가 적은 비용으로 시장 지배력을 확대할 수 있는 절호의 기회가 될 것이기 때문이다. 신한지주는 대형 금융지주 가운데 가장 위험 관리 능력이 뛰어난 은행이다. 이제 신한지주의 실력을 보여줄 때이다.

>>> 오렌지라이프 인수, Leading Bank 복귀

신한지주는 오렌지라이프 인수, 아시아신탁 등 비은행 인수를 통해 은행 중심에서 비은행 중심으로 사업 포트폴리오를 가장 먼저 다변화할 것으로 예상된다. 생명보험 인수는 ROE 개선뿐만 아니라 어렵지만 기존 생명보험사간 비용 시너지, 재무 레버리지 등의 요인으로 순이익과 ROE 개선에는 긍정적으로 기여할 것이다.

>>> 적극적 위험관리, 주가 차별화 요인

은행업종 Top-Pick 의견과 목표주가 58,000원을 유지한다. 동사에 대해 긍정적인 의견을 제시하는 이유는 첫째, 오렌지라이프 인수 후 Leading Bank로 회복, 경쟁은행과 밸류에이션 격차를 넓힐 것으로 예상되기 때문이며 둘째, 가계 및 개인사업자 부문의 신용위험이 높아짐에 따라 적극적으로 위험관리를 전개해 상대적으로 대손 비용 증가 가능성성이 낮을 것으로 예상되기 때문이다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
자회사이익(십억원)	3,003.3	3,099.3	3,089.2	2,730.1	2,745.3
증감률(%YoY)	15.9	3.2	-0.3	-11.6	0.6
지배주주순이익(십억원)	2,774.8	2,917.7	2,898.6	2,533.8	2,539.2
증감률(%YoY)	17.2	5.2	-0.7	-12.6	0.2
EPS(원)	5,851	6,153	6,113	5,343	5,355
증감률(%YoY)	17.2	5.2	-0.7	-12.6	0.2
NAVPS(원)	55,750	58,255	61,483	65,566	69,776
PER(배)	8.13	8.27	7.12	8.15	8.13
K-PBR(배)	0.85	0.87	0.71	0.66	0.62
경상ROE(%)	9.8	8.8	9.4	7.7	7.3
ROA(%)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
배당수익률(%)	3.0	2.8	3.4	3.4	3.4

신한은행		(단위: 십억원)					신한지주		(단위: 십억원)				
손익계산서		FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E	손익계산서		FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
이자이익		4,129	4,521	5,028	5,189	5,286	자회사별 이익		3,003	3,099	3,089	2,730	2,745
비이자이익		918	881	918	890	943	신한은행		1,940	1,711	2,120	1,693	1,622
수수료		1,017	1,126	1,224	1,246	1,309	신한카드		716	914	457	489	499
신탁보수		122	185	207	166	174	신한금융투자		115	212	244	268	335
유가증권		474	-39	401	349	363	신한생명		34	88	89	94	99
외환손익		183	502	103	170	170	신한캐피탈		151	121	123	127	128
기타영업비용		-879	-893	-1,018	-1,041	-1,072	기타		47	54	56	59	63
총전총이익		5,047	5,403	5,945	6,079	6,229	지주회사순수익		-229	-182	-191	-196	-206
판매관리비		2,677	2,867	2,954	3,118	3,277	지배주주순이익		2,775	2,918	2,899	2,534	2,539
총전영업이익		2,370	2,535	2,991	2,962	2,952							
대손상각비		649	490	410	685	747							
법인세		28	395	681	603	584							
당기순이익		1,777	1,608	1,903	1,673	1,621							
총당금적립전이익		2,676	2,607	3,253	3,322	3,320							
대차대조표		FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E	자산총계		FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
자산총계		282,820	302,937	325,972	332,471	338,859	자산총계		395,680	426,306	456,407	462,906	469,294
대출채권		207,519	216,558	227,271	232,183	236,946	대출채권		259,011	275,566	290,520	295,432	300,195
부채총계		261,859	280,748	302,198	309,259	316,280	부채총계		363,935	392,603	420,997	425,336	429,497
예수금		187,937	197,496	214,339	219,169	223,998	예수부채		235,630	249,854	261,558	266,852	272,146
자본총계		20,961	22,189	23,774	23,212	22,579	자본총계		31,745	33,703	35,410	37,570	39,797
자본금		7,928	7,928	7,928	7,928	7,928	자본금		2,645	2,645	2,645	2,645	2,645
지배주주자본		20,491	21,520	23,275	22,713	22,080	주요주주 자본총계		31,110	32,819	34,625	36,617	38,638
							수정자기자본		28,857	29,934	31,740	33,732	35,753
은행 주요지표		(단위: %)					지주 주요지표		(단위: 원, %)				
		FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E			FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
원화대출금 점유율		14.9	14.9	14.9	14.9	14.9	총자산 성장률		6.8	7.7	7.1	1.4	1.4
예수금(말잔) 점유율		16.3	16.3	16.6	16.6	16.6	EPS 증가율		17.2	5.2	-0.7	-12.6	0.2
원화대출금 증가율		4.4	5.9	3.9	2.4	2.3	EPS		5,851	6,153	6,113	5,343	5,355
원화예수금 증가율		6.4	6.1	4.9	2.3	2.2	BPS		65,605	69,210	73,019	77,218	81,481
이자이익증가율		6.7	9.5	11.2	3.2	1.9	NAVPS(원)_대손준비금 제외		55,750	58,255	61,483	65,566	69,776
예대율		98.2	99.0	94.7	94.9	95.0	주당 배당금		1,450	1,450	1,500	1,500	1,500
비용률		53.0	53.1	49.7	51.3	52.6	배당성향(%)		24.8	23.6	24.5	28.1	28.0
고정이하여신비율		0.7	0.5	0.7	0.9	1.1	ROE(%)		8.8	8.8	8.4	6.9	6.5
고정이하 총당비율		96.6	114.0	146.4	151.4	156.4							
NIM		1.49	1.56	1.63	1.64	1.63							
NIS		1.40	1.48	1.54	1.54	1.54							
총마진 (총자산대비)		1.80	1.81	1.86	1.84	1.85							
순이자마진		1.47	1.51	1.57	1.57	1.57							
비이자마진		0.33	0.30	0.29	0.27	0.28							
대손상각비/평균총자산		0.23	0.16	0.13	0.21	0.22							
일반관리비/평균총자산		0.95	0.96	0.92	0.95	0.97							
ROA		0.69	0.57	0.66	0.51	0.48							
ROE		9.99	8.35	9.14	7.51	7.48							
레버리지배수		13.80	14.08	14.01	14.64	15.35							

기업은행 (024110)



BUY(Maintain)

주가(10/23) 14,350원

목표주가 21,000원(하향)

기업은행은 제조업 중심 기업 고객을 기반으로 하는 국책은행이다. 구조조정 진행 과정에서는 기존 고객에 대한 안정적 자금 지원이 실적 및 주가에 긍정적일 수 있다. 이미 대손비용률은 충분히 높은 수준이어서 제조업 경기 둔화에 따른 대손비용률 상승 폭은 제한적일 것으로 판단된다.

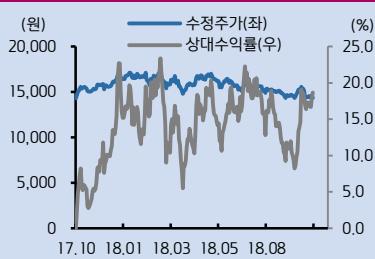
Stock Data

KOSPI (10/23)	2,106.10pt
시가총액	80,357억원
52주 주가동향	최고가 최저가
	17,200원 14,300원
최고/최저가 대비 등락	-16.57% 0.35%
주가수익률	절대 상대
1M	-2.7% 8.1%
6M	-13.6% 1.6%
1Y	0.3% 18.6%

Company Data

발행주식수	657,951천주
일평균 거래량(3M)	753천주
외국인 지분율	23.63%
배당수익률(18E)	4.4%
BPS (18E)	28,282원
주요 주주	대한민국정부 외 2인 국민연금
	55.20% 9.41%

Price Trend



구조조정 영향이 적은 은행

>>> 구조조정 영향이 가장 적은 은행

기업은행 중소 제조업 고객을 주력 고객으로 하는 국책은행이다. 가계부채 구조조정 전개 시 익스포저가 상대적으로 적어 기업은행의 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 실제 KIKO사태와 부동산 PF가 부실화의 주범이었던 2008년 금융위기 시점에서도 상대적으로 익스포저가 적어 대형 은행 중에서 가장 이익 감소 폭이 적었던 은행이다.

>>> 제조업경기 침체 영향 제한적

전반적인 경기 침체 영향으로 자동차 부품업 등 일부 산업의 자금사정 악화가 가시화되고 있다. 경기 침체가 장기간 지속된 점, 자동차의 해외 생산이 확대된 점 등을 고려해 볼 때 어느 정도 예견된 사항이다. 우려했던 것과 달리 관련 업종 비중이 높지 않은 데다 이미 대손비용률에 반영된 부분이라 연쇄 부실화가 가시화되더라도 추가적인 영향은 제한적일 것이다.

>>> 신한지주와 함께 은행주 Top-Pick

경기침체로 인해 향후 건전성 악화 가능성은 반영하여 목표주가를 22,000원에서 21,000원으로 하향 조정한다. 그러나, 부정적인 요소가 주가에 충분히 반영된 것으로 판단, 투자의견 BUY를 유지한다. 가계부채 구조조정 등으로 금융주의 변동성이 높아지는 시점에 방어주로서 역할을 충분히 할 것으로 판단한다.

투자지표, IFRS 연결	2016	2017	2018	2019E	2020E
총전총이익(십억원)	4,663	5,160	5,714	5,844	5,978
증감율(%YoY)	1.9	10.7	10.7	2.3	2.3
영업이익(십억원)	1,301	1,763	2,075	1,836	1,895
지배주주순이익(십억원)	1,157.5	1,501.4	1,669.3	1,457.9	1,463.7
증감율(%YoY)	1	30	11	-13	0
총당금적립전이익(십억원)	2,856.4	3,180.2	3,673.7	3,756.1	3,807.5
EPS(원)	1,759	2,282	2,537	2,216	2,225
증감율(%YoY)	0.7	29.7	11.2	-12.7	0.4
BPS(원)	24,360	26,564	28,282	29,868	31,453
PER(배)	8.7	5.8	5.7	6.5	6.5
PBR(배)	0.56	0.44	0.45	0.43	0.41
수정PBR(배)	0.63	0.50	0.51	0.48	0.46
ROE(%)	7.3	8.9	9.3	7.6	7.3
ROA(%)	0.49	0.60	0.64	0.54	0.53
배당수익률(%)	3.1	4.6	4.4	4.5	4.5

기업은행		(단위: 십억원)					(단위: 십억원)						
손익계산서		FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E	대차대조표		FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
이자순수익		4,565	4,859	5,167	5,247	5,345	자산총계		241,478	256,131	264,913	270,086	276,162
이자수익		7,249	7,473	8,295	8,673	8,835	현금및예치금		9,995	10,927	8,730	8,730	8,730
이자비용		2,685	2,613	3,129	3,427	3,489	유가증권		32,747	40,801	38,629	40,129	41,690
비이자이익		98	301	547	597	632	단기매매증권		2,253	2,743	0	0	0
수수료		652	721	774	803	839	매도+만기		28,870	36,377	36,948	38,449	40,010
기타원화수수료		410	445	453	467	490	지분법주식		1,624	1,680	1,680	1,680	1,680
수익증권		29	35	34	33	35	대출채권		187,543	193,966	205,240	209,059	213,722
방카		60	64	66	67	69	(대손충당금)		-2,333	-2,157	-2,483	-2,584	-2,689
유가증권순익		98	-280	289	255	265	유형자산		2,826	2,887	2,856	2,811	2,766
외환순익		-87	366	27	125	125	기타자산		8,367	7,550	11,942	11,942	11,942
신탁보수		65	77	100	111	118	부채총계		224,056	237,126	244,674	248,803	253,836
기타영업비용		-630	-583	-644	-696	-715	예수금		100,663	108,945	108,612	112,227	115,598
총전총이익		4,663	5,160	5,714	5,844	5,978	차입금		111,838	115,212	122,997	123,512	125,174
판매관리비		2,006	2,024	2,141	2,208	2,292	기타부채		11,555	12,969	13,064	13,064	13,064
총전영업이익		2,657	3,136	3,573	3,636	3,685	자본총계		17,422	19,005	20,240	21,283	22,325
대손상각비		1,356	1,373	1,498	1,800	1,791	자본금		3,290	3,290	3,290	3,290	3,290
영업이익		1,301	1,763	2,075	1,836	1,895	자본잉여금		545	545	545	545	545
영업외이익		20	1,763	-17	0	0	이익잉여금		11,533	12,463	13,428	14,471	15,514
경상이익		1,321	1,692	2,059	1,836	1,895	자본조정+기타포괄손익누계		656	675	596	596	596
지배주주순이익		1,158	1,501	1,669	1,458	1,464	지배주주자본		16,024	16,973	17,859	18,902	19,944
총당금적립전이익		2,856	3,180	3,674	3,756	3,808	이자수익자산(평잔)		211,380	223,935	237,300	245,607	251,276
							이자비용부채(평잔)		204,099	215,721	227,568	234,009	238,486

주요지표 (단위: %)

	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
건전성(%)					
BIS기준 자기자본비율	13.1	14.2	14.4	14.7	14.9
Tier-1 비율	10.6	11.6	12.2	12.5	12.8
고정이하여신비율	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
고정이하 충당비율	92.0	89.6	87.6	85.6	83.6
시장점유율(%)					
은행예수금 점유율	7.8	7.9	7.7	7.8	7.8
원화대출금 점유율	13.8	13.8	13.9	13.9	13.9
성장성(%)					
은행자산증가율	6.9	6.1	3.4	2.0	2.2
원화대출금 증가율	6.1	5.3	5.7	1.9	2.3
이자순수익증가율	5.6	6.5	6.3	1.5	1.9
수수료수익증가율	-0.9	10.5	7.4	3.6	4.6
총전영업이익증가율	1.2	18.0	13.9	1.8	1.3
EPS 증가율	0.7	29.7	11.2	-12.7	0.4
효율성 및 생산성(%)					
예대율	211.6	204.8	217.1	214.1	212.6
비용률	43.0	39.2	37.5	37.8	38.3
총전이익대비 이자순수익비중	86.4	85.9	85.5	85.2	84.8

주요지표 (단위: 원, %)

	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
주당지표(원)					
주당순이익	1,759	2,282	2,537	2,216	2,225
주당총당금적립전이익	4,341	4,833	5,583	5,709	5,787
주당순자산	24,360	26,564	28,282	29,868	31,453
주당배당금	480	617	630	640	650
배당성향	27.3	27.0	24.8	28.9	29.2
수익성 (%)					
총마진 (총자산대비)	1.97	2.06	2.18	2.18	2.18
순이자마진	1.93	1.94	1.97	1.95	1.95
비이자마진	0.04	0.12	0.21	0.22	0.23
대손상각비/평균총자산	0.57	0.55	0.57	0.67	0.65
일반관리비/평균총자산	0.85	0.81	0.82	0.82	0.84
영업이익/평균총자산	0.55	0.70	0.79	0.68	0.69
ROA	0.49	0.60	0.64	0.54	0.53
ROE	7.27	8.90	9.28	7.62	7.26
레버리지배수	15.07	15.09	14.83	14.29	13.85
수익성 II (%)					
NIM	1.91	1.94	1.94	1.90	1.90
NIM(카드 제외)	1.27	1.33	1.31	1.17	1.18
NIS	1.88	1.91	1.91	1.86	1.85

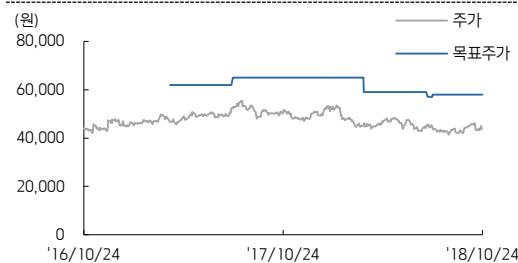
투자의견변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)			일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)			
				목표 가격 대상 시점	평균 주가대비	최고 주가대비				목표 가격 대상 시점	평균 주가대비	최고 주가대비	
신한지주 (055550)	2017-04-03	BUY(Initiate)	62,000원	6개월	-24.67	-23.06	기업은행 (024110)	2018-03-21	BUY(Initiate)	20,000원	6개월	-20.95	-16.25
	2017-04-21	BUY(Maintain)	62,000원	6개월	-21.34	-18.06		2018-04-27	BUY(Maintain)	21,000원	6개월	-20.66	-19.05
	2017-07-10	BUY(Maintain)	62,000원	6개월	-21.05	-15.65		2018-05-23	BUY(Maintain)	23,000원	6개월	-30.99	-28.48
	2017-07-24	BUY(Maintain)	65,000원	6개월	-20.78	-14.77		2018-07-16	BUY(Maintain)	22,000원	6개월	-31.72	-27.95
	2017-10-31	BUY(Maintain)	65,000원	6개월	-22.30	-14.77		2018-10-24	BUY(Maintain)	21,000원	6개월		
	2018-01-09	BUY(Maintain)	65,000원	6개월	-22.04	-14.77							
	2018-03-21	BUY(Reinitiate)	59,000원	6개월	-23.40	-21.86							
담당자변경	2018-04-23	BUY(Maintain)	59,000원	6개월	-21.59	-17.97							
	2018-05-23	BUY(Maintain)	59,000원	6개월	-22.53	-17.97							
	2018-07-16	BUY(Maintain)	57,000원	6개월	-21.33	-19.82							
	2018-07-25	BUY(Maintain)	58,000원	6개월	-25.82	-23.71							
	2018-09-03	BUY(Maintain)	58,000원	6개월	-25.05	-20.43							
	2018-10-24	BUY(Maintain)	58,000원	6개월									

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)

신한지주(055550)



기업은행(024110)



투자의견 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 (2017/10/01~2018/09/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	164	95.91%
중립	5	2.92%
매도	2	1.17%



ONLINE NO.1 KIWOOM SECURITIES

이 페이지는 편집상 공백입니다