



2019년 09월 19일 | 키움증권 리서치센터

은행/카드

규제의 역설 II

역대 가장 강력했던 9.13 대책이 오히려 위험을 키우고 있다.
통계의 재정비를 통해 규제의 허점을 해결하지 못하게 치명적이다.
추가 규제는 불가피하다. 규제의 영향은 더 클 수밖에 없다.

은행/카드 Analyst 서영수 02-3787-0304, ysyoung@kiwoom.com
RA 유근탁 02-3787-0334, kyoo@kiwoom.com



Contents



I. 은행주 밸류에이션 투자판단 3

- > 은행업종, 배당 기대로 단기 반등 3
- > 전세계적으로 은행업종 주가 약세를 보이고 있음 4

II. 전세시장 동향 및 전망 5

- > 정부의 정책기조 전환으로 서울 지역 역전세 현상 벗어나 5
- > 서울 제외 여타 지역 역전세 심화 요인으로 작용 6
- > 역전세 심화의 원인은 공급 물량 증가 7
- > 전세자금 대출 금리 하락이 역전세 심화의 결정적 요인 8

III. 아파트 매매시장 동향 및 전망 9

- > 정부 정책 전환으로 서울아파트 가격 급반등 9
- > 정부 정책 이후 지역별 양극화 현상 심화 초래 10
- > 양극화의 원인은 규제의 첫점을 해결하지 못한 탓 11

IV. 기준금리 인하와 하반기 은행 수익 전망 12

- > 기준금리 인하, 장기적으로 은행 수익성 악화 요인 될 듯 12
- > 가계부채 위험 과도해 정부의 구조조정이 필요한 시점 13
- > 정부의 대출금리 인하 정책, 은행 수익력 악화 요인 전망 14
- > DLS 손실문제, 키코와 유사한 형태로 해결될 전망 15
- > 채권 매도 등으로 외화 유동성 리스크 확대 가능성 높아 16

Compliance Notice

- 당사는 9월 18일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식 중 '우리금융지주(316140)'를 1% 이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

규제의 역설 II

>>> 글로벌 은행주 약세, 은행주 상승 탄력 둔화 요인

은행업종 배당 기대와 밸류에이션 매력으로 단기 반등하면서 가격 매력도 희석. 장단기 금리 차 축소와 핀테크 산업의 급성장으로 인한 글로벌 은행주의 약세로 상승 탄력은 향후 둔화될 전망

>>> 역전세 심화, 부채 위험 증가의 변수

정부의 저금리정책 등 정책 기조 전환으로 서울 아파트 역전세 문제 해소하였지만 수도권, 지방 역전세 심화 요인으로 작용. 역전세 심화는 수면 아래 있는 부채 문제를 부상하는 결정적인 요인으로 장기화시 주택가격 하락, 은행의 대출대도를 전환하는 변수가 될 것임

>>> 전세시장 양극화, 매매시장 양극화 요인

개인사업자대출, 전세보증금, 전세자금 대출 중심으로 가계대출 급증한 결과 서울 아파트 급 반등함. 대출 규제와 공급 과잉 영향으로 서울 아파트 매매와 전세가격 상승이 수도권을 포함한 여타 지역 주택가격 하락 요인으로 작용함. 부채규모가 많은 수도권으로 가격 하락이 확산된다는 점에서 부채 위험은 더 확대됨. 정책적 측면에서 더 이상 간과하기는 어려운 상황. 정책 기조 전환이 불가피 하며 이는 정책 불확실성을 야기, 단기적으로 은행주에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상

>>> 은행업, 단기적으로 불확실성 존재

구조조정을 기대했지만 경기 침체가 가시화되자 경기 부양으로 정책 기조를 변경. 2004년 하반기와 달리 경기 부양책은 현 시점에서 유지하기 어려운 상황으로 판단. 단기적으로는 불확실성이 존재할 것으로 판단. 보수적 관점 접근하되, 구조조정 기조로 전환 이후 비중 확대 권고. 이 가운데에서도 경쟁력을 확보하여 탈은행화에 성공한 금융그룹에 대한 관심은 유효. 상세한 내용은 지난 7월 보고서를 참조하기를 권함.

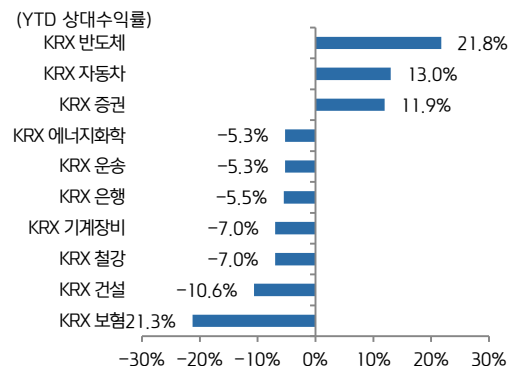
I. 은행주 밸류에이션 투자판단

>>> 은행업종, 배당 기대로 단기 반등

7월 보고서에서 언급하였듯이 은행업종 주가는 조정 후 급반등하였다. 단기급락으로 밸류에이션 매력도가 개선된데다 연말에 접어들면서 배당에 대한 기대감이 커졌기 때문이다. 다만 단기 급등함에 따라 상기 긍정적인 요인이 주가에 어느 정도 반영된 것으로 판단된다. 추가적인 주가 상승을 위해서는 정부의 정책 기조가 바뀌어 은행업의 미래 이익 훼손이 중단되어야 한다.

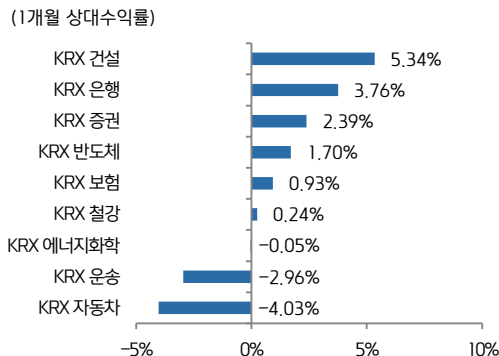
국내 은행계 금융그룹은 1) 장단기 금리차 축소, 2) 핀테크 산업 발전으로 인한 소매금융시장의 경쟁 심화, 3) 주택가격 하락 위험 증가로 인한 건전성 악화 우려 등 각종 악재를 안고 있다. 이런 악재로 은행업종은 금융위기 수준의 밸류에이션에서 거래되고 있다. 이런 가운데 경쟁력 있는 금융그룹은 1) 지점 축소, 인력 감축 등을 통한 비용 경쟁력을 제고하는 한편 2) 디지털 금융 강화를 통해 온라인금융사 대비 경쟁력 제고를 추진하고 3) 해외 진출을 통해 새로운 수익원을 확보하고 있다. 이와 같은 노력으로 선발은행은 위기를 기회로 바꾸어, 밸류에이션 리레이팅의 기회로 삼을 것이다. 그러나 구조조정에 실패한 금융그룹은 금융환경 변화에 뒤처짐에 따라 경쟁력을 상실, 어려움을 겪을 수 있다. 종목별 선별적 대응이 필요한 국면이다.

섹터별 6개월 상대수익률 비교



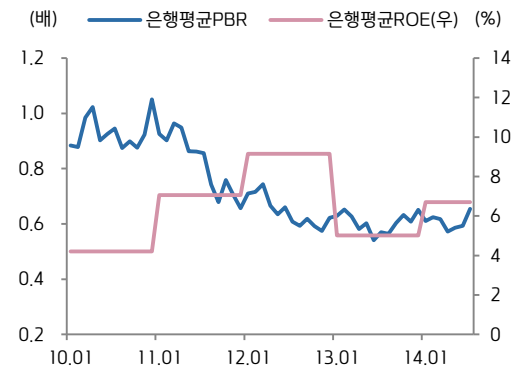
자료: Dataguide, 키움증권
주: 9월 17일 종가 기준

섹터별 1개월 상대 수익률 비교



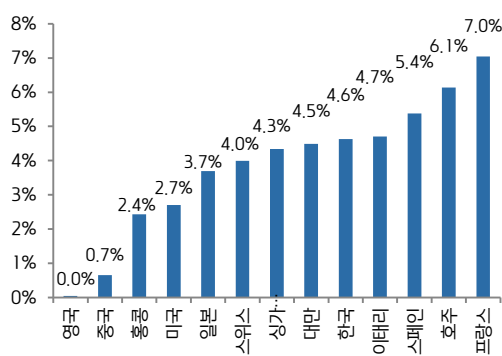
자료: Dataguide, 키움증권
주: 9월 17일 종가 기준

과거 은행주 평균 PBR 및 ROE 추이



자료: Quantwise, 키움증권

국가별 12개월 Trailing 배당수익률 비교



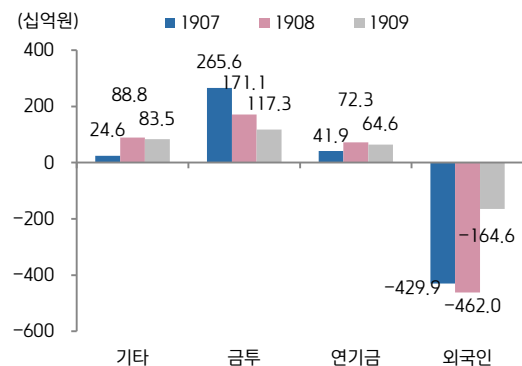
자료: Yahoo Finance, 각 사, 키움증권

>>> 전세계적으로 은행업종 주가 약세를 보이고 있음

최근 국내 은행업종의 수급상 특이점은 1) 은행주에 우호적인 시각을 가졌던 외국인 투자자가 순매도를 지속하는 것과 2) 금융투자회사와 연기금 등 국내 기관이 은행주를 꾸준히 매수하는 것이다. 국내 기관이 은행주를 매수하는 이유는 저렴한 가격과 함께 배당 매력도가 높기 때문이다. 여기에 부동산 시장이 상승 반전하면서 금융시장의 안정성에 제고될 것이라는 기대 탓이다. 그러나 외국인 투자자의 순매도가 장기화될 수 있다는 점은 주시해야 할 사안이다. 그 이유는 대부분 해외 은행주가 최근 약세를 보이기 때문이다.

한편 은행업종이 전세계적으로 약세를 보이는 이유는 다음과 같다. 첫째, 장단기 금리차 축소를 넘어 글로벌 금융시장의 변동성 증가로 조만간 금융위기가 올 수도 있을 것이라는 우려 탓이다. 위기 관점에서 볼 때 한국의 은행주는 심각한 가계부채와 부동산 버블 문제로 외국인에게는 매력적인 투자대상이 되기 어렵다. 둘째, 핀테크 산업의 발전이 구경제라 할 수 있는 은행업의 미래 성장동력을 상당부분 빼앗을 것이라는 우려 때문이다. 미국 P2P사의 경우 소비자금융시장의 10%를 차지, 대형 은행 수준으로 성장하는 등 기존 은행 시장을 빠르게 잠식하고 있다. 오픈뱅킹, 마이데이터 산업이 활성화될 경우 핀테크 산업은 대형은행의 강력한 경쟁자로 부상할 것이라는 인식이 은행업종 주가에 부담요인이 되고 있다.

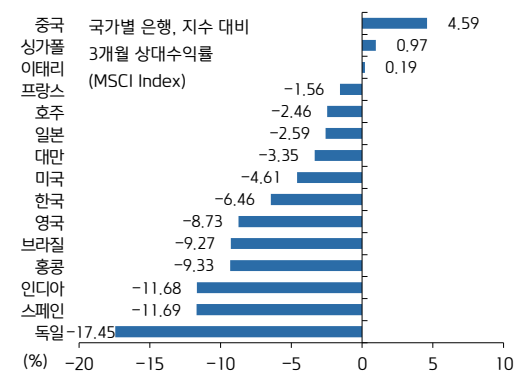
최근 외국인 및 기관 은행주 순매수대금 비교



자료: Quantwise, 키움증권

주: KRX은행 지수 기준으로 8월부터 9월 17일까지의 대금을 합계

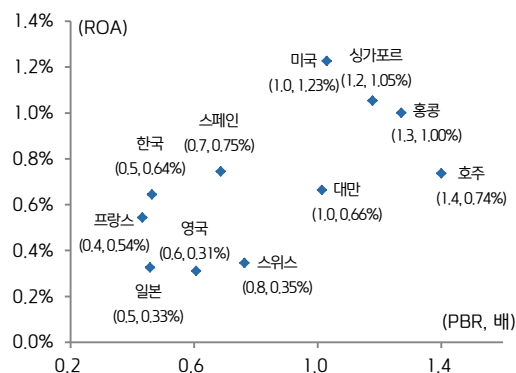
글로벌 은행주 수익률 비교



자료: Thomson Reuters, 키움증권

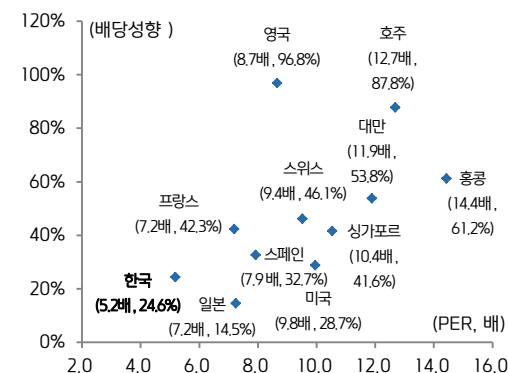
주: 각 국 은행주 상대 수익률은 각 나라 MSCI 지수를 기준으로 산출하였음

국가별 은행주 ROA와 PBR간의 관계



자료: Yahoo Finance, Thomson Reuters, 각 사, 키움증권

국가별 은행주 배당성향과 PER간의 관계



자료: Yahoo Finance, Thomson Reuters, 각 사, 키움증권

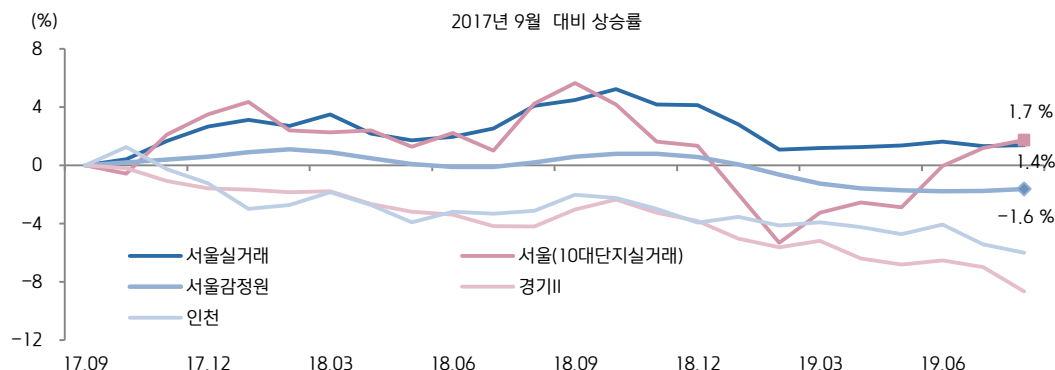
II. 전세시장 동향 및 전망

>>> 정부의 정책기조 전환으로 서울 지역 역전세 현상 벗어나

8월 서울 전세가격은 한국감정원 기준으로 전월대비 0.02% 상승하였다. 서울 아파트 전세가격은 급반등, 상반기 중에 우려했던 서울 아파트의 역전세 문제가 대부분 해소되었다. 이는 송파구 아파트의 재건축 이주 수요에 따른 일시적 공급 부족과 정부의 저금리 정책, 대출금리 인하 정책 등 부양적 정책 영향 탓이다. 정부의 정책이 갑자기 전환된 것은 서울 지역 역전세가 장기화될 경우 결국 주택가격마저 급락, 가계 부채 부실화 위험이 노출될 수 있다는 우려 때문으로 보인다.

실제 서울 10개 대단지 아파트 전세 실거래가격 추이를 보면 확연히 드러난다. 역전세에 진입했던 대다수 단지가 불과 3개월만에 벗어났다. 서울만 보면 정부의 정책적 대응이 효과를 거둔 것으로 평가할 만하다.

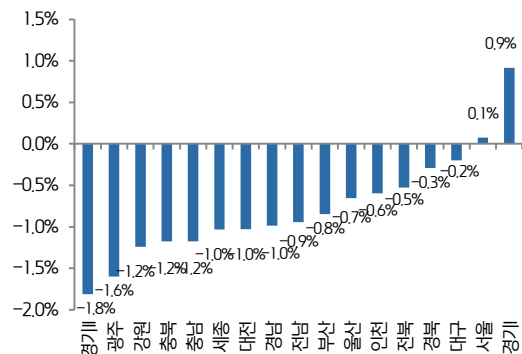
주요지역 전세가격 변동률 추이



자료: 한국감정원, 부동산114

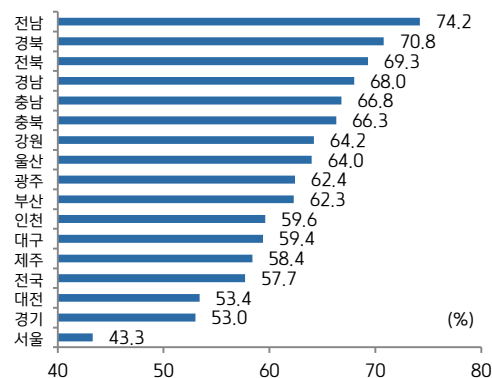
주: 17년 9월 말 대비 19년 8월 상승률. 경기III는 성남, 과천, 광명 제외

19년 8월 기준 전월대비 전세가격 상승률 비교



자료: 부동산114 실거래가지수 기준

지역별 자가거주비율 비교



자료: 통계청

주: 2018년 기준

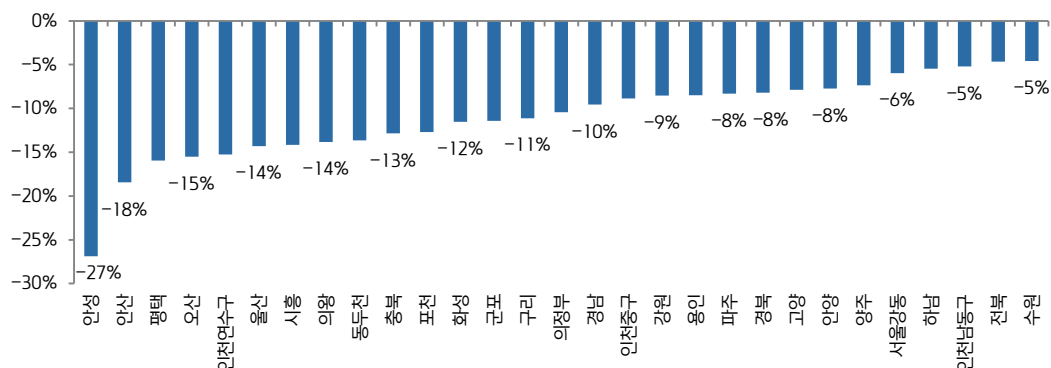
>>> 서울 제외 여타 지역 역전세 심화 요인으로 작용

지난 보고서에서 정부의 정책기조 전환이 서울 및 일부 지역의 전세가격 상승을 유도할 수 있으나 이를 제외한 여타 지역 가격 하락요인으로 작용할 수 있다고 설명한 바 있다. 즉 양극화가 초래될 것이라는 것이었다. 실제 한국 감정원 기준으로 8월에는 전국 0.02%, 경기 0.31%, 부산 0.41%, 울산 0.65% 하락하는 등 상당수 지역이 하락하였다. 그 결과 서울, 대전 등 일부 지역을 제외한 대부분 지역이 역전세에 진입한 것으로 나타났다. 실제 아파트 전세가격이 2년 전 대비 5% 이상 하락한 지역은 아파트 수 기준으로 전체의 46%, 10% 이상 하락한 지역은 22%를 차지하는 것으로 추정된다.

주목할 점은 경남, 울산 등 일부 지방에서 시작된 역전세 현상이 자가 점유율이 낮은 인천, 경기 등 전국적으로 확대되고 있다는 점이다. 전세 시장 내에서 역전세가 심화된다는 것은 부채의 디레버리지가 본격화 됨을 의미한다. 이런 이유로 역전세 심화는 주택가격 하락을 유발하는 경우가 일반적이다. 참고로 자가 점유율이 낮다는 것은 전세 레버리지를 활용하여 주택에 투자하는 비중이 높음을 의미한다.

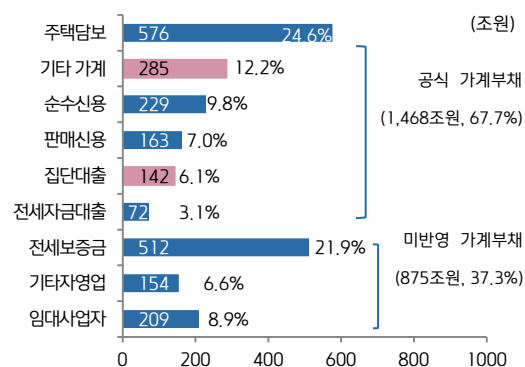
한편 소득 대비 부채, 증가율이 가장 많고 부채의 질이 매우 열악한 상황에서 부채의 디레버리지가 본격화된다는 가계 부채 문제가 수면위로 부상, 금융시스템의 안정성을 저해할 수 있는 부정적인 뉴스이다.

역전세 상황에 진입한 지역 아파트 하락률 비교



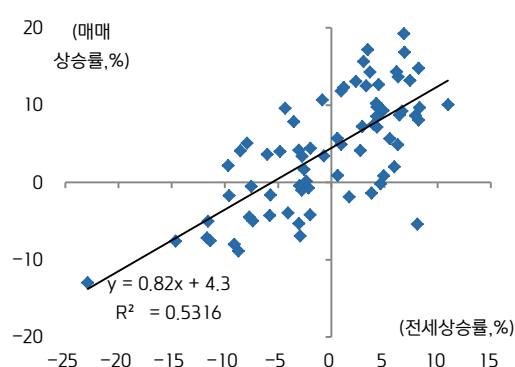
자료: 부동산114, 실거래가 지수 기준, 2년 전 대비 상승률

가계부채 구성(2018년 3월 말 기준)



자료: 한국은행

서울 아파트 매매 및 전세상승률의 상관관계



자료: 부동산114

주: 2019년 3월 기준. 전세가격은 2년전 대비, 주택가격은 1년전 대비

>>> 역전세 심화의 원인은 공급 물량 증가

전세 시장은 매매시장과 달리 실수요와 공급에 의해 결정되는 시장이다. 수급 여건을 고려해 볼 때 정부의 대책 전환이 없는 한 전세가격 하락 추세는 지속, 역전세 현상이 심화될 것으로 예상된다. 그 이유는 다음과 같다.

첫째, 분양된 아파트의 완공으로 입주가 본격화되면서 당분간 공급이 계속 늘어날 것이기 때문이다. 부동산 114 자료에 따르면 서울과 경기 지역의 2019년 하반기 아파트 입주 물량은 각각 24,477호, 58,425호, 2020년 상반기에도 각각 23,994호, 47,579호를 기록한다. 서울의 경우 2016년~2018년 평균 대비 각각 76%, 73%로 많은 수준이다. 둘째, 민간 아파트 분양가 상한제 도입 등 정부의 재건축 규제 영향으로 멸실 주택이 크게 줄어든 것이기 때문이다. 진주와 미성·크로바 아파트 2,857가구가 재건축으로 거주자가 이주하면서 주택 공급이 일시적으로 부족해지면서 주변 전세가격이 급반등한 바 있다. 반대로 분양가 상한제가 도입됨에 따라 2019년 10월 예정된 2,120 가구의 반포 재건축 아파트 이주가 미루어졌고, 2020년 3월 예정된 2,840 가구의 신반포 아파트 이주 역시 미루어질 것으로 예상된다. 입주 물량이 늘어나는 데 재건축 시행이 지연되면 실질 공급 물량은 크게 늘어날 수 밖에 없다. 셋째, 높은 주거비, 교육비 등으로 신혼부부의 결혼 연령이 늦어지면서 아파트 실수요자인 2인 이상 가구수는 계속 줄어든 것이다. 통계청 발표 자료에 따르면 '17년, '18년에도 서울의 2인 이상 가구수는 각각 13,125가구, 22,375가구가 감소하였다. 같은 기간 경기지역에 늘어난 2인 이상 가구수는 입주물량의 절반인 62천 가구, 76천 가구가 증가하였다. 실수요 대비 공급이 두배 가까이 늘어난 것이다.

분기별 서울 아파트 입주물량 추이



자료: 부동산114

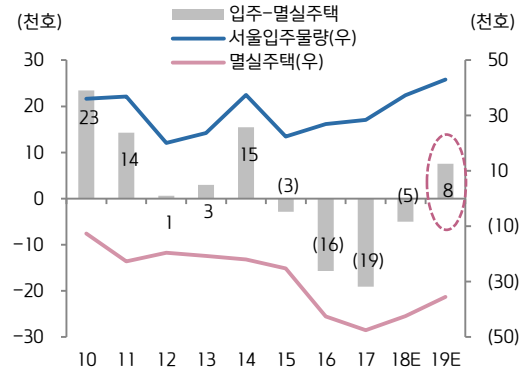
분기별 강남 4구 아파트 입주물량 추이



자료: 부동산114

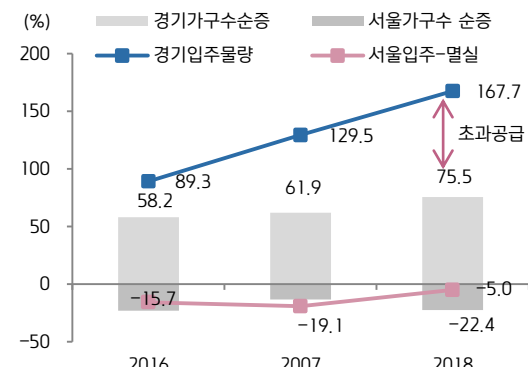
주: 강남4구는 강남, 서초, 송파, 강동구의 평균

서울 입주물량과 멸실주택 추이



자료: 통계청, 부동산114

서울 및 경기 가구수순증과 공급물량 추이



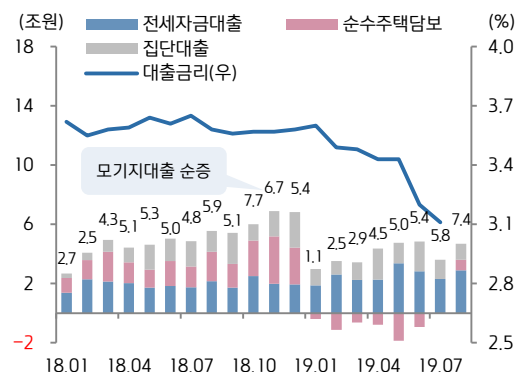
자료: 통계청, 부동산114

>>> 전세자금 대출 금리 하락이 역전세 심화의 결정적 요인

전통적으로 입주물량이 증가하면 해당지역 아파트 전세가격이 하락한다. 그러나 과거와 달리 강남 등 주거 선호 지역은 입주물량 증가의 영향이 주변 지역, 인접 광역단체 지역에 영향을 미치고 있다. 우량 주식의 경우 유상증자가 주가에 호재로 작용하듯이 인기 지역의 입주물량 증가가 역으로 전세가격 상승요인으로 작용하고 있다. 정부의 정책 기조 전환 없이는 이와 같은 현상, 즉 전세시장의 양극화 현상은 향후 가속화될 것으로 예상된다. 그 이유는 다음과 같다.

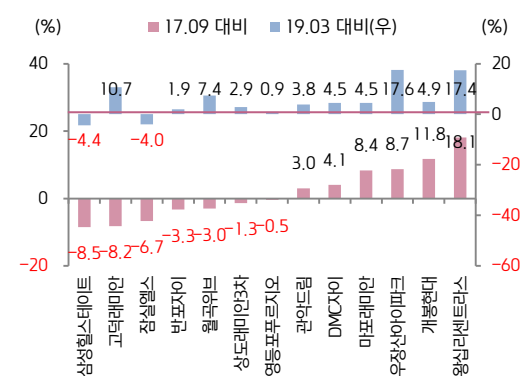
첫째, 전세자금대출이 활성화되고 대출금리가 하락하면서 주거 환경이 좋은 고가 아파트, 신규 아파트 수요가 늘어나기 때문이다. 대출 금리가 4%에서 2.5%로 낮아지면 전국 전세 거주 가구 평균 연봉 4천만원인 가계가 이자비용으로 소득의 30%를 사용한다고 가정할 때 거주 가능 전세주택은 3억 7천 5백 만원에서 6억 원으로 상승한다. 전세가격 6억 원이면 강남 3구 아파트를 제외한 대부분의 신축 아파트에 거주가 가능하다. 세입자에게 같은 비용을 들여 교육, 교통 등 주거환경이 양호한 지역으로 이주하는 것은 당연한 의사결정이라 할 수 있다. 둘째, 경기, 인천 등 비서울 지역은 전세가율이 높고 가격 하락 위험이 높아 전세 및 매매 수요가 크게 줄기 때문이다. 전세금 반환 보증제도가 있으나 추가 비용이 소요된다는 점을 고려해 볼 때 대출금을 이용해 서울에 거주하는 것이 더 유리하다. 이런 이유로 2018년 말 경기, 인천 미거주 아파트는 총 152천 648호('89년 이전 아파트 제외)로 전년 동기 대비 32%나 증가하였다. 전체 재고의 4.2%에 해당되는 수치이다.

은행 가계대출 순증 추이



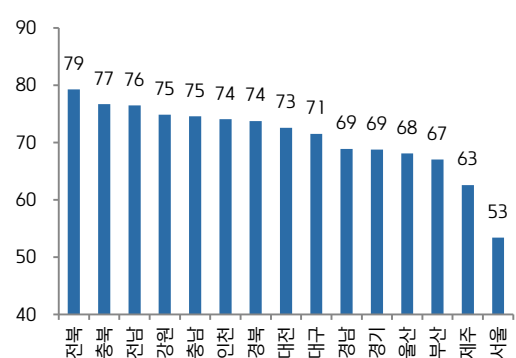
자료: 한국은행, 금융감독원
주: 가계 평균 신규대출금리 기준

구별 전세가격 비교(2019년 8월 기준)



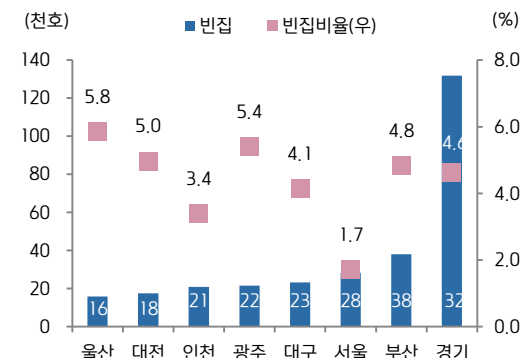
자료: 국토교통부 실거래가 기준, 84㎡형, 19.8월 기준

지역별 전세가율 비교



자료: 부동산114

지역별 빈집수와 비율 비교



자료: 통계청

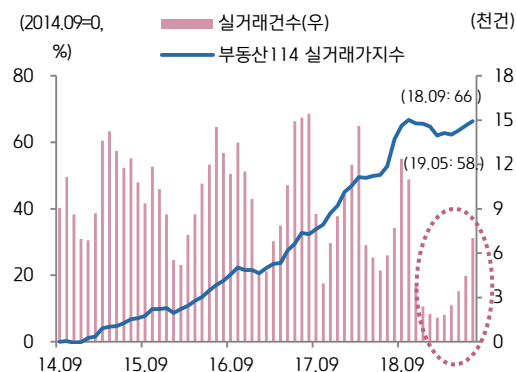
III. 아파트 매매시장 동향 및 전망

>>> 정부 정책 전환으로 서울아파트 가격 급반등

지난 보고서에서 강남 등 핵심 지역만 가격 상승이 지속되는 반면 서울 변두리, 지방 아파트 가격은 하락 추세가 심화될 것으로 예상한 바 있다. 예상대로 서울 아파트가격이 빠른 속도로 상승 반전, 전 고점에 근접하였다. 정부는 뒤늦게 주택시장 안정화를 위해 분양가 상한제 도입 등 영향력있는 대책을 제시하였지만 도리어 강남 및 서울 특정지역 아파트 가격 상승을 부추기는 결과를 초래하고 있다. 분양가 상한제 도입으로 8월 재건축 아파트 매매가격은 소폭 하락하였지만 강남 3구와 서울 아파트 매매 가격은 한국감정원 기준으로 각각 전월 대비 0.2%, 0.1% 상승하였다. 주목할 점은 거래량으로 매매 거래 또한 빠르게 증가, 과거 평균 수준에 근접하고 있다.

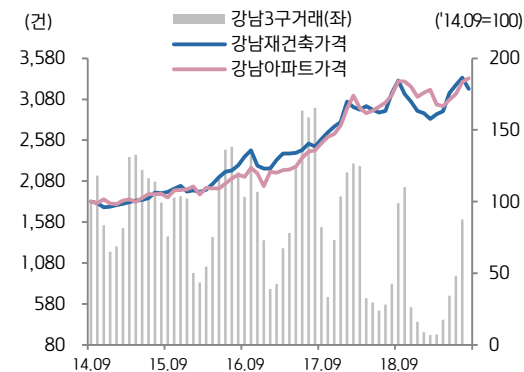
분양가 상한제는 멸실주택 수를 줄임으로써 공급 물량을 늘리는 정책이다. 어느 정도 재건축 아파트의 투자 매력도를 낮출 수 있지만 대체재가 충분히 존재해 투기 수요를 억제하기에는 역부족일 수 밖에 없다. 더군다나 정부가 금리 인하 등을 통해 투기 수요를 자극하는 정책을 취하면 정책 효과는 크게 반감된다. 투기 수요가 살아있는 한 LG전자의 악재가 삼성전자에게는 호재가 될 수 있는 것과 같다. 예상대로 분양가 상한제는 강남 3구뿐만아니라 마·용·성 등 신흥 부촌과 과천, 광명, 분당 등 일부 경기 지역까지 주택가격 상승에 기여하고 있다.

서울 아파트 실거래지수 추이와 실거래건수



자료: 부동산114

강남 주요 아파트 가격 및 거래량 추이



자료: 국토교통부 실거래가

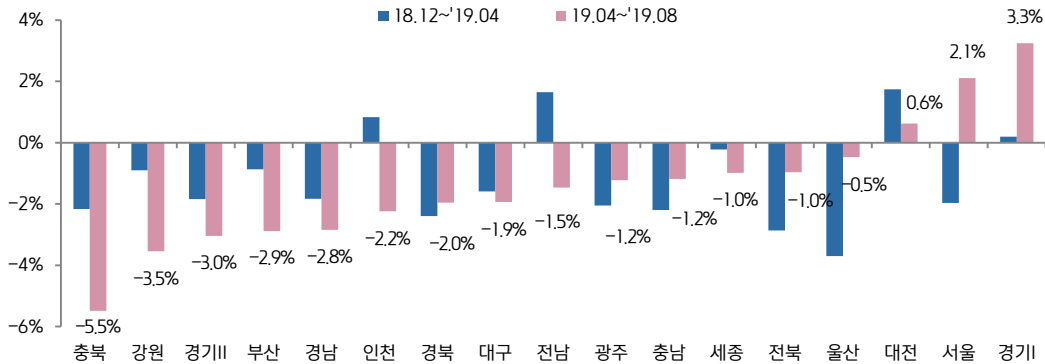
주: 강남재건축은 은마아파트 84㎡, 잠실주공아파트 76.5㎡ 기준
강남아파트는 삼성동 힐스테이트, 잠실엘스, 반포자이 아파트 84㎡ 기준

>>> 정부 정책 이후 지역별 양극화 현상 심화 초래

문제의 핵심은 정부 정책으로 서울 및 일부 지역의 아파트 가격이 상승 반전했지만 이를 제외한 경기, 인천 등 지방 지역의 아파트 가격은 하락 추세가 가속화되고 있다는 점이다. 실제 8월 전국 아파트 가격은 0.02% 하락하였고 5대 광역시 역시 0.09% 하락, 전월 대비 하락 폭이 확대되었다. 주택가격이 상승 반전하기 시작한 '19년 4월~ 8월까지 상승률과 '18년 12월 ~ 4월까지 상승률을 비교해 보면 지역간 가격 양극화가 심화되고 있음을 인지할 수 있다. 4월대비 8월 아파트 매매가격이 상승한 지역은 서울과 대전, 그리고 일부 경기 지역에 불과하다. 그리고 '18년 12월 대비 4월 상승률을 비교해 볼 때 대부분 지역이 하락폭이 확대 된 것으로 나타났다.

전세시장 양극화와 함께 주택시장 양극화 현상은 부채 위험 관점에서 볼 때 매우 부정적인 사안이다. 가격 하락 위험 증대에 따른 부채 부실화 위험 증가에도 정책적 차원에서 구조조정을 추진하기 어렵기 때문이다. 예를 들면 지방 아파트 시장 부양을 위해 규제를 완화할 경우 서울 등 특정지역 가격 상승이 유발될 수 있고, 서울 아파트 시장을 규제할 경우 지방 아파트 하락 위험을 더 키울 수 있기 때문이다.

지역별 아파트 실거래매매가격 변동률 비교



자료: 부동산114

주: 경기III는 성남, 과천, 광명의 평균. 경기III는 나머지 경기도 시 평균

8.2대책 전후 대출종별 상승률 비교

	주택담보대출		신용대출		중소기업		대기업	
	수도권	지방	수도권	지방	수도권	지방	수도권	지방
A. 8.2 대책 이전 2년간	9.7	10.2	5.6	12.9	7.7	10.9	1.5	1.1
B. 8.2 대책 이후 2년간	7.0	5.5	11.8	8.6	6.6	7.1	-3.0	-2.1
B-A	-2.7%p	-4.7%p	6.2%p	-4.2%p	-1.1%p	-3.8%p	-4.5%p	-3.2%p

자료: 한국은행

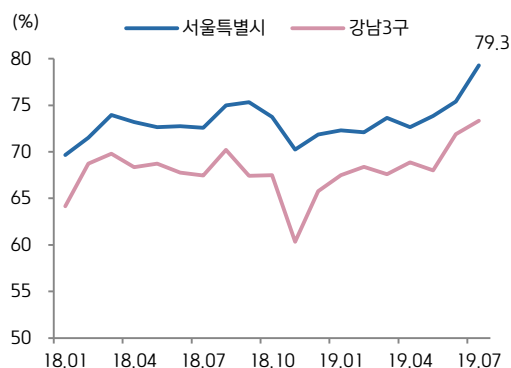
주: 8.2 대책 이전은 2015년 6월~2017년 6월, 8.2 대책 이후는 2017년 6월~2019년 6월

>>> 양극화의 원인은 규제의 허점을 해결하지 못한 탓

주택이 모든 가구가 1채만 소유하는 내구 소비재라면 가구 수에 비해 공급 물량이 늘어날 경우 가격이 하락하기 마련이다. 그러나 1채 이상 소유하는 투자재라면 공급 물량이 늘어나도 투자 수요 증가를 맞추지 못하면 만성적인 공급 부족현상이 나타날 수 있다. 전형적인 투자재 시장인 주식시장에서 공급보다는 투자자의 레버리지 변화를 더 관심 갖고 보는 이유도 여기에 있다. 서울 아파트의 투자재화가 심화되는 여건에서 서울 아파트와 지방 아파트간 가격 양극화는 정부의 정책 기조가 바뀌지 않는 한 가속화될 것으로 전망된다. 그 이유는 다음과 같다.

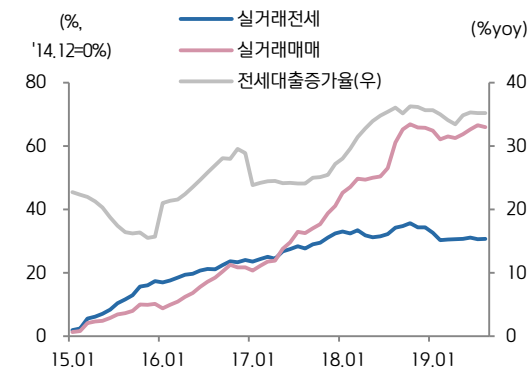
첫째, 대출금리 하락 등의 영향으로 전세 시장의 양극화가 지속될 것으로 예상된다는 점이다. 서울 및 일부 지역의 전세가격이 상승하게 되면 전세 레버리지 이용이 용이해져 투자 수요가 크게 늘어날 수 있다. 실제 지난 7월 서울 전세거래 비중은 79.3%로 '13년 3월 이후 최고치를 기록하였다. 투자자의 가장 보편적인 레버리지 수단인 전세 레버리지 확대는 주택 투자 수요 증가, 즉 갭투자가 증가함을 입증하는 결정적인 수치이다. 둘째, 규제의 틈을 인지하기 시작한 투자자들이 전세자금대출, 개인사업자대출, 신용대출 등을 이용하여 주택에 적극 투자하기 때문이다. 실제 8월 가계 및 개인사업자 대출 순증금액은 10.1조원으로 2016년 11월 이래 가장 많은 순증 규모이다. 7월~8월 대출 순증금액을 보면 순수 주택담보대출은 0.7조원에 불과한 반면 전세자금대출, 개인사업자대출, 신용대출은 각각 2.9조원, 2.7조원, 2.6조원 증가하였다. 지난 8.2 대책이 그랬듯이 9.13 대책 역시 사실상 무용지물이 됨으로써 부채의 위험만 높이는 결과를 낳고 있다.

서울시 및 강남3구 전세거래 비중 추이



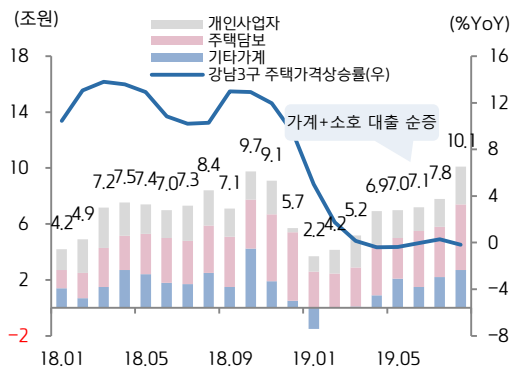
자료: 국토교통부, 부동산 114

실거래지수와 전세대출증가율의 추이



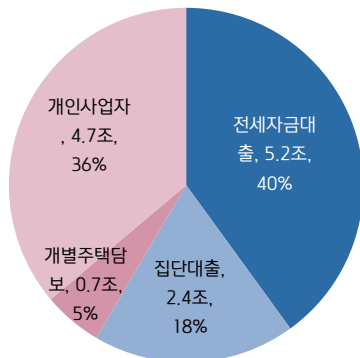
자료: 금융감독원, 한국감정원

은행 가계대출 순증 추이



자료: 금융감독원, 한국감정원

가계+개인사업자 대출 순증의 구성



자료: 한국은행, 2018년 7월~8월 순증
주: 2019년 7월과 8월 순증의 합을 기준으로 비율 계산

IV. 기준금리 인하와 하반기 은행 수익 전망

>>> 기준금리 인하, 장기적으로 은행 수익성 악화 요인 될 듯

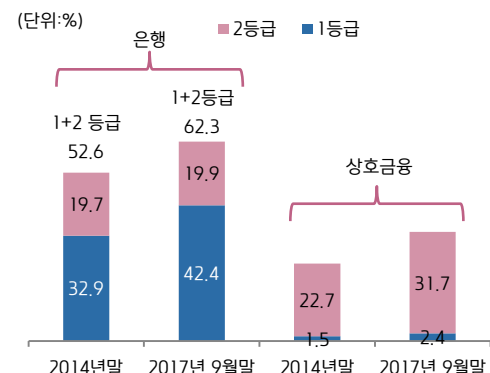
지난 7월과 보고서에서 정부의 기준금리 인하 가능성을 언급한 바 있으며 예상대로 7월 기준금리를 인하 하였다. 구조조정보다는 경기 부양을 선택한 것이다. 그러자 시장 금리는 더욱 하락하였고 장단기 금리차가 큰 폭으로 역전되면서 추가 금리 인하가 불가피한 상황이 되었다. 정부의 금리 인하 정책은 단기적으로 은행에 긍정적이다. 당장은 가장 안전한 부동산 관련 대출이 증가해 마진 하락으로 인한 이자이익 감소를 상쇄할 것이기 때문이다. 그러나 장기적 관점에서 은행 수익에 적지 않은 부담 요인이 될 것이다. 그 이유는 다음과 같다.

첫째, 정부 규제의 틈이 큰 상황에서 유동자금이 부동산 투자자금으로만 몰릴 것이기 때문이다. 문제는 자금의 쏠림현상으로 2015년~2016년과 달리 특정지역을 제외한 여타 지역의 부동산 가격 하락 요인으로 작용, 은행의 대손 위험을 높이는 요인으로 작용할 수 있다는 것이다. 위험을 측정하고 관리하는 감독당국 입장에서 볼 때 가장 피하고 싶어하는 시나리오가 발생하고 있는 것이다.

둘째, 기준금리 인하에 이어 안심전환 대출 도입 등으로 금리가 낮아지게되면 금융회사, 가게 등 경제 주체의 자발적 구조조정 의지도 약화된다는 점이다. LTV, DSR 제도가 도입되었음에도 순수주택담보대출, 신용대출조차 증가하는 것은 대표적인 사례이다. 정부 규제를 준수하면서 가계부채를 줄이기보다 금리 인하로 훼손된 이익을 만회하고자 하는 현장의 관행 탓이다. 이렇게 되면 가계부채는 열위 부채 중심으로 빠르게 증가할 수 밖에 없다. 2019년 8월 가계대출(개인사업자 포함)이 2016년 11월 이후 가장 많이 증가한 이유가 여기에 있다.

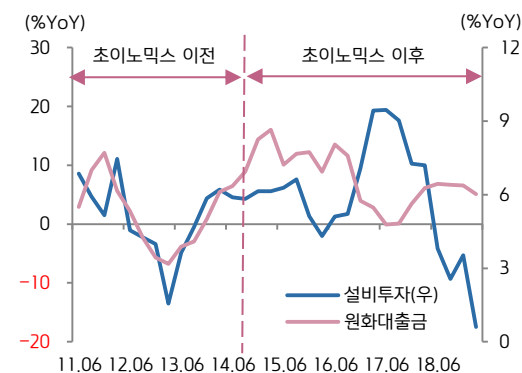
현 시점에서 금리 인하 정책은 긍정적 효과보다 부정적 효과가 더 커 보인다. 1) 기준금리 인하가 시중 자금이 특정지역 부동산으로만 집중, 자금 배분의 왜곡 현상을 유발하고 2) 은행 순이자마진 하락과 주택가격 하락 위험을 높여 은행의 수익성을 저해할 뿐만 아니라 3) 금리 인하의 혜택이 주로 대출을 많이 가지고 있는 과다 부채 다주택자에게 돌아감으로써 구조조정을 지연시키는 효과를 낼 것이다. 이런 이유로 정책 변경 위험도 높다. 정부가 이런 문제를 해결하기 위해 새로운 정책을 제시할 가능성이 높으며 이 경우 9.13 대책과 마찬가지로 일시적으로 시장에 충격을 줄 것으로 예상된다.

금리 인하, 과다부채 다주택자에게 수혜



자료: 한국은행

금리 인하, 설비투자보다 다른 용도로 유입



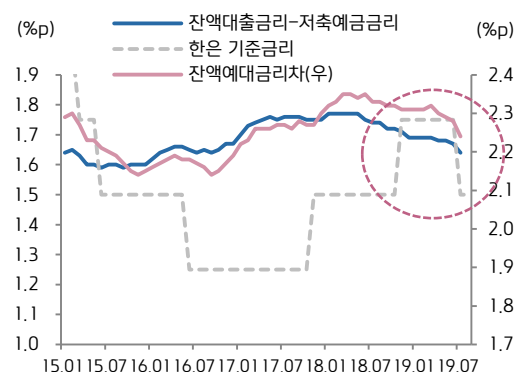
자료: 한국은행

>>> 가계부채 위험 과도해 정부의 구조조정이 필요한 시점

양호한 대출 증가율을 기록, 당분간 안정적인 이익을 시현할 것으로 예상되지만 순이자마진 하락이 가파르게 진행되면서 4/4분기 이후 은행 순이익은 악화될 것으로 예상된다. 현행 대로라면 은행의 순이자마진은 1~2분기 동안 5bp~10bp 정도 하락할 것으로 예상된다. 그 이유는 다음과 같다.

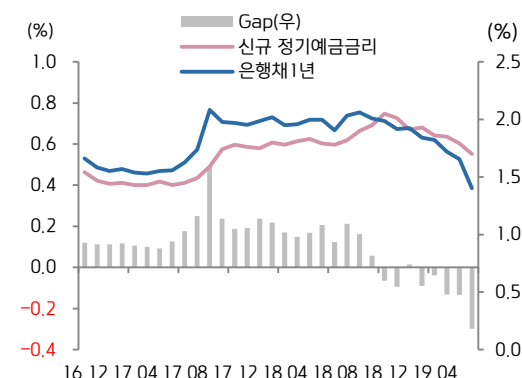
첫째, 시장금리 하락이 은행의 순이자마진에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 점 때문이다. 실제 8월 말 기준 은행채 금리, 신규 취급액 코픽스 금리는 각각 1.35%, 1.52%로 각각 6월 말 대비 0.31%p, 0.26%p 하락하였다. 은행 조달의 절반 이상을 차지하는 정기예금 금리 하락폭이 6~7월 0.09%p에 불과해 마진의 추가하락은 불가피 해보인다. 지난 7월 발표한 한국은행 자료에 따르면 예금은행의 잔액 예대금리차는 1개월 사이 3bp나 하락하였다. 둘째, 2020년부터 신예대율을 적용함에 따라 시장금리가 하락하는 환경에서도 조달코스트를 낮추기 어려운 상황이라는 점 때문이다. 일반적으로 은행은 기준금리를 인하하면 이를 기점으로 적극적으로 예금 금리를 낮추어 마진을 방어한다. 그러나 2020년부터 신예대율을 적용하기로 해 적극적으로 정기 예금 금리를 낮추어 마진을 방어하기 어렵다. 가계 및 소호 대출 중심의 대출 경쟁이 지속되는 한 은행의 마진 방어는 쉽지 않아 보인다.

은행 잔액 예대금리차 추이와 하락 원인



자료: 한국은행

은행 조달 및 운용금리 갭 추이



자료: 한국은행

금리 하락에 따른 4대은행 지표 시나리오 분석(2020E)

	신한		KB		하나		우리		평균	
	-5bp	-10bp	-5bp	-10bp	-5bp	-10bp	-5bp	-10bp	-5bp	-10bp
은행이자이익	-1.2%	-4.1%	-1.1%	-3.7%	-1.2%	-4.2%	-1.2%	-4.2%	-1.2%	-4.1%
은행당기순이익	-4.4%	-15.6%	-3.0%	-10.4%	-3.7%	-12.8%	-4.1%	-14.5%	-3.8%	-13.3%
지주보통주순이익	-2.1%	-7.4%	-2.0%	-7.0%	-3.3%	-11.5%	-4.4%	-15.4%	-2.9%	-10.3%
PER(배)	9.7	10.2	7.5	7.9	8.2	9.0	9.8	11.1	8.8	9.5

자료: 키움증권 추정

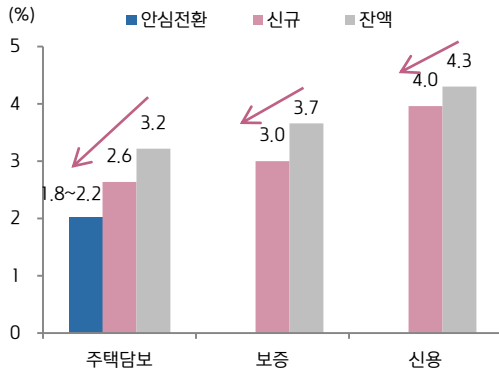
>>> 정부의 대출금리 인하 정책, 은행 수익력 악화 요인 전망

시장금리 하락뿐만 아니라 장기적으로 은행의 마진을 떨어뜨리는 결정적인 것은 정부의 미시적 금융정책 탓이 크다.

첫째, 20조원 규모의 안심전환대출을 들 수 있다. 대출금리가 1.85%~2.2% 수준으로 은행의 평균 잔액대출 금리 대비 1.0%p~1.4%p 낮다. 평균인 1.2%p가 낮아진다고 할 때 예상되는 마진 하락 폭은 0.015%p로 예상된다. 변동금리나 준고정금리 주택담보대출을 원리금 분할상환, 고정금리로 변경하여 시스템 리스크를 줄이는 한편 가계의 이자부담을 줄이는 데 있다.

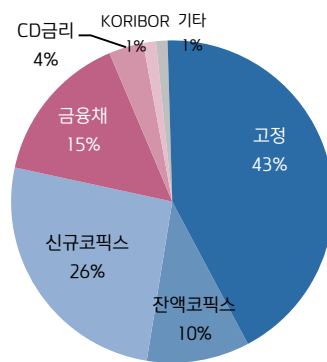
둘째, 마이데이터 산업의 활성화 영향으로 은행간 금리 경쟁이 가속화될 것이라는 점이다. 정부는 마이데이터 산업 육성을 위한 정책적 지원뿐만 아니라 대환대출에 한하여 LTV, DSR을 유예해 줌으로써 대출 이동이 원활하도록 하였다. 아울러 핀테크 산업이 성장하면서 1~2일 걸렸던 대환대출이 1시간 이내로 줄어들었다. 마이데이터 시장이 커지면서 은행간 금리 경쟁은 더욱 가속화될 것으로 예상된다.

은행 신규 및 잔액 대출 평균금리 비교



자료: 은행연합회, 키움증권
주: 19년 7월 기준

주택담보대출의 상품별 기준금리 비중



자료: 금융감독원

A씨의 금융 현황 표

은행명	상품	금리조건	금액	만기
가은행	주택담보대출	4.0%	₩500,000,000	19.05
나은행	전세자금대출	3.5%	₩100,000,000	20.05
다은행	정기예금	2.0%	₩40,000,000	20.03
라은행	정기적금	3.0%	₩20,000,000	22.03
카뱅크	신용대출	3.50%	₩40,000,000	20.03
가증권	P 자산 MMF		₩10,000,000	
나화재	자동차보험		₩300,000	19.12
마증권	개인연금		₩50,000,000	

자료: 키움증권

은행 별 주택담보대출 금리 비교 사이트 예시

은행명	상품	금리조건	기준금리	만기
A 은행	주택담보대출	2.5%	신잔액코픽스	20년
B 은행	주택담보대출	2.8%	신잔액코픽스	20년
C 은행	주택담보대출	3.0%	신잔액코픽스	20년
D 은행	주택담보대출	3.3%	신잔액코픽스	20년
E 은행	주택담보대출	3.5%	신잔액코픽스	20년
F 은행	주택담보대출	3.8%	신잔액코픽스	20년
F 저축은행	주택담보대출	5.0%	신잔액코픽스	20년
G 저축은행	주택담보대출	5.5%	신잔액코픽스	20년

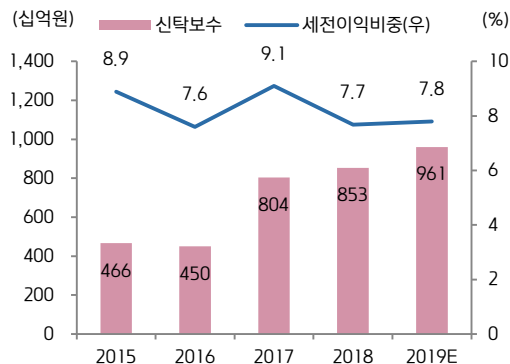
자료: 키움증권

>>> DLS 손실 문제, 키코와 유사한 형태로 해결될 전망

주요 해외채권 금리가 급락하면서 해외금리 연계 파생결합상품이 대규모 손실이 발생한 것으로 알려졌다. 해외금리 연계 파생결합상품 규모는 총 8,224억 원으로 우리은행과 하나은행이 대부분을 차지하고 있다. 금리 연계 파생상품의 손실 발생 문제는 은행의 비이자수익에 영향을 미치는 부정적인 뉴스로 평가된다. 그 이유는 다음과 같다.

첫째, 불완전 판매 이슈로 고객 손실을 일부 은행이 부담할 수 있다는 점이다. 다만 대부분 투자자가 그 동안 높은 수익을 냈던 전문 투자자로 법적 관점에서 부담은 크지 않을 것으로 판단된다. 다만 감독원에서 분쟁조정을 적극 추진할 수 있다는 게 부담 요인이다. 둘째, 전반적인 파생결합증권 상품의 판매 감소로 연결될 것이라는 점이다. 이 상품은 어떤 면에서는 키코상품과 유사한 측면이 없지 않다. 즉 1%의 위기 가능성을 상품화 한 것으로 상품의 구조적 한계로 선진국에서는 판매하지 않는 상품이다. 이런 이유로 키코상품과 마찬가지로 원금보장형 상품을 제외하고는 대부분 판매를 규제할 가능성이 높다. 이럴 경우 피해는 은행뿐만 아니라 계열 증권사, 여타 대형증권사까지 확대될 것으로 예상된다. 다만 은행 고객이 이번 문제로 은행을 떠날 가능성은 낮다. 99% 가능성으로 4%의 수익을 보고 1% 가능성으로 손실을 보는 상품이라는 것을 대부분 고객 역시 인지하고 있기 때문이다. 따라서 파생결합상품에서 이탈된 자금은 은행 내 예금, 펀드 등으로 이동, 이익 감소 폭은 어느 정도 상쇄될 것으로 예상된다.

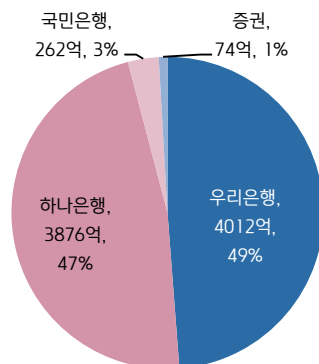
4대은행 신탁보수액 및 순이익 내 비중 추이



자료: 각 사, 키움증권

주: 2019년의 경우 상반기 수치를 연산 하였습니다

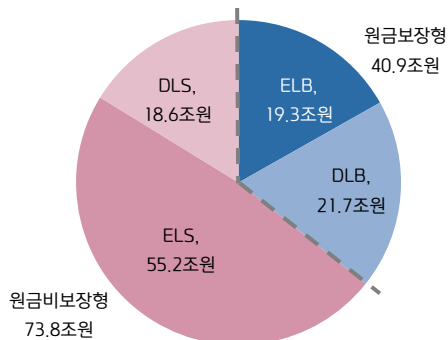
해외금리 연계 파생결합상품 판매현황



자료: 금융감독원 19.8.20 보도자료

주: 19.8.7 잔액 기준

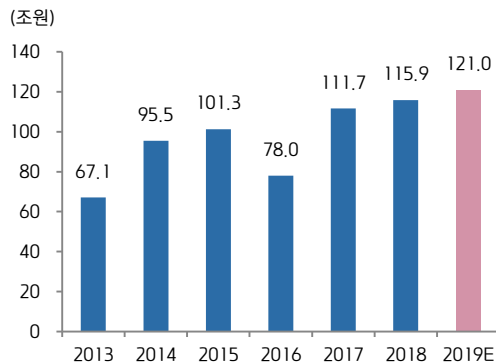
파생결합증권 잔액 구성



자료: 예탁결제원, 키움증권

주: 2019년 8월 말 기준

연간 파생결합증권 발행액 추이



자료: 예탁결제원, 키움증권

주: 2019년의 수치는 8월 말 발행액을 연산하였습니다

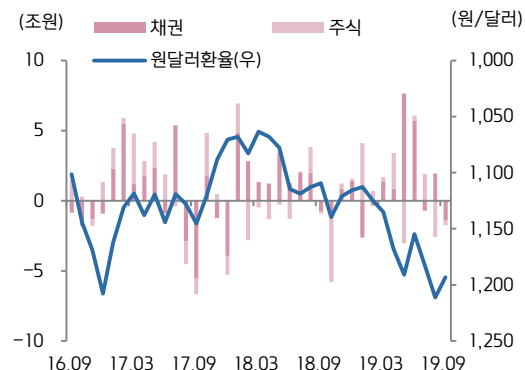
>>> 채권 매도 등으로 외화 유동성 리스크 확대 가능성 높아

그 동안 원화 가치 안정의 요인으로 작용한 외국인 투자자의 주식, 채권 순매수가 빠르게 둔화되고 있다. 이와 같은 상황은 당분간 지속될 것으로 예상, 외환시장의 불안정성을 높일 것으로 예상된다. 주요 변수를 정리하면 다음과 같다.

첫째, 순매수를 지속했던 외국인의 채권 매도 전환 가능성이 높아진다는 점이다. 국채의 경우 금리 하락 폭이 둔화되면서 순매수 규모가 크게 줄어든 데다 통안채의 순매도가 늘어나고 있기 때문이다. 통안채 매도가 늘어난 이유는 정부의 기준금리 인하로 한미간 금리차 역전이 확대된 데다 스왑 스프레드가 빠르게 하락하기 때문이다. 금융시장이 불안해지면서 해외에 투자하는 국내 경제주체의 원화헷지 수요가 줄어들어 탓으로 풀이된다. 둘째, 국내 개인과 기업의 해외 투자 규모가 갈수록 확대되고 있다는 점이다. 국내 투자자산에 대한 수익률 하락과 더불어 글로벌 금융위기 우려가 높아지면서 안전자산에 대한 수요가 늘어난 탓으로 해석된다. 국내 투자자산에 대한 저조한 수익률이 지속되면 파생결합증권 자금이 해외로 이탈, 해외 투자 확대를 가속화할 가능성을 배제할 수 없다.

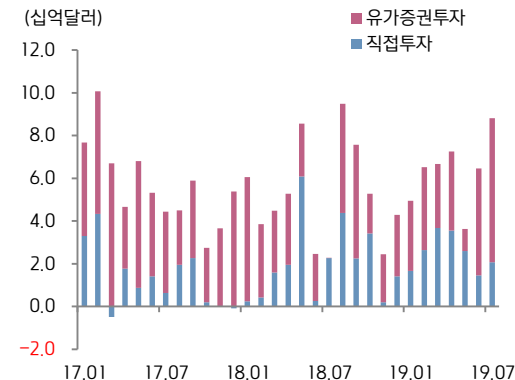
외화 유동성 문제는 금융위기 발생 가능성과 시점을 예측할 수 있는 사안으로 궁극적으로 한국은행의 통화정책에 영향을 줄 수 있다. 외화 유동성 이탈이 한국은행의 기준금리를 제한할 수 있다는 설명이다.

외국인투자자의 채권 및 주식 투자자금 추이



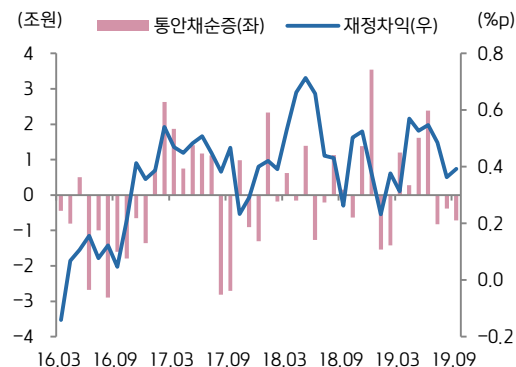
자료: Quantwise, BondWeb

국내 가계와 기업의 해외 자산 투자 추이



자료: 한국은행, 국제수지 기준

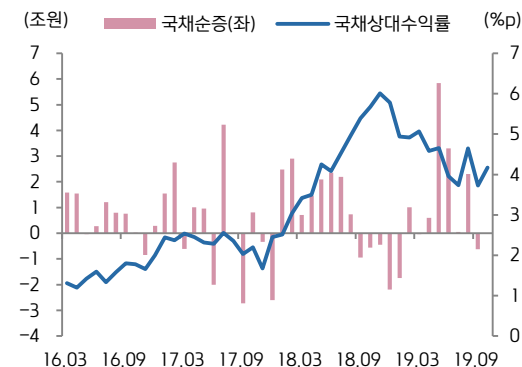
외국인의 통안채 투자 추이와 재정차익 추이



자료: Bondweb, 주: 3개월 만기 기준

외국인 투자자의 재정차익 = 한미간 금리차 - Swap rate

스왑레이트와 재정차익 추이



자료: Bondweb

외국인 투자 재정차익 = 한미간 금리차 - Swap rate

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

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 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%