



Sector Comment

# 10월 금융 및 부동산시장 동향 및 시사점

## 주택시장 양극화, 장기적 금융 불안정 요인



금리 인하 및 대출금리 인하 유도 정책 영향으로 서울 아파트 및 주요 인기지역 아파트 가격 상승 추세가 지속되었다. 주택시장 양극화가 지속되자 조정지역 해제, 교통망 확충 대책 발표 등 수도권 및 지방 아파트 부양책으로 지방 아파트까지 상승세로 전환되었다. 그러나 투기수요에 의한 가격 상승은 부작용이 클 수 밖에 없다. 질 나쁜 단기 부채 중심으로 부채가 증가, 은행채 스프레드 상승 등 금융 불안정성이 높아지고 있다. 정책기조의 전환이 필요한 시점이다.

### >>> 서울 아파트 가격 급등, 여타 지역으로 확산 중

전세가격 하락, 공급 물량 확대에 따른 아파트 가격 급락을 우려했던 정부가 경기 부양을 위해 정책 기조를 구조조정 중심에서 경기 부양 중심 정책으로 전환. 즉 기준금리 인하, 대출금리 인하 유도 정책으로 전세가격 상승 반전에 이어 서울 및 주요 인기지역 아파트가격 상승 반전. 대표적인 투자재인 강남 핵심 인기 APT와 재건축 아파트는 각각 2019년 저점 대비 각각 16.2%, 20% 상승, 주식, 채권 등 주요 투자자산 중 가장 높은 상승률을 기록. 정부의 투기 수요 자극에 따른 수요 증가가 주된 요인으로 해석. 정책 기조를 변경하지 않는 한 아파트 가격 상승 추세는 지속될 것으로 예상.

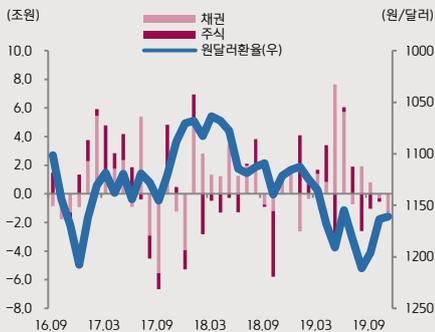
### >>> 저금리 정책 부작용으로 정책 기조 전환 불가피할 듯

결국 정부의 정책 기조는 서울 아파트가격 급등과 양극화 현상 초래로 경기 부양보다 양극화에 따른 정치적 부담이 더 클 수 밖에 없어 더 이상 지속하기 어려울 듯. 부양책에서 부채와 자산 구조조정 중심으로 변경될 가능성이 높음.

1) 저금리 장기화에 따른 부작용이 갈수록 늘어나고 있다는 점. 실제 기준금리 인하에도 둔화되었던 신규 연체 채권은 지난 8월 1.6조원으로 전월 대비 14% 증가하고 있음. 구조조정 없이 통화 확장정책만을 추진하다보니 한계 기업, 즉 좀비기업만 늘어나는 것임. 2) 저금리 정책에 따른 은행의 저원가성 예금 증가, 은행채 금리 하락 등으로 인한 조달금리 하락 효과가 과거와 달리 크게 줄어들고 있다는 점. 국채 금리 상승뿐만 아니라 저금리 장기화에 따른 금융시스템의 안정성 약화로 은행채 스프레드가 상승하면서 은행채 금리가 빠르게 상승한 것이 주된 이유. 3) 국내 은행 역시 과도한 대출금리 하락으로 인한 수익성 악화 우려로 정부의 금리 인하 정책에도 소극적으로 대응하기 시작했다. 경쟁 인하를 유도했던 기업은행, 농협 등 정부관련 은행이 대출금리를 인상하는 등 수익성 관리에 나선 것으로 추정. 4) 외국인 투자자의 자금 이탈은 금융 당국의 정책 기조를 전환하는 요인이 될 것. 지난 2018년 11월 기준금리를 인상했던 것도 결국 외국인 자금 이탈이 단초가 되었듯이 외국인 자금 이탈 장기화시 금융시스템 불안정성을 높이는 결정적 요인이 될 것임

은행/카드  
Analyst 서영수  
02) 3787-0304/ysyoung@kiwoom.com

외국인투자자의 채권 및 주식 투자자금 추이



자료: Quantwise, BondWeb

#### Compliance Notice

- 당사는 11월 15일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석서는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

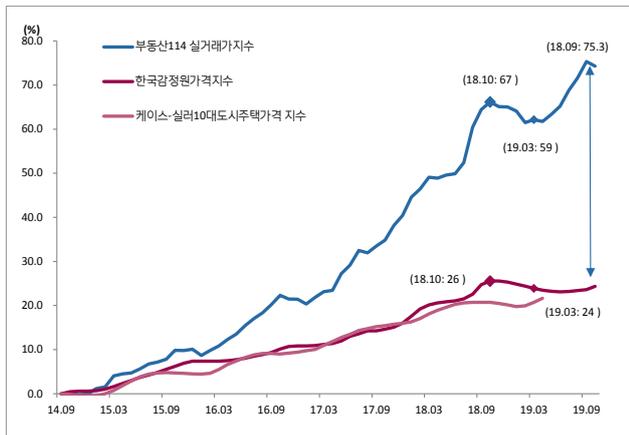
서울 및 여타 인기지역  
아파트 가격 상승 추세  
지속

1. 주택시장 동향 및 전망

10월 감정원 기준 서울 아파트 매매가격지수는 전월대비 0.6% 상승하였다. 그 결과 최근 4개월 간 1.0% 상승(6개월간 0.7%) 상승하였다. 그러나 실거래가지수 기준으로는 전혀 다르다. '19년 4월 저점 대비 8.4% 상승하였고 경기 핵심 지역인 분당, 과천, 광명 지역은 8.3% 상승하였다. 대표적인 투자재인 강남 핵심 인기 APT와 재건축 아파트는 각각 2019년 저점 대비 각각 16.2%, 20% 상승, 주식, 채권 등 주요 투자자산 중 가장 높은 상승률을 기록하였다. 상승 직전 공급 물량 확대로 아파트 가격 폭락을 우려했던 여건을 감안하면 서울 아파트 매매시장의 급반전은 매우 이례적이다.

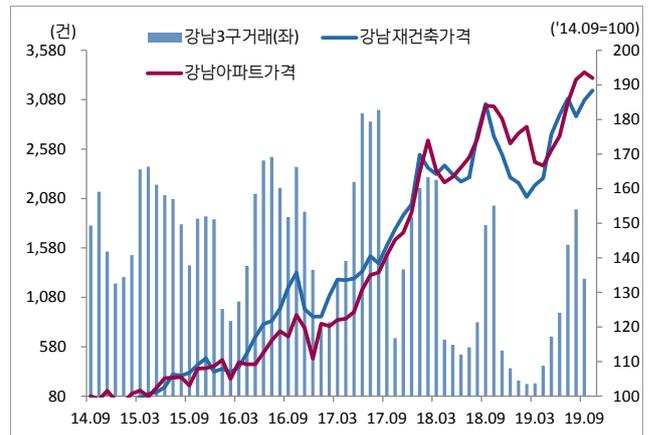
이처럼 서울 아파트 시장이 급반전한 것은 전세가격 하락, 공급 물량 확대에 따른 아파트 가격 급락을 우려했던 정부가 경기 부양을 위해 정책 기조를 구조조정 중심에서 경기 부양 중심으로 전환하였기 때문으로 판단된다. 실제 정부는 2차례 기준금리를 인하하였고, 은행간 대출 경쟁 유도를 통해 주택담보대출, 신용대출, 전세자금 대출, 개인사업자 대출 금리를 역대 최저 수준으로 낮추도록 유도하였다.

지수별 서울 아파트 가격 상승률 비교



자료 : 법원경매통계, 매각율은 우측 데이터

강남 인기 및 재건축 아파트 가격 및 거래량 추이

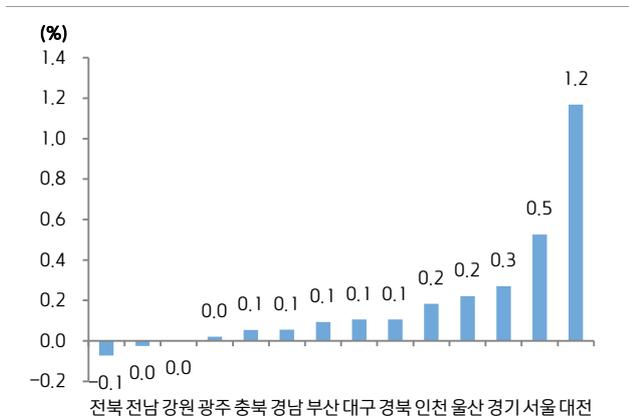


자료: 국토교통부 실거래가,

주: 강남재건축은 은마아파트 84㎡, 잠실주공아파트 76.5㎡ 기준

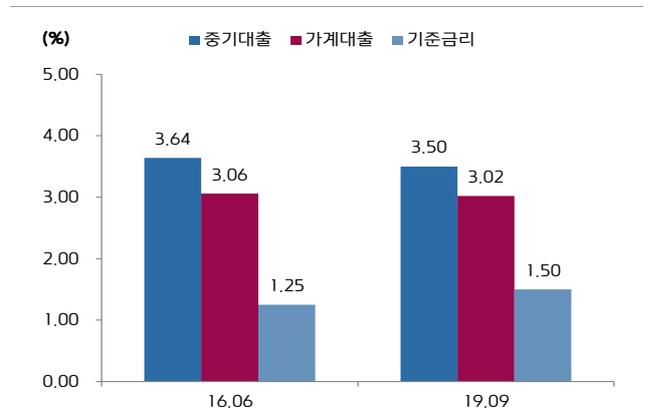
강남아파트는 삼성동 힐스테이트, 잠실엘스, 반포자이 아파트 84㎡ 기준

지역별 19.09월 대비 10월 아파트매매가격 변동률



자료 : 부동산114

대출금리 및 기준금리 비교



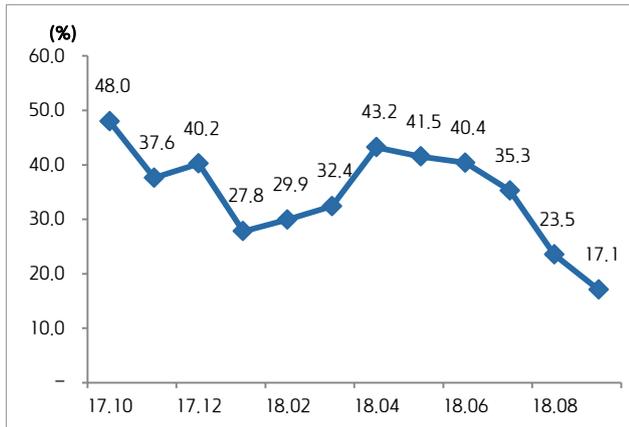
자료: 한국은행

정부 규제의 헛점이 부동산 정책이 실효성을 약화시키고 있는 것으로 평가

서울 아파트 및 경기 인기지역 아파트는 전형적인 투자재로 볼 수 있다. 대부분의 아파트 가격이 가계의 정상적인 소득으로 구매할 수 있는 범위를 넘어서 30~40대 일반적 세대가 LTV 40%, DSR 40% 규제 하에서 주택담보대출을 이용해 아파트를 구매하기 어려운 가격대에 와 있는 이유에서 이를 입증할만한 근거는 여러 군데에서 존재한다.

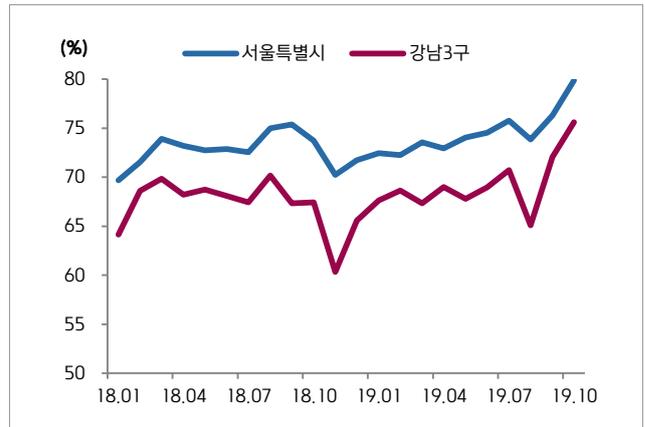
첫째, 주택 구매 시 국토교통부에 제출해야 하는 자금조달계획서 자료에 따르면 순수하게 주택담보대출 등을 이용해 거주 목적으로 주택을 구매하는 비중은 높지 않은 것으로 나타났다. 실제 2017년 10월부터 2018년 9월까지 보증금을 미 승계하고 본인이 입주한 비율은 36.9%에 달하며 '18년 9월에는 17.1%까지 하락한 것으로 나타났다. 둘째, 원금을 상환하는 주택담보대출보다는 투자목적으로 이용되는 단기대출 중심으로 가계부채가 늘어나고 있다는 점이다. 최근 3개월 간 증가한 가계부채 금액(개인사업자 포함)은 27.3조원으로 2017년 이후 가장 많은 금액을 기록했는데, 이 가운데 순수 주택담보대출은 14.3%에 불과하다. 반면 전세자금대출, 개인사업자대출, 신용대출 등 이자만 내는 대출이 대부분을 차지하고 있다. 그 결과 서울 임대차 거래 내 전세 거래 비중은 3분기 75.1%까지 상승하였고 10월에도 79.9%까지 상승하였다. 지난 10월 역시 은행권 개인사업자를 포함한 가계대출 순증 금액은 9.9조원으로 지난 8월을 제외하고는 2016년 11월 이후 가장 많은 규모를 기록했으며 이 가운데 순수주택담보대출은 전체 대출 순증의 20% 내외를 기록하였다.

보증금 미승계 입주 비율 추이



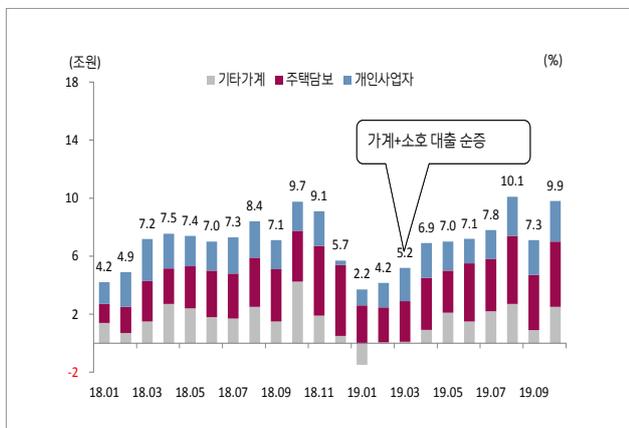
자료: 국토교통부

전세거래 비중 추이



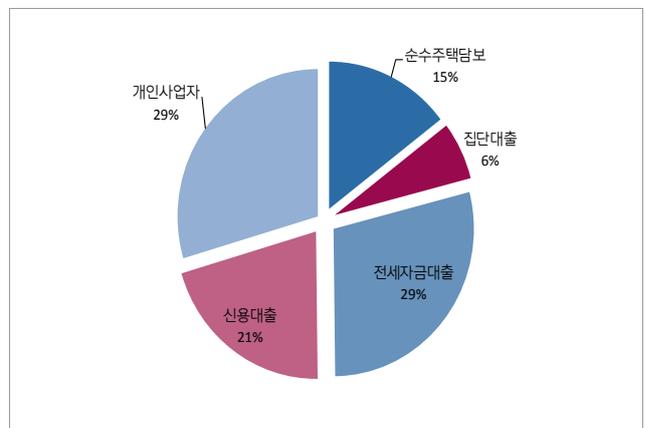
자료: 한국감정원, 부동산114

부문별 가계대출 순증추이



자료: 한국은행

가계대출 순증 구성



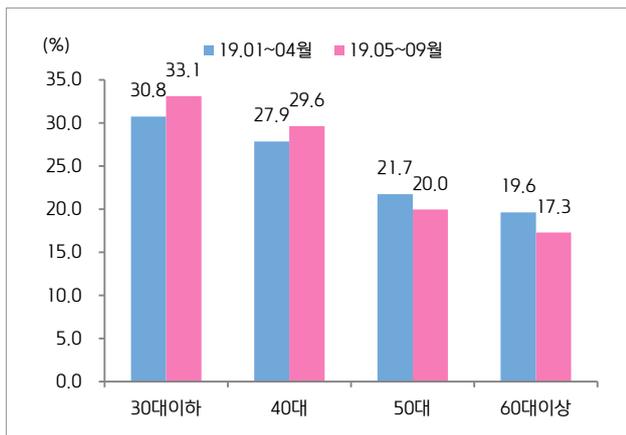
자료: 한국은행 주: 2019년 8~10월

양극화 심화, 향후 정책의 보완이 불가피해 보임

최근 30대 가계의 서울 아파트 매수 증가를 실수요자 증가로 분석하는 사례가 보인다. 그러나 이는 대출 규제로 정상적인 50대 계층의 투자가 줄어든 탓이 크다. 아울러 20~30대의 주택 구매를 실수요자로 보기는 어렵다. 실수요자란 소득으로 대출을 상환할 수 있는 범위 내에서 거주목적으로 주택을 구매한 가계로 가격이 하락하더라도 주택을 매도해야 할 이유가 없는 가계를 말한다. 30대 소득 수준을 고려해볼 때 투자할 때 소득세 및 증여세 절감 차원에서 자녀 명의를 이용한 편법 투자의 한 방식일 뿐이다.

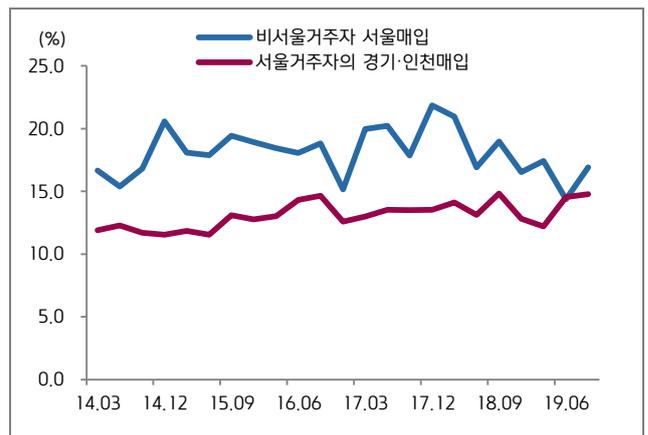
아파트를 투자재로 본다면 재건축 아파트의 분양가 상한제 이후 아파트가격 상승 역시 충분히 이해해 볼 수 있다. 단기적으로 투자재 가격에 영향을 미치는 변수는 투기 수요의 변화로 금리 인하 등에 의해 투기 수요가 늘어나면 같은 사안을 놓고 부정적 측면보다 긍정적 측면을 더 반영하려는 경향이 있다. 분양가 상한제가 단기적으로 주택 공급 물량을 늘리는 효과를 나타내 주택가격 안정에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 그러나 가격 상승 기대감을 갖고 있는 투자자들은 당장의 부정적 수급 여건보다는 3~4년 이후 미래 이슈를 미리 반영하여 투자하는 것이다. 분양가 상한제가 오히려 주택가격에 긍정적인 영향을 미치는 이유가 여기에 있다. 결론적으로 정책당국이 금리 인하 등 주택시장 부양정책을 철회하지 않는 한 서울 및 특정지역 주택가격 상승은 지속될 수 밖에 없다.

연령별 서울 아파트 매입 비중



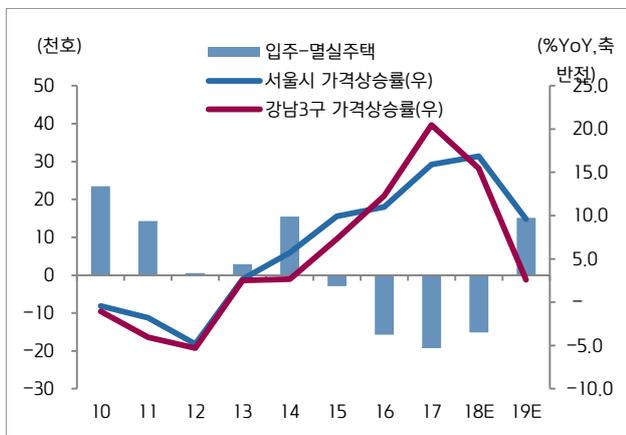
자료: 한국감정원

아파트 매입주체별 거래 비중 비교



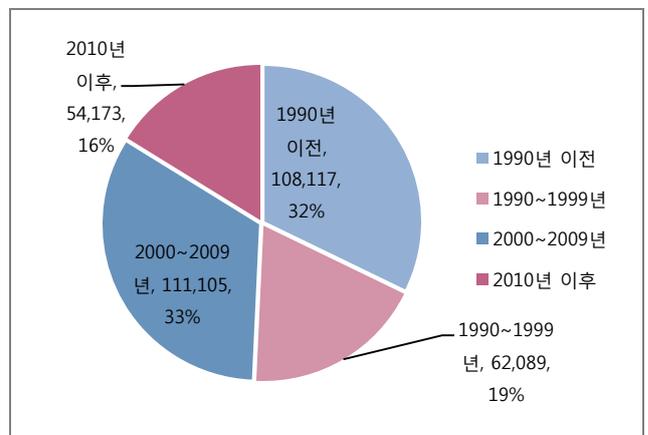
자료: 한국감정원

서울 아파트 공급물량과 주택가격



자료: 통계청, 부동산 114

강남 3구 노후 아파트 수치와 비중



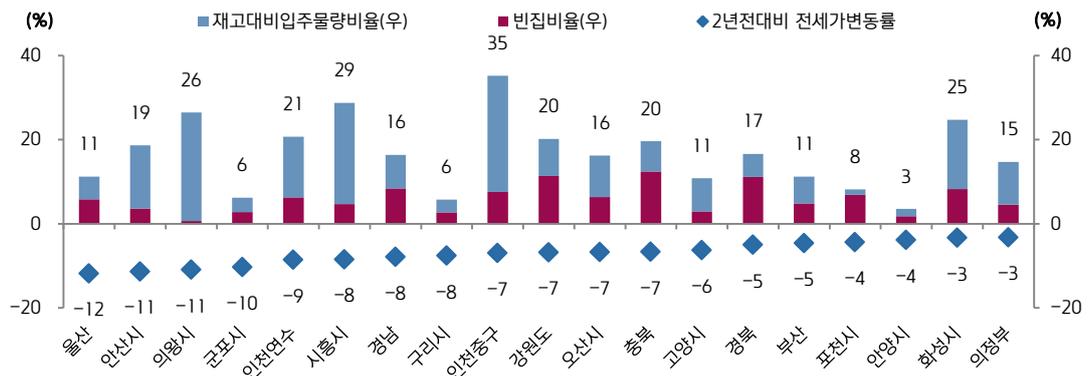
자료: 통계청

수도권 및 지방 아파트  
가격 부양 정책을 제시함

금리 인하 등 투기 수요를 자극하는 정책은 서울 등 특정지역 아파트 가격 부양에는 매우 효과적이다. 그러나, 이와 같은 정책 기초 변화는 고위험 대출을 늘리도록 함으로써 가계 부채의 위험을 보다 더 키우고 있다. 뿐만 아니다. 정부의 서울 아파트 시장 부양책이 지방 및 수도권 아파트 가격 하락 위험을 높이는 결과를 초래하고 있다. 전세가격 하락, 전세자금대출 금리 하락 등으로 서울 및 근교지역의 임차 여건이 크게 개선된 반면 수도권 비인기 지역 아파트에 대한 투자재로서의 가치는 지속적으로 하락, 투자재 시장에서 외면받는 현상이다.

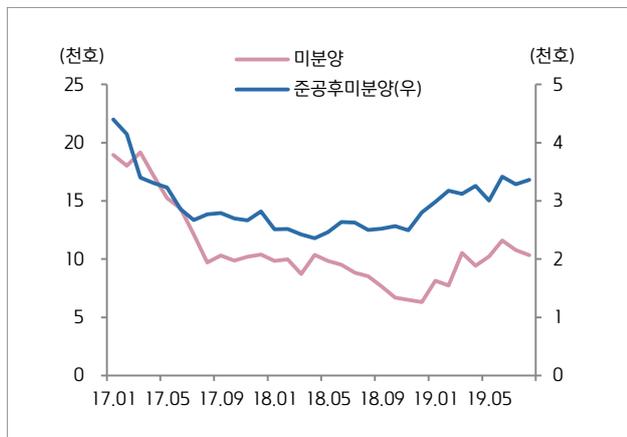
정부 역시 이를 감안해 수도권 및 지방 주택시장 부양에 나선 것으로 보인다. 실제 신안 산선, 수도권 급행철도 등을 포함한 “광역 교통 2030” 등 교통 문제 해결을 위한 각종 정책을 발표하였고, 고양, 남양주, 부산 3개구를 조정대상 지역에서 해제하였다. 구조적으로 문제를 해결하기 보다 또다시 주택 투기 수요를 자극하는 방식을 채택했다. 대출금리 인하에 이은 다양한 투기 수요 확대 정책은 지방 아파트 전세가격과 매매가격 상승을 유도하였다. 그러나 일시적 투기수요의 증가의 의한 것으로 실수요로 연결될 가능성은 높지 않다. 여전히 해소되지 않은 미분양과 빈집에 대규모 입주물량이 기다리고 있기 때문이다.

‘19년 10월 아파트 전세 상승률 비교(2년 전 대비)



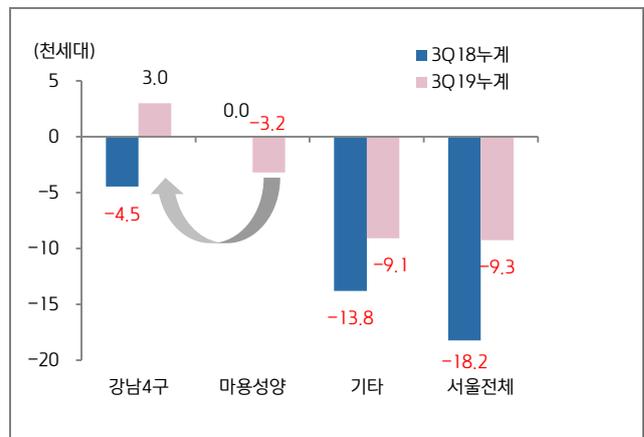
자료: 국토교통부, 부동산 114. 실거래가지수 기준  
주: 입주물량은 2019~2020년 합계

수도권 아파트 미분양 및 준공 후 미분양 추이



자료: 국토교통부

서울 주요 자치구별 2인 이상 세대 순증 비교



자료: 서울시  
주: 마용성양은 마포구, 용산구, 성동구, 양천구

정부의 주택시장 부양정책, 가계부채 문제를 악화시킬 가능성이 높음

3. 정부 정책과 주택가격

서울 및 주요 인기지역 아파트가격이 2019년 4월 이후 급반등하게 된 것은 정부가 정책 기조를 경기 부양책 중심으로 변경한 데 따른다. 9.13 대책 이후 급락하는 서울 아파트 가격이 장기화될 경우 가계부채 문제가 수면 위로 부상, 경기 침체가 심화될 뿐만 아니라 금융 안정성 약화가 전개될 수 있어 불가피한 측면이 없지 않다. 그러나, 정부 정책으로 급한 불을 끄긴 했지만 가계 부채 문제와 비인기 지역 아파트가격 하락심화라는 또다른 문제를 떠안게 되었다. 현재의 정부 정책은 임시적 처방에 불과하다는 설명이다.

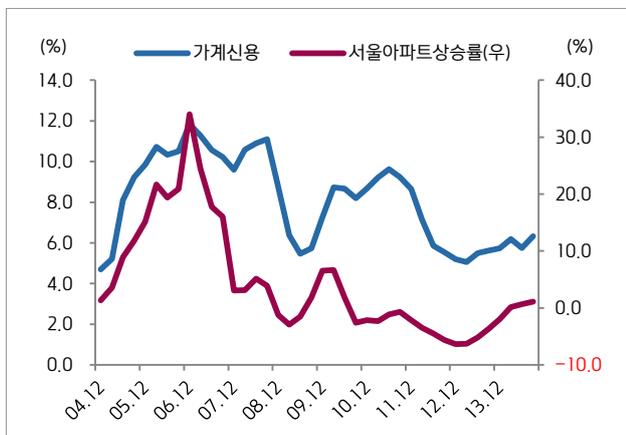
이는 2004년 참여 정부의 부동산 정책과 매우 가깝다. 2003년 카드사태로 경기침체가 심화되자 2004년 정부는 이헌재 경제부총리를 영입, 2004년 7월, 11월 두 차례 금리를 인하한 바 있다. 아울러 2004년 3월 보금자리론을 출시, LTV를 70%까지 받을 수 있고 실세 금리 대비 저렴한 대출 상품을 제공, 주택 수요를 자극한 것이다. 실제 그 이후 서울 아파트가격은 4년 동안 63% 상승하였다. 카드 부실이 다세대 주택 관련 대출 부실로 연결되면서 부동산 대출 발 금융위기 가능성이 재현되자 불가피한 선택일 수도 있다. 그러나 정부의 선부른 주택시장 부양책이 결국 아파트 가격 급등을 초래하였고 궁극적으로 2008년 금융위기의 단초를 제공하였다.

참여정부 시점 기준금리 인하 정책이 아파트시장에 미치는 영향



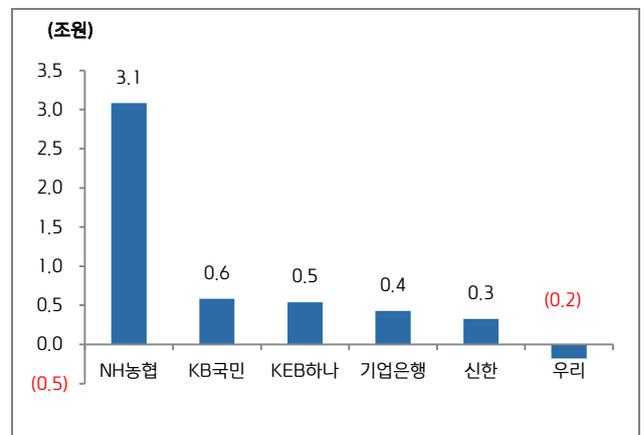
자료: 부동산 114, 한국은행  
주: 부동산 114 가격지수는 가구당 평균 아파트가격 상승률을 지수화 한 것으로 시가총액 가중치 기준

가계대출과 서울아파트가격 상승률 추이



자료: 한국은행, 부동산114

5대은행 3/4분기 전세자금대출 순증 비교



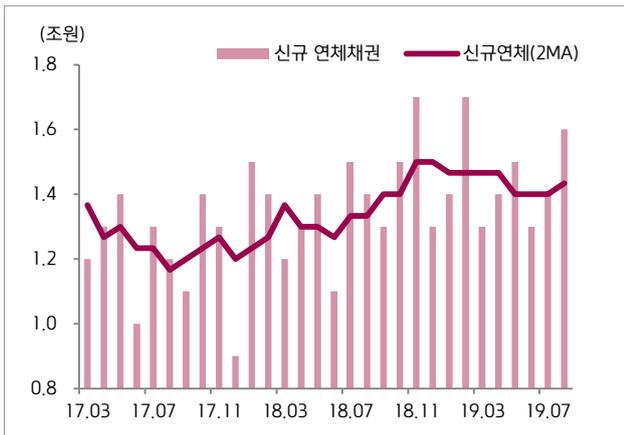
자료: 연합뉴스 참조

저금리 중심의 주택시장  
부양책, 부작용 심화로  
정책 기조 전환이 불가피  
해 보임

결국 정부의 정책 기조는 서울 아파트가격 급등과 양극화 현상 초래로 경기 부양보다 양극화에 따른 정치적 부담이 더 클 수 밖에 없어 더 이상 지속하기 어려운 정책이 될 수 밖에 없다. 따라서 정책 기조는 어쩔수 없이 부양책에서 부채와 자산 구조조정 중심으로 변경될 가능성이 높다. 그 이유는 다음과 같다.

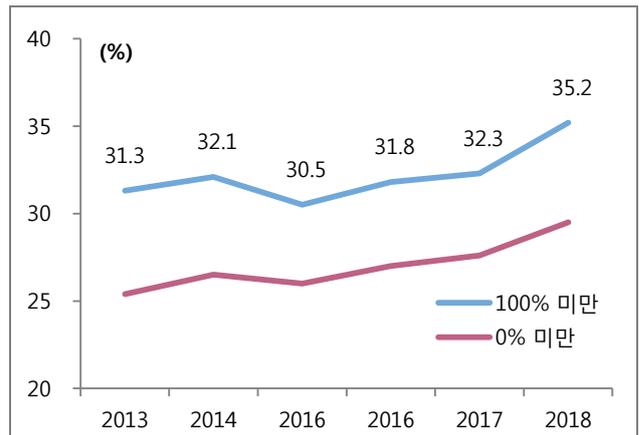
첫째, 저금리 장기화에 따른 부작용이 갈수록 늘어나고 있다는 점이다. 실제 기준금리 인하에도 둔화되었던 신규 연체 채권은 지난 8월 1.6조원으로 전월 대비 14% 증가하였다. 구조조정 없이 통화 확장정책만을 추진하다보니 한계 기업, 즉 좀비기업만 늘어나는 것이다. 한계 기업에 대한 구조조정 지연은 산업의 과열 경쟁과 체질 개선을 지연 시킴으로써 기업의 수익성을 지속적으로 떨어뜨리는 요인으로 작용할 수 밖에 없다. 둘째, 저금리 정책에 따른 은행의 저원가성 예금 증가, 은행채 금리 하락 등으로 인한 조달금리 하락 효과가 과거와 달리 크게 줄어들고 있다는 점이다. 국채 금리 상승뿐만 아니라 저금리 장기화에 따른 금융시스템의 안정성 약화로 은행채 스프레드가 상승하면서 은행채 금리가 빠르게 상승한 것이 주된 이유이다. 저원가성 예금이 늘어나지 않는 것도 과거와는 다른 현상이다. 지급결제 시장을 핀테크 업체에까지 허용하면서 결제자금이 핀테크사 등으로 이탈한 것도 주된 이유로 보여진다. 셋째, 국내 은행 역시 과도한 대출금리 하락으로 인한 수익성 악화 우려로 정부의 금리 인하 정책에도 소극적으로 대응하기 시작했다는 점이다. 경쟁 인하를 유도했던 기업은행, 농협 등 정부관련 은행이 대출금리를 인상하는 등 수익성 관리에 나선 것으로 추정된다.

신규연체 순증추이



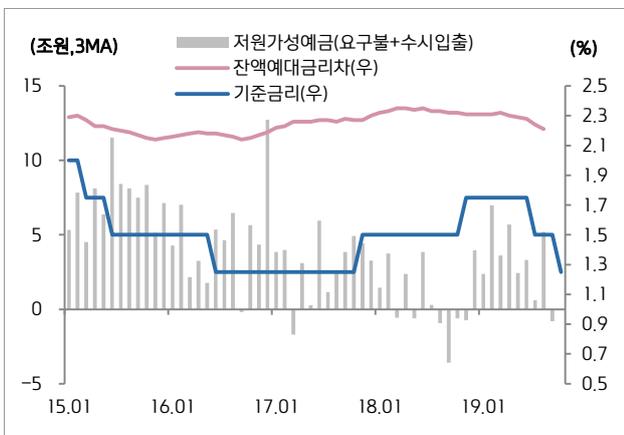
자료: 금융감독원

이자보상배율 구간별 업체수 비중



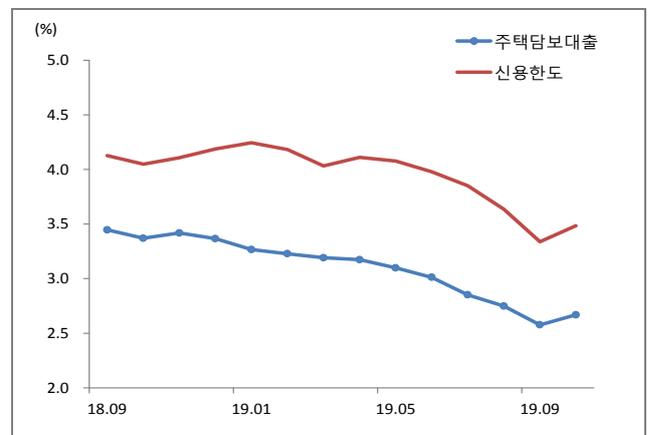
자료: 한국은행

예대금리차와 저원가성예금의 추이



자료: 한국은행

주택담보대출 금리와 신용한도대출 금리 추이(신규)



자료: 한국은행

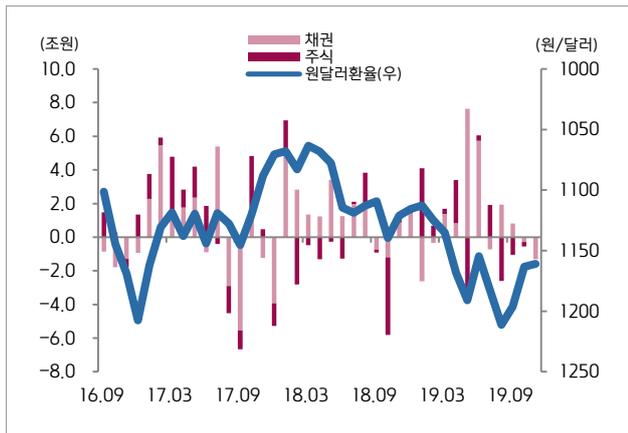
금융 불안정성 확대되자  
외국인 투자자, 순매도  
확대 중

4. 은행의 외화 유동성 변화 가능성 점검

여기에 외국인 투자자의 자금 이탈은 금융 당국의 정책 기조를 전환하는 요인이 될 것이다. 지난 2018년 11월 기준금리를 인상했던 것도 결국 외국인 자금 이탈이 단초가 되었듯이 외국인 자금 이탈 장기화시 금융시스템 불안정성을 높이는 결정적 요인이 될 것이기 때문이다. 실제 기준금리 인하 이후 외국인의 주식과 채권 매도가 강화되고 있다. 기준금리 인하 이후 재정차익이 줄어들면서 지난 10월 조원의 주식과 채권을 순매도 한데 이어 11월에도 1.8조원을 매도하였다. 외국인 채권 매도 확대는 기준금리 인하 이후 재정차익(한미간 금리차 - 스왑스프레드)이 줄어들었기 때문이다. 실제 6개월 기준 1% 대의 재정차익이 최근에는 0.4%까지 하락하였다.

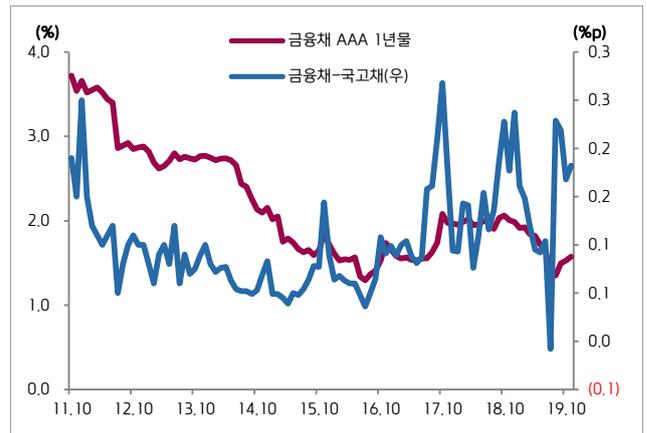
환 헷지의 수요가 줄어들면서 스왑스프레드가 상승한 것으로 이론적으로는 재정차익이 "0"이 되는 것이 타당하며 양국간 금리차 목적의 투자는 사라지는 것이 정상이다. 금리차 목적으로 보유하는 외국인의 통안채는 궁극적으로 이탈될 자금이라는 것이다. 국채 역시 마찬가지다. 미국, 유럽 등 기축통화가 아닌 나라에서는 기준금리 인하의 범위에 한계가 존재한다. 결국 금리가 더 이상 내려가기 어렵다고 판단한 외국인 투자자가 국채마저 매도하기 시작한 것이다. 충분히 금리가 상승(가격이 하락)해야 다시 외국인 투자자가 순매수로 돌아설 것으로 보여진다.

외국인투자자의 채권 및 주식 투자자금 추이



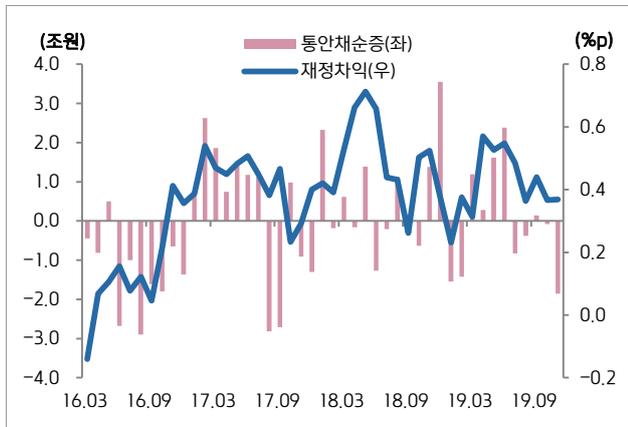
자료: Quantiwise, BondWeb

금융채 1년물 수익률과 스프레드 추이



자료: 본드웹

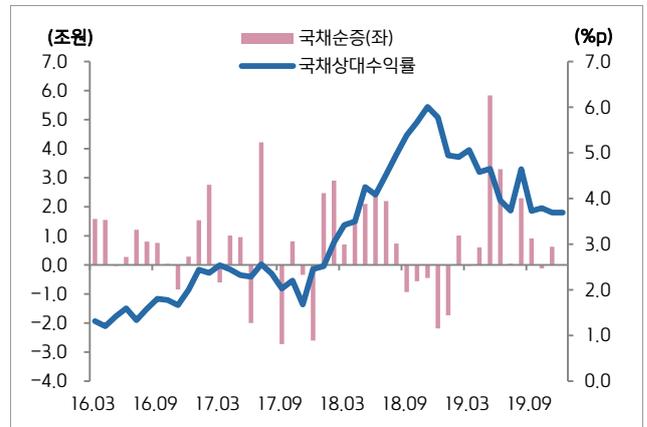
외국인의 통안채 투자 추이와 재정차익 추이



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

투자의견 및 적용기준

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

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

투자등급 비율 통계 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%

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 사용 될 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.