



Sector Comment

11월 금융 및 부동산시장 동향 및 시사점

주택시장 안정화 대책, 한시적 효과 예상



대출 규제 강화 중심의 부동산 시장 안정화 대책의 효과는 한시적일 수밖에 없다. 과다 채무 다주택자의 대출을 회수하는 형태보다 신규 주택담보대출을 줄이는 데 한정하였기 때문이다. 다만 차주별 DSR 규제를 처음 도입, DSR 규제 강화, 원리금 분할 상환 확대 방안의 도입 가능성을 높였다. 더 이상 가계 부채 구조조정을 미룰 수 없어 보인다. 외국인의 자금 이탈이 갈수록 확대, 이에 따른 은행의 유동성 악화 가능성을 배제할 수 없기 때문이다.

>>> 고위험 대출 중심으로 증가하면서 아파트가격 상승 확산

11월 부동산시장에서 가장 의미 있는 변화는 1) 아파트 매매가격과 전세가격이 동반하여 상승하고 있고 2) 아파트매매가격과 전세가격 상승이 서울 및 경기 인기지역에 이어 그 동안 약세를 기록한 지방으로 확산되고 있다는 점임. 전세가격 상승으로 경기, 인천지역이 역전세 상황에서 벗어났으며 울산, 경남, 경북 등 장기 역전세 지역도 하락 폭이 크게 둔화. 금리 인하를 통해 지방 부동산 시장을 안정화하였다는 점에서 긍정적이지만 이자만 내는 단기대출 중심으로 가계부채가 증가, 장기적인 위험을 높인 것으로 평가

>>> 주택시장 안정화 대책 효과, 한시적으로 나타날 듯

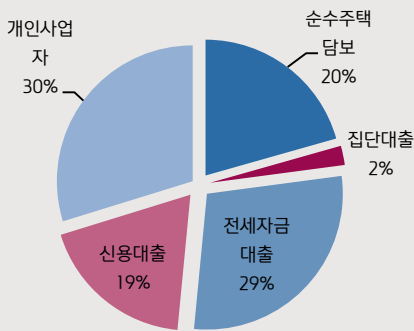
- 1) 대부분 대출 규제가 실수요자들의 주택 구매를 제한하는 것으로 강남 등 고가 아파트 시장의 경우 주택담보대출을 이용한 실수요자 비중이 낮아 실질적 영향은 제한적일 것으로 판단.
- 2) 전세보증금, 신용대출, P2P 대출 등 투자 용도로 이용될 수 있는 다양한 레버리지 수단을 여전히 규제하고 있지 않다는 점.
- 3) 레버리지의 핵심인 전세의 가격이 가파른 상승 추세가 지속되고 있음에도 전세시장 안정화를 위한 별다른 조치를 하지 않았다는 점.
- 4) 최근 아파트 가격이 서울에 이어 전역으로 확산되고 있음에도 9억 원 미만 또는 수도권 및 지방 아파트의 경우 별다른 규제를 하지 않았다는 점임.

다만 조정대상지역 내 다주택자 양도소득세 중과를 한시적을 배제해 매물을 늘리도록 한 점은 향후 주목해야 할 사안. 투자재의 특성상 외부 충격 등 예상치 못한 변수로 인해 매물이 매물을 불러 올 경우 가격이 급락할 가능성을 배제할 수 없기 때문.

은행입장에서 볼 때 정부의 대출 규제는 대출 성장률을 소폭 둔화시키는 정도가 될 것. 반면 DSR 규제, 원리금 분할 상환 대출 규제를 강화할 경우 본격적인 가계 부채 구조조정이 진행, 예의 주시해야 할 사안임. 이 경우 단기 부담이지만 장기적으로는 잠재적 위험을 제거한다는 점에서 긍정적 평가.

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

가계대출 순증 구성



자료: 한국은행, 키움증권
주: 2019년 9~11월 순증으로 계산

Compliance Notice

- 당사는 12월 17일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

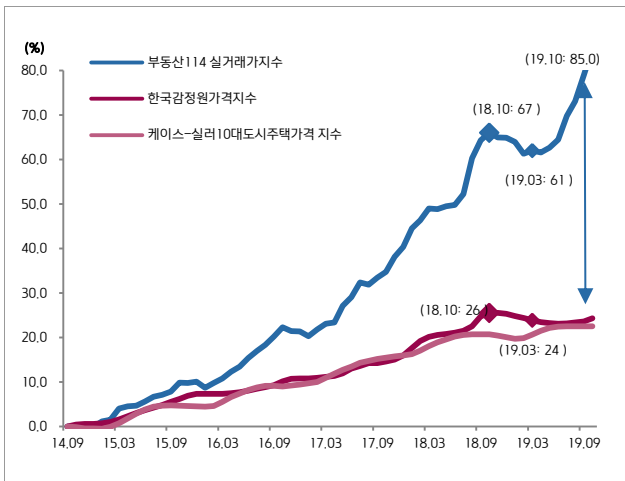
서울 아파트 매매가격 상승에 이어 전세가격 상승과 함께 지방 등 전역으로 확산 중

1. 아파트 매매 및 전세시장 동향

11월 서울 아파트 매매가격지수는 부동산114 기준으로 전월대비 1.2% 상승, 10월 0.9% 대비 상승 폭이 확대되었다. 부동산114 실거래가지수 기준으로 볼 때 저점인 5월 대비 14%, 2014년 말 대비 85%나 상승하였다. 예상대로 정부의 금리 인하 정책 이후 집값 상승이 가파르게 진행되었다. 기준금리 인하 이후 정부의 부동산 시장 안정화 의지에 대한 실망감이 총선 이전까지 강력한 부동산 대책이 나오기 어렵다는 기대와 겹치면서 투기수요를 자극한 것이 가격 상승의 주된 요인으로 작용한 것으로 판단된다. 이밖에 중요한 특징은 다음과 같다.

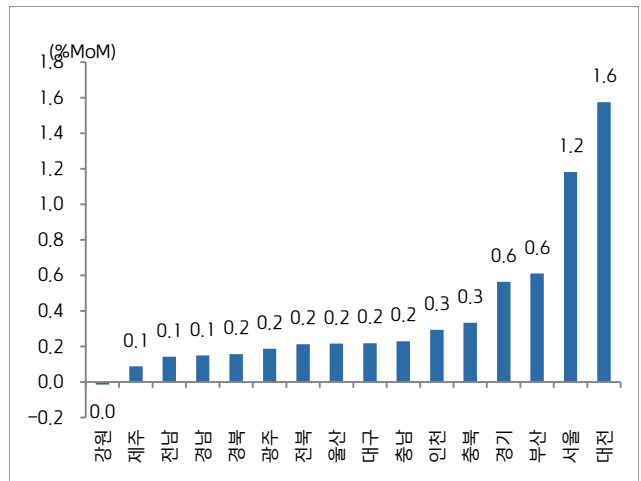
첫째, 아파트 매매가격과 전세가격이 동반하여 상승하고 있다는 점이다. 11월 서울 아파트 전세가격은 전월비 0.3% 상승, 10월 0.2% 대비 상승 폭이 확대되고 있다. 저점인 2월과 비교해 볼 때 7.4% 상승하였다. 둘째, 아파트매매가격과 전세가격 상승이 서울 및 경기 인기지역에 이어 그 동안 약세를 기록한 지방으로 확산되고 있다는 점이다. 대전 1.6%, 경기 0.6%, 부산 0.6%, 충북 0.3%, 울산 0.2% 등 대부분 지역의 아파트매매가격이 상승하였다. 뿐만 아니라 전세가격 상승으로 경기, 인천지역이 역전세 상황에서 벗어났으며 울산, 경남, 경북 등 장기 역전세 지역도 하락 폭이 크게 둔화되었다. 어느 정도 금리 인하 정책이 지방 부동산 시장 안정화에 기여를 한 것으로 평가된다.

지수별 서울 아파트 가격 상승률 비교



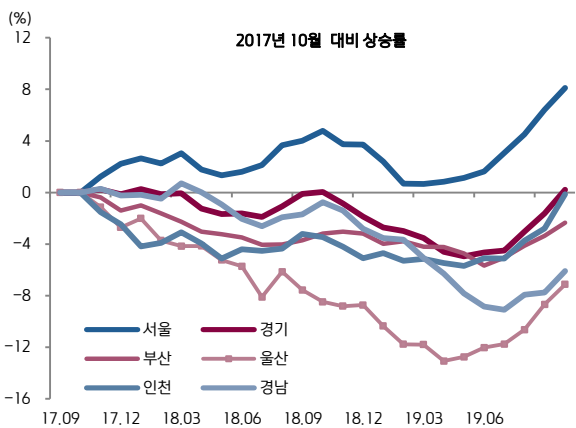
자료 : 한국감정원, 부동산114, Bloomberg, 키움증권

시도별 11월 아파트 매매가격 변화율 비교



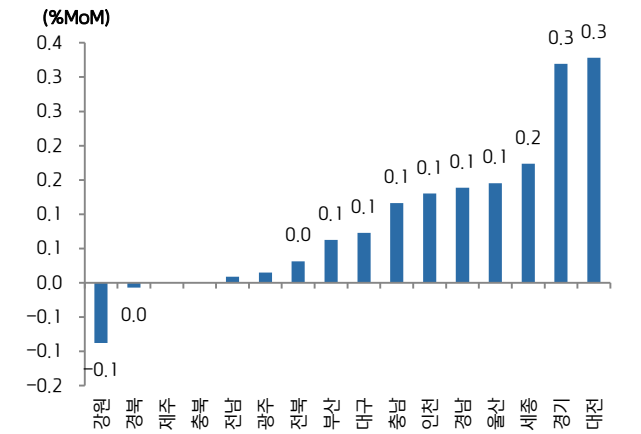
자료 : 부동산114, 주: 부동산 114 매매가격 지수 기준

주요지역 아파트 전세가격 변동률 추이



자료 : 부동산114
주: 실거래가 지수 기준

시도별 11월 아파트 전세가격 변화율 비교



자료 : 부동산114, 주: 부동산14 전세가격지수 기준

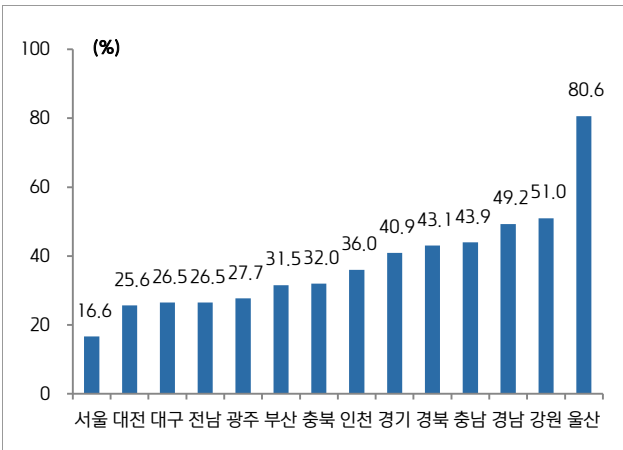
은행 가계대출, 전세자금 대출, 개인사업자대출, 순수신용대출 등 고위험 대출 중심으로 가파르게 증가

2. 은행 가계대출 순증 동향

정부의 대출 규제에도 11월 은행 가계대출 순증 규모는 9.6조원(개인사업자대출 포함)으로 10월에 이어 높은 증가 추세가 지속되었다. 대출 순증 구성을 보면 전세자금대출이 2.7조원, 개인사업자대출이 2.6조원, 순수신용대출이 2.0조원인 반면 순수주택담보대출은 전체 대출 순증의 23%인 2.2조원에 불과하였다. 최근 서울에 이어 지방 아파트 거래가 급증한 점이 다소나마 순수 주택담보대출 비중이 늘어난 이유로 보여진다.

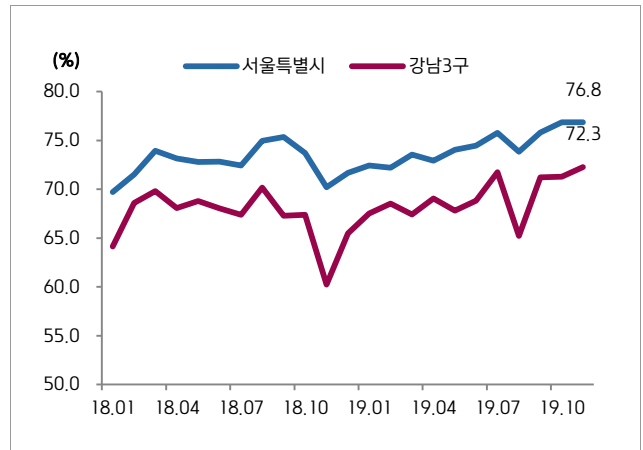
한편 이처럼 만기가 짧고 이자만 내는 단기 대출 중심으로 가계대출이 빠르게 증가하는 이유는 다음과 같다. 첫째, 순수 실수요보다는 투자 목적의 주택 매수가 상당부분을 차지하고 있기 때문이다. 임대차 거래 중 전세 거래 비중이 서울의 경우 76.8%까지 상승하는 등 전세거래가 늘어나는 것 또한 투자목적 대출의 비중이 높아지고 있음을 시사하는 자료이다. 30~40대의 아파트 매수 증가를 실수요자의 주택 매수 증가로 이해하는 사례가 많지만 낮은 주택담보대출 비중을 볼 때 부모 등 지인으로부터 사적 채무를 활용한 갭투자가 확산됨을 시사하는 통계로 해석된다. 실제 서울 기준 30~40대의 매수 비중은 '19년 6월~10월 기준으로 63.3%에 달한다. 둘째, 한국은행의 기준금리 인하 이후 은행의 완화적 대출 태도가 지속되고 있기 때문이다. DSR을 도입했음에도 신용대출, 전세자금대출이 꾸준히 늘어나는 사례를 감안할 때 여전히 은행의 대출태도는 양호한 것으로 추정된다.

10월 지역별 아파트 매매거래 증가율 비교



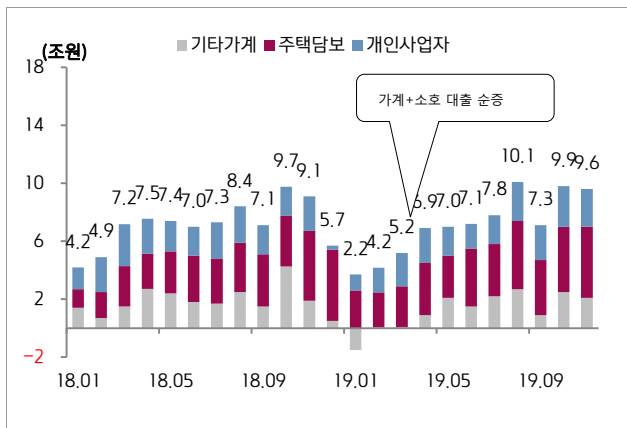
자료: 국토교통부

전세거래 비중 추이



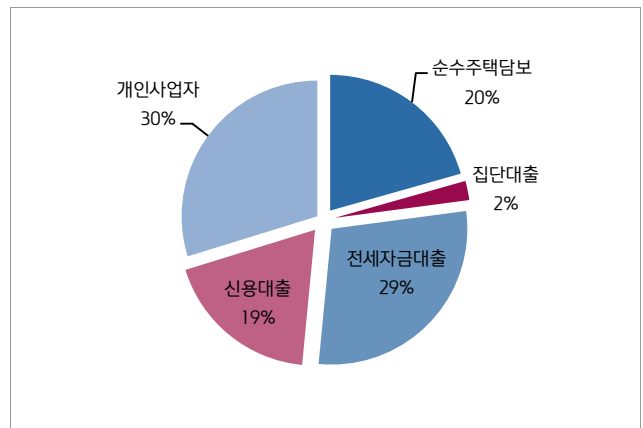
자료: 국토교통부, 부동산114, 키움증권

부문별 가계대출 순증추이



자료: 한국은행, 키움증권

가계대출 순증 구성



자료: 한국은행, 키움증권
주: 2019년 9~11월 순증으로 계산

주택시장 안정화 대책의 효과는 정부의 의도와 달리 한시적으로 나타날 듯

3. <12. 16 주택시장 안정화 방안>이 부동산 및 은행에 미치는 영향
 주택시장 안정화대책의 핵심 내용은 금융 규제를 강화, 강남 등 고가 아파트의 신규 매수를 억제하는 데 있다. 주택담보대출의 LTV 규제를 강화하는 한편 주택담보대출자의 DSR 규제를 강화함으로써 주택담보대출자의 신용대출 이용을 차단하였다. 아울러 전체 대출 순증에서 가장 많은 비중을 차지하는 전세자금 대출 규제를 강화한 점이 과거와 다른 차이점이다.

그럼에도 정책 효과는 정부의 의도와 달리 한시적으로 나타날 것으로 예상된다. 그 이유는 다음과 같다. 첫째, 대부분 대출 규제가 실수요자들의 주택 구매를 제한하는 것으로 강남 등 고가 아파트 시장의 경우 주택담보대출을 이용한 실수요자 비중이 낮아 실질적 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 둘째, 전세보증금, 신용대출, P2P 대출 등 투자 용도로 이용될 수 있는 다양한 레버리지 수단을 여전히 규제하고 있지 않다는 점이다. 저금리 정책 등 투기수요를 자극하는 정책을 버리지 않는 한 투자자들은 규제의 헛점을 이용하여 다양한 방식으로 투자를 할 것이다. 셋째, 전세가격이 가파른 상승 추세가 지속되고 있음에도 전세시장 안정화를 위한 별다른 규제를 하지 않았다는 점이다. 전세보증금을 활용한 투자가 보편적인 상황에서 최근 전세가격 상승이 가파르게 진행되면 다주택자는 전세보증금을 이용해 쉽게 투자 재원을 마련할 수 있게 된다. 넷째, 최근 아파트 가격이 서울에 이어 전역으로 확산되고 있음에도 9억 원 미만 또는 수도권 및 지방 아파트의 경우 별다른 규제를 하지 않았다는 점이다. 기준금리 인하, 주택 조정지역 해제 등으로 투기 수요가 확산되는 상황에서 강남 등 특정지역만 규제할 경우 규제의 풍선효과를 피할 수 없을 것이다. 다만 조정대상지역 내 다주택자 양도소득세 증가를 한시적으로 배제한 점이 매물을 늘릴 수 있다는 점에서 향후 주목해야 할 사안으로 판단된다. 투자재의 특성상 매물이 매물을 불러 올 경우 예상치 못한 상황이 초래할 수 있기 때문이다.

주택시장 안정화 방안 주요 사안

1. 투기적 대출수요 규제 강화	(1) 투기지역·투기과열지구 주택담보대출 관리 강화
	(2) 전세대출을 이용한 갭투자 방지
2. 주택 보유부담 강화 및 양도소득세 제도 보완	(1) 공정과세 원칙에 부합하는 주택 보유부담 강화
	(2) 실수요자 중심의 양도소득세 제도 보완
3. 투명하고 공정한 거래 질서 확립	(1) 민간택지 분양가 상한제 적용지역 확대
	(2) 시장거래 질서 조사체계 강화
	(3) 공정한 청약질서 확립
	(4) 임대등록 제도 보완
4. 실수요자를 위한 공급 확대	(1) 서울 도심 내 공급의 차질 없는 추진
	(2) 수도권 30만호 계획의 조속한 추진
	(3) 관리처분인가 이후 단계 정비사업 추진 지원
	(4) 가로주택정비사업 활성화를 위한 제도개선
	(5) 준공업지역 관련 제도개선

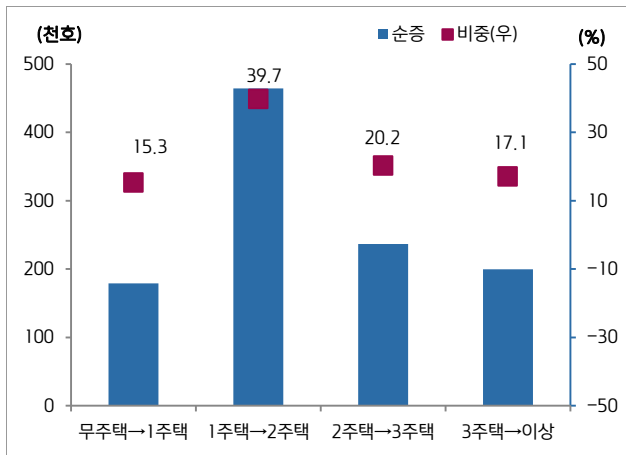
자료: 국토교통부, 키움증권 정리

향후 추가대책은 DSR 규제 강화, 원리금 상환 대출 비중 확대가 될 가능성이 높음

궁극적으로 가계부채 위험을 완화하고 주택에 대한 투기수요를 억제할 수 있는 가장 효과적인 방법으로 다음 두가지를 제시할 수 있다. 첫째, 가계부채 내에 개인사업자대출, 전세자금대출, 전세보증금 등을 모두 파악한 후 차주별 DSR을 규제하는 방안이다. 그 동안 전체 고객의 평균 방식으로 DSR을 규제하였지만 이번에 처음으로 차주별 DSR을 규제하기 시작하였다는 점에서 의미하는 바가 크다. 만일 여기에 개인사업자대출, 전세자금대출, 전세보증금 등을 동일한 기준으로 합산한다면 DSR 규제의 효과는 매우 커 다주택자의 투기 수요를 억제할 수 있을 것이다. 이미 감독당국은 개인사업자대출의 경우 합산하여 DSR을 산출할 수 있도록 하는 등 DSR 규제 강화 방안을 마련하고 있는 것으로 알려져 있다. 따라서 향후 감독당국이 추가 대책이 이를 포함할지 여부를 중요한 변수로 볼 수 있다. 둘째, 다주택자가 보유한 신용대출, 전세자금대출, 개인사업자대출 등 모든 가계대출의 원리금 분할 상환을 확대함으로써 자발적 구조조정을 유도하는 것이다. 기존의 이자만 내는 단기 대출에 대해 위험가중치를 높임으로써 금리와 한도를 조정, 원리금 상환을 유도하도록 하는 것이다. 지금까지 이자상환대출의 신용위험이 원리금분할상환대비 높았음에도 연체 중심으로 위험가중치를 계산함에 따라 금리의 큰 차이가 없었다. 감독당국 역시 원리금분할상환과 만기 일시상환 대출의 위험 수준을 인지, 제도 변경을 통해 원리금 상환 대출 비중을 높이는 방안을 추진하는 것으로 알려져 있다. 향후 감독당국의 도입과 강도 여부에 따라 투기 수요는 크게 달라질 것으로 예상된다.

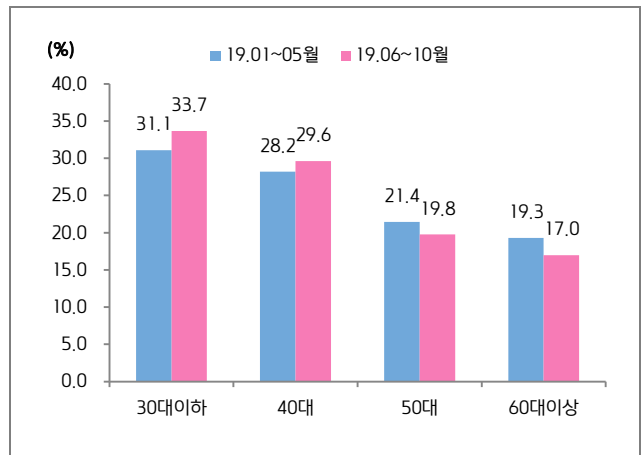
한편 은행입장에서 볼 때 정부의 대출 규제는 대출 성장률을 소폭 둔화시키는 정도가 될 것이다. 반면 DSR 규제, 원리금 분할 상환 대출 규제를 강화할 경우 본격적인 가계 부채 구조조정이 이루어지면서 단기적으로 비용부담이 늘어날 수 있다. 그러나 장기적 관점에서 볼 때 은행의 잠재적 위험을 제거한다는 점에서 긍정적으로 평가할 만하다.

주택순증 내 다주택자 매수 규모와 구성



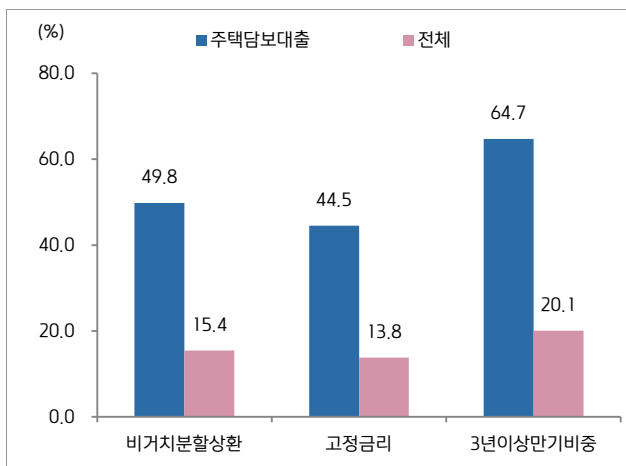
자료: 통계청 주: 2015년~2018년 늘어난 1백만채 주택의 구성

연령별 서울 아파트 매입 비중



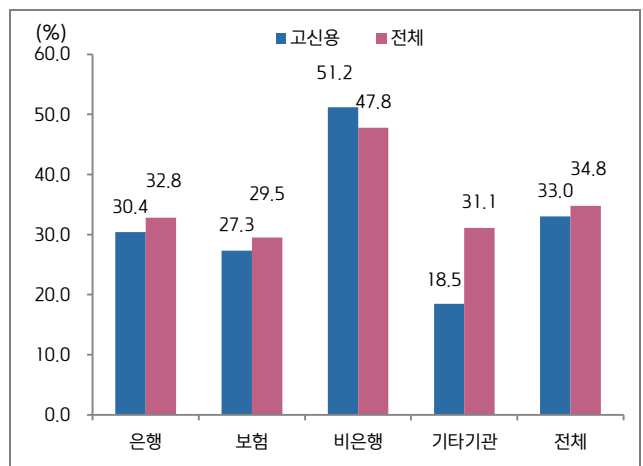
자료: 한국감정원, 키움증권

가계대출 내 원리금 분할상환 비중



자료: 한국은행, 키움증권 추정

금융회사 별 DSR 70% 이상 비중



자료: 한국기업평가

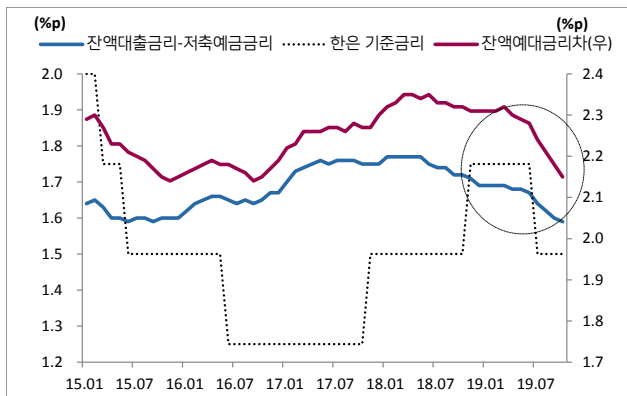
정부 정책의 영향으로 은행 마진 악화와 더불어 자산관리 수익 감소 불가피할 것으로 예상됨

3. 은행 순이자마진과 수수료 수익 전망

한국은행에서 발표하는 예금은행의 예대금리차 동향에 따르면 10월에도 전월 대비 3bp 하락하였다. 11월부터 하락추세가 둔화될 것으로 예상되지만 이를 감안하더라도 4분기 은행들의 순이자마진은 전분기 대비 4~5bp 하락할 것으로 예상된다. 다만 정부의 대출 규제 강화, 저원가성 예금 증가, 보수적 대출 태도 영향으로 순이자마진은 12월부터 반등, 1/4분기부터 소폭이나마 반등할 가능성이 높은 것으로 판단된다.

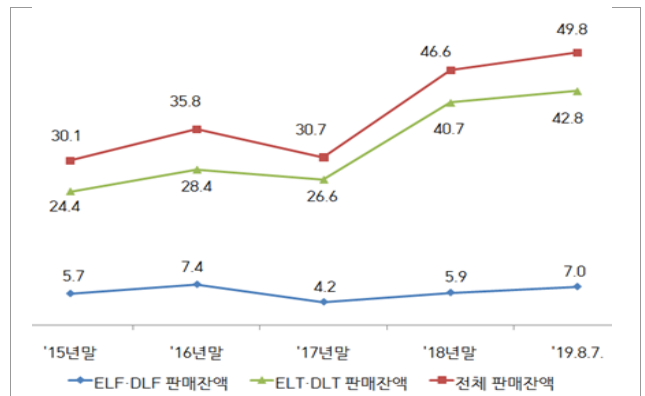
향후 주목해야 할 사안 중 하나는 은행의 자산관리 수익이 될 수 있다. 정부는은행 신탁에 40조원 규모의 공모형 ELS를 제한적으로 편입할 수 있도록 허용하였다. 대신에 고위험 신탁 상품에 대한 판매 규제를 강화하는 한편 불완전 판매에 따른 손실률을 과거 대비 대폭 높였다. 실제 DLS의 불완전판매에 대해 감독당국은 동양그룹의 회사채·CP(15%~50%), KIKO(15%~41%) 대비 40%~80%의 손실 부담을 권고하였다. 여기에 불완전 판매 적발 시 임원의 문책을 요구할 수 있도록 하였다. 이로 인해 은행의 향후 자산관리 이익은 크게 줄어들 수 밖에 없다. 그 이유는 1) 일부 환매가 중단된 사모펀드, ELT 등이 추가 손실이 발생할 경우 은행이 추가 부담할 가능성이 높아졌을 뿐만 아니라 2) 불완전판매에 대한 규제 강화로 기존 관행대로 고위험 금융상품을 판매하기 어려워져 신규 판매가 크게 줄어들 것으로 예상되기 때문이다.

은행 잔액 예대금리차 추이



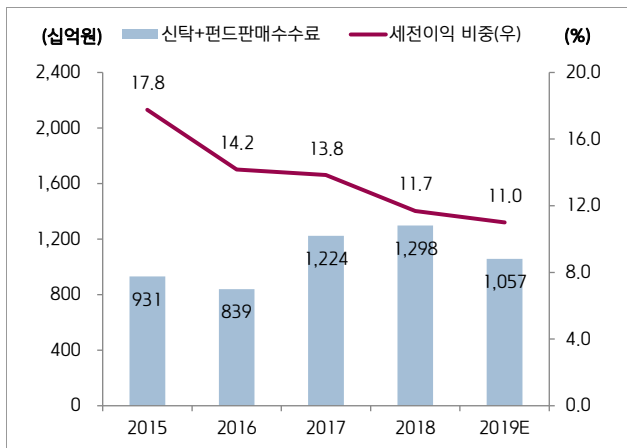
자료: 한국은행, 키움증권

은행의 파생결합증권 판매 잔액 추이



자료: 금융감독원

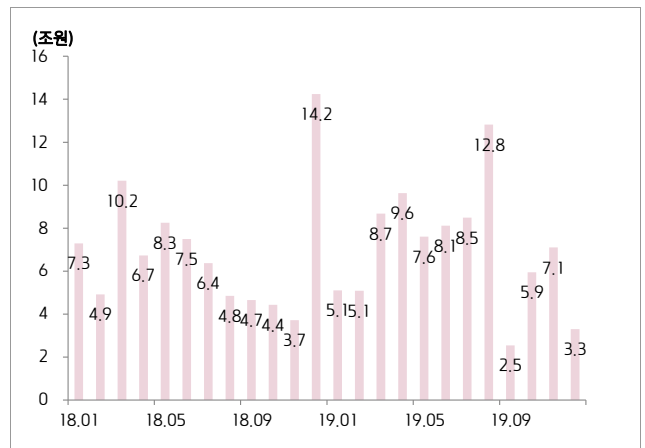
은행 신탁 및 펀드판매수수료와 세전이익 비중



자료: 각 사, 키움증권

주: 2019년의 경우 상반기 수치를 3분기 말 기준으로 연환산 하였음

파생결합증권 발행액 추이



자료: Check, 키움증권

주: 2019년 12월 17일 기준

외국인 투자자 매도, 11월 이후 지속적으로 확대되는 것으로 나타나

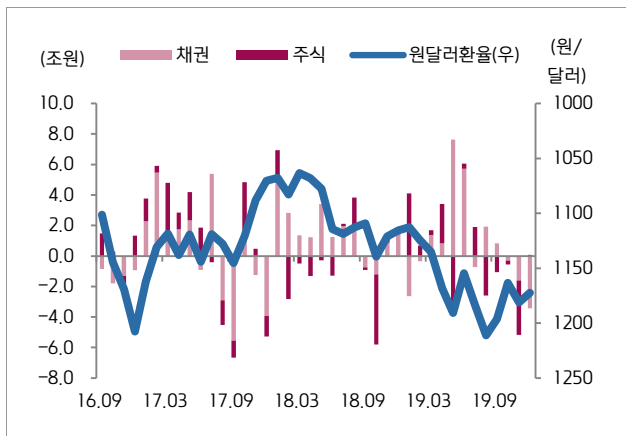
4. 은행의 외화 유동성 변화 가능성 점검

한국은행 자료에 따르면 외국인투자자는 11월 주식을 24억 달러, 채권을 15억 달러로 총 총 39.6억 달러를 순매도하였다. 12월에도 이와 같은 매도 양상은 지속되었다. 16일 까지 주식은 800억 순매수했지만 채권을 3.4조원 순상환, 매도 규모가 확대되는 것으로 나타났다.

이처럼 외국인 투자자들이 채권을 순매도를 늘리는 이유는 첫째, 과거와 달리 재정차익(한미간 금리차 - 스왑스프레드)이 지속적으로 감소하면서 통화 안정채권을 매도하기 때문이다. 실제 6개월 기준 0.5%~0.6%대의 재정차익이 최근에는 0.4%까지 하락하면서 11월과 12월 각각 1.2조원, 1.9조원을 매도하였다. 재정차익이 줄어드는 것은 과거와 달리 금융회사의 환헷지 수요가 줄어든 탓으로 당분간 지속될 가능성이 높다. 둘째, 국채 순매도가 늘어났기 때문으로 11월과 12월 각각 0.3조원, 1.5조원을 순상환, 매도 규모가 확대되고 있다. 이는 향후 금리 인하 가능성이 낮고 금융불안정성이 높아지는 점이 주된 요인으로 판단된다. 실제 최근 은행채 스프레드가 급변동하는 등 금융안정성 관련 지표가 악화되고 있다.

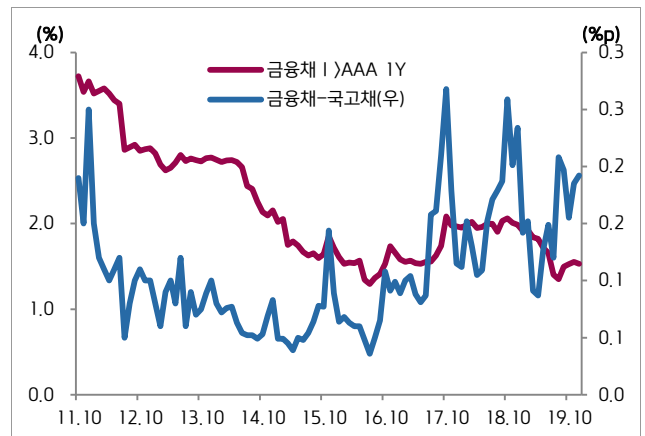
외국인 투자자의 자금 이탈에 따른 은행의 외화 유동성 악화 이슈는 금융당국의 가계부채 구조조정 정책과도 밀접하게 연결될 수 있다는 점에서 주목해야 할 사안이다. 이런 추세대로 외국인의 자금 이탈이 가속화된다면 시중금리 상승이 불가피하며 나아가 한국 은행의 금리 인상 가능성도 배제할 수 없다.

외국인투자자의 채권 및 주식 투자자금 추이



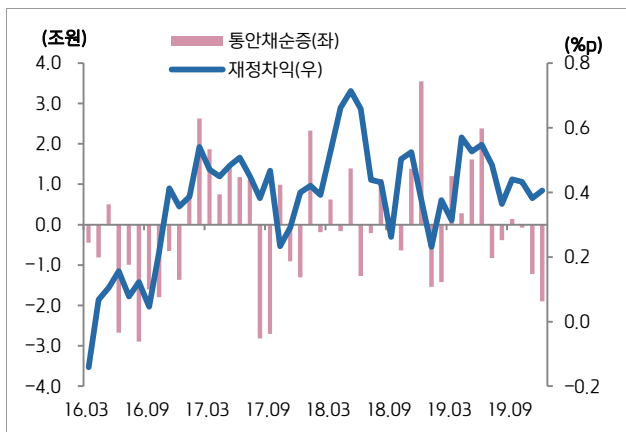
자료: Quantiwise, BondWeb, 키움증권

금융채 1년물 수익률과 스프레드 추이



자료: BondWeb, 키움증권

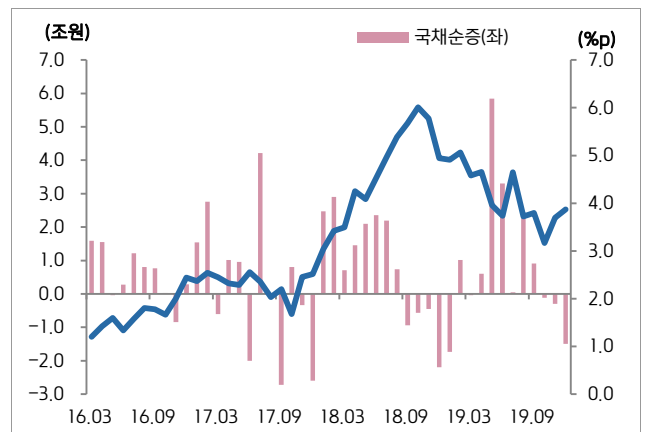
외국인의 통안채 투자 추이와 재정차익 추이



자료: Bondweb, 키움증권.

주: 3개월 만기 기준. 외국인 투자자의 재정차익 = 한미간 금리차 - Swap rate

외국인의 국채 투자 추이



자료: Bondweb, 키움증권

주: 상대수익률은 미국 국채 대비이며 3년 기준

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.