



Sector Comment

12월 금융 및 부동산시장 동향 및 시사점

집값 하락으로 인한 금융 부실화가 정책의 제약요인



주택시장 버블을 해소하려면 원리금 분할 상환, DSR 확대 등 부채 구조 조정과 같은 본질적 대책이 필요하다. 그러나 주택가격 하락에 따른 금융 부실화 우려, 경기 침체 가속화 우려 등이 정부 대책의 제약 요인으로 작용한 것으로 보인다. 이제는 DLF 사태, 헤리티지 DLS, 라임 사태, 부동산 금융 부실화 가능성도 검토해야 할 시점으로 보인다. 이런 잠재적 부실화 요인이 어느 정도 해소된 이후 은행주에 대해 비중확대할 것을 권고한다.

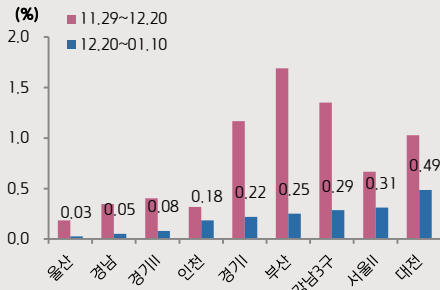


은행/카드

Analyst 서영수

02) 3787-0304/ysyoung@kiwoom.com

12.16대책 전후 지역별 아파트 매매가격 비교



자료: 부동산114

>>> 12.16 대책, 수도권, 지방 비인기 지역 영향 더 큼

1) 12.16 대책 이후 서울 아파트 가격 상승 추세는 빠르게 둔화. 2) 강남 등 서울 인기 지역 등의 전세가격 상승 추세가 지속되고 있음. 3) 상대적으로 공급 물량이 많았던 경기, 부산, 울산, 경남 등 주택시장 침체 지역의 주택가격 상승률 둔화 폭이 큼. 실제 경기 0.51%에서 0.11%로, 울산 0.18%에서 0.03%로 하였고 부산은 1.7%에서 0.25%로 하락. 정부의 안정화 정책이 투자 수요가 적은 수도권, 지방 아파트에 더 많은 영향을 미치고 있다는 평가.

>>> 주택가격 하락으로 인한 내수 부진과 금융 부실화 가능성이 정부 정책의 제약 요인

주택시장 안정화 정책 제약요인은 다음과 같음. 1) 주택가격 하락으로 인한 내수부진 심화 가능성 2) 부동산 정책이 과도할 경우 전반적 투자수요를 약화, 경기 외곽 및 지방 아파트 등 비인기 지역의 침체를 유발할 수 있기 때문. 3) 무리한 정책의 도입으로 주택시장 침체 시 가계부채, 부동산 PF, 상업용 부동산 대출의 부실화 될 수 있다는 점임. 주택시장의 근본적 안정화를 위해서는 부채 구조조정과 자산시장 구조 개편이 동시에 진행되어야 함을 시사.

>>> 은행업종 비중 확대는 라임사태 일단락 이후로...

은행 마진 하락이 둔화될 것으로 예상되나 은행 수익에 우호적 상황은 일시적일 것으로 판단된다. 당분간 이자이익 둔화, 자산관리 수익 감소 불가피할 것으로 예상. 은행업종에 대한 본격적인 비중 확대는 라임 사태가 일단락 된 이후에 검토할 것을 권고함.

그 이유는 1) 은행간 금리 경쟁이 지속될 가능성이 높다는 점임 2) 향후 핀테크사의 대출 플랫폼 출시 등으로 금리 경쟁이 가속화될 가능성이 높다는 점임. 3) DLF 사태, 호주 부동산 펀드, 독일 헤리티지 DLS에 이어 라임사태 등으로 향후 IB 및 자산관리 수익 감소가 불가피할 것으로 예상됨. 더욱이 라임사태의 경우 환매 중단한 펀드로부터 손실을 입을 수 있으며 나아가 금융회사의 신뢰도에 적지 않은 영향을 미칠 수 있다는 점. 이로 인해 정부의 규제 강도도 높아질 수 있다는 점이 손실을 떠나 금융주 주가에 부담요인이 될 것임.

Compliance Notice

- 당사는 1월 14일 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.

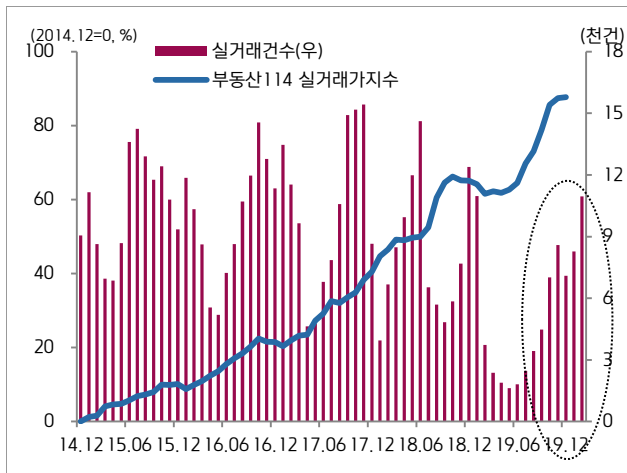
서울 및 여타 인기지역
아파트 가격 상승 추세
지속

1. 주택시장 동향

12월 아파트 시장의 특징을 요약하면 전형적인 강세장의 성격을 띄고 있다는 점이다. 구체적인 내용을 요약하면 다음과 같다.

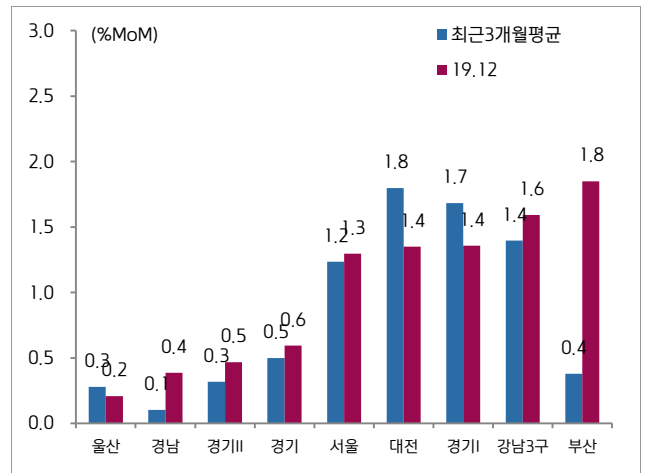
첫째, 아파트 가격 상승 추세가 지속되고 있다는 점이다. 12월 부동산114 기준 서울 아파트 매매가격지수는 전월대비 1.3%(연환산15.6%) 상승하였다. 실거래가지수 기준으로는 2019년 4월 저점 대비 16.0%, 2014년 말 대비 87.7% 상승하였다. 둘째, 아파트 가격 상승이 서울 및 경기 인기지역으로 여타 지방 지역으로 확산되고 있다는 점이다. 주택조정지역이 해제된 부산이 1.8%로 가장 높은 상승률을 기록하였고 이어서 대전 1.4%, 경기 0.6%, 충남 0.5%, 인천이 0.4%를 기록하였다. 서울 및 경기 인기 지역 중심에서 여타 지역으로 확산되는 양상이다. 셋째, 가격 상승과 거래가 동반 증가하는 전형적인 강세장의 성격을 띄고 있다는 점이다. 11월 서울 아파트 거래는 전월 대비 32% 증가한 10,995호로 2019년 평균의 두배를 상회한다. 넷째, 전세가격도 동반하여 상승, 주택가격 상승을 뒷받침하고 있다. 부동산 114 기준 서울 및 강남 3구 전세가격은 전월 대비 0.5%, 0.9% 상승, 상승추세가 지속되고 있다는 점이다. 실거래가지수 기준으로 2년 전 대비 각각 6.3%, 8.7% 상승, 전세 보증금을 활용한 레버리지 투자가 보다 더 용이해진 상황이다. 이와 같은 시장 여건 개선은 경매시장에서도 나타나고 있다. 서울 및 경기 아파트 경매 낙찰가율은 97.3%, 93.3%까지 상승하였다.

실거래가지수 기준 서울 아파트 가격 상승률 추이



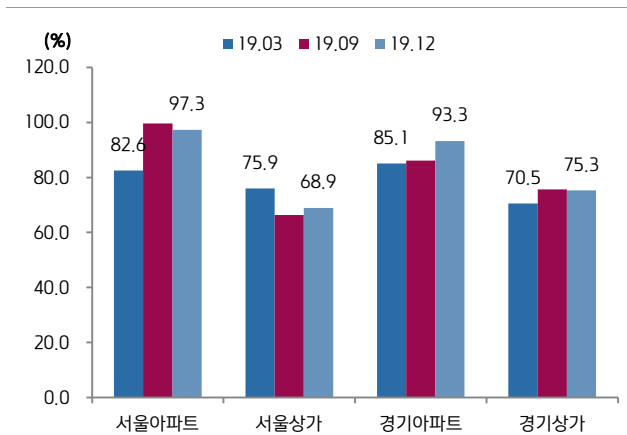
자료 : 부동산114, 한국감정원

지역별 12월 아파트 매매가격 상승률 비교



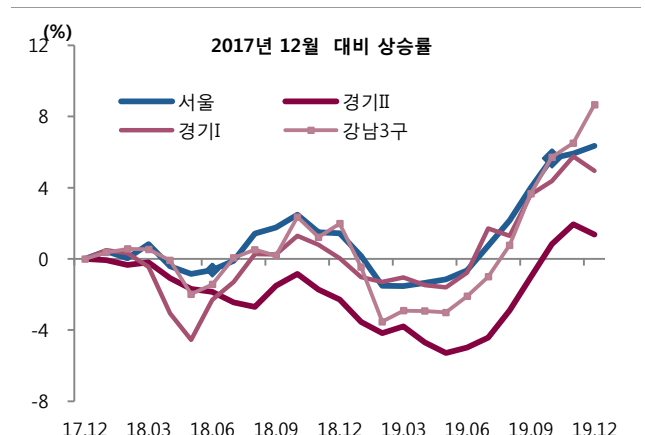
자료: 부동산114,

지역별 상품별 아파트 경매 낙찰가율 비교



자료 : 법원경매정보

서울 및 경기 전세가격 상승률 추이(실거래가지수 기준)



자료: 부동산114

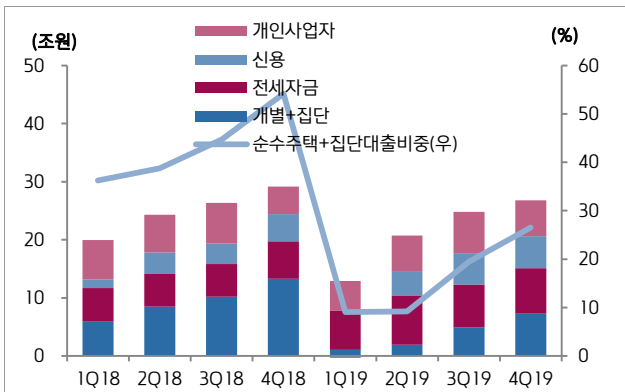
12.16 대책, 인기지역과 여타지역 아파트 간 갭 축소하려는 것으로 평가

2. 12.16 대책 이후 주택시장 특징과 전망

정부는 12월 16일 부동산 안정화 대책을 발표하였다. 주택가격을 떨어뜨리기 보다는 주택담보대출, 전세자금 대출, 종부세 인상 등 서울 고가 아파트의 수요를 규제함으로써 인기지역 아파트와 여타 아파트 간 갭을 축소하려는 데 있는 것으로 평가된다. 그 이유는 첫째, 전세시장 안정화 대책이 빠짐으로써 종부세 인상, 대출 규제의 효과가 상당부분 상쇄되었다는 점이다. 전세가격 상승 추세가 지속되면 다주택자는 보증금 인상분을 통해 종부세, 대출금 이자 등을 해결할 수 있도록 해 급매 요인을 해소하였다. 둘째, 근본적 투기 수요를 차단할 수 있는 원리금 분할 상환 확대, DSR 규제 강화, 대출금리 인상 등 전면적 규제는 유보하였다는 점이다. 사실상 풍선의 바람을 빼기 보다는 핀셋으로 눌러 투기수요를 주택시장 침체지역으로 이동하려는 의도로 보여진다.

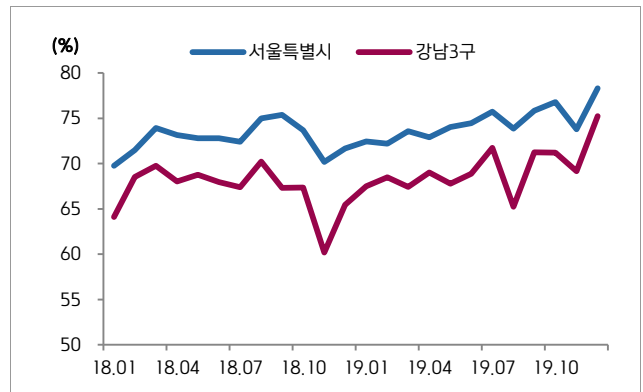
한편 정부가 12.16 부동산 안정화 정책 발표한 이후 주택시장 동향을 요약하면 다음과 같다. 먼저 12.16 대책 이후 서울 아파트 가격 상승 추세는 빠르게 둔화되고 있다. 부동산 114 기준으로 12.16 정책 이후인 20일 부터 1월 10일까지 서울 아파트 가격 상승률은 0.33%로 직전 같은 기간 1.05% 대비 하락폭이 1/3 수준으로 하락하였다. 둘째, 강남 등 서울 인기 지역 등의 전세가격 상승 추세가 지속되고 있다는 점이다. 마지막으로 상대적으로 공급 물량이 많았던 경기, 부산, 울산, 경남 등 주택시장 침체 지역의 주택가격 상승률 둔화 폭이 컸다는 점이다. 실제 경기 0.51%에서 0.11%로, 울산 0.18%에서 0.03%로 하였고 부산은 1.7%에서 0.25%로 하락하였다. 정부의 안정화 정책이 투자 수요가 적었던 지방 아파트에 더 많은 영향을 미치고 있다는 점이다.

은행 가계대출 순증과 주택담보대출 순증 비중 추이



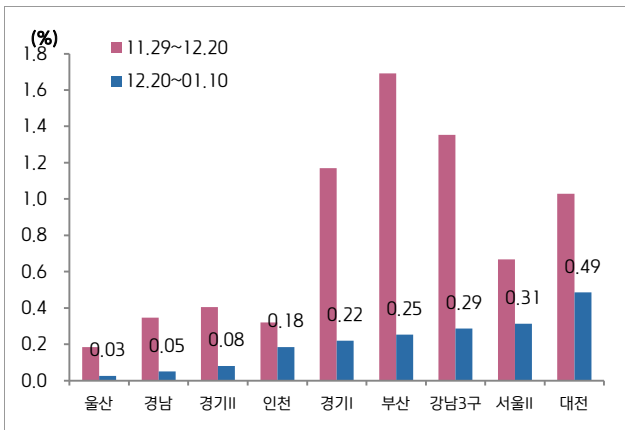
자료: 한국은행

전세거래 비중 추이



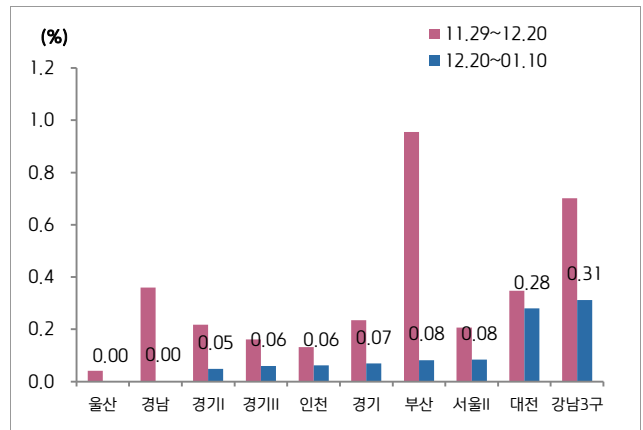
자료: 국토교통부

12.16대책 전후 지역별 아파트 매매가격 비교



자료: 부동산114

12.16대책 전후 지역별 아파트 전세가격 비교



자료: 부동산114

주: 경기 I 은 광명, 성남, 과천

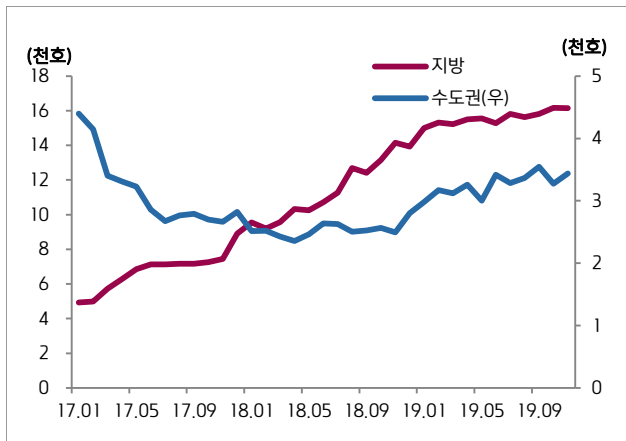
서울 I 는 구로, 강서, 서대문, 동대문, 성북, 도봉, 금천, 관악 평균

정책의 한계점, 과거와 다르려면 근본적 변화가 필요

지난 8.2 대책, 9.13 대책 등과 같이 정부가 정책을 발표한 이후 일정 기간 안정화를 보이지만 시장이 이에 적응하면서 상승세로 반전해 왔다. 주택의 투기 수요를 억제할 수 있는 근본적인 대책보다는 핀셋 방식의 시장 대응방식 대책을 내놓은 결과, 투자자들이 쉽게 정부 규제에 적응한 탓이다. 추가 대책이 예상되지만 근본적 변화가 없는 한 향후 대책 역시 과거와 비슷한 결과를 낳을 가능성이 높다. 현 단계에서 정책의 한계가 있을 수 밖에 없는 이유는 다음과 같다.

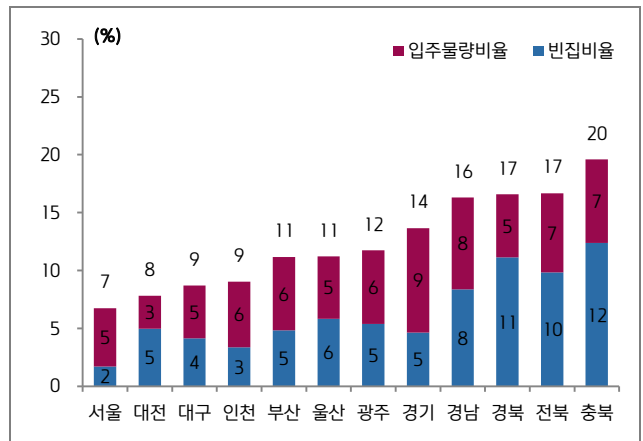
첫째, 대외 여건 악화 등으로 인한 경기 침체 환경에서 주택가격 하락 시 발생할 수 있는 내수 부진 심화 문제를 방관하기 어렵다는 점이다. 부동산업 관련 종사자가 ILO 기준 300만 명을 넘는 상황으로 정부 규제로 거래가 급감할 경우 정책을 지속하기 어렵다. 실제 9.13 대책으로 집값이 하락하자 정부는 금리를 인하하는 부양책을 제시한 바 있다. 둘째, 부동산 정책이 과도할 경우 전반적 투자수요를 악화, 경기 외곽 및 지방 아파트 등 비인기 지역의 침체를 유발할 수 있기 때문이다. 실제 12.16 대책이 서울 및 인기지역보다 비인기 지역의 주택 시장에 더 영향을 미치고 있다. 이는 경기 및 지방 아파트 시장의 경우 만성적인 공급과잉에 취약한 교통 여건, 경기 부진 등이 복합적으로 겹쳐 있는 데 따른다. 장기 침체 지역인 경남, 경기, 울산 지역의 공급 과잉 정도를 설명하는 입주물량과 2018년 빈집 비율은 재고주택대비 각각 16%, 14%, 11%에 달한다. 이와 같은 공급 과잉 문제는 준공 후 미분양 추이에서도 잘 나타나고 있다. 수도권 및 지방 미분양 아파트는 각각 전년 동기 대비 38%, 14% 증가하였다.

수도권 아파트 미분양 및 준공 후 미분양 추이



자료: 국토교통부

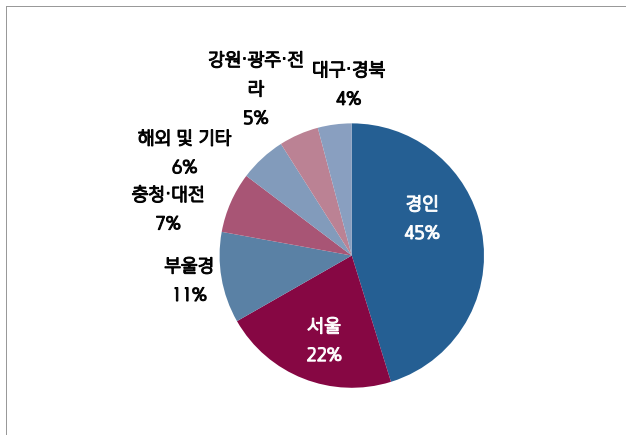
재고주택 대비 입주물량 비율과 빈집비율 비교



자료: 국토교통부, 국세청

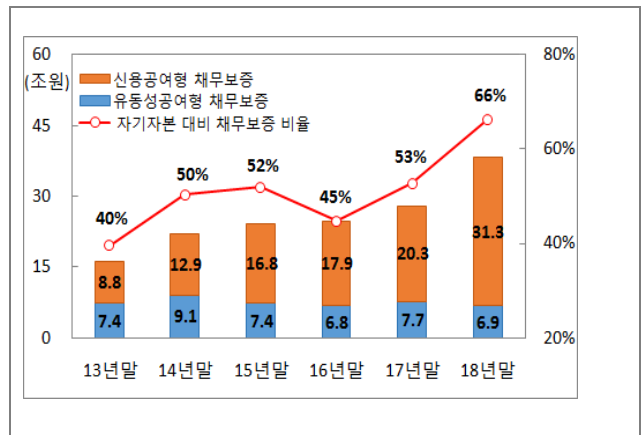
주: 빈집비율은 2018년 기준. 입주물량은 2019년~2020년 합계

초대형 및 대형증권사 부동산 PF의 지역별 구성



자료: 통계청, 부동산 114

증권사의 전체 채무보증 추이



자료: 금융감독원, 한국은행

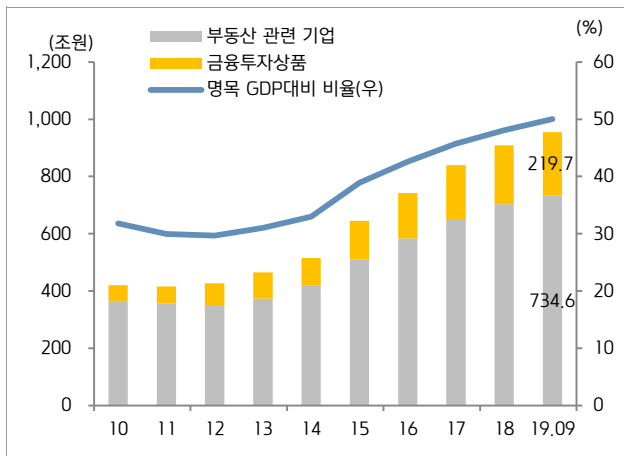
주택시장 안정화 위해 원리금 분할상환 확대 및 DSR 확대 적용 필요

3. 주택시장 안정화를 위한 전제 조건

한편 보다 근본적으로 주택시장을 안정화하려면 1) 원리금 분할 상환 확대 2) DSR(총부채 상환능력 비율)의 확대 적용이 필요하다. 12.16 대책부터 9억 이상 차주에 대해 DSR을 도입하였으며 향후 확대 적용을 검토하고 있는 것으로 알려져 있다. 그러나 무리한 정책의 도입으로 주택시장 침체 시 예상할 수 있는 금융 부실을 고려할 수 밖에 없다. 따라서 가계부채, 부동산 PF, 상업용 부동산 대출 등에 대한 구조조정이 없이는 쉽게 추진하기 어려울 것으로 판단된다. 정부 정책의 제약이 될 수 있는 부문을 요약하면 다음과 같다.

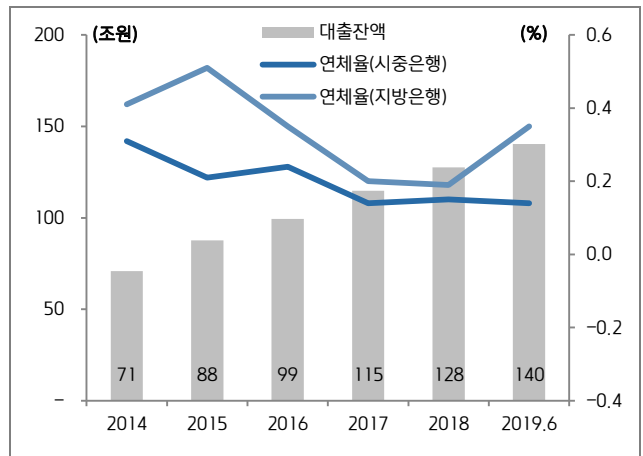
첫째, 정책의 강도가 강화되면서 경기 및 지방 지역의 주택가격이 하락 반전할 경우 부동산 PF 분야의 부실화를 초래할 수 있기 때문이다. 실제 부동산 PF 비중이 가장 높은 증권사의 부동산 PF에서 경기, 인천이 차지하는 비중이 45%, 부울경 11% 등을 차지하고 있다. 둘째, 주택 가격 하락은 상업용 부동산 부실화를 초래할 수 있기 때문이다. 장기간 내수침체에 따른 공실률 상승에도 불구하고 최근 기준 금리 인하 이후 거래량이 증가하는 등 시장 여건이 다소나마 개선되어 왔다. 그러나 경기 및 지방 부동산 시장이 다시 침체될 경우 상업용 부동산 부실화는 수면 위로 부상할 가능성이 높다. 참고로 상업용 부동산의 원리금 상환대출 비중은 13.1%에 불과한데다 차주의 레버리지도 높아 자산가치 하락으로 인한 은행 대출태도 변화 시 영향이 클 것으로 판단된다.

기업 및 금융투자상품 관련 부동산 익스포저 추이



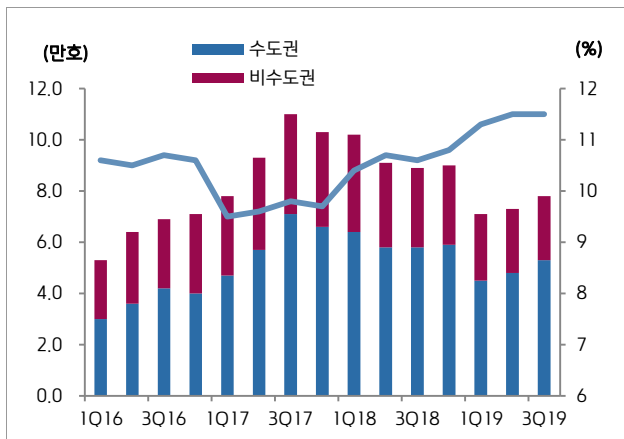
자료: 한국은행 금융안정보고서

상업용 부동산 익스포저와 연체율 추이



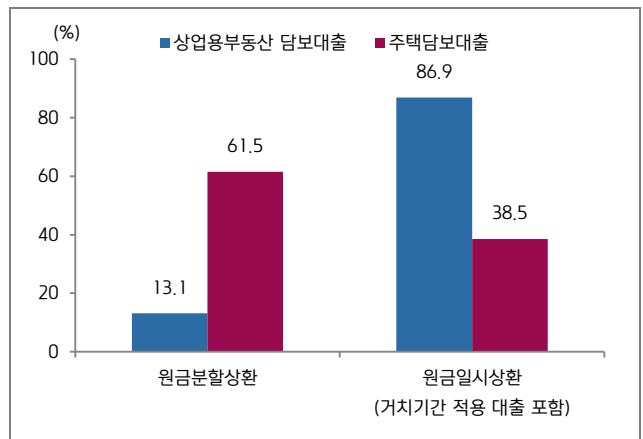
자료: 한국은행 금융안정보고서

상가 공실률과 상가 거래량 추이



자료: 한국은행 금융안정보고서

상업용부동산 담보 대출의 원리금분할상환 비중 비교



자료: 한국은행 금융안정보고서

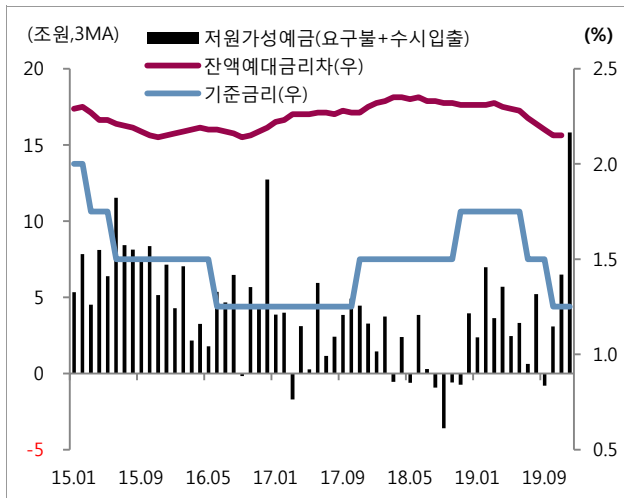
잔액 예대금리차 급락은 멈췄으나, 은행에 우호적인 상황은 일시적일 것

4. 은행 순이자마진 추이 및 전망

지난 11월 기준금리 인하 등 정부 정책 이후 급락해왔던 잔액 예대금리차가 멈추었다. 양호한 대출 성장에 저원가성 예금이 급증, 향후 은행의 순이자 마진에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다. 우려와 달리 비교적 높은 대출 증가율을 기록하고 있어 이자부분 이익의 감소 폭도 다소 둔화될 것으로 예상된다. 그러나 이와 같은 우호적 상황은 일시적일 것으로 판단된다. 그 이유는 다음과 같다.

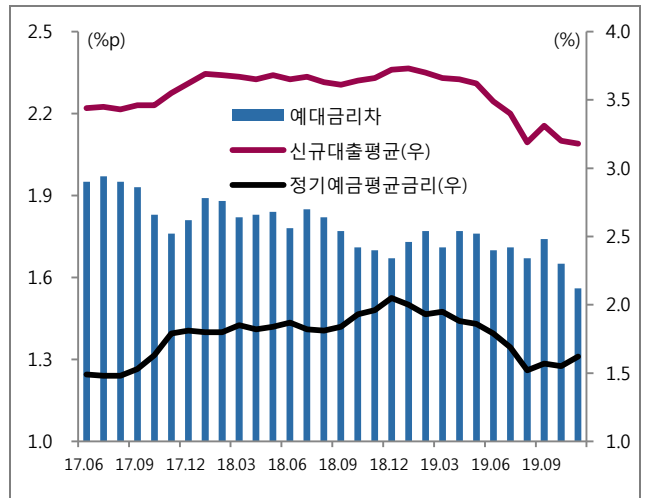
첫째, 은행간 금리 경쟁이 지속될 가능성이 높다는 점이다. 경쟁 상황을 설명하는 11월 신규 예대금리차는 1.56%로 사상 최저 수준을 기록하였다. 기준금리 하락으로 대출금리 하락 추세가 지속되더라도 은행간 예금 금리 경쟁으로 정기예금 금리가 상승한 것이 주된 요인이다. 둘째, 향후 핀테크사의 대출 플랫폼 출시 등으로 금리 경쟁이 가속화될 가능성이 높다는 점이다. 가계부채 부담을 완화하기 위한 일환으로 기업, 우리, 농협 등이 포함된 대환대출 플랫폼 출시를 앞두고 있다. 연간 70조원 정도의 대환대출 시장에서 대환대출 플랫폼이 활성화될 경우 은행 마진에는 적지 않은 부담 요인으로 작용할 것이다.

예대금리차와 저원가성예금의 추이



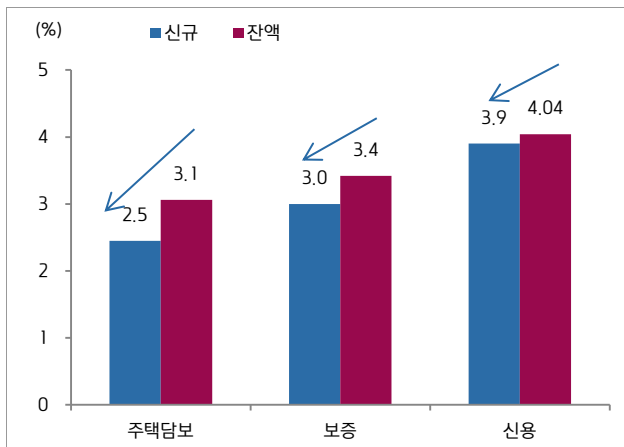
자료: 한국은행

주택담보대출 금리와 신용한도대출 금리 추이(신규)



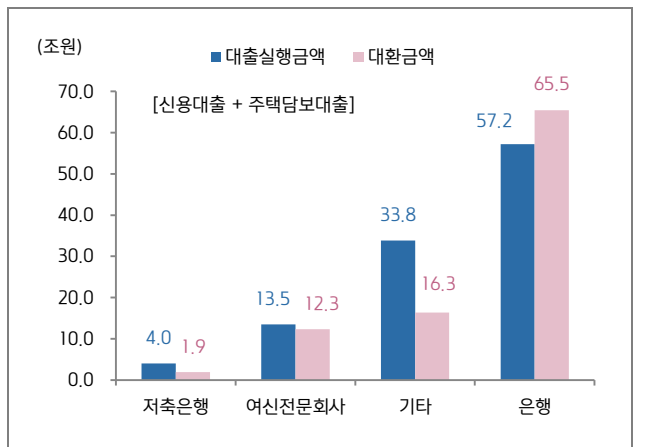
자료: 한국은행

은행 신규 및 잔액 대출 평균금리 비교



자료: 은행연합회, 키움증권
주: 19년 11월 기준

금융회사 연간 신규 대출과 대환 대출 비교



자료: 나이스평가정보, 고용진 의원 자료, 뉴시스 10/6 기사 참고
주: 2016~2018년 평균

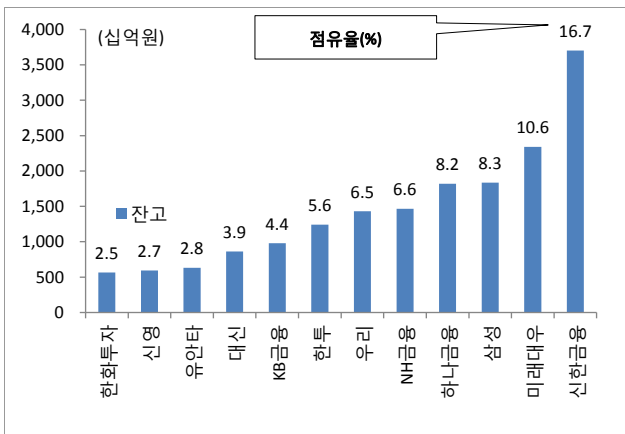
라임과 DLF 사태, 금융 산업에 적지 않은 영향 미칠 전망

5. DLF 사태와 라임사태가 은행에 미치는 영향

DLF 사태, 호주 부동산 펀드, 독일 헤리티지 DLS에 이어 라임사태까지 은행이 판매한 자산관리 상품의 문제가 연이어 발생하고 있다. 더욱이 라임사태는 운용과정에서 발생할 수 있는 모럴 해저드 문제, 불완전 판매 문제를 넘어 금융 사기 등으로 확대되고 있다는 점에서 직간접적으로 미치는 영향이 적지 않을 것으로 판단된다. 동 사태가 은행 및 증권사 등에 미치는 영향을 정리하면 다음과 같다.

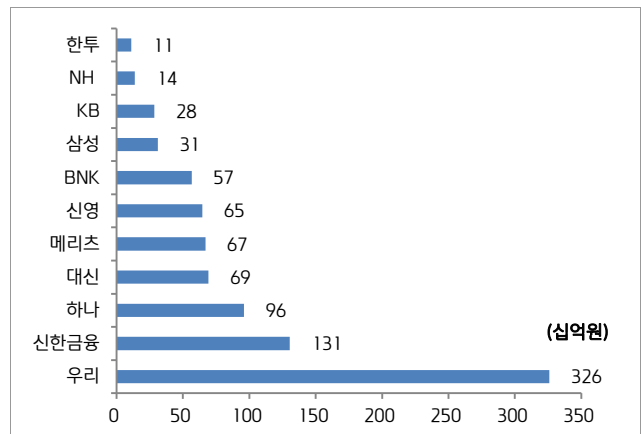
첫째, 라임자산운용의 환매 중단으로 인한 직접적인 피해가 적지 않을 것이라는 점이다. 감독당국은 환매를 중단하거나 가능성이 있는 펀드는 총 1.56조원(개인 9,170억 원)으로 추정하고 있다. 환매 중지된 펀드의 손실률이 최대 70%대로 손실 규모는 1조원을 넘을 수 있다. 여기에 '19년 6월 말 기준 5.7조원을 기록했던 운용 규모가 12월 4.4조 원까지 감소, 펀드런 사태마저 직면하고 있다. 사모펀드의 65%가 개방형인데다 폐쇄형 역시 대부분 6개월 이내의 단기로 환매 증가에 따른 손실이 늘어날 수 있다. 둘째, 라임자산운용의 연쇄적 환매가 여타 사모펀드 운용사로 확산될 경우 개방형 비중이 높고 만기가 단기인 사모펀드까지 영향을 미칠 수 있다는 점이다. 지금까지 라임 문제는 운용사간 차별화 요인으로 작용, 사모펀드 시장에 미치는 영향은 제한적이었다. 셋째, 금융회사의 신뢰도에 적지 않은 영향을 미칠 수 있다는 점이다. DLF 사태에 이어 라임사태까지 연이어 터짐에 따라 국내 PB 시장은 크게 위축될 가능성이 높다. 나아가 정부의 규제 강도도 높아질 수 있다는 점이 손실을 떠나 금융주 주가에 부담요인이 될 것이다.

판매사별 헷지펀드 판매잔고와 점유율 비교



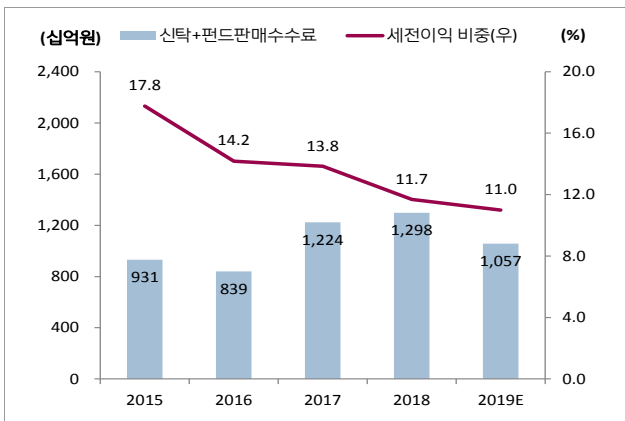
자료: 금융투자협회
주: 혼합형 기준이며 개인+ 법인 판매잔고 기준

금융회사별 라임자산운용 판매잔고 비교



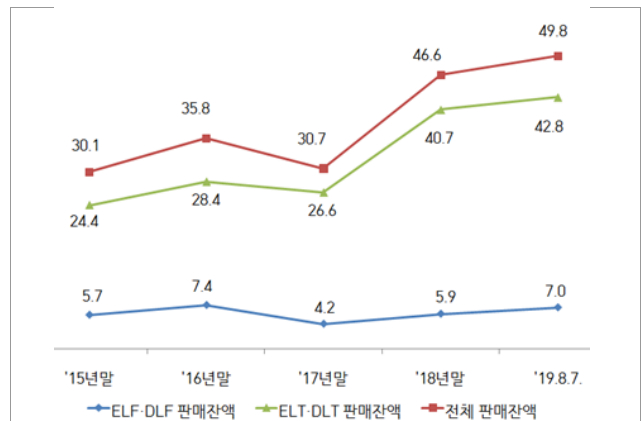
자료: 금융감독원
주: 환매 제한 대상 개인판매 잔액 9170억 기준

4대은행 자산관리 수익 추이



자료: 각 사, 키움증권
주: 2019년의 경우 3분기 수치를 연환산 하였음

은행권 파생결합상품 잔액 추이(단위: 조원)



자료: 예탁결제원, 키움증권
주: 2019년 8월 말 기준

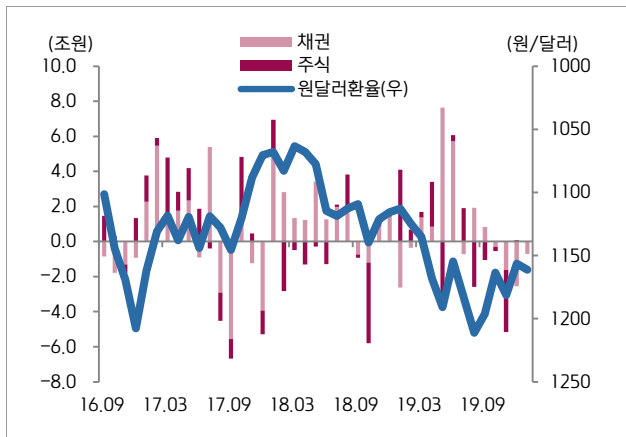
금리가 상승하는 시점에
외국인 투자자 순매수로
돌아설 전망

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 채권 매도가 강화되고 있다. 기준금리 인하 이후 재정차익이 줄어들면서 지난 10월 1.6조원 순상환한 데 이어 11월에도 2.6조원의 채권을 순상환하였다. 외국인 채권 매도 확대는 기준금리 인하 이후 재정차익(한미간 금리차 - 스왑스프레드)이 줄어들었기 때문이다.

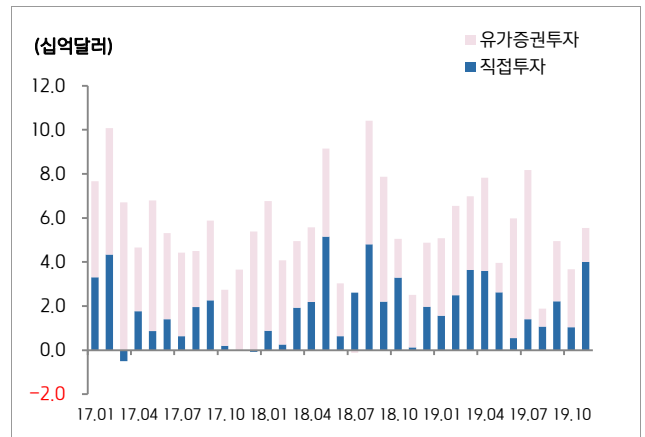
환 헷지의 수요가 줄어들면서 스왑스프레드가 상승한 것으로 이론적으로는 재정차익이 "0"이 되는 것이 타당하며 양국간 금리차 목적의 투자는 사라지는 것이 정상이다. 금리차 목적으로 보유하는 외국인의 통안채는 궁극적으로 이탈될 자금이라는 것이다. 국채 역시 마찬가지다. 미국, 유럽 등 기축통화가 아닌 나라에서는 기준금리 인하의 범위에 한계가 존재한다. 결국 금리가 더 이상 내려가기 어렵다고 판단한 외국인 투자자가 국채마저 매도하기 시작한 것이다. 충분히 금리가 상승(가격이 하락)해야 다시 외국인 투자자가 순매수로 돌아설 것으로 보여진다.

외국인투자자의 채권 및 주식 투자자금 추이



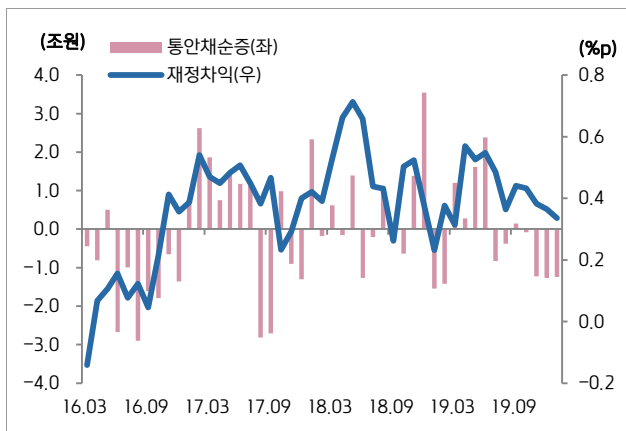
자료: Quantiwise, BondWeb

해외투자 규모 추이



자료: 한국은행

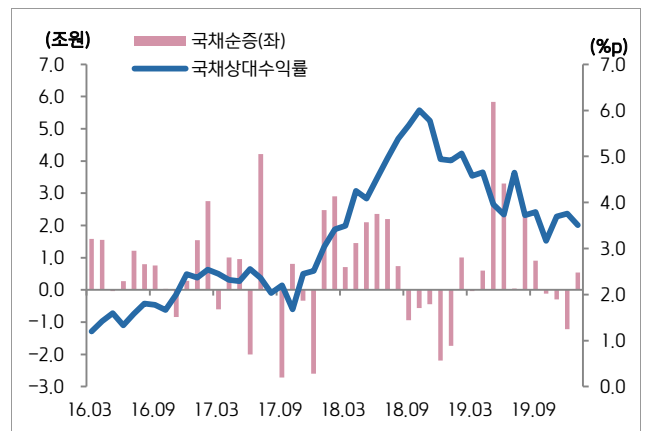
외국인의 통안채 투자 추이와 재정차익 추이



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 (2019/01/01~2019/12/31)

매수	중립	매도
97.33%	2.00%	0.67%

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.