



Sector Comment

3월 금융 및 부동산시장 동향 및 시사점

은행을 이용한 위기 극복대책의 평가와 한계



이번 위기가 '08년과 같이 유동성 위기'로만 끝난다면 정부의 위기 대응책은 효과적일 수 있다. 그러나 코로나19가 장기화되고 이에 따른 펀더멘탈의 악화가 지속된다면 재정지원 없이 은행을 이용한 위기 극복 대책은 한계에 다다를 수 밖에 없다. 선진화 된 개방형 금융 및 자본시장 체계를 갖고 있는 한국도 미국처럼 재정 투입으로 시장의 자금 배분 기능을 보호, 위기 확산을 차단하는 것이 위기 극복의 대안일 것이다.

>>> 3월 부동산 시장 환경 변화, 은행의 부담 요인

3월 후반 이후 주택시장이 가격 하락, 거래량 급감하는 상황 재현. 이에 따라 부동산 경매 시장도 급격히 위축되고 있음. 코로나충격이 일부 반영된 3월 서울 아파트 낙찰가율과 낙찰률 역시 18.2%p, 36%p 하락. 코로나 충격이 장기화된다면 부동산 시장 침체 가속화될 가능성 높음.

부동산 시장 침체 심화 시 은행, 증권 등 금융회사 수익성 악화 불가피할 것. 주택가격 하락 시 거래량 감소로 한계 고객의 경우 대부분 경매 시장으로 넘어가면서 일정 수준 은행이 손실을 입을 수 있기 때문. 여기에 부동산 PF ABCP 매입 약정을 해 두었던 증권사의 경우 자금 부담, 나아가 무수익 자산 보유에 따른 손실을 떠안을 수 있기 때문. 현재 한국의 금융 시스템은 부동산에 과도하게 노출된 구조로 부동산 시장의 안정화 여부가 장기적으로 은행의 수익성, 건전성에 매우 중요한 변수가 될 것.

>>> 코로나위기 대응책의 부작용이 향후 시장 안정화의 변수

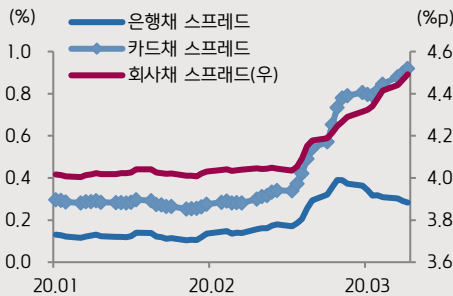
금융시장 경색과 이에 따른 기업의 정책 신뢰 부족 현상이 재현되면서 자금 가수요가 발생. 3월 은행의 대기업과 중소기업에 대한 대출 순증 금액은 각각 10.7조원, 4.2조원(합 14.9조원)으로 역대 최대 수준을 기록. 정부의 정책 신뢰회복을 통한 불필요한 자금 수요를 차단할 필요가 있음.

2008년 금융위기를 겪은 바 있는 미국은 코로나 위기를 극복하기 위해 중소기업, 가계 등에 자금을 직접 지원하고 있음. 구조조정이 필요한 한계 기업의 선택을 민간에서 결정, 선별적 지원이 가능하도록 한편 향후 장기화 시 가계 및 기업의 부실화에 따른 신용위기를 차단하고자 한 것임.

반대로 한국 정부는 미국과 달리 재정을 국책은행, 민간은행 자금을 활용, 재정을 최소화하고 코로나19로 유동성 부족 사태를 겪는 경제 주체에 대한 자금 배분에 대해서는 정부가 직접 관여하는 방안을 선택. 정부 의도와 달리 적절한 자금 지원이 이루어지지 않아 기업 부실화가 급증하고, 부동산 시장 침체가 가속화되면서 부동산 PF 부실화 등으로 확산된다면 은행 역시 상당한 손실을 입을 가능성을 배제할 수 없음. 정부의 위기 극복 대책 방향이 은행의 향후 주가에 중요한 이유가 여기에 있음.

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

지속적으로 상승하는 카드채 및 회사채 스프레드



자료: BondWeb, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 4월 9일 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.

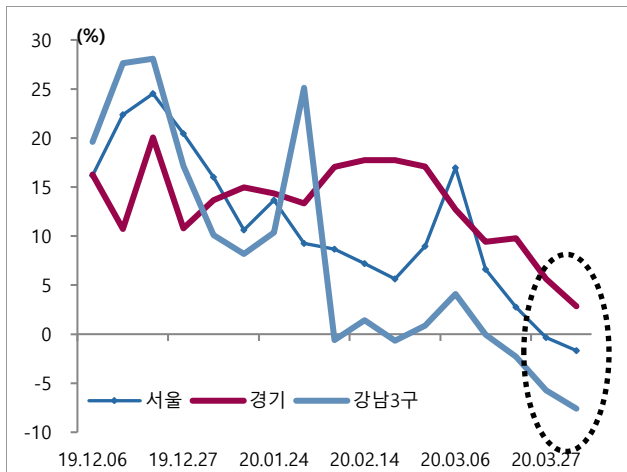
코로나19 이후 주택가격 하락, 거래 급감 현상 재현

1. 부동산 시장 동향 및 전망

3월 후반 이후 주택시장이 급전전하고 있다. 서울 기준으로 아파트 가격은 3월 후반부터 하락 추세로 반전하였다. 강남, 송파 인기 단지와 재건축 단지 아파트가격은 1개월 만에 10% 이상 하락하기도 하였다. 이와 같은 현상은 코로나19 충격이 시장의 우려와 달리 완화, 해소되고 주식시장 등 자산시장 호조세가 지속된다면 일시적 현상에 그칠 수도 있다. 그러나 자산효과는 일시적인데 그치는 반면 영향이 2/4분기 이후로 연장된다면 코로나19 충격은 주택시장 기조를 변화는 결정적 요인이 될 것이다. 그 이유는 다음과 같다.

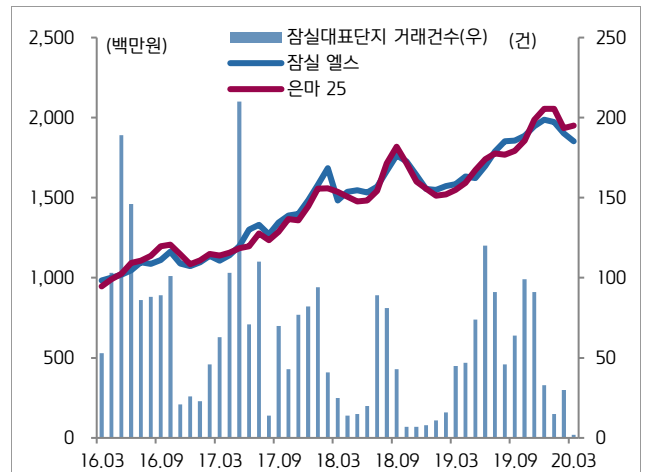
첫째, 코로나19가 투자자들의 투기수요를 위축시키는 요인으로 작용할 수 있기 때문이다. 2003년 카드사태, 2008년 금융위기 등 여러 차례 학습효과를 익힌 투자자들은 매수 시점을 상당기간 뒤로 미룰 것이다. 주택이 주거수단에서 투자수단으로 인식되는 상황에서 투자자들의 패턴 변화는 자연스러운 결과이다. 둘째, LTV를 중심으로 한 9.13대책, 12.16대책 등은 투자자뿐만 아니라 실수요자에 대한 매수 수요도 제한하고 있기 때문이다. 근본적으로 DSR과 원리금 분할 상환 중심으로 변경해야 투자자 중심에서 실수요자의 수요 중심으로 전환할 수 있지만 높은 주택가격으로 당분간 실효성을 거두기 어려울 것으로 판단된다. LTV 규제를 완화하고 DSR 중심으로 규제 체계를 변경하기 위해서는 상당 폭의 주택가격 조정이 선행되어야 하기 때문이다.

부동산 114 기준 주간 서울 아파트 가격 상승률 추이



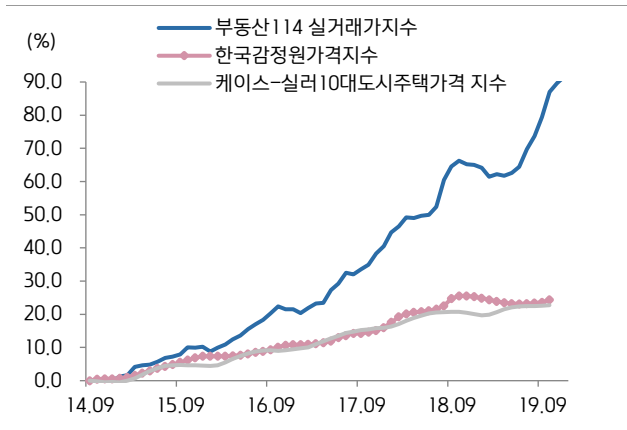
자료 : 부동산114, 키움증권 리서치센터

주요 아파트 실거래 가격 추이와 거래량 추이



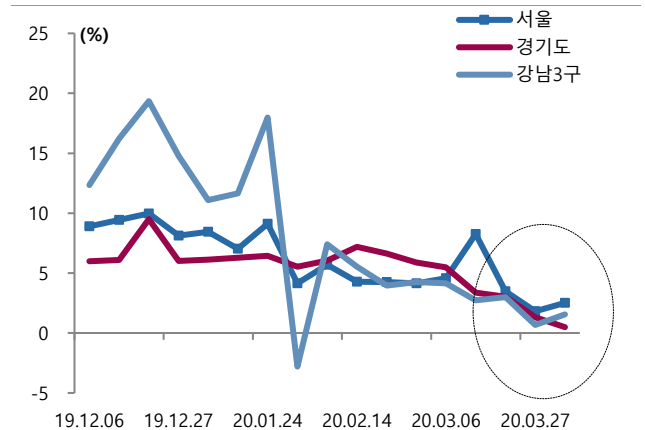
자료 : 부동산114, 실거래가지수 기준, 키움증권 리서치센터

미국과 서울 아파트 가격지수 비교



자료 : 한국감정원, 부동산114, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

부동산 114 기준 주간 전세가격 변화율 추이



자료 : 부동산114, 키움증권 리서치센터

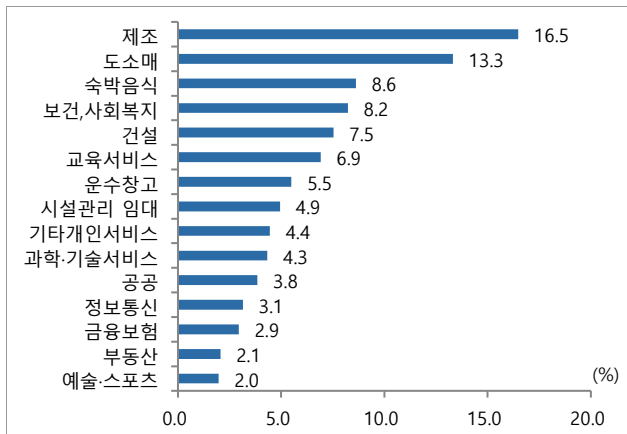
코로나19 장기화에 따른
급매물 증가, 주택 가격
하락요인

수요가 급격히 둔화되는 상황에서 주택가격은 급매도 물량에 의해 결정될 가능성이 높다. 급매 물량을 결정짓는 변수는 다음과 같다.

첫째, 임대사업자가 자금사정 악화로 유동성이 떨어지는 상가 대신 보유 주택을 급매로 처분할 가능성이 높아지고 있다는 점이다. 실제 코로나19 영향으로 자영업자의 임대료 연체, 폐업 등이 확대되면서 임대사업자의 현금흐름이 급격히 악화되는 것으로 알려져 있다. 임대사업자의 자금 악화가 주택시장에 부정적인 영향을 미치는 이유는 1) 상당수 임대사업자가 부채를 무리하게 이용, 위기 대응능력이 취약한 데다 2) 보증금의 상당액을 ELS, 사모펀드 등 위험자산에 투자해 현금 창출 능력이 약화된 4) 반면 이번 지원대상에서 제외된 데다 은행 역시 대출태도를 강화하고 있기 때문이다.

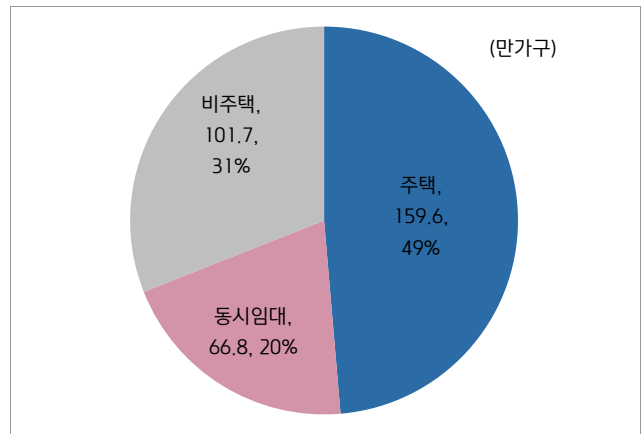
둘째, 코로나19 장기화에 따른 실업, 휴업, 명퇴 등의 증가 가능성이다. 부의 70%를 주택, 전세보증금 등으로 보유한 개인 입장에서 볼 때 실업으로 인한 소득 감소 시 대응할 수 있는 방법은 전세보증금을 낮추거나 주택을 매도하는 것이다. 정부는 코로나19 충격에 대한 대응으로 모든 기업을 살리는 방법을 선택하였다. 그러나 장기화된다면 많은 기업의 도산을 낳을 수 있으며 이에 대응해 대기업 스스로 대규모 인력구조조정을 선택할 가능성이 높다. 한편 향후 전세가격이 실수요자의 수요 변화를 측정할 수 있는 중요한 지표가 될 수 있다.

국내 산업별 고용 비중 비교(2019년 말 기준)



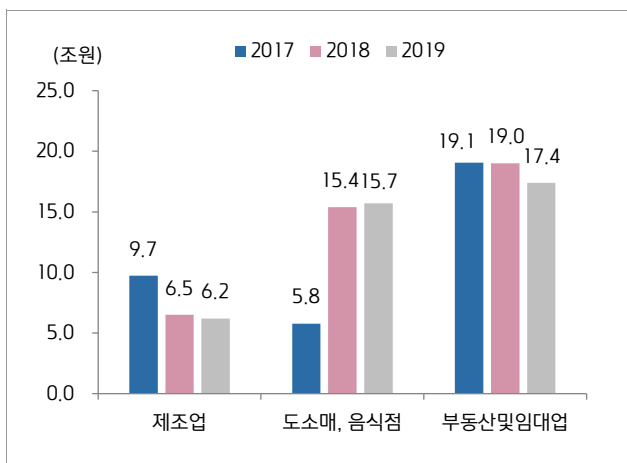
자료: 통계청, 키움증권 리서치센터

임대사업자의 임대 형태 구성



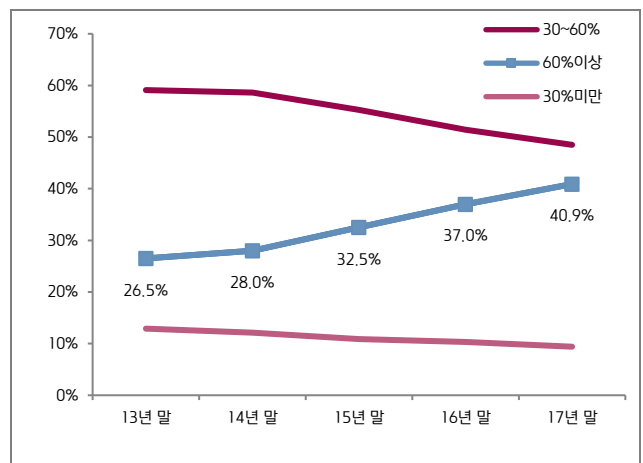
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

국내 은행의 산업별 대출금 순증 비교



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

상가담보대출 LTV 비율 비중 추이



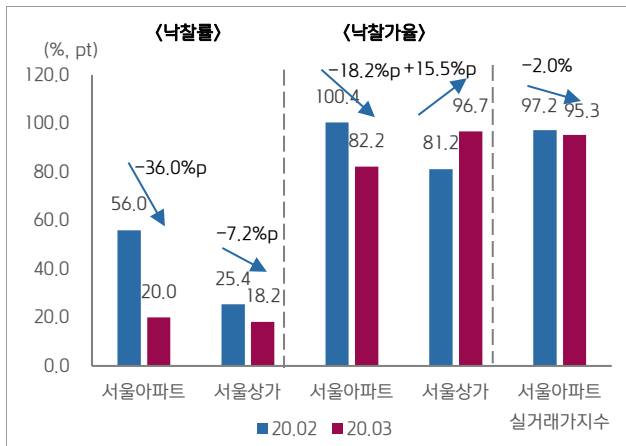
자료: 금융감독원, 민주당 제윤경 위원 자료 인용

주택시장 침체, 은행의 건전성, 수익성 악화 요인이 될 것

국내 금융시스템은 여타 선진국과 달리 부동산시장을 기반으로 한 은행 중심의 금융시스템이라고 할 수 있다. 이런 이유로 주택가격 하락으로 인한 부동산 시장 침체는 은행에 적지 않은 충격을 줄 수 있다. 그 이유는 다음과 같다.

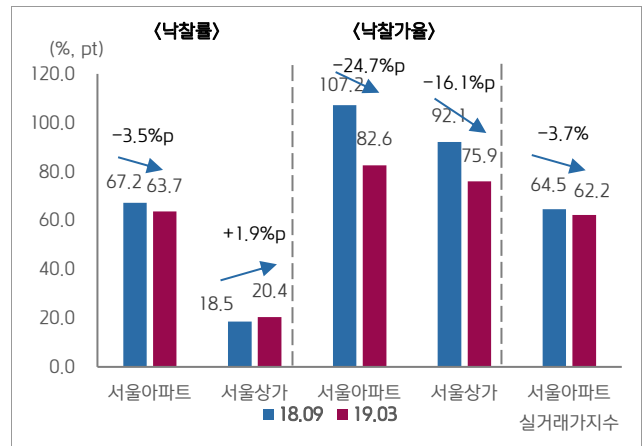
첫째, 시장의 기대와 달리 주택가격 하락 시 은행이 일정 부분 손실을 부담할 수 있다는 점이다. 대다수 매수자는 미국 등 선진국과 달리 주택담보대출에 신용대출, 나아가 전세자금대출, 사업자 대출까지 이용하는 사례가 많다. 여기에 전세가율이 주택담보대출 LTV 보다 10~30%p 이상 높아 실질적 LTV는 70~80%에 달하는 사례가 많다. 둘째, 주택 가격 하락 시 경매시장의 낙찰률과 낙찰가율은 더 빠른 속도로 하락, 은행의 손실 발생 위험을 높일 수 있다는 점이다. 이미 코로나충격이 일부 반영된 3월 서울 아파트 낙찰가율과 낙찰률 역시 18.2%p, 36.0%p 하락하였다. 후진적 주택시장 여건으로 가격이 하락하면 거래도 동반 급감, 경매시장 침체로 확산되는 구조적 문제점을 갖고 있다. 셋째, 상업용 부동산 여신 비중이 높아져 손실 발생의 위험이 더 높아졌다는 점이다. 2008년 금융위기 사례에서 보듯이 상가 등 상업용 부동산은 유동성이 취약해 약세 국면에 손실 발생 가능성이 주택 보다 더 높다. 넷째, 부동산 거래 침체 시 부동산 PF, ABCP 매입 약정 등 부동산 금융이 동반하여 부실해 질 수 있다는 점이다. 더욱이 부동산 PF의 절반 정도가 손실률이 높은 상업용, 업무용 부동산으로 추정된다.

최근 서울 아파트 및 상가 낙찰/낙찰가율 추이



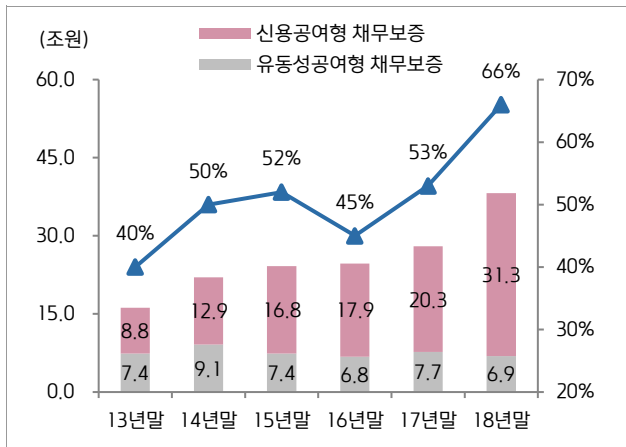
자료: 법원경매통계, 부동산114, 키움증권 리서치센터
주: 서울아파트실거래가지수는 2014년을 기준으로 재산출

9.13 대책 전후 서울 아파트 및 상가 낙찰/낙찰가율



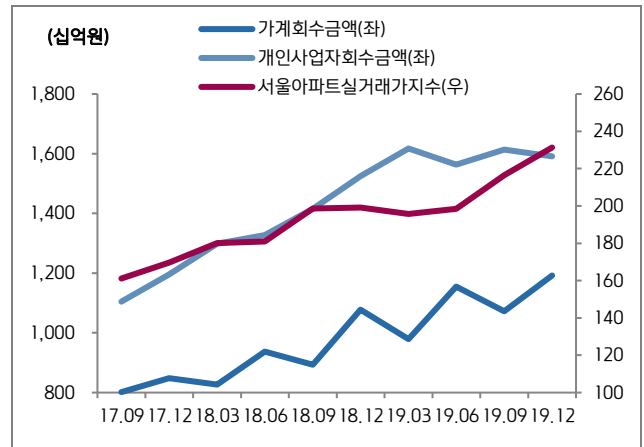
자료: 법원경매통계, 부동산114, 키움증권 리서치센터
주: 서울아파트실거래가지수는 2014년을 기준으로 재산출

증권사의 전체 채무보증 추이



자료: 금융감독원, 금융위원회

아파트 가격 변동에 따른 대출 회수금액 추이



자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터

코로나19 충격, 금융시장의 불안정성 심화 요인으로 작용

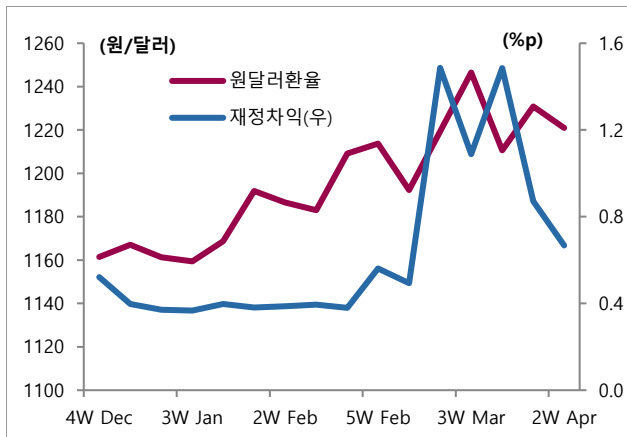
2. 금융시장 동향 및 전망

3월 금융시장에서 일어난 가장 중요한 사건으로 첫째, 2008년에 이어 이번에도 국내외 자금 시장의 경색현상이 발생하였다는 점이다. 3월 7일 외환시장에서 원달러 스왑레이트는 6개월 기준으로 -0.18%에서 2주만에 -2.53%까지 상승하였고 은행채 스프레드 역시 급등하였다. 다만 한국은행에서 공개시장 운영 RP 대상증권, 대출 적격 담보증권으로 은행채를 편입, 사실상 은행에 대한 무제한 유동성 지원을 결정함으로써 은행채 스프레드는 빠르게 안정화되었다.

둘째, 이 과정에서 우량 기업과 개인의 자금 수요가 급격히 늘어났다는 점이다. 3월 은행의 대기업과 중소기업에 대한 대출 순증 금액은 각각 10.7조원, 4.2조원(합 14.9조원)으로 역대 최대 수준을 기록하였다. 자금 경색으로 인해 한계기업의 은행 대출 수요가 늘어난 것 보다 금융시장 경색과 더불어 정책 신뢰 부족으로 우량 대기업의 자금의 가수요가 늘어난 것이 주된 원인으로 해석된다. 기업 대출 증가와 동반해 수시 입출금식 예금, 정기예금이 급증한 점이 이를 시사하고 있다.

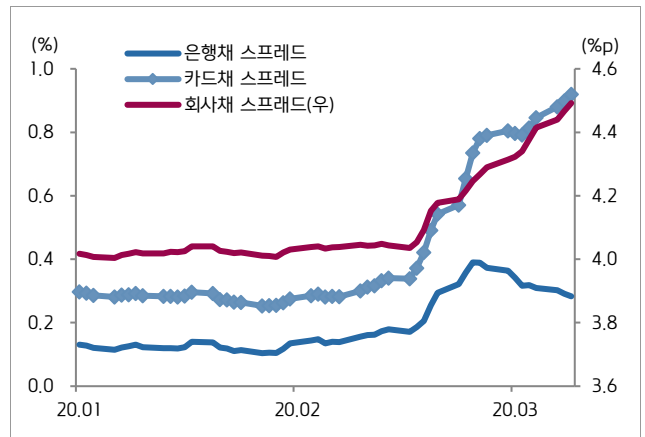
경제 주체의 시장에 대한 불신이 해소되지 않는 상황에서 코로나 충격이 장기화되면 이와 같은 자금 가수요 증가가 지속 될 가능성을 배제할 수 없다. 그러면 정작 코로나19가 장기화되면서 유동성 부족사태에 빠지는 기업이 늘어날 때 향후 자금 부족 사태를 심화시키는 요인이 될 수 있다.

원달러 환율과 6개월 외화스왑의 재정차익 추이



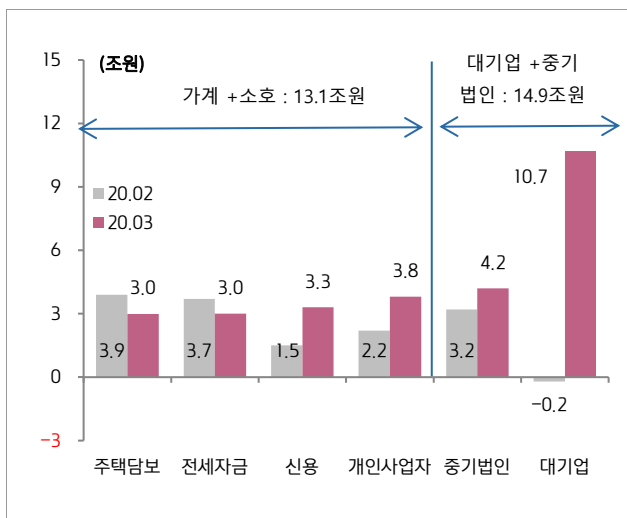
자료: BondWeb, 키움증권 리서치센터

지속적으로 상승하는 카드채 및 회사채 스프레드



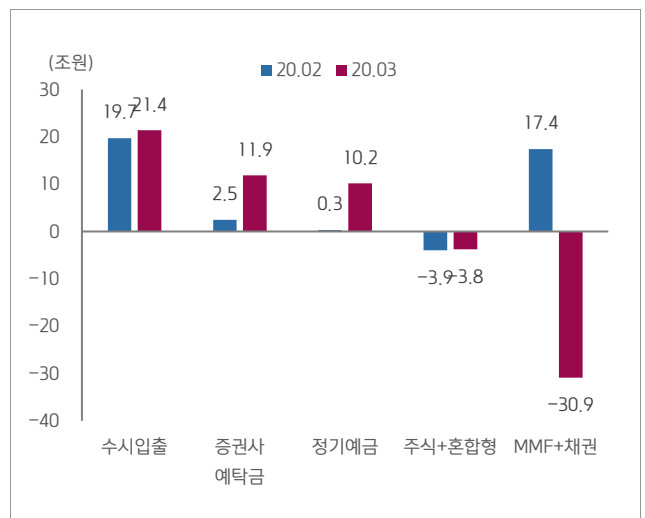
자료: BondWeb, 키움증권 리서치센터, 회사채는 BBB 기준

2020년 3월 대출금의 종별 순증 비교



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

단기성 자금 중심으로 은행 예금 급증



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

미국, 정부의 재정을 직접 투입하는 방식의 위기 극복대책 마련

2008년 금융위기를 겪은 바 있는 미국의 코로나 위기 극복 대책의 특징은 다음과 같다.

첫째, 코로나 위기를 극복하기 위한 자금을 한국과 달리 기업, 가게 등에 정부의 재정으로 직접 지원하고 있다는 점이다. 중소기업을 지원하기 위해 급여보호 프로그램(PPP)을 마련하였는데 전 직원 2.5개월치 임금을 대출해주며 고용을 유지할 경우 상환을 감면하는 방안으로 이에 대한 재원으로 정부는 3,490억 달러를 마련하였다. 여기에 SBA(중소기업청)은 기업 당 최대 200만 달러까지 지원하는 경제적 피해 재난 대출(EIDL)을 추가로 마련, 원금의 75%까지 보증함으로써 은행 대출을 지원하고 있다. 둘째, 한국과 달리 코로나 위기 극복을 위한 은행의 자율적 지원을 유도하고 있다는 점이다. 코로나 위기를 모기지 대출 상환이 어려운 고객에 대해 주요 대형은행은 지방자치단체와 협의해 1~2개월 모기지 상환을 유예하는 프로그램을 실시하고 있다.

이처럼 유사 이래 최대 위기 중 하나로 인식하고 있음에도 미국 정부가 은행의 신용 배분 역할에 개입하지 않는 것은 2008년 금융위기 이후 은행을 기반으로 한 금융 시스템의 안정성이 무엇보다 중요함을 인지하고 있기 때문이다. 코로나위기가 은행 위기로 재현될 경우 경제에 미치는 피해는 기하급수적으로 늘어날 것이며 이에 따른 재정 투입 규모도 기하급수적으로 늘어날 것이라는 판단이다.

경제적 피해 재난 대출(EIDL)과 급여 보호 프로그램(PPP) 비교

	경제적 피해 재난 대출 (EIDL)	급여 보호 프로그램(PPP)
채권자	SBA	SBA 7(a) 취급은행, SBA 심사 관여
대출 최대한도	200만 달러	100만 달러
이자율	3.75%(영리), 2.75%(비영리)	1.0% 고정(20.4.3 기준)
대출기간	최대 30년	2년
첫상환/이자납입	대출 실행일로부터 1년 이후(거치기간 동안 이자발생)	대출 실행일로부터 6개월 이후(거치기간 동안 이자 발생)
대출 이용 목적	재난이 발생하지 않았을 때에도 발생할 수 있는 재정적 책임과 운영비용	급여비용, 그룹 건강보험 혜택, 보험금. 2020년 2월 15일 이전에 발생한 부동산담보대출 또는 기타 채무 이자(원금 미해당). 2020년 2월 15일 이전에 대한 임대료와 관리비
담보	SBA가 자산에 UCC 선취특권(LIEN) 설정	담보 없음
개인 연대보증 여부	20% 이상 지분 보유자, 유한책임회사의 관리멤버, LP의 관리파트너. 단 연대보증인의 부동산 자산에는 LIEN 미설정	제공할 필요 없음
채무 면제 유무	해당없음	대출실행 이후 8주동안 채무자의 지급비용에 대하여 산정됨
2019년 세금 보고 영향 여부	대출신청 하기 전 2019년 세금보고 여부는 무관. 단, SBA 과거 세금보고 기록 접근 목적 국세청 4506T 양식 요구예정	채권자는 은행이므로 은행마다 다를 수 있음
대출심사 기간	2~3주, 그리고 대출집행 위한 추가 5일	현재 단계에서 확인되지 않음
신청 대상	SBA가 소기업을 정의하는 기준은 사업에 따라 다양. 일반적으로, 500명 미만의 종업원과 3500만달러 매출 미만을 기준으로 자격 부여. SBA 론 프로그램의 자격기준을 검토할 때에는 사업체의 모든 관계사들을 조합하여 규모를 측정함. 즉, 지분관계 등으로 같이 관리되는 모든 사업체의 종업원 수가 합산되어 최대 허용치와 비교, 검토됨	사업체/법인은 2020년 2월 15일 이전부터 운영되고 있었어야 하며, 총 종업원 수가 500명 이하여야 함. (예외사항) 단독사업자나 독립계약자 그리고 자영업 당사자라면 구성된 개인들, 500명 미만의 종업원을 보유하고 있지만 NAICS CODE가 72 시작으로 구분된 사업체. SBA로부터 FRANCHISE CODE를 부여받았거나 한 개 이상의 SBIC(Small Business Investment)로부터 재정보조를 받는 사업체

자료: 옐저카운티한인상공회의소, 남가주한인공인회계사협

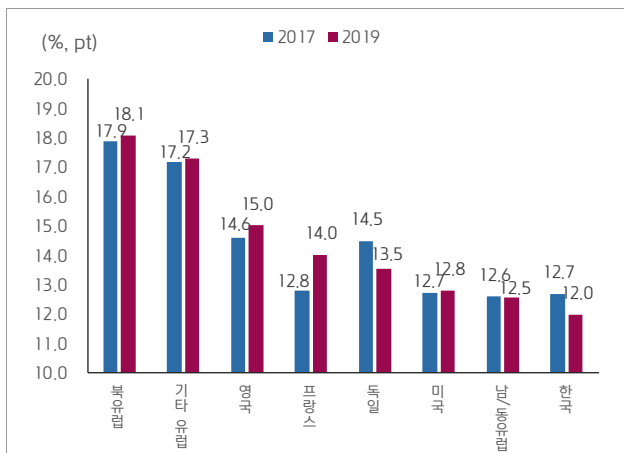
미국과는 은행을 이용한 위기 극복 대책, 부작용이 클 것

한국 정부는 미국 등 선진국과는 전혀 다른 방안을 선택하였다. 구체적인 특징은

첫째, 재정을 통한 위기 극복이 쉽지 않음에 따라 재정 투입을 최소화하고 일부 국책은행과 민간은행의 자금과 신용기능을 이용하였다. 기업은행, 산업은행 등 국책은행과 민간은행이 기업을 위해 최대 58.3조원을 지원하도록 하였다. 금융시장 안정 유지를 위해 채권 안정펀드, 증시안정펀드 등 41.8조원을 마련하였으며 상당 금액을 은행이 투입하도록 하였다. 둘째, 미국 정부와 달리 위기 극복을 위해 자금의 배분, 방법에 적극 관여하고 있다는 점이다. 은행에게 자영업, 중소기업 대출에 대해 6개월간 원리금 상환을 유예하도록 하였고, 신용대출에 대해서도 최대 1년간 원금 상환을 유예하도록 하였다. 자금 공급이 원활하게 이루어지도록 자체 신용평가시스템 대신 외부 시스템을 이용하도록 하였다. 셋째, 위기 극복을 위해 투입된 자금을 대한 손실 책임을 은행에 부여하였다. 원리금 상환 유예, 외부 시스템 사용에 따른 대손비용을 은행이 부담하도록 하였다.

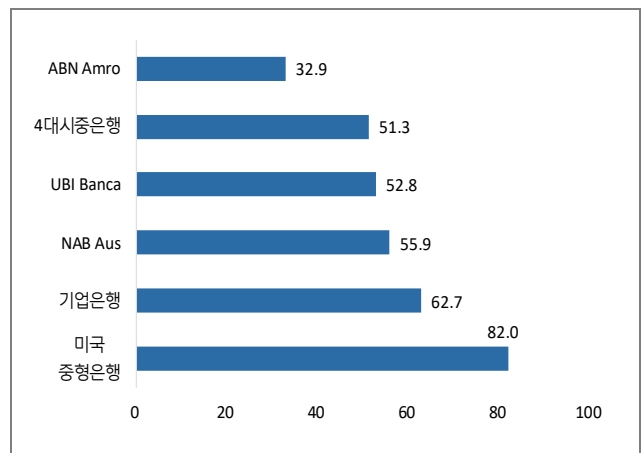
이와 같은 정부의 위기 대응책은 코로나위기가 장기화된다면 적지 않은 부작용을 유발할 수 있다. 정부의 위기 극복 대책 방향이 은행의 향후 주가에 중요한 이유가 여기에 있다.

주요국가 은행 별 보통주 자본비율 비교



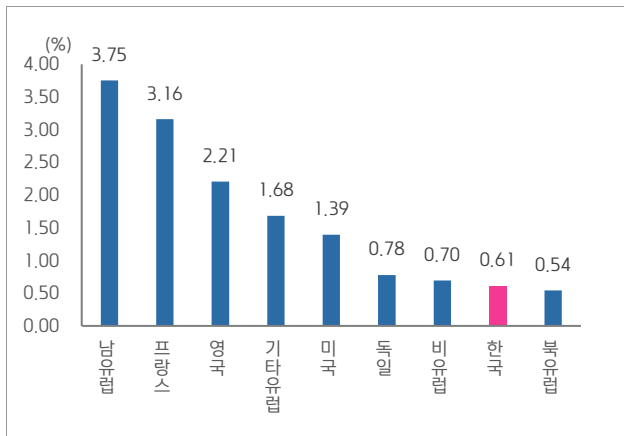
자료: 각 사, Bloomberg, Thomson Reuters 키움증권
주: 한국은 신한, KB, 하나, NH의 평균. 기타유럽은 네덜란드, 벨기에, 덴마크의 평균 남/동유럽은 스페인, 이탈리아, 오스트리아의 평균임

총자산 대비 위험가중자산 비율 비교



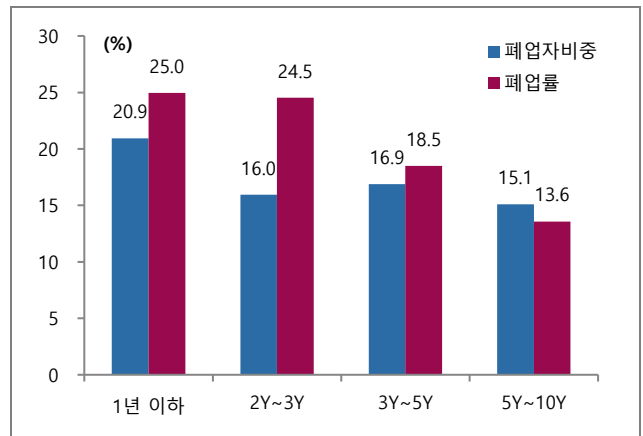
자료: 각 사, 키움증권
주: 총자산에는 현금과 기타자산을 제외함.
총자산대비 대출채권비중이 70%이상인 은행을 대상으로 비교한 수치

총여신대비 총당금 적립률 비교



자료: Thomson Reuters 키움증권 리서치센터
주: 한국은 신한, 국민, 하나, 우리, 기업의 평균.
기타유럽은 네덜란드, 벨기에, 덴마크, 북유럽은 스웨덴과 노르웨이 남유럽은 스페인과 이탈리아, 비유럽은 캐나다, 호주의 평균

자영업(도소매+숙박+음식점)의 연도별 폐업률 비교



자료: 국세청, 키움증권 리서치센터

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 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%

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.