



## 4월 금융 및 부동산시장 동향 및 시사점

### 초유의 유동성 확대 정책, 어떻게 볼 것인가 ?



은행을 이용한 정부의 위기 극복대책 이후 약 2개월 동안 총 81만건, 44조원의 신규 자금 지원과 40조원의 만기 연장이 이루어졌다. 자금 배분을 정부가 결정함으로써 대다수 자영업자에 1인당 평균 4천만원의 대출 자금이 제공된 것이다. 이와 같은 초유의 유동성 확대 정책은 주식시장, 나아가 부동산 시장에까지 영향을 미칠 전망이다. 핵심은 정책의 지속성이다. 이제는 코로나의 장기화에 대비해야 할 시점이다.

#### >>> 정부의 유동성 확대 정책, 주식시장과 부동산 시장에 기여

4월 금융시장의 핵심은 정부의 유동성 확대 정책으로 개인사업자, 중소기업, 대기업을 중심으로 은행 대출이 총 32.7조원 순증, 3월에 이어 4월에도 역대 최고치를 기록.

정부 정책으로 인하여 증가한 유동성은 주식시장, 나아가 부동산 시장으로 유입되고 있는 것으로 추정. 개인 순매수 증가, 경매시장의 가격 급반등 등이 주된 근거임. 용산 등 국·공유지를 활용한 주택 공급 등 6일 발표한 주택공급 기반 강화 대책, 현대차 사옥 건설 허가 등 대규모 경기 부양책도 부동산 시장에 긍정적인 기여를 할 것으로 예상. 부동산 시장 침체로 경기 위축이 우려되자 정부가 부양 중심으로 기조를 변경한 것으로 평가.

#### >>> 정부의 정책 기조, 하반기 이후 변경 가능성 대두

코로나 위기가 장기화되면서 정부의 정책은 조만간 한계에 봉착할 수 밖에 없음. 정책 기조가 위기 충격 최소화에서 충격의 적절한 관리 중심으로 변경이 필요한 시점으로 늦어도 하반기부터 정책 기조는 크게 바뀔 가능성이 높음. 1) 향후 수출 경기 악화의 장기화, 2) 대출 증가와 건전성 악화, 총당금 추가 적립으로 인한 은행의 자본비율 하락 3) 21대 국회의 여당 장악 등 정치적 여건의 변화가 정책 기조를 변경할 수 있는 주된 변수가 될 것임.

#### >>> 유동성 확대정책, 은행 부담 증가 반면 증권은 수혜

미국, 유럽 등 코로나가 전세계적으로 확산, 장기화되면서 은행의 부담이 늘어날 수 있다는 우려로 당분간 미국, 유럽 은행과 동조화 될 것. 다만 단기적으로는 정부의 유동성 확대 정책의 효과가 적어도 상반기까지 효과를 발휘할 것으로 예상. 이와 같은 유동성 확대 정책은 주식시장, 부동산 시장에 어느 정도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상, 증권산업의 단기적 수혜가 기대되나 은행에게는 부정적인 측면이 더 클 것임. 비중 확대 시점으로 총당금 추가 적립 이슈가 해소되는 6월 하반기 이후로 미룰 것을 권고.

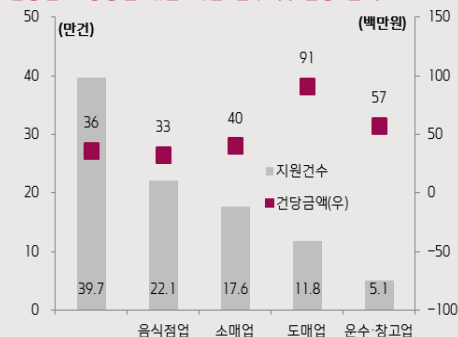


은행/카드

Analyst 서영수

02) 3787-0304/ysyoung@kiwoom.com

업종별 소상공인 대출 지원 건수 및 건당 금액



자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

#### Compliance Notice

- 당사는 5월 13일 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.

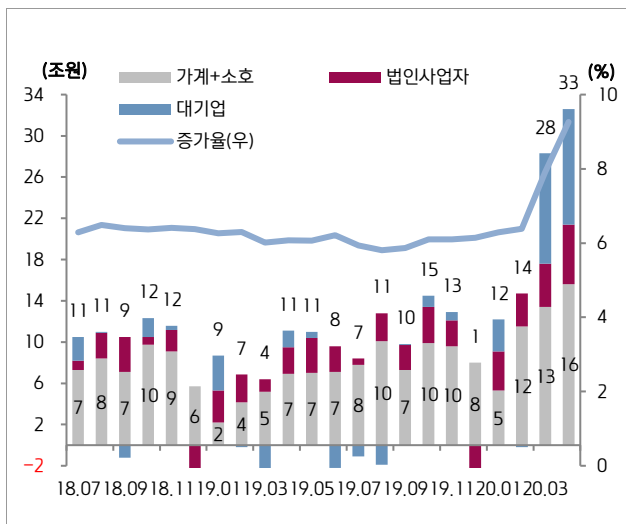
정부, 은행을 이용한 대출 확대 정책 전개 중

1. 금융시장 동향 및 전망 : 정부의 유동성(대출) 확대 정책 본격화

4월 금융시장의 핵심은 정부의 유동성 확대 정책으로 은행 대출이 총 32.7조원 순증, 3월에 이어 4월에도 역대 최고치를 기록하였다는 점이다. 이는 2019년 월평균 순증액의 3배에 달하는 규모이다. 정부의 코로나대출이라는 자영업자, 중소기업에 대한 적극적 대출 정책으로 개인사업자와 중소기업 대출 순증액은 각각 10.8조원, 5.8조원을 기록하였다. 참고로 정부는 4월 1일 코로나 위기 극복대책의 일환으로 소상공인 지원을 위해 12조원, 중소 및 중견기업 지원으로 29.1조원을 지원하기로 발표한 바 있다. 정부의 유동성 확대 정책은 여러 의미있는 현상을 초래하였다. 핵심 내용은 다음과 같다.

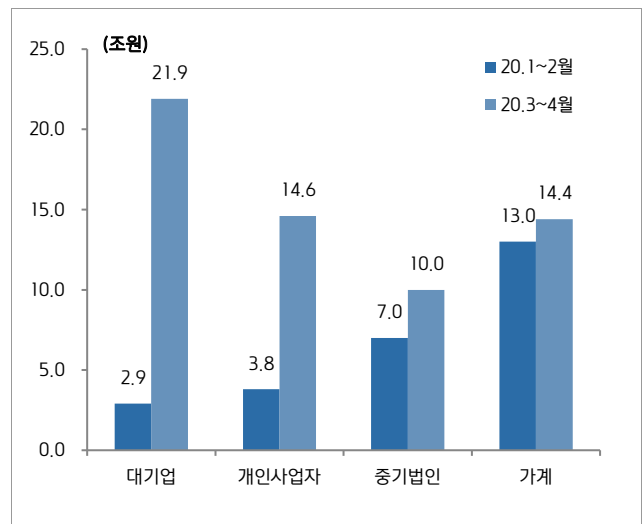
첫째, 정부 지원 대출이 늘어나자 고금리 대출이 큰 폭으로 감소했다는 점이다. 카드대출, 보험약관대출 등 제2금융권 대출이 2.1조원 감소하였고 신용대출도 0.1조원 감소하였다. 사실상 은행 대출 이용이 어려운 저신용자에게도 1.5%의 초저금리 대출을 선착순 방식으로 1인당 최대 7천만원까지 공급한 결과, 고금리 대출을 저금리 대출로 전환하는 현상이 나타난 것이다. 둘째, 대기업 대출이 11.1조원 순증, 전월에 이어 사상 최대치를 기록했다는 점이다. 정부의 유동성 확대 정책, 자금시장 경색 현상 지속 등으로 대기업의 자금 가수요가 늘어난 것이 주된 원인으로 해석된다. 이런 이유로 부가세 납부 등 계절적 요인에도 불구하고 저원가성 예금이 4월 소폭 증가하였다.

정부 정책 영향으로 은행 대출 급증



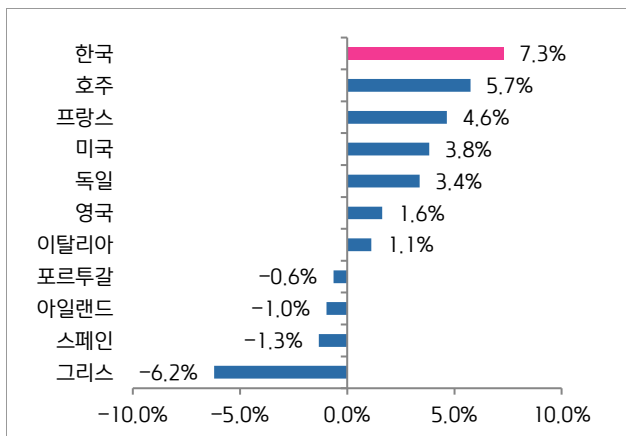
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

예금은행의 부문별 대출 순증 비교



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

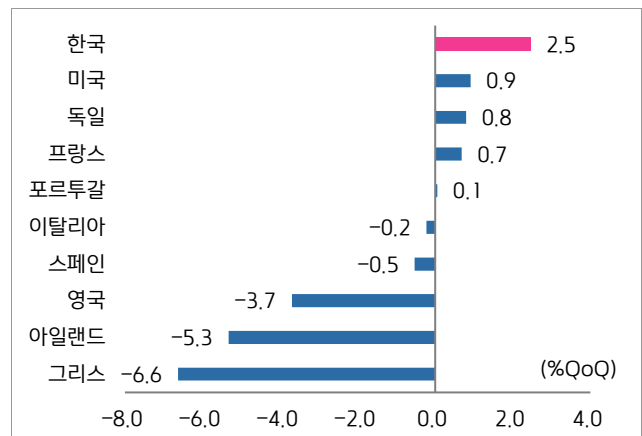
주요 국가별 가게 대출 증가율 비교('14년~'19년)



자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 한국은 개인사업자대출 포함

주요 국가별 가게 대출 증가율 비교('20년 1분기)



자료: 한국은행, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

주: 한국은 개인사업자대출 포함

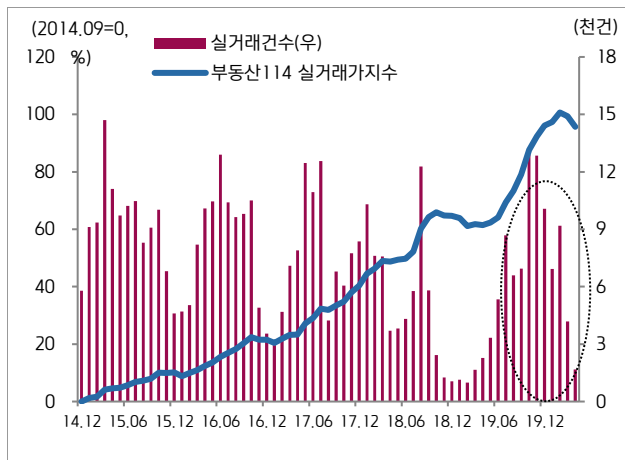
코로나19 이후 주택가격  
하락, 거래 급감 현상 재  
현

2. 부동산 시장 동향 : 코로나 정책, 부동산 시장에 긍정적 기여

4월 아파트 시장의 특이점은 전월에 이어 매매시장과 전세시장 약세가 강화되고 있다는 점이다. 서울, 경기 아파트가격은 부동산114 실거래가지수 기준은 각각 1.8%, 0.9% 하락하였다. 가격 보다는 거래량 감소가 두드러지게 나타났다. 서울 및 경기 아파트 거래량이 각각 전월 대비 -59.7%, -43.7%를 기록, 3월에 이어 4월에도 전월의 절반 수준으로 감소하였다. 코로나 위기로 부동산에 대한 투자 심리가 크게 위축된 점, 자영업 경기 악화로 임대료 연체, 공실 확대 등으로 임대사업자의 수익이 감소한 점, 재산세, 종부세 인상 등으로 인한 다주택자의 현금흐름 악화가 부동산 시장 침체에 결정적인 영향을 미쳤던 것으로 풀이된다. 코로나 위기가 정부 어떤 대책보다 영향력이 컸음을 확인해 볼 수 있는 사례이다. 실수요를 가늠할 수 있는 서울과 경기지역 전세가격도 전월 대비 1.3%, 1.1% 하락, 실거래 기준으로는 3월에 이어 4월에도 하락 추세가 지속되었다. 다만 최근 가격 급등으로 2년 전 대비 높은 수준을 유지하고 있어 서울 및 경기 지역에 한해 전세발 디레버리지 현상이 재현될 가능성은 높지 않다.

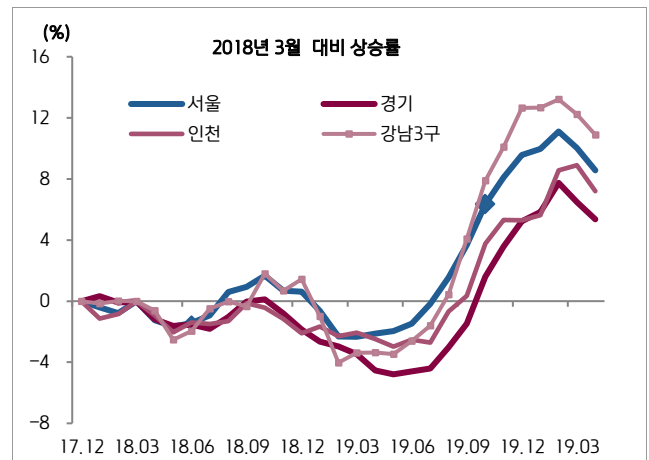
거래량 급감과 같은 부동산 시장의 위축은 부동산을 기반으로 해 온 한국의 금융시스템의 악화를 야기할 심각한 사안이다. 시장의 기능을 잃어 부채를 상환해야 하는 급매자가 매각을 하지 못할 경우 1) 연체로 전환, 은행 부실 자산 확대 뿐만 아니라 2) 담보가치 하락으로 인한 신용창출 기능의 악화, 3) 거래량 감소로 인한 내수 부진을 유발할 수 있기 때문이다. 이 점이 오랫동안 정부의 부동산 시장 안정화 정책의 제약 요소로 작용해 왔다.

실거래가지수 기준 서울 아파트 가격 상승률 추이



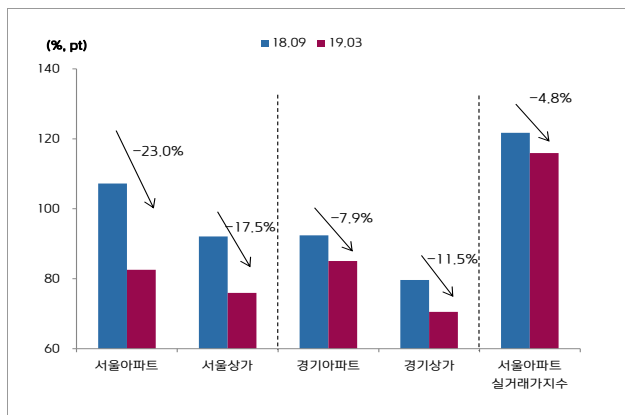
자료 : 부동산114, 키움증권 리서치센터

서울 및 주요지역 전세가격 상승률 추이



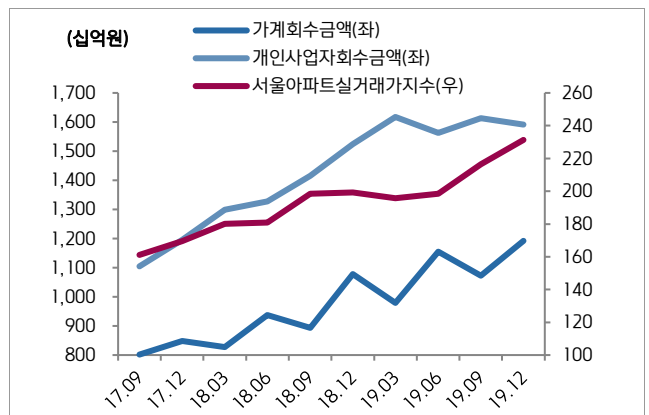
자료 : 부동산114, 실거래가지수 기준, 키움증권 리서치센터

2019년에도 경매 낙찰가율 급락 현상 나타나



자료 : 부동산114, 법원통계정보

은행 가계 및 개인사업자대출 연체 회수금액 추이



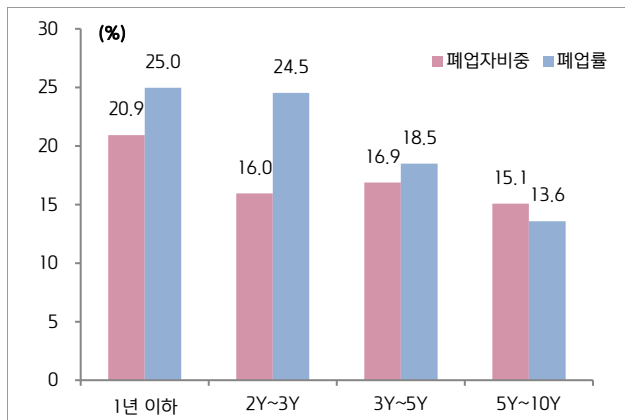
자료:금융감독원

코로나로 인한 부동산 시장 침체 완화 위해 부양책 제시할 가능성 높음

따라서 코로나 위기로 경기가 급속히 악화되는 여건을 고려할 때 정부가 경제에 적지 않은 충격을 줄 수 있는 부동산 시장 침체를 방관하기는 어려울 것이다. 그런 이유로 정부의 향후 부동산 정책은 당분간 시장에 우호적인 방향으로 제시될 가능성이 높다. 구체적인 예를 들면 다음과 같다.

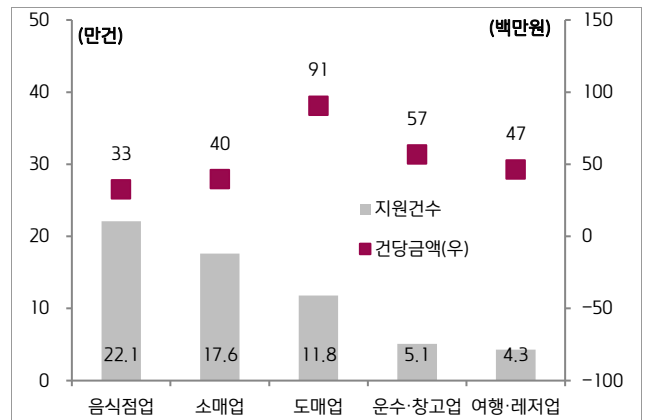
첫째, 코로나 위기 극복을 위한 파격적인 유동성(대출) 확대 정책을 들 수 있다. 동 정책은 이미 주식시장에 적지 않은 긍정적인 영향을 미쳤으며 나아가 부동산 시장에 적지 않은 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 연평균 폐업률이 20%대에 달하는 환경에서 대출 용도를 제한하지 않고, 대출 기준을 완화한 상태에서 최대 7천만원 규모의 자금의 대출이 공급되면 상당 부분이 주식, 부동산 등 투자자산으로 유입되는 것은 불가피해 보인다. 최근 급증하는 개인의 주식투자 확대, 경매시장의 가격 급등 등은 유동성이 투자자산으로 유입되는 대표적인 증거이다. 둘째, 지난 6일 발표한 주택공급 기반 강화 대책 역시 단기적으로 서울 아파트 매매시장에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다는 점이다. 용산 등 국·공유지를 활용한 주택 공급은 표면적으로 주택시장 공급 증가라는 측면에서 부정적일 수 있다. 그러나 당장은 공유지 개발 과정에서 주변 재건축 허가가 이루어질 수 있으며 나아가 오랫동안 지연되었던 업무지구 개발도 재현될 수 있다. 이는 용산 및 강남 재개발 아파트 가격 상승을 유발할 가능성이 적지 않다. 이밖에 부동산 시장 안정보다 경기 부양에 초점을 맞추면서 미루었던 인허가 사업도 빠르게 진행될 수 있다. 현대차 사옥 건설 허가 등 다양한 대형 사업 역시 단기적으로 부동산 시장에 긍정적일 수 있다.

자영업(도소매+숙박+음식점)의 존속연수별 폐업률 비교



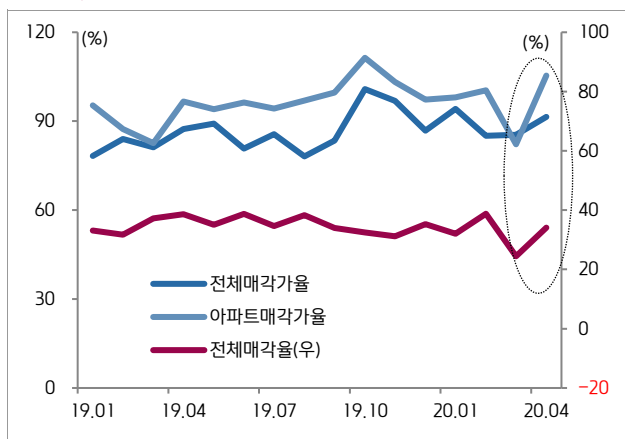
자료: 국세청, 일반사업자 기준

업종별 소상공인 대출 지원 건수 및 건당 금액



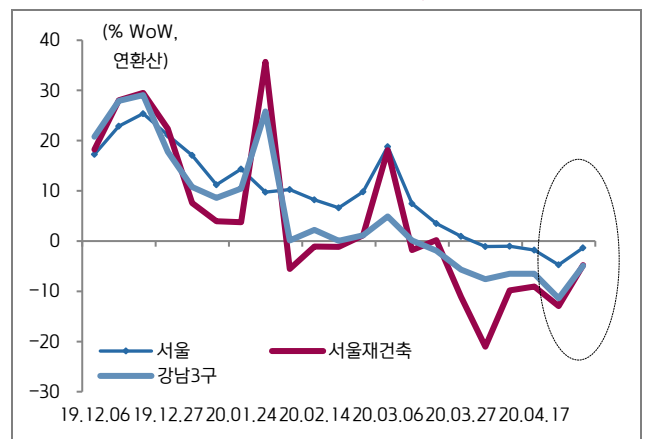
자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

유동성, 경매시장으로 일부 유입 추정



자료: 법원경매통계, 키움증권 리서치센터

유동성 유입으로 아파트 가격 하락세, 급속 둔화



자료: 부동산114, 키움증권 리서치센터

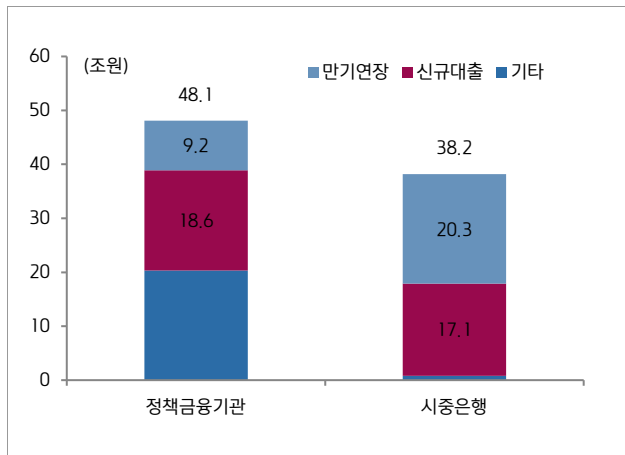
코로나19 장기화로 유동성 확대 중심의 정책기조는 한계에 봉착할 것

### 3. 정부의 유동성 확대 정책의 지속 가능성 점검

정부는 이번 위기를 단기간에 끝나는 외부 충격으로 인식, 이에 맞는 임시대책 중심의 파격적인 대책을 제시하였다. 즉 국책은행, 시중은행 중심의 원리금상환 유예, 무차별적 대출 확대 등의 정책을 통해 1) 대기업뿐만 아니라 2) 자영업, 중소기업의 파산을 차단, 민간 소비가 위축되는 것을 원천적으로 봉쇄하는 것이다. GDP 수준, 실업률 등 제반 지표 등을 고려해 볼 때 정부의 정책은 선진국과 비교해 볼 때 현재까지 긍정적으로 평가할 만하다. 그러나 코로나 위기가 장기화되면서 정부의 정책은 조만간 한계에 봉착할 수 밖에 없다. 위기 충격 최소화에서 충격의 적절한 관리 중심으로 정책 기조의 변경이 필요한 시점으로 판단된다. 그 이유는 다음과 같다.

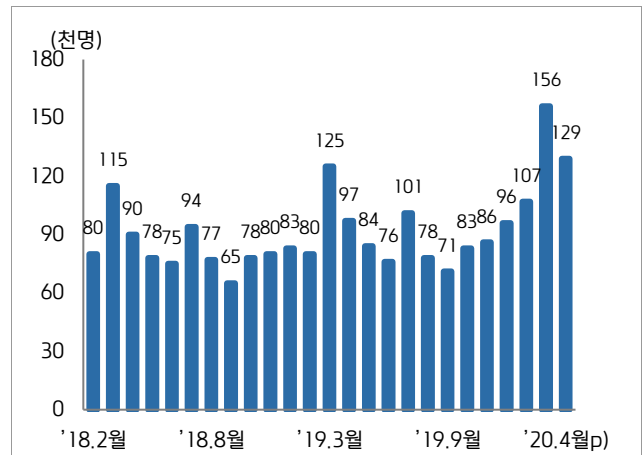
첫째, 코로나 위기가 장기화되면서 항공, 운송, 리조트 산업에 이어 수출 경기 악화로 수출기업이 적지 않은 타격을 입을 것으로 예상되기 때문이다. 관세청 자료에 따르면 수출 금액은 '20년 4월 전월 대비 24.3% 감소한 데 이어 5월에는 10일까지 46.3% 감소하였다. 더욱이 자동차, 자동차 부품 등 고정비 지출이 많아 매출 감소에 따른 손익 악화가 두드러지는 산업의 수출 감소가 두드러지게 나타나고 있다. 이는 다음과 같은 면에서 중요한 시사점이 적지 않다. 1) 수출 기업의 장기간 매출 감소는 GDP에서의 수출의 존도를 고려해 볼 때 경기, 고용 등에 적지 않은 충격을 줄 수 있는 동시에 2) 수출의 경우 해외 요인으로 정부가 대응할 수 있는 정책이 거의 없다는 점이다

은행별 소상공인 및 중소기업 금융지원 실적



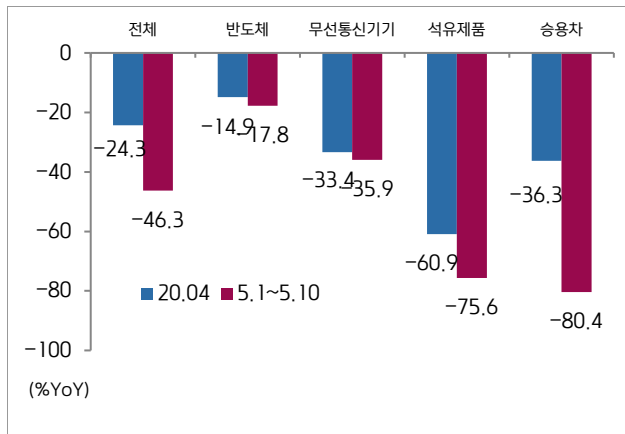
자료: 금융위원회, 키움증권 리서치센터

구직급여 신규 신청자수 추이



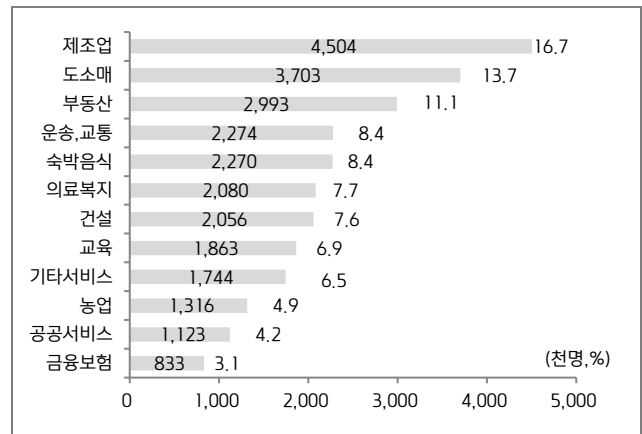
자료: 고용노동부

업종별 수출 전년비 감소폭 비교



자료: 관세청, 키움증권 리서치센터

ILO 기준 고용인수와 비중 비교 (2019년 기준)



자료: ILO, 키움증권 리서치센터

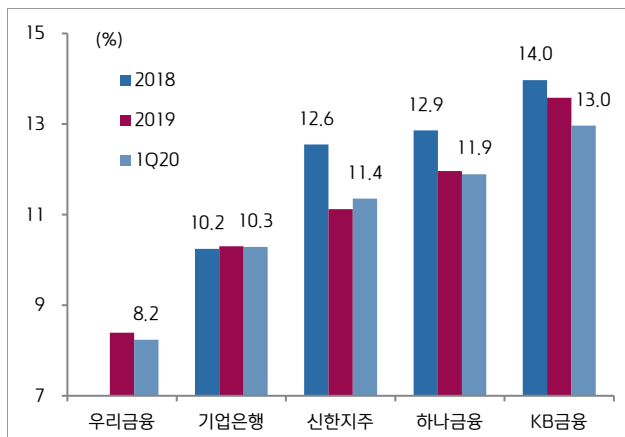
은행을 이용한 정부정책  
으로 은행 자본비율 하락

둘째, 정부의 은행을 활용한 유동성 확대 정책은 임시 방편 정책으로 은행의 자본 비율 수준을 고려해 볼 때 장기간 유지하기 어렵다는 점이다.

실제 2분기, 늦어도 하반기 중 은행은 대규모 추가 총당금 적립으로 자본 부담이 크게 늘어날 수 있다. 지난 1/4분기 미국, 유럽 등 주요 국가 은행과 달리 별도의 추가 적립을 하지 않아 예상손실을 상향 조정 등을 통한 추가 적립이 불가피해 보인다. 미국과 같이 총 여신의 0.7%를 추가 적립할 경우 추가 부담은 1.8조원으로 보통주 자본비율은 0.5%p 하락할 수 있다. 여기에 코로나가 장기화되면서 수출 기업 부실화가 본격화될 경우 원리금 상환 유예 대출과 함께 현금흐름이 열악한 기업을 중심으로 추가 총당금이 급증할 수 있다. 원금에 이어 이자까지 상환을 유예한 것은 은행의 여신관리를 어렵게 함으로써 기업의 모럴해저드를 유발할 가능성이 높다.

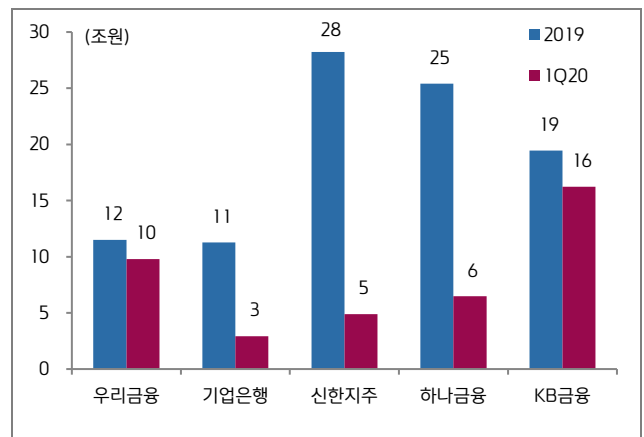
정부는 이에 대비해 임시 방편으로 바젤 3 최종안 도입하는 한편 우리금융지주를 비롯한 지방은행지주의 내부등급법 승인을 상반기 이내에 추진할 것으로 예상된다. 그럼에도 향후 대출 순증 규모, 추가 총당금 적립 요인 등을 고려해 볼 때 우리금융을 제외한 3대 은행지주의 평균 자본비율은 0.5%p~1%p 하락할 가능성이 높다. 무디스, 피치 등 외국계 신용평가사로부터 은행의 등급 전망이 하향 조정된 상황에서 주요 선진국가 중 가장 낮은 수준의 자본비율과 총당금 적립율을 유지하기는 더 이상 어려울 것이다.

은행지주 별 그룹기준 보통주 자본비율 추이 비교



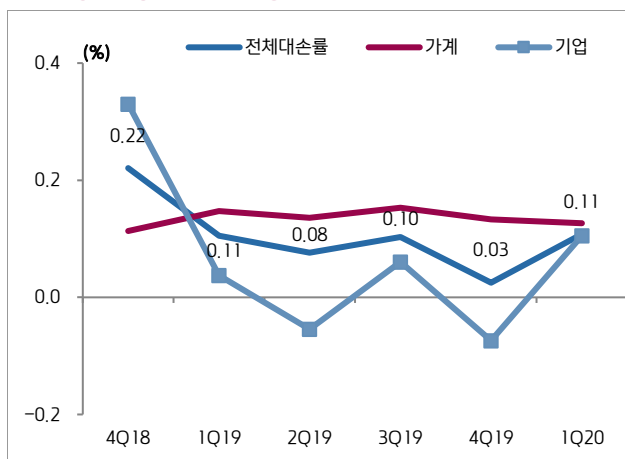
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

사별 위험가중자산(RWA) 순증금액 비교



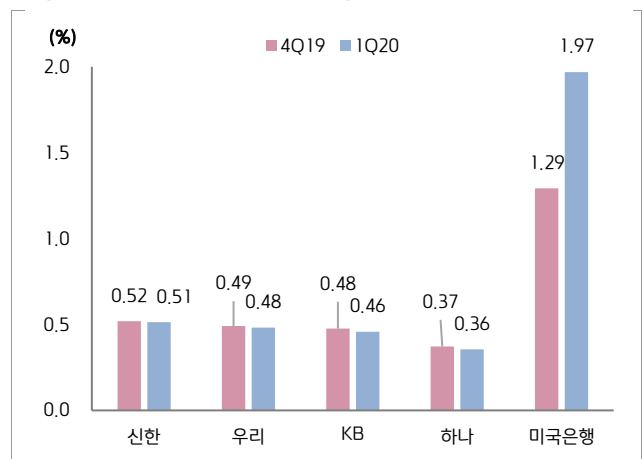
자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

4대은행의 평균 대손비용률 추이



자료: KB, 신한, 하나, 우리은행 기준, 키움증권 리서치센터  
주: 펀드 및 신탁 불완전판매에 따른 총당금은 제외함

은행별 대출채권 대비 대손비용률 비교



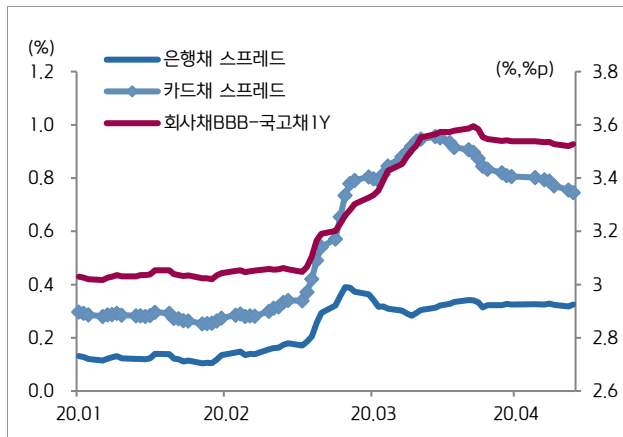
자료: 국내 은행, 각 사, 키움증권 리서치센터  
주: 국내 은행은 은행 기준임

코로나 장기화에 대비하  
려면 체계적이고 대대적  
인 구조조정이 필요

정치적 여건 관점에서 보더라도 임시 방편 대책을 제시함으로써 정부가 또 다시 자산시  
장 버블을 만듦으로써 위험을 증폭할 가능성은 낮아 보인다. 시기적으로 선거 등 정치적  
일정이 없고 여당 주도의 국회 개원 등 제반 여건도 크게 개선되었기 때문이다. 이미 정  
책 기조의 수정 조짐도 있다. 정부의 자영업자 대상 긴급자금 추가 대출 10조원에 대해  
서는 한도를 1천만원, 대출금리도 시장금리 수준으로 조정하였다. 나아가 기간산업을  
제외한 한계기업에 대해서는 은행 주도의 구조조정을 추진하겠다고 밝힌 바 있다. 다만  
정책 기조를 구조조정 중심으로 변경, 코로나 위기 장기화 대비하려면 가계부채 구조조  
정, 부동산 시장 구조 개편, 한계기업에 대한 체계적이며 대대적 구조조정이 필요하다.  
이에 반해 제반여건, 정부의 집행 능력, 정치적 반발 등 장애요인도 적지 않아 일관되게  
구조조정을 추진할지는 불투명해 보인다.

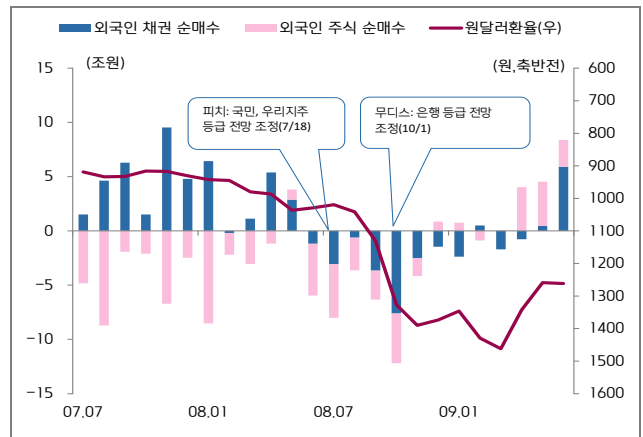
미국, 유럽 등 코로나가 전세계적으로 확산, 장기화되면서 은행의 부담이 늘어날 수 있  
다는 우려로 국내 은행업종 주가는 구조조정이 일단락되기 전까지 당분간 미국, 유럽 은  
행과 동조화되는 현상을 보일 가능성이 높다. 다만 단기적으로는 정부의 유동성 확대 정  
책의 효과가 적어도 상반기까지 효과를 발휘할 것으로 예상된다. 이와 같은 유동성 확대  
정책은 주식시장, 부동산시장에 어느 정도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상, 증권산업  
의 단기적 수혜가 기대된다.

금융채 및 회사채 스프레드 추이



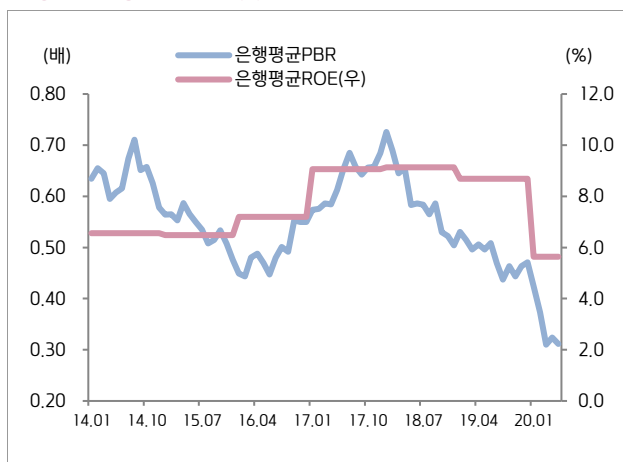
자료: BondWeb, 키움증권 리서치센터

'08년 외국계 신평사의 등급조정, 유동성 위기의 단초



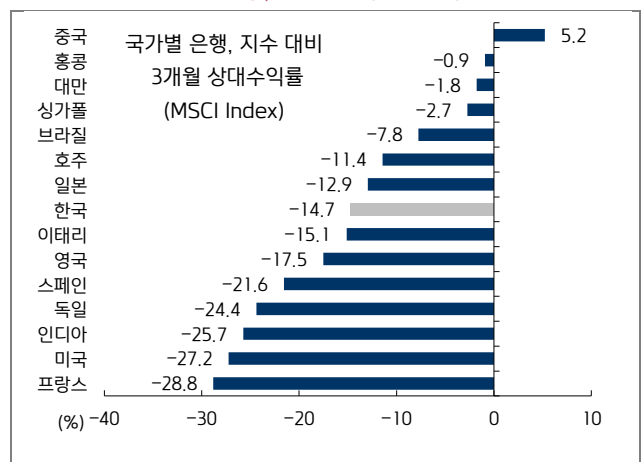
자료: BondWeb, 키움증권 리서치센터

은행지주 평균 PBR 및 ROE 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터 추정

코로나 위기 이후 은행, 전세계적으로 약세 시현



자료: Thomson Reuters, 키움증권 리서치센터

### 투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(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	적용 기준(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.