2020. 8. 5 (수)

meritz Strategy Daily
전략공감 2.0

Strategy Idea
약달러에 대한 생각과 환율 전망 Update

오늘의 차트
유로화 절상에 가려진 신흥국 통화강세

칼럼의 재해석
용적률의 마법: 헌 집 줄게, 새 집 다오

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

Strategy Idea

▲ 경제분석
Analyst 이승훈
02. 6454-4891
seunghoon.lee@meritz.co.kr

약달러에 대한 생각과 환율 전망 Update

- ✓ 중기적으로는 달러 약세의 추가 진행 가능성에 무게
- ✓ 단기적으로는 미국 모멘텀 약화에 기댄 약세 심화가 일부 되돌려질 가능성 있음
- ✓ 위안화, 원화는 글로벌 달러약세 환경에서 다소 소외. 미-중 갈등 완화가 중요하며, 11월 미국 대선을 지나며 강세에 동참할 가능성에 무게

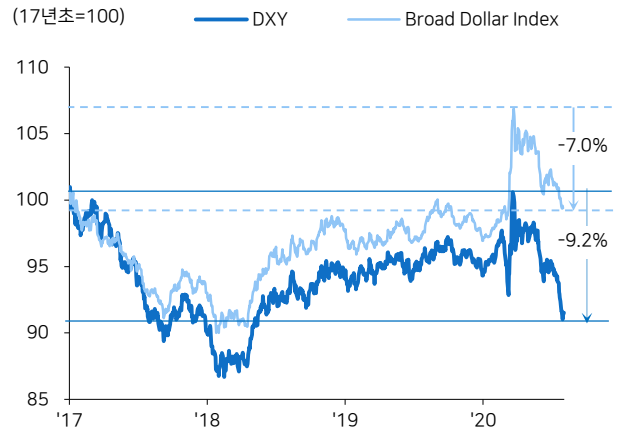
가파르게 진행 중인 달러 약세, 2011년 이후 지지선 하향 돌파

빠르게 진행 중인 달러 약세

달러화의 절하가 예상보다 빠르게 진행되고 있다. 7월 말 기준, 1) 주요국 6개 통화(유로, 엔, 파운드, 캐나다 달러, 스위스 프랑, 스웨덴 크론)를 대상으로 하는 DXY지수는 3월 23일 고점 대비 9.2% 하락했고, 2) 이보다 넓은 범위인 FRB의 Broad Dollar 지수는 동 기간 중 7.0% 하락했다. 7월 중 낙폭이 확대된 것으로, 대부분은 유로화와 인근 지역 강세에 기인하며, 신흥국 통화의 강세도 수반되었다(현황에 대해서는 오늘의 차트, "유로화 절상에 가려진 신흥국 통화강세"를 참고).

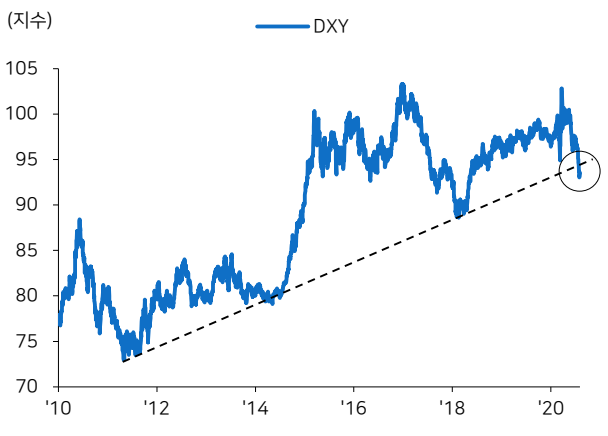
달러화가 가파르게 절하되면서, DXY 지수는 2011년 저점으로부터 연장되는 장기 지지선을 하향 돌파하였다. 이는 기술적인 관점에서 달러화의 추가 약세 가능성을 높이는 요인으로 부각되고 있다.

그림1 DXY와 Fed Broad Dollar Index



자료: Bloomberg, Federal Reserve, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2010년 이후 DXY(달러화 지수) 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

향후 달러화에 대한 생각

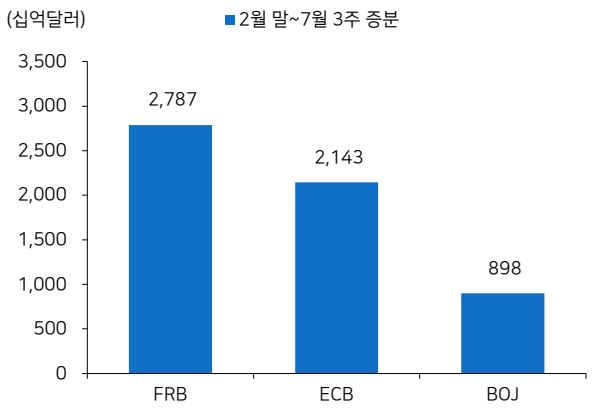
달러화는 어떻게 움직일 것인가? 중기와 단기로 구분하여 기술하고자 한다.

중기적 시각: 달러 약세 연장

중기 달러 약세 유발 요인
1. 미 연준 주도 자산팽창과 글로벌 통화공급 증가

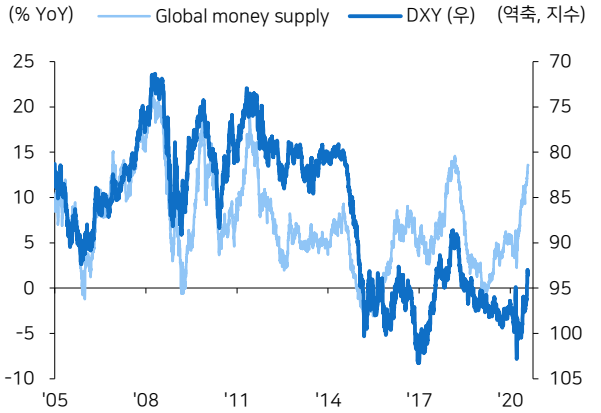
중기적 시각에서 달러화의 약세를 추동하는 요인들은 여전히 잘 작동하고 있다. CoVID-19 확산 직전인 2월 말 이후 7월 셋째주까지 주요국 중앙은행 자산의 증감을 보면, 여전히 미국 연준의 자산 증가가 여타 중앙은행 자산 증가 속도를 앞선다. 6월 말 TLTRO3 입찰 호조로 ECB 자산이 최근 들어 빠르게 늘어났으나, 연준의 속도에는 미치지 못한다. 아울러, 주요국 중앙은행의 자산증가와 은행시스템 작동으로 유발되는 글로벌 통화공급의 증가세가 더욱 가속화되며 달러화 약세를 유발하고 있다. 내년 1분기까지는 이러한 흐름이 연장될 가능성이 크다.

그림3 주요국 중앙은행의 자산증감



자료: FRB, ECB, BOJ, 메리츠증권 리서치센터

그림4 글로벌 통화공급 증가율과 DXY



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2. 정책적 유인: 금융억압 통해 실질금리 낮게 유지시킬 유인은 미국이 가장 큼

정책적 유인이라는 관점에서 보아도, 달러 약세가 추가적으로 진행될 가능성에 무게가 실린다. 주요국은 CoVID-19에 대응하는 과정에서 막대한 재정적자를 용인하였다. IMF의 6월 전망에 따르면, 미국과 유로존의 2020년 재정적자는 각각 GDP의 23.8%와 11.7%에 달할 전망이다. 막대한 재정적자의 용인은 필연적으로 국가채무의 급증으로 연결될 수 밖에 없다. 2021년 미국의 국가채무/GDP 비율은 146.1%, 유로존의 경우는 103.0%로 전망되고 있다. 2019년에 비해서는 각각 37.4%포인트와 18.9%포인트나 높은 수치이다.

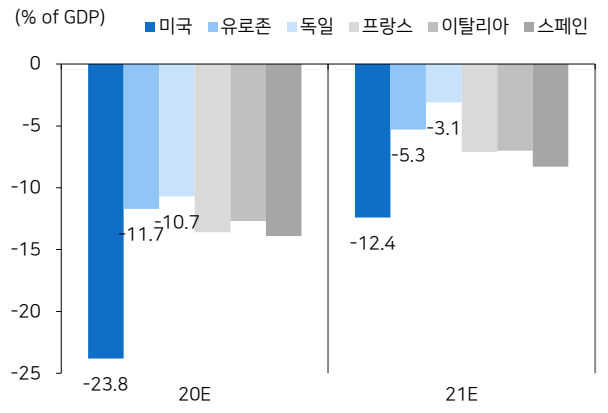
지역을 막론하고, 이런 형태의 국가채무 급증을 영구히 용인하기 어려울 것이기에 향후에는 반드시 정상화 노력이 수반될 것으로 봐야 한다. 국가채무의 물리적인 상환이 어려울 것이라는 점에서 선진국 공통적으로는 명목 GDP를 팽창시키거나, 실질금리를 낮게 유지시키는 방향으로 GDP대비 부채비율을 낮추고자 할 것이다. 이러한 매카니즘은 우리가 하반기 주식전략, "Take off the bear mask"에서도 언급한 바 있었다.

이에 따라 미국-독일, 미국-일본 실질금리차 낮은 상태 유지할 가능성 높아

선진국 중에서 이러한 정책방향이 가장 절박한 지역은 미국이다. 따라서 다른 선진국에 비해 미국은 1) 중앙은행의 인플레이션 오버슈팅 용인과, 2) 물가상승률보다 낮은 명목금리, 즉 마이너스 상태의 실질금리를 보다 장기간 유지시킬 유인이 클 것이다. 이는 2018년 말(235bp)를 기점으로 크게 줄어든 양국의 실질금리차(현재 31bp)가 계속 축소된 상태로 머무를 가능성이 있음을 시사한다. 금리차 측면에서 보면, 달러화는 과거처럼 매력적인 자산이 아닐 수 있다는 것이다.

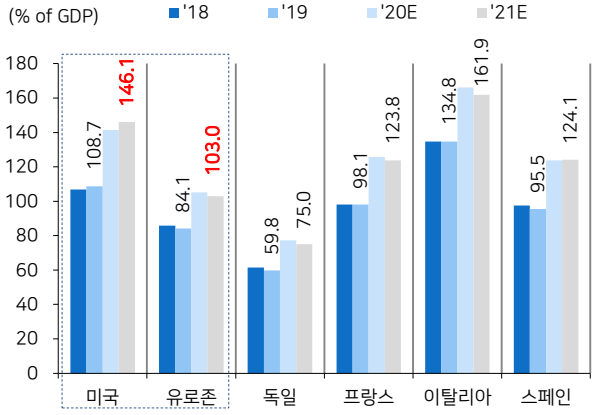
일본도 같은 잣대를 적용해 볼 수 있다. 다만 일본은 10년물 물가채 시계열의 단절이 발생하기에, 대안으로 명목금리에서 핵심소비자물가 상승률을 차감하여 실질금리를 계산하는 방법을 사용하였다. 이 기준 하에서 보면, 7월 월평균 기준 미국 실질금리는 −57bp인 반면 일본 실질금리는 −17bp이다. 미−일간 실질금리차와 엔/달러 환율이 완벽히 동행하는 것은 아니지만, 양국 실질금리차가 역전되었을 때는 엔화 강세 압력이 부각되곤 했다. 미국의 정책적 유인을 고려한다면, 향후 추가적인 위험선호 부상 환경에서도 엔화 약세 전환은 쉽지 않을 수 있다.

그림5 미국 및 유로존 주요국의 20~21년 재정적자 전망



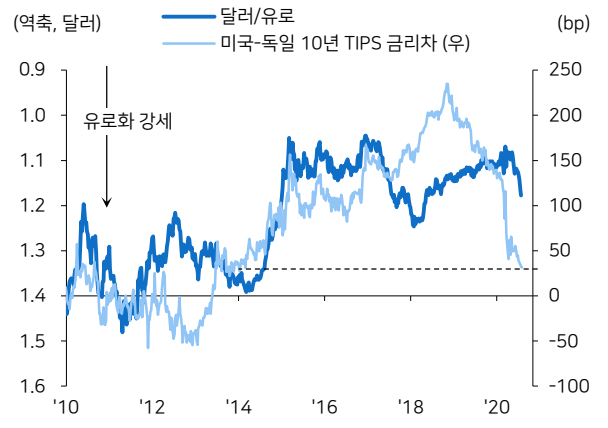
자료: IMF WEO (2020년 6월), 메리츠증권 리서치센터

그림6 미국 및 유로존 주요국의 국가채무 비율 전망



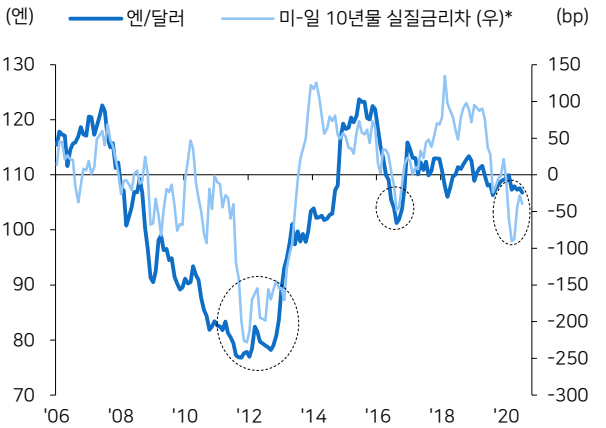
자료: IMF WEO (2020년 6월), 메리츠증권 리서치센터

그림7 유로화와 미국-독일 실질금리차



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림8 엔화와 미국-일본 실질금리차



주: * 양국의 "월평균 10년물 국채금리 − Core CPI 상승률" 로 계산
자료: Refinitiv, CEIC, 메리츠증권 리서치센터

3. 달러화 본연의 성격: 경기역행적 통화 = 경기회복시 약세

이 밖에 달러화가 전통적으로 경기역행적(counter-cyclical)을 지녀왔고, 3월 이후로는 안전자산의 잣대였음을 고려한다면, CoVID-19 충격에서 글로벌 경기가 동반 회복되는 2021년까지도 달러화의 약세 진행 가능성은 높다 하겠다.

단기 전망: 달러화 약세 되돌림 가능성

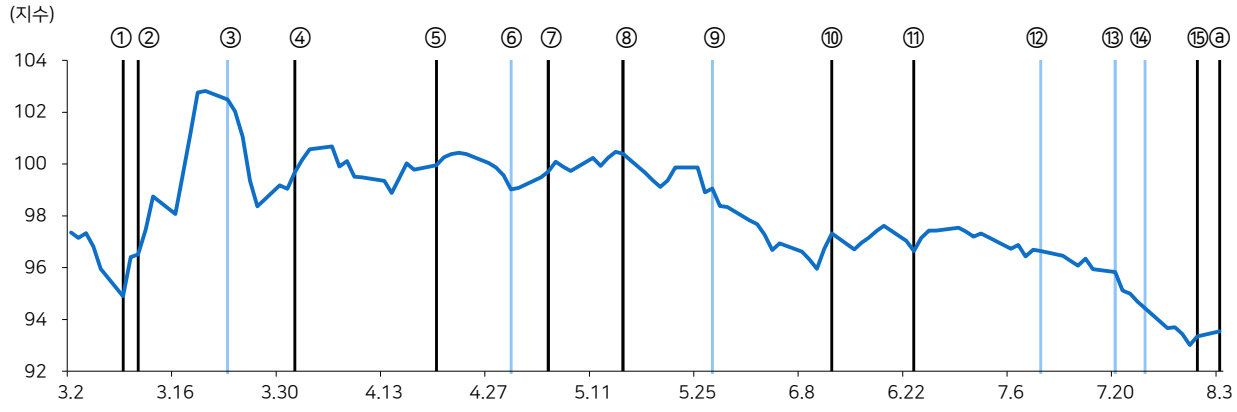
다만, 단기적인 시계에서는 달러화 약세가 주춤할 가능성이 있다고 본다.

1. 최근 들어 달러화는 미국 모멘텀 약화-유로존 모멘텀 강화 반영

7월 20일 전후 달러화의 약세를 유발한 요인은 전술한 구조적 변수 외에 "미국 대비 유로존 경기모멘텀이 우월할 수 있다" 는 기대의 반영이었다. 우선 1) EU공동기금이 정상회담에서 합의되면서 2021년 이후까지 재정이 취약한 국가들의 부양이 가능해 졌고, 2) 유로존 주요국이 바이러스를 비교적 성공적으로 통제하면서 사회적 거리두기도 미국에 비해 완화되었다. 이는 6월과 7월에 걸쳐 PMI가 미국에 비해 큰 폭으로 반등하는 결과로 귀결되었다.

흥미로운 점은 유로존 2/4분기 GDP가 독일 등 지역에서 시장 기대를 하회하고(7월 31일), 미국의 7월 제조업 ISM지수(8월 3일)가 시장의 예상치를 크게 상회하면서 달러화 지수의 되돌림이 관찰되었다는 것이다. 이는 7월 하순 이후 유로존의 경기회복 못지 않게 미국 경제 펀더멘털 악화 우려가 되려 달러 약세를 심화시키는 요인으로 작용했음을 보여 준다. 그간 미국 내 CoVID 신규확진자수 증가로 인해 미국 경제 회복에 대한 눈높이가 크게 낮아져 있던 상황에서 ISM제조업 지수의 서프라이즈가 이러한 우려를 일부 완화시키는 요인으로 작동한 것이다.

그림9 **2월 말 이후 달러 인덱스와 변곡점을 유발한 주요 이벤트 (검정: 달러 강세, 파랑: 달러 약세)**



주: ① OPEC 감산합의 실패(3/9), ② WHO CoVID-19 판데믹 선언과 사우디 원유증산 발표 (3/11), ③ 연준, 무제한 QE/회사채 매입 발표(3/23)
④ 백악관, CoVID 장기화 우려 (4/1), ⑤ 국제유가 마이너스 기록 (4/20), ⑥ FDA, 렘데시비르 승인 검토 (4/30), ⑦ 독일 헌재, PSPP 부분위헌 판결 (5/5)
⑧ 영국-EU 브렉시트 이후 미래관계 협상 미비 (5/15), ⑨ EU집행위, 공동기금 제안 (5/27), ⑩~⑪ 미국 내 코로나 재확산 우려(6/12, 6/23)
⑫ 샤를 미셸 EU이사회 의장, 공동기금 절충안 제시 (7/10), ⑬ EU정상, 공동기금에 합의 (7/21), ⑭ 유로존 PMI 서프라이즈(7/24)
⑮ 유로존 2Q GDP 실망(7/31), ⓐ 미국 7월 ISM제조업 지수 예상 상회(8/3)

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2. 금융시장 포지션도 특정 방향 쏠림 심한 상태

금융시장 내에서 달러화 약세와 유로화 강세에 대한 기대가 한 방향으로 크게 쏠려 있다는 사실도 단기간 내 이러한 조합의 되돌림 가능성이 높음을 시사한다.

미국 상품선물거래소(CFTC)에서 주간 단위로 집계하는 제반 자산에 대한 비상업 순 포지션(Non-commercial net position)을 통해 쏠림의 정도를 가늠할 수 있다. 미국 달러화의 경우 약세 기대가 2014년과 2018년 저점에 근접해 있으며, 유로화에 대한 비상업 포지션은 2018년 1.25달러/유로까지 유로화 강세가 나타났던 시점에 비해 강세 쏠림이 더욱 심화된 상태이다. 엔화의 경우는 뚜렷한 방향성을 찾기 어렵다.

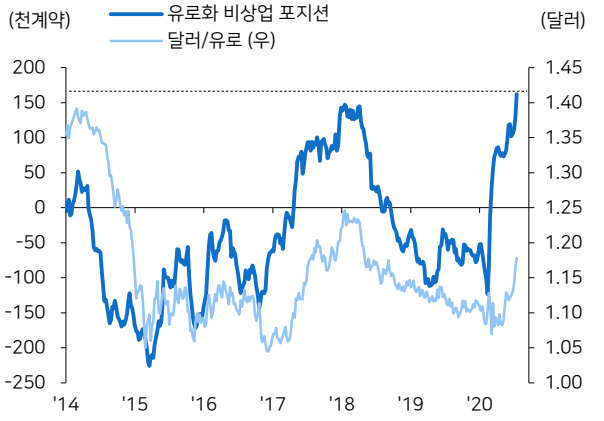
반전의 트리거는?

이러한 포지션 쏠림의 되돌림을 유발할 수 있는 요인은 무엇일까. 미국의 신규확진자수 증가세가 둔화되고 의회 차원의 부양책이 가세하면서 미국 경기회복의 지속력이 확보된다면 가능하다. 반대로 최근 스페인을 중심으로 유로존 신규확진자수 증가세가 다시 빨라지고 있다는 점도 되돌림 요인이 될 수 있다.

그림10 달러화 지수: 비상업 순 포지션과 달러화

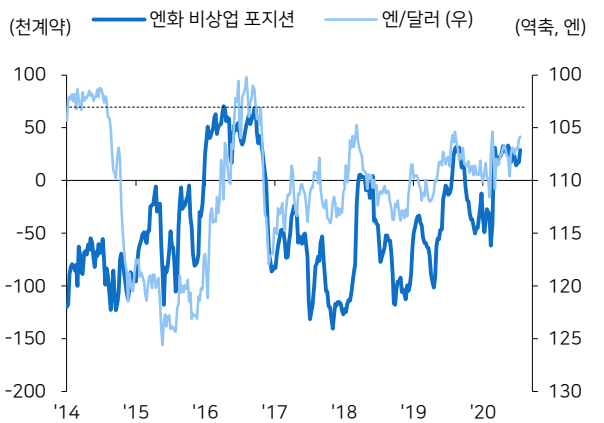
자료: CFTC, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림11 유로화: 비상업 순 포지션과 달러/유로



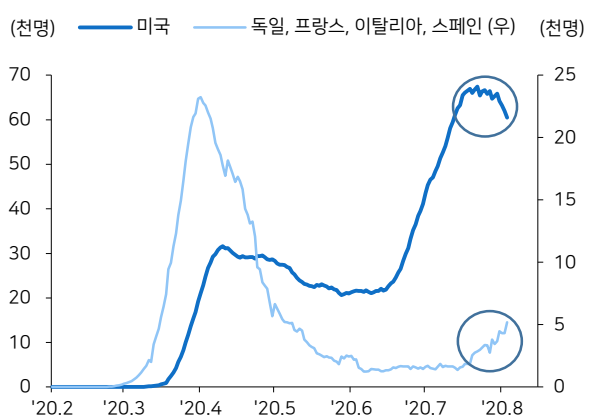
자료: CFTC, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림12 엔화: 비상업 순 포지션과 엔/달러



자료: CFTC, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림13 미국과 유로존 국가 신규확진자수 (7일 이동평균)



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

위안화와 원화는 어떻게 봐야 할까?

위안화/원화는 글로벌 달러 약세 환경에서 다소 소외

위안화와 원화는 글로벌 달러화 약세로부터 다소 소외된 통화였다. 중국의 빠른 경기회복으로 중국 위안화를 포함한 아시아 역내 통화 강세가 나타나긴 했지만, 미-중 갈등이라는 변수가 위안화 강세를 제약하였기 때문이다.

미-중 갈등 고조가 무역문제로 번질 가능성이 낮다고 생각하지만…

우리는 미-중 갈등이 고조되더라도, 기술패권 영역과 비경제적 영역에 국한될 가능성에 무게를 두고 있으며, 2019년과 같은 무역분쟁의 재발 내지는 합의 파기로 이어질 가능성은 매우 제한적일 것으로 예상하고 있다. 이는 CoVID-19로 인해 미-중 양국의 경제적 타격이 상당한 상태에서, 무역합의 파기-관세전쟁 재현의 실익이 적기 때문이다. 2019년 하반기 미국 실업률이 4%를 밑돌 때에도, 미국은 소비재 관세부과가 결국 자국 소비자 부담으로 귀결될 것을 우려하여 추가 관세부과를 주저하였다. 현재 실업률이 11%인 상황에서는 더욱 어렵다.

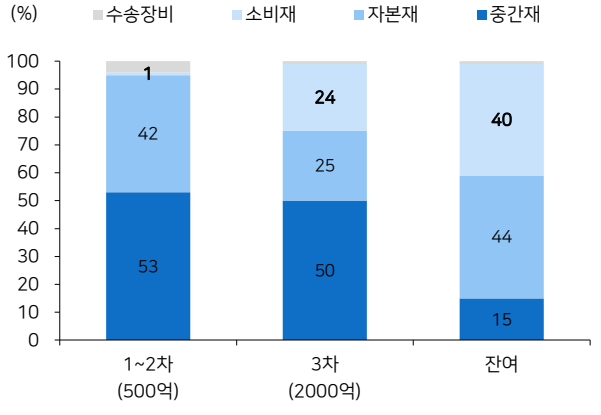
외환시장의 생각은 다른 듯 보임 결국 대선이 지나야 할 것

이러한 우리의 시각에도 불구하고, 외환시장 내에서는 미-중 갈등 고조가 무역문제로 번질 가능성을 여전히 걱정하는 것 같다. 중국이 대미 수입의존도를 2/4분기에 높였지만 여전히 미-중 1단계 무역합의에서 약속한 수준에는 미달하여 미국의 불만을 살 수 있다는 것이 제기되는 이유 중 하나이다. 결국 갈등이 진정되거나, 수면 아래로 내려가는 그림이 나와야 위안화가 7위안을 추세적으로 하회할 수 있을 것이다. 이는 11월 3일 미국 대선 이후에 가시화될 가능성이 높아 보인다.

그림14 중국 전체 수입 중 대미수입 비중

자료: 중국 해관, 메리츠증권 리서치센터

그림15 19년 하반기 당시 대중 관세부과 상황

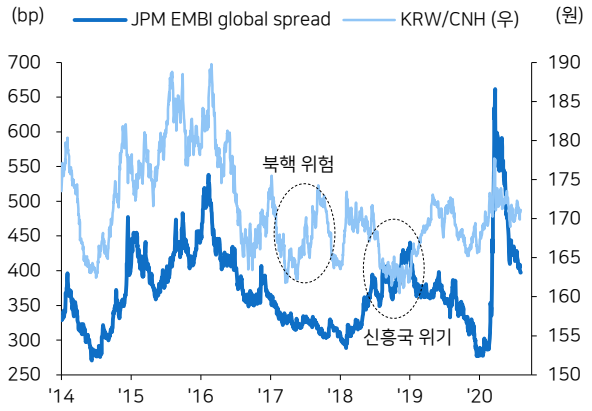


자료: PIIE, 메리츠증권 리서치센터

같은 이유로 원화 강세도 제약될 것으로 본다. 다만, 글로벌 주요국이 바이러스를 효과적으로 통제하거나 백신/치료제 등이 개발되어 향후 경기회복에 대한 확신이 강화된다면, 글로벌 금융시장 내 위험선호 확대에 편승하여 원화가 위안화 대비 강세를 띨 가능성은 남아 있다. 위험선호의 잣대인 JPMorgan의 EMBI spread(미국채 대비 신흥국 국채금리차)와 원/위안의 동행성에 주목해야 한다고 본다.

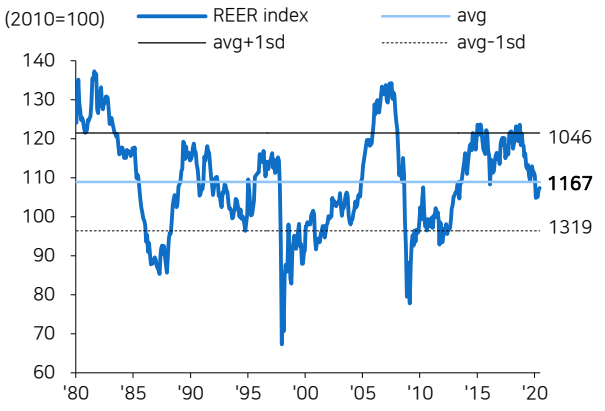
그간 달러화 약세 및 달러 이외 통화의 강세가 진행되면서, 원화의 실질실효환율 기준 역사적 평균을 원/달러 환율로 환산하면 1,167원으로 계산된다. 이는 우리가 하반기 전망 당시 제시하였던 1,176원에 비해 10원 정도 낮아진 수준이다. 위험선호가 부각되면서 원화가 추가 절상될 여지가 열린 것은 사실이지만, 전술한 위안화 강세 제약 요인 때문에 향후 3개월 시계에서는 원화가 탄력적으로 움직이기는 쉽지 않다는 생각이다. 따라서 원화 전망 변경 유인은 크지 않다.

그림16 JPM EMBI spread와 원/위안 환율



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림17 원화의 실질실효환율 장기 추이



주: 18개 주요 교역상대국 대상 / 8월 3일 종가 기준 환율을 적용
자료: 메리츠증권 리서치센터 추정

요약 및 전망

지금까지 기술한 내용을 요약하면 아래와 같다.

내용 요약

- 중기적 시계에서 달러화 약세는 추가적으로 진행될 가능성이 높다. 미 연준을 주도로 글로벌 중앙은행의 자산 팽창이 이루어지면서 적어도 내년 1분기까지는 글로벌 광의 유동성 증가세가 이어질 개연성이 있고, 정책적 측면에서도 미국 실질금리가 장기간 낮게 유지될 유인이 크기 때문이다. 달러화 스스로 경기 역행적 성격을 지니는 통화라는 점도 내년까지 글로벌 경기 동반 회복이 이루어졌을 때 약세가 연장될 수 있는 요인이 된다.

- 단기적 시계에서는 달러화 약세는 주춤할 가능성이 있다. 금융시장 내 포지션이 한 방향으로 쏠려 있고, 쏠린 포지션을 되돌릴 유인도 존재하기 때문이다. 단기적으로 달러화 약세 심화 유발 요인이 미국 펀더멘털 약화-유로존 경기회복 강화였다면, 미국의 회복 확신이 높아지면서 단기적으로 달러 약세가 완화될 수 있겠다.

- 위안화와 원화는 미-중 갈등이라는 변수가 작용하며 글로벌 달러 약세 환경에서 소외되어 왔다. 단기간 내 박스권 하단(7위안, 1,190원)을 하향 돌파하기는 어려워 보인다. 미국 대선이 지난 이후에 강세가 본격화될 가능성이 있다.

환율 전망 변경

이상의 내용을 반영하여 주요국 환율에 대한 전망을 아래와 같이 변경한다.

첫째, 2020년 말 달러/유로 환율은 5월 하반기 전망 당시 제시했던 1.11에서 1.20으로 상향 조정한다. 2021년 전망치는 1.23으로 제시한다. 올해 말 엔/달러 환율 전망은 기존 109엔에서 104엔으로 하향 조정하며, 내년 말의 경우 104엔을 제시한다. 내년 중 경기회복에 편승한 위험선호가 부각되면서 엔화 약세 압력이 생겨날 수 있으나, 미-일 실질금리차에 의한 강세 압력이 잔존할 수 있을 것이라는 견해가 반영된 것이다.

둘째, 위안화와 원화 전망은 유지한다. 올해와 내년 말 위안/달러 환율 전망은 6.95와 6.80이며, 원/달러 환율 전망은 1,175원과 1,150원이다.

표1 환율 전망 요약

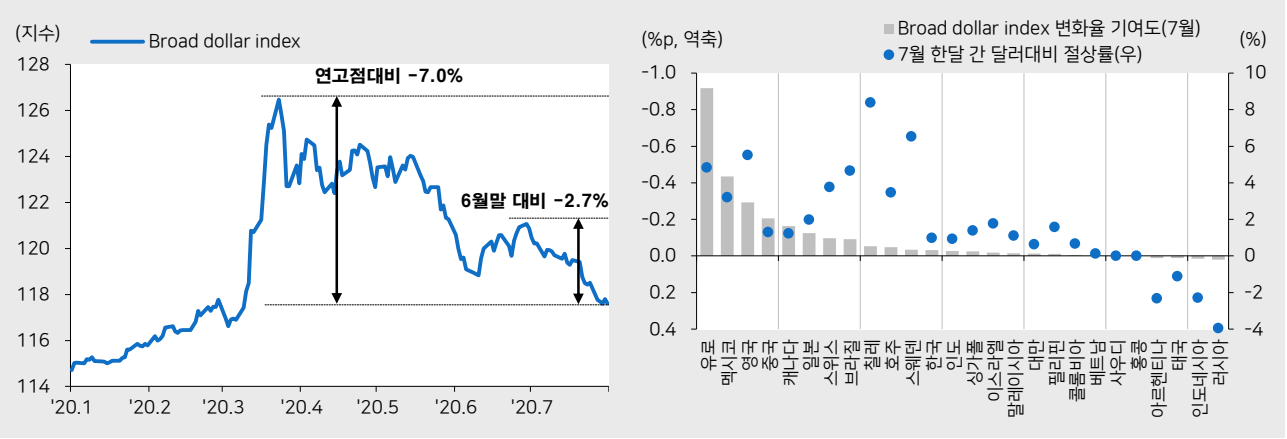
(기말)	최근 (8/3)	2020E	2021E	Change (%)	
	(A)	(B)	(C)	(B/A)	(C/A)
달러/유로	1.176	1.20	1.23	2.02	4.57
엔/달러	105.95	104.0	104.0	1.88	1.88
위안/달러	6.982	6.95	6.80	0.46	2.68
원/달러	1,193	1,175	1,150	1.56	3.77
원/유로	1,404	1,410	1,415	(0.45)	(0.77)
원/엔	11.26	11.30	11.06	(0.31)	1.86
원/위안	170.9	169.1	169.1	1.09	1.06

자료: 메리츠증권 리서치센터

오늘의 차트

황수욱 연구원

유로화 절상에 가려진 신흥국 통화강세



자료: Federal Reserve, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

FRB가 집계하는 광의달러지수는 7월 한달 간 2.7% 하락, 유럽 통화 강세가 주도적

FRB가 집계하는 광의 달러 지수(Broad dollar index)는 우리가 주로 모니터링하는 DXY(주요 선진국 6개: 유럽, 일본, 영국, 캐나다, 스웨덴, 스위스) 구성 통화를 포함한 20개 교역상대국 통화가치를 각국과의 무역규모로 가중하여 산출한다. 광의 달러지수는 3월 23일 연고점 대비 7% 하락했는데, 7월 동안만 2.7% 하락했다. 최근 달러화가 유독 약세를 보인 것은 EU 회복기금 합의 (7월 21일)를 전후하여 유럽 경기회복 기대가 부상하며, 유로화(+4.8%), 스웨덴 크론(+6.5%), 영국 파운드(+5.5%), 스위스 프랑(+3.8%) 등 유럽 통화의 강세가 두드러졌기 때문이다. 이들 통화는 7월 절하분의 절반(달러지수 기여도: -1.34%p)을 설명한다.

칠레/브라질, 중국 및 아시아 주요국 등 신흥국 통화강세 동반

신흥국 통화강세 역시 동반되었다. 멕시코 페소가 3.2% 절상된 가운데, 2018년수출 중 원자재 비중이 47%와 59%에 달했던 칠레(7월 중 달러대비 +8.4%)와 브라질(+4.7%) 통화도 강세를 시현했다. 칠레/브라질은 CoVID-19 이후 원자재 가격 급락에 의한 경상적자 확대 우려로 통화가치가 1~5월 사이 6.6%, 24.6% 절하된 바 있으나, 6월 이후 경제활동 재개로 원자재 가격이 상승(6월 말 대비 구리 +6.7%, 소맥 +8.0%, 커피 +17.5%)하면서 이들 통화가치도 반등했다.

아시아 지역도 예외가 아니었다. 중국(7월 중 위안화 +1.3%)의 빠른 경기회복으로 중국 경제와 상관성이 큰 한국(+1.0%), 싱가폴(+1.4%), 말레이시아(+1.1%) 통화도 일제히 절상되었다. 그러나 경기회복 이면에 홍콩 페그제 약화 검토, 영사관 폐쇄로 대변되는 미-중 갈등이 재부각되면서 강세가 제한된 부분이 있었다.

일부 개별 이슈에 의한 약세 통화 제외하면, 달러 약세에 선진국뿐 아니라 신흥국 통화 영향력 확인

외채 문제(아르헨티나/터키), 소극적 재정정책에 의한 높은 통화정책 의존도(러시아), 양적완화 부작용 우려(인도네시아) 등 개별 이슈가 있는 일부 신흥국을 제외하면, 7월 한 달간 대부분 국가에서 달러대비 통화가치 상승이 확인되었다. 따라서 달러 약세는 선진국에 국한된 이슈라기 보다는 신흥국 통화에서도 영향이 있었다고 판단하는 것이 타당해 보인다.

칼럼의 재해석

김보라 연구원

용적률의 마법: 헌 집 줄게, 새 집 다오 (Korea Times)

정부가 24번째 부동산 정책으로 서울 권역 등 수도권 주택공급 확대 방안을 발표하였다. 특히 주택공급의 범위가 기존의 서울 외곽에서 확대되어 실질적인 수요가 높은 서울 정비사업까지 확대되었다. 정부는 재건축 기존 최고 용적률 250%에서 기부채납을 통해 500% 까지 상향하는 방안을 통해 재건축 사업지의 속도 개선 및 공공참여를 유도하였다.

용적률 정책은 부동산 공급정책 중 가장 강력한 정책으로 판단된다. 이는 용적률 완화/규제가 일반분양물량과 직결되어 사업성에 영향을 주기 때문이다. 용적률은 과거 1990년대에도 주택공급정책으로 사용되며 당시 주택 형태에도 영향을 끼쳤다. 1990년 이전 서울의 평균 용적률은 약 195%로 대규모 주택 공급을 위해 대단지 아파트 위주로 공급되었다. 1990년 정부는 주거난 해소를 위해 용적률을 250%에서 400%까지 상승시켰고, 그 결과 단독주택 부지 몇 개만 구입해도 아파트를 올려 수익을 낼 수 있는 나홀로 아파트가 등장하였다. 이후 2000년 부동산 가격 규제, 스카이라인 강화 등을 고려하여 용적률은 다시 250%로 강화되었다.

금번 정책을 통해 기존 기부채납을 통한 용적률 상한이 50%에서 250%로 완화되며, 조합입장에서는 용적률 125% 상향이 가능하게 되었다. 이에 따라 사업성 개선이 예상되나, 여전히 재건축초과이익환수제, 인허가, 공공분양/임대에 대한 수용여부 등 현실적인 부분들에 상충된다. 특히 잠실주공5단지(3,930세대), 은마(4,424세대), 여의도 시범(1,812세대) 등 수요가 높은 대단지의 사업진행이 조합설립 이전 단계임을 고려하면 실질적인 공급을 위해서는 인허가 완화가 필요하다. 20년간 유지해왔던 용적률 250%를 500%까지 완화할 만큼 정부의 주택공급 의지는 확고하다고 판단되며, 실제 공급으로 이어지기를 기대한다.

8.4 주택공급대책: 서울권역 중심 주택 총 26.2만호 + α 추가 공급

정부가 24번째 부동산 대책으로 서울 권역 등 수도권 주택공급 확대 방안을 발표하였다. 기존 정비사업 활성화 및 3기 신도시에서 범위를 확대하여 실질적인 수요가 높은 서울 정비사업까지 확대되었다. 특히 재건축의 경우 기존 최고 용적률 250%에서 기부채납을 통해 500%까지 확대되는 방안이 추진되며, 재건축 사업지의 속도 개선 및 공공참여를 유도하였다. 이에 따라 재건축 사업지들은 상향된 용적률과 공공임대비율, 재건축초과이익환수제 등을 고려하여 사업성을 재분석하고 참여여부를 결정할 것으로 예상된다.

표1 8.4 서울 권역 등 수도권 주택공급 확대 방안

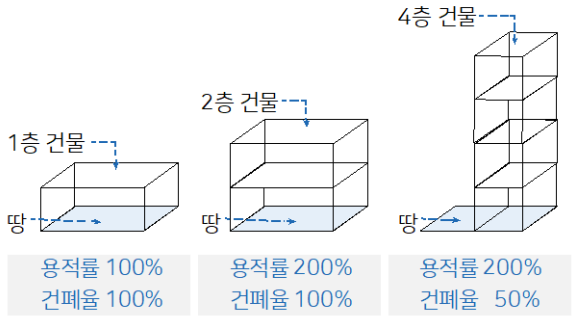
1) 20.5.6일 발표한 서울 도심 내 주택공급	7만호 ('23~'28년)
: 정비사업 활성화 4만호 (공공재개발 2만호, 소규모정비사업 2만호), 유휴공간 정비 및 재활용 3만호 (용산정비창 8천호 등)	
2) 금번 서울권역 주택공급 물량확대	13.2만호+α ('21~'28년)
구분	공급물량
① 신규택지 발굴(군부지, 이전기관 부지 등)	3.3만호
② 3기 신도시 등 용적률 상향 및 기존사업 고밀화	2.4만호
③ 정비사업 공공성 강화	7.0만호
i) 공공참여형 고밀 재건축 도입	(5.0만호)
ii) 공공재개발 활성화	(2.0만호)
④ 규제완화 등을 통한 도심공급 확대	0.5만호+α
i) 노후 공공임대 재정비	(0.3만호)
ii) 공실 상가오피스 주거전화	(0.2만호)
iii) 택지 용도 전환 및 준공업지역 순환정비 촉진 등	(+α)
합계	13.2만호+α
3) 당초 계획된 공공분양물량 사전청약 확대	6만호 ('21~'22년)

자료: 국토교통부, 메리츠증권 리서치센터

새로운 아파트를 결정하는 용적률

용적률을 상향한다는 것은 제한된 땅에 아파트를 많이 지을 수 있다는 것을 의미한다. 재건축 사업의 분담금이 일반분양과 직결되어있다는 점을 고려하면, 용적률은 현 정책 중 가장 강력한 부동산 정책으로 판단된다.

그림1 용적률과 건폐율의 개념



자료: 메리츠증권 리서치센터

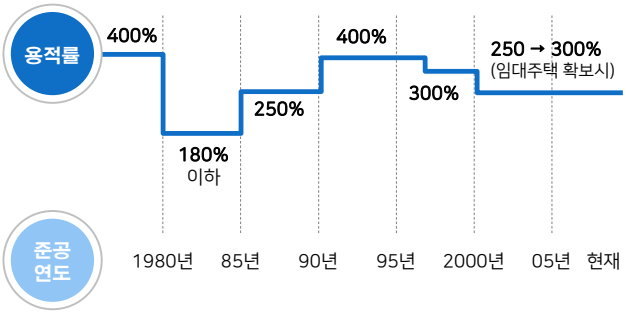
표2 현행 용적률

용도지역 (%)	국토의 계획 및 이용에 관한 법률	서울특별시 도시계획 조례
제 1종 전용주거지역	50~100	~100
제 2종 전용주거지역	100~150	~120
제 1종 일반주거지역	100~200	~150
제 2종 일반주거지역	150~250	~200
제 3종 일반주거지역	200~300	~250
준주거지역	200~500	~400

자료: 메리츠증권 리서치센터

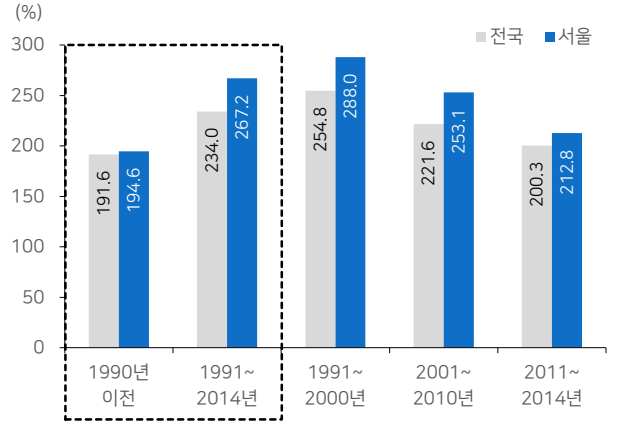
용적률은 과거 1990년대에도 주택 공급 정책으로 사용되며 당시 주택 형태에도 영향을 끼쳤다. 1990년 이전 서울의 평균 용적률은 약 195%로, 대규모 주택 공급을 위해 대형 개발 사업 위주로 진행되었다. 현 용적률이 250%인 점을 고려하면 당시 지어진 대단지 아파트들은 재건축을 통해 층고를 상향하여 더 많은 세대수로 거듭날 수 있기 때문에 사업성이 높다고 판단된다. 이후 1990년 정부는 주거난 해소를 위해 용적률을 250%에서 400%까지 상승시켰다. 이로 인해 단독주택 부지 몇 개만 구입해도 아파트를 올려 수익을 낼 수 있는 고층 '나홀로 아파트'가 등장하였고, 2001년 서울에 공급된 아파트 202개 단지중 47%가 나홀로 아파트였다. 이후 2000년 부동산 가격 규제, 스카이라인 및 일조권 조망권 강화 등을 고려하여 용적률은 다시 250%로 강화되며 현재까지 유지되었다.

그림2 공동주택 용적률 변화 추이



자료: 현대산업개발, 메리츠증권 리서치센터

그림3 전국 준공 시기별 용적률 평균



자료: 메리츠증권 리서치센터

그림4 용적률과 아파트 형태

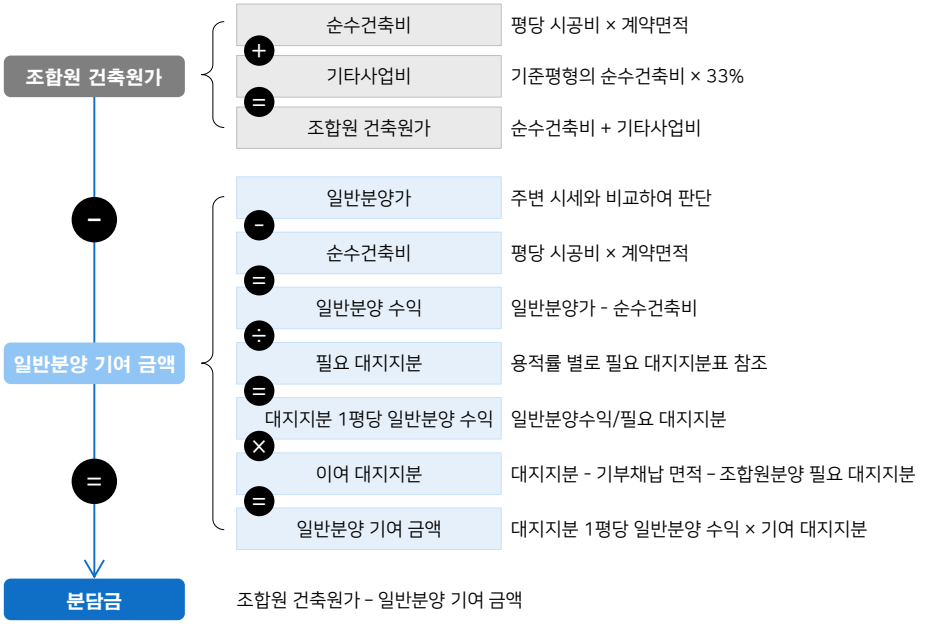
1990년 이전 대규모 아파트	2000년대 나홀로 아파트	재건축 신규 아파트

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

재건축 아파트 사업성 분석

실제로 재건축 아파트 사업성은 따라 용적률에 크게 달라진다. 재건축 아파트의 사업성은 분담금에 의해 결정되며, 분담금은 조합원건축원가 – 일반분양기여금액으로 산출된다. 건축원가, 분양가 등은 법적 표준 금액 및 주변 분양가를 따르기 때문에 정해져 있는 변수이며, 결국 재건축에서 중요한 것은 용적률에 의해 결정되는 일반분양물량이 된다.

그림5 재건축 분담금 산출과정



자료: 메리츠증권 리서치센터

현 서울시의 상한 용적률은 250%이며 실질적으로 적용되는 용적률은 약 220%이다. 재건축 사업지는 사업성 향상을 위해 기부채납을 통해 용적률을 상향하는데, 50% 상향하고 25%를 공공임대주택으로 제공하여 조합입장에서는 245%의 용적률을 적용 받아왔다.

통상적으로 서울에서 사업성이 좋은 재건축 단지 용적률은 200% 이하라고 평가된다. 반면 200%대의 용적률에도 불구하고 학군, 입지, 교통, 대단지, 개발호재 등의 요인으로 강남 집값을 주도하는 사업지도 존재한다. 해당 사업지 중 연식이 오래된 곳은 오래전부터 재건축을 준비하며, 사업성 향상을 위해 서울시에 종상향을 재건축 계획 등을 제안하였으나, 조율에 실패하며 보류되었다.

반면 금번 정책을 통해 기존 기부채납을 통한 용적률 상한이 50%에서 250%로 상향되며, 조합입장에서는 용적률 125% 상향이 가능하게 되었다. 서울 재건축 단지의 기존 제안이 용적률 300%, 층고 49층이였음을 고려시, 용적률 향상을 통한 재건축 사업성은 충분해질 것으로 판단한다. 다만 향후에는 조합원들의 공공임대/분양에 대한 의견 및 사업 허가가 재건축 추진에 영향을 줄 것으로 예상된다.

실제로 용적률 200%대의 A아파트가 종상향이 될 경우 용적률에 따른 시뮬레이션은 다음과 같다. 본 시뮬레이션은 기부채납, 초과이익환수제, 분양가, 양도세, 취득세, 종부세, 물가 상승률 등의 기타 변수를 고려하지 않으며, 용적률에 따른 공급 및 사업성 추이를 확인하기 위함이다.

표3 A아파트의 용적률에 따른 사업성 검토

개요		구성			34평 기준		
건축연도(년)	1979	30평	세대수	2,674	매매가(만원)	매매가	193,000.0
대지면적(m²)	239,226	(전용률 76%)	대지지분(m²)	48.3		평당매매가	5,676.5
연면적(m²)	466,748	34평	세대수	1,750		지분평당매매가	3,580.7
용적률(%)	195.1	(전용률 73%)	대지지분(m²)	53.9	비교아파트(만원)	분양가(103.5m²기준)	160,100
토지용도	3종주거전용지역		세대당 평균지분(m²)	54.07	(2015년 준공)	평당분양가	5,112

용적률에 따른 재건축 시뮬레이션 (34평 기준, 평당 공사비 700만원, 기타 사업비 300만원, 평당 분양가 5,000만원 가정)

용적률	대지지분 (m²)	건축면적 (m²)	조합원분양 (m²)	필요대지지분 (m²)	조합원분양가 (만원)	조합건축비 (만원)	일반분양 (m²)	기여대지지분 (m²)	일반분양가 (만원)	일반총건축비 (만원)
200%	53.9	107.8	99.00	49.5	150,000	30,000	8.80	4.4	13,333	2,667
210%	53.9	113.19	99.00	47.1	150,000	30,000	14.19	6.8	21,500	4,300
220%	53.9	118.58	99.00	45.0	150,000	30,000	19.58	8.9	29,667	5,933
230%	53.9	123.97	99.00	43.0	150,000	30,000	24.97	10.9	37,833	7,567
240%	53.9	129.36	99.00	41.3	150,000	30,000	30.36	12.7	46,000	9,200
250%	53.9	134.75	99.00	39.6	150,000	30,000	35.75	14.3	54,167	10,833
260%	53.9	140.14	99.00	38.1	150,000	30,000	41.14	15.8	62,333	12,467
270%	53.9	145.53	99.00	36.7	150,000	30,000	46.53	17.2	70,500	14,100
280%	53.9	150.92	99.00	35.4	150,000	30,000	51.92	18.5	78,667	15,733
290%	53.9	156.31	99.00	34.1	150,000	30,000	57.31	19.8	86,833	17,367
300%	53.9	161.7	99.00	33.0	150,000	30,000	62.70	20.9	95,000	19,000
310%	53.9	167.09	99.00	31.9	150,000	30,000	68.09	22.0	103,167	20,633
320%	53.9	172.48	99.00	30.9	150,000	30,000	73.48	23.0	111,333	22,267
330%	53.9	177.87	99.00	30.0	150,000	30,000	78.87	23.9	119,500	23,900
340%	53.9	183.26	99.00	29.1	150,000	30,000	84.26	24.8	127,667	25,533
350%	53.9	188.65	99.00	28.3	150,000	30,000	89.65	25.6	135,833	27,167

용적률	(A) 총건축비(만원) = 조합 + 일반	(B) 일반분양 기여액(만원)	(A)-(B) 추가부담금(만원)	환급금 (만원)
200%	32,667	13,333	19,333	-
210%	34,300	21,500	12,800	-
220%	35,933	29,667	6,267	-
230%	37,567	37,833	-	267
240%	39,200	46,000	-	6,800
250%	40,833	54,167	-	13,333
260%	42,467	62,333	-	19,867
270%	44,100	70,500	-	26,400
280%	45,733	78,667	-	32,933
290%	47,367	86,833	-	39,467
300%	49,000	95,000	-	46,000
310%	50,633	103,167	-	52,533
320%	52,267	111,333	-	59,067
330%	53,900	119,500	-	65,600
340%	55,533	127,667	-	72,133
350%	57,167	135,833	-	78,667

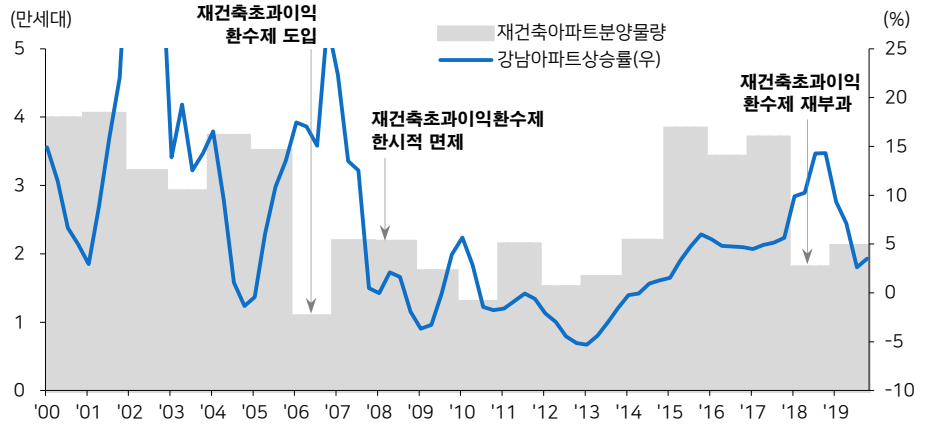
자료: 메리츠증권 리서치센터

용적률 상향과 남은 문제: 인허가, 재초환, 공공 수용 등

2000년 이후 용적률이 250%로 유지되었음에도 불구하고 재건축아파트 분양물량은 사업성에 따라 변동되었다. 이는 재건축초과이익환수제 도입, 부동산 침체기, 서울시의 재건축 정책에 따른 안전진단 허가 및 시행인가 등에 기인하였다.

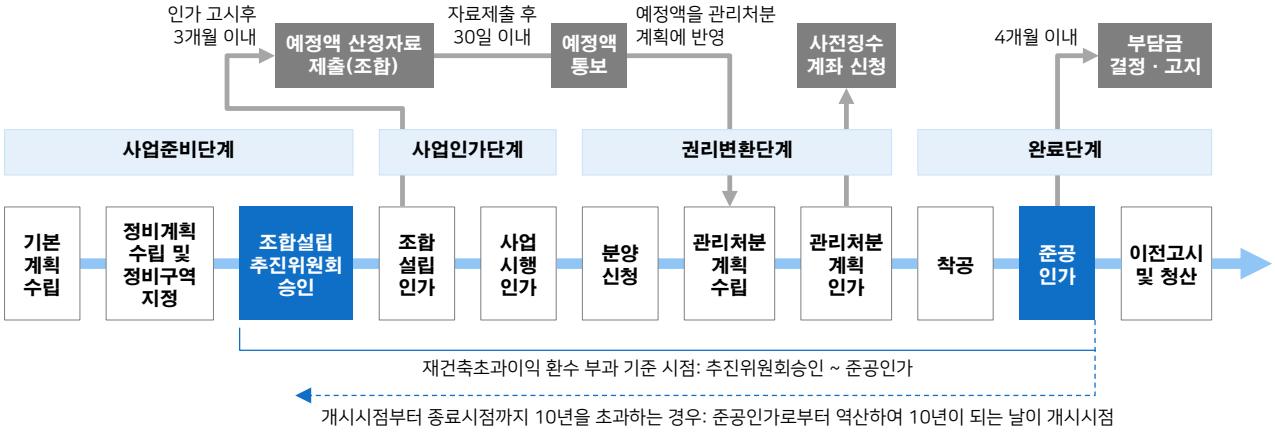
금번 정책에서 용적률이 상향되어 사업성 개선이 예상되나, 여전히 재건축초과이익환수제, 인허가, 공공분양/임대에 대한 수용여부 등 현실적인 부분들에 상충된다. 특히 잠실주공5단지(3,930세대), 은마(4,424세대), 여의도 시범(1,812세대) 등 수요가 높은 대단지의 사업진행이 조합설립 이전 단계임을 고려하면 실질적인 공급을 위해서는 인허가 완화가 필요하다. 20년간 유지해왔던 용적률 250%를 500%까지 완화할 만큼 정부의 주택공급 의지는 확고하다고 판단되며, 실제 공급으로 이어지기를 기대한다.

그림6 서울 재건축 아파트 분양물량



자료: REPS, 메리츠증권 리서치센터

그림7 재건축사업 추진 절차와 재건축초과이익 환수제도



*초과이익: 종료시점 주택가격(감정가) - 개시시점 주택가격(공시지가) - 정상주택가격 상승분 - 개발비용

자료: 법제처, 메리츠증권 리서치센터

Appendix: 서울 주요 아파트

표4 강남 주요아파트 개요

동명	단지명	용도지역	입주연도	용적률(%)	세대수(세대)	총대지면적(평)	세대당 평균대지지분(평)	동명	단지명	용도지역	입주연도	용적률(%)	세대수(세대)	총대지면적(평)	세대당 평균대지지분(평)
개포동	개포주공1단지	2종	1982	72.56	5,040	84,554	16.8	도곡동	개포럭키	3종	1986	187.5	128	1,878	14.7
개포동	개포주공3단지	2종	1983	75.65	1,160	19,381	16.7	도곡동	개포우성4차	3종	1985	149.5	459	13,565	29.6
개포동	개포주공4단지	2종	1982	80.23	2,841	48,164	17.0	도곡동	개포우성5차	3종	1986	179.6	180	2,583	14.4
개포동	개포주공5단지	3종	1983	151.04	940	16,927	18.0	도곡동	개포한신	3종	1985	145.6	620	11,052	17.8
개포동	개포주공6,7단지	3종	1983		1,960	34,558	17.6	도곡동	삼익	3종	1983	177.12	247	5,350	21.7
개포동	개포현대(200동)	3종	1986		72	1,271	17.6	도곡동	삼호	3종	1984	169.37	144	3,181	22.1
개포동	경남	3종	1984	175.66	678	1,683	2.5	도곡동	역삼럭키	3종	1995	248.76	1,094	16,607	15.2
개포동	대청/대치2단지	3종	1992		2,575	36,679	14.2	도곡동	역삼우성	3종	1986	185.59	390	6,149	15.8
개포동	시영	2종	1984	77.61	1,970	34,047	17.3	압구정동	미성1차	3종	1982	93.93	322	7,546	23.4
개포동	우성3차	3종	1984	178.76	405	9,729	24.0	압구정동	미성2차	3종	1987		910	14,228	15.6
개포동	우성6차	2종	1988	106.8	270	6,281	23.3	압구정동	신현대(9,11,12차)	3종	1982		1,924	47,356	24.6
개포동	우성8차	2종	1987	192.74	261	3,777	14.5	압구정동	영동한양1차	3종	1977	211.23	936	11,613	12.4
개포동	우성9차	2종	1991	249.33	234	2,660	11.4	압구정동	한양2차	3종	1978	143.37	296	8,137	27.5
개포동	현대1차	3종	1984	179.38	416	10,813	26.0	압구정동	한양3차	3종	1978	293.13	312	4,314	13.8
개포동	현대2차	3종	1986	156.82	558	15,869	28.4	압구정동	한양4차	3종	1978	187.16	286	6,549	22.9
개포동	현대3차	2종	1986	147.6	198	6,049	30.5	압구정동	한양5차	3종	1979	192.13	343	6,413	18.7
대치동	개포우성1차	3종	1983	178.93	690	15,687	22.7	압구정동	한양6차	3종	1980		227	2,657	11.7
대치동	개포우성2차	3종	1984		450	11,200	24.9	압구정동	한양7차	3종	1981	320.15	239	2,627	11.0
대치동	대치쌍용1차	3종	1983	169.85	630	14,322	22.7	압구정동	한양8차	3종	1984	195.03	90	2,895	32.2
대치동	대치쌍용2차	3종	1983	176.16	364	7,399	20.3	압구정동	현대1,2차	3종	1976	224.77	960	22,022	22.9
대치동	대치현대	3종	1999	341.23	630	5,635	8.9	압구정동	현대10차	3종	1982	228.69	144	2,387	16.6
대치동	대치효성	3종	1999	296.7	83	766	9.2	압구정동	현대13차	3종	1984	150.98	234	5,029	21.5
대치동	선경1,2차	3종	1983	179.34	1,034	23,829	23.0	압구정동	현대3차	3종	1976	131.77	432	6,689	15.5
대치동	선경3차	3종	1990	204.21	54	685	12.7	압구정동	현대4차	3종	1977	124.98	170	5,605	33.0
대치동	우성1차	3종	1984	179.92	476	9,053	19.0	압구정동	현대5차	3종	1977	170.72	224	4,858	21.7
대치동	은마	3종	1979	204.18	4,424	72,493	16.4	압구정동	현대6,7차	3종	1979		1,288	19,188	14.9
대치동	한보미도1,2차	3종	1983	179.46	2,435	58,504	24.0	압구정동	현대65동	3종	2004	240.92	56	1,983	35.4
								압구정동	현대8차	3종	1981	298.53	515	6,695	13.0

자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 서초 주요아파트 개요

동명	단지명	용도지역	입주연도	용적률(%)	세대수(세대)	총대지면적(평)	세대당평균대지지분(평)	동명	단지명	용도지역	입주연도	용적률(%)	세대수(세대)	총대지면적(평)	세대당평균대지지분(평)
반포동	반포경남	3종	1978	183	1,056	18,004	17.0								
반포동	반포미도1차	3종	1986	177.49	1260	22,922	18.2	잠원동	반포우성	3종	1978		408	8,048	19.7
반포동	반포미도2차	3종	1989		435	5,706	13.1	잠원동	반포한신타워	3종	1996	271.3	248	2,757	11.1
반포동	삼호가든맨션5차	3종	1985	183.99	168	4,142	24.7	잠원동	신반포10차	3종	1980		876	9,073	10.4
반포동	신반포15차	3종	1982	124	180	9,209	51.2	잠원동	신반포11차	3종	1981		398	8,091	20.3
반포동	신반포23차	3종	1984		200	1,540	7.7	잠원동	신반포12차	3종	1982		312	5,358	17.2
반포동	신반포3차	3종	1978		1140	219,757	192.8	잠원동	신반포13차	3종	1982		180	4,006	22.3
반포동	신반포궁전	3종	1984	155.01	108	3,277	30.3	잠원동	신반포14차	3종	1983		178	3,189	17.9
반포동	한신서래	3종	1988	216.51	414	6,476	15.6	잠원동	신반포16차	3종	1983		396	7,808	19.7
방배동	삼익	3종	1981		408	8,914	21.8	잠원동	신반포17차	3종	1983		216	4,916	22.8
방배동	삼호1차	3종	1975		420	5,263	12.5	잠원동	신반포18차	3종	1983		308	5,116	16.6
방배동	삼호2차	3종	1976		264	1,941	7.4	잠원동	신반포19차	3종	1983		242	4,050	16.7
방배동	삼호3차	준주거	1976		216	1,458	6.8	잠원동	신반포20차	3종	1983		112	2,884	25.8
방배동	삼호4차	3종	1983		481	13,148	27.3	잠원동	신반포21차	3종	1984	170	108	2,318	21.5
방배동	신동아	3종	1982		493	4,852	9.8	잠원동	신반포22차	3종	1983		132	2,774	21.0
방배동	임광1,2차	3종	1985	184.91	418	9,529	22.8	잠원동	신반포24차	3종	1984	148.34	132	3,599	27.3
방배동	임광3차	3종	1988	229.66	316	3,533	11.2	잠원동	신반포25차	3종	1985	176.41	169	3,216	19.0
서초동	무지개	3종	1978		1074	18,277	17.0	잠원동	신반포26차	3종	1978	193	66	1,510	22.9
서초동	삼풍	3종	1988		2390	43,564	18.2	잠원동	신반포27차	3종	1979	175.58	156	1,658	10.6
서초동	신동아1차	3종	1978		893	12,887	14.4	잠원동	신반포2차	3종	1980		1572	24,795	15.8
서초동	신동아2차	3종	1979	192	104	2,804	27.0	잠원동	신반포4차	3종	1980		1212	25,828	21.3
서초동	아남	3종	1990		166	2,070	12.5	잠원동	신반포6차	3종	1980		560	10,383	18.5
서초동	우성1차	3종	1979	211	786	17,063	21.7	잠원동	신반포7차	3종	1980		320	7,260	22.7
서초동	우성5차	3종	1998	295	408	3,957	9.7	잠원동	신반포8차	3종	1980		864	13,631	15.8
서초동	진흥	3종	1979		615	10,039	16.3	잠원동	신반포9차	3종	1980		286	4,272	14.9
서초동	현대	3종	1989	196	412	6,045	14.7	잠원동	한강	3종	1989	240	286	5,810	20.3
양재동	양재우성	3종	1991		794	11,572	14.6	잠원동	한신타운	3종	1989	245	110	1,186	10.8
								잠원동	잠원한신	3종	1992	237.95	540	6,740	12.5

자료: 메리츠증권 리서치센터

표6 송파 주요아파트 개요

동명	단지명	용도지역	입주연도	용적률(%)	세대수(세대)	총대지면적(평)	세대당 평균대지지분(평)	동명	단지명	용도지역	입주연도	용적률(%)	세대수(세대)	총대지면적(평)	세대당 평균대지지분(평)
가락동	대림	3종	1988	287.51	443	5,072	11.4	오금동	가락상아	3종	1984	194	226	4,108	18.2
가락동	삼환	3종	1984	207	648	12,327	19.0	오금동	가락우창	3종	1985	180	264	5,051	19.1
가락동	우성1차	3종	1986	210	839	10,601	12.6	오금동	대림	3종	1988	229	749	8,205	11.0
가락동	극동	3종	1984	222.13	555	12,134	21.9	오금동	삼성	3종	1989		215	2,940	13.7
가락동	미륭	3종	1986	211.74	435	6,140	14.1	오금동	상아2차	3종	1988	231.9	750	7,433	9.9
방이동	방이대림	3종	1985	176	480	10,660	22.2	오금동	현대2,3,4차	3종	1984	223.6	1,316	317,273	241.1
방이동	올림픽선수기자촌	3종	1989	137.62	5,539	147,683	26.7	잠실동	아시아선수촌	3종	1896	152.25	1,356	45,424	33.5
방이동	방이한양3차	3종	1985	152.66	252	6,074	24.1	잠실동	우성1,2,3차	3종	1981		1,842	36,227	19.7
송파동	가락삼익	3종	1984	207.08	936	18,773	20.1	잠실동	우성4차	3종	1983	194	555	9,568	17.2
송파동	미성맨션	3종	1985	199.8	378	8,760	23.2	잠실동	주공5단지	3종	1975		3,930	107,081	27.2
송파동	한양1차	3종	1983	189	576	12,423	21.6	잠실동	현대	3종	1990	257	336	4,005	11.9
송파동	한양2차	3종	1984	165.59	744	16,070	21.6	풍납동	극동	3종	1987	285.72	415	3,353	8.1
신천동	미성	3종	1981		1,350	22,023	16.3	풍납동	미성맨션	2종	1985	202.43	275	5,900	21.5
신천동	장미1,2,3차	3종	1979	184	3,522	61,278	17.4	풍납동	우성	3종	1984	181.77	417	3,917	9.4
신천동	진주	3종	1981		1,507	34,049	22.6								

자료: 메리츠증권 리서치센터

표7 여의도, 이촌동 주요아파트 개요

동명	단지명	용도지역	입주연도	용적률(%)	세대수(세대)	총대지면적(평)	세대당 평균대지지분(평)	동명	단지명	용도지역	입주연도	용적률(%)	세대수(세대)	총대지면적(평)	세대당 평균대지지분(평)
여의도	초원(순복음)	일상	1971		153	566	3.7	여의도	서울	일상	1976		192	5,126	26.7
여의도	시범	3종	1971		1790	29,893	16.7	여의도	삼부	일상 3종	1976		873	18,944	21.7
여의도	삼익	3종	1974		360	5,616	15.6	여의도	목화	3종	1977		312	3,494	11.2
여의도	은하	3종	1974		360	56,160	156	여의도	진주	일상	1977		380	4,104	10.8
여의도	대교	3종	1975		576	9,562	16.6	여의도	화랑	3종	1977		160	2,848	17.8
여의도	한양	3종	1975		588	10,525	17.9	여의도	광장	3종	1978		744	13,020	17.5
여의도	공작	일상	1976		373	5,073	13.6	여의도	미성	3종	1978		577	12,348	21.4
이촌동	강변	3종	1971		146	925	6.3	이촌동	점보	3종	1974		144	1,679	11.7
이촌동	반도	3종	1977	213	192	5,085	26.5	이촌동	한강맨션	3종	1971	101	660	23,736	36.0
이촌동	삼익	3종	1979		252	5,200	20.6	이촌동	현대맨션	3종	1975	210	653	5,692	8.7
이촌동	왕궁	3종	1975	148	250	5,330	21.3	여의도	진주	일상	1977		380	4,104	10.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

원문: *South Korea to supply 132,000 homes in and around Seoul (Korea Times)*