

Are You Ready for the 4th Industrial Revolution?

2021. 2. 16 (화)

meritz Strategy Daily

전략 공감 2.0

Strategy Idea

왜 두려운가? 강세장 속 '추세'에 대하여...

오늘의 차트

미국 소형주 랠리의 배경

칼럼의 재해석

83.6만호: 정부가 꺼내든 카드는 공공 참여

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



▲ 투자전략
Analyst 이진우
02. 6454-4890
jinwoo.lee@meritz.co.kr

왜 두려운가? 강세장 속 ‘추세’에 대하여...

- ✓ 무엇이 추세를 바꾸는가? 1) Top Down (신용위험, 유동성 경색), 2) Bottom up (기업실적)
- ✓ 성장 기업을 주가, 밸류에이션만으로 ‘고평가’ 여부를 판단할 수 있나? 1999년 vs. 2004년
- ✓ 성장기업의 3단계. 지금은 어디에 있나? 그리고 남은 ‘숙제’는 무엇일까?

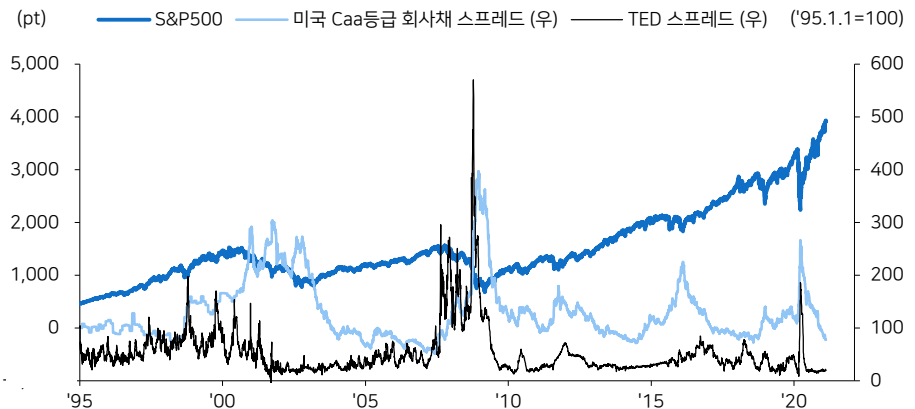
왜 두려운가? 추세에 대한 불안감

무엇이 추세를 바꾸는가?

시장의 변동성이 커지고, 잦아진다는 것은 불안심리가 높다는 뜻이다. 모멘텀으로 인식되던 전기차, 2차전지 이슈는 주가에 선반영된 것 같은 반면 금리상승 등 인플레이션 우려를 자극하는 변수는 오히려 많아지고 있으니 말이다. 추세 이탈 걱정도 있다. Gamestop 發 변동성이 과도한 유동성에 따른 위기의 전조(?)가 아닌가 하는 의심이 대표적이다. 우리는 어떻게 판단해야 할까? 생각을 정리해보자.

강세장 속에서의 ‘의심’, 약세장 속에서의 ‘희망’은 늘 반복되는 사안이다. 중요한 것은 ‘추세 변수’를 판단하는 일이다. 강세장 속에서 추세 변수의 훼손이 없다면 강세장은 지속될 가능성이 높고, 그 반대의 경우라면 판단을 바꿔야 한다. 그렇다면 추세 변수를 훼손할 수 있는 것은 무엇일까? 또 지금은 그 조건이 갖춰지고 있을까? 시장 환경(체계적 위험)면에서 강세장의 추세를 바꾸는 경우는 두 가지다.

그래프 장기 강세장의 종료와 맞물렸던 두 개의 Risk: ‘신용위험’, ‘유동성 경색’



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

Top Down 관점에서의 추세 Risk

Top Down 관점에서의 추세 Risk
: 신용위험, 유동성 경색

'신용위험'과 '유동성 경색'이다. 개별 기업의 펀더멘털과 무관하게 시장에 충격으로 작용할 수 있는 변수로 추세를 위협할 수 있다. 그 출발은 금융시장의 돌발 변수일 수도, 경기침체 및 통화긴축(정책 실패)일 수도 있다.

신용위험은 기업의 '파산(부도) 위험'이며, 연쇄 부도 위험이 높아진다면 투기등급(CCC) 이하의 채권의 스프레드(ex. 가산금리)부터 급등하는 경우가 많다. 위험의 신호는 주식시장보다 채권시장에서 먼저 감지되는 경우가 많은 이유다. 유동성 경색은 '달러 유동성'으로 표현될 수 있는데, 위기 시 투자자 및 기업들의 유동성 확보로 달러화 수요가 급격하게 늘어난다. 이는 곧 달러 유동성 경색 현상으로 이어지고 단기자금 시장의 지표인 Ted 스프레드(미국채 3개월과 Libor 3개월 금리차)의 급등으로 연결된다.

역대 장기 강세장의 종료된 배경을 보면 이들 변수가 공통적으로 자리잡고 있다. 2000년 IT버블 붕괴 때에는 달러 유동성의 경색 현상이 먼저 진행됐고(1999~2000년), 신용시장의 충격이 2000년 들어 본격화됐다. 2008년 금융위기 때에는 신용위험, 유동성 경색이 동시에 찾아왔다. 이 두 시기의 차이점이라 한다면 2000년 IT버블 붕괴 때에는 유동성보다는 부도위험이, 금융위기 때에는 유동성 경색이 상대적으로 강했다는 정도다. 이번 COVID19 때에도 상황은 유사했다. 유가 급락, Lockdown으로 인한 기업 부도 위험이 확산됐고, 유동성 경색이 진행되면서 주식시장은 급락했다.

현재는 어떠한가? 신용위험, 유동성 환경의 이상징후는 없다. 예상치 못한 잠재된 기업 부실위험이 있다면, 혹은 헤지펀드의 연쇄 파산설 등이 자금시장의 경색을 일으키고 있다면, 더 나아가 긴축 우려로 인한 유동성 환경의 문제가 있다면 주식시장보다 채권시장이 먼저 반응했을 듯하다.

Bottom up 관점에서의 추세 Risk

Bottom up 관점에서의 추세 Risk
: 기업실적 급감

시장 환경측면이 아닌 '기업실적(Bottom up)' 관점으로도 추세변수를 설명할 수도 있다. 기업실적의 변화가 시장 환경에서 일부 기인했을지라도 결국에는 실적으로 개별 기업의 주가와 시장은 설명되어 왔기 때문이다.

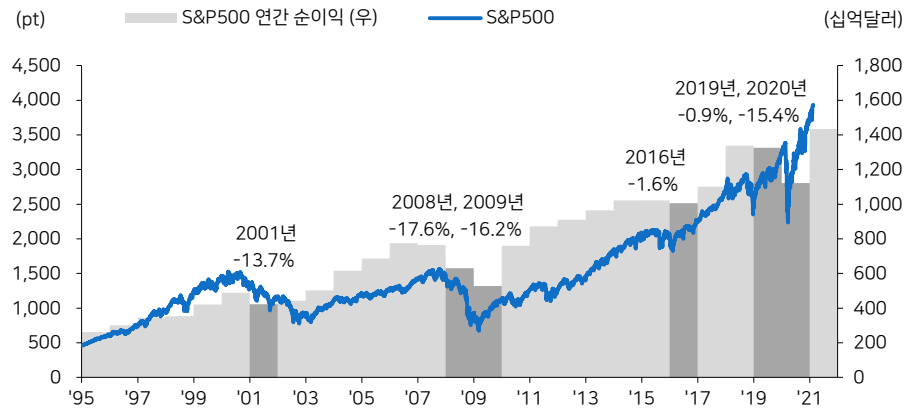
강세장 속 시장 조정 폭이 10% 전후인 이유

기업실적을 통해 알 수 있는 시사점은 1) '기업실적 급감 = 시장 추세 이탈' 가능성이 높다는 점이고, 2) 기업실적의 증가 속도 문제가 추세를 바꾸지는 않는다는 것이다(이익 성장률의 둔화 ≠ 추세이탈). 통상 강세장 속의 시장 조정이 고점 대비 10% 전후가 많았던 이유도 여기에 있다. 강세장 속에서 기업실적 급감이 드물었기 때문이고, 연간 실적 전망의 조정폭도 0~5% 수준에 그치는 경우가 많았다.

1995년 이후 미국 S&P500 연간 기업이익을 보자. 기업 실적이 전년대비 감소한 적은 총 6차례(6년)이고, 이 중 4차례는 기업실적의 급감이 수반됐다. 2001년, 2008~2009년, 2020년이 여기에 해당된다. 실적의 급감 국면에서 주가의 반응은 급격한 가격조정으로 이어졌다. IT버블 붕괴, 금융위기, COVID19 충격이다.

현재 국내외 기업실적 전망은 어떨까? 실적의 조정 요인이 있는가? 실적 전망의 '개선'은 더 빨라지고 있다. 올해와 내년 실적전망 모두 상향 조정이 진행되고 있다. 이러한 추세라면 Bottom up 측면(기업 실적)에 있어서도 추세 전환 걱정보다는 추가 실적 개선의 위험(?)이 더 현실적인 고민이 아닐까 싶다.

그림2 '기업 실적의 급감 = 추세 이탈' 연결. 현재는?



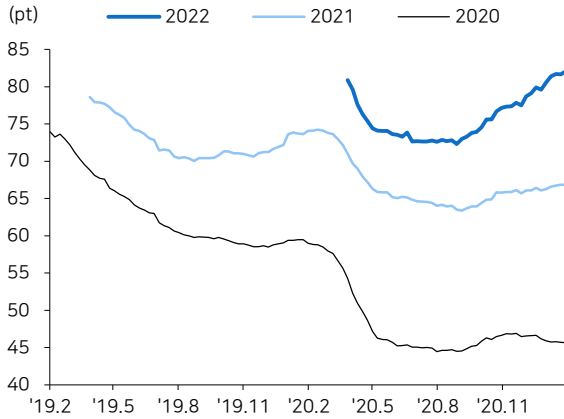
주: 진한 회색은 순이익이 전년대비 감소한 것을 의미. 막대그래프 위의 숫자는 전년대비 순이익 변동률
 자료: Bloomberg, Refinitiv, I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

표1 강세장 속 주가 조정이 10% 전후인 이유는 '실적전망'의 훼손이 없었기 때문

시작	종료	기간(일)	낙폭(%)	EPS 조정(%)	비고
1997-02-18	1997-04-11	52	-9.6	0.0	금리 인상(3월)
1997-10-07	1997-10-27	20	-10.8	0.0	아시아 외환위기
1998-07-17	1998-08-31	45	-19.3	0.0	
1999-07-16	1999-10-15	91	-12.1	0.0	
1999-12-31	2000-02-25	56	-9.2	-0.4	
2000-03-24	2002-10-09	929	-49.1	-18.0	IT버블
2007-07-19	2007-08-15	27	-9.4	-0.3	
2007-10-09	2009-03-09	517	-56.8	-39.9	금융위기
2011-04-29	2011-11-25	210	-15.0	-2.6	유로존 재정위기
2012-04-02	2012-06-01	60	-9.9	-1.7	
2015-05-21	2016-02-11	266	-14.2	-5.2	금리 인상(12월)
2018-01-26	2018-02-08	13	-10.2	0.0	
2018-09-20	2018-12-24	95	-19.8	-2.7	무역 분쟁
2020-02-19	2020-03-23	33	-33.9	-21.3	COVID19
2020-09-02	2020-09-23	21	-9.6	0.0	
IT버블, 금융위기, COVID19 제외 평균			-12.4	-1.1	

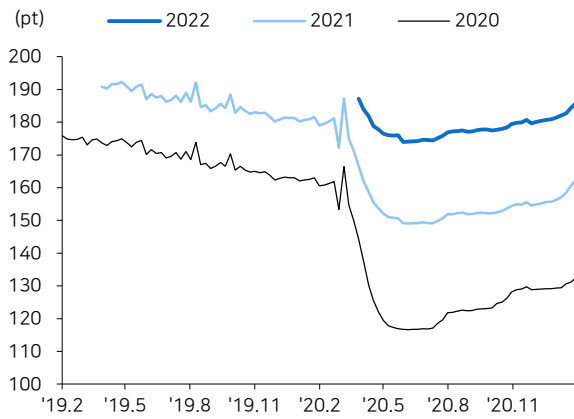
주: EPS 조정률(%)은 12개월 예상 EPS 기준, 주가 조정 기간 전후로 최대 조정률(고점 대비 저점)을 의미
 자료: Refinitiv, I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한국 기업이익의 전망: 내년 실적전망 개선 가속화



자료: Refinitiv, I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 기업이익의 전망: 개선 추세 진행 중



자료: Refinitiv, I/B/E/S, 메리츠증권 리서치센터

남은 고민은 '많이(?) 올랐다는 것'. 주가, 밸류에이션으로 답을 찾을 수 있을까?

주가, 밸류에이션만으로 성장기업을 평가 할 수 있을까?

추세를 바꿀만한 변수가 없다면 남은 고민은 주가 '레벨'일 듯하다. 너무 많이 올랐다는 '고평가' 논란이다. 관건은 '성장하는 기업'의 주가의 레벨, 밸류에이션만으로 고평가 여부를 제대로 판단할 수 있느냐이다.

'기술'이라는 공통분모를 가지고, 주가에 높은 밸류에이션이 투영됐던 IT버블의 사례를 살펴보자. 앞서 언급한 관점으로 보면 IT버블 붕괴 당시 3가지 조건이 모두 충족됐다. 신용위험의 확산, 유동성 경색 그리고 기업실적의 급감이다.

그런데 개별 기업으로 보면 다른 해석도 가능하다. 당시 IT버블 대표하는 기업은 아니었지만 '성장주'로서 각광을 받았던 아마존, 애플이 그 예이다. 2000년 IT버블에서 이들 기업 역시 주가 급락을 피하기 어려웠지만 불과 4년이 지난 뒤 주가는 1999년 정점 수준으로 빠르게 회복했다.

1999년보다 2004년의 밸류에이션이 높은 아이러니. 왜 1999년은 버블이라 부르고, 2004년은 그렇지 않은가?

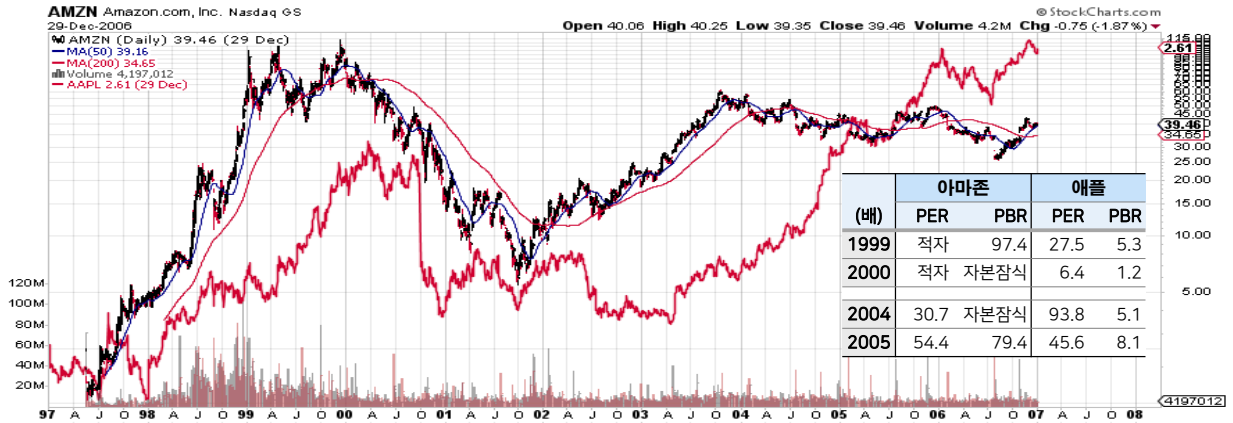
밸류에이션은 1999년보다 2004년이 유사하거나 오히려 더 높게 평가 받았다. 아마존의 1999년 PBR은 97.4배인 반면 2004년은 자본잠식, 2005년은 79.4배로 여전히 높은 수준을 보였고, 애플은 PER('99년 27.5배, '04년 93.8배), PBR('99년 5.3배, '04년 5.1배, '05년 8.1배) 모두 1999년의 정점을 뛰어넘었다.

결과론적으로 우리는 1999년을 IT버블이라 부르지만 2004년 이들 기업에 대해서는 왜 버블(고평가)이라 부르지 않았을까.

1) 기술의 확산 가속화, 2) 이익 창출 현실화가 차이점

필자의 생각은 이렇다. 1999년 당시 많은 기술 기업이 존재했지만 1) 기술의 확산(대중화)으로 연결된 기업은 소수였다는 점, 2) 결과적으로 '이익'을 창출하지 못했다는 점이다(파산 및 흡수 합병). 이런 맥락에서 본다면 아마존과 애플이 2004~2005년 주가 버블 논란에서 자유로웠던 배경은 기술의 확산과 이익을 창출했다는 데 있다.

그림5 1997~2007년 아마존(검정), 애플(빨강) 주가 추이: IT버블 붕괴 이후 5년만에 주가 회복. 달라진 것은 무엇인가?

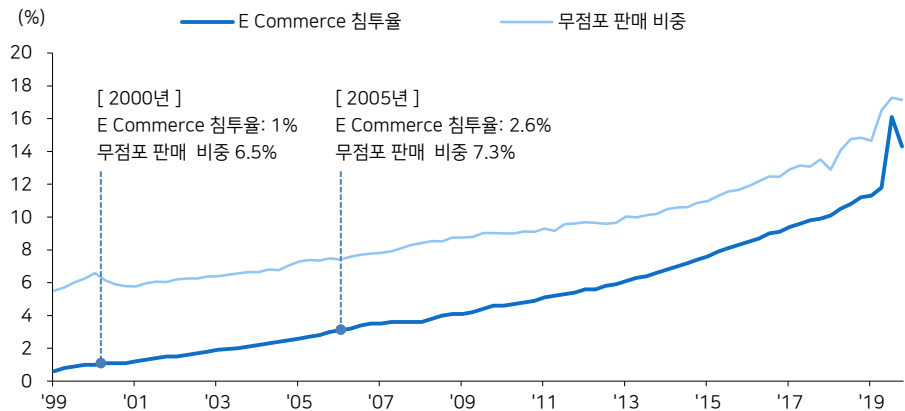


자료: StockChart.com, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

2000년 전후의 아마존 vs.
2004년 이후 아마존

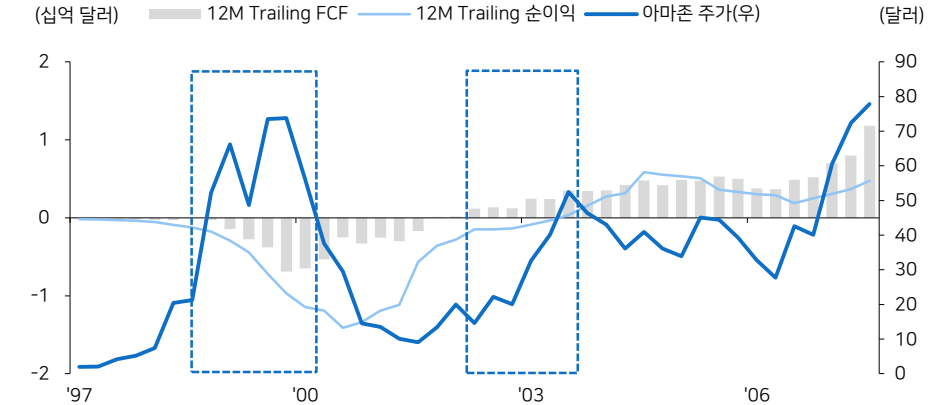
아마존의 사례를 좀 더 들여다 보자. 1999년 미국 온라인 침투율(소매판매 중 온라인 비중)은 0.6%, 2000년은 1%에 불과했고, 순이익은 적자, 잉여현금 흐름은 지속된 투자로 자금사정이 녹록하지 않았다. 하지만 2004년 온라인 침투율은 2% 대로 올라선 이후 침투율은 확산되기 시작했고, 기업 실적 및 현금흐름도 개선되기 시작했다. '기술'과 '실적'에 대한 시장의 '의구심'을 해소한 셈이다.

그림6 미국 온라인 침투율과 무점포 판매 비중: IT버블 붕괴 이후 한 단계 레벨 업



주: 미국 소매판매 중 E Commerce 및 무점포(Nonstore)판매 비중
자료: CEIC, 메리츠증권 리서치센터

그림7 아마존 잉여현금흐름(FCF)과 주가: 2000년 전후와 2004년 이후 달라진 것은?



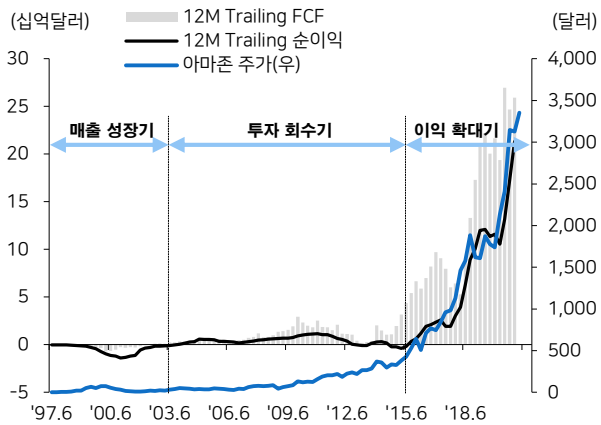
주: FCF = Free Cash Flow (잉여현금흐름)
 자료: Refinitiv, 메리츠증권 리서치센터

성장 기업의 3단계 중 지금은 어디에 있는가?

성장 기업의 3단계

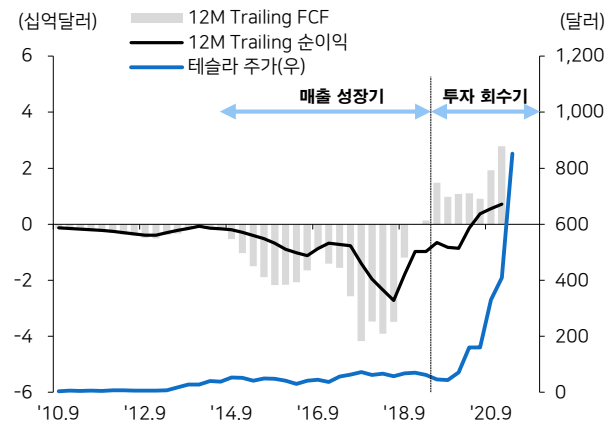
지난 '전략공감' 자료에서 언급한 바 있지만, 성장하는 기업은 크게 3단계를 거친다. 1) 투자 확대 & 매출 성장기(현금흐름은 악화), 2) 투자 회수기(현금흐름 턴 어라운드), 3) 이익 확대기(침투 및 점유율 확대를 통한 이익 극대화) 순이다. 주가의 반응도 유사하다. 2000년 전후의 아마존은 1단계 국면, 2004년 아마존은 2단계 국면, 지금의 아마존은 3단계로 진입한 것으로 판단된다. 테슬라의 주가 반응이 강했던 원인도 투자회수기인 2단계로 진입한 데 따른 결과로 생각된다.

그림8 아마존의 잉여현금흐름(FCF), 순이익, 주가 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림9 테슬라의 잉여현금흐름(FCF), 순이익, 주가 추이



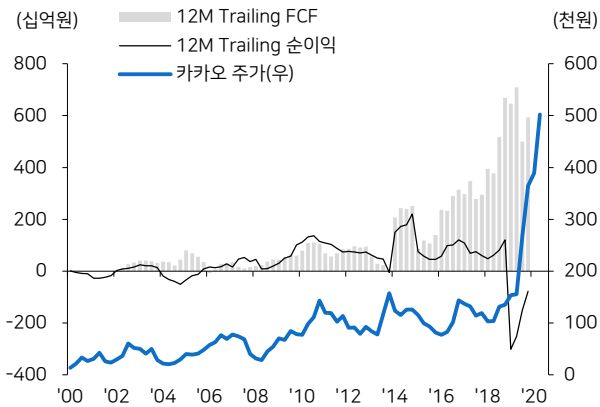
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

지금은 어느 단계인가?

지금 성장주를 보는 관점도 여기에 있어야 한다고 본다. 주가의 레벨과 밸류에이션 뿐만이 아니라 1) 기술 대중화로 연결되는 사업인 것인가, 2) 이익은 창출하고 있는가의 관점에서 말이다. 이에 비춰본다면 전기차, 2차전지 등의 신성장 산업을 생각해 보자. 기술 초반부인 1999년에 가까울까, 2004년 이후의 모습과 유사할까? 필자는 후자에 가깝다고 판단한다.

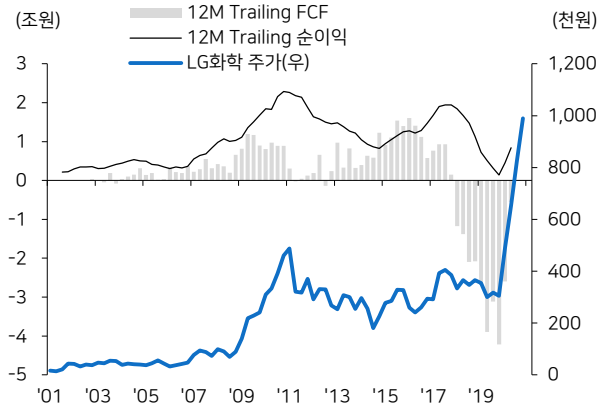
전기차, 2차전지 뿐만 아니라 국내 성장 대표기업들의 모습은 2단계 및 3단계로 진입한 기업이 많아지고 있다. 기술 자체에 대한 의구심 또는 돈을 벌 수 있을 것인가를 걱정하는 단계는 아니라는 뜻이다.

그림10 카카오의 잉여현금흐름(FCF), 순이익, 주가 추이



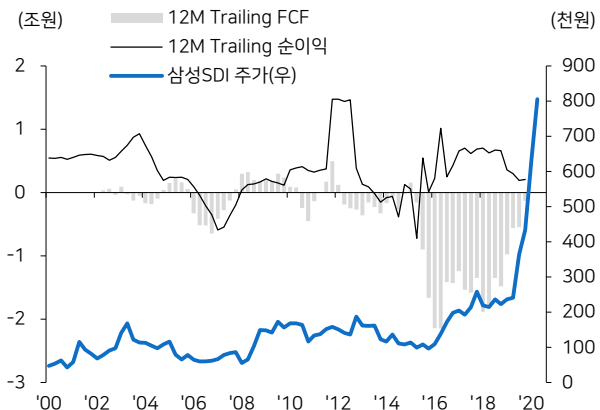
자료: Refinitiv, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림11 LG화학의 잉여현금흐름(FCF), 순이익, 주가 추이



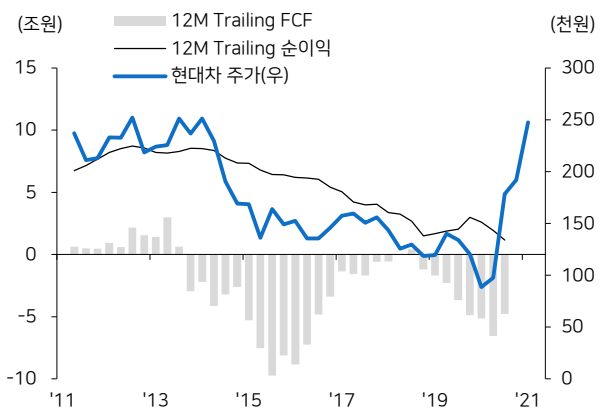
자료: Refinitiv, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림12 삼성SDI의 잉여현금흐름(FCF), 순이익, 주가 추이



자료: Refinitiv, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

그림13 현대차의 잉여현금흐름(FCF), 순이익, 주가 추이



자료: Refinitiv, WiseFn, 메리츠증권 리서치센터

향후 우리가 좀 더 면밀히 점검해 나갈 것은 '과잉공급'의 문제

우리가 앞으로 면밀히 체크해야 할 리스크: 공급과잉

지금의 기술 대중화 추세와 해당 산업의 실적 가시성을 감안한다면 추세의 신뢰성은 높다고 본다. 어쩌면 앞으로 우리가 점검해 나가야 할 '숙제'라 한다면 '공급과잉'의 위험이 발생할 것인지 여부라 본다.

최근 10년간 찾아보기 어려웠던 새로운 산업에 대한 기업들의 투자(예정 포함) 및 M&A가 확대되고 있는 것은 매우 고무적이거나, 차칫 향후 수요보다 공급의 속도가 빨라질 경우 시장에 부담으로 작용할 수 있기 때문이다. 전기차, 신재생에너지, 반도체(비메모리) 등 신성장 모두에 해당되는 사안이다. 물론 아직은 너무 앞선 걱정이지만 말이다.

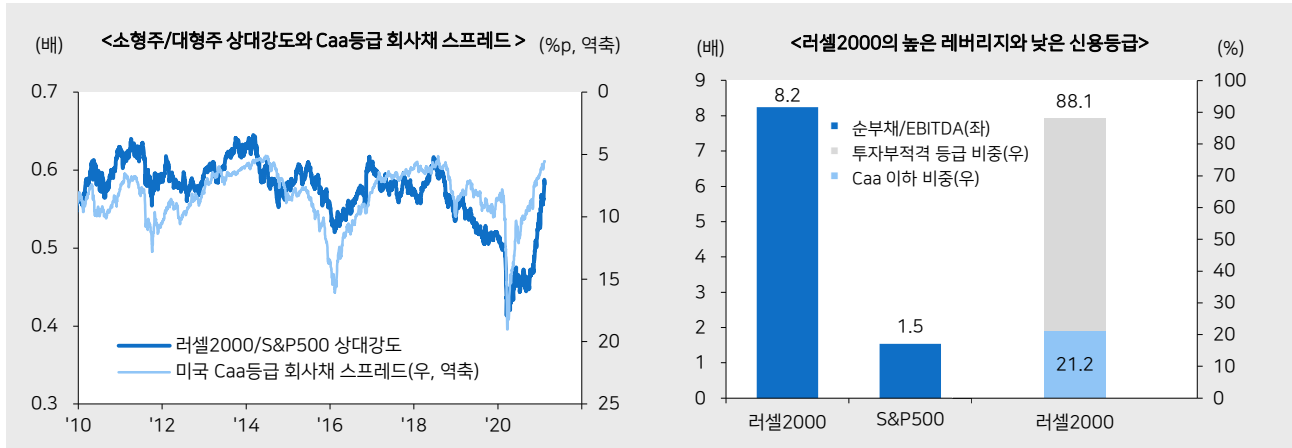
표2 주요 업종 최근 투자 동향 - 새로운 투자동인 등장에 증설, 신규투자, M&A 활발

업종	동인	내용
2차전지	증설, M/S 확보	<ul style="list-style-type: none"> SK이노베이션: 1.3조원 규모 헝가리법인 출자. 22년 2공장 증설 작업 진행중 LG에너지솔루션: IPO 조달 10조원 CAPEX와 R&D에 사용할 계획 에코프로비엠: 2021년 CAM5N관련 1,000억, CAM6 관련 1,400억 도합 2,400억원 투자계획 SK넥셀리스: 6,500억원 투자해 코타키나발루 생산기지 건설 포스코케미칼: 유상증자 통해 1.3조 확보 양극재 광양공장 증설 및 유럽 공장 건설에 8,400억원 사용계획
유틸리티	ESG, 친환경	<ul style="list-style-type: none"> 한국전력: 신재생에너지 투자에 35조원 활용(2030년까지) 한국가스공사: 수소 사업 7조원 투자(2040년까지) 두산퓨얼셀: 3,000억원 투자해 익산공장 증설(90MW ->275MW) 씨에스윈드: 3,000억원 투자해 미국공장 증설 POSCO: 전년 대비 투자 계획 2.5조원 확대. 환경 투자 및 LNG 직도입에 활용 현대제철: 3~4,000억원의 신규 환경투자 예정
자동차	Paradigm shift (전기차, 모빌리티)	<ul style="list-style-type: none"> 현대차: 6년간 약 60.1조원 규모 투자 예정 (기존사업 경쟁력 강화 약 36.6조원 / 미래 기술 역량 확보 관련 약 23.5조원, M&A 및 스타트업 투자 적극 활용할 예정) 현대모비스: 전동화 연구 인력을 위한 투자 지속 전망, 2021년 1조 655억 집행 예정 만도: 2021년 2100억원 투자 예정(라인 증설 및 개조 1200억, R&D 등 간접투자 600억, 판교 사옥 300억) 넥센타이어: 기존 경상투자 800-1000억 수준 유지. 2022년 이후 유럽 체코 공장 추가 투자할 예정이나, 시점은 미정
제약·바이오	M/S, R&D	<ul style="list-style-type: none"> 삼성바이오로직스: 2023년 가동 목표로 4공장 증설 및 R&D센터 건립에 약 1조7,400억원 2년간(2020년말~) 투자
반도체	공급부족	<ul style="list-style-type: none"> SK하이닉스: 인텔 NAND 사업부 인수, 양수가액 약 10조 3,100억원 삼성전자: 특정 기업 언급은 없으나, 4Q20 실적설명회를 통해 M&A 확대에 대한 강한 의사를 밝힘 삼성전자: 美 오스틴 공장에 약 19조원 규모 투자할 예정, 2023년 가동 목표
지주	사업영역 확장	<ul style="list-style-type: none"> SK(株) 글로벌 에너지 사업확장: 북미 셰일원유·가스 G&P(Gathering & Processing) 기업인 브라조스 미드스트림 홀딩스에 2억 5,000만달러 규모의 투자를 결정(2018년 5월) CDMO 사업 강화: 연 15% 이상 고성장하는 미국 CDMO 기업인 엠팩 파인 케미칼의 지분 100% 인수(2018년 7월) 신재생 에너지 사업 확대: SK(株)와 SK E&S는 미국 수소 기업 플러그파워의 지분 9.9%(총 1.6조원)를 확보(2021년 1월) 중국 전기·수소차 시장 진출: 중국 내수 1위 완성차 기업 지리자동차와 친환경차 분야에서 공동 프로젝트를 진행하기 위해 수천억원대 규모로 추정되는 공동 펀드 조성을 추진(2021년 1월)

자료: 각 사, 언론종합, 메리츠증권 리서치센터 정리

오늘의 차트 박범지 연구원

미국 소형주 랠리의 배경



주: 러셀2000의 회사채 등급 비중은 무디스 평가 기준. 등급이 확인되지 않는 회사채는 제외한 수치
 자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

미국은 소형주의 강한 랠리 중

중소형주 중심의 러셀2000 지수는 연초 이후 15.9% 상승하면서 대형주로 구성된 S&P500 지수(+4.8%)보다 압도적인 수익률을 보이고 있다. 두 지수의 상대강도(러셀2000/S&P500)는 현재 0.58배로 이미 코로나19 이전 수준(2020년 초 0.51배)을 넘어 2018년 6월의 전고점(0.62배)까지 바라보는 중이다. 일각에서는 중소형주의 랠리가 과열의 신호라고 보는 우려도 높아지고 있다.

러셀2000/S&P500 상대강도와 미국 Caa등급 회사채 스프레드의 유사한 흐름

러셀2000의 랠리는 바이든 행정부의 1.9조 달러 규모의 추가 부양책, 코로나19 확산세 둔화 및 백신 보급 확대와 그로 인한 경기 회복이 대형주보다 소형주에 유리할 것이라는 기대가 반영된 결과라고 해석된다. 그리고 랠리가 지속될 수 있을지에 대한 관심도 높아지고 있다. 이에 대한 힌트는 미국 Caa등급 회사채 스프레드에서 찾을 수 있을 듯하다. 신용평가사 무디스 기준 Caa등급은 투자부적격 등급 중에서도 가장 낮은 등급에 속한다. 주목할 점은 러셀2000과 S&P500의 상대강도와 매우 유사한 흐름을 보인다는 것이다.

소형주의 높은 레버리지 비율과 낮은 신용등급이 그 배경

러셀2000 지수를 구성하고 있는 소형주들의 레버리지 비율은 높은 반면, 회사채의 신용등급은 매우 낮기 때문이다. 레버리지 건전성 비율을 의미하는 순부채/EBITDA 지표를 보면 S&P500은 1.5배에 불과한 반면, 러셀2000의 경우 8.2배에 달한다. 또한 대부분이 투자적격등급인 S&P500과 달리 러셀2000에 속한 기업들이 발행한 회사채는 88.1%가 투자부적격 등급이며, 그 중에서도 Caa 이하 등급의 비중은 21.2%에 달한다.

회사채 스프레드로 소형주 랠리 지속 여부 가늠할 수 있을 것

회사채 스프레드가 확대될수록 기업의 이자 부담은 증가하고 부도 위험도 높아질 수밖에 없다. 미국 Caa등급 회사채 스프레드는 코로나19 위기 당시 19%p까지 확대되었으나, 이후 가파르게 하락해 5.5%p로 매우 안정화된 수준에 있다. 회사채 스프레드의 방향을 보면 소형주 랠리의 지속 여부도 가늠할 수 있을 듯하다.

칼럼의 재해석 박형렬 연구위원

83.6만호: 정부가 꺼내든 카드는 공공 참여 (Korea Times)

2월 4일, 이번 정부에 들어서 25번째 부동산 대책이 발표되었다. 2025년까지 5년간 전국에 총 83.6만호의 주택을 공급하겠다는 내용으로, 공공주도하의 주택공급이 그 중심이 되고 있다. 특히, 재개발·재건축 과정에서 공공이 참여할 경우, 용적률 상향 등의 인센티브를 주며 건축 규제를 완화하고 있다. 이번 대책에서 정부가 공공의 참여를 강조하는 이유는 재개발·재건축 사업의 특성에 잘 나타나있다.

신규 토지의 공급이 부족한 현재, 재개발·재건축은 지난 3년 서울 주택공급의 약 66%를 차지할 정도로 비중이 큰 사업이다. 재개발·재건축 사업은 안전진단을 거쳐 정비 계획을 수립한 이후, 조합 설립, 사업시행, 관리처분 과정을 거쳐 공사에 들어가는 절차로 진행된다. 첫 단계부터 마지막 단계인 입주 후 이전고사까지는 평균적으로 13년이라는 긴 시간이 소요되는데, 이 중에서도 안전진단 절차를 통과한 노후 아파트만이 재건축 대상으로 선정된다. 그런데, 2018년과 2020년 안전진단 절차가 강화되고, 정부의 투기 수요 억제에 위한 재건축·재개발 규제 강화에 따라 주택 공급이 현저히 부족한 상황에 놓이게 되었다. 그 결과 2020년, 24번의 부동산 대책에도 불구하고 집값은 천정부지로 치솟았고, 그에 대한 대책으로 공공 참여 중심의 대규모 주택 공급 계획을 마련하였다.

정부는 각종 규제에 의해 막혀있는 재개발·재건축 사업을 활성화함과 동시에, 민간 투기 수요와 재건축 사업에 긴 시간이 소요되는 문제점을 해결하기 위해서 '공공 참여'라는 카드를 꺼내 들었다. 공기업이 시행하는 개발 구역을 토지거래허가구역으로 지정하고, 조합총회와 관리처분인가 단계 생략, 그리고 개별심의를 통합심의 방식으로 변경하여 평균 13년 이상이 소요되던 재건축 기간을 5년으로 대폭 줄이겠다고 발표했다. 또한, 용적률 상향과 조합원 2년 실거주 의무 면제 등 각종 규제를 완화하여 공공 재개발·재건축이 활성화될 수 있도록 하였다.

하지만, 정부가 발표한 대책에는 공기업의 과도한 리스크 부담, 공공 재개발·재건축에 대한 민간 참여 여부 등 큰 걸림돌이 많아, 83.6만호라는 숫자의 현실화 가능성에 대해 의문 부호가 생긴다. 그럼에도 불구하고, 정부의 정책 기조가 규제에서 공급 확대로 전환되었다는 점이 긍정적이고, 구체적인 사업지 발표를 예고한 만큼 앞으로의 행보를 기대해 볼 수 있다.

2.4 부동산 대책: 83.6만호 주택 공급 계획

2025년까지 83.6만호
주택 공급 계획

2월 4일, 이번 정부에 들어서 25번째 부동산 대책이 발표되었다. 정책은 2025년까지 5년간 서울 32.3만호, 수도권 29.3만호를 포함, 전국에 총 83.6만호라는 파격적인 물량의 주택을 공급하겠다는 내용이다. 좀 더 자세히 살펴보면, 공공 직접 시행 정비사업 13.6만호, 도심 공공주택 복합사업 19.6만호, 소규모 도시정비 11만호, 도시재생을 통한 주택공급 3.0만호, 신규 공공택지 지정을 통한 공급 26.3만호, 비주택 리모델링과 신축매입을 통한 공급이 각각 4.1만호와 6.0만호이다.

공공 주도하의 주택 공급 강조

이번 부동산 대책 본문에서 정부는 '공공'이라는 단어를 총 212번 사용할 정도로, 공공 주도하의 주택 공급을 강조하였다. 특히 재개발·재건축 과정에서 공공이 참여할 경우, 용적률 상향 등의 인센티브를 주며 건축 규제를 완화하고 있다. 그렇다면 이번 대책에서 정부는 왜 그토록 공공의 참여를 강조하는 것일까? 재개발·재건축 사업을 자세히 들여다보면 그에 대한 답을 얻을 수 있다.

표1 공급 부지확보 물량('21~'25) 추계치 총괄

(만호)	총계	정비사업	도시공공주택복합사업			소규모	도시재생	공공택지	비주택 리모델링	신축매입
			역세권	준공업	저층주거					
계	83.6	13.6	12.3	1.2	6.1	11.0	3.0	26.3	4.1	6.0
서울	32.3	9.3	7.8	0.6	3.3	6.2	0.8	-	1.8	2.5
인천, 경기	29.3	2.1	1.4	0.3	1.3	1.6	1.1	18.0	1.4	2.1
5대 광역시	22.0	2.2	3.1	0.3	1.5	3.2	1.1	(광역)5.6 (지방)2.7	0.9	1.4

자료: 국토교통부, 메리츠증권 리서치센터

각종 규제에도 불구하고, 주택 공급의 대부분을 차지하는 재개발·재건축

서울 아파트 공급의 약 67%를 차지하는 재개발·재건축

재개발·재건축은 그 대상이 노후화된 건축물에만 국한되는지, 또는 주거지뿐만 아니라 주변 정비기반까지 포함하는 지에 따라 구분될 뿐, 둘 다 노후화된 환경을 새롭게 만든다는 점에서 동일하다. 신규 토지의 공급이 부족한 현재 상황에서, 재개발·재건축은 주택 공급의 대부분을 차지하고 있다. 실제로 지난 3년간, 서울 아파트 공급의 약 67%는 재개발·재건축 사업에 의해 이루어졌다.

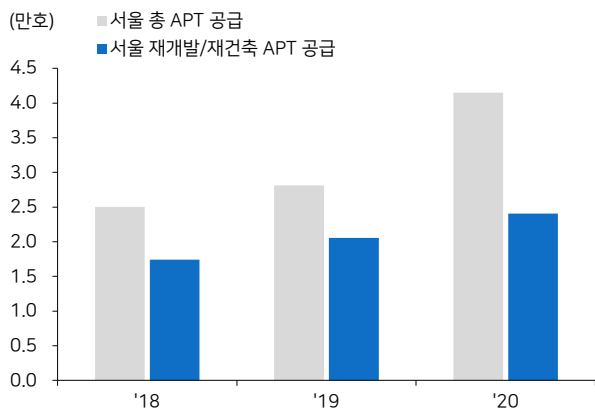
평균 재개발·재건축 기간 13년, 안전진단 절차 강화

재개발·재건축 사업은 안전진단을 거쳐 정비 계획을 수립한 이후, 조합 설립, 사업 시행, 관리처분 과정을 거쳐 공사에 들어가는 절차로 진행된다. 첫 단계인 기본 계획 수립부터 입주 후 이전고시까지는 평균적으로 13년이라는 긴 시간이 소요된다. 서울시 기준의 재건축 대상 아파트는 준공 시기에 따라 20년~40년 이상 된 아파트를 대상으로 하는데, 이 중에서도 안전진단 절차에서 D등급 이하를 받은 아파트만이 재건축 대상으로 선정된다. 2018년 구조 안전성 기준을 20%에서 50%로 상향하고, 2020년 안전진단 현장조사 의무화 등 안전진단 절차가 강화됨에 따라, 재건축 허가를 받기는 더욱 어려워진 상황이다.

각종 규제로 더욱 어려워진 재개발·재건축

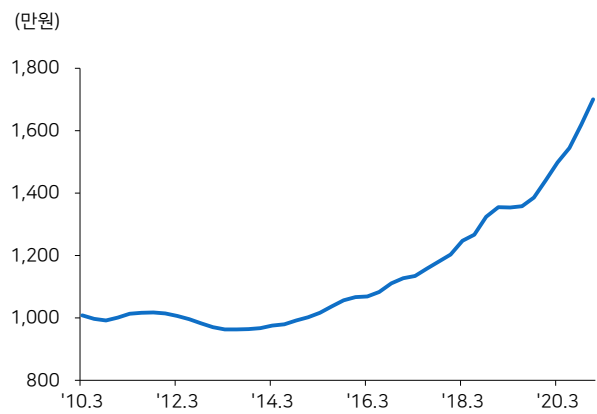
뿐만 아니라, 정부는 실수요자 보호와 투기수요 억제를 위해 재개발·재건축 규제를 강화하고 있다. 재건축 초과이익 환수제, 2년 실거주 의무, 조합원 지위양도 제한, 해당침 제한 등의 규제를 강화하면서 재개발·재건축을 통한 주택 공급의 어려움이 갈수록 심화되고 있다. 그 결과 2020년, 재개발·재건축 규제를 포함 세금 인상 등 여러 규제가 겹치면서 수요에 비해 공급이 현저히 부족한 상황이 발생하였고, 전국의 아파트값은 최고가 기록을 경신하며 천정부지로 치솟았다.

그림1 서울 총 APT 공급 vs 재개발/재건축 APT 공급



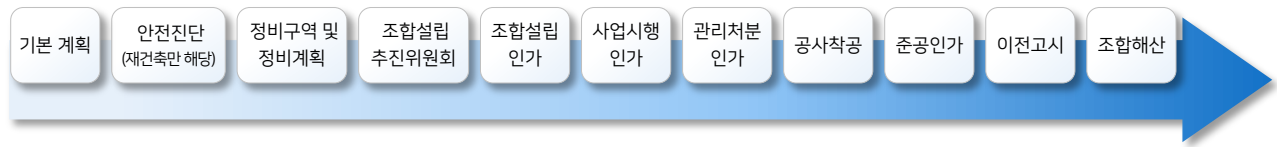
자료: 국토교통부, 메리츠증권 리서치센터

그림2 3.3m² 당 전국 APT 매매 평균가 추이



자료: 국토교통부, 메리츠증권 리서치센터

그림3 재개발·재건축 사업 절차



자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 재개발·재건축 규제 내용

구분	재개발	재건축			재당첨 제한
		조합원 지위 양도 제한	재건축 초과이익 환수제	2년 거주 요건	
내용	관리처분계획인가 이후 소유권 이전 등기 시까지 재개발, 도시환경정비사업의 조합원 분양권 전매 금지 ▪ 2018.01.24 이후 최초 사업시행인가를 신청한 구역부터 적용 ▪ 2018.01.23 이전에 사업시행계획 인가를 신청한 재개발 구역은 조합원 분양권 거래 가능	1) 10.5.1 법칙 ▪ 10년 보유, 5년 이상 거주한 1세대 1주택 물건은 거래 가능 2) 3.3 법칙 ▪ 조합설립 후 3년 내 사업시행인가 신청 못하고 3년 이상 보유 ▪ 사업 시행인가 후 3년 내 착공 하지 못하고 3년 이상 보유	▪ 정부가 재건축 추진위원회 구성 시점과 입주 시점의 평균 집값 상승분, 각종 비용등을 고려하여 1인당 평균 3,000만원을 초과하면 이익 금액의 10~50%를 조합에서 환수 ▪ 2017.12.31까지 관리처분인가가 신청되지 않은 재건축 조합이 대상	▪ 2020.12.31 까지 조합설립인가를 못 받은 경우 ▪ 조합원 분양신청 만료일까지 2년 거주 필요	▪ 투기과열지구 및 도시정비법상 관리처분 방식 정비사업장에만 해당 (정비사업 이외 가로정비사업 등 주택법상의 일반 분양분은 제외) ▪ 투기과열지구 내 정비사업 일반분양, 또는 조합원 분양에 당첨된 세대에 속한 자는 5년간 투기과열지구 내의 정비사업 일반분양 또는 조합원 분양의 재당첨을 제한

자료: 국토교통부, 메리츠증권 리서치센터

공공참여를 통한 재개발·재건축 활성화

정부가 꺼내든 카드는 공공참여

각종 규제들로 인해 막혀있는 재개발·재건축 사업의 혈로를 뚫기 위해, 정부는 '공공 참여'라는 카드를 꺼내 들었다. 공공 참여를 통해 민간 투기 수요, 공사 기간의 장기화 등 민간 주도하에서 발생했던 문제들을 해결함과 동시에, 각종 인센티브를 통해 공공 재개발·재건축 사업을 활성화하고자 한다.

토지거래허가구역 지정, 민간 투기 수요 억제를 위한 방안

먼저, 민간 투기 수요를 억제하기 위해서 공기업 단독 시행 시 해당 개발 구역을 토지거래허가구역으로 지정한다. 2.4 부동산 대책 발표일 이후 공공주택 복합사업 구역 내 부동산 취득 시, 현금청산의 대상으로 지정하는 것이다. 이를 통해, 재개발·재건축 대상 지역의 부동산을 매입해 차익을 실현하는 투기를 방지하고자 한다.

공기업 단독 시행, 사업 기간 13년→5년

두 번째로 공기업 단독 시행 시, 조합총회와 관리처분인가 단계 생략, 개별심의 방식을 통합심의 방식으로 변경하여 기존 평균 13년이라는 사업 기간을 5년으로 대폭 줄인다는 계획이다. 관리처분 방식이 아닌 현물선납 방식으로 진행하여 공기업이 토지의 소유권을 가져 모든 사업 리스크를 부담하며 사업을 진행한다. 현물선납으로 공기업이 토지를 소유한 채 사업을 진행하는 구조이기 때문에 시공브랜드 선정권한을 제외한 의사결정기능을 공기업에 양도하고, 공기업이 분양계획을 포함한 사업시행을 전담하는 것이다. 또한, 통합심의를 도입하여 신속한 인허가를 지원해 사업 기간을 대폭 줄이고자 한다.

각종 인센티브로 민간 참여 유도

마지막으로, 공공 재개발·재건축이 활성화되도록 용적률 상향, 재건축 조합원 2년 거주 의무 미적용, 재건축 초과이익 환수제 미적용, 토지소유자 추가 수익 보장 등 인센티브를 주는 방안을 도입하였다. 역세권 준주거 시설 용적률을 최대 700%까지 상향하고, 용적률 상향과 재개발·재건축로 인한 초과이익을 공공으로 귀속시켜 초과이익 부담금을 부과하지 않는다. 그리고 사업에서 발생한 이익을 이용해 토지소유자들이 스스로 사업을 추진할 때보다 높은 수익률을 보장하고, 남은 개발이익을 공유한다.

표3 기존 정비사업 vs 공공 정비사업 비교

구분	기존 정비사업	공공 정비사업
사업주체	조합+관리처분	공기업+현물선납
인허가심의	개별 심의	통합 심의
사업기간	평균 13년	5년 이내 이주
사업 리스크	조합원 부담	공기업 부담
재건축초과이익	최대 50% 환수	면제
2년의무거주	적용	미적용
기부채납	20~25%	9~15%
재건축 공공임대	의무사항 아님	5~10% 의무화
용적률	정비계획 이내	추가용적률 인센티브

자료: 국토교통부, 메리츠증권 리서치센터

표4 도시, 건축규제 등 완화사항

	역세권 (5천m ² 이상)	준공업 (5천m ² 이상)	저층주거 (1만m ² 이상)
	준주거 상향 + 법정상한 140%	법정상한 (지자체별 탄력적용)	1종 상향 or 법정상한 120%
용도지역 변경 (최대 용적률)	(2종) 200% (3종) 250% (준주거) 400% → (준주거) 700%	공동주택 용적률 상향시 공공임대 기부채납 미적용	(2종) 200% → (3종) 300% (3종) 250% → (3종) 360% (조건부 준주거) 500% (준주거) 400% → (준주거) 500%
주거비율 제한	(준주거 상업비율) 10% → 5% (상업지역 상업비율) 20% → 10%	-	-
주차장 확보	대중교통 연계대책 확보시 설치의무 감면	-	-
일조·채광기준 등	특별건축구역 지정	※ 완화가능 사항 ▪ 일조·채광기준 완화(주거지역 일조, 채광사선, 인동간격) ▪ 가로구역별 조례로 정한 높이기준 완화 ▪ 대지 안의 공기기준(건축선, 인접대지 이격거리) 완화 ▪ 조경설치 의무기준 완화 등	
기부채납	주택법령에 따라 15% 수준에서 결정		
기타	-	입주기업 종사자 특별공급	-

자료: 국토교통부, 메리츠증권 리서치센터

표5 개발이익 공유 예시

총사업수익	1,000억원		내용	비중
	집행	잔액		
개발이익 공유 우선순위			-	100%
① 토지소유자 추가수익 보장	△300	700	추가수익률 10~30%p 보장	30%
② 생활SOC 확충	△200	500	지역사회 생활편의시설	20%
③ 특수상황 토지소유자 지원	△250	250	부담능력 없는 토지주 보호	25%
④ 세입자 및 영세상인 지원	△150	100	이주비, 재정착 비용	15%
⑤ 공공자가·임대 등	△100	-	-	10%

자료: 국토교통부, 메리츠증권 리서치센터

83.6만호 목표 달성을 위해 넘어야 할 걸림돌

공기업의 과도한 리스크 부담

공공 주도 사업을 원활히 진행하기 위해서는 넘어야 할 걸림돌이 있다. 현물선납 방식으로 인해 모든 리스크를 공기업이 부담한다는 것, 그리고 토지소유자들이 스스로 사업을 추진할 때보다 높은 수익률을 보장할 수 있는지의 여부이다. 경기변동 및 개발비용 등의 총 사업비가 증가할 경우, 혹은 공공 재개발·재건축 사업이 수익성이 예상보다 적게 나올 경우, 공기업의 부채가 크게 증가하는 결과로 이어질 수 있다.

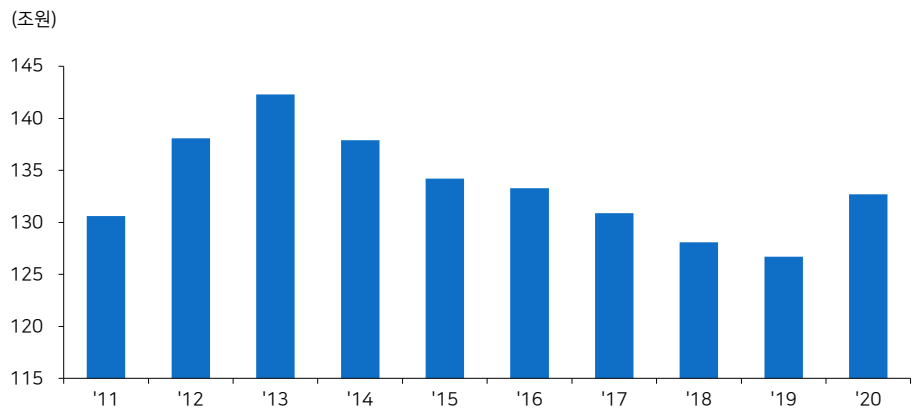
공공 재개발·재건축에 대한 민간의 부정적인 인식

다음으로, 공공 재개발·재건축에 대한 조합원들의 인식이 문제가 될 수 있다. 시공 브랜드를 제외한 모든 의사결정기능을 공기업에 양도하여 주민 선택권이 좁아질 수 있다. 또한, 공공 재건축 시행 시, 임대 아파트의 물량이 늘어나는 만큼 기존 조합원들의 토지 지분이 줄어들 수 있으며, 용적률을 상향한다고 하더라도 높아진 인구밀도에 주거 품질의 하락할 수 있다. 강남과 같은 지역의 경우, 임대 아파트가 늘어나면 단지에 고급화 이미지를 적용하기 어렵다는 부분도 공공 재개발·재건축을 꺼리는 요소가 될 수 있다.

정책의 기조가 전환되었다는 측면에서 긍정적

2.4 부동산 대책을 통해 정부는 공공 참여를 중심으로 83.6만호라는 대규모 주택 공급 계획을 발표했다. 하지만, 공기업의 과도한 리스크 부담, 공공 재개발·재건축에 대한 민간 참여 여부 등— 큰 걸림돌이 많아, 83.6만호라는 숫자의 현실화 가능성에 대해 의문 부호가 생긴다. 그럼에도 불구하고, 정부의 정책 기조가 규제에서 공급 확대로 전환되었다는 점이 긍정적이고, 구체적인 사업지 발표를 예고한 만큼 앞으로의 행보를 기대해 볼 수 있다.

그림4 2011 ~ 2020년 한국토지주택공사(LH) 부채 추이



자료: ALIO, 메리츠증권 리서치센터

원문: Massive housing supply