

# Are You Ready for the 4<sup>th</sup> Industrial Revolution?

2021. 4. 21 (수)

**meritz** Strategy Daily

## 전략 공감 2.0

### Strategy Idea

바이든 행정부 첫번째 환율보고서의 시사점

### 오늘의 차트

역대 최고치인 미국 하이일드채 발행, 문제 없을까?

### 칼럼의 재해석

재개발 · 재건축의 대안으로 부상한 리모델링

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  
 RA 황수옥  
 02. 6454-4896  
 soowook.hwang@meritz.co.kr

## 바이든 행정부 첫번째 환율보고서의 시사점

- ✓ 미국 4월 환율보고서에서 확인되는 핵심적인 특징은 1) 정량평가 강화로 보고서의 신뢰성 제고, 2) 일괄적 압박이 아닌 조정 과정 거친다는 점에서 환율 정책의 유연성과 온건성 확인
- ✓ 목표는 국가별 펀더멘털이 시장원리에 입각하여 환율에 반영되는 것. 각국의 적극적 내수부양이 통화가치에 반영, 강달러 압력 완화하는 요인 될 수 있음
- ✓ 중국에 대한 관점은 12월과 유사. 아직까지 외환시장 개입에 관한 정보 제공하지 않고 있는 것은 불안 요인, 다만 실익의 관점에서 환율조작국으로 재지정할 가능성은 낮은 것으로 판단

바이든 행정부의 첫 환율보고서, 큰 그림에서 정책 방향을 가늠해 볼 수 있음

### 바이든 정부에서 처음으로 내놓는 환율보고서

지난 주 금요일(4월 16일), 미국 재무부는 바이든 행정부의 첫 번째 환율보고서를 공개하였다. 재무부는 이번 보고서에서 그 어떤 교역대상국도 환율조작국으로 지정하지 않으면서, 보고서 자체가 시장의 이목을 크게 집중시키지는 못했다. 그러나 미국 신행정부의 첫 번째 보고서는 1) 기준 적용에 있어 전임 정부와의 차이가 있는 지 여부, 그리고 2) 외환정책의 변화 여부를 판단할 수 있다는 점에서 면밀히 검토해 볼 필요는 있다. 오늘 전략공감에서는 이를 중점적으로 다룬다.

### 환율 조작국 판단 기준: 정량평가와 정성평가

과거 환율보고서와의 차이점을 논하기에 앞서, 환율 조작국을 어떠한 기준으로 지정하는 지에 대해 우선 살펴본다.

1) 정량평가: 대미무역흑자, 경상수지흑자, 외환시장 개입 정도

미국 재무부는 두 가지 기준을 통해 환율조작국 여부를 판단한다. 첫째는 2015년 제정된 "Trade Facilitation and Trade Enforcement Act(이하 2015년 법)"에 근거한 정량평가이다. 정량평가 요소 3가지는 최근 12개월 동안 1) 대미 무역 흑자가 200억 달러 이상, 2) 경상수지 흑자가 GDP대비 2% 이상, 3) 통화가치 절하를 위한 순외환 매입규모가 GDP대비 2% 이상이며, 조사대상기간 중 6개월 이상 지속적인 외환시장 개입이 있었는지 여부이다.

2) 정성평가: 재무장관의 판단

둘째는 1988년 제정된 "Omnibus Trade and Competitiveness Act(이하 1988년 법)"의 기준에 근거한 정성평가이다. 미국 재무장관은 1988년 법의 section 3004에 의거하여 1) 주요 교역상대국들이 효율적인 국제수지 조정을 막거나, 2) 국제무역에서 불공정한 이익을 얻기 위해 미국 달러대비 자국 통화간의 환율을 조작하는 지 여부를 점검해야 한다.

**4월 환율보고서 결과: 기존 환율 조작국 제외, 관찰대상국 증가**

베트남, 스위스 환율 조작국에서 제외, 대만과 심층분석대상국 지정

재무부는 4월 환율보고서에서 2020년 12월까지 12개월 간 교역 규모가 400억달러 이상인 20개의 주요 상대국의 환율조작 여부를 점검하였다. 작년 12월 환율보고서에서 환율조작국으로 지정된 베트남과 스위스를 조작국에서 제외했으며, 여기에 대만을 더해 세 국가를 심층분석대상국으로 지정했다. 이들은 2015년 법에서 정한 환율조작국 지정의 3가지 정량평가 요건을 모두 충족하는 국가이다.

한국 포함, 정량요건 2개를 충족한 10개의 국가와 중국을 관찰대상국 지정

관찰대상국에는 대만이 제외되는 대신 아일랜드와 멕시코가 추가된 11개국이 선정되었다. 여기에 선정된 국가들은 대부분 2015년 법의 정량기준 3가지 중 2가지를 충족하였다. 예외는 중국이다. 중국은 정량적 기준 중 '과도한 대미 무역수지 흑자(200억 달러 초과)'라는 1가지 요건만 충족하고 있으나, 1) 미국의 최대 무역수지 적자국(3,110억 달러, 2020년 연간)이고 2) 중국 통화당국이 외환시장 개입 자료를 투명하게 공개하지 않는다는 이유로 관찰대상국 지위에 머물렀다.

결과보다는 여기에 이르게 된 과정이 더욱 중요하다고 판단하여, 이하에서는 환율보고서의 의사결정 매커니즘이 주는 시사점에 대해 분석해 보았다.

**표1 미국 20대 교역 상대국의 환율정책 평가 기준(2021년 4월 vs 2020년 12월)**

(최근 12M)	2021년 4월						2020년 12월					
	대미무역수지	경상흑자	외환순매입		총족요건 수	관찰 대상국 포함 여부	대미무역수지	경상흑자	외환순매입		총족요건 수	관찰 대상국 포함 여부
	(십억달러)	(% of GDP)	(% of GDP)	>6M	(십억달러)		(% of GDP)	(% of GDP)	>6M			
베트남	70	3.7	4.4*	0	3/3	심층분석대상국	58	4.6	5.1*	0	3/3	환율조작국 지정
스위스	57	3.7	15.3	0	3/3	심층분석대상국	49	8.8	14.2	0	3/3	환율조작국 지정
대만	30	14.1	5.8	0	3/3	심층분석대상국	25	10.9	1.7	0	2/3	0
중국	311	1.9	-0.1~1.2*	X	1/3	0	310	1.1	-0.1	X	1/3	0
일본	55	3.3	0.0	X	2/3	0	57	3.1	0	X	2/3	0
한국	25	4.6	0.3	0	2/3	0	20	3.5	-0.6	0	2/3	0
독일	57	6.9	-	-	2/3	0	62	6.8	-	-	2/3	0
아일랜드	56	4.8	-	-	2/3	0	55	-5.5	-	-	1/3	X
이탈리아	30	3.7	-	-	2/3	0	30	3.0	-	-	2/3	0
인도	24	1.3	5.0	0	2/3	0	22	0.4	2.4	0	2/3	0
말레이시아	32	4.4	0.6	0	2/3	0	29	2.5	1.1	0	2/3	0
싱가포르	4	17.6	28.3	0	2/3	0	-1	16.1	21.3	0	2/3	0
태국	26	3.2	1.9*	0	2/3	0	22	6.3	1.8*	0	2/3	0
멕시코	113	2.4	-0.2	X	2/3	0	96	-0.2	0.0	X	1/3	X
캐나다	15	-1.9	0.0	X	0/3	X	24	-1.9	0.0	X	1/3	X
영국	-9	-3.5	0.0	X	0/3	X	-8	-2.8	0	X	0/3	X
네덜란드	-18	7.8	-	-	1/3	X	-18	9.4	-	-	1/3	X
브라질	-12	-0.9	-2.6	X	0/3	X	-13	-2.8	-2.3	0	0/3	X
벨기에	-7	-0.2	-	-	0/3	X	-11	0.6	-	-	0/3	X
프랑스	16	-2.3	-	-	0/3	X	15	-1.6	-	-	0/3	X

주: \*표시는 미국 재무부 자체 추정, 굵은 글씨는 미국 재무부 평가기준을 넘는 수치임을 의미  
 자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

### 정량평가의 중요성 재확인

2019년 5월 미국 재무부는, 2015년 법에 명시되어있는 정량 평가기준을 과거에 비해 보다 엄격히 적용하기 시작했다: 1) 경상흑자/GDP 비율 기준은 3%에서 2%로 낮추고, 2) 외환시장 개입기간의 기준도 8개월 이상에서 6개월 이상으로 확대하였다. 이 때를 기점으로 5~6개국에 불과하던 관찰대상국(기준 2개 이상 충족 + 중국) 및 심층분석대상국(3개 이상 충족) 지정대상이 반기마다 계속 늘어났다. 이번 4월 보고서에서는 무려 14개국에 달했다. 미국 교역상대국 입장에서는 상당한 압박으로 느껴질 수 있다.

철저히 정량기준에 의거, 기준에 충족한 국가에 한하여 정량평가

그러나 실제 환율조작국으로 지정되는 데 있어서는 까다로운 절차를 계속 적용하고 있다. 정량적 기준 3개를 모두 충족한 국가들에 대해서만 1988년 법을 적용하여 재무부 장관의 재량에 맡기는 것이다. 직전 보고서에서도 이러한 절차가 적용되어 새삼스럽지는 않지만, 기조가 유지되고 있다는 점만으로도 환율보고서 공개 전후 제기되었던 임의적인 조작국 지정 우려를 상당 부분 완화할 수 있다.

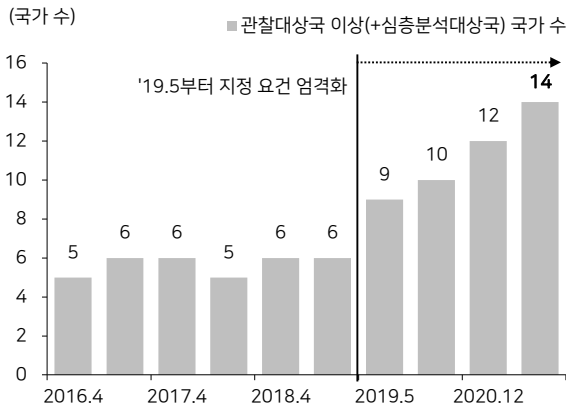
자의성이 짙었던 1988년 법의 불확실성 감소

이를 강조하는 이유는 바로 2019년 8월의 경험 때문이다. 당시 중국은 2015년 법이 정한 정량적 조건을 모두 충족하지 않았지만, 므누신 재무장관의 정성적 판단에 의해 환율조작국으로 지정되었다. 이는 재무장관의 판단이 정량적 기준에 모두 앞선다는 것을 시사했던 사례로, 환율조작국 지정의 자의성에 대한 불안감을 키웠던 것이 사실이다.

환율 보고서의 신뢰성 제고하고자 하는 의지로 해석

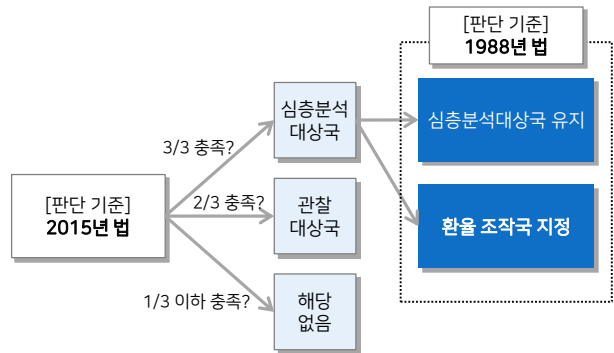
정량적 기준을 우선시하는 기조로 복귀한 후 이를 유지한 것은, 1988년 법이 이때처럼 불안 요인으로 작용할 소지를 낮추는 동시에 환율보고서 자체의 신뢰성을 높이는 의도가 담겨 있는 것으로 해석된다.

그림1 미국 환율보고서 관찰 대상국 이상 지정 국가 수 추이



자료: US Treasury, 메리츠증권 리서치센터

그림2 미국 환율보고서 평가 기준 적용 경로



자료: 메리츠증권 리서치센터

### 정성적 판단에 기반한 유연성

12월에 환율조작국이었던 국가들이 여전히 정량요건을 충족했음에도, 4월 환율 조작국에서 제외

이번 보고서의 차별점이라면, 2020년 12월에 이어 정량기준 3가지를 모두 충족하는 국가가 있었음에도 이들을 조작국으로 지정하지 않았다는 것이다. 작년 12월 보고서에서는 3가지를 모두 충족한 베트남과 스위스가 심층분석대상국이었던 것과 동시에 환율조작국이었다. 이번 4월 보고서에서는 베트남, 스위스, 대만이 3가지 기준을 모두 충족했지만 심층분석대상국으로만 남았다.

이들의 지위에는 차이가 있다. 환율 조작국으로 지정되면, 상대국의 시정조치가 있을 때까지 1년간의 유예기간을 둔다. 이후 조치가 없다면 1) 미국 해외민간투자공사의 지원을 제한하거나, 2) IMF를 통해 환율조작 시정을 요구하고, 3) 미국과 무역협정에서 불이익을 줄 수 있고, 4) 미국 정부조달 시장에 참여를 제한하는 등의 조치를 취할 수 있다.

심층분석대상국에 지정되면 이러한 제재는 없고, 환율조작에 대한 심층분석 대상이 된다. 이후 시장원리에 입각한 통화가치 회복을 위해 양국이 서로 협의하고 평가하는 과정을 거친다. 이번 보고서에서도 이러한 심층분석 결과가 드러났다. 베트남에 대해서는 자국화폐의 과도한 저평가 문제와 대외 불균형 문제 해결을 위해 미국과 구체적인 계획을 마련 중이라고 평가했고, 스위스에 대해서는 지난해 9월부터 외환시장 개입 규모 공개 주기를 1년에서 3개월로 축소하며 투명성을 제고하고 있다고 평가했다.

사실 베트남과 스위스의 정량기준만을 본다면 작년 12월 조작국 지정 당시에 비해 악화된 것에 가깝다. 과거 12개월 기준 대미무역 흑자 규모는 커졌고(12월: 베트남 580억 달러, 스위스 490억 → 4월: 베트남 700억, 스위스 570억), 스위스의 경우 GDP 대비 외환 순매입 비중(12월: 14.2% → 4월: 15.3%)도 늘었다. 그럼에도 제도개선에 후한 점수를 준 것이다.

판단의 근거는 정성평가 기준인 1988년 법안; 이를 통해 정책의 유연성 확보한 것으로 해석

정성적 판단의 유연성은 베트남과 스위스의 환율조작국 지위를 해제하는 과정에서 나타났다. 핵심은 환율조작국 지정 여부에 관한 최종적인 판단을 1988년 법에 근거했다는 점이다. 보고서는 '2015년 법과 추가분석, 데이터를 기반으로 볼 때, 베트남과 스위스가 지난 12개월간 1988년 법에서 언급한 목적 중 어느 하나에 따라 환율을 조작한다는 것을 밝혀내기 위한 증거가 불충분하다'고 명시하고 있다. 즉, 미국의 주요 교역상대국들이 정량 기준에 부합하더라도 미국이 반드시 조작국으로 지정하여 압박의 수위를 강화하는 것이 아니라, 정성적 기준으로 판단하는 과정에서 오히려 유연성을 발휘할 수 있음을 시사한다.

### 목적은 시장원리에 입각한 적절한 통화가치 평가

예측 가능한 정책으로 신뢰 제고에 힘썼다는 점과 유연성을 갖는다는 점이 이전 행정부와 비교됨

이번 보고서를 통해 바이든 행정부와 트럼프 행정부간의 정책 차이도 가늠할 수 있다. 첫 번째 특징은, 엄격한 정량평가 기준을 통한 평가로 정책의 예측 가능성을 높였다는 것이다. 두 번째 특징은 중국 등 교역상대국들에게 급작스런 대응을 했던 트럼프 행정부와 달리, 교역상대국들에 대한 유연하고 온건한 접근을 한다는 것이다.

바이든 행정부 외환정책의 핵심 기제는 시장원리에 입각한 통화가치 정상화

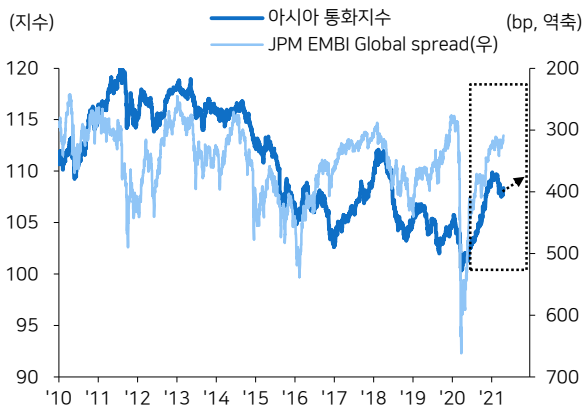
바이든 행정부의 외환정책의 특징이 이러한 이유는 트럼프 행정부와 외환정책의 핵심 기제가 다르기 때문이다. 과거에는 견제와 압박이 목표였다면 지금은 '시장원리에 입각한 각국 통화가치 정상화'에 기반한 미국 이익추구에 방점이 찍힌다. 지금은 미국의 교역상대국 통화가 절하된 이후 회복하는 시기에 있다. 미국이 우려하는 것은 각국이 그 속도를 의도적으로 조정(절상 억제)하여 이익을 취하는지 여부이다.

교역 상대국의 외환시장 개입 최소화화 자국 내 정책을 통한 부양 강조

미국 재무부는 1) 각국이 내수를 중심으로 하는 경기회복에 힘쓰고, 2) 회복된 경기 펀더멘털을 통화가치가 정확히 반영할 수 있도록 각국 통화당국이 외환시장 개입을 최소화해야 함을 주장한다. 재무부는, 교역상대국이 COVID 충격 회복 과정에서 통화가치 절하로 해외로부터의 반사이익을 취하기 보다는, 국내 정책을 통한 부양을 강조한다. 특히 한국, 독일 등 통화/재정정책 여력이 있는 국가들의 부양 지속을 권고하고 있다.

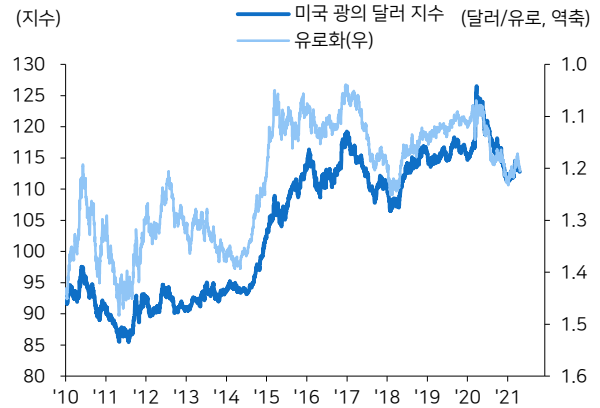
현재로서는 주요국이 내수부양 기조에 있어 미국의 의도에 부응하는 국면이라 판단된다. 이에 힘입어 앞으로 미국 이외 지역이 시차를 두고 회복에 동참한다면 최근까지의 강달러 압력을 완화시키는 요인으로 작용할 수 있을 것이다.

그림3 EMBI Global spread 아시아 신흥국 통화가치



자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림4 미국 광의달러지수(broad dollar index)와 유로화



자료: Federal Reserve, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

### 중국에 대한 스탠스의 변화는?

이번 보고서에서 중국에 대한 스탠스 변화는 거의 없었다. 2019년 8월 환율조작국으로 지정되었던 중국은, 2020년 1월 통화가치 평가절하 및 경쟁적 우위를 위한 환율정책 지양을 합의하며 환율조작국에서 제외되었다.

작년 12월 보고서에서는 외환시장 개입 확증은 없으나 추가적인 조사 필요, 추가정보 공개 요구

지난 12월 보고서에서는 중국 인민은행이 외환시장 개입을 자제해온 것으로 보이고, 인민은행의 외환시장 개입에 대한 확증은 없으나 국책은행 등 금융기관들의 외환 순매입을 감안할 때 추가적인 조사가 필요하다고 밝혔다. 또한 이전에 환율조작국 해제 요건으로 내세웠던 1) 외환시장 개입, 2) 인민은행과 국책은행의 관계, 3) 역외 위안화 시장에 대한 정보 등 중국 통화당국이 외환시장에 직접 개입했는지 여부를 판단할 수 있는 추가정보를 공개할 것을 촉구했다.

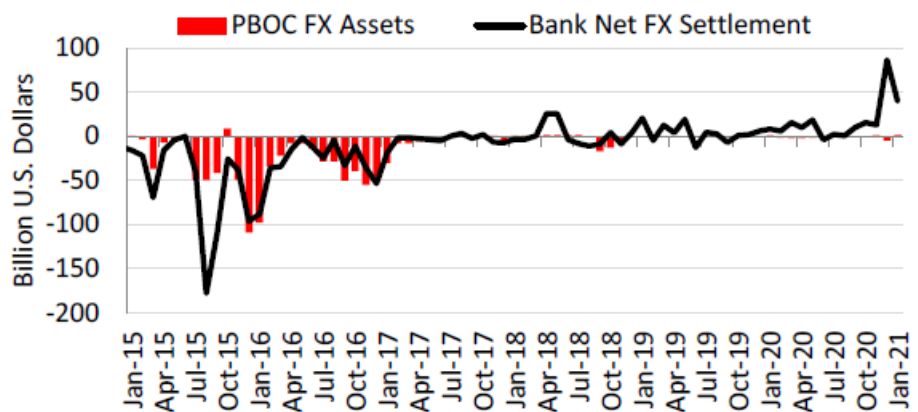
4월 보고서 내용은 12월과 큰 차이는 없음. 주요 국책은행들에 활동에 대한 감시 필요성 언급

4월 보고서에서는 12월 내용에 더해, 1) 인민은행 외환자산의 분기별 변동이 지난 2년 동안 50억 달러를 넘지 않은 점, 그리고 2) 2020년 중국 국책은행 외환매입규모가 1,800억 달러로 GDP대비 1.2%를 기록했다는 점(외환시장 개입 기준 2.0%을 넘었는지 판단의 proxy로 활용)에서 미국 재무부는 중국 통화당국의 외환시장 개입 정도가 크지 않았다고 판단했다. 다만 국책은행들의 늘어난 외환 매입이 인민은행의 외환시장 개입에 의한 것인지에 대한 정확한 원인이 불분명해 추가적인 조사 및 주요 국책은행들의 활동에 대한 감시가 필요함을 언급했다.

외환시장 개입 정보 공개 지연은 문제, 그러나 실익의 관점에서 환율 조작국 지정 가능성 낮음

문제는 중국이 환율 조작국 해제 요건으로 제시한 추가정보를 아직까지 제시하지 않았다는 점이다. 이를 문제 삼아 향후 관찰대상국 이상으로 평가될 수 있는 가능성도 있다. 그러나 1) 중국이 내수부양 차원에서 위안화 절상을 용인하고 있다는 점과 2) 조작국 지정이 미국에게 실익이 없다는 점에서 실제 환율 조작국 재지정 가능성은 크지 않다.

그림5 중국 외환보유액 변동과 국책은행 외환 결제금액



자료: US Treasury(2021.4), 메리츠증권 리서치센터

## 요약 및 결론

오늘 다룬 내용을 요약하면 다음과 같다.

첫째, 4월 환율 보고서에서는 1988년 법에 근거한 정성평가 이전에 2015년 법에 의거한 정량평가를 철저히 실시함으로써, 조작국 지정에 대한 자의성을 줄이고 환율보고서의 신뢰를 회복하고자 하는 의도를 담은 것으로 판단된다.

둘째, 정량평가의 세가지 기준을 모두 넘어서는 국가들을 일괄적으로 환율조작국으로 지정하며 압박하는 것이 아닌, 심층분석대상국으로 지정하며 조정 과정을 거치는 것에서 바이든 행정부 환율 정책의 유연성과 온건성이 확인된다.

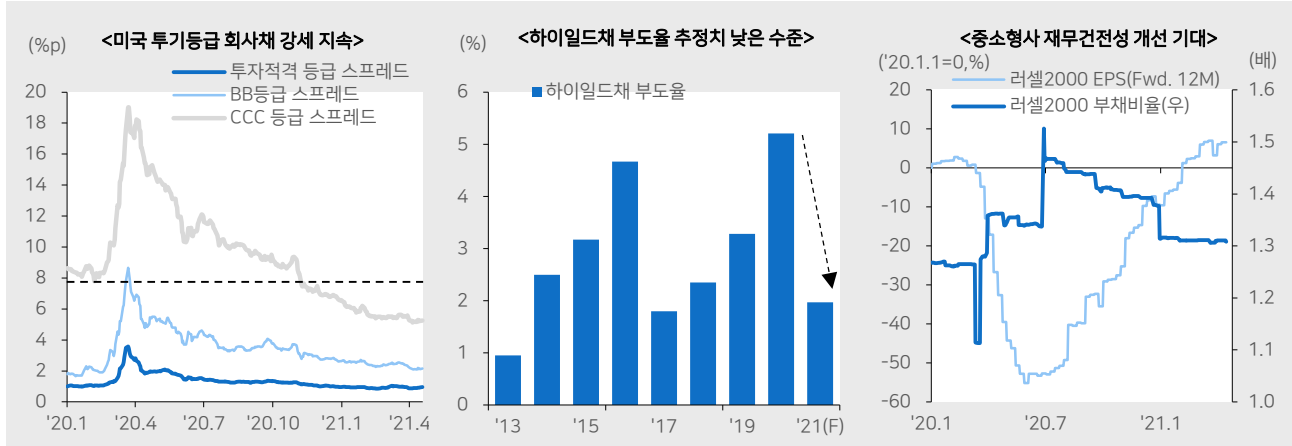
셋째, 이상의 조치를 통해 미국 재무부가 달성하고자 하는 것은 국가별 펀더멘털이 시장원리에 입각하여 환율에 반영되는 것이다. 각국의 적극적 내수부양의 결과로 나타나는 경기회복이 통화가치에 반영되는 것을 목표로 하는 것이다. 각국의 부양으로 발생할 미국과 여타국의 경기회복 격차 축소는 강달러 압력을 완화하는 요인이 될 수 있을 것이다.

넷째, 중국에 대한 미국의 입장은 12월과 크게 다르지 않았으나, 중국이 외환시장 개입에 관한 추가적인 정보를 아직까지 제공하지 않은 점은 문제가 될 수 있다. 다만, 중국이 위안화 절상을 용인하고 있고 중국의 조작국 지정이 미국에게 실익을 가져다 주지 못한다는 점에서 재지정 리스크는 낮은 것으로 판단한다.



**오늘의 차트** 윤여삼 연구위원

**역대 최고치인 미국 하이일드채 발행, 문제 없을까?**



자료: Bloomberg, Fitch Ratings, 메리츠증권 리서치센터

**하이일드채 스프레드 2020년 초 수준 회복하고도 강세 이어져**

올해 1분기에 하이일드채 발행이 역대 최고치를 경신했다. 늘어나는 공급물량에도 CCC 등급의 미국 회사채가 COVID 이전보다 스프레드가 축소돼 눈길을 끌고 있다. 올해 미국 투자등급, 하이일드, 미국채의 투자성과를 비교했을 때 투자적격등급 회사채는 -2.5%, 미국채 10년은 -3.5%의 수익률을 기록한 반면, 하이일드채는 +1.7%의 성과를 거두었다.

**저금리 환경에서 높은 수익률을 제공하는 하이일드채**

CCC 등급 회사채의 낮아진 리스크 프리미엄에도 불구하고 수요가 지속되는 배경은 1) 저금리 환경 속 상대적으로 높은 절대금리 매력, 2) 발행사의 재무건전성 개선에 있다. CCC 등급 회사채의 스프레드는 6%p 수준으로 고점 대비 약 13%p 낮아졌지만 현재 우량회사채 스프레드가 1%p 수준인 점을 고려한다면 여전히 매력적이다. 신용도가 낮은 기업에서 발행하는 담보대출 성격의 레버리지 론도 1분기 발행량이 전분기 대비 3배 이상 늘어나는 등 전체적인 신용조달 여건은 양호한 편이고 투자자들 또한 높은 금리대에서 투자안전성을 고려한 투자가 진행중이다.

**발행사의 재무건전성 강화되며 낮은 프리미엄에도 수요 유입**

지난주 국제신용평가사 Fitch는 2021년 하이일드채의 부도율 추정치를 3.5% → 2%로 낮추었다. 올해 추정치는 2013년 이후 가장 낮은 수준이고 전년대비 3.2%p 하락한 수치이다. 이는 하이일드채의 이자부담이 낮아지자 중소형 회사들이 채용자를 통해 만기를 늘리거나 부채 원금을 줄일 수 있었기 때문이다. 또한 하이일드채 발행 비중이 높은 러셀2000 기업들의 코로나 충격 이후 영업이익이 개선되며 부채비율도 꾸준히 하락해 재무건전성이 개선되고 있다.

하이일드채의 발행물량은 높은 수준을 유지할 가능성이 높으나, 절대금리 매력과 발행사의 재무건전성 개선이 더해져 하이일드채 시장에서의 자금조달은 원활할 가능성이 높을 것으로 예상된다. 하이일드채의 채권시장에서 투자대안으로서의 역할이 이어질 것으로 보인다.

**칼럼의 재해석**

박형렬 연구위원

**재개발·재건축의 대안으로 부상한 리모델링(Woodworking)**

한국의 2020년을 대표하는 단어들 중 하나는 바로 '집값'이다. 다양한 부동산 신조어가 탄생할 정도로 주택 시장은 뜨거웠고, 정부는 이러한 과열 양상을 진정시키고자 2·4 부동산 대책을 통해 파격적인 주택공급 정책을 발표했다. 하지만 LH 투기의혹으로 공공에 대한 불신과 민간 재건축 규제에 대한 반사효과로 리모델링 사업이 주목받고 있다. 수도권 내 리모델링 추진 단지가 1년만에 35개 단지에서 54개 단지로 증가하고, 대형사들 역시 리모델링 사업에 복귀하며 리모델링이 뜨거운 감자로 떠오르고 있다.

리모델링 사업은 개수를 하는 건축물 리모델링 시장과 유지, 관리 및 보수와 관련된 유지보수 시장으로 구분할 수 있다. 민간 재개발 재건축에 대한 규제와 노후 건축물 증가로 리모델링 시장은 2010년 11.5조원에서 2020년 17.3조원으로 크게 증가하였다. 건축물 리모델링 시장에 비해 유지보수 시장에 대한 활동은 다소 미흡한 상황이다. 하지만, 유지보수 시장의 규모가 꾸준히 확대되고 있으며, 전체 주택 중 노후 주택이 차지하는 비율이 증가하고 있는 만큼 유지보수 시장 또한 활성화 될 것으로 예상된다.

그렇다면 리모델링 사업이 왜 재건축·재개발 사업의 대안으로 떠오르는 것일까? 리모델링 사업은 재건축·재개발 사업에 비해 절차가 단순하고, 초과이익환수제와 2년 실거주 의무 등 규제에서 자유롭다는 장점이 있다. 그러나 일반분양 세대수가 적어 사업성이 떨어진다는 약점이 있으나, 수직증축과 내력벽 철거가 부족한 사업성을 보완해줄 수 있다.

아직까지는 안전성에 대한 우려로 수직 증축을 허용한 사례가 매우 적고, 내력벽 철거 허용에 대한 결정이 보류되고 있는 상황이다. 하지만, 내력벽 일부 철거가 가능하다는 보고서가 제출된 상태이고, 최근 송파 오금 아남 아파트에서 수평 증축을 통해 세대수 증가형 리모델링이 최초로 착공되는 등 사업성 확대가 기대되는 상황이다.

노후주택 증가에 따른 사업 기회 확대와 내력벽 철거 허용에 따른 사업성 확대 가능성 등 리모델링 시장의 몸집은 앞으로 더욱 커질 것으로 전망하고, 이는 건설사들에게 새로운 먹거리가 될 수 있다.

**규제에 대한 반사효과, 리모델링 사업 활성화**

**2020년 주택 열풍**

한국의 2020년을 대표하는 몇 가지 단어들을 꼽아본다면, 가장 먼저 떠오르는 단어들 중 하나가 바로 '집값'이다. 영끌, 패닉바잉, 벼락거지 등 다양한 부동산 신조어가 탄생할 정도로 2020년은 주택 열풍이었다. 이러한 과열 양상을 해결하고자, 정부는 2·4 부동산 대책을 통해 파격적인 주택 공급 확대 정책을 발표하였다.

**공공주도 정비사업에 대한 불신**

재개발·재건축 관련 규제 완화 정책이 기대되었지만, 정부가 발표한 대책의 핵심은 공공 주도하의 재개발·재건축 활성화였다. 발표 이후, 시장에서는 공공 주도 사업의 수익성에 대한 우려의 목소리가 나왔고, 옆친 데 달친 격으로 LH의 투기의혹이 불거지며 공공 주도 사업에 대한 불신이 커졌다.

**리모델링 사업에 대한 관심 증가**

공공주도 정비사업에 대한 차가운 반응과 민간 재건축 규제에 대한 반사효과로 리모델링 사업이 주목받고 있다. 서울, 분당, 용인 등 수도권에서 리모델링 사업을 추진하는 단지는 54개 단지로, 전년대비 단지 수는 19개, 가구 수는 약 1만 8,000가구 늘어났다. 또한, 대우건설이 12년만에 전담 사업부를 창설하며 리모델링 사업에 뛰어들었고, 삼성물산 역시 7년만에 리모델링 시장에 복귀하는 등 대형 건설사들의 관심 역시 높아지고 있다.

## 리모델링 시장의 특징

### 리모델링 시장의 현황

#### 리모델링의 개념

리모델링은 건축물의 노후화를 억제하거나 기능 향상 등을 위하여 대수선하거나 건축물의 일부를 증축 또는 개축하는 행위를 의미한다. 리모델링은 크게 유지·관리, 보수, 그리고 개수로 나뉜다. 통상적으로 쓰이는 리모델링은 개수를 의미하며 이를 건축물 리모델링 시장이라고 하고, 유지·관리 및 보수와 관련된 시장을 건축물 유지보수 시장이라고 한다.

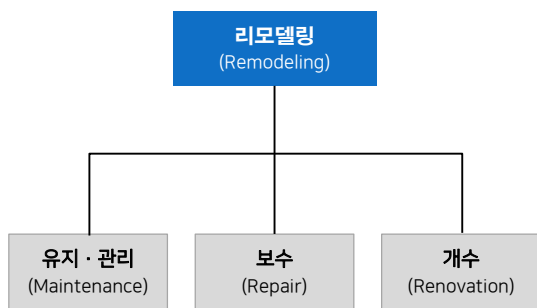
#### 노후 주택 증가로 건축물 리모델링 시장 성장

건축물 리모델링 시장의 규모는 2010년 11.5조원에서 2019년 17.1조원으로 47.9% 증가하였으며, 2020년에는 약 17.3조원, 그리고 2030년에는 약 29.4조원의 규모로 추정된다. 시장의 규모가 크게 성장한 배경은 재건축·재개발 규제 확대와 노후 건축물의 증가이다. 2019년을 기준으로, 준공 후 20년 이상 지난 주택은 약 870만호로 전체 주택 1,800만호 중 48%를 차지하고 있다. 1988년 주택 200만호 계획 당시 건설되었던 주택이 노후화되어 리모델링의 필요성이 점차 커지고 있는 것이다.

#### 건축물 유지보수 시장 확장 기대

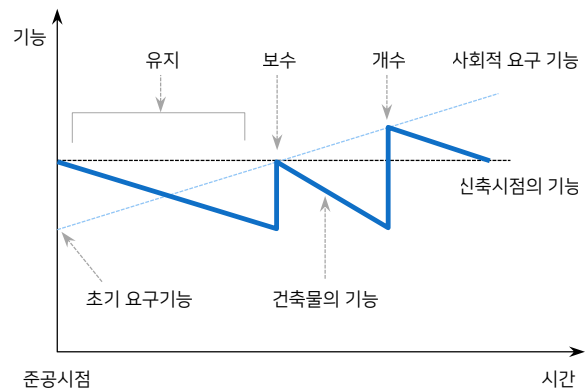
건축물 리모델링 시장의 규모가 빠르게 성장하고 있는 반면, 건축물 유지보수 시장에 대한 활동은 미흡한 상황이다. 건축물 유지보수 시장의 규모는 꾸준히 확대되고 있지만, 총 건설 투자액 대비 유지보수 투자액 비중은 줄어들고 있는 상황이다. 하지만, 노후 건축물이 점차 늘어나고 있고 전체적인 리모델링 시장의 규모 역시 확대되고 있는 만큼, 건축물 유지보수 시장 또한 활성화될 것으로 기대된다.

그림1 리모델링의 범위



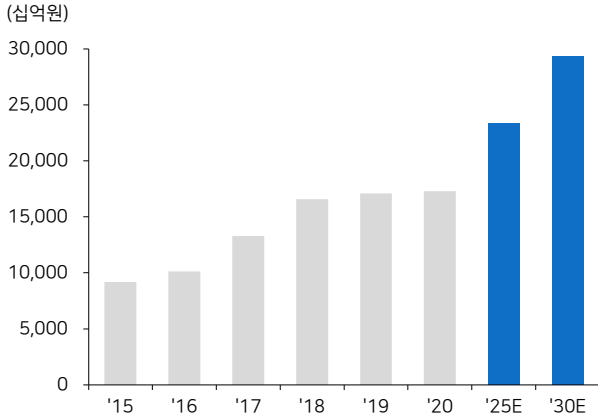
자료: 한국리모델링협회, 메리츠증권 리서치센터

그림2 리모델링 단계



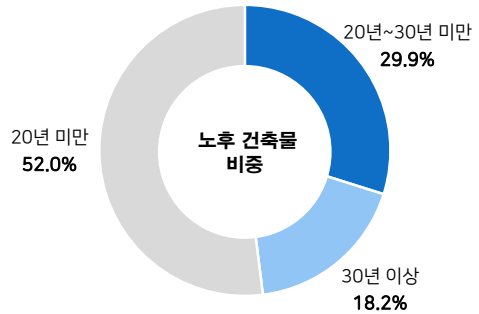
자료: 한국리모델링협회, 메리츠증권 리서치센터

그림3 건축물 리모델링 시장 규모 추이



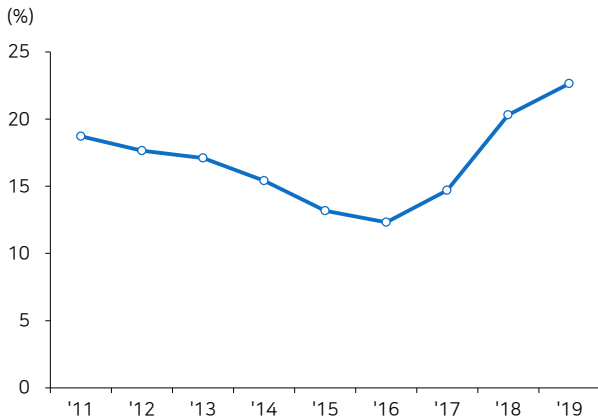
자료: 한국건설산업연구원, 메리츠증권 리서치센터

그림4 노후 건축물 차지 비중



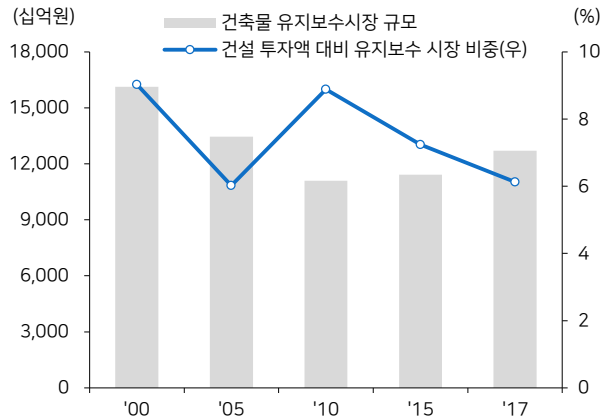
자료: 통계청, 메리츠증권 리서치센터

그림5 신축 대비 리모델링 착공 면적 비중



자료: 국토교통부, 메리츠증권 리서치센터

그림6 건축물 유지보수 시장 규모 추이



자료: 한국은행 경제통계시스템, 한국건설산업연구원, 메리츠증권 리서치센터

### 리모델링 사업의 장단점

#### 1) 상대적으로 단순한 절차

리모델링 시장이 재건축·재개발의 대안으로 주목 받는 이유는 상대적으로 절차가 단순하고 규제에서 자유롭기 때문이다. 재건축 조합을 설립하기 위해서는 주민 75% 이상의 동의를 받아야 하지만 리모델링의 경우 66.7% 이상의 주민만 동의하면 조합 설립이 가능하다. 안전진단 규제 역시 재건축은 최소 준공 30년 이상에다 안전진단등급은 D등급(조건부 허용) 또는 E등급(불량)을 받아야 하는 반면, 리모델링은 준공 15년 이상이면 추진할 수 있고 B등급이면 층수를 높이는 수직 증축이, C등급이면 수평 증축이 가능해진다.

#### 2) 규제에서 자유로움

또한, 리모델링 사업은 기부채납이 없고 초과이익환수제와 조합원 2년 실거주 의무 등의 규제에서 자유롭다. 사업에 소요되는 기간 역시 재개발·재건축은 평균 10년이 소요되는 데에 비해, 리모델링은 5~7년 내에 마무리된다

재개발·재건축에 비해  
떨어지는 사업성

그럼에도 불구하고, 리모델링보다 재개발·재건축이 선호되는 이유는 바로 사업성이  
다. 리모델링 사업은 일반분양 물량이 거의 없어 사업성이 떨어진다. 또한, 90년대  
이전에 지어진 아파트는 지하주차장이 적거나 없는 곳이 많아서 지하주차장을 만들  
고 골조만 남긴 뒤 다시 공사를 하게 되면 공사비가 많이 소요되는 문제점이 있다.

**수직증축과 내력벽 철거, 리모델링 사업성 보완의 key**

부족한 사업성 보완  
1) 수직증축

리모델링의 부족한 사업성을 보완해줄 카드는 '수직증축'과 '내력벽 철거'이다. 리모  
델링은 위로 2~3개의 층을 더 올리는 수직증축의 방법과 층고는 높이지 않고 옆으  
로만 면적을 넓히는 수평증축의 방법이 존재한다. 지난 2014년에 허용된 수직증축  
리모델링은 최대 3개층을 더 올릴 수 있어 가구 수를 늘리기 쉽고, 늘어난 가구수  
를 일반 분양하여 사업성을 높일 수 있다. 하지만, 수직증축 시 건물의 하중을 분산  
시키는 것에 대한 안전성 문제로 인해, 승인된 단지는 단 한군데에 불과하다.

부족한 사업성 보완  
2) 내력벽 철거

수직증축과 더불어 리모델링 사업의 중요한 관건은 내력벽 철거 허용 여부이다.  
내력벽이란 건축물에서 지붕의 무게나 위층 구조물의 무게를 견디거나 힘들 전달  
하기 위해 만든 건축물의 주요 구조부 중 하나로, 공간을 수직으로 구획하는 벽이  
다. 리모델링은 기본 골조를 활용하기 때문에, 내력벽을 유지한다면 구조 변경이나  
확장에 있어서 제한이 있다. 하지만, 세대 간 내력벽을 철거하고 공간을 확장한다  
면 효율적으로 공간을 증축할 수 있고 사업성을 높일 수 있다.

지난 2016년 1월 내력벽 철거 허용이 발표되었다. 하지만 2016년 8월, 안전성의  
문제로 내력벽 철거 허용을 유보하였고, 2019년 3월까지 허용 여부를 결정한다고  
밝혔으나 아직까지 결정이 내려지지 않았다. 연구 용역을 수행한 한국건설기술연  
구원은 지난해 9월 기술적으로 내력벽 일부 철거가 가능하다는 결론을 낸 보고서  
를 제출한 상태다.

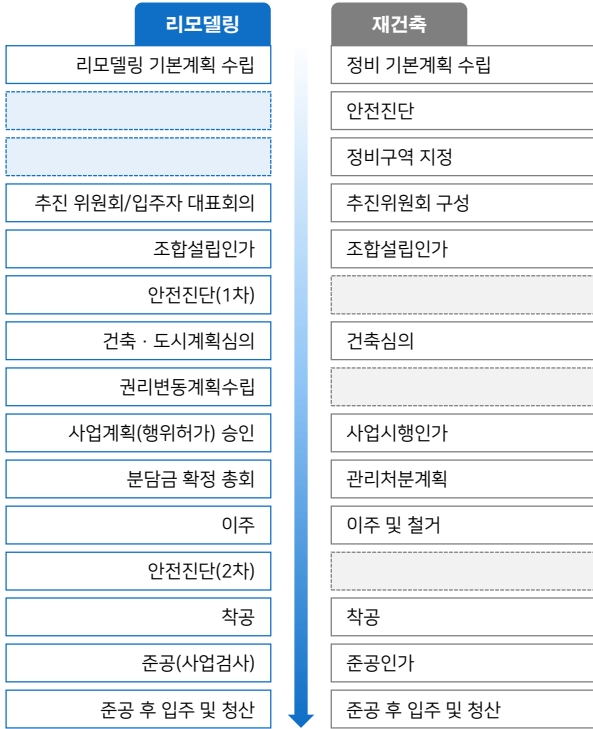
따라서 내력벽 철거 허용이 승인되고 수직증축에 대한 안전성 문제를 해결한다면  
리모델링의 부족한 사업성 문제를 해결할 수 있을 것이다.

**표1 리모델링, 재건축 사업 비교**

	리모델링	재건축
근거	주택법	도시 및 주거환경 정비법
성격	건축물 노후화 억제 및 기능 향상	노후불량 구조물 밀집지역, 주거환경개선 및 주택공급
안전진단	수직증축 B등급이상, 수평증축 C등급이상	최소 D등급 이하(D, E)
최소 연한	준공 후 15년 이상	준공 후 30년 이상
공사방식	대수선 또는 부분철거 후 증축	전면 철거 후 신축
증축범위	기존 전용면적의 30% ~ 40% 이내	용적률 범위 내
용적률	법적 상한 초과 (건축심의로 결정)	법정 상한 이하(3층 일반 주거지역 300%)
건축기준완화	건폐율, 용적률, 높이제한, 조경 등	없음
구조	기존 구조를 보수·보강하여 현행기준에 맞는 내진설계 기준 적용	현행 기준에 적합하게 설계 및 시공
기부채납	없음	도로, 공원, 녹지 등 제공

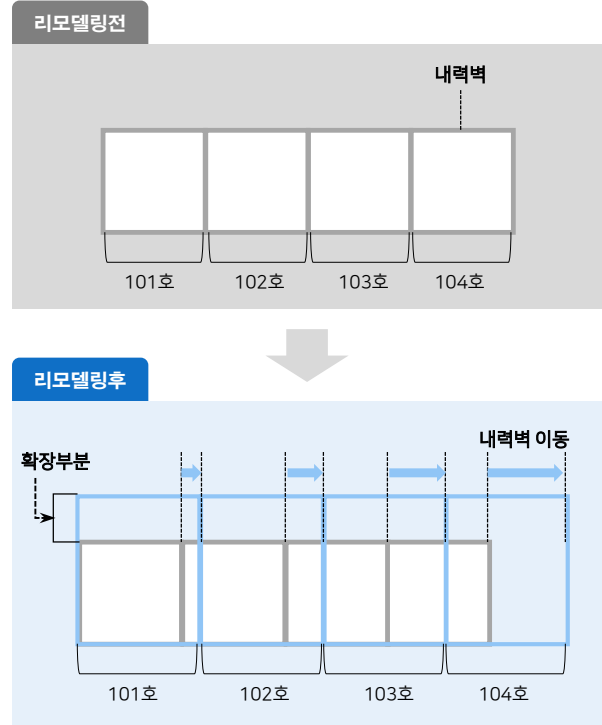
자료: 한국리모델링협회, 메리츠증권 리서치센터

그림7 리모델링 vs 재건축 재개발 절차 그림



자료: 한국리모델링협회, 메리츠증권 리서치센터

그림8 내력벽 철거로 인한 공간 확장



자료: 메리츠증권 리서치센터

### 건설사들의 새로운 먹거리로 떠오른 리모델링

재개발 규제 완화가 아닌  
토지거래허가구역 추가 지정 검토

지난 4월 7일 서울시장 보궐선거에 출마했던 후보들은 너나 할 것 없이 민심을 잡기 위한 카드로 재건축, 재개발 규제 완화를 꺼내 들었다. 오세훈 서울시장 당선인 역시 후보로 출마하며 속도감 있는 민간 재건축 활성화와 규제 완화를 약속하였다. 하지만, 최근 압구정 아파트가 80억원에 거래되는 등 재건축·재개발 단지를 중심으로 집값이 상승하는 모습을 보이고 있어, 오세훈 서울시장은 규제 완화가 아닌 토지거래허가구역을 추가하는 방안을 고려하고 있다.

재개발·재건축의 대안으로  
떠오른 리모델링

서울 및 수도권 내의 민간 재건축·재개발 규제 완화가 현실적으로 쉽지 않은 상황에서 리모델링은 그 대안으로 부상하고 있다. 실제로, 송파 오금 아남 아파트의 전국 최초 세대수 증가형 리모델링 착공, 2000여 가구 송파 가락쌍용 아파트의 역대 최대 규모 리모델링 사업 등 수도권 일대의 리모델링 시장이 활발하다.

건설사들의 새로운 먹거리가  
될 수 있는 리모델링 시장

이러한 상황 속에서 리모델링 시장은 건설사들에게 새로운 먹거리로 부상하고 있으며, 노후 주택 증가에 따른 사업 기회 확대, 내력벽 철거 허용에 따른 사업성 증가 등에 따라 앞으로 몸집이 더욱 커질 것으로 전망한다.

원문: Remodeling upturn expected to carry into 2022