



Sector Comment

9월 금융 및 부동산 시장 동향 및 전망

고위험 갭투자 증가, 부채위기의 시발점



2030세대를 중심으로 한 무주택자의 갭투자를 이용한 고위험 주택 투자가 가속화되고 있다. 이런 투자가 방치되는 한 집값 상승과 가계부채 증가는 지속될 것이며 반대로 주택시장 경착륙 가능성과 부채 위기 가능성도 더욱 높아질 것이다. 현 단계에서 선택지는 금융소비자보호법을 토대로 한 은행 주도 구조조정이다. 성공적인 부채 구조조정은 장기적으로 은행의 수익 성과 경영 자율성을 높일 수 있다. 은행에 대한 비중 확대를 권고한다.

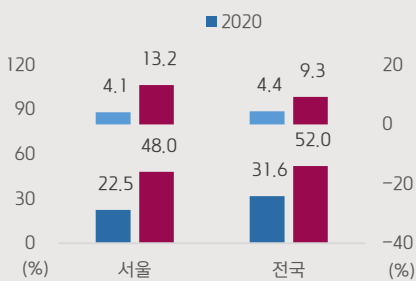


은행/카드

Analyst 서영수

02) 3787-0304/ysyoung@kiwoom.com

갭투자 거래건수의 고위험 투자 비중 비교



자료: 국토교통부, 민주당 강준현의원실, 키움증권 리서치센터

주: 상단 전세가+대출 100%이상, 하단 전세가율 70%이상

>>> 무주택자의 무리한 추격 매수, 가격 상승의 주된 원인

9월 주택시장, 전월에 이어 과열 국면 지속 중. 서울 보다는 지방 대도시, 대형 보다는 중소형 중심으로 가격 상승률이 높음. 최근 주목할 점은 상대적으로 투자 가치가 낮고 위험이 높은 다세대·연립의 가파른 가격 상승과 거래 증가임. 2030세대 무주택자가 주택 투자를 늘리면서 나타나는 현상으로 평가됨. 주택가격 상승의 근본적 원인은 전세가격 상승으로 인한 갭투자 증가 탓. 정부의 전세가격 안정화를 위한 대책이 없다면 현재와 같은 무리한 추격 매수로 인한 주택가격 상승 기조는 지속될 것

>>> 무주택자의 비이성적 고위험투자 갈수록 늘어나

전체 주택거래의 절반 이상이 레버리지가 상대적으로 높은 고 위험 갭투자로 채워지는 등 주택의 투자 행태가 갈수록 비이성적 고위험 투자로 변질되고 있음. 이를 차단할 갭투자에 대한 별다른 규제가 없고, 무주택자를 실수요자로 인정하면서 대출 규제가 제대로 효과를 발휘하지 않기 때문. 실제로 강력한 대출 규제에도 9월 가계 대출은 10.0조원 순증, 전년 동기 대비 9.9%를 기록함.(개인사업자 포함) 이와 같은 고위험 투자는 주택시장 경착륙 가능성과 가계 부채 위험을 높여 정부의 정책 기조를 변경하는 요인이 될 것

>>> 은행 주도 부채 구조조정, 은행 기업가치에 긍정적 평가

늘어나는 부채 위험을 고려해 볼 때 정책 당국의 부채 구조조정이 임박해 있는 상황. 과거와 달리 구조조정 성공 가능성을 높이기 위해서는 은행 주도로 부채 구조조정을 추진할 가능성이 높은 것으로 판단.

주택 투자를 위해 신고해야 하는 자금조달 계획서를 은행 대출 평가 시스템에 제공해 DSR을 산정해 여타 대출 한도를 결정하거나, 전세자금대출 금리를 높여 불필요한 대출 수요를 줄이는 것이 향후 생각해볼 수 있는 대안이 될 것임. 대부분 정책이 정부 보다는 은행 주도로 이루어질 수 밖에 없다는 점을 고려해 볼 때 은행 중심의 구조조정은 갈수록 보편화, 정착화 될 것임. 성공적인 부채 구조조정은 은행업, 나아가 증시 상승의 선결 요건임.

Compliance Notice

- 당사는 10월 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.

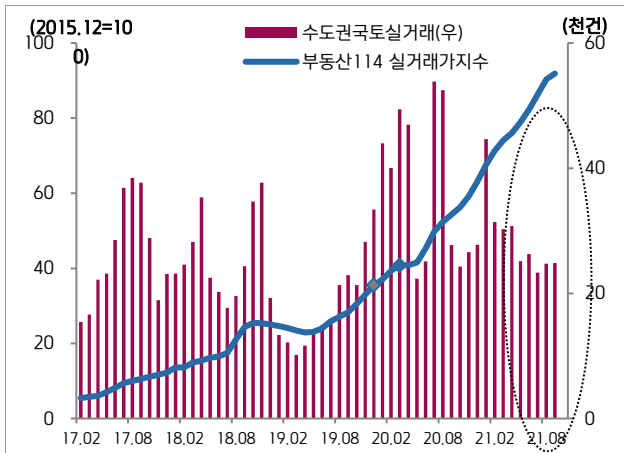
주택시장 현황, 중저가

지방 아파트, 다세대주택 등으로 확산 중

9월 전국 및 수도권 아파트 매매 시장은 주택시장 버블 논란에도 불구하고 전월에 이어 과열 국면이 지속되고 있다. 실제 부동산114 실거래가지수 기준으로 전년 동기 대비 23.7%, 24.4% 상승, 상승률 고공 행진이 이어지고 있다. 지역별로는 서울보다는 경기를 비롯한 주요 대도시, 대형 평형 아파트는 중소형 아파트가 상대적으로 높은 가격 상승률을 기록했다. 아울러 아파트 가격이 상승하면서 투자 가치가 낮은 다세대·연립도 가파르게 가격이 상승하고, 거래도 급증하고 있다. 실제로 서울의 다세대·연립 매매와 전세가격 상승률은 국민은행 기준으로 전년 동기 대비 11.0%, 11.5% 상승, 3/4분기 서울 기준으로 전체 주택 거래의 46%를 차지했다. 전세가격 및 주택가격 고공 행진이 지속되면서 2030 무주택자가 주택 매수를 주도한 결과이다. 다만 감정원 신고 기준으로 8월 수도권 매매거래 전년 동기 대비 10.3% 감소했다. 가격 고점에 대한 부담감과 함께 대출 규제 강화 등의 영향 탓으로 현재 시점에서 거래량 감소를 가격 고점의 신호로 보기는 이르다. 상대적으로 규제가 적은 경매 시장의 경우 오히려 과열 국면에 진입해 9월 수도권 아파트 매각가율이 112%를 기록, 가파른 상승 추세를 지속하고 있다.

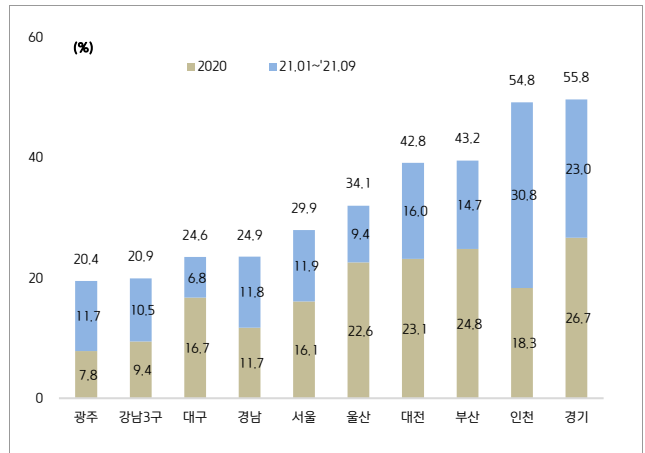
정부의 강력한 경고에도 지속된 집값 상승은 예견된 상황이었다. 즉 정부가 규제를 강화하더라도 당분간 상승 추세가 지속될 것이라는 뜻이다. 그 이유는 집값 상승의 주 요인은 전세가격 상승과 이에 따른 갭투자 증가인데, 적어도 당분간 정부가 전세가격 안정화를 위해 임대차 3법을 보완하거나, 과소비용 실수요 전세자금대출에 대한 과감한 규제를 기대하기 어렵고, 갭투자와 같은 고위험 투자를 당장 규제를 할 가능성이 높지 않기 때문이다.

전국 아파트 매매가격과 거래건수 추이



자료: 부동산114, 국토교통부, 키움증권 리서치센터

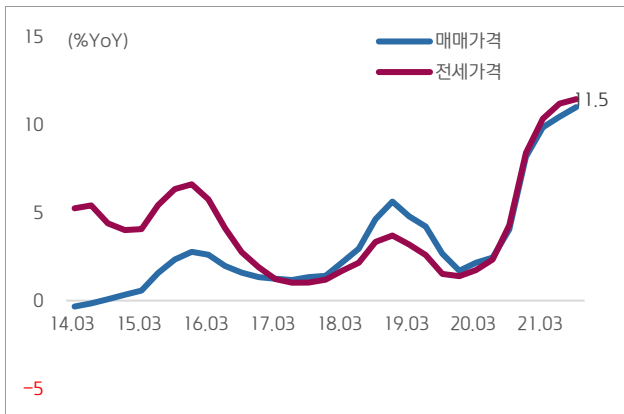
2020년 이후 지역별 아파트매매가격 상승률 비교



자료: 부동산114, 국토교통부, 키움증권 리서치센터

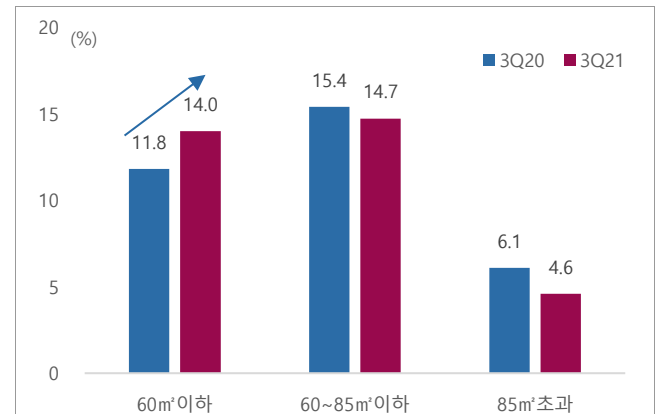
주: 부동산114실거래가지수 기준

서울 다세대주택의 매매가격과 전세가격 추이



자료: KB국민은행, 키움증권 리서치센터

수도권 아파트 규모별 거래 비중 비교



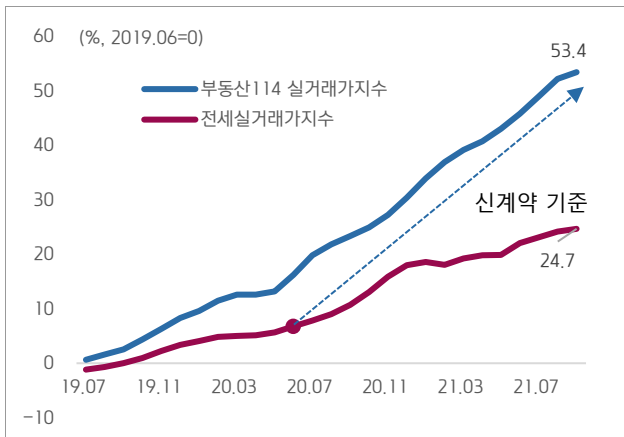
자료: 국토교통부, 키움증권 리서치센터

전세가격 상승이 갭투자 증가를 유도, 집값 상승 요인으로 작용

한 때 집값이 상승하면 전세가격이 안정되는 상호 보완 관계를 보였다. 그러나 갭투자가 활성화되면서 전세가격 상승이 갭투자를 유발하고, 갭투자가 다시 집값 상승을 유도하고 있다. 이런 이유로 전세가격의 진정 여부가 향후 주택시장 안정화의 핵심적 변수가 될 것으로 판단된다. 실제로 9월 전국 및 수도권 아파트 전세가격 역시 부동산114 실거래가 지수 기준으로 전년동기 대비 각각 11.7%, 10.8%, 계약 갱신 기간인 2년 전과 비교해 볼 때 26.1%, 27.0% 상승했다. 임대차 3법 도입으로 전체 계약의 절반 정도가 계약 갱신된다 가정할 때 나머지 신계약은 50% 이상 상승했을 것으로 추정된다. 참고로 국토부가 발표한 자료에 따르면 6월 중 5%의 계약 갱신 청구권을 행사한 계약은 서울 기준으로 52%에 달한다고 밝힌바 있다.

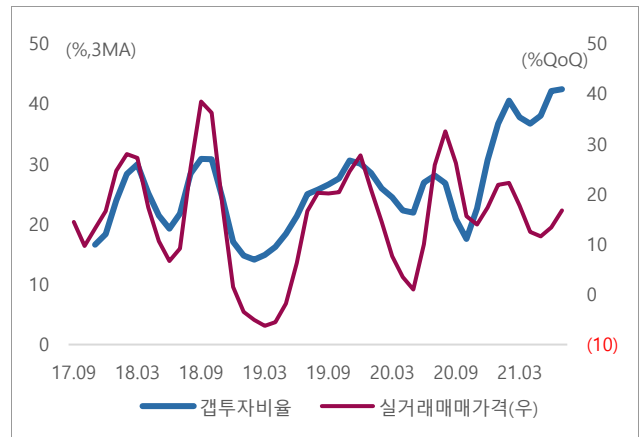
한편 전세가격 급등과 함께 전세자금대출 금리가 가파르게 상승, 임대차 계약이 순수 전세 중심에서 반전세, 월세 중심으로 전환될 것으로 예상된다. 임대인의 경우 전세가격 상승분을 월세로 전환하려 하는데다 임차인 역시 전세자금대출이자 비용이 월세보다 높아지기 시작하고 있기 때문이다. 전세자금 대출이 보편화 된 임대차 시장 구조에서 임차인 입장에서 전세와 월세의 실질적 차이는 이자비용률과 월세이율 차이일뿐이다. 전월세 전환율이 2.5%로 낮추어진 가운데 전세자금대출금리가 인상되고, 원리금 분할 상환이 확대 적용된다면 전세 수요 축소뿐만 아니라 갭투자를 줄이는 요인으로 작용할 가능성이 높다. 기준금리 인상, 은행 대출 감면 금리 축소 영향으로 전세자금대출금리가 월세 수익률 보다 높아지는 상황으로 정부의 개입없이 그대로 둔다면 전세 수요 및 전세 대출 실수요는 크게 줄어들 것으로 예상된다.

전국과 서울, 경기 아파트 전세가격 상승률 추이



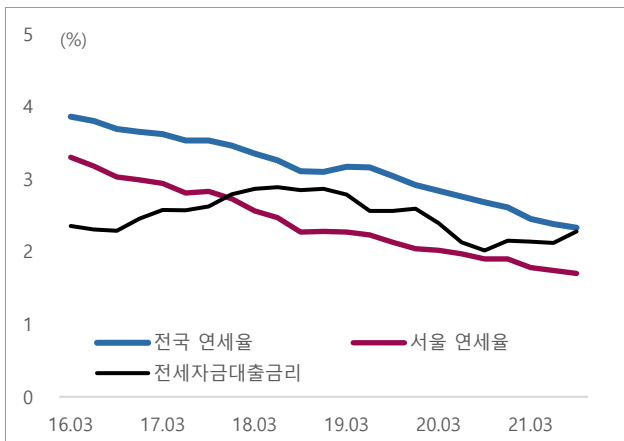
자료: 부동산114, 키움증권 리서치센터

아파트 매매가격과 갭투자비용 추이 (서울 기준)



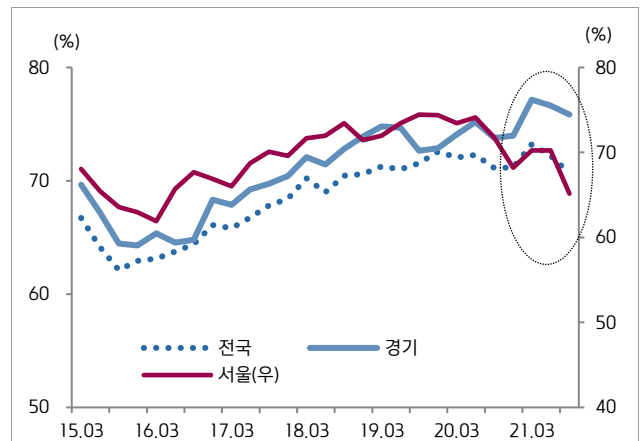
자료: 부동산114, 국민의 힘 김상훈 의원실
주: 보증금 승계 후 임대 목적 매수를 갭투자로 정의

아파트 월세수익률과 전세자금대출금리 추이



자료: 한국은행, 부동산114(실거래가 기준), 키움증권 리서치센터
주: 전세자금대출금리는 한국은행 보증대출금리를 통해 추정

지역 별 전세 신규 거래가격과 전체 가격 비교



자료: 국토교통부, 부동산114, 키움증권 리서치센터
주: 분기 기준

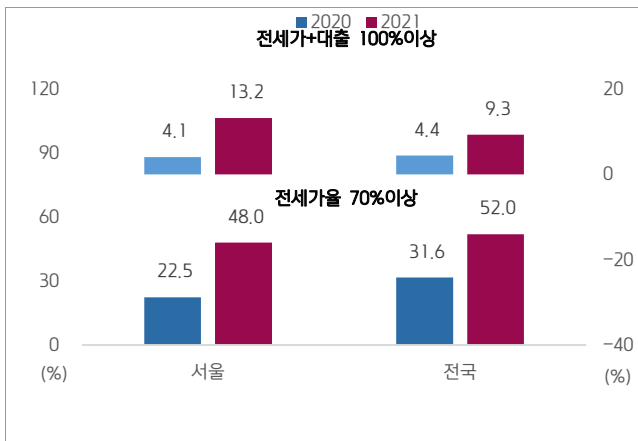
2030세대의 갭투자 증가, 고위험 투자 확대의 주요인으로 작용

일반적으로 버블 단계에 진입한 투자자산의 경우 더 이상 무리한 레버리지를 이용한 비이성적 매수가 유지되기 어려울 때부터 하락 전환한다. 문제는 과도한 레버리지를 이용한 비이성적 매수 비중이 높을 때 경착륙의 가능성은 크게 높아질 수 밖에 없다. 현재 국내 주택시장 역시 서브프라임 계층이라 할 수 있는 2030세대의 무주택자까지 비이성적 매수에 동참하면서 역대 최고 수준의 과열 양상이 지속되고 있다. 이들의 투자 위험이 과거 어느 때 보다 높은 것으로 판단하는 이유는 다음과 같다.

먼저 주택 매수자의 대다수가 주택담보대출과 같은 금융권 레버리지 상품보다는 임대보증금을 이용하는 갭투자를 선호하고 있다는 점이다. 실제 2021년 7월까지 거래된 서울 아파트의 갭투자비율은 43%로 전년 36%대비 7%p나 상승했다. 특히 거주목적이라고 신고한 보증금승계건수까지 합친다면 60%로 전년 대비 21%p나 상승했다. 갭투자란 전세보증금과 신용대출, 전세자금대출 등을 합쳐 주택을 구매하는 방식이다. 따라서 갭투자에 따른 LTV 수준은 주거 목적의 주택담보대출과 비교해 볼 때 현저히 높아질 수 밖에 없다.

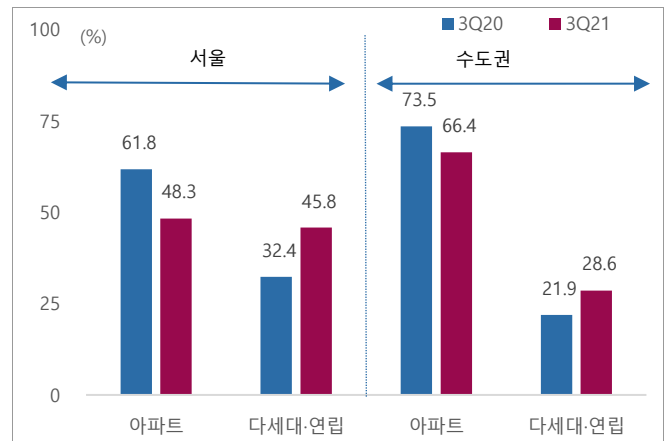
둘째, 가격 급등 과정에서 무주택자들이 비이성적 매수에 동참하면서 갈수록 투자 위험이 높아지고 있다는 점이다. 실제 2021년 중 7월까지 거래된 갭투자 가운데 전세가율이 70%인 갭투자는 전체의 절반을 넘어섰으며 자기자본 없이 투자한 것도 10%에 근접한다. 특히 주목할 것은 상대적으로 투자 가치가 떨어지는 다세대·연립에 대한 갭투자이다. 다세대·연립 갭투자 거래건수 가운데 LTV가 80%를 상회하는 비중이 2/3에 달하고 100%를 상회하는 것도 1/4에 근접한 것으로 나타났다. 2030세대가 갭투자 거래의 40% 수준까지 늘어난 점을 고려해 볼 때 2030 세대 무주택자가 상대적으로 가격이 저렴한 다세대·연립을 무리하게 매수한 것으로 추정된다.

갭투자 거래건수의 고위험 투자 비중 비교



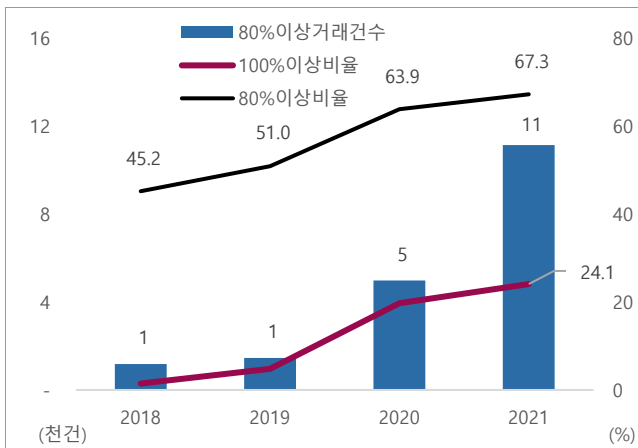
자료: 국토교통부, 민주당 강준현의원실, 키움증권 리서치센터

서울과 수도권 주거용 부동산 내 거래 비중 비교



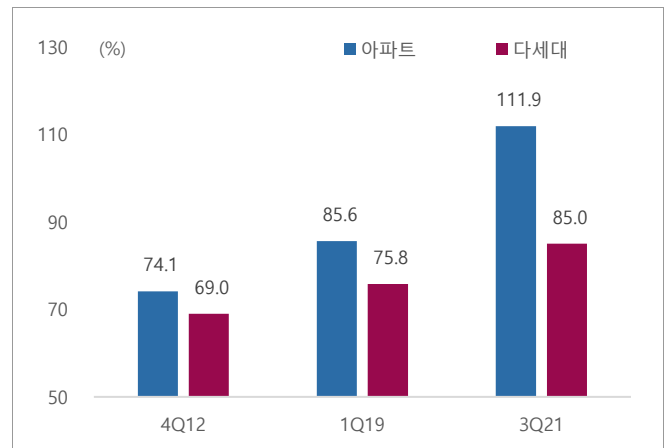
자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치센터

다세대주택 고위험 투자 거래 건수와 비중 추이



자료: 국토교통부, 민주당 강준현의원실, 키움증권 리서치센터

물건별 경매시장 내 매각가율 비교



자료: 법원통계, 키움증권 리서치센터

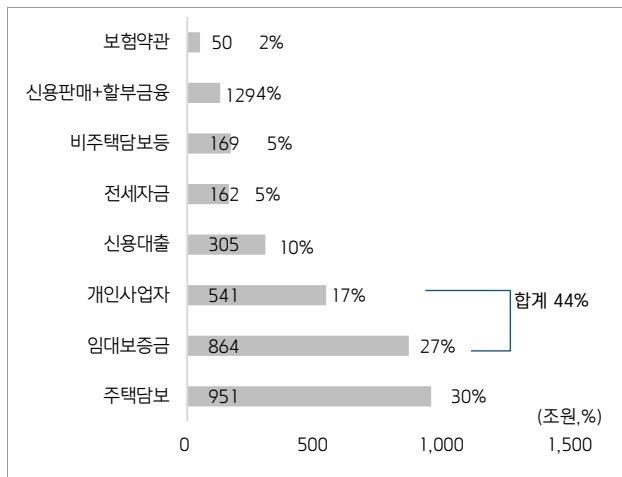
고위험 부채를 이용한 집
값 급등, 주택가격 경착륙
가능성을 높이는 요인

이와 같은 주택 매수 주체의 위험 수준은 2008년 미국 금융위기의 주범이었던 CDS, CDO를 기반으로 한 서브프라임 모기지 사태와 크게 다르지 않다. 따라서 주택시장 상승과 더불어 향후 주택시장 침체 전환시 경착륙과 함께 금융불안정성 확대 요인으로 작용할 수 있음을 시사하고 있다.

뒤늦게 정부도 대출 규제 강화, 기준금리 인상 등을 통해 급증한 부채 위험을 완화하기 위해 정책 기조를 수정하고 있다. 그럼에도 정부의 정책 효과는 제한적이다. 그 이유는 부채 위험 증가의 온상인 갭투자를 방치한데다, 무주택자의 투기 또는 과소비성 전세자금대출, 신용대출에 대한 규제에 소극적인 태도를 보이고 있기 때문이다. 실수요와 투기수요 또는 과소비성 수요의 기준은 상환 가능한 범위의 여부로 무주택자의 대다수 대출 수요는 후자에 더 가깝다. 실제 정부의 기대와 달리 강력한 창구지도에도 9월 월중 대출 순증액은 10.0조원(개인사업자대출 포함)으로 2021년 평균 수준의 증가 추세가 유지되었다. 근본적인 정책 기조 전환 없다면 집값 상승은 지속될 것이며 가계부채는 고위험 부채 중심으로 증가해, 2022년말 가계부채 규모는 GDP 대비 180% 수준인 3,700조원까지 늘어날 것으로 추정된다.

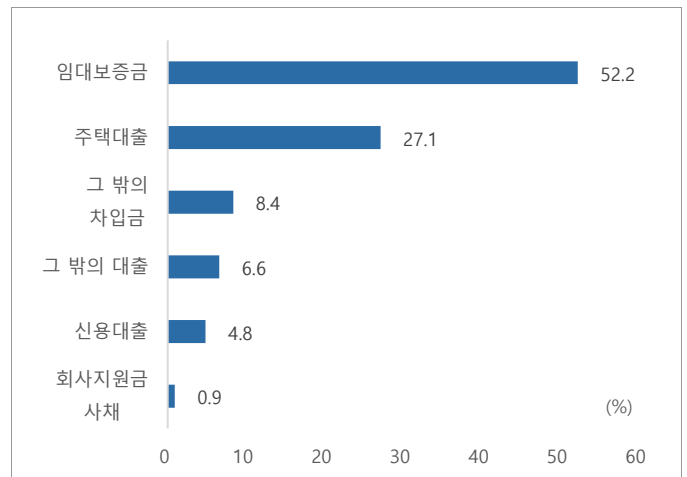
향후 관전 포인트는 정부가 부채의 질적 악화에 따른 주택시장 경착륙 가능성을 이해하고 정부의 정책 기조를 변경해, 부채 구조조정에 나설지 여부일 것이다. 정책 기조를 변경한다면 주택시장 연착륙을 위해 갭투자를 규제하고, 나아가 전세자금대출 등에 대해 금융 규제를 더욱 강화할 것으로 예상된다.

계상되지 않은 부채를 반영한 가계부채 규모와 구성



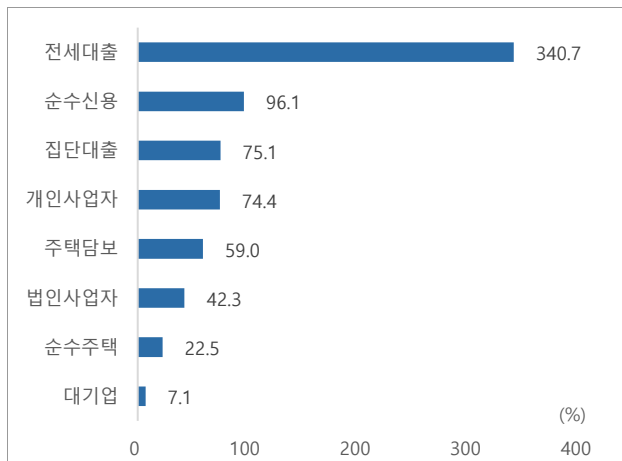
자료: 한국은행, 통계청, 키움증권 리서치센터, 주: 2021년 3월 말 현재

자금조달 계획서 상 부채 조달 구성



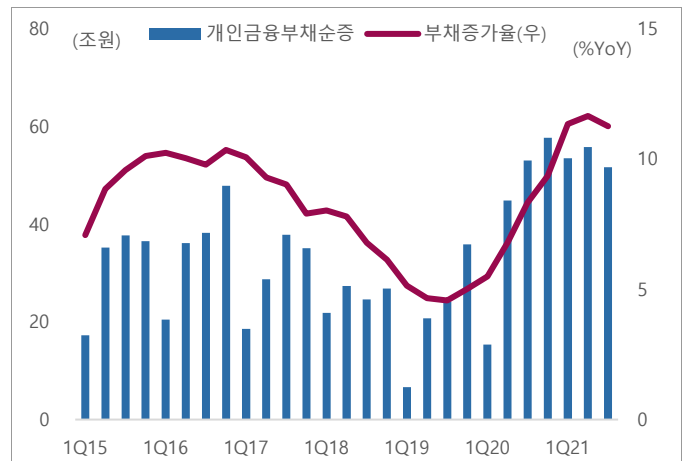
자료: 한국부동산원, 민주당 천준호의원실, 키움증권 리서치센터

최근 5년 9개월간 은행 대출 증가율 비교



자료: 한국부동산원, 키움증권 리서치센터
주: 2016년부터 2021년 9월까지 대출 증가율

개인금융부채 순증과 부채증가율 추이



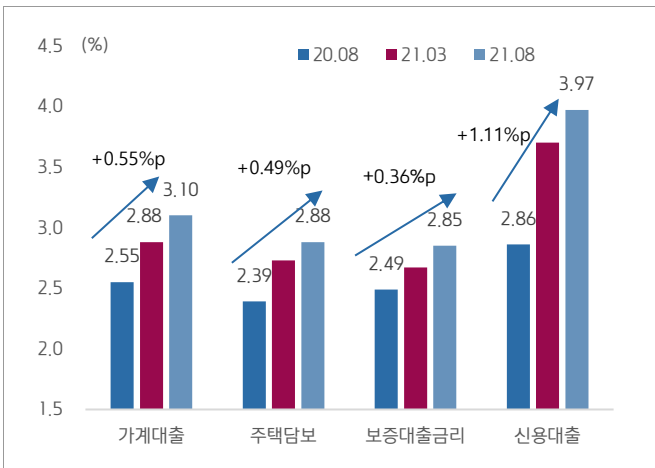
자료: 한국은행, 금융감독원, 키움증권 리서치센터

은행주도 부채 구조조정, 은행 수익성에 긍정적 평가

현 단계에서 당장 정부가 2018년 9.13 대책과 같은 체계적인 부채 구조조정을 시작하기는 어려워 보인다. 그럼에도 늘어나는 부채 위험을 고려해 볼 때 어느 정도의 정책 기조 수정은 불가피하다. 여러 여건을 고려해 볼 때 정부는 금융소비자보호법을 활용해 은행을 통해 부채를 구조조정하는 방안을 채택할 가능성이 높다. 만일 예상대로 은행을 통한 부채 구조조정이 본격화된다면 은행의 수익성, 나아가 주가에도 긍정적일 수 있다. 그 이유는 다음과 같다.

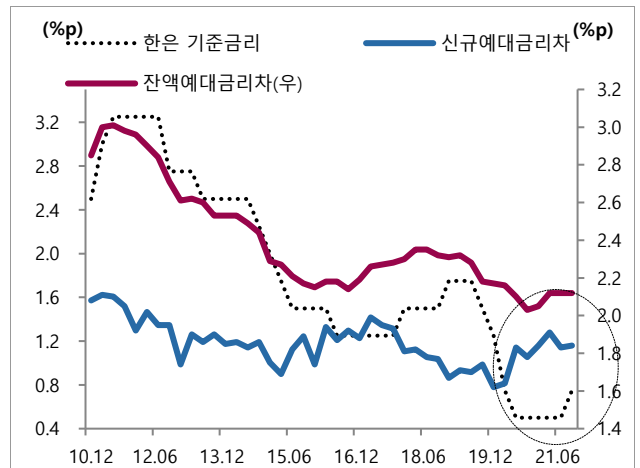
먼저 구조조정의 방식은 대출금리를 올리고, 대출 심사를 까다롭게 해 불필요한 대출 수요를 억제하는 정책이 제시될 가능성이 높다. 전세자금대출의 원리금 분할상환 도입, DSR 강화 등이 주요 조치일 수 있다. 만일 자금조달 계획서를 은행에 공개해 DSR에 편입할 수 있도록 한다면 부채 구조조정은 가속도를 낼 수 있다. 아울러 구조조정이 제대로 성사되려면 정부는 금융 혁신 속도를 늦추는 등 경쟁 완화를 위한 다양한 조치가 있을 것으로 예상된다. 이와 같은 정책은 은행 대출 성장률을 낮출 수 있지만 순이자마진 개선 등 수익성에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 둘째, 정부의 개입 축소로 은행의 경영 자율성이 늘어날 것이라는 점이다. 정책의 효율적 진행을 위해서는 경영 개입 축소는 반드시 필요한 선결 과제이기도 하다. 예를 들면 총당금 규제는 강화될 것이지만 배당 규제는 완화됨에 따라 배당성향이 상향 조정될 수 있다는 점이다. 신임 금융위원장 역시 공개적으로 이를 언급하는 등 정책 기조의 전환 가능성을 시사한 바 있다.

은행의 신규취급액 가계대출금리 비교



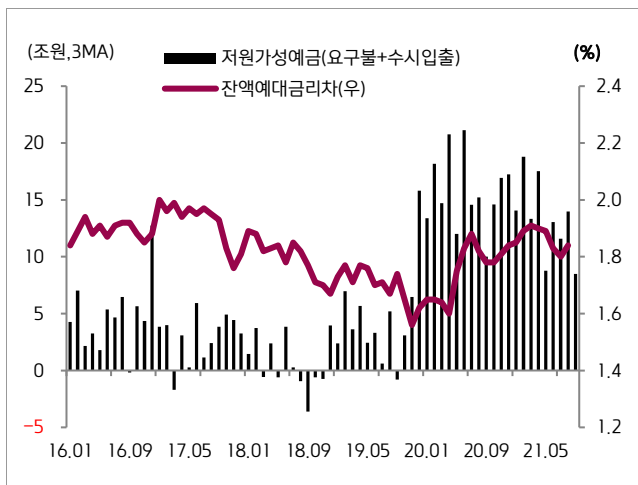
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

은행 예대금리차와 기준금리 변화 추이



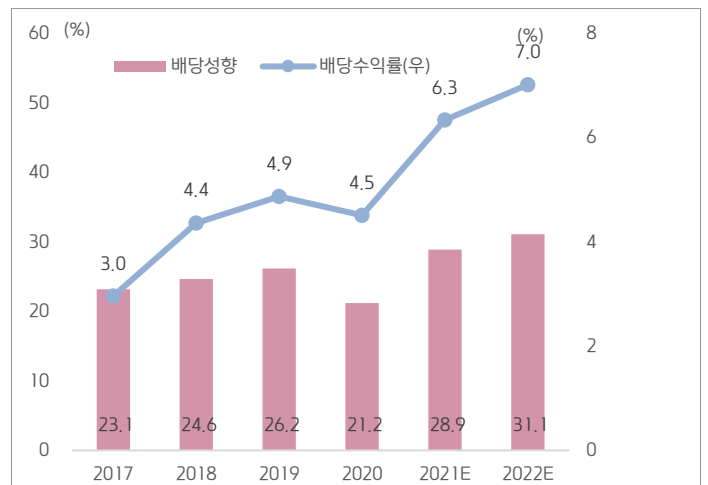
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

은행 저원가성 예금과 예대금리차 추이



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

3대 금융지주 배당성향 및 배당수익률 추이



자료: 각 사, 키움증권 리서치센터

Compliance Notice

- 당사는 10월 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.

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.