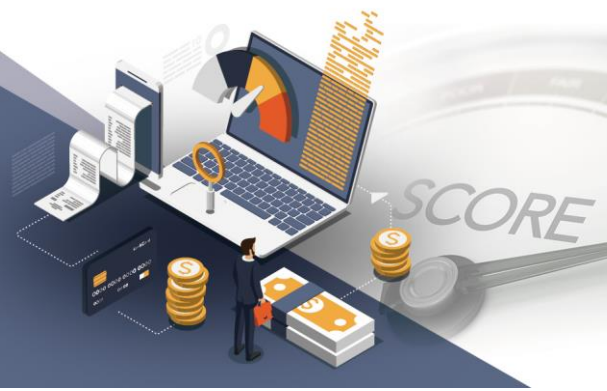




| 은행/카드 서영수
02)3787-0304 / ysyong@kiwoom.com



한미간 금리차 확대가 부동산 PF 에 미치는 영향

SUMMARY

- ✓ 9월 아파트가격 하락 추세 지속, 전 고점 대비 19.2%나 하락한 것으로 나타나
- ✓ 미분양 증가 및 금융회사 유동성 문제 등을 고려할 때 부동산 PF 부실화 위험 증가
- ✓ 금융안정위험 완화를 위한 적극적인 정부 정책이 제시되기 전까지 은행업종에 대해 보수적 접근 권고

은행, 자산 및 이익 대비 부동산 PF 비중 높지 않아 직접적 영향은 제한적

키움 아파트 매매가격지수에 따르면 9월 수도권 아파트 매매가격 상승률은 전 고점인 2021년 9월 대비 19.2%나 하락했다. 가격 급락과 거래 급감 요인 추세를 고려해 볼 때 현재 한국 경제가 안고 있는 위험요인은 장기간 급등한 부동산 시장의 연착륙 여부일 가능성이 높다. 코로나 위기 이후 과도하게 많이 올랐던 데다 이 과정에서 가계 및 기업부채가 상환 능력 대비 과도하게 많이 급증하였기 때문이다. 따라서 부채의 점진적 구조조정, 즉 건축중인 부동산에 대한 자금 공급 수단인 부동산 PF, 기존 부동산에 대한 자금 공급 수단인 (가계)대출의 점진적 축소가 향후 연착륙 여부를 결정짓는 중요 요소가 될 것이다.

한편 언론에서 언급한 바와 같이 단기적으로 부동산 시장의 연착륙 가능성을 낮추는 요인으로 200조원 대에 달하는 부동산 PF가 될 가능성이 높다. 그 이유는 첫째, 부동산 시장이 침체로 반전하면서 순식간에 공급 과잉 국면에 진입, 청약률 하락 등으로 미분양이 늘어나고 있기 때문이다. 2022년 예정된 분양 물량이 2016년 이후 최대치인 점을 고려해 볼 때 미분양 증가 추세는 지속될 가능성이 높다. 둘째, 한미간 금리차 확대 영향으로 외국인 자금이탈이 전개되면서 나타난 채권시장 경색이 부동산 PF에 부정적인 영향을 미치기 때문이다. 대표적인 자금 공급기관인 캐피탈사의 경우 채권 및 차입금으로만 자금 조달이 가능해 최근 채권시장 경색 장기화 시 유동성 문제를 겪을 수밖에 없다. 아울러 증권사가 보증한 ABCP 역시 차환 발행을 어렵게 하는 요인이다. 마지막으로 금리 인상 과정에서 유동성 위험이 높아질 수 있는 저축은행, 새마을금고 등 비은행이 보유한 부동산 PF 부실화 가능성을 들 수 있다. 이미 두 금융회사 모두 부실화 징후가 현저히 나타나고 있으며 비아파트 부동산 등 고위험 부동산 비중이 높아 추가 부실화 우려도 높기 때문이다. 관건은 정부가 비은행의 유동성 위험을 낮출 수 있는 근본적인 대책을 적기에 제시할지 여부가 될 것이다. 은행업종의 경우 과거와 달리 은행의 부동산 PF 비중이 상대적으로 낮아 PF 부실화에 따른 영향은 제한적일 것으로 판단된다. 다만 계열 캐피탈, 증권사, 저축은행 등이 부동산 PF 익스포처를 보유하고 있어 일정수준 손실을 입을 수 있으나 자산 및 이익에서 차지하는 비중이 작아 영향은 제한적일 것이다. 문제는 부동산 PF가 가계부채로 전이될지 여부인데 정부의 정책적 대응 가능성도 높아 정책 발표 이후를 주목할 필요가 있다. 해당 금융업종에 대해 보수적 접근을 유지하되 정부 정책이 나올 수 있다는 점을 고려해 신축적 접근을 권고한다.

Compliance Notice

- 당사는 9월 23일 현재 동 자료에 언급된 종목들의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석서는 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

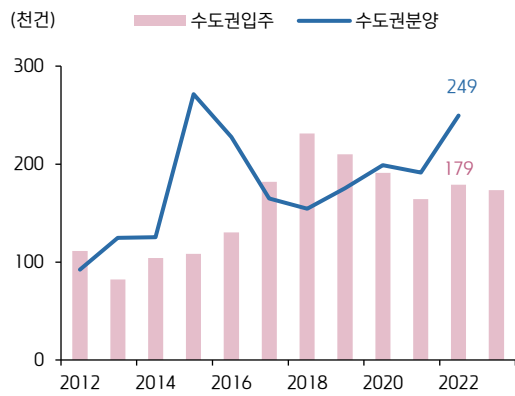
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이며, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전사, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민형사상 책임을 지게 됩니다.

주택시장 침체 가속화하면서 공급부족에서 과잉 상태로 반전

주택, 이 가운데 아파트 시장에서 공급은 가격에 후행하는 경향이 강하다. 가격이 오르면서 주택에 대한 수요가 증가하면 이후 건설사들이 주택 공급을 결정하며 그 이후 실제 소비자에게 전달되기까지 3년~5년가까이 소요되기 때문이다. 2022년 역시 예외에서 벗어나지 않고 있다. 부동산 114 자료에 따르면 2021년 주택가격이 역대 최고치를 기록하자 2022년 수도권 아파트 분양 계획 물량은 2016년 이후 최고치인 25만 호에 달하는 것으로 추정된다. 이처럼 공급이 경직적인 자산은 재화와 달리 가격이 오르는 국면에서는 투기수요로 인해 공급을 늘려도 물량 부족하기 마련이다. 마찬가지로 주택 가격이 하락하면 공급은 매수자의 핵심 주체인 투기수요, 과소비성 실수요자가 줄어들면서 순식간에 과잉 국면에 진입할 수밖에 없다. 공급이 부족했던 것은 절대 공급이 부족했던 것이 아니라 공급에 비해 수요가 많기 때문이다.

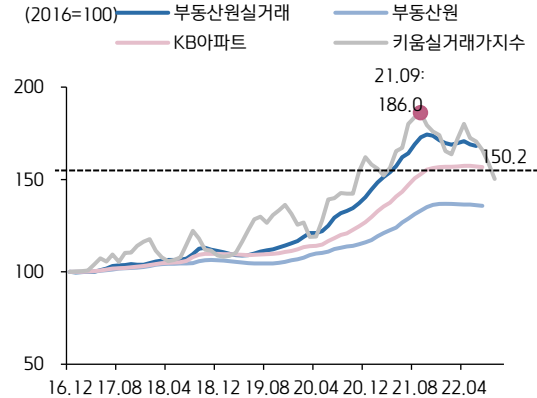
한편 가격 급등에 따른 부담에 미국 발 기준금리 인상 여파로 주택가격이 급락하고 있다. 거래 급감으로 공식적인 지표로는 하락폭이 작지만 당사에서 작성한 키움 실거래가지수에 따르면 9월 수도권 아파트가격은 고점이 21년 9월 대비 19.2%나 하락한 것으로 나타났다. 거래가 급감하면서 가격이 하락했다는 것은 매도자보다는 매수 여력 감소, 투자 심리 악화 등 매수자의 여건 변화에서 비롯된 것으로 풀이된다. 매수자의 수요 둔화는 재고 주택시장뿐만 아니라 신규 분양시장 침체에도 영향을 미칠 수밖에 없다. 실제 2021년 9월 52:1을 기록했던 수도권 아파트 1순위 청약률은 8월에는 2:1로 하락했다. 이미 7월 수도권 아파트 미분양은 4,529호로 2021년 말 대비 세 배 증가한 상황이지만 주택 분양 계획 물량을 고려해 볼 때 미분양의 증가는 피하기 어려운 것으로 판단된다.

수도권 아파트 분양 계획 및 입주물량 추이



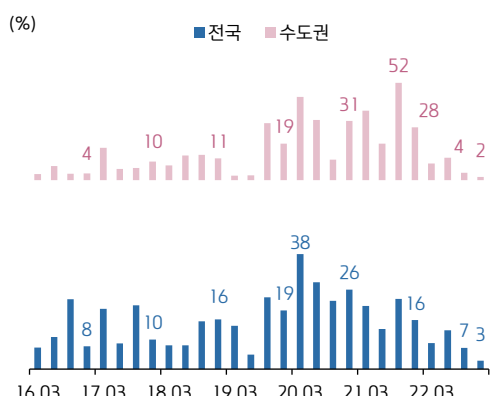
자료: 국토교통부, 부동산114, 키움증권 리서치센터

수도권 키움 아파트매매 실거래가지수 추이



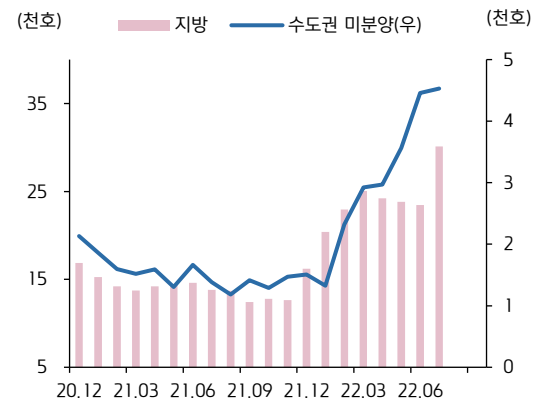
자료: 부동산114, 한국부동산원, KB금융, 키움증권 리서치센터

아파트 1순위 청약 경쟁률, 월별 추이



자료: 부동산114, 키움증권 리서치센터

수도권과 지방 미분양 아파트 월별 추이



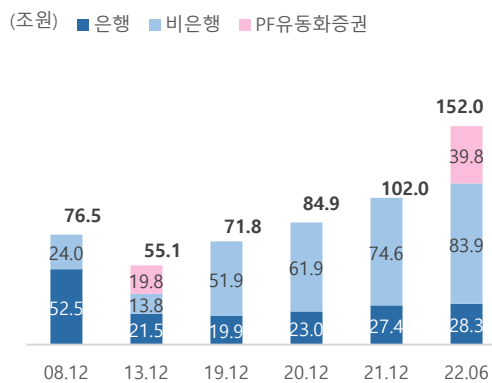
자료: 국토교통부, 부동산114, 키움증권 리서치센터

부동산 시장 침체되면서 부동산 PF 부실화 위험 높아져

언론 보도에 따르면 미분양 아파트에 자금을 공급한 부동산 PF 에 이어 물류 관련 부동산 PF 까지 부실이 확산되면서 새마을금고에 이어 주요 은행이 신규 부동산 PF 를 중단한 것으로 알려졌다. 부동산 PF(Project Financing)란 아파트, 오피스텔, 상가 등 건축중인 부동산 사업에 대한 금융 방식을 말한다. 부동산 PF 는 재고부동산에 대한 대출과 달리 건축 중인 부동산인 이유로 손실률이 높은 데다 단기 자금이 대부분으로 부동산 시장 침체 시 부실화 위험이 상대적으로 높다. 2008 년 금융위기 역시 부동산 침체 과정에서 부동산 PF 부실화로 많은 건설사와 저축은행이 경영 위기에 놓였던 사례도 있다.

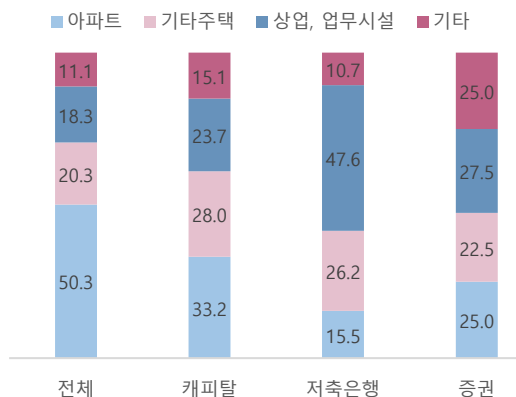
한국은행 자료에 따르면 유동화증권을 포함한 부동산 PF 규모는 2022 년 6 월 말 현재 152 조원에 달한다. 2008 년 대 비 두 배에 달하는 규모이다. 그러나 건축중인 기타 부동산 대출로 범위를 확대하고 농·수·신협을 포함할 경우 규모는 200 조원을 상회할 것으로 추정된다. 언론에 보도된 새마을금고만 해도 2022 년 3 월말 현재 38.4 조원으로 사실상 보험사에 이어 두번째로 규모가 많다. 주목할 점은 상대적으로 상가, 오피스텔, 업무시설 등 비아파트 비중이 49.7%로 높다. 이 가운데 저축은행이 84.5%로 가장 많고, 이어서 증권, 캐피탈, 보험 순으로 많다. 새마을금고의 경우 85%가 비아파트인 것으로 알려져 저축은행과 비슷한 수준인 것으로 추정된다. 즉 은행, 보험사 보다는 비은행이 상대적으로 부실화 위험이 높은 것으로 판단된다.

부동산 PF 잔액의 부문별 추이



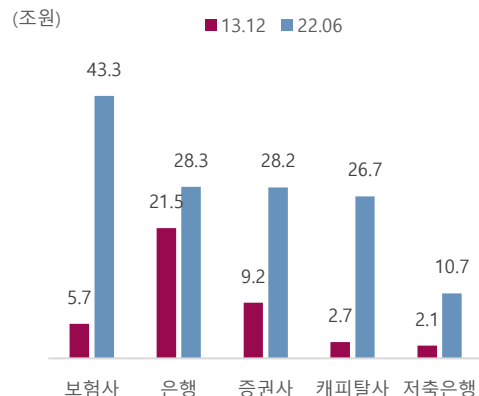
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터
 주: 유동화증권은 발표된 수치만 포함

용도별 금융회사 PF대출 비중 비교



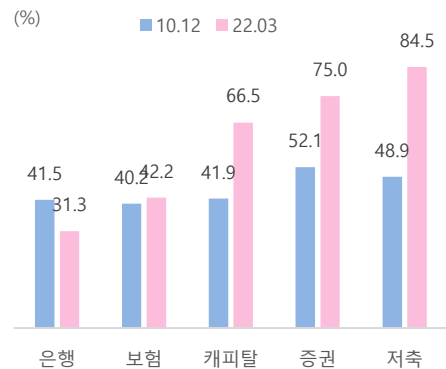
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

금융회사별 부동산 PF 잔액 비교



자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터, 증권사는 채무보증 포함

금융회사별 비아파트 부동산PF 비중 비교



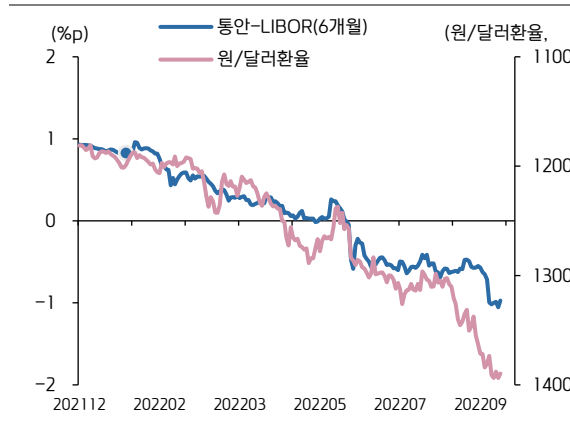
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

한국은행의 소극적 통화정책, 채권시장 경색 요인으로 작용

한국은행은 8월 24일 기준금리를 0.25%p 인상한데 이어 향후 두차례 역시 0.25%p 씩 인상할 것으로 밝혔다. 미국이 기준금리를 최소한 0.5%p 인상할 것을 예상한 가운데 내린 결정으로 사실상 한미간 기준금리 역전을 용인하는 이례적 조치라 할 수 있다. 이는 기준금리가 역전되더라도 단지 금리차이 때문에 외국인 투자자가 자금을 해외로 빼지 않을 것이라는 낙관적 기대가 반영된 조치로 해석된다. 물론 기준금리 인상으로 인해 대출금리가 과도하게 상승하는 한국의 취약한 금융시스템에서 선택할 수밖에 없는 불가피한 조치이기도 하다.

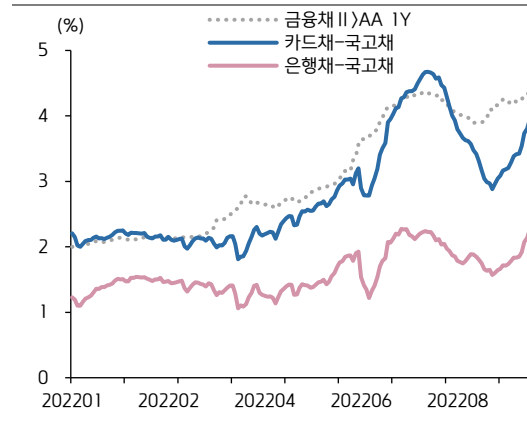
그러나 한국은행의 낙관적 기대와 달리 한미간 금리차 확대는 외국인의 채권 매도의 원인을 제공하였으며 그 결과 원화 가치 약세의 요인으로 작용한 것으로 판단된다. 실제 중앙은행의 차별적 통화정책의 결과 IB의 대표적 단기 조달비용인 리보금리와 통화안정채권간 금리차이는 최대 1%p 이상 차이가 났다. 미국채권 금리가 한국보다 1%p 이상 높아지면 스왑 프리미엄을 고려해 보더라도 외국인에게 한국은 더 이상 매력적인 투자 대상이 되기 어렵다. 장기 국채 역시 한미간 금리 격차가 축소되면서 순매수에서 순매도로 반전, 본드웹 자료에 따르면 지난 8월과 9월 전체 외국인 채권 순매도 금액은 각각 2.3조원, 2.4조원을 기록하였다. 그 결과 안정화되었던 은행채 스프레드는 또다시 전고점에 근접했고, 카드채 스프레드 역시 가파르게 상승하고 있다.

한미간 금리차와 원달러 환율과의 관계



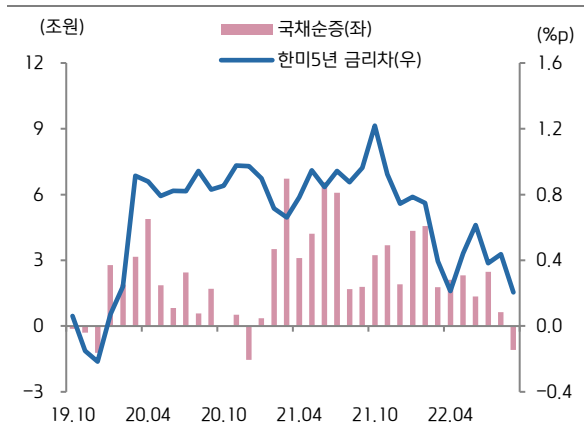
자료: 본드웹, 한국은행, 키움증권 리서치센터

일별 국고채 대비 은행채 및 카드채 스프레드



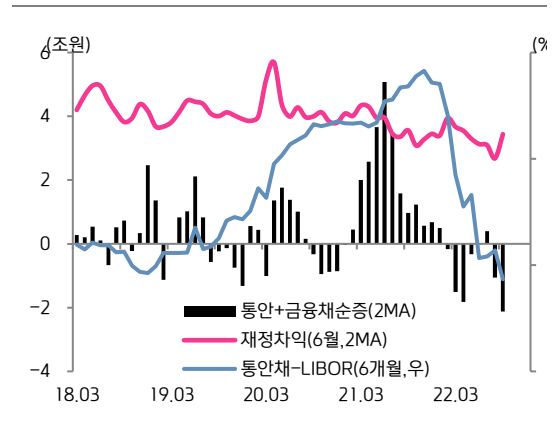
자료: 본드웹, 키움증권 리서치센터

한미간 장기채 금리차 외국인투자자의 국채 순매수



자료: 본드웹, Bloomberg, 키움증권 리서치센터

한미간 단기채 금리차와 외국인투자자 순매수 추이



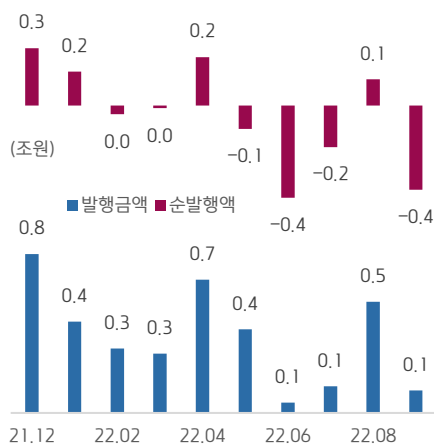
자료: Bloomberg, 한국은행, 본드웹, 키움증권 리서치센터
주: 재정차익 = 통안채 금리 - 리보 금리 - 스왑레이트(6개월 기준)

채권시장 경색, 부동산 PF ABCP와 캐피탈사의 유동성 및 수익성 악화 요인

채권시장 경색은 부동산 PF 부실화 위험을 높이는 중요한 변수가 될 수 있다. 그 이유는 첫째, 전체 부동산 PF의 1/4을 차지하는 부동산 PF ABCP(유동화증권)의 발행 및 만기 연장에 있어 채권시장 경색이 적지 않은 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 실제로 3개월~1년 정도로 가능했던 ABCP 발행 및 연장은 최근에는 1개월 내외로 축소되는 등 발행에 어려움을 겪고 있는 것으로 알려져 있다. 부동산 ABCP의 2/3를 증권사가 보유한 점을 감안해 볼 때 부동산 PF 비중이 높은 증권사의 경우 유동성 및 수익성에 영향을 미칠 수 있다.

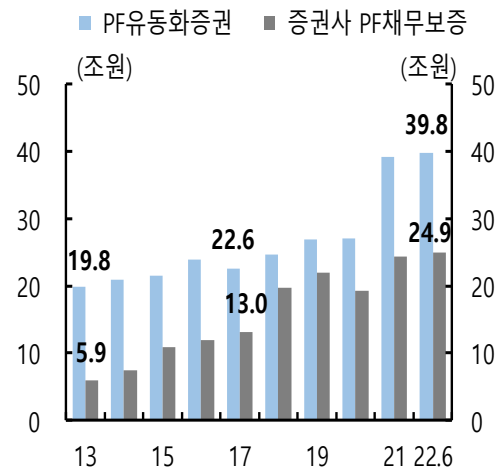
둘째, 부동산 PF의 주요 자금 공급 주체인 캐피탈 회사 역시 채권시장 경색에 적지 않은 영향을 받을 것으로 예상된다. 캐피탈 회사의 부동산 PF를 포함한 부동산 대출 비중은 영업자산의 1/4, 자기자본의 1.3배 수준으로 상대적으로 높은 비중을 차지하고 있기 때문이다. 아울러 채권시장이 경색국면에 접어들면서 독립계 캐피탈 회사 중심으로 채권 발행을 통한 자금 조달에 적지 않은 어려움을 겪는 것으로 추정된다. 참고로 독립계 캐피탈사의 단기자금 조달 비중은 23%에 달하며 일부 캐피탈사의 경우 절반을 넘는 회사도 있는 것으로 나타났다.

캐피탈사의 채권 발행금액과 순상환 추이



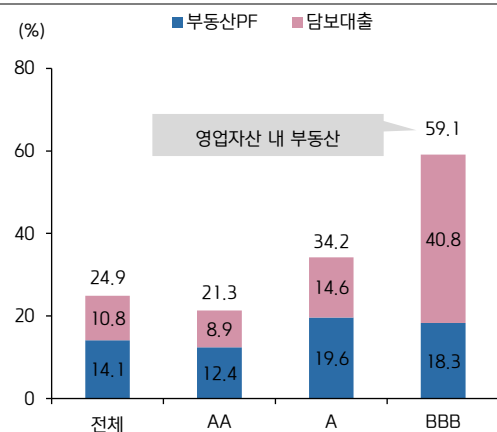
자료: 본드웹, 키움증권 리서치센터
주: 오케이캐피탈, 캐리즈캐피탈, 롯데캐피탈, JB캐피탈, 한투캐피탈

PF대출 유동화증권 잔액 및 증권사 채무보증



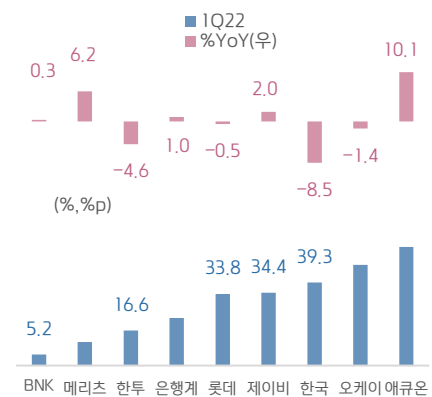
자료: 한국은행, 키움증권 리서치센터

등급별 영업자산 내 부동산PF, 담보대출 비중 비교



자료: 한국신용평가, 키움증권 리서치센터

캐피탈사 별 단기부채비율 비교 (2022년 1분기)



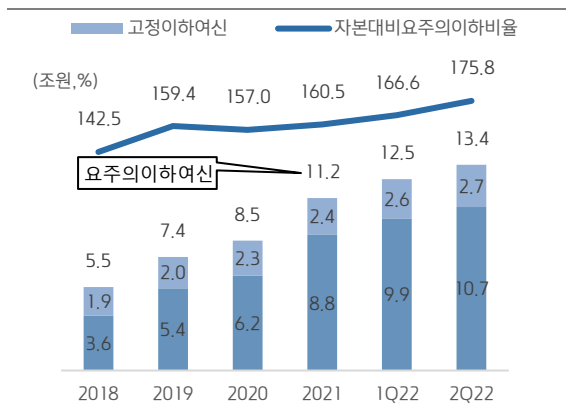
자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터

기준금리 인상으로 인한 대출금리 상승, 은행대출 축소는 부채 위험을 높이는 요인

미국 FRB 의 기준금리 인상에 따른 원화 약세로 한국은행도 10 월 추가적인 기준금리 인상이 불가피해 보인다. 만일 예상대로 기준금리를 인상한다면 은행간 정기에금리 인상 경쟁은 더욱 심화, 최고금리가 4%를 상회할 가능성이 높다. 만일 예상대로 은행간 금리 경쟁이 심화된다면 상대적으로 인지도가 낮은 일부 저축은행과 새마을금고, 상호금융 등은 이 과정에서 유동성 문제를 겪을 가능성을 배제할 수 없다.

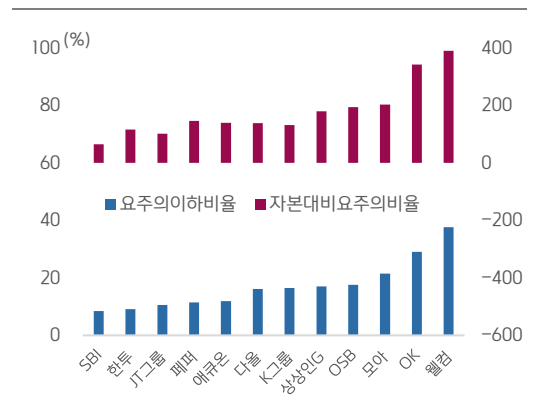
한편 저축은행과 새마을금고는 캐피탈과 함께 가장 적극적으로 부동산 PF 및 부동산 대출을 늘린 금융회사로 추정된다. 이미 고위험 비중이 높은 저축은행의 경우 연체율 증가와 함께 요주의이하 여신이 급격히 증가했다. 부동산 호황기에는 요주의이하 여신이 정상화되는 사례가 많아 수익에 큰 영향을 미치지 않았지만 침체기에는 고정화됨에 따라 적지 않은 비용 부담 요인으로 작용할 가능성이 높다. 아울러 새마을금고 역시 부동산 PF 부문 연체율이 이미 높은 수준인 것으로 알려져 있다. 특히 근린시설, 나대지 등 비아파트 비중이 높아 부실화 시 회사율도 하락할 가능성을 배제할 수 없다. 새마을금고, 신협 등 비은행은 부동산 PF 부실이 가계부채 문제로 확산될 수 있는 계기가 될 수 있다는 점에서 주목해서 보아야 할 부문이다.

12대 독립계 저축은행의 요주의이하여신 추이



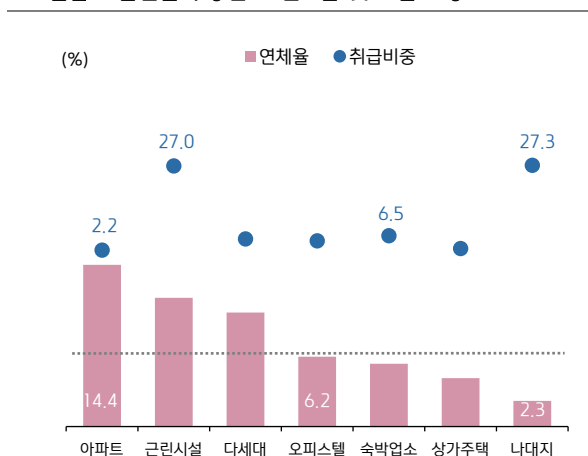
자료: 금융감독원, 키움증권 리서치센터

저축은행의 요주의이하 비율 비교



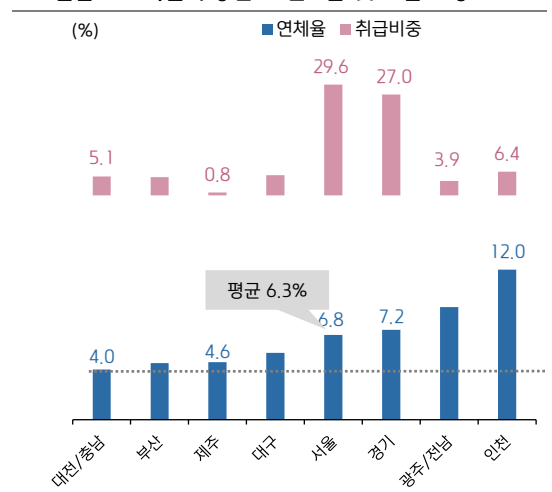
자료: 각사, 키움증권 리서치센터

새마을금고 물건별 부동산PF 연체율 및 취급 비중



자료: 새마을금고, 언론보도자료, 키움증권 리서치센터
주: 2022년 1분기 기준

새마을금고 지역별 부동산PF 연체율 및 취급 비중



자료: 새마을금고, 언론보도자료, 키움증권 리서치센터
주: 2022년 1분기 기준