

건설

Neutral(유지)

주택시장: 분위기 개선에 의의

- 온기가 감도는 주택시장, 정책변화와 추가 대책에 대한 기대감이 주 요인
- 그러나 최근 전월세 과세 방침 이후 다시 소강국면, 전적으로 정책에 좌우되는 시장임을 반증
- 경기, 실질소득, 수급 등 펀더멘털 요인 개선 없이 본격적인 회복을 기대하기는 무리

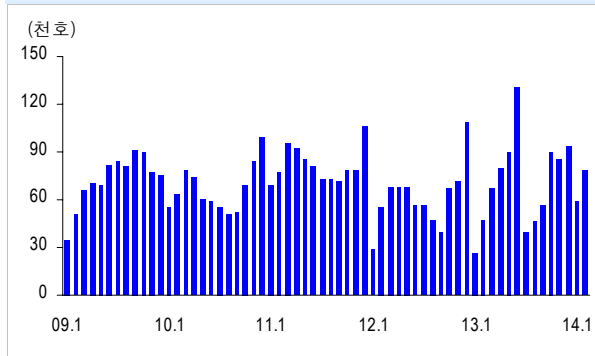
봄 기운이 감도는 주택시장: 거래량, 가격 등 핵심 지표 상승세

올 들어 2월까지 주택매매거래량
85.1% 증가(YoY)

취득세 영구감면 등 정책효과 작용

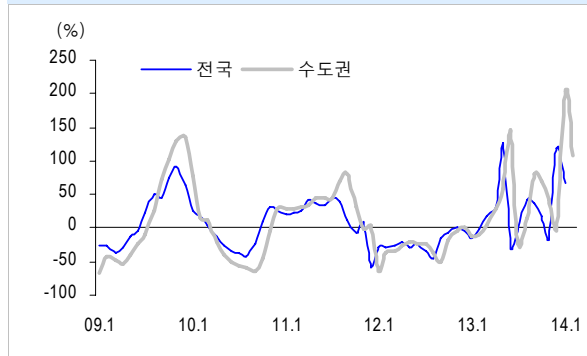
주택경기를 나타내는 대표적 지표인 매매거래량이 최근 들어 뚜렷하게 늘어나고 있다. 국토교통부에 따르면 지난 1월과 2월 전국 주택매매거래량은 각각 58,846건, 78,798건으로 전년동기대비 117.4%, 66.6% 급증했다. 특히 수도권(1월 +203.3%, 2월 +106.6%)의 증가세가 두드러진다. 다소 성급해 보이지만 거래량만 놓고 볼 때 주택시장이 바닥을 통과하고 있다는 판단이 가능하다. 매매거래량 급증은 전세수요의 매매수요 이전 등 일부 구조적인 요인에 기인한다. 하지만 기본적으로 정부정책의 영향이 가장 크다고 판단된다. 작년 말에 취득세 영구감면이 확정되면서 올 초에는 과거와 달리 거래절벽 현상이 없었기 때문이다. 즉 정책 변화에 따른 기저효과가 작용한 면이 크다.

[그림 1] 월별 주택매매거래량(전국)



자료: 국토교통부, 아이엠투자증권

[그림 2] 월별 주택매매거래량 증감률(YoY)



자료: 국토교통부, 아이엠투자증권

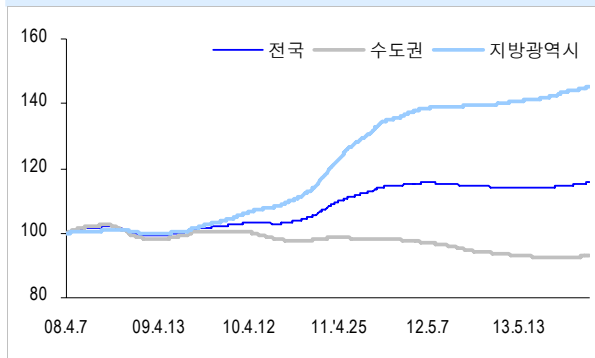
주택매매가격도 상승세, 특히 수도권의 반전이 인상적

주택매매가격도 상승세를 타고 있다. 국민은행 통계에 의하면 금년 들어 3월 현재까지 전국 아파트매매가격은 0.6% 상승했다. 2013년 연간 상승률이 0.4%인 점을 감안하면 적지 않은 수치다. 지역별로는 수도권이 0.5% 상승했고 5대 지방광역시들은 평균 0.8% 올랐다. 작년과 비교할 경우 매매가격 역시 수도권의 반전이 두드러진다. 수도권은 작년 한해 동안 주택가격이 1.6% 하락했다. 그 이전 5년 동안에도 약세를 지속했다. 따라서 최근의 상승세가 반전의 신호탄으로 받아들여지는 것도 무리는 아니다.

주택가격 상승도 주로 정책효과에 기인

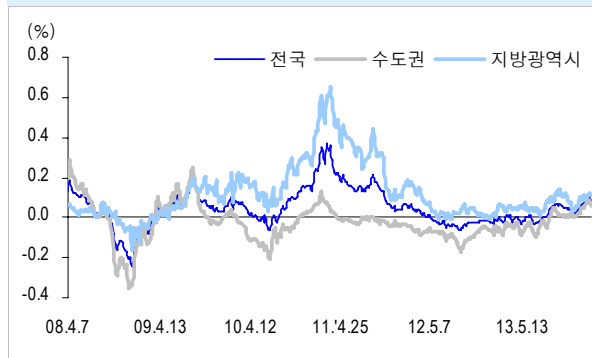
서울 등 수도권 지역 주택가격 상승에도 정책 효과가 크게 작용하고 있다. 연초에 정부가 초과이익환수제 폐지, 소형평형의무비율 완화 등 재건축 규제 완화 방침을 발표하면서 서울 강남지역을 중심으로 집값 상승이 뚜렷해졌기 때문이다. 재건축 물량이 많은 이른바 강남 3구 지역의 아파트매매가격이 올 들어 0.8~0.9% 상승했다는 사실이 이를 잘 말해 주고 있다. 한편 실거래 보다는 호가 위주로 집계하는 국민은행 통계 특성상 최근의 재건축 위주의 가격 상승은 실제 상황과는 다소 동 떨어진 면이 있다.

[그림 3] 주간 아파트 매매가격지수



자료: 국민은행, 아이엠투자증권

[그림 4] 주간 아파트 매매가격지수 변동률(QoQ)



자료: 국민은행, 아이엠투자증권

그러나 임대차 선진화 방안 이후 주택시장은 다시 소강 국면

정부정책에 좌우되는 수도권 주택시장

아직 거래량 등 정확한 통계가 나오지 않았지만 3월 이후 주택시장은 1,2월에 비해 상승세가 눈에 띄게 둔화된 모습이다. 언론에서는 지난 2월 26일 정부가 발표한 주택 임대차 선진화 방안의 영향으로 보고 있다. 정부의 전월세 소득 과세방침으로 살아나던 주택 매수심리가 다시 급속하게 위축됐다는 시각이다. 이는 상당 부분 일리가 있는 말이다. 그리고 주택시장이 구조적으로 회복단계에 진입한 상황이 아니라는 반증이기도 하다. 즉 경기, 실질소득 등 체질 개선이 뒷받침되지 못한 채 규제완화 등에 따른 기대감만으로 주택시장 분위기가 개선됐다는 사실에 다른 아니다.

정책 입법 결과가 나오고 지방선거가 있는 6월까지 소강상태 지속될 전망

지금 수도권 주택시장은 정부정책에 따라 좌우되는 시장이다. 어떤 추세적인 방향성을 예측하기가 쉽지 않다. 다만 정부정책 변화의 분수령인 6월까지의 소강상태로 접어든 현 국면이 지속될 가능성이 높다. 정부는 임대차 선진화 방안 등 주택법 및 소득세법 개정안들을 오는 6월 국회에 제출할 계획이다. 서울 등 수도권 재건축 규제 완화의 방향 및 강도도 6월 지방선거의 결과에 따라 달라질 것이다.

구조적으로 대세 상승이 어려운 이유 1: 절대적으로 높은 집값

상대적으로 많이 오른 집값, 이에 반해 가격조정은 미미한 수준

서울을 포함한 수도권 집값의 고점은 글로벌 금융위기 직전인 2008년 9월이다. 2000년대 이후 이 때까지 수도권 집값은 160% 상승했다. 그리고 지금은 고점 대비 아파트가격이 9.2% 하락한 상태다. 반면 미국의 경우는 2000년대 들어 주택가격이 최고 70% 상승했다. 그리고 금융위기 이전 고점에 비해서 33%까지 떨어졌다가 지금은 어느 정도 회복한 상태(고점의 83% 수준)다. 다른 주요 국가들도 마찬가지다. 이처럼 한국이 훨씬 많이 올랐지만 가격조정은 상대적으로 거의 없었다는 점이 문제다.

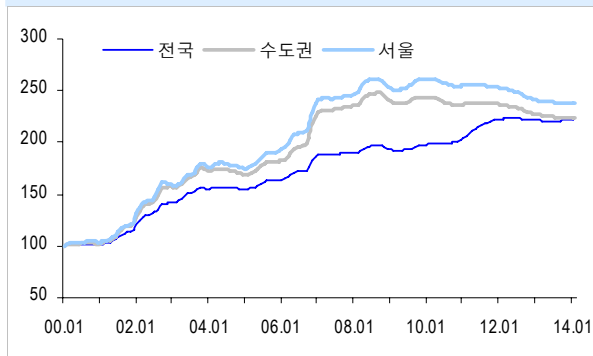
가격조정이 미미할 수 밖에 없는 한국 특유의 요인도 다수 존재

교육 환경 및 가계자산의 과도한 부동산 편중 등 특수한 요인이 있긴 하지만 이를 감안해도 서울 등 수도권의 집값 조정은 많이 부족해 보인다. 소득대비 집값 수준의 비교 척도인 PIR(Price Income Ratio) 비율을 봐도 한국은 외국에 비해서 상당히 높은 편이다. 이 같은 상황에서는 수도권 주택시장의 대세 상승을 논하기가 어렵다. 한 마디로 은행 빚으로 비싼 집 사서 두고두고 고생할 필요가 없다는 인식이 팽배할 수 밖에 없다.

높은 집값으로 인해 주택소비 패턴도 변화

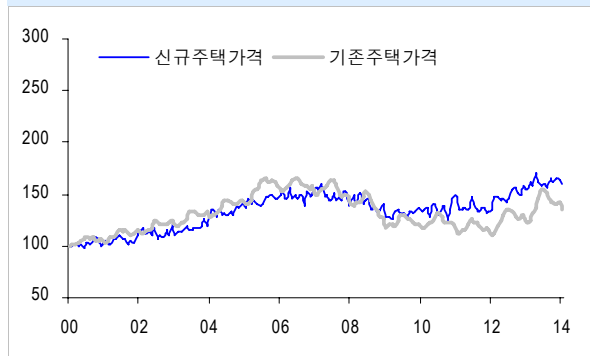
지난 6년간 수도권 주택시장이 침체됐던 이유는 무엇보다 절대 집값 자체가 너무 높았기 때문이다. 매매가격 약세가 지속했던 수도권도 전세가격은 상승세가 지속되고 있다. 높은 집값이 주택 소비패턴까지 바꿔 놓고 있기 때문이다. 집값 부담이 인구구조 변화(1~2인 가구 급증 등)와 맞물리면서 수도권의 주택 수요는 외국처럼 소유에서 거주 개념으로 빠르게 바뀌고 있다.

[그림 5] 2000년대 이후 한국 아파트 매매가격지수(월별)



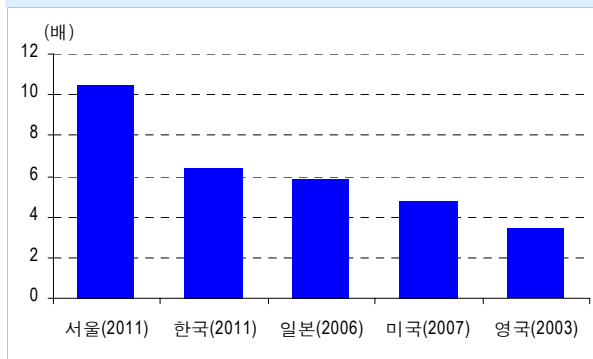
자료: 국민은행, 아이엠투자증권

[그림 6] 2000년대 이후 미국 주택가격지수(Case-shiller)



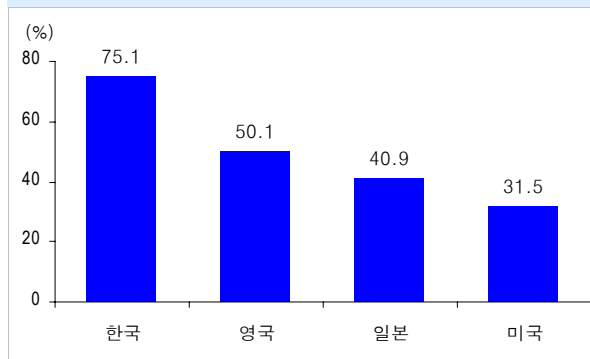
자료: 국민은행, 아이엠투자증권

[그림 7] 국가별 PIR(연소득 대비 주택구입가격 비율)



자료: 국민은행, 아이엠투자증권

[그림 8] 가계자산 중 부동산 비중 국가별 비교(2012)



자료: 국민은행, 아이엠투자증권

구조적으로 대세 상승이 어려운 이유 2 : 공급 과잉

주택시장은 만성적인
공급부족에서 벗어난 지
오래

2012년 기준 전국의 주택보급률은 102.7%다. 수도권은 99.0%이며 지방은 106.0%에 달한다. 주택보급률이 100%를 넘어서기 시작했음에도 정부의 연간 주택공급 목표는 10년간 44만호를 고수해 왔다. 금년 들어 뒤늦게 이 목표가 39만호로 수정됐다. 처음으로 주택공급 정책의 방향이 주택부족 해소에서 공급억제로 선회했다. 그만큼 정부에서도 공급이 많다는 점을 시인하기 시작한 것이다. 주택수요를 정확하게 예측할 수는 없다. 보통 가구증가, 소득증가, 멸실 등 3개 변수로 전체 주택수요를 추정한다. 시장에서는 대략 30만호 중반 수준을 적정수요로 보고 있다. 따라서 수정된 정부 목표도 다소 많은 감이 있다.

선분양 시스템에서 정확한
주택공급 통계는 인허가가
아닌 완공(입주) 물량

주택수급을 분석할 때 공급은 새로 완공돼서 바로 입주할 수 있는 물량을 의미한다. 한국에서는 이러한 입주물량 통계가 없었다. 한국 특유의 선분양 시스템 때문이다. 정부는 주택사업 관련 인허가 통계만 관리해 왔다. 선분양 시스템에서 인허가가 바로 착공 및 완공(입주) 물량을 의미하지는 않는다. 인허가 받은 물량이 실제 분양, 착공, 준공까지 이어지지 않는 경우도 다반사다. 따라서 인허가만으로는 정확한 주택공급량을 파악할 수 없다. 단지 인허가 후 2~3년의 공사기간을 거쳐 주택이 완공될 것이라는 추정을 할 뿐이다. 정부는 이러한 문제점을 해결하기 위해 지난 2011년부터 공식적으로 주택 착공 및 준공 실적을 집계하기 시작했다. 즉 우리가 주택시장의 수급을 분석하기 위해 이용할 수 있는 공급통계는 2011년부터 존재하는 것이다.

공식적인 완공물량 통계는
2011년부터 존재

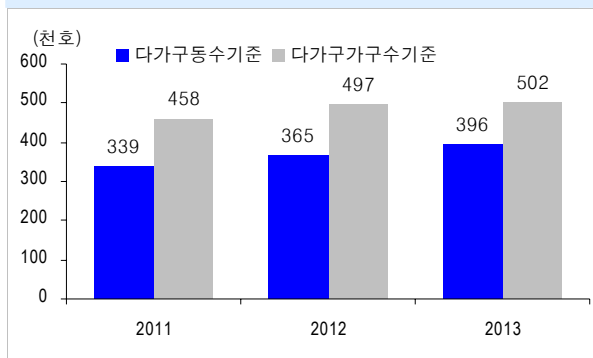
**실질적으로 지난 3년간
주택공급물량은 50만호
수준으로 적정수요를
10만호 이상 초과**

국토교통부 자료에 의하면 2011년 이후 3년간 전국 주택공급물량(준공실적)은 연평균 36.6만호다. 연도별로는 2011년 33.9만호, 2012년 36.5만호, 2013년 39.6만 호 등으로 증가하는 추세다. 그런데 여기서 주의할 것은 공급물량을 두 가지 기준으로 집계한다는 점이다. 다가구를 하나의 주택으로 보느냐 여러주택으로 보느냐에 따라 숫자가 달라진다. 다가구는 말 그대로 여러 가구가 살 수 있도록 지어진 집이다. 그런데 가구별 구분등기를 하지 않아 한 사람만의 명의로 등록돼 있다. 현실적으로 여러 가구가 들어가 살 수 있는 공간이 제공되기 때문에 다가구주택 완공물량을 단 1개의 주택공급으로 보는 것은 타당하지 않다. 그리고 앞에서 언급한 주택보급률에도 다가구는 여러 개의 주택으로 계산돼 있다.

**착공물량 고려하면 금년과
내년 공급물량은 더욱
늘어날 전망**

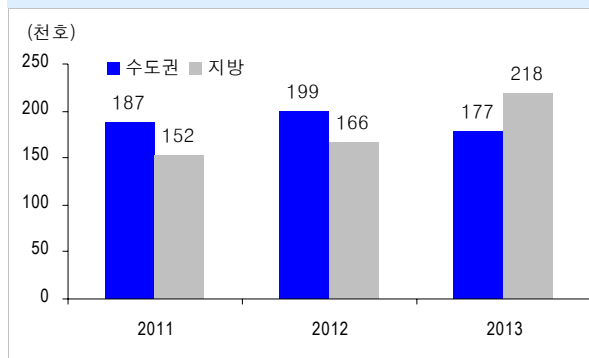
이처럼 다가구가구수를 기준으로 할 경우 지난 3년간 연평균 주택공급물량은 48.6만호로 거의 50만호에 육박한다. 적정수요로 보는 30만호 중후반보다 훨씬 많다. 향후 공급물량은 착공물량으로 가늠할 수 있다. 아파트의 경우 대략 착공 후 2~3년 정도 지나면 완공된다. 따라서 2014년 올해 주택공급은 2011년과 2012년 착공실적인 57만호, 60.6만호의 평균 정도로 볼 수 있다. 마찬가지로 2015년 주택공급은 2012년 및 2013년 착공실적인 60.6만호와 53.6만호로 가늠할 수 있다. 올해와 내년 주택공급이 상당하다는 사실을 알 수 있다.

[그림 9] 전국 주택 준공실적(입주물량 개념)



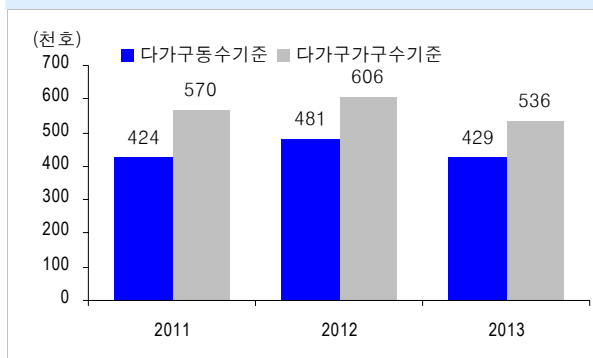
자료: 국토교통부, 아이엠투자증권

[그림 10] 주택 준공실적(지역별, 다가구동수기준)



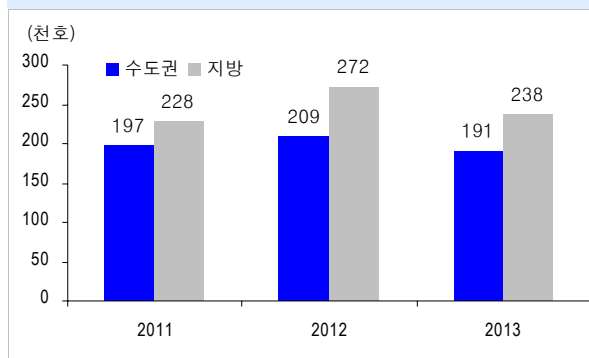
자료: 국토교통부, 아이엠투자증권

[그림 11] 전국 주택 착공실적(분양물량 개념)



자료: 국토교통부, 아이엠투자증권

[그림 12] 주택 착공실적(지역별, 다가구동수 기준)



자료: 국토교통부, 아이엠투자증권

구조적으로 대세 상승이 어려운 이유 3 : 인구구조 변화, 아파트 주 수요층 3인 이상 가구의 감소

저출산으로 인구 증가세 둔화, 핵심 주택수요층인 35~54세 인구는 이미 감소세

한국은 10년째 OECD 국가 중 최하위의 출산율을 기록하고 있다. 주택수요의 기본인 인구 증가세가 크게 둔화되고 있다는 의미다. 통계청에 따르면 한국 총 인구는 2030년부터 절대 숫자 자체도 감소세로 돌아설 전망이다. 인구 노령화도 어떤 국가보다 빠르게 진행되고 있다. 베이비붐세대를 이을 핵심 주택소비계층인 35~54세 연령대 인구는 지금도 계속 감소 중이다. 잠재 주택소비계층까지 포함한 생산가능인구는 2017년부터 감소세에 진입할 전망이다.

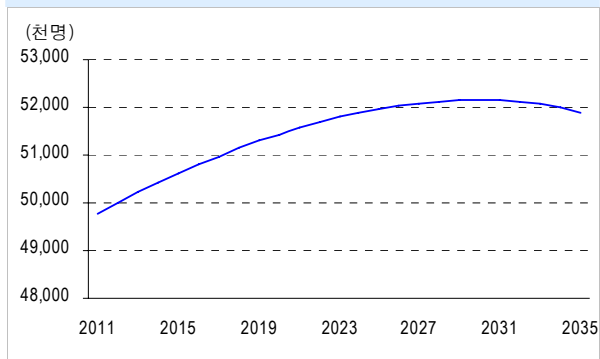
1인 가구 급증으로 가구는 인구에 비해 우호적, 그러나 구매력이 문제

인구보다 더 정확한 주택수요 인자는 가구다. 인구가 늘지 않아도 분화되는 가구가 많으면 주택수요도 증가할 수 있기 때문이다. 한국은 1인 가구에 힘입어 인구가 절대 감소 국면에 들어설 것으로 예상되는 2030년 이후에도 가구수는 계속 증가한다. 물론 인구에 비해 증가하는 정도가 높을 뿐이지 증가세가 둔화되는 것은 마찬가지다. 그리고 1인 가구의 인구 구성 및 낮은 구매력을 감안했을 때 주택수요 창출은 제한적이다. 1인 가구 중 65세 이상은 현재 1/4에서 2035년에는 절반 수준으로 상승할 전망이다. 또한 현재 1인 가구의 50% 이상이 월 소득 100만원 이하에 불과할 정도로 구매력이 취약하다.

가격을 선도하는 아파트의 주 소비층인 3인 이상 가구는 절대 감소 국면

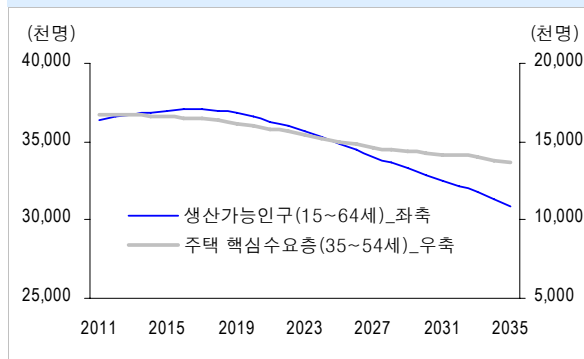
2010년 인구주택총조사에 따르면 전국의 모든 종류의 주택 중 아파트가 차지하는 비중은 59.0%에 달한다. 새삼 아파트가 한국의 대표적인 주거형태임을 보여준다. 아파트의 가장 큰 장점은 표준화된 규격에서 나오는 가격선도력이다. 아파트가 한국의 주택가격을 좌지우지한다는 사실에는 이견의 여지가 없다. 아파트의 주 수요층은 3인 이상 가구다. 3인 이상 가구는 이미 오래 전(2001년)부터 감소하고 있다. 앞으로 감소 폭은 더욱 확대될 것이다. 핵심수요층 감소로 아파트의 가격선도력은 갈수록 약화될 가능성이 높다.

[그림 13] 총 추계인구 추이



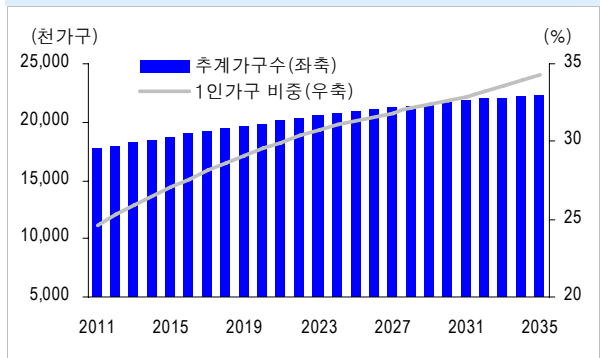
자료: 통계청, 아이엠투자증권

[그림 14] 추계인구 중 생산가능인구와 주택 핵심수요층 추이



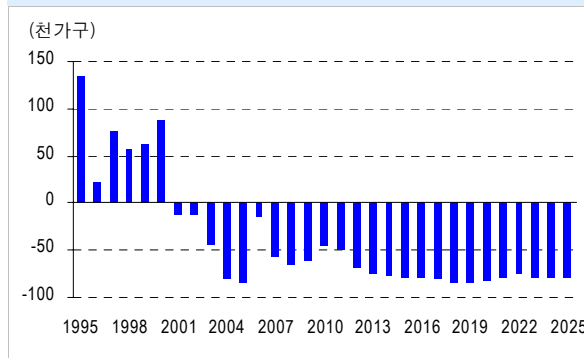
자료: 통계청, 아이엠투자증권

[그림 15] 총 추계가구수 및 1인 가구 비중



자료: 통계청, 아이엠투자증권

[그림 16] 추계가구 중 3인 이상 가구 증감(전년대비) 추이



자료: 통계청, 아이엠투자증권

Compliance Notice

1. 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 부당한 압력을 받지 아니하고 독립적 위치에서 공정하게 작성되었습니다.
2. 당사 및 본인은 이 자료를 공표하기 전에 조사분석 대상법인 및 이 자료의 작성·심의에 관여하지 않은 임직원에게 이 자료 또는 그 주된 내용을 제공하지 아니하였습니다.
3. 당사 및 본인은 이 자료를 사전에 제3자에게 제공한 사실이 없습니다.
4. 본인 및 본인의 배우자는 조사분석 대상법인이 발행한 주권 등 또는 그 주권을 기초자산으로 하는 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
5. 당사는 조사분석 대상법인에 대하여 인수관계와의 체결, 지급보증의 제공, 대출채권의 보유, 계열회사관계 또는 인수·합병업무 수행대상, 발행주식총수의 1%이상 보유 등의 이해관계를 가지고 있지 아니합니다. [작성자 : 이선일]

기업분석		산업분석	
분류	적용기준	분류	적용기준
BUY(매수)	목표주가가 현주가 대비 20%이상 상승 여력	Overweight(비중확대)	향후 6개월간 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
HOLD(중립)	목표주가가 현주가 대비 -20%~20% 등락	Neutral(중립)	향후 6개월간 업종지수 상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
SELL(매도)	목표주가가 현주가 대비 20%이상 하락 가능	Underweight(비중축소)	향후 6개월간 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.
- 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.
- 6개월 이내에 해당기업에 대한 후속 조사분석자료가 공포되지 않을 수 있습니다.

최근2년간 투자의견 및 목표주가변경

LG화학 (051910)

☒ BUY
 ☐ HOLD
 ☐ SELL
 ☐ Not Rated

날짜

투자의견

목표가격(6개월)