

IBKS Collabo Report

가계부채 프리즘

다각도에서 본 가계부채

● 은행 김은갑
02) 6915-5660
egab@ibks.com

● 채권 김지나
02) 6915-5678
jnkim@ibks.com



CONTENTS

들어가며.....	3
-----------	---

Section I

가계부채 지속적 증가.....	4
주택거래 증가와 가계부채 증가.....	6
은행/비은행권 대출증감 차이와 시사점.....	12
연령대별 주택담보대출 증감 차이와 시사점.....	16
부동산임대업 대출증가와 자산건전성.....	19

Section II

가계부채와 소비의 상관관계.....	22
가계소비의 진단.....	25
금리에 영향을 미칠 수 있는 정책 요인.....	29
향후 금리 방향은 2분기 하향 안정 후 소폭 상승.....	34

Section III

금리변화와 은행주.....	36
종목별 투자의견 및 투자지표.....	43

들어가며

최근 몇 년간 가계부채 증가가 이슈였다. 최근에는 미국 기준금리가 인상되면서 가계부채에 대한 우려가 보도되는 빈도도 늘었다. 반면 경제성장률은 둔화되고, 소득증가율이 낮아지면서 가계부채증가율과 괴리가 커지고 있다. 가계부채 규모가 커졌기 때문에 경제적 충격이 발생하면 영향력이 커지는 것은 사실이다. 그러나 가계부채 전체 규모가 증가하는 과정에서 부채의 증가 이유, 채무자의 변화 등을 살펴볼 필요가 있다. 왜냐하면 최근 가계부채의 증가, 특히 주택담보대출의 증가는 주택매매와 맞물려 예전과 다른 변화가 있기 때문이다. LTV 규제완화 이후 주택거래량이 증가하고 가계부채 증가율도 상승했다. 주택매매를 통해 노년층의 부채가 중장년층의 부채로 전환된 모습이 보이고, 노년층은 사업자금 대출보다는 임대목적의 대출비중이 크게 상승했다. 이 과정에서 주택담보대출이 증가한 셈이다. 경제적 충격에 내성이 강해진 채무자로 바뀐 부분이다. 또한 최근 대출증가는 규제변화에 따라 은행/비은행권의 대출증가율이 급변해왔다. 이 과정에서 은행권 자산건전성의 변화도 생각해볼 필요가 있다.

가계부채의 부정적인 영향은 소비로 발현된다. 금리 하락이 이자비용 부담을 낮췄지만, 정책상 분할상환대출이 증가하면서 소득에서 차지하는 원리금 상환의 부담이 높아졌다. 경제성장과 소득 여건이 뒷받침되지 않은 채 원리금 상환부담이 증가하는 것은 소비를 직접적으로 제약하는 요인이 된다. 소비심리 부진도 소비둔화를 거두고 있다.

이런 상황에서 미국 인상이 시행되다 보니, 가계부채에 대한 우려의 목소리가 높아지는 것이다. 하지만 금리가 추세적으로 대폭 상승하지 않는다면 문제가 될 게 없다. 우리는 국내 금리가 2분기 하향 안정될 것으로 예상하고 있다. 최근 국내 금리 상승의 가장 큰 요인은 트럼프 정책 불확실성과 시장의 예상보다 빨랐던 3월 인상 때문이다. 이미 연내 추가 2회 인상은 선반영됐고, 트럼프 정책은 경기부양 효과보다는 부정적인 영향이 점차 부각되고 있기 때문에 금리 상승 동력은 많이 약화됐다. 국내 신정부 도입과 함께 높아지는 정책 기대도 금리를 낮은 수준에 묶어둘 수 있는 요인이다. 3년 연속 추경이 거론될 만큼 국내 경기가 부진한 상황에서 미국을 따라 기준금리를 인상하는 것은 정책의 효율성을 떨어뜨릴 뿐이다.

최근 2016년말 이후 금리상승폭은 은행주 입장에서는 자산건전성 우려 없이 NIM 상승으로 이어져 수익성 개선 기대감이 생기게 하는 정도이다. 미국 금리인상을 계기로 금리상승에 따른 가계부채 부실화에 대한 우려도 생기고 있으나 최근 증가한 대출의 금리수준, 대출조건 등을 감안해 볼 때 최근의 금리상승 폭은 자산건전성에 영향 없는 수준이다. 향후 국내 시장금리가 하방경직성을 보이면서 미국금리 인상 시기에 시장금리가 상승하는 국면이 종종 발생할 것으로 예상되는데, 은행주 주가는 장단기금리차가 확대될 때 상승하는 경우가 많았다.

가계부채 지속적 증가

소득과 부채증가율의 괴리

꾸준히 증가하는 가계부채

최근 몇년 간 가계부채 증가가 이슈이다. 규모도 증가하고 있고, 증가율도 점차 상승하는 모습이다. 하지만 장기적으로 보면 지난 40여년 간 가계부채의 증가는 꾸준했고, 규모가 감소했던 시기는 IMF 금융위기가 유일하다. 당시 YoY 10% 감소를 보인 적이 있다. 즉, 가계부채의 지속적 증가가 이례적인 일은 아니다.

소득증가율과
부채증가율의 격차 확대가
보다 근본적인 문제

최근 가계부채 증가에 대한 우려는 부채증가율의 상승에서 비롯된 부분도 있지만 부채증가율과 경제성장률 간의 괴리에서 오는 불편한 시각도 한 몫을 하고 있을 것이다. 그리고 이 부분이 보다 근본적인 문제일 수 있다. 경제가 성장하면서 가계, 기업, 정부 어느 부문이건 부채가 증가하는 현상이 일반적이며, 경제성장의 결과 소득이 증가하면서 증가한 부채를 감당할 수 있어야 한다. 하지만 최근에는 소득증가율과 부채증가율의 격차가 확대되고 있다.

그림 1. GDP 증가율과 가계부채 증가율 추이

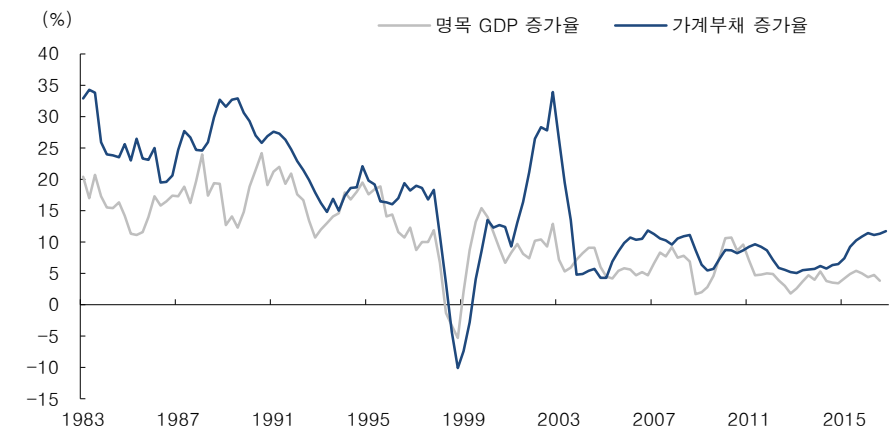


그림 2. 가계신용 규모 및 증가율 추이

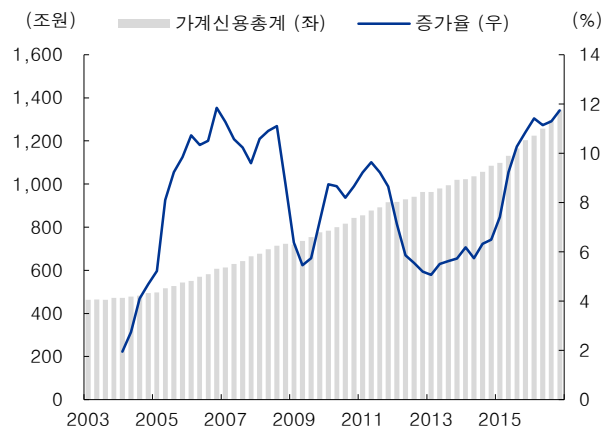
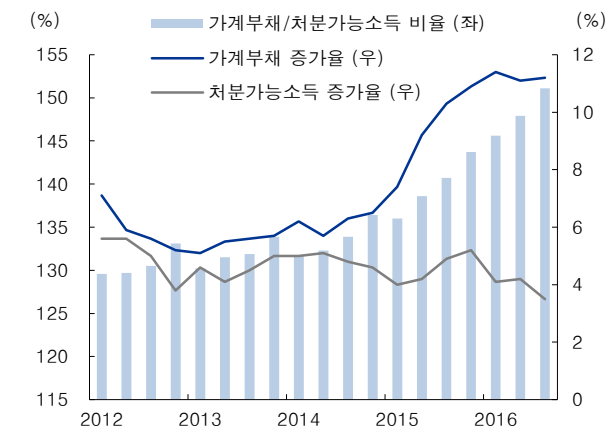


그림 3. 부채증가율과 소득증가율 추이



경기회복과 맞물리지 못한 가계부채 증가

최근 가계부채 증가는 주택담보대출 증가의 영향이 크다. 그리고 주택담보대출 증가율이 상승하기 시작한 것은 2014년 LTV/DTI 완화시점부터이다. 이때부터 경제성장률과 대출증가율의 괴리가 커지기 시작했고, 경제성장률은 회복되지 않으면서 가계부채증가율만 점차 상승하고 있다. 정부가 부동산 경기회복을 통해 경제회복을 꾀하고자 했는지 의도는 알 수 없지만 결과적으로 경기회복에 큰 도움을 주지는 못한 것 같다. 2014년 이전에는 주택담보대출과 경제성장률이 (+)의 상관관계를 가지고 있었다면 2014년을 기점으로 상관관계도 (-)로 바뀌게 된다. 가계부채의 증가가 생산적 활동으로 이어지기 보다는 전세가격 상승과 월세전환으로 표현될 수 있는 주거시스템의 변화에 따라 증가폭이 확대된 결과이다.

그림 4. 예금취급기관 주택담보대출/기타가계대출 증가율과 성장률 추이

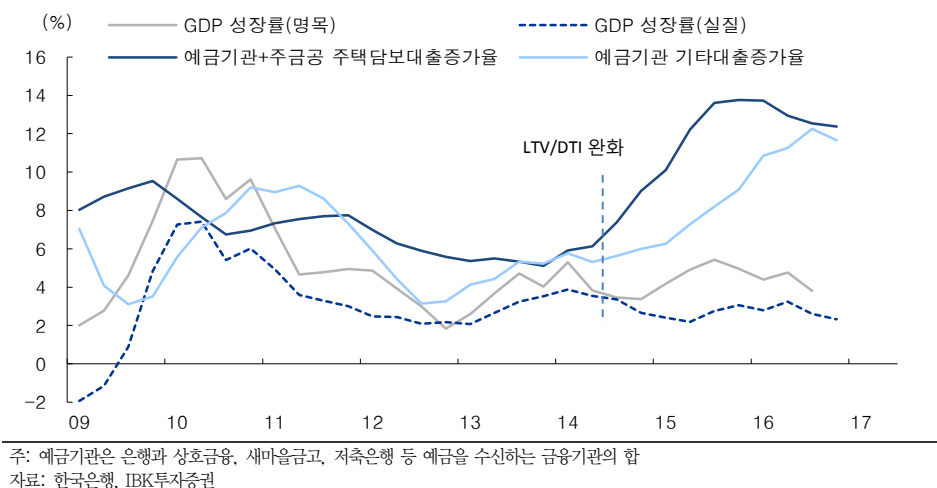


그림 5. GDP 성장률과 주택담보대출증가율 (LTV 완화 이전)

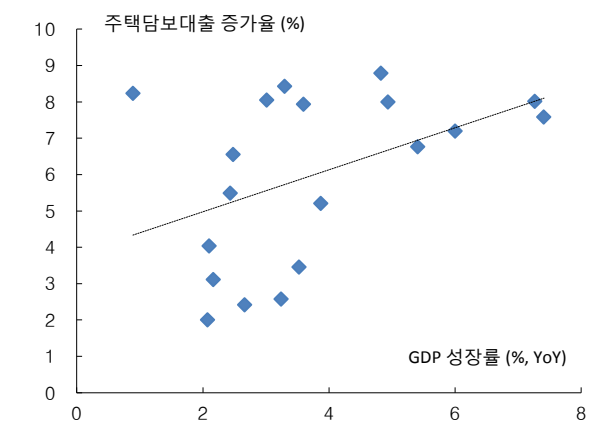
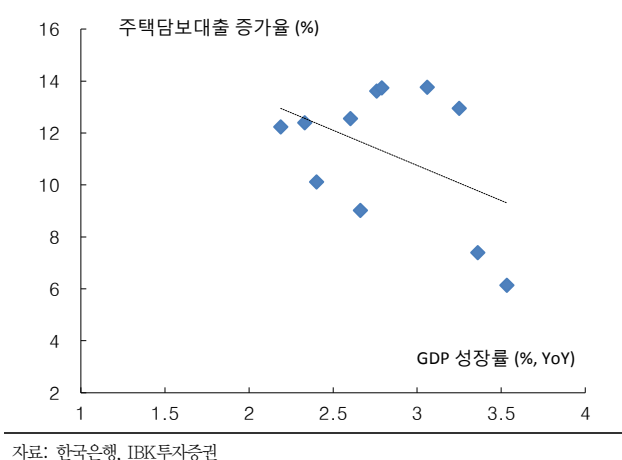


그림 6. GDP 성장률과 주택담보대출증가율 (LTV 완화 이후)



주택거래 증가와 가계부채 증가

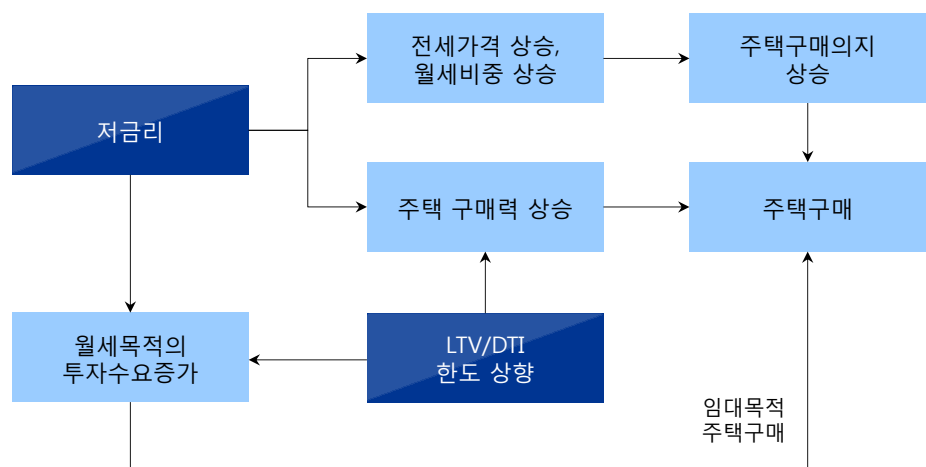
저금리와 LTV 완화: 주택구매력 상승과 주택구입 의지 제고

저금리와 LTV 완화,
전세가 상승 등의 환경이
맞물려 주택거래 증가

2014년 8월 LTV/DTI 완화 이후 주택담보대출 증가가 뚜렷해졌다. 저금리 상황에서 LTV 한도 확대는 주택구매자의 실수요로 연결되는 촉매제였다. 서울/수도권의 경우 주택가격의 70%까지 대출가능금액이 확대되면 주택을 구매할 수 있는 여력이 크게 확대된다. 저금리의 장기화는 주택임대자의 전세가격 인상 및 월세전환 욕구를 증가시켰고, 전세가격 상승에 의한 목돈 마련 부담이나 전세가격 부족분의 월세전환 등은 전월세 세입자의 주택구매의지를 높였다. 주택구매를 고민할 시점에 이루어진 LTV 제도변경은 전월세 세입자를 실수요자로 바뀌게 했고, 이 과정에서 주택거래량이 증가하고 상향된 LTV로 인해 주택담보대출 규모가 확대되었다. 다른 목적에 의한 대출증가도 있겠지만 가계부채 증가의 중요한 부분인 거주 주택담보대출은 실수요자 증가에 의해 설명될 수 있다. 임대목적의 비거주 주택에 대한 담보대출 증가도 저금리 환경에 의한 월세 목적의 주택구입에서 비롯된 것으로 저금리와 LTV 완화에 의한 증가라 할 수 있다. 즉, 저금리와 LTV 완화가 맞물리면서 거주목적/임대목적 양쪽에 걸쳐 주택거래를 증가시켰고, 결과적으로 주택담보대출이 증가한 것이다.

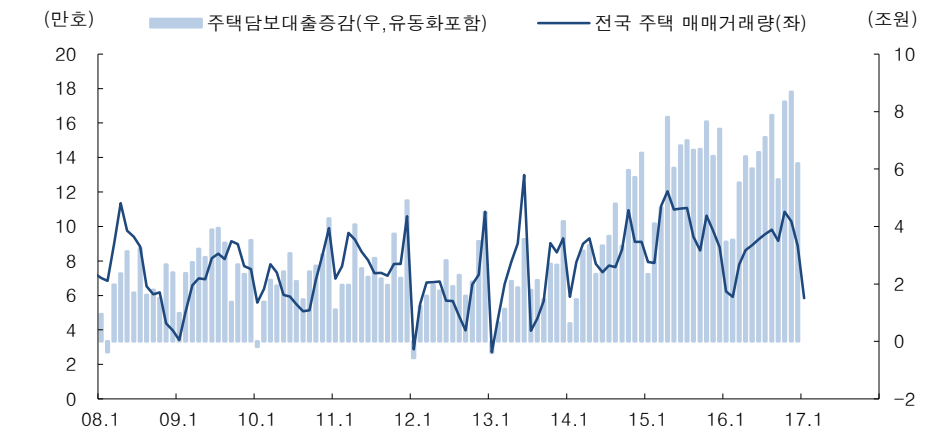
주택 구매력은 금리와 소득에 의해 결정된다고 할 수 있다. 2012년 이후 금리하락으로 주택구매력이 한단계 상승했고, 이후 금리수준이 낮아지면서 구매력이 추가로 상승했다. 소득증가율은 높지 않았기 때문에 금리가 구매력의 주요변수였다. 결국 저금리는 전월세 가격이 상승하는 원인이 되기도 했지만 동시에 주택구매력도 상승시켜 주택매매를 증가시킨 셈이다. 최근에는 주택가격 상승으로 주택 구매력이 하락하는 모습을 보이는데, 여기에 금리가 소폭이나마 상승한 수준을 유지한다면 주택거래나 담보대출 증가규모는 감소할 가능성이 높다.

그림 7. 주택거래량: 저금리와 LTV/DTI 완화



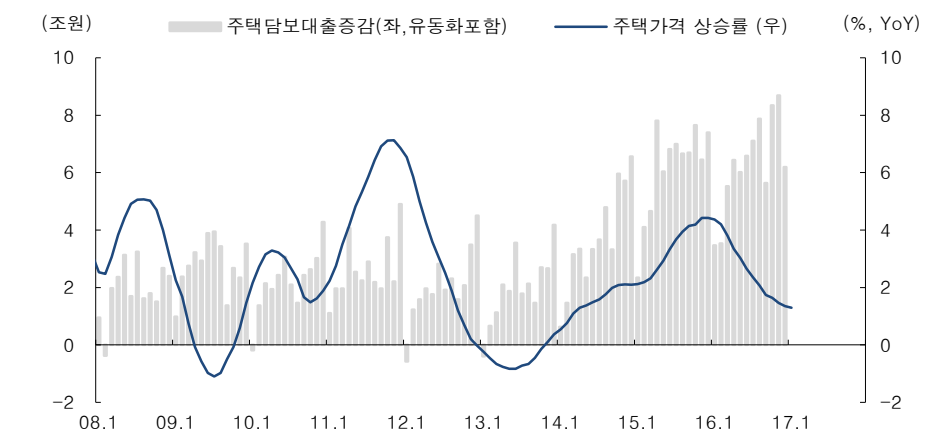
자료: IBK투자증권

그림 8. 주택거래량과 주택담보대출 증감 추이



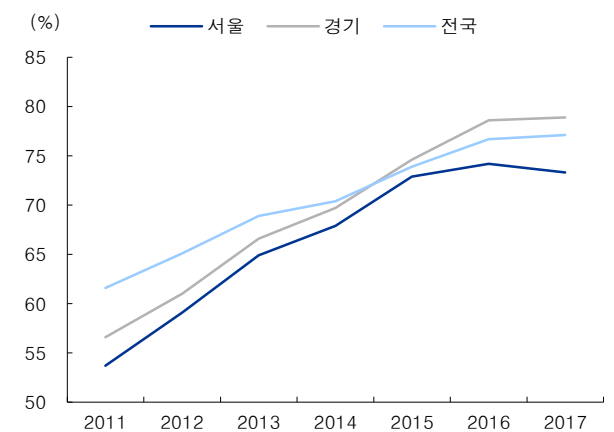
주: 은행대출과 주택금융공사 유동화대출 합산
자료: 국토교통부, 한국은행, IBK투자증권

그림 9. 주택가격상승률과 주택담보대출 증감 추이



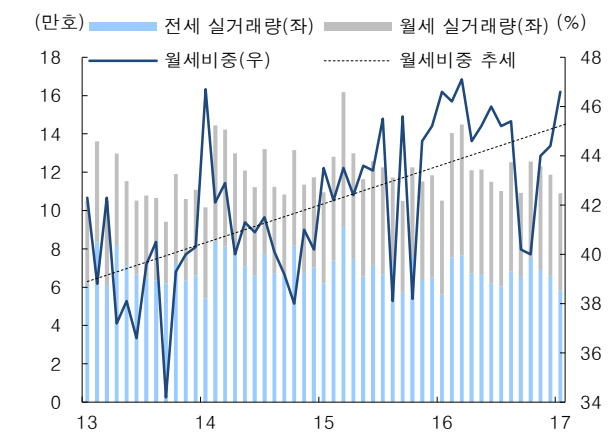
주: 은행대출과 주택금융공사 유동화대출 합산
자료: 국토교통부, 한국은행, IBK투자증권

그림 10. 매매가 대비 전세가 추이



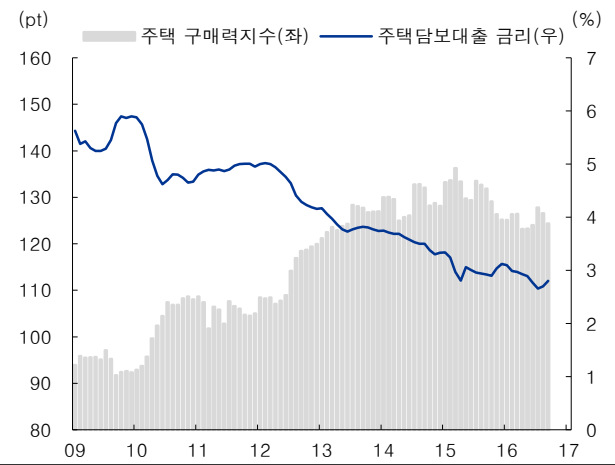
자료: 국토교통부, IBK투자증권

그림 11. 월세거래비중 추이



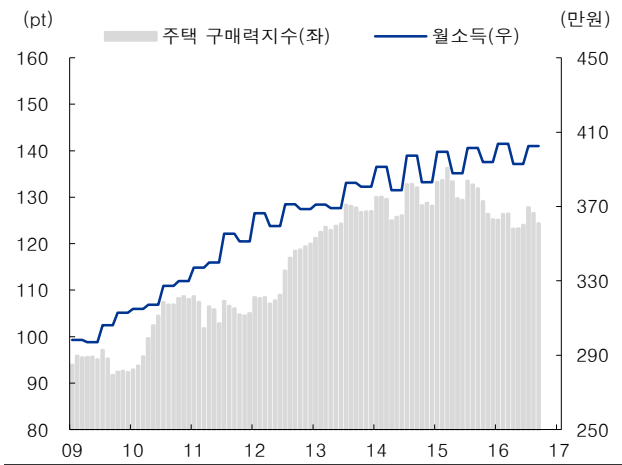
자료: 국토교통부, IBK투자증권

그림 12. 주택구매력지수와 담보대출금리



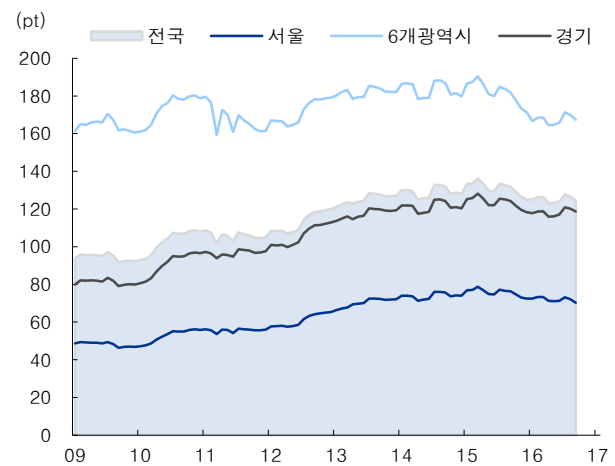
주: 주택구매력지수 = (중위가구소득/대출상환가능소득) × 100
 중간소득 가구가 중간가격 주택을 구입했을 때, 원리금상환 부담여력을 의미
 자료: KB부동산, 한국은행, IBK투자증권

그림 13. 주택구매력지수와 소득



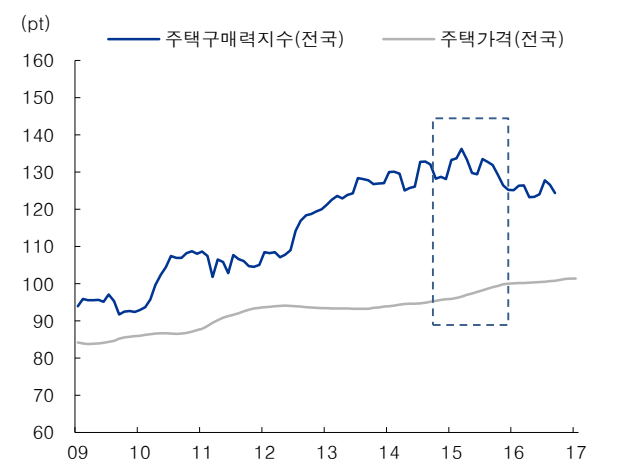
자료: KB부동산, 한국은행, IBK투자증권

그림 14. 지역별 주택구매력지수



자료: KB부동산, IBK투자증권

그림 15. 주택구매력지수와 주택가격



자료: KB부동산, IBK투자증권

LTV 완화 이후 은행권 대출증가는 주택 실수요층, 고소득/고신용층에 의한 것

LTV 완화 이후 은행권 주택담보대출 증가율은 뚜렷하게 상승 반전했다. 앞서 살펴본 주택구입 증가와 함께 LTV 한도 상향은 기존 주택담보대출에서 추가대출을 실행할 대출여력을 만들어내 추가대출 실행의 영향도 있었을 것이다. 또한 LTV 때문에 비은행권 대출자의 은행대출 전환도 은행권 대출증가에 영향을 미쳤을 것으로 보인다.

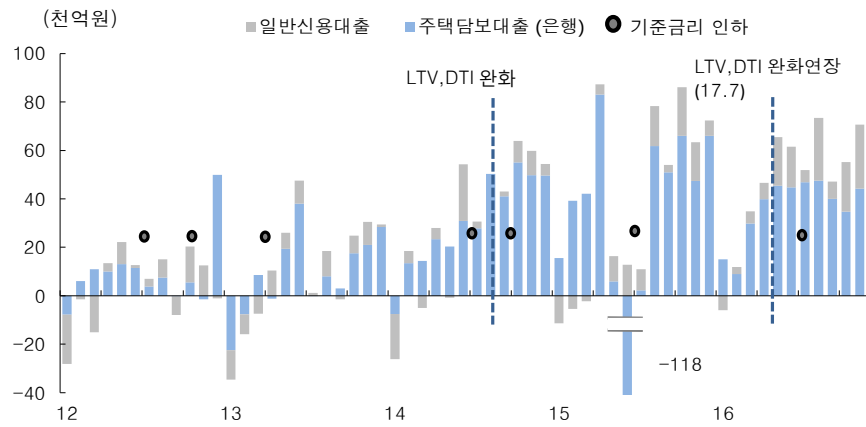
기준금리 인하는 LTV 완화 이전/이후에 실행되었는데, 금리인하 자체가 직접 대출을 증가시켰다기 보다는 금리하락에 의한 주택구매력 증가, DTI 산출 시 같은 소득이라도 대출한도가 확대되는 경로를 통해 대출증가율 상승에 영향을 준 것이라 할 수 있다. 과거에도 기준금리 인하가 바로 대출증가율의 상승으로 이어지기 보다는 인하 후 1년 이상의 시차를 두고 경기회복과 함께 대출이 증가하는 경우가 많았다. 2014년부터 기준금리 인하로 대출증가가 확대된 것처럼 보이지만 이는 LTV 한도 완화가 시기적으로 맞물렸기 때문이다.

LTV 완화 이후 주택담보대출 증가율이 급등한 약 3분기 간 은행권 주택담보대출 LTV 구간별 변화를 보면 LTV 한도 상향의 영향이 매우 컸음을 알 수 있다. LTV 60~70% 사이의 대출증가율이 100%가 넘고, 주택담보대출 증가율의 거의 모두를 설명하고 있다. 신규 주택구입자의 LTV가 대부분 60~70% 사이였다는 반증인 동시에 한도 확대에 따른 추가대출에 의한 영향도 일부 설명해준다. 해당 기간 동안 고소득층의 대출증가율이 높았고, 신용도가 높은 계층의 대출비중이 상승했다. 즉 대출증가율이 급등하는 과정에서 과거보다 우량한 고객에 대출이 실행되었다고 할 수 있다. 또한 해당기간 15년 이상의 만기를 지닌 주택담보대출의 대출기여도가 압도적으로 높았다는 점에서 주택구매를 위한 실수요층의 대출증가가 컸다는 점을 알 수 있다.

거주목적의 주택구입이 아닌 대출증가도 고신용도/고소득층의 대출증가가 컸다는 점을 설명해준다. 임대목적의 주택담보대출인 경우 소득이 높아야 DTI가 충족되어 추가대출이 가능하다는 점에서 소득이나 신용도가 높은 대출자가 일반적이라 볼 수 있다. 후술하겠지만 LTV 완화 이후 임대목적의 주택담보대출 비중도 높아지고 있다.

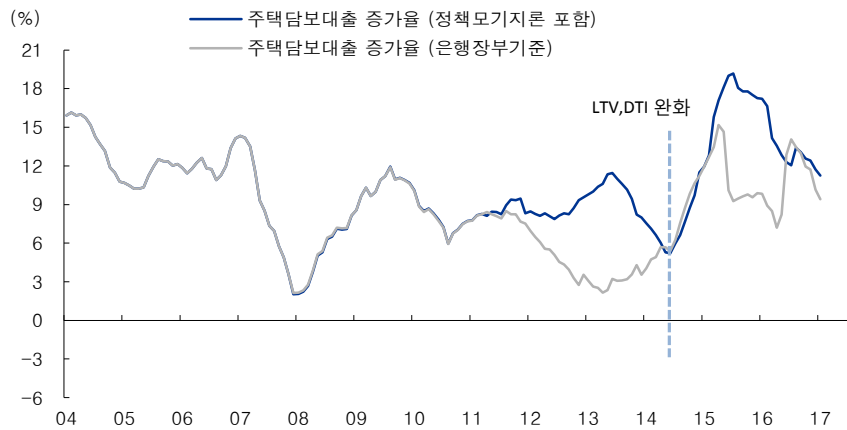
가계부채의 규모가 커진 것은 위기 시 부실화될 규모가 커진 것을 의미한다. 하지만 주택매매에 의한 규모 증가는 달리 해석할 여지가 있다. 부실화될 가능성이 낮아지면서 대출규모가 커질 수 있기 때문이다. 후술하는 부분에서 이를 설명하도록 한다.

그림 16. 금리인하 및 LTV/DTI 완화시점과 가계대출 증감 추이



자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 17. 주택담보대출 증가율 추이



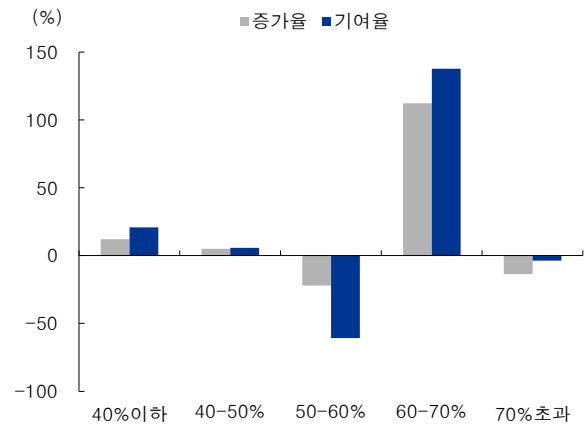
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 18. 가계신용대출과 중소기업대출 증가율 추이



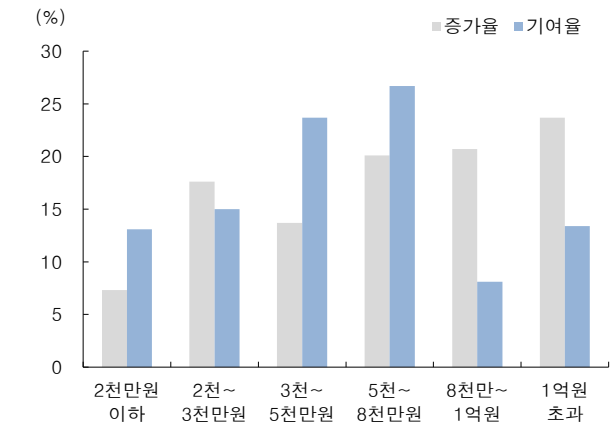
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 19. 2014년 LTV 완화 후 은행권 LTV 구간별 대출변화



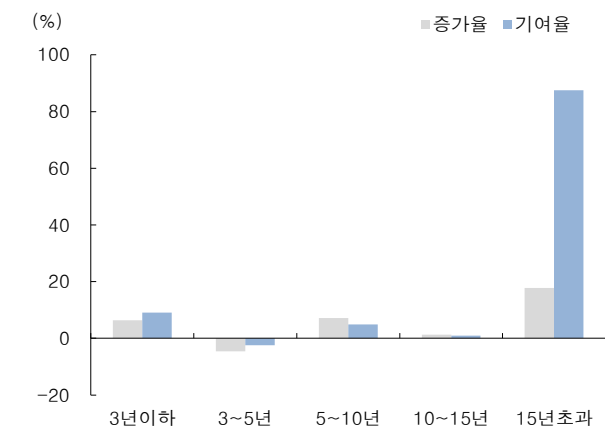
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 20. 2014년 LTV 완화 후 은행권 소득구간별 대출변화



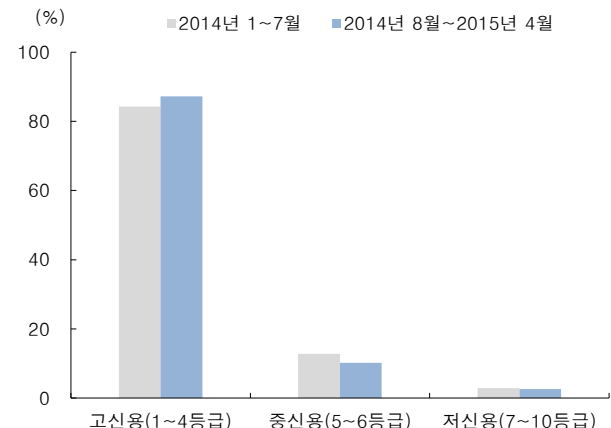
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 21. 2014년 LTV 완화 후 은행권 만기별 대출변화



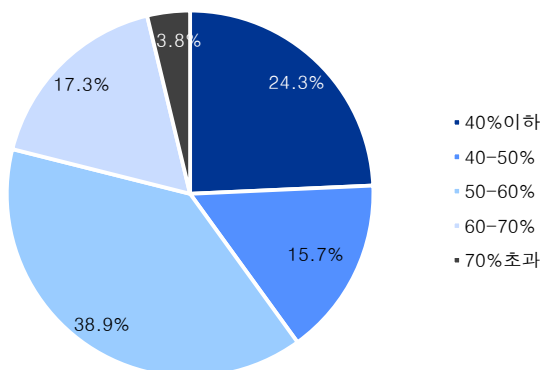
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 22. 2014년 LTV 완화 후 은행권 신용등급별 대출변화



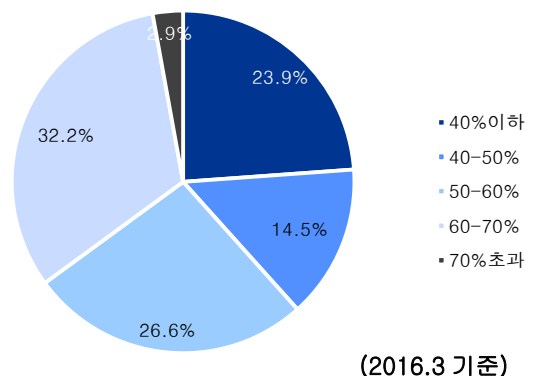
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 23. 2014년 LTV 완화 전 은행권 LTV별 주담대 비중



자료: 한국은행, 언론보도, IBK투자증권

그림 24. 2016년 은행권 LTV별 주담대 비중



(2016.3 기준)

자료: 한국은행, 언론보도, IBK투자증권

은행/비은행권 대출증감 차이와 시사점

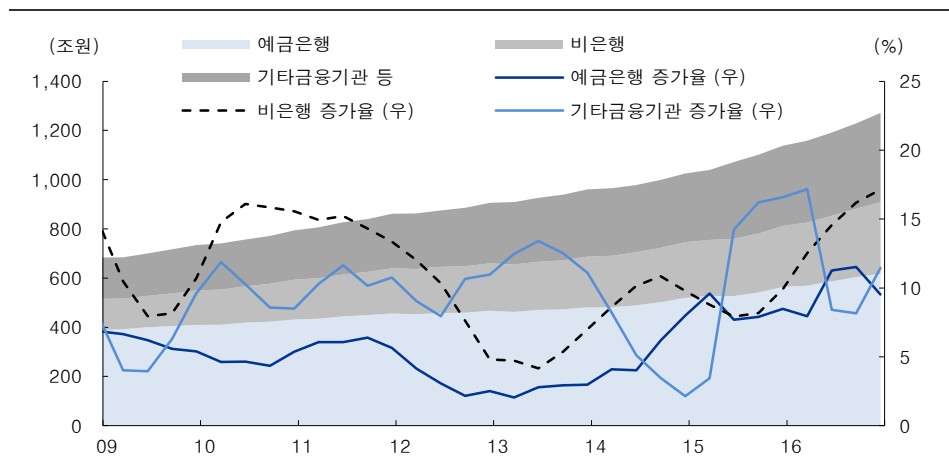
비은행의 높은 수신증가율과 대출증가율

장기간 비은행권 가계대출증가율이 은행권에 비해 높았다. 은행, 비은행권 대출증가율 차이에 영향을 준 원인 중 하나는 비은행권의 높은 신용대출증가율이다. 2009년말 은행권 신용대출잔액은 136조원, 비은행권 신용대출잔액은 76조원으로 비은행권이 은행권의 55% 정도였으나 비은행권이 장기간 높은 신용대출 증가율을 보인 결과, 2016년말 은행권, 비은행권 신용대출잔액은 각각 175조원, 173조원으로 규모가 거의 같아졌다.

비은행권 (주택금융공사를 제외) 대출의 59%의 비중을 차지하는 상호금융과 22%의 비중을 차지하는 새마을금고의 대출증가율이 은행 주택담보대출 증가율이 하락하기 시작할 무렵부터 높아지고 있다. 저금리 상황이 지속되면서 약간의 금리차이에도 고객의 금리민감도가 높아져 비은행권 수신증가율이 높은 기간이 지속되어 이들 비은행권의 대출 증가율이 높아진 점이 주요 원인으로 파악된다. 그리고 은행과 비은행권 간 대출 금리차도 좁혀지고 있는데, 수신증가분을 대출확대로 연결하는 과정에서 생긴 현상으로 생각된다. 수년 간 상호금융과 은행의 신규 대출금리차가 축소되어 왔는데, 2015년 하반기 대출금리 차가 0.5%p 정도로 축소되면서 상호금융 주택담보대출 증가율이 지속적으로 상승하고 있다. 또한 최근에는 집단대출에 대한 은행권 리스크관리 강화로 일부 집단대출은 비은행권을 이용하기 시작하면서 비은행권 대출증가율을 높이는 영향도 생겼다.

비은행권 내에서는 저축은행 대출증가율이 눈에 띄나 이는 저축은행업이 전체적으로 존폐위기를 겪은 뒤에 따른 기저효과가 크다. 그리고 저축은행은 비은행권 내에서 비중이 크지 않기 때문에 비은행권의 대출증가율에 미치는 영향력도 크지는 않다.

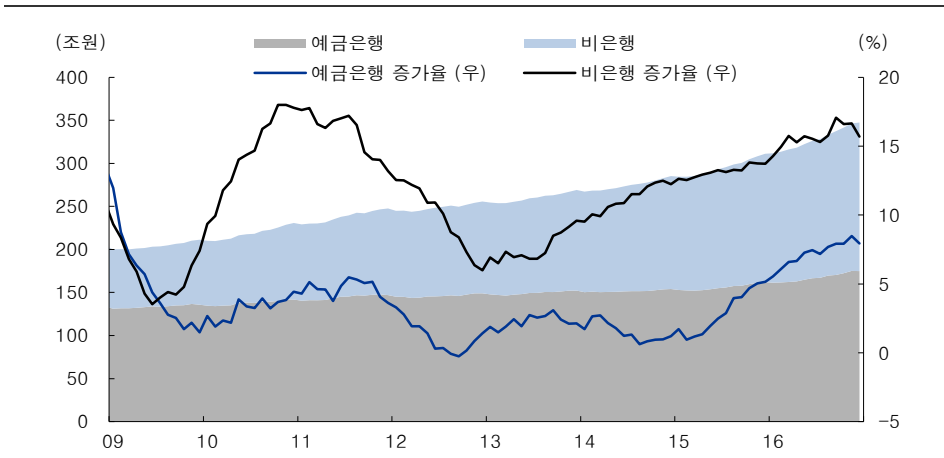
그림 25. 금융기관별 가계대출 증감 추이



자료: 한국은행, IBK투자증권

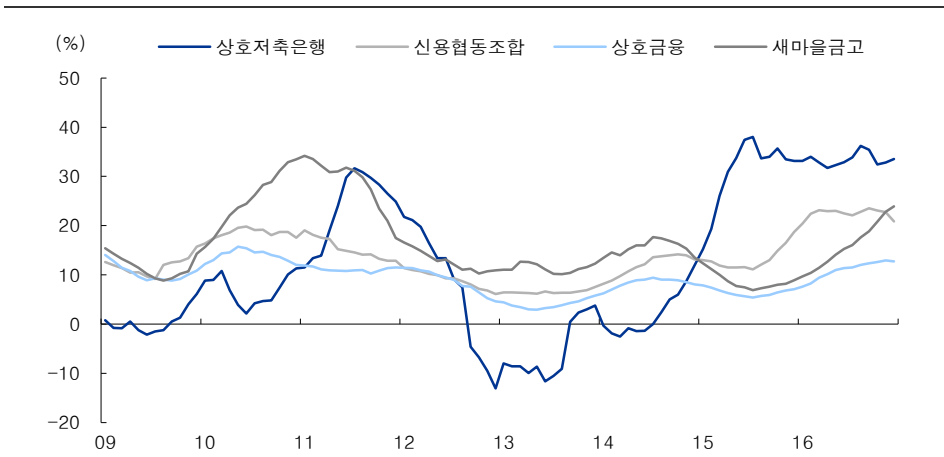
주: 비은행은 상호저축은행, 신용협동조합, 상호금융, 새마을금고, 우체국 등
기타금융기관은 보험회사, 연금, 여신전문기관, 공적금융기관, 기타금융증개회사 등

그림 26. 은행/비은행 가계신용대출 증가율 추이



자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 27. 비은행 금융기관별 가계대출 증가율 추이



자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 28. 비은행권 가계대출 비중 (주택금융공사 포함)

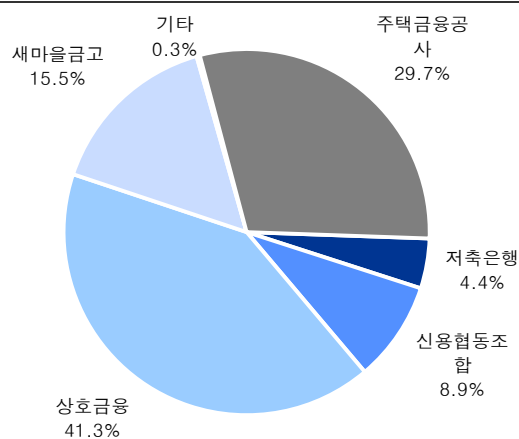
주: 2016년말 기준
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 29. 비은행권 가계대출 비중 (주택금융공사 제외)

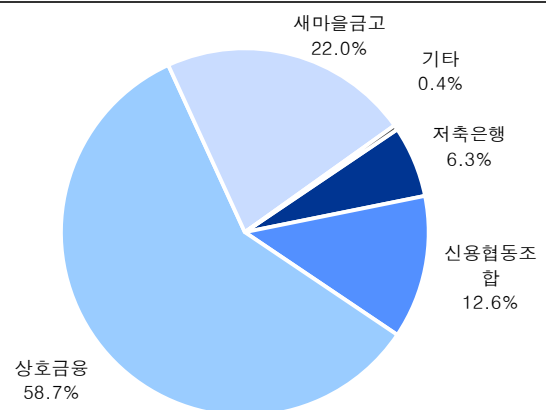
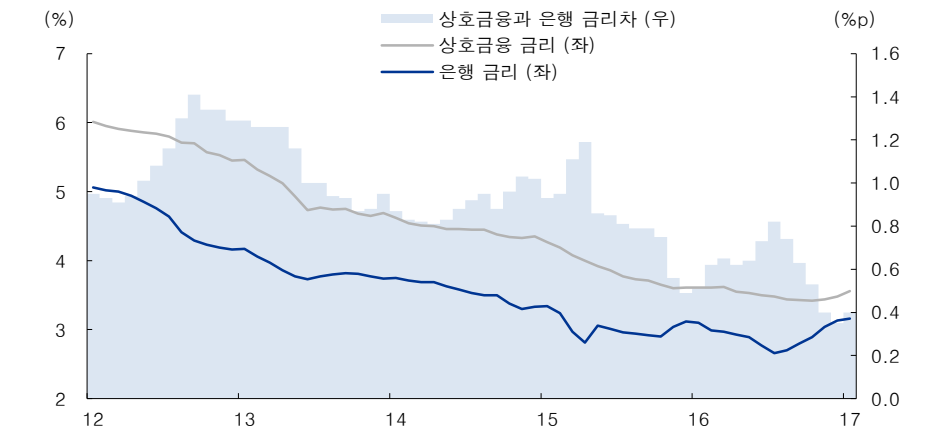
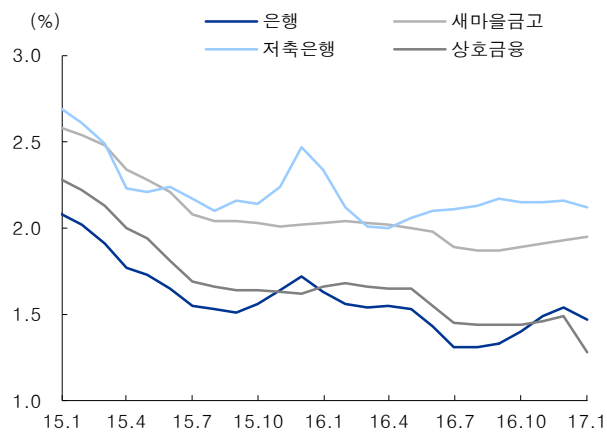
주: 2016년말 기준
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 30. 은행과 상호금융 주택담보대출 금리 추이



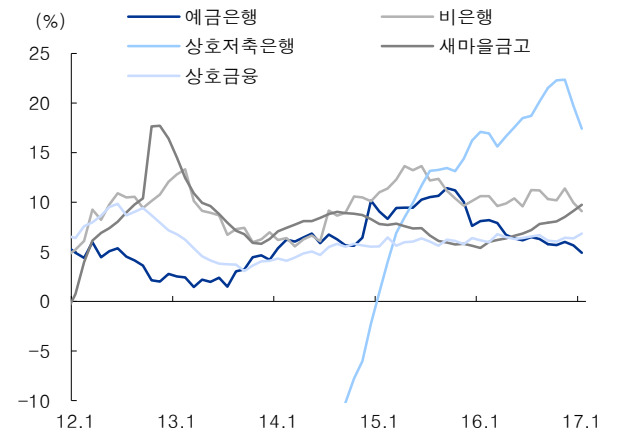
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 31. 금융기관별 수신금리 추이



자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 32. 금융기관별 수신증가율 추이



자료: 한국은행, IBK투자증권

주택담보대출 규제가 은행/비은행 대출증감 변화 초래

주택담보대출은 시기에 따라 큰 차이를 보이고 있는데, 주목할 점은 신용대출과 달리 규제방향에 따라 은행권, 비은행권 대출증가율이 역의 방향을 보이는 경우가 많아지고 있다는 것이다. 2014년 은행권 LTV 한도 상향 효과로 규제변화 직후부터 은행 주택담보대출 증가율이 급등하기 시작하면서 동시에 비은행 대출증가율이 하락했다. 이후 약 1년간 은행권 주택담보대출 증가율이 지속적으로 상승하고 비은행권은 증가율이 하락하는데, 이 기간이 앞서 살펴본 주거목적의 장기만기, 고신용/고소득층의 은행대출이 증가한 시기이다. 2015년 7월에는 분할상환 비중을 높이고, 소득심사를 강화하는 가계부채 종합관리방안이 발표되었는데, 이 시기를 전후하여 은행권 주택담보대출 증가율은 하락세로 바뀌게 된다. 2015년 3월 약 31조원의 안심전환대출이 취급되어 은행권 대출증가율을 왜곡시켰는데, 은행과 주택금융공사의 주택담보대출을 합산해보면 정확하게 가계부채 대책 발표 이후 대출증가율이 급격하게 하락하고 있다.

그림 33. 금융기관별 가계 주택담보대출 증가율 추이

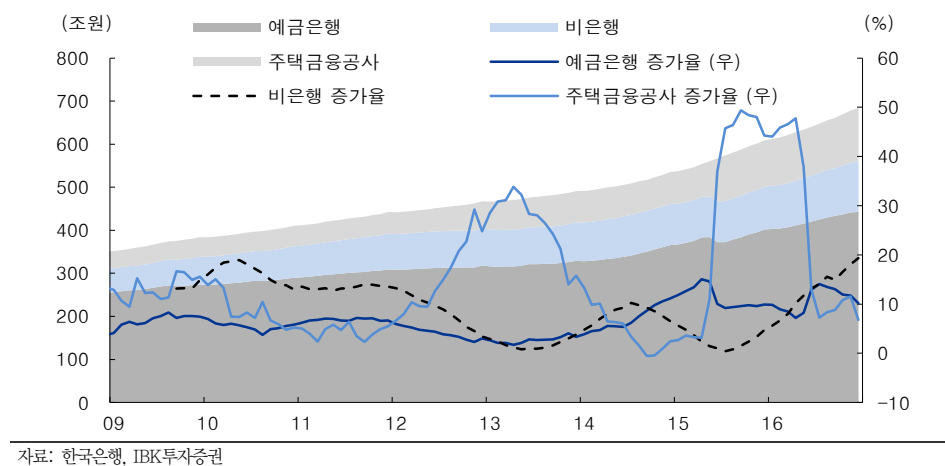
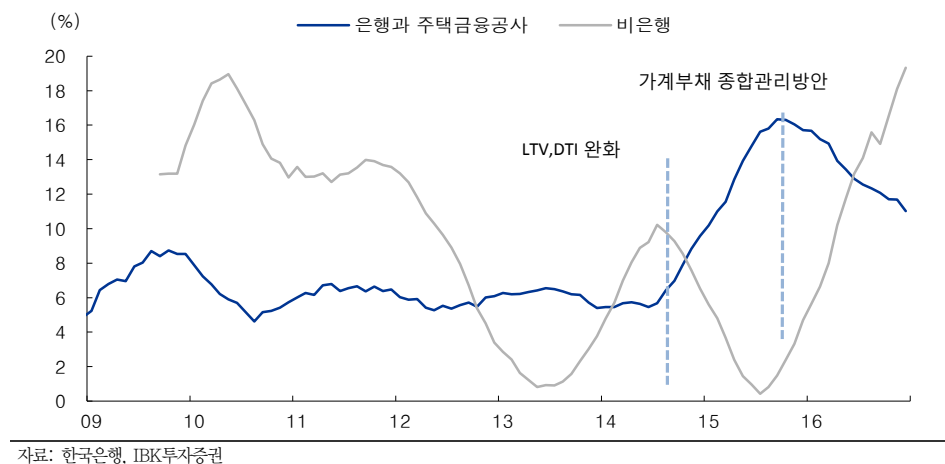


그림 34. 금융기관별 가계 주택담보대출 증가율 추이



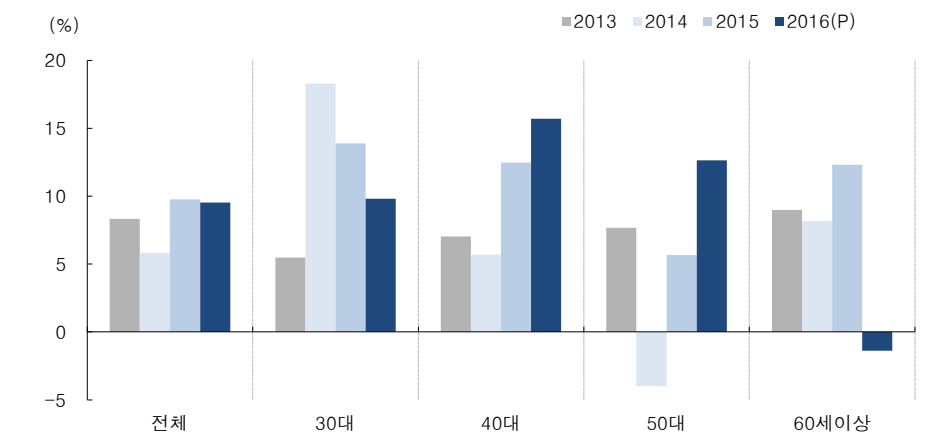
연령대별 주택담보대출 증감 차이와 시사점

연령대별 거주주택담보대출 증감: 세대간 부채의 이동

젊은층의 주택구입과 부채 증가, 소득이 있기 때문에 금리상승기에도 부실화 우려 낮은 편

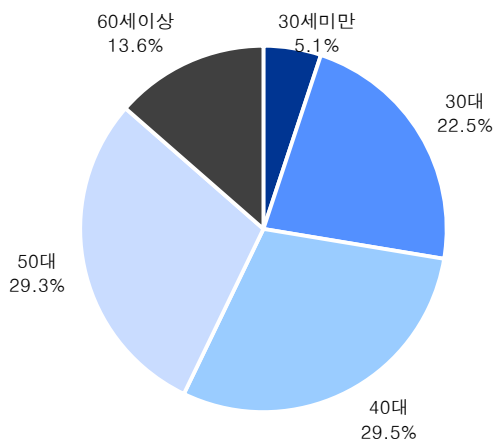
최근 가계부채 증감을 연령별로 분석해보면 주목할 만한 변화가 보인다. 첫번째 특징은 60대 이상 노년층 부채가 30~40대의 젊은 층으로 이동했다는 것이다. 거주주택에 대한 주택담보대출 증감율을 보면 60대 이상이 감소하는 모습을 보인 반면 40대의 주택담보대출은 증가율이 계속 상승하고 있다. 30~40대의 비중이 2012년 52%에서 2016년 56.2%로 상승했다. 수치 상 큰 변화로 느껴지지 않을 수도 있지만 주택담보대출 규제가 급변하는 시기에 생긴 변화이기 때문에 의미가 있다고 본다. 이러한 현상은 젊은 세대들이 전세가 상승과 월세전환 등 거주 안정성 문제로 주택을 구입하게 된 결과로 보인다. 대출증감을 보면 해당주택의 매도자는 60세 이상의 노년층이었을 것으로 추정해볼 수 있다. 최근 금리상승에 따른 가계부채 부실화 우려가 이슈가 되고 있는데, 소득이 있는 젊은 층으로의 부채이동은 이러한 우려를 경감시킬 만한 변화였다고 판단된다.

그림 35. 연령대별 거주주택 주택담보대출 증감율 추이



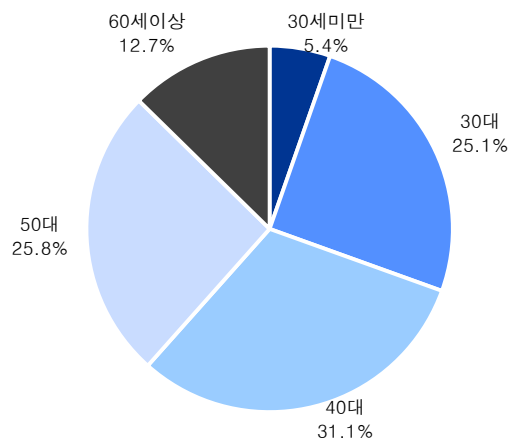
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 36. 연령대별 거주주택 주택담보대출 비중 (2012년)



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 37. 연령대별 거주주택 주택담보대출 비중 (2016년)



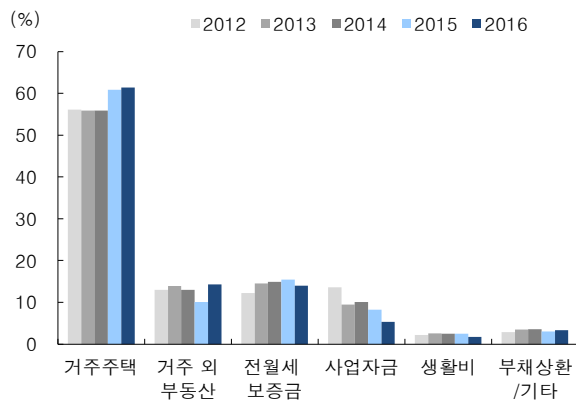
자료: 통계청, IBK투자증권

연령대별 주택담보대출 목적의 변화

임대소득 목적의
대출증가는 사업자금보다
은행입장에서는
자산건전성에 유리

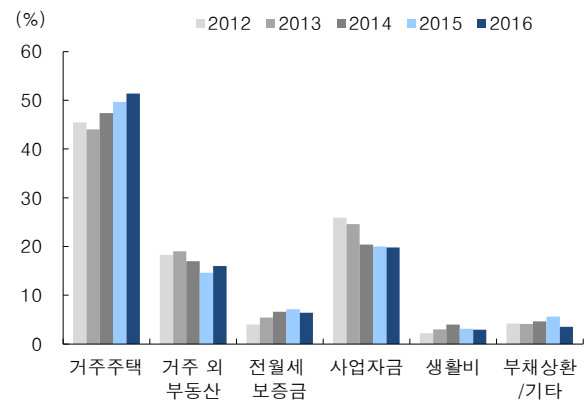
연령대별로 주택담보대출 목적을 분석해보면 사업자금 목적의 대출비중이 눈에 띄게 하락하고 있다. 특히 50대 이상의 고연령층에서 두드러진다. 반면 고연령층에서는 거주 외 부동산 취득목적의 대출비중이 높아지는 추세이다. 사업보다는 임대소득 목적의 부동산 취득으로 대출목적이 변하는 모습이다. 저금리 환경에서 진행된 변화라 할 수 있다. 은행 입장에서는 자산건전성 측면에서 보다 안정성이 높아졌다고 할 수 있다. 거주주택 취득목적의 대출비중은 전 연령대에서 상승하고 있는데, 특히 30~40대에서 비중이 높다.

그림 38. 30대 주택담보대출 목적별 비중 추이



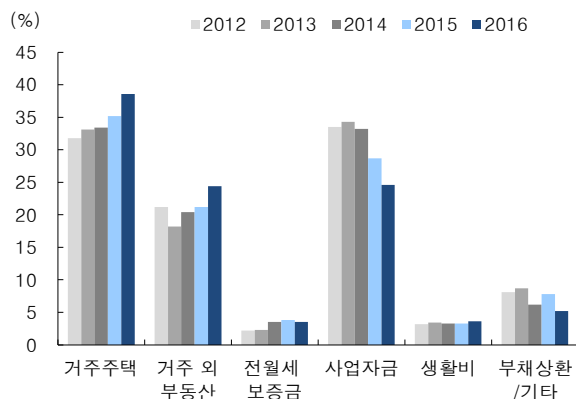
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 39. 40대 주택담보대출 목적별 비중 추이



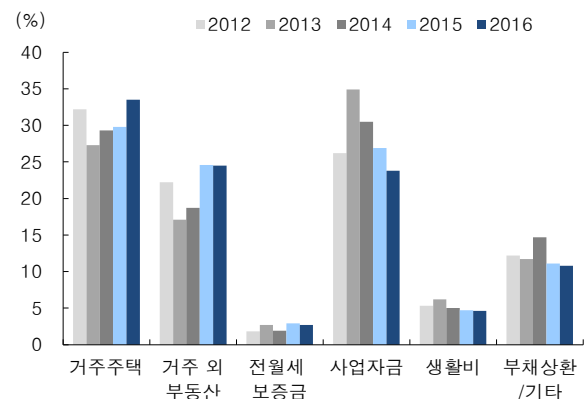
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 40. 50대 주택담보대출 목적별 비중 추이



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 41. 60대 주택담보대출 목적별 비중 추이

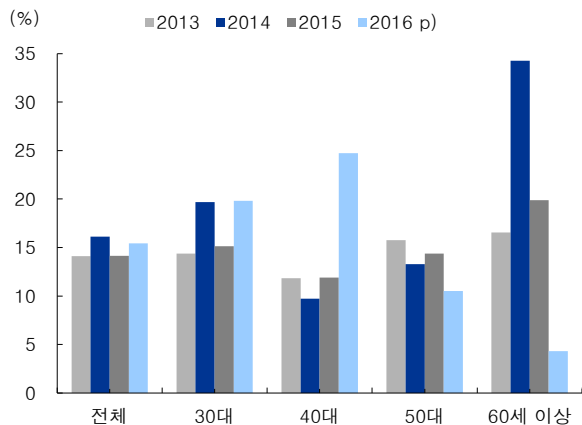


자료: 통계청, IBK투자증권

가계부채 증가는 자산건전성보다 소비침체 측면에서 큰 부담

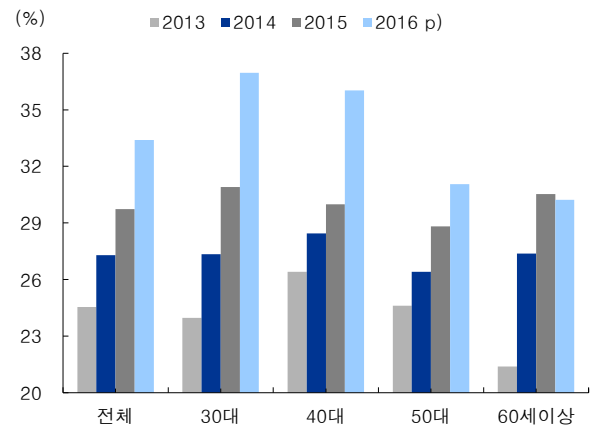
앞서 살펴 본 가계부채의 세대 간 이동 결과, 30~40대의 원리금 상환액 증가율이 높아지고 있고, 고연령층의 원리금상환 증가율은 낮아지고 있다. 저금리에도 불구하고 상환액이 감소하지 않는 것은 원금상환이 시작되거나 신규대출은 대출 시부터 원금상환이 진행되는 규제 변화 때문이다. 가처분소득 대비 원리금상환비율도 신규로 주택을 구입한 30~40대의 수치가 크게 상승하고 있다. 그나마 안정적 소득이 있고, 미약하나마 소득이 증가하는 연령대라서 다행이라 할 수 있겠다. 그러나 이러한 변화가 은행 자산건전성 측면에서는 바람직할 수 있지만 소비회복 측면에서는 큰 부담이 될 수 있다. 평균소비성향이 높고, 하락하지 않는 연령대의 소비여력이 감소하기 때문이다.

그림 42. 연령대별 이자 및 원금 상환액 증가율 추이



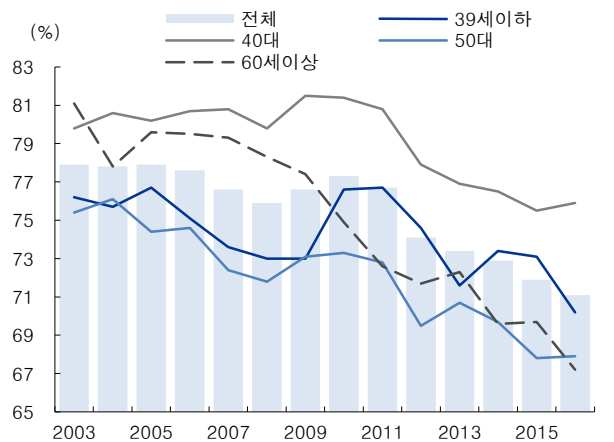
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 43. 연령대별 원리금상환액/가처분소득 비율 추이



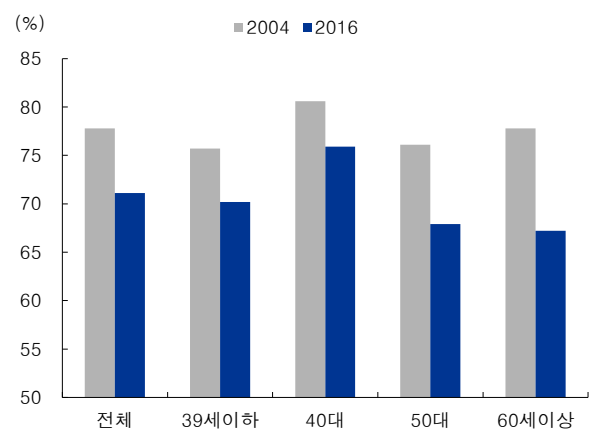
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 44. 연령대별 평균소비성향 추이



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 45. 연령대별 평균소비성향 변화폭



자료: 통계청, IBK투자증권

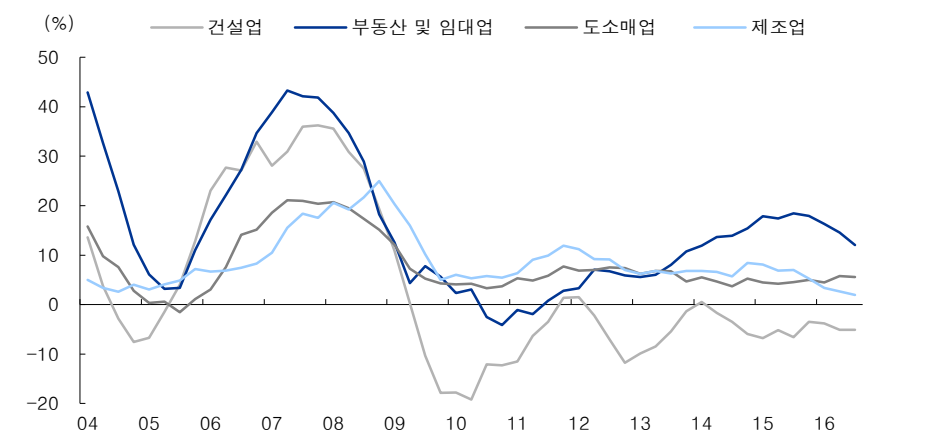
부동산임대업 대출증가와 자산건전성

최근 증가율 높은 부동산임대업 대출

임대료 목적 대출증가율
높음

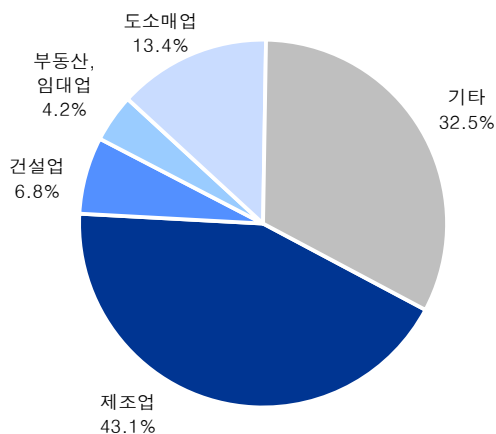
최근 기업대출은 부동산임대업 중심으로 증가했다. 전세의 월세전환으로 임대업자 수가 증가한 결과라 할 수 있다. 장기간 부동산임대업의 대출증가율이 타 업종을 크게 상회한 결과 기업대출에서 부동산임대업이 차지하는 비중도 2001년 4.2%에서 최근 18.1%까지 상승했다. 결과적으로는 기업대출의 증가지만 가계부채 증가와 연관 지어 생각해볼 부분이 있다. 기업대출로 구분되는 부동산임대업 대출의 많은 부분이 자영업자대출이고, 자영업자 대출은 가계대출과 구별이 모호한 측면이 있기 때문이다. 사업자대출과 가계대출을 동시에 보유한 비중이 매우 높고, 부동산임대사업자라 해도 거주 주택 외 보유주택 수가 소수인데 사업자 등록을 한 경우가 많다. 사업자대출 또는 가계대출 구분을 떠나 부동산임대업 대출증가율은 최근 몇 년간 타 업종 대비 높은 수준을 보였고, 대형 법인화된 임대업자가 증가하기 보다는 개인사업자 대출비중이 80%까지 상승했다. 그리고 상가, 오피스 등 비거주용 비중이 높아졌다.

그림 46. 기업대출 업종별 대출증가율 추이



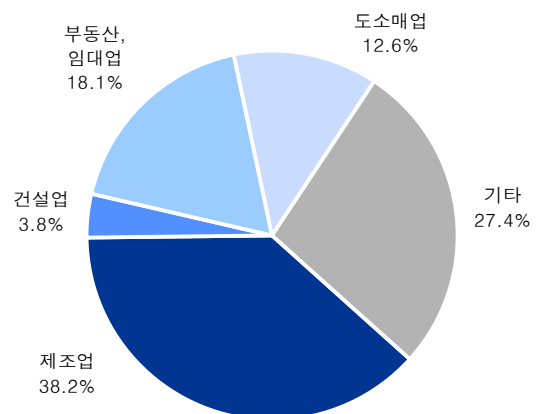
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 47. 2001년말 업종별 기업대출 비중



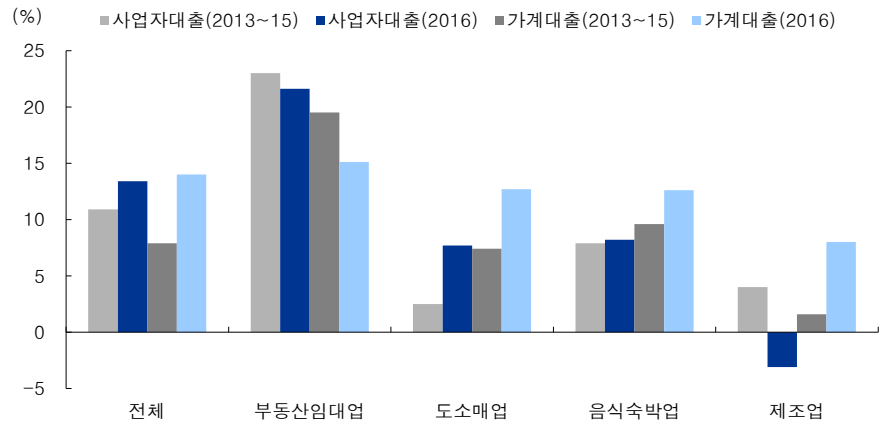
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 48. 2016년 3분기말 업종별 기업대출 비중



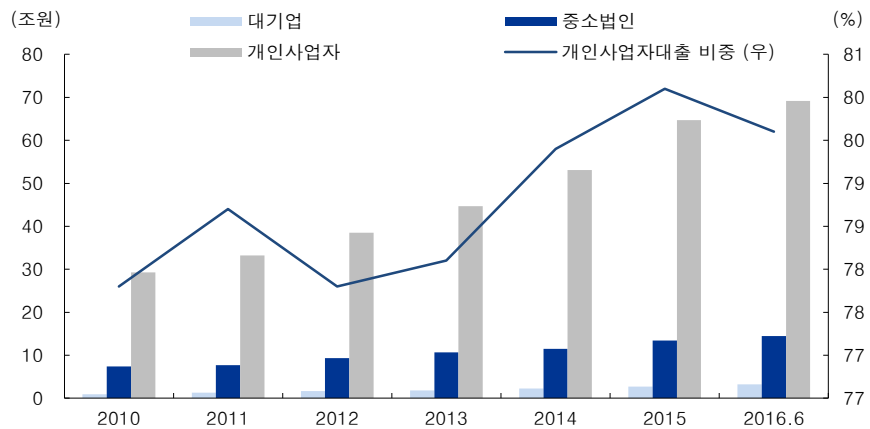
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 49. 사업자/가게 모두 부동산임대업 대출증가율이 높음



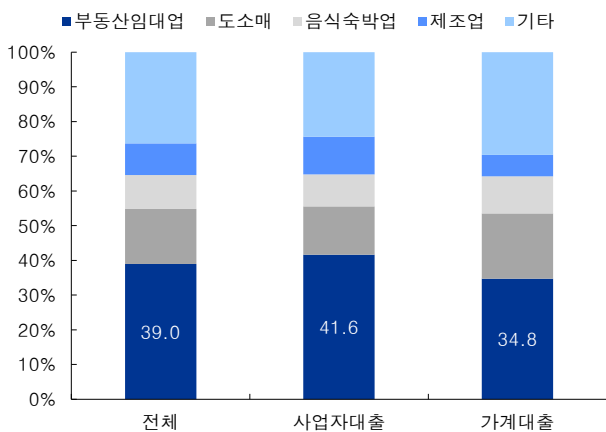
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 50. 부동산임대업대출 차주별 비중



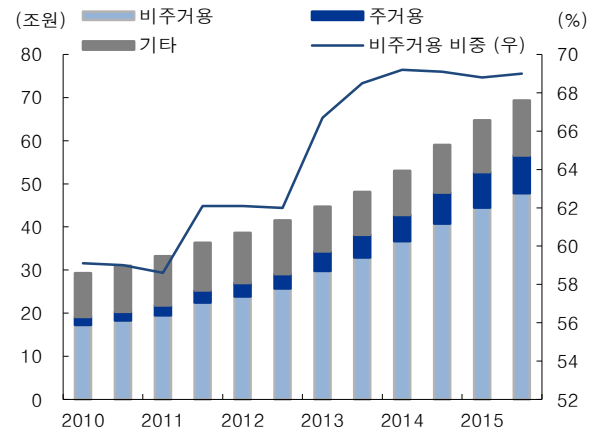
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 51. 자영업자 업종별 대출비중



자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 52. 개인사업자 부동산임대업 대출 추이

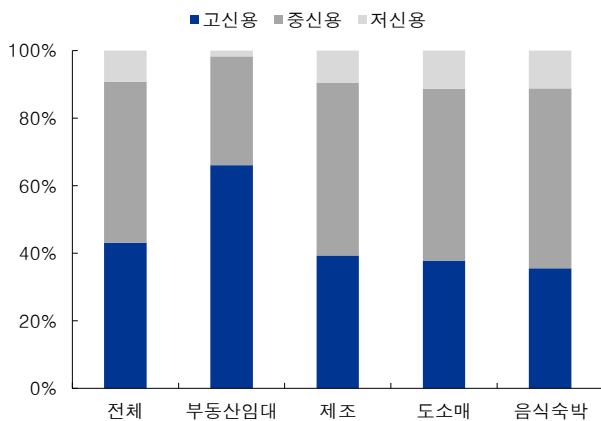


자료: 한국은행, IBK투자증권

부동산임대업 자산건전성은 타업종대비 양호

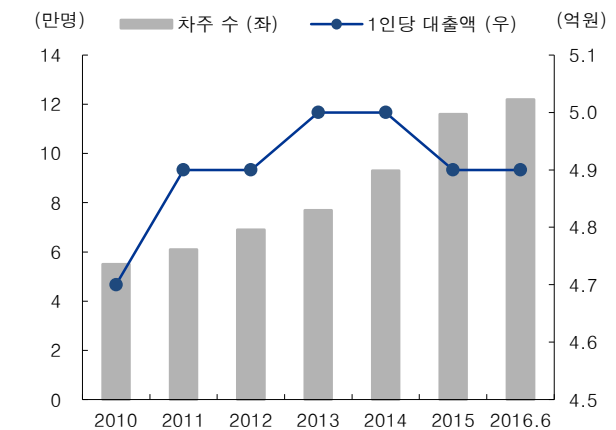
부동산임대업 대출은 상대적으로 자산건전성이 양호한 대출이다. 고신용대출 비중이 66%로 40% 미만의 타업종 대비 월등히 높다. 반면 저신용대출 비중은 2%로 매우 낮다. 신용도가 높아 가산금리에 차이가 있어 대출금리도 타업종 대비 낮다. 임대용 부동산이라는 확실한 담보도 신용도나 대출금리에 영향을 미쳤을 것이다. 연체율도 일반 가계대출보다 낮은 수준을 유지하고 있어 리스크 측면에서 우려할 모습이 아니다. 전체 대출 증가가 인당 대출액의 증가에 의한 것이 아니라 차주 수에 의한 것으로 집중화된 부실위험도 낮다.

그림 53. 개인사업자 업종별 신용등급



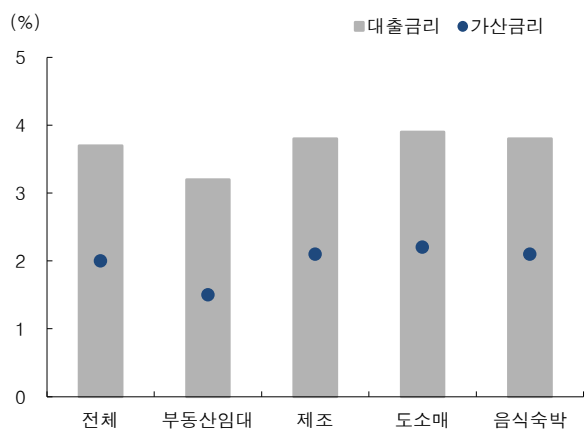
주: 4개 시중은행 개인사업자 대출 기준 (2016년 6월)
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 54. 부동산임대업 차주 수 및 인당 대출액



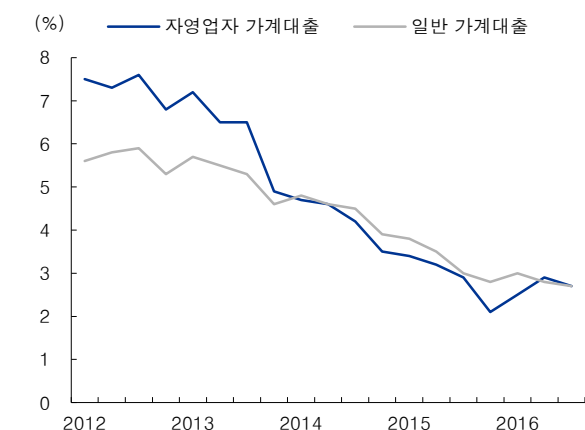
주: 4개 시중은행 개인사업자 대출 기준
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 55. 개인사업자 업종별 대출금리



자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 56. 자영업자 연체율 추이



주: 5영업일 연체 기준으로 통상의 연체율보다 수치가 높음
자료: 한국은행, IBK투자증권

가계부채와 소비의 상관관계

가계부채가 소비에 미치는 두 가지 영향

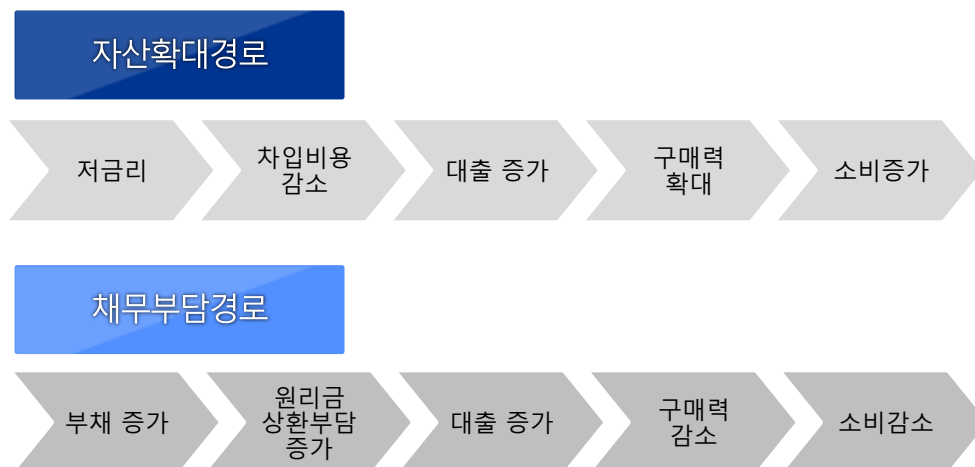
가계부채,
자산확대 경로와 채무부담
경로로 소비에 영향을 미침

‘가계부채’라는 단어는 부정적인 어감이 강하다. 본래의 소득으로 감당할 수 없는 수준의 소비를 위해 시행하는 불가피한 행위로 여겨진다. 특히 최근 기준금리 인하에도 불구하고 경기는 부진하고, 주택담보대출이 급증하면서 경기 수준에 비해 주택가격이 큰 폭으로 상승함에 따라 그 부정적인 이미지는 더욱 강해지고 있다. 이처럼 가계부채는 경기에 부정적인 영향만을 미치는 것일까?

가계부채가 소비에 영향을 미치는 경로는 여러 가지가 있겠으나, 보통 두 가지로 분류한다. 자산 확대 경로와 채무부담 증가 경로가 대표적이다. 자산 확대 경로는 부채를 짊어으로써 자산을 증가시키는 효과를 일으켜 미래의 소득을 미리 사용할 수 있는 것을 의미하며, 현 소비를 증대시키는 방향으로 작용한다. 채무부담 증가 경로는 소득의 일부를 원리금 상환에 지출함에 따라 현 소비지출 여력을 축소시켜 소비를 감소시키는 효과를 불러 일으킨다. 이처럼 상반된 두 효과는 경제 상황과 경제주체의 성향 및 여건에 따라 강도가 달라지게 되며, 상대적인 강도에 따라 가계부채가 전체 소비에 미치는 총 효과의 방향과 크기가 결정된다.

일반적인 경기 국면에서는 가계부채가 자산 확대 경로로 소비를 증대시키는 양의 효과가 더 크다. 갚을 수 있는 정도의 가계부채는 소비를 촉진시키고, 일부 가계부채로 구입한 자산의 가치가 증대하면, 가처분소득이 그대로일지라도 소비를 늘리는 ‘부의 효과(wealth effect)’도 기대할 수 있다. 중앙은행이 기준금리 인하를 통해 노리는 효과가 바로 이것이다. 그러나 가계부채의 규모가 특정 임계치를 상회할 경우, 채무 증가의 부담이 긍정적인 효과를 압도해버리고 만다. 소득에 비해 과도한 이자비용은 결국 소비를 줄이는 요인이 된다. 통상적으로 원리금 상환액 비율이 가처분 소득 대비 25% 이상이면 소비에 제약을 주며, 40% 이상이면 한계가구로 판단한다.

그림 57. 가계부채가 소비에 영향을 미치는 경로



자료: IBK투자증권

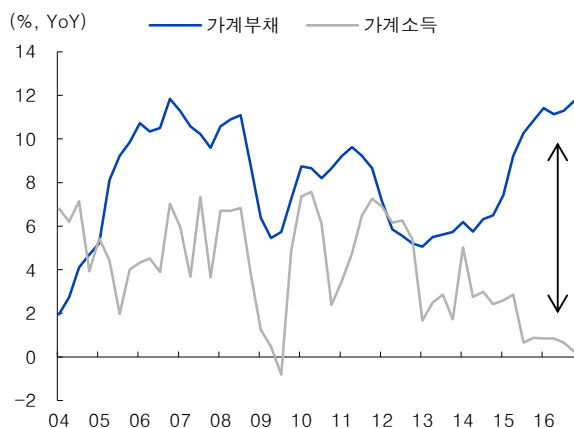
가계부채의 부정적인 기능이 긍정적인 기능을 압도

최근 가계부채의 부정적인 기능이 긍정적인 기능을 압도

최근 몇 년 간 가계부채가 가파르게 증가해왔다. 경제규모가 커지면, 그에 따른 부채 증가는 자연스러운 현상이다. 앞서서도 언급했듯이, 가계부채는 소비 증대와 같은 긍정적인 효과도 있기 때문에 부채 증가를 무조건 경계할 필요는 없다. 가계소득을 웃도는 가계부채의 증가 속도가 문제로 지적되고 있지만, 과거에도 가계부채가 가계소득에 비해 더 빠르게 증가한 것이 일반적인 현상이었다(그림 58). 가계부채 증가율이 소득 증가를 상회한다 해도, 꾸준히 경제가 성장하거나 향후 소득 증가가 예상된다면 별 문제가 되지 않는 것이다.

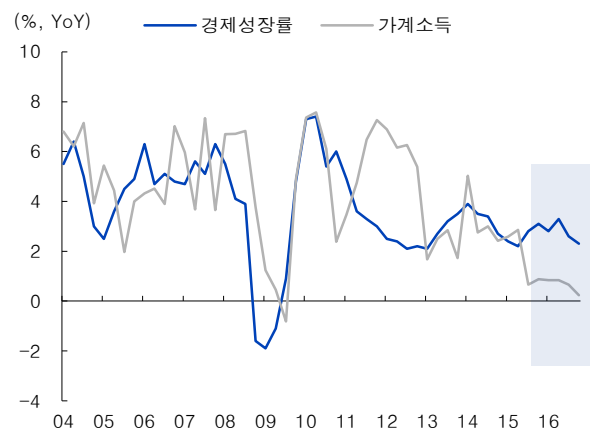
문제는 최근 2~3년 간 성장과 소득 여건 모두 충족되지 않고 있다는 점이다. 2004년 부터 금융위기 이전 국내 평균 성장률은 4.9%에 달했지만, 금융위기 이후 본격적인 완화정책이 시작된 2012년 이후 평균 성장률은 2.76%에 그친다. 가계소득 증가율 역시 금융위기 이전 평균인 5%를 한참 밑돌고 있으며, 2015년 하반기부터는 0%대로 떨어졌다. 반면, 부채 증가율은 금융위기 이전 수준까지 상승했다. 경제규모의 팽창 속도는 반절이 됐지만, 부채가 늘어나는 속도는 과거와 비슷한 것이 문제의 시작인 것이다.

그림 58. 가계부채와 가계소득 증가율 간 격차가 점차 벌어져



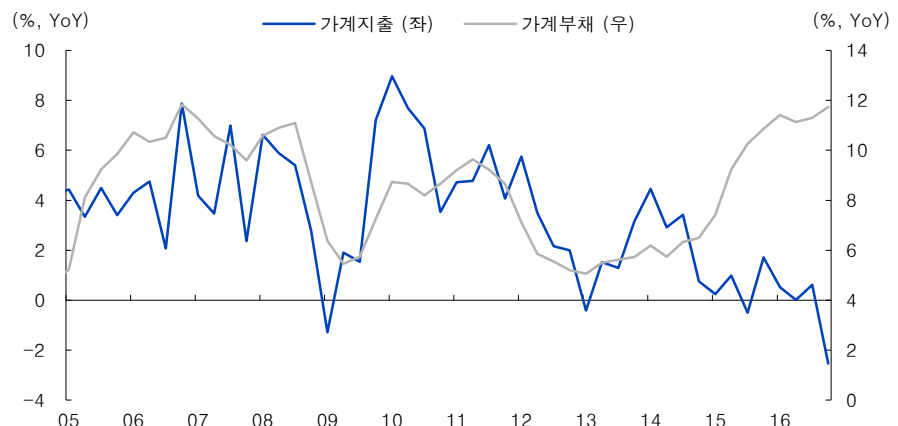
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 59. 성장률을 하회하는 가계소득 증가율



자료: 한국은행, 통계청, IBK투자증권

그림 60. 2014년 중반 이후 가계부채와 가계지출의 동행성이 깨졌음

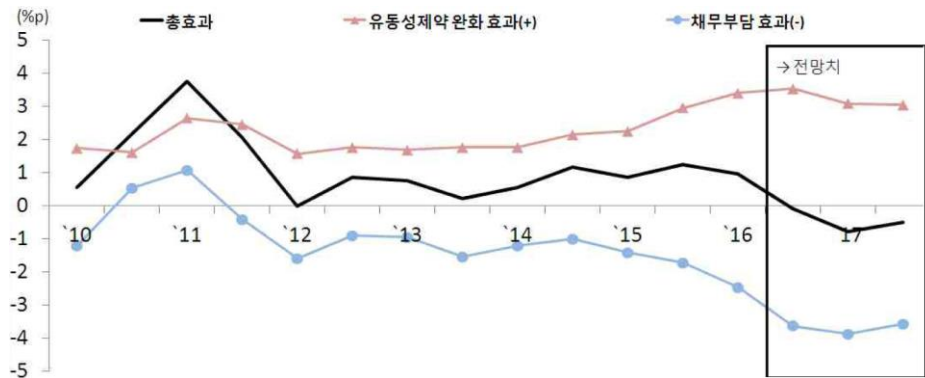


자료: 통계청, IBK투자증권

따라서 지금 상황에서는 가계부채가 가지는 소비의 긍정적인 영향이 떨어질 수밖에 없다. 실제로 가계지출과 부채 간 동행성은 2014년 중반 이후 깨져 관계가 약화되었음을 확인할 수 있다. 2000년대 들어 가계지출 증가율과 부채 증가율 간의 상관계수를 계산 하면, 금융위기 이전(2005년~2008년) 상관계수는 0.68였던 반면, 글로벌 금융위기 직후인 2010년 이후부터 현재까지는 -0.21으로, 역의 상관관계로 전환됐다.

소비가 둔화되면서 경제성장을 견인하고 있지 못하다는 점은 향후 경기 전망을 더 어둡게 한다. 요즘과 같이 보호무역주의가 공식화된 국면에서는 내부 수요가 뒷받침되지 않은 채 수출만으로 성장하는 것은 더욱 한계가 있다.

그림 61. 가계부채가 소비에 미치는 총 효과



자료: 현대경제연구원 재인용, IBK투자증권

가계소비의 진단

소비성향, 역대 최저수준

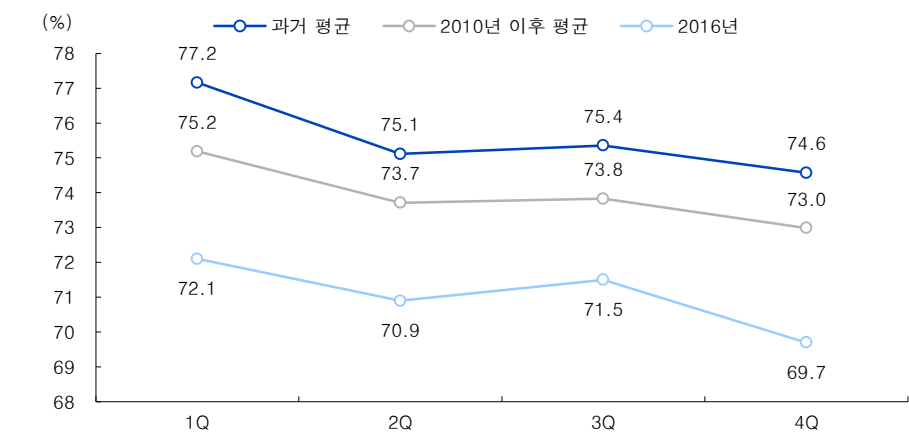
원리금상환 부담이
증가하면서 소비성향이
역대 최저치

2016년 4분기 소비성향은 69.7%로 역대 최저치를 기록했다. 소비성향 둔화는 미래 경기에 대한 불확실성과 향후 소득에 대한 불안과 같은 구조적인 요인이 미치는 영향이 크다. 그에 따라 기존 부채의 부담이 점차 높아져 소비를 2차로 위축시키기도 한다.

게다가 최근 금융당국의 가계부채 정책도 소비성향 둔화에 일조하고 있다. 금융위원회가 시행하고 있는 가계부채 질적 구조개선 정책에 따라 분할상환 대출 비중이 증가하면서 가계소비성향을 더욱 제약하고 있다.

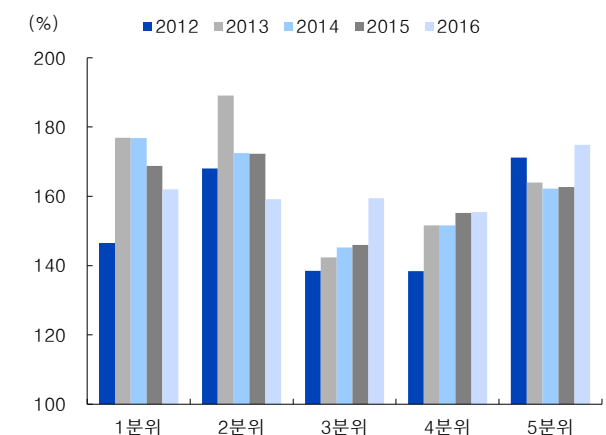
가처분소득 대비 부채의 비중이 두드러지게 증가하진 않았지만, 가처분소득 대비 원리금상환액 비중은 전 소득구간에서 매년 큰 폭으로 늘어나고 있다는 점이 이를 반증한다. 부채총량이 급증한 효과보다는, 부채 상환 방식이 변경되면서 채무부담이 늘어난 것이다.

그림 62. 가계소비성향의 둔화



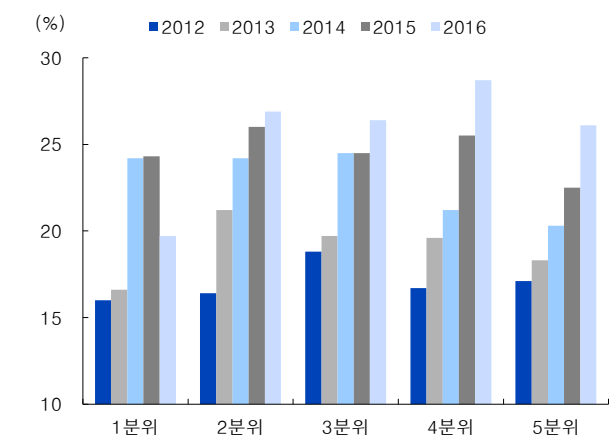
자료: 통계청, IBK투자증권

그림 63. 소득분위별 부채/가처분소득 비율



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 64. 소득분위별 원리금상환액/가처분소득 비율

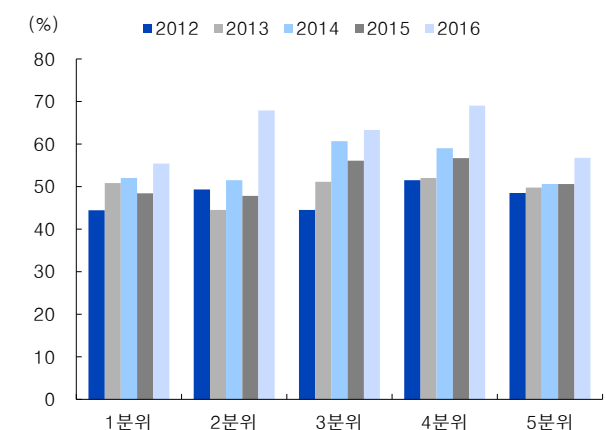


자료: 통계청, IBK투자증권

실제로 소득 2분위 이상의 가구에서 소득 중 25%를 빚 갚는 데 사용하고 있고, 통계청 조사에 따르면 부채가구의 절반 이상이 채무부담으로 소비를 감축하고 있다고 응답하는 등 소비여력은 계속 떨어지고 있다. 따라서 가계부채에 대한 현 정책 기조가 유지되는 한, 가계부채의 재무건전성은 개선될지언정 중장기적으로 소비를 제약할 여지는 더욱 높아질 것이다.

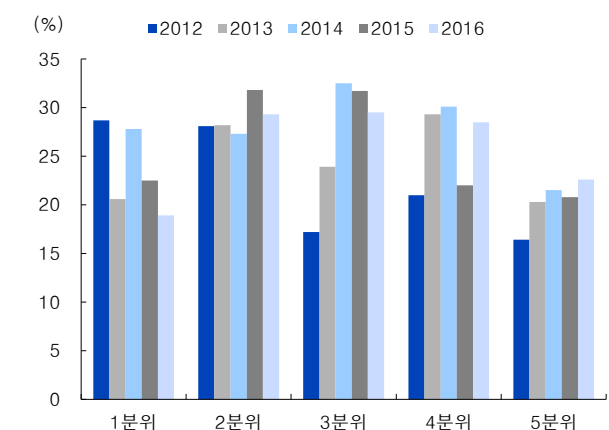
그렇다면 소득 분위별로 대출상환 방법의 변화를 세분화해서 살펴보도록 하자. 먼저 담보대출은 2015년 이후 전 소득 계층에 걸쳐 분할상환방식이 눈에 띄게 늘어났다. 그에 반해 신용대출은 3분위 계층 이하에서 오히려 분할상환방식이 줄어드는 모습을 보였다. 그러나 전체 대출 중 담보대출의 규모가 신용대출보다 크고, 담보대출의 목적 자체가 부동산 마련을 위한 규모가 큰 대출이다. 때문에 담보대출에 있어서 분할상환 방식을 택할 경우에 부담하게 되는 원리금이 훨씬 클 것이라고 추정할 수 있다. 따라서 분할상환의 경우 이자만 상환하는 가구에 비해 평균 소비성향이 더 낮을 수밖에 없으므로 전체 소비성향의 둔화는 불가피한 결과라고 할 수 있다.

그림 65. 소득분위별 담보대출 분할상환 비중 추이



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 66. 소득분위별 신용대출 분할상환 비중 추이



자료: 통계청, IBK투자증권

문제는 부채가 아니라 소득과 심리

소득이 늘어나지 않고,
심리가 부진해 소비성향이
더 위축

앞서 언급했듯이, 가계부채가 많이 늘어나도 소득이 뒷받침된다면 소비가 위축될 일이 없다. 내지는 향후 소득 전망이 긍정적이면 문제가 가벼워진다. 그러나 지금은 소득과 심리 모두 소비를 위축시키는 주된 요인으로 작용하고 있다.

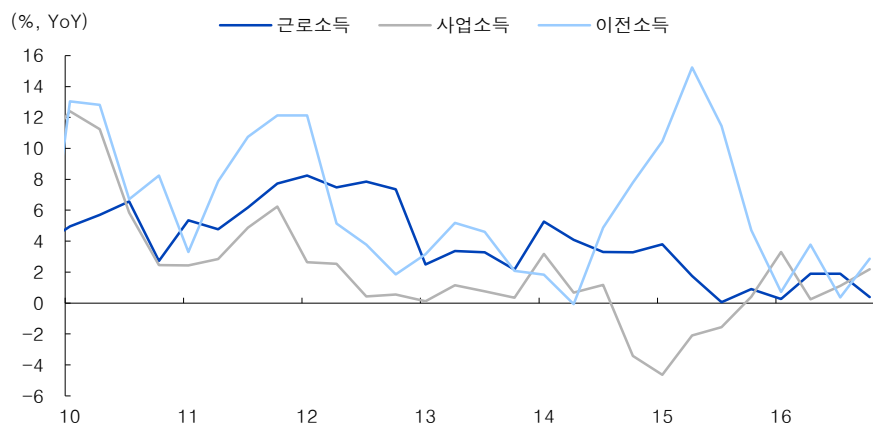
가계소득은 2004년부터 2012년까지 금융위기를 포함하고도 매년 5%씩 증가해왔다. 반면 저성장과 저금리를 우려하기 시작했던 2013년을 기점으로 매년 1.97% 증가했다. 그마저도 2015년 하반기 들어서는 0%대로 뚝 떨어졌다. 물가를 감안하면 실질 소득 증가율은 마이너스인 셈이다. 가계소득의 대부분을 차지하는 근로소득 증가율이 성장률을 하회하기 시작했고, 사업소득과 이전소득의 증가율을 중심으로 소폭 상승했다.

경제주체들의 심리도 부진하다. 소비주체의 심리는 2014년 이후 추세적 하락을 면치 못하고 있으며, 지난 해 하반기 이후 더욱 가파르게 떨어졌다. 가계가 예상하는 임금수준이나 가계수입도 2014년 이후 하락하고 있어 추후 소비 전망도 그리 밝지 않다.

최종적으로 소비를 좌우하는 것은 현재 소득 수준보다는 심리일 것이다. 같은 소득 수준일지라도, 지금의 소득이 향후 지속될 수 있는지에 대한 개인적인 판단과 개개인이 체감하는 경기 전망에 따라 소비패턴이 달라지게 되는 것이다. 지금의 상황이 좋은 예가 될 수 있겠다. 최근 소득이 부진함에도 가계부채가 증가한 것은 정기적인 소득에 대한 암울한 전망과 저금리 및 주택규제 완화가 맞물린 결과다. 규제완화 이후 주택매매가격이 상승하는 현상이 지속되자, 투자소득을 추구하려는 가계가 늘어났을 것이다.

비소비지출 증가율이 소비지출보다 높다는 점도 눈에 띈다. 비소비지출은 이자비용, 연금 및 세금 등을 포함해 고정비 성격이 강하기 때문에 탄력적으로 조정하기 어렵다. 지금처럼 가계소득이 정체되고, 부채 상환부담이 높으며 향후 소득에 대한 심리가 부진한 상황에서는 비소비지출의 비중이 높을 수밖에 없다. 그나마 저금리의 영향으로 이자비용은 감소하고 있지만, 사회적으로 세금과 사회보장비 등이 점차 높아지는 추세이기 때문에, 비소비지출 대신 소비지출을 줄일 수밖에 없는 상황이 벌어지는 것이다.

그림 67. 가계소득 추이



자료: 통계청, IBK투자증권

그림 68. 경제성장률을 밑돌기 시작한 근로소득 증가율



그림 69. 소비자심리지수

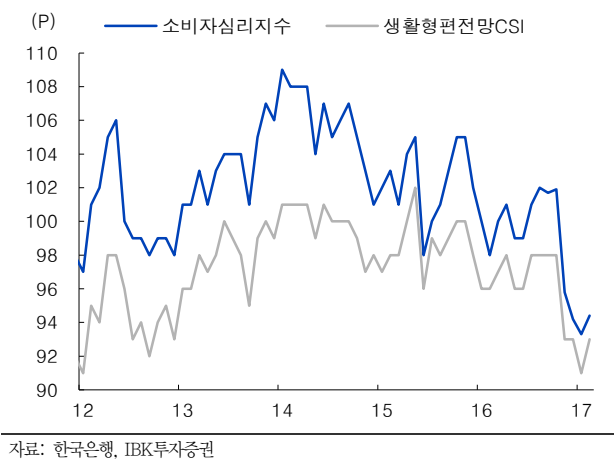


그림 70. 소비자가 느끼는 가계수입과 임금전망

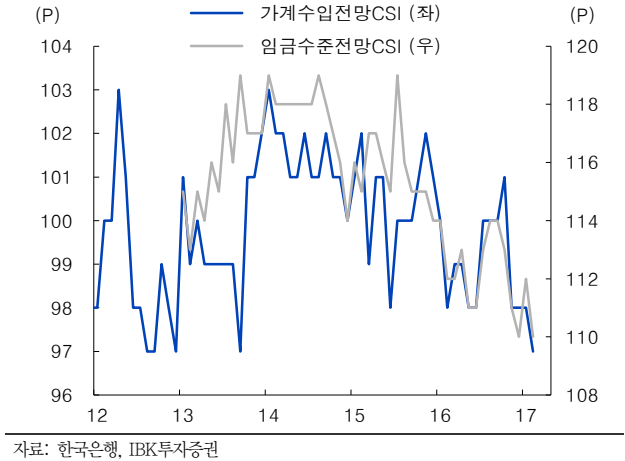


그림 71. 비소비지출과 소비지출

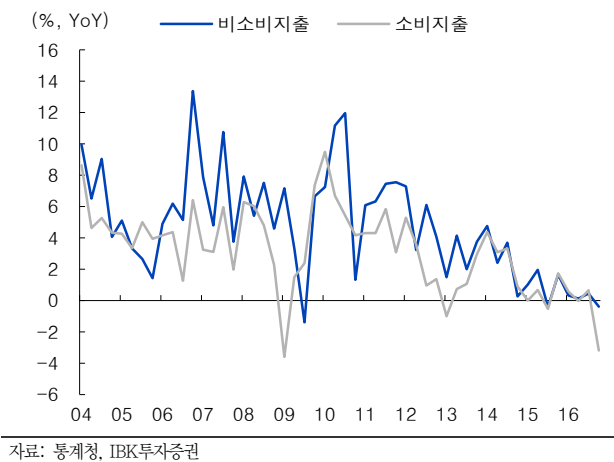
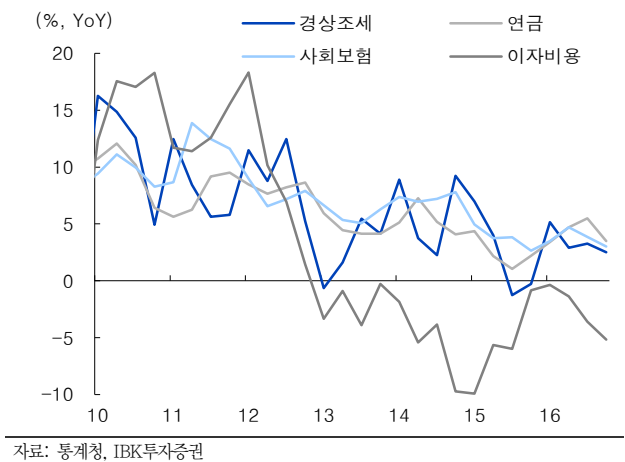


그림 72. 비소비지출의 종류별 증감율



금리에 영향을 미칠 수 있는 정책 요인

미국 인상으로 가계부채
리스크가 높아지려면
시중금리가 상승해야

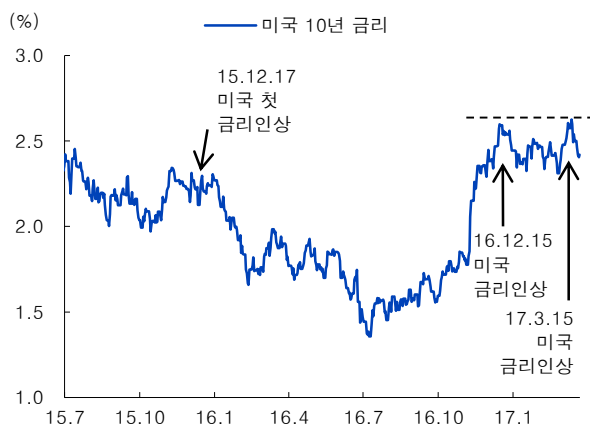
연준이 3월 FOMC에서 기준금리를 인상한 뒤, 일각에서는 국내 가계부채를 우려하고 있다. 미국 인상의 영향으로 금리가 상승하면서 가계의 이자비용도 증가할 것이라는 논리다. 이 논리가 정당화되려면 기본적으로 1) 미국 재정정책이나 금리인상과 같은 미국 발 금리 상승 동력이 꾸준히해야 하고 2) 국내 통화정책이 미국을 따라 인상으로 전환하거나 3) 기준금리가 현 수준이더라도 국내 시중금리가 추세적으로 상승해야 한다. 올해 미국 기준금리가 계획대로 총 3번 인상될지라도 국내 기준금리가 인상되거나 혹은 시중금리가 유의미하게 상승하기는 어려울 것으로 예상된다.

미국 통화정책: 연내 3번은 선반영

3월 FOMC 이후 미국뿐 아니라 국내 금리가 큰 폭으로 하락했다. 인상은 시행했지만 점도표, 기타 코멘트 및 전망 수치는 예상 가능한 범위 내에서 이뤄졌기 때문이다. 현 수준의 경기 개선이 이루어지는 한 점도표의 예상 횡수를 웃도는 인상은 이뤄질 수 없다. 연내 3번 인상을 가정한다면 가장 유력한 다음 인상 시기는 6월이다. 이미 3번 인상은 금리에 선반영 되었고, 그러기 위해서는 5월 회의에서 6월 인상 시그널을 줄 것이다. 때문에 5월 FOMC 전까지 금리 인상과 관련된 단기적인 금리 상승 동력은 떨어질 수밖에 없다.

현재 연준은 내년에도 3번의 인상을 전망하고 있지만 내년 인상 속도는 올해보다 느릴 가능성을 열어두어야 한다. 트럼프 정책이 초래할 경기부양 정도는 예상보다 크지 않을 것으로 보인다. 공약이 그대로 시행되기도 어려울뿐더러, 중장기적으로는 경기에 부담이 될 수밖에 없다. 그런 와중에 기준금리를 무리하게 인상하는 것도 경기에 부담으로 작용할 것이다. 또한 대외 통화정책이 완화를 이어가는 가운데 미국만 홀로 기준금리를 인상할 경우 초래될 수 있는 달러 강세는 트럼프가 추구하는 제조업 및 미국 수출기업을 뒷받침하는 주요 정책에 정면으로 위배되는 현상이다.

그림 73. 미국 금리 전고점 이하



자료: Bloomberg, IBK투자증권

그림 74. 주요 이벤트 시 달러 인덱스 흐름



자료: Bloomberg, IBK투자증권

미국 재정정책: 트럼프 정책대로 국채 발행으로 이어진다는 가정

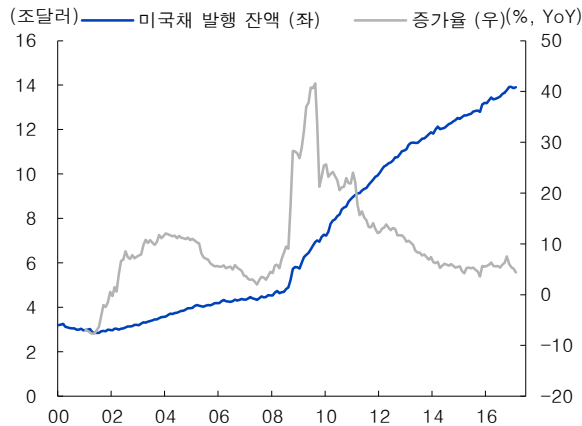
트럼프 정책 기대 감소
= 금리 상승 동력 약화

중장기적인 금리 상승 요인도 강하지 않다. 지난 해 4분기부터 금리 상승을 이끌었던 트럼프 정책 불확실성은 점차 식상한 재료가 되었고, 이 과정에서 시장도 냉정함을 찾아가고 있다. 초창기에는 트럼프 대통령의 공약이 중장기적으로 경기에 부담이 될 수 있지만, 1~2년 정도의 단기적인 시계에서는 투자와 고용을 창출할 수 있을 것이란 시장의 기대가 있었다. 지금은 공약 내 모순이나 구체적인 계획이 결여되어 있는 부정적인 면에 집중하기 시작했기 때문에 자연스럽게 금리 상승 동력은 떨어지고 있다.

16일 발표된 예산안에서는 기대와 달리 국경세를 포함한 감세나 인프라투자 등 채권시장에 직접적인 영향을 미칠 수 있는 정책들은 포함되지 않았다. 현실적으로 공약이 그대로 시행될 가능성은 매우 낮을뿐더러 오바마케어 폐지를 위한 트럼프케어법이 의회에서 표류하는 등 예산 확보에 어려움을 겪는다면 공격적인 재정정책이 시행되긴 더욱 어려울 것이다.

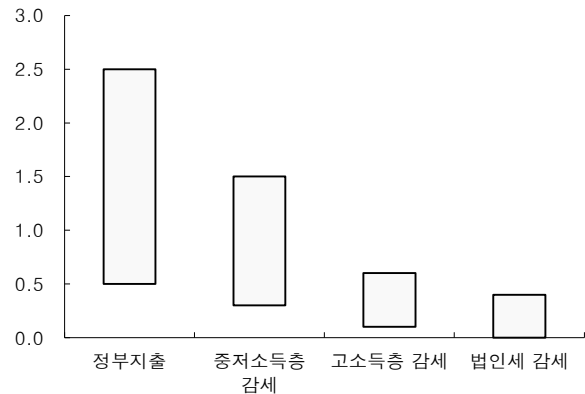
감세 자체가 재정승수가 낮은 고소득층과 법인세에 집중되어 있는 것도 효과가 떨어지는 요인이다. 미국 의회 예산국은 미국의 재정승수를 중저소득층 감세 0.3~1.5, 고소득층 감세 0.1~0.6, 법인세 감세 0.0~0.4 등으로 추정했다(2014년 기준).

그림 75. 미국채 발행 그래프



자료: Sifma, Bloomberg, IBK투자증권

그림 76. 정책별 미국 재정승수



자료: 미 의회예산국, IBK투자증권

표 1. 트럼프 공약 시 세입 감소 예상

세금 종류	예상 세입 변동 (2016~2025년, 단위: 십억달러)
개인소득세	-\$2,192 / -\$3,730
임금세	\$0
법인세	-\$1,936
소비세	\$0
상속세, 증여세	-\$240
기타	\$0
총 증감	-\$4,368 / -\$5,906

자료: Tax Foundation, IBK투자증권

보수적인 가정에서도
미국채 증가는 금리 상승을
불러올 만한 규모가 아님

우리의 계산에 따르면, 트럼프의 재정정책이 그대로 실행된다는 극단적 가정 하에도 금리 상승 압력은 크지 않다. 미국 연방 예산위원회에 따르면 트럼프의 공약이 이루어진다는 가정 하에, 트럼프 집권 시 10년 간 미국의 재정적자가 GDP 대비 9.0%까지 늘어나고, 10년간 세입이 5.9조 달러 감소할 것으로 예상했다.

오바마케어 폐지와 같은 기타 지출 조정분을 감안하지 않는다는 가정 하에, 인프라 투자(1조 달러)와 10년간 세입 감소분(5.9조 달러)을 메우기 위해 필요한 금액은 총 6.9조 달러다. 첫 임기에 인프라 투자의 재원을 미리 마련하고 재정 부족분을 국채 발행으로 모두 조달한다면 4년 간 국채로 조달해야 하는 규모는 총 3.4조 달러이다. 따라서 첫 임기 중 연간 미국채는 대략 8,500억 달러가 추가로 발행된다는 결론에 도달한다. 트럼프 재정지출 공약을 반영한 발행잔액 규모는 2016년 미국채 발행잔액 대비 14.27% 증가할 것이라고 추정할 수 있다. 참고로 2000년대부터 금융위기를 제외하고 미국채 발행잔액이 평균적으로 연간 8.16%씩 증가했다(금융위기 포함 평균 증가율은 9.97%).

결론적으로 트럼프의 감세와 인프라 투자가 다 이루어지고, 국채발행으로 100% 조달한다는 보수적인 가정으로 접근해도 늘어나는 국채 공급량은 주된 금리 상승 요인이라고 말하기에는 어려워 보인다. 트럼프의 정책이 고용 창출 내지는 소비 증진 등 효과가 인플레이션을 자극해 금리 상승을 이끌어내는 경로를 기대할 수 있지만, 결국 정책이 그대로 이루어질 가능성은 희박하며, 중장기적으로 경기에 부정적이라는 점은 금리상단을 제어할 것이다.

표 2. 시나리오별 2017년 미국 국채 발행잔액 예상

	시나리오 1	시나리오 2
2016년 발행 잔액(억달러)	139,212.6	139,212.6
연간 평균 발행 증가율	(2000년 이후 평균) 9.97%	(금융위기 기간 제외) 8.16%
2017년 예상 발행잔액	153,092.2	150,572.4
공약상 연간 예상 추가 발행량	8,500	8,500
공약을 반영한 2017년 총 예상 발행잔액	161,592.2	159,072.4
(2016년 대비 발행 증가율)	16.08%	14.27%

자료: Sifma, Bloomberg, IBK투자증권

국내 기준금리 조정의 가능성

조기대선으로 새정부 정책
기대감 확대될 전망

미국이 기준금리를 인상하면서 국내 기준금리도 따라 인상해야 하는 것이 아니냐는 우려 섞인 보도가 나오고 있다. 동시에 국내 경기가 반등할 기미가 보이지 않아 완화정책 필요성도 여전하다.

5월 9일 조기 대선을 앞두고 있다. 그 어느 때보다 차기 정권에 대한 태도가 민감하다. 새로운 정부에게 있어, 민심 안정과 경제 부양이 급선무이기 때문에 자연스레 정책에 대한 기대감이 높아질 것이다.

중요한 것은 통화정책의 방향이다. 국내 기준금리 인하가 이루어진다면 2분기가 마지막 기회일 것이다. 하반기로 갈수록 미국 기준금리 인상에 대한 부담이 커져 정책을 수행하는 데 있어서 기회비용이 증가할 수밖에 없다.

기존 정권의 주택정책에
따른 가계부채 증가로
신정부가 금리 인하를 택할
가능성은 미미

기존 정권은 수 차례 기준금리 인하와 주택규제 완화를 통해 주택시장 호황을 일으켰다. 이론적으로는 자산효과를 노렸으나, 경기가 부진한 상황에서 가계부채를 관리하지 못해 경기 체질을 더욱 약하게 만들었다는 질타를 받아왔다. 여기에 미국 기준금리 인상 사이클이 도래했다는 불안감까지 겹쳤기 때문에 기준금리 인하에 대한 인식은 좋지 못하다. 따라서 정치적인 측면에서 차기 정부에서 이 모든 부담을 무릅쓰고 기준금리 인하를 시행해야 할 당위성은 매우 낮다고 본다.

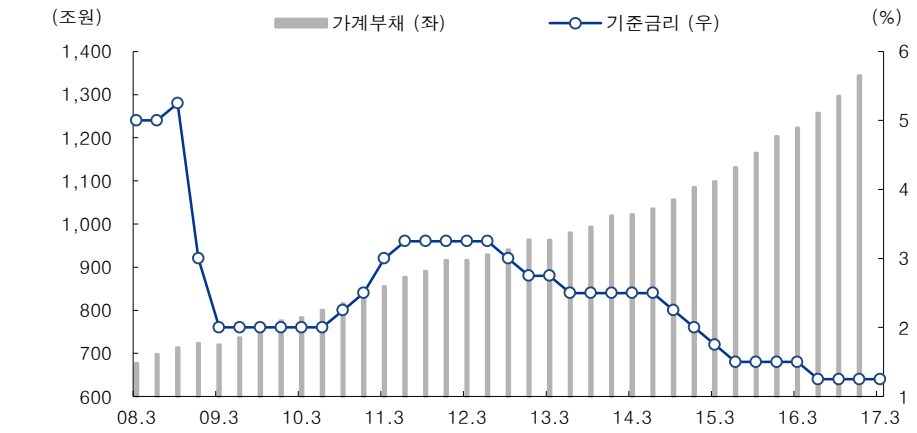
부양이 필요한 상황에서
금리 인상은 정책의 일관성
떨어져

그렇다면 기준금리 인상의 가능성은 어떨까? 최근 유일호 부총리는 한 기자간담회를 통해 3월 말 지표 속보치 등 상황을 보고 추경편성의 필요성과 분야를 미리 진단하겠다고 발언했다. 추경의 경제적인 효과가 높고 낮음을 떠나 현재로서 차기 정부가 선택할 수 있는 정책의 종류는 제한적이다.

그 중 추경은 가장 즉각적인 정책이기 때문에 하반기 중 시행될 가능성이 매우 높다. 지금껏 추경이 이루어진 시기에 기준금리 인상이 이루어진 적은 단 한번도 없다. 추경이 거론될 만큼 경기가 부진한 상황에서 대외 통화정책을 따라 기준금리를 변경하는 것은 정책의 효율을 떨어뜨리고 국내 경기를 더욱 미진하게 만들 뿐이다.

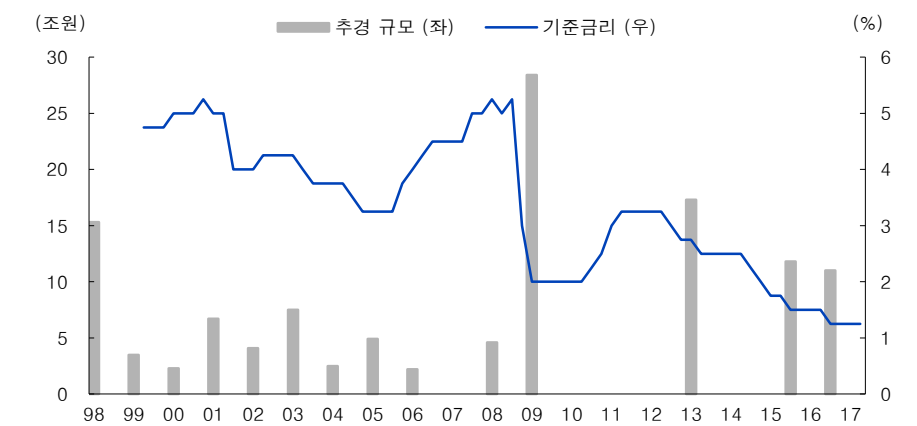
가계부채의 질을 떠나서 사상 최고를 기록한 규모는 그 자체만으로도 통화정책 여력을 줄여놓았다. 그 와중에 소비성향은 역대 최저 수준까지 떨어졌고, 소비주체의 심리도 좋지 못하다. 가계부채와 국내 소비성향의 진단 및 연관성에 대해서는 앞서 설명했으니 넘어가기로 한다. 내수 부진이 고착화된 것뿐 아니라 중국 사드 배치와 트럼프로 인해 공식화된 보호무역주의 등 수출에 있어서 부정적인 대외 요인도 산재하고 있다. 따라서 기준금리는 어쩔 수 없이 현재 수준에서 동결을 유지할 수밖에 없다.

그림 77. 기준금리와 가계부채 추이



자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 78. 과거 추경과 기준금리



자료: 기획재정부, 한국은행, IBK투자증권

향후 금리 방향은 2분기 하향 안정 후 소폭 상승

최근 금리 변동을 이끌었던 요인들이 소멸

지난 10월 이후
금리 변동의 요인은
미국 재정정책과 통화정책

지난 4분기 이후 금리 급변동을 이끌었던 요인은 미국의 통화정책과 재정정책이었다. 특히 최근 금리 급등 후 하락은 통화정책의 영향이 컸다. 미국 발 금리 상승 요인이 약화되면서 국내 경기 부진과 정책 기대가 부각되면 금리는 2분기 하향 안정 흐름을 보일 가능성이 높다. 하반기 들어 국내 정책 기대감 약화, 이어지는 미국 기준금리 인상에 따른 단기금리 하방 경직성 강화 및 대외 경기 개선 등이 금리를 상승하게 할 수 있지만, 고점은 1분기와 비슷한 수준에서 형성될 가능성이 높다. 밴드를 뚫고 금리가 추가 상승하려면, 경기가 예상보다 매우 좋거나, 정책적인 이슈가 나타나야 하는데 예상 가능한 범위 내에서 그럴 가능성은 적은 편이다.

두 요인 모두 약해져,
2분기 중 금리 상승
압력은 낮아질 것

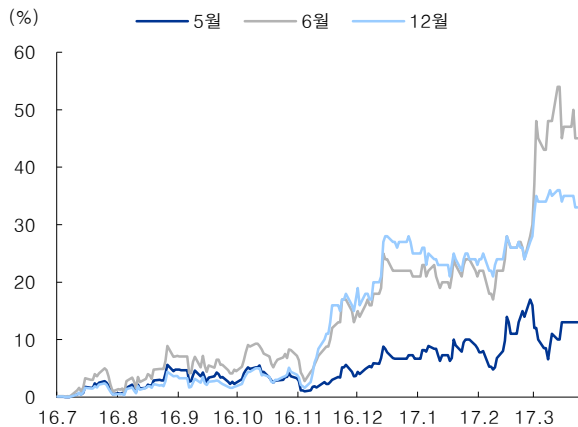
미국 요인을 정리하면, 5월 FOMC 전까지 금리 인상과 관련된 약세 압력은 많이 떨어질 것이다. 6월 FOMC를 앞두고 리스크가 다시 한 번 반영되며 금리가 반등할 수 있지만, 이미 연내 추가 2번 인상 및 그 시기를 6월 내지는 12월로 반영하고 있기 때문에 3월과 같은 급격한 속도는 아닐 것으로 생각된다.

재정정책 역시 마찬가지다. 트럼프 정책은 대부분 구체성이 결여되어 있거나, 정책 간 모순이 크기 때문에 향후 경기 부양 기대감도 점차 떨어질 것이다. 또한 정책 제언의 속도도 전반적으로 늦어지고 있고, 초반 정책부터 의회에서 표류하고 있어 금리에 미치는 영향이 느슨해질 수밖에 없을 것이다.

인플레이션의
추가 상승 기대도 약화

인플레이션 상승이나 제조업 지표 호조 등 지금까지 이어진 긍정적인 대외 경제지표는 더 이상 금리 상승을 새로이 견인할 만한 요인이 아니다. 2분기 이후 유가 하락의 기저효과가 약화되는 시점이 도래하면 물가 수준도 지금과 같으리라 장담할 수 없다. 그 간 글로벌 인플레이션 상승의 상당 부분은 유가의 기저효과에서 비롯된 것이기 때문에, 수요 측 인플레이션만으로도 물가 목표치에 도달하기는 어려울 것으로 보인다.

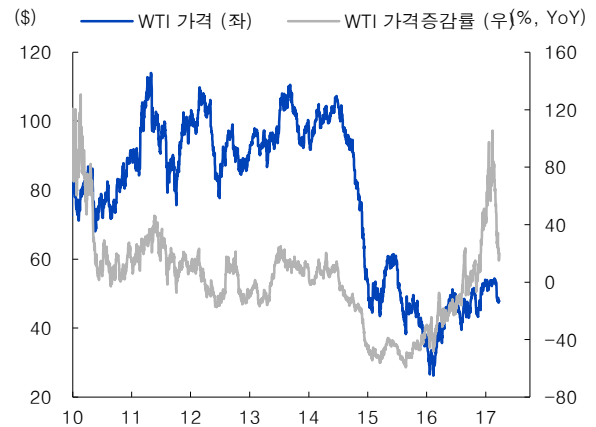
그림 79 미국 기준금리 인상 내재확률



자료: Bloomberg, IBK투자증권

주: 5,6월 인상 내재확률은 1.00~1.25%, 12월 인상 내재확률은 1.25~1.50% 기준

그림 80. WTI 가격 증감률



자료: Bloomberg, IBK투자증권

대내 정치적, 경제적
요인은 금리 하락을 지지

새로이 부각될 국내 요인들은 금리 하락 요인에 가까움

대내적으로 생각해볼 수 있는 요인은 국내 펀더멘털 뿐 아니라 단기적으로 국내 추경 논의 및 시행과 조기대선 이후 신정부 수립의 리스크이다. 결국 금리 상승을 지지하고 있는 요인은 국내에서 찾아보기 힘들다. 경기는 구조적 요인과 대외적인 패러다임의 변화가 미치는 영향이 크기 때문에, 짧은 시간 내에 해결되기 어렵다. 당연히 유가의 기저효과 소멸과 미국 정책에 따른 중장기적 경기 부담은 우리나라에도 해당된다.

그렇다면 단기적으로 금리를 움직일 수 있는 모멘텀은 정책일 것이다. 정부는 여러 공식석상을 통해서 3월 말 국내 지표를 확인한 후 미리 추경 논의를 시작할 것이라고 한다. 그만큼 정부 측에서 경기를 살리기 위한 의지가 강하다는 것을 엿볼 수 있다. 신정부 부가 수립되기 전부터 정책 기대감으로 금리는 낮게 유지될 가능성이 높고, 정부 수립 이후에도 정책 기대와 지표 부진이 혼재되면서 금리는 낮은 수준에 머무를 것으로 예상된다.

그림 81. 연내 국내 채권시장 흐름



자료: 금융투자협회, 한국은행, IBK투자증권

금리변화와 은행주

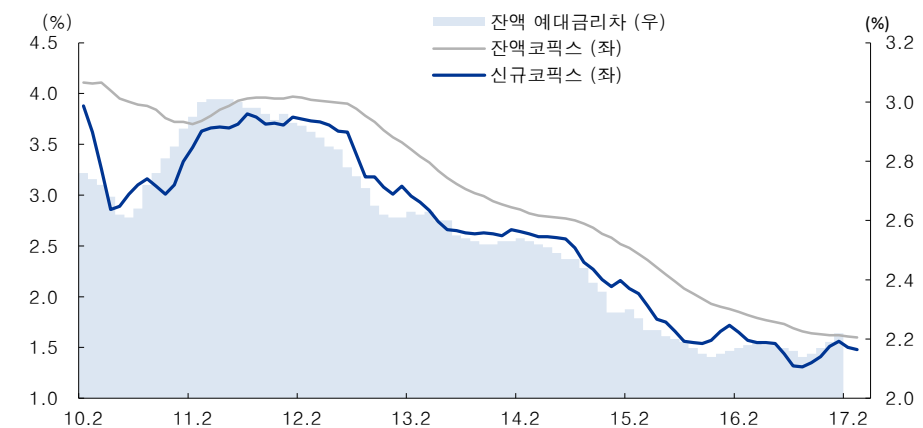
NIM, 2017년 1분기 상승, 2분기는 큰 변화 없을 전망

2016년말 시장금리 상승에
의해 2017년 1분기 NIM
긍정적일 전망

2016년말부터 시장금리가 상승효과로 2017년 1분기 NIM은 상승할 가능성이 높다. 최근 시장금리가 다시 하락했기 때문에 2분기 NIM이 추가 상승할지는 미지수이다. 현재 이익전망치는 2분기 NIM은 유지된다고 가정하고 있다. 향후 미국 금리인상이 이어질 때 국내 시장금리도 상승하게 되면 다시 NIM 상승 기대감이 생길 수도 있다.

최근 금리상승은 부실화 우려 없이 은행의 수익성에만 도움이 되는 결과로 이어질 전망이다. 최근 가계 대출금리 상승폭이 커진 것은 대출규제 이후 대출증가를 기피하는 경향이 작용한 결과 신규 대출금리가 상승한 것으로 기존 대출자들의 부담이 급격히 커진 것은 아니다. 만약 기존 대출금리까지 크게 상승했다면 은행주 NIM 상승 폭도 확대되고, 추가 상승까지 가능했을 것이다. 최근의 금리상승 폭은 부실화를 우려할 수준이 아니다.

그림 82. 신규 코픽스금리 상승과 예대금리차 상승



자료: 한국은행, 은행연합회, IBK투자증권

그림 83. 잔액 및 신규 주택담보대출 금리 추이



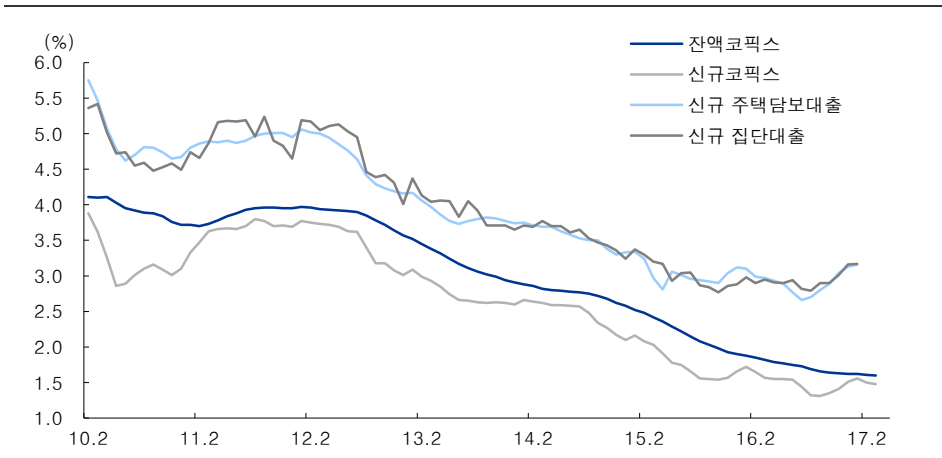
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 84. 잔액 및 신규 집단대출 금리 추이



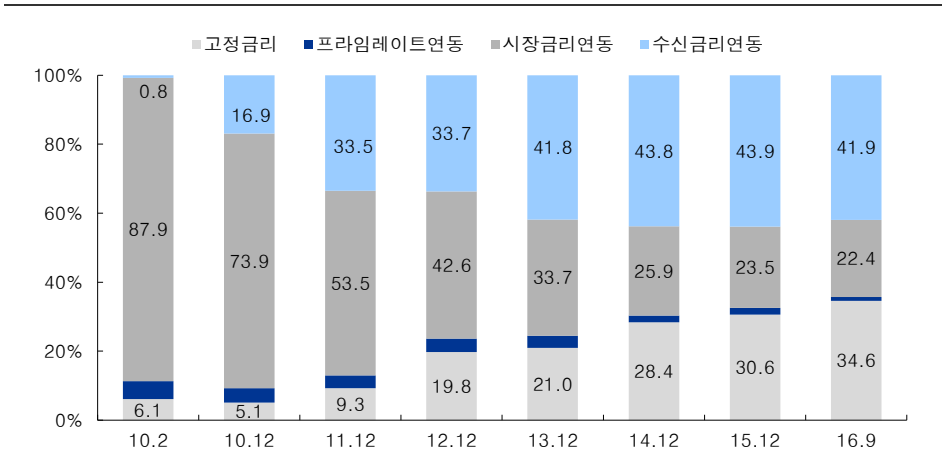
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 85. 코픽스금리와 대출금리 추이



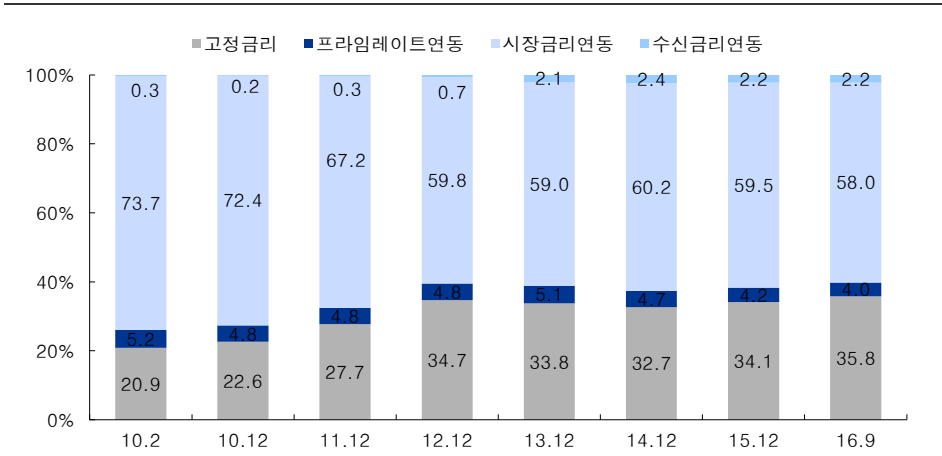
자료: 한국은행, 은행연합회, IBK투자증권

그림 86. 가계대출 금리연동 구조



자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 87. 기업대출 금리연동 구조



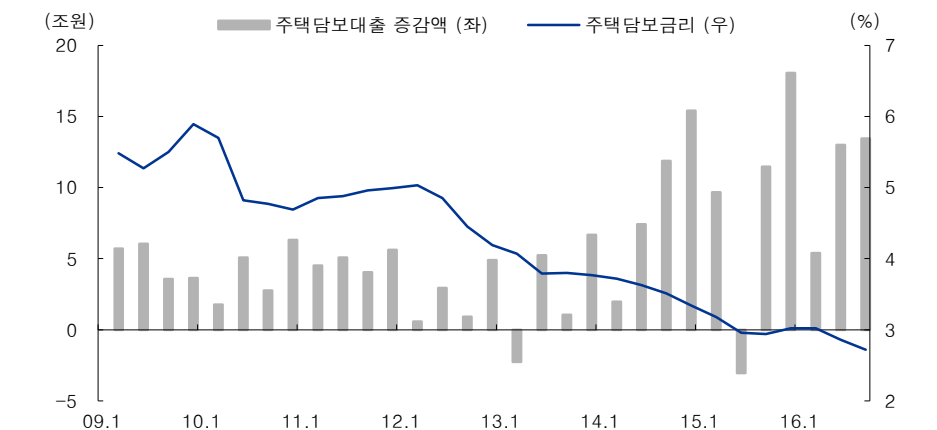
자료: 한국은행, IBK투자증권

금리가 상승해도 가계부채 부실화를 우려할 정도는 아니라 판단

최근 미국의 금리인상과 더불어 가계부채에 대한 우려가 커진 것 같다. 결론부터 말하자면 금리상승에 의한 가계부채 부실화를 우려할 상황은 아니라 판단된다. 단기적으로 주택담보대출금리가 더 큰 폭으로 상승하거나 2019년까지 금리가 추세적으로 상승한다면 우려가 커질 수 있다.

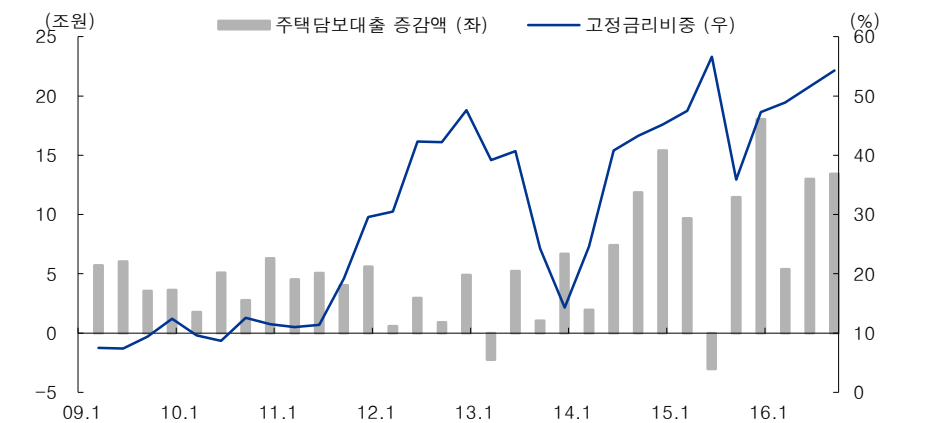
2009~2013년 사이의 대출증가 규모는 크지 않고, 주택담보대출 증가규모가 확대된 것은 2014년 중반 이후이다. 이후 2016년까지 대출증가 규모가 확대되는 시기의 주택담보대출금리는 3~4% 사이에서 실행되었다. 가계부채 리스크 측면에서 다행스러운 점은 해당 시기에 고정금리대출비중이 크게 상승하여 50% 정도의 신규대출이 고정금리로 실행되었다는 점이다. 변동금리대출에 해당하는 나머지 50%의 대출은 시장금리가 현수준보다 큰 폭으로 상승하기 전에는 감내 가능한 범위라 할 수 있겠다.

그림 88. 주택담보대출금리와 대출증감액 추이



자료: 한국은행, IBK투자증권

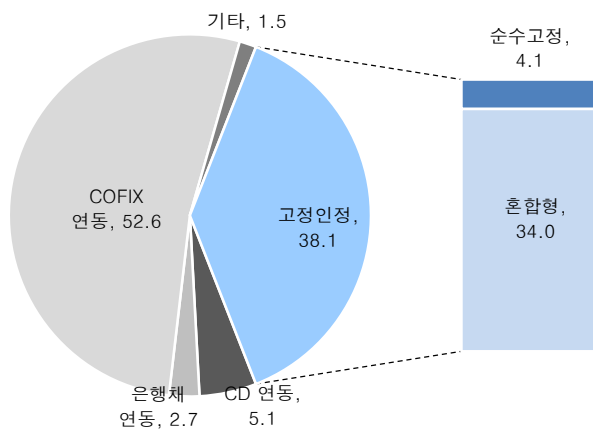
그림 89. 주택담보대출증감액과 고정금리비중 추이



자료: 한국은행, IBK투자증권

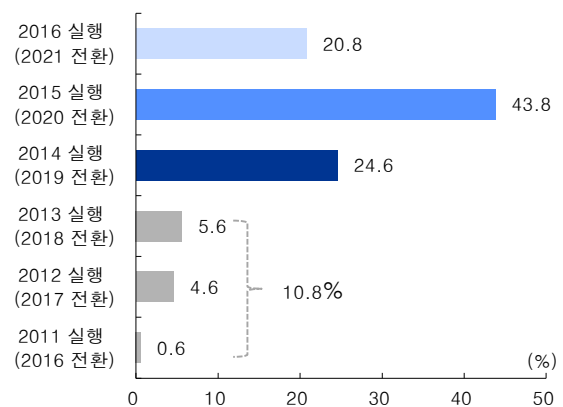
시기적으로 보면 금리가 추가 상승할 때 우려가 본격화될만한 시기는 2019년 이후라 할 수 있다. 최근에 아무리 고정금리형 대출비율을 확대했다하더라도 국내에서 취급된 주택담보대출은 만기까지의 순수고정이 아니라 5년간 고정금리를 적용하고 이후 변동금리화되는 혼합금리대출의 고정금리형의 대부분이기 때문에 해당 대출의 변동금리전환 시기까지 금리가 상승하게 되면 전환시점에서 금리부담 폭이 상당히 커지게 된다. 2016년 6월말 기준으로 주택담보대출 잔액 중 38%가 고정금리로 인정되는 대출인데, 혼합금리대출이 34%로 고정금리인정 대출의 90%를 차지하고 있다. 이러한 상황이기 때문에 최근 금리상승 추세가 유지된다면 이자비용 부담이 본격화되는 것은 2014년 이후 실행된 대출이 전환되는 2019년부터라 할 수 있다. 2013년 이전 대출은 규모도 작았지만 이후 금리하락 시기에 중도상환되면서 저금리대출로 전환된 대출비중이 70% 이상으로 높다.

그림 90. 주택담보대출 금리구조 (2016년 6월말)



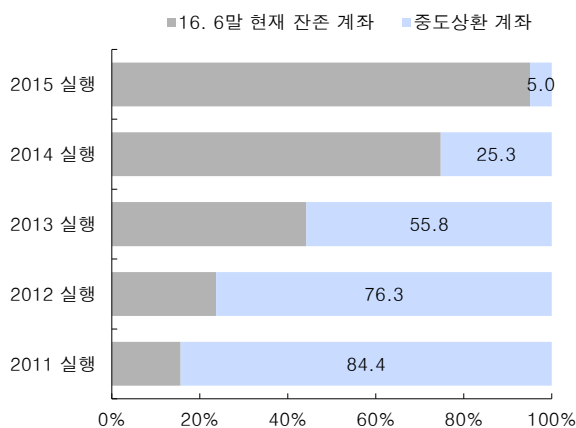
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 91. 혼합금리대출 실행시기 및 전환시기별 비중



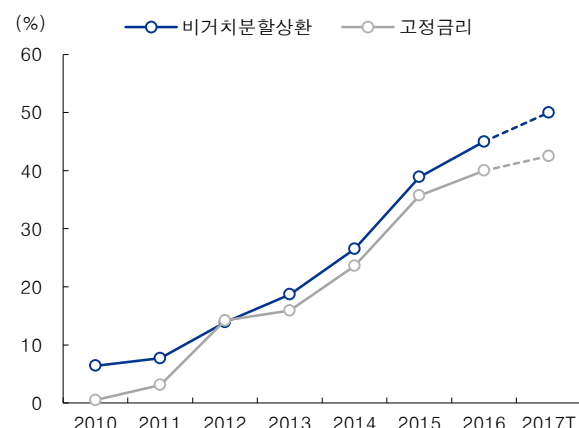
자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 92. 혼합금리대출 실행시기별 잔존/상환계좌 비중



자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 93. 고정금리인정 및 비거치분할상환 대출비중 추이



자료: 한국은행, IBK투자증권

주: 2017년 수치는 목표치

은행권의 리스크관리와 향후 규제변화

은행은 금융권 내에서
상대적으로 우량 차주
중심의 대출이 증가했을 것

대출관련 규제가 2014~2015년 1년만에 급격하게 변하면서 은행권 주택담보대출 증가율이 급변했다. LTV 비율을 50%에서 70%로 상향한 것은 이전에는 상상하기 힘들었던 강도의 대출규제 완화라 할 수 있다. 반면 LTV 완화 이후 1년여만에 발표된 가계 부채 종합관리 방안은 은행권이 대출증가에 보수적 태도를 보일 만한 규제변화였다. 대출수요자 측면에서도 분할상환이 거의 원칙화되고, 거치기간이 짧아지는 변화가 생김에 따라 관리방안 발표 이전에 비해 대출가능금액이 실질적으로 감소했다. 이러한 효과가 맞물리면서 은행권 대출증가율이 하락하고 있다고 판단된다. 규제변화에 의한 것이지만 2014년 LTV 완화 이후 대출증가 추이를 보면 은행권이 비은행권에 비해 우량 차주 중심으로 주택담보대출이 증가했을 가능성이 높아 보인다.

최근 집단대출까지도
리스크 관리하는 모습

최근에는 은행권이 집단대출에 대해서도 보수적인 모습이다. 신규 분량이 크게 증가하면서 위험관리 필요성이 높아지기도 했지만 규제변화의 영향도 있다. 2016년 10월부터 보증기관의 중도금 보증비율을 100%에서 90%로 축소하고, 인당 보증건수도 최대 4건에서 2건으로 축소하였다. 또한 소득자료 확보가 의무화 등 은행권이 자체적으로 집단대출 심사를 강화할 수 밖에 없는 환경이 되었다. 결과적으로 최근에는 계약률이 낮으면 은행권에서 집단대출 심사를 거부하기도 하는 것으로 파악된다. 대출금리도 보증비율이 낮아진 만큼 상승했다. 대출수요자들에게는 안타까울 수 있으나 규제변화와 함께 은행권의 리스크관리는 확실히 강화된 것으로 판단된다. 은행권과 대출협약을 체결하지 못한 사업장은 2금융권과 협의, 체결하는 사례도 생기고 있다.

표 3. 분양사업장¹⁾ 중도금 집단대출 협약 실태 (2017년 2월 20일 기준)

구분	사업장 (개)	세대수(호)	대출규모(억원)
합계	52	38,193	89,950
대출협약 완료	15	10,826	22,969
대출 거부 ²⁾	3	2,430	5,790
대출 협의중	34	24,937	61,191
- 시중은행 ³⁾	7	5,168	10,227
- 지방은행 및 제2금융권 등	5	1,984	5,450
- 미정 ⁴⁾	22	17,785	45,514

자료: 한국주택협회, IBK투자증권

주1) 협회 회원사 중 2016년 10월 17일~2017년 1월 31일 까지 분양한 116개 사업장 중 회신한 52개 사업장을 대상으로 조사

주2) 분양 계약률 80% 미만으로 금융권에서 중도금 집단대출 심사 거부

주3) KB국민, KEB하나, 우리, 신한 등

주4) 모든 은행권을 대상으로 협의 진행중인 사업장

향후 문제는 상호금융의 경우에도 여신심사 가이드라인의 적용을 받으면서 (3월 대규모 조합 우선 시행, 6월 전조합으로 확대 시행) 대출증가율이 둔화될 것이란 점이다. 일부 예외도 있지만 기본적으로 분할상환을 원칙으로 하는 내용이다. 다중채무자의 범위도 확대하고, 충당금적립률을 10%p 상향할 예정이다. 은행/비은행 양쪽에서 대출이 어려워지는 환경이 되고 있다. 최근 상호금융권의 높은 대출증가율을 감안하면 규제변화가 미치는 영향이 클 수 있다. 대출태도가 보수적으로 바뀌는 변화는 대출금리가 높아지는 결과로 이어질 가능성이 높다.

또한 최근 자산 1조원 이상 대형 저축은행에 대해 BIS비율을 7%에서 8%로 상향조정 하고 (2018년 1월 1일 시행), 은행과 동일한 자산건전성 기준을 적용하는 감독강화 조치를 발표했다. 또한 2018년부터 적용할 예정이었던 고위험대출 (금리 20% 이상)에 대한 추가충당금 적립률 상향조치 (20%에서 50%로 상향)를 6개월 앞당겨 시행하도록 발표했다. 저축은행의 대출증가세도 위축될 가능성이 높아졌다.

표 4. 상호금융권 맞춤형 여신심사 가이드라인 주요 개편내용 요약

구분		적용대상
소득증빙	객관적 소득증빙 제출	신규로 취급하는 주택담보대출
	비거치식 (부분)분할상환 적용 ▶매년 원금의 1/30 상환	만기 3년 이상 신규 주택담보대출로서 ① 주택구입자금용 대출 ② 고부담대출 (LTV 60% 초과) ③ 신고소득 적용 대출 중 3천만원 초과 대출
분할상환	비거치식 분할상환 적용 ▶ 대출기간 중 원금 전액 상환	신규 주택담보대출로서 ① 담보물건이 해당 건 포함 3건 이상인 경우 ② 집단대출 중 잔금대출
	분할상환 예외	기존 대출, 중도금 및 이주비 집단대출, 자금수요 목적이 단기, 불가피한 생활자금 등

자료: 금융위원회, IBK투자증권

표 5. 상호금융권 맞춤형 여신심사 적용대상 (2016년 말 기준)

조합/금고수	신협	농협	수협	산림조합	새마을금고	합계
17.3.13. 시행 (자산 1천억원 이상)	237	885	67	4	465	1,658
17.6.1. 시행 (자산 1천억원 미만)	667	246	23	133	856	1,925
총계	904	1,131	90	137	1,321	3,583
비중 (자산 1천억원 이상)	26.2%	78.2%	74.4%	2.9%	35.2%	46.3%
비중 (자산 1천억원 미만)	73.8%	21.8%	25.6%	97.1%	64.8%	53.7%
총계	100%	100%	100%	100%	100%	100%

자료: 금융위원회, IBK투자증권

LTV 하향은 주택거래량 감소, 대출증가를 하락 요인

또 하나의 중요한 규제변화는 2017년 7월 31일 이후 LTV 완화 연장여부이다. 대출조건에 대한 규제와 달리 LTV는 대출가능금액의 현격한 차이를 발생시켜 주택 구입여력의 변화를 가져온다. 현재 상황에서 다시 50%로 비율이 강화된다면 주택구입여력이 급감하게 될 것이다. 주거문제를 해결하고자 할 때 주택의 구입과 전월세 간 선택의 옵션이 거의 사라질 것으로 보인다. LTV 하향에 의한 대출가능금액의 감소는 주택구 매력의 감소를 의미하므로 주택구입이 매우 어려워지기 때문이다. 해석하기에 따라서는 LTV 완화가 주택구입의 용이성을 높여 그나마 주거문제 해결에 일조했다고도 할 수 있다. 주택보유자 입장에서조차 매수자를 찾기 어려워질 수 있어 주택매매량이 감소할 것이다. 은행의 대출증가율도 하락폭이 커질 수 있다.

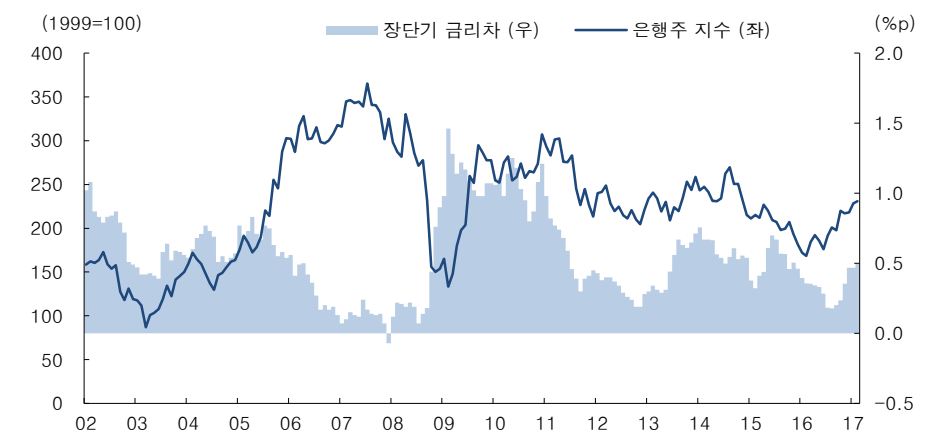
장단기금리차 확대 시
은행주는 상승

장단기금리차 확대와 은행주

미국 금리인상 가능성이 높아지면서 국내 장단기 금리차도 확대되기 시작했고, 같은 시기에 미국, 국내 은행주 모두 주가가 상승했다. 과거 사례를 보면 장단기금리차가 확대되는 시기에 은행주 주가는 상승했다. 모든 경우에 은행주 주가가 상승한 것은 아니고, 금리가 상승하는 국면이 이에 해당한다. 향후 미국의 추가 금리인상 시 다시 확대되는 경우도 예상된다. 은행주 주가에는 우호적 환경이라 할 수 있다.

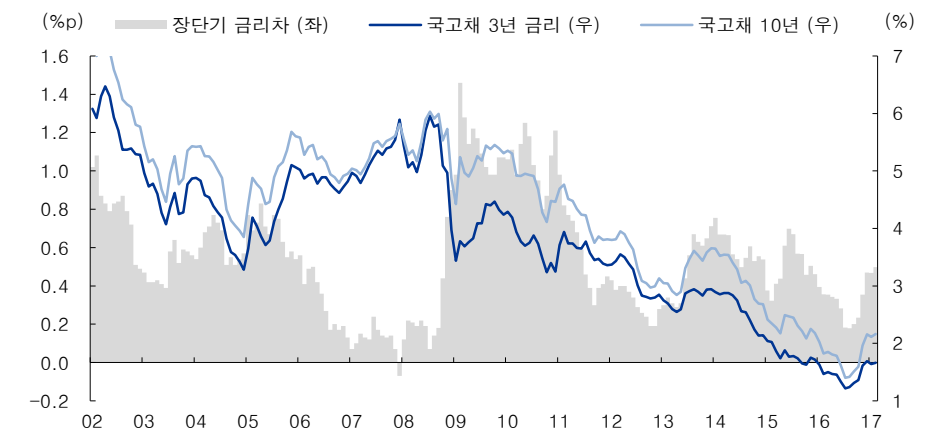
장단기금리차 확대가 은행주에 주는 변화는 경기기대감 제고 및 대출증가를 상승, NIM 상승으로 볼 수 있다. 대출증가율은 대출이나 부동산관련 규제에 따라 변화가 심하여 장단기금리차 확대와 무관한 경우도 많았다. 최근에는 경기개선 기대감도 약하고, 장단기금리차 확대도 미국 금리인상이 요인이었다. 최근 장단기금리차 확대는 은행주 입장에서는 NIM 상승 기대감을 만드는 요인이다. 금리가 하방경직성을 띄고 안정화된 상황에서 미국 금리전망에 따라 은행주 NIM 상승 기대감이 형성되는 국면이 종종 발생할 것으로 예상된다.

그림 94. 장단기 금리차와 은행주 지수 추이



자료: 한국은행, IBK투자증권

그림 95. 장단기 금리차 추이



자료: 한국은행, IBK투자증권

종목별 투자의견 및 투자지표

표 6. 은행주 투자의견 및 투자지표

	은행업	신한지주	KB금융	우리은행	기업은행	하나금융	BNK금융	DGB금융
종목코드		055550	105560	000030	024110	086790	138930	139130
투자의견		BUY	Top pick	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가		63,000	65,000	18,500	18,500	46,000	12,000	14,000
BPS & PBR								
BPS (2013)		55,742	66,456	23,184	22,060	69,477	18,104	20,209
PBR	0.70	0.84	0.62	0.55	0.54	0.61	0.89	0.82
BPS (2014)		59,203	70,700	26,603	23,924	73,304	20,333	21,631
PBR	0.46	0.67	0.47	0.33	0.52	0.32	0.41	0.46
BPS (2015)		62,705	74,234	28,386	26,289	75,337	22,999	20,625
PBR	0.43	0.63	0.45	0.31	0.47	0.31	0.37	0.49
BPS (2016)		65,595	82,077	30,157	27,431	76,420	20,810	21,773
PBR	0.48	0.69	0.52	0.42	0.46	0.41	0.42	0.45
BPS (2017)		69,669	87,458	31,871	29,043	80,831	22,474	23,359
PBR	0.53	0.75	0.61	0.44	0.46	0.51	0.45	0.51
BPS (2018)		73,978	92,706	33,630	30,665	85,766	24,154	24,963
PBR	0.53	0.75	0.61	0.44	0.46	0.51	0.45	0.51
ROE								
ROE(2013)	4.7	7.4	4.8	-2.9	6.0	5.2	9.1	9.1
ROE(2014)	6.7	7.6	5.3	6.6	6.8	4.6	19.6	8.2
ROE(2015)	6.5	8.2	6.1	5.7	6.9	4.3	9.1	9.2
ROE(2016)	7.2	9.1	7.2	6.4	6.6	6.0	7.6	8.0
ROE(2017)	7.4	8.2	7.7	6.9	7.2	6.7	7.7	8.1
ROE(2018)	7.2	8.1	7.4	6.6	7.1	6.6	7.2	7.9
ROA								
ROA(2013)	0.42	0.62	0.39	-0.16	0.42	0.35	0.68	0.66
ROA(2014)	0.59	0.64	0.44	0.39	0.48	0.31	1.25	0.61
ROA(2015)	0.52	0.67	0.51	0.37	0.50	0.29	0.61	0.66
ROA(2016)	0.53	0.72	0.59	0.41	0.47	0.40	0.56	0.57
ROA(2017)	0.55	0.65	0.64	0.45	0.51	0.44	0.59	0.57
ROA(2018)	0.54	0.65	0.62	0.44	0.50	0.44	0.57	0.57
순이익								
순이익(2013)	5,065	1,903	1,283	-538	854	1,020	305	238
순이익(2014)	7,723	2,081	1,403	1,211	1,032	956	810	230
순이익(2015)	7,981	2,372	1,699	1,059	1,135	935	486	294
순이익(2016)	9,472	2,775	2,144	1,261	1,158	1,345	502	288
순이익(2017)	10,289	2,625	2,470	1,445	1,332	1,562	545	310
순이익(2018)	10,627	2,760	2,515	1,472	1,397	1,613	549	321
EPS&PER								
EPS (2013)		4,013	3,143	-667	1,313	3,517	1,580	1,825
PER	10.0	11.7	13.2	0.0	9.3	12.1	10.2	9.1
EPS (2014)		4,389	3,633	1,792	1,586	3,297	3,497	1,819
PER	8.8	10.1	10.0	5.6	8.9	9.7	4.1	6.2
EPS (2015)		5,003	4,397	1,567	1,735	3,227	1,897	1,740
PER	7.1	7.9	7.5	5.6	7.1	7.3	4.4	5.8
EPS (2016)		5,851	5,549	1,866	1,769	4,640	1,539	1,702
PER	7.2	7.7	7.7	6.8	7.2	6.7	5.6	5.7
EPS (2017)		5,536	6,394	2,138	2,036	5,387	1,672	1,834
PER	7.5	8.9	7.9	6.2	6.1	7.3	5.6	6.1
EPS (2018)		5,821	6,508	2,177	2,134	5,565	1,685	1,899
PER	7.2	8.4	7.7	6.1	5.9	7.0	5.6	5.8

자료: IBK투자증권

표 7. Global Valuation Table

은행	국가	Market Cap (USD Mil)	Performance(%)			NIM		NPL RATIO	
			1M	3M	6M	2015A	2016A	2015A	2016A
신한금융지주	한국	20,432	3.3	20.6	16.4	2.9	2.8	0.9	0.7
KB금융지주	한국	18,742	5.5	29.1	56.7	2.3	2.2	1.1	0.9
하나금융지주	한국	10,314	8.0	34.8	65.0	1.8	1.8	1.2	1.3
기업은행	한국	6,213	(0.8)	3.8	4.6	1.9	1.9	1.3	1.4
우리은행	한국	8,012	(1.8)	17.2	43.6	1.8	1.9	1.5	1.0
BNK금융지주	한국	2,727	7.7	8.2	2.3	2.3	2.2	1.3	1.0
DGB금융지주	한국	1,711	6.6	23.8	25.1	2.2	2.1	1.2	1.2
제이피모간체이스	미국	312,154	(4.1)	29.9	45.8	2.1	2.3	0.8	0.8
뱅크오브아메리카	미국	230,976	(6.1)	48.6	69.4	2.2	2.2	1.1	0.9
씨티그룹	미국	160,500	(4.2)	23.1	37.0	2.9	2.8	0.8	0.9
웰스파고	미국	276,464	(5.5)	20.8	11.0	3.0	2.9	1.4	1.1
골드만 삭스	미국	96,841	(7.7)	40.4	50.5	0.4	0.3	n/a	n/a
모간스탠리	미국	79,480	(8.6)	33.5	68.5	0.4	0.7	n/a	n/a
U.S.뱅크프	미국	89,030	(5.1)	22.4	27.7	3.1	3.0	0.6	0.6
로열 뱅크 오브 캐나다	캐나다	106,808	(1.6)	18.7	29.0	1.8	1.8	0.5	0.7
ING그룹	네덜란드	58,310	7.0	26.0	28.1	1.6	1.7	2.1	2.3
도이치은행	독일	26,397	(2.7)	54.8	13.1	1.5	1.4	1.9	1.8
코메르츠뱅크	독일	11,378	18.9	33.8	8.0	1.1	n/a	n/a	n/a
크레디트 스위스	스위스	30,450	(5.0)	8.6	4.3	1.2	1.3	0.8	n/a
방코 산탄데르	스페인	90,022	13.4	44.6	43.5	2.9	20.0	4.5	4.1
방코 빌바오 비스카야	스페인	51,055	18.7	31.4	20.0	2.8	2.8	6.1	5.6
HSBC 홀딩스	영국	160,821	(0.9)	12.7	44.4	1.9	1.7	2.5	2.1
바클레이즈	영국	47,560	(2.2)	30.6	43.1	1.4	1.5	2.0	1.7
로알 뱅크 오브 스코틀랜드	영국	35,524	(3.8)	31.4	5.2	1.6	1.7	3.9	3.1
로이즈 뱅킹 그룹	영국	61,287	(1.6)	22.2	0.1	1.6	1.3	2.1	1.9
스탠다드차타드	영국	29,909	(3.2)	13.8	52.3	1.9	1.7	4.8	3.7
유니크레디트	이탈리아	34,779	19.2	34.6	(16.9)	1.5	1.4	16.3	11.8
인테사 산파올로	이탈리아	45,928	22.6	27.6	5.7	1.5	1.3	17.5	15.9
BNP 파리바	프랑스	82,198	11.7	30.1	40.7	1.6	1.6	5.6	5.4
크레디아그리콜	프랑스	37,924	10.2	39.2	27.7	0.8	0.9	4.4	4.4
소시에테 제네랄	프랑스	41,361	14.6	48.9	44.4	0.9	0.9	5.9	5.4
미쓰비시 UFJ 파이낸셜	일본	90,429	(6.6)	30.0	34.0	1.0	1.0	n/a	n/a
스미토모 미쓰이 파이낸셜	일본	52,814	(7.3)	14.2	19.3	1.3	1.1	n/a	n/a
미즈호 파이낸셜그룹	일본	47,305	(2.0)	13.3	20.2	0.8	0.7	n/a	n/a
중국 공상은행	중국	240,579	0.6	5.9	22.2	2.5	n/a	1.6	n/a
중국건설은행	중국	206,215	(0.2)	7.9	31.7	2.6	n/a	1.7	n/a
중국은행 (BOC)	중국	152,581	(0.8)	10.4	25.5	2.1	n/a	1.5	n/a
중국 농업은행	중국	152,578	0.3	6.5	30.0	2.7	n/a	2.7	n/a
중국건설은행	중국	206,215	(0.2)	7.9	31.7	2.6	n/a	1.7	n/a
호주 커먼웰스은행	호주	109,330	0.1	13.2	11.1	1.0	1.0	0.4	0.4
내셔널 오스트레일리아 은행	호주	65,182	0.0	14.0	21.5	1.7	1.9	0.4	0.5
ANZ 은행그룹	호주	69,469	0.1	12.3	29.0	2.3	2.3	0.5	0.5

자료: Bloomberg

표 8. Global Valuation Table

은행	국가	TIER 1 자본비율		PER (X)		PBR(X)		PBR(X)	
		2015A	2016A	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
신한금융지주	한국	11.4	13.3	8.9	8.6	0.7	0.7	8.3	8.1
KB금융지주	한국	13.6	14.4	8.7	8.4	0.6	0.6	7.5	7.4
하나금융지주	한국	10.4	12.3	8.0	7.5	0.5	0.5	6.4	6.4
기업은행	한국	9.4	9.5	6.3	6.3	0.4	0.4	6.9	6.7
우리은행	한국	10.5	12.8	7.1	7.0	0.4	0.4	6.6	6.5
BNK금융지주	한국	8.2	8.1	5.7	5.3	0.4	0.4	7.8	7.8
DGB금융지주	한국	11.3	12.1	6.3	5.9	0.5	0.5	8.0	8.1
제이피모간체이스	미국	13.5	14.1	13.3	11.6	1.3	1.2	10.2	11.0
뱅크오브아메리카	미국	12.9	13.6	13.2	11.0	0.9	0.9	7.8	9.0
씨티그룹	미국	13.5	14.2	11.2	9.8	0.7	0.7	6.8	7.3
웰스파코	미국	13.0	12.8	13.2	12.0	1.5	1.4	11.7	12.2
골드만 삭스	미국	17.6	15.0	12.1	10.7	1.2	1.1	10.2	10.7
모간스탠리	미국	17.4	19.0	12.6	11.0	1.1	1.0	8.8	9.5
U.S.뱅크프	미국	11.3	11.0	15.1	13.7	2.0	1.9	13.5	13.7
로열 뱅크 오브 캐나다	캐나다	12.2	12.3	13.1	12.4	2.1	1.9	16.3	16.1
ING그룹	네덜란드	14.5	16.3	11.4	10.9	1.1	1.0	9.5	9.6
도이치은행	독일	14.7	15.6	15.1	9.6	0.5	0.5	1.8	4.3
코메르츠뱅크	독일	13.8	n/a	19.5	12.3	0.4	0.4	1.5	2.5
크레디트 스위스	스위스	18.0	18.1	15.6	10.2	0.7	0.7	4.5	7.1
방코 산탄데르	스페인	12.6	12.5	12.6	11.6	0.9	0.8	7.1	7.6
방코 빌바오 비스카야	스페인	12.1	12.1	11.9	10.8	0.9	0.9	8.1	8.2
HSBC 홀딩스	영국	13.9	16.1	13.6	12.4	1.0	1.0	6.7	7.8
바클레이즈	영국	14.7	15.6	11.0	9.6	0.6	0.6	5.4	6.6
로열 뱅크 오브 스코틀랜드	영국	19.1	17.7	13.1	11.3	0.7	0.7	6.0	6.9
로이즈 뱅킹 그룹	영국	16.4	17.0	10.4	10.5	1.1	1.1	11.7	11.5
스탠다드차타드	영국	14.1	15.7	19.9	11.7	0.7	0.6	3.4	5.6
우니크레디트	이탈리아	11.6	9.0	12.1	9.1	0.6	0.5	5.9	6.1
인테사 산파올로	이탈리아	13.8	13.9	12.2	10.8	0.9	0.9	7.4	8.1
BNP 파리바	프랑스	12.2	12.9	10.5	9.6	0.8	0.8	8.0	8.3
크레디아그리콜	프랑스	13.7	15.1	11.2	10.0	0.6	0.6	5.9	6.6
소시에테 제네랄	프랑스	13.5	14.5	10.7	10.0	0.7	0.7	6.8	6.8
미쓰비시 UFJ 파이낸셜	일본	12.6	13.2	10.1	9.6	0.6	0.6	6.3	6.3
스미토모 미쓰이 파이낸셜	일본	12.9	13.7	8.0	8.1	0.6	0.6	7.9	7.3
미즈호 파이낸셜그룹	일본	11.5	12.6	8.4	9.2	0.6	0.6	7.6	6.7
중국 공상은행	중국	13.5	n/a	5.9	5.6	0.8	0.7	13.6	12.9
중국건설은행	중국	13.3	n/a	6.1	5.8	0.8	0.7	14.1	13.6
중국은행 (BOC)	중국	12.1	n/a	6.0	5.7	0.7	0.6	12.5	11.7
중국 농업은행	중국	11.0	n/a	5.7	5.4	0.7	0.7	13.3	12.7
중국건설은행	중국	13.3	n/a	6.1	5.8	0.8	0.7	14.1	13.6
호주 커먼웰스은행	호주	11.2	12.3	14.7	14.3	2.3	2.2	16.0	15.8
내셔널 오스트레일리아 은행	호주	12.4	12.2	13.3	13.0	1.7	1.6	13.3	13.3
ANZ 은행그룹	호주	11.3	11.8	13.0	12.8	1.5	1.4	12.4	12.1

자료: Bloomberg

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 IBK기업은행의 자회사입니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상	유가증권	계열사	공개매수	IPO	회사채	중대한	M&A
		수량	취득가	취득일	보유여부	발행관련	관계여부	사무취급		지급보증	이해관계	
해당사항없음												

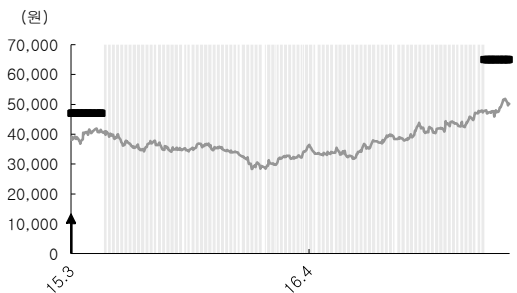
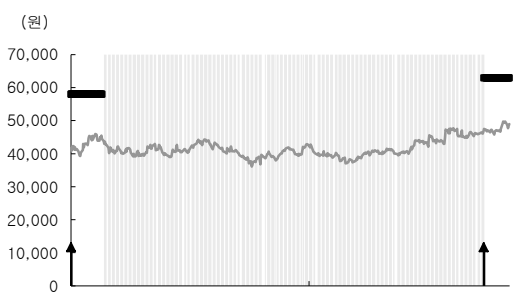
투자의견 안내 (투자기간 12개월)

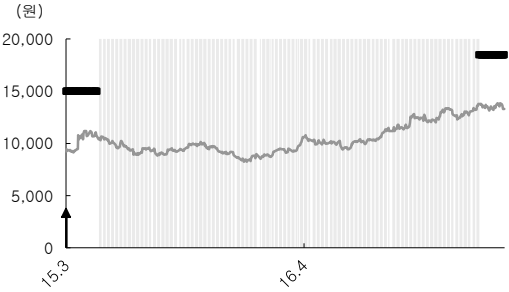
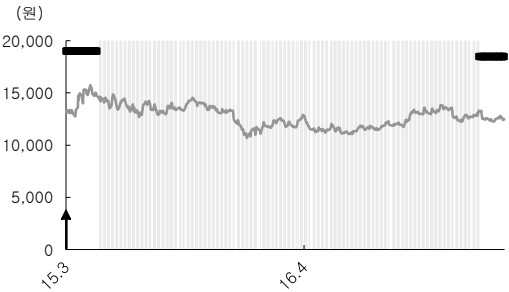
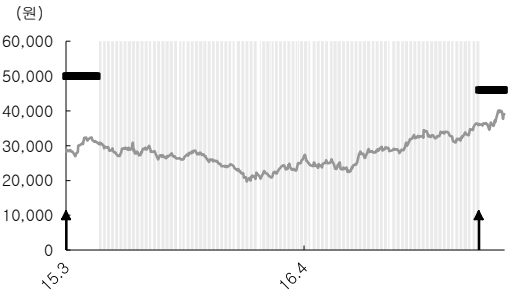
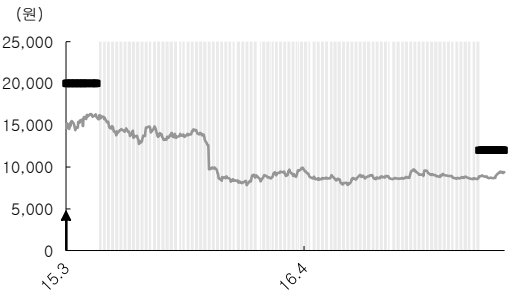
종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2016.01.01~2016.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	134	88.2
중립	18	11.8
매도	0	0.0

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

KB금융 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2017.02.10	담당자변경				
	2017.02.10	매수	65,000원			
	2017.03.24	매수	65,000원			
신한지주 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2017.02.10	담당자변경				
	2017.02.10	매수	63,000원			
	2017.03.24	매수	63,000원			

우리은행 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2017.02.10	담당자변경				
	2017.02.10	매수	18,500원			
	2017.03.24	매수	18,500원			
기업은행 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2017.02.10	담당자변경				
	2017.02.10	매수	18,500원			
	2017.03.24	매수	18,500원			
하나금융지주 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2017.02.10	담당자변경				
	2017.02.10	매수	46,000원			
	2017.03.24	매수	46,000원			
BNK금융지주 주가 및 목표주가 추이	과거 투자의견 및 목표주가 변동내역					
	추천일자	투자의견	목표주가	추천일자	투자의견	목표주가
	2017.02.10	담당자변경				
	2017.02.10	매수	12,000원			
	2017.03.24	매수	12,000원			

